

投资银行与全能型银行在金融危机中的殊途命运

——风险管理角度的解读

蔡真 袁增霆(《中国金融》2009年第1期)

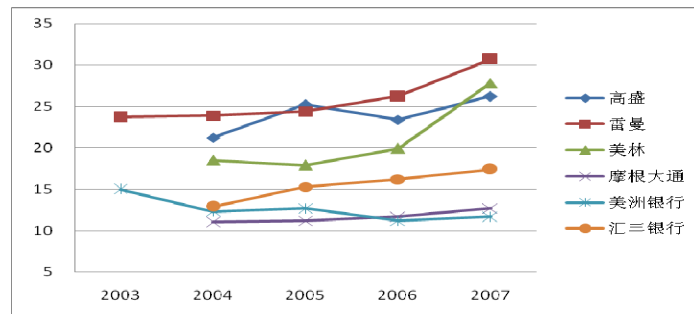
经由2007年一季度美国次贷危机演变而来的这场全球性金融危机，已经击垮了众多知名的金融机构。在金融系统的一片狼藉之中，我们注意到一个典型现象，即投资银行与全能型银行在危机中表现出殊途命运。美国华尔街的前五大投资银行，已经集体推出历史舞台。相比之下，全能型银行虽受挫伤，但尚不致于坍塌。是什么原因导致两者不同的命运呢？难道仅仅是因为分业经营与监管体制之祸？本文将具有代表性的投资银行和全能型商业银行在过去5年间的年报数据为基础，试图从微观角度找到两者在风险管理、业务经营方面行为差异的真实证据，对这种殊途命运提供一种解释。

投资银行与全能型银行悬殊的杠杆率水平

杠杆率是衡量金融机构财务风险水平非常直观的指标。图1列示了三家投资银行与三家全能型商业银行的杠杆率水平。该图显示了如下两个显著特点：

第一，投资银行的杠杆率均大幅度高于全能型商业银行。投资银行在近五年的平均杠杆率为23.8，全能型商业银行则为13.2，前者大约是后者的两倍。

第二，投资银行机构的经营管理表现出更强的顺周期性。在2003至2007年全球经济所处的上升通道中，投资银行的杠杆率也表现出上升趋势。这一方面说明了投资银行存在一致乐观预期，另一方面也表明投资银行的业务扩张没有足够的经济资本支撑，经营策略更为激进；与之对照，除汇丰之外两家全能型商业银行的杠杆率保持平稳态势，体现了商业银行稳健经营的原则。



资料来源：根据以上各金融机构年报整理。

图1 投资银行与全能型商业银行的杠杆率比较

单一模式与多元化战略的差异

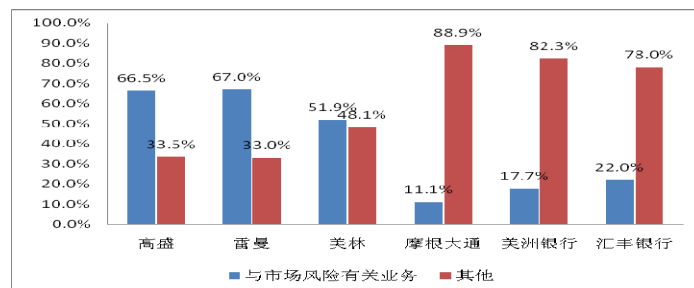
投资银行的高杠杆水平只是一个现象，究其原因，可以分别从财务报告中的负债与资产两个方面进行考察，也可以从全面风险管理能力的角度探寻更深层次的原因。

负债/资产方面的差异

从负债方面来看，投资银行的融资渠道主要依靠批发市场和同业拆借。相对于全能型商业银行的零售存款而言，资本市场的波动性更高，一旦出现极端情况，投资银行的资产和负债可能出现严重不匹配的情况。这是投资银行的一个短板。当然，除此之外，也与投资银行的市场定位有关。

从资产方面，亦即业务布局与收入结构方面来看，我们可以窥见两者殊途命运的根源。投资银行的业务包括自营资产与交易业务、资产管理、投资银行（主要指债券的承销），这其中自营业务收益与资本市场波动性密切相关。全能型银行机构的业务范围较为广泛，一般涵盖了商业银行（包括传统业务与中间业务）、私人银行与财富管理、投资银行、保险等领域，其中投资银行业务一般居于次要地位。

