

## 后金融危机时代国际投行盈利模式分析

刘世欣 ☎: (86) 83571401

✉: liushixin@chinastock.com.cn

自美国次贷危机发生以来，国际投行经历了被动转型，但其固有的特质和基因，决定了其各自个性鲜明的盈利模式。2008年美国第五大投资银行贝尔斯登陷入困境，在美联储帮助之下，由摩根大通银行对其进行收购。同年9月，有150年历史的第四大投行雷曼兄弟宣告破产保护，美林公司与美国银行达成收购协议，成为美国银行的一部分，而华尔街最大的两家投资银行摩根斯坦利和高盛获准成为银行控股公司，以获得政府救助和恢复市场信心。

然而事实上，由于市场对投资银行业务仍存在巨大需求，上述转变不过是各大投行积极寻求危机下的生存之道，在危机过后他们仍将在全球市场发挥重要作用。承销、并购、投资顾问等投行业务在中国仍然前景广阔，但金融市场交易领域的创新确需谨慎。我们看到美国投行业务模式正向商业银行和投资银行结合方向发展，新的业务模式开始浮出水面：（1）全业务投行模式（高盛）；（2）银证混业经营型的综合金融集团模式（摩根大通）；（3）以资产管理为核心的财富管理型投行模式（瑞银集团）；（4）侧重资本市场业务的交易型投行模式（摩根斯坦利）。（5）中小券商打造的精品投行模式。美国金融危机以来各大投行的转型策略和业务收入结构给我国证券公司乃至证券行业的下一步发展模式以及发展方向带来启示。

### 一、全业务投行模式（以高盛为代表）

高盛集团成立于1869年，是全世界历史最悠久及规模最大的投资银行之一，总部设在纽约，并在东京、伦敦和香港设有分部，在23个国家拥有41个办事处。2011年实现净收入288亿美元，净利润44.4亿美元，相比2009和2010年的净利润133.9亿美元和83.5亿美元大幅

下滑。同样受金融危机影响，一般普通股平均回报从 2009 年和 2010 年的 22.5%和 11.5%跌至 2011 年的 3.7%。

高盛集团在传统投资银行、企业并购、项目融资、资产管理、金融创新等业务方面均具有很强的实力，是全业务投行盈利模式的代表。2011 年机构与客户部净营业收入 173 亿美元，税前利润 62 亿美元，占到高盛集团总营业收入的 60%，是典型的以客户为中心。机构与客户服务部的主营业务以固定收入货币和大众商品为主，股票、佣金和证券三类股权业务为辅，这四种业务收入在机构与客户服务部净营业收入中所占比重分别是 52%、18%、21%和 9%。实际上，受 2008 年国际金融危机影响，高盛的机构客户服务部门业绩大幅下滑，部门税前利润从 2009 年 190 亿美元大跌到 2011 年的不到 46 亿美元，跌幅超过 80%。其中固定收入货币和大宗商品从 2009 年 219 亿美元下跌到 2011 年的 90 亿美元。造成这样的原因主要是欧债危机给市场带来的巨大波动和不确定性，从而导致抵押贷款产品的大幅下跌。投资管理部、投资银行部和投资与借贷部净营业收入占集团净收入的 17%、15%和 7%。高盛的投行业务在全球具有绝对优势，全球股票发行业务 2011 年排名第一，过去 20 年里，13 年排名第一。全球并购业务，从 1998 至今一直稳居全球第一。高盛被华尔街日报形容为“在无论何种艰巨市况下都能完成交易的公司”。但随着全球 IPO 项目的缩减，投资银行部的业务收入占比不断下降。投资管理部的业务收入中，管理和其他佣金、激励佣金和交易收入分别占部门收入的 83.19%、6.42%和 10.39%；投资银行部的业务收入中，金融咨询业务、股票承销业务和债券承销业务收入分别占到部门收入的 46%、25%和 29%；投资与借贷部的业务收入中，股票业务、债券和贷款业务和其他业务分别占部门收入的 28%、4%和 67%。

