

离岸金融研究报告： 发展模式、借鉴启示与上海探索

Research Report on Offshore Finance: Development Patterns, International Reference,
and Exploration by Shanghai

中欧陆家嘴国际金融研究院

2023年4月27日

目 录

引言.....	1
第一部分 主要离岸金融发展模式.....	5
一、香港.....	6
二、新加坡.....	8
三、伦敦.....	10
四、纽约.....	12
第二部分 高水平经贸规则借鉴.....	16
一、CPTPP 相关规定和开放情况.....	17
二、DEPA 相关规定和开放情况.....	20
第三部分 离岸金融发展的规律启示.....	24
一、包容性监管和税优环境是离岸市场形成发展的重要推力.....	26
二、离岸金融市场发展过程中的风险管控.....	27
三、金融基础设施创新对世界离岸金融中心发展的影响.....	29
四、离岸金融有助于推动本币国际化，但也面临负向挑战.....	30
第四部分 上海临港离岸金融创新实践区建设.....	33
一、目标定位.....	34
二、试点优势.....	37
三、重点领域.....	40
第五部分 对上海发展离岸金融的有关建议.....	51

引言

离岸金融市场在“岸”的界定方面并不完全与国境等同，而是指一国国内金融的循环系统或体系。例如，纽约国际银行业务设施（International Banking Facilities, IBFs）就打破了传统的离岸金融业务在本国境内经营非本国货币的特点，开创了离岸金融业务经营本国货币的先河，为其他国家构建离岸金融中心提供了新的思路。这种做法很快被日本等国效仿，对世界离岸金融中心的发展产生了一定影响。我国自由贸易账户体系的构建，也提供了类似的“电子围网式”的金融监管环境。因而，人民币离岸市场也可据此分为境外和境内两部分来看待，上海离岸金融市场即属于后者。

截至 2021 年末，离岸人民币存款和境外主体持有人民币资产合计超过 12 万亿元。其中，主要离岸市场人民币存款余额超过 1.54 万亿元，同比增长 21.3%；境外主体持有境内人民币股票、债券、贷款及存款等金融资产金额合计为 10.83 万亿元，同比增长 20.5%。这反映出近年来人民币国际化的重点转向了以本币跨境使用为主导的新模式。在这一模式下，作为人民币跨境使用的首发城市，上海发挥了积极作用。

本币跨境使用模式下，境外投资者先将外币在境外离岸市场兑换成人民币（或在境外融入人民币），再以人民币跨境投

资于我国境内金融市场。由于人民币的兑换、融资以及风险管理等交易发生在境外离岸市场，境外离岸市场在近些年也得到了快速发展。据国际清算银行（BIS）的统计，全球人民币外汇日均交易量从2019年的2850亿美元增长至2022年的5260亿美元（按“net-net”统计口径），人民币的市场份额在主要货币中增长最大，从4.3%（2019年）扩大至7%（2022年），排名亦从2019年的第8位上升至2022年的第5位。境外离岸市场人民币外汇交易量已超过中国内地，占比已达全球人民币外汇交易的70%左右，并以衍生品交易为主，主要集中在香港地区、新加坡、伦敦和纽约。而上海离岸金融¹市场的发展对于统筹境内、境外离岸市场联动发展和维护金融稳定意义重大。

上海离岸金融在人民币跨境投融资便利化方面取得了积极进展。作为人民币跨境使用的首发城市，上海先后推出了人民币对外直接投资、跨境双向人民币资金池等多项先行先试业务，在全国范围内形成了积极的示范效应。2022年，上海跨境人民币收付金额合计19.6万亿元，同比增长8.5%，占全国总金额的46.3%，继续保持全国第一。上海各类金融市场（债券

¹ 2020年，习近平总书记在浦东开发开放30周年庆祝大会上指出，浦东要努力成为国内大循环的中心节点和国内国际双循环的战略链接，并做出支持浦东发展人民币离岸交易的重要指示。2021年4月，中共中央、国务院印发《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》，明确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；支持在浦东设立国际金融资产交易平台，试点允许合格境外机构投资者使用人民币参与科创板股票发行交易；加快推进包括银行间与交易所债券市场在内的中国债券市场统一对外开放，进一步便利合格境外机构投资者参与中国债券市场。

市场、股票市场、黄金交易国际板、能源期货等)交易中,境外参与者以人民币开展的跨境资金结算超过七成。

上海离岸金融发展的一个突出优点在金融对实体经济的支持方面,包括跨境贸易、跨国公司资金池和股权投资等领域,帮助中国企业“走出去”,节约了其资金成本。2022 年全年新增跨境人民币结算用户企业 2000 多家,境外企业对以人民币计价结算跨境贸易投资的习惯持续养成。2021 年,上海的货物及服务贸易项下人民币跨境结算达 1.7 万亿元,同比增长 29%。2021 年,上海市与东盟地区跨境人民币结算量超过 2 万亿元,同比增长 5.9%, RCEP 对投资贸易的促进作用正在逐步显现。截至 2021 年末,上海市银行共搭建各类跨境双向人民币资金池千余个,全年各类资金池累计资金流动超过 2 万亿元,人民币支持跨国企业跨境流动性管理效用明显。随着国际环境的变化,自由贸易账户的可兑换服务功能在红筹股境内上市以及中资企业集团管理全球资金方面显现了独有的优势,正在成为我国实体经济参与全球竞争并开展全球性生产、销售、服务组织活动以及集中管理资金的优选服务载体²。当然,现有的账户体系和金融基础设施在便利性方面仍有进一步提升的空间。

上海离岸金融发展应关注离岸人民币市场风险。由于境外离岸人民币货币市场深度有限,不具备成熟的逆回购市场,加

² 许非、秦鹏:《跨境投融资便利化的上海实践》,《中国金融》,2022 年第 9 期。

上境外离岸市场并无实需原则的要求，因此境外投资者倾向于通过类型丰富的外汇衍生品（尤其是场外衍生品）从离岸人民币外汇市场间接获得人民币，用于投资境内金融市场或者在离岸市场进行外汇投机交易。一些机构的离岸外汇衍生品交易兼具投资和投机属性，而在衍生品“抵押贷款”合约的设计机制下，衍生品交易规模增长将推高市场主体的债务规模，加大其对离岸市场流动性的冲击。此外，场外衍生品具有全球性、不透明性等特点，不利于监管部门掌握金融风险。



第一部分 主要离岸金融发展模式



一、香港

上世纪 80 年代，香港以欧美消费市场为目标的制造业大规模向珠三角转移，留在香港的是企业财务、市场拓展、贸易安排、融资服务、广告设计等中后平台，香港码头、航运及机场迅速发展，成为全球首屈一指的转口港。各项转口港功能为香港金融业带来不少业务机会。香港贸易业者充分利用全球商业网络、宽松的金融环境及灵活的经营手法，大力发展离岸贸易，离岸贸易规模逐渐超过了转口贸易，并带动了金融业蜕变，形成了香港的离岸金融特色。

香港是全球重要的银行中心，全香港 164 家持牌银行中，有 133 家是在境外注册。由于大部分银行的母公司分布于各国际金融中心，香港具有开展离岸金融的优越条件。为更好地服务于全球供应链，众多跨国公司将贸易结算、融资甚至企业内部资金管理关键环节放在香港。2019 年跨国企业在香港设立了 9025 家地区总部及办事处，其中有 46% 从事进出口贸易、批发及零售业务。香港另有 10 万家本地贸易公司，这些本地贸易公司的一项重要业务便是开展离岸转手买卖及分销，资金成为开展贸易活动的主要手段。

香港是典型的混合型离岸金融中心，在岸市场与离岸市场合一，居民与非居民账户相同，可直接向境内外支付或接受各

种来源的资金，实现了全球最高水平的可自由兑换。香港金融监管部门对金融业监管以原则为本，即只设最基本的指导意见，通过行业自律机制厘定同业共同遵循的营运手册，由银行自行研究制定具体实施细则及操作办法，使银行在提供离岸金融服务时有较大的伸缩性。但同时，为防控洗钱风险，香港金融机构设有严格的账户管理制度：在客户准入环节，对账户实际持有人或公司股东背景严格把关；在内部管理上，按照全球最高等级的反洗钱、反恐怖融资、反逃税要求建立内部监控体系，引入先进技术，严格评估资金进出，一旦发现客户有违法违规行为，则立即冻结或取消账户，没有酌情权。

