

别被巴塞尔协议忽悠了

一、 新巴塞尔协议下的“零售业务”冲动

1. 1 资本充足率的提高与精细化资本管理

2009年12月,银监会提高了对银行业资本充足率的底线要求,从此前的8%提高到10%(大型银行11%),业界普遍预测到2010年底以前,各家银行的融资需求至少达到2100亿元,这除了对资本市场形成扩容压力外,对银行本身的净资产回报率也将形成更大压力——在当前8%的资本充足率要求下,意味着银行的杠杆率最高可达到12.5倍,但提高到10%以后,杠杆率将下降至10倍以下,即,在资产盈利能力不变的情况下,银行的资本回报率(ROE)可能下降20%。此外,杠杆率的降低也意味着银行的规模扩张将更加依赖于资本扩张,而在资本市场融资能力有限的情况下,扩张速度将受到抑制。

在此背景下,2010年许多银行提出了从全面扩张向“精细化资本管理”的转型,即将有限的资本配置在能产生更高风险资本回报的业务上,并引入了RORAC(=(收益-预期损失)/经济资本)等模型来考核各业务部门的绩效。于是,“低资本消耗型业务”成为银行的新宠,而“风险资本节约型银行”也受到资本市场的青睐。所谓低资本消耗型业务,就是风险权重较低的业务,除以手续费收入为主的中间业务外,各类零售贷款也被冠以“低资本消耗”的美称——在传统巴塞尔协议下,零售业务风险权重仅按50%测算,而对公业务则按照100%测算,在新巴塞尔协议下,零售业务的风险权重更低,结果,“调整业务比重,向零售业务倾斜”成为各家银行不约而同的选择。

如工行提出2010年要“调结构、控风险、上水平”,而其中所谓调结构就是要提升零售业务在新增资产中的比重,其它各家银行也都有类似的战略,建行提出要从批发业务为主向批发与零售业务并重转型,浦发银行提出在内源型发展下零售业务将成为未来的攻坚重点,并计划在5年内把零售业务比重从当前的15%左右提高到30%,中信银行希望在2010年将零售业务的利润贡献比例从10%提高到20%,北京银行则希望借社区银行实现零售业务的全面突围,民生银行的动作更大,不仅要提高零售业务的比重到30%,而且今后支行将不再从事公司业务、专门从事零售业务,至于一贯重视零售业务的招商银行,则提出将启动“零售业务的二次转型”,向更精细化和高端化发展……

商业银行在如火如荼的推动零售业务,然而这种业务结构的转型在一定程度上是银行为迎合监管标准、降低资本消耗的被动选择,转型的背后,制度的漏洞孕育着更大的风险。

1. 2 新巴塞尔协议的实施将推动零售业务的超常发展

在2010年底之前国开行、中行、工行、建行、交行、招行和浦发行将实施《新巴塞尔协议》,而新巴塞尔协议下,零售业务被赋予更低的相关系数,这意味着在相同违约率下,零售业务的资本需求更低,银行也将更有动力加速零售业务的发展。但问题是,零售业务的“资本节约”是真实的,还是人为的?如果说所谓的“资本节约”只是一种制度造成的假象,那么当真实风险暴露时,扭曲的业务结构可能会让银行付出更惨重的代价。

1. 2. 1 新巴塞尔协议中的零售业务优势

银行的风险分为信用风险、市场风险和操作风险，对于国内的银行来说，最主要的还是信用风险。新巴塞尔协议中，对信用风险的度量和资本需求的规定有两种计算方法，标准法和内部评级法（IRB 法），其中，标准法与老巴塞尔协议相似，只是零售贷款的风险权重进一步降低，按揭贷款下降至 35%，消费贷款权重则为 75%。不过，由于我国缺乏完善的外部评级体系，因此，大银行更倾向于使用内部评级法。在内部评级法下，零售业务的优势更加明显。

根据新协议规定，银行为每笔信贷资产“未预期到的损失”拨备资本金，而这个未预期到的损失是以历史数据测算的一般情况下的信用风险暴露与模拟测算的经济大萧条时的信用风险暴露的加权值，其中，相关系数（R）作为一个关键参数，决定着未预期损失中萧条背景下的信用风险占多大比重。这里说的相关系数是指某一业务对宏观经济周期的敏感性¹，显然，敏感性越高（R 较大）的业务，在经济萧条时遭遇的冲击就越大，在计算风险资本需求时，对萧条情景的考虑就更多，相应地在相同违约概率下的资本需求就更大。

而为了反映不同业务对经济周期的敏感性，新巴塞尔协议对针对每类业务特性给出了相应地相关系数计算公式：如商用房地产贷款，被认为是对经济周期最敏感的，根据公式测算的相关系数在 0.12~0.30 倍之间；其次是一般企业贷款、金融同业拆借和主权债，相关系数在 0.12-0.24 倍之间；中小企业和零售贷款的相关系数较低，其中，个人住房抵押贷款的相关系数设为固定值 0.15 倍，低于多数情况下的企业贷款，而信用卡等合格循环信贷的相关系数更低，为固定值 0.04 倍，至于中小企业贷款，则会根据销售额做适度调整，销售额越小的客户对宏观经济的敏感性越低，相关系数也越低。

结果，在相同违约概率下，对公业务的风险资本需求要显著高于零售业务，如，在客户违约概率都是 2%的情况下（假设违约损失率 50%，企业贷款平均期限 1 年），银行每发放一笔大企业贷款，需要拨备相当于总风险敞口 8.51%的资本金，但同样的违约概率下，住房抵押贷款的资本需求仅为总风险敞口的 7.82%，一般消费信贷的资本需求为风险敞口的 5.15%，而信用卡贷款的资本需求更低，仅为 2.57%。

鉴于我国目前住房抵押贷款的不良率一般在 1%以内，实际风险资本需求通常不到风险敞口的 5%，而信用卡贷款以 2009 年第三季度的延期支付率（3.4%）计算，实际的资本需求也仅相当于风险敞口的 3.75%，均显著低于一般企业贷款 8%左右的风险资本需求。

除了信用风险上的低拨备优势，在操作风险方面，标准法下零售银行的 β 系数为 12%，也低于一般对公业务 15%的 β 系数。

正是这些制度上的优势让零售业务获得了“资本节约型业务”的美名。

¹ 新巴塞尔协议下，不同类型的贷款（如住房抵押贷款、信用卡贷款、一般企业贷款、中小企业贷款等）有不同的相关系数测算公式；而同类贷款中当前违约概率越低的客户（信用等级较高），信用风险中的系统风险更高，相关系数越高；对于那些当前违约概率已较高的客户（信用等级较低），个体风险占比较高，相关系数较低。

