



从强化监管到放松管制的十年轮回

——美国金融监管改革及其对中国的影响与启示

- ◎ 执笔人：胡滨，中国社会科学院金融研究所党委书记，副所长
文章来源：《国际经济评论》2020年第5期

金融危机爆发促使美国进行“大萧条”以来最为重大的金融监管改革，监管日益强化。2008年，奥巴马政府在金融危机的惨痛教训下，开始对金融业进行严格监管，出台了《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》（以下简称《多德—弗兰克法案》）以及极为严格的沃尔克规则（Volcker Rule）。但是，自特朗普竞选总统开始，放松金融管制的呼声渐强。特朗普在竞选阶段就对沃尔克规则提出严厉的批评，认为沃尔克规则对大型金融机构进行的严格监管，抑制了华尔街金融创新并降低了美国在国际金融体系中的竞争力。其一上台就放松了对金融体系的管制，重点是修改沃尔克规则，提高美国金融体系的效率和国际竞争力。作为《经济增长、放松监管和消费者保护法案》中最为重要的内容之一，“沃尔克规则”修订案于2019年8月20日获得美国货币监理署和美国联邦存款保险公司的批准，美国金融监管放松走向了新高潮。美国金融监管呈现从强化到放松的十年轮回。在美元霸权体系下，美国拥有全球最发达的金融市场，其金融监管政策对于全球具有显著的外溢效应。随着美国货币政策调整、税制改革以及实质放松金融管制，其他经济体可能面临较为显著的金融波动和经济冲击，甚至产生系统性的影响。反观中国，过去数年实施的是日益严格的金融监管，在去杠杆为主导的政策调整中强化了对金融机构和市场的调控与监管，金融机构的风险暴露可能有所缩小。但是，面对国内经济增速放缓的压力，中国金融体系的韧性和弹性能否提高仍有待观察。中国与世界经济

的互动日益深化，美国货币政策转向和金融监管放松所带来的外溢冲击及其应对策略值得深入研究。本文旨在系统梳理近十年美国金融监管政策的演进过程及核心内容，评估其产生的全球影响，对比中美金融监管改革的差异并分析原因，进而提出相应的政策建议。

一、美国近十年的金融监管：从强化到放松

纵观美国金融监管史，既是一部沿着“金融危机—强化监管—金融自由化—放松监管—金融危机”螺旋式发展的历史，也是一部权衡金融监管与金融创新、经济繁荣、国际竞争力之间关系的历史。1999年的《金融业服务现代法案》取消了《格拉斯—斯蒂格尔法》中关于金融业的跨州经营和分业经营的限制，放松了对于整个金融市场的监管，是美国次贷危机演进为全球金融危机的制度根源之一。

（一）奥巴马政府的强硬监管

正是基于2008年金融危机的惨痛教训，奥巴马总统在上任后采取多项措施，积极推动金融监管改革，致力于应对系统性金融风险并增加金融体系透明度。2009年11月，美联储发布《监管资本评估计划》，主张开展严格的资本压力测试，防范银行流动性风险。2010年，奥巴马政府先后颁布《多德—弗兰克法案》和《综合资本压力分析与回顾法案》，分别在防范系统性风险和保证银行流动性领域作出更严厉的规定。2012年，美联储推出禁止银行自营交易、投资对冲基金和私募资金等的《沃尔克法则》。2014年，美联储发布《强化审慎标准法案》，加大对银行系统性风险的管理，要求更严格的资本和流动性压力测试；同年颁布《海外账户税收合规方案》，对境内外系统性重要机构进行同等监管。《多德—弗兰克法案》是改革中最为重要的立法，其核心思想是强化宏观审慎监管和保护消费者权益，重点解决系统重要性金融机构的“大而不倒”问题，并建立系统性金融风险处置框架。主要内容包括：一是重构监管体系，宏观审慎监管和微观审慎监管并重。

《多德—弗兰克法案》重点围绕系统性金融风险处置，统筹推进建设一个跨行业的监管协调机制，并对监管缺失进行修补。二是填补监管空白，规范金融市场，强化银行的风险控制。改革新增了部分法规条例填补针对对冲基金、私募基金和信

用评级公司的监管空白。三是引入沃尔克规则，严格限制银行从事高风险业务。沃尔克规则禁止交易资产和负债总额在 100 亿美元以上的银行进行自营交易、投资对冲基金等高风险业务；交易资产和负债总额在 100 亿美元以下的银行机构虽然可以在自有账户中进行一定程度的自营交易，但是需要遵循合规程序；沃尔克规则建议设定高管问责制度，要求银行的首席执行官承担更多责任，从而遏制管理层的投机动机。四是新设相关金融监管机构，加强对金融消费者和投资者的保护。美联储整合 7 个具有消费者保护性质的部门成立金融消费者保护局，局长由总统直接任命，具有独立的监管权。同时，美国政府在证券交易委员会下设投资者顾问委员会和投资者保护办公室。五是加强跨境机构监管，重点强化跨境金融机构的资本金和业务规范。

（二）特朗普政府放松管制

《多德—弗兰克法案》出台后，相关监管措施逐步落地实施。根据美国达维律师事务所统计，截至 2016 年 7 月 19 日，《多德—弗兰克法案》要求的 390 条具体监管规则中，已有 274 条（占比 70.3%）监管规则落地，36 条（占比 9.2%）监管规则尚在修订过程中，整体已基本落地。但是，随着这些强化措施的实施，各类问题与争议也在不断显现。

监管权力适度性问题。从监管体系层面来看，多头监管逐渐暴露出部分监管主体权力过大，监管对象、职责、领域不清晰，以及监管竞争等问题。例如，“生前遗嘱”是系统性重要机构在正常经营的情况下拟定其遭遇危机时的紧急应对和破产处置方案，该方案是否通过主要依靠美联储的主观测定，这赋予美联储过大的权力。金融危机后监管政策改革完成后，需要有一个休整期。在此期间，监管部门需要充分评估改革的影响，同时对可能的越位和缺位进行改正和修补。

