

美国投资银行危机及其转型剖析

马红霞 孙国华

内容提要：本文通过分析美国投资银行经营模式的缺陷，找出 2008 年美国投资银行危机及其转型的深刻原因。分析结果显示，融资模式的缺陷、过度依赖高风险业务是美国投资银行危机的内因，而外部监管漏洞放任了投资银行的经营管理，是投资银行危机的重要外因。投资银行危机促使美国主要独立投资银行转型为全能银行经营模式，这是美国银行业发展一个重要的转折点。但危机仅仅是投资银行转型的诱因，全能银行经营模式的相对优势是美国独立投资银行转型的根本原因。

关键词：投资银行 金融危机 全能银行 美国银行

中图分类号：F831

文献标识码：A

2008 年 9 月，美国出现全面性的投资银行危机，将次贷危机和金融危机推向了高潮。在贝尔斯登（Bear Stearns）、美林证券（Merrill Lynch）被收购和雷曼兄弟（Lehman Brothers）破产后，高盛（Goldman Sachs）和摩根士丹利（Morgan Stanley）转型为银行控股公司^①。至此，占美国投资银行市场份额 60% 的前 5 大独立投资银行在这次危机中被全能银行收购或转型为银行控股公司。这是否意味着美国独立投资银行时代的终结？

国内外学者对美国次贷危机和金融危机的研究较多，而对美国为什么会出现全面性投资银行危机和转型，还缺乏深入研究。本文将从美国投资银行经营模式的缺陷入手，剖析美国投资银行危机及其转型的深刻原因，以期对中国投行的未来发展提供有益的借鉴和启示。

一、美国投资银行危机的主要特征

2008 年 9 月 15 日，雷曼兄弟宣布进入破产程序，标志着美国出现全面性的投资银行危机和金融危机。

（一）巨额亏损和资产价值大幅缩水

2007 年下半年以来，美国主要投资银行经营出现危机征兆，主要表现为巨额亏损和资产价值大幅缩水。引人注目的是巨额亏损发生在一向是盈利标兵的 5 大投资银行。美林证券 2007 年第 4 季度亏损高达 98.3 亿美元，也是美林有史以来最大的单季亏损，刷新了第 3 季度的亏损纪录，并接连 5 个季度连续亏损，导致美林 2007 年出现 1989 年以来的首度全年亏损。2008 年雷曼兄弟收益大幅下降，并且从第 2 季度盈利指标全面转为负值。摩根士丹利也在 2007 年第 4 季度出现了公司成立 73 年来首次的季度亏损（见表 1）。经营状况相对良好的高盛 2008 年第 1 季度盈利比 2007 年同期下跌 53%，第 2 季度虽然比第 1 季度略有好转，但是与同期相比仍下降了 7%，第 3 季度收益下滑 70%。亏损的原因主要有两个：一是经营业务的萎缩和业绩的下滑以及投资银行持有的大量垃圾债券大幅度贬值。二是次贷危机后，这些投资银行持有的大量债券因贬值而被迫连续进行大规模的资产减记。其中，美林证券资产减记额高达 475 亿美元（见表 2）。据不完全统计，截至 2008 年第 3 季度，美国仅投资银行资产减记规模就高达 1000 多亿美元。这还不包括其他金融机构投资银行业务部门的损失。

作者简介：马红霞，武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师；孙国华，武汉大学经济与管理学院博士研究生。

^①美国称为银行控股公司，欧洲称为全能银行。后者更为常见。因此，下文采用全能银行这一术语。

表 1 主要投资银行的亏损额(亿美元)

	贝尔斯登	美林证券	雷曼兄弟	摩根士丹利
2007Q3	--	-22.4	--	--
2007Q4	-8.54	-98.3	--	-35.9
2008Q1	--	-19.6	--	--
2008Q2	--	-48.9	-28.7	--
2008Q3	--	-51.5	-39	--
总计	-8.54	-240.7	-67.7	-35.9

资料来源：根据各公司季报整理。

表 2 主要投资银行的资产减记额(亿美元)

	贝尔斯登	美林证券	雷曼兄弟	摩根士丹利	高盛
2007Q3	--	84	--	9.4	--
2007Q4	12	150	--	94	--
2008Q1	14	90	18	--	30
2008Q2	--	94	56	--	7.75
2008Q3	--	57	78	--	11
总计	26	475	152	103.4	48.75

