

（一）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本比例的3%。此外，取消了有关银行经营规模的限制条款。

1、禁止自营交易，同时规定豁免情况

自营交易是指投资银行利用自有资金和融入资金直接参与证券市场交易并承担风险的一项业务。《沃尔克规则》禁止自营交易，而自营交易的涵盖范围甚广，在此基础上，《沃尔克规则》给出了一些相应的豁免监管的交易类别。

2、豁免的自营交易类别

《沃尔克规则》针对的对象包含银行和非银行金融公司，对于银行，禁止银行参与自营交易（豁免交易类别除外）；对于非银行金融公司，允许从事自营交易。

对于银行，监管豁免的交易类别包括：美国政府债券（包括国债和市政债券）和房利美、房地美、联邦农业抵押贷款公司或农村信用系统等政府支持的企业发行或参与的证券及地方政府发行的市政债券等；承销和做市交易，只要该交易规模不超过对客户或交易对手近期需求的合理估计量；为降低风险而进行的与所持资产相关的对冲交易，或称套保；代表客户进行的交易；允许外资机构或不在美国开展业务的机构从事自营交易，前提是交易活动发生在美国境外且从事该交易活动的机构为非美国银行机构的直接或间接附属机构；其他。

豁免的交易类别也有一些相应的限制条件。如果出现下列情形，交易将不被豁免：导致银行和客户之间产生利益冲突；将银行暴露于高风险的资产或高风险的交易策略下；威胁银行的安全和稳定经营；对美国金融系统稳定性产生威胁。若出现上述情况，相关机构（Agency）可以直接禁止该交易。

另外，非银行类金融公司可以进行自营交易，但若该类公司进行自营交易，必须满足一些额外要求和资本限制，但如果是从事上述豁免的交易类别则不需要满足这些额外条件。

从上述结果来看，有一些被市场诟病较多的业务其实都包含在豁免的范围之内：一是deltaone业务在《沃尔克规则》框架下就是豁免的，因为《沃尔克规则》允许银行为对冲风险而进行持仓，而这个业务之前曾给瑞银等机构带来巨大损失；二是非银行类金融公司并未被禁止自营交易，比如之前倒闭的MFGlobal，它在《沃尔克规则》框架下仍然可以做自营交易，当然这也符合此法案致力于规避“大而不能倒”的目的，MFGlobal带来的风险是可控的，或者说MF是“小而可以倒”，因而不在限制自营交易的范围。

3、豁免的自营交易头寸

《沃尔克规则》禁止自营交易的头寸类别包括各类证券，衍生品，远期合约，基于各类证券、衍生品、远期的期权和各监管机构禁止的头寸。

外汇的远期和互换是豁免的，而其他一些头寸是否应该被豁免存在较大的争议，比如远期合约是否应该被豁免。当前很多华尔街银行涉足原油现货贸易，它们向炼油厂销售原油，然后再购买炼油厂生产的柴油或汽油等。比如高盛就是阿龙美国（AlonUSA）在加利福尼亚州、路易斯安那州和得克萨斯州所拥有炼油厂的最大原油供应商和最大的成品油客户。摩根大通则向美国东海岸最大的炼油厂供应原油，并向其采购燃料。而这些业务不可避免地涉及到对远期合约交易的需求，而且这类需求是为服务实体经济需求的、且是合理的。

4、禁止自营交易的对象

在《沃尔克规则》框架下，不能从事自营交易的是银行，而非银行金融机构是允许从事自营交易的，因而清晰界定上述“银行”的范围就非常重要。

“银行”的覆盖范围包括：（1）由联邦存款保险公司

(FederalDepositInsuranceCorporation,FDIC)保障的储蓄性机构，简单而言，就是既吸收存款又接受FDIC提供的存款保险的公司，也就是我们传统意义上的商业银行；控股上类储蓄性机构的公司；银行控股公司（BHCs）；上述三类公司的关联公司或子公司。

为保证法案的完备性，上述“银行”的范围不包含银行控股的基金公司，否则将会出现前后矛盾。因为按规定，这类银行在基金中的持股有3%的限制，这点对于基金显然不适合。因而上述“银行”排除了银行控股的基金公司。