针对沃尔克规则存在重大分歧。由于牵涉多方的重大利益，沃尔克规则在制定之初并没有得到统一的认同，以至于奥巴马总统威胁使用否决权才勉强得以通过。沃尔克规则付诸实施后争议不断，主要集中在以下几个方面：一是沃尔克规则“一刀切”式禁止自营业务和投资相关基金，削弱了银行创利和风险规避能力；二是规

则中关于自营交易、代理客户交易和做市交易的定义过于模糊，主要依赖监管者的主观解释，具有一定的操纵空间；三是金融机构之间的风险隔离并不彻底，部分银行为规避监管，包装自营业务至资产管理部门，总体上并未降低风险；四是沃尔克规则合规成本过于高昂。据美国银行家协会估算，金融监管机构将投入 660 万个工作小时推动该规则的实施，180 万个工作小时用于执法。同时，银行也必须增加 3000 个沃尔克规则的合规工作岗位，使银行和投资者承担约 3.5 亿美元的额外成本。

第三，从监管实施效果来看，出现了部分法案和初衷相悖、负面效应较大、实际效果较弱等后果。例如，消费者保护的初衷是保护金融消费者和投资者的权益，但是实际上，新法案更为严格的抵押贷款条件大大提升了抵押贷款人获取相关金融服务的门槛。2014 年美国对黑人和西班牙裔美国人的抵押贷款总额比 2007 年下降了 52%，而其他种族群体融资需求下降了 37%。法案实施后，部分中小银行承担着与其规模不相契合的监管负担，使得其盈利能力下降，出现被兼并或者倒闭的结局。由于中小银行是服务农业和中小企业的重要力量，中小银行破产对非城市区域的经济的发展产生了负面影响。

特朗普上任之后就迅速开启监管放松进程，主要是通过行政手段和法律改革来推进监管放松。从行政层面来看，特朗普为了顺利推进金融监管改革，通过走马换将的方式绕开国会限制来保障放松监管。2017 年 2 月，曾在华尔街担任高管、强烈要求革新《多德—弗兰克法案》的史蒂文·姆努钦出任美国财政部部长。此后，联邦存款保险公司和美国证券交易委员会主要负责人均被替换为奉行放松金融监管的人士。如此一来，在共和党人再次获得参众两院的多数席位及总统职位的背景下，特朗普通过金融监管部门人事安排变化，为行政层面推动金融监管放松提供了良好的基础。

从立法层面来看，特朗普政府先试图全面否定《多德—弗兰克法案》，未果后进行部分革新。2017 年 6 月，众议院通过了以放松监管和控制风险为核心的《为投资者、消费者和创业者创造希望和机遇》（Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs，简称 CHOICE）法案。该法案旨在对《多德—弗兰克法案》进行“推倒式”重建，但由于过于激进，在参议院层面未获得通

过。尽管如此，《CHOICE 法案》为接下来的于 2017 年 11 月份提出的相对温和的革新方案《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》）的制定奠定了基础。《放松监管法案》没有彻底否定《多德—弗兰克法案》的政策逻辑，而是致力于促进资本形成和经济增长，强化中小银行的服务功能，保护消费者权益，从而获取参众两院多数支持，最终于 2018 年 5 月由特朗普正式签署实施。该法案在对系统重要性金融机构、自营交易、中小银行特别是社区银行、资本市场等的监管上均有不同程度的放松。

2019 年特朗普政府金融监管放松最为重大的举措是修改沃尔克规则。2019 年 10 月 8 日，美联储和其他四家监管机构最终批准通过《沃尔克规则修正案》，放松对商业银行自营交易等的监管。该修正案已于 2020 年 1 月 1 日生效。修正案的核心逻辑是按照交易的资产和负债规模来削减不必要的规制，并打破银行进行自营交易的禁令，给中小型金融机构监管豁免，给大型金融机构一定程度的自营交易空间。

特朗普政府还通过国际合作来放松跨境金融的监管。2019 年 12 月 19 日，美国众议院通过《美国—墨西哥—加拿大协定》（United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA），进一步摆脱了多哈回合僵局后停滞不前的全球多边贸易规则。美国主要通过加大金融开放领域和扩大金融机构申诉权益来间接放松金融监管。USMCA 作为特朗普上台后签署生效的第一份自由贸易协定，相较于世界贸易组织（WTO）规则下的《服务贸易总协定》（GATS）中的“开放领域”和“例外条款”有诸多革新。

二、美国金融监管放松：核心改革内容

（一）《放松监管法案》的核心内容

1. 提高系统重要性金融机构的资产认定门槛

系统重要性金融机构是指规模极大或在金融业中位于关键性重要地位的金融企业。《多德—弗兰克法案》规定了合并资产规模 500 亿美元的系统重要性机构认

定门槛，以及基于风险的资本标准、市场风险资本标准、全球系统重要性银行（G-SIB）资本附加费标准、杠杆率（包括补充杠杆率和增强的补充杠杆率）标准、流动性覆盖率标准、长期债务要求、压力测试以及衍生品的强制性清算和保证金要求等。在华尔街利益集团的游说下，《放松监管法案》第 401 条款放松了《多德—弗兰克法案》规定的特定银行控股公司和受美联储监管的非银行金融机构的审慎监管标准，对系统重要性金融机构的认定门槛从合并资产 500 亿美元以上大幅提高至 2500 亿美元以上。法案实施当日即不再对资产规模处于 500 亿~1000 亿美元的金融机构施加强制性监管，合并资产在 1000 亿~2500 亿美元的金融机构在法案生效 18 个月后可从系统重要性金融机构行列中划出。规定实施后，合并资产规模在 500 亿~2500 亿美元的金融机构将获得一定程度的监管放松，主要体现在强制自行执行压力测试的要求取消、监管压力测试场景数量的减少、压力测试频率的降低等方面。同时，提高系统性金融机构的资产认定门槛间接放松了政府对美国大型保险公司等非银机构的监管。2018 年 10 月 17 日，美国金融稳定监督委员会宣布取消对美国保险行业巨头保德信金融集团的系统重要性金融机构的认定，至此监管机构解除了对所有非银金融机构的系统重要性监管。

