

风险收益对应论研究系列丛书

FENGXIAN SHOUYI

RUIYINGLUN YANJIU XILIE CONGSHU



投资银行 风险收益对应运营论

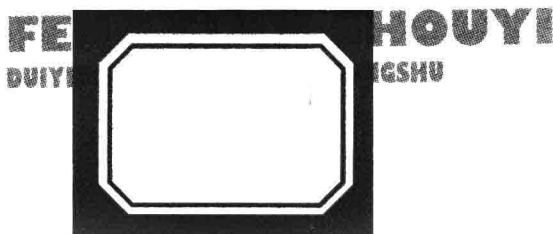
——雷曼兄弟经营失败案例分析

陈云贤 何荣天 潘 峰◎著



中国金融出版社

风险收益对应论研究系列丛书



投资银行 风险收益对应运营论

——雷曼兄弟经营失败案例分析

陈云贤 何荣天 潘 峰◎著

 中国金融出版社

责任编辑：张翠华

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

投资银行风险收益对应运营论：雷曼兄弟经营失败案例分析
(Touzi Yinhang Fengxian Shouyi Duiying Yunyinglun; Leiman Xiongdi
Jingying Shibai Anli Fenxi) / 陈云贤, 何荣天, 潘峰著. —北京：中
国金融出版社, 2012. 9

(风险收益对应论研究系列丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6512 - 7

I. ①投… II. ①陈…②何…③潘… III. ①投资银行—投资收
益—研究—美国 IV. ①F837. 123

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 169988 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 155 毫米 × 235 毫米

印张 27

字数 358 千

版次 2012 年 9 月第 1 版

印次 2012 年 9 月第 1 次印刷

定价 88.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6512 - 7/F. 6072

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

风险收益对应论研究课题组成员名单

主 任：陈云贤

副 主 任：林治海 曾 浩

课题指导人：何荣天 顾 娟 毕秋香

孔维成

课题执笔人：王 烜 赵 鹏 任允文

潘 峰 郑 涛 白 冰

杨 龙 罗毅丹

风险收益对应论研究系列丛书总序

1998年，我撰写了《风险收益对应论》一书，我在书中首次提出了“风险收益对应论”是投资银行的管理轴心，把它区别于作为商业银行管理轴心的“资产负债管理理论”。

2000~2001年我在波士顿学习访问及在哈佛商学院参加高级管理项目培训期间，发现美国的学者们和实业界已经注意到20世纪90年代英国霸菱银行、日本大和银行、日本住友商社、美国长期资本管理公司等金融机构倒闭的原因是风险管理的失败，而不是所谓的运气。许多研究工作已对此作了充分的论证，但是现有的这些研究基本上都只是详细分析了这些机构倒闭的原因，并强调要加强风险管理，或者提出某些局部的改进防范风险管理的建议，到目前为止还没有人提出一套系统的投资银行风险管理理论，从而能够真正运用在投资银行的实践中，并正确指导投资银行业务实践中的风险管理工作。

《风险收益对应论》出版十周年后，出现了美国的次贷危机并进而引发了全球金融风暴，华尔街五大独立投资银行的时代走向终结，贝尔斯登因濒临破产而被摩根大通接管，美林证券被美国银行收购，雷曼兄弟破产，高盛、摩根士丹利转型为存贷银行，我们不得不再次重视投资银行的“管理轴心”问题，重新回归解决投资银行的系统风险管理理论问题。

广发证券博士后工作站是证券行业最早设立的博士后工作站，这里的博士和博士后们，有志于继续深入推进对风险收益对应论的研究，以期完成风险收益对应论作为投资银行管理轴心而需要具体化的风险

管理核心指标体系和定量模型，还包括可操作实用的计算机软件系统等。我很欣赏他们的选择，我相信他们的研究工作具有很重要的意义。由于历史原因，我国在科学技术、经济理论、金融理论等方面都还比较落后，但是，作为当前唯一的具有中国特色社会主义市场经济国家，我们的实践活动是史无前例的，而作为与这个伟大的实践活动紧密相连、具有切肤之感的中国企业中的研发中心，应该有理由，也最有希望在这个实践活动中总结和发展出世界领先水平的经济理论和金融理论，我期待着工作站能出现获诺贝尔奖的研究成果。

