

离岸金融市场与美元国际地位的维持

于春海

离岸金融活动在特地地区的聚集，导致该地区离岸金融市场的形成，甚至使得该地区成为离岸金融中心。这对于所在地的经济、金融、就业和收入等都具有积极影响。基于这样的考虑，在过去几十年中，很多国家和地区都采取各种措施和手段推动本地离岸金融市场的建立和发展。在流行观念中，离岸金融市场的产生和发展，是金融监管、财政和政治等因素作用的结果。所以，在推进离岸金融市场建立和发展的过程中，各国和各地区一般都会从金融监管制度和财政框架等方面制定优惠措施，以吸引离岸金融活动在本地区的聚集。

从离岸金融活动的币种结构来看，特定货币在离岸金融活动中的使用与该货币的国际地位存在着紧密的联系。从这样的事实特征出发，结合已有理论对货币国际地位的影响因素的讨论，建立和发展围绕本国货币的离岸金融市场，又成为很多国家推进本国货币国际化的重要举措。这也是当前我国推进人民币区域化和国际化的策略之一。

那么，离岸金融市场的发展到底依赖于什么样的力量？离岸金融市场的发展与货币国际地位之间到底存在什么样的联系机制？这是当前理论和政策实践中的重要问题。本文通过分析离岸金融市场的产生和发展历程，以及美元国际地位与美元的离岸金融活动之间的关系，对上述问题作出初步的回答。

一、离岸金融市场的产生发展和转型

离岸金融市场是指在一个特殊的金融监管和财政环境下向非居民提供金融服务的市场。离岸金融市场是从欧洲美元市场发展而来，但是其内涵已经突破早

期的欧洲美元市场的范畴,从最初在伦敦从事对非居民美元存款和贷款业务的市场发展到现在遍及全球的向非居民提供几乎所有金融服务的市场。在这一变化的背后,反映出离岸金融活动在发展动力、业务模式和功能等方面已经发生了深刻变化。¹

(一) 离岸金融市场的产生和发展

离岸金融市场的最初形态是欧洲美元市场。欧洲美元市场的产生和发展是政治、金融监管和政治等多方面因素共同作用的结果。首先是政治因素。二战后,马歇尔计划导致大量美元流入西欧;同时,苏东社会主义国家为了避免在美资产被冻结,将美元转存欧洲银行,欧洲美元市场的供给就此产生。²其次是美国的金融监管和资本管制。20世纪60年代,美国在维持29~33大危机后建立的严格金融管制的同时,针对国内金融体系和国际收支的新变化,进一步加强金融监管和资本管制。³这不仅限制了外国企业在美国的融资行为,而且对美国金融机构特别是银行的盈利水平和竞争力也产生了显著的负面影响⁴。受此影响,外国企业转向欧洲美元市场寻找美元资金的融资来源;美国银行通过在伦敦等地建立分支机构,规避国内严格的金融监管和资本管制,拓展融资来源和对外投资渠道,降低成本和提高利润。⁵由此导致美元离岸金融活动的产生和发展。第三,1957年的英镑危机之后英国限制英国银行对外国发放英镑贷款。为了拓展收益空间,伦敦的金融机构开始增加美元业务,大规模吸引非居民的美元存款,发放对非居

¹ Zorome (2007)认为离岸金融中心与欧洲货币市场具有共同的历史,并且离岸金融中心只是欧洲货币市场在地域上的扩展。

² 20世纪50年代,出于政治和资产安全的考虑,前苏东国家将美元转存到苏联政府在伦敦和巴黎开设的银行,这成为欧洲美元市场上最早的美存款。参见:Key and Terrell (1988)。

³ 包括:1964年实施利息平衡税、1965年实施外国信贷和汇兑法案、1972年的外国直接投资限制计划、1977年实施存款的现金准备要求(Q条例)、1979年实施定期存款利率上限(D条例)。

⁴ 1966年美国货币市场利率超过美元存款利率,储蓄人寻求更高的收益,银行面临“脱媒”现象,这迫使美国银行更多地依赖欧洲货币融资,由此带动了欧洲美元市场的进一步发展。

⁵ 对此问题的研究非常多,参见:Mayer (1979)、McKinnon (1979)、Johnston (1983)、Niehans (1984)、Krugman and Obstfeld (1991)、Key and Terrell (1988)、Cassard (1994)、Errico and Musalem (1999)、FSF (2000)、McGuire (2004)、Zorome (2007)、Dong and McCauley (2010)。

民的美元贷款。同时,英国为了维持伦敦作为主要国际金融中心的地位和竞争力,对金融机构与非居民的美元交易实行不同于国内的监管规定,不征收存款利息预扣税,不实行存款准备金要求。较为宽松的监管和财政环境,将美元离岸业务吸引到伦敦市场,使得伦敦市场成为美元离岸交易的中心,即欧洲美元市场的中心。

1

较为宽松的监管和财政环境,使得欧洲美元市场具有了比在岸市场更高的金融中介效率。这种效率优势是推动欧洲美元市场进一步发展的重要力量。²欧洲美元市场的效率优势吸引越来越多的货币和金融机构进入到该市场。在此推动下,欧洲美元市场逐步演变成欧洲货币市场,市场的币种结构日益多样化,从美元扩展到英镑、马克³、法郎和日元等;在市场参与者结构中,银行依然占据主导地位,但是有越来越多的非银行金融机构参与其中;业务也从美元存款和贷款扩展到多币种的存款、贷款、债券、商业票据和股票等。这使得离岸金融市场从早期狭义的欧洲美元市场逐步演变欧洲货币市场。

离岸金融市场在特定地区的聚集,能够给东道国带来多方面的好处,包括:
1) 获得进入国际资本市场的渠道, 2) 吸引所需的外国技术和技能, 3) 在保护国内金融机构的同时引入竞争因素, 促进本地金融发展程度的提高, 4) 从离岸金融活动中获得收入, 5) 创造新的就业。⁴这是很多国家和地区建立离岸金融设施和发展本地离岸金融市场的重要动因。美国和日本等发达国家和地区从 80 年代初开始在国内建立离岸金融市场。两次石油危机使得石油出口国积累了巨额

¹ Cassard (1994)认为,伦敦离岸离岸美元市场和国际金融中的地位源于多方面因素,包括: 1) 开放的历史, 2) 作为主要贸易和工业国家的地位, 3) 不实行存款准备金要求, 4) 灵活的财政和金融监管制度, 对非居民实行不同于国内的监管规定, 不征收存款利息预扣税, 5) 有效的清算和交割体系, 6) 简便的商业程序, 7) 规模经济。

² McGuire(2004)的研究表明,欧洲美元存款的增长是欧洲银行相对于美国银行的效率优势的函数。

³ 20 世纪 70 年代,德国货币当局对非居民发行德国马克债券的限制推动了欧洲马克市场的发展。

⁴ 参见: Errico and Musalem (1999)。

“石油美元”。出于政治、安全和金融利益考虑，石油美元选择欧洲美元市场作为存放地。拉美地区存在贸易逆差的国家为了将石油美元导入本地区，推动进口替代工业化战略的实施，纷纷建立离岸金融市场。亚洲地区的新加坡和香港等，为了推动本地区金融业的发展，并通过金融业带动本地区整体经济的增长，适应本地区经济高速增长带来巨大的投融资需求以及存在严格的金融监管和资本管制的事实，也相继建立了离岸金融市场。这推动了欧洲货币市场的迅速发展，并在地域上突破欧洲的范围，逐步形成遍及全球的离岸金融市场。在此推动下，离岸金融市场突破了欧洲地域范围，扩展非洲、亚太、中东和拉美等所有地区。

在这个发展过程中，离岸金融活动和离岸金融市场的内涵发生了显著变化。离岸金融活动最初是指在货币发行国以外开展该货币的存款和贷款业务，并且存贷业务不受所在地和货币发行国的金融监管权的管辖。在这个定义中，离岸金融活动必须具备四个基本要素：1) 活动地点在货币发行国之外，2) 存款来源和贷款对象是非居民，3) 外币的存款和贷款业务，4) 不同于东道国和货币发行国的金融监管框架与财政环境。随着时间的推移，在全球范围内金融监管制度变革和微观金融创新的共同作用下，离岸金融活动的内涵不断扩展。现在所说的离岸金融活动，泛指在一个特殊的金融监管和财政环境中为非居民提供的所有金融服务。在这个宽泛的定义中，离岸金融活动的基本元素包括：1) 非居民，2) 不同于东道国和货币发行国的金融监管框架与财政环境。¹我们可以把前者称作“狭义的离岸金融活动”，把后者称作“广义的离岸金融活动”。与此相对应，离岸金融市场从最初在伦敦从事对非居民美元存款和贷款业务的市场发展到现在遍及全球的向非居民提供几乎所有金融服务的市场。

¹ 离岸金融业务的币种可以本币、也可以是外币；离岸金融市场的地点可以在国外、也可以在国内，这意味着离岸金融市场和在岸金融市场在地理位置上可以重叠，即在同一地点存在两个平行的监管管辖权。

(二) 离岸金融市场的转型

从离岸金融市场的产生和发展过程来看,欧美发达国家国内严格的金融监管和资本管制措施,是 20 世纪 50、60 年代推动离岸金融市场产生和发展的重要原因。从 20 世纪 70 年代后期开始,发达国家不断放松金融监管、资本账户管制、降低税率和加强国际合作,离岸市场和发达国家国内市场的监管框架和财政环境趋于统一。这在一定程度上削弱了离岸金融市场的传统优势。此外,金融市场的微观变化,特别是金融创新和资产证券加速发展,导致金融衍生品交易的规模急剧膨胀。这推动了金融机构业务模式的显著变化,特别是传统同业市场业务的减少和衍生品业务的增加。由于金融衍生品交易具有较高的复杂性和风险性,所以,金融衍生品的交易必须依赖主要金融中心完善的金融基础设施,包括审慎性监管、信息披露、结算和支付体系等。最后,纽约、伦敦等主要国际金融中心的规模、流动性和深度不断提高,清算和结算等市场基础设施不断完善。这三个方面的变化结合在一起,对离岸金融市场构成了挑战。