2. 大幅放松对大型银行的监管标准

银行业金融机构作为金融体系的核心，在金融危机带来的风险冲击中最容易产生较大的损失。由于政府的强监管政策，在危机过后的一段时间，商业银行业务发展相对缓慢。《放松监管法案》大幅放松了对大型银行的监管政策。首先，新法案重新规定了大中型银行的分类标准及监管要求。根据银行合并资产规模、交易资产和负债规模、表外暴露等指标将合并资产规模在 500 亿美元以上的大型银行分为 5 类，并显著放松了对第三、四、五类银行的监管要求。

其次，新法案 402 条款放松了对托管银行杠杆率和补充杠杆率的监管要求。新法案允许托管银行在计算杠杆率时，将中央银行放款从合并资产中排除，即主要从事证券托管代管、代收利息等证券资产服务业务的托管银行将不必专门为中央银行放款补充资本。同时，新法案放松了对某些贷款的风险监管要求，如允许商业银行计算资本充足率时将用于企业扩张等用途的商业房地产贷款划归为普通商业房地

产贷款，并将其风险权重从 150%降低至 100%。

再次，新法案较大程度上放松了对银行流动性监管的要求。根据《巴塞尔协议 III》对流动性覆盖率（LCR）的监管要求，银行流动资产分为一级资产、二级 A 类资产和二级 B 类资产等三类，只有一级资产可以作为高质量流动资产计算流动性覆盖率，而二级 A 类资产和二级 B 类资产只能在折价后计算该比率。新法案规定，允许银行在计算 LCR 时，把原本无法计入以上三类流动资产的流动性较强的投资级市政债券（Municipal Bond）列入二级 B 类资产。由于目前需遵守 LCR 监管条款和持有市政债券的银行均为大型银行，新法案的出台有利于降低对其流动性的监管标准。

最后，新法案提高了上市银行设立风险委员会的资产阈值。新法案规定合并资产规模在 500 亿美元以上的上市银行需要设立风险委员会，承担风险识别、风险计量、风险监测的职责，而修订前设立风险委员会的合并资产规模门槛为 100 亿美元，此次修改显著降低了上市银行的合规成本。

3. 较大程度放松对中小银行的监管标准

2008 年金融危机以后，政府对银行业严格的监管措施使中小银行付出了过高的合规成本。从 2007 年年初到 2018 年年末，美国社区银行的数量从约 7750 家缩减至 4979 家，而仅在 2018 年之前的八年里，社区银行的数量就减少了 2000 余家。特朗普对此早就耿耿于怀，其在《放松监管法案》签署仪式上表示，《多德—弗兰克法案》对社区银行是不公平的，社区银行是美国中小企业融资的支柱，而《多德—弗兰克法案》损害了这一支柱的利益，给其带来了一场“灾难”。

特朗普政府新法案在很大程度上放松了对中小银行的监管标准，目的是免除或减轻目前对中小银行过于严苛的部分监管规定，以降低其合规负担。首先，新法案简化了社区银行的资本充足率及杠杆率考量方法，特别简化了对合并资产规模在 100 亿美元以下的社区银行的资本金监管框架。

其次，新法案放松了对中小银行从事住房抵押贷款业务方面的监管限制。合并

资产规模小于 100 亿美元的中小银行不再受原《多德—弗兰克法案》的监管限制，允许取消对合并资产规模小于 100 亿美元且年贷款小于 1000 笔的中小银行强制性设置托管账户的要求，简化了部分中小银行住房抵押贷款的信息披露要求。

再次，新法案放松了对社区银行业务范围的限制，扩大交互存款（Reciprocal Deposits）业务的适用范围，解除符合特定条件的中小银行不得从事自营业务的限制，允许合并资产规模小于 150 亿美元的储蓄机构转型为商业银行等。

最后，新法案放松了中小银行财务信息及营运方面的监管。比如允许简化合并资产规模在 50 亿美元以下的中小银行第一、三季度财务报告披露的内容，银行监管机构的现场检查频率可由 12 个月一次降低至 18 个月一次，简化网上银行业务流程以提高银行业务办理效率，允许银行使用消费者提供的身份证等证明的扫描件或电子签名等。

4. 适度放松对资本市场的监管标准

在特朗普政府签署《放松监管法案》之前，美国税制改革就已经体现了政府放松资本市场监管、提振本国资本市场的期望。《放松监管法案》第 501 条款在 1996 年《全国证券市场改进法》的基础上，进一步减少了证券市场的监管主体，规定只要证券业务在经过美国证券交易委员会（SEC）注册的证券交易所中进行，就可以免除其受所在州的监管法规限制。此外，《放松监管法案》通过将适用于《A+条例》的金融机构实体由“非报告企业”拓展到“完全报告企业”，允许其在 12 个月内通过私募方式进行 5000 万美元以下的融资，进一步放松了初创企业和小企业在资本市场的融资限制和信息披露要求。最后，《放松监管法案》在更大范围内豁免了小型风险投资基金的注册限制。

（二）修订案《沃克尔规则》的核心内容

根据发布的版本，新规则将在以下方面修改 2013 年规则，以使沃克尔规则提供更多的明确性（Clarity）、确定性（Certainty）和客观性（Objectivity），同时对相关规定进行调整，将监管重点放在交易较多的大型银行，即根据机构交易

