

如果特朗普再度放松金融监管？ ——特朗普 1.0 金融监管政策复盘与 2.0 展望

优于大市

核心观点

核心结论。2024 年美国大选特朗普获胜，全球将迎来特朗普政府 2.0 时代，本篇报告复盘其上一届任期中（简称为 1.0 时代）金融监管政策改革及后果，并试图展望特朗普新一届任期中（简称为 2.0 时代）新政可能的方向及效果。我们认为，特朗普 2.0 时代可能会采取比特朗普 1.0 时代更大胆的放松金融监管举措，且相比于 1.0 时代可能会更关注大银行以及沃尔克规则等领域。

美国金融监管背景简介。历史上，美国金融监管呈现从强化到放松的轮回。受美国“分权与制衡”原则的影响，美国采取其特有的“双轨多头”的金融监管模式。2008 年金融危机后，美国在国际社会的质疑和国内各界的压力下进行了自“大萧条”以来最为重大的金融监管改革——2010 年奥巴马政府出台了《多德-弗兰克法案》以及极为严格的沃尔克规则，开始强化监管。

特朗普 1.0 任期复盘。特朗普 1.0 政府于 2018 年出台了《放松监管法案》，部分放松了《多德-弗兰克法案》的限制，尤其在减轻中小银行的监管负担方面取得了实质性成果。其主要内容体现在以下四个方面：（1）为消费者获取抵押贷款获得便利；（2）降低中小银行的监管标准和要求；（3）调整系统重要性金融机构的认定标准及监管要求；（4）重申金融消费者权益保护。从结果而言，《放松监管法案》现实效果或不及预期。从影响来看，短期内新法案的结构性去监管为中小银行“减负”，长期看对中小银行的监管放松却间接成为硅谷银行等银行倒闭的导火索。

特朗普 2.0 新政展望。我们认为特朗普放松金融监管的三层原因可能在于：

（1）认为过多的监管阻碍了经济增长；（2）向华尔街进行利益输送；（3）提升美国金融业的全球竞争力。特朗普卸任后，拜登在任时做出了一系列加强金融监管的改革尝试，但相对无果而终。全球将迎来特朗普政府 2.0 时代，我们预测：（1）特朗普 2.0 时代可能会采取比特朗普 1.0 时代更大胆的放松金融监管举措；（2）本轮改革可能会更关注大银行以及沃尔克规则等领域；（3）由于 2023 年银行倒闭后加强监管的趋势，除了加密货币等一些特定领域外，立法变化可能不再会发生。最后，我们还对特朗普 2.0 时代金融监管改革重点政府机构和人员进行了分析。

风险提示：美国政坛发生风险事件；美国经济下行风险超预期；国际地缘形势变化超预期；历史经验不代表未来。

行业研究 · 行业专题

银行

优于大市 · 维持

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn liuruiling@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

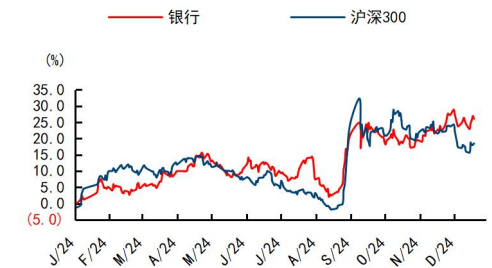
chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

联系人：刘睿玲

021-60375484

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《固收类新高，现金类收缩，多资产堵点待打通——2024 年银行理财年报点评》——2025-01-19

《银行业点评-本轮“钱荒”有何不同？》——2025-01-17

《银行业专题-银行择股主线和逻辑：复盘和展望》——

2025-01-15

《银行理财 2025 年 1 月月报-“开门红”后理财与基金的三个合作方向》——2025-01-10

《美国金融如何支持科技企业？-案例分析与行业数据》——

2025-01-08

内容目录

核心结论	4
1 美国金融监管背景简介	4
1.1 安全与效率的摇摆：从强化到放松的轮回	4
1.2 分权与制衡的理念：“双轨多头”的监管体系	5
1.3 20 世纪以来美国金融监管沿革与 2010 年《多德-弗兰克法案》	6
2 特朗普 1.0 任期复盘：放松金融监管	7
2.1 《多德-弗兰克法案》实施受阻，金融机构与监管部门成本飙升	7
2.2 特朗普 1.0 金融监管改革内容与 2018 年《放松监管法案》	9
2.3 特朗普新法案影响不及预期，间接成为银行倒闭导火索	12
3 特朗普 2.0 新政展望：金融松绑，剑在何方？	14
3.1 特朗普推动金融去监管的三层原因	15
3.2 特朗普 2.0 政府金融监管改革的可能性分析	18
风险提示	20

图表目录

图 1: 美国金融监管呈现从强化到放松的轮回	5
图 2: 美国“多头”银行体系监管机构	6
图 3: 20 世纪以来美国金融监管沿革	7
图 4: 截至《多德-弗兰克法案》签署六周年, 完成的条款规定只占七成	8
图 5: 2010-2020 年美国大银行与小银行数量占比趋势	8
图 6: 2010-2020 年美国大银行与小银行总资产占比趋势	8
图 7: 沃尔克规则难以实施的三个原因	9
图 8: 《放松监管法案》出台前后, 对社区银行从业人员的两次调查	13
图 9: 2018-2021 年硅谷银行资产负债表规模高增	14
图 10: 2019-2021 年签名银行资产负债表规模高增	14
图 11: 1998-2016 年各金融部门游说花费占金融业总体比重	16
图 12: 美国商业银行游说活动的概念框架	17
表 1: 特朗普 1.0 金融监管改革时间线梳理	10
表 2: 《放松监管法案》四个方面主要内容及具体举措	11
表 3: 《金融 CHOICE 法案》和《放松监管法案》主要内容对比	12
表 4: 硅谷银行、签名银行和第一共和银行三家银行倒闭存在共性原因	14
表 5: 拜登时代的已生效的金融监管政策 (截至 2025 年 1 月 10 日)	15

核心结论

2024 年美国大选特朗普获胜，全球将迎来特朗普政府 2.0 时代，本篇报告复盘其上一届任期中（简称为 1.0 时代）金融监管政策改革及后果，并试图展望特朗普新一届任期中（简称为 2.0 时代）新政可能的方向及效果。

本篇报告的核心结论如下：

第一，特朗普 1.0 政府出台了《经济增长、放松监管和消费者保护法案》（Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act，以下简称“放松监管法案”），部分放松了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下简称“多德-弗兰克法案”）的限制，尤其在减轻中小银行的监管负担方面取得了实质性成果；

第二，据美国社区银行从业人员反馈，《放松监管法案》现实效果或不及预期，短期内新法案的结构性去监管为中小银行“减负”，长期看间接成为硅谷银行等银行倒闭导火索；

第三，我们认为特朗普放松金融监管的三层原因可能在于：（1）认为过多的监管阻碍了经济增长；（2）向华尔街进行利益输送；（3）提升美国金融业的全球竞争力；

第四，特朗普卸任后，拜登在任时做出了一系列努力来试图扭转局势，但其加强金融监管的改革尝试是相对无果而终的；

第五，全球将迎来特朗普政府 2.0 时代，我们预测：（1）特朗普 2.0 政府可能会采取比特朗普 1.0 政府更大胆的金融放松管制行动；（2）本轮改革可能会更关注大银行以及沃尔克规则等领域；（3）出于 2023 年银行倒闭后加强监管的趋势，除了加密货币等一些特定领域外，立法变化可能不再会发生；

