

上海发展人民币离岸交易研究

丁剑平¹

(上海财经大学 200433)

【摘要】: 所有国际货币都有各自的离岸市场来扩展其网络外部性，这是本币国际化的重要路径。人民币离岸市场将以“规模”应对“美元化的网络外部性”。规模大能扩大市场的深度，市场深度深能降低融资成本，增强市场抗击风险的能力，同时能培育创新。由于区域发展不平衡，我国需要通过“市场规模+开放创新”实现人民币国际化。市场规模的提升需要国内大循环和国内国际双循环的相互配合。

【关键词】: 人民币离岸交易 离岸债券市场 离岸信贷市场 人民币国际化

【中图分类号】:F820.3.51 **【文献标识码】:**A **【文章编号】:**1005-1309(2022)03-0053-009

一、上海发展人民币离岸交易的现状与瓶颈

发展离岸人民币交易既是国家交给上海的新任务和新要求，也是上海建设国际金融中心的客观需要。

(一) 离岸市场对在岸市场可能造成冲击

美元、欧元等货币离岸市场的发展经验表明，离岸银行最终将对在岸金融及非金融机构持有大量敞口，这类敞口的增长或变动都会对在岸市场的政策构成挑战：一是境内利率高、境外利率低引发的风险。离岸市场的贷款利率可以设在规定的最低贷款利率之下。这将给离岸市场上的外资银行提供增加信贷市场占有率的机会，但对于监管层来说，外资银行信贷市场占有率提高，将使其窗口指导作用大打折扣。二是离岸金融业务的无(低)准备金优势提升了商业银行货币创造能力，转而对境内货币政策造成冲击。三是离岸银行的扩展减少了各国金融市场的分离，独立的国家货币通过离岸金融活动可以逃避国内货币紧缩政策，造成货币流动的无管制，货币政策的控制效果大大降低，从而影响整个宏观经济。上海人民币离岸市场由于成本差异可能产生其他风险，见表1。

表1 上海人民币离岸市场可能产生的其他风险

风险	境内利率高		境外利率低
热钱突然逆转	资产人民币化		负债美元化
三重汇率紊乱	在岸汇率	自贸试验区汇率	我国香港汇率

作者简介: 丁剑平，经济学博士，上海财经大学金融学院教授、博士生导师，上海国际金融中心研究院副院长。
基金项目: 国家社科基金重大项目“稳慎推进人民币国际化研究”(21ZDA094)

(二)人民币离岸债券市场发展面临的瓶颈

现阶段上海发展离岸债券市场面临三大制约因素。

1. 发债成本总体偏高

在全球负利率大环境下，叠加信用评级的缺失，美元等币种的发债成本远低于人民币，导致离岸人民币债券吸引力不足，造成“在岸的离岸”债券(以下简称“自贸债”)发行规模递减，并有从本币转向美元的倾向。截至 2021 年 5 月底，上海自贸试验区仅进行 3 只自贸试验区债券的发行创新。“非居民”在中国债券市场发行的债券(“熊猫债券”，发行货币为在岸人民币 CNY)规模和只数也很少。

2. 缺乏离岸人民币债券市场基准利率影响力

离岸的基石是离岸人民币利率，凡是“非居民”持有的人民币都应享受离岸利率。目前，离岸人民币债券的发行频率和规模都不尽如人意，其作为基准利率的功能尚未显现。只有以离岸债券利率及收益率为基准，才能盘活自贸试验区各类跨境人民币信贷及其他资产业务，让“非居民”不仅获得便利而且还获得较高的收益。

3. “多头监管”等制度性问题突出

体制机制不健全是造成国内债券市场开放度较低和离岸债券市场发展止步不前的根本原因。目前，债券市场监管涉及央行、财政部、证监会及银保监会，呈现较为复杂的格局。同时，我国债市后台设施杂乱交错，主要有“中债登”“上清所”及“中证登”，离散的设施架构导致境外投资者须在 3 家机构开立账户后方能全面进入我国债市，增加了程序性交易成本。此外，国际债券，特别是外国债券和离岸债券还涉及跨境监管的协调，需要明确的机构代表行权，而目前各部门监管边界不清晰，责任划分含混模糊，很难为债券纠纷的化解提供清晰的责任主体。

