

国际金融危机背景下欧洲金融结构的转型

——走向银行与资本市场并重均衡的欧洲金融体系

胡 琨

内容提要:长期以来,尽管各成员国之间差异巨大,但欧盟金融结构总体上呈现银行主导的特征。国际金融危机冲击下欧洲金融体系的动荡表明,欧盟银行主导的金融体系并不完美。一方面,对银行业的过度依赖会因银行监管和市场出清机制的不足导致系统性风险累积,增加金融系统的脆弱性;另一方面,又因缺乏一个替代性机制缓冲经济基本面所受到的冲击,难以为经济复苏提供必要的金融支持。因此,欧盟在通过银行业联盟确保银行体系稳定的同时,着手借助资本市场联盟的建设推动资本市场发展,欧盟金融体系也因此启动了从银行主导向银行与市场并重的重大结构转型。

关键词:欧洲金融结构 银行主导 资本市场联盟 结构转型

2015年9月30日,欧盟委员会(European Commission)通过《建立资本市场联盟行动计划》(Action Plan on Building a Capital Markets Union),以期在2019年建立一个覆盖所有成员国的真正的单一资本市场,即资本市场联盟(CMU)。这一机制也被视为落实容克投资计划(Juncker Plan/EU Infrastructure Investment Plan),促进欧盟经济复苏的关键因素之一。^① 资本市场的一体化,无疑将会给欧洲的金融体系结构(financial structure)带来深刻变化,这一变化将呈现何种形态?其根源何在?与2008年国际金融危机爆发以来的动荡有无关联?对欧洲货币联盟未来发展的影响又将如何?理清这些问题,无疑是进一步考察欧洲经济未来走向的重要前提。

^① European Commission, “Action Plan on Building a Capital Markets Union”, COM (2015) 468 final, 30. 9. 2015, Brussels, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>, last accessed on 26 April 2017.

一 金融结构及其分类

金融结构问题是近几十年来学界热议的焦点之一,公司治理、经济增长、金融市场效率与稳定,乃至货币政策的传导机制,都与金融结构有着千丝万缕的联系。^①所谓金融结构,是指构成金融体系的债权人(lenders,如家庭、企业与中央银行等)、债务人(borrowers,如企业、政府与家庭等)、金融中介(financial intermediaries,如银行、保险公司和养老基金等)及金融市场(financial markets,如货币、债券及证券等市场)四个要素之间的相互关系及组合方式。其中,债务人的融资渠道(银行贷款、股票市场融资、企业债券和公共债券)与家庭及企业的资产投资组合(银行、投资基金、股权、保险、养老基金及证券等)是描述与分析这一结构的重要指标。^②

尽管各国金融结构千差万别,但金融体系由银行主导(bank-based)还是由市场主导(market-based),对融资模式具有决定性影响,因此逐渐成为分析金融结构较为普遍的切入点。^③具体而言,在银行主导的金融体系中,盛行以银行贷款为主的关系型融资(relationship finance),银行掌握大部分金融资产,是资金从债权人流向债务人这一过程的关键环节;而市场主导则以依托资本市场的距离型融资(arm's length finance)为主,债权人与债务人可互动的市场是资本转移发生的主要场所,金融资产的主要表现形式是可在金融市场交易的各类证券,如股票或公司债券。^④

长期以来,德国被认为拥有典型的银行主导金融体系,而美国被视为市场主导金融体系的代表(见图1)。20世纪90年代中期,德国的金融总资产被银行所掌握的份额高达74.3%,而这一比重在美国只有24.6%;德国非金融企业债务的近80%为银行

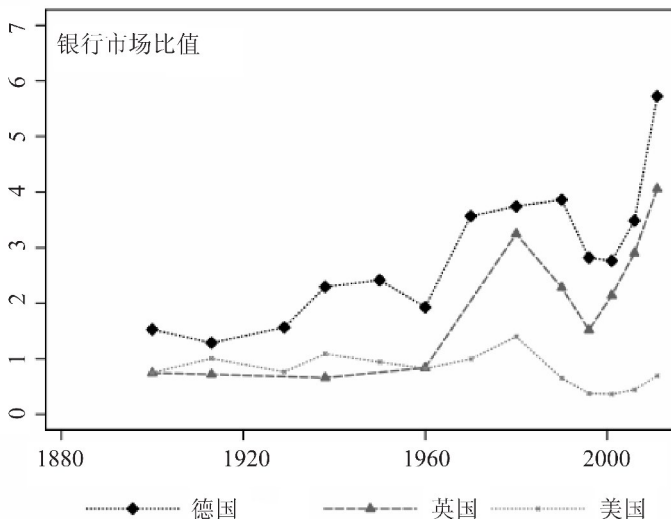
① 关于这一问题的学术讨论综述,参见 F. Allen and D. Gale, "Comparative Financial Systems: A Discussion", in A. Boot, S. Bhattacharya and A. Thakor eds., *Credit, Intermediation, and the Macroeconomy: Models and Perspectives*, New York: Oxford University Press, 2004, pp.699-770。

② F. Allen, M. K. F. Chui and A. Maddaloni, "Financial Structure and Corporate Governance in Europe, the USA and Asia", in X. Freixas, P. Hartmann and C. Mayer eds., *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, Oxford: Oxford University Press, 2008, pp.32-36。

③ 近年来,银行和市场主导的金融市场区分方式逐渐受到挑战,但总体而言,从结构上将金融体系分为银行主导与市场主导,大体上可与距离型或直接融资和关系型或间接融资的功能划分相吻合,因而目前仍是分析金融体系结构较为可靠的切入点,相关文献众多,如 F. Allen and D. Gale, "Comparative Financial System: A Survey", *Center for Financial Institutions Working Papers*, No.1-15, 2001, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania; R. Levine, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *William Davidson Working Paper*, No.442, 2002; S. Langfield and M. Pagano, "Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth", *ECB Working Paper Series*, No.1797, 2015。

④ M. J. Bijlsma and G. T. J. Zwart, "The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan", *Bruegel Working Paper*, No.2, 2013, p.2。

图1 1900年以来德国、英国与美国金融结构的变迁



资料来源: S. Langfield and M. Pagano, “Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth”, *ECB Working Paper Series*, No.1797, 2015, p.36. 银行市场比值(bank-market ratio): 银行总资产与资本市场规模(股票市场市值和私人债券市场规模之和)之比。

贷款,而美国非金融企业证券化融资的比例高达61%。^①当然,各国金融结构也并非一成不变或非此即彼,一些国家金融结构在不同时期会呈现不同的面貌。例如,在20世纪60年代之前,英国金融结构与美国雷同,呈现市场主导的特征;随着以欧洲银行间交易为主的欧洲美元市场在伦敦形成和英国加入欧洲经济共同体(European Economic Community, EEC),银行在英国金融体系中的角色日益重要,融资模式也呈现出与美国不同的发展路径。^②1980年,尽管英国的银行市场比值逐渐与德国趋同(图1),银行主导的特征开始出现,但私人信贷总额与股票市场市值的比值(0.726)仍与美国(0.77)接近(德国同期为9.6)。而到了2000年,英美融资模式出现明显分化,在英国私人信贷总额与股票市场市值比值基本保持稳定(71.1%)的同时,美国的这一指标

