

美国实施沃尔克规则的最新进展与启示*

李文泓 王 刚

内容摘要：沃尔克规则是美国金融监管改革法案的重要内容之一。作为对美国 1999 年金融服务现代化法所确立的允许商业银行综合经营这一原则的重要修正，沃尔克规则的实施将对美国乃至全球商业银行的发展模式、金融市场环境和竞争力产生重大影响。本文对沃尔克规则提出的背景、主要内容、最新实施进展、可能影响及对我国的启示等问题进行了研究，指出如何区分合法自营交易与非法自营交易是沃尔克规则实施中的最大难题，我国银行业应在重新审视功能与业务定位基础上，审慎推进综合经营，全面加强对自营交易业务的监管。

关键词：沃尔克规则 自营交易 金融稳定监督委员会

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

沃尔克规则是 2010 年 7 月通过的具有金融监管里程碑意义的美国金融监管改革法案的重要内容，实施将对美国乃至全球商业银行的发展模式、金融市场环境和竞争力产生重大影响。2011 年 1 月 18 日，美国金融稳定监督委员会（FSOC）就“沃尔克法则”的立法问题，发布了一份长达 81 页的研究报告。随后，美联储（FED）作为主要落实部门之一，于 2 月 9 日率先出台了一项规则，细化了有关“沃尔克法则”实施过渡期的规定。上述报告和规则的出台，标志着美国实施“沃尔克法则”的序幕已经拉开，后危机时代的美国在健全风险防范机制、维护金融稳定的轨道上已迈出重要一步。

一、沃尔克规则提出的背景

美国 1933 年银行法（即格拉斯-斯蒂格尔法）吸取大危机期间商业银行不受限制地参与证券市场投机失败导致破产的教训，确立了银行、证券、保险分业经营的基本原则。但是，1999 年，为提高银行业竞争力，美国又通过了《金融

服务现代化法》，允许商业银行在金融控股公司架构下全面参与证券、保险市场。近年来，随着综合经营趋势的不断加强，美国商业银行以预测市场价格波动，赚取短期收益为目的的自营业务规模显著增长。本次金融危机的教训表明，由商业银行交易账户所持有的市场化证券产品带来的损失，是危机爆发的导火索。据国际货币基金组织统计，危机爆发初期银行交易账户证券的损失远远高于银行账户的贷款损失。与此同时，商业银行通过并购、参股、控股等多种形式发起和持有的对冲基金、私募股权基金在本次危机中也遭受重大损失，美国政府不得不耗费巨资实施救助，这在一定意义上可以视为银行综合经营潜在风险的集中爆发。与投资银行、对冲基金和私募基金相比，商业银行一方面可以凭借联邦存款保险公司（FDIC）的支持，以更低的价格获得更稳定的存款资金来源；另一方面可以通过联储贴现窗口获得流动性支持，在不公平竞争中形成并积累优势。

有鉴于此，2010 年 1 月，美国总统奥巴马公布了前美联储主席沃尔克提出的一揽子加强

作者简介：李文泓，中国银监会政策研究局副局长；王刚，银监会博士后科研工作站博士后。

* 基金项目：教育部青年课题《金融创新及其监管的结构性错配问题：冲突机理与优化机制》的前期研究成果，课题编号：0909YJC790158。

金融监管有效性的政策建议：一是禁止商业银行从事高风险的自营交易，将传统商业银行业务和其他业务分隔开来。二是禁止商业银行拥有对冲基金和私募股权基金，限制衍生品交易。三是对金融机构的规模施以严格限制。业界将上述政策建议统称为“沃尔克规则”。其意图主要是为了实现以下三方面目标：一是通过限制从事自营业务以及给对冲基金和私募基金提供支持，促使商业银行回归其吸收存款、发放贷款等信用中介的基本功能，大量减少套利和投机等业务；二是通过禁止银行从事自营业务减少“利益冲突”，促进金融市场的公平有序竞争；三是针对综合经营带来的各类风险相互交织、互相传染的问题，通过风险隔离简化金融机构的复杂程度，提高风险管理和审慎监管的有效性。