如果不考虑其他因素的作用,仅仅是上述三个方面变化的影响,应该会导致离岸活动在全球跨境金融活动中的份额逐步下降。从 BIS 统计的离岸金融中心¹的数据可以看出,在所有报告银行的外部负债²中,离岸金融中心所占份额在 20 世纪 90 年呈现明显的下降趋势,从 1991 年的 17.1% 降至 2000 年的 11.5%。(见图 1)³但是必须注意到,BIS 统计口径中的离岸金融市场数据并不能全面反映全

¹ BIS 对离岸金融中心的定义是: OFC 属于金融管辖权范畴,在 OFC 的管辖范围内,银行外部债务¹和国际证券发行占所在地 GDP 的比重接近于或超过 50%,并且银行外部债务与国际证券发行的绝对规模超过 10 亿美元。在这个定义的基础上,BIS 所界定的离岸金融中心包括: Aruba、Bahamas、Bahrain、Barbados、Bermuda、Cayman Islands、Curacao、Gibraltar、Guernsey、Hong Kong、Isle of Man、Jersey、Lebanon、Macao、Mauritius、Netherlands Antilles、Panama、Residual former Netherlands Antilles、Samoa、Singapore、Sint Maarten、Vanuatu 和 West Indies UK,共 23 个国家和地区。

² 在 BIS 的统计数据中,银行的跨境头寸或外部头寸是指银行与位于外国的银行和非银行的资产和债务头寸,包括本币和外币头寸。

³ 2011 年的数据截止 2011 年 3 月底,其他年份的数据截止当年年底。

球范围内离岸金融活动的变化趋势。BIS 统计口径中的离岸金融中心，不仅是一个管辖权范畴，还加进了宏观经济影响考量，即考虑了离岸银行活动的绝对规模及其在当地总体经济中的相对规模。¹ 本文的目的是考察离岸金融活动与离岸市场的发展演变及其影响，所以，我们需要一个更为宽泛的定义。将离岸金融市场界定为一个特殊的管辖权范围，在此范围内金融机构为非居民提供金融服务时不受在岸金融监管的约束²。这样就可以把所有存在离岸金融市场的国家和地区都界定为离岸金融中心。

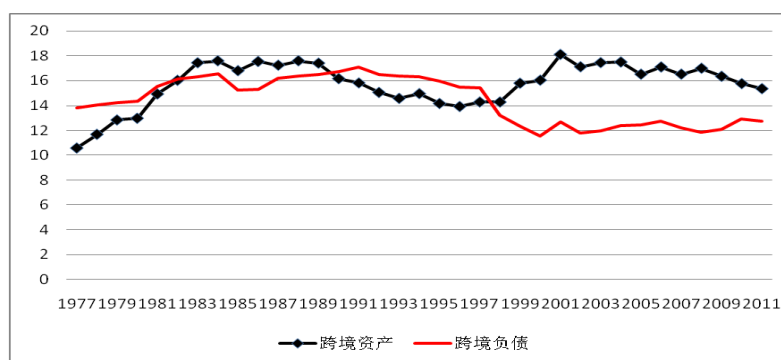


图 1 离岸金融中心在银行跨境头寸中的份额 (%) : BIS 的统计口径³

综合 IMF、FSF⁴、BIS、Errico and Musalem (1999)⁵以及 Zorome (2007)⁶的

¹ 参见前面脚注中给出的 BIS 对离岸金融中心的定义。

² 包括存款准备金要求、银行交易税、利息和汇率限制、关于流动性和资本充足率的监管审查与信息披露要求等。参见：Errica and Musalem (1999)。

³ 数据来自 BIS 的 Locational Banking Statistics。

⁴ IMF 和 FSF 对离岸金融中心的定义是：离岸金融中心 (OFCs) 代表的是一个管辖范围，在这个管辖范围中，针对在岸银行的很多监管规则不适用于离岸银行的活动，包括存款准备金要求、银行交易税、利息和汇率限制、关于流动性和资本充足率的监管审查、信息披露要求；离岸金融中心的对外资产和负债与国内经济的经常项目交易不成比例。FSF 界定的离岸金融中心包括：Andorra、Anguilla、Antigua and Barbuda、Aruba、Bahamas、Bahrain、Barbados、Belize、Bermuda、British Virgin Islands、Cayman Islands、Cook Islands、Costa Rica、Cyprus、Gibraltar、Guernsey、Hong Kong、Ireland、Isle of Man、Jersey、Lebanon、Liechtenstein、Luxembourg、Macao、Malaysia (Labuan)、Malta、Marshall Islands、Mauritius、Monaco、Nauru、Netherlands Antilles、Niue、Panama、Samoa、Seychelles、Singapore、St. Kitts and Nevis、St. Lucia、St. Vincent and the Grenadines、Switzerland、Turks and Caicos Islands，共 42 个。IMF 在此基础上进一步增加了 Vanuatu、Dominica、Grenada、Montserrat 和 Palau，使得离岸金融中心的数量达到 46 个。参见：Zorome (2007)。

⁵ Errico and Musalem (1999)把 BIS、IMF、OECD 世界银行、金融稳定论坛 (FSF) 以及银行监管者离岸小组界定的离岸金融中心综合在一起，认为全球有 69 个离岸金融中心。

⁶ Zorome (2007)给出的 OFC 的定义是：OFC 是一个国家或特定的管辖权范围，在这个范围内金融机构为非居民提供的金融服务的规模远远超过国内经济规模和国内经济融资需求。Zorome 界定的离岸金融中心包括：Bahamas、Bahrain、Barbados、Bermuda、Cayman Islands、Cyprus、Guernsey、Hong Kong、Ireland、Isle of Man、Jersey、Latvia、Luxembourg、Malta、Mauritius、Netherlands Antilles、Panama、Singapore、Switzerland、UK、Uruguay、Vanuatu，总共 22 个。

研究，可以将下列共 73 个国家或地区归为离岸金融中心。¹在这 73 个 OFCs 中，向 BIS 报告数据的有 59 个。²在这些国家和地区中，日本、英国、美国、爱尔兰、马来西亚和泰国等，都是在国内特定地区设立专门针对离岸银行活动的管辖权范围，即所谓的“在岸的离岸金融市场”。美国和日本单独报告了国内离岸市场³上银行的跨境头寸，其他国家并没有单独报告这方面的数据。这会带来一定程度的分析偏差。

在更为宽泛的统计口径中，离岸银行所中介的全球跨境资金流动的相对规模较为稳定。在经过 20 世纪 70 和 80 年的迅速增长之后，离岸银行在全球范围内以银行为中介的跨境资金流动中所占据的份额维持在 50%左右，详见图 2。⁴这一比重在 20 世纪 90 年代以来没有出现太大的变化。由此可以认为，在以银行为中介的全球跨境资金流动中，运作于不同监管和财政环境下的离岸金融市场，作为可供选择的中介渠道之一，其相对作用并没有明显下降。发达国家金融放松

¹ 包括：Andorra、Antigua and Barbuda、Aruba、Austria、Australia、Bahamas、Bahrain、Barbados、Belize、Bermuda、Campiona、Cayman Islands、Cook Islands、Costa Rica、Curacao、Cyprus、Djibouti、Dubai、Dominica、Gibraltar、Grenada、Guernsey、Hong Kong、Hungary、Ireland (Dublin)、Israel、Sark and Isle of Man、Japan (JOM)、Jersey、Kuwait、Lebanon、Liberia、Liechtenstein、Latvia、Luxembourg、Macao、Madeira、Malaysia (Labuan)、Marianas、Malta、Marshall Islands、Mauritius、Micronesia、Monaco、Nauru、Netherlands、Netherlands Antilles、Niue、Oman、Palau、Panama、Philippines、Puerto Rico、Residual former Netherlands Antilles、Russia、Samoa、Seychelles、Singapore、Sint Maarten、St. Kitts and Nevis、St. Lucia、St. Vincent and the Grenadines、Switzerland、Tangier、Thailand (BIBFs)、Turks and Caicos Islands、UK (London)、USA (IBFs)、Uruguay、Vanuatu、West Indies UK¹、West Samoa。

² 包括：Andorra、Aruba、Austria、Australia、Bahamas、Bahrain、Barbados、Belize、Bermuda、Cayman Islands、Costa Rica、Curacao、Cyprus、Djibouti、Dominica、Gibraltar、Grenada、Guernsey、Hong Kong、Hungary、Ireland、Israel、Sark and Isle of Man、Japan、Jersey、Kuwait、Lebanon、Liberia、Latvia、Luxembourg、Macao、Malaysia、Malta、Marshall Islands、Mauritius、Micronesia、Nauru、Netherlands、Netherlands Antilles、Oman、Palau、Panama、Philippines、Residual former Netherlands Antilles、Russia、Samoa、Seychelles、Singapore、Sint Maarten、St. Lucia、St. Vincent and the Grenadines、Switzerland、Thailand、Turks and Caicos Islands、UK、USA、Uruguay、Vanuatu、West Indies UK。

