

他山之石：金融混业实现的环境、模式及经验借鉴

银行业专题报告

主要观点：

混业经营的演进往往以大范围的金融管制放松和金融自由化程度提升为背景，其发展史也是金融自由化持续深入的实践。代表国家都在 20 世纪 80-90 年代建立起金融混业体系，触发因素有：当时经济增长转轨和产业结构转型下的实体融资需求、贸易自由化下的国际竞争需要，以及 20 世纪 70 年代恶性通胀后推动金融去监管的浪潮；利率市场化深入推进打破银行传统存贷业务模式，金融脱媒倒逼银行业务边界的外延。

投资要点：

▶ 全球金融混业的经营概况

- 1) 美国：**经历自然混业→严格分业→重回混业→加强监管历程，混业放开主要在 20 世纪 90 年代，经济发展+金融创新+融资需求提升+金融脱媒催化下，20 世纪 80 年代末逐步放开分支机构从事债券和证券承销等，1999 年《金融服务现代化法案》正式打破分业壁垒，形成母公司混业、子公司分业的金控公司模式，同时建立起美联储为核心的伞型金融监管模式。
- 2) 英国：**竞争优势弱化+自由化经济政策下，监管鼓励银行在广泛金融领域开展竞争，继 20 世纪 80 年代完成利率市场化，“金融大爆炸”改革允许银行兼并证券公司，逐步形成银行控股公司模式，以及审慎监管局和金融行为监管局并行的双峰监管模式。
- 3) 日本：**20 世纪 70 年代，为应对经济增速放缓+产业结构转型+日元升值压力+大量发行政府债加剧金融脱媒等问题，推动金融自由化改革；1998 年《金融体系改革一揽子法》彻底打破分业限制，逐步形成主银行下的金控模式，金融厅实施统一监管。
- 4) 德国：**始终推崇全能银行模式，间接融资体系下银行长足发展，成立金融监管局对金融机构统一监督。如德意志银行目前有私行、投行、公司银行、资管、资本发行和其他公司业务六大业务板块。

▶ 他山之石：金融混业经营的各维度影响分析

- 1) 混业经营最直观的影响就是拓宽银行经营范围，为客户提供一站式服务，实现产品和服务的交叉销售。**
- 2) 直接融资的发展促成混业经营模式的形成，而混业经营模式又反过来加速直接融资发展，两者相辅相成。**
- 3) 混业政策放开后，行业并购数量、频率明显增多，行业集中度整体提升，最终形成以综合经营大行为中心、区域专业小行为补充的差异化金融体系。**
- 4) 财务角度，混业经营有助于提升非息占比、降低息差依赖，美、英、德银行业非息净收入占比普遍位于 40% 以上，显著高于我国 20% 水平；同时美国商业银行 20 世纪 90 年代盈利能力回升，非息收入/总资产是主要拉动因素。**

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

▶ 他山之石：我国金融机构经营体制的现状和探索

我国现阶段仍实行分业经营，但多层面的金融混业经营探索已经在路上。一方面，大型银行大多已经通过参控股公司布局资管、保险、证券等领域，实现一定程度的综合化运营；另一方面，在科技和金融创新的快速发展下，金控公司、互联网平台的金融服务边界已经得到明显拓展。2020年9月国务院和央行相继出台金控公司准入管理和金控公司监管办法，我国金控公司进入规范发展阶段，首批金控公司牌照有望诞生。

我国现阶段与几个代表国家的混业进程所处环境有所契合，经济转型升级、产业结构变化、对外开放等外部环境的变化均提升了对金融业务协同的预期。具体模式上，考虑到我国经济发展水平、区域经济结构差异、利率市场化进程等层面的因素，我们认为，我国的混业模式首先现阶段要保持在间接融资为主的结构下开展；其次混业应该建立在多层次的金融服务体系里，有所为有所不为，既满足经济发展、外部竞争等需要，又保证金融服务的多样性和多层次性，满足不同发展阶段的区域、企业和居民的金融服务需求。德国的金融结构可能相对更有借鉴性，以全能银行对社会大众供给金融服务，并通过一系列的专业性银行和特殊信贷机构加以补充。

投资建议：混业经营整体抬升行业估值水平

估值层面，参考国外资本市场表现，混业经营整体抬升行业估值水平。一方面，混业期间行业整体利润水平有支撑，另一方面盈利能力也较传统银行经营模式下企稳回升，行业的周期性有明显下降。标普 500 指数 1990-2000 年涨幅 299.8%，同期标普 500 银行指数涨幅高达 475%，PB 也由 1990 年 1x 提升至 20 世纪 90 年代末约 3x。同时个股估值水平在混业进程中也有明显抬升，花旗 1998 年完成旅行者合并后估值跃升，PB 一度上涨至近 4x。

具体个股分三个维度来看：1) 推荐综合经营能力强、综合业务优势明显的银行，如招商、平安、兴业、宁波等；2) 整体牌照齐全的大型银行将受益；3) 集团试点先行的标的将受益，如中信、光大。

风险提示：宏观经济下行超预期，信用风险集中暴露；混业监管政策落地不及预期；机构混业经营不审慎，引发系统性金融风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	BPS(元)				P/B			
				2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
600036.SH	招商银行	46.6	买入	20.07	22.89	25.38	28.06	2.32	2.04	1.84	1.66
601166.SH	兴业银行	20.3	买入	21.18	23.37	25.52	27.83	0.96	0.87	0.80	0.73
601658.SH	邮储银行	4.8	买入	4.95	5.75	6.22	6.66	0.97	0.83	0.77	0.72
002142.SZ	宁波银行	37.6	买入	11.49	15.19	17.06	19.33	3.27	2.48	2.20	1.95

资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

正文目录

前言:	6
1. 全球金融混业的经营概况	6
1.1. 各国金融混业的政策背景及发展历程	6
1.2. 金融混业背景下功能性统一监管成主流	15
1.3. 三种金融混业经营模式特征对比	17
2. 他山之石: 金融混业经营各维度影响分析	18
2.1. 业务影响: 业务多元化, 提升获客性价比	18
2.2. 融资结构: 混业经营和直接融资发展相辅相成	19
2.3. 竞争格局: 规模效应驱动兼并整合, 形成差异化银行体系	21
2.4. 财务影响: 提升非息占比、降低息差依赖, ROA 企稳回升	23
3. 德国全能银行模式的分析和借鉴	26
3.1. 融资体系和结构: 银企紧密相连, 资本市场略弱	26
3.2. 银行经营模式: 全能银行和专业银行互为补充, 银行信贷资产配置占比降低	27
3.3. 以德意志银行为例:	30
4. 其他国际大型综合银行的案例分析	32
4.1. 摩根大通 (JP Morgan)	32
4.2. 花旗集团 (City Group)	35
5. 我国金融机构经营体制的现状和探索	38
5.1. 我国是以银行为主的间接融资体系, 但业务协同持续加强	38
5.2. 他山之石: 内外部环境驱动金融混业进程, 模式的探索需行稳致远	40
6. 投资建议和个股推荐	42
7. 风险提示	46

图表目录

图 1 美国金融混业-分业-混业经营历程	7
图 2 宏观经济对应监管政策阶段: 90 年代美国经济进入稳定增长期奠定混业经营基础	8
图 3 美国 70-80 年代通胀高企, 90 年代回归常态	9
图 4 消费和投资是经济主要拉动因素	9
图 5 80、90 年代美国居民资产中股债和共同基金占比上升、存款现金占比下降	9
图 6 80-90 年代股权市场资本化程度大幅提升	9
图 7 90 年代全球前十大银行排名: 欧洲和日本的占比提升	9
图 8 90 年代美国财富 500 强上榜企业数量全球居首	9
图 9 英国混业经营历程	10
图 10 英国混业经营宏观背景: 始于利率市场化后期	11
图 11 日本混业经营历程	12
图 12 日本混业经营宏观背景: 与利率市场化同步	13
图 13 各国混业经营的发展是金融自由化的持续深入的推进	14
图 14 美国: 伞形监管+双峰模式	16
图 15 英国: “双峰”监管体制	16
图 16 德国: 金融监管一体化, 加强外部监管	16
图 17 日本: 统一监管体制	16
图 18 三种金融混业经营模式对比	17
图 19 通过大范围并购拓展业务范畴, 以客户为中心提供综合化产品	18
图 20 富国银行社区银行户均金融产品数量持续提升	19
图 21 高参与度客户创收是低参与度客户的 17 倍	19
图 22 美国、英国直接融资占比高, 超过 50%	20

图 23	美国：股权融资占主导，90 年代比例大幅提升	20
图 24	英国：股权融资 90 年代有大幅提升	20
图 25	德国：信贷融资主导，股权融资 90 年代末有提升，债融占比低	20
图 26	日本：信贷融资主导，80 年代直融提升	21
图 27	中国：信贷融资主导，债融提升明显	21
图 28	各国银行业集中度整体提升（前五大银行资产集中度）	22
图 29	美国的银行并购和倒闭的数量均在 90 年代初达到峰值	22
图 30	美国分类银行数量变动：90 年代巨型银行机构出现，小银行数量缩减	22
图 31	美国分类银行资产份额变动：头部银行资产规模份额占比超 50%	22
图 32	英国银行业持续整合	22
图 33	日本：银行控股公司数量增加（个）	22
图 34	各国银行业非息净收入占比对比	24
图 35	90 年代美国商业银行非息收入占比显著提升	24
图 36	日本：次贷危机后非息收入占比震荡上行	24
图 37	日本：手续费在非息收入中的比例近 50%	24
图 38	美国存款类金融机构非息收入结构变动	24
图 39	90 年代美国存款类机构非息收入/资产的比例大幅提升，大型银行机构显著高于小银行	24
图 40	美国：90 年代 ROA 高位整体上行	25
图 41	美国：80、90 年代非息收入拉动营收是 ROA 上行的主要因素	25
图 42	90 年代银行剔除商誉的权益乘数基本平稳	25
图 43	美国银行业 ROA 对比：大机构整体高于小机构	25
图 44	美国：其他银行 ROA 高于社区银行	26
图 45	美国：其他银行 ROE 高于社区银行	26
图 46	德国股票市场资本化程度相对较弱	27
图 47	德国金融市场银行资产占比超 60%，远高于美国	27
图 48	德国银行体量在欧洲各国中居前（个，亿欧元，2019A）	27
图 49	德国直接融资占比相对较低	27
图 50	德国银行体系层级（2020 年 10 月数据，下同）	28
图 51	德国各层级的银行数量变动（个）	29
图 52	资产份额：商业银行在全行业的资产占比提升	29
图 53	资产结构：行业整体信贷配置占比降低	29
图 54	全能银行 ROE 高于专业银行	29
图 55	行业利息净收入占比从 90 年代 80% 降至 70%	29
图 56	商业银行佣金收入占比高于专业银行	29
图 57	德意志银行并购历程	31
图 58	德意志银行业务部门	31
图 59	德银营收结构：私行和投行业务贡献超 60%	32
图 60	德银非息收入占比贡献度超 50%	32
图 61	JPM 集团组织架构	33
图 62	JPM 集团业务结构	34
图 63	JPM 营收结构：投行业务营收贡献度 32.3%	35
图 64	JPM：各业务分部均贡献较高 ROE	35
图 65	JPM 营收结构：非息占比超 50%	35
图 66	JPM 非息收入结构：资管佣金贡献非息收入的 30%，自营收入占比提升	35
图 67	花旗集团组织结构（2013）	36
图 68	花旗集团业务结构	37
图 69	花旗营收结构：资本市场业务贡献 25%	37
图 70	花旗营收结构：非息占比 40% 左右	37
图 71	花旗非息收入结构：以佣金和自营收益为主	38
图 72	花旗费用和佣金净收入结构（2020Q3）	38
图 73	商业银行非息收入占比有提升，但整体低于 25%	39
图 74	我国社融体系仍以间接融资为主	39
图 75	大型商业银行综合金融牌照布局	40
图 76	金融混业政策陆续落地	42

图 77	90 年代美国商业银行利润增速中枢上行	43
图 78	美国：90 年代标普 500 银行指数跑赢大盘	43
图 79	美国：标普 500 银行指数 PB 显著拉升	43
图 80	英国：90 年代富时银行指数大幅跑赢富时 350	44
图 81	英国：银行估值 90 年代末曾高达 4xPB	44
图 82	日本：TOPIX 银行指数 80 年代跑赢市场指数	44
图 83	日本：银行行业估值高点曾达 3x 左右 PB	44
图 84	德国：次贷危机前德国银行业指数与大盘走势基本一致	44
图 85	德国：次贷危机前银行业估值高于 1.2xPB	44
图 86	JPM：金融危机后估值显著回升	45
图 87	花旗：1998 年完成旅行者集团合并后估值跃升	45
图 88	德意志银行：次贷危机前 PB 在 1.5-2 倍水平	45
图 89	MUFG：2005 年合并形成后迎来估值显著提升	45
图 90	银行和非银板块 PB 对比	46
图 91	银行和非银板块 PE 对比	46

前言：

美国经济学家麦金农在 20 世纪 70 年代就提出“金融自由化”理论，国内层面包括废除利率管制和信贷配给，国际层面包括废除资本流动管制和外汇兑换限制等，本质上是金融运行从政府管制向市场决定的过渡。各国混业经营的演进往往以大范围的金融管制放松和金融自由化程度提升为背景。可以说，各国的金融混业经营发展史，也是金融自由化的持续深入的实践。

从银行自身层面的多牌照布局，到 2018 年金控集团试点，再到去年 9 月金控公司监管办法落地，市场对于我国金融混业经营的预期不断强化。放眼全球，G20 国家中除我国外其他国家均采用了混业经营模式，我们选取美、英、德、日四个发达国家作为参照，通过对几个国家混业发展历程、政策和监管背景的梳理，以及三种现有混业模式的对比，以期发达国家的实践经验可以给我国提供有益借鉴。

1. 全球金融混业的经营概况

1.1. 各国金融混业的政策背景及发展历程

国际大型传统银行大多在 20 世纪 90 年代完成向混业经营的金融集团的转型，美国、英国、法国、加拿大、澳大利亚、日本和中国台湾地区金融业分别于 1999 年、1986 年、1984 年、1992 年、1990 年、1987 年以及 2001 年正式从分业经营转变为混业经营¹；德国、荷兰、卢森堡和瑞士等发达国家长期实施混业经营。

混业或分业模式的选择是由各国当时特定的历史背景、经济条件决定，并且随着经济环境等决定因素的变化而变动，金融体系“合久必分，分久必合”的过程也是金融机构和监管之间发展和管制的博弈过程。

■ 美国：

美国金融业经历了混业-分业-混业的历程，可以以几个重要法案的颁布作为各阶段划分的节点：

1) **自然混业**：20 世纪 30 年代前属于自然混业经营，但各州之间有较强独立性，为了保障区域市场稳定，长期实施“单一银行制”（各州严禁设立分行），1864 年《国民银行法》明确了单一银行制，1927 年《麦克法登法案》进一步限制银行跨州设立分支机构，但银行通过成立控股公司从而在多个州拥有多家银行，也成为银行控股公司的前身。

2) **严格分业**：30 年代大萧条爆发，基于制度落后条件下过度混业带来风险隐患的担忧，1933 年国会出台《格拉斯·斯蒂格尔法案》对投行和商行业务严格划分，与《证券交易法》《投资公司法》开启了美国分业经营、分业监管时代。

3) **重回混业**：经历 20 世纪 70-80 年代两次石油危机和滞胀后，90 年代伴随经济回升，新自由主义崛起、金融创新发展、利率市场化完成和全球竞争趋势下，银行存在多元经营需求，银行跨州经营的障碍也有所放松，监管先是在 80 年代末逐步放

¹ 资料来源：《金融混业经营的国际比较及中国借鉴》，杨琳，《金融博览》，2015

开分支机构从事债券和证券包销、控股子公司经营投行业务等，并在 1998 年花旗并购保险业巨头旅行者集团时给予临时豁免权；1999 年出台《金融服务现代化法案》，正式打破分业经营壁垒，承认金控公司模式。

4) **加强监管**：2008 年金融危机后，金融监管趋于保守，2009 年参议员多德和弗兰克起草了一份金融监管法案，制定了 400 项新金融法规，包括成立金融稳定监督委员会 (FSOC)，以及制定“沃克尔规则”限制大金融机构的投机性交易，尤其加强金融衍生品监管（自营交易方面允许银行投资对冲基金和私募股权，但资金规模不得高于自身一级资本的 3%；衍生品交易方面，要求金融机构将农产品掉期、能源掉期、多数金属掉期等高风险的衍生品交易业务拆分到附属公司，但自身可保留利率掉期、外汇掉期以及金银掉期等业务）。

图 1 美国金融混业-分业-混业经营历程

时间	背景	重要政策/事件	目的/影响
1838年		《自由银行法》允许银行混业经营，可从事投行保险业务	开启了美国早期金融业自由发展的大门
1864年	20世纪30年代以前，银行在金融体系中占主导地位，政府一般不对银行业务加以限制，大多实行混业经营模式	《国民银行法》禁止国民银行进入证券市场，不得经营信托业务，必须执行单一银行制，不得设立分支机构	美国开始建立比较规范的国民银行体系，但禁止并不是特别严格，银行往往可以通过其控股公司所辖的证券附属机构从事证券业务
1927年		《麦法登法案》限制单一金融机构（主要是银行业）跨州经营及设置分行	法案并未禁止银行控股公司以跨州收购子公司的方式开展跨地域多元化经营，促使美国银行从单一经营机构朝 多家银行控股公司 方向发展
1933年	商业银行为了获取更高收益，在缺乏风险隔离机制的情况下大量开展证券业务，泡沫破裂带来20世纪30年代的“大萧条”，1929年爆发全球性的经济危机	《格拉斯·斯蒂格尔法案》（美国银行法），对投行和商行业务严格划分，及《证券交易法》（1934年）和《投资公司法》（1940年），形成银行、证券分业经营模式	进入分业经营 ，为了防止银行从事投行业务，把资本市场上极大的风险带到货币市场
1956年	经济发展阶段，为了防止银行无序扩张	《银行控股公司法》对拥有多家银行控股公司的金融机构再度提出限制条款，如不允许跨州并购新银行、不允许拥有和经营非银行业务的子公司等，但是对单一银行的银行控股公司没有限制	法律上正式承认了实践中存在的商业银行通过控股公司组建州际银行的事实；许多大银行大力发展 单一银行控股公司 （1968年花旗公司就是在此背景下成立）
1970年		《1970年银行控股公司修正法案》对单一银行控股公司经营非银行业务限制，但未对跨地区设立分支机构予以限制	银行控股公司兼业经营空间被消除
20世纪80年代	1) 70年代布雷顿森林体系崩溃冲击全球汇率金融市场，两次石油危机冲击全球经济； 2) 传统凯恩斯主义宏观调控政策失灵推动新自由主义崛起； 3) 面对国内外日益复杂的金融环境和激烈的竞争，银行业经营环境快速恶化	银行业呼吁废除或修改《格拉斯·斯蒂格尔法案》。1982年，《加恩·圣日尔曼法》允许银行 从事有限的证券承销和保险业务 ；1989年，美联储允许商业银行通过控股子公司经营投资银行业务；FRB允许银行控股公司通过 建立20个行业的分支机构在限制范围内从事债券与证券包销 ；90年代逐渐 放松分支机构限制	银行通过开拓非银金融服务业务及产品创新增强自身竞争力；许多大型银行建立20个行业的分支机构，一般通过收购中小型证券公司
1990年		美联储给予JP摩根银行从事承销公司股票发行的特权	
1995年		美国众议院银行委员会通过《金融服务竞争法》，规定美国商业银行可以 通过其他分支机构介入证券业务	
1996年	进入20世纪90年代，随着金融创新的全球化和银行业的并购发展趋势。在世界范围的跨行业、跨国界并购浪潮的冲击下，美国政府也出于发展经济和提升本国银行业实力的目的，对于混业经营的趋势采取默认的做法	美联储进一步放宽限制，允许银行附属机构进行证券承销，把银行控股子公司从事证券业务的 收益上限从10%放宽到25% ；货币监管署放宽对银行从事证券保险业务限制	银行业务范围扩大到证券领域，推动金融机构在商业银行与投资银行领域的全面竞争，促进了债券和股票市场的直接融资规模迅速增长
1997年		美国众议院银行委员会通过了《美国金融改革方案》，允许部分非金融公司购买商业银行	
1998年		美联储 同意花旗和兼营投行保险业务的旅行者集团合并成为花旗集团，并成为事实上混业经营的银行控股公司	
1999年	20世纪八九十年代，金融制度创新，金融控股公司在银行控股公司的基础上发展起来	《金融服务现代化法案》，废除《格拉斯·斯蒂格尔法》，允许美国的银行控股公司转型为金融控股公司，允许通过 金控公司模式 进行银、证、保业务的联合经营	金控公司可是银行控股公司、保险控股公司、投资银行控股公司等
2008-2009年		《现代金融监管构架改革蓝图》、《金融监管改革框架》，对银行表外业务、自营交易，尤其是衍生品业务做严格限制与监管	
2010年	次贷危机	《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》核心是 沃尔克法则 ，禁止吸收公众存款的银行从事高风险自营投资业务（股票、衍生品、商品期货），以及限制银行拥有、投资或发起对冲基金和私募股权基金；且资产规模500亿美元以上的金控公司要受美联储监管	限制银行高风险非银业务，加强监管、防范金融危机

资料来源：WIKIPEDIA、《美国金融控股公司法律制度的历史演变》等、华西证券研究所

从混业经营的背景和触发因素来看：

1) 经历了储贷危机和银行倒闭潮后，20 世纪 90 年代美国经济进入稳定增长期，产业转型升级、消费和投资繁荣拉动 1980-1999 年实际 GDP 和名义 GDP 年均复合增长率分别达 3.2%、6.7%。同时在对外贸易和国际收支方面，美国处于长期的贸易逆差和资本金融项目顺差状态。

