

全球化时代的 金融监管与证券法治

——近年来金融与证券法的
理论研究与学术争鸣概览

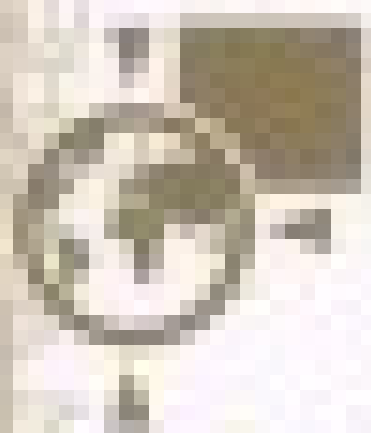
郭锋◎总编纂



知识产权出版社

全球化时代的 金融监管与证券法治

作者：[美] 詹姆斯·C. 柯林斯
译者：王健、王健、王健



全球化时代的 金融监管与证券法治

——近年来金融与证券法的
理论研究与学术
与概览

郭锋◎总编纂



副总编纂：曾筱清
编纂人员：郭锋

吴韬 王林

曾筱清 吴韬 王林

杜鵬

段志方

贾愚 崔文思 王若愚

潘东闵

王志敏

啜佳佳 李滨 伍学良 钟璐

贺仙福

英睿 李敏 陆秋江 张琳若

李镇原

发行电话：010-85008860 8101/8102
编辑电话：010-85008880 8130
地址：北京市东城区
开 本：850mm×1188mm 1/16
定 价：2010年8月第1版
字 数：1130千字
ISBN 978-7-80543-808-8/E·335 (5937)

知识产权出版社

内容提要

本书为中央财经大学金融服务法研究中心承担的“211工程”三期重点学科建设项目的基础成果。内容包括了近年来金融与证券法的理论研究与学术动态,从剖析美国当前金融危机的概况、制度原因及启示到总结中国在今天危机中的处境、应对方法及获得的经验,进而分析证券法执法现状、股份分置改革的法律问题、金融业的分业经营与混业经营、融资融券等众多重大、热点问题。信息量大、内容全面、资料性强,具有很高的学术价值。

责任编辑:纪萍萍

图书在版编目(CIP)数据

全球化时代的金融监管与证券法治:近年来金融与证券法的理论研究与学术争鸣概览/郭锋总编纂. —北京:知识产权出版社, 2010. 4

ISBN 978-7-80247-996-8

I. ①全… II. ①郭… III. ①金融—监督管理—研究②证券法—研究 IV. ①F830.2②D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 072833 号

全球化时代的金融监管与证券法治

——近年来金融与证券法的理论研究与学术争鸣概览

QUANQIUHUASHIDAI DE JINRONGJIANGUAN YU ZHENGQUANFAZHI

JINNIANLAI JINRONGYUZHENGQUANFA DE LILUNYANJIU YU XUESHU ZHENGMING GAILAN

郭 锋 总编纂

出版发行: 知识产权出版社

社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号

网 址: <http://www.ipph.cn>

发行电话: 010-82000860 转 8101/8102

责编电话: 010-82000860-8130

印 刷: 北京富生印刷厂

开 本: 850mm×1168mm 1/16

版 次: 2010 年 4 月第 1 版

字 数: 1135 千字

邮 编: 100088

邮 箱: bjb@cnipr.com

传 真: 010-82000860-8240

责编邮箱: jpp99@126.com

经 销: 新华书店及相关销售网点

印 张: 37.5

印 次: 2010 年 4 月第 1 次印刷

定 价: 112.00 元

ISBN 978-7-80247-996-8/F·332 (2937)

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

目 录

1. 美国当前金融危机概况、制度原因及启示	(1)
1.1 美国当前金融危机的由来与演变	(1)
1.2 美国金融危机爆发的原因	(6)
1.3 金融危机的启示	(9)
2. 中国在金融危机中的处境、应对方法及获得的经验	(11)
2.1 金融危机对中国的影响	(11)
2.2 中国积极应对金融危机的方法	(16)
2.3 美国金融危机对我国的启示	(20)
3. 证券法学基础理论前沿问题	(24)
3.1 证券法的经济学基础	(24)
3.2 证券法的法学基础理论问题	(28)
4. 2005 年《证券法》修改及其评价	(32)
4.1 关于放松管制方面的修订	(32)
4.2 对证券发行制度的修订	(35)
4.3 证券交易制度的修订	(36)
4.4 关于信息披露制度	(37)
4.5 关于投资者权益保护	(37)
4.6 关于增加监管机构的执法手段和权限	(38)
4.7 关于上市公司收购制度的修订	(39)
4.8 《证券法》与《公司法》的制度体系协调性问题	(39)
4.9 对《证券法》修订的思考	(40)
5. 证券法执法现状	(41)
5.1 我国证券执法取得的成效	(41)
5.2 证券执法中存在的问题	(41)
5.3 证券执法效率低下的原因分析	(42)
5.4 提高证券执法效率, 完善证券执法体系	(44)
6. 股权分置改革的法律问题	(50)
6.1 股权分置概述	(50)
6.2 股权分置改革的法律依据及效果评价	(53)
6.3 股权分置改革实施中的相关法律问题	(57)
6.4 后股权分置时代的相关法律问题	(63)