表 1-1 高盛集团 2011 年各部门经营状况

单位：百万美元

	净营业收入	比重
投资银行	4355	15.12%
机构和客户服务	17280	59.98%
投资与借贷	2142	7.43%
投资管理	5034	17.47%

合计	28811	100.00%
----	-------	---------

数据来源：2011 高盛年报

表 1-2 2011 高盛集团机构与客户服务部业务收入构成

单位：百万美元

	金额	占净收入总额比重
固定收入货币和大宗商品	9018	52%
股权	8262	48%
股票	3031	18%
佣金	3633	21%
证券	1598	9%
净收入总额	17280	100%

图 1-1 机构与客户服务部门业务收入构成

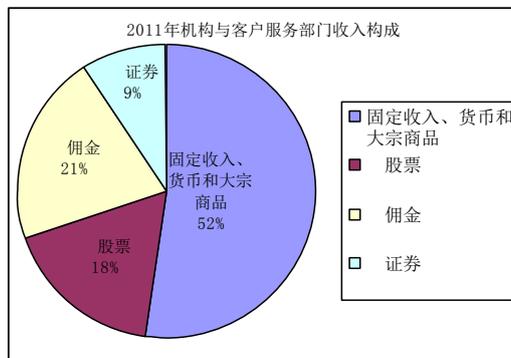


图 1-2 投资银行部门业务收入构成

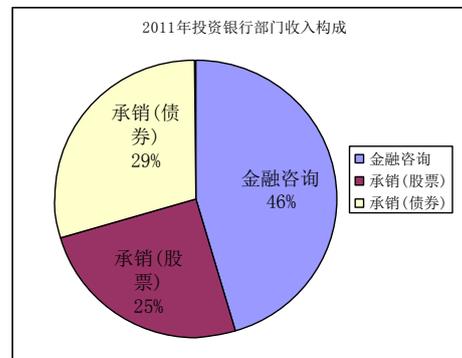


图 1-3 机构与客户服务部门业务收入构成

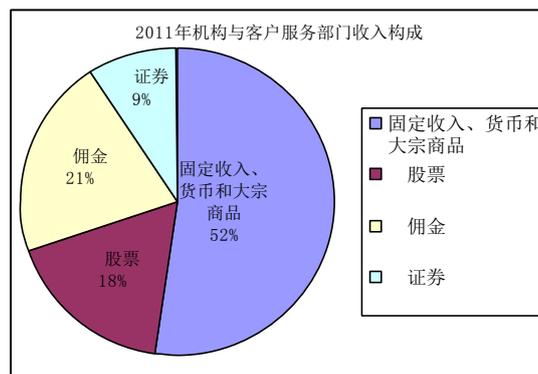
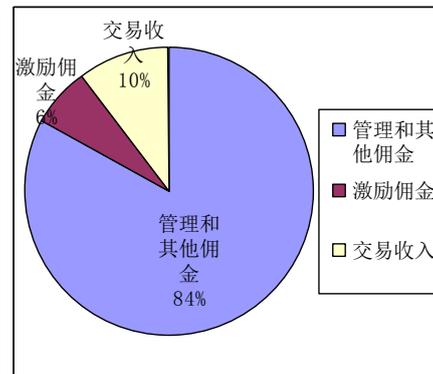


