

研究報告

美国财政部资本市场评估报告综述

李丹 邓斌

资本市场研究所

内容摘要

2017年2月3日，美国总统特朗普签署总统令，提出美国金融监管七大核心原则。随后又签署备忘录，要求美国财政部重新审视美国金融监管制度是否符合“核心原则”，特别是对2008年金融危机后《多德-弗兰克法》的监管规定及其执行效果进行评估。为此，美国财政部针对银行、资本市场、资产管理和保险以及非银金融机构等进行了审查，并完成4份评估报告。本文梳理了其中与资本市场最为相关的第二份评估报告《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》的主要内容。

报告分析了美国资本市场的运行和监管现状。一是**美国资本市场规模庞大**。近20年来，美国上市公司数量减少了20%；上市公司总市值不断增加，截至2016年底，达到29万亿美元；市场交易高度碎片化。随着政府债务增长以及受低利率的影响，美国债券市场规模不断扩大。截至2016年底，可交易国债名义价值为14万亿美元，日均交易量5100亿美元；公司债市场总市值8.5万亿美元，流动性两极分化；资产证券化产品发展迅猛，其中住房抵押贷款证券化产品占比最大，名义市值达到8.9万亿美元。衍生品市场产品种类繁多，规模占比最大的为利率衍生品，截至2016年底，其合约名义价值为200万亿美元。此外，美国资本市场还包括4000家经纪-交易商、百万计的国内及国际投资者。

二是**各类金融基础设施重要性日益凸显**。《多德-弗兰克法》对资产证券化产品及场外衍生品提出产品场内化和清算集中化的要求，使得包括清算、托管及支付机构在内的各类金融基础设施在维护金融系统的健康稳定运行方面作用更加凸显，同时也导致风险进一步在各金融基础设

施中聚集。2012年，金融稳定委员会（FSOC）将5家担任中央对手方（CCP）的清算公司，1家中央存管机构，2家支付结算系统认定为系统重要性金融机构（SIFMU），并对其加强监管，但仍然存在监管漏洞，容易引发系统性风险。

三是监管体系存在监管重叠。美国金融市场监管体系由联邦及州立监管机构和自律监管组织共同组成。在联邦层面，主要的监管机构是证券交易委员会（SEC）、商品期货交易委员会（CFTC）等政府监管机构，以及美国金融业监管局（FINRA）、市政证券立法委员会（MSTB）、全国期货联盟（NFA）等行业自律组织。现货及衍生品市场分别由SEC和CFTC监管是美国资本市场监管体系最为独特之处。随着产品创新的不断发展，这种监管分工也造成了较严重的监管重叠问题。

针对资本市场的运行和监管现状，财政部提出的政策建议主要集中在四个方面：一是减少监管重叠，协调确定CFTC和SEC对衍生品的监管边界，降低互换衍生品的保证金要求；二是增强证券市场投资、融资便利性，改善股票、公司债和回购的二级市场流动性；三是放松对资产证券化的限制，将资产证券化产品资本计提的风险加权认定标准放松至国际标准，资产支持债券纳入同类高质量流动性资产认定范围，拓展资产证券化产品合格发起人的范围；四是允许CFTC和SEC自由授予豁免权，放宽《多德-弗兰克法》对豁免权的限制，增加监管灵活性，同时改善行业自律组织的作用。

2017年6月，美国众议院通过《金融选择法案》（Financial CHOICE）。这一法案被视为共和党从立法层面迈向修订《多德-弗兰克法》的第一

步。新法案的主张与美国财政部的评估建议方向一致，甚至在废除沃尔克规则的主张上更为激进。如果该法案落地，从 2018 至 2021 年，预测能削减联邦预算赤字 92 亿美元，之后每年平均减少 24 至 28 亿美元。2017 年 10 月 2 日，FSOC 会议宣布取消对 AIG 的系统重要性机构认定，意味着金融监管当局在执行层面已经开始逐步调整《多德-弗兰克法》。我们将持续跟踪和评估本次美国金融监管改革的最新进展，以期为我国资本市场监管体系的不断完善提供参考。

目录

一、背景	1
(一)《多德-弗兰克法》的问世及其核心内容.....	1
(二) 特朗普政府金融监管改革的进程	3
二、美国资本市场运行及监管现状	4
(一) 美国资本市场运行现状	4
1、股票市场	5
2、债券市场	6
3、衍生品市场	6
(二) 美国资本市场金融基础设施发展现状	6
(三) 美国资本市场监管现状	8
三、问题分析与政策建议	11
(一) 便利一级市场投融资	12
1、减少不适当的监管要求	12
2、为小型公司创造良好的上市环境	14
3、发展创新型融资工具	15
4、增强私募市场效能	16
(二) 改善二级市场流动性	18
1、增加低流动性股票的流动性	18
2、改善市场微观结构	19

(三) 维护国债市场稳健性	21
1、填补数据空白	21
2、优化清算风险防控措施	22
(四) 鼓励优质资产证券化	23
1、优化资本监管要求	23
2、放宽高等级资产证券化债券的流动性认定标准.....	25
3、优化风险自留机制	25
4、简化信息披露要求	26
(五) 优化衍生品市场监管	27
1、进一步提高场外衍生品市场流动性和透明度.....	27
2、提高 SEC 和 CFTC 之间的监管协同性	27
(六) 防范金融基础设施风险	28
1、加强风险管理、防止道德风险	28
2、改善监管流程、提高监管效率	29
(七) 完善资本市场监管体系	29
1、重新给予 CFTC 和 SEC 自由授予豁免的权力	29
2、优化监管法规制定和实施流程、改善监管效能.....	29
四、后续进展	30

美国财政部资本市场评估报告综述^①

为了响应美国总统特朗普提出的要求，采取与“核心原则”相符的方式监管金融体系，美国财政部对美国金融市场和监管制度的现状进行了全面审查，并提出相关改革建议。2017年6月至10月，系列评估报告相继在美国财政部网站公开发布，共有4篇。本文梳理了其中与资本市场最为相关的第二份评估报告《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》的主要内容，概述如下。

一、背景

（一）《多德-弗兰克法》的问世及其核心内容

2008年，美国次贷危机全面爆发将全球金融市场拖入危机的泥潭。出于对金融危机的诱因——产品层层嵌套、衍生品风险度量不透明、机构大而不能倒以及其他金融监管漏洞的反思，2010年7月21日，时任美国总统奥巴马签署了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 以下简称《多德弗兰克法》)。

该法案被认为是20世纪30年代美国出台《格拉斯-斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act)以来改革力度最大、影响最深远的金融监管改革。法案体系庞杂，内容涵盖到金融体系的多个方面(见表1)。主要包括以下几方面核心内容：一是设立金融稳定监管委员会，协调金融监管。二是认定系统重要性金融机构，提高监管要求。三是设立消