(三)扩大人民币离岸信贷市场的主要症结

一是目前“非居民”获取人民币资金的利率成本高于四大国有银行的基准贷款利率，大约高 2%以上。由于获取人民币利率成本较高，“非居民”金融机构没有积极性和动力去发放离岸人民币贷款。二是即便能平价获得人民币资金，却找不到需求方，除非是在中资企业境外供给和需求产业链的链条上。

(四)人民币外汇期货市场发展的瓶颈

1. 人民币外汇期货市场发展存在的问题

一是离岸和在岸市场相对割裂。由于我国还存在一定程度的资本管制，尚未实现资本项目完全可自由兑换，境内有人民币避险需求的主体无法参与到离岸人民币期货市场，这大大减少了离岸人民币期货市场中参与者的数量，减少了市场的流动性。二是离岸人民币期货市场汇率形成机制不完善。外汇期货是以汇率为基础标的物的衍生产品，要求汇率能够按照市场化原则进行配置，汇率的变动能够反映市场需求。目前我国施行的是以市场供需为基础、参考一篮子货币汇率制度制定汇率，人民币兑美元变化幅度不能超出每日中间价的上下 2%。三是外汇期货市场尚未完全开放。人民币外汇期货的本质功能是帮助市场参与者规避汇率风险，如果汇率期货的价格本身缺乏波动性，交易商就缺乏参与期货交易的积极性，人民币外汇期货市场就形同虚设。

2. 我国外汇衍生品市场存在的问题

一是缺少场内交易的产品。我国外汇衍生品市场交易的合约品种都是场外市场合约，缺少能在交易所上市的合约品种。二是市场交易主体单一。由于外汇衍生品市场准入标准过于严格，很多机构和非机构投资者无法获取准入资格，无法参与到外汇衍生品市场中。目前，我国外汇衍生品市场的参与主体主要是银行类金融机构。

二、上海发展人民币离岸交易的前景和条件

(一) 上海发展人民币离岸债券市场面临难得契机

当前，上海发展人民币离岸债券市场正处于最佳时期。发展人民币离岸债券市场是开展人民币离岸交易的制度性开放性“抓手”，是人民币实现国际化的重要一环。一是离岸金融衍生品的起源和主体都是离岸债券市场。二是人民币债券市场回报率高于全球债券市场的均值。三是债券风险低、风险吸收能力强，更适合对外开放。四是畅通离岸人民币回流渠道本身就是推进人民币国际化。

(二) 上海浦东新区和临港新片区可作为开拓人民币离岸业务的“先行先试”地区

世界各个国际金融中心几乎都要匹配本币的离岸业务(批发+资管)，其不断提供着市场导向和业务创新信号。根据2019年分地区人民币跨境收付统计数据，上海占据人民币离岸业务的“半壁江山”(50.1%)，这是最符合“批发”特征的“集团军作战”。浦东新区和临港新片区金融改革开放的重点首先是离岸债券市场，其次则是离岸银行信贷市场。

(三) 上海具有长期的金融市场培育和积累

上海自贸试验区离岸人民币市场产品体系相对成熟，离岸场外交易市场(OTC)的人民币外汇产品包括即期、远期、互换、货币互换、无本金交割远期(NDFs)、期权等。离岸场内交易市场有多种人民币计价的投资产品，如人民币货币期货、人民币交易型开放式指数基金(ETF)、人民币房地产投资信托(REITs)。人民币合格境外机构投资者(RQFII)、人民币合格境内机构投资者(RQDII)、“沪深港通”等，投资渠道陆续放开。同时，上海取消了QFII/RQFII投资额度及RQFII试点国家和地区限制，进一步便利境外合格投资者入市投资。

三、上海发展人民币离岸交易的操作思路和实施路径

(一) 离岸市场主体框架

一是离岸债券市场+离岸信贷市场。二是金融风险识别机制+外汇期货市场对冲机制。

(二) 以规模应对美元化的网络外部性

人民币离岸市场将以“规模”应对“美元化的网络外部性”。规模大能扩大市场的深度，市场深度深能降低融资成本，增强市场抗击风险的能力，同时能培育创新。由于区域发展不平衡，我国需要通过“市场规模+开放创新”实现人民币国际化。市场规模的提升需要国内大循环和国内国际双循环的相互配合。从国内大循环看，在稳就业的基础上，加快科研攻关，实现“卡脖子”技术国产化；加快国内新基建建设，提升居民的消费能力和消费水平。从国内国际双循环看，人民币国际化需要借助央行货币互换框架和亚投行等国际基础设施平台，需要进出口企业和国内金融企业的相互配合。

