

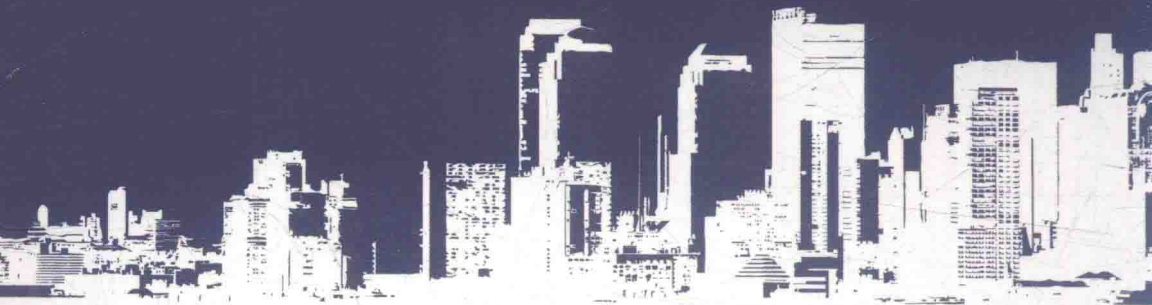


中国滨海金融协同创新中心项目（批准号：BHJR010226）资助成果
国家社科基金重大项目（批准号：17ZDA100）资助成果

Exploring the Construction of Free Trade Port in China:
Offshore Financial Market Reopen

探索建设自由贸易港： 离岸金融市场再起航

杨帆◎著




 中国金融出版社

Exploring the Construction of Free Trade Port in China:
Offshore Financial Market Reopen

探索建设自由贸易港： 离岸金融市场再起航

杨帆 著

 中国金融出版社

责任编辑：任 娟

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

探索建设自由贸易港：离岸金融市场再起航 (Tansuo Jianshe Ziyou Maoyigang: Li'an Jinrong Shichang Zai Qihang) / 杨帆著. —北京：中国金融出版社，2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9703 - 6

I. ①探… II. ①杨… III. ①离岸金融市场—研究—中国
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 190866 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14. 75

字数 235 千

版次 2018 年 6 月第 1 版

印次 2018 年 6 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9703 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947



序

PREFACE

在当前全球贸易增长放缓、“逆全球化”风潮涌动、经贸规则形成新格局的背景下，党的十九大提出“推动形成全面开放新格局”，在现有保税港区和自由贸易试验区的基础上探索建设开放程度和自由程度更高的自由贸易港。从最初的保税区到目前“1+3+7”的自由贸易试验区格局，再到探索自由贸易港建设，我国的对外开放逐步升级，有力地推动了我国更高层次开放型经济体系的建立。作为中国经济制度改革的新引擎，自由贸易港无疑站在了更高的平台上，开始肩负起促进中国经济融入国际经济新秩序、促进“一带一路”国家间经贸合作、为我国加入高标准国际贸易协定提供经验的重要任务。

国际通行的自由贸易港一般具有贸易、投资和金融自由化的基本特征，在自由贸易港内设立的金融市场和机构以及开展的各项金融业务具有离岸金融的特征。强化我国自由贸易港的离岸金融功能，将进一步推动其在金融、服务业领域实现更高层次的开放，强化其贸易、物流、加工制造和增值服务等核心功能的发挥，也必将进一步助推自由贸易港的建设探索。因此，从适合培育离岸金融市场的视角研究推进我国自由贸易港的探索建设，以离岸金融市场为支点，推动服务贸易型离岸金融业务在自由贸易港、自贸试验区的先行先试，进一步对接 TPP、TTIP 等国际贸易新动向要求的金融自由化条款，有利于促进贸易投资便利化、提高资金使用效益、实现跨境资本流动和优化配置，从而为“一带一路”建设提供融资支持和便利，引领中国金融改革，推动人民币国际化进程，实现最高标准的开放。

