下载日志已记录，仅供内部参考

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观专题报告

2026 年 08 月 10 日

理解美国金融“去监管”的超级周期（一）：什么造就了特朗普第二任期美国金融的繁荣？

证券分析师

卢仁扬
SAC：S1350525120002
lurenyang@huayuanstock.com
孙苏雨
SAC：S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com
张雪娇
SAC：S1350526020001
zhangxuejiao@huayuanstock.com
陈策
SAC：S1350526050003
chence@huayuanstock.com

联系人

投资要点：

- 自 2025 年 1 月特朗普就职以来，美国金融监管体系经历了自 2008 年金融危机以来重要转向。变化主要体现在五个方面：监管机构领导层更替、部分核心规则被撤回或搁置、消费者金融保护局（CFPB）职能明显收缩、数字资产相关监管边际转向，主要作为监管态度变化案例处理，以及白宫通过政府效率部（DOGE）和行政令加强对独立监管机构的影响。这些变化给市场带来了广泛影响：银行股在放松监管预期下大涨，并购市场活跃度创下 2021 年以来新高。本报告从监管机构、具体政策、行政手段、市场影响和监管理念五个维度，系统梳理 2025 年 1 月至报告观察期末的主要变化。

- 特朗普第二任期的金融监管模式特点可以概括为：减少规则约束、降低执法强度、缩减监管人员规模、增强白宫控制力，同时对部分金融创新采取更包容的监管姿态。这种模式在短期内激发了市场活力：标普 500 指数 2025 年全年价格回报约 16.4%，美国并购市场总额达 2.3 万亿美元，IPO 市场融资约 440 亿美元；数字资产相关内容在本文中仅作为监管态度变化的政策案例处理，不作为投资主题展开。与此同时，风险约束也在减弱：CFPB 消费者保护职能明显受限，SEC 执法行动数量显著下降，FDIC、OCC、SEC 等监管机构均出现人员压缩。

- 本报告将广义流动性作为理解 2025 年美国金融市场表现的一条主线。市场习惯于将流动性等同于美联储降息和扩表，但 2025 年的经验提示，监管资本约束的放松也是一种隐性宽松。美国金融体系在这一年经历双重宽松：美联储三次降息合计 75 个基点；与此同时，主要存款机构子公司层面一级资本要求减少约 2,190 亿美元，GSIB 控股公司层面一级资本要求减少约 130 亿美元，巴塞尔 III 终局规则推进受阻，多家监管机构缩减检查人员规模。

- 上述影响主要通过三条路径体现：其一，资本空间释放带来回购和资产配置能力提升，2025 年一季度标普 500 金融板块回购金额为 594 亿美元，环比增长 41.0%，2025 年全年股票回购和私有化交易共同压缩可交易股票供给；其二，eSLR 改革降低部分国债持仓的资本约束，银行扩大国债及机构债承接能力，财政部 Fiscal Data 显示 2025 年 9 月 10 日 10 年期国债再发行投标倍数为 2.65、间接投标人占竞争性获配额约 83.1%；其三，并购审查松动、数字资产相关监管边际转向和 SEC 执法活动下降共同改善风险偏好，推动信贷和交易活动更加活跃。

- 资本空间的释放还可能通过非银行金融中介进一步放大。按美联储 H.8 周度季调余额计算，2025 年第四季度银行对非存款类金融机构（NDFI）的贷款增量占全部银行贷款增量约 80%；私人信贷基金是重要承接渠道之一。由此形成的“银行—非银行金融机构—最终借款人”链条，使监管松绑影响放大到约 3.5 万亿美元的全球私人信贷市场，也意味着繁荣期放大收益、压力期同样可能放大损失。本报告第七章将进一步讨论相关风险。

- 本报告为美国金融监管系列第一篇，聚焦特朗普第二任期监管格局的整体变化。

- **风险提示：政策推进不及预期风险、数据披露和口径调整风险、金融市场波动与信用收缩风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 美国金融监管体系介绍 4
2. 监管机构的全面“换血”与政策转向 5
2.1. SEC：从执法监管到回归常识 5
2.2. CFPB：从激进执法到职能收缩 6
2.3. FDIC、OCC 与美联储的深层变革 6
3. 核心监管规则的系统性拆解 8
3.1. 巴塞尔 III 终局规则：推进放缓 8
3.2. 气候与 ESG 规则的全面逆转 9
3.3. 金融创新相关监管口径边际调整 9
3.4. 反垄断与并购审查的松动 10
4. DOGE 与行政令构建的“去监管”框架 10
4.1. 政府效率部对金融监管的冲击 10
4.2. 行政令构建的系统性“去监管”框架 11
5. “去监管”促进了资本市场的流动性宽裕 11
5.1. 股市：“去监管”构成广义流动性扩张的动力 11
5.2. 债市：eSLR 改革提升银行对于美债承接能力，美债市场波动阶段性下降 14
5.3. 金融创新相关政策：作为广义流动性的辅助案例 18
5.4. 并购与 IPO：并购交易量创 2021 年以来新高 18
6. 总结：从规则为本到成果为本的监管理念转变 20
6.1. 监管理念出现重要变化 20
6.2. 金融监管对金融创新态度边际转向 21
7. 美国“去监管”化的长期风险 22
8. 风险提示 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 美国金融监管机构对金融创新采取更包容监管态度（2025 年－2026 年）.....8
图表 2： eSLR / 巴塞尔 III 终稿改革落地时间线.....9
图表 3： 标普 500 指数在 2025 年 4 月波动后快速反弹.....14
图表 4： VIX 指数在 2025 年 4 月剧烈震动后回到正常水平.....14
图表 5： XLF 和 BKX 在 2025 年大幅上涨.....14
图表 6： 回购额上升压缩股票供给（单位：十亿美元）.....14
图表 7： 2026 年 1–3 月 10 年期美国国债收益率在 3.97%–4.44%区间波动（单位：%）.....16
图表 8： MOVE 指数在 2025 年下半年整体回落，2026 年 2 月后受伊朗冲突影响回升 16
图表 9： 2025 年美国信贷规模同比增速从年初 3.3%升至年末 5.4%.....16
图表 10： 美国 M2 当月同比增速从 2025 年年初 3.7%升至年末 4.2%（单位：%）.....17
图表 11： 2025 年银行扩大国债及机构债持仓，eSLR 和银行杠杆约束松绑提升美债承接能力.....18
图表 12： 2025 年并购市场总额达到 2021 年以来最高水平（单位：万亿美元）.....19
图表 13： 2025 年美国 IPO 市场回暖（单位：十亿美元）.....19
图表 14： 2025 年“去监管” → 资本释放 → 市场影响的因果链条（NDFI 为 2025Q4 银行对非存款类金融机构贷款增量占全部银行贷款增量的比例；其余指标按正文口径）.....20
图表 15： “去监管”如何改善金融体系的流动性传导（2025 年口径；MOVE 为 2025 年 12 月 26 日数据；资本乘数为情景测算，按 1 美元核心资本支持约 8–10 美元风险资产）.....22
图表 16： 美国“去监管”化的长期风险.....23

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 美国金融监管体系介绍

美国金融监管体系具有多机构、分业监管以及联邦与州两级并行的特点。现其制度框架并非一次性形成，而是在长期经济金融演进与关键历史节点的重大事件驱动下逐步建立：20世纪30年代大萧条后，联邦存款保险公司（FDIC）和证券交易委员会（SEC）相继设立；2007–2009年金融危机后，《多德–弗兰克法案》又进一步强化了消费者金融保护、系统性风险监测和衍生品监管框架；特朗普政府第一任期内认为《多德–弗兰克法案》对部分银行尤其是社区银行造成过重监管负担，限制了美国金融业竞争力，进而又推动了对于提高系统重要性金融机构触发审慎监管的自动适用性门槛、放松中小银行监管要求等修订。经过长期演变，美国逐步形成了由联邦监管机构、州级监管部门、行业自律组织和跨部门协调机制共同构成的监管网络。

按监管对象划分，美国金融监管机构可大致分为四类：银行业监管机构、证券与衍生品市场监管机构、保险业监管机构，以及针对特定金融活动和市场的专项监管机构。

银行业监管机构主要包括美联储、货币监理署（OCC）、联邦存款保险公司（FDIC）和全国信用合作社管理局（NCUA）。其中，美联储除负责货币政策外，还承担银行审慎监管职责，主要监管银行控股公司、金融控股公司、部分州立成员银行、外资银行在美机构以及部分系统重要性金融机构；货币监理署（OCC）主要负责全国性银行、联邦特许储蓄机构以及外国银行在美联邦分支机构的特许、监管和检查；联邦存款保险公司（FDIC）主要负责存款保险、部分州立非成员银行监管以及问题银行接管处置；全国信用合作社管理局（NCUA）主要监管联邦信用合作社和参加联邦保险的信用合作社。

证券及衍生品市场监管机构主要包括证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）。证券交易委员会（SEC）主要负责证券市场监管，覆盖证券发行、上市公司信息披露、证券交易所、券商、投资顾问、共同基金和私募基金等领域，重点关注投资者保护、信息披露、市场公平和资本形成。商品期货交易委员会（CFTC）主要监管期货、期权和部分掉期等衍生品市场。