^① 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

费金融保护局，加强投资者保护。四是通过沃克尔规则，限制银行开展自营业务。五是强化场外互换衍生品、资产证券化产品的监管等。

表 1 美国《多德-弗兰克法》的主要内容

内容	主要措施
改革多层多头监管体系	<ul style="list-style-type: none"> ● 增设金融稳定监管委员会、金融消费者保护局、联邦保险办公室等机构，明确其各自职责。 ● 赋予美联储监管大型综合金融保险集团权力，进行混业监管的尝试，并对“大而不能倒”的系统重要性机构进行更为严格的监管，避免系统性风险。
创设金融消费者保护局（CFPB）	<ul style="list-style-type: none"> ● 赋予 CFPB 独立监管权，可独立制定监管条例并实施，署长由总统直接任命。消费者金融保护局负责对提供信用卡、抵押贷款和其他贷款等金融产品及服务的金融机构实施监管，对金融产品的风险进行测试和防范，以保证消费者在使用住房按揭、信用卡和其他金融产品时，得到清晰、准确和完整的信息。
强化“系统重要性金融机构”的监管	<ul style="list-style-type: none"> ● 对系统重要性金融机构实施更为严格的资本充足率和其他审慎性监管标准，降低金融机构“大而不倒”问题出现的可能性和对金融系统稳定性的威胁，还将监管拓展到母公司及其所有子公司。 ● 引入沃克尔规则（Vocker rule），限制银行和控股公司从事自营性交易，限制银行拥有或投资私募股权基金和对冲基金，其投资总额不得超过银行一级资本的 3%。 ● 授予联邦储蓄保险公司（FDIC）破产清算权限，在超大金融机构经营破产时，对其采取安全有序的破产程序。
对资产证券化及场外衍生品金融市场进行规范和约束	<ul style="list-style-type: none"> ● 要求资产证券化信贷敞口风险与信贷发起人的利益相联系，提高证券化市场的透明度和标准，加强对信用评级机构的监管，监管部门应当减少对信用等级的使用。 ● 将绝大部分场外衍生品交易场内化，并通过清算中心结算；禁止银行之间或银行与客户之间进行这种金融衍生品交易。
填补对冲基金、私募基金、信用评级公司监管的空白	<ul style="list-style-type: none"> ● 明确对衍生品、对冲基金、私募股权基金、信用评级机构等领域的监管，限制金融机构持有大量脱离实体经济的复杂金融产品，避免风险集中爆发。 ● 要求大型（规模超过 1000 亿美元）对冲基金、私募股权基金及其他投资顾问机构，在 SEC 登记，披露交易信息，并接受定期检查。 ● 要求所有资产管理规模超过一定门槛的对冲基金及其他资产池（包括私募股权基金和风险投资基金）的投资顾问向证券委员会注册，并接受管理。 ● 制定严格的规定，保证投资顾问、金融经纪人和评级公司的透明度和可靠性，强调华尔街经纪人的受托职责。
强化对银行资	<ul style="list-style-type: none"> ● 对银行实现更为严格的资本充足规定，将根据银行的规模和

本和业务监管，控制潜在风险	风险设定新的资本金要求。 ● 规定美联储将对企业高管薪酬进行监督，确保高管薪酬制度不会导致对风险的过度追求
---------------	--

来源：兴业证券研究报告《特朗普废除“多德-弗兰克法案”相关言论梳理》

（二）特朗普政府金融监管改革的进程

2017年2月3日，美国总统特朗普签署总统令，提出美国金融监管的七大核心原则：**Competitive**（增强美国公司的国际竞争力）、**Decision**（让每个人独立做出金融选择和决策）、**Interest**（在国际金融监管中维护美国利益）、**Efficient**（使金融监管高效、到位、适当）、**Prevention**（避免纳税人为救助金融机构付款）、**Rationalization**（监管框架合理化，对公众负责）和**Growth**（激发增长活力，减少道德风险和不对称信息）。

2017年4月21日，特朗普又签署备忘录，要求美国财政部审查美国金融监管制度是否符合上述“核心原则”，特别是重新审议2008年金融危机后《多德-弗兰克法》对有关大型金融机构的监管规定，要求暂停将新的非银行金融机构认定为“系统重要性金融机构”并使用“有序清算权力”对陷入困境的金融机构进行清算。备忘录还要求美国财政部在180天内重新审议这两项监管权力的决策程序，重点关注是否会让美国纳税人遭受损失或鼓励美国企业更加冒险。

为了响应特朗普提出的要求，采取与“核心原则”相符的方式监管金融体系，美国财政部对美国金融体系的现状和监管框架进行了全面审查，并提出了相关改革建议。评估结果以系列报告的形式依次在美国财政部网站公开发布，共有4篇。

- 2017年6月12日发布了该系列首份报告——《一个创造经济机会的金融体系——银行和信用社》(A Financial System that Creates Economic Opportunities -- Banks and Credit Unions);

- 2017年10月6日发布了该系列第二份报告《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》(A Financial System that Creates Economic Opportunities -- Capital Markets);

- 2017年10月26日发布了该系列第三份报告《一个创造经济机会的金融体系——资产管理和保险》(A Financial System That Creates Economic Opportunities - Asset Management and Insurance);

- 最后一份报告《非银金融机构，金融科技和金融创新》(Nonbank financial institutions, financial technology, and financial innovation) 目前尚未发布。

二、美国资本市场运行及监管现状

(一) 美国资本市场运行现状

美国拥有世界上最大的资本市场。包括：市值29万亿美元的股票市场、14万亿美元的国债市场、8.5万亿美元的公司债市场以及200万亿美元（名义价值）的衍生品市场。市场参与者包括3500家美国上市公司、4000家经纪-交易商、百万计的国内及国际投资者^②。具体情况参见表2所示。

^② 以上均为截至2016年底的数据。

表 2 美国资本市场基本情况 (单位: 美元)

	市场规模	2016 年发行量	日均交易量	代表性发行机构	代表性投资者	代表性中介机构
股票	29 万亿	2000 亿	2700 亿	公司	个人、资管、养老金	交易所、经纪-交易商
国债	14 万亿 (可交易国债)	Bills: 6.1 万亿 Notes: 2.0 万亿 Bonds: 1900 亿	5100 亿	美国政府	个人、银行、养老金、保险、外国政府	经纪-交易商、交易平台
公司债	8.5 万亿	1.5 万亿	310 亿	公司	保险公司、养老金、资管	经纪-交易商
外汇	-	-	5.1 万亿	央行	央行、资管、公司	交易平台、经纪-交易商
衍生品	利率: 200 万亿 (名义值) 信用: 3.6 万亿 (名义值)	-	利率: 9000 亿 (名义值) 信用: 1100 亿 (名义值)	-	公司、对冲基金、个人	中央对手方、交易所、经纪-交易商、交易平台
资产证券化产品	抵押贷款类: 8.9 万亿; 其他: 1.3 万亿	2.1 万亿	抵押贷款类: 2100 亿; 其他: 13 亿	银行、非银机构、事业机构	银行、保险、养老金、对冲基金、资管	经纪-交易商

数据来源: 《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》(A Financial System that Creates Economic Opportunities -- Capital Markets)

1、股票市场

美国股票市场是其资本市场最重要的组成部分。尽管近 20 年来,美国上市公司数量减少了 20%,但上市公司总市值不断增加。截至 2016 年底,美国股市总市值达到 29 万亿美元。美国股票市场交易高度碎片化。截至目前,共有 12 家股票交易所、40 家另类交易系统

