

# 上海离岸金融市场发展研究

杨咸月<sup>1</sup>, 何光辉<sup>2</sup>

(1. 上海市金融工委, 上海 200003; 2. 复旦大学 国际金融系, 上海 200433)

**摘要:** 离岸金融市场的发展对于一国金融中心的形成与国际地位的提升具有重大的积极意义。中国也不例外, 离岸金融市场的发展不仅非常必要而且也相当可行。但是, 离岸金融市场的定位必须切合中国国情, 符合中国经济腾飞和国内金融市场培育发展的要求。

**关键词:** 离岸金融市场; 必要性; 可行性; 功能定位

**中图分类号:** F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)08-0034-06

上海国际金融中心建设离不开离岸金融市场的发展。目前, 离岸金融市场的发展在中国不仅必要而且也已经可行, 关键是如何定位。笔者反对将上海国际金融中心与离岸金融中心对立起来的说法, 更反对不切中国实际照搬国外的做法; 认为长期看上海的确应该发展成为综合服务型国际金融中心, 但短期内切实的选择只能是定位于内外隔离型的融资金融中心。

## 一、发展离岸金融市场的必要性

离岸金融市场是指为在自由兑换货币发行国以外建立的不受任何国家有关金融法规管制的金融交易活动场所。其关键因素有三个: 第一个是交易对象。很显然自由兑换的货币及其衍生产品(如凭证、债券、期权期货等)都可以作为该市场上的交易品种, 本国货币如果是完全自由兑换也可以作为该市场上的交易对象。第二个是交易地点。必需是在自由兑换发行国以外交易, 本国货币参与交易自然应该内外有别。第三是交易主体。在该市场上从事交易的主体, 必需是以非本国居民为主。只有这样, 离岸金融市场上的交易对象和交易主体才能真正不受所在国法规限制。

从国际上看, 世界上任何一个国际金融中心的发展与繁荣都离不开离岸金融市场的发展, 无论是独立的离岸金融中心还是发达国际金融中心。如, 英国是全球工业化最早的资本发达国家, 伦敦国际金融中心目前是世界上发育最好国际金融中心, 而英国伦敦也是离岸金融市场最早的起源地。美国 1981 年“国际融资便利”帐户的开立有效地扭转了当时美国国内机构外迁局面、阻止了资金外逃。在亚洲, 新加坡政府通过美洲银行新加坡分行创新的“亚洲美元”以及中国香港地区银行界推出的“国际银团贷款”等都为各地金融中心的形成起到关键作用。上海要尽快成为国际金融中心自然也不例外。因为金融已经成为现代经济的核心, 而离岸金融市场能够更好地发挥这一功能, 迅速提升一国金融业综合竞争力。

### 1. 离岸金融市场的发展是中国经济全球化发展的内在要求

收稿日期: 2002-05-31

作者简介: 杨咸月(1966—), 男, 安徽枞阳人, 上海市金融工委, 上海交通大学现代金融中心博士后流动站研究人员;

何光辉(1967—), 女, 安徽安庆人, 复旦大学国际金融系博士生。

一般来说,一个国家的经济贸易增长总是与该国的金融发展水平相一致,金融发挥能够推动一国经济增长水平,而经济增长对于金融发展具有巨大的反作用;否则,这种互动关系就难以协调。到2000年底,中国大陆的经济增长与国际贸易水平不断提高,在世界排行榜上,GDP和进出口贸易总额双双名列第七;2001年国际贸易地位又上升一位,成为全球第六号贸易大国。而金融业发展滞后已经成为经济进一步深化发展的严重障碍。上海2000年金融保险业GDP比重为15.4%,2001年这一比值为14.4%,今年一季度进一步下降到13.67%;全国到20世纪末不到7%。这一状况与国际发展趋势很不协调!中国香港这一指标已经稳在22%—25%之间;韩国、新加坡和菲律宾到1991年也分别达到14.12%、24.96%和10.84%。大凡经济贸易实力雄厚的国家或地区,其金融总是在国际区域经济中处于中心地位。如英国、美国、日本、法国和德国等经济实力强大的经济实体,都建有全球性或区域性的国际金融中心;甚至中国香港地区和新加坡也拥有亚太地区第三、第四的国际金融中心地位。因此,上海如果缺少一种超常规的国际发展战略,是不可能尽快缩短金融发展上的国际差距。