图 2 将金融机构的业务分为与市场风险相关和其他两类，以便观察两类机构在风险资产上的配置情况。三家投资银行的业务统计口径是一致的，与市场风险相关业务指自营资产与交易业务，其他包括资产管理和投资银行业务。摩根大通的与市场风险相关业务指证券服务，其他则包括投资银行、资产管理、零售金融、信用卡服务和商业银行业务；美洲银行的与市场风险相关业务指公司和投资银行业务，其他包括消费者和小企业金融以及财富管理；汇丰的与市场风险相关业务指全球市场业务，其他包括个人金融、商业银行、私人银行及其他业务。从图中可以看出两类金融机构在市场风险资产的配置上处于两个极端，投资银行有 60% 左右的业务收入来自于自营资产与交易业务，而全能型商业银行这一比例大约在 20%。由此可以看出，过于单一的业务模式是导致投资银行深陷危机的重要原因，而全能型商业银行运用多元化的经营战略，通过传统业务有效抵补了投资银行业务的损失。



资料来源：根据以上各金融机构年报整理^①。

图 2 投资银行与全能型商业银行收入结构比较

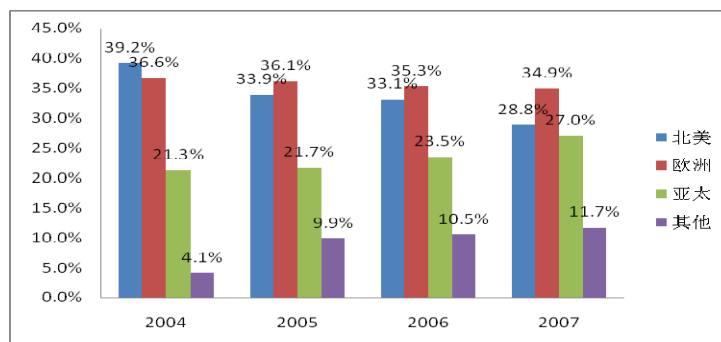
^①业务收入占比为 2003~2007 年各年平均，美洲银行为 2004~2007 年四年平均。

地区风险分担的差异——汇丰案例

在上述分析中，我们从较低的杠杆水平和多元化战略两个角度找到了全能型银行暂时躲避危机的原因。但汇丰集团却是一个例外，从不断上升的高杠杆率和不断下降的市场 VaR (Value at Risk) 值水平我们可以看出汇丰也是一家相对激进的银行，那么是什么原因使得汇丰有幸躲避危机的劫难呢？

我们注意到一个现象，即此次危机爆发的源头在美国，受灾较重的也为美欧地区，亚太及其他地区相对受灾较轻。那么，汇丰在地区风险配置上是否有过人之处呢？图 3 列示了 2004-2007 年汇丰银行按地区划分的业务收入占比变动情况。从图中可以看出，汇丰在美欧地区的业务一直呈下降态势（北美业务由 2004 年收入占比 39.2% 降至 2007 年的 28.8%，欧洲地区则由 36.6% 降至 34.9%），相反，亚太及其他地区业务呈上升态势（亚太地区由 2004 年的 21.3% 上升至 2007 年的 27.0%，其他地区由 4.1% 上升至 11.7%）。

2004~2007 年全球经济处于繁荣期，但各地区的经济增长表现出差异性：新兴经济体的经济增长同时实现了对内与对外财富积累，而发达经济体的经济增长则是以对外债台高筑为代价。两类经济体不同的经济增长与储蓄-消费模式，注定了全球经济与金融风险的地区差异。汇丰无论是由于其出身背景无意识的，还是有意识的进行地区风险资产的调整，都较好地适应了这一地区风险差异。



资料来源：根据汇丰集团 2005~2007 年年报整理。

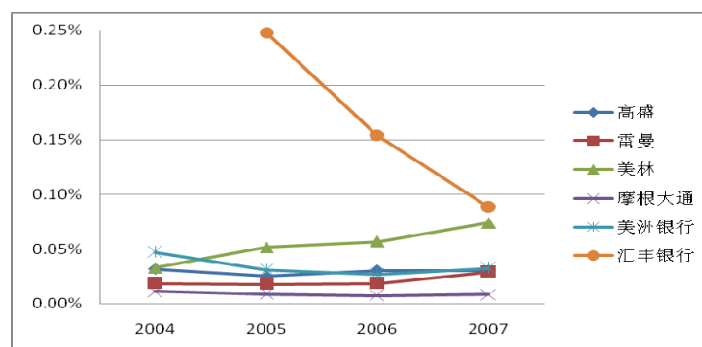
图 3 汇丰集团按地区划分的业务收入情况

两类金融机构风险管理的共同问题

同样脆弱的市场风险管理能力

尽管多元化战略成为全能型商业银行躲避危机的有效庇护伞，但它未必是成功的关键要素，比之更为重要的是风险管理的能力。然而略显不幸的是，我们发现危机中的金融机构在市场风险的管理能力上都显得很脆弱。图 4 列示了各家金融机构市场风险 VaR (Value at Risk) 值百分

