

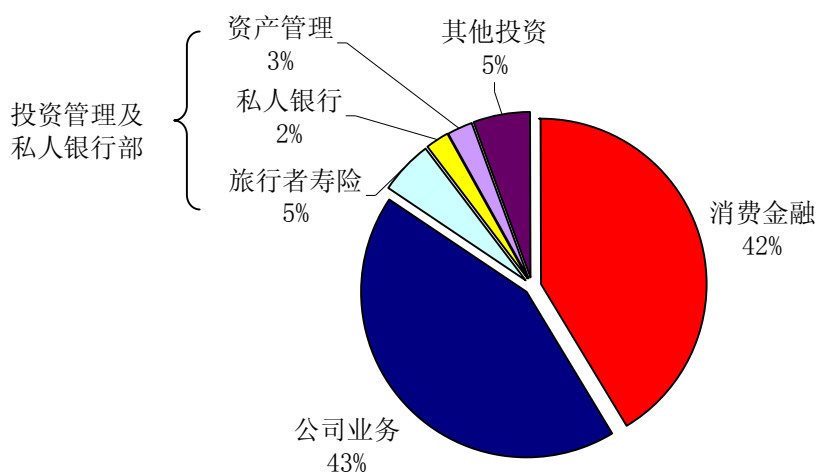
花旗全能银行兴衰路（续）

重构花旗集团

花旗要“瘦身”了，将旗下财富管理业务的旗舰 Smith Barney 的多数股权卖给摩根士丹利，市场普遍预期花旗还会进一步抛售资产，未来，花旗将走向何方？

花旗集团于 1998 年完成了对旅行者的收购，以全能银行的姿态“惊艳”全球，成为当时全球最大的金融集团。在此后收益贡献中，消费金融业务占 40%左右，公司业务（主要是传统投资银行业务及资本市场交易和结算服务业务）占 40%左右，寿险占 5%，私人银行 2%、资产管理和其他投资活动占比较小（图（21））。但是保险业务的高波动使公司在 2002 年决定将其列入非持续经营业务而待机出售，这一年，持续经营业务的收益贡献中，消费金融占 60%，公司业务占 22%，私人银行占 5%，投资管理 13%。2005 年集团完成了对保险业务的整体剥离，并出售了资产管理业务，此后，开始大力发展资本市场证券交易业务和替代投资业务，2007 年收购了 Old Lane Partners，一家对冲基金和私人股权基金管理公司，它使花旗的替代投资业务从最初的私人股权投资逐步发展为私人股权投资、对冲基金、房地产投资、结构性产品和期货产品交易的综合性替代投资机构，并同时为花旗和外部客户（第三方）管理资产。随着衍生证券交易和替代投资业务的发展，在持续经营业务部门的总收益贡献中，消费金融业务的占比下降到 55%，而资本市场证券及投行业务的占比达到 25%左右，替代投资占比达到 7%，财富管理和交易服务各 6%（图（22））。2007 年，花旗集团形成了四大业务部门：消费金融、证券及投资银行、财富管理和替代投资（图（23））。