7. 金融业的分业经营与混业经营	(68)
7.1 金融分业经营与混业经营概述	(68)
7.2 世界金融经营体制的现状与趋势	(70)
7.3 我国金融业经营体制的选择	(77)
8. 金融监管模式	(81)
8.1 发达国家金融监管模式的选择与评价	(81)
8.2 我国金融监管的现状 & 问题	(87)
8.3 我国实现混业监管的必然性和可能性分析	(89)
8.4 我国未来金融监管模式的设计	(91)
9. 金融衍生工具	(95)
9.1 金融衍生工具概述	(95)
9.2 金融衍生工具监管的基本理论	(99)
9.3 金融衍生品监管模式	(99)
9.4 不同金融监管模式下的金融衍生品市场监管	(101)
9.5 国际金融衍生品监管的跨国合作	(103)
9.6 我国金融衍生工具的发展及监管	(104)
9.7 我国要完善金融衍生品市场监管体制	(107)
10. 股票期权法律问题	(111)
10.1 股票期权的概念与特征	(111)
10.2 股票期权的实践	(115)
10.3 我国股票期权制度的完善	(119)
11. 股指期货	(123)
11.1 股指期货的基础理论	(123)
11.2 股指期货的风险和风险监控	(133)
11.3 我国推出股指期货的影响及相应对策	(141)
12. 证券投资基金法律问题	(147)
12.1 我国证券投资基金发展现状及问题	(147)
12.2 《证券投资基金法》修改建议及评析	(151)
12.3 我国证券投资基金制度的治理机制	(153)
13. 私募股权基金	(161)
13.1 相关概念的界定	(161)
13.2 私募股权基金在中国的发展现状和问题	(162)
13.3 私募股权基金的组织形式和相关立法	(163)
13.4 我国私募股权投资基金法律制度构建的建议	(166)
14. 融资融券问题	(169)
14.1 融资融券问题概述	(169)

14.2	融资融券制度的作用	(170)
14.3	融资融券交易的法律关系	(173)
14.4	我国证券市场的融资融券业务	(175)
14.5	融资融券业务模式	(178)
14.6	融资融券业务的潜在风险及风险控制	(182)
15.	合格机构投资者	(194)
15.1	机构投资者概述	(194)
15.2	机构投资者法律上的权利和义务	(198)
15.3	机构投资者在证券市场的作用	(199)
15.4	机构投资者参与公司治理	(202)
15.5	培育机构投资者的路径选择	(205)
15.6	合格的外国机构投资者——QFII 制度	(207)
16.	证券发行审核制度	(211)
16.1	证券发行的概念与分类	(211)
16.2	证券发行审核制度的基本理论	(212)
16.3	证券发行审核的目标和原则	(217)
16.4	国外两种证券发行审核制度考察	(220)
16.5	我国证券发行审核制度的演变	(224)
16.6	推进核准制向注册制的过渡	(225)
17.	保荐制度	(228)
17.1	保荐制度概述	(228)
17.2	部分国家和地区的保荐制度	(229)
17.3	保荐职责	(234)
17.4	保荐责任	(237)
17.5	对保荐制度的批判	(246)
18.	强制信息披露	(249)
18.1	强制信息披露的概念和分类	(249)
18.2	强制信息披露的理论基础	(249)
18.3	信息披露的原则	(254)
18.4	信息披露的功能	(263)
18.5	英美信息披露的发展历程	(264)
18.6	《上市公司信息披露管理办法》的主要内容	(267)
19.	预测性信息披露与安全港制度	(269)
19.1	预测性信息披露制度概述	(269)
19.2	美国预测性信息披露制度的发展	(271)
19.3	我国预测性信息披露制度的现状及问题	(276)
19.4	我国预测性信息披露制度的完善	(280)

20. 上市公司治理	(284)
20.1 上市公司治理概述	(284)
20.2 后股权分置改革时代我国国有上市公司治理结构的完善	(288)
20.3 机构投资者参与上市公司治理的有关法律问题	(296)
21. 上市公司收购	(304)
21.1 上市公司收购的基本理论	(304)
21.2 上市公司收购价值的基本理论	(307)
21.3 我国上市公司收购的主要方式	(309)
21.4 上市公司收购的反收购制度	(314)
21.5 上市公司收购之管理层收购制度	(316)
21.6 上市公司收购的监管	(322)
22. 证券交易所	(327)
22.1 证券交易所的基础理论	(327)
22.2 证券交易所的发展历史与发展趋势	(329)
22.3 证券交易所的组织形态	(330)
22.4 证券交易所的自律管理职能	(335)
23. 创业板市场	(344)
23.1 创业板市场的概述	(344)
23.2 建立我国创业板市场的必要性、可行性及历程	(345)
23.3 创业板市场设立模式及制度选择	(348)
24. 证券交易制度	(354)
24.1 证券集中交易	(354)
24.2 证券协议转让	(358)
24.3 大宗交易	(359)
24.4 做市商制度	(360)
24.5 债券回购交易	(362)
25. 证券登记结算与托管	(364)
25.1 证券登记结算与托管的制度沿革	(364)
25.2 登记与托管的几个基本问题	(365)
25.3 我国证券登记托管的新发展	(368)
25.4 关于我国债券托管的问题	(369)
26. 证券监管	(372)
26.1 证券监管概述	(372)
26.2 政府监管	(382)
26.3 证券自律监管	(385)
26.4 次贷危机下中国证券监管体制的完善	(390)
26.5 证券监管的国际合作与协调	(393)

