

研究报告

2019 年第 117 期

2019.12.30

执笔人：戴祁临

qilin.dai@icbc.com.cn

摩根大通投行业务发展的借鉴与启示

要点

- 资本中介型业务是摩根大通投行部的核心业务，以利率债与高等级信用债承销、大型优质企业并购贷款为核心的债权业务，其收入占比长期高于股权承销收入。
- 尽管面临全球经济衰退风险和诸多地缘政治不确定性，摩根大通投行部始终坚持“交易立行”“科技兴业”“亚太为王”的基本发展策略，核心投行业务收入连续十年稳居全球第一正是其战略成功的最好证明。
- 工商银行应不断调整投行发展战略，围绕标准化市场建立产品体系，推动投行业务全能化和国际化，在定位全新利润增长点的同时更好地满足客户需求。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

摩根大通投行业务发展的借鉴与启示

摩根大通银行（JPMorgan Chase & Co）由 J.P 摩根公司和大通曼哈顿银行合并而成，在 2008 年收购贝尔斯登银行后，摩根大通已成为美国最大的全能银行。

Dealogic 数据显示¹，目前，摩根大通投资银行部在经纪交易、并购咨询、股债承销、资产管理、市场研究方面均处于全球领先地位，其投行业务发展现状与战略重点，可为我国商业银行投行业务转型提供借鉴。

图 1：摩根大通投行业务位居全球前列



资料来源：摩根大通年报，Dealogic

一、摩根大通投行业务发展现状

1. 摩根大通投行业务管理架构

整体上，投行业务可分为中介型业务、资本中介型业务以及资本型业务。不同业务类型的差异主要在于其是否使用自有资本承担风险以及风险的高低。美国一流投行普遍以资本中介型业务为核心，以中介型和资本型业务为两翼搭建业务框架（王轶昕和程索奥，2017）^[1]。

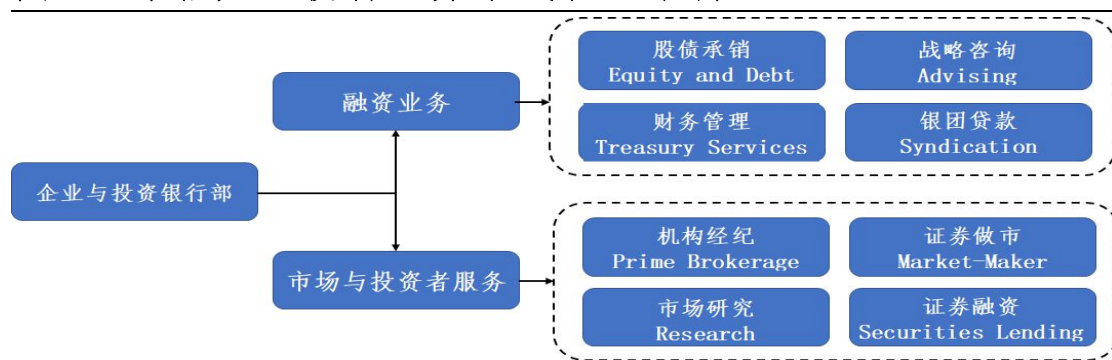
¹ Dealogic as of January 1, 2019. Reflects the ranking of revenue wallet and market share.

表 1：投行业务收入分类

业务分类	收入类型	业务内容
中介型	承销收入	证券承销、财务顾问
	佣金收入	证券交易、金融衍生品交易
资本中介型	做市商收入	以自有资金为金融市场提供流动性
	投资管理收入	资产管理服务
	利息收入	投行性质贷款、借入拆出资金
资本型	其他投资收益	以自有资金投资证券、金融衍生品

具体到摩根大通银行，其**企业与投资银行部**（Corporate & Investment Bank）下设**融资业务**（Banking）、**市场与投资者服务**（Market & Investor Services）两大业务板块。融资业务包括股权与债权承销、公司战略与架构咨询、财务管理、银团贷款等中介或资本中介型服务，其中，财务管理服务主要为客户提供货币市场代理交易服务，并可以细分为现金管理（Cash Management）与流动性管理（Liquid Solution）两部分。市场与投资者服务条线则负责提供证券及衍生品做市、机构经纪、证券融资等资本中介和资本型服务。

