

体系 整顿

Randall Dodd



美国提出新政 以来最彻底的 金融监管改革

全球金融危机已对主要金融市场造成了破坏性的影响，削弱了企业的偿付能力，扰乱了贸易流动性，迫使人们不得不对审慎监管进行重新思考。这场危机迫使那些市场监管参与者做出彻底改变。之前的监管重点仅在于单个银行的稳健性，但这场危机表明，我们需要对金融体系这一整体加以监管，并且这种系统性管理方法需要对体现银行和其他金融企业内部联系的市场和交易进行适当的监管。

金融稳定委员会、国际证监会组织，以及像30人集团和国际金融研究所这样的民间组织关于监管标准的提案体现了这一管理方法的改变。美国财政部近期的提案同样体现出金融市场监管方法的根本性变化。这些提案还有待转化为法规的形式，并得到美国国会的批准。但是，如果立法者不做出重大改变，财政部的提案将成为富兰克林·D.

罗斯福总统实施新政以来美国金融制度的首个重大改革，而那时世界也面临着—场巨大的经济危机。

新政改革

自1933年开始，历经7年，美国重塑了银行业、证券、衍生品、抵押贷款和资产管理的市场结构监管（见专栏）。新法律使美国的金融体系由一个充斥欺诈、危机频现的体系，转变成为一个稳定、高效，有能力筹措资金的体系，为金融体系建立了世界标准。

立法的关键部分引起了很多争论，且涉及多个金融部门，但将之根据其所以反映的对市场的基本观点来分类，会便于我们理解。分类如下：系统稳定性、监管重组、透明度、提高市场完整性，以及减少利益冲突。

系统稳定性。格拉斯—斯蒂格尔法案（The Glass-Steagall Act）将传统商业银行业务（实际上指存贷款业务）与证券经纪人进行的业务分离，这些证券经纪人业务包括承销、做市（为调整供求或价格而进行买卖），以及投资公司股票和债券。这样做减少了银行暴露在影响证券的周期性波动中的风险，使得银行更有可能在经济衰退和复苏的周期阶段中发放贷款。其他法案规定某些商品期货必须进行监管交易，并且这些市场中的交易受到投机头寸限额的限制。期货交易中更高标准的保证金（即抵押品）会让交易者更加谨慎地缓冲交易对手风险和市场风险，以减少损失。证券管理法案的目的是为了减小过度波动，

营造更高的市场稳定性。

重组。美国证券交易委员会（SEC）的设立是为了规范和监督证券市场和资产管理业，联邦存款保险公司（FDIC）致力于为银行存款提供保险。美国对其联邦储备系统的治理做出重大的整改，包括成立联邦储备委员会（美联储）和联邦公开市场委员会（FOMC）。

透明度。公司在公开市场发行证券必须披露其财务状况，这也同样适用于二级市场交易和投资公司。

市场完整性。银行、证券以及衍生品市场中禁止欺诈和操纵，此举加强了投资者和监管当局的影响力。

利益冲突：这些法律解决了在公司治理和其他投资区域（如资产管理，特别是共同基金管理）中的许多利益冲突。格拉斯—斯蒂格尔法案也起到防止银行利用贷款企业非公开信息在公司证券市场上通过开设账户交易为己谋利的行为。

新政的主要金融监管法案

1933年：《格拉斯—斯蒂格尔法案》将商业银行业务与投资银行业务分离。建立存款保险计划，允许全国性银行设立更多分支机构。

1933年：《证券法》对在公共证券市场上公开发行的证券（股票或债券）提出了信息披露要求，并禁止证券欺诈和操纵。

1934年：《证券交易法》创立了美国证券交易委员会，并授权其进行规则制定和执行。该法案扩大了联邦政府对证券二级市场交易的监管，并且建立了一个自行监管系统。

1935年：《（综合）银行法》改革美联储的治理，并扩大了其权力。它设立了联邦储备委员会和FOMC的现代框架，并扩大了它们的权限。该法案设定抵押贷款利率（俗称“垫头”）以及紧急情况下储备银行的贷款条件。

1936年：《商品交易法》加大了对欺诈的联邦禁令，并将它们划为操纵。其还要求期货经纪公司进行登记，并保存交易记录。其推行了投机持仓限额，并禁止某些农产品的期权交易。

1940年：《投资公司法》管理那些主要投资于其他公司的公司，如共同基金。其要求注册和信息披露，包括经理人和任何分公司之间的交易，并制定企业高管、董事会以及受托人的治理规则。

1940年：《投资顾问法》要求投资顾问登记、报告并且保留他们的客户关系的记录。其同样禁止某些导致利益冲突的交易和收费。

系统崩溃

由于去监管化措施和金融创新令很多金融机构和金融活动摆脱了监管，或者被监管框架充分覆盖，新政带来的金融稳定性从20世纪80年代开始下降。20世纪80年代证券化进程方兴未艾，许多银行将业务重点从传统的贷款业务转移到发行和交易证券以及衍生品，导致证券化产品及衍生工具的泛滥与误用。场外交易（OTC）的快速崛起给衍生品交易市场带来巨大的交易收入，并将风险转移到表外。这降低了资本金要求和其他对风险承担的审慎性限制。过度泛滥的特殊目的实体歪曲了对银行风险状况的判断，因为这使机构可以将一些债务和风险敞口置于其合并财务报表之外。

美国财政部的回应

美国财政部最近发布了改革提案，致力于解决金融危机期间凸现的一系列金融机构和市场的监管治理问题。提案中还号召进行国际合作，提高金融监管的全球标准。该提案反映了金融危机所导致的监管方法的深刻变化——撤回了25年前开始的去监管化政策，重新回到新政改革的路线。新提案可以沿着以下与新政主题类似的专题路线来理解。

