



EU-CHINA
European Studies Centre Programme

欧·盟·研·究·丛·书

EUROPEAN UNION

欧盟金融市场一体化及其 相关法律的演进

齐绍洲 主编



人民出版社



European Studies Centre Programme

欧·盟·研·究·丛·书

EUROPEAN UNION

欧盟金融市场一体化及其 相关法律的演进

齐绍洲 主编

人民出版社

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

欧盟金融市场一体化及其相关法律的演进/齐绍洲 主编.

—北京:人民出版社,2012.1

ISBN 978-7-01-010542-0

I. ①欧… II. ①齐… III. ①欧洲国家联盟-金融一体化-研究

②欧洲国家联盟-金融市场-法律-研究

IV. ①F835②D950.228

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 376348 号

欧盟金融市场一体化及其相关法律的演进

OUMENG JINRONG SHICHANG YITIHUA JIQI XIANGGUAN FALÜ DE YANJIN

齐绍洲 主编

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京龙之冉印务有限公司印刷 新华书店经销

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:18.5

字数:272 千字

ISBN 978-7-01-010542-0 定价:38.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

前 言

自 1999 年 1 月 1 日欧元启动后到美国次贷危机爆发前的近十年时间里，欧盟（特别是欧元区）的金融市场一体化经历了快速的发展阶段：在市场驱动下，在欧盟相关政府机构、立法的推动下，欧洲无担保的货币市场和回购市场，几乎完全一体化了；包括政府债券和公司债券市场的欧盟债券市场，尽管仍然存在融合的空间，也已经高度一体化了；股票市场表现出了一体化不断加深的迹象；银行之间的批发业务以及与资本市场相联系的活动的一体化程度不断提高。此外，虽然有些欧盟国家尚未使用欧元，但这些国家和欧元区之间的金融一体化程度也有了较大提高。只有欧元区零售银行市场依然是相互分割的，金融市场基础设施一体化也明显滞后，泛欧金融监管仍跟不上金融市场一体化发展的速度和要求。

正当欧盟集中力量解决滞后的零售商业银行市场、金融市场基础设施以及监管的一体化时，大洋彼岸爆发的一场次贷危机迅速传染到欧盟。尽管欧盟各成员国一开始各自为战、手忙脚乱，但很快就在欧盟和欧洲中央银行的统一协调下采取统一的行动和措施，不仅较快地对美国次贷危机引起的金融和经济危机进行有效地干预和应对，而且欧盟也抓住危机所带来的机遇进一步强化了金融监管的一体化，在监管的组织机构、法律法规等方面进一步推动和提高了一体化的程度，从而使欧盟金融市场由于一体化而显示出抵御金融危机的优势。

然而，好景不长，欧盟还没有来得及从美国次贷危机中缓过劲来，欧元区内部成员国由于财政软约束和不统一，长期积累的问题终于通过主权

债务危机而爆发出来。主权债务危机的爆发某种意义上比美国次贷危机给欧盟金融市场一体化的负面影响更大，一些欧元区成员国财政状况的恶化和金融机构信用风险的增加都对欧元区、欧元及欧盟金融市场一体化带来巨大的挑战，成员国间的财政状况所决定的信用风险差异增大，投资者更加偏好流动性和安全资产，主权债券市场一体化大大退步，进而影响到债券市场和货币市场一体化，人们甚至对欧元及欧元区的前景和命运开始担忧。

但是，欧盟从货币一体化和金融市场一体化倒退的成本要比继续一体化的成本大得多，取消欧元退回到各成员国的主权货币的政治成本、社会成本和经济成本也都足以毁灭欧盟。因此，欧元及欧元区只能前进不能倒退，欧盟及其金融市场一体化也只能继续深化而不可能止步不前。

