

# 金融创新与金融体系的简单回归

## （一）金融海啸探源

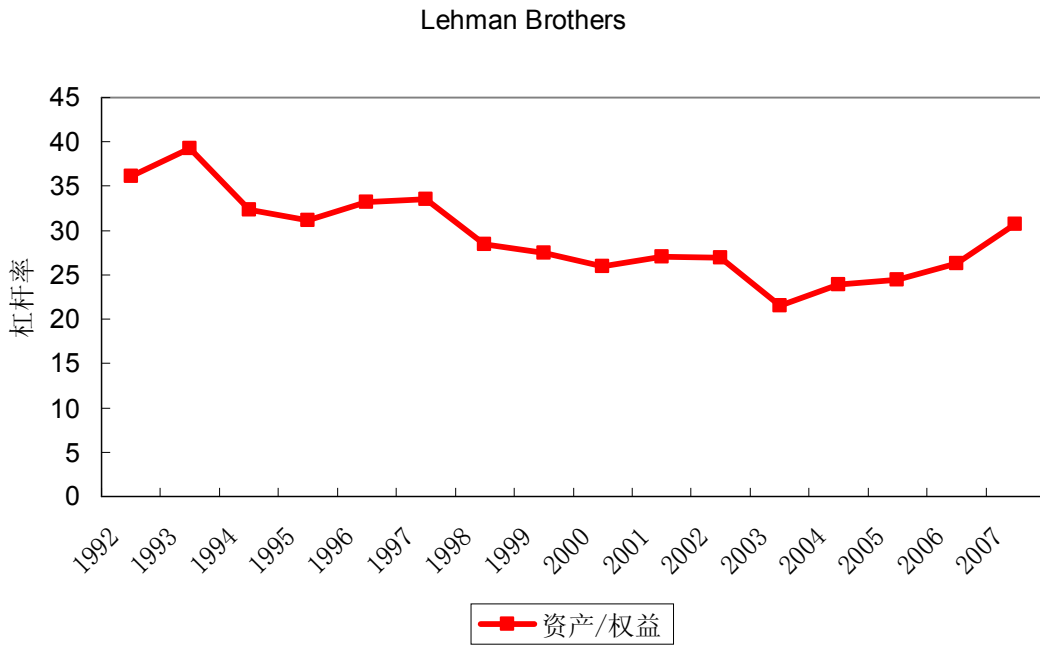
### 一、 真的是贪婪惹的祸吗？

2008年9月7日，美国政府宣布接管两大住房低压贷款融资机构“房利美”和“房贷美”，2008年9月15日，有着158年历史的美国第四大证券公司雷曼申请破产保护，同日，有着94年历史的美国第三大证券公司美林证券被美洲银行以440亿美元的低价收购，9月18日，美国政府同意向全美最大保险公司AIG提供850亿美元贷款并接管公司80%股权；9月25日，美国最大储蓄银行华盛顿互惠银行破产；10月7日，英国四大银行——汇丰银行、巴克莱银行、苏格兰皇家银行、劳埃德银行遭遇挤兑，劳埃德银行、皇家苏格兰银行、巴克莱银行向政府申请紧急救助450亿英镑；9月荷比合资银行富通集团股价暴跌，并遭遇降级威胁，9月28日荷兰、比利时、卢森堡三国政府联手出资向富通集团注资112亿欧元，以换取其49%股权，但挤兑风潮仍在继续，公司现金告急，无奈之下富通惨遭分拆出售；10月13日，英国政府宣布向苏格兰皇家银行注资200亿英镑，以换取其60%股权，将劳埃德TSB和哈利法克斯苏格兰银行合并，并向合并后银行注资170亿英镑，以换取其40%股权，英国三大商业银行被历史性的国有化；同日，巴克莱银行宣布股权融资65亿英镑以自救；10月16日，瑞士银行（UBS）宣布继6月融资153亿美元后将通过瑞士联邦再发行60亿瑞士法郎的强制可转债，以便将600亿美元的证券和其他资产从瑞银资产负债表中剥离出来（瑞银提供60亿美元资本金，瑞士央行提供540亿美元贷款）；此外，瑞士信贷也紧急融资100亿瑞士法郎（约合87.7亿美元），以增强资本安全性；法国巴黎百富勤也急需107亿欧元的资本金，才能达到8%的资本充足率标准……次贷危机已经从美国蔓延到欧洲，从华尔街蔓延到全世界，在人们还没有弄清到底发生了什么之前已经有大批的金融机构倒闭或被政府接管了。华尔街怎么了？欧美世界的金融体系怎么了？

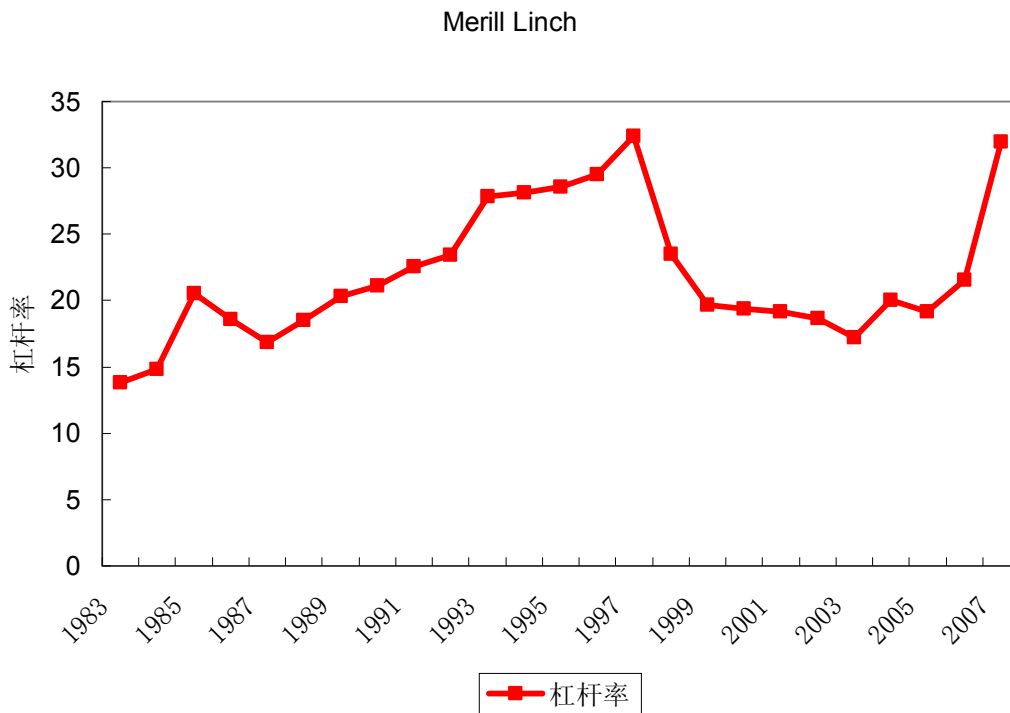
对于这个问题，多数专家学者的答案是：一切应归咎于华尔街的贪婪——而AIG高管在公司被接管后一天44万美元的度假消费更让人们相信是华尔街的“肥猫”们制造了次贷危机，他们贪婪的使用了高杠杆，然后又愚蠢的相信了把次级信用贷款打包以后就能变成AAA证券的神话。

但事实是，贪婪是华尔街的本性，这些投资银行家们已经贪婪了一百多年了，靠着贪婪和狡黠他们度过了两次世界大战和多次经济危机，但为什么在这次危机中被集体击溃？只是由于对次贷的错误估价吗？只是由于高杠杆吗？从资产负债表和利润表上看，雷曼、美林等证券公司的杠杆率并没有发生本质变化——今天30倍的杠杆率在90年代也曾出现过，为什么这次危机会导致有着158年历史的公司破产？为什么象AIG这样每年有四百多亿美元保费收入的保险公司会被接管？