我也想借此机会对风险收益对应论接下来的研究提出几点看法，供大家共同思考。

一、风险收益对应论的研究应植根于更大的时代背景和投资银行的行业发展背景之下，并从商业银行的发展中获得启发

考察美国此次金融危机，传统银行业务领域的涉及面并不多，这与美国从 20 世纪 80 年代里根政府在经济高涨时期开始推行的对商业银行不良资产和潜在风险的剥离手段有关。20 世纪 80 年代至 90 年代是美国银行业的灾难性年代，在这 10 年中美国银行倒闭的数目达到了 30 年代经济大萧条后的最高峰。1980 年至 1994 年间，共有 1 617 家联邦保险银行倒闭或接受联邦存款保险公司的援助，总资产为 3 026 亿美元，1 295 家储蓄和贷款机构关闭或接受联邦储蓄信贷保险公司的援助，总资产达 6 210 亿美元。从百分比的角度分析，在 1980 ~ 1994 年的 15 年中，全美大约有 1/6 参与联邦存款保险的机构破产或需要政府援助，这些机构持有的资产占整个银行业资产的 20.5%。为此，美国国会于 1989 年通过了《金融机构改革、复兴和实施法案》，依法成立专责处理不良资产的重组信托公司（RTC），负责管理、处置经营失败的储贷会及其资产和负债。由于美国债券市场发达，监督机制完善，使得 RTC 在处置不良资产过程中具有独特的运作特点：一是开创了利用股本合资处理不良资产的先例。由 RTC 同私营部门的投资者共同组成合资公司，在合资公司中 RTC 作为有限合资人以其所持有的不良资产作为

2 投资银行风险收益对应运营论

股本投入并负责安排融资；私营投资者则作为一般合资人注入现金股本并提供资产管理服务。资产处置所得的现金收入首先用于清偿债务，余下的则按照投资比例由 RTC 和私营投资者共同分享。RTC 通过这种方式处置了账面价值达 214 亿美元的资产。二是在住房抵押贷款的处理中首次引入了证券化，并在发展商业抵押贷款的证券市场方面作出了突出的贡献。RTC 主要通过资产组合、信用增级等手段将有抵押的不良资产转化为流通性强的有价证券，从而加强了不良资产的处置进程。从 RTC 成立到关闭的 6 年零 4 个月中，共证券化不良资产 1 630 亿美元，价值回收率达到 97%。

1983 ~ 1989 年，美国就已经进行对传统商业银行的调研；1989 ~ 1995 年，美国通过半政府、半市场的手段对传统商业银行的坏资产进行选择性别除，这一长达十多年的战略决策和执行，切实保障了美国商业银行体系的健康与完善。反观日本政府，由于无战略意识，导致日本在日美的金融领域竞争中注定是失败的。

我国已经通过借鉴美国经验对国有四大银行的坏账进行了剥离，并且几大有商业银行也已经成功上市，成为具有直接社会融资功能的公众公司。为推动我国银行业落实“十二五”规划，转变发展方式，增强银行体系稳健性，提升银行监管有效性，中国银监会起草了《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）。《办法》参考巴塞尔资本协议Ⅲ的规定，将资本监管要求分为四个层次：第一层次为最低资本要求，核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 5%、6% 和 8%；第二层次为储备资本要求和逆周期资本要求，储备资本要求为 2.5%，逆周期资本要求为 0 ~ 2.5%；第三层次为系统重要性银行附加资本要求，为 1%；第四层次为第二支柱资本要求。《办法》实施后，正常时期系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别不得低于 11.5% 和 10.5%。多层次的监管资本要求既与资本监管国际标准保持一致，又增强了资本监管的审慎性和灵活性，确保资本充分覆盖国内银行面临的系统性风险和个体风险，以实