(ATSs)。2016年，股市日均交易量2700亿美元，约有63%的交易发生在交易所。多样化的交易场所对股票交易活跃的大公司有利，但分割的流动性可能抑制交易不活跃的小公司股票的交易活动。

2、债券市场

随着政府债务水平的增长以及低利率的影响，近年来美国债券市场规模不断扩大。截至2016年底，可交易国债名义价值为14万亿美元，日均交易量5100亿美元。

公司债市场总市值8.5万亿美元，流动性两极分化。近期发行的高等级公司债流动性充沛，而发行时间较早的低等级公司债流动性匮乏。机构投资者是公司债市场的主要参与者，其中，保险公司、养老金分别持有3.1万亿美元及1.3万亿美元美国公司债。

资产证券化产品发展迅猛，其中住房抵押贷款证券化产品占比最大，名义市值达到8.9万亿美元，其余包括汽车贷款、学费贷款、信用卡贷款在内的证券化产品名义价值为1.3万亿美元。

3、衍生品市场

美国衍生品市场产品种类繁多，其中，规模占比最大的是利率衍生品，截至2016年底，其合约名义价值为200万亿美元，其次为信用类衍生品，截至2016年底，其合约名义价值为3.6万亿美元。

(二) 美国资本市场金融基础设施发展现状

各类金融基础设施，包括清算、托管及支付机构支撑着美国金融系统的健康稳定运行，其重要性日益凸显。评估报告对9家美国资本市场金融基础设施的运行情况进行了总结和分析，如表3所示。包括

6家担任中央对手方（CCP）的清算公司，分别是芝加哥商品交易所清算公司（Chicago Mercantile Exchange Clearing, CME Clearing）、固定收益结算公司（Fixed Income Clearing Corporation, FICC）、国家证券结算公司（National Securities Clearing Corporation, NSCC）、洲际交易所清算信用公司（ICE CC）、期权清算公司（OCC）以及伦敦清算所（LCH）；1家中央存管机构，即存管信托公司（DTCC）；两家支付结算系统，分别是 CHIPS 系统以及 CLS Bank International。除伦敦清算所集团（LCH）外，其余8家均在2012年被金融稳定委员会（FSOC）认定为系统重要性金融机构（SIFMU），包括其母公司在内均受到更为严格的监管。

表3 美国资本市场重要基础设施

序号	名称	公司性质	所属母公司	功能	是否为系统重要性金融机构
1	芝加哥商品交易所清算公司（CME CC）	股份制	CME 集团（CME Group）	为期货、期权、场外利率互换、CDS 等产品提供清算服务	CME 被 FSOC 认定为 SIFMU
2	固定收益结算公司（FICC）	会员制	全美证券托管清算公司（Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)）	为国库券、联邦机构发行证券和联邦机构支持抵押债券提供清算服务	FICC 被 FSOC 认定为 SIFMU
3	国家证券结算公司（NSCC）	会员制	全美证券托管清算公司（Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)）	为机构间公司债及市政债券提供清算服务	NSCC 被 FSOC 认定为 SIFMU

4		ICE 清算信用公司 (ICE Clear Credit LLC)	股份制	洲际交易所 (Intercontinental Exchange)	为信用违约互换 (CDS) 产品提供清算	ICE CC 被 FSOC 认定为 SIFMU
5		期权清算公司 (the Options Clearing Corporation)	会员制		美国最大的股票衍生产品清算中心, 是美国唯一的证券借贷交易的中央对手方	期权清算公司被 FSOC 认定为 SIFMU
6		伦敦清算所 (LCH, Ltd.)	股份制	伦交所集团 (London Stock Exchange Group, LSEG)	为多项产品和平台提供清算服务, 是美国最主要的利率互换产品清算中心之一	否
7	中央存管	Depository Trust Company	会员制	全美证券托管清算公司 (Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC))	为货币市场工具、股票、权证、公司债、市政债券、政府债券、资产证券化产品、抵押证券等提供存托及相关服务	DTC 被 FSOC 认定为 SIFMU
8	支付结算系统	CLS Bank International	会员制	CLS Group Holdings	外汇结算	CLS 被 FSOC 认定为 SIFMU
9		CHIPS 系统 (The Clearing House Interbank Payment System)	会员制	The Clearing House Payments Company, L.L.C. (TCH)	提供实时多边净值清算服务	TCH 被 FSOC 认定为 SIFMU

数据来源: 《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》(A Financial System that Creates Economic Opportunities -- Capital Markets)

(三) 美国资本市场监管现状

美国金融市场监管体系由联邦及州立监管机构和自律监管组织共同组成。在联邦层面, 主要的监管机构是证券交易委员会 (SEC) 以及商品期货交易委员会 (CFTC) 等政府监管机构, 以及美国金融

业监管局（FINRA）、市政证券立法委员会（MSTB）、全国期货联盟（NFA）等行业自律组织。具体参见表 4。

表 4 美国资本市场监管机构

	名称	性质	监管机构	上位法	监管对象
股票 市场	美国证券交易委员会（SEC）	联邦监管机构	众议院金融服务委员会（House Financial Services Committees）及参议院银行委员会（Senate Banking Committees）	1933 年《证券法》（Securities Act of 1933） 1934 年《证券交易法》（Securities Exchange Act of 1934）	1、证券发行人 2、市场参与者，包括投资顾问、共同基金、经纪自营商、登记机构、21 家全国交易所及其他交易平台、10 家信用评级机构、7 家清算机构、上市公司 3、自律监管组织 4、股票、个股期权
	美国金融业监管局（FINRA）	自律监管组织	SEC		
	市政证券立法委员会（MSTB）	自律监管组织	SEC		
衍生品 市场	商品期货交易委员会（CFTC）	联邦监管机构	众议院及参议院农业委员会（House and Senate Agriculture Committees）	1936 年《商品交易法》（Commodity Exchange Act）	1、期货、期货期权、互换 2、衍生品清算所、期货交易所、互换交易商及托管机构、期货交易商等中介机构 3、行业自律组织：期货交易所、NFA
	全国期货联盟（NFA）	自律监管组织	CFTC		
股票期货包括个股期货及股指期货由 CFTC 和 SEC 共同监管，《多德-弗兰克法》第七章授权 SEC 监管基于股票的互换产品，其余互换产品由 CFTC 监管					

数据来源：《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》(A Financial System that Creates Economic Opportunities -- Capital Markets)

现货及衍生品市场分别由 SEC 和 CFTC 监管是美国资本市场监管框架当中最独特之处。近年来，金融创新导致越来越多的产品同时具有现货和期货的特征，越来越多的投资者、中介结构同时参与现货和衍生品市场的交易，导致分头监管带来的监管重复和碎片化问题日

