

# 是什么因素决定离岸金融市场的形成：来自跨国面板的经验证据

刘华<sup>1</sup> 李驹<sup>2</sup> 阎骄艳<sup>3</sup>

(1. 中山大学岭南学院, 中国人民银行广州分行 广东广州 510200; 2. 广州农村商业银行, 广东广州 510100;  
3. 广东省出入境检验检疫局 广东广州 510600)

**摘要：**本文分析了引力模型的发展和最近进展，并在此基础上设定了计量模型。实证分析的结果表明，经济规模，文化因素、税收安排、制度环境以及法律起源对于离岸金融市场有形成显著影响，离岸金融的形成具有较强的近邻效应，这也就解释了自在伦敦离岸金融市场形成以后，欧洲经济大国都形成了规模各异的离岸金融市场，也解释了低税收安排和洗钱因素对岛国离岸金融市场形成的影响。在人民币离岸金融市场的选择上，伦敦是人民币离岸市场发展的首选之地，而香港的人民币离岸市场的发展主要出于政治考虑和政策支持的原因。

**关键词：**离岸金融 引力模型 实证分析

**中图分类号：**F831      **文献标识码：**A

## 一、引言

离岸金融市场的宏观分析可以从整体上得出了影响其形成和发展的重要因素，为指导人民币离岸金融市场的发展提供了分析框架和理论基础。事实上，微观层面的分析也非常重要，其对于正确认识离岸金融市场的功能和作用具有非常重要的作用，对于形成正确的离岸金融发展观也具有重要意义。目前，从离岸金融市场形成的研究看，在微观层面对于离岸金融市场的形成与发展进行分析和研究的文献相对较少，缺乏对离岸金融市场形成的理论体系的经验证据，有必要从微观层面寻找支持离岸金融市场形成与发展理论体系的证据，增强该理论体系的可信度和指导性。本文的主要任务就是运用实证分析方法在微观层面论证离岸金融市场的形成，并在此基础上讨论人民币离岸金融市场的区位选择。

## 二、文献回顾

有学者从微观的角度分析了影响离岸金融市场形成的经济、政治、文化和地理因素，初步建立了离岸金融形成的分析框架。在分析影响离岸金融形成的因素中，杨叠涵（2013）从地理学角度对全球离岸金融中心进行了研究，探讨了离岸金融中心的地理分布特征。其结果表明，离岸金融中心主要分布在岛屿及沿海地区，并集中在大洲交界处，已经形成五大集群。地理位置便利、政局稳定、自然灾害少、基础设施完善、金融法律服务专业、金融法律法规健全和政策优惠等，是离岸金融中心的主要区位条件。Levich（1989）、BIS（1996）、Cobb（1998）、Dixon（2001）、Darbar、Johnston 和 Zephirin（2003）从不同的角度对推动离岸金融市场形成的因素进行了分析，将相关影响因素分为四类，第一类是政治因素<sup>1</sup>。政治因素对于金融市场的培育和形成有较大影响，公开透明的法治环境、政府强大的治理能力以及稳定的政局是国际资金投资的首要考虑因素，因此，要将是否拥有很强的政府治理能力，是否具有稳定的政治局面，是否有较好的法治环境作为衡量政治因素的重要指标纳入到模型中。第二类是地理因素。一般来说，两国之间的距离远近会影响到投资水平的高度，邻国之间因为贸易频繁，金融投资也会更加多一些。由于岛国越来越多成为离岸金融中心，有必要将岛国作为重要因素进行考察。此外，两国是否存在共同的国界和各国的国土面积也是重要的考察因素。第三类是经济因素。如各国的人均 GDP 水平，人口规模，是否为避税和洗钱天堂。第四类是文化因素。如果两个国家拥有相同的文化，相互之间投资的倾向可能会更强，例如是否使用同一种语言，是否使用同一种货币，是否有共同的殖民国历史，是否同为殖民地，是否属于大陆法、罗马法等法系，并认为政治制度、经济和文化因素对于离岸金融市场的形成具有重要推动作用。Rose 和 Spiegel（2006）选取了 2001-2002 年 220 个国家的投资流量的数据，从实证的角度分析了政治制度、经济和文化等推动离岸金融市场形成的因素。研究表明，优惠的税收制度和较低的反洗钱力度对于离岸金融市场的形成具有较大的影响。郭云钊和张鹏（2012）从离岸中心的分布的角度出发，对全球离岸金融中心的地域分布特征进行了分析，认为全球离岸金融中心的形成具有明显的地缘性和时区性特征。全球较大的离岸金融中心都出现在经济较为发达的国家，如英国的伦敦、美国的纽约和日本的东京，小国、岛国以及地理位置优越的离岸中心的形成具有明显的地缘性，例如开曼、巴林、新加坡和香港等国。时区性特征主要体现在离岸中心前后相连，覆盖了全球所有的时区，形成了

