

2017年全球资本市场报告

掘金资本市场行业的 价值迁徙



BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP

波士顿咨询公司（BCG）是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户度身订制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球50个国家设有90多家办公室。欢迎访问我们的网站：www.bcg.com了解更多资讯。



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

2017年全球资本市场报告

掘金资本市场行业的 价值迁徙

PHILIPPE MOREL

CHARLES TESCHNER

TRENT REASONS

WILL RHODE

SONIA BERLIN

NICOLE HILDEBRANDT

SHUBH SAUMYA

ANDRE VEISSID

CARSTEN GUBELT

GWENHAËL LE BOULAY

目录

3	序言
4	引言
6	概览：资本市场关键动向 2016年投行表现回升 生态系统其它参与者收入占比不断提高
12	时代趋势 监管环境演变 从数据和技术中创造价值 市场结构变化
17	在变化中保持竞争力 明确目标市场 制定信息化战略 制定数字化为导向的运营模式 积极应对监管变化
20	推荐阅读
21	致读者

序言

2016年，量化宽松等货币政策已走到了尽头，世界正从低通胀切换到高通胀的“新常态”，在此环境下，全球资本市场部分回暖，但各业务线表现不一。固定收益市场（FICC）摆脱过去的低迷状态，规模增长达7%，超出市场预期；同时IPO企业相比于前几年10%的增速降低到当前的1%，与低迷的一级IPO市场相比，债市市场的表现反而更为出色。

在金融危机结束后，全球资本市场曾迎来一大波公司上市潮，同时并购市场也高度活跃、业务不断。然而，经历了十几年的恢复期，危机后重组的业务逐步减少，资本市场热度随之降低；另一方面，受监管影响较小的自营投资公司快速兴起，借助灵活的业务模式与领先的金融科技，快速抢夺市场份额。受此影响，传统投行机构的生存面临日益严峻的挤压与挑战，虽然监管有意助推传统机构的良性发展，但短期内方向和力度仍未完全明朗。

本报告是波士顿咨询公司（BCG）关于全球资本市场的第六份年度报告，延续去年“资本市场生态系统价值创造和价值迁移”的议题。BCG借助自身强大的全球资本市场数据库，深度解析不同细分业务线的发展状况，同时指出对于资本市场的金融机构，大数据等数字化能力直接与企业的总股东回报成正比例的相关关系，这意味着资本市场的价值创造与数据、技术的联系日益紧密，拥抱这一趋势的公司将更可能致胜未来。

此外，BCG针对资本市场中其他生态参与者在快速发展中所带来的竞争挑战，为领先金融机构提出了四大关键应对策略，包括明确发展目标、改善信息化能力、提升数字化运营和积极应对监管变化。希望此报告能够为投行机构厘清当前市场竞争态势，明确自身发展的优劣势，BCG愿与市场共同面对未来挑战，提供市场洞察和创新思路，加快机构转型并赢得市场先机。

何大勇

BCG合伙人兼董事总经理
大中华区金融机构和保险
专项负责人

徐勤

BCG合伙人兼董事总经理
亚太区资产管理行业负责人

郭晓涛

BCG合伙人兼董事总经理
大中华区数字科技
业务负责人

引言

相比过去5年，全球资本市场在2016年表现较好。尽管银行业务收入持续下降，但降速放缓，而且交易所/交易场所、信息供应商、买方等从业机构收入均有提高。全行业收入同比增长5%。

BCG将全球资本市场收入从银行到非银行的转移称为“价值迁移”（参阅BCG于2016年5月出版的报告“Global Capital Markets 2016: The Value Migration”）。如今，价值迁移仍在继续，主要有以下几个方向：

- 从小型投行迁移至大型全能银行
- 从缺少主营特色的机构迁移至专注特定领域的机构，如专注兼并业务的精品机构
- 从持牌机构迁移至非持牌机构
- 从数字化能力较弱的机构迁移至具有强大数据和技术能力的机构
- 从缺乏信息优势的机构迁移至具备专有数据和洞察力的机构

尽管在量化宽松影响有所消退和监管即将放松的前景下，价值迁移所带来的影响可能会被削弱，各类机构仍需利用好价值迁移并为己所用。以下几个关键因素将继续影响市场未来走向：

- **监管环境变化。**尽管美国可能会放松监管，其影响的深度和广度尚不可知。目前，唯一能够确定的就是市场还将持续面临不确定性，提高了银行进行战略规划的难度。此外，尽管银行可能从监管放松中受益，美国的监管框架仍将为非银行机构带来竞争优势。

欧洲的监管政策也很可能步美国后尘。修改后的《金融工具市场指令 II》和《金融工具市场法规》等政策提议有利于提升透明度，将交易转至集中程度更高的交易市场、设计更明确的交易和投资定价机制。在针对《巴塞尔协议 III》的修改（又称《巴塞尔协议 IV》制定）方面，监管者十分希望能够保留 2007-08 全球金融危机后所制定的严格的资本、流动性和杠杆率指标。但是，随着政治风向的转变，这些核心银行监管规则也可能需要重新协商。无论是在美国还是欧洲，强烈的不确定性使得所有资本市场参与者都需要尽可能地参与到监管政策讨论中，以助力政策改革并更好地预判未来发展方向。

- **数据和技术驱动的价值崛起。**毫无疑问，价值迁移与数据、技术的关系日益紧密。为深入了解这一现象，BCG分析了一组业内上市公司的股东回报率数据。结果显示，交易所/交易市场以及信息供应商引领了后金融危机时代的价值迁移，这一结论也符合当前的价值迁移趋势。此外，我们发现领先机构来自资本市场生态系统的各个部

分，包括纯投行以及买方机构、交易所/交易场所和信息供应商。这些机构有许多共同之处，其中关键的是运用技术、以数字化创新方式开展业务的决心。

这一价值迁移趋势对不同类型的机构产生的意义不尽相同。例如，对投行而言，关键挑战在于如何跳脱出传统的数据利用方式，以推动价值创造。投行应该更加关注如何使用尖端技术，更全面地了解客户，并创造以客户为中心的服务。同样，投行也需要超越过去通过所谓“软佣金”（soft dollar）提供研究和顾问服务的模式，打造能够直接或间接将这些服务商业化的平台。

交易所和信息供应商正在凭借自身实力逐步转型为数据和技术机构，并且必须维持和巩固这一发展变化。大型机构需要把握好信息服务业集中度较低的优势，通过收购来进入高增长的细分领域，并利用兼并提升规模经济效应。所有市场参与者都应发掘新的数据和信息来源，为买方和卖方机构在估值、市场定位和预测方面提供洞察。

- **市场结构转变。**近年来，横跨各个电子交易资产大类的自营投资公司快速兴起，充分体现了技术驱动的价值迁移以及监管套利。这些自营投资公司正从传统市场参与者手中不断抢夺交易份额。同时，他们希望将业务拓展到新的资产大类，在做市业务之外（通过大宗经纪商的支持）从事客户业务、风险管理分析以及其他中介服务商提供流动性服务。这些新变化都令传统“超市型”银行承受更大压力。
- **推动数字化变革。**在市场快速变化的背景下，以银行为代表的生态系统所有参与者必须继续推动业务的数字化变革。数字创新若要成功，需重新全面评估现有人员和激励措施、组织架构、流程以及运营模式。数字化变革之路可能充满坎坷，但若能成功，整个机构将更精简、适应力更强，更能把握市场不断变化所带来的机遇。