从上述结果来看，《沃尔克规则》禁止自营的范围涵盖了所有的商业银行和投资银行，以及银行控股公司，这些公司包括我们熟悉的高盛、摩根大通和摩根士丹利等。但《沃尔克规则》禁止自营的范围不包含其他金融控股公司，比如之

前倒闭的MF和百利等。

5、谁来监管

总体而言，《沃尔克规则》涉及到的监管框架与美国既有的监管体系并没有重要区别，因循了之前按基础资产来划分监管机构的监管体系。

具体而言，监管机构的负责范围如下：相应的联邦银行机构负责监管所有的储蓄型机构；美联储监管控股储蓄机构的公司、银行控股公司、非银行金融公司以及上述三者的子公司；CFTC监管所有在《多德—弗兰克华尔街金融改革与消费者保护法》体系下规定由其优先监管的所有企业；SEC监管所有在该体系下规定由其优先监管的所有企业。

金融稳定监督委员会（FSOC）的主席（也就是财政部部长）负责协调监管法规的颁布，而FRB则在法规执行贯彻的多个方面起牵头作用。

6、如何区分许可与禁止的交易行为

自营交易和做市交易之间的界限非常模糊，尤其是做市商的自营交易行为较难甄别。《沃尔克规则》是允许做市交易的，因此若不能有效区分做市交易和自营交易，规则必将存在重要漏洞，这也正是很多评论人士表示担心的主要原因。FSOC为打消这些疑虑，列出了一些区分自营交易和做市交易的角度或方法，归纳为以下六条：

一是风险管理的角度。若交易单位交易头寸的规模和持仓的类型都超出了为市场提供中介服务的需要，这类交易会被视为自营交易而非做市交易。

二是收入来源的角度。如果交易产生的收益主要源于持有头寸的价格变化而不是客户中介收入，这类交易将被视为是自营交易而不是做市交易。

三是风险收益比的角度。如果交易行为导致交易单位在单位风险平均产生的收益过大或过小，并且未能表现出盈利的持续性，或者收益水平波动明显，都将被视为自营交易而非做市交易。

四是面向客户的角度。如果交易单位持仓数量明显超出对近期客户需求的预期，那么这类交易将被视为自营交易而非做市交易。

五是佣金和价差支付的角度。如果交易单位的交易行为导致其主要是支付而非收取各类费用、佣金和价差收入将会被认定为自营交易而非做市交易。

六是从激励雇员的角度。如果交易单位有鼓励其雇员进行有风险的自营交易的行为，该交易行为将被视为自营交易。

（二）实施进展

1、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。

2、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。

3、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。

（三）最终规则

1、禁止自营交易——最终规则会禁止银行实体的自营交易。正如Dodd-Frank法案要求的，最终规则会包括以下的豁免：

(1) 承销：该豁免将要求银行实体担任证券发行的承销人（包括公共和私募分销），交易部门的承销头寸要和该分销相关。与Dodd-Frank法案一致，承销头寸必须设计得不超过对客户近期需求的合理预期。

(2) 做市相关的活动：在该豁免下，交易部门将被要求常规性地为购买或出售一类或多类金融工具做好准备。如果规则被采纳，交易部门对这些类型金融工具的存货将必须在持续经营基础上，设计得不超过对客户近期需求的合理预期。在最终规则下，决定客户需求将基于诸如历史需求和市场因素考虑的事情。在该豁免下，假如做市部门的行为符合最终规则要求下某些风险管理流程，该做市部门可以对冲其做市活动的风险。

(3) 减低风险的对冲：该豁免将用于设计于降低和可证明地降低或大幅减轻银行实体单个或总体头寸的具体可辨别风险的对冲活动。该银行实体还会被要求进行分析（包括相关系数分析）来支持其对冲策略，同时对冲的有效性必须在持续经营基础上在必要的时候进行监控和校准。最终规则还要求银行实体交易的时

候同时留下记录，对呈现高度合规风险的交易留下对冲原理的记录。

(4)交易某些政府债务。最终规则将容许银行实体继续进行美国政府、机构、州政府和市政负债的自营交易。规则还会容许，在更多限制的环境下，进行外国主权负债或其政治细分区域负债的自营交易。

