

【国际问题研究】

欧盟债券市场一体化:进程、推动、障碍与前景

丁纯, 强皓凡, 孙逸修

(复旦大学世界经济研究所, 上海 200433)

摘要:自欧元引入以来,欧盟金融一体化取得了令人瞩目的成就,然而作为金融市场的重要组成部分,债券市场在一体化建设中仍面临诸多问题。纵观欧盟债券市场一体化进程,其中既存在欧元单一货币引入、债券市场金融效率提高、银行信贷替代性下降等因素的推动促进,亦有异质性经济结构易受不对称冲击、话语权差异影响政策独立性、政治分割下债券市场制度的国别差异明显、金融基础设施面临较大风险、欧盟内部政治不确定性日趋上升、外部市场环境冲击等障碍的限制。展望前景,欧盟债券市场发展仍存在难以克服的结构性问题,进一步建成高度一体化的债券市场仍需各方的诸多努力。

关键词: 欧盟; 债券市场; 金融一体化; 市场监管

中图分类号: F831.5

文献标识码: A

文章编号: 1009-3060(2019)06-0052-16

一、引言及文献综述

金融一体化,主要是基于各个金融部门的共性建立的统一市场组织形式。其主要有两个层次:一即流动性问题——国内外经济主体可不受限地进行金融资产交易,金融工具具有高度流动性;二即替代性问题——国内外金融资产具有高度替代性,同种金融工具在不同市场上价格相同,不同区域间无套利可能。^①一体化将金融机构之间的交易成本内部化,使国家间金融活动形成整体联动,进而提高资金配置效率。^②在金融全球化的大背景下,作为世界最大的经济实体之一,欧盟金融一体化不仅能促进自身经济增长和金融市场发展,还将对全球经济发展产生深远影

响。欧盟债券市场一体化作为欧盟金融市场一体化的重要组成部分,微观上有利于消除价格歧视、降低欧元债券发行成本并提高预期收益;宏观上则有利于发展和稳定欧盟金融体系、推行欧洲中央银行货币政策、促进区域经济增长、提升冲击应对能力等。^③

目前国内外学者对欧盟债券市场的一体化程度进行了较多实证方面的研究(Berben et al., 2005; Laopodis, 2008; Gupta, 2015; Gnath et al., 2019)。^④ Pieterse (2010)等人在对欧元区和非欧元区国债比较分析后发现,欧元区内部债券市场一体化程度仍不完善,政府债券收益率仍然

收稿日期:2019-10-28

基金项目:教育部中外人文交流专项课题“中美贸易摩擦背景下如何紧密对欧合作、用好欧洲科技资源的建议”(项目编号:JFH3246009);上海教委高校智库内涵建设项目“一带一路与国际产业链和投融资机制”。

作者简介:丁纯,复旦大学经济学院世界经济研究所教授,欧洲问题研究中心主任,欧盟“让·莫内讲席教授”。

① 鲁茉莉:《欧盟金融一体化的剩余障碍》,载《德国研究》,2006年第4期,第22-25,78页。

② 李海涛、孙祁祥、张楠楠:《论金融一体化对金融监管提出的挑战》,载《保险研究》,2003年第8期,第35-38页。

③ 田鑫:《论欧盟债券市场的一体化效应》,载《商业时代》,2009年第16期,第35,95页;齐绍洲:《欧盟证券市场一体化》,武汉大学出版社,2002年。

④ Robert-Paul Berben, W. J. Jansen, “Bond Market and Stock Market Integration in Europe”, *DNB Working Papers*, 2005, 24(41), pp. 3067-3080; N. T. Laopodis, “Government Bond Market Integration Within European Union”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 2008, 19, pp. 1450-2887; P. Gupta, Sehgal S., F. Deisting, “Time-Varying Bond Market Integration in EMU”, *Journal of Economic Integration*, 2015, 30(4), pp. 708-760; K. Gnath et al., “Financial Market Integration in the EU: A Practical Inventory of Benefits and Hurdles in the Single Market”, *Working Papers*, 2019.

受国别因素影响,但相比非欧元区国家,货币联盟成员国的债券市场在面对外部冲击时更加稳定。^① Christiansen(2014)通过分析债券收益影响因素对欧洲各国国债收益的解释力来考察欧盟债券市场一体化水平,其研究结果表明,欧元区国家一体化程度明显高于非欧元区国家,且越早加入欧洲货币联盟的国家一体化程度越高,但2008年金融危机后,两类国家的债券市场一体化程度都略有下降。^②

关于欧盟债券市场一体化的发展前景,国内外学者存在较大分歧。白当伟(2008)在分析危机前欧盟金融市场一体化时指出:稳定统一的市场基础设施建设是一体化推进的基石,随着市场清算系统的升级,欧盟债券市场一体化将得到强有力的支持;此外,在欧盟委员会的大力推进下,欧元区正在就各国金融法规趋同的目标通力合作,一体化前景较为明朗。^③ 王志军(2009)认为,欧元区包含债券市场在内的整体的金融市场一体化,能够在加强市场竞争的同时增加市场集中度,并带来生产效率的改善。^④ Šimović(2016)等人研究发现债券市场一体化程度同成员国的经济发展程度成正相关,欧元区债券市场一体化程度在危机发生后虽略有下降,但很快恢复;他们还认为欧元区各国实体经济深度整合能进一步推动债券市场一体化。^⑤

其他学者则表示出对欧盟债券市场一体化前景的担忧。Krugman是最早指出区域一体化可能存在问题的学者之一。他在1993年提出

了一体化的专业化假说,认为区域一体化可能使成员国经济受非对称冲击的概率上升,引起区域内收入和经济结构差异进一步扩大,动摇金融层面整合的基础。蔡彤娟(2014)在对欧元区主要成员国进行横向研究后发现,欧元区内部投资效应并不明显,经济一体化并未达到理论预期,欧元区是否符合最优货币区标准仍有待观察。^⑥ 胡琨(2015)在研究欧盟债券市场一体化过程中欧央行的变迁后认为,由于成员国数量的不断扩张,欧盟和欧元区原有决策机制已无法保证货币政策的适用性,这将严重影响债券市场一体化的前景。^⑦ 甚至有学者认为,应将欧元区成员国中与核心国家经济异质性较大的国家开除出去(Feldstein, 2012)。^⑧

总体而言,国内外关于欧盟债券市场一体化的相关研究较为深入,特别是在实证方面,但由于研究角度往往集中于某一点和时效性等原因,对于发展前景等方面的结论仍存在较大分歧。且目前国内针对欧盟金融一体化的研究主要集中于银行业、股票市场等,鲜有文献对债券市场一体化进行全面梳理与细致研究,尤其缺乏对金融危机以来债券市场一体化的分析。本文在前人工作的基础上,较为全面地梳理欧盟债券市场发展现状与一体化历史进程,分析一体化过程中存在哪些推力和障碍,并进一步探讨未来的发展前景。厘清这些问题能够帮助我们更好地认识和研究欧盟债券市场一体化,并为我国债券市场发展提供镜鉴。

① M. Pieterse-Bloem, "EMU and Bond Market Integration", *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34, pp. 2851 - 2860.

② C. Christiansen, "Integration of European Bond Markets", *Journal of Banking & Finance*, 2014, 42, pp. 191 - 198.

③ 白当伟:《欧洲金融市场一体化进程中的金融中心研究》,载《国际金融研究》,2008年第7期,第62-70页。

④ 王志军:《欧元区金融一体化发展与稳定性安排的困境》,载《国际金融研究》,2009年第3期,第63-71页。

⑤ P. P. Šimović et al, "Time-varying Integration of the Sovereign Bond Markets in European Post-Transition Economies", *Journal of Empirical Finance*, 2015, 36, pp. 30 - 40.

⑥ 蔡彤娟:《最优货币区视角下的欧元区投资效应内生性研究》,载《国际金融研究》,2014年第8期,第44-51页。

⑦ 胡琨:《金融与货币一体化背景下欧洲中央银行的转型与创新》,载《欧洲研究》,2015年第2期,第96-103页。

⑧ M. Feldstein, "The Failure of the Euro: The Little Currency That Couldn't", *Foreign Affairs*, 2012, 1(91), p. 105.