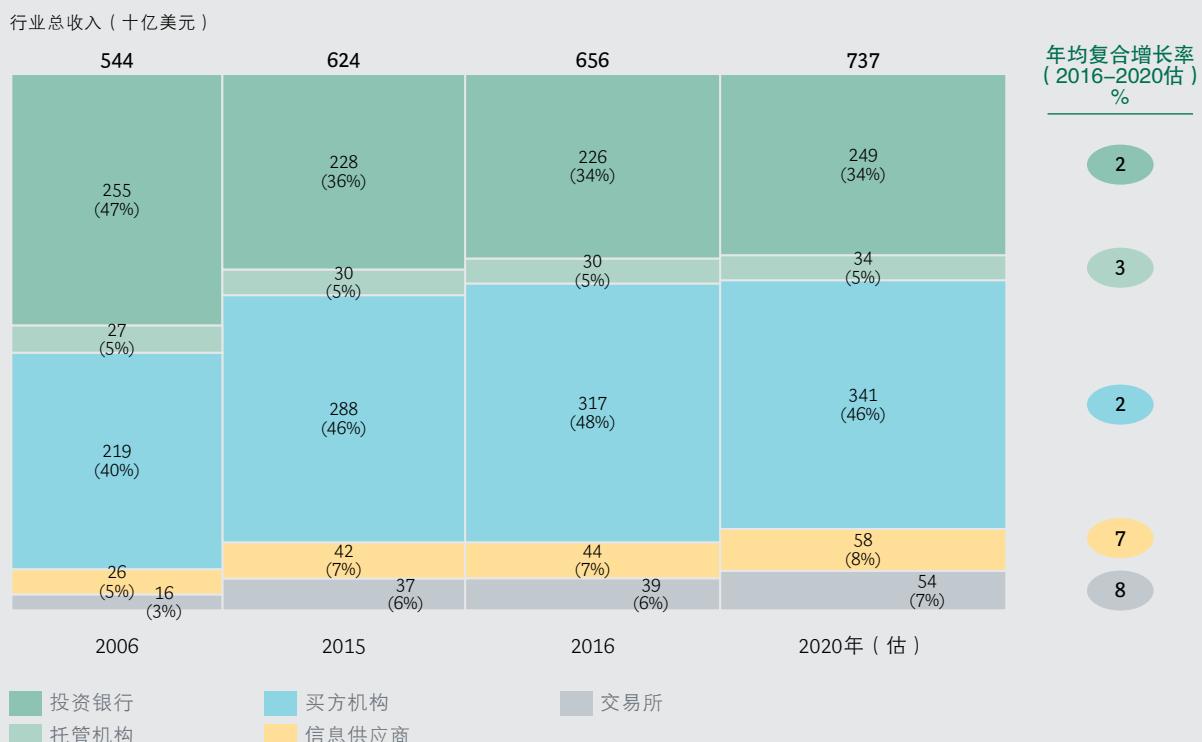
概览

资本市场关键动向

2016年，资本市场实现整体增长。全行业收入达6560亿美元，比2015年的6240亿美元上升5%。全球投行业务收入连续第4年下降，但是2016年四季度固定收益、货币和大宗商品（合称FICC）的业务回弹大体抵消了权益类和一级市场业务的亏损，因此整体

增速有限。托管行业务收入保持稳定。其它资本市场参与者也实现了收入增长，显示整体价值迁移趋势仍在持续（参阅图1）。目前，银行机构（包括投行和托管业务）收入占全行业收入的比例约为39%，显著低于十年前的52%。

图1 | 价值迁移仍将是行业趋势



来源：公司财务报表；Expand Research；BCG分析。

注：按业务活动类型展示的资本市场生态系统情况。“信息供应商”包括桌面系统、数据和推送、指数和对标、评级以及软件和分析业务收入。“交易所”包括挂牌、交易所/交易场所指令执行、市场数据、清算和交易后服务收入。由于存在四舍五入，百分比之和可能不等于总百分比。

2016年投行表现回升

2016年，全球投行收入下降1%，较2015年的5%有明显改善（参阅图2）。降幅收窄主要由于2016年四季度美国大选后，市场波动加剧、利率上升、以及FICC交易量明显增加。在前三季度表现不佳、全年收入预计再次下滑5-6%的背景下，四季度的强劲表现极大地改善了全年业绩。

2016年全球投行收入降幅相比2015年有所收窄。

与全行业长期趋势相对应，美国投行比欧洲同行表现更好，而且大型投行收入占比相对中型、地区性同行有所增加。美国前五大投行收入同比增长1%，占全行业总收入的比例从45%提高到46%。

全球各资产大类表现如下：

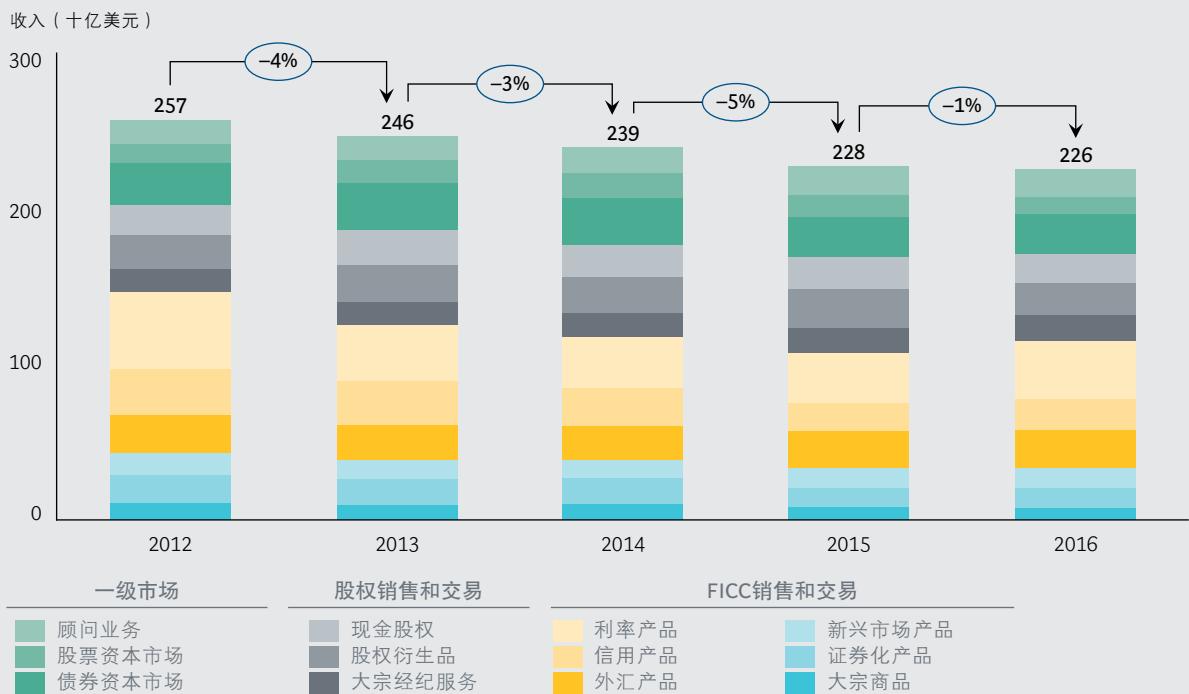
FICC在2016年表现抢眼，增长7%，收入达1150亿美元。FICC收入回暖主要得益于利率和信用产品受英国脱欧、美国大选带来的市场波动加剧、经济增速提升以及货币政策变动的影响，交易量明显放大。

业绩回暖对坚持从事FICC资产大类业务的投行而言是好消息。但值得指出的是，由于资金成本居高不下，FICC收入占比的提高以及其它产品（尤其是一级市场业务）收入占比相应下降，会对投行整体股权回报率产生负面影响。未来，得益于监管放松，投行在FICC产品上或许能实现更高的利润率，但也需要继续通过完善基础平台、增加电子分销渠道投资等方式削减成本。各家投行也可以选择专注较难转移到电子交易场所的产品（如对公信贷和流动性相对较差的货币对），以提高利差，改善整体盈利能力。

业绩回暖对坚持从事FICC资产大类业务的投行而言是好消息。

权益类交易表现较差，收入缩水10%，仅为560亿美元。全球现金权益和权益衍生品交易收入分别下降12%和13%，亚太地区表现尤其不理想。大宗经纪业务收入减少了5%。交易标准化和电子化正在不断挤压投行在权益类交易的利润空间，同时这一趋势还将继续。

图2 | 投资银行收入降速放缓



来源：公司财务报表；Expand Research；BCG分析。

注：数据来自35家样本银行。

一级市场业务收入连续第二年下降，同比减少6%，至550亿美元，创下4年来新低。由于IPO业务量下滑，所有主要银行的股票资本市场（ECM）业务收入均出现明显减少（同比下降21%）。由于整个行业交易收缩，并购业务收入减少4%。在这个长期以来至关重要的业务领域，大型投行表现不如小型精品投行，后者2016年并购业务收入逆势上扬20%。

一级市场中唯一的亮点来自债券资本市场（DCM）业务，收入上涨2%达260亿美元。这主要得益于交易量增加，其中以投资级公司债交易量的增加最为突出。但是和FICC业务反弹类似，债券的一级市场业务（利润率相对低于并购和股票资本市场业务）收入占比提高，会对整个一级市场业务利润率带来下行压力。对投行而言，如何在并购和股权市场业务中抵御来自小型精品投行和私募机构的竞争仍将是一个关键挑战。