最后，我们还对特朗普 2.0 时代金融监管改革重点政府机构和人员进行了分析。

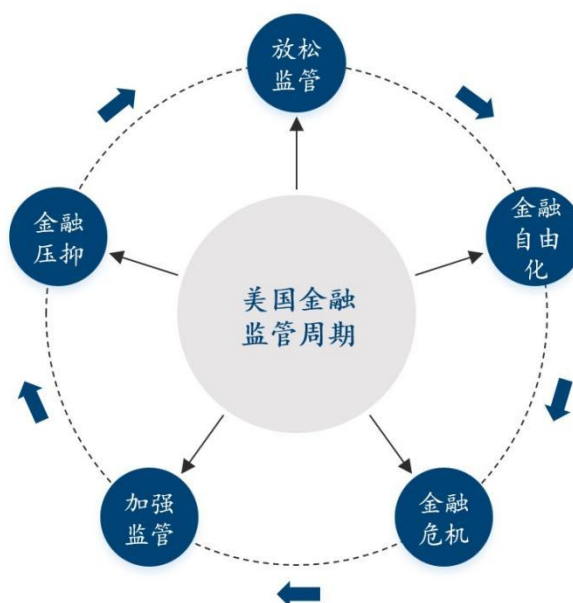
1 美国金融监管背景简介

1.1 安全与效率的摇摆：从强化到放松的轮回

历史上，美国金融监管呈现从强化到放松的轮回。从 20 世纪 30 年代前的金融市场放任自流，历经“大萧条”后的监管全面强化，70 年代至 2007 年的逐步放松，2007 年次贷危机后至 2017 年的重塑秩序与加强监管，金融监管政策呈现周期性的变化规律。

呈现上述规律，主要有两点原因：一是美国崇尚“大市场、小政府”的政治哲学，政府监管旨在防止市场过度自由导致的失衡。当市场出现过度自由时，政府会加强监管，一旦失衡得以纠正，监管则相应放松。二是金融监管是在金融安全、效率及消费者保护三大目标寻求平衡的过程。危机来临时，安全和消费者保护是金融监管的主要目标，而当市场风险得到控制后，则开始更多地考虑效率。

图1：美国金融监管呈现从强化到放松的轮回



资料来源：路洲臣《特朗普时代美国金融监管改革新政述评》，国信证券经济研究所整理

1.2 分权与制衡的理念：“双轨多头”的监管体系

2008年金融危机前，美国采取其特有的“双轨多头”的金融监管模式。“双轨”是指金融机构由州一级以及联邦一级相应的监管机构来监督。“多头”是指同一金融机构不止被一家监管机构监管，而是由多家机构进行重叠监管。根据业务的不同，美国商业银行联邦层面的监管主要包括货币监理署（OCC）、联邦储备体系（FED）、联邦存款保险公司（FDIC）和国家信用合作社管理局（NCUA）。

这种监管架构的设计深受美国“分权与制衡”原则的影响。美国秉持着“多头监管优于单一监管”的理念，然而这在实践中暴露出一些结构性挑战：一是机构冗余与效率折损，二是监管盲区的存在，三是监管竞争和监管套利现象并存。

图2：美国“多头”银行体系监管机构



资料来源：OCC, FED, FDIC, NCUA, 国信证券经济研究所整理

1.3 20 世纪以来美国金融监管沿革与 2010 年《多德-弗兰克法案》

1913 年《联邦储备法案》颁布，美联储成立，美国金融监管体系正式建成，银行业于一战结束后快速发展。

1930 年代大萧条，此前银行业自由发展积累了大量泡沫，美国金融监管大幅收紧，罗斯福总统政府于 1933 年颁布了《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)，标志着美国银行进入严监管时代。《格拉斯-斯蒂格尔法案》规定商业银行业务需与投资银行业务分开，加强了联邦储备系统对国家银行的监管，创建了联邦存款保险公司 (FDIC)，并引入了“Q 条例” (Regulation Q)¹来限定存款利息的上限。

1970 年后，伴随着新自由主义思潮的兴起，美国逐步放松金融监管。1980 年颁布了《存款机构放松管制和货币控制法》，该法案取消了“Q 条例”，并允许银行跨州经营。1999 年颁布了《金融服务现代化法案》，部分废除了《格拉斯-斯蒂格尔法案》，不再要求商业银行业务与投资银行业务分开，重回金融综合经营的道路。

金融自由化政策下，风险过度积累，引发了 2008 年的金融危机，美国在国际社会的质疑和国内各界的压力下进行了自“大萧条”以来最为重大的金融监管改革——2010 年奥巴马政府出台了《多德-弗兰克法案》²以及极为严格的沃尔克规则

¹ “Q 条例”，即为避免银行采取风险过高的投资和贷款政策赚取收入以支付利息，规定商业银行不得对支票账户支付利息，并授权美联储对其他类型的存款设定利息上限。

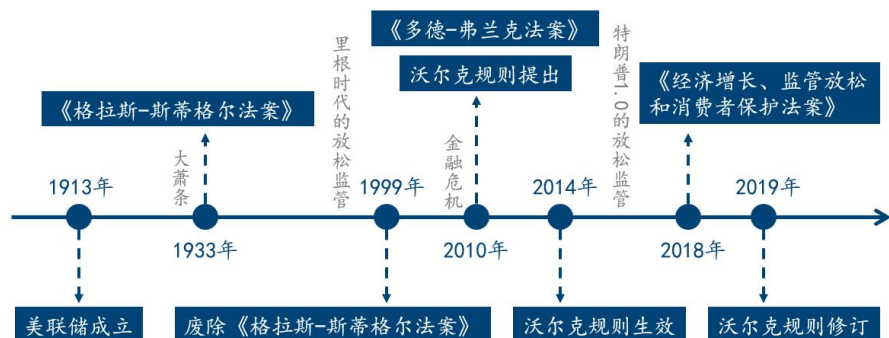
² 《多德-弗兰克法案》，即《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，该法案以领导这一立法的两位国会议员命名，包括参议院银行委员会主席克里斯多弗·多德以及众议院金融服务委员会主席巴尼·弗兰克，致力于保护消费者、解决金融业系统性风险等问题，旨在避免 2008 年的金融危机重演；

(Volcker Rule)³。《多德-弗兰克法案》可谓是奥巴马政府在金融改革领域中最重大的成果之一，体现了奥巴马政府监管的两个重要思想——**预防系统性风险和强化对金融消费者的保护**。

2010年《多德-弗兰克法案》主要内容包括：（1）重新构建监管框架，增设金融稳定监管委员会（FSOC）、金融消费者保护局（CFPB）等机构，加强消费者保护；（2）对系统重要性金融机构进行严格监管，避免系统性风险，引入沃尔克规则，限制大型金融机构的自营交易，授予FDIC破产清算权限；（3）严格银行资本金监管和业务监管，根据银行的规模和风险设定新的资本金要求。另外，规定美联储对企业高管薪酬进行监督；（4）对资产证券化及场外衍生品市场进行约束，将绝大部分场外金融衍生品交易移到交易所交易，禁止银行间或者银行与客户间进行金融衍生品交易。

本篇报告将重点呈现的特朗普金融监管改革，很大程度上是围绕着《多德-弗兰克法案》和沃尔克规则进行的——**2018年，特朗普政府出台了《经济增长、监管放松和消费者保护法》**，部分放松了《多德-弗兰克法案》的限制；**2019年，完成了对沃尔克规则的修订**。