花旗集团1999年业务收益结构



图（21）花旗集团 1999 年业务收益结构

花旗集团2005年业务收益结构

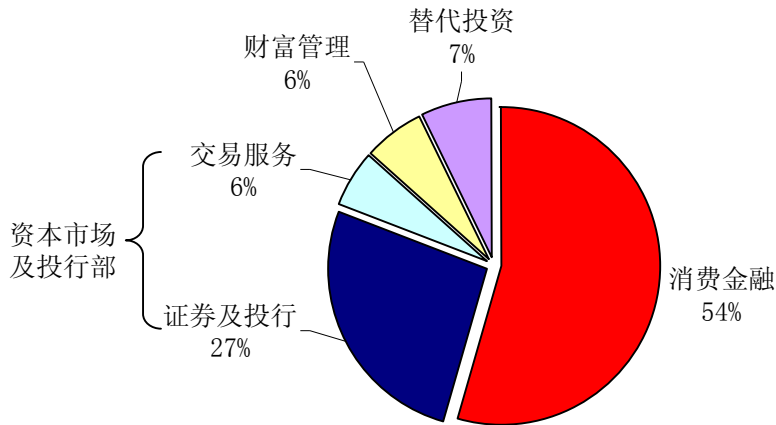
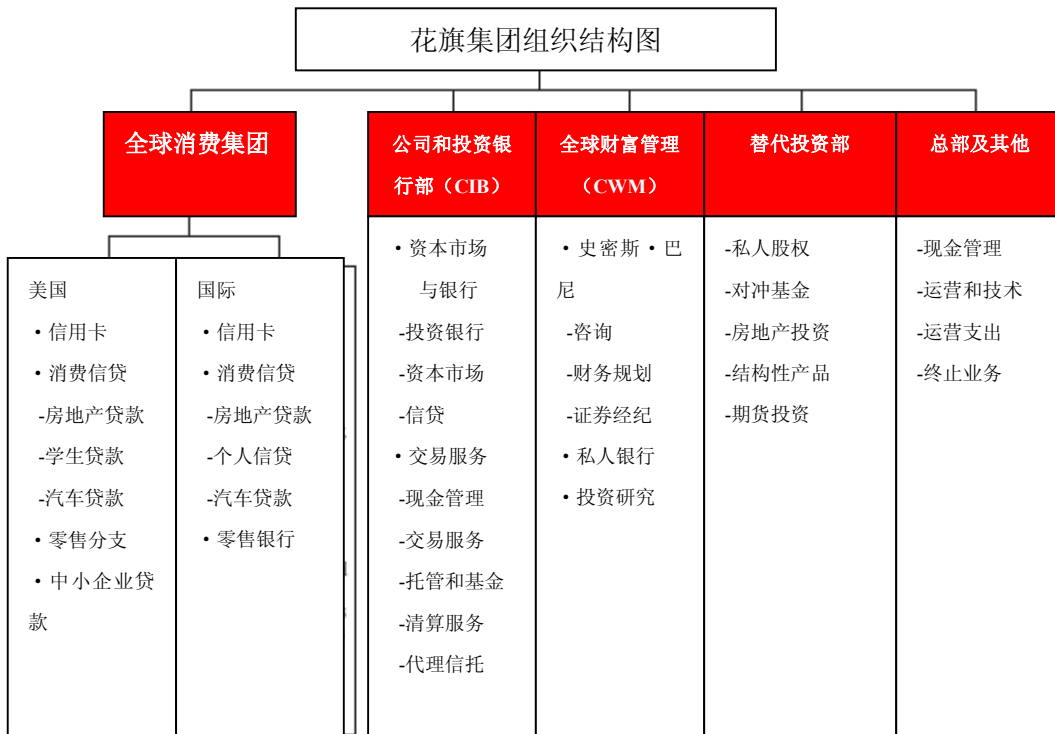


图 (22) 花旗集团 2005 年业务收益结构



The following are the six regions in which Citigroup operates. The regional results are fully reflected in the product results.

图 (23) 花旗集团 2007 年的业务结构图

但是，多样化的业务结构并没有给花旗带来稳定，相反，一些新进的业务在次贷危机中遭遇了重创，并给集团带来了巨额损失。2008 年一季度，资本市场证券及投行部门的次贷直接损失达到 60 亿美元、杠杆融资损失 31 亿美元、保险商信用价值损失 15 亿美元、拍卖利率产品 ARS 损失 15 亿美元，此外，消费金融部门的信贷成本增加了 31 亿美元；2008 年二季度证券及投行部门的次贷直接损失 34 亿美元、保险商信用价值损失 24 亿美元、商业

地产损失 5.45 亿美元、杠杆融资损失 4.28 亿美元，消费金融部门的信用成本增加 45 亿美元；2008 年三季度证券及投行部门次贷直接损失虽然减少到 3.94 亿美元，但其他产品风险却被引爆，结构性投资工具（Structured Investment Vehicle, SIV）损失 20 亿美元、介于优先级抵押贷款与次贷之间的 Alt-A 抵押贷款损失 12 亿美元、保险商信用价值损失 9.19 亿美元、杠杆融资损失 7.92 亿美元、商业地产损失 5.18 亿美元、ARS 损失 3.06 亿美元、信用利差盈利 15 亿美元，证券及投行部门净损失 40 多亿美元，消费金融部门信贷损失增加 49 亿美元、贷款损失拨备增加 39 亿美元（表（3））。表（4）是花旗集团各业务部门 2007 全年和 2008 年前三季度的收益（损失）贡献，其中，信用卡部门在 2008 年三季度出现了 9 亿美元的亏损，累计利润贡献 57.5 亿美元；零售银行业务在 2008 年二季度开始出现亏损，累计亏损 18 亿美元，剔除亏损后累计利润贡献 13.2 亿美元；交易服务和财富管理部门至今仍保持着持续盈利，分别贡献了 44.7 亿美元和 30.4 亿美元的利润；而证券及投行部门和替代投资业务则成为重灾区，2007 年至今已累计损失 194 亿美元（替代投资业务在 2008 年一季度亏损后，被并入证券及投行部门）。