二、欧盟债券市场发展现状及特点

欧盟债券市场是在银行间接融资主导背景下不断发展起来的。近年来,随着欧盟经济货币一体化的逐渐深入,欧盟金融市场的迅速发展有目共睹,欧洲国债市场、私营部门债券市场、信用衍生品市场、资产支持证券市场及回购、利率掉期、国债期货和商业票据四个周边市场都取得了长足的发展。^①

具体来看,一国或地区债券市场的发展状况可从市场结构、交易清算、市场监管三个层面剖析。

目前,欧盟债券市场的构成以政府债券为主,非金融企业债券占比较小。^②作为中央及地方政府的主要融资来源和国家金融体系构建的重要一环,政府债券市场不仅反映了重要的公开市场信息,且与财政政策和货币政策的实施密切相关,故是债券市场发展中重点推进的对象。自1999年欧元引入后,欧盟政府债券市场发生了深远的变化,市场规模日渐扩大,基础市场机制逐步建立,一体化进程逐渐深化。据欧盟统计局数据,从规模上看,截至2018年12月底,欧元区未偿还债券余额约16.97万亿欧元,其中约85.62%为欧元债。所有未偿还债务中,中央政府债券最多,占比43.87%,其次为占比24.69%的货币金融机构债券。从期限上看,固定利率长期债券占比超73%,而短期债券占比不足7.5%。

在债券交易、清算与结算方面,欧盟目前各环节平台众多,但呈现出交易逐渐集聚、托管清算相对集中、结算趋于统一的发展特点。

交易环节上,欧盟债券以场外交易方式为

主,交易所交易份额较小,主要是欧盟规定只能在交易所交易的债券。^③欧盟拥有众多债券交易平台,彼此竞争激烈,从上到下可分为主要交易欧元债券和美元债券的泛欧B2B交易平台(包括Euro MTS, New Euro MTS, Euro Global MTS等)、以MTS为核心的成员国B2B交易平台(包括MTS, ICAP, BGC, Eurex Bond等)、B2C交易平台(包括Bondvision, Bloomberg, Tradeweb等)和交易所市场电子平台(如西班牙交易所的SENAF和意大利交易所的MOT等)。但其实际交易主要集中于几家机构,如MTS占据了欧盟现券交易约79%的份额。^④

清算环节上,欧盟70%以上的债券清算通过德国的Eurex Clearing和英国的LCH Clearnet两大清算机构完成。^⑤托管和结算则形成“一家托管机构,多家结算机构”的格局。作为全球最大的国际中央证券存管机构(ICSD)之一,欧洲清算银行占据欧盟债券托管的主要市场份额,而欧盟80%以上的债券结算则通过德国明讯(Clearstream)和法国欧清(Euro Clear)两大公司完成。此外,为解决成本高企的债券跨境结算问题,近年来欧盟力推的T2S(Target2-Securities)已于2015年6月投入运行,力图统一欧盟内部债券交易最后的货币结算环节,欧盟债券交易后业务标准化进程自此开启。作为欧洲中央银行(ECB)牵头组建的单一泛欧结算平台,T2S通过央行货币的使用提供一体化、实时、全额、逐笔的券款对付(DVP)结算服务,实现了降低债券跨境

^{①③} 2013年赴英固定收益业务高级研修班课题组:《欧洲债券市场的若干特点与借鉴》,见《创新与发展:中国证券业2013年论文集》,中国财政经济出版社,2013年。

^{②⑤} 上海证券交易所:《欧盟债券市场管理体制研究》, <http://bond.sse.com.cn/trainings/research/researchb/c/4150588.pdf>, 2019-07-10。

^④ MTS是欧盟国家政府重点指定的一级交易商报价平台,标准化的国债大都在MTS交易。MTS系统包括可交易欧元区各国国债的Euro MTS交易平台和各国自己国债的MTS交易平台。许多小规模国债发行者会在Euro MTS系统对其国债市场一级自营商是否履行其二级市场做市商义务进行监测。各国MTS一般与本国主要国债二级市场紧密结合。MTS的国债成交价格和信息直接输往彭博、路透等数据终端,保证了极高的透明度。

结算成本、降低结算风险^①、自动质押融资^②、优化流动性、便利化跨国投资等功能。^③

欧盟债券市场监管主要包括发行监管、交易监管和基础设施监管三个方面。

发行环节上,以国债发行为例,各成员国监管机构差别较大。如:德国采取多部门管理方式,由德国财政部、德意志联邦银行和财务代理公司(GMBH)三部门负责国债发行、监管与拍卖;法国、荷兰等国的国债发行管理机构则是独立性相对较高的财政部下属机构;爱尔兰的发行管理机构完全独立于财政部,但后者对债券发行负最终责任。信用债的发行,则主要由各成员国监督管理局进行监管。债券评级方面,形成了以“欧盟证券与市场管理局(ESMA)为主、成员国主管机构为辅”的债券评级监管架构。ESMA主管信用评级机构的注册、认证、日常监管及处罚,成员国主管机构则负责监管各类金融机构使用外部信用评级的行为并配合ESMA的监管工作。

交易环节上,欧盟债券交易主要受2007年

11月生效的《金融工具市场指令》(MiFID)监管,其包含允许内部指令撮合从而取消“集中规则”、规定交易前后透明度要求、“最佳执行”义务三方面内容。^④2018年1月,欧盟出台的《金融工具市场指令》第2版(简称MiFID II)赋予了ESMA及成员国监管部门前所未有的监管权力,进一步加强了债券交易的监管力度。

基础设施监管上,欧盟债券清算、托管和结算机构均在《欧洲市场基础设施监管条例》(EMIR)框架下开展经营,结算机构还须受《中央证券托管条例》(CSDR)监管,各国对境内相关机构进行严格监管,但监管部门因机构性质不同而差异明显。如清算环节中,Eurex Clearing和LCH Clearnet集团分别受德国联邦金融监管局(BaFin)和法国审慎监管与处置局(ACPR)监管;而LCH Clearnet集团下的子公司则另受他国监管,其中LCH Clearnet Limited因注册地在英国须受英格兰银行监管,LCH Clearnet SA因注册地在美国须受美国商品期货交易委员会监管。

三、欧盟债券市场一体化进程

当前一体化程度逐渐提高的欧盟债券市场不是一天实现的,而是在对提升市场效率和保证市场公平两大重要目标的实现过程中逐步建成的。前者要求消除市场壁垒,降低交易成本,促进资本流动,主要通过在全联盟范围内建立统一的证券市场服务提供体制^⑤、统一的证券公开发行与监督体制等予以实现;后者则要求加强债券市场监管以维护市场稳定和竞争,建立及时、充分、

持续的信息披露体制与市场滥用行为禁止体制。^⑥纵观欧盟债券市场一体化进程,其一系列改革也以上述内容为主要方向,并大致可分为三个不同阶段。

1. 初始发展阶段(1985—1998)

1985年起,欧共体先后发布《关于建设内部大市场的白皮书》《单一欧洲法案》《关于实施内部大市场的白皮书》三项文件,提出建立实现资本、商

① T2S通过使用央行资金在平台上进行交易,借助于高度复杂的最优算法,查明多方参与的复杂交易链并进行结算,降低结算死锁、延迟和失败风险,提高金融稳定性。

② T2S自动质押融资功能旨在通过自动触发的方式获得中央银行的日间流动性支持。抵押有两种方式,一为通过正在购买的证券抵押(流量抵押),二为通过市场参与者的证券账户抵押(存量抵押),前者通常被优先使用。

③ European Central Bank, “What Is TARGET2-Securities (T2S)?” <https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/html/index.en.html>, 2019-07-10.

④ “最佳执行”义务是指,为客户执行交易指令时须考虑成本、价格、可行性、交易速度、规模等相关因素,采取一切合理措施从而力求为客户实现最佳的指令执行效果。

⑤ 该体制包括交易所、投资公司与多边交易设施提供的证券服务。

⑥ 盛学军:《欧盟证券法研究》,法律出版社,2005年,第24-33页;齐绍洲:《欧盟证券市场一体化》,武汉大学出版社,2002年,第171页。

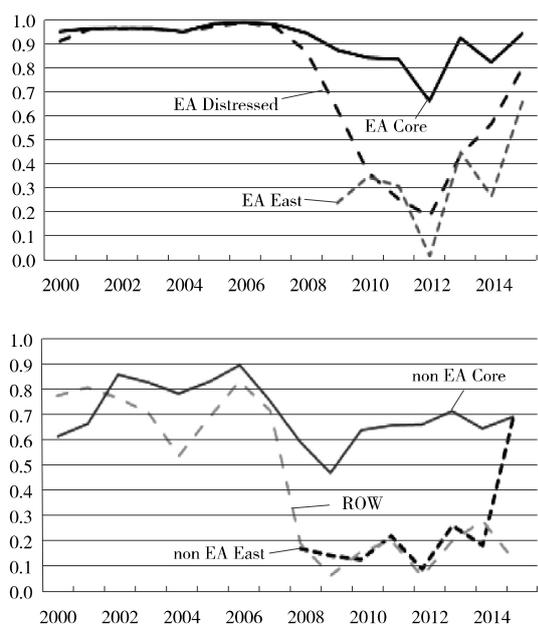


图1 欧盟债券市场一体化程度变化①

资料来源: European Commission, http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC100791/technical%20report_jrc%20contribution%20to%20efsr_final.pdf.