图 1-4 投资管理部门业务收入构成



数据来源：2011 年高盛年报

高盛模式带来的启示：第一，高盛集团收入大部分来自于机构与客户服务部，是因为高盛以客户为中心，对客户需要的最大程度的满足。为了实现该目标，高盛通过各种渠道吸纳优秀人才，注重团队沟通、交流与合作，不仅吸引了大量客户，而且提高了公司的声誉。高盛集团把创新和产品差异化作为其竞争战略的一个重要方面，极力为机构和客户提供竞争对手不能提供的，最大程度满足客户需求。在为客户提供金融工具和服务产品方面的创新服务的同时，巩固和扩展了已有的客户网络。第二，发挥合伙人精神。高盛集团上市前一直是合伙制，这就要求对共同利益进行高度的互相监督，是国际上最好的风险控制机制之一。上市后高盛集团仍然保持合伙制文化，这使得高盛集团从未经历过任何可能改变这家公司合伙制特质的大规模并购，核心文化也未受到任何破坏性事件的侵蚀。第三，注重团队精神。高盛集团认为其出色的团队合作的文化巩固了其作为首选顾问、金融家、联合投资人和金融中介机构的地位。高盛集团并不鼓励作为最高级营销人员的投资银行客户经理单独进行营销，而是组织一个团队进行营销，强调团队整体，这样可以减少因重要营销人员跳槽而对高盛集团造成的损失。

## 二、银证混业经营型的综合金融集团模式（以摩根大通为代表）

自 2008 年世界金融危机以来，摩根大通连续收购华盛顿互惠银行和贝尔斯登证券增强了其在商业银行和投资银行方面的市场竞争力，已成为全球盈利最高的投资银行，公司总资产、总收入、净利润三项指标均居列十大投行之首，目前市值已接近排名第二、三位的花旗集团、高盛的总和。尽管公司收入在 2011 年受外部环境影响略有下滑，但摩根大通投行和银行业务并举、平衡发展分散了市场风险，是公司综合实力稳步提升的主要因素。

摩根大通通过同时开展商业银行业务和投资银行业务，资源整合，协同发展，形成了银证并举平衡发展的盈利模式。摩根大通的投行业务盈利模式：以承销及并购顾问业务、自营业务和资产管理业务三部分主，2011 年这三大业务的收入分别占到投行收入的 20%、33%和 30%。尽管受全球经济和资本市场影响，2011 年摩根大通净营收同比下降 5.31%至 972.34 亿美元；由于信贷损失拨备大幅减少，公司净利润同比上升 9.25%至 189.76 亿美元。2011 年摩根大通投行业务的非息收入合计 300.10 亿美元（如表 2-1），约占到公司总非息收入 495.45 亿美元的 60.57%。2011 年，摩根大通投资银行业务非息收入主要来自于：（1）承销及并购顾问（主要

来自投资银行部，比重 99.1%）：包括财务顾问，股票承销和债券承销收入；（2）自营业务（主要来自投资银行部，比重 83.2%）：主要包括对利率市场、信用市场、外汇市场、商品市场（合称“固定收益市场”）、股票市场的做市收入以及私募股权的投资收益；（3）资产管理业务（主要来自投资银行部及资产管理部，比重 15.7%，67.7%）：包括投资管理费、管理服务费（包括托管清算、融券及基金服务费），经纪及其他佣金收入。

表 2-1 摩根大通 2011 年投行业务收入构成

百万美元	承销及并购顾问业务		自营业务		资产管理业务	
公司投行业务收入合计：		5911①		10005②		14094③
	股票承销	1181	利率市场	-873	投资管理	6690
	债券承销	2934	信用市场	3393	管理服务	2171
	财务顾问	1796	外汇市场	1154	经纪佣金	2753
			商品市场	3823	其他佣金	2480
			股票市场	2401		
			私募股权	1107		
公司投行业务收入合计（①+②+③）：30010						

