

企业与投资银行

力争维持骄人业绩

2020年全球批发银行业务的骄人表现，反映了近十年来资本市场和投行两项业务经过重新定位后的成果。我们预期批发银行业务将继续维持亮眼的业绩表现。有利的宏观形势和政策环境只是其中一个驱动因素。为进一步提高回报，批发银行应释放交易银行业务的价值，重点关注经常性费率收入及以服务为基础的业务模式，并加强信息披露。



执行摘要

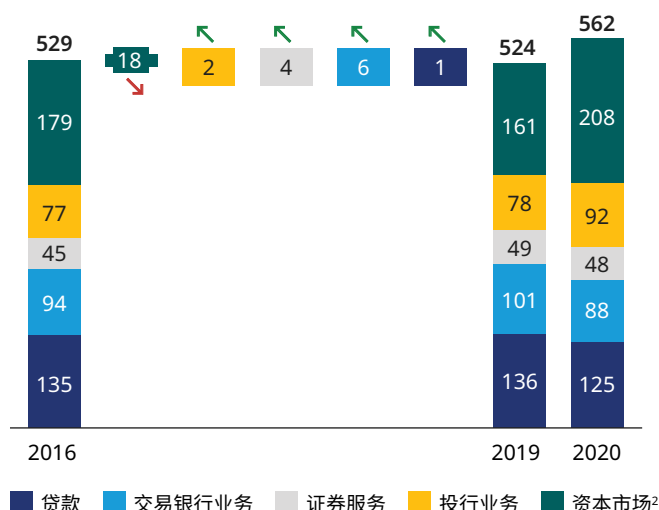
批发银行业务正在创造可观的回报。近十年来，通过对资本市场和投行业务的结构性调整，批发银行业务对资产负债表的使用效率得以提升，对市场波动的捕捉更为迅敏，为新冠疫情期间的稳健业绩表现奠定了基础。我们认为，在有利的宏观形势和政策环境下，批发银行业务将继续提供12%以上的股本回报率——这与市场上大多数投资者采用10%的正常化回报率进行估值有所不同。随着业务重点转向交易银行业务，尤其是高速增长的支付业务，我们预期批发银行业务的股本回报率未来有进一步提升和释放隐藏价值的空间。为释放增长潜力，批发银行应专注于支付这一核心业务中的经常性费率业务，并且转向基于服务的业务模式。批发银行亟需迅速行动，应对行业变革。

企业与机构银行业务的利润回报率可望持续提升，但重点将转向交易银行业务。在全球新冠疫情期间，批发银行业务表现出较强的韧性，取得了近十年以来的最佳业绩，营收同比增长7%，股本回报率达到12%。多元化业务模式优势尽显，资本市场和投行业务于2020年增长了26%（图表1）。

这主要得益于内部的结构调整降低了对资产负债表和资产价格的依赖。这部分业务的收益大幅度抵消了利率敏感性业务的下滑。尽管在一定程度上，疫情期间出台的利好政策是批发银行业务稳健表现的原因之一，但我们认为2020年的回报表现具有可持续性。首先，宏观形势将继续向好，预计2021年至2022年的名义GDP将增长7-10%，且经过十年改革，预计我们将迎来稳定的监管环境。其次，批发银行可以通过释放交易银行业务的隐藏价值而进一步提高利润回报。交易银行业务的基本面依然强劲，可实现30-45%的全周期股本回报率。然而在过去三年中，交易银行领域中有很大一部分价值转移到了非银机构——包括Adyen及Square在内的非银支付机构，其市值增长超过1万亿美元，而同期银行的市值规模减少了1万多亿美元（图表2）。非银机构的业务模式具有显著优势，但是批发银行与其他机构之间的结构性差异并非悬殊到产生这样的估值差距。银行应通过加码交易银行业务，在市场变革的浪潮中重新确立领先地位，缩小双方的价值差距。