品、劳动力无国界自由流动的区域内部大市场的目标,为债券市场一体化提供了先决条件,是欧盟债券市场一体化的正式开端。其中,白皮书提出通过去除物理障碍、技术障碍和财政障碍的步骤来构建欧盟统一市场,确认了金融监管中采用“相互承认”(mutual recognition)和“最低限度协调”(minimal harmonization)两项原则来推进一体化,并在证券领域逐步开始建立欧盟层面的监管机构。^②在三项文件的框架下,欧盟在20世纪80年代中后期到90年代初期颁布了如《资本自由流动指令》等一系列指令形式的政策措施,推动共同体内资本跨国自由流动,促进金融机构的自由设立。

1991年签署的《马斯特里赫特条约》规定统一货币与兑换率,建立中央银行,在欧盟内部实现资本等的自由流通,使经济政策完美地协调起来,在1986年《单一欧洲法案》的基础上进一步为债券市场一体化解决了最大的问题——货币障碍。1995年,欧盟实行《投资服务指令》,确立了证券市场的“单一执照”体制,规定投资公司在某一成员国内成立,即可在任一成员国内建立分支机构提供服务,排除了成员国间的歧视政策,同时协调了东道国与母国间的法律冲突,为欧盟内部跨境证券投资交易扫清了障碍。

2. 欧元引入开启快速发展阶段(1999—2007)

1999年1月1日,欧元正式发行。作为欧元区的唯一法定货币,欧元消除了汇率风险,扩展了投资者投资范围,欧盟各国间资本流动障碍逐渐破除,国债市场操作日趋统一,债券市场的统一协调性得到了明显提高。与此同时,欧盟各国国债二级市场的电子交易平台蓬勃发展,加强了二级市场的竞争强度,使市场透明度和流动性得到增强,并降低了交易成本。^③时至今日,电子交易平台仍是欧盟国债柜台市场的重要组成部分。欧盟内各主要证券交易所的合并浪潮也是欧元引入后出现的一大特征。如欧盟政府债券规模最大、流动性最强的交易平台New Euro MTS便是以1988年意大利财政部、中央银行与其他一级市场交易商平台为基础,加上1997年与1999年该平台在荷兰、比利时和法国的延伸部分,于2003年诞生启用的。^④这段时间内,欧元区各国国债的替代效应也在这一平台上充分体现。

随着欧元发行与债券市场的快速发展,欧盟证券立法也进入新的发展时期。为解决成员国法制差异对一体化的阻碍,2000年3月,欧盟理事会发布了推进欧洲单一金融市场建设的《金融

① 注:指标数值越接近1表示一体化程度越高。其中,EA表示欧元区,EA Core包括奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、荷兰;EA Distressed包括希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙;EA East包括立陶宛、斯洛伐克、斯洛文尼亚;non EA Core包括瑞典、丹麦、英国;non EA East包括保加利亚、捷克、匈牙利、波兰、罗马尼亚;ROW包括加拿大、瑞士、中国、日本、美国。

② 杨东、安琪、张百吉:《后金融危机背景下欧盟金融监管改革的新发展》,载《证券法苑》,2010年第2期,第356-371页。

③ BBVA:《国债市场启示录》, https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/mult/WP_12_18_tcm348-357065.pdf, 2019-07-10。

④ 秦凤鸣、王旭:《欧元区主权债务市场的特征分析及启示》,载《金融发展研究》,2010年第10期,第52-56页。

服务行动计划》(FSAP)。^① 作为金融监管的总括性规定,FSAP以建立单一的批发性市场^②、建立开放安全的零售市场^③、打造细致的审慎规则与监管框架为三大目标,为欧盟债券市场一体化注入了强劲动力。^④ 在FSAP的促进下,欧盟在跨境投资、证券发行、交易结算、信息披露、投资者保护与监管合作等多个方面制定了大量新的指令,如《内幕交易指令》《投资者赔偿安排指令》《支付结算终结与证券结算系统指令》等,欧盟证券法律体系基本形成。^⑤

2001年,欧盟发布《欧盟委员会关于欧洲证券市场监督的最后报告书》,又称《拉姆法路西报告》,提出加速证券市场决策程序简单化改革进程^⑥,修改监管指令措施促进欧盟统一金融监管规则形成,要求各成员国加快本国金融监管体系改革,建立对银行、证券和保险业实行统一监管的单一金融监管机构等内容,以降低成本和增加市场透明度。^⑦ 根据拉姆法路西框架颁布的《招股说明书》《透明度指引》和《打击市场舞弊指引》等一系列法令,为进一步形成统一的欧盟债券市场创立了完整的制度保障。2004年,欧盟出台了金融市场一体化最重要的监管法规指引——《金融工具市场指令》(MiFID),在加强投资者保护、拓展对

交易平台监管^⑧、拓宽监管产品范围三方面核心原则的指导下,对欧盟证券市场法律监管体制进行更新完善,进一步促进了债券市场的统一。

3. 金融危机后的监管深化阶段(2008年至今)

欧盟对证券业的监管与证券市场一体化相辅相成。次贷危机前,欧盟针对金融监管进行了一系列循序渐进的调整和变革,然而危机的到来为之前债券市场监管机制的有效性打上了大大的问号。自雷曼兄弟破产消息传出后,欧元区各国政府长期债券利率与德国及美国政府债券基准利率的差距不断扩大,市场基于各国财政不平衡给出的风险溢价显著上升,政府债券收益率自欧元启用后稳定的收敛特征出现明显发散,债券市场一体化遭受严重挫折。^⑨ 监管方面更暴露出诸多问题,如:欧盟成员国管理制度各异,欧盟金融系统缺乏整体协调,应对市场波动的能力较差^⑩,等等。

为解决上述问题,使证券市场一体化重回正轨,欧盟于2009年6月通过了《欧盟金融监管体系改革》方案,其主要内容包括:建立宏观监管部门,监控市场系统性风险;建立欧洲金融监管系统,强化微观监管协调机制;降低金融监管顺周期性;加强成员国间应对危机的监管合作;等

① Commission Communication, "Financial Services: Implementing the Framework for the Financial Markets: Action Plan, COM (1999) 232 final, May 11, 1999", <http://aei.pitt.edu/3572/1/3572.pdf>, 2019-07-10.

② 这使公司发行人能以有竞争力的条件在欧洲范围内筹集资金,同时为投资者与中介提供从单一进入点到达所有市场的通道等。

③ 为消费者参与单一金融市场提供信息和保护,消除零售金融服务跨境提供中不公正的障碍。

④ 王志军:《欧元区金融一体化进程中的金融绩效:基于金融功能观的分析》,载《欧洲研究》,2008年第5期,第47-61页;朱孟楠、郭春松:《欧盟金融监管合作的经验与借鉴》,载《发展研究》,2006年第7期,第20-22页。

⑤ 陈彬、曾冠:《论欧盟证券法一体化的发展与困境》,载《证券市场导报》,2007年第10期,第71-77页。

⑥ 欧盟的证券市场立法和监管体系被分解为四个层次:第一层次为欧盟理事会、欧盟委员会和欧盟议会,负责制定欧盟层面的按立法程序形成的金融监管指令与规则;第二层次为管理委员会,主要有欧洲银行委员会、欧洲证券委员会、欧洲保险和职业养老金委员会、金融联合委员会;第三层次为监管委员会,主要有欧盟银行监管委员会、欧盟证券监管委员会、欧盟保险与职业养老金监管委员会;第四层次为执行委员会,具体由各成员国金融监管当局组成。

⑦ 江涌:《金融全球化与欧盟金融一体化》,载《欧洲研究》,2002年第1期,第52-61,111页。

⑧ MiFID实行以后,监管不仅包括传统的交易所市场,还包括兴起的多边交易系统(是指由一个投资公司或一个市场经营者运行的多边系统,投资公司通过这个系统按照某种交易规则来集合多方投资者金融工具买卖利益,并达成买卖合同)和内化交易系统(一家公司在有组织、系统化而且相当频繁的基础上在自己的账户上交易客户的指令,而不是在交易所或者多边交易设施上进行交易)。

⑨ Jürgen von Hagen, L. Schuknecht, G. Wolswijk, "Government Bond Risk Premiums in the EU Revisited: The Impact of the Financial Crisis", *European Journal of Political Economy*, 2011, 27(1), pp. 36-43.