益突出。《多德-弗兰克法》生效以来，SEC 和 CFTC 加强了在法规制定及执行方面的监管协同。

1、美国衍生品市场监管的最新发展

2000 年，《商品期货现代化法》(The Commodity Futures Modernization Act)的颁布，取消了对期货及期权合约的禁止性规定，确认了场外衍生品的合法地位，从而带来美国场外衍生产品的井喷式发展，为 2008 年金融危机的爆发埋下伏笔。根据国际清算银行(BIS)的统计数据，2000 年底全球场外衍生品合约名义价值为 95.2 万亿美元，总市值为 3.2 万亿美元；而 2008 年 6 月底，当该市场达到顶峰时，全球场外衍生品合约的名义价值为 672.6 万亿美元，总市值为 20.3 万亿美元，增长了近 6 倍。

吸取金融危机的教训，《多德-弗兰克法》将场外衍生品市场纳入监管范畴，建立了全新的监管框架，并提出四条监管原则。一是要求标准化的场外衍生品交易通过受监管的中央对手方进行清算；二是要求场外交易场内化；三是要求提交数据报告，增强市场透明度；四是对于非集中清算的场外衍生产品设定较高的资本金和保证金标准。

基于上述原则，《多德-弗兰克法》尤为注重对金融危机中引发系统性风险的场外互换产品的监管。一是对场外互换产品的监管权力在 CFTC 和 SEC 等监管机构之间进行明确划分；二是对场外互换产品的中介机构、交易和清算场所、数据报告及存储等进行了规定。具体参见表 5。

表 5 《多德弗兰克法案》对场外互换的监管框架

内容	措施
监管权力分配	<p>CFTC: 利率互换 (interest rate swaps)、信用违约互换 (CDS)、外汇互换 (FX swaps)、商品互换 (包括能源、金属等)、宽基股票指数互换 (equity index swaps (broad-based)) 等, 覆盖了超过 95% 的美国互换产品市场。</p> <p>SEC: 基于个股 (single security) 及窄基股票指数 (narrow-based security index) 的互换产品, 覆盖约 5% 的美国互换产品市场。</p> <p>The Federal Reserve: 对参与互换市场的银行可以制定资本金和保证金的相关规则。</p>
互换交易商 (swap dealers) 及其他市场参与者	在注册、信息披露以及风险管理等方面制定相关要求 2012 年, 完成注册规则制定。截至 2017 年 9 月, 已有 102 家互换交易商在 CFTC 完成注册。
衍生品清算组织 (Derivatives Clearing Organizations (DCOs))	2011 年完成规则制定, 2013 年公布首批强制集中清算的互换产品类别, 包括: 美元、欧元、日元等利率互换及 CDS 指数产品; 2016 年, 又将 9 种外币利率互换产品纳入集中清算范围。根据名义价值计算, 截至 2017 年 6 月 87% 的利率互换产品及 79% 的信用违约互换指数产品已经完成集中清算。
互换交易设施 (swap execution facilities (SEFs))	2013 年 6 月 CFTC 完成注册、交易、监察等规则制定, 2014 年 2 月起, 符合集中清算要求的互换产品必须在合规的 SEF 完成交易。截至 2017 年 6 月底, 通过 SEF 进行场内交易的利率互换产品交易量为日均 4700 亿美元; 信用违约互换指数及外汇互换产品日均交易量分别为 250 亿和 410 亿美元。目前, 共 25 家 SEF 在 CFTC 完成注册。
互换数据报告 (Swap Data Reporting) 及数据存管 (Swap Data Repositories)	<p>1、建立互换数据存管机构 (SDR) 并接受 CFTC 的监管, 截至目前, 已有 4 家 SDR 在 CFTC 完成注册。</p> <p>2、所有涉及美国公民的互换交易, 必须实时向 SDR 报送定价、订单细节等信息。</p>

数据来源: 《一个创造经济机会的金融体系——资本市场》(A Financial System that Creates Economic Opportunities -- Capital Markets)

三、问题分析与政策建议

基于资本市场发展及监管的现状, 美国财政部对其中存在的各类问题进行分析, 并提出改革措施, 以落实上述核心原则。这些改革措施的最终目的是在持续强化投资者保护和维护金融稳定的同时, 促进经济增长和繁荣金融市场。

（一）便利一级市场投融资

1、减少不适当的监管要求

美国财政部建议减少对上市公司不适当的监管要求，减轻监管负担，促进企业上市。

一是取消非重大信息披露要求。《多德-弗兰克法》对上市公司规定了较多有关社会责任的信息披露要求，给其带来较大成本。财政部建议根据 2017 年《金融选择法案》(the Financial Choice Act)的提议，废除《多德-弗兰克法》中部分社会责任方面的信息披露要求。在相关立法完成前，建议 SEC 首先豁免小上市公司 (Smaller Reporting Companies, SRCs) 或新兴成长型公司的此类信息披露义务；考虑到应保持上市和非上市公司信息披露的一致性，建议将此项监管职责由 SEC 移交给其他更适合的联邦机构。

二是取消重复信息披露要求。财政部建议 SEC 修改 S-K 规则(即《非财务信息披露内容与格式条例》)，废除重复、过时和不必要的条款，并建议同时废除与美国财务会计标准委员会制定的通行财务报表原则重复的财务信息披露要求。

三是允许企业 IPO 申报前与特定投资者交流。《创业企业扶助法》(Jumpstart Our Business Startups Act, 简称 JOBS 法)针对新兴成长型企业设置了“试水”条款，允许他们在提交 IPO 注册文件前与合格机构投资者交流，以便确定后者是否有兴趣参与该企业证券发行，避免企业在付出制作注册文件等成本后，遭受发行失败。如果上述企业同时采用“试水”条款和保密审查条款，选择秘密向 SEC 提交 IPO

注册文件，那么它们筹备 IPO 的风险将进一步降低。由于 SEC 已决定保密审查条款适用于所有拟上市企业，财政部建议“试水”条款也应适用于包括新兴成长型企业在内的所有拟上市企业。

四是修订股东提案的资格要求。美国证券法规定符合一定资格的股东有权在表决权征集文件（Proxy Materials）中列入其提案。这一资格要求是：在提案前该股东须持有该公司市值 2000 美元以上或 1% 有投票权股票至少一年以上。2007 至 2016 年，31% 的股东提案都是重复提交已有提案，且大多偏离企业经营主题。财政部建议，SEC 应研究并出台更好的提案资格认定机制，使股东利益一致，而不是仅仅将提案资格局限于持股市值或比例。

五是降低上市公司面临的集体诉讼成本。2016 年，有 3.9% 的上市公司遭受证券集体诉讼；2017 年前 9 个月，已发起的集体诉讼案件数量高达 317 件，远高于过去几年。一方面证券集体诉讼案件激增，另一方面上市公司数量减少，意味着每家上市公司遭受集体诉讼的可能性增加。尽管集体诉讼是督促上市公司管理层尽职履责、防范其违法行为的重要工具，但由于判决和和解费用都由公司资产或诉讼保险来负担，成本巨大，在给律师们带来不菲收益的同时，牺牲了上市公司股东的利益。财政部建议州政府和 SEC 采取措施，在保护投资者权利的同时，减少发行人的证券诉讼成本，允许上市公司和股东以仲裁的方式解决争议、达成和解。