³ 美国的国际银行设施 (IBFs)，日本的离岸市场 (JOM)。

⁴ 基于 BIS 本地银行统计数据，只能粗略地反映离岸银行在跨境资金流动中介中的相对作用。可能导致的误差的原因有：1) BIS 统计的只是“报告银行”的数据，截至 2009 年只有 42 个国家和地区向 BIS 报告期银行的跨境头寸数据；2) 在这 42 个国家和地区中，开始向 BIS 报告数据的时间也存在很大差异，英国、美国、日本、荷兰等国家始于 1977 年，百慕大、格恩西岛、泽西岛、马恩岛、巴拿马和塞浦路斯等在 2000 年以后才开始向 BIS 报告数据；3) 在向 BIS 报告银行跨境头寸数据的国家和地区中，建立离岸市场和离岸中心的时间与报告数据的时间也不一致；4) 很多国家和地区存在平行的离岸市场和在岸市场，例如美国、英国、日本、新加坡和香港等，但是只有美国将离岸市场单独出来报告数据；5) 文中所界定的、并且可以获得数据的 59 个离岸金融中心，在一开始可能并不是离岸金融中心，例如，泰国在 1993 年建立 BIBFs，美国在 1981 年建立 IBFs，马来西亚在 1990 年建立 Labuan 离岸金融中心，日本在 1986 年建立 JOM。

管制、资本账户开放以及金融市场的微观创新等变化，影响的是银行中介的整体规模，在银行中介内部离岸金融活动与在岸金融活动的相对地位并没有受到显著影响。

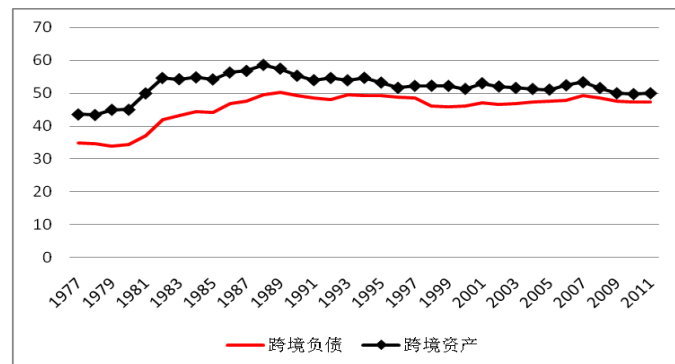


图 2 离岸金融中心在银行跨境头寸中的份额 (%)：宽泛的统计口径¹

随着地缘政治、监管制度优势和财政优势的逐步丧失，离岸金融市场也逐步丧失了早期的发展动力。但是在此背景下，离岸金融中心在跨境资金流动中介的相对作用并没有显著下降。时至今日，离岸金融市场依然中介了全球跨境资金流动的 50%左右。这意味着离岸金融市场在丧失传统优势和发展动力的同时，找到了新的发展动力。利用全球范围内金融活动分工模式不断深化所带来的机遇，离岸金融市场重新寻找自身在全球金融分工中的定位，调整业务模式，提供新的金融服务，由此为离岸金融活动的发展提供新的动力。

首先是调整在国际金融活动中的定位，基于自身的经济规模、金融市场发展程度、提供金融服务的能力以及所在区域的国际分工特征，选择离岸金融服务的供给模式和种类，并逐步形成在全球形成一个具有内在分工和联系的离岸金融市场体系。Cassard (1994)根据离岸金融市场上的资金来源和用途、流动性以及交易类型，将离岸金融中心可以分为初级离岸金融中心、二级离岸金融中心和记账离岸金融中心三类。

¹ 根据 BIS 的本地银行统计数据计算而来。

初级离岸金融中心也被称为国际性离岸金融中心。一般都是以本地高度流动性的金融市场作为依托，市场规模较大，具有发达的支付和结算体系。初级离岸金融中心能够提供全方位的金融服务，为全世界客户提供金融中介服务，并在市场所在区域内同时安排资金来源和资金运用。根据资产规模衡量，伦敦是最大的初级离岸金融中心，其次是美国的国际银行设施（IBFs）和日本的离岸市场（JOM）。要成为国际性离岸金融中心，必须具备很多条件。以伦敦为例，作为典型的、也是最大的国际性离岸金融中心，伦敦的国际地位来自：1）开放的历史，2）作为主要贸易和工业国家的地位，3）不实行存款准备金要求，4）灵活的财政和金融监管制度，对非居民实行不同于国内的监管规定，避免对利息支付征收预扣税，5）有效的清算和交割体系，6）简便的商业程序，7）规模经济。

二级离岸金融中心也被称为地区性离岸金融中心，其功能主要是通过银行间市场将资金引入或导出所在地区。二级离岸金融中心主要有：亚洲地区的香港、新加坡和纳闽、中东地区的巴林和黎巴嫩、拉美地区的巴拿马以及欧洲的卢森堡、马耳他、都柏林、直布罗陀、塞浦路斯和马德里。二级离岸金融中心所在地的经济规模一般较小，所在地存在某些较为发达的金融市场，但是整个金融市场体系并不健全。所以，二级离岸金融中心并不会提供全方位的金融服务，而是专门从事某几项金融活动。新加坡是东南亚的地区性离岸银行中心，也是全球第四大外汇交易中心。新加坡的银行和外汇市场非常发达，但是债券、股票和期货市场不发达。香港是亚洲另一个主要的地区性离岸金融中心，专门从事欧洲信贷的银团贷款、基金管理和股票交易。卢森堡专门从事欧洲债券上市服务、投资基金管理及私人银行业务。二级离岸金融中心的优势一般来自于：1）在地理位置上靠近某个经济大国或某一富有活力的经济区域；2）具有自由的金融环境、相对较好

的基础设施和人力资本供给；3) 灵活、高效的金融监管制度和富有吸引力的税收体系；4) 具有一定深度和流动性的本地金融市场；5) 高效的支付和结算体系。

账面离岸金融中心不从事资金中介服务,只是为其他管辖区的交易提供登记注册服务,通常又被称为“避税港”。账面离岸金融中心一般位于加勒比地区。主要的账面离岸金融中心有:开曼群岛、巴哈马群岛、荷属安的列斯、英属维京群岛、阿鲁巴、百慕大、巴巴多斯、海峡群岛、塞瑟尔、特克斯和凯斯特群岛、马绍群岛和瓦努阿图等。账面离岸金融中心提供的服务包括国际银行执照¹、总部服务、结构性金融服务、资金管理、信托业务、税收规划和洗钱等。总体而言,账面离岸金融中心一般是作为金融机构和企业的注册地和记录金融交易的地点,也是大量国际机构的空壳分支机构的所在地。这类中心的资金来源和资金运用都在区域以外。作为账面离岸金融中心,竞争优势一般来自:1) 极低的、甚至是零税负;2) 宽松的审慎监管要求;3) 宽松的、灵活的注册和许可制度,简化的商业程序和较低的行政成本,4) 可以灵活地使用信托或其他特殊的法人载体,5) 匿名性和私密性,5) 避税和洗钱的便利性。

20世纪80年代中期以来,美国和日本在国内建立的离岸金融市场,在经历了初期的高速增长之后,随着国内金融自由化改革和资本账户开放,对离岸银行活动的吸引力逐步丧失,在全球离岸银行活动中所占份额急剧下降。(详见图3)英国作为传统的国际性离岸金融中心,在金融自由化改革之后,在全球离岸银行活动中的地位显著上升。美国的纽约、日本的东京和英国的伦敦都是国际金融中心,但是金融自由化改革对其所承担的离岸银行活动有着显著不同的影响。原因

¹ 2001年,在开曼群岛注册的银行有575家,在巴哈马群岛注册的银行有418家。

在于，伦敦是典型的国际离岸金融中心，整个市场主要依赖于离岸业务，离岸金融活动占据整个市场的绝大部分比重¹；而美国和日本的金融市场主要依赖国内业务，国内市场和离岸市场的结合非常有限。市场特征的差异导致两者金融自由化改革的目标取向存在显著差异。美国和日本希望通过金融自由化改革提高在岸金融活动的效率和吸引力，这导致 IBFs 和 JOM 的优势和吸引力下降²。英国金融自由化改革的目的是提高伦敦作为国际金融中心的整体吸引力。由于伦敦市场上在岸业务与离岸业务的结合较为紧密，所以，金融自由化改革对离岸业务和在岸业务没有明显的偏向性，离岸业务的相对优势没有被削弱。美日与英国在全球离岸金融活动中的份额呈现截然不同的变动趋势，这反映美日与英国在维持各自作为国际金融中心的地位时，采取了截然不同的战略。美国和日本依赖在岸金融市场的发展来提升在国际金融活动中的竞争力，英国则是依靠发展离岸金融市场来提升在国际金融活动中的竞争力。