来源：摩根大通 2011 年报

图 2-1 2011 年承销业务和资产管理业务的构成

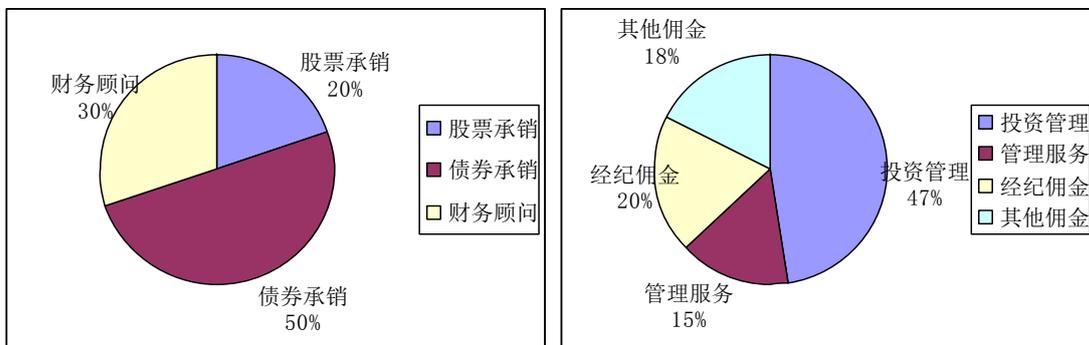
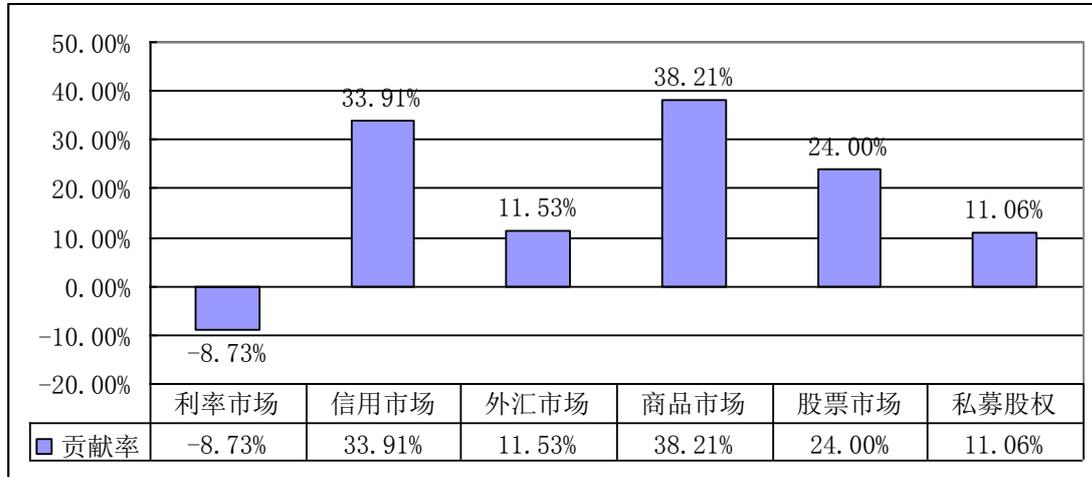


图 2-2 摩根大通 2011 年自营收入贡献率



在 2008 年摩根大通收购贝尔斯登，收入结构更加优化，银行和投行业务比重更为合理，进一步增强了公司综合实力。2008 年金融危机期间，摩根大通以 15 亿美元的低价收购了当时美国第五大投资银行贝尔斯登。事实证明收购贝尔斯登后，摩根大通投行部门实力增强，业务利润贡献率显著提升，优化了公司的利润结构。2011 年，摩根大通的大投行部门（投资银行、资产管理、现金及证券服务）业务收入 435.19 亿美元与银行部门收入 520.97 亿美元已大致相当，摩根大通投行业务高回报和商业银行业务的稳健分散了经营风险，有助于业绩平滑。

摩根大通的组织架构设计也都是围绕盈利模式而设计的，包括投资银行、零售金融、卡及汽车贷款、商业银行、现金及证券服务和资产管理部门，是典型的银证并举。摩根大通商业银行业务积累了庞大客户基数被“无缝传递”至更有创造价值能力的投行部门，借助商业银行网络来推动投行业务，通过组建跨部门专家团队的方式实现更高的协同效益。据测算 2011 年，摩根大通商业银行部门与投行部门间协同、交叉销售产生的收入达到 70 亿美元的收入，这占到了净营收的 7%。

