

# 从业务结构入手防范金融风险串联

## 华尔街，贪婪之外的启示

（导语）当贝尔斯登和雷曼倒下时，人们将其归结为华尔街的贪婪，但当AIG、富通、苏格兰皇家银行都面临破产危机时，次贷所暴露的问题就不再是某类金融机构的问题，而是整个金融混业模式的弊端，它使一种金融创新产品的风险蔓延到整个金融体系。如何防范这种风险的串联？通过对大型金融机构内部风险蔓延路径的解读，我们提炼出金融机构中观风险控制的三原则，即，风险隔离、资本独立、有限协同。这些原则和许多传统的金融观念并不一致，但它们却是真实的经验教训，不仅反映了欧美最复杂金融机构的需求，也同样指导着中国金融机构未来的发展方向。

上世纪90年代，随着金融市场的发展形成了一股“去监管”浪潮，美国在1980年出台了储蓄机构去监督和货币控制法案（Depository Institution Deregulation and Monetary Control），允许商业银行涉足投资银行，投资银行也可以接受个人储蓄；1998年随着花旗并购旅行者，美国正式废除了混业经营法案。传统商业银行进入到了证券、保险领域，而证券公司、保险公司作为反击也进入了其他金融机构的业务领域。

随着金融创新的发展和混业限制的放松，金融机构的业务结构已经变得高度复杂和高度多样化，这种多样化一度被认为是金融机构分散风险、发挥协同效应的重要手段。但在次贷危机中这一逻辑失效了。

雷曼旗下有三家商业银行、AIG每年有400多亿美元的保费收入、富通集团有近千亿欧元的存款、花旗的存款资金更是达到8000多亿美元，然而这些都不能对抗他们破产或被接管的命运——无论是保费收入还是存款资金，都不足以吸收金融创新业务的风险。

进一步，银行存款和保费收入不仅不能有效吸收风险，还会导致风险的串联。在次贷危机的冲击下，各家大型金融机构都减计了几十亿、甚至数百亿美元的资产，这些损失虽然发生在资本市场业务上，但在复杂的业务结构下却都没有得到很好的资本拨备，结果减计的只能是商业银行或保险等传统业务的资本金，资本不足使本来没有问题的业务也面临被信用评级机构降级和被监管机构限制营业活动的威胁，更可怕的是公众信心的动摇和由此引发的挤兑事件——没有任何一家银行能经得住挤兑的威胁。于是，那些本来运营良好的业务也被迫剥离、出售、甚至关闭。

所以，简单的混业并不能够分散风险，关键是如何控制风险的串联。

## 金融创新要求风险隔离

次贷危机的起源是次级抵押贷款、CDO、CDS这些金融创新产品，在历史上，金融创新已经不止一次的惹祸了，1929年金融危机起源于股票和基金市场的超速发展，1987年的

黑色星期五起因于组合保险策略、1998 年长期资本管理公司的过度套利也把金融大鳄们吓出了一身冷汗……

金融创新是金融系统自我完善的必经之路，而由此引发的危机则是创新过程中难以回避的代价，但人们仍需要金融创新，美欧等发达国家需要金融创新来维持其世界金融中心的地位，而新兴市场国家则更需要金融创新来吸引更多的国际资本，并缩短与欧美国家之间金融服务与资本市场的差距。问题是如何防范创新风险的蔓延？

米尔肯入狱了，但垃圾债券和整个金融系统仍在发展；长期资本管理公司倒闭了，但套利模式和金融系统也仍在前进；为什么次贷危机爆发了，倒掉的不仅是次级抵押贷款银行还有雷曼、AIG、富通？这是因为在次贷的创新过程中，各家金融机构为了能够提高自己发行产品的信用等级、降低资本金和保证金要求，都用集团公司的信用为子公司担保。

雷曼用集团信用支持子公司进入房地产抵押贷款和房地产投资领域，这类业务作为独立的 REITS（房地产投资基金）运营时，只有 4-5 倍的杠杆率，但在雷曼的全额担保支持下，子公司杠杆率被放大到 25-30 倍，结果当危机爆发时出现了资本金的短缺。破产前雷曼曾提出自救计划，将 300 亿美元的商业地产头寸分拆为一家独立的 REITS 运营，但为了保证分拆子公司的安全，雷曼需要向子公司注入 70 亿美元的资本金，这意味着雷曼自身的资本金将进一步减少，也因此分拆方案并没有得到分析师和评级机构的认同，雷曼最终在市场信心的崩溃中倒闭了。

AIG 也是如此，它用集团信用为子公司 AIGFP 的所有借款和表外负债提供无条件担保，以支持其在 CDS（信用掉期互换）业务上的尝试，在 AIG 的支持下 AIGFP 发售在外的 CDS 名义总额达到了 5800 亿美元，而集团公司的资本金只有 300 多亿美元，结果当 CDS 的危机暴露时，所有分析师能给出的唯一建议是剥离 AIGFP，但作为无条件担保的提供者，AIG 集团已经被 AIGFP 牢牢的栓住，想甩也甩不掉了。最终，AIG 只能向美国政府求助，并承诺出售运营良好的寿险和融资租赁业务以偿还政府贷款。

问题还不止于此，创新产品在集团公司的信用担保下，监管机构、评级机构、交易对手都很难独立、准确的评价新产品风险：如果 CDS 的背后不是象 AIG 这类大型金融机构的信用支持，它肯定会被赋予较低的评级并被要求较高的保证金，但在 AIG 的 AAA 级信用支持下，AIGFP 发行在外的 CDS 几乎不需要缴纳保证金，于是创新的风险被弱化了，在不经意间，CDS 已经发展到美国 GDP 的 4 倍，再强大的金融机构也无力为这样庞大的风险资产担保了。

