

上海在岸金融中心与离岸金融中心联动发展研究

中国人民银行上海总部专项课题组 金鹏辉

中国人民银行上海总部

摘要：从货币国际化规律看，当资本项目可兑换、金融市场开放达到一定程度后，人民币在岸、离岸市场将趋于融合，但由于内地金融改革须与其他方面改革相配合，这是一个长期的渐进过程，在岸、离岸市场既分隔又联系的状态将在未来较长时间内持续下去。因此，加快推动上海更高水平的在岸市场开放，积极推进上海、香港两大国际金融中心合力发展，促进在岸、离岸市场良性循环，对下一阶段有序推进人民币国际化具有重要现实意义。

关键词：在岸市场；离岸市场；国际金融中心；联动发展

党中央、国务院早在 2009 年就明确提出，要把上海建设成为与我国经济实力相匹配、与人民币国际地位相适应的国际金融中心。同年，跨境贸易人民币结算试点在上海率先启动，人民币国际化正式起步。经过 10 余年的发展，人民币已成为全球第五大储备货币、第五大支付货币、第五大交易货币和第三大贸易融资货币；上海也基本建成人民币在岸金融中心，人民币金融资产种类齐全、交易活跃，多项重要交易指标位居全球前列。沪港通、债券通、沪伦通等金融市场互联互通机制均通过上海联结，以中国香港为中心的离岸人民币市场规模不断扩大。2021 年 7 月，《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《引领区意见》）提出，“构建与上海国际金融中心相匹配的离岸金融体系，支持浦东在风险可控前提下，发展人民币离岸交易”。这就要求新一轮上海国际金融中心建设更加注重在岸、离岸市场的协同联动，具体包括两个层面：一是加快推进更高水平在岸市场开放，加强与中国香港等人民币离岸金融中心的合作，共同推进人民币国际化；二是在风险可控的前提下，以服务实体经济为出发点，对发展上海人民币离岸交易进行理论和实践探索。

一、人民币在岸、离岸市场发展现状及问题

根据国际货币基金组织(IMF)定义，离岸金融(Offshore Finance)是指一国银行等金融机构向非居民提供的诸如吸收存款和发放贷款等业务的金融服务，所形成的市场即为离岸金融市场(Offshore Finance Market)。人民币国际化是在汇率市场化、利率市场化、资本项目可兑换等金融改革尚未完成，金融市场开放程度不高的背景下启动和推进的，客观上需要发展离岸市场作为在岸市场的必要补充。2009 年国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，提出“到 2020 年，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心”的战略目标，2011 年国家“十二五”规划明确指出“支持香港发展成为离岸人民币业务中心和国际资产管理中心”。这就从国家层面确立了上海、香港分别作为人民币在岸、离岸金融中心的职能定位，须通过优势互补、协同配合，共同推动人民币国际化进程。

（一）人民币在岸、离岸市场发展历程

由于在岸市场是离岸人民币流动性的源头，离岸市场发展必须以在岸市场开放为前提。根据政策变迁和市场走势，人民币在岸、离岸市场发展大致分为 4 个阶段。

1. 2009 年前

人民币跨境流动渠道有限，离岸市场处于萌芽阶段，在岸、离岸市场尚未形成有效关联。2003年11月，中国人民银行发布公告，宣布为在香港办理个人人民币存款、兑换、银行卡和汇款业务的有关银行提供清算安排，并授权中银香港作为香港银行个人人民币业务清算行。2004年2月，香港银行开始办理人民币存款业务，当年末存款余额达到121.27亿元。2006年3月，香港金管局推出人民币交收系统，并于2007年6月升级为香港人民币即时支付结算系统(Real Time Gross Settlement, RTGS)，成为香港与内地人民币跨境交易的重要基础设施。2007年6月，中国人民银行、国家发改委共同制定并发布《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》；同年7月，国家开发银行在香港发行首单50亿元人民币债券，点心债市场由此诞生。

2. 2009—2014 年

2008年国际金融危机之后，人民币跨境流动渠道不断拓展，上海在跨境人民币业务创新方面发挥“排头兵”作用。香港离岸人民币市场进入快速发展阶段，与在岸市场在利率、汇率、资本流动等方面的联动日益增强。

2009年4月，国务院决定在上海和广东省内4个城市开展跨境贸易人民币结算试点，并于2011年7月推广至全国，业务范围也逐步由货物贸易扩展到全部经常项目以及直接投资、跨境融资、证券投资等资本项目。2010年8月，中国人民银行允许境外人民币清算行等3类机构运用人民币投资银行间债券市场。之后，陆续推出跨境人民币直接投资(2011年10月)、RQFII(2011年12月)、境外投资者使用人民币投资境内金融机构(2013年9月)、跨国企业集团跨境人民币资金集中运营(2014年11月)、沪港通(2014年11月)等回流渠道。2013年9月上海自贸试验区成立后，率先开展人民币境外借款、跨境人民币双向资金池、经常项下人民币集中收付等试点，吸引中外金融机构集聚发展，推动上海发展成为跨境人民币使用最活跃、跨境人民币金融产品最丰富的地区。

