

第 1 章

机构投资者的 发展

- 1.1 金融机构和金融体系的规模
- 1.2 机构投资者的特征及其在金融部门中的作用
- 1.3 机构投资者与金融体系的功能
- 1.4 金融机构和金融发展
- 1.5 机构投资者发展的供求因素分析



摘要

本章介绍和分析了机构投资者，即养老基金公司、保险公司和共同基金公司的产生和发展，对主要的经济合作发展组织（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）主要国家的机构投资者的产生及规模作了全面纵览，从中可以看出不同类型的金融机构具有不同的特性，在金融部门中发挥着不同的作用，以及机构投资者在金融发展中的地位。首先考虑供给因素：机构投资者不断增强能够实现金融体系中各项功能的能力。然后，研究的是需求因素：家庭不断要求机构投资者来满足金融体系中的各项功能。这两个因素对机构投资的发展都起到了重要作用。

1.1

金融机构和金融体系的规模

通过分析 G-7 国的数据，可以看出机构投资者的发展，其中的数据大部分来自于国家资金流动资产负债表，同时还提供了 G-7 国，盎格鲁—撒克逊国家（加拿大、英国和美国），以及欧洲（法国、德国和意大利）和日本的汇总平均值，时间是 1970 年、1980 年、1990 年、1995 年、1997 年和 1998 年。这些图表对过去三个世纪的机构化进程提供了一套基础数据信息，从中可以看出 1970—1998 年机构化的实际发展规模与变化，以及不同国家的发展程度差异。实际上，不论是在传统上被认为是银行主导的金融体系（欧洲和日本），还是那些被认为是市场主导的金融体系（盎格鲁—撒克逊国家），机构化的进程是显而易见和普遍的，尽管前者比后者的机构化发展更深入广泛。在应用和解释国家资金流动资产负债表（national flow-of-funds balance sheets）时，值得注意的是各个部门和评估方法可能有不一致的地方（Davis, 1986, for a discussion of some of the more obvious discrepancies 提供了有关更为明显差异的讨论）。但是，可以通过此表，描绘出一个国家不同时期更广阔的发展图景。

1.1.1 总比率 (summary ratios) 及金融机构投资

正如 Goldsmith (1985) 所指出的, 不同的加总比率显示了一国金融发展的不同阶段。这些比率包括在国民收支账户体系中的常规经济部门的积累债权和负债。这些部门有: 家庭、公司、政府、银行、非银行金融机构、海外基金, 以及中央银行。这些数据包含在上面提到的 G-7 国资金流动资产负债表中。

其中一个表明金融结构的指标是“规模指标”, 它显示的是债权或负债总和相对于国内生产总值的比率。表 1—1 中的数据显示了 G-7 国的金融上层建筑 (superstructure) 随着时间的推移, 整体规模呈现出巨大的增长趋势 (见表 1—1)。金融资产总值与国内生产总值 (GDP) 的比率由 1970 年是 GDP 的 4 倍增长到 1998 年的 8 倍。这说明了在一国财富和收入不断增长的同时, 金融机构深化的发展进程使这些国家显得与众不同, 例如, 盎格鲁—撒克逊国家以及欧洲和日本。这些数据表明, 机构投资者是在主要工业国家国民经济中全面和快速的资金融通发展中产生的。由此我们可以推断, 即使机构投资者在总的资金融通中的份额相对保持稳定, 机构投资者绝对规模仍能够得到相当大的发展。

在资金融通的总体范围内, 也有一些例外, 如德国和意大利, 资金融通与 GDP 的比率比较低。然而, 这也可能与不同的衡量方法有关。再如, 英国伦敦离岸 (off-shore) 国际银行的出现是与伦敦的国际金融中心地位密切

