

纵览大国兴衰，无不伴随金融霸权更迭。

罗斯柴尔德、高盛、伯克希尔、美林、

瑞银.....每一部金融集团

兴衰史都是一部大国兴衰史。

我们透过金融集团看大国更迭，详细梳理每一代大国崛起背后的金融力量和运作模式，为正在崛起的中国和中国金融机构提供鲜活案例。

当今，

中国崛起，金

融开放的大门越开越大，带

来史无前例的机遇和挑战。

中华民族伟大复兴将培育一批中国金融机构走上世界舞台，并成长为世界顶级金融集团，助力实现中华民族伟大复兴。

非常之时，成非常之功，必待非常之人！

摘要

高盛崛起之路堪称传奇，有人认为它是富有传奇色彩的金融帝国，华尔街精神的代表，是国际资本市场的榜样；

高盛崛起之路也饱受争议，有人认为它是不择手段的阴谋集团，把持美国经济金融大权，为美国政坛输送过4位美联储地区主席、3位财政部长、十余位经济政策顾问，其势力蔓延世界各个角落，充当美国的“经济杀手”。高盛背后到底有何因素驱动，本文立足公开资料和数据，客观再现高盛崛起之路。

经历150周年的风雨，高盛

发展成为资产9000亿

美元、营收183亿美元的国际大型投行。

起步期（1896-1931）

以商业票据贴现业

务起家，和雷曼兄弟合作开展证券承

销业务；追赶期（1932-1974）

高盛领导

人从政，获得关键

人脉和大额交易订单，将高盛推向顶

尖投行；成熟期（1975-2007），

机构投资者崛起，高盛业务重心从轻资产的投行模式转向资本中介及资本交易等重资产业务，并于1999年在纽交所上市；

转型期（2008年至今）

金融危机后，高盛转型为银行控股公司，开始去杠杆并削减自营投资，布局金融科技。

但其发展过程并非一帆风顺，可谓丑闻缠身。

卷入宾州中铁巨额票据欺诈案、充当金融巨骗马克斯韦尔的帮凶，次级危机做空美国地产，在中国更是因衍生品业务让众多中国企业损失惨重。

高盛展现出顶级投行成功模式：

轻重资产并重，多重力量驱动，资本实力雄厚，风控能力突出。

一是以投行、经纪、资管为代表的轻资产业务，背后为牌照、人才、客户、管理等驱动力。

近十年间，这部分业务平均资本占比不到2%，但贡献了35%收入和44%利润。探究盈利模式，低阶玩法是依靠牌照开展通道业务，中级玩法通过人才和经验积累长期稳定的客户关系、提升市占率，高阶玩法是将创造客户需求，为机构交易、信用中介等业务引流。高盛没有满足于牌照红利，一方面向美国政坛长年输送人才，形成稳定的政商关系，结交关键人脉，为高盛带来业务；另一方面，通过创新业务内涵、聚焦中小企业等方式，培养了长期稳定的客户关系，为拓展其他业务奠定基础。

二是机构投资者带动做市、FICC、股权投资等资本交易业务兴起，投行承担风险中介职能，突显产品创设和风控能力。

近十年间，这部分业务资产占82%，贡献了54%的收入和85%的利润。盈利模式为投行为股债交易提供一揽子交易服务，包括利率汇率衍生品创设、做市、账户管理等，赚取证券价差和管理费。高盛充当风险中介，以产品创设和风险控制为驱动，88%产品为非标准化的场外衍生品，寻求高溢价，风险控制注重头寸量化管理、独立的风控系统、建立三道防线。

三是混业经营下，以信用中介为代表的资本中介业务，以多元化融资渠道和优惠的成本为优势。

这部分业务以回购协议、融资融券、股票质押、贷款等业务为代表，近十年平均资产占比16%，贡献收入占比10.4%，但利润贡献不稳定。高盛承担信用中介的职能，驱动力是多元化的融资渠道和低成本的融资成本。截至2019年6月高盛发行债券、存款、证券卖空、回购协议、借出证券是主要负债来源，占比分别34%、20%、13%、9%和1.6%，从融资成本看，回购协议和融资融券成本最低，平均成本仅0.6%，存款和短期借款成本0.8%、证券卖空1.4%、长期借款2.1%。

高盛发展经验表明，顶级国际投行的外部条件需要鼓励创新的政策环境和开放的市场环境，内部条件需要加强资本实力、风控能力、人才培育、国际化、科技投入等

。1) 外部监管：

伴随“加快建设高质量投资银行”上升为资本市场顶层战略，未来对券商的监管政策有望放松。三大方面值得关注，一是国内场外市场衍生品业务尚未放开，二是国内券商加杠杆受限，ROE增长有所放缓，三是国内券商担保融资渠道受限，客户保证金无法高效利用。

2) 内部发展：

我国证券行业在两大趋势下需抓住机遇，弯道超车。一是金融开放大背景下，借鉴成功投行国际化经验走出国门，争取国际市场份额；二是金融科技浪潮下，国际大投行纷纷布局Fintech业务，我国券商能够从科技创新融入金融业务方面发力，提高资产定价和风险管理能力。

