

美国金融监管改革及其面临的挑战

宋玉华 叶绮娜

内容提要 美国金融监管制度的改革方案及其实施效果,将是影响全球金融监管改革、全球金融市场稳定、国际金融体系重构等问题的主要因素,对21世纪世界经济和金融的稳定健康发展具有重要意义。本文分析了当前全球金融经济危机的根源,揭示了以金融证券化与美国金融监管放松等为主要特征的金融自由化浪潮在此次全球金融经济危机中的作用;详细阐述了美国金融监管改革方案的主要内容,并从金融监管框架、美联储职能以及金融业薪酬激励制度等层面,深入评价了美国金融监管改革方案;最后,从国内金融利益集团、国际金融监管竞争和现代金融发展模式等3个方面研究了美国进一步推行金融监管改革将面临的主要挑战。

关键词 金融监管 全球金融经济危机 美国金融监管改革方案

作者单位 浙江大学经济学院

中图分类号:F831.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1007-6964[2010]03-091105-0861

一、引言

以2008年9月15日美国第四大投资银行——雷曼兄弟公司破产为标志,全球金融经济危机进一步加剧,世界经济陷入了二战以来最为严重的衰退。事隔一年,尽管国际市场对经济形势的判断仍然存在分歧,但随着世界经济开始呈现复苏迹象,市场的乐观情绪明显占上风。2009年10月6日,澳大利亚中央银行宣布提高基准利率,成为全球金融经济危机爆发以来首个采取升息政策的G20成员国,这一举措被国际社会视为全球经济复苏的重要征兆。在国际市场乐观情绪的影响下,各国金融体系的改革诉求明显减弱。然而,当前的世界经济复苏是各国政府救市政策刺激的直接结果。按照经济周期的运行规律,这种复苏也可以看作是一种因存货调整带来的技术性反弹,因此经济复苏能否持续存在许多不确定性。影响经济复苏持续性的首要因素是国际金融监管改革能否从根本上改变国际金融运行模式,以避免未来爆发类似的金融危机。

在当前全球金融经济危机略显缓和的形势下,各国政府应继续对国际金融体系进行深刻反省,加快制定和落实各项金融改革措施。为实现更严格、更有效的金融

监管,奥巴马政府于2009年6月17日正式公布了名为《金融监管改革——新基础:重建金融监管》(Financial Regulatory Reform—A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation)的改革方案,期望加快推进和实施金融监管改革,恢复国内外市场对美国金融体系的信心并防止再次发生类似的严重金融危机。美国金融监管制度改革及其成效,将对全球金融监管改革、全球金融市场稳定、国际金融体系重构等问题产生重大影响。因此,研究美国金融监管改革的方案、不足及其面临的挑战,对21世纪世界经济和金融的稳定健康发展具有重要意义,对中国金融改革和实践也具有重要的启示和借鉴作用。

二、金融证券化、金融监管放松与美国金融危机

2007年夏天持续至今的全球金融经济危机是美国启动金融监管改革的最直接动因。此次金融危机的形成、发生和深化是美国过度宽松的利率政策、房地产价格泡沫破灭等多方面因素共同作用的结果,但其根本原因是20世纪80年代特别是21世纪以来迅速发展的金

融自由化浪潮。汹涌的金融自由化主要表现为过度膨胀的金融证券化和放任自流的金融监管。金融证券化始终处于此次金融危机的核心,是危机的源头或始作俑者,金融监管缺失则进一步放大了金融证券化的泛滥。过度的金融创新与低效的金融监管相互作用,并以一种交互反馈的循环形式使得美国金融系统积累起巨大风险,最终在房地产泡沫破灭的刺激下引爆席卷全球的金融危机。金融自由化浪潮的全球化又使美国金融模式及其危机前所未有地扩大到世界各国,形成全球性的金融经济危机。