表 1—1 金融结构的规模指标（金融资产总值与国内生产总值的比）

	变化						
	1970	1980	1990	1995	1997	1998	1970—1998
英国	4.73	4.85	8.86	8.85	9.79	10.20	5.47
英国（不包括欧洲市场）	4.73	4.20	7.92	7.99	8.82	9.25	4.52
美国	4.05	4.06	5.91	6.80	7.64	8.59	4.53
德国	2.89	3.58	4.69	5.28	6.10	6.58	3.69
日本	3.79	5.06	8.53	8.28	8.46	8.85	5.06
加拿大	4.67	5.06	5.78	6.48	6.94	7.34	2.67
法国	4.41	4.78	6.92	7.29	8.60	9.19	4.78
意大利	3.35	3.93	4.27	4.84	5.33	5.59	2.23
G-7 国	3.99	4.38	6.29	6.71	7.41	7.91	3.93
盎格鲁—撒克逊国家	4.48	4.44	6.54	7.09	7.80	8.39	3.91
欧洲和日本	3.61	4.34	6.10	6.43	7.12	7.55	3.94

注：G-7 国、盎格鲁—撒克逊国家以及欧洲和日本的数据是加总平均值。盎格鲁—撒克逊国家指的是：美国、英国、加拿大、欧洲和日本包括法国、德国、意大利以及日本。

资料来源：Drawn from national flow-of-funds balance sheet data. Source for the U.S. : Board of Governors of the Federal Reserve System (Flow of Funds Accounts for the United States); for the U.K. : Office of National Statistics (Financial Statistics); for Germany: Deutsche Bundesbank (Deutsche Bundesbank Monthly Review); for Japan: Bank of Japan (Bank of Japan Economic Statistics Monthly); for Canada: Statistics Canada (National Balance Sheet Tables); for France: Banque de France (Tableaux d'Opérations Financières); for Italy: Banca d'Italia (Statistical Supplement to the Monthly Bulletin) GDP data are from LMF (International Financial Statistics) .

相关的，这大大促进了资金融通。为了进行比较，我们分

别论述包括及不包括外币银行资产和负债两种情况。

另外一个比率是金融中介比率。这个比率显示了金融中介机构拥有的债权总额占国民经济的份额，这些金融中介机构包括银行和机构投资者，但不包括非金融部门（如家庭部分持有的公司股票和政府债券）中的非中介（或直接）债权。大多数国家的金融中介程度和总体规模得到了发展。换句话说，非金融部门本身的直接债权的重要性相对于中介债权呈下降趋势（见表 1—2）。1970 年的中介债权占 7 国中债权总额的 35%，1998 年，占债权总额的 44%。由此可见，金融深化的进程伴随着金融部门相对规模的增长。1998 年，在盎格鲁—撒克逊国家中，不仅证券市场在资金融通中的比重大于欧洲和日本，金融中介部门在资金融通中的比重也大于欧洲和日本。

表 1—2 金融中介比率（金融中介债权总额占国民经济的份额）

	1970	1980	1990	1995	1997	1998	变化 1970—1998
英国	0.32	0.42	0.47	0.58	0.58	0.58	0.26
英国（不包括欧洲市场）	0.32	0.34	0.40	0.54	0.53	0.54	0.22
美国	0.33	0.37	0.34	0.38	0.38	0.44	0.11
德国	0.44	0.45	0.43	0.46	0.47	0.47	0.04
日本	0.39	0.42	0.42	0.46	0.46	0.45	0.06
加拿大	0.29	0.34	0.37	0.40	0.41	0.40	0.10
法国	0.34	0.62	0.41	0.43	0.42	0.41	0.06
意大利	0.36	0.32	0.31	0.31	0.32	0.35	-0.01
G-7 国	0.35	0.41	0.38	0.43	0.43	0.44	0.08
盎格鲁—撒克逊国家	0.31	0.35	0.37	0.44	0.44	0.46	0.14
欧洲和日本	0.38	0.45	0.39	0.42	0.41	0.42	0.04

资料来源：National flow-of-funds balance balance sheet data.