税制方面，香港税负低廉，税制简单且透明，是全球赋税环境最佳的地区之一。金融机构在香港经营，需要缴纳的直接税仅有企业利得税，标准税率低至 16.5%；金融从业人员缴纳的个人薪俸税标准税率为 15%。低税负有利于吸引金融机构和高端金融人才。此外，离岸金融可能会涉及其他境外地区的业务活动，收入亦有不少源自香港以外，香港实施的“地域征税制”而非“全球征税制”，有助于提升金融机构开展离岸金融的竞争力。香港一直注重研究其他离岸国际金融中心经验，有针对性地制定政策措施。特别是利用税收工具促进离岸金融发展，如将企业财资中心及飞机租赁的利得税宽减 50%（从 16.5% 下降至 8.25%）等。

高效、安全、便捷的金融基础设施是国际金融中心的重要支柱。在以香港金管局主导，各主要金融机构参与营运下，香港建立起了港元、美元、欧元及人民币四种货币即时支付系统（RTGS），迄今仍是全球少数可提供多币种大额支付即时总额结算的离岸金融中心之一。香港还建立了债务工具中央结算系统（CMU），为债券及票据提供结算交收，并与区内及国际系统建立联网。此外，自 2003 年境外首家人民币业务清算行在香港设立以来，香港人民币业务清算量持续增长，目前占全球离岸人民币业务清算量的七成，进一步巩固了香港离岸国际金融中心的地位。

二、新加坡

20 世纪 60 年代，西方跨国公司投资重点向东南亚转移，美国政府采取了限制资金外流的紧缩措施，美国银行策划在亚太地区设立亚洲美元中心以谋求应对。新加坡政府展现出了其敏锐的市场嗅觉，允许美国银行新加坡分行设立亚洲货币经营单位（Asian Currency Unit）开展亚洲美元业务，并取消了 ACU 业务的外汇管制。这些措施使得新加坡在和中国香港的竞争中脱颖而出，于 1968 年成功建立亚洲美元市场。随后，新加坡逐步放宽外汇管制，于 1978 年实现外汇自由进出，推动新加坡离岸金融业务快速发展。同时恰逢布雷顿森林体系崩塌，发达国家大量金融资本流向亚洲市场，新加坡成为亚洲美元交

易中心。

在发展初期，由于当时新加坡还属于发展中国家，经济金融都不发达，抵御外部风险的能力较弱，新加坡选择了内外分离型的发展模式。内外分离型的发展模式既可以避免国际资本自由流动对国内经济金融体系的冲击，又可以为新加坡的金融开放带来契机。

新加坡金融市场以外汇业务为突破口，体现较强的服务境外特点。首先新加坡地处欧亚非三洲交通要道，具备全天进行外汇交易的时区条件，可 24 小时服务全球；其次，离岸金融业务为新加坡带来了大量外汇交易和对冲风险需求，新加坡国际金融交易所与芝加哥商品交易所合作，创造了 24 小时外汇交易条件，将服务范围拓展至全球。1998 年新加坡全年外汇期货交易量首次超越东京成为亚洲第一。2019 年国际清算银行（BIS）外汇调查显示，新加坡以 7.6% 的全球外汇交易量份额排名全球第三、亚洲第一。在证券市场建设方面，新加坡也体现了以境外为主的服务特点。虽然东南亚地区赴新融资的企业数量有限且规模小，新加坡股票市场挂牌企业数量仅为中国香港股票市场的 1/4，债券发行规模仅为中国香港的 1/6，但根据世界交易所联合会（WFE）2019 年的统计数据，新加坡交易所挂牌企业中，境外企业占比最高达 35%，为全球第一。保险方面，撤销了外资股权 49% 的上限，并开放了再保险公司

(reinsurer) 和自保公司 (captive insurer) 的市场准入。截至 2021 年年末，新加坡合计有银行 159 家、资本市场服务机构 1107 家，保险公司 79 家、再保险公司 51 家、自保险公司 82 家。新加坡是亚洲目前最大的自保险中心。

新加坡在发展离岸金融之初就取消了非居民持有外汇存款 10% 的利息预扣税，随后又取消大额可转让存单、亚洲美元 ACU 贷款合同及有关文件的印花税。在发展过程中，新加坡多次调减了离岸金融业务所得的相关税收，如将 ACU 的利得税从 40% 下调至 10%，将离岸再保险业务税收降至 10%，对国际银团贷款和亚洲美元贷款债券发行相关收入免税，通过免征外国投资者投资收入税收鼓励基金业发展等。

三、伦敦

伦敦离岸金融中心起源于欧洲美元市场，后来逐步发展为欧洲货币市场。二战之后，美国为了改善国际收支状况，满足美国境外美元投资需要，对美元外流采取了一系列的限制性措施，而英国伦敦的金融机构又以较高的利率吸收了大量美元存款。同时，美国因逆差造成美元资金大量外流。20 世纪 70 年代，美国出现的巨额国际收支逆差以及石油输出国组织成员国以美元为主的大量石油收入，使欧洲美元市场规模急剧扩大，而整个欧洲美元市场业务量的 1/4 以上集中在伦敦。

较为宽松的监管和税收环境，使得伦敦离岸金融中心具有了比在岸业务更高的金融效率。在此推动下，市场交易的币种日益多样化，从美元逐步扩展到英镑、马克、法郎、日元和港币，再到欧元等所有主要发达国家和地区的货币，这使得伦敦离岸金融中心从早期狭义的欧洲美元市场逐步演变成欧洲货币市场；市场参与者结构由单一走向多样，虽然银行仍占据主导地位，但是，有越来越多的非银行金融机构参与其中；业务种类也日趋多样化，从美元存款和贷款扩展到多币种的存款、贷款、债券、商业票据和股票等；业务范围也不断扩大，目前已遍及全世界。

伦敦离岸金融中心有诸多优势。一是坚实的政治经济基础。伦敦的政局稳定，法律制度完善，即使在战时，英国法律也能很好保护外国资本的权益。伦敦的经济也很发达，其金融城的历史可以追溯到 400 年前，长期以来一直保持国际金融中心、贸易中心、航运中心的地位，英镑也成为最重要的国际支付工具之一。伦敦金融市场的国际信贷、外汇交易量以及外国银行的集中程度均居世界第一，证券交易量居世界第二，保险、金属矿产交易量列世界前茅。这些都给海内外投资者以安全感、信任感和稳定的投资收益。二是灵活高效的金融监管。过去较长一段期内，英国金融监管实施的是以金融机构自律为主，以“道义劝告”为辅的监管模式，对金融机构的管制和约束较少，

鼓励金融机构自我约束，自我管理。20 世纪 80 年代以来，英国政府还采取一系列措施来巩固伦敦离岸金融中心的国际地位，尤其是 1986 年进行的以金融自由化为核心的第一次“金融大爆炸”和 20 世纪 90 年代末进行的以混业监管为核心的第二次“金融大爆炸”等两次重大金融改革，奠定了英国金融业持续繁荣的坚实基础。三是优越的地理位置。伦敦是世界上著名的港口城市，处在世界最重要的工业带北美与西欧之间的关键部位，地理位置十分优越，海外贸易非常发达。一方面，伦敦与其他欧洲金融中心处于同一地区，海空交通便利；另一方面，因时差关系，伦敦在开始营业时可以及时受理远东金融市场发出的交易，而在营业结束时又能同北美市场的交易对接，实现全球 24 小时不间断交易。这些都非常有利于伦敦离岸金融中心的发展。

四、纽约

传统观点认为，离岸金融中心的主要业务是经营非所在国的货币，而纽约 IBFs 的出现打破了这一传统的认识。IBFs 是指“银行在美国一种类似内部自由贸易区开设的国际分部（分行），它能够参与国际金融业务而不受国内银行通常受到的一些限制，如对准备金的要求和某些保险费的缴纳，并可以享受州税的特别减免。

二战后，欧洲的经济增长速度比美国快，美国对欧洲贸易一直处于逆差状态，同时，欧洲的利率比美国的高，美国资本处于不断外流状态。因美元大量外流和金融服务业流失使美国政府认识到，必须进行金融改革来提高美国对欧洲货币的吸引力，改善国际收支状况，恢复并提高美国金融服务业的国际竞争力。为此，纽约清算协会于 1978 年提出设立 IBFs 的构想，纽约州批准给予地方税减免。1980 年，美联储获得美国货币控制法授权，制定部分监管适用范围，并于 1981 年底修改“D 条例”和“Q 条例”，允许美国各类存款机构及外国银行在美国的分行和代理机构建立 IBFs，正式宣告 IBFs 的诞生。