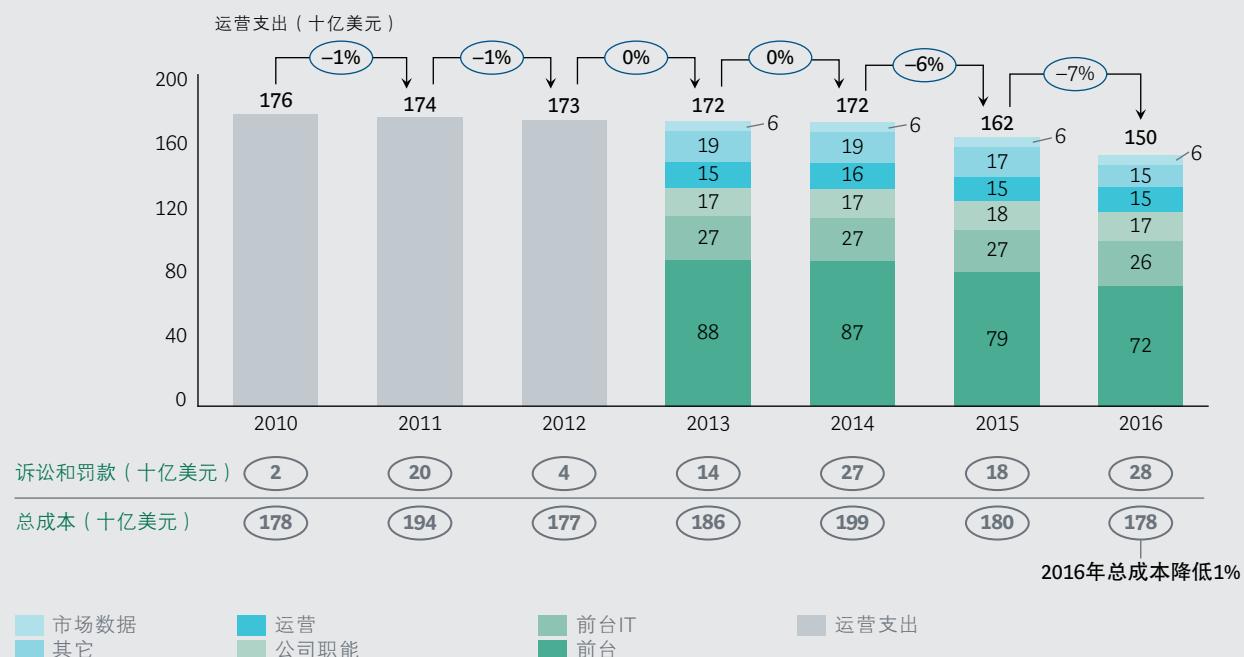
在成本方面，成本削减仍是大型投行在2016年的工作重点（参阅图3）。然而，尽管运营支出减少了7%，诉讼费用和罚款增加抵消了大部分成果，使得整体成本只减少了1%。但是，在过去几年的不断努力下，投行业的成本收入比（CIR）在2016年下降了5个百分点，

达到6年来新低，扭转了2012年以来成本收入比不断攀升的趋势。

2016年，运营支出下降主要是由于削减了以FICC为重点的前台人员和薪酬（包括削减奖金）。总体来看，前台成本减少70亿美元（10%），而且主要集中在一些欧洲银行。尽管削减前台成本有利于增加利润，但是也可能会对收入形成压力，而且无助于实现有意义、可持续的利润增长。遗憾的是，对大多数机构而言，仍然难以找到真正变革性的成本削减方法（包括降低技术、合规相关成本）。

得益于FICC业务的回升及薪酬相关开支的减少，2016年投行业总利润从2015年的660亿美元上升到760亿美元（参阅图4）。FICC业务和债券资本市场业务利润的大幅提高抵消了权益、股权资本市场和并购业务的下滑。FICC业务利润占比从46%（310亿美元）上升到60%（460亿美元），扭转了2012年以来FICC业务利润长期下跌的趋势。全行业股权回报率从2015年的6%提高到2016年的8%（参阅图5）。与收入情况相同，大部分利润和股权回报率增长来自大型美国投行。相比欧洲、亚洲同行，这些美国投行受长期趋势、成本削减和资产负债表优化带来的积极影响更多。

图3 | 如果诉讼和罚款减少，前台降低运营支出成本的工作将显现效果



来源：Expand Research；BCG分析。

注：数据样本来自35家银行。其它成本包括管理、人力、营销公关以及企业不动产。前台成本包括经纪佣金和交易所费用。2015年数据经重新调整，删除了商誉减值。由于存在四舍五入，百分比之和可能不等于总百分比。

图4 | 受FICC业务反弹及成本削减利好，2016年投资银行利润上升

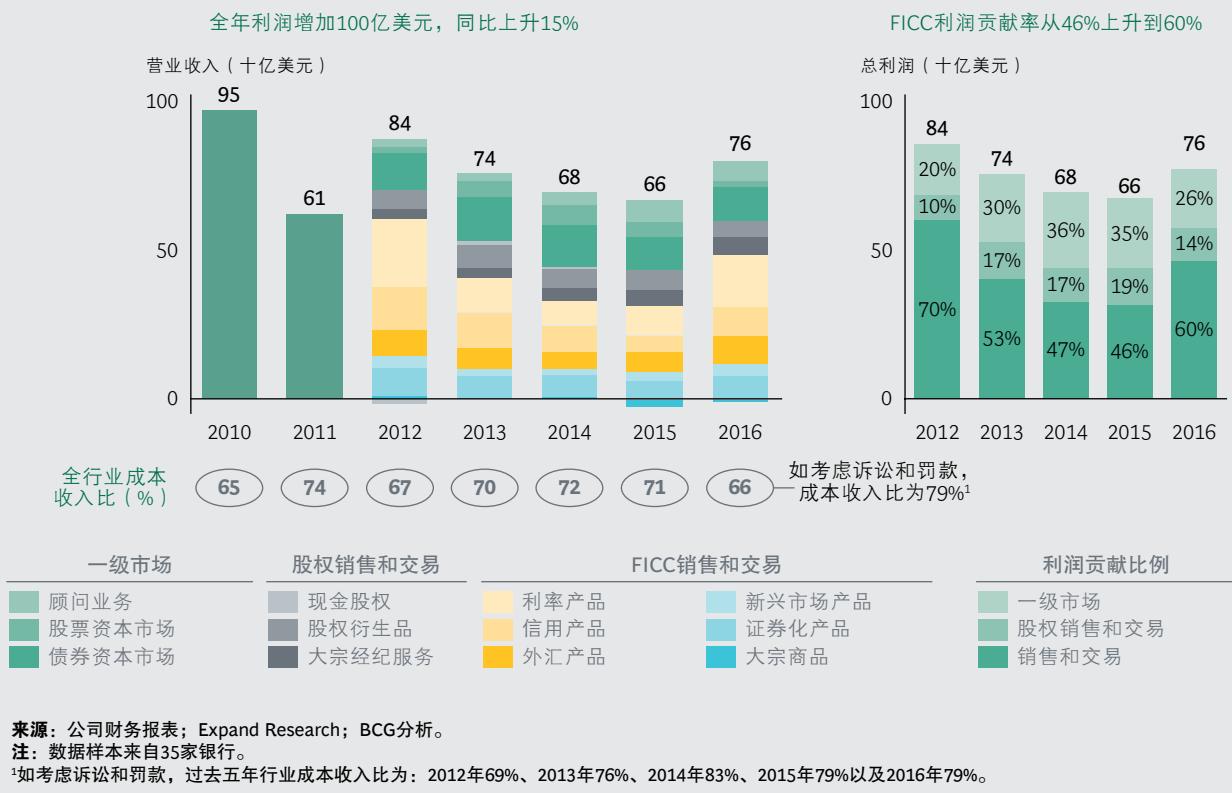
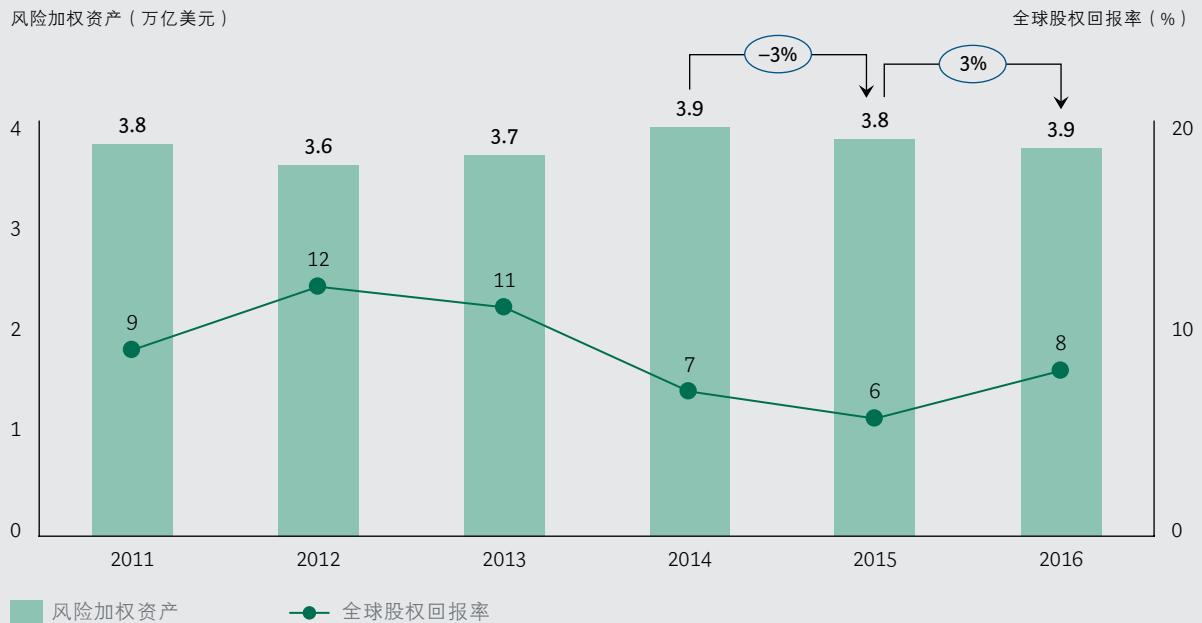


