

欧盟宏观审慎政策的进展与效果评析*

汤 柳

提 要 | 由于受到危机的冲击以及非常规的量化宽松货币政策的影响,欧洲国家的宏观金融风险出现了新的特征。在此背景之下,欧盟参照货币政策体系构建宏观审慎政策体系。除了建立针对银行体系的政策工具与措施以外,宏观审慎政策在非银行部门、跨境交易以及早期干预方面也有所加强,并扩大了欧盟和欧洲央行的统一监管权力。宏观审慎政策具有有效性和灵活性,有助于银行去杠杆化的实现,并推动欧洲未来金融结构进一步演变,但无法消除欧元区主权债务风险与银行体系风险相互关联的隐患,而权力分散、协调成本过高、面临政策独立性考验等问题也有待进一步解决。

关键词 | 宏观审慎 货币政策 金融风险 欧盟

中图分类号 | F825

作者信息 | 汤柳,1973年生,博士,中国社会科学院金融研究所副研究员,国家金融与发展实验室高级研究员,100732。

金融危机以来,监管当局对系统性风险有了更加深入的认识,欧美各国纷纷着手构建宏观审慎政策体系。与此同时,为了挽救低迷的经济增长形势,这些国家又先后实施了非常规的量化宽松货币政策。受危机冲击的金融体系,在低利率水平的作用之下,宏观金融风险^①发生新的变化,系统性风险的根源和状况也随之改变,从而对宏观审慎政策提出了更高的要求。在这样的形势下,欧盟宏观审慎政策改革出现了加速发展的过程。2015年欧盟国家出台的新的宏观审慎措施超过130项,比2014年增长了25%。^②2016—2017年,大多数成员国完成了有关银行体系的宏观审慎工具箱的构造等等。鉴于欧洲多数国家的金融体系以银行为主导,欧洲央行为首的央行体系在宏观审慎政策之中处于核心地位,这与我国情况类似。因此,深入了解分析欧盟

的宏观审慎政策发展经验,对于我国了解国际形势发展、推进金融监管体制改革具有一定的借鉴意义。

* 本文系中国社会科学院创新工程2019年A类项目“健全金融监管机制,防范系统性金融风险”的阶段性成果。

^① 宏观金融风险反映了国家、地区、行业、部门等各个宏观层面的金融风险状况。金融危机之后,各国加强了关于宏观金融风险的监测,对宏观金融风险的跟踪与测量主要是基于政府、金融体系、居民和企业等部门资产负债的有关数据,观察各部门的资产负债变化情况,以及相互之间的金融关联性、传染性,进而了解金融风险累积和发生系统性风险的可能性。

^② ESRB, *Annual Report 2015 of the ESRB*, June 2016, <http://www.esrb.europa.eu>. [2018-08-30]

一、当前欧洲宏观金融风险的主要特征

1. 欧洲金融结构发生变化,影子银行体系的资产规模增大

危机之后,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。其中,投资基金为代表的非银行中介开始崛起,这些金融中介机构基本被纳入影子银行体系之中。截至2017年第三季度,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,约占整个金融体系资产的47%。^①发生这一变化的主要原因是银行出现“惜贷”行为,贷款融资规模有所下降;持续低利率提高了投资者对金融市场的产品需求;2015年以来欧盟实施了促进资本市场发展的结构性改革计划等。当金融市场及中介发展到具有相当规模的时候,监管当局开始担忧没有足够的监管工具来应对非银行部门对系统性风险产生的影响。因此,加强关注非银行部门风险与发展逐渐成为欧洲宏观审慎监管的重要内容之一。

2. 信贷扩张带来房产价格上升,私人部门杠杆率居高不下

危机之后的宽松货币政策对欧洲实体经济部门的资产负债表和金融稳定产生了重要影响,主要表现在以下两个方面。

一是部分地区出现房屋信贷增长、房产价格膨胀。宽松货币政策、信贷增长、房屋价格膨胀和金融不稳定存在关联。^②2013年以来,欧盟28国以及欧元区的总体住宅房屋价格水平出现明显的上升。其中,奥地利、丹麦、比利时、瑞典等国家的住宅房地产价格指数自2009年以来出现明显增长。此外,一些国家例如丹麦、荷兰等国银行体系抵押贷款/核心一级资本的比率超过600%,芬兰、葡萄牙、比利时等国超过400%。^③因此,如何防范房地产市场泡沫引发系统性风险,成为欧洲宏观审慎政策的重要内容。