1. 金融证券化

金融证券化是金融自由化的直接结果,它主要包括各种社会融资形式的证券化和银行和非银行金融机构贷款资产的证券化。前者指众多的社会经济主体不通过银行信用中介而直接在市场上发行和买卖有价证券来融资;后者则指商业银行和储蓄机构资产业务方式的证券化,它们以贷款的债权作为担保发行证券,并以证券交易方式转让贷款债权,以提高贷款债权的流动性并使之市场化。正是金融资产的证券化催生了金融衍生产品的无节制创新和泛滥,并带来金融市场的无序与混乱。

抵押贷款支持债券(MBS)、债务担保债券(CDO)、信用违约互换(CDS)等金融衍生产品的迅速发展及泛滥对此次危机的产生、传导和扩大起着至关重要的作用。作为美国债券市场上的最大券种,MBS余额从2001年的4.1万亿美元增加到2007年的7.4万亿美元,增长近两倍,而CDS余额在2001年时还不到1万亿美元,远小于债券总余额,但到2007年CDS余额已高达62万亿美元,增长62倍,是债券总余额(30万亿美元)的两倍之多(见图1)。这类规模庞大的衍生产品在不同的金融机构和投资者之间不断流转、交易和重组,

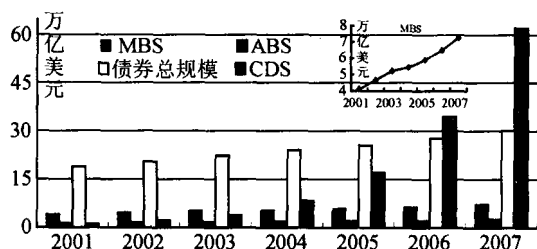


图1 美国各类债券与CDS余额(2001~2007年)

注:CDO在统计时被纳入ABS中。

资料来源:MBS、ABS和债券总规模数据来自美国证券业和金融市场协会(<http://www.sifma.org/research/statistics/statistics.html>); CDS数据来自国际互换和衍生产品协会(<http://www.isda.org/statistics/historical.html>)。

其价值早已与证券化基础资产相脱离,酝酿了巨大风险,并在反复交易中逐步积累扩大。金融衍生产品俨然成为美国金融市场的“定时炸弹”和“大规模杀伤性金融武器”。

2. 金融监管放松

美国金融创新与金融证券化的迅速发展得益于美国金融监管的放松,这一进程始于里根保守党执政时期,历经20余年。1999年底美国通过了《金融服务现代化法案》,即《1999年格兰姆-里奇-布利雷法》(Gramm-Leach-Bliley, GLB),该法案允许商业银行、证券公司和保险公司互相从事对方的业务。这标志着1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act)的废止以及金融领域分业经营限制的取消,美国金融业自此进入混业经营时代。同时,放松对金融机构经营业务的监管使得金融创新层出不穷,场外衍生品市场规模出现几何式增长以致失控。

这次金融经济危机的产生也与宽松的金融监管环境及低下的监管效率密切相关。

一方面,在金融机构实现混业经营的同时,监管机构的分业管理框架并没有改变,不同监管机构的职能交错与重叠,容易造成监管真空、监管不力等问题。图2描绘了这种监管体制下美国次级抵押贷款市场的监管体系。可以看出,这种体系的优点在于专业管理能够提高各部门的监管效率,防止权力过于集中,但同时也存在金融机构交叉重叠、金融法规/标准不一等缺陷,金融机构容易在不同监管部门之间寻找监管漏洞。

另一方面,以金融衍生产品为代表的金融创新不断突破已有的金融监管框架,各类金融监管准则严重滞后于金融创新的速度,造成了衍生产品领域的监管空白。同时,衍生产品复杂隐秘的风险转移机制与不断延伸的金融产业链又进一步加大了监管当局的监管难度。如债券之王比尔·格罗斯(Bill Gross)所说,“金融衍生商品是个新的‘影子银行体系’,……它存在于正常的商业管道之外,缺乏有效监管”^①。