摩根大通盈利模式带来的启示：（1）混业经营有利于提高客户黏性，发挥协同效应。银证一体化经营能够最大程度满足客户对储蓄、投资、理财等综合性需求。金融机构提供全方位服务将使客户黏性不断提高，商业银行部门与投行部门交叉销售的过程中降低了客户获取成本、交易与服务成本，从而提升了经营绩效。（2）均衡的业务组合有助于降低经营风险，平滑经营波动。传统商业银行业务市场空间小、增长性不足；而投行业务经营风险高，业绩波动大，摩根大通通过收购较好的解决了平衡了两者业务结构，通过混业经营发挥了商业银行部门输送

客户、提供资金流动性的作用，不仅降低了投行业务本身的经营风险，也起到了平滑经营波动，有助于增强公司经营过程中的自我调适能力。

### 三、以资产管理为核心的财富管理型投行模式

瑞银是综合金融集团，在 57 个国家和地区设有分支机构，雇员总数约 65000 人。集团业务线包括财富管理、投资银行、全球资产管理、零售及公司银行。2011 年，UBS 总资产 14191.62 亿瑞郎，实现净营业收入 277.88 亿瑞郎。

财富管理是为高净值人士提供各种金融服务，以求达到保存、创造财富等目的。由于历史原因，瑞银集团以其得天独厚的客户优势，打造出了以财富管理为中心的盈利模式。瑞银业务以财富管理业务为核心，还有赖于零售及公司银行、投资银行、全球资产管理部门。2011 年瑞银集团财富管理部门实现净营业收入 129.4 亿瑞郎，占集团总营业收入的 47%。2011 年瑞银的资产管理额 1.5 万亿瑞郎（约 1.62 万亿美元），占位居全球第二（仅次于美银的 2.1 万亿美元）。零售及公司银行、投资银行、全球资产管理部门在瑞银净营业收入中占比分别为 14%、6% 和 33%。瑞银集团另设有公司中心负责集团现金管理，物业及内部资产进行处置，不对外创收，是辅助业务。

表 3-1 瑞银集团 2011 年各部门经营状况

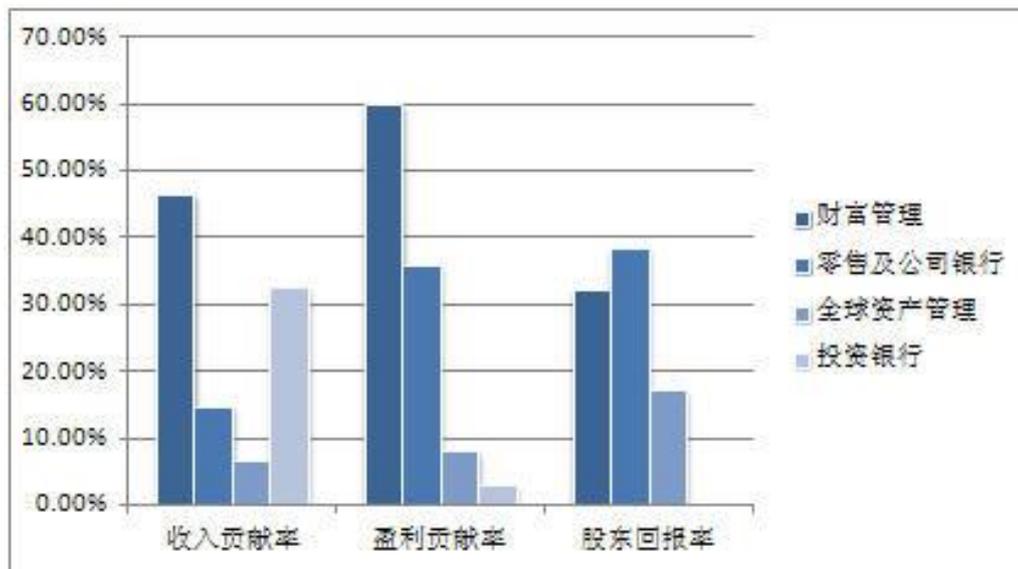
单位：百万瑞郎

	净营业收入	比重
财富管理		
全球	7,645	28%
北美分部	5,295	19%
零售及公司银行	4,085	14%
全球资产管理	1,803	6%
投资银行	9,340	33%
公司中心	-80	0%
合计	27,788	100%