二是居民、企业杠杆率的持续走高。对

于居民而言,房地产价格的提高将影响居民财富净值和可支配收入,低利率水平进一步增加居民贷款头寸的持有,使得去杠杆进程受阻。2017年欧元区居民未清偿贷款余额/可支配收入的比重为94.1%,比危机爆发高峰时的2010年的98.1%有所下降,但是仍然与危机之前的2007年基本持平。对企业而言,低利率的量化宽松政策降低了企业的融资成本,减少了危机对企业破产的冲击;但同时杠杆率的高企也预示企业资产负债表的修复尚未实现,债务可持续性依然突出。自1999年以来,非金融企业杠杆率上升趋势一直持续到2015年,包括债券和贷款在内的未清偿债务余额/GDP的比重高达109.1%,直至2017年这一比重才明显降至106.4%。目前,企业负债水平仍然处于欧元区的历史较高水平(见图1)。

3. 欧洲银行业风险问题突出,银行体系出现分化

金融危机使得实体经济部门资产负债表受损严重,银行体系经营表现也随之恶化。其一部分国家不良贷款率居高不下。从不良贷款率和经营状况来看,欧洲不良贷款问题严重的国家主要是意大利、希腊、葡萄牙、爱尔兰、塞浦路斯等五个“外围国家”,截至2018年第二季度,希腊不良贷款率仍然高达45.6%,意大利等其他四个国家也超过10%。^④其二,

^① ESRB, A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2017, April 2018, <http://www.esrb.europa.eu>. [2018-08-30]

^② M. Schularick, A. Taylor & O. Jorda, Leveraged Bubbles, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 76 Supplement, December 2016, pp. S1-S20.

^③ ESRB, Vulnerabilities in the EU Residential Real Estate Sector, November 2016, <http://www.esrb.europa.eu>. [2018-08-30]

^④ 数据来源: IMF Financial Soundness Indicator Database, <http://data.imf.org/?sk=51B096FA-2CD2-40C2-8D09-0699CC1764DA&sId=1411569045760>. [2018-08-10]

低利率水平影响银行的息差收入,进一步影响银行业的经营情况。2008—2016年的欧洲银行部门的平均利差收入下降了近2%,欧元区各国银行业的利差收入均呈现下降趋势。^①其三,银行体系经营表现出现分化。一是“中心国家”与“外围国家”的分化。德国、英国、芬兰、法国等“中心国家”的不良贷款率均不超过4%,资本回报率均超过6%;而“外围国

家”大量坏账准备的冲销影响到银行业的资产回报率,尤其是希腊的银行资本回报率仍为负数。二是大型银行与中小型银行的分化。由于业务依赖存贷服务的中小银行受到息差的冲击相对更大,而资本抵御冲击却相对较小,因此危机之后的欧洲中小银行平均不良贷款率一度超过15%,比全球系统中占据重要性的大银行要高得多,而且拨备覆盖率相对较低。

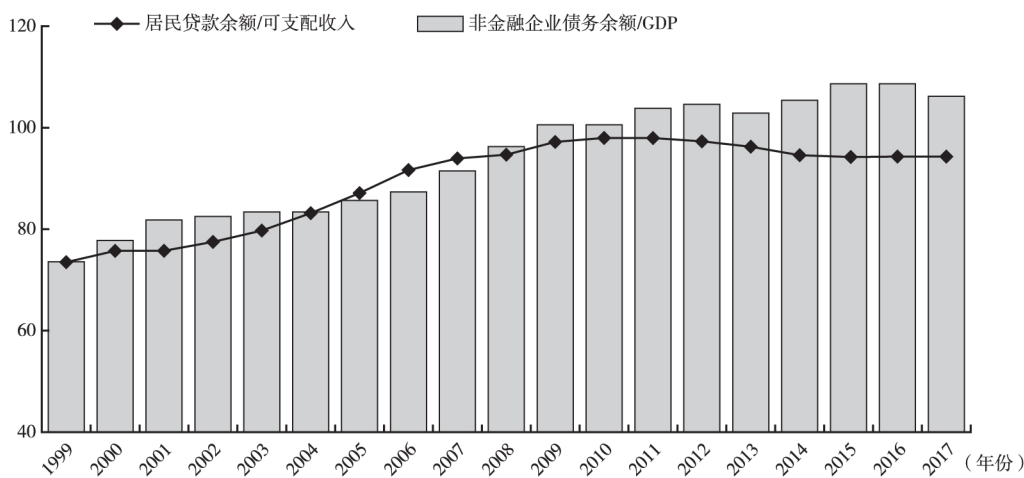


图1 欧元区居民与非金融企业杠杆率情况(1999—2017)(%)