危机不能简单归咎于贪婪，我们需要探究更本源的原因。



图（）雷曼的历史杠杆率和 ROE 水平



图（）美林的历史杠杆率和 ROE 水平

## 二、 雷曼：祸起多元化

9月15日，有着158年历史的雷曼宣布申请破产保护，这对于整个金融界来说是一个不小的打击，不仅因为它的规模和它的历史，还因为它的衰退速度太快了，在人们还没能完

全理解到底发生了什么的时候，雷曼已经倒下了。

实际上，就在今年4月，雷曼的CEO还曾发表讲话称信贷危机已接近尾声，并融资购买了Alt-A债券，5月时根据彭博资讯的统计，雷曼公布的信贷损失仅为33亿美元，排在全球主要金融机构的第24位，是其主要竞争对手信贷损失的1/10，就在人们把雷曼视为谨慎经营的典范时，公司状况却骤然恶化，6月公司半年报披露信贷相关损失大幅上升至139亿美元，反映雷曼债券信用水平的信用违约互换产品（CDS）的点差从100点左右跳升至272个基点，评级机构纷纷下调评级，公司开始通过再融资和资产出售来补充资本金，8月雷曼开始寻求战略投资人，韩国产业银行、KKR等加入谈判，9月10日谈判破裂，雷曼股价爆跌45%，9月11日雷曼公布三季报，再爆78亿美元的资产减值，为了自救公司管理层提出分拆商业地产和出售投资管理业务的计划，但投资人对这一方案并不看好，穆迪声明要大幅调低雷曼评级，当日雷曼股价再跌46%，9月12日市场恐慌，业务伙伴停止和雷曼交易，客户纷纷将雷曼业务转移至其他银行或券商，同时巴克莱和美洲银行加入全面收购谈判，当日公司股价跌至3.65美元，CDS点差升至700个基点；14日美联储宣布不会给雷曼提供资金救助或担保，巴克莱退出谈判，美洲银行转而与美林证券达成收购协议，15日雷曼宣布申请破产保护，股价跌至0.21美元。有着158年历史的雷曼破产了，这是美国有史以来最大的一桩破产案。曾经历过两次世界大战和多次经济危机的雷曼为什么会在这次金融海啸里显得如此不堪一击？是公司自身的贪婪？是管理层的膨胀？还是监管的不力？做空者的阴谋？

本文经过深入研究发现，雷曼破产的根源在于多元化。在90年代全球金融业混业经营的趋势下，雷曼为了追求多元化的利润增长，进入了商业银行、保险、资产管理、地产投资等多个业务领域，尽管它用高薪聘请到了行业内最优秀的人，但在最根本的风险资本配置问题上却犯了重大的错误：在宽松的监管环境下，雷曼将证券公司高杠杆的经营模式加诸于商业银行、地产投资等传统业务，结果导致这些高风险业务的资本准备严重不足，当危机到来时，损失被成倍放大，并引发了资本金不足、评级机构降级和流动性消失的系列问题，最终走向破产。

## 2.1 祸起多元化

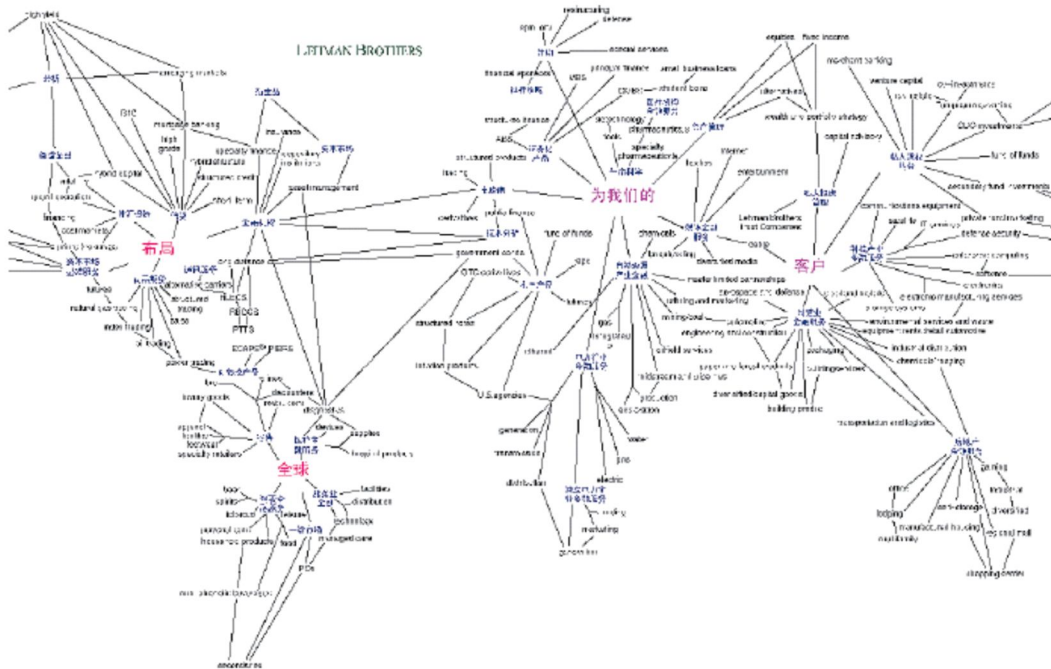


图 5-37 雷曼兄弟的业务结构图

资料来源：2006 Annual Report

图（）雷曼的多元化业务结构图

雷曼兄弟，以债券承销起家，被称为“债券之王”，20世纪90年代后开始进行多元化拓展，2000年以后更将多元化列入核心战略，“追求多元化增长”（“Driving Deversified Growth”）成为公司的核心理念。

“在当今世界，资本可以瞬时转移配置到能够产生更高回报的资产和业务上……一些以前不对我们开放、但现在开放的业务展现了更多的机会，所以我们要把资本配置到能够产生更高风险回报的业务上去。”（2006年报）

在多元化理念的推动下，2002年以来，公司开始努力拓宽抵押贷款发放业务，2004年收购了三家居民抵押贷款银行；2006年收购了一家欧洲抵押贷款银行；2006年自己发放了600亿美元的居民住房抵押贷款，470亿美元的商业抵押贷款，证券化了1460亿美元的房贷，此外还持有了190亿美元的商业抵押贷款，30亿美元的市政和其他资产抵押贷款；2007年发放了470亿美元的居民住宅抵押贷款和600亿美元的商业抵押贷款，并增设了一个专门投资于地产投资基金（REITS）的小组；截止2007年底，雷曼在全球有6000名员工从事抵押贷款发放业务。

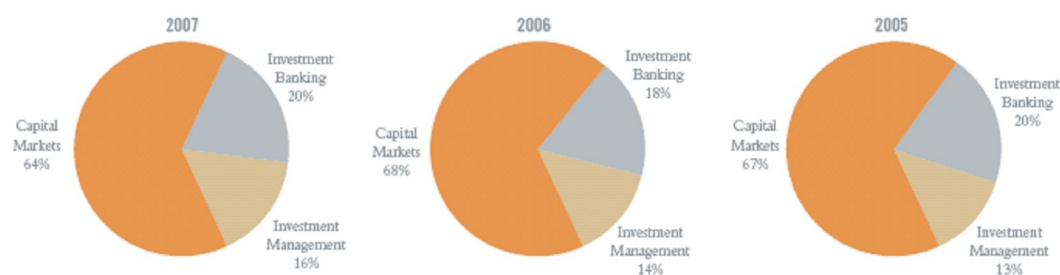
在其他业务上雷曼也在进行着广泛多元化，继2006年收购了一家欧洲的教育贷款银行后，2007年收购了一家发放小企业贷款的州立银行、一家杠杆贷款投资管理公司 Lightpoint Capital Management、一家服务于高端投资人的投资管理公司 H.A.Schupf & Co.、一家能源领域的投资公司、一家风力和太阳能发电公司、一家寿险公司、一家英国的投资咨询公司、一家澳大利亚证券公司、一家印度证券公司、一家土耳其证券公司；参股了一家进行全球投资和技术发展的投资管理公司 D.E.Shaw、一家专门进行新兴市场投资的公司 Spinnaker Capital Group 和一家再保险公司；成立了一个专门投资于新兴市场的小组、一个专门服务于私人股权基金中结构性投资人的小组。

多元化的发展形成了公司资本市场、投资银行和投资管理三大业务板块。其中，资本市场业务包括固定收益和权益类资产的交易和做市、衍生产品的发起和交易、贷款的发放和

证券化打包、房地产投资、私人股权基金投资、对冲基金的主经纪商服务、研究咨询支持等；投资银行业务分为全球融资部和咨询业务部，其中全球融资部提供公募、私募融资、杠杆融资及其他结构化融资安排，咨询业务部提供并购重组、分拆剥离的战略咨询；投资管理业务包括资产管理和私人银行两部分。

