

金融价值链重构与银行的转型价值

美国最古老的银行纽约银行，在上世纪 90 年代末，抛却了所有的传统银行业务，变身作为一家专门服务于资本市场的结算、托管和投资绩效评估银行，它用自己的传统业务从 JP 摩根、美洲银行、富国银行、瑞士一波、巴克莱银行、苏格兰皇家银行、蒙特利尔银行手中换取了公司信托业务，在整个金融价值链的专业化裂变与重新聚合中找到了自己的独特定位，成为全球结算托管领域的领头羊。

而另一家有着悠久历史的传统银行梅隆公司，也在 2001 年完成了它的大转型，这一年它出售了所有的零售业务，释放了近半的风险资本，它将这些资本重新配置到资产管理和财富管理领域，并在 2006 年成为最好的全球化投资管理银行之一。

纽约银行和梅隆公司的故事启示我们，在百年的金融生态演化中，适者生存。

资本市场取代银行成为整个金融系统的核心是金融体系演变的必然趋势，随之而来的是层出不穷的金融创新和由此催生的新兴金融机构，金融市场的结构在复杂化、范围在全球化、分工在专业化，这就要求银行这种古老的金融机构不能再固守“建网点、拉存款、放贷款”的传统思维，必须找到自己的新定位，这不仅要有战略的眼光，更要有大胆的取舍。

另一方面，既然传统银行的转型是一种必然，那么，在看待今天的中国银行业时，转型潜力就成为一个重要因素，实际上，从美国银行业发展的历史数据看，当前业务价值只占银行总价值潜力的三分之一到二分之一：转型中的银行其估值水平可以是传统银行的两到三倍，即使在转型完成后，仍可享受 50% 左右的溢价。不过并不是所有的银行都能够获取这份溢价——当纽约银行集合了其他大型银行的公司托管业务而成为最大的资产服务银行后，其他银行就失去了这一战场；同样的，当梅隆公司“变卖家产”、在投资管理领域大肆并购之时，其他银行在这一领域的阵地也在缩小，金融价值链的裂变与聚合决定了每个细分领域内的集中度将大幅提高，只有那些最有眼光和胆识的企业才能在这场金融变局中重新寻获最适合自己的新定位，并实现转型的价值。

一、美国最古老的银行如何应对金融体系的变迁？

1.1 纽约银行：百年转型

纽约银行，1784 年成立，是美国最古老的银行，成立之初，曾独立支撑纽约的商业活动，并为美国交通系统的构建提供了大量资金，成为海运、铁路和地铁系统的主要贷款人。随着整个金融体系的演变，纽约银行一直在努力开拓新业务以适应新的金融环境：1832 年公司开始为私人客户提供理财服务；二十世纪初开始提供外汇服务，并进入了证券经纪领域；1922 年收购纽约人寿与信托公司，延伸进入保险、信托领域；1933 年首次把信托资产投入股票市场，进入投资管理领域；1988 年并购 Irving Trust，拓展了证券服务业务……

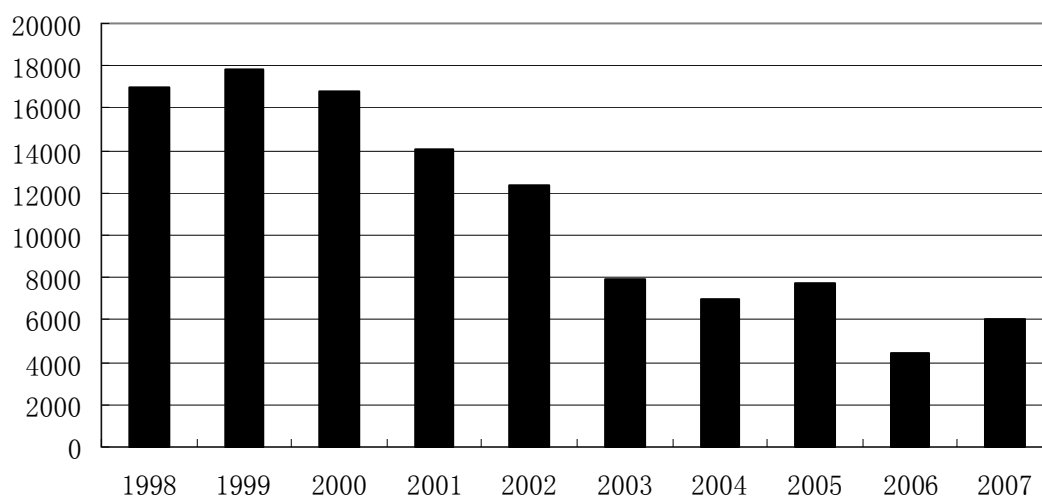
不过，直到上世纪 90 年代初期，纽约银行仍然是一家以传统银行业务为主的银行，1990 年时，利息收入占到总收入的 60% 左右，并通过收购其他商业银行的分支来拓展业务——1992 年收购了巴克莱银行在纽约的 62 个分支，1993 年收购了 National Community Banks 的全部分支……

进入 90 年代后半期，纽约银行在传统业务领域的拓展遭遇了新兴金融机构的冲击，

公司战略发生重大转变，开始逐步退出存贷款业务，转而集中拓展资产服务和投资管理领域：1995 年公司关闭了它在纽约的抵押贷款发放机构并出售了全部的抵押贷款业务组合；1997 年出售了信用卡业务；1999 年出售了保理融资业务（该业务当年排名全美第二、加拿大第一）；2001~2005 年间又减少了 41% 的非金融企业贷款业务（图（1））；2006 年，公司毅然用所有的零售分支（包括 338 个分支机构、70 万零售客户和 2000 个中小企业客户、130 亿存款和 90 亿资产）与 JP Morgan 交换公司信托业务¹，2007 年 3 月又将合资抵押贷款公司 49% 股权出售——信贷从银行的主要产品变为其他金融服务的辅助服务，再到全部剥离出售，纽约银行在过去十年间彻底摆脱了传统银行定位。

由图（2）可见，纽约银行的净利息收益已从上世纪 80 年代初的 60% 下降到 2007 年的 20%，今天，纽约银行的非利息收益占比已显著超过美洲银行等相对传统的综合性大型银行。

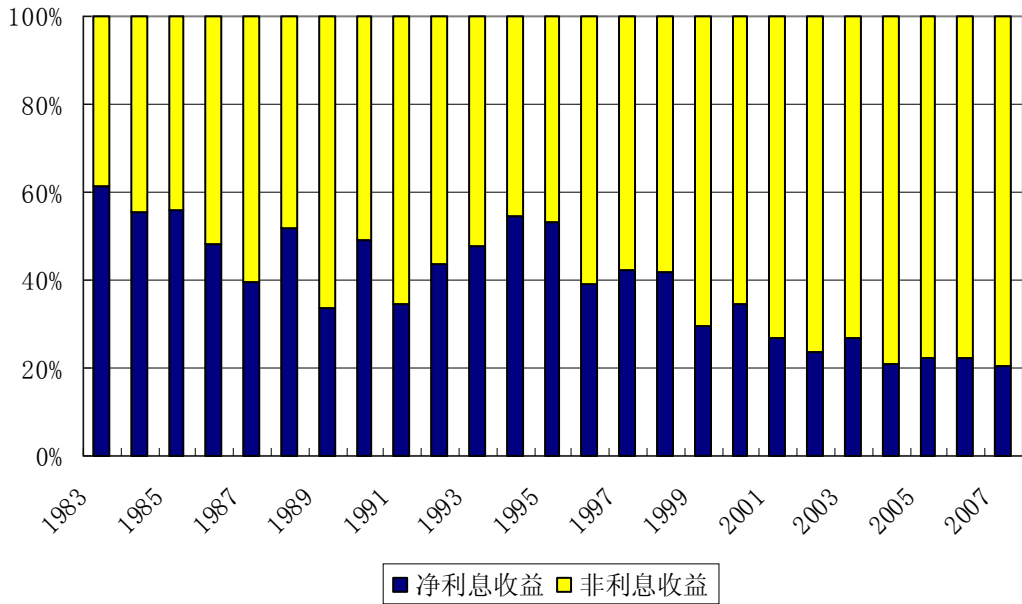
纽约银行一般企业贷款头寸(十亿美元)



图（1）纽约银行一般企业贷款头寸

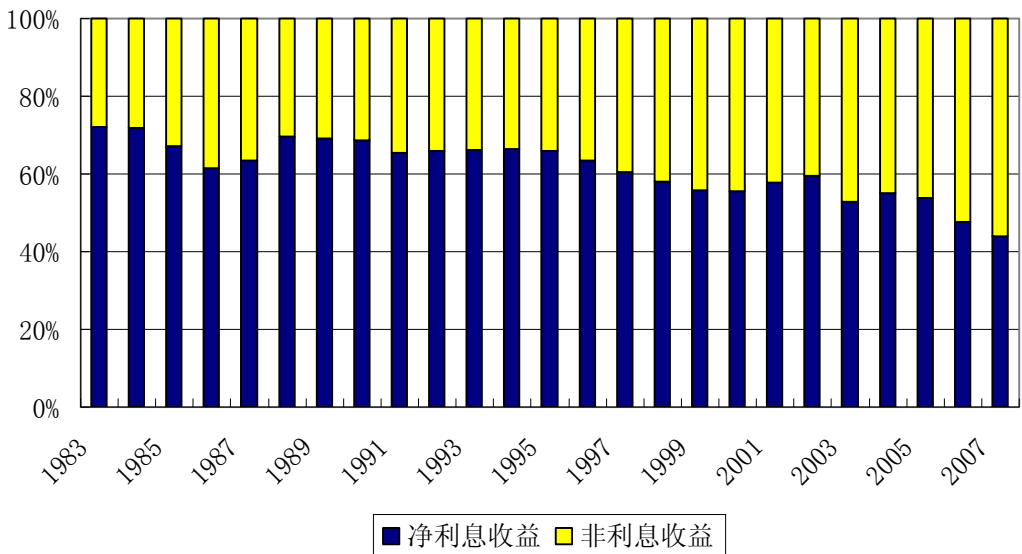
¹公司信托业务，主要是为企业发行结构性债券产品提供产品设计、资产托管、交易平台、结算估值和风险监控等服务。

纽约银行业务收入结构



图（2）纽约银行的非利息收益占比变化

美洲银行业务收入结构

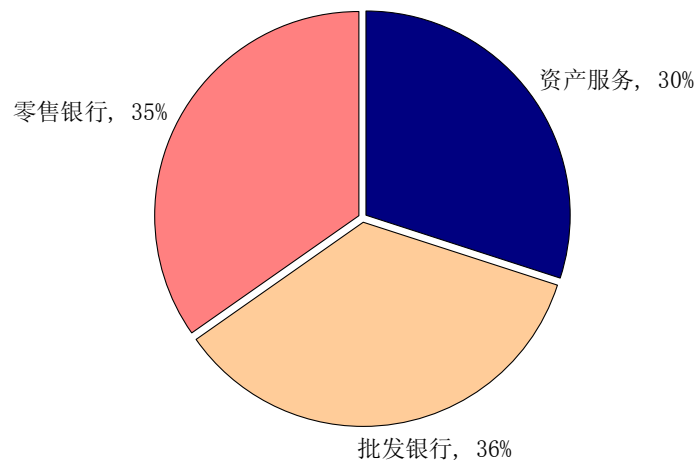


图（3）美洲银行的非利息收益占比变化

在剥离传统业务的同时，纽约银行在资产和资本市场服务方面进行了大量的并购活动：在过去十年间，公司共进行了 90 多次并购，全部集中于投资管理和资产服务领域，如：2006 年 1 月收购了 Alcentra Group Limited，一家资产管理公司，3 月收购了 Urdang Capital Management，一家房地产投资公司，6 月收购了 TD BankNorth，一家债券资产管理机构，10 月用零售金融业务换取了 JP Morgan 的信托业务，12 月收购了一家证券服务公司 50% 股权，2007 年 7 月与以投资管理见长的梅隆公司合并，成为纽约银行梅