27. 操纵证券市场	(400)
27.1 各国及地区关于操纵市场行为的立法概述	(400)
27.2 操纵市场行为的构成要件	(402)
27.3 操纵证券市场民事责任的法律性质及责任方式	(406)
27.4 操纵市场民事责任主体的范围	(407)
27.5 操纵证券市场民事责任的构成要件	(407)
27.6 操纵市场的抗辩	(411)
27.7 操纵市场案件民事诉讼时效及管辖	(412)
28. 内幕交易	(414)
28.1 内幕交易概述	(414)
28.2 内幕交易基础理论	(419)
28.3 内幕交易的规制	(422)
28.4 我国对内幕交易的立法规制	(423)
29. 虚假陈述	(430)
29.1 各国立法对虚假陈述的规定	(430)
29.2 虚假陈述行为形态	(431)
29.3 归责原则	(432)
29.4 事实因果关系	(434)
29.5 法律因果关系 (损失因果关系) 及其抗辩	(435)
29.6 损失认定	(436)
29.7 连带赔偿责任	(438)
29.8 《若干规定》存在的问题与解决对策	(441)
30. 其他证券欺诈行为	(448)
30.1 欺诈客户	(448)
30.2 编造、传播虚假信息行为	(452)
30.3 其他应当认定为证券欺诈的行为	(453)
31. 投资者权益	(455)
31.1 投资者权益与中小投资者的含义	(455)
31.2 投资者权益保护的法律制度研究	(456)
31.3 我国投资者权益保护	(462)
31.4 投资者权益保护的内容与衡量	(466)
31.5 投资者权益保护法律制度比较研究	(467)
31.6 投资者权益保护中应妥善处理的关系	(469)
32. 证券市场的中介机构	(471)
32.1 中介机构概述	(471)
32.2 中介机构在公法方面的法律责任	(475)

33. 证券欺诈民事责任	(480)
33.1 证券民事责任的基础理论	(480)
33.2 证券民事责任的构成要件	(482)
33.3 我国证券民事责任制度及评析	(486)
33.4 中介机构的民事责任	(488)
33.5 我国证券民事诉讼制度与完善	(496)
33.6 证券投资者保护基金制度	(498)
34. 集团诉讼在证券民事诉讼中的适用	(512)
34.1 集团诉讼概述	(512)
34.2 集团诉讼在美国证券民事诉讼中的适用	(514)
34.3 我国证券民事诉讼的诉讼形式	(516)
34.4 完善我国证券侵权诉讼、引入集团诉讼的建议	(518)
35. 证券纠纷仲裁制度	(523)
35.1 证券纠纷仲裁制度一般理论	(523)
35.2 我国证券纠纷仲裁制度概述	(525)
35.3 美国证券纠纷仲裁制度简析	(529)
35.4 我国证券纠纷仲裁制度的现状及存在问题	(532)
35.5 我国证券纠纷仲裁制度的改革和完善	(535)
36. 行政处罚、复议和诉讼	(539)
36.1 我国证券行政处罚	(539)
36.2 中国证券监督管理委员会实施证券行政处罚权的情况	(540)
36.3 部分国家相关的证券执法制度比较分析	(543)
36.4 证券行政处罚的证明标准	(544)
36.5 证监会的“准司法权”	(545)
36.6 市场禁入制度	(546)
36.7 我国证券行政复议	(546)
36.8 我国证券行政诉讼	(547)
37. 证券犯罪	(549)
37.1 证券犯罪概述	(549)
37.2 证券犯罪立法模式及其评析	(553)
37.3 违反信息披露义务的证券犯罪	(558)
37.4 内幕交易的证券犯罪	(565)
37.5 操纵证券市场的证券犯罪	(569)
38. 期货法律制度	(575)
38.1 期货市场组织结构	(575)
38.2 期货业协会	(582)
38.3 期货市场法律制度比较与我国期货市场法律制度的完善	(583)
摘用和参考的主要文献	(590)

1. 美国当前金融危机概况、制度原因及启示

1.1 美国当前金融危机的由来与演变

1.1.1 美国次贷危机概述

次贷危机又称次级住房抵押贷款危机，是指与次贷住房抵押贷款^①相伴，因次级住房抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡而引起的风暴；它能使全球主要金融市场爆发流动性不足的危机。2006年春季，美国次贷危机开始逐步显现，直至2008年发展成为席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场乃至全球的金融危机。美国联邦储备委员会前主席格林斯潘说：“有一天，人们回首今日，可能会把美国当前的金融危机评为二战结束以来最严重的危机。”^②金融大鳄索罗斯认为，这场“次贷危机是二战以来60年内最严重的金融危机，是美元作为世界货币时代的终结”。^③

美国的“住房按揭贷款”共分为三个层次：优质贷款、准优质贷款和次级贷款（简称次级债或次贷）。优质贷款主要面向信用等级高、收入稳定可靠、债务负担合理的优良客户；次级贷款是针对信用分数低、收入证明缺失、负债较重的人群；而准优质贷款则主要面向介于二者之间的庞大灰色地带客户。2001—2003年美联储持续十多次降息，最低时只有1%。长期的低利率激发了房地产价格的飙升，住房按揭的次级贷款衍生类产品获得惊人收益，引起市场的热烈追捧。但是，到2006年年底至2007年年初，美联储连续十几次加息，房地产市场降温，整个链条突然断裂——买房者还不起贷款，评级机构调低次贷衍生品评级，投行抛售次贷，整个市场出现流动性紧缺和信贷紧缩，次贷危机一发不可收拾。^④

根据相关报道，当前，次贷危机给全球金融业带来的损失已经达到1500亿至1800亿美元。但是，人们对美国金融危机的认定存在错觉。美国次贷问题发展至今并未完全达到市场普遍认定的危机程度，价格、机构与政策控制力仍在美国战略、策略与技术能力范围之内。华尔街风暴造成美国金融体系恐慌，并带动和刺激全球金融价格调整幅度加大、加快。