图 2：摩根大通投行业务条线管理架构



资料来源：摩根大通年报

2. 摩根大通投行业务收入情况

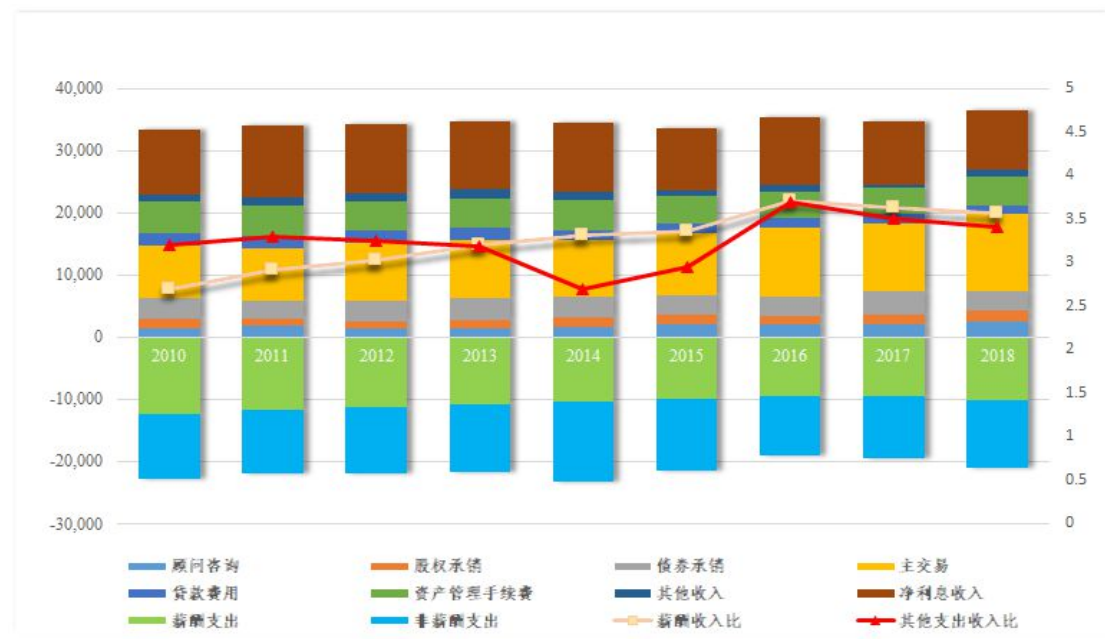
近年来，随着摩根大通持续强化营销渠道优势，着力控制人员薪酬支出，不断增加金融科技投入，其投行业务板块成本收入比稳步攀升，为股东创造了丰厚回报。2018年，摩根大通银行投行业务收入达到了惊人的364亿美元，投行业务板块净利润118亿美元，净资产收益率为16%。

资本中介型业务是摩根大通投行部的核心业务。近十年来，摩根大通投行业务收入规模均在300亿美元以上，其中以主（体）交易、投行贷款和资产管理收入为代表的资本中介型收入占比从未低于70%。

一方面，2015年之后，摩根大通主体交易收入占比（29.53%）开始超过贷款利息收入占比（29.36%）。充分利用资本市场回暖契机，转变业务结构、降低资本占用已成为管理层的共识。

另一方面，尽管IPO作为品牌投行业务一直颇受摩根大通重视，但是以利率债与高等级信用债承销、行业龙头企业并购贷款为核心的债权业务，其收入占比仍长期高于股权承销收入。始终坚持稳健获利、防范风险的经营理念，是摩根大通穿越经济周期的法宝。

