



欧洲金融体系
变革与发展

研究

OUZHOU JINRONG TIXI BIANGE YU FAZHAN YANJIU

王志军 / 著

 南京大学出版社

欧洲金融体系变革与发展研究

王志军 著

南开大学出版社

天 津

图书在版编目(CIP)数据

欧洲金融体系变革与发展研究/王志军著. - 天津:南开大学出版社, 2009. 11

ISBN 978-7-310-03288-4

I. 欧… II. 王… III. 金融体系 - 研究 - 欧洲
IV. F835.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 189295 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人:肖占鹏

地址:天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码:300071

营销部电话:(022)23508339 23500755

营销部传真:(022)23508542 邮购部电话:(022)23502200

*

天津市蓟县宏图印务有限公司印刷

全国各地新华书店经销

*

2009 年 11 月第 1 版 2009 年 11 月第 1 次印刷

880 × 1230 毫米 32 开本 8.875 印张 1 插页 216 千字

定价:22.00 元

如遇图书印装质量问题,请与本社营销部联系调换,电话:(022)23507125

本书出版得到以下项目和单位的资助
教育部人文社会科学研究规划基金项目
南开大学经济学院

前 言

欧洲是现代金融的发源地，长期以来在国际金融领域居于突出地位。在当代欧洲一体化、金融全球化以及技术进步和金融创新的背景下，欧洲金融体系的巨大变革与发展吸引了众多人的关注，成为许多学者和官方与非官方机构研究的重大课题。国外学者对欧洲金融问题的研究主要是围绕以下三大领域：一是欧洲金融一体化问题；二是欧洲金融结构的发展与转变；三是欧洲金融体系表现的评估。

首先，对欧洲金融一体化问题的研究主要从三个方面进行：一是从金融发展与经济增长理论的角度探讨欧洲金融一体化的利益。许多研究显示，一体化通过促进竞争与开发规模经济和范围经济，推动金融发展，由此所产生的更低的资本成本和金融服务价格反过来促进经济增长。还有一些机构和学者从资本成本降低、交易成本节约等角度模拟估测欧洲金融一体化对 GDP 增长的贡献约为 1 个百分点。二是欧洲金融一体化程度的度量。研究者普遍认同并为欧洲委员会所采用的度量是直接检验金融市场一价定律的价基（price-based）指标和度量区域内跨境金融活动的量基（quantity-based）指标体系。还有一些学者提出了基于消息（news-based）的指标和容量（volume）指标以及组团（clustering）分析技术。学者和欧洲官方机构的一体化程度实际度量结果显示，欧洲金融一体化已达到相当的程度，但是在各金融部门是不均衡

的，批发性金融市场达到了相当高的一体化程度，但零售市场尤其是消费者和中小企业贷款市场的分割程度仍然比较高。三是区域内的金融业并购重组研究。金融机构跨境重组是提高金融一体化程度的重要途径，但是保护本国机构和市场不受外国竞争威胁的人为壁垒与障碍以及不同社会经济环境所衍生出的壁垒，使欧盟金融业的区域内跨境重组困难重重，跨境经营有限。

其次，关于欧洲金融体系结构的研究旨在识别欧洲金融结构近 20 年来的演进及其决定因素。大部分研究显示，20 世纪 80 年代以来，欧洲金融体系的市场导向性提高，公司企业通过金融市场融资的比例以及居民金融资产中机构性资产的比例有一定提高，这种发展是有利的国际状况、经济状况以及有利的当地性政治状况等共同作用的结果。但也有一些研究显示，由于家户和公司部门长期形成的金融行为对变革的顽固性，虽然欧洲的金融市场在不断成长，但欧洲金融体系仍然是银行主导的金融体系。同时，由于法律和制度框架的差异，不同欧洲国家厂商的金融结构存在一定差异，债权人保护更好的国家一般债务比率高于股权比率，厂商信息透明度高以及公司信息披露制度完善的国家使用债务证券融资的比例较高。