《探索建设自由贸易港：离岸金融市场再起航》一书立足我国自由贸易试验区金融改革创新历程、自由贸易账户体系的设置、自由贸易港的金融开放期许，以及上海、深圳、天津三地离岸金融业务的探索实践，坚持金融改革创新为国家试制度、为区域谋发展的总体原则，坚持以制度创新为核心、以开放促改革促发展促转型、服务实体经济发展的根本要求，通过大量的翔实数据、及时的政策梳理以及指标体系的构建、策略模型的构建、风险溢出的测度对我国自由贸易港发展离岸金融市场进行了多角度、全方位、立体化、宽视野的思考与研究。本书结构清晰、内容翔实、信息量大，除基础性理论研究外，案例研究是一大亮点。本书兼顾当前与长远，分析了当下我国自由贸易港离岸金融市场建设面临的困难与挑战，并以上海为例，提出未来上海自由贸易港离岸金融市场建设的总体方向、模式选择、发展策略及实现路径。

新时代，新起点，新征程。2018年是中国改革开放40周年，也是我国实施新一轮改革开放、迈向更高层次开放型经济体系的新起点。本书以时间为轴、以理论为线、以实践为面，从三个维度架起了研究自由贸易港离岸金融市场的立体体系，对自由贸易港建设探索过程中实现金融领域最高标准开放的关键内容和步骤进行了深入研究，这些研究结论为当前形势下我国深化金融改革开放政策措施的制定提供了重要的理论基础和决策参考，具有一定的理论性、实践性和指导性。

天津市政府参事

中国滨海金融协同创新中心主任

王爱俭

2018年5月

前言

FOREWORDS

党的十九大报告明确提出：“赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港。”这是中国开放政策的最新命题，也是未来中国开放发展的最前沿。2017年3月，国务院印发的《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》明确提出，在洋山保税港区和浦东机场综合保税区等海关特殊监管区域内设立自由贸易港区。2017年11月10日，汪洋副总理在《人民日报》撰文，进一步对自由贸易港做了具体阐释。2018年3月，在《政府工作报告》中，李克强总理在“对2018年政府工作的建议”中指出，“全面复制推广自贸试验区经验，探索建设自由贸易港，打造改革开放新高地”。2018年4月，在博鳌亚洲论坛开幕式上，习近平主席发表主旨演讲，进一步指出“中国人民将继续扩大开放、加强合作，坚定不移奉行互利共赢的开放战略，坚持引进来和走出去并重，推动形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局，实行高水平的贸易和投资自由化便利化政策，探索建设中国特色自由贸易港”。

探索建设自由贸易港，是继承和发展我国自由贸易试验区制度创新成果、推进新的创新载体建设的重要安排，是应对全球经贸规则不断演变、平抑国际经济形势“逆全球化”波动、实现世界经济开放发展和强劲复苏的战略支点，是配合我国继续深入推进“一带一路”建设、掌握全球自由贸易主导权的重大举措，是新时代加快对外开放、促进经济增长、形成全面开放新格局的重要途径。

纵观国际上较为成熟的自由贸易港，均同时具备自由贸易、自

由投资、自由金融和自由运输这四大功能，而放开外汇管制、积极发展离岸金融是世界自由贸易港的通行惯例。作为必要的金融基础设施，在我国探索建设自由贸易港，积极发展离岸金融市场，并根据自由贸易港的制度框架和基础条件，选择符合自身特征的离岸金融模式，既是我国尝试开展离岸业务的试验田，也是我国金融自由化改革的试验地。我国自由贸易港建设的基础是开放型实体经济，核心是打造制度空间，重点是围绕“一线放开”实现货物、人员、资金最前沿的开放。尽管有“探索建设”职责，但自由贸易港不再是“试验区”的概念，而是具体的开放实践。应该说，在我国自贸试验区过去五年的发展进程中，离岸金融业务总体发展缓慢，离岸金融市场尚未建立。因此，将自由贸易港的金融开放创新实践按照离岸金融市场规则进行管理，拓宽具有风险分散优势的多元化离岸金融业态，打通区内、区外的资金流动渠道，有助于进一步降低企业经营成本，提高自贸试验区、自由贸易港对各类企业的吸引力，有助于突破自贸试验区建设发展的瓶颈，实现自由贸易港更高层级的开放，有助于在更广领域、更大空间、更深层次上探索以制度创新推动全面深化金融改革的新路径，推进我国的金融国际化和人民币国际化，不断完善我国金融开放的风险防范机制。