---

<sup>1</sup> 政治因素是以制度安排为主，但也不仅仅是包括制度因素。

一个全球二十四小时连续的交易的金融市场，如新加坡在时间上衔接欧亚市场之间的时差，上午可与香港、东京及悉尼等金融中心进行交易，下午可与伦敦及欧洲其他金融中心交易。

### 三、离岸金融市场形成的理论基础——引力模型

引力模型的思想 and 概念源自物理学中牛顿提出的万有引力定律，即两物体之间的相互引力与两个物体的质量大小成正比，与两物体之间的距离远近成反比。早在 20 世纪 50 年代初，研究者凭直觉发现地理位置上越相近的国家之间贸易流动规模越大的规律。一般认为，最早将引力模型用于国际贸易研究的是 Tinbergen(1962)和 Poyhonen(1963)使用引力模型研究分析了双边贸易流量，得出两国双边贸易规模与他们的经济总量成正比，与两国之间的距离成反比的结论。Ljnnemannn(1966)在引力模型里加入了人口变量，认为两国之间的贸易规模还与人口有关，人口多少与贸易规模成正相关关系。Berstrand(1989)用人均收入替代了人口数量指标。由于引力模型所需要的数据具有可获得性强和可信度高等特点，贸易引力模型的应用越来越广泛，成为国际贸易流量的主要实证研究工具。在后续贸易引力模型扩展中，研究者主要是依据研究自己的重点，按照影响双边贸易流量的主要因素设置不同的解释变量，来分析这些因素的影响方向和影响大小，并对贸易潜力进行测算。

(一) 引力模型的理论基础和基本形式。自 Tinbergen (1962) 以来，引力方程已在涉及国际贸易、经济增长、区域和空间经济、跨国投资等各个经济学领域的大量研究中得到印证。引力方程能够非常好地拟合双边和多边贸易流数据，并且各种估计的参数能够稳定在很小的波动范围之内，是实证研究中最成功的公式之一。引力方程最基本的形式可以表示为：

$$x_{ij} = \frac{k^* y_i y_j}{D_{ij}} \quad (1)$$

即两国间的贸易流  $x_{ij}$  与经济总量  $y_i$ ， $y_j$  成正比，与距离  $D_{ij}$  成反比。在此基础上引入其他可能影响双边贸易的因素，包括人均收入、关税水平、汇率、是否接壤、共同语言、关贸协定或自由贸易区、殖民地等，引力方程能够解释双边贸易流 80-90% 的变化 (Anderson 和 Wincoop, 2004)。

(二) 引力模型的新扩展与实证。20 世纪 90 年代以来，越来越多的文献利用引力模型对国际贸易投资进行实证研究。Chen 和 Wall(1999)等人完善了引力模型的经济计量学规范，Bougheas 等人(1999)对原有解释变量进行了精炼并提出了一些新的变量。在扩展后的贸易

引力模型中，常常添加的变量有两类：一类是添加虚拟变量。如共同语言、共同边界、共同殖民历史、共同宗教等，早期对贸易引力模型的扩展以这一类为主。另一类是添加制度质量指标变量。如是否同属一个优惠贸易协定或者区域经济一体化组织、政府治理质量、合约实施保障等。2000年以后，随着制度经济学的蓬勃发展，制度质量因素开始广泛引入贸易引力模型，这一类扩展成为中外研究者尤其是国外研究者的重点。对于制度因素的研究不再仅限于是否属于同一优惠贸易安排或区域经济一体化组织的模式，开始用具体量化的指标来衡量制度因素对双边贸易投资的影响。

#### 四、离岸金融市场形成决定因素的实证分析

**（一）基于扩展的双边引力模型。**双边引力模型在国际经济学的应用十分广泛，尤其是在处理双边数据的方面发挥着重要作用。按照双边引力模型的构建方法，模型由被解释变量和解释变量组成，解释变量由控制变量和关注变量构成。选择各国相互持有的投资组合作为被解释变量，主要出于以下考虑，一是互相持有投资组合的规模一定程度上能反映资金从流出国到流入国的规模，这与离岸金融市场的形成关系密切。二是该变量是衡量离岸金融市场形成过程中较为容易获得而且数据比较完整的序列。由于离岸金融市场的形成的决定因素比较复杂，涉及到政治、经济、文化和地理等诸多因素，总体来看，模型在解释各国相互持有投资组合的时主要考察四类变量。

