

# 欧盟金融一体化的剩余障碍

鲁茉莉

**摘 要:** 欧元的诞生消除了与汇率有关的跨国金融业务的成本和风险,使金融一体化获得了新的动力。但是此后金融一体化的进展比所预计的更难。通向完全的金融一体化的剩余障碍主要在于欧盟资本市场发展不完善,以及缺乏一个对日益复杂的跨国金融交易的集中的监管机制。这些障碍的消除需要强有力的政治支持。

**关键词:** 金融一体化; 资本市场; 监管机制

**作者简介:** 上海外国语大学 国际关系与外交事务研究院 博士 讲师 上海 200083

**中图分类号:** F831.6

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1005-4871(2006)04-0022-04

在1957年的罗马条约中,欧洲联盟(EU)的创建者们希望建立一个商品、服务、人员、资金自由流动的共同市场。在20世纪80年代,随着资本帐户的开放和单一银行业执照的推行,西欧开始认真进行金融一体化的努力。然而即使到1992年末单一市场正式建成后,包括金融服务在内的跨国界活动仍然存在一些重要障碍。1999年欧元的诞生消除了与汇率有关的跨国金融业务的成本和风险,使金融一体化获得了新的动力。但是此后,金融一体化的进展比所预计的更难。

欧盟当局对金融一体化采用了实用主义的方法,即逐步确认和消除一些具体的障碍,同时让市场参与者把一体化转化为现实。这种实用主义是出于各种挑战的复杂性,以及由于彻底的解决方

法——例如一个单一的欧盟法律、法规和监管体系——被认为在政治上并不可行。这种实用主义方法至今运作良好,一体化的许多纯技术性的障碍已经被解决,从而带来了重大的收益,使企业和消费者获得了更便宜的资金和更好的服务。然而通向完全的金融一体化的剩余障碍却是难以克服的,这些障碍的消除需要强有力的政治支持。

## 一、为什么欧盟需要金融一体化

根据国际货币基金组织的定义,金融一体化是指国与国(或地区)之间的金融活动相互渗透、相互影响而形成一种联动整体的发展态势。金融一体化程度的衡量角度可以有两种,一种是资产可替代性(Assets Substitutability),另一种是资本流动性

(Capital Mobility)。

金融一体化能使投资者通过多样化投资而寻求更高的报酬和更低的风险,使借款人融资成本降低并更多地依赖深化、完善的金融市场。这给消费者和企业提供了直接的好处,同时通过与其它经济发展(例如技术创新)的相互作用,将提高生产率和促进经济增长。不过,这些动态效应很难分解、做模型和量化。因此大多数关于金融一体化的好处的研究仅限于把一些静态效应进行量化。例如伦敦经济研究中心(2002, 2005)估计,因债券、股票和银行市场的一体化而导致的企业融资成本的降低,将使欧盟的实际GDP水平提高1.1%,就业水平提高0.5%(相当于增加一百万个新的工作岗位),同时欧洲抵押借款市场的加速一体化将在头十年中产生相当于GDP0.9%的净收益<sup>1</sup>。Giannetti (2002)等人则试图量化金融一体化的动态效应,他们估计欧盟的金融一体化若达到美国的水平,将使欧盟制造业的增长率每年增加近1个百分点<sup>2</sup>。

所有的欧盟成员国都将从金融一体化中获益,其中获益最大的将是那些先前金融体系不发达的国家,尤其是新成员国。金融一体化还有助于在整体上使欧洲成为一个发达的金融业中心,为欧盟内外的市场参与者提供更具吸引力的商业和融资机会。

金融一体化不仅带来好处,它还会使经济震荡更容易在国家间传递。因此,一个有效的、一体化的金融稳定框架是一体化金融市场的必不可少的补充。

## 二、目前欧盟金融一体化的发展状况

迄今为止,欧盟内部已经取消了各种直接限制资本跨国界自由流动的壁垒,使金融服务得以自由地在欧盟内部进行交易。在理论上,各成员国的金融机构现在都能以欧盟25个国家的全部消费者为目标客户,为他们提供空前的产品选择。然而在实践中,欧盟金融市场远未达到完全一体化的程度。

大体上,欧盟在建立批发金融服务的单一市场方面已取得了重大的进步,包括资本市场发展和向大公司及政府部门提供金融服务。金融服务提供者和他们的大客户以及机构投资者现在基本上都

