BIS：欧洲主权债务市场对金融稳定发挥了重要作用，未来发展仍存在两大担忧

6月8日，国际清算银行BIS发表了《危机中的欧元区主权债务市场——对金融稳定前景的作用和影响》一文。文章指出欧洲主权债务市场的供求环境持续变化，揭示了欧元区主权市场在疫情期间发挥了重要作用，同时，文章对未来欧洲主权债务市场的发展提出了两点担忧：一是追加保证金的要求可能会对市场参与者造成严重的流动性约束；二是欧洲银行对主权债务的所有权有所增加，引发对主权银行和企业关系的担忧。

一、欧洲主权债务市场的供求环境持续变化

欧洲主权债务市场的供求环境持续变化。一是金融系统的流动性有所增加，包括商业银行持有的超额准备金和非金融部门（特别是企业）持有的存款；二是央行加强了在二级主权债务市场的占有率，大部分的政府债务目前由中央银行持有；三是自去年以来，主权债务发行大幅增加，因为欧洲国家实施了大量财政政策，来缓冲疫情危机的经济影响，并促进随后的复苏。复兴基金将使欧盟在未来几年内成为相对于各国主权债务发行者而言欧洲最大的债务发行者之一。

二、欧洲主权债务市场在疫情期间的发挥了重要作用

**（一）欧洲主权市场表现良好、具有弹性。**2020年，尽管债务发行大幅增加，欧元区国家主权债券收益率继续下降，创历史新低，国家间收益率差的差异也有所缩小。但避险资金流入、欧元体系在二级市场的存在、投资者追逐收益率以及首批欧洲共同债务发行的成功利于主权现金市场在危机中的流动性。此外，欧洲债务证券的所有权结构也促进了流动性。

**（二）在疫情期间欧元区回购市场流动性依然很强。**一是在正常的市场条件下，回购市场流动性很强。二是欧元区回购市场几乎未受到新冠的影响。根据国际资本市场协会（ICMA）的数据，2020年末，未偿还的回购合同总额在回购市场规模在10年内增长超过40%的历史新高。三是欧元区回购市场可能会受到抵押品稀缺和季节性的影响。欧元体系证券借贷计划成功地帮助实现了市场利率正常化，并成为市场参与者的支持工具。

**（三）回购清算模式对欧盟金融稳定的有力影响。**通过中央清算对手方（CCP）清算的回购市场交易中占主导地位的三分之二。尽管利润需求增加，违规和破产也一直保持在非常低的水平。欧洲回购清算业务主要在两家欧洲中央结算公司进行，即占据主导市场份额的LCH公司和欧洲期货交易所清算公司。从金融稳定的角度来看，以欧元计价的回购协议在欧元区内的重新定位是受欢迎的。回购活动的成功转移可以作为一个参考，以塑造对欧盟金融稳定具有系统性的其他清算部门的未来发展。电子平台的广泛使用也有助于欧洲回购市场的弹性。电子回购交易部分尤其受益于2020年上半年的动荡。

三、未来对欧洲主权债务市场的发展存在两大担忧

**（一）追加变动保证金的要求可能会对市场参与者造成严重的流动性约束。**危机可能导致现金需求显著增加，特别是来自中央清算和非中央清算市场的追加保证金的要求。因此，回购市场的弹性，即其流动性和深度，对于应对这些追加保证金要求至关重要。然而，满足初始保证金和变动保证金的要求可能会对市场参与者造成严重的流动性约束。因此，利润率的适当规模和高质量抵押品的要求证明是至关重要的。在欧盟层面，强制使用初始保证金的最后一步将于2022年生效。

**（二）欧洲银行对主权债务的所有权有所增加，引发对主权银行和企业关系的担忧。**一是在欧元区，银行、主权国家和企业之间的这些联系对于吸收疫情造成的对经济和金融的冲击至关重要。二是要正确看待这些相互联系强度的增长。三是由于巴塞尔协议III的实施，银行的弹性大大增强,溢出风险已明显降低。四是对金融稳定前景可能产生的负面影响将主要取决于复苏的力度和可持续性，以及为保持公共债务可持续性而实施的政策。