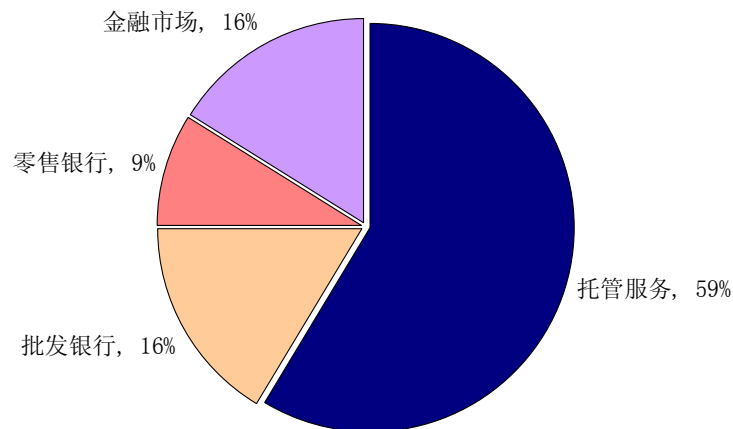
隆公司……由图（4）~图（11）可见，在1994年时，纽约银行的资产服务、零售银行、批发银行三项业务各自贡献了利润总额的三分之一，但到2004年时资产和资本市场服务业务已占到利润和资产总额的四分之三，传统银行业务仅占四分之一，2005年随着批发银行业务的全面剥离，传统银行业务的比重进一步减少到15%，2006年用零售银行业务与JP摩根交换公司信托业务后，传统银行业务被彻底剥离，美国最古老的银行已经完全转型为一家为其他金融机构、企业客户和富裕个人提供资本市场结算、托管和投资绩效分析的新金融机构了。

纽约银行业务收入结构(1994)



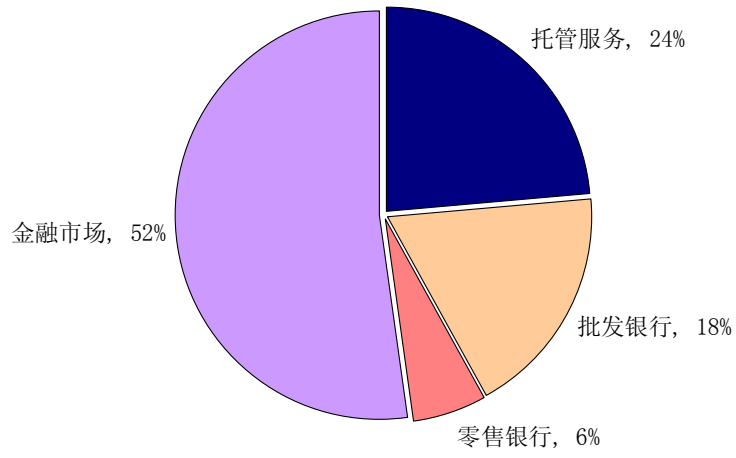
图（4）纽约银行业务收入结构（1994）

纽约银行业务收入结构(2004)



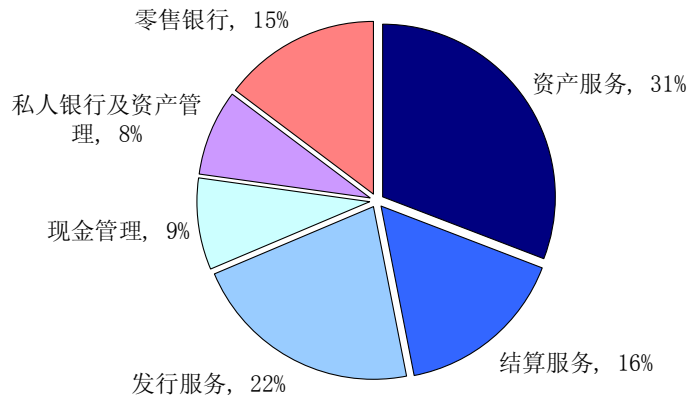
图（5）纽约银行的业务收入结构（2004）

纽约银行业务资产结构(2004)



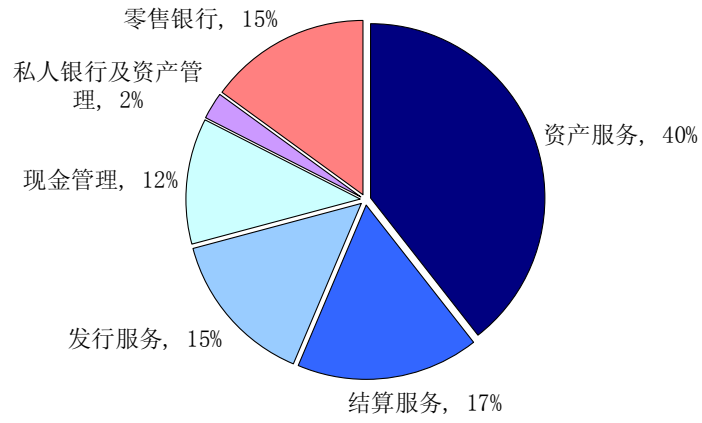
图(6) 纽约银行的业务资产结构(2004)

纽约银行业务收入结构(2005)



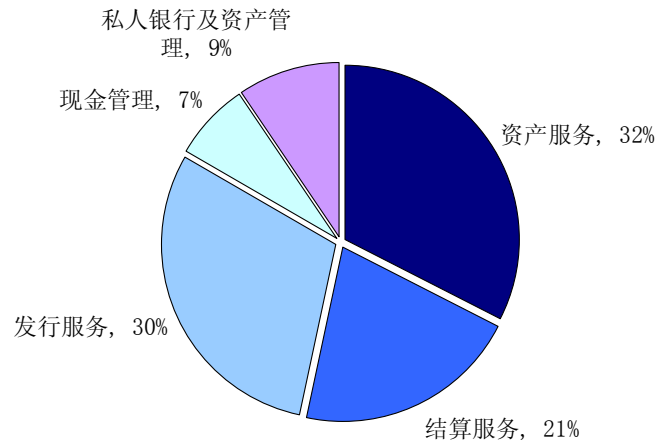
图(7) 纽约银行的业务收入结构(2005)

纽约银行业务资产结构(2005)



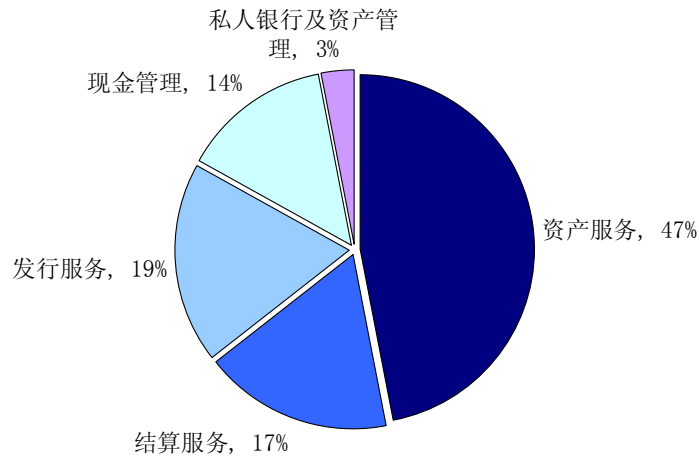
图(8) 纽约银行的业务资产结构(2005)

纽约银行业务收入结构(2006)



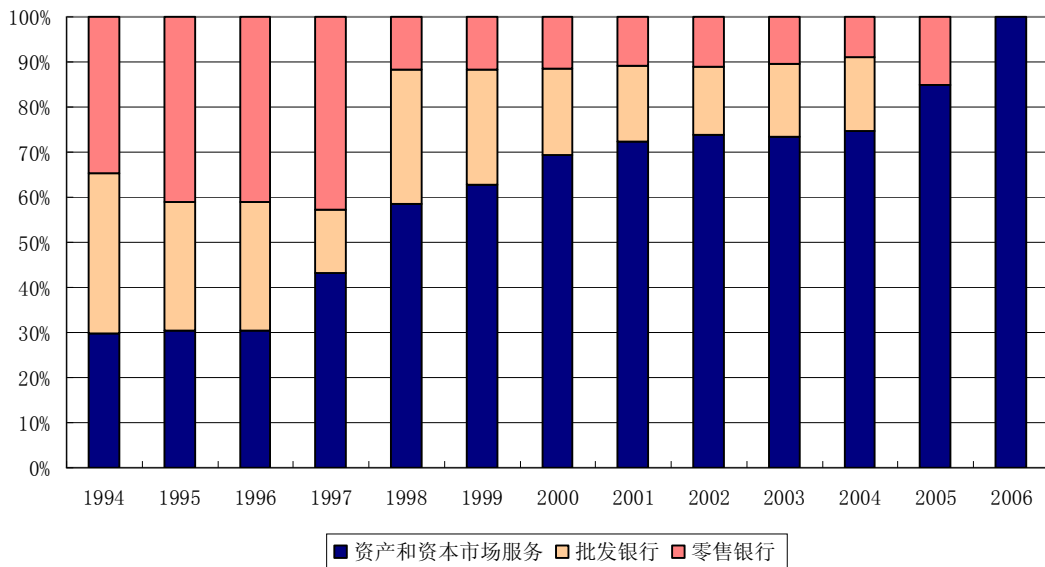
图(9) 纽约银行的业务收入结构(2006)

纽约银行业务资产结构(2006)



图（10）纽约银行的业务资产结构（2006）

纽约银行业务收入结构转型



图（11）纽约银行业务收入结构的变迁

1. 2 纽约银行：最古老的银行，最前沿的业务

今天的纽约银行梅隆公司，费用等中间收益成为主要的盈利模式(占总收益的 80%)——围绕资本市场和金融机构，公司业务已演化为两大部门：投资管理和机构服务。其中，投资管理部门又具体分为资产管理和财富管理两项子业务，机构服务部门具体分为资产服务、发行服务、结算服务和现金管理四项子业务，为金融机构、高端客户和企业

客户提供投资管理、私人银行、资产托管、证券托管、证券结算、证券经纪、证券化打包、投资绩效分析、第三方抵押、融资融券、现金管理等多项服务（表（1））。目前，纽约银行梅隆公司总收益中的 30%来自于投资管理，11%来自于结算服务，27%来自于发行服务、15%来自于现金管理、16%来自于投资管理（图（12））；在资产方面，资产服务占用了 24%的资产，结算服务 21%、发行服务 9%、现金管理 25%、投资管理 21%（图（13））。

表（1）纽约银行梅隆公司部门结构

| 部门 | 子部门 | 收益来源 |
|-------|--------|-------------|
| 投资管理部 | 资产管理 | 机构投资人的资产管理费 |
| | | 业绩表现提成 |
| | | 基金分销和后续服务费 |
| | 财富管理 | 高端客户的财富管理费 |
| 机构服务部 | 资产服务 | 机构托管费 |
| | | 证券经纪费 |
| | | 融资融券费 |
| | | 汇兑服务费 |
| | 发行服务 | 公司信托发行服务费 |
| | | 存款凭证发行服务费 |
| | | 企业年金托管费 |
| | | 股东托管服务费 |
| | 结算服务 | 证券经纪费 |
| | | 咨询服务费 |
| | | 电子交易费 |
| | 现金管理 | 全球支付服务费 |
| | | 营运资金安排 |
| | 金融机构融资 | |