1. 离岸债券市场：通过财政部国债扩大规模

从我国香港地区的经验看，没有初始规模就没有债券市场的深度，我国香港离岸债券市场是靠财政部鼎力资助发展起来的。财政部未来发行国债时，也可以在上海离岸市场形成一个制度性安排，将目前境内超 20 万亿元的国债市场拨出一部分在上海离岸债券市场推进，而扩大债券市场的规模，就是扩大债券市场的深度，这变相降低了企业获得人民币资金的利率成本，是一个突破点。

2. 离岸信贷市场也靠规模

SDR 的其他 4 种货币，通过降低利率变相降低了偿还成本，同时提高了离岸市场的流动性。中国要扩大离岸市场、在岸市场的规模，应拨出一定的信贷额度来扩大离岸人民币信贷市场的深度。深度到了，风险降低了，成本也就降低了。扩大离岸人民币资产业务规模是硬道理，境外离岸银行通过开展资产业务，包括贷款、购汇、购债等，派生存款的过程会扩大人民币的存款规模，扩大人民币的网络外部性。同时，可通过“一带一路”项目的贷款业务与上海离岸市场的互动，来扩大离岸市场的规模。

(三) 传统离岸市场和未来上海离岸市场可能性比较分析

传统离岸市场和未来上海离岸市场可能性比较，详见表 2。

表 2 传统离岸市场和未来上海离岸市场可能性比较

比较内容	传统离岸市场	未来上海离岸市场
目的	规避本土其他地区的严格金融监管	提升实体经济，对接 RCEP、CPTPP, 让离岸人民币回流
税收	避税天堂，易被母国补征税	非税收洼地，是政策高地
主要交易标的物	离岸美元债券为主	离岸人民币债券为主
存款准备金要求	易被列入他国监管黑名单	基本符合《巴塞尔协议》
法律	英、美、法等国主导	营造多国、多元化的金融法律生态
账户隔离模式	多数类似国际银行设施 (IBF)	完善 FTA 账户来增加 OSA 或 NRA 账户功能，央行数字稳定币的试水

(四) 提出“动态的真实背景”

上海应在大数据和机器学习的基础上开拓“了解你的客户”数字平台建设，实际做到更大限度的资本账户开放。对多家企业的调研结果显示，为在更广阔的空间推进类似“离岸转手买卖”业务，企业对其真实交易背景信息的审核评估诉求中列第 1 位的是设立第三方专业机构来保证公共产品的公正性。在对银行客户经理的调研中，发现即便有“白名单”企业，银行方面也怕担责，不得不对所有单证进行彻底审核，结果导致对“白名单”企业审核更严。上海应在逐步放松真实交易背景到资本账户完全开放的过渡阶段，通过设立第三方专业机构提供对实体经济企业信用的公正评估来解决政府机构多头管理的混乱现象。

(五) 高度关注人民币离岸业务“两类循环”模式中存在的问题

内资“非居民”从事的离岸人民币业务称为“内循环”模式离岸业务；外资“非居民”从事的离岸人民币业务称为“外循环”模式离岸业务，即“体外循环”。在离岸市场上，人民币只是众多离岸货币中的可选项之一。境外交易主体大多只是以人民币与中国(大陆和中国香港)进行跨境结算，这并非真正意义上的国际结算。通过跨境结算得到的人民币也并未被长期持有，而是

在离岸市场上兑换成美元等外币,造成离岸人民币大幅“灭失”(陆简,2018)。虽然在离岸市场上将外币兑换成人民币进入境内会减少离岸人民币存量(即“灭失”),但其对中国境内货币政策效应的冲击则是最小的。可以这样来推测离岸人民币市场的深度:离岸人民币存款由跨境人民币净支出和离岸人民币存款净派生共同决定,离岸基础货币由跨境人民币净支出和跨境同业净支出共同决定(陆简,2015)。由于网络外部性及流动性偏好,外资“非居民”在其离岸业务中更倾向于使用美元。“外循环”模式下离岸人民币市场的深度还有待继续探索和挖掘,当前更应关注其货币派生需求不足(即通过信贷、购汇和购债等形式派生的流动性)等问题,目前离岸人民币市场规模远未达到担心“特里芬两难”现象的地步。

