

2016年全球资本市场报告

新业态重构行业价值链， 投行转型亟需六大能力



BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP

波士顿咨询公司（BCG）是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户度身订制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球48个国家设有85家办公室。欢迎访问我们的网站：www.bcg.com了解更多资讯。



Expand Research成立于2001年，致力于为全球领先的金融机构在业务战略和技术战略方面提供及时的决策支持和研究服务，以转变全球金融市场制定业务决策和技术决策的方式。2011年7月，Expand Research成为波士顿咨询公司的独立子公司，目前在伦敦、纽约和新加坡设有办公室。

2016年全球资本市场报告

新业态重构行业价值链， 投行转型亟需六大能力

PHILIPPE MOREL

CHARLES TESCHNER

WILL RHODE

SHUBH SAUMYA

ANDRE VEISSID

CARSTEN GUBELT

MICHAEL STRAUSS

GWENHAËL LE BOULAY

LAILA WORRELL

目录

3	序言
4	引言
6	综述：主要市场动态
	收入结构变化
	资产负债表缩减
	成本控制
11	生态系统中的价值转移
	长期趋势带动行业格局发生变化
	行业参与者能力趋同
15	业务模式转型
	转型的六大支柱
	适合的转型之路
18	附录
20	推荐阅读
21	致读者

序言

“十三五”开篇之际，中国经济提档换速、转型升级的进程进一步加快，这也促使直接融资工具和多层次资本市场的不断发展。展望未来，资本市场将成为金融“新常态”的关键词之一，将在服务实体经济和优化社会资源配置中起到更为重要的作用。在此背景下，投资银行等市场参与者既空间广阔、又挑战重重，如需建立更为持续的业务盈利模式，摆脱依赖规模驱动而进入效益驱动，强化风险管理等中后台能力，应对综合化、数字化、国际化等新兴课题。

本报告是波士顿咨询公司（BCG）关于全球投资银行业的第五份年度报告，对全球资本市场和投资银行的主要业务发展面临的机遇和挑战，生态系统中的价值创造和转移，以及对业务模式的启示进行了深入的研究。今年的报告尤其引入BCG的独立子公司Expand Research（专注于金融机构在业务战略和技术战略上的对标和研究机构）的研究作为基础。

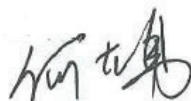
在经济状况欠佳、资本需求攀升以及成本居高不下的持续重压下，全球多数投资银行的业绩表现难以抬头，收入走低的趋势已持续五年。然而，资本市场整个生态系统，即包括买方机构、卖方机构、信息服务提供商以及交易所，总体呈现出欣欣向荣的表现。尤其是随着市场的电子化、标准化和透明化日益增加，数据和金融科技将成为兵家必争的新领域。

就在竞争日益升温的同时，资本市场和投资银行的参与者需要转变思维模式，并通过不同于以往的新方式，来探索生态系统中全面的收入机会，不再局限于募资者和做市者这两种传统职能范畴内。各类参与者需要针对战略愿景、分销能力、客户至上、IT架构与卓越运营、组织生命力、财务与风险管控等“六大支柱”布局核心能力，推动全面的战略设计和转型。

这份报告回顾过往、展望未来，一些经验总结和前瞻预测，对中国资本市场和投资银行业的各类参与者具有广泛参考意义，并可助力金融机构，结合自身情况与发展阶段，合理规划战略，布局资源。



邓俊豪
BCG资深合伙人兼董事总经理
亚太区金融机构专项负责人



何大勇
BCG合伙人兼董事总经理
中国金融业智库负责人



徐勤
BCG合伙人兼董事总经理
亚太区资产管理行业负责人

2016年9月

引言

在经济状况欠佳、资本需求攀升以及成本居高不下的持续重压下，多数投资银行的业绩表现持续低迷。从过去五年的收入结果来看，光景惨淡，截止到2015年，全球投资银行业的整体资本回报率（ROE）跌至6%。

但这并不能代表全球资本市场（即包括买方机构、卖方机构、信息服务提供商以及交易所在内的生态系统）的总体表现。事实上，尽管监管法规迫使投资银行“勒紧腰带”，并一定程度上削弱了其竞争力，但其它参与者并未受此影响，在部分情况下甚至还能获益。在未来的五年里，资本市场行业整体收入预计将增长12%，从2015年的5,930亿美元增至6,610亿美元。

到2020年，买方机构的资产管理规模（AuM）预计将达到近100万亿美元。如果这一预期兑现，截至2020年底，买方将获得近3,000亿美元的费用收入，在整个资本市场收入池中占据45%的比例（假设市场状况利好并保持当前的费率结构）。然而，在卖方层面上，预计投资银行截至2020年底的收入总额将仅仅超过2,050亿美元，在总收入池中的占比将由2006年的53%降至31%。

信息服务提供商与交易所则有望从未来几年的市场趋势中获益。不断增长的技术解决方案需求、越发丰富的市场信息与分析资源将为其带来更为丰厚的利润。电子交易所的交易量不断攀升，集中清算的使用也日益普及，到2020年，两者的收入总和预计可达1,250亿美元，在资本市场收入池中的占比亦将增至19%，相比于2006年8%的占比增幅显著。

然而，就在竞争日益升温的同时，投资银行的机遇也将逐步出现。部分规模较大的机构或细分市场参与者将会从业务规模萎缩的机构手中攫取市场份额。其他机构则需要转变思维模式，通过不同于以往的新方式来探索非传统收入机会，不再局限于募资者和做市商这两种传统职能范畴内。此类市场参与者可以考虑借助内部数据和技术系统之力来实现收入多样化，以强化自身的市场地位。部分投资银行可以考虑以成熟的外包策略为基础，把运营和流程效率推上一个新台阶。类似的潜在机会还包括：在同质化业务流程中运用效用模型；通过端到端流程的重塑，使得后台运营达到工厂化一般的生产效率。这些机构还将充分利用其在价值链上的现有优势，具体而言，他们必须助力客户走向成功，在提供优质产品的同时，更善于挖掘和贡献有价值的资讯，包括研究报告、竞争者对标、市场价格分析以及其他智库服务。然而，他们不应抱有可通过其它产品（诸如交易）实现创收的希望而赠送此类资讯。事实上，整个行业正在逐步摒弃“隐性收费”的模式，以及所谓的“非金钱利益安排（soft-dollar arrangement）”。投资银行必须紧跟这一趋势，考虑在产品之外提供明码收费的其他服务。

此外，资本本身的作用也在发生转变。随着买方管理资产与收入的不断增长，资本成本也随之水涨船高，行业呈现出越来越多利用基准指

标及其他指数产品来吸引被动投资者的趋势。可见，无论是发现流动性的能力，还是对风险转移服务的需求，这两者与资本之间的相关性已不再像以前那样紧密。投资银行若想获得竞争力，就必须认清自身实力，越来越多像资讯类公司那样创造收入。

最后，投资银行还需保持适当的业务规模，构建正确的业务模式，并通过合理的方式重返持续盈利的轨道。交易商必须学会在新资本市场生态系统的关键领域（即数据和金融科技领域）构建竞争力；同时，如何适应日益电子化、标准化和透明化的市场将成为重中之重。投资银行目前在这方面仍旧较为落后，但这并不意味着已经满盘皆输。

本报告是波士顿咨询公司关于全球投资银行业的第五份年度报告。我们在报告中着重探讨了投资银行所面临的挑战，并深入分析了随着整个资本市场生态系统涌现出的不同类型的新参与者以及他们对投行业务造成的侵蚀性影响。传统收入流正不断流向这些新参与者，目前尚不知这一趋势是否或何时会发生逆转。无论局势如何发展演变，投资银行业都已跨入一个市场环境变化万千且难以预测的时代。全体参与者都应对自身当前的优势及不足进行全面的审视和评估，并为未来发展做好规划。

综述

主要市场动态

2015年，全球投资银行业收入下滑，固定收益、货币和大宗商品（FICC）交易业务依旧表现不佳，拖累整体业绩。在经济局势扑朔迷离、货币政策变幻不定，以及银行监管日益严苛等负面因素的影响下，下半年的市场氛围日渐低迷。

收入结构变化

2015年全球投资银行业收入降至2,280亿美元，较2014年的2,390亿美元下滑5%，与2010年的2,710亿美元相比，降幅更是高达16%（参阅图1）。总收入达到2009年以来最低点，计划中的发达国家央行货币收紧政策因新兴市场严重滑坡而宣告破产。如我们在去年的资本市场报告中所预测的那样，由于二级市场交易相对疲软、整体业务成本高昂，导致投资银行业业绩缩水，资本回报率（不考虑罚款及诉讼费的情况下）跌至6%，为金融危机后最低水平（参阅2015年5月发布的BCG报告《2015年全球资本市场报告：紧跟数字化发展步伐》）。