此次危机在新兴市场上产生的是放大效应。从2007年4月到2008年年底，美国次贷危机已经发生一年多，美国股市主要股票指数下跌20%。但是新兴市场股指基本上都被“腰斩”了，中国更是跌了70%。新兴市场首先是不成熟的，它的监管机制、市场运行机制都很不完善。投资者也不成熟，而且很敏感，危机一来，新兴市场便风声鹤唳。因此，这次危机给新兴市场带来的打击是最为严重的。

1.1.2 美国的次贷危机如何演变为金融危机

美国金融危机的爆发不是偶然的，有其内在的原因和机理。长期以来美国有过度消费支撑和刺激

① 次级抵押贷款是一个高风险、高收益的行业。与传统意义上的标准抵押贷款的区别在于，次级抵押贷款对贷款者信用记录和还款能力要求不高，贷款利率相应地比一般抵押贷款高很多。那些因信用记录不好或偿还能力较弱而被银行拒绝提供优质抵押贷款的人，会申请次级抵押贷款购买住房。

② Martin Wolf, *Lessons of the Financial Crisis*, *Financial Times*, March 16th, 2008.

③ 时寒冰：“次贷与金融泡沫的终结”，载《南风窗》，2008年第8期。

④ 张斌：“聚焦华尔街金融风暴”，载《半月谈》，2008年第19期。

经济,在创造繁荣的同时,积聚了巨额财政赤字、贸易逆差、资产价格飙升、过度借贷、投机资金泛滥等大量金融风险和经济泡沫,最终促使风险爆发和泡沫破灭。美国这场危机的主要原因就是通过信用创造出了超出自身支付能力的需求,或者说消费未来。这场危机从房地产市场到信贷市场再到资本市场,从美国的虚拟经济到实体经济,从美国金融市场到全球金融市场、从美国实体经济到全球实体经济,迅速蔓延,给全球经济造成严重的直接损害。^①

1.1.2.1 金融危机在金融市场内部的传导

(1) 危机由房地产市场传导至信贷市场

美国金融危机由房地产市场传导至信贷市场是源自抵押贷款标准放松和抵押贷款产品创新。在这一过程中,贷款金融机构就将房地产市场的风险扩散了;当美联储提高利率、房地产市场大幅下滑而贷款人无力偿还贷款时,导致信贷市场流动性短缺,直接陷入支付危机。

美国的信用体系健全,银行根据个人信用记录的好坏将个人购房的按揭贷款市场分为三个层次:优质贷款市场(prime market)、“ALT-A”(alternative A)贷款市场和次级贷款市场(subprime market)。信用好的就给予优质抵押信贷,信用一般的就给予ALT-A贷款,信用差的就给予次级抵押信贷。在美国房地产市场一派繁荣景象之时,由于优质按揭市场已经趋于饱和,过热的房地产市场刺激了贷款金融机构,在利益的驱使下,开始向信用并不好的贷款人发放贷款,即发放次级抵押贷款。为了使次级抵押贷款更加具有吸引力,发放次级抵押贷款的金融机构普遍采用2/28或3/27的优惠固定期或浮动期利息结构,也就是在最初的2—3年内给予非常优惠的按揭利率,而后则按市场利率加上一定息差的浮动率来计息。很多对房价上涨或自身收入、信用收入、信用等级有着良好预期的贷款申请人,都申请到了未来可变利息超过自身接受能力的次级按揭贷款,随即金融机构对于发放次级贷款的条件越来越松,其中有两项政策最为冒险:一是购房者无须支付首付,全部资金皆可以向银行贷款,前几年还可只付利息而不用偿还本金;二是对借款人不作任何信用审核。信贷金融导致了房价非理性的上涨,直至美国住房供应市场很快饱和。这样,当美国进入加息通道以后(美联储17次加息将联邦基准利率从1%提升到5.25%),购房者还款负担必将加重,房地产价格下跌,购房者难以将房屋出售或抵押融资,随之出现大量违约,金融机构因此而出现资金链断裂而面临倒闭的风险。金融危机由此从房地产市场传递至信贷市场。

(2) 危机在信贷市场与资本市场之间的传导

美国金融危机从信贷市场传导至资本市场缘自金融衍生工具——资本证券化的助推作用。

资产证券化的核心内容是,只要某项非流动性资产在未来能够产生稳定的现金流,那么该非流动性资产的所有者就能够以未来现金流为基础,将该资产打包成某种形式的债券,通过向资本市场出售债券而收回流动性资金。在未实施证券化之前,与次级抵押贷款的信用风险完全由贷款金融机构承担,其借方有很多住房抵押贷款债权;为了迅速回笼资金以提供更多笔抵押贷款,它们在投资银行的帮助下,将一部分住房抵押贷款债权从自己的资产负债表中剥离出来,以这部分债权为基础发行住房抵押贷款支持证券(CDO),从而将与该部分抵押贷款债权相关的信用风险转移到持有住房抵押贷款支持证券的机构投资者的资产负债表上。这个证券化过程由一个长长的链条来完成:信贷公司和银行、债权打包服务公司、投资银行、信用评级等中介公司、投资基金、投资基金的投资人。债权打包服务公司 will 信贷公司和银行的次级抵押贷款打包制成债券“标准件”,由信用评级等中介公司进行信用评级,再由投资银行和投资基金持有或者贩卖给其他的商业银行、对冲基金等金融机构。从表面上来看,似乎经过证券化后贷款金融机构的风险得到了有效的分散和转移,实际上却扩大了整个金融市场的系统风险。这样次级房地产抵押贷款的信用风险便由制造次级房地产抵押贷款的商业银行转移到资本市场。因此,一旦次级抵押贷款的整体违约率上升,机构投资者持有的次级抵押贷款支持证券的市场价值就会大幅缩水。由于上述机构均实施了以市定价(mark to market)的会计记账方法,因此