比，计算方法为用各金融机构估算的 VaR 值绝对额除以金融工具市值，它的含义是在 95% 的置信水平下损失百分比的最大值。从图中可以看出，各家机构 VaR 值在 0.2% 以下，这与新巴塞尔协议要求的最低资本充足率 8% 相去甚远，而且在 2003 至 2007 年全球经济空前繁荣期，金融机构的经济资本配备并没有随之上升，而是保持了乐观的顺周期预期。

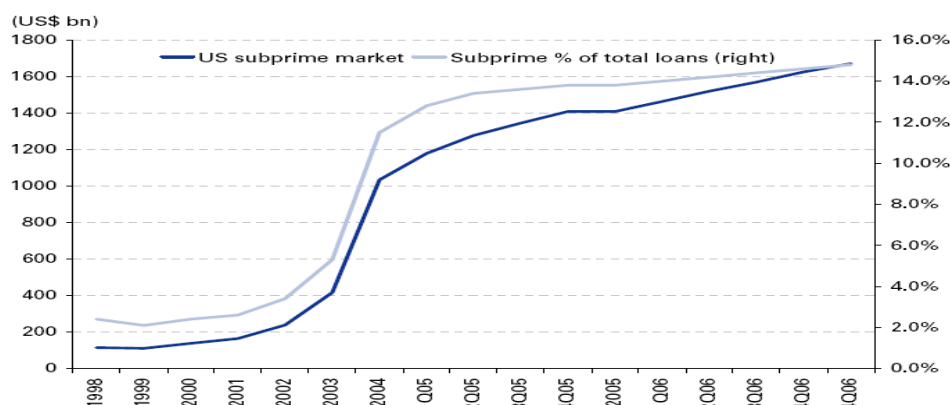


资料来源：根据以上各金融机构年报整理。

图 4 各金融机构市场风险 VaR 值百分比

金融机构对系统性风险关注不足

美国次贷危机虽然爆发于 2007 年第一季度，而根据美国联邦房屋企业监察局的观测，房价从 2005 年下半年已进入下降通道。事后看来，商业银行面对这样的局面并没有保持审慎的态度，次级贷款余额由 2005 年第二季度的 1.3 万亿上升至 2006 年底的近 1.7 万亿，次级贷款在总贷款中的比重也表现出同样增长的态势(见图 5)。对于商业银行的这种行为，我们无从了解他们是由于粗疏还是想通过自己的资金托市而故意为之。如果是前者，次贷引发的金融危机则是对他们漠视系统性风险的一个教训，如果是后者，危机导致的损失就是他们为自己行为而付出的代价。



资料来源：美国抵押贷款银行家协会。深色线对应左轴，代表美国次级房屋贷款余额，浅色线对应右轴，代表美国次级房屋贷款占房屋抵押贷款的比重。

图 5 次级抵押贷款余额及占总贷款比重

对照住房金融市场，继续观察资本市场，投资银行的行为几乎与全能型商业银行如出一辙。投资银行通过购买商业银行发起的抵押贷款支持证券（MBS），再以 MBS 为支撑发行担保债务证券（CDO），其他的投资银行购买 CDO 后以此为支撑发行 CDO 的 CDO，如此下去证券化市场越做越大。根据美国债券市场协会统计，美国金融资产证券化增速自 1985 年以来保持年均 11% 以上，发行在外的证券化资产余额从 1985 年的 373 亿美元增加到 2006 年底的 8.6 万亿美元，2006 年在美国各主要类型的固定收益品种中，资产证券化资产约占 31%，比重最大，市场规模目前已远超过美国国债、公司债及市政债券。在这一滚动的证券化过程中，我们须知无论经过多少次证券化过程，证券化的收益都来自于最初的原生基础资产，即次级抵押贷款的利息收入。在房价下跌且借款人到期未付率逐渐攀升的情况下，投资银行们还一味地进行证券化活动，认为资产真的被“真实出售”、风险真的被“隔离”，最终不得不饱尝“集体清洗”的苦果。

金融资产被过度证券化

此次金融危机由次级贷款引发，而次级贷款整体规模并不大，在总贷款中的比重也仅为 10% 左右（见图 5），那么次贷何以会引起如此大规模的金融危机呢？根源在于市场参与者低估了次贷为基础的证券化衍生产品对市场的连锁反应。

