

# 试论欧盟资本市场一体化的进程与影响

严红波

**摘要:** 伴随着欧洲经济货币联盟的建设与发展, 欧盟成员国间资本跨国界自由流动逐步得以实现, 极大地推动了欧盟范围内银行、证券、保险等金融服务业领域的一体化进程, 并对欧洲资本市场资金流动、成员国投融资活动以及全球金融市场发展带来深刻影响。

**关键词:** 欧盟 资本市场 一体化

欧洲经济货币联盟几十年的发展是一个致力于推动成员国间商品、资本、劳务和人员实现无国界自由流动的历程。作为欧盟统一大市场重要构成部分的成员国单一资本市场的建设和发展, 是当代国际经济生活中区域经济货币联盟基础上资本市场一体化理论和实践的样板。以欧洲经货联盟发展进程为背景, 考查和分析欧盟资本市场一体化的历史进程、基本特点及其深刻影响, 有助于对欧盟区域内资本流动的格局、机制和作用, 进而对欧洲经货联盟发展的状况和前景进行较为全面的认识。

## 一、欧盟成员国单一资本市场的发展历程

建设成员国单一资本市场是欧共体向更深层次的生产要素领域推进一体化、更高标准上建设成员国内部共同市场的行动。与建立关税自由同盟和实行共同农业政策而较快推进成员国间商品和关税自由化进程相比, 受欧共体内部和外部多种因素的影响, 资本要素在成员国间跨国界的自由流动则走过了较为缓慢和曲折的历程。

### (一) 欧共体内部资本市场的早期发展

以1960年欧共体首次颁布成员国开放本国金融市场指令为开端, 到20世纪80年代中期以前, 内部资本市场一体化的发展主要由1960-1973年促进成员国开放银行业市场(Deregulation Entry)和1973-1983年推进成员国信贷机构监管一体化(Harmonization of Banking Regulations)的两个阶段构成。20世纪60年代中期欧共体执委会已明确提出成员国应拆除本国对资本跨国界移动的各种限制, 以允许境外金融机构进入国内资本市场开展金融竞争。这反映了在资本市场一体化进程的早期欧共体为推进成员国银行业解除市场进入壁垒所做的积极努力; 70年代后期, 针对成员国银行跨国界设置分支机构活动的增加, 1977年欧共体颁布《第一号银行令》, 为成员国银行跨国界金融活动协调监管制订了基本原则; 80年代初, 在欧共体银行咨询委员会对成员国信贷机构境外经营活动所尝试的大量协调性管理基础上, 进一步增强了金融机构间的资本流动关系和区域内信贷与银行机构经营活动的统一监管。

但总体来看, 直到80年代中期以前, 成员国金融和资本市场一体化的政策实施和区域内资本跨国界自由流动的实际状况都表明资本市场一体化进程停留在初步发展阶段。特别是受70年代上半期布雷顿森林体系解体带来的国际金融市场动荡, 以及世界性经济和金融危机对成员国国际收支产生的不利影响, 相当部分成员国曾利用《罗马条约》中的“保护条款”而一度恢复对资本自由移动的限制, 个别新成员国

甚至因允许享受“过渡条款”而暂时保留本国对资本跨国流动的管制。因此, 80年代中期, 12个成员国中除西德、荷兰和英国已完全取消资本跨国界流动限制, 以及比利时和卢森堡拆除了大部分资本移动壁垒以外, 法国、意大利、丹麦、爱尔兰、西班牙、葡萄牙和希腊等多数成员国在银行跨国界设立分支机构、开展境外金融服务、跨国界金融竞争及银行信贷机构管理等诸多领域都保留了相当程度的资本流动限令和金融政策的独立性, 整个区域内资本和金融市场仍呈现较为严重的分割性。

但也应看到, 伴随着商品和劳务市场一体化进程的巩固和深入, 80年代以来6个创始国及其后加入的成员国经历了不同程度的本国资本市场开放, 成员国间各类投资和金融产品的交流与联系不断加强, 资本要素在部分成员国间的资本市场范围内已实现了相当规模的自由流动, 这为区域资本市场一体化的推进作出必要准备。