六是要求发行人充分披露双层股权结构信息。有关公司治理和股东权利的规定适用州法。只要公司注册地所在州法允许，就可以实行

双层股权结构。联邦证券法并未赋予 SEC 对公司治理问题的监管权限，但全国性证券交易所目前均允许上市公司实行双层股权结构。财政部建议，鉴于州法是有关公司治理和股东权利问题的主要法律依据，SEC 应在审查上市公司发行文件时，要求文件对双层股权结构及其对股东投票权的影响进行充分披露。

2、为小型公司创造良好的上市环境

美国资本市场对小型和成长型公司的融资支持一直弱于大公司。近年来，小型公司 IPO 数量大幅降低。初始市值不超过 7500 万美元的小型 IPO 在 1996 年占比为 38%，但到 2012 年占比仅为 6%。同期，初始市值超过 7 亿美元的大型 IPO 占比却从 1996 年的 3% 上升到 2012 年的 33%。规模庞大的机构投资者对小型公司投资意愿逐年降低。2013 年 10 月，机构投资者持有市值低于 7500 万美元的上市公司股份比例仅为 31%。为解决小型上市公司面临的问题，财政部提出以下政策建议：

一是放宽小公司认定标准。自由流通市值不超过 7500 万美元的公司被认定为小上市公司和非快速申报企业（Non-accelerated Filer），可以降低信息披露要求；延长提交定期报告的时间，且豁免 404（b）条款的监管要求。财政部建议，放宽小公司认定标准，将自由流通市值不超过 7500 万美元的认定标准，修改为不超过 2.5 亿美元，使更多公司享受作为小公司和非快速申报企业的特别监管待遇。同时，将新兴成长型公司享受其特别待遇的时限由 5 年延长至 10 年。

二是优化有关定期开放基金的监管规则。根据《1993 年投资公

司法》，SEC 允许成立一种特殊的封闭式基金——定期开放式基金（Interval Funds），该类基金会周期性开放赎回。但目前定期开放式基金的数量较少，截至 2016 年末仅有 34 只，管理资产规模仅为 121 亿美元。财政部建议，SEC 应引入更灵活的规则，鼓励更多的封闭式基金投资流动性较低的小型上市公司股票或私营公司股权。例如，对于定期开放式基金，可以将其开放赎回的时间由固定周期调整为随持股公司发生流动性事件而开放赎回。

3、发展创新型融资工具

企业在生命周期的各个阶段都需要融资支持，特别是创新创业公司在 IPO 前也需要融资支持。以众筹为代表的创新型融资工具，能够为创新创业人员经营企业和创造就业提供帮助。经过 2012 年《JOBS 法》实施以来的数年实践，财政部建议进一步改进和发展这些工具。

一是增加《证券法》2015 年修正案第二类豁免规则的灵活性。

2015 年实施的加强版《证券法》修正案（Regulation A+）包含各类细节性和补充性豁免事项，保留了此前修正案（Regulation A）中针对小型 IPO 的第一类豁免规则，将适用对象由不超过 500 万美元的 IPO 扩展至不超过 2000 万美元的 IPO；同时新增第二类豁免规则，其适用对象放宽至不超过 5000 万美元的 IPO，这使得更多的公司享受已有的“迷你型 IPO”豁免注册待遇。根据第二类豁免规则上市的 IPO 企业，其上市成本小于一般 IPO 企业。财政部建议，鉴于第二类豁免规则自 2015 年 6 月实施以来应用较少，应放宽加强版《证券法》修正案的适用资格条件，将《证券法》下有申报义务的公司纳入适用范

围。建议增加第二类豁免规则下发行股票的二级市场流动性。州证券监管机构应修改监管规则、豁免上述股票的二级市场交易。或者 SEC 应利用其权限使这类交易免于按照州法注册。此外，还建议，将第二类豁免规则下发行的适用资格条件放宽至不超过 7500 万美元。该设置与众议院版《金融选择法案》一致，并能使更多私营公司考虑转向加强版《证券法》修正案下“迷你 IPO”这一成本更低的融资方式。

二是促进众筹工具发展。《JOBS 法》第三章众筹规则于 2016 年 5 月生效后的一年内，有 335 家公司向 SEC 提交了众筹发行申请文件，其中 43% 完成融资，30% 发行不成功，其余还处于进行中。拟募集资金合计超过 4000 万美元，每次众筹平均募集资金 28.2 万美元，每次众筹平均有 312 个投资者参与。目前，众筹模式成本不低、程序复杂，与私募发行相比不存在显著优势。财政部建议，取消合格投资者众筹投资的金额上限。同时，应将一般投资者众筹投资的上限修改为年收入和资产净值两者较大的 5% 或 10%，而不是两者较小。并建议将有条件享受有关众筹的豁免待遇的企业规模上限，由年收入 2500 万美元提升至 1 亿美元；将 12 个月内的众筹募资额上限由 100 万美元提升至 500 万美元。

4、增强私募市场效能

私募市场（包括在线市场）对小企业十分重要，美国财政部建议应出台对私募融资中介的适度监管架构，放宽合格投资者范围，修订私募基金投资私募发行的规则，增强投资者尽职调查能力。向更多投资者开放私募市场投资机会，促进对私募市场和低流动性发行市场的

集合投资，提高投资者参与私募市场的程度。

一是建立对私募融资中介的适度监管架构。 私募融资中介（Finders）在帮助小企业获得早期融资的过程中发挥着重要作用。然而，其活动一直处于不确定的监管环境中。没有明确规则对其进行规范，更多地依靠无异议函和执法行动。财政部建议，SEC、FINRA 和各州尽快出台对于私募融资中介的监管架构。例如，将基于经纪-交易商监管规则的缩减版监管框架适用于私募融资中介，有助于增加私募融资中介的数量，更好地为小企业融资服务。

二是增加参与 Regulation D 修正案下发行的专业投资者类别。 《证券法》Regulation D 修正案的 506（b）和（c）条款对面向合格投资者的发行作出豁免注册的规定。拥有 100 万美元以上（不包括主要居住房产）净资产或最近两年每年收入超过 20 万美元的个人投资者被认定为合格投资者。部分法律主体要拥有 500 万美元以上资产才能被认定为合格投资者，各类受监管的金融机构自动被认定为合格投资者。财政部建议修订合格投资者定义。只要投资者在已注册（SEC 注册或州注册）投资顾问等受托人指导下参与投资 Regulation D 修正案下发行的股票，那么该投资者就可以被认定为合格投资者。

三是增强投资者尽职调查能力。 有关违法违规者的信息被分割保存于 SEC、FINRA、NFA 等机构各自数据库中，使得投资者无法获得足够信息。财政部建议，联邦、州金融监管机构和自律监管组织共建统一的，可供投资者快速有效免费查询的个人和公司纪律处分与犯罪数据库，以便投资者对投资标的进行调查。

（二）改善二级市场流动性

复杂的市场微观结构妨碍市场有效运行。一方面由于名目繁多的监管规则增加大量不必要的合规要求，另一方面由于激烈的市场竞争导致过度创新，二级市场在订单类型、市场数据、路由途径等方面的复杂度越来越高，透明度越来越低，增加市场参与者的负担，也妨碍市场有效运行。美国财政部建议应改变监管规则的“一刀切”现状，调整相关监管政策，促进低流动性股票的交易和价格发现。

