

UUYUAN BEIJING XIA DE ZHENGQUANSHICHANG YITIHUAYANJIU

欧元

背景下的 证券市场一体化研究

孙文祥 著



经济科学出版社

本书得到河海大学科技创新基金资助出版

欧元背景下的证券市场 一体化研究

孙文祥 著

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 于海汛

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亨

欧元背景下的证券市场一体化研究

孙文祥 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

富达印刷厂印刷

海跃装订厂装订

880 × 1230 32 开 8.5 印张 210000 字

2004 年 12 月第一版 2004 年 12 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7 - 5058 - 4635 - 3 / F · 3908 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

孙文祥的这本专著是在他的博士学位论文《欧元与欧洲证券市场一体化：机制与测度》基础上增补修改而成的。本书由经济科学出版社付梓出版。我作为作者的导师，谨以此序言表示祝贺，并向读者推荐。

欧盟作为第二次世界大战以后区域经济一体化成功的典型代表，一直是国内外理论界关注的焦点。特别是最近几年，伴随着欧元启动和平稳运行，有关欧元对欧洲经济影响的研究成果更是层出不穷，这既为相关问题的研究提供了很好的基础，同时也增加了创新的难度。

本书没有泛泛地就欧元对欧洲经济的影响进行流于表面的分析，而是研究欧元通过推动欧洲证券市场一体化，提高证券市场效率，从而促进欧洲经济发展这一途径，并抓住欧元，或者说欧洲货币一体化对证券市场一体化的影响机制和程度这个关键环节，选题颇具新意，同时也具有一定的挑战性。

作者采用理论与实证分析相结合的方法，综合运用国际经济学、金融学和计量经济学的相关理论，利用收集的大量数据资料，研究了1995~2002年间，欧洲主要国家证券市场一体化进程以及欧洲货币一体化通过不同渠道对它们的影响，得出了很有意义的结论。

欧元是欧洲各国在汇率、货币领域合作不断升级的产物，与

普通意义上在一国流通的法定货币相比,欧元更多地体现出一种基于各成员国经济和政治利益进行的部分主权让渡和政策协调。

欧元区各国股票市场一体化都是一个频繁波动,不断上升的动态过程。一体化程度上升速度最快的时间集中在1997~1998年。在欧元启动以后,各国股票市场一体化程度的增长都在很大程度上放慢了速度。欧元区以外的国家,如瑞典等国股票市场一体化进程也表现出与欧元区国家相似的趋势。英国股票市场表现出一定的特殊性,欧元启动以前,英国与欧洲股票市场的一体化程度就达到相当高的水平,但欧元启动前后,它在大幅波动中缓慢上升。到2001年底,它已经落在了大多数欧洲国家的后面。整体上看,欧元对欧洲证券市场一体化的推动作用具有明显的溢出效应。

实证分析表明,欧洲货币一体化进程,特别是欧元带动的汇率风险的消除、利率以及实际经济周期的趋同都对欧洲股票市场一体化产生积极的推动作用。但出乎意料之外,却又在情理之中的是,汇率风险的降低乃至消除并不是促进欧洲股票市场一体化最重要的因素。相反,各国利率的趋同对股票市场一体化的促进作用要明显大于汇率风险的消除,而实际经济周期的趋同对各国股票市场一体化只有很低的解释力。作者对此进行了合理的解释:在欧元启动以前的几年内,汇率风险已经降低到相对较低的程度,而在各国货币政策通力合作以及各国为达标而进行的努力下,利率趋同的趋势特别显著。而实际经济周期的趋同受到各种因素的制约,对股票市场一体化的影响也是间接的。

作者指出,本书的主要结论具有明确的政策含义。首先,欧元推动的证券市场一体化程度的提高意味着投资组合策略的调整以及投资本国化倾向的降低。其次,一体化程度的提高和市场规模的扩大为融资者提供了更有效的直接融资机会。另外,它会强化各国证券交易所之间的竞争,促进各交易所之间的协调、联合