来源：UBS 2011 年报

由于财富管理部门较强的产品销售能力、较低的销售和服务成本、低资本需求和其盈利的可持续性，所以它在瑞银集团的优势和地位非常显著。从图 3-2 中可以看出，瑞银财富管理相比其他部门有最高的收入贡献率，最高的盈利贡献率和较高的股东回报率。

图 3-2 2011 年瑞银财富管理的比较优势



瑞银的组织结构与其盈利模式也密不可分，几大部门中全球财富管理及银行部、财富管理北美分部、全球资产管理不都与财富管理业务相关。同时，在业务经营管理上，采取区域管理和业务条线垂直管理相结合的组织结构，既保障了业务部门的独立经营权和资源支配权，又能充分发挥区域内各部门业务协同的能力：

瑞银盈利模式带来的启示：第一，过度协同可能带来部门内部经营风险转移、串联和放大的负效应。2007 年以前瑞银的“ONE FIRM”理念过度强调高度协同，激励各业务部门相互转介客户和产品，激励了业务部门的过度供给和销售，带来风险资产。美国次贷危机使集团巨大损失，目前更为注重业务协同过程中效益与风险的平衡关系，不再从整个集团层面进行风险资本拨备，而是由各事业部分别计算各自所需最低资本，独立拨备风险，从而保障业务能在合理的资产风险配比下正常经营。第二，资源应该尽量集中在低资本需求和低风险领域的业务上。财富管理、零售和公司银行、全球资产管理业务的共性体现在对资本的需求较低，以中介咨询为收入模式并不直接承担市场波动风险。在瑞银实现大幅削减投资银行部门风险资产的目标后，

集团资本充足率将进一步提高，将有助于瑞银将资源集中到核心业务上去。

#### 四、侧重资本市场业务的交易型投行模式（摩根斯坦利）

摩根斯坦利在全球 42 个国家及地区设有 1300 个分支机构，雇员总数约 62000 人。2008 年美国次贷危机中，摩根斯坦利向美联储申请由投资银行转为银行控股公司，其目的是公司有资格获得美联储的紧急贷款，避免在金融危机中倒闭；因此，其业务性质没有发生太大改变，仍然集中在证券承销、自营、资产管理等资本市场业务。2011 年末，摩根斯坦利实现净收入 324 亿美元，净利润 41 亿美元。

随着衍生品市场和金融工程等现代化技术的发展，美国独立投行有“轻中介、重交易”的发展方式，形成了交易型盈利模式，即依赖其在衍生产品设计、研究、定价等方面的优势，积极通过自营业务、资产管理业务等参与现券和衍生品等投机交易，获取收益，并将其作为收入的最重要来源。摩根斯坦利业务上以自营为主，资产管理业务、经纪和证券承销业务（包括财务顾问）为辅助。摩根斯坦利延续着原先美国独立投行的“轻中介、重交易”的发展路径，即便 2008 年已经转型为银行控股公司，但自营业务收入比重也不断提高。2011 年摩根斯坦利自营业务收入 124 亿美元，占到总收入的 40%。资产管理业务、经纪和证券承销业务占收入比重依次为：27%、17%和 16%。摩根斯坦利自营业务收入高是因为金融衍生品投机性交易收入高，尤其是场外衍生品规模大，其占衍生品资产比重超过 90%。合约品种也极其丰富，涵盖利率、信用、外汇、股票、期货各主要市场。2011 年衍生品投机性交易收益 69.23 亿美元占到自营交易收入的 55%以上。摩根斯坦利在对金融衍生品的研究、设计、定价和创新能力具有先发优势，尤其在几乎不受监管的场外金融衍生品市场，更强的专业能力相较交易对手更容易获得不对称收益。另外，摩根斯坦利不同部门对盈利的贡献也不尽相同。在最主要的自营业务收入当中，机构证券部贡献突出。2011 年，机构证券部占自营业务收入比重达到 91%，占证券承销业务收入的 84%，部门净利润贡献率 84.1%；相比，全球财富管理部占资产管理业务收入的 80%，但部门净利润贡献率仅 16%。

