

关于参加欧洲中央银行“2020年证券 交收：T2S及未来”会议的报告

陈加赞 吴松青

2011年10月4-5日，欧洲中央银行在德国法兰克福召开了主题为“2020年证券交收：T2S及未来”的会议。会议邀请了世界主要中央证券存管机构（Central Securities Depository, CSD）、托管银行、多个国家的中央银行、资产服务机构等参加，共同探讨欧洲乃至全球跨境证券交收的发展方向和可能的实现路径。

一、T2S介绍

T2S (TARGET2-Securities)是由欧洲中央银行主导开发的泛欧证券交收综合技术平台。T2S旨在通过与欧洲中央银行资金实时支付系统连接进行货银对付的证券交收，消除欧洲各国证券境内及跨境交收的差异，实现欧洲证券的无国境交收。

（一）T2S的时间表

欧洲于2006年7月提出设立T2S交收平台的设想。经过两年的市场调研和咨询后，欧洲中央银行于2008年7月决定开发这一系统。T2S系统由欧洲中央银行协调，由欧洲中央银行和欧元区17个成员国中央银行（统称Eurosystem）开发、拥有和维护，并由法国、德国、意大利和西班牙四家中央银行具体承办。2009年，28个欧洲的CSD和Eurosystem签订谅解备忘录，明确支持T2S的开发和运营。根据项目时间表，T2S平台将于2015年投入实际运作，目前正处于开发阶段。

（二）欧洲中央银行引入T2S的背景

T2S的基本目标是整合和协调欧洲目前十分分散的证券交收基础设施，降低欧元区跨境证券交收的成本，吸引非欧元区国家参加，并

提升交易后台处理业务提供商之间的竞争程度，为市场参与者提供更多选择。它是欧盟创设金融服务单一市场的关键一步。

历史上，欧洲的金融市场基础设施在设立之初时主要考虑满足各国国内的金融市场需求。多数情况下，在证券交易的价值链上，一般有一到两个占据主导地位的机构：通常是仅有一个交易所负责交易环节，可能有一个共同对手方（CCP）负责清算环节，至少有一家 CSD 负责证券交收环节。此外，每个国家的基础设施基本上只能接纳以该国货币计值的证券。尽管欧元在十年前已经引入，交易后台处理（如清算和交收）在欧元区的各个国家间还是相当分散的。例如，截至 2010 年底欧元区还有 19 家 CSD 在运作，在欧盟的 27 个国家有接近 40 家 CSD 在运作。

这一局面不利于欧盟的巩固和发展。因为在这种局面下，各国的金融市场容易以国内市场为导向。投资者主要投资于本国证券，欧元区金融市场整体上不能从引入单一货币所带来的风险分散、竞争中获益。

欧盟认为可以从美国的历史经验中得到有益的借鉴。在数十年前，美国与欧洲现在的情况十分相似，同样是分散的交易和交易后台处理基础设施架构。美国基础设施的低效促使美国政府进行干预，推动交易后台处理基础设施整合。美国目前已经具有十分合理的交易和交收基础设施架构：由 DTCC 负责所有股票和公司债的清算和交收，由美联储负责国债的清算交收。

欧盟当局尚没有像美国当年那样，强制推动交易后台处理基础设施的整合，而主要考虑充分发挥市场机制的作用，采取的措施着重于消除对各国市场基础设施之间相互竞争造成不利影响的障碍。在此方面，欧盟两个最重要的举措是《金融产品市场指引（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）》和《清算交收行为准则（Code of Conduct for Clearing and Settlement）》。T2S 将对这些现有举措形成重要的补充：通过建立一个泛欧洲的平台，T2S

