

PDF-TN2015016

搁浅的“伦敦鲸”——摩根大通巨亏事件分析¹

案例使用说明：

2012年5月，摩根大通金融衍生品交易发生巨额亏损的事件震动全球金融市场。如今，尽管摩根大通巨亏事件已经过去将近三年，但是，摩根大通此次巨亏事件对美国乃至全球金融市场发展和金融监管变革造成的影响还远没有结束。摩根大通此次亏损事件充分暴露其市场风险管理和内部流程控制中存在的种种问题；同时，也深刻反映了当前金融监管面临“大而不倒”金融机构的诸多无力，进一步用惨痛的事实证明了宏观审慎监管在平衡金融创新与金融稳定、防范系统性金融风险方面的必要性和重要性。而对于我国快速发展的金融市场以及大力推进的金融改革，摩根大通本次巨亏事件尤其具有重要的警示意义。

一、教学目的与用途

1. 适用课程：本案例为金融风险管理课程所撰写，涉及金融机构市场风险管理、内部控制制度以及风险管理文化等相关教学内容。同样也适用于金融市场、金融工程等课程教学。

2. 适用对象：本案例的主要适用教学对象为金融专业硕士以及工商管理硕士（MBA），也可用于高年级金融专业本科生的教学。

3. 教学目的：此案例详细介绍了摩根大通公司因“伦敦鲸”事件而遭受巨亏的整个过程，并对案例中出现的市场风险进行分析。通过本案例的教学，能够加深学生对市场风险相关理论的理解，并学会将这些理论运用到实际事件分析与处理中。通过对本案例的研究，还能够对其他一些大投行和金融机构产生一定的示

1. 本案例由安徽大学经济学院的陈燕玲、张霄、何沛撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 本案例只供课堂讨论之用，并无暗示或说明某种管理行为是否有效。

范和借鉴作用，启发这些企业应该注重内部控制的管理加强监督，不应盲目相信风险模型的分析结果，培养学生认识企业尤其是金融机构风险防控体系建设的重要性。

二、启发思考题

1. “伦敦鲸”事件发生后，美国国会常设调查小组委员会对此展开了两党调查，假设你是该委员会的一名成员，你认为此次事件暴露出摩根大通银行在风险管理中存在哪些不规范行为？

2. 此次损失发生在摩根大通的 CIO 部门，该部门管理层对于损失的发生有一定的责任，你认为主要在哪些方面？

3. 2012 年，CIO 不合理地启用了新的 VaR 模型，为损失的扩大埋下了伏笔，你认为 VaR 模型在计量风险时存在哪些缺陷？风险计量模型的缺陷可以怎样避免？

4. 此次巨亏事件，再次引发了人们关于金融机构“大而不倒”所引发的道德风险的思考，你认为可以从哪些方面来解决这一问题？

5. 你认为金融机构应该如何吸取摩根大通银行的惨痛教训，加强内部控制和风险管理，推动自身稳健经营？

三、分析思路

案例分析的基本思路是将案例相关情景材料通过教师事先设计好的提问逻辑引导和控制案例讨论过程。因此本案例分析设计的本质是提问逻辑的设计，案例的决策点是案例分析的关键路线，决策点后隐藏的决策知识要素和决策规则是教学目标。

本案例的主要决策点：

1. 如何界定金融机构的风险对冲与投机行为？
2. 金融机构如何保障现有风险管理措施的有效实施？
3. 金融风险管理模型可以从多大程度上避免市场风险的发生？
4. 金融机构是否可以给予有关交易人员较大的交易权限？
5. 加强金融监管是否可以避免巨额损失事件的发生？

本案例分析的基本逻辑：

由于导致此次巨亏的原因是摩根大通的 CIO 在合成信用衍生产品的交易中造成的，所以本案例分析的切入点可以是 CIO 的交易行为存在哪些问题。2005 年摩根大通将 CIO 分离出来，使其成为一个独立的业务部门，主要责任是利用银行的额外资金进行投资，优化和保护公司的资产负债表。CIO 的交易员应该投资一些相对安全的资产。但是，随着 2008 年金融危机后现金的大量涌入，CIO 的投资组合资金翻了一番，交易员们需要为他们的资金寻找一些新的投资工具，该部门后来开始了对合成信用衍生产品的交易。CIO 的这一变化可以说是为后来的损失埋下伏笔，教师可以引导学生谈谈对这一变化的看法，让学生思考商业银行是不是可以从事高风险的信用衍生产品交易。