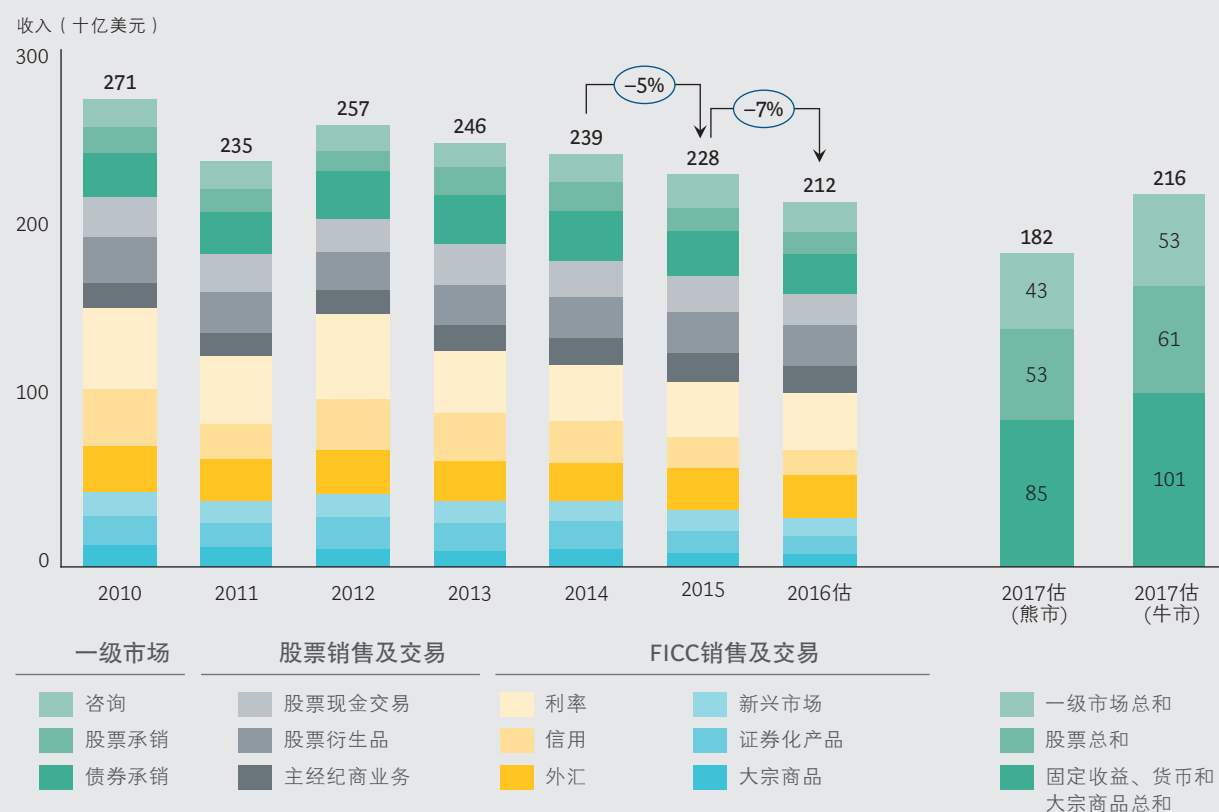
部分详情如下：

- 固定收益、货币和大宗商品交易业务收入同比（YOY）下降8%，从1,170亿美元降至1,070亿美元；信贷业务、大宗商品与结构性产品的表现进一步下滑。在过去三年内，固定收益、货币和大宗商品交易业务在总利润池中的占比也由70%（590亿美元）降至44%（260亿美元）。交易商的资产持仓能力不断面临新挑战，在压力持续增大的影响下，信贷、大宗商品和证券化产品的收入同比下滑20%-25%。央行政策变

动引发市场波澜，外汇（FX）和利率产品获利成为亮点。特定事件导致的外汇波动，如瑞士法郎、俄罗斯卢布和人民币等，亦为交易商创造了为大量交易而重新定价的机会，让他们有更多的空间来“收复失地”，挽回其在小额、高度电子化及主要货币业务领域所蒙受的损失。《欧洲市场基础设施监管法规（European Market Infrastructure Regulation）》所带来的衍生品强制清算的要求为更大范围的欧盟市场变动吹响了冲锋号。正如我们在美国所见到的那样，交易平台和另类流动性资产提供者将会逐步涌现，对投资银行形成挑战并进一步压缩其利润空间。整体而言，固定收益、货币和大宗商品交易业务因监管负担沉重而难以抬头，从而使这一传统的收入来源出现下降。

- 股票交易收入在股市波动的推动下增加3%，达到620亿美元。现金交易量在2015年上半年期间呈上行趋势；到下半年，对冲和投机交易双双增长，股票衍生品和主经纪商业务则随之繁荣发展。但第三季度全球股市市值缩水，迫使投行大幅减记库存价值和减少自营持仓，对收入形成更加严峻的考验，同时证明投行对资产价格波动的抵抗力依旧薄弱。
- 一级市场收入下挫6%至580亿美元，抵消了2014年的历史增长。股票承销（ECM）和债券承销（DCM）业务未能保持上一年的稳健态势，收入总和同比下降13%。而并购业务再续上一年增长势头，带来收入增幅高达14%的强劲表现。再看咨询服务业

图1 | 投资银行业收入处于金融危机以来最低水平



来源：公司财报；Expand Research；BCG分析。

注：基于35家投行组成的样本。由于四舍五入，部分数据相加可能与总数略有出入。

务，2015年第一季度多家投行报告这项业务创下了新的利润纪录，季度业绩达到2009年以来的最高峰。在美国，投行得益于私募资本活跃，以及传媒和医疗保健行业掀起的整合浪潮，其咨询费用收入随之增长了28%。但强劲表现未能保持，下半年收入持续下滑。整体而言，投资银行对一级市场的掌控依旧强劲。此外在一级市场领域内，他们所面临的技术型机构竞争较少，监管负担也不那么重。例如，我们以九家投资银行为样本展开评估，发现一级市场平均资本回报率约为20%。2015年，在投资银行业总利润中，有37%来自一级市场，与2012年相比，当时这一比例是20%。

资产负债表缩减

面对不断增高的资本成本与日益严格的杠杆率要求，投资银行在资产负债表的合理化方面备受挑战。在资本消耗方面，投行必须遵守杠杆率不低于3%的规定，全球系统重要性银行（G-SIB）的杠杆率则进一步调高，这将提高他们的业务成本与所持资产规模的比例。美国投行的处境仍旧略好于欧洲同行，后者的资产负债表因历史遗留的、流动性不佳的长期金融

工具而饱受拖累。未清算衍生品保证金规定在欧正式出台，据欧洲银行业管理局（European Banking Authority）分析，这意味着投行预留的初始保证金总额将由2,000亿欧元增至4,200亿欧元。

经修订的市场风险规则（《交易账户全面审议》，简称“FRTB”）出台后，将对风险加权资产（RWA）优化项目形成新的挑战。《交易账户全面审议》规定了全新的风险计量方式；通过内部模型法来计量风险的投行将会因此而增加费用，比如可预见的资本补充带来的费用以及多余违约风险和未被原有模型计入的风险因素带来的相关费用。采用标准法（SA）的投行需针对特殊衍生品（exotic product）的违约风险和附加剩余风险大幅增加资本费用。可以预见的是，投行的资本成本将大幅增长，具体增幅取决于业务组合的构成及复杂度。

另外两项举措——对手方信用风险（CCR）和信用估值调整（CVA）则要求投行预留资本，用于填补对手方的信用风险敞口，特别是无抵押物的情况下。此外，基于标准法的最低资本要求（又称“资本底线”）亦将带来更多的挑战。资本底线不仅适用于贷款账

户，同时适用于交易账户，迫使投行按等效于标准法的最小值来计算他们的风险加权资产。例如，信用风险提议规定，投行在计算风险加权资产所需的预留资本时，应确保其占到标准法规定总额的60%-90%。

多家大型投资银行从成本缩减项目的成功实施中受益良多。

我们预计，新出台的监管法规将使投资银行的风险加权资产增加28%。如果我们作一个基础情形假设，预计2017年的收入为2,000亿美元（较2015年下降13%），且当前的成本结构并无改善，则投资银行的资本回报率可能会因监管法规所导致的风险加权资产增长而从5.7%降至3.4%。鉴于资本成本高达10%至15%，3.4%的资本回报率意味着投行将会入不敷出且缺口甚大，令资产负债表雪上加霜。投行管理层将