无论是“内循环”还是“外循环”,人民币离岸业务的当务之急是扩大本市场的深度和广度,同时尽可能减少“内循环”中政策套利现象的出现。目前离岸人民币资金池规模还远不能与 SDR 篮子中其他货币相比。在利率下调受限的前提下,离岸人民币的市场规模和流动性偏好直接影响其成本(筹资、管理、税负、贷款利率和担保成本等),为此提高市场规模和流动性是推进离岸人民币业务的重中之重。

(六)关于离岸金融账户

我国商业银行核心业务系统主要有 3 类离岸金融账户:一是本外币业务系统,二是海外(离岸)业务系统,三是上海自贸试验区 FT 账户业务系统。3 类账户及其监管相互独立,而复杂的账户体系不利于资本可兑换和资本流动。当前争论的焦点在于是将 FT 账户拓展升级为离岸性质的账户,还是通过人民币币种扩容和机构扩容,利用 OSA 账户开展人民币离岸交易。OSA、FT、NRA 账户均存在一定的优劣势,从中短期人民币账户改革看,建立一套独立的(离岸)账户体系可能是更好的选择,但从长远看,建立一个全国统一、规则清晰、本外币合一、账户内可自由兑换的账户体系应是我国离岸金融账户体系发展的最终目标。

四、上海发展人民币离岸交易的对策建议

(一)以离岸债券市场建设为突破口

1. 扩大离岸债券市场的规模

财政部未来的国债发行可选在上海离岸人民币市场,并形成一种制度安排,通过灵活的离岸市场双边报价机制,吸引境外投资者参与,在盘活存量国债的同时,让全球投资者更加关注上海离岸人民币市场。同时,采用“本币优先”原则,便利回流到“在岸的离岸”(上海)的离岸人民币进出债券市场,因为这部分离岸人民币的进出不影响境内的通胀和通缩。通过提高需求量或扩大 FT 账户存量(人民币资金池),变相支持离岸人民币债券发行;通过各种担保和背书,降低“自贸债”发行门槛。此外,因为亚洲金融危机和拉美金融危机都起源于对美元债发行的无管控,要将减少发行美元债提升到国家安全的高度。

2. 通过“中债登”来打造统一的监管平台

坚持主场原则,在开放中掌握主动权,将人民币离岸债券的资产和资金托管账户、登记结算等核心业务环节和相关服务留在上海,可在浦东新区率先尝试实现监管协调部门和债券登记部门的统一,通过金融基础设施提供的证券账本有效防范离岸市场的相关风险。根据场外市场为主的规律,坚持由中央证券存管机构实行“中央登记、穿透监管”等符合国际推荐标准的基础制度,按照“交易前台多元化、托管后台一体化”的国际经验构建人民币离岸债券市场,允许债券在多元化的前台进行交易,并由统一的登记结算托管机构进行托管和结算。具体执行是由“中债登”利用全信息风险管理系统(Full Information Risk Management System, FIRMS),直接与央行、财政部、发改委、证监会及银保监会保持沟通,既保留了原有平台的专业性,又增强了监管“会诊”优势。随着技术成熟,可逐步实现“统一后台+统一监管”。

3. 着力培育与国际规则接轨的市场环境

一是对接国际债券市场前沿法律，提供国际水准的法律和政策供给，明确法律适用及法律管辖安排，引导和鼓励发行人采用国际通行的 144A、RegS 等规则，并将司法和仲裁机构约定为上海金融法院、上海国际仲裁中心。二是培育未来能与惠誉、穆迪和标普竞争的本土债券信用评级机构。三是缩小与其他离岸债券市场的利息税或资本利得税的差距。虽然不能做到像中国香港、迪拜、英属维尔京群岛和开曼群岛等的完全免税，但要逐步降低到类似新加坡的 8%~15% 的税率水平。

4. 试点开展人民币国债离岸报价交易

在目前境内超 20 万亿元的国债市场中，可拨出部分存量国债进行试点，由工、农、中、建、交等境内主要银行在上海自贸试验区面向全球投资者报价，开展离岸交易，做大市场规模。

5. 支持境内外主体发行“自贸债”

