

巴克莱：或步富通后尘

商业银行共用资本隐忧

（提要）对于巴克莱等综合性金融集团来说，这一劫也许是早晚的事。如果 2007 年收购 ABN ARMO 成功，巴克莱源于低资本拨备和高资产杠杆的危机已经爆发，就像今天的荷兰富通银行一样。在当下的“金融海啸”中，巴克莱仍然游走在危机的边缘。

问题源于新巴塞尔协议。根据巴塞尔协议要求，证券化等直接融资工具和衍生工具的风险系数要低于传统银行贷款，而资本市场的金融创新则给了很多大型金融集团以低成本支持高速资产扩张的机会，并导致它们的许多创新业务拨备不足。而且，大型金融集团对于多元化可以分散风险的过分强调，进一步放大了单一业务拨备不足的影响，不同业务间“共用资本”的结果是“共用风险”。事实上，巴克莱资本总资产中仅有 17% 被计入风险资产，低风险资产比例就给低资本拨备和高资产杠杆留出了空间，而作为一种与传统业务相关度较低的业务，资本市场业务更被允许仅为风险资产的 2.7% 进行拨备，结果巴克莱资本业务部的经济资本需求仅占总资产的 0.4%，是传统商业银行业务的 1/10，从而埋下了资本拨备不足的风险隐忧。截至 2008 年 3 季度，巴克莱的表内交易资产的风险头寸合计达到 8865 亿英镑，表外信用风险担保 514 亿英镑。而每 10 亿英镑的信贷损失将使其核心资本充足率下降 0.25%，如果巴克莱再继续减计 80 亿英镑，将使再融资后的核心资本充足率重新降至 6% 以下。

同时，巴克莱以经济利润考核管理层的方式，使其更倾向于采用低成本的方式来运营高风险业务，于是在其他金融机构纷纷去杠杆化的时候，巴克莱还在进一步扩大杠杆，这使它离危机更近。

杜丽虹/文

2007 年 7 月，国家开发银行以 30 亿美元参股英国巴克莱集团，2008 年 6 月在账面浮亏 7.75 亿英镑的情况下，国开行计划拿出 1.36 亿英镑增资巴克莱集团，但最终被否决。随着次贷危机的发展，巴克莱似乎成为英国少数几家尚未被国有化的大型金融机构，巴克莱的前景如何？本文研究显示，巴克莱集团在当前的业务框架和资本拨备理念下，很可能成为下一个富通，被“共用资本”导致的危机压垮。

资本市场业务的快速增长

仅仅是在 5 年以前，巴克莱还是一个以英国市场为主的传统商业银行，但随着全球混业浪潮和管理层野心的膨胀，公司开始进行多元化扩张，旗下巴克莱资本也开始从投资银行业务渗透进入资本市场业务。

2005 年，巴克莱资本进一步拓宽了业务范围，除传统投资银行业务外，还从事 MBS、股票、商品和衍生品的投资交易，并通过证券化的方式转移了大量的风险资产。这一年，公司证券化额从去年的 43 亿英镑猛增到 216 亿英镑，净交易利润也从 14.9 亿英镑增加到 23.2 亿英镑，自营交易收入从 25 亿英镑增加到 32 亿英镑，而巴克莱资本的资产额则增加到 5819 亿英镑，占集团总资产的 63%。与之相对，传统商业银行业务（含信用卡）仅占总资产的 26%，投资管理（含财富管理）占 10%。巴克莱资本在集团内部的地位也得到大幅提升，从六大业务集团中的第五位上升到第二位。

到 2007 年时，巴克莱集团的业务结构已经发生了根本性的变化，传统银行业务的利润占比从 2003 年的 78%（零售银行 33%，批发银行 30%，信用卡 15%）下降到 2007 年的 48%（国内零售银行 15%，国内批发银行 17%，国际业务 10%，信用卡 6%），相应地，巴克莱资本的利润贡献从 17% 上升到 39%，投资管理部门（含财富管理）从 3% 上升到 13%（图 1）；在资产结构方面，巴克莱资本的资产占比更是上升到总资产的 71%，传统商业银行的资产占比下降到 22%，投资管理部门为 7%（图 2）。

