



尽在掌控？
2019年中期金融市场监管展望

CENTRE *for*
**REGULATORY
STRATEGY**
EMEA

“任务艰巨繁重，机会转瞬即逝，
风险依然存在。”

英国央行行长Mark Carney，2019年3月在欧盟委员会会议上的演讲：
可持续金融的全球性方针（A global approach to sustainable finance）

前言	1
跨领域议题	3
监管常量	5
各领域发展情况	7
术语表	10
尾注	11
联系人	12

前言

《2019年金融市场监管展望》报告于去年十二月发布后，我们发现货币政策逐步回归正常化，利率开始缓慢上升。当前利率可能会在更长时间内保持较低水平，长期无风险利率 (RFR) 或将低于2018年底水平。尽管这种环境可以支撑资产价格，但是将会压低银行贷款利差和保险公司资产收益率。这种针对传统收入来源的压力将会进一步激励企业寻求新的创收途径，创新商业模式，管理风险及相关监管审查。

尽管如此，我们提及的许多“晚周期”宏观经济风险依然存在。全球债务水平仍然高于金融危机之前，非银行贷款和消费信贷水平不断增长。金融稳定理事会 (FSB)、欧洲中央银行 (ECB) 以及英格兰银行 (BoE) 继续密切关注杠杆贷款增长情况，Mark Carney表示：“将杠杆贷款危机与次贷危机类比并非恰如其分，但其正向11年前的‘无单据’承销迈进。”¹ 总体而言，欧元区和英国经济依然增长乏力。

有关中美贸易争端影响带来的担忧导致市场出现周期性震荡，并且目前对于美国和中国在经济周期中所处的位置同样存在疑问。在这种背景下，我们预计监管机构将会继续测试企业抵御经济衰退或市场冲击的能力。

尽管FSB肩负着解决市场分化问题的重任并且承诺将在日本担任二十国集团轮值主席国之后继续就此议题展开工作，但是全球监管合作前景依然黯淡。我们或将看到，不同地区间的监管分歧日益加剧，在某些情况下，甚至可能出现地区内部分歧。欧洲方面，欧盟对待英国脱欧的态度表明，就金融服务而言，英国希望采取开放态度，但是欧盟却对由境外供应商提供诸多重要金融服务感到不安。这就代表，英国最终可能面临两难选择——或作为规则遵循者以维持欧盟市场准入，或接受丧失准入资格以此换取更大的监管自主权。

除非英国和欧盟同意在英国脱欧之后建立强有力的监管合作体系,否则无论作何选择,欧洲市场都有可能分崩离析,并且伴随竞争程度减弱、跨境投资减少,从而导致经济活动转向其他全球金融中心。

2019年,政局持续动荡,全球格局重新洗牌。长期来看,可能导致在监管重点和模式方面存在不同政治观点。例如,绿色环保组织影响力扩大,或将推动加强气候变化监管力度以及利用监管体系实现更广泛的环境目标。此外,某绿色环保组织曾向欧洲议会提出将环境风险纳入企业资本要求,此项问题未来可能会被再次提及。

2019上半年,监管边界问题依然备受关注。例如针对加密资产,许多司法辖区不仅仅从金融犯罪和反洗钱(AML)角度,更是从金融工具的角度针对加密资产监管展开严肃讨论,并且欧盟正在研究如何根据《金融工具市场指令II》(MiFID II)和《中央证券存管条例》

(CSDR)等资本市场立法监管加密资产。巴塞尔银行监管委员会(BCBS)已对银行持有加密资产提出审慎预期,英国金融行为监管局(FCA)等行为监管机构则对消费者陷入加密资产相关投资骗局表示担忧。因此,现在看来,加密资产可能会在不久之后被纳入众多国家的监管体系。



跨领域议题

《2019年金融市场监管展望》报告已为金融服务行业确定六大具有战略意义的跨领域议题。



一、从实施新规向持续监管转变

值得注意的是，英国审慎监管局 (PRA) 首席执行官Sam Woods在2019/20年度业务计划前言中指出，转变已经悄然发生，并将成为优先事项。尽管欧盟大举开展选前活动，但是新规出台速度依然缓慢。在监管方面，正如此前预测，许多司法辖区已经开始关注MiFID II实施情况。我们认为这种向严格监管审查的转变必然经过权衡，并正在循序渐进的推行。