① 除银行资产占金融总资产比例为1996年数据,其余均为1995年数据,参见 S. Vitols, “The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States”, *WZB Discussion Paper*, No.FS I 01-302, 2001, p.23。

② 参见 S. Battilossi, “Introduction: International Banking and the American Challenge in Historical Perspective”, in S. Battilossi and Y. Cassis eds., *European Banks and the American Challenge. Competition and Cooperation in International Banking under Bretton Woods*, New York: Oxford University Press, 2002, pp.9-11。

却已降至 31.8% (德国同期为 180.69%)。^① 银行主导与市场主导的金融结构孰优孰劣的讨论,可见于对 19 世纪末英国与德国以及 20 世纪下半叶美国与日本金融体系的比较分析。支持银行主导金融体系者认为,银行作为金融中介可动员储蓄,易于获得企业的相关信息并实施控制,有助于降低信息不对称和跨期交易成本,尤其在经济发展初级阶段,市场与企业规模都较小,资本积累不足而投资方向明确时,银行主导的金融体系可更好地促进经济增长。^② 与此针锋相对的观点则表示,运作良好的资本市场可激励投资者获取企业信息,改善公司治理结构及制定合理的财务计划,特别是在经济发展到一定程度,市场透明度较高且司法体系健全,投资项目多样化且前景不明时,市场主导的金融体系能更好地识别投资方向,并通过灵活多样的金融产品与工具来合理配置金融资源与管理风险,从而有利于经济的长期持续发展。^③ 然而,金融结构与经济增长是否存在必然关系,在经验上并没有得到完全的验证,就此而言,何种金融结构更为可取,目前尚无定论。在此背景下,部分学者跳出这一争论,着手考察金融体系整体的效率与质量,分析金融结构对经济增长的影响。^④

二 欧洲金融结构的形成与变迁

(一) 金融自由化浪潮席卷前的欧洲金融结构

欧洲各国不同的金融结构并不是市场发育的必然结果,而是历史因素与政治选择多重影响下的产物。第一次世界大战爆发之前,随着经济的发展,欧洲各国的资本市场已较为发达;^⑤但各国大型银行仍然在资金配置领域占据关键位置,^⑥并与各国政府

① R. G. Rajan and L. Zingales, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance", in V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen, *The Transformation of the European Financial System*, Frankfurt A. M.: European Central Bank, 2003, pp.126-128.

② See E. J. Stiglitz, "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, 1985, pp.133-152.

③ See W. S. Black and M. Moersch, "Financial Structure, Investment and Economic Growth in OECD Countries", in W. S. Black and M. Moersch eds., *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, New York: North-Holland Press, 1998, pp.157-174.

④ R. Levine, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *William Davidson Working Paper*, No.442, 2002, p.6.

⑤ 一战之前,欧洲资本市场已经相当发达,经历急剧衰退后,直到 20 世纪 90 年代才恢复到当时水平,相关描述可参见 R. G. Rajan and L. Zingales, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, Vol.69, 2003, pp.12-17.

⑥ 美国金融体系在一战之前不如欧洲发达,股票市场市值对国内生产总值的比值只有法国的一半。同时,美国各州对于大型金融机构有种本能的恐惧,担心被置于纽约的控制之下,因此银行体系呈现碎片化的特征,并因 1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法案》中的银行和证券分离条款而得到巩固,相关文献可参见 M. J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press, 1994.

保持着千丝万缕的紧密关联。^①在此背景下,面对两次世界大战和大萧条的冲击,携手应对危机,自然成为各国大型银行与本就具有强烈干预倾向的各国政府的理性选择。大型银行与政府的结合,不但使得大型银行及其信贷业务得以进一步壮大,同时也导致促进距离型融资的法律框架无法出台(尤其是税制与市场准入规则),^②极大地阻碍甚至损害了欧洲资本市场的发展。^③在一战爆发之后的近半个世纪中,欧洲银行总资产对国内生产总值的比值一直约为70%,^④与此形成鲜明对照的是,各主要大国的资本市场大多持续萎缩,股票市场市值与国内生产总值的比值大幅下跌,对固定资本形成的贡献也不断降低(图2),而私人债券市场规模更不及股票市场。^⑤

第二次世界大战结束之后,布雷顿森林体系建立,在“三元悖论”(impossible trinity)逻辑制约下,为确保平价稳定和各国货币主权,这一体系除规定须确保与实际商品和服务贸易相关的资本流动外,容忍对其他形式资本流动的限制。^⑥因此,资本短缺的欧洲各国可通过各类外汇管制措施在一定程度上确保其国内货币政策独立性,并使得继续干预银行体系成为可能。^⑦因此,截至20世纪50年代末,在金融自由化停滞和欧洲各国战后资本短缺背景下,欧洲各国政府和银行关系得以继续保持,资本市场仍然受到抑制,发展极其缓慢。^⑧

此后,随着各国经济形势好转与国际收支改善,金融自由化呼声逐渐高涨:1955年,欧洲经合组织(Organization of European Economic Cooperation, OEEC)决定于1959年启动《欧洲货币协定》(European Monetary Agreement, EMA),以实现欧洲货币完全自由兑换;^⑨1957年,《罗马条约》签署,欧洲经济共同体成立,其主要目标是建立商品、

① 欧洲历史上就有金融业务长期被大银行主导的传统,如15世纪的美第奇银行和16世纪的富格银行等,且这些银行长期以向各国王室放债为主要业务,因而银行与政治力量在欧洲始终保持着传统上的密切关系。

② 关于各国资本市场发展限制的详细论述,参见EEC Commission, "The Development of a European Capital Market, Report of a Group of Experts Appointed by EEC Commission", Brussels, 1966, p.63。

③ R. G. Rajan and L. Zingales, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance", pp.124-125。

④ S. Langfield and M. Pagano, "Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth", *ECB Working Paper Series*, No.1797, 2015, p.3。

⑤ 相关数据参见EEC Commission, "The Development of a European Capital Market. Report of a Group of Experts Appointed by EEC Commission", Brussels, November 1966, pp.352-353。

