

Jinrong Fazhan
Yu Zhidu Bianqian Wenti Yanjiu

金融发展

与制度变迁问题研究

张 球 陈奇斌 主编 方兴起 刘 伟 副主编

人民出版社

华南师范大学马克思主义研究院学术文库

Jinrong Fazhan

Yu Zhidu Bianqian Wenti Yanjiu

金融发展

⑤ 制度变迁问题研究

张 球 陈奇斌 主编 方兴起 刘 伟 副主编

● 人 民 出 版 社

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

金融发展与制度变迁问题研究/张球 陈奇斌 主编.

—北京:人民出版社,2011.4

ISBN 978-7-01-009805-0

I. ①金… II. ①张… ②陈… III. ①金融-经济发展-研究-中国
②金融体制-研究-中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 057068 号

金融发展与制度变迁问题研究

JINRONG FAZHAN YU ZHIDU BIANQIAN WENTI YANJIU

张 球 陈奇斌 主 编

方兴起 刘 伟 副主编

人 民 出 版 社 出版发行
(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京新魏印刷厂印刷 新华书店经销

2011 年 4 月第 1 版 2011 年 4 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:21.25

字数:323 千字

ISBN 978-7-01-009805-0 定价:45.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号
人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

前 言

金融危机或经济危机对于任何国家来说都是灾难。但是，金融史表明，每一次大的危机都是金融制度变迁的动力和转折点。因此，探讨危机与金融制度的关系是纵向研究金融制度发展和深化的首选的视角。这里所讲的金融制度，被界定在两个层面：一是开放型的；二是其主要内容包括国际货币制度、金融管理和金融市场自发秩序及其相互的“大三角”关系。

自 1929—1933 年大萧条至今的一个世纪里，基于危机与金融制度的关系来看，金融制度发展经历了否定之否定的发展过程：1929—1933 年大萧条导致国家干预型的金融制度否定了自由放任型的金融制度；1973—1975 年的“滞胀”导致自由放任型的金融制度否定了国家干预型的金融制度；2007 年至今未见结束的金融大海啸可能导致金融制度呈这样一种变迁趋势：国家管理型的金融制度与市场调节型的金融制度的融合。作这样的推测是基于对这样一种历史经验的认知：完全由市场支配人类的经济活动或完全由政府支配人类的经济活动，都必将产生灾难性的后果。融合政府与市场的作用是一种现实的选择。显然，基于人类现有的认知水平，并没有能力确定两者作用的边界（无论是静态边界，还是动态边界），因此，只能通过试错法或摸着石头过河的方式去协调两者的作用。

中国目前的金融制度是政府主导的渐进式改革的产物。它虽然还不够完善，也存在一些问题，但处于全球金融长期动荡之中，却能幸免于金融危机。不过，随着市场取向的改革和面向全球的开放的日趋深化，我们在享受其带来的成果的同时，必然要承受其带来的负面后果。这意味着，中国可以避免一次或数次的金融危机，但中国不可能永远不会爆发金融危机。只有具有这样的危机意识，我们才会去研究别国已发生的金融危机和

别国应对危机的制度创新。一旦金融危机在中国发生时，才有能力将其破坏力降至最低。本书正是基于这点，在第2章至第6章，分别探讨了货币制度、存款保险制度、金融衍生品市场、住房抵押贷款证券化等方面的金融制度和制度创新以及证券市场定价效率等问题。

本书是多位合作者的共同成果，具体的分工为：第一章由华南师范大学陈奇斌博士、张球博士共同撰写，第二章由东莞理工学院刘伟博士撰写，第三章由中国农业银行湖北分行冀翼女士撰写，第四章由张球博士撰写，第五章由广州航海高等专科学校黄小彪教授撰写，第六章由陈奇斌博士撰写。方兴起教授提出全书的写作思路和基本框架，张球负责全书的统稿和修改。本书的出版得到了华南师范大学马克思主义研究院的资助。

本书如有错误、遗漏和不当，恳请读者批评指正。

目 录

1 概论:危机与金融制度的变迁	1
1.1 1929—1933 年大萧条与金融制度的重构	2
1.1.1 大萧条前的金融制度	2
1.1.2 大萧条中金融制度的解体	4
1.1.3 大萧条后金融制度的重构	5
1.1.4 第一次金融制度重构的反思	9
1.2 1973—1975 年“滞胀”与金融制度的回归	11
1.2.1 布雷顿森林体系崩溃的金融后果	12
1.2.2 1973—1975 年经济危机中的“滞胀”	14
1.2.3 金融制度的历史回归	15
1.2.4 霸权衰落期的全球金融动荡	17
1.2.5 第二次金融制度重构的反思	18
1.3 金融大海啸与金融制度的变迁趋势	20
1.3.1 从美国次贷危机到全球金融大海啸	20
1.3.2 解读全球“大救市”释放出的信息	22
1.3.3 金融大海啸后金融制度变迁趋势	25
1.3.4 第三次金融制度重构的反思	26
1.4 中国金融制度:借鉴与改革	27
1.4.1 政府主导的渐进式金融改革	27
1.4.2 市场取向:成果与灾难并存	30
1.4.3 借鉴性探讨:本书各章内容简述	31
主要参考文献	34

2 当前国际货币体系下的货币危机	35
2.1 货币危机理论综述	35
2.1.1 马克思的货币危机理论	35
2.1.2 第一至第四代货币危机理论	37
2.1.3 危机理论评述	42
2.1.4 货币危机的理论基础	43
2.2 货币失调、内外失衡与货币危机	46
2.2.1 开放经济条件下的内外均衡条件	47
2.2.2 内外均衡的动态调整机制	50
2.2.3 开放条件下的内外均衡的动态调整与货币危机	58
2.2.4 内外失衡与货币危机的实证检验	60
2.3 人民币汇率制度变迁与货币危机	67
2.3.1 人民币汇率制度变迁	67
2.3.2 均衡汇率与人民币汇率失调	69
2.4 中国经济的内外失衡情况分析	83
2.4.1 中国经济内部失衡的现状	84
2.4.2 中国经济外部失衡的现状	86
2.5 中国内外失衡、人民币汇率失调与货币危机	88
2.5.1 人民币实际汇率与贸易收支的实证检验	88
2.5.2 财富效应与价格效应的关系在中国的检验	90
2.5.3 人民币失衡与货币危机关系探讨	91
主要参考文献	95
3 构建我国存款保险制度	97
3.1 存款保险制度简介	98
3.1.1 存款保险制度的起源及演化——以美国为例	99
3.1.2 存款保险制度的作用原理	103
3.1.3 存款保险制度的内在弊端	109
3.2 世界范围内的存款保险制度	115
3.2.1 美国：两次危机的洗礼	116

3.2.2	德国：存款保险制度的私人俱乐部属性·····	126
3.2.3	日本：政府过度干预下的存款保险制度·····	129
3.2.4	小 结·····	133
3.3	存款保险制度的“显隐”之别 ·····	134
3.3.1	显性存款保险制度的本质·····	134
3.3.2	隐性存款保险制度的本质·····	134
3.3.3	显性存款保险制度和隐性存款保险制度的区别·····	135
3.3.4	小结及政策建议·····	140
3.4	构建我国的显性存款保险制度·····	140
3.4.1	从隐性到显性：金融体制改革的必由之路·····	140
3.4.2	潜在挑战：“南橘北枳”的暗礁 ·····	143
	主要参考文献 ·····	148
4	金融衍生品市场的宏观分析 ·····	150
4.1	金融衍生品市场的产生与发展·····	150
4.1.1	金融衍生品市场的产生背景·····	150
4.1.2	金融衍生品市场的发展历程·····	151
4.2	金融衍生品市场的演变·····	155
4.2.1	金融衍生品市场中的实体性交易·····	155
4.2.2	从实体性交易到虚拟性交易·····	159
4.3	金融衍生品市场与宏观经济运行·····	174
4.3.1	实体性交易与宏观经济运行·····	175
4.3.2	虚拟性交易与宏观经济运行·····	183
4.3.3	美国金融衍生品市场对 GDP 影响的实证分析 ·····	193
4.4	金融衍生品市场与货币政策调控·····	197
4.4.1	货币政策环境的复杂化·····	197
4.4.2	金融衍生品市场与货币政策传导机制·····	200
4.4.3	金融衍生品市场与货币政策操作·····	208
4.4.4	小 结·····	211
	主要参考文献 ·····	212

5 住房抵押贷款证券化及其金融风险问题研究	215
5.1 住房抵押贷款证券化实质上是一项金融专业分工	215
5.1.1 住房抵押贷款证券化的基本运作原理	215
5.1.2 住房抵押贷款证券化的动力机制分析	217
5.1.3 从新兴古典经济学看,住房抵押贷款证券化实质上是一项金融专业分工	219
5.2 住房抵押贷款证券化的金融风险分散与扩散功能	222
5.2.1 美国住房抵押贷款证券化制度安排	222
5.2.2 美国 MBS 产品创新的诱因:对各种风险的回避	223
5.2.3 住房抵押贷款证券化中的金融风险分散功能	226
5.2.4 住房抵押贷款证券化中的金融风险扩散与放大功能	228
5.3 住房抵押贷款证券化与我国住房金融制度选择	231
5.3.1 我国住房抵押贷款证券化制度创新的必然性	231
5.3.2 我国商业银行在住房抵押贷款证券化中的潜在收益与成本分析	233
5.3.3 政府在住房抵押贷款证券化中的宏观收益与成本分析	238
5.3.4 我国建立住房抵押贷款证券化制度的主要障碍	242
5.3.5 审慎推进我国住房抵押贷款证券化	244
5.4 住房抵押贷款证券化中的金融风险防范和化解体系建设	245
5.4.1 规范住房市场秩序,确保住房市场健康发展	245
5.4.2 建立健全我国住房金融风险防范体系	248
5.4.3 建立健全住房金融风险化解体系	254
5.4.4 建立健全住房抵押贷款证券化金融监管体系	257
5.4.5 加快立法,为住房抵押贷款证券化提供法律依据和保障	260
主要参考文献	261
6 金融市场定价效率与金融稳定	263
6.1 新古典范式下的金融学——关注金融市场定价效率	263

6.1.1	新古典主义范式与经济现实	264
6.1.2	人性的投机倾向对经济与金融的作用	265
6.1.3	关注金融市场定价效率	266
6.2	关于证券市场定价效率的争论	268
6.2.1	EMH 的理论基础和检验方法	270
6.2.2	实证检验以及理论上对 EMH 的挑战	273
6.2.3	关于证券市场定价效率争论的根本原因	277
6.3	证券市场定价效率的宏观分析	280
6.3.1	财富的本质与财富被持有的方式	281
6.3.2	预期与股票及其他资产的基本价值	284
6.3.3	理性市场的必要条件: 预期相容性	285
6.3.4	证券市场价值的宏观分析	287
6.4	信息、交易者行为与证券价格	291
6.4.1	证券市场交易者行为的一般过程	292
6.4.2	证券市场上的信息与交易者行为	295
6.4.3	市场投机行为	301
6.4.4	市场操纵与从众行为	306
6.4.5	反馈效应与投机泡沫	309
6.5	证券市场定价效率与实体经济的关系	310
6.5.1	托宾 q 理论评述	310
6.5.2	证券市场定价效率与实体经济资源配置的 短期关系	314
6.5.3	证券市场定价效率与实体经济资源配置的 较长期关系	320
6.6	政府政策与金融市场定价效率	322
6.6.1	金融危机: 证券市场定价效率非理想的 又一有力证据	322
6.6.2	正视证券市场在一定程度上欠缺定价效率的事实	323
6.6.3	宏观经济政策与金融市场定价效率	324
6.6.4	金融监管与金融市场定价效率	326
	主要参考文献	326

1 概论：危机与金融制度的变迁

金融市场的开放性、国际货币体系以及金融市场自发秩序与金融管理之间的关系，成为金融制度的最重要的三个特征。自 19 世纪 80 年代产生第一个国际货币体系——金本位以来，金融制度的以上三个特征经历了一系列的变革，每一次变革都与各种金融危机密切相关。可以说，金融制度的变革，基本上都是危机所促成的。

历史上真正意义上的国际金本位，因为第一次世界大战而终结，虽在战后得到一定程度的恢复，并试图以金汇兑本位这一削弱了的金本位制重建国际货币体系，但即使是这一努力也很快因为大萧条这一资本主义历史上最严重的金融与经济危机而彻底破产，国际货币体系一度陷入混乱。1944 年在美国主导下建立的布雷顿森林体系，以一种更苛刻的金汇兑本位确定了新的国际货币体系，并带来国际经济与金融 20 余年的稳定和发展。由于制度设计本身固有的缺陷，布雷顿森林体系最终于 20 世纪 70 年代瓦解。自此，国际货币体系进入了一个没有体系的时代。由于美国在政治、经济和军事上的强势地位，美元这一主权信用货币实际上成为了国际货币体系中最主要的储备货币。综观国际货币体系的历史，以一种不可兑换的主权信用货币作为国际储备货币，只是布雷顿森林体系崩溃后才出现的新生事物，正是这一新生事物，成为了 20 世纪 70 年代以来国际金融市场动荡、危机此起彼伏的基础性原因。

发端于美国的全球金融大海啸促使人们重新检讨现行的国际货币体系和制度，建立一种新型的国际货币体系和秩序的呼声日渐高涨。

在对国内金融市场的监管方面，1913 年美国联邦储备体系的建立标志着现代中央银行制度的诞生，也标志着自由货币时代的结束。中央银行制度创立的初衷，是为了维持货币的稳定而垄断货币的发行，但银行体系和

金融市场基本上依然处于自由放任状态。大萧条结束了人们对于银行体系和金融市场自由放任的信仰，世界各国纷纷制定了旨在稳定银行体系和金融市场的金融监管制度，以管制和规范商业银行和金融市场的运作。自布雷顿森林体系解体以来，国际及国内金融市场上陡然增加的风险和不确定性，刺激了至今方兴未艾的金融创新浪潮，并成功规避了大多数政府管制，促使多数国家政府逐步放宽甚至取消了先前的管制，金融市场掀起了新一轮的自由化和全球化浪潮。卷土重来的经济自由主义思潮成为这一轮金融自由化和全球化的重要推动力。

正是在这样的金融自由化和全球化背景下，爆发了席卷全球的金融大危机，使人们重新将目标锁定在金融市场自发运行与政府管制之间的关系上来。可以预见的是，未来金融市场将受到政府更多的监督和管制，奥巴马的“金融新政”和德国政府 2010 年 5 月宣布的“裸卖空”禁令正是这一趋势的典型代表。

1.1 1929—1933 年大萧条与金融制度的重构

1.1.1 大萧条前的金融制度

大萧条之前，世界货币体系主要是金本位及后期的金汇兑本位，而主要工业国的国内金融市场，均以自由放任为主流。资本主义市场经济的成功，使人们相信，不受政府过多管制的自由市场能够自发调节金融市场和实体经济的运行。

一、大萧条前的国际货币体系

历史上第一个国际货币体系——国际金本位，是在英国、拉丁货币联盟、荷兰、众多北欧国家以及德国和美国相继实行国内金本位的基础上于 19 世纪 80 年代形成的。

初期的国际金本位，是典型的金币本位制。金币本位制遵循“三自由

原则”：自由铸造、自由兑换和自由输出入。自由输出入原则保证了各国货币之间的比价相对稳定；自由兑换保证了黄金与代表黄金流通的银行券之间的比价相对稳定；金币的自由铸造或熔化具有调节市面上货币流通量的作用，因而保证了各国物价水平的相对稳定。初期的国际金本位制度是一种相对比较稳定的货币制度，促进了各国经济和国际贸易的稳定和发展。

第一次世界大战爆发以后，由于各国军费开支猛烈增加，纷纷停止金币的自由铸造、兑换和输出，破坏了国际金币本位的基础，导致了金币本位制的崩溃。

一战结束后，各国试图恢复金本位，但是部分国家严重的通货膨胀以及因为战争导致的黄金在国家间分布的极不平衡，使得恢复国际金币本位制已不可能。1922年，在意大利热那亚城召开的世界货币会议上决定采用“节约黄金”的原则，实行金块本位制和金汇兑本位制。热那亚会议之后，除英国、法国、美国实行与黄金直接挂钩的货币制度外，其他欧洲国家的货币均通过间接挂钩的形式实现了金汇兑本位，直至大萧条爆发。

二、大萧条前的金融监管制度

1913年建立的美国联邦储备体系，标志着美国现代金融制度开始确立，政府全面介入并垄断货币发行事务。中央银行制度的创立为金融市场的稳定提供了一个必要条件——货币的稳定，但远不是金融稳定的充分条件。

20世纪30年代前，处于鼎盛时期的古典经济学使人们相信自由的、不受管制的市场才能促进竞争和产生高效率。那一时期以美国为代表的主要工业国的银行体系和金融市场基本上是不受管制的，政府为了维持一个健全的、高效率的银行制度，只实行最低限度的管理以维持竞争秩序。当时，美国商业银行存贷款业务与投资银行业务（证券业务）是相互渗透的。大多数商业银行直接或通过其附属机构从事证券投资业务。投资银行在承销股票和债权包销业务的同时，也开办某些商业银行的业务。后人将当时美国的金融制度称为混业经营制度。

混业经营一方面拓宽了商业银行和其他金融机构获取利润的空间，同时也使商业银行因为经营证券业务而暴露在巨大的风险之中，并因此危及

银行体系、货币市场乃至实体经济的稳定，而这直到大萧条的爆发才被世人所认识，不能不让人感叹社会科学尤其是经济科学相对于实践的滞后性。

1.1.2 大萧条中金融制度的解体

资本主义历史上最严重的国际金融与经济危机几乎摧毁了国际货币体系和各国内部的金融体系。

一、大萧条中国际货币体系的解体

一战后建立的国际金汇兑本位制度是一种既节约黄金又以黄金为基础的货币制度，在一段时间内取得了成功，但是由于国际金汇兑本位制度依然需要以黄金作为基础，因此黄金数量依然无法充分满足世界经济的增长和维持汇率稳定的需要。

1929年爆发的世界性经济危机，迫使货币直接与黄金挂钩的英、法、美等国为维护国内货币稳定而相继停止黄金的兑换和输出，国际金汇兑本位迅速瓦解，资本主义世界的货币金融处于混乱状态，各国纷纷加强外汇管制，各国货币竞争性贬值，陷入“以邻为壑”的货币战。这一时期混乱的国际货币体系，实际上正是大危机迅速蔓延和深化的重要原因之一，这一惨痛教训促使人们事后的深刻反思，并为二战后布雷顿森林体系的建立做好了思想上的准备。

二、大萧条中的金融危机

美国是大萧条中受灾最为严重的国家。据统计，1929—1933年，美国的国民生产总值下降了近30%，衰退顶点时失业率达到25%，大萧条的另一个重大事实就是金融市场的大失败。由于公众对银行完全失去信心，挤兑频繁发生，大量银行破产倒闭，经济急剧下滑。

大萧条对美国金融业产生了极大冲击，主要体现在：

第一，股市崩盘，投资下降。1929年9月至1932年6月期间，美国股市暴跌85%。这一结果也加剧了投资的下降，1929—1933年，消费物价指数下降近25%。在1931—1935年这一期间，净投资为负。

第二，银行大量倒闭。据统计，1929—1933年间，美国商业银行以每年2000家左右的速度发生倒闭，几乎所有商业银行都受到挤兑风潮的打

击,银行系统的货币和存款减少了1/3,流通货币对整个银行存款的比例从1929年的9%上升到1933年的19%。在这场金融大危机中,邮政储蓄系统、互助储蓄银行及人寿保险公司因得益于较为保守的业务政策而勉强渡过了危机,但储蓄贷款机构的挤兑则十分严重。

第三,最后贷款人的失败。弗里德曼和施瓦茨(1963)认为,在大萧条的银行危机中,恐慌的存款者对美国银行的安全性失去信心,挤兑频繁发生,货币供给大量减少,而当时联邦储备体系却没能承担起最后贷款人的义务。

第四,人们对金融市场丧失了基本的信任。公众在危机中的恐慌和金融机构在危机中为挽救自身利益的一系列不良行为,使经济社会对于金融市场产生极大的不信任,使以信用为基础的金融市场遭受毁灭性的打击。

尽管关于大萧条和金融危机形成的原因至今尚存争论,但可以肯定的是,危机暴露了既有制度体系的严重弊端,动摇了人们长期以来对于不受约束的自由市场和金融体系的信念。同样可以肯定的是,正是大萧条中史无前例的金融大危机促成了美国的金融监管体系的建立。

1.1.3 大萧条后金融制度的重构

大萧条后金融制度的重建首先开始于对国内金融业的全面监管。直到第二次世界大战结束前夕,在大萧条中被破坏的国际货币体系才在美国的主导下得以确立。

一、全面的金融监管

金融大危机促使人们反思自由放任的银行体系和金融市场,并促成了以美国为代表的西方工业国对金融业的全面监管。在美国,金融监管涉及银行业和证券业的广泛领域,并采取立法的形式。

(一) 银行业立法

对银行业的管制主要体现在《1933年银行法》(格拉斯—斯蒂格尔法)和《1935年银行法》两部法律。

《1933年银行法》旨在恢复商业银行的信誉,防止资金从法定商业用途流向投机用途,同时减少在投资和商业银行业务结合过程中存在的利益冲突和内部交易,主要包括:

(1) 禁止业务交叉。将吸收存款（商业银行业务）与承销及担当交易人和市场设计人的业务（投资银行业务）明确分开，任何以吸收存款为主要资金来源的商业银行不能同时经营证券投资等长期性投资业务；经营证券投资业务的投资银行也不能经营吸收存款等商业银行业务。这样，就在银行业和证券业之间设立了一道防火墙，禁止商业银行涉足高风险的投资银行业务；禁止商业银行因利益冲突而利用内幕交易进行欺诈，最终损害存款人的利益并引发系统风险。

(2) 建立联邦存款保险公司（FDIC）。目的是重振公众对银行体系的信心，保护存款者利益，监督并促使银行在保证安全的前提下进行经营活动。

(3) 制定“Q 条例”。授权联邦储备系统规定商业银行计息存款所支付存款利率的最高限额，禁止银行对活期存款支付利息。这一条例限制了银行之间过度的价格竞争，防止银行为了获利而采取过分冒险的贷款行为，保证银行体系的稳定和安全。

(4) 禁止商业银行发起或分配共同基金股份。其宗旨是保护银行免受过度竞争带来的风险损失。

《格拉斯—斯蒂格尔法》不仅塑造了 20 世纪 30 年代以来美国的分业经营格局，而且也是第二次世界大战后许多国家重建金融体系时的主要参照，如日本、韩国、加拿大、新西兰及拉美的一些国家。《1935 年银行法》进一步赋予联邦储备系统稳定物价和促进就业的权力，把原来分散的中央银行业务的决策权集中到联邦储备委员会，用集中的货币政策取代以前的各区联邦储备银行分散执行的货币政策。这两项法令对银行的建立、经营范围、可持有资产的类型、产品价格的确定和安全性保障等方面都进行了严格的管制。同时，扩大了联邦政府集中管理货币和信贷的权力，结束了银行自由经营的制度，基本上形成了美国以后四十多年金融体系的基本格局，直到 1980 年新银行法出台才有所改变。

（二）证券业的立法

因为大萧条动摇了公众对证券市场的信心，所以重建这种信心被当做恢复经济的一把钥匙，于是联邦政府开始立法管制证券业。大萧条之后美国对证券业的立法管制主要包括《1933 年证券法》、《1934 年证券交易

法》、《1938 年曼罗尼法》和《1939 年信托契约法》。

《1933 年证券法》的主要内容为强制信息披露,保证投资者在作决策时能得到关于新发行证券的所有相关信息的披露。该法只是针对一级市场,没有运用到证券的私人募资和公开二级市场交易中。

《1934 年证券交易法》是对《1933 年证券法》的补充,目的是对在二级市场上交易的证券进行充分的信息披露。同时,创立了联邦证券交易委员会(SEC)。作为联邦政府的一个独立的金融管理机构,SEC 不仅监督披露要求,而且还颁布交易行为规则。《1934 年证券交易法》还规定证券交易人的债务最多是其所有者权益的 20 倍,规定证券信用贷款的最高限额为不超过该种证券当前市价的 55%,或不超过过去 36 个月内最低价格的 100%,以限制过度的证券投机。该法又进一步制定了一系列的法规,防止人为操纵股票市场的欺诈行为。法规也规范和控制了交易活动,禁止内部人员通过交易他们公司的证券来赚取投资收益的行为。

《1938 年曼罗尼法》是《1934 年证券交易法》的延伸,是为满足场外交易市场(OTC)证券商的自律要求而制定的。该法将场外交易市场纳入 SEC 的监管之中,尽管它鼓励场外交易市场建立私人交易委员会来进行自我管制,但是 SEC 有权监督和改变这些私人委员会的规章。

《1939 年信托契约法》是监管债券发行的法规。该法确立了管理“信托契约”的各项规则,规定了债券持有人的权利和债券发行人的义务,并要求所有公司债券与其他债券必须在经证券交易委员会批准的信托契约下发行。契约上有保护债券持有人利益的条款,且规定发行人必须报告契约条款的执行情况,并对误导行为负责。

上述四个法令共同形成对证券市场的一套完整的监管体系,形成了迄今为止美国证券管理制度的基本特征。它们对实现证券交易公正、公平与公开,限制投机和欺诈行为,保障普通证券投资者的利益,促进美国证券市场的发育和健全起了重要的作用。此后半个多世纪里,这些法令随着金融市场新情况的出现,不断得到修订和完善。

二、国际货币体系的重构——布雷顿森林体系

自国际金本位因第一次世界大战被摧毁以来,在两次世界大战之间,国际货币制度基本上处于无序状态,虽然有少数国家曾短暂地恢复金本