资料来源：根据各公司季报整理。

(二) 股价大跌，市值大幅缩水

投资银行因为巨额亏损导致股价大跌、市值大幅缩水。2008 年 9 月，美国投资银行从上述局部危机转向全面危机。截至 2008 年 9 月 17 日的 1 年内，除情况较好的高盛股价跌幅在 50%左右外，其他均超过了 75%。高盛和摩根士丹利在 2008 年的前 9 个月内，股价跌幅超过 50%。摩根士丹利被日本三菱 UFJ (Mitsubishi UFJ Financial Group Inc.) 金融集团收购前的 1 周内 (2008 年 10 月第 2 周)，股价就下跌了 59%。雷曼兄弟的股票更是跌成了垃圾股，在截至 2008 年 9 月 17 日的 180 个交易日内，雷曼兄弟股价从 62.19 美元跌至 0.13 美元，累计跌幅 99.79%。^①

(三) 投资银行破产、被收购与转型

5 大投行出现危机后，先后被全能银行收购或转型为银行控股公司。早在 2008 年 3 月，贝尔斯登因为盈利能力衰退，无法保证足够的流动性支持正常运行而被摩根大通收购。2008 年 9 月 15 日，雷曼兄弟在期待美国政府提供财政支持未果的情况下宣布进入破产程序，同日，美林证券以每股 29 美元被美国银行收购，这一

收购价只是美林 1 年前价值的 2/3 左右，仅为该行 2007 年初市值顶点的一半。2008 年 9 月 21 日晚，美国联邦储备委员会宣布，批准高盛和摩根士丹利提出的转为银行控股公司的请求，高盛和摩根士丹利将向全能银行（或银行控股公司）转型，接受美联储的监管。9 月 29 日，日本三菱 UFJ 金融集团以 90 亿美元协议收购摩根士丹利 21%具有投票权的股票，从而成为这家美国投资银行的最大股东（见表 3）。

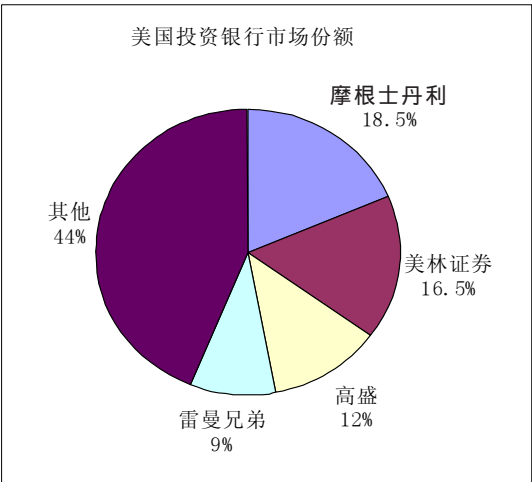
表 3 美国大型投资银行被全能银行集团收购

时间	被并购投资银行	收购方
2008 年 3 月	贝尔斯登	摩根大通
2008 年 9 月	美林证券	美国银行
2008 年 9 月	雷曼兄弟	英国巴克莱银行等
2008 年 9 月	摩根士丹利	日本三菱 UFJ 金融集团

资料来源：美国《纽约时报》[N]（NY Times）。

由于 5 大投资银行的业务份额占美国投行市场份额的 60%左右，其余的市场份额主要属于一些银行控股公司或者基金，比如，花旗集团、摩根大通、瑞银集团、德意志银行和波士顿第一信贷、退休基金和互助基金。其中，花旗集团投行业务占投行市场的 7.5%（图 1）。因此，2008 年 9 月是美国投资银行发展一个重要的转折点。在 5 大投资银行被兼并、破产和转型中，美国独立投资银行模式也随之宣告终结。^②

图 1 2006 年美国投资银行的市场份额



^①<http://Finance.google.com>; NY times [N].

^②Andrew Ross Sorkin and Vikas Bajaj, Shift for Goldman and Morgan Marks the End of an Era, NY Times[N], September 21, 2008.