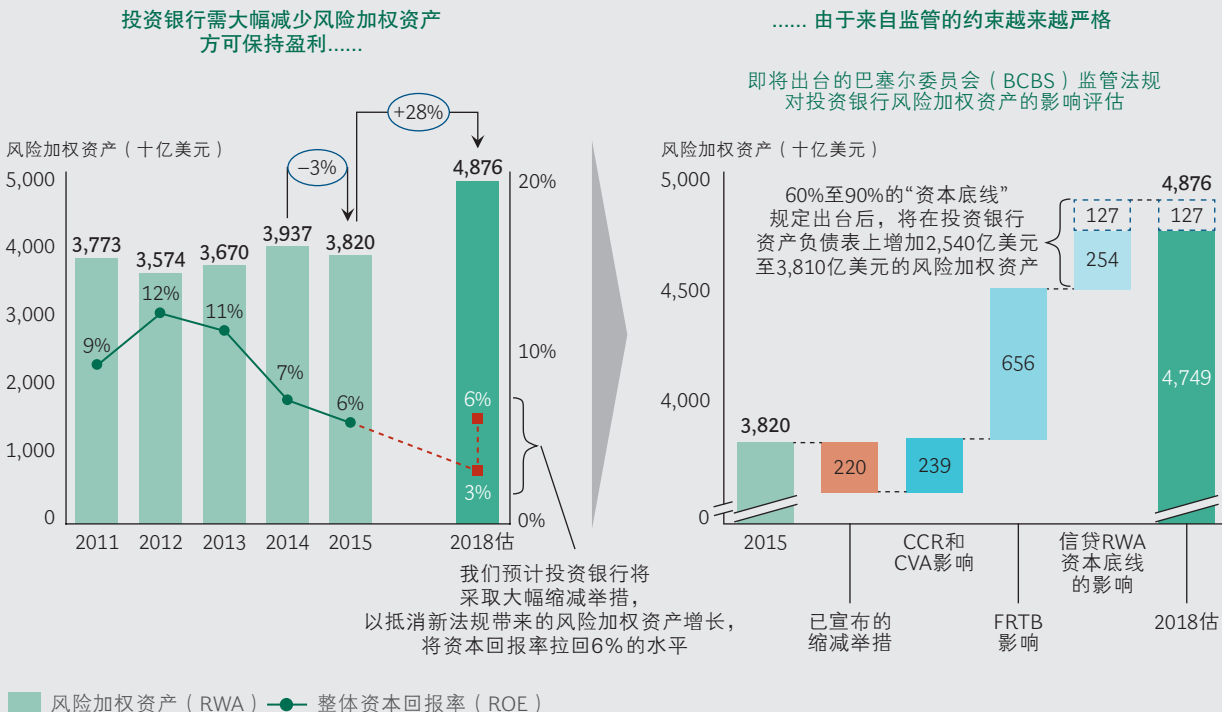
致力于去除杠杆，而非增加资本市场业务在资产负债表上的占比。综上所述，在快速趋严的监管和迅速下滑的收入面前，投行所采取的缩减措施显得格外苍白无力。投行在2015年期间仅成功减少了3%的风险加权资产，使之达到3.8万亿美元（经外汇调整后）。

我们预期这些监管法规将逐步扩大整个行业的风险加权资产规模。尽管2015年宣布采取了2,220亿美元的缩减措施，但据我们对16家投行的样本估算表明，其风险加权资产仍从1.1万亿美元增加到了1.3万亿美元（参阅图2）。其中包含对手方信用风险和信用估值调整所带来的2,390亿美元、实施《交易账户全面审议》所带来的6,560亿美元，以及信用风险加权资产的“资本底线”百分比提议所带来的2,540亿至3,810亿美元。

成本控制

令人振奋的是，多家大型投资银行终于从成本缩减项目的成功实施中获得回报。业务线转型、战略退出与合理化举措的利润成效已开

图2 | 监管影响抵消了资产负债表缩减举措带来的好处



来源：公司财报；巴塞尔银行监管委员会（BCBS）；BCG分析。

注：基于16家投行组成的样本。2018年风险加权资产（RWA）估算值基于以下假设：2017年底正式发布资本要求，2019年1月底前全面执行且资产总量水平不变。2018年资本回报率（ROE）估算值基于2017年基础情形收入，以及恒定的成本收入比（CIR）和税率。对手方信用风险（CCR）和信用估值调整（CVA）的影响基于14家投行组成的样本，拥有大规模企业银行业务的银行除外。《交易账户全面审议》（FRTB）的影响基于16家投行组成的样本，以及巴塞尔银行监管委员会（BCBS）的《交易账户全面审议：暂时性影响分析》（2015年11月）和后续修订版《市场风险最低资本要求》（2016年1月）。“资本底线”影响基于9家投行组成的样本，并假设巴塞尔银行监管委员会在《降低信用风险加权资产可变性：内部模型法使用约束》征求意见稿（2016年3月）中的提议，即信用风险加权资产须满足60%至90%的占比要求被完全采纳。

始显现。运营费用同比减少2%，主要归因于人员裁减，以及运营开支和诉讼费用的减少。然而，尽管投资银行自2010年起减少了约80亿美元的运营费用，其整体业务成本依旧增长了4%（参阅图3）。

整个行业的合规与技术成本依旧很高。2015年，成本收入比（CIR）增加了两个百分点，达到74%，与2011年的高点相当。采用电子化和集中化清算带来了些许成本效益，但即便采用电子平台，利率掉期交易的处理成本依旧高达外汇期权交易的近六倍。投行沿用的传统IT架构依旧复杂，因一系列附加解决方案和盘根错节的系统联结而显得格外沉重。自2012年，固定收益、货币和大宗商品（FICC）销售与交易的IT预算已翻了一番。此外，各业务单元还需要承担额外的集团成本，如风险和网络安全等，此类成本在同期内的增幅约为10%。集团成本将被分摊至各个业务部门，投资银行也不例外，进而对成本收入比形成了更大的压力。

在此影响下，投资银行的整体利润池由2014年的680亿美元降至2015年的600亿美元（参

阅图4）；这是收入下滑与成本收入比上升的综合效应。成本收入比每增加一个百分点，投资银行业的平均利润就会减少37亿美元。当然，在不同业务领域内，成本收入比的差异十分显著。位于顶端的大宗商品业务在2015年损失超过20亿美元，其成本收入比高达90%至110%；在高度电子化的市场领域，如股票现金交易等，成本收入比同样超过100%。事实上，尽管股票现金交易业务收入在2015年实现增长，却仍未实现盈亏平衡。债券承销与并购（M&A）是2015年的业绩“明星”，利润分别高达100亿美元和70亿美元。部分一级市场业务的成本收入远远低于其他投行业务。

总体而言，在收入下滑和难以持续、稳定地缩减成本的影响下，投行为股东创造价值回报的能力也受到削弱；监管趋紧则令局面进一步恶化。投行仍需对业务线及客户覆盖进行全面彻底的评估与分析。机构须制定清晰明确的策略，致力于缩减整体成本、优化资产负债表，以及深化客户关系，才有望实现资本回报率的改善与提升。