图3：20世纪以来美国金融监管沿革



资料来源：Federal Reserve History，国信证券经济研究所整理

2 特朗普 1.0 任期复盘：放松金融监管

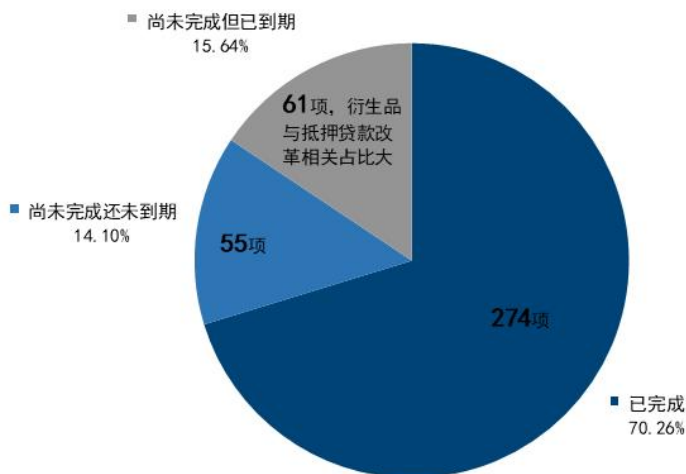
2.1 《多德-弗兰克法案》实施受阻，金融机构与监管部门成本飙升

《多德-弗兰克法案》实施以来受到重重阻力。根据美国达维律师事务所统计⁴，截至2016年7月19日，法案签署六周年之际，根据法案制定的390项规定中，已经完成的274项，占70.26%；尚未完成但还未到期的有55项，占14.10%；尚未完成但已经到期的61项，占15.64%，其中衍生品与抵押贷款改革是占比最大的两类。

³ 沃尔克规则 (Volcker Rule)，即禁止客户存款受益于联邦保险或者获准进入贴现窗口的银行业实体从事自营交易，投资或赞助对冲基金和私募股权基金，特定情况例外处理。

⁴ <https://www.davispolk.com/files/2016-dodd-frank-six-year-anniversary-report.pdf>

图4: 截至《多德-弗兰克法案》签署六周年, 完成的条款规定只占七成

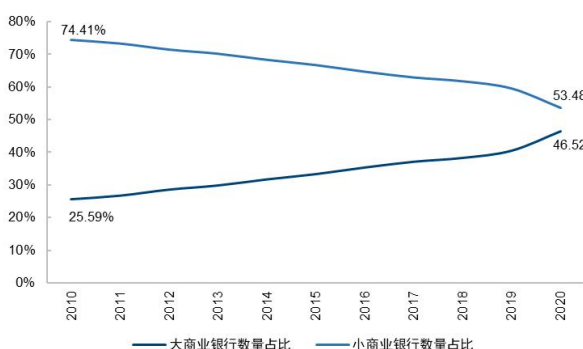


资料来源: Davis Polk, 国信证券经济研究所整理

事实上, 自《多德-弗兰克法案》自出台以来, 各界人士的质疑声不绝于耳, 其真实监管效力备受质疑。

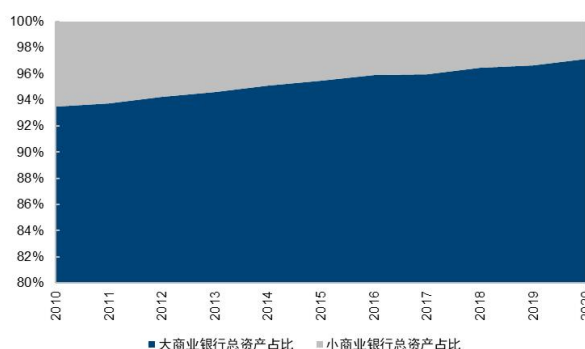
- ◆ **首先, 大大增加了金融机构合规成本, 小银行是重灾区。**在该法案出台后几年内, 美国的中小银行便陷入经营困境。《多德-弗兰克法案》多数条款不适用于小型银行, 新的贷款审批程序、信息披露要求及资本比率标准增加了社区银行的合规成本, 使其面临破产或合并的压力, 这迫使许多小银行与大银行合并, 加剧了资本向大银行集中的趋势。法案颁布后, 美国社区银行从 2010 年的 6530 家减少了 35% 至 2020 年的 4277 家⁵, 强化了银行业马太效应。

图5: 2010-2020 年美国大银行与小银行数量占比趋势



资料来源: FDIC, FED, 国信证券经济研究所整理。注: 这里将总资产大于或等于 3 亿美元的银行定义为大商业银行, 反之则为小商业银行。

图6: 2010-2020 年美国大银行与小银行总资产占比趋势

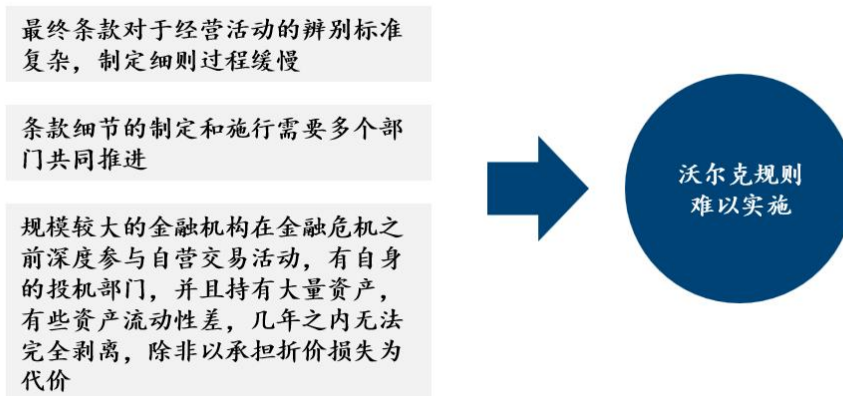


资料来源: FDIC, FED, 国信证券经济研究所整理。注: 这里将总资产大于或等于 3 亿美元的银行定义为大商业银行, 反之则为小商业银行。

⁵ Hanauer, M., Lytle, B., Summers, C., & Ziadeh, S. (2021). Community banks' ongoing role in the US economy. *Economic Review*, 106(2), 5-49.

- ◆ **其次，成本同样飙升的还有金融监管部门。**参照美国智囊机构“美国行动论坛”（American Action Forum）的分析⁶，自法案发布的六年间，总计导致了360亿美元的直接成本（平均310美元/美国家庭），多付出了额外的7300万小时的监管文件工作（约等于37000名全职员工一年的工作总时长）。
- ◆ **再者，很多条款边界模糊，实操难度较大。**沃尔克规则尤为典型。该规则旨在限制银行从短期价格波动中获利的交易活动，然而做市、对冲、资产管理及证券承销等合规活动在表面上与受限的自营交易极为相似，使得区分变得复杂。沃尔克规则的最终条款于2014年4月1日生效，但是在执行的要求上美联储也一再宽限。2016年7月7日，美联储宣布将银行剥离投资基金业务以及与基金脱离关系的最后期限再次延长至2017年7月21日，这已是美联储所拥有的三次延期一年的权力中的最后一次。

图7：沃尔克规则难以实施的三个原因



资料来源：朴英爱，田彪《〈多德-弗兰克法案〉与特朗普政府金融监管改革》，国信证券经济研究所整理

- ◆ **此外，经济增长率也不及预期。**《多德-弗兰克法案》实施期间，美国经济增长率未能突破2%，远低于4%的历史平均水平。同时，工资增长停滞不前，导致居民储蓄的进一步萎缩，就业率也未见显著改善。