IBFs 的制度设计基于两个原则：一是 IBFs 的业务不受境内各项金融法律法规和监管措施的限制；二是客户范围严格限定为非居民，资金仅用于国际业务并与国内业务相隔离，IBFs 账户内的美元视同境外美元处理。

IBFs 准入比较简单。根据美联储的规定，任何金融机构，包括美国的存款机构和外国银行在美分行，不需要向美联储理事会提出申请或事先取得认可，只要在规定时间内通知联储理事会，设立专门账户来区分境内美元和境外美元，均可成为 IBFs 的成员，开展离岸金融业务。

IBFs 管理相对严格。因美国的 IBFs 不划定特定区域，因

而其地理分布非常广泛，给监管带了一定的难度，所以，蕴含的风险比较大。为了避免 IBFs 对国内货币市场造成的不利影响，美国政府对 IBFs 采取了审慎的管理制度。要求其成员设置内外严格分离的账户，存放款仅限于非居民（包括银行等金融机构），且不允许投资证券。

总而言之，主要离岸金融中心中大部分采用了境外离岸金融市场的发展模式。境外离岸市场的开放程度、国际规则对接程度都较高，在推动“市场建设”方面有较大优势。而纽约 IBFs 离岸业务在本国经营本国货币的模式，则为上海境内离岸市场建设提供了启示。尤其是在系统性地进行“金融基础设施”建设和离岸流动性调控方面。例如，境外货币当局不具有调控离岸人民币流动性的法律职责、目标、手段、动力和激励，从而使其很难成为离岸人民币流动性操作的责任单位。境内人民币离岸金融体系由于位于货币发行国境内、受中国管辖，能避免很多问题和成本。此外，如果“金融基础设施”和“宏观调控”交由境外国家或地区政府，中国政府将面临跨境法律和监管权限的限制以及跨境数据传输等障碍，以及为减少这些限制和障碍所付出的成本，并且较难控制相关设施的发展³。

³ 张春、蒋一乐、刘郭方：《中国资本账户开放和人民币国际化地新路径：境内人民币离岸金融体系建设》，《国际经济评论》，2022 年第 4 期。

表 1-1 主要国际城市离岸金融发展模式、业务类型、核心优势

	香港	新加坡	伦敦	纽约
发展模式	源自转口贸易,服务离岸贸易;内外一体型离岸金融中心	抢占亚洲美元市场先机开拓离岸金融业务;内外分离型离岸金融中心	起源于欧洲美元市场,后来逐步发展为欧洲货币市场;内外一体型离岸金融中心	主动构建以 IBFs 为基础的内外分离型离岸金融中心
业务类型	跨国公司贸易结算、融资及企业内部资金管理;私人银行、财富管理、资产管理、私募基金、保险及银行等	外汇交易和风险管理;以境外为主,服务全球的证券市场;资产管理、保险(保险、再保险、自保业务)及银行等	国际信贷、外汇交易、证券交易、保险、金属矿产交易等	离岸业务在本国经营本国货币,交易活动享受离岸金融的各种优待
核心优势	1、国际金融中心、贸易中心及航运中心“三合一”; 2、跨国公司“总部经济”提升资金集聚与辐射效应; 3、“原则性”和“灵活性”相兼顾的金融监管环境; 4、建立了有利于离岸金融发展的税收制度并提供税务优惠; 5、先进的金融基础设施。	1、放宽金融管制、市场准入,不断扩大税收优惠; 2、地理位置优越,地处欧亚非三洲交通要道,具备全天进行外汇交易的时区条件,可24小时服务全球; 3、亚洲最大的自保中心; 4、新加坡交易所挂牌企业中境外企业占比高达35%,为全球第一。	1、坚实的政治经济基础; 2、灵活高效的金融监管; 3、优越的地理位置,实现全球24小时不间断交易; 4、国际信贷、外汇交易量以及外国银行的集中度均居世界第一,证券交易量居世界第二,保险、金属矿产交易量列世界前茅。	1、开创了离岸金融业务经营本国货币的先河; 2、美元为全球储备货币,美联储致力于维护美元币值稳定,并在全球范围内调控美元流动性。

资料来源：根据公开资料整理。

第二部分 高水平经贸规则借鉴



一、CPTPP 相关规定和开放情况

《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（简称 CPTPP）是 2018 年正式生效的、由日本主导的、“缺美国版”的大型区域贸易协定。

1、跨境服务贸易和与投资相关的资金跨境自由便利流动

CPTPP 第 9 章和第 10 章中，允许与涵盖投资相关的所有转移与跨境服务提供相关的转移和支付可自由进出其领土且无迟延，并且允许以按转移之时市场汇率换算的可自由使用货币进行。虽然缔约方可在“为协助执法或金融监管机关所必要时对转移进行财务报告或记录”等若干例外情况下，按照缔约方的法律阻止或延迟资金的跨境转移或支付，但总体上要求跨境服务贸易和与投资相关的资金可实时地跨境自由便利流动。

2、按照“正面清单”模式提供跨境金融服务

CPTPP 附件 11-A “跨境贸易”中以“正面清单”的形式，允许其他缔约方的跨境金融服务提供者以“跨境交付”的方式提供特定金融服务，包括保险及相关服务（主要涵盖海运、商业航空、航天发射、搭载和国际过境货物相关的风险保险，再保险和转分保，以及若干保险附属服务等）、银行和其他金融服务（主要涵盖相关金融信息的提供和转移、数据处理和相关软件，以及相关的咨询和其他附属服务等）。

3、商业存在的金融机构和金融业务等的市场准入规制实行“负面清单”

CPTPP 中金融负面清单主要分为 A 节和 B 节，A 节为现行不符措施清单，未来不得实施新的或者限制性更高的政策措施；B 节为未来不符措施清单，保留未来对外国投资者实施新的或者限制性更高要求的权利。内容包括：一是对存款保险、支付结算金融基础设施等金融基础制度实施保护，二是对外资金融机构的准入和业务范围等进行限制，三是对高管及董事提出国籍或居住要求，四是在 B 节中对关键敏感领域（如金融基础设施、新金融服务、政府优惠措施等）保留进一步提高限制程度的权利。同时，该负面清单不仅仅是一系列的限制措施，还包括保留该措施的法律依据、措施的说明和解释、相关义务等一整套规则。

4、国民待遇覆盖“准入前+准入后”

CPTPP 不仅对在其领土内金融机构的设立、获得、扩大、管理、经营、运营和出售以及其他处置等行为，还对金融机构的投资等给予国民待遇，覆盖了“准入前+准入后”，跨境金融服务“正面清单”限定在开放清单所承诺的项目给予国民待遇，在“新金融服务”方面允许另一缔约国的金融机构提供该缔约国允许本国金融机构提供的新型金融服务。

5、允许境内外资金融机构因日常经营所需跨境传输信息

CPTPP 允许金融机构根据日常经营需求，每一缔约方应允许另一缔约方的金融机构因数据处理目的，通过电子或其他方式向其境内外传输信息；但明确了两种例外情况：一是可出于保护个人数据、隐私和账户机密等理由对金融数据跨境传输采取管理措施，二是可基于审慎监管考虑要求金融数据跨境传输事先获得监管机构授权，以指定的特定企业作为信息的接收方。

6、金融服务监管中的审慎例外

金融开放创新有很强的风险外溢性，容易导致金融风险的产生和蔓延，各国对金融开放创新都会保留审慎措施以防范金融风险。CPTPP 中明确了审慎例外的情形：一是审慎例外，明确可出于审慎原因，采取措施保护投资者、存款人、投保人、保单持有人的利益，维护金融体系的稳定；二是宏观政策例外，明确金融服务章规则不适用公共实体为执行货币政策和相关信贷或汇率政策而采取的非歧视措施；三是机构安全例外，明确可出于维护安全等原因采取措施阻止或限制金融机构或跨境金融服务提供者向其附属机构或关联人转移资金；四是执法例外，明确可采取必要措施打击违法、欺诈，或对金融合同违约进行处理。

二、DEPA 相关规定和开放情况

《数字经济伙伴关系协定》（简称 DEPA）是 2021 年 1 月 7 日正式生效的，由新加坡、智利、新西兰三国旨在加强三国间数字贸易合作，并建立相关规范的数字贸易协定。DEPA 的特征主要表现在：一是聚焦全球数字贸易发展趋势和前沿。DEPA 既包含关税、无纸化贸易等传统议题，也涵盖数字身份、人工智能、金融科技和电子支付等新兴领域条款。二是鼓励跨境数据流动和建立信任机制。三是维护中小企业参与数字经济发展权利。