对于建设以自贸试验区为载体的离岸金融市场，理论界已提出构想，但缺乏系统的论证与研究。深度审视我国自由贸易港及其“境内关外”的特性和“虚拟境外”的环境，深入分析自由贸易港离岸市场建设的理论支撑与区位机理，探讨在离岸市场放松金融管制的试验，平衡放松管制与风险监管的适度关系，对于加快实现自由贸易港更高层级的金融开放目标、减少自由贸易港金融自由化对国内金融体系带来的负面影响具有重要意义。

鉴于此，本书以我国自由贸易港离岸金融市场为研究对象，在整体架构上设计安排了7篇19个章节的内容，以离岸市场“为何建设”（第一、第二、第三篇）——“能否建设”（第四、第五篇）——“如何建设”

(第六篇)——“风险防范”(第七篇)为研究主线。

第一篇为绪论(第二至第三章)。本篇介绍了本书的选题背景、目的和意义;对自由贸易试验区与自由贸易港、离岸金融市场及其分类、自由贸易港离岸金融市场及其金融风险等相关概念的缘起、内涵、外延进行了阐释界定;对国内外相关文献研究成果分专题进行梳理,并在综述与评价的基础上,提出本书研究视角的切入点和研究主线。

第二篇为理论基础(第四至第五章)。本篇分别围绕自由贸易港、离岸金融市场建设及风险进行理论分析,遵循区域经济增长、规制经济学和制度经济学理论,微观视角的集聚经济与区位选择理论,宏观视角的金融自由化和金融创新理论,以及揭示金融自由化与金融风险关系的风险分散模型,进一步为后文分析做理论铺垫。

第三篇为经验借鉴(第六至第八章)。本篇是对国际自由贸易港及离岸金融市场建设发展的经验借鉴,对具有离岸金融功能的世界自由贸易港和对“境内关外”的离岸金融市场及其风险防范进行了案例分析,梳理出区位优势、制度要素、风险监管三个方面的经验,并以此为我国自由贸易港离岸金融市场建设及风险防范提供启示。

第四篇为现实考察(第九至第十一章)。本篇是对我国自由贸易试验区金融改革创新实践、自由贸易港培育离岸金融市场的现实考察,包括对我国自由贸易港及其前身自贸试验区金融开放创新实践的战略分析,对我国自由贸易港培育离岸金融市场的可行性、必要性和有效性论证,对我国具有离岸金融市场培育潜力的目标区域的基础条件、发展优势及金融创新实践成果的对比分析。

第五篇为指标测算(第十二至第十三章)。本篇构建了我国自由贸易港离岸金融市场培育潜力的评价指标体系并对指标的有效性进行了具体测算,通过建立计量模型实证考察我国已获批建立自贸试验区的重点区域的发展潜力以及离岸金融市场建设的区位选择。

第六篇为发展策略(第十四至第十六章)。本篇以上海为例,从

宏观角度提出自由贸易港离岸市场分阶段的功能定位、制度模式以及以自由贸易账户为实施载体的发展策略；从微观视角梳理自由贸易港离岸人民币利率、汇率的形成机制，论证在风险可控的前提下，离岸市场资本项目试点开放的策略及路径选择。

第七篇为风险防范（第十七至第十九章）。基于资本项目试点开放等金融管制放松引致的国内金融体系的潜在风险，本篇实证检验人民币离岸金融市场对国内市场的风险溢出效应，探讨自由贸易港离岸市场的系统性金融风险以及风险溢出的源头和风险监管的对象，并据此提出风险防范措施。