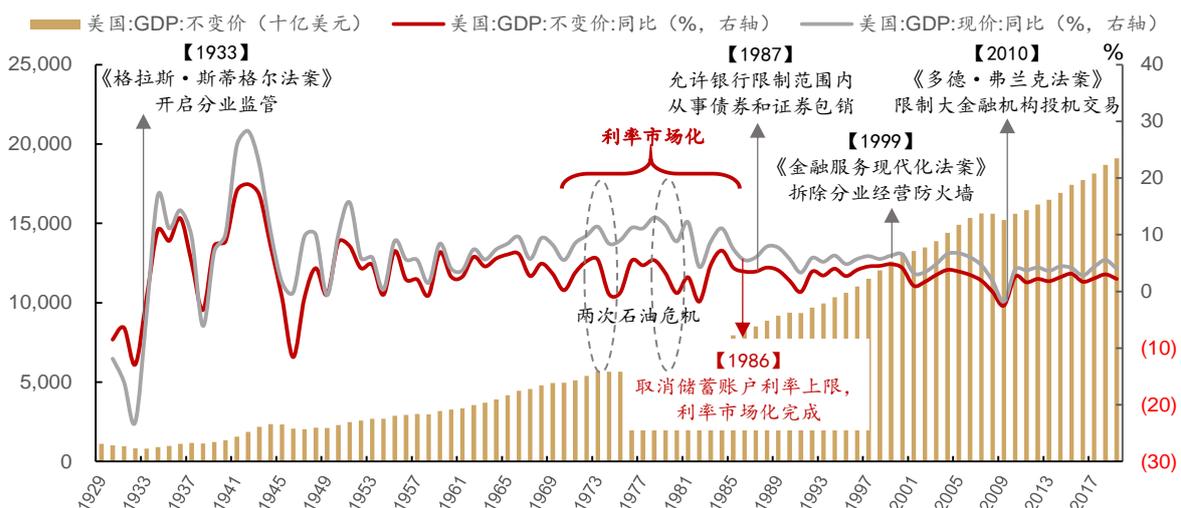
2) 经济快速发展背景下，全球股市资本化程度迅速提升，美国上市公司总市值/GDP 的比例由 20 世纪 70 年代的 40%大幅提升至 90 年代末的 160%。包括 1975 年新证券法废除固定佣金标准，进一步刺激了交易量，标普 500 指数由 1990 年的 330 点上涨至 2000 年的 1320 点，涨幅达 3 倍。投资银行业务也迎来突飞猛进的发展阶段，1981-1999 年间新发行的股票和债券分别以 19%和 25%²的速度增长。

3) 与资本市场快速发展相对应的是，商业银行面临“金融脱媒”的困扰。1986 年取消储蓄账户利率上限，美国利率市场化完成。（具体参见我们的利率市场化专题《他山之石，探索我国存款利率市场化的深入改革》）。一方面，过去银行存款利率定价受到限制，随着通胀提升，银行资金端成本优势降低、金融脱媒加剧，货基规模大增挤压银行生存空间，尽管利率管制放开，但短期资金成本进一步抬升，提升了银行通过其他渠道获取资金的需求。另一方面，伴随商票、资产证券化和次级债等金融产品创新，企业对银行传统信贷资金的需求降低。因此银行需要通过拓展新业务应对行业冲击。

4) 此外，20 世纪 90 年代全球经济一体化背景下，企业经营国际化程度的提高，对银行的全球化服务水平提出了更高要求，1999 年美国有 184 家企业入围《财富》世界 500 强排行榜，上榜企业收入占 500 强总收入的 37%。同时，国际大型金控公司的崛起，也给美国的单一银行制造成较大压力。

可以看出，美国每一轮金融混业的触发因素主要来自经济发展、金融创新以及融资需求的提升，80 年代金融脱媒进一步催化混业需求。从另一个角度来说，贸易自由化、利率市场化、金融混业化，以及资本市场佣金自由化，共同构成了美国 90 年代的金融自由化浪潮；而金融危机对经济的冲击也往往是分业经营的开端。

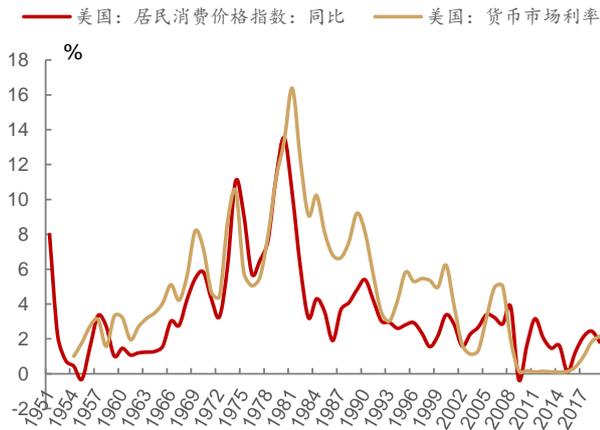
图 2 宏观经济对应监管政策阶段：90 年代美国经济进入稳定增长期奠定混业经营基础



资料来源：CEIC、华西证券研究所

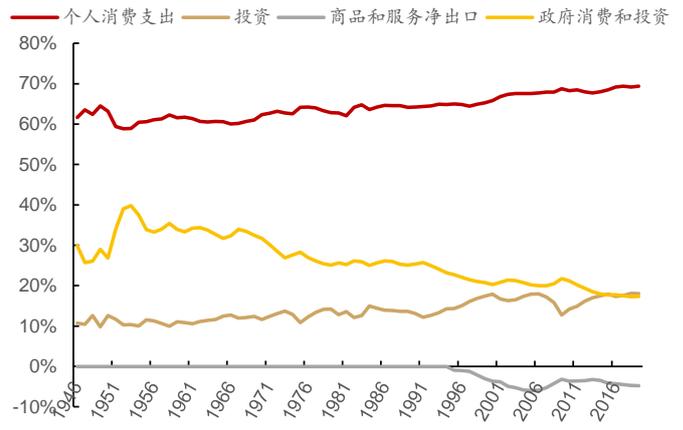
² 数据来源：中研网，https://www.sohu.com/a/107997726_119737

图3 美国70-80年代通胀高企，90年代回归常态



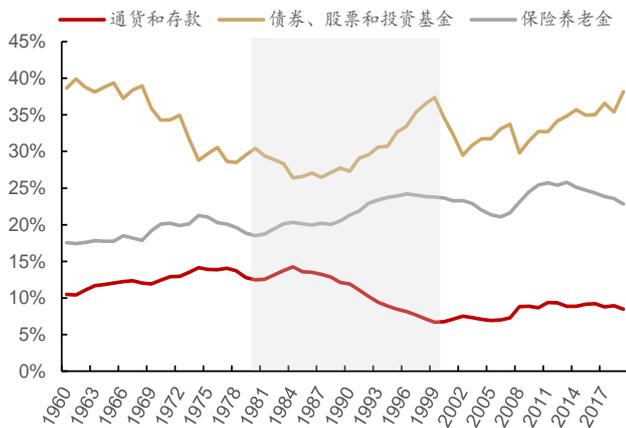
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图4 消费和投资是经济主要拉动因素



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图5 80、90年代美国居民资产中股债和共同基金占比上升、存款现金占比下降



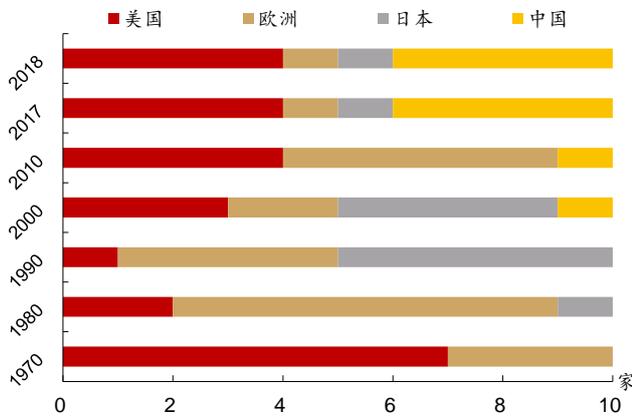
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图6 80-90年代股权市场资本化程度大幅提升



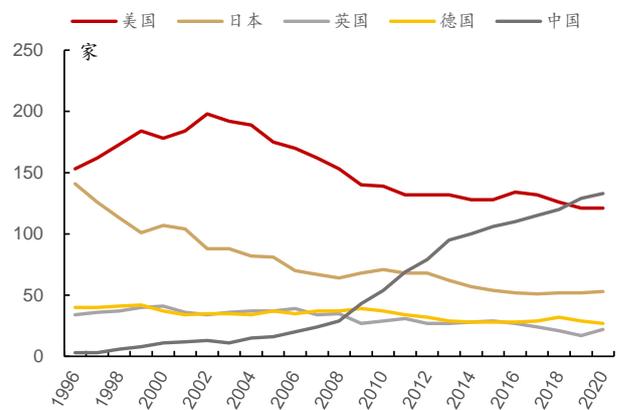
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图7 90年代全球前十大银行排名：欧洲和日本的占比提升



资料来源：《银行家》、华西证券研究所

图8 90年代美国财富500强上榜企业数量全球居首



资料来源：《财富》世界500强排行榜、华西证券研究所

■ 英国：

英国的混业经营主要始于 20 世纪 80 年代。

1) 早期英国不同金融机构之间分工明确、界限清楚，但并无法律明确限制混业经营。作为传统工业化国家，从 19 世纪后半期，出于大量发行公司债和设立股份公司筹集资本的需要，商业银行开始承担投资银行证券承销与发行功能。

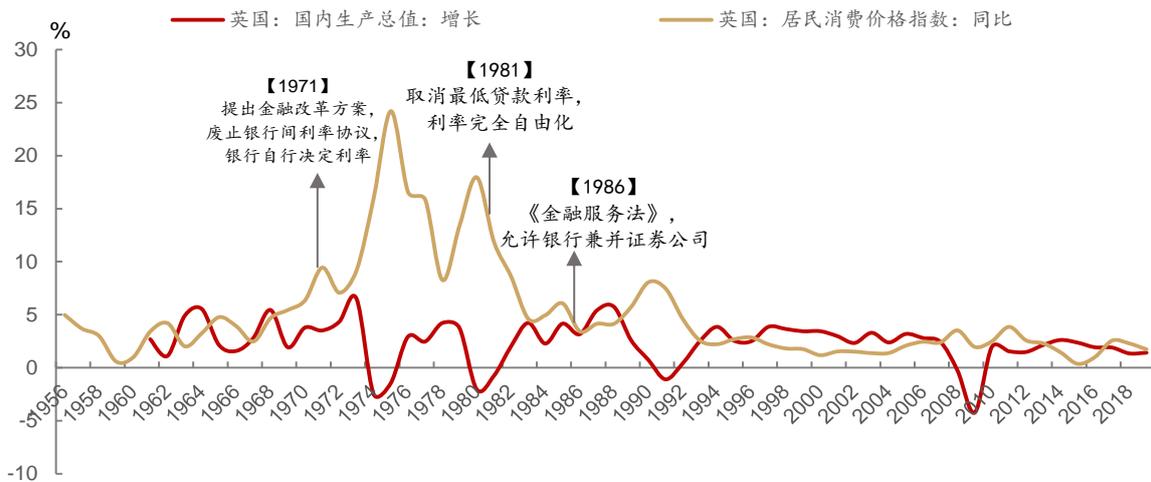
2) 20 世纪 70 年代，英国竞争优势逐渐弱化，倾向于实行自由化的经济政策，鼓励银行业在广泛金融领域开展竞争。70 年代的通胀和金融自由化浪潮冲击下，英国 1971 年度止利率协定、1981 年取消最低贷款利率，整体是一步到位实现了利率自由化。混业经营也是紧跟着利率市场化而来，1986 年撒切尔政府正式出台“伦敦金融大爆炸”式改革方案，即《金融服务法》，允许银行兼并证券公司，从而推动形成了经营多种业务的金融集团。

图 9 英国混业经营历程

时间	背景	重要政策/事件	目的/影响
二战以前	英国不同金融机构之间分工明确、界限清楚；不同金融服务和产品的界限并非法律规定，而是商业惯例、反竞争的机制和自律的产物	-	英国金融机构种类繁多，分工细致，伦敦金融城在国际金融业享有盛誉
1971年	二战以后，英国经济增长缓慢，金融业随之萧条	英国实行“竞争与信用控制政策”，鼓励银行业在更广泛的领域里展开竞争	英国的商业银行率先打破只经营短期信贷业务的传统界限，开始经营消费信贷、单位信托、投资银行、保险经纪等业务，同时还进入住房抵押贷款市场
1986年10月	英国银行推进全球化经营战略，将发达经济体市场作为主要目标，积极扩张争取市场份额	撒切尔政府出台“伦敦金融大爆炸”式改革方案，即《金融服务法》，废除单一资格制度，将过去严格分开的证券经纪商与批发商合二为一；允许非交易所会员公司100%收购会员公司股份，组成新证券交易商；允许银行等金融机构和外国证券公司直接入市交易	金融“大爆炸”催生大量金融控股公司，彻底摧毁英国本土及英联邦国家分业经营体制
1987年		《银行法》明确指出不仅银行、证券、保险、信托等金融机构可综合经营，而且金融机构可控股兼营工商企业；不但国内金融机构可交叉持股，组建金融控股公司，而且国内外金融机构之间还可通过金融控股公司形式进行综合经营	在法律促动和激励下，英国大型银行纷纷开始兼并与收购及重组等扩张活动，于是出现了大量多元化综合经营的金融集团

资料来源：《美英日德金融控股集团发展路径比较研究》等、华西证券研究所

图 10 英国混业经营宏观背景：始于利率市场化后期



资料来源：CEIC、华西证券研究所

■ 日本：

同美国相似，日本也经历了自然混业-严格分业-回归混业的历程。

1) 20 世纪 20 年代后至大萧条期间，日本银行之间合并资产重组迅速高涨，大量信托公司、储蓄银行合并形成金融控股公司，企业之间相互持股盛行，金融业日益高度集中。日本政府在这一时期采取宽松政策，没有设立法律条文对其国内金融业经营范围加以限制。

2) 金融危机和二战后，国际普遍加强对金融业监管，1948 年日本政府颁布《证券和外汇法》，禁止银行从事证券业务，不同类型金融机构之间禁止相互准入，可交叉持股，但持股数量以 10% 为上限；1987 年《反垄断法》将持股最高限降低为 5%。在这期间银行业实行严格分业经营模式³。

3) 20 世纪 70 年代中后期，为应对经济增速放缓、产业结构转型、日元升值压力，以及大量发行政府债和放宽准入加剧金融脱媒等问题，日本开始推动金融自由化改革。从 1981 年日本出台新《银行法》并修改《证券交易法》，商业银行可以经营国债、地方政府债券、政府保付债券买卖，证券公司则向银行 CDs 业务渗透；1985 年商业银行可兼营信托证券保险等业务；1993 年立法批准不同类型的银行可进行合并，对分业经营严格管制有了极大松动；1998 年 4 月实施《金融体系改革一揽子法》，放宽对银、证、保的业务限制，废除银行不能直接经营证券和保险业务的禁令，彻底打破分业限制；2007 年保险代理业务也全面解禁。

与美国和英国在利率市场化中后期正式实施混业经营略有差异的是，内外部环境共同作用下，日本渐进式地推进利率市场化改革的时间区间在 1978-1994 年，因此混业经营的推进和利率市场化几乎同时期进行，而混业政策的放开一直延续到 21 世纪初。

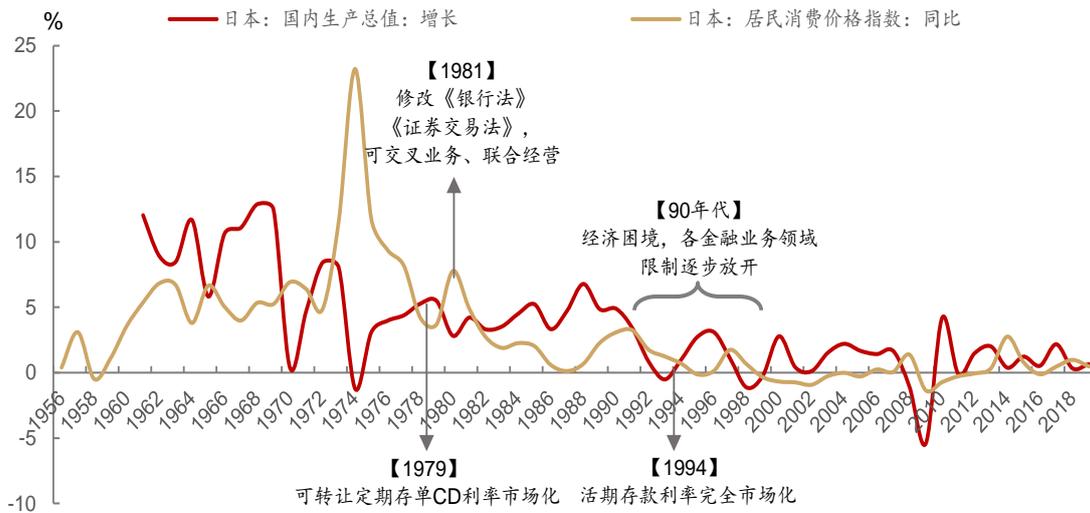
³ 资料来源：《美英日德金融控股集团发展路径比较研究》，周觉，《经济研究参考》，2015

图 11 日本混业经营历程

时间	背景	重要政策/事件	目的/影响
20世纪20年代-大萧条	日本银行之间合并资产重组高涨，大量信托、储蓄银行合并形成金控公司，企业之间相互持股盛行，金融业日益高度集中	日本政府在这一时期采取宽松政策，未设立有关法律条文对其国内金融业，特别是银行业经营范围加以限制	自然混业状态
20世纪30年代	世界性的经济危机以后，金融理论核心是政府必须对金融业进行严格监管，保证金融业安全	1948年政府颁布《证券和外汇法》禁止银行从事证券业务，不同类型金融机构之间禁止相互准入，可交叉持股，但持股数量以10%为上限	严格分业经营模式
20世纪80年代	金融业日益繁荣，日本银行业为了应对美欧金融机构的竞争，开始向证券、保险领域渗透	1981年日本出台新《银行法》，随后又修改《证券交易法》，1982年实行《新存款机构法》，明确了银行与证券公司可以相互交叉业务的联合经营方式	《证券法》的颁布标志着金融从分业经营逐渐向混业经营发展
1985年	广场协议导致日元升值后，日元资金进入世界市场和金融业资本实力日渐壮大	允许银行 买卖已发行的公债券	日本商业银行兼营信托证券保险等业务的步伐开始加快
1992年	90年代资产泡沫破灭，日本经济进入衰退，陷入“失去的二十年”，银行的不良债权急剧增加	颁布《金融制度改革法案》，允许银行、证券、信托三种不同形态的金融机构以“异业子公司”方式相互渗透，实行业务交叉	全面的混业经营局面拉开。 各主要商业银行都建立起证券附属公司，能够经营各种公共债券、企业债、可转换债券、附认股权证债券等有价证券的承销、自营交易和经纪业务等，而股票的承销与交易仍不能开展
1997年6月		《反垄断法》允许只要机构不出现过度垄断的现象，原则上可自由设立控股公司；临时国会解除对金融机构设立银行控股公司等金融控股公司的禁令，允许银行向投资信托委托公司提供营业网点	形成“财团经济”，以资本为纽带，各成员企业之间松散的横向联合，银行与企业之间可以相互持股，大银行和金融机构是集团的核心
1997年12月		国会通过《金融控股公司解禁整备法》和《银行控股公司创设特例法》，允许银行控股公司对子公司拥有超过其已发行股票50%的控制权	对金融控股公司的限制不复存在，日本各金融机构纷纷转向通过金融控股公司的方式来实现混业经营
1997年		修改《外汇法》《银行法》《证券法》《保险业法》《金融期货法》《禁止垄断法》等，将金融控股公司分为“银行控股公司”、“证券控股公司”及“保险控股公司”	控股公司得到解禁，推动金融自由化和全球化
1998年8月20日		《新日本银行法》建立以金融厅为核心、独立中央银行和存款保险机构共同参与、地方财务局等受托监管的新的金融监管体制框架；允许金融机构通过直接扩大主营业务范围、或控股子公司间接参与的方式，让各金融机构业务领域相互渗透	日本第一劝业银行、兴业银行和富士银行3家银行合并为瑞穗金融集团，合并后的总资产为141万亿日元，这也是日本金融界首次由银行出资设立大型金融控股公司
1999年10月		开始 撤销对银行证券子公司业务范围的限制	银行与证券之间业务壁垒不复存在；各大银行和证券公司频繁发生并购重组，形成了多个综合金融集团
2001年	90年代末，山一证券倒闭、野村证券损失补偿等大型金融事件导致大藏官僚问题成为社会焦点	日本成立金融厅，专门负责制定颁布金融法规，监督管理金融机构	东京三菱银行、三菱信托银行株式会社以及日本信托银行株式会社组成三菱东京金融集团
2008年	金融危机爆发后，政府为提高金融业国际竞争力，出台放松管制的一系列政策	发布《金融商品交易法》修正案，放宽银行和保险机构在企业中的持股限制，允许管理人员可以在同一金融集团下不同金融机构兼职	-

资料来源：《美英日德金融控股集团发展路径比较研究》等、华西证券研究所

图 12 日本混业经营宏观背景：与利率市场化同步



资料来源：CEIC、华西证券研究所

■ 德国：

德国始终推崇“大陆制”的全能银行模式。全能银行出现的背景一方面取决于当时的经济环境，另一方面也受到当时的社会主义意识形态影响（需要集中的资本管理）。早在 19 世纪 50 年代，德国工业化大发展，大量工业企业的快速扩张产生资金需求，因此银行在提供企业贷款的同时，也开始逐步通过帮助企业发债、发股甚至直接投资参与企业的融资过程，从而开启金融混业经营时代。

