

证券 II 行业

建设一流投行启示录（一）：投行及资本中介业务转型

核心观点：

- **建设金融强国下如何打造一流投行是国内券商重要命题。**中央金融工作会议提出加快建设金融强国、培育一流投资银行和投资机构，这对国内头部券商是难得的发展赶超机遇。我们通过对国际顶级投行的发展经验的梳理，提供一定借鉴启示。本篇报告，聚焦业务层面之投行业务和资本中介业务，看海外顶级投行如何形成影响力，并提供借鉴启示。
- **投行业务：助力协同、推动出海、打造全球影响力。**（1）一流投资银行需有产业、客户思维，以投行业务作为突破口，引流撮合促成大宗交易、通过投资深化客户关系获得超额收益、通过定制化财富管理服务提升客户变现能力，扩大客户规模的同时提供持续业务机会，开拓盈利空间。（2）一流投资银行凭借投行业务打造全球品牌影响力，有助于客群升级及业务出海，从而建立强大的全球网络和客户资源。高盛和大摩的并购及股权承销业务业绩出众，分别位列行业第一和第三，具有全球影响力。高盛投行业务收入占比持续为 15-20%，推动盈利稳健增长。
- **资本中介业务：推动扩表与资本话语权。**（1）**盈利端：做市及衍生品业务提升杠杆与 ROE，增厚盈利空间。**2022 年高盛的全球投行&市场业务板块 ROE 与杠杆水平分别为 16.4%和 12 倍，均高于整体水平；美国做市制度较为成熟、衍生对冲工具丰富、做市商激励较大、市场参与者多元，销售定价、资本实力及科技能力推动业务格局优化。随着直接融资占比与风险管理需求提升，机构投资者衍生品业务需求广阔，海外投资银行立足自身优势创新场外衍生品，并强化与财富管理、投行、投资业务协同，综合服务客户的投融资需求。美国衍生品市场行业集中度高，以场外衍生品为主，2022 年末前五家投行衍生品资产总和占比达 95.6%。（2）**风险端：非方向性转型与增强稳定性。**海外投资银行金融产品丰富，用资渠道广泛，做市品种以固收为主，收益稳定性强；金融危机后剥离自营业务，风险敞口大幅持续下降，远小于国内券商。
- **启示：政策领航与锻造能力将孕育一流投行。**基于上述分析，我们认为打造一流投资银行，需锻造两大能力：一是非方向性资产配置能力，通过低风险扩表提升资本话语权和盈利水平；二是投行业务能力，通过服务实体经济形成对机构客户的影响力。这与证监会提出的证券行业发挥直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”的功能不谋而合。同时，证监会指出，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强，到 2035 年形成 2 至 3 家具有国际影响力的投资银行和投资机构。行业蓝图绘就，期待国内优秀公司扬帆远航！
- **风险提示。**海外经验借鉴意义不足；政策不及预期；经济增长不及预期；市场过度波动风险等。

行业评级

买入

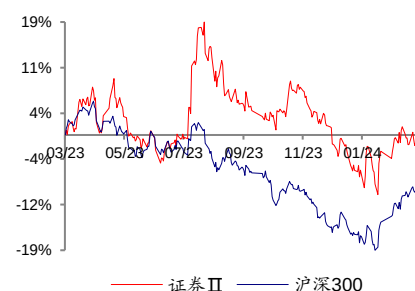
前次评级

买入

报告日期

2024-03-21

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

相关研究：

- 证券 II 行业:从 AI 应用看证券 2024-02-25
领域金融科技发展态势
- 证券 II 行业:基金新发持续回暖，债基保持领先优势 2024-01-19
- 证券 II 行业:中资券商出海：案例与借鉴 2023-12-27

联系人：

严漪澜 0755-88286912

yanyilan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
华泰证券	601688.SH	CNY	14.45	20231031	买入	24.23	1.42	1.63	10.18	8.87	0.83	0.77	7.50%	8.10%
中信证券	600030.SH	CNY	20.83	20240124	买入	28.85	1.33	1.49	15.66	13.98	1.13	1.05	9.10%	9.80%
东方证券	600958.SH	CNY	8.75	20231031	买入	11.23	0.51	0.57	17.16	15.35	0.93	0.90	5.50%	5.90%
国泰君安	601211.SH	CNY	14.78	20231031	买入	20.94	1.42	1.63	10.41	9.07	0.85	0.78	7.80%	8.20%
东方财富	300059.SZ	CNY	13.84	20240315	增持	16.46	0.52	0.55	26.62	25.16	2.33	1.91	11.39%	10.45%
招商证券	600999.SH	CNY	14.16	20240219	买入	18.70	1.01	1.17	14.02	12.10	1.13	1.06	8.00%	8.80%
东吴证券	601555.SH	CNY	7.15	20231030	买入	10.85	0.42	0.49	17.02	14.59	0.86	0.78	5.20%	5.60%
财通证券	601108.SH	CNY	7.82	20231028	买入	10.97	0.48	0.62	16.29	12.61	1.07	1.03	6.60%	8.30%
兴业证券	601377.SH	CNY	5.75	20231029	买入	8.58	0.4	0.47	14.38	12.23	0.84	0.77	5.30%	5.70%
中国银河	601881.SH	CNY	12.67	20240115	买入	14.17	0.9	1.07	14.08	11.84	0.65	0.61	8.70%	9.80%
越秀资本	000987.SZ	CNY	6.05	20231030	买入	8.20	0.55	0.62	11.00	9.76	1.05	0.98	9.50%	10.10%
同花顺	300033.SZ	CNY	145.90	20240228	买入	147.75	2.61	2.96	55.90	49.29	9.36	7.40	19.20%	20.70%
江苏金租	600901.SH	CNY	4.71	20231028	增持	5.80	0.63	0.71	7.48	6.63	1.14	1.06	16.02%	16.44%
南华期货	603093.SH	CNY	10.86	20231022	增持	17.10	0.69	1.06	15.74	10.25	1.99	1.81	12.54%	18.47%
HTSC	06886.HK	HKD	9.42	20231031	买入	15.40	1.42	1.63	6.10	5.32	0.50	0.46	7.50%	8.10%
中信证券	06030.HK	HKD	14.16	20240124	买入	23.43	1.33	1.49	9.80	8.75	0.71	0.66	9.10%	9.80%
东方证券	03958.HK	HKD	3.29	20231031	买入	4.62	0.51	0.57	5.94	5.31	0.32	0.31	5.50%	5.90%
国泰君安	02611.HK	HKD	8.89	20231031	买入	12.37	1.42	1.63	5.76	5.02	0.47	0.43	7.80%	8.20%
中金公司	03908.HK	HKD	10.34	20231031	买入	21.35	2.14	2.56	4.45	3.72	0.46	0.42	9.90%	10.80%
招商证券	06099.HK	HKD	6.23	20240219	买入	8.05	1.01	1.17	5.68	4.90	0.46	0.43	8.00%	8.80%
中国银河	06881.HK	HKD	4.12	20240115	买入	5.04	0.9	1.07	4.21	3.54	0.43	0.40	8.70%	9.80%
中银航空租赁	02588.HK	HKD	58.30	20231012	买入	76.26	0.94	1.17	7.93	6.37	0.92	0.85	12.00%	13.80%
香港交易所	00388.HK	HKD	242.00	20240301	增持	343.00	9.37	10.41	23.77	21.39	5.55	5.24	23.50%	25.10%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、如何成长为一流投资银行？	6
二、投行业务：业务协同、推动出海、打造全球影响力	7
（一）投行业务协同其他业务线，兼具盈利与影响力	7
（二）投行业务打造全球影响力，助力业务出海	9
三、资本中介业务：稳定扩表与做大规模	12
（一）盈利端：做市及衍生品业务增厚盈利空间	12
（二）风险端：非方向性转型与增强稳定性	29
四、启示：政策领航与锻造能力孕育一流投行	32
（一）做市业务发展较快，发展空间广阔	32
（二）风控指标调整打开头部券商用资优化空间	35
（三）投行业务引领出海已见成效	36
五、风险提示	38
（一）海外经验借鉴意义不足	38
（二）经济增长不及预期	38
（三）市场过度波动	38
（四）政策环境变动及不及预期风险	38