系统性措施和审慎监管。提案的措施包括改进所有受监管金融公司的资本标准和流动性要求。这包括解决表外项目（如衍生工具和信用额度）的措施，以及处理未合并项目（如特殊目的实体）的措施。对预防信贷损失的准备金的提取和会计方法提出新要求，以避免顺周期性——经济现行的方向被金融行为扩大。这些提案还致力于通过将管理层薪资水平同长期绩效挂钩，从而减少承担过度风险的激励。

美联储的整体权力将扩大到对系统拥有重要影响的金融公司（称为一级金融控股公司）的监管，重要性的评判基于公司的规模或内部关联性。美联储对银行控股公司的监管将扩大到所有联邦授保的储蓄机构，包括之前豁免的单一储蓄机构和行业贷款银行。

同对其他金融市场的监管一样，美国财政部正在寻求将对OTC衍生品市场的全面监管。其试图为OTC衍生品的交易监管制订标准。这要求所有OTC衍生品的交易通过清算所（有时称为中央交易对手）完成清算，而不是目前设置的双边清算安排。这也需要更高的抵押标准，包括使用初始保证金，通过建立大型交易对手敞口减少所有OTC衍生品交易的系统性威胁。该提案对交易报告的要求也加强了监管者进行市场监督以及查明和制止欺诈和操纵的能力。

重组。该计划将创建一个新的金融服务监督委员会，规范关键监管当局之间信息共享和政策协调的形式，并解决管辖权争端。该委员会包括各主要联邦金融监管机构的负责人，并由财政部长兼任委员会主席，由财政部配备员工。

新的全国银行监管署将接管储蓄监督署（储蓄机构将重组为国家银行）和货币审计署（现监管全国性银行）的职责。

该计划也将建立一个独立的金融服务保护署，以保护金融服务市场中的零售客户和投资者，包括住房抵押贷款的借款人。这将意味着移除美联储（但不包括证券交易委员会和商品期货交易委员会）保护消费者的权力。财政部新设立的全国保险署将协调全国的保险业和州一级的监管。

美联储将监管对系统有重要影响的（一级）金融控股公司及其国内外的子公司和分支机构。这将使其扩大监督和规范银行控股公司所有子公司的权力，并对金融控股公司加以统一的审慎监管。其也负责监督所有对系统有重要影响的支付、清算和结算系统。现在由其各自监管机构监管的清算所将享有联储电信（金融机构之间的电子转移支付）、贴现窗口，以及美联储的其他服务。

价格透明度。系统价格透明度的效率优势一直被巨大的OTC衍生品市场所阻挠，价格得不到公开。通过要求所有OTC衍生品交易必须上报登记机构（否则必须上报清算所），透明度将得以增强。

上报OTC衍生品交易价格和交易量的要求使我们得以观察曾经隐藏的敞口头寸和交易活动，改善价格发现过程，这将从根本上提高监管机构的市场监管能力。更好的价格发现机制将使交易更具竞争性，因为终端用户（非代理商）将获得关于整个市场的更多信息。

信息披露。1933年和1934年的证券法案明确要求将关键财务信息的披露作为发行和交易公司股本及债务证券的条件。1934年的《国家住房法案》催生了传统的住房抵押合同、标准化贷款文件，以及住房抵押贷款二级市场。与此类似，美国财政部计划要求SEC制定证券标准化文件，并加强对证券化债务工具交易的信息披露要求。透明度的缺乏以及不充分的尽职调查是结构性住房抵押证券市场失灵的重要因素。拟议

的措施旨在使有关证券结构和标的资产的信息更易获取，从而方便投资者进行尽职调查。

市场诚信。该计划要求大多数对冲基金、私募股权投资基金，风险投资基金以及其他私募资本的经理人在SEC注册，并上报和保留其活动记录。这种层次的报告的设计足以让监管机构确定投资额是否已经变得相当庞大，是否过度杠杆化，或者联动性过高，以至可能威胁到整个体系的稳定。

通过筛选经理人，注册机制将有助于减少资金挪用和欺诈事件的发生。头寸状况的报告要求可以打消对市场操纵、卖空导致的动荡，以及对冲基金投资对商品价格的扭曲等方面的顾虑。这些措施应有助于增加市场的可信度，增强投资者的信心，提高监管当局的监控能力。

财政部的计划也将恢复2000年放宽监管法案中废除的OTC衍生品市场反欺诈和反操纵禁令。

利益冲突。美国财政部提议解决一系列相互冲突的投资者关系。资产担保证券的发行人须保留部分的信用风险，以遵循承销和风险转移的市场纪律。管理层的薪酬方案的参照重点被要求从短期利益的获取转变为长期绩效。提案要求信用评级机构公开与发行人之间的业务关系，包括其收取的费用。投资顾问管理的对冲基金和另外一些私募资本将被限制进行其他某些活动。

新的“新政”

改革提案体现出了根本性的转变，由金融危机之前盛行的强调金融企业自我管理的放任主义，转变成成为采取谨慎措施加强对金融市场的管理，并且治理大规模承担风险所带来的外部效应。提案似乎遵循着相同的经济智慧，这些智慧来自于1929年市场崩溃以及跟进的银行倒闭之后，重塑市场的新政。20世纪30年代的改革产生了巨大的成功。与这个基准相比，如今这场现代版续集的任务相当艰巨，但是美国财政部的建议有新政改革者不曾具备的两个优点：新政的经验教训，以及监管构架需要预测未来创新的思想。■

Randall Dodd是IMF货币与资本市场部金融部门高级专家。