2010年2月，香港金管局发出指引，说明当人民币流入香港市场以后，只要不涉及跨境回流到内地，可以比照离岸市场的其他货币自由开展业务，即对离岸人民币采取与离岸美元、离岸欧元等成熟国际货币一致的监管方式。在政策支持和市场需求的双重推动下，香港离岸人民币市场规模迅速扩大，利率、汇率定价机制基本确立。截至2009年末，香港人民币存款余额为627.18亿元，到2014年末已增至10035.57亿元，年复合增长率为74.1%。2011年6月，香港财资市场公会(TMA)正式推出离岸市场人民币兑美元即期汇率定盘价(CNH)。由于离岸市场规模小、市场化程度高，离岸汇率(CNH)主要受到市场供求关系和市场情绪等影响，波动性较大，与在岸汇率(CNY)存在较为明显的价差，从而引发一定规模的跨境套利活动。这一现象充分说明离岸市场是一把“双刃剑”，在扩大人民币境外使用的同时也对国内金融改革形成倒逼机制，加大了货币政策调控的难度。离岸市场与在岸市场既彼此独立又息息相关，两者必须协调发展，才能确保人民币国际化的顺利推进。

3. 2015—2017 年

受汇率波动等因素影响，离岸人民币资金池收缩。在岸市场开放步伐加快，资本市场互联互通机制强化了上海、香港两大国际金融中心的链接。

2015年“8·11”汇改后，离岸市场贬值预期相对强烈，汇率波动进一步放大，离岸人民币向在岸市场回流，离岸人民币流动性持续紧张。2017年末香港人民币存款余额为5591亿元，较2014年末减少近1/2。随着离岸融资成本上升，离岸人民币贷款余额呈收缩态势，大部分点心债发行主体回到在岸市场融资，离岸债券市场发行规模亦大幅下降。

2015年10月，人民币跨境支付系统(CIPS)落户上海，上海全球人民币跨境支付清算中心建设迈出关键一步。2016年10月1日，人民币正式纳入特别提款权(SDR)货币篮子，标志着人民币储备货币地位获得国际认可。在岸市场开放进程明显加快，先后推出境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场(2015年7月)，内地与香港基金互认(2015年12月)，深港通(2016年12月)，债券通“北向通”(2017年7月)等开放举措，不仅有力促进了上海人民币金融资产配置和风险管理中心

建设，也极大巩固了香港全球最大离岸人民币业务枢纽地位。

4. 2018 年至今

在岸市场开放继续向纵深推进，证券投资成为人民币跨境收付增长的主要推动力，离岸人民币流动性供给机制不断完善，上海、香港在人民币国际化进程中的协同互补性进一步增强。

在总结前期经验的基础上，在岸市场政策不断调整优化：一是进一步扩大金融业对外开放。提前取消证券、基金等金融机构外资持股比例限制，推出沪伦通(2019 年 6 月)、债券通“南向通”(2021 年 9 月)、跨境理财通(2021 年 10 月)、互换通(2023 年 4 月)等互联互通机制，取消 QFII 和 RQFII 的额度限制，推动 A 股、国债纳入国际主流指数。二是深入推进汇率市场化改革。不断完善人民币对美元汇率中间价形成机制，建立健全外汇宏观审慎管理制度。引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，增强对汇率波动的适应性和承受力。三是强化本外币政策协同。对境外放款、跨境融资、境外贷款等资本项目交易实行本外币一体化管理。随着政策积极调整和市场信心重建，自 2018 年起，人民币跨境收付金额逐年增加。2022 年跨境人民币收付总额为 42 万亿元，比 2017 年增长了 3.4 倍，其中资本项目占到 70%以上(图 1)。2023 年 6 月末，境外机构和个人持有各类境内人民币金融资产接近 10 万亿元，其中股票和债券合计占比 68.3%，较 2014 年末提高 40.5 个百分点。

