



Long-Tail

Strategy of Financial Institution

金融长尾战略

杜丽虹 姜昧军◎著

金融创新的长尾风险与后全能银行时代



清华大学出版社

Long-Tail

Strategy of Financial Institution

金融长尾战略

土丽虹 姜昧军◎著

金融创新的长尾风险与后全能银行时代

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书从次贷危机入手,通过对大型金融机构内部风险蔓延路径的解读,分离出现代金融集团业务构建的三原则,即风险隔离、资本独立、有限协同。这些原则不仅反映了欧美最复杂金融机构的需求,也同样指导着中国金融机构未来的发展方向——能使复杂的业务以简单的方式运营,使每个业务的经营模式和风险承担都变得更加清晰明了。此外,本书将视野从纯粹的金融机构扩大到“实业+金融”的产融集团,对于这类集团,金融业务的选择更加复杂,不仅要考虑金融业务间的关联性,还要考虑产业与金融的相互支撑。

本书是政府宏观经济决策部门、金融监管当局、金融机构、产融集团、投资者和企业管理人员的重要参考读物,亦可作为高校经济学与金融学科的教学参考用书。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

金融长尾战略:金融创新的长尾风险与后全能银行时代/杜丽虹,姜昧军著.
—北京:清华大学出版社,2011.1

ISBN 978-7-302-24379-3

I. ①金… II. ①杜… ②姜… III. ①金融机构-风险管理-研究 IV. ①F830.2

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第244866号

责任编辑:赵岸英 张凤丽

封面设计:张 岩

版式设计:牛瑞瑞

责任校对:王 云

责任印制:杨 艳

出版发行:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦A座

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市新茂装订有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170×230 印 张:19.75 字 数:331千字

版 次:2011年1月第1版 印 次:2011年1月第1次印刷

印 数:1~5000

定 价:39.80元

产品编号:033957-01

前言

次贷危机的爆发，让全世界开始重新审视金融风险，金融安全也成为关注的焦点。这里的金融安全既包括整个金融体系的安全，也包括每个金融机构的安全（实际上，后者是前者的基础），但如何才能保障金融安全呢？

在宏观层面，各国都设立了金融监管机构，包括中央银行、银监会、证监会、保监会等，并力图通过各种金融法案来规范金融机构的运作，防范金融风险。

在微观层面，现代金融业在经济学基础上发展出了各种复杂的风险计量模型，包括 VAR、久期、资产负债匹配以及各种金融衍生品的公允价值计量模型。

但是，随着现代金融创新的速度不断加快，宏观层面的金融监管和金融立法已经远远滞后于金融机构与金融业务的发展，而微观层面的计量模型虽然在不断革新，但再精巧的模型都必须依赖于历史的数据，而这些数据同样无法反映创新业务的风险。于是，在有着最发达金融体系的美国，次贷危机爆发了，并迅速传染给整个欧洲金融世界。金融风险的防范面临着新的挑战。

其实在历史上，金融创新已经不止一次地惹祸，从垃圾债券，到组合保险策略引发的黑色星期五，再到长期资本管理公司的过度套利……金融创新本身就意味着风险，而且是那种平常看上去很安全，但由于人们对它的认识不足、准备不足，所以一旦爆发就会导致巨额损失的风险，我们将这种风险称为“长尾”风险。

不过即使如此，金融创新一路跌跌撞撞走来，却从未停止过。发明垃圾债券的米尔肯入狱了，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延续……但这次次贷危机的祸惹大了，它已经从次贷危机演化成金融危机、经济危机，而随着危机的深化，倒掉的也不仅仅是那些发放次级抵押贷款的银行，还有雷曼、富通……甚至还波及到了远在大洋这边的许多中资机构。

金融创新的风险难以避免，但如何才能将创新的风险控制在局部？本书研究了雷曼、AIG、富通、巴克莱、苏格兰皇家银行、UBS、花旗等大型金融集团的危机起源与危机蔓延路径，结果显示，金融创新过程中越来越复杂的业务结构和传统业务对新兴业务的过度信用支持是导致次贷危机演化为金融危机的根源。

近年来，在金融创新过程中，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，都在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 为金融产品部门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。

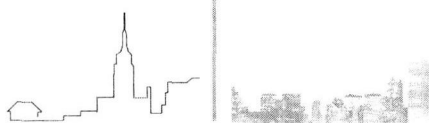
更重要的是，创新产品在集团公司的信用担保下，难以获得独立、准确的风险评价，从而弱化了创新业务的风险，使其没能得到评级机构、监管机构和交易对手足够的重视。于是在不经意间，CDS 已经发展到美国 GDP 的 4 倍，再强大的金融机构也无能为这样庞大的风险资产担保了。