### (二) 《欧洲单一法令》推动下单一资本市场的基本建成

进入20世纪80年代中期以来, 随着在共同农业政策、共同财政政策及欧洲货币体系运行等宏观经济领域的政策协调不断加强, 欧共体经济一体化的整体基础继续提升, 各国对加快货币金融领域一体化、进而实现内部共同大市场目标和推进经济货币联盟进程的迫切性不断增强。同时, 在国际金融技术现代化、金融自由化和一体化的环境中, 欧共体以外的主要发达国家加快金融市场改革步伐, 国际商业银行和投资银行的全球兼并与重组势头迅猛, 国际金融资产交易技术日新月异, 发达国家银行和证券公司间跨国金融竞争关系空前加强。这些又给成员国进一步开放本国金融市场、有效配置资本要素资源、提高金融机构的国际竞争力、以及建设区域货币联盟带来新的挑战。因此, 无论是从内部建设统一大市场的迫切需要, 还是来自于在多极化的世界经济格局中增强欧洲整体经济与金融实力的巨大压力, 欧共体都必须继续努力推动成员国间的金融联合, 推进区域内资本要素的自由化进程。

在此背景下, 1983年4月欧共体执委会发表金融政策白皮书进一步呼吁成员国加快建立区域内有效的储蓄和投资分配机制, 次年又发表专门针对建立内部统一大市场的《阿克奇尼报告》, 对拆除成员国间资本流动障碍以及建立共同金融服务业市场, 对资本流动规模、金融机构竞争、金融产品定价及消费层次变化等多方面的积极影响进行了全面评估。在此基础上, 1985年6月欧共体米兰首脑会议通过了建成内部统一大市场白皮书, 明确提出1992年底前排除所

有物质、技术和财政上的障碍,基本建成欧共体内部商品、资本、劳务和人员统一大市场的目标和一系列立法措施。同年底卢森堡 12 国首脑会议上,以此项白皮书为基础通过并签署了《欧洲单一法令》。这项以修改和扩充《罗马条约》来促进欧共体内部市场一体化进程的纲领性文件,主要目的是通过对成员国间共同立法程序的调整,来切实加强经济货币联盟建设进程中所一贯强调的各国宏观经济政策的协调和统一,以期从法律上确保商品、资本、劳务和人员统一大市场的按时建成。因此,该法令在过去几十年里推动资本要素自由流动所做努力的基础上,为全面促进成员国真正建立广泛和深层次的资本无障碍流动奠定了极为重要的法律基础。

在这项具有历史意义的统一大市场法令推动下,80 年代后半期至 90 年代初是欧共体最为集中地推进资本市场自由化和一体化进程的时期。所颁布的一系列促进资本跨国界流动的金融建议、提案和指令,要求金融市场开放步子较慢的成员国依照已颁布的相关指令继续解除外汇管制、拆除资本移动壁垒;同时根据各国经济和金融发展条件的实际差异,对成员国在 90 年代上半期跨入单一资本市场的时间表作出差别性安排;并针对成员国金融市场不同程度的隔离状况,力促区域内银行业和证券业市场的联接和整合。特别是 1985 年证券业指令、1988 年欧盟投资银行条令和 1988 年欧共体第二号银行令提案的实施,对各国投资银行保证自由进入对方资本市场发行和承销债券和股票,以及成员国信贷和银行机构在单一经营许可证(A Single Banking License)条件下,向其他成员国提供广泛的包括存款、贷款、租赁、现金与票据支付、担保和承诺、外汇和证券交易、银行参股、货币经纪、证券管理与咨询、信用评级等公平竞争的跨国金融服务产生极大的推动。到 1994 年底所有成员国宣布已全面解除资本跨境流动限制。自此,区域内单一资本市场基本建成,欧盟资本市场一体化进程迈上一个历史性的新台阶。

