

# 全球投行新挑战

○ 方方



方方

1989年获清华大学工程学学士学位。1993年获美国范德堡大学工商管理硕士学位。1993年毕业后在纽约加入美林集团。方方曾在北京控股公司担任副总裁。

2001年8月加盟摩根大通。2003年3月升任董事总经理。2005年初被任命为摩根大通中国投资银行部联席主管。2007年任摩根大通中国首席执行官。2009年11月出任亚洲区投资银行副主席。

2008年3月，方方被任命为中国人民政治协商会议全国委员会委员。并任全国政协社会法制委员会的委员。

“这是最好的时代，也是最坏的时代；这是智慧的时代，也是愚蠢的时代；这是信任的年代，也是怀疑的年代；这是光明的季节，也是黑暗的季节；这是希望的春天，也是失望的冬天；我们的前途无量，同时又感到希望渺茫。”

——狄更斯《双城记》

2008年3月贝尔斯登被摩根大通收购，2008年9月雷曼兄弟破产，同月高盛和摩根士丹利被迫转型注册为银行控股公司。自那时起，传统意义上的华尔街投行已寿终正寝。

目前大家谈及的全球投资银行，都是包裹在银行控股公司下面的投行业务，只是各家银行控股公司的规模与业务多元化程度不同。

今天，当2008年金融危机的阴霾还历历在目，很多人

还沉浸在近两年来经济逐步复苏的余味时，全球经济再次堕入衰退的边缘。

多重不利消息接踵而至：美国巨额财政赤字持续攀升，评级下调，QE3欲现还差；欧洲主权债务危机浮出水面，欧元区前景堪忧，欧债危机肆意蔓延；中国通胀压力居高不下，经济存在“硬着陆”的危险。全球资本市场持续震荡，导致投资者信心大挫，恐慌情绪凸现。复杂多变的国际形势，低迷的经济环境，对全球投资银行业造成巨大的压力和冲击。

2011年三季度，华尔街各大银行的投行业务在各类交易总量和业绩赢利等方面均创下自2008年次贷危机最严重时期以来最差的季度表现。

同时，伴随着“占领华尔街”示威运动的蔓延，投行再

次成为众矢之的，投行的商业模式、经营理念、价值所在和未来前景均受到广泛质疑。

## 风雨急骤，云谲波诡

在当前复杂多变的国际经济背景下，全球投资银行面临的首要挑战是满足日益严格、复杂的全球金融监管要求，严格做到合规经营。每一次重大的金融监管框架的改革和监管规则的推出，都是以应对危机、校正危机中出现的监管漏洞为直接推动力的。

财务杠杆比率过高是触发2008年全球金融危机的导火索之一，强化资本监管已成为目前全球金融监管的一个核心。这也集中体现在《巴塞尔协议Ⅲ》的制度设计中，该协议旨在提高资本充足率，加强对金融机构流动性的监管，防范系统性风险，重建稳健的金融体系。

《巴塞尔协议Ⅲ》要求银行核心一级资本充足率最低为4.5%，并首次额外附加了2.5%的缓冲，合计7%。巴塞尔委员会还界定了“具有系统性影响的银行”，要求其核心资本充足率提高至8%~9.5%，摩根大通等全球性银行和中国银行（03988.HK）等区域性大行均在其中。

更加严格的核心资本定义和最低资本充足率的要求，无疑加大了投资银行的资本需求，进一步加剧了去杠杆化压力。高盛连续减持在工商银行（01398.HK）的持股，美银美林连续减持在建设银行（00939.HK）的持股，都是迫于补充其自身资本金的需要。

美国在危机之后推出的监管新政将直接改变华尔街整个商业模式，并有可能迫使美国银行业在国际竞争中处于不利地位。最为引人注目的当属厚达数千页的《多德-弗兰克法

案》，这是美国经济大萧条以来对美国金融服务监管框架和规则波及范围最广的改革。该法案几乎冲击到华尔街投行的所有业务，从消费者保护到信用违约，从衍生品交易与清算到投行的自营业务，涉及到目前金融服务业的近百个方面。

在该法案基础上的“沃尔克规则”(Volcker Rule)更引起了广泛的争议。沃尔克希望实现的目标是比较直接的，即确保接受存款的银行无法用这些存款来进行赌博式的自营交易。显然，这位“反通胀斗士”老人的初衷是好的。

但是，如何界定自营交易却是个相当棘手的问题，特别是涉及到为客户利益而进行证券交易的做市行为(marketmaking)是否属于自营交易范畴，则更是众说纷纭。必须指出的是，做市是维护资本市场有效性的生命线，与做市有关的规则应该允许投行承担定价合理的风险，从而让投行能够服务客户和保持资本市场合适的流动性。