以至合并。对金融监管机构来讲，一体化增强了各国市场的相互依赖，这需要更为审慎的监管和更密切的协调与合作。同时，作者还根据本研究的主要结论，就英国等其他欧洲国家在可能的条件下，加入欧元区的方式、步骤等问题提出了自己的见解。

本书在研究方法上也进行了大胆的尝试，作者在大量阅读中外文文献，充分吸收和借鉴国内外相关研究成果的基础上，提出了衡量证券市场一体化程度的指标体系，力图从不同的角度对证券市场一体化进行全面、客观的评价；从直接和间接两个方面深入分析了货币一体化对证券市场一体化的影响机制，并建立了相应的计量分析模型。应该说，指标体系本身还稍显粗糙，计量模型也未必完美，但这确实体现出作者全面把握问题的能力和对相关问题的深入思考，是很值得鼓励的。

当然，本书还有一些问题有待进一步研究，分析的逻辑不是特别严谨，某些结论也有待进一步证实，但孙文祥研究工作的重要意义在于他开启了一个更为深入的观察视角，提供了比较完整的研究欧元与证券市场一体化问题的基本分析框架，相信会对理论界进一步的研究和探索具有一定的借鉴意义。



2004年3月15日

前 言

随着全球经济的发展和经济、政治格局的变化,经济全球化和区域经济一体化浪潮风起云涌。欧洲的经济一体化无疑是其中的一个典型。欧洲的货币一体化,特别是欧元的启动和平稳运行势必对欧洲经济发展和一体化进程产生深远的影响,而且这种影响在很大程度上是通过影响金融市场,特别是证券市场,促进证券市场一体化进行的。对于金融市场一体化,特别是证券市场一体化对经济发展的影响,很多经济学家都进行过深入探讨,但货币一体化对证券市场一体化的影响机制和程度大小,却少有系统的研究和论述。本书以欧洲货币一体化和证券市场一体化进程为研究对象,具体分析欧洲的货币一体化对欧洲证券市场,特别是股票市场一体化的影响,以期弥补欧洲货币一体化如何通过影响证券市场一体化,进而影响经济发展这一环节的研究空白。

本书共分为九章,第一章为导论,阐述本研究的背景、主题、目的和篇章结构。第二章对早期的最优货币区(OCA)理论以及后来发展起来的有关货币一体化成本—收益分析方法进行系统的综述,并利用前人有关欧洲能否构成最优货币区的相关实证检验结果,结合最优货币区的动态标准,分析单纯从经济发展的角度来看,欧洲的货币一体化是否具有重要的现实意义。第三章回顾了欧洲货币一体化的发展历程,并综合考虑各种经济和非经济因素的影响,分析了欧元在较长历史时期内的发展前景。第

第四章对 20 世纪 50 年代以来,学术界有关金融市场一体化的理论研究和实证检验的最新进展进行了系统的梳理,对各种计量分析模型从理论基础、适用范围、数据依赖性等方面进行了比较全面的评述。在此基础上,第五章构建了比较完善的衡量证券市场一体化程度的指标体系,并推导出相应的计量分析模型。第六章从直接和间接两个方面深入探讨了欧洲货币一体化进程对证券市场一体化的影响机制,并据此建立了研究欧洲货币一体化影响证券市场一体化的计量分析模型。

利用第四章和第五章的分析方法和计量分析模型,第七章和第八章以股票市场为分析对象,分别对欧洲证券市场一体化进程以及欧洲货币一体化对证券市场一体化进程的影响进行了实证分析。第九章为本研究的主要结论和政策建议。

实证分析表明,自 1996 年以来,欧洲主要国家股票市场一体化程度都有显著提高,而且各国股票市场一体化进程都是一个频繁波动,不断上升的动态过程。各国股票市场一体化程度上升速度最快的时间集中在 1997~1998 年欧元启动以前。欧元启动以后,各国股票市场一体化程度的提高在很大程度上放慢了速度。