美国保险业长期实行以州级监管为主的制度，联邦层面没有统一的日常监管机构。各州分别制定保险法规，并对保险公司的牌照、产品和市场行为等进行许可、审批与监督。美国保险监管协会（NAIC）作为协调机构，通过示范性法律法规制定全国统一标准，但须经各州正式颁布后方具法律效力。财政部下设的联邦保险局（FIO）承担保险业监测、政策协调、国际保险监管事务参与等职能，不直接替代州监管部门开展日常工作。

针对特定金融活动和特定市场的专项监管机构，主要包括消费者金融保护局（CFPB）、联邦住房金融局（FHFA）、农业信贷管理局（FCA），以及金融稳定监督委员会（FSOC）等。消费者金融保护局（CFPB）由2008年金融危机后《多德–弗兰克法案》创设，主要负责消费金融产品和服务监管，覆盖非银按揭机构、私人助学贷款等领域及其它由CFPB认定的大型消费金融实体，重点防范不公平、欺骗性或滥用性金融行为。联邦住房金融局（FHFA）主要监管房利美（Fannie Mae）、房地美（Freddie Mac）和联邦住房贷款银行体系，在美国住房金融市场中承担重要监管角色。农业信贷管理局（FCA）主要监管农业信贷体系，服务于

下载日志已记录，仅供内部参考

农业和农村金融市场。金融稳定监督委员会（FSOC）则是跨部门宏观审慎协调机构，由财政部长担任主席，成员包括主要联邦金融监管机构负责人，负责识别系统性风险、加强监管协调，并在必要时将特定金融机构或金融活动纳入更高层级的监管关注。

2. 监管机构的全面“换血”与政策转向

在本报告梳理的监管变化中，领导层更替的速度和覆盖范围尤其值得关注。以往新政府完成独立监管机构的人事布局通常需要一到两年时间，而特朗普第二任期政府在就职后数周内即启动多项人事调整。后续政策转向的节奏与幅度，均与这一人事变化密切相关。

2.1. SEC：从执法监管到回归常识

美国证监会方面，前主席 Gary Gensler 于当地时间 2024 年 11 月 21 日宣布辞职，并在 2025 年 1 月 20 日特朗普正式就职时离任。随后，共和党委员 Mark T. Uyeda 出任代理主席，并立刻开始逆转之前的政策。其任期内的主要举措包括：2025 年 1 月 21 日，Uyeda 宣布成立加密资产工作组并任命委员 Hester Peirce 牵头；2025 年 1 月 23 日发布员工会计公告（SAB）122，废除了此前要求将加密托管资产计入资产负债表负债的 SAB 121；2025 年 2 月 11 日宣布不再为“气候披露规则”进行法律辩护；2025 年 2 月 27 日撤销了对数字资产交易所 Coinbase 的执法起诉。

Paul Atkins 于 2025 年 4 月 9 日以 52–44 票获参议院确认，4 月 21 日宣誓就任第 34 任 SEC 主席。Atkins 曾在 George Walker Bush 政府时期担任 SEC 委员（2002–2008 年），后来创立加密友好咨询公司 Patomak Global Partners。他在确认听证会上明确表态要将常识带回 SEC、将政治排除在金融市场之外。上任后，Atkins 推出了一系列重要举措：

（1）2025 年 6 月 17 日大规模撤回多项规则提案（90 Fed. Reg. 25531），放弃了 Gensler 时代启动的气候披露、投资顾问外包等多领域的规则制定；

（2）2025 年 7 月 29 日批准所有现货比特币和以太坊 ETP 的实物申赎机制，这是其任内首个重大加密友好政策；

（3）2025 年 9 月 17 日批准数字资产交易所交易产品（ETP）的通用上市标准，未来不再需要逐案审批；

（4）2025 年 11 月 12 日公布数字资产分类框架（Project Crypto），将数字资产明确分为数字商品/网络代币（非证券）、数字收藏品（非证券）和投资合约相关加密资产（适用定制化证券监管）。

SEC 执法力度大幅减弱。自 2025 年 2 月 1 日至 2025 年 7 月 31 日，SEC 发起执法行动 67 件，较 2024 年同期的 127 件下降约 50%，较 2021 年同期的 198 件下降约三分之二；同年年底，SEC 执法部门人员编制降至 2024 财年末水平的 83%。SEC 将执法重心从广泛执法收缩到更强调欺诈、投资者损害和市场诚信的案件；SEC 在 2025 财年执法结果公告中也将重点概括为保护散户投资者，并优先识别和补救欺诈行为。SEC 于 2025 年 3 月 10 日取消

下载日志已记录，仅供内部参考

了执法部门负责人签发正式调查令的授权，规定传票需经委员审批，此举或极大限制了 SEC 的日常执法效率。

SEC 执法部门人员减少约 18%。通过自愿买断计划（发放 5 万美元鼓励员工主动辞职）、冻结新员工招聘和 4:1 替换目标政策（联邦层面招聘冻结于 2025 年 1 月 20 日启动，后续部分岗位按每 4 人离职仅补招 1 人的目标控制），SEC 员工数量从 2024 年 5 月峰值约 5,000 名员工和 2,000 名合同工，于 2025 年 5 月降至约 4,200 名员工和 1,700 名合同工。SEC 于 2025 年 6 月 9 日公布的 2026 财年运营预算申请为 21.49 亿美元，支持约 4,101 个全职当量，较 2025 财年减少 447 个全职当量；该预算与 2024、2025 财年拨款水平持平，并包含约 1 亿美元用于未来可能合并上市公司会计监督委员会（PCAOB）职能的预备资金。

执法行动数量下降的意义不止在于统计变化，也在于其对市场预期的影响：SEC 的工作重点正在由广泛查处违规行为转向优先处理明显欺诈行为。对于资本市场参与者而言，这种执法取向变化可能比单项规则调整更早影响合规决策与风险偏好。

2.2. CFPB：从激进执法到职能收缩

CFPB（消费者金融保护局）是本轮监管放松中受影响较大的机构。2025 年 2 月 1 日，特朗普解雇了 CFPB 局长 Rohit Chopra（其任期原本到 2026 年 10 月）。财政部长 Scott Bessent 短暂代理局长职务后，管理和预算办公室（OMB）主任 Russell Vought 于 2 月 7 日接任。同日，DOGE 团队进入 CFPB 总部，获得计算机系统的“广泛访问权限”。随后，马斯克在 X 平台发布“CFPB RIP”，释放出要求终止该机构运作的政治信号。

后续事态急剧升级：2025 年 2 月 8–9 日，Vought 下达全面停工令，叫停所有监管、执法和监督活动；截至 2 月 10 日，CFPB 华盛顿总部已关闭约一周，随后员工被告知“不得执行任何工作任务”，并切断机构日常运作资金；2 月 12 日，约 73 名试用期员工被解雇。4 月 17 日，CFPB 向超过 1,400 名员工发出裁员通知。

联邦法院多次介入阻止。在 NTEU v. Vought 案中，哥伦比亚特区联邦地区法院法官 Amy Berman Jackson 先于 2025 年 2 月 14 日发布临时禁令阻止进一步解雇，后于 4 月 18 日再次暂停 CFPB 大规模裁员安排。2025 年 12 月 30 日，法官裁定 CFPB 必须继续获得资金，阻止了 Vought 意图关闭这个国会创设机构的企图。实际上，CFPB 的执法和监督活动已近乎完全停滞：所有调查和绝大多数诉讼被冻结，消费者退款支票停止发放。根据 Pew Research Center 于 2026 年 3 月发布的联邦雇员数据梳理，CFPB 员工数从约 1,752 人降至 1,248 人，下降约 28.8%。

CFPB 的年度预算来自美联储而非国会年度拨款，这一安排原本是 2010 年《多德–弗兰克法案》刻意强化其独立性的保障。然而，本轮变化表明，预算来源独立并不能完全隔绝行政手段对机构运作的影响。

2.3. FDIC、OCC 与美联储的深层变革

FDIC 方面，原主席 Martin Gruenberg 因 2024 年联邦存款保险公司（FDIC）职场文化丑闻被迫提前离任，于 2025 年 1 月 19 日退休。共和党副主席 Travis Hill 于 1 月 20 日出任

下载日志已记录，仅供内部参考

代理主席，随后于 2025 年 9 月 30 日获总统提名，并于 12 月 18 日以 53–43 票获参议院确认，正式成为第 23 任 FDIC 主席。Hill 上任后推动了多项改革：根据 FDIC FIL–7–2025，FDIC 监管机构从事允许范围内的加密相关活动不再需要事前获得 FDIC 批准；将触发持续检查计划的资产门槛从 100 亿美元提高到 300 亿美元；在监管中推动废除"声誉风险"这一概念；推动改革骆驼（CAMELS）评级体系；2025 年 5 月 8 日正式废除拜登时代的银行并购政策声明，恢复 1998/2008 年并购审查框架。在人员配置上，FDIC 监察长办公室披露的 Workforce Optimization 口径显示，FDIC 计划通过自愿提前退休、离职激励和延期辞职等安排，在 2026 年底前于多数部门和办公室合计减少约 1,250 个岗位。FDIC 监察长在 2025 年 3 月备忘录中警告，由于法定需要检查的机构数量（约 4,500 家银行）未变，员工留任与继任管理不足可能影响年度检查工作的按时完成。