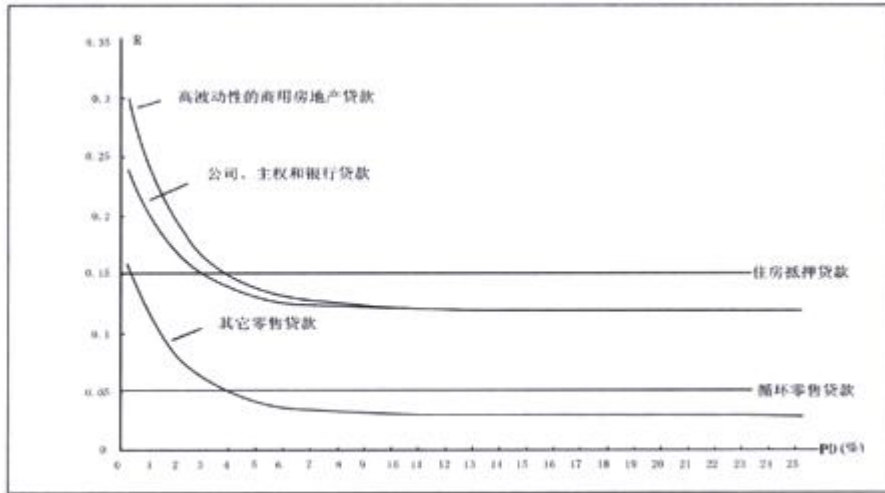


图 (c) 不同类型贷款的相关系数示意图

新巴塞尔协议内部评级法下不同类型贷款的风险资本需求

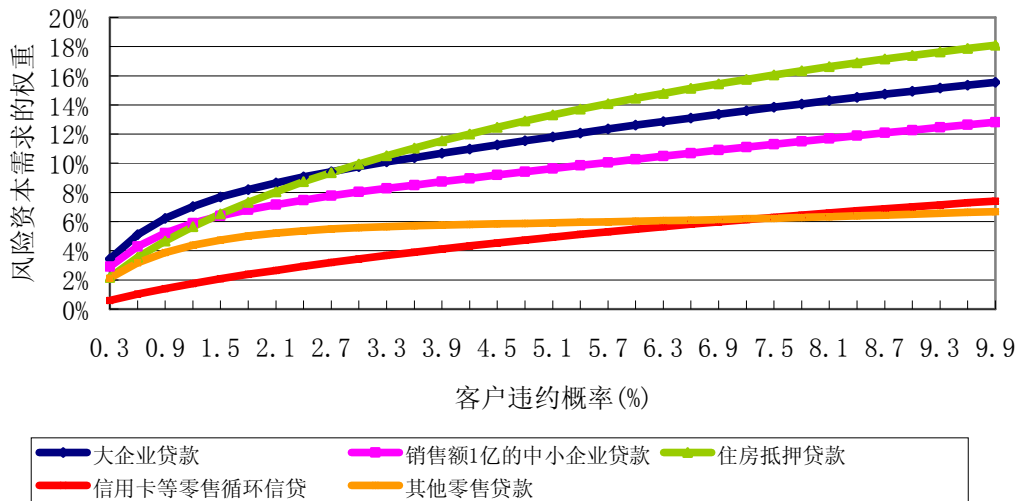


图 (c) 新巴塞尔协议内部评级法下不同类型贷款的风险资本需求比例

1. 2. 2 新巴塞尔协议下零售业务的资本释放和超比例增长空间

新巴塞尔协议对零售业务制度优势的强化，为各家银行零售业务的资本释放和超速增长创造了空间。表 () 是巴塞尔委员会测算的新巴塞尔协议对各类银行信用风险资本需求的影响，我国银行主要属于第 5 和第 6 组，即，非 G-10 (西方 10 国集团) 也非 CEBS (欧洲银行监督委员会成员国) 的国家，其中第 5 组是核心资本超过 30 亿欧元、具有多种业务的国际活跃银行，第 6 组是核心资本不足 30 亿欧元的银行。

由表可以看出，从整体看，在新协议下，批发业务可释放的信用风险资本只有 1.7%，而零售业务可释放的风险资本达到 39%，其中住房按揭贷款可释放 47% 的风险资本；而对于第 5 组和第 6 组的银行，零售业务释放的资本更多，分别达到 46% 和 51%。

具体到 2010 年将我国实行新巴塞尔协议的六家商业银行，粗略测算，在实施新巴塞尔协议后，信用风险的资本需求将减少 13-15% (但操作风险增加的资本需求与信用风险减少的资本需求基本相抵，总资本需求变动不大)，而如果新增零售贷款在总贷款中的占比提高

到 40%（2009 年新增零售贷款约占金融机构新增总贷款余额的 26%），则违约率不变时将再释放出 10%左右的资本金，使银行的净资产回报率提高 2 个百分点左右，同时增长速度提升 10%。

制度上的优势诱惑着商业银行大举拓展零售业务，但是，研究显示，新巴塞尔协议低估了新兴市场的零售业务风险，所谓的“资本节约”是一种假象。

表（）新巴塞尔协议内部评级法下，各类银行信用风险资本要求的变化（%）

	Group 1	Group 2	Group 3	Group 4	Group 5	Group 6	平均
批发业务	7.7	40.2	-11.5	-18.3	-10.3	-18.2	-1.7
-公司贷款	2.1	-0.5	-17.1	-28.5	-18	-26.8	-14.8
-对银行债权	64.2	45.5	-4.5	-0.1	10.1	2.4	19.6
-对主权债权	80.5	1643.2	178.4	391	239.5	139.6	445.4
零售业务	-24.1	-14.9	-44.1	-54.3	-46.3	-51.3	-39.2
-住房按揭	-28.9	-3.3	-64.5	-61.6	-64.4	-58.2	-46.8
-循环信贷	-3.1	-24.5	48.8	-27.7	23	-18.7	-0.4
-其它	-1	-16.3	-15.8	-43.1	-20.4	-41	-22.9
股权投资	-1.5	-1.1	81.9	127.2	85.1	130.7	70.4
合计影响	-10.6	-21.6	-13.3	-25.7	-25.2	-1.4	-16.3

数据来源：BIS: Results of the fifth quantitative impact study (QIS5)

二、新巴塞尔协议低估了新兴市场国家的零售业务风险

新巴塞尔协议是西方十国集团²的监管当局制定的用于十国集团金融机构风险监管的纲领，其资本计提公式的分析基础和数据来源也是基于十国集团金融业所积累的数据，这些国家的监管当局已经建立起自己的评级体系和历史数据，他们用这些数据对资本计提公式进行校验和测算。也因此，经验公式中的很多参数并不适用于新兴市场国家，尤其是在零售等创新业务方面，新兴市场国家与发达国家有着结构性差异。

2.1 零售业务的系统风险被低估

首先，新巴塞尔协议的模型中没有考虑处于不同发展阶段的国家、其宏观经济周期对各类贷款资产的影响是有差异的，如个人住房抵押贷款，在新兴市场国家的系统风险要比发达国家高得多。

在美国，战后住宅总价值与 GDP 的比例最高时为 172%（2005 年），2008 年为 128%，而中国，据统计住宅总价值已超过 90 万亿，接近 GDP 的 300%；美国 1996-2005 年私人住宅投资对 GDP 的平均贡献比例不到 8%，如果加上 2006-2008 年的负增长贡献，则平均 GDP 贡献不到 0.3%，而中国房地产投资对 GDP 的贡献已从 1998 年的 15%上升到 20%以上；此外，美国私人住宅的月供额在家庭可支配收入中的占比一般在 20-30%之间，次贷危机前最高时也仅为 37%，而中国的月供额在家庭可支配收入中的占比在 50%以上；美国过去十年住房抵押贷款的年均增速为 10.7%，过去 5 年为 10.4%，而中国过去 5 年住房抵押贷款的年均增速为 23%……

总之，与发达国家不同，我国正经历城市化进程，以住宅开发为主的地产业成为国民经济的支柱产业之一，在投资渠道匮乏的背景下，更多社会财富沉淀于地产行业。在此背景下，地产泡沫已成为中国经济中最主要的泡沫，地产市场的兴衰也成为整个经济晴雨表的重要组

² 最初为美、英、法、日、意、荷、比、加、德、瑞典十国，后发展为 49 个成员国，但均为西方发达工业国家。

成部分，也因此，我国的个人住房抵押贷款与整体宏观经济的相关度更高（商品房销售价格指数与 GDP 增长率的相关系数达到 74%），其实际相关系数要高于新巴塞尔协议根据西方十国所设定的指标。

