

2024 年证券行业专题报告：他山之石_内部 创新与外部并购重组共振

1. 内生增长，改革创新做大版图

1.1 高盛：把握时代节奏，改革推动做大做强

高盛（GoldmanSachs）成立于 1869 年，是一家国际领先的投行和证券公司，向全球提供广泛的投资、咨询和金融服务，拥有大量的多行业客户，包括私营公司、金融企业、政府机构以及个人。其总部设在纽约，在中国香港设有分部。高盛的发展经历四个阶段，从备受歧视的犹太裔票据商，到掌控世界经济命脉的“顶级投行”。家族式经营、合伙人制度和轻资本运作是上市前高盛集团经营的主要特征。后期高盛引入了股份制度并完成上市，补充了资本，实现了多元化发展，创造了卓越业绩。金融危机后，虽然杠杆率较危机前大幅度下降，但是高盛专注投行业务和全球化运营的核心战略并未发生改变。

高盛在面对时代变革时，巧妙地抓住机遇实施了一系列战略，塑造了其在金融界的领导地位。1976 年，约翰·温伯格和约翰·怀特黑德成为高盛的联席董事合伙人，开创了业界著名的“双头管理”时代。怀特黑德制定了“高盛 14

条业务原则”，采取了大刀阔斧的改革，将高盛推向了新的高度：首先，高盛成为机构交易领军者。公司承担了信息不对称和资本损失的风险，与各大机构建立了紧密联系。1976年，高盛赢得了“老鹰行动”（纽约市养老基金5亿美元转换为指数基金）的交易订单。高盛在大宗交易中承担库存风险，把服务和风险资本结合起来开拓业务，增加了市场份额，为其在机构服务领域赢得了声誉。

其次，高盛变革了投行业务的商业模式，实施了专业化分工。70年代中期，高盛关注500强之外的中小企业客户群，通过分离交易执行和业务承揽等举措，高盛设立了“投行服务部”，专门负责发展和维护客户关系。在1979-1984年的5年间，高盛客户数量增加了500个，每个人跟踪的企业家数大幅下降，但服务质量显著提高，对越来越多的企业进行越来越深入的研究。第三，高盛大力开发了商品、衍生品和资管业务。八九十年代，国际投行面临政治舆论压力和监管的挑战，但高盛通过收购杰润（J.Aron & Co）等措施，成功开发了商品业务。1988年设立资产管理部门GSAM，重新启动资管业务。这使得高盛在不景气的时期也能够稳健盈利。最后，高盛积极进行国际化扩张。在80年代，高盛抓住英国私有化浪潮，进入欧洲市场，与老牌本土投行竞争。90年代，高盛将目光转向新兴市场，1991年高盛成为

第一家获准在日本开设银行子公司的国际证券公司，1994年进入中国市场，分享了各个国家和地区的发展红利，推动了国际资本市场的建设。

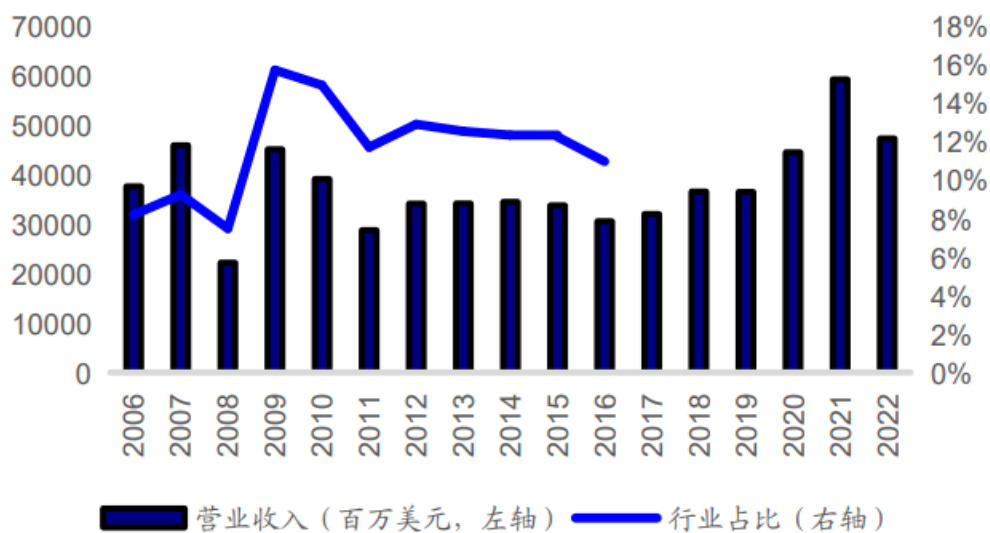
次贷危机中遭受亏损，获批成为银行控股公司。2008年爆发全球金融危机，雷曼兄弟破产，美林被美国银行收购，贝尔斯登被摩根大通收购，高盛和摩根士丹利转为银行控股公司，行业格局重塑，独立投行向全能银行转变。2008年高盛营业收入同比骤减51.7%。当年第四季度，高盛筹集207.5亿美元股权融资，其中50亿美元来自巴菲特。此外，高盛获批成为银行控股公司，在《巴塞尔协议III》的要求下根据银行资本充足度的监管规则下去杠杆，并依照《多德-弗兰克法案》、《沃尔克规则》重组业务条线。2010年巴塞尔III实施后，建立了一套完整的国际通用的、以加权方式衡量表内与表外风险的资本充足率标准；此外美国大型投行受到2010年《多德-弗兰克法案》的约束，该法案中的“沃尔克规则”禁止银行控股公司利用自有资金进行高风险的自营投资业务，且对于对冲基金的投资不得超过公司一级资本的3%，每只对冲基金投资额不得超过基金净值的3%。

