

中国式投行

INVESTMENT
BANKING
IN
CHINA

张立洲 刘兰香◎著

全景式展现中国本土投行发展历程

中国式投行四大力量——

证券投行、商行投行、资管投行以及精品投行的
成长与崛起，将如何重塑中国金融版图，奠定金融发展新格局？



中国式投行

INVESTMENT
BANKING
IN
CHINA

张立洲 刘兰香◎著

图书在版编目 (CIP) 数据

中国式投行 / 张立洲, 刘兰香著. —北京: 中信出版社, 2015. 10 (2015.11重印)
ISBN 978-7-5086-5509-3

I. ①中… II. ①张… ②刘… III. ①投资银行-银行史-中国 IV. ①F832.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 212354 号

中国式投行

著 者: 张立洲 刘兰香

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京画中画印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 21.75 字 数: 270 千字

版 次: 2015 年 10 月第 1 版

印 次: 2015 年 11 月第 3 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-5509-3/F · 3474

定 价: 59.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

中国经济发展新常态正使得金融发展进入“新常态”。

随着国民经济步入中速增长阶段，产业转型升级与结构调整成为当下经济发展与宏观调控的主基调。增长减速和结构调整同期到来，使得实体经济增长面临巨大压力，而经济发展的这种深刻变化在中国金融市场上准确地折射出来。

当前，中国金融市场正经历快速转型期，利率市场化、金融脱媒、互联网金融崛起，以及混业经营等各种金融发展趋势日渐深入，各个金融子市场之间的边界日益模糊，不同类型金融服务与产品正在快速融合与创新。“春江水暖鸭先知”，金融机构作为金融市场的参与主体，深刻地感受到金融环境的快速变迁，如何适应市场、适应变化，以变应变、以变求变，以创新谋发展成为金融企业经营战略中的核心内容。

尽管中国仍在实行“分业经营，分业监管”体制，但是，混业经营趋势在如火如荼的金融创新推动下，日渐清晰。一方面，这是市场竞争的压力所致；另一方面，更为重要的是，也是促进中国金融业发展的需要。同时，这也与国际金融业发展趋势相适应。自美国1999年通过并实施《金融服务现代化法案》以来，混业经营已经成为国际金融业的主流模式。中国自1995年确立金融分业经营制度以来，随着经济金融环境的变化，各个金融子行业日益发展壮大，并相互渗透与跨界合作，混业要求日渐强烈。正是在这样的大背景下，适应经济环境变化和金融市场竞争的需要，探索综合经营成为金融业

的战略选择。

投资银行业务正是各类金融机构跨界与综合经营的主要领域之一。从国际投资银行发展史看，投资银行业务几乎囊括了所有资本市场活动，横跨证券承销、并购重组到公司金融，以及基金管理、风险投资、财务顾问等诸多领域。国际全能型金融机构均在投资银行业务领域深耕细作。在中国，尽管依然存在分业经营藩篱的制约，但是，在金融业走向混业的大趋势下，国民经济转型升级的转折时期，机构积极拥抱资本市场将是包括商业银行在内的主流金融机构的必然选择。同时，这也是中国大型金融机构适应人民币国际化进程需要，深度参与国际竞争并获得核心竞争力的必然要求。

放眼国内资本市场，尽管在过去几个月里，中国资本市场跌宕起伏，股票市场出现历史性下挫，但中国多层次资本市场的格局基本形成，国内各交易所上市公司接近5 000家，总市值仍超过40万亿元，上市公司群体已经成为国民经济最为重要的组成部分之一。企业股权证券化动力并未因市场波动而削弱，国民经济证券化进程正深入发展，企业跨境并购整合仍在向纵深推进。与此同时，国家战略下的“一带一路”、“互联网+”、“中国制造2025”、“大众创业、万众创新”潮流等，都将不断增强中国经济发展的内生动力与活力，并由此促进资本市场的未来发展。因此，在中国经济金融发展的转型时期，对所有金融机构而言，都需要探索发展投资银行业务，尝试综合经营，可以说“得资本市场者得天下”。