表（3）花旗集团证券及投行部门的损失分解

	3Q' 07	4Q' 07	1Q' 08	2Q' 08	3Q' 08
直接次贷损失	(1831)	(16481)	(5912)	(3395)	(394)
保险商信用价值调整 (CVA)	0	(935)	(1495)	(2430)	(919)
杠杆融资承诺损失	(1352)	(135)	(3078)	(428)	(792)
Alt-A 抵押债损失	0	0	(1015)	(325)	(1153)
ARS 市值损失	0	0	(1457)	197	(166)
商业地产投资损失	0	0	(573)	(545)	(518)
结构性投资工具 (SIV) 损失	0	0	(212)	11	(2004)
负债信用价值调整	194	512	1279	(228)	1526
总收益 (损失)	(2989)	(17039)	(12463)	(7143)	(4420)

资料来源：花旗集团 2008 年三季度报告

表（4）花旗集团各业务部门在次贷中的收益（损失）

	2007	2008Q1	2008Q2	2008Q3	合计
信用卡	4886	1298	467	-902	5749
零售银行	2982	136	-700	-1099	1319
证券及投行	-7604	-6401	-2745	-2834	-19421
替代投资	672	-509			
交易服务	2215	732	701	817	4465
财富管理	1974	299	405	363	3041

资料来源：花旗子集团年度及季度报告（2007~2008）

表（4）的数据结果显示资本市场的衍生证券交易与替代投资作为一种新兴业务，有很大的潜在风险，在危机中可能遭遇巨额损失，与之相对，信用卡和其他消费金融业务，虽然也会在实体经济的冲击中遭遇损失，但这种损失通常在可预测范围内，而交易服务、财富管理业务在危机中仍能保持相对平稳的盈利。

不同业务部门在危机中的差异化表现迫使花旗开始反思，2008 年二季度花旗集团对业务结构进行了新一轮梳理，将消费金融部门的信用卡业务单独分离出来，同时将替代投资业务与证券及投行部门、交易服务部门一起并入机构客户业务板块，重组后的花旗形成了信用

卡、零售银行、机构客户、财富管理四大业务板块，其中传统业务占了三个，相对高风险的新兴业务被集中于机构客户部，从而为花旗未来压缩证券交易及替代投资业务，重新回归消费金融业务奠定了基础。

表（5）2008年3月对业务结构的重新调整

2007年业务结构	子业务部门	2008年调整后业务结构
消费金融	信用卡	信用卡
	零售银行	零售银行
资本市场及投行	资本市场	机构客户业务
	交易服务	
替代投资	-	
财富管理	-	财富管理

但是，压缩并不是一个最佳的办法，花旗的核心问题不是资产配置比例的问题，而是业务组织结构的问题。

由图（24）可见，花旗的四大业务板块恰好分散于我们风险—资本矩阵的四个象限内，其中，消费金融业务、传统证券交易业务属于短尾¹、重资本²业务，处在左下角象限内，自营的地产投资及其他衍生证券交易（证券及投行业务的一部分）属于长尾³、重资本业务，处在右下角象限内，第三方对冲基金、私人股权基金等属于长尾、轻资本⁴业务，处在右上角象限内，财富管理和交易服务属于短尾、轻资本业务，处在左上角象限内。上述业务具有不同的风险收益性质，而根据我们的风险—资本矩阵，无论是自营还是第三方替代投资业务，作为风险难以预测长尾业务，应该从集团内部分离出来，并谨慎隔离风险，而花旗的问题恰恰就出在这里。