资本市场业务的快速发展给公司提出了一个新挑战，就是如何准确度量新业务风险，并为其拨备足够的资本金。

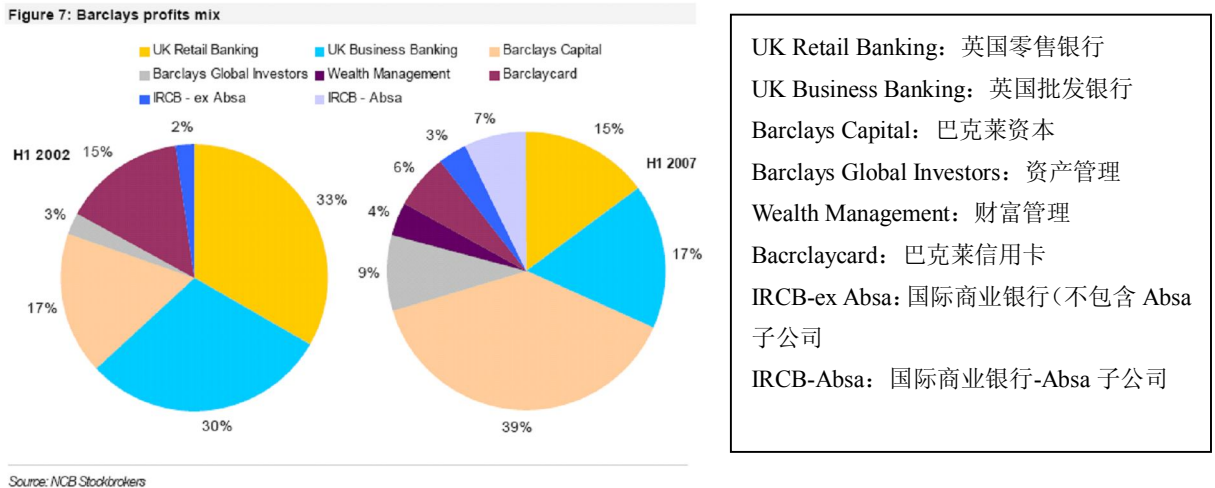


图 1：巴克莱集团业务利润结构

巴克莱集团各业务的资产占比(2008中)

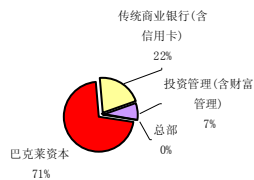


图 2：巴克莱集团业务的资产占比

经济利润刺激下的高杠杆扩张

随着 2005 年资本市场业务的大规模拓展和全球化扩张，巴克莱集团的资产额开始快速增加，年内交易及投资资产增加了 4500 亿英镑，使总资产从 5380 亿英镑增加到 9240 亿英镑，增加了 72%。资产的增加需要更多资本来吸收风险，但股权融资会稀释股东的权益，更重要的是它会降低管理层的绩效和奖金——巴克莱采用经济利润（Economic Profit）方式来考核管理层，其中经济利润=股东利润+无形资产摊销-资本的使用成本，资本=经济资本（股权或优先股，用于吸收风险以维持信用评级的最低资本需求）+并购中的无形资产溢价，不难看出，在相同利润创造的情况下，减少资本的使用可以提高管理层的经济利润创造，进而提升“红包”水平。

在经济利润的刺激下，巴克莱管理层想方设法降低新业务的资本拨备比率。在新的计

账制度下，有 2518 亿英镑的资产被转入交易账户，另外还有 535 亿英镑的待售资产和 1604 亿英镑的逆回购或借入资产，并增加了 1368 亿英镑的衍生金融工具，这些交易及衍生资产以公允价值入账，被赋予的风险系数很低，结果，尽管总资产增加了 72%，但风险资产只从 2186 亿英镑增加到 2691 亿英镑，仅增加 23%。相应地，用于吸收风险的经济资本需求只增加了 18.7%。2005 年，公司的杠杆率（总资产与普通股权益之比）从 34 倍上升到 53 倍，即使考虑并购过程中形成的少数股东权益，杠杆率仍从 32 倍上升到 38 倍。

2007 年，巴克莱资本的资产又较上年增长了 28%。到 2008 年中期，其交易账户资产已达到 1776 亿英镑，以公允价值计账的金融资产 1262 亿英镑、待售金融资产 427 亿英镑、逆回购和借入债券的现金抵押 1400 亿英镑、金融衍生品 4000 亿英镑，总资产达到 13657 亿英镑；为了支持庞大的交易资产，交易账户负债也增加到 560 亿英镑，以公允价值计账的金融负债 862 亿英镑、回购和借出证券的现金抵押为 1469 亿英镑、投资合同负债 809 亿英镑、金融衍生品负债 3964 亿英镑（图 3）。大量的交易账户资产和衍生金融工具，使公司的风险资产比例较低，并导致总资产与普通股权益之比上升到 50 倍以上，与总权益之比上升到 40 倍以上（图 4）。巴塞尔协议对证券化等直接融资工具和衍生工具风险的轻视给了巴克莱一个以低资本金支持高速资产扩张的机会。



图 3：总资产的增加幅度与风险资产的增加幅度

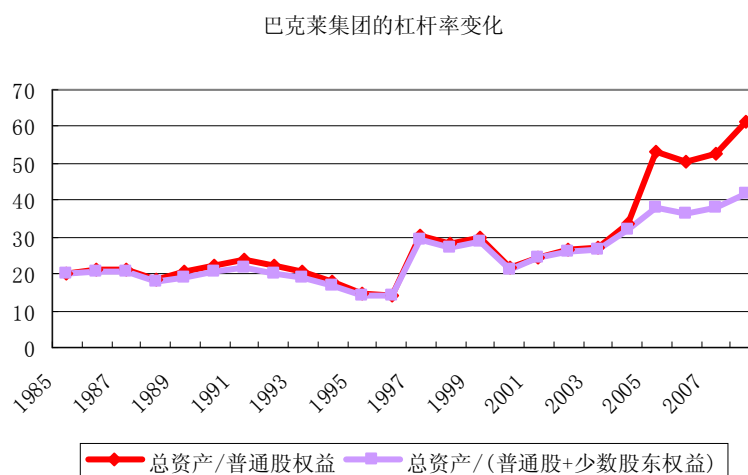


图 4：巴克莱集团的杠杆率变化

钻巴塞尔协议的空子

在过去几年中，巴克莱资本已成为巴克莱集团的主要增长动力，但是巴克莱资本属于金融业务中典型的“重资产”业务。英国本土商业银行业务的总资产回报率（ROA）可以达到 1.6-1.7%，新兴市场国家商业银行业务的 ROA 也在 1%左右，信用卡业务更高，达到 2.5%左右。与之相对，巴克莱资本的总资产回报率仅为 0.2-0.3%——受累于巴克莱资本的“重资产”，集团整体的总资产回报率也从传统业务的 1.5%左右被拉低到 0.6%。在此背景下，为了提高股东回报和经济利润，管理层只能努力将重资产业务转化为高杠杆业务（表 1）。