现我国资本监管制度在更高水平与国际标准接轨。

我国的证券行业也在 2004 ~ 2007 年进行了持续三年的证券公司综合治理工作，通过强力督促整改和处置高风险公司，使得证券公司挪用客户交易结算资金、违规资产管理、挪用客户债券和股东占款、超比例持股等长期积累形成的巨大风险在全行业得以化解，流动性缺口问题也全部解决，账外经营也已全部清理或纳入账内反映。通过综合治理，还集中改革完善了一批基础性制度，包括推进客户交易结算资金第三方存管制度等，形成了以净资本为核心的动态监管体系的确立，提高了证券公司日常监管的针对性和有效性。近期，证监会拟借鉴美国金融危机后国际证监会组织提出的宏观审慎监管改革思路及巴塞尔资本协议Ⅲ有关最新内容，结合我国证券行业近几年的实际情况，对证券公司风险控制指标管理的相关规定进行修订完善。一是建立逆周期调节机制，根据证券市场景气度情况，动态调整各项业务风险资本准备的计算比例。二是适当降低证券经纪、资产管理等业务的风险资本准备计算比例，降低优质证券公司的风险资本准备计算比例倍数。三是引入核心净资本、附属净资本概念，将净资本区分为核心净资本和附属净资本两个层次，核心净资本将由吸收损失能力较强的普通股资本构成，主要包括实收资本或股本、一般风险准备、交易风险准备、未分配利润等；附属净资本则是核心净资本的补充，在一定规模范围内，将具有一定资本属性、期限较长、清偿顺序在一般债务之后的项目，按照一定比例计入净资本，主要包括长期次级债务、长期股权投资等。

从商业银行的发展历程我们可以看到，无论是巴塞尔资本协议Ⅰ，还是巴塞尔资本协议Ⅱ以及巴塞尔资本协议Ⅲ，商业银行的监管都没有离开一个核心指标，就是资本充足率，这也是商业银行的管理轴心负债管理理论的核心指标。那么，作为投资银行的券商呢？是否也跟从这样的监管指标和监管思路？是否也套用资本充足率呢？

我在《风险收益对应论》中指出，投资银行和商业银行有五大主

要区别：第一，从本源上讲，商业银行是存贷银行，投资银行是证券承销商；第二，从业务上看，商业银行主要是资产负债业务，投资银行无明显的资产负债管理特征；第三，从功能上讲，商业银行行使间接融资职能，投资银行行使直接融资职能；第四，从利润构成看，商业银行首先来自存贷差，投资银行来自佣金；第五，从管理方式上看，商业银行行使稳健方针，投资银行以稳健与开拓并重。从以上五点，我认为投资银行无论是管理思想还是监管指标，都不能套用商业银行。我认为我们从商业银行的发展中获得的启示不是照搬照抄它的管理思想甚至监管指标，而是要学习商业银行要有作为管理轴心的理论，从而形成类似资本充足率一样的监管核心指标。而这一点，正是国际国内投资银行实践中的盲区，投资银行至今没有形成自己独立的作为管理轴心的理论，更没有相应的核心监管指标。我在 1998 年提出了风险收益对应论是投资银行的管理轴心，但也还没有形成核心的监管指标体系，这也是我们接下去要做的工作。

二、风险收益对应论的研究，要在金融创新和金融发展中进行丰富和发展

国际上发达国家的投资银行已经进入一个高度发展的时代，一个特别的表现就是其已经成为影响国家宏观调控的新的力量。例如，随着金融创新的不断推出以及金融管制的放松，导致依赖于银行的存款和存在于非银行机构的款项已经非常相似，这就推动了美国货币层次划分口径的不断变动，美国在 20 世纪 80 年代， M_2 被调整为新的 M_1 加上隔夜回购协议、零售 MMMFs、货币市场存款账户（MMDA）、位于所有银行以及非银行机构的储蓄存款和小额不记名定期存款，再加上存于联邦储备委员会成员银行加勒比海支行的、美国非银行居民持有的隔夜欧洲美元存款。而到了 90 年代，随着计算机技术和通信技术的持续发展，这使得各种资产之间的转换更加便利和低成本，股票基金的流动性当然也增大了。比如，在同一天，投资者就可以通过电话轻易地赎回他们持有的基金，将其用于支付及其他用途。此外，大量

