

猫鼠游戏新起点？

——美国金融法案通过热评——

研究员

邵宇

执业证号：S1250109121393

电话：86-23-6382-2812

邮箱：syu@swsc.com.cn

前期研究

《别了，“两房”》.....2010/6/28
《人民币还能升到哪里去？》.....2010/6/22
《欧元本纪之前传：德国意志和欧洲一体化反思》.....2010/6/18
《完美数据难消经济增长回落预期》.....2010/6/17
《大经济体最新货币政策评述（海外）》.....2010/6/4
《永远的利益、敌人和朋友》.....2010/6/2
《重装上阵：欧元区再度兵临城下》.....2010/5/17
《欧洲火线救市点评：全球政策市和对冲基金的胜利》.....2010/5/12
《再次升腾：中国引领的新雁型模式（1960-2020）》.....2010/5/10
《美股大乌龙！？操作风险 Vs 信用风险》.....2010/5/10
《奥巴马这一年：美国版结构调整 Vs 中国反应》.....2010/5/6
《中国式加息已经开始！？——兼评存款准备金率调整》.....2010/5/4
《希腊危机传染：流动性干涸的欧元区》.....2010/4/29
《击沉高盛（1）：政治姿态还是商业伦理？》.....2010/4/26
《流动性！看你往哪里跑？！》.....2010/4/26
《宏观热评：逆差击退升值？！》.....2010/4/14
《湄公河旱灾：东南亚腹地的困扰》.....2010/4/9
《澳洲：升息舞剑，意在铁矿》.....2010/4/8
《回购 105、双买断和信贷理财产品：金融创新还是监管漏洞？》.....2010/4/2

主要观点：

- 如同美国经济周期的潮起潮落一样，监管层对金融系统的监管和放任是不断上演的戏码。最重要的问题是要理解我们为什么要监管？监管什么？以及怎么监管。诚然，之所以要监管无非是担心当流动性泡沫破裂时把实体经济拖下水，但监管什么呢？是监管流动性的使用还是监管流动性的源头呢？
- 这次美国政府的做法显然就是监管流动性的使用。如果说流动性是自来水管中的水，那么关掉水的方法就有两种：拧紧水龙头或者从水源处把水断掉。拧紧水龙头自然是简单又便捷的方法，尽管总会漏点水出来，但总比大开水龙头放水强的多。可是，不从源头来掐断水的源头的话，不仅漏水无法解决，不断增加的水终究还会将水管胀爆。
- 流动性的源头在于全球经济和贸易的不均衡导致资本大量过剩，再加上凯恩斯理论的影响，全球性的流动性泛滥无可避免。
- 如何刹住流动性的源头呢？全球统一的央行？统一的货币？民族国家间以自身利益为重，以邻为壑甚至可以说是人类天性。欧元区对欧元区内部经济政策的协调如此无力已经说明了这个问题。而全球经济的不平衡则更难解决。对过度消费的依赖和经济增长的强烈渴求使得不管是美国还是亚洲新兴国家都不那么愿意通过牺牲自身经济来恢复全球经济的平衡。就像没人愿意放弃二氧化碳的排放权一样，美国政府在经济危机后的退税政策和我国提高出口退税都是不愿意摆脱这种发展模式的自然反应。这场金融危机已经发出了一个信号，旧有的发展模式已无法维系。但不仅是中国和美国，世界上的其他国家也是如此，依旧执着于旧式的发展模式不愿回头，或许我们又将错过一个重新整饬的良机。

事件回顾

6月25日凌晨，在经历了一夜的忙碌后，美国国会就大萧条以来规模最大的金融监管改革法案最终文本达成一致，该法案随后将参众两院全体议员投票，预计于7月4日之前将由奥巴马总统签字成为法律。白宫今年在国内政策方面取得第二个重大胜利已板上钉钉了。