备注：

- 资产服务：包括资产托管、证券托管、对衍生品的每日估值报告及 Margin Call、第三方融券、第三方抵押、信用审核、汇兑、投资绩效考评、独立研究报告等服务，服务对象主要为金融机构；
- 发行服务：为股票、债券、ADR、结构性产品、信托计划、企业年金等提供发行托管和交易结构设计服务，客户包括政府机构、金融机构和企业客户；
- 结算服务：证券经纪和结算服务，客户为金融机构和独立投资人；
- 现金管理：现金管理、转帐支付、流动性管理，以及为部分金融客户提供融资服务。

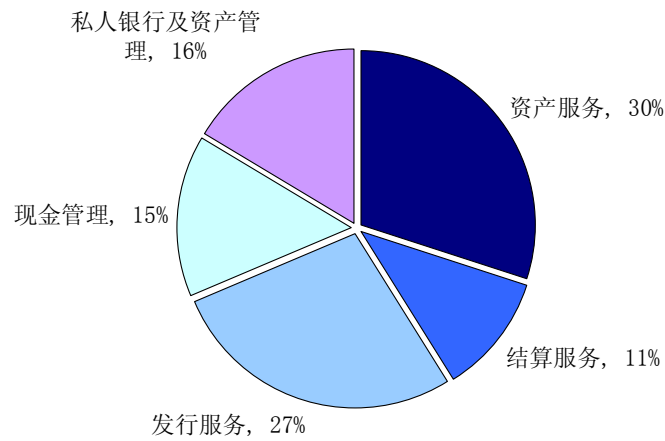
表（2）纽约银行梅隆公司的收入结构

| | | 数值 | | | 比例 | | |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 2007 | 2006 | 2005 | 2007 | 2006 | 2005 |
| 证券服务费 | 资产服务 | 2350 | 1401 | 1267 | 19% | 20% | 21% |
| | 发行服务 | 1560 | 895 | 639 | 13% | 13% | 11% |
| | 清算服务 | 1192 | 1248 | 1242 | 10% | 18% | 21% |
| | | 5102 | 3544 | 3148 | 42% | 52% | 52% |
| 财富和资产管理 | 财富管理 | 1423 | 535 | | 12% | 8% | |

| | | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|
| | 资产管理 | 637 | 10 | | 5% | 0% | |
| | | 2060 | 545 | 455 | 17% | 8% | 8% |
| 投资业绩提成 | | 93 | 35 | 9 | 1% | 1% | 0% |
| 汇兑和其他交易服务费 | | 786 | 415 | 379 | 7% | 6% | 6% |
| 现金管理服务 | | 348 | 209 | 206 | 3% | 3% | 3% |
| 融资服务费 | | 216 | 250 | 282 | 2% | 4% | 5% |
| 分销服务 | | 212 | 6 | 5 | 2% | 0% | 0% |
| 投资收益 | | 149 | 160 | 90 | 1% | 2% | 1% |
| 证券收益 | | -201 | 2 | 22 | -2% | 0% | 0% |
| 其他 | | 266 | 173 | 119 | 2% | 3% | 2% |
| 总费用收益 | | 9668 | 5349 | 4715 | 80% | 78% | 78% |
| 费用/总收益 | | 80% | 78% | 78% | | | |

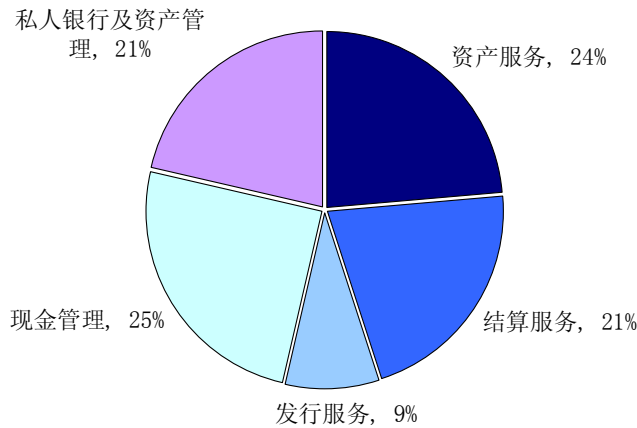
备注：投资收益，主要指私人股权基金和种子基金投资收益

纽约梅隆银行业务收入结构(2007)



图（12）纽约梅隆银行的业务收入结构（2007）

纽约梅隆银行业务资产结构(2007)



图（13）纽约梅隆银行的业务资产结构（2007）

经过百年的演化和过去十年的激变，纽约银行已从一家传统银行变身为一家专业化银行，它为金融机构和其他高端客户提供以资本市场为核心的托管、结算等资产服务——不同于传统银行致力于间接融资服务，纽约银行的所有业务都是围绕资本市场展开的，但与证券公司和投资银行又不同，纽约银行在努力发展托管、结算等“银行”更擅长的业务。

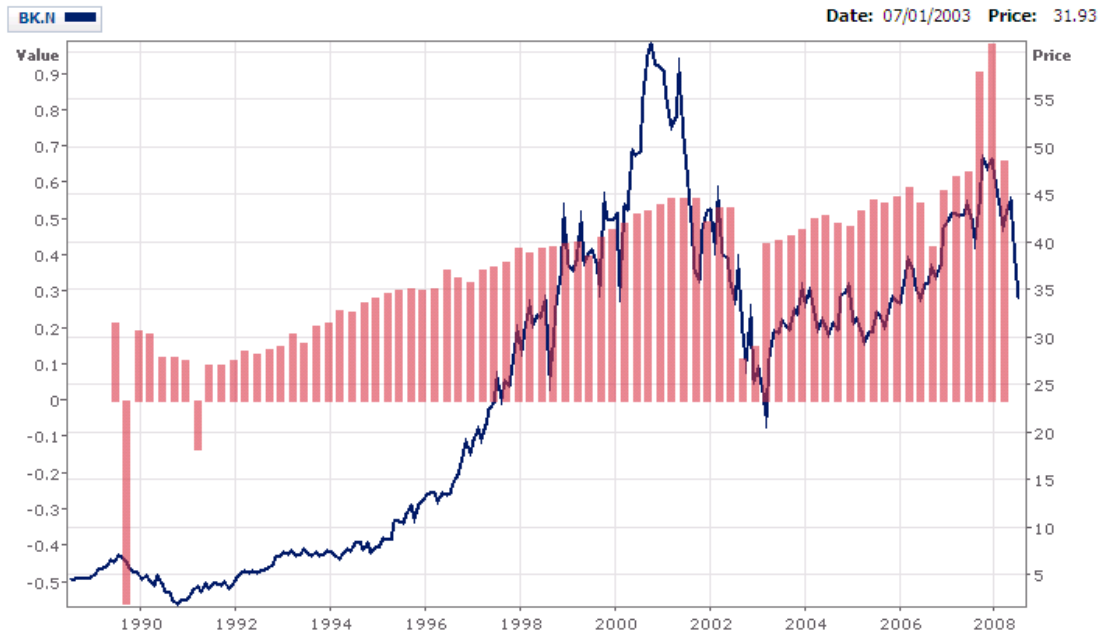
目前，纽约银行梅隆公司的托管资产总额达到 23 万亿美元，管理资产总额达到 1.1 万亿美元，是全球第 13 大资产管理机构，全美第 9 大、欧洲第 7 大资产管理机构，是全美前十大财富管理机构；在资产服务方面，纽约银行梅隆公司是全美最大的基金托管人之一，全球最大的基金服务商之一，是全球最大的证券发行托管人，全球最大的第三方抵押资产管理机构，全球最大的投资管理人绩效分析公司；是美国最大的国债和存款凭证的融券商，是美国第三大捐赠基金托管人，是美国最大的基金过户银行之一；为美国 50% 的政府证券提供结算服务，为美国 40% 的 ETF 提供交易服务，为英国 35% 的养老基金提供托管和结算服务，为美国财富 500 强中的 85% 和全球 500 强的 70% 提供资产服务。

纽约银行，这家最古老的银行，在金融市场的演化中，扮演着最前沿的角色。

二、转型的背后：金融价值链的专业化裂变与重新聚合

纽约银行为什么要转型？从图（）可以看出，在上世纪 80 年代末、90 年代初，纽约银行的业绩表现欠佳，甚至出现了亏损。实际上，随着整个金融体系的发展，传统银行业的竞争变得日益激烈起来，在零售银行方面，基金公司、保险公司、私人银行等都在与传统银行竞争理财客户，在批发银行方面，财务公司、保理公司、保险公司、养老基金等也都在与传统银行竞争贷款业务，而资本市场的发展、股票融资、债券融资、商业票据的出现则直接减少了企业对贷款的需求。

正如纽约银行自己说的：全球化、金融市场的结构转化和金融机构不断增加的外包需求（专业化分工）成为公司转型的重要动力。

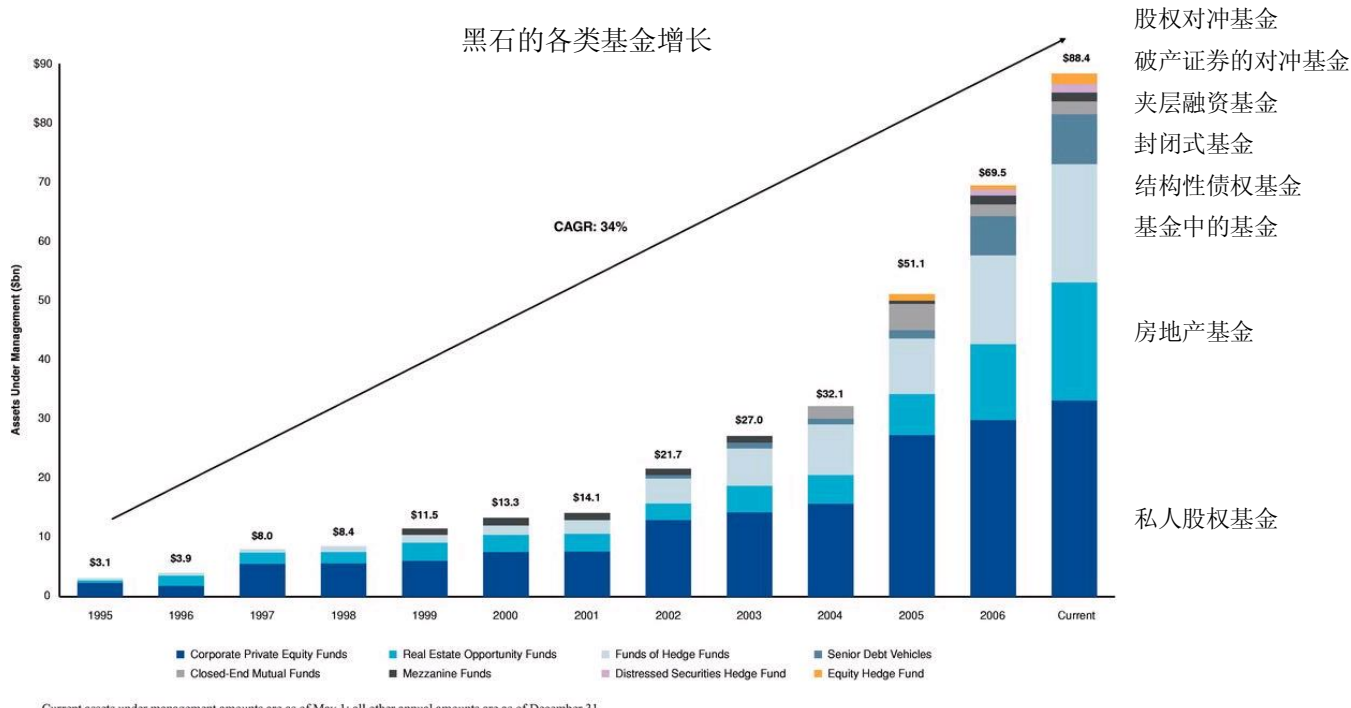


图（14）纽约银行的历史每股收益（季度）和股价

2. 1 金融价值链的裂变

过去二百年间全球金融生态发生了重大的演化，资本市场取代银行成为整个金融系统的核心，围绕资本市场崛起了一批新兴金融机构，整个金融系统已变得越来越复杂，而全球化则加剧了这种复杂性，于是产生了金融服务的外包需求，并推动了专业化分工的发展，我们将这种专业化分工的趋势称为“金融价值链的裂变”。