的基金组合都提供在长期和货币市场基金之间名义的或不计成本的转换特权。因此，一个电话就可以让基金投资者在长期基金和 M_2 型账户（例如 MMMFs）之间相互转换。这些股票和债券基金的流动性使得它们能成为 M_2 资产的替代品，传统的 M_2 范畴变得不足以进行与经济变量之间的实证检验。对此，联邦储备委员会官员也表示，当长期债券和证券基金的折现率已经低于可签发支票的存款、储蓄账户和 MMMFs 时，它们就和短期存款完全类似了。既然短期存款归入 M_2 中，有什么理由不将长期基金归入 M_2 这个货币层次呢？于是，这个时候出现了一个新的货币层次，叫 M_2+ ，也就是 M_2 加上持有的债券和证券共同基金。

通过以上对美国货币供应量 M_2 的统计口径调整的分析，我们可以看到，引起货币供应量统计口径调整的主要因素就是市场资本化率的提高，就是金融中介和金融市场的发展，这也正是金融创新所引起的，而其中，投资银行是金融创新的主体，是市场资本化率不断提高的推动者。这里我们看到，投资银行的作用已经在改变货币供应量，在改变着货币政策宏观调控的目标对象。

我国从 1994 年 10 月开始，人民银行正式向社会公布货币供应量统计数据。随着股票市场的发展，导致证券公司客户（股民和机构投资者）保证金数量迅速增加。由于证券公司客户保证金主要来自于居民储蓄和企业存款，加上认购新股时，大量的居民活期储蓄和企业活期存款转为客户保证金，新股发行结束后，未中签资金又大量流回上述存款账户，造成货币供应量的统计数据被低估，影响对货币供应量的监测。因此，人民银行在 2001 年 7 月对货币供应量统计口径进行修订，将证券公司客户保证金计入广义货币供应量 M_2 。

从以上的阐述我们可以看到，投资银行的发展壮大已经使其成为金融稳定、金融安全以及国家宏观调控的重要力量，投资银行的行业风险也将会演变为金融行业甚至整个经济的系统性风险。我们要在这个层次上看待投资银行的重要性，要在金融创新和发展中看待投资银

行营运管理和风险监控的重要性。

三、对于风险收益对应论系列课题的研究，要从宏观和微观两方面来思考和考察

植根于1933年《格拉斯—斯蒂格尔法》（《1933年银行法案》）分业经营下的发展历程，以及1999年《金融服务现代化法案》混业经营后至今的发展，是投资银行两个不同的发展阶段。两个阶段的发展客观反映了国际投资银行急速扩张之后分业法则的紊乱，甚至是金融制度的一种紊乱。这种紊乱在近代持续近20年，正如2007年11月7日美国金融服务圆桌组织发表的题为《提升美国金融竞争力蓝图》的报告中所指出的：美国的监管体系存在结构性缺点，“监管机构的目标不同，多个联邦和州监管者的不同目标会带来潜在的监管冲突，导致监管套利问题。当冲突发生时，会延缓政策的执行，导致美国金融机构在与外国竞争者竞争时处于劣势。美国执行巴塞尔新资本协议就是典型例子。当欧洲已经开始执行，而美国至少还需要两年的时间”；“再比如，各个监管部门商谈一个新的有关抵押业务的指引花费了大约一年的时间，尽管该指引仅仅适用于联邦监管的贷款人，并不适用州政府监管的贷款人”；“还有多头功能监管体系的问题，例如控股公司的监管，对于不同类型的金融控股公司至少存在三个独立的监管者，再加上以州为单位的保险体系，这使得美国在国际保险领域或者其他领域里无法用一个声音讲话，因为没有有一个联邦层面的监管者可以代表美国保险监管体系发表意见”。投资银行被允许由其选择不同的形式以处于不同的监管之下，这导致它们规避了对杠杆的足够限制。该报告还警告“美国的法律和监管架构可能阻碍外国资本，不能有效处理金融创新问题”，认为“美国的监管成本是非常昂贵的。2006年，美国金融服务的监管成本高达52.5亿美元，大约是英国FSA6.25亿美元的9倍。据估算，美国监管成本占被监管的银行非利息成本的10%~12%”；报告还认为，改革美国的监管架构“不是要减少监管机构，而是要创造一种按照风险分配资源，以风险为本的监管”，并建议“美国