图 3：摩根大通投行业务收支规模（单位：百万美元）

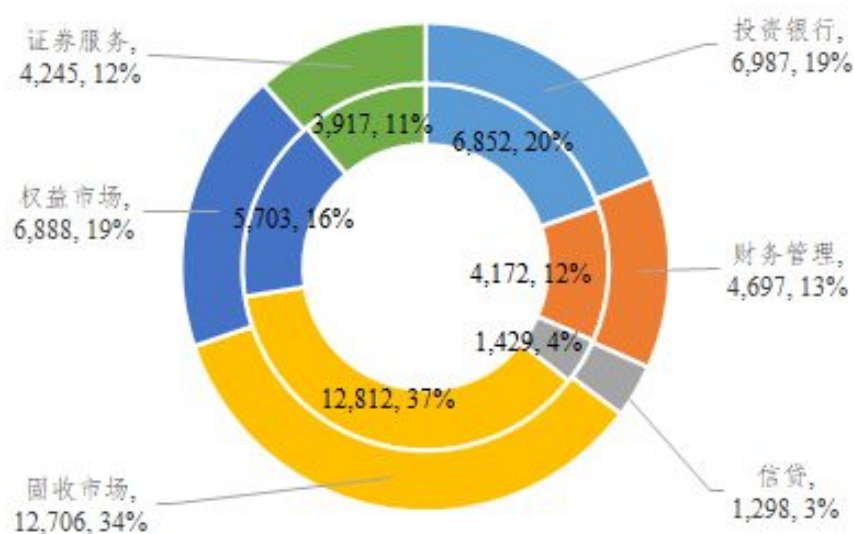


资料来源：摩根大通年报

主交易业务是指摩根大通投行部门运用客户资金或者自有资金在金融市场中投资上市公司股票、利率债、高等级信用债、国库券等高流动性融资工具，以获取投资收益和优化市场流动性为目标的业务行为。

主交易业务的管理条线归属导致不同业务板块之间的收入差距极为悬殊。2018 年，摩根大通投行业务收入 364 亿美元，净利润 118 亿美元，与 2017 年相比分别增长 5%和 9%。以主交易业务为中轴的投资者服务板块，其收入占比为 65%，权益市场收入增幅达 3%。而在美股屡创新高、市场需求旺盛的条件下，以 IPO 和债券承销为主的融资业务板块收入占比却不增反降，主交易业务的收入效应可见一斑。

图 4：摩根大通投行业务条线收入情况（单位：百万美元）



资料来源：摩根大通年报

3. 摩根大通投行业务影响因素

融资业务板块，投资银行收入取决于咨询项目数量、股债承销市场活跃度和佣金费率。2018 年，尽管债券承销收入有所下降，但得益于美股屡创新高带来的庞大的咨询与股权承销业务需求，摩根大通仍获得了超过 70 亿美元投资银行业务收入，同比增长 2%，市场份额稳居全球第一。

财务管理收入则受到客户托管资产规模、投资标的利率的影响。2018 年，在资产管理规模与费用、投资标的利率双升的条件下，摩根大通财务管理服务收入为 47 亿美元，呈同比 13% 的爆发性增长态势。

投资者服务板块，鉴于主交易业务条线主要提供金融工具和商品做市商服务，投资标的公允价值变动带来的收益左

右着该项业务的盈利水平，而公允价值的变动程度又与金融市场交易活跃程度密切相关。在利率、汇率、信贷利差等宏观指标不断变化的情况下，**买卖价差、市场流动和波动性**，这些不仅与宏观经济高度相关而且显著影响市场活跃程度的元素，就成了影响交易收入的核心要素。2018 年，尽管市场环境极为复杂，摩根大通市场与投资者服务条线收入仍稳步攀升至 235 亿美元，准确把握市场形势、抓住利率下降债券价格攀升契机做大价差收入的主交易条线功不可没。

表 2：摩根大通投行业务发展影响因素

		2016	2017	2018
融资业务	投资银行	承销费用 (+,-)	市场需求 (+) 承销费用 (+)	咨询项目数量 (+) 股权市场活跃度 (+) 债券承销费用 (+,-)
	财务管理	—	存管规模 (+) 投资收益 (+)	存管规模 (+) 投资收益 (+) 佣金收入 (+)
	公司信贷	—	—	结构调整
投资者服务	主交易	证券化 (+) 交易技术 (+) 杠杆率 (+) 利率 (+)	市场活跃度 (+,-) 公允价值 (+,-)	市场活跃度 (+) 利率债净利差 (+,-)
	机构经纪	—	—	市场需求 (+)
	证券服务	—	市场需求 (+) 托管规模 (+) 融资利率 (+)	融资利率 (+)

