

Evolution of European Financial Structure after Financial Crisis

危机后欧洲金融结构的演变

■ 汤柳

以美国次贷危机为导火线的金融危机爆发至今已有10年，欧洲在此期间经历了次贷危机和欧债危机的冲击，欧元的脆弱性逐渐暴露并多次引发欧元区解体的政治危机，欧洲经济发生较大波动。为了挽救欧元经济，欧洲央行推出了全面量化宽松政策，欧盟在欧洲全面推行金融监管体系改革，加强了对银行业的监管。在这样翻天覆地的变革之中，欧洲的金融结构悄然发生了变化。

欧洲金融结构演化的两大特征

债券融资规模明显扩大，贷款融资不再占据绝对优势。在金融危机之前，欧元区非金融企业的外源融资以银行体系贷款为主，以非上市股权融资和债券融资为辅。2007年，随着信贷扩张到达周期顶峰，欧元区货币金融机构对非金融企业的贷款净增加值达到5553亿欧元，而同期的非金融企业债券发行净值仅为492亿欧元。随着金融危机的爆发，银行体系的贷款迅速下降，在2012~2015年，以银行体系为主的货币金融机构对非金融企业贷款净下降规模达3181亿欧元，而同期的企业债券发行净值则增加了3028亿欧元。

以投资基金为代表的非银行中介崛起。以金融市场中介为主的非银行部门金融资产逐渐增加，并在2014年首次超过银行部门资产。根据ECB数据，2017年欧盟非银行部门资产已达57.3万亿欧元，约占

整个金融资产的53%，而欧盟银行部门资产为51.5万亿欧元，约占整个金融体系资产的47%。市场主导的融资比重增长带动了相关金融中介的迅速发展，并且，这些金融中介机构基本是被纳入影子银行体系之中的。其中，投资基金增长最为明显，截至2017年第三季度，欧盟投资银行管理资产规模达15.2万亿欧元。

欧洲金融结构演化的驱动因素

推动欧洲金融结构变化的因素是多重的，归纳起来主要包括以下三个方面：

替代因素

银行贷款与非银行融资（例如债券）之间存在替代效应。哈佛大学的研究表明，当出现银行提高信贷条件、较高的不良贷款率，或者是银行股票价格偏低以及货币政策条件偏紧等情况，企业外部融资将从获得贷款转向发行债券。危机以来，欧洲金融体系也出现了类似情况。银行信贷供给不足，是企业融资从贷款转向发行债券的主要原因之一。

市场因素

低利率水平提高了对金融市场的产品需求。非常规货币政策降低了存款的利息回报，也降低了市场产品的风险溢价。出于对利润的追求，投资者会增加对风险较高的金融市场产品的购买。此外，低利率同样也影响银行体系的资产配置。低利率导致初期的净利差收益减少，迫使银行业“寻求收益”而从事高风险的金融市场业

务，尤其是受危机影响较小的中部和北部国家。在过去25年间，欧洲银行体系出现了杠杆率过高、高度集中以及规模过大的问题，欧盟整体银行体系总资产一度超过欧盟GDP的3倍，部分国家的这一比率甚至更高。欧盟认为，银行对私人部门的贷款急剧膨胀是危机发生的重要原因之一，因此决意要加强对银行业的监管，限制银行过度发展。2013~2014年，欧盟先后推出《资本要求指令》（CRD IV）、《资本要求法规》（CRR）、《银行复苏与处置指令》（BRRD）等三项银行业的重要监管法规；在欧元区启动了“单一银行机制”，给予欧洲央行银行监管的权力；建立了“单一处置机制”，等等。这些举措提高了银行体系的资本金管理要求，并对于欧元区银行的统一监管与救助机制也做了相关规定。在收紧银行监管的同时，欧盟对于非银行机构的监管相对滞后，这样的局面导致监管套利行为的出现，被欧洲央行认为是非银行体系资产扩大的原因之一。

结构因素

欧盟实施了促进资本市场发展的结构性改革计划。采取结构性调整的原因主要包括以下两个方面：一是帮助实体经济部门获得更多的融资渠道，为经济增长提供必要的信贷支持。欧洲银行体系顺周期行为导致信贷供给不足，而欧洲资产证券化市场遭受打击，欧盟国家更加依赖银行体系融资，这些问题中小企业的融资供给严重不足。二是限制政府对银行体系的支

持。危机之后，欧洲央行以及英格兰银行发文表示，政治因素在过去银行体系的发展中发挥着关键性作用。例如，对面临困境的银行给予财政支持，干预银行债务拖延方面的监管法律制定等侵害了纳税人的利益。此外，通过对本国银行的财政支持来抵制外来银行的竞争等，也不利于欧洲金融一体化的实现。基于银行体系的过度发展及其不利因素，欧盟认为有必要采取措施支持资本市场发展，促进金融结构的平衡发展。