风险提示：

本报告不构成投资建议，部分资料来自二手文献，可能存在数据年代久远无法考证真实性的风险。

目录

1 高盛“帝国”成长史：天使还是魔鬼？

1.1 天使？150年投行崛起传奇

1.2 魔鬼？史上最大的金融吸血鬼

2 经营绩效及业务布局现状

2.1 总量层面：高杠杆经营，交易收入占比扩大

2.2 分部层面：当前高盛形成四大业务条线

3 经营手法

3.1 轻资产业务：扩大业务规模，提高销售净利率

3.1.1 盈利模式：并购咨询收入高居榜首，股票承销稳居前三

3.1.2 驱动引擎：人才、客户、管理、协同

3.2 资本交易业务：使用杠杆，获取价差收益

3.2.1 盈利模式：机构客户服务部门贡献四成收入，做市业务为主要来源

3.2.2 驱动引擎：衍生品创设和风控能力

3.3 资本中介业务：创造信用、提升杠杆

3.3.1 盈利模式：投行承担信用中介的职能赚取息差收益

3.3.2 驱动引擎：多元化融资渠道及低廉的融资成本

4 启示：从高盛看我国券商未来发展之路

4.1 政策环境造就国内外证券公司模式差异

4.2 金融开放和国际化挑战

4.3 如何布局金融科技

正文

1 高盛“帝国”成长史：天使还是魔鬼？

高盛崛起之路堪称传奇，有人认为它是富有传奇色彩的金融帝国，是华尔街精神的代表，是国际资本市场的榜样；

高盛崛起之路也饱受争议，有人认为它是不择手段的阴谋集团，把持美国经济金融大权，为美国

政坛输送过4位美联储地区

主席、3位财政部长、十余位

经济政策顾

问，其势力蔓延世界各

个角落，充当美国的“经济杀手”。

高盛背后到底有何因素驱动，本文立足公开资料和数据，客观再现高盛崛起之路。

1.1 天使？150年投行崛起传奇

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”。起步期（1896-1931），

以商业票据贴现业

务起家，和雷曼兄弟合作开展证券承

销业务；追赶期（1932-1974），

高盛领导

人从政，获得关键

人脉和大额交易订单，将高盛推向顶

尖投行；成熟期（1975-2007），

机构投资者崛起，高盛业务重心从轻资产的投行模式转向资本中介及资本交易等重资产业务，并于1999年在纽交所上市；

转型期（2008年至今），

金融危机后，高盛转型为银行控股公司，开始去杠杆并削减自营投资，布局金融科技。

1) 起步期（1869-1931年）：票据起家，折戟资管

票据业务起家

：1869年，德裔犹太人马库斯·戈德曼举家迁到纽约，以票据贴现业务起家，成为放贷中介。1888年公司更名为高盛（Goldman, Sachs & Co.）。美国南北战争后银行信贷利率维持在一个很高的水平上，给高盛发展票据贴现业务创造了盈利空间，19世纪90年代，高盛已经成为全美最大的商业本票交易商，营业收入也由1882年的5万美元倍增至1890年的3100万美元，1894年达到6700万美元。

投行业务破冰：

19世纪最后20年，美国完成了规模宏大的工业化进程，修建铁路等重工业建设进入尾期，时值制造业起飞前夜，高盛与雷曼兄弟合作包销证券，完成了沃辛顿泵业公司的债券承销、西尔斯在欧洲的股票发行等业务，成为真正意义上的投资银行。高盛深谙制造业相对重工业的商业模式差异，开创“以公司未来的盈利能力而非当前的固定资产总值作为衡量公司股票发行价值”的定价方式，开辟新市场。

信托计划折戟：

在第三代领导人沃迪尔·卡钦斯的带领下，高盛试水投资信托业务，成立高盛交易公司，通过层层控股加杠杆，以不到2500万美元的总资本掌控5亿美元的投资。但在大萧条中遭受重创，1931年高盛巨亏1.2亿元，占合伙人原始投资的92%；当年华尔街排名前14位的信托公司累计亏损1.725亿美元，高盛交易公司一家占其中的70%，濒临倒闭，被阿特拉斯公司低价收购，此后40年间高盛均未涉足资管业务。

2) 追赶期（1932-1974年）：重振投行业务，跻身顶尖行列

温伯格临危受命，重塑高盛声誉。

西德尼·温伯格是高盛的传奇领军人，他13岁辍学，16岁时以清洁工的身份加入高盛，但拥有高超的沟通才能和学习能力，1927年成为合伙人，1930年临危受命，此时深陷投资失败泥潭的高盛，声誉败坏，5年内没有一笔承销业务，1929年到二战结束的16年间只有一半年份盈利。

借力从政经验拓展人脉，重振投行业务：

1932年罗斯福首次竞选总统时，因抨击总统与华尔街暧昧关系而受排挤。温伯格成功押注罗斯福并提供竞选资金，后被委以重任，牵头成立商务顾问及策划委员会，1941年应邀任职战时生产委员会主席助理，为总统物色选拔商业人才，由此结识众多社会精英，例如福特二世，为高盛带来资源和机会。

持续付出，开拓客户。

温伯格鼓励公司以免费方式开发新客户，重塑高盛的品行和价值，他亲自为福特提供长达9年的免费服务，终于在1956年拿到福特汽车IPO订单业务，创造了当时最大的融资计划，高盛由此跻身顶级投行榜单。

打造防御收购的品牌：

20世纪60-70年代，时值美国混合并购浪潮，高盛建立了华尔街第一个兼并收购部，率先打出“防御收购”的旗帜，树立了“与中小企业站在一起”的正面形象，获得大量业务，至今并购咨询仍是高盛的“王牌”业务。

3) 成熟期 (1975-2007年)：行业竞争加剧，向重资产业务转型

美国资本市场四大变革带来业务机会。1) 固定佣金制改革。

1975年美国国会通过《证券法修正案》，废除长达185年的证券交易固定佣金传统，实施佣金协商制，佣金费率由1975年的0.5%大幅下滑至2001年的0.06%，传统经纪业务收入占比由1975