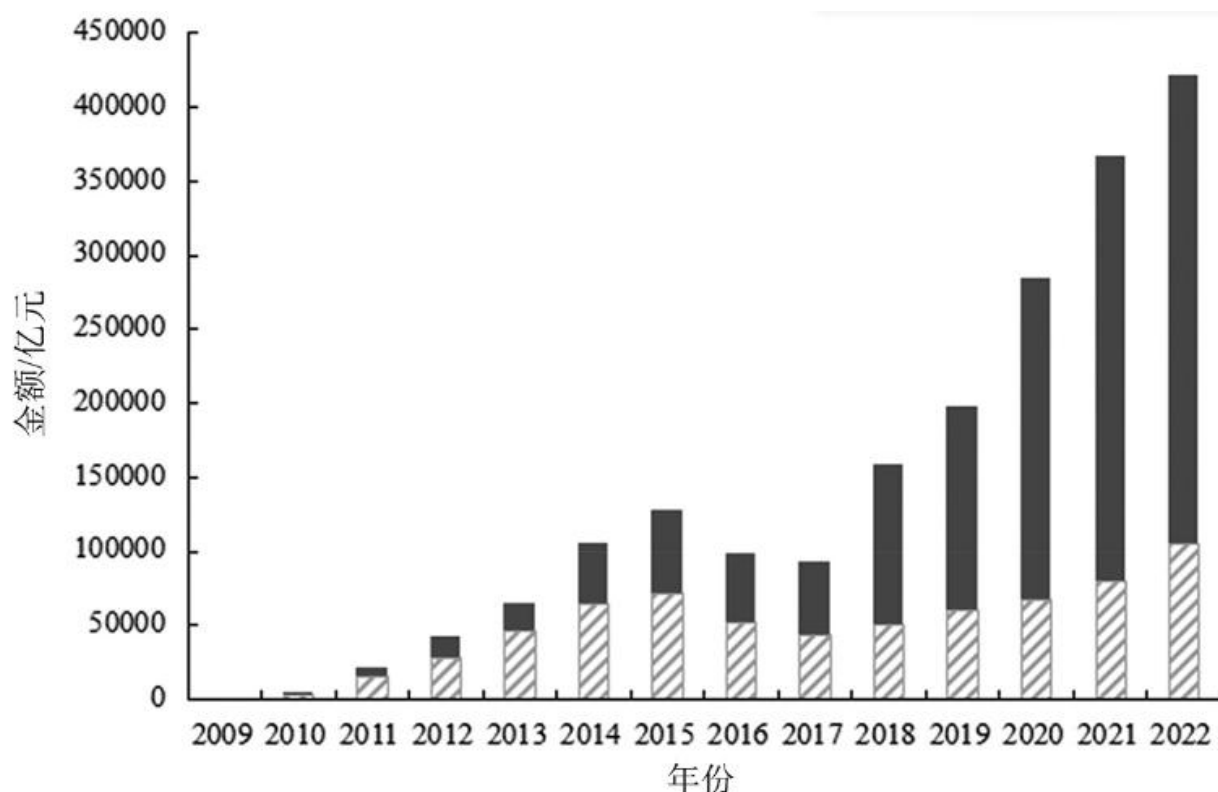


图 1 人民币跨境收付金额

资料来源：中国人民银行。

2018 年 11 月，中国人民银行首次在香港发行 200 亿元央票，随后逐步实现央票发行常态化。2021 年 1 月，中银香港推出香港人民币央票回购做市机制，为投资者使用香港人民币央票进行流动性管理提供便利。2022 年 6 月，中国人民银行与国际清算银行(BIS)签署参加人民币流动性安排(RMBLA)的协议，旨在通过构建储备资金池，在金融市场波动时为参加该安排的央行提

供流动性支持。2022 年 7 月，中国人民银行与香港金管局宣布优化货币互换协议为常备协议，使香港有别于其他国家和地区，无需续签有关协议，货币互换规模亦属最大。这一系列政策安排，推动离岸人民币市场逐步回暖，2021 年末主要离岸市场人民币存款余额、贷款余额较 2017 年末分别增长 40.0%和 92.2%。随着离岸人民币流动性调节力度加大以及市场参与者结构发生变化，在岸、离岸汇率波动幅度逐渐趋同，跨境套利活动得到有效抑制。

在岸市场开放促进机构、资金、人才向上海集聚，有力提升了上海国际金融中心能级。2020 年，上海如期实现基本建成“与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心”的阶段性目标。2022 年，上海跨境人民币收付总额约占全国的 46.5%，较 2015 年提高 23.8 个百分点。香港作为人民币国际化“桥头堡”地位日益巩固。截至 2023 年 7 月末，香港人民币存款(包括存款证余额)超 9000 亿元人民币，为全球离岸人民币交易和金融活动提供流动性支持。环球银行金融电信协会(SWIFT)统计数据显示，全球 70%以上的离岸人民币支付款额经香港处理。上海、香港在人民币国际化进程中的分工定位更加清晰，分别满足不同投资者的需求。以境外投资者配置人民币债券资产为例，投资金额较大、持有期限较长的大型机构投资者通常选择直接在上海参与交易，而中小投资者则更青睐债券通，利用其已在香港已经开立的现有账户、沿用其熟悉的监管环境和交易规则投资国内债券市场。

(二) 离岸人民币市场发展存在的问题

目前，离岸人民币市场已形成一定规模，覆盖亚洲、欧洲、北美、非洲等地，呈现“多点开花”格局，但总体发展程度还较有限，仍面临市场发展不平衡、流动性供给不稳定、金融产品不丰富等问题。

1. 地域分布不够均衡

离岸人民币资金池高度集中于中国香港。相较之下，其他离岸人民币市场发展相对缓慢，且各个市场之间尚未建立有效联系，在一定程度上限制了人民币全球交易网络的拓展(图 2)。

2. 当地市场份额不高

尽管中国香港拥有全球最大的离岸人民币资金池，但绝对规模仍偏小。2023 年 7 月末，香港人民币存款余额占其全部存款余额的 5.8%，占其外币存款的 11.3%。与成熟的国际货币相比，离岸人民币市场深度、广度有限，利率、汇率波动性较大，流动性管理难度也较大。

3. 回流渠道仍然较窄

除沪伦通、中日 ETF 互通、中新 ETF 互通外，几乎所有资本市场互联互通机制都是通过中国香港连接，其他市场回流渠道不够畅通。截至 2023 年 7 月末，中国台湾人民币存款余额为 1625.3 亿元，是仅次于中国香港的第二大离岸人民币资金池，但由于未与大陆建立互联互通机制，中国台湾企业和居民手中持有的人民币资金缺乏有效的投资渠道。