二、英国脱欧

正如预期，不确定性依然盛行。英国脱欧延期已为欧盟27国的新成立企业带来喘息空间（包括体系测试），但仍需准备应对参与单一监管机制 (SSM) 的欧盟27国国家主管部门 (NCA) 最为关注的公司治理、簿记模式、外包和委派安排等方面审查。我们在监管展望报告中表示，“我们预计欧盟将会采取应急解决方案，而非对于混乱局面置之不理”，事实证明确实如此。由于无协议脱欧将对金融稳定性构成直接威胁，欧盟准备采取应急措施。但是在交易义务等其他领域，欧盟推行更强硬的路线，并且拒绝承认英国交易场所，即使此等交易场所更能满足欧盟交易商及其客户的定价和流动性需求。因此，如果欧盟在应急规划方面留有缺口，个别成员国表示其将填补这些缺口。



三、银行同业拆借利率 (IBOR)

IBOR过渡压力与日俱增，监管机构开始直接审查企业过渡计划。各个司法辖区正在采取不同措施，如英国和美国，最初致力于推动企业转向新型无风险利率 (RFR)，但如今更加愿意考虑其他利率（例如可反映信贷风险的利率）；其他国家则实施IBOR和RFR并存的双轨战略。尽管新型RFR相关产品的发行量有所增加，但许多企业对此仍持观望态度。符合欧盟《基准监管条例》(BMR) 要求的关键基准和第三国基准失效日期延长至2021年12月，可为监管机构寻求授权争取更多时间。改革后的欧元银行同业拆借利率 (Euribor) 和欧元隔夜利率平均指数 (EONIA) 均有望符合要求。此外，EONIA监管机构针对管理重新校准后的EONIA提出建议 (EONIA将会追踪欧元短期利率 (€STR))，作为推动并且最终确保过渡至€STR的临时解决方案。上述事态发展表明，后伦敦银行同业拆借利率 (LIBOR) 时代格局和更广泛的基准利率格局并非一成不变。虽然某些企业（尤其是使用EONIA的企业）感觉其可拥有更多喘息空间管理这种过渡，但是我们仍然认为，随着2020年的到来，监管机构将会加大监管力度。



四、气候变化和可持续发展

英国正在引导银行和保险企业管理与气候变化相关的金融风险。欧盟范围内已通过两项气候变化基准，并就可持续发展信息披露最新要求达成最终协议。然而，是否采取通用分类标准仍然有待商榷。欧洲证券与市场管理局 (ESMA) 以及欧洲保险和职业养老金管理局 (EIOPA) 已向欧盟委员会提出将可持续发展风险纳入MiFID II、可转让证券集体投资计划 (UCITS) /《另类投资基金经理指令》(AIFMD)、《保险销售指令》(IDD) 以及《偿付能力标准II》(Solvency II) 的技术建议，但是尚不确定这些新规何时生效。ECB亦在提高对于气候问题的关注度。此外，绿色金融网络 (NGFS) 首次发布报告，呼吁各国央行采取行动，将气候相关金融风险纳入金融稳定监测和企业监管范围。上述事实表明，气候变化已被提上监管议程，来自投资者和其他外部压力或将敦促企业走在监管要求之前。



五、运营弹性

PRA和FCA已将运营弹性列为2019/20年度业务计划优先事项，但政策进展却慢于预期，并且PRA和FCA可能于2020年末公布“冲击应变”架构相关提案。非系统性运营风险监管力度不断加强，导致企业董事会通常难以设定有效风险偏好。从欧盟层面来看，ECB计划将网络弹性期望延伸至更多企业，但尚未采取行动。然而，鉴于云服务提供商 (CSP) 过于集中可能带来宏观审慎风险，欧洲监管当局 (ESA) 正在要求加强CSP监管，因此针对企业使用云计算的审查将愈发严格。