资本市场有效运行的基石是人與人、机构与机构之间的不同程度的信用与代理关系，而对信用的认知、定价以及进行交易的关键，则需要一个所有市场参与者都认可的“公平秤”——而这杆公平秤的秤杆就是评级机构，秤砣就是以美元为代表的世界储备货币。

问题是，现在大家对秤杆和秤砣的信心都在动摇。评级方面，三大传统评级机构对全球经济拥有极大话语权。信用评级的高低直接决定一个机构或国家的融资能力与成本。然而，缺乏对评级机构有效的外部监督和制衡，导致评级公司权力过大，极易产生道德风险乃至系统风险。以国家主权信用评级为例，实质就是评级机构对一国政府作为债务人履行偿债责任的信用意愿与信用能力的一种判断。

2011年8月5日，标准普尔宣布



图片来源: CFP

投行所有的金融解决方案和金融产品创新，必须以客户为导向，以实体经济需求为依托，为满足客户日益复杂的融资、投资和多方面领域风险管理的需求而设计实施。

将美国主权信用评级从AAA下调至AA+，评级展望下调为负面，美国历史上首次失去AAA信用评级。消息一经公布，全球资本市场一片哗然，美国股市当日开盘就暴跌200多点。

但是，美国财政部立即予以反驳，指出标普的评估中有2万亿美元的误差。美联储前主席格林斯潘更是露骨地指出，美国理论上永远是永远不会违约的，因为它可以不断地开动印刷机印刷美元。11月标普承认出现“技术性错误”，导致法国信用评级被“错评”，也造成市场相当的混乱。

从货币风险看，在“布雷顿森林体系”崩溃后，以美元为主导的国际储备货币体系不断遭到有识之士的质疑，但目前尚无有效替代品。近年来，美元持续疲软，人民币升值压力逐年增大。受欧洲主权债务危机影响，欧元不确定因素加剧，瑞郎和日元作为避险货币则强劲攀升。

随着人民币国际化进程的加快，将人民币纳入全球储备货币的呼声越来越高。在公平秤的秤杆秤砣都有问题的情况下，作为市场中最活跃的“中间客”的投行，就要

进一步严格管理风险敞口，这对于全球投行的风险管理和运营控制提出了更高的要求。

投行运营的最大成本来自资金占用成本和员工成本。由于全球经济增长的不平衡，金融监管变化的不确定性，信用认知与定价风险的上升，以及金融业广泛去杠杆化的压力，使得全球所有金融机构，尤其是投资银行的融资成本相应上升，这就使投行在为股东取得与其风险相对应的股本回报率方面更加举步维艰。

## 银行融资成本连年攀升

另外，如何在全球范围内重树投行形象和声誉也是投行管理者需要思考的一个问题。

自金融危机以来，美国社会对华尔街投行的非议和责难从未平息。许多美国民众认为，政府的救援让华尔街投行并未因自身的重大失误而受到足够惩罚。而且，华尔街稍微恢复元气之后，也未能和普通民众共度时艰，这使得积蓄已久的对经济和生活现状不满的民怨找到了发泄对象。

“占领华尔街”运动的直接导火索正

是银行要向消费者收取更高的账户费用，从而转嫁去年通过的金融监管改革给银行带来的成本负担。

然而，我们应该明白，最终对于员工成本的控制将是一个市场选择的过程。一方面，来自股东（和董事会）的压力，将促使投行的管理层在控制员工成本方面加大力度；另一方面，来自对冲基金、PE/VC、企业高管等方面的职业机会又会将投行员工成本维持在一个平衡的水平之上。

