

美国资本市场 监管改革

胡云超 著

Capital Markets



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS



巍巍交大 百年书香
www.jiaodapress.com.cn
bookinfo@sjtu.edu.cn



策划编辑 赵斌玮
责任编辑 蒋敏
封面设计 朱琳璐



扫描二维码
关注上海交通大学出版社
官方微信

ISBN 978-7-313-21794-3



9 787313 217943 >

定价:58.00元

美国资本市场 监管改革

胡云超 著



Capital
Markets



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

美国资本市场是世界上最发达的市场,也是美国政府重点监管的市场。奥巴马时期针对2008年发生的金融危机进行了强化监管的改革,特朗普上台后开启了新一轮以放松监管为主基调的监管改革。特朗普政府提出了七项核心原则改革过度监管的金融市场,以提高美国经济金融的国际竞争力。联邦监管机构根据七项核心原则的要求,对一级市场资本形成、二级市场流动性、国债市场、企业债市场、资产证券化市场、金融衍生品市场以及金融市场基础设施等进行了全面检视,提出了新的改革建议和行动。美国资本市场的监管改革既体现了美国国家利益的需求,也反映了资本市场发展的规律性要求。本书全面研究了美国当前资本市场改革的思路和举措。

图书在版编目(CIP)数据

美国资本市场监管改革 / 胡云超著. —上海: 上海交通大学出版社, 2019
ISBN 978-7-313-21794-3

I. ①美… II. ①胡… III. ①资本市场—金融监管—
金融改革—研究—美国 IV. ①F837.121

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 176608 号

美国资本市场监管改革

著 者: 胡云超

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

印 制: 江苏凤凰数码印务有限公司

开 本: 880 mm×1230 mm 1/32

字 数: 188 千字

版 次: 2019 年 9 月第 1 版

书 号: ISBN 978-7-313-21794-3/F

定 价: 58.00 元

地 址: 上海市番禺路 951 号

电 话: 021-64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 8.5

印 次: 2019 年 9 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告读者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 025-88657309

前 言

资本市场作为中长期资金的融通市场,是市场经济体系关键环节,是要素市场的核心构件之一。发达的经济体系催生和哺育发达的资本市场,发达的资本市场扶助和支撑着发达的经济体系。市场演进规律总是体现为从自发到自觉的过程。所谓自觉,就是人们在认识和尊重市场自然发展的基础上,建立规制平衡市场生产者和消费者的权力和利益,实现市场主体利益和社会公众利益的协调。规制是以“有形之手”干预市场的行为,其目标是有效地发挥市场的功能和作用,维护市场机制的主体地位,确保市场长期稳定持续健康发展。任何规则都不可能是一成不变的,因为市场是不断蜕变的,市场蜕变又源于市场所服务的消费者需求变化。美国资本市场的规制监管一方面有很强的稳定性,比如 20 世纪 30 年代出台的《证券法》《证券交易法》等沿用至今;另一方面,监管规则也不断适应资本市场金融创新而持续更新,保障市场的创造活力和运行效率。

美国监管规则的修订通常不是抛弃式的立改废,更多的是补丁式的增减项。过去已有规则不是一废了之,而是赋予更加明确的特定适用范围,另外增加适应新情况的新规则。因此,美

国的监管规则不是越来越简,而是越来越庞大复杂,合规工作成为极具价值含量的专业性工作。人们常常能够在新闻媒体里看到,美国某个案件的审理因为法官、检察官或大律师翻出了久不使用、被人遗忘的陈年“旧款”而让案情反转。

2008年美国次贷危机引发的世界性金融动荡和经济衰退,其影响范围与危害程度堪比美国20世纪30年代发生的大萧条。大萧条催生了以《证券法》等系列法规加强金融监管的新时代,次贷危机也带来了《多德-弗兰克法案》的出台,为美国金融世界的金融工具和金融机构构建了全新的监管体系。20世纪30年代“新政”改革,诞生了联邦存款保险公司和证券交易委员会两个联邦监管机构,同样《多德-弗兰克法案》也创造了一些全新的监管机构,包括金融稳定监督委员会和消费者金融保护局等。由于该法案遵循了“严、监、管”的思路,赋予了监管机构过大的权利,导致金融机构不得不耗费巨大的成本来满足监管要求,直接增加了金融机构运营成本负担,从而束缚了美国金融业的发展,也给金融消费者融资带来了困难。