次贷危机的一个重要启示就是：金融创新业务必须以独立实体运营。

这里所说的“独立”，不仅是指法律意义上的独立实体，还指经济意义上的独立实体，即，无论是监管者，还是公司的运营者都应努力切断传统金融业务与创新业务之间的连带担保关系，使风险得到更准确的评价和更明晰的界定——尽管这会减缓创新产品的发展速度，但它可以避免创新产品在一场金融危机中被彻底扼杀。

历史上很多金融创新的产品或业务都是由独立的小公司发起的，如发明指数基金的前卫集团，发明垃圾债券的米尔肯，发明杠杆收购的 KKR，发明对冲操作模式的长期资本管

理公司……因此，金融创新不一定要在大集团内部孵化。

另外，有些创新业务虽然是在集团内部孕育的，但当它发展到一定规模后就通过证券化手段分离出来成为专业化的金融机构，这不仅推动了创新业务自身的发展，也在客观上起到了风险隔离的作用，比如独立信用卡公司的诞生、独立抵押贷款银行（包括次级抵押贷款银行）的诞生，它们虽然常常作为风险的导火索而成为众矢之的，有时甚至会因其高波动性而被视为失败的模式，但实际上，正是由于这些专业化金融机构的存在，才阻断了整个系统的风险蔓延。

从这个意义上说，大型金融集团应该是一群成熟的、风险可度量的业务的组合，而那些游离于传统商业银行、投资银行和保险之外的业务，则应该接受分业的监管并保持独立的运营，这不仅是金融机构自身隔离风险的要求，也是有效监管的前提，过度的混业会把许多创新业务引入模糊的监管地带，而各家金融机构也会被这种模糊监管下的高杠杆所吸引，从而导致风险的泛滥。

金融创新使整个金融体系更加复杂化，但每个创新个体的运作却应该更加简单化。

## 风险控制要求资本独立

新巴塞尔协议允许各家银行根据 VAR 模型来拨备业务风险，而 VAR 模型的一大好处是它推崇多元化业务的风险分散作用，即，如果两个业务的历史相关度较低，那么作为一个业务组合存在时的风险就低于独立运营时的风险，从而可以减少对每个业务的独立拨备。

实际上，根据 VAR 模型，只要两个业务不是完全相关的，组合起来的资本拨备额总是少于两个业务独立运营时所需资本额的简单加总，而这就成为多元化金融集团的一大好处，可以节约资本金的使用。

在多元化分散风险的理念下，集团总部的共用资本成为一个放大杠杆的支点，共用资本的比例越大，每个业务部门独立拨备的资本额就越少，节约的资本金就越多，集团整体的杠杆率就越大，从而出现了欧洲大型银行的杠杆率超过专业化证券公司（投资银行）杠杆率的情况。

以次贷危机中被分拆出售的富通集团为例，它允许旗下银行业务和保险业务仅为各自风险的 85% 做出资本拨备，其余 15% 的风险可以依靠集团总部共用资本的支持；而英国的巴克莱集团则更加强调共用资本的作用，根据巴克莱的测算，作为一种与传统银行业务相关度较低的业务，其资本市场业务只需为总风险资产的 2.7% 进行拨备，这一资本拨备水平甚至低于独立运营时的法定最低资本金要求，结果，巴克莱资本市场业务的经济资本需求仅为总资产的 0.4%，是传统商业银行的十分之一，从而埋下了资本不足的隐忧。

表面看，共用资本的理念似乎很有道理，但实际上，它忽视了金融业务的特殊性——平常相关度较低的业务，在危机中却会表现出高度的相关性：次级抵押贷款违约率的上升，借助流动性的紧缩冲击所有固定收益类证券，然后通过了对信用的收缩打击实体经济，并传导给权益类金融产品，同时失业率的上升将提高信用卡、车贷等所有贷款的违约率……风险不

但没有被分散还被扩散了。

风险串联不仅发生在产品层面，更发生在业务部门层面。富通和苏格兰皇家银行发生问题的是资本市场业务，集团动用共用资本金去弥补这部分亏损，导致集团整体的资本充足率降低，尽管它仍在法定底线以上，但客户和投资人的感觉是：亏损发生在资本市场业务上，但减少的却是商业银行部门的备用资本金。于是投资人开始抛售他们的股票，客户开始担心他们的存款，并最终引发了挤兑。

除了商业银行遭遇挤兑外，UBS 财富管理部门客户资金的大量流失、雷曼证券业务的冻结，也都是一种变相的挤兑，而 AIG 在被政府接管后被迫出售了自己运营良好的寿险业务，富通更是被分拆出售了 80% 的业务，从投资银行、对冲基金，到商业银行、财富管理，再到保险公司，次贷风险几乎冲击了所有金融机构，其中很多业务都一度被视为低关联度的业务。

共用资本的理念存在着致命的缺陷，金融集团作为一个整体运营时，每个业务应该独立为自己的风险做足拨备，而不能依赖于集团总部或其他业务的危机救援，这虽然会耗用更多资本，但却是必须的。

在次贷危机中损失惨重的瑞士银行（UBS）在 2008 年一季度重新计算了各个部门的最低资本需求，这次，它根据每个业务部门的风险头寸、总资产规模和法定资本金要求分别确定每个部门独立经营时的最低资本需求，然后将各个部门的资本需求简单加总来计算集团整体的资本需求（以往，考虑到多元化业务的风险分散作用，集团整体的资本需求一般低于各部门的加总），从而排除了共用资本的使用。

结果显示，财富管理部门需要 129 亿瑞士法郎的资本金、商业银行部门需要 41 亿瑞士法郎、资产管理部门 30 亿瑞士法郎、投资银行部门 280 亿瑞士法郎，合计需要 480 亿瑞士法郎的最低资本金，而当时瑞士银行整体只有 258 亿的资本金，资本金缺口达到 222 亿瑞士法郎；到二季度末，通过两轮融资，缺口减少了 55 亿瑞士法郎，但仍有 167 亿瑞士法郎的资本缺口——尽管二季度末公司整体的一级资本充足率高达 11.6%，总资本充足率达到 15.7%，但就各个部门加总而言，资本缺口接近 50%。共用资本的理念导致了资本拨备的普遍不足。