第三个研究领域是对一体化与金融结构发展的评估。总体的研究结果是，金融效率有所提高，融资成本有所降低，历史形成的金融部门成长因素（如法律、监管思路的差异，国别特定的行业标准与公司治理体系）构成一体化进程与最佳金融体系结构形成的障碍，欧洲金融一体化既提高又降低金融稳定性。

在参考借鉴国外研究的基础上，本书基于翔实的数据，从功能性金融理论出发，综合全面地分析了 20 世纪 80 年代以来欧洲金融体系发展与变革的动力、状态与效应，以丰富我国的国际问题研究，有助于我们深入理解当代国际金融的发展与变迁，并为我国金融业的改革与发展提供参考借鉴。全书共分八章，研究分

析的主要内容包括：欧洲金融体系结构变革与发展的背景和推动力量，欧洲银行与机构投资者等金融机构的发展，欧洲货币、债券和股票市场的发展，基于功能性金融理论的欧洲金融体系绩效评估，以及欧洲金融监管结构的发展与改革。通过细致深入的分析，我们认为：欧洲一体化与经济全球化趋势以及技术进步浪潮的发展，使欧洲金融体系在新环境下难以发挥应有的功能，面临变革的压力，而欧洲金融货币一体化进程又为变革进而更好地发挥功能提供了推动力量；欧洲金融业的变革与发展表现在金融中介与金融市场规模扩大与类型增多，区域金融一体化与金融创新所代表的金融市场完整性提高，金融稳定性安排日益完善，这种变革与发展有利于金融体系功能更好地发挥；欧洲金融体系变革与发展将促进金融业竞争以及效率与稳定性的提高，经济主体获得金融服务的途径拓宽，融资成本降低，最终表现为功能发挥程度与完善市场基准的距离不断趋近；欧洲金融体系在功能发挥方面与美国和日本的差异，以及欧洲国家之间的差异，原因在于法律体系以及社会政治经济因素的差异。

目 录

第一章 欧洲金融体系变革与发展的背景	/1
第一节 金融体系概述	/1
第二节 欧洲金融一体化政策的实施	/11
第二章 欧洲银行业的发展	/33
第一节 银行业的新经济学	/33
第二节 欧洲银行业的并购重组与市场结构发展	/38
第三节 欧洲银行业资产负债结构的发展	/46
第四节 欧洲银行业的业务与收入结构发展	/55
第五节 欧洲银行业的一体化	/63
第六节 金融危机下的欧洲银行业	/70
第三章 欧洲机构投资者的发展	/75
第一节 欧洲机构投资者概述	/75
第二节 欧洲机构投资者的资产规模与配置	/81
第三节 机构投资者与欧洲金融一体化	/89
第四节 欧洲私募基金的发展	/92
第四章 欧洲货币市场发展	/103
第一节 欧元区货币政策战略与操作框架	/103
第二节 欧元货币市场的发展	/110
第三节 欧元货币市场一体化发展	/121
第五章 欧洲债券市场发展	/128

第一节	欧洲债券市场发展概述	/128
第二节	欧洲政府债券市场发展	/131
第三节	欧洲非政府债券市场发展	/141
第四节	欧元国际债券的发展	/160
第六章	欧洲股票市场发展	/167
第一节	欧洲股票市场概述	/167
第二节	欧洲股票发行市场的发展	/170
第三节	欧洲股票二级市场的发展	/180
第四节	欧洲股票市场的一体化	/189
第七章	欧洲公司融资结构与金融体系绩效	/194
第一节	欧洲公司融资结构的发展	/194
第二节	欧洲金融体系的绩效评估	/200
第八章	欧洲金融监管结构的发展	/221
第一节	欧洲各国监管结构的发展	/221
第二节	欧洲层面的金融稳定性安排与改革	/232
参考文献		/248