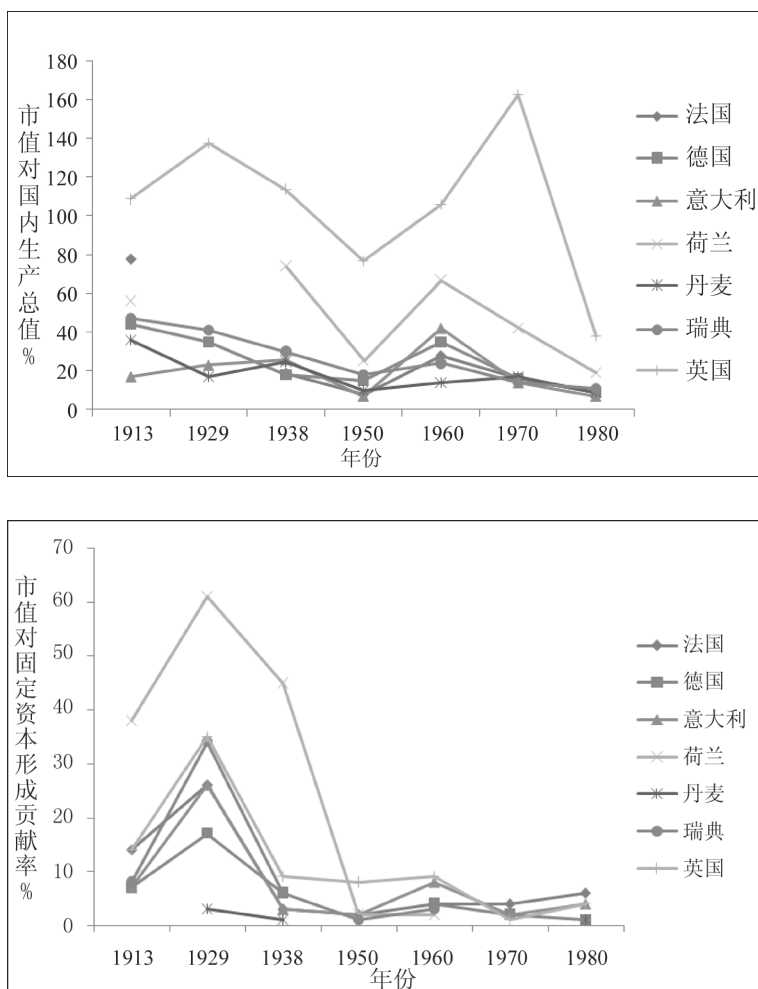
⑥ See United States Government Printing Office, "Proceedings and Documents of the United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, July 1-22, 1944", Vol.I, Washington, 1948, pp.III-IX。

⑦ Otmar Emminger, „Zahlungsbilanz- und Währungspolitische Probleme des Internationalen Kapitalverkehrs“, *Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen*, H. 22, 1970, S. 12-13。

⑧ 相关数据参见EEC Commission, "The Development of a European Capital Market. Report of a Group of Experts Appointed by EEC Commission", Brussels, November 1966, pp.352-353。

⑨ European University Institute, "Inventory EPU/EMA", *Historical Archives of the European Communities*, 1994-2002, Florence, 2002, p.4。

图2 欧洲主要国家股票市场变化(1913-1980年)



数据来源:R. G. Rajan and L. Zingales, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, Vol.69, 2003, pp.15-16.

服务、劳动力和资本可自由流动的欧洲共同市场;^①20 世纪 50 年代末,欧洲美元市场

^① The Treaty of Rome, http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf, last accessed on 15 June 2017.

在伦敦形成;^①1960年与1962年,旨在推动资本自由流动的两个共同体指令先后发布。^②这些措施促进了资本自由流动(尤其是长期投资活动),为欧洲资本市场发展带来了活力。考虑到长期以来欧洲过度依赖关系型融资,加强资本市场建设逐渐得到欧洲各国重视。^③但是,布雷顿森林体系下不断出现的美元危机及石油危机给欧洲各国带来极大冲击;同时,尽管《罗马条约》允许资本自由流动,^④但与商品、人员和服务自由流动条款相比,其相关规定表述却模糊得多。^⑤在此背景下,为稳定宏观经济环境,各国自20世纪60年代中期开始又陆续重新引入资本管制措施,^⑥短期资本流动被严格限制,资本市场发展随即受挫,直至80年代初期(见图2)。^⑦

(二)货币一体化进程中的欧洲金融结构

布雷顿森林体系的崩溃和全球化,削弱了政府干预金融市场的能力,金融自由化阻力得以逐渐减弱。同时,鉴于长期来看针对资本流动的限制与共同市场原则毫不相容,如何借助资本自由流动完善共同市场,为欧洲经济与货币联盟建设创造条件,成为欧洲国家关注的焦点。^⑧1985年,《完善内部市场》(Completing the Internal Market)白皮书发布,将资本流动自由化定义为统一大市场基本组成部分;^⑨在此基础上,1986年,《欧洲单一法令》(Single European Act)出台,承诺打破欧洲内部人员、商品、服务和资本等要素自由流动的壁垒,在1992年底建成统一大市场。^⑩随后,欧共体先后发布了两个指令,^⑪以落实这一法案中的资本自由流动项目。1999年,为配合欧元启动,欧盟委员会又发布《金融服务行动计划》(Financial Services Action Plan, FSAP),希望通

① F. Capie, *The Bank of England: 1950s to 1979*, New York: Cambridge University Press, 2010, pp.183-184.

② 即 First Capital Movement Directive 和 Directive 63/21/EEC, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31963L0021>, last accessed on 11 May 2017.

③ 欧洲经济共同体委员会于1996年就此出台官方文件,参见 EEC Commission, "The Development of a European Capital Market. Report of a Group of Experts Appointed by EEC Commission", Brussels, November 1966.

④ The Treaty of Rome, Article 67-73, http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf, last accessed on 15 June 2017.

⑤ 参见 S. Mohamed, "European Community Law on the Free Movement of Capital and the EMU", Stockholm: Norstedts Juridik, 1999, pp.30-31.

⑥ 相关情况参见 S. Hindelang, *The Free Movement of Capital and Foreign Direct Investment: The Scope of Protection in EU Law*, New York: Oxford University Press, 2009, pp.34-35.

⑦ EU Commission, "The European Financial Common Market", European Documentation, 4/1989, June 1989, pp.14-15.

⑧ 胡琨:“战后欧洲货币制度的转型”,《欧洲研究》2014年第1期,第29页。

⑨ COM, "Completing the Internal Market. White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985)", Brussels, 14 June 1985.

⑩ The Single European Act on 17 February 1986, http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/singleeuropeanact.pdf, last accessed on 26 May 2017.

⑪ Directive 85/566/EEC and Directive 88/361/EEC.