① 张启阳:“美国金融危机传导路径分析”,载《企业改革与管理》,2009年第3期。

即使没有出售贬值的债券发生实际亏损，也要在资产负债表上相应期间进行减计，在利润表上就会表现出相应的亏损；当入不敷出时，连锁反应就会导致整个资本市场发生危机。

1.1.2.2 金融危机从金融市场传导至实体经济

美国金融危机爆发以后，投资者开始担心信贷问题是否会演变为整体性市场危机，纷纷出售股票转而持有现金，导致美国股市出现剧烈波动，道琼斯工业指数大幅下挫；这一方面通过财富效应影响了居民消费，另一方面通过托宾 Q 效应和金融加速器理论影响了企业投资。首先，资产价格下跌，持有金融资产的居民财富因此而减少，消费受到抑制，居民举债消费的意愿下降。其次，企业的市值大幅下降，削弱了企业新增投资的动力，同时削弱了企业内部融资的来源，企业抵押品价值下降，能够获得银行贷款的规模迅速缩小。由于储蓄偏低，美国居民消费模式一直都是借贷消费；然而金融危机的爆发打破了此种消费模式长期以来的兴旺周期，受沉重的信贷损失和坏账拖累，金融机构已经不再视消费信贷为无风险业务，信贷紧缩正在向消费紧缩转变。例如，作为美国支柱产业的汽车行业，原来新车购买中使用消费信贷的比例高达 80% 以上，如今众多汽车企业却陷入了滞销的麻烦。此外，美国经济下滑导致美国对能源、金属和农产品等原材料的需求下降，从长期看，需求下降必然导致价格下跌，商品市场也会因此大幅波动。借贷消费是美国人生活得主要方式，消费支撑着 80% 以上的美国 GDP；当消费枯竭时，美国的经济就会衰退。

金融危机爆发导致的另一个直接结果就是失业率上升。大量的金融机构倒闭使得很多人瞬间失业，例如仅仅雷曼兄弟的破产就导致 2 万员工失业，此外还有由于企业无法维持经营而进行的裁员等。美国劳工部就业报告数据显示，美国非农业部门失业人数已经达到 15.9 万人，创五年来失业率最高点。因此，金融危机将不可避免地传导到美国的实体经济，其金融体系崩溃后，美国实体经济将成为危机“重灾区”。

1.1.3 美国金融危机爆发的背景

20 世纪 80 年代以来，随着经济结构重组和金融自由化推进，美国资产市场快速膨胀。不断升值的金融资产支撑了美国的信用消费，从而弥补了因收入分化而不断恶化的需求不足问题。这种资产膨胀在 80 年代曾经造成房地产泡沫和储贷泡沫破灭，这一比率不断下滑，直至 1997 年下降到 116.7% 的低点。但是，与当前的最新发展相比，这一泡沫要温和得多。

20 世纪 90 年代后半期美国资产膨胀呈现加速之势，首先形成了以互联网为核心但绝非限于互联网的资本市场泡沫，股价普遍大幅升值。美国股市之所以没有大幅下调，基本原因在于 21 世纪以来美国房产市场的加速膨胀，结果以房产泡沫接替了股市泡沫。基于房屋资产升值的抵押融资继续支撑了美国的信贷消费，维持了包括投资和消费在内的总需求扩张；而实体经济的持续扩张反过来推动了美国资本市场的持续膨胀，房产泡沫与股市泡沫实现了一次完美交接。在这种泡沫连续化过程中，美国经济增长对信用扩张的依赖得到进一步加深。

美国 20 世纪 80 年代末的房产泡沫到了 1997 年已经消化完毕；美国家庭房产总值与 GDP 的比率不仅低于泡沫前的水平，实际上也是 80 年代以来的历史最低点。因此从 1998 年起美国房地产市场重拾扩张势头。值得注意的是，这种增长势头如此顽强，以至于几乎没有受到股市泡沫破裂的明显影响，这种顽强性有其深刻的制度性原因。实际上，80 年代以来美国金融资产就呈现持续膨胀之势，基本原因就在于金融管制的不断放松和货币当局的扩张政策；90 年代末以来这两个方面得到了新的发展，结果直接推动了房产泡沫的形成和膨胀。^①

回顾美国 20 世纪 80 年代以来的发展，总结出以下背景原因：

第一，美国金融法律环境为次级贷款的大量发生提供了制度上的便利。1980 年《存款机构解除管制与货币控制法案》取消了美联储 Q 条例规定的利率上限，金融机构因而可以根据客户风险大小

① 赵夫增：“美国经济会不会陷入日本式后泡沫困境”，载《环球金融》，2008 年第 7 期。

进行定价,为利率市场化铺平了道路;1982年《可选择抵押贷款交易平价法案》允许使用浮动利率,抵押贷款利率可以与市场利率一起浮动,因而降低了贷款人的利率风险,并在一定程度上降低了利息成本,因而刺激了各类抵押贷款市场的迅速发展;而1999年美国国会通过了《金融服务现代化法案》,取代了禁止混业经营的《格拉斯—斯蒂格尔法》,为商业银行、证券公司和保险公司之间的机构、产品和市场的大融合铺平了道路。一系列的法案都为次级抵押贷款市场的发展提供了一个良好的法律环境。

第二,贷款审核过于宽松,严重影响了次级贷款的质量。自20世纪90年代末后的近十年中,全球流动性的过剩甚至泛滥和低利率环境为信贷扩张提供了肥沃的土壤。2005年到2006年间,信贷周期达到顶峰,放贷和承销标准也达到了极为激进甚至是松弛的地步。尤其在美国次级房贷市场,贷款的条件极为宽松,并且大量贷款由不受监管的抵押贷款机构发放。有证据表明,由于尽职调查的松懈,贷款过程中出现了很多欺诈行为。