英国股票市场表现出一定的特殊性。欧元启动以前,英国股票市场一体化程度就达到相对较高的水平,但欧元启动前后,它只是在大幅波动中缓慢上升。到 2001 年底,它已经落在了大多数欧洲国家的后面。

欧洲货币一体化,特别是欧元带动的汇率风险的消除、利率以及实际经济周期的趋同都对欧洲股票市场一体化产生了积极的推动作用。但与大家普遍认为的观点不同,1996 年以来,汇率风险的降低乃至消除并不是促进欧洲股票市场一体化最重要的因素。相反,利率的趋同对一体化的促进作用要明显大于汇率风险的消除,实际经济周期的趋同对各国市场一体化只有很低的解释

力。这主要是由于在欧元启动以前的几年内，汇率风险已经降低到相对较低的程度，而利率趋同的趋势特别显著。

汇率波动、经济周期趋同对英国股票市场一体化的影响都相当小，利率趋同对市场一体化产生的影响是不确定的。这可能是由于英国经济和股票市场在欧洲的特殊地位造成的。

总之，欧元启动不仅对欧元区国家股票市场一体化进程起到了积极的推动作用，而且对欧元区以外国家，特别是相对较小国家的股票市场一体化也产生了显著影响，欧元对欧洲股票市场一体化的影响表现出显著的溢出效应。

欧元带来欧洲股票市场一体化程度的提高具有明确的政策含义。对投资者而言，它意味着投资组合策略的调整以及投资本国化倾向的降低；股票市场一体化程度的提高和市场规模的扩大为融资者提供了更为有效的直接融资机会；通过强化竞争，市场一体化使各国证券交易所之间的协调、联合以至合并日益成为发展的必然。在汇率和货币风险消除以后，这将成为推动欧洲股票市场一体化的重要力量。对金融监管机构来讲，股票市场一体化增强了欧洲各国股票市场的相互依赖，这种依赖性的增强需要更为审慎的监管和更密切的协调与合作。

在研究方法上，本书充分吸收和借鉴了国内外相关研究成果，提出了衡量证券市场一体化的指标体系，并对大部分指标给出了计量分析模型，为以后证券市场一体化方面的相关研究奠定了较好的基础。其中的国际 CAPM 模型不仅有坚实的理论基础，明确的经济含义，而且对数据的依赖性较小，在实际应用中也取得了较好的效果。

本书从直接和间接两个方面对欧洲货币一体化影响证券市场一体化的机制进行了细致的分析，使货币一体化对证券市场一体化影响的研究系统化，对以后这方面研究的深入做了较好的铺垫。根据欧洲货币一体化对证券市场一体化的影响机制，本书推

导出研究货币一体化影响证券市场一体化的计量分析模型，相对精确地度量出各种因素对股票市场一体化的影响方向和程度大小，在定性分析的基础上推进了一步，对相关问题的定量研究进行了有益的尝试。

另外，本书在利用相关计量模型对欧洲证券市场一体化的实证检验中，也得到了某些很有意义的结论，为深刻认识欧元以及欧洲证券市场一体化进程提供了较好的参考。

本书的研究方法和主要结论对涉及我国的区域货币合作以及证券市场一体化问题也具有一定的理论借鉴意义和实践指导价值，比如对于包括大陆、港澳台在内的大中华区乃至亚洲的货币合作的条件、步骤、政策协调问题，亚洲的证券市场一体化进程以及货币合作与证券市场的相互影响等问题，都可以借鉴本研究的思路进行深入的分析。