表（）雷曼的多元化业务结构

业务部	子业务分支	产品及服务
资本市场业务	固定收益	做市商，交易市政、公用事业债、利率和信用衍生产品、抵押贷款证券、外汇和商品期货，也发放贷款、结构化打包证券、并参与证券化衍生产品交易，提供研究支持，提供融资、咨询服务，为对冲基金提供主经纪商服务，房地产投资等
	权益	做市商，交易股票和权益类产品，并参与股权类衍生产品交易，提供研究支持、结算服务，为对冲基金提供主经纪商服务，私人股权基金投资等。
投资银行	全球融资	公募承销、安排私募融资、杠杆融资和其他股权或债权融资
	战略咨询	并购、剥离、重组等公司战略咨询
投资管理	资产管理	为高端客户、共同基金和其他中小投资机构提供资产管理服务，也是私人股权基金和其他替代投资机构的合伙人
	私人银行	为富裕个人和中等机构提供投资管理、财务顾问和结算等服务



图（）雷曼的业务结构

公司沿着多元化道路在快速前进，它招聘到了最优秀的人，买到了最好的业务部门，但却无法实现公司内部各业务间的有效资本配置，一些新进入的业务在证券公司的经营框架下被赋予了高杠杆，结果导致资本拨备的严重不足。

## 2. 2 跨界经营下的资本拨备不足

### 2. 2. 1 监管的放松

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。分业经营的限制被废除了，证券公司的业务范围更广了，但监管却更松了：1975 年美国证监会（SEC）规定证券公司的负债-净资本比不能超过 12，并要求对不同金融产品要缴纳一定的估值折扣（类似于准备金），但是到了 2004

年，SEC 修改了规定，允许资本在 50 亿美元以上的证券公司不缴纳估值折扣，并将负债-净资本比上限提高到 40 倍，远远高于其他金融机构允许的杠杆率。

除了美国，世界各国对证券公司的监管都是比较松散的，到 2007 财年末雷曼有 27 亿净资本，而法定最低资本金要求仅为 6 亿美元；2008 年中期，雷曼欧洲共有金融资源 165 亿美元，比法定要求多 96 亿美元，比最低资本要求多 42 亿美元，雷曼日本有 12 亿美元的净资本，比日本金融服务局的资本要求多 5.7 亿美元，比日本央行的要求多 3.1 亿美元。

由以上数据不难看出，与银行和保险公司不同，证券公司几乎不受准备金的约束。于是，当混业经营的限制放开后，证券公司的传统投资银行业务开始受到其他金融机构的冲击，为了获得更高回报，证券公司也反击进入其他金融机构的业务领域，包括商业银行、保险公司、投资公司等。在跨界经营过程中，由于证券公司很少受到资本金约束，因此，他只需根据自己估算的风险资产和公允价值进行少量拨备，便可以用高杠杆来运营传统业务了。

## 2. 2. 2 用中间业务的思维来做风险业务

在新的监管环境下，证券公司只需根据自身测算的风险资产额来进行适当的拨备，如雷曼，根据公司自身的拨备要求，只要总风险资本率（RBC）大于 10% 就可以。

总风险资本率 = (一级资本 + 二级资本) / 风险资产 > 10%

其中，

一级资本 = 股东权益 - 无形资产 - 递延税款 - 递延收益 + 优先股

二级资本 = 一级资本 + 无担保、五年期以上债券（债券部分不能超过资本额的 50%）

风险资产根据巴塞尔协议原则按内部风险测算模型计算，2007 年底时雷曼的风险资产总额为 2166 亿美元，由此计算的一级资本充足率为 10.7%，二级资本充足率为 16.1%；2008 年紧中期一级资本充足率为 11%，二级为 16.5%。

乍看起来，公司的资本充足率很高，甚至远远高于银行等金融机构，但实际上，这里面风险资产的计算存在很大隐患，对有抵押的资产（包括融资融券资产）几乎是不计算风险系数的，结果，公司 6000 多亿美元的总资产，而风险资产额仅为 2000 亿美元左右。此外，对很多新进入的业务，如次级抵押贷款、金融衍生品等，在计帐时通常应用第二、三类公允价值计帐法，即以非活跃的市场数据来计算公允价值（第二类）或以管理层的最佳估算来计算公允价值（第三类），这类计帐方法过多依赖于主观判断，使很多风险头寸被低估，以金融衍生品的计帐为例，2007 财年末，公司衍生品合约的名义负债总额达到 7380 亿美元，但表内的公允价值仅为 368 亿元，而 2008 年中期，衍生品负债的名义额达到 7290 亿美元，但表内的公允价值仅为 166 亿美元。

实际上，由于传统的证券公司是以投资银行和经纪业务为主的，这些中间业务的风险确实较小，所以它们已习惯了低风险估价和高杠杆经营的模式；而在多元化进入传统商业银行业务和投资公司业务后，证券公司仍延续着这种高杠杆的经营模式，从而导致传统的抵押贷款业务、地产投资业务在进入证券公司资本市场部后风险被严重低估，并由此导致了资本金的拨备不足——公司的一级资本只有 200 亿美元，总资产 3% 的贬值就将“吃掉”所有的资本金。

## 2. 2. 3 信用支持与风险串联

令问题更加严重的是，公司为了减少保证金占用，在子公司多元化进入新业务时，由集团公司对所有子公司业务进行全额担保：雷曼的固定收益衍生品通过 Lehman Brothers Special Financing Inc., Lehman Brother Financial Products Inc. (LBFP), Lehman Brothers

Derivative Products Inc. (LBDP) 交易发行, 股权衍生品通过 Lehman Brothers Finance S.A., Lehman Brothers OTC Derivatives Inc. 交易发行, 商品衍生品通过 Lehman Brothers Commodity Services Inc. 控股公司为所有子公司提供担保, 上述发行金融衍生品的公司 LBFP、LBDP 在母公司的信用支持下获得了 AAA 信用评级, AAA 评级降低了繁荣时期公司的保证金需求, 从而进一步推高了杠杆。

## 2. 2. 4 后果: 所有业务向高杠杆“看齐”

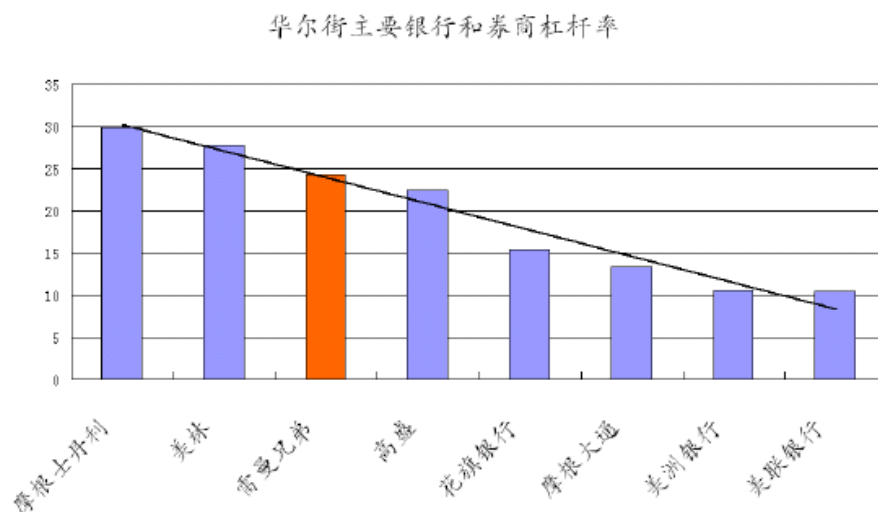
2007 财年末, 雷曼 MBS 和 ABS 的总规模达到 891 亿美元, 还有 200 多亿美元的房地产投资, 抵押相关资产是股东权益的 5.6 倍——抵押相关资产 18% 的贬值就将导致公司资本金化为乌有; 此外, 衍生品合约的名义负债总额达到 7380 亿美元, 是资本金的 30 多倍; 2008 中报, MBS、ABS 帐面额达到 725 亿美元, 房地产投资 207 亿美元, 公司持有 6146 亿美元的 CDO (多数并未并表), 表外的衍生品名义额为 7290 亿美元 (公允价值为 166 亿美元), 有 60 亿美元对市政债的流动性担保, 为 VIE 提供 12 亿美元的流动性担保和 66 亿美元的本金担保, 并承诺购买 17 亿美元的商业票据, 这其中任何一项损失都将对资本金形成严峻冲击; 2008 年三季度末, 在剥离出售了大量“有毒”资产后, 公司仍有商业地产头寸 326 亿美元, 住宅抵押贷款头寸 132 亿美元, 房地产的总风险头寸为 850 亿美元, 降至股东权益的 2.1 倍, 但即使如此, 如果贬值 20% 仍将使公司陷入资本金不足境地。