而当这种更高的系统性风险集中释放时，给银行带来的资本压力也是巨大的。以住房抵押贷款为例，当前我国个人住房抵押贷款的不良率不到 1%，以内部评级法计算当前的风险资本需求比例小于 5%，以标准法计算将不到 3%，但这并没有充分反映住房抵押贷款中的潜在风险，实际上，2006 年的上海和 2008 年的深圳都曾出现过不良贷款率短期内翻倍的现象，而在美国优先级住房抵押贷款的断供率从 2006 年的 0.40% 上升到 2009 年第三季度的 3.20%，三年时间翻了 8 倍，次级贷款的违约率就更高了。

当住房抵押贷款的违约率上升到 3.2% 时会发生怎样的情景？根据新巴塞尔协议的规定，随着违约率的上升，住房抵押贷款的风险资本需求也将大幅攀升——在违约概率仅为 0.4% 时，风险资本需求比例仅为 2.7%，但当违约概率上升到 3.2% 时，风险资本需求比例将上升到 10.3%。如果同样的情形发生在今天的中国，那意味着银行整体的资本需求将上升 20% 左右（2009 年新增住房抵押贷款在总新增贷款中的占比在 15% 左右，在总风险资本需求中的占比在 6-8%），届时，几乎所有上市银行都将面临资本充足率不足的问题。而如果住房抵押贷款比例进一步上升，则地产行业低谷中潜在的资本缺口将进一步扩大。

2. 2 零售业务的创新风险被低估

新巴塞尔协议中对于信用风险的度量是一个单因素模型，即，贷款的信用风险只取决于各贷款的违约概率（信用等级）和每类贷款对整体经济周期的敏感性。这一度量模型成立的前提是“资产组合的不相关性”，即，整个贷款组合是由许多相对小额的贷款组成，每笔贷款特有的风险可以相互抵消，因此只有系统性风险（宏观经济周期的风险）才会对整个组合的损失分布产生实质性的影响，换句话说，巴塞尔协议中的模型假设是以分散化程度较好的银行为基准的。但实际中，很多创新业务的特殊风险并没有得到良好分散，从而产生了一个宏观风险之外的创新业务风险。

比如信用卡业务，根据新巴塞尔协议的规定，在相同违约概率下，信用卡贷款的资本需求是各贷款中最低的，通常只相当于一般企业贷款资本需求的三分之一到二分之一，也因此信用卡业务吸引了众多银行。在我国，除国有四大银行外，股份制银行、甚至城商行都在大力推广信用卡服务，截止 2009 年 3 月底，国内信用卡发卡行已接近 30 家，全国信用卡的总发卡量从 2003 年的 300 万张，增加到 2008 年一季度的 1 亿张，到 2009 年三季度已达到 1.7 亿张，信用卡贷款余额已经从 2007 年中期的 4100 万元上升到 2009 年三季度末的 1.24 亿元，无论是发卡量还是贷款余额，在过去两年中均创造了 50% 以上的年均增长率。

不过，在 30 家发卡行中，发卡量超过 50 万张的只有 17 家，其中工、农、中、建、招 5 家垄断了 75% 的市场份额，其他多数城商行的发卡量很小，只有几十万张，客户范围仅集中于单一城市，从而根本无法分散地区经济风险。

不仅如此，在我国当前信用体系不健全的情况下，银行仅靠自身的信用记录是难以发现持卡人真实违约率的——在激烈的竞争中，一些高危人群可能同时持有多张信用卡，通过不断申请新卡来还旧卡帐，从而推迟风险的暴露并积累更大的泡沫。因此，信用卡风险很难由单一银行控制，而每笔信用卡贷款之间也并非象新巴塞尔协议假设的那样是风险独立的、可以通过大规模发行来对冲的，实际上，在信用体系不健全的新兴市场国家，信用卡业务的风险从来就没有得到良好分散。于是，在宏观经济风险、地区经济风险之外，信用卡业务还面临着自身特有的信用串联风险。而上述风险，无论是在当前的客户违约率中、还是在模型设定的系统风险中都无法得到真实的体现。

表（）2007-2008年中国各所有制银行发卡情况一览

项目	2007年	2008年
国有银行	工行、建行、农行、中行、交行	工行、建行、农行、中行、交行
全国性股份制商业银行	招行、广发、中信、民生、兴业、深发展、光大、浦发、平安银行、 <i>华夏银行</i>	招行、广发、交行、中信、民生、兴业、深发展、光大、浦发、平安银行、 <i>华夏银行</i>
城市商业银行	上海银行、宁波银行、南京银行、天津银行、汉口银行、 <i>大连银行</i> 、 <i>江苏银行</i>	上海银行、宁波银行、南京银行、天津银行、汉口银行、大连银行、江苏银行、北京银行、杭州银行、 <i>重庆银行</i> 等
农村信用社	--	<i>江苏农村信用社</i> 、 <i>浙江农村信用社</i>

注：斜体为当年新增发卡行

更令人不安的是，这种被低估的风险正在积累的过程中。国际上信用卡风险的暴露通常需要6-8年的累积期，而从我国规模化发展信用卡至今也有7年时间，信用风险正逐步进入高发期。截止2009年三季度末，我国信用卡逾期半年未偿信贷总额74.25亿元，环比增长28.6%，同比增长126.5%，信用卡逾期半年未偿信贷总额占期末应偿信贷总额的3.4%，环比增加0.3个百分点，同比增加0.8个百分点，各家银行信用卡贷款的不良率已经从两年前的1%左右上升到3-4%水平。当然，与正深处危机中的美国银行业相比，中国的信用卡不良率并不算高（2009年5月美国主要银行的信用卡违约率达到10%以上），但快速上升的趋势显示了金融创新的风险正在积聚。

除了信用卡外，其他的“合格零售循环贷款”（如循环信用额度的个人经营性贷款等）根据新巴塞尔协议也属于资本需求最低的业务，但这些业务作为一种创新尝试，其潜在的风险同样是不容忽视的——在发达国家，零售循环信贷由于它的持续信用记录而被视为低风险业务，但在信用体系不健全的环境下，信用跟踪期短，信用额度在不同金融机构之间被多次放大，并由此形成特殊的系统性风险，而这种创新风险显然被低估了。

2.3 危机中各业务间的风险串联

新巴塞尔协议对于贷款组合良好分散的假设是存在致命隐患的，因为这一假设是以各业务间相关性较小为前提的，但在极端事件发生时，不同业务之间的相互影响会意外增大，从而导致意想不到的风险集中与风险串联。这在次贷危机中得到充分体现：

首先，随着创新业务的诞生与演化，一些看似不相关的业务被关联起来，如次贷危机爆发时，抵押贷款公司作为次贷的发放者成为首轮受害人；但紧随其后，负责打包证券化产品的投资银行、负责将证券化产品卖给高端客户的私人银行、投资于证券化产品的资产管理部、为证券化产品提供信用保险的保险公司都被拖累；最后，整个金融系统流动性的丧失波及了所有固定收益产品，然后通过对实体经济的影响又打击了信用卡贷款、其他消费信贷和企业贷款，所有的金融机构都不能幸免。

除了业务间的关联性，资本的关联性也使危机中的风险分散失效，如富通集团、苏格兰皇家银行、花旗集团、美国国际保险集团（AIG）等金融巨头均由于资本市场业务上的巨

额亏损而引发市场对其资本金不足的恐慌,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,而公众信心的动摇和由此引发的挤兑事件更直接导致了多家银行的国有化。

