



财经论衡  
胡祖六

## 如何解决“太大不能倒”？ ——全球银行改革面临的重大考验

欧美在金融危机后的银行业改革，依然回避了“太大不能倒”这一问题的本质，其核心在于混业经营加剧了金融体系的道德风险——综合银行的商业银行部门吸收公众存款，并得到政府公开或隐含的担保，但它的投行部门则从事风险更高的自营与交易业务，内部“套利行为”导致了利润的私有化与亏损的社会化这一尖锐矛盾。相比之下，中国金融业分业经营的模式更为审慎稳健。

2008-2009全球金融危机后，美国、英国、欧盟、金融稳定局(FSB)与巴塞尔委员会等国际组织都在绞尽脑汁设计银行体系改革方案，试图在资本金、流动性、透明度、风险管理、衍生品交易、潜在利益冲突、信用评级、甚至高管薪酬制度等方面实行全方位改革，引进增加和修订了许多银行监管条例。但对于全球金融危机所暴露出来的最尖锐也是最令公众关注的焦点问题——“太大不能倒”(too big to fail)和“太关联不能倒”(too inter-connected to fail)，现在出台的各种银行改革方案却要么完全回避，要么轻描淡写，只做了一些不痛不痒的处理。

### 欧英美依然在回避 “太大不能倒”的核心问题

美国金融改革的重头戏——《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)引入了所谓“沃尔克规则”(Volcker

作者为春华资本集团主席、清华大学中国经济研究中心主任兼教授、香港特别行政区策略发展委员会委员。

Rule)，以限制银行控股公司的资本市场自营业务，包括股票、定息债券、外汇与商品期货等衍生品交易，以及对对冲基金和私募股权基金的投资。笔者曾与这一规则的创始人保罗·沃尔克先生本人几度交流。他的出发点很简单，凡是受美联储最后贷款人流动性支持的银行控股公司都不应该拿“存款人”的资金去赌博，而只能做一些较低风险的贷款、证券承销与经纪业务。举例来说，高盛和JP摩根可以继续做自营，但是他们不应该是银行控股公司。如果他们选择后者，自营业务就必须受到限制。

沃尔克先生是笔者的良师益友，笔者对他素来敬仰有加，也很理解并尊重他在此问题上的立场。但笔者还是很惋惜他把自己毕生的威望与影响力质押在一个过窄的议题上。自营业务本身并非2008年全球金融危

机的根本原因，限制自营与投资大概也很难防止下一次金融危机。何况在实际金融运作中，区分自营与“做市和代客交易”并非易事。尽管如此，这一规则的出台还是聊胜于无。银行机构的业务范围和资产构成最终决

### 英国的“围篱”主张比美国的“沃尔克规则”迈进了一大步，但两者与解决银行“太大不能倒”的目标仍有相当大的距离。

定了银行的规模与复杂程度，我很欣慰沃尔克先生以及《多德-弗兰克法案》对这一问题给予了关注，因此“沃尔克规则”虽没有直接攻入、但至少触及了“太大不能倒”与“太关联不能倒”的核心问题。

有意思的是，英国银行业独立委员会(Independent Commission on Banking, ICB)的最新报告提出了“围篱”(ring-fencing)的主张，即把零售银行与投资银行隔离，在资产、业务、资本金比率、甚至董事会层面实行独立运营。这个报告尚未形成法案，但已经引起了很大的关注和反响。

显然,英国的“围篱”主张比起美国的“沃尔克规则”又迈进了一大步。受到政府隐含补贴的零售银行业务,必须有更高的资本充足率。而且,在面临破产清算时银行存款享有优先权,高于银行债券。可以预见,“围篱规则”一旦变为法规,将迫使苏格兰皇家银行与巴克莱银行这样的金融机构评估零售银行与资本市场业务孰重孰轻,从而对于银行机构的未来业务、资产构成与规模产生明显的影响。