在现有的资本项目控制和人民币外汇管制的条件下,这一超常规金融发展战略就是离岸金融市场建设。因为:(1)它有助于维持现有金融体制现状,没有必要突破资本项目下的外汇控制;(2)它有助于弥补国内金融市场发展不足,利用外资实现第二步经济发展战略;(3)它有助于加快中国大陆金融发展与国际接轨,不仅直接拉近了国际金融市场,而且诸如国际金融人才的培养、金融产品国际创新能力的提高以及国际金融准则的对接都可以在离岸金融市场上来实现。

## 2. 国际资本十分看好中国大陆,上海是它们进入中国的最好“跳板”

目前,亚太地区已成为全球经济最活跃的地方,越来越多的注意力开始转向这一地区。特别是在全球经济整体上仍然处于不稳定,以美国、日本和欧盟为主体的主要发达国家经济整体上仍然没有挣脱低水平的增长束缚之际,全球经济的发展有待中国经济的持续高增长和亚太地区经济的腾飞。事实上,也的确如此,亚洲区域内贸易已超过50%,中国十大贸易伙伴有9个在亚太地区,区域内联系日益密切。特别是,中国经济增长率长期以来一直维持在7%以上,对国际资本的流入具有极大的吸引力;它们对于进入东亚特别是中国大陆兴趣显著增强,因为中国加入WTO后巨大的市场潜力必将为它们带来许多丰厚的利润和商机。

但是比较韩国、中国台湾地区和中國大陸,谁抓住了这次国际资本流动格局大调整的机遇,谁就在今后的经济发展中处于主动。韩国和中国台湾地区都已经将东亚金融中心作为自己的奋斗目标。而中国内地的金融市场目前尚处于劣势,国内金融市场发育仍然滞后,资本项目的外汇管制和金融资源配置的“政府主导型”特征都被国际资本视为一种风险。因此,如果在上海建一个离岸金融市场,则这一市场不仅可以为国际资本进入中国内地提供了一条合法渠道,而且还可以为它们创造一个成本最低廉的投资收益机会;如果将上海建成离岸金融中心,则这一中心必将成为联系中国与世界各国经济贸易特别是APEC的“桥梁”。

## 3. 中国(上海)新一轮经济增长需要一个离岸金融中心

现代经济发展越来越离不开金融的支持,金融已成为经济发展中的核心力量。“十五”期间,我国要在经济金融化、金融全球化的大背景下启动新一轮经济增长(包括西部开发、以新经济为主要特征的产业结构调整和升级换代等)不能忽视金融的支持作用。“十五”期间全社会固定资产投资规模要在“九五”基础上增长35%,达到17.55万亿元人民币,这会形成巨大的资金需求缺口,需要通过国内融资和国际融资来弥补。因为改革开放20多年的实践已经表明,我国经济增长方式已经由外延式的大规模资本扩张开始向内涵式再生产方向加速转变,表现在一方面政府财政投资开始从企业实体经济淡出转向基础性建设投资,另一方面越来越多的上市公司在国内金融市场上筹集的资金出现沉淀现象——既没有转化为真实的资本投资也没有流到金融市场。与此形成鲜明对照的是,那些外资参股的“三资”企业则发展前景十分乐观,不仅经营状况非

常好而且经营效率也相当高。因此,中国(上海)新一轮经济增长的充分启动很大程度上取决于对外资的引导与利用。就目前国内金融市场来说,基本上还没有外资进行大量交易的场所。许多国际资本的投入主要还是看重中国的“超国民待遇”:它们没有历史包袱,社会负担较轻;拥有国际一流的技术设备、国内一流的人才和国际一流的经营理念;采取全球经营发展战略等。随着“入世”过渡期的结束,当国内众多企业的历史包袱被逐渐卸除之后,外资企业的比较优势就会逐渐丧失。现代经济除了技术就是成本竞争。如果国内没有一个发达的离岸融资市场来为它们降低融资成本、分散经营风险,则很难留住大批的国际资本。因此,尽快建立中国的离岸金融市场、形成自己的国际金融中心,从根本上说是保证下一轮经济增长的需要,是创造国际竞争力的需要。