## 经营协同的双刃剑

既然集团运作不能节约风险资本，那么，金融集团存在的唯一意义就是经营上的协同了。无论是花旗的“交叉销售”、“金融超市”、“一站式服务”，还是 UBS 的“One Firm”、花旗的“One Citi”，都在强调金融集团业务间的协作收益。

现实中这些收益确实存在，以 UBS 为例，在结构性产品和替代投资方面，资产管理、财富管理和投资银行部门间的交叉合作使该产品在国际财富管理部门的资产比重从 10% 上升到 16%，投资额从 2004 年的 810 亿瑞士法郎上升到 2007 年的 2380 亿瑞士法郎——内部的经营协作为 UBS 每年创造 36 亿瑞士法郎的增量收益，并节约 10 亿瑞士法郎的成本。

但是收益总是与风险共存的，金融集团的内部协作也是一样。

首先是产品的内部定价问题，部门间的交叉合作需要依靠内部定价机制，它决定着两个部门的收益分享和最终的外部定价。内部交易总是倾向于更低的定价，但与一般产品不同，金融产品的成本由两部分组成，资金成本和风险溢价，既然资金成本不能轻易压缩，那么降低的只能是风险溢价，于是，在产品的内部协作过程中，风险被打折了，而在打折风险的基础上，客户部门变得更有动力来推销这一风险失真的产品，结果它越努力推销，风险的敞口就越大。

以UBS财富管理部门的一款理财产品ARS（Auction Rates Securities）为例，它是一种将学生贷款、市政贷款证券化打包出售的衍生金融产品，与其他证券化产品不同的是ARS的利率是浮动的，利率取决于定期拍卖，随着次贷危机的深化，尽管学生贷款本身的违约率并没有大幅上升，但流动性却受到重创，并最终导致拍卖利率市场崩溃，定期举行的债券拍卖活动也停止了，投入拍卖利率债券的资金被冻结，ARS也因此变成一款高风险产品。

但是，内部交易、经营协同的过度刺激使UBS财富管理部门的高层在意识到风险的情况下，仍在大力推销这种产品。调查显示，就在拍卖利率市场开始崩溃时，UBS财富管理部门的多名高级执行官员迅速出售了个人持有的2100万美元拍卖利率债券，但他们的下属却依然在向客户努力推销这类债券，并声称UBS的ARS产品是“安全的、高流动性的、现金等价债券”。

2008年7月美国纽约州官员决定以证券欺诈罪对瑞士银行提起诉讼。2008年8月UBS被迫与纽约律师协会、州政府、SEC等达成协议，同意从2009年1月到2010年底以面值回购私人客户手中的83亿美元ARS，从2010年6月起再以面值回购机构客户手中的103亿美元ARS产品，同时为那些暂时不能出售ARS以换取流动性的客户提供无成本贷款，为在那些在2008年2月14日到2008年8月8日期间折价出售ARS的客户提供差价补偿。此外，公司还将回购35亿美元的免税优先股ARS（Auction Preferred Stock），并同意向州政府支付1.5亿美元罚款。

除了上述过度销售的恶果外，在复杂的交叉协作过程中，各业务部门的管理层都只盯着收益的分享，而在成本的分担方面，那些显性的成本，如人员薪酬、管理费用等，因无法忽视而被分摊，但隐性的成本，如用于吸收风险的资本拨备，则被有意、无意的忽视了，结果，那些多部门交叉合作的业务通常成为风险的“三不管”地带，交叉合作的部门越多，风险的隐藏也就越多。

仍以UBS为例，2006年以前，UBS投资银行部旗下一个以自有资金进行替代投资的业务部门获得了连续多年的超额收益，在此背景下，集团觉得应该将该部门的投资能力放大，仅为UBS自营资金服务太可惜了，于是，2006年UBS将该部门划转给资产管理部，并成立子公司DRCM，2006年11月，DRCM发行了第一支对外基金，此后，它同时管理UBS自营资金和外部客户资金。

根据集团内部协议，自营资产收益归投资银行部，外部基金的投资管理收益归资产管理部，人员和管理费用主要由资产管理部承担，由投资银行部门分担一部分。

表面看这是一个完美的协作，但实际运营中，在利润、成本被两部门分割的时候，自

营资产的风险头寸和资本拨备却被忽视了——自营资产随人员一起划拨给了资产管理部，投资银行部门只分享收益和分担费用，于是投行部的管理层认为自己的风险头寸减少了，他们用结构性 MBS 等其他风险资产填补了原 DRCM 部门的风险头寸；而在资产管理部，DRCM 自营资产的风险和收益仍归投资银行部所有，而非外部客户，因此，资产管理部也觉得自己没有义务对这部分资产风险进行拨备和监管。

结果，随着 DRCM 的部门转移，资本拨备减少了，集团整体组合在抵押贷款上过度配置了，并直接导致在次贷危机中损失惨重。

2007 年 5 月 DRCM 公司被关闭，对外基金资产被客户赎回，旗下自有资产重新划归投资银行部所有。在关闭过程中，资产管理部承担了关闭赎回所产生的费用，约 3.84 亿瑞士法郎，而投资银行部则承担了 DRCM 和集团内部超配资产上的信贷损失，双赢战略变为双输结局。

经营协作是有风险的，广阔的客户平台不仅能够放大市场，也能够放大风险，不加限制的经营协同在吞噬大量资本金的同时，更导致了 UBS 1400 亿瑞士法郎的客户资金净流出。