图表索引

图 1: 中国 43 家上市券商各业务营收 (亿元) 占比变化 (%)	7
图 2: 高盛、大摩和野村各业务营收占比变化 (%)	7
图 3: 高盛业务结构及投行业务占比 (百万美元, %)	8
图 4: 高盛对投行客户的投资+融资支持	9
图 5: 高盛的投资来源网络	9
图 6: 瑞银投行业务部门专业能力服务财富管理客户	9
图 7: 2022 年全球投行业务费用收入前十 (百万美元, %)	11
图 8: 美国证券业杠杆以及税前 ROE 水平 (倍, %)	12
图 9: 高盛资本中介业务营收占比 (百万美元, %)	13
图 10: 摩根士丹利资本中介业务营收占比 (百万美元, %)	13
图 11: 高盛全球投行&市场业务分部及公司整体 ROE (倍, %)	14
图 12: 摩根士丹利机构证券业务分部及公司整体 ROE (%)	14
图 13: 世界各大证券交易所股票总市值和换手率 (十亿美元, %)	15
图 14: 2022 年世界各大证券交易所议价交易额 (十亿美元, %)	15
图 15: 2022 美国 TOP4 商业银行总资产占比 (百万美元, %)	16
图 16: 2022TOP4 美国商业银行交易衍生品合约名义价值占比 (百万美元, %)	16
图 17: 2013-2022 美国银行控股公司合计交易收入 (百万美元, %)	17
图 18: 高盛做市业务营业收入 (百万美元, %)	17
图 19: 摩根士丹利做市业务营业收入 (百万美元, %)	17
图 20: 高盛做市交易业务收入结构 (%)	18
图 21: 摩根士丹利做市交易业务收入结构 (%)	18
图 22: 高盛做市业务收入结构 (百万美元, %)	19
图 23: 摩根士丹利做市业务收入结构 (百万美元, %)	19
图 24: 高盛-Marquee 平台业务	20
图 25: 美国衍生品按产品类型二十五年变化 (十亿美元)	21
图 26: 全球场内衍生品市场成交量地区划分 (亿份) 及北美占比 (右轴, %)	21
图 27: 全球场内衍生品市场交易类型划分 (亿份)	21
图 28: 2022Q4 美国市场上衍生品资产规模最大的 5 家金融机构的衍生品资产结构及场外衍生品规模占比 (百万美元, %)	22
图 31: 全球场外衍生品名义保证金存量结构 (十亿美元)	23
图 32: 美国场外衍生品名义保证金存量结构 (十亿美元)	23
图 31: 20 世纪 60 年代以来美国的贸易差额情况 (百万美元)	24
图 32: 1973 年布雷顿森林体系瓦解后美元汇率波动加剧	24
图 33: 美国 10 年期国债收益率 (%)	24
图 34: 20 世纪 70 年代后美国 CPI 水平波动较大 (%)	24
图 35: 美国 20 世纪 60-80 年代标准普尔 500 指数收益率情况 (%)	25
图 36: 美国 20 世纪 60-80 年代标准普尔 500 指数情况 (%)	25
图 37: 美国货币市场基金规模增长情况 (百万美元)	26
图 38: 美国非金融企业公司债券的负债情况 (十亿美元, %)	26
图 39: 美国非金融企业直接融资的需求进一步提升	26

图 40: 衡量美债波动率的 MOVE 指数	26
图 41: 全球上市公司的股票回购情况 (十亿美元)	28
图 42: 1991-2005 年创新型股份回购方案发展趋势 (次数)	28
图 43: 2017 至 2022 年高盛全球市场做市板块净收入规模变化 (百万美元) ...	30
图 44: 美国商业银行做市业务收入结构 (亿美元)	30
图 45: 2011 至 2022 年美国衍生品风险敞口对冲率 (%)	30
图 46: 国际头部投行总体 95%VaR 占比总资产 (%)	31
图 47: 中国头部券商总体 95%VaR 占比总资产 (%)	32
图 48: 上交所基金产品做市商基金产品数量统计	33
图 49: 深交所基金产品做市商基金产品数量统计	33
图 50: 新三板成交金额 (亿元) 及做市占比 (右轴, %)	34
图 51: 2022 年新三板做市商排名	34
图 52: 科创板做市股票备案情况 (只)	34
图 53: 我国对外证券投资资产 (亿美元) 及港美占比 (% , 右轴)	37
图 54: 2022 年全球交易所新上市公司家数及其中外国公司占比 (% , 右轴) ...	37

表 1: 按市值排名的国际一流投行的市值及营收净利润对比 (单位: 亿美元)	6
表 2: 2021-2023 年全球 IPO 募资前十项目统计	10
表 3: 全球投行按细分业务与按地区的费用收入排名 (单位: 百万美元)	11
表 4: 美国做市商制度较为成熟, 以美国纳斯达克市场为例	15
表 5: 结构化产品分类与部分具体产品列举	27
表 6: 21 世纪初美国运用衍生品进行股份回购的公司案例	29
表 7: 银行间现券市场券商做市商名单	32
表 8: 沪深两市 2023 年度基金主做市商评级结果	33
表 9: 上市证券、股票期权以及股指期权做市商名单	35
表 10: 经营稳健营收前列的券商风控指标 2023H1 情况及较 2016 年变化 (%)	36
表 11: 2023 年港股市场 IPO 承销券商排行榜及市占率较 2020 年变化	37
表 12: 沪深交易所关于 GDR 境外跨境转换机构备案名单	38

一、如何成长为一流投资银行？

2023年11月中央金融工作会议首次提出“金融是国民经济的血脉”、“加快建设金融强国”与“培育一流投资银行和投资机构”。2024年1月习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上深刻阐释金融强国的丰富内涵，“金融强国应当基于强大的经济基础，具有领先世界的经济实力、科技实力和综合国力，同时具备一系列关键核心金融要素，即：拥有强大的货币、强大的中央银行、强大的金融机构、强大的国际金融中心、强大的金融监管、强大的金融人才队伍。”在建设金融强国的背景下，如何建设一流的投资银行成为当前的突出议题。

温故而知新。复盘海外顶级投行的成长之路，或许可以得到一些借鉴。

表1：按市值排名的国际一流投行的市值及营收净利润对比（单位：亿美元）

投行名称	地区	市值	2022 年营收	五年 CAGR	2022 年净利润	五年 CAGR	五年 ROE 平均
摩根大通	美国	5582	1287	3.37%	377	3.02%	14%
美国银行	美国	2837	950	0.85%	275	-0.44%	10%
富国银行	美国	2040	738	-3.11%	132	-10.06%	9%
摩根士丹利	美国	1446	502	5.89%	110	4.74%	13%
加拿大皇家银行	加拿大	1414	380	2.80%	123	4.95%	16%
高盛集团	美国	1261	421	4.71%	113	1.49%	14%
汇丰控股有限公司	英国	1446	555	-0.61%	160	3.16%	6%
三菱日联金融集团公司	日本	1270	384	-1.12%	83	0.96%	5%
多伦多道明银行	加拿大	1086	381	4.74%	135	9.12%	15%
瑞银集团	瑞士	1098	270	2.22%	76	11.06%	11%
花旗集团	美国	1125	753	0.67%	148	-3.83%	9%
中信证券	中国	405	105	12.96%	32	17.41%	9%

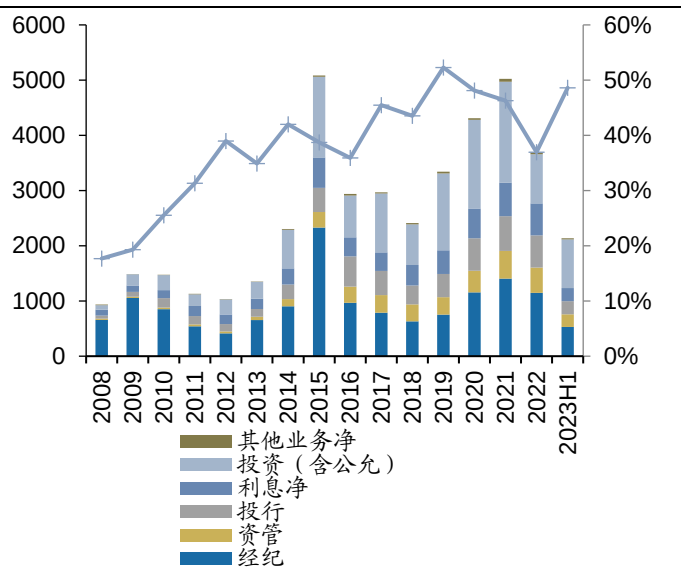
数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心，市值计算日为 2024 年 3 月 20 日

当前，全球一流投行在市值和营收规模上遥遥领先。从业务结构对比来看，国内券商以传统的通道类业务为主，资本利用率低、盈利稳定性较差；美国证券业以重资本的资本中介型业务为主，资本利用率相对较高，投行业务占比较高，以及大力发展财富管理业务。