过促进投资者在欧盟内部的跨境活动推动金融市场一体化。^①

借助这些措施以及通信技术进步、全球金融自由化和欧洲经济一体化进程的推动,欧洲资本市场发展进入一个黄金时期。2007年,欧盟股票市场市值从1980年的2555亿美元升至14.36万亿美元,增长近60倍;对国内生产总值比值也从1980年的8.33%提高至86.36%。^② 债券市场也有积极变化,1989年末,欧元区债市规模只有23560亿欧元,至2007年底则扩张至108196亿欧元,尽管与股票市场相比发展较为缓慢,但其规模与国内生产总值比例也略有提升;^③尤其是公司债券市场,欧盟非金融公司债券发行规模从1995年占国内生产总值的4.72%攀升到2007年的12.11%(见图3)。^④

但是,欧洲特殊的制度框架与货币一体化进程,使得资本市场发展未能从根本上撼动欧洲的金融结构。首先,银行与政府长期结合使得“银行民族主义”(banking nationalism)在欧洲各国逐渐落地生根。一方面,政府出台各种优惠政策,以保持本国银行尤其是大型银行的国际竞争力;另一方面,银行在金融体系中地位不断增强,并借助其影响力不断推动更多有利于银行的措施和立法出台,银行与政府关系因此不断自我强化。^⑤ 其次,欧盟长期奉行“最低标准与相互承认下母国控制”(home country control combined with minimum standards and mutual recognition)的银行监管原则,^⑥监管体系呈现离散特征。^⑦ 欧洲经济一体化进程,尤其是共同货币欧元的引入,加剧了各国银行机构间的竞争,各成员国为增强本国银行竞争力,争相放松对本国银行监管,欧洲各

① 欧盟委员会官方网站, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#transposition, last accessed on 25 May 2017。

② 世界银行官网数据库, <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2016&locations=EU&start=1975>, last accessed on 15 May 2017。

③ 欧央行官网数据库, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?id=JDF_SEC_OAT_DEBT_SECURITIES&period=index, last accessed on 15 May 2017。

④ M. J. Bijlsma and G. T. J. Zwart, "The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan", *CPB Discussion Paper* 238, March 2013, p.45。

⑤ 例如在德国,企业跨市场发行公司债,申报书须事先得到德国金融监管局 BaFin 批准,而如果向以银行等机构为主体的所谓合格投资者发行,则可免除这一义务。银行与政府结合现象在德国、意大利和西班牙等国家尤其明显,因为在这些国家,银行各类职位是政治人物的重要出路,切身利益可驱使政治人物为银行代言,参见 S. Langfield and M. Pagano, "Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth", *ECB Working Paper Series*, No. 1797, May 2015, p.21。

⑥ J. D. Haan, S. Oosterloo and D. Schoenmaker, *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press, 2009, p.304; A. D. Schoenmaker and p. Wierts, "Financial Supervision: Which Model for Europe?", *FMG Special Paper* 143, London School of Economics, London, 2002, p.6。

⑦ 关于欧盟银行监管体系对银行业发展影响的详细论述,参见胡琨、刘东民:“欧债危机下欧盟银行规制与监管体系的转型与创新”,《欧洲研究》2013年第3期,第65-84页。

国信贷规模也因此得益于低利率、充足流动性及宽松信贷审批而不断扩大。^① 1995年至2008年,欧盟银行对私人部门信贷余额急剧膨胀,与国内生产总值比值从91%增长至136%,对非金融公司贷款增速更为迅猛,占国内生产总值比值从2000年的24%升至2008年的48%。^②再次,基于欧盟离散的银行监管体系,各国只能在国家层面实施监管行动,在货币一体化的背景下,跨国银行可利用各国监管制度的不同来规避监管以获取竞争优势。^③而欧洲各国银行普遍为全能型银行,本就是资本市场的重要行为体,在监管放松甚至缺失的背景下,经营手段和模式的灵活进一步推动了其业务和资产膨胀。2008年,欧盟大型银行杠杆率(leverage ratio)普遍在35左右,德意志银行(Deutsche Bank)杠杆率甚至达到惊人的52,与此相对的是,即使是美国大型银行,同期杠杆率也普遍在20以下。^④上述这些因素,导致了欧盟银行业尤其是大型银行在欧元引入之后迅速扩张(见图3)。

因此,尽管欧盟银行业一度有被资本市场赶超的趋势,但自1999年引入欧元以后,资本市场发展与银行相比颓势渐显,两者差距开始再次拉大(见图3)。2007年,欧盟银行业总资产规模为41.07万亿欧元,为欧盟国内生产总值的334%,而同期欧盟股市市值与国内生产总值比例只有约90%,^⑤债市规模对国内生产总值比例尽管达到133%,但绝大部分为公共债券与金融债券,非金融公司发债规模占总量比值不到10%。^⑥银行总资产与资本市场规模比值从2000年的240%上升到2007年的335%。^⑦银行也因此欧盟融资体系中继续扮演关键角色。2007年,欧盟非金融机构贷款余额高达55819亿欧元,约占国内生产总值的45%,而非金融公司债券发行规模只有

① Y. Mersch, „Die Europäische Bankenunion—die Ersten Meter einer Langen Reise“, Rede am Finanzplatztag in Frankfurt am Main, 27 February 2013, https://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130227_1.de.html, last accessed on 25 March 2013.

② M. J. Bijlsma and G. T. J. Zwart, „The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan“, pp.43–44.

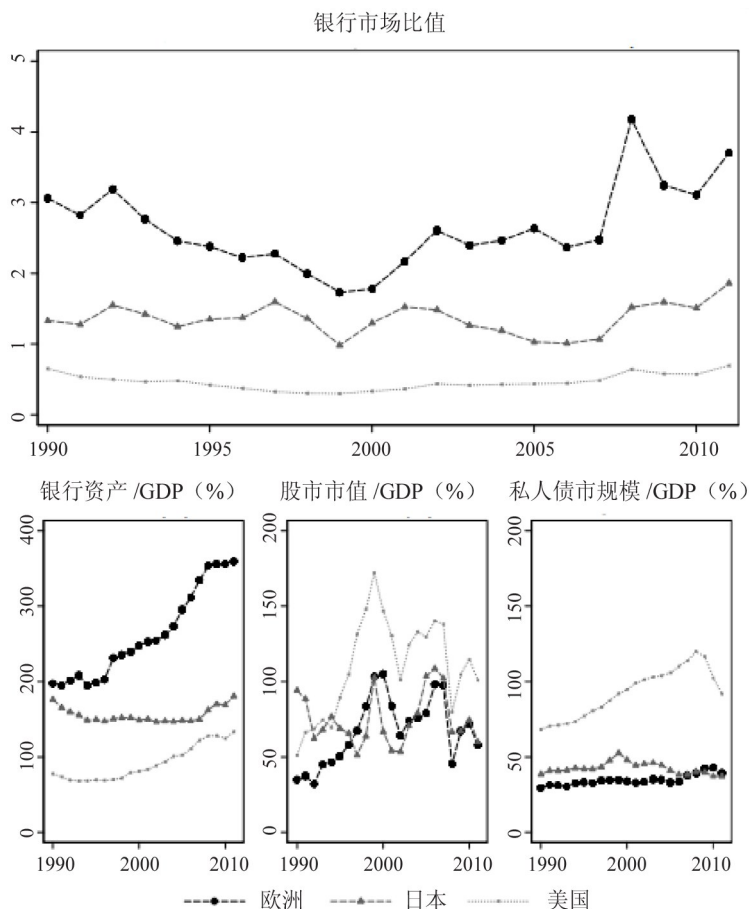
③ J. D. Haan, S. Oosterloo and D. Schoenmaker, *European Financial Markets and Institutions*, p.322.