资料来源:笔者根据 ECB 数据计算得出。

4. 跨境金融活动与金融周期紧密相连,跨境金融规模过大对金融稳定形成威胁

随着欧盟单一市场的推进,欧盟大型金融企业往往在整个欧盟开展金融业务。在欧债危机以前,单一市场业务规模的扩大,使得金融周期与跨境债务流动之间建立重要的联系,特别在欧元区内部。2009年欧债危机爆发时期,希腊、葡萄牙等“外围国家”的对外金融负债的债券/GDP比例高达100%左右,而整个欧元区的这一比例仅为50%^②。德国、法国等“中心国家”对“外围国家”的信用

支持成为金融失衡的重要来源。舍恩马克通过计算银行在各区域的资产规模发现,欧盟最大的25家银行在本国金融资产规模中的比重约为总资产的54%,其余的资产在欧洲其他国家和欧盟以外的比重达到23%,除此之外,欧盟保险业也存在类似的情况。^③在欧债危机爆发之后,一方面,除了希腊、立陶宛、爱尔兰等少数国家出现跨境业务规模明显下降以外,大多数国家在欧盟及世界其他国家的金融扩大趋势得以延续。另一方面,

① 数据来源: ECB Economic Bulletin, Issue 5 / 2017, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201705_03.en.pdf?ecfc5f38a2d711a0a55c247c7422d564. [2018-08-10]

② 笔者根据 ECB 的资金流量表数据计算得出。

③ D. Schoenmaker, Cross - Border Insurance in Europe, Bruegel Policy Contribution, Oct. 2016, <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/10/Presentation-Dirk-Schoenmaker.pdf>. [2018-09-03]

跨境资金自由流动对欧洲金融稳定仍然具有威胁。例如,意大利政治危机造成 2018 年 5、6 月份出现约 800 亿欧元的资金外逃,欧洲金融市场出现明显波动。因此,欧盟单一市场使得欧盟国家可以通过跨境资产负债表、贸易联系、政策溢出等多种渠道产生跨境金融溢出效应,针对一个国家采取的宏观审慎政策可能无效。如何加强跨境监管合作、防止跨境资本流动而导致的金融风险累积成为欧盟关注的重点问题。

5. 主权债务风险与银行风险相互关联,系统性风险隐患依旧存在

金融危机爆发时期,主权债务风险与银行风险的关联性表现为政府对银行的救助而导致债务水平的上升,欧元区重债五国表现尤为突出。2012 年以来,欧盟严格规定了成员国的财政纪律,多数政府债务水平有所下降,意大利和希腊却是例外。截至 2017 年末,意大利和希腊的政府债券水平已经攀升至 131% 和 179%。^①经济的低迷和高企的债务风险导致政府债券不断遭到抛售,最终本国银行体系成为政府债务的主要持有人。这一问题在意大利尤为突出,其主要风险在于:第一,巨大规模的高风险政府债券严重威胁到银行的资产质量。自欧债危机至今,意大利的银行已增持了 1300 多亿欧元的本国政府债券。

第二,量化政策降低银行业优化资产负债表的动机。政府债券的升值使得意大利的银行可以通过低息贷款购买高收益债券,增加账面的利润,从而降低了银行优化资产负债表的动机。第三,政府债券收益率的上升推高了贷款成本,抑制了经济增长,从而增加银行的信贷风险。第四,主权债务风险还波及银行信用,导致储蓄开始大量流失,越来越多的意大利储户将自己的储蓄转移到国外。

二、欧盟宏观审慎政策的主要进展

1. 三层次的宏观审慎治理框架扩大了欧盟和欧洲央行的统一监管权力

欧债危机说明,在财政独立的国家实施统一货币政策不利于金融稳定的实现。为了弥补这一缺陷,欧盟建立的宏观审慎治理框架赋予了欧盟更多的金融稳定权力。欧盟宏观审慎政策体系建立在由欧盟理事会批准通过的法律文件之上,对各国均具有法律约束力。其中,有关治理框架的文件包括《欧盟金融监管体系改革》《单一监管机制(SSM)法规》《单一监管机制(SSM)框架法规》等欧盟层面的法律,形成了欧洲系统性风险委员会(European Systemic Risk Board, ESRB)、欧洲中央银行(ECB)、各国宏观审慎当局等三层次机构组成的政策治理框架(见表 1)。