2.2 特朗普 1.0 金融监管改革内容与 2018 年《放松监管法案》

在《多德-弗兰克法案》广受诟病、实施受阻的背景下，2017年特朗普上台，开始了1.0总统任期内大刀阔斧的金融监管改革。改革思路在特朗普竞选总统宣言中初现雏形，在执政期间分步推进，具体可以分为四个阶段。

- ◆ **竞选承诺，废除《多德-弗兰克法案》。**早在竞选期间，特朗普便对《多德-弗兰克法案》公开表达了不满，认为该法案未真正解决金融机构“大而不倒”的核心问题，也未能增加金融系统的安全性，反而加重了金融机构的合规成本，阻碍了家庭和企业获得金融支持，拖慢了美国经济复苏的步伐。因此，他在2016年总统竞选承诺中，明确指出要废除《多德-弗兰克法案》，旨在放松金融监管，激发美国经济增长活力，以及在国际监管规则谈判中，做到美国优先，确保美国企业在全美竞争格局中占据有利地位。

⁶<https://www.americanactionforum.org/insight/six-years-dodd-frank-higher-costs-uncertain-benefits/>

- ◆ **前期准备，为放松金融监管做铺垫。**在就任总统不到一个月的 2017 年 2 月 3 日，特朗普便迅速签署了一项行政命令，要求财政部在 120 日内，提交修改《多德-弗兰克法案》的可行性方案。为了保障这一改革进程的顺畅推进，特朗普紧接着于 2 月 13 日做出了重要的人事调整，任命 Steven Mnuchin 接替 Adam Szubin 担任财政部长。Adam Szubin 作为奥巴马时代的旧臣，其政策立场倾向于通过政府干预来维持市场的严格监管。而 Steven Mnuchin 则带来了截然不同的视角——他不仅拥有在高盛等顶级金融机构任职的丰富经验，更秉持着一种市场导向的理念，这与特朗普主张放松金融管制以促进经济增长的战略不谋而合。此外，在立法层面，共和党的 Mike Crapo 和 Jeb Hensarling 分别担任参议院银行业委员会主席和众议院金融服务委员会主席，他们均主张放松金融监管。
- ◆ **众议院推出《金融 CHOICE 法案》，最终夭折。**2017 年 6 月 8 日，由共和党主导的众议院通过了《金融 CHOICE 法案》，这部长达 600 页的法案对《多德-弗兰克法案》进行了根本性的修改。主要包括：第一，限制政府对银行破产救助；第二，重组消费者金融保护局，缩小职权范围，减小对金融市场的影响；第三，缩减金融稳定监督委员会的职权；第四，提高压力测试的透明度；第五，降低中小金融机构的监管负担；第六，修改沃尔克规则，放宽对自营业务的监管。尽管该法案过于激进，最终夭折，但该法案是特朗普政府放松金融监管努力中的一次大胆尝试，一定程度上体现了美国金融监管改革方向。
- ◆ **参议院推出《放松监管法案》，成功颁布。**2017 年 11 月 16 日，参议院银行业委员会推出《放松监管法案》，经过为期 4 个月的不断讨论和修改，最终在 2018 年 3 月 14 日被参议院通过，并且呈递给众议院进行审阅、讨论和投票。众议院被共和党主导，其主张自由市场政策，所以对放松金融监管持欢迎态度，该法案在 2018 年 5 月 22 日被众议院顺利通过。**2018 年 5 月 24 日，特朗普签署 S. 2155 号议案《放松监管法案》，使其正式成为法律。这是 2010 年至今美国最大的金融监管改革，该法案的通过，意味着特朗普时代放松金融监管取得实质性成果。**

表1: 特朗普 1.0 金融监管改革时间线梳理

时间	具体事件
2010	为有效应对金融危机，美国通过了《多德-弗兰克法案》（DFA），对监管做出了重大变革，开始了美国金融监管的新时代
2014/4	沃尔克规则（Volcker Rule）正式生效
2017/1	原定的对巴塞尔 III 向进一步趋严方向的修订被推迟
2017/1/20	特朗普宣誓就职美国总统
2017/2/3	特朗普签署行政命令，要求美国财政部会同金融稳定监督委员会（FOSC）对现有的金融监管法律进行评估，并在 120 天内提交相关报告
2017/4	美国众议院金融服务委员会主席杰布·亨萨林（Jeb Hensarling）提出了《金融选择法》（The Financial Choice Act）草案。但由于该法案过于激进，涉及多项《多德-弗兰克法案》核心内容的修改，参议院反对的声音很大。因此，特朗普政府转而采取回避主要争议、先寻求突破的策略，继续推动金融监管的放松
2017/11	参议院共和党人麦克·克拉波（Mike Crapo）提出《经济增长、放松监管和消费者保护法》（Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act）草案，并获得两党及国会的支持
2018/3/14	《经济增长、放松监管和消费者保护法》在参议院以 67 票赞成、31 票反对的票数获得通过
2018/5/22	《经济增长、放松监管和消费者保护法》在众议院再以 258 票赞成、159 票反对的票数获得通过
2018/5/24	特朗普正式签署《经济增长、放松监管和消费者保护法》并使之成为法律
2018/5	美联储发布修改和简化后的沃尔克规则并公开征求意见
2018/8	特朗普签署《外国投资风险评估现代化法案 2018》（FIRMA），目的是大幅扩大美国外商投资委员会（CFIUS）的审查权限
2019/8	美国货币监理署（OCC）和联邦存款保险公司（FDIC）批准了“沃尔克规则”修订版
2021/1/20	特朗普卸任第 45 任总统

资料来源：GAO，国信证券经济研究所整理

2018年《放松监管法案》总篇幅196页，共分为6个部分，其主要内容体现在以下四个方面：一是为消费者获取抵押贷款获得便利；二是降低中小银行的监管标准和要求；三是调整系统重要性金融机构的认定标准及监管要求；四是重申金融消费者权益保护。总的来说，《放松监管法案》有效地放松了资本要求，放松了流动性原则，降低了社区银行的监管成本，对于盘活中小银行原本有限的资本金具有极大帮助。