当然，由于本课题属于前沿课题，可资借鉴的文献资料较少，原始数据的收集存在一定的难度，所以疏漏之处在所难免，欢迎读者批评指正。

孙文祥

2004年10月于河海大学

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究意义.....	2
第二节 基本概念的界定.....	6
第三节 基本思路、结构和主要内容	11
第二章 货币一体化理论与实证研究	15
第一节 最优货币区理论	15
第二节 货币一体化的成本—收益分析	21
第三节 欧洲是最优货币区吗	26
第四节 本章小结	30
第三章 欧洲货币一体化进程	31
第一节 欧洲一体化与欧洲经济一体化	31
第二节 欧洲货币一体化沿革	38
第三节 欧元启动以来的表现和原因	48
第四节 欧元的长期发展前景	58
第五节 本章小结	61
第四章 金融市场一体化理论与实证研究	64
第一节 金融市场一体化的政策趋同分析	65
第二节 金融市场一体化的资产价格趋同分析	70
第三节 金融市场一体化的宏观经济模型分析	93
第四节 欧洲金融市场一体化实证研究评述	96
第五节 本章小结.....	101

第五章 证券市场一体化评价体系与实证分析方法	104
第一节 证券市场一体化评价体系.....	104
第二节 证券市场一体化实证分析方法.....	110
第三节 本章小结.....	120
第六章 货币一体化对证券市场一体化的影响	
机制与测度方法	124
第一节 货币一体化对证券市场一体化的直接影响.....	126
第二节 货币一体化对证券市场一体化的间接影响.....	131
第三节 市场参与者行为变化.....	135
第四节 货币一体化影响证券市场一体化的 实证分析方法.....	140
第五节 本章小结.....	145
第七章 欧洲证券市场一体化进程	147
第一节 欧洲证券市场发展概述.....	147
第二节 欧洲证券市场一体化静态比较分析.....	151
第三节 欧洲证券市场一体化动态进程.....	176
第四节 本章小结.....	187
第八章 欧洲货币一体化对证券市场一体化的影响	189
第一节 汇率波动对证券市场一体化的影响.....	190
第二节 政策协调对证券市场一体化的影响.....	198
第三节 实际经济运行对证券市场一体化的影响.....	204
第四节 货币一体化对证券市场一体化的综合影响.....	211
第五节 本章小结.....	214
第九章 主要结论与政策建议	217
第一节 主要结论.....	217
第二节 政策建议.....	224
第三节 结束语.....	229
参考文献	231

图 目 录

图 2.2.1	是否加入货币区的决策	23
图 3.3.1	过渡期后, 欧元汇率的基本走势	49
图 5.2.1	不同因素在国际投资组合中的相对重要性	117
图 7.2.1	1995 ~ 2002 年间主要欧元区国家股票 市场波动形势图	155
图 7.2.2	1995 ~ 2002 年间英国、瑞典等国股票 市场波动形势图	155
图 7.2.3	欧洲主要国家股票指数收益率均值图	159
图 7.2.4	欧洲主要国际股票指数周收益率标准差图	160
图 7.2.5	欧洲主要国家股票市场一体化静态比较图	174
图 7.3.1	欧洲主要国家股票市场一体化程度动态变化图	184
图 8.1.1	欧洲主要国家汇率波动形势图	193
图 8.2.1	欧洲主要国家利率波动形势图	201
图 8.3.1	欧洲主要国家 IP 指数波动形势图	208

表 目 录

表 1.2.1	资本流动性、资产替代性与金融一体化的关系	9
表 3.1.1	欧洲经济与货币一体化主要步骤	36
表 4.4.1	金融市场一体化的 F-H 检验的 α 值	97
表 5.2.1	欧洲证券市场一体化程度走势一览表	117
表 5.3.1	证券市场一体化评价体系简表	121
表 6.1.1	不同国家同德国相比,每周货币收益率标准差	127
表 6.2.1	各国实际利率与 EU-15 国平均利率的差异	132
表 6.2.2	各国通货膨胀率与 EU-15 国平均通货膨胀率的 差异	132
表 6.2.3	各国与 EU-15 国工业生产指数增长率差异的 标准差	134
表 7.1.1	欧元区与主要国家股票市场发展状况	148
表 7.2.1	欧洲主要国家及 EMU 股票市场指数波动形势 ...	158
表 7.2.2	德国股票市场与欧洲市场的一体化程度	163
表 7.2.3	法国股票市场与欧洲市场的一体化程度	164
表 7.2.4	荷兰股票市场与欧洲市场的一体化程度	166
表 7.2.5	意大利股票市场与欧洲市场一体化程度	167
表 7.2.6	西班牙股票市场与欧洲市场一体化程度	170
表 7.2.7	英国股票市场与欧洲市场一体化程度	170
表 7.2.8	瑞典股票市场与欧洲市场一体化程度	173
表 7.3.1	欧洲主要国家股票市场一体化程度动态变化 一览表	177