年的46%降至2007年的12%。2) 储架发行推出。

1983年SEC正式采纳“415条规则”，储架注册制推出。这两项变革加剧了投行在传统领域的竞争，大投行开始向

重资产业务转型。3) 衍生品需求爆发。

1971年布雷顿森林体系瓦解，各国采用浮动汇率制，开始利率市场化，汇率、利率波动增加，催生金融衍生品服务需求。4) 机构投资者崛起。

1981年401K计划开始推出，共同基金和养老基金等大型机构入市，大宗交易在总交易量中的占比由1971年的17.8%增至1989年的51.1%。

高盛抓住时代变革机会。

1976年，约翰·温伯格和约翰·怀特黑德成为联席董事合伙人，开创了业界闻名的“双头管理”时代。怀特黑德制定了“高盛14条业务原则”，采取大刀阔斧改革。

一是成为机构交易领军者。

由于大宗交易承担信息不对称的风险，做市承担资本金损失的风险，大部分投行不愿涉足，高盛凭借高效的销售团队与大型机构取得密切联系，1976年获得纽约市养老基金的交易订单，负责5亿美元的大宗交易，打响了高盛在机构服务业务上的好

名声。

二是变革投行业务的商业模式，实施专业化分工

。开辟中小企业客户群、将交易执行和业务承揽分离等，设立“投行服务部”专司发展维护客户关系。1979-1984年间，高盛客户增加了500个，数量翻一番，每个人跟踪的企业家数从200家下降到100家，大大提高服务质量。

三是大力开发商品、衍生品和资管业务。

八九十年代，国际投行参与大宗商品投资和炒作面临极大的政治舆论压力和严格监管，利润稀薄，德银、摩根等大型投行纷纷缩减或撤出商品领域。但高盛花大力气开发商品业务，1981年高盛收购杰润（J.Aron & Co），这家公司当时只是一家咖啡、黄金的小交易商，但业务逐步拓展到原油、外汇，贡献利润占高盛三分之一，后并入固定收益商品部（FICC）。1989年设立资产管理部GSAM，重启资管业务。

四是国际化拓张。

80年代高盛抓住英国私有化浪潮、在欧洲与老牌本土投行抢夺市场，90年代转向新兴市场，1994年高盛进入中国，分享各个国家和地区的发展红利，国际业务利润占比40%，推动了国际资本市场建设。

合伙人危机。

这一时期高盛引以为傲的“合伙人”走到尽头，1994年受墨西哥金融危机、美联储加息影响，高盛业绩急剧下滑，全年利润仅5.08亿美元，而以弗里德曼为首的34名合伙人突然辞职，提取资本金达到4亿美元，高盛重创，此后决心改制为股份有限公司，并于1999年在纽交所上市。

4) 转型期（2008年至今）：去杠杆、科技金融赋能、打造全能银行

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。

次贷危机中遭受亏损，获批成为银行控股公司：

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50亿来自巴菲特；并向美国政府申请了242亿美元的紧急救助贷款；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》、《沃克尔规则》重组业务条

线，剥离部分风险较大的自营业务，增加场外衍生品的透明度。

科技金融赋能，抢占Fintech先机：

近年来，高盛开启了科技赋能打造现代全能银行的战略。2009年至2015年第二季度之间，高盛共参与了私有科技公司的132笔融资交易，在银行业中居于首位。在金融科技方面，高盛集中于区块链和人工智能领域，2016年5月高盛推出网络银行GSBank，初次涉足零售业务，2016年10月，高盛推出网贷平台Marcus，提供小额无担保个人贷款等。

1.2 魔鬼？史上最大的金融吸血鬼

高盛崛起之路并非一帆风顺，而是饱受争议。高盛的成员渗透到各国政府，被誉为美国高官的“西点军校”，为美国政坛输送过4位美联储地区主席、3位财政部长、十余位高管担任过美国高级经济政策顾问，把持美国经济金融大权。其业务遍布世界各地，被指责充当美国的“经济杀手”。

卷入宾州中铁巨额票据欺诈案。

1968年宾州中央铁路公司（宾州中铁）拟发行1亿美元商业票据进行融资，聘请高盛发行承销。但高盛发现宾州中铁存在财务造假、利益输送等问题，为撇清风险，高盛要求宾州中铁回购其本票，而且一改当时包销惯例，待有明确意向的客户出现才让宾州中铁直接出售本票。但这些自保措施并未向客户透露，而且也未及时告知宾州中铁评级下调的事实。1970年宾州中铁突然破产，40多名客户指控高盛承销虚假陈述，要求赔偿8700万美元，远高于当时高盛所有5300万资本金。这次危机最终于1977年以3000万美元和解，但高盛声誉受到极大损失，堪称大萧条后最大的挑战。

马克斯韦尔案

：19世纪80-90年代，马克斯韦尔以控制的上市公司和养老基金股份作抵押获取巨额贷款，以此高溢价对外收购，达到转移资产、掏空上市公司的目的，涉嫌拖欠28亿英镑贷款及掠夺5亿英镑养老金。高盛被英国监管部门认定为马克斯韦尔的“首席财务成就者”，面临协助安排贷款、作为大宗交易对手方、通过海外公司秘密购买股票拉抬股价操纵市场、提供并购咨询服务、IPO承销等“帮凶”指控。最终马克斯韦尔于1991年自杀，而高盛通过伦敦办公室的负责人向公益团体捐款，求助于在英国皇家秘密情报服务机构任职的约翰·卡尼克疏通，以2.54亿美元达成和解，这是伦敦金融城史上最高的和解数额。

次贷危机做空美国地产事件。

2007年高盛通过做空房地产市场在金融危机中大量牟利，2010年SEC对高盛提起诉讼，指控高盛在美国房地产市场开始陷入衰退时，设计了一项结构复杂的担保债

务凭证（CDO），同美国最大的对冲基金保尔森对冲基金勾结，做空该产品，使投资者蒙受损失超过10亿美元，最终高盛支付5.5亿美元罚金，堪称华尔街历史上最大的一笔罚金。