最令人迷惑不解与失望的是欧盟的立场。在2008年雷曼事件后,欧盟政治领导人在银行机构“太大不能倒”这一问题上慷慨陈词,情绪激昂,除了欧洲传统上喜欢批评美国式的盎格鲁-撒克逊资本主义模式外,更因为欧洲自身有着银行危机的惨痛经历——瑞银、富通、法国兴业银行、苏格兰皇家银行与HBOS都蒙受了惨重损失,需要政府紧急救援,而冰岛与爱尔兰银行体系几乎全军覆没。当下欧元区主权债务危机越演越烈,希腊、西班牙与意大利的银行频频告急,法国与德国的银行体系也将受到新一轮的巨大冲击。但欧盟在银行改革问题上雷声大雨点小,避重就轻,尤其对于银行“太大不能倒”的问题,简直连碰也不想碰。

如果说欧盟是完全不思改革的话,那么美国、英国的改革则显得不够激烈与彻底。不论是美国的“沃尔克规则”也好,还是英国的“围篱规则”也好,都与美国大萧条后出台的《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)相去甚远。该法案明文禁止商业银行与投资银行混业经营,当时举足轻重的JP摩根公司被一分为二,从此美国银行业面貌彻底改观,商业银行与投资银行二者之间泾渭分明,前者包括花旗银行、摩根保障信托公司、大通曼哈顿银

行、美国银行等,后者为高盛、摩根斯坦利、美林等。

格拉斯-斯蒂格尔法案保障了美国金融体系将近七十年的稳定。这期间,美国经历了第二次世界大战、朝鲜战争、越南战争、中东石油危机、经济滞胀与数次衰退、拉美债务危机、亚洲金融危机、俄罗斯违约危机、阿根廷比索危机等重大内部与外部冲击,整体上安然无恙。美国的金融体系经历了一个较长的黄金发展时期,不仅保持了健康稳定,而且富

力丝毫不逊于2008年时的雷曼兄弟。但它的倒闭尽管令市场震惊,却没有冲击华尔街其他大行,也没有冲击花旗、大通等商业银行,更没有波及全球金融体系。为什么德崇证券虽大却可倒,而雷曼则“太大不能倒”?为什么两家华尔街大行的相同结局对于美国与全球金融体系有着如此不同的后果与影响?

除了2008年美国房贷次按债市场和1980年代美国垃圾债券市场的一些不同特性外,最重要的制度差别



“围篱规则”一旦变为法规,将对巴克莱银行等机构的未来业务、资产构成与规模产生明显的影响。

于创新,展现了高效率与无与伦比的国际竞争力。这段时期,美国也经历了不少单一金融机构倒闭案。美国第七大银行伊利诺大陆国民银行(Continental Illinois National Bank)的倒闭、数十家储蓄贷款机构(Savings and Loans)的倒闭、重要投资银行德崇证券(Drexel Burnham Lambert)的倒闭,以及著名对冲基金——美国长期资本管理公司的倒闭等。尤其值得一提的是,德崇证券在上世纪80年代是华尔街赫赫有名的投资银行,其当时在债券市场的地位、排名与影响

就是上世纪80年代美国金融体系有着格拉斯-斯蒂格尔法案这个保护伞。格拉斯-斯蒂格尔法案保证了金融机构之间的风险隔离,有效抑制了风险跨资产、跨机构与跨国别的急剧传播与扩散。遗憾的是,格林斯潘的美联储默许桑迪·威尔拆除了防火墙,他通过一系列收购兼并建立了花旗集团这个集银行、证券与保险于一身的金融巨无霸,最终导致美国国会于1999年正式废除了格拉斯-斯蒂格尔法案。从此,美国银行业兴起了一波接一波的并购整合浪潮,涌现了诸如花

旗、美国银行和JP摩根这样的综合银行集团,纯粹投资银行数目则急剧减少,到全球金融危机爆发前夕只剩下了五家主要纯投资银行。

## 综合银行: 利润私有化与亏损社会化

以花旗为代表的商业银行向投资银行扩张,蜕变为综合银行,或者所谓一站式服务的金融超市,以为找到了一个崭新、具有生命力的商业模式,希望凭借规模优势与成本优势,实行金融产品交叉销售,从而实现业务协同效应、扩大市场份额。但这个所谓的新商业模式全然忽视了现代金融产业专业化分工的必要性、商业银行与投资银行之间固有的文化差异,以及银行客户(尤其是大公司、机构与高净值个人)对于产品多元化、精细化、量身定制与服务质量的高标准需求。就像沃尔玛和纽约第五大道的精品店具备不同的功能,满足不同客户的不同需要一样,所谓金融超市的理论逻辑显得主观牵强,交叉销售的协同效应往往子虚乌有。简单的说,如果你想购买劳力士或者香奈儿的时装,你会去沃尔玛么?