在投资交易策略失误的同时，摩根大通风险管理的失效也是此次交易巨亏发生的重要原因。CIO 采用了 5 种量化额度来检测风险和控制其交易风险，包括了风险价值额度，信用溢差基点额度、信用溢差 10% 额度、压力测试损失额度以及止损建议。而从 2012 年 1 月 1 日至 4 月 30 日，CIO 的风险额度总共被突破了 330 次之多，如果每月按 20 个交易日算，每天就突破 4 次。长期以来，摩根大通严格的风险管理一直在业界享有很高的声誉，特别是其创立的 VaR 模型已成为国际金融业的主流风险管理工具之一。然而，这次摩根大通的 VaR 模型却在关键时刻失灵了，这可以说是对摩根大通所谓卓越风险管理能力的巨大讽刺。分析到这里，学生可以对摩根大通在此次巨亏中的原因有一定的认识，当然还可以结合事件的过程发散学生的思维，让学生进一步讨论其他导致损失发生的因素。

当然，此次损失的发生离不开一个关键人物，“伦敦鲸”伊科希尔。最近几十年，因交易员的操作失误导致金融机构发生巨亏的事件可以说屡见不鲜，教师可以着重分析伊科希尔在此次巨亏过程中的交易行为，并在此基础上启发学生讨论其交易行为存在那些问题，当然，也可以简要介绍其他因交易员的行为导致损失的案例，如巴林银行倒闭事件，法国兴业银行巨亏事件，学生可以总结这些事件发生的共同原因，并让学生思考如何减少因交易员的失误导致金融机构的损失。

最后，此次事件的发生也引发了金融界关于加强金融监管的讨论。次贷危机后，尽管加强金融业监管、防控系统性风险已成为各国共识，但具体监管政策在

制定和实施过程中仍阻力重重。此次被认为美国风险管理能力最高的摩根大通在短短 6 周内发生高达 20 亿美元的交易损失，无疑给那些积极争取更宽松监管政策的金融机构浇了一盆冷水，同时也再次提出了一个值得深思的问题：当像摩根大通这样一家资产规模超过 2 万亿美元的超级跨国银行，在从事以千亿美元计的复杂金融衍生工具交易时，它所面临的综合风险是否已经超出了自身的管理能力？学生可以就是否加强金融监管以及监管能否从一定程度上减少市场风险的发生展开讨论。

四、理论依据和分析

(一)理论依据

1. 风险限额理论

风险限额是指对按照一定的计量方法所计量的风险设定的限额，它是根据风险调整后资本收益率的最大化原则，应用资产组合分析模型设定的风险敞口或 VaR 的最高上限。风险限额代表了银行在某一项业务中所能容忍的最大风险，凡在限额以内发生的损失，都可以通过银行自有资本金来抵御，超出限额则意味着损失会超过承受能力，银行必须采取减少风险暴露、分散资产组合、增强抵押品以及运用衍生工具等方式进行风险缓释。

常用的风险限额包括交易限额、VaR 限额和止损限额等。交易限额又称头寸限额，是指对总交易头寸或净交易头寸设定的限额。总头寸限额对特定交易工具的多头头寸或空头头寸给予限制，净头寸限额对多头头寸和空头头寸相抵后的净额加以限制。在实践中，银行通常将这两种交易限额结合使用。头寸限额简单且易于理解，容易监控其合规性，但其缺陷在于很难控制风险，如果交易员欲增加风险，他可以在不增加组合规模而通过头寸的调整或增大杠杆比率的方式实现，头寸限额无法反映这种风险状况的变化，例如债券交易员可以通过持有更长的到期日组合增加风险，但通过头寸限额难以考察债券交易员的风险暴露状况。此外，头寸限额也无法比较不同交易员或业务部门所处的真实的风险状况。

VaR 限额是对业务敞口的风险价值进行额度限制，指各级业务部门可承受的最大风险损失水平，表现为一定数额的预期损失。更确切地讲，VaR 限额是指各级业务部门在特定时间内、以特定概率所能承受的风险损失的大小。这是一种比

较科学的限额设定方式，可广泛应用于信贷业务、资金业务、国际业务等领域，并且在使用中具有较高的灵活性，易于在各条业务线上进行加总 and 分拆计算；同时，也可以根据股指、利率、汇率和商品价格等风险要素产生设定的 VaR 限额，对业务进行多角度风险控制。