探索建设自由贸易港是一项长期的、渐进的、系统性的工程。作为阶段性的研究成果，本书从尝试发展离岸金融市场的角度，对我国自由贸易港的建设进行了立体化的思考与研究。诚然，书中还有许多不足之处，特别是由于我国自由贸易港步入实操阶段时间尚短，上海自贸试验区的自由贸易港建设虽已得到国家批复，但其离岸金融业务体量相对较小，离岸金融市场的构建还需要政府加强推动和市场自身的不断完善，因此在分析我国自由贸易港离岸金融市场对国内金融体系的风险冲击时，无法得到自由贸易港离岸金融市场的有效数据，只能以同样作为“境内关外”“政府推动”的香港及台湾人民币离岸市场的数据指标来代替，利用计量方法实证考察离岸金融市场对国内金融市场的冲击效应，并据此分析自由贸易港建设离岸金融市场可能给国内金融体系带来的风险。由于实证数据的替代，实证结论也将在一定层面上影响对策措施，相关建议或许有失偏颇，不够全面，而笔者也将根据时间的推移和自由贸易港的不断发展，积累数据，跟进研究，及时调整，加以完善。

目 录

CONTENTS

第一篇 绪 论

第一章	选题背景与研究意义	3
第一节	研究背景	3
第二节	研究目的	5
第三节	研究意义	7
第二章	概念界定与研究范围	10
第一节	自由贸易试验区与自由贸易港	10
第二节	离岸金融市场及其分类	16
第三节	自由贸易港离岸金融市场	18
第三章	国内外文献综述	22
第一节	国外相关研究	22
第二节	国内相关研究	26
第三节	对国内外相关研究的评述	34

第二篇 理论基础

第四章	自由贸易港的相关理论	37
第一节	区域经济增长理论	37
第二节	规制经济学	40
第三节	制度经济学	41
第五章	离岸金融市场建设及风险的相关理论	43
第一节	集聚经济理论与区位选择理论	43

第二节	金融创新理论	44
第三节	金融自由化理论	46
第四节	金融自由化和金融风险的关系;风险分散模型	48

第三篇 经验借鉴

第六章	世界自由贸易港离岸金融市场的案例分析	53
第一节	新加坡离岸金融市场	53
第二节	香港离岸金融市场	56
第三节	开曼群岛离岸金融市场	57
第七章	离岸金融市场及其风险防范的案例分析	59
第一节	美国国际金融业务单位和纽约离岸金融市场	59
第二节	日本离岸金融市场与东京离岸金融市场	62
第三节	泰国曼谷国际银行业务设施与曼谷离岸金融市场	64
第八章	世界自由贸易港及离岸金融市场建设的经验启示	66
第一节	区位优势	66
第二节	制度要素	68
第三节	风险监管	72

第四篇 现实考察

第九章	自由贸易港金融开放的战略分析	79
第一节	我国自由贸易试验区的金融改革创新	79
第二节	我国自由贸易试验区与自由贸易港的对比分析	84
第三节	我国自由贸易港的金融改革开放期许	87
第四节	我国的自由贸易账户体系设置	89
第十章	自由贸易港离岸金融市场建设的论证分析	92
第一节	我国离岸金融业务及离岸金融市场的形成与发展	92
第二节	自由贸易港离岸金融市场建设的可行性分析	95
第三节	自由贸易港离岸金融市场建设的必要性分析	97
第四节	自由贸易港离岸金融市场建设的有效性模型	101
第十一章	自由贸易港离岸金融市场培育潜力对比分析	105

第一节	上海自贸试验区培育离岸金融市场的基础和优势	106
第二节	深圳前海蛇口片区培育离岸金融市场的基础和优势	109
第三节	天津自贸试验区培育离岸金融市场的基础和优势	114
第四节	三地自贸试验区培育离岸金融市场优势的比较分析	117