表 1 欧盟三层次的宏观审慎机构框架

层级	机构名称	权力范围
欧盟	欧洲系统性风险委员会(ESRB)	欧盟法律赋予协调成员国宏观审慎政策的权力,尤其是对成员国有关宏观审慎政策工具水平提出指导意见、观点和建议,以确保在欧盟范围实施一致性政策工具,不具有强制约束力。
欧元区银行联盟	欧洲中央银行(ECB)	欧洲中央银行拥有部分特定的、具有法律约束力的宏观审慎权力,可以对成员国提出的宏观审慎政策要求给予否决,或者是施加更加严格的要求。
成员国	成员国宏观审慎当局	宏观审慎政策工具的实施主要由各成员国负责。部分成员国宏观审慎当局是央行,有的则由财政部或者微观审慎当局负责,还有的是以委员会的形式成立新的机构。

资料来源:作者根据欧盟有关资料整理。

^① 数据来源:wind 数据库。

2. 参照货币政策体系构建宏观审慎政策体系

欧洲宏观审慎政策体系基本类似货币政策体系,除了必要的组织框架、政策工具和政策分析评估等要素之外,设立了具体目标和中间目标,规定了政策当局的独立性、责任性和透明性,甚至提出了前瞻性指引、政策沟通等类似于货币政策的措施。这一做法体现了欧洲中央银行体系在欧盟及各国宏观审慎政策中发挥着重要作用。

(1) 政策目标

欧盟确立了宏观审慎的具体目标和中间目标,提高政策工具的可操作性。尽管宏观审慎政策最终目标是一致的,但由于各个国家的金融体系结构以及系统性风险的来源和发展不尽相同,因此,不同国家的侧重点有所不同。源于欧债危机金融失衡的教训,欧盟把广泛的内生性金融失衡的累积导致突发调整作为最重要的风险来源,进一步确定了具体目标的内容,包括:“宏观审慎政策的目标是平滑金融周期”,是主动“防止”系统性风险的发生而非只是被动提高金融业的弹性^①在此基础上,欧盟根据市场失灵的根源因素进一步细化形成“防止过度信贷增长和杠杆率、过度

期限错配和市场流动性不足、风险暴露过度集中、提高金融设施的弹性”等中间目标,进而细化了宏观审慎政策工具的功能划分。

(2) 政策工具与措施

依照巴塞尔协议 III 的要求,欧盟层面通过了以银行体系为主要政策对象的《资本要求指令》(Capital Requirements Directive IV, CRD IV)和《资本要求法规》(Capital Requirement Regulation, CRR)。据此,截至 2017 年末,欧盟依法建立了一系列针对银行体系的宏观审慎政策工具与措施(见表 2)。② 首先,成员国使用最多的宏观审慎工具是巴塞尔协议提出的留存资本缓冲(CCoB),以及欧盟统一提出的逆周期资本缓冲(CCyB)、系统性风险缓冲(SRB)和贷款价值比(LTV)。其次,各国均实现关于系统性重要机构的设定。截至 2017 年底,欧盟各国认定了 13 家全球系统重要性机构(G-SIBs)和 188 家其他系统重要性机构(O-SIBs)。此外,扩展了政策的实施对象。除了银行体系,欧盟对保险机构、存贷款机构等金融体系内的其他有相同风险特征的机构,也提出了相似的监管要求。

表 2 欧盟 CRD IV/CRR 的宏观审慎工具箱

工具名称	逆周期资本缓冲	系统性风险缓冲	系统重要性机构缓冲	部门风险权重	灵活性方案
内容与特征	额外资本要求,强制性缓冲要求,调节范围在 0 - 2.5% 之间,具体水平取决于不同地区的风险程度。	是额外资本要求、选择性缓冲,反映结构性系统性风险因素;对于不同的缓冲要求,其启动的程序要求也不相同。	对于全球性系统重要性机构或者是国内系统重要性机构提出的额外资本缓冲要求,对于全球性机构是强制性的,国内机构则是选择性的,且不超过 2%。	为了金融稳定的目的,提高房地产风险暴露的权重。	对于资本要求、大额风险暴露以及房地产的风险权重等,可以依据法律规定实施临时性的调整。

资料来源:欧洲议会(2017)。

① Vitor Constancio, The ECB and Macro-prudential Policy: From Research to Implementation 23 June 2014, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140623_1.en.html. [2018 - 09 - 15]

② ESRB(2018).