OCC 方面，特朗普于 2025 年 2 月 11 日提名 Jones Day 律师事务所合伙人 Jonathan Gould 为货币监理署署长。Gould 曾在特朗普第一任期担任货币监理署（OCC）高级副署长兼首席法律顾问，还曾在加密矿企 Bitfury 担任首席法律官。Gould 于 7 月 10 日以 50–45 的票数获参议院确认，成为第 32 任 OCC 署长。OCC 于 2025 年 5 月 8 日、在 Gould 就任前，撤销了拜登时代的银行并购政策，恢复了简化审查程序，其中包括对银行内部重组的自动 15 天批准机制。

美联储监管部门的调整对资本市场尤为关键，因为其直接关系到银行资本约束、国债市场流动性和信贷扩张能力。负责监管的美联储副主席 Michael Barr 于 2025 年 1 月 6 日宣布辞去副主席职务（2 月 28 日生效），但为了避免与新政府产生法律冲突，他保留了美联储理事的席位。特朗普于 3 月 24 日提名现任理事 Michelle Bowman 接任，并于 6 月 4 日以 48–46 票获确认。Bowman 上任后推动了较大幅度的政策调整，《金融时报》评价其为"数十年来最显著的美国金融监管逆转之一"：10 月底宣布将美联储监管部门人员削减 30%（从核定编制约 500 人降至 350 人）；6 月 23 日宣布"声誉风险"不再作为银行检查的组成部分；推进修订增强补充杠杆率（eSLR）规则。

美联储方面，Kevin Warsh 的人事安排已由提名阶段转入履职阶段。根据美联储披露，特朗普于 2026 年 3 月 4 日提名 Warsh 出任美联储理事会主席；美国参议院分别于 5 月 12 日确认其理事任命、5 月 13 日确认其主席任命，Warsh 于 5 月 22 日宣誓就任美联储主席及理事，并由 FOMC 一致选举为委员会主席。

CFTC（商品期货交易委员会）方面，前后经历了多次人事波折。共和党委员 Caroline Pham 于 2025 年 1 月出任代理主席，并启动了"数字资产政策冲刺计划"。特朗普最初提名 a16z 加密政策负责人 Brian Quintenz 为永久主席，但因 Winklevoss 兄弟（Gemini 联合创始人）的游说而撤回提名。最终，SEC 加密工作组首席法律顾问 Mike Selig 于 10 月 27 日获得提名，并于 12 月 18 日以 53–43 的票数获确认为第 16 任美国商品期货交易委员会（CFTC）主席。

综合上述机构的人事调整，可以看到多名新任负责人具有金融行业、数字资产或相关法律政策经历。Atkins 创立加密友好咨询公司，Gould 曾任加密矿企法律官，Selig 来自 SEC 加

下载日志已记录，仅供内部参考

密工作组。这在监管史上是罕见的。我们认为，这种任命从根本上重塑了监管者与被监管者之间的关系。

图表 1：美国金融监管机构对金融创新采取更包容监管态度（2025 年－2026 年）



资料来源：SEC 官网、CFPB 官网、FDIC 官网，Federal Register 官网等，华源证券研究所

3. 核心监管规则的系统性拆解

第一章回答了美国金融监管由哪些机构承担，本章则关注规则本身发生了哪些变化。2025 年，多项在金融危机后形成的监管安排出现调整、搁置或撤回。由于这些规则共同影响资本约束、风险管理和市场行为，逐项梳理其变化，有助于判断金融体系的风险缓冲是否发生改变。

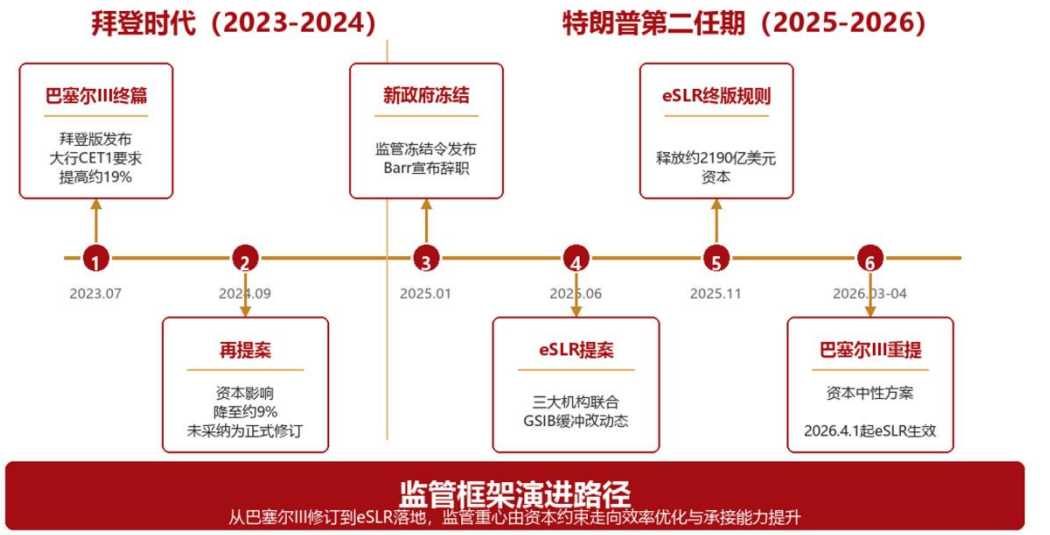
3.1. 巴塞尔 III 终局规则：推进放缓

2023 年 7 月，美联储、OCC 和 FDIC 曾联合提出《巴塞尔 III 终局规则》（88 Fed. Reg. 64028），原提案预计将大型银行核心一级资本（CET1）资本要求提高约 19%（公开讨论中也常以约 16%–19%的影响区间表述）。目前该规则的推进已基本停止。随着新政府上台，相关修订方案亦被搁置。FDIC 代理主席 Hill 要求进行广泛且实质性的修改，主张实施大致资本中性的方案。OCC 新任署长 Gould 批评原提案缺乏事实支持和严格的成本收益分析。

2025 年 11 月，三家监管机构（Fed、FDIC、OCC）联合完成修订增强补充杠杆率（eSLR）的规则，这被视为新一轮资本改革的起点，更多调整预计将在 2026 年推出。Oliver Wyman 预计，若巴塞尔 III 维持现状，且全球系统重要性银行（GSIB）附加费得到重新调整，这些银行在特朗普任期内可能积累 6,500 亿至 7,500 亿美元的超额资本。受美国政策变化影响，欧盟已经推迟了其巴塞尔 III 实施时间表，加拿大也无限期延迟了提高资本下限的计划。6,500 亿至 7,500 亿美元的超额资本意味着以美国八家最大银行为代表的大型银行有较大的资本运作空间，或可形成充沛的流动性流向金融活动带来金融繁荣。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：eSLR / 巴塞尔 III 终稿改革落地时间线



资料来源：美联储官网、FDIC 官网、OCC 官网、Federal Register 官网，华源证券研究所

3.2. 气候与 ESG 规则的全面逆转

SEC 于 2024 年 3 月 6 日通过的气候相关披露规则（89 Fed. Reg. 21668）是拜登时代的标志性成就，但现已进入拟撤销/停止辩护阶段。根据 SEC 于 2025 年 2 月 11 日发布的 Uyeda 声明，SEC 工作人员被指示要求第八巡回法院推迟安排气候披露规则诉讼的口头辩论；3 月 27 日 SEC 正式投票决定放弃对该规则的法律辩护。此外，Atkins 在 2025 年 9 月的 OECD 圆桌会议上公开批评了 IFRS 基金会的可持续发展重点和欧盟的 CSRD/CSDDD 指令。

ESG 投资规则同样遭到逆转。劳工部于 2025 年 5 月 28 日发布合规协助释函 2025–01，撤销了此前警告 401(k)计划不应投资加密货币的指引；在挑战拜登时代 ERISA 投资职责规则的第五巡回法院案件中，劳工部也于 2025 年 5 月 28 日提交文件，表示不再为该规则中涉及 ESG 因素的部分进行辩护，并将通过正式规则制定程序重新处理相关规则。劳工部已推进相关规则修订程序，确保受托人能够基于与风险调整经济价值相关的财务考量选择投资。

2025 年 12 月 11 日，特朗普签署第 14366 号行政令保护美国投资者免受外资和政治动机代理顾问的影响。该命令主要针对 ISS 和 Glass Lewis 等代理咨询公司，要求劳工部、SEC 和联邦贸易委员会（FTC）加强对代理顾问和 ESG 相关投票行为的审查。此外，美联储、OCC、FDIC 这三家主要银行监管机构已于 2025 年初退出了**绿色金融体系网络（NGFS）**，美国多家大型银行也相继退出自愿性气候承诺组织。

3.3. 金融创新相关监管口径边际调整

金融创新相关政策是本轮监管转向的补充观察窗口。本文仅保留与监管规则、会计处理和机构业务边界直接相关的内容，不对数字资产价格或投资机会作展开讨论。

规则层面，SEC 发布 SAB 122，改变此前 SAB 121 下托管义务的特定会计处理要求；白宫行政令和后续工作组也将相关金融创新纳入统一政策框架。本文关注其对银行托管、合规成本和高流动性资产需求的影响，不展开具体币种和价格叙述。