图 录

- 图 1-1 经济中的投资链 /5
- 图 2-1 欧元区银行对非金融公司贷款的跨国标准差（基点） /64
- 图 2-2 欧元区银行家户贷款利率的跨国标准差（基点） /65
- 图 2-3 欧元区若干银行零售利率的 β 趋同 /66
- 图 3-1 欧元区投资基金资产的国家分布 /83
- 图 3-2 欧洲投资基金的股票持有 /85
- 图 3-3 欧洲各国保险和养老金资产中股票的比例 /89
- 图 4-1 无担保现金借款与放贷的平均日交易量 /113
- 图 4-2 有担保现金借款与放贷的平均日交易量 /115
- 图 4-3 欧元区国家间平均无担保放贷利率的跨国标准差 /123
- 图 4-4 欧元区国家间平均银行间回购利率的标准差 /124
- 图 5-1 欧元区 10 年期政府债券收益率 β 系数的发展 /139
- 图 5-2 主权风险调整的 10 年期政府债券收益率截距与 β 系数的演变 /140
- 图 5-3 部分出资的复合 CDO /151
- 图 5-4 欧元区公司债券收益率横截面方差中由不同因素所解释的比例 /159
- 图 6-1 欧元区的股票总发行 /171
- 图 6-2 欧元区股票回购的发展 /175
- 图 6-3 欧元区股票净发行 /176

- 图 6-4 欧元区股票市场市值的发展 /181
- 图 6-5 欧元区股票收益率经过滤的跨国家与跨部门离散度 /190
- 图 6-6 欧元区国别股票收益率方差中由欧元区和美国冲击解释的比例 /191
- 图 7-1 欧元区公司融资的发展 /196
- 图 7-2 欧元区公司不同形式外部融资的发展 /198
- 图 7-3 欧元区公司外部融资的构成 /200
- 图 7-4 创业资本融资 /204
- 图 7-5 分析师覆盖范围 /205
- 图 7-6 分析师预测的离散度 /206
- 图 7-7 公司特定信息的定价 /207
- 图 7-8 股东权利指数 /208
- 图 7-9 针对自利交易的股东权利执行（反自利交易指数） /209
- 图 7-10 债权人权利指数 /210
- 图 7-11 前 10 大上市公司的所有权集中度 /211
- 图 7-12 10 大上市公司中机构股东的比例 /212
- 图 7-13 法律与秩序指数 /213
- 图 7-14 执行的期限，2005 年 /214
- 图 7-15 支持市场纪律的银行管制 /215
- 图 7-16 监管自主裁量权 /216
- 图 7-17 存款保险的道德风险指数 /217
- 图 7-18 腐败控制指数 /218
- 图 7-19 资本通道指数（2007） /220
- 图 8-1 保卫欧洲金融稳定性的新框架 /245

表 录

- 表 1-1 欧盟成员国实施《第二银行指令》及经营保险、证券业务的制度安排 /19
- 表 1-2 欧洲国家银行业国内竞争限制的消除 /28
- 表 2-1 欧元区银行业的并购 /40
- 表 2-2 欧元区银行机构数量的变动 /41
- 表 2-3 欧元区银行业市场资产集中度 (CR5) 的发展 /42
- 表 2-4 欧元区银行业的赫芬指数变化 /43
- 表 2-5 欧元区银行业贷款利差的发展 /45
- 表 2-6 欧元区银行业总资产相当于 GDP 的比率 /46
- 表 2-7 欧元区银行业对非银行的贷款相当于 GDP 的比率 /47
- 表 2-8 欧元区银行的非银行贷款占总资产的比例 /48
- 表 2-9 欧元区银行的非金融公司贷款占非银行贷款的比例 /49
- 表 2-10 欧元区银行住房贷款占非银行贷款的比例 /50
- 表 2-11 欧元区银行消费者贷款占非银行贷款的比例 /51
- 表 2-12 欧元区银行吸收的非银行存款相当于 GDP 的比率 /53
- 表 2-13 欧元区银行业负债结构发展 /54
- 表 2-14 部分欧洲国家从事综合金融业务所允许的公司组织形式 /59
- 表 2-15 1990~2003 年欧洲银行业非利息收入发展情况 /61
- 表 2-16 根据规模、盈利性和风险状况对非利息收入活动的分