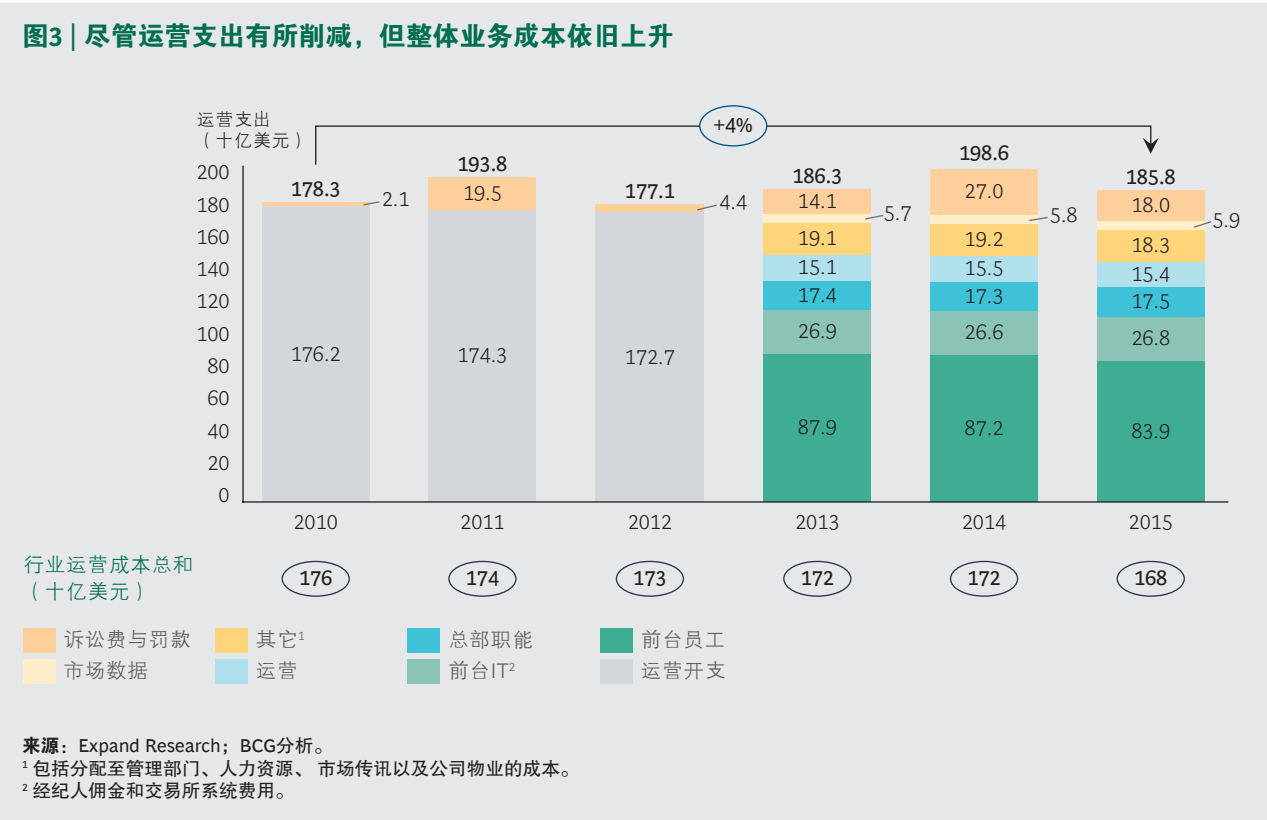
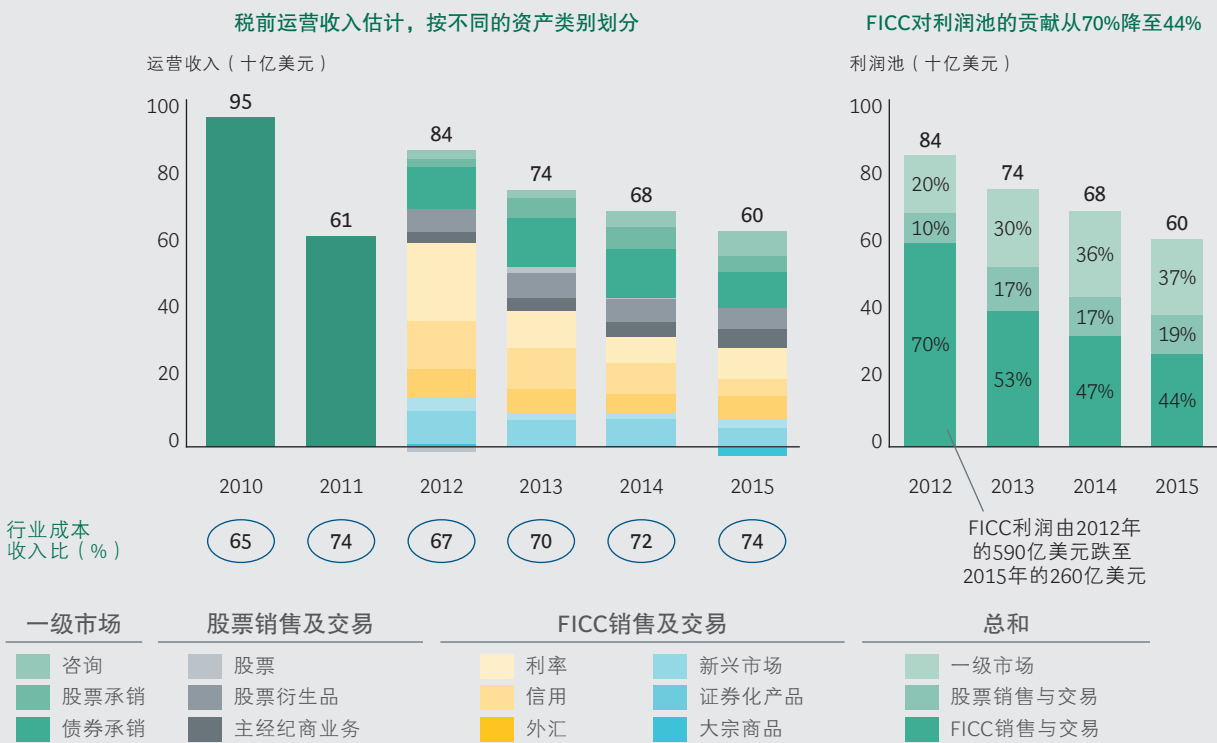


图4 | 2015年投资银行利润继续下滑



来源：公司财报；Expand Research；BCG分析。
注：基于35家投行组成的样本。

生态系统中的价值转移

2015年，整个资本市场生态系统呈现出一番欣欣向荣的景象（参阅图5）。在市场竞争日益激烈的同时，新的价值领域(value pool)不断涌现，各类机遇层出不穷。在过去五年里，投资银行的业绩表现成为了万众瞩目的焦点，进而掩盖了一个更为广泛的事实：投行并非唯一的收入竞争者——包括资产管理公司、对冲基金、高频交易机构、交易所、信息服务提供商、清算所、基础设施提供商，以及托管商在内的其他参与者同样扮演着至关重要的角色。

在投行逐步缩小“领地”并交出价值链掌控权的同时，上述这些行业参与者都将加入新一轮角逐，为传统格局下未曾出现的收入机会展开竞争。在过去的两年内，资本市场并购活动达到历史巅峰。机构纷纷采取战略行动，尽可能地挖掘和把握未来的业务机会。

长期趋势带动行业格局发生变化

一系列独特而醒目的长期趋势，为资本市场的转变与发展注入了新动力，竞争格局也随之改变。全新的价值领域将会涌现，带来行业收入和成本端的结构变化和转移。信息服务机构和交易所可以直接参与竞争，并有可能形成新的市场组成部分。当前最主要的长期趋势可以大致归纳如下：

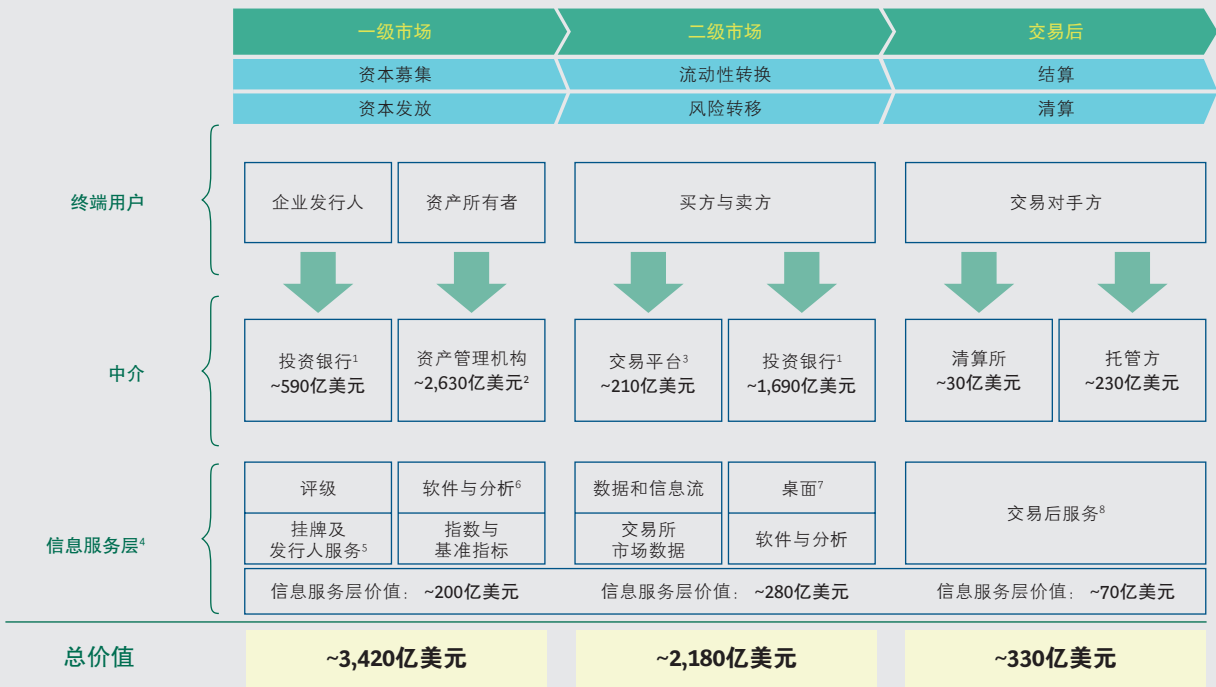
- **成本共担。**交易所、信息服务提供商和基础设施公司的收入来源于买方和卖方的业务成本。所以我们可以合理推断，他们的命运休戚与共。而成本共担这种需求适时出现，意味着第三方供应商可借此加快自身增长步伐。通用服务提供商与行

业协会为繁琐重复且附加值微薄的中后台交易后流程带来了外包解决方案。他们还将业务领域拓展到了交易识别、交易报告，以及新客户获取等职能领域，诸如“了解您的客户”（Know Your Client）和反洗钱措施等。他们同时还在积极探索和考虑其它市场相关职能，诸如交易监控和基准管理（Benchmark Administration）等等。

这一趋势目前还只是刚刚兴起，但随着监管与合规要求日益严格繁复，市场将越来越需要通用服务。监管审计将增加对标准化模型和数据服务的需求。事实上，通用服务提供商可以为客户提供所谓的“监管保障”，因为监管当局更倾向于接受整个行业已普遍采纳的标准，而非个别在合规方面另辟蹊径的机构自行采用的标准。我们预计未来五年的成本共担收入机会将会超过60亿美元。