1.1.1 投行和机构业务双轮驱动，ROE稳定且具有优势

无论是次贷危机前还是次贷危机后，高盛始终围绕客户需求为核心，盈利水平稳定。从2012-2017

年的财务数据来看，高盛的主营业务收入常年维持在300-350 亿美金的区间内，占美国证券行业总收入高达10%以上，2009 年金融危机期间因为经营相对稳健，收入行业占比高达16%。高盛的税前利润常年位于100-120 亿美金，行业占比更是达到了40%以上。为满足巴塞尔协议 III 等外部监管的要求，控制经营风险，以美国投行为代表的金融机构都纷纷加速去杠杆，其中高盛的杠杆比例从2007 年高峰时期的26.2 倍下降至2015 年约7 倍的水平。随着杠杆率的下降，高盛ROE 中枢近年来降到10%左右，但无论是盈利能力还是规模仍在行业中具有显著优势。

图1 高盛营业收入及行业占比



资料来源：高盛年报（2006-2022），SEC，海通证券研究所

1.1.2 以客户需求为核心

以客户需求为核心，机构客户占比高。以美国为代表的海外发达市场中，机构客户是主要的资本市场参与者，机构客户自身规模较高，且具有稳定的投融资需求。高盛始终秉持以客户需求为核心的理念，机构客户占比高，2006年以来，公司机构客户+第三方分销渠道客户管理规模占比基本超过60%。公司的机构业务收入（主要包括做市收入、佣金收入和净利息收入）占比也最高，基本达到公司总收入的近40%。

近二十年，高盛经历了三次主要业务架构的调整，每次调整的主要原因是适应客户对不同业务需求的变化。 **Phrase 1**：2002年之前，高盛设有两大一级部门：交易和自营部门、全球资本市场部门。后者涵盖投资银行和交易与自营两个部分，分别负责财务咨询与证券承销服务，以及投资、交易、清算和做市商业业务。下辖三大主要业务单元：固定收益、货币与商品交易部、股票部和本金投资部。资产管理与证券服务部则协助全球机构和政府部门满足投资需求，提供资产管理及各类证券服务。 **Phrase 2**：鉴于2001年固定收益、货币与商品交易业务收入在集团总收入中所占比重高达40%，高盛于2001年进行架构调整。全球资本市场部门被撤销，自营交易和投资银行业务被提升为一级部门。 **Phrase 3**：2008年为更集中高效地服务机构客户，高盛在全球金融危机的背景下再

次调整架构。固定收益、货币与商品交易业务与股权产品业务并入机构客户服务部门,组织架构分为投资银行、机构客户服务、投资与借贷和投资管理四大板块。 **Phrase 4: 2022**年,高盛集团进入发展新阶段,再次重组业务版图。投资银行与交易业务整合为一个部门;资产管理与财富管理业务亦合二为一,并将面向个人消费者的 **Marcus** 借贷平台并入该部门;第三个部门则整合交易银行业务、银行金融科技平台、**Greensky** 专业贷款机构,以及与苹果、通用汽车的合资企业。董事长兼 CEO 大卫·所罗门表示,公司推出这一计划旨在凭借多元化产品和服务组合,促进核心业务增长,提升运营效率,实现更高更持久的回报,并在“一个高盛”的运营模式下,为客户提供更完善的服务。