立洲的新书《中国式投行》是国内第一本系统总结和思考金融机构投行业务探索与实践的著作。该书将国内涉足投行业务的机构分为四大类：证券投行、商行投行、资管投行和精品投行，对各类机构投资银行业务的发生、发展与成长进行了深入剖析，为读者全图景式地展现了“中国式投行”的发展脉络、路径与趋势。这是作者在证券、保险、银行等行业多年业务实践与理论思考的系统总结，深入浅出，言之有物。此外，作者还就构建中国本土优秀投行进行了深入思考，提出了很好的观点与见解。

作为一家商业银行，民生银行十余年来也在持续不断地探索和尝试投资银行业务。我们2005年就在总行设立了投资银行部，是国内较早开展投资银行业务的商业银行，并在后来把它改革为总行的事业部。立洲从投资银行部成立伊始就一直在该部门工作，见证和参与了我行投资银行业务探索与发展的全过程。因此，《中国式投行》这本书与立洲多年市场实践与理论思考密切相关。该书以财经读物的轻松文风，将中国式投资银行的过去、现在、未来进行了全面梳理与分析。从这个意义上讲，该书对商业银行从业者的业务实践有很好的参考价值。

在繁忙的投行工作之余，立洲仍能静下来思考问题并写作，难能可贵。我相信，这本书的出版无论是对金融从业者、企业经营者，还是对普通读者而言，都将大有裨益！

是为序。



民生银行董事长、行长

2015年9月1日

“这是最好的时代，这是最坏的时代……”狄更斯在《双城记》开头的这两句话，用来描述当前国内金融机构所面临的内外部经营环境，是最恰当不过了！

之所以如是说，一方面，是由于当前中国金融创新此起彼伏，已势成潮流，金融自由化进程推动着金融机构不断突破分业经营体制的束缚，而走向综合经营，成长与发展路径不断被拓宽；另一方面，利率市场化正在打破金融机构熟悉的既有经营模式，金融业正面临更加复杂的外部环境，而互联网金融的快速崛起，也在剧烈地改变着金融生态与竞争格局。与此同时，中国经济发展进入转型期，随着经济增速的下降，外部宏观环境的不确定性大大提高，金融机构不良资产的绝对额和不良率出现“双反弹”，这使得金融机构处于“一半是火焰，一半是海水”的艰难局面。当然，机遇与挑战并存，收益与风险也是如影随形。

当前，大资管、大投行、大金融市场潮流裹挟着金融创新浪潮汹涌而来，在这场为获取竞争优势而展开的激烈角逐中，金融机构为建立起强大的综合化经营能力，几乎都将发展大投行业务作为其战略性选择。但是，中国金融业尚处于分业体制的余辉中，金融机构并不能直接开展全面综合经营。因此，采取迂回方式、创新途径，有时甚至是“闯关”行为，在某种意义上已经成为机构市场行为的新常态。各类机构纷纷从不同维度参与到大资管、大投行、大金融市场的竞争之中，各显其能，各展所长。如火如荼的金融创新一方面

大大促进了金融业自身的快速发展，另一方面也有力地推动了监管制度的创新与变革，同时，还为实体经济发展提供了有效的金融支持。

在市场不断融合与持续创新的热潮之下，金融机构推陈出新的金融服务、监管机构细密纷繁的监管制度，使得金融这个焦点行业既显得热闹非凡，又好似有些杂乱无序。但是，尽管金融服务、产品及制度的创新如此繁杂，若我们从不同机构类型出发，按照行业特征，仍可以用一个相对清晰的逻辑体系对其实现有效梳理，并形成清楚描述。因此，在本书中笔者用“大投行”或“中国式投行”对其加以概括，其核心内涵在于，用其来描述中国由分业经营体制向混业经营体制转轨进程中，深具中国特色的本土金融业，既有别于华尔街成熟模式，同时又兼具不少共同市场特征的发展状态。