这次的金融改革主要集中在下面5大方面：

1. 加强对涉及金融服务的公司的监管。包括建立金融稳定监督理事会（Financial stability oversight council）；提高对资本金等指标的要求；废除互助储蓄银行监管办事处，明晰监管责任划分；要求对冲基金和私募基金需先在 SEC 注册方可运作，并提供其投资、业绩和风险状况。

2. 加强对金融市场的监管。包括要求更高的市场透明度，加强对评级公司的监管；加强对场外衍生品市场的监管，要求绝大部分的金融衍生品交易都通过公开的交易所进行，而银行之间或者银行与客户之间将被禁止进行目前这种名目繁多的金融衍生品交易；给予联储新的权力去监管清算和支付系统。

3. 消费者保护。包括建立全国性质的金融消费者保护局（Consumer financial protection Agency）来使得消费者不受到不公平及欺诈等行为；加强对金融产品及服务的监管使其更加透明、公平；

4. 给予政府部门更多的授权。包括建立一个新的制度解决非金融机构遇到危机时的处置方法；对联储的紧急借款进行改进。

5. 建立国际协同监管的准则来改进国际监管合作。

毫无疑问，这次奥巴马政府决心建立对金融市场的全面监管，弥补监管漏洞，改革监管框架，并保护在金融体系中处于弱势的消费者。几乎所有的媒体和经济学人都认为这是一个对华尔街的胜利，但我们还需保持清醒：这次监管改革真的能改变什么吗？每次监管收紧和放松的背后到底受到什么力量的推动？

放任——监管——放任——监管——？

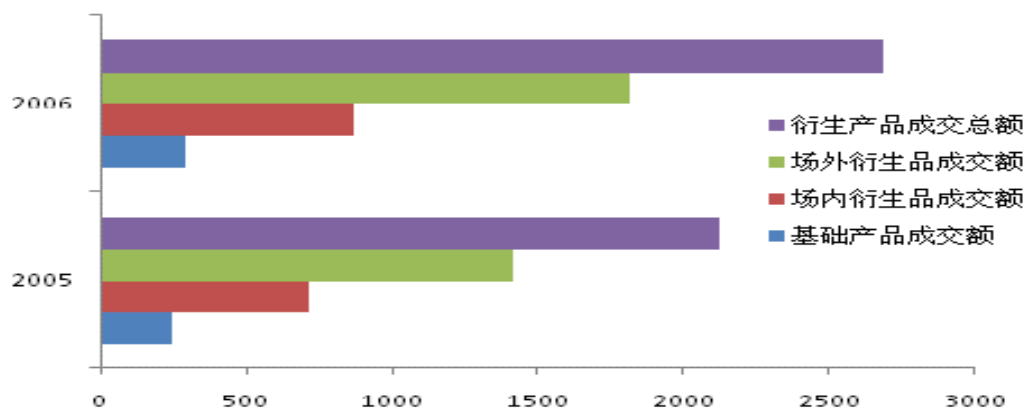
十分有意思的是，如同美国经济周期的潮起潮落一样，监管层对金融系统的监管和放任是不断上演的戏码。从几乎没有监管，充满着垄断、利益输送、内幕交易的“繁荣的二十年代”，到股灾爆发后在公众的愤怒下管法律出现包括《证券法》、《证券交易法》、《信托契约法》等里程碑式的改革；但50年之后，80年代里根开启了放松金融监管的“新自由主义”时代，一系列旨在消除金融管制的政策被推了出来，大萧条时期的《格拉斯斯蒂格尔》法案也在1999年被废除，在这种缺乏监管的环境中，金融创新开始快速的发展起来。非理性的繁荣注定有见顶的一天，金融危机的爆发将繁荣的迷梦再次击的粉碎，全球的经济出现巨幅的倒退。美国公众在财富迅速缩水后对金融业的厌恶再次攀升，在民众的压力下，奥巴马政府开始对美国的金融机构“秋后算账”，着力改革监管体系，监管被再次收紧。尽管目前从政策上是收紧了，但未来会不会再次出现放松监管的情形？