早期的金融服务是以银行为中介的存贷款服务，由银行将消费者的富余资金贷给企业，在这一过程中，银行充当了整个金融系统的主导，并产生了象 J.P. 摩根这样的金融寡头；与此同时，欧洲市场上出现了服务于高端客户的信托机构，它们为消费者提供各种财富管理服务；二十世纪初，股票市场的发展使金融生态系统进入了一个新纪元，在消费者服务方面出现了基金等资产管理机构，而在企业服务方面则从传统银行中分化出投资银行，他们为企业提供连通资本市场的融资服务，这一时期的典型事件就是摩根家族的衰落与分拆；进入 20 世纪 70 年代以后，美国出现了证券化市场，由此诞生了一批专门从事证券化打包、担保的金融机构，如美国的“房利美”、“房贷美”，以及专业化的信用卡银行（美国运通）、专业化的抵押贷款银行（Countrywide）等；随着资本市场的进一步发展，出现了更多专业从事资本市场业务的金融机构，如雷曼兄弟、高盛、美林等证券公司，它们以做市商、投机者和套利者的身份，为整个市场注入流动性，并创造了各种金融衍生品；同时，随着欧美国家居民财富的积累，私人银行开始兴起，它们从传统商业银行、信托公司、保险公司中分化出来，为高端客户提供一对一的理财服务；20 世纪 80 年代以来，金融市场的进一步延伸形成了替代投资机构(Alternative Investment Funds)，作为传统股票和债券投资的替代品，私人股权基金、风险投资公司、房地产基金、基金中的基金、对冲基金、夹层融资、结构性债券基金等被统称为替代投资基金，与传统基金不同，替代投资基金通常有更严格的申购赎回限制，以保持资金的长期性；2007 年，全球最大的替代投资基金黑石（Blackstone）的上市将替代投资推向主流。



图（15）黑石旗下各类基金的增长

图（16）是今天发达市场金融生态的一个示意图，由图不难看出，随着金融生态的演化，整个金融系统变得更加复杂，围绕资本市场出现了许多新的职能机构，如帮助企业上市的投资银行，帮助消费者参与资本市场的共同基金、养老基金，帮助其他金融机构充分利用资本市场的证券化机构，还有提高资本市场效率的替代投资机构，改善资本市场流动性的做市商，提供资本市场交易服务的证券经纪公司等等，这些新金融机构的出现把银行这个传统金融机构从金融体系的核心位置挤向了专业化分工的一角——作为整个金融系统的一个环节，传统银行需要找到自己新的职能定位。

款银行、教育贷款银行、资产管理银行等（图（17）），即使在某个传统业务内部也开始出现了专业化的分工趋势，如保险行业内部出现了专业化的保险经纪公司等。即使是那些看似综合经营、无所不能的金融巨头们，也有着各自不同的专业侧重，如摩根士丹利以投行业务为主，投行业务占总收入的60%以上，而高盛、雷曼则以资本市场业务为主，资本市场投资收益占到总收入的60%以上，瑞士银行擅长财富管理业务，占到总收入的40%左右，美洲银行擅长零售银行业务，占到总收益的70%，富兰克林的资产管理收益占到总收益的56%，黑石的替代投资收益占到总收益的88%……（图（18））。

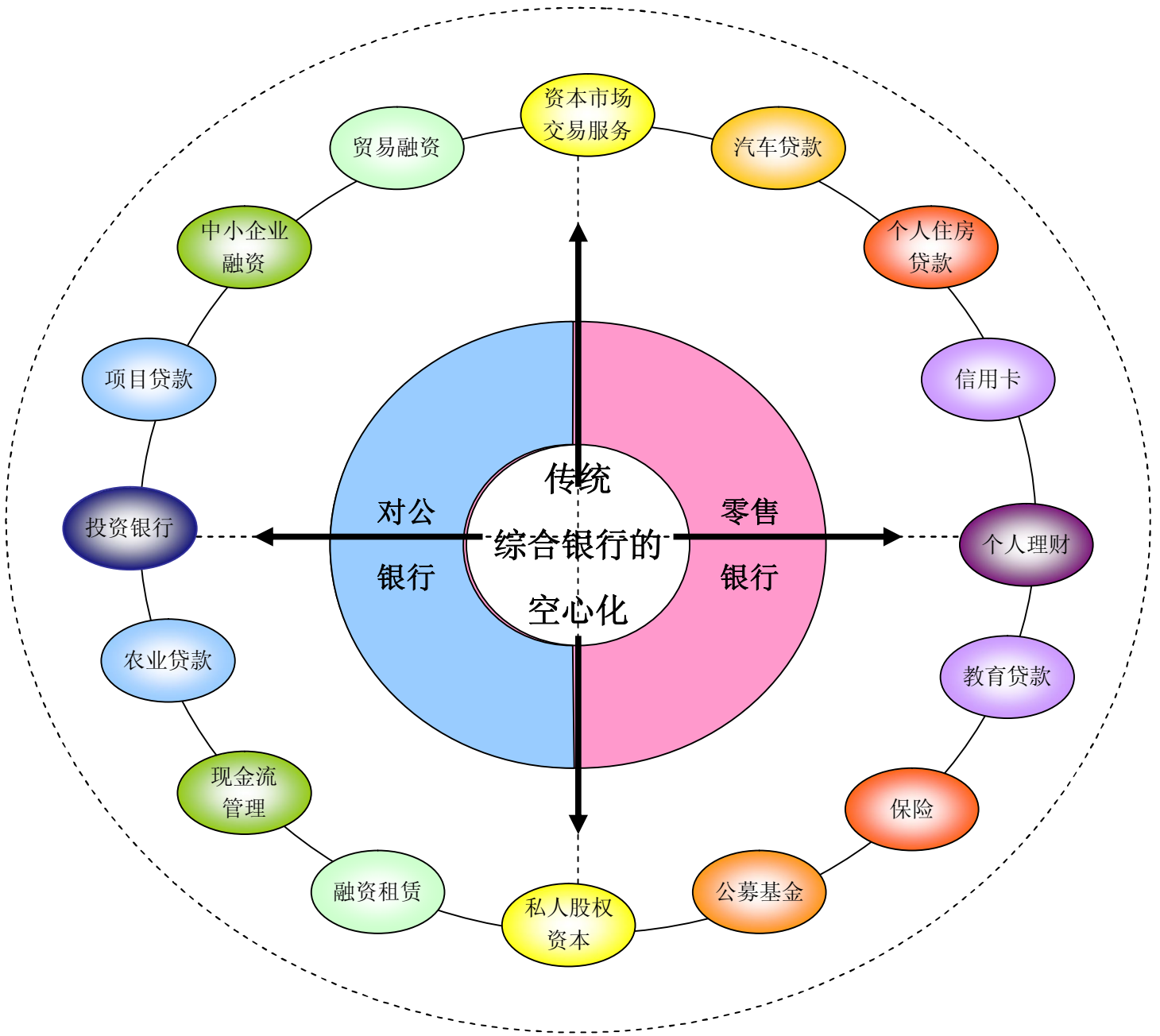
而在这一过程中，纽约银行，这家美国最古老的银行也在反思和重新寻找自己的定位，只是不同于花旗银行选择了零售银行定位、摩根家族走向了投资银行业务，纽约银行选择了一个更特殊的市场：资本市场的机构服务。随着金融市场结构的复杂化和全球化的推进，银行、共同基金、养老基金、政府、企业等参与资本市场的难度越来越大了，简单的结算托管业务在新的金融环境下已经变成一项高度专业化的工作了，在此背景下，许多金融机构都产生了外包服务的需求——作为单一一家银行或基金公司，在结算托管上投入大量人力、物力显然是不值得的，但如果能够有一家机构将其他金融机构、企业、政府客户的结算托管服务集合起来，统一投入、统一运营，则将创造巨大的规模效应。于是，在上世纪90年代后半期，纽约银行开始了明确的战略转型：

“转型是为了满足全球化发展的需要、养老基金的崛起、对冲基金等替代投资的发展、以及其他更复杂的金融产品和金融服务的需求。”

“放眼未来：我们看到在金融资产管理和交易的各个方面都变得更加复杂，市场的运行更加快速而有效，市场的参与者也在逐步增多，机构之间的竞争更加复杂，更加依赖于纽约银行这样的专家来提供信息与咨询；同时，庞大的资产池需要更高水平的服务，更多的创新增加了复杂度，还有各市场间不断增加的关联性、连动性与交互影响，这些都需要更加专业化的服务。”

“帮助我们的客户在复杂的金融市场里航行是我们的使命。”