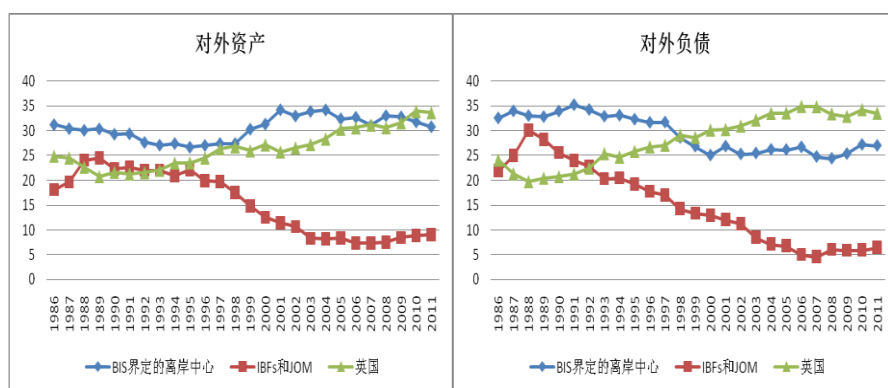


图 3 在全部离岸银行活动的比重 (%)³

BIS 界定的离岸中心主要是二级离岸金融中心和账面金融中心。主要的二级

¹ 1991 年，伦敦市场上本币交易占总交易额的比例只有 25%左右，80%左右的国际银行业务是由外国银行承担的；在国外市场上交易的欧洲股票有 95%左右是在伦敦市场上进行交易的；伦敦市场上外国股票交易量是纽约的 3 倍，是东京的 60 倍；伦敦是欧洲货币市场的中心，欧洲债券市场 3/4 的活动是在伦敦市场上完成的；伦敦还是全球最大的外汇市场、投资、基金管理和私人银行业务的国际中心。参见：Cassard (1994)。

² 美国和日本由于担心离岸金融活动对国内金融稳定性和活动行为产生较大干扰，一直不愿意放弃两个市场之间的分隔，甚至在一定程度上限制离岸市场的过快扩张。

³ 全部离岸银行活动是指报告银行对宽泛统计口径下所有离岸金融中心的跨境资产和负债。根据 BIS 本地银行统计数据计算而来。

离岸金融中心和账面离岸金融中心的对外负债占比明显下降,这说明它们在吸纳资金方面的地位相对下降。对外资产占比有一定程度的上升趋势,这反映其对外投资能力的上升。两者变化趋势的差异,在一定程度上反映它们中介全球跨境资金流动方向的变化,吸纳本地区资金、然后将资金配置到其他地区,这已经成为二级离岸金融中心和账面离岸金融中心的重要功能。从图4中可以看出,账面离岸金融中心的对外银行资产一直高于对外银行负债;亚太和中东二级离岸金融中心从90年代后期开始,对外银行资产超过对外银行负债。离岸金融中心的对外负债是其吸纳的非居民本币和外币资金,这与其吸纳的本地居民外币资金结合在一起,共同构成其国际负债。对外资产与对外负债的差额主要是由对居民的外币头寸来弥补。在对外资产超过对外负债的情况下,意味着离岸中心通过吸纳本地居民的外币资金,支持其对非居民的资金供给。

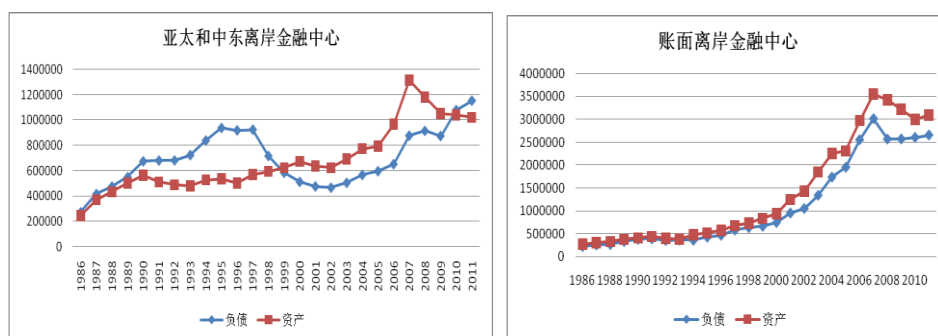


图4 主要二级和账面离岸金融中心的对外资产与负债 (百万美元)¹

其次是开拓新的离岸金融服务。在传统银行存款和贷款业务受到在岸市场激烈竞争并不断萎缩的情况下,离岸金融市场利用各种措施吸引金融机构、企业和富裕个人的进入,并为之提供新的金融服务,满足不同主体对金融服务的差异性需求。离岸金融中心增加其吸引力的措施包括:1)能够降低显性税负和增加净

¹ 亚太和中东离岸金融中心包括:香港、澳门、新加坡、马来西亚、菲律宾和泰国;账面离岸金融中心包括:巴哈马群岛、巴巴多斯、百慕大、开曼群岛、马恩岛、泽西岛、荷属安的列斯和英属西印度群岛。数据来自 BIS。

利润的财政制度¹ , 2) 能够降低隐性税负和增加净利润的监管框架² , 3) 宽松的、灵活的注册和许可制度,简化的商业程序和较低的行政成本 , 4) 保护委托-代理关系的完善的法律框架 , 5) 接近于大的金融中心 , 6) 可以灵活地使用信托或其他特殊的法人载体 , 7) 匿名性和私密性 , 9) 避税的可能性。³这些措施不仅能够推动离岸金融市场的持续增长 , 而且还推动离岸金融市场业务的多样化。在传统离岸存款和贷款业务之外 , 国际银行执照⁴、总部服务⁵、结构性金融服务⁶、保险业务⁷、资金管理⁸、信托业务、税收规划⁹和洗钱¹⁰等 , 成为离岸金融市场新的增长源。

无论是基于 BIS 的统计口径、还是基于本文界定的更为宽泛的统计口径 , 报告银行在离岸金融中心的存款占报告银行对离岸金融中心的总资产的比重显著下降。1995 年以来 , 在 BIS 的统计口径下 , 该比重下降了近 14 个百分点 , 从 1995 年的 96.5% 降至 2011 年 3 月的 82.9%。在宽泛的统计口径下 , 该比重下降了近 20 个百分点 , 从 1995 年的 93.7% 降至 2011 年 3 月的 74.9%。这反映出离岸金融中心对传统的银行存款和贷款业务的依赖性不断降低。

¹ 不征收资本税、股息或利息预扣税、转让税、公司税和资本利得税等。

² 没有外汇管制,金融监管较为宽松,较低的准备金和资本金标准,报告和信息披露要求较低,交易限制较少。

³ 参见: Errico and Musalem (1999)。

⁴ 跨国公司在离岸金融中心建立离岸银行来处理自身的外汇业务或便利国际融资;在岸银行通过在离岸中心建立完全所有的子公司,提供离岸资金管理服务。

⁵ 也就是所谓的离岸公司或国际业务公司服务。在离岸金融中心成立公司能够享受各种税收和法律优惠以及便利的行政程度。在离岸中心注册有限责任载体,可以帮助公司发行股票和债券等,为跨国并购和直接投资进行。根据美国政府问责办公室的数据,在美国股市上市的公司中有 732 家公司是在 OFCs 注册,其中包括可口可乐这样的跨国公司。参见:

⁶ 在金融创新和资产证券化的背景下,为了规避在岸金融监管、税收负担或者是为了隐匿资产负债表风险等,商业银行、投资银行和对冲基金在离岸金融中心注册成立 SPVs 或 SIVs。这是 20 世纪 90 年代后期以来离岸金融中心最广泛的用途。

⁷ 商业公司可以在 OFC 建立受限制的保险公司,用于管理风险和降低税负。在岸保险公司可以在 OFC 建立分子机构,对母公司承保的风险进行再保险,并且降低总的准备金和资本金要求。

⁸ 为了避免国内金融风险,突破国内的外汇管制,逃避国内的法律风险,转移财产,避免财产在国内被没收的风险,富裕个人和企业将资产转移到离岸金融中心。

⁹ 通过隐藏收入、投资收益和转移应税收入,达到降低税负或逃避税的目的。

¹⁰ 利用离岸中心的私密性和匿名性,实现洗钱的目的。

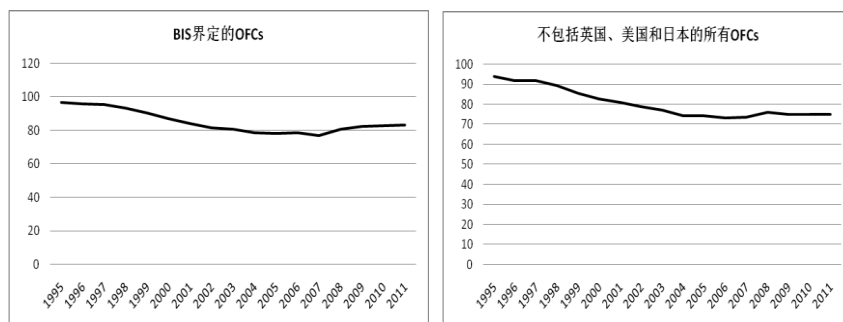


图 5 OFCs 吸纳的存款占总银行负债的比重 (%) ¹

离岸金融市场在产生之初主要业务是传统的银行存款和贷款业务,具有明显的银行间市场的特性,特别是欧洲美元市场²。但是在 20 世纪 80 年代以来,随着离岸金融活动的扩张和多样化,国际证券发行和承销等业务成为离岸金融活动重要的增长源。1988 年以来,离岸金融中心的国际债务证券发行的年均增长率达到 15.4%,国际债务证券发行规模占跨境资产的比重上升了 60 个百分点左右,从 1987 年的 17.1%升至 2011 年 3 月的 77.8%。这种趋势也成为离岸金融中心业务多元化的重要体现。

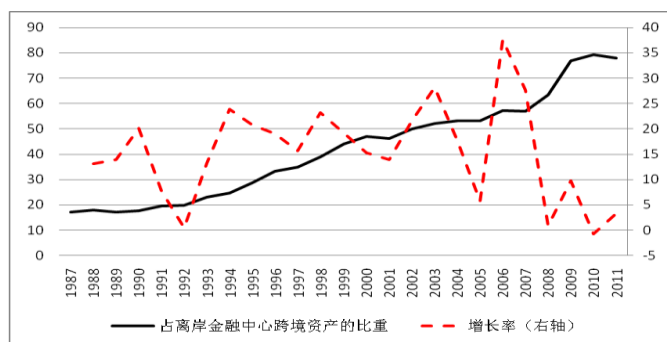


图 6 离岸金融中心的国际债券发行 (%) ³

20 世纪 80 年代以来,二级和账面离岸金融中心通过提供税收和金融监管等方面的优惠措施,吸引越来越多的银行在离岸中心建立分支机构或子公司,以离岸金融中心为中介开展融资或投资活动。从 BIS 界定的离岸中心的负债数据中