2011年8月16日，法国总统萨科齐和德国总理默克尔在巴黎表示，法德两国将共同提出成立欧元区经济政府、成员国实施财政平衡政策、征收金融交易税等建议，以加强欧元区经济治理，应对目前欧元区面临的债务和经济增长危机。法德还建议所有17个欧元区成员国应实施名为“黄金准则”的财政平衡政策，减少财政赤字，并建议从9月开始征收金融交易税。另外，两国政府还决定，为加强欧元区经济治理，法德两国将率先实施统一的公司税，将两国公司税的课税基数和税率逐渐趋同。如果说美国次贷危机引发的欧盟金融危机带来了欧盟对泛欧金融监管大刀阔斧的改革，使得欧盟在金融监管方面的一体化大大前进了一步，并为其他金融领域的进一步一体化提供了制度基础和法规保障，那么，目前正在发生的欧洲主权债务危机将促使欧盟进一步加强财政政策约束与协调、克服各成员国税收政策的恶性竞争、从强调建立欧元区货币政府转向强调建立欧元区经济政府。

在欧盟一体化的进程中，遇到像次贷危机、主权债务危机等问题和挫折是在所难免的，甚至有时还会出现一定程度的曲折、弯路和倒退。但我们应清楚地认识到：危机是改革的契机，只要能够积极应对各种危机和障碍，找到问题的关键，改革得当，欧盟金融市场一体化的前途仍然充满阳光。

所以，对欧盟金融市场一体化的演进过程进行梳理和研究恰逢其时，通过对欧盟金融市场一体化及其相关法律的演进的研究，有助于人们对欧元、欧元区和欧盟金融市场一体化的演变过程深入系统的理解，并在此基

础上对其未来的命运有一个更加合理的预期和认识。这正是本书的意图所在。

欧盟金融市场一体化是一个动态的过程,因此本书尽可能追踪欧盟金融市场一体化的最新实践过程,但由于资料的可获得性和时效性,欧盟金融市场一体化动态过程中的许多方面的问题、措施、政策、效果等目前无法给出定论。特别是欧洲主权债务危机目前仍未结束,所以本书没有设立专门的章节对欧洲主权债务危机进行分析和研究,而是分散在不同的章节分析其早已存在的问题和诱因。

本书是作者执行武汉大学欧洲问题研究中心承担的“中国—欧盟:欧洲研究中心项目”(ESCP)的研究子课题之一,本书的研究受到该项目的资金资助和中欧双方相关工作人员的大力支持,在此表示衷心的感谢。希望以后还会有此类中欧合作项目能够支持中欧学者的交流与合作,加深中欧双方的相互理解,促进中欧共同繁荣与发展。

本书是课题组成员团队合作的成果。其中,全书写作大纲由齐绍洲确定,第一章由齐绍洲、徐刚和田鑫撰写,第二章由李锴撰写,第三章由商红菊撰写,第四章由徐刚和田鑫撰写,第五章由孙元元撰写,第六章由徐刚撰写,第七章由李锴撰写,第八章由齐绍洲撰写,第九章由王莎莎撰写,全书由齐绍洲进行统稿。课题研究过程中,中欧合作专家法国巴黎三大的Xavier Richet教授、湖北大学的肖德和陈汉林教授对研究提供了许多宝贵的支持与建议,在此深表感谢。

本书的出版得到人民出版社的大力支持,人民出版社的陈登编辑对此书的出版付出了大量的时间和精力,在此表示诚挚的谢意。武汉大学欧洲问题研究中心办公室的周自涛先生也对研究过程中的项目管理和本书的校对工作付出了辛勤的劳动,在此一并表示感谢。

本书借鉴了国内外学者丰硕的研究成果,我们对这些学者的辛勤工作和真知灼见表示敬意。当然,由于作者水平有限,错误和纰漏在所难免,恳望各方批评指正。

2011年10月6日于珞珈山

目 录

第一章 欧盟金融市场一体化的基本理论	1
第一节 欧盟金融市场一体化的基本理论	2
第二节 欧盟金融市场一体化的微观经济动力理论	9
第三节 欧盟金融市场一体化的宏观经济动力理论	18
第二章 欧盟金融市场一体化与欧元、货币政策传导及金融稳定	22
第一节 欧盟金融市场一体化与欧元	22
第二节 欧盟金融市场一体化与货币政策传导	36
第三节 欧盟金融市场一体化和金融稳定	47
第三章 欧盟货币市场一体化	57
第一节 欧盟货币市场一体化的理论基础	57
第二节 欧盟货币市场一体化的演进	61
第三节 欧盟货币市场一体化的政策效应	71
第四章 欧盟债券市场一体化	80
第一节 欧盟债券市场一体化的理论基础	80
第二节 欧盟债券市场一体化的演进	88
第三节 欧盟债券市场一体化的实证分析	101