二、沃尔克规则的主要内容

经过国会两院历时半年的多次讨论，沃尔克规则最终以大幅缩水的形式写进了美国金融监管改革法第 619 节。与最初建议相比，最终成为法案的沃尔克规则在内容方面存在如下妥协：一是在限制自营交易方面，不是完全禁止自营交易，而是允许商业银行为“做市、风险对冲和促进客户关系”从事自营交易，并可以保留利率和外汇掉期等衍生品交易；二是在限制综合经营方面，未全面禁止商业银行投资对冲基金、私募股权基金，而允许银行以不超过一级资本的 3% 投资于对冲基金和私募基金，并且在每只基金中的投资不得超过该只基金募集资金比例的 3%。此外，取消了有关银行经营规模的限制条款。

就实施过程而言，沃尔克规则一是设置了相当宽松的过渡期。根据过渡期安排，对风险投资、私募股权投资等低流动性金融资产，直到 2022 年才会受沃尔克规则的约束。二是法案只规定了基本原则，给监管当局制定细则留出很多空间。从监管职责划分看，涉及沃尔克规则的具体监管规定有待美联储、证券交易委员会 (SEC)、联邦存款保险公司 (FDIC) 等监管机构职能调整后进一步细化。在具体规定上，

各监管机构有权认定哪些属于投机性业务，哪些交易在自营业务中可以得到豁免，具有很大的自由裁量权。

三、沃尔克规则的实施难点

由于沃尔克规则允许银行为“做市、风险对冲和促进客户关系”从事自营交易，因此如何区分银行的合法自营交易与非法自营交易就成为沃尔克规则实施中的最大难点。

近期，英国金融服务局 (FSA) 尝试通过分析银行每日交易利润的变化来判断最初持有头寸的目的，在区分“做市交易”和“自营业务”方面取得了一定进展：如果数据库统计显示利润分布频率以稳定的每日利润为主，仅有规模较小的大额利润或交易损失波动，可以假定银行最初的交易目的属于“做市交易” (见图 1)。

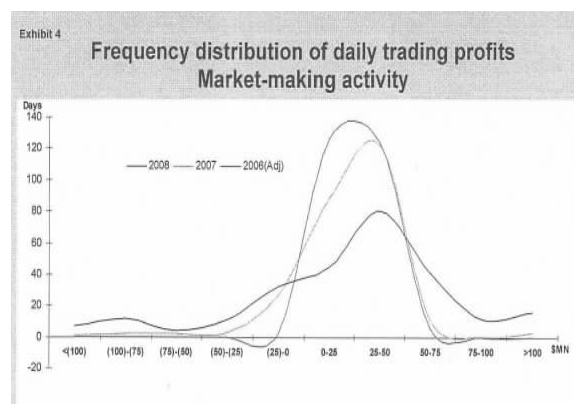


图 1 每日交易利润频率分布 (做市交易)

反之，交易利润分布频率显示在某些特定日期有大额损失或大额利润的银行，更可能是基于“自营”目的从事交易 (见图 2)。

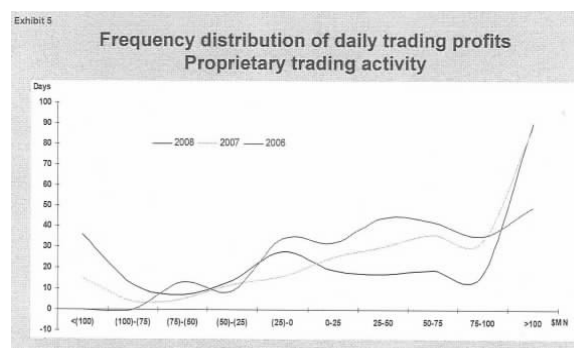


图 2 每日交易利润频率分布 (自营交易)