二、美国投资银行危机的原因

美国投资银行危机将美国次贷危机和金融危机推向了高潮，人们不禁纳闷，为什么这些现象发生在一向是全球金融体系楷模的美国？为什么破产倒闭的是一向作为盈利标兵的明星企业——投资银行？

（一）融资模式的缺陷

美国投资银行过度依赖在货币市场上拆借资金维持经营运作，没有稳定的资金来源。投资银行募集资金的方式有以下几种：一是通过隔夜债券回购市场 (Repo) 融通短期资金。二是发行商业票据 (Commercial Papers)，票据期限一般为 3 个月到 9 个月。三是发行债券、股票、银行贷款等，这也是投资银行传统的募集资金的方式。这种募集资金的缺点是周期较长、程序复杂、成本较高。而前两种融资方式在流动性充足时融资成本较低，流动性短缺时成本较高，金融危机时投资银行甚至无法募集到所需的资金。

在金融市场良性循环的条件下，投资银行资金流转速度快、经营风险小、利润率高，高额利润以及低风险可以保证投资银行充足的流动性。相反，一旦资本市场萎缩，投资银行资金缺少了收入源头，投资银行业务规模必然缩小，而且经营业务也会因为市场流动性紧缩导致的需求不足而萎缩。由于其自有资本比率较低，因此，在市场萎缩尤其在危机来临时，流动性危机凸显，难以在金融市场上募集资金以抵御危机的冲击。

2007 年初，美国次贷危机爆发。为了防止风险和避免损失，诸多金融机构提高了信贷标准，导致信贷紧缩，同业拆借利率也开始上升。贝尔斯登被摩根大通收购当天，美国银行间的拆借几乎完全停止，Libor 飙升 80 个点，创下 9·11 之后的记录。据英国《经济学家》的消息，2008 年 9 月 30 日后，隔夜拆借利率也由原来的官方利率加 8 个基点上升到官方利率加 400 个基点，即使在美联储抛出 6200 亿美元救市的时候，一笔从欧洲央行拆借的利率竟高达 11%，3 个月，

6 个月和 1 年期的票据也停发，投资银行面临严重的融资渠道不畅和融资困难。^①

2008 年 9 月，整个信用流转陷入恶性循环。由于投资银行过于依赖在货币市场上拆借资金维持经营运作，不像全能银行有存款等稳定的资金来源，筹不到资金的投资银行，面对不断贬值的资产，转瞬间即可沦落至资不抵债的深渊。贝尔斯登出现财务亏损之后发生的挤兑事件就是一个很好的例证。因此，融资模式的缺陷是导致投资银行危机的直接原因。

（二）高风险业务占比过大

美国独立投资银行业务模式的高风险体现在三个方面：从收益构成来看，高风险投资的利益损益和交易性损益比重增长迅速，比例过大；从具体业务来看，过度依赖高风险的金融衍生品；从财务比例来看，举债经营比例过大。

1. 高风险投资的利息收入和交易性损益比重过大

投资银行过去主要是给企业做 IPO、证券经纪、并购收取咨询费的经纪人，这些都属于收取佣金的传统投行业务，不需要投入自己的资本金，所以投资银行并不应该算是风险太大的行业。综合华尔街 5 大投资银行的业务来看，投资银行主要经营以下 4 大类业务：资本市场业务、投资银行业务、资产管理业务、贸易和国际业务清算。理想情况下，这几种业务的收入贡献平衡是比较安全的。但是，最近 10 几年这些投资银行在资本市场业务尤其是衍生品和资产证券化产品中的交易越做越大。投资银行已经由当初的主要以撮合企业与资本市场结合的投资银行业务（也叫经纪人业务）为主转变为以资本市场业务为主（做市和自营业务），通过“做市”和自身持有证券头寸获得利润。从表 4 和表 5 可见，5 大投资银行收入中占比最大的两项分别是利息和股利收入 (Interest and Dividends) 以及交易性损益 (Principal Transaction)，利息和股利收入来自其持有的债券、股票等金融工具的，交易性损益是其持有的所有金融头寸价值变动导致的实现和未实现的损益。2000 年以来，除了贝尔斯登和个别年份之外，

^①Leaders. World on the Edge[J]. The Economist, 2008 (October 4th), P.11.

其他 4 家主要投资银行的利息和股息收入都占总收入的 50% 以上，交易性损益基本上都占总收入的 10% 以上，这两个比例还呈逐年增加的趋势。2007 年，前 3 家投资银行利息收入与交易性损益比率之和更高达 80%~90%，美林证券的总收入中利息比率之和和股息收入的比重更是达到了惊人的 97%。近 10 年间，雷曼兄弟的利息和股息占总收入的比重在多数年份都名列前茅。过高的利息和股息/收入、交易性损益/收入比率决定了这些投资银行的收入随着持有证券的价值变化而波动剧烈，面临着巨大的风险。2007 年，美林证券交易性损益在收入中的占比出现负值就是一个很好的例证。