以国内43家上市券商2023H1数据为例，经纪业务占营收比重为23%，资管和投行业务均占比10%，资本中介业务占比为10%，自营业务收益占比38%。

将高盛、大摩和野村净收入结构拆分，利息净业务收入占比显著提升，由2011年的9%提升至2022年的15%，传统交易佣金收入占比由19%降至11%，财富管理转型的资管收入占比提升显著，由20%提升至27%，海外投行财富管理转型趋势明确。而投资业务波动较大，投行业务占比始终维持在15%-20%左右。

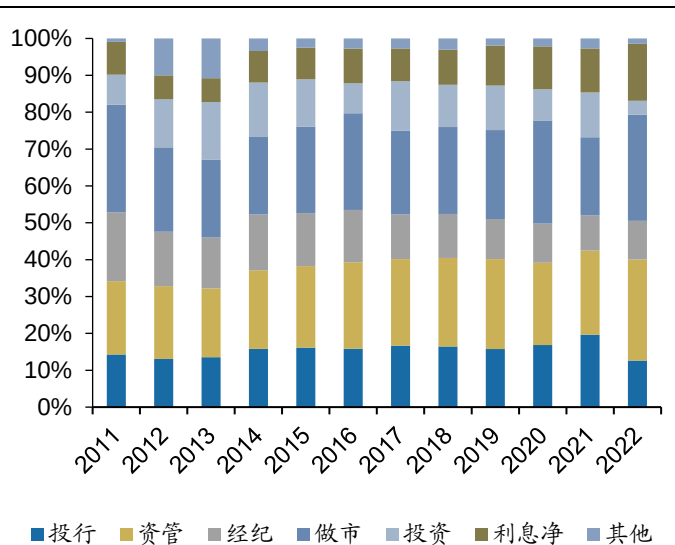
图1：中国43家上市券商各业务营收（亿元）占比变化（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：重资产占比即投资（含公允）+利息净收入/营业收入-其他业务支出

图2：高盛、大摩和野村各业务营收占比变化（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

国际顶级投行的发展经验对于国内券商加速建成一流投行具有一定的现实意义。基于“两个结合”，我们认为打造一流投资银行可从三大方面锻造能力：一是非方向性资产配置能力，通过低风险扩表提升全球影响力和盈利水平；二是投资银行业务能力，通过服务实体经济形成对机构客户的话语权；三是财富管理能力，通过轻资本、低波动业务实现经营业绩的稳定性。

本篇报告，我们尝试分析和总结海外顶级投行在形成一流投行过程中投行业务与资本中介业务的启示。

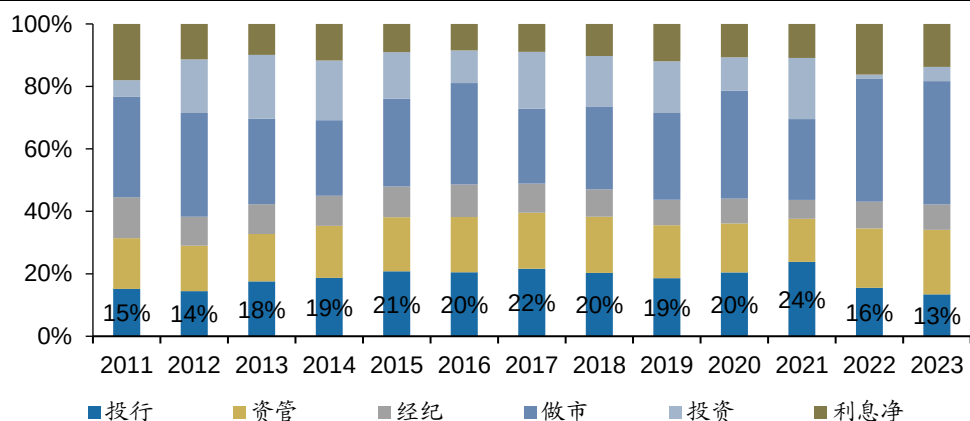
二、投行业务：业务协同、推动出海、打造全球影响力

（一）投行业务协同其他业务线，兼具盈利与影响力

海外一流投行展业从实体经济及客户需求出发，具备产业思维，协同打造以风险投资、股权融资、债券融资、并购重组、资产证券化、资本中介、资产管理等为核心的综合金融服务体系，从而提升品牌影响力和做大单客收入。

从投行业务盈利贡献来看，投行业务收入稳健增长，稳定盈利基本盘，占比持续在15%-20%。2023年高盛投资银行业务收入62亿美元，2011年以来年化复合增速为3%，仅低于资管业务（6.1%）、做市交易业务复合增速（5.8%），显著高于利息净收入（1.7%）、经纪佣金复合增速（0.04%）。

图3：高盛业务结构及投行业务占比 (百万美元，%)



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

(1) 投行助力交易：投行业务促成大宗交易并且可以向交易部门引流。

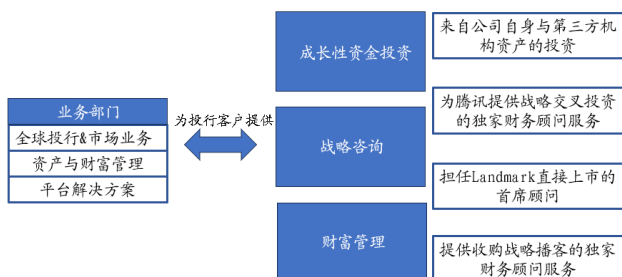
交易业务实力取决于达成交易的效率，例如，高盛会采取将投行客户变为机构客户的交易对手方的策略：当某机构客户产生投资特定资产的交易需求时，投行团队可以去寻找存在对应融资需求的企业客户，若机构客户的投资交易需求和企业客户的融资需求匹配成功，高盛可帮助投行客户发行有价证券，促成一笔交易和完成一单承销业务。同时，投行业务还可以向交易业务引流：投行部门可以推荐交易部门的产品以满足企业客户需求。反过来，机构交易业务的发展也为投行承销业务奠定了客户基础。高盛开展机构交易业务时，能接触到大量机构投资者，并通过强大的分销网络为交易提供流动性，确保承销时二级市场流动性的充足，并降低发行成本。

(2) 投行投资协同：投行项目带来投资标的，投资项目加深客户关系。

高盛的财务顾问业务为企业杠杆收购、资产重组等复杂交易提供财务建议，同时还会投入自有资金参与其中的交易。第一，可以带来股权投资机会：例如，2003年，高盛于向三井住友金融集团（SMFG）投资12.7亿美元，成为了三井住友银行的大股东。在高盛与SMFG的合作中，高盛一方面购买了12.7亿美元的SMFG可转换优先股，另一方面帮其进行不良贷款的债务重组，恢复SMFG资产负债表并帮其恢复盈利；2022年软银集团子公司Arm计划IPO，拟聘请高盛作为IPO的主承销商之一，同时高盛也拟向Arm提供了与IPO股票挂钩的保证金贷款。第二，可以带来债权投资机会：2004年，联想并购IBM案例中，高盛担任联想的财务顾问，并通过高盛信贷（Goldman Sachs Credit Partners L.P）为联想提供5亿美元过桥贷款，并帮忙引入了第三方机构资产的投资，三家美国PE——德克萨斯太平洋集团、General Atlantic及美国新桥投资集团3.5亿美元注入联想；2014年医疗设备供应商Becton Dickinson收购医疗设备制造商CareFusion，高盛为其提供财务咨询顾问服务，在自身提供了27.5亿美元贷款的同时，作为该交易中91亿美元银团贷款的牵头安排人和账簿管理人，为投行