次贷危机再次证明了全能银行并非“无所不能”，自花旗并购旅行者以来就屡遭厄运，“一站式服务”、“金融超市”、“交叉销售”的“概念”显然敌不过危机中“长尾风险”的蔓延，盲目的混业并不能够分散风险，反而可能导致风险的扩散。

今天的金融集团已陷入了成长的悖论，规模越大，业务结构越复杂，风险控制的难度就越大，于是嫁接在传统金融集团架构上的金融创新就长成了一个风险的“黑箱”，而整个金融集团也就变成了一个风险已经失控、却“Too Big To Fail”的“庞然怪物”——显然，现代金融集团必须进行业务结构的重新梳理。

不仅欧美的金融集团如此，中国的金融集团也是如此。如今，中国平安、工商银行、中信集团等都在打造金融控股集团，但在规模扩张的同时，风险也在累积。不断引进的创新业务，不仅增加了单一业务的风险控制难度，也增加了协同运作的风险监控复杂度，而传统金融机构的不断膨胀和全能银行的诞生，都对金融机构的风险控制提出了新挑战。

实际上，次贷危机离我们并不遥远，那些在欧美市场已经进入短尾区间的成熟业务在中国却还是一项创新业务，处于风险的“长尾状态”——中国的金融集团要想不重蹈雷曼、AIG 的覆辙，就必须在集团成立之初构建一个健康的业务结构。



本书从次贷危机入手，通过对大型金融机构内部风险蔓延路径的解读，分离出现代金融集团业务构建的三原则，即风险隔离、资本独立、有限协同。这些原则和许多传统的金融观念并不一致，但它们却是真实的经验教训。它不仅反映了欧美最复杂金融机构的需求，也同样指导着中国金融机构未来的发展方向——能使复杂的业务以简单的方式运营，使每个业务的经营模式和风险承担都变得更加清晰明了。

以此为基础，我们对现代金融业务的风险进行了重新分类，根据业务的“轻”、“重”资本特性和“长尾”、“短尾”风险特性，匹配不同的业务结构和信用支持路径，只有这样，中国的金融集团才不会是一座建在沙滩上的摩天大楼。

但金融危机带来的也并不全是坏消息，一场“金融海啸”推倒了像雷曼、富通这样的金融巨头，重创了 AIG、UBS 这些曾经“不可一世”的庞然大物，与此同时，一些业务结构更清晰的专业化金融机构开始备受青睐。例如，一些第三方投资咨询机构，因其客观性而受到了迷茫投资人的追捧；还有一些专业化的交易服务商，也成为更加安全的经纪商选择；一些独立的私人股权投资机构虽然融资成本大幅上升，但它们仍在此次危机中折价收购了不少金融资产。

实际上，次贷危机打碎了大型集团不败的神话，消费者和机构客户都不再因为是花旗、AIG 或瑞士银行的产品而盲目追随了。这虽然是一个“血的教训”，但却也有它的积极意义，它将给那些有着更加专业化的技能、更加清晰的业务模式的中小型机构一次崛起的机会——规模所带来的信用溢价在缩小、金融业务的垄断性被打破，金融创新将由此进入一个新的阶段，一个更加强调专业化能力和驾驭创新风险能力的时代。

在中国，中小金融机构和地区性金融机构也同样面临着机遇与挑战，金融创新并不只与大集团有关，金融创新的本质是将整条金融价值链的分工进一步细化，而中小金融机构的生存空间就在于精准的定位，大胆地摒弃传统的大而全的业务模式，从金融价值链的一个环节入手，聚拢行业资源、成就“金融新贵”。实践表明，传统金融机构成功转型后，价值可以提升两倍。

但是并非所有创新都能成功：渣打银行作为亚太市场信用卡和住宅抵押贷款业务的先驱，仍难以突破零售业务的天花板；而德国商业银行则用自身的经验教训证明“资产管理、证券交易和地产金融都不是中小银行的优势所在，中小银行的优势只集中体现于以下两点，一是更具地区特色的理财服务，

二是中小企业融资或行业专业化融资”。

除了专业化银行，信托公司、私人股权投资基金和保险公司等也将成为金融创新时代的新贵，只是它们的崛起需要更多的借鉴与智慧。

例如，“什么都能做”的信托公司其实只有两条路可以走——产品专业化或客户专业化。而信托公司的核心竞争力就来自于“一窄一宽”：窄，是指窄的高端客户定位；宽，是指最广泛的投资范围。窄的高端投资人定位，为公司提供了长期稳定的资产源，而宽的投资范围则保证了高端投资人的高风险收益，两者相辅相成。