- **买方规模日益壮大。**管理资产额的增长与投资管理服务需求相结合，构成了资本市场生态系统中的第一大收入机会。投资管理收入预计将保持3%的年复合增长率，并于2020年达到3,000亿美元。这一趋势本身并不新鲜，但买方管理资产额增长将为价格发现、风险转移，以及流动性提供等领域带来新机会，进而推动不同买方机构对增进相互联系的需求提升。在资金流日益增多的影响下，专业能力强大的买方机构的数量已较五年前显著增加。基金管理者将多数资产攥在手中，与交易经销商相比，他们甚至能获得更好的定价与常规市场信息。因此，买方所期待的，是能让他

图5 | 2015年资本市场生态系统欣欣向荣



来源：BCG分析。
¹ 投资银行总收入为2,280亿美元。
² 基于更新的2015年全球资产管理行业基准。
³ 包含确定价格与规模发现、导流、撮合与执行。
⁴ 该层级同时为终端用户和中介提供服务。
⁵ 包括交易处理流程优化、结算和抵押品管理。
⁶ 包括股票与固定收益类研究与组合分析。
⁷ 包括通讯工具，如IM即时通讯。
⁸ 包括账户建立与交易情报。

们与其他买方机构、对冲基金，甚至互联网财富管理机构进行交易的交易执行环境。

大数据的日益普及将把重心从传统卖方研究模式逐步移开。

买方同时也在探索能创造独立收入的新方式。过去五年来，被动投资深受投资者青睐，进而推动指数追踪产品、交易型开放式指数基金，以及其它“智慧型”Beta投资工具急剧增长。此类产品的推出为一些资产管理机构开辟了新的增长渠道。低成本被动投资的日益盛行同时带来了更高的基准指标、指数及参考信息需求。以前，卖方机构可通过其特有的有效利用资本的能力来吸引流动资产与新客户，而今，资本更看重的是知识产权。拥有受知识产权

法保护的基准指标交易所不仅能驾驭市场流动性，还会因交易活跃度增加受益。

- **数字化和数据的重要性。**电子化继续对价格形成挤压，致使卖方利润不断缩小；这不仅对收入造成负面影响，更为其它参与者，如高频交易机构等，打开了竞争的大门。这种发展趋势会创造出一个只有最大的参与者才有足够规模来实现成功的环境。此外，业务紧缩的投资银行将会加速转向代理商业务模式，以及把场外产品移到场内挂牌。我们估计超过50亿美元做市收入已转移至其他机构，如高频交易商。未来五年内，越来越多的资产类别将会加入电子化交易的行列，这一数额也会随之更上一层楼。

电子化市场还会减少劳动力需求，对各类桌面软件、终端及其它用户界面产品的需求也会随之降低。这一发展趋势意味着，诸如安全性、数据中心、通讯协议和实体网络等其它技术层面的重要性将会日益显现。电子化市场需要通过直通处理（STP）

以及交易流程简化来降低运营风险，进而为其它技术相关服务，特别是交易后服务创造了新机会。

不仅如此，电子化市场还会带来数量更庞大、种类更丰富的市场数据，为数字挖掘、打包和快速再分配有价值、可执行的信息创造了新机会。交易所与信息服务提供商拥有大量市场数据，他们可适时提高价格，从中获取额外收入。大数据的日益普及将对传统的卖方研究模式产生冲击。手握大量交易数据、库存信息、经济指标、市场讯息及其它各类数据的买方机构将会越来越倾向于采用独立的投资决策。

此外，日益丰富的历史数据和统计分析资源将有助于投资管理机构提升自身效能和效率，以及利用机器学习算法来捕捉更清晰的市场进出信号。他们不仅能理解正常的逻辑推论，比如特定事件对资产价格的影响，还能从杂乱无章的信息来源，如互联网、社交媒体，以及新闻发布的文字信息中有条不紊地提取数据资讯。分布式计算、云计算和移动技术在提升客户体验、增加整个资本市场生态系统的“技术性收入”的同时，也将加大经营杠杆。

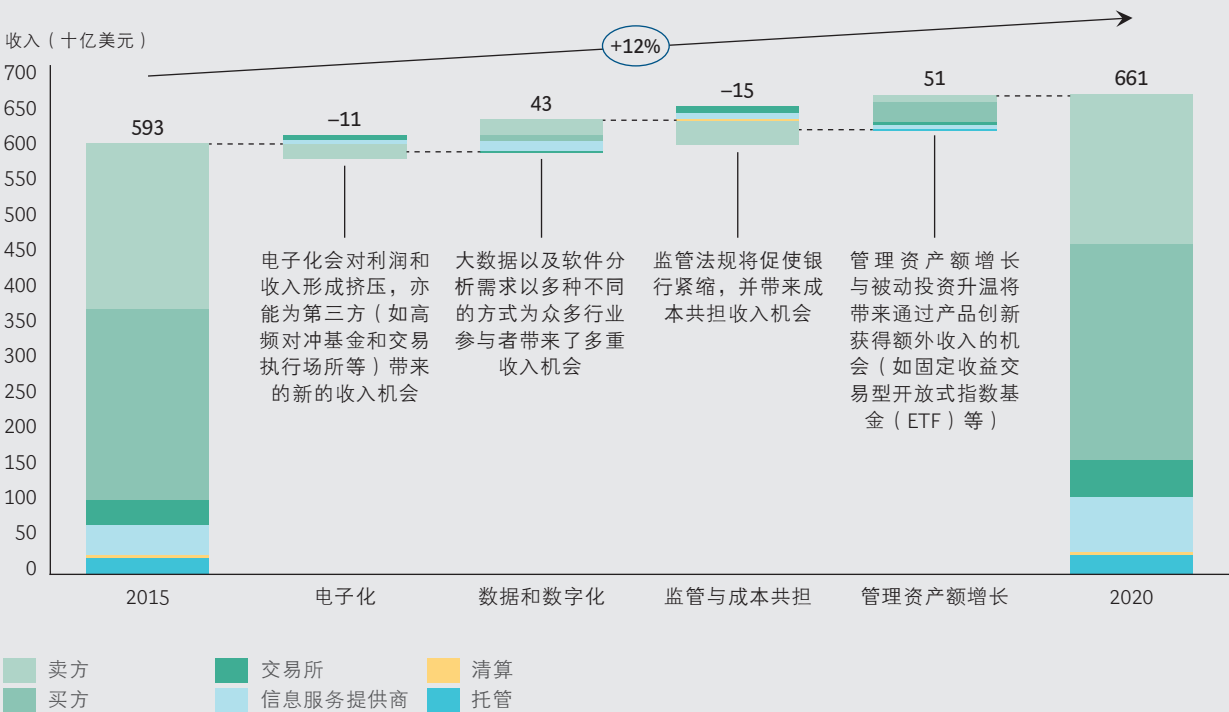
最后，投资银行还可以用高效、低成本的金融科技（fintech）来替代昂贵的传统IT架构。传统架构难以管理和维护，成本费用十分高昂。投行可将电子市场数据和其它多种数据来源贯穿到一起，对实时和历史数据进行分析，从内部视角来审视客户盈利性。金融科技初创企业既可能威胁投行收入，也可能助力投行迈向金融服务的新领域。

行业参与者能力趋同

监管与技术的创新为资本市场行业带来了翻天覆地的变化。到2020年，此类影响将为更广阔的资本市场生态系统带来约12%的收入增长，从5,930亿美元增至预期的6,610亿美元，并会在持续电子化、大数据、成本共担，以及管理资产额增长的推动下呈现收入转移的发展趋势（参阅图6）。

信息服务提供商与交易执行平台将力争在收入池中“扩大领地”，市场份额预计将由2015年的14%增至19%。此外，与卖方相比，买方将会赢得更多的市场份额，并将其市场份额提升至45%，增幅达到6%。相比之下，我们预计2020年卖方收入在总收入池中仅占31%，较2006年的54%大幅降低。

图6 | 资本市场生态系统的收入结构将在成本共担、数字化程度加深和管理资产规模增长的推动下发生转变



来源：BCG分析。

随着竞争格局的转变，主要行业参与者将重塑自我、培养新的业务能力并整合职能。由于眼下各类参与者都更积极地跨越价值链追逐非传统收入，因此也有可能出现新的业务模式。

目前投资银行仍在价值链的多个不同领域内开展业务运营；他们依旧主导着资本募集领域，担任做市者，为风险转移、流动性形成提供资本便利。投行还常为客户提供各类交易后服务，如交易结算和清算等。此外，部分投行也设立了资产管理机构，另一些则扮演起了托管商的角色。然而未来，从交易前决策程序（研究）、交易执行（新一代算法与市场准入），到交易后效率（直通处理、结算与资产抵押品管理），涵盖价值链多个环节的投行，将不得不考虑其总体产生的成本，甚至有可能要开始向客户合理收取全套服务费，而不能再免费提供服务，指望通过其它产品和交易来创收。