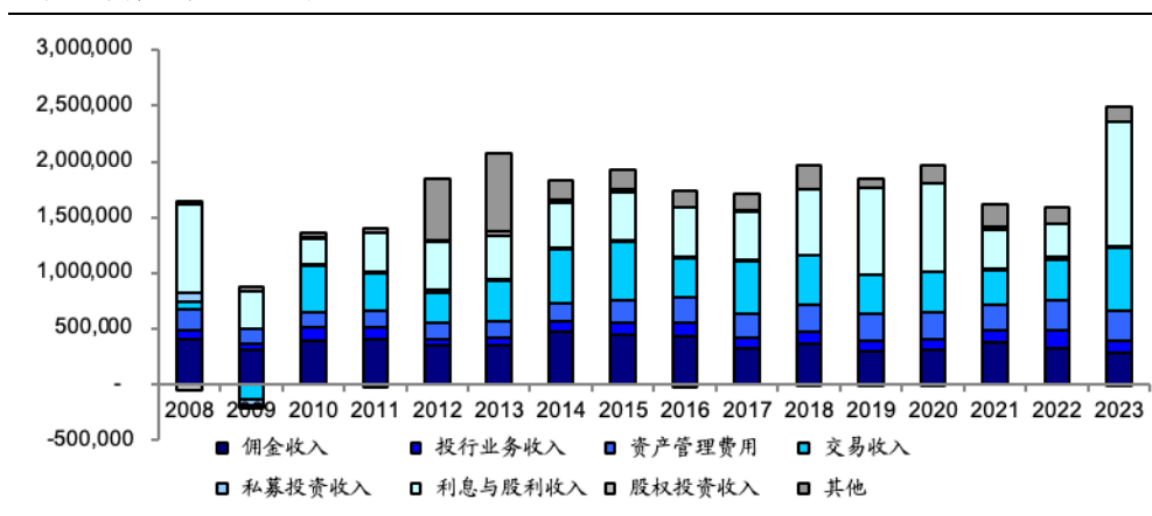
1.2 野村证券：坚持国际化战略

野村证券历史悠久,是目前日本的第一大券商。1925 年大阪野村银行证券部门被拆分,成立为野村证券股份有限公司。野村证券最初专注于债券市场,到 1938 年公司获得股票交易资格。2001 年野村采用控股公司架构,成立野村控股公司,野村证券公司成为野村控股的全资子公司。2008 年金融危机期间,野村证券收购了雷曼兄弟在亚太、欧洲和中东的业务,成为全球最大的独立投资银行。野村全球投资银行总部

于 2009 年 4 月迁出东京至伦敦，这也标志着公司的重点从日本本土转移到全球市场。

野村证券业务结构多元化，收入来源均衡。2023 财年，佣金收入、投行收入、资管收入、交易收入、私募投资收入及利息及股利收入分别占总收入的 11%、5%、11%、23%、1%、45%，利息及股利收入占比提升较多主要是由于全球加息导致的利息收入大幅增长。野村佣金、投行及资管收入较为稳定，即使在金融危机期间也没有太大的降幅。交易收入虽然受金融危机冲击较大，但也在 2010 年开始便迅速恢复。业务的稳定得益于野村的多元化经营，收入结构分散，轻重业务配璐均衡。

图7 野村证券收入结构（百万日元）



野村证券之所以能够保持市场龙头地位，一方面是依赖于稳定的客户基础。公司成立已经超过 90 年，拥有日本最大规模的零售机构网络，分支机构数达 109 个，积累了固定的客户群体，在市场上拥有良好的声誉。受益于良好的品牌和零售网点布局优势，

野村证券在零售业务有较大优势。公司强调以客户为基础的理念，提供多样化产品。公司始终坚持通过面对面交流、线上和电话联系等渠道向零售客户提供高质量的产品和金融服务，零售业务收入一直保持增长势头，主要来源于投信产品、自由裁量合同的销售。除了能够及时根据客户需求调整产品外，公司具有很强的内部协作能力，能够有效地进行客户管理。另一方面，公司一直坚持走国际化战略，业务范围涉及亚太(APAC)，EMEA（欧洲、中东和非洲）和美洲。公司员工遍布约 30 个国家及地区，公司立足亚洲特别是日本母市场，积极开展国际业务。在中国香港和新加坡，公司主要开展财富管理业务；在泰国和菲律宾，公司开展了零售业务；对于在欧美，公司立足于自身强项开展批发业务。此外，公司拥有成熟的员工培训机制，在薪酬设计等方面优势显著。公司提供给员工的薪酬包括固定薪酬和变动薪酬两个部分。其中，固定薪酬包括固定工资、住房补贴和加班工资，变动薪酬包括现金奖金和递延薪酬。薪酬组合中包含固定与变动两个部分，能够有效吸引、留住优秀员工，并且激励他们提升工作效率。