¹ 短尾业务，风险发生频率高但单次损失额低的业务。

² 重资本业务，业务扩张中需要耗用大量资本的业务，一般风险较高，需要较高比例的资本拨备。

³ 长尾业务，风险发生频率低，但一旦发生损失额可能很高的业务。

⁴ 轻资本业务，用较少资本就可以支持快速扩张的业务，一般指中间业务。

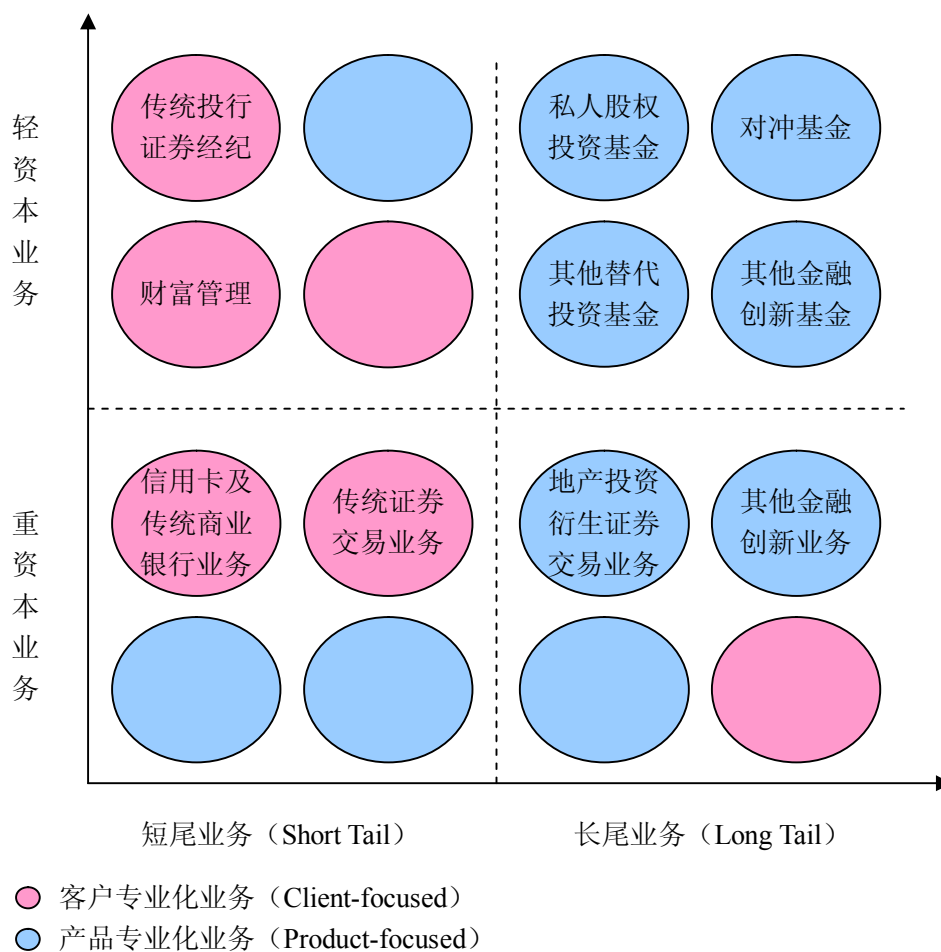


图 (24) 花旗集团各业务的风险类型分解

2007 年四季度, 随着次贷危机的延伸, 花旗旗下的对冲基金开始出现亏损并遭遇赎回, 12 月, 评级机构威胁要把花旗旗下结构性投资载体 (Citi-Advised Structured Investment Vehicles (SIVs)) 的债券评级调低两级, 为了避免降级, 2007 年 12 月 13 日花旗集团主动承诺对 SIV 提供信用支持, 从而成为这些 SIV 的最主要受益人和风险承担人, 根据美国会计准则的规定, SIV 旗下的 590 亿美元资产和相应负债并入集团报表。随着对冲基金投资损失的进一步扩大, 2008 年 2 月 12 日花旗集团终止了这一信用支持, 但承诺如果 SIV 的资本市场价值趋近于零时, 将提供夹层资本金。同时, 集团同意为替代投资部门旗下的一支固定收益基金 Falcon 提供 5 亿美元的信用支持, 并因此成为该基金的主要受益人, 基金的资产和负债都并入集团报表, 由此带来了 100 亿美元的资产和相应负债。6 月, 集团又宣布将重组旗下的对冲基金 Old Lane, 该基金的一部分业务整合并入证券及投行业务。上述信用支持、并表、甚至重组使花旗集团成为旗下对冲基金风险的主要承担者, 而这一决策也让花旗集团的风险进一步扩张。

此外, 集团还为旗下其他替代投资机构和高风险子公司提供融资担保。根据集团年报披露, 花旗资本市场业务的控股公司 Citigroup Global Markets Holding Inc. (CGMHI) 和花旗集团中短期债融资机构 Citigroup Funding Inc. (花旗集团发行商业票据、中期票据、转债的子公司) 的债务均由花旗集团提供全额担保。这就使花旗集团和它的高风险子公司被紧紧的捆绑在一起, 也因此当风险爆发时集团公司不可能独善其身。

表（6）花旗集团母公司及子公司的对外发行债务（十亿美元）

	花旗集团 母公司	Citigroup Global Markets Holding Inc. ⁽²⁾	Citigroup Funding Inc. ⁽²⁾	其他子公司
长期债	171.6	31.4	36.4	187.7 ⁽¹⁾
商业票据	0	0	34.9	2.4