六、金融产品和服务是否物有所值

相比其他欧洲、中东和非洲国家，英国更加关注“物有所值”议题。FCA已就资产管理机构的估值和定价施加压力，并基于高级管理人员与认证制度 (SM&CR)，授权基金管理机构 (AFM) 承担价值评估责任——这是欧洲、中东和非洲监管机构首次根据法定问责制度提出个人应对价值评估企业负责。保险公司定价惯例同样受到密切关注并被纳入持续审查范围，审查结论将为FCA处理跨领域差别定价问题提供重要指导。正如预期的一样，英国监管机构果断出手干预，旨在提升产品价值，FCA目前为先租后买产品设定价格上限。从欧盟层面来看，ESMA发布的零售投资产品成本和业绩报告指出，UCITS基金收费导致回报率平均降低25%，UCITS基金零售投资者通常需要支付两倍于机构投资者的费用。然而，ESMA尚未针对这些发现提出直接监管干预措施。

监管常量

除以上六大跨领域议题之外，《2019年金融市场监管展望》报告亦确定了六大监管常量。尽管这些并非新的概念，但由于监管机构采取基于风险的方法，这六大常量仍是2019年的重点监管领域。



一、公司治理与企业文化

PRA和FCA已将公司治理与企业文化列为2019/20年度业务计划优先事项，并反复强调监管机构应当对此给予重视。南非储备银行亦将企业文化作为2019年度热门话题供银行董事会讨论。高管审查有所增加，FCA目前正在对58名董事展开监管调查（2016年为24名），其中约半数案件（27件）涉及公司治理与企业文化方面的过失。²正如所料，FCA继续强调多样性和包容性对于企业文化的重要性，爱尔兰和荷兰监管机构对此表示赞同。然而，这种对于企业文化的重视似乎尚未在其他欧洲、中东和非洲国家得到体现。对于这些国家而言，更传统的公司治理问题仍是其监管重点。



二、企业商业模式弹性审查

企业商业模式弹性审查正逐渐增加，但尚未发生重大变革或新出台重大监管举措。在欧盟（尤其是欧元区），对于跨境银行合并的潜在需求以及政策制定者建立适当框架以实现跨境银行合并能力之间存在显著差距。我们预计政府对于打造全国或区域领军企业的兴趣将会日益浓厚。



三、企业数据保护与应用

对于金融服务行业主流监管机构而言，企业数据保护与应用的重要性正不断上升。然而，欧盟数据保护机构尚未针对金融服务行业数据实践展开调查。正如此前预测，他们仍在按照《通用数据保护条例》（GDPR）构建相关能力，除非发生意外事件，否则他们需要更长时间才能从宏观视角更加密切地审视金融服务行业。我们预计，数据道德对于监管机构而言将会愈发具有吸引力，进展速度也超出预期。此外，欧盟已于2019年4月发布“可信赖AI”准则，FCA已将数据道德列为2019/20年度优先事项。



四、服务/产品获取与弱势消费者

这一点的重要性在英国已深入人心，几乎每项FCA市场调研和专题审查均会提及“弱势”一词。因此，善待弱势消费者已然成为英国董事会和高级管理人员的核心职责之一。弱势消费者亦受到ESA关注，且EIOPA亦发布了全新行为风险框架，讨论保护“弱势目标群体”的重要性。除英国和爱尔兰之外，服务/产品获取与弱势消费者在其他国家尚未获得同等关注。鉴于英国-爱尔兰监管机构和ESA持续关注弱势消费者，其他司法辖区或将就此趋势做出及时响应。



五、网络漏洞

监管机构继续加强网络漏洞测试力度。正如此前预测，英格兰银行金融政策委员会（FPC）正在推进一系列基于场景的网络压力测试，PRA和FCA证实他们计划在2019年末扩大CBEST测试范围以覆盖更多企业。TIBER-EU框架测试推出速度低于预期，多数国家可能于2020年开始推出此项测试。从国际层面来看，七国集团所采取的行动相比预期更为激进，并且其在成员国之间开展了迄今为止规模最大的跨境网络事件演习。本次演习涉及超过24个公共机构和众多私营企业，旨在模拟其对具有系统性风险溢出效应的重大网络攻击所做出的反应。