在整个欧洲的范围范围内交易。欧洲的批发金融服务日益集中在少数金融中心,其中以伦敦最为重要。在一些市场中,一体化已经导致了所提供的金融服务的数量和质量的高速发展。例如投资银行业现已几乎完全一体化、高度竞争、高度复杂化,这在一定程度上是由于美国金融机构所带来的技术知识和竞争压力。欧洲货币联盟建立后,公司和政府债券市场更为深化、更具流动性,促使不同政府所发行债券的收益差别在目前达到了历史最低。在全球层面上,欧元面值债券的发行已达到与美元面值债券相当的水平。最后,欧洲不同股票市场的投资回报日益相互关联,反映了跨国资产流动和跨国投资战略的增加以及实体经济一体化的进步<sup>3</sup>。

不过,即使在批发层面上,某些金融市场的一体化水平还是较低。法规的差异抑制了以担保为基础的金融工具市场的一体化,例如资产证券市场的一体化。欧洲票据清算与结算体系的继续分裂阻碍了股票市场的一体化。尽管一些股票市场已经合并(形成了诸如Euronext和OMX这些跨国实体),或者提高了合作的水平(例如德国和瑞士的股票市场之间形成了一个金融衍生工具交易的合作机构Eurex),然而国家市场继续占优势,跨国交易仍然比国内交易更昂贵,也不常见<sup>4</sup>。

欧洲的零售金融市场(它向将近4.6亿消费者提供金融服务)仍然受到国境线的分割,其发展水平明显落后于批发金融市场,尽管零售市场能从批发市场的一体化中获益。一些积极的发展趋势包括西欧国家的银行向中东欧的快速扩张,以及一些较小国家的金融机构合并形成了大的国际金融集

<sup>1</sup> London Economics (2002): *Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*. London Economics (2005): *The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets*.

<sup>2</sup> Giannetti, Mariassunta, Luigi Guiso, Tullio Jappelli, Mario Padula, and Marco Pagano (2002): *Financial Markets Integration, Corporate Financing and Economic Growth*. Economic Paper No. 179. Brussels: European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

<sup>3</sup> Wim Fonteyne: *EU: From Monetary to Financial Union*, Finance and Development, June 2006, Volume 43. Washington: International Monetary Fund.

<sup>4</sup> 同上。

团。银行业部门的联合步伐看来也在加快,一些大的跨国合并和兼并最近获得了成功,这改善了此种运作的气候。但是总体上,跨国银行业务的国家壁垒破除仍十分缓慢。一些成员国继续保护本国金融机构或维持着对金融机构的相当程度的国家所有权。那些跨国业务活跃的银行仍然需要花费相当多的资源使它们的金融零售产品适应不同国家的市场,因为在各国之间存在着消费者保护法、合同法和税收制度的差异。这些差别导致银行更多地依赖国外子公司而不是国外分行来组织它们的跨国活动,从而损失了重要的效率<sup>1</sup>。

### 三、欧盟金融一体化的剩余障碍

实现完全的金融一体化的两个主要先决条件是欧盟资本市场的深化和一个能适应一体化市场中日益复杂的跨国金融交易的监管机制。

#### 1. 资本市场的挑战

资本市场的发展将对其它金融市场的一体化过程具有重要的溢出效应。相对于欧美各自的经济规模,欧盟的资本市场规模比美国小得多,而银行资产规模比美国大得多(见表格)。所以,欧盟的金融体系经常被视为是基于银行的体系,而美国的金融体系则被视为是基于市场的体系。然而在事实上,二者之间的这种区分并不确切。除了银行资

产的规模和分行的数量以外,欧盟与美国两者的银行业体系在重要性方面是相似的。美国银行的放贷并不少于欧盟银行,只不过美国银行将贷款进行证券化的份额远远高于欧盟银行,由此而使这些贷款脱离了资产负债表。因此欧洲较大规模的银行资产和较小规模的资本市场,是直接相关的现象。

另外,欧盟银行的盈利也不如美国银行。IMF (2005)研究表明,欧盟银行较低的赢利并非竞争造成的。它可能是由于欧盟银行在经营高附加值业务方面不如美国那么专业化<sup>2</sup>。美国银行通过证券化向市场转移标准化风险,而由自己来管理更多高赢利的非标准化风险。而欧洲银行则将大部分资产留在它们的帐户上。欧洲银行之所以这样做,部分由于资本市场发展不完善且处于分裂状态。例如,在美国,抵押贷款绝大部分证券化(以抵押权证券的形式)且被置于高度流动的、能吸引全球投资者的市场中。但在欧盟,抵押贷款证券化的法律框架和市场即使存在,也是以国别为特征的。这些资本市场发展的限制阻碍了以零售为取向的银行业市场的一体化。从更根本的意义上说,也阻碍了国民经济。