⑩ European Commission, "Building a Capital Markets Union", <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>, 2019-07-10.

等。^①自此,欧盟在宏观、微观两个层面建立起泛欧金融监管体系:宏观监管部门为欧洲系统性风险委员会(ESRB),其职能为对整个欧盟金融市场存在的风险进行监控,在重大风险出现时及时预警和提出建议,由中央银行在宏观审慎监管中发挥主导性作用^②;微观层面上组建欧洲金融监管体系(ESFS),将原先欧盟层面的证券、银行和保险监管委员会升级为欧盟金融监管当局(ESA),改变了三者仅具有咨询职能的地位^③。ESFS的出现虽未改变监管主权仍归各成员国的局面,但整合了欧盟整体监管框架和成员国专业监管机构的优势,在真正意义上推进了欧盟统一监管理念的形成。此外,欧盟委员会还提出了加强信用评级机构监管的提案。^④

次贷危机的影响此时还在欧洲大陆蔓延。2009年12月希腊债务危机爆发,彼时欧盟缺乏相应紧急救助机制,随后发生的债务危机进一步将一体化事业拖入泥沼。^⑤2012年9月,欧央行发布直接货币交易计划(OMT),使欧元区崩溃的短期风险迅速减退,被视为此次危机的重

大转折。^⑥在该框架下,欧央行严格限定购债先决条件^⑦,放弃债券优先权,且债券购买不设上限^⑧。OMT计划公布后,欧洲债市形势迅速出现逆转,危机国国债收益率下降,如希腊、葡萄牙、西班牙的十年期国债收益率分别由当年8月的24.34%,9.89%和6.58%降至9月的20.91%,8.62%和5.91%;同时,避险国国债收益率回升,如德国由1.34%升至1.49%,危机开始缓解。^⑨

为进一步深化欧盟证券市场一体化,推动欧洲经济复苏,欧盟委员会于2015年发布了《资本市场联盟行动计划》,该计划由33个具体行动组成,其核心内容是识别和清除跨境投资的各种障碍,推动金融市场与金融监管一体化^⑩,同时提出要积极推动债券市场发育。2017年6月,欧盟发布行动计划中期报告,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。^⑪同时,欧盟委员会提出建设“资本市场联盟2.0”的新计划,包含强化ESMA监管职能、改善决策和资金来源结构、改革ESRB组织架构三方面内

① 汤柳、尹振涛:《欧盟的金融监管改革》,载《中国金融》,2009年第17期,第20-22页。

② 《欧洲金融监管新框架》,载《中国经济时报》,http://finance.sina.com.cn/roll/20090827/08596671377.shtml, 2009年8月27日。

③ Shane Fitzgerald, *The Reform of Financial Supervision in Europe*, Institute of International and European Affairs, 2009.

④ 如:要求所有为欧盟境内金融机构提供信用评级的机构须获得欧盟监管机构营业执照,对内加强评级质量监控,对外增加透明度;同时强制信用评级机构公布评级方法和模型,并引入信用评级机构注册制。(鲁篱、熊伟:《后危机时代下国际金融监管法律规制比较研究——兼及对我国之启示》,载《现代法学》,2010年第4期)

⑤ 如西班牙国债市场形势急剧恶化,十年期国债收益率一度升至7.62%,市场对欧元出现信心危机。

⑥ 胡琨:《欧元区最后贷款人机制的制度创新》,载《欧洲研究》,2012年第6期,第87-101,166页。

⑦ 成员国必须能够进入国际债券市场,满足欧洲金融稳定便利(EFSF)/欧洲稳定机制(ESM)在一级市场的购债条件,在得到EFSF/ESM援助后,欧洲央行才会启动OMT计划,债券购买主要集中于1-3年的短期债券。

⑧ 欧洲央行会完全冲销OMT计划所购的国债,并定期公布OMT购债相关信息,在此过程中,欧洲央行通过OMT计划购买债券没有数量限制,且享有与其他债权人同等索偿地位。参见European Central Bank, "Technical Features of Outright Monetary Transactions", https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1_en.html, 2012-07-10。

⑨ European Central Bank, "Long-Term Interest Rate Statistics for EU Member States", http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index_en.html, 2012-07-10。

⑩ 包括减少成员国在相关法律领域差异、改进跨境证券交易清算制度、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等。

⑪ European Commission, "Communication From the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: On the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan", https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/EN/COM-2017-292-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF, 2017-07-10。

容。^①

2018年1月,欧盟《金融工具市场指令》第2版(MiFID II)全面实施,标志着近年来欧盟在金融监管方面最大力度改革举措的正式落地。MiFID II在MiFID基础上进行了大量调整,强化了对债券市场的监管,包括:赋予ESMA及各成品交易机构的金融监管覆盖^②;对所有债券执行

员国监管部门前所未有的监管权力^③;在MiFID基础上将“最佳执行”义务列为更高级别指令;增加了一种新的交易平台——有组织的交易设施(OTF),并将其与规范化市场(RM)和多边交易设施(MTF)一起列入交易场所类别,扩大了系统内部撮合机构(SI)的定义^④,从而实现对非权益产更严格的交易前后透明度监管要求^⑤;等等。

四、欧盟债券市场一体化的推动与障碍

1. 欧盟债券市场一体化的推动

纵观欧盟债券市场一体化进程,其一系列旨在促进资本流动、提高资产替代性以提升一体化程度的强监管、促效率的指令和报告引人注目,循序渐进式的监管和交易制度改革不断推动着一体化向前发展。除此之外,欧盟债券市场一体化还存在多方面推动因素,笔者认为主要有如下几点:

(1) 统一主权货币的引入

欧元引入前,欧盟成员国出于稳定本币汇率的需要实行了不同程度的外汇管制,一定程度上阻碍了债券市场资金在成员国间的自由流动,同时不稳定的汇率加大了债券跨国交易的风险与成本。单一货币的施行消除了成员国间的汇率风险,债券价值不再受币值稳定性影响,交易成本降低,不同国家债券市场间的替代性随之提高,欧盟国债市场和公司债市场一体化程度得到了明显提升。具体而言,欧元推行后,欧元区国债以欧元统一标价,不同国家国债的同质性得到增强,投资者投资范围明显扩大;而公司债券以欧元作为单一计价单位,在降低公司融资难度、扩大资金来源的同时,提升了投资者的信用风险

承受能力,为信用等级较低的公司债券打开了销售市场。欧元引入后,欧盟货币金融机构(MFI)跨境持有的其他欧元区国家国债和公司债比例持续走高,持有本国政府和公司债比例一度低于40%(见图2)。

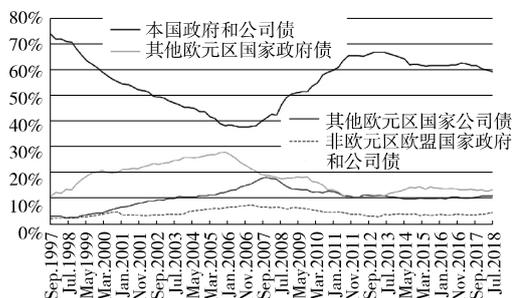


图2 MFI跨境持有的欧盟公司债及政府债份额变化

数据来源:欧洲中央银行, https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/financial_integration/html/index.en.html。

此外,Tavalas(1998)认为,货币国际化将使投资、贷款、商品和劳务购买都通过该货币发行国金融机构进行,从而提升该国金融部门收益。^⑥欧元引入后,欧盟证券业收益提升,进行了一系

① 欧盟委员会建议未来使用债权人所在国法律作为准据法,这将有助于区域内提升跨境投资水平,促进市场融合程度。

② 如当监管部门发现某些特定产品、交易有可能威胁投资者保护、金融稳定和市场正常运行时,在进行充分的信息沟通和协调后,监管者可以禁止产品上市、限制产品头寸。

③ MiFID 监管覆盖的交易平台主要有三类:其一为规范化市场,即传统交易所市场;其二为多边交易设施,指聚集多个第三方买卖报价并根据一定规则达成交易的系统或设施;其三为系统内部撮合机构,类似传统做市商概念,指在自有账户执行客户买卖指令的投资公司。

④ 方晓:《从效率走向透明——小议欧盟〈金融工具市场指令II〉及其他监管措施》,载《债券》,2018年第7期,第87-93页。

⑤ 就债券市场而言,新价格透明度规则的执行是一个非常复杂的系统,取决于债券种类和规模阈值(债券价值超过5亿欧元,政府债券价值超过10亿欧元)。

⑥ G. Tavalas, "The International Use of the US Dollar", *World Economy*, 1997(20), pp. 709-749.