表 4 利息和股息收入占总收入的比重

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
贝尔斯登	N.A	0.41	0.47	0.41	0.26	0.21	0.23	0.39	0.47	0.66
美林证券	0.60	0.51	0.55	0.61	0.59	0.53	0.59	0.67	0.69	0.97
雷曼兄弟	0.83	0.75	0.74	0.74	0.70	0.58	0.54	0.61	0.67	0.73
摩根士丹利	0.65	0.52	0.57	0.67	0.63	0.57	0.59	0.64	0.67	N.A
高盛	0.68	0.50	0.53	0.57	0.50	0.46	0.39	0.48	0.51	0.52

数据来源：根据 5 大投资银行 1999~2007 年年报计算，N.A 表示没有相关的数据。

表 5 交易性损益占总收入的比重

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
贝尔斯登	N.A	0.41	0.47	0.41	0.26	0.21	0.23	0.39	0.47	0.66
美林证券	0.60	0.51	0.55	0.61	0.59	0.53	0.59	0.67	0.69	0.97
雷曼兄弟	0.83	0.75	0.74	0.74	0.70	0.58	0.54	0.61	0.67	0.73
摩根士丹利	0.65	0.52	0.57	0.67	0.63	0.57	0.59	0.64	0.67	N.A
高盛	0.68	0.50	0.53	0.57	0.50	0.46	0.39	0.48	0.51	0.52

数据来源：根据 5 大投资银行 1999~2007 年年报计算，N.A 表示没有相关的数据。

2. 过度依赖高风险的金融衍生品

投资银行过度依赖高风险的金融衍生品主要体现在对 3 种高风险金融衍生品的持有上，即资产抵押证券（Asset-backed Security, 简称 ABS）、债券担保工具（Collateralized Debt Obligation, CDO）和信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）。比如，雷曼兄弟是 2006 年次级贷款证券产品最大的认购商，占该市场份额的 11%。依据雷曼兄弟的报告，其持有的 CDO 总价值大约为 500 亿美元。

这些新型金融衍生品大多是房地产抵押贷款证券化的产品。之所以成为高风险的金融产

品，主要有以下几个原因：一是源于美国房地产信贷市场的高系统性风险。美国房地产信贷规模从 1995 年的 16900 亿美元扩张至 2006 年的 45080 亿美元，增长了 167%。其中，1995~2000 年 6 年间增长了 41.8%，2001~2006 年 6 年间增长了 76%，大大高于 GDP 的增长率。2001~2006 年，美国家庭债务支付占可支配收入的比重接近 20%。由于房地产信贷规模极度扩张，房地产借款人的支付能力下降，因此，无论是 MBS，还是在此基础上后续证券化过程中的衍生品 ABS、CDO、CDS，从产生开始就注定携带着巨大的风险。二是信用风险不透明，定价依据不清。由于这些衍生品的产生过程十

分复杂，经过层层转手和捆绑打包销售，当初的借款抵押品与最后的证券之间已经失去了价值上的联系。因此，对于这些衍生品的定价依据不清，交易价格也从依据市场价格估价（Market to Market）过渡到了依据模型估价（Market to Model），甚至采用市场猜想的方式来估价（Market to Make Believe）。定价的混乱增大了衍生品的风险。三是新型金融衍生品还存在着另外一大隐患——交易极不规范，存在着大量的重复交易，导致华尔街各大银行之间错综复杂的债务纠缠。根据负责 CDS 交易结算的美国托管和结算公司（Depository

Trust & Clearing Corp.）公布的结果，雷曼破产后，其 CDS 交易额统计结果为 720 亿美元。但之前由于定价依据不清和不透明，市场估计为 4000 亿美元。在经过冲销掉重复交易后，最后易手的金额仅为 52 亿美元。

因此，一旦某个重要的市场参与者倒闭便会给市场带来极大的混乱。危机发生后，证券投资者为了规避对手风险（Counterparty Risk），比如贝尔斯登、雷曼不能完全履行其义务，于是纷纷将与贝尔斯登、雷曼的业务转卖给第三方。以贝尔斯登倒闭为例，记录显示，在贝尔斯登崩盘前的关键两周，贝尔斯登的 CDS 交易