总之,证据表明,通过资本市场的进一步发展将大大改善银行与资本市场的合作关系,尽管做到这一点需要克服相当大的障碍。最主要的障碍是关于担保品的不同法律和司法规定,以及缺乏金融市场进一步一体化的基础——特别是票据清算和支付体系。

#### 2. 监管机制的挑战:

随着市场与经济政策的一体化,金融机构纷纷建立跨国联系,它们的规模和复杂性不断提高,并对共同的冲击日益敏感。IMF (2005)的研究表明,尽管投资多样化的机会日益增多,那些大型的欧洲银行和保险公司的风险预测并没有改善<sup>3</sup>。这表明投资多样化的有利效应已被所承担的更高的风险

欧元区和美国银行业体系的结构指标(2004)

	欧元区	美国
每百万人口的银行数量	21	31
每百万人口的银行分行	540	279
每百万人口的银行雇员	6997	7138
资产回报百分比	0.42	1.28

欧元区和美国的资本市场指标(占GDP百分比 2004)

	欧元区	美国
债券市场资本总额	123	149
股票市场资本总额	53	147
银行资产	208	92
银行向非金融私人部门的贷款 (包括证券化部分)	92	118
资产证券	4	59

数据来源:欧洲中央银行,美国联邦储备委员会,IMF 世界经济展望数据库。

<sup>1</sup> Wim Fonteyne: *EU: From Monetary to Financial Union*, Finance and Development, June 2006, Volume 43. Washington: International Monetary Fund.

<sup>2</sup> International Monetary Fund (2005): *Euro Area Policies - Selected Issues*, Washington.

<sup>3</sup> 同上。

所抵消。而且不同国家的金融机构的风险预测呈现趋同性,有证据表明这主要是因为日益受到共同的金融冲击的影响。

上述发展趋势提出了在一个一体化的金融市场中如何管理跨国风险以促进金融稳定的问题。一个自然的解决办法将是建立一个单一的监管机构,使它在一个广为分布的网络的支持下监管金融机构的活动。还有一些市场参与者建议把现有的各国监管机构联合起来以建立一个双层的监管结构,就像各国的中央银行被联合成欧洲中央银行体系并以欧洲中央银行(ECB)为中心一样。然而,政策制定者和国家监管机构并不愿意向欧洲层次上转移任何监管权力。这种不情愿,部分出于保留现存机构的愿望,同时也基于一些根本性问题,主要是关于在一个超国家的监管体制中如何确定国家对金融稳定的剩余责任和如何安排最后贷款人支持、存款保险、纳税人义务的问题。

目前对跨国金融机构的监管和危机管理仍依靠各国管理机构的合作与信息交流。基本原则是由母国来监管本国银行的国外分行,并对本国的跨国银行业集团实施统一的监管,而由东道国来监管外国银行的子公司。例如一个德国银行在英国开展业务活动,如果以分行的形式,则由德国的监管机构 Bafin 来监管;如果以子公司的形式,则受英国金融服务管理局的监管。但不管是何种情况, Bafin 将监管该银行在集团层次上的统一风险管理。目前各国在管理和监管实践上的趋同主要是通过“拉姆法路西框架”来寻求<sup>1</sup>,同时也因欧盟各国对巴塞尔第二协议的共同采用而得到逐步推进<sup>2</sup>。

这种分散化的监管办法迄今尚未受到现实金融压力的考验,并承受着在迅速演进的市场和保存现有机构的愿望之间的日益紧张状态。监管的分散化还面临着一些具体的挑战:不同监管机构的动机并不总是一致,责任的边界有时不够清晰,以及不存在一个关于大型跨国金融集团的集中的信息库。想要对风险进行有效的管理而又不阻碍一体化,就需要一个与金融部门同步发展的监管体系。因此,使监管权力在欧盟层次上集中起来的理由早已存在,随着时间推移还将可能越来越迫切。同时,增强所有监管机构和 ECB 之间的合作和信息共享极为重要,特别是把关于重要金融集团的最新信息集中到一个地区共享的数据库中。

