

第四章 离岸金融市场

4.1 学习要求

- 了解离岸金融市场的起源、功能及发展状况；
- 熟悉欧洲货币市场的产生、特点和影响；
- 了解欧洲债券市场。

4.2 内容简述

4.2.1 国际金融市场

- 国际金融市场概念和特点

国际金融市场（International Financial Market）是指国际间资金供应者和资金需求者双方通过信用工具进行交易而融通资金的市场，是居民与非居民之间交易金融资产并确定金融资产价格的一种机制。广义的国际金融市场是指进行长短期资金的借贷、外汇与黄金的买卖等国际金融业务活动的场所，包括货币市场（Money Market）、资本市场（Capital Market）、外汇市场（Foreign Exchange Market）和黄金市场（Gold Market）。狭义的国际金融市场是指在国际间经营长短期资金业务的市场，也称为国际资金市场（International Capital Market），包括货币市场和资本市场。前者是短期资金国际间经营的场所，而后者是长期资本国际运行的市场。

与国内金融市场相比，国际金融市场的特征在于：其交易活动发生在本国居民与非居民或非居民与非居民之间；其业务范围不受国界限制；交易的对象不仅限于本国货币，还包括国际主要可自由兑换的货币以及以这些货币标价的金融工具；业务活动比较自由、开放，较少受某一国家政策、法令的限制。国际金融市场与国内金融市场的联系表现在：国内金融市场是国际金融市场得以发展的基础，世界上主要的国际金融市场都是在国内金融市场的基础上发展而成的，如伦敦、纽约、东京等，这些国际金融市场中的金融机构、银行制度以及涉外业务与国内金融市场都有着密切的联系；国内金融市场的货币资金运动与国际金融市场的货币资金运动互为影响，国内金融市场的利率发生变动，会通过各种方式影响到国际金融市场上利率的变化，国内金融市场上货币流通发生变化或币值变动，也同样会影响国际金融市场上汇率的变动；国内金融市场中的某些大型金融机构，同样也是国际金融市场运作的主要参与者，并成为推动国际金融市场发展的重要力量。

- 国际金融市场分类及业务构成

1) 按市场功能不同

(1) 国际货币市场：包括短期信贷市场、短期证券市场、贴现市场

(2) 国际资本市场：包括信贷市场、证券市场、外汇市场、国际租赁市场、黄金市场

2) 按业务主体不同

国际金融市场可分为传统的国际金融市场（在岸市场）和新型的国际金融市场（离岸市场）。传统国际金融市场是指从事市场所在国货币的国际借贷，并受当地市场相关法规约束的市场，这类市场的发展通常是以市场所在国强大的经济、金融实力为基础。新型国际金融市场即 20 世纪 50 年代后期逐渐形成的欧洲货币市场。同传统的国际金融市场相比，欧洲货币市场有着明显的特点：它经营的对象可以是任何主要货币，借贷活动不受任何国家政府相

关政策与法令的管辖。

3) 按照交易对象性质的不同

按照交易对象性质的不同，国际金融市场可分为现货市场和衍生市场。现货市场是以基础资产（Underlying Assets）或称金融资产为交易对象的市场，又称基础市场；衍生市场则是以从各种基础资产交易中派生出来的衍生工具为交易对象的市场，如以股票为基础的股票价格指数期货，以债券市场为基础的利率期货、利率期权，以住房抵押贷款为基础的住房抵押贷款支持债券及相关产品等。衍生金融工具市场主要包括金融期货市场、期权市场、互换市场和远期利率协议市场等。

● 国际金融市场的的作用

- 1) 促进世界经济发展
- 2) 有利于灵活调节国际收支
- 3) 促进生产和资本国际化发展
- 4) 通过金融资产价格实现全球资源的合理配置
- 5) 为交易者提供规避风险和套期保值的场所