图表 1. 交易银行业务一直是批发银行的增长引擎，抵消了2016年至2019年企业与机构银行业务收入的整体下滑

交易银行业务抵消了2016-2019年企业与机构银行业务总收入负增长的约55%
收入组成结构, 单位: 十亿美元



交易银行业务一直是批发银行稳定的收入来源

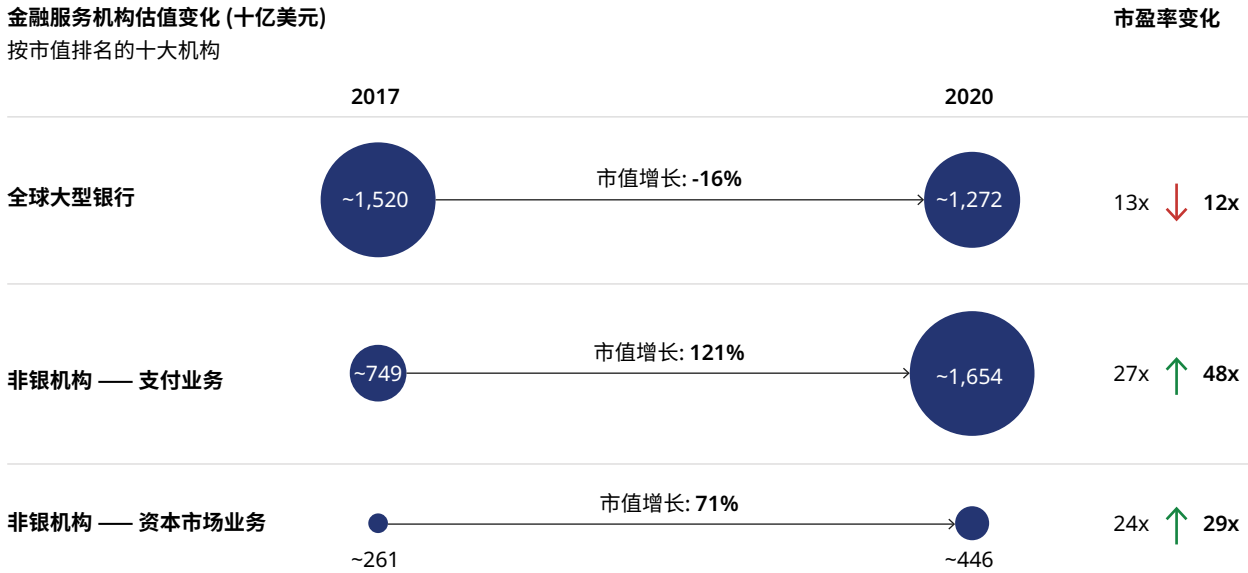
	收入波动 ¹	驱动因素
交易银行和证券服务	5%	利率及宏观经济增长
投行业务	9%	事件驱动
资本市场	13%	波动和息差