危机中，UBS 开始反思，并提出要“减小总部的资产和人员规模，把更多资产和职能重新配置给各业务部门”、“要在 2009 年中期以前完成对各部门间交叉服务、收入分享以及连带安排的重新审视”。此外，UBS 还引入了双董事会制度，将以 CEO 为首的执行董事与非执行董事严格分开，并将风险委员会的权利级别提升到最高级。

一系列改革的核心可以归结为：弱化总部资本供给、强化各业务部门独立资本拨备；理顺内部转移定价机制，引入独立监督机构；创造外部产品市场，实现业务间有限协同。

## 后次贷时期的金融新贵

次贷危机象一场海啸，席卷了整个欧美金融界，它摧倒了象雷曼、富通这样的金融巨头，重创了 AIG、UBS 这些曾经“不可一世”的庞然大物，次贷危机无疑掀起了欧美金融业的重新洗牌，但风暴过后，谁是赢家？

是在次贷危机中收购了 Countrywide、美林证券、美联银行的美洲银行吗？是收购了雷曼北美业务的巴克莱吗？是收购了富通比利时及卢森堡业务的巴黎银行吗？我们的答案是：都不是。

今天的美洲银行、巴克莱只是在重复花旗、UBS 昨天犯下的错误，他们在次贷危机中幸免于难，只是因为作为传统商业银行，它们在资本市场新兴业务上的涉足尚不深，但是在次贷危机中的疯狂收购和收购后的盲目混业为他们的明天埋下了危机。

收购本没有错，关键是收购后你是否有能力驾驭这些业务，并对其进行有效的风险隔离和资本拨备，在金融创新日益复杂的今天，大型金融集团需要对其业务结构进行一次彻底的再梳理，使复杂的业务能以简单的方式来运营，使每个业务的经营模式和风险承担都变得更加清晰明了，只有这样，金融创新才不会让大型金融集团的风险越来越高、越来越难以控

制，最终变成一个连监管机构和专业分析师都无法看懂的“黑箱”。

遗憾的是，次贷危机的教训被错误的总结了，多数金融机构倾向于更大范围的混业，然而花旗、AIG、UBS 的事实告诉我们，盲目的混业并不能够分散风险，反而可能导致风险的扩散，金融集团需要更加精心的业务结构设计了，而谁能较早意识到这一点，谁将成为最早从危机中站起来的企业。

UBS 在此次危机中受伤颇深，但这也促使它进行了更彻底的反思，它把“*One Firm*”的理念变成同一品牌下独立运营的多个部门，把一味协同变成有限协同，这些改革将使它在未来走得更加平稳，因祸得福的 UBS 可能成为危机中最大的受益者之一。

不过大型金融集团中象 UBS 这样彻底反思的毕竟是少数，摩根、高盛甚至申请变身为金融控股集团，这被很多人认为是华尔街独立投行模式的终结，我们倒认为不一定。

在危机中虽然有不少次贷公司、对冲基金倒下了，大型金融机构也纷纷四处求援，但仍有一些业务结构更清晰的创新机构受到青睐，比如一些第三方投资咨询机构，因其客观性而受到迷茫中投资人的追捧，还有一些专业化的交易服务商，也成为更加安全的经纪商选择，一些独立的私人股权投资机构虽然融资成本大幅上升，但它们仍在此次危机中成为不少金融不良资产的折价收购者，如果它们的估值正确，那么，它们也将在危机过后博取高收益。

实际上，次贷危机打碎了大型集团不败的神话，消费者和机构客户都不会再因为是花旗、AIG 或瑞士银行的产品就认为无风险了，这虽然是一个“血的教训”，但却也有它的积极意义，它将给那些有着更专业化技能、更清晰业务模式的中小型机构一次崛起的机会。

规模所带来的信用溢价在缩小、金融业务的垄断性被打破，金融创新将由此进入一个新的阶段，一个更加强调专业化和结构化的时代——不是指金融衍生品的结构化，而是指金融机构的业务结构更加清晰明了。

## 附文：这个框架可以帮你控制风险

**（导语）** 金融机构的风险控制要求风险隔离、资本独立和有限协同，以此为基础我们搭建了一个金融集团多业务风险控制的框架，它的核心是对金融业务进行风险分类，然后根据不同业务的金融特性采取不同的组织结构和资本安排，从而在结构上防范金融集团内部各业务的风险串联，并保证每个业务的充分风险准备，以及当发生小概率冲击时集团整体的生存能力。

传统对金融业务的分类主要是以客户、产品或地域为划分标准的，如个人业务 VS 机构业务，权益投资、固定收益、商品市场、替代投资业务，或国内业务、欧洲市场业务、新兴市场业务等。

这类划分强调的仍是业务间的经营相关性——或是面向同一类型、同一地域的客户，或是交易、服务于同类产品，它将集团的组织结构直接引向了经营协同，但却常常由于忽视

了不同业务间风险属性的差异，而没能进行很好的风险控制安排。为此，我们试图从风险特性的角度来重新划分金融业务。

## 从风险特性划分金融业务

### 轻资本业务 VS 重资本业务

我们将那些通过承担资产风险来获取风险溢价收益的业务称为重资本业务，这类业务通常会耗用集团内部大量资本金来拨备吸收业务风险，如传统的银行贷款业务、保险业务等，它们通过承担信用风险或意外风险来获取利息收益或保费收益。

而那些通过提供金融服务来获取服务费收益的业务则称为轻资本业务，这类业务尽管费率不高，但占用资本金较少，因此回报率并不低，如传统投资银行提供给企业的 IPO 服务、并购重组咨询服务，零售银行提供给消费者的各种缴费服务，共同基金提供给投资人的各种投资管理服务，证券公司提供给客户的各种经纪结算服务等。

### 长尾业务 VS 短尾业务

我们将那些平常风险不大，但在极端情况下可能发生较大损失的业务称为“长尾”（Long-tail）业务，这类业务的风险难以预测，一旦风险暴露可能给集团带来毁灭性打击，多数金融创新的业务都属于这一范畴。