4.2.2 传统的国际金融市场

● 传统国际金融市场的性质和特点

传统国际金融市场主要从事居民与非居民之间的国际借贷和货币交易以及市场所在国货币的借贷和交易，同时又是市场所在国的国内市场，市场活动受各有关国家政府的政策、法令的管制，受当地市场规则、管理的约束。传统国际金融市场所在国一般是资本净提供国，要求该国拥有巨额剩余资金和源源不断的海外利润，所以传统国际金融市场的典型代表是伦敦、纽约等金融中心。传统的国际金融市场上的所有交易活动主要是为所在国的政治经济服务，为所在国的宏观经济发展战略和政策目标服务，市场上的资金筹集和再分配都是以维护所在国的利益为出发点，尽管非居民在这些国际金融市场上进行贷款、债券发行等筹集资金的活动，但这些对于市场所在国而言，只是资金运用或资本输出的不同方式。

● 传统国际金融市场的形成和发展

一次大战前，英国的经济和金融发展得最快，其经济跃居资本主义世界首位。与此同时，它从海外殖民地掠夺了巨额利润，积累了强大的资金实力，英镑成为当时世界上主要的国际结算货币和国际储备货币，英格兰银行年久资深，有一套比较完备的金融制度，这一切都使伦敦率先成为国际金融市场。第一次世界大战爆发后，英国的经济遭到了打击，英镑作为主要国际结算货币和国际储备货币的地位随之下降。战争期间及战后英国进一步加强了外汇管理，伦敦这一资本主义世界最大的国际金融市场有所萎缩。

二次大战后，世界经济的中心由英国移至美国，美国利用战争积累了巨额资本，成为世界上最大的资金供应者，美元自然成为各国重要的国际结算和储备货币，并且与黄金挂钩。纽约与伦敦匹敌，同时成为世界最大的国际金融市场。与此同时，瑞士苏黎世、德国法兰克福、卢森堡等欧洲国家的国际金融市场也相继发展。

20世纪70年代后，亚太地区的国际金融业有了很大发展，特别日本随着经济的飞速发展，国内资金十分充裕，成为资本的净输出国。20世纪80年代中期，日元国际化和日本金融自由化后，资金流动更加活跃，东京一举成为继伦敦、纽约之后世界第三大国际金融市场。

4.2.3 离岸金融市场概述

● 离岸金融市场概念

- 1) 指在一国货币管辖权之外从事该国货币存放等金融业务的市场；

2) 离岸市场是国际金融市场的核心，是相对于传统的在岸市场 (onshore market) 而言，也称境外金融市场；

3) 通常，离岸业务与国内金融市场完全分开，不受所在国金融、外汇政策的限制

● 离岸金融市场的类型

- (1) 一体型：境内与境外金融市场业务融为一体。
- (2) 分离型：境内与境外业务分开，居民与非居民的存贷业务分开，以隔绝国际游资对本国货币存量和宏观经济的影响。
- (3) 簿记型（走帐型）：纯属为逃避税收和管制，为其他金融市场交易进行记帐或划帐。

4.2.4 欧洲货币市场

● 欧洲货币的概念

1) 指存放在货币发行国境外的银行存款，也称“境外货币”

2) 最早的境外货币是出现在欧洲地区的美元存款，所以称为“欧洲美元” (eurodollar)

● 欧洲货币起源与发展

1) 20 世纪 50 年代末，产生了最早的境外货币市场——欧洲美元市场

- ◇ 前苏东国家吸取中国美元资产被冻结的教训（存款）
- ◇ 因苏伊士运河问题美国在外汇市场报复英国（贷款）

2) 内在原因

- ◇ 跨国公司对灵活外币存放地的需要
- ◇ 新兴工业国和转型国家旺盛的融资需求

3) 外在原因

- (1) 美国巨额国际收支逆差导致美元大量外流
- (2) 美国政府出台一系列限制美元外流的政策措施，结果大多适得其反
 - 利息平衡税
 - Q 条例，存款利率不得高于 6%
 - 限制本国银行扩大对外信用额度
 - 禁止美国企业汇出美元进行海外投资
- (3) 西欧金融市场依靠宽松环境迅速壮大
 - 货币自由兑换，资本自由流动
 - 欧洲美元存款无准备金要求，利率自由变动
 - 吸引大批新兴工业国和前苏东国家融资需求
- (4) 美元地位动摇
 - 国际金融市场追捧非美元硬货币
 - 欧洲英镑、欧洲马克、欧洲法郎等应运而生