涉嫌“猎杀”中国企业。

高盛在90年代经历中国资本市场的初建，积极筹建国际化券商，帮助中国移动、中石油、中国银行（香港）、交通银行、中国工商银行等企业走向海外，但也不乏围剿中国企业的坏名声。众多中国企业在衍生品上折戟，巧合的是高盛均深涉其中。2004年，高盛旗下杰润公司向中航油陈久霖推荐看跌石油价格，首期亏损580万美元后，陈久霖要求斩仓，但高盛建议“挪盘”，最终中航油的损失被放大超5亿元，破产被迫斩仓。2008年后中信泰富因汇率衍生品交易亏损147亿港元，东方航空、中国航空因石油衍生品交易分别亏损68亿元和62亿元、中国远洋因航运费用衍生品套保交易亏损50亿元等等。2018年底，中石化下属公司联合石化在原油套保交易中出现巨亏，中石化当日市值跌去460亿元，传闻又被高盛忽悠了。

拆解案例，高盛与受损企业的交易疑

点颇多：一是套期保值衍生工具的选用，

国际市场上已存在对冲石油、运费、汇率等价格变动风险的标准化衍生品，而受损

二是衍生品合约设计的利益分割存在偏颇

，受损企业签订的合约由多项期权组合而成，但均设置了向上敲出条款（knock out，即企业累计获益到一定数额合约自动终止），而向下损失不仅没有保护机制甚至需承受双倍损失，成本收益不对称；

三是衍生品合约持续时间长

，案例中的

合约时间长达2-3年，市

场波动加剧时不利于合约持有方；

四是合约中夹带复合期权且定价不公允

，在展期期权的设计中，受损企业的对手方（即高盛）拥有后期是否继续执行合约的主动权，而合约中并未给予这项“执行主动权”以合理定价。

历史上没有一家中国的受损企业去起诉同他们交易的国际投行并获得成功，此外双方交易的合约文本并未完整披露，高盛是否有欺诈行为目前存疑。但我们应当以史为鉴，一方面，中国企业国际贸易发展迅猛，对价格波动的套保需求不断增长；另一方面，国内券商衍生品业务发展较为缓慢，估值定价能力不足，我国标准化原油衍生品直到2018年才推出，场外衍生品发展滞后。因而我国企业在同国际投行进行套保交易时多依赖对方提供的衍生品设计合约以及估值定价，受损可能性较高。

总体维持高杠杆重资产配置，2008年后去杠杆。

截至2019年上半年，高盛总资产为9449亿美元，杠杆降至10.2倍。2009年前，高盛年平均资产增速达到19.5%，权益乘数平均高达22.3倍，2009年高盛获批成为银行控股公司，逐步降低杠杆，资产规模稳定在9000亿美元左右，平均权益乘数降至11倍。

去杠杆使得ROE出现一定下滑。

2010年以前平均ROE达到19%，远超同业上市公司平均的10.3%，在金融危机期间虽有大幅下跌，但仍然跑赢同业；2010年业务重心转移后，高杠杆的自营和做市业务缩减，公司的盈利能力有所下降，2011-2018年，高盛的平均ROE降为9.04%，略超行业平均7.94%，2015年甚至低于行业平均。

收入贡献主力从轻资产业务转移至重资产业务。

1999年改组上市后，高盛的业务架构经过两次调整：

1) 1997-2001年，

轻资产业务贡献了大部分营收，投行和资管业务收入平均占比分别为33%和23%；

重资产的交易业务收入占比35%。

2) 2002-2009年，

为顺应衍生品业务加强的趋势，高盛将交易与自营业务独立出来，MBS、货币市场

工具、方向性投资等资本交易业务不断涌现，交易及投资收入占比大幅上升至54%

，其中做市业务贡献最大，收入占比由上阶段的9.3%上升至14.2%；投行和资管业务

收入平均占比下降至16.1%、15.6%。

3) 2009年金融危机后，

高盛将投资与信贷部门独立，出清部分高风险的自营投资，2019H1总营收达到18

3亿美元，其中利息收入占比降至11.5%，交易业务的比重维持在50%附近，资管

收入比重微升至16.1%，投行业务占比也有所回升至18.4%。

2.2 分部层面：当前高盛形成四大业务条线

当前高盛按照客户类别划分出四大业务条线，机构客户服务业务部门和投资与借贷部门属于重资产业务，盈利由杠杆驱动；

投资银行部门和投资管理部门属于轻资产业务，盈利由ROA驱动。

投资银行业务：

投行业务是传统的轻资产业务，涵盖财务顾问、股票承销、债券承销三类，具体指兼并重

组、防御收购

、资产出售、风险管理、公

开发售和私募配售等服务。

佣金和顾问费是主要的收入形式，市场准入门槛赋予的牌照价值是投行业务的初始利源。

2008-2018年，高盛的投资银行板块资产平均占比仅为0.22%，贡献了18%的收入、28%的税前净利润，盈利贡献来源于高资产周转率，平均达到308.37%。

机构客户服务业务：

该板块分为股权业务和FICC两大类：股权业务既包含轻资产的经纪业务，也包括重资产的股票及衍生品做市、融资融券等业务；此外，提供清算、托管、交易平台等“一站式”综合金融服务（即“PB服务”）也涵盖其中；FICC业务囊括了所有非股权类业务，例如利率、汇率、信用、大宗商品等的交易和做市。

机构客户服务业务是高盛特色最鲜明的板块，也是贡献收入最多的部门，2018年该部门收入134.8亿美元，占比37%。重点服务于买方机构客户，资管机构占比最高约为30%。2008-2018年，机构客户服务板块以平均82%的资产贡献了54%的收入和85%的利润，平均ROA仅为0.82%