下载日志已记录，仅供内部参考

执法层面，SEC 和司法部对相关案件的处理趋于缓和，部分存量执法事项被撤销或和解。对金融机构而言，相关变化更重要的影响在于合规不确定性下降，而非单一资产价格变化。

立法层面，《GENIUS 法案》为支付型稳定币建立联邦监管框架，要求发行人以美国国债、美元等合格高流动性资产维持 1:1 储备；相关市场结构立法仍在推进。该部分主要影响在于潜在国债需求和银行/非银机构业务边界，而非资产价格本身。

3.4. 反垄断与并购审查的松动

FTC 方面，Andrew Ferguson 于 1 月 20 日被指定为 FTC 主席（替代 Lina Khan），Mark Meador 被确认为第三位共和党 FTC 委员，从而确保了共和党委员的多数席位。特朗普还解雇了两名民主党 FTC 委员，这一举动挑战 1935 年 Humphrey's Executor 案确立的独立机构保护先例。新主席 Ferguson 表示对企业并购会持更具接受性的态度，他于 **2 月 18 日表态支持继续使用拜登时代 2023 年版的《并购指南》**，认为其为对现行法律的重述，并恢复了《哈特–斯科特–罗迪诺法案》（HSR）等待期的提前终止程序。

司法部反垄断司方面，Gail Slater 于 2025 年 3 月 12 日获确认为反垄断司助理检察长，她同样认可 2023 年《并购指南》，但在处理并购问题时，倾向于采用结构性补救措施，而非直接诉诸法庭。2026 年 2 月 12 日，Slater 宣布辞去司法部反垄断司负责人职务；Axios 等媒体报道称司法部长 Pam Bondi 确认其离任，国会议员随后在公开信中将其表述为“resignation/ousting”，并要求司法部说明是否存在政治干预。Capital One 以约 350 亿美元收购 Discover 的交易于 2025 年 4 月 18 日获得美联储和 OCC 批准。这笔大型金融业并购案的放行，显示出监管机构对大规模行业内整合的开放态度。

Capital One 收购 Discover 的获批具有较强的政策信号意义。在拜登时代，一笔 350 亿美元的同业并购很难获得监管放行。它的获批向市场释放了一个清晰信号：监管机构对能够提升效率的大型行业整合交易持更开放态度。这一预期变化可能促使部分此前搁置的并购方案重新进入评估阶段。

4. DOGE 与行政令构建的“去监管”框架

4.1. 政府效率部对金融监管的冲击

2025 年 1 月 20 日，特朗普通过行政命令正式成立政府效率部（DOGE），将原有的美国数字服务局（USDS）改组为美国 DOGE 服务局，设在总统行政办公室内，受总统行政令授权运行。马斯克以特殊政府雇员身份（任期上限 130 天）领导 DOGE，实际运营则由马斯克旗下 Boring Company 的总裁 Steve Davis 负责。马斯克于 2025 年 5 月底离开 DOGE。

DOGE 对金融监管机构的运作产生了直接影响。与单项规则调整相比，检查和执法人员减少后，机构能力恢复通常需要更长时间；例如，培训一名合格的银行检查员通常需要数年，而 FDIC 监察长办公室披露的 Workforce Optimization 口径显示，FDIC 计划通过自愿提前退休、离职激励和延期辞职等安排减少约 1,250 个岗位。这种机构能力的流失，即使未来政策

下载日志已记录，仅供内部参考

转向，也需要数年才能修复。DOGE 进驻并主导了 CFPB 业务的近乎全面关停，并推动 FDIC、OCC、SEC 三类机构压缩人员规模，其中 OCC 同年 2 月宣布裁减约 76 名试用期员工；Pew Research Center 口径显示，2024 年 9 月至 2025 年 6 月 SEC 员工数下降约 18%，接近 20%。此外，2025 年 2 月 2 日相关政策通过后，DOGE 团队开始接入财政部财政服务局（BFS）的中央支付系统，该系统负责处理规模达数万亿美元的社保、退税和退伍军人福利发放等业务。对此，19 个州检察长于 2 月 7 日提起诉讼，随后联邦法官 Paul A. Engelmayer 发布临时限制令，禁止 DOGE 访问相关财政部数据并要求销毁其未经授权获取的数据副本；该案后续由法官 Jeannette A. Vargas 继续审理并维持相关限制。

4.2. 行政令构建的系统性“去监管”框架

除了政府效率部以外，特朗普通过一系列密集的行政命令，建立了一套“去监管”机制：

2025 年 1 月 20 日发布监管冻结备忘录（90 FR 8249）要求所有机构在特朗普任命的负责人审查批准前，不得提议或发布任何新规则；已发布但尚未生效的规则需考虑推迟 60 天执行。同年 1 月 31 日签署通过“去监管”释放繁荣行政令（EO 14192），确立了“十比一”规则，即每提出一项新法规，必须同时废除至少十项现有法规（取代了其第一任期内的“二比一”规则）。

2025 年 2 月 18 日签署第 14215 号行政命令确保所有机构的问责制，首次将 SEC、FTC、FCC、FDIC 等各类机构（包括独立机构）纳入白宫的监管审查范围。规定所有机构在公布法规前必须提交给信息和监管事务办公室（OIRA）审查，仅美联储的货币政策职能获得豁免。同时，OMB 主任被授予为独立机构负责人设定绩效标准、审查其支出及调整拨款的权力。美国司法部也宣布将敦促最高法院推翻 1935 年 Humphrey's Executor 案，该案确立了独立机构的有因免职保护。美国独立监管机构的独立性拥有不受白宫直接干预的权力，这是自 1935 年以来近九十年的宪政传统。但上述安排若持续实施或扩大实施，或将显著改变独立监管机构与行政部门之间的权力关系。

2025 年 2 月 19 日发布行政令，明确政策目标为开始解构过度负担的行政国家，要求各机构负责人必须与 DOGE 团队负责人和 OMB 主任协调，对所有现有法规进行审查。同年，国会通过并由总统签署了创纪录的 22 项《国会审查法》（CRA）废止决议，其中金融领域的重要决议包括：5 月 9 日推翻 CFPB 的透支费上限规则（Pub. L. 119–10）及数字支付应用监管规则（Pub. L. 119–11）；6 月 20 日推翻 OCC 制定的银行并购审查规则。

5. “去监管”促进了资本市场的流动性宽裕

5.1. 股市：“去监管”构成广义流动性扩张的动力

2025 年，美股实现连续第三年两位数涨幅，但年内波动剧烈。按 RBC Wealth Management 汇总的总回报口径，标普 500 全年总回报 17.9%（价格回报约 16.4%），全年创下 39 个收盘历史新高；纳斯达克综合指数总回报 21.1%，道琼斯工业平均指数总回报 14.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

4 月“解放日”关税冲击是 2025 年最大的市场调整。2025 年 4 月 2 日特朗普宣布全面“对等关税”后，4 月 3 日纳斯达克综合指数下跌约 1,050 点（跌幅约 6%，为公共卫生事件以来较大单日跌幅），标普 500 下跌 4.84%。4 月 4 日中国宣布实施 34%的反制关税后，标普 500 再跌 5.97%。两个交易日内美国股市市值蒸发 6.6 万亿美元，VIX 恐慌指数从 2025 年 4 月 2 日的 21.5 升至 2025 年 4 月 7 日盘中最高 60.13，创 2020 年公共卫生事件崩盘以来新高。4 月 9 日，在特朗普宣布暂停关税 90 天后，市场开始反弹，标普 500 从 4 月低点至 2025 年底上涨约 39%。

仅依靠盈利、利率或估值变量，难以完整解释 2025 年美股在剧烈冲击后的恢复力度。传统框架通常将股价表现归因于盈利增长和估值变化，而估值又受利率影响较大；但 2025 年美联储累计降息仅 75 个基点，力度远不及 2020 年或 2008 年的危机应对，单凭利率因素不足以解释权益市场的整体表现。除货币政策外，监管资本约束的放松也可能是影响资产需求和市场定价的重要变量。

可将这一机制理解为金融体系“可用资产负债表容量”的变化。美联储降息影响资金成本，监管资本规则则影响银行以既有资本承担多少资产和做市活动。监管要求提高时，银行为贷款和资产持有保留的资本增加，资产负债表扩张空间受到约束；当相关要求下调时，同样规模的资本可以支持更多资产配置与中介活动。因此，即使基础货币供给并未明显扩大，金融体系的可用流动性仍可能因资本约束放松而改善。

2025 年“去监管”的核心贡献，正是改善流动性传导渠道。其影响通过三条路径同时展开：

第一条路径是资本空间释放。巴塞尔 III 终局规则推进放缓以及 eSLR 调整，可能降低部分银行的资本约束。由此释放的资本空间可用于股票回购、资产配置或其他业务活动。以 S&P Dow Jones Indices 口径看，2025 年一季度标普 500 金融板块回购金额为 594 亿美元，环比增长 41.0%、同比增长 37.9%，占标普 500 总回购的 20.2%；截至 2025 年一季度末，过去 12 个月内金融板块累计回购金额达 1,909 亿美元。回购减少流通股数量，在市场需求保持较强的情况下，对权益价格形成一定支撑。