传统上，证券公司、投资银行确实被视为低风险、高杠杆运营的中间业务，随着集团业务范围的拓展，这一原则也被应用到资本市场交易和其他金融创新业务上。但是，与传统投资银行或证券经纪等纯粹的中间业务不同，资本市场交易和证券化业务承担了大量资产风险，不过管理层仍希望通过高杠杆来减少资本金的使用，而巴塞尔协议中对交易资产风险的弱化在无形中推动了资本市场业务的高杠杆。

Chart 2: RWAs at H108, £bn

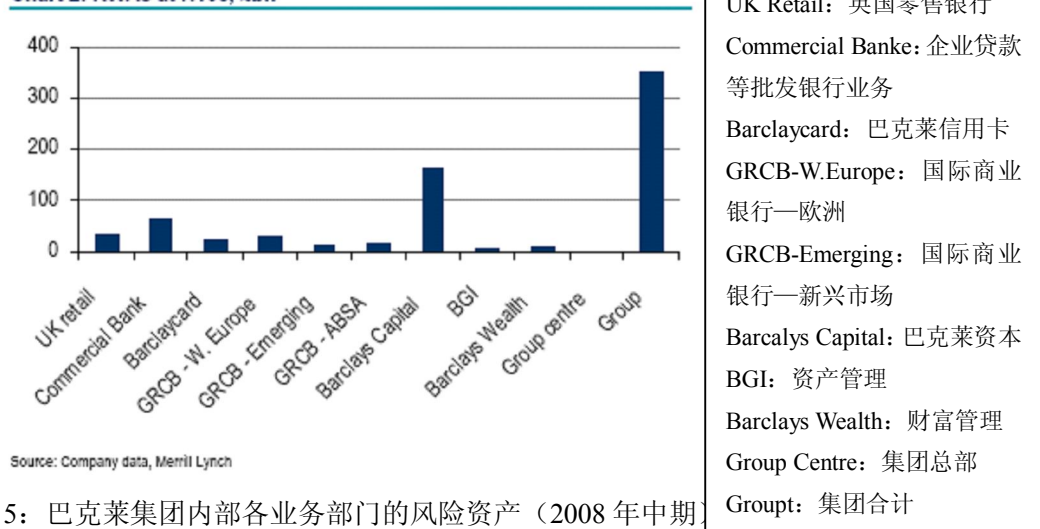


图 5：巴克莱集团内部各业务部门的风险资产（2008 年中期）

研究显示，2005 年，巴克莱传统商业银行业务的总资产中 67%都被计入风险资产，信用卡部门更高，总资产的 80%都被计入风险资产，高风险资产比例显示了集团对传统银行业务风险的重视，因为根据巴塞尔协议要求，银行的资本金需求是由风险资产额而非总资产额决定的（总资本应至少相当于风险资产额的 8%），风险资产比例越高，相应地资本拨备要求也就越高；但在巴克莱资本，总资产中仅有 17%被计入风险资产，资产管理部门这一比例更低，仅为 2%，财富管理部门为 33%。低风险资产比例就给低资本拨备和高资产杠杆留出了空间，结果巴克莱资本业务部的经济资本需求（用于吸收资产风险的最低资本要求）仅占总资产的 0.4%，是传统商业银行业务的 1/10（传统商业银行业务的经济资本需求平均占总资产的 4%左右），从而埋下了资本拨备不足的风险隐忧（表 2）。

到 2007 年时，公司传统商业银行业务的风险资产比例降低为 60%（信用卡部门上升到 90%），用于吸收风险的经济资本需求为总资产的 4.3%，与之相对，巴克莱资本的风险资产比例为 20%，经济资本需求仅相当于总资产的 0.7%，投资管理部门风险资产比例仍低至 2%，经济资本需求与总资产之比仅为 0.2%（图 5）——巴克莱资本和资产管理部门的低风险系数拉低了集团整体的风险资产比例和资本拨备水平，结果总资产中只有 29%计入风险资产，在 8%的资本充足率要求下，只需要 2.3%的资本拨备，资产与资本的杠杆被放大到 40 多倍——实际上，2005 年以来公司总资产与普通股权益之比已经达到 50 倍以上。

高杠杆增加了集团整体的经营风险，任何单一业务上的风险低估都可能导致集团整体

的崩溃——在 50 倍的杠杆下，只要总资产出现 2% 的贬值，就将吞噬全部资本金。

表 2：2005 年巴克莱各业务部门的风险拨备和回报率

	税前利润	总资产	风险资产	经济资本	风险资产 /总资产	经济资本/ 风险资产	经济资本 /总资产	ROA	经济资本 回报率
英国商业 银行	2455	141190	94195	5250	67%	5.6%	3.7%	1.7%	47%
全球商业 银行	690	73589	50071	1550	68%	3.1%	2.1%	0.9%	45%
巴克莱 资本	1272	581865	96095	2550	17%	2.7%	0.4%	0.2%	50%
全球投 资管理	542	80900	1659	150	2%	9.0%	0.2%	0.7%	361%
财富 管理	166	13370	4467	450	33%	10.1%	3.4%	1.2%	37%
信用卡	687	25771	20438	2800	79%	13.7%	10.9%	2.7%	25%
总部	-532	7672	2223	250	29%	11.2%	3.3%	-6.9%	-213%
中心				1050					
合计	5280	924357	269148	13000	29%	4.8%	1.4%	0.6%	41%