。利息、价差等是主要的收入形式，也有少量交易费用和管理费。

利源核心在于资产负债表扩张，提升资产利用率、提高加杠杆能力成为盈利关键。

投资和借贷业务：

高盛的投资与借贷板块涵盖了自营及贷款业务。具体包括：通过投资贷款向客户提供长期

融资，通过管理的基金直接或间接投资债券、上市公司、房地产等。

投资收益和利差等为主要的收入形式，属于重资产业务，驱动引擎主要是投行主动负债加杠杆的能力。

2008-2018年，投资与借贷板块平均资产占比16%，由2010年的8.6%后逐步上升至2018年的27.8%，贡献收入占比10.4%，贡献利润不稳定，市场风险较大，2008年金融危机中巨亏135.4亿美元。

投资管理业务：

主要通过独立管理账户如共同基金和私募基金等，向机构或高净值客户提供理财服务，包括投资组合管理和财务顾问等业务。

该部门的收入形式表现为管理费、业绩提成和交易费三种，属于轻资产业务，驱动

力来自于投行的主动管理能力及业务销售能力。

2008-2018年，投资管理板块以平均1.5%的资产贡献了17.2%的营业收入和16.4%的税前净利润，平均资产周转率为43%。

3 经营手法

从商业模式来看，高盛有三类主要业态：

一是以投行、经纪、资管等为代表的轻资产业务，

以牌照、人才、先发优势为驱动，

对资金需求不大，早期经营由合伙人资本投入、盈利留存以及战略投资者的投入可以维持运作

，提高ROE的关键在于

通过扩大业务规模提高销售净利率。

二是以回购协议、融资融券、股票质押、贷款等业务为代表的资本中介业务，核心是融资加杠杆能力，

属于重资产经营业态，投行承担信用中介职能，是获取流动性、加杠杆的重要来源；高盛多渠道融资以及

优惠的融资成本创造了独特的优势。

三是资本交易业务，以做市、自营、股权投资等重资产业务为主，核心是产品定价和风控能力，

投行承担风险中介职能，以开发资产端的客户需求为拉动引擎，高盛以先进的衍生品定价能力和风控能力打造了维持先进的“护城河”。

轻资产投行盈利模式，低阶玩法是依靠牌照开展通道业务，中级玩法通过人才和经验积累长期稳定的客户关系、提升市占率，高阶玩法是将创造客户需求，为机构交易、信用中介等业务引流。高盛就是通过人才和经验的不断积累，在并购和股权承销方面力拔头筹，进而为夯实政商关系、产生业务协同打开想象空间。

高盛轻资产业务中，并购咨询表现最为突出。

2001-2018年，投行业务板块中，股权承销、债券承销、并购咨询收入平均占比分别24%、30%、46%。1) 财务顾问业务是高盛的传统优势项目，根据Dealogic提供的2017年全球投行收入排名中，高盛的并购咨询收入高达24.5亿美元，市场份额10.5%，高居榜首。2) 高盛的股票承销业务规模20世纪90年代基本稳居行业前三。2017年收入为12.1亿美元，占市场份额6.9%，排名第三；3) 债券承销上，2000年后债券业务风险较高，高盛逐渐压缩规模，裁撤部门，债券承销规模从1999年后开始有所下滑，集中在7-9名之间。2017年债券承销收入12亿美元，市场份额5.

3%，排名第四。

3.1.2驱动引擎：人才、客户、管理、协同

1) 人才培养方面，一方面注重内部

人才激励：

承销业务和财务咨询业务主要的费用支出项目是人力成本，1997年到2019年近25年的时间中，人力成本占总成本的比重平均约70%。

另一方面高盛常年向

美国政坛输送人才，形成稳定的政商关系

，并因此结交关键人脉，为高盛带来业务。

高盛向

美国政坛输送

人才，时间长、官阶高、数

量多，其他企业望尘莫及。①

高盛和美国政府的渊源可以追溯至西德尼·温伯格领导时期，他开启了高盛“商而优则仕”的传统。

②财政部、

美联储、议会、交易所

等经济核心监管部门频现高盛身影。

克林顿、小布什、特朗普三任总统的财政部长都出自高盛；此外，美联储中4个地区的主席曾供职于高盛，占总数的三分之一；高盛首席合伙人格斯·利维于1976年

创建了纳斯

达克全美交易系统，并

曾为纽交所贡献过两位首席执行官。

③着力维护

政商关系从某种程度上

为高盛的“基业长青”扫除了阻碍。

一是借从政拓展业务。温伯格为罗斯福总统效力期间结识亨利·福特，为高盛崛起创造契机；二是危机下获取关键资源补给。2007年到2008年高盛凭借准确无误的对冲组合在次贷危机中获得丰厚利润；危机爆发后，高盛被批成为商业银行控股公司，由此从美联储获得贷款。

2) 客

户关系方面

，一是定位中小企业，

旗帜鲜明地提出“收购防御”策略。

1976年纳斯达克全美交易系统开始运作，中小企业对投行业务需求呈现井喷式增长，同时期并购政策宽松，中小企业非常容易遭到恶意收购的攻击，此时高盛定位服务500强以外的中小企业，

二是挖掘客户需求，积极开发创新性业务。

例如，与传统的以发行人为主导投行承销模式相反，高盛从机构投资者处获知其对特定证券感兴趣时，转而联系发行人，使发行承销无缝对接，消灭承销风险，无需占用资本金，承销费用低廉。再例如，将大宗交易创新性地推广到一级市场上，向有购买意向的机构直接兜售大宗新发股票，使客户以更低的发行成本融资。