第二条路径是信贷扩张。监管门槛提高、检查频率降低、杠杆贷款指南被撤销，银行的贷款能力和意愿同步上升。2025 年银行信贷同比增速约 5.4%，为 2022 年以来较高水平。信贷供给改善有助于支持企业经营与盈利，并间接影响权益市场定价。

第三条路径是风险偏好变化。并购审查趋于宽松（2025 年并购总额为 2.3 万亿美元）、数字资产相关监管边际转向、SEC 执法活动下降，共同改善了部分市场主体对交易可行性和合规成本的预期。按 13F 和对冲基金持仓统计口径，2025 年第三季度，对冲基金对金融公司的投资敞口较 2025 年第二季度增加约 50%；SPAC 融资活动较 2024 年明显回升。

上述三条路径并非彼此割裂：信贷扩张可以提振企业盈利，盈利改善和股价上涨又增强银行资本表现，而资本余量扩大又可能支持进一步回购和放贷。监管松绑在这一链条中发挥的是启动或放大作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

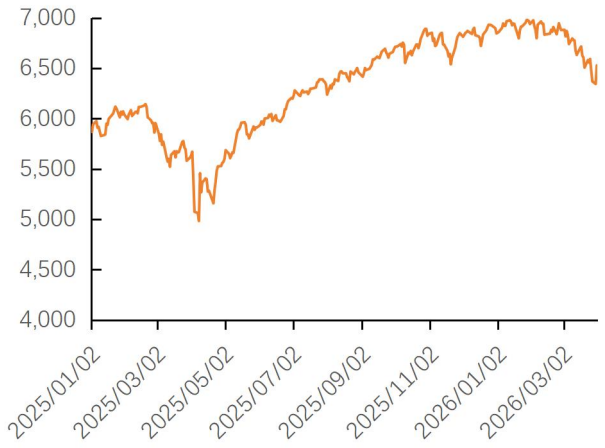
金融板块或直接受益于“去监管”预期。按价格回报口径，XLF（金融精选板块 SPDR ETF）2025 年上涨约 13.6%；按含股息总回报口径，美国金融板块全年总回报约 15.0%。KBW Nasdaq Bank Index（BKX）由 Nasdaq 与 Keefe, Bruyette & Woods 维护，按修正市值加权方法追踪美国大型货币中心银行、区域银行和储蓄机构等 24 只银行股；从指数表现看，银行板块在 2025 年整体明显上涨。摩根大通、高盛和摩根士丹利的股价均在 2025 年 2 月创下历史新高。同时，市场集中度依然较高，2025 年，七只股票（英伟达、Alphabet、微软、博通、摩根大通、Palantir、Meta）贡献了标普 500 总回报的 52%。

监管松绑对权益市场的另一条影响路径，是资本释放与股票供给变化之间的关系。2025 年一季度，标普 500 回购额达到创纪录的 2,935 亿美元，环比增长 20.6%；截至 2025 年 9 月以前的 12 个月内，回购总额已达到 1 万亿美元。其中，2025 年一季度金融板块回购环比增长 41.0%至 594 亿美元，占标普 500 总回购的 20.2%。2025 年约有 41 笔私有化交易总值 2,429 亿美元的上市公司退出公开市场，而 IPO 募资约 440 亿美元。回购和私有化减少了可交易股票供给，在机构资金需求保持较强的条件下，可能为股价提供支撑。这一效应在 4 月关税冲击期间尤为明显：2025 年一季度参与回购的公司数量由上一季度的 342 家升至 384 家，企业回购在市场急跌时充当了买方托底的角色。

本报告所讨论的广义流动性改善，并不等同于传统意义上的货币政策宽松。市场通常将流动性等同于美联储降息和扩表，但 2025 年的经验表明，监管资本的松绑本身就是一种被低估的隐性宽松。其逻辑并不复杂：银行的核心商业模式是用资本金做杠杆——每持有 1 美元的核心资本，大约可以支撑 8 到 10 美元的风险资产。当监管要求银行多留资本时，等于是在收缩银行体系的信贷创造能力，效果类似于加息；反过来，当监管放松资本要求时，等于是在扩大银行体系的信贷创造能力，效果类似于降息，只不过这种“降息”不体现在联邦基金利率上，而是体现在银行资产负债表的扩张空间上。2025 年，美联储在 9 月、10 月和 12 月三次降息合计 75 个基点，这是显性宽松；与此同时，2025 年全年，主要存款机构子公司层面一级资本要求减少约 2,190 亿美元，GSIB 控股公司层面一级资本要求减少约 130 亿美元，巴塞尔 III 搁浅使 GSIB 无需补充额外资本，三大监管机构同步裁减检查人员、放松贷款标准——这是隐性宽松。我们认为，两者叠加，构成了 2025 年美国金融体系实际上经历的双重宽松，其总效应远大于单看利率所能捕捉的。

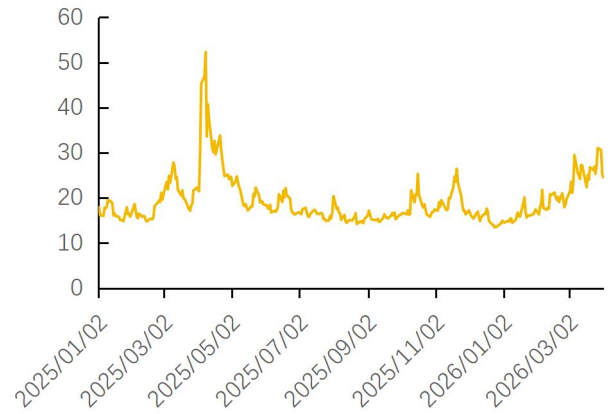
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：标普 500 指数在 2025 年 4 月波动后快速反弹



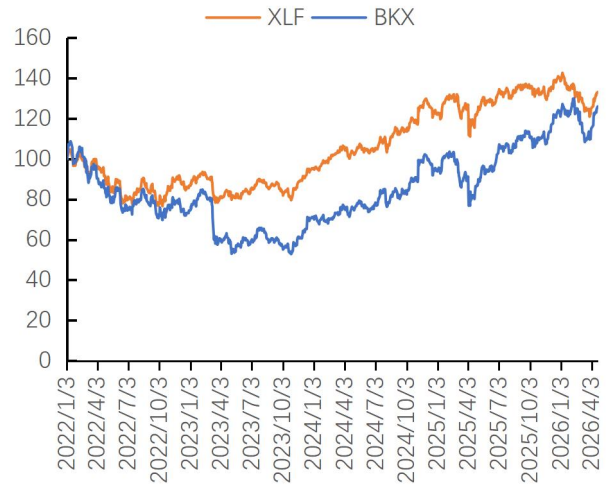
资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所

图表 4：VIX 指数在 2025 年 4 月剧烈震动后回到正常水平



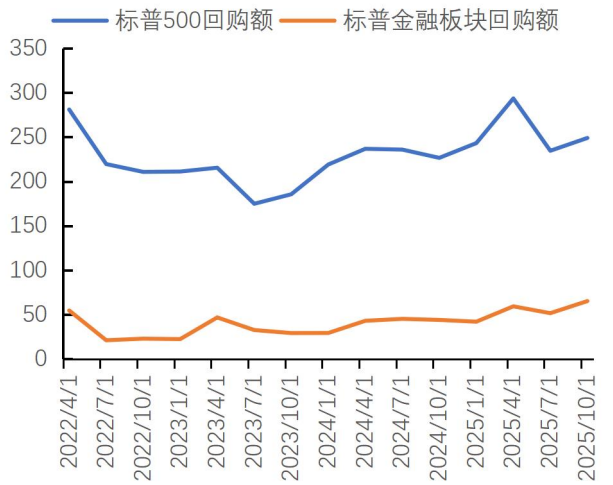
资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所

图表 5：XLF 和 BKX 在 2025 年大幅上涨



资料来源：Bloomberg，华源证券研究所

图表 6：回购额上升压缩股票供给（单位：十亿美元）



资料来源：S&P Dow Jones Indices，华源证券研究所

5.2. 债市：eSLR 改革提升银行对于美债承接能力，美债市场波动阶段性下降

美联储于 2025 年 9 月、10 月和 12 月进行了三次降息，每次下调 25 个基点，将联邦基金利率降至 3.50%–3.75%的区间（为 2022 年 11 月以来最低水平）。10 年期美债收益率在总统就职日前后约为 4.6%，随后在 2025 年 4 月 2 日“对等关税”政策出台后数日内上演了一轮较为剧烈的震荡——先是因经济衰退担忧骤降至 4.0%以下，紧接着又在持有人集中抛售、市场对美元信用产生质疑的背景下反弹至 4.51%，一周之内波动幅度超过 52 个基点，属于近年较为剧烈的短期震荡。衡量美债市场波动预期的 MOVE 指数（美银美林期权波动率估算指数，功能类似于美股市场的 VIX）在此期间一度逼近 140，为 2023 年银行业危机以来最高点。