第五章 欧盟股票市场一体化	113
第一节 欧盟股票市场一体化的理论基础	113
第二节 欧盟股票市场一体化的演进	117
第三节 欧盟股票市场一体化的财富效应	132
第六章 欧盟零售银行市场一体化	139
第一节 欧盟零售银行市场一体化的理论基础	139
第二节 欧盟零售银行市场一体化的演变	144
第三节 欧盟零售银行市场一体化的竞争效应	173
第七章 欧盟金融市场基础设施一体化	180
第一节 欧盟金融市场基础设施一体化的理论基础	180
第二节 欧盟金融市场基础设施一体化的演进	183
第三节 欧盟金融市场基础设施一体化的推动作用	205
第八章 欧盟金融市场一体化的监管法规与政策	209
第一节 欧盟金融市场一体化的监管框架	210
第二节 欧盟金融市场一体化的政策	218
第三节 金融危机后欧盟监管体制的重大变革	224
第四节 欧元体系在欧盟金融市场一体化中的作用	228
第九章 美国次贷危机对欧盟金融市场一体化的影响	238
第一节 金融危机国际传染理论	238
第二节 美国次贷危机对欧盟金融市场的传染	241
第三节 美国次贷危机对欧盟金融市场一体化的影响	247
第四节 美国次贷危机对欧盟金融监管的影响	267
参考文献	275

第一章 欧盟金融市场一体化的基本理论

欧盟继建立单一市场和引入单一货币之后，就致力于进一步鼓励金融市场一体化。欧盟金融市场一体化是以市场为驱动力，以法律法规为基础，在欧盟相关政府机构的引导和监管下不断演进的动态过程。1986 年《单一欧洲法案》构建了在欧盟内部允许各种形式的资本流动的基本原则，实际的资本自由流动是通过一系列的指令来执行的。1988 年的《第四号资本流动自由化指令》最终消除了所有对欧盟居民间资本流动的限制；《马斯特里赫特条约》（Maastricht Treaty，以下简称《马约》）的第 56 款又进一步提高了金融一体化的水平，除了成员国安全和法律效力的原因，该条款禁止成员国对资本流动的一切限制。欧盟金融市场一体化是在欧盟委员会（以下简称欧委会）、欧洲议会、欧洲理事会、欧洲中央银行（以下简称 ECB）等欧盟层次的政府机构引导和监管下，通过市场竞争而走向一体化的。

理论上讲，经济一体化是金融市场一体化的基础，而且二者相互影响、相互促进。因此，金融市场一体化的基本理论大体包含三个方面：一是作为金融市场一体化理论基础的经济一体化基本理论；二是金融市场一体化的度量理论；三是金融市场一体化的经济动力理论。我们对金融市场一体化的经济动力即宏微观经济收益予以特别关注，因为欧盟金融市场一体化能否有持久的发展动力主要取决于其经济动力及宏微观经济收益是否持久显著。欧盟金融市场一体化的微观经济收益主要体现在更理性的资本

配置、更大的流动性、更低的资本成本、更高的消费者收益、更低的跨境清算结算成本、更分散的风险以及更高的社会福利。宏观经济收益主要体现在更高的资本和劳动生产率、更强劲的经济增长、更多的就业机会、更合理的经济政策及更稳定的经济政策环境。本章将围绕上述三个方面的基本理论，对国内外的相关研究成果加以梳理和整合。