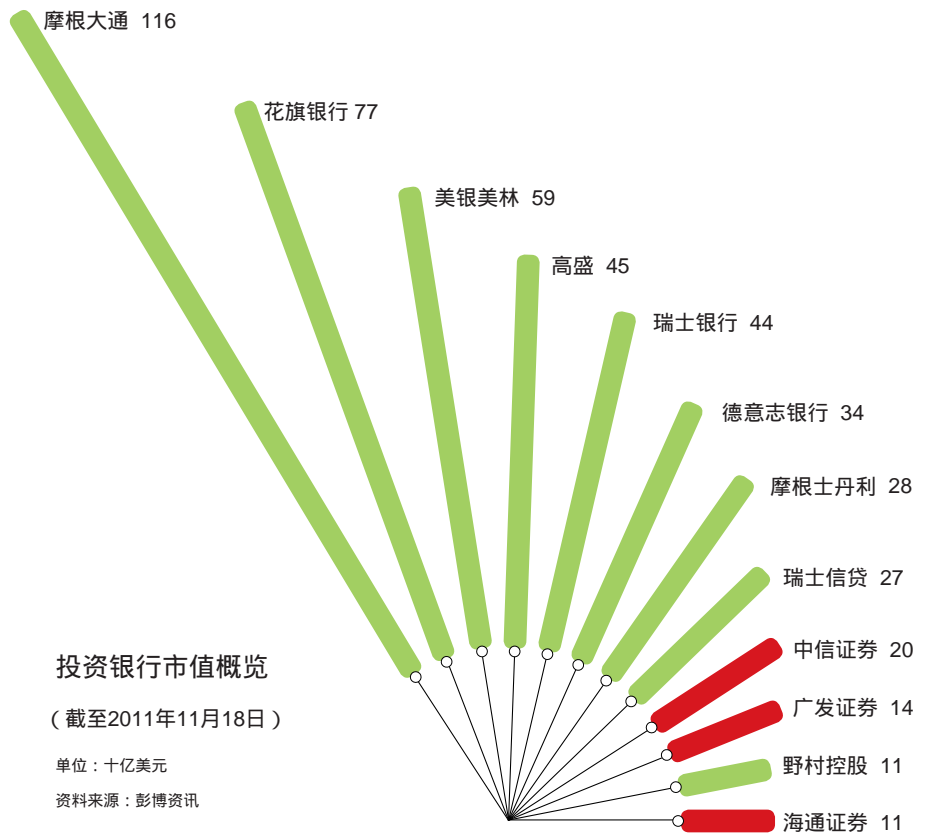
### 正视挑战，完善自身

经历了全球金融危机的洗礼，投资银行的业务必须回归根本：投行的工作应以客户为先（包括融资客户和投资客户），操守严格合规，严控风险敞口，为客户提供优质和符合需求的金融服务，而不是继续某些银行过去推行的以自营交易为核心、以客户服务为边缘的高风险逐利模式。

投行所有的金融解决方案和金融产品创新，必须以客户为导向，以实体经济需求为依托，为满足客户日益复杂的融资、投资和多方面多领域风险管理的需求而设计实施。

为了应对新监管政策，短期看，投行需要重新审视自身的服务产品及其在定价方面所发生的变化。《巴塞尔协议Ⅲ》要求银行增加资本充足率和流动性，将导致通过银行进行的间接融资成本较以往有所增加。而一些资产证券化产品对银行的资本要求过高，将导致交易很难继续进行，或者不得不转到对冲基金等其他受监管较少的机构进行。

一些评级优秀的非金融类公司可能会发现，依靠自身资源提供流动性的成本，会低于通过银行间接融资的成本。这样，客户可能选择在其资产负债表上保留超额流动性，而不是依赖银行获得流动性支持。这些都会对银行产生“去中介化”的经营压力。



长期看，投行的一些业务会转移到对冲基金、私募基金、资产管理公司或者其他受监管较松的金融机构。根据“沃尔克规则”，银行只能向对冲基金和私募股权基金进行小规模投资，上限不得高于其自身一级资本的3%。

同时在衍生品交易方面，要求金融机构将农产品掉期、能源掉期、多数金属掉期等风险较大的衍生品交易业务进行拆分，但银行自身可保留利率掉期、外汇掉期以及金银掉期等传统业务。所有这些举措对过去比较依赖自营业务的投资银行，影响巨大，预计在未来几年过渡期内需剥离百亿美元不合规的资产。

从投行的发展路径看，一直存在着“全能投行”和“精品投行”路线的博弈。全能投行的重要优势是规模效益。

以摩根大通为例，作为一家多元业务的大型综合银行，明显受益于规模效益和业务风险周期对冲的优势。在2008年下半年金融危机最严重时，摩根大通的投行业务也遭受了亏损，但其以信用卡业务等为代表的消费者金融部门仍维持丰厚赢利。

而在2009年下半年，当全球资本市场步入复苏之际，摩根大通的投行业务赢利恢复了强劲势头，而消费者金融业务却开始因拨备大增而出现了亏损。然而，总体来看，多元业务线风险周期对冲的优势，确保了摩根大通成为在2008年至2009年全球金融危机中唯一一家没有一个季度出现亏损的全球大型银行。

大型综合性投行的其他优势还体现在，对技术与运营系统进行大规模投入的能力、进行长周期低成本融资的能力以及全球品牌与网络的效益，



而客户无疑是上述规模效益的最终受益者。像摩根大通这样的综合性银行可为其客户提供包括全球优质资源和本地最佳实践相结合的解决方案，满足客户日益复杂的全球化需要，并且能够支持客户在资本市场波动时所必需的风险承担。

