
后危机时代的金融衍生品市场监管

——基于美国《金融监管改革法案》的思考

HOUWEIJI SHIDAI DE JINRONG YANSHENGPIN SHICHANG JIANGUAN

李志斌 © 著


后危机时代的金融 衍生品市场监管

——基于美国《金融监管改革法案》的思考

HOU WEIJI SHIDAI DE JINRONG
YANSHENGPIN SHICHANG JIANGUAN

——JIYU MEIGUO JINRONG JIANGUAN
GAIGE FAAN DE SIKAO

李志斌◎著

 中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏
责任校对：潘 洁
责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

后危机时代的金融衍生品市场监管：基于美国《金融监管改革法案》的思考 (Houweiji Shidai de Jinrong Yanshengpin Shichang Jianguan: Jiyu Meiguo Jinrong Jianguan Gaige Faan de Sikao) /李志斌著. —北京：中国金融出版社，2012. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6283 - 6

I. ①后… II. ①李… III. ①金融监管—研究 IV. ①F830. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 023021 号

出版 **中国金融出版社**

发行

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 169 毫米×239 毫米

印张 16. 5

字数 280 千

版次 2012 年 4 月第 1 版

印次 2012 年 4 月第 1 次印刷

定价 35. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6283 - 6/F. 5843

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本著作得到了江苏省重点建设学科“金融学科建设项目”、江苏省六大人才高峰项目“江苏新型农村金融机构发展与风险管理研究”、江苏省高校哲学社会科学研究重大项目（2011ZDAXM020）、江苏省高校哲学社会科学研究重点项目（2010ZDIXM034）、江苏省“青蓝工程”科技创新团队“区域金融创新项目”和江苏省高校哲学社会科学重点研究基地“南京审计学院金融风险管理中心”的资助。

前 言

2008年，由次贷危机引发的全球性金融风暴震惊世界，在不长的时间内迅速从虚拟经济蔓延到实体经济，从美国本土蔓延到全球，无论是发达国家还是发展中国家，无一幸免。次贷危机不但终结了那个为世界所熟知的、曾经创造无数神话的华尔街模式，也给整个国际金融市场带来了灾难，不仅导致资本市场、外汇市场动荡加剧，许多金融机构破产倒闭，还将世界经济带入危机的深渊。

为拯救危机，国际组织和各国政府展开了力度空前的救援行动，专家学者也多角度对次贷危机爆发的原因进行了深入分析，为危机的解决出谋划策。作为危机源头的美国，更是在2009年6月18日公布了被称为“美国70年来最大规模的”《金融监管改革法案》。《金融监管改革法案》一公布便引起了各界的激烈争论，一方认为，监管法案仅仅是对原来没有管制的范畴加强了一些管制而已，改革力度不够；另一方则认为，监管方案过严会抑制金融创新的发展。由于美国在国际金融体系中的地位，其监管方案在一定程度上代表着未来国际监管发展方向，鉴于此，本书通过分析《金融监管改革法案》出台的前因后果来研究金融衍生品的监管问题。

金融衍生品不仅具有一般金融产品所具有的风险，而且其风险形成过程更为复杂。金融衍生品本身具有的虚拟性、杠杆性、信息不对称性等特征使得其在规避风险的同时，又产生了新的风险，甚至加大了原有资产的风险。次级债链条上所表现出的虚无产品设计理念、金融机构利益驱使下的过度创新、投机欺诈行为以及监管的缺失等因素造成整个次级债市场危机四伏。金融全球化和金融机构混业经营的国际金融发展趋势使得次贷危机从比例并不算大的次级抵押贷款领域蔓延到金融市场的各个角落，冲击实体经济并席卷全球。这些因素共同构成了金融衍生品监管的理论必要性和现实必要性。

《金融监管改革法案》从监管机构职责调整、加强金融机构监管、完善金融市场监管、保护投资者利益以及增进监管国际合作等方面完善了现有监管



体制，充分体现出美国政府完善金融监管制度的力度和决心，其所倡导的“无盲区、无缝隙”的全面监管理念必将对国际监管体系改革产生深远影响。但是，《金融监管改革法案》不是对现有体系的根本性颠覆，而是对其进行的修正性、纠错性的革新。首先，美国现有的多头监管体制并没有发生根本改变，只不过在保留多头监管体制的前提下，更强调了协调的重要性。其次，改革方案未彻底解决金融机构的监管套利行为，其中，最大的空当就是将场外金融衍生品分成“标准产品”和“非标准产品”，要求标准化的金融衍生品交易在受监管、具备透明度的场所执行，通过集中交易对手进行清算，对于“非标准产品”仍旧沿用私下交易方式。此外，《金融监管改革法案》对美元本位货币体系这一导致危机发生的最根本原因只字未提。