第一节 欧盟金融市场一体化的基本理论

一、国际经济一体化理论

在过去的半个世纪里，出现了大量的、不同形式的全球性、区域性和次区域性的国际经济一体化组织，其中一体化程度最高的是第二次世界大战后发展起来的欧盟。这些国际经济一体化组织的出现，极大地改变了世界经济贸易和货币金融格局。随着国际经济一体化实践不断发展，其相关理论也在各国经济学者的研究下不断发展和完善，目前已经形成一套独立的国际经济一体化理论体系。

以关税同盟理论为核心的传统国际一体化经济学，主要是从不同成员国加入一体化组织后所产生的经济福利影响进行分析，尽管后人不断对该理论进行改进和完善，例如引入动态分析来取代静态分析等，但是还有一些重要前提假设，如完全竞争等，依然使得该理论不能很好地反映现实情况。同时，传统的国际一体化经济学理论也更多地将目光集中在经济收益方面，而没有涉及制度等非经济因素，这也使得其在分析某些问题时显得力不从心。因此，国际一体化经济学在 20 世纪 80 年代以来，出现了新的发展趋势，主要有以下几个方面：

（一）新经济地理理论

20 世纪 80 年代末以来，经济全球化与国际经济一体化发展迅猛，欧洲经济与货币联盟的重新加速推进更令世人瞩目，同时，传统的经济学理论并不能很好地说明某些问题。在这种情况下，一些经济学家开始将目光

转向经济地理学，试图寻找更好的理论视角。保罗·克鲁格曼（Paul R. Krugman）在其《地理学与贸易》一书中首次提出“新经济地理学”这一新的科学名词，此后，他又在一系列出版的书籍和发表的论文中致力于创建“新经济地理学”。在克鲁格曼的带动下，新经济地理学逐渐引起人们的兴趣，被称为是继新产业组织理论、新贸易理论、新增长理论之后出现的第四次“新经济学”理论。在新经济地理学的相关理论中，克鲁格曼等人把诸如外部规模经济、规模报酬递增、运输成本、资本流动性以及企业区位决策理论等更为贴近现实情况的因素考虑进来，打破了传统新古典经济学提出的以市场完全竞争以及规模报酬不变或者递减为基础的研究框架，以不完全竞争和规模报酬递增为主要理论基础，对经济活动的空间分布进行研究，同时也更加注重运用所构建的新经济地理模型对现实情况进行实证分析。

克鲁格曼认为，当几个国家组成自由贸易区后，该组织内部各成员国间贸易壁垒的降低使得彼此的国内市场联系日益紧密，也就扩大了所有成员国的本地市场。同时，由于自由贸易区内部市场中商品流动性加大，也会使得该组织内部区位更加具有吸引力，也即贸易壁垒的降低，使得相关市场规模得以扩大，从而吸引区域外的劳动力和企业纷纷向自由贸易区聚集，这也就是所谓的生产转移效应。在这种情况下，劳动力和生产资料的空间聚集，反过来进一步扩大了该区域的市场规模和市场供给能力，这也会给企业在进行区位决策时带来影响。克鲁格曼以该理论为基础对欧盟和美国进行了实证分析和比较分析，在研究产业地方化进程中，发现相对于欧洲四强（德国、法国、意大利和英国）来说，美国四大区域（东北部、中西部、南部和西部）之间的经济差异比欧洲国家之间的经济差异更大，这似乎与人们的直观感觉相左。根据新经济地理学的相关理论，当运输成本下降、规模经济上升时，经济活动就会发生集聚。同时，美国四大区域与欧洲四强之间最大的不同在于后者是四个独立的国家，拥有差异更大的经济政治制度和政策，对于产品和生产要素的流动具有相对更大的阻碍作用。因此，在19世纪以来运输成本大量下降的情况下，美国的产业地方化和集中化进程要远远快于欧洲，尽管欧洲在这方面也取得了一定的进展

(由于贸易壁垒、关税以及外汇管制等的逐渐放松),这也是美国四大区域间的经济活动差异程度大于欧洲四强的主要原因。克鲁格曼认为,随着欧洲经济与货币联盟的不断推进,其产业地方化和集中化会不断提高。这就是经济活动的空间集聚,它构成了产业区位研究的重要内容。