资产和负债的规模调整规则的合规要求，对交易活动最多的银行实体适用最严格的要求，而对于自营交易规模较小和频次较低的机构适用相对宽松的监管要求。

首先，新规则在合规要求和门槛限制上做出了较大的修改。其一，将合并资产总额不超过100亿美元且交易资产和负债总额不超过合并资产总额5%的社区银行排除在沃尔克规则之外，同时允许对冲基金或私募股权基金与作为该基金管理人的银行附属投资顾问共享，只要投资顾问本身不是被保险存款机构、控制被保险存款机构的公司或银行控股公司。其二，采用三层合规方法，通过衡量银行实体及其子公司和关联公司的交易资产和负债将银行实体分为三类。其中，第一类是拥有“重大”（Significant）交易资产和负债的银行实体，其交易资产和负债总额应大于200亿美元，这些银行将继续执行更严格的合规要求，如六大支柱合规计划、年度CEO认证和指标约束；第二类是拥有“中等”（Moderate）交易资产和负债的银行，其交易资产和负债总额应介于10亿~200亿美元，接受更为简化的合规要求；第三类是拥有“有限”（Limited）交易资产和负债的银行，其交易资产和负债总额在10亿美元以下，按照合规性推定，此类银行实体可不必持续性地自证遵守该规则。其三，在计算外国银行的交易资产或规模时，新规则规定计算仅考虑合并后的在美国境内进行的业务所发生的交易资产或负债，而不考虑外国银行实体的全球交易资产和负债。

其次，新规则在一定程度上放松了对银行自营交易的监管。新规则放松60天以内短期交易的监管要求。新规则明确，由于短期交易意图主要用于合理对冲风险，故持有时间少于60天的金融工具在交易账户的短期交易意图范围内，而持有60天或更长时间的金融工具不在交易账户的短期交易意图范围内，这使得商业银行不再需要向监管机构证明其交易账户中60天以内交易的意图。还有，新规则修订交易平台（Trading Desk）的定义，以便在不同的监管制度之间对商业银行提供一致的处理。新规则将修改自营交易定义中的流动性管理除外条款，以允许银行实体使用更广泛的金融工具管理流动性，同时，新规则将增加新的例外条款，比如例外错误交易、某些客户驱动的掉期交易（Customer-driven Swaps）、抵押贷款服务权对冲交易（Hedges of Mortgage Servicing Rights）等金融工具。

最后，新规则适当放松了对银行参与担保基金的监管。新规则在一定程度上豁免了对银行从事承销和做市相关活动、风险缓释对冲活动（Risk-mitigating Hedging）、基础经纪交易（Prime Brokerage Transactions）以及外国银行仅在美国境外进行交易活动的监管。新规则规定在 2021 年 7 月 21 日之前，将不会对特定的外国基金进行限制。这将显著提高外国银行实体在美国以外进行交易和担保基金活动的灵活性。同时，新规则将简化对注册投资公司（RIC）及外国公共基金（FPF）的监管要求，以增强此类基金在基金行业中的竞争优势。

三、美国金融监管放松：全球影响

纵览国际金融监管史，美国无疑是全球金融监管的风向标。本轮美国监管放松是基于其自身的政策考量，但形成“政策洼地”后，可能会引发多国政策共振，促使其他国家被动跟进放松金融监管，重构巴塞尔协议 III 下的多边对话协商治理秩序，进而造成全球的金融监管集体放松、风险进一步积聚等后果，其影响需要中国予以高度关注。

（一）全球金融监管合作秩序重构

全球金融危机后，主要经济体在金融监管方面达成共识，以多边协调机制为基础，成立金融稳定理事会（FSB），建立一个以巴塞尔协议 III 为核心的金融监管合作秩序。但是，自 2017 年特朗普上台以来，其一直在重新评估国际监管协调机制对美国的影响，开始试图打翻美国主导、多方协调建立起来的国际治理秩序，重新建立一个“美国优先”的新型监管体制。本次美国率先开始放松监管，就是想要尝试构建独立于巴塞尔协议的“美国规则”，考虑到美国在国际金融市场的主导地位和影响力，未来巴塞尔协议 III 等国际规则是否还会被各国严格遵守尚不明确，国际金融监管多边协调机制作用的发挥存在较大不确定性，国际金融监管合作秩序或将面临重构。为了提高中小银行的信用供给和金融服务能力，特朗普政府以杠杆率标准代替了资本金充足率标准，这直接弱化了资本金充足率的要求以及“巴塞尔新资本协议 III”的监管标准性。自英国公投脱欧之后，以法国、德国为代表的欧盟各国迫切需要强化自身国际金融中心功能，而英国则要极力维护伦敦的地位，多

国可能出现竞争性监管放松。英格兰银行在《公平有效市场评估》中指出，英国占据国际债券交易 2/3 份额以及全球外汇和场外交易（OTC）的 40%，需要维系一个全球共同遵守的最高监管标准，但同时还需要强化英国金融部门的国际竞争力。

（二）引发全球监管套利

在《多德—弗兰克法案》出台不久，美国以减少同不满足法案的金融机构进行经济往来为手段，促使其他国家逐渐将《多德—弗兰克法案》的严格法律条款内容融入本国金融监管体系中，《多德—弗兰克法案》已成为国际金融监管体系的重要参考。欧盟和欧央行继续推进巴塞尔协议 III 的实施计划，并明确多项审慎监管计划实施细则、强化新资本充足指令等以加强对于欧盟银行业的监管。美国金融监管风向已经发生转变，而全球其他主要经济体还在跟随《多德—弗兰克法案》和巴塞尔协议 III 继续加强监管的情况下，跨境金融机构或会在利益的驱动下将大量国际资金在不同国家配置从而进行监管套利。正如巴塞尔委员会指出的，各个国家实施资本协议的标准差异是监管套利以及银行业脆弱性的重要根源之一，全球应该提升巴塞尔资本协议 III 的实施水平。全球金融危机后，对冲基金被认为是金融风险放大的重要参与者，金融稳定理事会对对冲基金强化了全球统一化监管标准。但是，在美国放松金融监管过程中，美国对冲基金将有可能因此获得“监管红利”。