3) 管理方面，率先实施

专业化分工，再造投行业务模式。

高盛创新性地将传统投行的交易执行和承揽业务分离，单独设立“投资银行客户服务部”，获得业务后将执行责任交给对应的交易专家，同时对其负责的客户建立全面的信用档案并深入研究，做到前瞻性地捕捉业务机会。

4) 协同方面，建立机构业务与投行业务联动。

一方面投行业务为商业票据、贷款等业务引流。

在杠杆收购的例子中，高盛受聘担任企业并购的财务顾问，并承诺交易完成后为买方提供过桥贷款；收购完成后，高盛担任垃圾债券的承销商，以目标公司为主体发行大量垃圾债券为并购交易融资，发行成功后，高盛使用募集的资金置换过桥贷款，从中可以获取顾问费、贷款利息、承销费用等多项收入，将各部门业务联动起来。

另一方面，机构交易业

务大发展为投行业务奠定客户基础。

高盛开展机构交易业务时，能接触到大量机构投资者，并且能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充足，并降低发行成本。

3.2 资本交易业务：使用杠杆，获取价差收益

3.2.1 盈利模式：机构客户服务部门贡献四成收入，做市业务为主要来源

资本交易业务是指投行为股债交易提供一揽子交易服务，包括利率汇率衍生品创设、做市、自营、账户管理等，赚取证券价差和管理费，平均营收贡献比重高达57%。分为FICC和权益，分别服务非股权和股权类交易。2018年FICC做市业务净收入5

2.1亿美元，净利息收入6.7亿美元；权益市场做市净收入42.4亿美元，净利息收入30.6亿美元，佣金和费用收入3.1亿美元。

根据产品种类来看，场内市场在交易所内进行，标准化、流动性高，投行发挥通道职能居多；场外市场是报价驱动市场，流动性较差、多为非标准化证券，买卖双方报价时间不对称致使其不能总是找到合适的交易对手，做市商的职责就是将自己作为对家与客户进行交易，以自有资本持仓为交易对手方提供流动性，可以获得价差、利息和佣金收入，高盛做市在资本交易中占比高达70%，其中又以信用、货币、股票类产品做市为主，2009-2019年，平均收入占比分别为26%、22%和35%。利率产品做市收入波动性较大。

做市形成的证券持仓在高盛的报表中主要体现于“以公允价值计量的金融工具资产”科目，与国内券商主要从自营形成的该项资产内涵上有本质区别。1998-2019年上半年，该项资产在高盛的总资产中占比最大，平均达到37.3%。2013年用以满足做市交易的金融资产公允价值达到2736亿美元，在该科目中占比75%，自营形成的金融资产占比14%；另外，转售协议、融入证券等科目中也有少量由做市业务形成的金融资产，合计3805亿美元，占总资产的41.2%。

3.2.2驱动引擎：衍生品创设和风控能力

在资本交易业务中，投行承担风险中介的职能，承担流动性、市场和信用风险，高盛赢在创设风险产品以及做好风险管理。

一是场外市场创设衍生品，提供流动性，收取保证金。

从市场来看，高盛衍生品交易主要是在场外市场进行。

全球场外衍生品市场规模高达500万亿美元，给重资产的高盛带来发展空间。以名义值计算，2013-2018年，高盛场外衍生品交易平均占比88%，是场内7倍。凭借场外衍生品交易，高盛可以收取高额保证金，但也出现多起金融衍生品欺诈案。

从品种来看，高盛衍生品交易覆盖大宗商品、利率、汇率、信用、股权

等品种，

利率衍生品金额高达27亿，占比75%，大宗商品份额虽然不足1%，但高盛能快速给出报价，有能力满足国际大型油企的对冲需求，垄断大宗商品场外市场。

二是风险管理能力，高盛建立了风险头寸指标体系，三道防线的风控系统避免损失。

1) 风险头寸量化管理：

高盛利用各种风险指标估计在各种市场条件下潜在损失，在险价值VAR是指在测算超过某个特定概率的情况下短期以市值计价的损失水平，2012-2018年高盛的平均VAR估计值逐年降低，主要原因在于利率和商品价格风险的降低。从每日头寸看，2018年高盛交易损失超出VAR的情况只有两天，2017年无一次例外，充分体现了高盛对于风险测度的准确性以及对头寸管理的实力。

2) 风险管理治理结构三道防线：

高盛自上而下形成了金字塔式的风险管理治理结构，董事会直接或通过风险委员会监督风控政策和实践，进行年度审查以及批准风险偏好声明，首席风险官向董事会报告。管理委员会下设三类具体风险管理委员会，根据交易及风险特征采用多种分析及报告系统：公司风险管理委员会负责持续监控全球业务和产品的信用、市场和操作风险；客户及业务标准委员会负责评估并确定客户关系、客户服务及公司声誉等方面；公司资产负债委员会负责流动性风险管控，总体上形成运营和技术、独立风险监督和控制和内审三道风控防线。

3.3 资本中介业务：创造信用、提升杠杆

3.3.1 盈利模式：投行承担信用中介的职能赚取息差收益

资本中介业

务指投行作为金融中介

，从事与商业银行类似的信贷业务。

投行在资本中介业务中承担影子银行的信用创造职能，以赚取息差为盈利形式，投行通过客户抵押物的再抵押创造信用，提升杠杆。具有资本中介功能的业务包括融资融券、回购协议、股票质押等。