1、增加低流动性股票的流动性

一是调整低流动性股票的监管规则。少量流动性分布在众多交易场所中，使得匹配交易对手的难度增大。财政部建议，应出台政策使低流动性股票的流动性集中在少数几个交易场所，从而有利于吸引更多的做市商为这些股票提供流动性。SEC 应考虑修订全国市场体系规则（Regulation NMS），允许低流动性股票发行人只选择少数几家交易场所作为上市交易场所，直到该股票流动性达到符合上述规则的最低门槛。

二是实行动态最小报价单位。最小报价单位是平衡交易成本和流动性的有效工具。财政部建议，SEC 应考虑允许发行人与上市交易所协商确定其股票在所有交易所的最小报价单位。高流动性股票应设定更小的报价单位，低流动性股票应设定较高的报价单位。随着公司成长和流动性改善，股票最小报价单位也可以定期调整。另外，为了避免不同股票的不同报价单位不必要地增加市场复杂程度，可以规定几档报价单位供公司选择，例如每股 0.1，0.05，0.01，0.005 美元等。

2、改善市场微观结构

美国财政部建议应在股票二级市场的做市商机制、市场数据、订单路由、订单类型、ATS 应用等方面，减少复杂性、增强透明性、缓和竞争性。

一是**经纪-交易商与投资者的利益冲突**。按照现有法规，流动性提供者（Maker）可获得返利，而流动性消耗者（Taker）需缴纳费用。虽然经纪-交易商有义务按客户利益最大化要求执行订单，而且订单保护规则（Order Protection Rule）要求经纪-交易商按最优价格执行客户订单，但当价格相同时，他们会选择在能为其提供更高订单流返利的交易场所执行订单，而不是选择那些更快速度和更大可能成交的交易场所。财政部建议，SEC 应增加对上述返利安排的信息披露，要求经纪-交易商向机构投资者专门披露订单的跟踪和执行情况，并向公众披露其处理机构投资者客户订单的总体情况。SEC 应考虑规定经纪-交易商将返利直接支付给客户，使其与客户利益保持一致。

二是**优化市场数据规则**。NMS 市场数据规则规定交易所或经纪-交易商必须在公平合理的期限内将最优买卖报价保存在证券信息处理系统（Securities Information Processor, SIP）。每个交易场所只能有一个 SIP，由 SIP 将合并数据卖给其他交易所或经纪-交易商。SIP 还负责整合该交易所收到的外部市场数据，给出每个证券的全国最优买卖报价（NBBO）。同时，市场数据规则允许交易场所以额外的收费出售其他非核心数据，包括订单深度、零股订单等，以及通过比 SIP 更快地提供合并数据而获得收益。2016 年，交易所 283 亿元的营收

中交易数据费收入就占了 1/3。大量高频交易公司依赖购买专有数据来进行操作。从而使其他经纪-交易商为了履行最优订单执行义务和提供有竞争力的订单服务，需要被迫购买交易场所的增强版数据。财政部建议，SEC 和 FINRA 应规定没有购买和使用交易场所专有数据的经纪-交易商只需要按照 SIP 数据执行订单，就可以被认为是履行了最优订单执行义务。其次，SEC 应对交易所行业数据收费的公平合理性进行评估。最后，SEC 应鼓励 SIP 提供者间的竞争，为投资者提供更低成本快速的数据整合和发布，提高数据覆盖面。

三是修改订单保护规则。 订单保护规则（Order Protection Rule）要求经纪-交易商将客户订单路由到价格最优的交易场所。该规则在保护投资者利益、促进交易场所间竞争的同时，也导致交易场所的泛滥和市场的严重分割。为了履行最优订单成交义务，经纪-交易商必须持续搜索那些很少拥有可观流动性和最优报价的交易场所，而这些小交易场所，哪怕流动性再低，也能够靠出售订单数据而生存。此外，该规则只保护整手订单，但是整手订单可能在交易过程中变成零股订单，从而变得不受该规则保护。财政部建议，SEC 应考虑修改订单保护规则。只有当连通市场的成本足以抵消市场复杂性的增加和经纪-交易商等市场参与者付出的数据费用时，才应当实施订单保护规则；规定不满足最低流动性门槛的交易场所不适用订单保护规则，但可对新设立交易场所给予一定期限的订单保护规则待遇，以促进其发展。

四是降低市场复杂度。 交易场所依靠提供不同类型的订单相互竞争。据统计，全美交易所提供的订单类型约有 2000 种。种类繁多的

订单类型加剧了交易环境的复杂性。财政部建议，SEC 应评估交易所和 ATSS 是否需要协调订单类型并给出适当指引，同时应考虑某些特定类型的订单是否拥有足够的流动性而值得保留。

五是优化对另类交易系统(ATS)的监管。2015 年 SEC 修订 ATS 监管规则，对交易全国市场体系股票（NMS stock）的 ATS，增加信息公开披露要求，加强监管。然而，由于部分要求披露信息涵盖的种类过于宽泛，可能为 ATS 带来不必要的负担。财政部在强调应当加强对 ATS 监管的同时，建议 SEC 重新评估需公开披露的信息范围，将涉密的信息归入对监管机构进行保密性披露范围。此外，还建议 SEC 应考虑简化信息披露要求，以减轻合规负担，增加信息披露的可读性和不同 ATS 信息披露之间的可比性。

（三）维护国债市场稳健性

1、填补数据空白

近些年来，美国国债市场电子交易和做市商崛起。虽然监管机构努力提升市场透明度，但市场数据，特别是有关做市商的市场数据存在空白。因此，财政部建议在不显著增加市场参与者成本的基础上，逐步在官方统计数据中填补数据空白。

一是增加对 PTF 的交易报告要求。因不满足《证券法》设定的有关“交易商”的定义，大部分本金交易商（Principal Trading Firm, PTF）不必向 SEC 注册、成为 FINRA 的会员，也不必向国债监管数据库——TRACE 报告其交易行为。然而，PTFs 的交易活动却在一些重要的电子同业平台占据主导地位，贡献了同业市场超过一半的交易

量。因此，财政部建议，应要求 FINRA 成员经纪-交易商运营的国债交易平台必须在其提交的报告中提供可以识别客户具体身份的信息。美国财政部将与 SEC 和 FINRA 共同评估该政策的可行性。

二是增加银行交易报告。部分美联储成员银行不是经纪-交易商，也不是 FINRA 会员，其国债交易行为不需要向 TRACE 报送。2016 年，联邦储备委员会宣布计划将搜集成员银行国债交易数据。美联储在和 FINRA 合作的基础上，牵头数据搜集工作。对此，财政部表示赞同并大力支持。

三是加强国债期货数据共享。CFTC 从 CME 集团获取的国债期货交易数据，无法定期与其它市场监管机构和财政部共享。财政部建议，为提升对国债现货和期货交易的跨市场监控能力，提升政府数据搜集和使用的有效性，CFTC 应每日与财政部共享国债期货交易数据。