表 1：：2007 年巴克莱各部门总资产、风险资产和 ROA

	税前利润	总资产	风险资产	经济资本	风险资产 /总资产	经济资本/ 风险资产	经济资本 /总资产	ROA	经济资本 回报率
英国商业 银行	2653	161777	99836	6700	62%	6.7%	4.1%	1.6%	40%
全球商业 银行	935	89457	53269	2900	60%	5.4%	3.2%	1.0%	32%
巴克莱 资本	2335	839662	169124	6050	20%	3.6%	0.7%	0.3%	39%
全球投 资管理	734	89224	1994	200	2%	10.0%	0.2%	0.8%	367%
财富 管理	307	18024	7692	550	43%	7.2%	3.1%	1.7%	56%
信用卡	540	22164	19929	2150	90%	10.8%	9.7%	2.4%	25%
总部	-428	7053	1632	100	23%	6.1%	1.4%	-6.1%	-428%
合计	7076	1227361	353476	18650	29%	5.3%	1.5%	0.6%	38%

共用资本金放大局部风险

在巴塞尔协议下，巴克莱资本与传统商业银行业务的风险系数差别较大。按照通常的理解，既然传统商业银行的风险系数高（杠杆率较低），而资本市场业务的风险系数低（杠杆率较高），那么两者混业后，杠杆率应介于两者之间，比纯粹的商业银行高，但比独立的证券公司、投资银行低。

但实际情况却并非如此。在多元化的业务框架下，各业务除了独立的资本拨备外，还能够共用集团中心的资本储备，于是每个业务部门的资本拨备水平都比独立经营时要低，从而降低了集团整体的资本拨备要求。

进一步，那些与其他业务相关度较低的业务，通常会被允许更低的资本拨备，理由是当该业务风险爆发时，其他业务受影响较小，从而可以动用集团中心的资本储备来吸收风险，甚至可以动用其他业务的流动性（如存款）来吸收该业务风险，因此也就没必要为其拨备过多资本。而资本市场业务正属于这一性质的业务，它被视为与传统银行业务相关度较低的“好业务”，只需较少的经济资本就可以维持运营。数据显示，巴克莱资本的经济资本拨备水平低于监管要求；与之相对，集团信用卡业务的资本拨备水平要高于监管要求，这是因为该业务与传统银行业务相关度高——当信用卡业务的风险爆发时，意味着整个经济可能已陷入衰退之中，集团其他业务也将同时发生问题，从而无法动用集团整体的资本储备，只能依靠自身的高储备（图 6）。由此不难看出，在混业经营的框架下，各业务的风险并不是独立评价的，尤其是资本市场业务，它在很大程度上“占了传统银行业务的便宜”，实际上，巴克莱资本市场业务的资本拨备一直不足，集团指望在资本市场业务风险爆发时可以用传统银行业务来救它。

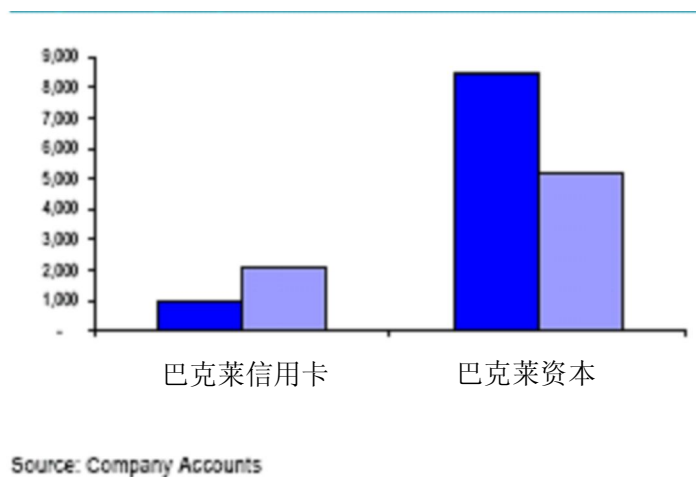


图 6: 巴克莱信用卡与巴克莱资本：法定资本需求与经济资本需求

同时，巴克莱的资本业务不仅风险系数低（风险资产与总资产的比例低），而且这一业务的经济资本与风险资产之比也是各业务部门中最低的。2005 年，其传统商业银行经济资本与风险资产之比在 5%左右，资产和财富管理业务这一比例达到 10%左右，信用卡部门更高达 13.7%。与之相对，巴克莱资本的经济资本仅相当于风险资产 2.7%，相当于总资产的 0.4%，结果其 0.2%的总资产回报率在 250 倍的经济资本杠杆下被放大为 50%的经济资本回报率，高于商业银行、信用卡和财富管理部门（表 3）。