——纽约银行年报



图（17）传统银行体系的裂变

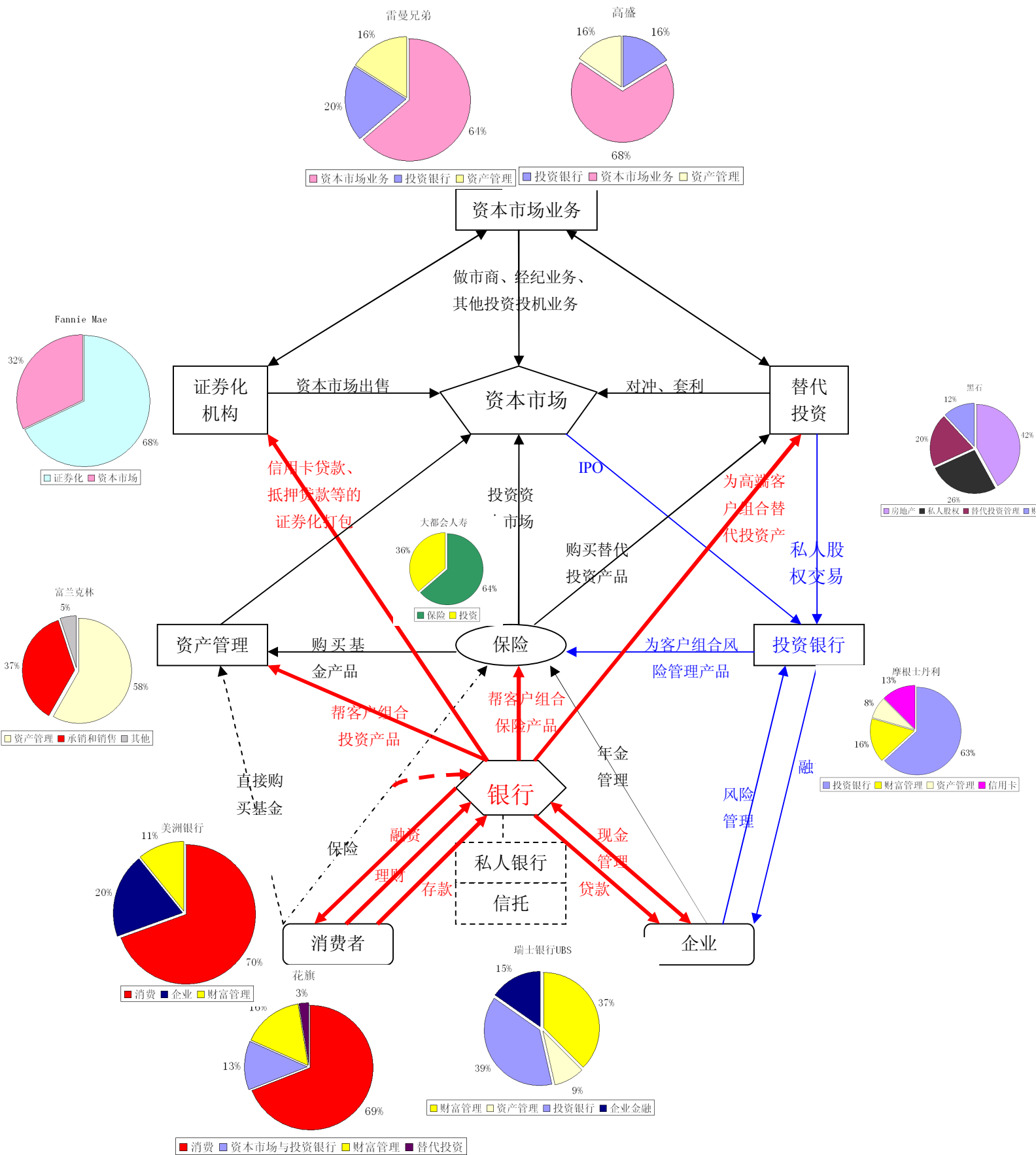


图 (18) 金融生态示意图 (二)

2. 2 金融价值链的重新聚合

与金融价值链分解相对应的是金融价值链的重新聚合——专业化分工是为了专业化聚合，以便借助规模效应来提高分工服务的效率。

2006年，纽约银行用自己全部的零售分支与JP摩根交换了公司信托业务，它标志着纽约银行从银行背景的融资业务彻底转向资本市场融资业务，而这一事件也成为金融体系演化过程中，价值链分解与重新聚合的典范。实际上，在此之前，纽约银行就已经在通过并购、交换等手段，不断“收集”其他银行手中的公司信托等资产服务业务：1995年，纽约银行从BankAmerica手中买下了证券出借、清算和信托业务，从JP摩根手中买下了证券出借和信托业务，从NationsBank手中买下了公司信托业务；1997年从Wells Fargo手中买下了市政和公司债信托业务；1998年从一些小银行手中买下了公司信托业务；1999年从苏格兰皇家银行手中买下了它的信托子银行，拓展了资产管理业务；2000年从巴克莱银行手中买下了发行、代理和定金服务业务，从美洲银行洛山矶私人银行分部买下了90亿美元的托管资产；2001年从索罗们·史密斯·巴尼公司手中买下了证券清算子业务，从蒙特利尔银行手中买下了公司信托业务，并从其他一些地区性银行手中收购资产托管业务；2002年从瑞士一波手中购买了一家提供研究服务的子公司；2003年以20亿美元从瑞士一波手中收购了证券和资产服务公司Pershing（为此公司发行了10亿美元股票和10亿美元次级债）；2004年从夏威夷银行手中购买了公司信托业务；2005年从南加州地区银行MI银行手中买下了债券托管及其他服务业务，同年与北欧、澳大利亚、印度、等地的金融机构合作提供资产和资本市场服务；2006年用零售业务向JP Morgan交换了公司信托业务；2007年与梅隆公司合并，加强了资产管理业务，并收购了梅隆与ABN ARMO公司合资的证券服务子公司全部股权……

通过上述一系列的聚合行为，今天的纽约银行已经发展为全球最大的资产服务银行，它在全球100多个市场建立服务平台，为4.7万亿基金提供资产服务，每日划转基金17万笔、总额1.8万亿美元，并通过全球54个地区分支为9万客户的11万亿债券资产提供发行服务，为全球65%的存款凭证提供托管服务，管理着1.6万亿第三方抵押资产，此外，公司还在90个市场上，为1150名机构投资人提供结算服务，每日结算120万笔交易，涉及2.35亿份美国证券和16亿非美国证券，2007年底，纽约银行梅隆公司的总托管资产额已达到23万亿。

金融价值链的重新聚合、规模化的运做大大提高了纽约银行专业化金融服务的效率，并使公司摆脱了激烈竞争中的业绩高波动与利润萎缩的威胁。

三、转型的价值创造

3. 1 总资产回报率上升

图（19）是纽约银行的历史资产回报率及其与美洲银行、JP摩根大通的对比。由图可见，自上世纪90年代后半期转型以来，公司的总资产回报率（剔除非经常性收益后）节节攀升，从0.5%上升到2.3%，其后随着投资管理业务的拓展，资产回报率有所下降，但目前仍稳定在1%以上。不仅如此，与另两家相对传统的银行（美洲银行和JP摩根）相比，在转型过程中，纽约银行的总资产回报率远远超过了另两家银行，只是随着近年来另两家银行的加速转型，差距开始缩小，但在次贷危机中，纽约银行仍以其相对稳定的业绩而超越了同行，实际上，过去五年，纽约银行的总资产回报率较行业平均水平高

出 10%。

经常性收益资产回报率的比较

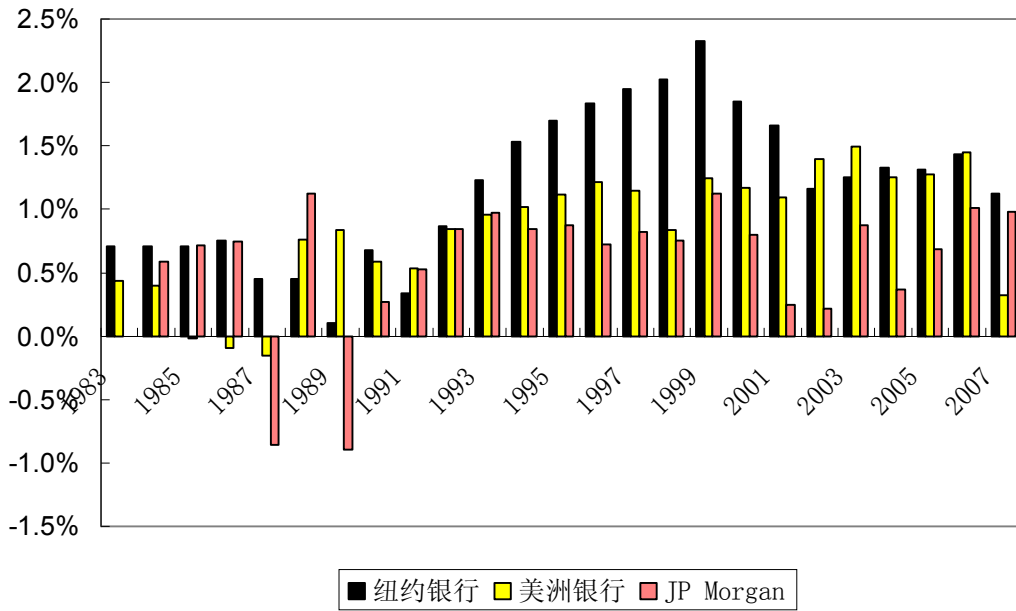
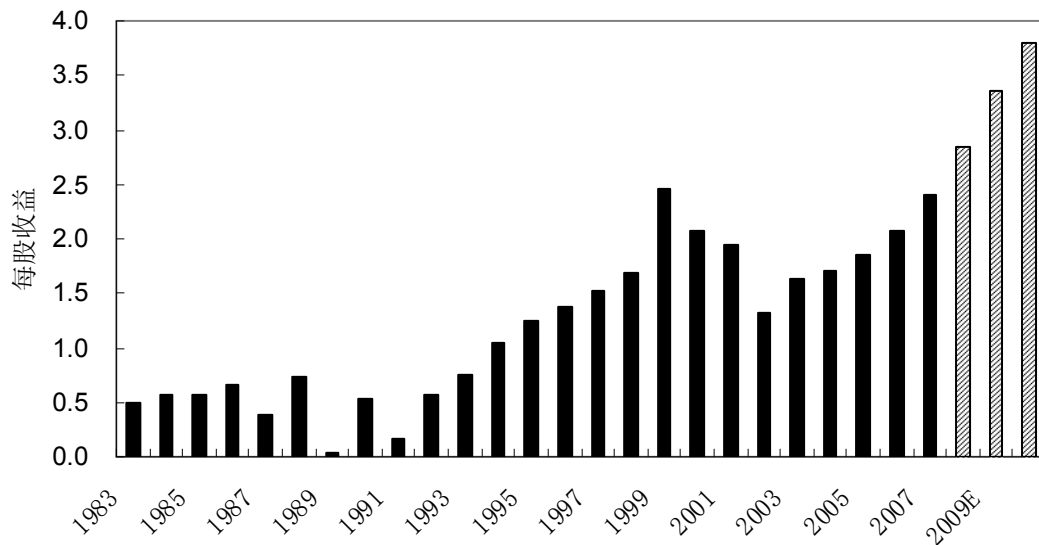


图 (19) 纽约银行的历史资产回报率 (以经常性收益和期末资产计算)

3. 2 业绩稳定性提高

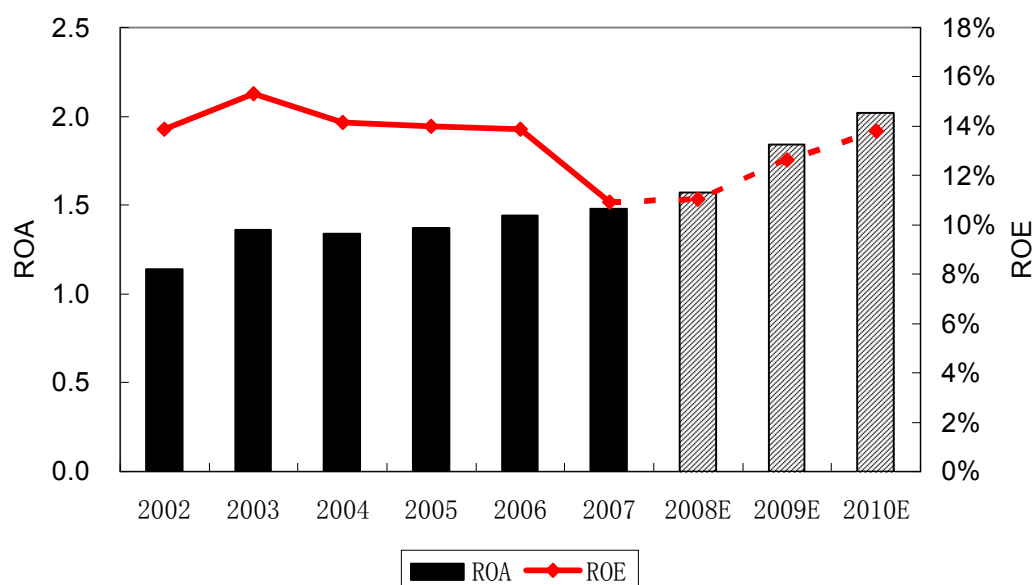
除了资产回报率整体水平的提高外, 转型的另一个好处是提高了业绩的稳定性, 以费用收益为主的盈利模式, 降低了业绩的波动性——根据公司自己的测算, 标普 500 指数全年 100 个点的变化 (相当于目前点位下指数 7~8% 的变化), 对公司费用收益的影响是 1%, 对 EPS 的影响是 \$0.05 (2007 年 EPS 为 \$2.18)。