④ D. Gros and S. Micossi, „The Beginning of the End Game...“, 20 September 2008, <http://www.voxeu.org/article/mother-all-bailouts-and-what-it-means-europe>; D. Gros, „Too Interconnected to Fail = Too Big to Fail: What is in a Leverage Ratio?“, 26 January 2010, <http://www.voxeu.org/article/too-interconnected-fail-too-big-fail>, last accessed on 25 May 2017.

⑤ 根据不同机构基于不同口径统计,这一比例在86–92%之间。

⑥ R. Musmeci and A. Thomadakis, „Recent Developments in European Capital Markets – Key Finding from the 2016 ECMI Statistical Package“, *ECMI Research Report*, No.11, 2017, pp.5–6.

⑦ M. J. Bijlsma and G. T. J. Zwart, „The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan“, pp.45–59.

图3 欧洲^①、日本与美国金融结构变迁(1989-2013年)

图表来源: S. Langfield and M. Pagano, “Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth”, No.1797, May 2015, p.38.

15667 亿欧元,^②企业约 70%外部融资依赖于银行。^③ 规模巨大的银行信贷背后是大量居民存款,欧盟居民银行存款余额达国内生产总值的 58%,高于其持有的股权资产(56%)。与此相对应,2007 年美国银行资产和对非金融机构贷款余额分别为国内生

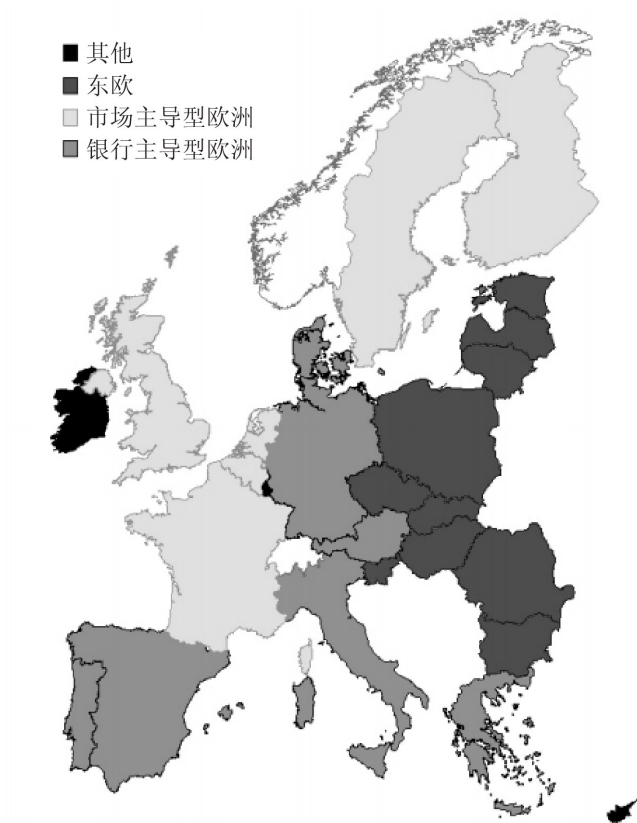
^① 包括奥地利、比利时、捷克、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、爱尔兰、意大利、卢森堡、马耳他、荷兰、挪威、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士和英国等主要欧洲国家。

^② ECB: “EU Banking Structures”, October 2008, pp.34-37, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eu-bankingstructures2008en.pdf>, last accessed on 15 May 2017.

^③ 德国财政部官网, <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2015/10/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-2-kapitalmarktunion.html>, last accessed on 25 May 2017.

产总值 73%和 22%,股市市值和非金融机构发行债券规模与国内生产总值比例则高达 143%和 26.95%,银行资产只有资本市场规模的 42.9%;同期美国居民存款余额为国内生产总值的 43%,不到其股权资产的四分之一。^①总体来说,无论是资产还是融资结构,欧盟金融体系总体上都呈现为银行主导格局。

图 4 以不同金融结构划分的欧盟国家组群^②



资料来源: M. J. Bijlsma and G. T. J. Zwart, “The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan”, p.8。

^① M. J. Bijlsma and G. T. J. Zwart, “The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan”, pp.45-59.

^② 基于国内生产总值、银行资产、贷款、股市、债券、存款和外资等指标,笔者把欧盟金融体系分为四种结构,将爱尔兰、卢森堡、马耳他和塞浦路斯等银行资产及信贷规模与其经济体量极不相称的国家设定为第四类,但这一类本质上是银行主导型的极端形态。

但是,基于成员国不同的情况,欧盟各国金融结构也呈现出巨大的差异性。一些国家金融结构呈现典型银行主导特征,银行资产相比股市与债市占据绝对优势,企业融资与居民金融资产相应地也以信贷与存款为主,如德国、意大利和西班牙等中南欧国家;而在另一些国家,尽管银行资产规模同样甚至更庞大,但资本市场已经得到相当程度的发育,在金融体系中发挥更为重要的作用,居民也持有更多证券资产,可被视为市场主导,如英国、法国和瑞典等西北欧国家。此外,新入盟的中东欧国家的银行和金融体系仍不发达,其结构未来具有巨大的可塑性(见图4)。2000年至2010年,银行导向型的西班牙与意大利,资本市场融资分别为银行信贷的49.25%和36.99%,而在市场导向型的英国和法国,这一比例则分别高达194.12%与122.22%。^①

三 国际金融危机冲击下的欧洲金融结构困境

虽然内部存在巨大差异,但欧盟金融体系总体上仍为银行所主导,尽管不断有声音呼吁加强资本市场建设,但在各种因素作用下长年演化而成的银行主导结构,被普遍默认为欧盟金融体系固有特征之一,并被认为是适合欧洲经济结构,能尽量规避资本市场所导致的各类金融风险。这是因为,欧洲中小企业占比较大,贡献了三分之二的就业岗位和近六成增加值,而对于中小企业来说,资金需求量普遍较小,近半数欧盟中小企业资金需求低于10万欧元,^②无论是资金规模还是融资成本都不适合到股市或者债市融资。^③因此,向银行寻求贷款与授信成为其主要融资方式,75%的中小企业外部融资源于银行信贷。^④同时,基于银行与企业建立的长期关系,不但可以让企业获得个性化金融支持,也可使其资金需求免于受流动性和利率等因素波动的影响,尽管相应的风险分担方案会带来一定成本,但能确保企业经营的相对稳定,这被视为欧盟企业破产率长期低于美国企业破产率的关键原因。^⑤就此而言,在宏观经济层面,银行

^① WSBI, "Financial Systems in Europe and in the US: Structural Differences Where Banks Remain the Main Source of Finance for Companies", *Research Paper*, September 2015, p.4.

^② European Commission, "Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE). Analytical Report 2015", December 2015, Brussels, p.10.