1. 收入波动性是指2010-2020年收入增长率的标准偏差。

2. 包括宏观、信贷和股权业务。

数据来源: Coalition专有数据、奥纬分析

图表 2. 从银行到非银机构的价值转移

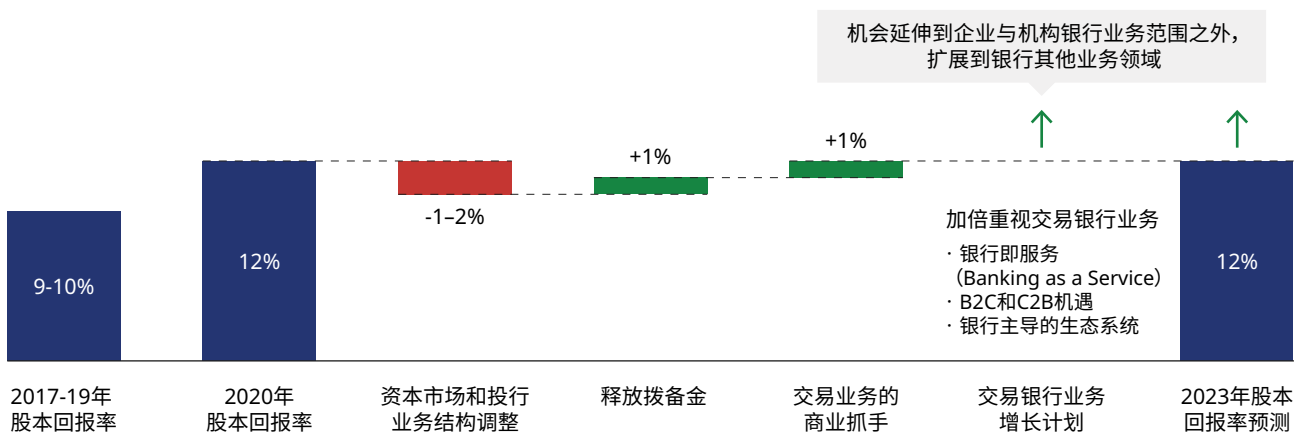


1. 未来12个月市盈率市场共识预测, 数据取自12/31/2017和12/31/2020。
数据来源: Refinitiv Datastream、奥纬分析

根据我们的中心预测情景, 企业与机构银行业务的股本回报率约为12% (图表3)。如果没有了2020年的波动和政策刺激, 批发银行业务的营收将会下滑。但是我们却预计, 除下行情景外, 凭借积极的宏观形势、政策前景以及交易银行业务上行的潜力, 批发银行业务的营收在其他任何情景下均可望保持或超出2017-2019年的区间水平。我们看好行业的成本前景: 全球头部银行在成本上的控制 (尤其薪酬方面) 稳定

了成本基础。欧洲银行业在盈利能力方面继续落后于领先同业, 但是大部分银行正在实施重大的成本重组计划, 这将持续降低行业的成本比率。我们测算在三种情景条件下全周期股本回报率将介于8-13%的水平区间, 除了最悲观的情景以外, 其他情景下行业股本回报率均较疫情前的9-10%有所提高。考虑到这一增长前景, 我们认为企业与机构银行业务的估值将有上升空间 (图表4)。

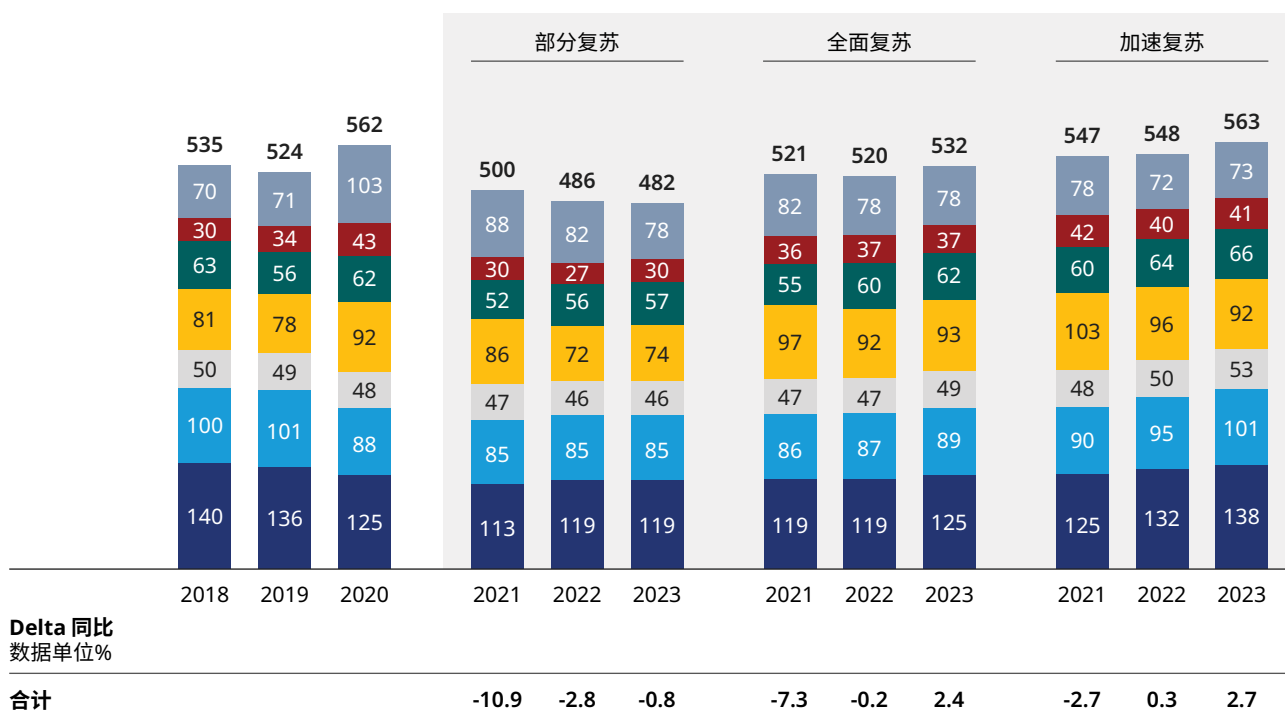
图表 3. 我们预计批发银行业务的股本回报率未来将进一步提升, 高于疫情前水平
企业与机构银行业务行业股本回报率 (ROE), 2017年-2023年预测¹