纽约银行历史及预测每股收益(剔除非经常损益)



图（20）纽约银行历史及预测每股收益

纽约银行梅隆公司以平均资产计算的回报率



图（21）纽约银行以年内平均资产计算的回报率趋势

低波动性使公司在次贷危机中免于重创，2007年在美国金融机构普遍低迷的时候，纽约银行梅隆公司却实现了每股收益16%的增长，并使年内平均的总资产回报率上升了0.04个百分点，预期未来，以分析师预测中值计算（路透数据库），2008年公司每股收益将再增长18%，未来三年年均每股收益增长16.4%，同时，总资产回报率和净资产回报率也都将呈现上升趋势，被德意志银行的分析师称为“不平常的平常增长”。

低波动性不仅降低了资本风险，还为公司提供了低谷期的并购机会，在2002年的经济低迷中，纽约银行就进行了10次并购，当年并购总支出4.98亿美元，另有4.87亿美元的潜在分期付款成本。

3.3 估值水平的提升

回报率提高和稳定性的改善，直接结果就是估值水平的提高，图（22）是纽约银行与JP摩根、美洲银行和花旗集团的历史股价比较，由图可见，纽约银行（蓝色线）与花旗集团（黄色线），这两家积极探索新金融定位的银行在转型过程中获得了超额回报，涨幅显著超越了美洲银行（绿色线）和JP摩根（红色线），不过花旗集团的全能化定位近年遭遇质疑，股价大幅下挫，但纽约银行在过去二十年中仍创造了2000%的回报，是传统银行的十倍多！

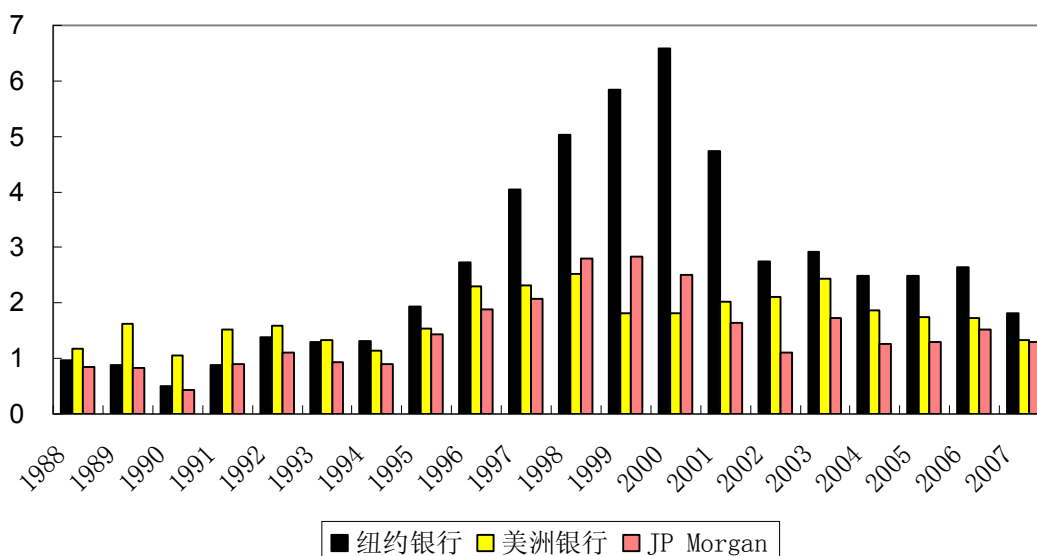
图（23）是纽约银行与美洲银行、JP摩根的市净率比较，由图可见，在转型的高峰期，纽约银行的市净率一度达到6.6倍，而同期美洲银行的市净率仅为1.8倍，JP摩根是2.5倍，随着转型的完成，估值水平开始回落，在次贷危机前稳定在2.5倍左右，较传统银行1.5~1.7倍的市净率高出50%。受次贷危机对整体金融体系的冲击，目前市净率降至1.4倍，但仍较美洲银行0.9倍市净率高出50%，较JP摩根1.1倍市净率高出30%，较花旗集团1倍市净率高出40%，较全国性银行平均市净率高10%，剔除商誉等无形资产后，有形资产市净率较行业平均水平高出一倍。

由以上数据可见，转型带动了公司整体估值水平的上升，作为率先转型并找准新金融定位的银行，其估值水平可以达到同行的2~3倍，即使在转型完成后的稳定阶段，适应新金融环境的业务定位仍可创造50%左右的溢价。



图（22）纽约银行、花旗集团、JP 摩根大通、美洲银行的历史股价比较
备注：蓝色线为纽约银行股价走势，黄色线为花旗集团股价走势，红色线为 JP 摩根股价走势，绿色线为美洲银行股价走势。

银行市净率比较



图（23）纽约银行与美洲银行、JP 摩根的市净率比较

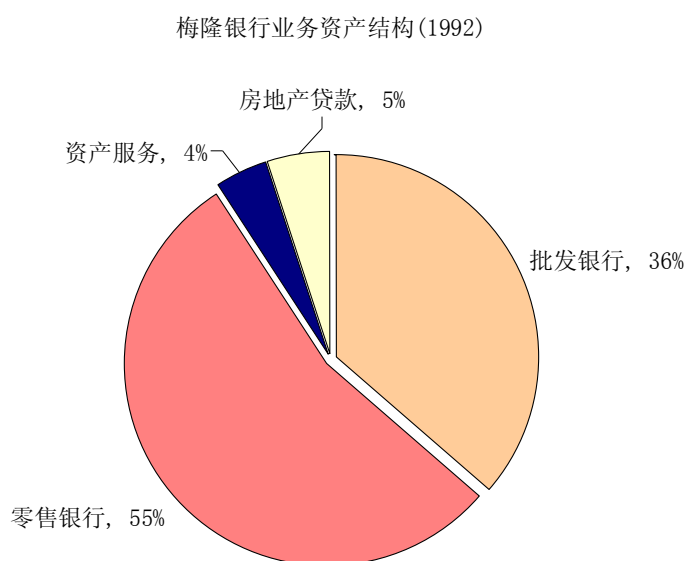
四、梅隆公司：大胆转型的又一个案例

其实，转型的不仅是纽约银行，2007 年，纽约银行与梅隆公司合并为纽约银行梅

隆公司，在合并发生前，梅隆公司也进行了彻底的转型。

梅隆公司，1869年成立，曾是美国钢铁、西屋等公司股东，并成为美国钢铁业的主要贷款人之一，后来又发展为纽约和芝加哥地区最大的私人银行，其董事长曾担任美国财政部长。1946年梅隆银行与联合信托合并，成为当时最大的银行之一，并把业务延伸进入信托等领域，1983年成立梅隆资本管理公司。

不过，到1999年以前公司一直是一家传统银行，在宾西法尼亚、马赛诸塞、特拉华、马里兰等州拥有1200个零售网点和400多个分支机构，提供储蓄存款、抵押贷款、企业贷款等传统银行服务，是全美第二十二大银行控股公司，第13大住宅抵押贷款银行和第7大商业地产贷款银行。1992年时，公司三分之二的利润来自传统银行业务，占总资产的96%并占用了85%的风险资本，与之相对，资产服务业务仅占用了4%的资产和17%的风险资本。

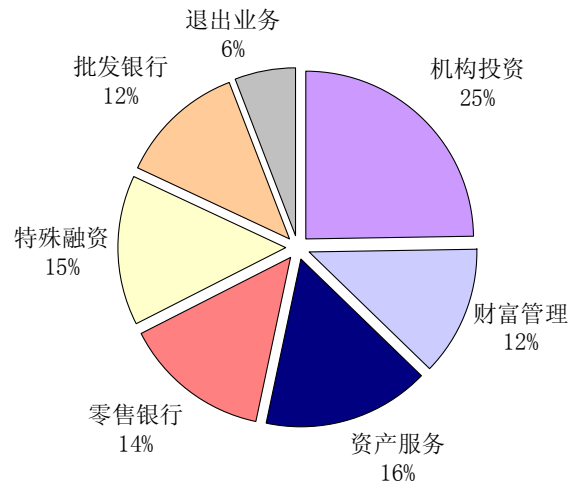


图（24）梅隆公司的业务资产结构（1992年）

90年代公司加速在资产和财富管理领域的发展，1993年收购了波士顿公司，该公司专门为养老计划设计投资产品，1994年收购了Drefus，美国最古老的共同基金管理公司，也是美国第六大共同基金管理公司，1998年收购了伦敦的投资管理公司Newton Investment Management，2000年与大通-曼哈顿银行合资成立资产服务公司，2002年与ABN ARMO合资成立托管银行，同年收购了Henderson Global Investor的私人银行部门，2004年收购了提供对冲基金中的基金Evaluation Association Capital Markets (EACM)以及贝尔斯登旗下的一家基金，此后不断收购投资管理公司和资产服务公司，到2006年时已连续6年被评为最佳全球投资托管人。

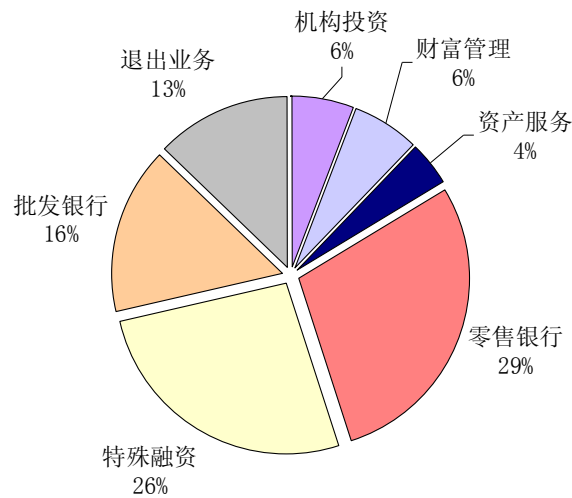
收购加强了公司的投资管理和资产服务业务，到2000年时中间收益部门的利润贡献已过半，不过，传统银行业务的重资产特性使其占用了总资产的80%（图（26）），并拉低了整体的资产回报率。

梅隆公司业务收入结构(2000)



图(25) 梅隆公司的业务收入结构(2000年)

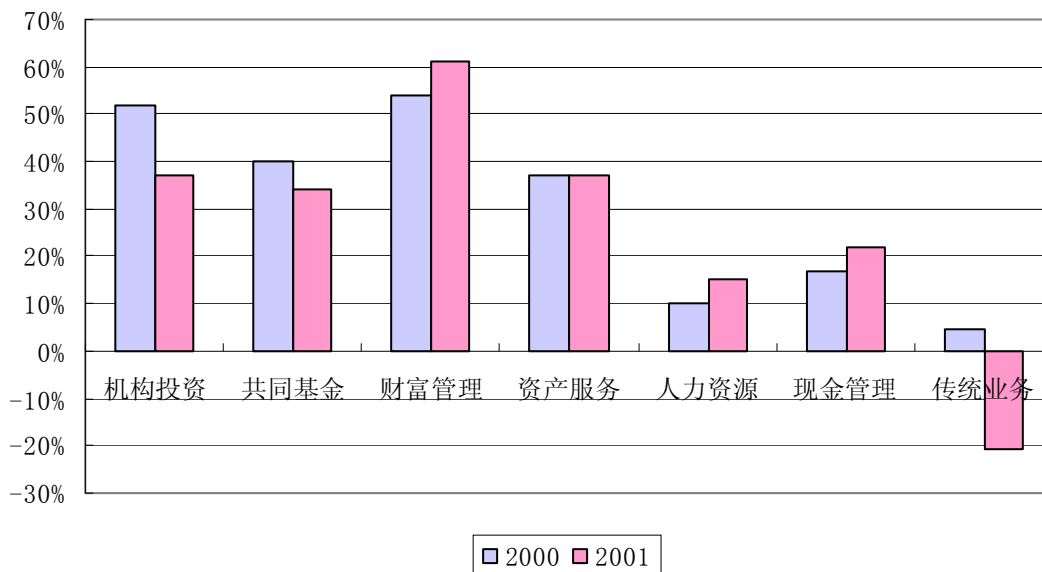
梅隆公司业务资产结构(2000)