三、美国金融监管改革方案的主要内容

针对金融监管存在的漏洞和不足,美国政府于2009年6月17日公布了全面金融监管改革方案。这一方案若能在国会通过,将是大萧条以来美国金融体系最

^① 转引自:中国工商银行城市金融研究所课题组,“次贷危机下的金融监管反思”,《中国经济报告》,2009年3月27日。

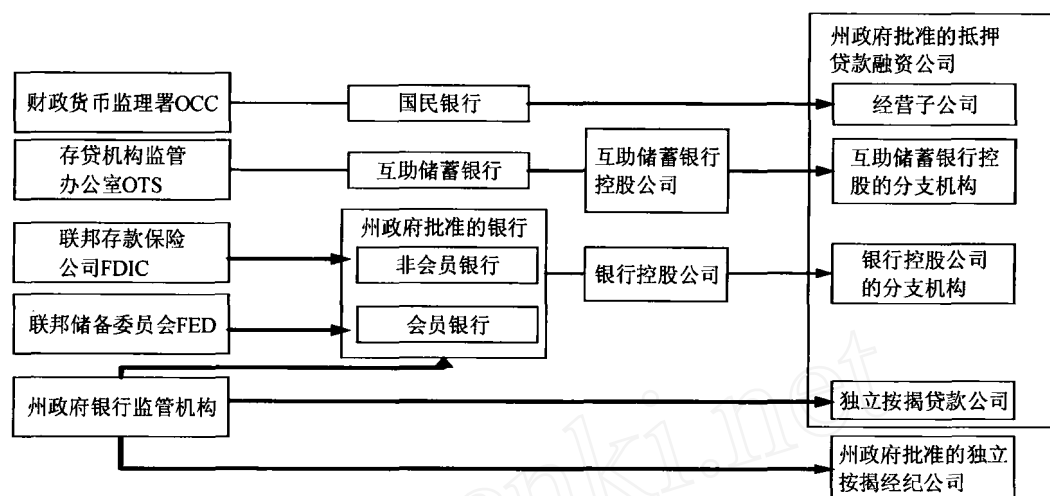


图2 危机前美国次级抵押贷款市场监管体系

资料来源: The Department of the Treasury, Blue Print for a Modernized Financial Regulatory Structure, March 2008, p. 207, Appendix C: Existing Regulatory Structure for Subprime Mortgage Origination.

彻底的一次改革。该方案主要从金融机构监管、金融市场监管、消费者权益保护、危机处置与国际合作等5方面构筑监管防线,将监管延伸至金融市场的各个方面。

这一改革方案的核心改革措施主要包括:

(1) 强化对金融机构的监管。改革方案中特别提出了“系统风险重要性机构”(Tier 1 Financial Holding Companies)这一概念,强调对所有“规模足够大、关联足够深、杠杆率足够高,以至于对金融市场影响足够显著”^①的金融机构实施更为严格的监管标准。美联储的监管对象将由目前的银行和银行控股公司,扩大到投资银行、保险公司等系统风险性机构,并对这些机构实施直接的审慎监督。此外,方案还要求成立金融服务监管委员会(Financial Services Oversight Council),以监视系统性风险,促进部门间合作。

(2) 完善金融市场的监管体系,实施金融市场的全面监管。方案特别强调强化对资产证券化市场的监管,建议衍生品实行标准化,加强对场外衍生品市场所有交易人员的审慎监管,并要求标准化的衍生品交易均通过受监管的中央对手方(central counterparty, CCP)结算机制进行结算,以此来降低系统性风险。这将是美国政府填补衍生品监管漏洞、强化美国金融监管力度的重要举措。

(3) 首次提出“消费者金融保护”概念,创立消费者保护机构(Consumer Financial Protection Agency, CFPA)。方案要求CFPA不仅能有效防止各种损害信用卡和抵押贷款等消费者的权益的行为,并能保护整个金融领域的消费者免受各种不公平、欺诈和违规行为的损

害。仅占美国金融市场规模2%的次贷市场危机最终演变为祸及全球的金融经济危机的重要原因之一,正是对消费者实施隐蔽欺诈、信息不完全所引致的“掠夺性贷款”^②。要重建市场信心,美国政府亟需建立强有力、系统性的监督机构来规范消费者金融服务和投资市场。