然而，4 月冲击后的市场修复较快：关税暂停消息落地后，美债市场抛售情绪快速出清，流动性指标至夏末已基本恢复正常；加之美联储下半年连续三次降息各 25 个基点，将联邦基金利率压至 3.50%–3.75%区间，推动 10 年期收益率在年末收于约 4.18%，年末收益率小幅

下载日志已记录，仅供内部参考

低于年初水平。进入 2026 年 1 月至 3 月，随着关税政策路径日趋明朗、监管改革预期持续兑现，美债市场整体波动率显著回落，10 年期收益率在 3.97%–4.44%区间内运行，MOVE 指数在 2025 年下半年整体回落，2026 年 2 月前后仍处低位，随后在伊朗冲突和油价扰动下回升。按美国财政部 Fiscal Data/TreasuryDirect 拍卖结果口径，2025 年全年 10 年期国债及续发拍卖投标倍数大体维持在 2.35–2.65 倍区间，未发生技术性流标。

eSLR 改革之所以对国债市场至关重要，根源在于原有规则的一个核心扭曲，而改革形成了明显的货币派生。在 eSLR 的计算框架下，由于杠杆率不区分资产风险权重，持有国债和持有高收益债券消耗同等数量的一级资本，这直接抑制了大型银行增持国债和扩大国债做市的意愿。2025 年 11 月 25 日终稿的 eSLR 改革将 GSIB 控股公司层面的固定 5%要求（3%基础要求+2%缓冲）改为 3%基础要求加上按方法一 GSIB 附加费 50%计算的浮动缓冲；对存款机构子公司，最终规则也采用 3%基础 SLR 加上母公司方法一 GSIB 附加费 50%的缓冲，并以 1 个百分点封顶，因而总体要求通常为 3.5%至 4.0%，低于此前 6%的固定标准。此项改革导致，据美联储关于 eSLR 修订的测算，主要存款机构子公司层面一级资本要求减少约 2,190 亿美元，GSIB 控股公司层面一级资本要求减少约 130 亿美元。这意味着，在改革前受制于杠杆率约束的银行，在改革后获得了大幅扩大国债持仓的空间，而无需承担额外资本成本。这增强了银行体系吸收债券的流动性供给能力。

我们能看到 2025 年下半年，在经历了“对等关税”剧烈动荡以后，美国债券市场整体稳定。商业银行持有的美国国债及机构债券规模从 2025 年 1 月约 4.408 万亿美元稳步升至 2026 年 2 月的约 4.725 万亿美元（增加约 3,170 亿美元，增幅约 7.2%），虽然改革的正式生效日为 2026 年 4 月 1 日，但市场预期已提前反应。更重要的是，按 ICE BofA MOVE 指数口径，衡量国债市场波动预期的 MOVE 指数在 2025 年下半年整体回落，并于 2025 年 12 月 26 日触及 58.5，为 2023 年银行业危机以来较低水平。按美国财政部 Fiscal Data 拍卖结果，2025 年 9 月 10 日 390 亿美元 10 年期国债续发拍卖录得 2.65 的投标倍数，间接投标人占竞争性获配额约 83.1%，显示了较强的市场需求。将 eSLR 改革、银行国债持仓上升、MOVE 指数下降和拍卖稳定这四个维度联合观察，可以勾勒出一条较为明确的传导链条：监管松绑→银行资本空间释放→国债承接能力增强→市场波动率下降→债市整体趋稳。

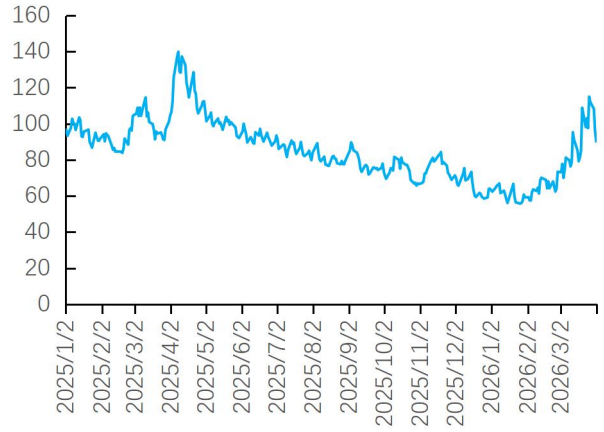
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：2026 年 1-3 月 10 年期美国国债收益率在 3.97%-4.44%区间波动（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所

图表 8：MOVE 指数在 2025 年下半年整体回落，2026 年 2 月后受伊朗冲突影响回升



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

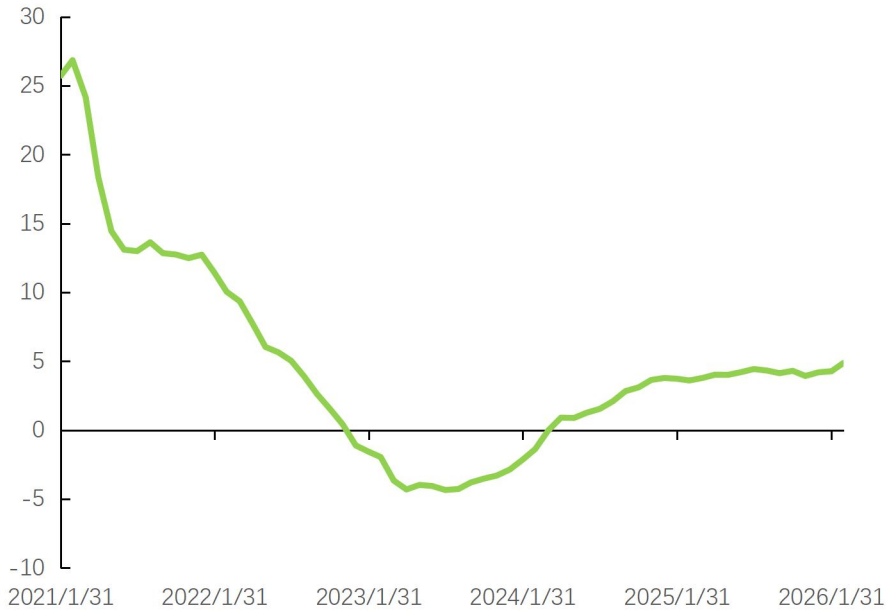
图表 9：2025 年美国信贷规模同比增速从年初 3.3%升至年末 5.4%



资料来源：美联储官网、FRED 官网，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：美国 M2 当月同比增速从 2025 年年初 3.7%升至年末 4.2%（单位：%）



资料来源：FRED 官网，华源证券研究所

从广义流动性的角度看，监管资本空间扩大与股市表现改善、债市波动回落在时间上较为一致。从上面两张图，可以看到 2025 年整体上美国信贷增速和 M2 增速都在整体上行。存量信贷同比增速从年初的 3.3%上升到 5.4%。M2 同比增速从 3.7%上升至 4.2%。在股票市场端，释放的资本通过回购和股息流入权益市场、通过放宽并购审查促成私有化交易压缩股票供给、通过信贷宽松支撑企业盈利增长；在债券市场端，同样的资本释放通过 eSLR 改革和杠杆率松绑，增强了银行持有和做市国债的能力，降低了做市商的资产负债表成本，从而改善了国债市场的流动性和拍卖质量。在穆迪下调美国主权评级、财政赤字持续恶化、美元指数上半年下跌约 10%的背景下，美股和美债仍能在 2025 年下半年至 2026 年初保持相对稳定，“去监管”释放的广义流动性构成其中一项重要缓冲因素，部分对冲了财政和地缘政治带来的负面压力。不过，这种缓冲不能替代财政约束，也无法消除外部冲击带来的风险，但它确实在短期内增强了美国金融体系在多重冲击下的韧性。

如果说银行体系的直接资本释放是广义流动性的第一层，那么通过影子银行渠道的间接放大就是第二层。按美联储 H.8 周度季调余额计算，2025 年第四季度银行对非存款类金融机构（NDFI，包括私人信贷基金、保险公司、对冲基金等）的贷款增量，占全部银行贷款增量约 80%。若剔除银行对影子银行体系的放贷，美国银行业 2025 年的贷款增长贡献将明显下降。这一渠道的运作机制可以简化为三步：第一步，银行以低成本（因为有存款和美联储准入）向私人信贷基金提供仓储额度和循环信贷；第二步，私人信贷基金加上自身的杠杆，以更高利率放贷给最终借款人；第三步，最终借款人用这些资金进行投资、并购或偿还既有债务。这实际上形成了一个多重杠杆的结构，银行对自有资本加杠杆放贷给影子银行，影子银行再对银行提供的资金加杠杆放贷给企业。2025 年 12 月 OCC 和 FDIC 撤销了 2013 年杠杆贷款指南，进一步打通了这一渠道。截至 2025 年 12 月，全球私人信贷市场规模已达 3.5 万