而银行作为其融资体系的核心，主要原因在于：1) 融资需求带动，工业化发展迅速下，早期的权益/证券市场无法满足工业企业发展需求，所以只能由银行信贷的大规模扩张来满足。2) 战后资本市场体系的脆弱性，企业发展依赖长期信贷支持，且资本市场的重建也依赖银行存款的支持。3) 跨国金融业务需要满足国际化需求。4) 满足监管特定时期推进的特别融资方案。

综上，从各国混业经营的发展历程来看，总体呈现几个特点：

1) 混业经营是 20 世纪 80-90 年代金融自由化的一个缩影。几个代表国家都是在 20 世纪 80-90 年代建立起金融混业体系，触发因素宏观层面有当时经济增长转轨和产业结构转型下的实体融资需求、贸易自由化下的国际竞争需要，以及 70 年代恶性通胀引发的反思推动金融去监管浪潮；行业层面，利率市场化深入推进打破了银行传统存贷业务模式，金融脱媒倒逼银行通过提供更多产品、更多元化业务开发新利润增长点；同时大量的金融创新和技术升级也为原有融资运作模式的改变奠定了基础。

2) 转型过程往往以放开部分业务类别为过渡，辅以各项立法跟进，以及监管体系的改革。混业改革前，各国普遍处于经济大萧条后的严格分业模式，不同类型金融机构之间交叉销售和持股受限。混业经营的推进则是渐进的，在放松银行利率管制、深化存款保险改革等金融改革深化后，通过部分业务试点、放宽银证银保合作，再到放松银行设立分支机构限制，伴随政府出台各项法令完善监管体系，最终过渡到立法认可银证混合经营。

3) 值得注意的是，金融危机后金融市场也出现了一定的专业化经营趋势。金融危机的出现往往触发监管的收紧来降低系统性风险，如美国的沃尔克规则、欧盟的列卡宁报告（要求大型商业银行应将可能影响金融稳定的交易资产划入独立法人实体）、英国的“围栏”监管规则（要求银行集团内部必须设立零售银行法人实体，独立满足资本、流动性等监管要求）。大型金融集团出于突出主业或防范风险的考虑，开始剥离高风险资产。如花旗集团继 2005 年将旅行者寿险、年金管理公司和几乎所有国际保险业务出售给大都会公司后，又在 2009 年剥离日本信托银行等非核心业务；德意志银行经营困境下近两年退出了融资租赁、私募股权投资基金等领域，并关闭交易部门的大部分业务。

图 13 各国混业经营的发展是金融自由化的持续深入的推进

国家	混业经营推进阶段 (金融业务自由化)	同期金融自由化环境	触发因素	混业形式
美国	80年代开始混业试点→1999年废除《格拉斯·斯蒂格尔法案》标志分业限制取消	20世纪60年代末开启金融自由化： 1) 利率市场化深入：1970年放开10万美元以上大额存单利率管制，到1986年取消支付性存款利率限制和存折储蓄账户利率上限，利率市场化完成； 2) 资本流动自由化：1973年取消资本流入限制，1981年允许欧洲货币在美国通过国际银行设施IBF交易；1997年达成全球金融服务协定； 3) 伴随资本市场自由化：1975年引入协商费率制度，开启证券佣金自由化；资本市场大量金融工具创新。	经济发展、产业转型升级，融资需求提升；金融创新和自由化下，资本市场快速发展，利率市场化深化下银行金融脱媒加剧；贸易自由化，以及国际大型金控公司崛起	直接融资体系下的金融控股公司模式
英国	1986年“伦敦金融大爆炸”改革方案，即《金融服务法》，允许银行兼并证券公司	1) 利率市场化完成：1971年一举废止利率协定，到1981年英格兰银行取消最低贷款利率，利率实现自由化； 2) 外汇管制放开：1979年，英国取消对外交易的外汇管制，实现国际金融交易自由化； 3) 资本市场自由化：取消经纪商和交易商两种职能不能互兼的规定，放开交易所会员资格限制；取消证券交易最低固定佣金限制，实行代理手续费自由化；取消非交易所成员持有交易所成员股票的限制。	70年代竞争优势弱化，撒切尔政府推动经济私有化和金融自由化改革刺激经济发展；英国银行推进全球化战略，外国金融机构形成竞争	银行控股公司模式
日本	1981年出台新《银行法》并修改《证券交易法》确定银证联合经营，到1998年《金融体系改革一揽子法》废除银行不能直接经营证券和保险业务的禁令，彻底打破分业限制；2007年保险代理业务解禁	1) 与利率市场化同步：1979年放开CD利率，到1993年实现定期存款利率市场化，1994年市场化完成； 2) 推进资本流动自由化：1960年出台贸易和外汇自由化基本计划，1980年实行新外汇法允许资本双向自由流动，20世纪90年代实现外汇完全自由化；1989年，完全放开以日元计价的外国债券市场，成立东京的日元离岸市场； 3) 伴随资本市场自由化：1984年《日美日元美元委员会报告》逐渐废除公司债发行业务管制，1996年公司债发行市场实现自由化。	经济增速放缓、产业结构转型；大量发行政府债和放宽准入加剧金融脱媒；美日经济摩擦加剧，外部因素影响放开国内金融市场，日元面临升值压力	“主银行”制度下的金融控股公司模式
德国	19世纪中叶工业化时期发展全能银行，二战后从法律上确立银、证、保混业经营模式，1961年《银行法》正式确立混业经营体制	延续全能银行制，但伴随金融自由化提升了业务自由度： 1) 1962年修改《信用制度法》调整利率限制对象，到1967年提出废除利率限制议案，全面放松利率管制； 2) 1997年《第三次振兴金融市场法案》加快股票市场、信托业及金融集团等自由化改革，降低上市公司准入标准和信披要求。	政治文化上，实施社会主义市场经济模式，倾向于发展稳健的间接融资模式；缺乏发达的资本市场，企业依赖长期信贷支持；跨国金融业务需要满足国际化需求等	银行主导间接融资体系下的全能银行模式

资料来源：《美国的金融自由化进程：经验、教训与启示》（吴婷婷）、《日本金融自由化改革经验值得中国借鉴》（国务院发展研究中心）等，华西证券研究所

1.2. 金融混业背景下功能性统一监管成主流

金融混业的推进过程也伴随着金融监管体系的变革，以分业监管为主导的全球金融监管体制逐步转向以混业集中监管为主导。挪威（1986）、加拿大（1987）、丹麦（1988）、瑞典（1991）等国家相继成立了在中央银行之外的统一监管机构。1997年英国成立了独立于中央银行、负责对整个金融活动进行统一监管的综合性金融监管机构—金融服务管理局（FSA）。之后韩国（1998年）、澳大利亚（1998年）、卢森堡（1999年）、匈牙利（2000年）、日本（2000年）等国家也相继进行了类似的改革，逐步实行统一监管⁴。

美国：伞形监管+双峰模式。1999年的《金融服务现代化法案》在联邦政府层面构建了“伞状监管”模式：1) 美联储是金控公司并表监管的主要负责机构，必要情况下才可以对银、证、保公司行使裁决权；2) 货币监管局、联邦存款保险公司、证券交易委员会等分别对金控公司相应金融业务承担功能性监管责任；3) 同时州政府层面保持原有的多方面金融监管权力，金控集团子公司也受所在州政府的行业监管机构约束。但伞形监管模式存在监管真空和监管重叠等缺陷。**金融危机后**，2011年颁布《多德-弗兰克法案》，将金融监管目标划分为审慎监管和从业行为两方面，扩大美联储监管范围（规模500亿美元以上的金控公司必须接受美联储的系统审慎监管），财政部设立金融稳定监督管理理事会，负责管理系统性风险；设立消费者金融保护局，加强对消费者和投资者保护。“伞形监管+双峰”模式较大程度上减少了监管空白，增强互补性。

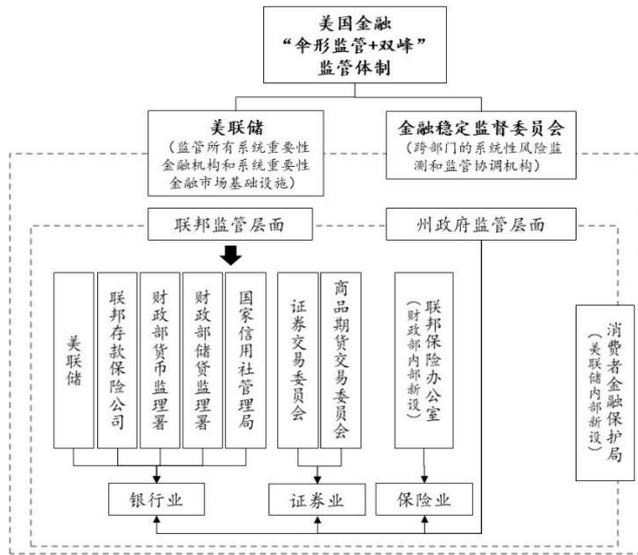
英国：双峰监管模式。英国的“双峰”模式是指审慎监管局和金融行为监管局双重监管。英格兰银行直接监管金融市场基础设施、中央交易对手和清算支付系统，审慎监管局隶属于英格兰银行，负责对存款机构、保险公司和系统重要性投资公司等进行审慎监管，金融行为监管局负责对所有在英金融机构进行行为监管，还负责对审慎监管局监管范围外的金融机构（多数为小型金融服务机构）进行审慎监管。金融政策委员会集中监管权力，对审慎监管局和金融行为监管局提供指导和建议，两者对所有金融机构实行统一监管，防止监管空缺，保证金融体系的稳定运行。

德国：一体化监管模式。2002年根据《金融监管一体化法案》，德国成立金融监管局（BaFin），取代原来的联邦银行、保险和证券三大监管局，负责对德国所有金融机构的统一监督。BaFin内设三个专业管理部门及众多交叉业务管理部门，分别监管银行、保险、证券业务，并负责处理交叉领域的问题。而德意志联邦银行和金监局信息共享、分工协作，央行主要监管日常业务，如对信用机构的定期监督与报告分析等，金监局负责颁布行政法规和进行特别检查。金融危机后，由德意志联邦银行、财政部、联邦金融监管局、金融市场稳定局四个部门组成金融稳定委员会，同时强化央行在宏观审慎监测和分析的核心地位。

日本：统一监管模式。2001年通过改组金融再生委员会下属机构金融监督厅，与大藏省金融企划局合并，设立金融厅，对银行、证券、保险等金融机构和证交所统一监管。金融厅统揽所有监管职能，日本银行担任央行角色，财务省和存款保险机构在应对一些金融危机时担任辅助监管角色。

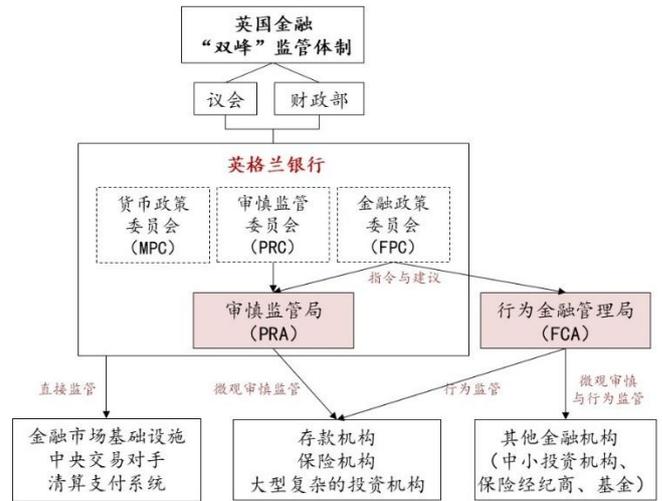
⁴ 资料来源：《对金融业综合监管模式的法律思考》，唐明，《人民论坛学术前沿》，2011

图 14 美国：伞形监管+双峰模式



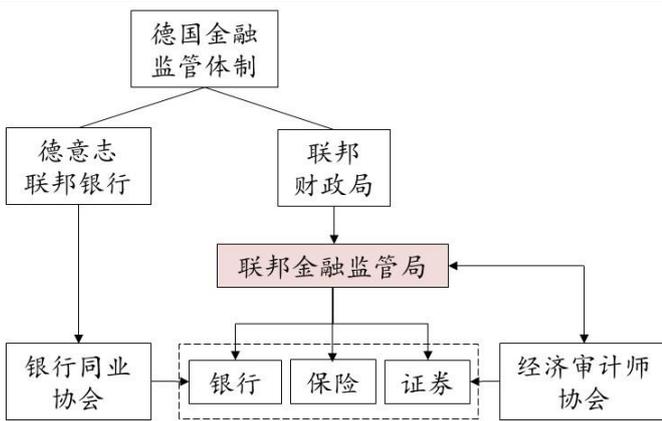
资料来源：The Federal Reserve System、华西证券研究所

图 15 英国：“双峰”监管体制



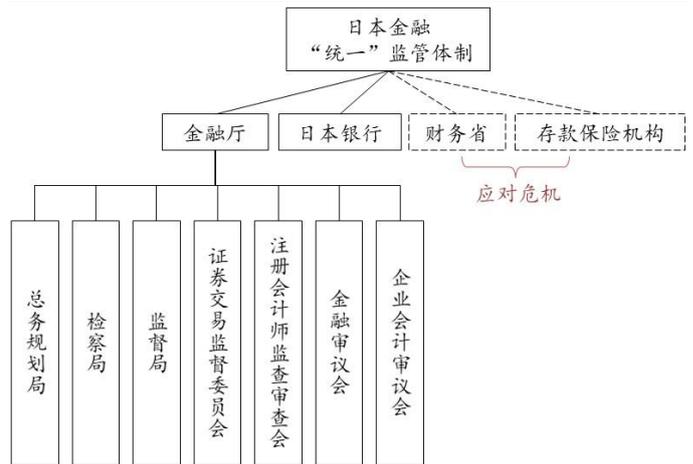
资料来源：Bank of England、华西证券研究所

图 16 德国：金融监管一体化，加强外部监管



资料来源：Deutsche Bundesbank、中国发展观察网、华西证券研究所

图 17 日本：统一监管体制



资料来源：Bank of Japan、华西证券研究所

总体来看，虽然各国金融监管体制受特定时期的社会、经济、政治等条件影响存在一定差异，但总体以填补监管空白、提高监管效率、降低信息成本为导向，在混业经营趋势下，功能性统一监管成为主流。相较传统的机构监管，根据金融功能匹配监管能够更好的实现跨产品、机构和市场的协调，具备更强的一致性。相似的，我国为了加强监管协调，2017 年成立了国务院金融稳定发展委员会，2018 年推进银监会和保监会合并为银保监会，在统一监管的道路上更进一步。

1.3. 三种金融混业经营模式特征对比

市场一般将金融混业经营分为三种模式：

1) 以德国为代表的全能银行模式，银行内部设置业务部门，可以从事银证保等广泛的金融服务；

2) 以英国为代表的银行控股公司模式，银行作为其他金融机构的控股母公司；

3) 以美、日为代表的金控公司模式，母公司仅是公司经营策略的制定者和决策者，在同一机构框架内通过相互独立的附属公司从事各类业务，分业经营管理。

三种模式的特征相比：

1) 全能银行模式业务协同和资源共享程度最高，更便于发挥范围经济和规模经济优势，但风险控制依赖内部监控，风险在各行业间容易传递且不易阻隔；

2) 金控公司模式下，子公司间严密的防火墙设计利于风险的防控，但也削弱了子公司不同业务间的协同度，提高了信息成本和经营成本；

3) 银行控股公司模式介于全能银行模式和金控公司模式之间。

图 18 三种金融混业经营模式对比

金融混业形式	简介	代表国家	代表公司	业务特征
全能银行制	银行下设不同部门分管各业务； 商业银行可以从事广泛的金融服务	德国、奥地利、瑞士、巴西	德意志联邦银行	1) 规模经济效应； 2) 不同业务相互支持； 3) 易与客户建立长期互信的合作关系； 4) 易形成金融市场的垄断，产生不公平竞争； 5) 易产生集团内竞争，造成利益冲突； 6) 商业银行下设各部门经营银行、证券、保险等业务，商业银行承担全部法人责任； 7) 依靠金融监管机构的政策管制防范风险。
金融控股公司	银行、证券公司、保险公司等为兄弟公司； 银行不允许从事投资银行业务，应以控股公司形式，在同一机构框架内通过相互独立的子公司来从事其他金融业务。	美国、日本、韩国	花旗集团 摩根大通 富国银行 高盛 摩根斯坦利	1) 通过成立金融控股公司实现混业经营； 2) 商业银行与非银行金融机构并列，均具有独立法人资格，为金融控股公司的二级法人； 3) 由金融控股公司而非商业银行对非银行金融机构以投资额为限承担法律责任； 4) 金控公司进入银证保等领域，应达到一定的自有资本比率，获得相应资格，无法满足条件时必须退出市场； 5) 达到要求的金控公司可以在没有事先向美联储申请的情况下，进入新的金融业务领域，能够迅速适应市场变化，进行业务创新和拓展； 6) 银行和有直接投资关系的子公司不得经营证券业务。
银行控股模式/金融集团制	银行为证券公司、保险公司等的控股母公司； 银行机构可以进入证券交易所交易，传统商业银行和商人银行业务范围重合，但侧重点不同	英国	汇丰银行 巴克莱银行	1) 允许商业银行在符合一定条件的前提下成立子公司，或控股公司成立子公司兼营其他业务； 2) 经营非银业务的公司为独立法人，独立承担法律责任； 3) 银行、证券、保险、信托等金融机构可通过金融控股公司实现综合经营； 4) 金融机构可控股兼营工商企业； 5) 不但国内金融机构可交叉持股，组建金控公司，且国内外金融机构之间还可通过金控公司形式进行综合经营。

资料来源：根据公开市场信息整理、华西证券研究所

2. 他山之石：金融混业经营的多维度影响分析

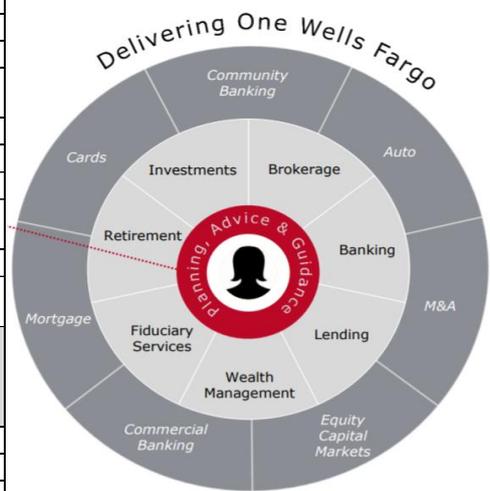
2.1. 业务影响：业务多元化，提升获客性价比

混业经营最直观也是最核心的影响就是拓宽银行经营范围，为客户提供一站式服务，实现产品和服务等的交叉销售。从现有业务特征角度来看，“交叉经营”的业务可以涉及：1) 作为传统的信用中介，实现集团内客户的投资联动，商行+投行的融合，提高资金使用效率，同时配套提供投资银行、财务顾问等服务。2) 依托银行支付结算优势，为集团客户提供广泛的全流程资金托管、结算、管理等业务。3) 利用广泛的网点和销售优势，拓宽现有代理业务，可以代销保险、基金、信托计划、集合资产管理计划等产品。4) 依托银行庞大的零售客群基础拓展代客业务、资管业务、财富管理业务。

我们以富国银行为例，作为混业经营和交叉销售的典范，富国主要通过大范围的并购实现综合经营和业务扩张，20世纪80-90年代初，富国银行收购金融机构就超过100家⁵。代表性的并购案例包括1998年与西北银行合并，除了经营半径扩展至全美和海外地区、实现从区域银行向全国银行的跨越，同时也承接了西北银行的保险和抵押贷款证券化优势业务；2008年完成与美联银行的并购，成为世界第五大保险公司、美国第三大商业保险公司和美国最大的银行系保险公司。富国先后收购过信托、资产管理和保险经纪公司，从而形成目前以支票、抵押贷款、投资和保险为核心产品的，150余种、覆盖客户各个生命周期、满足不同阶段金融需求的产品体系，奠定了交叉销售的基础。

图 19 通过大范围并购拓展业务范畴，以客户为中心提供综合化产品

时间	被并购主体	并购业务领域/被并购主体业务
1998年	西北银行	保险业务、传统存贷业务、投资管理和信托业务
1999年	第一美国公司	产权保险，评估服务和托管托管服务
1999年	Navidec汽车销售部门	汽车销售
1999年	First Place Financial	人寿保险、退休规划和业务解决方案
2000年	阿拉斯加，加利福尼亚，密歇根州，内布拉斯加州和犹他州银行	银行业务
2000年	学生贷款之家Servus Financial	学生贷款
2000年	证券经纪公司Ragen McKenzie	零售证券经纪
2000年	租赁公司Charter Financial	提供资金抵押票据获取现金
2001年	阿科迪亚Acordia	公司保险，巩固了其作为银行业最大的保险经纪人之一的地位
2001年	H. D. Vest, Inc. 及其经纪和投资咨询部门	资产管理服务、个人和企业出售保险
2003年	太平洋西北银行Pacific Northwest Bank控股公司Pacific Northwest Bancorp (PNWB)	商业贷款，商业抵押贷款占应收贷款的近40%，商业经营贷款占30%以上
2008年	美联银行	零售、经纪与公司客户金融服务，美联是世界第五大保险公司、美国第三大商业保险公司和美国最大的银行系保险公司
2008年	怀俄明联合银行	银行业务
2008年	Flatiron信贷公司	保险费金融
2008年	EMAR集团	商业保险
2015年	上汽通用汽车金融(GMAC-SAIC)的商业流通金融和卖方融资平台	商业流通金融和融资平台
2016年	通用电气旗下金融资产	通用资本房地产业务