资料来源：笔者根据摩根大通年报整理

注：(+) 代表理论和实际上均存在正向影响，(+,-) 代表理论上存在正向影响但当年影响为负。

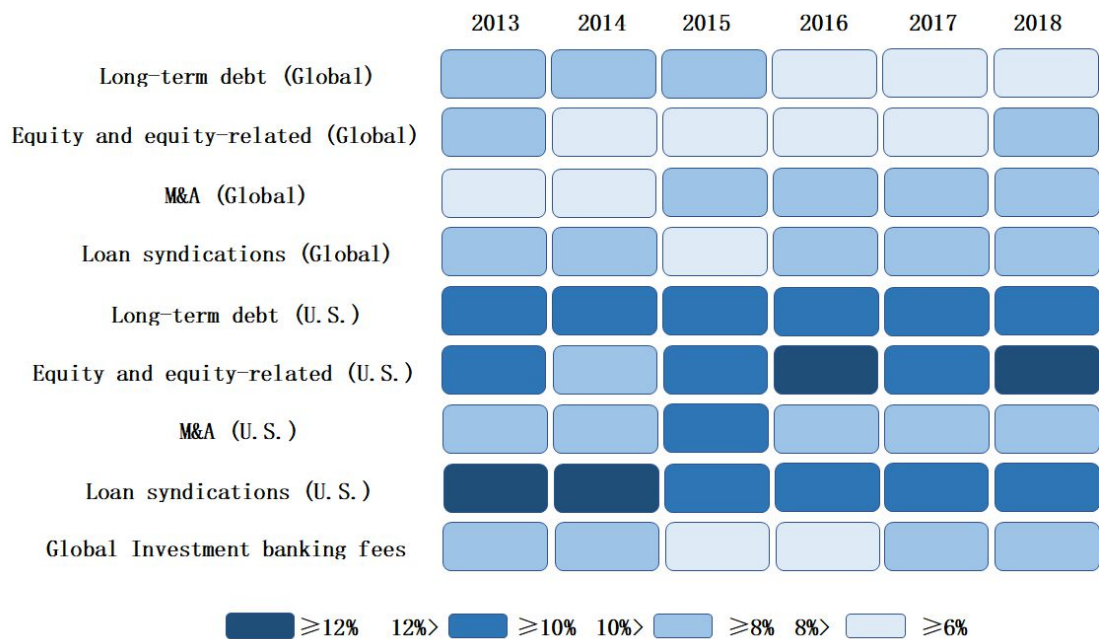
二、摩根大通投行业务发展战略

1. 明确自身定位，加快全球布局

“打造全面领先交易银行”。近十年来，摩根大通不断调整投行业务结构，以顾问咨询、主体交易为代表的中介与资本中介型业务规模持续攀升，而银团贷款、证券信贷融资等资本型业务规模却逐年下降。这表明，摩根大通银行以发挥资本市场中介作用为目标，将资源向货币与资本市场做市业务倾斜，尽可能的防止以信贷方式将自有资金投向金额过大、久期过长的资产，从而有效规避了部分资产可能带来的信用风险和流动性风险。

“优化承销并购全球布局”。摩根大通投行业务国际化长期保持着较高水平。2013年到2017年，摩根大通股权承销、并购咨询、银团贷款业务收入规模全球占比均在6%以上，2018年更是超过了8%，核心业务国际化提速十分明显。一方面，其业务立足于美国本土，通过聘请国际顾问、选择盈利能力强的业务重点开发、在合适的时机选择合适的市场等国际化策略，成功将业务拓展至欧洲与非洲，实现全球跨国经营。另一方面，摩根大通在以中国大陆为首的亚洲太平洋地区加快派驻机构建设，深度介入亚太资本和并购市场。

图 5：摩根大通投行业务全球市场份额



资料来源：摩根大通年报，笔者整理

注：（1）长期债权主要包括投资级债券、高收益债券、国债、担保债券、资产支持证券（ABS）、抵押担保债券（MBS），但不包括货币市场、短期债券和美国市政债券；（2）股权承销包含中国大陆 A 股。

2. 瞄准优质客户，强化板块联动

摩根大通银行致力于为各行业头部客户提供全市场、全模式、全地域的综合化融资方案。“股债承销寻大户、顾问咨询靠联动、政商目标巧融合”已成为其投行业务的常态。

“股债承销寻大户”。近年来，摩根大通在股债承销和并购市场上尤为活跃。2017 年，摩根大通参与欧洲电信巨头 Altice 公司 21 亿美元 IPO、韩国游戏公司 23 亿美元 IPO、中国邮政储蓄银行 76 亿美元 IPO、苹果公司 10 亿美元绿色债等多个行业标杆项目，获取了丰厚回报。

2018 年，摩根大通提供咨询服务的并购项目规模超过 10000 亿美元，其中包括武田制药 820 亿美元收购夏尔、IBM 公司 340 亿美元收购 Red Hat、沃尔玛收购印度 Flip Kart 等多项市场瞩目的股权与资产收购活动，其股债承销规模超过 4750 亿美元。此外，摩根大通借助为加拿大 Enbridge 油气集团和黑石集团提供财务顾问服务的明星效应，将投资银行资产托管规模推升至 23 万亿美元。

“顾问咨询靠联动”。2017 年，与摩根大通投行条线存在业务关系的北美区域客户中，有超过 40% 来自于摩根大通集团旗下的商业银行（Commercial Bank）条线，资产管理（Asset & Wealth Management）条线、消费者与社区银行（Consumer & Community Banking）条线的高净值个人客户也会向投行条线寻求投资建议、财务管理和家族办公室服务。