在中国也是如此,一些看似不相关的业务,其实有着密切的内在联系。比如房价的周期波动会引发住房抵押贷款违约率的上升,并导致银行紧缩所有房地产相关贷款,这使地产企业面临更严峻的资金链危机,地产开发贷款的违约率上升,而随着地产危机的深化,建筑、建材等相关行业被波及,最后是失业率的上升与消费信贷违约率的上升。

总之,极端情形下的风险串联会使巴塞尔协议下的风险资本测算完全失效。

为了防范这种极端情景的发生,新巴塞尔协议的委员会建议通过压力测试方法来考察银行应对危机事件的能力。但我国银行由于技术限制,一般仅进行参数微小变化时的敏感性分析,而未进行极端情景下的压力测试,即使是国外银行,在进行情景分析时,对于许多创新业务,由于没有历史情景可供参考,也只能依靠银行内部人员的主观假定,而这种假定通常是偏乐观的。结果创新业务在危机中的真实冲击常常被人为弱化。

综上,以发达国家经验数据为基准的新巴塞尔协议,在新兴市场的应用过程中,低估了零售业务的系统风险和创新风险,导致了不真实的资本节约。而随着资本充足率门槛的提高,这种制度上的优惠被放大,并推动更多银行加速零售业务增长。

但从周边新兴市场国家的经验看,起步阶段的零售业务风险并不见得更低,只是由于风险的积累需要时间,所以短期内并没有体现在违约率上,但长期中,风险的积累、结构的扭曲和不恰当的风险资本配置,很可能导致多年努力,只是“为他人做嫁衣裳”。

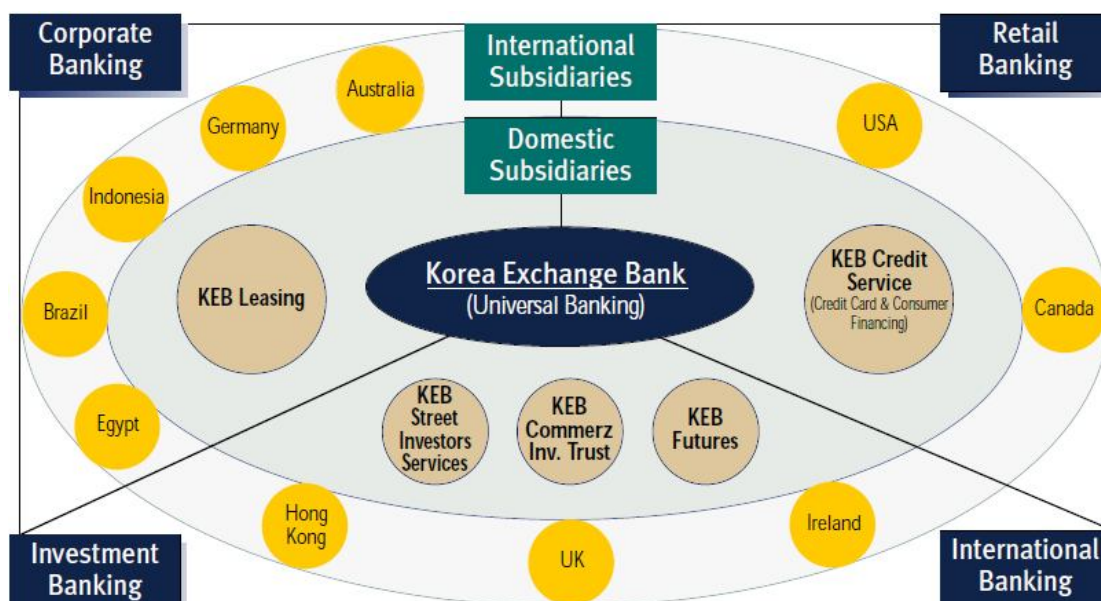
三、 零售业务的超常增长,为它人做嫁衣裳

3.1 韩国外换银行,信用卡危机中的贱卖

韩国外换银行(KEB Bank),1967年从韩国银行(Bank of Korea)分离出来,成为外汇和贸易融资方面的专业化银行,1989年外换银行被私有化,1991年对外发行股票,并于1994年挂牌上市。在亚洲金融危机中,外换银行通过引入德国商业银行(Commerzbank)补充资本金,到2001年时德国商业银行以32.5%持股比例与韩国进出口银行并列第一大股东,但韩国政府仍以43%的实际持股(除韩国进出口银行外,韩国银行还持有10.7%的股权)保持相对控制地位,然而这一控制权地位却在亚洲金融危机之后的信用卡危机中丧失。

作为一家以汇兑和贸易融资起家的专业化银行,外换银行在对公业务方面一直具有明显优势,即使在1977年韩国政府放宽了外汇业务的准入门槛后,外换银行在韩国的汇兑市场上仍占有近50%的市场份额,在贸易融资方面占有20%以上的市场份额,到2000年时,外换银行的国内贷款总额中,企业和市政贷款占80%,消费信贷仅占20%,属于典型的对公业务银行。

不过,自上世纪70年代以来,外换银行就开始多元化进入零售业务领域,并成为第一个把自动提款机、信用卡和网上支付系统引入韩国的银行,大胆创新一直是外换银行标榜的优势,到2000年时公司已形成了综合性银行的框架,尤其是零售业务,更成为新世纪的发展重点。



图（）韩国外换银行的业务架构（2001年）

亚洲金融危机后，韩国政府为刺激消费、拉动经济增长，大幅放宽信贷政策，并积极鼓励消费者使用信用卡，而外换银行也同韩国其他大型银行一样，享受着消费信贷业务的高增长，2001年，外换银行的消费信贷额整体增长了68%，与之相对，大企业贷款减少了35%，结果，在国内贷款结构中，大企业贷款占比降至21%，中小企业上升到45%，消费信贷上升到33.5%；在利润贡献方面，拨备前的经营利润中，对公业务贡献了54%，消费信贷贡献了39%，其他业务贡献了7%。

而在外换银行的消费信贷业务中，最亮眼的无疑是1998年新成立的信用卡子公司KEBCS（KEB Card Services），2000年信用卡子公司的收入增长了61%，2001年继续大幅增长72%至10700亿韩元，而经营利润则在2000年大幅增长362%，2001年又猛增100%至4750亿韩元，净利润在2000年增长455%，2001年再增长93%至2120亿韩元，而当年整个外换银行的净利润只有2220亿韩元，信用卡子公司贡献了外换银行税前利润的50%以上。实际上，从1998~2001年，信用卡子公司的增速一直是各业务中最高的，其应收款余额从11700亿韩元猛增到56000亿韩元，年均增长率68%，剔除证券化部分，帐面贷款余额从11700亿韩元增长到38700亿韩元，年均增长率49%，而刷卡额则从57万亿韩元增长到203万亿韩元，年均增长率53%。信用卡的高增长和高透支利息让信用卡子公司享受着暴利，2001年，信用卡子公司的净利差保持在15%水平，经营利润率达到30%，净资产回报率(ROE)达到40%，净利润率达到20%。在信用卡子公司的支持下，外换银行整体也于2001年成功扭亏，不良贷款率从上年的10.3%下降到3.57%(1998年为17.9%)，资本充足率达到10.96%，一切看起来都很好。

但是，高增长的背后蕴藏着巨大的风险，人们对循环信用的接受速度远超过想象，外换银行信用卡的循环信用帐户在1998年时还是零，1999年也仅为1300个，2000年时上升到6万个，2001年上升到64万个，相应地循环信贷余额从2000年的2400亿韩元猛增到10700亿韩元，年增幅达346%，在总信用卡贷款余额中的占比也从1998年的零上升到19%。2001年，循环信贷的利息收入增长119%。但快速养成的透支消费习惯并不健康，只是风险的积累需要时间，所以，在2001年底信用卡子公司分拆独立上市时，不良贷款率只是从2000年的1.11%微升至2001年的1.51%，拨备覆盖率仍高达170%，资本充足率达到15.7%。