● 美国的离岸金融市场 IBF

1) 国际银行业设施 (International Banking Facility)

- ◇ 1981 年 12 月批准建立
- ◇ 以欧美国际金融中心的激烈竞争为背景
- ◇ 由美国政府主动培育而建成

2) 主要内容

- ◇ 允许国内银行吸收非居民或海外公司的存款

- ◇ 免除存款准备金、利率上限和存款保险等相关要求
- ◇ 允许向非居民或海外公司提供贷款(限境外使用)

3) 核心意义

- ◇ 美国政府不仅把境内的外国货币视为欧洲货币,也将这种在美国境内但不受金融当局管理的美元存贷款定义为欧洲美元
- ◇ 欧洲货币的概念从此突破了特定地理区域限制,由“境外货币”发展为“治外货币”,表现出鲜明的国际借贷机制的特点

● 欧洲货币市场形成的条件

- (1) 政局稳定;
- (2) 发达的商品经济和完善的金融制度与金融机构;
- (3) 实行自由的外汇制度;
- (4) 实行比较灵活的,有利于市场发育的财税措施;
- (5) 优越的地理位置,现代化的交通、通讯手段以及其他配套措施;
- (6) 有一支既懂理论又有实际经验的金融人才。

4.2.5 欧洲货币市场结构

● 欧洲资金市场结构

经营短期资金存放业务。存款分为通知存款(隔夜至7天)、定期存款(7天、1月、2月、3月)。贷款分为:隔夜、3个月,不超过1年;一般为同业信用拆放;适用LIBOR+加息率,加息率(0.25%—1.25%)。

● 欧洲资金市场特点

1) 同业拆借; 2) 批发市场; 3) 不受管制; 4) 高度竞争; 5) 独特利率结构。

● 欧洲中长期借贷市场

1) 用于政府或企业进口成套设备或大型工程项目的投资,是欧洲货币市场主要放款形式

2) 主要特点

期限多为5—7年;需签合同,有时还需担保;浮动利率:LIBOR+附加利率;放款人对资金运用不加限制;放款来源多为短期存款,也有部分长期存款;金额大、期限长的项目多使用银团贷款方式

● 欧洲货币市场的资金来源

- 1) 商业银行
- 2) 跨国公司等私人部门
- 3) 政府和中央银行的外汇资金与外汇储备
- 4) 石油美元(petrodollars)存款
- 5) 银行发行的欧洲票据和欧洲货币存单

● 欧洲货币市场的资金运用

- 1) 跨国公司
- 2) 非产油国家
- ◇ 石油美元环流(recycling of petrodollars)
- 3) 苏联、东欧集团
- 4) 外汇投机者

● 欧洲货币市场发展与国际金融稳定

- 1) 经营欧洲货币业务要承担更大风险
 - 市场参与者背景和关系复杂

- 金额大，无抵押
- 难以把握资金最终去向
- 资产负债结构不匹配，容易导致流动性风险
- 2) 证券市场动荡加剧
- 3) 影响各国金融政策的实施
 - 过度依赖欧洲货币资金会影响国内货币流通和外汇市场运行
 - 欧洲货币市场利率可能干扰国内金融政策的实施效果
 - 监管问题始终难以有效解决

4.2.6 欧洲债券市场

● 国际债券可以分为外国债券和欧洲债券

- 1) 外国债券：指借款人在外国资本市场发行的东道国货币标价债券
主要市场包括苏黎士、纽约、东京、法兰克福、伦敦、阿姆斯特丹等
主要外国债券包括 Yankee bonds、Samurai bonds、Bulldog bonds
- 2) 欧洲债券：指借款人在外国资本市场发行的非东道国货币标价债券
 - 通常由银行等金融机构建立的国际承销辛迪加出售，并由相关国家政府提供担保
 - 欧洲债券市场是跨国公司筹集长期资金的一个重要渠道，对于借贷双方都具有国际性的特征

3) 对筹资者而言

欧洲债券融资成本更低；发行自由，手续简便，环境宽松；自由选择面值；可利用多种货币债券还本付息；市场容量大，方便筹集大额长期资金；由国际辛迪加承销发行，经认购机构进入二级市场。