此外,这一方案还提出了多项加强金融监管国际合作的建议,包括如何加强国际资本框架、改善国际金融市场监管、强化对金融企业跨国行为的监督、改革危机防范和管理机构和程序、加强金融稳定论坛(Financial Stability Board, FSB)、加强审慎监管、扩展监管的范围、引入更好的补偿机制、提高审慎监管、洗钱/恐怖主义融资、税收情报交换方面的要求、改进会计准则、加强对信用评级机构的监管等。

四、美国金融监管改革方案的评析

从改革方案的内容来看,强调政府全面监管的美国金融监管改革方案反映了奥巴马政府对金融过度自由化的深刻反思。从宏观监管框架、监管主体以及微观激

① 引自 U. S. Department of the Treasury. Financial Regulatory Reform—A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, 2009.

② 美国法律没有对掠夺性贷款严格定义,掠夺性贷款一般指任何有损借款人并最终引起信用或拥有权益不公平的信贷手法,具体地说,是指贷款人或其他贷款经纪机构没有依照美国法律的相关规定向消费者真实、详尽地披露有关贷款条款与利率风险的复杂信息,而是利用借款人对贷款和合同条款的无知,诱导他们签订不合理或不适合他们的借款合同,进行不当借款。

励制度来看,美国金融监管改革方案对当前美国金融监管体系进行了较为系统的修补与完善,但是依旧存在很多漏洞和不足,美国金融监管改革依然任重而道远。

1. 金融监管框架改革

美国的金融监管框架有别于世界上任何一个国家的监管架构。正如图3中所指出,美国的金融监管框架主要有3个重要特征:1)双线多头,即联邦政府和地方政府都对金融机构有着监管权,每一层级又有若干机构共同行使监管职能;2)分业监管,即设置不同的行业监管机构对不同金融行业进行独立监管;3)伞式监管,即特定金融机构(主要是银行控股公司),由美联储负责综合监管,其他监管机构按业务种类开展具体监管。尽管金融监管框架在多大程度上能够保证金融稳定和市

场有效性尚无定论^①,但存在监管空白、监管低效等问题的美国金融监管框架至少是本次金融危机产生的原因之一。其中,混业经营和分业监管的背离正是危机爆发和升级的一个制度因素。

美国金融监管改革方案对监管框架的矫正对策主要包括两方面内容:第一,扩大美联储的监管权限,其直接监管范围覆盖所有对金融系统稳定有重要影响的机构,这将进一步强化美联储在伞式监管模式中的核心地位;第二,为加强不同的分业监管机构之间的合作程度,设立金融服务监管委员会,以控制金融市场的系统性风险。可以看出,改革方案旨在进一步强化美国机构监管与市场监管并重的监管模式,对金融监管框架进行了修正和补充。

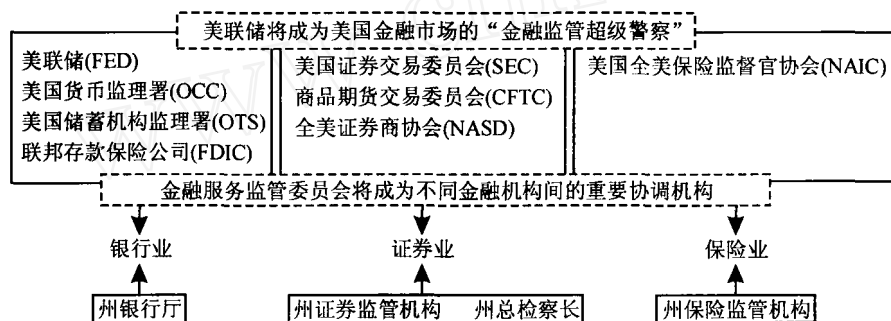


图3 改革方案对美国金融监管框架的修补

注:图中虚线为改革方案中对金融监管框架改革的主要内容。

资料来源:笔者根据 Financial Regulatory Reform—A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation 及美国财政部相关资料整理绘制。