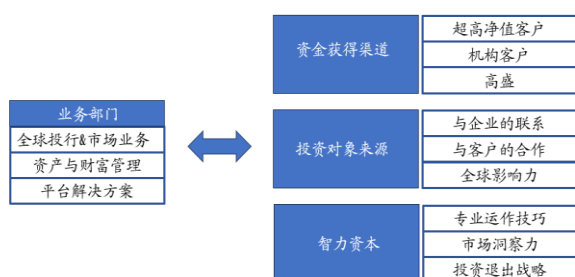
客户提供了有力的成长性资金投资。

图 4：高盛对投行客户的投资+融资支持



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 5：高盛的投资来源网络

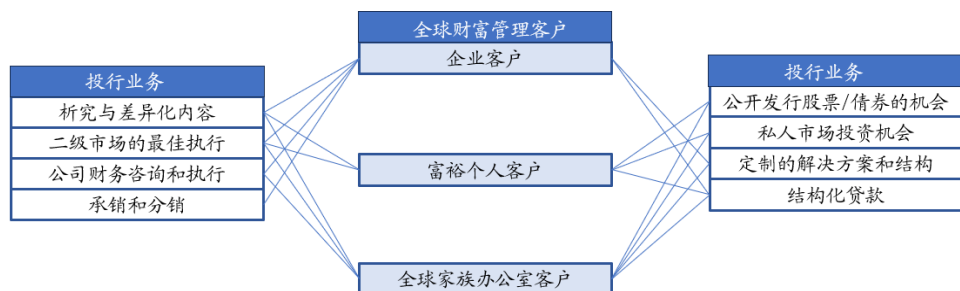


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（3）投行协同财富管理：以客户为中心打造定制化服务，打实持久发展基础。

证券公司的主要客群多有丰富的二级市场投资经验，对风险接受程度更高，因而在配置资产时对权益类资产的选择更加灵活。通过传统投行业务，券商可以与创富一代、董监高等高净值人群建立起业务关系，作为发展财富管理业务的优势。瑞银的投行业务各部门均可提供专业服务对接不同类型的全球财富管理客户，通过业务协同，实现投行业务相关资产向财富管理客户资产的转化。长期来看，以客户为中心打造定制化服务，在家办、资管、投行、交易等业务场景中深度变现，是提升证券公司财富管理变现能力的必然选择。

图 6：瑞银投行业务部门专业能力服务财富管理客户



数据来源：瑞银年报，广发证券发展研究中心

（二）投行业务打造全球影响力，助力业务出海

投行业务优势具有较强延展性，股、债、并购有望协同发展，重人力、强品牌的业务优势有望助力出海、实现全球化扩张。

一流投资银行凭借投行业务打造全球品牌影响力，有助于客群升级及业务出海。从近三年全球IPO募资前列的承销商来看，大型项目多由多家保荐机构共同承销，且保荐机构的选择上均是顶级大型投资银行，如高盛、摩根士丹利等。

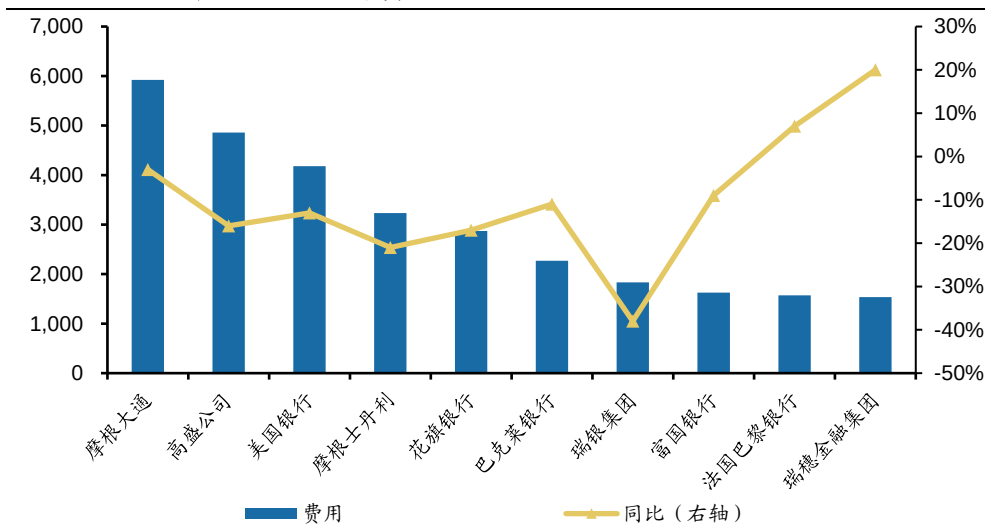
表2：2021-2023年全球IPO募资前十项目统计

排名	IPO 发行人	保荐机构/承销商	上市交易所	筹集资金（十亿美元）
1	Rivian Automotive Inc	摩根士丹利、高盛、JP 摩根	NASDAQ-US	13.7
2	LG Energy Solution Ltd	KB 证券、摩根士丹利	Korea Exchange-KOSPI	10.7
3	Dr Ing hcF Porsche AG	美国银行、花旗集团、高盛和 JP 摩根	Frankfurt Stock Exchange-Prime	8.7
4	Kuaishou Technology	摩根士丹利、美林证券及华兴证券	Hong Kong Exchange	6.2
5	DEWA	花旗集团、阿联酋国家银行和汇丰银行	Dubai Financial Market	6.1
6	Arm Holdings plc	巴克莱资本、高盛、JP 摩根和瑞穗证券	NASDAQ-US	5.2
7	Coupang Inc	高盛	NYSE	4.6
8	Kenvue Inc	高盛、JP 摩根	NYSE	4.4
9	DiDi Global Inc	高盛、摩根士丹利和 JP 摩根	NYSE	4.4
10	InPost SA	花旗集团、高盛、JP 摩根	Amsterdam	3.9

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投行业务有助于形成和高质量客户的良好关系，有助于建立强大的全球网络和客户资源，实现股、债、并购等融资业务的协同发展，实现全球化区域的快速拓展。据 Financial Times 公布数据，从全球投行的 Fee Ranking 来看，摩根大通超越高盛成为第一，2023 年 1-9 月的交易收益达 59 亿美元，超过第二名高盛的 49 亿美元。从细分业务来看，高盛、摩根大通和摩根士丹利的并购及股权承销业务业绩出众，分别位列行业第一、第二和第三，2023 年 1-9 月并购业务费用收入分别为 24.4/19.6/14.1 亿美元，股权承销业务费用收入分别为 24.4/19.6/14.1 亿美元；债权承销业务的前三为摩根大通、美国银行和花旗银行，费用收入分别为 13.7/12.1/10.3 亿美元。通过提供多元化的服务，投行能够吸引不同行业 and 不同资本需求的客户，与客户建立长期战略合作关系，参与客户的多个项目和交易，有助于建立信任，同时也为投行提供了持续的业务机会。从地区来看，摩根大通的投行业务费用收入在美洲、美国、欧洲、英国和非洲/中东/中亚均位列第一，充分展现了其高度专业化的金融知识和执行能力，不仅为投行本身创造了更多的商业机会，更提高了在全球金融体系中的知名度。

图 7: 2022年全球投行业务费用收入前十 (百万美元, %)



数据来源: Financial Times, 广发证券发展研究中心

注: 投行业务费用收入包括: 收入&并购、债权承做、股权承做与贷款业务

统计区间: 2023 年 1-9 月

表3: 全球投行按细分业务与按地区的费用收入排名 (单位: 百万美元)

按细分业务						
排名	并购	费用收入	股权	费用收入	债权	费用收入
1	高盛	2,443.04	高盛	843.75	摩根大通	1,368.86
2	摩根大通	1,960.24	摩根大通	828.04	美国银行	1,212.93
3	摩根士丹利	1,408.14	摩根士丹利	602.48	花旗银行	1,032.75
4	美国银行	1,133.48	美国银行	596.67	高盛	903.82
5	永科合作伙伴	906.75	中信证券	531.77	巴克莱银行	855.48
按地区排名第一						
美洲		摩根大通		4,131.69		
美国		摩根大通		3,847.36		
亚太地区 (不包括中亚)		中信证券		1,430.99		
中国		中信证券		1,379.72		
欧洲		摩根大通		1,188.93		
日本		瑞穗金融集团		701.35		
加拿大		加拿大皇家银行资本市场		430.64		
英国		摩根大通		321.28		
法国		法国巴黎银行		293.43		
德国		德意志银行		144.7		
澳大利亚		瑞银集团		123.67		
非洲/中东/中亚		摩根大通		116.15		