另一方面，综合性投行的问题主要来源于过去漫无止境的扩张冲动。过去十几年来，投行的注意力被迅猛发展、高额利润的自营交易所吸引。当金融市场一片歌舞升平时，巨额自营利润将风险的阴影和客户利益从人们视线中抹去，这也是发生金融危机的根源之一。

精品投行主要为专注于某一产品、某一地区的中小型投行，通常以投融资、重组和并购等咨询类业务为主，较少参与传统的证券承销业务。其优势在于，注重客户关系与独立性，业务之间不存在利益冲突，在某一专业领域（如油气、航运等行业）和细分市场经验丰富，人脉丰厚，竞争实力不容忽视。

在投行的运营层面，对技术和后台系统不断投入与创新的重要性毋庸置疑。

首先，技术与后台系统已经不再仅仅具有支持交易的功能，而是已成为决定国际投资银行竞争力的最为重要的因素之一。摩根大通的理念一直是不断利用一流科技，搭建全球统一的整体运营平台，实现前台和后台的无缝对接，确保各个职能部门间信息交换流畅、精准及合规，使其成为核心竞争力，并为此每年投入大量资金提升改造。

当然，我们必须防止对科技、对模型的过度依赖，不准确的投资模型，曾使得华尔街和评级机构忽略了系统性误差，并在证券化分析、系统风险估算甚至违约概率计算上出现预测失误，最终成为导致系统性金融危

机的一个重要诱因。

数学模型依赖一些脱离现实市场条件的抽象假设和历史数据，因而只能在一定范围内作为投资决策的参考，不能作为微观投资决策的最终依据，而人机互动的风险管理也是不可或缺。

投行业务特点决定了其主要靠口碑相传，通过服务质量和团队成员个人专业能力和操守品格来赢得长期声誉。吸引、培养最为优秀的人才并组合成稳定互信的团队是业务发展的根基，设定合理的激励机制则是业务发展的关键。

一直以来，华尔街的薪酬机制饱受争议，薪酬和业绩的不匹配导致对高风险高回报的非理性追求，也是引发危机的一个重要因素。《多德-弗兰克法案》就规定美联储将对银行高管薪酬进行监督，确保高管薪酬制度不会导致对风险的过度追求。

实际上，早在上述变革被强制执行之前，摩根大通就已经将《多德-弗兰克法案》中的大部分薪酬做法在其高管中实施并制度化。其中一项重要规则就是，能够在适当时间从高级管理人员那里追回薪酬。这项规则早已在摩根大通得以确立，今后还会将这种追回规则的适用范围扩展至更多的高级管理人员。

不论宏观环境、监管规则，以及自身运营模式如何变化，对于投资银行来说，继续赚取充足的、符合市场以及股东期望值的股本回报率，是不会改变的目标之一。

新一轮的监管变革在促进有效建立金融秩序的同时，也导致了投行合规成本大幅增加，资金需求和资金成本相应提高，高风险高回报的自营业务以及部分固定收益类业务受到限制，新的业务模式和赢利增长点尚有待挖掘，预计国际投行间的竞争将更加激烈。

## 前车之鉴，他山之石

华尔街百年沧桑，很多宝贵经验和教训都值得中国本土券商借鉴。所幸的是，中国的监管机构近年来一直采取以客户需求为导向的原则对国内券商的业务结构进行监管，这也是在这轮全球金融危机中，中国券商基本没受到重大冲击的重要原因之一。

然而，随着国内证券市场的不断发展完善，国内市场已培育出了一批具有相当规模和竞争力的本土投资银行，其市值规模甚至已进入全球前列。

随着中国与世界经济不断融合，特别是中国企业和人民币国际化进程的进一步加速，如何满足中国客户日益增长的国际化运营和金融需要以及全球客户进入中国资本市场的需求，抓住机遇，实现中国投资银行的国际化，也早已提到议事日程。

通常国际化道路不外乎内生式增长和外延式扩张两个途径，前者的关键是要紧贴自身核心客户的国际步伐，建立专门团队为其提供一流的国际业务服务，循序渐进逐步打造有竞争力、长期稳定的国际业务。就后者外生式增长来说，本土券商需要制定一套结合自身实际情况的战略发展计划，锁定一些具体目标。然后长期跟踪、分析研究，伺机而动。

国际化的战略将是一项长期艰苦并且充满风险的过程，日本证券公司在其国际化进程中的折冲跌宕，值得我们深思。本土投资银行的国际化之路要从董事会、高管层和一线员工三个层面同时展开，逐步建立国际化的人才结构和管理架构，做好沉淀和积累工作。自身培养的人才要以能担纲管理海外业务为目标，而同时也要让在海外招聘的精英能有升迁到公司高层的机会与渠道。

（本文转载自《财经》年刊：《2012战略与预测》）