DEPA 是“唯一数字（Digital Only）贸易协定”，包含 16 个模块，前 11 模块是实质性条款，后 5 个模块涉及协定的运作和争端解决。DEPA 的议题设置已超出单纯的数字贸易范围，延伸到数字经济的更多领域。按照目标和功能，可以将 DEPA 的协定内容划分为 4 个部分，即促进数字贸易便利化和自由化、构建数字系统信任体系、实现数字经济包容发展以及探索数字经济创新发展。

1、促进数字贸易便利化和自由化

DEPA 将促进数字贸易便利化和自由化作为重要内容，致力于消除壁垒和增进协调，该领域包括“商业和贸易便利化”和“数字产品待遇问题”两个模块。

在商业和贸易便利化部分，DEPA 的目标是消除数字经济中的贸易壁垒，促进端到端的数字贸易无缝连接。主要内容包括：（1）无纸贸易。提高企业对贸易管理文件电子版本和电子记录的接受程度，赋予贸易管理文件电子版本与纸质单证同等法律效力，设立单一窗口并无缝高效连接，建立彼此兼容的数据交换系统。（2）国内电子交易框架。遵守联合国国际贸易法委员会的《电子商务示范法》《国际合同使用电子通信公约》和《电子可转让记录示范法》，构建规范、完整的电子商务使用环境。（3）高效物流。致力于提高供应链的速度和可靠性，分享关于物流部门的最佳实践。（4）电子发票。强调电子发票的重要性，保证电子发票系统的可交互操作。（5）快运货物。保证以可预测、一致和透明方式实施海关程序，并规定具体的快速海关程序。（6）电子支付。促进相关国际公认标准的适用，以支持高效、安全、可靠的跨境电子支付。

在数字产品待遇部分，DEPA 分别从海关关税、非歧视待遇及密码技术 ICT 产品 3 个方面作了具体规则安排。（1）在海关关税方面，承诺免征电子传输关税，包括以电子方式传输的内容。（2）在非歧视待遇方面，承诺给予缔约方的数字产品最惠国待遇和国民待遇，但不包括数字形式的金融工具和货币。（3）在密码技术 ICT 产品方面，不得要求开发者或供应商提供密码技术，或者强制要求使用特定密码技术标准作为该产品市场准

入的条件。

2、构建数字系统信任体系

“信任”是 DEPA 的关键词，目标是要实现可信任基础之上各国数据之间的互联互通。DEPA 有 4 个模块涉及构建数字系统的信任体系，包括数据问题、更广泛的信任环境、商业和消费者信任及数字身份。首先，实现可信任的数据流动。建立个人信息保护法律框架，促进个人信息保护不同体制之间的兼容和互认，鼓励企业采用数据保护可信任标志并相互承认。其次，开展网络安全合作。强调网络安全是数字经济的基础，在打击恶意侵入或恶意代码传播方面开展合作，促进网络安全领域的劳动力发展，努力推动形成全球性网络安全合作的解决方案。再次，保障线上消费者权益。避免接受非应邀商业电子信息(即垃圾邮件)，保护消费者在电子交易中免受欺诈和误导，促进消费者保护机构在跨境电子商务领域开展监管合作。最后，实现数字身份的互操作性。促进数字身份的政策法规、技术实施、安全标准的相互交流，增强数字身份建设的安全性和互操作性。

3、实现数字经济包容发展

强调数字经济包容发展是 DEPA 的特点，目的是使个人和企业都能平等参与数字经济并从中获益，相关内容包括“中小

企业合作”和“数字包容性”。在中小企业合作部分，承诺利用数字工具和技术，增强中小企业在数字经济中进行贸易和投资合作的机会，改善中小企业获得资金和信贷支持的能力，给中小企业提供帮助信息，开展中小企业的数字对话。在数字包容性部分，提出缔约方应就数字包容性相关事项进行合作，促进妇女、农村人口、低收入社会经济群体和原住民参与数字经济。

4、探索数字经济创新发展

DEPA 在模块 8 “新兴趋势和技术”中重点关注新兴技术合作，在模块 9 “创新和数字经济”中重点探讨数据创新应用，目的是促进数字经济高效、健康、创新发展。主要内容包括：

(1) 金融科技合作。促进缔约方金融科技产业的合作，帮助企业有效参与金融科技合作，制定金融科技解决方案，开展金融科技部门的创业和人才合作。(2) 人工智能合作。增强人工智能技术接受和使用的便利性，构建具有国际一致性的人工智能技术治理框架，形成透明、公平和以人为本的统一价值观。(3) 加强数据利用创新。包括使用“监管沙盒”促进数据驱动创新，开展数据共享项目和建立共享机制等。(4) 开放政府数据。承诺在一定限度内开放政府数据，扩大获取和使用公开数据的方式，创造和增加商业机会。

第三部分 离岸金融发展的规律启示



从国际经验可以总结以下三点规律：一是包容性监管和税优环境是离岸金融市场获得发展的重要推动力。国际主要货币的离岸金融体系往往是在境外自发逐步建立和发展起来的，其最初目的—般是为了规避该货币主权国的金融监管或者税务监管。欧洲美元市场的形成是较为典型的例子。二是随着离岸市场规模的增长，往往需要金融监管、风险管理进一步完善，防止离岸利率、汇率波动对本土货币政策和金融稳定产生过度冲击，后者总体上也促进了离岸金融市场的发展。例如，灵活高效的金融监管使伦敦离岸金融中心从早期狭义的欧洲美元市场逐步演变成欧洲货币市场。又比如，美联储长期关注离岸美元流动性，在不同阶段设立了不同的调控工具，并在积累宏观调控经验的基础上不断完善常设美元流动性调节工具。可以说，这些监管措施和金融基础设施的完善有效稳定了离岸美元市场并巩固了美元的国际地位。三是在离岸金融市场发展的过程中，辅以金融基础设施的创新和完善，有助于境内、境外离岸市场协调发展。例如，IBFs 推出之后，美国离岸金融也取得了迅速发展，其境内金融机构的离岸业务竞争力亦得到提升；日元离岸市场的发展则借鉴 IBFs，开设了东京离岸金融市场（JOM），政策推动在日本离岸金融市场发展中起到举足轻重的作用。

一、包容性监管和税优环境是离岸市场形成发展的重要推力

欧洲美元业务得益于美国资本管制加强的历史阶段，并推动了伦敦国际金融中心(依靠欧洲美元市场繁荣)的重新崛起。20世纪60年代初，美国的国际收支开始出现赤字，并非是因为贸易逆差，而是由于资本外流。这些净流出显著增加了外国中央银行的美元持有量，并使得美国为兑回它们而卖出一些黄金，尽管这个过程相对缓慢。1964年，外国官方持有的美元开始超过美国的库存黄金价值。随后美国开始诉诸资本管制措施，出台了《利息平衡税法》，即对资本外流征税，特别是对在纽约的外国筹资征税，税率相当于其新债券和贷款额外增加1%的利息。这一措施原本只是临时性的，但实际上持续了十余年，税率上升、征收面也扩大了。美国的银行和欧洲投资机构与欧洲原有的商业公司合作以合法绕开管制，吸引美元、发放贷款，利率甚至高于纽约，因此一些原本可能储蓄或投资到美国的美元被吸引到国外。据伦敦《国际货币评论》计算，从1970年到1978年6月，欧洲货币市场的资金总额以平均年率27.5%的速度增长。由于离岸业务占据相当大的份额，也一定程度上使得伦敦作为国际金融中心地位超过了英镑在国际货币中的地位。

二、离岸金融市场发展过程中的风险管控

灵活高效的金融监管使伦敦离岸金融中心从早期狭义的欧洲美元市场逐步演变成欧洲货币市场。英国金融服务监管局的监管理念是：运用谨慎的规则来监管，而不是以“控制”为基础来进行监管；对金融机构的直接干预很少，主要是在“外部”保持一定距离的监管，十分重视被监管机构的会计报告，很少到金融机构去“查账”等等。英格兰银行（英国央行）允许外国金融机构在伦敦自由设立分支机构，并保证他们在同等条件下与英国的金融机构自由竞争。金融机构可以同时经营在岸和离岸两类业务。除离岸金融业务以外，伦敦离岸金融中心还允许非居民经营在岸和国内业务，但必须交纳存款准备金和有关税款，而且金融机构严格控制“全面业务”执照的发放量。因此，非居民金融机构经营的离岸业务远远大于在岸业务的规模。