第一类是政治因素。政治因素对于金融市场的培育和形成有较大影响，公开透明的法治环境、政府强大的治理能力以及稳定的政局是国际资金投资的首要考虑因素，因此，要将是否拥有很强的政府治理能力，是否具有稳定的政治局面，是否有较好的法治环境作为衡量政治因素的重要指标纳入到模型中。第二类是地理因素。一般来说，两国之间的距离远近会影响到投资水平的高度，邻国之间因为贸易频繁，金融投资也会更加多一些。由于岛国越来越多成为离岸金融中心，有必要将岛国作为重要因素进行考察。此外，两国是否存在共同的国界和各国的国土面积也是重要的考察因素。第三类是经济因素。如各国的人均GDP水平，人口规模，是否为避税和洗钱天堂。第四类是文化因素。如果两个国家拥有相同的文化，相互之间投资的倾向可能会更强，例如是否使用同一种语言，是否使用同一种货币，是否有共同殖民历史，是否同为殖民地，是否属于大陆法<sup>2</sup>、罗马法等法系。模型设定形式如下：

---

<sup>2</sup> 大陆法系形成于欧洲大陆，源于罗马法，以法国和德国为代表，包括意大利、瑞士、奥地利、比利时、

$$\begin{aligned}
\ln(X_{ijt}) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(D_{ij}) + \beta_2 \ln(Y_{it}) + \beta_3 \ln(Y_{jt}) + \beta_4 \ln(\text{Pop}_{it}) + \beta_5 \ln(\text{Pop}_{jt}) \\
& + \beta_6 \text{Cont}_{it} + \beta_7 \text{Lang}_{it} + \beta_8 \text{CU}_{ijt} + \beta_9 \text{Comcol}_{ij} + \beta_{10} \text{Col}_{ijt} + \beta_{11} \text{Island}_i + \beta_{12} \text{Island}_j \\
& + \beta_{13} \text{Landl}_i + \beta_{14} \text{Landl}_j + \beta_{15} \ln(\text{Area}_{ij}) + \beta_{16} \ln(\text{Area}_{it}) + \gamma_1 \text{Taxh}_i + \gamma_2 \text{Taxh}_j + \\
& \gamma_3 \text{Money}_i + \gamma_4 \text{Money}_j + \gamma_5 \text{Rule}_i + \gamma_6 \text{Rule}_j + \gamma_7 \text{Pol}_i + \gamma_8 \text{Pol}_j + \gamma_9 \text{Reg}_i + \gamma_{10} \text{Reg}_j \\
& + \gamma_{11} \text{Common}_i + \gamma_{12} \text{Common}_j + \gamma_{13} \text{Civil}_i + \gamma_{14} \text{Civil}_j + \gamma_{15} \text{French}_i + \gamma_{16} \text{French}_j + \varepsilon_{ijt}
\end{aligned} \tag{2}$$

$X_{ijt}$  : ij 两国相互持有的跨境金融投资组合数;

$D_{ij}$  : ij 两国之间的空间距离;

$Y_{it}$  : 以现价计算的 i 国人均 GDP;

$\text{Pop}_{it}$  : i 国的人口总规模;

$\text{Cont}_{it}$  : 二元变量, 如 ij 国共享边界为 1, 否则为 0

$\text{Lang}_{it}$  : 二元变量, 如 ij 国使用同一种语言为 1, 否则为 0

$\text{CU}_{ijt}$  : 二元变量, 如 ij 国使用同一种货币为 1, 否则为 0

$\text{Comcol}_{ij}$  : 二元变量, 如 ij 国同为它国殖民为 1, 否则为 0

$\text{Col}_{ijt}$  : 二元变量, 如 ij 国有被殖民历史为 1, 否则为 0

$\text{Island}_i$  : 二元变量, 如 ij 国为岛国为 1, 否则为 0

$\text{Landl}_i$  : 二元变量, 如 ij 国为内陆国为 1, 否则为 0

$\text{Area}_{ij}$  : 表示 i 国的国土面积;

$\text{Taxh}_i$  : 二元变量, 如 i 国为避税天堂为 1, 否则为 0

$\text{Money}_i$  : 二元变量, 如 i 国为洗钱中心为 1, 否则为 0

$\text{Rule}_i$  : 表示 i 国的法治环境评分

$\text{Pol}_i$  : 表示 i 国的政治稳定评分

$\text{Reg}_i$  : 表示 i 国的政府治理评分

---

荷兰、卢森堡、西班牙、葡萄牙等欧洲国家, 以及整个拉丁美洲、非洲部分国家, 亚洲的日本、伊朗、印度尼西亚、泰国、土耳其。美国的路易斯安纳州、英国的苏格兰、加拿大的魁北克省, 也属大陆法系。

*Common<sub>i</sub>*: 二元变量, 如 i 国属于普通法系为 1, 否则为 0;

*Civil<sub>i</sub>*: 二元变量, 如 i 国属于大陆法系为 1, 否则为 0;