止损限额即允许的最大损失额。通常，当某项头寸的累计损失达到或接近止损限额时，就必须对该头寸进行对冲交易或将其变现。典型的止损限额具有追溯力，即止损限额适用于一日、一周或一个月内等一段时间内的累计损失。止损限额以实际损失而非可能损失为监测对象，它是交易限额和 VaR 限额的重要补充，主要用于控制市场风险，多采取“盯市”方式，即一旦银行所持资产的市值跌破某一临界点，银行立即采取交割、斩仓等措施，以防止损失进一步扩大。当然，根据业务特点不同，止损限额有时也可以盯住年度亏损额，即当某项业务全年损失额超过某临界点时，银行就停止该业务。

综上所述，金融机构限额设定需要考虑自身业务的特点，根据业务发展方向和风险偏好来确定不同敞口的限额。在本案例中，摩根大通已经在发现自己损失的时候并没有按照自己原本制定的 VaR 模型和止损点来适时的控制事态进一步恶化。摩根大通有一个止损限额规则，就是当损失超过 2000 万美元时，交易员就必须退出仓位。但是，CIO 部门的交易活动带来丰厚利润时，戴蒙失去了原来的警觉，对交易细节也变得不太关注。当伊科西尔加大对对冲基金的对赌头寸时已经是危机四伏了。2012 年，SCP 的交易突破了 CIO 以及银行的整体 VaR 额度，SCP 重复性地突破信用溢差基点额度，1 月突破了 100%，2 月突破了 270%，4 月中突破了 1000%。虽然全面风险测度量化额度对 SCP 给出了高度预警，但是这些都被包括杰米戴蒙在内的风险管理人员视为垃圾，并没有引起足够的重视，也没有及时采取减持风险的措施，导致超额事件被忽略或者风险额度被认为提高了。

针对 CIO 的 VaR 模型，分析员没有充分地研究 SCP 是否存在问题，就武断的认为模型过分保守，还得出风险数量被过分夸大的结论，最后，一个替代模型在 2012 年 1 月底被匆匆推出。这恰恰是 CIO 风险额度被突破的时间段。在推出新模型时，摩根大通并没有取得监管机构的批准，此模型将 SCP 的 VaR 值降低了 50%，超额现象被立即取消，这样 CIO 可以参与交易更大数量的高风险计量模型。直到几个月后，摩根大通才确认新模型的实施存在严重缺陷，5 月 10 日，银行

决定撤换新模型，仍采用老模型来计量风险。

2. 内部控制理论

当控制过程在各单位或组织中实施时，通常称为内部控制。1949年美国会计师协会的审计程序委员会首次对内部控制进行了定义：“所谓内部控制即是企业为了保证财产的安全完整，检查会计资料的准确性和可靠性，提高企业的经营效率以及促进企业贯彻既定的经营方针，所设计的总体规划及所采用的与总体规划相适应的一切方法和措施。”1992年9月美国委员会提出《内部控制——整合框架》。在该报告中，指出“内部控制是由企业董事会、经理阶层以及其他员工实施的，旨在为营运的效率和效果、财务报告的可靠性、相关法律法规的遵循性等目标的实现提供合理保证的过程”。其中内部控制包括五个要素，分别为控制环境、风险评估、信息和沟通、监督。框架由于其全面、有效被世界很多组织普遍应用并广泛接受。2004年10月，COSO委员会在《内部控制——整体架构》的基础上，结合《萨班斯——奥克斯法案》，提出《企业风险管理——整合框架》。《整合框架》将风险评估要素细化为目标设定、事项识别、风险评估和风险应对，形成了八要素框架。

《企业内部控制基本规范》规定了建立与实施内部控制的五条原则，分别为：全面性原则、重要性原则、制衡性原则、适应性原则以及成本效益原则。全面性原则是指内部控制应该纵贯企业管理全程，覆盖企业各种业务和事项；重要性原则强调企业以全面兼顾为基础，关注重要交易以及高风险事项；制衡性原则要求企业在充分考虑运行效率的基础上，保持治理结构相互制约、相关岗位职责分离、业务流程严格有效；适应性原则是指内部控制应与企业情况相适应，如企业经营规模、竞争状况、业务范围和风险水平等；成本效益原则是指内部控制的设计和执​​行必须权衡成本、效益，应当保持适当的控制成本。