¹ 根据 BIS 本地银行统计数据计算而来。

² 参见: Errico and Musalem (1999)。

³ 数据来自 BIS 本地银行统计和证券统计。这里的离岸金融中心不包括美国、日本和英国。

可以看出，本地银行统计口径下的负债规模大于合并银行统计口径下的负债规模，并且两者的差额越来越大。¹在 BIS 的统计口径中，本地银行统计与合并银行统计的差异在于，后者剔除了同一银行位于不同国家或地区的不同子银行之间或母银行与子银行之间的头寸。所以，数据中所反映出的两者之间不断扩大的差距，意味着通过离岸中心的资金流动有很大一部分是在同一银行内部进行的。这已经成为离岸中心的重要业务。

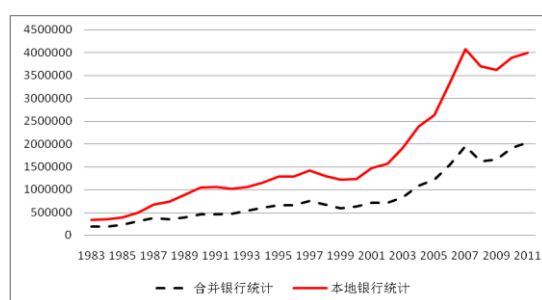


图 7 BIS 界定的离岸中心的负债 (百万美元)²

二、美元国际地位的支撑因素

(一) 流行观点

美元国际地位的支撑因素是什么？对此问题的研究基本都是围绕两个样本对象展开的，第一个是美元国际地位的取得，即二战以前国际货币领导权的更迭，美元取代英镑而成为主导性国际货币。第二个是二战以后，特别是布雷顿森林体系崩溃以后，美元在日元、马克和欧元等货币的竞争压力之下依然维持国际货币的领导权，也就是美元国际地位的维持。

美元取得国际货币地位的过程是指美元超越英镑，成为主导性国际货币的过程。1872 年美国经济规模超过英国。1915 年美国的出口超过英国，美国从净债务国变为净债权国，英国从净债权国变为净债务国。20 世纪 20 年代，美元是唯一

¹ 在资产数据中可以看到同样的趋势。

² 数据来自 BIS 的本地银行统计与合并银行统计。

一可以根据固定价格兑换黄金的货币。但是，英镑和美元的国际地位的变化显然滞后于英美两国经济基本面因素的变化，直到 1945 年美元才超过英镑成为主导性国际货币。¹

美元国际地位的维持，是指在美元成为主导性国际货币以后，相关因素对美元既有国际地位的支持，对美元相对于其他货币的竞争力的支持。战后的 20 年间，相对于日本和西欧工业化国家，美国在经济、金融和政治等基本面因素以及军事力量等方面具有较为明显的优势。布雷顿森林体系的建立，从国际制度层面进一步对美元的国际地位形成了强有力的支持。从 20 世纪 70 年代开始，在经济、金融和政治等方面支撑美元国际地位的基本面因素不断弱化。日本和西欧工业化国家的经济实力迅速提高，与美国的经济差距不断缩小；美国的国际收支持续恶化，经常项目赤字持续积累；布雷顿森林体系崩溃，美元不再是法定的国际储备货币；冷战结束，日本和西欧在国家安全方面对美国的依赖性大幅降低；欧元的诞生，为各国提供了一个潜在的替代性国际储备货币。但时至今日，美元的国际地位并没有受到实质性挑战，美国作为主导性国际货币的地位并没有发生实质性变化。²

无论是美元在历史上取代英镑而成为主导性国际货币的过程，还是 20 世纪

¹ 对于美元取代英镑而成为主导性国际储备货币的时间，现有研究中存在一定的争议。大多数研究都认为，虽然美国很早就在经济、商业和金融实力方面超过英国，但是美元直到二战以后才取代英镑，成为主导性国际储备货币。这方面的研究参见：Triffin (1968)、Aliber (1968) 以及 Chinn and Frankel (2008) 等。也有一些研究认为，美元在 20 世纪 20 年代中期就已经超过英镑，成为首要的国际储备货币。但是 20 世纪 30 年代初期，美元的大幅贬值导致英镑重新取得国际储备货币的领导地位。在随后的两次大战期间，美元和英镑分享国际储备货币的主导权。二战结束后，美元完全取代英镑，成为主导性国际储备货币。参见：Eichengreen and Flandreau (2008)。

² Kamps (2006)、Goldberg (2007)、ECB (2009)、Goldberg and Tille (2008,2009) 等人研究了国际贸易计价货币选择模式的变化，结果表明欧元的诞生并没有从根本上削弱美元作为国际贸易计价货币的地位。ECB (2009)、Coeurdacier and Martin (2007) 以及 Thimann (2008) 分析了美元在国际债券市场中的主导地位。在世界各地所有流通中的债务证券中，以美元为面值的所占份额在 39% 左右。在国际债务证券中，即在发行国以外出售的证券或以发行国货币以外的货币命名的证券，以美元命名的证券占据了一半左右的份额。McGuire and von Peter (2009)、Coffey et al. (2009)、Goldberg, Kennedy and Miu (2010) 等人的研究表明，Goldberg (2010) 的研究表明，虽然 2000 年以后美国金融市场不断出现混乱、美元价值大幅变化，但是美元作为汇率制度安排的中心货币和国际储备货币的地位并没有下降。美元是外汇市场中最重要交易货币，也是国家贸易中关键的计价货币。在所有外汇交易中，以美元作为参照货币或计价货币的交易规模占据了 86% 以上的比重。

70年代以美元作为主导性国际货币地位的维持，都说明美元国际地位的变化滞后于经济、金融和政治基本面因素的变化，两者之间的关系呈现非线性特征。¹这引发对国际货币地位的可持续性及其深层次支撑因素的探讨。

Triffin (1968)、Aliber (1968)、McKinnon(1969, 1979)Krugman (1980)和Chinn and Frankel (2008)等人研究了美元替代英镑的历史过程，指出“在位优势”和网络效应使得国际货币地位具有一定的惯性，所以，虽然美国很早就在经济、商业和金融实力方面超过英国，但是美元直到二战以后才取代英镑，成为主导性国际储备货币。Bergsten(2005)通过研究美元替代英镑的历史过程发现，对外政策失误和国际收支危机有助于克服惯性因素，加速新兴国际货币对原有占据主导性地位的国际货币的替代过程。McKinnon (1998)认为，只有一些极端事件的出现才能危机美元的主导地位。

Cooper (1997)和 McKinnon(2001,2002,2003)等人强调了金融市场的重要性，认为金融市场的发达程度是影响货币作为国际载体货币的关键因素。布雷顿体系的崩溃并没有改变美国作为国际货币的地位。欧元的诞生并没有对美国的国际地位构成实质性挑战。日本经济实力的迅速提高，并没有推动日元国际地位的同步提高。在这背后一个非常重要的原因就是，与欧洲地区和日本相比，美国拥有最为发达的金融市场。Krugman(1980)、Dooley, Lizondo and Mathieson (1989)、McKinnon (1998)、Eichengreen and Mathieson (2000)、Kenen (2002,2003)、Truman (2007)以及 Chinn and Frankel (2007)等人的研究表明，在美元成为主导性国际货币以后，它在国际储备、国际贸易和国际金融中的广泛使用能够带来显著的网络外部性和在位优势，这使得美元的国际地位具有内在自

¹ Triffin (1968)、Aliber (1968)、Chinn and Frankel(2005,2007,2008)、Posen(2008)。

我维持性，即所谓的惯性。Rey(2007)、Rose(2007)、Setser(2007)、Curcuru, Dvorak and Warnock (2008)、Posen(2008)以及 Truman and Dowson(2008)等人认为，经济或金融因素并不能完全解释国际货币行为，美国在安全、商业甚至是文化方面的政治领导权，对货币领域中美元的使用具有至关重要的影响。其他国家政府和私人部门希望通过持有和积累美元资产进入美国的决策过程以及美国跨国政治联系中，进而获得相应的政治安全性。外国人对美国的投资虽然在金融层面并没有得到充分的利益补偿，但是可以得到政治或安全方面的补偿。¹

基于理论和实证研究的进展以及历史经验的分析与总结，人们对货币国际地位的支撑因素的认识不断扩展。在此基础上，可以把美元国际地位的支撑因素轨迹为如下几个方面：1) 美国的经济规模和市场规模²，2) 美国经济的效率和灵活性，3) 美元币值的历史稳定性和可预期性，4) 美国金融市场的发达程度、深度、流动性和效率，5) 网络外部性、递增收益和惯性，6) 美国的政治和军事力量。³

除此以外，现有理论和实证研究还指出，一国货币一旦取得了国际货币地位，它在官方储备货币、汇率盯住对象、外汇干预载体货币以及私人部门的货币替代手段、国际贸易和金融交易的计价和结算手段方面的地位，可以相互支撑和相互强化，能够显著地提升货币国际地位的自我维持性。Friedman (1971)认为，货币的价值储藏职能有助于提升其交易媒介职能。McKinnon (1998,2001,2002,2003)认为，美元在国际银行间市场特别是外汇市场上充当载