第三,持续的房地产价格攀升成为抵押贷款市场上一个广为接受的假定,推高了借款消费的规模,加重了次级贷款风险。评级公司和行业分析师也对消费者在抵押贷款方面的行为变化和对违约的态度方面几乎没有预期。自20世纪90年代末开始,利率持续走低使得现金流出式再融资开始流行。借款者不断借入新债,偿还旧债,并且新债的数额要超过原有债务。在房价持续上涨的时期,这种方式能使借款者源源不断地获得资金来源,进而增加了次级抵押贷款的需求。自2007年第二季度开始,结构化产品的外部评级和公司债券与主权债券与其自身以往的历史相比,波动性明显加大;这反映了复杂结构的一些特殊性质,如事件触发条件等的潜在影响被金融机构、投资者以及评级公司低估了。

第四,杠杆性金融机构业务从传统的“购买—持有”转变为“发行—打包—销售”,加大了金融市场风险。住房抵押贷款是金融市场上“发行—打包—销售”业务模式发展的最早和最广泛的部分。这种发展,一方面是受金融机构注重短期绩效的激励结构所驱动,金融机构为最优化其资本运用竞相将资产证券化以释放资本,而会计准则和监管标准也鼓励金融机构尽早确认前端费收;另一方面是投资者追求高收益率以及短期利润的结果,投资者为追求更高的收益,投资于更复杂的金融产品,包括量身定做的结构化产品,通过分散化对资产组合进行优化从而提高收益。但是“发行—打包—销售”这种业务模式要有效运转需要所有的参与者遵守高标准的风险管理和披露要求,并且要有健全的激励结构,而这些基本的前提条件在美国次贷市场上却并不存在。

第五,2007年第二季度开始,次级房贷迟付率的加速上升,以及抵押贷款相关证券评级的大幅度调降,导致市场对评级、资产价值和交易对手信用状况的不确定性上升。这反过来导致了次贷相关产品流动性的枯竭,并且殃及其他规模更大的结构化产品。此时,市场的注意力集中在结构化投资机构(structured investment vehicle, SIVs)这类特殊目的公司上,其中的大部分是由银行设立以持有未销售的CDO并且以短期的资产支持商业票据(asset-backed commercial paper, ABCP)来融资。在这种情况下,货币市场基金的投资者将资金从ABCP和其他结构性产品中退出转而投向更为安全的资产,如短期国债和银行存款上。一些SIVs就面临着对资产进行清盘的命运,它们转而依靠发行提供融资乃至一些发行行直接将资产放入表内。与此同时,金融机构面临着巨额的资产核销,有些银行因此耗尽了资本。中央银行持续的和协调的流动性注入在一定程度上缓解了流动性紧缩。

然而,金融市场对于危机的进一步发展仍然极为担心,某些意外的新闻可能加剧市场的恐慌,当非银行金融机构、对冲基金等受到影响时,市场的系统性风险进一步放大。至此,局部的次贷危机就演变成为全局性的金融市场危机。^①

第六,收入差距是美国金融危机的根源与本质。^②对于美国的金融危机而言,利率是一个关键和

① 李段山:“全球金融业运行中的问题和思考”,载《金融市场》,2008年第8期。

② 卢宇峰:“收入差距:美国次贷危机的根源与本质”,载《统计与决策》,2008年第16期。

枢纽。但是追根溯源,转动这个枢纽的根本力量是收入差距,即使信贷宽松亦是以收入差距为土壤。收入差距产生次级抵押贷款和过度消费,由此导致过低储蓄率使得宏观经济消费投资比例失衡,宏观经济恶化又加强了金融风险成为次贷危机实体经济。归根到底,美国金融危机本质上不是一个金融问题,而是一个收入分配问题——收入差距。

也有学者^①将次贷危机的背景归结为:

2000年后,随着美国网络泡沫的破灭和“9·11”恐怖袭击的发生,美国经济陷入困境。为了刺激经济增长,美联储前主席格林斯潘采取连续13次降息的低利率政策,这一举措大大刺激了美国住房需求,过度的需求和大量资金的涌入共同推高了其相对价格,而房价上涨和房产升值的现实预期又带来了居住投资的热情。虽然,房地产市场的繁荣造就了美自2003年开始的新一轮经济增长,但直接诱发了通货膨胀和泡沫经济;并随着经济增长的良好预期,房产泡沫继续膨胀,为了抑制通胀,美联储自2004年6月到2006年6月又连续17次加息,造成资金供给成本不断提高,潜在的购房需求逐步减少,可得资金规模的下降带来的房地产价格增长放缓一起推动了房产价格下跌的预期,使得逐利的游资逐步推出市场,房地产开始降温。房价的下跌和利率的上扬使得大批借款者无法按期偿还借款,导致违约率急剧上升,并带来负面的财富效应(投资、消费需求的双萎缩),进而威胁到银行和个人的资产质量状况,银行出现坏账,导致个人投资者开始赎回基金,并通过“羊群效应”发展成为集中挤兑的混乱局面,由此美国次贷危机全面爆发。