为什么监管，监管什么，怎么监管？

要想回答这个问题，我们首先就要想明白我们为什么要监管？监管什么？以及怎么监管，否则拘泥于监管这个词没有任何意义。诚然，之所以要监管无非是担心当流动性泡沫破裂时把实体经济拖下水，但监管什么呢？是监管流动性的使用还是监管流动性的源头呢？

这次美国政府的做法显然就是监管流动性的使用。美国政府认为金融机构的杠杆太高，以各种衍生品和票据为首的虚拟经济太过膨胀，是该用各种方法来为流动性降降温了。当然，在快速发展金融创新下虚拟经济本身也确实“太过膨胀”，其在近 30 年中的增长速度和规模扩张的速度快的远超任何人的想象。30 年前，金融衍生品的名义价值几乎为零，但至 2006 年，全部金融衍生品的名义价值超过 320 万亿美元，是当年全球 GDP 的 8 倍多，出现了如图表 1 所示的“倒金字塔”现象。

图表 1 衍生品成交额与基础产品的比例（金融危机前数据）



数据来源：SIFMA（Securities Industry and financial market association）

既然这么流动性催生的虚拟经济这么庞大，那么一旦出事（就如同刚刚发生的金融危机一般），那后果必然是毁灭性的，大量的纸面财富瞬间化为乌有。那么就用各种政策管理流动性的使用吧，让虚拟经济瘦瘦身。但是，监管流动性的使用绝对是每个政府的梦魇。

之所以难以监管，第一是因为金融市场的一体化，信息网络的一体化合资金流动的一体化，简单说就是因为信息流，资金流的迅速和快捷，而且，这逐渐形成了这个行业的特殊竞争结构，大的寡头垄断——最大的投资银行，把持直接融资的资本市场，最大的商业银行把持间接融资的信用市场，大型对冲基金和银行的自营部门把持，衍生品交易，不仅仅是寡头，其中的晴雨表厂商也是大行其道，这个行业成为了 70 年代以后，最资金和智力密集型的部门，各个发达国家都视为自己的核心竞争力，这些寡头跟金融体系实现捆绑和政治上的院外利益集团，不用阴谋论也使得猫鼠游戏会变得有利于他们的方向发展，游戏规则因他们而定。加上复杂的人群相互影响，高深莫测。第二，就算一国的政府下大力气去监管该国的金融市场，但其他国家地区因为自身利益而没有协同监管机制的话，大型跨国金融机构便会通过各种途径进行“监管套利”，从开曼群岛、维京群岛、百慕大群岛金融公司扎堆到近期雷曼兄弟的“REPO 105”绕道英国就是最好的注脚。第三，在美国学而优则商的环境里，智商最高的人群总会流向华尔街，当华尔街聚集了从 MIT、哈佛等著名高校毕业的金融、法律的高材生时，监管层在智力上也差了一截。从高盛同参院金融委员会在 4 月 27 日的那场大战就可以看出，高盛那些“狡诈的

华尔街恶棍”让“代表着纳税人利益”的参议员们大为光火，不仅没有得到丁点想听到的回答，而且当日高盛的股价竟然在美股普遍下跌的背景下有所回升。或许，对这场 IQ160 的“精英人群”和 IQ100 “政客”之间的猫鼠游戏来说，结局早已决定，监管不过是马后炮，修修补补而已。更何况，大多数的金融创新，从大额存单（CD）到 OTC 的衍生品本身就是规避管制型，或者监管套利型的产品。

当前，大多数的美国人包括美国政府都认为造成金融危机的主要原因，是美国金融企业高管的薪酬和过度风险联系在一起，导致金融企业一味追求高风险高回报和监管体制中的漏洞。正如我在旅游时遇到的一位美国人所声称的那样，“华尔街那帮贪婪的家伙是整个事件的罪魁祸首，他们拿着我们的钱在冒险，还要我们支付百万美元的年薪。”当然，贪婪是导致危机爆发的因素之一，或者说，贪婪加速了金融危机的爆发。但，如同天主教中所称的“七宗罪”一般，这是人类心底的天性。说贪婪引发了金融危机，这只是看到了金融危机这个多棱镜的一面。