而私人股权基金在经历了 KKR 时代、风险投资时代后，到黑石时代已经转变为行业整合的鲇鱼。私人股权基金是一种催化剂，加速了行业的整合，而在整合过程中，它又发挥了黏合剂的作用，通过对“鱼群”的吸附把中鱼粘成大鱼，再卖给更大的鱼来赚取超额收益。

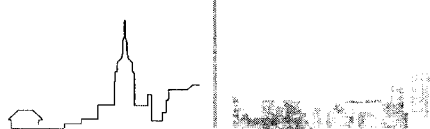
至于保险公司，特别是财险公司，不仅在中国陷入全面亏损，在世界各国都面临价格战的压力。这里不得不佩服 AIG 的智慧，在 20 世纪 60 年代，它还只是美国一家中型财险公司时，便果断地放弃了个人财险这块增长最快、规模最大的市场，而转向企业险市场，以工伤险为突破口逐步渗透其他责任险市场。尽管这些险种的市场规模不如车险大，但是其长尾风险的特征决定了在这些市场上定价比规模更加重要，它们为财险公司提供了一条规模以外的成长道路。

总之，金融创新的长尾风险对于金融集团是一项挑战，但对于专业化金融机构则是一种机遇，它将成就一批后全能银行时代的金融新贵们。

最后，在本书的第四篇，我们将视野从纯粹的金融机构扩大到“实业+金融”的产融集团。对于这类集团，金融业务的选择更加复杂，不仅要考虑金融业务间的关联性，还要考虑产业与金融的相互支撑。

产融模式的核心是产业支持下金融业务的成本节约。在产业向金融自然延伸的第一个层次上，增值收益主要来自于产业支持下金融业务的经营成本节约，如卡特彼勒的“设备制造+设备金融”模式节约了违约成本，UPS 的“物流+供应链金融”模式节约了信用风险控制成本，沃尔玛的“零售+消费信贷”模式节约了营销与管理成本。而在产融战略的第二个层次上，经营协同被提升到资本层面，增值收益主要来自于产业组合稳定现金流支持下的资金成本节约，如 GE 集团对 GE 金融的担保。

但无论在哪个层次上，产业基础都决定了金融业务的宽度和广度，当金



融业务的风险超越了产业基础时，金融业务的高杠杆不仅不会贡献收益，还会放大风险。金融创新，无论对于金融机构还是产业集团，都是一把双刃剑。

综上所述，从欧美市场百年金融发展史看，金融价值链经历了从裂变到聚合的反复过程，证券化的出现推动了各类专业化金融机构的诞生，然后随着这些创新的成熟，它们又不断聚合为综合性的机构，同时，新的专业化机构也在诞生。中国的金融体系也正经历这一过程，如何驾驭金融创新的长尾风险？这是金融集团所面临的挑战，也是金融新贵们的机遇。

目录

露

第 1 篇 次贷危机启示：金融创新的长尾风险

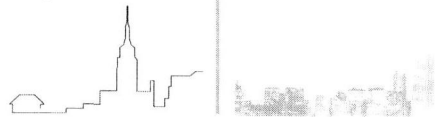
第 1 章 次贷危机中的“长尾风险”	3
1.1 次贷危机暴露混业困局	4
1.2 金融创新，从“风险分散”到“风险扩散”	6
1.2.1 案例 雷曼的创新风险	6
1.2.2 案例 AIG 的创新风险	9
1.2.3 案例 苏格兰皇家银行的危险转型	13
1.2.4 启示：金融创新要求风险隔离	15
1.3 全能银行，钻巴塞尔协议空子	16
1.3.1 案例 富通，巴塞尔协议的牺牲品	17
1.3.2 案例 巴克莱，下一站，富通	19
1.3.3 反思巴塞尔协议	25
1.4 全能银行，“交叉销售”的双刃剑	26
1.4.1 案例 UBS，从全面协同到有限协同	26
1.4.2 对经营协同的反思	38
1.5 金融创新中风险控制的三原则	40
1.5.1 金融创新要求风险隔离	40
1.5.2 风险控制要求资本独立	42
1.5.3 内部协作要求有限协同	43
第 2 章 金融创新中全能银行的业务重构	45
2.1 金融业务的风险分类	45
2.1.1 重资本业务 vs 轻资本业务	45
2.1.2 长尾业务 vs 短尾业务	46