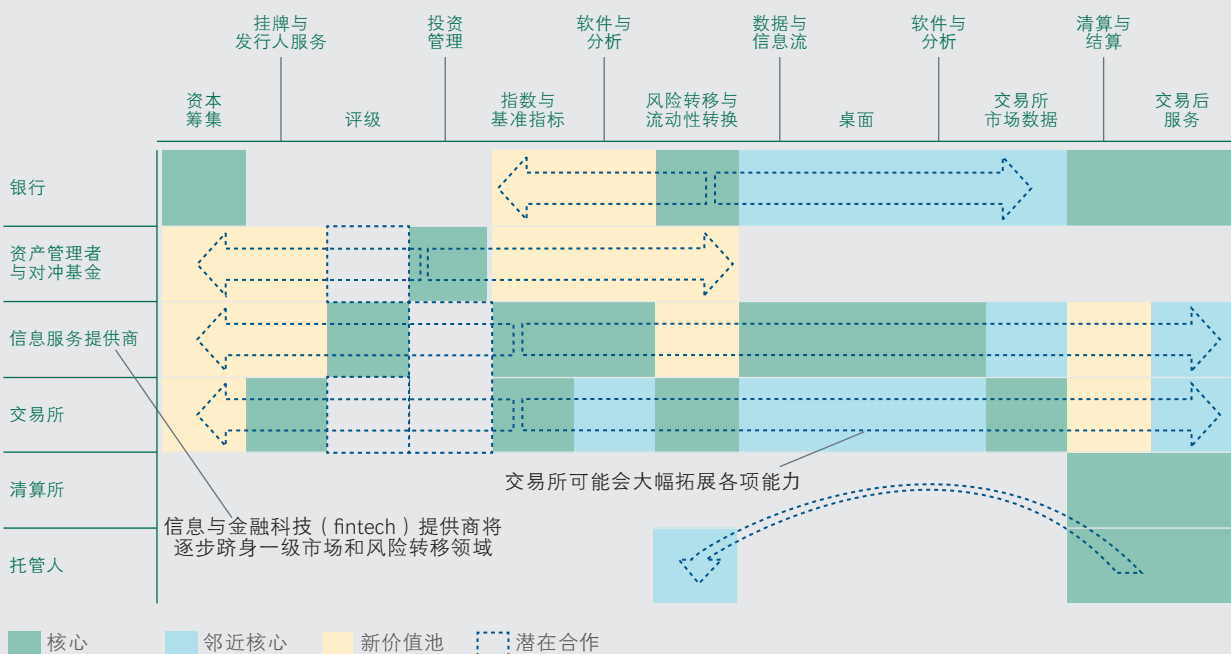
事实上，现在研究报告和基准指标这类信息价值很高，对于先将其拱手送人，再靠其他产品换取收益的做法，投资银行已经渐觉乏味。在整个行业逐步摒弃“免费增值”服务的同时，明码收费的模式将日益盛行。拥有信息资源的部分投行，将设法使这块资源货币化，并对数据分享、分析应用和智库服务。他们可能会充分利用领先的金融建模能力，为买方提供通用研究工具，并直接向买方机构出售各类市场数据，甚至是非公开市场的数据。我们同

时预计，投资银行将担任电子化交易执行和机构经纪等业务的服务提供商，为买方提供算法、有效杠杆，以及有关如何与客户高效互动并管理的专业咨询服务。

与此同时，买方将继续进军软件与分析两大领域；成熟完善的买方机构最有可能成为创新先锋。我们已看到一些机构开始提供证券发行及风险管理方面的咨询服务。新业务模式将会浮出水面，让投资管理机构在公开市场中帮助企业筹集资本时得以绕开投行。我们预计，资本市场将会迎来更多促进买方对买方网络以实现风险转移和流动性转换的行动，而不再依靠投资银行。

再者，整条价值链上几乎没有什么因素能将信息服务提供商和交易所“拒之门外”。流动性的提升会促进新的交易场所形成，如掉期交易平台；交易所将会更专注于强化知识产权资产和拓展交易后能力。随着人工交易的逐步减少，信息服务提供商将不再赠送桌面应用和软件并希望以此来创造收费型数据需求。在计算机交易日益普及的过程中，此类服务供应商将在技术层面上积极探索新机遇。多样化和知识产权将会得到更多的关注。例如，交易经纪商已纷纷着手重塑其自身的中介模式，并已踏入交易后服务与风险分析等新领域。总体而言，我们认为行业参与者的能力将会逐渐趋同，而收入机会则会转移（参阅图7）。

图7 | 行业参与者能力逐渐融合，收入机会发生转变



业务模式转型

投资银行必须进行自我转型，才能在未来的资本市场行业中保持竞争力。

转型的六大支柱

我们认为，战略愿景、分销能力、客户至上、IT运营、组织活力、财务/风险管控是构建全面的业务模式转型战略的关键所在，为“六大支柱”。

战略愿景。投行必须认清，资本市场生态结构中的哪些收入部分是其有意涉足的。他们必须利用手头种种现有的、潜在的竞争优势资源，然后制定出最有效的收费机制，实现收入最大化。投行最高管理层应具备相应的领导力和愿景，制定并下达明确的目标，才有望推动业务成功转型。

分销能力。无论研究报告，还是增值服务，都需要采用明码收费的模式。与占用大量资本的“重资本”业务有所不同，投行还须为“轻资本”代理服务选择适宜的动态定价策略。要想提升客户体验、活跃分销活动，数字化功能也不可或缺。与资本密集型交易服务相比，人才依赖度极高的一级市场业务（如高利润、低资本占用的并购业务）所面临的威胁和挑战相对较少。

此外，前台员工数量、薪酬和技术分工须与客户覆盖策略及产品供应需求紧密契合。目前，交易人员占到了成本的30%至50%（具体比例因不同的资产类别而异），但随着电子化的日益普及，投行将对前台员工规模进行大幅缩减。投行还应积极采用电子渠道分销模式，

并通过标准化接口将不同的电子渠道整合到一起。此外，由于交易执行方面的变化也会对收入模式动态产生影响，投行需慎重考虑在某些资产类别上，转向代理商模式是否比彻底退出更有利可图。持续专注于少数几个关键的资产类别、构建规模化电子渠道，以及在这些领域进行大数据驱动的客户分析，都将举足轻重。为了构建起成功的电子化做市业务，投行还需严格控制经纪、清算和交易所成本。

客户至上。加深对客户盈利性、钱包份额，以及细分客户群的理解，将极大地帮助企业掌握自身与客户之间的交易平衡。投行需从提供产品转向提供服务。只有靠帮助客户实现成功，他们自身才有望创收。

与此同时，投行还应专注于如何更好地满足“非白金”的长尾客户的服务需求，并对客户进行钱包份额分析，确保自己可以从所提供的服务和投入的资源中获取充分的回报。顶级投行已率先运用预测模型，旨在挖掘和把握交叉销售的机会，以及开发紧贴客户需求的产品解决方案。此外，为了尽可能降低成本，投行已着手简化他们的新客户开户流程。在合规与监管要求日益繁复的市场环境中，简明顺畅的开户流程已成为客户服务的一大制胜要素。

IT架构与卓越运营。简化IT架构，以及探索和采用更先进的“金融科技”替代方案，将助力投行实现现代化运营，降低成本。在此过程中，投行须对其沿用的传统系统进行简化，消除那些无法创造价值的复杂部分。对提升IT治理、明确IT定位和优化采购的重视，将带来更加合理高效的IT架构。许多投行还在使用复

杂且高度定制化的传统平台——这些平台都经历了漫长的发展与演变，以满足日新月异的业务需求。投行应制定明确的目标流程与技术架构，并通过强大的治理体系来确保新开发及定制化项目与既定的架构标准相符，在降低复杂性的同时，减少长期的维护成本。此外，投行还可以采用通用服务的模式，由各个参与方共同承担新开发项目的成本，提高效率和投资回报。部分市场参与者可选用“双速”IT架构，以确保能一边跟上敏捷开发的节奏、推进数字议程，一边并行不悖地开发周期较长的IT项目。与金融科技公司携手合作，也能产生显著成效，具体效果要取决于投行在转变技术/运营以支持前台的进程中走到了哪一步。进程推进得越深，成本节约的潜力就越大。暂时来看，行业的注意力还主要放在数据和分析，以及交易软件等方面（参阅图8）。

在运营方面，流程与组织简化是关键。投行可以通过流程优化和再造，以及与数字化相结合的方式来提升效率和准确度。在组织方面，多家投行已实现了功能与实体位置的相互契合，外包策略也日益成熟完善。打通整个集团的共享功能，带来低于平均水平的单笔交易成本。若能在此基础上充分利用通用服务，投行预计可节约高达70%的IT及运营成本，相当于当前运营总成本的约17%。