量为平时正常水平的 10~20 倍。

3. 过度负债经营模式

投资银行经营模式的核心是过度负债经营，或“杠杆”交易模式，目的是为了获取更好的收益风险溢价，也相应承担更大的经营风险。过度负债经营模式反映为过高的财务杠杆比率。财务杠杆比率是指总资产与自有资本的比率。由于收益和亏损额与杠杆比率成正比，投资银行经营风险的大小与杠杆比率成正比，杠杆比率越大，收益率越高，风险也越高。5 大投资银行为了赚取风险溢价，一般运用 20 到 30 倍的杠杆操作，贝尔斯登公司在 2001 年更是将这一比例提高到 33，而美国银行（Bank of America）不到 11。以一家虚拟的投资银行 A 为例，其自有资本为 10 亿美元，30 倍的杠杆比率意味着这家投资银行会以待购资产抵押借到 290 亿美元进行投资，使总资产达到 300 亿美元。如果按投资利润率为 5% 计算，那么投资银行 A 就可以获得 15 亿美元的利润，利润率高达 150%！是杠杆比率为 1 的银行自有资本盈利率的 30 倍。因此，可以说杠杆经营模式是 5 大投资银行高利润率的根本，是华尔街投资银行高回报率的秘诀（见表 6、表 7）。

表 6 5 大投资银行杠杆比率

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
雷曼兄弟	N.A	30.6	28.9	29.3	29.1	23.7	23.9	24.4	26.2	30.7
贝尔斯登	N.A	32.8	29.8	33	29.0	28.4	28.5	27.1	28.9	8.1
美林	27.9	270.	23.0	21.8	19.7	16.6	20.0	19.1	21.6	31.9
高盛	N.A	N.A	N.A	17.1	18.7	16.1	24.6	25.2	23.4	26.2
摩根士丹利	22.5	21.6	21.9	23.2	24.2	24.2	26.5	30.8	N.A	N.A

数据来源：根据 5 家投资银行的财务年报整理计算。

表 7 5 大投资银行税前股本利润率 (PRE-TAX PROFIT MARGIN)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
雷曼兄弟	N.A	30.6	28.9	29.3	29.1	23.7	23.9	24.4	26.2	30.7
贝尔斯登	N.A	32.8	29.8	33	29.0	28.4	28.5	27.1	28.9	8.1
美林	27.9	270.	23.0	21.8	19.7	16.6	20.0	19.1	21.6	31.9
高盛	N.A	N.A	N.A	17.1	18.7	16.1	24.6	25.2	23.4	26.2
摩根士丹利	22.5	21.6	21.9	23.2	24.2	24.2	26.5	30.8	N.A	N.A

数据来源：根据 5 家投资银行的财务年报整理计算。

相反，如果投资亏损 5%，那么投资银行 A 就亏损 15 亿美元，马上陷入资不抵债的境地。事实上，危机期间这些投资银行所持有的债券的亏损率远远高于 5%，比如，2007 年美林证

券利润率为-114.1%，意味着亏损额大大超过了自有资本额。因此，过度负债经营模式是投资银行危机的祸端。

(三) 投资银行和金融衍生品的监管漏洞

由于美国的金融体系较为发达，因此，美国的监管体系一直被认为是先进的监管楷模。20 世纪 90 年代以来，在美国银行业同欧洲全能银行竞争中优势削减，银行业竞争过度的情况下，管理机构逐渐放松对金融机构的监管。这主要体现在 1999 年《金融服务现代化法》的通过实施和 2004 年废除经纪机构所承担债务额度限制上。《金融服务现代化法》没有明确赋予证监会对投资银行总公司的监管权。因此，在整个金融产品和服务的生产和创新链条上出现了监管的空白和真空，CDO、CDS 这样的金融衍生品生产到底由美联储、储管局还是证交会来监管没有明确。因此，即使这些监管机构知道投资银行借了大量债务，但是仍然无能为力。

2004 年，投资银行要求废除一项旧规定——各投资银行的经纪机构所能承担的债务额的限制，此要求得到美国证监会的批准。废除这项规定也就意味着投资银行的高举债经营

比例不会受到任何限制。从前文的数据可以看出，这些投资银行们的杠杆比率连年上升。

投资银行危机爆发后不久，美国证券交易委员会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）主席科克斯（Christopher Cox）在 2008 年 9 月 23 日提交参议院的一份报告中指出，美国目前对投资银行和信用违约互换有两个监管漏洞：“从过

去几个月的经验来看，美国《金融服务现代化法》（the Gramm-Leach-Bliley Act）没有把投资银行控股公司归属于任何政府监管机构是一个代价高昂的错误。另一个对信用违约互换

(CDS) 同样的监管漏洞必须马上填补以免出现同样的后果。名义本金现为 58 万亿美元 (是 2006 年规模的两倍) 的信用违约互换市场没有任何机构立法监管, SEC 和其他任何机构都没有被授权监管 CDS 市场, 甚至没有对市场最低的信息披露。”^①这是因为 CDS 没有定义为证券, 从而逃避了监管。