1.1.4 美国金融危机造成的危害

美国次贷危机于2007年夏天爆发,以房地产抵押贷款为源头,危机以连锁反应的形式迅速蔓延,已经从金融、房地产市场逐步扩散至汽车、信用卡等领域。更为严重的是,伴随华尔街五大投资银行集体消失、AIG被政府接管、华盛顿互惠银行被收购,次贷危机已经上升为全面的金融危机。此外,次贷危机也波及欧洲市场,英国的苏格兰皇家银行等寻求政府支持;业务覆盖荷兰、比利时和卢森堡三国的银行保险巨头富通集团被巴黎银行接管;德国最大的借贷银行之一许珀不动产银行也与财政部达成协议,被政府救助。金融危机引发了金融市场的全面信用紧缩,对国际金融秩序造成了极大的破坏和冲击。

美国金融机构在这次危机中遭受巨大灾难,无论是经营房地产抵押次级贷款还是持有次级贷款证券化的衍生金融产品的金融机构都接连受损。新世纪公司、贝尔斯登、雷曼兄弟等遭遇生存危机,美林证券被收购,花旗集团、UBS等国际著名金融机构都爆出与次贷相关的资产减计或呆账注销。2008年9月21日,美联储批准了高盛和摩根斯坦利向银行控股公司转行的要求,华尔街五大投资银行的格局被彻底打破。随着美国第二房贷银行加州印地麦克的破产倒闭,信用风险已经从次级抵押贷款银行扩散到ALT—A贷款市场。此外,由于Jumbo级房贷资产的损失不断扩大,美国政府最终接管“两房”。^②全美最大的储蓄及贷款银行华盛顿互惠银行因陷入危机,被美国联邦存款保险公司查封、接管,成为美国有史以来倒闭的最大规模银行,摩根大通收购其部分业务。可见,次贷危机已从房地产次级贷款市场危机转变为全面的信用危机。次贷危机同时影响美国的消费和投资,美国经济将走向衰退。次贷危机很快波及欧洲市场,法国巴黎银行是第一家公开宣布被卷入次贷危机中的银行,随后欧洲的中小银行甚至是全球知名的大银行业也都纷纷爆出较大金额的相关损失。^③而作为次贷危机影响欧洲市场的标志性事件则是在英国北岩银行发生的挤兑风波。该银行于2007年9月14日、15日和17日发生了挤兑事件,这是1866年以来英国银行首次出现挤兑事件。此外,由于投资者信心的缺失,英国最大的抵押贷款银行HBOS银行股价累计下挫51%。

① 诸泽:“美国储蓄危机与次贷危机的比较分析”,载《改革与战略》,2009年第3期。

② IMF. World Economic Outlook. 2008, OCT.; 7.

③ 次贷风波研究课题组:《次贷封闭启示录》,中国金融出版社,2008年,第368—396页。

过去处于世界金融核心地位的欧美金融市场和大型的金融机构都蒙受了巨大损失；IMF 在最近的《世界经济展望》报告中估计，本次金融危机将给全球金融机构造成的损失为 1.4 亿万亿美元。^①受其影响，银行间市场的流动性受抑，大型银行的资本充足率降低，大批金融工具的风险需要重新估计。虽然各主要央行采取强有力的措施，但由于信心缺失，信贷紧缩在全球货币市场迅速扩散。过去人们一直认为美国是世界最大和最复杂的金融市场，美国的金融和资本运作模式可以在全世界推广。次贷危机以一种特殊的形式向世人展示了金融领域风险积聚、风险传染和风险释放的过程，动摇了人们对美国金融机构和金融模式的信心。随着金融市场震荡加剧，次贷危机对于实体经济的影响不断显现。美国经济增长速度下降，股价纷纷下挫，股市和汇市持续波动。

次贷危机不仅对金融业冲击显著，而且还拖累世界经济增长；受严重金融危机影响，全球经济扩张放缓。由信贷市场引导的全球金融形势进一步恶化，消费者及企业的信心下降导致消费和投资急剧下降；随着银行纷纷削减头寸和进行资本重组，贷款发放业务开始受到挤压，从而限制家庭支出并使实体经济的前景变得越发不明朗。货币管理局通过紧急注入流动性或者降息的手段对次贷危机进行援助，将加大全球通货膨胀压力。国际市场上以“石油”、“黄金”价格异动和美元汇率剧烈波动为代表的国际货币体系紊乱已成为次贷风波引发的最大宏观经济风险之一。^②

1.2 美国金融危机爆发的原因

1.2.1 金融危机产生的源头：现行国际货币体系^③

美国金融危机的源头，是现行国际货币体系——美元本位制和美国长期实行“双赤字”政策效果的积累。美国经常项目逆差从 1982 年的 55 亿美元，迅速扩大；到 2006 年已经超过 8115 亿美元，24 年间增长了大约 148 倍。经常项目下 1 美元国际货币的流出，往往带给世界的流动性扩张两倍以上的基础货币增加。美元国际本位货币的地位，使得美元持续大规模经常账户赤字成为现实，而美元全球流动的机制又导致了美国虚拟经济过度膨胀以及全球流动性膨胀。根据国际清算银行保守估计，2006 年年底，美国境内的股票、债券、外汇、大宗商品期货和金融衍生品市值约为 400 万亿美元，为美国 12 万亿美元 GDP 的 30 倍左右，充分说明美国虚拟经济具有了一定的泡沫性。

次贷危机根源于美国证券化债务资产的过度膨胀，即美国虚拟经济的过度膨胀。次贷危机根本不是流动性短缺的危机，而是投资者对美元资产的信心在动摇，对美国金融机构资不抵债心怀恐惧。

次贷危机中，低收入者的收入流可以被资本化。由于美元的全球环流机制，使得在美国所有的收入流，只要稳定就可以被资本化、被证券化。每一次收入流的重新资本化，就创造出新的虚拟资本；这种新虚拟资本代表原来的货币资本，距离最初借款人贷款就更远一些，虚拟性越发增强。长年累月积累下来就造成了美国虚拟资产的过度膨胀和泛滥。在此过程中，低收入者的收入流一再被杠杆化，形成了杠杆链：这一方面延长了风险源头到最终持有者之间的风险传导路径；另一方面，也使得各类金融杠杆的作用交织在一起，使得经济中的风险不断增大。

1.2.2 金融危机产生的直接原因：金融杠杆的泛化^④

金融危机之所以产生是美国低收入者住宅抵押贷款的证券化出了问题。银行批准贷款的选择顺序

① Bandi Ram Prasad. Trend Themes Take Out : Trends and Themes Global Finance 2007/2008. First India Economics, 2008, (1); 3.