*French<sub>i</sub>*: 二元变量, 如 i 国属于法国法系为 1, 否则为 0。

本次研究的数据来源之一是 IMF 提供的跨境投资组合调查数据库 (CPIS), 该数据库包含了全世界 200 多个国家相互之间持有股权和债券等投资组合信息。由于传统意义上的离岸金融中心也全部包含在该数据库内, 因此该数据库用于研究离岸金融市场形成的决定因素具有重要意义。本次研究选取 2001-2011 年作为时间窗口, 同时选取了 220 个资金来源国和 68 个资金进入国作为研究样本, 样本数据为国家间相互持有的投资组合的市场价值, 例如 2001 年末阿根廷持有奥地利 2.9 亿美元的投资组合。各国的人均 GDP 和人口规模数据来源于世界银行的 WDI 数据库, 其中人均 GDP 采用当年价格计算。各国的殖民历史、官方语言、共用国境以及货币等虚拟变量的数据来源于 glick 和 rose(2002)。避税虚拟变量的数据来源于 OECD 和 CIA 的官方认定, 洗钱虚拟变量的数据来源于 FITF 的历年研究报告。各国的政治稳定和政府监管指标来源于世界银行。

六个方程的估计均采用 OLS 估计, 为消除异方差等因素影响, 在估计的过程中采用了稳健协方差估计量; 为保留零因变量的样本, 提高估计效率, 我们将略大于零的数值替代零因变量。首先, 我们对基础方程进行估计, 在基础方程中, 我们并没有把经济因素、制度和法律因素包括进来, 仅仅考虑人口、人均收入、空间距离、是否为同一种语言、使用同一种货币等地理和人文因素, 考察的是人文和地理因素对于资金跨国流动的影响。基础方程的估计结果如 (1) 所示。估计结果表明, 两国距离越远越不利于提升两国资金的流动规模, 而人口和人均收入越高的流出国和流入国都有利于提升两国资金的流动规模, 两国使用拥有同一个殖民国、使用同一种货币和同一种语言有利于提升两国的资金流动规模, 这主要是由于相同的货币能降低汇率风险和交易成本, 拥有共同的殖民国可能导致两个国家在同一个贸易区内。同时, 我们可以看到, 基础方程与数据的吻合度较好, 数据对方程的解释度接近 50%, 大部分的解释变量的估计值都是显著的, 结论相对来说比较可靠。

为充分检验基础方程估计的稳健性, 考察样本区间内是否存在明显的跳跃点, 我们将样本划分为前后两个大致相等的子样本区间, 从解释变量的系数看, 十四个解释变量中只有两个解释变量估计系数的符号出现了正负相间的情况, 其余十二个解释变量系数符合保持一致; 从解释变量的显著性看, 十四个解释变量的估计系数显著性均未发生变化, 解释变量估计系数的显著性保持良好的一致性。从方程与样本的吻合程度看, 三个时期的解释度均在

50%左右，波动幅度不超过 1%，样本与方程吻合度表现出良好的稳定性。总体上看，在 2001-2011 年样本区间，方程系数估计内并没有发生较大幅度的跳跃，基础方程的估计表现出较强的稳健性，估计结果较为可靠。

从第 4 列开始，我们在基础方程模型中陆续增加经济因素、制度因素和法律因素变量，逐项考察这些因素在跨国资本流动中的作用。从第 4 列中看出，如果一个国家和地区是避税天堂，那么将会吸引大量国际资本前往该国，从而形成离岸的金融市场。与部分实证研究结果不一致的是，如果一个国家和地区是洗钱中心，并不会吸引大量国家资本前往该国，反而洗钱中心国家对于国际资本流入有负面的影响，这可能与近年来国际社会加大反洗钱力度有关，洗钱中心受到国际社会的联合管制，导致国际资本流入这些国家和地区大幅下降。从第 5 列看出，法律制度、政治的稳定性与资本跨国流动有较强的相关性，对于法律制度越完善，法律的管控力越强的国家，对于国际资本的吸引力会更强，而政治稳定、政局安定的国家对于国际资本也是有很大的吸引力的，这一点从政治的稳定性与被解释变量的负相关可以看出。此外，政府的控制力对于国际资本的流动影响不显著，但越是强势的政府，对于国际资本的吸引力会下降，越难以形成离岸金融市场。从第 6 列可以看出，法律起源对国际资本的流动也有显著的影响，大陆法系和普通法系的国家容易成为国际资本的流出国，而法兰西法系的国家容易成为国际资本的流入国。