下载日志已记录，仅供内部参考

亿美元，花旗与阿波罗等私人信贷巨头建立了数百亿美元规模的合作。这意味着“去监管”释放的银行资本通过影子银行网络产生了远超银行资产负债表的信贷扩张效应。

图表 11：2025 年银行扩大国债及机构债持仓，eSLR 和银行杠杆约束松绑提升美债承接能力



资料来源：美联储官网、FRED 官网、Federal Register 官网、美国财政部 Fiscal Data/TreasuryDirect、华源证券研究所

5.3. 金融创新相关政策：作为广义流动性的辅助案例

数字资产相关市场在 2025 年波动较大。本文仅将其作为监管态度变化影响风险偏好的辅助观察，不展开具体价格行情，也不作为投资建议或配置依据。

从制度层面看，相关 ETF 产品规则、托管会计规则和稳定币储备安排共同改变了部分金融机构的业务边界。本文引用相关资金流数据时，仅用于说明监管边际变化的市场反应。

该领域对本文主题的意义，主要在于规则变化可能降低银行托管和相关服务的会计约束，并通过稳定币储备要求形成对国债等高流动性资产的潜在需求。换言之，它是监管松绑影响金融中介资产负债表容量的一个辅助案例，而非本文展开的独立投资主题。

5.4. 并购与 IPO：并购交易量创 2021 年以来新高

2025 年美国并购市场交易量总额达 2.3 万亿美元，同比增长 57%，为 2021 年以来最高水平；全球并购总额约为 4.6 万亿美元，处于历史第二高位。据 LSEG 并购统计口径，全球规模超百亿美元的超大型交易达到 68 笔，是自 1980 年来的超大型并购数量巅峰。标志性交易包括联合太平洋/诺福克南方（约 855–895 亿美元，将形成单一运营商端到端横贯美国的货运铁路网络）、奈飞/华纳兄弟（827 亿美元）、美国艺电（EA）的 550 亿美元收购等。此外，根据 Bain & Company 统计，2025 年年内科技行业并购价值同比增长逾 76%至约 4,780 亿美元；私募股权/金融买方交易和大型杠杆收购活动明显恢复，EA 交易成为历史最大杠杆收购之一。

IPO 市场同步回暖。按 Renaissance Capital 年度回顾口径（剔除 SPAC、封闭式基金等，含市值不低于 5000 万美元的 IPO 和直接上市），2025 年美国市场完成 202 宗 IPO、融资约

下载日志已记录，仅供内部参考

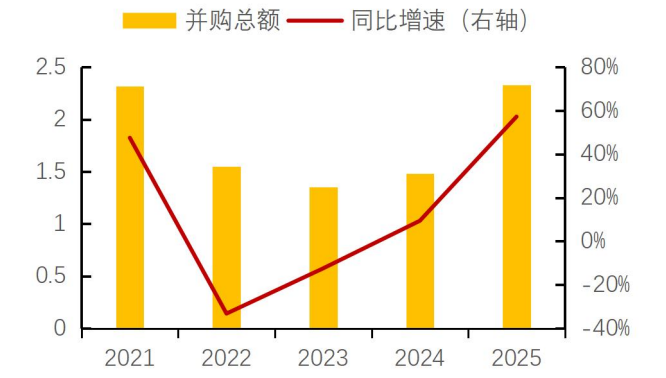
440 亿美元；按 EY/Dealogic 较广义统计口径，2025 年美国 IPO 市场完成 216 宗、融资约 474 亿美元。两类口径样本范围不同，本文图表和正文涉及 IPO 融资额及概括性 IPO 宗数时优先采用 Renaissance Capital 口径；涉及 EY/Dealogic 较广义统计时另行注明。SPAC 活动显著复苏：据 SPACInsider 统计，2025 年 SPAC 发行活动较 2024 年明显回升，全年新 SPAC 数量超过 2023 年和 2024 年之和。

并购和 IPO 市场的这轮回暖，除了和市场情绪改善有关外，它背后还存在一条较为明确的货币派生链条，链条的起点正是监管松绑。要理解这一点，需要回到银行信贷创造的基本原理。在现代银行体系中，贷款创造存款，当银行批准一笔并购贷款时，它并不是直接划出既有现金余额，而是在借款人的账户上创造了一笔新的存款。这就是所谓的“货币派生”：每一笔新增贷款都在扩大经济体中的货币总量。银行能够承做的贷款规模，受到资本充足要求、流动性约束和风险管理标准等因素影响。

2025 年，巴塞尔 III 终局规则推进放缓、eSLR 调整以及杠杆贷款监管转向宽松，共同扩大银行承做并购融资的空间。截至 2025 年 11 月初，美国 LBO/M&A 发行总规模已追平 2024 全年总量，同比提升 11%，大额交易供给持续增多，不仅意味着更多的交易在发生，更意味着银行体系通过这些交易派生出了更多的货币。这些新增信贷并不停留在并购交易本身，它流入被收购企业的资本结构重组、流入投行的手续费收入、流入私募基金的管理费和 carry（业绩报酬）、最终流入整个金融体系的资金池，进一步提升了市场的整体流动性水平。

IPO 和 SPAC 活动回升还可能提高部分资产的可交易性和可融资性。当企业通过 IPO 上市或被 SPAC 收购时，原本较难流通的私募股权转化为公开市场自由交易的证券，这些证券可以被用作贷款抵押品、可以被纳入 ETF 和指数基金、可以被银行计入交易账簿。IPO 和 SPAC 主要是将已有资产从不可流通状态转化为可流通证券，提高资产货币化程度，从而在不增加基础货币的情况下改善金融体系的有效流动性。按 Renaissance Capital 口径，2025 年美国 IPO 融资约 440 亿美元；按 EY/Dealogic 较广义口径，2025 年美国 IPO 数量约 216 宗、融资约 474 亿美元；叠加 SPAC 发行活动回升，相关活动提高了部分私募资产转化为可流通、可抵押、可杠杆化公共证券的可能性，并为金融体系的货币派生链条补充了新的流动性来源。

图表 12：2025 年并购市场总额达到 2021 年以来最高水平（单位：万亿美元）



资料来源：Bloomberg、LSEG，华源证券研究所

图表 13：2025 年美国 IPO 市场回暖（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg、Renaissance Capital，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14：2025 年“去监管” → 资本释放 → 市场影响的因果链条（NDFI 为 2025Q4 银行对非存款类金融机构贷款增量占全部银行贷款增量的比例；其余指标按正文口径）



资料来源：美联储官网、S&P Dow Jones Indices、Bloomberg、Bain & Company、Renaissance Capital、美国财政部 Fiscal Data/TreasuryDirect，华源证券研究所

6. 总结：从规则为本到成果为本的监管理念转变

6.1. 监管理念出现重要变化

前文分别梳理了监管机构人事变动、规则调整以及市场反应。仅列举具体措施，仍不足以解释本轮调整的共同方向：监管重点正在由增加规则和强化事前约束，转向更强调市场功能、竞争和执法资源集中配置。这一转向如果持续下去，其长期影响将远大于任何单一规则的修改。

拜登时代的 SEC 在 Gensler 领导下奉行扩张性的、以规则为导向的监管理念，通过大量执法行动确立监管规范（尤其在加密领域，2023 年达 46 起加密货币提起的相关诉讼），采用破窗理论策略追究细微违规行为（2024 财年仅通讯记录保管案就产生超过 6 亿美元的罚款）。同时，SEC 提出了多项覆盖面广的新规草案，包括气候披露、私募基金顾问规则、股票回购披露等，并推动市场结构改革。

特朗普时代的 SEC 在 Atkins 领导下则明确转向原则导向、成果聚焦的监管方法。Atkins 在 2025 年 5 月的 SEC Speaks 大会上明确表示：规则制定将通过正规的通知和意见征询程序来完成，而不是依靠执法行动来倒逼规则。这一思路体现在 SEC 大规模撤回前任的规则草案、将执法资源集中于严重的欺诈案件、以及 Hester Peirce 所倡导的不预设公司披露内容，而是提供框架让公司进行重大信息披露的原则。

下载日志已记录，仅供内部参考

FDIC 和 OCC 在 2025 年 10 月发布了联合规则制定提案，重新定义不安全或不健全的做法。该提案将监管重点从公司治理、业务流程和声誉问题，转移到了**可衡量的实质性金融风险**（如信用、运营、合规和战略风险）。声誉风险这一概念被系统性地从所有的监管指引、检查手册和相关文件中剔除。

6.2. 金融监管对金融创新态度边际转向

据 OCC 数字资产许可申请清单，2025 年 OCC 收到 14 份涉及数字资产业务的新银行牌照或章程申请，其中包括设立有限目的国家信托银行及州信托公司转换为全国性信托银行等类型，申请主体多来自金融科技和数字资产公司。FDIC 也于 6 月更新了客户身份识别程序（CIP）要求，允许在银行与金融科技公司合作进行第三方身份验证时给予更多灵活性。然而，拜登时代 CFPB 的《1033 条开放银行规则》（2024 年 10 月终稿）则面临逆转。在新政府领导下，CFPB 改变立场，转而支持起诉该规则的银行原告。联邦法院随后于 10 月底下达禁令推迟了该规则的合规执行日期，CFPB 也宣布计划重新编写该规则。