2.2	金融创新中的业务结构设计	49
2.3	案例 花旗集团的业务重构	54
2.3.1	金融创新中的业务结构变迁	54
2.3.2	盲目混业的风险隐忧	56
2.3.3	次贷危机中“全能模式”的崩溃	59
2.3.4	根据风险原则，重构花旗集团	60
2.4	“后次贷”时期的金融新贵	61
第3章	中国金融集团的业务结构设计	63
3.1	中国金融机构的长尾风险	63
3.2	中国金融机构的业务结构再设计	64
3.2.1	从区域总分行制到业务事业部制	64
3.2.2	长尾业务的风险隔离	65
3.2.3	交叉销售中的内部定价和外部市场	66
3.3	结论：金融现代化的基础是业务结构的现代化	67

VIII

第2篇 金融创新时代中小银行的应对策略

第4章	金融创新时代银行的转型价值	71
4.1	引言	71
4.2	案例 美国最古老的银行如何应对金融创新	72
4.2.1	纽约银行，百年转型	72
4.2.2	最古老的银行，最前沿的业务	75
4.3	转型的背后，金融价值链的专业化裂变与重新聚合	78
4.3.1	转型的背后，金融创新的压力	78
4.3.2	金融产生价值链裂变中的专业化分工	79
4.3.3	金融产业价值链的重新聚合，金融新贵的崛起	84
4.4	金融创新与转型价值	86
4.4.1	回报率的提升	86
4.4.2	业绩稳定性提高	86
4.4.3	估值水平的提升	88
4.5	案例 梅隆公司，大胆转型的又一个案例	89



4.6	创新价值两倍于传统价值.....	94
第5章	金融创新背景下，中小型银行的选择.....	97
5.1	引言	97
5.2	案例 德国商业银行的创新尝试.....	98
5.2.1	成长中的创新尝试，成也萧何，败也萧何	98
5.2.2	创新尝试的经验总结	100
5.3	中小型银行的选择.....	112
5.3.1	找准金融价值链上的定位	112
5.3.2	零售业务上另辟蹊径	115
5.3.3	中小企业融资业务的模式转变	115
第6章	金融创新背景下地区性银行的选择.....	117
6.1	引言	117
6.2	案例 渣打银行的突围之路.....	119
6.2.1	地区性银行躲不过零售业务的天花板	119
6.2.2	零售业务的出路：借助对公业务平台	124
6.2.3	聚焦策略下的对公中间业务	126
6.2.4	对公中间业务，对抗危机的中流砥柱	130
6.3	国内地区性商业银行该向渣打学习什么	132
	副文1：公司金融业务，地区银行的新亮点	133
	副文2：渣打银行发展史，从聚焦到多元化到再度聚焦	134
第7章	中国商业银行的综合实力排名	137
7.1	引言	137
7.2	综合实力排名.....	137
7.2.1	整体排名：南京银行、宁波银行、工商银行	137
7.2.2	最佳成长速度：北京银行	138
7.2.3	最佳资本拨备：南京银行、宁波银行	140
7.2.4	最受投资人青睐：浦发银行	141
7.2.5	进步最快：工商银行、中信银行	142
7.3	业务单项排名.....	142
7.3.1	最佳零售业务银行：工商银行	143
7.3.2	最佳对公业务银行：中信银行	146

7.3.3 最佳资金业务银行：建设银行	149
7.4 综合实力分析	150
7.5 榜单启示：专业优于大而全	152
7.5.1 创新业务重要性开始显现	152
7.5.2 大型银行在零售业务上具有先天优势	152
7.5.3 对公业务是中小银行的突围空间	152
7.5.4 资金业务向风险管理转化	153
7.5.5 专业化仍是未来银行的发展方向	153
副文：银行综合实力排名的指标体系	153

第3篇 金融创新时代非银行金融机构的应对策略

第8章 信托行业的两种专业化道路	159
8.1 引言	159
8.2 信托迷途	159
8.3 国际信托业成长的两个维度	160
8.3.1 产品专业化道路	161
8.3.2 客户专业化道路	162
8.3.3 案例 北方信托的客户专业化之路	163
8.4 信托行业的核心竞争力，“一窄一宽”	171
8.4.1 “一窄”，精确定位高端客户	171
8.4.2 “一宽”，拓展投资范围，抵御短期波动	172
8.4.3 核心：挖掘“弱流动性”价值	172
副文1：案例 信孚银行，失败的信托道路	173
副文2：耶鲁基金深挖投资品种	175
第9章 私人股权基金的鲇鱼效应	179
9.1 引言	179
9.2 私人股权基金的套利新模式	180
9.3 案例 黑石，行业整合的鲇鱼	181
9.3.1 行业整合中的鲇鱼效应	182
9.3.2 鲇鱼的积极意义	188
9.3.3 鲇鱼的负面效应	189