可以显著地消除各国市场之间进行跨境证券交收的障碍，这一点《金融产品市场指引》和《清算交收行为准则》自身是无法实现的。

（三）T2S 的组织和决策机制

从一开始，CSD、银行、金融市场协会、公共部门和相关主体就深度参与了 T2S 项目。Eurosystem 是 T2S 的拥有者、开发者和未来营运者，在 T2S 项目的组织和决策过程中处于核心地位。欧洲中央银行的治理理事会（ECB's Governing Council）是 Eurosystem 的主要决策机构，负责对 T2S 进行最终决策。治理理事会将 T2S 项目的日常管理委托给 T2S 项目委员会（T2S Programme Board）负责，由后者负责按期、在预算之内根据市场参与者的需求，实施 T2S 项目。项目的利益相关方可以通过两个途径反映意见：一是顾问组（Advisory Group, AG），该小组负责保证 T2S 能够满足市场需求；二是 CSD 联络组（CSD Contact Group, CCG），该小组负责起草与 CSD 参与者和 Eurosystem 之间的合同。顾问组由来自中央银行、CSD 和银行业的 80 名资深专家组成。CSD 联络组由中央银行和 CSD 组成。这两个小组下设办事机构，协助准备有关技术、功能需求报告，以及起草 T2S 平台的法律架构。

（四）T2S 的技术细节

传统上，每个国家的 CSD 只负责为其国内证券交易提供交收服务，当投资者希望买入在另一个国家交收的证券时，这种架构就产生了问题。例如德国投资者想买法国债券时，投资者需要请当地的法国银行协助在法国 CSD 办理交易的交收。Alberto Giovannini 发表的一篇关于欧洲跨境清算交收障碍的著名报告指出，这种跨境证券交易的交收通常需要涉及 11 家中介机构（与之相比，国内交易的交收只涉及 5 家中介机构），至少需要发送 14 条指令。

T2S 的出现将极大地改变这一情况。所有在欧洲交易的证券，都可通过 T2S 交收，这将消除前文所提到的国内交易和跨境交易在交收上的差异。法国政府债券也能够像德国债券一样在德国 CSD 处方便地进行交收处理。T2S 将是一个非常安全的交收系统。首先，它采用货

银对付机制，T2S 同时掌握与之连通的 CSD 的证券账户和资金账户，能高效地实现货银对付的证券和资金交收。其次，它采取逐笔全额的实时交收处理方式，而不是汇总交易然后在参与者之间进行净额交收。第三，它只使用中央银行货币进行交收，而中央银行货币是最安全的资金资产。T2S 另外一个优势是与 TARGET2 (Eurosystem 运营的实时逐笔全额资金支付系统) 完全整合，也与欧盟成员国的非欧元实时逐笔全额资金支付系统完全整合，能够进行多币种交易的资金交收处理。从零开始建设一套全新的技术系统具有不受老系统拖累的优点，T2S 将具有非常高的交收效率，银行需要用来履行交收责任的流动性头寸与目前相比将大幅下降，这对商业银行的担保品和流动性管理具有显著的裨益。

T2S 建设时坚持以下 20 条总体原则：

- 1、Eurosystem 作为拥有者负责 T2S 的开发和运营。
- 2、T2S 的建设基于 TARGET2 平台，因而能提供与它相同水平的可用性、弹性、系统恢复时间和安全性。
- 3、T2S 不是一个 CSD，而应是为 CSD 提供交收服务的技术平台。
- 4、各 CSD 客户的证券账户应该仍然为该 CSD 完全掌控。
- 5、T2S 的交收服务允许 CSD 顺畅地向其参与人提供至少相同水平的交收服务和资产管理服务。
- 6、证券账户余额变化应该只能由 T2S 维护。
- 7、T2S 应该要求参与的 CSD 遵守交收终局性准则 (SFD)。
- 8、T2S 应该只使用中央银行的资金进行交收。
- 9、T2S 最基本的功能是提供使用欧元进行的交收服务。
- 10、T2S 在技术上应该能够提供以欧元之外的其他货币进行交收的功能。
- 11、T2S 应该允许其用户直接与其平台连通。
- 12、不应该强制 CSD 参与 T2S。
- 13、所有 CSD 使用欧洲中央银行的资金进行的交收都应该符合 T2S 的参与条件。

- 14、所有 CSD 与 T2S 的连通都应该享受平等的接入待遇。
- 15、所有 CSD 与 T2S 的连通都应该遵守统一的协议安排。
- 16、所有 CSD 与 T2S 的连通都应该有相同的运行时间和相应的开关时间。
- 17、T2S 的交收规则和程序对所有参与的 CSD 都应该是相同的。
- 18、T2S 应该在保本而不是以盈利为目的的基础上运营。
- 19、T2S 的服务应该符合《清算交收行为准则》的规定。
- 20、T2S 应该支持参与的 CSD 遵守相关监管的要求。