纽约 IBFs 则将离岸与在岸严格分离。其显著的特点在于“人为设立”和“内外分离”，其交易严格限于会员机构与非居民之间。会员机构的资格主要包括美国银行和境内外国银行的分行、子行或边缘公司(Edge Corporations)，存放在该设施账户上的美元与国内美元账户严格分开，视同境外美元。交易活动享受离岸金融的各种优待，包括不受利率上限的限制、免交存款准备金、存款保险和利息预扣税等。这种内外分离型

的离岸金融中心既可以在很大程度上控制资金大量进出的风险，又可以利用离岸金融的优势，促进资金流动。

此外，从美元离岸市场的发展历程看，自上世纪 60 年代以来，美联储便一直坚持对离岸市场进行调控，防止离岸利率、汇率波动对本土货币政策和金融稳定产生过度冲击。美联储对美元离岸市场的调控和危机应对主要可分为三个时期：一是 20 世纪 60 年代美元离岸市场发展初期，美国资本账户尚未完全开放。当时美联储开始与国际组织和外国货币当局签订货币互换协议，对离岸流动性进行调节，防止离岸利率上升给在岸货币政策和金融环境带来扰动。二是 2008 年国际金融危机期间，为应对大规模离岸美元流动性紧张，美联储在货币互换的基础上，创设了临时性的短期资金供给工具 TAF (Term Auction Facility)，并用“TAF+SWAP”发挥最后贷款人职能，以稳定全球美元市场。三是 2020 年新冠肺炎疫情期间，美联储在扩大货币互换签署国家范围的同时，又为外国货币当局和国际组织创设了回购工具 FIMA repo (Foreign and International Monetary Authorities repo)，境外货币当局可以用美国国债作为抵押，直接从美联储获得短期贷款。相较于货币互换，FIMA repo 的操作对象更加广泛。2021 年 7 月，美联储将 FIMA repo 由危机临时工具升级为调控离岸美元流动性的常规工具。⁴

⁴ 张春、蒋一乐：《央行应该考虑离岸流动性操作以保证宏观政策自主性和金融稳定》，《国际

三、金融基础设施创新对世界离岸金融中心发展的影响

美国 IBFs 的设立是一项重要的金融基础设施创新，拓展了离岸金融中“岸”的概念——离岸的“岸”已不再与国境等同，而是指一国国内金融的循环系统或体系。有关金融活动离开这个系统或体系，从而不受该国对国内一般金融活动所实行规定、制度的限制和制约。IBFs 的成立意味着，通过在境外设立分支机构开展非本币业务不再是离岸金融的唯一模式，离岸金融业务也可以通过在岸经营本币的一种特殊账户进行，不过仍保留资产负债两头在外和客户限定为非居民的特征。IBFs 推出之后，美国离岸金融取得了迅速发展。

IBFs 打破了传统的离岸金融业务在本国境内经营非本国货币的特点，开创了离岸金融业务经营本国货币的先河，为其他国家构建离岸金融中心提供了新的思路。这种做法很快被日本等国效仿，对世界离岸金融中心的发展产生了一定影响，例如东京离岸金融市场。

1970 年，日本政府决定放开日元外债发行权，欧洲日元市场逐渐形成。1985 年 3 月，大藏省大臣咨询委员会提出了推动日元国际化的具体举措，其中两条重要措施是“实行欧洲

金融》，2021 年第 5 期。

日元市场自由化”以及“开设东京离岸金融市场（JOM）”。20世纪90年代，日本延续了80年代金融自由化政策，放宽了非居民欧洲日元债券的交易标准。

表 3-1 日本推动离岸日元市场发展的主要举措

时间	举措
1983年6月	面向非居民发放的短期贷款实现自由化（欧洲日元贷款）
1984年4月	放松居民欧洲日元债的指导准则
1984年12月	允许外国的民间企业发行欧洲日元债券
1984年12月	开放外资金融机构承销欧洲日元债
1985年4月	放宽非居民发行欧洲日元债券的发债标准
1984年12月	允许发行欧洲日元CD
1985年4月	非居民欧洲日元债利息收入征收预扣税问题
1985年4月	非居民中长期贷款实现自由化（欧洲日元贷款）
1989年7月	面向居民发放的短期贷款实现自由化（欧洲日元贷款）
1989年7月	居民中长期贷款实现自由化（欧洲日元贷款）
1993年7月	废止非居民欧洲日元债券发行标准
1994年7月	放宽日元外债的合格债券标准
1995年4月	简化非居民欧洲日元债、非居民国内债券的手续
1995年8月	撤销非居民欧洲日元债回流限制
1996年1月	废止非居民国内债券的合格债券标准，缩短居民欧洲日元债券的回流限制
1996年4月	废止欧洲日元CD的发行规则
1998年4月	实施新的《外汇法》，废除居民欧洲日元债券的回流限制
1998年12月	实施金融体制改革法

资料来源：中条诚一. 亚洲的日元国际化[J]. 郑甘澍译. 经济资料译丛, 2001(9). 转引自王守贞.

海南自贸区（港）离岸人民币市场建设：国际比较与经验借鉴[J]. 海南金融, 2019(3).。

四、离岸金融有助于推动本币国际化，但也面临负向挑战

离岸金融对本币国际化具有促进作用。国际银行设施的建立就推动了美元国际化。一是分流部分欧洲货币市场的业务，作为管制日益扩大的欧洲货币市场的一种干预力量。二是将部分美国银行的国际银行业务转回美国本土，则监管作用将更为有效，从而能够部分消除欧洲货币市场对美国货币金融政策执行的阻碍。三是吸收流入伦敦等离岸金融中心的外币资金，增强美国商业银行在国际金融市场上的竞争力，降低其在海外开设附属机构的风险和费用。美国审计总署（GAO）调查结果显示，从1981年12月到1983年6月，位于美国的银行境外美元资产与位于其他国家银行境外美元资产的比值增长了67%。由于吸引了大量美元流向美国，美国的国际收支状况得到改善，支撑并巩固了美元的国际通货地位。

值得一提的是，离岸金融市场对于货币国际化的推动作用并不总是正向的，这取决于离岸金融政策设计并受到当时经济金融环境等因素的制约。一般来说，以监管套利为主要动机的纯双向交易会影 响在岸市场的货币与金融稳定。例如，东京离岸金融市场设立后，日本国内仍然实行相对严格的金融管制，如经营离岸业务的商业银行把资金从“特别国际金融账户”划拨到国内账户需要缴纳准备金，而日本银行海外分行向国内居民的欧洲日元贷款并不受这些管制约束。这种政策设计导致了投机现象的出现：日本商业银行将其离岸账户的日元资金贷放

给其在海外的分行，然后日本国内居民再向这些海外分行寻求低成本日元贷款。这意味着流向境外的日元资金只是在境外市场上暂时存放，最终又回到了日本境内，形成了日元资金的纯双向交易。这种纯双向交易的现象，叠加 20 世纪 90 年代日本经济泡沫破灭大的经济形势，成为阻碍日元国际化的重要因素之一。具体表现为，1990 年后，日元在国际金融交易中的地位下降、作为储备货币的比重下滑等，直到现在这些指标仍未恢复到 20 世纪 90 年代初的水平。⁵上海发展离岸市场应高度重视从日本的案例中汲取教训，因为人民币交易也可能面临类似的挑战。

⁵ 王守贞：《海南自贸区（港）离岸人民币市场建设：国际比较与经验借鉴》，《海南金融》，2019 年第 3 期。

第四部分 上海临港离岸金融创新实践 区建设



2014年5月，上海自贸试验区开启了以自由贸易帐户为形式的分离自贸试验区境内外业务，按照区内、区外，居民、非居民，境内、境外进行划分隔离，单独管理，为资金在试验区内以及向境外的自由流动创造了条件，这是我国开展跨境资本流动管理模式改革创新的一项重大举措，同时也明确了在自贸试验区内率先发展离岸金融业务的战略定位。

2019年8月6日，国务院印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》，设立中国（上海）自由贸易试验区临港新片区。上海自贸区新片区采用特区管理模式，突出聚焦强化经济功能，要建设具有国际市场竞争力的特殊经济功能区。在金融领域，临港开启了包括跨境金融在内的多个新兴金融重点发展方向（如绿色金融、科创金融、科技金融等）。在临港建立离岸金融创新实践区并发展壮大之，有望开启离岸人民币市场发展和人民币国际化的新篇章。

一、目标定位

临港金融“十四五”规划在临港新片区资源配置能力方面明确要求“金融创新引领作用更加凸显，跨境金融、离岸金融优势进一步巩固，形成在岸市场、离岸市场的更高水平联动发展，全球高端金融资源要素配置能力迈上新台阶”。目前我国金融市场以“管道式”开放为基础，已经日趋国际化，有效地