内部控制要素是指内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和内部监督。一是内部环境。内部环境是内部控制其他要素的基础。一般包括治理结构、机构设置及权责分配、内部审计、人力资源政策、企业文化等。企业文化、机构设置及权责分配、内部审计、人力资源政策、治理结构等。二是风险评估。风险评估是内部控制的重要环节，由目标设定、风险识别、风险分析和风险应对构成。三

是控制活动。控制活动是具体的业务与事项相结合，使用控制政策和程序，即控制手段来实施控制。四是信息与沟通。信息与沟通贯穿内部控制体系之中，包括信息的传递和组织内部全员沟通。五是内部监督。内部监督是企业内部控制得以有效实施的机制保障，对内部控制有效性的合理结论提供支持。

在本案例中，首先，摩根大通管理层对企业经营业务的风险认识不足。银行是一个经营货币资金的企业，这一特点决定了银行是一个高风险的企业，经营中需要拥有比其他行业更高的风险意识。这就要求管理者必须充分认识到衍生金融工具的“双刃剑”效应，实施更为严格的风险管理，在摩根大通巨亏案中显然管理层没有对待衍生金融工具应有的风险意识，只看到衍生金融工具的正面效应而忽视了负面效应，从而也没有对负面效应可能产生的风险进行控制和防范。

其次，在摩根大通巨亏案中，交易员伊科西尔由于操作不当使亏损不断加大，戴蒙却用了一句“茶杯里的风暴”轻描淡写的形容，并没有及时的采取措施来减轻风险的影响，这些均说明摩根大通管理层不但对伊科西尔非常规的操作毫无风险警觉意识而且一味的支持，暴露了管理层在风险评估中的失误。

最后，不理智的人力资源政策，尽管伊科西尔和 CIO 曾经为摩根大通做出巨大贡献带来巨大的利润。但是人总有犯错误的时候而戴蒙显然没有注意到这一点，盲目的相信个别的员工和交易员，一叶障目不见泰山的用人政策走向了极端，从而导致了悲剧的发生按照内部控制整体框架的基本思想。我们认为摩根大通在控制环境上至少存在以上三个方面的不足，最终导致了摩根大通银行的巨亏。

3. 自营与对冲

自营业务一般是指是指金融机构用自己可以自主支配的资金或证券，通过证券市场从事以赢利为目的的买卖证券的经营行为。证券自营业务包括自营股票买卖、自营债券买卖、自营基金买卖以及余股承购包销等。证券市场千变万化，影响股价波动的因素众多，令人难以把握，证券自营业务的各种风险便随之而来。由于宏观经济环境、政府的制度政策以及金融机构自身经营的状况等各方面因素的复杂性，证券公司自营业务可能面临各式各样的风险。对冲指特意减低另一项投资的风险的投资。它是一种在减低商业风险的同时仍然能在投资中获利的手法。一般对冲是同时进行两笔行情相关、方向相反、数量相当、盈亏相抵的交易。

行情相关是指影响两种商品价格行情的市场供求关系存在同一性，供求关系若发生变化，同时会影响两种商品的价格，且价格变化的方向大体一致。方向相反指两笔交易的买卖方向相反，这样无论价格向什么方向变化，总是一盈一亏。当然要做到盈亏相抵，两笔交易的数量大小须根据各自价格变动的幅度来确定，大体做到数量相当。

在 2011 年 12 月份的时候摩根大通就像 CIO 发出指令，要求 CIO 减持风险加权资产，目的是保证银行减低监管资本量。但是，在 2012 年 1 月，CIO 并没有采用传统建仓的方式，而是通过购买信用风险多头以抵消信用风险空头的形式来减持风险加权资产。这种交易战略不仅增加了交易组合的规模、风险以及风险加权资产，同时也将组合变为净多头交易，使 SCP 不再是摩根大通最初设计的对冲工具。摩根大通银行巨亏的焦点问题之一就是摩根大通的 CIO 及“伦敦鲸”的交易是自营还是对冲。正如分析师问戴蒙的：“杰米，那个家伙（“伦敦鲸”）究竟是在执行“对冲”策略，还是这一切实际上是疯狂的自营交易？”戴蒙解释了“伦敦鲸”的交易目的，并坚持这是根据摩根大通整体资产配置风险策略做出的对冲策略。然而，戴蒙的解释并不能让市场停止质疑。质疑来自于最早报道“伦敦鲸”的彭博的文章，在文章中，彭博指出：CIO 投资并非对冲的一个公开的标志是：其交易风险与摩根大通投行部门不相上下。摩根大通 2011 年财报显示 CIO 在当年最大的单日亏损高达 5700 万美元，这与其投行部门的 5800 万美元差距不大，但后者有着华尔街最大的股票和债券交易部门。另一个迹象是：两名前雇员表示 CIO 与摩根大通投行及销售部门的关系十分紧张。一位前雇员表示，由于 CIO 的雇员从交易利润中的提成比例少于投行部门，这促使以节约成本著称的戴蒙将更多交易通过 CIO 来执行。因此，有媒体质疑，CIO 并非仅执行对冲交易，而是事实上的世界上最大的自营交易部门。