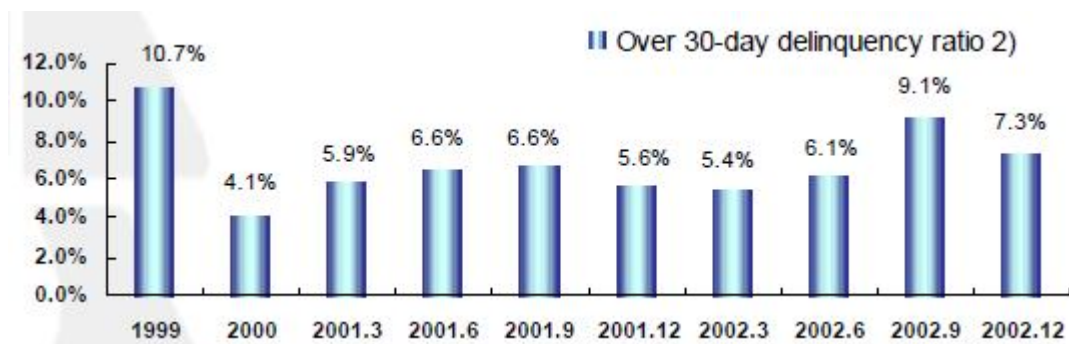
不过，值得注意的是，当时已结算帐户中的拖欠率（延期30天支付）已从2000年底

的 2.67% 增长到 3.77%，加上未进入结算帐户的部分，实际拖欠率已从去年末的 4.01% 增长到 5.61%。

2002 年，消费信贷业务继续加速扩张，外换银行的国内贷款中，大企业贷款比例进一步下降到 12%，中小企业贷款比例维持在 45%，而消费信贷比例则由上年的 33.5% 进一步上升到 42%。信用卡子公司的发卡量增长 19% 达到 750 万张，刷卡额则增长 41% 到 28.6 万亿韩元，贷款余额增长 29% 达到 72000 亿韩元，约占当时外换银行整体贷款余额的 17.5%。

不过，韩国信用卡市场的问题已经开始暴露，为此，外换银行缩短了信用卡的帐期，结果已结算帐户的拖欠率降至 3%，但加上未结算部分，拖欠率已从去年 5.6% 上升到 7.3%。为此，坏帐拨备额增加 334% 至 8750 亿韩元，而坏帐核销额则增加了 363% 至 6690 亿韩元，这一年总计计提了 4200 亿韩元损失，使信用卡子公司出现 524 亿韩元的亏损，资本充足率从 15.7% 下降到 12.1%。

由于信用卡部门的利润贡献由正转负，2002 年外换银行整体的净利润从上年的 2220 亿韩元下降到 1130 亿韩元，尽管其他业务的不良率从上年的 3.57% 进一步下降到 2.85%，但银行整体的资本充足率仍降至 9.31%。意识到风险的外换银行提出要聚焦贸易融资等优势业务，控制消费信贷增长速度，但为时已晚。



图（）韩国外换银行信用卡子公司的拖欠率

2003 年，韩国的信用卡危机全面爆发，信用卡发卡量增长停滞，KEBCS 的刷卡额下降了 25% 至 21.4 万亿韩元，信用卡贷款额下降 21.4% 至 57000 亿韩元，收入下降 19% 至 11400 亿韩元，坏帐拨备前的经营利润下降 28% 至 5910 亿韩元。在经营利润下降的同时，违约率大幅上升，已结算帐户的拖欠率从上年的 3% 上升到 5.5%，加上未结算部分，从 7.3% 升至 12.8%，坏帐拨备额增加 131% 至 20233 亿韩元，坏帐核销额增加 34% 至 8964 亿韩元，结果信用卡子公司全年亏损 14319 亿韩元。与巨额的亏损相比，子公司 2001 年底的 6800 亿韩元资本金根本不堪一击，即使是母公司 18500 亿韩元的权益资本，也难以抵御亏损，到 2003 年底时，外换银行整体已经资不抵债。

其实，2003 年的外换银行正逐步走出亚洲金融危机的阴影，银行整体的净利息收入和手续费收入均增长 20% 以上，中小企业贷款的不良率从 1.37% 下降到 1.16%，大企业贷款的不良率从 6.15% 下降到 5.65%，整体银行不良贷款率从 2.85% 下降到 2.59%；遗憾的是信用卡子公司一项损失就要耗费万亿韩元的资本金。

在此背景下，以专门收购不良资产著称的美国私募投资基金孤星（Lone Star）乘虚而入，以 3083 亿韩元收购了德国商业银行和韩国进出口银行持有的 8.9% 权益，然后又以 10750 亿韩元认购了相当于发行后总股本 42.1% 的新股，使持股比例达到 51%。收购后，德国商业银行持股比例下降到 14.8%，成为单一第二大股东，韩国进出口银行和韩国银行的合计持股比例也从 43% 下降到 20%，丧失了控制权。

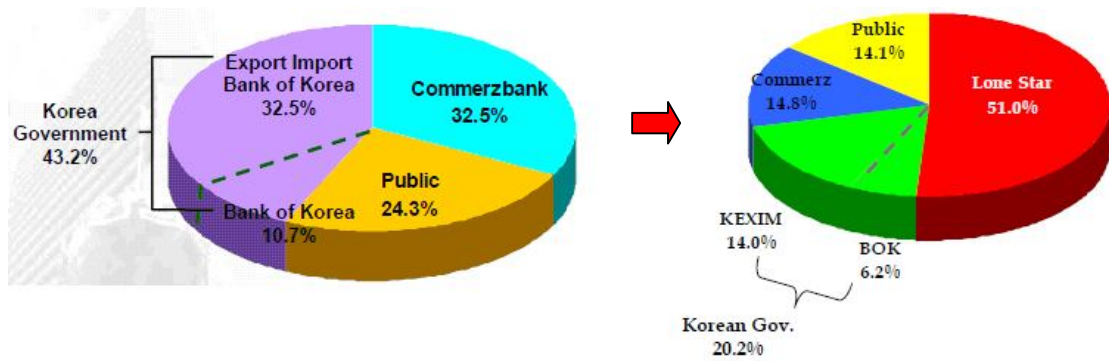


图 () 韩国外换银行被孤星收购前后的股权结构

孤星在收购了外换银行后,于2003年11月宣布就旗下信用卡子公司与债权人展开谈判,如果谈判破裂,信用卡子公司的股东将一无所获,结果KEBCS的股价暴跌;几天后外换银行改变了做法,决定以换股方式全面收购信用卡子公司的少数股东权益(此前外换银行在KEBCS中占68.8%股权),使其私有化退市,但由于之前股价已下降很多,孤星几乎没有支付什么代价,就将信用卡子公司也收归囊中。

合并后外换银行靠着孤星收购时注入的万亿韩元资本金开始大幅削减坏帐。合并刚完成时(2004年3月),外换银行的总不良贷款率从不含信用卡业务的2.31%上升到4.01%,总拖欠率从1.87%上升到3.06%——当时信用卡部门的拖欠率已经上升到17.44%。