#### 4. 离岸金融中心的形成将有效地增强一国防范和化解金融风险的能力

现代经济发展越来越重视风险的防范和控制。特别是在经济金融化和金融全球化的过程中,金融风险往往具有超国界特征,甚至超出单个国家政府或者国际性金融机构所能预测控制的范围。虽然 1997 年的亚洲金融风暴使得亚洲主要国家和地区的经济受到严重的打击,而中国由于金融相对封闭,金融控制比较严,几乎没有受到国际冲击,但是,我们决不能因此而拒绝对外开放,更不能因此而否定离岸金融市场的发展。因此离岸金融市场的发展与对外开放的加快尽管可能会带来更大的金融风险,但是却使一国经济分享了国际经济利益。例如,新加坡和中国香港地区就是因为它们拥有世界公认的离岸金融市场才带头创造了“四小龙”奇迹;也正是因为它们与其他两个地区最大的差别在于离岸金融市场,才使得它们受东亚金融风暴影响最小,经济复苏较快。相反,中国尽管经济增长一直保持较高的增长速度,但整体上国内经济至今仍未走出“通货紧缩”的阴影,消费物价指数继续负增长。这是因为离岸金融市场特别是“中心”具有一种风险分摊和化解机制。离岸金融市场的优势不仅在于缩小了各国金融市场时间和空间上的差距,而且在于它大大降低了国际资本交易成本;并借此促进全球平均利润率的形成。离岸金融市场带给东道国的影响不仅仅看税种的减少和税率的降低,还应该看这种税收效应带来的投资杠杆效应。更重要的还在于,这一市场的发展能够增强东道国管理金融、控制金融风险的能力;如增加所在国的外汇收入,使一国国际资本来源中的资本项目盈余显著增加,进而增强该国国际收支平衡能力;能够从宏观上提高一国在国际金融市场上的地位和影响,使东道国获得一种稳定的“超额利润”,从微观上改善一个国家企业的经营战略和竞争环境——增强其市场开拓能力。

## 二、上海离岸金融市场发展的可行性

上海建立离岸金融市场不仅是当前我国经济改革发展的需要,而且也是一种历史、地理和人文发展的选择,是中国经济全球化发展的一种必然结果。从这个意义上说,目前,上海发展离岸金融市场的“天时、地利、人和”都已经具备了。

### 1. 特殊的人文地理和渊源的底蕴,使上海区位优势得天独厚

早在 20 世纪 30 年代,上海就曾经是远东国际金融中心。当时,上海的金融市场特别发达,不仅有同业拆借、贴现等货币市场,有内汇、外汇市场和标金(黄金)市场与大条银(白银)市场,而且还有属于资本市场性质的证券市场。上海云集了国内外众多金融机构的首脑机关,总部设在上海的国内银行占银行同业公会会员的 81%。外国金融机构进入中国更是首选上海,据统计,到 1936 年外国在华银行共有 32 家,上海就有 27 家,其中包括汇丰、麦家利、花旗、大通等国际著名银行,而中国香港同年只有 17 家。上海当时既是全国资金调剂中心,也是远东国际交易最活跃的金融中枢:1936 年,上海的黄金市场全年成交数实际达到 3 116 万条,折合美元 1 100 余万元。这一数字既远远超过日本的东京和大阪之和,也远远超过法国的巴黎,“每日交易额之巨,虽不足与伦敦、纽约媲美,然凌驾法、印、日之上”。而且当时上海金融市场的动向已经与伦敦、纽约等发达国际金融市场一脉相通。