2008 年，随着巴克莱资本业务的风险暴露，公司提高了拨备水平，但总体拨备比例仍然较低。2008 年中期，巴克莱资本的风险资产仅相当于总资产的 17%，显著低于商业银行部门 50-60%的风险资本占比，而用于吸收风险的经济资本与风险资产的比例虽然从 2005 年的 2.7%提高到 2007 年的 3.6%、2008 年中报的 4.9%，但仍低于商业银行 7%左右的经济资本占比，也低于公司整体 6.3%的比例，结果这一业务的经济资本与总资产之比仅为 0.8%，

显著低于商业银行 4%左右的比例，并将公司整体的经济资本与总资产之比拉低到 1.6%。

综上，在共用资本的理念下，低相关度业务被赋予了更高的杠杆，并推动了集团整体杠杆率的上升。2007 年巴克莱集团的总杠杆率达到 53 倍，高于美林、雷曼等专业证券公司，即使考虑英美会计准则差异（根据公司的陈述，在美国会计准则下其表内资产会减少 1/4），杠杆率仍然高达 39.5 倍，高于独立证券公司水平；到 2008 年中期，其杠杆率进一步提高，总杠杆率达到 61 倍，即使按美国会计制度计算仍高达 46 倍（加上少数股东权益后为 31 倍）。

与此同时，共用资本的理念本身隐藏着风险。实际中，那些相关度较低的业务常常成为风险串联的导火索。以此次次贷危机为例，各家大型金融机构都减计了几十亿美元、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，但由于该业务在共用资本的理念下一直没有充足的资本拨备，结果减计的只能是商业银行等传统银行业务的资本金。而且这些表面看来共用的资本金其实是不能动的，因为在危机中，评级机构、投资人、公众对资本充足率都更加敏感，对核心资本充足率的要求也更高，那些资本充足率下降的公司将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住挤兑的威胁，实际上，富通之所以被分拆出售、苏格兰皇家银行之所以被国有化，并不是因为传统商业银行业务自身出现了资本金不足，而是由于公众和投资人的恐慌，这种恐慌使公司的流动性在短期内被消耗殆尽。

可以说，“共用资本”的结果是“共用风险”。

表 3：2008 年中期巴克莱各业务部门的总资产、风险准备和回报率情况

	税前利润	总资产	风险资产	经济资本	风险资产 / 总资产	经济资本 / 风险资产	经济资本 / 总资产	ROA	经济资本回报率
英国商业银行	1392	177269	93846	7100	53%	7.6%	4.0%	0.8%	20%
全球商业银行	465	96691	56314	3750	58%	6.7%	3.9%	0.5%	12%
巴克莱资本	524	966109	163352	8000	17%	4.9%	0.8%	0.1%	7%
全球投资管理	265	79030	4413	350	6%	7.9%	0.4%	0.3%	76%
财富管理	182	17749	8808	500	50%	5.7%	2.8%	1.0%	36%
信用卡	388	24278	24955	2500	103%	10.0%	10.3%	1.6%	16%
总部	-462	4528	1051	100	23%	9.5%	2.2%	-10.2%	-462%
合计	2754	1365654	352739	22300	26%	6.3%	1.6%	0.2%	12%

走在危机边缘

巴塞尔协议下，资本市场业务的风险系数被降低了，而“共用资本”的理念则进一步降低了集团整体的资本拨备，结果，很多大型金融集团产生了一个错觉，就是它可以用很低的资本金来支持快速扩张。巴克莱集团也是如此，的确，它在短期内从一个地区性的商业银行变身为一个全球化的综合性金融机构。

2007 年，巴克莱向当时荷兰最大的金融机构 ABN ARMO 发出了全面收购邀约，总报价 675 亿欧元（427 亿欧元股票及 248 亿欧元现金）。为什么要收购 ABN ARMO 呢？除了

看重对方的全球化商业银行分支外，更是为了将巴克莱的投资银行和资本市场业务拓展到全球范围，并通过业务互补来进一步放大资本的杠杆（表 4）。

但是这一野心并没有得到投资人的支持，并购消息一发布，公司的股价就下跌了近 30%，投资人担心吞掉 ABN ARMO 这样一个庞然大物会给巴克莱带来致命风险。实际情况也确实如此——根据测算，如果巴克莱吸收了 ABN ARMO 总值 9870 亿欧元的资产，那么，公司的核心资本充足率将降至 5% 以下，而此后发生的信贷损失将使核心资本充足率进一步降至 4% 甚至更低，而那将是公众存款人所无法接受的，除非及时补充资本金，否则将遭遇挤兑，但并购中耗用的融资能力又限制了公司进一步融资以补充资本金的能力，最终巴克莱将被迫接受政府注资而被国有化。幸运的是，在后来的并购大战中，巴克莱败给了以苏格兰皇家银行为首的银行集团，从而保留了融资能力，否则今天被国有化的就不是苏格兰皇家银行而是巴克莱了。

表 4：巴克莱与 ABN ARMO 的业务结构

Figure 3: Pro forma allocation of revenues by business lines (2006)

	Barclays	ABN Amro	Pro forma
UK banking	35%		17%
– UK retail banking	18%		10%
– UK business banking	11%		6%
Barclaycard	14%		8%
International retail & commercial banking	15%	57%	33%
Barclays Capital	29%	33%	31%
Barclays Global Investors	8%	4%	6%
Barclays Wealth	5%	6%	5%
Other	1%	1%	1%
Total	100%	100%	100%