#### 四、克服障碍的关键:政治支持

要完成金融一体化过程,需要解决好一些基本的政策问题,而这需要政治上的支持,有赖于各成员国愿意继续合作,在欧盟内部培育和促进跨境的金融服务竞争。最紧迫的挑战可能是清算和支付系统的一体化。还需要克服税收和法律上的障碍,以实现零售市场的完全一体化以及资本市场和银行业系统之间的最佳合作关系。最后,还需要在政治层面上进一步讨论关于如何为一体化的欧盟市场构建一个最佳的金融稳定框架的问题。这不是在一个集中化的框架还是分散化的框架之间作选择的问题,而是对集中化的程度进行选择的问题,即何种程度的集中化框架将给予欧洲以管理金融风险的最好工具而同时又不妨碍一体化过程本身。

责任编辑:戴启秀

<sup>1</sup> 1999年,欧盟委员会推出了“金融服务行动计划”(FSAP),这是一个旨在消除跨国金融服务流动的障碍的立法和规制计划。FSAP的主要重点是债券和股票市场、监管框架、金融基础设施。到2005年FSAP的超国家立法阶段已经大部分完成,但在国家层次上的贯彻预计还需要几年时间。伴随着FSAP,以亚历山大·拉姆法路西为首的欧盟证券市场监管智囊委员会在2001年初提出了拉姆法路西报告并于2001年3月在斯得哥尔摩举行的欧盟特别首脑会议上获得通过。报告中所提出的拉姆法路西框架包括四个层次的协调程序,旨在实现监管实践的趋同、对FSAP立法的一致贯彻和精简高效的决策。

<sup>2</sup> 巴塞尔第二协议是巴塞尔银行业监管者委员会在2004年采用的新的资本充足率框架。

weiterhin geprägt von einer Abhängigkeit von ungleicher Stellung zwischen Herr und Diener. Mit dem wirtschaftlichen Aufschwung, der Anpassung der Außenpolitik der Bundesrepublik und dem verhältnismäßigen Rückgang der wirtschaftlichen Stärke von den USA sowie dem Zerfall der bipolaren Weltordnung verändern sich nach und nach die Beziehungen zwischen den beiden Ländern. Das Streben Deutschlands ist darauf gerichtet, die Abhängigkeit von den USA zu entheben und diese durch eine relativ gleichberechtigte Partnerschaft zu ersetzen.

## **Die verbleibenden Hindernisse auf dem Weg zur finanziellen Integration der EU**

**Lu Moli**

Die europäische finanzielle Integration erfuhr neuen Schub, als die im Zusammenhang mit Devisen entstandenen Kosten und Risiken der transnationalen Finanzgeschäfte durch die Einführung des Euro eliminiert wurden. Die Fortentwicklung der finanziellen Integration nachher ist jedoch schwieriger als erwartet. Die verbleibenden Hindernisse auf dem Weg zur völligen finanziellen Integration bestehen vor allem in dem noch nicht vollkommen entwickelten europäischen Kapitalmarkt sowie im Fehlen eines konzentrierten Mechanismus der Finanzaufsicht, der dem immer komplexeren transnationalen Finanzhandel gewachsen ist. Die Beseitigung dieser Hindernisse setzt starke politische Unterstützung voraus.

## **Wandel des deutschen Finanzaufsichtsystems**

**Zheng Lingyun**

In der vorliegenden Arbeit wird das deutsche Finanzaufsichtssystem in vier Phasen gegliedert. Zudem versucht man eine umfassende Darstellung der Rahmenbedingungen, der Gesetzgebung und Ereignisse der Finanzaufsicht und nicht zuletzt der Merkmale der deutschen Finanzaufsicht.

## **Die alternde Bevölkerung und Reform der deutschen gesetzlichen Rentenversicherung**

**Chen Feifei**

Die gesetzliche Rentenversicherung in Deutschland wird durchs Umlageverfahren finanziert. Die Alterung der Bevölkerung, die auf die steigende Lebenserwartung und sinkende Geburtenrate zurückzuführen ist, stellt das System vor finanzielle Probleme. Mit der Einführung der Riesterrente 2001 wurde ein allmählicher Übergang der Rentenversicherung zu einem Mehrgenerationensystem in Gang gesetzt. Im Jahr 2004 schlug die Europäische Kommission vor, die Rentenanpassungsformel um einen Nachhaltigkeitsfaktor zu ergänzen und bis 2035 das gesetzliche Renteneintrittsalter schrittweise von 65 auf 67 anzuheben.