在总杠杆率 (总资产/股东权益) 方面, 2007 财年的总资产增加了 37% 达到 6911 亿美元, 而资本金只有 225 亿美元, 总杠杆率为 30.7 倍; 2008 年 2 月时, 公司的杠杆率达到最高值, 总杠杆率为 31.65 倍; 而 2008 年 5 月, 总杠杆率降低到 24.34 倍, 考虑股权融资后降低为 20 倍; 2008 年三季度末总杠杆率为 21.1 倍, 仍显著高于其他行业的金融机构。实际上, 由表 ( ) 可见, 在美国, 与其他金融机构相比, 证券公司的杠杆率是最高的。高杠杆的证券公司进入到了低杠杆的银行、地产投资等业务领域, 结果就导致了拨备的严重不足——资本金从总资产的 10%、甚至 20% 降低到 4%, 相应地企业抗冲击能力也大打折扣。

表 ( ) 美国各类金融机构的杠杆率比较

	REITS	财险公司	商业银行	寿险公司	证券公司	综合性金融集团
2007 财年末上市公司均值	4.1	5	10.8	12.6	25.1	12.7

图 2: 华尔街主要银行和券商杠杆率



资料来源: 中金公司研究部

图 ( ) 华尔街主要银行和证券公司的杠杆率比较

### 2. 2. 5 地产分拆暴露拨备不当

在遭遇危机后, 2008 年 9 月公司提出分拆商业地产资产, 使其以 REITS 方式独立运营。根据分拆计划, 公司将 250~300 亿美元的商业地产头寸剥离给新公司 REI Global, 同时, 为其注入约 70 亿美元的资本金, 其余部分以长期债支撑, 这样新公司的负债率将保持在 75~80%, 这意味着新公司的杠杆率只有 4~5 倍, 显著低于该业务在雷曼内部运营时 20~30 倍的杠杆率, 也因此, 在商业地产业务带着 70 亿美元的资本金被剥离后, 雷曼整体的杠杆率将由 21.1 倍上升到 26.6 倍, 一级资本充足率将由 11% 下降到 8.7%——同样的资产, 在雷曼内部运营时可以享受 20~30 倍的杠杆, 而在独立经营时投资人只能接受 4~5 倍的杠杆率, 这一事实已充分暴露公司原来的高杠杆运营模式是不恰当的。

为了弥补分拆后造成的资本金损失, 公司计划将投资管理业务的大部分权益出售——出售资产帐面净值约 40 亿美元, 出售后剔除无形资产价值计划可获得 30 亿美元的溢价——溢价资本将用来补充商业地产剥离所需要的 70 亿美元资本金, 使资本充足率仍能维持在 11% 水平。但在危机中投资管理部门真能实现 30 亿美元的溢价出售吗?

实际中, 在雷曼破产后公司仅以 21.5 亿美元的总价将其资产管理业务出售给了贝恩资本 (不包括私人股权基金部分), 仅相当于公司预期价的一半不到。以此价格计算, 公司的总杠杆率将上升到 29.2 倍, 一级资本充足率将下降到 7.5%, 如果剩余的 500 亿头寸进一步缩水 20%, 那么总杠杆率将上升到 59 倍, 一级资本充足率仅为 1.3%。

正是看到分拆资产需要带走大量资本并推升杠杆率、以及剩余资产继续贬值的风险, 分拆方案的提出并没能恢复市场信心, 当日穆迪就威胁要大幅调低公司评级至垃圾级, 并导致了全面的流动性丧失。

表 ( ) 剥离商业地产业务和 IMD 业务对公司资本充足率的影响

	剥离商业地产业务前	剥离商业地产、出让 IMD 获得 30 亿美元溢价	剥离商业地产 出让 IMD 无溢价

总资产	6000	5740	5710
股东权益	284	244	214
	21.1	23.5	26.6
风险资产	1900	1600	1600
一级资本	209	169	139

## 2.3 高杠杆下流动性不堪一击

### 2.3.1 看似充足的流动性

作为一家有着 158 年历史的投资银行，雷曼其实一直很注意保持自己的流动性储备，2007 财年末时，其流动性池里有 350 亿美元的流动性资产（其中 73 亿美元为现金），主要包括现金、隔夜回购和 G7 国债、政府担保证券等，这些流动性资产被用于紧急情况下应付短期债偿还、延伸贷款和信贷承诺履约、抵押品价值贬损、股票回购和信用评级降低一档时增加的保证金要求等。根据公司的规定，流动性资产（国债、政府支持证券、公司债、ABS、股票）主要通过抵押方式融资；非流动性资产（固定资产、无形资产）和弱流动性头寸（衍生品、私人股权基金、企业贷款、商业抵押贷款和房地产投资）通过现金资本来支持；信贷承诺或信用评级下降一档时增加的抵押需求也通过现金资本来支持，为此，公司要求其保留的现金资本在剔除上述长期资金需求后至少要有 20 亿美元的富余，在 2007 财年底时，现金资本比长期资金需求多出 80 亿美元。

2008 年中期（5 月底），雷曼手中有 65 亿美元现金，公司的流动性池里仍有 450 亿美元流动资产，长期资本达到 1540 亿美元，加上 2008 年 6 月发行的 40 亿美元的普通股和 20 亿美元年息 8.75% 的可转换优先股，使总长期资本达到 1600 亿美元；三季度末，流动性池中仍有 420 亿美元流动储备，现金资本在剔除长期资金需求后富余 150 亿美元。

此外，雷曼旗下还有三家银行，雷曼银行（一家美国储蓄贷款机构）、雷曼商业银行（一家企业贷款银行）和一家境外银行，它们都被视为低成本的存款资金的重要来源，并在特定的公司事件或市场流动性冲击中为其提供稳定的资金；截止 2007 财年末，这三家银行总的存款额达到 294 亿美元。

表面看，雷曼的流动性相当充足，这也是很多分析师在 8 月份时仍认为雷曼不会发生大危机的原因。但实际情况时，在高杠杆导致的资本充足率担忧下，流动性不堪一击。

### 2.3.2 亏损导致资本不足和信用降级

2008 年二季度，雷曼税前亏损 41 亿美元，其中资本市场业务税前亏损 45 亿美元——与住宅抵押贷款头寸相关的净损失为 28 亿美元，与商业抵押贷款投资相关的净损失为 23 亿美元；三季度预计税前亏损 58.2 亿美元，税后亏损 40.9 亿美元，亏损主要是由资产减计导致的，三季度总共减计资产 78 亿美元，其中 53 亿美元是住宅抵押贷款、17 亿美元是商业地产头寸。

尽管公司在 2008 年上半年连续融资 177 亿美元（其中通过发行长期债净融入现金 100 亿美元，股权融资 30 亿美元，优先股融资 58.5 亿美元），但高杠杆使公司的资本充足率对亏损异常敏感，分拆方案的提出使原来的资本拨备不足的问题进一步暴露，于是评级机构纷纷提高了对证券公司的资本充足率要求，公司要想保住评级，至少要将一级资本充足率维持在 13% 以上，这对于危机中的雷曼来说是难以达成的，于是它遭遇了连续降级。