第五篇 指标测算

第十二章	自由贸易港离岸金融市场培育潜力的评价指标体系	133
第一节	评价体系的指标选取与设置	133
第二节	评价指标体系的构成	135
第三节	评价指标体系数据的选取	137
第十三章	离岸金融市场区位选择的实证分析	139
第一节	因子分析法在区位选择中的应用	139
第二节	因子分析的具体过程	140
第三节	因子分析的结果与评价	146

第六篇 发展策略

第十四章	自由贸易港离岸金融市场的建设布局	151
第一节	上海自由贸易港离岸金融市场的目标定位	151
第二节	上海自由贸易港离岸金融市场的模式选择	153
第三节	上海自由贸易港离岸金融市场的发展策略	157
第四节	上海自由贸易港离岸金融市场的业务布局	158
第十五章	自由贸易港离岸金融市场人民币利率、汇率形成机制	161
第一节	上海自由贸易港离岸人民币利率的形成机制	161
第二节	上海自由贸易港离岸人民币汇率的形成机制	164
第十六章	自由贸易港离岸金融市场资本项目开放的路径分析	167
第一节	扩展的三元悖论	167
第二节	人民币资本项目开放折中策略	170
第三节	上海自由贸易港离岸金融市场资本项目开放的路径	175

第七篇 风险防范

第十七章 离岸金融市场对国内金融体系风险溢出的实证分析	181
第一节 GARCH - CoVaR 模型	181
第二节 样本选取与描述统计	182
第三节 实证结论	184
第十八章 上海自由贸易港离岸金融市场的系统性金融风险分析	190
第一节 国际宏观经济和跨境资本流动的风险	191
第二节 离岸市场的金融管制放松向国内金融体系溢出的风险	192
第三节 离岸市场的金融机构创新向国内金融体系溢出的风险	194
第十九章 自由贸易港离岸金融市场的风险监管与防范分析	196
第一节 对自由贸易港离岸金融市场跨境资金流动的风险监管	196
第二节 对自由贸易港离岸金融市场金融管制放松的风险防范	197
第三节 对自由贸易港离岸金融市场金融机构风险外溢的监管	198
总结	200
参考文献	211
后记	224

第一篇 绪论

离岸金融起源于20世纪50年代，指的是在一国境内设立的不受本国金融监管的特殊形式金融机构为非居民提供的金融服务。面对经济全球化和金融自由化的新趋势，离岸金融市场的作用日益凸显。作为金融创新和金融自由化的产物，离岸金融市场凭借其制度限制少、有利于资本跨境流动和融资成本低等优势，在国际金融中心和世界自由贸易港迅速发展起来。离岸金融业务及离岸金融市场的发展，为许多国家和地区带来了巨大的收益和投融资便利，促进了区域开发开放和商务活动的繁荣，提升了一国（地区）货币以及经济实体的国际竞争力。作为必要的金融基础设施，在有效管控的自由贸易试验区、开放层次更高的自由贸易港积极筹划和构建离岸金融市场，并根据自由贸易港的制度框架和基础条件，选择符合自身特征的离岸金融模式，有助于创造良好的制度条件和市场环境，加速我国与国际经济贸易新标准、新规则体系的接轨，加快实现贸易、投资、金融自由化，以金融领域的开放创新引领我国自由贸易港的建设探索。



第一章 选题背景与研究意义

作为中国经济制度改革的新引擎，自由贸易港站在了更高的平台上，肩负着促进中国经济融入国际经济新秩序、促进“一带一路”国家间经贸合作、为我国加入高标准国际贸易协定提供经验的重要任务。建立自由贸易港离岸金融市场，以离岸金融市场为支点，推动服务贸易型离岸金融业务在自由贸易港、自贸试验区的先行先试，能够进一步对接国际贸易新动向要求的金融自由化条款，为“一带一路”建设提供融资支持和便利，引领中国金融改革，为进一步推进人民币国际化起到铺垫作用。

