



【玲言策】

**进入成熟期，美国私募基金行业呈现出规模大、杠杆高、渗透率高的特点，增强了系统性金融风险爆发的可能性，尤其是2008年金融危机的爆发促使美国对私募基金的监管理念发生根本性的转变，具有一定的借鉴价值。**

# 美国私募基金监管实践解析

黄亚玲

作为私募基金的发源地，美国至今仍然是全球最大的私募基金市场，其对私募基金的监管一直表现出某种可以识别的一致性与继承性，从而与世界其他地区对私募基金监管的理解形成明显区别，并且构成了一个相对完整的注册制监管体系。在该体系下，监管主体主要是美国证券交易委员会（以下简称SEC），监管客体主要是私募基金及投资顾问，监管方式主要是信息披露。需要说明的是，美国并未出台专门的私募基金管理办法，其对私募基金的监管主要体现在《1933年证券法》《1934年证券交易法》《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》《1966年证券市场促进法》《2010年华尔街改革和消费者保护法》（也称为《多德—弗兰克法案》），以及今年8月通过的《投资顾问法新规》等法案中。整体来看，美国对私募基金的监管经历了宽松→收紧→宽松的变迁，在不同的历史时期，监管的侧重点也有所不同。

第一个时期：2008年金融危机之前。这一时期，美国对私募基金的监管较为宽松，监管重点侧重于投资者利益保护，体现了监管层鼓励私募基金行业发展的监管理念。一是设定豁免条款。允许符合相关条件的私募基金及私募基金投资顾问免于在SEC注册，较大程度地保

留了私募基金运营的灵活性。比如，《1933年证券法》第4(a)(2)条规定，不涉及任何公开发行的发行交易可以豁免注册；《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》分别对私募基金和投资顾问的豁免注册进行了规定。二是设定合格投资者制度。对合格投资者的设定设置投资者人数上限和投资资格，规定基金只有向合格投资者募集时才能豁免注册。比如，《1940年投资公司法》第3(c)(1)和3(c)(7)条规定了私募基金豁免注册的条件。其中，第3(c)(1)条适用于投资者不超过100人且证券未公开发行的情况；第3(c)(7)条适用于投资者全部为“合格买家”且证券未公开发行的情况。三是设定信息披露制度。要求注册的投资顾问向SEC提交Form ADV，主要用于日常管理。

第二个时期：2008年金融危机至2022年。这一时期，美国对私募基金的监管呈现出先紧后松的特点，源于2008年金融危机的反思，监管重点开始从投资者利益保护转向侧重于系统性金融风险监测。2008年金融危机的爆发，激发了美国各界对私募基金引发系统性风险的担忧和关注，促使美国政府出台《2010年华尔街改革和消费者保护法》，一定程度上抑制了私募基金市场的活跃度。为了刺激经济增长和加强金融竞争力，2018年后，美国开始放松私募基金行业监管。

一是确立新的私募基金管理人

注册制度。要求管理资产规模在1亿美元以上的大型基金管理人向SEC注册；管理资产规模在1亿美元以下的基金管理人向州级监管机构注册；管理资产规模介于9000万美元与1亿美元之间的中型基金管理人向SEC提供年度更新报告的可以向SEC注册，豁免小型风险投资基金的注册要求。

二是创设“监管的受管理资产”（Regulatory Asset Under Management, RAUM）的新判断标准，将所有由管理人持续监督管理的资产均计算在受管理的资产内（Asset Under Management, AUM），而不再允许管理人选择性计入特定类型的资产，体现出防范系统性风险的监管理念。

三是扩大信息披露主体。规定Form ADV同样适用于豁免注册的基金管理人，并在重大事项出现变动时及时更新，但是与注册的基金管理人在信息披露和实质行为要求两个监管层面有所不同。比如，豁免注册的管理人无需在Form ADV中披露客户手册的内容，也无需使用托管人。