另外，按照摩根大通的解释，CIO 及“伦敦鲸”的使命是对摩根大通整体的债券投资风险敞口的对冲。也就是说，其交易是针对摩根大通整体投资组合的对冲，即将所有的信贷风险捆绑在一起，然后交由在伦敦的一个家伙来对冲。这种对冲策略与让负责交易的交易员自行对冲自己的风险不同。组合对冲存在的问题在于，你将所有担子都压在一个人身上，一旦这个人犯错了，那他的影响范围将大得多。

（二）具体分析

1. “伦敦鲸”事件发生后，美国国会常设调查小组委员会对此展开了两党调查，假设你是该委员会的一名成员，你认为此次事件暴露出摩根大通银行在风险管理中存在哪些不规范行为？

第一，掩盖巨额损失。2012 年数月间，摩根大通通过其分支 CIO 掩盖 SCP 的数量高达 6.6 亿美元的损失。摩根大通掩盖损失的做法是，夸大衍生产品价值，对产品价格不准确的警示置若罔闻。这里的警示指的是其投行计算得出与 CIO 的价值不一致以及对于抵押品的争议、对于 SCP 的不良定价提供支持。

第二，错误地将高风险交易描述为对冲。摩根大通曾经称 SCP 为银行信用风险对冲工具，但在构造对冲的同时，没有对被对冲资产进行任何识别，也没有对对冲的规模及有效性进行鉴定，更没有从根本上做出 SCP 是降低风险还是增持风险的判断。

第三，摒弃风险。在 2012 年的前 3 个月里，CIO 的 SCP 组合突破 5 项银行的主要风险管理限额，管理人员没有静心思考原因，而是选择摒弃风险预警，并通过增加限额、改变模型、继续交易的方式来对问题进行淡化。

第四，规避监管机构的监督。摩根大通通过不向监管当局及时报告的方式，规避了有关机构对信用衍生产品的监督。摩根大通没有及时通知监管部门，其 SCP 组合在 2011 年增长了一倍，在 2012 年增长了 3 倍，再向监管机构提供的报告中没有提及 SCP 的规模、复杂性、损失量、监管机构向银行进行质询时，摩根大通仅仅向监管机构提出了减持 SCP 的口头保证。

第五，错误地描述交易组合。在公众得知“伦敦鲸”事件后，摩根大通误导投资人、监管者、政策制定者以及公众。摩根大通没有及时说明 SCP 的交易信息，淡化了交易规模、风险状态及损失，错误地将 SCP 描述为出于长期的考虑，是提供压力保护措施，并且错误地声称交易策略已经受到风险管理人員和监管人員的考验。

2. 此次损失发生在摩根大通的 CIO 部门，该部门管理层对于损失的发生有一定的责任，你认为主要在哪些方面？

第一，CIO 的管理层和其他负责风险管理的人事对交易策略可能引起的风险状况认识不到位。公司认为 CIO 的相关人员会对其交易策略进行仔细的审查，在实施之前确认没有问题，并深知交易策略中蕴含的风险水平；然而 CIO 的管理层和其他负责风险管理的人员并没有做到这些本职工作。

第二，CIO 的管理层没有收到关于合成信贷资产组合头寸的定期报告，当然其管辖范围内的其他投资组合也一样缺乏汇报反馈机制；管理层关注的只有 VaR、压力 VaR 组合的市值损失等项目。管理层对一线的交易活动没有直观的认识，所以也不能真正理解交易员们做这些策略的真正目的和影响是什么。对 CIO 的 CFO 来说，在看到合成信贷资产组合的规模和头寸之后，应当采取措施来保证 CIO 管理层每天都能拿到关于组合的信息，这样才能充分了解交易活动。