资料来源：Wells Fargo 2018 Investor Day、公司公告、维基百科、华西证券研究所；注：仅摘录部分重要并购案例。

⁵ 资料来源：《从社区银行到全球金融巨擘——解读美国富国银行本土市场“蝶变”之道》，辛本胜、张兴荣

产品组合多元化，有助于提升获客性价比。伴随产品体系的丰富，在并购西北银行后的 1998 年年报中，富国首次提出“交叉销售”概念，通过推进产品整合和产品包战略，促进了业务的发展：

1) 客户参与度有较大提升。据富国银行 1998 年年报，美国户均拥有 15 个金融产品，客户在同一银行中平均购买 2-3 个产品。而富国银行以“社区银行+小微贷款+交叉销售”为主要盈利模式，户均金融产品数量由 1998 年交叉销售初期 3.2 个上升至 2016 年的 6.29 个。

2) 产品渗透率增强，提升客户营收贡献度。交叉销售率越高，客户粘性也相应越高。同时持有日常、高级与商业产品的高参与度客户平均创造的营收是只持有日常产品的低参与度客户的 17 倍，2015 年高参与度客户留存率高于低参与度客户 24pcts，客户粘性较高。

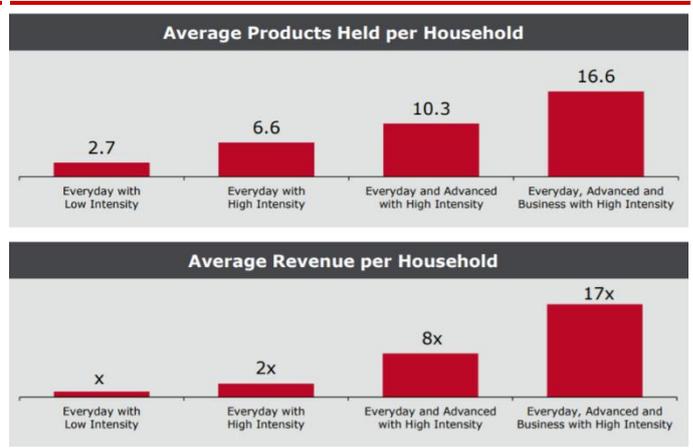
3) 配合产品包的概念，富国相应进行了业务形式的创新。富国把所有网点改称商店 (store)，并在店面设计上采用零售和超市的概念，采用配套销售的方式，为客户提供便利节省费用，并在各业务板块设立专门的交叉销售支持团队。

图 20 富国银行社区银行户均金融产品数量持续提升



资料来源：公司公告、华西证券研究所；注：2016 年后不披露

图 21 高参与度客户创收是低参与度客户的 17 倍



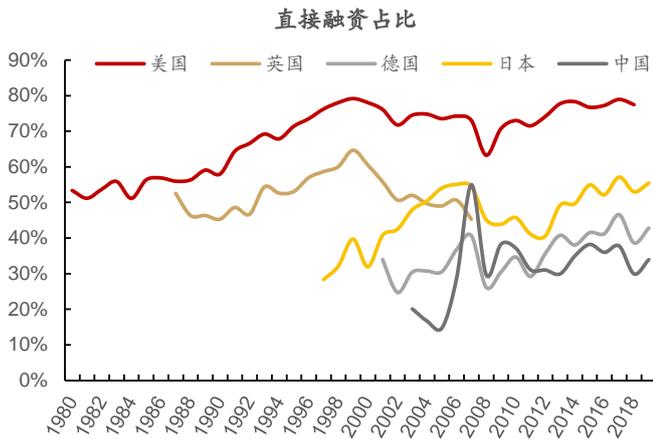
资料来源：Wells Fargo 2016 Investor Day

2.2. 融资结构：混业经营和直接融资发展相辅相成

发达国家的市场融资结构一般具备较高的直接融资占比，美、英、日等普遍位于 50% 以上，并且债融规模普遍较低，其中美国受益于发达的资本市场，股权融资占比最高。从历史进程上看，各国直接融资比例的提升、股权融资的繁荣，普遍集中在 20 世纪 90 年代金融创新大发展阶段。美国 1986 年开始混业改革，到 1999 年基本完成改革框架，伴随着资本市场不断壮大的过程，上市公司总市值/GDP 从 1985 年的 53% 提升至 1999 年 153.4% 高位，同时期银行对私人部门信贷/GDP 基本维持在 50% 左右，直接融资取代间接融资已经成为美国企业主要融资方式。传统意义上的银行主导型的日本，80-90 年代资本市场也取得了长足的发展，上市公司总市值/GDP 比例由 1980 年的 34% 一度提升至近 140% 的水平。

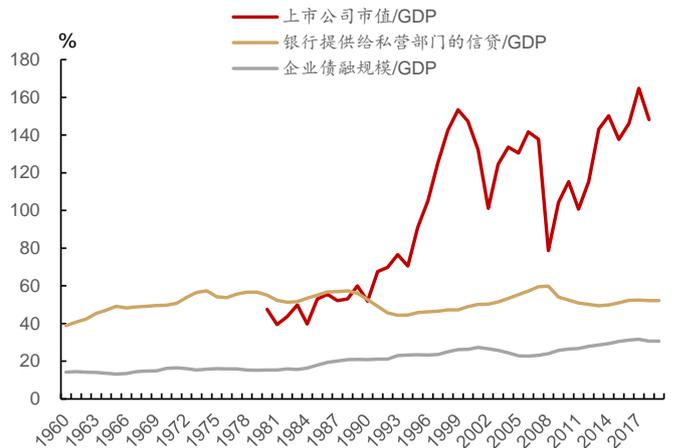
虽然 90 年代直接融资发展的原因来自宏观经济繁荣、产业转型升级、金融创新（401k 计划为代表的养老基金参与资本市场）、利率市场化、政策鼓励（日本 1987 年开始放松发债标准、简化发行手续）等多方面，但逻辑上来说，分业监管下对于银行自有资金、理财资金投资方向的严格管控，随着混业的推进和政策的放开有机会进入权益市场，也促进了直接融资体系的发展。或者说，直接融资的发展促成了混业经营模式的形成，而混业经营模式又反过来加速了直接融资发展，两者相辅相成。

图 22 美国、英国直接融资占比高，超过 50%



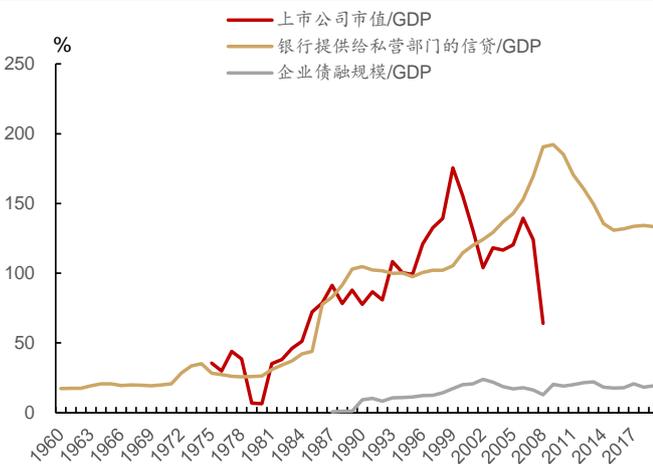
资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所；注：直接融资 = (股权 + 债券) / (股权 + 债券 + 银行贷款)

图 23 美国：股权融资占主导，90 年代比例大幅提升



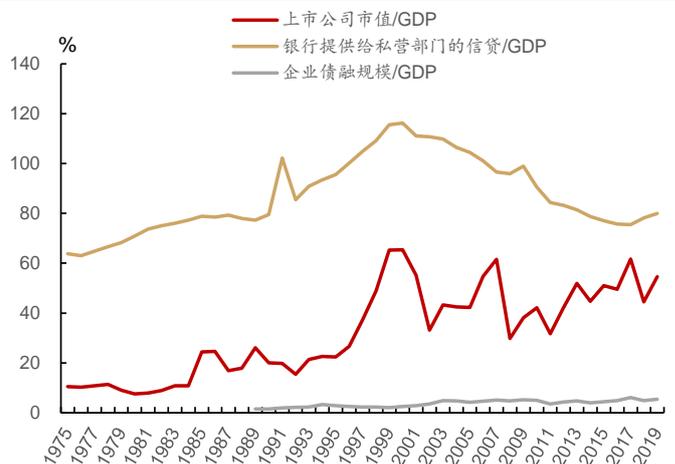
资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

图 24 英国：股权融资 90 年代有大幅提升



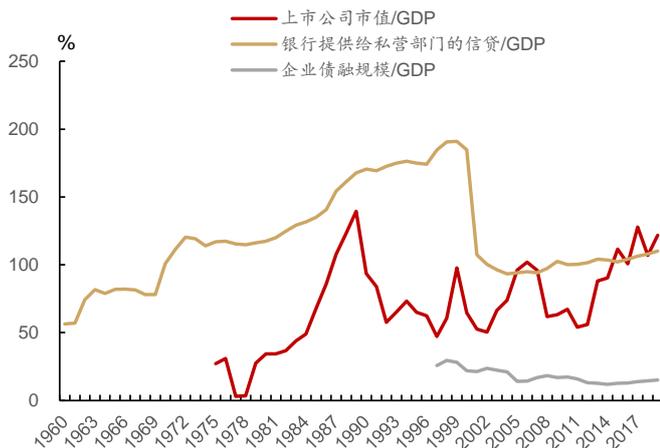
资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

图 25 德国：信贷融资主导，股权融资 90 年代末有提升，债融占比低



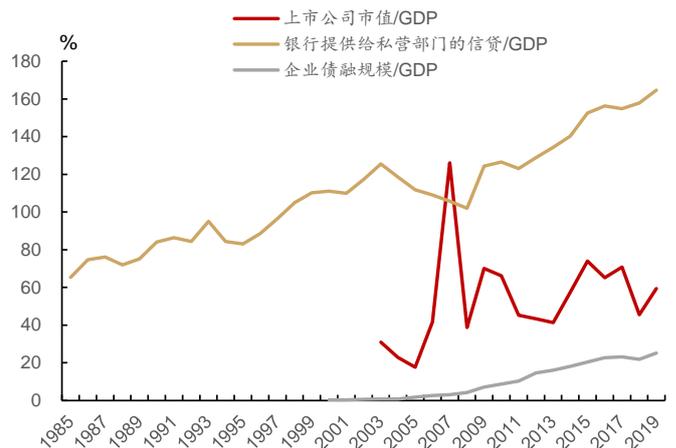
资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

图 26 日本：信贷融资主导，80 年代直融提升



资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

图 27 中国：信贷融资主导，债融提升明显



资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

2.3. 竞争格局：规模效应驱动兼并整合，形成差异化银行体系

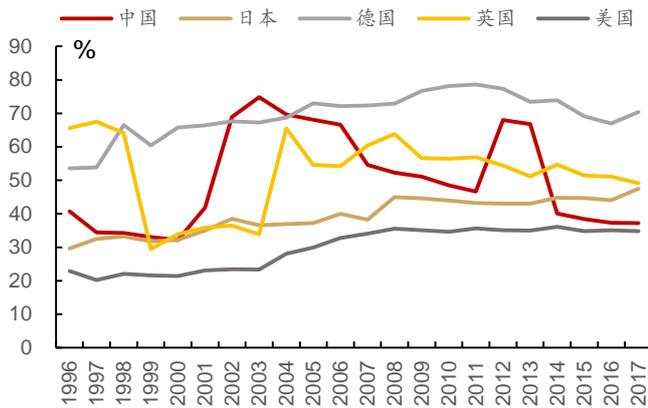
混业政策放开后，行业并购数量、频率明显增多。1986 年英国《金融服务法》的出台掀起了英国银行集团并购高潮。如巴克莱银行集团、汇丰集团和渣打集团等跨国银行集团，都是在此次并购浪潮中通过收购和兼并等途径，迅速发展成为国际化金融控股公司。

美国在 20 世纪 90 年代的并购浪潮中，金融行业也发生了大量的并购案，如美国第二大银行美洲银行收购第五大银行太平洋安全银行，大通曼哈顿银行与化学银行合并成为当时全美最大的银行等。《金融服务现代化法案》确定金控公司模式后至 2003 年 1 季度，资产规模超过 100 亿美元的 71 家大型银行控股公司中 49 家转变为金融控股公司；资产规模上，2003 至 2015 年，金控公司资产规模占银行控股公司总资产规模的比重从 78% 进一步提升至 86%，处于绝对优势地位。银行总数量来看，20 世纪 80 年代至今，美国商业银行数量从 1.4 万家左右直线滑落至 5000 家左右，90 年代每年银行独立并购案例超 500 例，规模逐步向头部大型机构集中。

从世界银行披露的各国前五大银行资产集中度来看，各国在开启混业经营到金融危机期间，行业集中度整体都有提升。美国和日本前五大银行资产集中度分别由 1996 年的 22.9%、29.6% 提升至 2008 年的 35.5%、45%。

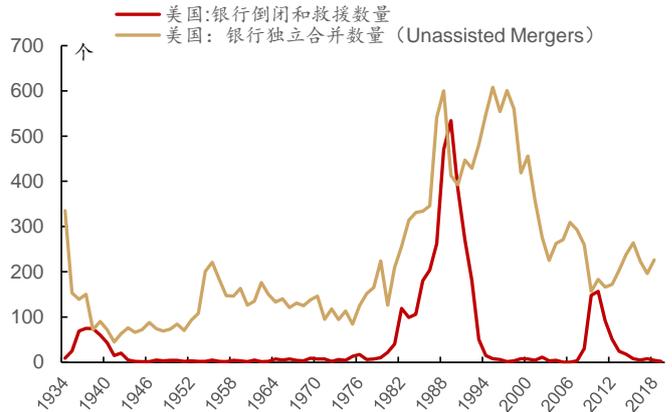
混业体制下小银行仍有一席之地，形成差异化银行体系。另一方面，混业经营形成巨型金控集团的同时，小型银行（社区银行）也逐步探索出专业化发展道路，例如美国的小型专业银行更侧重于为私人客户提供高效、便捷的服务，以社区信用合作社的会员模式，提供更有针对性的高质量服务，在激烈的竞争中获得了立足之地。最终市场结构往往以综合经营大行为中心、区域专业小行为补充，形成差异化的金融供给体系。

图 28 各国银行业集中度整体提升（前五大银行资产集中度）



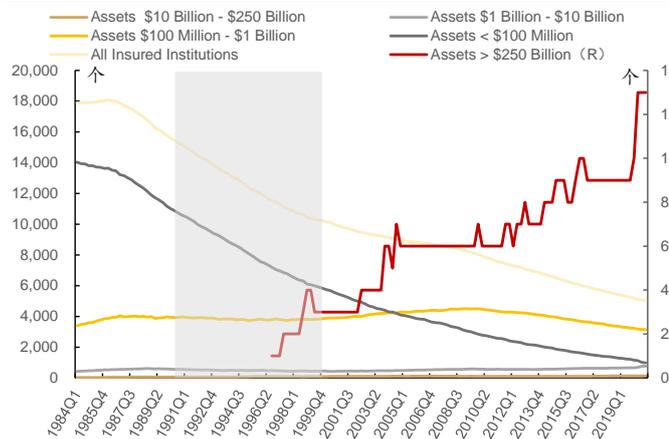
资料来源: World Bank、华西证券研究所

图 29 美国的银行并购和倒闭的数量均在 90 年代初达到峰值



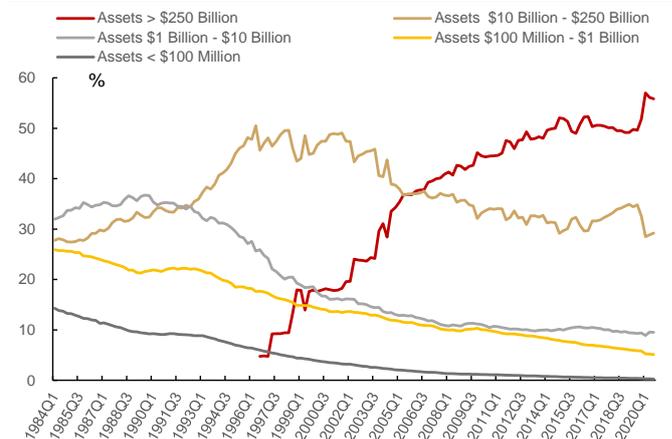
资料来源: FDIC、华西证券研究所

图 30 美国分类银行数量变动: 90 年代巨型银行机构出现, 小银行数量缩减



资料来源: FDIC、华西证券研究所

图 31 美国分类银行资产份额变动: 头部银行资产规模份额占比超 50%



资料来源: FDIC、华西证券研究所

图 32 英国银行业持续整合



资料来源: BBA data、华西证券研究所

图 33 日本: 银行控股公司数量增加 (个)

	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018
城市银行	13	11	9	7	6	5	5	5	5
地区银行	64	64	64	64	64	64	64	64	64
地区银行II	68	65	60	48	42	41	41	41	40
信托银行	16	23	33	26	19	16	16	16	15
长期信用银行	3	3	3	1	0	0	0	0	0
其他银行	-	-	-	9	16	15	15	15	13
银行控股公司	-	-	-	12	15	17	18	20	22

资料来源: 日本银行业协会、华西证券研究所

2.4. 财务影响：提升非息占比、降低息差依赖，ROA 企稳回升

■ 提升非息收入占比，收入结构更趋均衡

国际大型综合银行在混业经营下，投资银行、咨询、经纪和承销等业务均贡献更多种类佣金收入，促进营收结构更均衡。数据上体现在：

1) 绝对水平来看，根据世界银行统一口径数据，美国、英国、德国银行业非息净收入占比普遍位于 40% 以上，英国在“金融大爆炸”的 90 年代甚至一度突破 70%，显著高于我国 20% 左右的水平（虽然 2017 年已提升至 26.6%）。

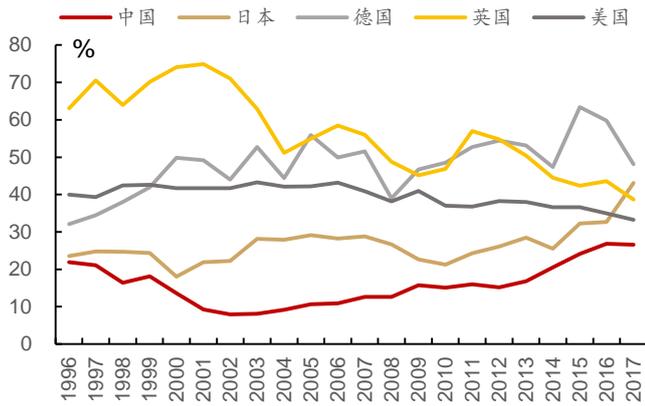
拉长区间来看趋势，美国商业银行非息占比走势明显与混业经营的各个阶段相契合。20 世纪 30 年代分业经营开启后，占比一路由近 40% 水平下滑至不足 20%；伴随 80 年代混业试点，到 90 年代法律形式上认可混业经营，占比再次回升至 40% 以上，并持续至 2008 年，随着金融危机后新金融监管法案出台约束银行部分高风险业务，非息占比有所下滑，但整体也能保持在 30% 以上高位（2018 年 33.8%）。从调整口径后的日本所有银行非息收入占比来看，经济衰退期波动较大，但 2008 年以后占比有所提升，由 2009Q1 的 23.3% 回升至 2019Q3 的 42.6%。

2) 具体非息收入结构上，受限行业数据的披露，美国在 2000 年及以前仅披露了银行账户服务、信托、交易收入三类，在非息收入中合计占比在 35%-40%，其中银行账户业务占主导，交易收入提升更快；2000-2008 年，受资产证券化业务繁荣影响，非息收入中资产证券化净收入贡献 10%，仅次于银行账户业务和信托；2008 年后，信托和交易收入再度发力占比提升，2019 年信托业务收入超过传统银行账户收入成为银行非息收入中占比最高的科目（13.9%），传统的银行账户收益占比略有下降。单看“投行、咨询、经纪和承销佣金”及“保险佣金”，分别贡献了非息收入 4% 和 2% 的相对稳定的占比。总体看，多元化收入平滑了 2008 年金融危机对交易账户的冲击。

日本所有银行口径下非息收入结构来看，手续费收入占比自 20 世纪 90 年代以来持续提升，一度超 50%，预计受到银行综合化经营影响，90 年代证券方面的限制陆续放开（1992 年允许银行以证券子公司形式承销公司债，1993 年取消商业银行股票业务限制），助推手续费收入快增；同时因为日本“主银行”制度下债券采取包销制，90 年代债市繁荣时期，计入其他营收科目的债券销售收益及股票和其他证券销售收益（非证券交易盈亏）占比达 60% 以上，经济基本稳定后也能贡献 20% 左右的非息收入。