尽管上述分析思路能否作为采取监管措施的证据尚存在不确定性，但以高频交易数据为基础的定量分析为准确区分自营交易与做市交易提供了一种思路，并成为美国金融稳定监督委员会（FSOC）以定量分析矩阵作为识别非法自营交易方法的基础。

四、美国实施沃尔克规则的最新进展

（一）有效实施沃尔克规则的基本原则

2011年1月18日，FSOC正式公布了《关于禁止自营交易和限制与对冲基金、私募股权基金联系的研究与监管建议》，即实施沃尔克规则的研究报告。在归纳整理所收到的8000余条意见和建议的基础上，FSOC提出了有效实施沃尔克规则的基本原则，要求各成员监管机构在制定具体监管指引和条例时考虑。在自营交易限制方面，一是要求银行卖出或关闭所有不合法的自营交易平台；二是要求银行运用定量分析工具识别非法自营交易；三是要求银行建立内控机制，能够区分交易是客户发起还是银行自身发起；四是要求监管者对交易行为进行复核；五是要求监管者在判断银行是否合规的基础上进行必要处罚。在限制对冲基金、私募股权基金投资方面，一是规定除非基于真实、善意的信托或者已经确立投资顾问与客户的业务关系，否则禁止银行投资或发起设立对冲基金或私募股权基金；二是基于风险隔离原则，禁止银行参与可能导致其救助对冲基金或私募股权基金的业务活动；三是明确可能纳入沃尔克规则的“类似基金”的定义，避免监管套利；四是确立信息披露标准，要求银行公开披露对冲基金和私募股权基金的投资。此外，为督促银行提高对沃尔克规则的重视程度，报告借鉴萨班斯法第404节的规定，要求银行建立强有力的合规制度，包括要求首席执行官公开签字确认本行合规体系有效。

总的看来，FSOC的研究只是提供了指导原则和基本框架，各监管机构在具体行为的认定上仍然保留大量自由裁量权。

（二）关于限制自营交易

针对沃尔克规则实施的最大难点——限制

自营交易，FSOC提出了监管规则制定过程中应遵循的具体要求：一是授权监管者使用一切必要的监管工具与方法来限制非法自营交易，监督银行遵循沃尔克规则；二是监管规则与监管行动应灵活、动态调整以确保有效；三是规则应当在所有功能类似机构中一致实施以减少监管套利；四是规则应充分考虑不同资产的差异以确保有效。

在执行环节，FSOC推荐采用四步实施和监督框架。

一是建立程式化的流程框架，包括建立内部制度和程序以识别和消除非法自营交易、开发和实施控制程序、建立内部记录保留和报告系统、对合规体系进行独立监测、董事会的积极参与及首席执行官公开确认合规。

二是借鉴英国金融服务局的监管思路，建立以定量矩阵为基础的分析与报告机制。其优点是既可以发现趋势或引起关注的线索，又便利不同银行、市场部门或交易策略之间的比较。FSOC列举了四类定量分析矩阵：围绕定量矩阵的应用，FSOC强调：首先任何单一矩阵的分析都可能产生误差，因此矩阵分析结果不宜作为结论，而更适宜成为研究起点。其次，即使单一矩阵的分析有效，如果能将多种定量矩阵结合使用，则分析结果会更准确。

三是监管复核。FSOC强调监管当局应定期对银行交易活动进行监督，监测银行内部控制体系的合规性、监督潜在问题的发展趋势并调查特定交易活动。

四是违规处罚程序。一旦确定违反沃尔克规则，法律授权监管当局强令停止交易并清算。此外，监管者还可采取提高监管强度、降低风险限额、提高资本要求和罚款等措施。

（三）关于限制对冲基金和私募股权基金投资

围绕限制银行对对冲基金和私募股权基金的投资，FSOC主要提出三方面建议：一是合格客户的要求，列举了监管机构判定特定主体是否属于客户以及构成客户关系的必要条件；二是明确投资的计算方法，确保对单只基金的投资不超过基金资产规模的3%，对所有对冲基金与私募股权基金的投资不超过自身一级资本的