特朗普在竞选时期就声称要削减70%的监管规定,因为这些规定对经济增长构成了阻碍。就《多德-弗兰克法案》来说,他认为该法案并没有对美国经济产生预期的效果,法规实施多年后经济增长仍停滞不前,大银行规模不断扩张,中小银行经营困难,必须采取新的政策实现经济增长和创造就业。特朗普就任总统后即发布一系列行政令,要求对《多德-弗兰克法案》进行再审视,研究放松金融监管的内容和途径。2017年6月,美国众议院表决通过《CHOICE法案》,2018年3月,美国参议院通过《促进经济增长、放松监管要求、保护消费者权益法案》,这些法案都从不同方面放松了对银行业和资本市场的监管。

回顾金融市场和金融监管的发展历史，“危机-严监管”“复苏-松监管”是明显的特点。因为，稳定的经济增长需要风险承担以及创新的行为，过度的金融严监管会抑制向经济提供信贷从而使经济活动衰弱，完全无风险的世界对应的往往是经济增长低迷和缺乏活力，而无活力的、停滞的经济恰恰构成最大的社会风险。无论特朗普政府金融改革的道义价值如何，其放宽美国金融监管的行动会给金融世界带来冲击和影响，我们需要了解并正视它，且要为之做好应对准备。本书就此专题展开分析，冀望我国政策管理当局在普遍联系相互作用的金融世界里，把美国当前刮起的“西风”纳入考量因素，完善更加适合中国经济发展的资本市场监管规则，加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到充分保护的金融市场。

目 录

绪论 // 001

第一章 资本形成监管改革 // 016

第一节 美国资本市场 // 016

第二节 资本市场股票公开发行变迁 // 019

第三节 IPO 改革的主要内容 // 028

第四节 改善小型公司融资环境 // 035

第五节 创新金融工具扩大融资渠道 // 041

第六节 保持非公开私人市场的有效性 // 047

第七节 对我国资本市场制度建设的启示 // 051

第二章 美国股票市场流动性改革 // 056

第一节 美国股票市场基本情况 // 056

第二节 流动性改革的主要方向 // 068

第三章 美国国债市场改革 // 084

第一节 国债市场基本情况 // 084

	第二节	国债市场生态系统 // 089
	第三节	国债市场管理 // 094
	第四节	国债市场主要改革领域与方向 // 097
	第五节	对中国国债市场建设发展的启示 // 103
第四章	企业债流动性改革	// 113
	第一节	企业债市场结构与市场中介 // 113
	第二节	流动性问题 // 117
	第三节	提高市场流动性 // 123
	第四节	中国企业债市场发展 // 124
第五章	资产证券化市场监管改革	// 129
	第一节	证券化过程及分类 // 129
	第二节	证券化繁荣与金融危机 // 134
	第三节	主要监管改革 // 136
	第四节	中国资产证券化市场发展 // 152
第六章	金融衍生品市场监管改革	// 161
	第一节	衍生品及其作用 // 161
	第二节	商品交易法和商品期货交易委员会 // 166
	第三节	主要监管改革 // 171
第七章	金融市场基础设施	// 214
	第一节	系统重要性金融基础设施 // 214
	第二节	核心功能及发展历史 // 217
	第三节	金融市场基础设施治理结构和监管改革 // 227

第八章 资本市场监管体系和流程改革 // 237

- 第一节 证券市场监管体系 // 237
- 第二节 衍生品市场监管体系 // 241
- 第三节 证券衍生品的监管体系 // 243
- 第四节 监管体系改革重点 // 245