(五) T2S 的影响

T2S 的一个主要目标是显著减少欧洲的证券交收成本，特别是跨境交易的交收成本(目前欧洲跨境交易交收成本较境内交易交收成本高 10 倍以上)。

设立 T2S 交收平台也是欧洲迈向金融服务统一市场的一个步骤。T2S 项目将是欧洲交易后台业务处理和法规进一步协调统一的重要催化剂。T2S 项目组已经在这方面取得了重要进展，如指令管理、交收流程以及未完成交收交易的公司行为处理等。

总的来看，由于交收成本下降，竞争增加，协调统一步骤加快，T2S 将对欧洲经济增长产生正面的影响。投资者将可以从更低的交收和其他交易后台处理成本中获益，促使投资者更多地在欧洲买入证券。此外，由于欧洲各国投资者可以更方便和更低成本地买入境外国证券，因此投资者将可以从更加广泛的债券和股票中选择可供投资的证券，发行人可以面向数量更加庞大的投资者进行融资。这一互相促进的过程将提升证券市场的效率，降低公司的融资成本，有助于促进欧洲的投资、就业和经济增长。

T2S 对金融稳定也有着正面的影响。T2S 采取货银对付机制，能够消除跨境交易的交收风险；能够进一步优化银行的担保品和流动性管理。此外，通过提高效率，促进欧洲金融市场的整合，T2S 也将进一步分散风险，增加欧洲金融体系整体的稳定性。

二、会议概况

“2020 年证券交收：T2S 及未来”会议共召开了两天，先后举行了六次专题讨论会，主题分别为：

- 1、T2S 将如何影响交易后台处理行业？
- 2、欧洲的 CSD 的未来将会怎样？
- 3、欧洲的证券交收成本会下降到美国的水平吗？
- 4、多币种证券交收平台跨越欧洲走向世界的可能性有多大？
- 5、未来世界各主要 CSD 将会进行进一步的整合吗？
- 6、多币种/多国家证券交收系统可能存在问题？

会议采取嘉宾专题讨论、现场投票和听众提问相结合的方式。在两天的会议中，与会专家围绕上述主题进行了深入的探讨，提出了不少引人深思的观点。

三、会议主要内容

（一）专题 1：T2S 将如何影响交易后台处理行业？

到 2020 年，T2S 项目将上线运行 5 年左右。本专题探讨 T2S 可能给欧洲乃至全球的结算机构及市场带来怎样的影响？T2S 项目委员会主席 Jean-Michel Godeffroy 主持了本专题讨论。本专题特邀的 5 位发言嘉宾是：Jeffrey Tessler（Clearstream 的 CEO）、Ruben Lee（牛津金融集团 CEO）、Timothy F. Keaney（纽约梅隆银行副主席）、Tim Howell（Euroclear 的 CEO）、Patrick Colle（法国巴黎银行证券服务部 CEO）。各嘉宾的主要观点如下：

Jeffrey 认为 T2S 将是一个“规则改变者（Game Changer）”。T2S 提供的一体化金融市场基础设施将改变欧洲证券交收行业：一是各交易后台处理机构将面临新的机遇与挑战；二是交易后台处理行业价值链的不同环节将出现新的整合与改变；三是交易后台处理行业将会进行服务创新和努力提供差异化的服务。

Ruben 从三个方面分析了 T2S 给证券结算带来的影响。好的方面包括：市场因能共享基础平台而降低成本；促进银行与 CSD 之间的整合；有利于提供更好的泛欧乃至全球增值服务。不利的方面包括：交收服务价格可能因垄断而升高；各国 CSD 自身投资可能下降。不确定的方面包括：T2S 与所有大型基础设施项目一样存在不确定因素，如开发所需时间和成本、业务处理能力、如何解决市场力量和治理架构的关系等等。