“政商目标巧融合”。2016 年，摩根大通为美国地方政府超过 900 亿美元的债务融资提供了承销服务。而到了 2018 年，摩根大通通过整合旗下商业银行（Commercial bank）、投资银行产品体系，在底特律等“铁锈地带”投资超过 1.5 亿美元，并与当地政府和非营利组织开展深度合作，助力当地经济复苏。与此同时，摩根大通投行部门充分利用集团旗下大通商业服务公司（Chase Merchant Services）的全球渠道，为超过 19000 家商业银行部门的客户提供资本市场和咨询服务，并将其业务触角逐步扩展至欧洲和拉丁美洲。

图 6：2016-2018 年摩根大通参与的明星项目



资料来源：摩根大通年报，笔者整理

3. 激发科技动能，提升研究能力

自上世纪九十年代末盲目抵制电子交易系统使之失去外汇市场头部交易商宝座后，痛定思痛的摩根大通银行投入了海量资源进行新技术应用创新。摩根大通的金融科技投入覆盖前中后台全业务领域，其科技投入重点不断调整：2016年用于数字化、移动服务、机器学习、大数据等技术研究；2017年则用于数字银行、投顾、交易、网络安全等领域研究；2018年又用于数字银行、在线投顾、电子化交易、区块链、实施支付等领域研究^[2]。在 Algo Central 智能交易平台上线、员工创新大赛成果投产等诸多里程碑事件后，其投行业务已实现与互联网和数字技术深度融合。

2019年2月，摩根大通成为美国第一家创造并成功测试

数字货币的银行。JPM Coin 基于区块链技术，能够在机构账户之间实现即时支付转移。当一个客户通过区块链向另一个客户发送资金时，JPM Coin 将被转移并立即兑换成等值的美元，从而缩短了结算时间。

目前，摩根大通股权和债权承销部门的客户经理可以运用智能终端为客户实时梳理、筛选与展示资本市场的海量信息，并在综合宏观经济形势和微观融资需求的基础上为客户选定合适的融资时机与融资规模。公司财务主管不仅可以通过互联智能终端查询摩根大通投行研究部门的研究报告，还可以通过自由组合财务指标获取个性化、定制化的公司财务报告。互联网与人工智能显著提升了摩根大通投行业务的全渠道服务能力与服务效率。

值得关注的是，在 2018 年中美贸易谈判过程中，摩根大通投行研究部门充分利用其信息与科技优势，预测出我国存在降低金融市场外资准入门槛的可能性。其管理层据此率先向我国监管层提出设立独资证券公司的请求。高质量研究成果帮助摩根大通独资证券公司获得的先发优势，可能会对其未来在中国资本市场上的地位产生深远影响。

图 7：摩根大通 JPM Coin 工作流程示意图



资料来源：川财证券研究所

表 3：摩根大通投行业务关键词

	2016	2017	2018
客户需求	全球服务、穿越周期	全面金融服务	全面金融服务
驱动因素	子公司联动 金融科技创新 政商合作	全球化布局 子公司联动 金融科技创新	IPO、并购 金融科技创新
未来预期	中国经济增长放缓 地缘政治风险加剧	科技创新速率加快 人工智能、机器学习存在广阔前景 分布式记账、大数据存在广阔前景 金砖国家业务机会增多	经济扩张周期进入尾声 市场流动性枯竭与“闪崩”频现 地缘政治风险加剧 中国大陆市场机会增多
并购咨询	—	354 个并购项目	10000 亿美元并购项目
证券承销	343 个股权融资项目 30 亿美元的潜在项目线索	10 亿美元以上股权融资项目的 40% 绿色债券	4750 亿美元股债融资项目
经纪交易	固收市场和机构经纪 商品与金融衍生品市场	权益市场和机构经纪 商品与金融衍生品市场	领袖级做市商 新兴市场 商品与金融衍生品市场 公司流动性管理

资料来源：笔者根据摩根大通年报整理

三、摩根大通投行业务发展的借鉴与启示

2008 年至今，摩根大通投资银行部通过持续进行业务创新和技术革新，为波谲云诡金融市场中的客户创造了一个巨大的资金避风港。

尽管面临全球经济衰退风险和诸多地缘政治不确定性，摩根大通投行部始终坚持“交易立行”“科技兴业”“亚太为王”的基本发展策略，着力储备优质大型企业项目线索，积极拓展并购咨询和股债承销市场空间，核心投行业务收入连续十年稳居全球第一正是其战略成功的最好证明。