^③ 例如,2010-2015年,在德国发行的中小企业债券平均规模约为4381万欧元,发行平均成本为7.25%,而银行贷款的利润普遍在4%以下,显然,债市融资这一渠道将绝大部分中小企业排除在外,参见Scope Rating AG, "Lessons Learned in the German SME Bond Market", *Special Comment*, 23 April 2015, p.2; Deutsche Bank, "Corporate Bond Issuance in Europe", *DB Research*, 31 January 2013, p.7。

^④ European Commission, "Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery", p.24, 相关数据参见欧委会历年调查(Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE)。

^⑤ WSBI, "Financial Systems in Europe and in the US: Structural Differences Where Banks Remain the Main Source of Finance for Companies", *Research Paper*, September 2015, p.10.

业在金融体系中比重越大,企业及经济发展受各类金融冲击影响就越小,经济周期相比融资由市场主导的经济体也更平滑,银行主导金融结构也因此被认为是欧盟宏观经济相较于美国更具稳定性的重要因素。^①出于这些考虑,在2008年国际金融危机爆发之前,尽管推动资本市场建设一直受到重视,但金融结构调整长期游离于欧盟各类政治讨论议题范畴之外,且资本市场发展给银行业带来的竞争压力反而被视为对现有金融结构的挑战而受到关注。^②

2007年,美国次贷危机爆发,危机引发信贷紧缩和流动性不足,并向全世界蔓延,全球金融市场陷入动荡,欧盟金融市场也受到冲击,大量欧洲银行在危机爆发后立即陷入流动性困境,无法正常履行其金融中介职能,危机很快波及实体经济,宏观经济衰退与金融体系崩盘风险骤升。为应对这一困境,欧盟各国政府出台了一系列救市措施,但由此产生的公共支出膨胀又引发了外界对部分国家政府财政不可持续的担忧,欧盟内部经济失衡问题逐渐暴露,最终引发主权债务危机。而在银行主导的金融体系下,大量问题国家政府债券掌握在银行手里,主权债务违约可能导致银行资产减记的恐慌随即出现,银行同业拆借与市场流动性大幅收缩,金融市场再次受到冲击,演变为主权债务危机与银行业危机的恶性循环,欧洲金融市场几临崩溃。^③

欧盟经济、金融与财政体系在国际金融危机冲击下的一系列表现,使得其银行导向的金融结构的问题暴露无遗。首先,欧盟资本市场不发达,缺乏一个经济日常运行中可及时出清和释放风险的有效机制,因为等距离融资的投资者分散且对价格敏感,可以更好地识别与隔离风险;而在银行主导关系型融资中,债务人与债权人对市场或利率变化不敏感,这固然可以让整个金融体系均摊风险,平抑短期冲击对企业及经济运行的干扰,但长期来看却极易使金融市场价格信号缺位,错过冲击背后所反映的必要的结构调整需求,从而导致资源错配问题不断积累,产生更为严重的系统性风险。就此而言,欧盟银行主导金融体系对市场风险不敏感,且银行业又缺乏有效监管,经济失衡问题长期被忽视和掩盖,导致风险不断累积,金融系统脆弱性持续增强,在国际金

① 在危机爆发之前,非银行融资经常被描述为“影子银行”,这一符号本身就隐藏着欧洲主流社会对资本市场的观感,参见 N. Véron and G. B. Wolff, “Capital Markets Union: A Vision for the Long Term”, *Journal of Financial Regulation*, No.2, 2016, p.131。

② 参见 O. Issing, “Relationship Lending in the Euro Area”, in V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen, *The Transformation of the European Financial System*, Frankfurt a. M.: European Central Bank, 2003, p.121。

③ 有关国际金融危机对欧洲银行业冲击的详细论述,参见胡琨、刘东民:“欧债危机下欧盟银行规制与监管体系的转型与创新”,第77-78页。

融危机冲击下最终付出了昂贵代价。^① 其次,当危机来临时,资本市场可以发挥可观的缓冲作用,减少冲击对实体经济的伤害,而这恰恰是欧盟银行主导金融体系所缺乏的。研究表明,次贷危机产生的冲击只有约 20% 传导至美国实体经济,其中很大一部分(约 40%)被其发达的资本市场所吸收;而欧盟只能主要依靠银行体系与公共财政来应对冲击的影响且效果有限(约 40%)。^② 2004–2007 年,欧盟银行业对非金融机构信贷规模不断膨胀,年均增速近 15%,^③ 危机爆发后,银行受制于流动性紧张,信贷迅速收缩,危机爆发当年对非金融企业贷款增速就下降到 6.78%,到 2009 年则出现了负增长(-2.9%)。^④ 银行主导金融体系下严重依赖于银行融资的欧盟非金融机构(尤其是中小企业)及实体经济也随即受到冲击,加速了经济基本面的恶化。再次,欧盟银行在危机爆发之后采取的修补资产负债表措施,继续制约着信贷发放,严重阻碍欧盟经济复苏。2007 年第四季度,欧元区非金融机构外部融资额净增加 1.3 万亿欧元,其中银行信贷约占一半。危机爆发后,信贷萎缩导致外部融资额增长放缓。在 2009 年到 2015 年的七年中,欧元区银行对非金融机构信贷余额有四年处于收缩状态,而资本市场融资虽然有所增长,但远不能抵消贷款减少带来的冲击,非金融机构外部融资只能勉强维持不陷入负增长。^⑤ 由于缺乏可以替代银行的资本市场融资机制,欧洲经济复苏缓慢,直到 2015 年,欧盟国民生产总值只有 16.32 万亿美元,仍没有恢复到危机爆发前的水平(2008 年为 19.12 万亿美元)。而拥有发达资本市场的美国,其经济基本面受危机冲击影响极小,经济增长在短暂停顿后自 2009 年开始强劲复苏。2015 年,美国国内生产总值达 18.04 万亿美元,相比 2008 年水平提高 22.55%。^⑥ 最后,不可忽视的是,欧盟内部各成员国金融结构千差万别,危机对各国金融体系的冲击及各国经济对银行信贷的依赖度差异极大,尤其是单一货币政策无法兼顾这种差异性时,金

① R. G. Rajan and L. Zingales, “Banks and Markets: The Changing Character of European Finance”, in V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen, “*The Transformation of the European Financial System*”, Frankfurt A. M.: European Central Bank, 2003, pp.136–139.

② 德国财政部官网, <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2015/10/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-2-kapitalmarktunion.html>, last accessed on 25 May 2017.

③ ECB, “EU Banking Structures”, October 2008, p.39, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eubankingstructures2008en.pdf>, last accessed on 29 July 2017.

④ ECB, “EU Banking Structures”, September 2010, p.37, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eubankingstructures201009en.pdf?cd7ac9e5cf703dabf86f35ac0140f225>, last accessed on 29 July 2017.