表 1 引力模型的估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	混合估计	2001-2005	2006-2011	经济因素	制度因素	法律因素
$D_{i,j}$	-0.54	-0.5	-0.57	-0.56	-0.59	-0.59
	0.02	0.03	0.29	0.02	0.02	0.02
$POP_{it} (H)$	0.73	0.67	0.83	0.78	0.78	0.79
	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
$POP_{jt} (S)$	0.01	0.64	0.62	0.61	0.63	1.38
	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
$Y_{it} (H)$	1.24	1.3	1.26	1.28	1.3	1.8
	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02
$Y_{jt} (S)$	1.8	1.78	1.99	1.8	1.8	0.63
	0.02	0.02	0.03	0.02	0.02	0.08

	0.74	0.87	0.62	0.7	0.63	0.64
Cont <sub>ij</sub>	0.08	0.11	0.11	0.08	0.8	0.08
	1.09	0.89	1.35	0.14	1.08	1.06
lang <sub>ij</sub>	0.04	0.05	0.06	0.02	0.04	0.04
	1.54	1.73	1.31	1.22	1.21	1.22
cu <sub>ij</sub>	0.29	0.35	0.58	0.31	0.34	0.34
	0.76	0.64	1.1	1.09	0.83	0.8
comcol <sub>ij</sub>	0.08	0.1	0.13	0.04	0.09	0.09
	0.27	-0.05	1.06	0.79	-0.01	-0.01
col <sub>ij</sub>	0.39	0.44	0.59	0.09	0.37	0.37
	0.42	0.43	0.39	0.37	0.4	0.78
Island <sub>ij</sub>	0.02	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02
	0.11	0.08	0.16	0.14	0.16	0.15
landl <sub>ij</sub>	0.02	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02
	-0.001	0.04	-0.05	0.03	0.03	0.03
area <sub>it</sub> (H)	0.0099	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
	-0.125	-0.14	-0.01	-0.13	-0.13	-0.13
area <sub>jt</sub> (S)	0.001	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
				0.49	0.37	0.35
tax <sub>it</sub>				0.05	0.05	0.05
				-0.002	-0.1	-0.09
Moneyl <sub>it</sub>				0.03	0.03	0.03
					0.11	0.12
rule <sub>it</sub>					0.04	0.04
					-0.21	-0.21
pol <sub>it</sub>					0.03	0.03
					-0.002	-0.004
reg <sub>it</sub>					0.04	0.04
common <sub>it</sub>						0.27

						0.06
						0.15
	civil <sub>it</sub>					0.06
						-0.12
	french <sub>it</sub>					0.04
样本数	32300	17228	15072	32300	30041	30041
R2	0.49	0.5	0.49	0.49	0.49	0.5

注：检验水平为 5%

总的来看，从上述的实证结果我们可以得出以下结论：一经济因素占有重要地位。各估计方程的经济规模的系数都很显著，表示经济规模越大的两个国家的跨境资金流动将会越大，这也解释了离岸金融市场一般会出现在经济规模比较大国家和地区。二是地理、语言和文化因素对于跨境资金流动具有较大的影响，离岸金融市场的形成与地理因素有较大的关联，也就是说离岸金融市场的形成具有明显的“近邻效应”，这也就解释了离岸金融市场在欧洲出现后，之后形成和发展的离岸金融市场也集中在欧洲大陆。三是较低的税收安排能大量吸引国家资本的流入，是离岸金融市场形成的一个基本保障；随着国家反洗钱力度增大，具有洗钱功能的国家和地区并不能较好的吸引国际资本的流入，这就解释了岛国离岸金融市场的形成和发展。四是制度因素有重大作用，完善的法律制度、稳定政局和宽松的政府管制对于国际资本的吸引较大，对于离岸金融中心的形成具有基础性的推动作用。五是法律起源对于离岸金融市场有显著影响。大陆法系和普通法系的国家容易成为资本的流出国，而法兰西法系的国家容易成为资本的流入国，这可能源于不同法律体系对于所有权的保护差异所致。

**（二）基于二元选择模型。**为检验引力模型估计的稳定性，本文采用面板数据模型对决定离岸金融中心形成的因素进行估计。模型仍然采用结构化方式进行设定，模型的被解释变量为“是否为离岸金融中心”，解释变量分为控制变量和关注变量，其中控制变量为人均GDP和人口规模数，关注变量为税收优惠、发洗钱政策、政府治理水平、政局稳定性、法律环境以及所属法系。在模型的估计上，除了采用常用的面板数据估计方法外，考虑到被解释变量的二元性质，还将利用probit模型的估计方法对模型进行估计。在模型的估计过程中，首先选择只包含控制变量的基准模型进行估计，然后在基准模型的基础上再加入经济因素变量、文化因素变量和政治因素变量。估计模型设定为：

$$ofc_{it} = \beta_0 + \beta_1 y_{it} + \beta_2 pop_{it} + \beta_3 taxh_{it} + \beta_4 moneyl_{it} + \beta_5 rule_{it} + \beta_6 pol_{it} + \beta_7 reg_{it} + \beta_8 common_{it} + \beta_9 civil_{it} + \beta_{10} french_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$ofc_{it}$  : 如果  $i$  国为离岸金融中心则为 1, 否则为 0;