(二) 基于不完全竞争的拓展理论

如前所述,20世纪80年代以来,国际经济一体化理论分析已经从传统的完全竞争模型扩展到不完全竞争模型,其研究大量来自产业经济学方面。在这些将不完全竞争以及规模经济引入研究范围的理论中,主要有以下两个发展方向:一是内生化的区域经济一体化理论。其中较有代表性的是关税同盟的非合作博弈模型。该模型假设存在一个包括两个国家A和B的关税同盟,共同关税的制定可以授权给任一成员国,假设在制定对外关税政策时,政策制定者(A国或者B国)会把世界其他国家对于该政策的反应考虑进来,即政策制定者的行为是策略性的。研究表明,关税同盟的最佳共同政策选择不仅取决于同盟与世界其他国家的策略行为,也取决于同盟内成员关于对外政策制定权的选择。二是外部性理论得到发展。区域经济一体化的外部性是指通过一体化的制度安排,该组织在改善其成员国福利的同时,对于世界其他国家的福利影响。如果对于世界其他国家的福利影响非负,那么这样的区域一体化是与多边主义相一致的。克鲁格曼指出,区域经济一体化的外部效应并不是一成不变的,它的正与负之间存在一个界限。在一个一体化的组织中,成员国间取消贸易壁垒,而对非成员国实施共同关税,并且共同关税的选择遵循组织福利最大化原则。在这种情况下,在国际经济一体化发展初期,从全球视角来看,区域经济一体化使世界福利恶化。这是因为虽然少数国家之间实现了贸易自由化,但是对于世界整体的贸易保护程度的减轻作用是有限的,但共同对外政策的制定导致的贸易转移则相对明显,从而使得世界福利降低。当区域经济一体化发展程度超过某一界限后,由于大多数国家参与了区域经贸组织,大大降低了整个世界范围内的贸易保护程度,促进了全球贸易自由化进程,虽然此时共同最佳关税上升导致贸易转移效果增加,但与贸易创造效果相比则

很弱，这样世界福利就会随着区域经济一体化的发展而改善。^①

（三）非传统收益理论

在现实的国际一体化实践中，某些国家宁愿以不利的条件加入区域一体化组织，对于这种情况，传统的国际一体化经济学理论就无法给出令人信服的解释。在此背景下，非传统收益理论开始出现，美国学者 Raquel Fernandez 和 Jonathan Portes 可以说是非传统收益理论的创始人。该理论认为，除了贸易创造、贸易条件改善、规模经济和刺激投资等传统理论所分析的收益外，区域一体化制度安排在某些条件下还能带来保持政策连贯性、对外发布信号、提供保险、提高议价能力、建立协调机制和改善成员国安全六种非传统收益。该理论的出现，增强了国际经济一体化理论对于现实的解释能力，说明某一国家加入一体化组织是综合考虑经济利益和非经济利益的结果。但是，这一理论也具有局限性，例如没有包括所有的非传统收益、缺乏定量分析，等等。不过总体来说，的确是对传统国际一体化经济学的有益补充。

在这些理论中，我们发现，随着现实中国际经济一体化和区域经济一体化的不断发展，经济学家们试图使用更加多元化的视角去研究和说明问题，并在此过程中，对于已有的国际一体化经济学理论进行不断地拓展和创新，使之在更加贴近现实的基础上，能够更好地研究和解释现实问题。

二、金融市场一体化的度量理论

（一）金融市场一体化的定义与度量

金融市场一体化是指国与国之间的金融活动相互渗透、相互影响，形成一个联动整体的发展趋势。它分为两个层次：一是流动性问题。国内外的经济主体可以不受任何限制地进行金融资产交易活动，即各种金融工具

^① 赵伟、程艳：《区域经济一体化的理论溯源及最新进展》，载《商业经济与管理》2006年第6期，第58—62页。

具有高度的流动性。二是替代性问题。国内外的金融资产具有高度的替代性，即同种金融工具在不同的金融市场上具有相同的价格，在不同区域之间不存在套利的可能性。ECB 定义了金融市场一体化的三个标准：所有的市场参与者面临同样的规则，有平等的进入市场的机会并在市场中享受平等的待遇。只要金融市场能够满足这三大标准，那么该市场就是一体化的金融市场。