四是扩大信息披露内容。要求注册的私募基金管理人提交PF（Private Fund）表格，以供金融稳定委员会评估私募基金可能导致的金融系统风险。报送的内容主要包括风险敞口、杠杆、风险状况和流动性等信息，并根据管理人的类型设置差异化的报送内容。

第三个时期：2022年至今。这

一时期，对私募基金的监管进入新的收紧监管阶段，监管重点以系统性金融风险防控为主，体现出美国对私募基金强监管的理念，尤其是今年8月份颁布的《投资顾问法新规》，标志着对私募基金行业透明度、公平性和问责进入更严格的监管时代。一是扩大信息披露范畴。要求注册的私募基金顾问向投资者提供季度报表，详细说明私募基金的业绩、管理费和费用开支情况；提供每只私募基金的年度审计报告；在GP主导的二级市场交易中提供公允意见或估值意见。二是设置限制性活动规则。禁止所有的私募基金投资顾问从事某些与公众利益和投资者保护背道而驰的活动，除非他们向投资者提供了某些信息披露，并在某些情况下获得了投资者同意，比如在回拨金额中扣除缴税金额、要求基金承担投资顾问合规/调查费用、非按比例分摊项目调查费用、向基金借款或延长借款期限等。三是设置优惠待遇规则。禁止所有私募基金投资顾问向投资者提供一系列优惠权利，主要包括赎回权、信息权、向潜在投资人披露重大经济条款、向基金现有投资人披露全部优惠条款等。

总的来说，在私募基金行业发展早期，美国宽松的监管政策提供了较大的自由度和弹性，对促进行业加速发展发挥了不可替代的作用。进入成熟期，私募基金行业呈

现出规模大、杠杆高、渗透率高的特点，增强了系统性金融风险爆发的可能性，尤其是2008年金融危机的爆发促使美国对私募基金的监管理念发生根本性的转变，具有一定的借鉴价值。在监管目标上，以防控系统性金融风险为主，兼顾投资者利益保护，加强私募基金信息披露和监测，通过监测基金业绩、投资风险、流动性以及杠杆的使用等指标，识别“异常值”、行业风险敞口、行业集中度、资产构成与交易活动的变化趋势和潜在风险。在监管方式上，基于杠杆与系统性金融风险的关联度，对私募基金实行差异化监管。比如，对杠杆较小的创业投资基金和私募股权投资基金，监管策略侧重于合规，鼓励该类私募基金进一步提升服务科技创新的能力；对杠杆较高的对冲基金，监管策略侧重于强化风险控制，强化杠杆水平监测和系统性风险评估。在监管机制上，通过市场信用机制或法律机制保证信息披露制度有效执行。监管机构和市场对信息披露的过程与结果进行监督反馈，不断增强信息披露的真实性与及时性。比如，在法律层面明确规定，如果基金管理人向监管机构提交的数据申请或报告存在任何重大事实的虚假陈述或遗漏，则该行为属于非法行为。

（作者系经济学博士，供职于国家电网集团创新投资有限公司）



【环宇杂谈】

**当下最需要解决的是，规范房地产企业财务行为和信息披露，杜绝企业违规挪用预售资金，杜绝项目之间资金流交叉。**

# 银行对民营房企“惜贷”的根源在哪里？

李宇嘉

从“白名单”到“三个不低于”，银行支持房企融资的风向正在转变。近期，多家大型银行密集召开房企座谈会，听取房企融资需求，并且表态会“一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求”。从2022年的“金融16条”和“三支箭”政策，到本次“三个不低于”“一视同仁”，可以看到，房企资金链紧张，特别是民营房企“融资难”，已到了非解决不可的地步。

去年底发布“金融16条”及“三支箭”后，起初业内预期很高，但实际落地效果不理想。在我调研过程中，有房企表示，银行存在所有制歧视问题，总是带着有色眼镜看待民营房企融资，总是将民营地产与高风险对应起来。而银行则普遍认为，民企奉行“三高”经营模式，高负