1. 全面复苏情景。

数据来源: Coalition专有数据、奥纬分析

图表 4. 三种情景条件下的营收预测
十亿美元



Legend: 放贷业务 (Lending), 交易银行业务 (Transaction Banking), 证券服务 (Securities), 投行业务 (Investment Banking), 股权 (Equity), 信贷 (Credit), 宏观 (Macro)

数据来源: Coalition专有数据、奥纬分析

与非银机构的估值差距缩小。批发银行的市盈率往往低于有相似业务的非银机构，后者的平均市盈率达到全球银行业的两倍或四倍。估值上的差距主要来自于投资者对两者采用不同的估值方法（非银机构的高估值来自于高速增长的营收，而大型银行的估值则基于盈利和回报）以及仅仅影响银行业绩的监管资本要求。尽管如此，我们认为银行的管理团队可采取以下措施缩小估值差距，这些措施的效应累计相当于规模最大银行市值总量的15%，绝对价值超过2000亿美元：

- **加强交易银行业务的信息披露。**交易业务为银行带来稳定的营收、高粘性的客户关系、资金来源以及与实体经济的密切关联。然而，投资者尚未对银行业务里基本面优良的交易业务给予相应的高估值。我们认为提高业绩报告透明度可以带动平均估值提高8%（部分全球大型银行的估值可提升20%）。
- **采取措施，带动中长期的可持续回报。**市场目前缺乏对批发银行业务模式的基本价值和前景判断：目前的估值表明市场预期批发银行的利润回报将恢复到疫情前的

水平，而我们却预计行业回报将持续增长。全周期继续保持2020年回报水平的有效行动可以推动平均估值提高7%。

给管理层的战略建议。银行管理层可通过以下四个抓手推动可持续的利润增长，缩小与非银机构的估值差距：

- **保持扩大规模所需的投入，同时管控资本市场和投行业务风险。**过去五年，头部资本市场和投行业务逐渐走出高风险模式，转向资本集中度下降的业务活动，因此盈利能力有所增强。尽管业务风险和受非系统性事件损失影响的风险敞口一直存在，但全球金融危机后的银行业改革促使批发银行业务的发展态势发生了显著变化。据我们测算，与十年前相比，现在每一美元收入所使用的资产负债表资源减少了21%，所需的资产风险价值缩减了34%。这种结构性变化带来的优势在金融市场震荡加剧的2020年体现得尤为显著，尽管银行也受益于政府为提振信贷市场的非常规政策措施。然而，我们仍然看到在

这一领域，银行与非银机构之间存在估值差距，这主要是由于银行开展相关业务必须持有相对于风险而言的高额资本。能够走出估值差距陷阱的银行需要向投资者证明网络效应的价值、取得反周期营收的能力以及更低的资产价格风险敞口。银行一方面需要保持投资规模，另一方面也要高效地将资本配置到电子交易、私募市场、责任投资（ESG）和数字化资产等高增长业务领域，方能推动营收的可持续增长。