3) 不同规模银行来看，在 20 世纪 90 年代美国商业银行非息收入/资产的比例大幅提升的同时，大型银行机构这一指标显著高于小银行，综合经营产生的效益更显著。

图 34 各国银行业非息净收入占比对比



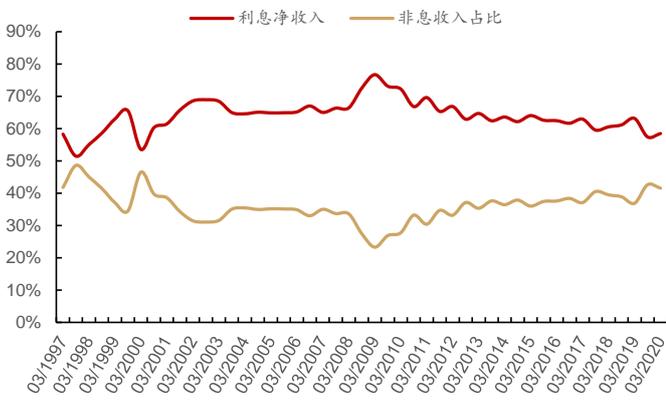
资料来源: World Bank、华西证券研究所

图 35 90 年代美国商业银行非息收入占比显著提升



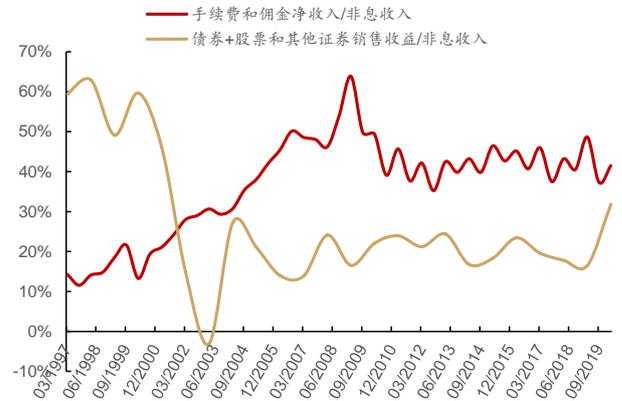
资料来源: FDIC、华西证券研究所

图 36 日本: 次贷危机后非息收入占比震荡上行



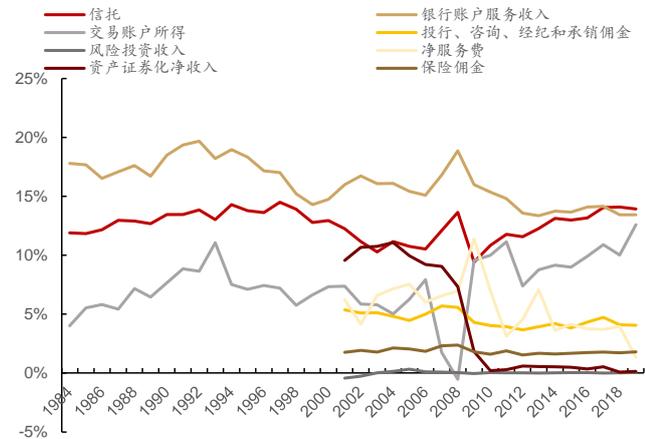
资料来源: 日本银行业协会、华西证券研究所; 注: 已对口径进行标准化处理, 营收为披露营运收入扣减归入营业费用中的利息支出、手续费支出、涉及交易和贸易的其他业务支出。

图 37 日本: 手续费在非息收入中的比例近 50%



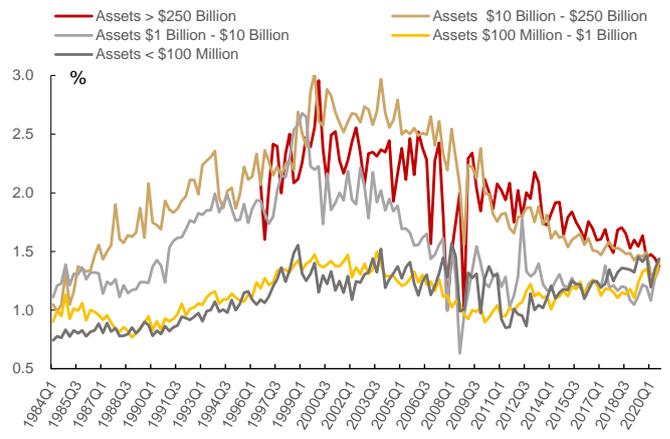
资料来源: 日本银行业协会、华西证券研究所

图 38 美国存款类金融机构非息收入结构变动



资料来源: FDIC、华西证券研究所

图 39 90 年代美国存款类机构非息收入/资产的比例大幅提升, 大型银行机构显著高于小银行



资料来源: FDIC、华西证券研究所

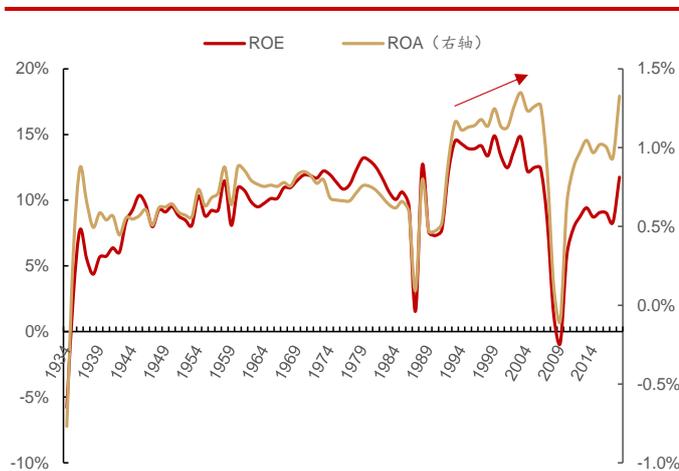
■ 创造新利润增长点，提升整体盈利能力

混业经营下银行实现规模效应和交叉销售，有力地带动公司整体盈利能力的提升。美国商业银行在 20 世纪 90 年代混业下虽然 ROE 趋势下行，但 ROA 整体呈现回升态势。用杜邦法拆分来看，80-90 年代利息收入仍是主要贡献因子，但随着利息净收入/总资产斜率的放缓，非息收入/总资产成为拉动 ROA 抬升的主要因素，1980-1999 年利息净收入/总资产由 3.03% 增至 3.35%，非息收入/总资产由 0.77% 大幅增至 2.53%，同时伴随资产质量的改善，减值损失对 ROA 的影响降低。

因此在 ROA 整体上行情况下，ROE 的回落主要源于银行权益乘数的降低。20 世纪 90 年代商业银行兼并收购形成大量商誉，以 FDIC 数据测算，资产端商誉占比由 1990 年的 0.35% 上行至 2005 年末的 2.3%，占所有者权益的比例由 5.65% 上升至 22.32%，因此虽然总体权益乘数下行，但扣除商誉后的权益乘数并没有明显下降。

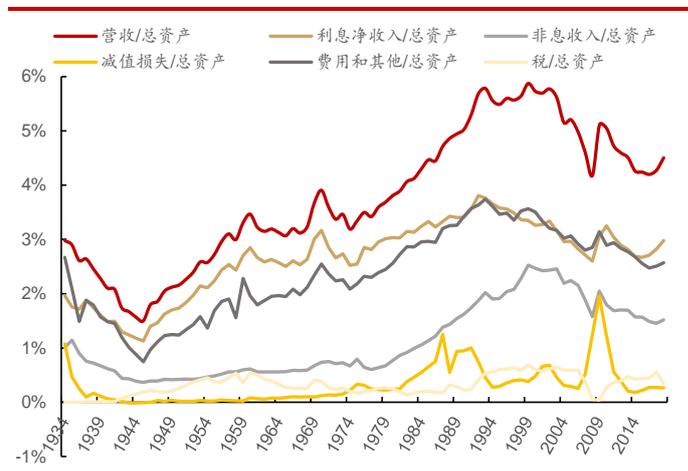
结构上，资产规模高于 2500 亿美元的头部银行机构 ROA 也整体高于资产规模低于 1 亿美元的小银行。

图 40 美国：90 年代 ROA 高位整体上行



资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 41 美国：80、90 年代非息收入拉动营收是 ROA 上行的主要因素



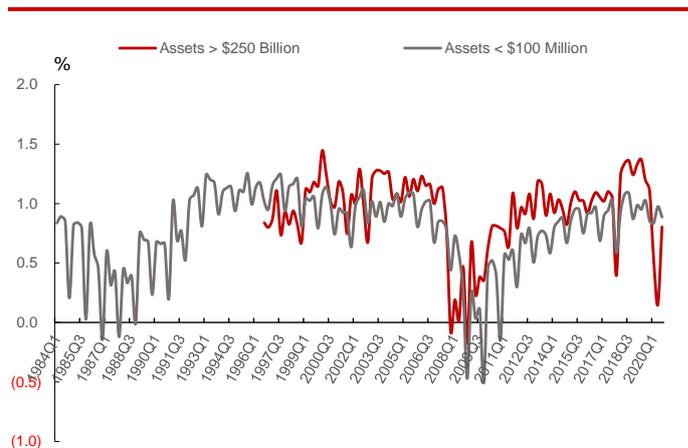
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 42 90 年代银行剔除商誉的权益乘数基本平稳



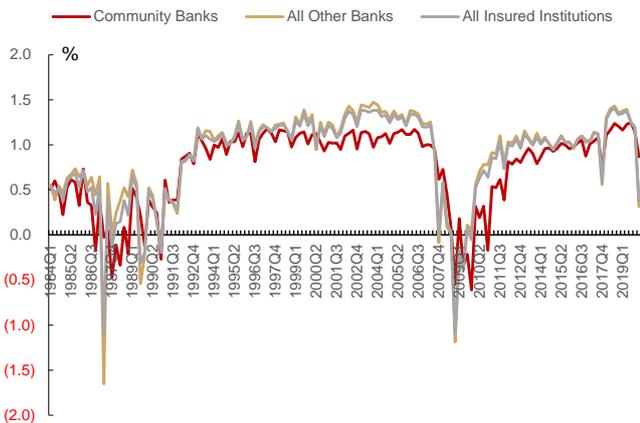
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 43 美国银行业 ROA 对比：大机构整体高于小机构



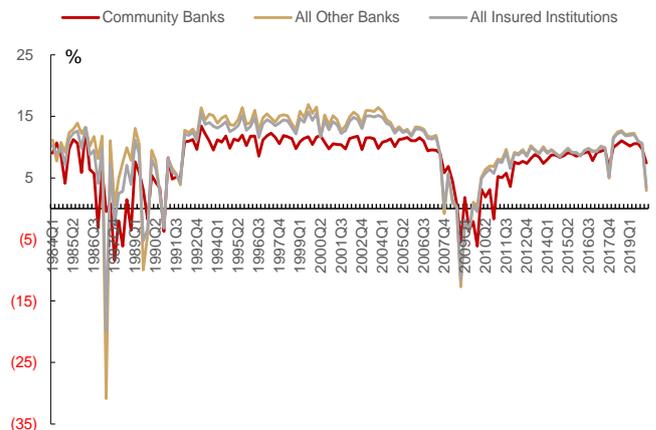
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 44 美国：其他银行 ROA 高于社区银行



资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 45 美国：其他银行 ROE 高于社区银行



资料来源：FDIC、华西证券研究所

3. 德国全能银行模式的分析和借鉴

3.1. 融资体系和结构：银企紧密相连，资本市场略弱

与其他国家相比，德国长期以来一直被认为是更以银行为基础的金融体系之一。因为全能银行制度下，商业银行既可以经营商业银行业务，还可以经营证券、保险等其他金融业务以及持有非金融企业股权等实业投资。由于银行与企业联系紧密，企业通常不愿公开内部的情况，因而更多的是通过向银行申请贷款方式筹集资金而不是发行股票，这也使德国形成了以间接融资为主的融资模式。

从资本市场角度来看，德国资本市场的发展相对保守。2019 年德国的上市公司数量仅 470 家，相比之下，日本有 3700 家上市公司，我国也有 3777 家。德国股票市场资本化的程度也很低，上市公司的总价值占 GDP 的比例为 54.56%，不到美国和英国的一半。这也和德国的历史和企业环境有关，一方面德国有过一段恶性通胀期，二战后德国的金融政策倾向于保守，货币政策以控制通货膨胀为核心，抑制过度投机；另一方面，德国的中小企业占比超 90%，其中绝大部分又是家族企业，紧密的银企关系能够为中小企业融资搭建长效合作机制。

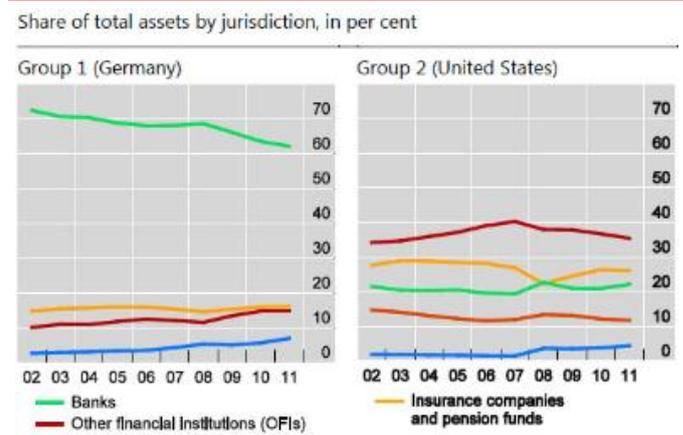
间接融资体系下银行得到长足发展，成为企业融资的主要供给方。一方面，据德国联邦银行数据，截至 2020 年 10 月，德国共有 1511 家银行机构，自 1948 年有数据追溯的超 3500 家整体缩量，但远大于欧洲其他国家；银行业总资产达到 8.2 万亿欧元，占德国金融业总资产比重达到 60%。另一方面，银行贷款在金融体系中占主导地位，占金融体系资产的 70%以上，远超其他国家。

图 46 德国股票市场资本化程度相对较弱

(2019A)	国内上市公司数量 (家)	上市公司总市值 /GDP (%)	债券融资规模 /GDP (%)
美国	4,397 (2018A)	148.26 (2018A)	30.67
英国	2,026	125 (1999-2008均值)	19.24
德国	470	54.56	5.42
日本	3,704	121.83	15.15
中国	3,777	59.37	25.17

资料来源: CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

图 47 德国金融市场银行资产占比超 60%，远高于美国



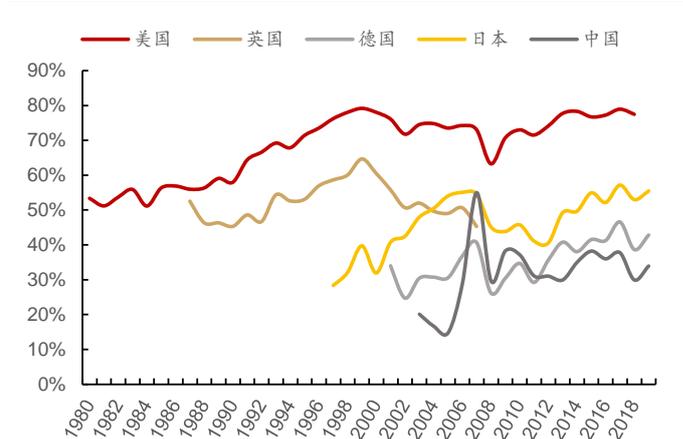
资料来源: FDIC、华西证券研究所

图 48 德国银行体量在欧洲各国中居前 (个, 亿欧元, 2019A)

国家	银行数量	资产	贷款	存款
法国	646	90014	56584	50599
德国	1519	83088	51688	50224
意大利	488	37225	23633	26981
西班牙	248	26731	16163	18630
荷兰	98	24073	17304	9350
比利时	101	10272	6314	6968
奥地利	496	8722	5880	5587
卢森堡	278	8176	4587	4907
葡萄牙	150	3882	2451	2877
希腊	49	3093	1707	2115

资料来源: 欧央行、华西证券研究所

图 49 德国直接融资占比相对较低



资料来源: CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

3.2. 银行经营模式：全能银行和专业银行互为补充，银行信贷资产配置占比降低

德国银行经营主体包括全能银行和专业银行两大类，可以分为商业银行、储蓄银行、合作银行和专业银行四个层级，以全能银行对社会大众供给金融服务，并通过一系列的专业性银行和特殊信贷机构加以补充。

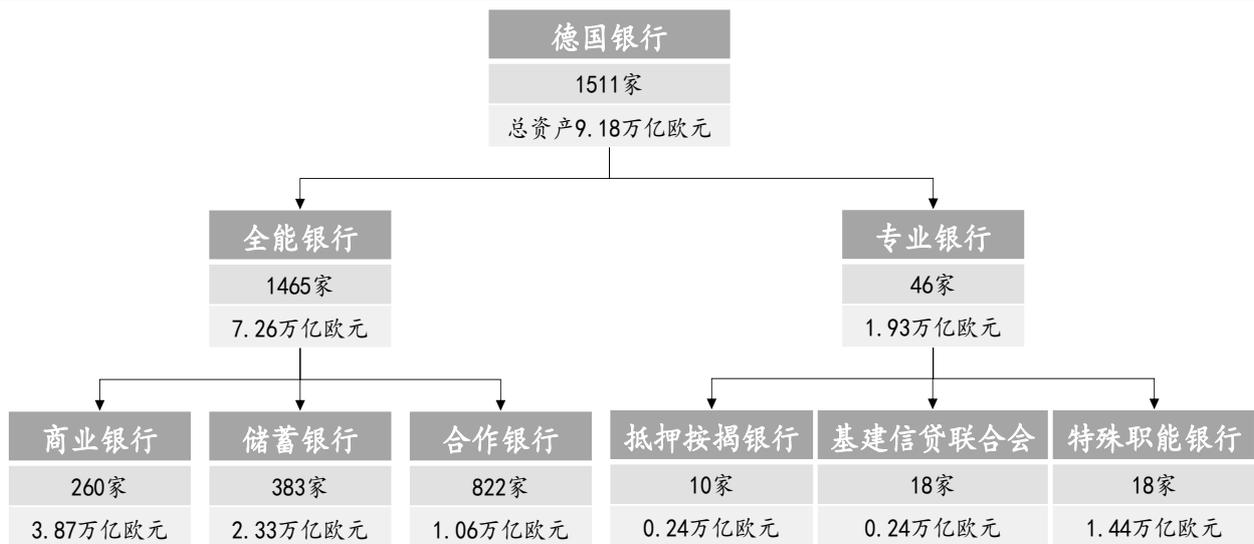
数量来看，1511 家银行机构中 1465 家属于全能银行范畴，包括 260 家商业银行，383 家储蓄银行，以及 822 家合作银行。其中：1) 商业银行又进一步分为 3 家大型银行、146 家区域性银行和其他商业银行，以及 111 家外资银行分行。2) 储蓄银行属于公有性质，包括地方政府持股的地方储蓄银行 Landesbanken，以及联邦州持股的区域州立银行 Sparkassen。3) 合作银行主要联合成员共同发展经营活动，成员资格是通过购买最低营业份额取得，但非成员客户也可以享受其提供的所有业务。

专业银行 46 家，也是德国银行体系的重要组成部分，指专门从事特定金融业务，包括 10 家抵押按揭银行，18 家基建信贷联合会，以及 18 家特殊职能银行。主要职能包括为客户提供住房购置和建设方面资金，为地方政府和公共机构提供抵押、商业贷款以及为中等规模贷款提供担保等。

规模来看，德国银行高度集中，根据世界银行披露的集中度指标，德国前五大银行集中了资产总数的 70.4%。分类别看，截至 2020 年 10 月，商业银行总资产 3.87 万亿欧元，贡献了德国银行业总资产的 42%，储蓄银行和合作银行分别占比 25% 和 12%。并且商业银行市场份额整体提升，2008 年金融危机后规模占比上行并超过储蓄银行。

盈利来看，在高度竞争的银行市场下，德国银行的 ROE 普遍低于世界其他主要国家，其中全能银行的 ROE 又整体高于专业银行。

图 50 德国银行体系层级 (2020 年 10 月数据，下同)



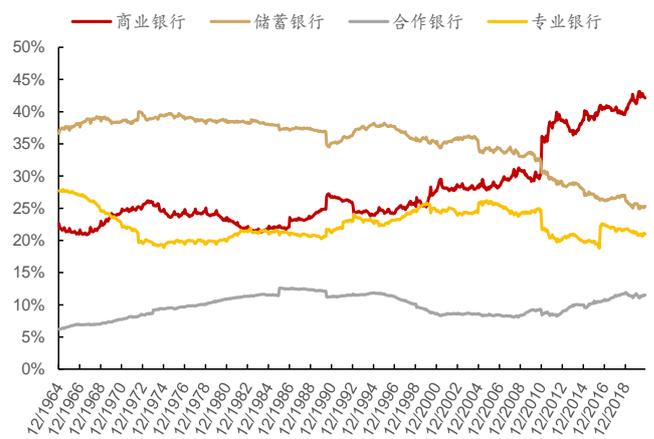
资料来源：Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

图 51 德国各层级的银行数量变动 (个)

	1980年	2000年	2007年	2020年10月
全能银行				
商业银行	243	294	260	260
——大型银行	6	4	5	3
——区域银行和其他商业银行	100	200	159	146
——外资银行分行	56	90	96	111
储蓄银行				
——州立储蓄银行	12	13	12	6
——主要储蓄银行	599	562	446	377
合作银行	2279	1792	1232	822
专业银行				
——抵押按揭银行	39	31	22	10
——基建信贷银行		31	25	18
——特殊职能银行	16	13	16	18

资料来源: Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

图 52 资产份额: 商业银行在全行业的资产占比提升



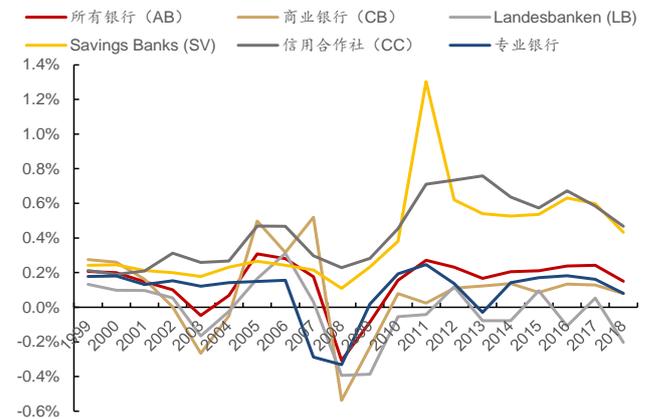
资料来源: Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所; 注: 2010 年商业银行口径有调整