图 4-1 摩根斯坦利金融危机以来自营交易收入比重趋于扩大

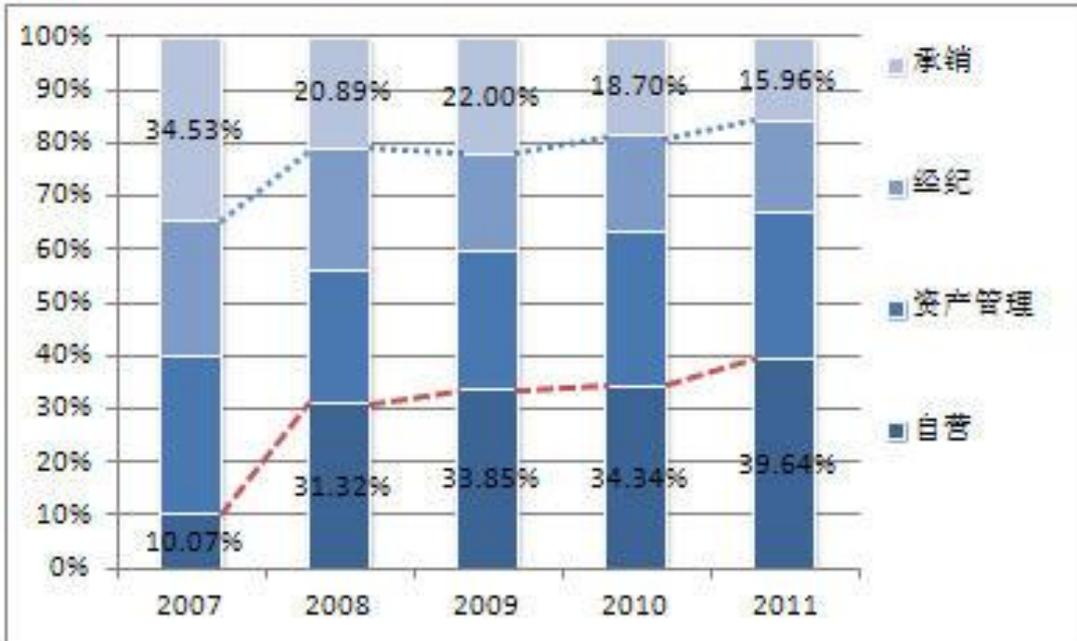
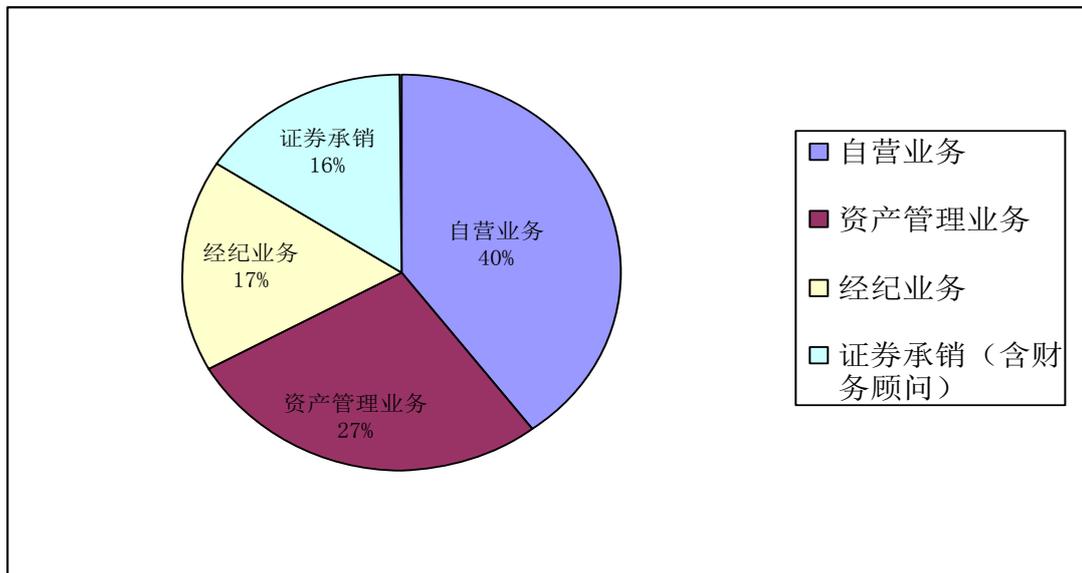