### 2. 3. 3 降级触发了市场恐慌和流动性消失

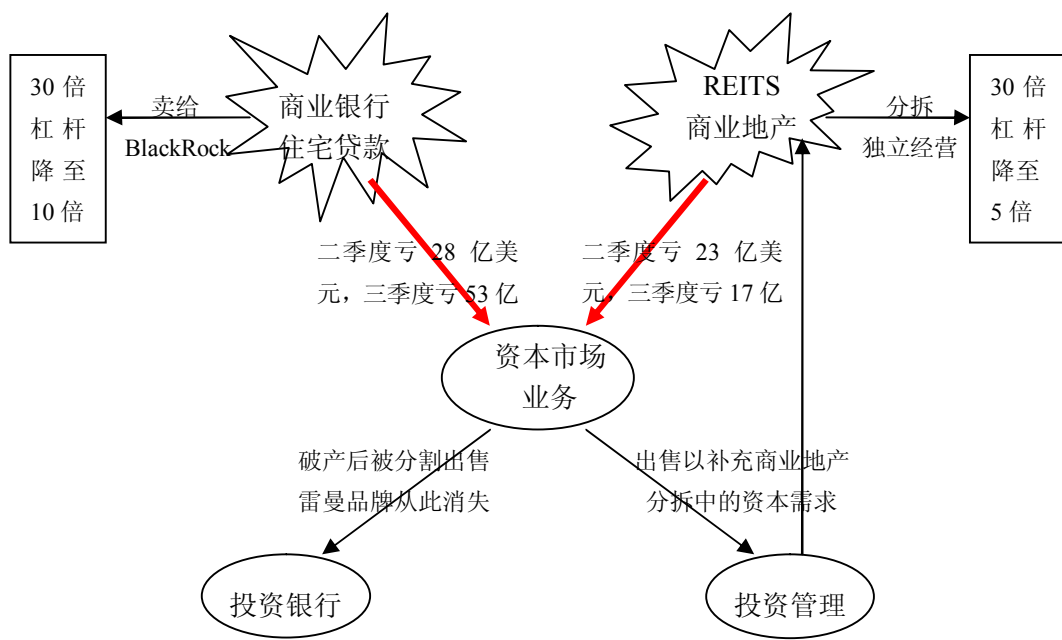
降级触发了客户和交易对手的回购要求，上半年回购额减卖回额净耗用现金 609 亿美元，上半年经营现金支出 179 亿美元，在未来融资渠道不畅通的情况下，经营现金的大量支出就成为压跨企业的现金流负担。此外，交易对手、结算机构要求的保证金也在增多，在 2007 财年末，衍生品交易中，交易对手有权要求公司再补充 24 亿美元的保证金，如果公司的信用评级被降低降低两档，则将被要求追加 46 亿美元保证金；2008 年 5 月底时，A+(A1) 评级下，公司需补缴 31 亿美元的保证金，6 月公司被降低一级，如果再降一级将增加 29 亿美元的流动性需求，再降一级再增加 15 亿美元，被限定做保证金的现金已增加到 130 亿美元；9 月 12 日公司被威胁降至 BBB 级，那对于证券交易商来说是不可接受的。

实际上，尽管雷曼在破产保护申请中称公司有资产 6390 亿美元，即，二季度财报数据，但根据雷曼的破产律师计算，雷曼的经纪业务已经从 5000 亿美元快速下降到 1000 亿美元——一大批客户出于恐慌情绪取消和终止了在雷曼的业务，将资金往别处大规模转移，导致雷曼资产在短期内大幅下降 63%，换句话说，雷曼遭遇了类似银行的客户挤兑，同时债权人停止了雷曼的所有短期贷款，清算公司冻结了雷曼的帐户资产；交易对手停止和雷曼交易，而停止交易就意味着雷曼无法根据市场情况对其资产进行反向交易以对冲风险。雷曼的整个盈利模式崩溃。

### 2. 4 专业化回归

雷曼的倒闭，表面看是贪婪惹的祸，但深层次的原因是混业模式下证券公司用它习惯的高杠杆来经营商业银行、地产投资等多元化业务——在证券公司擅长的投资银行、证券经纪业务上，高杠杆的问题并不大；但在商业银行、地产投资等高风险业务上，3~4%的资本拨备是严重不足的。雷曼用 30 倍的杠杆来经营 5 倍、10 倍杠杆的业务的那一刻起，就注定了其破产的命运。

次贷危机爆发后公司曾一度努力回归主业，关闭了一系列抵押贷款业务，包括 U.S. Subprime Company、BNC Mortgage 和韩国的 Korea Central Mortgage，并计划将英国的全部居民抵押贷款业务出售给 BlackRock，将商业地产子公司分拆为 REITS 独立运营，计划出售的还有 Aurora Loan Services 子公司的批发抵押贷款业务、租赁公司和资产管理业务。但只是这一切都已太晚了。



图（）雷曼多元化业务的风险串联

### 三、AIG：保险公司的非保险化

就在雷曼宣布申请破产保护的当天，全美最大的保险公司 AIG 被信用评级机构连降三级，由此触发的保证金追缴和交易终止使 AIG 陷入了流动性危机，公司被迫向联邦政府求助，在接受了 850 亿美元贷款后被政府接管。从某种意义上说，AIG 已经陷入了实质性破产。

如果说雷曼的破产是因为多元化进入了商业银行和地产投资业务，那么 AIG 的危机则是多元化进入了证券公司行业，然后用证券公司的模式来经营“保险类业务”，路径不同，但结果一样，跨界经营下错误的资本拨备导致公司在危机面前异常脆弱。

#### 3.1 经营协同的陷阱

上世纪 90 年代末，交叉销售和经营协同成为金融业的一个流行词语，花旗并购旅行者后更明确提出了金融超市的概念，于是各家金融机构打着“一站式”服务的旗帜开始进行大规模的多元化并购整合。在这一背景下，AIG 也进行了广泛多元化扩张，从传统的保险业务多元化进入了证券公司、商业银行、投资管理、融资租赁等多个领域。其中最让公司得意的就是它开发和销售金融产品的 AIGFP (AIG Financial Products Inc.) 子公司，它被称为 AIG 多元化业务组合的重要组成部分，是 AIG 交叉销售平台上的“明珠”。

AIGFP 类似于一家证券公司，它的核心业务就是从事 OTC 衍生产品和结构性金融产品的发起和交易，并以“勇于创新、追求高利润率”为宗旨，在近几年更成为信用违约互换产品 (CDS) 的主要提供商，实际上，正是 AIG 把 CDS 这样一款起源于美国投资银行间的衍生金融产品推向了欧洲商业银行等更广泛的领域。

截止 2007 年末，AIG 已卖出了 5270 亿美元的超级 CDS (加上其他 CDS，CDS 名义额达到 5800 亿美元)，其中 2300 亿美元是对公司债的担保、1490 亿美元是对优先级居民住宅

抵押贷款的担保、700 亿美元是对证券化公司债的担保、780 亿美元是对混合了优先级与次级抵押贷款的 CDO（抵押债券责任）产品的担保；在交易对手方面，3790 亿美元的 CDS 是卖给欧洲金融机构的，以帮助他们在向新巴塞尔协议过渡时期减少风险资产、达到资本充足率要求；还有 65 亿美元的 CDS 是卖给 CDO 发行人的，当 CDO 发行人被迫赎回 CDO、且无法将其再度出售时，AIG 将以面值收购。AIG 在 CDS 业务上的迅速膨胀直接导致了公司最终被接管的命运。

除了 AIGFP 外，AIG 的其他多元化业务也使集团整体的风险系统更加错综复杂，在 AIG 家族中，除了传统保险业务外，还包括金融服务公司 AIGFP、金融担保公司 UGC、融资租赁公司 ILFC，消费金融公司 AGF、资产管理公司、私人银行和地产投资公司。其中，AFG 发放抵押贷款（含次级贷款）、UGC 为这些贷款提供一次担保，AIGFP 为证券化后的 CDO 产品提供担保，而 AIG 保险和资产管理部门则投资于这些抵押贷款和 CDO。结果，在次贷危机中，除 AIGFP 已累计亏损 260 亿美元外，消费金融公司因发放的抵押贷款违约在上半年亏损 8500 万美元，而资产管理公司的利差投资业务部（Spread-based Investment）因投资于抵押贷款产品，也在 2008 年中期为公司贡献了 16 亿美元的亏损。

总之，多元化的拓展让公司身陷风险串联的漩涡。

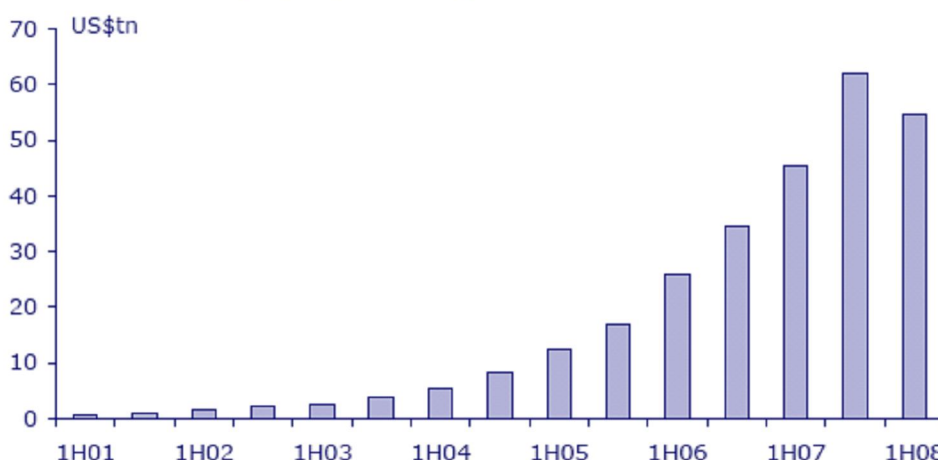
### CDS 的解释

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，类似于保险合同。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：一方面出售 CDS 的一方几乎不需要资本金来支持，而且在不发生违约事件时可以每年获得一笔保费收入；另一方面，CDS 的购买方可以用它来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，此外，CDS 还可以作为做空金融机构或企业信用的有力工具。