### (三) 欧盟货币金融一体化进程中单一资本市场的深入发展

几十年来欧盟资本市场一体化进程充分表明,成员国经济和金融发展是区域内资本开展自由和有效投融资活动的基本依托,推进成员国资本市场建设同区域经济一体化程度提高和货币政策领域加强合作是相互促进的。90 年代中期以来,《马约》所构架的全面和深入推进欧洲经济货币联盟的进程,为巩固和深化区域内资本稳定和有效移动,进而促进共同金融服务业市场发展创造了更为有利的货币与金融环境。特别是 90 年代末欧洲中央银行体系的运作和欧元的如期启动,为欧元区资本市场和整个欧盟单一资本市场的深化发展获得新的动力。

在单一资本市场的整合方面,90 年代中期以来欧盟成员国银行的加速购并继续引发大规模的泛欧银行体系重组,分割的、垄断性强的成员国信贷市场进一步为单一的、接近完全竞争市场的一体化资本市场所代替。同时,欧洲中央银行统一货币政策的实施以及共同货币使用和汇兑风险的消失,为欧元区资本跨国界完全自由移动扫清最后的障碍。尤其是货币区内金融资产统一定价、共同货币政策调控下短期利率趋同,以及中长期资本市场上证券投资收益率差别缩小,进一步稳定了单一资本市场的资金流动关系,减少货币区内外的投机性资本冲击,增强欧元信贷资金和证券投资的价格透明度,进一步缩小资本和金融市场的分割性,极大地扩展和增强了欧元区以及整个欧盟资本市场范围的资本联接关系。

在单一资本市场的广度和深度的拓展方面,以欧元充当共同交易和投资货币角色的单一银行业市场和证券市场规

模急剧扩大,欧盟金融资产的流动性大为增强,过去以成员国本币业务为基础的、分割的资本市场,进一步为联合的、巨大的、更具效率的资本市场所代替;同时,欧元区货币的统一和汇率风险的解除使银行信贷机构、证券承销机构和保险公司提供的抵押贷款、外汇票据、消费者信贷、各类证券交易和商业保险等金融产品定价差别迅速缩小。进一步 1999 年欧盟执委会颁布欧盟银行业批发市场、证券投资业和零售保险业市场一体化进程的金融服务一体化行动计划(《Financial Services Action Plan》),促使欧盟银团贷款市场和欧盟债券市场发挥更强的整体资本市场功能,并使区域内资金交易和资本投融资市场深度得到新的延伸。

在资本流动和交易的市场技术条件、市场惯例和风险协调监管等领域,欧洲中央银行积极推进成员国加快泛欧支付体系一体化进程,新建欧元资金划转系统和泛欧票据清算体系,提高了资金跨国界支付的支付效率,降低了系统交易成本和交易风险。同时,进一步改革和协调原先以本国资本市场为基础进行金融交易和投资的的市场惯例,提高金融服务业市场的交易效率和投资透明度。特别是欧元区成员国证券市场连接步伐明显加快,继 1999 年 3 月法国、德国、荷兰等 8 国证券交易所建立股票联合交易平台(A lliance of the Eight European Exchange)之后,今年初阿姆斯特丹、布鲁塞尔和巴黎三家证交所又在新签署的股票、债券和金融衍生品联合交易协议基础上建设欧洲大陆最大的联合交易所。证券市场的整合不仅极大地改变了成员国本国证券市场容量小、流动性弱的状况,而且不断缩小各国在证券发行和分销技术及交易惯例的差异,使区内各国证券市场朝着建立一个泛欧的、一体化的证券交易市场网络目标迈进。此外,欧盟委员会通过对单一金融服务业市场运行的指导,以及欧洲中央银行对成员国金融机构跨国界活动监管职能的行使,各国加强重视资本市场一体化进程中资本风险协调监管(Risk Capital Account Plan),为提高货币和金融手段的流通效率,建立更为公平的金融竞争秩序,进一步促进欧盟资本市场一体化的深化和成熟发展提供必要条件。

## 二、欧盟资本市场一体化进程的重要影响

成员国间统一资本市场的建立及其深入发展,是欧盟在区域经济与金融一体化基础上推动资本跨国界无障碍流动所进行的不懈努力的结果。它不仅极大地促进了欧盟内部统一大市场的建设和欧洲经贸联盟一体化的发展,而且对欧洲资本市场、全球资本流动和国际金融业发展带来一系列全面和深刻的影响。