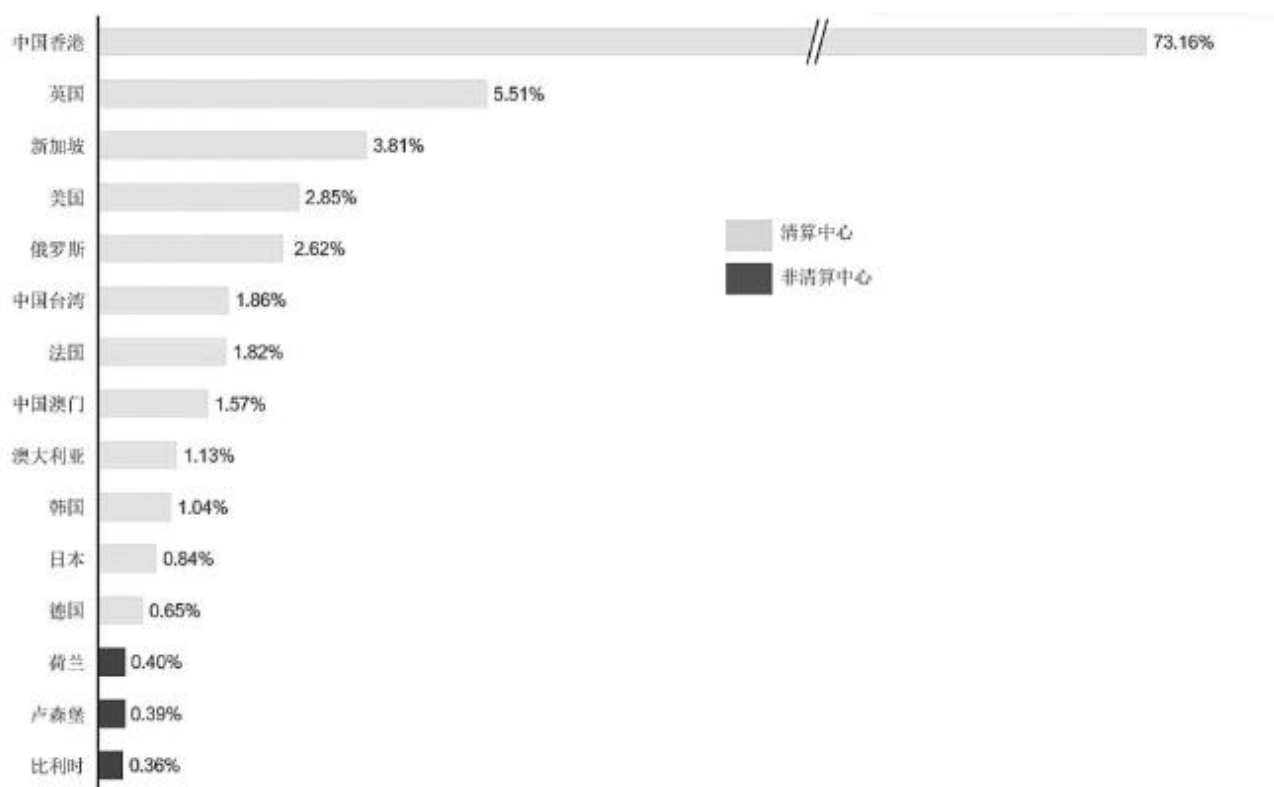


图 2 使用离岸人民币最多的 15 个经济体

资料来源：SWIFT。数据截至 2023 年 8 月。

4. 供给机制有待完善

2009—2021 年，经常项目人民币跨境收付除 2015 年外均为净流出，而资本项目人民币跨境收付除 2010 年、2015 年、2016 年外均为净流入，表明离岸市场长期流动性主要来自跨境贸易结算渠道，但这一渠道增速有限且易受人民币汇率波动影响，难以充分满足离岸人民币需求。

5. 金融产品不够丰富

受制于资金池规模小、流动性不足等因素，离岸人民币市场金融产品体系仍不健全，尤其是债务资产及避险工具供给不足。BIS 的数据显示，截至 2022 年第 2 季度末，以美元标价的离岸债券总市值(未清偿余额)为 13.11 万亿美元，欧元为 10 万亿美元，英镑为 2.01 万亿美元，而人民币离岸债券余额仅为 1405 亿美元。人民币利率衍生品交易量也远低于美元、欧元、英镑等主要国际货币。

二、 在岸、离岸市场联动发展的美元国际化经验

从国际经验看，在货币国际化初期，一国在岸市场往往开放程度有限、对跨境资金交易限制较多，而离岸市场在税收、监管和金融基础设施等方面一般具有优势。这些优势会使离岸市场的参与者更加多元化、交易更加活跃，更有利于形成市场化的价格信号，并为各种金融产品的创新提供试验田，对在岸市场的发展和开放起到重要促进作用，美元国际化进程就是一个典型例证。

(一) 离岸美元市场因规避管制而产生

离岸美元市场最早出现在伦敦，市场形成的主要推动力是市场参与者的避险或规避管制需求。1957 年离岸美元存款约为 15 亿美元，1980 年增长至约 1300 亿美元，20 多年间增长了 80 多倍，地域范围也从欧洲扩展至全球。伦敦抓住离岸美元市场发展机遇，加速吸引国际金融资本、金融机构集聚，极大巩固和提升了国际金融中心地位。1986 年，英国银行家协会 (BBA) 正式发布伦敦银行间同业拆借利率 (London InterBank Offered Rate, LIBOR)，成为离岸美元最重要的市场基准利率，很多美国在岸市场金融产品也将 LIBOR 作为参考利率。

(二) 美国开创性设立“在岸的离岸市场”

离岸美元市场的存在和发展为美元的第三方使用和境外循环创造了条件，进一步稳固了美元的国际地位，但同时也带来了一系列负面影响，如美元外流加速、税收收入减少、利率定价权转移、纽约国际金融中心地位弱化等。1981 年 12 月，美联储批准设立国际银行设施 (International Banking Facilities, IBF)，允许美国银行以及外国银行在美国的分行和经理处从事离岸美元业务，开创货币发行国境内设立离岸市场经营本币的先河，实质是将离岸美元市场延伸至美国境内，便于本土金融机构直接参与离岸金融活动，加强与其他国际金融中心的竞争。1981—1989 年，IBF 总资产增长较快，但 1990 年以后，随着在岸、离岸市场加速融合，针对 IBF 的监管优惠越来越少，IBF 总资产在 10 多年间基本处于停滞状态 (图 3)。这一变化趋势充分体现了 IBF 作为过渡性制度安排的特点，一旦金融市场开放达到相当程度，非居民可自由进出在岸市场，“在岸的离岸市场”势必失去原有的吸引力。