表2:《放松监管法案》四个方面主要内容及具体举措

《放松监管法案》主要内容	具体举措
● 为消费者获取抵押贷款提供便利	(1) 放宽农村地区的不动产抵押贷款条件。新法案取消了农村地区交易额少于40万美元的不动产及其权益交易的资产评估； (2) 降低小银行抵押贷款的信息披露标准。如果银行和信用社在2年内发起的封闭式抵押贷款数量或开放式信用贷款数量不超过500笔，那么该银行或信用社将不用满足高要求的信息披露标准； (3) 豁免小银行设立住房抵押托管账户； (4) 鼓励更多的机构或个人从事抵押贷款业务； (5) 增加更多的贷款申请渠道和提高客户体验。
● 降低中小银行的监管标准和要求	(1) 降低中小银行的资本充足率要求。新法案降低了总资产规模小于100亿美元的社区银行的资本充足率要求，同时简化了社区银行的杠杆率计算公式，不再基于风险加权资产，而是简单要求总资产在100亿美元以下的社区银行的杠杆率在8%~10%之间，即可视为满足资本充足率要求； (2) 认可中小银行互助存款受存款保险制度保障。新法案规定互助存款总额不超过50亿美元或不超过一方总资产的20%，均可纳入存款保险制度范围； (3) 适当放宽中小银行对自营业务的约束。《多德-弗兰克法案》对银行的自营业务进行了严格限制，仅允许因做市交易或风险对冲目的进行自营交易，并且对对冲基金和私募基金的投资不得超过一级资本的3%。而新法案为总资产低于100亿美元且交易总额不超过其总资产5%的中小银行取消了上述自营业务限制，并允许这些银行发起设立对冲基金或私募基金，放松了沃尔克规则的适用范围； (4) 简化中小银行信息披露报告要求。例如，新法案简化了总资产规模小于50亿美元的小型银行一季度和第三季度的信披报告的格式内容要求； (5) 减少小型银行的现场监管频次。《多德-弗兰克法案》规定监管机构需每12个月对银行进行一次全面现场审查，只有总资产少于10亿美元的银行可延长至每18个月检查一次。新法案提升了这一门槛至30亿美元，允许总资产低于此限额的小型银行每18个月接受一次现场检查； (6) 鼓励各类联邦储蓄贷款协会转为普通的小型商业银行。
● 调整系统重要性金融机构的认定标准及监管要求	(1) 提高系统重要性金融机构的门槛。《多德-弗兰克法案》规定总资产达到500亿美元以上的银行和被FSOC提名的非银行金融公司应该被认定为系统重要性金融机构(SIFI)，新法案则直接将系统重要性的总资产门槛提高了5倍至2500亿美元。根据统计，认定标准调整后，将需要面临年度压力测试的大型商业银行数量从此前的40家减少到12家左右； (2) 降低部分金融机构的压力测试成本和频率。新法案简化了压力测试的要求，将测试场景从《多德-弗兰克法案》规定的三种（“一般情况”“不利情况”和“严重不利情况”）减少到两种（“一般情况”和“严重不利情况”）； (3) 放松非系统重要性机构的最高杠杆率要求。根据新法案，仅总资产超过2500亿美元的机构需维持不超过15倍的杠杆率，而500亿至2500亿美元资产规模的金融机构获得豁免。此外，部分外资银行也被纳入豁免范围。
● 重申金融消费者权益保护	(1) 避免个人债务负担过重； (2) 保护学生和老年人群体； (3) 保护退伍军人信贷。

资料来源：《经济增长、放松监管及消费者保护法》，国信证券经济研究所整理

值得一提的是，《金融CHOICE法案》与《放松监管法案》两部法案都能体现特朗普政府的金融监管放松思路，但两者存在一些差异。最终夭折的《金融CHOICE法案》着重解决金融机构“大而不倒”和监管部门职权过大的问题，而成功颁布的《放松监管法案》则侧重于减轻中小银行的监管负担并强化金融消费者保护。

表3: 《金融 CHOICE 法案》和《放松监管法案》主要内容对比

法案名称	《多德-弗兰克法案》	《金融 CHOICE 法案》	《放松监管法案》
进展状况	2010年7月奥巴马总统签署生效	2017年6月仅获得美国众议院通过	2018年5月特朗普总统签署生效
制定目的	加强对美国金融业的监管, 避免金融危机的再次发生	给投资者、消费者和大而不倒的机构创造希望和机会, 让华盛顿和华尔街承担责任, 消除官僚主义以增加资本和信贷的获得	促进经济增长、放松监管要求、保护消费者权益
	“大而不倒”的问题未解决	1. 撤销有序清算权 2. 限制美联储的紧急贷款权 3. 废除联邦存款保险公司和美联储担保银行债务的条款	未解决
	监管部门职权过大	1. 废除金融稳定监管委员会对系统重要性机构的决定权 2. 改革消费者金融保护局 3. 改革美联储 4. 撤销金融研究办公室	未解决
问题与解决方法			1. 简化合格社区银行(资产少于100亿美元)的资本要求 2. 简化小银行报告要求 3. 减少小银行接受检查的次数 4. 提高对系统重要性金融机构的认定标准 5. 重新定义托管银行的杠杆率 6. 将高质量的市政债券列为2B资产
	银行的合规成本增加	1. 根据行业业务模式和风险特征制定规则 2. 简化社区银行财务报告 3. 豁免小银行的沃尔克规则	1. 便利消费者获取抵押贷款 2. 确保消费者更易获取授信 3. 保护退伍士兵、消费者及房产所有者 4. 保护学生借款人
	消费者难以获得信用产品和服务	1. 改变CFPB的治理结构和融资机制 2. 提高问责制	

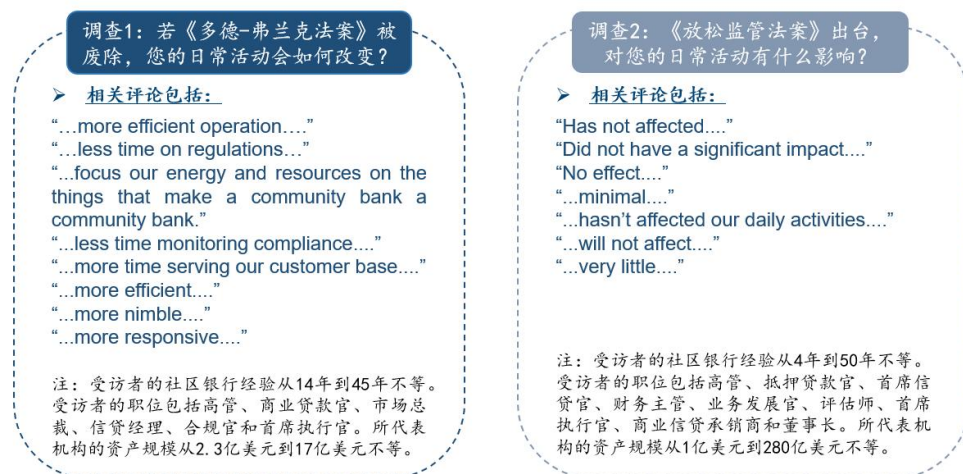
资料来源: 《多德-弗兰克法案》, 《金融 CHOICE 法案》, 《放松监管法案》, 国信证券经济研究所整理

2.3 特朗普新法案影响不及预期, 间接成为银行倒闭导火索

新法案对银行运营影响不及预期, 并未达到废除或取代《多德-弗兰克法案》的效果。在《放松监管法案》出台前和出台后, 有学者⁷对美国社区银行从业人员进行了定性研究, 通过两次广泛的访谈调查, 可以确定, 现实效果不及预期。在《放松监管法案》出台前, 大多数受访者都比较乐观, 认为《多德-弗兰克法案》的废除“会带来重大变化”。但在《放松监管法案》实施后, 在被问到《放松监管法案》对日常活动的影响时, 大多数美国社区银行从业人员都指出, 《放松监管法案》“影响较小”或“没有影响”。

⁷ Dancer, W. T., & Powell, D. (2022). Before and After the Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act of 2018. *Journal of Accounting and Finance*, 22(1).