应吸引全球尤其是国内企业在浦东新区发行离岸人民币债券。疫情防控期间，中国经济恢复较快，浦东新区可以人民币升值为契机吸引企业以较低的利率发债。面对全球货币负利率对“自贸债”发行带来的挑战，应采取“本币优先”原则，采取 3 项配套措施：一是取消对回流到上海自贸试验区债券市场的离岸人民币限制，放大 FT 账户人民币资金池存量额度，离岸人民币流入境内由外管登记改为事中事后监管，通过担保和背书降低发债门槛，支持“自贸债”发行。二是与国家发改委协调，引导中资企业和金融机构在外债管理框架下，鼓励政策性金融债、企业债券、金融机构债券等各主要券种，以及上海、长三角、全国的优质发行主体，在上海自贸试验区发行“自贸债”。三是将减少发行美元债的认识提升到国家安全的高度。

(二) 发展离岸信贷市场的对策建议

1. 要处理好坚持《巴塞尔协议》与开拓离岸人民币业务的对立统一关系

离岸金融业务处于货币发行国的金融体系之外(或“境内关外”)，“非居民”间以该国货币进行金融交易或资金融通。由于离岸金融市场具有显著的国际性，任何单一监管主体均无法对其实施完全监控。本质上，离岸金融市场的运作是对离岸在岸市场监管体制的“套利”。由此，离岸金融中心会受到来自在岸国家和国际组织的压力。面对压力，离岸金融中心要在透明度和有效信息沟通方面做出更多努力。要事先做好离岸活动的税收信息交换，无论是对金融账户涉税信息的自动交换，还是在《双边税收协定》《税收情报交换协议》下的专项税收情报交换，以及对《多边税收征管互助公约》的多边税收情报交换，离岸金融中心有义务履行在这些国际条约中做出的承诺，及时透明地交换离岸金融活动的税收信息，避免国际投机资本试图利用税收信息交换不对称而逃避监管和进行洗钱犯罪。

2. 进一步简化离岸账户操作程序或实施“一个窗口”监管

由于 OSA 账户不能办理人民币业务，因此将其排除在外；而 NRA 账户由于人民币兑换不能按照 CNH 汇率进行，因此也不能视其为真正意义上的离岸账户；唯独 FTN 账户可被视为名副其实的离岸人民币账户。未来 NRA 账户要朝着“一个窗口”监管方向努力，减少对资金划转和兑换的限制，尤其是在人民币信贷业务规模限制方面。由于 FTN 账户利用的是离岸人民币流动性，不占用境内外汇，分账核算业务流程还可以进一步简化。虽然人民币利率高于美元和其他可自由兑换货币，造成企业融资“美元化”，但还是可以借助离岸市场外币资金利率较低的优势，通过“外币资金+换汇+锁汇”的操作将低成本外币资金转换为人民币资金，成本有时较在岸市场人民币资金更有优势。

3. 关注“离岸业务+央行货币互换”来支持货币国际化的流动性

2013 年 10 月 31 日，美联储、欧洲央行、瑞士央行、英国央行、加拿大央行和日本央行把彼此之间临时性双边流动性互换

协议转换成了长期协议，任何当事央行都可可在自己司法辖区内以另外 5 种货币中的任何一种提供流动性。这六大央行的货币联盟被称为“C6”。这意味着在主要发达经济体之间，一个长期、多边、多货币、无限的超级储备货币网络已经成型。发达经济体央行之间在货币互换平台上的协同一致，变相地替代了以国际货币基金组织为代表的原有治理机制。截至 2020 年 6 月 19 日，中国央行已与 39 个国家的央行签署货币互换协议，至此，人民币已成为世界第一大互换货币，总规模达到 3.47 万亿元。2021 年以来，中国与泰国、印度尼西亚等国续签了货币互换协议，人民币货币互换网络逐渐形成。

4. 人民币离岸市场与商业银行的盈利机会

离岸市场的贷款利率可以设在规定的最低贷款利率之下，这将给离岸市场上的外资银行提供提高信贷市场占有率的机会。降低融资成本则是离岸市场竞争的焦点。

5. 金融业扩大离岸人民币资产业务是硬道理

境外银行通过开展资产业务(贷款、购汇、购债)派生存款的过程会增加离岸人民币存款，但对离岸基础货币却没有影响。离岸市场人民币“回流”境内不会有助于扩大离岸人民币市场的深度和广度，但通过“一带一路”项目人民币贷款与上海离岸市场的联动可实现离岸人民币市场规模的扩大。