六、模型风险管理

鉴于通过经核准的资本模型确定的银行业和保险业资本占比极高，模型风险管理无疑仍为监管重点。银行业和保险业监管机构似乎下定决心，避免重演金融危机爆发前银行资本持续下滑的局面。PRA保险业执行董事David Rule已于2019年5月针对“模型正用与误用”发表演讲，其中强调了PRA对于模型迁移的持续关注。内部模型针对性审查（TRIM）计划继续进行，欧洲中央银行（ECB）已经将其纳入2019年工作计划。欧洲保险业与职业养老企业监管局（EIOPA）仍然将趋同性作为内部模型监管重点，同时强调模型迁移至内部市场和公平竞争环境所带来的风险。此外，监管机构日益重视企业对于算法驱动和人工智能驱动内部模型的治理和管控，并且我们预计这种趋势将会持续。

各领域发展情况



银行业

落实风险缓解方案 (CRD5/CRR2) 后, 欧盟委员会将其注意力转向即将生效的CRD6/CRR3方案以执行《巴塞尔协议III》(Basel III) 的其余要求。据欧洲银行管理局 (EBA) 初步影响分析预测, Basel III针对全球系统重要性银行 (G-SIB) 的最低资本要求将会提高28.4%, 正如我们在《2019年金融市场监管展望》报告中的预测, 欧盟或将日渐偏离巴塞尔协议标准。但截至目前, 尚不明确这种偏离将在哪些方面表现最为明显。EBA影响报告显示, 资本产出下限将会成为大多数欧盟银行实现增资的最大推动因素, 因此欧盟委员会和欧盟立法者似乎最有可能在此方面发挥最大创造力。

尽管我们在《2019年金融市场监管展望》报告中针对内部资本充足评估程序 (ICAAP)、内部流动性充足评估程序 (ILAAP) 和压力测试所提出的议题仍然适用, 但现在看来, 其对银行的影响更有可能是一次演变, 而非革命。Andrea Enria被任命成为ECB 单一监管机制 (SSM) 监事会主席促使人们重新关注第二支柱 (Pillar II)。鉴于第二支柱要求包含针对投资者的股价敏感信息, Enria提倡公布这些要求, 并且在欧盟范围内统一披露第二支柱指引。

就金融犯罪而言, 我们强调欧盟委员会将反洗钱/打击资助恐怖主义 (AML/CFT) 责任委托予EBA的立法建议, 我们预计这些措施不会很快得到采纳。相比之下, 或许由于欧盟银行近期出现的洗钱问题, 欧洲议会已在选举之前的最后一次全体会议上批准ESA审查立法方案, 其中包括EBA针对AML/CFT责任提出的新要求。与此同时, CRD5所载规定敦促监管机构在其工作中持续关注AML/CFT, EBA呼吁监管机构携手ECB将AML/CFT纳入第二支柱评估范围。很明显, EBA职权转变属于欧盟地区金融犯罪打击工作范畴。



资本市场

一大波资本市场联盟 (CMU) 立法提案于欧洲议会选举之前获批。在编制《2019年金融市场监管展望》报告时, 仅有17%的CMU立法提案获批生效, 目前至少已有85%的CMU立法提案获批, 但某些提案直至年末才会生效。因此, 2020年的关键问题在于新一届欧盟委员会将会如何推进CMU发展。

企业一直致力解决MiFID II合规问题。许多欧盟监管机构广泛推行MiFID II监管计划和实施审查, 主要侧重于投资者保护议题, 并且重点关注成本和费用、销售和刺激政策以及产品治理领域。针对研究费用支付规定的影响评估和市场研究亦在进行之中。德国财政部的MiFID II咨询服务已为整个行业针对未来MiFID II审查内容各抒己见提供机会。尽管拟议修订事项的时间表可能各不相同, 但是或将涉及市场数据、证券买卖汇总记录带提供者、透明度机制、英国脱欧重新校准、交易报告、研究费用支付、成本和费用、第三国规则、加密资产和可持续金融。