参考文献 // 257

索引 // 261

绪 论

习近平总书记在党的十九大报告中明确提出中国特色社会主义进入了新时代,这不仅是关于中国特色社会主义建设阶段的新历史定位,也是对中华民族伟大复兴进入新的历史阶段的重要定位。新时代的重大内涵之一是随着中国综合国力的增强,中国的国际关系和国际环境进入了过去相当长时间没有出现过的新阶段。当今世界面临百年未有之大变局,变局中危和机同生并存,给中华民族伟大复兴带来重大机遇。要抓住发展机遇,中国需要更多了解世界,世界需要更多了解中国。

当今世界经济秩序仍是大国起主导作用。了解世界既要全面了解与我国有各种交往的国家和地区的国情,也要抓住大国经济金融间关系这一关键,把握大国经济形势和经济政策变化的态势和趋势,相机选择、妥当调整内部有关政策,推动和平合作的共同发展。美国是当今世界经济规模最大、科技实力最强的国家。2018年,美国GDP总量按美元现价达20.49万亿(按不变价格达18.22万亿美元),占全球GDP份额超过24%,居发达国家之首。人均GDP超过62000美元,也位居

富裕国家前列^①。美国基于国内推出的经济政策,通常会通过商品贸易和资本市场两个渠道对世界其他国家产生重大影响。因此,加强对美国经济金融形势和政策的深入研究是新的形势下必须做好的功课之一。只有经过充分和具体的研究,才能更好地开发两国深化合作的空间,更好地协调两国经贸政策。

我们在直感上总觉得美国人对中国的了解远远落后于中国人对美国的了解,可能在普通大众中确实存有这种情况。但是,美国精英阶层和官方高度重视对中国的研究和了解,对中国经济形势和政策十分关注。问题是他们通常都带着根深蒂固的既得利益意识和偏狭价值观的有色眼镜来评判中国的发展和政策。以贸易政策为例,美国自1989年开始每年都要对是否给予中国最惠国待遇进行年度审议,由此,对中美关系形成严重干扰。2000年10月10日,美国克林顿总统签署了国会通过的给予中国永久正常贸易关系(Permanent Normal Trade Relations, PNTR)法案,即给予中国永久最惠国待遇。中美经贸最大障碍解决后,中国2001年顺利地加入了世界贸易组织(WTO)。按照惯性思维,中美间的重大贸易问题已经解决,不管过去两国曾经怎样争吵或讨价还价,现在两国达成重大协议,矛盾与分歧得到了解决,中美间的太平洋应该风平浪静了。但是,美方却并非一边倒的“友好”思维。美国国会众议院在2000年10月30日推出法令(Public Law 106-398)建立了一个专门机构:美中经济和安全评估委员会(The U. S.-China Economic and Security Review Commission, USCC)。顾名思义,该委员会的命名清晰地反映了其职能是评估美中经济贸易和国家安全事项。该委员

^① BEA, News Release 19-12, www.bea.gov.

会自 2002 年起,每年给国会提交一份数百页的年度综合报告(2017 年度报告为 650 余页,2018 年度报告为 530 余页),对中国经济政策、军事变革、外交政策、科技政策等进行细致和全面的分析研究,评估中国每项重大政策对美国经济和安全形势可能带来的影响,并提出美国要进一步研究或采取反制政策行动的意见和建议等。美国商务部等部门还就中国某项政策进行专项研究,如 2017 年对《中国制造 2025》的研究,评估该政策对美国有关产业的影响等。我们可以把美国的这种看似“矛盾”的行为看作社会风险控制机制,防止政策、思想、行为“一边倒”。2018 年开始的中美贸易摩擦,美国表现出的“反复无常”看似不守信、无章法,实际上是美国政治社会文化的正常行为。我们对美国行为的困惑与不解,更多的是中华“大一统”思维与美利坚“多元化”思维的文化差异。

理解美国的国际政策需要研究美国的国内政策。美国目前仍然是世界第一超级大国,也是世界上唯一基本由国内政策主导国际政策的国家。其他国家的外交政策总体上当然也是服从和服务于其国内政策,但在与其他国家交往过程中,必然有所折中,不能完全按照自己国内政策的意愿在国际上自由行为,总与其他国家——比自己强大的国家,进行政策协调,也就是做出一定的让步和妥协。美国政府的超级大国地位决定了其他国家与美国打交道通常要做出更多的让步。比如美国与墨西哥、加拿大达成的新的贸易协议,美国的目标基本都实现了,加拿大和墨西哥都做出了更多的让步。这也意味着,我们需要在把握美国国内的政策方向上,看清美国国际政策的需求,从而对美国的国家行为做出更准确的判断。