⑤ 因为 2012 年之后欧央行不再发布欧盟的详细数据,所以此处使用欧元区数据,考虑到欧元区在欧盟中的占比,基本可以反映整体情况,参见 EBC, “Report on Financial Structures”, October 2016, p.9, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201610.en.pdf>, last accessed on 29 July 2017.

⑥ 世界银行数据,参见 data.worldbank.org/country, last accessed on 26 May 2017.

融结构不同会导致宏观经济失衡进一步加剧。^①

简而言之,在欧盟银行主导金融结构下,一方面,源于关系型融资固有特性,价格信号易于被遮蔽,在银行业缺乏有效监管而资本市场又欠发达的情况下,金融风险无法及时被识别,必要的日常市场出清难以发生,资源错配导致的系统性风险不断累积,导致金融和经济系统在国际金融危机冲击下遭受沉重打击;另一方面,危机爆发后,当缺乏监管的欧盟银行体系陷入困境无法正常履行职能时,并没有一个替代性机制来缓冲危机对经济基本面的冲击,并为企业和经济发展提供替代融资途径,这些都阻碍了经济迅速复苏。

欧洲金融与经济系统面对危机的表现,改变了欧盟对资本市场的认知,使其逐渐认识到,银行主导与市场主导的金融结构各有长短,基于关系型融资的特点,银行主导金融结构固然有助于企业和宏观经济更平稳运行,但是,一旦作为支柱的银行业本身陷入危机,金融体系便会陷入困境,从而对整个经济基本面产生更大冲击,且关系型融资本身又不利于识别风险,容易导致风险在银行体系累积。因此,发达的非银行融资即资本市场是欧洲金融体系不可或缺的组成部分,资本市场开始被欧盟视为金融体系中与银行体系同等重要的组成部分。^② 鉴于银行主导金融结构无法在短期内改变,欧盟首先致力于加强银行业监管与治理,启动了以单一监管手册(single rulebook)为基石,单一监管机制(Single Supervisory Mechanism, SSM)及单一清算机制(Single Resolution Mechanism, SRM)为支柱的银行业联盟(banking union)建设,以确保银行体系健

① 信贷依赖度最高的希腊、西班牙、意大利和塞浦路斯等国,受金融危机冲击也较大,具体论述参见 Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, "Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area. Structural Issues Report 2013", *Occasional Paper Series*, No.151, 2013, p.16。

② 沙比尔(A. Sapir)和沃尔夫(G. B. Wolff)还在2013年9月14日的欧盟财政与金融部长理事会(ECO-FIN)非正式会议上受邀就发展资本市场与重塑欧盟金融结构发言,他们的表态得到欧央行德拉吉(M. Draghi)和科尔(B. Coeuré)等重要决策者的积极回应。在这一背景之下,欧盟就发展资本市场逐渐形成共识,为容克推动这一计划打下了坚实基础,相关文献或文件参见 A. Sapir and G. B. Wolff, "The Neglected Side of Banking Union: Reshaping Europe's Financial System", 14 September 2013, http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/20130913SapirWolff_final_.pdf; N. Véron, "Europe Needs to Drop its Resistance to Non-Bank Credit", *Bruegel Blog Post*, 15 April 2012, <http://bruegel.org/2012/04/europe-needs-to-drop-its-resistance-to-non-bank-credit/>; M. Draghi, "Keynote Speech at the Eurofi Financial Forum in Milan", 11 September 2014, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140911_1.en.html; B. Coeuré, "Completing the Single Market in Capital", 19 May 2014, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140519_1.en.html; N. Anderson et al., "A European Capital Markets Union: Implications for Growth and Stability", *Financial Stability Paper*, No.33, February 2015, http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/fspapers/fs_paper33.pdf; last accessed on 15 June 2017; J. Martinez and T. Philippon, "Does a Currency Union Need a Capital Market Union?", Paper Presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, 13-14 November 2014。

康发展与稳定。^①在银行业联盟初步成型后,^②调整金融结构、推动银行业联盟之外的另一支柱——资本市场联盟落实、促进资本市场发展,以及提高金融体系质量,便成为欧盟金融治理的重要新任务。^③

四 欧洲资本市场联盟蓝图与建设

资本市场联盟倡议,最早见于2014年7月15日发布的容克竞选纲领,^④并随着容克胜选、容克投资计划发布^⑤和乔纳森·希尔(Jonathan Hill)被任命为新设立的欧盟金融稳定、金融服务与资本市场联盟委员(Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union)^⑥而逐步进入实践阶段。2015年2月,欧盟委员会发布《建设资本市场联盟》绿皮书,^⑦并在广泛征求意见的基础上于9月30日正式启动建立资本市场联盟行动计划,这一计划在2016年1月19日得到欧洲议会相关决议背书。^⑧

欧盟经济规模与美国相当,股市与债市规模却分别不到后者的一半与三分之一,资本市场分散而无法形成规模效应及多数成员国资本市场不发达,是欧盟资本市场发展总体落后的主要原因。就此而言,在欧盟层面推动资本市场一体化,破除投资者与投资机会之间的壁垒、消除企业市场融资障碍,无疑是促进欧洲资本市场发育的关键抓手,也是建设欧洲资本市场联盟的根本出发点。

① SSM 官网, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/bankingunion/html/index.en.html>, last accessed on 25 May 2017.

② 2012年中,银行业联盟构想被提出,2013年建立SSM与SRM的决议先后在欧盟理事会获得通过,并分别在2014年11月4日与2016年1月1日正式启动。

③ V. Constancio, "Synergies Between Banking Union and Capital Markets Union", Brussels, 19 May 2017, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170519_1.en.html, last accessed on 15 June 2017.

④ J.-C. Juncker, "A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change", Strasbourg, 15 July 2014, p.7, <http://www.eesc.europa.eu/resources/docs/jean-claude-juncker-political-guidelines.pdf>, last accessed on 15 June 2017.

⑤ COM/2014/0903 Final, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:903:FIN>, last accessed on 15 June 2017.

⑥ 希尔来自英国,2014年11月1日得到该项任命,在2016年6月24日英国脱欧公投后的次日宣布辞职,参见J.-C. Juncker, "Mission Letter to Jonathan Hill. Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union", 1 November 2014, https://ec.europa.eu/commission/sites/cwt/files/commissioner_mission_letters/hill_en.pdf, last accessed on 15 June 2017.

⑦ European Commission, "Green Paper: Building a Capital Markets Union", Communication COM(2015) 63 final, 18 February 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf, last accessed on 15 June 2017.

⑧ European Parliament, "Stocktaking and Challenges of the EU Financial Services Regulation", [http://www.eur-parl.europa.eu/RegData/seance_pleniere/textes_adoptes/provisoire/2016/01-19/0006/P8_TA-PROV\(2016\)0006_EN.pdf](http://www.eur-parl.europa.eu/RegData/seance_pleniere/textes_adoptes/provisoire/2016/01-19/0006/P8_TA-PROV(2016)0006_EN.pdf), last accessed on 15 June 2017.