回顾 20 世纪 30 年代,上海之所以能够脱颖而出成为远东国际金融中心,就是因为上海具有一种特殊的人文地理渊源和金融底蕴,这两者结合在一起使得上海享有得天独厚的国际声誉。使得今日人们一想到开放、一想到进入中国大陆,就首先想到上海。正如小平先生在 1991 年南巡考察以后高瞻远瞩所概括的那样,中国在金融方面要取得国际地位,首先要靠上海!当时,上海与全国一样,处在半殖民地、半封建的殖民统治之中,经济基础十分脆弱;唯一优势就是人文地理优势,就是因为上海代表着蕴藏在中国大陆、体现的是一种“黄皮肤”式的东方文化;就是因为上海不仅是连接海外与中国内陆经济的第一站,而且也是连接欧亚和亚太地区经济的“桥头堡”。现在看来,上海这种特有的时间区位优势和金融底蕴随着时间的推移已变得越来越充实,将会随着“国家战略”的确立和离岸金融市场的发展而获得更多的新内涵。

## 2. 外滩一条街和陆家嘴金融贸易区的发展,使上海成为国内最大的金融中心

改革开放以来,特别是经过过去 10 年的努力,上海已经率先在全国建成了以陆家嘴和外滩为中心的全国最大的商业贸易区,上海的金融人才和技术优势(包括信息技术)在国内处于领先地位。上海的金融机构和金融体系在全国发育最好,已经成为国内金融机构最集中的地方:全市共有各类金融机构 3 300 余家,国内几乎所有的大银行和非银行金融机构都在上海设立了分支机构。上海金融业务量在全国也是最大且运作规范。到 2000 年底,全社会存款总额已从“八五”期末的 2 796.58 亿元上升到 7 496.24 亿元,增长了 1.68 倍,年均增长 28%;全社会贷款从 2 329.8 亿元上升到 5 691.6 亿元,增加了 1.44 倍,年均增长 24%。人行上海分行辖区的人民币存贷款总量占全国的 1/7。证券公司(含基金公司)7 家,约为全国 103 家的 7%,但它们的净资产已经占全国的 28.5%,保费收入 2000 年已经达到 127.2 亿元,占全国总保费的 7.97%,同比增长 10.43%;保险深度为 2.8%,是全国平均水平的 1.56 倍;密度为 969 元,是全国平均水平的近 7.59 倍。可以说,上海已成为国内最大的同业拆借市场、外汇交易市场、票据贴现市场、证券和保险市场;住房抵押市场、商品期货市场、白银市场(甚至黄金市场)已经成为全国最规范的交易中心。

目前,金融保险业在上海已经是支柱产业之一,占全市 GDP 为 15±2%。尽管这一指标比中国香港地区的 20%—24% 还有差距,但是上海与国际金融中心相关的一系列指标已经开始向发达水平逼近(参见表 1)。到 2000 年底,上海的港口货物吞吐量达到 20 400 万公吨,比香港 16 883.8 万公吨高;上海的进出口贸易总额为 547.1 亿美元,与香港本地的进出口总额的 591 亿美元接近;上海金融保险业在 GDP 中的比例已经达到 16% 左右,开始逼近香港的 23.4%;上海的股票证券市场公司家数和香港不相上下。

表 1 上海与香港地区 2000 年一些金融经济指标对照表

	金融业比重	港口吞吐量	当地进出口	上市公司数	证券交易	衍生工具
上海	15%—16%	20 400 万公吨	547.1 亿美元	700	3.14 万亿	无、禁止
香港	20%—24%	16 884 万公吨	591 亿美元	736	3.05 万亿	有、发达

资料来源:根据 2001 年度香港、上海《统计公报》公布资料整理而成。

## 3. 大量外资金融机构和国际跨国公司的云集,构成了上海离岸金融市场的潜在主体

目前,已经有相当数量的外资经营性金融机构云集上海,无论是数量还是规模在全国都居于领先地位。截止 2001 年 6 月底在沪外资银行已达 66 家,它们的总资产超过全国的一半;其中获准经营人民币业务的有 25 家,有 21 家在沪外资银行被其总行确定为中国境内业务的主报告行。在沪证券公司有 39 家,占全国外资证券公司及其代理机构总数 69 家的一半以上。而且世界跨国公司 500 强中,已经有 256 家进入上海,浦东占 146 家,其中 25 家著名跨国公司在浦东设立了中国或地区总部。在浦东,世界上 70 多个国家和地区有投资项目,浦东外商投资企业已发展到 7 030 家;各类涉外机构、投资公司、律师事务所、咨询公司、办事处等,已发展到上千家。