在此背景下，CDS 迅速膨胀，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，从而为金融体系埋下了巨大的隐患。

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

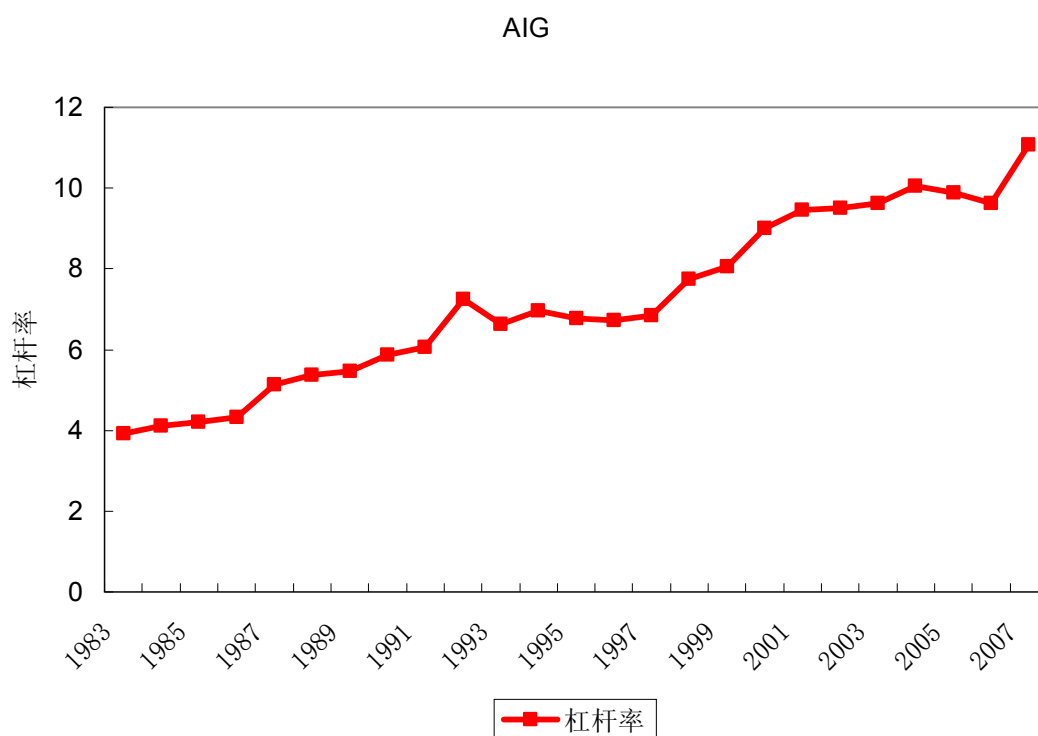
## 3. 2 跨界经营下的不当资本拨备

### 3. 2. 1 表外的高杠杆

传统保险业务要求保险公司计提未到期责任准备金，截止 2007 年底，公司为财险业务计提的损失准备金为 855 亿美元、未实现的保费收入 280 亿美元，寿险业务提取的保单准备金为 1361 亿美元，投保人的定金额为 2585 亿美元。

但 CDS 不同，虽然它的本质是一款为债券提供信用保障的保险合同，但是由于是在证券公司创造的、在证券公司（AIGFP）框架下从事的业务，因此是根据证券公司惯例以衍生品公允价值计帐的：在欧洲，当 CDS 仅规定“标的公司破产”为触发事件时，它可以按担保合约来处理，即进行表外处理，如果 CDS 详细规定了“标的公司被降至 XX 级以下”或“标的公司债券价格缩水 XX%”为触发事件时，它就被示为衍生合约，按公允价值计入资产负债表，并根据公允价值的变动来确认收益损失；在美国，当衍生合约规定标的资产（债券）或指数发生某种表化时就由卖方支付，此时可按担保合约做表外处理，但如果双方约定以现金结算而且卖方不能确认在合约签定时买方是否持有标的物（被保险债券）时，则按衍生品公允价值入帐。结果，尽管 AIG 承接了 5800 亿美元的 CDS 业务，但在表内只体现了 170 亿美元的公允价值，从资产负债表上看，公司的杠杆率并不是很高（2007 年末时 11 倍），但庞大的表外负债放大了公司的实际杠杆，如果加上这部分名义负债额，公司的实际杠杆达到了 17 倍，即使只将其中的 50%计入表内，也将使杠杆率上升到 14 倍。

实际上，在过去二十年中，AIG 通过多元化拓展已经在不断提高集团总体的杠杆率，使表内杠杆率从 80 年代初的 4 倍上升到 2007 年的 11 倍，虽然 11 倍的杠杆仍低于证券公司 25 倍的平均杠杆率，但已经显著高于它那些专注于财险业务的同行们了——财险公司平均的杠杆率只有 5 倍。



图（） AIG 的历史杠杆率和 ROE 水平

### 3. 2. 2 保险业务的非保险经营

高杠杆提高了回报率，但它也埋下了隐患。本质上讲，CDS 相当于一种低发生频率、高赔付额的“胖尾业务”（Long-tail），2008 年二季度，AIG 旗下为抵押贷款或债券担保的金融担保公司（UGC）的损失率就已达 292%（其中一级抵押担保的损失率为 254%，二级抵押担保的损失率达到 556%），赔付额之高可见一斑。

AIG 对“胖尾业务”一般都采用预期损失拨备法（Expected Loss Ratio Method）而不是趋势损失拨备法（Loss Development Ratio Method），即，认为当前的损失率不能代表真实损失率，通过估算预期损失率来计提准备金，由于估算可能出现偏差，因此计提水平一般较高。对于发生频率更低、赔付额更大的巨灾险，公司还要考虑最大赔付情况下的总承保额，并限制在某些关键业务上的最大承保额——2007 年末，巨灾险在剔除再保险部分后的最大赔付额仅占股权资本的 2.3%。即使如此，公司仍然不能放心，还要对胖尾业务进行较高比例的再保险——公司所有的石棉和环境巨灾险业务都投了再保险，甚至对某些业务进行再保险的保险。

与之相对，在证券公司框架下作为衍生品交易的 CDS，其准备金提取比率却很低——公司为价值 5800 亿美元的债券提供担保，但只有 170 亿美元的公允价值，计提的未实现衍生品损失仅为 114 亿美元（2006 年），而且整个公允价值的度量高度依赖于历史数据，或者说这 114 亿美元是仅为当前已经发生违约的贷款留出的拨备，而不考虑将来可能发生的贷款违约扩大事件。具有讽刺意义的是，为了估算 CDS 的真实价值，AIGFP 特别开发了一套“二项扩展技术模型”（Binomial Expansion Technique），英文简称“BET”模型，而缩写“BET”的中文意思是“赌博”，这个巧合恰恰道出了这一模型的真实含义——公司实际上是在赌未来这些债券的违约率不会上升。

此外，与 AIG 保险业务的经营方式不同，AIGFP 也没有对它的 CDS 头寸进行任何再保险，实际上在 CDS 市场上就不流行再保险机制。AIGFP 也不控制它的承保总额，其所承保的债券总额达到 5800 亿美元，这已远远超过了公司的资本额（2007 年底，公司的权益资本仅为 958 亿美元，2008 年二季度，公司的权益资本额进一步缩水为 780 亿美元）。

而公司之所以能够以如此高杠杆运营一项保险业务，这与监管机构对跨界经营业务的模糊管制有关——尽管保监会对保险公司的准备金拨备和资本充足率有着严格的要求，但对于保险公司旗下从事类保险业务的金融服务公司（AIGFP）则没有明确的监管要求，而 CDS 这项业务更是没有列入保险监管机构的监管范围，作为一项金融创新产品，它属于证监会的监管范畴，但是证监会对这种类保险产品也没有明确的资本和拨备要求，尤其是 CDS 是柜台交易的，几乎不受监管，也无需申请金融衍生品的牌照。结果，承保的一方（CDS 卖方）几乎不需要为 CDS 留出准备金，而交易对手一般也只会象征性的要求一些保证金，但在繁荣时期，如果卖方是 AAA 评级，连保证金也可以免了。从某种意义上讲，CDS 产品几乎是不需要资本金就可以做的买卖。