2、优化清算风险防控措施

通过 FICC 进行中央对手方清算，是国债同业市场传统的清算模式。但是随着电子同业交易平台的发展，本金交易商(Principal Trading Firm, PTF)从 2000 年代初开始进入国债同业市场，并且发展迅速。受限于无法满足 FICC 对会员费率结构和资本的要求，大多数 PTF 不是 FICC 会员，这些参与者之间的交易必须通过双边清算；或借用电子平台的 FICC 账户参与中央清算。如果拥有未清算交易的大型 PTF 倒闭，那么会对市场整体和市场参与者带来风险。财政部建议，监管者应及时跟进了解国债同业市场，特别是 PTF 所采取的最新清算结算模式，进一步研究和优化防控清算风险的相关措施。

（四）鼓励优质资产证券化

针对危机前资产证券化市场的问题，《多德-弗兰克法》等规定资产证券化产品的发行人必须满足大量有关资本、流动性、信息披露和风险自持的要求。这些规则大大抑制了资产证券化市场的风险，同时也不可避免地限制了资产证券化的融资和风险转移功能。

1、优化资本监管要求

美国财政部建议将资产证券化发展的主动权留给市场，鼓励资产证券化与其它筹资方式发挥各自优势，鼓励更多的银行主体参与资产证券化市场。

一是**维持风险敞口面值系数，降低风险系数最低标准**。在银行计提风险敞口的风险资本时，首先需计算风险敞口规模，再用该规模乘以规定的风险系数。根据简化的监管公式法（SSFA）和一般监管公式法（SFA），资产证券化工具的面值系数（即P系数）是0.5，即在计算其风险敞口规模时只按其基础资产面值的50%折算。另外，根据2013年银行监管机构资本监管规则，除政府机构按揭抵押证券（Agency MBS）以外，资产证券化敞口的最低风险权重是20%。这一规则与巴塞尔银行监管委员会（BCBS）现行的要求一致。然而BCBS已着手修订资产证券化的资本监管框架，计划将资产证券化工具的风险敞口面值系数提升至1、将最低风险权重降低至15%。欧洲银行业监管局（EBA）也提出类似建议。如果EBA的上述建议被采纳，美国银行与欧洲同行相比将处于竞争劣势。财政部建议，银行监管机构应保持与BCBS建议一致的资产证券化敞口最低风险权重要

求，保证美国银行与其全球竞争者处于公平的竞争环境。

二是资产证券化敞口不应被纳入合并报表。在 2010 实施的通行会计准则下，发行人如果在资产证券化工具中拥有控制性财务利益（Controlling Financial Interest），就必须将其纳入合并报表，从而无论基础资产及相关风险是否实际转移，仍要计提风险资本。对资产证券化工具的资本要求是以会计记录为准，而非以风险转移为准，这导致金融体系对同一敞口重复计提资本。财政部建议，对于因会计目的合并计算的资产证券化敞口不应计提资本。

三是对交易账户的资产证券化敞口应合理计提风险资本。2016 年 1 月，BCBS 发布对于市场风险最低资本要求的重大修订意见（the Fundamental Review of the Trading Book, FRTB）。目前，美国银行监管机构还未宣布实施 FRTB。根据该方法，尽管有些信用价差波动纯粹只是市场波动，与基础资产的信用质量无关，但银行也要计提足够资本，以抵御交易账户中资产证券化产品的信用价差大幅波动。FTRB 在 SSFA 的资本要求基础之上又增加了资本要求，将抑制 ABS 市场流动性。财政部建议，监管机构应评估 FRTB 可能对 ABS 市场流动性造成的影响，合理计提交易账户中资产证券化敞口的风险资本。

四是压力测试应更多考虑基础抵押资产特征。目前，美联储要求银行将 2007-2009 年可比资产价值从最高点到最低点的变化当作压力测试中对交易账户所受全球市场冲击的假设，但是该假设没有考虑到抵押资产质量和危机后实施的风险防范措施。这将导致压力测试中假设的风险敞口大于实际的风险敞口，最终导致对做市商持有资产证券

化工具的过高资本要求，减少其持仓和交易行为，抑制市场流动性。财政部建议，应考虑调整压力测试中的全球市场冲击场景假设，充分考虑基础抵押资产的信用质量和危机后实施的风险防范措施。

2、放宽高等级资产证券化债券的流动性认定标准

美国银行监管机构于2013年实施巴塞尔 III 全球流动性监管标准，即流动性覆盖比率（the Liquidity Coverage Ration, LCR），其核心是确保指定银行维持充足的非抵押高质量流动资产（HQLA）。目前，美国银行监管机构将所有的非政府机构证券化产品都排除在 HQLA 之外。财政部建议，业绩记录已确认的高质量资产证券化债券，在满足一定条件的情况下应被认定为 HQLA。

3、优化风险自留机制

信用风险自留规则要求，资产支持证券的发起人必须持有该产品的部分权益，承担其基础资产 5% 以上的信用风险。风险自留机制有利于促使发起人和投资者利益相一致，可作为其它监管措施的补充。财政部建议扩大豁免适用风险自留机制的合格资产类别，并指定主导政府机关负责未来制定风险自留规则的有关行动，增强监管协调性。

一是扩大豁免风险自留的抵押资产类别。《多德-弗兰克法》特别豁免了满足合格住房抵押贷款定义的抵押资产证券化发起人的风险自留要求。而实际上，许多被认定为合格资产的证券化产品有充分理由豁免风险自留。风险自留豁免范围的扩大，能够降低资产证券化的发行成本，鼓励更多的资产证券化融资。财政部建议考虑基础贷款资产的特点，有针对性地确定合格抵押资产的标准，使更多优质抵押贷

款证券化符合豁免风险自留要求的资格。

二是缩短风险自留期限。信用风险自留条款要求合格第三方购买者和发起人，以及非合格住房抵押贷款的发起人，至少在 5 年内持有其权益，且非合格住房抵押贷款的发起人还要满足最低的余额要求，以保证由信贷审批瑕疵引起的损失能够有足够时间变得显著。其他类型资产支持证券服从的风险自留要求是，发起人至少 2 年内持有剩余权益或持有权益直到 ABS 权益合计未支付余额低于 33%。财政部建议，由于信贷审批相关的损失一般在不到五年时间内就会出现，那么相关的销售或转让限制时间也应相应缩短。

4、简化信息披露要求

鉴于金融危机中资产支持证券基础资产质量缺乏透明度，SEC 在危机后提出对 ABS 的额外信息披露要求，即 AB II 规则。但 SEC 面临一个不可避免的两难权衡，即为投资者提供有关基础资产风险状况的充分透明度，以及增加发行人负担。财政部建议采取若干措施简化资产证券化的信息披露要求。

一是减少信息披露数量、增加信息披露弹性。财政部认为凭借更少的信息披露，同样能保证足够水平的透明度和标准化。建议应减少注册资产证券化产品需要披露领域的数量，并明确有关定义，使得信息披露过程更好地实现标准化。此外，对于事先确定的数据领域，只要在募集说明书中说明原因，SEC 可以允许发行人省略某些领域的信息披露，藉此增加信息披露的弹性，降低发行人的成本。