1) 回购协议：

投行以较低的质押率向客户融出资金，再利用自身信用优势以较高的质押率融入资金。

在资产端，投行向客户融出资金，购入证券作为抵押物，在负债端，投行出售客户抵押物进行再抵押获得融资，抵押品多次使用放大经营杠杆；回购价与卖出价之间

的差价为融资成本，由回购利率决定。

我们根据资产端“转售协议公允价值/抵押品价值”测算客户质押率，显示客户通过提供质押品能够获取到的融资，以负债端“回购协议公允价值/质押品价值”测算高盛的质押率，显示高盛提供质押品能够获取的负债融资。2013-2018年间，客户质押率均低于投行质押率，2018年，客户以13.7亿美元的质押品获取了13.9亿美元的融资，质押率为106.5%，高盛以7.1亿美元的质押品获得了7.9亿美元的负债融资，质押率为111.4%。

2) 融资融券：

与回购协

议的类似，融资融

券中投行通过客户抵押品向其融出资

金或证券

，区别在于一是融资融券业务以资金或证券为标的，投行可以借出证券，到期收回证券和利息；二是回购协议中证券的所有权转移作为质押物，而融资融券业务中证券所有权未转移，仅做抵押用。融资融券业务中客户抵押率也低于投行抵押率，2018年，客户以12.7亿美元的抵押品获取了13.5亿美元的融资，抵押率为106.2%，高盛以10.5亿美元的抵押品获得了11.8亿美元的负债融资，抵押率为112.6%。

3) 客户保证金抵押融资：

指投行将客户提交的交易

保证金作为抵押品进行负债融资。根据T规则 (Regulation

T) 和SEC的15c3规则 (Rule 15c3)，美国投行可以使用客户的证券抵押物进行再抵押，通过重复抵押放大经营杠杆。

3.3.2驱动引擎：多元化融资渠道及低廉的融资成本

高盛在资本中介业务中充当信用中介，以多元化融资渠道和低廉的成本为驱动。

一是融资渠道多元。

主动负债占比六成，逐渐减少。

1998年-2019H1，高盛主动负债的平均占比为65%，从1998年的71.4%递减至2019H1的56.7%。其中，1) 回购协议融资：

2008年后，回购协议在高盛的负债融资结构中占比减少，从1999年的17%降到2018年的9%；2) 借出证券

：自1998年的5.3%递减至2019H1的

1.6%；3) 交易性金融负债：

该项负债由证券卖空形成，2008年前在负债融资中占比较高，平均达到24.3%；金

融危机后逐步下降，2019H1比重为13%。政府债券和衍生品是高盛主要的卖空对象，2004-2008年间，卖空政府债券和衍生品金融负债的平均占比分别为29.3%、48.5%，2009-2018年，卖空政府债券的金融负债平均占比上升至33.4%，卖空衍生品金融负债占比下降至40.5%。

4) 长短期无抵押债务融资：

2019H1发行长期无担保债券占比25.9%，发行商业票据、承兑汇票等短期无担保债券占比7.9%。

转型银行后，被动负债占比上升。

被动负债包括存款和应付客户及其他方款项，1998年-2019H1平均占比为35%，2009年转为银行控股公司后，存款负债成为高盛新的融资渠道，占比由2009年的5.1%迅速增长至2019H1的19.5%。此外，应付客户及其他方款项也是高盛重要的融资渠道，2019H1该项负债为1852.79亿美元，占总负债的比重为21.7%。

二是融资成本低至0.6%-2.5%。

回购协议和融资融券业务同属于担保融资项目，即使用客户保证金作为抵押品进行负债融资。除2008年外，担保融资是高盛融资成本最低的负债，2009-2018年平均成本仅为0.6%。同期银行存款、交易性金融负债、短期借款、长期借款的平均负债成本分别为0.8%、1.4%、0.8%、2.1%。从时间趋势上来观察，除2008年金融危机期间流动性短缺造成融资成本高企之外，其余年份高盛的融资成本均十分低廉且较为稳定。

4 启示：从高盛看我国券商未来发展之路

我国培育高质量投行面临三大机遇挑战。

一是监管政策环境面临改革。

市场化、混业化大背景下，我国资本市场政策将逐步向发达市场看齐，未来注册制推广、佣金自由化均对券商定价能力、风险收益匹配能力提出更多挑战，证券公司将从牌照驱动逐步转向人才驱动、资本驱动、风险驱动。

二是金融开放与国际化挑战。

国内券商面临内外竞争愈加激烈，应当借鉴成功投行国际化经验走出国门，争取国际市场份额；三是金融科技挑战。

下一轮金融业革命将以科技为轴心开展，国际大投行纷纷布局Fintech业务，我国券商能够从科技创新融入金融业务方面发力，提高资产定价和风险管理能力，以实现弯道超车。

4.1 政策环境造就国内外证券公司模式差异

美国1975年推动佣金自由化改革，后推行储架发行制，价格竞争加剧，证券业盈利模式重塑，大型投行转向机构交易，主动加杠杆涉入重资产业务，精品投行专攻几项优势项目，提供差异化服务。我国在2015年才正式开启佣金市场化改革，证券业经纪、承销等轻资产收入从2008年的76.7%降至2018年的33.1%。2019年9月证监会召开座谈会提出“允许优质券商拓展柜台业务，丰富期货期权产品”、“加快建设高质量投资银行，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展”等深化资本市场改革的重点方向，未来鼓励证券业发展的、合理放开行业约束的政策红利可期。

从监管层面来看，中美证券业发展差异主要表现在场外市场发展、融资渠道、杠杆倍数等方面。

一是国内场外市场尚处

于发展期，衍生品业务进步空间大。

当前美国已形成分工明确、差异竞争的场外市场，以纳斯达克、场外柜台交易市场（OTCBB）、粉单市场、灰单市场等为代表；国内场外市场起步较晚：2001年开设全国股转系统，2014年试点证券公司柜台交易市场。一方面，投行做市服务主要在场外市场开展，我国仅能在新三板做市，2018年中信证券仅完成一笔做市交易，而高盛的做市服务为集团贡献25.8%的收入，成为重要的盈利支柱。另一方面，对冲套保的需求催生了衍生品创设，而国内衍生品市场尚处于初级阶段。2018年高盛OTC市场多空产品名义本金达到42.4万亿美元（折人民币292万亿元），而同期中信