当前，尽管工商银行在国内同业中处于领先地位，但与摩根大通相比，我行投行业务的开展仍然面临监管政策收紧、业务牌照受限、产品结构单一、条线管理复杂、内部分润困难、基层人才匮乏等诸多难题。尤其在以《委贷新规》《资管新规》《理财新规》为代表的严监管政策组合实施后，名股实债、并购基金等债权属性重、融资属性强的传统投行业务由于触及期限错配、多层嵌套、杠杆率等监管红线，其操作空间正在被不断挤压。因此，我行应不断调整投行发展战略，围绕标准化市场建立产品体系，推动投行业务全能化和国际化，在定位全新利润增长点的同时更好地满足客户需求。

1. 推动投行业务标准化

第一，围绕标准化市场打造投行产品体系。一是充分利用政策时间窗口带来的业务机会，根据国家基础设施补短板目标以及行业头部客户需求，推动基础设施 REITs 等新型基建融资项目落地，积极研究项目收益专项债表外配套融资的可行性，探索收购方可转债与可交债过桥融资业务。**二是**充分利用数字技术对投行业务的促进作用，依托区块链和大数据分析有效降低市场参与方的信息不对称程度，拓展应收账款、供应链 ABS 的应用场景，拓宽中小企业融资渠道。**三是**充分利用工银集团属地管理、双线审批、资金成本三大优势，帮助分支行巩固银企关系，强化与行内有关部门的沟通协作，理顺自营与理财资金投资 ABS 的审批流程与分润机制。

第二，围绕标准化平台建立收益分配机制。一是借鉴摩根大通、美国银行等西方商行系投行的业务模式，强化与监管机构的沟通协调，确立合理合规的咨询收费科目与收费方式。**二是**建立全面精准的投行业务信息统计与共享系统，及时反应总行及各分支机构大投行领域的制度建设、风控管理、行司协作、市场反馈等方面的动态信息，实现项目、收入、客户、人员数据的全流程覆盖和全机构共享。**三是**明确项目与资金部门分润规则，研究制定理财资金全行统一报价制度，尝试建立前后台联合操作与评审流程，充分调动业务链条中各部门积极性。

2. 推动投行业务全能化

第一，构建专业化金融控股集团。一是通过工银瑞投、工银资本等子公司提升工银集团在资产证券化、私募股权市场上的话语权，通过以投促销等方式，帮助子公司获取参与行业标杆项目的机会。**二是**发挥保险资管投资期限优势，使资金端与资产端更为契合，激发工银安盛与母行的协同效应，打造集团对外统一的大投行品牌形象。**三是**强化投资银行部与一流券商、基金、信托、会计、法律机构的合作，通过举办年会、论坛、培训等多种方式，建立内外部常态化交流机制，提升投行条线员工财务与法律专业素养。

第二，打造全牌照金融控股集团。一是积极与监管部门沟通，通过收购或设立子公司的方式取得证券和信托牌照，并利用工银集团整体优势，介入证券承销、经纪交易、家族办公室等高收益业务市场。**二是**逐步拓展私募基金募资渠道与投资范围，为债转股业务和股权投资业务打开通道。

3. 推动投行业务国际化

第一，立足亚太股权债券市场。一是依托工银国际和新加坡分行打造香港和亚太区股票保荐承销产品线，大力发展香港、新加坡 IPO 和新加坡 REITs 业务。**二是**围绕银团承销、信贷资产交易和资产证券化建立债券市场产品线。

第二，拓展欧美跨境并购市场。一是围绕新一代信息技

术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等重点领域，建立美欧并购标的信息数据库。二是在美、英、德、法、澳等世界第一梯队部分标的并购受限的情况下，重点针对第二梯队备选标的，以扩大境内企业全球市场份额、增强境内企业盈利能力为导向，转变我行资金提供方单一角色，强化以信息寻获、项目尽调、方案设计、标的财务重组为代表的全流程服务能力，从而有效实现并购业务撮合，提升并购交易成功率。

（执笔人：戴祁临）

参考文献

- [1]王轶昕和程索奥. 我国商业银行开展投行业务:理论分析、模式比较与路径选择[J]. 南方金融, 2017(03): 18-27.
- [2]方科和周紫瑞. 国际投行金融科技转型启示录——金融科技系列深度三[R]. 2018.