Source: KBW estimates

UK Banking: 英国商业银行

UK Retail Banking: 英国零售银行

UK Business Banking: 英国批发银行

Barclaycard: 信用卡

International Retail & Commercial Banking: 国际商业银行

Barclays Capital: 资本市场业务

Barclays Global Investors: 资产管理

Barcalys: 财富管理

Other: 其他

Total: 合计

实际上，即使没能成功收购 ABN ARMO，“金融海啸”中的巴克莱仍然游走在危机的边缘。2007 年受次贷危机影响巴克莱资产减值 16.35 亿英镑，其中 7.95 亿英镑减少当期利润，其余减少资本金；2008 年中期，其利润表上体现的信贷损失达到 24.5 亿英镑，较上年同期增加 155%，其中仅巴克莱资本的信贷损失就达到 20 亿英镑，使净利润降至 21.3 亿英镑，较上年同期下降 27.5%，核心资本充足率降至 5%，一级资本充足率降至 7.9%。

7 月，公司紧急融资 45 亿英镑，使核心资本充足率升至 6.3%、一级资本充足率升至 9.1%，10 月再提出百亿英镑融资计划，曾一度坚持的红利政策被迫取消以释放 20 亿英镑现金，再加上出售约 15 亿英镑的资产，进一步使核心资本充足率达到 6.7%，并计划于 2009 年 3 月发行 30 亿英镑的新股、30 亿英镑的优先股，将核心资本充足率提高到 7.9%。

但这些真的够了吗？截至 2008 年 6 月底，公司的核心资本 176 亿英镑，一级资本 277

亿英镑，即使加上 100 亿英镑的融资计划，核心资本也不过 276 亿英镑。而公司目前的“涉毒”资产就还有 280 亿英镑（2008 年三季度进一步上升至 310 亿英镑，而随着收购雷曼北美业务的进程，到年底会达到 365 亿英镑），此外，还有 1776 亿英镑的交易资产、427 亿英镑的待售金融投资、1400 亿英镑的逆回购和借入证券的现金抵押、4000 亿英镑的衍生金融工具，表内交易资产的风险头寸合计达到 8865 亿英镑，表外信用风险担保 514 亿英镑。

而上述资产中，每 10 亿英镑的信贷损失将使其核心资本充足率下降 0.25%，目前巴克莱已累计减计 50 亿英镑，如果再继续减计 80 亿英镑，将使再融资后的核心资本充足率重新降至 6% 以下。最后，即使次贷损失不会危及公司的资本充足率，但再融资的成本也是高昂的，它已经使公司估值在过去一年中大幅下降了 60%，它还将使集团 2009 年的每股收益下降 33%。

高杠杆的潜在危机

遗憾的是，并购失败后侥幸生存的巴克莱并没有及时反省多元化战略，反而更加强了多元化扩张的野心：“巴克莱的战略仍然是多元化拓展利润基础，在高增长市场和业务上追加投资”（2008 中报）。在“金融海啸”中，游走于危机边缘的巴克莱开始趁其他金融机构大幅裁员之机，扩充了巴克莱资本与投资管理业务的人员规模；9 月，集团又以 1.4 亿英镑收购了雷曼北美业务（为此公司将再融资 6 亿英镑），此次收购将给巴克莱资本增加 400 亿英镑的交易资产和 380 亿英镑的负债。

但是，如果不改变当前的风险度量体系，如果不放弃共用资本的理念，随着新并购业务的扩张，公司的杠杆率还将进一步上升——在其他金融机构都在“去杠杆化”的过程中，巴克莱却在进一步做大它的杠杆，这不能不让人担心，巴克莱很可能将成为下一个富通，即使不会在这次危机中倒下，我们也大胆预言它将可能面临多业务风险串联的严重打击。

次贷危机中，人们谴责管理层的贪婪和过度的金融创新，但次贷危机之所以能够演化成一轮金融海啸，它所揭示的问题绝不仅仅是次级抵押贷款的问题，也不是 CDS 等一两个金融衍生产品的问题。基于巴塞尔协议的风险度量框架需要反思了，而各金融集团内部资本共用的理念也需要重新审视。

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）的情况。

但是共用资本的理念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。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，但客户和投资者的感觉是：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。

金融业务在危机中有很强的风险串联性，这种串联性可能在历史的数据中尚未体现，或被作为“噪音”过滤掉了，但这种串联一旦发生，将对整个金融系统造成破坏性打击。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，这虽然会多耗用很多资本——就 UBS 的例子看，各部门资本需求的简单加总会使总资本需求增加一倍——但却是必须的。

总之，金融集团的众多优势中不应包括资本节约这一项，而一个金融集团的杠杆率也不应该比专业化公司更高，那些以混业经营为旗号而拥有更高杠杆的金融机构面临着潜在的资本危机。

（作者为贝塔策略工作室合伙人）

附文：

瑞士银行：排除共用资本的使用

瑞士银行（UBS）作为全世界混业经营、快速成长的典范，在此次次贷危机中似乎成为各金融机构效仿的典范。但实际上，公司在次贷危机中已经减计了300多亿美元的损失，资本金减少了一半多，杠杆率一度达到136倍。公司之所以没有倒掉，只是因为在其他银行力图掩饰次贷损失时，公司较早确认了损失，从而在市场还没有形成全面恐慌前就已进行了几轮融资，补充了资本金，但即使如此，到2008年10月，面对已经蔓延到财富管理部门理财产品中的巨额潜在信用损失，公司还是向瑞士政府申请援助，剥离了600亿美元的“有毒资产”，并向瑞士联邦发行了60亿瑞士法郎的可转债融资。