不仅如此,似乎越来越多的国际大跨国公司正在加紧将其地区总部向中国(上海)进行战略性转移,将其亚太地区制造中心向以上海为龙头的华东沿海地区转移。以通用、福特、英特尔、IBM、惠普、法雷奥等为代表的成千家国际公司已经明确将上海浦东作为它们“国际品牌”产品的制造基地和输出地。而且,这种跨国公司地区总部“东南飞”现象并不是一种偶然。阿尔卡特公司亚太总部去年从澳洲迁到浦东,主要就是为了更好地协调管理该公司在亚太区域16个国家/地区的市场,以及在中国境内的22家投资企业和研发中心。柯达公司地区总部首选上海浦东,同样是基于稳固和拓展亚太地区市场。汇丰中国总部从香港整体迁到浦东陆家嘴,更是在全球战略布局调整中未雨绸缪,希望在上海建立自己的“桥头堡”。可见,上海已经初步拥有吸引国际金融机构和跨国公司来华所必需的比较宽松的大环境和接近国际一流水平的硬件设施,它们的到来更坚定了上海金融国际化发展的信心。

#### 4. 举足轻重的中国大陆国际金融活动,奠定了上海金融国际化的物质基础

近年来,中国大陆的对外开放度(包括贸易投资与相关的对外金融活动)不断上升,无论是经济贸易水平还是金融投资活动,都在亚太地区或者世界范围举足轻重。据资料显示,2001年中国货物进出口贸易总额达到5098亿美元(其中出口2662亿美元,进口2436亿美元),在世界贸易排名中总量和结构都是第六位,排在美国、德国、日本、法国、英国之后,比加拿大、意大利、荷兰和中国香港地区都高。从1998年到2001年,我国对外贸易世界排名依次为11位、10位、7位和6位;贸易的飞速增长必将为金融业对外开放提供必要的前提和重要的物质基础。事实上,到2001年底,我国国际收支经常项目和资本(与金融)项目的双顺差就已经开始发生变化;资本与金融项目成为当年国际收支的亮点,表现为:(1)与经常项目相比,资本与金融项目顺差高出一倍;(2)在资本与金融项目中,金融项目顺差占99.9%。可见,如此巨大的国际业务量必将能够为离岸金融市场的繁荣提供必要的物质保证。

#### 5. 亚太地区金融格局的重新划分,使上海离岸金融中心建设获得“天赐”良机

新世纪伊始,全球经济格局发生了许多新的变化。整体上,以欧盟、日本和美国为代表的发达经济开始进入全面调整时期:日本经济经历了“大爆炸”后一蹶不振,从20世纪90年代以来一直处于“负增长”阴影笼罩之下;美国经济尽管已经出现一些复苏迹象,但仍然没有远离低增长和不确定的怪圈;甚至欧洲经济也露出了“疲惫”态势,正如著名的经济学家、诺贝尔奖获得者斯蒂格利茨所指出的那样,这是全球金融体系“潜在危机倾向”所致:日本和中国等亚洲国家/地区将大量的资本如外汇储备等转入世界最富有的美国和欧盟,违背了“富国资本理应注入穷国”的常理,造成了全球存在“收入闲置不用”倾向,使得全球经济普遍陷入“通货紧缩”趋势之中,他认为,投资美国公债收益率只有1.75%,而投资国内经济报酬率可达到1—2成;因此尽快改革全球储备体系,扭转“潜在危机倾向”,是全球摆脱“通货紧缩”的根本出路。

的确,东亚日本、中国大陆、中国台湾和香港地区的外汇储备随着它们的国际经济活动增强增长飞快,分别成为世界前4位。2001年末我国外汇储备达到2121.65亿美元,今年1月底台湾地区外汇储备1236.29亿美元,今年3月底,日本外汇储备为4015亿美元,香港地区达到1100亿美元。对它们的开发利用必将推动中国经济发展产生深远的影响;而它们的到来又会增强上海离岸金融市场的内外辐射功能。