图8:《放松监管法案》出台前后,对社区银行从业人员的两次调查



资料来源:“Before and After the Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act of 2018”, 国信证券经济研究所整理

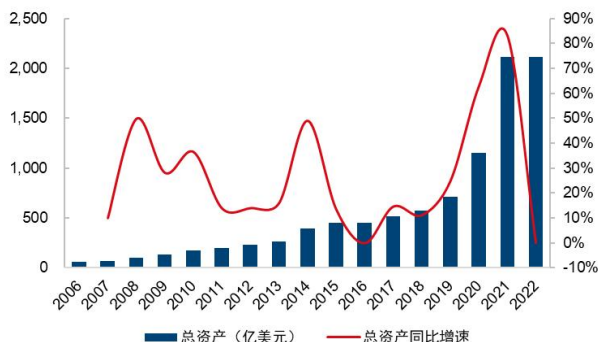
短期内,新法案结构性去监管为中小银行“减负”,有助于增强美国市场活力。美国中小企业是美国经济的重要基石,本次金融监管改革针对性改善了中小企业的融资环境,包括降低资本充足率、减少现场检查频率、放宽住房抵押贷款标准以及拓宽业务范围等措施,缩小了中小银行相对大银行的劣势,短期内有利于美国经济发展。在当时美国金融体系下,结构性去监管可谓是“众望所归”,因此,新监管法案在政见分歧严重的共和党和民主党之间罕见达成共识并顺利通过。

长期看,对中小银行的监管放松,却成了银行倒闭危机的导火索。2020年为了应对新冠疫情对经济的冲击,美联储开启宽货币周期,部分中小银行扩张激进,资产负债表规模高增,通过拉长久期来谋取盈利。随着通胀压力的上升,2022年美联储加息周期开启,长久期固定利率资产面临减值,同时实体经济贷款不良率抬升,中小银行的资产端变得脆弱,为资产负债期限错配埋下了种子。最终,2023年内硅谷银行(Silicon Valley Bank)、签名银行(Signature Bank)和第一共和银行(First Republic Bank)等银行接连倒闭。

回溯宽货币周期中硅谷银行等银行激进扩张的行为,免不了受到2018年《放松监管法案》的影响。《放松监管法案》大幅提高系统重要性金融机构(SIFIs)的资产门槛从500亿美元至2500亿美元。这一变化使得即使在疫情防控期间资产规模高速扩张的硅谷银行等上市银行也未被列为SIFIs,严格的监管要求和年度压力测试存在缺位。

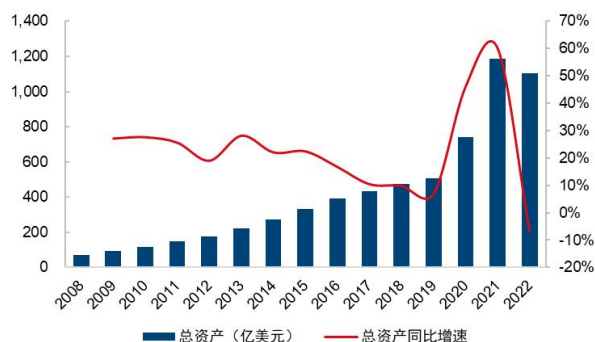
另外,《放松监管法案》还降低了对非系统重要性银行(主要是中小银行)流动性的要求,此外还放松了中小银行的资本监管,允许其不将可供出售金融资产的浮动损益计入核心一级资本等。特朗普的金融改革看似为中小银行减负,实质也为像硅谷银行这样的大型银行松绑,成为触发硅谷银行危机的关键因素之一。

图9: 2018–2021 年硅谷银行资产负债表规模高增



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 2019–2021 年签名银行资产负债表规模高增



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表4: 硅谷银行、签名银行和第一共和银行三家银行倒闭存在共性原因

倒闭时间	倒闭的上市银行	截至倒闭时资产规模	倒闭共性原因
2023/3/10	硅谷银行	2120 亿美元	(1) 银行管理层对于风险管理不力; (2) 监管机构未能及时根据银行现实情况或监管测试结果“升级监管”。
2023/3/12	签名银行	1100 亿美元	
2023/5/1	第一共和银行	2290 亿美元	

资料来源: 国信证券经济研究所整理

3 特朗普 2.0 新政展望：金融松绑，剑在何方？

2021 年特朗普卸任后，拜登政府坚定支持加强金融监管，在任时做出了一系列努力来试图扭转局势。2023 年 3 月，拜登就硅谷银行和签名银行这类银行破产危机发表讲话，指责上届特朗普政府放松金融监管，并敦促联邦银行机构与财政部协商，考虑对大型区域性银行的一系列改革措施。首先，要恢复针对资产规模在 100 亿至 2500 亿美元银行的监管规定，包括流动性要求、年度资本压力测试要求等；其次，要采取措施确保强有力的监管，包括加强对利率和流动性风险的监管等⁸。

然而，可以说拜登时代在银行监管领域的改革尝试是相对无果而终的。拜登任命的美联储和其他监管机构的领导者试图为金融体系建立更大的安全网，但这些规则由于过于繁重而最终夭折。我们统计了拜登时代已生效的金融监管政策（见表 5），这些政策并没有成功推翻或弱化特朗普的金融监管改革。

⁸<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2023/03/30/fact-sheet-president-biden-urges-regulators-to-reverse-trump-administration-weakening-of-common-sense-safeguards-and-supervision-for-large-regional-banks/>

表5: 拜登时代的已生效的金融监管政策（截至 2025 年 1 月 10 日）

金融监管政策内容	性质	机构	生效时间
<ul style="list-style-type: none"> ● 关于债务催收的规定 ✓ 旨在更新《F 条例》，界定了催收人员的骚扰行为，并对催收人员电话、短信、邮件等联系消费者的频率施加了新限制 	制定法规	美国消费者金融保护局（CFPB）	2022/1/31
<ul style="list-style-type: none"> ● 关于增加私人投资基金透明度和竞争的规定 ✓ 要求投资基金顾问披露基金的费用、支出和业绩，并提供制定法规（拜登新增）季报，必须记录并提交基金年度合规性审查的书面报告 	制定法规	美国证券交易委员会（SEC）	2022/3/25
<ul style="list-style-type: none"> ● 关于研究央行数字货币和监管措施的行政命令 ✓ 要求各监管机构开展有关 CBDC 设计和部署的研究。财政部将进行 CBDC 的成本效益分析，美联储将被要求报告如何实施 CBDC，并研究其对货币政策的影响 	行政命令（拜登新增）	白宫（White House）、财政部（Treasury）、美联储（FED）	2022/4/19
<ul style="list-style-type: none"> ● 关于提高资管公司高管薪酬及其他活动透明度的规定 ✓ 旨在修订《1934 年证券交易法》，增加对投资管理公司（包括共同基金和交易所交易基金）高管薪酬的透明度 	制定法规（拜登新增）	美国证券交易委员会（SEC）	2023/1/30
<ul style="list-style-type: none"> ● 关于环境、社会和治理（ESG）退休投资的限制规定 ✓ 限制了受托人在评估 401(k) 投资选择时考虑环境、社会和治理（ESG）因素的能力 	制定法规（推翻和反对特朗普）	美国劳工部（DOL）	2023/5/26
<ul style="list-style-type: none"> ● 关于降低主要发卡机构收取信用卡滞纳金的规定 ✓ 将信用卡滞纳金的安全上限从每次 30 美元降至 8 美元（无论是否为重复违约）。然而，如果发卡机构能证明其成本超出 8 美元，则可收取更高费用 	制定法规（拜登新增）	美国消费者金融保护局（CFPB）	2024/3/22
<ul style="list-style-type: none"> ● 关于上市公司的气候披露规定 ✓ 要求所有在美国上市的国内外公司披露某些气候相关信息的规定 	制定法规（拜登新增）	美国证券交易委员会（SEC）	2024/3/22