机构中介比率表明了机构投资者发挥的中介作用有所提高（资金流动数据中涉及的金融部门有：养老基金，保险公司，以及共同基金公司），结果很明显：甚至在传统上银行占统治地位的经济中，银行在金融中介中的份额也趋于下降，见表 1—3。G-7 国中的机构投资者在金融中介中的份额却大幅度上升，在盎格鲁—撒克森国家中，这一增长势头也保持在很高的水平上。1998 年，机构投资者在 G-7 国金融中介中的份额是 29%，在盎格鲁—撒克森国家中，这一比率是 41%，在欧洲和日本，这一比率是 20%。总体而言，1970 年以来，全球机构投资者在金融中介中的比率平均提高了 13% 左右。

有关数据表明，机构投资者与国内生产总值的比率比银行与国内生产总值的比率增长得快。表 1—4 显示了家庭部分持有的金融资产与 GDP 比率。在 G-7 国中，总体上，家庭部分持有的金融债权总额与 GDP 的比率由 23% 增长到了 108%。在盎格鲁—撒克森国家，这一增长更富有戏剧性，机构投资者与 GDP 的比率由 39% 增长到了 159%。在欧洲和日本，机构投资者的增长也很显著，由 11% 增长到了 69%。美国和英国是机构化的先锋，1998 年，这一比率是 170%。除了对机构投资者自 1970 年以来的长期比较外，如果再对 1990 年到 1998 年这一时期机构投资者的增长进行一下对比，尽管这一时期相对比较短，机构投资者的增长却是显著的：G-7 国的平均增长率由 56% 增长到了 107%，美国的家庭进行的金融投资由 GDP 的 79% 增长到了 GDP 的 174%。

表 1—3 银行和金融中介比率（银行和机构投资者所持有的债权份额）

								变化
		1970	1980	1990	1995	1997	1998	1970—1998
英国	银行	0.58	0.64	0.55	0.47	0.46	0.46	-0.12
	机构投资者	0.28	0.26	0.32	0.38	0.39	0.40	0.12
美国	银行	0.58	0.58	0.42	0.30	0.26	0.21	-0.37
	机构投资者	0.31	0.31	0.40	0.48	0.52	0.46	0.15
德国	银行	0.84	0.86	0.83	0.78	0.75	0.74	-0.10
	机构投资者	0.10	0.12	0.17	0.21	0.22	0.23	0.13
日本	银行	0.45	0.36	0.38	0.34	0.34	0.32	-0.12
	机构投资者	0.10	0.10	0.16	0.19	0.19	0.19	0.09
加拿大	银行	0.45	0.55	0.44	0.49	0.46	0.42	-0.02
	机构投资者	0.23	0.19	0.25	0.30	0.33	0.36	0.13
法国	银行	0.94	0.68	0.82	0.74	0.72	0.66	-0.28
	机构投资者	0.05	0.04	0.19	0.24	0.26	0.29	0.24
意大利	银行	0.98	0.98	0.95	0.91	0.91	0.92	-0.06
	机构投资者	0.06	0.05	0.11	0.09	0.09	0.10	0.04
G-7 国	银行	0.69	0.66	0.63	0.58	0.56	0.53	-0.15
	机构投资者	0.16	0.15	0.23	0.27	0.29	0.29	0.13
盎格鲁—撒克逊国家	银行	0.53	0.59	0.47	0.42	0.39	0.36	-0.17
	机构投资者	0.28	0.25	0.32	0.39	0.42	0.41	0.13
欧洲和日本	银行	0.80	0.72	0.74	0.70	0.68	0.66	-0.14
	机构投资者	0.08	0.08	0.16	0.18	0.19	0.20	0.13

资料来源：National flow-of-funds balance sheet data; for detailed sources, see table 1.1.