总体而言，2025 年的监管调整重塑了美国金融体系配置资本和扩张信贷的效率与边界。回顾本报告前四章的梳理，可以看到这种重塑是多层次的。第一，巴塞尔 III 终局规则推进放缓和 eSLR 调整，据美联储关于 2025 年 eSLR 修订的测算，主要存款机构子公司层面一级资本要求减少约 2,190 亿美元，GSIB 控股公司层面一级资本要求减少约 130 亿美元，扩大部分银行的资本运用空间，理论上能够支持更大规模的资产配置。第二，SEC 执法活动减少、CFPB 职能收缩以及声誉风险适用范围调整，可能降低部分机构的日常合规摩擦，同时也削弱部分风险约束。第三，金融科技和金融科技相关牌照、储备安排以及杠杆贷款监管变化，拓展信贷和流动性传导渠道。三类变化叠加，使监管松绑对市场的影响不限于单项规则，而是体现为资产负债表约束、执行强度和金融中介渠道的同步改变。

用更直接的方式概括上述机制：美联储降息影响资金价格，监管调整影响金融机构可使用的资产负债表容量。2025 年，资本要求趋于放松、执法与检查资源收缩、金融创新和非银行融资渠道扩大，共同提高了市场中介活动的空间。每一个单独的变化看起来都是合理的效率优化，但当它们同时发生时，整个金融体系的信贷新增总量明显扩大。这就是我们在第四章中观察到的广义流动性扩张的制度根源。



下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：“去监管”如何改善金融体系的流动性传导（2025 年口径；MOVE 为 2025 年 12 月 26 日数据；资本乘数为情景测算，按 1 美元核心资本支持约 8-10 美元风险资产）



资料来源：美联储官网、FRED 官网、美国财政部 Fiscal Data/TreasuryDirect，华源证券研究所

与单一市场指标相比，监管理念和制度安排的变化更值得持续跟踪。因为标普 500 涨幅、MOVE 指数下降和信贷利差收窄这些市场数据都是阶段性结果，而资本约束、执法强度和中介渠道的变化，决定了这些结果能否持续。监管要求同步放松时，短期内市场活动可能更加活跃；但在外部冲击发生时，风险缓冲能力也可能下降。

7. 美国“去监管”化的长期风险

前文分析显示，监管松绑可能释放资本空间、改善市场流动性，并与股债市场表现回升同时出现。但对投资者而言，同样重要的是评估由此带来的中长期风险。金融史经验显示，监管放松带来的繁荣若缺乏有效风险约束，往往会在后续周期中以资产价格调整、信用收缩或机构风险暴露等形式显现，差异主要体现在时间、范围和强度。

FDIC 的学术研究在对历史银行监管指数进行分析后发现一个规律：在放松监管政策或监管执行弱化的浪潮之后，大约在十年的时间跨度内，银行的倒闭率会出现显著上升。这一模式在 1980 年代储贷危机中已有体现：1980 年和 1982 年的“去监管”法案之后，747 家储贷机构倒闭，纳税人承担高达 1,240 亿美元损失。2008 年金融危机前，美国还经历了 1999 年废除《格拉斯–斯蒂格尔法案》和 2000 年限制对信用违约互换等场外衍生品监管等一系列金融自由化安排。Better Markets 认为，特朗普政府第一任期的监管放松削弱了部分银行风险缓冲，并在 2023 年区域银行危机中放大了脆弱性；该表述更适合理解为“提高风险脆弱性”而非单一直接原因。

2025 年 3 月 13 日，由哥伦比亚大学法学院五位知名教授组成的影子 SEC 小组发出警告称，SEC 正在经历“千刀万剐式的死亡”（death by 1,000 cuts）。这个比喻虽然尖锐，但准确地捕捉了一个关键特征：2025 年的“去监管”不是一次性剧烈调整，而是一系列渐进式调整。每一项单独看都可以被辩护为合理的简化或对过度监管的纠正，但当数十项调整同时发

下载日志已记录，仅供内部参考

生时，其累积效应可能远超任何一项的简单加总。这种渐进累积型风险往往更难被及时识别和应对。咨询公司韦莱韬悦（WTW）的风险分析识别了“去监管”化带来的五大风险：监管环境不确定、金融冒险行为增加、欺诈事件增多、消费者信任受损以及消费者诉讼数量上升。消费者权益组织 Consumer Reports 将 CFPB 的现状描述为“虽然还站着，但本质上已在生命维持状态”。民主党参议员 Warren 的办公室在 2026 年 2 月的报告中测算，特朗普的 CFPB 政策变化导致美国人损失了至少 190 亿美元的金融保护红利，具体包括：取消透支费上限导致的每年 50 亿美元损失、阻止出台信用卡滞纳金上限导致的约 100 亿美元损失，以及撤销相关执法和解案件带来的 40 亿美元损失。

现有监管框架的核心结构将大体保持不变，因为 2008 年金融危机后出台的《多德-弗兰克法案》的大部分内容已写入法律体系，修改它需要国会两党的合作，而在当前的政治环境下较难实现。这意味着，放松监管的深度存在一个结构性上限，为美国金融系统保留了一道底线。因此，本轮“去监管”可能不会引发 1980 年代或 2008 年那样规模的极端危机。但是，监管执行力度的减弱、人员的大幅裁减以及监管意愿的下降，其本身就已经构成了系统性风险的实质性积累。

“去监管”最深层的风险不在于某一项具体规则的放松，而在于它启动的是一个会自我加速的正反馈循环。

图表 16：美国“去监管”化的长期风险



资料来源：华源证券研究所绘制

这个循环的运转机制并不复杂，但其后果往往出人意料地严重：监管放松→银行资本成本下降→信贷利差收窄→资产价格上涨→银行资本比率因资产升值而改善→银行认为自己资本充裕→进一步扩张资产负债表→信贷利差进一步收窄……每一轮循环都在积累更多的杠杆，每一次市场波动的平息都在强化逢跌买入“信念”，每一个稳定的季度都在鼓励更大胆的风险承担。2025 年的市场数据映射了这一模式：投资级信贷利差在 9 月压缩至 71 个基点，处于近年低位；据 IMF《全球金融稳定报告》口径，2025 年 10 月前后标普 500 的 12 个月远期市盈率高于 1990 年以来约 96%的历史观测值；VIX 从 4 月高点 52.33 回落至年底 15.5 附近。

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年美国金融体系表面运行平稳，但稳定阶段往往也是杠杆和风险偏好上升的时期。若外部冲击导致资产价格下跌或利率上升，前期通过银行资本和非银行融资渠道扩张的流动性可能反向收缩：银行降低资产负债表规模，非银行机构收缩杠杆，信贷利差走阔，资产价格下跌进一步侵蚀资本。这正是 2008 年金融危机的核心逻辑。在中东地缘冲突升级等外部冲击情形下，若美股明显下跌、美债收益率因通胀预期或风险溢价抬升而上行，美国信贷扩张即便短期仍快，也可能通过贷款利率上升和风险偏好回落，转化为更紧缩的信用环境。

历史经验能够提供风险参照。2004 年 SEC 修改净资本规则，允许大型投行在部分资本计量中使用内部模型。2004 年至 2007 年间，主要投行控股公司的杠杆总体上升：根据相关 10–K/10–Q 口径整理，雷曼兄弟债务/权益杠杆率从 2004 年的约 22.9 倍升至 2007 年的约 29.7 倍，按债务/权益口径，贝尔斯登杠杆水平也明显上升。参与该计划的五家原独立投行模式最终均发生重大转型或失败：雷曼破产，贝尔斯登和美林被收购，高盛与摩根士丹利转为银行控股公司。日本 1980 年代资产价格周期也提供了重要参照：以 Nikkei 官方历史年末收盘口径计算，日经 225 指数从 1982 年末 8,016.67 点升至 1989 年末 38,915.87 点，累计上涨约 385.4%。这些案例说明，资本约束弱化与高杠杆并存时，外部冲击可能造成更大损失。

但与历史危机前相比，当前美国金融监管仍保留《多德–弗兰克法案》的框架性约束。2025 年的“去监管”在法案框架内大幅放松了执行力度，削弱了执法队伍、提高了监管门槛、废除了多项指引。但法案本身的核心支柱，包括沃尔克规则、系统重要性银行的附加监管、有序清算机制等，并未被废除。修改这些条款需要国会两党合作，在当前的政治版图下现实难度较高。这为本轮“去监管”设定了一道结构性的安全底线，本报告判断，局面短时间内应该不太可能演变为 1980 年代储贷危机或 2008 年全球金融危机那样的极端情景。

监管执行力度减弱、检查人员裁减、影子银行体系中多层杠杆逐步累积，未必以单一事件集中暴露，但可能逐渐收窄金融体系的安全余量。我们认为，问题的核心在于识别美国金融体系风险的触发时点。

本报告为美国金融监管系列第一篇，聚焦特朗普第二任期监管格局的整体变化。

8. 风险提示

1）政策推进不及预期风险：美国金融“去监管”涉及国会立法、行政命令、独立监管机构规则制定和司法审查等多个环节，若关键规则推进慢于预期或被法院叫停，资本释放和市场风险偏好改善的持续性可能弱于报告判断。

2）数据披露和口径调整风险：本文涉及执法数量、资本节约规模、资金流、并购与 IPO 规模等多类数据，不同机构的统计口径和更新频率可能存在差异，后续修订可能影响相关结论。

3）金融市场波动与信用收缩风险：若通胀、财政赤字、地缘政治或金融机构风险事件推升利率和风险溢价，前期由监管放松带来的广义流动性可能反向收缩，对美股、美债和信用市场形成压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。