$y_{it}$  表示以现价计算的  $i$  国人均 GDP;

$pop_{it}$  表示  $i$  国的人口总规模;

$area_{it}$  表示  $i$  国的国土面积;

$taxh_{it}$  表示二元变量, 如  $i$  国为避税天堂为 1, 否则为 0

$moneyl_{it}$  表示二元变量, 如  $i$  国为洗钱中心为 1, 否则为 0

$rule_{it}$  表示  $i$  国的法治环境评分

$pol_{it}$  表示  $i$  国的政治稳定评分

$reg_{it}$  表示  $i$  国的政府治理评分

$common_{it}$  : 二元变量, 如  $i$  国属于普通法系为 1, 否则为 0;

$civil_{it}$  : 二元变量, 如  $i$  国属于大陆法系为 1, 否则为 0;

$french_{it}$  : 二元变量, 如  $i$  国属于法国法系为 1, 否则为 0。

本次研究的数据来源之一是 IMF 提供的跨境投资组合调查数据库 (CPIS), 该数据库包含了全世界 200 多个国家相互之间持有股权和债券等投资组合信息。本次研究选取 2001-2011 年作为时间窗口, 同时选取了 220 个国家作为研究样本。在被解释变量的数据上, 本文根据金融稳定论坛、errico 和 musalem (1999) 和 IMF (2004) 的标准, 选取 40 个持有资产组合超过 1 亿美元的非 OECD 国家和地区作为离岸金融中心, 例如香港被确定为离岸金融中心, 其变量的赋值为 1。解释变量中, 各国的人均 GDP 和人口规模数据来源于世界银行的 WDI 数据库, 其中人均 GDP 采用当年价格计算。各国的殖民历史、官方语言、共用国境以及货币等虚拟变量的数据来源于 glick 和 rose(2002)。避税虚拟变量的数据来源于 OECD 和 CIA 的官方认定, 洗钱虚拟变量的数据来源于 FITF 的历年研究报告。各国的政治稳定和政府监管指标来源于世界银行数据库。相关估计结果如下:

表 2 二元选择模型的估计结果

估计 I	估计 II	估计 III	估计 IV
------	-------	--------	-------

	0.25	0.99	1.24	2.09
$y_{it}$	0.025	0.20	0.38	0.44
	-0.13	1.00	1.64	1.85
$Pop_{it}$	0.02	0.26	0.61	0.37
		0.98	1.32	2.30
$tax_{it}$		0.18	0.45	0.50
		1.21	1.76	1.98
$moneyl_{it}$		0.87	0.64	0.43
			-0.80	-3.70
$rule_{it}$			0.54	1.45
			0.78	-0.06
$pol_{it}$			0.51	0.48
			0.62	1.05
$reg_{it}$			0.46	0.96
				-0.65
$common_{it}$				0.98
				2.36
$civil_{it}$				12.67
				-9.60
$french_{it}$				15.3
样本数	1893	260	230	230
R2	0.13	0.48	0.49	0.50

注：检验水平为 5%

从模型估计的结果看，最重要的结果是在第二列。当模型加入避税和洗钱变量后，我们发现模型的  $R^2$  大幅提高，并且随着制度变量和法律变量的引入， $R^2$  并没有出现显著的上升。也就是说，当一个国家和地区的税收比较低，那么这个地方成为离岸金融中心的概率较大。虽然洗钱变量系数为正，但其显著程度比较低，对离岸金融市场的形成并没有很好的解释能力和说服力。其他制度变量的加入并没有有效提高离岸金融中心形成的概率，而且估计系数的显著性并不高。

因此，二元估计的结果与前文的双边引力模型估计结果有相似之处，尤其是在税收和洗钱变量的解释上，都认为低税收政策对于离岸金融中心的形成有较大的影响，灵活的税收制度安排和较低的税率对形成离岸金融中心较为有利，而洗钱活动对离岸金融中心的形成并没有文献研究中提及的那么重要，这或许与国际反洗钱打击力度增大有直接关系。

## 五、人民币离岸金融市场的选择和决定

根据前文离岸金融市场形成的结论，本文选择了经济规模较大的欧美国家（美国、英国和德国），具有相似的发展背景的金融中心（例如，英国、香港和新加坡都曾是英联邦国家）进行比较。其主要原因，从发展人民币离岸金融市场的角度看，香港与中国大陆在语言文化、历史根源、地理位置和经贸往来都有紧密的联系。香港与新加坡、英国都属于英联邦国家，三者之间具有很强的可比性。在具体比较中，本文选择了伦敦、纽约、香港、新加坡和东京五个国际金融中心。