图(26) 梅隆公司业务资产结构(2000年)

备注：特殊融资包括中小企业融资、商业地产贷款、保费融资、融资租赁、小额资产租赁等业务。

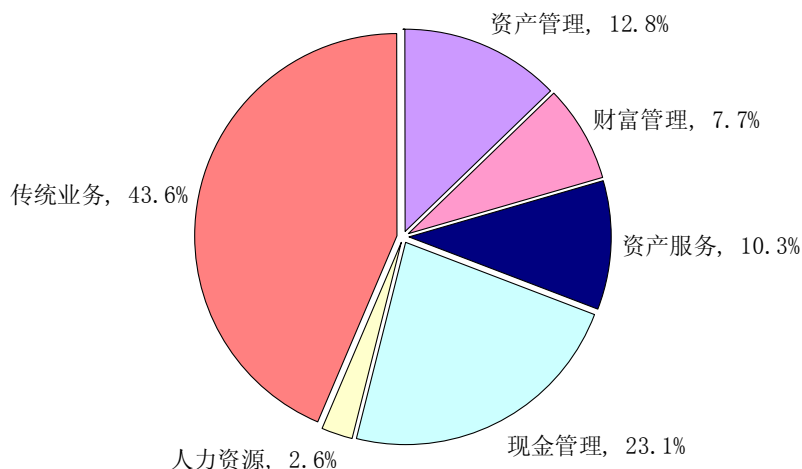
梅隆公司转型期各业务ROE比较



图（27）梅隆公司转型期各业务的资本回报率比较

为了提高资本金的使用效率，梅隆公司在收购的同时也开始进行瘦身活动：1995年以证券化方式出售了部分信用卡贷款，1996年将次级房贷和保费融资贷款证券化，1999年将抵押贷款、信用卡、网上交易等多项业务打包出售，同年还出售了7个零售分支，2000年出售了汽车贷款业。2001年，公司开始集中瘦身，当年把零售银行业务卖给了Citizen Financial Group，同时出售的还有中小企业租赁业务和商务信用卡业务，2002年出售了零售证券经纪业务、非投资级抵押贷款业务，从而完成了由传统银行向新型金融服务公司的转型。由图（28）可以看出，根据2002年的业务重述，此轮剥离的传统业务占总资产的三分之一，释放了45%的风险资本——实际上，2001年非持续经营收益占到总收益的三分之二。这是一次大胆的剥离与转型，但它为公司在投资管理和资产服务领域的后续扩张提供了充足的资本动力。

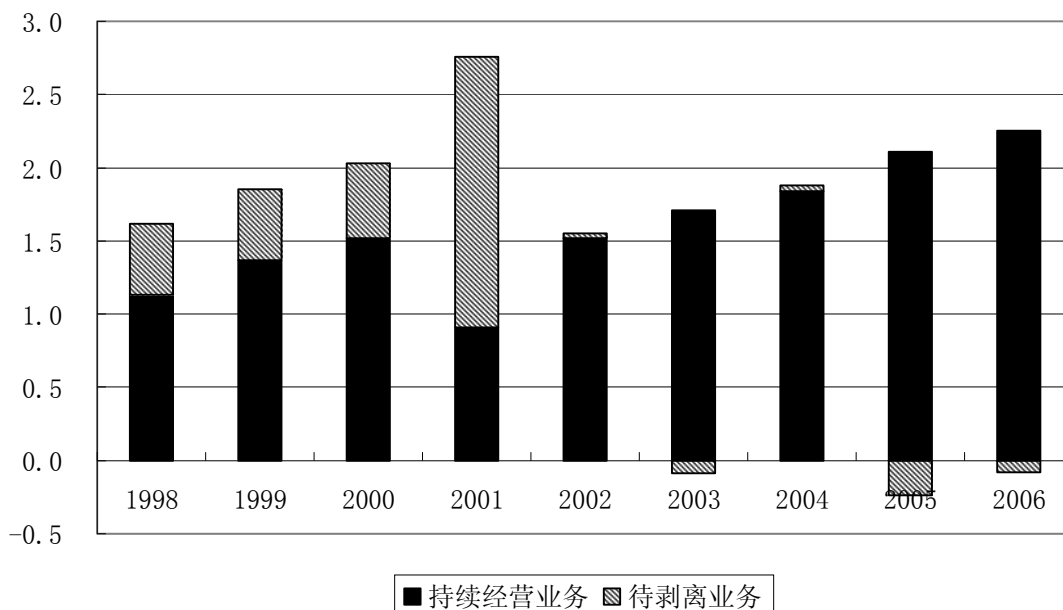
梅隆公司各业务占用资本比例(2000)



图(28) 梅隆公司各业务占用资本比例(2000年重述)

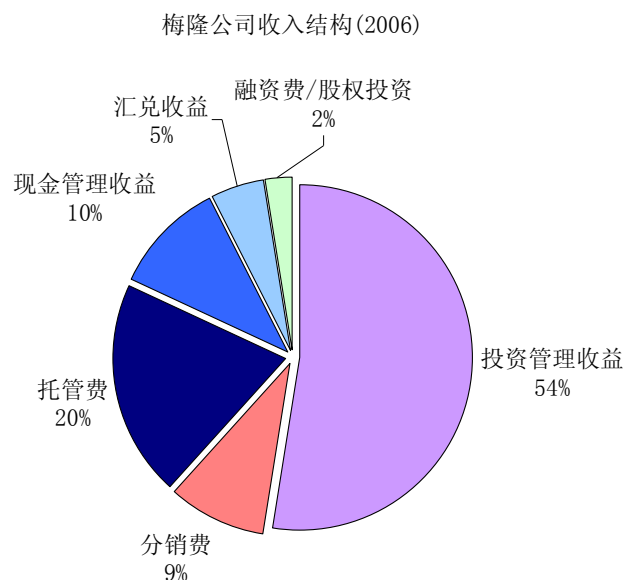
2004 年公司进一步出售了债券交易部门, 2006 年出售了保费融资子公司、风险投资子公司和地产开发商的贷款, 与此同时, 投资管理部门在并购扩张的推动下, 已经成为公司持续发展的新动力, 由图(29)可以看出, 在经历了 2001 年的战略调整后, 以投资管理和资产服务为核心的新“持续经营业务”稳步增长, 并逐步超越了转型前的利润和每股收益水平。

梅隆公司:传统业务剥离与转型后新业务成长
每股收益的分解

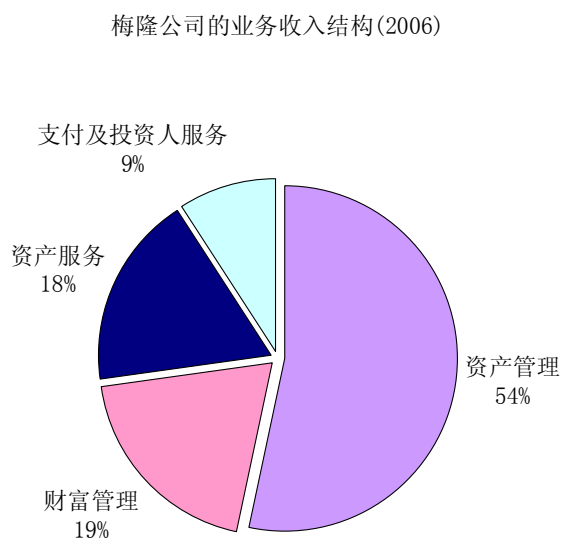


图(29) 梅隆公司转型过程中的每股收益分解

到 2006 年时，费用收益已占到总收益的 90%以上，传统银行业务已被完全置换，公司主要提供资产管理、财富管理、资产服务（托管、融券、汇兑）、支付及现金管理等服务。不过，与纽约银行不同，梅隆公司在转型中更加侧重于投资管理，由图（30）和图（31）可见，2006 年总收益中的 54%来自投资管理，总利润的 73%由投资管理部门贡献，目前，各部门的资本回报率也都相对稳定在 30%水平（图（32））。

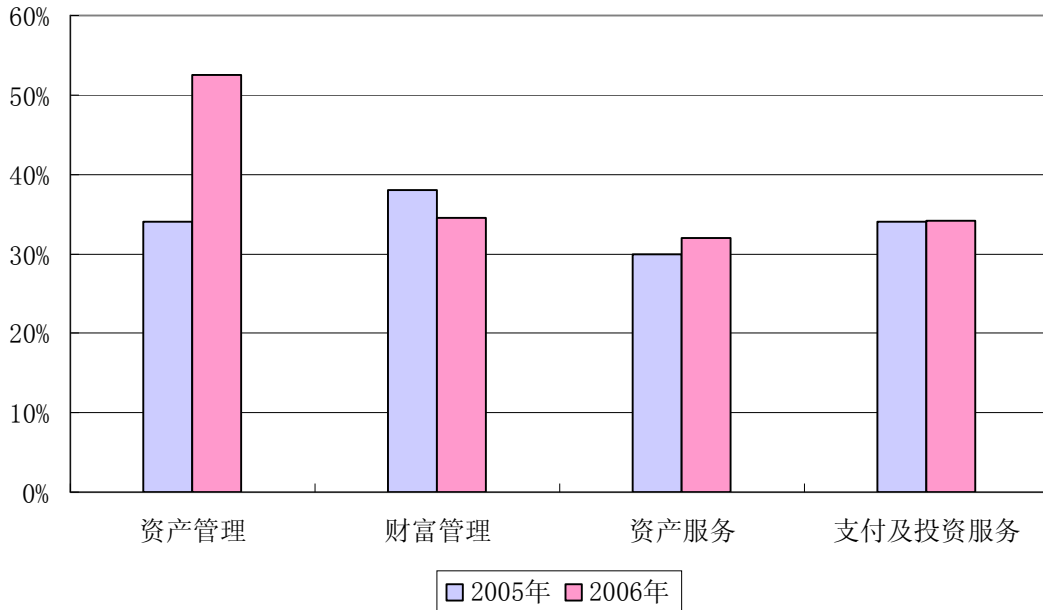


图（30）梅隆公司的收入结构分解（2006 年）



图（31）梅隆公司的业务利润贡献（2006 年）

梅隆公司各业务回报率相当



图（32）梅隆公司各业务的资本回报率比较（2006年）

综上，纽约银行与梅隆公司这两家有着百年历史的古老银行随着金融体系的演进都发生了巨变；在 1890~1930 年间，随着资本市场的萌芽与发展，两家银行都把业务延伸到投资管理和资产服务领域，进入二十世纪后，两家银行都开始了国际化扩张，一战后又都开始借助并购手段进行新金融业务的延伸，并在本世纪初完成了从传统银行到新型银行的全面转型，尽管两家银行的转型侧重不同，一家转向了资产服务，一家转向了投资管理，但它们都从传统的间接融资走向了资本市场服务。