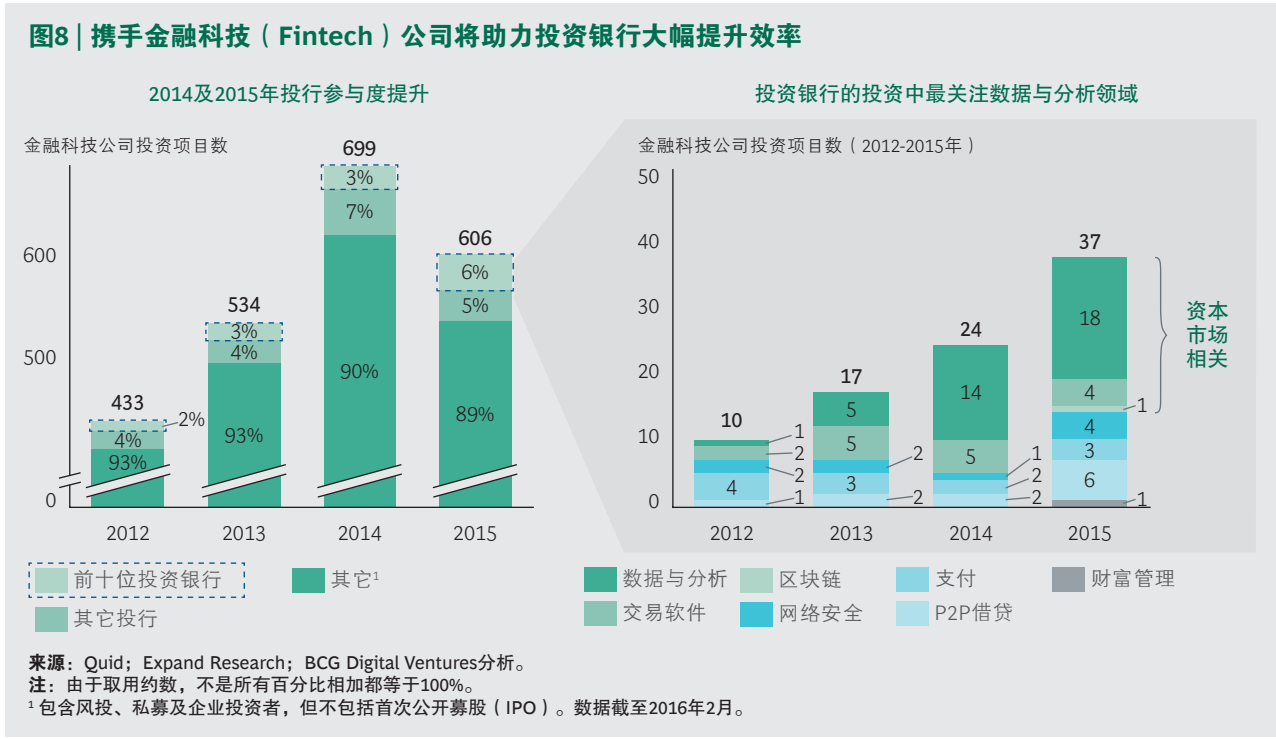
组织生命力。投资银行还须依照他们的目标运营模式来重塑现有组织。例如，他们可以审视目前组织架构，尽量扁平化，有效简化层

级关系。若想提升前台的组织效能，投行需采用精益的组织架构，这不仅适用于利润中心，亦适用于成本中心，覆盖电子化交易和销售覆盖等各个环节。为了吸引和留住人才，特别是技术人才，投行应不断确保薪酬体系与新的职责相匹配。组织行为与文化也需要有所改变。投行要制定一系列SMART原则，并将其融入领导力、敬业度、合作模式，以及推广计划中。这些原则可能涉及培训、辅导、激励和组织应变等。

财务与风险管控。监管法规对投资银行业务的冲击和影响仍在继续，统一治理的难度不断加大。投行须积极探索成本共担的机会，把繁琐重复且附加值微薄的后台职能外包出去，同时加快资本缩减举措的实施步伐，以抵消《交易账户全面审议（FRTB）》的影响。不可否认的是，投资银行在缩小资本风险敞口方面做得还不够。他们还须实现集团成本（如诉讼费、财务费用和网络安全费用等）的高效分配，进一步降低自身的经费开支（参阅附录文章“诉讼费：业务运营成本之一”）。

适合的转型之路

毋庸置疑，转型无法一蹴而就。投资银行必须确定愿景，探索怎么走好开局，才能带来快速盈利，令前行更有保障。通过稳步推进一系列转型步伐，才能实现中期成功。最后，领导团队必须带着紧迫感，人性化地管理组织目标和文化，才能确保全面转型，取得长期成功。



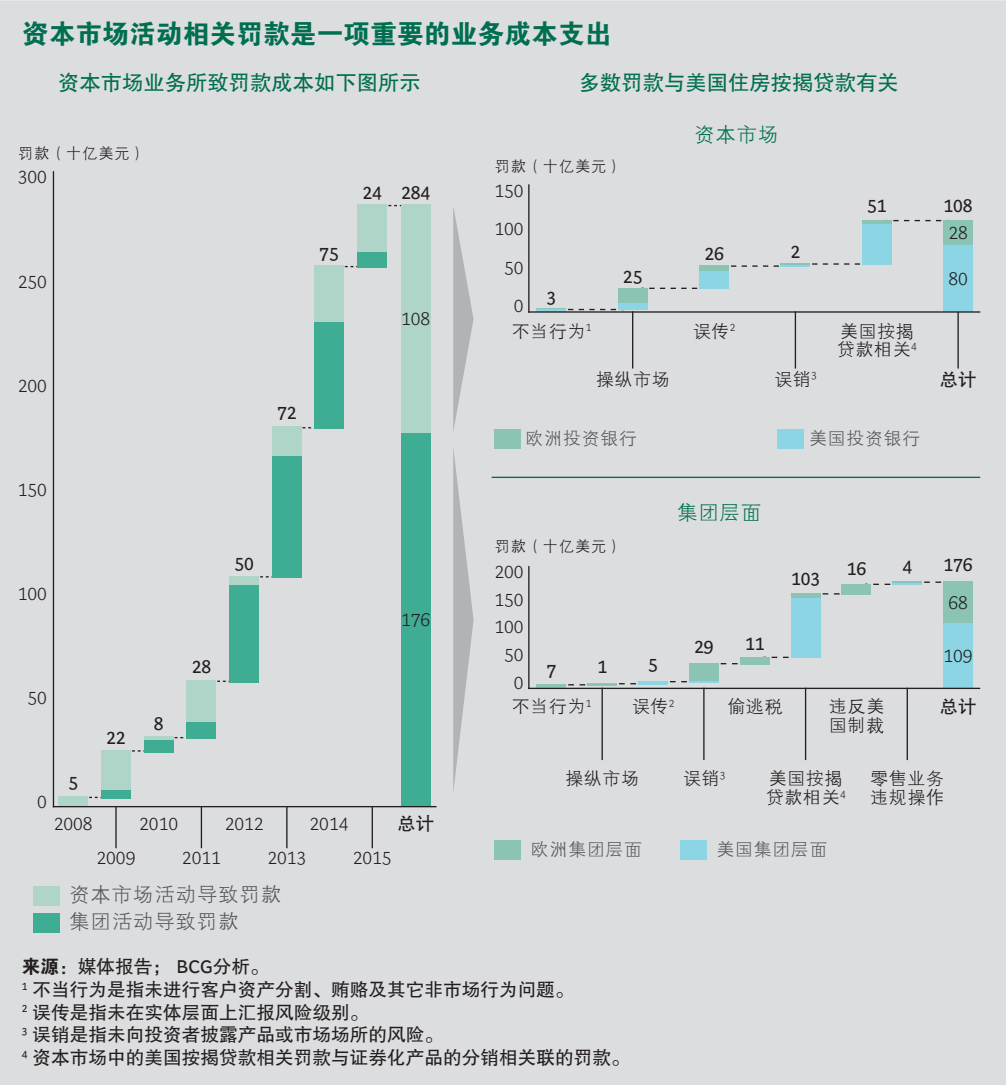
诉讼费：
业务运营成本之一

对投行而言，罚款及诉讼费已成为一项持久而繁重的运营成本。过去八年，与资本市场活动相关的罚款已占到投行罚款总额的38%，达到1,080亿美元，集团层面上的罚款总额为1,760亿美元。这表明此类费用已不能再被当作是一次性的偶然事件，而应被视为持续的年度成本（参阅下图）。

令人欣慰的是，与美国住房按揭贷款活动相关的罚款数额呈下行趋势（2008年以来累计支出510亿美元），多数案件均已了结。然而，随着个案起诉和投行罚款在法律和监管系统中日益畅行无阻，我们预

计一波因操控市场而被罚款的新浪潮[如外汇和伦敦银行间拆放利率（LIBOR）调查等]即将来袭；2014和2015两年的罚款总额已高达260亿美元。

2015年，与资本市场活动相关的监管罚款总额依旧庞大，平均占到2014和2015年投资银行整体收入总和的10%。此外，尽管削减了80亿美元的运营成本，但投资银行自2010年以来的整体成本依旧增长了4%。监管资本要求和市场执法日益趋严（诸如合规和加强交易行为监督等），将投资银行的大部分成本节约成效化为乌有。