（三）对其他经济体产生外溢效应

美国大幅放松金融监管，同时匹配宽松货币政策和税收改革政策，使得国际资本流动更加频繁，其他经济体面临的外部冲击更为显著，金融稳定和金融安全的挑战更为明显。当前，欧洲各国、中国、日本等经济体经济增长面临较大压力，美国发起的贸易摩擦引发新的不确定性，其他经济体金融市场格局动荡不安，各国政府基于宏观审慎性要求正在逐步加强金融监管。阿根廷、巴西等新兴经济体多遭遇严重的政策难题或面临严峻经济困局，金融系统尚未从金融危机中完全恢复过来，内外部环境均较为脆弱，严格的金融监管才能维护国内市场的稳定。2018 年后，阿根廷面临日益严峻的资本流出和汇率贬值难题，2018 年 4 月底至 2019 年 12 月底，比索兑美元贬值 66.4%。2019 年 8 月阿根廷重新实施资本管制政策之后，比索兑美元

贬值才得以遏制。

（四）金融机构风险承担上升

放松金融监管是把双刃剑，在为金融机构带来活力的同时，往往也让金融机构主动或者被动地承担着更多风险。例如，美参众两院通过的《放松监管法案》虽然本意是为中小银行减少监管压力，但很大程度上也放松了对于大型金融机构的监管。本次美国放松监管只是拉开了序幕，后续或将推出更多、更具体的放松性法规，使得金融机构承担更多风险，增加整个金融体系的不稳定性。一个例证就是美国金融机构大型化发展趋势有所抬升，为系统重要性金融机构埋下风险隐患。2019年2月，摩根士丹利宣布将以9亿美元收购一家加拿大大型资产管理公司（Solium Capital）。同月，美国地区性银行BB&T（Branch Banking and Trust）公告将以282.4亿美元收购太阳信托银行，这是自2008年金融危机以来美国银行业最大的并购案。

（五）全球金融市场关联度提升

从理论上来说，金融管制放松有助于促进资本流动规模扩大、跨国投资者数量增加和加速全球金融市场的一体化进程，带来各市场间的联系愈发紧密，资产之间的相互替代效应愈发显著、金融资产价格波动愈发强烈等现象。首先是资本流动。基于外围经济体经济增长乏力和美国金融监管放松、税率降低等事实，部分国际资金转而集中投向了美国金融市场，形成了以美国金融市场为中心的跨市操作格局。正是这些跨市交易投资者、跨市溢出信息流，加强了国际上不同区域和国家的金融市场的联动，进而提升了全球金融市场的关联度和风险传染性。其次是混业经营。修订后的沃尔克规则为银行混业经营提供了便利，大型银行可以推出更多类型的金融产品，利用其广泛分布在世界各地的金融机构开展国际金融业务和进入不同的金融市场，从而提高了区域与市场的关联复杂性。最后是机构内部复杂性。由于新法案提高了系统重要性金融机构的认定标准，这会使得中型金融机构具有多样化创新和关联交易的内在动力，大中型金融机构的内部关联性更为复杂。

四、美国金融监管放松与中国金融监管强化的对比

与美国相比，2008 年全球金融危机对中国金融行业破坏程度相对较小，中国金融行业规模在危机后不但没有萎缩，反而迎来了一轮强势的增长。中国社会融资规模年增量从 2008 年的 6.98 万亿元飞速增长至 2017 年的 22.57 万亿元。同时，金融业增加值占 GDP 的比重从 2007 年的 5.62% 快速提高到 2017 年的 7.95%，并在 2015 年达到了 8.4% [2]，该比重显著高于欧美发达国家。然而，伴随着金融业的快速发展，金融服务也在不断“脱离本源”“脱实向虚”，金融机构的不规范经营行为、套利行为、非法业务、高风险业务等造成了“金融空转”“影子银行”等问题日益严重，并在金融体系内积聚了较大的系统性风险。因此，为了弥补对金融行业的监管缺位，原银监会从 2017 年上半年开启银行业“三违法”“三套利”“四不当”“十乱象”（简称“三三四十”）等的整治工作，强化金融监管、防控金融风险被提到前所未有的高度，金融行业迎来了新一轮的高压规范监管。2020 年 1 月，银保监会召开 2020 年全国银行业保险业监督管理工作会议，指出 2020 年风险形势依然复杂，存在着诸多不确定性和不稳定性，需要认真应对，妥善处理，坚决打赢防范化解金融风险攻坚战。由此可见，中国金融监管机构对金融行业的高压监管仍在持续，这与 2017 年特朗普当政以来美国监管机构不断推行金融监管放松政策形成了鲜明的对比。

（一）中美系统重要性金融机构监管对比

《放松监管法案》大幅提高美国国内系统重要性金融机构的合并资产认定门槛至 2500 亿美元，这标志着监管显著放松了对合并资产 2500 亿美元以下金融机构的限制。与美国不同，2017 年以来中国一直在不断强化对系统重要性金融机构的监管。中国对国内系统重要性金融机构的划分，在 2017 年以前主要依赖于国际金融监管组织对全球系统重要性金融机构的甄选。为了填补国内对该领域的监管缺失，2017 年以来中国金融监管当局一直注重建立并加强对系统重要性金融机构和金融控股公司的监管制度要求。

2017 年 11 月，为防范化解系统性金融风险、强化人民银行宏观审慎管理及金融监管部门监管职责、确保金融安全及稳定发展，国务院金融稳定发展委员会获批设立；2018 年 3 月，原银监会和原保监会合并重组为银保监会，而宏观审慎政策职