图5 | 一改过去三年下降态势，2016年投资银行股权回报率升至8%



生态系统其它参与者收入占比不断提高

与银行情况不同，资本市场生态系统其它参与者在2016年均实现收入增长，其中增幅最大的是买方机构，这主要得益于年内对冲基金的强劲表现。交易所/交易场所、清算所和信息供应商均表现不俗（参阅图6）。

交易所/交易场所和清算所。2016年，这些机构收入同比增长5%，在整个资本市场生态系统中增幅排名第二。

一级市场方面，交易所的挂牌和发行服务收入增长1%，远低于2015年同比增长10%的水平。这主要是因为2016年IPO数量相比过去几年较少。

相比之下，交易执行和清算业务——如交易场所交易执行、场外清算和交易所交易与清算——得益于大多数资产类别交易量增加实现了7%的收入增长。FICC业务和权益衍生品业务对交易所收入的贡献尤其明显，而现金权益

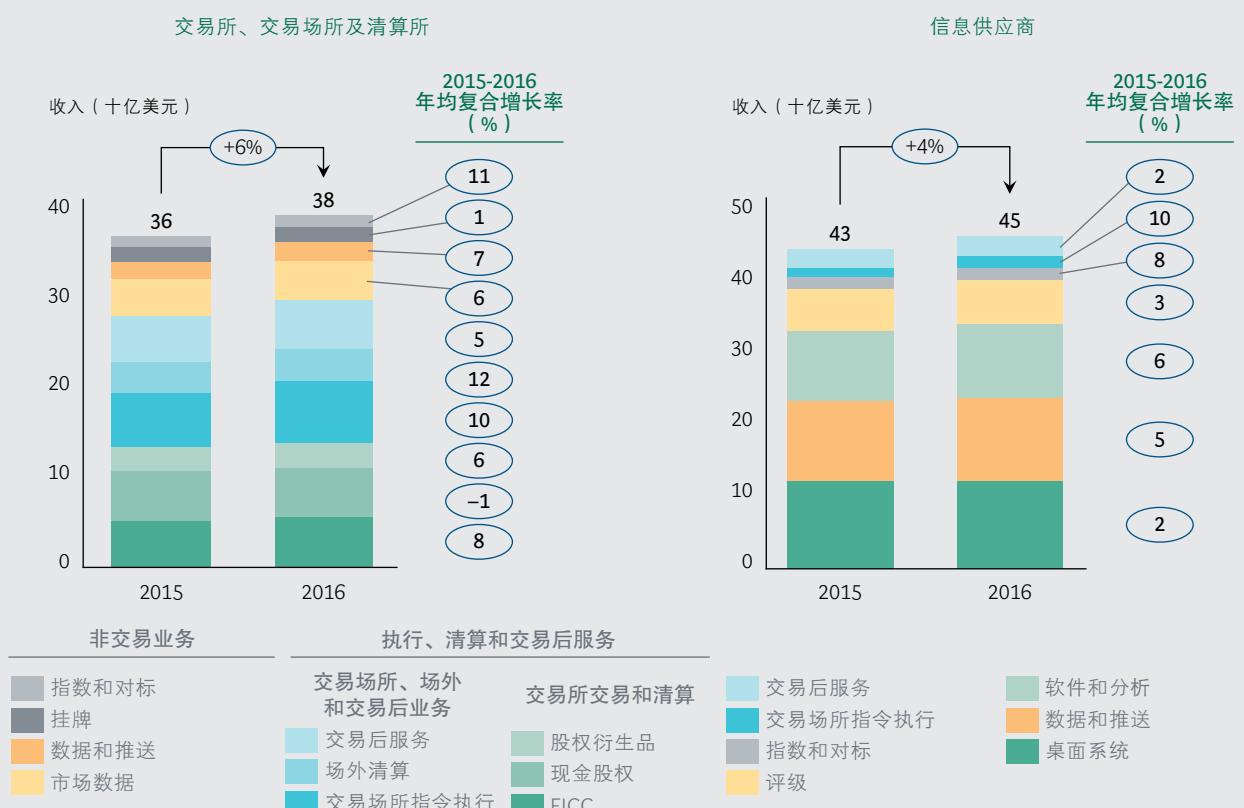
业务较为疲软，因为每股收入增速放缓甚至出现下降。场外交易场所收入同比增长10%，而将更多衍生品交易转至集中清算场所的监管要求则继续对清算所收入形成利好。

随着新的交易场所不断涌现，交易类业务竞争日趋激烈，各家机构也在多元化收入来源，将收入来源拓展至数据、技术和其它非交易类活动。由于投资者的数据需求持续强劲，指数和对标、数据和推送以及市场数据业务产生的内生收入增长在2016年提高了6%。具有前瞻性的机构正在数据推送业务之外寻找新的数据来源并开发完整的数据服务帮助客户在行业中更好地发展。

并购则是2016年另一大趋势。几家主要交易所均宣布了收购活动，计划拓展到新地区和新资产类别，实现多元化和成本协同效应。以下为两个主要收购：

- 2017年3月，芝加哥期权交易所控股公司以32亿美元收购Bats Global Markets

图6 | 非银行收入持续健康增长，指数、对标及交易后服务收入（包括场外清算）尤为突出



来源：公司财务报表；BCG分析。

注：按机构类型展示的资本市场生态系统情况。数据均为内生增长率。“交易所交易和清算”收入包括场内证券（现金股权、场内固定收益产品以及场内股权和FICC衍生品），以及交易所旗下交易场所的交易收入。“交易后服务”收入包括除清算外所有服务收入（主要来自结算费和交易后处理费用）。

- 2016年6月，纳斯达克以11亿美元收购德意志交易所集团旗下的国际证券交易所

同时，大型交易所也在主动退出不盈利的业务条线。例如，纳斯达克决定终止NLX利率期货业务，而芝加哥商业交易所正在退出欧洲清算业务。

信息供应商。2016年，尽管桌面信息系统销售疲软，信息供应商收入仍实现4%的增长。资本市场的情况——包括许多大型银行采取的成本削减手段和裁员行动——对近年来桌面信息系统收入增长造成了负面影响。2016年，桌面系统收入增长不到2%，而小型、新晋信息供应商相关收入增长超过平均水平。数据和推送业务收入同比增长5%，预计将在未来三到四年内超过桌面系统收入——有力地展示了信息分发系统的变革路径。

另一些长期利好趋势使市场对信息产品和服务的需求居高不下。例如，在流动性减少以及监管要求的背景下，市场更需要第三方数据来衡量价格发现并进行记录。此外，买方机构越发需要为投资组合中的证券产品提供第三方估值。软件和分析业务收入增长（同比增长6%在2016年达到100亿美元）是金融市场复杂化的直接结果，促使投资者利用外部工具作为内部风险管理的补充。