4) 对投资者而言

欧洲债券安全等级高；市场规模保证高度流动性；债券利息在多数国家免税。

4.2.7 亚洲美元市场

● 亚洲美元市场的概念

亚洲美元市场是指亚洲、太平洋地区的美元存、贷业务而形成的国际金融市场。亚洲美元市场是欧洲货币市场的一个组成部分，除美元外，也经营日元、港元和人民币等其他离岸货币业务。其交易中心是新加坡、东京和香港。

● 亚洲美元市场的形成

由于时差的影响，传统的国际金融市场，不能做到每日 24 小时不停运转，这就在客观上产生了当伦敦金融市场停业时将交易转至亚太地区继续进行的要求。二战后，美国在亚太地区的活动，使巨额美元滞留在亚太地区，为形成亚洲美元市场创造了资金条件。由于日本直到 1964 年才宣布日元可自由兑换，而且对外国金融机构进入日本开业和资本输出管理十分严格，因而难以在当时形成离岸货币中心。当时的香港和新加坡都处于战略性地理位置，交通通讯设施先进，是传统的地区性贸易中心，而且都具有以华人聚居为主，自然资源贫乏，熟练而廉价的劳力充裕，经济发展程度高于周围国家或地区等特点，且两地时差仅为半小时，但是，新加坡是独立国家，而香港还是英属殖民地，新加坡元的稳定性超过港元，新加坡金融业务的经营成本低于香港。更重要的是，新加坡政府在充分分析了各方面情况后，对在新加坡建立和发展亚洲美元市场提供了一系列的优惠政策，包括豁免对亚洲美元存款收益的利息预扣税；而香港政府则不愿提供相应鼓励措施，不愿豁免对离岸货币交易所得的 15% 利息预扣税，并且担心在香港从事离岸金融业务后，香港居民获得收益而政府不能增加

收益，担心离岸货币会冲击港元的稳定性。最终，新加坡超越了东京、香港，一跃成为亚洲美元的离岸金融中心。

● 亚洲美元市场的发展

亚洲美元市场的发展大体可分为以下三个阶段：①1968—1970年为形成阶段。到1970年，新加坡共批准16家国际大银行在新加坡设立分支机构和开展离岸美元业务。②1971—1975年为巩固阶段。为鼓励外国银行到新加坡开设分支机构，1973年新加坡颁布《所得税修正法》，把外币经营所得税率由40%降至10%，新加坡金融管理当局还规定亚洲美元存款免缴存款准备金，允许本国居民在亚洲货币账户上开立外币账户，以扩大亚洲美元市场的基础。③1976年以后是稳定发展阶段，亚洲美元业务扩展到香港、悉尼、马尼拉和东京，但业务仍以新加坡为主。

● 亚洲美元市场的资金来源和运用

亚洲美元市场资金来源主要是：银行同业存款、各国中央银行及政府存款、跨国公司调拨资金及暂时闲置资金、各国工商企业存款等。1994年资金来源中81%是银行同业存款或拆放，其中68%来自海外银行，事实上欧洲美元市场长期以来一直是亚洲美元市场资金的主要供应者。

亚洲美元市场资金的主要用途是以亚太地区国家（地区）政府和企业以及跨国公司为借款人的国际联合中期信贷，他们运用亚洲美元资金主要是为了应付国际收支逆差、重要工程项目（香港地铁项目就曾从该市场筹资）、国际贸易和中期投资的资金需要。

4.2.8 离岸金融中心和避税港

● 离岸金融中心的概念和分类

1) 离岸金融中心的概念

任何国家、地区及城市，凡主要以外币为交易（或存贷）标的，以非本国居民为交易对象，其本地银行与外国银行所形成的银行体系，都可称为离岸金融中心。广义的离岸金融中心包括一切开办了离岸金融业务的地区，但在伦敦、纽约、东京等世界主要金融中心，居民业务和非居民业务之间并无截然区分（尽管某些从事非居民业务的机构为获取税收优惠和其它目的，进入了专门的纽约国际银行设施和日本离岸市场），因此国际货币基金组织又将这些地区称为“国际金融中心”，与狭义的离岸金融中心（即离岸金融业务与国内业务分离并对离岸金融业务给予特殊税收优惠的地区）相区别。目前比较著名的离岸金融中心有英属维尔京群岛、开曼群岛、巴哈马群岛、百慕大群岛、西萨摩亚、安圭拉群岛等等。