9.4 鲇鱼效应在中国.....	193
9.4.1 外资“鲇鱼”的渗透.....	193
9.4.2 本土“鲇鱼”的诞生.....	194
第 10 章 财险公司的“农村包围城市之路”	203
10.1 引言	203
10.2 国内财险公司的规模困局.....	204
10.3 案例 AIG 保险业务的另类成长.....	208
10.3.1 AIG 仍是传奇	208
10.3.2 AIG, 利基市场冠军.....	209
10.3.3 AIG, 突围企业险市场	213
10.4 以能力取胜, 回避规模拼杀.....	214
10.4.1 细分市场中的生存空间	215
10.4.2 利基市场中的高利润区间	219
10.4.3 企业险市场化解规模拼杀	223
10.4.4 企业险市场, 更长的保费投资期.....	233
10.4.5 多产品线分散风险	237
10.5 目标: “农村”包围“城市”	240
10.6 特色化突围的其他案例.....	242
10.6.1 案例 财险巨头不一定出身车险市场.....	242
10.6.2 案例 Liberty Mutual, 工伤险起家的综合保险商.....	243
10.6.3 案例 苏黎士保险集团, 海事险起家的综合保险商	244
10.6.4 案例 ACE 公司, 长尾业务起家, 金融危机套利	245
10.6.5 案例 CAN 公司, 企业险市场的广泛组合	246
10.6.6 案例 Chubb 公司, 特殊险市场的深度挖掘	247

第 4 篇 金融创新时代的产融战略

第 11 章 产融战略的成功原理	253
11.1 机会导向型的产融战略暗藏风险.....	253
11.2 产融战略的演化.....	254
11.3 产融战略的第一个层次: 基于经营协同的产融战略	255

11.3.1	案例 卡特彼勒的“设备制造+设备金融”模式	255
11.3.2	案例 UPS 的“物流+供应链金融”模式	259
11.3.3	案例 沃尔玛的“零售+消费信贷”模式	262
11.3.4	案例 马里奥特的“证券化”模式	263
11.3.5	案例 福特，当产业基础衰退时	264
11.3.6	产融战略的第一个层次：产业支持下金融业务的经营成本节约	264
11.4	产融战略的第二个层次：基于金融协同的产融战略	265
11.4.1	案例 GE 的“产业组合+综合银行”模式	265
11.4.2	产融战略的第二个层次：产业支持下金融业务的资金成本节约	274
11.5	产业基础决定产融模式	274
11.6	对中国企业的启示：经营协同是起点	274
第 12 章	产融战略的更高层次	279
12.1	案例 巴菲特的产融价值链	279
12.1.1	巴菲特的“保险+产业投资+证券投资”模式	279
12.1.2	巴菲特产融模式的核心：承保业务自身的盈亏平衡	282
12.1.3	巴菲特产融模式的支点：来自产业部门的充沛现金流	288
12.1.4	产业之于保险：规模扩张的后盾	292
12.2	产业+保险：长在悬崖上的花	296
12.3	产业基础决定金融宽度	298

第 1 篇

次贷危机启示：金融创新的长尾风险

本篇从次贷危机入手，通过对雷曼、AIG、苏格兰皇家银行、富通、巴克莱、UBS、花旗等大型金融机构内部风险蔓延路径的解读，剖析上述金融机构的业务结构问题，并分离出金融集团风险控制的三原则，即风险隔离、资本独立、有限协同。这些原则和许多传统的金融观念并不一致，但它们却是真实的经验教训，不仅反映了欧美最复杂金融机构的需求，也同样指导着中国金融机构未来的发展方向——使复杂的业务能以简单的方式来运营，使每个业务的经营模式和风险承担都变得更加清晰明了。

以此为基础，我们对现代金融业务进行了风险的重新分类，根据业务的“轻”、“重”资本特性和“长”、“短尾”风险特性，匹配不同的业务结构和信用支持路径，只有这样，中国的金融集团才不会是一座建在沙滩上的摩天大楼。

第1章 次贷危机中的“长尾风险”



2008年9月7日，美国政府宣布接管两大住房抵押贷款融资机构“房利美”和“房地美”；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地国有化；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，他们贪婪地使用了高杠杆，然后又愚蠢地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