另一类是尽管风险发生的频率较高，但却不太可能发生极端损失的业务，我们称之为“短尾”（Short-tail）业务，这类业务的风险可以借助数学模型进行较为准确的度量，从而实现相对充分的拨备。

寿险业务属于典型的短尾业务，与之相对，再保险业务具备一定长尾性质，更典型的长尾业务是证券交易和投资信托业务。此外，近年新兴的替代投资机构，尽管历史数据较短，但已呈现出长尾特征。

建议保留原文图（5）、图（6）、图（7），其他图可以删除

我们对有较长历史数据的美国龙头企业进行了统计分析，并根据龙头企业发生亏损的最大概率进行排序，结果显示（表 1）：

替代投资机构（包括私人股权基金、对冲基金、房地产套利基金等）高居榜首，其次是 REITS、投资信托公司、证券公司和再保险公司，它们的亏损概率均在 18%以上，我们将上述业务划分为“长尾”业务，除此以外，金融担保业务，尽管其亏损概率仅为 13%，但在此次危机中，MBIA、AMBAC、MGIC 三大金融担保公司均发生了巨额损失，其中 MBIA、AMBAC 的亏损额已经超过资本金，因此，我们也将这类业务列为“长尾”业务。

与之相对，传统财险公司、寿险公司、商业银行、储蓄存款机构（Thrift）和轻资本低风险的资产管理公司、投资顾问、保险经纪公司都列入“短尾”业务行列，这些业务的风险一般在可度量与可控制范围内。



进一步，在商业银行贷款业务中，汽车贷款和中小企业融资业务显然属于更偏长尾的业务，而学生贷款的巨额损失风险较低，住房抵押贷款居中（引入次贷前），现存的独立信用卡公司的风险较小，但考虑到幸存者偏差（一些经营出现问题的独立信用卡公司被收购，如美洲银行收购了 MBNA，汇丰控股收购了 Metris Cos.，华盛顿互惠收购了 Provident Financial Corp.），实际信用卡业务的风险可能介于住房抵押贷款和学生贷款之间。

表 1：美国各金融业务龙头企业亏损最大概率的排名和长短尾业务的划分

	龙头企业亏损幅度的最大概率			杠杆率
	<0	<-10%	<-20%	
替代投资	40.0%	25.0%	25.0%	不稳定
REITS	36.0%	12.0%	4.0%	4
投资信托	25.0%	15.0%	12.0%	1
证券公司	20.0%	10.0%	10.0%	25
再保险	18.8%	6.3%	0.0%	3
金融担保	13.1%	10.0%	10.0%	3
财险公司	15.4%	7.7%	3.9%	5
储蓄机构	14.3%	9.5%	4.0%	13
商业银行	11.5%	8.0%	3.9%	10
寿险公司	4.8%	0.0%	0.0%	15
资产管理	3.7%	0.0%	0.0%	2
投资顾问	0.0%	0.0%	0.0%	13
保险经纪	0.0%	0.0%	0.0%	2

## 结构化风险控制框架图

针对不同金融业务的风险承担和风险分布特性，我们将其分类为重资本、轻资本、长尾、短尾业务，在此基础上，我们构建了一个矩阵图，用以分析在金融集团内部，不同金融业务的地位及其交叉合作过程中的风险控制路径。

图 1 是我们根据上述业务分类对不同金融业务的风险资本属性分解得到的矩阵图。

从寿险、到一般财险、到金融担保、到再保险，从左到右风险分布的“尾巴”逐步拉长，风险的可度量与可预测性逐步减弱，风险控制的难度逐步加大，其中，对冲基金、地产投资、非传统保险业务和金融创新业务等均属于长尾业务范畴；另一方面，从保险，到商业银行、自营投资，到财富管理（私人银行）、信托，再到证券经纪、投资基金，从下到上，风险吸收的功能逐步减弱，金融服务的功能逐步增强，资本的耗用也逐步减少，其中，各类经纪业务、投资基金和财富管理均属于轻资本业务。

进一步，图中粉色圈中的业务是以客户服务为核心竞争力的“客户专业化”业务，强调对客户的“定制化服务”，而蓝色圈中业务是以产品设计为核心竞争力的“产品专业化”业务，强调的是面向所有客户的标准化产品设计能力。