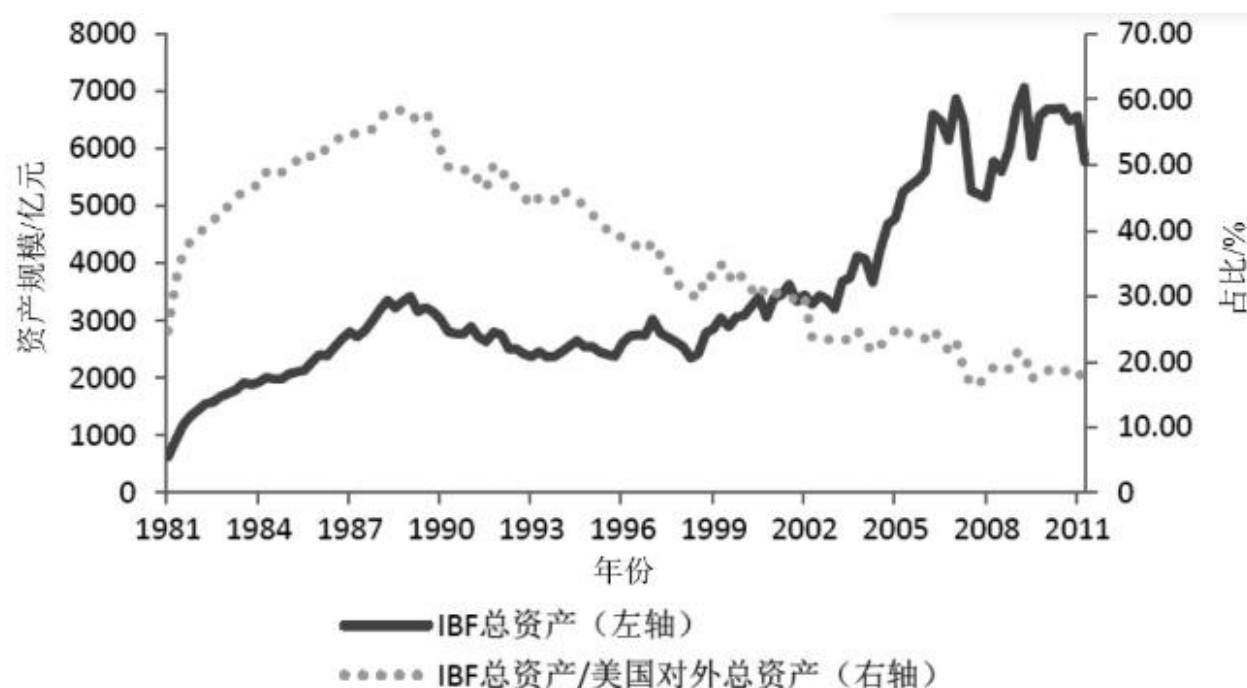


图 3 美国 IBF 资产规模占美国对外总资产规模的比例

资料来源：BIS 季度报告。

(三) 美国不断加强和改进离岸美元管理

美国以承诺在危机时刻提供美元流动性支持的方式，维护美元在国际货币体系中的中心地位，同时积极推动美元资产定价权由离岸市场回归在岸市场。2018 年美联储正式推出有担保的隔夜融资利率 (Secured Overnight Financing Rate, SOFR), 开启了美元基准利率由 LIBOR 向 SOFR 转换、在岸市场主导美元定价权的历程。一方面，离岸美元定价权回到美国在岸市场，将吸引更多离岸机构通过美国回购市场进行流动性管理，使离岸美元资金流入美国国债市场，离岸市场也更加依赖美国回购市场和金融机构的服务，有助于提升美联储利率政策向离岸市场传导。另一方面，全球主要金融机构的美元流动性头寸和美元资金利率风险对冲管理，都需要持有更多美国国债作为担保品，这使得美联储货币政策能够覆盖更广的市场群体，从而增强美联储货币政策的影响力。

(四) 美元在岸、离岸市场互为补充

离岸美元市场产生的最初动因是规避管制，在美国全面放松金融监管、开放金融市场后，这一动因不复存在，但离岸美元市场并未因此萎缩，反而在市场力量推动下继续发展壮大。BIS 将投资者选择持有离岸美元的原因归结为以下 3 个方面：一是将汇率风险与国别风险分离；二是追求相对较高的收益率；三是适用与美国本土不同的监管环境、会计准则、语言和时区等。2022 年，美国以外的银行体系美元资产规模约为 14 万亿美元，相当于美国银行业总资产的 60%；70% 以上美元外汇交易量 (包括即期和远期、掉期、期权等衍生工具) 发生在离岸市场。纽约、伦敦分别作为美元在岸、离岸金融中心，从不同维度、以不同方式满足市场多元化投融资需求。这种强大的共性和互补性，推进了纽约和伦敦在全球城市和金融体系中的融合互动发展，并作为顶级国际金融中心共同演化。