Timothy 同样认为 T2S 将改变原来的行业游戏规则：一是它将创造一个高效的和更加协调统一的欧洲金融市场；二是会加速分散的、低效的市场基础设施的整合；三是会培育交易后台处理行业的竞争，降低证券发行人和投资者的费用；四是会降低欧洲证券跨境交收的系统风险，提高流动性与透明度。另外，他还认为 T2S 还可在两方面改进：一是促进证券交收流程、账户结构、证券法律、税收规则的整合（Harmonization）；二是允许更多的证券存管机构接入 T2S，拓宽参与者的地域范围。

Tim 的观点比较尖锐，他认为 T2S 将以其特殊地位、高效的一体化交收平台等竞争优势逐步取代欧元区的 CSD。同时，Tim 认为，T2S 实施成功的重要前提是整合不同 CSD 的业务处理做法，但从 Euroclear 的经验来看，这一工作将非常艰巨，T2S 项目在此方面将面临较大风险。

Patrick 认为 T2S 将会取得巨大成功，到 2020 年它将成为一个行业整合的典范，是欧洲资本市场的脊梁，并会激发其他中央银行跟进。

在讨论过程中，会议主办方组织与会者对 T2S 对欧洲金融市场的可能影响进行投票。结果是 69% 的与会者认为有利金融市场稳定，21% 认为不利于稳定，10% 表示不确定。这说明大多数人还是认为 T2S 项目对欧洲的金融稳定有正面影响。

专题发言后，大家对 T2S 运行对跨境担保品管理、监管跨境协调的影响，以及欧盟各国的境内证券交收成本是否因需承担 T2S 项目实

施成本而上升等问题进行了广泛讨论。

（二）专题 2：欧洲 CSD 的未来将怎样？

传统上 CSD 作为国家的特殊公营机构，很大程度上不用参与竞争，但当前 CSD 已经面临挑战。到 2020 年，随着 T2S 的投入运营，以及欧洲市场新监管体系的建立，CSD 的传统运作模式将发生改变。本专题探讨欧洲 CSD 的运作模式会如何发展，证券结算业竞争会有什么变化，CSD 之间是否会产生竞争，以及是否需要发展单一的欧洲 CSD？本专题特邀的 4 位发言嘉宾是：Mark Hemsley（BATS Europe 的 CEO）、José Massa（西班牙 Iberclear 的主席）、Kevin Milne（伦敦证券交易所交易后台服务部总监）和 Thomas Zeeb（瑞士 SIX 集团执行董事）。各嘉宾的主要观点如下：

Mark 表示，通过 BATS Europe 进行的交易在结算时要与 20 多家 CSD 联网处理，有了 T2S 这个综合平台作为桥梁就不再需要直接与各家 CSD 联网处理业务，将会大为简化跨境交易的结算和管理，促进跨境交易的发展。

José 称欧盟有 19 个证券交易所和 20 家 CSD，但有 42 家监管机构，所以如何处理好监管机构之间的协调问题非常关键，困难也非常大。

Kevin 表示，因为接入 T2S 的是面向投资者的 CSD（Investor's CSD），T2S 项目实施后，传统上那些面向投资者的 CSD 可能会进一步整合，但面向发行人的 CSD（Issuer's CSD）¹将仍然存在，面向发行人的 CSD 所收取的跨境证券交收费用不会因此而降低。

Thomas 称，由于瑞士 60%以上的交易属于跨境证券交易，因此 T2S 项目对 SIX 集团至关重要。他认为，随着金融危机的爆发，各方更清楚地认识到建立一个能够汇集各国担保品的担保品池的重要性，同时，欧洲各国交易后台处理做法的整合正在推进。上述两个因素有

¹ 在挪威、瑞典等市场，存在发行人的 CSD 和面向投资者的 CSD 的区分。前者负责为发行人提供投资者登记簿、证券发行的变更登记等服务，这一角色有点类似证券登记机构；后者则面向投资者，借助证券经营机构作为账户管理人（Account Manager），通过证券电子簿记账户为投资者提供证券资产保管和权益维护等服务，这一角色类似于普通的 CSD。