(3) 政策评估工具

为了充分评估宏观审慎政策的政策反应,欧洲央行和欧盟各成员国央行共同成立的宏观审慎研究系统(MaR),着力构建新的动态随机一般均衡模型,通过建立金融中介与实体经济的关系,最终了解宏观审慎政策的传递渠道及政策效果。其中,3D模型被用于分析市场主体对于政策当局关于资本金管理工具的反应,已被所有接受单一监管机制的国家采纳,成为欧洲央行以及这些国家宏观审慎政策当局进行宏观审慎政策调控的依据之一。这一模型最突出的特征是将企业、居民以及银行均纳入风险考虑因素,以最终实现社会福利的最大化作为政策有效性的衡量标准,通过微宏观模型的结合来审视有关资本金要求的宏观审慎政策工具,并评估这些工具的有效性。^①除此之外,欧盟拟建立由欧盟委员会组织的定期检查回顾制度,其主要目标是由ESRB、ECB以及各国政府共同评估宏观审慎工具是否在减轻存在的和潜在的系统性风险方面发挥作用。

(4) 宏观审慎、微观审慎和货币政策的相互关系

学术界对于宏观审慎、货币政策和微观审慎之间的相互关系问题存在争议。^②欧洲在政策的治理框架中遵循“一种政策,一种工具”的分离原则。^③一方面,认为货币政策不应运用利率工具来追求金融稳定。因为如果把货币政策和审慎政策决策的机构框架混为一体,公众会误认为货币政策决定受制于金融机构的有关反应,从而失去独立性。为此,欧元区的货币政策和宏观审慎政策决策的机构设置实施分离,限制二者之间的信息交换,并采取不同的分析框架,并赋予宏观审慎与微观审慎不同的任务、目标和工具。另一方面,确立了三者的协调内容,主要包括以下几个方面:一是宏观审慎是货币政策的必要补充。鉴于货币政策的统一无法消除各国差异性的金融周期,因此,宏观审慎政策应当是针对不同国家的必要补充。对此,欧洲央

行在宏观审慎方面的权力主要是收紧工具水平方面,是有限的权力。二是相对于微观审慎的宏观审慎优先原则。当金融体系面临系统性风险威胁的时候,宏观审慎政策应优先给予实现。三是建立政策工具、政策效果的重叠和抵消,以及政策操作时机的协调机制。

3. 监管视野逐步由银行体系向非银行部门延伸

由于法律的限制,目前欧盟大多数成员国还不能对非银行体系采取直接的宏观审慎政策干预,而只能通过(非)公开建议、警示,要求非银行体系对监管部门公布信息。因此,监管主要表现在提高对影子银行的数据监测力度方面。具体包括:第一,欧盟及成员国构建了非银行体系的宏观审慎监测框架,这一框架明确了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发挥潜在影响,并形成了

^① Andreas Beyer, Benoît Coeuré & Caterina Mendicino, Foreword-The Crisis, Ten Years After: Lessons Learnt for Monetary and Financial, *Economics and Statistics*, No. 494 - 495 - 496, Oct. 2017, pp. 45 - 61.

^② 舍恩马克(Schoenmaker 2015)对此进行了文献梳理。在宏观审慎与货币政策方面,塔克(Tucker, 2014)认为宏观审慎应当与货币政策相互独立,原因是宏观审慎政策以更加细致的方法针对特定的市场或者是部门,这与货币政策是不相同的。伯里奥(Borio 2014)则表示货币政策和宏观审慎政策应当通力合作,因为货币政策通过风险承担渠道影响金融市场的风险认知和风险偏好。而第三种观点则表示货币政策内容更加广泛,包含了宏观审慎政策(Stein 2013)。在宏观审慎和微观审慎方面,舍恩马克等(2014)和塔克(2014)认为宏观稳定的地位应当在微观稳固之上。伯里奥(Borio 2014)则认为二者是相对等的关系。

^③ Vitor Constancio, The ECB and Macro-prudential Policy: From Research to Implementation, at the Third Conference of the Macro-prudential Research Network, Frankfurt-am-Main, 23 June 2014, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140623_1.en.html. [2018 - 09 - 03]

机构基础和交易活动基础(证券化、回购协议、证券融资交易以及场外衍生品)两个维度的监测方法,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。第二,提高数据颗粒度,完善监控系统性风险所需要的数据体系。鉴于欧洲对于影子银行体系的数据不完全、碎片化,欧盟陆续通过《欧洲市场基础设施监管规则》(EMIR)、《证券融资交易法》(SFTR),加大对衍生品交易以及证券融资交易的信息采集要求。第三,考虑将逆周期监管工具扩展到存贷款机构、养老基金等。例如,提出对非银行部门实施杠杆限制、抵押衍生品和证券融资交易的保证金要求,建立包括衍生品在内的综合杠杆率等。

除此之外,遏制房地产市场风险是当前欧洲针对非银行体系宏观审慎的重要方面。鉴于房地产是金融周期波动的重要参数,^① 欧盟各国均在不同程度上加强了有关的宏观审慎监管,运用借款基础的工具来限制信贷行为,提高银行资产风险权重,一些国家还运用提高房产税和分期付款要求等手段来配合宏观审慎工具的使用。此外,为了更好地识别市场风险,2016年ESRB发布了关于消除房地产数据差异的建议,建议成员国采纳其构建的统一的指标和定义。最后,ESRB和ECB联合开发了跨国的监测框架,通过开展横向和纵向两个维度的系统性风险监测,评估监控各国风险状况。