责划入中国人民银行，再加上证监会，至此形成了“一委一行两会”的金融监管架构。此举一方面解决了对银行业和保险业系统重要性金融机构分业监管可能带来的监管真空问题；另一方面赋予人民银行宏观审慎的监管权力，以使监管措施与货币政策可以有效结合。2018年11月27日，监管部门发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，明确了系统重要性金融机构的定义、范围，规定了系统重要性金融机构的评估流程和总体方法，进一步强化了对系统重要性金融机构的监管，防范“大而不能倒”风险。2019年7月26日发布的《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》标志着金融控股公司行业监管进入新阶段，中国系统重要性金融机构名单中将有很大可能出现金融控股公司，这将和美国着重对系统重要性银行施加严监管标准出现显著差异。2019年11月26日，监管部门发布《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》确定了划分系统重要性银行业机构的评分规则，并将实施附加资本要求、落实资本内在约束机制等，以强化对系统重要性银行的监管。

（二）中美银行业监管对比

如前所述，过去2-3年，美国金融监管机构对银行业进行了较大程度的监管放松。相比之下，2017年之前，伴随中国金融业的飞速发展，银行机构的不良贷款风险、刚性兑付风险、期限错配及流动性风险、影子银行及表外业务监管套利风险等不断累积；同时，房地产抵押贷款规模不断上升，加剧了房地产市场泡沫风险。鉴于此，自2017年开始，为了防范化解重大金融风险，中国监管机构开始强化对银行业的监管。

首先，“一委一行两会”的监管框架有利于构建系统性金融风险应对的决策与协调机制，有利于实现银行监管由机构监管向功能监管及业务监管相结合转变。资产管理业务规范、商业银行理财业务监管、商业银行理财子公司监管等政策的出台意味着中国资产管理行业监管将遵循功能监管逻辑，并按照子公司持牌管理的方向进行，以隔离表内表外资产，防止风险传染。

其次，中国金融监管部门不断强化对银行表内表外业务的监管，对银行机构施

加更高的监管要求并加大监管频率及力度。在银行表内业务上，相对于美国近年来逐渐放松对银行传统业务尤其是放松对商业房地产贷款以及住房抵押贷款的业务监管，2016年年底的中央经济工作会议首次提出的“房住不炒”政策，强化对房企融资与购房者信贷的监管；在银行表外业务上，通过资产管理新规及其配套政策对商业银行资产管理业务进行了统一的功能监管，并对银行理财产品的资金投向、产品分级等方面执行严格的穿透式监管。2019年12月2日公布的《银行理财子公司净资本管理办法（试行）》对理财子公司规定了净资本5亿元的门槛，极大程度约束中小银行在理财市场中的风险行为。

此外，监管部门还在风险管理及公司治理方面加强了对银行业金融机构的管理力度。在银行风险监管上，监管部门先后出台或修订了《商业银行押品管理指引》《商业银行账簿利率风险管理指引》《商业银行流动性管理办法》《商业银行大额风险暴露管理办法》《商业银行金融资产风险分类暂行办法》等多项制度，在风险资产分类、合格抵押品认定、加强全面风险管理框架下银行账簿利率风险管理、引入新的量化指标加强流动性管理等方面提出了进一步的监管要求。在银行公司治理的监管上，监管部门先后出台了《商业银行股权管理暂行办法》《银行业金融机构从业人员管理指引》《商业银行股权托管办法》等监管措施，以进一步规范商业银行股东特别是主要股东行为，加强股东资质及银行股权的穿透式监管，加强从业人员廉洁从业管理，提升商业银行股权管理透明度。

（三）中美资本市场监管对比

特朗普上任以来，通过推进税制改革及签署《放松监管法案》，放松了对资本市场的监管力度。同时，美国监管机构正准备扩展《创业企业扶助法》（JobsAct）的适用范围，鼓励更多企业赴美上市，以刺激资本市场的进一步发展。反观中国，自2015—2016年股票市场波动暴露出资本市场上存在的重大金融风险以来，中国资本市场迎来了监管强化与优化。2017年资本市场监管着重于减持、定增、重组以及质押等领域。一是监管机构出台“减持新规”，加强了对上市公司股东及董事、监事、高级管理人员股份减持的监管及信息披露要求。二是出台“再融资新规”或“定增新规”，在定价调整、规模限制、期间隔断、限制资金充裕公司再融资等方

面加强对上市公司定向增发新股的监管限制。三是出台“重组格式准则新规”，加强上市公司重大资产重组的穿透监管，并着重解决“忽悠式”和“跟风式”重组问题。四是出台“质押新规”，通过显著提高质押方式融资的门槛、明确资金用途、严控质押集中度、限制质押率等措施加强对资金“脱实向虚”问题的监管力度。

2019年，中国监管机构进一步优化对资本市场的监管。一是科创板审核下放上交所、上市标准多元化、新股定价市场化，实现了多项创新监管制度的平稳落地。二是放松资本市场对外资流入的限制，资本市场对外开放举措密集落地。三是2020年3月1日新《证券法》正式实施，该法赋予了新股发行注册制以合法地位，并取消发审委监管下的首次公开募股（IPO）核准制要求。同时，新《证券法》显著提高了证券违法违规成本，极大程度加强了对上市公司欺诈发行、违法信息披露、虚假陈述等行为的处罚力度，并另设专章全面完善了投资者保护制度，对保障消费者权益做出了一系列创新制度安排。

（四）中美金融监管走势差异的内在根源

从过去十年的比较看，中美两国金融监管的政策走向存在较大的差异，甚至截然相反。美国在强监管之后逐步放松管制，而中国则在金融爆发式发展之后迎来了强监管。这种差异有其深刻的内在根源，与中美两国的经济金融发展阶段、金融结构特征以及监管体系建设等紧密相关。