债是锁定的，而且不管怎么尽调，也搞不清他们有多少债务，实际偿债能力如何。

一家银行公司部的经理告诉我，民企开发商普遍存在多头融资现象，都要靠信托、私募等非正规渠道来借钱拿地，拿了地还要融开发贷，还要拖欠供应商货款，让施工单位垫款建房。所以，任何一个地产项目都很难实现资产独立、负债独立，很难实现资金封闭运转，很有可能冒出一个债权人查封、划扣本项目预售资金，银行投进去的贷款就变成了不良资产。

总之一句话，按银行现有的风控审批模式，很难明显增加对民企的贷款。更加重要的是，即便预售资金全部能进监管账户且银行可以控制账户资金进出，确保一旦过了监管额度，就可以要求开发商拿销售回款偿还开发贷，但问题是商品

房需求端持续疲弱，每月的销售回款不断走低，有的项目划完预售监管资金，可能就没钱了，保障银行的债权有不确定性。

交流中，这位银行部门经理向我举了个例子。某地产项目，申请开发贷时，按照当时销售状况，三个月后销售回款即可满足监管额度，预计半年后就可以还清开发贷。但是，开盘后去化严重不及预期，当月去化率不足15%，连预售监管资金额度都不够。后期开发商降价促销，回款满足了监管额度，但由于该开发商其他项目保交楼存在资金缺口，监管额度增加了，导致开发贷出现逾期。

个人认为，金融机构之所以有所有制的歧视，本质上是对行业旧模式的不信任。简单讲，高利润的诱惑下，很多开发商都想高周转、加杠杆。所以，必然会出现过度负债、

表外负债。过去房价上涨、购房踊跃时，这种模式对资金链和偿债的考验被掩盖。现在，商品房销售开始下行，而过去高举高打（多拿地、多开工、少竣工）到了偿债、交付用钱的时候了。

恰恰这时候销售回款下降了，加上风险开始暴露，银行不愿意再像过去那样，没有顾虑地“喂钱”了。外源和内源融资双重夹击，民企债务和违约问题就接踵而来。我认为，不管是“白名单”还是“三个不低于”，尽管有助于避免个体理性（规避风险）导致集体非理性（系统性风险），但行业模式和信用问题不解决，不能强行把马拉到河边并强其饮水。

座谈会上谈笑风生，各种表态都会有，会后也会有授信、协议等，但能实际落地多少贷款投放呢？最应该解决的是，先建立基础性制度

和信用制度，修复信用和信任问题。当下最需要解决的是，规范房地产企业财务行为和信息披露，杜绝企业违规挪用预售资金，杜绝项目之间资金流交叉，让金融机构能清晰地分析出项目实际债务和可控现金流。

我的建议是，对于新增融资支持的房地产开发项目，要确保债务和债权独立，要确保销售资金完全用于该项目交付和债务偿还，资金闭环运行，杜绝出现资产或资金被冻结、被划扣。最重要的是，金融机构对“白名单”企业的新增贷款，若因项目被冻结、划扣、其他债务纠纷或挪用等出现经营之外的损失，该企业永久不得进入融资市场，让可置信的威胁倒逼规范信息披露、有债必偿。

（作者系广东省住房政策研究中心首席研究员）



【和而不同】

**目前日本经济的这轮反弹，或许更多地受益于国际产业链的重构。**

# 日本经济向好的拐点出现了吗？

韩和元

今年以来日本经济明显反弹，多项指标录得亮丽的数据。据此，有人认为，日本经济正在摆脱通缩的阴影。有人甚至认为，日本经济向好的拐点已经出现。但我的看法是，断言日本经济向好的拐点已经出现，为时尚早。

其一，“失落的三十年”里，日本经济并非水平发展。事实上，从2002年到2007年，受益于前首相小泉纯一郎一系列的改革举措，日本经济曾一度出现过一波小反弹。2003年开始，日本GDP（国内生产总值）录得1.54%的增长，2004年该数值为2.19%，2005年该数值为1.8%，2006年该数值为1.37%。自此，日本经济走出了此前12年三度衰退的阴霾。同期的日本，按照资产价格表现排序，总体趋势为股票>外汇>债券；从2003年至2006年，股票市场表现最为优秀，而2002年和2007年则是日元市场表现更加出