数据来源: Financial Times, 广发证券发展研究中心

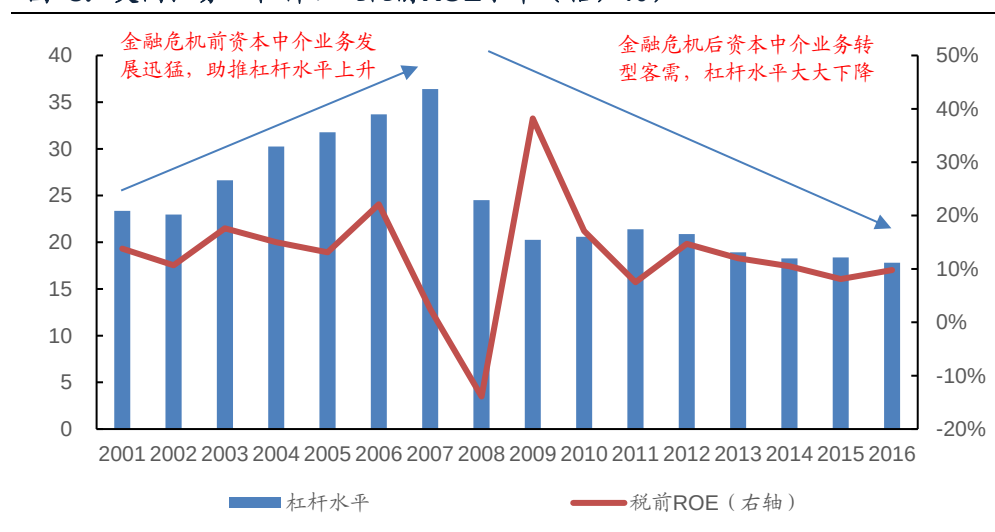
注: 统计区间: 2023 年 1-9 月

三、资本中介业务：稳定扩表与做大做强

（一）盈利端：做市及衍生品业务增厚盈利空间

1975年佣金自由化推动美国投行并购整合及业务转型浪潮。其中，资本中介业务发展迅猛，主要由于（1）净资本监管规则的持续修订与多层次多样化的融资渠道持续畅通，为证券业高负债经营扫清监管障碍；（2）多层次回购市场和FICC市场的快速扩张，以较低交易成本盘活丰富的抵押做市资产；（3）金融创新及综合服务下用资渠道广泛且兼具稳定收益与较低风险。利用低成本的短期负债投向信用资产和做市交易，美国投行的资本中介业务发展迅速，不断助推杠杆上升，杠杆率水平最高时一度达到36.4倍，支撑税前ROE中枢维持在20%左右。而2008年次贷危机结束后美国监管机构进行了系统的改革，2010年颁布的《多德-弗兰克法案》中的“沃尔克法则”限制大型投行的自营交易业务规模，投资私募股权和对冲基金的资金不得超过一级资本的3%，使得投行剥离自营投资业务中绝大部分的自有资金，只能利用客户资金对非金融企业进行长期投资，导致了经营杠杆的下降，美国证券业杠杆率降至16倍左右，ROE中枢回落至10%左右，但ROE的波动性也明显减小。

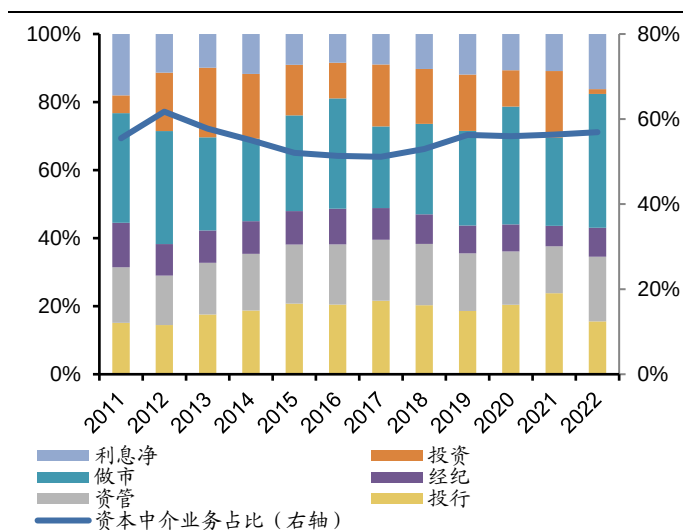
图 8：美国证券业杠杆以及税前ROE水平（倍，%）



数据来源：SEC，广发证券发展研究中心

从具体的投资银行营收结构来看，资本中介业务比重较高且发展稳健。2022年，高盛与摩根士丹利的资本中介业务占比分别为57%和43%，从历史数据来看，资本中介业务的占比总体呈现上升的趋势，对盈利提升的带动作用增强。

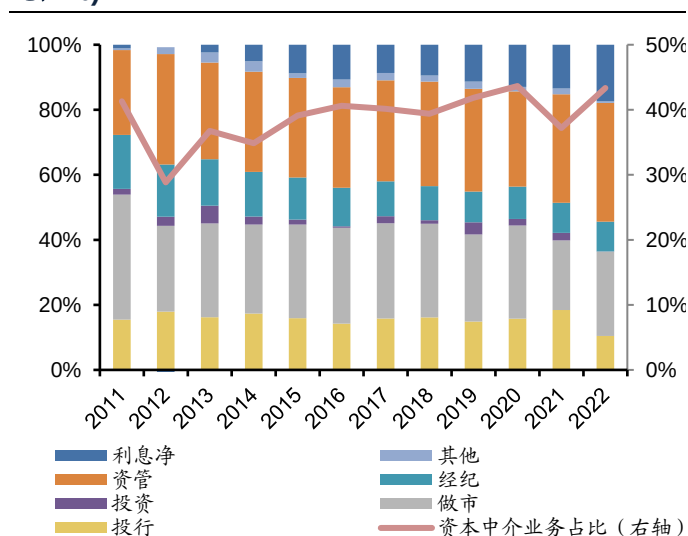
图 9：高盛资本中介业务营收占比（百万美元，%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

高盛资本中介业务占比 = (利息净 + 做市 + 投资) / 总营业收入

图 10：摩根士丹利资本中介业务营收占比（百万美元，%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

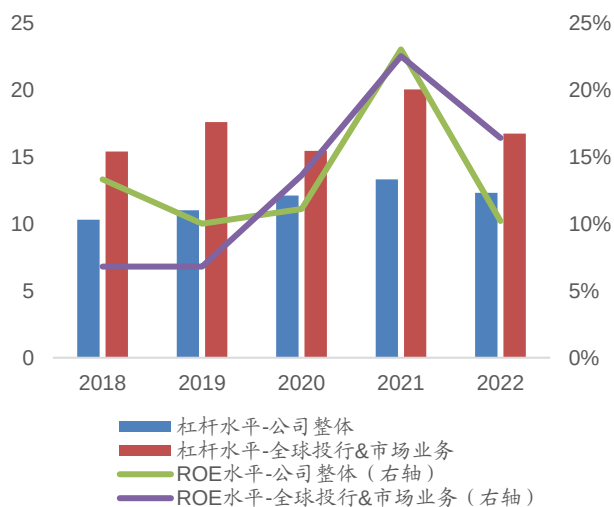
摩根士丹利资本中介业务占比 = (利息净 + 做市 + 投资) / 总营业收入

资本中介业务通过创造各种产品和充当交易对手，高效扩表为客户提供流动性和风险管理服务，满足客户不同的融资和投资需求，整体业务收入与市场相关性较低、盈利稳定性较强。

（1）做市业务：美国投行重资产业务的支柱，拉动投行杠杆率，进而提升ROE，增厚盈利空间。1975年之后，美国证券业的经纪佣金率大幅下降，ROA下滑造成行业ROE受到冲击，美国投行纷纷向重资产的做市及自营转型。伴随着衍生品市场的发展，做市业务的交易风险可以通过合适的衍生品工具对冲，做市业务的稳定性增强。此外，做市业务具有天然的与各类客户建立联系的基础，通过资金的投入可有效对接各类市场资源，所有的做市对象均可成为潜在客户或合作伙伴，在财富管理、投行业务客户拓展方面具有先天优势。

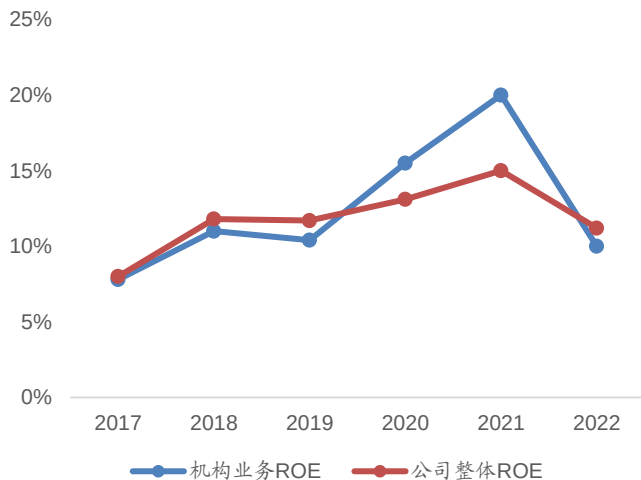
金融危机后，受监管约束，美国投行逐渐剥离自营业务，做市业务逐渐成为美国投行重资本业务的核心。高盛的做市业务归属于全球投行&市场板块，ROE水平远高于其余板块，2022年，高盛的全球投行&市场业务板块ROE为16.4%，高于公司整体ROE水平，全球投行&市场业务板块杠杆水平在2022年达到17倍，大大高于公司整体的12倍杠杆水平；摩根士丹利机构证券部门（主要包括投行业务和做市业务）利润率高于其余业务板块，2022年，摩根士丹利机构业务板块ROE为10.2%，与公司整体ROE水平相当，从近三年的数据来看，机构业务ROE整体高于公司整体ROE水平。