而 2007 年这两家银行的合并创造了全球最大的资产服务公司和顶级的投资管理机构。合并后的新公司还在继续进行着业务战略的调整，2007 年纽约银行梅隆公司收购了梅隆与 ABN ARMO 合资的证券服务公司另 50%的股权，以及对冲基金 PI Asset Management 公司剩余 50%的股权，此外，公司还收购了 30 个投资服务公司和 16 个证券经纪商，2008 年 1 月，公司又收购了一家巴西资产管理公司 ARX Capital Management；同时，2007 年将合资抵押贷款公司 49%股权出售给 EverBank Financial Corp.，2008 年出售了梅隆公司旗下的 Mellon 1st Business Bank，减少了 11 亿贷款和 27 亿的存款；未来，公司还需要考虑是否进一步聚焦于机构和高端客户的服务，而将共同基金业务出售，实际上，2008 年公司已开始出售资产管理业务。

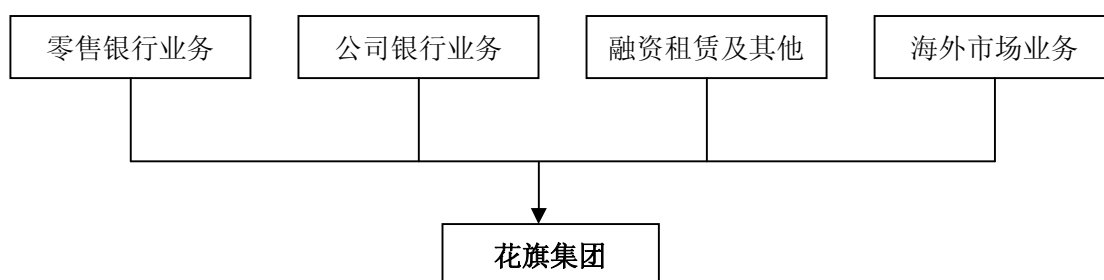
随着整个金融市场结构的复杂化，金融机构需要更加明晰的专业化定位，并不断动态调适自己的定位。在这一过程中，谁能最早的找准定位，并大胆的取舍，谁就能够获得持久的生命力。

五、转型：金融生态中适者生存的必然

纽约银行和梅隆公司的故事启示我们，在百年的金融体系演化中，适者生存。资本市场取代银行成为整个金融系统的核心是金融体系演变的必然趋势，随之而来的是层出

不穷的金融创新和由此催生的新兴金融机构，金融市场的结构在复杂化、范围在全球化、分工在专业化，这就要求银行这种古老的金融机构不能再固守“建网点、拉存款、放贷款”的传统思维，必须找到自己的新定位，这不仅需要战略的眼光，更要有大胆的取舍。

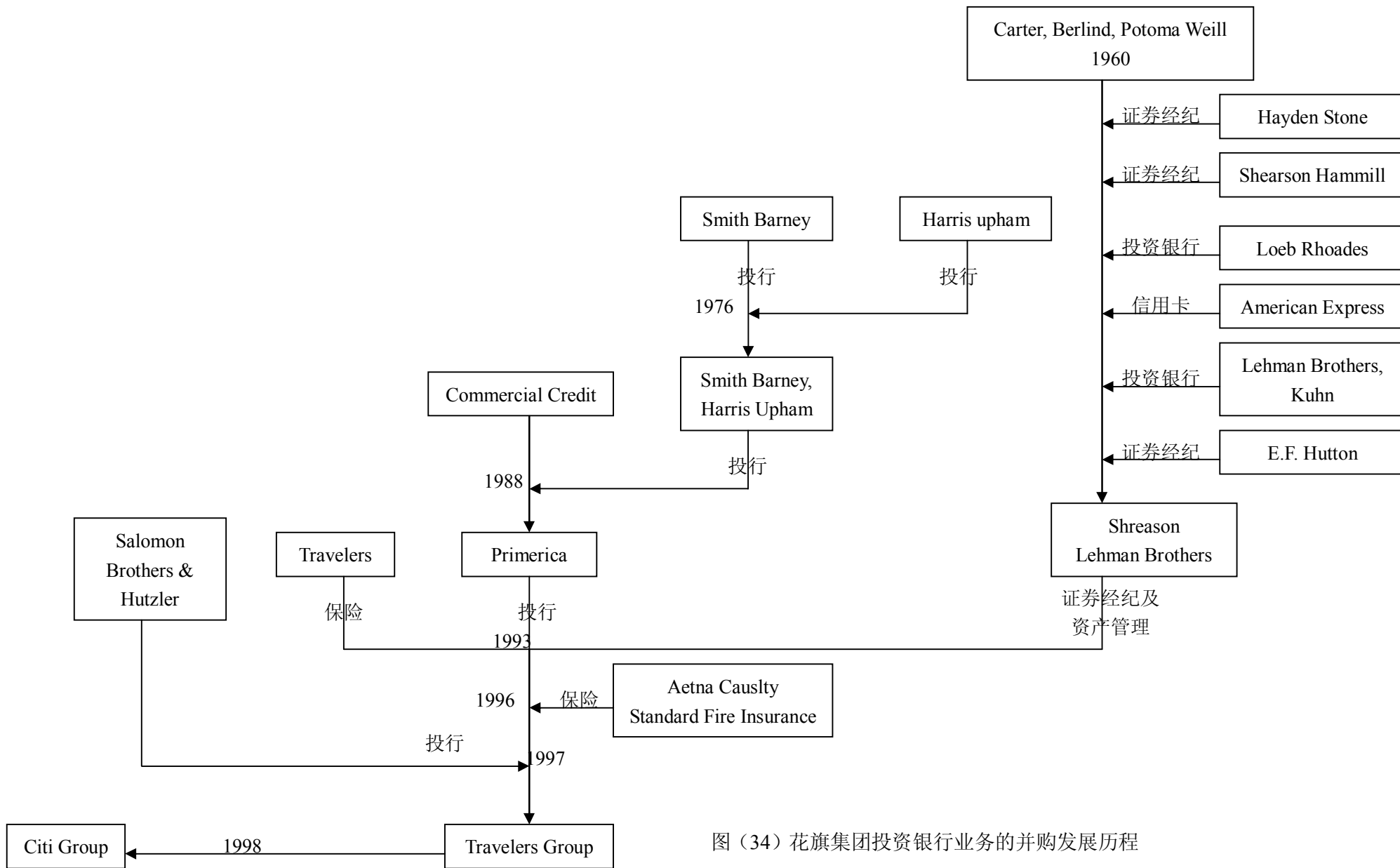
其实，即使是那些相对传统的银行，也在主动或被动的寻找自己的新定位，上文提到的美洲银行，正在努力拓展自己的投资银行、资本市场业务，非利息收益的比重也在不断提高，从20%提高到了60%水平，不过，显然，今天的美洲银行还没找到最合适自己的定位，也因此，它的估值水平一直低于其他金融机构。至于花旗这个全能银行的典范，它的诞生恰恰是专业化分工的结果，今天的花旗实际上是沿着四条并购主线“组装”起来的——零售银行业务、公司银行业务、融资租赁及其他业务和海外市场业务（图（33））——而每条线上都汇聚了最著名的专业化公司。



图（33）花旗业务结构的演化分解

如投行业务，1986年桑迪·威尔从数据控制公司手中买下了商业信贷公司，1988年又从杰拉尔德·特塞集团手中买下了 Primerica 公司及史密斯·巴尼证券经纪公司，三家公司合并成为新的 Primerica 集团，从事证券及投行业务。90年代初，桑迪将他创办的西尔森公司从美国运通手中赎回，而此时的西尔森公司已经并购了雷曼兄弟等多家知名证券经纪公司，同期，桑迪将旅行者保险纳入囊中，并将 Primerica、西尔森·雷曼兄弟公司和旅行者保险合并成为旅行者集团，1996年新旅行者集团收购了 Aetna 财险公司，跻身美国最大的保险公司行列，1997年旅行者又并购了知名投行索罗门美邦，成为全美第二大投资银行。1998年，旅行者集团，连同其旗下雷曼兄弟、索罗门美邦、史密斯·巴尼等众多知名品牌一起并入了新的花旗集团（图（34））。

以花旗为代表的新型全能银行实际上是建立在专业化分工基础上，基于并购套利所形成的金融协同体，是专业化与全能化的统一，它的诞生是在众多新金融机构出现和老金融机构转型后的产物，也因此，在中国等新兴市场国家，一味的追求花旗的“大而全”是没有意义的，更多银行面临的是适应新金融环境的转型问题——没有传统金融机构的专业化转型，也就不可能有真正意义上的“花旗”。



图（34）花旗集团投资银行业务的并购发展历程

六、对中国银行业的启示

如果说转型是一种必然，是金融生态里适者生存的法则，那么，对于今天的中国银行业来说，转型就成为决定银行生死存亡的大事。

今天的银行也在讨论转型，但所谓的转型还只是在传统存贷款业务模式下一些新业务的尝试，美国纷繁复杂的金融机构似乎离我们还很遥远。但其实在全球化的金融环境里，资本市场的发展速度要比以往快得多，2005年以前的中国资本市场仅相当于上世纪美国二三十年代的水平，到了2008年我们的资本市场已经发展到美国五六十年代的水平，虽然我们还没有证券化、没有衍生工具、没有对冲基金……但这一切离我们并不遥远，美国百年的资本市场发展在中国可能浓缩为十年到二十年的超越，于是，中国的新兴金融机构将快速崛起，而中国的传统银行将在不久的将来面临新金融机构的全面竞争，到那时，走下“神坛”的银行该如何寻获新的生命力？

转型以适应资本市场发展的需要成为银行的唯一选择：为消费者提供更多与资本市场相关的理财产品，为企业提供更多资本化的融资工具，为其它金融投资机构提供更好的基于资本市场的服务平台，这是未来银行发展的必然趋势，也因此，对于今天的银行来说，眼前的增长并不足以欣喜，更重要的是未来的转型潜力。招商银行会成为中国的梅隆银行吗？兴业银行会成为中国的纽约银行吗？工商银行庞大的网点如何成为转型的动力，而不是转型的负累？民生银行又该如何把中小企业融资服务与资本市场、私募市场嫁接？

转型的战略与潜力决定着银行的未来成长，也决定着银行的今天价值。纽约银行在转型的高峰期曾创造了6.6倍多的市净率，是当时传统银行估值的三倍，而梅隆公司在被收购前市净率也稳定在4倍水平，高出传统银行一倍，今天中国的银行，有着更高的成长，但也有着更大的不确定性——毕竟，我们的银行在房地产抵押贷款和信用卡方面的风险管理经验还太少，综合来看，传统业务的估值应与美国银行相当，长期平均在两倍左右。但这部分价值仅占公司总价值潜力的三分之一，转型的前景构成了剩余的价值，不过并不是所有的银行都能够获取这部分价值——当纽约银行集合了其他大型银行的公司托管业务而成为最大的资产服务银行后，其他银行就失去了这一战场；同样的，当梅隆公司“变卖家产”、在投资管理领域大肆并购之时，其他银行在这一领域的阵地也在缩小，金融价值链的裂变与聚合决定了每个细分领域内的集中度将大幅提高，只有那些最有眼光和胆识的企业才能在这场金融变局中重新寻获最适合自己的新定位，并实现转型的价值。

谁能获取转型部分的估值？我们拭目以待。