图 53 资产结构: 行业整体信贷配置占比降低



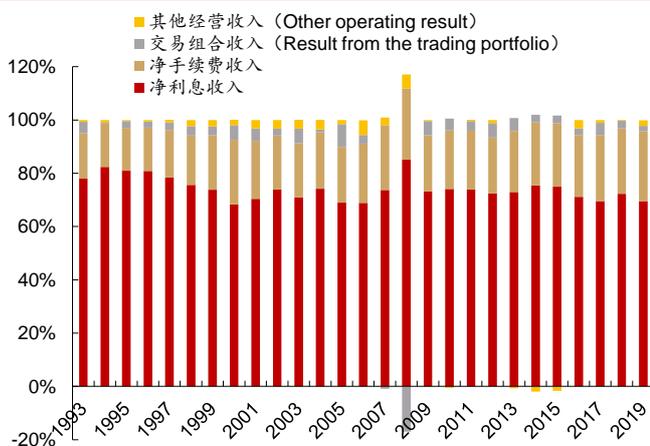
资料来源: Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

图 54 全能银行 ROE 高于专业银行



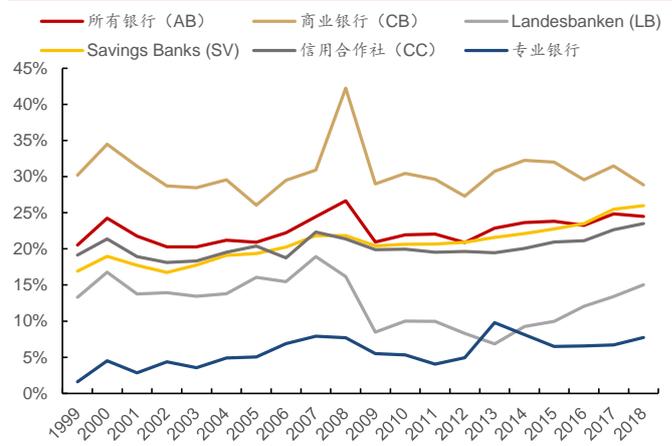
资料来源: Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

图 55 行业利息净收入占比从 90 年代 80%降至 70%



资料来源: Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

图 56 商业银行佣金收入占比高于专业银行



资料来源: Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

业务来看，全能银行的优势在于，一方面银行通过在企业中的资本参与，在股东大会上行使股票表决权、经营监督权，或者在企业任职等，与企业之间的合作更加持续。另一方面，全能银行能够提供综合性产品服务，能够更好地承担改变贷款期限的风险，通过发行证券来转换长期信贷，为客户提供了合适的融资方法的同时，也扩展了股权融资的范围。不同类别银行业务来看，德银等大型商业银行主要服务大型及超大型企业，储蓄银行一般负责当地的中小及小微企业。

商业银行对证券市场的参与包括⁶：1) 证券保管。证券的保存与管理主要由德国商业银行来负责，证券的保管已经和银行转账支付一样，是商业银行的日常业务之一。2) 证券承销。德国商业银行可以参与证券承销活动，主要是承购代销，即银行首先自己买进所有待发行的证券，然后再把它们卖出去。还可以承销债券和负责证券的上市。3) 证券自营和代理。在有价证券市场上，商业银行还以代理商和自营商的角色出现，向客户收取手续费。4) 其他证券业务。德国商业银行还积极参与衍生金融工具交易业务和国际证券业务。表现突出的是参与期货、期权交易，也参与各类债券创新工具操作。

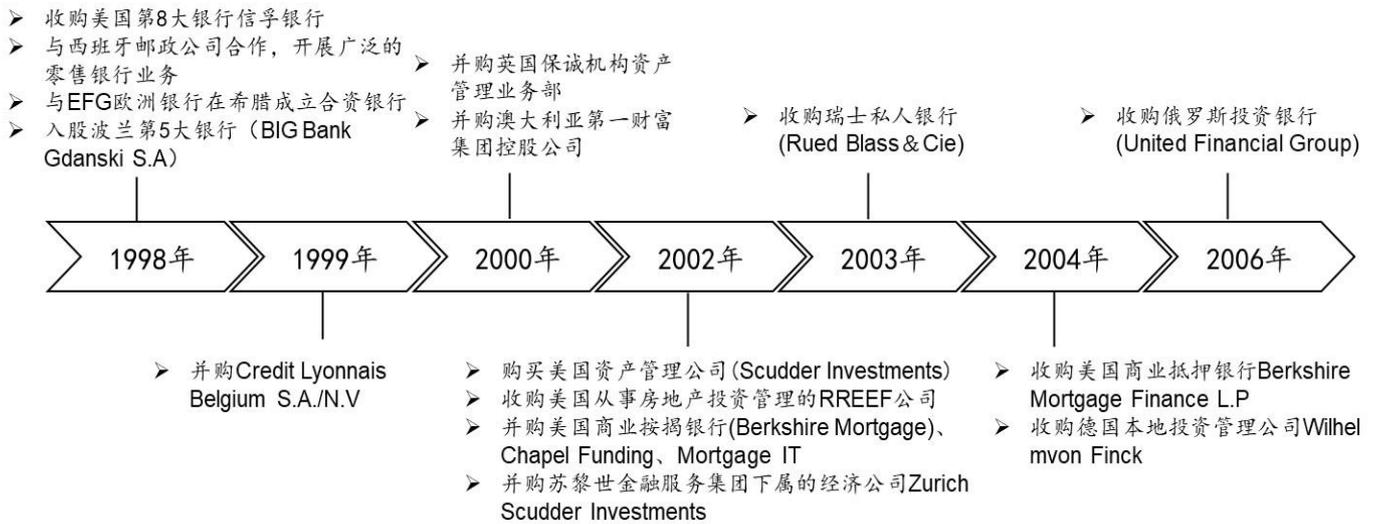
3.3. 以德意志银行为例：

作为德国第一大商业银行，德意志银行总资产规模是排名第二的德国商业银行（Commerzbank）的三倍，在德国难以替代的地位，也是国际著名的综合金融集团。

德意志银行同样通过并购，完成了从传统全能银行向现代化国际金融集团发展：1998年11月，德银以102亿美元、93美元/股的价格收购美国第8大银行信孚银行；同年德银与西班牙邮政公司合作，开展广泛的零售银行业务；2000年之后公司并购英国保诚机构资产管理业务部、澳大利亚第一财富集团控股公司，收购美国从事房地产投资管理的RREEF公司以及商业按揭银行Berkshire Mortgage、Chapel Funding，并购苏黎世金融服务集团下属的经纪公司Zurich Scudder Investments。后续公司通过并购，抵押贷款、私行、资管和投行业务板块都得到了强化。

⁶ 资料来源：《德国金融混业经营及其监管》，陈柳钦，《武汉金融》，2008

图 57 德意志银行并购历程

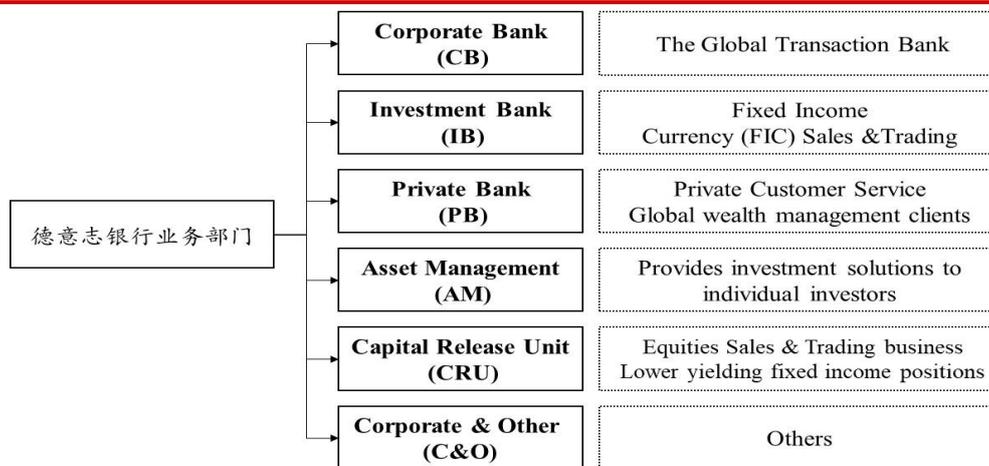


资料来源: 公司公告、公司官网、华西证券研究所

业务角度, 德银有私行、投行、公司银行、资管、资本发行和其他公司业务六大业务板块: 1) 私行和商业银行业务属于公司零售范畴, 主要提供私行业务和全球客户财富管理, 2019年贡献了公司营收的35.6%; 2) 投行业务涉及范围较广, 包括销售交易、债券和股权融资发行、咨询业务等, 2019年营收占比30%; 3) 公司银行业务是2019年从公司和投行业务板块拆分出来, 涵盖了交易银行和权益类资产的销售交易, 整体营收占比22.7%, 早期包括投行业务在内的对公业务占据公司营收的60%以上; 4) 资管业务贡献了公司营收的10.1%。

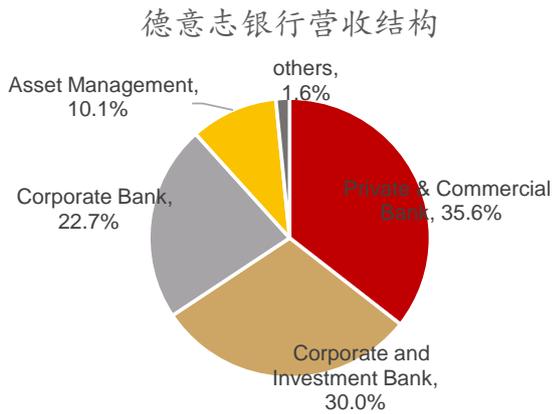
财务角度, 德银的衍生资产和负债分别占总资产和总负债比重的34.1%和34.5%, 远超其他国际大行低于5%的水平, 其中利率和外汇衍生品比重分别占78%和15%。营收中, 非息收入占比贡献度超50%, 其中手续费佣金收入占比40%以上并持续提升。

图 58 德意志银行业务部门



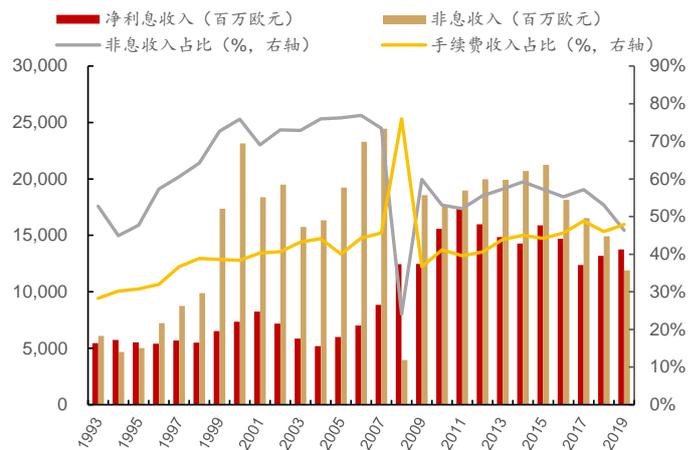
资料来源: 公司公告、公司官网、华西证券研究所

图 59 德银营收结构：私行和投行业务贡献超 60%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 60 德银非息收入占比贡献度超 50%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

4. 其他国际大型综合银行的案例分析

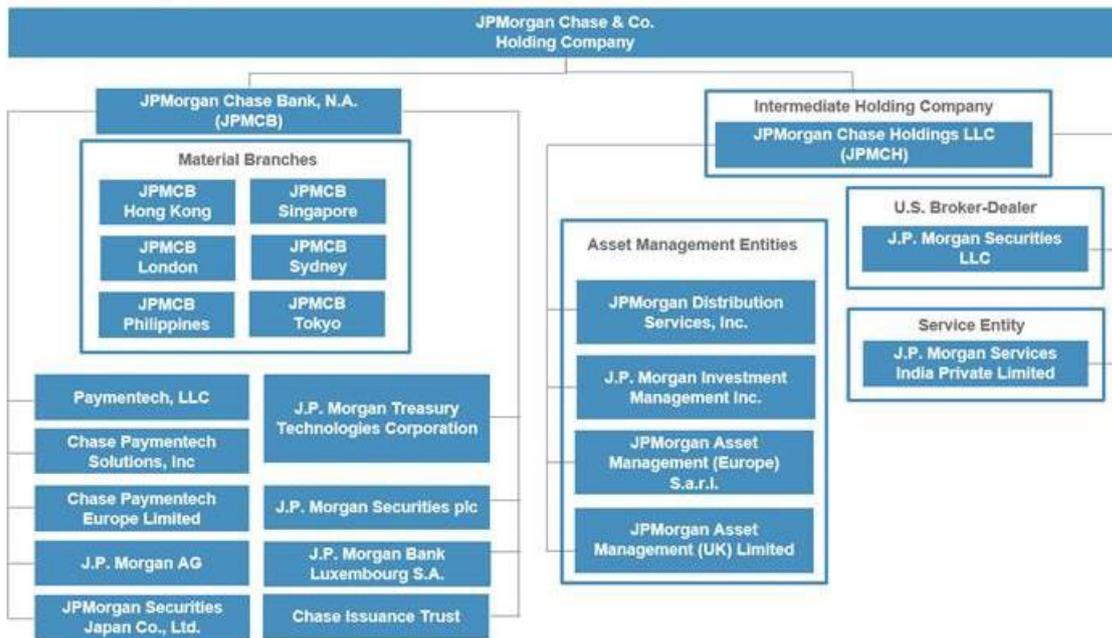
我们可以通过对单个国际大型综合银行的业务进一步拆分，来看混业经营带来的银行业务结构上的变化。参照国际大型综合银行的非信贷业务，长期综合化经营形成庞大的金融业务体系，主要强化各业务板块协同，丰富盈利来源，带动非息收入占比保持高位。

4.1. 摩根大通 (JP Morgan)

摩根大通是美国资产规模最大的银行，也是美国金融变革的缩影。JPM 早期是著名的投行，《格拉斯-斯蒂格尔法案》后于 1935 年拆分为摩根大通（纯经营商业银行业务的 JPM）和摩根士丹利。此后 JPM 与大通银行（2000 年）、富林明集团以及美一银行（2004 年）合并，收购贝尔斯登、华盛顿互惠（2008 年），成为美国最大的全功能银行之一，提供涵盖投资银行业务、资产管理、商业银行业务等多种金融服务，尤其是投行业务领先同业。

组织架构来看，摩根大通公司 (JPMorgan Chase & Co.) 是金融控股公司，旗下 500 多个子公司，其主要的银行子公司是摩根大通银行（银行网点在其名下）和美国大通银行（信用卡发卡行）；主要的非银行子公司有摩根证券有限公司 (J.P. Morgan Securities LLC) 等；全资控股的资产管理子公司 JP 摩根资产管理控股公司 (JPMorgan Asset Management Holdings Inc.)，负责整个资产管理板块的业务管理，下辖多个子公司。

图 61 JPM 集团组织架构



资料来源：公司年报（2019）、华西证券研究所

业务结构来看，经过几轮调整，目前摩根大通的业务主要划分为五大板块：

1) **消费金融与社区银行 (CCB)**：属于 JPM 的大零售银行业务板块，2019 年分部资产规模 5390 亿美元（占比 20%），贡献了 47.1% 的公司营收和 45.7% 的净利润。公司零售业务客户基础扎实，近年来也保持了良好的发展态势，2019 年 ROE 高达 31%。

2) **公司与投资银行 (CIB)**：JPM 的投行业务排名全球第一，是公司最大的资产板块（占比 33.8%），也是公司主要盈利来源之一，贡献了公司 2019 年 32.2% 的营收和 32.7% 的净利润。具体看，板块营收 2/3 来自资本市场投资，1/3 来自投行手续费。

3) **公司和商业银行 (CB)**：板块业务范围包括大中型企业业务、工商业长期贷款、商业地产业务等，依托 8.2% 的资产占比，贡献了 7.6% 的营收和 10.8% 的净利润，2019 年 ROE 在 17%。

4) **资产管理业务 (AWM)**：公司业务在资产类别、地区和客户类型上的多样性，以及卓越的投资实力奠定了财富管理业务的发展基础。轻资产运营（资产占比 6.8%）下，板块贡献 12.1% 的公司营收和 7.8% 的净利润，2019 年 ROE 高达 26%。此外，公司财富和资产管理板块中曾整合了贝尔斯登的经纪业务，2019 年公司宣布将大通财富管理、J.P. Morgan Securities 与 You Invest 团队整合为 U.S. Wealth Management，下属于 CCB 板块。

5) **私行和私募股权 (Corporate/Private Equity)**：主要贡献证券投资收益等，占据公司三成的资产规模，但盈利存在较大波动性。

图 62 JPM 集团业务结构

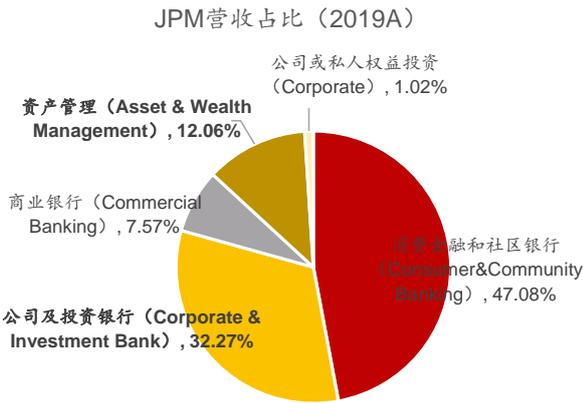
消费者业务 Consumer Business			批发业务 Wholesale Business			
消费者和社区银行 Consumer & Community Banking			企业和投资银行 Corporate and Investment Bank		商业银行 Commercial Banking	资产和财富管理 Asset & Wealth Management
消费者和小微企业银行 Consumer & Business Banking	房屋贷款 Home Lending	卡、商户服务和汽车 Card, Merchant Services & Auto	银行 Banking	市场和证券服务 Markets & Securities Services		
<ul style="list-style-type: none"> ● 消费者银行/大通财富管理 Consumer Banking/ Chase Wealth Management ● 小微企业银行 Business Banking 	<ul style="list-style-type: none"> ● 房贷产品 Home Lending Production ● 房贷服务 Home Lending Servicing ● 房地产投资组合 Real Estate Portfolios 	<ul style="list-style-type: none"> ● 卡服务 Card Services <ul style="list-style-type: none"> ➢ 信用卡 Credit Card ➢ 商户服务 Merchant Services ● 汽车 Auto 	<ul style="list-style-type: none"> ● 投资银行 Investment Banking ● 财资服务 Treasury Services ● 授信服务 Lending 	<ul style="list-style-type: none"> ● 固定收益市场 Fixed Income Markets ● 股票市场 Equity Markets ● 证券服务 Securities Services ● 信贷调整和其他 Credit Adjustments & Other 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中间市场 Middle Market Banking ● 企业客户银行 Corporate Client Banking ● 商业房地产银行业务 Commercial Real Estate Banking 	<ul style="list-style-type: none"> ● 资产管理 Asset Management ● 财富管理 Wealth Management

资料来源：公司年报（2019）、华西证券研究所

财务角度，资管和投行业务上的优势为 JPM 贡献了较高的非息收入，公司整体非息收入占公司营收的 50%以上（2019 年 50.5%），并且在次贷危机后行业非息占比整体下降的情况下，公司的非息占比仍有提升。其中，资管财富业务佣金收入是公司非息收入第一大来源，占非息收入的 29.4%；券商业务的投行手续费和投资交易手续费贡献了营收的 18.6%。

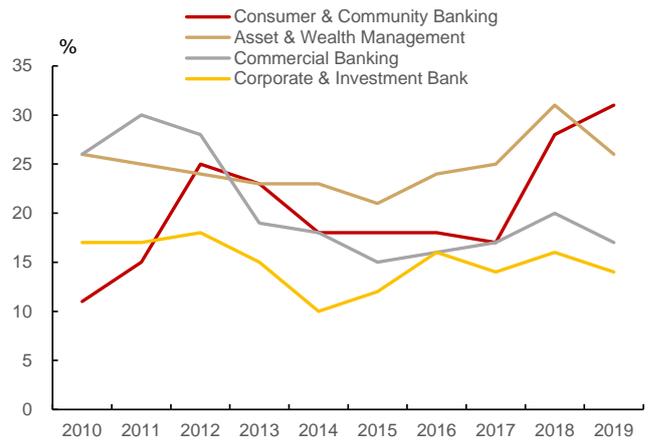
总体看，受益于在并购、发债和股权等领域的领先地位，JPM 形成了较强的综合服务解决方案提供能力，进一步提升了在商业银行、财富管理和投行业务板块之间的协同效应。一方面，公司领先的资本市场服务与财务顾问能力，助力投行业务与商行业务实现交叉销售；另一方面行业研究实力助力商行业务在行业配置上严格把关、降低风险；并且，商行业务扩大了基础客群，构建了更深层次的客户关系，助力投行业务的拓展。

图 63 JPM 营收结构：投行业务营收贡献度 32.3%



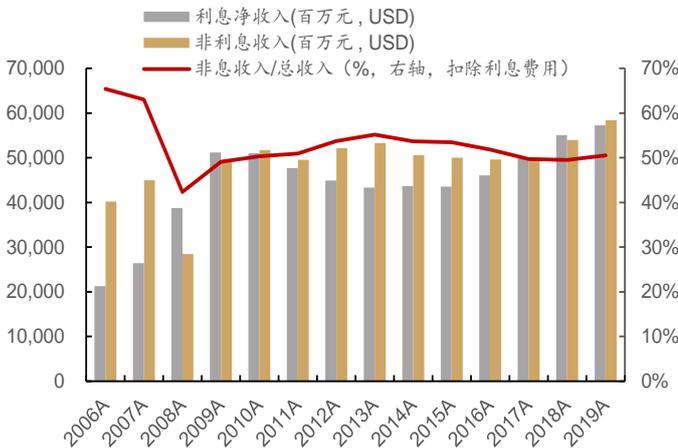
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 64 JPM：各业务分部均贡献较高 ROE