因此，本书努力的目标正是希望通过对中国各类金融机构涉足和发展大投行业务的深入具体分析，试图为读者提供一条清晰的中国式金融创新与发展脉络，全景式地展现各类金融机构在现有制度框架内，因“规”制宜，积极发展投行业务的丰富实践。由此，既可以帮助金融从业者对整个市场的发展进程与状况有一个系统梳理与理解，也有利于依赖金融服务的企业经营者更全面而深入地了解当前的金融服务。当然，一些对金融业感兴趣的读者也可以把它作为一个了解大金融市场的窗口。这正是笔者写作本书的目的与出发点。

本书共分六篇，第一篇描述了当前我们正在经历的“变化的世界”。宏观经济环境的改变，犹如不断“上升的地平线”，深刻影响着每一个行业，而作为国民经济的血液，金融业正直面“当下的冲击”，金融机构生存与发展而展开的各类创新正在塑造着全新的“金融新版图”。这就是我们正面对的现实金融图景。

接下来的四篇中，笔者分别从证券投行、商行投行、资管投行和精品投行的视角，按照时间顺序，结合市场变化和监管政策变迁的逻辑，深入、系统地分析了各类机构探索、发展投行业务的路径、进程与趋势。在分业经营

体制下，新中国的证券投行脱胎于商业银行，并在监管政策支持下，成长为一个独立的金融子行业。在过去 20 余年中，证券业从萌芽到壮大，随着中国证券市场的发展经历了跌宕起伏的成长历程。

商业银行作为孕育证券投行的母体，在 1993 年中央政府确定实行分业经营的改革方向后，随着 1995 年《商业银行法》的颁布几乎完全退出了证券业务。然而，在过去的 10 年间，商业银行一直在探索重新进入投行业务。尽管一直面临监管制度的制约，但商业银行已涉足了除股票 IPO 承销与股票经纪之外的几乎其他所有投行业务，并依靠自身强大的客户基础和资金实力，将投资银行业务作为未来战略转型的重要方面。如今，商业银行公司业务投行化趋势日渐深入，商行投行已经成为中国投资银行服务市场上崛起的重大力量。

笔者用“资管投行”来描述包括信托公司、保险机构和基金管理公司子公司在内的泛资产管理机构。以证监会“新政”为开端所开启的大资管潮流，使得各类资产管理机构得以逐步打破既有的发展窠臼，探索资产管理的新途径、新模式，并将财富管理、投资与投行运作相结合，逐步渗透到大投行业务的各个子板块，成为独具特色的资产管理类投行机构。在资管投行群体里，信托公司的快速膨胀是最引人注目的焦点。几年间，信托业管理资产规模迅速超过保险业，成为管理资产规模位居全市场第二位的金融子行业。当然，以“实业投行”为标签和目标的信托机构也面临着泛资管带来的巨大挑战，转型压力前所未有。此外，以基金管理公司子公司为主的新兴资产管理机构，受益于资管新政的推动，也获得了爆发式成长，与信托业形成直接竞争，其资产管理规模直追信托业，并依托母公司力量向资本市场进军，彰显出其独特的制度与机制优势。保险机构则在持续的保险新政推动下，利用其资产管理子公司，除大大拓宽了保险资金的运用渠道外，还迅速涉足泛资产管理市场，发展市场化的资产管理业务，由此不仅增强了母公司的盈利能力，还形成了独具特色的一类资产管理机构，并成长迅速。