表 () 信用卡子公司合并前后外还银行的拖欠率

	2004				2003	YoY
	Dec.	Sep.	Jun.	Mar.	Dec.	
Bank	1.34%	1.31%	1.49%	1.87%	1.35%	-0.01%p
Household	1.60%	1.53%	1.45%	1.84%	1.25%	+0.35%p
SMEs	1.40%	1.34%	1.80%	2.48%	1.68%	-0.28%p
Large / Public	0.89%	0.99%	1.05%	1.03%	0.95%	-0.06%p
Card*	7.62%	20.88%	12.17%	17.44%	-	-
Normal book	6.96%	8.62%	9.86%	18.02%	-	-
Re-aged book	14.65%	56.08%	17.54%	16.65%	-	-
Total	1.78%	2.84%	2.38%	3.06%	1.35%	+0.44%p

为了削减不良贷款,公司大举清理高风险帐户,确认了1115亿韩元的权益损失、增加了6684亿韩元的坏帐拨备(占当年总坏帐拨备额的83%),并使当年的坏帐核销总额达到2万亿韩元,结果,过期重组的信用卡贷款(Re-aged Accounts)从2003年底的1.7万亿韩元减少到2380亿韩元,正常的信用卡贷款余额也从4万亿韩元减少到2.6万亿韩元,在总贷款余额中的占比下降到9%,2004年全年信用卡部门的净损失达到5589亿韩元,只是由于其他业务的坏帐拨备减少,才使集团整体扭亏,到2004年底时信用卡部门的拖欠率从18%下降到7%,银行整体的不良贷款率也从4%进一步下降到1.82%。

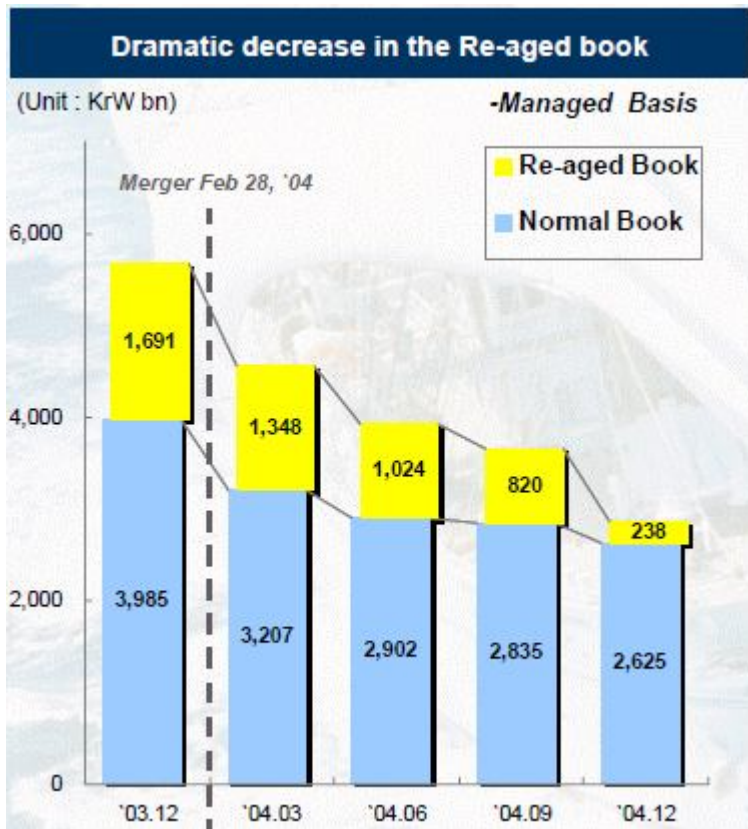


图 () 韩国外换银行信用卡贷款的大幅削减

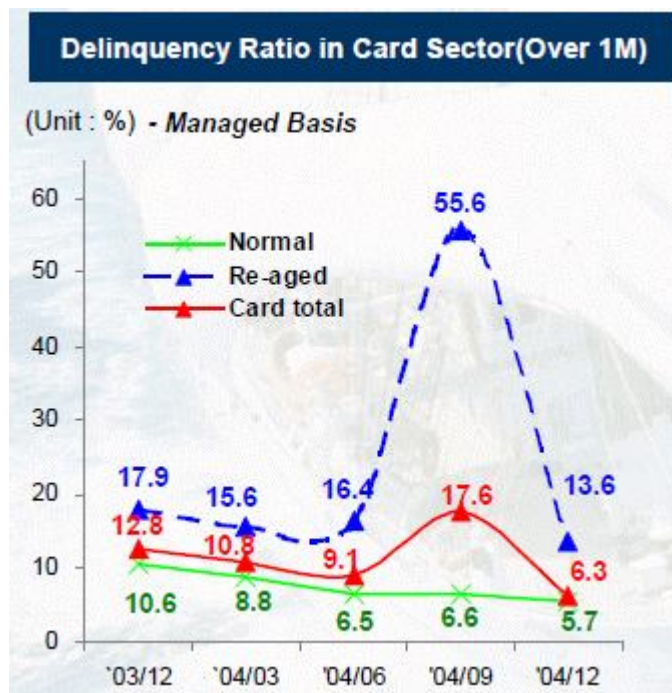


图 () 信用卡危机中拖欠率一度上升到 18%

今天韩国外换银行已恢复了盈利能力，但即使如此，信用卡的威胁仍然存在，在次贷危机的冲击下，2009 年前 3 个季度外换银行信用卡的坏帐拨备同比上升了 236%，与之相对，企业贷款的坏帐拨备上升 42%，其他消费信贷上升 72%，截止 2009 年 9 月底，信用卡的拖

欠率为 2.26%，高于中小企业贷款 2.01%的拖欠率。

实际上，自 2002 年的信用卡危机以来，外换银行的信用卡业务就一直处于萎缩状态，截止 2009 年 9 月底信用卡贷款余额只有 24000 亿韩元，是高峰期 2002 年的三分之一，在总贷款余额中的占比仅为 4%，在国内贷款余额中的占比也仅为 5.4%，也只是高峰期的三分之一——也许这才是外换银行正常的信用卡业务比例，而 1998-2001 年的信用卡增长是异常的和结构扭曲的，这种扭曲的增长直接导致了外换银行控股权的低价旁落。

在孤星以 1.38 万亿韩元（约合 14 亿美元）的低价收购了外换银行后不久，2006 年孤星就与韩国国民银行达成协议，以 72 亿美元总价转让外换银行合计 65%的股权³，这将使孤星在不到 30 个月的时间里获利 40 亿美元，总收益率将接近 300%。

孤星的暴利引发了韩国民众对于外换银行被贱卖的置疑，迫于压力，国民银行最终退出了交易，而韩国检察院则对孤星收购外换银行的交易展开调查。尽管检察机关一直希望找到孤星与时任外换银行高管伪造财务数据、使外换银行看上去比实际更糟糕的证据，但最终仅在信用卡子公司的收购案中操纵股价罪起诉孤星，2008 年韩国高院以操纵股价罪判处孤星基金和外换银行分别支付 250 亿韩元（约合 2650 万美元）的罚金，孤星基金韩国负责人保罗·柳因操纵股价罪被判入狱 5 年。

但是，不管怎样，外换银行的低价易主已成事实，而孤星的暴利仍在延续，在韩国国民银行退出交易后，2007 年孤星又与汇丰控股达成协议，以 63 亿美元转让孤星持有的 51%股权，虽然后来由于次贷危机的爆发和韩国检察院的立案调查而终止交易，不过 2009 年双方又重启谈判，并且孤星希望汇丰能进一步提高报价。显然，外换银行真实价值不只 14 亿美元，但超常发展的信用卡业务让其他业务的成长都成为“为他人做嫁衣裳”——信用卡业务高峰时在总贷款余额中的占比也不到 20%，但金融业务的高杠杆特征已足以让这家银行面临资本充足率不足的风险，被迫整体转让了。