特朗普总统在 2017 年推出了基于“美国优先”“买美国货,

雇美国人”等经济民族主义理念的一套经济政策，主要政策措施体现在四个方面：贸易保护、减税改革、放松监管、扩大基建。虽然新任美联储主席鲍威尔是由特朗普总统提名而当选的，但美联储采取以“加息缩表”为特征的紧缩性货币政策，原则上是属于享有决策独立权的美联储的自主决定，美国的货币政策不是特朗普政府可以完全左右的。就贸易保护来说，特朗普政府突出特点是退出跨国经贸协议的“退群”。首先，美国退出了奥巴马时代倡议、推动的跨“太平洋伙伴关系协议(Trans-Pacific Partnership Agreement, TPP)”“跨大西洋贸易和投资伙伴协议(Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP)”。美国还退出已经运行了几十年的“美加墨北美自由贸易协议”。2018年9月和11月，美国分别与墨西哥和加拿大重新谈判后，达成了新的贸易协议文本；其次，美国频繁运用国内法发起贸易调查，对有关进口产品加税。如基于其《1974年贸易法》第201条款于2017年5月发起对进口晶体硅太阳能电池及组件、家用大型洗衣机的“201”调查，基于其《1962年贸易扩展法》第232条款于2017年6月对钢铁和铝产品进口发起的“232”调查。这两项调查均使美国对有关产品进口实质性加征了惩罚性关税。同期，美国运用《1974年贸易法》的301条款对中国输美产品发起“301”调查，美国分三批次对从中国进口的产品加征10%~25%的关税，涉及进口商品总值约2600亿美元。此外，美国与欧盟、日本在农产品和汽车及汽车零配件方面也爆发了新的贸易纠纷。特朗普政府贸易保护的目的是何在？主要是为了让制造业回流，实现美国人买美国货、美国企业雇美国人的目标，这一目标也是特朗普政府经济民族主义和逆全球化在经济领域的典型表现。就其减税改革来说，特朗普政府于2017年9月底宣布减税

框架,经众参两院通过后于2017年底由总统签署正式生效。联邦企业所得税减降40%,税率由35%降至21%,个人所得税的最高税率也有一定降低。虽然从企业和消费者来说,减税增加了企业盈利,提高了消费者可支配收入水平。但长期赤字高悬的美国政府财政赤字进一步扩大不可避免,实际上给全球经济和金融稳定带来了更大的潜在威胁。降低企业所得税等财政政策,目的是以较低的税收成本吸引美国企业“走回去”,同时也能提高国际直接投资的吸引力。其目标导向同样是为了实现“买美国货,雇美国人”。企业所得税的“减法”虽然增强了美国的投资吸引力,但美国贸易保护的关税“加法”必然会给美国本土制造企业带来国际经营环境的恶化,从而制约美国资本流回美国的动力。据美国国家统计局统计,因减税法案在2017年、2018年回流美国的资本总量分别为1551亿美元和6649亿美元^①,远低于美国政府税改前估算的要回流4万亿美元的预期。此外,美国回流的资本主要去了哪里?并没有如美国政府预期的那样大量进入实体经济,增加新的资本投资,雇用新的劳动力。根据美联储的研究,大量回流的资金被公司用于股票回购,倒是股市形成了一定程度的支撑^②。扩大基建是特朗普政府前期规划,但只能在他的首个任期后半段才可能进入实施阶段的政策,这又与他放松监管密不可分。美国政府并没有对基础设施改造等投资提供联邦预算支持,需要通过授权私人企业筹集资本增加公共事业的投资。就放松监管来说,特朗普政府在

^① 数据来源: <https://www.bea.gov/news/2019/us-international-transactions-4th-quarter-and-year-2018>。

^② <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/us-corporations-repatriation-of-offshore-profits-20180904.htm>。