- **优化交易银行业务以弥补2020年的损失。**2020年，全球利率的急剧下跌导致基于存款的净利息收入大幅下滑，实际上蚕食了前三年的增长，损失高达120亿美元。为弥补上述损失，银行可在下一个周期着重优化以下几个领域：将原有的商业模式转向经常性费率模式，审慎管理负债和存款定价，加强交叉销售。管理层若能迅速采取行动，便可在保持当前业务增长的同时，为下一阶段经济复苏、利率回升做准备。届时，利率每提高100个基点，银行可望迎来净息差上升15-20个基点，相当于全球大型银行营收增加约40亿美元。
- **从“交易”到“服务”——捕捉逾4000亿美元的营收机遇。**借助“银行即服务”（Banking as a Service, BaaS）、“企业对消费者”（B2C）、“消费者对企业”（C2B）等机遇，以及纵向行业生态系统，头部银行正纷纷从传统的交易模式转型至以服务为基础的商业模式。这些中长期的价值创造战略旨在应对不断变化的客户要求 and 需求，适应不断扩大的金融服务生态系统，瞄准增长最快的支付领域。在多数情况下，这些产品针对的客户和所需的运营能力通常超出交易银行的覆盖范畴——这就要求银行需突破传统的批发业务模式，统筹管理内部各自独立的业务系统，以及/或者与合作伙伴开展合作。各家银行的最佳参与战略将根据各自不同的起点而有所差异，但是银行可以选择发挥规模优势，也可以选择专注于深度发展某一领域。成功转型的银行能够提升批发业务的价值，抵御未来五到十年金融服务业去中介化的发展趋势。
- **整合嵌入式支付资产。**过去十年，支付生态系统创造了可观的价值，但是迄今为止，银行很大程度上并未抓住支付业务高速增长的机遇。而非银支付机构却受益于高增长（和轻资本）的支付业务以及旨在打造服务客户能力的高投资水平。不过，即使非银机构越来越有竞争力，银行仍拥有贯穿整个集团的宝贵的支付资产：许多银行拥有传统的商户服务业务和规模化的支付处理部门，而且大多数银行拥有广泛的批发和零售客户网络和海量的客户数据。目前，几乎没有银行通过统筹管理内部业务系统来实现这些资产的股东价值最大化。我们认为，银行应当对支付资产作出果断的“取舍”选择——“取”，通过更好地整合促进增长和扩大规模；或“舍”，干脆进行资产剥离。

交易银行竞争加剧，银行亟待采取行动。交易银行业务吸引了包括银行和非银机构在内的众多新选手加入赛道，新选手们通过基于云技术的应用程序接口（API）平台，以更低的成本获取更多的市场份额。机构和个人支付业务的潜在市场规模高达1.4万亿美元，其中，随着即插即用的金融科技参与到价值链各个环节，非银机构已在过去三到五年占据约20%的市场份额。在某些情况下，新选手是在补充和丰富银行产品，但银行面临的去中介化风险依然较高，并且过去四年以来非银机构的扩张已导致银行手续费率下降约20%。在新冠疫情的刺激下，数字化步伐加快，上述演变趋势有望提速。此外，监管壁垒也在降低，有利于非银机构扩展到吸纳存款等过去不被允许经营的领域。央行数字货币（CBDC）未来可能推动银行进一步去中介化，不过目前CBDC仍处于初期阶段且未来发展方向尚未明晰。当前优先整饬交易业务的银行具有抵御这些威胁的最佳优势。

规模、地域和创新依然是获胜业务模式的重要成功要素。

我们预计规模和地域因素将继续成为推动成功的重要因素。2020年，美国头部银行（成本收入比低于60%）与欧洲头部银行（成本收入比高于70%）的盈利差距依然显著，表明美国银行业受益于规模优势，且享有更为利好的宏观环境。在资本市场和投行业务领域，走出风险密集型业务增加了流动性供应和客户服务的规模价值。在交易银行业务领域，负利率的环境扩大了欧美银行之间的差异，而基础设施高昂的固定成本对中小型银行提出了诸多挑战。我们预计，批发银行市场领先者与落后者在全周期的股本回报率差距为6%。

尽管如此，我们仍然认为在某垂直领域有深入运营的银行和能够在批发业务进行成功创新的银行将获得广泛的发展机遇。在资本市场和投行业务领域，中小型银行可以实施另类战略并采用开放的平台实现规模化客户服务。开放平台的合作伙伴可提供核心技术、产品乃至客户分销。在交易银行业务领域，已着手开发基于服务的产品以及/或者外包传统技术的中小型银行未来仍可望保持竞争力。围绕批发银行业务的各个领域，能够成功配置和监控投资资金并改革企业文化以支持创新和跨业务协作的银行，将在未来继续保持显著优势。

作者

MORGAN STANLEY

摩根士丹利

Betsy Graseck, CFA¹
股票分析师
+1 212 761 8473
Betsy.Graseck@morganstanley.com

Magdalena Stoklosa, CFA²
股票分析师
+44 20 7425 3933
Magdalena.Stoklosa@morganstanley.com