对金融市场以及非银行中介的监管加强

当金融市场及中介有了相当发展的时候，欧盟监管当局开始担忧，因为还没有足够的监管工具来应对非银行部门对系统性风险产业的影响。因此，欧盟逐步开始关注非银行部门的发展与风险问题。具体措施包括以下几个方面：

完善系统性风险监控所需的数据体系。欧洲监管当局认为，以影子银行为主的非银行部门的数据呈现碎片化，尤其是在回购、证券融资交易方面，监管部门没有可靠的数据来源，因此完善非银行部门的数据体系是首要任务。2012年3月，欧洲议会批准了《欧洲市场基础设施监管规则》(EMIR)，要求有关利率掉期和信用违约掉期的衍生品合同的所有对手方的详细信息报告给交易登记机构和监管当局。2015年10月，欧洲议会通过了由欧洲委员会提出的《证券融资交易法》(SFTR)，将所有证券融资交易的报告引入中央数据库，该措施有助于识别与此类融资交易相随的风险暴露情况。2015年，欧洲央行开始每年定期发布《金融结构报告》，不仅延续发布有关银行体系

的信贷总量与分布等指标情况，还借鉴了IMF关于金融部门的系列指标，增加对影子银行体系的相关指标统计。此外，由于缺乏对影子银行对手方信息的了解，从2016年4月起，欧洲央行开始季度发布市场交易证券的有关数据，依照“谁对谁”(who-to-whom)原则，将金融交易与头寸的信息纳入欧元区账户(EAA)的统计内容中。

构建非银行部门的宏观审慎监测框架。在欧盟系统风险委员会(ESB)的建议下，各国成立了关于非银行体系的宏观审慎监测框架。对于影子银行的系统性风险监测的重点是，关注影子银行体系在流动性、期限转换、杠杆率以及与银行体系的关联度等方面对系统性风险的影响；并提出了两个维度的风险监测方面，即以机构为基础的风险监测和活动基础(证券化、回购协议、证券融资交易以及OTC衍生品)等风险监测，运用资产负债表数据、交易信息等来捕获不同类型的影子银行在金融市场上的风险状况。

设定非银行部门的杠杆率。例如，《另类投资基金经理指令》(AIFMD)提出对投资基金的杠杆要求；《可转让证券集合投资计划》(UCITS)规定出于短期目的的借款数额不超过资产的10%；此外，在衍生品和证券融资交易方面，计划对中央清算交易和非中央清算交易提出最低或者逆周期的保证金要求。

成立专家小组深入专项研究。主要包括：开发新的宏观审慎压力测试的分析工具，将更广泛领域的金融机构纳入观察范围，包括影子银行、中央交易对手方以及保险和养老基金。此外，欧洲系统风险委员会还成立了年度的影子银行研讨会，召集各监管当局在相关领域的监管者和研究

小组共同探讨监管话题。

对未来趋势的基本判断

未来，银行体系的恢复和金融市场的发展将同步展开；较之过去，欧洲金融体系有望朝着更加平衡的方向发展。这一判断的主要依据：从监管者角度来看，欧洲崇尚“多方平衡、相互制衡”，从欧盟的机构设置到欧盟宏观审慎政策体系的设置等各个方面均体现了这一管理思想。银行体系“独大”的发展格局是导致危机爆发的根源之一。此外，大力发展资本市场的初衷是激活更多的市场资金来弥补银行贷款的不足。因此，建立更加平衡的金融结构，共同促进经济发展应是欧盟希望的趋势。从银行体系角度来看，随着经济复苏和银行资产负债表进一步修复，银行体系贷款及资产规模将重新取得显著增长。但是，随着银行监管措施的落实和生效，尤其是在全面推行自有资金和合格负债最低要求(MREL)，将对银行体系带来较大的融资成本压力，限制银行的资产扩张，银行体系恐难再续危机之前的辉煌。从金融市场角度，随着欧洲低利率政策的持续以及促进资本市场发展政策的奏效，欧洲金融市场尤其是中东欧国家具有继续发展的潜力。此外，处置不良贷款以及促进银行体系贷款流动性的要求，将带动欧洲证券化市场的逐步恢复。然而，加强金融市场和影子银行体系的监管措施，将缩小来自监管套利的发展空间。●

(作者单位：中国社科院金融研究所、
国家金融与发展实验室)

责任编辑：杨大鲁
Arlis_yuanyu@yahoo.com