4. 突出强调“先发制人”的早期监管干预手段

“先发制人”原则是欧洲央行重点强调的宏观审慎原则之一,这与国际清算银行(BIS)提出的早期监管干预是一致的。通过前瞻性评估、风险影响框架、专家监管小组的指导,以及迅速纠正的行动,尽量减少破产银行对存款保险计划的影响。目前,欧洲早期监管干预的基本内容包括:第一,打破银行危机与主权债务危机的联系,建立金融体系的前瞻性破产管理。欧盟层面推出《银行恢复

与清算指令》(Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD)和《存款保险计划指令》(Deposit Guarantee Schemes, DGS),这两个法律文件确保在银行出现倒闭的可能时,减少政府和纳税人的负担,并及时处置、剥离资产,维护银行正常的存款支付功能。根据BRRD第45条规定,2015年7月,在金融稳定委员会(FSB)关于银行业总损失吸收能力标准(TLAC)的基础上,欧洲银监局(EBA)对所有银行均提出了自有资金和合格负债的最低要求(MREL),以提高银行的自救能力。进一步地,在非银行部门,ESRB提出关于中央交易对手方(CCP)以及保险机构的恢复与清算的统一框架的法律建议。第二,建立了系统性风险的仪表盘,通过对有系统风险的所有区域进行指标检测和评估,从而获得系统性风险测量和预警的依据。第三,建立了银行早期预警模型(BEWM),用于识别个别的系统重要性银行的脆弱性,以及大量银行同时累积的风险。第四,开发了新的分析工具STAMP,作为宏观审慎压力测试的分析工具。^② 它的优势在于将更广泛领域的金融机构纳入观察范围,除银行体系外,还包括影子银行、中央交易对手方以及保险和养老基金;对于金融周期形态给予分析,并将经济和金融冲击对系统性风险的影响也纳入评估之中。

5. 重视跨境监管合作与协调

由于宏观审慎政策权力主要集中在各成

^① Vitor Constancio, Principles of Macroprudential Policy, Frankfurt am Main, 26 April 2016, at the ECB-IMF Conference on Macroprudential Policy, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160426.en.html>. [2018-08-15]

^② European Central Bank, STAMP: Stress-Test Analytics for Macroprudential Purposes in the Euro Area, edited by Stéphane Dees, Jérôme Henry & Reiner Martin, February 2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/stampe201702.en.pdf>. [2018-9-10]

员国,为了确保宏观审慎政策的有效性和一致性,各国以及与欧盟机构之间需要更加充分的合作,以避免跨境溢出效应的出现,主要包括:第一,规定了关于逆周期资本缓冲要求的强制性对等原则。目前,各成员国关于房地产风险的风险权重以及逆周期资本缓冲等有关资本金管理的强制性对等已经建立。第二,2015年末,ESRB推出了宏观审慎政策的自愿对等框架,建议以自愿相互承认的原则来协调成员国的宏观审慎政策,并期望逐步推广至整个欧盟国家。第三,ESRB、ECB和各成员国还共同开展对非欧盟的第三方国家风险的指标监测,并制定逆周期资本缓冲要求,要求本国银行执行。

三、欧盟宏观审慎政策的效果评析

1. 在调控信贷规模、熨平金融周期方面具有有效性和灵活性

一方面,多数经验研究验证了宏观审慎政策工具的有效性。审慎政策的实践经验有限,有关宏观审慎政策的有效性仍然需要时间加以验证,而现有经验研究表明:欧盟的宏观审慎政策有助于调节信贷规模、管理金融周期。例如,研究通过建立关于宏观审慎政策工具的指标体系,发现资本缓冲、流动性上限以及贷款限制等工具对于欧盟非金融企业的贷款具有相应的影响力;^①特勒瑟尔等通过欧元区《银行贷款调查问卷》收集到的有关数据,对宏观审慎政策对于遏制贷款增长以及房价上涨的有效性做了评估,发现调节银行融资成本的工具(如流动性比率、严格的资本缓冲要求等)在降低抵押贷款增速方面最为有效,贷款价值比的限制同样有效。^②此外,有研究认为宏观审慎政策有助于改善欧元区经济失衡的问题,通过建立两国动态随机一般均衡模型,检验贷款价值比上限和最低逆周期资本缓冲对金融失衡的影响,得出的结论是:使用区域差别的宏观审慎政策有助于抵消共同货币政策相机抉择的冲击,平滑外围国家的产出波动,从而减少欧元区