证券

的金融衍

生品名义规模仅为1

万亿元，国内衍生品创设业务发展空间

大。

建议发展完善多层次资本市场，在提高券商风控的前提下适当放开衍生品创设，打开券商做市、产品创设、股权投资等资本交易业务空间。

二是国内券商加杠杆受限，ROE增长

有所放缓

。2016年证监会修改《证券公司风险控制指标管理办法》，执行“核心净资本/表内外资产总额 $\geq 8\%$ ”的规定，结合文件发布时“财务杠杆率约为6倍”的表述，当前我国券商经营杠杆的上限大约为6倍；而在保证金三方存管制度下，理论杠杆空间降至5.13倍。事实上，中信证券2019H1的权益乘数仅为4.53倍，同期高盛的权益乘数是中信证券的2.3倍。ROE的驱动因素方面，美国投行以杠杆驱动为主，而我国券商以资产周转率和净利率驱动为主。

建议尽快落实建立2019年7月发布的《证券公司股权管理规定》中的券商分类监管框架。

综合类券商逐步从轻资产业务过渡到重资产业务，具有显著的杠杆特征，在分类监管的框架下打开风控能力较强的综合类券商加杠杆的空间。

三是国内券商担保融资渠道受限

。美国投行可以使用客户保证金作为抵押品进行负债融资，而我国《证券公司融资融券业务管理办法》中明确规定，证券公司客户交易结算资金采用第三方存管模式，券商不得违规挪用客户担保物，

此项目是中美券商负债

融资渠道结构中最关键的差异所在，

2019年上半年，该负债项目在中信证券的融资结构中占比高达30.6%，其中客户交易结算金达1224亿元，大量资金沉淀无法得到利用。融资融券也是中美券商差异较大的项目，在中信证券的负债结构中，2018年末该项负债为30亿元，占总负债比重0.6%。

建议监管放宽券商融资渠道的限制，例如适当对证券公司的融资融券业务松绑，提升两融余额上限、鼓励证券公司金融债，盘活客户保证金等。

4.2 金融开放和国际化挑战

高盛在国际化浪潮中确立世界顶级投行地位。

高盛国际化进程开始于20世纪50年代，1953-19

80年进军欧洲和

日本市场，1990年后从发达市场

转向新兴市场，

1994年，高盛在北京和上海设立办事处；2001年，高盛首次在题为“构建更好的全球经济”的研究报告中提出“金砖四国（BRICs）”的说法。截至2019年第一季度，高盛来自欧洲、中东、非洲地区的收入占比达到27.9%，来自亚洲的收入占比12.5%，海外收入总额约占四成。

1) 市场开拓方面，聘请

国际顾问，组建高素质的研究团队

。“区位优势、文化同源性将最终影响投行国际化战略实施的效果。”为了尽快融入当地文化、了解市场营商环境和政治生态，高盛在各地聘请了政府部门离职的高官，或与政府及大型公司有密切关系的专家作为顾问，打造高素质的研究团队。

2) 业务选择方面，循序渐进，从自身优势业务输出逐渐过渡到产业价值链中高端

环节的业务

。高盛将商业票据业务作为打开国际市场的突破口，使得英国的大型企业能用比银行商业贷款低得多的利率提高营运资本；1979年后撒切尔废除外汇管制，外汇交易、套利业务等成为新的增长点，同时英国市场对美国股票，特别是科技股和医药股的需求开始井喷，高盛适时地将在本土市场运营成熟的大宗交易推向英国；80年代中期，金融自由化迅速推进，欧洲全能商业银行的竞争挤占投行的经营利润，高盛逐步将业务重心过渡到自营业务的开发上，大大提高了国际业务的盈利能力。

4.3 如何布局金融科技

高水准

、高规格的科

技投入，让高盛在未来的金融科技竞争中占据领先地位。

一是人才结构和费用支出：

2016年，高盛校园招聘员工中，有37%是科技、数理相关的专业人才，2017年这个比例上升到46%，整个高盛团队中科技人才规模占比达四分之一，超过Facebook等硅谷上市的科技公司；2006-2018年间，高盛在通讯和科技方面的费用是各项费用中唯一一项逐年升高的，年均增长率为5.73%，2018年技术及通讯费用投入10.23亿美元，同比增长14%。

二是大量对金融科技前瞻性的研究投入，引导市场预期

。高盛对人工智能和区块链等前沿科学进行了持续性的研究，并发布了一系列的深度报告；早在2015年初，高盛就已经开始将区块链研发成果申请专利，主要成果有两项，一项是用于处理外汇交易的一种分布式账本，另一项是一种加密货币SETLcoin。此外，高盛定期举办“高盛技术与互联网大会”，邀请Google Cloud CEO、苹果CEO等国际科技巨头分享前沿研究成果。

三是自营打造互联网金融机构：2015年，高盛打造互联网直销银行GS Bank，活期存款利率高于花旗、摩根大通等竞争对手；2016年高盛推出网贷平台Marcus，利用大数据客户画像提供定制服务，为高盛开辟了新的利润增长点。

四是战

略投资科技创

业公司，分享增值红利及合作收益，扩展目标客户群体

。在“投资与借贷”板块内设有高盛自己的PE机构，共分为四个投资部门，每个部门负责相应概念的投资标的，投资组合包括Uber、百世物流等。在金融科技方面，

高盛集中于区块链和人工智能领域，藉此从主要面向机构投资者传统业务逐步过渡到消费贷、房屋抵押贷、个人理财等零售业务上来。