控制了风险，金融对外开放实现了平稳、有序的良好开局，并有越来越多外资金融机构来华展业；跨境资金监管也不断优化，基本满足了企业对外贸易的需求。因此，临港新片区建设“离岸金融创新实践区”应更多地探索制度性开放和全球高端金融资源要素配置需求，更加突出其战略作用，在打通国内、国际“双循环”的基础上推动人民币国际化。具体而言，临港建设“离岸金融创新实践区”应致力于实现以下目标：

一是在离岸业务的发展中探索国内外金融规则体系的融合。临港离岸金融市场建设初期可以更多地接纳国际通行的金融规则 and 标准，并在金融市场双向开放、以及离岸市场和在岸市场联动中，促进国际金融合作和加强监管协调。在此基础上，临港金融创新实践区可成为上海国际金融中心参与全球金融治理和标准制定的推动力量，在对外合作和服务输出过程中完善跨境金融基础设施、推广先进经验和举措，提升金融市场运行效率，降低市场参与者的成本。这有助于从根本上提升上海国际金融中心的地位和吸引力。

二是优化金融监管方式，**稳慎推进资本账户开放**。资本管制和汇兑管制并不是完全等同的。资本管制是对资本跨境流动实施的管制，这种管制可以是对资本交易本身的管制，也可以是对资金跨境流动的管制；而汇兑管制则是对不同货币间的兑换环节实施的管制。一般情况下，有汇兑管制的国家一定有资

本管制，但很多国家（如 OECD 国家）没有汇兑管制也有资本管制。更多已经实现了自由汇兑的国家将资本管制纳入对金融机构的宏观审慎管理。⁶临港离岸金融创新实践区本身如同一个“沙盒”，通过鼓励市场主体先行先试，可以为完善制度性开放供更加丰富和扎实的经验基础。探索更加科学合理的人民币可自由兑换和跨境资本流动监管规则。在临港的创新实践中，尤其需要回答“哪些管制是可以放开的、哪些监管是必要的”这一问题，应避免错误地将无监管的、自由化的市场体系当作目的本身而不是达到目的的手段。

三是以尽可能小的成本，推动形成人民币跨境循环和人民币国际化。除纽约、伦敦外，其他离岸金融中心往往并非运营所在国货币的金融中心，如英属维京群岛、开曼群岛、百慕大地区等。临港离岸金融创新实践区的建设目标则应瞄准本币，以人民币资产为核心交易标的，形成以人民币为特色、多币种自由贸易和投资便利性高的离岸金融服务。当然，离岸市场本币流动性增加往往会对一国货币政策有效性带来一定挑战（如央行需要收紧银根时，境外的人民币流入会削弱货币政策紧缩的效果）。但随着境外持有人民币的增多和离岸人民币市场深度不断增加，兑换活动将大量地发生在境外而非境内，反而有利于本土经济金融稳定。临港离岸金融创新实践区的建设需要

⁶ 施琳娅，《当前资本项目可兑换讨论中的三大误区》，2013年8月。

在促进人民币国际化和其对货币政策有效性的影响这两者之间取得平衡。

四是完善上海国际金融中心功能，提供较为齐全的离岸业务种类，并建立完整的离岸市场体系。纽约和伦敦都是在岸市场和离岸市场都高度发达的国际金融中心。从不同币种的离岸市场规模数据来看，美元离岸银行业务头寸相当于美国 GDP 的 157%，英镑为 76%；两者国际债券存量分别相当于各自 GDP 的 58%和 79%；离岸场外外汇市场日均交易量则分别相当于各自 GDP 的 29%和 16%。离岸市场的规模相当可观，临港完善离岸金融业务将助力上海国际金融中心的发展迈上新台阶，增加上海国际金融中心的交易规模和国际影响力。同时，随着人民币可兑换性增强，品类更为齐全的离岸业务也将有利于增加离岸主体持有人民币的规模。

二、试点优势

作为境内的离岸市场，在岸和离岸市场联动发展是临港建设“离岸金融创新实践区”的最大特色，也是临港离岸金融创新试点的优势所在。背靠长三角腹地，临港新片区有较好的产业基础，有助于临港的离岸金融与实体经济更加紧密结合，发挥国内国际“双循环”的枢纽作用。这也是临港与其他离岸金融中心形成差异化的重要方面。

新加坡属外贸驱动型经济，高度依赖美、日、欧和周边市场，以电子、石油化工、金融、航运、服务业为主，外贸总额是 GDP 的四倍。而香港目前则面临产业“空心化”严重、科技对增长贡献低的挑战。至于英属维尔京群岛、开曼群岛、百慕大地区等离岸金融中心则依赖于其“避税天堂”、管制较少等属性。2019 年以来，依据欧盟的要求，开曼、英属维尔京群岛（BVI）等热门司法辖区已经陆续出台经济实质法，且根据公司所从事的经济活动，需达到对应的经济实质化要求。这一类离岸金融中心的吸引力正在下降。

即使是目前主要的国际金融中心，其离岸业务的形成也或多或少具有税收洼地的特点，抑或带有偶然性。例如，欧洲美元业务就是得益于美国资本管制加强的历史阶段，并推动了伦敦国际金融中心（依靠欧洲美元市场繁荣）的重新崛起。20 世纪 60 年代初，美国的国际收支开始出现赤字，并非是因为贸易逆差，而是由于资本外流。这些净流出显著增加了外国中央银行的美元持有量，并使得美国为兑回它们而卖出一些黄金，尽管这个过程相对缓慢。1964 年，外国官方持有的美元开始超过美国的库存黄金价值。随后美国开始诉诸资本管制措施，出台了《利息平衡税法》，即对资本外流征税，特别是对在纽约的外国筹资征税，税率相当于其新债券和贷款额外增加 1% 的利息。这一措施原本只是临时性的，但实际上持续了十余年，

税率上升、征收面也扩大了。美国的银行和欧洲投资机构与欧洲原有的商业公司合作以合法绕开管制，吸引美元、发放贷款，利率甚至高于纽约，因此一些原本可能储蓄或投资到美国的美元被吸引到国外。据伦敦《国际货币评论》计算，从1970年到1978年6月，欧洲货币市场的资金总额以平均年率27.5%的速度增长。由于离岸业务占据相当大的份额，也一定程度上使得伦敦作为国际金融中心地位超过了英镑在国际货币中的地位。

临港离岸金融市场的建设路径将与前几者都不相同，应将临港离岸金融创新同提升金融对实体经济的支持相结合、与内外双循环枢纽功能的完善相结合。2021年，临港新片区贸易型企业进出口总额近1800亿人民币，同比增长37%，贸易类企业注册资本合计近1600亿人民币，离岸贸易涉及企业数量及交易规模较上年均实现双倍增长。集成电路、生物医药、人工智能、民用航空等前沿产业加快布局，智能新能源汽车和高端装备制造产业集群效应初步显现。智能制造研发与转化平台等5个科技创新功能型平台落地，世界顶尖科学家社区和国际联合实验室启动建设。根据临港新片区十四五规划，到2025年，临港要新增高新技术企业1000家左右，持续彰显临港作为科创中心主体承载区的功能；基本形成世界级、开放型、现代化产业体系，包括智能新能源汽车、集成电路、高端装备制造3

个千亿级产业集群，做大做强生物医药、人工智能、民用航空等先进制造业产业集群。

2022年9月，临港创新产业园 REIT 的发售，吸引了基础设施公募 REITs 领域的境外机构投资者。该产品以优质高标准厂房作为底层资产（分别为临港奉贤智造园一期和三期），集聚了高新材料、汽车装备与精密器械领域的知名智能制造产业项目，契合临港新片区“智能新能源汽车和高端装备制造”两大先发产业集群的战略定位，充分体现资产的内在价值增长潜力以及未来区域经济增长极。该产品基础设施资产整体已实现稳定成熟的运营状态，园区出租率达到 99%，现金流稳定且保持持续增长态势，具有抗风险和抗周期优势。参考这一案例，临港新片区作为双循环的重要支点有望产生众多与金融创新融合转型发展的机会，从而为临港离岸市场的投资者提供更多具有吸引力的金融产品。

三、重点领域

临港离岸金融创新实践区应以离岸人民币市场发展，以及增加离岸、在岸联动方面，推进人民币国际化在广度和深度。目前人民币跨境收付增长主要来自证券投资等资本项下交易，经常项目和直接投资等与实体经济相关交易占比偏低，尤其是大宗商品领域人民币跨境收付总体处于较低水平。金融市场管