列大规模重组,金融机构与企业大量发债,债券市场快速发展。机构投资者在欧盟债券市场上发挥更重要的作用,其所持债券数量和种类快速增加,银行资产也通过金融工具转为可交易证券,欧盟资产证券化进程加快,债券产品丰富度提高,流动性快速增强。

(2) 金融效率的改进

金融效率的改进是金融市场一体化的重要驱动力。金融效率是指特定时期内,一整体区域内金融资源的有效配置状态。在不以任一交易主体福利下降的前提下使某些主体福利提高,从而实现帕累托最优,即为金融效率的改进。^①对欧盟债券市场而言,其主要包含市场交易成本的降低、金融结构的系统性调整、金融风险监管的强化和金融信息技术的发展四个方面,从而促进不同区域间债券市场资源加强联结,加强和深化了金融资产部门的专业化分工协作。

第一,欧盟证券市场交易成本的降低主要源于市场制度的不断改进。自《投资服务指令》实施以来确立的“单一执照”体制极大地简化了成员国间的跨境融资程序,资本的有序流动自此进入新阶段,债券等金融工具的交易成本大大降低。其后的《金融工具市场指令》破除了证券交易所作为债券唯一交易平台的垄断地位,取消“集中规则”而允许银行和投资公司搭建交易平台,改善了欧盟证券交易的竞争环境,使过去欧盟证券交易成本高出美国一倍、结算成本高达美国六倍的情况发生了改变。据估计, MiFID 实施一年内,欧洲证券交易成本可降低 10% 到 25%, 个别情况下降幅能达到 75%。^②以伦交所为例,其 2010 年交易初始费率较 2007 年下调 43.75%, 交易封顶最优费率下调 50%, 交易

费率中位数降幅达 57.89%。^③另外,欧盟证券市场清算、结算系统不断进行横向、纵向整合^④, Eurex Clearing 和 LCH Clearnet 两大清算机构、欧清和明讯两大结算机构的出现与成员国间清算、结算标准的统一,使跨境交易壁垒逐渐消除,债券市场交易成本进一步降低。^⑤最后,欧盟推出 T2S 这一优化证券交易结算的非营利性基础设施,但并不让中央证券存托机构(CSDs)过多涉入,加强了交易结算市场的竞争,从而显著降低了交易成本,为跨国债券交易提供了更加经济的渠道。^⑥

第二,欧盟金融结构的系统性调整以资本市场联盟建设最为突出。一方面,企业高度集中于某一融资渠道或工具易产生垄断,使既定金融资产稀缺性加大,融资成本提高,金融效率低下;另一方面,过度集中的金融工具承担过多的市场风险同样不利于金融效率的提高。金融危机前,欧盟成员国对银行体系过度支持,甚至通过财政补贴来抵御外部银行竞争,加之银行体系顺周期性带来金融市场波动性的增大,不利于一体化的进展。危机后,为拓宽企业融资渠道,发展以银行信贷与债券、股票等为主的资本市场平衡发展的金融结构,促进金融一体化的实现,欧盟主动进行了金融结构的系统性调整,其中资本市场联盟的建构是最主要的措施。其行动计划对债券市场发展提出了重要两点。一方面,进一步推进资产担保债券市场发展,为其制定共同规范。作为欧洲债券市场最主要的产品之一,资产担保债券具有低融资成本、低投资风险的优点。另一方面,明确跨境证券投资管辖权。欧盟各成员国的债券市场监管规则差异明显,各国的交易制度、发行要求、财务准则、税收标准等对债券跨境交

① 王振山:《金融效率论》,经济管理出版社,2000年,第131页。

② 《欧盟新规催生单一金融市场》,新浪网, <http://finance.sina.com.cn/world/gjjj/20071103/02114134478.shtml>, 2007年11月3日。

③ 萧莺:《全球股票市场交易费用变动趋势研究》,载《证券市场导报》,2012年第8期,第57-62页。

④ 横向整合是指分别在交易、清算、结算环节进行机构合并;纵向整合是指由一家机构或集团一并提供交易、清算、结算服务。

⑤ 这一趋势起源于2001年和2003年的两个Giovannini报告,报告指出了欧元区证券清算和结算领域存在的15个割据问题。

⑥ Banking Hub, "Target2-Securities Integration of European Financial Markets 2.0", <https://www.bankinghub.eu/banking/operations/target2-securities-integration-european-financial-markets-2-0>, 2019-07-10.

易产生了不利影响。欧盟建议使用债权人所在国法律作为准据法,提升区域内跨境投资水平,促进债券市场一体化程度。^①此外,欧央行的量化宽松政策也对债券市场具有促进作用,其中的扩大资产购买计划不仅包括公共部门债券,还包括企业债券,甚至资产支持债券和担保债券等。

第三,金融危机后,欧盟认识到日新月异的金融创新与相应监管的缺位对市场效率和金融稳定具有负面影响,更不利于一体化的深化。过去欧盟宏观审慎分离,由不同国家、不同层次监管机构进行;微观审慎方面缺少让各国监管者对跨国金融机构进行最佳监管的机制,成员国监管当局间缺乏足够的信息交流与合作,往往各行其是,危机时“各扫门前雪”的情况时有发生。于是,欧盟自危机后启动了新一轮金融监管体制改革,大大改善了这一僵局。2009年2月的《德拉罗西埃报告》首次强调了全面监管的理念,提出所有能够引起系统性风险的金融市场、金融机构和金融工具都须受监管。在此基础上,欧盟成立了ESRB和ESFS,加强了欧盟层面的宏观审慎监管,强化了债券市场的系统性风险监管。对于近年兴起的高频交易等新风险点,欧盟也紧随趋势提出相关要求以实时监控风险。^②金融监管强化和资本市场联盟建设等举措扭转了危机以来金融一体化的颓势,使之逐渐向着危机前的水平复苏(见图3)。

第四,信息技术的进步促进了低门槛、低成本、无边界和开放性的欧盟多边电子交易系统的发展。电子交易的发展降低了投资者的信息获取成本,解决了信息传递的时滞问题,缓解了信息不对称性,提高了金融机构国际化经营的能

力,为债券市场一体化提供了技术支持。

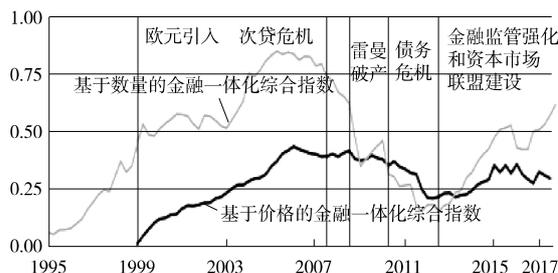


图3 基于数量和价格指数的
欧盟金融市场一体化整体演进变化

资料来源:欧洲中央银行, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb_financialintegrationineurope201805_en.pdf。

(3) 银行替代性下降使融资主体主动转向债券市场

债券发行规模是金融市场发展水平的重要衡量标准。^③实证研究发现,欧盟国家间双边金融资产持有与金融市场发展水平成正比。^④特别是对东道国而言,伴随着债券市场规模的扩大,本国资产的信息能够被更好地识别,从而将吸引更多国外投资。债券市场规模扩大的实质是金融资源可交易量的提高,多元化融资渠道更利于溢出效应的发挥,使金融产业竞争力得以提升,缓解了过去欧盟资本市场狭小而不利于一体化的局面。银行主导是欧盟金融体系过去的明显特征,而近年来欧盟债券市场规模明显扩大,贷款融资不再占绝对优势。次贷危机前,欧元区非金融企业以银行贷款作为最主要的外源融资渠道,其次为非上市股权和债券融资。^⑤2007年,欧盟非金融机构贷款余额达5.58万亿欧元,约占GDP的45%,而非金融公司债券发行规模仅为

① 李霞、侍荻:《欧洲金融一体化的深化》,载《中国金融》,2018年第20期,第77-79页。

② 如MiFID II对交易场所的时钟同步和交易时间记录的准确性提出了较高的要求。在高频交易日益普遍的情况下,开展跨市场、跨国家监管时,精准的时间记录能帮助监管机构准确把握市场事件,回溯市场交易情形,分析跨交易所、跨地区、跨产品的行为特点和违规踪迹。