Nick Lord³
股票分析师
+65 6834 6746
Nick.Lord@morganstanley.com

Ken Zerbe, CFA¹
股票分析师
+1 212 761 7417
Ken.Zerbe@morganstanley.com

Izabel Dobрева²
股票分析师
+44 20 7677 5006
Izabel.Dobрева@morganstanley.com

Giulia Miotto, CFA²
股票分析师
+44 20 7425 5344
Giulia.Aurora.Miotto@morganstanley.com

Ryan Kenny¹
股票分析师
+1 212 761 1664
Ryan.Kenny@morganstanley.com

Vishal Shah²
研究助理
+44 20 7677 2743
Vishal.Shah6@morganstanley.com

OLIVER WYMAN

奥纬咨询

Ronan O'Kelly
董事合伙人
+44 20 7852 7875
Ronan.OKelly@oliverwyman.com

Mariya Rosberg
董事合伙人
+1 646 364 8448
Mariya.Rosberg@oliverwyman.com

Dylan Walsh
董事合伙人
+1 646 364 8676
Dylan.Walsh@oliverwyman.com

James Davis
董事合伙人
+44 20 7852 7631
James.Davis@oliverwyman.com

Nikunj Khutti
副董事合伙人
+1 646 364 8757
Nikunj.Khutti@oliverwyman.com

Alex Becker
副董事合伙人
+1 646 364 8530
Alex.Becker@oliverwyman.com

Milli Karlstrom
项目经理
+44 20 7852 8350
Milli.Karlstrom@oliverwyman.com

1 Morgan Stanley & Co. LLC.

2 Morgan Stanley & Co. International plc.

3 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte.

奥纬咨询是一家全球领先的国际性管理咨询公司。如需了解更多信息，请访问公司网站 www.oliverwyman.com。

奥纬咨询不受英国审慎监管局 (PRA) 或英国金融市场行为监管局 (FCA) 授权或监督，不提供投资建议。奥纬咨询研究报告的作者并非研究分析师，也非英国审慎监管局或美国金融业监管局 (FINRA) 注册的专业人员，仅对与本报告相关的商业战略提供专业咨询服务。奥纬咨询的观点如是明确陈述。

报告中有关证券和估值的部分均为摩根士丹利公司的工作成果，无涉奥纬咨询。

对于具体涉及奥纬咨询的信息披露，请参阅本报告文末的“重要信息披露”部分。

本中文译件为英文研究报告之摘译，仅作参考之用。英文报告为官方版本。若中文译件与英文原文有所出入，请以英文原文为准。英文研究报告发布于2021年4月，题为“[Striving to Sustain Returns](#)”。

摩根士丹利公司与本报告所分析的企业已开展或寻求开展业务。有鉴于此，摩根士丹利公司可能存在影响研究报告客观性的利益冲突。投资者在做出投资决策时应仅将摩根士丹利研究作为一项参考因素。

有关分析师资质认证和其他重要信息，请参阅英文研究报告。

重要信息披露

版权所有©2021奥纬咨询。保留所有权利。未经奥纬咨询书面准许，不得复制或发布本报告所有或部分内容。奥纬咨询对第三方的上述行为不承担任何责任。

本报告并非针对特定金融机构实施战略规划定制专业咨询建议。本报告并非投资建议，不得依赖于该建议或代替专业会计师、税务顾问、法律顾问或财务顾问的咨询意见。奥纬咨询已尽可能使用可靠、最新和全面的信息与分析，但提供的所有信息均无任何明示或默示的保证。奥纬咨询免于承担本报告所述信息或结论更新的任何责任。

就本报告所述信息或本报告所引述的任何报告或信息源而言，奥纬咨询概不承担任何作为或不作为所导致的任何损失、任何间接损害赔偿、特殊损害赔偿或类似损害赔偿，即使已被告知该等损害赔偿的可能性。

未经奥纬咨询书面同意，不得出售本报告。

为本报告撰写做出贡献的奥纬员工并非英国审慎监管局 (FCA) 或美国金融业监管局 (FINRA) 注册的专业人员。奥纬咨询不受英国审慎监管局 (PRA) 或英国金融服务管理局 (FCA) 授权或监督。作为一家咨询公司，奥纬咨询可能与本报告所提及的公司存在商业关系，并可能因此收取相关费用。