表 1—4 家庭部门持有的金融资产与 GDP 的比例

	变化						
	1970	1980	1990	1995	1997	1998	1970—1998
英国	0.42	0.37	1.02	1.62	1.85	1.99	1.57
美国	0.41	0.47	0.79	1.22	1.52	1.74	1.33
德国	0.12	0.20	0.33	0.51	0.64	0.71	0.59
日本	0.15	0.21	0.58	0.74	0.73	0.76	0.61
加拿大	0.32	0.32	0.52	0.78	0.95	1.05	0.73
法国	0.07	0.12	0.52	0.78	0.95	1.09	1.02
意大利	0.07	0.06	0.15	0.14	0.16	0.20	0.13
G-7 国	0.23	0.25	0.56	0.83	0.97	1.08	0.85
盎格鲁—撒克森国家	0.39	0.39	0.78	1.21	1.44	1.59	1.21
欧洲和日本	0.11	0.15	0.40	0.54	0.62	0.69	0.59

资料来源：National flow-of-funds balance sheet data; for detailed sources, see table 1.1.

保险公司，共同基金公司和养老基金的发展较快，从长期看，养老基金要比其他机构投资者的发展速度快，这也反映了养老基金保险险别的发展和养老体系的成熟，以及正在进行的人口老龄化。最近几年，共同基金公司经历了快速发展的时期，这也部分反映了养老基金作为退休基金的储藏库而得以发展的重要性。1990 年到 1998 年间，G-7 国中，金融资产平均增长了 8%~13%。同一时期，美国共同投资基金增长了 20%，养老基金增长了 14%，人寿保险公司增长了 9%（见表 1—5）。在同一时期，英国共同投资基金资产每年增长了 18%，养老基金增长了

11%，保险公司增长了 16%。从以上数据我们可以得出推论，资产的增长只能部分反映以上相关部门的新的基金流入，与收入、资本利得和现金回笼净额的再投资无关。事实上，许多国家最近几年的养老金缴款额是零甚至于负数。

表 1—5 金融资产的年平均增长率，1990—1998
(以各国货币计算的资产增长)

	保险公司	养老基金公司	互助基金公司
英国	16	11	18
美国	9	14	20
德国	9	5	15
日本	5	9	-2
加拿大	7	11	31
法国	19*	0*	8
意大利	9*	3*	40

* 1990—1995 年的数据。

资料来源：OECD (1997), National flow-of-funds balance sheets, FEFSI

1.1.2 对机构投资者的发展规模的估计

这里主要是根据加总数据（大部分来源于资金流动资产负债表，以 1998 年的汇率为准）来推测金融资产价值（见表 1—6）。这些数据显示了 G-7 国 1998 年养老基金的投资是 9 500 亿美元，共同基金投资是 7 200 亿美元，人寿保险投资为 7 200 亿美元。1998 年末，G-7 国的金融资产达到了 24 000 亿美元，其中，美国的机构投资者占

表 1—6 金融机构投资者投资(1998)

	人寿保险公司		养老基金公司		共同基金		总和	
	单位为 亿美元	相当于 GDP 的百分比	单位为 亿美元	相当于 GDP 的百分比	单位为 亿美元	相当于 GDP 的百分比	单位为 亿美元	相当于 GDP 的百分比
英国	1 294	93	1 163	83	284	20	2 742	197
美国	2 770	33	7 110	84	5 087	60	14 967	176
德国	531	24	72	3	195	9	798	35
日本	1 666	39	688	16	372	9	2 727	63
加拿大	141	24	277	47	197	34	615	105
法国	658	43	91	6	624	41	1 373	90
意大利	151	12	77	6	436	35	664	54
G-7 国	7 212		9 479		7 195		23 886	

资料来源: National flow-of-funds balance sheets, FEFSI, Investment and Pensions Europe(1999a)。Discrepancies with the estimates from table 1.4 result from(1) different sources and sectoral definitions for some data and(2) the inclusion of institutional in table 1.6 that are held by sectors other than households.