类 /62

表 2-17 欧元区银行金融服务提供中跨境提供的比例 /67

表 2-18 欧元区银行跨境贷款的发展 /68

表 2-19 来自欧盟国家的银行分行与子行的数量及占东道国银行业资产的百分比 /69

表 2-20 欧洲大银行金融危机爆发前后的盈利性 /70

表 2-21 公布的欧洲各国公开承诺的银行救助行动 /72

表 3-1 若干欧元区国家不同母集团类别控制资产管理公司数量的比例 /80

表 3-2 欧洲投资基金资产规模的发展 /82

表 3-3 投资基金金融资产的构成 /84

表 3-4 欧洲投资基金的类型分布 /86

表 3-5 欧洲保险公司投资资产规模的发展 /87

表 3-6 欧洲保险公司和养老基金资产结构 /88

表 3-7 投资基金股票持有中国内股权的比例 /90

表 3-8 投资基金股票持有中欧元区外发行股票的比例 /91

表 3-9 投资基金股票持有中其他欧元区国家发行股份的比例 /92

表 3-10 欧洲私募基金的成长 /97

表 3-11 欧洲私募基金的筹资来源 /98

表 3-12 欧洲私募基金投资的阶段分布 /99

表 3-13 欧洲私募基金投资的部门分布 /100

表 3-14 欧洲私募基金的撤资方式 /101

表 4-1 欧元体系货币政策操作框架 /107

表 4-2 欧元货币市场汇总的平均日交易量 /112

表 4-3 各 OTC 衍生品市场的平均日交易量 /118

表 4-4 短期证券的平均日交易量 /121

表 4-5 无担保市场平均日交易量根据交易对方地理位置的细分 /125

表 4-6	双边回购交易中抵押品的地理分布	/126
表 5-1	欧元区居民的欧元标价债券发行与余额	/131
表 5-2	欧元区政府的欧元标价债券发行与余额	/133
表 5-3	欧元区成员国的政府债券余额	/133
表 5-4	欧元区的欧元标价政府债券余额的期限与利率结构	/134
表 5-5	欧元区银行发行债券的主要特点	/141
表 5-6	欧元区的银行发行债券余额的期限与利率结构	/143
表 5-7	欧元区有担保债券的余额	/145
表 5-8	欧元区有担保债券余额与总发行的构成	/146
表 5-9	欧元区非银行金融机构发行债券的主要特点	/147
表 5-10	欧元区成员国的非银行金融机构债券余额和比重	/148
表 5-11	欧元区非银行金融机构债券余额的期限与利率结构	/149
表 5-12	欧元区非金融公司发行债券的主要特点	/155
表 5-13	若干欧元区国家非金融公司债券余额发展	/157
表 5-14	欧元区非金融公司债券余额的期限与利率结构	/158
表 5-15	国际债券余额的货币构成	/161
表 5-16	国际债券总发行的货币构成	/161
表 5-17	国际债券净发行的货币构成	/162
表 6-1	欧元区成员国的股票总发行	/172
表 6-2	欧元区各成员国的股票净发行	/177
表 6-3	欧元区成员国股票市值的发展	/181
表 6-4	若干股票交易所的承销手续费和交易成本	/183
表 7-1	欧元区公司融资的发展	/199
表 7-2	资本市场规模	/203
表 8-1	金融部门监管的总体结构	/222
表 8-2	欧洲国家的金融监管结构特征	/228
表 8-3	欧洲金融稳定性安排框架	/234
表 8-4	欧洲层面的金融危机管理跨境合作安排	/237

第一章

欧洲金融体系变革与发展的背景

第一节 金融体系概述

一、金融功能观与金融体系的功能

诺贝尔经济学奖获得者默顿教授等人 1995 年出版了《全球金融体系：功能观的分析》（Global Financial System: A Functional Perspective）一书，形成了系统的金融功能观分析框架。这一理论体系日益受到国际金融学界的重视，已成为金融发展、金融结构研究中的主流理论工具之一。在金融功能观的分析框架中，现实的市场并不是完善和无摩擦的，当各种摩擦阻碍资源流向可能最佳的用途时，经济增长就受到影响，而金融体系就是要通过其功能的发挥克服资本配置过程中的种种摩擦并促进经济的成长。