资料来源: Brookings, The White House, 国信证券经济研究所整理

随着拜登的努力停滞不前，再加上偏袒银行的最高法院，现有银行监管的基础变得越来越不稳定。在特朗普的首个任期内，他任命了一批保守派法官，缓慢但显著地改变了法律环境，反对严格的联邦监管。从结果来看，大型银行在“反监管”的战斗中取得了重大胜利，随着美国民众的“red shift”推动特朗普重返白宫，这种连胜势头可能进一步加强。接下来，我们试图展望特朗普政府 2.0 金融监管新政的方向及效果。

3.1 特朗普推动金融去监管的三层原因

2.0 新政也好，1.0 旧政也罢，特朗普放松金融监管的深层原因，或者真正意图，到底是什么？我们认为有以下三层动力，层层递进。

◆ 第一层：认为过多的监管阻碍了经济增长

特朗普认为过多的监管阻碍了经济增长，对《多德-弗兰克法案》的动刀，是其保守思想的集中外化表现，也是顺应时势而为的自然反应。特朗普在他 2024 年的竞选施政纲领⁹中并没有提到放松金融监管。然而，在 2016 年共和党的竞选施政纲领中，表达了废除《多德-弗兰克法案》的四个主要理由：

⁹ <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/2016-republican-party-platform>

一是《多德-弗兰克法案》扼杀了就业机会，束缚了经济增长；二是大型银行的规模越来越大，社区银行的数量却大幅下降；三是《多德-弗兰克法案》没有解决危机的根源，即政府自己的住房政策，纳税人仍然在为那些大而不倒的金融机构买单。最后，纲领还花了大段篇幅指出，消费者金融保护局（CFPB）被故意设计成一个流氓机构，既不听从国会，也不听从行政部门，并利用其秘密基金将和解金交给政治上偏袒的团体。共和党认为，如果该局不被废除，就应该接受国会拨款，这样就可以通过既有效又合乎宪法的措施来促进金融市场的消费者保护。

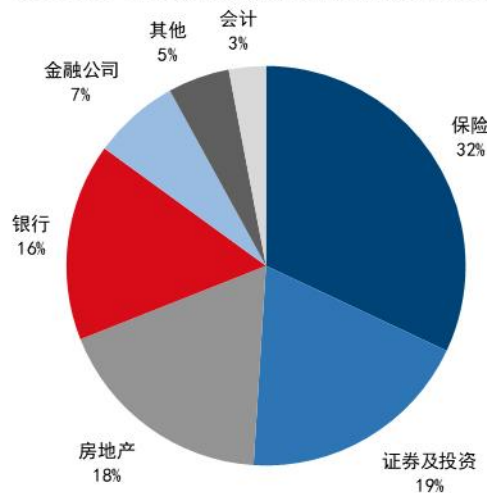
特朗普在讲一个华尔街、普通民众都能接受的故事——《多德-弗兰克法案》并没有对美国产生预期的效果，经济增长停滞不前，劳动市场就业不振，大银行规模不断扩张，中小银行经营困难。因此，通过减轻中小型银行等金融机构的监管成本，为中小实体企业和居民部门融资提供便利。

◆ 第二层：或向华尔街进行利益输送

在美国，包括银行业在内的特殊利益集团都可以通过在联邦政府行政和立法部门开展游说活动，来合法影响政策制定过程（概念框架见图 12）。根据 Center for Responsive Politics 的统计，在 1998 年至 2016 年间，美国金融机构共计花费了 74 亿美元用于游说，其中银行业占比 16%，排名在保险（32%）、证券及投资（19%）、房地产（18%）之后。

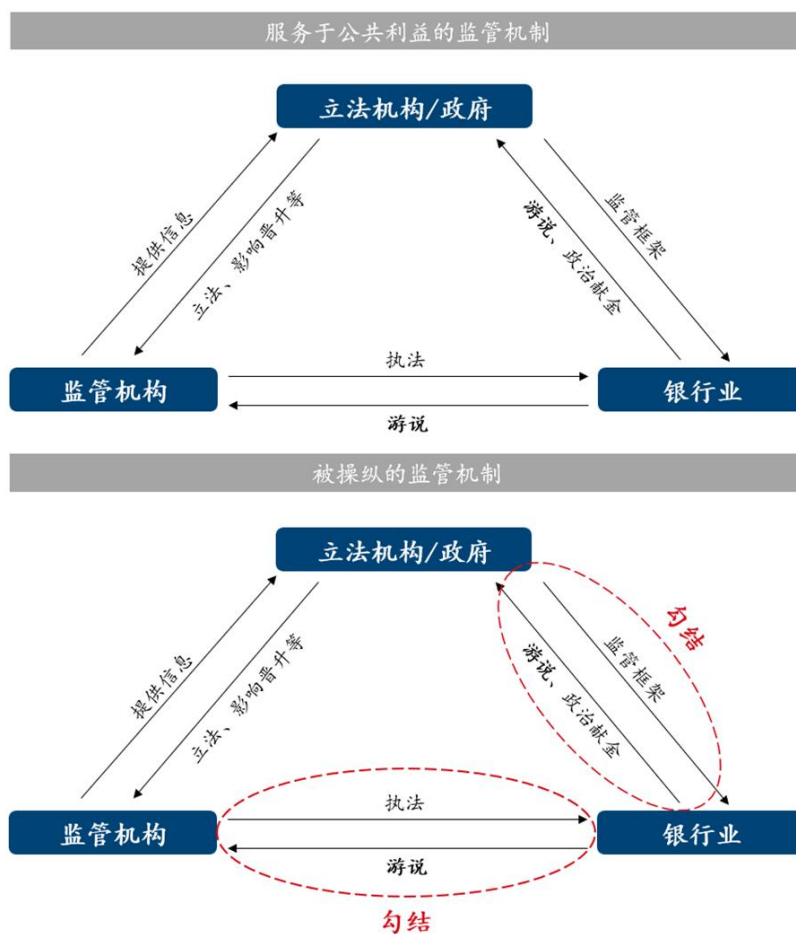
图11：1998-2016 年各金融部门游说花费占金融业总体比重

1998-2016年各金融部门游说花费占金融业总体比重



资料来源：Center for Responsive Politics，国信证券经济研究所整理。注：“其他”主要包括提供财务数据、咨询和支持服务的公司（如彭博等）。

图12: 美国商业银行游说活动的概念框架



资料来源: IMF Working Paper “Bank Lobbying: Regulatory Capture and Beyond”¹⁰, 国信证券经济研究所整理

严格的监管体系触及了华尔街核心利益，多家银行管理层游说金融去监管。《多德-弗兰克法案》尤其是沃尔克规则，旨在限制银行的自营业务，禁止其拥有或发起对冲基金和私募基金，并要求建立内部合规程序。这些措施直接影响了华尔街的核心盈利业务，触及了美国金融体系中最具竞争力的部分。《多德-弗兰克法案》实施后，2015年开始多家银行的管理层联合起来与参与立法的议员们多次见面，游说他们修改条款，硅谷银行 CEO Greg Becker 就是这一去监管法案的主要游说者之一。

特朗普的改革或向华尔街输送利益，释放金融业的盈利空间。《多德-弗兰克法案》这一早期的改革尝试实际上只是一场政治冲突的开端，这场冲突将使立法者、说客在后金融危机的大舞台上相互角力。每年为试图影响监管规则而向立法者投掷的数百万美元游说资金势必影响这一结果。特朗普 1.0 政府内阁的多位成员来自华尔街，虽然特朗普以“重振美国”为口号进行改革，但是行为却难以摆脱向华尔街输送利益的嫌疑。