15 000亿美元。为了进行比较，利用同样的数据可以推测，1998年G-7国的股权市场价值为30 000亿美元，债券市场价值为25 000亿美元。

来自资金流动资产负债表的数据也证实了上面的推论。根据OECD的估计，OECD国家（包括非G-7国国家）的金融资产总额1981年占GDP的38%（3 200亿美元），1991年占GDP的90%（16 300亿美元），1995年占GDP的106.5%（24 300亿美元），预计1995年G-7国其他金融资产（如捐赠、非金融公司国债买卖等）为3 800亿美元。

British Invisible 1997年的估计与上面的结果相符。他们估计1995年全球基金管理为22 000亿美元，其中，全球养老基金为8 200亿美元，保险公司为7 000亿美元，共同基金为5 300亿美元，私人投资基金为1 500亿美元。Walter 1999年估计，如果包括海外客户账户的7 500亿美元，那么，全球金融资产总额为30 000亿美元。Intersec估计，1998年的养老资产为11 000亿美元，并预测到2003年，这个数字将达到15 000亿美元。这样，来自于资产管理的收入将成为包括银行在内的广大金融机构收入的主要来源。1998年的海外金融机构资产为1 500亿美元，预计2003年将达到2 500亿美元。

国际清算银行（BIS）1998年统计，1996年“10国”的金融资产总额已经超过了20 000亿美元，平均是GDP的2倍。其中，各个部门的数额分别为：人寿保险为6 300亿美元，非人寿保险为1 700亿美元，共同基金为

5 300亿美元，养老基金为 7 100 亿美元。如表 1—7 所示，美国占金融资产总额的一半，日本占 14%，英国占 9%。从以上数据可以看出，保险公司的规模在养老基金发展缓慢的国家增长较快，这说明了当养老储蓄范围有限的时候，人们试图通过人寿保险进行储蓄。BIS 还指出，欧洲大陆国家机构化发展水平较低，这表明，还有更广阔的发展空间（见表 1—3 和表 1—4）。

表 1—7 机构投资者，1996（占全球机构投资者的百分比）

	人寿保险 公司	人寿保险以外的 其他保险公司	共同基金	养老基金	总和
美国	35.9	47.0	66.8	67.1	55.7
日本	26.8	16.0	7.9	6.2	13.8
德国	7.6	12.9	2.5	0.9	4.4
法国	7.1	7.9	10.0	0.0	5.5
意大利	0.9	2.4	2.4	0.6	1.3
英国	11.0	5.7	3.5	12.7	9.2
加拿大	2.2	2.0	2.9	3.4	2.8
西班牙	1.7	0.0	2.6	0.0	1.2
荷兰	3.4	1.8	1.3	5.1	3.3
瑞士	1.9	2.6	0.0	2.7	1.7
瑞典	1.5	1.7	0.0	1.3	1.1
总和	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：BIS(1998)。

1.2

机构投资者的特征及其在金融部门中的作用

机构投资者可以定义为特殊的金融机构，代表小投资者管理他们的储蓄，在可接受的风险范围内，使收益最大化，以及到期收回债权。机构投资者包括养老基金、保险公司和共同基金，传统养老基金在这三者中占有最重要的地位，在世界上的许多国家，养老基金资产超过了各个国家 GDP 的 50%。保险公司，尤其是不包括养老基金资产的由保险公司管理的人寿保险资产很少有超过各个国家 GDP 的 30%。而共同基金资产到现在在大多数国家仍然低于 GDP 的 20%。

最近，共同基金资产在美国和其他许多国家得到了迅猛的发展。事实上，美国传统基金资产已经超过了 GDP 的 50%，尽管其中有一部分是来自公司养老基金的投资。另外，随着个人养老计划的发展，传统中的养老基金和共同基金的区别已经很模糊。1996 年，美国所有的退休计划占共同基金资产的 35%，而投资于共同基金的退休计划占有所有退休资产的 19%。

本部分研究机构投资者的基本特征，以及他们在金融发展中的作用和地位。这对进一步研究机构投资者产生的原因，及其如何运作，以及评价不断发展的机构化对经济的作用都有很大的帮助。

1.2.1 机构投资者的共同特征

与其他金融机构一样，机构投资者为小投资者提供了风险分散化的可能性，这样要比小投资者直接进行投资风险低，而且收益更高。在资产方面，机构投资者一方面将所持资产投资于国内的证券市场，另一方面，也进行多样化国际投资。