全部监管机构都要建立原则导向监管的方法”。

正是这种金融制度将近 20 年的紊乱，才酝酿了 2008 年重大的国际性金融危机，因此任何一个危机都是有背景的，是渐进的过程，而不是短时间的结果。

基于 2008 年次贷危机的宏观大背景和深刻教训，被认为是“大萧条”以来最全面、最严厉的《多德—弗兰克法案》于 2010 年 7 月出台，该法案成为与《格拉斯—斯蒂格尔法》比肩的又一块金融监管基石，并为全球金融监管改革树立新的标尺。该法案有三大核心内容：第一是扩大监管机构权力，破解金融机构“大而不能倒”（Too Big to Fail）的困局，允许分拆陷入困境的所谓“大而不能倒”的金融机构和禁止使用纳税人资金救市；可限制金融高管的薪酬。第二是设立新的消费者金融保护局，赋予其超越目前监管机构的权力，全面保护消费者合法权益；第三是采纳所谓的“沃克尔规则”，即限制大金融机构的投机性交易，尤其是加强对金融衍生品的监管，以防范金融风险。在自营交易方面，允许银行投资对冲基金和私募股权，但资金规模不得高于自身一级资本的 3%。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最大的衍生品交易业务拆分到附属公司，但自身可保留利率掉期、外汇掉期以及金银掉期等业务。

《多德—弗兰克法案》的出台，在宏观大背景下，宣布了华尔街原有的五大独立投行通过高杠杆的交易和自营投资来获取高收益的商业模式的终结，这也是我在《风险收益对应论》中谈到的资产结构中资金使用的三种类型中的第三种类型，即高风险的自营投资。我一直不主张把高风险的自营投资，尤其是高杠杆的自营投资，作为投资银行的主要盈利模式。我认为投资银行应该在任何时候都不要忘记要作为资本中介的角色来运营自身的业务，而不是使用高杠杆去对赌市场的方向，不是通过重大的风险头寸暴露去对赌市场的涨落或其资本所得。投资银行终究还是应该回归其作为资本中介的本源业务，这个资本中介的本源业务，就是我在《风险收益对应论》中谈到的资金使用的三

种类型中的前两种类型，即低风险甚至无风险的业务如证券经纪的通道中介业务；中等风险的业务如证券承销业务，资金运用中的逆回购、票据贴现拆借业务等。当然，投资银行的资本中介业务的内容是随着时代的进步而不断丰富发展的。比如当前以交易为驱动的资本中介业务，就是投资银行中介业务的发展。在充当这样的资本中介角色的过程中，证券公司从被动的通道提供者转为市场组织者、流动性提供者、产品和服务的创造者和销售商、交易对手方、财富管理者等多重角色。比如，债券的销售交易业务、利率互换中介、债券做市商业务、融资融券业务、股指期货对冲套利业务等，金融创新和制度创新，为投资银行的资本中介业务打开了广阔的空间。所以，在宏观上，包括制度变革、金融创新和投资银行本原业务的不断丰富发展，是我们《风险收益对应论》的研究要把握的方向。

微观层面是每个课题的理论突破之处，特别是要关注金融风险在投资银行是如何突破爆发的，为什么风险的爆发首先在贝尔斯登和雷曼，而不是在高盛和摩根士丹利？前两者和后两者的商业模式上有什么区别？它们的风险管理系统有什么不同？在爆发问题后他们各自采取了怎样不同的措施？等等。这样结合宏观面的扩展研究，反观中国金融层面的不足与缺失，透视国内投资银行的现状并进行比较研究，才会有所收获，才有理论的重要突破。另外，优秀的理论是简洁的，类似传统商业银行的“资本充足率”等概念，一提出，大家都公认，都认可，具有可操作性并能围绕高度抽象的概念形成“规则一”、“规则二”等，才是好的理论，优秀的理论。