(5)外国银行实体的某些交易活动：假如交易的决定和外国银行实体的主要风险发生和存放在美国以外，最终规则一般不会禁止外国银行实体交易的。只有在某些环境下，这些交易才可以涉及美国实体。具体的，一笔豁免的交易可以a)与美国实体的外国操作之间进行；b)与担任委托人的独立市场中介在已结清交易中进行；或c)通过担任代理人的独立市场中介，在交易所或类似交易设施匿名进行的已结清交易中进行。

(6)其它容许的活动：最终规则将豁免，假如某些要求得到满足，以受托人身份或在无风险的委托人交易中替代客户交易，以及保险公司总体或独立账户的活动。

(7)厘清除外条款：最终规则会厘清，在某些要求得到满足的情况下，哪些活动不会被认为是自营交易，包括只是作为代理人，经纪商或保管者进行交易；通过延期报酬或类似的安排；为了偿还之前合约留下的债务；在某些回购和证券借贷协议下；按照记录好的流动性计划管理流动性；与某些清算活动联系的活动；或完成某些现存的法律义务。

2、禁止参与担保基金——最终规则会禁止银行实体拥有和发起对冲基金和私募基金，这些在最终规则下称为“担保基金(Covered Funds)”的活动，担保基金的定义包括在投资公司法下构成一家投资公司的任何发行者，除非是被该法案下3(c)(1)或3(c)(7)两条条款排除在外的情况。最终规则还会把担保基金的定义涵盖到某些外国基金和大宗商品池，但该定义是以一种比计划中规则更为狭隘的方式进行的。

(1)除外条款：最终规则会在担保基金定义中排除某些比较有一般企业用途的实体，比如说全资子公司、合资公司和收购工具，以及在SEC注册的投资公司和商业发展公司。其它除外条款可用于某些在国外公共发行的外国基金，贷款证券化，保险公司独立账户，和小企业投资公司和公共福利投资。

(2)被容许的活动：正如Dodd-Frank法案要求的，在适当的条件下，最终规则会容许银行实体投资于或发起与以下事项相关的担保基金：组织和分销担保基金；承销或做市相关的活动；某些类型减轻风险的对冲活动；只发生在美国以外

的活动和保险公司的活动。

(3)厘清除外条款：最终规则会厘清，在某些要求得到满足的情况下，一家银行实体没有加入被禁止的担保基金活动或投资，包括当其只是担任代理人，经纪商，保管者，或受托人或类似受托资格代替客户行动的时候；通过延期报酬或类似的安排；或之前签订协议下收取债务的普通流程。

3、合规要求——最终规则会提供基于银行实体规模和所进行活动数量而变动的合规要求，降低较小型较简单实体的负担。没有参与最终规则涵盖活动的银行实体不会有合规程序的要求。

4、合规程序：最终规则一般会要求银行实体建立一个内部合规程序，该程序应该合理地设计来保证和检测（银行活动）符合最终规则。较大的银行实体将必须构建一个有较详细内容的合规程序，包括要求CEO认证；只有小规模活动的较小实体将要遵从简化的合规制度。没有进行任何最终规则所针对活动的银行实体，除了交易豁免的政府和市政负债，将不需要建立合规程序。

5、文件编制：最终规则将要求银行实体保存文件，这样监管机构就能监控他们逃避规则的实例。

6、数据上报：最终规则将要求有大量交易业务的银行实体上报某些旨在监控某些交易活动的量化指标。上报要求将会基于公司交易活动的类型和规模逐步实施。

最终规则会在2014年4月1日生效。美联储委员会已经延长了适应期至2015年7月21日。从2014年6月30日开始，持有超过500亿美元合并交易资产和负债的银行实体将被要求上报量化指标。持有多于250亿美元，但少于500亿美元合并交易资产和负债的银行实体将要在2016年4月30日开始执行这个要求。持有多于100亿美元，但少于250亿美元合并交易资产和负债的银行实体将要在2016年12月31日开始执行这个要求。监管机构将重新审查2015年9月30日前收集的数据，如果合适将重新制定收集要求。