③ 张成思、李雪君:《基于全球视角的中国金融发展指数研究》,载《金融研究》,2012年第6期,第54-67页; Fink G., P. Haiss, S. Hristoforova, “Bond Markets and Economic Growth”, Research Institute for European Affairs, Working Paper No. 49, 2003。

④ 王伟、杨娇辉、孙大超:《东亚区域金融一体化动因与阻力分析》,载《世界经济》,2013年第8期,第54-83页。

⑤ 2007年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,同期非金融企业债券发行净值仅492亿欧元。

1.57万亿欧元。^①危机后,银行贷款规模快速下降,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,同期企业债发行净值增加了3028亿欧元。2016—2017年欧盟非金融企业债券发行净值增加1631亿欧元,甚至超过了货币金融机构提供的1625亿欧元贷款增量。^②

与欧盟主动采取措施(如CMU)发展债券市场不同,近年来欧洲银行替代性下降使债券市场得到了自发性力量的推动发展。Francesco等对欧洲企业的研究表明,当银行不良贷款率居高、信贷条件趋严或货币政策偏紧时,企业将从银行贷款转向发行大量债券,从而促进债券市场的发展。^③一方面,近年来欧盟银行不良贷款率高企。金融危机后,欧洲银行业由盛转衰,^④不良贷款率明显上升,制约了放贷能力。据世界银行数据,2007年欧盟不良贷款率仅为2.2%,2012年达到峰值6.6%,欧元区则在2013年达到峰值8.0%。截至2017年末,欧盟银行不良贷款率仍居5%以上。^⑤希腊、塞浦路斯、意大利、葡萄牙等国不良贷款问题尤为突出,2017年希腊和塞浦路斯的不良贷款率仍在40%以上。另一方面,近年来欧洲银行存在“惜贷”现象。次贷危机和欧债危机使欧盟银行业开始反思危机前信贷规模迅速扩张的消极作用,更加注重资产安全性,银行信贷迅速逆转,投放信贷远小于其收回份额。截至2017年底,信贷整体供给走势仍低于实际经济增长率。

2. 欧盟债券市场一体化的障碍

前述推动因素在近年来欧盟债券市场一体

化发展起到了重要作用,但金融危机和债务危机的爆发不仅削弱了欧盟金融市场的整体性,还暴露出一体化存在的深层缺陷。在后危机时代,尽管危机的创伤确在弥合,但债券市场一体化程度却尚未回复至危机前水平,欧盟债券市场一体化进程仍存在诸多障碍:

(1) 异质性经济结构易受不对称冲击,话语权差异影响政策独立性

不对称冲击是指货币区内各成员国受来源不同的冲击或来源相同但影响程度不同的冲击。^⑥ Krugman认为,区域贸易一体化将会使贸易成本递减,加剧地区分化和专业化,使得成员国面临不对称冲击的可能性增强。^⑦ 欧盟即是如此。欧盟各国经济结构差异明显,可大致分为两类:德国、荷兰等净出口国和希腊、西班牙等净进口国。前者制造业竞争力较强,能通过向其他成员国出口商品保持经济增长及健康的国际收支和财政水平;而后者制造业竞争力较弱甚至不成规模,依赖大量进口满足国内需求,经常项目体现为赤字。在经济上行周期,德国等国的政府和银行可投资南欧国家国债,金融市场整体保持稳定,希腊加入欧元区也确实提高了其发债信用。但第二类国家(尤其是南欧国家)在欧洲经济整体较为繁荣的情况下过度依赖第三产业并一再扩大借债规模,却未对其薄弱的工业基础进行足够投入或进行产业转型。危机发生后,第二类国家仰赖的旅游、房地产等服务业因外部需求下降而备受打击,南欧国家主权债务价格暴跌与金融市场流动性急降的叠加导致欧元区债券市

① European Central Bank, "EU Banking Structures", <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eu-banking-structures2008en.pdf>, 2019-07-10.

② 汤柳:《危机后欧洲金融结构的演变》,载《银行家》,2018年第9期,第108-109页。

③ Francesco Ruggiero, "Loan to Bond Substitution: An Empirical Analysis on the Functioning of the Substitution Channel for Eurozone Firms", <https://ssrn.com/abstract=3118164>, or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3118164>, 2018-01-30.

④ 如以评估银行部门对投资者吸引力的关键指标净资产收益率来看,2013年,欧盟成员国银行业净资产收益率最高和最低之差达101.6个百分点(捷克为11.4%,斯洛文尼亚为-90.2%)。2017年,欧盟28国的银行净资产收益率为5.6%,仅超过金融危机爆发前(10.6%)的一半。

⑤ KPMG, "Non-Performing Loans in Europe", <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/05/non-performing-loans-in-europe.pdf>, 2019-07-10.

⑥ 祝丹涛:《最优货币区批判性评析》,载《世界经济》,2005年第1期,第17-34页。

⑦ P. Krugman, A. J. Venables, "Integration, Specialization, and Adjustment", *Cepr Discussion Papers*, 1993, 40(3-5), pp. 959-967.

场近乎崩溃。

两类国家经济结构异质性巨大,却通过货币联盟完成了货币政策的统一,不仅易遭受不对称冲击,且由于经济实力决定的话语权高低不同,在自身利益受统一政策约束时,大国往往能自行其是,使欧央行等陷入两难境地。欧央行独立性难以保持,很大程度上源于其资源提供者和政策执行目标的冲突。当一国面临外部经济冲击时,独立货币政策能通过调节国内资金成本改变国内总需求进而刺激经济。但是欧央行管辖范围内的国家经济结构差异明显,单一的货币政策注定只能使少数国家受益,而受益者往往是实力更强的国家。

这一点在欧债危机中的体现尤为突出,作为欧央行的主要支持者和资源提供者,德法等大国能在一定程度上操纵欧央行的货币政策,这给欧元区边缘国家相对脆弱的金融市场造成更为糟糕的政策环境。^① 欧债危机前,德法为压制本国通货膨胀率,通过理事会向欧央行施压,要求降低名义利率,这使南欧国家如意大利和西班牙能轻易增加政府支出,债券市场规模扩大,大量资金涌入房地产市场。同时,一体化的债券市场使投资者预期欧元区各成员国债券具备相同的信用级别,但却忽视了德法对部分国家的严苛条款,使意大利、西班牙和希腊等国债券收益率相比德法等大国同期国债收益率的差异可忽略不计,收益率分散性很小。欧债危机爆发后,南欧国家经济陷入衰退,在严苛的援助条款下,其债券价格得不到信用支撑而剧烈下跌,国债收益率急剧上升,市场分散度升至历史高位,整个债券市场陷入恐慌(见图4)。德法两国在面临主权债务危机时对援助责任的分配却无法达成一致意见,同时还对需要援助的国家

施加了极为苛刻的附带条款,欧央行的决策受到了明显的阻碍。危机国国债的主要投资者——商业银行不得不寻求政府庇护,从而导致政府赤字增加,债券市场陷入恶性循环,一体化遭受严重挫折。

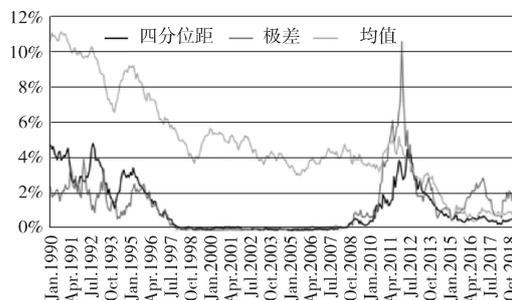


图4 欧元区10年期主权债券收益率的分散性变化

数据来源:欧洲中央银行, https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/financial_integration/html/index_en.html。

(2) 政治分割下债券市场制度的国别差异明显

欧盟较为复杂的决策机制及一体化过程中各国的利益博弈,使资本市场并未完成彻底整合。欧盟一体化纲领《马斯特里赫特条约》赋予了欧洲货币联盟成员单独制定本国金融法规的职权,在一定程度上默认了欧盟债券市场制度体系的分散化和国别化^②。尤其是金融监管制度的差别使欧洲债券市场的法规与政策存在较大差异,债券市场缺乏能够用于资产价格评估的共同信息,增加了欧盟债券持有者的信息成本,为债券市场的深化整合制造了较大障碍(见表1)。跨国担保、投资服务标准和会计制度、投资者资格标准、零售和批发金融市场规则等的不尽一致,也给债券经营企业的跨国发展带来巨大障碍。

^① 例如,德国以维护欧洲金融市场稳定性的名义,要求对年度预算赤字超过GDP的3%或者政府债务超过GDP的60%的成员国施加惩罚性条款。而在欧债危机蔓延后,德国和法国却为了本国利益无视此规定。2010年,德国政府为缓解银行系统的流动性危机向债券市场注资,当年财政赤字占比高达GDP的3.14%,而法国政府的债务和支出早在危机前就已超过规定水平。此时的欧洲议会却投票取消了对两国的金融制裁。这项条款很快被其他成员国无视,失去了其原有效力。

^② Langfield S., Pagano M., "Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth", *Economic Policy*, 2016, 31(85), pp. 51-106.