第三，在交易损失的过程中，CIO 的相关人员缺乏在重要点位引起关注和改进的反应；其实部门的需要雇员在第一季度的时候对交易策略的关注都有所上升，但由于关注的重点不对或者没有持续表达这种想法，最终还是错失了对合成信贷资产组合交易策略和风险进行彻查的时机。

第四，CIO 的奖惩机制设置出现问题，其实 CIO 所进行的操作和投资与投行部门相差不远，但工资机制和待遇却有很大差别，CIO 的雇员工资是固定的，很少存在业绩和工资挂钩的情况。对于风险管理性质的部门来说，这种工资机制是挺好的，避免了交易员因为个人利益而拿公司的资产去投资高收益产品，但是 CIO 在运行过程中已经偏离了风险管理部门的性质，依旧使用这样的工资待遇势必造成一些冲突。

3. 一直以来，摩根大通都以优异的风险管理水平享誉业界，但是此次亏损一定程度上是 VaR 模型运用不当导致的，你认为 VaR 模型在计量风险时存在哪些缺陷？风险计量模型的缺陷可以怎样避免？

第一，VaR 模型存在着模型风险。多项研究表明，对于同样的资产组合，不同的 VaR 估计方法，甚至不同的软件使用同一种估计方法得出的 VaR 结果均可能出现较大的偏差，这是由于 VaR 在前提中设置了不同的假设条件而造成的。此外，在样本的选择和数值计算方法的选择等各个估计程序中 VaR 也存在着模型风险。

第二，正如第一点中提到的，VaR 模型在使用时隐含了一定的前提假设。VaR

模型法是一种向后看的方法，它对未来的损失估计是基于历史数据，并假定金融资产组合的未来走势与过去是高度相似的，可以根据过去的历史数据来推测未来的市场风险。事实上，市场风险往往是由一些突发的重大事件造成的，这种突发的市场波动一般与过去的市场走势没有太多的联系。这样来看，VaR 模型估计出来的市场风险并不能涵盖所有的市场风险。例如，VaR 方法考察的是在正常市场条件下的市场风险状况，并没有考察极端市场条件下或不可预测事件的发生会带来风险问题。VaR 方法假设用历史数据可以很好地预测未来的不确定性，然而突发事件的发生会导致基于历史数据的模型失效。摩根大通引以为傲的 VaR 模型不仅没有对巨亏做出预警，反而严重低估了风险敞口，这再次暴露了以历史数据为基础的现代风险计量模型的巨大缺陷。

第三，使用 VaR 方法测量金融风险也受到使用者的经验、专业技能和偏好的影响，而且 VaR 方法难免受模型风险的影响，其客观性是值得怀疑。比如，对于同一个资产组合，基于先前 100 天和 50 天的历史模拟方法得到的未来 10 日内的 VaR 值可能会差别很大。

第四，在 VaR 方法的操作上，存在风险的市场观和风险的模型观的冲突问题。尽管 VaR 方法是基于客观概率基础之上测量风险，却难免受主观判断的影响。因为在使用 VaR 方法时，为风险建立模型需要主观判断。而且风险管理人员与前台操作人员即使就模型达成了一致，却会保留各自对风险的主观意见，因而没有使人们对该风险的看法客观化，而只是使风险计量客观化。当操作人员看待风险的市场观与风险管理人员看待风险的模型观发生冲突时，VaR 方法的运用就可能产生问题。

由此可见，金融机构在市场风险的管理过程中，风险计量模型的结果都只能作为参考，模型的使用本身就存在很多人为因素，如模型的选择，参数的选择等，金融机构在使用风险计量时，首先要了解模型，明确其前提和假设等局限性，同时加强数据治理，积极推进系统的整合，切实提升数据质量。而在模型应用中要进一步进行模型分析，实现量化分析和定性分析相结合，不盲目的相信模型测算的结果。

另外，从监管角度看，加强对商业银行风险模型建模过程和模型应用情况的监督检查，同时动态运用逆经济周期政策。模型的局限性、数据依赖性、模型计

量结果的相对性、相互关联性导致了模型对监管资本影响的敏感性，银行有潜在的利用风险模型进行资本套利的动机。“伦敦鲸”事件的发生，监管机构的失职也是原因之一。监管机构没有及时对 CIO 的多项超额事件进行调查；在 VaR 数量急剧降低的情况发生时，没有对模型进行质询。所以，监管机构要对金融机构风险计量模型的合规性和合理性进行审查，提升模型使用的透明度，最大程度减少风险计量模型的缺陷给金融机构造成损失的可能性。