(一) 促进欧盟区域内资本要素资源的有效配置,扩大单一资本市场的广度和深度,推动欧盟统一大市场深入发展和成员国经济增长。

成员国间取消资本跨国界移动的法律、技术、财政等各方面的障碍,资金在不同的信贷市场、债券市场和股票市场之间自由移动,欧盟范围内的企业、金融机构、政府和个人更多地按照单一资本市场上资本供需关系及其变化进行各种投资及融资活动。不仅使资本要素在极为扩展和连接一体的资本市场中得到更为合理、有效的配置,为区域内产业和贸易投资结构的调整和规模经济发展创造相适应的金融和资本市场环境,而且对于带动其他生产要素的合理流动,扩大与商品贸易相关的资金过境支付和结算,推动伴随跨国金融活动的各类劳务和人员的自由流动,进而增强欧盟统一大市场各个组成部分的相互影响和相互促进具有十分重要的意义。

单一资本市场的整合并非是 15 个成员国本土资本市场

容量的简单加汇,新的一体化资本市场在资本流动规模、金融资产流动性、金融交易工具、结算支付体系以及金融市场结构等诸多方面,展示出作为全球最大的区域性资本市场在资本流动的资源基础、流动机制和市场规模等方面具备的更为雄厚、有效和深化的资本运行条件。特别是欧元区投融资活动得到欧洲中央银行统一货币政策的调控和共同货币条件下不可逆转的固定汇率制保护,区域内跨国界投融资活动的汇率风险消除,外汇融资与交易成本降低,资本流动稳定性和效率提高,证券交易技术和市场惯例协调,金融交易透明度增强。这些都极大地推动成员国企业和金融机构的跨国购并与重组,促进成员国经济结构调整及国际竞争能力的提高。预计随着欧元区资本市场的稳定运行和新的扩张,欧盟范围内资本流动的规模和空间将进一步扩展,以欧元计价的金融资产也将对周边国家及拉美、亚洲等国家和地区的投融资活动产生极大的辐射,对21世纪欧盟成员国经济增长和全球金融投资活动产生积极推动。

(二) 欧盟单一资本市场条件下资本自由流动的深刻变化和欧元区货币及汇率的高度统一,使欧盟金融服务业的市场结构、资本市场融资模式及金融机构竞争关系展现新的面貌。

资本跨国界自由流动和银行业市场分割性的降低,促使各国银行依据成本效益原则和国际竞争因素调整业务经营发展战略和机构设置规划。特别是90年代中期以来那些实力雄厚、具有经营眼光的大型欧洲银行通过相互渗透、参股和并购方式加快建立大中型银行集团,对欧洲银行体系的紧缩与重建,以及银行资产规模和业务领域的拓展产生积极的影响。同时,欧元区银行各类金融交易均以欧元统一标价,成员国银行体系新创造的以固定兑换率为基础的成员国货币可免除外汇市场上的货币转化,极大地促进了欧洲银行业的电子经营管理系统改革,并利于银行外汇经营管理的简化、经营成本的降低及经营效率的提高,为欧洲银行业适应金融区域化和全球化发展而增强国际竞争优势带来积极助力。

资本市场一体化进程为欧盟银行业带来新的发展机遇的同时,也使成员国银行经营活动面临新的市场压力。如资金跨国界流动的更为便利将使以存贷差为主要收入来源的欧洲银行零售业务利润缩减,欧元区资本市场上成员国银行已失去存贷业务的本土优势,欧元过渡期内银行为清算、支付、会计和税务系统的技术和设备调整而增加巨额费用支出,银行原有的以本币计价的固定利率资产和负债因货币转化而将承担增大的利率风险,以及欧元区银行因本币间兑换业务和相关货币的金融衍生工具交易业务消失而减少银行表外经营收入等等。这些新情况一方面将进一步促动欧洲银行更多地通过加快金融创新、开展多样化和综合性业务经营(如One-Stop Shopping in Financial Service)、协调银行资本经营的风险监管来获取新的市场机会;另一方面在成员国证券市场连接进程加快、债券和股票市场容量扩大、证券交易流动性和透明度加强、以及证券交易税收制度改革条件下,欧盟资本市场将适应全球融资证券化发展趋势,在长期以来以银行信贷渠道为主的融资模式中逐步提高以债券、股票、商业票据、大额存款证等有价值证券为载体的融资比重,进而引导欧盟资本市场的资金流动结构、融资方式和资本运作机制发生新的调整,并推动成员国信贷机构和证券机构在开展多元化投资活动的资本市场环境下,构建跨国界的、新的公平有序的金融服务业竞争体系,不断推动欧洲金融业领域的发展与变革。