6. 完善经营离岸人民币业务的商业银行账户

目前 OSA、NRA 或 HNRA 账户的离岸人民币存款免交存款保证金，上海已打通 FT 账户与其资金划转，也就是将自贸试验区内居民主体与境外“非居民”主体等同看待。海南则向前走了一步，将 FT 账户定位为离岸账户。由于账户多层次造成没有统一的总体离岸信贷数据，2019 年“非居民”在外汇存款、贷款中的占比约达到 29%、61%，而人民币存款和贷款比重很低。海南在一些地区开展本外币合一的银行结算账户体系试点。国家外汇管理局批复同意在海南自由贸易港开展合格境内有限合伙人(QDLP)对外投资试点，并给予 50 亿美元试点投资额度。目前，国家外汇管理局海南省分局已经制定 QDLP 试点的管理办法，正在推进具体的试点工作。这些都给上海进一步拓展离岸人民币账户很大的启示。

7. 借鉴他国离岸银行业务部的做法

离岸银行业务部(OBU)是一家银行位于另一个国际金融中心的银行空壳分行。例如，一家总部位于伦敦的银行在德里设有分行，OBU 接受外国银行和其他 OBU 的存款时，会在欧洲货币市场发放贷款。地方货币当局和政府不限制 OBU 的活动，但不允许他们接受国内存款或向他们所在国家的居民提供贷款。总的来说，OBU 可以在国家法规方面享有更大的灵活性。由于税务原因，OBU 必须向持有人的母国申报离岸银行账户；一些国家允许外国人免税获得资本利得。OBU 可能是居民银行或“非居民”银行的分行，由母公司直接控制；也可以是一个独立的机构，尽管可能采用母公司的名称，但实体的管理和账户是分开的。一些投资者有时会将资金转移到 OBU，以避免征税或保护隐私。

(三)发展离岸人民币业务的“地方先行先试点”

1. 实现统一的离岸人民币账户要“先易后难”

采取“先易后难”步骤实现统一的离岸人民币账户，让 FTA 账户也具备 OSA 账户的部分优惠和功能。几乎全球所有的离岸金融中心都具有利率自由浮动、不适用法定准备金、不参加存款保险等功能属性，为此废除 FTA 账户的存款准备金势在必行。此外，若实现通过网银境内操控、境外运作，技术上 FTA 账户就更接近 OSA 账户的优惠便利了，这实际也是降低“非居民”离岸人民币融资成本的一个重要举措。若再进一步统一离岸与在岸人民币汇率，将人民币与其他外币功能等同的话，统一的离岸人民币

账户就能实现，同时“一石二鸟”彻底解决了人民币在 SDR 货币中唯一还存在双重汇率的问题。

2. 设立第三方专业机构解决“真实交易背景”追责问题

以往的自贸试验区金融创新案例都可以归结为对“真实交易背景”原则的灵活掌握。为在更广阔的空间推进“离岸转手买卖”业务，企业对其真实交易背景信息的审核评估诉求中列第 1 位的是设立第三方专业机构，从而保证公共产品的公正性。

3. 离岸人民币市场规模若没有量的支持不可持续

1990 年代初期，世界货币存量的约 50%通过离岸市场周转，世界私人财富约有 1/5 集中于离岸市场，超过 1/5 的银行资产投资于离岸市场。巨大的离岸货币市场为货币发行国家的(海外)“非居民”提供了充足的流动性。然后，由于流动性与融资成本是负相关关系，较强的流动性也是货币国际化竞争的“利剑”。在全球负利率大环境下，叠加信用评级的缺失，美元等币种的发债成本远低于人民币，导致离岸人民币债券吸引力不足，这造成“自贸债”发行规模逐渐递减，并有从本币转向美元的倾向。截至 2020 年 6 月末，中资企业境外发行债券余额的 90%为美元债，这也间接影响了人民币未来在 SDR 货币篮子中的权重地位。离岸信贷市场也要靠规模。

4. 应进行大量的前期模拟研究

一是免除 FTA 存款准备金和利息预扣税虽然会牵涉央行和财政部，但上海仍然可以对在临港新片区或浦东新区设立的 FTA 账户按照一般全球离岸账户特征减免，或依据区域财政状况予以“财政反哺”，来达到与减免存款准备金和利息预扣税同样的效果。二是灵活运用“真实交易背景”，设立第三方专业机构。这不仅能减轻金融机构与监管机构的责任，更能将近 10 年来公布的 130 条自贸试验区金融创新案例进行集成，从而充分体现专业化的效率。三是离岸人民币参与全球离岸货币的竞争需要依赖规模效应，通过“自贸债”等资产管理可以扩大离岸人民币的乘数效应。