四、风险收益对应论的后续研究重点，还是要放在建立其类似“资本充足率”的核心指标上来

商业银行的资本充足率指标抓住了商业银行负债管理、负债营运的业务本质核心，这是一类真正杠杆资金运作的金融机构。而投资银行不同，其本源业务是资本中介，以中介佣金收入为主要盈利模式。类比于商业银行，投资银行是不是也可以提出一个类似“资本充足率”

这样的概念，来高度概括和揭示投资银行的业务本质，并形成可以量化的东西？比如做期货，我曾经的经验就是不能超过自有资本的5%，但是如何量化并形成配套的理论？特别是这样的概念和量化指标，要不影响核心资产的资本配置问题，并且具有民众的公信度。简单地说，就是突破性的成果，要做到“朗朗上口”。

理论的突破还表现在实际可操作的可控程序上，具有预警提示的相关功能，否则也不具有现实意义。理论突破的目的需要上一个层次，建立更大的目标。我们抽象得到的规律性、总结性的东西应该是世界背景的，这样再回到中国发现国内的不同，就可以形成很多创新点。甚至可以根据研究，提出政策性建议，例如我国券商不可以使用客户保证金，但这是否就一定合理？公司净资本在不同业务部门之间分配是否具有风险收益评价模型或标准，等等。

我国的投资银行是一个既年轻而又充满活力的行业，我们既要将国际最佳实践运用于中国的实际，也要从中国的实践中得出可供世界借鉴的研究成果，我希望大家在后续的研究中要有创新思路和创新观念，在更高的层次上打开投资银行管理研究的新视野，为开创投资银行的新时代作出贡献。



2011. 11. 17.

序

2007~2008年那场由美国次贷危机引起的全球金融海啸已过去四年有余，学术界和实务界从未停止过对21世纪第一场大规模金融危机的反思。围绕着这场危机发端的中心地带——华尔街，不同研究领域的出版物相继问世。植根于金融危机的大背景之下，有的从新闻纪实角度发掘华尔街隐秘的运转机制，有的从内部人角度大力抨击华尔街金融机构的贪婪无度，有的从金融监管制度角度考察华尔街百年历史下的不合理规则，有的从宏观经济角度研究华尔街酝酿并爆发金融危机的真正原因，当然也有道听途说的阴谋论与金融危机有关的杜撰。

本书则是一部从投资银行风险收益对应理论角度出发，严谨、翔实地剖析华尔街独立投资银行经营失败的研究报告。报告的首要目标在于归纳导致境外顶尖投资银行——雷曼兄弟命运终结的因素，并试图从中提取出一些有意义的运营经验、经营教训，以前瞻性地启发我国尚处于初级阶段的综合性证券公司。

金融史上，投资银行一贯以神秘和傲慢的姿态示人，使得关于投资银行的大部分研究只能依靠陈旧的资料进行拼图式的分析，产生了很多按业务特征进行分类阐述的教科书式研究成果。投资银行的神秘感来自于其企业运转的核心特点——智力密集型运营。在智力和知识密集型企业的竞争过程中，投资银行不能将经营策略、风险管理、资产配置、创新方式等核心环节公之于众，否则容易引起同业竞争者的快速低成本复制，抢占业务制高点导致全行业同质化和净资产收益率降低。百年一遇的金融危机恰好提供了一个难得的契机，使得身处国内的同业研究人员能够借助翔实的政府调查报告、司法机构的各类纠

纷案例，全面地观察和剖析境外顶级投资银行从鼎盛到破产死亡的原因。产生这一契机的代价是巨大的，华尔街投资银行百年老店似乎一夜之间整体没落、消亡，以雷曼兄弟为代表的独立投资银行瞬间被资本黑洞侵吞，继而被其他金融机构吞噬，大量的债权人蜂拥而至，提出上万宗的清偿要求，盛极一时的投资银行巨人瞬间被击倒和肢解。