2) 离岸金融中心的分类

(1) 伦敦型

伦敦离岸市场始于50年代末，属于“自然形成”的市场，它既经营银行业务，也经营证券业务。非居民除获准自由经营各项外汇、金融业务外，其吸收的存款也不需缴纳法定准备金。

(2) 纽约型

最大特点在于“人为创设”和“内外分离”，而且没有证券买卖。1981年12月，美国联邦储备委员会同意设立国际银行业设施IBF（International Banking Facility）之后，纽约离岸金融业务迅速发展。它的主要交易对象是非居民，筹资只能吸收外国居民、外国银行和公司的存款，但开办国际银行业设施的不限于外国银行，任何美国的存款类金融机构和外国银行在美分行皆可申请开办。存款不受美国国内银行法规关于准备金比率和存款比率的限制，贷款必须在美国境外使用。

(3) 避税港型

20世纪70年代起，不少美国银行将资产大量转移到加勒比海的巴哈马、开曼等岛国。

那里政局稳定，资金不受任何管辖，且免征有关税费，具有合理避税的优势。这些岛国的资金来源于非居民，也投放于非居民，又没有金融管制，成为典型的离岸金融中心。实际上，资金的提供和筹集并不在那里进行，而一些国际性银行只不过在当地开设账户，进行资金和利润的转移和调拨，目的就是为了逃避金融监管和税收。加勒比海的百慕大和巴拿马，西欧的马恩岛与海峡群岛等均属于这一类型的离岸金融中心。

3) 离岸金融中心的业务类型

(1) 离岸银行。由跨国公司和在岸银行设立，跨国公司设立离岸银行目的是开展外汇运作，便于向国际合资企业提供融资；在岸银行在离岸金融中心设立全资附属机构，目的是为了提供离岸基金管理服务。

(2) 离岸公司（也称为“国际商业公司”），即在离岸金融中心登记注册的有限责任公司，可以用于运作实际的经营业务、避税，也可用于发行股票、债券或其它方式的融资，还可以用于创建复杂的财务结构，是一种常用的管理投资基金的载体。

(3) 保险公司，设立者包括工商企业和在岸保险公司。为降低管理风险、实现税负最小化，工商企业往往选择在离岸金融中心设立附属保险公司，也称为专业自保公司。

(4) 共同基金。共同基金已成为国际金融市场上最大的机构投资者，也是离岸金融业中增长最迅速的品种之一。如 1994 年末在开曼群岛注册的共同基金不过 868 只，2001 年末已增至 3648 只。

(5) 对冲基金。对冲基金在 20 世纪 90 年代的国际货币危机中发挥了关键作用，也取得了长足进展。为规避监管，许多对冲基金在加勒比海离岸金融中心注册。虽然美国始终是绝大多数对冲基金的实际运营中心，但在 1997 年的 1115 只对冲基金中，在美国注册的不过 569 只，占对冲基金总数的 51%，资产规模占 1/3；其余主要在加勒比海的几个离岸中心注册。

(6) 船舶注册。在英属维尔京群岛注册的船舶超过 1040 艘，大多是大型游艇，该岛于 2001 年通过新《船舶法》，为进一步发展该项业务开辟了道路。2001 年末，在开曼群岛注册的船舶为 1500 艘。

4.3 重点和难点

- 欧洲货币的概念；
- 欧洲货币市场的结构；
- 欧洲债券的特征。
- 离岸金融中心和避税港

4.4 思考题

- (1) 什么是欧洲美元？有没有欧洲欧元？
- (2) 欧洲美元市场的出现会影响美联储的货币政策吗？
- (3) 试比较欧洲债券与外国债券的异同。
- (4) 欧洲货币市场运行是否会存在信用膨胀问题？后周货币市场规模不断扩大是否会威胁国际金融稳定？