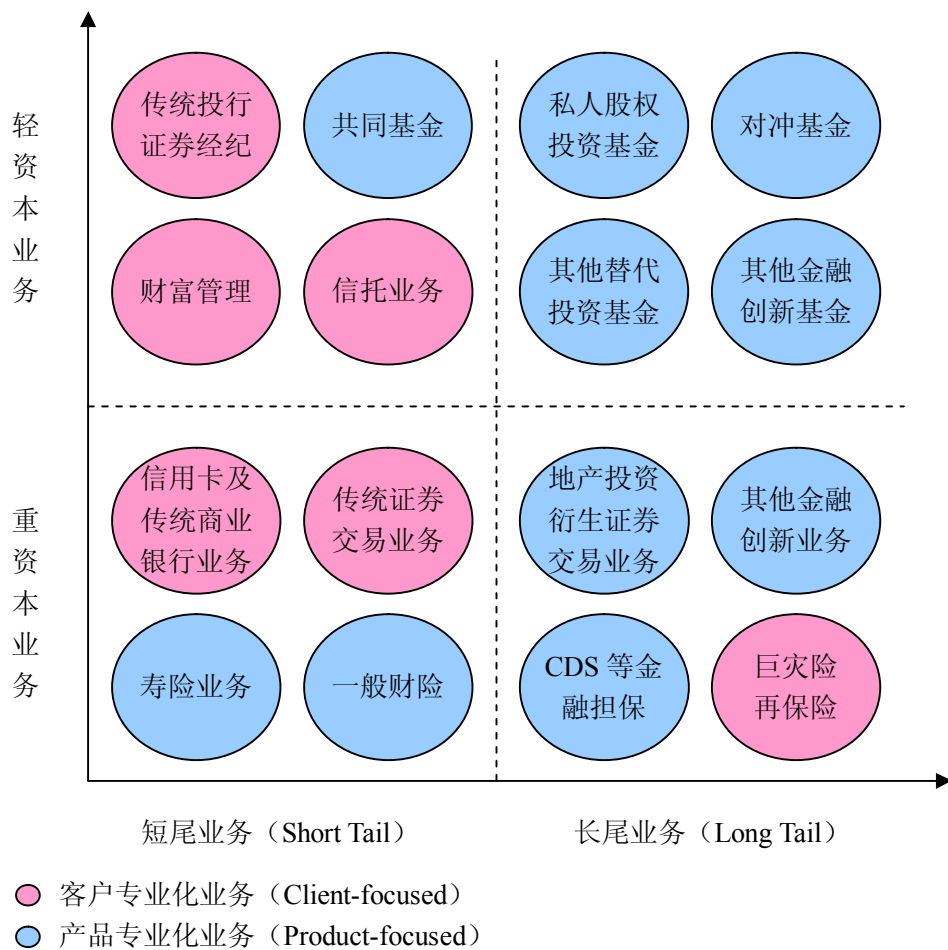


图 1：各金融业务的风险资本属性分解

在业务分类的基础上，我们将通过金融集团的结构设计来控制业务个体的风险与业务间的风险串联。雷曼用集团公司信用支持子公司进入地产投资领域，AIG 用集团公司信用支持子公司 AIGFP 发售创新产品 CDS，结果在风险暴露时吞噬了集团的大量资本金。

以上案例均显示，长尾业务，尤其是创新性长尾业务，其风险难以准确度量和预测，一旦风险暴露可能造成巨额损失，对这类业务，我们既不能轻易扼杀，但又不能让创新业务的风险感染整个金融系统，唯一的方法就是风险隔离。

怎么隔离？对于集团公司，这就要求要以独立子公司形式尝试创新业务，并将金融担保、再保险、地产投资、替代投资基金等业务从集团中分离出来，独立运营，尽可能减少担保或其他形式的信用支持。

这里需要特别强调的是，即使是那些轻资本的业务，如对冲基金等，由于它们使用了较高的杠杆，一旦风险暴露，给投资人和贷款人造成的损失是巨大的，相应由集团公司承担

的损失可能也要超过资本金，因此，仍需奉行谨慎隔离原则。

建议保留原图（22）

短尾业务虽然可以放在集团内部运营，以发挥经营协同的好处，但在资本拨备上必须奉行独立的原则。

在“多元化可以分散风险”的理念下，金融集团总是希望用集团的共用资本来替代每个业务的独立资本拨备，以便节约资本金的使用、放大金融杠杆。但在金融危机中，那些平时相关度较低的业务可以变成高度相关的业务，风险不但没有被分散还被扩散了，而共用资本金的使用则会减少其他业务的后备资本金，从而导致客户和投资人的恐慌和金融机构的普遍挤兑，这就进一步推动了风险的扩散。

在资本独立的基础上，以客户为中心的轻资本、短尾业务成为金融集团发挥经营协同作用的核心，这类业务广阔的客户资源既能够通过客户需求的反馈成为其他部门创新的源泉，又能够充当其他部门产品的营销和销售渠道，但如果对这种平台作用不加以限制，它也可能成为放大集团内部风险的平台。

UBS 就是在经营协同的过度刺激下，将一些复杂的机构客户产品推荐给个人客户，甚至会故意忽视产品风险而进行过度营销，最终导致了数百亿美元的赔偿和大量客户资金的流失。反思中，瑞士银行开始引入独立监督机构，以客观评价内部协作时的风险转移与定价。

但这些还不够，对于那些在短期内可能发生巨额损失的长尾业务，其风险已经超过了一般个人客户的承受能力，因此，必须先转化为替代投资基金等公开市场产品，去匹配那些能够真正理解和承受这种长尾风险的投资人，在接受外部市场定价和风险评估基础上，再发挥集团内部客户平台的作用。

### **重资本、长尾业务（金融创新、地产投资、金融担保、再保险等）**

#### 组织结构：

独立运营、减少担保等信用支持

#### 风险控制：

压力测试、情景分析胜于数量化模型

#### 协同发挥：

不能直接服务于集团内部，产品或服务必须经过外部市场充分评价才能转化为内部产品。

### **轻资本、长尾业务（对冲基金及其他第三方替代投资基金）**

#### 组织结构：

独立运营、减少担保等信用支持

#### 风险控制：

资产与负债性质的匹配（结构化的产品组合）

#### 协同发挥：

无论是与重资本、长尾业务还是轻资本短尾业务的合作，产品和服务转移都必须建立在外部市场定价基础上，并明确风险的转移与承担。

### **重资本、短尾业务（商业银行、传统保险、传统资本市场交易）**

#### 组织结构：

集团运营，但须独立拨备资本

#### 风险控制：

模型化分析

#### 协同发挥：

在与轻资本、短尾业务的合作中，内部转移定价需参考外部市场定价，并明确风险的转移与承担。

### **轻资本、短尾业务（财富管理、传统投行、共同基金）**

#### 组织结构：

集团运营

#### 风险控制：

除了要控制操作风险外，须设立独立的内部监督机构，客观评价与其他部门合作中的产品服务转移定价。

#### 协同发挥：

转达客户需求，有选择的接受其他部门的产品与服务支持。

## 附文：中国式长尾风险如何化解

（导语）表面看，国外很多长尾创新业务在中国还没有开展，但实际上，在欧美市场已经进入短尾区间的很多成熟业务在中国却还是一项创新业务，处于风险的长尾状态，中国金融机构的长尾业务更多。