道式开放虽然有效满足了不同类型机构的投资需求和偏好，但由于各渠道相互隔离、政策不完全一致，增加了境外投资者的理解和操作困难。目前我国债市和股市中的外资占比仅为 3% 和 5%，人民币境外使用环境仍面临着货币使用惯性短期内难以改变、人民币来源不足以及投资渠道有限等制约。临港离岸金融创新实践区的建设也应着眼在这些方面有所突破，突出金融支持实体经济、在岸离岸联动，以及制度性开放。

临港离岸金融市场在开展传统的离岸金融业务的同时，需要通过一些特色业务增强其吸引力，并以人民币资产为抓手来开展，这应是临港离岸金融创新实践的一个关注重点。临港离岸金融发展需要一定规模和深度的市场。市场深度能降低融资成本，增强市场抗击风险的能力，同时培育创新。因而，为了尽可能平衡上述要求和我国货币政策有效性，本研究建议以直接融资、资产管理等非银金融业务作为推进临港离岸金融创新实践区的建设起点⁷，同时，银行系统需提供高质量的结算和托管等服务，保证离岸金融市场基础设施的完备和顺畅运转。

目前，人民币跨境流动主要通过经常项目、直接投资以及金融市场进行，融资渠道和外汇交易渠道资金流动规模相对较小。截至 2021 年末，主要离岸市场人民币存款余额超过 1.54

⁷ 离岸金融业务往往不要求缴纳存款准备金（或实行较低的准备金要求），大大扩展了商业银行的货币创造能力，从而可能对境内货币政策造成冲击。此外，离岸银行网络的扩展使各国金融市场的分离度降低，通过离岸金融活动逃避国内货币紧缩政策，容易形成货币流动的无管制，进而降低货币政策的效果，甚至影响整个宏观经济。

万亿元，同比增长 21.3%；境外主体持有境内人民币股票、债券、贷款及存款等金融资产金额合计为 10.83 万亿元，同比增长 20.5%。离岸人民币存款和境外主体持有人民币资产合计超过 12 万亿元，如果可以将两者打通，实现在岸、离岸市场联动发展，将释放更大的潜力。尤其是持有境内人民币资产的境外主体，如果可以在临港的人民币离岸市场为其提供更多投资标的和金融服务，同时还可以享受离岸业务的税收优惠和更低的交易成本，有助于在临港人民币离岸市场在初期迅速达到一定规模，同时促进临港离岸金融业务的加速发展和创新。

上海发展人民币离岸市场的条件较以往更为成熟。第一，人民币跨境使用比例不断提升，上海居全国之首。2022 年全年新增跨境人民币结算用户企业 2000 多家，境外企业对以人民币计价结算跨境贸易投资的习惯持续养成。2022 年，上海跨境人民币收付金额合计 19.6 万亿元，同比增长 8.5%，占全国总金额的 46.3%，继续保持全国第一。上海各类金融市场（债券市场、股票市场、黄金交易国际板、能源期货等）交易中，境外参与者以人民币开展的跨境资金结算超过七成。第二，随着浦东新区社会主义现代化建设引领区的确立，相对独立的司法为人民币离岸中心的运作提供了更好的制度基础。《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》）表示，“比照经济特区法规，授权上

海市人民代表大会及其常务委员会立足浦东改革创新实践需要，遵循宪法规定以及法律和行政法规基本原则，制定法规，可以对法律、行政法规、部门规章等作变通规定，在浦东实施。”

第三，人民币汇率弹性增强，呈双向波动态势，离岸人民币汇率年内强于或弱于在岸人民币汇率的交易日天数大致相当。央行数据显示，2021年全年离岸在岸日均汇差为64个基点，较2020年缩小50个基点。因而选择宏观环境较为有利的时机，适时、适度扩大人民币离岸市场规模的可行性进一步增加。

1、股权融资的“临港离岸板块”

我国直接融资比重还有很大的发展空间，尤其是股权融资市场。我国资本市场改革方兴未艾，建议在总结科创板、北交所成功经验的基础上，参考港交所等的创新做法，在临港设立更低上市（或挂牌）门槛、区内和境外非居民可以参与的交易所，作为“临港离岸板块”。

目前港交所正考虑降低大型科技公司上市门槛，如大幅降低硬科技公司在港上市的营收门槛。这也是创设“临港离岸板块”可以重点借鉴的。事实上，港交所自2018年以来的制度创新⁸是颇为成功的。数据显示，自港交所2018年的上市新规

⁸ 2018年港交所实行了“25年来之最大变革”。在原有的主板上市规则之外，新增了18a、8a和19c三个章节。分别允许未有收入的生物科技公司，同股不同权的创新产业公司和在海外上市的中概股在香港上市，针对新经济公司的上市规则更加包容。

生效以来，截至 2022 年上半年，香港交易所已经迎来了 98 家医疗健康公司的上市，IPO 总额接近了 2600 亿港币，其中共有 50 家未有收入的生物科技公司通过第 18a 章节上市，首发共募集资金超过 1100 亿港币，29 家已经被纳入了恒生综合指数，28 家被纳入了港股通。

此外，近年美国将更多在美国上市的中概股列入暂定除牌清单，令不少中资企业选择回流在香港上市。且随着内地及香港的交易机制不断完善，预计在美国上市的中资企业回归的趋势在未来还将持续。临港离岸金融创新实践区同样可以考虑承接中概股的回归。

在离岸市场设立股权投融资平台，除了可以为临港离岸金融创新实践区建设提供更为丰富的投资标的外，还能为临港新片区产业规划的落地提供多样化的金融资源和资金支持，对丰富我国多层次资本市场建设也颇有益处。

对于已经在 A 股上市的公司来说，也可以筹划在临港离岸板块发行全球存托凭证（GDR），增加投资标的来源。在“临港离岸板块”成功设立后，应将其作为在逐步拓宽境内外证券交易所互联互通存托凭证业务的一个选项，使其真正发挥出“双循环”枢纽的潜力。

2、临港离岸人民币债券市场

债券市场也是直接融资的重要组成部分。一是考虑放宽临港特殊经济功能区创新型企业人民币离岸债券融资的外债审核。以本币形式对外进行债务融资可以规避币种错配的风险，甚至已有研究强调要将减少发行美元债提升到国家安全的高度⁹，因为从亚洲金融危机和拉美金融危机的历史经验看，上述危机都起源于对美元债发行的无管控。截至今年三季度末，中资海外债存量达到 11799.5 亿美元，约合 8.5 万亿人民币（行业分布见下表），主要是企业债和金融债，企业债占比更高。

表 4-1 中资海外债券存量统计（2022. 12. 31）

行业	债券余额(亿美元)	余额占比(%)	发行只数	只数占比(%)
工业	873. 22	6. 91	493	12. 82
房地产	1, 849. 16	14. 63	590	15. 34
公用事业	190. 66	1. 51	46	1. 20
能源	352. 56	2. 79	48	1. 25
金融	3, 997. 82	31. 62	1, 182	30. 73
其它	4, 103. 65	32. 46	1, 230	31. 98
材料	48. 27	0. 38	38	0. 99
信息技术	618. 83	4. 89	94	2. 44
可选消费	547. 77	4. 33	102	2. 65
医疗保健	11. 63	0. 09	6	0. 16
日常消费	49. 18	0. 39	17	0. 44
合计	12, 642. 76	100. 00	3, 846	100. 00

数据来源：wind。

⁹ 丁剑平：《上海发展人民币离岸交易研究》，《科学发展》，2022 年 3 月。

在美联储加息周期开启后，存量外债规模较大的企业，债务成本急升。如果这些海外债务是以人民币的形式持有，则可以规避货币错配的风险。而且这些债券融资本身的用途有不少是在境内，企业往往在海外融得美元后，以外保内贷的形式用于境内投资。二是考虑将一部分国债和地方政府债券的发行通过临港离岸市场进行，并增加离岸人民币债券的发行频率和规模，为离岸人民币债券市场提供定价基准。2021年，深圳市在全国率先成功发行离岸地方债，近期拟再次启动境外发债工作。2022年10月24日，深圳市公告将于近期赴香港发行不超过50亿元离岸人民币地方政府债券，债券期限为2、3、5年期，其中，3、5年期为绿色债券和蓝色债券，募集资金将投向轨道交通、水污染治理等项目。当日，海南省财政厅也发布公告称，计划发行不超过50亿元离岸人民币地方政府债券，这是中国地方政府首次在国际资本市场发行蓝色债券和可持续发展债券。