事实上,目前国内企业利用外资的“成本倒挂”现象已经十分突出了。一方面,我国拥有全球第二位的外汇储备,国内企业不能直接利用;另一方面,众多国内企业在国际资本市场上筹资成本很高。因此,众多国内企业无法从银行及时获得外汇贷款,国内银行富余外汇多是直接调往国外分支机构;在国际金融市场上转一圈后又多贷给了中资海外机构;而大多数中资海外机构多年来经营形势不好——一旦亏损破产就可能给国家带来直接损失。

总之,亚太地区金融格局的重新调整为离岸金融市场的建设提供了充分必要的条件。抓住

这个难得的机遇,建设离岸金融市场是上海提升国际金融中心地位的最佳选择。

### 三、上海离岸金融市场的功能定位

综上所述,上海建设离岸金融中心已经非常必要,而且时机条件已经成熟。下面是怎样建的问题。笔者认为,上海建立离岸金融市场的后发优势就在这里。从国际上看,目前既有以离岸金融市场为主体的独立中心(如中国香港、新加坡等),又有以离岸金融市场为手段的综合金融中心(如纽约、伦敦和东京等);既有离岸金融市场与国内金融市场独立的隔离型离岸金融市场,又有离岸金融市场与国内金融市场相互渗透整合型离岸金融市场。中国最终的国际金融中心定位应该是充分发挥“国内金融市场—离岸金融市场—国际金融市场”三者各自效率的金融中心,应该是既能发挥国内金融资源综合利用又能提高国际金融资源配置效率,最终服务于长期经济增长的目的,达到相互促进、相互融合的那种境界——即综合服务型国际金融中心。因为上海既拥有强大的中国国内经济背景又将具备诸如亚洲最大的港口等现代化转口贸易的条件,客观上能为上海后发优势增添许多光彩。

但是,短期内上海切实可行的选择应该是内外隔离型的融资金融中心,其主要目的只能是服务于国际来华投资资本和东南亚各国资本。因为国内的大多数企业还需要在国内金融市场上培养锻炼,其本身的素质顶多只能在离岸金融市场的“近海岸”附近去尝试游泳,而且还必需是素质较好的企业。国内企业最好是先让“三资”企业进入这一市场为主,来逐渐增强体魄。不仅如此,这一选择也是上海更好地融入国际市场、分享国际金融利益的最好的选择。因为只有将离岸金融市场上的蛋糕做大了,才能分享到更多的利益:上海离岸金融市场的建设的确要考虑到中国香港地区的利益。笔者不赞成笼统地将香港定位为“离岸”而将上海定位为“国内”的错误定位(因为上海也要发展离岸金融市场),更反对简单地回避这一问题。事实上,美国20世纪50—60年代离岸金融市场的发展与伦敦国际金融市场就发生过相互竞争的关系,更何况上海与香港;关键是如何让互补关系超过相竞关系。从目前的状况看,上海离岸金融市场的发展如果能够吸引更多的来华投资则对香港转口贸易有利,能够促进香港国际金融中心地位的发展。

#### 参考文献:

- [1]姜波克. 国际金融学[M]. 上海:复旦大学出版社,2001.  
 [2]戴国强. 货币银行学[M]. 上海:上海财经大学出版社,2001.  
 [3]杨咸月. 推进上海国际金融中心战略选择[N]. 国际金融报. 2000-11-30.

## A Study on the Development of Off-shore Financial Market

YANG Xian-yue<sup>1</sup>, HE Guang-hui<sup>2</sup>

(1. Shanghai Financial Working Commission of CCPC, Shanghai 200003, China;

2. Department of International Finance, Fudan University, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** The development of offshore financial market plays an important and positive role in the formation of financial center of a country and in the enhancement of its international status. China is no exception. The development of offshore financial market is not only quite necessary but also rather feasible. Certainly, the orientation of offshore financial market in China must accord with the environment in China, with the economic acceleration of China as well as the requirement of development of national financial market.

**Key words:** off-shore financial market; necessity; feasibility; orientation