然而,美国金融监管框架双线多头、分业、伞式的基本特征并没有根本改变(图3),尤其是分业监管与混业经营的矛盾并没有解决。以协调部门合作为主的金融服务监管委员会能在多大程度上监控整个金融市场的系统性风险仍是未知数。因而,美国证券交易委员会、商品期货交易委员会等分业监管机构仍将是维护市场稳定的主要监管机构,分业监管模式带来的局部性监管与系统性风险的矛盾仍将困扰美国金融体系。

2. 美联储职能改革

在危机爆发以前,美联储的主要职能主要体现为执行货币政策、监管银行业和提供金融服务三方面^②,而改革方案则强化了美联储防范金融市场风险的职能。美联储的监管范围将不仅覆盖整个银行业,还将直接监管所有系统风险重要性机构,同时还将对支付、清算和结算体系等金融市场基础设施进行监管。由此可见,这一改革方案将美联储全面提升为全能型监管机构,金融市场稳定性与监管有效性也将因此成为美联储的重要

政策目标。

然而,美联储是否能有效地履行其全面监管职能尚受到多方面因素的制约。一方面,美联储一旦成为金融监管机构,其货币政策的制定与实施将可能受金融稳定目标的影响。美联储在中央银行与金融监管者两大职能之间可能会顾此失彼,货币政策目标与金融稳定目标的权衡将有可能降低美联储经济决策的独立性与有效性。另一方面,美联储认定系统风险重要性机构的信息主要来源于金融服务监督委员会的意见指导,这些指导意见又来自各个行业监管机构,同时,改革方案还赋予该委员会对美联储进行权力制衡的监督权。因此,金融服务监督委员会的协调与监督职能将会在一定程度上

^① David T. Llewellyn. Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues. World Bank Seminar, Aligning Supervisory Structure with Country Needs, Washington DC, June 2006.

^② 郑联盛:《美联储:不能承受之重?》,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文 No. 09056。

影响美联储直接监管系统风险重要性机构的有效性。

3. 金融业薪酬激励制度改革

在一定程度上说,金融业薪酬激励制度与信用泡沫间的相互激荡加之被放大的道德风险也是造成此次金融危机的重要原因之一。目前,美国金融业高管薪酬大多直接与企业短期利益挂钩,这种短期激励制度与短视金融文化容易催生和滋长金融行业的“金融创新”冲动以及不顾风险盲目追求短期高回报的金融冒险行为,并在中长期内为金融市场积累过高风险,严重危害金融系统的稳定性。正如奥巴马在2009年G20匹兹堡峰会上谈及薪酬问题时所指出的一样,“容许可以赚快钱以及给高层带来丰厚分红、但不顾后果的方案,这会危及整个金融体系的安全,还把烂摊子留给纳税人来收拾”。因此,要全面防止金融危机的再次爆发,美国必须从微观层面改革金融业薪酬激励制度。

然而,改革方案仅在保护消费者和投资者利益的诸多措施中,原则性地提出对那些可能损害消费者利益的鼓励性薪酬进行审查,而并没有针对金融业薪酬激励制度改革提出具体的监管措施。这将使美国金融监管改革因缺乏微观层面的制度支持而难以取得成效。因而,更为严格、有效的金融薪酬激励制度改革势在必行。2009年10月22日,美国财政部宣布对接受政府救助最多的美国银行、花旗、通用汽车等7家企业的高管实行薪酬限制。同一天,美国联邦储备委员会则宣布将对辖内近六千家银行的从业人员薪酬政策进行审查^①。这标志着美国金融业薪酬激励制度改革的重要突破。未来金融薪酬改革的关键,在于进一步形成覆盖所有金融行业的制度化金融业薪酬监管体系,使金融业从业人员的薪酬与长期业绩和风险控制相挂钩,避免短期冒险行为,以加强中长期风险控制机制的基础。

总体而言,旨在解决金融市场运作的各种障碍性问题的美国金融监管改革方案虽然是自80年代金融自由化浪潮以来美国金融监管政策的最重要调整,标志着美国金融监管改革的正式启动,但要完成重构金融体系和金融活动制度框架的任务却非一役之功。