三是扩大点心债¹⁰和熊猫债¹¹的发行，并实现临港人民币离岸市场和境内债券市场的相互连通，将人民币债券市场打造成受国内外企业和金融机构欢迎的主流融资渠道之一。据不完全统计，目前在中国发行主权熊猫债的国家有韩国、波兰、匈牙利、菲律宾、葡萄牙、德国等多个国家。中国银行间市场交易

¹⁰ 境外机构在离岸市场发行的人民币债券。

¹¹ 境外和多边金融机构等在华发行的人民币债券。

商协会数据显示，2022年1月至9月，经协会注册熊猫债发行金额为754亿元，较上年同期增长8.7%。其中，国际开发机构发行熊猫债115亿元，较上年同期增长27.8%。由于海外市场深受地缘政治和货币政策结构性变化的影响，中国境内资本市场的稳定的融资环境，对境外发行人将越来越有吸引力，提高跨国企业和机构对全球人民币业务的重视程度。

3、以家族办公室为特色的离岸财富管理中心

离岸财富管理中心也应是临港离岸金融创新的一个重要领域。国内高净值人群数量日益增加，且居民对海外资产配置的需求也日益提升。一个能有效配置全球资产的离岸资产管理中心，既能对接非居民的需求，也能承接本国居民的海外资产配置需求，完善上海全球资产管理中心的功能。

数据显示，截至2021年底，全球家庭财富达到463.6万亿美元，比前一年增长12.7%，是不包括汇率因素的有史以来最快的年增长率。分国别看，美国、中国和加拿大在家庭财富扩张方面处于领先地位，分别增加了19.5万亿美元、11.2万亿美元和1.8万亿美元。中国占到了全球新增财富总额的四分之一，百万富翁数量占全球总数的10%。2021年，中国家庭总财富达到85.1万亿美元，比2020年增长15.1%。

临港打造离岸财富管理中心，可以重点引入家族办公室等

机构，以对标高端金融财富管理需求。家族办公室不仅是财富管理行业的一个细分领域，其背后实质上是最具有创新、创造、创富能力的企业家，这对提升临港的产业和金融生态都大有裨益。

4、优先发展离岸再保险和自保业务，建立临港离岸保险市场

离岸保险是由一国离岸市场上的保险机构为境外标的和境外风险提供的保险服务。从业务属性来看，离岸保险是最不具投机性的离岸金融功能，同时也能与上海航运中心的优势相匹配，两者的发展相得益彰。

在直接保险业务、再保险业务和自保业务三类业务中，再保险业务没有严格的地域属性，对象主要为保险公司之间的交易，自保业务则主要是企业为了弥补商业保险市场的不足和满足自身风险管理多样化的需要而设立自保公司，这两者相对直接保险业务更容易落地。

以新加坡为例，在发展离岸保险业务的过程中，政府以再保险作为抓手，通过稳定的币值、优惠的税收优惠吸引亚洲及太平洋中国、印度、泰国、日本、韩国、印尼等国家的再保险业务进入新加坡，在短时间内发展为重要的国际离岸再保险中心，引领亚洲乃至全球的离岸再保险业务发展。截至 2021 年

末，新加坡离岸保险业务总保费收入达到了 151 亿美元，其中再保险业务保费收入 86.1 亿美元，占离岸保险保费总收入的 57%。

从自保业务看，专业自保公司具有能够直接进行再保险、降低风险管理成本及涉足传统保险不能涉及的特殊风险领域的特点。世界财富 500 强企业中有超过 70% 的企业设立了专业自保公司¹²，在临港引入自保公司入驻也有利于促进跨国企业在上海的集聚。建议出台针对离岸专业自保公司的优惠政策，吸引跨国自保公司入驻。

5、以氢交易所引领绿色金融产品创新

上海市发改委印发的《关于支持中国（上海）自由贸易试验区临港新片区氢能产业高质量发展的若干政策》提出，探索建设氢交易平台。支持国内氢能龙头企业、碳交易专业平台机构等在临港新片区联合设立统一、高效的氢能交易平台。随着相关政策措施、标准、方法学的完善，氢交易及绿氢交易、价格指数、溯源认证、氢储能参与电力市场和氢能碳减排市场化交易机制逐步建立，将推动清洁氢产生的减排量纳入自愿碳减排市场交易。

绿氢交易有望为绿色金融领域的产品创新提供新的方向。

¹² 王绪瑾、李予萱：《我国自保公司研究》，《中国金融》，2016 年 12 月第 24 期。

鉴于绿色金融领域尚未建立统一的国际市场，中国作为氢生产和氢利用的大国，也应考虑从战略层面谋划国际绿氢交易体系，力争掌握未来这一新能源品种的定价权。



第五部分 对上海发展离岸金融的有关建议



第一，要在顶层设计上统筹全球人民币市场的发展与安全。

上海浦东人民币离岸金融中心建设应在完善离岸市场金融基础设施和宏观调控方面展开重点探索，借鉴全球离岸金融中心的规则和制度，引领境外离岸市场的发展与改革，最终统筹推进全球人民币市场的发展与安全。具体而言，应主动构建人民币离岸金融体系，可通过市场建设、基础设施建设、风险防控和监管体系建设等方面克服境外离岸金融体系的局限性，逐步建立离岸人民币流动性调控框架，通过中国人民银行的公开市场操作，引导离岸人民币利率在合理区间运行。

第二，开辟上海的离岸股票市场。我国直接融资比重还有很大的发展空间，尤其是股权融资市场。建议在总结科创板、北交所经验的基础上，参考港交所等的创新做法，设立更低上市(或挂牌)门槛、区内和境外非居民可以参与的证券交易所。此外，近年美国将更多在美国上市的中概股列入暂定除牌清单，令不少中资企业选择回流在香港上市。且随着内地及香港的交易机制不断完善，预计在美国上市的中资企业回归的趋势在未来还将持续。上海离岸股票市场同样可以考虑承接中概股的回归。对于已经在A股上市的公司来说，也可以筹划在离岸交易所发行全球存托凭证(GDR)，增加投资标的来源，并将其作为在逐步拓宽境内外证券交易所互联互通存托凭证业务的一个选项，发挥“双循环”枢纽的潜力。

第三，建立以家族办公室为特色的离岸财富管理中心。国内高净值人群数量日益增加，且居民对海外资产配置的需求也日益提升。一个能有效配置全球资产的离岸资产管理中心，既能对接非居民的需求，也能承接本国居民的海外资产配置需求，完善上海全球资产管理中心的功能。可以重点引入家族办公室等机构，以对标高端金融财富管理需求。家族办公室不仅是财富管理行业的一个细分领域，其背后实质上是最具有创新、创造、创富能力的企业家，这对提升上海国际金融中心的产业和金融生态都大有裨益。

第四，优先发展离岸再保险和自保业务，建立临港离岸保险市场。离岸保险是由一国离岸市场上的保险机构为境外标的和境外风险提供的保险服务。从业务属性来看，离岸保险是最不具投机性的离岸金融功能，同时也能与上海航运中心的优势相匹配，两者的发展相得益彰。在直接保险业务、再保险业务和自保业务三类业务中，再保险业务没有严格的地域属性，对象主要为保险公司之间的交易，自保业务则主要是企业为了弥补商业保险市场的不足和满足自身风险管理多样化的需要而设立自保公司，这两者相对直接保险业务更容易落地。

第五，依托临港“国际数据港”试点安全可控、先试先行数据跨境流动。数据是继土地、劳动力、资本、技术之后新的重要生产要素，充分发挥数据要素的生产力，关键是处理好数

据产权和使用权的关系。建议依托临港“国际数据港”试点安全可控、先试先行数据跨境流动，充分发挥境外机构的全球资产配置功能，从而更好地服务非居民投资中国市场，以及国内居民投资组合的多元化。这是充分发挥上海国际金融中心（尤其是国际资产管理中心）全球资产配置功能的一个关键点。此外，将数字化打造为上海国际金融中心的新特色，有助于从内在功能、底层逻辑上提升上海国际金融中心“质”的竞争力。

第六，支持上海金融法院探索建设金融法制和规则体系案例库。目前我国在司法体系上与国际主要金融中心存在巨大差异，离岸金融市场为我国金融制度性开放提供了更大的空间。建议借鉴上海金融法院首创金融市场案例测试机制，以区别于传统民事诉讼制度的司法审理模式，拓展金融司法的服务保障功能，形成契合金融市场监管沙盒治理和社会协同综合治理的金融纠纷解决新思路。例如，对目前我国尚无专门立法、但又需要形成司法意见的争议解决，通过充分诉辩、充分发表法律意见，作出司法意见，并积累有关的案例，形成对我国司法体系在解决国际金融纠纷的有益补充。