助于推进 T2S 项目的实施和各国 CSD 接入 T2S 的积极性。目前，瑞士和西班牙的 CSD 已经开始合作。他认为，随着 T2S 的上线运营，不同 CCP 和 CSD 之间的竞争将加剧、整合将加速，一些 CCP 和 CSD 甚至会介入到托管银行业务，形成与托管银行的竞争。

在讨论过程中，会议主办方组织与会者对欧洲 2020 年的 CSD 可能的数量进行投票。结果是 6% 的与会者认为 CSD 数量几乎不变，51% 认为 CSD 会有少量下降，31% 认为会下降一半，12% 认为只剩下 1-2 家。这说明大多数人还是认为，随着 T2S 项目的实施，不同国家的 CSD 合并将会进行，CSD 家数将减少，但下降到 1-2 家的可能性不大。

（三）专题 3：欧洲的证券交收成本会下降到美国的水平吗？

T2S 的主要目的是为了降低欧洲的证券交收费用。但 T2S 的收费只占 CSD 所收费用的一部分，相应地 CSD 所收费用也只占终端投资者所付费用的一部分。今天，欧洲和美国投资者所付费用差别很大。本专题探讨的主题是，到 2020 年 T2S 所引入的竞争能否显著消除二者之间的费用差距？本专题特邀的 5 位发言嘉宾是：Diana Chan（EuroCCP 的 CEO）、Paolo Cittadini（伦敦证券交易所集团下属的 Monte Titoli 的 CEO）、Andrew Gelb（花旗证券和基金服务部总监）、Johannes Luef（丹麦 VP 证券公司 CEO）、Werner Steinmüller（德意志银行集团执行委员会成员）。各嘉宾的主要观点如下：

Diana 将欧盟与美国的情况进行了对比，认为与美国不同的是，欧盟由 27 个国家组成，因此协调管理难度和不确定性要大得多。另外，两地的结算机构运作模式也不同，欧洲的 CSD 逐利、T2S 成本覆盖，而 DTC 是用户合作模式，因此有些不可比。美国的结算成本下降了 77%，这是多年整合努力的结果，T2S 促进欧洲结算费用下降的作用到底怎样还需要观察和等待。

Paolo 称，统计显示在跨境交易费用中中间商占约 73%、托管商占约 24%、交易所和结算公司只占约 3%。T2S 不仅是为了降低交收环节的收费，更重要的是作为进一步推进整合的催化剂，通过消除境内外证券交收费用差异、扩大竞争范围、提高竞争效率、促进市场基础

设施的整合等来降低整个价值链上各环节的费用。未来欧洲跨境交易结算费用的降低程度，将取决于 T2S 能在多大程度上发挥它的影响。

Andrew 认为降低证券交收费用的关键因素包括业务量、市场份额、所有权关系、监管、投资者和汇率等六个方面，需要综合考虑。

Johannes 则提出了一些不同的观点。他认为尽管 T2S 希望能实现规模效应，但由于欧洲各国存在显著的市场差别和复杂性，如汇率、税收、法律、证券持有模式等有差异，市场参与者和 CSD 也需要投入相当的成本进行系统和业务改造，因此要达成这一目标存在很大的挑战。他认为，未来证券市场各环节的协调统一 (Harmonization) 非常重要，T2S 在交易后台处理环节将扮演重要角色，但市场关注的不仅仅是后台处理环节，而是从证券发行人到投资者这一完整的价值链。二是行业竞争将增加，T2S 的收费只占 CSD 业务收费中的一小部分，要使整个结算费用下降，自然需要进行结算行业的业务流程和业务逻辑优化。三是 T2S 可能促进行业加速合并 (Consolidation)。

Werner 认为很多人在进行欧美比较和结算费用分析时存在一些误解，需要澄清。很多人认为，美国市场比欧洲市场更有效率，原因是美国市场通过一个集中的 CSD 进行运作；交易及交易后处理基础设施的竞争是市场共同的期望和要求。但他引用文献对此进行了批驳：1、美国市场后台的运作同样是晦涩难懂 (Arcane)、单调乏味 (Unglamorous) 和经常是自以为是的¹；2、美国有 2 个 CSD (一个负责权益类证券市场，另一个负责政府债券和抵押资产支持证券)，而不是 1 个，相反欧洲很多国家只有一个 CSD，比美国的效率更高；3、在交易后台处理行业，清算环节的竞争已经导致了清算费用的降低，但也增加了这些机构所提供服务质量 and 水准下降的风险²。