这种对金融危机的认识使得这些新的监管措施主要就是去监管这些流动性的使用，通过管制使得虚拟经济变得“合理”。分析这 88 页的金融改革方案，便可以看出，这 5 个主要措施就是是通过降低杠杆率、提高市场透明度、防止监管套利（协同监管）三方面来对流动性的使用进行管理的（法案还包括提高政府在保护市场方面的效率，但这不算对流动性进行管理），具体见图表 2：

图表 2 金融改革方案目的分析

目的	法案内容
降低杠杆率	1. 提高资本金要求。 2. 限制银行在衍生品上的交易
增加市场透明度	1. 要求场外衍生品场内化，建立中央对手方（CCP） 2. 大型对冲基金需要在 SEC 进行注册才可进行业务 3. 对金融产品的信息披露要求更高的透明度
防止跨境监管套利	1. 建立全球的金融监管协调机制，加强国际合作

数据来源：Financial regulatory reform 下载于美国财政部网站（www.ustreas.gov）

管制流动性的使用能解决问题么？如果说流动性是自来水管中的水，那么关掉水的方法就有两种：拧紧水龙头或者从水源处把水断掉。拧紧水龙头自然是简单又便捷的方法，尽管总会漏点水出来，但总比大开水龙头放水强的多。可是，不从源头来掐断水的源头的活，不仅漏水无法解决，不断增加的水终究还会将水管胀爆。

谁是始作俑者？

那么更深层次的问题出现了？谁才是流动性的始作俑者呢？

当每次遇到经济危机时，几乎所有人都是凯恩斯的信徒。从中国的 4 万亿投资到奥巴马巨大的经济刺激方案，全球的主要国家都在做相同的事情：坐着直升飞机撒钱。但凯恩斯和所有“先知”一样，他仅仅为追随者提供了模棱两可的训诫：通过扩张性经济政策（撒钱）来增加需求促进增长。但这种增长有没有什么后果？后果是什么呢？凯恩斯并没有给出答案。当然，在经济周期的循环中人们也逐渐发现，通货膨胀往往紧随其后。可是对几乎所有政府来说，这

种通货膨胀属于“可以容忍的后果”，正如美国匹兹堡大学的教授罗斯基所说的那样：“先出手，后买单（stop the recession first, pay the cost later）”。从长期来看，这其实就是屁股决定脑袋的短视行为，一种以货币幻觉为基础的增长方式。当产出远远低于释放出来的货币，过剩的流动性就出现了。这些过剩的资本，将通过国际间日益紧密的金融网络，寻找能得到高额回报的地方。堵住流动性使用的渠道只会让强迫流动性去绕开监管，而这又解决了什么问题呢？