3%；三是合规监督、认证与公开报告。监管机构应要求银行建立合规机制，包括对合法对冲基金投资的有效风险监测、董事会积极介入和首席执行官对内部合规体系的公开认证。此外，监管机构还应考虑要求银行披露上述投资的性质与规模。

五、实施沃尔克规则可能带来的影响

限制自营交易和对冲基金、私募股权基金投资，意味着商业银行需要分离部分投资银行业务，这是对美国现行综合经营的金融服务格局的重大修正。就其实施的潜在影响而言，一是将对美欧等金融发达国家的相对竞争力产生影响。由于欧盟明确表示将维持全能银行经营模式，不会效仿沃尔克规则，而英国尚未决定是否将投资银行业务与零售银行业务分离，并且无意限制银行规模。在这一背景下，如果美国单方面进行限制，可能导致更多国际资本和大型金融机构转而选择欧洲或其他地区，使美国金融机构成为“监管套利”的牺牲品。二是美国金融机构的业务规模与盈利能力将受到影响。就业务规模而言，针对新法案对金融机构业务范围和营业规模的限制，美国金融机构未来的发展可能同时呈现两种特征：一方面，监管力度增强和业务范围的限制，将在形式上迫使大型银行的业务结构向传统商业银行回归；另一方面，金融自由化和创新并不会受到根本遏制，“道高一尺，魔高一丈”，华尔街可能通过创新金融工具和交易策略来规避沃尔克规则。就盈利能力而言，由于强制剥离盈利规模较高的自营业务，沃尔克规则的实施将对美国金融机构产生负面影响。据《经济学人》的预测，受沃尔克规则实施的影响，美国规模最大的银行2013年利润将缩水5%~20%。根据高盛的预测，剥离自营业务和限制综合经营规模将导致美国大银行正常利润下降13%，其中摩根大通和摩根斯坦利受到的冲击最严重，正常利润分别缩水95美分/股和74美分/股。但总体看来，目前美国银行业对对冲基金的投资比例为5%左右，只略高于3%的法定上限，且新法案给予银行长达7年的过渡期，因此银行短期盈利受到

的冲击有限。

六、对我国的启示

(一)重新审视银行业的功能与业务定位

商业银行的基本功能是通过吸收存款、发放贷款和清算结算等业务发挥经济活动润滑剂的作用，连接资金供给方和需求方，从而支持社会经济发展。政府正是基于这一功能定位为银行提供存款保险和流动性支持。在提升风险管理水平、做好传统银行业务的同时，可以允许银行为加强资产负债管理、提高竞争力适度开展资产证券化和证券、资金交易业务，但不能允许商业银行本末倒置，运用客户资金大规模从事自营业务和高风险投资，片面追求利润最大化，并在创造利润过程中对社会造成巨大的潜在负外部性。因此应当在理清基本功能的基础上审慎界定银行的业务定位，推进商业银行专注于以存贷款、支付结算为主的传统业务模式，在巩固信贷经营和提高风险管理能力的基础上，适度开展以服务客户为基础的代客投资业务和以风险管理为目的的自营投资业务。

(二)审慎推进商业银行综合化经营

综合经营虽然具有规模经济、提高效率、调整灵活、服务多样化等一系列优点，但也存在风险跨业传递、管理难度大等缺欠。本次金融危机的教训表明，综合经营一是便利了金融风险的跨市场、跨机构、跨产品传递，其微观层面所实现的效率提升往往以系统稳定性下降为代价，也对银行的风险识别、分析、计量、控制形成重大挑战。二是容易导致金融市场不公平竞争，助长商业银行“大而不能倒”。拥有资金成本优势和流动性支持的商业银行大量介入高盈利、高风险的投资银行业务，既会形成相对于传统投行的比较优势，促进自身业务规模的扩张；又会为利用内幕信息交易牟利提供方便之门，损害市场交易秩序和公平竞争格局。三是对监管机构的监管能力形成挑战。面对风险日益跨市场、跨机构、跨产品迅速传播，传统分业监管模式下过分关注个体机构安全的微观审慎监管理念和方法已不再确保金融体系的