除了外换银行，信用卡危机中，韩国其他几家大型银行也都背上了巨额坏账。韩国第二大信用卡公司 LG 信用卡公司在 2003 年爆发债务危机，在多次申请注资和债转股后，开始寻找买家，期间花旗集团和渣打银行都曾表示有意收购 LG 信用卡公司，而汇丰控股更提出了 14 亿英镑的收购价，只是在韩国政府的挽救下撑到 2006 年，最终，新韩银行（Shinhan Bank）以 75 亿美元总价竞购成功，使其在韩国信用卡市场的份额从 8.8%提高到 24%，成为韩国最大的信用卡发卡行。

总之，无论是最先将信用卡引入韩国的外换银行，还是在规模上后来居上的 LG 信用卡公司，风险的低估、超常的增长、扭曲的业务结构，都让信用卡和其他业务的多年努力化为泡影。

3. 2 危机过后市场将重新洗牌，先驱者未必是最终的赢家

除了韩国市场上的竞争外，渣打在亚太新兴市场的零售业务拓展，也显示出创新者未必能成为最终的赢家。渣打银行作为一家立足亚太新兴市场的区域性银行，以资金管理和贸易融资等对公业务起家，在上世纪 90 年代开始拓展零售业务，并成为第一个把信用卡引入香港的银行，2000 年渣打以 13.2 亿美元收购大通香港的零售金融业务，成为香港地区最大的信用卡发卡行，同年还以 13.4 亿美元收购 Grindlays 在中东和南亚的业务以及它的私人银行业务，成为印度最大的信用卡发卡行，并凭借 240 万零售客户成为当地最大的外资银行。

不过 2001 年随着香港个人破产的上升，信用卡业务的坏帐拨备开始大幅增加，拨备支出从 2000 年的 1.2 亿美元上升到 2001 年的 3.3 亿美元，到 2002 年进一步上升到 6 亿美元，信用卡市场的增长也由此陷入停滞，渣打在香港的市场份额很快被汇丰超越。在印度，亚洲

³ 除 51%的所有权外，2003 年孤星收购外换银行时，还获得了以市场价再收购 14%股权的认购权。

金融危机过后，随着新兴市场消费者的日渐成熟，花旗、汇丰等更大型的国际化金融集团开始拓展业务，本土的大型银行也在崛起，庞大的网络赋予了他们更低的成本优势，也促使他们敢于进行更激烈的价格战，在一些地区，利润率已降低到地区性银行的盈亏平衡点以下——渣打就是这样被迫从印度的许多抵押贷款市场退出的。

同样的逻辑也适用于国内的地区性商业银行，尽管在当前的零售业务拓展中，各家城商行和股份制银行都尝到了“甜头”，但这种高增长的时期不会很长，一旦创新业务的风险被集中释放，首先受冲击的是地区性银行，因为它们的业务集中度更高，风险的分散度更低，并且通常为了达到规模效应降低了贷款发放的门槛；而在危机过后，市场的重新洗牌中，那些更稳健的银行和外资机构可能成为套利者。

总之，在风险低估的背景下，零售业务的超常发展，虽然可以享受短期高成长的喜悦，却有可能在长期中成为别人的“猎物”。

四、 制度疏漏的地方就是风险积聚的地方

其实，不仅新兴市场存在制度性业务结构扭曲的风险，在成熟市场也是如此，只要存在制度性的风险低估，就会成为风险的聚集地。次贷危机就是最好的例证——2008年3月巴塞尔委员会发布的《对2007年金融危机的初步评估与政策思考》(the financial turmoil of 2007: a preliminary assessment and some policy considerations)，报告中指出：此次在成熟金融市场中爆发的次贷危机，使得我们有必要对政策监管、银行的经营模式以及风险管理的实践进行重新思考。

4.1 对市场风险的低估导致银行业普遍向交易业务转型

新巴塞尔协议中对风险的分类，除了信用风险，还包括市场风险和操作风险。1996年初，10国集团签署的《资本协议市场风险的补充规定》要求商业银行对市场风险计提资本，并首次允许银行以VAR方式和其他内部风险度量模型来测算市场风险，从而在传统巴塞尔协议简单加权基础上赋予了银行更多灵活性，并充分认同了资本市场分散风险的能力。

由于与信用风险相比，市场风险具有更灵活的度量和通常更低的资本拨备，因此，在《补充规定》颁布后，不少银行想方设法将信用风险转移到市场风险帐户，以降低资本拨备需求，这一趋势最终演化为国际活跃银行普遍向交易业务转型。从2000年-2006年，全球大型银行的资产规模翻了一番，其中绝大部分是交易资产的增长。

传统帐户向交易帐户的转移，一个更集中的体现是证券化产品的出现，它使银行经营模式由“购买—持有”(buy and hold)逐渐转变为“发起—分散”(originate to distribute)，在这个过程中，尽管新巴塞尔协议已经对证券化的真实销售、隐性支持、残余风险、提前摊还等做出了详细规定，然而，实际的风险远大于此。

首先，新巴塞尔协议过分强调了市场化分散风险的能力，协议中，分散程度较好的资产池较分散程度不是那么好的资产池，资本需求最多可节约50%。但后来的次贷危机证明，证券化过程中残留的系统性风险远高于人们的想象，比如，对于一些证券化条款中关于“如果证券化的资产质量下降，证券化必须收回”的回购约定，新巴塞尔协议的规定是“如果资产质量高，这部分回购风险的资本要求是零，但如果资产质量下降，银行必须增加资本”，然而在实际中，当违约率全面快速上升时，将触发系统性的回购风险，银行根本来不及补充资本金，反而导致危机中的资本压力更高。

其次，新巴塞尔协议低估了市场流动性丧失的风险。以往银行的流动性管理主要靠自身

的期限结构匹配，但交易型银行更依赖于市场的流动性，对此，新巴塞尔协议未能及时做出反应，结果导致了整个金融系统对流动性风险的低估。正如巴塞尔委员会 2008 年 2 月发布的题为《流动性风险管理和监管的挑战》的报告中指出的那样，“由于许多银行认为持续的严重流动性短缺几乎是不可置信的，因而也就没有考虑到整个市场出现紧张状况的可能性以及非正常状态的严重性与持久性，并进行相关的压力测试，应急融资计划未能与压力测试的结果保持恰当的关联性，有时，计划也没有考虑到某些资金来源可能会出现不可得的状况”。

最后，新巴塞尔协议同样低估了创新业务的市场风险，现有的“99% / 10天”的VAR模型（即，测算10天内在99%概率下的最大损失额）无法捕捉到“小概率事件”的风险和极端情况下的持续损失，换句话说，如果一项大额损失的风险一年中发生的次数低于2-3次或者一项潜在资产价格变动累计超过几周甚至几个月，那么现有的市场风险度量模型将对此无能为力。然而创新业务的风险常常由于历史数据积累不足，成为小概率事件。

总之，新巴塞尔协议中对市场风险的低估推动了银行交易型业务的超比例增长，而这种超常增长的结果是证券化风险的集中与爆发，曾经被各大银行追捧的资本市场业务成为次贷危机中的重灾区，并导致了华尔街独立投行模式的崩溃。

4. 2 对信用风险缓释工具的应用推动 CDS 产品的发展

除了对市场风险的低估，对信用风险缓释工具的高估也推动了 CDS 等信用衍生工具的异常发展。

新巴塞尔协议中允许使用抵押、保证或信用衍生工具等手段来冲抵信用或交易对手风险，以降低银行整体的资本要求——在信用衍生工具的帮助下，被保护的风险敞口，其资本要求通常可以减少 80%——这被称为信用风险缓释。显然缓释工具对银行节约资本金有着重要意义，也因此受到各家银行的青睐，其中最受欢迎的工具就是 CDS。