资本市场联盟行动计划由 33 个具体行动(action)组成。首先,因为资本自由流动在资本市场联盟的建设中被赋予关键角色,所以欧盟将采取一系列相关行动识别和清除跨境投资领域各类障碍。这些行动包括减少各国在相关法律领域(如破产法、税法和证券法等)的差异、改进跨境证券交易与清算制度、加强成员国行政能力以推动各国资本市场协同发展,制定和实施资本市场监管趋同战略并致力于成员国与欧盟层面的资本市场宏观审慎监管,从而推动欧盟资本市场效率提高和发展。值得一提的是,与美国相比,欧盟有众多股票交易所,跨境自由投资将会促进各个交易所之间的竞争与整合,这一方面可降低企业融资成本,另一方面也会提升欧盟金融服务质量和竞争力。^①

其次,资产管理公司、人寿保险和养老基金等是资本市场中联系投资者(尤其是散户)与投资机会的关键环节。一系列促进资本市场一体化的行动将有助于开展更广泛的竞争,辅以更严格的监管,可有利于更透明、安全与丰富的投资产品形成,从而有效提高投资者进入资本市场的热情。而银行作为信贷提供者和资本市场中介机构,在资本市场联盟的建设中仍将扮演重要角色,借助审慎的资产证券化工具不但可提升银行放贷能力,更可以为长期投资者提供投资机会。

再次,资本市场联盟也将增强各类市场参与者获取资金的便利性和跨境融资能力。为支持初创、创新和中小企业融资,欧盟拟降低企业在股市和债市融资的壁垒与成本、促进风险投资和股权投资、在保障投资权益和金融稳定的基础上鼓励各种形式的金融创新,如众筹、私募和信托基金等。

最后,对于保持和提高欧洲经济竞争力相当重要的基础设施等长期投资需求,例如计划吸引 3150 亿欧元资金的“容克计划”,资本市场联盟的工作重点是修改《第二偿付能力指令》^②改善监管框架以及审查危机爆发以来的相关立法与资本市场联盟的一致性,以期通过客观反映和规避基础建设项目风险而招徕投资者。

为评估上述行动成效,提高政策针对性和有效性,2017 年 1 月 20 日,欧盟委员会启动资本市场联盟行动计划中期检查,^③并于 2017 年 6 月 8 日发布中期检查报告。报告显示,20 个月以来,拟实施的 33 项行动措施,已有三分之二得到落实,欧盟委员

① 就此而言,如果英国脱欧成为现实,欧洲资本市场联盟建设顺利推进,一个覆盖欧盟的资本市场可推动欧盟各个金融中心竞争力的提升,伦敦作为世界第一金融中心的地位可能会受到极大冲击,相关论述参见 O. Kaya, “Capital Markets Union. An Ambitious Goal, But Few Quick Wins”, *Deutsche Bank Research*, 2 November 2015, p.6.

② Directive 2009/138/EC, eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A32009L0138, last accessed on 26 May 2017.

③ European Commission, “Consultation Document Capital Markets Union Mid-Term Review 2017”, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/consultation-document_en_0.pdf, last accessed on 15 June 2017.

会对此表示满意,基于行动计划进展顺利,以及英国脱欧带来的尽快建立和完善资本市场联盟的紧迫性与必要性,欧盟委员会又引入了9个新的行动。这些行动聚焦于欧盟层面的市场监管、跨境金融活动的协调、不良贷款的二级市场处置以及挖掘数字金融潜力等方面。^①

总而言之,欧盟希冀借助资本市场的一体化,通过更多选择与更高收益吸引投资者进入资本市场,并为不同类型与阶段的企业提供更便利和成本更低的融资机会。然而,资本市场涉及金融、经济、法律与社会等领域的方方面面,由于路径依赖和欧盟特有的政治架构,欧洲资本联盟的建设无法一蹴而就,注定是一个选项开放而又历时漫长的复杂工程。^②尤其是美国次贷危机的教训表明,资本市场风险不可忽视,欧盟资本市场的壮大及一体化必然会给金融稳定带来新的风险,资本市场监管体系的建设与完善将是欧盟资本市场联盟建设将要面对的巨大挑战。

五 结论与展望

基于特定历史与制度因素,一战爆发以来,尽管欧盟各成员国金融结构千差万别,但欧洲金融体系总体上长期呈现银行主导特征,且这一金融结构并没有随着全球金融自由化和欧洲经济一体化进程而有所改变,甚至在欧洲货币联盟建立后因为欧盟特殊的银行监管体系而越发凸显。

银行的关系型融资,被认为不但适合欧盟中小企业占比较高的经济结构,而且对流动性和利率等因素不敏感,有利于平抑经济周期带来的宏观与微观经济波动;同时还有助于规避资本市场产生的各类风险。因此,尽管欧盟并没有忽视资本自由流动与资本市场建设,但其政策出发点在很长一段时间内都没有上升到调整欧盟金融结构的层面,银行主导的金融体系被视为欧盟有别于甚至优于其他经济体的固有特征之一。

然而,在国际金融危机冲击下,过度依赖银行业的欧盟金融体系的弊端暴露无遗,一方面,系统性风险因银行监管和市场出清机制不足而不断累积,维护金融系统稳定挑战巨大;另一方面,在金融市场出现危机后又缺乏一个替代性机制缓冲经济基本面

^① European Commission, https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en; 也可参见 European Commission, “Completing the Capital Markets Union: Building on the First Round of Achievements”, Press Release, Brussels, 8 June 2017, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1529_en.htm, last accessed on 15 June 2017.

^② European Commission, “Action Plan on Building a Capital Markets Union”, COM (2015) 468 final, 30. 9. 2015, Brussels, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>, last accessed on 26 April 2017.

受到的冲击,并为经济复苏提供必要的金融支持。因此,面对这一困境,欧盟基于自身特殊情况,没有囿于金融体系银行主导与市场主导孰优孰劣的争论,而是从金融体系整体效率和质量入手,解决在危机中暴露的欧盟金融体系靠一条腿走路的问题,即在通过银行业联盟加强银行监管、确保银行体系稳定的同时,着手借助资本市场联盟的建设推动资本市场发展,从而为欧盟金融稳定和经济持续增长提供双重保障。

资本市场联盟的建设,启动了欧盟金融体系从银行主导向银行与市场并重的重大结构转型进程。欧盟金融治理理念与实践的这一变化,不仅将有助于欧盟金融体系稳定及经济复苏,而且还涉及经济、法律及社会的各个方面。欧盟资本市场联盟的推进尽管不会一帆风顺,但势必会促进欧元区“最优货币区”(Optimum Currency Area, OCA)的自我实现,完善欧洲货币联盟,从而有力推动欧洲一体化进程。同时,欧盟金融结构的特点、表现、问题及其政策选择,也将为各界关于金融结构的讨论提供有借鉴意义的参考。

(作者简介:胡琨,中国社会科学院欧洲研究所副研究员;责任编辑:张海洋)