一是中美金融发展阶段的差异。美国具有高度发达和成熟的金融市场体系，危机前金融市场的过度自由化引发系统性金融风险进而导致监管强化，而强监管在一定程度上又损伤美国金融的国际竞争力，从而呼唤放松金融管制。因此，美国金融监管政策的变化更多地体现了风险与竞争的权衡。而中国在金融危机之前则是长期处于金融抑制状态，市场化程度相对不足，金融市场整体处于成长发育阶段。全球金融危机之后，中国金融市场化进程加快，金融监管包容性提升，一定程度上金融管制呈现逐步放松态势，金融业进入历史性快速发展阶段，中国金融业增加值对经济增长贡献率就是很好的例证。但是，随着中国经济进入新常态，前期经济高速发展所掩盖的各类金融风险逐步暴露，部分金融机构以市场化或创新发展为名进行的

高风险操作显性化。因此，强化监管是当前中国的必然和理性的选择。

二是中美金融结构的差异。美国金融体系以直接融资为主，银行业与投资银行业过度混业经营是产生系统性风险的一个重要原因，沃尔克规则就是为了控制银行业从事高风险的自营交易而制定，其在一定程度上是对1999年《金融服务现代化法》后过度金融创新和复杂混业经营的一种纠偏。而其后放松管制、修改沃尔克规则是为了激活银行业的活力，提高金融国际竞争力。相较而言，中国金融体系以间接融资为主，风险主要集中在银行业本身，因此控制系统性风险强化监管的重点领域是银行业。对于中国资本市场而言，在防控风险的同时，更需要进一步做好基础性制度建设，做好开放和创新工作，激发市场的活力，服务实体经济。

三是监管体系、监管能力和监管理念的差异。《多德—弗兰克法》的出台特别是沃尔克规则的实施使得美国金融监管体系的制度基础进一步夯实。2008年金融危机之后美国进一步完善监管框架，设立金融稳定监督委员会，履行宏观审慎和系统性风险政策制定职能，同时强化了美联储系统性风险以及系统重要性金融机构监管的政策权力，并填补了联邦层面保险业监管的短板，联邦层面与州政府层面的监管职责也进一步明晰，伞型监管体系进一步完善，监管能力进一步提升。美国金融监管理念是在风险与创新、风险与竞争之间寻求动态平衡的政策逻辑，当风险发生之后强化监管，当风险缓释或监管政策不利创新与竞争时随之调整监管尺度。而中国金融监管体系建设在过去较长时间内更多是关注金融发展，在金融监管自身的制度建设、法律完善、机构安排和能力提升方面则相对薄弱，金融监管体制、机制亟待完善，金融监管能力亟待提升，从而尽快匹配金融业的快速发展。因此，对于中国而言，推进金融治理能力和治理体系现代化建设，尽快补齐制度短板、弥补监管空白、控制快速发展所伴生的系统性风险是当前的核心要义。

五、结论和启示

美国作为全球最大的经济体，拥有全球最为发达的金融市场，其金融监管放松必然会对中国造成深远的影响。在改革的过程中，美国更多是考虑到自身的利益特别是提升其国际竞争力，而对于由此而引发的全球监管套利、金融监管国际合作、

政策外溢效应、金融市场风险承担以及全球金融市场关联性等的负面影响则缺乏充分考虑，可能潜藏着重大的金融风险。同时，也需要看到，改革调整后的美国监管体系更为成熟，且部分法规也有可圈可点的地方，特别是对消费者保护的力度不减，对中小银行机构的监管放松对于强化其服务实体经济功能是非常关键的，这些都需要中国积极加以借鉴。

（一）维系金融监管多方共识，捍卫多边金融治理框架

现阶段，美国之所以想建立一个独立于巴塞尔协议 III 的“美国准则”，最主要的原因就是美国认为在以往的监管准则体系下自身利益受损。但是，在目前全球经济面临新冠疫情冲击可能走向历史性衰退的趋势下，若美国一意孤行奉行单边主义和利己主义，继续放松监管形成风险积聚，无疑是在其他经济体头上悬挂了一把“达摩克利斯之剑”。中国作为全球第二大经济体、坚定的多边主义支持者，需要积极主动承担起大国责任，继续维护具有较广泛共识的国际监管和风险控制标准，协同其他经济体共同抵御监管竞次效应（race to the bottom）和金融风险跨境传染，构建一个开放性的全球治理框架，继续推进经济金融全球化进程。

同时，捍卫多边金融治理框架对中国也具有两大积极意义。第一，以巴塞尔协议 III 遭遇挑战为契机，坚定推进金融全球化监管体制，将有助于提升中国在国际金融监管领域的责任担当、话语权和影响力。第二，捍卫多边全球金融治理规则，抵抗美国的单边监管规则，防范全球金融监管套利，亦有助于中国管理资本流动和维系金融稳定。在中美贸易摩擦不断的情况下，监管逐步放松的美国无疑会吸引资金回流，造成资本流动波动程度加大，引发悲观预期，进而影响中国经济金融稳定。美国金融监管的放松，而中国金融监管逐步趋严，这可能会形成监管套利，引发重大风险暴露概率上升。

（二）重点把控风险的外溢效应，保障金融体系的稳定性

在一个不平衡的国际货币体系下，尤其在新冠疫情大流行的情形下，美国非常可能深化以邻为壑的政策框架。美国货币政策频繁调整与金融监管政策放松的综合效应之下，中国受到的外溢效应将更加明显，中美间的金融博弈将更加复杂。一是

金融监管放松之下，美国金融体系和企业部门在疫情全球大流行中可能获得相对的优势，特别是美联储政策调整外溢具有不均衡性的现实中，中国在贸易纠纷、金融博弈和全球产业链合作中将处于更加不利的地位。二是中资金融机构的国际竞争力面临更加显著的挑战。目前是中国金融机构“走出去”的深化期和转型期，面对美国金融机构更强的盈利能力，中资金融机构的外部竞争将更加激烈。三是监管放松之下美国金融业吸收国际资本的能力在提高，这使得中国可能面临一定的资本流出压力。四是国际金融市场波动性可能进一步加大，中国金融风险防控压力将有所提高，内外因素相互反馈的共振风险的处置难度会进一步增加。