(1) 2007 年底有 459 亿美元是结构化投资载体 (CAI)，这部分后来由集团公司提供信用支持

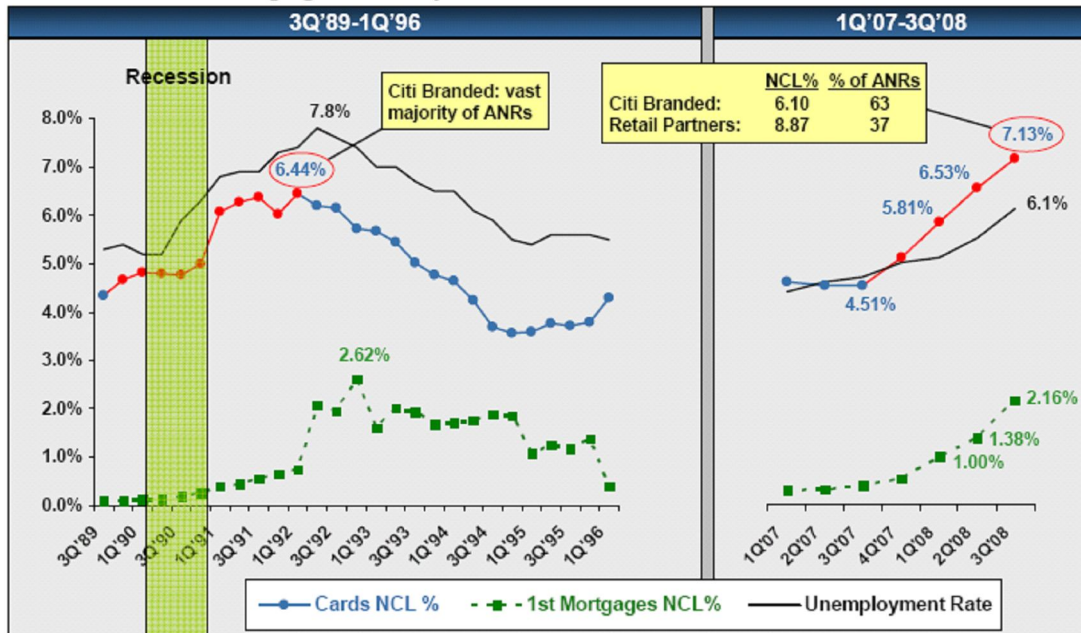
(2) 花旗集团为 Citigroup Global Markets Holding Inc. 和 Citigroup Funding Inc. 的公开债提供担保

资料来源：花旗集团 2007 年年度报告

2008 年 12 月花旗向美国政府求援，在接受了 200 亿美元的资本金注入后，花旗的未来成为关注的焦点，分拆规划被重新提上日程，但是无论分拆与否，自营和第三方的替代投资基金都必须从集团内分离出来，而非进一步的合并，同时，对某些高度结构化的衍生工具交易服务也应进行适度风险隔离，并努力切断各种信用支持。另一方面，在集团内部，资本市场业务与财富管理、交易服务部门之间的交叉合作同样需要更加严格的风险控制——同 UBS 一样，花旗集团的资本市场部门与交易服务和财富管理部门的合作由来已久，这种合作本身也为风险的蔓延埋下了通道。最后，在消费金融与资本市场业务之间，资本的独立拨备是风险控制的前提——随着花旗整体信用评级的下降，信用卡和其他消费金融业务的融资成本也在上升，而在金融危机的冲击下，实体经济也开始遭遇重创，消费信贷的违约率在上升，已接近 90 年代初经济衰退时的高水平（图（25）），这再次证明了金融业务之间并不存在真正意义的风险对冲，经营协同必须建立在资本独立的基础上。

N.A. Consumer: Credit Trends

Cards and 1st Mortgages: Comparative NCL Ratios



图（25）花旗集团消费金融业务的违约率趋势

资料来源：花旗集团 2008 年三季度报告

总之，花旗集团由合并到分解，显示金融机构的协同效应并没有想象中大，相反，业务的合并还会导致风险串联等负面效应。花旗在瘦身，出售了它的财富管理和经纪业务，这虽然能够贡献短期的资本金，但并不能解决根本的问题，未来，花旗要想获得健康发展，剥离或隔离它的衍生交易和替代投资业务才是根本。传统的消费金融业务+新兴的衍生交易和替代投资业务，不仅不会形成金融资源的相互支持，还会导致危机中的风险串联和资本争夺，风险隔离和资本独立是金融集团长期发展的必须。