五、美国金融监管改革面临的挑战

奥巴马政府提出的金融监管改革方案,是美国金融监管改革乃至整个金融体系改革迈出的重要一步。今后美国金融监管改革的根本任务在于,改变现代金融自我扩张的发展模式,重建能避免金融危机重蹈覆辙并有利于金融市场稳定发展的制度基础。这一改革将涉及

金融业的众多领域,关乎不同集团的利益调整,因而也将面临多重挑战。

1. 来自国内金融利益集团的挑战

美国金融监管改革意味着对现有金融秩序与既得利益格局的调整与改革,势必面临来自国内各金融利益集团的极力反对。首先,改革方案中对金融衍生产品的诸多限制将大大压缩金融机构的运作和利润空间,这无疑将削弱甚至是控制了以华尔街为首的金融机构的暴利工具。此外,金融薪酬制度改革也将减少以金融高管为主的精英群体的个人财富收入。因而,金融监管改革必将受到这些金融利益集团的抵制。

其次,改革的核心措施将要求精简部分监管机构的职能,将原来分属于这些机构的权力“集权式”转移至美联储手中,如缩减美国证券交易委员会的权力,合并美国货币监理署与储蓄机构监理署为一个新的全国银行监管机构等。这又将触及不同经济与政治集团的既得利益。2009年8月4日美国国会听证会上政府内部多方代表对美联储成为“系统性风险监管者”这一措施的反响恰恰反映出来自既得利益集团的政治阻力。

2. 来自国际金融监管竞争的挑战

尽管巴塞尔协议、国际证监会组织等国际金融监管合作早已存在,但各国在银行自有资本率要求、资本流动、衍生产品的准入等方面都存在着极大的标准差异。而各国监管标准的差异正是产生金融机构监管套利(regulatory arbitrage)的主要源头,也是各国进行监管竞争(regulatory competition)以确保自身竞争力的主要内容。

在全球资本市场一体化及国际资本自由流动的背景下,金融机构及其业务活动能够迅速便捷地从监管严格的国家向其他监管宽松的国家转移,以规避金融监管,利用更低更有利的监管标准获得更高的收益来实现监管套利^②。为此,各国政府为了吸引跨国金融机构,并防止国内金融机构资本流出,会竞相降低监管标准,设计更为宽松的监管制度,最终引致全球范围内竞争性的金融“松绑”(race to the bottom)。这种竞争性的金融“松绑”又将进一步影响全球金融监管合作,从而扩大监管标准差异,最终形成一种将全球监管“锁定”在较低标准的恶性循环。

① 同一天,美国众议院金融服务委员会批准成立一家联邦金融监管机构——消费者金融保护署。

② 监管套利是指被监管的金融机构通过经营业务在国家间的转移,利用监管之间的差异而获利。详见霍华德·戴维斯、大卫·格林著:《全球金融监管》,北京:中国金融出版社2009年版。

由此看来,在各国金融监管竞争无法消除的条件下,美国金融监管改革方案在修正国内金融体系缺陷的同时,可能会损害美国自身的国家金融利益。因此,从国家金融利益安全来看,美国金融监管改革将面临国际金融监管竞争的挑战。

3. 来自现代金融发展模式的挑战

现代金融发展模式的内涵主要可以从两方面理解:第一是建立在华尔街文化基础上的高风险偏好运营模式;第二是以金融业为代表的虚拟经济不断膨胀从而远远脱离于实体经济。以不受限制地、无所不用其极地实现自我财富扩张的价值取向为核心的华尔街文化催生了金融机构普遍的高风险偏好的运营模式,并促使金融资本家、银行家为了追求超额利润而不断创新金融攫利工具,从而使得金融市场规模恶性膨胀,最终形成虚拟经济凌驾于实体经济之上的畸形经济结构,虚拟经济的繁荣与扩张成为世界经济增长的重要支撑。但这种虚拟经济与实体经济的严重背离,使得金融系统总是处于爆发金融危机的阴影之下并势必危及实体经济。