可见, 对投资银行和金融衍生品存在监管漏洞是投资银行危机的外部原因。由于对投资银行资本充足率和杠杆比率等缺乏监管, 导致投行风险积累。毫无疑问, 过度的放松监管注定了在华尔街激烈的竞争下投资银行铤而走险的必然结果。

三、美国独立投资银行向全能银行转型

投行危机使得美国独立投行模式难以为继, 危机发生后, 贝尔斯登、雷曼、美林被银行控股公司兼并, 高盛和摩根士丹利转为银行控股公司, 未来这些投资银行将在银行控股公司 (或全能银行) 旗下经营。美国独立投行模式从此被全能银行模式所取代, 这是美国银行业发展一个重要的转折点。

之所以出现这种转型, 我们认为, 投资银行危机只是一个诱因, 其根本原因在于全能银行相对于独立投行在经营模式上的优势。金融危机发生后, 为什么花旗银行、瑞银、摩根大通的投资银行业务亏损额比上述 5 大投资银行要高, 却能在金融危机中依然立于不败之地? 美国国内、欧洲、日本的全能银行所具有的较强的应对危机的能力就是榜样。全能银行经营模式的主要优势如下:

(一) 从业务经营范围看, 多元化经营使得全能银行风险识别能力较强, 从而更有效地分散风险或隔离风险。全能银行不仅经营商业银行业务、保险业务、证券业务, 而且也经营资产管理以及非金融工商业子公司, 参与了经济流转中的产品市场、信贷市场、货币市场、资本市场等诸多环节。在安全性、流动性和营

利性兼顾的原则下, 当全能银行参与的产品市场萎缩时, 全能银行能立即调整对本银行经营该产品的下属子公司以及公司外部客户的信贷规模, 根据产品市场的信号调整信贷利率, 决定吸纳或扩张流动性, 保证全能银行充足的资本充足率, 提前为可能发生的产品市场、信贷市场或资本市场风险提供足够的额外的风险储备, 并可以较快地在资本市场上将相关的证券类产品折现。因此, 经营范围的多元化使全能银行对市场信号的反应机制更加灵敏, 更能有效地规避市场风险或分散风险, 掌握信息主动权。相比较之下, 独立投资银行只能听从市场和受制于资金流上游的商业银行环节, 受信贷市场、市场参与者信心和商业银行利率变化的影响较大。在资产高度证券化的条件下, 证券本身参照物、抵押物与证券本身已经隔断, 中间环节复杂, 信息极其不对称与不透明, 因此, 独立投资银行风险识别相对滞后。对比雷曼兄弟和花旗银行的资产业务, 前者过份集中于金融金融工具和其他资产头寸以及抵押贷款协议, 该两项业务占总资产 88%, 后者除贷款业务外, 资产业务相对分散 (见表 8)。

全能银行模式取代独立投资银行虽然不能减少信贷循环中的环节, 但是却能提高银行对流动性的反应灵敏程度, 提高银行对高风险新型金融衍生品的控制管理能力, 减少银行对高风险金融产品盈利的依赖, 为银行风险提供较高的准备金, 增加银行的安全性, 更能保证金融体制的安全和宏观经济的持续健康发展。

(二) 从收入的角度看, 风险较小的信用卡和金融零售业务比重较大和收入渠道多元化决定了全能银行风险防范能力较强。首先, 由于全能银行主要是由商业银行主导控股, 再加上历史因素 (比如美国 1999 年以前实行严格的分业经营制度), 所以这些全能银行的收入构成中, 消费信贷的比重较大, 尤其是信用卡服务和金融零售业服务。2007 年的收入构成中, 花旗银行消费金融业服务 (包括信用卡、消费信贷、金融零售业务和商业业务) 占总收入的

^①Christopher Cox, "Testimony Concerning Turmoil in U.S. Credit Markets: Recent Actions Regarding Government Sponsored Entities, Investment Banks and Other Financial Institutions", <http://www.sec.gov/>.