附录

下方是资本市场与投资银行业（CMIB）自2010年起的收入、运营开支及运营利润汇总表。
空白区域代表缺少相关数据。

表1 | 收入

资本市场与投资银行业 总收入（十亿美元）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016估
咨询	15.4	16.2	14.9	14.5	16.5	18.8	17.7
股票承销	14.8	12.4	11.7	15.3	16.3	14.2	13.0
债券承销	26.4	24.6	27.3	29.6	29.1	25.2	22.6
股票现金	23.2	21.9	19.2	22.7	21.5	21.1	18.8
股票衍生品	26.9	23.5	22.4	23.8	22.8	24.1	22.7
主经纪业务	14.4	13.6	14.3	15.2	16.1	16.9	16.4
利率	46.9	39.5	49.3	35.9	32.4	32.1	32.4
信贷	33.4	20.6	29.8	27.7	24.4	18.1	14.9
外汇	25.7	24.8	24.9	23.1	21.7	23.9	24.9
新兴市场	14.6	12.1	13.9	12.4	11.8	12.3	11.1
证券化产品	16.3	13.7	18.0	16.1	16.4	12.4	10.0
大宗商品	13.1	12.1	11.0	9.9	10.4	8.5	7.6
总计	271.0	234.9	256.6	246.2	239.5	227.6	212.2

来源：BCG分析。
注：由于四舍五入，部分数据相加可能与总数略有出入。

表2 | 运营开支

资本市场与投资银行业 运营开支（十亿美元）	2010	2011	2012	2013	2014	2015
前台员工				87.9	87.2	83.9
市场数据				5.7	5.8	5.9
前台IT				26.9	26.6	26.8
运营				15.1	15.5	15.4
公司职能				17.4	17.3	17.5
其它成本 ¹				19.1	19.2	18.3
运营开支	176.2	174.3	172.7	172.2	171.6	167.8
诉讼费与罚款	2.1	19.5	4.4	14.1	27.0	18.0

来源：BCG分析。
注：由于四舍五入，部分数据相加可能与总数略有出入。
¹ 包括分配至管理职能、人力资源、市场以及公司物业的成本。

表3 | 运营利润

资本市场与投资银行业 总运营利润（十亿美元）	2010	2011	2012	2013	2014	2015
咨询			2.7	2.2	4.3	6.8
股票承销			2.0	5.6	6.6	4.7
债券承销			12.1	14.4	13.9	10.3
股票现金			-1.4	1.5	0.5	-0.2
股票衍生品			6.3	7.2	6.3	6.2
主经纪商业业务			3.2	3.8	4.4	5.3
利率			22.3	10.7	7.7	9.0
信贷			14.1	11.8	8.9	4.9
外汇			8.4	6.6	5.3	6.5
新兴市场			3.8	2.5	1.9	2.7
证券化产品			9.5	7.6	7.6	5.6
大宗商品			0.9	0.0	0.4	-2.1
总计	94.8	60.6	84.0	74.0	67.9	59.7

来源：BCG分析。
注：由于四舍五入，部分数据相加可能与总数略有出入。

推荐阅读

波士顿咨询公司近期出版的其它相关报告和文章：

《支付平台优化之路：支付架构调查带来的宝贵洞察》
BCG文章
2016年4月出版

《2016年全球零售银行业报告：跨界竞争日渐加剧，数字精简优势凸显》
BCG报告
2016年4月出版

《商业贷款业逆境制胜：定价技巧与技能》
BCG文章
2016年3月出版

《把握零售银行业定价利好趋势》
BCG文章
2016年2月出版

《并非一袭浪潮：扬帆启航驾驭监管变革》
BCG白皮书
2016年2月出版

《社交媒体助力银行吸贤纳才》
BCG文章
2015年11月出版

《数字化金融机构：金融机构数字化转型中的组织和人才突围》
BCG聚焦报告
2015年11月出版

《企业银行数字化面临拐点：全体就绪？》
BCG文章
2015年11月出版

《大数据在零售银行中的应用》
BCG聚焦报告
2015年11月出版

《倾听客户心声：2015年全球支付报告》
BCG与SWIFT联合撰写的报告
2015年10月出版

《助力银行实现“可持续”的合规》
BCG文章
2015年9月出版

《2015年全球资产管理报告：强化市场进入，促进未来增长》
BCG报告
2015年7月出版

《2015年全球财富报告：盈利突围挑战犹存》
BCG报告
2015年6月出版

《2015年企业金融洞察报告：尘埃落定……》
BCG与法国巴黎银行联合撰写的聚焦报告
2015年5月出版

《2015年全球资本市场报告：紧跟数字化发展步伐》
BCG报告
2015年5月出版

致读者

关于作者

Philippe Morel是波士顿咨询公司的资深合伙人兼董事总经理，常驻伦敦办公室。**Charles Teschner**是波士顿咨询公司的资深合伙人兼董事总经理，常驻纽约办公室。**Shubh Saumya**、**Andre Veissid**和**Laila Worrell**是波士顿咨询公司的合伙人兼董事总经理，常驻纽约办公室。**Will Rhode**是波士顿咨询公司的董事经理，常驻纽约办公室。**Gwenhaël Le Boulay**是波士顿咨询公司的合伙人兼董事总经理，常驻巴黎办公室。**Carsten Gubelt**是波士顿咨询公司的合伙人兼董事总经理，常驻杜塞尔多夫办公室。**Michael Strauß**是波士顿咨询公司的合伙人兼董事总经理，常驻科隆办公室。

致谢

作者特别感谢BCG核心团队的同事为本报告的构思与发展作出的宝贵贡献：Valeria Bertali、William L'Heveder、Kimon Mikroulis和Yasser Rashid。

作者还要感谢Expand Research团队成员：Raza Hussain、Boris Lavrov、Steve Mwenifumbo、Daniel Øllgaard、Amy Tsui-Luke、Marios Tzianaros、Thomas Woodward和Franck Vialaron。

最后，作者要感谢Philip Crawford为本报告提供的编辑指导以及编辑和制作团队的其他成员：Katherine Andrews、Gary Callahan、Lilith Fondulas、Kim Friedman、Abby Garland和Sara Strassenreiter，以及中文版的编辑和制作团队成员：林朝婷、吴恺、杨冉、金慧良、钱俊彦、张蕾、张妍、徐珊珊、陈家梁、顾璨、安健、梁瑜、詹慧和连森。

更多联系

如果您希望与我们作进一步探讨，请联系：

Philippe Morel
BCG伦敦
+44 207 753 5353
morel.philippe@bcg.com

Charles Teschner
BCG纽约
+1 212 446 2800
teschner.charles@bcg.com

Will Rhode
BCG纽约
+1 212 446 2800
rhode.will@bcg.com

Shubh Saumya
BCG纽约
+1 212 446 2800
saumya.shubh@bcg.com

Andre Veissid
BCG纽约
+1 212 446 2800
veissid.andre@bcg.com

Carsten Gubelt
BCG杜塞尔多夫
+49 2 11 30 11 30
gubelt.carsten@bcg.com

Michael Strauß
BCG科隆
+ 49 221 55 00 50
strauss.michael@bcg.com

Gwenhaël Le Boulay
BCG巴黎
+33 1 40 17 10 10
leboulay.gwenhael@bcg.com

Laila Worrell
BCG纽约
+1 212 446 2800
worrell.laila@bcg.com

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：bcgperspectives.com
或登陆我们的大中华区网站：www.bcg.com.cn

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号，
名称：BCG波士顿咨询；ID：BCG_Greater_China；二维码：





BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP

阿布扎比
阿姆斯特丹
雅典
亚特兰大
奥克兰
曼谷
巴塞罗那
北京
柏林
波哥大
波士顿
布鲁塞尔
布达佩斯
布宜诺斯艾利斯
卡尔加里
堪培拉
卡萨布兰卡
金奈

芝加哥
科隆
哥本哈根
达拉斯
丹佛
底特律
迪拜
杜塞尔多夫
法兰克福
日内瓦
汉堡
赫尔辛基
胡志明市
香港
休斯顿
伊斯坦布尔
雅加达
约翰内斯堡

基辅
吉隆坡
拉各斯
利马
里斯本
伦敦
洛杉矶
罗安达
马德里
墨尔本
墨西哥城
迈阿密
米兰
明尼阿波利斯
蒙特雷
蒙特利尔
莫斯科
孟买

慕尼黑
名古屋
新德里
新泽西
纽约
奥斯陆
巴黎
珀斯
费城
布拉格
里约热内卢
利雅得
罗马
旧金山
圣地亚哥
圣保罗
西雅图
首尔

上海
新加坡
斯德哥尔摩
斯图加特
悉尼
台北
特拉维夫
东京
多伦多
维也纳
华沙
华盛顿
苏黎士