二是缩短注册发行的等待期。最终版 AB II 规则要求注册资产证

券化产品发行人至少在面向市场销售前 3 天公布其基础资产层次信息，以便投资者有时间对基础资产进行独立审慎调查；但发行人在 3 天等待期内面临额外的价格波动风险。鉴于在信息披露标准化基础上，投资者可以方便快速地分析基础资产，财政部建议缩短注册发行的等待期至 1 或 2 个工作日。

三是限制信息披露规则适用范围。最终版 AB II 规则关于基础资产层面信息披露的要求未适用于证券化产品的私募发行及公募注册发行的额外资产证券化类别。考虑到信息披露给发行人带来的合规成本，财政部建议 SEC 应明确表示不会将 AB II 信息披露规则扩展应用于 144A 条款下非注册发行或额外的证券化资产类别。

（五）优化衍生品市场监管

1、进一步提高场外衍生品市场流动性和透明度

2000 年以来场外衍生品市场迅猛发展，成为引发 2008 年国际金融危机的重要原因之一。《多德-弗兰克法》将场外衍生品市场纳入监管范畴，建立全新的监管框架，其中特别注重对场外互换产品的监管，对场外互换产品的中介机构、交易和清算场所、数据报告及存储等进行了规定。财政部认为强制部分互换产品实施中央清算，增加衍生品的数据披露要求，这些改革有效提升了衍生品市场的流动性和透明度。但同时强调应不断评估监管改革的效果，持续优化相关改革措施。

2、提高 SEC 和 CFTC 之间的监管协同性

近年来，金融创新导致越来越多的产品同时具有现货和期货的特征，越来越多的投资者、中介结构同时参与现货和衍生品市场的交易，

导致分头监管带来的监管重复和碎片化问题日益突出。尽管《多德-弗兰克法》生效以来，SEC 和 CFTC 加强了在法规制定及执行方面的监管协同，但在很多方面仍存在不足。财政部建议 SEC 和 CFTC 提高协作程度，对衍生品实施更合适的资本和保证金政策，在合约执行的过程中允许足够的创新和弹性空间，提升市场基础设施。美国财政部还建议 SEC 和 CFTC 努力提升与美国境外执法机构的跨境监管协作水平，避免衍生品交易中出现市场分割、市场冗余、过度复杂和法律冲突等情况。

（六）防范金融基础设施风险

1、加强风险管理、防止道德风险

自 2000 年以来，多家重要的金融基础设施通过并购重组等方式实施公司化改革，由会员制改为股份制，并成功上市。公司股份制改革有可能带来股东利益与社会利益之间潜在的冲突。此外，由于《多德-弗兰克法》要求场外衍生品交易场内化及加强集中清算，使得风险进一步在各金融基础设施中聚集。以互换为例，2007 年仅有约 15% 的互换产品是集中清算的，而 2016 年底，集中清算比例超过 75%。

《多德-弗兰克法》授权金融稳定委员会（FSOC）可指定重要金融基础设施为系统重要性金融机构，对其自身及其母公司加强监管。本报告中提到的 9 家重要金融基础设施中 8 家都被认定为系统重要性金融机构。根据《多德-弗兰克法》第 8 章的相关规定，美联储将授权某联储银行建立并维持系统重要性金融机构的账户，在特殊情况下给予其借贷、准备金等方面的服务，从而使得非银系统重要性机构享有了

传统上只有储蓄机构才有可能享有的特权，有可能使得这些系统重要性机构在决策和运行中更加冒险。财政部建议各监管机构之间加强合作，改进监管框架，完善监督方式，加强对系统重要性金融机构的监督，从而有效防范道德风险。

2、改善监管流程、提高监管效率

《多德-弗兰克法》规定，系统重要性金融机构更改公司制度、业务流程以及操作等方法，必须提前 60 个工作日向其监管机构报备。此外，美联储、CFTC 以及 SEC 等还额外制定了其他提前报备的制度。

上述无视具体更改内容，无差别对待的监管方式在一定程度上降低了系统重要性机构的灵活性，造成其在市场竞争中的相对劣势。报告建议相关监管机构进一步优化和改善相关流程，提高监管效率。

（七）完善资本市场监管体系

1、重新给予 CFTC 和 SEC 自由授予豁免的权力

《商品交易法》第 4(c) 以及《证券交易法》第 36(c) 均明确规定在与投资者利益相一致的情况下，CFTC 和 SEC 有权授予豁免，以支持市场创新和公平竞争，提高监管的适应性。《多德-弗兰克法》修改了上述法规条文，对 CFTC 和 SEC 授予豁免的范围和能力进行限制。财政部建议重新允许 CFTC 和 SEC 自由授予豁免，以提高监管灵活性和适应性，改善监管机构和行业自律组织的作用。

2、优化监管法规制定和实施流程、改善监管效能

财政部建议 CFTC 和 SEC 采用成本收益法重新检视现有的监管

法规，提高监管法规制定的透明度，减少监管重叠，协调确定 CFTC 和 SEC 对衍生品的监管边界，进一步发挥自律监管组织的作用。

四、后续进展

综上所述，第二份报告针对资本市场的运行和监管现状，其政策建议集中在四个方面：①减少监管重叠，协调确定 CFTC 和 SEC 对衍生品的监管边界，降低互换衍生品的保证金要求；②增强证券市场投资、融资便利性，改善股票、公司债和回购的二级市场流动性；③放松对资产证券化的限制，将资产证券化产品资本计提的风险加权认定标准放松至国际标准，将资产证券化债券纳入同类高质量流动性资产认定范围，拓展资产证券化产品合格发起人的范围；④重新给予 CFTC 和 SEC 自由授予豁免的权力，不再受《多德-弗兰克法》对授予豁免的限制，改善行业自律组织的作用。

由于《多德-弗兰克法》需要各金融监管部门制定最终规则才能落地。根据美国总审计局（U.S. Government Accountability Office，简称 U.S. GAO）的统计数据，截至 2016 年底，行政部门尚有约 25% 的规则没有完成或尚未开始制定。2017 年以来，特朗普政府正以拖延或取消最终规则制定的方法削弱《多德-弗兰克法》的效力，2017 年初至 7 月底制定的规则仅有 14 个，不及 2016 年全年的三分之一，该法最终规则的制定进程明显减缓。

2017 年 6 月，美国众议院通过了《金融选择法案》（Financial CHOICE），新法案主要从六个方面提出规定：为符合高资本标准的银行提供放松监管选择权，取消 FSOC 系统重要性金融机构的认定权

和指令破产权，削弱金融消费保护局对具体业务的干预，监管部门需进行成本收益分析并公开，加大金融违法行为的处罚力度并上交罚款用于削减预算赤字，废除沃尔克规则和非实质性披露要求等阻碍资本市场便利化的规定。这一法案被视为共和党从立法层面迈向修订《多德-弗兰克法》的第一步。新法案的主张与美国财政部的评估建议方向一致，甚至在废除沃尔克规则的主张上更为激进。如果该法案落地，从 2018 年至 2021 年，预测能削减联邦预算赤字 92 亿美元，之后每年平均减少 24 至 28 亿美元。2017 年 10 月 2 日，FSOC 会议宣布取消对 AIG 的系统重要性机构认定，意味着金融监管当局在执行层面已经开始逐步调整《多德-弗兰克法》。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