在新冠疫情全球大流行下，包括美国在内的主要经济体的政策调整都会产生显著风险，中国需要重点把控外部不确定性的外溢效应，保障金融体系稳定性。通过深化市场机制改革，建立风险缓释及应对的市场化体系，着力把控美国政策调整和金融监管放松对利率变化、市场波动和资本流动等的影响，把握好资本项目管理“最后防火墙”，确保金融体系稳定与安全。

（三）全面深化金融改革开放，有效统筹内外两个市场

以我为主，做好全面深化经济金融改革的“家庭作业”。特朗普政府放松金融监管的一系列行动，与美国的选举政治、金融机构游说和经济金融发展变化密切相关。对中国而言，根本应对之道是在保障国家金融安全的前提下，按照以我为主、循序渐进的方针，全面深化金融体制机制改革，完善金融市场体系，不断完善稳健发展的国内金融体系。同时，不断拓展金融业对外开放的广度和深度，更好地利用国内国外两个市场、两种资源。

深化金融供给侧结构性改革，加快金融市场双向开放，提升中国金融机构国际竞争力。以机构、市场、产品与服务体系供给为突破，全面提升金融机构创新发展新机制，着力布局金融机构深入参与金融市场双向开放，特别是以中国金融科技发展为突破口，不断提升中国金融机构的国际业务水平和全球竞争力。

（四）有效平衡防风险与稳增长，在高质量发展中实现风险防控

回顾美国的监管史可发现，其就是在金融创新、经济增长、金融稳定之间不断进行平衡的历史。奥巴马时期金融创新的恶果凸显，进而寻求强化金融监管和金融稳定。随着经济复苏，银行基本面更为扎实，金融创新内生驱动力再次积聚，特朗普上任后便颁布了《放松监管法案》，寻求新一轮的平衡。现阶段，在中国经济面临的内外环境更加复杂、经济下行压力持续增加、金融风险不断累积的背景下，中国金融监管需要将金融稳定放在更加重要的位置上。但是，美国的经验显示，经济高效发展是应对金融危机、缓释金融风险的最有效方式，金融风险防控、金融监管改革与经济稳健发展需要有效统筹。对美国在经济繁荣高点过度放松金融监管的做法需要警惕，而中国在经济下行压力明显的情况下某些金融去杠杆“一刀切”的做法也值得反思。

（五）完善金融监管协调，防止监管模糊地带和监管空白

本次特朗普政府在放松部分监管标准的同时，也对此前监管中的弊病做出一定的修正。例如针对之前的自营交易概念不明晰等情况，在没有放松对于自营交易的关键条款的情况下，本次通过修改沃尔克规则帮助银行家进一步明确了可以进行和禁止进行的交易，整体上更加具体和可执行。现阶段中国金融监管的部分法规存在着监管概念、分工和责任不明晰等问题，这也是最近几年部分金融乱象的重要致因，最为典型的例子就是网络借贷（P2P）。未来，中国需要加强监管之间的协调，形成一个成体系的金融监管框架。在正式的监管法规颁布之前，监管部门与监管部门之间、监管部门和市场之间需要进行全面沟通，以确保监管层面形成协同，防止出现模糊地带和监管空白。

（六）实行差异化监管，重点提升中小企业金融服务

沃尔克规则受人诟病的原因之一，就是规则实行“一刀切”，迫使中小银行承担了与其自身规模不相契合的严格监管，从而造成其合规成本上升、对中小企业服务能力下降等后果。本轮特朗普政府对沃尔克规则进行修订的重点之一，就是提升中小银行的资本金、信息披露和压力测试的监管门槛，让其从在强监管中挣扎求生的状态中摆脱出来，增强对实体经济支持能力。在中国，中小企业在经济中也占据

举足轻重的地位，是国民经济和社会发展的生力军，是建设现代化经济体系、推动经济实现高质量发展的重要基础。逐步推动差异化监管，适当放松对于中小银行金融监管要求，构建中小企业金融服务体系，对激发中小企业活力和促进经济转型均具有特殊意义。

（七）注重保护存款人和中小证券投资者的权益

保护金融消费者权益是金融监管最重要的责任之一。2008年蔓延全球的次贷危机就表明了金融消费者保护的缺失必然会带来灾难性的后果，故无论是奥巴马时代颁布的《多德—弗兰克法案》，还是在特朗普时代革新的《监管放松法案》，都强调对于储户和中小证券投资人的保护。从中国实践来看，保护中小投资者和金融消费者权益之路任重而道远。首先，在该领域，中国缺少一个独立的监管机构。自2012年开始，“一行三会”分别下设专门的金融消费者权益保护部门，之后随着银保合并和消费者协会的加入，现阶段形成了人民银行、银保监会、消协三足鼎立的格局，但是三大监管部门主要是负责金融领域的总体监管和风险控制，对金融消费者权益保护可投入的精力和专业性都相对不足。另外，中国在消费者保护领域的法律分别由不同的主体颁布，概念、原则、范围上都没有统一，对于金融消费者权益保护不够明确和细致。未来消费者参与金融的广度和深度还会持续增加，金融监管增强金融消费者保护力度，对中国金融市场的健康发展和社会稳定都具有重要意义。

声 明

《金融监管评论（Financial Regulation and Supervision Review）》

主编：胡滨

《金融监管评论》栏目由中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地主办，主要发布研究基地最新的原创性学术成果。

《金融监管评论》为内部交流刊物，报告中所引用的信息均来源于公开资料，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地（以下简称“研究基地”）对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。文中的观点、内容、结论仅供参考，研究基地不承担因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究基地所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地是由中国社会科学院批准设立的院级非实体性研究单位，是首批国家高端智库——国家金融与发展实验室下属的研究机构，专门从事金融法律、金融监管及金融政策等领域的重要理论和实务问题研究。

地址：中国北京朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层 1101 室

邮编：100028

网址：<http://www.flr-cass.org>

电话：+(8610)59868205

E-mail：flr-cass@cass.org.cn