欧委会、ECB 一直以来都非常重视欧盟金融市场一体化，特别是 ECB 把金融市场一体化作为自己的重要工作，积极推动欧盟尤其是欧元区的金融市场一体化。为了及时掌握和了解欧元区金融市场一体化的进展、问题和薄弱环节，以便及时提出更加有效的政策建议，并对金融市场一体化中的市场失灵问题采取有效措施，ECB 于 2006 年 4 月出版了第一份《欧元区金融市场一体化指标》（*Indicators of Financial Integration in the Euro Area*），以后每半年都会在 ECB 的网站上出版最新报告。就目前已经出版的报告来看，金融市场一体化程度指标分为两大类：一类是以价格为基础的指标（Price-based Indicators），另一类是以数量为基础的指标（Quantity-based Indicators）。

金融市场一体化程度度量方法的最基本出发点就是经济学的“一价定理”（Law of One Price）。根据一价定理，只要资产的风险和收益特征一样，那么无论资产在一体化的金融市场的任何地方进行交易，其价格都应该是一样的。因此，在一体化的金融市场上，套利机会几乎不存在，也即同样特点的金融产品在各市场国家的回报率相等。

如果所有的市场参与者面临同样的规则，有平等的进入市场的机会并在市场中享受平等的待遇，即 ECB 所定义的金融市场一体化的三个标准存在，那么任何风险收益特征相同的资产之间的价格差异就会立即被套利而消失。所以，金融资产的价格或收益率的收敛程度、共同波动程度、共同影响因素的影响程度成为度量金融市场一体化的基本方法。

（二）资本流动与控制

在金融市场一体化的宏观分析中，利用跨境资本流动的制度安排和真

实资本跨境流动现状来测度金融市场一体化的程度是一种重要思路。国际货币基金组织（以下简称 IMF）的有关汇率安排和汇率限制的年度报告（Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions）是最早从资本跨境流动的角度来衡量金融市场一体化程度的，随后一些学者在此基础上纷纷对其做出了改进。根据该报告，可以构造用来反映与资本交易相关的支付限制和汇率限制的年度资本控制指数，如果这两种限制都存在则该指数取 2，如果只存在一种则该指数取 1，如果两种限制都不存在则取 0。Quinn（1997）在 IMF 方法的基础上对资本项目收入和支出分别赋予一定的分值，从而反映资本项目控制的强度，也即 Quinn 方法。另外一种方法是 MR 方法，该方法利用资本控制强度来反映金融市场一体化的程度，把对资本项目的控制强度分为无限制（此时取 0，表示资本流入不受任何制度或税收限制）、轻度（此时取 1，表示适度的审慎措施）和严格限制（此时取 2，表示存在如存款额度限制、金融交易税等资本流动障碍）三个层次，从而勾勒出不同国家金融市场一体化的水平。

总体来说，利用跨境资本流动的制度和真实资本跨境流动现状来衡量金融市场一体化程度的方法，属于一种间接的衡量方法，它的一个重要假设前提是资本管制是影响金融市场一体化发展的重要甚至是唯一因素，这些管制的减弱或者消除必然能够推动金融市场一体化的发展。但在实际情况中，金融市场结构、税收制度、政治因素以及文化因素等等，都会对金融市场一体化带来影响，这就使得该方法具有较为明显的片面性，很难准确衡量金融市场的一体化水平。不过，这一研究视角的提出，还是对于衡量金融市场一体化的其他理论构成了有益补充。

（三）储蓄与投资相关性理论

Feldstein 和 Horioka^①认为一国总储蓄和总投资的变化将导致经常账户发生变化，即国民储蓄减去国内投资就等于经常账户余额。在这种假设前提下，如果金融市场达到完全的一体化，则经常账户赤字（盈余）将会由

^① Feldstein, M. and Horioka, C., 1980, "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, Vol. 90, pp. 314-329.