此外，向被动投资的转变也在推动指数和对标业务收入强劲增长（同比增长8%），主要由指数关联型ETF的资产规模扩大以及买方投资者对指数信息需求增加所致。评级服务收入（59亿美元，同比增长3%）则得益于低利率

环境下债券发行规模扩大。交易后服务收入也实现了2%的内生增长（非内生增长为25%）。

当然，资本市场发展趋势有利于这一细分行业，但信息供应商也在不断调整自身的竞争定位和长期战略。2016年，三家最大的信息供应商进行了重要调整：McGraw-Hill更名为S&P Global；Markit与HIS合并；而汤森路透进行了组织调整，裁撤了2000个岗位，其中包括不少金融和风险部门岗位。这些动向显示，行业参与者都逐渐认识到敏捷能力和适应能力将是未来长期制胜的关键。

买方机构。2016年，买方机构收入同比上升10%，主要得益于对冲基金一改2015年的疲态，实现强劲复苏。私募机构收入继续增长，可投资的现金达到历史高点。在买方一端，由于机构投资者水平日益提升、内部不断整合，费率的压力逐渐增加，且在未来几年可能不断提高（参阅BCG于2017年2月出版的文章“Hedge Funds: Down but Not Out”）。

买方市场两大关键趋势将继续影响资本市场的价值迁移。一是买方机构不断整合，使最大的资产管理机构在定价上能对服务供应商施加更大的压力。二是在资产管理规模增速放缓、收费压力增加的背景下（对传统资产管理机构尤为如此），买方机构正将注意力转向多元化经营，不仅计划从事内部化、直接获客等传统卖方业务，还希望进军价值链的其它环节，包括软件和分析、交易执行（如通过推广多对多交易场所）以及为客户提供顾问服务【例如“黑石解决方案”（BlackRock Solutions）为黑石客户提供咨询服务】。

时代趋势

2016年，欧美政治形势都发生了很大变化，对金融监管影响深远。6月英国脱欧和11月特朗普当选美国总统都预示着政策和监管方面的变化，而这些变化很可能对资本市场产生影响。但是，目前关于这些影响的具体形式和时间尚无定论。尽管金融市场当时的普遍预期认为英国脱欧和特朗普当选都是颠覆性事件，但是随着时间推移，市场也逐渐接受了更高风险溢价和更高利率的新平衡，以及对经济增长更高的期待。然而无论是脱欧还是特朗普当选，不确定性的阴云还将在可见的未来笼罩在公司业务规划之上。

监管环境演变

监管环境还在不断演变，各地区情况分化明显。整体而言，监管仍将显著影响资本市场参与者的战略规划。

美国的监管政策有可能出现回缩。尽管如此，《多德弗兰克法案》等后危机时代监管规则改革的深度和广度尚不可知。竞选期间特朗普的姿态、美国国会立法提议、参议院确认认证词以及白宫发布的行政令等实证都清楚反映未来监管放松的趋势。但讽刺的是，如果监管环境放松，受益的将是大型系统性重要银行，尤其是监管可能重新允许这些银行从事自营交易。此外，如果划分系统性重要银行的资产规模标准大幅提高，地区性和中等规模银行也将受益，因其无需承担系统性重要银行相应的合规成本和复杂工作。上述监管变化也可能引发更多的行业整合。

尽管如此，美国在金融危机后制定的许多

规则仍将保留，或者只进行微调。对大型银行的审慎监管规则就是一个典型案例。目前，似乎并未有关于对更高的资本和流动性标准、定期压力测试、资本规划以及危机处理计划要求进行放松、调整或删除的深度讨论。这些严格的监管要求，加之不断上升的资本成本，早已令资本市场价值迁移加速。历史包袱较重的资产和连锁机构负债风险也是重要的两个因素。

欧洲监管当局的焦点在于资本要求。在欧洲，监管者尚未能就《巴塞尔协议III》的最终改革方案（又称巴塞尔IV）达成一致。改革方案原定于2016年底敲定，但目前仍无法确定各方何时能取得共识并通过方案。争论的焦点在于设置资本下限，即为内评法结果设定一个下限。资本下限对欧洲和日本的银行影响更显著，因为美国早已将其写入国内监管规定。欧洲银行尤其担忧资本下限会损害项目和结构化融资业务的盈利能力，从而丧失全球基础设施建设蓬勃发展的机遇。

《金融工具市场指令II》和
《金融工具市场法规》将加
速监管松绑趋势。

尽管关于巴塞尔IV的讨论迟迟未能有结
果，欧洲央行正在引入《内评法模型针对性评
估》（Targeted Review of Internal Models，
TRIM），旨在提高各银行内部模型的一致
性。配合2019年起生效的《交易账户根本审

查》(Fundamental Review of the Trading Book)，《内评法模型针对性评估》可能会使许多欧洲银行必须满足更高的资本要求，即便巴塞尔IV无限期搁置。

未来欧洲的监管措施还包括预计2018年1月开始生效的《金融工具市场指令II》(MiFID II)和《金融工具市场法规》(MiFIR)。这两个文件将广泛影响整个金融行业，包括要求提高透明度，将更多交易转至集中交易市场，改善交易执行，制定更明确的交易、投资和研究服务价格等。以上文件也将加速目前在美国尤为明显的监管松绑趋势。MiFID II和MiFIR将使得欧洲金融市场的复杂程度进一步提高。目前，由于场外衍生品强制清算的要求，欧洲市场已然十分复杂，而强制清算要求本身也因为英国脱欧而可能产生变数。除了围绕欧元计价产品清算的讨论(目前清算活动放在英国，未来可能转移到其它地区)，投行也必须重新考虑地区布局，以及清算业务支持程度。

非银行机构仍保有优势。推广所谓“阳光市场”——广泛报告交易前和交易后量价数据的市场——一直是危机后欧美改革的重要组成部分，这一趋势也将持续。互换交易强制清算等其它阳光市场要求都有助交易所、清算所、自营交易机构、信息供应商和其它非银行机构提高收入占比，而这些业务过去几乎都是双边、由银行主导的。总体而言，向阳光市场、透明市场的迈进转变加速了从“超市型”银行、尤其是地区性银行的价值迁移，而这一趋势还将持续。

从更广泛的角度来看，相比银行机构，非银行机构(包括自营交易机构、对冲基金和其它资本市场特色专营机构)享有监管优势，而且还将继续保持这些优势。尽管部分非银行机构近年来面临更严格的监管要求，将来或需要满足更高的监管标准，但这些合规负担都比大型银行所负担的轻很多。

从数据和技术中创造价值

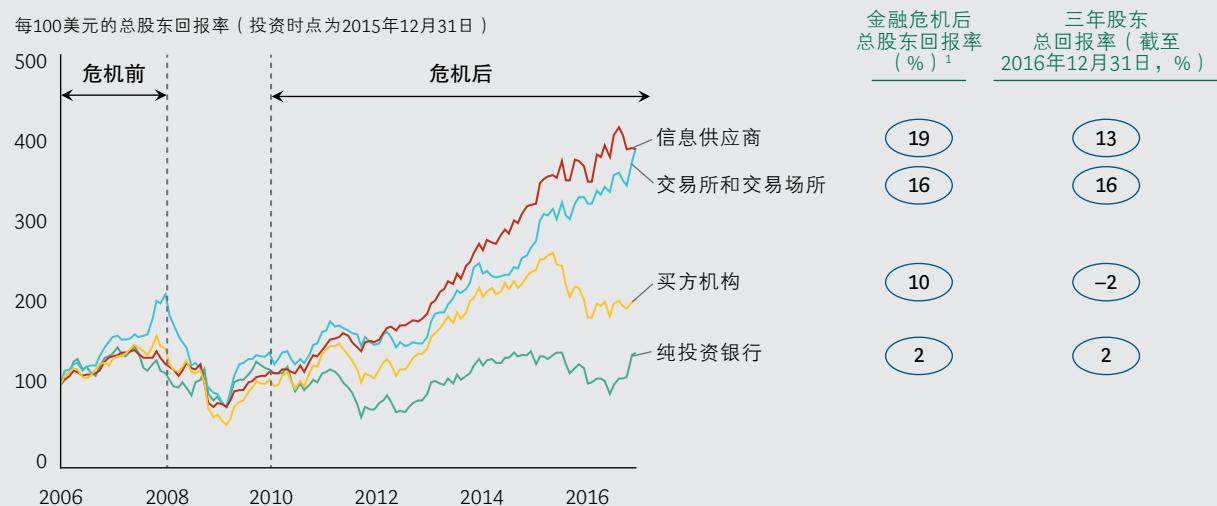
21世纪资本市场的价值创造与数据、技术的结合日益紧密。为进一步研究这一趋势，我们研究了全行业规模最大的一组上市公司股东总回报率(TSR)数据。股东总回报率衡量公司一段时间内股价上升和股息收益情况，最能全面反映股东价值创造效果。我们的分析将样本分为四类：纯投行、买方机构、交易所/交易场所以及信息供应商。