色。不过，小泉时代日本经济虽曾强劲复苏过，但并未改变日本失落的整体趋势。2008年，全球金融危机爆发，日本经济再度衰退。随后，日本政治局势再次频繁变动，日本经济也随之再度陷入低迷。

其二，困扰日本经济增长的根本问题始终没有得到有效解决。首先表现为，日本政府长期采用的包括低利率及量化宽松（QE）在内的货币政策，已然成为绞杀其国家竞争力优势的罪魁祸首。随着20世纪80、90年代新一轮的国际产业转移，新趋势已经不可避免地出现。可惜的是，随着大泡沫的破灭，日本政府一味地只顾眼前利益，采取宽松的货币政策和积极的财政政策，而不是顺势杀死僵尸企业，出清债务、加快产业结构升级，结果是支撑了其原有的产业模式。在这种背景下，日本根本无法享受到中国、韩国这样的新兴经济体大发展所带来的好处。相反，由于新兴经济体加入战团，使得日本

国内产业逐渐趋于疲敝——受制于土地成本、劳动力成本高企，日本在中低端产品上，无法与中国、韩国等国展开竞争。而由于无法实现产业转型升级，日本在高端产品方面也开始变得无法与欧美国家展开有效的竞争。宽松的货币政策，导致日本固化了原有产业结构，丧失了新陈代谢的功能，结果是其经济日渐“僵尸化”，这正是日本经济增长停滞的根本原因。

此外，畸高的债务率也是拖累日本经济增长的重要原因。从20世纪90年代以来的30多年，日本一般政府总债务占GDP比重持续攀升，且增速极快。根据IMF数据，1990年日本一般政府总债务占GDP比重仅有69%，但1996年就突破100%，2009年突破200%，2022年则高达261%。32年间，每年平均提高6个百分点。横向来看，日本成为世界主要经济体中政府债务率最高的国家，其他国家与日本相比差距巨大。例如，2022年主要经济

体的政府债务率分别为：美国122%、法国111%、德国67%、英国103%、韩国54%、印度83%、中国77%，均远远不及日本。从日本央行的数据来看，2022年日本国家政府债务总计是GDP的2.2倍，是中央政府预算税收收入的19倍。

2010年初，哈佛大学的两名经济学家莱茵哈特（Carmen Reinhart）和罗格夫（Kenneth Rogoff）联名发表了一篇题为《债务时代的增长》的学术论文，研究公共债务与经济增长的关系。他们研究了44个国家200年来的数据后发现：当一国或地区的债务占其GDP的比重超过90%，那么该国的经济增长往往比债务低于GDP比重90%的国家更慢，即一个国家的政府债务率超过90%的阈值后，其经济增速将显著下降。当然，这篇论文也遭到了学术界的广泛批评。原因是两位经济学家在研究时，出现了“数据处理错误”，或更一般地讲“统计错误”。但批评意见认为，上述论文的第一

点，即“当一国或地区的债务占其GDP的比重超过90%，那么该国的经济增长往往比债务低于GDP比重90%的国家更慢”仍然是正确的。这就从另一个角度，部分地解释了日本经济为何持续低迷。

目前日本经济于国际产业链的重构。随着中美竞争加剧，美欧提出“再工业化”推动制造业回流，并通过近岸外包、友岸外包降低产业链、供应链对中国等发展中国家的依赖。美国试图以“脱钩断链”“小院高墙”策略增强对中国价值链的“低端锁定”和“高端封锁”。而日本在人力资源、管理经验方面，无疑保有优势。据日媒报道，2021年以来进入日本半导体产业的外资已超过140亿美元。但是，对于日本而言，这种由于特殊国际环境带来的利好是否能够长期持续，需要打一个问号。正是这个疑问的存在，让日本未来的经济增长前景充满变数。

（作者系广州经济学者）