4. 此次巨亏事件，再次引发了人们关于金融机构“大而不倒”所引发的道德风险的思考，你认为可以从哪些方面来解决这一问题？

第一，加强系统重要性金融机构的监管，限制单个机构的规模、复杂性和系统关联性，以降低单个金融机构在系统性风险的集中和传递方面的重要影响，是后危机时代各国金融监管法改革的基本走向。以美国《多德——弗兰克法案》为代表。该法对系统重要性金融机构规定了更加严格的监管制度，其中包括：一是限制机构的过度扩张，要求其在储蓄市场份额不得超过 10%，并在风险资本、杠杆率、流动性要求、风险管理、重组计划、信用集中度、信息披露等方面实施更严格的监管。二是引入“沃尔克法则”（Volcker Rules），要求银行机构对私募基金和对冲基金的投资额不得超过基金总资产的 3%以及银行一级资本的 3%，同时，限制银行从事自营交易，禁止银行做多或做空其销售给客户的金融产品。三是限制金融衍生品投机交易，规定银行仅可从事利率、汇率以及黄金和白银的掉期交易，CDS 等高风险衍生产品由特定子公司经营并接受特别的资本金、保证金和职业操守等监管要求；绝大多数场外衍生品将通过第三方交易所和清算中心进行集中交易、统一清算。

第二，对大型金融机构制定更高要求的公司治理标准，约束过度冒险行为，避免系统性风险的积聚。良好有效的公司治理是保证金融机构稳健经营的关键，也是金融机构获得和维持公众对其信任和信心的基础。由于大型金融机构风险的外部性及其对整个国家经济运行的重要影响，监管机构对其应该制定更高要求的公司治理标准：要求金融机构的经营管理不仅要对其股东负责，还要对相关利益主体负责；强调董事会对金融机构内部风险控制、风险管理以及经营的合规性负最终责任；强化内部约束机制和责任追究制度，加大对风险责任人的处罚力度，约

束过度冒险行为；对经营者的激励不应只关注短期业绩，更应该关注金融机构的长期可持续发展能力；建立更严格的信息披露制度，以加强市场约束等。

第三，适时改进监管模式，强化功能监管。机构监管与功能监管是金融监管的两种基本模式；二者的区别主要在于确定监管范围的标准不同。机构监管依据机构的种类确定监管范围，与分业经营管理体制相对应；功能监管则依据机构的行为确定监管范围，更适合金融混业经营体制下对金融创新实施有效监管的需要。在当前金融混业经营的发展趋势下，大型金融机构的业务范围越来越广，机构监管模式已经暴露出越来越多的监管盲区与漏洞，如此次导致摩根大通巨亏CDS，根本没有明确的监管者。因此，伴随着大型金融机构业务经营综合化的发展趋势，金融监管模式有必要从过去强调机构监管向强化功能监管过渡，即对各类金融机构的同类型业务进行统一监管和统一标准的监管，以减少监管的盲区，提高监管的效率。

5. 你认为金融机构应该如何吸取摩根大通银行的惨痛教训，加强内部控制和风险管理，推动自身稳健经营？

第一，金融机构需要不断完善公司治理架构，充分发挥股东大会、董事会、监事会对高级管理层的监督和约束作用。在资产负债管理方面，要合理匹配不同资产、负债的期限结构和流动性结构，加强对市场的动态关注。在市场风险管理方面，要由专业委员会核定符合机构风险偏好的头寸总额和限额标准，明确可以实施的交易品种和交易策略，加强独立风控部门的监控职能和报告频度。要充分发挥信息系统在信息传递直通式共享中的特殊作用，及时将各类分析信息传递至最高管理层，防止发生滞留信息。

第二，需要根据监管机构的监管要求，建立与自身金融市场业务性质、规模和复杂程度相适应的市场风险资本分配机制、支撑机制、损失准备补偿机制以及风险防控应急机制。对关键指标要定期进行后评估，对主要模型进行定期验证，结合历史数据进行回溯分析，经过必要的内部审批程序后，再根据业务组合的变化进行扩展和修正。计量模型的评估范围既要包括表内的各类资产、负债，也要关注表外所有受市场风险影响的资产负债项目，防止或由负债变为损失。实施对冲操作等风险缓释策略时，要防止操作本身衍生出的新风险和新敞口。