在中国，结构化风险控制有着更重要的意义。

首先，在宏观层面，中国以往分业经营的金融格局形成了今天多头监管的金融体系，并由此形成了许多监管的盲区，这本身就为风险的爆发和蔓延埋下了隐患。

其次，由于技术的原因和客观上历史数据不充分，导致中国金融机构的微观计量模型非常粗糙，无论是 VAR、压力测试，还是其他模型都难以反映真实风险。在宏观和微观风险控制均不到位的情况下，中观层面的风险控制就成为金融机构掌控自身风险和命运的最主要途径。

此外，目前中国正处于金融开放的过程中，不断引进的创新业务，不仅增加了单一业务的风险控制难度，也增加了协同运作的风险监控复杂度；而传统金融机构的不断膨胀和金融控股集团的诞生，都对金融机构的风险控制提出了新挑战。

结构化的风险控制将成为目前中国多业务金融集团防范风险串联的最有效途径。

## 中国的结构化风险控制框架图

中国金融机构的长尾业务在哪里？

共同基金、财险、信托等在欧美市场已经相对成熟的业务，在中国还处于起步阶段，历史数据不可信，经营模式不成熟，这就给模型化的风险度量与风险控制增加了难度。如在欧美有着近百年发展历史的共同基金，在中国却只有十几年的历史，而且中国股票市场在经历了基金黑幕、股改、全流通等一系列冲击后，还没有形成稳定的长期收益率，因此，共同基金及其他传统投资业务，在中国都还是一项长尾业务。

保险行业也是如此，不仅金融担保、再保险业务处于起步阶段，就连传统的财险业务，也由于规则不完善、从业人员整体素质不高等原因，表现出在承保和投资上的过度激进，从而导致全行业的连续亏损。

还有信托公司，在六次大整顿后，经营模式尚在探索中，有些走向了证券化通道，有些走向了投资信托，但无论哪种模式，在这一轮股价、地价的双下跌过程中，都将经受严峻考验。此外，信用卡和个人住房抵押贷款等消费信贷业务也面临同样问题。但无论如何，在上述风险充分释放前，再低的违约率也不能反映真实的风险……

在欧美市场已经进入短尾区间的很多成熟业务在中国却还是一项创新业务，处于风险的长尾状态，也因此，在中国，结构化风险控制框架的中轴被左移了——我们有更多需要谨慎隔离的长尾业务，而未来，我们会学习、引进更多创新业务，每一项新业务的引入都将增加长尾业务的大军。

在新的业务结构框架下，我们需要对中国金融机构的业务进行再梳理。

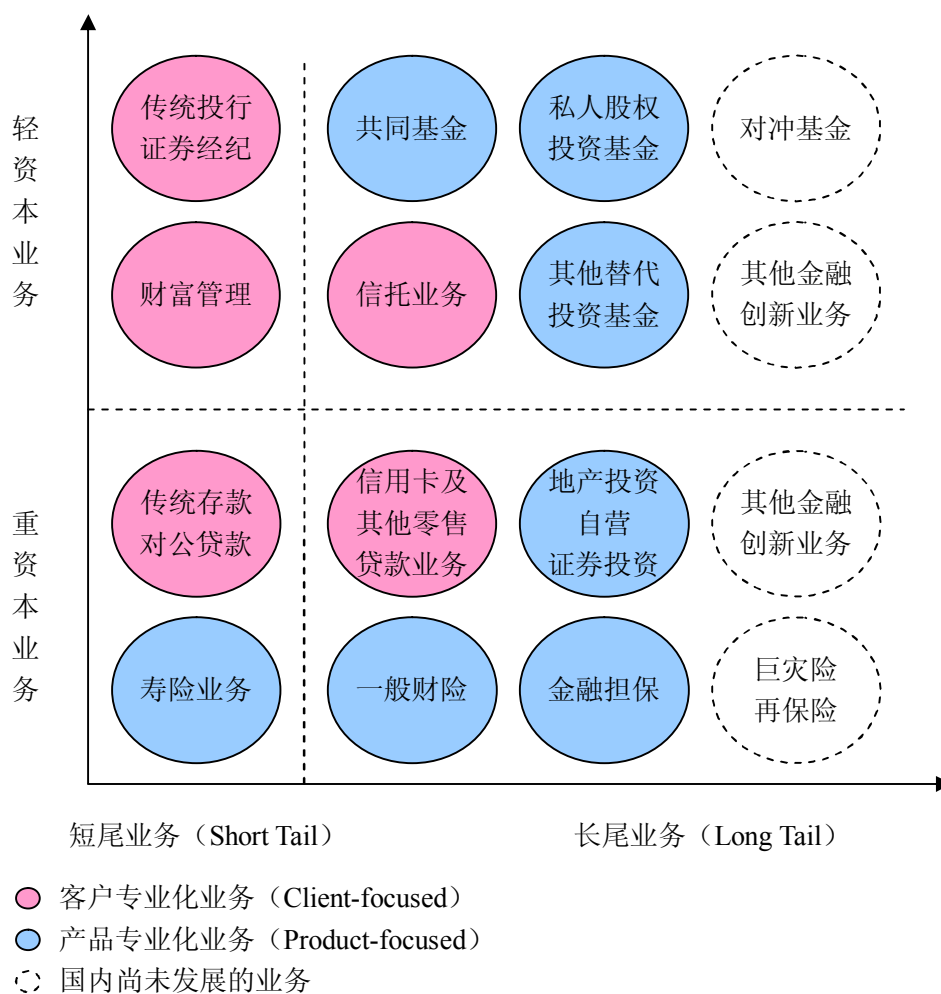


图 2：中国各金融业务的风险资本属性分解

## 中国金融机构组织结构需重新梳理

国内银行等金融机构主要实行总分行制，即，根据地区的行政区划来进行分级管理，它是规模竞争的产物——在传统银行存贷款业务的简单模式下，银行的主要竞争模式就是通过不断复制分行来扩大规模，获取市场份额。