不仅如此，CDS 作为衍生品的收益确认原则也让它对那些追求高回报的企业有着巨大的吸引力。传统保险业务的收益一般要分期确认，并计提未实现保费准备（对于短久期保险业务在收到保费当期确认收入，但对跨期部分提取未到期保费准备，对长久期业务，在保费到期时才确认收入，同时对赔付或未来红利支出提取未到期责任准备金，然后分期摊销，获取保费的成本当期或递延确认），但金融衍生品中大部分在期初一次确认，而且中间还根据公允价值的变化随时计提收益、损失——到 2007 年底，公司资产表上未实现衍生品收益达到 192.5 亿美元。

总之，作为一种横跨在保险与证券之间的业务，CDS 的松散监管导致了其低拨备、高杠杆的业务特性，无论是证券公司还是保险公司都竞相开展这一业务，激烈竞争下保费收入

(点差)不断降低,到2006年时,高等级债券每年的保费仅为面值的0.1%;不过随着风险的暴露,保费水平逐渐提高,到2008年时这一水平已上升到4.33%,而雷曼在破产前CDS点差更是上升到700,也就是说要为一个雷曼债券投保五年不违约,需要支付相当于面值35%的保费。CDS价格的大幅变动显示了这一保险产品 in 证券公司的经营框架下,出现了严重的估价错误。

图3: 雷曼兄弟信用违约互换点差 (绿色线为5年期合同,白色线为10年期)

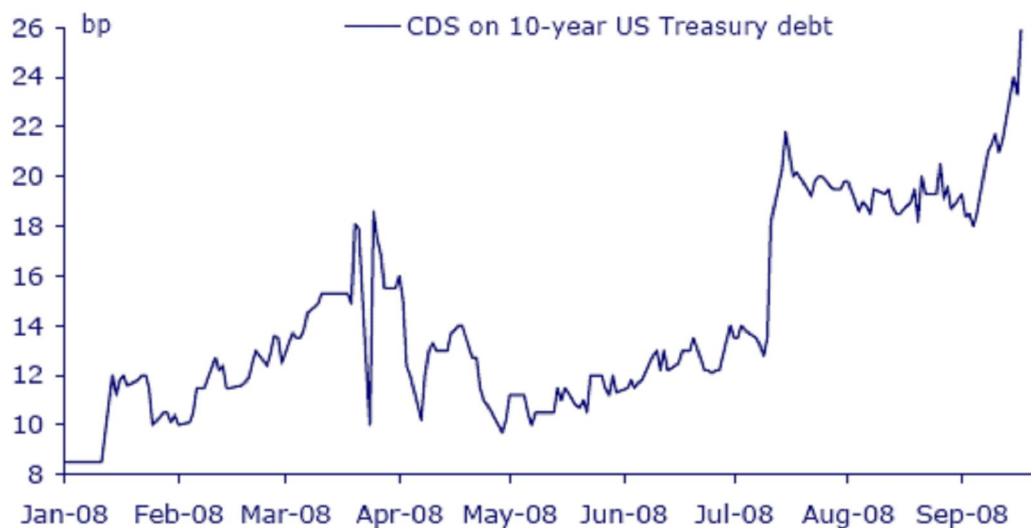


资料来源: Bloomberg

图 ( ) 雷曼兄弟的 CDS 点差变化

Figure 1

Credit default swaps on 10-year US Treasury debt



Source: Datastream

图 ( ) 美国十年期国债的 CDS 点差

### 3. 2. 3 风险资本配置模型加速风险

AIGFP 的高杠杆高收益使它成为了集团内部的宠儿,而 2005 年以来 AIG 在全集团范围内实行的“经济资本模型”(Economic Capital Model)则将更多光环戴在了 AIGFP 的头顶。

所谓经济资本模型就是根据各业务的风险资本回报率来进行集团内部的资本配置，它先根据各业务的风险头寸计算出其所需要的风险资本准备，然后根据各业务间的相关性计算出集团整体的资本需求，而在总资本有限的情况下，那些更加“节约资本”的业务自然得到了更大的器重，与传统保险业务相比，AIGFP有着明显的高杠杆优势，从而获得了超常发展。2006年AIG对模型进行了进一步修正，2007年将模型应用于更广泛的业务范围，随着模型的推广使用，AIGFP的业务规模也在不断扩大。

### 3. 2. 4 信用支持导致风险串联

使问题更严重的是，集团公司为新业务部门提供信用支持——AIGFP的所有债务都由AIG集团提供担保。2007年底，AIG的总借款额为1760亿美元，其中包括AIGFP的654亿美元借款，这些借款由母公司全额担保，此外，AIG还为AIGFP所有衍生品可能引发的表外负债提供无条件担保，也就是说，AIG为AIGFP发行在外的5800亿美元CDS提供无条件担保，而这已显著超越了AIG的真实资本实力。此外，消费金融公司AGF也借用AIG的通道来发行次级债，实际上，在1760亿美元的借款中，仅有679亿美元是子公司独立借款、不用母公司担保的。

这种担保使评级机构、贷款机构、交易对手和监管机构都无法准确的评价新业务的独立风险，而是将新老业务、将CDS与传统保险业务的风险混合评价，结果新业务的风险被弱化了，并被赋予了较高的评级和较少的保证金要求，从而进一步放大了杠杆，使业务得到更广泛的发展。不仅如此，一旦危机发生，将发生风险串联，使那些原来没有问题的业务也陷入流动性或资本金不足的危机。

次贷危机爆发后，评级公司曾一度希望AIG能够通过重组甩掉AIGFP的风险头寸，但由于AIG已经为AIGFP提供了全额担保，所以，短期内的剥离几乎不可能，也因此，公司最终遭遇了评级机构的降级并引发了流动性危机。

### 3. 3 危机的爆发

2007年次贷危机爆发，信贷资产价格大幅缩水，作为一家保险公司，AIG的投资组合也出现了较大亏损。图（）是AIG集团的投资组合结构，其中15%的资金来自财险，54.5%来自寿险，21.1%来自AIGFP的金融产品销售，8.4%来自资产管理业务，1%来自其他途径；在投资方面，本土财险资金主要投资于高等级免税市政债，15%左右投资于股票和私人股权，本土寿险主要投资于投资级公司债和高等级MBS、ABS，10%投资于垃圾债、股票、对冲基金和房地产等其他资产——除AIGFP外，AIG在居民住宅抵押贷款上的投资占投资总额的8%（679亿美元），其中163亿美元涉及次贷，164亿美元涉及Alt-A，商业抵押贷款占投资总额的2.7%，这些资产在危机中都遭遇了贬值折价，并形成投资损失。

Composition of Consolidated Cash and Invested Assets  
at December 31, 2007  
Total = \$862.5 billion

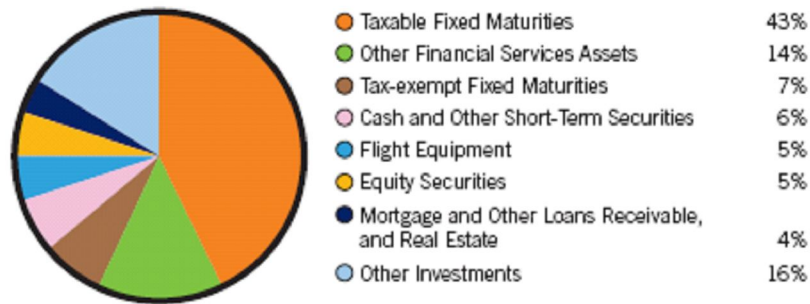


图 ( ) AIG 的现金和投资资产组合

但如果仅仅是投资损失，并不会导致 AIG 的接管命运，2008 年中期，AIG 财险部门盈利 21.6 亿美元，寿险部门由于投资损失导致亏损 42.3 亿美元——这些都还在可承受范围内。可是 AIGFP 放大的表外杠杆却使风险头寸大大失控了，截止 2008 年二季度末，AIG 在 CDS 上已累计减值 260 亿美元，这一损失还在随着抵押债券（CDO 等产品）的贬值而扩大——如果 CDO 的价格再下降 5% 将导致公司 CDS 损失 40 亿美元，而三季度公司预计的 CDS 损失达到 56 亿美元，投资损失 37 亿美元。亏损直接导致了资本的减少，尽管上半年公司发行普通股融资 74.7 亿美元，发行股票单位融资 58.8 亿美元，发行次级债融资 69 亿美元，合计融资 200 亿美元，但权益资本仍减少了 177 亿美元，总杠杆率仍从上年末的 11.0 倍上升到 2008 年中期的 13.4 倍。