表 1 欧洲国家迥异的金融监管模式

监管模式			国家
混业监管	统一模式	央行参与	奥地利、捷克、德国、爱尔兰、斯洛伐克
		央行未参与	比利时、克罗地亚、丹麦、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、马耳他、波兰、瑞典
	功能模式		法国、意大利、荷兰、葡萄牙
分业监管			保加利亚、塞浦路斯、芬兰、希腊、立陶宛、卢森堡、罗马尼亚、斯洛文尼亚、西班牙
双峰监管			英国

资料来源:Jakob Haan, Sander Oosterloo, Dirk Schoemaker, *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press, 2009,经作者更新整理。

政治分割下不仅金融监管制度差异明显,其他方面亦存在问题。一方面,作为“超国家组织”,欧盟立法过程复杂,立法历时较长,法律渊源多样,决策程序烦琐复杂,随着证券市场发展的日新月异,监管制度不免落后于金融一体化的现实。由于各国政治、经济、文化环境不同,加之规则缺乏明确细致的解释说明,即使法律或制度得以制定通过,具体执行过程中也往往存在较大差距。另一方面,欧盟税制和治理结构的不同同样阻碍着债券市场发展。成员国间证券经营的税种和税率不完全一致,且各自出于利益考量难以在税制上达成一致。如英国和卢森堡对债券和利息收入免税,导致欧盟其他国家大量资金流入两国,债券交易也基本在这两国进行,当欧盟计划统一证券和利息收入税时,英国和卢森堡便坚决反对。成员国间不同的公司治理结构也对证券企业跨国经营和兼并产生着负面影响。

欧盟各国在解决和应对问题路径上存在分歧,也往往导致金融市场改革措施出台与行动开展滞后,阻碍一体化发展。如 2009 年 6 月,欧盟提出《欧盟金融监管体系改革》方案建立泛欧监管时,成员国间分歧尽显。强调自律监管的“市场派”代表英国最为强硬,认为泛欧监管是对一国财政主权的侵犯,主张增加财政刺激力度,要求成员

国保留金融监管权限;“监管派”代表德国则认为国家主导的监管模式已落后于欧盟金融市场一体化,加强整体监管比经济刺激更为重要,要求以超国家主权形式在欧盟层面加强金融市场监管。^①

(3) 金融基础设施面临较大风险

为推进证券市场一体化,欧央行在统一币制的基础上引入了 TARGET2 支付系统,允许银行以欧元计价方式实时交易大笔金融资产,为债券市场一体化提供基础设施。^② 随着欧洲债券交易规模的不断扩大, TARGET2 已经演变为一个复杂的债券核算体系,为私人银行 90% 的跨境交易提供支付和清算服务。欧债危机爆发前,欧元区国家在 TARGET 中的余额基本能保持平衡,但成员国内部结构上已出现较大分化。整个 TARGET2 体系基本保持平衡的缘故在于,欧央行的低利率政策及整个欧元区金融系统较高的一体化程度,使赤字成员国能以较低价格募集资金、发行公债,从而通过资本和金融账户盈余冲抵经常项目赤字,保证 TARGET2 账户平衡。

然而欧债危机爆发时,德国在对其他欧盟国家出口没有显著变化的情况下, TARGET2 盈余迅速增加,在 2007 年 7 月到 2012 年 5 月,从 206 亿欧元暴增至 6986 亿欧元,膨胀近 33 倍,达当年德国 GDP 的 27%。^③ 同时,南欧国家等原经常账

① 《欧盟金融监管改革还需更多协调》,载《中国经济时报》,http://forex.jrj.com.cn/2010/07/0803447728405.shtm,2010 年 7 月 8 日。

② TARGET(Trans-Europe Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System)名为泛欧实时全额自动清算系统,是欧元区各国央行间的一个交易结算机制。1991 年 1 月 1 日,第一代 TARGET 正式启用;2007 年,第二代 TARGET 正式启用,简称 TARGET2。欧元区各个成员国之间的经常账户交易、资本和金融账户交易都会引起各国央行 TARGET2 头寸的变动。为防范欧元区内交易清算的系统性风险, TARGET2 要求各国中央银行在 TARGET2 账户内存有足够的资金或抵押物,范围涵盖主权债、央行债务工具、超国家组织债券和 ABS 等。此外, TARGET2 内的余额每年结算利息,利率由欧洲央行制定。

③ 数据源于欧洲央行数据库,http://sdw.ecb.europa.eu/。

户赤字国成了欧元区最大的债务国集团。欧债危机的余波对 TARGET2 的稳定性产生了极为负面的影响。据 Merler 等的分析,危机在债券市场造成了恐慌,引起私人部门资金大量从债券市场抽离,南欧国家的经常账户和资本金融账户形成双赤字,国际收支急剧恶化。^①而负责欧盟内部清算的 TARGET2 成了暂时缓解南欧国际收支危机的工具。2010 年欧盟开启了超 7500 亿欧元的资产救助计划等临时方案,通过大量释放流动性来填充私人投资外逃留下的空白。

危机暂时落下帷幕后, TARGET2 中各国债券余额的极端不平衡却无法在短期内改善,为债券市场稳定埋下隐患。2015 年以来,欧洲经济面临下行压力,为提振经济,欧央行开启数轮量宽并进一步实施约 2.6 万亿欧元规模的资产购买计划,其中 80% 为跨境交易,欧元区内部 TARGET2 盈余不平衡进一步加大。对 TARGET2 严重赤字国来说,缺乏资金及等价担保品,将削弱整个欧盟债券市场清算系统的抗风险能力。另一方面,截至 2018 年,欧盟内部最大债权国德国持有的 TARGET2 盈余高达 9750 亿欧元,其中部分资产被认为永远无法得到清偿,这使得德国央行暴露在风险敞口中,其他部分国家也存在类似问题。

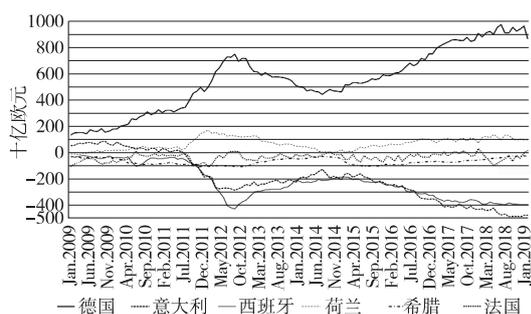


图 5 欧元区主要成员国 TARGET2 余额变化

数据来源:欧洲中央银行, https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/financial_integration/html/index_en.html。

(4) 欧盟内部政治不确定性日趋上升

近年来,欧盟经历了一系列政治不确定事件,部分欧洲民众拒绝进一步一体化,甚至出现倒退,发生了英国脱欧、德国“牙买加联盟”谈判、西班牙加泰罗尼亚独立运动、意大利五星运动等一系列事件。德意志银行发布的欧洲政策不确定性指数维持在近十年高点,侧面印证了当前欧盟日趋上升的政治不确定性。^②

在这其中,英国脱欧对欧盟债券市场一体化影响最大,甚至可能对欧盟现有金融市场的稳定性和整体性带来巨大冲击。首先,脱欧会增加欧洲和英国的系统风险。英国脱欧会减少泛欧层面的信息共享,使风险预防在欧盟内部变得更加困难,加之资本市场联盟将失去英国这一关键倡议者,金融系统的资源分配效率会有所下降。其次,脱欧会使英国和欧盟间的跨境活动受限,割裂资金流动,增加融资成本。欧元计价交易中,英国清算业务市场规模占比较大,占全球 70% 左右,价值达 9300 亿欧元。若英国无协议脱欧,不仅会失去进入欧盟单一市场的“护照特权”,同时由于不满足 TARGET2 的位置要求,英国金融机构将面临不能直接进入 TARGET2 结算系统及失去欧盟对金融实体的集中交易对手方认定的风险,从而影响欧元计价证券结算与清算业务。^③再则,脱欧会对欧洲资本市场稳定性产生冲击。伦敦是国际资本流入欧盟的跳板,约 85% 的欧盟对冲基金资产和近 50% 的欧盟存款保险由英国金融机构管理^④,而脱欧会使大量金融机构从英国撤离,同时对投资者信心产生影响,导致欧元汇率贬值,对当前欧央行货币政策造成挑战。最后,如果英国最终脱离欧盟,二战后欧洲国家历经艰辛建立的政治经济联盟将遭受前所未有的冲击,德法将进一步巩固核心国家地位,意大利、比利时等被边缘化,使欧盟内部话语权进一步分化。

^① Pisaniferry J., Merler S., “Sudden Stops in the Euro Area”, *Review of Economics & Institutions*, 2012, 3(3), pp. 9 - 26.