¹ Mundell (1998)、Bordo (2003)、Dwyer and Lothian (2003)研究了政治稳定性对货币国际地位的影响。

² Bergsten (1997)、McKinnon (1998)和 Mundell (1998)都强调了经济规模和市场规模的重要影响。

³ 相关研究参见：Aliber(1968)、Triffin(1968)、Bergsten(1975)、McKinnon(1969, 1979,1998,2001,2002,2003)、Kindleberger(1981)、Dooley, Lizondo and Mathieson(1989)、Alogoskoufis and Portes(1992)、Matsuyama, Kiyotaki and Matsui(1993)、Bergsten(1997)、Cooper (1997)、Portes and Rey(1998)、Eichengreen and Mathieson(2001)、Rey(2001)、Posen(2007)、Cohen (2007)、Fisman and Love(2007)、Chinn and Frankel(2005, 2008)、Truman(2007)、Ciccone and Papaioannou(2008)、Eichengreen and Flandreau(2008)、Papaioannou and Portes(2008)、Posen(2008)。

体货币，这有助于提高美元作为国际贸易计价货币的地位。美元作为外汇交易载体货币和国际贸易计价货币的地位，有助于提高美元作为其他国家外汇干预载体货币和汇率盯住锚货币的地位。美元作为载体货币和锚货币的地位，有助于提升美元作为主要储备货币的地位。

（二）支撑美元国际地位的金融市场因素

在美元取代英镑成为主导性国际货币以来的半个多世纪中，美元的国际地位虽然受到日元、马克和欧元等货币的挑战，但是这些挑战并没有从根本上改变美元在国际储备货币、汇率盯住的锚货币、外汇干预的载体货币、国际贸易和国际金融交易的计价货币和结算货币等方面的主导地位。如前所述，美元国际地位的支撑因素是多方面的。但是在现实背景下，在经济和金融基本面因素方面，美元国际地位最有力的支持来自美国在金融市场方面的优势。

通常来说，国际货币通常是与开放的、流动的、高度发达的金融体系联系在一起。¹作为价值储藏手段，美元成为外国官方部门的储备货币和私人部门的货币替代手段。无论是外国官方部门还是私人部门，并不愿意完全以货币余额的形式持有美元，而是希望持有有一个能够自身特定的风险、收益和流动性偏好的美元资产组合。只有在一个高度发达的金融市场中，国际参与者才能在流动性、风险和收益之间经常有效权衡，并构建满足自身偏好的美元资产组合。高度发达的金融市场能够有效地为国际参与者提供各种附加服务，包括货币兑换、国际借贷、构建资产组合和对冲风险头寸等。美元使用者网络越大，美元对使用者的吸引力就越大。两者之间的相互强化，使得美元使用者越来越多。这进一步推动美元及美元资产需求的增加，进而推动美元与美元资产市场的流动性进一步提高。在此

¹ 相关分析参见：

基础上，美元及美元资产的吸引力进一步增强。全球范围内美元及美元资产市场的扩大，导致市场交易成本的下降和流动性的上升。这反过来又能吸引更多的市场参与者，推动市场规模的进一步扩大。¹

在现实背景下，无论是美国宏观经济基本平衡状况的维系，还是美元币值的稳定性和美国金融市场的有序运行，都依赖于美国是否能够维持持续的资本流入。这实质上就是美国经常项目赤字的国际融资问题。美元国际地位给美国带来的利益是多方面的，包括：1) 给美国居民和企业参与国际贸易和国际金融交易带来的便利性，2) 有助于提高美国银行和其他金融机构的国际竞争力；3) 给美国带来铸币税；4) 有助于维持和进一步增强美国的政治权力和声誉。²从美国经常项目赤字的国际融资需求来说，美元国际地位带来的最大利益就在于所谓的“铸币税”。

从狭义上理解，铸币税是指外国人持有美元钞票而不是其他美元资产，为美国政府带来的利息节约。³也就是说，外国人持有美元时，美国不需要支付任何利息。对于美国而言，狭义上的铸币税的规模并不是很大。根据美联储和美国财政部的估算，在美国以外流通的美元纸币规模大概 5800 亿美元⁴，假定美国财政证券组合的收益率为 10%，狭义的铸币税也就是 800 亿美元。⁵从广义上理解，铸币税是指美国用本币进行国际融资的特权，同时还能通过在其他国家的 FDI 和其他投资获取高得多的收益。⁶美国能够持有大规模的本币外债，并且只需支

¹ 参见：

² 参见：

³ Linda (2010)利用美国财政部数据估算境外流通的美元纸币数量和美国财政证券组合的收益率，两者相乘就是外国人持有美元钞票给美国政府带来的利息节约。在此基础上扣除美国政府维持美元境外流通的成本，包括在打击假币和兑换旧钞票等方面支付的成本，就可以得出狭义上的铸币税。

⁴ 截至 2009 年 3 月的数据。

⁵ 如果进一步美国政府维持美元境外流通的成本，铸币税规模会更小。

⁶ 美国对外负债主要是美元摘取，美国的海外资产主要是外币资产。相关研究参加：

付很低的利息。¹广义上的铸币税是支撑美国长期、大规模经常项目赤字的重要因素。如果没有美元国际货币地位带来的融资特权，美国的经常赤字是不可能持续到现在的。

依据前面的逻辑，美元国际地位的取得和维持都依赖于美国的宏观经济运行状况、美元的币值稳定性、美国金融市场的运行状况等。所以，在当前背景下，美元国际地位的维持依赖于美国的资本流入。要维持美国的资本流入，要求外国官方部门和私人部门持续的持有和积累美元资产。由此逻辑出发，支撑美元国际地位的金融市场因素就不只是美国国内金融市场的发展程度，而是包括美国国内金融市场和离岸美元市场在内的，遍及全球的美元及美元资产市场。无论外国官方部门和私人部门以哪种形式、通过哪个载体持有美元或美元资产，都意味着是对美国的持续投资，是为美国经常项目赤字提供融资。

关于美国国内金融市场在吸引国际资本流入、为美国经常项目赤字进行融资和支撑美元国际地位方面的具体作用，已有大量的理论和实证研究，我们不想对此展开进一步分析。但是关于离岸美元市场对美国经常项目赤字融资以及美元国际地位的影响，现有研究并不多。现有关于离岸金融市场的研究，更多地是分析其产生背景、发展动力以及对外国官方与私人部门的影响。²所以，离岸美元市场的产生和发展对美国资本流入、经常项目赤字融资，进而对美元国际地位的影响，将成为本文接下来的分析对象。

三、离岸金融市场与美元国际地位的关系

(一) 美元国际地位与离岸市场的产生和发展

就美元而言，离岸市场的建立和发展，能够在美国之外建立美元资金的循环

¹ 参见：Chinn and Frankel (2005)。

² 参见：

渠道。也就是说，在美国之外同时在美元资金的供给和需求。事实上，对于任何一种货币都是这样，境外市场的建立同时依赖于境外的供给和需求。由此可以认为，围绕任何一种货币，离岸金融市场的产生和发展需要一个基本前提，即国外存在对该种货币大规模的需求和供给。这并不是一个简单的金融问题，特别是，境外对本币的需求基础不简单是金融因素。

20 世纪 50 年代，美国的贸易收支和经常项目收支处于顺差状态，外国需要美元资金购买美国的消费品和资本品。在这种情况下，境外对美元的需求基础在于对美国产品、服务和技术的需要。为了满足对美元资金的这种需求，美国应该通过资本项目对外输出美元资金。也就是将美元资金借给外国，外国获得美元资金后用于购买美国产品。如果仅仅是这样，美国在维持国际收支平衡的条件下就可以满足这种需求，那么，境外美元市场是不可能产生的。事实上，境外对美元的需求不仅是为了购买美国的产品、服务和技术的需要，还为了购买其他国家的产品的需要。其原因在于，美元是主导性国际货币，是国际贸易和金融交易的主要计价和结算货币，是外国官方盯住汇率的锚货币和干预外汇市场的载体货币，是外国官方和私人部门的价值储藏手段。在这种情况下，美国必须维持更大规模的资本项目逆差，才能满足境外对美元资金的超额需求。当美国实施资本账户管制以控制国际收支逆差时，外国官方和私人部门对美元资金的需求难以得到原有渠道的满足。两者的差额就成为境外美元需求的基本来源。从这一点就可以看出，作为推动境外美元市场产生和发展的动力之一，境外美元需求不只是源于对美国产品、服务和技术的需要，而且还是处于对其他国家擦汗牛棚、服务和技术的需要。所以，从需求角度来看，境外美元市场的产生的基础是美元已经具有的国际地位。

从供给方面看,如果境外美元的供给只是来自于美国经常项目某些类别的逆差,那么,在美国经常项目处于整体顺差的背景下,这些美元资金很快就会通过美国经常项目下其他类别回流美国。在这种情况下,境外对美元的超额需求已让无法得到满足。就市场的发展而言,虽然存在需求,但是由于缺乏必要的供给,市场依然不可能发展起来。在美国通过经常项目和资本项目流出的美元资金有限的情况下,境外美元市场的发展需要在美国之外寻找来源。同样由于美元已经具备的国际地位,美元是石油等大宗产品的计价和结算货币,¹石油生产和出口国积累的石油贸易顺差不仅是来自美国,还有很大一部分是来自其他国家和地区。石油生产和出口国家出了将其中的一部分美元资金用于购买美国的产品、服务和技术,将剩余的美元资金要么用于购买其他国家产品、服务和技术,要么投资于美元资产。如果选择购买的美元资产是美国国内资产,从政治和安全因素考虑,这些资产可能会被美国冻结。基于这样的考虑,石油生产和出口选择将相应的美元资金投资与美国以外的市场。这样就形成了对境外美元市场的供给。苏东国家政府持有美元资金具有同样产生渠道,最终也会选择供给境外美元市场。从这个角度同样可以看出,境外美元资金的供给同样也依赖于美元已经具有的国际地位。