2006年以来，上述四类机构均实现股东正回报，尽管相比之下，信息供应商和交易所/交易场所为股东创造的价值远高于纯投行(参阅图7)。买方机构也比纯投行表现更好。但是过去几年里，这些机构的表现均有所下滑。

自金融危机后，信息供应商和交易所/交易场所的价值创造能力一直保持领先，但具体情况更加复杂。即便在同类型机构中，股东总回报率也存在较大差异；所有类型的顶尖机构股东总回报率均高于其它一般机构。

我们的评估结果显示，顶尖机构存在一些

图7 | 交易所和信息供应商引领危机后时代的价值迁移



来源: S&P Capital IQ; BCG分析。

注: 分析包括各类型中规模最大的上市公司，其中有11家信息供应商、15家交易所/交易场所、24家买方机构(包括对冲基金、私募基金和传统资产管理公司)以及10家纯投资银行(大型纯投资银行及小型精品投资银行)。指数基于各类型样本机构每月总股东回报率中位数计算得出。

¹后金融危机指全球金融危机爆发后从2009年12月31日至2016年12月31日。

共性或是找到了需求较高的特色专营领域。主要有以下几类：

- **具备领头羊优势。**这些机构利用规模优势，为客户提供了更高的价值。
- **深耕细分市场、表现突出。**一些机构尽管规模不大，但是通过专注设计和提供特定产品，超越了其它不够专注的竞争机构。
- **资本约束较少。**后危机时代，小型精品投行和非银行机构等监管环境相对宽松的机构实现了较高的股东总回报率，而监管要求更严格的机构则面临更多挑战。
- **致力于运用科技实现数字创新度更高的业务方式。**各个类别都存在这样的机构，其中许多机构对大数据和分析技术平台进行了大量投资。还有一些机构将业务拓展到信息服务，通过为其它市场参与者提供数据服务实现了相当可观的收入。

整体而言，行业参与者都在努力寻找和培养数字化人才。资本市场劳动力所具备的技能也越发趋近技术公司（参阅图8）。目前，在一个典型的资本市场从业机构中，有超过30%的

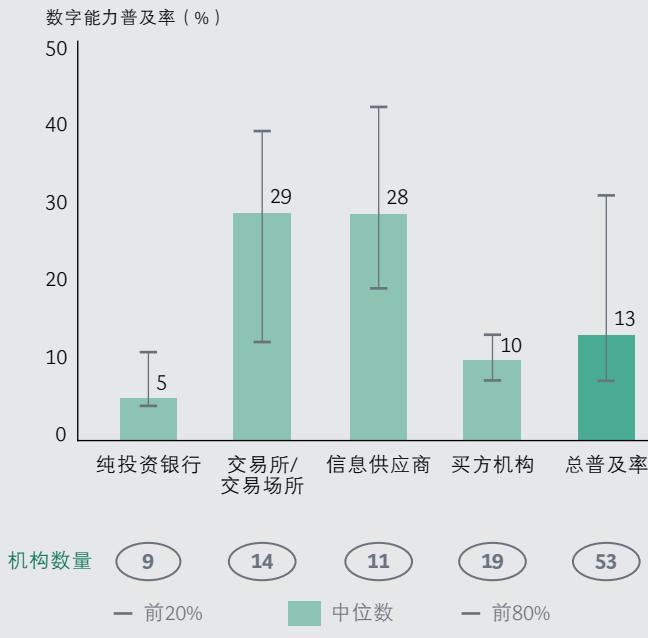
劳动力具备和数字化市场相关的技能，例如数据分析和软件开发，或者有新兴技术趋势相关的经历（如机器人和自动化、人工智能和区块链）。交易所和信息供应商的员工中熟悉技术的比例自然更高，但是银行和买方机构也在培养数字化人才。此外，股东总回报率和数字化人才之间存在正向关系，只是尚未明确是因为数字化人才创造了更大的价值，还是股东总回报率更高的机构能够吸引到数字化人才，或者是两者共同作用实现了这种正向关系。

我们的分析结果凸显了关键一点：随着资本市场的价值创造与数据、技术的联系日益紧密，拥抱这一趋势的公司将更可能在长期致胜。但是不同类型的公司将通过不同方式采取行动。例如信息供应商可能继续拓展至软件和分析业务，而交易所/交易场所可能转型成为综合服务平台，提供从交易前到交易执行，再到交易后的全流程服务。买方机构正在将内部（为交易和投资决策服务的）数据和分析能力打造成为其它市场参与者服务的分析平台。“黑石解决方案”业务就是一个典型案例。公开财务数据显示，2016年该业务创造了近6亿美元收入，比2015年提高13%。

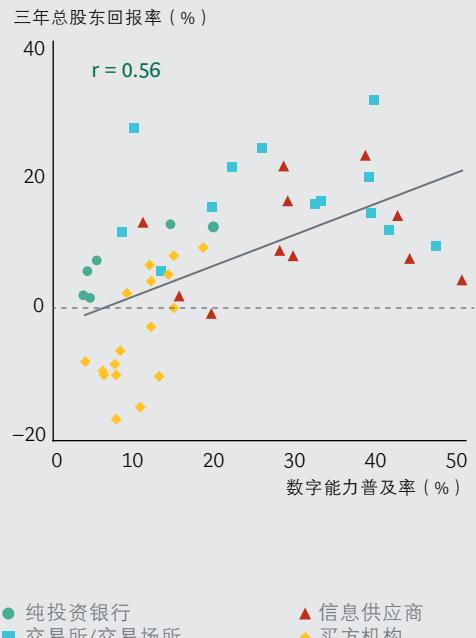
一直以来，银行利用数据和信息创造价值

图8 | 价值创造和差异化数字能力的联系日益紧密

资本市场劳动力所具备的技能越发趋近技术公司



总股东回报率提升和劳动力数字能力水平之间存在正向关系



来源: S&P Capital IQ; LinkedIn; BCG分析。

注: 数字能力普及率指每家机构员工在LinkedIn网站上表示掌握33项数字能力中至少1项的比例（2017年一季度搜索结果）。这33项数字能力主要分为三个领域: 数据分析、软件开发和新兴技术趋势。三年总股东回报率计算截至2016年12月31日。

主要有两种途径。一是利用内部数据和分析技术为交易决策提供参考。二是提供研究和顾问服务——通常以“软佣金”捆绑模式——实现用户粘性、促进业务增长。监管对透明度的要求正在不断提高，既对传统模式形成挑战，也提供了新的机遇。

新技术使银行能够通过多种方式为客户提供信息。

银行仍然在利用内部数据为交易决策提供参考，但是技术也在帮助银行开发更智能的客户关系工具和分析技术。例如，预测性分析技术和机器学习技术使银行能够更全面地了解客户。这些技术使银行能够采用更稳健、更以客户为中心的方式提供服务并更好地留住客户，实现交叉销售和向上销售。技术能力较强的公司已经在这方面进行了大量投资。

同样，技术也使银行能通过多种方式为客户提供信息和咨询服务。除研究报告和指导外，银行还像部分买方机构一样，提供丰富的数据以及软件和分析平台。至少有两家大型投行已经开始行动：2015年，高盛决定向客户开放其前台风险系统SecuritiesDatabase（即SecDB）；摩根大通也宣布考虑跟进，在2018年开放其风险系统Athena。这两个平台起初都是为内部使用而搭建的，现在向外部市场参与者开放。银行一直都在寻找合适的机会将内部数据商业化，而开放风险系统也是途径之一。在此之前，RiskMetrics（从摩根大通实验室分拆出来）以及摩根士丹利的MSCI指数已经对外开放。随着云技术和开放API的不断发展，银行将有能力为自己和客户实现规模经济效益。

在评估数据、信息和分析服务时，想要将价值创造最大化的银行必须认真考虑其定价模型以及客户服务模式。

在定价方面，由于许多产品的利润率和交易量都在下滑，银行更难维持传统“软佣金”模式。MiFID II也进一步对该定价模式形成压力。银行正在大幅削减研究报告服务，同时越来越多的研究机构开始收取固定的报告订阅费用。在此背景下，银行必须积极行动，重新评估是否要为研究、数据和分析服务设计更明确的定价模型。基于价值的定价模型应当考虑到不同客群的情况，并根据客群对银行的价值进行定价。