^② Deutsche Bank Research, “Economic Policy Uncertainty in Europe”, https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000460235/Economic_policy_uncertainty_in_Europe%3A_Detrimental.pdf, 2019 - 07 - 10.

^③ 2008 年金融危机后,20 国集团于 2009 年在匹兹堡发表宣言,要求所有场外衍生品交易标准合约必须通过中央对手方(CCP)进行集中清算,非集中清算合约将被计提更高风险资本。

^④ 金瑞庭、李大伟:《英国“脱欧”对欧盟及全球经济的影响及我国对策》,载《中国发展观察》,2016 年第 12 期,第 58 - 61 页。

(5) 外部市场环境冲击

以极端贸易保护主义著称的特朗普当选美国总统后,多次将关税大棒挥向其传统盟友,要求欧盟让渡贸易和经济利益,对尚未完全复苏的欧盟经济造成持续威胁。短期来看,市场避险情绪将会升温,利好利率债,但可能使信用债市场出现分化,与美欧贸易关联度较深尤其是被列入美方制裁清单的出口行业,其债券市场短期内表现或将承压。此外,随着美国经济状

况的改善,美联储开启了货币政策正常化进程。2014年美国退出宽松,逐步缩表,并在2018年前执行了4次加息。而同一时间的欧盟为刺激经济推行了零利率和信贷扩张政策,将使得一部分投资于欧洲资本市场的资金向北美转移。加之全球经济增速放缓形势下外部市场需求的普遍疲软,难以为欧盟出口提供过去那般强劲的支撑,进而导致经贸市场的低迷,也会对一体化造成不利影响。

五、欧盟债券市场一体化的前景

展望未来,欧盟加强债券市场一体化的努力方向不会改变。建设和发展一体化债券市场,有助于化解欧盟长期以来对银行信贷过度依赖而造成的金融结构扭曲,促进储蓄向投资转化,加大直接融资比例;可推动成员国间资本流动,改善成员国收支平衡;有利于避免对国际短期资金的过度依赖,消除资金期限结构错配,减少短期外国债券的套利行为;有助于调整公司资本结构,提升企业信息透明度,给予投资者更多资产组合选择的余地;有助于建立稳定而高效的欧洲金融市场,稳定资金价格,从而避免汇率和利率的过度波动;等等。由此可见,发展高度一体化的债券市场不仅对欧盟解决金融结构中的固有问题大有裨益,更有助于释放因市场分割而无法发挥的整体力量,改变现有国际资本市场格局。

当前内外市场环境冲击不容忽视,但一体化进程正在重获动力。如前所述,美国货币政策正常化脚步加快、单边主义与保护主义盛行、欧洲内部局势动荡与金融市场环境失稳等都是欧盟债券市场一体化建设中面对的新挑战。但是,内外的各种挑战使欧盟构建高度统一资本市场的任务更加紧迫,反将成为激发欧盟资本市场整合的推动力量。历史经验表明,欧盟一体化危机在暴露体制内在缺陷、加剧成员国间冲突的同时,也孕育着倒逼改革的动力。自金融危机和欧债危机以来,欧盟以法规、指令、行

动计划等一系列形式的改革支持资本在更大范围内自由流动,支持金融市场融合,帮助化解欧元区经济冲击,使债券市场一体化程度逐渐向危机前水平回升。尤其是向着“无缝监管”迈进的努力——建立起泛欧金融风险监管机制,全面覆盖金融体系风险,建立宏观审慎监管与微观审慎监管的协调机制,强化穿透监管、功能监管与协调监管,为债券市场一体化扫清了诸多障碍。另外,据《2019年春季欧洲经济预测》,得益于内部需求受负面影响较小,就业增长持续,加上工资上涨、通胀温和及一些成员国采取的支持性财政措施,欧盟经济在未来两年预计将保持1.7%的平稳增长,且经济复苏已惠及所有成员国,包括在危机中直接受正面冲击的外围国家。^①国民经济的缓步复苏有望为经济一体化和债券市场制度改革凝聚士气。

尽管欧盟各方对一体化做出诸多努力,但欧盟证券市场发展存在难以克服的结构性障碍,这决定了欧盟债券市场一体化进程仍需较长时间,不可能一蹴而就。成员国间复杂的利益博弈、经济特征差异、货币联盟不同步问题以及政治和文化差异难以弥合等结构性难题在短期内无法解决。首先,欧盟内部各主权国家出于国家利益或党派利益而纷争不断,统一的政治意愿难以达成。一体化共同利益与成员国各自的利益并不完全重合,当主权让渡可能影响其自身利益时,成员国往往对一体化表示抵

^① European Commission, “European Economic Forecast”, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip102_en.pdf, 2019-07-10.

触或提出较大保留。^①如发行统一的欧元债券可明显降低高负债成员国融资成本,但将增加核心成员国融资成本和信用风险,强国既不愿为弱国担保,也不愿拿出真金白银,致使可增强成员国经济整体性和凝聚力的欧元债券迟迟没有出现。其次,欧盟各国的经济特征差异使各国债券具备不同的风险水平。推进欧盟债券市场的深度一体化不仅要求欧央行执行货币政策时全方位考察欧盟整体经济情势,还应当通过整合各个成员国金融市场法规以及资产价格评估标准,以保证不同地区发行的债券资产具备信息可比性,使投资者能够清晰地辨别这类风险。但欧盟各国的经济结构差异不可能在短时间消除,在面对外部风险时,欧盟债券市场的不稳定性仍然制约着一体化进程。最后,欧盟的制度性缺陷还体现在欧元区自身的条件上。作为以最优货币区理论为核心指导理论的政治经济实践,欧元区成为国际经济学领域中政策实施的壮举。然而最优货币区建立在生产要素充分流动的基础之上,即生产要素在一体化范围

内的自由流动可以代替汇率杠杆对国际收支的调节作用,进而稳定区域内的就业和物价水平,因此要素流动性是最优货币区的前置性条件。但是,不管是从要素自由流动还是从其他指标来看,欧元区扩张后其成员国间经济周期、经济结构和宏观经济指标的巨大差异无法在短时间内弥合,生产要素尚未达到充分自由流动,造成了货币区内各成员国的资源无法实现最优配置。这是欧元区和欧盟出现经济结构和政策取向难以趋同的重大原因。^②

总而言之,市场一体化最根本的动力在于市场本身,只有当欧盟各国真正需求一个单一的欧盟债券市场且积极促进该市场的发展与形成时,完全一体化的市场才能最终形成。欧盟“超国家组织”的性质与成员国民族国家的现实冲突短期内无法得到解决,势必影响债券市场一体化的最终实现。长远来看,推进一体化向更高程度发展仍是各成员国的共同利益所在。因此,欧盟债券市场一体化仍有望磕磕绊绊地走下去,并在这一进程中不断深化完善。

EU Bond Market Integration: Process, Promotion, Obstacles and Prospects

DING Chun, QIANG Haofan, SUN Yixiu

(Institute of World Economy, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: Since the launch of the Euro, the EU's financial integration has made remarkable achievements. However, as an important part of the financial market, the bond market still faces many problems in the integration. Throughout the process, there are promoting factors, such as the launch of single currency — the Euro, the increasing financial efficiency in the bond market and the decreasing substitutability of bank credit. There are also obstacles restricting the integration, such as the heterogeneous economic structure being vulnerable to asymmetric shocks, the difference in discourse power affecting policy independence, the obvious national differences in bond market regulations under political division, the financial infrastructure facing risks, the rising political uncertainty within the EU, and the impact of external market environment. Looking forward, there are still structural problems difficult to overcome in the development of the EU bond market. Building a highly integrated bond market still requires many efforts from all parties.

Key words: European Union; bond market; financial integration; market supervision

(责任编辑:王晨丽)

① 王鸿刚:《欧盟的结构难题与一体化的未来》,载《国际展望》,2018年第2期,第15-31,154页。

② 郑联盛:《欧洲债务问题:演进、影响、原因与启示》,载《国际经济评论》,2010年第3期,第108-121,5页。