有人可能会有疑问，为什么这些没有留在实体经济转化为产出呢？这个问题可以说是这次危机中最为核心的问题。这个问题解释起来较为复杂，但其最远的根源来源于二战结束后形成的两极政治格局和经济制度安排（1950-1970）。二战结束后，美国利用了其作为占领者的优势，在西欧和日本推行了以美国和美元为中心的结算体系和全球化分工体系。这样美国作为全球的铸币局，在不断释放美元的过程中，向整个西方经济体系提供了一个无比宽松的货币政策。再加上美苏核均衡下的军备竞赛而高速发展的军事技术研究，极大的提高了科技的创新，不断的把生产力边界向前推进，使得美国带领整个西方经济体系高速发展。但随着自己曾经的“跟班”德国和日本的经济快速崛起，美国的国际收支已无法保证顺差，在“特里芬两难”下，以美元为中心的布雷顿森林体系在 1973 年瓦解，但美元还是保持了其作为世界最重要的结算货币的地位。80 年代，产业上，日欧的出口与美国本地实业竞争激烈，美国传统的钢铁，汽车制造、船舶等等实体领域日益萎缩。美国出口的萎缩导致巨量的贸易赤字，再加上居民和政府过度消费导致家庭和巨额的财政赤字，美国必须通过外部融资才能维持，大量的美元发行和美国债务充斥世界。大量的流动性和传统行业的没落使得美国将自身的产业升级到附加值更高的服务业，资本投资和金融这些服务业开始成为美国经济的支柱。90 年代，中国的崛起则深刻的改变了世界经济的发展模式。完整的工业体系、廉价的土地、廉价的劳动力，中国迅速的融入了世界分工体系。大量的欧美实体产业在利润的驱使下，大规模的向中国转移。微薄的代工利润使得西方投资者积累的大量的财富和资本，同时向西方社会提供了大量廉价的商品。中国的发展，大大拉低了全球资本再投资的利润率，除了知识密集型，资本密集型的高科技产业，欧美自身的制造业已无利润可言，资本出现大量过剩。而且，中国结售汇制度积累的大量的外储回流，使得资本更加过剩。不管你怎么叫他们，热钱抑或是其他，渴求高利润是他们的本性，而投资银行和对冲基金不过是代言人而已。在这种背景下，金融创新被推了出来。金融衍生品，这个既可以转移风险又可以进行投机的工具开始不断的被发明出来，而过剩的资本迅速发现，这是暴力最高的领域。尽管这些产品本身并不创造价值（可以说是零和的赌博），但无数的投资银行对冲基金还是义无反顾的加入了这一个潮流，金融衍生品被严重的滥用了。当全球经济和贸易的不均衡导致资本大量过剩，再加上凯恩斯理论的影响，全球性的流动性泛滥无可避免。

下一个轮回？

全球性的流动性的泛滥最终导致了金融危机的爆发。但从美国金融监管改革来看，似乎还是没能跳出对流动性使用进行监管的窠臼。但是如何刹住流动性的源头呢？全球统一的央行？统一的货币？民族国家间以自身利益为重，以邻为壑甚至可以说是人类天性。欧元区对欧元区内部经济政策的协调如此无力已经说明了这个问题。而全球经济的不平衡则更难解决。一直以来，对美国而言，抛弃其现有的过度消费而重拾往昔的适度消费的观念，这注定意味着个人消费增长将持续下滑。对世界其他地方而言，这是一个颇具挑战性的问题——特别是包括我国的亚洲新兴经济体。它们向过度挥霍的美国消费者出口商品，并从中获得了太多的经济给养。当美国的需求下滑，出口导向型的发展中经济体应该将增长方式转向国内需求，特别是私人消费。

但这对一直以来依靠着出口而达到经济大跨步发展的国家而言，并非易事。对过度消费的依赖和经济增长的强烈渴求使得不管是美国还是亚洲新兴国家都不那么愿意通过牺牲自身经济来恢复全球经济的平衡。就像没人愿意放弃二氧化碳的排放权一样，美国政府在经济危机后的退税政策和我国提高出口退税都是不愿意摆脱这种发展模式的自然反应。这场金融危机已经发出了一个信号，旧有的发展模式已无法维系。但不仅是中国和美国，世界上的其他国家也是如此，依旧执着于旧式的发展模式不愿回头，或许我们又将错过一个重新整饬的良机。更可怕的是，所有的国家都固执的认为快速的经济增长是解决任何乃至所有问题的良方，短视使得凯恩斯主义永远有存活的土壤，“直升机撒钱”还会再次出现。只要过剩的流动性的问题得不到解决，这些流动性总有一天还会对实体经济产生巨大的危害。或许未来的某一天，当这次经济危机在我们的记忆中变得模糊的时候，对金融的管制会再次放松，作为下一次经济危机的序幕。面对这些困难，我们能做的也就只是在既有的框架里对流动性的使用做些修修补补。也许金融危机中唯一值得庆幸的是，它确实消耗了大量的过剩资本，问题是对各国国家来说，还多少时间来让这个世界做些改变呢？

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>