(四)启动人民币外汇期货产品对冲离岸汇率风险和外债敞口

2021 年 7 月 15 日，《中共中央、国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》(以下简称《意见》)发布。《意见》提出，研究探索在中国外汇交易中心等开展人民币外汇期货交易试点，推动金融期货市场与股票、债券、外汇、保险等市场合作，共同开发适应投资者需求的金融市场产品和工具。由此可见，人民币外汇期货市场的发展势在必行。为此需要：

1. 进行大量的前期模拟研究

设立货币期货市场前应进行大量的前期模拟研究。一是下载典型经济体外汇期货交易的数据进行模拟研究。二是对这些经济体的外汇期货交易与其进出口、资本流动量进行比较，用双重差分法(DID)探索他们放开真实交易背景前后的政策效应。三是研究这些经济体外汇期货波动对即期外汇市场的冲击效应及其通胀影响，央行货币政策效应是否受到影响等。

2. 依托银行间市场建立外汇期货市场

依托交易所设立外汇期货市场在非银行客户对接和管理经验的掌控上均具有优势，但是依托交易所设立的外汇期货市场难以迅速发展壮大，而我国在外汇市场建立初期极有可能遇到市场流动性和深度不足的情况，为了避免类似日本和澳大利亚等国期货市场建立初期交易冷清的过程重现，应考虑依托银行间市场设立期货市场。由于我国商业银行是外汇市场的交易主体，依托银行间市场建立外汇交易平台能够充分调动银行参与的积极性，银行可以依托现有的客户资源拓展期货业务，从而迅速提高期

货市场的流动性。

3. 逐渐放宽外汇管制

目前，我国外汇政策规定办理外汇衍生品业务需要满足实需原则，但是从国际经验看，以实需原则管理期货市场的效果并不好。远期和期货交易的风险并非源自非实需或投机交易，而是源自未来的不确定性和杠杆的过度使用，过于严格的实需原则有可能会限制一部分真实的用汇需求。况且，投机行为是发现市场的不完美产生的套利机会，若合理监管，可以优化资源配置、降低避险成本。

随着人民币国际化的不断推进，非实需市场规模将不断提高。继续遵循实需原则会进一步拉开在岸市场和离岸市场的差距，从而反过来对人民币国际化进程形成制约。场外外汇衍生品市场也需要放开实需原则，这是我国实现场内、场外外汇衍生品市场协调发展的重要举措。

4. 设计高效的外汇期货市场产品

一是产品要与实际需求相匹配。在设计合约之前，应该对市场需求进行详尽的调查，尽可能使得设计出的合约与市场上交易主体的货币实际需求相匹配。巴西外汇期货市场发展较为顺利的原因之一，就在于巴西期货市场的外汇产品创新与实体经济的发展相辅相成，在满足各类主体避险需求的同时丰富了场内避险工具，增强了市场的有效性。

二是丰富场内衍生品市场的产品种类。巴西等国建立外汇期货市场的经验表明，建立场内衍生品市场可以丰富交易品种，提高衍生品市场交易的流动性，促进市场公平。目前，场外市场主要服务大型机构，为其提供定制化产品，而对中小企业服务的动力不足，使得中小企业无法参与到场外衍生品市场来规避汇率风险。与场外市场相比，场内市场的优势明显，即信息透明度高、交易成本低，因此建立场内市场具有重要的现实意义。

5. 鼓励企业参与外汇期货市场

一是完善和落实支撑外汇市场的会计制度——套期会计。企业对套期会计使用不足是我国企业使用衍生品程度低于国际水平的原因之一。对套期会计的使用有助于企业避免由于衍生品盈亏而导致的利润大幅波动。在套期保值交易中，可能会产生现货端盈利、期货端亏损，但两者相抵后仍然盈利的情况，而对衍生品套期会计使用不足会导致期货端亏损的结果被放大，降低了部分企业使用衍生品的意愿。近年来我国不断完善对企业使用套期会计的相关政策，但仍有一定改善空间。