¹ 摘自 2011 年 Economist，原文小标题是 “America’s dodgy financial plumbing”，其下正文 “Clearing and settlement are supposed to ensure that share, bond and derivative deals are completed safely and on time. These back-office processes are arcane, unglamorous and too often taken for granted”。

² 摘自英国金融管理局《2010 年金融风险展望》，原文如下：“Pressures on the profitability of trading platforms could also work through to post-trade services providers, where increasing competition has started to drive down clearing fees. This could increase the risk of reduced quality and standard of the services offered by those entities”。

在讨论过程中，会议主办方组织与会者对欧洲 2020 年的证券交收费用可能的变化情况进行投票。结果是 46%的与会者认为到时欧洲跨境证券交收费用会下降，境内的反而会上升。43%认为境内和跨境证券交收费用都会下降，但降不到美国的水平。11%认为境内证券交收费用不变。只有不到 1%的极少数人认为境内证券交收费用会降到美国的水平。

（四）专题 4：多币种证券交收平台跨越欧洲走向世界的可能性有多大？

T2S 已从一个多国家单一欧元证券交收系统发展成多币种泛欧证券交收系统。世界上也有其他地区正在寻求更深入广泛的经济和金融合作，它们有的采用了单一的共同货币，有的没有。本专题重点讨论 T2S 模式在欧洲以外的地区能否适用。特邀的 4 位发言嘉宾分别是：Amarilis Sardenberg（巴西证券交易所交易后台总监）、Jeff Singer（纳斯达克迪拜的 CEO）、Monica Singer（南非证券中央存管公司 Strate 的 CEO）、Yoshinobu Takeuchi（日本证券存管中心的 CEO）。各嘉宾的主要观点如下：

Amarilis 介绍了南美地区的深度经济合作情况。Mercosul 的成员包括阿根廷、巴西、巴拉圭、乌拉圭，准会员包括玻利维亚、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、秘鲁和委内瑞拉，该组织的目的是消除地区贸易障碍。安第斯国家合作组织的成员包括玻利维亚、哥伦比亚、厄瓜多尔、秘鲁，该组织的目的是获得更快速、更均衡、更自主的发展。南美地区的特点是各国之间存在很多重大的差异，包括 GDP 大小、政治倾向、宏观经济政策、货币政策以及金融市场的规模、多样性和基础设施都有别。T2S 运作模式对南美肯定有重要的参考价值，但南美地区没有单一的货币，行业整合也面临很多重大障碍，因此会密切关注 T2S 的运作情况，目前来看在南美一国之内的改革比跨国合作更具可行性。

Jeff 首先介绍了纳斯达克迪拜的整合情况。到 2010 年 7 月，只有 800 万人口的阿联酋却有 3 个证券市场，其中纳斯达克迪拜的技术和运

作外包给当地的交易所——迪拜金融市场。目前阿联酋正在推动形成一个统一的证券存管处，目的是使机构投资者和普通散户能够平等和便利地进入证券市场。纳斯达克迪拜通过整合交易及后台处理平台，优化业务流程，较好协调了交易、清算和交收业务处理。从纳斯达克迪拜的个案可以得出的整合经验有5条：一是交收模式对市场流动性有重要影响；二是业务运作上的协调整合改变不多但整体受益不小；三是监管机构间的合作非常重要；四是多币种交收方案是高效交收系统的基础；五是简单是便利投资者的关键。

Monica说非洲也在寻求更深入的经济与金融合作，有的考虑采用共同货币有的则没有。非洲目前已成形的合作体有：SADC中央银行地区电子交收系统、以象牙海岸为中心的西非法郎区（包括贝宁、布基纳法索、象牙海岸、马里、尼日尔、塞内加尔、多哥）、东非共同体（包括布隆迪、肯尼亚、乌干达、卢旺达、坦桑尼亚）。多币种应该是短中期的基本目标，非洲同样需要T2S类似的相互合作。国际证监会组织（IOSCO）和国际清算银行支付结算委员会（CPSS）共同提出的金融市场基础设施准则的第20条准则也支持相互合作，因此南非的Strate也在积极与众多资本市场合作。2008年，Strate已接入欧洲联合市场公司（Link UpMarkets）¹，成为该公司第一个非欧洲成员。