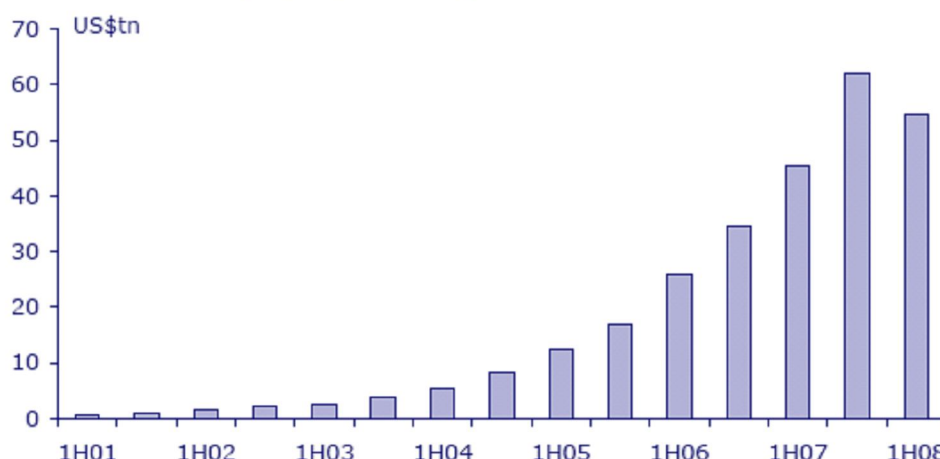
信用违约互换（credit default swap, CDS）是 1995 年由摩根大通创造的一种金融衍生产品，它的本质是一个信用保险合同。在信用违约互换交易中，买方将定期向卖方支付一定“保费”（称为信用违约互换点差），而一旦出现信用类事件（主要指债券主体无法偿付或被降低信用评级等），违约互换购买者有权利要求卖方以面值回购该违约债券，从而有效规避信用风险。

CDS 被创造出来后迅速得到金融机构的欢迎：一方面，作为表外业务和场外交易，CDS 的卖方几乎不需要缴纳保证金，资本金的监管也处于缺位状态，结果该业务获得了极高的杠杆收益；另一方面，CDS 作为一种风险缓释工具，买方可以用它将手中的次贷证券变成有担保的优质证券，从而降低新巴塞尔协议中的风险系数，减少法定资本需求。

在此背景下，CDS 迅速膨胀，市场规模从 2000 年的 1 万亿美元暴增到 2008 年 3 月的 62 万亿美元（这还只包含了商业银行向美联储报告的数据，而未包括投资银行和对冲基金的数据），是美国次级按揭市场的 48 倍，是美国 GDP 的 4 倍，显然 CDS 已过度膨胀了，这使它成为次贷危机中最具杀伤力的“有毒资产”。以 CDS 的最大卖家美国国际保险集团（AIG）为例，截止 2007 年底卖出的 CDS 名义额达到 5800 亿美元，是其资本金的十多倍，而这些产品主要卖给了正筹备实施新巴塞尔协议的欧洲银行，以帮助他们达到监管要求。然而当次贷危机爆发后，AIG 已为这些产品累积计提了上千亿美元的损失，如果不是美国政府的救助，AIG 将陷入实质性破产，而所有购买它 CDS 产品的银行将被要求补充巨额资本金。

事实证明，信用风险缓释工具并不总能发挥作用，风险的真实转移高度依赖于市场的流动性和透明度，在这两个条件不具备的情况下，风险缓释工具本身可能成为风险的聚集中心。

Figure 1
Global credit default swaps (CDS) outstanding



Note: Notional amount outstanding of credit derivatives. Source: International Swap Dealers Association (ISDA)

图（）全球 CDS 的发行额

4. 3 监管疏漏的地方成为风险聚集的地方

综上，次贷危机的实质是：银行利用了制度性漏洞，通过某些创新业务的异常发展来突破资本约束、放大资产杠杆，但这种结构性扭曲是以局部风险的积聚为代价的，并在最终爆发时给银行和整个金融系统带来沉重打击。

今天的中国正经历类似的过程，监管门槛的提高和制度性的漏洞，很可能导致银行通过对零售业务的倾斜来放大杠杆，加速增长，但这种结构性扭曲的增长隐含着巨大的风险——研究表明新巴塞尔协议的信用风险度量模型，在计算静态总资本需求方面与其他模型的差异较小，但在资产选择方面（边际风险方面）的差异却可能是很大的，换句话说，新巴塞尔协议下，一旦模型设置有误，很可能导致银行错误的选择了某种资产，而这种业务结构的扭曲在短期内并不会暴露，但却会在长期中不断积累动态风险，所以，从某种意义上讲，结构性风险比周期性风险，危害更大。

五、 对银行的启示：别被新巴塞尔协议忽悠了

5. 1 基于真实风险资本回报率的资本配置

新巴塞尔协议是以发达国家经验数据为基准的风险度量和资本拨备体系，但也由于对经验数据的依赖，所以常常会低估创新业务风险，尤其是在新兴市场国家，一些在发达国家已经相对成熟的业务，在这里仍属于创新业务范畴，基于西方十国的经验模型显然低估了这些业务的真实风险，这其中包括住房抵押贷款的系统性风险和信用卡的创新性风险等。

另一方面，低估的风险资本需求会导致业务结构的扭曲：新巴塞尔协议对市场风险的低估导致了银行的交易转型和证券化业务的超常发展，而对信用风险缓释工具的高估则导致了 CDS 等信用衍生品的异常增长；在新兴市场国家，韩国政府对信用卡业务的拔苗助长使韩国银行在亚洲金融危机后又遭遇了外资金融机构的二次套利；中国随着新巴塞尔协议的逐步落实，也正掀起一股零售业务浪潮。

然而，无论是次贷危机还是信用卡危机，都显示制度性的疏漏常常成为风险聚集的地

方，而扭曲的业务结构比经济危机更可怕，因为业务结构的风险在短期内并不会显现，但在“资本节约”的诱惑下，业务结构的扭曲会越来越严重，而在金融机构的高杠杆下，局部风险最终将演变为全局性风险，并使得那些激进银行的所有努力都成为“为他人做嫁衣裳”。

总之，不管新巴塞尔协议是怎样规定的，银行必须清楚了解自己各业务的真实风险和在此基础上的真实风险资本回报率——作为一项监管规定，我们需要遵守巴塞尔协议；但在制定业务战略、配置资本以确定各业务的真实杠杆与真实增长速度时，则需要更清醒的了解各业务的真实风险资本回报率，不被制度性的低资本、高回报所迷惑。

短期高增长的代价可能是长期业务结构的扭曲，因此，只有在真实风险资本回报基础上形成的业务结构才是最能反映银行优势的业务结构。

5. 2 创新业务的风险隔离

另一方面，在把握整体业务结构的同时，对创新业务风险也需要做特殊隔离。

金融创新是金融系统不断发展的源泉，但金融创新也确实隐含着特殊风险，一方面，由于历史数据较短，创新业务风险难以被现有模型捕捉到，另一方面，危机中创新业务与其他业务之间的相互影响也难以考察，而压力测试的结果常常由于人为因素变得过于乐观。

不仅在美国如此，在中国，我们面临更多的创新业务风险——别人的常规业务，在我们仍是创新业务，所以，在风险高度不可测的背景下，任何保守的估算都可能还不够保守，于是最有效的方法是创新业务与传统业务的适度风险隔离，只有这样，创新业务才能获得外部评级机构、交易对手的正确风险评价，它的风险和问题才能暴露得更加彻底，而当创新风险发生时，也才不会由于局部风险而导致整个金融系统的崩溃。