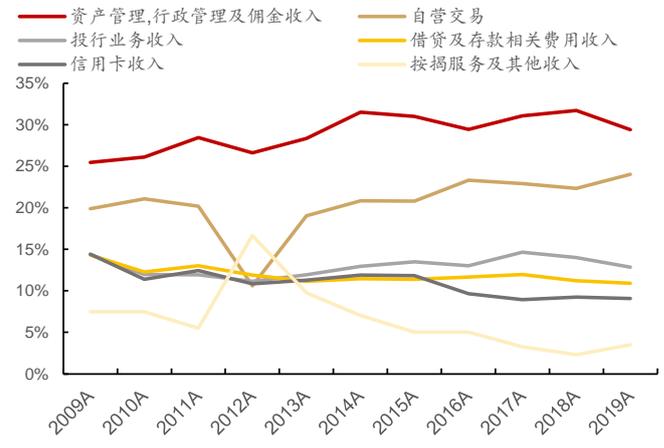
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 65 JPM 营收结构：非息占比超 50%



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：以非息收入 / (非息收入 + 利息净收入) 测算。

图 66 JPM 非息收入结构：资管佣金贡献非息收入的 30%，自营收入占比提升



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

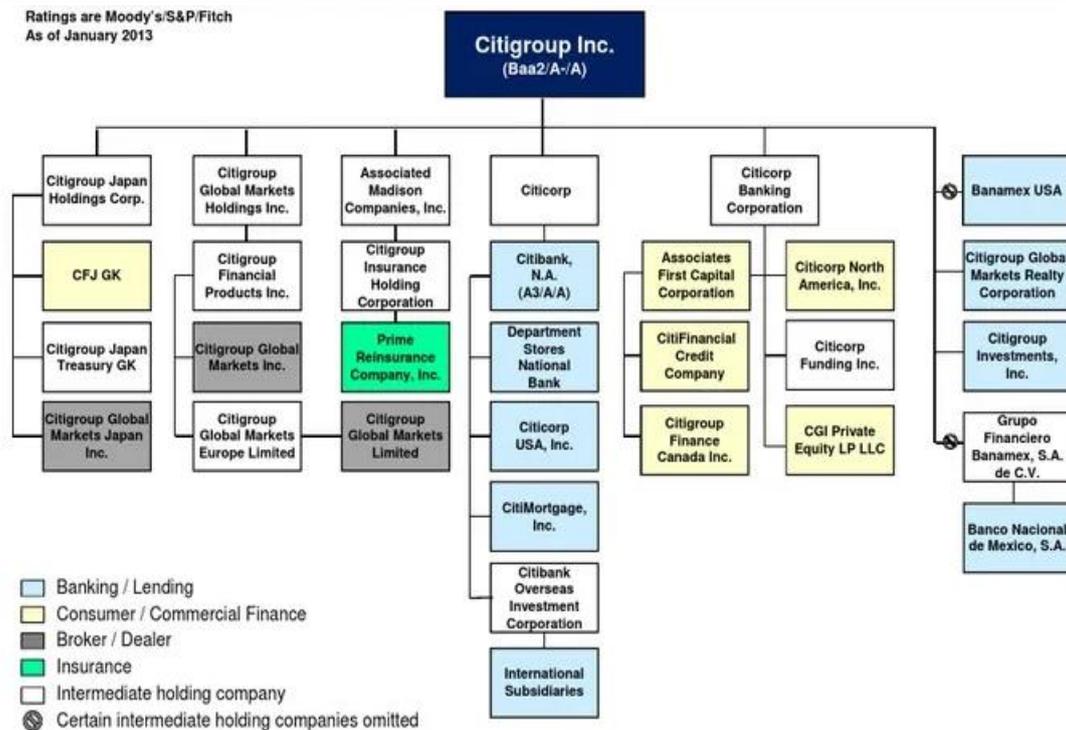
4.2. 花旗集团 (City Group)

花旗银行也是从银行发展成金控集团的代表。其前身是纽约城市银行，20 世纪 50 年代兼并纽约第一国民银行后规模大增。分业监管环境下，1968 年成立单一银行控股公司作为母公司，并先后成立 13 个子分公司，分别提供银行、证券、投资信托、保险、融资租赁等服务，但 20 世纪 70 年代花旗银行资产一直占花旗集团资产的 95% 以上，非银业务所占比例较小。1998 年花旗公司与旅行者集团合并，成为其非银业务发展的转折点。旅行者集团前身是旅行者人身保险公司，通过收购一家美国投行史密斯邦尼，把业务范围扩大到投行、商业信贷、融资等业务领域；1997 年通过兼并美国第五大投行所罗门兄弟公司，新建所罗门·史密斯·邦尼公司，成为美国第二

大投行，花旗集团也成为美国第一家集商业银行、投行、保险、共同基金、证券交易为一体的综合金融集团。

组织架构来看，与旅行者集团合并后，形成全资控股下属三大子公司和三大业务：花旗银行有限公司（商业银行）、所罗门美邦控股国际有限公司（投资银行）、旅行者保险集团国际有限公司（保险）。三个全资子公司分业经营、独立展业，不同业务之间的连接及衍生服务通过客户中介实现。此外，花旗还通过将所罗门投资更名花旗投资、旅行者保险更名花旗保险等，实现品牌的整合。但是在 2008 年次贷危机冲击下，公司剥离了 35 项业务，包括 2009 年出售了美邦，同时集团拆分为花旗公司（Citicorp）和花旗控股（Citi Holdings）两部分，业务板块也进行了较大调整。

图 67 花旗集团组织结构 (2013)



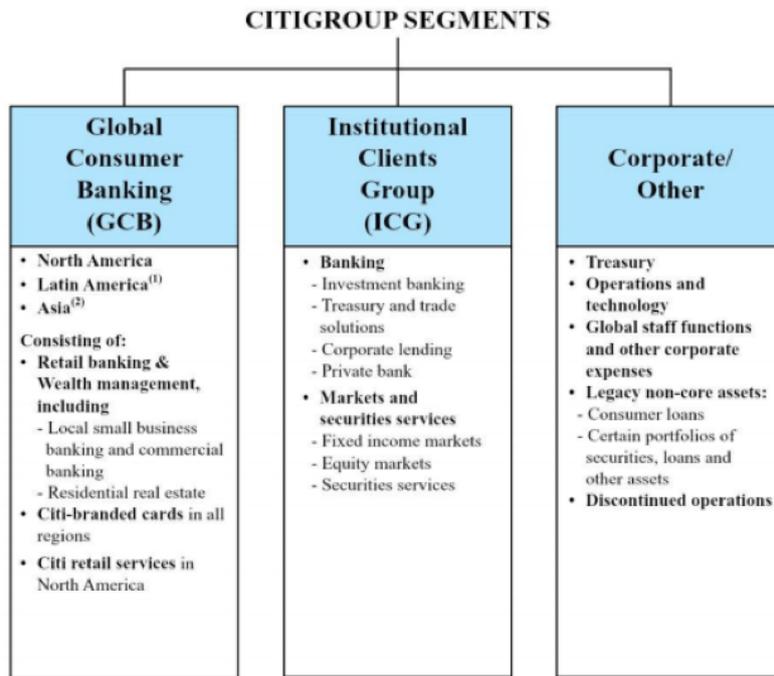
资料来源：SCRIBD、华西证券研究所

业务结构来看，2008 年以前花旗集团分为五大业务板块（全球卡业务、消费者银行、机构客户、全球财富管理、公司其他），经过调整目前包括三大板块（全球消费者银行、机构客户集团、公司/其他）：

1) 全球消费者银行(GCB, Global Consumer Bank)：主要向个人和小微企业提供综合金融服务，在银行、信用卡和财富管理领域全球领先，以美国、墨西哥和亚洲为战略重点，为 19 个市场的 1.1 亿多客户提供服务。2019 年分部资产 4068 亿美元（占比 22%），贡献约 45% 的公司营收和 30% 的净利润，2019 年分部业务 ROA 为 1.46%。

2) 机构客户集团(ICG, Institutional Clients Group)：又可以分为银行和证券服务两大类，包括银行、资本市场和咨询、商业银行、市场和证券服务、私人银行以及贸易解决方案五个主要业务部门。2019 年分部资产 1.45 万亿美元（占比 78%），贡献了公司营收的约 55%，其中 30%来自对公银行业务，25%来自证券市场服务，2019 年分部业务 ROA 为 0.86%。公司 2008-2011 年曾披露证券交易服务 ROA，四年均值 3.7%，整体高于银行业务。

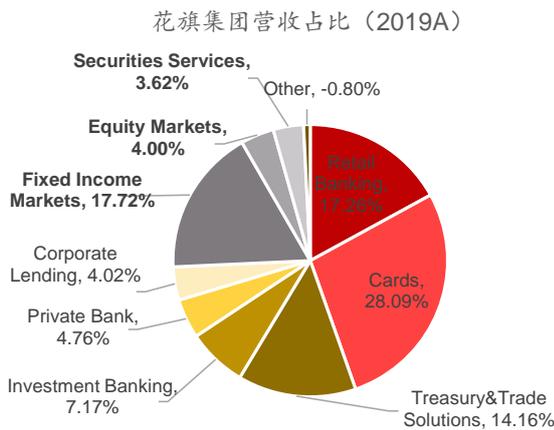
图 68 花旗集团业务结构



资料来源：公司年报（2019）、华西证券研究所

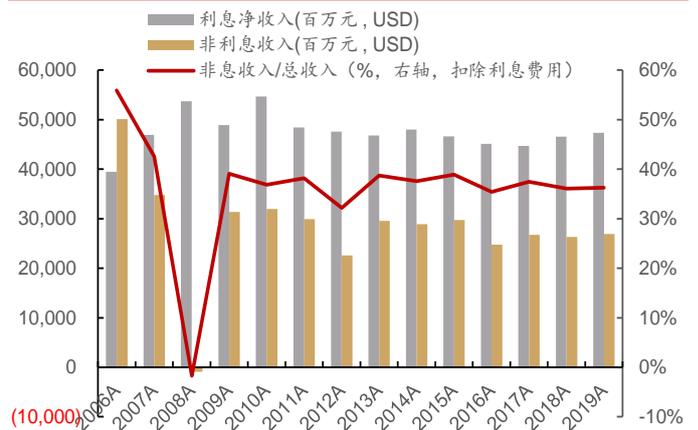
财务角度，综合化经营给公司带来更多营收来源，尤其是贡献较高的非息收入占比。公司整体非息收入占公司营收的 40% 左右（2019 年 36.3%），2008 年受交易账户亏损影响，非息收入有较大波动，但单看手续费及佣金收入（包括管理及其他托管费用收入）整体贡献营收的 20% 以上，2008 年金融危机期间占比高达 37.5%。其中，佣金收入近七成来自投行业务和证券服务收入，2020 前三季度分别贡献了佣金收入的约 40% 和 26%。

图 69 花旗营收结构：资本市场业务贡献 25%



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 70 花旗营收结构：非息占比 40% 左右



资料来源：Bloomberg、万得资讯、华西证券研究所

图 71 花旗非息收入结构：以佣金和自营收益为主

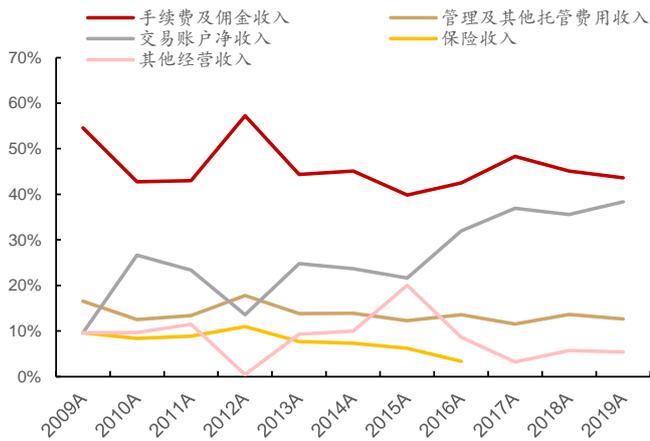
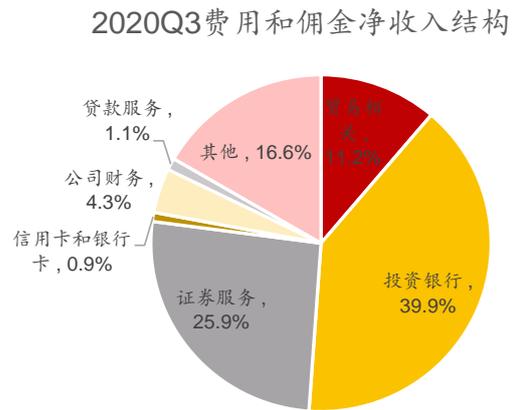


图 72 花旗费用和佣金净收入结构 (2020Q3)



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：交易账户净收入=自营交易收入+已实现投资收益净额-投资减值损失

资料来源：CEIC、华西证券研究所

综上，摩根和花旗两家国际大型综合银行的发展路径，反映了并购是转向金融集团的关键环节；业务和财务结构也验证了 2.1 节中我们的观点，即综合化经营为银行创造了新的利润增长点。一方面，超过 40% 的非息收入占比是银行提升盈利能力的关键；另一方面，以手续费佣金为主的非息收入构成，平滑了证券及衍生品投资收益的风险、以及利率下行周期的利息净收入压力。

5. 我国金融机构经营体制的现状和探索

5.1. 我国是以银行为主的间接融资体系，但业务协同持续加强

目前国内金融机构的现状：1) 截至 2019 年末，我国证券公司数量 133 家，而银行业金融机构法人共计 4607 家，其中商业银行有 1648 家。2) 133 家证券公司总资产 7.26 万亿元、净资产 2.02 万亿元，商业银行总资产 232.34 万亿元、净资产 19.24 万亿元，其中工农中建四大行平均净资产达 2.2 万亿元。3) 2019 年证券行业实现总利润 1230.95 亿元、ROE6.3%，商业银行净利润 1.99 万亿元、ROE10.96%。

我国现阶段仍然实行分业经营。分业经营对于风险防范有积极作用，但随着宏观利率下行、伴随利率市场化推进，对银行息差造成压力，新型互联网金融产品也对传统银行业务带来挑战，银行存在拓展业务范畴的需求。另外，经济结构、产业结构的升级对融资方式的需求也产生很大的影响，企业需要更加多元的融资方案的支持。

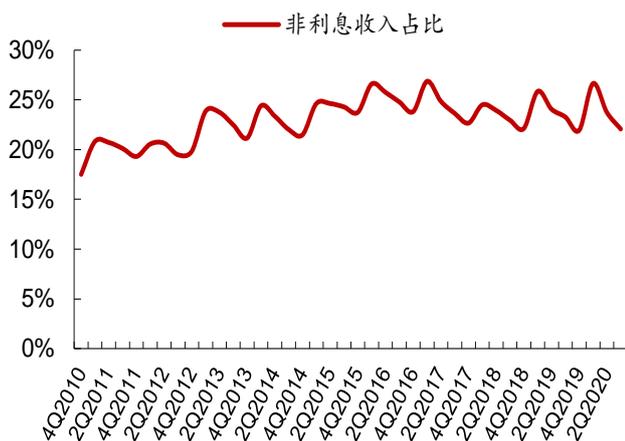
银行经营角度来看，混业也在持续探索推进中：

一方面，大型银行通过参控股公司实现资管、保险等牌照的布局，券商牌照上一些银行通过香港子公司开展证券业务。其中，交银国际于2017年5月份完成港股上市，招银国际、农银国际等“银行系”券商也已具备相当竞争实力。

另一方面，银行普遍加码中间业务。虽然相较国际大型综合银行，我国商业银行营收仍主要依赖传统利息收入，非息收入占比整体仍低于25%（2020Q3为22.05%），但是近年来随着银行产品体系创新和服务多样化，整体非息收入占比有所提升。以金融市场业务见长的兴业银行为例，2019年非息收入贡献度达43.2%，单手续费净收入占营收的27.4%，已经领先可比同业，其中手续费收入的56%来自银行卡。

金融体系改革，配套政策需先行。目前，在《商业银行法》与《证券法》的限制下，“商业银行在境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”以及“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理，证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立”，全面放开混业经营限制还有法律障碍。但现有法律层面，《商业银行法》第四十三条与《证券法》第六条中，都保留了“国家另有规定除外”的表述，也为混业试点预留了空间。

图 73 商业银行非息收入占比有提升，但整体低于 25% 图 74 我国社融体系仍以间接融资为主



资料来源：银保监会、华西证券研究所



资料来源：银保监会、万得资讯、华西证券研究所；注：2017年新纳入地方债、ABS和信贷核销指标

图 75 大型商业银行综合金融牌照布局

银行类型	银行	证券牌照	期货牌照	基金牌照	信托牌照	保险牌照	理财牌照	金融租赁牌照	消费金融牌照	金融资产投资牌照
国有大行	工商银行	工银国际证券 (子公司工银国际控股)	工银国际期货 (子公司工银国际控股) 标准银行 (持股60%)	工银瑞信 (持股80%)		工银安盛人寿 (持股60%)	工银理财 (持股100%)	工银金融租赁 (持股100%)		工银金融资产投资 (持股100%)
	建设银行	建银国际证券 (子公司建银国际控股)	良茂期货 (子公司建信信托控股)	建信基金 (持股65%)	建信信托 (持股67%)	建信人寿 (持股61%)	建信理财 (持股100%)	建信金融租赁 (持股100%)		建信金融资产投资 (持股100%)
	农业银行	农银国际证券 (子公司农银国际控股)		农银汇理 (持股52%)		农银人寿 (持股43%)	农银理财 (持股100%)	农银金融租赁 (持股100%)		农银金融资产投资 (持股100%)
	中国银行	中银国际证券 (子公司中银国际控股)	中银国际期货 (孙公司中银国际证券持有)	中银基金 (持股84%)		中银保险 (持股100%)	中银理财 (持股100%)		中银消费金融 (持股42%)	中银金融资产投资 (持股100%)
	交通银行	华英证券 (子公司交银国际控股)		交银施罗德 (持股65%)	交银国际信托 (持股85%)	交银康联人寿 (持股63%)	交银理财 (持股100%)	交银金融租赁 (持股100%)		交银金融资产投资 (持股100%)
	邮储银行					中邮人寿 (持股100%)	中邮理财 (持股100%)		中邮消费金融 (持股71%)	
股份行	招商银行	招商证券 (隶属招商局集团) 永隆证券 (永隆银行持有)	招商期货 (隶属同一金控公司)	招商基金 (持股55%)		招商信诺人寿 (持股50%)	招银理财 (持股100%)	招银金融租赁 (持股100%)	招联消费金融 (持股24%)	
	中信银行	中信证券 (隶属中信集团)	中信期货 (隶属同一金控公司)		中信信托 (隶属同一金控公司)	信诚人寿 (隶属金控公司)	信银理财 (持股100%)	中信金融租赁 (持股100%)	中信消费金融 (隶属金控公司)	
	平安银行	平安证券 (隶属平安集团)				中国平安保险 (隶属金控公司)	平安理财 (持股100%)		平安消费金融 (隶属金控公司)	
	光大银行	光大证券 (隶属光大集团)				永明人寿 (隶属金控公司)	光大理财 (持股100%)	光大金融租赁 (持股90%)	北京阳光消费金融 (持股60%)	
	浦发银行			浦银安盛 (持股51%)	上海国际 (持股97%)		浦银理财 (持股100%)	浦银金融租赁 (持股61%)		
	民生银行	华富国际 (子公司民银国际控股)		民生加银 (持股63%)			民生理财 (持股100%)	民生金融租赁 (持股51%)		
	兴业银行	华福证券 (代持及子公司兴业国际信托参股)	杉立期货 (子公司兴业信托持有)	兴业基金 (持股90%)	兴业国际信托 (持股73%)		兴银理财 (持股100%)	兴业金融租赁 (持股100%)	兴业消费 (持股66%)	
	华夏银行						华夏理财 (持股100%)	华夏金融租赁 (持股82%)		
浙商银行							浙银金融租赁 (持股51%)			

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

5.2. 他山之石：内外部环境驱动金融混业进程，模式的探索需行稳致远

从我国现阶段所处的经济、产业背景以及国际竞争形势来看，均与之前分析的几个国家的金融混业进程所处的环境有所契合，经济转型升级以及产业结构环境的变化、对外开放等外部环境的变化均提升了对金融业务协同的预期。

宏观层面：根据之前分析的驱动国内混业的经济和产业背景，目前我国也处于经济转型以及产业升级等环境中。经济转型日益深化，高端制造、科技等产业对经济的拉动日益提升，企业的融资需求更加多元化、综合化，需要配套的、创新的金融服务支持。

同时，根据之前的分析，国际竞争也是促进混业进程的一个很重要的因素，近年来我国金融业对外开放加速，在市场准入、业务范围、营商环境等方面加大开放力度，如 2020 年 4 月取消证券外资股比限制后合资券商加快组建，以及 9 月由东方汇理和中银理财合资的汇华理财有限公司获批开业。与 20 世纪 90 年代美国银行业面临处境

类似，我国金融机构面临更多国际顶尖金融集团竞争，单一业务主体往往缺乏竞争优势，从而也引发混业经营诉求。

中观层面，在科技、金融创新等方面的快速发展下，金融服务的边界已经得到明显的拓展：

一方面，在鼓励金融创新、直融以及资本市场的快速发展背景下，国内金控公司加速涌现，据《中国金融监管报告（2019）》不完全统计，2018 年末我国已有约 80 家金控公司和准金控平台，天眼查搜索名称中带有“金控”的公司数量更多，包括央企、地方平台、民营/产业资本、金融机构以及互联网企业主导的金控集团层出不穷。

另一方面，互联网金融快速发展下，以 BATJ 为代表的互联网巨头加快金融版图的拓展，基本实现在支付、消费金融和财富管理等领域的牌照布局。流量、数据和科技加持下，细分领域金融业务边界更加模糊，形成混业经营趋势。