安全，必须拓展监管视野，引入宏观审慎政策框架、机制、工具，加强系统性风险的识别、监测、分析、控制和处置。

有鉴于此，在我国现行分业监管格局下，应当审慎推进商业银行的综合化经营进程，采取有效措施，防止商业银行经营模式复杂化，降低不同金融市场的传染。为此，一是审慎推进综合化经营。既要加强准入阶段的审批控制，也要建立正式的后评估制度。对于综合经营的银行，严格执行5年后验收的标准。如果跨业经营5年后达不到该行业平均盈利水平，则要求其剥离该业务。二是完善防火墙制度，防止风险跨境、跨业传染。维持现行的银行体系与资本市场、银行及其控股股东、银行及其附属机构之间的防火墙建设，有效控制银行集团的风险。

（三）加强对银行自营业务的监管

危机期间美国银行业自营业务遭受的巨大损失表明这类业务风险较高，必须采取适当的控制措施。目前，我国银行业无论以资产占比还是收入占比来衡量，仍以传统存贷款业务为主，自营业务规模有限。虽然我国银行经营模式与欧美等国相比有很大差异，但沃尔克规则强化自营业务限制和风险监管的做法仍值得借

鉴。为提高自营业务监管的有效性，有效控制风险，保护金融消费者权益，可从以下几方面完善监管制度：一是根据业务风险特征，建立分类监管体系。在自营交易方面，禁止商业银行从事结构复杂、高杠杆的自营业务，严禁银行从事投机性交易，避免过度承担风险；在代客交易方面，鼓励商业银行开展以满足客户真实需求及风险对冲为目的的业务，坚持金融工具创新中“简单、透明”的原则，以现货及简单衍生品交易为主；同时要求银行在自营交易与代客交易之间建立严格的防火墙安排，禁止银行做多或做空与其代客交易相关的头寸，保护消费者利益并控制由此可能引发的声誉风险。二是建立自营业务全面风险管理与资本监管框架。在《商业银行市场风险管理指引》基础上，完善与自营业务相关的信用风险、操作风险、法律风险、声誉风险等管理要求，发布相关规定，规范并指导商业银行自营业务风险管理，同时从完善划分标准、加强估值监管、扩大资本的风险覆盖面等多角度完善自营业务资本监管制度。

（责任编辑 汪 川）

参考文献：

- [1] 孙建耘. 美金融监管改革尘埃落定，银行业经营模式或将改变[N]. 金融时报，2010，7，20.
- [2] Davis Pork. Summary of the Volcker Rule Study—Proprietary Trading [R]. 2011.
- [3] Davis Pork. Summary of the Volcker Rule Study—Hedge Funds and Private Equity Funds [R]. 2011.
- [4] FSOC. Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds [R]. 2011, January.
- [5] FSA of UK. The Prudential Regime for Trading Activities, a Fundamental Review[R]. 2010.
- [6] Oliver Wyman. The Volcker Rule –Considerations for Implementation of Proprietary Trading Regulations [R]. 2011, August.

Abstract: Volker Rule is the most strict terms of The Dod–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act which will have significant impact on the business model, financial market environment and competitive ability of banks in United States and all over the world. This paper analyzes the background, impact of the Volker Rule and its implications for the Chinese banking industry. It points out that the key problem of its implementation is how to distinguish the legal and illegal proprietary trading and suggest that China should review and improve its regulation and supervision of proprietary trading.

Keywords: Volker Rule; Proprietary Trading; FSOC