金融机构数量决定了离岸人民币交易的潜在规模。英国伦敦一直是世界上金融机构最集中的城市。2012年末，伦敦有450家银行业金融机构，香港拥有将近200家金融机构，而新加坡仅有123家。因此，从金融机构数量看，伦敦是人民币金融市场的首选。外汇市场的发展程度对离岸人民币发展起到基础性作用。英国伦敦一直以来都是全球最活跃的外汇交易中心，在全球外汇市场所占份额居于世界首位，近年来还有上升趋势。2013年末，英国外汇市场日均交易量占全球成交量41%，比1998年提高8个百分点。从外汇市场发展水平看，英国的伦敦是发展人民币离岸市场的首选。离岸股票市场是离岸金融市场发挥长期融资功能的重要载体。2013年，纽约的股票市场拥有2371家上市公司，股票市值为179.5万亿美元，位居全球第一，占全球股市的27%，比排名第二的东京还要大4倍，市场交易量为153万亿美元，是东京的两倍多，占全球股市交易的20%，筹资额为1.7万亿美元，是伦敦的三倍多，占全球筹资额的24%。从股票市场角度看，纽约是作为发展人民币离岸股票市场的场所。从债券市场发展看，2013年末，伦敦证券交易所共有21486只上市债券，债券交易量达4.1万亿美元，市场筹资额为10.1万亿美元，债券交易量、筹资额均居世界前列。因此，从债券市场的各项指标看，伦敦应该成为发展人民币离岸债券市场的首选之地。

根据前文软硬指标的分析，对硬性指标的数量进行排序，分别可以得到金融聚集、外汇市场、股票市场和债券市场的发展排序。如果各项指标取相同权重，则可以对各项指标的

排序进行简单相加，如果对各指标分配不同的权重，则可以对相应排序进行加权后相加，所得结果越小，则更可能成为人民币离岸金融市场的区位选择。据排序计算的结果，伦敦居首选之地，纽约次之，香港第三。

目前，香港是发展人民币离岸金融市场的主要场所。主要原因，一是管制。由于人民币是不可自由兑换货币，其流向受到中国政府的限制，经济等市场化因素在人民币离岸金融市场的形成过程中并不占据主导地位，政府的意图在此过程中非常重要。所以，在当前形势下伦敦和纽约并不能成为人民币离岸市场的场所。二是政治和地理等不可测因素。中国政府在选择人民币离岸市场发展场所更多考虑的是政治因素，伦敦和纽约同属传统欧美发达国家，市场规模大，吸纳资金能力强。由于缺乏建设经验，在这些国家建立人民币离岸金融市场的风险较大，风险可控性较差，甚至可能出现危及国家宏观调控政策的有效性和金融稳定的情况。因此，中国政府更加愿意选择市场规模小，吸纳资金能力不大的香港作为人民币离岸金融市场的试验田。同时，香港与中国大陆越来越紧密的经贸往来关系、得天独厚的地理位置以及与中国大陆“一国两制”的特殊政治制度也是让香港成为首选之地的重要影响因素。随着管制和市场化进一步推进，人民币离岸金融市场的发展格局可能会发生很大的变化。

表3 全球主要金融中心指标评分排名

指标	金融聚集	外汇市场	股票市场	债券市场	人力资本	商业环境	基础设施	金融发展	总体竞争力	总体得分
纽约	3	2	1	2	2	2	2	2	2	18
伦敦	1	1	2	1	1	1	1	1	1	10
新加坡	5	5	5	5	4	4	4	4	4	40
香港	4	4	4	4	3	3	3	3	3	31
东京	2	3	3	3	5	5	5	5	5	36

数据来源：伦敦金融城报告，世界交易所联合会

## 六、本文结论

本文首先从离岸金融市场形成的理论基础出发，分析了引力模型的发展，并在此基础上

设定了用于实证分析的计量模型。实证分析表明,经济规模,文化因素、税收安排、制度环境以及法律起源对于离岸金融市场有形成显著影响,离岸金融的形成具有较强的近邻效应,这解释了自在伦敦离岸金融市场形成以后,欧洲经济大国都形成了规模各异的离岸金融市场,解释了低税收安排和洗钱因素对岛国离岸金融市场形成的促进作用。在人民币离岸金融市场的选择上,伦敦是人民币离岸市场发展的首选之地,而香港的人民币离岸市场的发展主要出于政治考虑和政策支持的原因。