表 8 2005 年花旗银行和雷曼兄弟资产构成比较

	资产		负债	
	项目	构成比例	项目	构成比例
雷曼兄弟	金融工具和其他资产头寸	43%	金融工具和其他资产头寸	27%
	作为抵押的证券	1%	返还的作为抵押物的证券	1%
	抵押贷款协议	45%	抵押融资	37%
	现金、应收账款、财产、厂房、设备	9%	应支付的或其他应计算的债务	16%
	其他资产	1%	总资本	19%
	可辨认的无形资产信誉	1%		
花旗银行	贷款	38%	存款	43%
	交易账户资产	20%	购买的联邦基金、回购协议	18%
	出售的联邦基金、证券和回购协议	15%	经纪费用	5%
	投资	12%	短期借款和长期债务	20%
	其他资产	15%	交易账户负债	9%
			其他负债	5%

资料来源：2005 年花旗银行和雷曼兄弟年报。

69.7%。^①这些业务风险相对较小，来源相对稳定，决定了全能银行收入相对稳定并且经营风险较低，抵御风险的能力也相对较强。其次，1999 年《金融服务现代化法》颁布实施后，这些全能银行经营逐渐多元化。这就决定了全能银行的收入不容易受到某一个单一市场不景气的影响。而独立投资银行主要受制于资本市场景气状况，风险相对集中。在资本市场繁荣、资产泡沫化时独立的投资银行盈利率较高。相反，资本市场萧条、资产泡沫破灭时，这些独立投资银行就更容易直接暴露在萧条的冲击之中。

（三）融资渠道多元化决定了全能银行风险应对能力较强，尤其在面临金融危机时，能得到最后贷款人——中央银行的融资。这保证了全能银行流动性相对充足，将挤兑、证券抛售的风险或冲击降到最低，并使这些冲击造成的损失最小。首先，在一般情况下，全能银行可以通过其控股的商业银行机构的吸纳大量低成本存款，增加其流动性，而且还可以通过调整利率工具来增加自身的流动性。企业或居民的短期存款或者活期存款利率非常低，甚至还要交纳管理费用。即使在金融危机情况下，由于有存款保险，可以避免挤兑并可以获得新存款来源。美国 99% 的存款银行都是联邦存款保险公司的会员。本次金融危机中，美国联邦存

款保险公司把存款保险最高赔付额从 10 万美元提高到 20 万美元。后来，为避免危机深化，政府对私人债权无限担保。其次，由于全能银行是美联储的成员，可以在金融危机发生时，利用美联储的公开市场业务、贴现窗口和证券借贷业务拆借资金，增加流动性。这次金融危机发生之后，花旗银行、摩根大通、美国银行和美洲银行就在美联储贴现窗口借贷 20 亿美元。而投资银行是非联储成员，在法律上是没有资格向美联储的贴现窗口拆借资金的，只能通过资本市场上变卖金融债券资产或者通过同业拆借来缓解流动性不足的问题。再次，全能银行还可以在同业拆借市场拆借大额资金。因此，相对于全能银行，投资银行的融资成本相对较高，应对风险能力较差。

（四）从财务角度看，全能银行的资产负债结构相对合理，杠杆比率低。首先与投资银行自有资本比率较低不同，全能银行必须严格遵守《巴塞尔新资本协议》所规定的 8% 最低资本充足率要求，因此，杠杆比率较低（12 以内）。其次，与投资银行资产主要由金融工具和抵押贷款协议为主不同，全能银行的资产主要由贷款、交易账户资产、可出售的联邦基金、证券和回购协议组成。因此，全能银行相对于投资银行在危机发生后资产受危机的冲击要小得多（见表 8）。

^①根据花旗银行 2007 年年报计算。

综上,全能银行的经营模式决定了其融资能力强与融资成本低,风险识别、风险防范与管理能力要比独立的投资银行强大得多,能够较好地分散风险,保证充足的流动性,同时也将金融领域对实体经济可能产生的风险或冲击降到最低。因此,无论从全能银行经营模式的优势,还是从一国宏观经济和金融安全角度出发,全能银行是独立投资银行转型的必然方向。

美国独立投资银行转型为全能银行(或银行控股公司)后,其经营模式将发生重大改变:

第一,它们可以并购商业银行机构吸收存款、利用美联储的贴现窗口等多种融资方式,融资渠道多样化,融资成本将大大降低,从而将改变其融资模式的缺陷。

第二,由于受《巴塞尔新资本协议》最低资本充足率的限制,其高风险的业务投资模式、过度负债经营模式将发生改变。

第三,它们将接受证监会(SEC)、美联储等多家政府监管机构的监管,保证其稳健经营。

四、对我国的启示

(一)重视房地产市场、信贷市场和证券市场之间的信用风险转移

与前两次危机不同,这次危机的一个重要特征是:危机根源于房地产市场,并通过信贷工具传递到信贷市场,继而通过证券化工具传递到资本市场,在房地产泡沫破灭后引起整个宏观经济、金融系统动荡和调整。我国1998年停止福利分房、实行住房商品化之后,房地产市场开始迅速发展。特别是2003年之后,我国房地产市场进入快速发展阶段,房价不断创新高,到2007年底,各地房价基本达到历史顶峰,在这一过程中,房地产市场的系统性风险越来越大。2008年以来,由于国家一系列政策调整和美国金融危机的冲击,我国的房市开始走向低迷。由于房地产公司和银行之间特殊的信贷关系,一旦房地产市场价格持续走低,跌幅达到一定比例之后很可能形成银行坏账,造成房地产市场系统风险转移到信贷市场,威胁

银行体系的稳定性。

(二)我国需要从法律上确立全能银行制度或混业经营制度

纵观欧美金融体制的变化历程,欧盟从20世纪90年代初以来在全欧盟范围普及德国式的全能银行制度,美国多数商业银行(如花旗集团、美国银行等)在20世纪90年代后期以来,通过并购或建立银行控股公司转向全能银行,而美国前5大投资银行在这次金融危机中也被全能银行收购或转型为银行控股公司。

中国投资银行的业务单一,主要靠佣金、IPO承销费和自营业务收入,风险集中,且与股市有极强的“牛熊”周期同步性。在2001~2005年和2008年中国股票市场低迷的情况下,这些投资银行亏损严重,仅2005年上半年就有近30家券商倒闭破产。2008年前3个季度,上市的8家投资银行的净利润普遍不到2007年的40%。^①个别投资银行(如太平洋证券)还出现了亏损。因此,这些投资银行的竞争能力相对较弱。这在很大程度上是因为我国金融体制采用的分业经营制度。这是制约我国投资银行发展的重要原因,也是我国投资银行盈利能力大起大落、竞争能力和发展能力较弱的主要决定因素之一。因此,要保证我国的投资银行业避免重复美国投资银行危机的风险,提高我国投资银行业的盈利、竞争和发展能力,必须首先在法律上尽早地确立全能银行制度或混业经营制度。

(三)重视金融创新的风险研究和对金融衍生品的监管到位

现代化的投资业务、金融衍生品的开发设计和销售是金融创新发展的产物,有利于增强金融行业的盈利能力、竞争能力、发展能力和抵御经营风险的能力。但是,发挥金融创新这些积极作用的前提条件是必须有适度的监管作为保证。从上文的分析和实际的结果来看,金融危机很大程度上正是因为美国金融监管机构对CDO、CDS监管存在法律真空以及监管不到位。这也为我国金融衍生品监管提供了前车之鉴:既要大胆地进行金融创新,也要保证金融

^①根据国金证券、中信证券、国元证券、长江证券、东北证券、宏源证券、海通证券和太平洋证券8家公司的报表整理计算。

创新处在合理的监管之下。

（四）实行逆周期损失准备制度，未雨绸缪

为增加抵御危机的能力，我们建议我国投资银行应实行逆周期损失准备制度。在经济周期的繁荣阶段，由于资本市场繁荣，资本收益率相对较高，资产价格上升，这时银行应上调资产损失准备金率，既可以为防范危机准备充

足的缓冲储备，又可以抑制投资银行在资本市场过度投机。相反，在经济陷入衰退、萧条，复苏阶段时，应降低资产损失准备金率，增强其应对风险和危机的能力。

（责任编辑：李文杰）

参考文献：

[1] 喻中. 揭秘 CDS 市场 [N]. 第一财经日报, 2008 年 10 月 7 日.
[2] 马红霞, 严红波, 陈革. 美国的金融创新与金融监管 [M]. 武汉大学出版社, 1998.
[3] 相关投行年报、季报.
[4] Ritter, JR. Investment Banking and Securities Issuance, Handbook of the Economics of Finance [M]. 2003.
[5] World on the Edge, the Economist [J]. Oct. 4th , 2008.

Abstract: This paper explores the causes of the U.S. investment banking crisis and its transition in 2008 by analyzing the flaws of investment banking business model in the U.S. It argues that the internal causes of U.S. investment banking crisis are the defects of their financing mode and over-reliance on highly-risky investments. And the external condition is the lack of supervision which induces investment banking laissez-faire management. The transition of the Wall Street giants from specialized investment banking to universal banking is reasonable and inevitable mainly because of the relative advantages of universal banking.

Keywords: Investment Banks; Financial Crisis; Universal Banking; U. S. Banks