此外，若银行选择向外部市场参与者提供

数据，他们还需考虑最佳的数据分发战略，包括选择正确的传递渠道（数据下载、数据平台或是捆绑产品），以及是由银行来提供数据产品，还是和现有数据供应商合作以扩大受众范围。银行还需寻找机会为自己所在的数据细分市场制定标准并树立领导地位，以进一步促进价值创造。

市场结构变化

技术是资本市场价值迁移、尤其是对二级市场做市业务而言的关键动力。速度、信息优势、高效客户流以及自有资本有效运用一直是做市业务实现盈利的基本要素，但是这些要素的运用方式正在发生巨大变化。技术进步使各种规模的机构都能直接进入机构市场，分析大量公开交易数据，利用预测性算法分析并创造无风险或低风险套利机会。技术变革以及监管变化也在加快二级市场交易的电子化进程，迫使投行调整业务模式，并带来更多元的市场竞争者。

自营投资公司发展对“超市型”业务模式形成压力。

值得注意的是，交易电子化在各个资产大类的进度并不相同，甚至在同一资产不同交易类型中的进程也有差异。高流动性交易工具、尤其是小额订单的电子化进程最快。但还有更多的低流动性工具和大额订单仍然通过语音进行交易。整个二级市场的电子化进程呈两极态势，投行操作模式和规模经济效益差异悬殊。

在新环境下，大型银行必须同时做好语音和电子交易，而且可能还需寻找机会延迟交易平台多元化的进程（例如通过在外汇市场建立双向交易平台）。中等规模和地区性机构面临的电子化交易难度是最大的。这些机构缺少大额交易，自身规模较小不足以投资建设电子交易所需的基础设施，目前仍通过语音交易小额订单。鉴于其人工交易特点，这些机构更适合经营利润率较高、场外或是定制的交易产品，例如奇异衍生品或大宗交易。

目前已经实现电子化交易的市场（如股权、外汇现货以及期货市场）都具有市场集中度高、交易产品标准化、利润率极低以及交易价量数据公开的特点。由于上述业务利润空间很小，机构必须扩大交易量和信息优势来确保盈利能力。在这些市场中，领先机构的根本战略优势来自指令高速执行、获取客户指令流、根据风险敞口有策略性地配置资本，以及高超的预测

性算法。这些机构往往采用经纪业务或无风险自营业务模式。

市场电子化进程也使自营交易公司成为新的做市机构类型。与传统投行不同，自营交易公司是“轻资本”、受监管较少，并且运用领先技术开展做市业务的投资公司。这些公司专业化程度高，专注特定市场，并不提供研究、承销或其它传统投行业务，程序员数量往往比传统交易员更多，而且对技术基础设施进行大量投资。

自营交易公司在上世纪90年代和21世纪初开始涉足股票市场做市业务。金融危机后，随

着市场集中度和透明度不断提高，以及银行资本成本攀升，自营交易公司逐渐进入外汇现货交易、利率互换、现金利率（cash rate）等领域。相比银行，自营交易公司收入增长快、成本收入比低，因此单位员工盈利能力高，具备拓展到其它相邻产品领域的资金实力。

凭借先进的技术和基础设施优势，自营交易公司也在寻求业务多元化，从单纯的做市业务拓展到风险管理分析、向第三方外包流动性服务以及其它业务。自营交易公司的业务和重要性日益提升，在电子化交易资产中交易量占比不断上升，对“超市型”投行和资本市场服务模式持续形成压力。

在变化中保持竞争力

2016年，受市场波动加剧、宏观经济前景向好等周期性因素影响，资本市场收入增长强劲。监管放松的预期使得投行收入降幅放缓，投资者信心增强。

尽管短期存在一些利好因素，数字化颠覆仍然是重要的长期趋势，并将继续推动价值向能够把握数字化机遇的机构迁移。我们认为，资本市场所有参与者——包括信息供应商、交易所/交易场所、买方机构和投行——都需要采取一系列关键行动以便在持续变化的市场中保持竞争力。

明确目标市场

市场变化正在迫使机构再造，突破传统业务条线创造新的业务价值，同时退出无盈利能力的业务。为确保成功，机构必须明确增长潜力最大，而且与其核心能力和竞争优势相匹配的细分领域。

对不同类型机构而言，再造具有不同的意义。对许多大型银行而言，成功在于是否能够优化现有的“超市型”业务模式，通过自动化和机器人等先进技术，改善资本回报率并降低成本开支，同时继续投资语音交易市场。

对大型信息供应商而言，这意味着，在传统桌面系统之外寻找新的信息分销方式，以应对银行不断缩减员工队伍的趋势。信息供应商还应注重继续寻找将行业长期趋势商业化的办法——例如拓展自有的指数和对标业务，把握被动投资趋势所带来的机会。

大型交易所和交易场所也需要进行业务多元化并进入价值链上利润率高、成长性好的环节。例如在指令执行方面，交易所可以继续将更多的注意力从现金产品转移到场内衍生品（listed derivatives）上。从简单提供市场数据转向提供丰富的数据以及软件、分析服务，也是保持增长的关键途径。交易所/交易场所也可以开发出新的数据和信息来源，为买方和卖方机构提供参考，通过提供竞争对手难以复制的产品服务实现丰厚利润。

地区性投行以及小型精品投行、交易商则需要避开效果有限的业务，专注打造地域、产品类型、细分市场等核心竞争力，通过为特定客群提供优质服务，抵御来自大型投行和新兴技术公司的竞争。

制定信息化战略

长久以来，信息优势就在资本市场价值创造中扮演着重要的角色。技术和数字革命拓展了市场所能获得的数据和信息，削弱了投行过去一直保持的信息优势。这也使各类从业机构有机会为自身以及整个行业创造更多的价值。

为了在当前的市场环境中保持竞争力，从业机构必须具备数字化愿景和清晰的数据及信息战略。战略应当明确如何通过数据和信息间接（在机构内部更好地利用数据）或直接（将新的数据和分析产品商业化，提供给外部市场参与者）增加收入。此外，战略方案还应当密切关注点，为整个业务战略提供参考，使机构能将信息产品服务与核心的顾问、交易或指令执行产品结合起来，产生协同效应。

制定数字化为导向的运营模式

无论从业机构选择了怎样的战略目标着眼点或方向，都需确保运营模式能够跟上市场电子化、数据化和数字化的趋势，以便不断激发创新活动（参阅图9）。许多非银行机构发端于技术公司，后来逐渐转向金融服务领域，其适应能力之快令许多银行望尘莫及。

为赶上竞争对手的脚步，银行必须先将数字化作为首要任务，同时，必须建立起人才、组织和工作流程最佳实践作为范本，帮助银行打造具有颠覆性的全新业务模式。

- 数字化。**若想在瞬息万变的市场中常胜不败，必须将数字化作为首要目标。监管压力和宏观经济疲软使得不少卖方机构领导层将关注点放在解决短期问题，而非实现长期创新上。然而数字化变革若想成功，其必须成为CEO日常关注的首要问题，并配以相应的资金来开展内部行动并与外部创新机构合作。公司治理流程和框架需确保其能够在加速变化的市场中持续评估公司的首要任务是否符合市场趋势。
- 人才。**以数字化为目标的领导层也需要配以具备机器学习、预测性分析、云计算、机器人和自动化等相应技能的团队，才能落实好数字化战略。当然，数字化颠覆并