¹⁰<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/08/09/Bank-Lobbying-Regulatory-Capture-and-Beyond-45735>

◆ 第三层：提升美国金融业的全球竞争力

金融服务功能和全球竞争力重构，或许也是特朗普放松金融监管的重要原因。特朗普及团队对废除《多德-弗兰克法案》的态度代表了共和党的主流立场，共和党资深议员们认为，严格的金融监管，如沃尔克规则，过度限制了金融创新和服务经济的能力，抑制了对技术创新和企业投资的支持，并可能导致客户转向海外银行，削弱美国金融业的全球地位。

金融监管改革是实现特朗普执政成绩的着力点之一。特朗普通过税改、一万亿基建投资、鼓励“雇美国人、买美国货”和放松监管等政策，旨在创造宽松的经营环境，增加就业，吸引企业回流，以促进经济增长和减少贸易逆差。金融监管改革是实现这些执政目标的关键举措之一。

3.2 特朗普 2.0 政府金融监管改革的可能性分析

特朗普 2.0 时代可能会采取比特朗普 1.0 时代更大胆的放松金融监管举措。细节将在很大程度上取决于谁被选为关键职位。首先，特朗普将试图解雇金融监管机构的现任领导人。其次，他可能会提前发布行政命令，推动政府和监管机构放松管制。第三，新上任团队可能尝试立即扭转拜登团队的一些关键行为，包括对《社区再投资法》（Community Reinvestment Act）的修订、消费者金融保护局（CFPB）对《多德-弗兰克法案》第 1033 条（“开放银行”）的实施，以及联邦存款保险公司（FDIC）和货币监理署（OCC）的合并指南。

由于 2023 年银行倒闭后加强监管的趋势，除了加密货币等一些特定领域外，立法变化可能不再会发生。2023 年的银行倒闭给联邦银行机构留下了印记，美国的监管文化短期可能很难改变，监管者天生的谨慎态度仍将存在。不过，监管对地区银行合并的态度预计将有所放松，再加上其他因素，或许会引发一波银行整合浪潮。我们预计，银行活动和交易将更加宽松，银行和其他机构的经营“灰色地带”也将更多。

特朗普 2.0 时代的金融监管政策可能更关注大银行以及沃尔克规则等领域。正如特朗普签署《放松监管法案》时所称，大银行也在现有监管框架下处于不利的位置，去监管不应仅局限于小银行。特朗普政府改革从小银行开始，只是为了减小改革阻力，确保改革顺利推进的权宜之计，未来可能对更多大型机构松绑，进而为市场安全埋下不安定因素，可能造成新一轮危机。

最后，我们对特朗普 2.0 时代金融监管改革的重点政府机构和人员进行了分析。

◆ 美联储（FED）

首先是美联储（FED）。美联储委员会由七位成员构成，其中包括三位关键职位：主席、副主席以及负责监管的副主席，这些职位由总统提名，并需获得参议院确认，任期为四年；其余理事则享有十四年的任期。2025 年 1 月 6 日，负责金融监管的副主席迈克尔·巴尔（Michael Barr）宣布将辞去其副主席职务，不过他将继续作为理事服务于美联储。Michael Barr 于 2022 年由拜登总统提名上任，他在担任美国财政部高级官员期间，积极参与了《多德-弗兰克法案》的制定工作，因而他的任命一度被视为拜登政府加强金融监管决心的重要标志。Michael Barr 的辞职对美国银行业产生了一定影响，特别是关于提高银行资本金的要求可能因此被暂时搁置。美联储在同一天发布的声明中指出，在确定新的负责监管的副主席之前，委员会将暂停重大规则的制定，以确保政策的连续性和稳定性。

市场正密切关注未来的人选及其可能带来的政策走向。从目前美联储理事的任期

来看，最快到 2026 年，才有理事职位空缺，到那时，特朗普才有可能提名一位美联储委员会理事。在现有的七位理事中，仅有两位由特朗普在其首个任期内提名：米歇尔·鲍曼（Michelle Bowman）和克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller）。其中 Michelle Bowman 曾在 2024 年 9 月的利率决策中表现出更为审慎的态度，她支持降息 25 个基点而非提议的 50 个基点；而 Christopher Waller 被传是特朗普准备提名的下一任美联储主席人选之一。如果特朗普开启第二任期，这七位理事仍保持不变的话，外界认为他可能会从 Michelle Bowman 和 Christopher Waller 中选择一人担任美联储负责监管的副主席。

◆ 美国联邦存款保险公司（FDIC）与货币监理署（OCC）

其次是联邦存款保险公司（FDIC）与货币监理署（OCC）。这里最大的一个改变是，据华尔街日报报道，特朗普的团队正在考虑关闭 FDIC，并将存款保险职能转移至财政部，并合并 FDIC、OCC 和 FED 的非货币政策职能，以简化监管结构。然而，任何取消 FDIC 或其他机构的提议都需要国会的批准。美国历史上从未关闭过任何内阁级的主要机构，像 FDIC 这样的机构更是如此，我们认为传言实现的概率较小。

如果不发生关闭的情况，预计特朗普将任命一名 FDIC 新主席和一名 OCC 新署长。现任 FDIC 主席马丁·格鲁恩伯格（Marty Gruenberg）和现任代理监理署署长迈克尔·许（Michael Hsu）可能都将被共和党的人员取代。虽然 FDIC 主席的继任者尚未公布，但现任副主席特拉维斯·希尔（Travis Hill）是共和党人，大概率准备接任 FDIC 主席的职务。Travis Hill 认为，政府应当减轻银行监管负担、鼓励加密货币创新。2025 年 1 月 10 日，Travis Hill 在美国律师协会的讲话中曾提到，“十天后，FDIC 的领导层将发生变化。该机构需要一个新的方向，而且无论如何，我预计这项工作将于 1 月 20 日开始”¹¹。

◆ 美国证券交易委员会（SEC）

接着是美国证券交易委员会（SEC）。咨询公司 Patomak Partners 的首席执行官保罗·阿特金斯（Paul Atkins）将荣任美国证券交易委员会（SEC）的新一届主席。Paul Atkins 曾在 2002 年至 2008 年期间担任 SEC 委员，积累了丰富的监管经验。他的回归预示着 SEC 可能会采取更为平衡的监管方式，尤其是在对待新兴的加密货币领域时，可能会进一步淡化对加密货币的监管，提供一个既促进创新又保护投资者利益的监管框架。

◆ 美国财政部（Treasury）

再次是美国财政部。特朗普提名的财政部长斯科特·贝森特（Scott Bessent）是一位在华尔街享有盛誉的亿万富翁对冲基金经理。Scott Bessent 以其深厚的金融背景和广泛的行业联系，成为推动美国经济政策的关键人物。他不仅坚定支持特朗普减少贸易逆差的关税策略，还提出通过减轻监管负担来激发经济增长，旨在实现 3% 的 GDP 增速目标。作为财政部的掌舵人，Scott Bessent 预计将继续为促进美国金融市场繁荣而努力，同时代表华尔街的利益发声。

¹¹<https://www.fdic.gov/news/speeches/2025/charting-new-course-preliminary-thoughts-fdic-policy-issues>

风险提示

- (1) 美国政坛发生风险事件；
- (2) 美国经济下行风险超预期；
- (3) 国际地缘形势变化超预期；
- (4) 历史经验不代表未来。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032