Yoshinobu说亚太地区的经济与金融合作组织有ASEAN（东盟）和ACG，随着经济全球化发展，地区合作非常重要，但在亚太地区政治因素对合作的影响很大，T2S模式是否适用还有很多问题需要思考。

在讨论过程中，会议主办方组织与会者对“多币种证券交收平台跨越欧洲走向世界的可能性有多大？”这一主题进行投票。结果是38%的人认为可以，34%认为不可以，29%表示不确定，意见分歧较大。

（五）专题 5：未来世界各主要 CSD 将会进行进一步的整合吗？

T2S的主要目的是降低欧洲跨境交收费用。随着全球金融的融合，降低跨境交收费用将是全球证券业的目标。到2020年，各国CSD会

¹联合市场公司是一个由欧洲多家中央证券存管机构联合设立的合资公司，其主要目的是提高跨境证券交易的后台处理效率，降低处理成本。

共同采取措施解决这一问题吗？如果会，又是什么措施呢？本专题重点讨论全球主要 CSD 未来整合问题及 T2S 对 CSD 整合的借鉴意义。本专题特邀的 4 位发言嘉宾分别是：Eddie Astanin（俄罗斯全国结算存管公司董事长）、陈加赞（中国证券登记结算公司业务发展部副总监）、Michael Bodson（DTCC 的 COO）、Monica Singer（南非 Strate 的 CEO, 原定的埃及中央清算存管登记公司董事长 Mohamed S. Abdel Salam 因交通原因不能及时到会）。各嘉宾的主要观点如下：

Eddie 认为证券结算行业的整合是全球发展的趋势，俄罗斯原先有两大证券交易所 MICEX（莫斯科银行间货币交易所）和 RTS（俄罗斯证券交易所），以及相应的两大证券存管机构 NSD（全国结算存管公司，MICEX 持有它 99.8% 的股权）和 DCC（存管清算公司，RTS 持有它 97% 的股权）。目前，俄罗斯证券市场正处于整合过程中，在一定程度上可以说明这一问题。当然，俄罗斯证券市场的整合也并非完全是市场力量的推动，政治因素也起到非常关键的作用。

陈加赞的主要观点是：1、由于规模经济优势，在一个法域内，中央证券存管机构存在整合的趋势；2、由于规模经济优势受整合成本的抵消，中央证券存管机构跨境整合的吸引力较小；3、由于 T2S 项目的实施，以及推进欧洲一体化的共识，欧洲区域内的中央证券存管机构在 2020 年前可能会进一步整合，但在欧洲之外中央证券存管机构进行跨境整合的可能性较小；4、除整合外，中央证券存管机构之间互开账户等跨境合作方式也能够较好地适应跨境证券交易结算的需要。

Michael 认为世界金融界的基础设施必须变革以适应资本市场全球化发展的需要，因为股票等传统资本市场正在加速整合，衍生品等新型资本市场从其诞生之日起已经全球化了。结盟和整合是该变革的关键，各主要 CSD 为了做好未来的合作工作，需要执行统一的信息交换标准、需要统一交互作业标准、需要采用相同的编码方法、需要培育和执行相同的交易约定和处理能力、需要统一监管标准和消除监管障碍。

Monica 指出当前全球 CSD 之间的较有影响的合作组织已有 AMEDA（非洲中东存管机构协会）、ECSDA（欧洲中央证券存管机构协会）、AECSD（欧亚中央证券存管机构协会）、ACG（亚太地区中央证券存管机构组织）、ACSDA（美洲中央证券存管机构协会）等，它们已取得很多工作成果，促进了地区 CSD 之间的合作和跨境业务的发展。

在讨论过程中，会议主办方组织与会者对未来 CSD 的整合模式进行了投票。结果是 41% 的与会者认为不同国家间的 CSD 会整合，44% 认为 CSD 会进行地区整合，另外 15% 表示不确定。