三、 加强人民币在岸、离岸市场联动的对策建议

从货币国际化规律看，当资本项目可兑换、金融市场开放达到一定程度后，人民币在岸、离岸市场将趋于融合。由于国内金融改革需与其他方面改革相配合，金融改革是一个长期的渐进过程，在岸、离岸市场既分隔又联系的状态将在未来较长时间内持续下去。因此，加快推进更高水平的在岸市场开放，推动上海、中国香港两大国际金融中心合力发展，促进在岸、离岸市场良性循环，对下一阶段有序推进人民币国际化具有重要现实意义。

(一) 稳步深化汇率市场化改革

从长远看，CNH 向 CNY 靠拢直至融合于 CNY 是必然趋势，需要做好充分准备，可采取小步走、不停步的做法：一是继续完善人民币汇率形成机制。根据国内外经济金融形势和改革基础条件的变化，不断优化中间价形成机制，有序扩大汇率浮动区间。二是加快人民币外汇期货交易先行先试。据不完全统计，全球已有 14 家交易所推出人民币外汇期货产品，在实践层面形成了可资借鉴的经验。《引领区意见》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”，《期货和衍生品法》将“汇率期货”纳入立法，在各方面条件基本成熟的情况下，可考虑推动试点方案尽快出台，进一步丰富人民币产品体系。三是坚持开展汇率“风险中性”宣传活动。2022 年我国企业外汇套保比例为 24%，较 2016 年大幅提升 11 个百分点，但与发达国家相比仍有较大差距。要持之以恒地做好服务企业汇率风险管理工作，帮助企业更好地适应人民币汇率双向波动常态，不断提高企业的抗风险能力。四是加强和改善外汇市场预期管理。在重大改革措施出台之际，要更加注重政策宣传解读，运用多样化的沟通工具对市场主体进行预期引导，使市场主体快速、准确地理解政策意图，减少不必要的猜测或错误解读，确保政策取得良好效果。

(二) 继续优化人民币清算行布局

目前，我国已在 29 个国家和地区授权 31 家境外人民币清算行，主要分布在亚太地区 (表 1)。尽管 CIPS 对清算行模式构成替代，但仍有一些境外机构因自身业务规模较小、交易对手方主要位于境外等原因而偏好清算行模式。建议加大对人民币清算行的政策支持，优化人民币清算行布局，着力增加 RCEP 区域及“一带一路”沿线国家和地区人民币清算行数量，力争构建覆盖

主要国家和地区的人民币清算行全球网络。更好地发挥清算行培育离岸人民币市场的职能作用，推动清算行转型为做市行，积极挖掘当地银行、企业的需求，扩大离岸人民币资金池及丰富相关投资产品，满足当地人民币使用的流动性要求。

表 1 境外人民币清算行分布情况

区域	数量	国家/地区
亚洲	15	中国香港、中国澳门、中国台湾、日本(2 家)、韩国、新加坡、泰国、老挝、马来西亚、菲律宾、巴基斯坦、哈萨克斯坦、阿联酋、卡塔尔
欧洲	7	英国、法国、德国、瑞士、卢森堡、匈牙利、俄罗斯
非洲	2	南非、赞比亚
大洋洲	1	澳大利亚
北美洲	3	美国(2 家)、加拿大
南美洲	3	巴西、阿根廷、智利

资料来源：中国人民银行。数据截至 2023 年 8 月末。

(三) 多举措扩大人民币跨境使用

跨境贸易人民币结算是人民币国际化的基础，也是人民币跨境循环的重要驱动因素。2023 年上半年，货物贸易人民币跨境收付金额占同期本外币跨境收付的比重仅为 23%，还有很大的提升空间。上海作为人民币在岸金融中心，要充分发挥金融优势和产业优势，在扩大人民币跨境使用方面继续当好标杆、做好示范。一是推动大宗商品交易人民币计价结算。加快建设以人民币计价、结算的国际大宗商品期货市场，形成境内外交易者共同参与、共同认可、具有广泛代表性的期货价格，提升重要大宗商品的价格影响力。在与“一带一路”沿线的能源和矿产资源供应大国开展贸易时，积极争取使用人民币或双边货币进行计价交易和结算。二是积极争取跨国企业财资中心试点。努力争取国家试点政策支持，吸引跨国企业在上海设立全球或区域财资中心，推动跨国企业中国总部从制造中心升级为管理决策中心，将人民币从跨境贸易结算货币拓展为集团企业内部的财务管理货币。三是营造人民币跨境使用的良好生态。通过强化宣传指导、丰富金融产品、提高清算效率等方式，充分调动企业在跨境贸易和投融资活动中使用人民币结算的积极性，推动央企、国企更好地发挥人民币跨境使用“排头兵”“主力军”作用。指导金融机构将更多信用良好的中小微企业纳入优质企业名单，进一步简化业务审核流程。

(四) 加快提升上海国际金融中心能级

与纽约、伦敦等顶级国际金融中心相比，上海国际金融中心的国际化程度还有待提高，突出表现之一是股票和债券市场外资占比仅在 3%~5%之间，这个水平不仅明显低于发达国家，也低于一些主要的新兴市场国家。上海要成为全球人民币金融资产配置中心和风险管理中心，要在深入推进高水平制度型开放、增强全球资源配置能力上下更大功夫。一是推动金融市场向全面制度型开放转型。促进与国际金融规则的对接，不断完善会计、法律、税收等制度性环境。在坚持以一级托管为主的前提下，逐步增强市场包容性，推动形成完善的境内多级托管制度，培育具备国际竞争力的托管银行。加快建设覆盖全金融市场的交易报告库，增强开放条件下金融管理能力和风险防控能力。二是以法治保障和推动金融改革创新。以实施自贸试验区提升