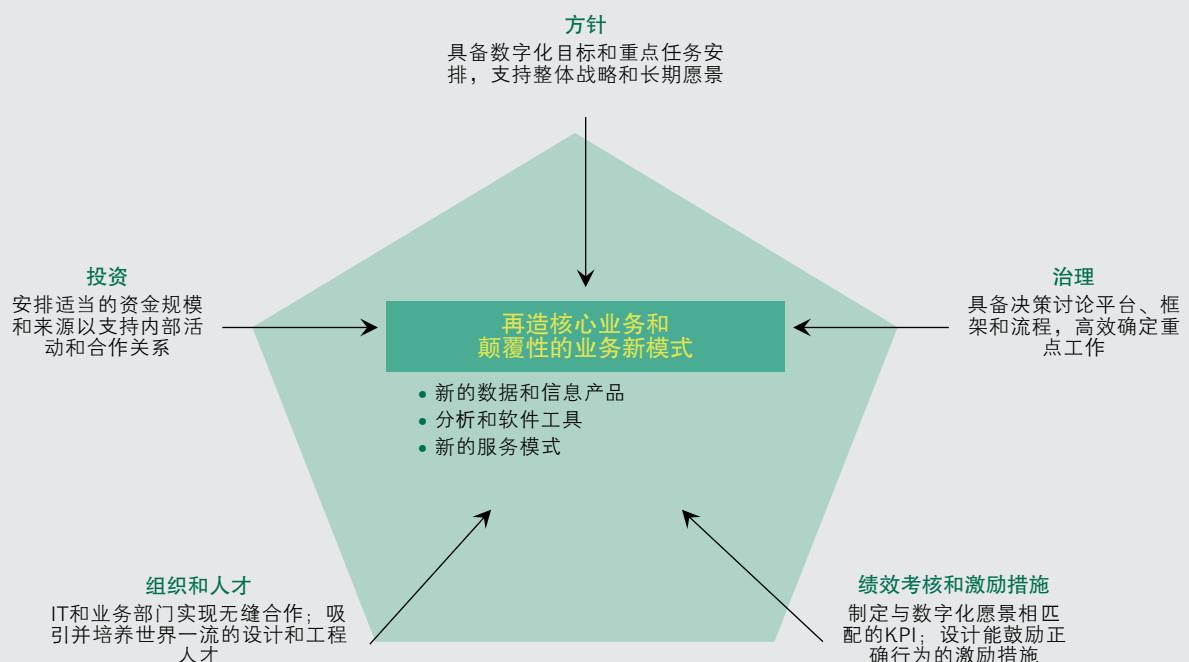
非只是资本市场面临的独特趋势。具备相应数字技能的人才在各个行业都非常紧缺，而资本市场所需要的竞争力又在随时变化。为了能在合适的时机找到合适的人才，从业机构必须积极打造数字化人才储备，提供具有竞争力的薪酬、设计能鼓励正确行为的绩效评估体系和激励措施。

- 组织架构。**银行必须跟随领先非银行机构和专注技术的公司，打造将业务和IT功能无缝整合的组织模式。通过将数字化人才嵌入业务部门，能够使技术人员更深入地了解现有业务需求，提高价值创造的针对性和有效性。加强业务和IT功能的联系、建立清晰的治理和决策架构有助于打造合作互信的内部文化。

若想在瞬息万变的市场中常胜不败，必须将数字化作为首要目标。

在业务部门内部鼓励创新能最有效地解决眼前的业务问题，但或许并不足以促进长期和远大的创新活动。若想具备先发优势，甚至是

图9 | 运营模式必须以数字化为中心，才能实现创新并释放增长动力



来源：BCG分析。

紧跟领先趋势，从业机构必须明确创新小组的架构安排，例如是完全嵌入业务部门内部、作为独立实验室运作、或是综合两者来开展工作。无论选择哪种方式，都必须考虑机构自身的发展目标、文化氛围、核心人才和历史情况。创新小组建立之后，需要认真考虑如何与外部创新机构合作（通过兼并、合资或是孵化方式），确保所在机构始终站在技术发展的前沿。

考虑到数据和软件业集中度较低，持续兼并收购可能是进入这些朝阳行业最高效的方式。通过在早期明确优质兼并对象，可以增加收入，进而将更多资源再投入到数据和技术开发当中，形成良性循环，快速采取战略行动。

所有资本市场从业机构，其中尤以投行为甚，还需在如何利用合作关系、合资企业以及战略联盟方面拓宽思路，从而实现战略目标。资本市场从业机构的合作关系早已有之，银行多年来也一直将中后台交易后流程进行外包。但是，合作关系的意义可以超越“成本共担”，使机构把握市场变化带来的商业机遇并进入新的增长点。由于资本市场生态系统的机构数量有限，先发的机构优势明显，能明确新的创新

合作关系，实现协同效应，为所有合作伙伴带来竞争优势。

银行还必须找到新的（流程和运营）方式，提升敏捷程度，减低成本开支并促进创新活动。与组织架构工作相同，致力于提高敏捷程度的银行应当追随技术公司，建立起敏捷开发和持续开发原则。这些原则通过缩短开发流程、提高产品发布频率，降低所谓交付风险，尽早收获产品创新和变革带来的益处。银行也应继续致力于简化现有IT架构，采用能降低运营成本、精简组织体系的新技术。

积极应对监管变化

在各国监管者、尤其是美国监管者对后危机时代监管政策重新评估之际，资本市场机构需要积极参与政策改革讨论，并制定应对不同监管情境的行动规划。机构若能在讨论中占据一席之地，则可在一定程度上影响监管改革，并预测可能对未来收入增长造成影响的政策决定。提前主动规划监管政策变化的应对方案，也能使机构牢牢抓住机遇，从被动应对的竞争伙伴手中争取到更多市场份额。

推荐阅读

波士顿咨询公司还出版金融高级管理人员可能感兴趣的其它报告和文章。近期的报告和文章包括：

《2017年全球风险报告：监管改革浪潮不减，金融机构破浪前行》

BCG报告
2017年10月出版

Hedge Funds: Down but Not Out

BCG文章
2017年2月出版

《2016年全球公司银行报告：下一代公司银行》

BCG报告
2016年12月出版

《资本市场的金融科技公司：充满机遇之地》

BCG聚焦报告
2016年11月出版

A Sisyphean Struggle: Insights from BCG's Treasury Benchmarking Survey 2016

BCG聚焦报告
2016年11月出版

The Five Best Practices That Set Operational Risk Leaders Apart

BCG文章
2016年10月出版

What Brexit Means for Financial Institutions

BCG聚焦报告
2016年8月出版

Fintechs May Be Corporate Banks' Best "Frenemies"

BCG文章
2016年7月出版

《2016年全球资产管理报告：全球 资管市场增长乏力，机构突围须加 码数据科技》

BCG报告
2016年7月出版

Will Industry Stacks Be the New Blueprint for Banking?

BCG管理新视野
2016年6月出版

《2016年全球零售银行业报告：跨 界竞争日渐加剧，数字精简优势凸 显》

BCG报告
2016年5月出版

Retail Banks at the Crossroad

BCG与Efma联合报告
2016年4月出版

How to Reap a Pricing Windfall in Retail Banking

BCG文章
2016年2月出版

致读者

关于作者

Philippe Morel是波士顿咨询公司资深合伙人兼董事总经理，常驻伦敦办公室。**Charles Teschner**是波士顿咨询公司资深合伙人兼董事总经理。**Shubh Saumya**是波士顿咨询公司董事。**Andre Veissid**是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理。**Will Rhode**是波士顿咨询公司董事经理。**Sonia Berlin**是波士顿咨询公司项目经理。**Nicole Hildebrandt**是波士顿咨询公司咨询顾问，常驻纽约办公室。**Trent Reasons**是波士顿咨询公司联席董事，常驻华盛顿办公室。**Gwenhaël Le Boulay**是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理，常驻巴黎办公室。**Carsten Gubelt**是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理，常驻杜塞尔多夫办公室。

致谢

我们要特别感谢核心团队成员 Valeria Bertali、Ingmar Broemstrup、William L'Heveder、Kimon Mikroullis、Laila Worrell 以及 Yasser Rashid 为本报告构思和撰写作出的重要贡献；感谢 John Sununu 提供的研究支持。

感谢 Expand Research 团队成员 Raza Hussain、Franck Vialaron、Marios Tziannaros、Boris Lavrov、Thomas Woodward、Daniel Øllgaard 以及 Steve Mwenifumbo 对本报告的贡献。

最后，感谢 Philip Crawford 为本报告提供的编辑指导，以及其他编辑、设计和制作成员：Katherine Andrews、Gary Callahan、Lilith Fonduelas、Kim Friedman、Abby Garland 和 Sara Strassenreiter，以及中文版的编译和制作团队成员：丁超、钱俊彦、敖琳琳和冯一旦。

更多联系

如果您希望与波士顿咨询公司深入探讨贵司面临的挑战和机遇，请联系任何一位作者。

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

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

Trent Reasons
BCG 华盛顿
+1 301 664 7400
reasons.trent@bcg.com

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

Sonia Berlin
BCG 纽约
+1 212 446 2800
berlin.sonia@bcg.com

Nicole Hildebrandt

BCG 纽约
+1 212 446 2800
hildebrandt.nicole@bcg.com

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

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

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

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

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：www.bcg.com
如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号，



名称：BCG波士顿咨询；ID：BCG_Greater_China；二维码：
©波士顿咨询公司2017年版权所有
10/17



BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP