



“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经理管理名著译库
国家出版基金资助项目

美国金融市场改革

《多德-弗兰克法案》颁布前后的反思

REFORMING U.S. FINANCIAL MARKETS

Reflections Before and Beyond Dodd-Frank

Randall S. Kroszner Robert J. Shiller

(美) 兰德尔·克罗茨纳 罗伯特·希勒 著

王永桓 陈玉财 译

2013年诺贝尔经济学奖得主

罗伯特·希勒倾情奉献

哈佛大学政治经济学教授

明·弗里德曼作序并领衔评论



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库
国家出版基金资助项目

美国金融市场改革

《多德-弗兰克法案》颁布前后的反思

REFORMING U.S. FINANCIAL MARKETS

Reflections Before and Beyond Dodd-Frank

Randall S. Kroszner Robert J. Shiller

(美) 兰德尔·克罗茨纳 罗伯特·希勒 著

王永桓 陈玉财 译

2013年诺贝尔经济学奖得主

罗伯特·希勒倾情奉献

哈佛大学政治经济学教授

本杰明·弗里德曼作序并领衔评论



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连



辽宁省版权局著作权合同登记号：图字 06—2012—21

Randall S. Kroszner, Robert J. Shiller: REFORMING U. S. FINANCIAL MARKETS:
Reflections Before and Beyond Dodd—Frank

Copyright © 2011 by Massachusetts Institute of Technology

No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic,
mechanical, including photocopying or by any information storage and retrieval system, without
permission in writing from the publisher.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由 MIT 出版社授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将
视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。
版权所有，侵权必究。

图书在版编目 (CIP) 数据

美国金融市场改革：《多德—弗兰克法案》颁布前后的反思 / (美) 克罗茨纳 (Kroszner,
R. S.), (美) 希勒 (Shiller, R. J.) 著; 王永恒等译. —大连: 东北财经大学出版社,
2013. 12
(金融瞭望译丛)

ISBN 978-7-5654-1406-0

I. 美… II. ①克… ②希… III. 金融市场—研究—美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 314956 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 97 千字 印张: 8 3/4

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 季 王 玲 吉 扬 责任校对: 王 娟 刘咏宁

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 28.00 元

评论人

Benjamin M. Friedman

George G. Kaufman

Robert C. Pozen

Hal S. Scott

序 言

本杰明·M. 弗里德曼

目前这场开始于 2007 年的全球金融危机及其引发的经济衰退，成为自第二次世界大战以来影响最为深远的经济事件之一。在许多国家，危机给实体经济造成的影响——生产的下降、失业、投资的减少以及收入和利润的损失——超过战后历次经济衰退。在美国，实际产出从高峰到低谷下降了 3.8%，高于此前 1957—1958 年遭受的创纪录的战后衰退水平；失业虽未达到 1981—1982 年衰退时的水平，但在本书写作之时，似乎失业要比那时在异常高位时持续更长的时间。比通常情况更为严重的是，美国的经济衰退几乎影响到了世界各国。

然而，危机造成的影响主要表现在金融领域。金融机构的倒闭，资产价值的下跌及随之而来的证券财富的减少，信贷流动的中断，人们对公司及信贷市场工具信心的丧失，交易对手对交易违约的担忧，政府部门及中央银行实行的干预，所有这一切无论在规模上还是在范围上都是非同寻常的，在形式上也是如此。美国的情况表明，对于许多国家来说，很难判定这场危机是否造成了自第二次世界大战以来最严重的经济衰退。然而毫无疑问的是，全球金融体系经历了自 20 世纪 30 年代以来

最严重的危机。

大量非常规事件的发生，给人们提供了反省和学习的机会，尤其是这些事件造成了不良后果。虽然某些灾难的发生，比如地震，不是任何人的过错，但是思考类似的灾难再次发生时应该怎样做以便减轻后果这样的问题也是很自然的。当人们的行为引发不良后果时，考虑到各种治理制度是由人制定的，问题就不仅是如何遏制而是如何预防风险的发生。因此，毫不奇怪，自 2007 年爆发金融危机以来，在美国及世界各地，人们对金融市场和金融机构监管改革纷纷提出各种建议。

以美国金融市场为例，人们的注意力主要集中于按揭贷款市场的各种惯例（事后来看，这些惯例明显是滥用），而正是按揭贷款埋下了危机的种子。自 20 世纪 90 年代起，贷款发放标准被不断放宽——很高的贷款与房屋价值比（loan-to-value ratio），还款期被后置，文件资料很少——这与房屋价格不断上涨互为因果关系。宽松的贷款条件刺激了人们对房屋的需求，而作为抵押物的房屋价值的不断上涨减轻了人们对借款人信用水平的担忧。大部分新发放的按揭贷款实现了证券化，这进一步打消了贷款人对借款人诚信的忧虑。相应地，投资于这些派生证券的投资者们要么是自己误读了（例如，同样指望不断上涨的房价抵消借款人信用不足的影响），要么是被那些进行虚假分析并一直存在严重利益冲突问题的信用评级机构所误导。分析危机最终所造成的经济影响会发现，许多购买了这些抵押品有问题证券的投资者并非美国的公司。

此外，有三个基本因素使得美国的金融体系更容易遭受这种大量交易证券价格崩溃的影响。

第一，在银行体系内，银行业务与交易业务之间的界限几乎完全消失，这不仅仅是 1999 年正式废止大萧条时期颁布的《格拉斯—斯蒂格

尔法案》(Glass-Steagall)规定的将商业银行业务与投资银行业务区分开导致的结果,因为这一规定很早以前就被删减。许多大型商业银行由于面临着从投机性证券市场筹集资本的压力,逐渐依赖证券交易创造的利润来增加其收益,这实际上将它们自己变成了对冲基金(否则,它们就没有理由在其资产负债表上持有按揭贷款支持证券(mortgage-backed securities),因为它们可以通过包装出售而赚取手续费)。同时,大部分大型投资银行——它们已经拥有规模较大的自营交易业务——逐渐利用短期存款作为其资金来源。

第二,提高股票持有人投资回报率的压力也促使许多金融机构将其杠杆率(leverage)——所持有资产数量相对于支撑资产的实收资本的比率——提高至创纪录水平。对于美国的大型商业银行来说,12:1或15:1的杠杆率很普遍,许多投资银行的杠杆率达到25:1甚至30:1的水平。因此,一旦这些机构的证券交易业务出现亏损,它们几乎没有资本缓冲来消化这些损失。

第三,衍生金融工具——基于其他金融工具价值的金融工具,在很多情况下这些其他金融工具本身又取决于其他金融工具的价值——市场的持续发展,超过了有能力的金融机构与其他投资者对冲风险的能力,反而为其提供了承担新的、不相关风险的应对工具。因此,各类投资者遭受的许多风险与实际经济财富例如房价或公司股票价值的波动联系很少或根本没有关系。这些风险逐渐变成零和对赌游戏(zero-sum bets)中的一方或另一方。

回顾过去人们毫不奇怪会发现,上述这些脆弱性的不断累积,遇到某种催化剂就会引发严重的危机。房价的逆转——美国全国房价平均每年下跌大约20%,在一些州及许多地方性住房市场跌幅更大——就充当了这种催化剂(因为对于单笔住房按揭贷款来说,重要的是用于贷款

抵押的具体房屋价值，房价偏离给定平均跌幅越大，按揭贷款违约的可能性就越高)。贷款逾期和拖欠情况迅速增多，尤其是“次级”按揭贷款市场。这些按揭贷款打包支持的证券价值出现了下跌。依靠这些证券的杠杆化衍生债权 (leveraged derivative claims) 的跌幅更大。于是，持有这些证券的投资者遭受损失。作为投资者，那些拥有高杠杆率的金融机构眼看着其资本受到侵蚀，在许多情况下若政府不出手援助，这些机构就可能濒临倒闭。银行停止发放贷款，许多公司定期发行商业票据的市场也几乎关闭。由于无法借款，许多公司和家庭只好削减支出，于是经济就发生了衰退。

克罗茨纳与希勒两位作者的论文，加上四位评论者的评论，对美国应采取哪些措施以避免造成高昂经济代价的类似金融危机的再次发生问题进行了探讨：我们在监管金融市场与金融机构中需要进行哪些改变？我们应对那些对所发生的危机负有部分责任的政府政策做出哪些改变？我们的金融体系应进行哪些根本性的改革？这不仅是对这些相同机构履行相同职责的方式进行调整，也是对我们的金融市场进行影响更为深远的改革。

2010 年夏季，经过漫长而富有争议的全国性辩论之后，美国国会通过了一系列内容广泛的金融改革，这些改革措施被包含在《多德—弗兰克法案》之中。该法案包括以下几项关键条款：

- 成立由目前监管机构组成的新的监管机构——金融稳定监督委员会 (Financial Stability Oversight Council)，负责对可能给整体经济带来风险的金融机构或金融市场进行监管。
- 在联邦储备体系、货币监理署及联邦存款保险公司等机构之间重新分配银行监管职责，授权联储理事会监管那些出现严重财务危机或者倒闭因而可能影响到美国金融稳定的非银行金融机构。

- 授权监管机构要求那些具有系统重要性的金融机构提高资本规模以及采用以风险为基础的资本和流动性标准，同时更为普遍地提高资本要求，包括有权要求资产总额超过 500 亿美元的银行控股公司持有可转换的或有股本，作为其资本结构的一部分。

- 授权金融稳定监督委员会要求系统重要性的非银行金融机构及大型、互相关联的银行控股公司建立“破产清算预案”（resolutions plans，俗称“生前遗嘱”（living wills）），即若发生丧失流动性或资不抵债（insolvency）情况时，这些现成的预案可使其有序地进行破产清算。

- 依据前联储主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）的提议，禁止银行及银行控股公司从事某些类型的自营交易（proprietary trading）（但其代理客户进行的交易则不受限制），以及禁止它们发起或投资于某些类型的投资基金。

- 要求从事贷款证券化业务的银行至少将所产生证券信用风险的 5% 保留在其资产负债表上。

- 授权相关政府机构在正常公司破产程序之外，对濒临倒闭的银行控股公司或其他金融机构迅速有序地进行破产清算（在该法案颁布前，政府有权接管和清算倒闭的银行，但是无权对银行控股公司、独立的经纪商—交易商或保险公司采取这些措施）。

- 要求大多数互换合约（swap contracts），包括信用违约掉期（credit default swaps，正是此类金融衍生工具在 2008 年导致美国国际集团（AIG）这家著名的保险公司几乎倒闭，迫使美国政府提供总额达 1 820 亿美元的援助）通过集中清算所（centralized clearing houses）进行结算，从而提供整个市场的信息，增强透明度。

- 创立新的消费者金融保护局（Bureau of Consumer Financial

Protection), 授权其建立并实施适用于销售“消费者金融产品或服务”的任何个人或机构的监管标准, 个别情况除外(例如, 提供购车融资服务的汽车销售商)。

然而, 即使是快速浏览克罗茨纳与希勒的论文以及四位评论人的评论, 读者也可以清楚地发现, 他们观点的重要性并不因《多德-弗兰克法案》的颁布而减弱。他们研究的是一些更为根本性的问题, 所提出的具体建议远远超出该法案的范畴。目前尚不能确定《多德-弗兰克法案》是否标志着美国金融体系改革在近期或者中期的结束。但是, 相关的争论以及对如何对金融活动施加预防性的限制及如何更好地发挥金融体系在经济中核心职能的新的、建设性思想的探索不会失去活力, 重要性也不会降低。

两篇论文及评论已于 2009 年 4 月 30 日在哈佛大学举行的第五届阿尔文·汉森 (Alvin Hansen) 公共政策研讨会上介绍过。^① 在介绍这些论文和评论之际, 我想以个人名义并代表哈佛大学经济系连同众多阿尔文·汉森的学生, 向莱罗伊·索伦森·梅里菲尔德 (Leroy Sorenson Merrifield) 和已故的马里恩·汉森·梅里菲尔德 (Marion Hansen Merrifield) 致以衷心的感谢, 正是阿尔文·汉森的慷慨支持才使得哈佛大学目前以其名字命名主办的系列公共政策研讨会得以成功举行。这

① 首届阿尔文·汉森研讨会于 1995 年举办, 主题是“通货膨胀、失业与货币政策”, 罗伯特·索罗 (Robert Solow) 和约翰·泰勒 (John Taylor) 撰写了论文。第二届研讨会于 1998 年举办, 主题是“美国应该将社会保障私有化吗?”, 亨利·阿伦 (Henry Aaron) 和约翰·肖温 (John Shoven) 撰写了论文。第三届研讨会于 2002 年举办, 主题为“美国的社会不公平问题”, 詹姆斯·赫克曼 (James Heckman) 和艾伦·克鲁格 (Alan Kreuger) 就应采取的措施撰写了观点完全相反的论文。第四届研讨会于 2007 年举办, 主题为“美国工作岗位的外包”, 杰格迪什·巴格瓦迪 (Jagdish Bhagwati) 和艾伦·布林德 (Alan Blinder) 撰写了主题论文。此前四届研讨会的论文及评论文章也由 MIT 出版社出版发行。