图 4-2 2011 年摩根斯坦利业务收入构成



摩根斯坦利模式带来的启示：第一，场外衍生品市场是国际金融衍生品的主流市场，金融衍生品研究、设计、定价与创新能力决定了交易性投行的竞争力；第二，过高杠杆率会带来巨大风险。金融危机爆发前，美国五大独立投行经营杠杆率普遍在 30 倍左右，其中大部分自有资产均投资于高杠杆产品，辅之以短期资金维持流动性，一旦出现问题就形成对投行致命性的打击。而今摩根斯坦利等交易型投行在危机后公司杠杆已经降至接近商业银行的水平，较为充

裕的资金流动性对降低自营业务风险起到了保障的作用。

## 五、精品投行盈利模式（中小券商）

以上四种方式是国际大型投行甚至综合性金融集团在不断的发展过程中形成的各具特色的盈利模式，他们各项业务的开展规模都很大，只是其中某一项优势更明显。中小券商受制于资本规模和人才资源，在行业竞争中相对于大中券商一直处于劣势的地位，甚至濒临于边缘化。小券商要想在惨烈的竞争中继续顽强的生存，就必须充分挖掘内部潜力，依靠特色的发展模式。证券行业是一个充分竞争行业，各个证券公司无论规模大小，都有自己独特的生存方式。对于中小券商，则通过做细做精某项业务或发展特色业务，打造出了精品投行盈利模式。

这类精品投行，典型的有史考特、嘉信为代表的折扣经纪商，通过收费低廉的网上交易，对交易手续费敏感的客户非个性化服务；可以让投资者自由选择交易佣金收费模式的 Thinkorswim；专门为小单客户提供融资并购等服务的财富管理专家 GREENHILL 等。另外还有当天交易商，只为当天买进并卖出的客户提供服务，一般都是很小的区域经纪商。

这些券商的特点是客户细分，定位明确，专注于某一领域自身优势明显，产品设计与服务个性化，价格相对低廉。只有充分挖掘自身资源，发展特色业务，打造精品投行盈利模式，避免全而劣，小券商才有可能实现突围。

从上述分析我们看出，金融危机以来各大投行八仙过海各显神通，不管是全业务投行的高盛），银证混业经营型的摩根大通，以资产管理为核心的瑞银，交易型的摩根斯坦利，还是各具特色的精品中小投行都在积极通过特有的方式步步走出经济危机的阴影。对于中国来说，能够从中汲取的经验：首先，券商根据自身优势确定各自盈利模式，避免全而劣，券商目前业务开展同质化严重，市场过度竞争造成资源浪费。经过本文分析可以看到，摩根大通、瑞银、摩根斯坦利、高盛以及野村这些投行都有各自的业务优势和特点。其次，重点培育几家券商，打造高附加值资产管理服务盈利模式。在客户资产管理方面，加强全方位资产管理能力，为客户量身定制资产管理方案，包括各类资产的配置组合和单一市场的个券配置。在组织架构上对这类盈利模式进行配合，大类资产配置管理和细分市场资产组合管理上下协同，资源共享。最后，创新要适度，避免过度创新引发的市场过度投机，以及过度创新造成的市场风险跨市场传导而引发的金融系统风险。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 83571401

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>