表 8.1.1	汇率波动对各国股票市场一体化程度的影响	194
表 8.2.1	利率波动对各国股票市场一体化程度的影响	202
表 8.3.1	实际经济波动对各国股票市场一体化程度的 影响	208
表 8.4.1	货币一体化对各国证券市场一体化的综合 影响	211

第一章 导 论

1999年1月1日欧元开始启动，截止到2002年2月28日，所有欧元区国家原有法定货币都被欧元完全取代。这不仅是欧洲历史的重要转折点，也是全球货币体系历史的重要转折点。

欧元启动建立起世界上最大的单一货币经济区域。以人口计，欧元区人口达到3.02亿人，而美国和日本的人口分别为2.72亿人和1.27亿人。同时欧元区的GDP占世界总GDP的16%，比美国低大约6个百分点，但比日本的两倍还要高。

欧元区的发展势头也不容忽视。比如丹麦、瑞典和英国都可能在不久的将来加入。届时欧元区人口将达到3.76亿人，超过美国40%，几乎是日本的3倍，GDP将接近美国，并达到日本的2.25倍。从长期来看，整个欧洲从历史、文化和地域等方面都有一体化的趋势，东欧的加入将大大提升欧元区在地缘和经济等方面的重要性。

随着经济全球化和一体化程度的不断加深，金融市场对经济运行的实际影响越来越大。欧元启动不仅代表着欧元向国际统治货币美元的挑战，从而引发国际货币体系的深刻变化，同时它也会加速欧洲金融市场的一体化进程，开创在欧洲建立全球最大的统一金融市场的可能性。

第一节 研究意义

欧洲的货币一体化进程，特别是欧元的启动和平稳运行势必对欧元区内外的经济产生深远的影响，而且这种影响在很大程度上是通过影响金融市场发展，促进金融市场一体化，进而推动经济增长来实现的。

金融市场一体化对经济发展既是一个机会，也提出了新的挑战，比如如何维持经济稳定性等。Markus Neimke, Carsten Eppendorfer 和 Rainer Beckmann (2001) 认为金融市场一体化将推动经济增长，促进就业。他们利用一个经济增长模型证明了经济均衡增长率以及趋同行为都直接受到金融市场一体化推动的金融部门发展的深刻影响。该模型既可以体现新古典模型中条件趋同的特点，又突出强调了内生增长模型中关于长期增长因素的作用。

金融市场一体化的收益主要来自于金融交易中更多的市场参与者造成的规模效应。在一体化程度较高的市场上，评估、选择和监督投资项目的成本将大幅度降低，而投资者和筹资者将增加。金融市场深度和广度的增加将提高竞争水平，降低交易成本，从而降低筹资成本，增加投资收益。市场流动性的增加更有助于分散投资，提高风险定价水平。所有这一切都会鼓励长期项目或风险更大的投资，提高整个经济总产出。

金融市场一体化还将通过刺激竞争，鼓励金融机构进行技术创新和机构改革，提高金融中介的效率，优化资本配置。这主要通过买卖价差、交易费用以及存贷款利差的缩小等体现出来。另外，外国直接投资的增加将直接有助于国内生产发展，并提高资源配置和使用效率。