资本的不足引发了评级的下降和追加保证金的要求，截止 2008 年 6 月 30 日，公司已经抵押了 165 亿美元的资产作为保证金。2008 年 9 月 15 日，标普将 AIG 从 AA- 降至 A-，穆迪从 Aa3 降至 A2，连降三级，根据公司测算，如果被降两级，它将被要求追加 145 亿美元的抵押品，并且触发提前终止条款从而导致 54 亿美元的资金支出，在卖方期权上还有 60 亿美元的潜在负债，以上流动性需求合计达到 259 亿美元，加上其他现金需求，在被接管前 AIG 急需 320 亿美元流动性。

除了 AIGFP 外，其他多元化业务的危机也在爆发，2008 年 6 月 30 日，消费金融公司（AGF）的坏帐率上升 138 个百分点，达到 3.56%，坏帐拨备率也从 2.04% 上升到 3.02%，亏损 8500 万美元；资产管理部的利差投资业务（Spread-based Investment Business，一种保证收益的投资合同）损失 16.7 亿美元，部门总亏损 15.65 亿美元，其他子公司亏 14.8 亿美元。

陷入困境的 AIG 被迫向政府求助，鉴于 AIG 庞大的规模和与商业银行间千丝万缕的联系，联邦政府决定向其提供 850 亿美元贷款，并获得了公司的控制权，而在此之前 AIG 已经背负了 154 亿美元的公司债和 187 亿美元的混合债，AIG 陷入了实质性破产。

### 3. 4 专业化回归

经历危机后，AIG 计划出售通过出售非核心业务来偿还政府贷款，重新获得自主权。列在公司待出售资产名单上的包括融资租赁公司、资产管理业务、消费金融业务、金融担保业务、本土寿险业务以及海外寿险业务的部分权益、再保险业务等，当然，如果可能的话 AIGFP，公司将回归到以财险为主的核心业务上。但曾经的多元化已经严重损伤了 AIG 的保险主业，不仅被迫出售了美国本土的寿险业务，而且还面临客户和员工流失的威胁。



## 1. 1 欧洲银行的困境

次贷危机爆发后，作为直接冲击的受害者，美国金融机构纷纷倒下，前五大证券公司中雷曼破产，贝尔斯登、美林被收购，摩根、高盛为也转型为银行控股公司，一时间人们开始质疑独立投行（证券公司）模式，从国外到国内，金融机构混业化、多元化的呼声越来越高，这似乎也成为人们从此次次贷危机中总结出来的一大结论。实际上，早在 1999 年《格拉斯·斯蒂格尔法》被取缔后市场就普遍预期独立投行模式会被边缘化，而这一预期在十年后终于变成现实。与此同时，欧洲混业经营的大型金融机构，如瑞士银行、巴克莱银行、苏格兰皇家银行等成为人们标榜的典范，认为他们用商业银行的庞大存款支持了资本市场业务的流动性，从而增强了资本市场业务的抗冲击能力。

但就在各家商业银行得意洋洋地收购投资银行时，危机已经悄然降临，10 月 7 日，英国四大银行——汇丰银行、巴克莱银行、苏格兰皇家银行、劳埃德银行遭遇挤兑，然后是冰岛最大型商业银行被挤兑，为了防止挤兑事件的蔓延，德国、爱尔兰、丹麦、奥地利、希腊等国都出台政策对国内存款进行全额保险，瑞典也提高了存款保险的上限。看来商业银行+投资银行（证券公司）、间接融资+直接融资的模式并不能增强金融机构的抗冲击能力，反而可能引发挤兑等对金融机构来说是致命打击的厄运。

实际上，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，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。混业模式并不能拯救金融机构，多元化也不能分散风险，反而会导致风险的复杂化和资本监管的漏洞，这在雷曼和 AIG 的案例中已经得到了充分的体现。

## 1. 2 风险的串联>风险的对冲

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，资本不足使这些本来没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。

金融危机中，风险的串联>风险的对冲，用复杂的混业模式来平抑风险，不如用业务结构的简单化来清晰风险的分担，也只有这样，评级机构和监管机构才能更加准确的评价单一金融业务的风险。

# 二、 金融海啸的启示：分业经营、回归简单

## 2. 1 金融创新要求进一步的业务细分

1929~1933 年的经济危机中，美国有超过 4000 家银行倒闭，多数都是受累于投资银行业务的过度投机，为此，1933 年美国国会出台了著名的《格拉斯·斯蒂格尔法案》，要求投资银行与商业银行分业经营。但是上世纪 90 年代以来，世界范围内出现了一场金融机构混业经营的浪潮，1999 年随着花旗并购旅行者的完成，《格拉斯·斯蒂格尔法案》被正式废除。

从美国到欧洲广泛的混业为 2008 年的金融海啸埋下了隐患。实际上，随着金融创新的发展，更多新兴业务游离于传统商业银行、投资银行和保险业务范围外，这些业务的风险性质与传统业务不同，它们本来应该接受更细致的分业监管，却由于混业经营而进入了模糊监管地带，而各家金融机构也被这种模糊监管下的高杠杆所吸引，从而导致风险的泛滥。

遗憾的是，在这次金融危机中人们得到的结论并不是进一步的业务细分，而是相反，进一步的混业，美洲银行收购了美林证券、巴克莱收购了雷曼的欧洲及北美业务，而高盛和摩根士丹利则被转型为银行控股公司，以后可以从事银行业务……次贷危机的最大悲剧不是雷曼的倒下，不是冰岛的国家破产，而是次贷危机被错误总结了，使监管体系没有进步，反而倒退了——监管本来应该随着金融创新和金融危机向着更加专业化细分的领域发展，以便使每家金融机构都有更清晰的业务模式和更明确的风险承担，但今天的监管却使金融机构越来越复杂化——很难想象，在证监会、银监会、保监会的多头监管下，一个庞大的金融帝国能够把每个局部风险都控制得很好，而一旦局部失控，将导致满盘皆输。

金融创新使整个金融体系在复杂化，但每个金融机构的业务却应该更加专业化。现代金融体系，越简单的业务模式越好！

## 2. 2 金融创新业务的隔离经营

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这些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，但我们不能因噎废食，因为害怕危机就阻断金融创新的步伐——没有金融创新就不会有今天欧美庞大的金融体系，所以关键问题是如何防止一个创新产品的危机不转化为整个金融系统的危机？

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——雷曼为旗下所有子公司提供全额担保，AIG 为 AIGFP 的所有借款和表外负债提供无条件担保……结果当局部发生危机时，集团公司也被拖下水，想甩也甩不掉。

更重要的是，创新产品在集团公司的信用担保下，难以获得独立、准确的风险评价，从而弱化了创新业务的风险，使其没能得到评级机构、监管机构和交易对手足够的风险重视，于是在不经意间，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。

所以，次贷危机的另一个启示是：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试题，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扼杀。

## 三、 对中国的启示：抄底传统业务

欧美爆发了金融危机，隔岸观火的中资金融机构有些也被间接挫伤了（如中国平安），但更多则在犹豫中，要不要去美国抄底呢？

这里有两派意见，一派认为要抄底，这是百年不遇的机会，是中资金融机构参与国际市场、加速自身发展的绝佳机会；而另一派则认为不能抄底，因为与欧美的金融机构相比我们的金融机构还太幼稚，欧美金融机构都无力驾驭的风险，我们更难以控制。而中国平安在富通上的亏损令后一种观点占了上风。

到底要不要抄底呢？

我们认为底可以抄，但不能盲目抄。美国此次危机是由于混业经营后的监管漏洞和公司自身多元化后向“高杠杆看齐”的不当拨备造成的，它起源于创新业务，但在混业框架下风险串联给了传统业务，导致传统业务的资本金不足或流动性短缺。其实，那些被拖累下水的传统业务本身是相对安全的，只是作为危机的牺牲品，被迫折价出售以弥补新兴业务所造成的资金缺口。也因此，此次“金融海啸”确实给了中资金融机构一个仿效汇丰、构建多元化地域组合的机会（注意，是多元化地域组合，而不是多元化业务组合！）——虽然此次危机起源于发达国家，但与之相比，新兴市场的不稳定性更高，未来潜在的地域威胁更大，我们不能不防患于未然，传统业务的底可以抄，也应该抄。

但是，对于那些创新业务，无论是在美国、欧洲还是中国，都应该分业独立运营，以防止风险串联——金融创新是不能通过并购来完成的。总之，既不要盲目畏惧也不能盲目自信，应该有选择的抄底那些中资金融机构已有的传统业务。

最后，未来十年是中资金融机构集中创新的十年，这不仅要求金融机构自身要主动分割创新业务风险，实现更专业化经营和更简单的风险承担模式，也要求监管机构要及时根据创新进程来细化金融机构的专业化分工。

金融机构该回归简单了！