机构投资者更倾向于保持资金流动性。他们利用规模大，流动性强的资本市场，交易规则和商品化的（commoditized）工具，为实现特定的目标，根据掌握的信息来调整他们持有的资产。任何持有的非流动性资产，如房地产投资，只占投资总额中很小的一部分。在资本市场中，机构投资者比单个投资者更有吸收和处理信息的能力和优势，这样能更有效地进行投资。另外，与银行不同的是，机构投资者更依赖于公共信息，而非私人信息。

大部分机构投资者根据到期日将资产和负债进行组合，而银行主要是通过借短贷长来实现风险最小化。而且，很多机构投资者持有长期负债，这有利于他们对高风险高收益项目的投资。然而，与银行一样，机构投资者为保持货币市场共同基金的稳定，也提供依据票面价格来偿还债务的服务。

机构投资者的规模有重要的内涵：机构投资者的规模可以产生规模经济效应，降低投资者的平均成本。机构投资者通常进行大规模交易，从而降低了佣金，投资者分享投资专家的服务，因此节约了咨询费用。另外，机构投资

者的实力使他们能够投资于大型的不可分割的投资项目（尽管这与他们的投资多样化目标冲突）

机构投资者的规模也大大提高了对抗能力（*countervailing force*），从而降低了交易费用和保管费。对抗能力一方面保证了资本市场中介之间的公平交易，另一方面也促使机构投资者加强了对他们投资的公司的控制，从而减少了产生不良激励的影响。

机构投资者的其他特点来自于资产管理的过程，即代表客户对投资组合进行管理。这种资产管理可以由机构投资者本身进行管理（内部管理），也可以由单独的金融机构，如基金管理专家、寿险承保人、资产管理公司的分支机构，或投资银行和商业银行的分行进行管理（外部管理）。这些金融机构对资产管理的竞争是非常激烈的。资产管理分两个阶段：资产配置和聚集个人资产。

在资产管理关系中，存在一些相互抵消的力量。一方面，基金管理者谨慎规划有价值投资组合战略和尽量限制可能的风险，与最终投资者形成一种基本的信托关系。另一方面，这种委托代理关系也容易造成资产管理者的独断专行。因为除非资产管理者更全面监督或起草的合同准确无误，否则，资产管理者们难免会借机牟取私利（通常是超额的佣金收入）——尤其在日本和欧洲，资产管理者通常以相关的金融机构的利益为出发点——而危及债权持有者的利益。

1.2.2 机构投资者的主要类型

上面所讨论的机构投资者的共同点并不意味着机构投资者是相似的。他们之间的不同点主要来自于资产所有者和资产管理者之间的关系。也就是说，机构投资者的运营规则决定了风险和收益之间的分配比率，以及他们对负债的定义。在本书中涉及的机构投资者主要有：养老基金公司、保险公司，以及共同基金公司。他们之间的主要区别在于负债。

1) 养老基金

养老基金公司收集、组合由发起人及受益人（将来受益于养老基金）提供的基金，并将这些基金进行投资。养老基金公司个人在工作时期提供积累储蓄，以备他们退休时所需。养老金主要由雇主，如公司、政府机关，或产业、贸易集团发起。个人养老基金也很普遍，即由个人与人寿保险公司签订合约。在盎格鲁—撒克森国家，养老基金公司主要建立在信托的基础上，在其他地区，以基金会和被控制的保险公司的形式建立。由这种基金支持的养老金计划的成员收益有两种类型，第一种主要取决于市场，称为定额到人制养老基金或待遇确定型基金，是事先确定职工退休后每月可享受的退休金，再根据基金运营情况、职工年龄、服务年限等因素逐年计算雇主的缴费额（defined benefit pension fund），第二种取决于发起人担保的收益率，称为按组定额制养老基金或缴费确定型基金，是雇主与雇员按规定比例出资，计入个人账户，雇主的缴费是