本书首先系统性地回顾了金融危机中独立投资银行时代的终结，粗线条地勾画出金融危机中处于核心位置的独立投资银行接二连三或被收购、或倒闭、或转型的原因。这些原因大体上共同指向了固定收益业务线上的资产证券化过程出现了问题：投资银行购买大量的次级贷款或不动产抵押贷款，以证券化的方式向市场分销。无疑，当美国次贷风险问题暴露后，“发起—分销”的证券化模式将风险传递到市场各个角落，系统性风险陡然加大。处于资本市场核心与纽带的投资银行在其中发挥了风险扩散器的作用。

值得注意的是，仅仅将风险扩散开去并不必然导致投资银行机构整体的崩溃。传统上，投资银行属于“金融通道中介”，其在监管层设计的制度框架内，通过在资金需求方与资金提供方架设通道，把闲置和效率较低的资金输送到能够创造最大价值与生产力的领域中去。投资银行的本源角色只是想办法架设通道，赚取智力投入回报，也即是佣金。然而，华尔街独立投行似乎扮演了更复杂的角色，它们以自有资金收购贷款发放公司，一方面在上游大量发放不动产贷款，另一方面在中游购买贷款进行证券化，最后在下游进行分销之余，自身还要购买、持有风险等级最高的权益层债券，参与投机性自营与交易，预期证券化的房地产基础资产将会不断上涨。

无疑，华尔街独立投行脱离了“通道”的本源角色，从通道中介走向了资本中介。传统通道中介的分析范式和理论在华尔街独立投资银行案例剖析中显得力不从心，原因在于难以理清机构经营中风险—收益的对应关系。通道中介的经营特征是“低风险低收益”，往往靠大规模经营、成本费用控制和细分市场取胜。然而，资本中介既有“低

风险低收益”业务，也有“高风险高收益”业务，而经营的取胜之道在于大力发展“低风险高收益”业务，获得高额回报。然而，华尔街投资银行作为资本中介的失败却在于原本属于“低风险高收益”的证券化业务，转化为“高风险低收益”甚至“零收益”的经营活动，导致了亏损。

投资银行风险收益对应论恐更适宜于资本中介经营活动的研究。表面上，尽管上述一连串风险收益的对应关系看起来是复杂的，实际上从风险收益对应论的角度上却易于解释。在有效的资本市场中，投资银行经营所面对“低风险低收益”和“高风险高收益”的两类情形是常态化和稳定的。而“低风险高收益”业务是否存在？答案是肯定的。投资银行可以通过创新来规避已有的监管或市场格局束缚，抢占市场空白或低效领域，若能适当运用自有资金和杠杆放大收益，无疑获得收益的程度将远超所承担的风险。但是，“低风险高收益”业务却是短暂存在，甚至转瞬即逝的经营活动，因为“低风险高收益”意味着一定程度的套利空间存在。显然，既然是有效市场，套利机会出现的时间将十分短暂。如果在一轮套利的过程中，独立投行未能及时“刹车”，而反之不断踩“油门”扩大业务规模、放大杠杆，毫无疑问，当套利结束时，“低风险高收益”业务将灾难性地向“高风险零收益”转变。

理解了风险收益对应论的分析思路，对于华尔街独立投行经营行为和资金运营的剖析就豁然开朗。证券化本是投资银行 21 世纪最重要创新之一。以自有资金参与证券化，可以使得投资银行在基础资产（房地产）的一轮上涨周期中获得高收益。雷曼兄弟等投资银行充分运用了 2007~2008 年前后流动性充沛、超低融资成本的市场环境，大举在短期融资市场中举债放大杠杆，用于打通次级贷款上下游产业链，扩大经营规模。在经历了美国房地产牛市之后，独立投行赚取了巨额收益，这些收益足够支撑庞大的短期债务不断展期。

但是，当市场景气转变时，没有一套可靠严密的“刹车”系统，