金控公司的政策框架也在逐步搭建。从 2018 年的五家金控集团试点，到 2020 年 9 月国务院和央行相继出台金控公司准入管理和金控公司监管办法（已于 11 月 1 日实施），界定了金融控股公司主体，明确了监管范围，涉及股东资质、资本来源、资金运用等领域要求，填补了金控集团监管制度的空白。监管曾指出“由股权架构清晰、风险隔离机制健全的金融控股公司作为金融机构控股股东，有助于整合金融资源，提升经营稳健性和竞争力。长期看，有利于促进各类机构有序竞争、良性发展，防范系统性金融风险”。目前我国金控公司进入规范发展阶段，金融混业经营探索深入，首批金控公司牌照有望诞生。

从试点的金控公司进展来看，2018 年的试点纳入了蚂蚁和苏宁两家以互联网金融为主业的公司，也反映了金融科技和金融创新驱动监管范围的扩容。蚂蚁集团披露拟以全资子公司浙江融信为主体设立金控公司，据央行 12 月 30 日消息，目前蚂蚁正按照金控办法，制定设立金融控股公司方案。

具体模式上，根据上述几个国家的三种混业模式的分析，每个模式的选择都离不开该国当时的经济环境、金融环境以及外部竞争环境等因素影响。考虑到我国情况，一方面目前内外部环境均对混业的需求有提升，但另一方面在模式的选择上还需根据自身情况探索符合我国的模式，一是经济的发展水平、城市的发展阶段、城镇化水平等还有差距，二是目前贷款利率并轨基本完成，但存款利率市场化还在探索实现阶段，三是局部的金融系统结构性风险还需加强管控等。

基于各层面因素的考虑，我们认为，我国的混业模式首先现阶段要保持在间接融资为主的结构下开展；其次混业应该建立在多层次的金融服务体系里，有所为有所不为，既满足经济发展、外部竞争等需要，又保证金融服务的多样性和多层次性，满足不同发展阶段的区域、企业和居民的金融服务需求。根据前文分析，德国的金融结构可能相对更有借鉴性。德国银行经营主体包括全能银行和专业银行两大类，具体分为商业银行、储蓄银行、合作银行和专业银行四个层级，以全能银行对社会大众供给金融服务，并通过一系列的专业性银行和特殊信贷机构加以补充。

图 76 金融混业政策陆续落地

日期	政策/会议	发布方	摘要
2020/11/2	《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定（征求意见稿）》	央行	对金融控股公司董监高的任职条件提出明确要求。
2020/11/2	银保监会党委会议 传达学习贯彻党的十九届五中全会精神	银保监会	完善风险全覆盖的监管框架，增强监管的穿透性、统一性和权威性。依法将金融活动全面纳入监管，对同类业务、同类主体一视同仁。
2020/10/21	2020金融界论坛	央行副行长	金融科技背景下，金融混业经营更加普遍，多种业务交叉融合，导致风险交叉复杂，难以识别，外溢加剧。从传染性来看，不同业务相互关联渗透，跨界混业更加明显。业务交叉风险对金融机构风险管理、稳健经营提出更高要求，给金融管理部门穿透式监管、防范化解金融风险带来严峻挑战。
2020/10/16	《中华人民共和国商业银行法（修改建议稿）》	央行	修订稿并未对分业经营规定作出调整，沿用了“商业银行不得从事信托投资和证券经营业务”等表述，但提出“国家另有规定的除外”，也为未来政策调整预留空间。
2020/9/13	《金融控股公司监督管理试行办法》（中国人民银行令〔2020〕第4号）	央行	细化《准入决定》中金控公司准入的条件和程序，进一步明确监管范围和主体，央行对金控公司实施监管；对股东资质条件、资金来源和运用、资本充足性要求、股权结构、公司治理、关联交易、风险管理体系和风险“防火墙”制度等关键环节，提出了监管要求；对于已具备设立金控公司情形但未达到监管要求的机构，合理设置过渡期安排。
2020/9/11	《关于实施金融控股公司准入管理的决定》（国发〔2020〕12号）	国务院	坚持金融业总体分业经营为主的原则，从制度上隔离实业板块与金融板块，明确在我国境内的非金融企业、自然人以及经认可的法人控股或者实际控制两个或者两个以上不同类型金融机构，具有规定情形的，应当向中国人民银行提出申请，经批准设立金融控股公司。《决定》从注册资本，股东、实际控制人，董事、监事和高级管理人员，补充资本能力，以及组织机构和风险管理、内控制度等方面对金融控股公司提出明确的准入要求。
2019/12/12	中央经济工作会议	中央办公厅	深化改革开放，推动银行业保险业高质量发展。优化银行保险机构股权结构，强化关联交易监管，优化激励约束机制。分类处置重点金融控股集团风险。
2019/7/26	《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》	央行	明确监管范围，即符合一定条件且实际控制人为境内非金融企业和自然人的金融控股公司；将市场准入作为防控风险的第一道门槛；严格股东资质监管，通过正面清单和负面清单的方式；强化资本来源真实性和资金运用合规性监管，不得以委托资金等非自有资金投资金融控股公司；强化公司治理和关联交易监管；完善风险“防火墙”制度；合理设置过渡期。
2018/3/30	银行业协会第七届会员大会	银保监会	规范金融综合经营，规范产融结合，规范金融控股公司，规范银行表外与同业业务等。
2018/3/2	打好防范化解金融风险攻坚战 推动银行业向高质量发展转变	银保监会	打好防范化解金融风险攻坚战是银行业监管的头等大事，要在保持经济稳定运行的同时，积极主动化解各类风险。主要从降低企业负债率、抑制居民杠杆率、压缩同业投资、规范交叉金融产品、整治违法违规业务、清理规范金融控股公司、有序处置高风险机构、遏制房地产泡沫化以及配合地方政府整顿隐性债务等方面入手，深入整治市场乱象。
2019/8/20	《中国金融监管报告(2019)》	国家金融与发展实验室	不完全统计，截至2018年12月末，我国已有约80家金融控股公司和“准”金融控股平台。
2018年5月	金控试点	央行	选择招商局集团、上海国际集团、北京金控公司、蚂蚁金服和苏宁集团5家企业开展模拟监管试点。

资料来源：央行、银保监会等，根据公开市场信息整理，华西证券研究所

6. 投资建议和个股推荐

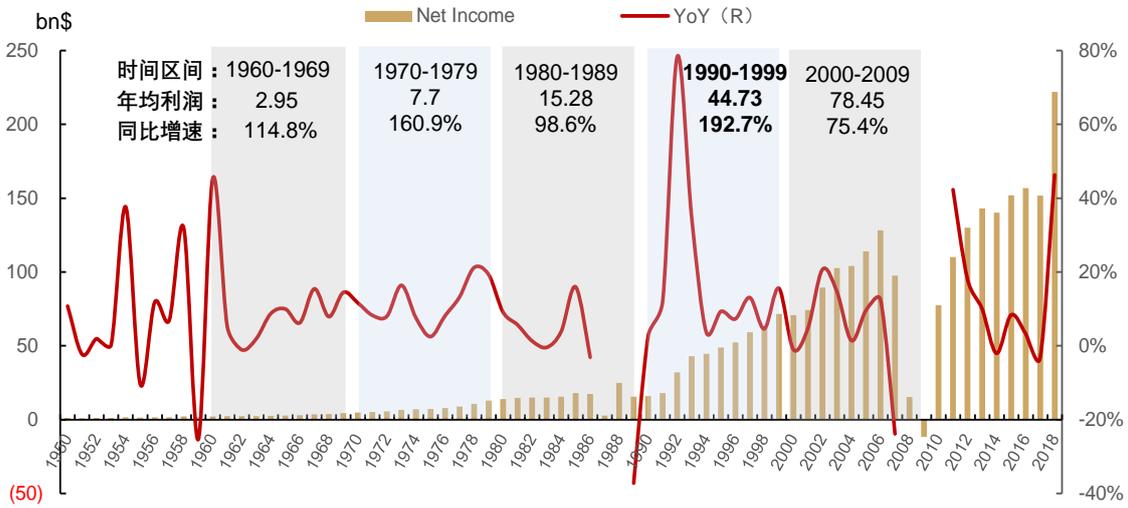
落脚到估值层面，混业经营整体抬升了行业的估值水平。一方面，混业期间行业整体的利润水平保持较高增速，另一方面，盈利能力也较之前传统银行经营模式下企稳回升，行业的周期性较之前有明显的下降。

参照 20 世纪 90 年代美国资本市场，标普 500 指数在 1990-2000 年间涨幅 299.8%，同期标普 500 银行指数跑赢标普 500，涨幅高达 475%；标普 500 银行指数的估值 PB 也由 1990 年的 1x 提升至 90 年代末约 3x 的水平。

从其他国家有限的历史数据来看，英国富时 350 银行指数 20 世纪 90 年代涨幅 653.7%，远超同期富时 350 指数 191.6%的涨幅；日本东证股指 TOPIX 银行指数 20 世纪 80 年代涨幅 341%，高于同期东证股指 96.7%的涨幅，经济复苏和“金融大爆炸”下的金融自由化发展都有助于行业盈利能力的提升，估值也曾居于高位。德国一直处

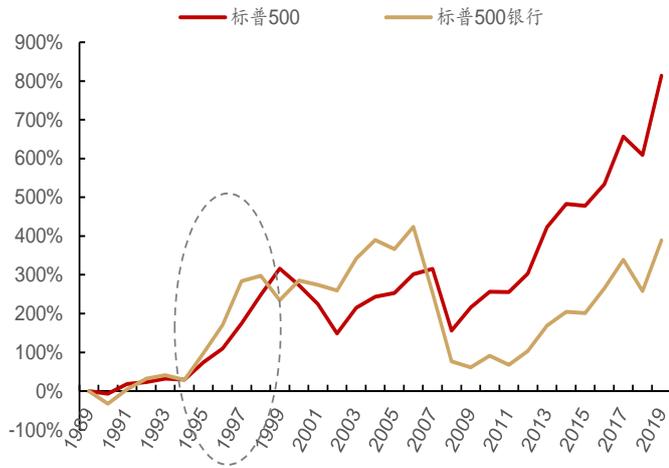
于混业状态，次贷危机前证交所银行指数也基本与大盘走势保持一致，银行业 PB 估值整体也处于 1.2x-1.6x 水平。

图 77 90 年代美国商业银行利润增速中枢上行



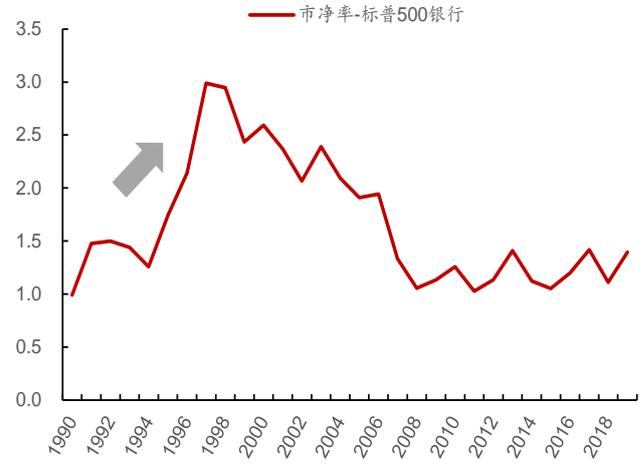
资料来源：FDIC、华西证券研究所；注：1) 增速曲线剔除了极端值；2) 单个年份波动较大，主要对比长周期利润增速水平。

图 78 美国：90 年代标普 500 银行指数跑赢大盘



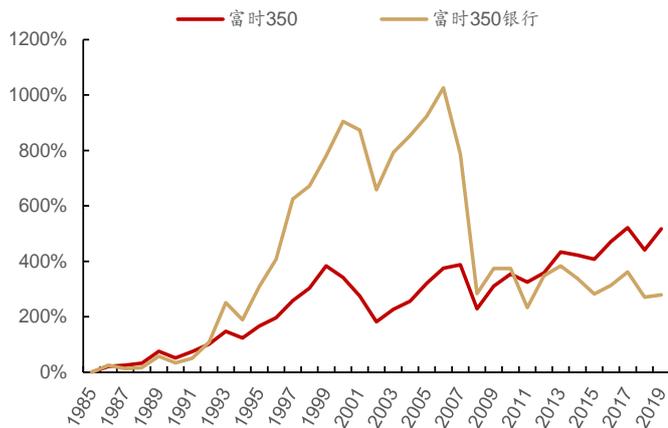
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 79 美国：标普 500 银行指数 PB 显著拉升



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 80 英国：90 年代富时银行指数大幅跑赢富时 350



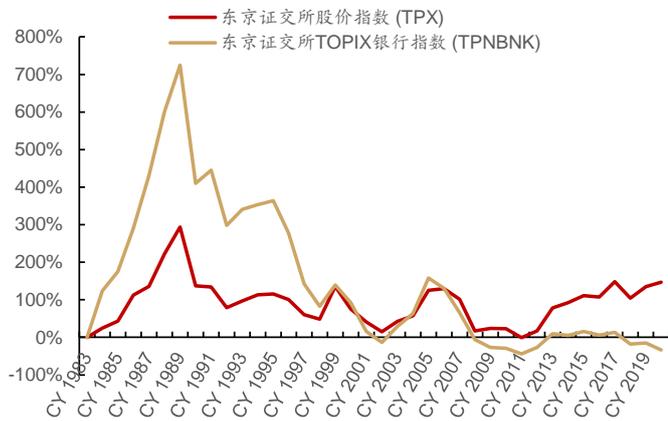
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 81 英国：银行估值 90 年代末曾高达 4xPB



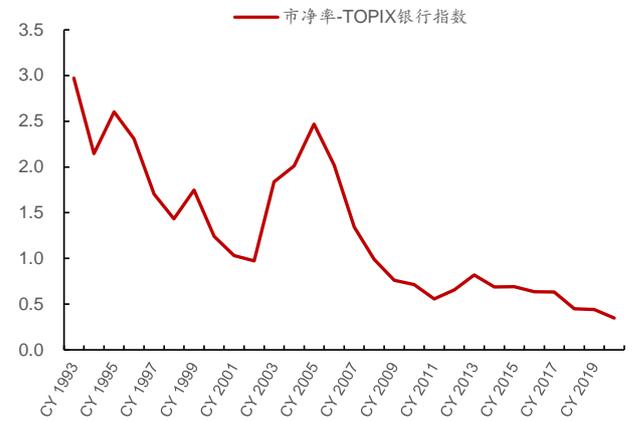
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 82 日本：TOPIX 银行指数 80 年代跑赢市场指数



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 83 日本：银行行业估值高点曾达 3x 左右 PB



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 84 德国：次贷危机前德国银行业指数与大盘走势基本一致



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 85 德国：次贷危机前银行业估值高于 1.2xPB

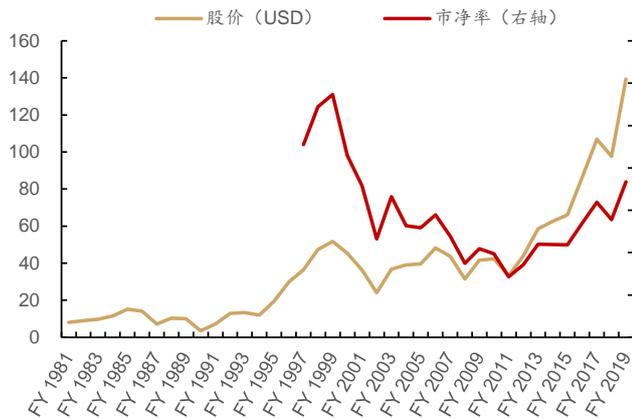


资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

个股来看，混业进程下整体估值水平也有明显的抬升：

- 1) 花旗 1998 年完成旅行者集团合并后估值实现跃升，PB 一度上涨至近 4x 的水平；
- 2) JPM 2008 年收购倒闭的贝尔斯登和华盛顿互惠银行，PB 也由次贷危机期间不足 1x 持续修复至目前的 1.8x 水平。
- 3) 德意志银行次贷危机前 PB 波动较大但总体处于 1.5x-2x 水平；
- 4) 2005 年三菱东京金融集团和日联集团合并形成三菱日联金融集团后，公司估值由 1x 左右显著提升至 2.5x 左右 PB。

图 86 JPM：金融危机后估值显著回升



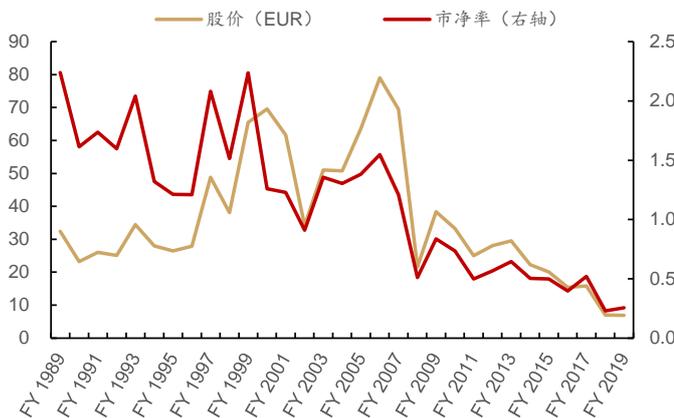
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 87 花旗：1998 年完成旅行者集团合并后估值跃升



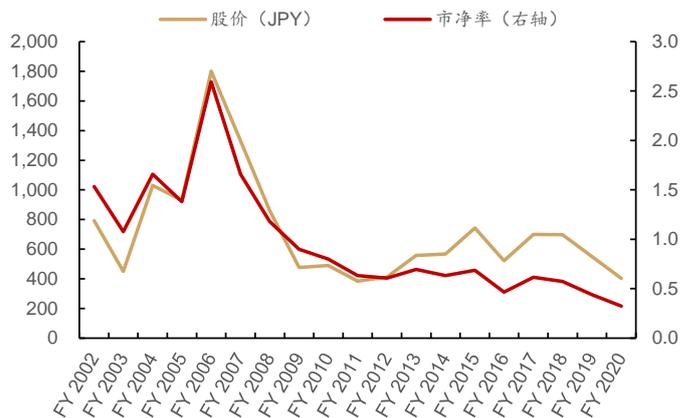
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 88 德意志银行：次贷危机前 PB 在 1.5-2 倍水平



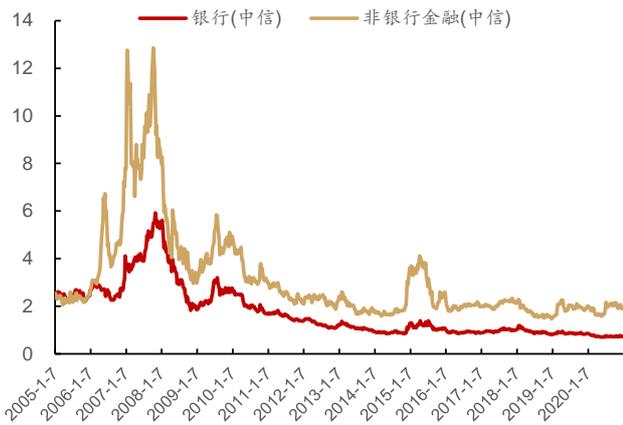
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 89 MUFG：2005 年合并形成后迎来估值显著提升



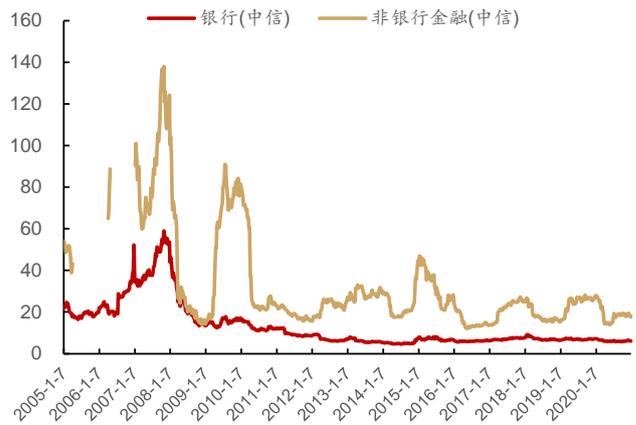
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 90 银行和非银板块 PB 对比



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 91 银行和非银板块 PE 对比



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

具体个股分三个维度来看：

1) **推荐综合经营能力强、综合业务优势明显的银行，如招商、平安、兴业、宁波等**，业务自身的综合化水平以及经营能力较强，管理层面的市场化程度高，有望实现领跑市场。

2) **整体牌照齐全的大型银行将受益**。参照 JPM 和花旗银行，作为综合化的大型跨国金融集团，商行、投行、资管业务均处行业前列，共同贡献多元营收结构，经济上行期市场给予此类大型综合金融集团较高估值。

3) **集团试点先行的标的将受益，如中信**（中信集团为国务院直属的国有大型综合跨国集团，旗下子公司过百家，业务涉及金融、资源能源、制造、工程承包、房地产等领域）、**光大**（光大集团同直属国务院，持有银行、证券、保险、信托、基金、期货、金融租赁等主要牌照）。

7. 风险提示

1) **宏观经济下行超预期，信用风险集中暴露**。宏观经济目前处于疫后修复阶段，若疫情控制不及预期导致宏观经济出现超预期下滑，加剧银行资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收，从而影响行业利润增速。

2) **混业监管政策落地不及预期**。金融改革政策先行，若监管对于金融自由化的态度趋严、或在某领域政策出台进程不及预期，如金控公司资本要求、流动性要求等，将对金融混业的推进造成不利影响。

3) **机构混业经营不审慎，引发系统性金融风险。**混业经营增强了金融机构间的关联性，同时也增加了监管难度和系统性金融风险隐患。经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化，或引发信用风险和流动性风险。

4) **行业竞争加剧风险。**金融混业经营下业务主体多元化，考验综合经营能力，加剧行业竞争，经营效率低、盈利能力差的银行或面临出清风险。

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。