由此看来,美国现代金融发展模式的范式转变(paradigm shift)是推行金融监管改革和重整美国金融秩序的核心课题。这无异于一场针对美国根深蒂固的华尔街文化、企业经营模式和经济结构进行的“金融经济革命”,其难度可想而知。

综上所述,以金融证券化与金融监管放松为主要特征的金融自由化浪潮正是此次全球金融危机的根源。

因而,美国金融监管改革方案的出台旨在纠正美国金融市场过于宽松的监管环境,完善美国金融和经济发展的监管框架。但从宏观监管框架、监管主体以及微观激励制度来看,美国金融监管改革方案仍存在漏洞与不足:美国金融监管框架双线多头、分业、伞式的基本特征并没有根本改变;美联储的全面监管职能也受诸多因素影响;金融业薪酬激励制度改革仍需加快步伐。同时,金融监管改革的进一步推行也将面临来自于国内金融利益集团、国际金融监管竞争与现代金融发展模式等方面的挑战。由此看来,美国金融监管改革依然任重而道远。

参考文献

- [1] Llewellyn, David T. Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues. World Bank Seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs [R], Washington DC, 2006(6).
- [2] U. S. Department of the Treasury. Financial Regulatory Reform-A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation[R]. 2009.
- [3] 霍华德·戴维斯,大卫·格林. 全球金融监管[M]. 北京:中国金融出版社, 2009.
- [4] 郑联盛. 美联储:不能承受之重[R]. 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文 No. 09056, 2009.

(责任编辑:段锡平)

Contents & Abstracts

The Effect of FDI Inflows on China's Terms of Trade: From Multi-Dimensional Perspectives

Huang Ling (3)

The terms of trade effect on China brought by FDI inflows has experienced some changes in more than a decade recently. Although FDI inflows have produced a salary spillover effect on China, China's trade pattern hasn't been improved radically, which led to the higher NBTB volatility. China's export volumes of foreign trade have increased a lot with the great increase in FDI inflows, which offset the deterioration of China's net barter terms of trade (NBTB) to a great extent and improved its income terms of trade. Comparatively, China's single factor and double factors terms of trade have not been improved so much as its income terms of trade. Therefore, China should improve its productivity and technical level while introducing the FDI in great numbers so as to maximize its single factor terms of trade and double factors terms of trade.

Study on International Oil Price Volatility based on Position of Fund's Holdings: 1994 ~ 2009

Ma Dengke Zhang Xin (8)

Since 2002, the international oil prices has been in a sharp volatility. This paper analyzes the international petroleum investment, the speculative fund's composition, size and characteristics, and then selected the data of Fund's holdings from 1994 ~ 2009 published by CFTC to study the relations between international oil price and Fund's total holdings, non-commercial holdings represented by speculative funds with co-integration and Granger causality test. the results shows that: The international oil price soar is driven by money indeed, and the speculation operated by oil speculative fund is the main cause of oil price volatility. The paper puts forward the concept of optimal degree of speculation, once the speculation hit the "optimal degree of speculation", trading system should trigger the "fuse system" to limit the speculation.

The Global Economy against Financial Crisis: From Imbalance to Balance

Lei Da Zhao Yong Sun Jing (15)

This paper explores the mechanism on how global imbalance leads to financial crisis and adjusts to its equilibrium level. We find that the sustainability of global imbalance relies on the development of financial institutions and the existence of high return industry in real economy in the U. S. , and when either of these conditions are not satisfied, the adjustment of global imbalance will be unavoidable. So the nature of the U. S. financial crisis is the reflection of excessive consumer demands' adjustment to equilibrium. Furthermore, we also find that this financial crisis has not fundamentally reshape the global financial system, and a low level of growth rate and a high level of volatility of global economy will be foreseeable in absence of technical and institutional innovation. As a result, the recovery of economy reflected in any economic indicators will not last too much longer.