统一货币政策产生的经济失衡问题。^③

另一方面,欧盟宏观审慎政策也体现了充分的灵活性。首先,欧盟强调政策工具的使用依照国别特性设定,从而有效地降低了成员国金融周期的异质性,体现了政策工具和目标的精准性。其次,尽管欧盟资本金要求指令对中小企业贷款的风险权重做出了统一的规定,并要求成员国统一执行。在2013—2017年欧洲经济最为低迷的阶段,为了体现宏观审慎政策的逆周期性,欧盟下调了这一风险权重,以促进中小企业信贷的增加和经济的复苏。此外,鉴于欧洲银行业处于调整阶段,欧盟针对银行体系的宏观审慎力度是低于国际监管组织要求的。在资本金管理方面,欧盟放松了针对小型金融机构的资本定义和资本缓冲要求,在宏观审慎政策工具的设定水平方面,也对成员国留有余地。最后,在自有资金和合格负债最低要求(MREL)的资本要求方面,由于这项规定将对银行体系带来较大的融资压力,欧盟表示将会对大型银行机构实施更有利的资本待遇。

2. 推动银行去杠杆进程的实现

随着宏观审慎政策力度的加强,在

^① Katarzyna Budnik & Johannes Kleibl, *Macroprudential Regulation in the European Union in 1995 - 2014: Introducing a New Data Set on Policy Actions of a Macroprudential Nature*, *ECB Working Paper*, No. 2123, January 2018, <https://ssrn.com/abstract=3102836> [2018-08-15]; Ozge Akinci & Jane Olmstead-Rumsey, *How Effective Are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation*, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 33, January 2018, pp. 33-57.

^② 蒂埃里·特勒瑟尔、Y. 索菲亚·张《宏观审慎监管工具的有效性与传导渠道:欧元区的经验》,《金融监管研究》2016年第3期,第13~36页。

^③ Michal Brzoza-Brzezina, Marcin Kolasa & Krzysztof Makarski, *Macroprudential Policy and Economic Imbalances in the Euro Area*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 51, March 2015, pp. 137-154.

2015 年欧版 TLAC 启动之后,欧洲银行业的资本金要求和坏账准备金要求不断提高,普通股以及资本比率(CET1)要求已从 7% 提高到 2017 年的 14%。监管力度加大迫使银行采取各种措施行动,通过配股增资、资本重组、降低风险权重资产、资产出

售及拆分等直接和间接手段,改善了资本质量银行业和资产负债分配,降低了银行业的杠杆率过高的风险。欧盟 28 国银行业的杠杆率(总资产与股本资金指标)从 2008 年的最高值 25.0 下降至 2017 年的 13.9(见图 2)。

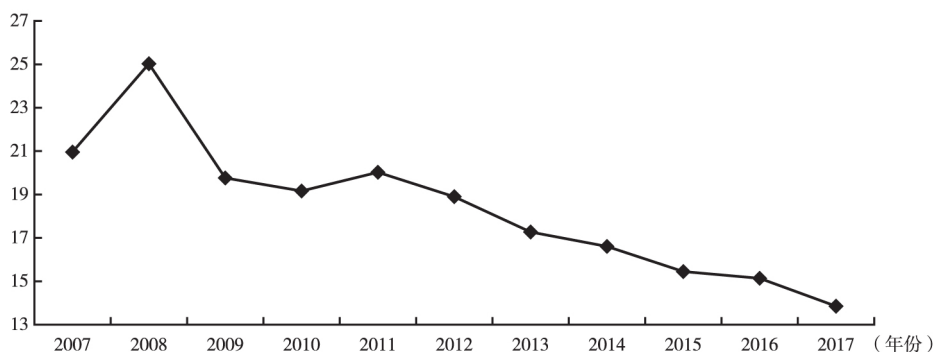


图 2 欧盟 28 国银行业杠杆率(总资产/股本资金):2007—2017

资料来源:ECB。

3. 宏观审慎政策的未来取向将继续推动欧洲金融结构演变

在过去 25 年间,欧洲监管格局呈现以下特征:从过去的放松银行监管到金融危机之后的放松金融市场监管,目前又转向二者兼顾、相互平衡的趋势。危机之前,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,鼓励金融市场发展。随着宏观审慎政策的进一步落实和生效,限制银行的资产无序扩张,银行体系恐难再续危机之前的辉煌。接着,由于欧洲崇尚“多方平衡、相互制衡”,欧盟开始启动一系列加强金融市场和影子银行体系的监管措施,监管套利的空间将逐渐减小,对金融市场发展的推动也逐步减弱。因此,宏观审慎政策取向将继续推动欧洲金融结构的演变。建立更加平衡的金融结构,共同促进经济发展应当是未来欧洲金融结构可能的格局。