图 11: 高盛全球投行&市场业务分部及公司整体ROE (倍, %)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

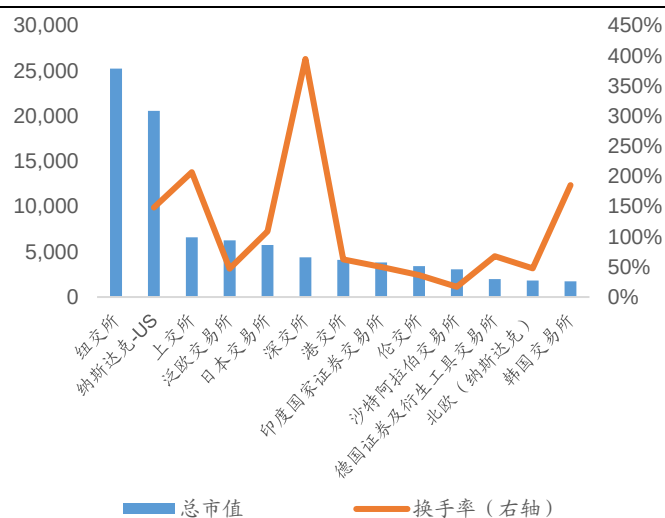
图 12: 摩根士丹利机构证券业务分部及公司整体ROE (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

美国的资本市场发达程度全球领先，为做市交易业务的繁荣发展提供良好土壤。目前全球已有许多资本市场引入做市制度，包括美国纽交所、纳斯达克，英国伦交所、德国德意志交易所等。其中美国具有市值和交易量领先全球的交易所市场，以及层次丰富、规模庞大的OTC市场，为做市商提供多层次、跨市场、多品种的做市服务创造了优良的外部环境。截至2023年9月底，美国纽交所与纳斯达克交易所的所有上市公司的总市值分别为25万亿美元和21万亿美元，远远超过全球其他地区交易所的水平；市场流动性方面，2022的年度数据显示，纳斯达克-US的年化换手率达到148.2%，超过世界各大证券交易所换手率的平均水平；同时，根据全球证券交易所协会的数据，2022年纳斯达克交易所的议价交易额在世界处于领先水平，达到48万亿美元，同时，议价交易占比达到64%，远远超过其他交易所。议价交易规则下，由卖方和买方就交易（价格和数量）达成一致，之后系统自动检查交易是否符合交易规则，议价交易的规模一定程度上体现了交易所做市商的能力。

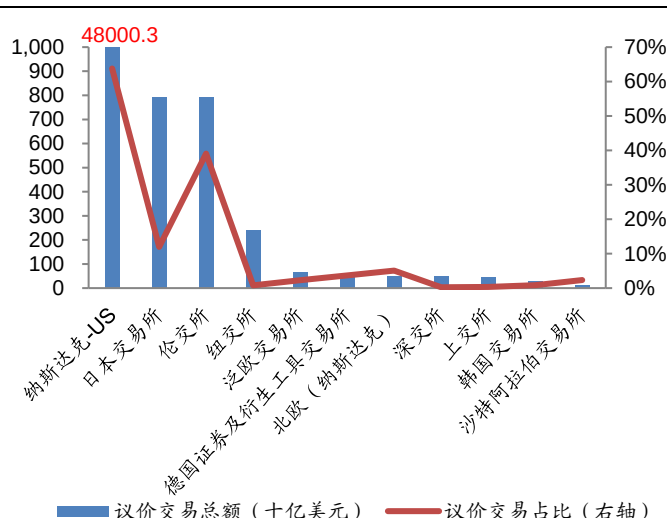
图 13：世界各大证券交易所股票总市值和换手率（十亿美元，%）



数据来源：WFE，广发证券发展研究中心

注：总市值数据截至 2023 年 9 月，换手率数据为 2022 年

图 14：2022 年世界各大证券交易所议价交易额（十亿美元，%）



数据来源：WFE，广发证券发展研究中心

注：议价交易占比=议价交易总额/（议价交易总额+电子交易总额）

美国拥有全球优质的报价系统，做市商制度较为成熟，激励力度较大。首先，做市商的准入条件和申请程序较为宽松。简单的做市商申请程序能够方便做市商随时进入市场开展做市业务，叠加较宽松的义务要求，有利于证券市场维持一定做市商数量，进而保证做市商之间的充分竞争，纳斯达克市场的做市商仅需向交易所或主管部门申请并注册即可；美国的多层次自律监管模式较为鲜明，而纳斯达克市场的五个小组监管对做市商委托报价、成交、报送等全方位进行事实监督助推监管效率的提升；另外，做市商的成本和收益均衡是做市商制度能否维系的关键因素之一，其给予做市商在市场内持续报价的动力，美国市场为做市商提供相关发行人利益补偿与责任豁免安排，比如纳斯达克市场的做市商补偿措施，包括在交易中享受减免税费的特权、向银行或融资公司融资的优先权、承销和配售便利、允许一定条件下的做空机制等，为做市商提供了较大的支持。

表 4：美国做市商制度较为成熟，以美国纳斯达克市场为例

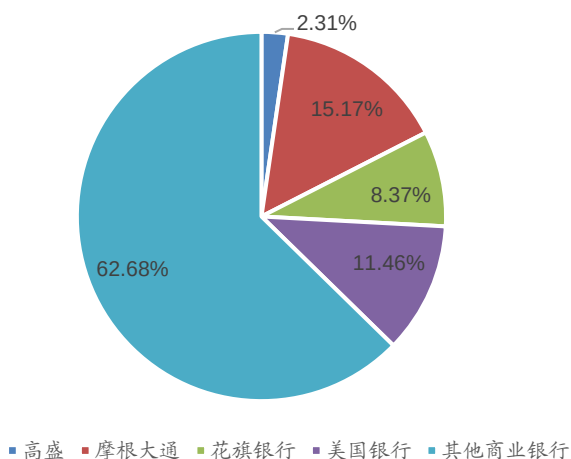
制度要求	具体内容
准入条件和申请程序	仅需向交易所或主管部门申请并注册
监管机制	五个小组监管对做市商委托报价、成交、报送等全方位进行事实监督
利益补偿、工具支持与税收优惠	享受到税费减免的权利，保障其利益不再受到税费影响
	发达的金融衍生品市场，远期、期货、期权和互换等为做市商提供丰富的避险工具
	做市商可以了解所有交易记录，极大地降低了信息不对称的风险
	享受向银行或融资公司融资的优先权、承销和配售便利、允许一定条件下的做空机制，可通过对冲降低存货风险

数据来源：《做市商制度的国际比较》郝雨时，广发证券发展研究中心

美国做市参与者较为多元，除了传统综合大型投资银行、还有沃途金融（Virtus Financial）、简街资本（Jane Capital）等电子交易公司。丰富的客户资源积累、雄厚的资本实力、高频率交易的科技优势均有助于做市业务发展。

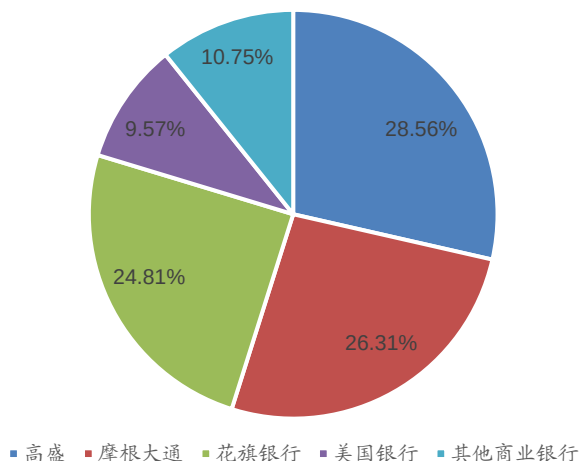
从市场格局来看，美国做市业务向头部投行集中。做市业务收入依赖价差、对冲、头寸规模等因素，而头部投行人才储备充足、资本实力雄厚、客户资源丰富、定价能力优秀、资产规模较大，可以通过分散资产组合、使用对冲工具等方式降低风险成本，因此美国头部投行在做市业务方面更具优势。以做市业务中的衍生品交易业务为例，根据美国货币监理署（OCC）数据显示，截至2022年底，根据持有的交易衍生品合约名义价值排序，前四家商业银行总资产在所有美国商业银行总资产中的占比为37.32%，而持有用于做市用途的衍生品合约名义价值的前四家占比则达到89.25%，头部银行几乎垄断美国所有衍生品交易市场。