The Development of Global Private Equity: Its Characteristics and New Trends

Xiang Weixing Liu Yang (20)

Private Equity is only an American phenomenon in the past time, and now it becomes an important part of capital market in many countries and regions. Global Private Equity faces a difficult environment because of the current global financial crisis. How to response and make sound measures will be particular interest. This paper casts an objective review of the characteristics of Global Private Equity in recent ten years and explores the changes of market structure and transaction, then highlights the challenges and opportunities of the Global Private Equity industry.

The U. S. Financial Regulatory Reform and the Challenges

Song Yuhua Ye Qina (26)

The U. S. financial regulatory reform has significant effects on global financial regulatory cooperation, global financial stability and restructure of international financial system, and hence is essential to the development of world finance and economy in the

《世界经济研究》2010年第3期·87·

future. This paper analyzes the roots of the current global financial and economic crisis and points out that financial liberation is the most important cause of the crisis. Then the paper gives a detailed review of the key recommendations in the reform proposal from the macro regulatory structure, regulatory institutions and micro motivation system. At last, the paper lays out the potential challenges, with which the regulatory reform will be confronted, mainly from domestic financial interest groups, international regulatory competition and modern financial development mode.

Randomness, Foreign Exchange Market Intervention and Market Effectiveness: A Dynamic Analysis on the RMB Exchange Rate

Sheng Bin Wu Jiantao (32)

The extent of foreign exchange market efficiency is an important approach to investigate whether an exchange rate regime is flexible and reasonable. The paper uses the method of approximate entropy to study the dynamics of efficiency of RMB foreign exchange market before and after the RMB exchange rate regime reform. We find that after reform the efficiency of foreign exchange market between RMB and Euro and Yen reduced, while the efficiency of foreign exchange market between RMB and U. S. dollar increased. Meanwhile, the more interventions by the central bank in foreign exchange market, the lower efficiency of RMB exchange rate. The empirical study proves that the reference to a currency basket is an effective vehicle to enhance the efficiency of RMB foreign exchange market.

An Analysis on the Way Against Finance Crisis by Finance Cooperation in East Asia

Zhu Xiaobing (38)

It will be discussed to the way against finance crisis by East Asian finance cooperation, for analyzing the worthy of currency interchanging system and its default under CMI. And it also discusses a new system of regional floating capital arrangement——East Asia Exchange Pool. In fact, that is just the merger of the extant bilateral currency interchanging agreements among countries, and then transit the bilateral agreements to an uniform agreement. If the East Asia Exchange Pool could be built finally, it would be a great improvement to the CMI. The first improvement is to enhance the function of the system to against finance crisis under CMI. The second improvement is that it would be the basis for the establishment of the East Asia Currency Cooperation system.

Weighted Majority Rules, Voting Power and the Financial Hegemony of U. S.

Yao Daqing (43)

In the weighted majority rules, there is a nonlinear relation between the vote number and actual voting power. Banzhaf Index and Coleman Index can be used to measure the voter's voting power. By computing the voting power of IMF's executive board member, we find that the weighted majority rules magnify the control of U. S. and consolidate its hegemony. Then, some suggestions are made to the reform of IMF's voting rules.

Environmental Effects of U. S. Service Exports: Country-Statistics based on Pollution Emission from Different Industries

Cai Hongbo Qu Ruxiao (48)

This paper makes differences between U. S. cross-border trade in services and foreign affiliates trade in services, on the basis of which it does country-analysis of U. S. 's 8 trade partners on 6 kinds of major pollutant emission from 12 service industries in 2002. After comparing different environmental impact of American service exports on itself, we can re-recognize environmental pollution of U. S. trade in service industries. Some policy suggestions for U. S. should be provided that how to adjust development pattern of service industries and optimize trade geography in services with environmental constraints.

The Empirical Analysis of Fluctuation of China's Export to U. S. under Global Financial Crisis: From the perspective of China's and U. S. , policies in Coping with the Financial Crisis

Zhang Jianqing Wei Wei (56)

China's export to U. S. experiences dramatically decrease due to the shock of international financial crisis. This paper uses