#### 参考文献:

- [1]连平:《离岸金融研究》[M],中国金融出版社2002年版;
- [2]巴曙松、郭云钊,离岸金融市场发展研究:国际趋势与中国路径[M].北京大学出版社,2008年;
- [3]李翀,关于境外人民币利率的预研究[J],广东社会科学2004(4)
- [4]朱孟楠,陈晞,张乔,香港:从人民币离岸债券到人民币离岸中心[J].上海金融,2009(8).
- [5]李稻葵,刘霖林,人民币国际化:计量研究及政策分析,金融研究,2008(11).
- [6]马荣华,人民币境外流通对我国经济影响的实证分析[J].财经研究,2006(4).
- [7]Bank for International Settlements, (2013): Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity.
- [8]Calvo, G and C Reinhart (2002): "Fear of floating", Quarterly Journal of Economics, no 117(2), pp 379 - 408.
- [9]Chung, T, K Li and C Hui (2013): "Explaining share price disparity with parameter uncertainty: evidence from Chinese A- and H-shares", Journal of Banking and Finance, vol 37, pp 1073 - 83.
- [10]Frankel, J and S-J Wei (2007): "Assessing China's exchange rate regime", Economic Policy, vol 22, no 51, pp 575 - 672.
- [11]He, D and W Liao (2012): "Asian business cycle synchronisation", Pacific Economic Review, vol 17, no 1, pp 106 - 35.
- [12]He, D and L Pauwels (2008): "What prompts the People's Bank of China to change its monetary policy stance? Evidence from a discrete choice model", China & World Economy, Wiley-Blackwell, vol 16, no 6, pp 1 - 21, November-December.
- [13]He, D and H Wang (2012): "Dual-track interest rates and the conduct of monetary policy in China", China Economic Review, Elsevier, vol 23, no 4, pp 928 - 47.

- [14]Henning, C (2012): “Choice and coercion in East Asian exchange rate regimes”, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, no 12-15.
- [15]International Monetary Fund (2011): “People’s Republic of China: spillover report for the 2011 Article IV consultation and selected issues”, IMF Country Report, 11/193.
- [16]Ma, G and R McCauley (2010): “The evolving renminbi regime and implications for Asian currency stability”, BIS Working Papers, no 321.
- [17]McKinnon, R (2005): Exchange rates under the East Asian dollar standard: living with conflicted virtue, MIT Press.
- [18]McKinnon, R and G Schnabl (2004): “The return to soft dollar pegging in East Asia: mitigating conflicted virtue”, International Finance, vol 7, no 2, pp 169 - 201.
- [19]Peng, W, C Shu, and R Yip (2007): “Renminbi derivatives: recent development and issues”, China and World Economy, vol 15, no 5, pp 1 - 17.
- [20]Pontines, V and R Siregar (2012): “Fear of appreciation in East and Southeast Asia: the role of the Chinese renminbi”, Journal of Asian Economics, vol 23, pp 324 - 34.
- [21]Shu, C, N Chow and J-Y Chan (2007): “Impact of the renminbi exchange rate on Asian currencies”, China Economic Issues, no 3/07, Hong Kong Monetary Authority, January.
- [22]Shu, C and B Ng (2010): “Monetary stance and policy objectives in China: a narrative approach”, China Economic Issues, no 1/10, Hong Kong Monetary Authority, January.
- [23]Xiong, W-B (2012): “Measuring the monetary policy stance of the People’s Bank of China: An ordered probit analysis”, China Economic Review, vol 23, pp 512 - 33.

## **What determines Offshore financial market? Evidence from Cross Country Panel Evidence**

LIU Hua<sup>1</sup>; LI Ju<sup>2</sup>; YAN Jiaoyan<sup>3</sup>

(1. Lingnan College Sun-Yat sen University, People’s bank of china Guangzhou branch, Guangzhou, 510200;  
2. guangzhou rural commercial bank, Guangzhou, 510100; 3. Guangdong Entry-Exit inspection and quarantine  
bureau, Guangzhou, 510600)

**Abstract:** This paper analyzes the formation and development of the offshore market in the microscopic view. First, from the theoretical framework of the formation of offshore financial markets, the paper analyzes the development of the gravity model and the latest progress, and adopts basic gravity model for empirical analysis. The results show that economies of scale, and cultural factors, tax arrangements, institutional and legal environment are significant determinants for the formation of offshore financial markets, which explains the formation of offshore financial markets in European, and the role in promoting low taxation arrangements and money laundering factors on the formation of island offshore financial markets.

**Key Words:** Offshore financial market, gravity model, empirical analysis

**收稿日期:** 2014-09-24

**基金项目:** 教育部人文社科重点研究基地重大项目, 香港在人民币国际化进程中的地位与作用研究, 批准号 13JJD790038

**作者简介:** 刘华, (1981-), 湖南衡阳人, 中山大学岭南学院博士研究生, 供职于中国人民银行广州分行  
李驹, (1978-), 广东江门人, 供职于广州农村商业银行; 阎娇艳, (1979-), 湖南株洲人, 供职于广东省  
出入境检验检疫局