二是加强企业风险中性意识。国际经验表明，企业也是外汇期货市场的重要参与者。为进一步提高企业使用套期会计的积极性，应进一步加强宣传，引导投资者更关注企业核心业务盈亏。除鼓励企业形成风险中性意识、避险保值意识外，企业自身应当知道衍生品对冲是财务中性的，长期既不盈也不亏。当现货交易盈利、期货交易亏损时，企业应该具备一定的定力，相信衍生品对冲有助于企业获得长期稳健收益。

6. 扩大市场参与主体

外汇期货市场建立之初应该对各类市场主体共同开放，凡是面临较大汇率风险的机构和个人都应有权参与外汇期货市场。同时，为了扩大参与主题、提高市场化程度，期货交易平台应采用电子化的设计，允许各类主体在世界任何角落都能参与。另外，允许做市商和套利者的存在，这两者的存在有助于缩小场内场外市场价差，如果套利不足，价差缩小的过程过慢会产生寻租空间，反而不利于市场发育。

7. 促进金融产业有效发展

一是完善汇率形成机制。外汇期货作为规避汇率风险的工具可以代替中央银行的常态化干预，起到化解汇率风险的作用，并降低系统性风险。从各国外汇期货市场的发展历程看，绝大多数国家选择在施行浮动汇率制度的条件下推出外汇期货，由此可见浮动汇率制度是外汇期货诞生的重要条件之一。

二是持续深化金融市场改革。国际经验表明，外汇期货的发展与一国对外开放程度以及金融市场的发展水平直接相关。一国对外开放程度低、金融市场水平低，易导致国外投资者对该国外汇期货市场缺乏信任，继而引发外汇期货市场需求匮乏、流动性低等一系列问题。因此，应持续深化金融市场改革，壮大金融产业。

8. 建立有效的现代风险监管方式

目前，绝大多数国家发现实需原则对期货市场的管理效果并不尽如人意，从而选择放开实需原则，允许投机者进入外汇期货市场。对于这些国家和地区而言，监管者不再会通过限制交易目的的方式管理期货市场自身的风险，而是通过以下 5 种方式对风险进行管理：①最低保证金；②限定保证金来源和头寸比例；③结算币种和交割方式；④阶段性放开每日价格最大波动限制；⑤发挥央行和证券监管部门的作用。

五、上海发展人民币离岸交易监管整合的政策建议

(一) 率先打通监管阻碍，实现债权登记与监管的统一

除债券监管存在“五龙治水”局面外，债权登记也非常复杂。我国债市后台设施杂乱交错，主要包括“中债登”“上清所”及“中证登”等。建议打通监管阻碍，实现债权登记与监管的统一。

(二) 推进证券评级和会计审计制度的规范化和国际化

一方面，通过立法形式规定证券评级和会计审计的监管责任和行业规范。另一方面，切实推进相关行业的开放，在上海离岸债券业务推进过程中根据国际规则进行发债。

(三) 通过“监管沙盒”、压力测试等保证开放过程中风险可控

目前，我国商业银行核心业务系统主要有 3 类，3 类账户及其监管相互独立，复杂的账户体系不利于资本可兑换及流动。而在跨境资金流动监管方面，相应地亦形成了 3 套信息管理系统，即针对人民币账户的 RCPMIS、依托于外币账户的 BOP 系统以及针对 FT 账户的 FTZMIS，这 3 套系统也是完全独立的。因此，应打通监管壁垒，实现信息互通，明晰规则管辖，便利账户统一。

参考文献：

[1] 邓志超，景建国. 自由贸易账户与多账户体系比较研究[J]. 新金融，2019(12):21-25.

[2] 金中夏. 夯实基础，走向自由浮动——成功的浮动汇率要求良好的货币与财政纪律[J]. 新金融评论，2020(4):67-85.

[3] 金中夏，赵岳，王浩斌. 人民币：从市场化走向国际化[M]. 北京：中国金融出版社，2021.

-
- [4]陆简. 离岸人民币货币创造探析——机制、特殊性及其政策含义[J]. 上海金融, 2018(5):34-39.
- [5]陆简. 网络经济视角下的人民币国际化[J]. 上海金融, 2015(5):30-35.
- [6]孙天琦, 等. “离岸金融”研究[J]. 上海金融, 2018(11):14-18.
- [7]伍戈, 杨凝. 离岸市场发展对本国货币政策的影响——一个综述[J]. 金融研究, 2013(10):81-100.
- [8]易纲. 遵循三大原则扩大金融业对内对外开放[J]. 中国金融家, 2018(6):18-19.