危机中，公司开始反思它的资本战略。2008年一季度，UBS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 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 亿瑞士法郎的资本金，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（表 5，资本金缺口被计入总部）。尽管 2008 年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%。

表 5：UBS 各业务部门的最低资本金及集团整体资本金缺口

Average equity attributed			
CHF billion	Average 2Q08	Average 1Q08	% change from 1Q08
Wealth Management International & Switzerland	6.2	6.3	(2)
Wealth Management US	6.8	6.6	3
Business Banking Switzerland	4.0	4.1	(2)
Global Wealth Management & Business Banking	17.0	17.0	0
Global Asset Management	3.0	3.0	0
Investment Bank	27.0	28.0	(4)
Corporate Center	(16.7)	(22.2)	
UBS total	30.3	25.8	17

Wealth Management International & Switzerland: 财富管理（瑞士本土及美国以外国际市场）

Wealth Management US: 财富管理（美国）

Business Banking Switzerland: 瑞士本土商业银行
Global Wealth Management & Business Banking: 全球财富管理及商业银行
Global Asset Management: 全球资产管理
Investment Bank: 投资银行及资本市场业务
Corporate Center: 公司总部
UBS total: UBS 集团合计

附文:

富通：并购加速暴露真实资本需求

富通的危机，表面看是并购惹的祸：2007 年，苏格兰皇家银行、富通集团、西班牙 Santander 银行三家联合收购了荷兰的 ABN ARMO 集团，其中富通集团以 240.5 亿欧元的价格获得 ABN ARMO 的私人银行业务、在荷兰的银行业务和 ABN ARMO 的品牌使用权，较 46 亿欧元的净资产价值高出 194.5 亿欧元，这部分溢价在并表后要用资本金来吸收，从而导致公司资本金不足。2008 年中期，根据公司自身的测算，在完全并表后它的核心资本将降至 4%水平，低于其承诺的 6%的目标资本，公司本来计划通过剥离出售部分并购资产来弥补资本金的不足，但突然而至的金融危机使公司剥离的资产只能折价出售，资本缺口进一步扩大，并引发了市场恐慌。一切似乎都源于一次不恰当时机的不当并购。

但我们的研究显示，即使不发生并购，富通的资本状况仍很危险。

新巴塞尔协议推动了资本市场业务的高杠杆

2008 年中期，富通账上有 1107 亿欧元的待出售资产（其中待售证券 640 亿欧元，待售金融衍生品 459 亿欧元），另有待出售投资品 1562 亿欧元，还有 1050 亿欧元的递延收益和其他资产。这些资产都是独立于银行和保险业务的，也独立于资本监管体系——根据新会计准则，待出售资产被列入交易账户，并按公允价值计入资产负债表，而无需按传统风险拨备原则进行大量资本储备。

实际上，公司最主要的部门——银行部门（包括传统商业银行业务和投资银行、资本市场业务）有 8761 亿欧元的资产，加权后只有 2754 亿欧元的风险资产，其中，736 亿欧元的零售贷款贡献了 266 亿欧元的风险资产（Basel I 下风险资产值为 459 亿欧元），2283 亿欧元的企业客户贷款贡献了 1945 亿欧元的风险资产（Basel I 下风险资产值为 2002 亿欧元），加上投资管理部门 128 亿欧元的风险资产，传统业务贡献了银行部门总风险资产的 90%，而商人银行部门旗下大量的资本市场业务则几乎不需要拨备。结果 8761 亿欧元的资产，只需 220 亿欧元的资本拨备，核心资本只有 165 亿欧元，银行部门的杠杆高达 27 倍（图 1）。

富通保险业务部门也是如此，大量投资业务独立于保险业务，使 1183 亿欧元的保险资产只需 41 亿欧元的最低资本金，结果 57 亿欧元的股权资本就使保险业务的资本充足率达到 196%，使总杠杆率达到 21 倍。

独立于传统银行业务和保险业务的资本市场业务，其过低的资本拨备成为富通悲剧的根源，而这种低拨备源于新巴塞尔协议下对直接融资体系的过度信赖。以居民抵押贷款为例，作为商业银行的一笔零售贷款，它的风险系数为 75%，但证券化后评级可以达到 AAA 或 AA，从而只需按总资产的 20%计算风险资产，计提的风险准备也仅相当于总资产的 1.6%—

—新巴塞尔协议认为资本市场有更完善的定价体系和更好的流动性，所以证券化产品、交易账户资产的风险系数都显著低于传统商业银行贷款（表 1）。

但在金融创新过程中，资本市场可能发生系统性的偏差和系统性的流动性丧失，从而导致以公允价值计账的证券资产的实际损失更高。以富通 1500 亿欧元的待出售投资为例，2007 年这些投资就已减计 20 多亿欧元的信贷损失，2008 年上半年进一步减计 55 亿欧元，并导致权益资本减少 40 亿欧元，为此公司紧急股权融资 15 亿欧元，并取消了 2008 年中期的股息，才使 Basel I 下的一级资本充足率达到 8.2%。不过随着次贷危机的蔓延，如果未来上述投资再贬值 5%，即使不考虑并购溢价所消耗的资本金，也将导致富通的资本充足率跌至目标值以下，如果未来上述投资再贬值 20%，将导致 300 亿欧元的资本损耗，而公司的全部权益资本也仅有 304 亿欧元。所以，即使没有并购，富通仍面临资本危机。