20世纪70年代以后,美国经常项目赤字持续增加,通过经常项目流出的美元资金越来越多。国外交易对手通过对美贸易顺差在获得美元资金之后,可以选择通过资本项目回流美国,从而不断积累美国资产,即对美国未来产出的求偿权。但是在美国经常项目逆差持续增长的几十年中,这种对美国产出的求偿权事实上

¹ 1970年以前,国际石油交易的计价货币是多元的。在二战期间,英国利用英镑的国际货币地位排挤美国石油公司在国际市场上与英国石油公司的竞争,英镑区国家联合起来提高英镑结算比例、限制美元结算比例。这是所谓的“英镑-美元石油问题”。1971年尼克松总统宣布美元与黄金脱钩后,美国与沙特签署了一系列秘密协议,在协议中沙特同意继续将美元作为出口石油的唯一计价货币。由于沙特是世界第一大石油出口国,在沙特的影响下,欧佩克其他成员国也接受了这一协议。所以,在布雷顿森林体系崩溃后,美国通过垄断美元在石油等大宗商品交易中的计价货币地位,继续维持和巩固美元的国际地位。

是没有任何现实收益的。由于美国自身产业结构和供给结构的变化，这种求偿权甚至是无法实现的。所以，在积累美元资金后，需要在美国之外寻找投资渠道，即利用境外美元市场投资于其他国家的官方或私人部门，积累对其他国家产出的求偿权。这实际上是一种分散化战略，有助于降低风险。但是需要一个前提，即其他国家的政府或私人部门愿意用特定的权益与这部分美元资金进行交换。那么，其他国家政府或私人部门的这种意愿来自何处？基于同样的逻辑，我们可以说肯定不完全是对美国产出的现实购买力或未来求偿权。其中必须有一部分是对美国以外的产出的现实购买力和未来求偿权。美元资金能够购买其他国家的产出，能够交换对其他国家未来产出的求偿权。这当然意味着美元已经具有了特殊的国际地位。从这个角度看，境外美元市场上供给和需求的存在和增长，同样依赖于美元已经具有的国际地位。

境外美元市场产生于境外对美元的超额需求和超额供给，¹而这种超额需求和超额供给来自美元特殊的国际地位。由此可以认为，境外美元市场的产生和发展，依赖于美元的国际地位。也即是说，美元所具有的主导性国际货币的地位，是境外美元市场产生和迅速发展的前提。

(二) 离岸金融市场与美元国际地位的维持

境外对美元的大规模使用，并且使用规模远远高于其他国家或地区直接与贸易发生的贸易和金融交易规模。仅仅从 BIS 统计的跨境银行头寸中就可以看出，在全球跨境资产头寸中，美元占据了 40% 以上的比重。在美国和其他国家的对比中，美国在跨境头寸中使用美元的比重远低于其他国家在跨境头寸中使用美元的比重。其他国家在跨境头寸中倾向于使用美元，自然也意味着在离岸金融活动

¹ 即超出与美国直接的经贸和金融交往的规模。

中会更多地使用美元。离岸市场的产生和发展，以及离岸市场与在岸市场之间的融合，对于推动美元被外国官方和私人部门广泛接受和使用，具有重要作用。由此使得金融层面因素对美元国际地位的支持，远远超出美国国内金融市场的规模。

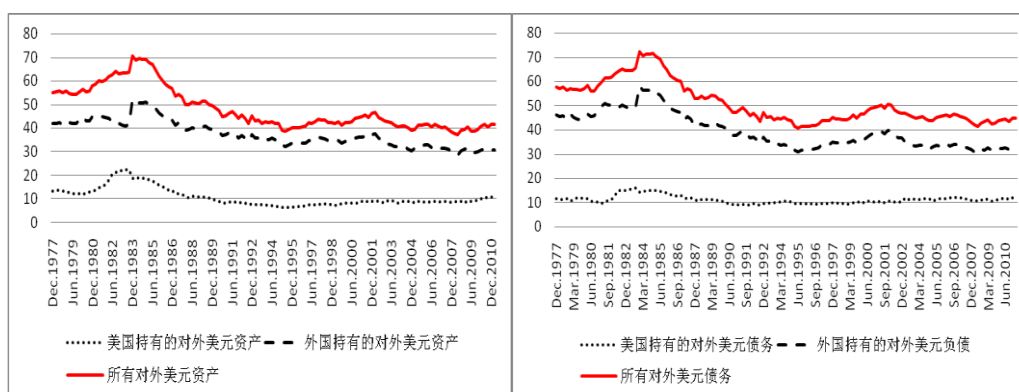


图 8 跨境银行头寸中美元的比重 (%) ¹

离岸美元市场的产生和发展，能够带来非常显著的好处。通过保证境外美元的有效供给，满足外国官方和私人部门在储备资产、锚货币、干预货币、货币替代、国际贸易和金融交易的载体货币等方面的需求，这样才能维持美元在国际储备、国际贸易和国际金融交易中的使用，维持美元作为主要国际货币的惯性。一个简单的逻辑，如果没有美元的充分供给，外国官方对美元的上述需求无法得到满足，那么，美元不可避免地会退出国际货币地位。就如同黄金一样，供给的不足导致其无法承担国际货币的职能。

此外，美元地位的维持依赖于网络外部性。经济和金融基本面因素与货币国际地位之间的关系是非线性的。在能够有效发挥网络外部性的情况下，可以增强美元国际地位的惯性，有效抵制欧元对主导性国际货币地位的竞争；反之，则会加速美元国际地位的下降。离岸市场金融市场的建立和发展，不仅可以在保持国

¹ 根据 BIS 本地银行统计数据计算而来。

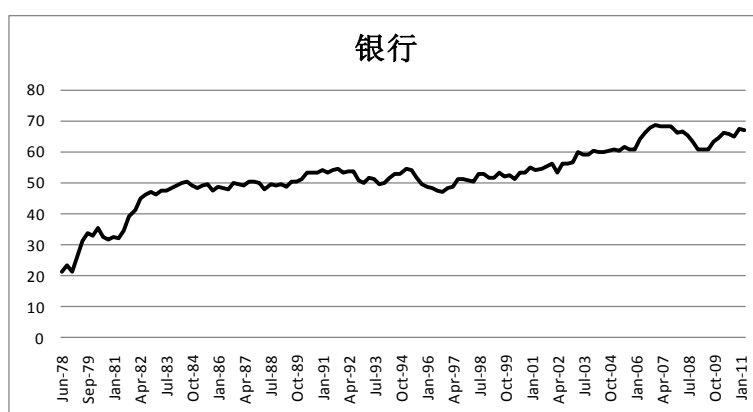
内审慎金融监管的条件下实现本国金融机构对国际金融市场的参与以及本国与外国之间特殊的金融联系渠道。通过建立离岸机构，在保持资本管制措施的情况下，实现本国金融机构风险-收益权衡关系向国际金融市场的扩展。更为重要的是，离岸市场的建立和发展，有助于在维持国内金融市场有序发展和扩张的同时，在全球范围内实现美元及美元资产市场的高速发展，实现全球范围内美元及美元资产使用规模的迅速增长。这样就能够充分发挥网络外部性的积极作用，增强美元国际地位的可持续性。

美元国际地位的取得和维持都依赖于美国的宏观经济运行状况、美元的币值稳定性、美国金融市场的运行状况等。在当前背景下，所有这些都依赖于外部资本持续的流入美国。由此可以认为，在未来一段时间内，美元国际地位的维持直接依赖于美国的资本流入。要维持美国的资本流入，要求外国官方部门和私人部门持续的持有和积累美国资产。由此逻辑出发，支撑美元国际地位的金融市场因素就不只是美国国内金融市场的发展程度，而是包括美国国内金融市场和离岸美元市场在内的，遍及全球的美元及美元资产市场。无论外国官方部门和私人部门以哪种形式、通过哪个载体持有美国资产，都意味着是对美国的持续投资，是为美国经常项目赤字提供融资。

离岸市场的建立和发展，在建立境外美元循环渠道的同时，也建立了一个将全球资金导入美国的新的渠道。这个渠道具有不同的成本、收益和风险特征。也可以说是连接美国国内金融市场与其他国家国内金融市场的“转化阀门”，为资金跨越不同监管边界、不同金融体系、不同财政框架，构筑了一个平滑的管道。而且，由于离岸金融市场具有不同在岸市场的成本、收益和风险特征，相对于各国国内金融市场而言，离岸金融市场更能够满足市场参与者的差异性需求。所以，

离岸金融市场的建立和发展，对于资金跨越国界流入美国有着积极的推动作用。

20 世纪 70 年后期以来，在美国的资本流入中，银行对国外主要离岸金融中心的负债占银行对外总负债的比重持续提高，从 1978 年 6 月的 21% 增至 2011 年 3 月的 67%。在美国非银行机构的对外金融债务和商业债务中，对主要国外主要离岸金融中心的负债占比也呈明显的上升趋势。从 1978 年 12 月的 31% 升至 2004 年底的 56%，随后受次贷危机的影响显著下降。在其他国家和地区持有的美国证券中，主要离岸金融中心占据在 20 世纪 80 年代以来显著提高，从 1978 年的 17% 升至 2010 年的 31%。详见下图。相关数据的变化趋势，意味着国外资本流入美国时越来越倾向于使用离岸金融中心提供的金融中介服务。也就是说，离岸金融中心在将全球资金导入美国的过程中发挥着越来越大的作用。进一步就可以认为，离岸金融市场已经成为美国吸引外部资金，为经常项目赤字进行国际融资的重要渠道。¹这对于美国宏观经济和金融的稳定性，进而美元国际地位的维持，有着重要的作用。