保险业

保险业监管机构继续针对保险商业模式和经济环境方面的长期趋势做出响应并且提出质疑。

英国PRA长期以来一直关注疲软市场环境下的费率充分性及核保规则。PRA 2019年的压力测试将会评估保险业对于长期利率进一步下调、信贷息差压力、准备金形势恶化和系统性网络事件（针对一般保险公司）的抵御能力，并将分析气候变化所产生的金融影响。尽管一般保险定价最近因巨灾损失重大和气候风险意识增强而呈上升趋势，但与市场坚挺时期相比，市场资本保持充足或将限制价格上涨幅度。

保险商业模式亦已成为监管重点。英国FCA已就一般保险公司厘清诸多问题，例如差别定价、经纪佣金和激励措施不透明等定价和销售问题可能导致整个一般保险市场的消费者结果不佳。令人难以置信的是，此类问题仅存在于英国市场，EIOPA在其三月发布的行为风险框架中已提请关注其中的某些问题。

我们亦观察到，PRA已采取与银行业类似的信贷风险驱动方式进行商业模式转型——保险公司（尤其是寿险公司）承担更多银行业类似风险。举例而言，PRA修订后的股本释放抵押贷款政策大量借鉴银行监管在信贷建模方面的经验，这可说明保险制度正在收紧以应对商业模式转型和宏观经济变化。

今年二月，PRA强烈主张就业及退休保障部应将保险业类似监管框架应用于养老金固定收益计划“超级基金”整合产品，如此亦可说明PRA正在力图规避商业模式创新背景下的跨领域监管套利风险。

关于保险业宏观审慎政策的新一轮国际辩论同样表明人们正在考虑银行业类似措施是否适用于该领域。欧盟委员会正在考虑针对偿付能力监管标准II (Solvency II) 审查进行少量具有针对性的宏观审慎改革。然而，随着国际保险监督官协会 (IAIS) 推出保险业系统性风险整体框架，FSB地位随之提升，这种情况可能会在未来发生转变。



投资管理

如跨领域议题部分所述，投资管理机构正在面临严格的“物有所值”审查。英国根据SM&CR引入价值评估责任使得上述情况得到进一步证实。

我们发现，诸多领域的监管机构均态度强硬，具体措施仍在逐步落实当中。例如在成本和费用方面，欧盟一直致力于推进针对《零售和保险类投资产品组合》(PRIIPs)的审查，FCA已对MiFID II、UCITS以及PRIIPs开展监督审查。但是我们距离建立贯穿所有基金类型的统一体系的目标仍然存在一定差距。在基金流动性方面，ESMA已就基于原则的压力测试准则进行商议，目前尚未发现欧盟或英国出台禁止开放式零售基金投资于非流动资产的指令。英国某股票型UCITS基金近期遭遇停牌，无疑将会加大对零售基金流动性风险管理的审查力度。就基金治理而言，FCA已在要求AFM董事会设立独立董事方面迈出重要一步，但与其他领域相比，FCA并未要求独立董事占大多数。

投资管理日益受到关注。欧盟于2019年6月引入新的《股东权利指令》披露要求。此外，FCA发布了关于有效管理的讨论文件，财务报告委员会(FRC)已就英国《管理守则》提出修订建议。我们预计，政治领域针对机构投资者是否要求企业就气候变化和性别薪酬差距等社会问题承担责任的审查将会日渐增加，监管机构将通过鼓励长期投资来强化此类审查。

投资管理机构持续面临成本压力，部分原因在于合规成本增加和定价透明度要求更高。这种局面可能进一步加速已然明显的市场整合趋势，2018年的全球公开交易数量为253宗，创11年来新高。³