此外，在中国的投资银行类机构体系中，除了这些金融机构或其子公司涉足投行业务，还有一类非金融机构也是投行体系的重要成员，同时也是市场的重要参与者，这就是第五篇所描述的中国精品投行。与发达国家类似，中国在证券业诞生之初，就已经出现了第一批本土精品投行机构，而且十分活跃。特别是在2010年之后，随着一大批华尔街投行人才回归，与本土投行机构出走的人才相结合，出现了一大批新的精品投行机构。它们既有本土优势，又兼有华尔街基因，从咨询类投行业务起步，涉足并购顾问、募资顾问、管理顾问和财务顾问等，并逐步过渡到以投资、资产管理为依托，全面涉足投行业务。同时，还有一些机构甚至开始探索收购持牌类投行机构，利用机制优势和人脉网络，积极进军大投行业务，取得了不俗的业绩和市场地位。

在最后一篇中，笔者深入分析了“中国式投行的未来”，就如何顺应金融混业经营的发展趋势，通过监管变革，借力金融自由化和人民币国际化潮流，构建具有国际竞争力的强大本土投资银行，构筑中国金融业的坚实脊梁，在服务于国家经济发展战略的同时，也在中国崛起的进程中，实现自身的发展与壮大。

笔者曾在中国证券业、保险业和商业银行工作十几年，有机会见证、参与了主要投行类机构的发展与实践。作为一名市场亲历者和业务实践者，笔者希望本书尽可能以轻松而又不失严谨的方式，为读者系统分析中国各类投行机构的成长历程、业务实践和未来趋势。去年秋天，在智信资产管理研究院的积极邀请下，笔者开始着手准备写作本书，但因工作忙碌，一直疏于动笔，因此拖延至今日方才最终完稿，很多内容都是在出差的飞机上完成的。因此，呈现在读者面前的这本书，从构思到写作历经了近一年时间，其间，得到了智信资产管理研究院的大力支持，研究院首席研究员郑智先生和资深研究员刘兰香女士，以及王文韬、沈修远、崔继培等研究员给予了极大的帮助，没有他们的支持与努力，很难想象在繁忙的投行工作之余能够完成写作。

在此，衷心感谢他们的无私帮助和辛勤付出。中信出版社的许志女士为本书的出版也付出了辛勤劳动，在此深表谢意！

由于时间仓促和水平所限，不足之处在所难免，敬请读者批评指正。

张立洲

2015年9月8日于北京

第一篇

变化的世界 1

第一章 上升的地平线 5

第二章 当下的冲击 18

第三章 中国式投行崛起 40

第二篇

证券投行沉浮 49

第四章 投行发端：证券业的诞生 52

第五章 混沌年代：从混业到分业 59

第六章 涅槃重生：券商综合治理 70

第七章 市场再造：存量与增量改革 79

第八章 业务重构：创新业务兴起 89

第三篇

商行投行崛起 103

第九章 从混业到分业：投行基因 106

第十章 投行成长：从边缘到主流 118

第十一章 投行新版图：三大战略板块 132

第十二章 投行：打造轻型银行之路 176

第四篇

资管投行潮流 187

第十三章 信托公司：转型中的“实业投行” 190

第十四章 保险资管：投资驱动的“保险投行” 215

第十五章 基金子公司：野蛮生长的“万能神器” 236

第五篇

精品投行兴起 253

第十六章 中国精品投行的成长 255

第十七章 PE/VC 转型精品投行模式 268

第十八章 中国精品投行发展之路 280

第六篇

中国式投行的未来 287

第十九章 混业经营潮流 289

第二十章 监管改革促进金融发展 298

第二十一章 中国式投行的未来 308

第二十二章 金融的力量：打造世界级投行 325



第一篇 变化的世界

第一章 上升的地平线

第二章 当下的冲击

第三章 中国式投行崛起

2014年9月19日，美国东部时间上午9点30分，来自中国的互联网巨头阿里巴巴在纽约证券交易所上市的钟声敲响，历史定格。

发行价68美元，开盘价92.7美元，盘中一度高至99.70美元，收盘价93.89美元，较发行价大涨38%，市值达到2314.39亿美元。阿里巴巴由此成为市值仅次于谷歌的全球第二大互联网公司，造就了一大批千万乃至亿万富翁。