¹ McGuire (2004)通过伦敦欧洲美元市场的变化，发现在伦敦的欧洲美元市场上，越来越多的资金直接由位于伦敦的银行贷放给美国的证券公司和其他非银行金融机构，这意味着欧洲美元市场逐渐成为美国为其经常项目赤字进行国际融资的重要渠道。

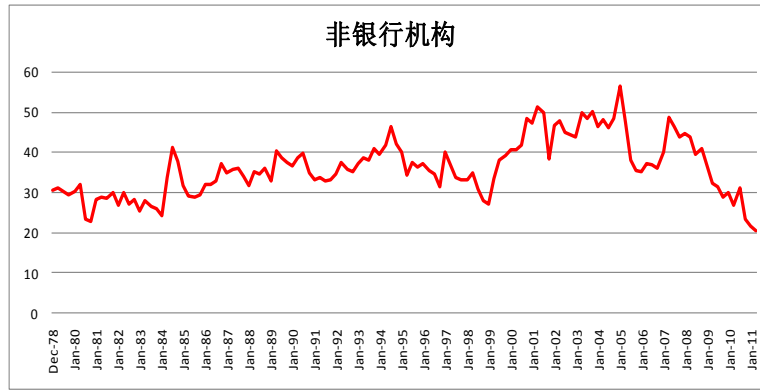


图 9 对主要离岸中心的负债占全部对外负债的比重 (%)¹

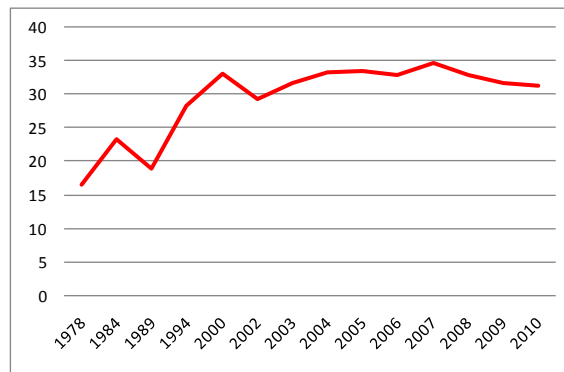


图 10 国外主要离岸中心持有美国证券的份额 (%)²

四、基本结论

1、离岸金融市场是指在一个特殊的金融监管和财政环境下向非居民提供金融服务的市场。离岸金融市场是从欧洲美元市场发展而来，但是其内涵已经突破早期的欧洲美元市场的范畴，从最初在伦敦从事对非居民美元存款和贷款业务的市场发展到现在遍及全球的向非居民提供几乎所有金融服务的市场。

2、从 20 世纪 80 年代以来，离岸金融市场在丧失传统优势和发展动力的同时，利用全球范围内金融活动分工模式不断深化所带来的机遇，通过重新寻找自身在全球金融分工中的定位，调整业务模式和提供新的金融服务等，为自身的发

¹ 主要离岸金融中心包括：Bahamas、Bermuda、British Virgin Islands、Cayman Islands、Netherlands Antilles、Panama、Aruba、Hong Kong、Lebanon、Mauritius、Singapore、Channel Islands and Isle of Man、UK、Luxembourg、Belgium。根据美国财政部 TIC 系统的统计数据计算而来。

² 国外主要离岸金融中心持有的美国证券占所以外国持有的美国证券总额的比重。2002 年以前只有股票和长期债券的统计数据。主要离岸金融中心参见上一个脚注。数据来自美国财政部 TIC 统计数据。

展提供了新的动力。首先是调整在国际金融活动中的定位,基于自身的经济规模、金融市场发展程度、提供金融服务的能力以及所在区域的国际分工特征,选择离岸金融服务的供给模式和种类,并逐步形成在全球形成一个包含初级离岸金融中心、二级离岸金融中心和记账离岸金融中心,具有内在分工和联系的离岸金融市场体系。其次,在传统银行存款和贷款业务受到在岸市场激烈竞争并不断萎缩的情况下,离岸金融市场通过提供国际银行执照、总部服务、结构性金融服务、保险业务、资金管理、信托业务和税收规划等新业务,满足不同主体对金融服务的差异性需求。

3、离岸金融活动产生于金融监管因素、财政因素以及政治和安全因素等。而离岸金融活动在特定地点的聚集,也就是特定地区离岸金融市场的形成,有着不同的影响因素。特定地区对离岸金融活动的吸引力来自:税收成本、金融监管成本、商业程序和行政成本,法律体系、地区经济分工关系、企业注册制度以及匿名性和私密性等方面的因素。这些因素的不同组合,影响在特定地区聚集的离岸金融服务的种类,也就是离岸金融市场的种类。

4、围绕任何一种货币,离岸金融市场的产生和发展需要一个基本前提,即国外存在对该种货币大规模的需求和供给。从美元离岸市场的产生和发展逻辑来看,美元离岸市场的建立和发展依赖于美元的国际地位。也即是说,美元所具有的主导性国际货币的地位,是境外美元市场产生和迅速发展的前提。

5、离岸美元市场的产生和发展,通过保证境外美元的有效供给,满足外国官方和私人部门的不同需求,维持美元作为主要国际货币的惯性。离岸市场 *金融市场的建立和发展,可以在保持国内审慎金融监管以及维持国内金融市场有序发展和扩张的同时,在全球范围内实现美元及美元资产市场的高速发展,实现全球*

范围内美元及美元资产使用规模的迅速增长。这样就能够充分发挥网络外部性的积极作用，增强美元国际地位的可持续性。

6、美元离岸市场的建立和发展，在建立境外美元循环渠道的同时，也建立一个连接美国国内金融市场与其他国家国内金融市场的“转化阀门”。由于离岸金融市场具有不同在岸市场的成本、收益和风险特征，相对于各国国内金融市场而言，离岸金融市场更能够满足市场参与者的差异性需求。所以，离岸金融市场的建立和发展，对于资金跨越国界流入美国有着积极的推动作用。这对于美国宏观经济和金融的稳定性，进而美元国际地位的维持，有着重要的作用。

参考文献

1. Cassard Marcel, The Role of Offshore Centers in International Financial Intermediation, IMF Working Paper, WP/94/107, September 1994.
2. Chinn, Menzien and Jeffrey Frankel, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? NBER Working Paper 11510, July 2005.
3. Chinn Menzie and Jeffrey Frankel, Why the Euro Will Rival the Dollar? *International Finance* 11:1, 2008.
4. Chinn Menzie and Jeffrey Frankel, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? NBER Working Paper 11510, July 2005.
5. Chrystal K. Alec, International Banking Facilities, Federal Reserve Bank of St. Louis, April 1984.
6. Eichengreen Barry and Marc Flandreau, The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? NBER Working Paper 14154, July 2008.
7. Errico Luca and Alberto Musalem, Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues, IMF Working Paper, WP/99/5, January 1999.

8. Gao Haihong and Yu YONGding, Internationalization of Renminbi, BoK-BIS Seminar in Seoul on 19-20 March 2009.
9. Gonzalez Maria and Alfred Schipke, Bankers on the Beach, Finance and Development, June 2011, 42-45.
10. He Dong and Robert N. McCauley, Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues, BIS Working Papers, No. 320, September 2010.
11. Kenen, Peter, The Role of the Dollar as an International Currency, Occasional Papers NO. 13, Group of Thirty, New York, 1983.
12. Key J. Sydney, Activities of International Banking Facilities: the Early Experience, Federal Reserve Bank of Chicago.
13. Key J. Sydney and Henry S. Terrell, International Banking Facilities, International Finance Discussion Papers, No. 333, September 1988.
14. Lim Ewe-Ghee, The Euro's Challenge to the Dollar: Different Evidence from Economists and Evidence from COFER and Other Data, IMF Working Paper, WP/06/153, 2006.
15. Linda S. Goldberg, Is the International Role of the Dollar Changing? Current Issues in Economics and Finance, Vol. 16, No. 1, Federal Reserve Bank of New York, January 2010.
16. Mayer Helmut, Credit and Liquidity Creation in the International Banking Sector, BIS Economic Papers, No. 1, November 1979.
17. McGuire Patrick, A Shift in London's Eurodollar Market, BIS Quarterly Review, September 2004.
18. Naill Coffey, Warren B. Hrun, Hoai-Luu Nguyen and Asani Sarkar, The Global Financial Crisis and Offshore Dollar Markets, Current Issues in Economics and Finance, Vol. 15, No. 6, Federal Reserve Bank of New York, October 2009.
19. Papaioannou Elias and Richard Portes, Costs and Benefits of Running an

International Currency, European Commission, Economic Papers 348, November 2008.

20. Posen S. Adam, The Rise of the Euro: Currency Is Emerging as Rival to the Dollar, Peterson Institute for International Economics, Article in *The Ripon Forum*, July 2005.
21. Posen S. Adam, Why the Euro will not Rival the Dollar? *International Finance* 11:1, 2008.
22. Rose K. Andrew and Mark M. Spiegel, Offshore Financial Centers: Parasites or Symbionts? Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2005-05.
23. Zorome Ahmed, Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition, IMF Working Paper, WP/07/87, 2007.