相应的资本账户的流入（流出）所抵消，从而使得一国的投资决策和储蓄是相分离的，也即在这种情况下，二者的相关性很弱或者完全不相关，此即 F-H 模型。根据 F-H 模型，可以从一国储蓄和投资的相关性来考察该国金融市场一体化的程度。若储蓄和投资的相关性较低，说明该国金融市场一体化程度较高；若储蓄和投资的相关性较高，则说明该国金融市场一体化程度较低。用方程表示如下：

$$\left[\frac{I}{Y} \right]_i = \alpha + \beta \left[\frac{S}{Y} \right]_i + \varepsilon_i$$

方程中 β 系数的大小可以判断国家间金融市场一体化程度的高低。通过对 OECD 国家储蓄和投资率的年度数据进行实证检验，Feldstein 和 Horioka 认为在金融市场完全一体化的极端情形下，小国的 β 系数应该为 0，而大国的 β 系数应该约等于本国资产占世界总资产的比例。在 F-H 模型提出后，许多学者对其进行了扩展，例如通过加入诸如代表财政政策和非贸易品的控制变量，证明收入、人口增长以及公共部门的行为均会对储蓄和投资的相关性产生影响；将该模型应用到英国国内不同区域储蓄和投资相关性的考察方面，结果显示不同区域内的储蓄和投资相关性较低，说明英国内部金融市场一体化程度较高；也有学者实证分析欧盟国家内部投资和储蓄的相关性，发现二者相关性较低，从而得出欧盟各国之间金融市场一体化程度较高的结论。

但是，F-H 模型是有一系列苛刻的前提条件的，比如预期国内实际利率线性地影响投资率，储蓄率不受国外预期利率的影响，误差项包含了影响投资率的所有其他因素并与储蓄率无关等。这些严格的假设条件，使得该模型提出后在理论和实证方面均颇有争议。

（四）基于欧拉方程的消费增长率模型

基于欧拉方程的消费增长率模型是通过最优化 t 期和 $t+1$ 期之间的跨期消费来测量金融市场一体化的。具体来说，如果金融市场是完全一体化的，那么开放的金融市场将使得各国能够获得更多有利可图的投资机会，同时使得各国居民面对同样的金融工具，在考虑风险资产的情况下，完全异质的国家消费风险能较为容易地在金融市场通过相关交易而获得保值。

当金融市场一体化时，各国间的消费增长率就会呈现同向运动的趋势，并且彼此间高度相关。

用消费增长率模型来衡量金融市场一体化程度，相对于 F-H 模型来说，更加具有说服力，因为该方法以消费为基础，而消费又是经济的最终目标，所以它更加适用于研究金融市场一体化对经济福利的影响。^① 但是，我们必须注意到，基于欧拉方程的消费增长率模型也存在一定的问题，如模型包含了太多的前提假设（对数正态、相同的时间偏好率、内生性、相同的相对风险规避系数以及完全市场等），这些假设很难与现实情况相符合，同时对于计量方法也具有较强的依赖性，这些都会影响该模型对于金融市场一体化程度的准确度量。

第二节 欧盟金融市场一体化的 微观经济动力理论

金融市场一体化通过资本、人员、服务在区域内的跨境自由流动，可以提高资本配置效率，并通过多元化资产组合分散风险，最后促进区域内各成员国福利的帕累托改进。因此，金融市场一体化的微观经济动力主要体现在资金匹配效应、资产配置效应、消除价格歧视效应、经济福利效应、风险分散效应上。

一、资金匹配效应

（一）范围经济导致的匹配效应

金融市场最基本的功能就是匹配金融资产供求双方的不同需要。金融资产的风险—收益特征取决于金融资产的品种和期限，金融资产供求双方由于各种主客观原因对金融资产的品种和期限从而风险—收益特征有不同

^① Tamim Bayoumi and Ronald MacDonald, 1994. "Consumption, Income, and International Capital Market Integration", IMF Working Papers, No. 94/120, International Monetary Fund.