表 1：新巴塞尔协议下各业务的风险系数

资产类型		外部评级					
		AAA~AA	A+~A-	BBB+~BBB	BB+~B-	B-以下	未评级
主权资产		0%	20%	50%	100%	150%	100%
金融 机构	第一套方案	20%	50%	100%	100%	150%	100%
	第二套方案	20%	50%	50%	100%	150%	50%
	第三套方案	20%	20%	20%	50%	150%	20%
企业贷款		20%	50%	100%		150%	100%
零售贷款							75%
其他							100%

“共用资本”放大危机

如果说新巴塞尔协议低估了部分创新业务的风险，那么，多元化金融机构“共用资本”的理念则放大了低估效应。

在上世纪 90 年代掀起的金融机构混业经营的浪潮背后，除了“交叉销售”、“一站式服务”等经营协同的好处外，更加吸引金融机构的还有“共用资本”的理念。一般认为多元化经营的金融机构，由于各业务间的风险对冲作用，可以减少总资本的拨备。具体到富通，集团规定银行和保险业务各自只需为本部门风险的 85%进行资本拨备，其余 15%的资本需求可以共用集团总部资本，这样在集团层面就节约了总资本拨备，而且只要两个部门不同时发生问题，理论上讲资本是够用的。

共用资本的理念在欧洲混业经营的金融机构中很流行，这些金融机构的杠杆率普遍在 20-30 倍之间，而美国银行业的杠杆率平均仅为 10 倍，财险公司 5 倍，寿险公司 12 倍，只有证券公司的杠杆率可与欧洲金融机构相比。

表面看，共用资本的理念似乎很有道理，当危机发生时银行业务的存款、保险业务的保费资金似乎都可以为风险业务提供良好的流动性；但实际上，这些业务之间存在着较强的风险串联，一旦公司的资本市场业务发生较大额度的亏损，投资人和公众就开始担心其商业银行业务、保险业务的资本安全，结果对这些业务的资本需求非但没有降低反而提高了。此时集团如果胆敢动用共用资本去弥补风险业务的资金缺口，就将导致其他部门资本充足率下降，尽管这些部门的资本充足率可能仍在法定要求以上，但还是会遭遇评级机构的无情降级，然后是客户资金的流失，甚至可能引发挤兑。富通在 2008 年 9 月份被评级机构降级后就曾

引发挤兑事件，几天内存款减少了 3%，这意味着每天几十亿欧元的净流出，公司流动性迅速恶化，只能向政府求救。

2008 年 10 月 14 日，标普威胁将富通降至垃圾级，富通被迫将公司保险业务和荷兰的银行业务（包括 ABN ARMO）卖给荷兰政府，将比利时的保险业务和 75% 的银行业务卖给了百富勤（其他 25% 卖给了比利时政府），这些业务占公司总业务的 80%，出售后公司将仅保留国际保险业务和卖不出去的结构化信贷组合和其他金融资产，富通已经实质性破产了。

富通的危机显示了共用资本理念的严重缺陷：当危机发生时，不同金融业务间并不能起到很好的风险分散作用，反而会由于资本的争夺而引发风险的串联，而共用资本理念下混业集团的高杠杆则放大了资本的困境——在 30 倍的杠杆率下，3 个百分点的资产损失就意味着银行将损失其全部资本金。

并购加速资本危机的显现

以上分析显示，即使不发生并购，富通仍然面临资本危机，这种危机源于新巴塞尔协议下资本市场业务的拨备不足，并在多元化金融集团共用资本的理念下被放大了，而并购则加速了危机的发生。为了吸收 194.5 亿欧元的并购溢价，公司必须要剥离出售一些资产，危机中的折价出售一次性地暴露了这些资产的真实价值——以最后分拆中留在集团内部的一个 100 亿欧元“涉毒”资产包为例，公司需要为这部分资产注入 30% 的资本金，而类似资产公司有 400 亿欧元，都放在 1500 亿欧元的待出售投资账户内，如果说这 30% 的资本拨备是真实的，那么对这 1500 亿欧元的真实拨备应至少在 300-500 亿欧元之间，而分拆前公司的总资本还不到这一水平。并购加速暴露了资本不足的问题，公司的多次股权融资需求则反映了真实的资本需求。

富通集团的业务结构

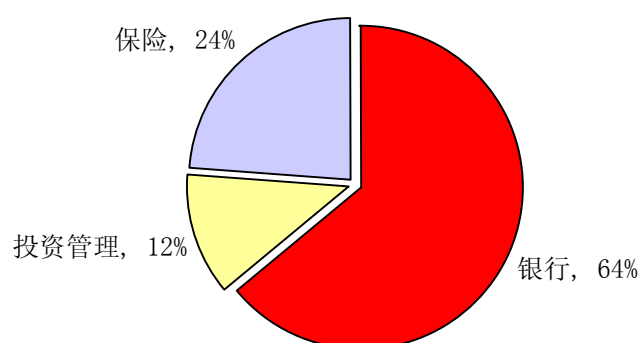


图 1：富通被分拆出售前的业务结构