些学生热情参与研讨会是汉森教授对如此众多年轻的经济学家产生积极、深远影响的最好的体现。

同时，我也感谢我的同事詹姆斯·杜森伯里（James Duesenberry）和格雷戈里·曼昆（Gregory Mankiw），他们与我一起成立委员会，为研讨会选题。我要感谢海伦·加瓦尔（Helen Gavel），她帮助安排研讨会的会务工作。感谢约翰·科维尔（John Covell）大力支持将研讨会材料付诸印刷。我尤其要感谢兰德尔·克罗茨纳、罗伯特·希勒撰写的论文及其他三位评论人对两篇论文的精彩评论。

令我和我的同事们悲伤的是，吉姆·杜森伯里在第五届汉森研讨会举办后几个月就去世了。吉姆及我们已故的同事理查德·马斯格雷夫（Richard Musgrave）在大约 20 年前首次举办阿尔文·汉森研讨会时也曾担任承办委员会委员。他们两位是阿尔文·汉森的学生、同事并最终成为其挚友。哈佛大学经济系的所有人员对吉姆的去世深感悲哀。仅以此书向其深表怀念。

* * *

1967 年，阿尔文·汉森以 80 岁高龄获得美国经济学会 Francis E. Walker 奖章。詹姆斯·托宾（James Tobin）在颁奖时，如此形容阿尔文·汉森：

阿尔文·汉森，一位温和的革命性人物，我们见证了他的事业发扬光大，以及他的“异端邪说”成为正统学说；一位孜孜不倦的学者，其示范作用和影响力深深地改变了他所研究领域的发展方向；一位政治经济学家，除了其思想的力量之外别无其他，促成美国及其他国家的政策和治理结构得以改革。自南达科塔州草原上的童年时代起，阿尔文·汉森就一直相信知识可以改善人类的生存条件。正是笃信此信条使其从未关闭心智，而是有勇气不断探寻和表达真理之所在。汉森教授值得人们

爱戴与尊敬。一代接一代的学生参加他的讲座，聆听其研究成果，不仅开阔了视野，同时也受到了启发——受到其经济学是一门服务于人类的科学热情信念的启发。

目 录

第 1 章 实现金融民主化与人性化 1

- 1.1 监管的基本理论 7
- 1.2 公平与信任 13
- 1.3 监管的历史沿革 15
- 1.4 放松管制 19
- 1.5 有效市场理论作为放松管制的原因 21
- 1.6 放松管制为当前这场危机的一项成因 24
- 1.7 监管泡沫以及相关的杠杆活动 26
- 1.8 鼓励发展有助于实现风险管理民主化的对冲市场 31
- 1.9 鼓励发展实现金融民主化的其他技术 33
- 1.10 投资者信息 36
- 1.11 结论 40

第2章 构建更为稳健而有活力的金融市场 49

- 2.1 金融体系存在的主要薄弱环节 52
- 2.2 信用评级和评级机构的作用：别把孩子和洗澡水一起泼掉 53
- 2.3 重振证券化市场和消费者保护的作用 57
- 2.4 改进金融机构的破产清算制度 63
- 2.5 中央清算交易对手和清算所与场外衍生工具市场的对比 67
- 2.6 具有潜在不稳定因素的合约 71
- 2.7 结论 73

第3章 评论 79

- 3.1 本杰明·弗里德曼的评论 79
- 3.2 乔治·考夫曼的评论 84
- 3.3 罗伯特·波曾的评论 94
- 3.4 哈尔·斯科特的评论 101

第4章 作者回应 108

- 4.1 罗伯特·希勒 108
- 4.2 兰德尔·克罗茨纳 112

第5章 作者再回应 118

- 5.1 罗伯特·希勒 118

译者后记 120

第 1 章 实现金融民主化与人性化

罗伯特·希勒

由 2007 年次级贷款危机引发的这场全球金融危机目前仍在持续，这为进行监管改革提供了历史性机遇。危机表明，我们的金融体系存在着严重的不稳定和矛盾因素。我们需要制定新的游戏规则，以便未来金融体系可以更有效地运行，使得我们可以追求我们的目标和灵感并产生令人满意的结果。