但随着金融创新的发展，金融机构的业务种类日益繁杂，规模不再成为竞争的最主要

因素，于是在上世纪 50 年代，客户事业部制的尝试开始在美国出现，到了 70 年代，证券化推动的金融创新大爆发，并由此崛起了一批运营效率更高的专业化金融机构，规模的竞争转化为业务的竞争，这就迫使多数美国银行由总分行制转向了事业部制，并在 90 年代的全球化过程中，形成了以事业部为主、以区域分部为辅的矩阵结构，其后欧洲银行也开始效仿这种事业部制的组织结构，今天，事业部制或以事业部为基础的金融控股集团已经成为国际上金融机构的主导结构。

事业部制的好处不仅在于它能够更加集中的利用资源，能够帮助金融机构进行更好的资源配置，推动业务结构向着有更高回报和更大成长性的方向转型；还有利于银行准确分析和度量每项业务的风险，为其留出足够的资本金，并在适当时候进行风险隔离。

事业部制是上述所有结构化风险控制的基础。

但在中国，总分行制仍然占据着主导地位，民生银行等一些股份制银行率先开始尝试事业部制的架构，但是，在 2007 年的年报中，交通银行、兴业银行、浦东发展银行、深圳发展银行、华夏银行几家上市银行仍然仅仅提供地区分部报告，而没有业务分部报告。

即使是那些设立了业务分部的银行，很多也只是停留在总部层面，执行一些分部统计、政策指导和额度分配的功能，在分行层面仍是铁板一块，所有业务融合在一起，由分行行长负责。在这种伪事业部的框架下，业务的风险仍然难以分解，也就无法进行差异化的资本拨备和长尾业务的风险隔离，而业务间被过度刺激的协同更是随处可见，为了获取某项业务而在另一项业务上降低门槛的案例比比皆是。

国内金融机构组织结构迫切需要重新梳理，以业务事业部替代区域总分行，这是结构化风险控制的前提，也是未来实现金融创新健康发展的基础。

## 长尾业务的风险隔离

以往国内一直奉行金融机构分业经营的原则，但近几年受国际金融混业趋势影响，也正逐步走上混业道路，平安、中信等大型金融机构开始进行多元化的扩张。但在金融控股的热潮背后，是风险串联的隐忧。

除了几家往金融控股方向发展的集团外，传统商业银行、保险公司对新业务的尝试也在使业务范围不断扩大，如信用卡业务、汽车贷款、个人住房抵押贷款、理财产品等，一些大型金融机构还在海外市场尝试进行衍生金融产品或结构化金融产品的交易操作。

这些业务虽然都在传统银行范畴内进行，但其金融性质已经从短尾跨入了长尾区间，潜在的风险很大。但是这些风险却并没有得到足够重视，它们和其他业务一样，在集团内部、总分行的框架下追求着规模增长。

尽管上述长尾业务在当前总金融资产中的占比并不高，即使采取混业状态也还不会给金融集团整体带来较大冲击，但随着金融市场的发展，长尾业务的规模在逐步扩大，累计的风险也在逐步增加，当这些风险积累到足以危及集团整体资本安全时，盲目的混业就会给中国

的金融机构带来致命的打击。

要想实现中国金融体系的相对平稳发展，在未来数年内，我们需要集中解决的不是金融混业的问题，而是风险隔离的问题，即，借助必要的证券化手段使一些创新业务能够从金融集团或综合银行内部分离出来，独立运营，独立接受监管机构、评级机构、交易对手和客户的风险评价，直到经历几轮周期、创新风险充分释放、风险数据足够可信时，这些业务才能够从长尾业务变为短尾业务，再安全的融入集团内部。

这也就是为什么在上世纪 70 年代末美国开始出现大量独立的信用卡公司，而近几年又开始逐步并入金融集团的原因。混业的基础必须是良好的专业化运作纪录。

## 多业务协同也要选择路径

近年来，随着中国金融机构和金融产品种类的丰富，银行与信托、银行与保险、银行与基金、信托与保险等机构间的交叉合作日益频繁，尤其是银行与信托的合作更加紧密，银行借助信托渠道将自己的信贷类资产、票据资产打包为证券化产品，然后再通过自己的银行网点以理财产品形式发售给普通投资人。

此外，牛市中银行还与证券公司、私募基金合作发行新股和其他投资型理财产品，甚至通过与自身交易部门或外资银行的合作，推出了各种挂钩商品期货、外汇的结构型理财产品。

这些产品的出现本身是一种创新，但问题是它们可能并不适合于银行渠道的简单销售。目前通过银行渠道购买理财产品的投资人，主要是一些只能承受短尾风险的投资人——对于很多中国百姓来说，银行卖的东西就等于是无风险的东西，是银行存款的替代品。

但是某些信托产品，特别是一些通过内部转移形成的高风险信托产品（如中信地产的某些信托产品，招商银行的某些高风险贷款产品）或与境外金融机构合作的结构化产品，不仅有风险，而且是“长尾风险”。

对于普通投资人来说，要理解这种不经常发生、甚至历史上从未发生，但一旦发生就可能给投资人带来巨额损失的长尾风险是比较困难的，因此多数投资人并没有做好承受大幅亏损的准备，这也就导致目前许多理财产品被戏称为“披着漂亮外衣、内藏魔鬼的画皮”。

如何解决银行理财产品零收益、甚至负收益的困境？

要求银行在短时间内提高产品设计能力或投资能力是不现实的，实际上，此轮危机中，很多外资银行的理财产品也出现了大幅亏损。所以，更理性的做法是把合适的产品推荐给合适的投资人，把有长尾风险的产品推荐给有能力理解和承受这种风险的高端投资人，即，以私募基金方式发售给机构投资者，或将其作为资产配置的一部分，以资产组合方式推荐给私人银行客户。

总之，多业务协同的好处必须在一个有效定价的平台上才能得到充分发挥。