第一节 研究背景

第一，自由贸易港战略的实施。当前，以美国为首的发达经济体通过构建新一代全球经贸规则体系、提升服务贸易比重和竞争力、以自由贸易协定（FTA）为国际经贸竞争手段，主导着全球经贸格局的变化。中国自由贸易试验区战略的实施，正是立足于应对全球经贸规则的不断演变，主动顺应全球经济治理新格局，打造新时期我国面向世界、深耕亚太、适应国际经济新秩序的战略载体。作为自贸试验区的升级版，探索建设自由贸易港，对标世界经贸规则和经验，将赋予港区更多的改革自主权，在推动自贸试验区制度创新发展的同时，有利于创造我国参与全球价值链高端分工的优势，增加我国参与制定国际规则的话语权，平抑国际经济形势“逆全球化”的波动，实现世界经济开放发展和强劲复苏。我国自由贸易港战略是新时代推动形成全面开放新格局的重要举措，引入离岸金融功能，将推动其在金融、服务业领域实现更高层次的开放，强化其贸易、物流、加工制造和增值服务等核心功能的发挥。反过来讲，自由贸易港的建设探索、自贸试验区的制度创新，特别是在金融领域的开放创新，都可以通过构建离岸金融市场来实现。开放的离岸金融需要高度开放的经济环境作为基础。因此，在探索建设自由贸易港的背景下，构建离岸金融市场是积极推进自

由贸易港建设、主动融入国际经济新秩序、探索 TPP 和 TTIP 等最新国际贸易动向要求的金融自由化条款的重要渠道，将会为我国加入高标准国际贸易协定提供经验。

第二，人民币国际化进程的快速推进。自 2008 年国际金融危机以来，主要国际货币波动显著加大，客观上增加了国际社会对人民币的需求。近年来，中国政府采取一系列措施推动人民币的国际化进程，并在诸多方面取得了重要进展，跨境贸易人民币结算金额高速增长，货币互换协议规模继续扩大，资本项目下人民币业务不断突破，香港人民币离岸市场发展迅速。中国已经与数个国家签订了双边货币互换协定，人民币也于 2016 年 10 月 1 日正式纳入特别提款权（SDR）的货币篮子；以人民币计价的原油期货于 2018 年 3 月 26 日在上海期货交易所挂牌，标志着商品领域的计价起步。但是，作为一个发展中国家，中国在金融方面特别是资本账户开放方面仍然保持较为谨慎的态度。基于我国政治与经济环境的特殊性，人民币离岸金融市场的建设与发展，对于推动人民币资本项目的开放、推动人民币国际化战略的实施起着关键作用。针对人民币国际化过程中产生的风险，我国需要在自贸试验区范围内进行先行先试，尤其是通过在自贸试验区开展资本项目开放审慎监管，大力发展人民币离岸市场以及中长期人民币债券市场，形成人民币跨境流动“安全垫”。作为中国经济制度改革的新引擎，自由贸易港站在了更高的基础之上，开始肩负起引领金融改革、促进中国经济融入世界和参与经济全球化的重大而艰巨的任务。建立自由贸易港离岸金融市场，以离岸金融市场为支点，推动服务贸易型离岸金融业务在自由贸易港、自贸试验区的先行先试，将会为进一步推进人民币国际化起到铺垫作用。

第三，金融自由化改革的推进。提高金融开放水平、加快金融创新是我国自由贸易港、自贸试验区建设过程中重要的任务之一，以此来提升我国贸易投资便利化程度，增强金融对实体经济的支持力度。扩大金融业双向开放、推进政策性金融机构改革、健全多层次资本市场体系、完善人民币汇率市场化形成机制、加快推进利率市场化、资本项目可兑换等金融改革都可在自贸试验区先行先试，并形成可复制、可推广、可升级的经验制度。设立自由贸易港离岸金融市场，尝试推进金融自由化改革创新，将推动金融全球化。在自贸试验区设立并推动发展自由贸易港离岸金融市场，有利于推进我国的利率市场化，为境内金融市场利率水平的合理定价提供