究其原因主要有两个方面：首先是由金融衍生品的积极作用决定的。对美国来说，金融衍生品的发展不仅是金融稳定与经济增长的推动力量，更是美元霸权形成过程中的重要功臣。尽管次贷危机警示金融衍生品作用的发挥需要监管，但是政府监管本身也存在着失灵和效率损失的问题，适度监管有利于市场发展和市场风险状况的改善，而监管过度则会导致市场发展状况和市场风险状况的恶化。这些特点决定了《金融监管改革法案》对金融衍生品的监管必然是投鼠忌器，不可能实现对金融衍生品的完全“无缝隙”监管。其次，美国在美元本位体系中所获得的现实和潜在利益决定了《金融监管改革法案》不可能触及国际货币体系改革问题。

有效的金融衍生品风险监管框架是个有机整体。金融监管目标不是要抑制金融创新的发展，而是要在维护金融稳定和保护投资者利益的基础上更好地促进金融创新的发展。要有效防范金融衍生品风险，就必须根据形势的发展变化及时调整监管的理念、模式与方法，建立与混业经营模式相对应的功能性统一监管，加强国际监管合作与交流，充分发挥交易所、行业协会自律监管的作用，金融机构加强内部控制、实现稳健与审慎经营。金融衍生品市场机构投资者、场外交易占主导的现实以及金融衍生品信息不对称的特征决定了金融衍生品的监管重点。要想消除危机发生的根源，就必须对现有国际货币体系进行改革，在有关国际货币体系改革的多个方案中，推动国际货币体系走向多元化是较为可行的方案。

目 录

第一章 引言	1
第一节 选题背景与现实意义	2
第二节 文献综述与理论意义	7
一、金融监管理论的历史演进	7
二、文献评价与理论意义	11
第三节 结构安排、研究方法与创新点	12
一、结构安排	12
二、研究方法	13
三、创新观点	13
第二章 金融衍生品概述：基本概念与发展现状	17
第一节 引言	18
第二节 金融衍生品的概念	18
第三节 金融衍生品的分类	20
一、按金融衍生品自身交易方法及特点分类	21
二、按基础资产或基础工具的性质分类	22
三、按交易地点或场所的不同分类	23
四、按衍生工具的复杂程度分类	24
五、其他分类	25
第四节 金融衍生品的基本功能	26
一、风险管理	26
二、价格发现	27
第五节 金融衍生品市场规模特征	29
一、交易规模庞大	29
二、交易品种繁多	31



第六节 金融衍生品市场结构特征	34
一、交易结构：场外交易占主体	34
二、区域结构：发达国家占主导，发展中国家发展迅速	36
三、参与者结构：机构投资者是主体	40
第七节 本章小结	43
第三章 金融衍生品监管的理论必要性	45
第一节 引言	46
第二节 金融衍生品的主要风险	46
一、信用风险	46
二、市场风险	48
三、操作风险	49
四、流动性风险	50
五、法律风险	51
六、金融衍生品各种风险间的相互关系	51
七、金融衍生品风险的主观性和客观性	52
第三节 金融衍生品自身的特性	53
一、杠杆性、虚拟性、集中性和零和博弈特征	53
二、金融衍生品市场的信息不对称	55
第四节 国际金融发展趋势	60
一、金融机构混业经营	60
二、金融全球化	61
第五节 本章小结	64
第四章 金融衍生品监管的现实必要性	67
第一节 引言	68
第二节 从次级贷到次级债	68
一、抵押贷款和次级抵押贷款	68
二、次级债券链条	71
三、债务抵押债券（CDO）	73
第三节 次贷危机爆发的原因探究	77
一、产品设计理念基础虚无	77
二、产品创新过度	78
三、参与主体投机欺诈行为	79



四、监管缺失	87
第四节 本章小结	91
第五章 金融衍生品监管的新进展：《金融监管改革法案》	95
第一节 引言	96
第二节 《金融监管改革法案》对现有监管体系的反思	96
一、对金融机构监管不足	96
二、对金融市场监管存在漏洞	98
三、对消费者利益保护力度不够	100
四、其他方面	102
第三节 《金融监管改革法案》对现有监管体制的完善	102
一、调整监管机构职责	102
二、加强对金融机构的监管力度	105
三、完善对金融市场监管	110
四、全面的消费者利益保护	115
五、向政府提供管理金融危机所需的工具	120
六、提高国际监管标准，加强国际监管合作	121
第四节 《金融监管改革法案》监管改革中存在的问题	122
一、未彻底解决金融机构的监管套利行为	122
二、忽视自律监管作用的发挥	123
三、忽略国际货币体系改革问题	124
第五节 本章小结	126
第六章 《金融监管改革法案》金融衍生品监管漏洞原因分析	129
第一节 引言	130
第二节 金融衍生品与金融稳定	130
一、金融衍生品稳定机制的理论分析	130
二、金融衍生品稳定机制的实证分析	134
第三节 金融衍生品与经济增长	139
一、金融衍生品经济增长效应的理论分析	139
二、金融衍生品市场对美国经济增长作用的实证分析	146
第四节 金融衍生品与美元霸权	150
第五节 金融衍生品与适度监管	153
一、政府监管存在失灵	153



二、监管成本导致效率损失	154
三、金融监管的适度性	157
第六节 本章小结	160
第七章 金融衍生品监管框架设计	161
第一节 引言	162
第二节 金融衍生品监管的目标	163
第三节 监管模式：功能性统一监管	164
一、机构监管还是功能监管	165
二、统一监管还是分立监管	165
第四节 监管重点：机构投资者、场外金融衍生品、信息披露	167
一、机构投资者监管	167
二、对冲基金监管	174
三、场外金融衍生品监管	179
四、信息披露	185
第五节 自律监管：行业协会、交易所与金融机构内部控制	193
一、行业协会和交易所的自律监管	193
二、金融机构内部控制	197
第六节 国际监管合作：长期目标与现实选择	202
一、监管竞争和监管套利对监管合作的需求	202
二、长远目标：建立全球金融监管局	203
三、现实选择：完善现有监管合作机制	205
第七节 危机的根本解决：国际货币体系改革	214
一、方案选择：多元化的国际货币体系	214
二、改革重点：东亚货币合作	216
第八节 本章小结	222
第八章 总结与展望	225
第一节 主要结论	226
第二节 需要进一步研究的问题	228
附录	230
附录 1 花旗集团的业务拓展及组建过程	230
附录 2 各国政府救市情况	233

附录 3 全球市场主要货币/指数涨跌变化	235
附录 4 风险价值 VaR 的模型构建法	236
参考文献	239
后记	249

第一章

引言

第一节 选题背景与现实意义

2008年，由次贷危机引发的全球性金融风暴震惊世界。在短短一年多的时间里，迅速从虚拟经济蔓延到实体经济，从美国本土蔓延到全球，无论是发达国家还是发展中国家，无一幸免。次贷危机不但终结了那个为世界所熟知的、曾经创造无数神话的华尔街模式，也给整个国际金融市场带来了灾难，资本市场、外汇市场动荡加剧^①，许多金融机构亏损破产或被收购或转型。随着危机的蔓延，全面升级为美国金融危机，并演化为一场全球性的金融风暴，将世界经济带入危机的深渊，其间伴随出现了迪拜危机、欧洲主权债务危机、中东“颜色革命”以及美国的公债危机，是“大萧条以来最严重的金融危机”^②。时至今日，世界经济仍在复苏与危机之间摇摆，未从危机中完全恢复。

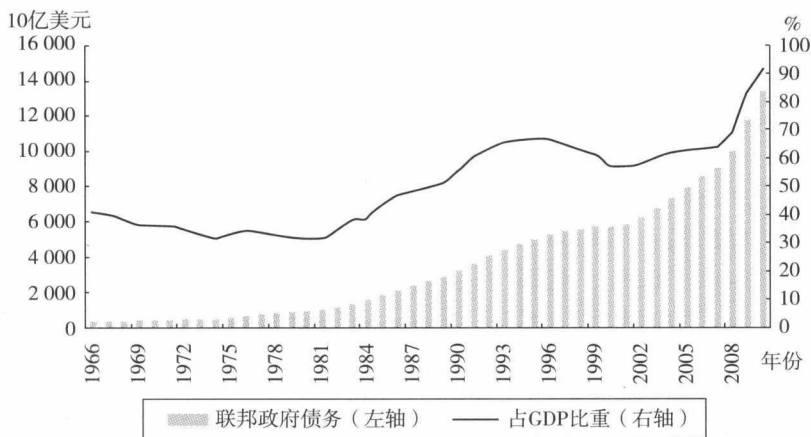
美国 五大投行中，雷曼破产，贝尔斯登和美林被收购，高盛、摩根士丹利转型为金融控股公司。花旗银行，这个曾经创造了花旗模式的百年老店、世界市值最高的银行，因巨额亏损，股价曾一度跌到每股97美分。美国国际集团（AIG），世界上最大的保险公司，曾拥有1.2万亿美元资产、巅峰市值高达2400亿美元，2008年9月16日被美国政府接管。华盛顿互惠银行，美国最大的抵押贷款银行，2008年9月25日被美国联邦存款保险公司（FDIC）接管，成为美国历史上倒闭的最大规模的银行。Reserve Primary Fund，美国历史上最悠久的货币市场基金，2008年9月初遭清盘。Circuit City Stores Inc.，美国第二大电子产品零售连锁商，2008年11月3日申请破产。美国三大汽车制造商——通用、福特和克莱斯勒处于破产边缘。根据美国联邦存款保险公司（FDIC）公布的数据，美国银行业2008年第三季度净利润仅为17亿美元，为本行业1990年第四季度以来的次低水平，较2007年同期的287亿美元骤降94%。曾占美国本土市场半壁江山的美国三大汽车公司通用、福特、克莱斯勒经营陷入困境；2008年7月31日，标准普尔公司将美国三大汽车制造商通用、福特和克莱斯勒的信用评级下调至垃圾级；2009年5月1日，第三大汽车公司克莱斯勒申请破产保护。

为应对危机，美国除了财政刺激外，还两次启动“印钞票”式的量化宽松货币政策，第一次是2009年及2010年年初，美联储购买了约1.7万亿美元的机构抵押贷款支持证券、长期国债以及“两房”债务；第二次是2010年11

① 见附录3“全球市场主要货币/指数涨跌变化”。

② Financial Relatory Reform: A New Foundation, p. 2.

月，美联储决定2011年6月底前购进6000亿美元的国债，以提振美国经济。但是美国经济增长依然乏力，2011年第二季度国内生产总值初值年化季率增长仅为1.3%，远低于2010年年末的3.1%和预期的1.8%，其中，消费者支出年化季率上升0.1%，为近2年最低涨幅。自美国正式宣布本轮衰退于2009年6月结束以来，除2011年2月和3月外，失业率均在9%以上。2010年美国家庭收入下降2.3%，至49445美元（经通货膨胀因素调整），相比1999年的峰值下降了7.1%，为1997年以来首次不及5万美元；贫困率也升至1993年以来的最高水平，贫困率为15.1%，高于2009年14.3%的水平，也高于经济衰退全面施加影响之前的2007年的12.5%的水平。不仅如此，持续的财政赤字还导致了美国的债务危机，2011年5月16日，由于美国债务已达法定的14.29万亿美元上限^①，美国政府陷入关门的境地。1966—2010年，美国联邦政府债务及其占GDP的比重如图1-1所示。



资料来源：根据美国圣路易斯联邦储备银行（<http://stlouisfed.org/>）数据整理。

图 1-1 美国联邦政府债务及其占 GDP 比重

欧洲 2007年9月14日、15日和17日，英国北岩银行发生了挤兑事件，这是自1866年Overend & Gurney银行破产以来英国银行首次挤兑。英国最大的私募股权基金3i，2008年亏损1.82亿英镑，为2003年以来的首次亏损，

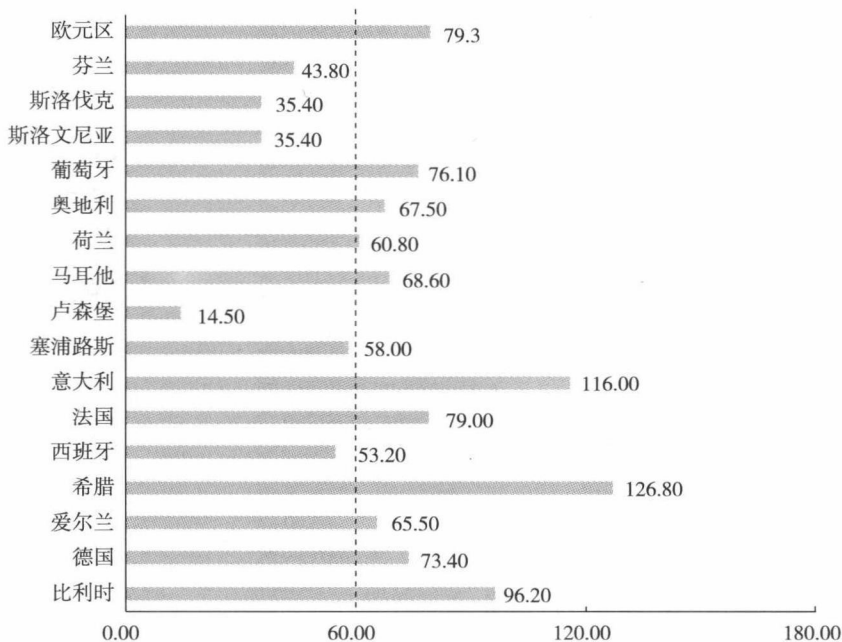
^① 美国债务上限是指美国国会批准的一定时期内美国国债最大发行额。1917年之前，每次美国政府需要借款时，都要获得国会授权。第一次世界大战期间，为提高国家机器灵活度，立法者决定授予政府一揽子关于借款的权限，条件为联邦政府（不包括地方政府）的总借款量小于已有的数量限制。

2008年12月16日其股价跌至2.43英镑，比鼎盛时期的17.7英镑缩水86%，甚至跌破1994年IPO的2.72英镑。受高达140亿美元的次贷相关资产冲减拖累，瑞士银行2007年第四季度出现创纪录的125亿瑞士法郎（约114亿美元）亏损，使得其全年净亏损达到约44亿瑞士法郎，为有史以来首次年度亏损。同样因为受到美国次贷风波的影响，2007年8月9日，法国最大的银行巴黎银行宣布冻结旗下三只资产支持证券基金的申购和赎回。此外，德国第二大银行Sachsen LB陷入信贷流动性危机，由于无法承受在美国次级债危机中的损失而申请注资保护。

2009年12月，世界三大评级公司接连下调希腊主权评级，欧洲主权债务危机被引爆，并迅速在欧元区蔓延，欧元区国家至今依然备受债务危机的困扰。2011年7月13日，穆迪将爱尔兰的外币和本币政府债券评级从“Baa3”下调至“Ba1”的垃圾级评级，评级前景则仍为“负面”（Negative），这使得爱尔兰成为继葡萄牙和希腊之后第三个评级被下调至“垃圾级”的欧元区国家。2011年9月14日，国际评级机构惠誉下调西班牙五个地区的评级；穆迪投资者服务公司（Moody's Investors Service Inc.）下调了法国兴业银行（Societe Generale, GLE.FR）和法国农业信贷集团（Credit Agricole S.A., ACA.FR）的长期债务评级，并将法国巴黎银行（BNP Paribas S.A., BNP.FR）列入负面观察名单。2011年9月16日，为避免发生新的流动性危机，欧洲中央银行（European Central Bank）宣布与美国联邦储备委员会（Federal Reserve, Fed）、英国中央银行（Bank of England）、日本中央银行（Bank of Japan）和瑞士中央银行（Swiss National Bank）联手执行三次美元流动性注资操作，向欧洲银行体系注入资金。2009年，欧元区各国债务及公共赤字与GDP比值分别如图1-2和图1-3所示。

在债务危机影响下，欧元区经济复苏乏力。2011年第二季度，欧元区经济环比仅增长0.2%，大大低于第一季度的0.8%，其中第一大经济体德国的经济增速从第一季度的1.3%骤降到0.1%；法国第二季度环比零增长；西班牙经济增速则从第一季度的0.4%下降到0.2%。从2008年第二季度开始到2009年第三季度为止，英国经济持续6个季度下滑，是20世纪30年代以来持续时间最长、衰退程度最严重的一次经济危机。2011年9月1日，数据编纂机构Markit公布的数据显示，因出口需求的急剧下降，2011年8月，英国制造业活动以两年多以来最快速度衰退。数据显示，2011年8月，英国Markit/CIPS制造业采购经理人指数（PMI）为49.0，创2009年6月以来新低，连续第二个月低于50的荣枯分界线。

不仅如此，危机还引发了欧洲地区持续的政治动荡。2010年6月3日，



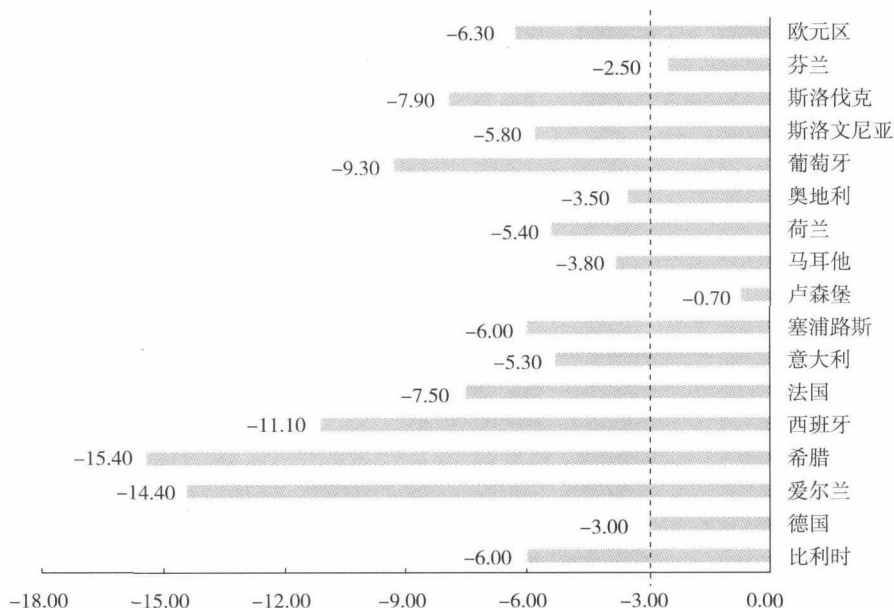
资料来源：欧盟统计局（Eurostat）。

图 1-2 2009 年欧元区各国债务与 GDP 比值

希腊雅典运输部门职员举行了 24 小时罢工，从而使该国最大城市的交通陷入瘫痪。2010 年 6 月 9 日，德国公共部门员工呼吁在周末举行大规模示威，反对政府大幅削减社会支出的计划。2010 年 6 月 29 日，希腊三大工会组织再次发起全国性大罢工，抗议政府实施的财政紧缩政策以及就私有化和养老金等制度采取的改革措施，这是希腊 2010 年以来第六次全国性大罢工。2010 年 11 月 25 日，葡萄牙两个最大工会组织举行了该国 22 年以来最大的一次联合罢工，罢工对交通业、工业、银行业、新闻媒体、燃油供应以及学校造成了严重影响。

亚洲 截至 2007 年 12 月底，日本三菱 UFJ、瑞穗等六大银行集团^①遭受与美国次级房贷相关的损失近 5 300 亿日元，2007 年前三个季度的净利润下降为 1.3391 万亿日元，比 2006 年同期减少 44.2%。2008 年 10 月 10 日，日本大型生命保险公司“大和生命保险”宣布破产。由于投资了贝尔斯登旗下

① 日本六大银行集团包括三菱 UFJ、瑞穗、三井住友、住友信托、理索纳、中央三井集团。



资料来源：欧盟统计局（Eurostat）。

图 1-3 2009 年欧元区各国公共赤字与 GDP 比值

基金近 1 500 万美元，台湾人寿保险股份有限公司 2007 年上半年亏损达 4.28 亿新台币（合 1 300 万美元）。2007 年，香港老字号泰林电器连锁和 U-RIGHT 服装连锁关闭。2008 年 11 月，日本工业产值出现有史以来最大降幅，较 2008 年 10 月下降 8.1%，这是日本政府自 1953 年开始发布工业产值数据以来出现的最大降幅。2008 年 10 月，中国工业品出厂价格同比上涨 6.6%，是年内涨幅回落最大的一次；消费者价格指数则已经连续三个月环比增速为负；社会消费品零售总额实际增幅为 16%，是 2008 年以来的首次涨幅回落，增速拐点出现。

为拯救危机，国际组织和各国政府展开了力度空前的救援行动^①，专家学者也多角度对次贷危机爆发的原因进行了深入分析，为危机的解决出谋划策。作为危机源头的美国，更是在 2009 年 6 月 18 日公布了被媒体称为“美国 70 年以来最大规模的”《金融监管改革法案》。法案总结了次贷危机爆发的原因，认为经济长期稳定增长导致了金融中介和投资者自满情绪，使其过分相信金

① 见附录 2 “各国政府救市情况”。