图 15: 2022美国TOP4商业银行总资产占比（百万美元，%）



数据来源：OCC，广发证券发展研究中心

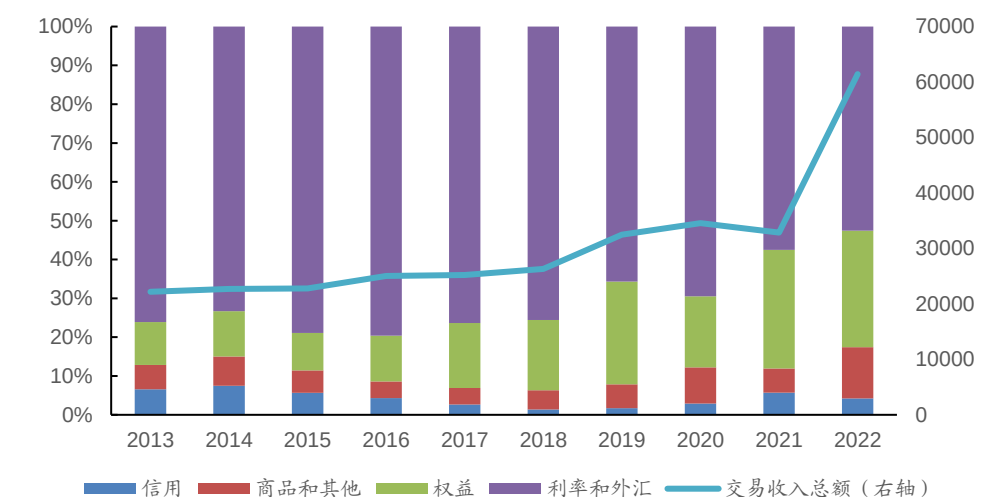
图 16: 2022TOP4美国商业银行交易衍生品合约名义价值占比（百万美元，%）



数据来源：OCC，广发证券发展研究中心

从市场总量来看，美国做市业务发展已较为成熟，收入表现具有稳定性。美国做市业务经过两百多年的发展，已相对成熟。据美国货币监理署（OCC），截至2022年，美国商业银行控股公司合计交易总收入为614.23亿美元，尽管以2018年为代表的部分年份受二级市场行情拖累，交易收入增速有所下滑，但整体波动较小、呈现成长趋势。2020年以来银行业交易收入进一步增长，2020、2021、2022年美国银行控股公司合计总交易收入分别为345.52、328.66、614.23亿美元。

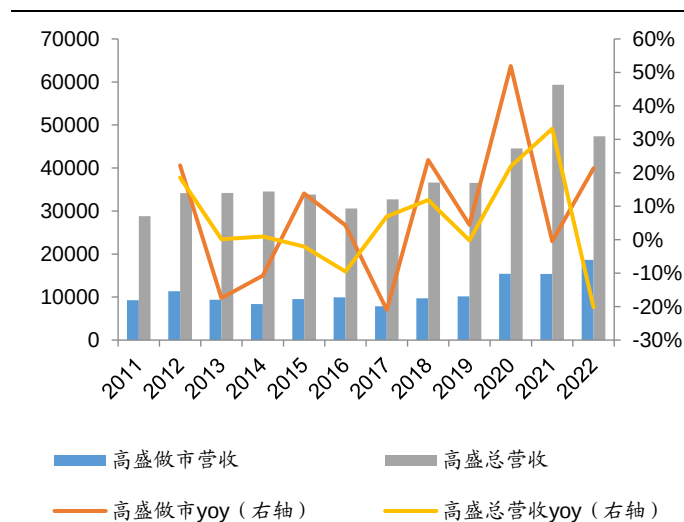
图 17: 2013-2022 美国银行控股公司合计交易收入 (百万美元,%)



数据来源: OCC, 广发证券发展研究中心

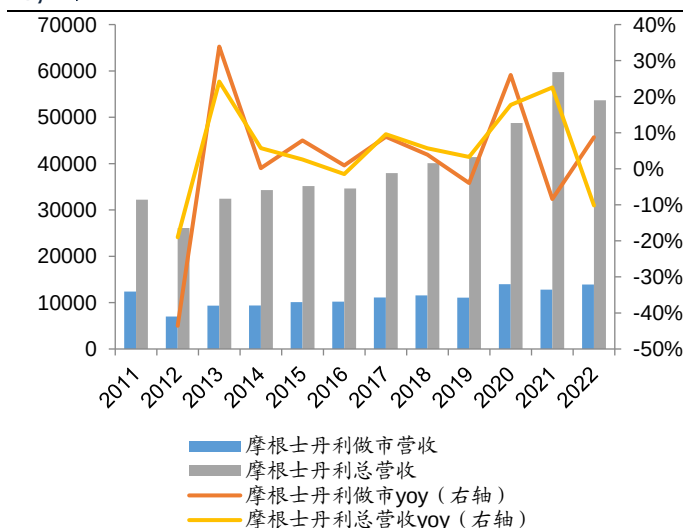
2022年, 高盛/摩根士丹利的交易做市业务板块净收入占总营收比重分别为39%和26%, 做市业务在两公司净收入占比的业务板块排名分别为第一和第二。同时, 在过去的十年内, 高盛与摩根士丹利做市业务收入增速整体上大于总营业收入增速, 说明做市业务的营收能力相对稳健。

图 18: 高盛做市业务营业收入 (百万美元,%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 19: 摩根士丹利做市业务营业收入 (百万美元,%)

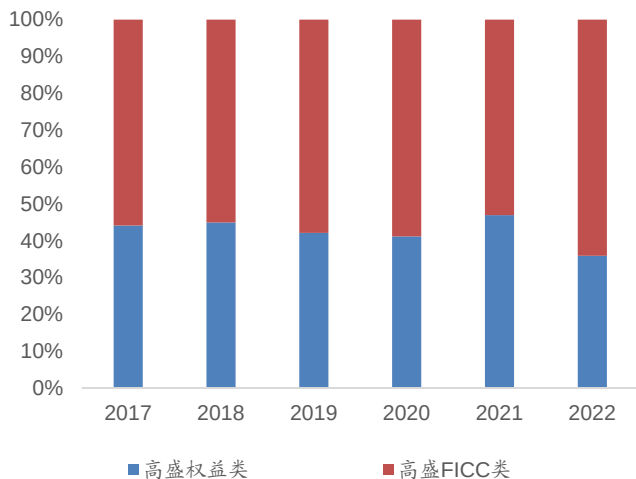


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

美国投行的做市品类主要为权益类和FICC类两种, 具体的业务品类布局存在差异化。高盛大量的信用资产和以公允价值计量的金融资产配置均受做市交易业务驱动, 通过在固收、利率、外汇和大宗商品市场 (简称FICC市场) 以及权益市场提供做市、衍生品开发、交易策略输出和融资服务赚取做市收入、利息收入和佣金收入等, 2022年高盛做市业务收入中FICC做市占比为58.5%, 贡献收入109亿美元; 2022年摩根士丹利权益类做市业务收入75.2亿美元, 占比55%。长期来看高盛的

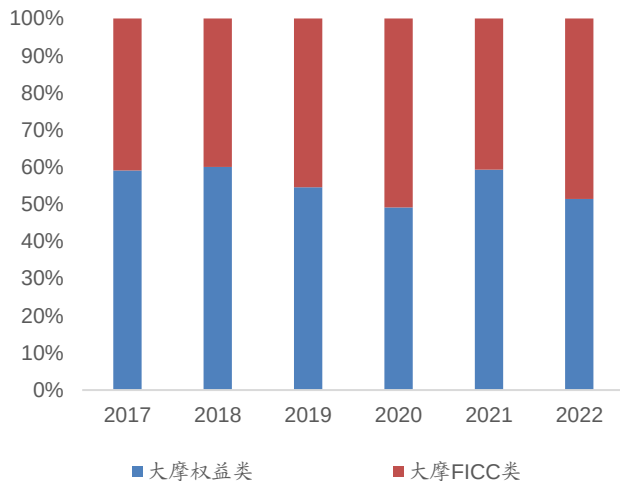
做市业务收入更依赖FICC业务，而摩根士丹利更依赖权益业务，做市业务布局存在差异化。