2. 多元化并购快速拓展业务版图

2.1 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势

摩根士丹利成立于 1935 年，是一家全球性的金融服务机构。其成立是作为对《格

拉斯-斯蒂格尔法案》的回应，该法案要求美国商业银行与投资银行业务分离。摩根士丹利在成立初期便处理了大量金融交易，并在华尔街市场中占据了一席之地。20世纪中叶，摩根士丹利通过参与美国钢铁公司和通用汽车等重要客户的债券发行，确立了其在金融市场的地位。公司随后扩展至国际市场，开设了巴黎办事处，并参与了世界银行首次债券发行等重要金融活动。1960年代，摩根士丹利继续其国际化进程，开设了更多海外办事处，并在1970年代发展成为提供全面金融服务的公司。1980年代，公司通过技术创新和业务拓展，如开发交易分析处理系统，进一步增强了其服务能力。1997年，通过收购添惠，公司扩大了其资产管理业务。进入21世纪，摩根士丹利在中国建设银行的IPO中扮演了重要角色，并成为中国首家获得独资商业银行牌照的外资银行。2008年金融危机期间，摩根士丹利转型为银行控股公司，并与三菱日联金融集团建立了战略联盟。这一转型为公司带来了新的业务机会，包括收购 Solium Capital Inc.，增强了其股权管理和财务报告服务。近年来，摩根士丹利通过收购 E*TRADE 和伊顿万斯，扩展了其财富管理和投资管理业务。同时，公司也关注可持续投资和金融包容性，成立了摩根士丹利可持续投资研究所和多元文化客户战略小组。

2.1.1 三次并购夯实财富管理领导地位

摩根士丹利通过多元化并购迅速补齐业务短板，强化综合服务实力。受美国《格拉斯蒂格尔法案》影响，1935年摩根财团分家，摩根士丹利作为一家独立的投资银行正式成立。起初，摩根士丹利凭借摩根财团的背景专注于传统投行业务，随后其根据市场结构和客户需求变化及时进行业务创新和战略转型，通过积极地多元化并购迅速补齐业务短板，业务范围由传统投行拓宽至财富管理、资产管理、投资管理及销售交易等业务，完善财富管理的全业务链条，逐步夯实在财富管理领域的领导地位。

收购迪恩威特，补足零售经纪业务。1997年，摩根士丹利与专为零零售业服务的股票经纪公司迪恩威特合并，迅速补齐零售经纪业务。迪恩威特是一家多元化的金融服务机构，主要面向零售客户提供全国性信贷和投资产品。公司有两条主要业务线：信贷服务和证券。调整组织架构，财富管理板块进入增长快车道。2002年摩根士丹利对业务组织架构进行了一次较大的调整，将原本证券部的私人客户业务拆分出来，先后更名为私人客户集团、经纪业务，2006年起改名为全球财富管理集团。此次组织架构改革明确了财富管理业务对于公司的战略地位，自此公司财富管理板块收入快速增长，从2002年的40.7亿美元提升至2008年的70.2亿美元，复合增速9.5%。

合并花旗美邦，迈进全球财富管理第一梯队。2009年，摩根士丹利收购花旗美邦（Smith Barney）经纪业务部门的控制权（持股51%），两者实现强强联合，随后逐年收购花旗持有的剩余股份，直至2013年实现全资控股，有效助力大摩跨入全球顶尖财富管理机构行列。2009年摩根士丹利成功融合原花旗美邦的近一万名投资顾问以及庞大的客户资产资源，投资顾问数量迅速提升至18000人，客户资产规模从2008年的5460亿美元跳升至2009年的1.56万亿美元。财富管理业务收入同比增长34%至94亿美元，占比总收入从25%中枢提升至40%以上。

收购折扣经纪商E-Trade，夯实财富管理领导地位。2020年2月摩根士丹利宣布以130亿美元价格收购亿创理财（E-trade），每股E-Trade股份可兑换1.0432股摩根士丹利股份，根据2月19日收盘价计算，大摩以每股58.74美元的价格收购。E-Trade成立于1982年，是全美Top3互联网折扣经纪商，为零售、企业及机构客户提供全球理财服务。2019年E-Trade实现营收28.86亿美元，同比增长0.45%，净利润9.55亿美元，同比下滑-9.2%；从2016-2018年业绩表现来看，营收增速分别为41.7%/21.9%/21.4%；净利润增速分别达106%/11.2%/71.3%，发展势头迅猛。截至2019年末，E-Trade合计拥有723万个客户账户，较2018年增加30.4

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/108130021113006075>