资产证券化的过度扩张过程会导致证券化的第一要义，即未来现金流的可预测性失效。因为每一次证券化的基础资产收益都依赖于上一次基础资产的收益，在经过若干次证券化之后，链条已拉得过长，信息由于传递链条过长而失真。这直接导致如下后果：

第一，信用增级措施不可靠。信用增级措施一般包括引入第三方担保或在资产池中嵌入信用衍生产品（如信用违约互换）。对于第三方担保而言，是否进行担保依赖于自己的内部模型评估或者依赖于外部评级，而此时对于基础资产的评估几乎所有人都是失真的。在此次危机中，美国四大金融担保公司也损失惨重即为明证。对于信用衍生产品而言，在考虑对手方风险时对系统性因素重视不够，在危机发生过程中，信用衍生产品的收益往往也是不能实现的。

第二，一般证券的止损机制缺失，转变为风险的不转移过程。对于股票或债券这类普通证券而言，投资者的现金流依赖于实体经济中的机构，当证券价值发生损失时，他们可以通过卖出或持有到期清算来达到止损目的。对于证券化证券而言，投资者的现金流并不依赖于创设这些资产的机构，仅仅依赖于这些资产，再证券化的过程为投资者提供了更好的风险转移方式，当投资者发现可能存在证券下跌风险时，通过真实出售和破产隔离将资产转移出去。在这个过程中，每一次证券化产生的收益都来自于最初的原生基础资产收益，即都来自于抵押贷款的利息收入。在经过若干次证券化之后，产品的边际收益已降为 0。不断地真实出售看似风险转移出去了，而实际上及时的止损机制缺失了。一旦系统风险发生时，那个最后手握“烫手山芋”的人就成为最

终受害者。

在资产证券化的热潮中监管当局似乎并没有意识到信息失真所带来后果的严重性。按照美国财务会计准则委员会（FASB）的做法，按照金融工具估价的难易程度，设计了“三分法”体系。第一类为存在一个可观测的市场价格的金融工具；第二类为交易不活跃但可参照类似工具确定价格的金融工具；第三类为要依赖于银行内部模型并对其模型输入进行假设的金融工具。事实上大量的证券化资产以及结构化资产基本上落在第三类。看来监管当局过于信任华尔街人士了，而在危机发生前华尔街对于自己的模型也是引以为傲的。过于依赖模型的做法使我们想起了保守主义大师哈耶克的扩展秩序理论。他的理论的中心思想是：人类的理智在其秩序模式的形成机制上所能达到的认知水平是十分有限的。对于复杂现象，我们充其量只能掌握一些有关它的一般结构的“抽象知识”，而这完全不足以使我们有能力建造或是预见它们所采取的具体形式。对于证券化证券而言，如何在市场交易中体现其真实价值是证券化这种金融创新绕不过的坎，也是解决金融资产过度证券化的根本之道。因为市场交易所反映的信息包括了经济基本面、个体资产因素、交易信息以及群体心理效应等各方面，这是任何复杂模型都难以替代的。从这个角度说，此次危机并不是市场失灵的结果，恰恰是市场机制缺失导致的。

借鉴与启示

华尔街的集体坍塌，全能型商业银行在投资银行业务上虽涉水不深却也深陷泥潭。我们可以得出结论：并不存在独立于实体经济而自行运行的金融上层建筑！

回顾金融部门的功能，默顿与博迪曾提出了金融系统的六项职能：即转移资源、管理风险、支付清算、储备资源和分割股份、提供信息和解决激励问题。总结起来可以归结为两点：第一，集中资源并进行再分配；第二，收集并甄别信息。对于第一点，投资银行依靠资本市场筹集资金来源使得其负债资产管理的难度加大，在面对危机时也显得更为脆弱。对于信息的作用，斯蒂格利茨在《通往货币经济学的新范式》的说法甚为精辟：“在工厂或田间，我们用于生产的物质资本可能只会受到外界干扰的轻微影响……然而，信息资本最容易丢失或过时”。从投资银行过度证券化的行为中，我们可以看出，投资银行离实体经济已经走得太远，他们的信息资本已然是“无本之源”，成为了一种带有对赌性质的自娱自乐的游戏，反观全能型商业银行另外 80% 的业务，它们恰恰是为实体经济服务的。

危机总会过去，但危机给我们以警示，而投资银行与全能型商业银行的殊途命运促使我们思考什么才是金融机构的根本生存之道。金融机构应立足于实体经济，返回朴实无华的中介服务角色，利用风险经营与管理的专业能力服务于实体经济，平抑经济周期风险；而不是舍弃中介角色，大举参与并操纵实体部门的储蓄与投资行为，推动市场波动，沦落顺周期陷阱中