4. 无法消除主权债务风险与银行体系风险相互交织的系统性风险隐患

欧元区的金融不稳定是欧元区统一货币和独立财政的制度缺陷所导致的,主要表现在两个方面:一是统一货币加深了欧洲金融市场一体化,也加剧了私人资金的无序流动。二是成员国没有货币创造能力,无法实现公共债务的货币化融资,欧元区“亚主权”国家容易出现公共债务问题。^①因此,欧元区国家易于受到银行体系风险以及主权债务风险的冲击,进一步升级成为系统性风险的可能性更大。欧洲宏观审慎政策体系有助于欧元区的金融稳定,却无法根除风险隐患。在金融层面,尽管跨境监管协调机制已经建立,但未有效解决跨境资金的无序流动问题。此外,由于“共同存款保险”和“统一清算机制”的停滞不前,单一监管机制作为金融监管改

^① (英)阿代尔·特纳《债务和魔鬼——货币、信贷和全球金融体系重建》,王胜邦等译,中信出版社 2016 年,第 135~142 页。

革的主要进展,正在远离“银行联盟”三大支柱构想,金融稳定的一体化程度远远不够。在财政层面,2017年,欧盟建议将危机时期的“欧洲稳定机制”转变为可以充当“最后贷款人”角色的欧洲货币基金。目前,这一建议仍然处于悬而未决状态。

5. 宏观审慎政策的治理框架有待继续完善

欧盟宏观审慎组织架构和权力分配充分体现了欧盟的“权力分散与平衡”的特征,决策主体和程序较为复杂;加之宏观审慎政策的模型、政策的使用以及传导机制等均处于完善之中,因此,有关宏观审慎政策的各项协调工作显得尤为重要。宏观审慎的政策框架存在多处需要完善的方面。

(1) 组织框架复杂、决策效率低下。整个政策框架涉及 ESRB,欧元区 SSM 中的欧洲央行、行长理事会、监管委员会、执行委员会,以及各国监管当局(有的是各国央行,有的是金融稳定当局等)等诸多主体,却缺乏一个全面执行宏观审慎政策的权力机关。庞大的组织架构导致政策反应缓慢和执行效率低下,缺乏清晰的治理思路。

(2) 面临政策独立性的考验。对于欧元区 SSM 的机构设置,欧元央行体系有关货币政策与金融稳定的决策代表也存在较多的重叠。监管委员会的部分成员为各国监管当局,是财政部制约机构,如何参与欧洲央行单一监管机制的独立决策,也引起人们对其独立性的质疑。

(3) 各国宏观审慎权力分散,增加了协调难度。目前,金融体系状况较好的中心国家宏观审慎工具标准高于金融体系状况较差的外围国家,这与宏观审慎政策工具设定原则恰恰相悖。以系统性风险缓冲为例,多数北部国家采取较高的系统风险缓冲,比率在

2%~3%之间,南部国家大多采取较低的系统风险缓冲,比率一般不超过1%,而意大利和拉脱维亚则将这一比率设定在0%。这一现象为监管套利提供机会,也增加了欧盟各国协调合作的难度。

(4) 宏观审慎政策的实际操作有待完善。诸多宏观审慎政策工具(例如,系统性风险缓冲与逆周期资本缓冲等)、宏观审慎政策与微观审慎政策之间、货币政策和宏观审慎政策之间均存在工具设置模糊和重叠现象,有时 ECB 和 ESRB 也无法达成统一认识。

四、结 语

欧盟的实践说明,构建宏观审慎政策体系是一项系统工程,应从本国实际情况出发,需要完善相关法律制度和机构设置,加强综合金融数据的统计和监测,充分关注宏观审慎政策工具的实施效果,提高前瞻性管理工具的研究和开发,协调监管机构之间、宏观审慎与其他宏观经济政策的相互关系。2009年我国开始系统研究宏观审慎政策框架,陆续出台了宏观审慎评估体系(MPA),发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》,2017年成立了国务院金融稳定发展委员会,2019年1月中国人民银行新设宏观审慎管理局,宏观审慎政策体系基本形成。可以预见,在借鉴各国宏观审慎政策改革的经验和教训的基础上,我国将立足本国的实际情况,不断实现相关理论向实践的转化,逐步完善符合中国金融发展的、具有中国特色的宏观审慎政策体系,建立健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。

(责任编辑:高媛)