战略为契机，支持浦东对标 CPTPP、DEPA 等高标准国际经贸规则，就新金融服务、跨境数据流动等前沿问题进行专项立法探索。支持上海金融法院开展更多司法创新，积极借鉴和对接国际金融司法规则和治理经验，构建具有中国特色的判例体系和解决金融纠纷的“上海规则”。三是积极参与新兴领域国际金融规则制定。抓住转型金融、数字货币等领域尚未形成统一国际规则的机遇，前瞻性做好政策储备，主动参与全球规则及标准的调整和制定，力争成为全球新兴金融领域的领跑者。四是稳妥推进金融衍生品市场发展。加大市场培育力度，持续丰富利率产品供给，适时推出国债期权，满足持有中国债券的境外投资者的风险管理需求。

（五）全方位加强沪港金融合作

上海和香港应在人民币国际化进程中发挥“双引擎”作用，两大国际金融中心不断提升金融合作的广度和深度，对推动在岸、离岸市场联动发展、提升我国金融体系国际竞争力具有重要意义。一是进一步深化金融领域合作交流。在金融支持实体经济方面，沪港可围绕集成电路、生物医药、人工智能、新能源等重点产业加强协作，并以此推动金融合作。在基础性制度建设方面，香港的资管生态建设、优惠税收政策、宽松投资环境等值得上海学习，上海在金融要素市场建设、新型金融机构培育、人民币平台载体建设等方面也能够为香港提供经验参考。二是促进沪港资本市场共同繁荣发展。沪港是互联互通机制的主要连接点，可在跨境人民币业务、人民币产品创新、人民币回流机制建设等方面开展更多合作。上海依托超大规模国内市场和强大的内需潜力，可吸引更多境外资金流入，巩固人民币金融资产配置中心和风险管理中心地位；香港的优势在于国际化程度高，制度与国际标准高度接轨，可为内地企业提供多元化、可持续融资服务。三是全面提升国际金融中心的科技含量。沪港在促进金融与科技深度融合方面拥有广阔合作空间，可大力推进大数据、云计算、区块链、人工智能等新技术新应用，联动开展数字人民币跨境支付、金融科技创新监管等试点，共同打造金融科技产业生态。四是支持更多港资金融机构来沪发展。港资金融机构国际化综合服务能力较强，上海金融机构则拥有丰富的客户资源，双方具有很强的互补性和协同潜力。可积极吸引香港持牌机构在上海设立私人银行、家族办公室、财富管理中心等，加快推进上海全球资管中心建设。

四、关于上海发展离岸金融的几点思考

作为人民币在岸金融中心，上海如何发展离岸金融，一段时间以来，既是热点，也令人困惑。本课题组经深入研究，有以下结论：在岸市场已对非居民有限度开放；上海发展外币离岸意义不大；离岸经贸业务不属于离岸金融的服务对象，且相关金融服务需求可在跨境金融政策框架内解决；站在国家角度，上海探索发展离岸金融十分有必要；当前贯彻落实《引领区意见》提出的“支持浦东发展人民币离岸交易”，可从“小切口”入手先行先试，并同步开展顶层设计研究。

（一）在岸市场已对非居民有限度开放

离岸金融是一国银行等金融机构向非居民提供金融服务的一种方式，但并非唯一方式，事实上，很多国家和地区通过开放在岸市场来满足与本国经济联系密切的非居民的金融服务需求。与此相适应，区分离岸金融与在岸金融的主要标准已演变为：（1）是否实行比在岸市场更为宽松的监管规则；（2）是否实行有别于在岸市场的差别化的税收政策；（3）交易主体是否以非居民为主。目前，国内银行可依托境外机构人民币银行结算账户（人民币 NRA 账户）、境外机构境内外汇账户（外币 NRA 账户）、境外机构自由贸易账户（FTN 账户）等非居民账户，在法律法规允许的范围内为非居民提供金融服务，但这 3 类账户都是在岸账户，在存款准备金、利率、税收等方面并没有特殊优惠，属于在岸市场开放，而非离岸金融。因此，对于市场反映比较集中的非居民账户开立和使用不便问题，如人民币 NRA 账户和外币 NRA 账户需分别开立并适用不同规则、FTN 账户资金划转规则比较复杂等，可通过持续推动在岸市场开放、不断调整完善有关政策来加以解决。

（二）上海发展外币离岸意义不大

纵观离岸金融发展历程，大力发展外币离岸的主要是小型经济体，因其自身市场规模有限、本币国际接受度不高，因而有

意识地通过低税率、宽监管等制度安排，吸引非居民开展以外币为主的离岸金融交易，这些交易与本地实体经济基本没有关联，资金主要是外来外用、体外循环。1990 年代，在国内严格外汇管制的情况下，中国人民银行、国家外汇管理局出台政策，允许境内银行开展外币离岸业务，采取严格的内外分离模式，设立单独的离岸银行业务账户(Offshore Account, OSA)，交通银行、招商银行、浦东发展银行、平安银行 4 家银行获得离岸业务资格。实践也表明，与中国香港、新加坡等离岸金融中心相比，上海发展外币离岸竞争优势不足，对非居民吸引力有限，多年来业务发展缓慢。我国是大型经济体，人民币已成为国际化货币，大部分资本项目已实现较髙程度的开放，非居民来到上海主要是为了投资和交易人民币资产，在此形势下，发展外币离岸对推进人民币国际化没有帮助，就业务本身而言也难有起色。