图 20：高盛做市交易业务收入结构（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

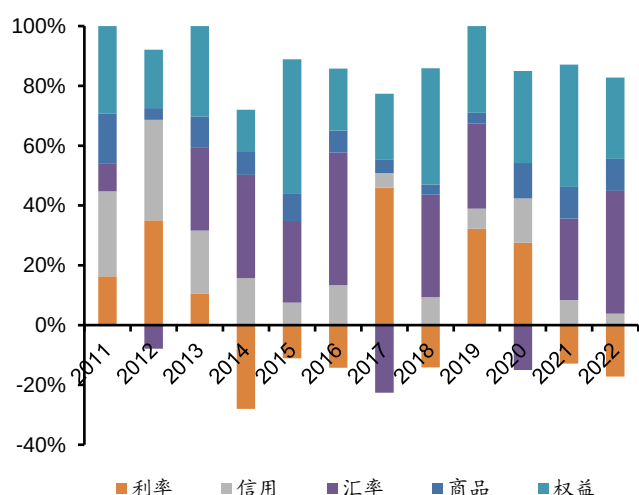
图 21：摩根士丹利做市交易业务收入结构（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

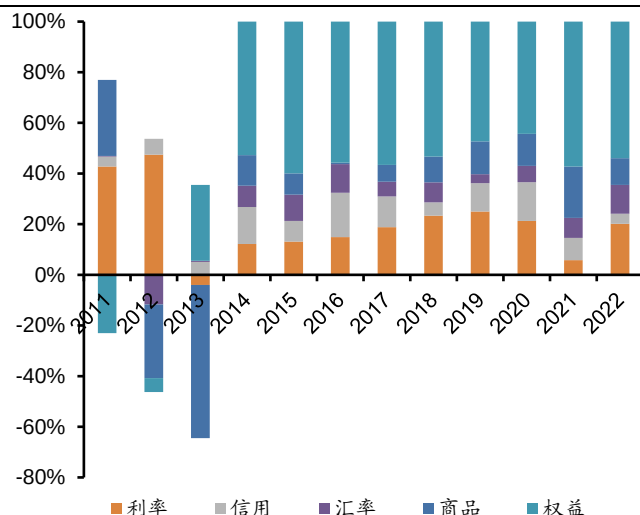
具体来看两家投行的做市业务的收入结构，由FICC类（利率、信用、汇率、商品衍生品）与权益类组成。据Bloomberg，2022年高盛的信用类/汇率类/商品类/权益类做市收入占比分别为4.6%/49.6%/12.9%/32.9%（利率类做市收入为负），摩根士丹利的利率类/信用类/汇率类/商品类/权益类做市收入占比分别为20.2%/4.0%/11.4%/10.5%/54.0%。2011-2022年期间，高盛的利率类与汇率类做市收入出现数次负值，信用类、商品类与权益类做市收入相比之下较为稳健，能够持续带来正向流入，近两年FICC类做市收入来源中主要为汇率类做市；摩根士丹利的商品类与权益类做市收入出现数次负值，近几年摩根士丹利做市收入结构趋于稳定，主要收入来源来自于权益类做市，而FICC类做市收入来源中主要为利率类做市。由于做市业务横跨多类资产，不同资产间可以很好地形成收益对冲，所以高盛和摩根士丹利整体做市收入仍保持稳定增长，以高盛为例，2022年权益类产品做市收入同比增长107%，抵消利率类产品做市亏损，合计做市收入较2021年上升21%。

图 22: 高盛做市业务收入结构 (百万美元, %)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 23: 摩根士丹利做市业务收入结构 (百万美元, %)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

销售能力释放市场份额边际增量，交易与销售协同共进扩大客盘。美国大型投行销售人员规模远大于交易员数量。由于做市交易业务需要大量客户参与，一个交易员需要多个销售人员维持的客户交易量才能保持损益平衡，构建高凝聚力的销售团队成为人才战略规划重心。一方面销售和交易分设，发挥各自专业化优势。销售团队向交易团队询价，并以内部交易方式将代客交易敞口背对背平盘给交易团队；交易员则集中精力于敞口对冲管理，提高收益。另一方面销售和交易需要协同作战。金融产品要么价格透明且变动迅速，要么是通过定价模型计算出的不透明价格，使得交易团队在向销售团队报价时留有对冲余地，销售团队尽可能达成交易。

金融科技助力美国投行做市定价能力提升，进一步构筑技术壁垒。做市业务中，主要依靠撮合交易赚取利差，越快促成交易达成的证券公司的做市能力越强，这需要拥有庞大的机构客群、充足的资本金和强大的定价能力，近些年，美国投行开始加大科技投入，利用IT技术支持做市业务的交易及风控流程，能够优化交易匹配能力，同时尽可能降低操作风险以助力风险管理。高盛自主研发SecDB（Securities Database）支持业务风险管理，同时基于SecDB打造面向机构投资者的专业交易平台Marquee，提供多种产品标的的做市交易服务，更快促成多类型交易完成，提升高盛在做市业务中的服务和定价能力。

图 24: 高盛-Marquee平台业务

产品做市 iShares® ETFs 高盛与iShares by BlackRock合作，为iShares ETF提供全面的投资组合分析，从而提高效率、透明度和控制力。	风险管理 Axioma 因子风险模型 高盛和Qontigo合作，通过Marquee提供Axioma投资组合构建和风险分解解决方案。	分析工具 基于衍生品定价的视觉框架 针对期权类衍生品，高盛通过Marquee平台将交易者所需的所有信息整合到一个易于共享的图表视图中。
信贷产品 信贷客户可以利用Marquee进行投资组合分析和数据服务。	Wolfe 风险模型 高盛和Wolfe Research整合各自的风险专业知识和因素数据，机构投资者可以通过编程方式或在Marquee直观的网页界面上获得这些数据	宏观定量数据分析 高盛和Quant Insight (Qi) 合作，通过Marquee提供Qi独的宏观分析，利用Qi的强大框架，通过严格的宏观镜头来构建、测试和监控投资组合。
碳投资组合 Marquee的碳足迹解决方案是一个量化工具，可分析和实施股票和信贷投资组合的低碳解决方案，同时管理整体风险敞口。	MSCI 风险因素模型 可以通过高盛Marquee查阅MSCI行业领先的风险因素模型。	e-Quality 募集资金用于公益性项目。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

长期积累下的丰富客户资源与较强的定价服务能力助力美国做市业务持续发挥发展。比如高盛，自1869年成立以来已有154 年的历史，积攒了大批公共基金、养老金、经纪商等优质机构客户资源，据高盛 2022年年报显示，前100大机构客户中，高盛为其中 72 家提供服务，跻身行业前三。庞大的客户群体有利于高盛提升成交效率、扩大价差收入。同时，高盛具备较强的研究能力和定价能力，支撑高盛提供准确且具有竞争力的报价。截至2022年底，高盛全球投资研究部门覆盖全球约 3000家公司、约 50个国家的经济情况、以及行业、货币和大宗商品，具有较强的做市服务能力。

（2）衍生品业务：场内权益工具创新领先，机构以持有场外衍生工具为主

金融机构参与衍生品交易目的有三：一是银行自身做风险管理，规避利率、汇率波动带来的风险；二是服务于做市业务，一方面持有头寸满足客户需求，另一方面用衍生品做风险对冲；三是银行自营业务进行衍生品交易套利。衍生品业务通过合约报价与投资者交易赚取价差、代替客户交易相关衍生品赚取相关费用，同时衍生品可以用作业务对冲工具，在正常的市场环境下，风险可控，收入稳定性强。

美国的衍生品业务起步早，目前衍生品种类丰富、体系完善。美国衍生品市场起步早，20世纪末，伴随着金融创新衍生品种类逐渐丰富，信贷繁荣时代场外衍生品业务快速发展，后续虽然因风险管理不足诱发危机，但是衍生品种类和策略类型丰富，衍生品业务体系完善。20世纪末，美国衍生品市场开始迅速扩大，据FDIC数据，1998至2008年，美国衍生品市场规模年复合增长率达20%。其中互换类衍生品规模增速最快，1998年和2008年，互换类产品占比总体美国衍生品市场规模分别为44%和73%，互换类产品中以利率互换产品为主，占比总体互换合约规模在80%以上。

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/478012004040006050>