② Charles Collyns, Krishna Srinivasan. Dynamics of the Global Economy Are Changing. The Business Times (Singapore). 2008-05-09; 3.

③ 丁浩：“美国次贷危机形成机理与金融危机根源探究”，载《金融教学与研究》，2009 年第 1 期。

④ 李翀：“论美国金融危机的原因及其影响”，载《中山大学学报（社会科学版）》，2009 年第 2 期第 49 卷。

是收入从高到低，风险从低到高。只有当风险小收入高的客户开发殆尽的时候，才会轮到低收入者获得贷款。它充分反映了杠杆作用过度的情况。金融杠杆的最大好处就是可以将货币收入的涓涓细流一下子放大成似乎有取之不尽货币财富的大江、大湖，但同时也带来了如下两方面问题：

第一是杠杆活动泛化的同时导致货币收入和风险的放大机制也泛化了。比如在次贷危机中倒闭的贝尔斯登投资公司为了赚取暴利，采用 30 倍杠杆操作。假设其自身资产为 30 亿美元，30 倍杠杆就是其能动用 900 亿美元资金，也就是说，贝尔斯登能以 30 亿美元自身资产为抵押去借 900 亿美元的资金用于投资。假如投资赢利 5%，那么它就获得 45 亿美元的赢利，相对于贝尔斯登自身资产而言，则是 150% 的暴利；但是反过来，假如亏损 5%，那么贝尔斯登除赔光了自己的全部资产外还欠 15 亿美元。

第二是金融杠杆的推广导致风险传染链条深入到了整个经济的各个方面。比如当代美国各个金融机构之间的资产负债表都相互联系，一荣俱荣，一损俱损，这就将金融业的脆弱性带给了整个美国经济，即使美国没有次贷危机也必然会有其他从杠杆化尖端金融产品开始的金融危机。

1.2.3 美国金融创新与金融监管的失调

2005 年 5 月，面对舆论质疑衍生品泛滥、要求美联储介入对次级抵押贷款行业监管的呼声，时任美联储主席格林斯潘坚决反对政府加强金融监管，仍然认为金融市场自我监管比政府监管更为有效。3 年后，在 2008 年 10 月 23 日的美国国会听证会上，格林斯潘终于承认反对金融衍生品监管的做法存在“部分错误”。

相对于美国金融创新的高速发展，美国金融监管的严重滞后突出表现在以下几个方面：

首先是机构人手不足。美国证券市场诞生后，监管机构缺乏。目前以政府部门的政府监管、行业协会的自律监管和交易所的一线监管，共同构成三级监管体系。政府监管部门作为其龙头和核心，却在危机中力不从心。其原因主要是，创新品种越来越多，牵扯范围和环节与经济和社会的关联度越来越深，监管成本越来越大，国际金融监管合作压力也越来越高。与此同时，衍生品在资产证券化链条上的代理机构呈几何级增长，其交易和营销无法得到充分监管。

其次是知识手段不足。随着金融创新迅猛发展，对风险集中程度的识别、划分、评估日趋复杂。大量金融衍生品场外交易及其表外业务不断增加，使得金融会计报表的真实性和各项数据的准确性大打折扣。花旗、美洲等 28 家国际知名大型商业银行表外业务份额，从 1982 年的 48.5% 上升到 1998 年的 76.8%。表外业务的重要组成部分，就是银行之间进行交易的 OTC 金融衍生品。金融监管面临着虚假信息和不实财务数据的严重挑战。

1933 年大危机中，美国出台《格拉斯—斯蒂格尔法》，实行严格的分业监管和分业经营。1999 年美国国会又通过了《金融服务现代化法案》，推行金融自由化，放松监管，结束了银行、证券、保险分业经营的格局。1998 年一家对冲基金——长期资本管理公司（LTCM）倒下，掀起金融市场的轩然大波；人们强烈呼吁针对对冲基金实施监管，但至今政府仍无所作为，众多投资银行实际上变相成为对冲基金却缺乏相应的风险控制制度。

美国金融和资本市场要求自由发展、抵制政府监管和干预的力量非常强。衍生工具表现为表外业务，现有的信息披露制度和监管措施根本无法有效应对。

全国人大财经委副主任、央行原副行长吴晓灵认为，肇始于美国的次贷危机实际上反映的是监管问题。金融衍生产品和信用衍生产品的推出违反了可偿还性原则，借款人没有稳定的还款来源，不具备按揭贷款资格仅仅寄希望于低利率和房价上升。当这两个因素不具备时，融资的链条就如同“多米诺骨牌”一样发生连环问题。她认为应该对衍生产品的创新作出限制，并禁止在衍生品基础上多次衍生。在证券化过程中，应该将部分风险保留在银行的资产负债表上，而不能通过证券化将所有的金融风险全部转移出去。次贷危机的真正原因不是金融创新，而是金融创新偏离了银行信贷的基本原则。信贷过度介入会导致泡沫的形成，而现在正是泡沫幻灭破裂的过程。