与传统银行相比,综合银行的规模与复杂性显著增加,当商业银行吸收存款发放贷款的业务与投资银行证券承销与自营交易业务二者混和放在同一屋檐下,银行业务更为复杂,整体风险上升,风险传递的链条与渠道增多,对于风险识别、控制与管理能力形成了巨大的挑战。同时,由于商业银行与投资银行在业务模式、财务会计、资本金比率以及损益计算等多方面的差异,给银行提供了“内部套利”的可乘之机,风险往往流向监管最松弛与资本要求最低的部门。因为缺少集中的、有效的风险管理构架与监控,问题资产会不断累积,直到突然集中爆发,威胁到整个

机构的生存。“音乐不息,跳舞不止”,花旗集团董事长兼CEO普林斯的名言成为了信用泡沫时代银行高层对风险麻痹无知的真实写照。

商业银行因吸收公众存款,包括孤儿与寡妇的养命钱,因此需要政府的存款保险,而政府担保的条件是更高的资本金与流动性要求,以及更严格的监管,这个要求可谓合情合理。但投资银行主要从事资

本市场与衍生品交易业务,不能吸收零售存款,只能从金融市场获得较高成本的批发性融资,投资银行没有理由得到政府担保,风险自负,机构虽大,亦可倒,就像当年德崇证券倒闭那样。因此,混业经营除了创造了更加大型与更加复杂的金融机构、导致了更多的潜在利益冲突、增加了管理与风险控制的难度之外,它还大大加剧了金融体系的道德风险——综合银行的商业银行部门吸收公众存款,通过存款保险制度得到政府公开或隐含的担保,享受较低融资成本的优惠,但它的投资银行部门则从事风险更高的自营与交易业务,导致了利润的私有化与亏损的社会化这一尖锐矛盾。这一问题,恰恰是全球金融危机后银行“太大不能倒”这一困局面前,美欧政府被迫对银行机构紧急救援时引起“公愤”的根源所在。

更有甚者,在危机过程中,JP摩根收购了贝尔斯登和华盛顿互助银行,美国银行收购了美国国民融资与美林,富国银行收购了美联银行,美国的银行机构非但没有在危机中精简瘦身,反而变本加厉,变得更庞大更复杂

了。令笔者感到不可思议的是,美国立法与监管当局并没有在金融危机后痛定思痛,反省检讨废除格拉斯-斯蒂格尔法案的错误。虽然颁布了旨在限制自营与投资的“沃尔克规则”,但是美国的金融改革与监管新蓝图并没有从

本质上解决银行“太大不能倒”的问题。英国银行业独立委员会提出的“围篱规则”迈进了一大步,但与解决银行“太大不能倒”或“太关联不能倒”的目标仍有相当大的距离。

## 分业模式更可取

全球金融改革能否再回到格拉斯-斯蒂格尔时代?我对此颇为悲观。英国“围篱”举措目前所面临的一个重大阻力就是担心欧洲大陆的一个全能型银行”相对于英国银行的竞争优势。具有讽刺意味的是,当年美国国会废除格拉斯-斯蒂格尔法案的理据之一,也是分业经营的美国银行难以与欧洲和日本的全能银行竞争。笔者实在难以想象,今天任何一个自尊自信的国家希望自己的银行向欧洲和日本的银行现状看齐。

所幸的是,中国政府在上世纪90年代初做出了金融业分业经营、分业监管的明智决策。中国过去近二十年的金融发展历程与国际的经验,尤其是全球金融危机的深刻教训,都充分说明中国商业银行和投资银行证券公司分业经营的模式是可取的、审慎与稳健的,符合中国的国情与中长期发展的需要,应当继续维持不变。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至  
xincailu@p5w.net.

**混业经营除了创造更加复杂的大型金融机构,导致了更多的潜在利益冲突,增加了管理与风险控制的难度之外,它还大大加剧了金融体系的道德风险,导致了利润的私有化与亏损的社会化这一尖锐矛盾。**