(三) 欧盟单一资本市场进程对全球资金流动格局和国际金融中心发展产生重要影响。

作为全球唯一的、以最高一体化形式和雄厚经济金融实力为基础的欧盟资本市场,已显示出极为强大的资本聚集功能和有效的投融资环境。欧元区已基本成为世界上最大的债券市场和第二大股票市场,欧元标价的银行信贷及各类债券、股票发行量呈增长态势,欧元货币市场和欧元中长期资本市场利率与世界其他主要资本市场利率及其变动建立相互传导机制。预计随着欧盟统一货币政策的有效实施,欧元币值的稳定和趋强,以及未来单一货币区的延伸,欧盟资本市场的国际金融地位将进一步提高;且统一资本市场的稳定性和欧元计价的金融资产对区外各类投资者的吸引力增强,将逐步改变目前以美元为主的国际投资和融资的币种格局,国际资本市场上以欧元计价的国际银团贷款和欧元债券及股票融资的市场比重将趋于上升,全球资本市场和外汇市场的资金市场份额和资金竞争关系将发生较大的调整。

同时,欧元区资本市场和非欧元区资本市场的资金聚散关系将导致欧洲传统的国际金融中心地位发生一定变化。预计在统一货币政策实施及共同货币计价、交易及清算系统运作条件下,战后相当长时期内凭借一定经济金融实力以及特殊的历史环境而形成的欧洲大陆国际金融中心,如巴黎、米兰、布鲁塞尔等将因失去本币金融竞争优势及缺乏本国相关金融政策的配合而下调其欧洲资本市场交易份额;而作为欧盟中央银行所在地的法兰克福则将成为欧元货币市场和欧元资本市场的交易中心,并向历史悠久的伦敦国际金融中心发起重大挑战,进而对欧洲范围内国际金融中心的多元化发展及全球国际金融市场格局产生深远影响。但预计在未来相当时期内,伦敦仍将凭借历史上形成的拥有众多国际金融机构、大量专业金融人才、先进银行技术和丰富管理经验等金融优势,在股票交易、离岸美元市场交易和金融衍生品市场交易等领域继续占有重要的市场份额。

综上所述,欧盟范围内的资本自由流动已成为现实,统一的货币政策和欧元的实施更为欧洲资本市场的深入发展带来新的契机,并对欧洲经济增长和全球范围投融资活动带来日益重要的推动。21世纪欧盟单一资本市场发展还将受制于欧盟内部及世界经济的多方面因素。以欧盟总体经济和金融实力的发展壮大为基础的、更为成熟和有吸引力的单一资本市场,还将在成员国主权国家利益和欧盟超国家利益的矛盾与协调运动中,在欧盟政治、经济和货币联盟的全面和纵深推进中而获得不断发展,这也是继续关注和研究欧盟资本市场一体化发展的基础。

#### 注释:

Jean Demine (1993), *European Banking in the 1990s*, U.K., Blackwell Publishers

Frank McDonald & Stephen Dearden (1999), *European Economic Integration*, New York, Addison Wesley Longman Inc

Roger Henderson (1993), *European Finance*, England, McGraw-Hill Book Company Europe

Single Market Review, Brussels, SEC (96) 2 378

Financial Services: Commission Outlines Action for Single Financial Market, FSPG (1999), European Commission

参见阿姆斯特丹证券交易所网址: <http://www.aex.nl>

Single Market Newsletter (December 1999), European Commission

The European Commission Hearing on the Strategy for Europe's Internal Market (1999), European Commission

(作者单位: 武汉大学世界经济系 武汉 430072)  
(责任编辑: 陈永清)