第三，需要更加关注交易员的绩效考核约束机制和内控合规文化教育。各金融机构应该对交易员制定科学的绩效考核指标，既包括盈利指标，也要包括必要的违规处罚机制。要建立常态化的交易员强制休假制度和岗位轮换制度，突出投资交易的团队作用，通过科学的投资策略引导理性的投资行为。此外，要配备胜任的金融市场团队管理人员。

第四，金融机构需要建立更加积极、灵活的风险管理机制，避免对风险管理模型的过度依赖。摩根大通一直引以为傲的 VaR 模型未能对此次对冲交易策略的风险做出提前预警，反而严重低估了风险敞口，这再次暴露了以历史数据为基础的现代风险计量模型的巨大缺陷。当今的国际金融市场在产品结构、交易规模、市场范围、市场主体等各个方面的复杂程度均远远超过了历史任何时期，因此基于历史数据的风险计量模型必然存在与当下市场环境脱节的问题，从而有可能无法充分、及时反映实际风险状况。同时，以概率论为技术基础的现代风险计量模型在预测那些破坏力巨大的小概率事件（“黑天鹅”事件）方面存在先天不足，而在当前金融市场持续动荡、市场主体心理波动剧烈的环境下，“黑天鹅”事件的发生概率也显著上升。因此，金融机构在风险管理过程中应采取更加主动和灵活的策略，在参考风险计量模型的基础上，对市场环境的剧烈变化和突发事件做出及时的评估和反应。

6. 参考文献

- [1]Basle Committee on Banking Supervision Principles for the Management and Supervision of Interest Rate risk, Bank for International Settlements, Press&Co-mmunications, Basel, Switzerland, 2004(7):5-7.
- [2]Jorion R, Value at Risk: the new benchmark for controlling risk[J], the Journal of Derivatives, 2004.
- [3]边卫红, 王玉婷, 摩根大通巨额亏损事件的原因及影响分析[J], 国际金融, 2012(06):13-19.
- [4]秦伟, “伦敦鲸” 63 亿美元巨亏细节公布[J], 21 世纪经济报道, 2012(12):1-2.
- [5]韩龙, 许明朝, 风险模型之殇与对金融风险监管的审视——根植于这场金

融危机的考察[J], 国际金融研究, 2010(7):68-78.

[6]张锐, 谁为“伦敦鲸”的惊天亏损埋单[J], 金融经济, 2012(06):58-59.

[7]王勇, 隋鹏达, 关晶奇, 金融风险管理[M], 北京:机械工业出版社, 2014.

[8]陶冶, “伦敦鲸”事件影响持续发酵[N], 金融时报, 2012.5.26.

[9]白华, 内部控制、公司治理与风险管理[J], 经济学家, 2012(03):46-54.

[10]陈莉, 致命的错误交易——摩根大通巨亏对国企风险管理的启示[J], 国企, 2011(08):98-101.

[11]赵旭, 李浩, 金融衍生品使用动机及其对银行风险、价值的影响[J], 金融论坛, 2013(12):22.

[12]皮埃特罗·潘泽, 用 VaR 度量市场风险[M], 北京:机械工业出版社, 2011.

[13]寿梅生, 我国商业银行市场风险管理体系的构建[J], 新金融, 2005(04):25-28.

五、关键点

本案例分析的关键要点是摩根大通在市场风险管理的管理中到底是哪些环节出现了问题, 最终导致了巨额亏损。教学中的关键点包括:

1. 市场风险的相关概念, 金融机构管理市场风险的主要措施
2. 建立在计量分析基础上的风险管理模型对于金融机构规避市场风险的作用
3. 金融机构现有风险管理措施的有效实施, 损失限额管理的重要性
4. 金融机构重要交易人员的角色定位, 激励与责任承担机制
5. 加强金融监管的重要性

六、建议的课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行, 如下是按照时间进度提供的课堂建议课堂计划计划建议, 仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 90 分钟。

课前计划: 提出启发思考题, 请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划:

课堂前言（15 分钟）：导入案例，简单扼要、明确主题

分组讨论（30 分钟）发言要求：准备发言大纲

小组发言（每组 5 分钟）幻灯片辅助，控制在 30 分钟

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15 分钟）

课后计划：请学学生上网搜索该企业的相关信息资料，根据案例的特点提出解决方案，采用报告形式给出更加具体的解决方案，或写出案例分析报告（1000-1500 字左右）；如果对此案例有兴趣跟踪，建议联系案例作者或有关负责人，进行深入研究。明确具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。

（案例字数：12389）