（六）专题 6：多币种/多国家证券交收系统可能存在问题？

跨境交易的交收将涉及多币种交收。TARGET2、SWIFT 和 Euroclear 是多国家市场基础设施建设的例子。虽然 T2S 运行在一个有限的地域内，但它也会产生同样的问题。像 T2S 这样的多币种/多国家证券交收系统应该如何监管？如何保障金融稳定？多币种/多国家证券交收系统需要更多的协调工作吗？目前的协调工作足以解决存在的问题吗？现在能够预见到 2020 年的结果吗？本专题重点讨论了这些问题。5 位特邀发言嘉宾分别是：Yvon Lucas（T2S 项目委员会成员）、Rodrigo Buenaventura（欧洲证券和市场管理局市场部主任）、Patrick Pearson（欧盟金融市场基础设施负责人）、Johan Pissens（比利时国家银行副行长）、Daniela Russo（欧洲央行支付和市场基础设施总监）。各嘉宾的主要观点如下：

Yvon 称 T2S 作为一个多币种多国家的交收系统，其主要目标有 2 个：一是通过中央银行进行钱券交收，二是解决欧洲结算基础设施分散的问题。妥善解决监管和透明度问题是关键：非欧元区的中央银行仍对其货币有完全的控制权，监管机构继续合作完成他们的工作，CSD 仍对证券账户有完全的控制权，市场参与者则能从更加透明的运作中受益。实现上述目标的前提条件是做好协调工作，T2S 为此建立了相关协调机制，法律环境和市场运作也需要配套协调一致。

Rodrigo 提出要区分“Regulator”和“Supervisor”。他认为，Regulator 应主要负责制定监管措施，而 Supervisor 主要负责检查

监管措施的执行情况；今后欧洲证券和市场管理局与各国监管机构的关系可考虑参考这样的界定。此外，Rodrigo 认为应当协调统一监管规定，避免“监管套利（Supervisory Arbitrage），并进一步介绍了有关发布欧盟中央证券存管机构指引的考虑。

Patrick 介绍了 T2S 项目在推进交易后台处理做法协调统一的工作进展情况。

Johan 也认为监管者之间要相互合作，同时认为应当注意监管标准的协调统一，并具体提到要与国际证监会组织（IOSCO）和国际清算银行支付结算系统委员会（CPSS）正在拟定的《金融市场基础设施准则（Principles for Financial Market Infrastructure）》协调一致。

Daniela 认为作为跨境协调项目，T2S 项目的实施非常复杂；目前，欧洲证券监管机构较 CSD 数量更多不是正常情况，需要改变；随着 T2S 项目的实施，传统 CSD 业务可能萎缩，提供新服务的 CSD 可能出现。

欧洲中央银行行长 Jean-Claude Trichet 因临时参加欧洲议会的货币政策会议而不能参会，副行长 Vítor Constâncio 代表欧洲央行在会议上发言，强调了欧洲继续推进“单一市场（Single Market）”以及“单一金融市场（Single Financial Market）”的重要性。他认为，T2S 项目将创建一个交收服务领域的单一市场，是欧洲迈向单一金融市场的一个重要步骤。欧洲中央银行将继续全力支持 T2S 项目，并有信心保证 T2S 实现既定目标。

四、思考和体会

目前，欧洲正在引入 T2S，意图以此为催化剂，进一步促进欧洲各国 CSD 的整合，降低欧洲跨境交收的成本，提升证券市场的效率，促进金融市场的稳定。我国证券结算后台系统也面临着是否要整合以及如何整合等问题，今后应当继续关注 T2S 项目实施进展和欧洲 CSD 的整合情况，从中寻求可资借鉴之处。

另外，随着经济全球化发展，我国的跨境交易结算业务也必然会增加。虽然我们在 B 股上积累了一些跨境结算的经验，但远不能满足市场未来发展的需要。为此，我们应该积极与境外相关机构交流，详细深入了解它们的具体运作模式，吸取其先进经验，如有可能，可适时进行一些跨境业务合作的试验，以便更好地规划我公司未来的跨境结算业务。

（作者系中国结算公司员工）