在国际资本市场大受追捧的阿里巴巴，不仅深刻地改变了中国的电商生态，而且其依托于互联网技术、平台和大数据而生的阿里小贷、余额宝等互联网金融创新，亦对国内金融业尤其是银行业产生了巨大而深远的影响。

一方面，于2013年6月13日上线的余额宝由于生逢“钱荒”，作为一款实质上的货币基金，它以银行协议存款为资金主要投向，令其投资收益率节节攀升；同时，T+0的交易设计使其流动性便利堪比活期存款。因此，余额宝一经推出，便引来大量小额闲散资金投资与追捧，至当月月底，资金规模已达57亿元，用户数达到251.56万户；截至2013年年底，余额宝资金规模达到1853亿元，客户数达到4303万人，并在2014年2月达到5000亿的规模，并继续保持增长。余额宝的强势崛起，在中国略显沉闷的资金市场上掀起一场声势浩大的互联网金融浪潮。

此后，相继诞生的理财通、现金宝等类互联网货币基金，也迅速汇集了大量的资金，并促成了一次闲散资金及小额存款资金的“大搬家”。这对于还在坚守“存款立行”信条的商业银行而言，不次于一记重拳，互联网“宝宝

们”的崛起显然动了银行的传统奶酪，因此，甚至有银行人士惊呼“狼来了”！

另一方面，阿里小贷也在多年的酝酿和发展后，依托于其母体的大数据优势，形成了独特的授信审贷模型，实现了对其 B2B、B2C、C2C 客户高效安全的放贷。并且，阿里小贷探索还找到了资产出口，通过与证券公司的专项资产管理计划对接，成功实现了小额贷款的证券化。

与此同时，各类基于 P2P 模式的互联网金融服务公司则如雨后春笋般地涌现出来，虽然这类企业的发展还有诸多领域需要探索和规范，但它们的快速成长还是让强大的银行体系感觉到巨大的危机，银行在一夜之间发现仿佛天变了，面临腹背受敌之困。

实际上，不管是余额宝还是阿里小贷，高速增长背后一个强大的技术支撑是支付宝。2013 年，以支付宝为代表的国内第三方支付交易规模达到 17.2 万亿元人民币，同比增长 38.7%，其中互联网支付交易规模占第三方支付的 31.2%，而支付宝则在互联网支付交易规模中占到 48.7%，接近一半。第三方支付已经削弱了银行作为社会支付平台的垄断地位，而随着移动互联网的普及和电子商务的高速增长，可以预见的是，互联网支付与移动支付在支付交易规模中的占比将继续快速增长。

“如果银行不改变，我们就改变银行。”阿里集团董事会主席马云曾经如是说。从银行传统业务的角度来看，目前互联网金融主要有三大部分：第三方支付、网络理财、网络信贷。现在，仅仅阿里巴巴一家机构就已经从这三大方向全面冲击银行，也让银行人士着实领教了马云这句话的分量。如果说以支付宝为代表的第三方支付让传统银行业体会到什么叫“冲击”，那么以余额宝为代表的网络理财则让传统银行业领教到什么叫“危机”。

回首过去的几年中国金融市场的变化，特别是金融服务领域的创新，我们看到，整个金融业面临的外部世界正发生着快速变化——宏观经济增速放缓进入“新常态”、利率市场化步步推进、汇率自由化加速前进、技术脱媒和

金融脱媒持续加强……这些持续袭来的冲击影响深远，中国经济、金融迎来了大转折的时代。在这个大背景下，在整个金融业内，各个金融子行业之间的跨界竞争不断加剧，金融创新日新月异，而混业经营的态势日趋明显，“大资管 - 大投行”时代已经悄然来临。

金融业面对的世界正在发生变化，而且不会止步……