术语表

AFM 授权基金管理机构	EMEA 欧洲、中东和非洲	IBOR 银行同业拆借利率（本文中的“IBOR”指伦敦银行同业拆借利率、欧元银行同业拆借利率以及欧元隔夜利率平均指数）
AI 人工智能	EONIA 欧元隔夜利率平均指数	ICAAP 内部资本充足评估程序
AIFMD 《另类投资基金经理指令》	EP 欧洲议会	IDD 《保险销售指令》
AML 反洗钱	ESA 欧洲监管当局（欧洲银行管理局、欧洲证券与市场管理局以及欧洲保险和职业养老金管理局）	ILAAP 内部流动性充足评估程序
BCBS 巴塞尔银行监管委员会	ESMA 欧洲证券与市场管理局	LIBOR 伦敦银行同业拆借利率
BMR 《基准监管条例》	€STR 欧元短期利率	M&A 并购
BoE 英格兰银行	EU 欧盟	MiFID 《金融工具市场指令》
CBEST 英格兰银行网络防御测试	Euribor 欧元银行同业拆借利率	NGFS 绿色金融网络
CFT 打击资助恐怖主义	FCA 英国金融行为监管局	PRA 英国审慎监管局
CMU 资本市场联盟	FPC 金融政策委员会（隶属于英格兰银行）金融服务	PRIPs 《零售和保险类投资产品组合》（法规）
CRD 《资本要求指令》	FRC 财务报告委员会	RFR 无风险利率
CRR 《资本要求条例》	FSB 金融稳定理事会	SM&CR 高级管理人员与认证制度
CSDR 《中央证券存管条例》	GDPR 《通用数据保护条例》	SSM 单一监管机制
CSP 云服务提供商	G-SIB 全球系统重要性银行	TIBER 基于威胁情报的道德红队框架
EBA 欧洲银行管理局	IAIS 国际保险监督官协会	TRIM 内部模型针对性审查
ECB 欧洲中央银行		UCITS 可转让证券集体投资计划
EIOPA 欧洲保险和职业养老金管理局		

尾注

1. Mark Carney, Oral evidence to the Treasury Committee, 16.01.2019
2. FCA investigations into City directors rise sharply, Financial Times, 19.05.2019
3. M&A activity in fund sector breaks 11-year record, Financial Times, 16.02.2019

联系人

中国

吴卫军

德勤中国

副主席

金融服务业领导合伙人

+86 10 8512 5999

davidwjwu@deloitte.com.cn

郭新华

德勤中国金融服务业

银行业及资本市场领导合伙人 (中国大陆)

+86 10 8520 7289

jasonguo@deloitte.com.cn

方烨

德勤中国金融服务业

风险咨询领导合伙人 (中国大陆)

+86 21 6141 1569

yefang@deloitte.com.cn

邱勇攀

德勤中国金融服务业

管理咨询领导合伙人 (中国大陆)

+86 10 8520 7948

ypqiu@deloitte.com.cn

俞娜

德勤中国金融服务业

税务与法律领导合伙人

+86 10 8520 7567

natyu@deloitte.com.cn

陈子建

德勤中国金融服务业

银行业及资本市场领导合伙人 (中国香港)

+852 2531 1828

briantkchan@deloitte.com.hk

Tony Wood

德勤中国金融服务业

风险咨询领导合伙人 (中国香港)

+852 2852 6602

tonywood@deloitte.com.hk

Morgan Davis

德勤中国金融服务业

管理咨询领导合伙人 (中国香港)

+852 2852 1999

morgandavis@deloitte.com.hk

陈尚礼

德勤中国金融服务业

财务咨询领导合伙人

+86 10 8512 5618

jjchan@deloitte.com.cn

海外



David Strachan

合伙人, 监管策略中心负责人

欧洲、中东和非洲地区

+44 20 7303 4791

dastrachan@deloitte.co.uk



Andrew Bulley

合伙人, 监管策略中心

欧洲、中东和非洲地区

+44 20 7303 8760

abulley@deloitte.co.uk



本刊物中所含内容乃一般性信息，在依据本刊物任何内容采取或不采取行动前，您应咨询合格的专业顾问。Deloitte LLP不对任何方因使用本刊物任何资料采取或不采取行动而导致的任何损失承担责任。

Deloitte LLP是一家注册于英格兰和威尔士的有限责任公司，注册号OC303675，注册地址为英国伦敦新街广场1号，邮政编码EC4A 3HQ。

Deloitte LLP是Deloitte NWE LLP位于英国的分支机构。Deloitte NWE LLP是德勤有限公司（一家私人担保有限公司）的成员所。德勤有限公司与其成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司和Deloitte NWE LLP并不向客户提供服务。请参阅www.deloitte.com/以了解更多有关德勤有限公司及其成员所的详情。