第一，金融体系生产关于潜在投资与资本配置可能性的信息。现实经济中，经济主体既不分享相同的信息也没有获得相同信息

的通道。例如，投资者提供投资资本但是将投资决策权委托给经理人，因为他没有更好的关于资本使用的信息。当投资者不再拥有对其资金的控制权时就要求风险升水，这增加了资本成本，因为他需要因不能确切了解其资金如何被经理人使用而得到补偿。资本成本的增加使投资成本提高并导致相对于完善市场基准的投资不足。银行融资和专业化的创业资本融资是金融体系对这种信息摩擦的反应：异质的投资者将其资源交给有丰富的相似项目经验的中介体，中介体将许多投资者的资源汇聚起来达到足以抵补获得信息所发生固定成本的水平，如建立信用筛选机制所产生的成本。同时，中介体也解决信息使用中的“公共物品”与“搭便车”问题。而股票市场主要是通过价格机制支持信息的获得与传播，市场中的交易意味着价格反映众多交易者的信息，使这些交易者具有获得有价值信息的激励。

第二，金融体系监督投资并保证投资者和储蓄者根据所持合约得到回报。拥有资金的投资者与事实上控制资金的经理人往往具有不同的投资目标，投资者一般关心的是价值最大化，而经理人则关心自己的职业生涯或同行压力，或在极端的情形中甚至为自己抽取资源。当投资决策不是受价值最大化原则驱动时，就会出现相对于完善市场的扭曲，而由于稀缺的资本没有被有效率地使用，使增长受到阻碍。金融体系中的若干种安排能够解决控制权问题：银行充当“代理监督者”，即一家银行代表许多存款人，从而避免了重复的监督费用；股票市场使投资者能够通过出售股票而对经理人施加压力，买入或卖出股票影响一家公司的股票价格，可能对管理层产生相当大的影响，如由于股票价格表现差而被解雇，更直接地，股票市场还可以通过股东大会投票表决或通过收购来行使控制权。

第三，金融体系使风险的交易、分散和管理得以进行。资本分散在众多有不同期限和风险偏好的人群中，而完善市场基准假

设资本是完全有流动性的，金融资产可以无摩擦地交易和转换为实际资产。在现实世界，生产中使用的实际资产和人力资本是无流动性的，许多情形下，为了提供生产性融资，资本必须投入很长时期，但是储蓄者一般不喜欢长时间里放弃对其资产的控制权。储蓄者的投资时间经常比生产过程的投资时间短，家户易受流动性冲击的影响，需要快速获得其资本的通道以防范不可预见的意外事件。银行和股票市场缓释这种流动性冲击的逆向效应：银行将短期有流动性的存款转变为长期无流动性的贷款，使家户能够对流动性冲击作出反应并可以提取存款而不打断生产过程；股票市场使股票持有者可以交易其股票，而同时厂商仍然有获得长期资本的通道，也能降低流动性风险。

第四，金融体系能动员和汇聚储蓄。在完善市场基准中，资本和经济活动所在的地点不同不产生任何影响，因为金融合约可以担保所有未来可能的意外事件。但是在现实中，经济资本散布于许多投资者，如果未能接触到众多投资者的通道，许多生产过程就被限制在次优的规模。因此，金融体系的一个功能就是动员和汇聚稀缺而分散的资本。标准化的金融合约，如债券或股票，可以降低在公共市场买卖的交易成本；如果没有这种标准的合约，厂商就不得不签订大量的双边协议，列举出大量的意外事件，而无法进入现成可得的庞大资本池。资源的汇聚也通过金融中介体发生，大量的存款人将其资金委托给中介体这个“中间人”，它们再代表存款人基于大规模的资金进行投资。

第五，金融体系便利商品和服务的交换。为了充分挖掘增长潜力，需要进行专业化的投资，家户也需要为商品消费融资。专业化程度越高，所得回报越高，因为专业化运作能够更好地运用生产过程的独特信息和技能。但是，更高的专业化程度也比自给自足环境下需要更多的协调和交易。同时，一段时期消费的融资也需要金融安排，如家户就需要能够储蓄或基于未来的收入流借