美国政府一直在采取大量非常规的措施，对金融体系和经济进行救助，以抵御这场自 20 世纪 30 年代“大萧条”以来最严重金融危机的影响。这些措施包括：2007 年实行的短期标售工具（Term Auction Facility, TAF）、2008 年实行的问题资产救助计划（Troubled Asset Relief Program, TARP）、2009 年实行的公共与私营部门投资伙伴计划（PPIP）以及短期资产支持证券贷款工具（Term Asset-Backed Securities Lending Facility, TALF）等。这些措施都是“猛药”，与之相伴的是大量私营公司被救助，联储资产负债表扩大一倍，银行的超额准备金和货币供应量得以前所未有地迅速扩张。

按照过去应对危机的标准来看，这些措施都是非同寻常的，在危机

发生之前几乎没有经济理论基础。这些措施好像是出于本能反应而特别采取的权宜之计，很可能并不是都有效。总之，看到政府如此程度地应对我们身临其中的非同寻常的经济形势，我们或许应该表示感谢。这些措施中有许多是紧急措施，目的在于阻止我们经济巨轮的下沉，假如事实证明其中的一些措施错了，仍有其他措施可以拯救我们。

同时，我们也注意到，相关联邦机构、州和地方政府及政府部门以外的自律组织（Self-Regulatory Organizations, SROs）采取了大量的不太剧烈的监管措施，弥补监管方面存在的缺失，而正是这些监管缺失引发了危机。例如，自2007年爆发次级贷款危机以来，美国证券交易委员会（SEC）强化了对经纪商—交易商、投资顾问机构及共同基金的检查与监督，并加大了对滥用卖空（short sale）交易行为的调查力度。2008年，纽约州总检察官安德鲁·科莫（Andrew M. Cuomo）与三家主要的证券评级机构达成协议，消除证券发行机构促使评级机构间互相竞争从而获得最优评级的“购买评级”（ratings shopping）的行为。2009年，金融机构监管局（Financial Institutions Regulatory Authority）——一家自律机构——宣布向公众提供一项新的金融教育项目。

2010年7月，美国国会通过了《多德—弗兰克法案》，随后由奥巴马总统签署。该法案由参议员克里斯托弗·多德（Christopher Dodd）和众议员巴尼·弗兰克（Barney Frank）发起，俗称《多德—弗兰克法案》或《FINREG法案》，掀起了自大萧条以来最为广泛的一场监管改革。^① 虽然奥巴马政府的有关提议已被包含在该法案中，但他们自己也

^① 2009年6月，奥巴马政府公布了改革计划，2010年7月通过了《多德—弗兰克法案》，在此之前本文就在上述研讨会上介绍过。

承认，这些建议“并不代表应当进行完整的金融监管改革”。^① 实际上，该法案只是标志着探寻如何使我们的金融体系平稳迈进 21 世纪的一场对话的开始。

我们需要弄清楚存在的问题，以便可以彻底地进行改革，并能使改革比《多德—弗兰克法案》及其他法律规划走得更远。《多德—弗兰克法案》涉及许多方面，但是其主要内容包括对相关政府机构进行重组，例如撤销储蓄机构监管办公室（Office of Thrift Supervision），成立金融服务监督委员会、联邦保险监管办公室（Federal Insurance Office）和金融消费者保护局。《多德—弗兰克法案》几乎没有涉及最终导致危机发生的投机性泡沫问题，其只是在要求未来对此问题进行研究时才有所提及。该法案也未提及这些新的机构在未来将如何处理这些问题。政府的改革提议代表着新的开始，但是目前我们必须思考负责管理这些机构的那些人应如何制定政策。

蒂莫西·盖特纳（Timothy Geithner）财长曾经说过，最近这场金融危机“使得人们对我们金融体系的基础架构丧失了信心，解决此问题需要进行全面改革，不能只进行边边角角的修补，要制定新的游戏规则”。^② 但是，这些新的游戏规则包括哪些原则呢？

在经济巨轮企稳之后，必须考虑和重新评估我们经济体系的基础以及金融监管的理论与实践。本文将讨论下一步应采取的措施，这对长期来说更为重要。毫无疑问，我们金融体系的改革将耗时多年，因此现在就有必要对此进行思考。

^① U. S. Treasury (2009), p. 4.

^② 2009 年 3 月 26 日，财长提姆·盖特纳（Tim Geithner）在众议院金融服务委员会听证会上的书面证词。