(三) 离岸经贸业务不同于离岸金融

改革开放初期，我国曾大力发展“三来一补”“两头在外”的加工贸易，国内很多企业是境外跨国公司的加工厂。现在情况发生了可喜变化，“反向加工贸易”大量出现，我国很多企业由处于价值链低端、赚取微薄加工费的代工厂变成在全球范围内配置资源、布局生产的国际贸易组织者，站在离岸贸易形态的价值链髙端。随着我国企业在国际贸易中所处角色的巨大变化，特别在上海，货物加工在境外、资金收付在境内的离岸贸易需求增长动力强劲，对资金便捷出入境的需求日益髙涨。然而，由于我国尚未实现资本项目可兑换，为防止资本项目收付混入经常项目，经常项目需要坚持真实性审核。离岸贸易、境外委托加工等离岸经贸业务因货物流与资金流分离，难以满足现行的真实性审核要求，导致跨境收付不便问题突出。基于这一现实困境，很多企业、银行建议上海发展离岸金融，为离岸经贸业务提供更适配的金融支持。

离岸金融的突出特点是为非居民(境外个人、法人等)提供金融服务。IMF 对离岸金融的定义着重强调其非居民特征；中国人民银行将离岸银行业务定义为银行吸收非居民的资金、服务于非居民的金融活动。尽管离岸经贸业务具备上下游交易对手为非居民、交易活动发生在境外、资金“外来外用”等离岸属性，但经营企业是居民身份，并且与境内联系可能更紧密，用服务非居民的离岸金融来解决其诉求，政策获取难度大，即使纳入离岸也将使其与境内经济往来变得不便，有可能会得不偿失。因此，离岸经贸业务相关金融服务需求应在跨境资金管理政策框架内解决。例如，可试点“白名单”制度，列入“白名单”的离岸经贸企业可在一定额度内凭收付款指令直接办理跨境资金结算，使资金结算效率达到国际通行水准。

(四) 上海发展人民币离岸交易需要试点先行、审慎推进

发展人民币离岸交易是党中央、国务院交给上海的重大改革任务，对于推动在岸市场金融改革、掌握人民币国际化主动权以及服务国家战略具有重要意义。从国际经验看，美、日都曾建立境内本币离岸市场，但结果不大相同，成败关键在于在岸市场改革能否及时跟进。美国的 IBF 总体上是成功的，主要是由于 1990 年以后美国国内金融管制不断放松，离岸与在岸市场趋于融合，IBF 原有功能逐渐淡化，基本完成了作为特殊时期过渡安排的历史使命。而日本因国内金融改革推进迟缓，其离岸金融市场(Japan Offshore Market, JOM)最后演变成“再贷款游戏”，对日本央行货币政策形成干扰，助推了日本的泡沫经济。美、日实践的最大启示就是，在货币国际化过程中，离岸市场需与在岸市场协调发展才能发挥积极作用，如果国内金融改革不能及时跟进，过快、全面发展本币离岸市场就可能像 JOM 一样，因离岸与在岸之间长期存在制度差异而形成套利空间，冲击国内宏观经济，引发一系列负面后果。

由于本币离岸潜在风险和管理难度较大，在各方面条件不成熟，尤其是在国内金融改革进度不确定、相关法律法规不完备的情况下，发展“大而全”的人民币离岸交易并不可行。可采取远近结合、双管齐下的做法：一是着眼长远，加强前瞻性立法等顶层设计。立足我国国情和发展阶段，研究制定离岸独立的法律和交易、外汇管理等制度，为今后业务发展提供规则依据和法治保障。二是立足当下，开展小范围试点以积累经验。构建离岸金融体系是一个系统工程，既要有理论支撑，也要有实践基础。因此，有必要通过试点积累经验、趟路子，初期可选择离岸结算、离岸债券等具备现实需求、风险相对可控的业务领域进行单项试点，在实践中逐步摸索经验、形成系统性认识。

参考文献

- [1] 霍颖励. 人民币走向国际化[M]. 北京: 中国金融出版社, 2018.
- [2] 张晓慧, 黄益平, 王毅, 等. 金融促进高质量发展之路——CF40 中国金融改革报告[M]. 北京: 中信出版集团, 2022.
- [3] 张明, 潘松, 李江. 人民币离岸金融市场: 发展动力、经验教训与前景展望[J]. 新金融, 2022(2).
- [4] 周文斌, 闫彦明, 黄超, 等. 上海建设离岸人民币债券市场: 国际经验与发展建议[J]. 上海金融, 2022(6).
- [5] 王方宏. 以境内离岸市场推动人民币国际化——兼论中国香港、上海、海南离岸人民币市场差异化定位[J]. 海南金融, 2022(8).
- [6] 于东智, 董华香, 李康乐. 在港中资银行离岸人民币业务[J]. 中国金融, 2022(13).
- [7] 韩竹. 离岸市场推动人民币国际化[J]. 中国金融, 2022(16).
- [8] Cassard Marcel. The role of offshore centers in international financial intermediation[J]. IMF Working Papers, 1994(107).
- [9] Cheung Yin-Wong, Grimm Louisa, Westermann Frank. The evolution of offshore renminbi trading: 2016 to 2019[J]. Journal of International Money and Finance, 2021(113).
- [10] Gunter Dufey, Söhnke M. Bartram. The impact of offshore financial centers on international financial markets[J]. Thunderbird International Business Review, 1997(5).
- [11] He Han, Tian Dong, Yan Hongcui, et al. Evaluation of the role of offshore finance in promoting port economy based on big data[J]. Journal of Coastal Research, 2020, 112(spl).