



▲上海發展離岸金融不是單純增加一類金融業務，而是增強上海國際金融中心競爭力和影響力的重要抓手。

經濟觀察家

離岸金融，上海已探索多年，其中自貿離岸債、離岸貿易、離岸再保險等業務此前均已提出或試點。近日六部門聯合印發的《上海國際金融中心發展離岸金融行動方案》（下稱《行動方案》），新在哪裏，又對市場意味着什麼？

# 滬力拓離岸金融 增國際競爭力

李劉曉春

## 高金智庫

6月17日舉行的2026陸家嘴論壇上，《行動方案》正式對外發布。該方案是由中國人民銀行、國家發展改革委、金融監督管理總局、中國證監會、國家外匯管理局和上海市人民政府六部門聯合印發的，亦是人民銀行行長潘功勝同期公布的六項政策舉措之一，是專門面向離岸金融的頂層制度文件。

### 新在哪？

#### 從單點探索到體系化建設

2025年4月，人民銀行、金融監督管理總局、國家外匯管理局和上海市人民政府四部門聯合印發《上海國際金融中心進一步提升跨境金融服務便利化行動方案》，即市場俗稱的「跨境金融18條」，主要聚焦「便利化」：從提高跨境結算效率、優化匯率避險，到強化融資、加強保險保障，核心是把在岸金融服務做得更順暢，更好支持企業「走出去」。

一年後，政策關鍵詞換成了「離岸」與「制度」。今次六部門聯合印發，在原有四部門基礎上新增國家發展改革委和中國證監會，這顯示離岸金融被提升到更高的統籌層級。

更實質的不同在於：「18條」是在既有框架內優化流程、做「加法」；《行動方案》則給出了清晰的「三步走」時間表，目的是「構建與國際金融中心相匹配的離岸金融體系」。

過去零散的離岸探索，被系統地納入有頂層設計、有路線圖、有制度框架的整體——上海離岸金融由此從「單點探索」走向「體系化建設」。

### 怎麼做？

#### 「隔離式開放」的方法論

「物理集聚、主體限定、賬戶隔離」12個字回答了「怎麼做」：物理集聚，把離岸業務在特定區域（如浦東、臨港新片區）集中；主體限定，把服務對象限定在符合條件的非居民、「走出去」企業海外分支、「一帶一路」優質企業等；賬戶隔離，依託自由貿易賬戶（FT賬戶）把離岸與在岸資金分賬隔離。

總體來看，就是在邊界清晰、風險可控的「隔離區」內對標國際高標準經貿規則、做制度壓力測試，同時守住在岸穩定。配合「一線放開、二線管住、交易留痕、風險可控」，這是一種典型的「隔離式開放」。這一思路有國際經驗可參照：紐約的國際銀行設施、東京的離岸市場都體現出「內外分離」的制度特徵，即用專門賬戶或特定市場安排，將離岸業務與本土市場隔開。

須強調的是，上海發展離岸金融並不是再造一個香港，而是立足內地監管框架和產業腹地，圍繞「走出去」企業、共建「一帶一路」主體和人民幣資產配置等需求，開拓離岸金融的增量空間。滬港之間協同發展，依託各自稟賦錯位發展、共同創新，

把離岸人民幣市場的蛋糕做大，合力提升人民幣國際化水平和中國金融的整體競爭力。

### 做什麼？

#### 六大優先試點業務

《行動方案》明確首批六大優先試點業務：離岸貿易金融服務、自貿離岸債、離岸再保險、財資中心資金運營、離岸人民幣外匯交易、非居民個人金融服務，覆蓋貿易、融資、保險、資金管理、外匯、零售六大場景，並為離岸信貸、離岸資管、家族辦公室等更高階業態預留空間。

此外，《行動方案》還專設「數字化應用」：依託數字人民幣國際運營中心，建設和運營數字人民幣跨境、離岸和區塊鏈基礎設施，穩步推進與境外金融基礎設施互聯互通，促進數字人民幣在離岸業務中的應用。

其中最能說明「體系化」與「制度化」的是自貿離岸債。自貿離岸債並非新事物，最早可追溯至2016年上海市發行的首單自貿債，此後發行主體與投資者逐步從自貿區內擴展至境外。2022至2023年前後，受美元融資成本上升、中美利差變化等影響，其作為企業跨境融資渠道之一曾受到市場關注，但快速增長中也暴露出「兩頭在內」的問題：發行人和認購資金較多來自境內或境內關聯主體，未能真正引入境外發行主體和境外資金，偏離了拓寬企業境外融資渠道、吸引境外投資者配置人民幣資產的初衷，相關業務隨後一度放緩乃至停滯。

2025年以來，人民銀行進一步明確發展自貿離岸債，強調遵循「兩頭在外」原則、對標國際通行規則標準，即發行端在外、資金端也在外。此後，中國銀行、交通銀行等機構的香港分行相繼發行自貿離岸債，引入境外投資者。「兩頭在外」四個字，針對的正是過去「兩頭在內」的問題，也是《行動方案》「高質量發展自貿離岸債」的題中之義。

對市場主體而言，《行動方案》的意義不在於短期內形成大規模離岸市場，而在於釋放更清晰的制度信號：上海離岸金融的發展，不再簡單複製過去「兩頭在內」的模式，而是轉向真實的境外主體、真實的跨境資金和真實的風險管理需求。對「走出去」企業，財資中心、離岸貿易融資與匯率避險工具是最直接的應用場景；對金融機構，自貿離岸債、離岸人民幣外匯交易、離岸再保險意味著新的產品線與客戶邊界；對境外投資者，則取決於上海能否形成可交易、可對沖、可定價的人民幣資產體系。

### 時間點？

#### 離岸金融制度建設窗口期

《行動方案》出台恰逢一個特殊的時間點。放在上海國際金融中心建設的大框架下看，發展離岸金融並不是單純增加一類金融業務，而是增強上海國際金融中心競爭力和影響力的重要抓手。中央關於支持加快建設上

海國際金融中心的政策部署，已經明確提出要强化金融開放樞紐門戶功能，增強人民幣資產全球配置中心和風險管理中心地位；《行動方案》則把這一戰略定位，落實到離岸金融制度建設和具體業務場景之中。

一方面，中國企業的「出海」邏輯已經改變——從被動應對關稅壁壘轉向主動全球布局，產業鏈集群式出海，對跨境資金管理、長期限避險、海外投融資的需求已遠非傳統貿易融資所能覆蓋。另一方面，人民幣國際化也需要離岸市場承接境外主體的投融資與風險管理需求。

與美國紐約、英國倫敦等成熟國際金融中心相比，上海當前的重要約束不在於市場規模，而在人民幣尚未完全自由兌換。離岸金融恰好提供了「先建立國際化功能、再推進更高水平開放」的現實路徑：「跨境支付+離岸市場」——先通過貿易、投資和支付場景讓人民幣流出去，再在離岸市場完成融資、交易、兌換、避險與配置——正是資本賬戶有序開放和人民幣資產國際化配置的務實選擇。

這也正是《行動方案》「制度型開放」總基調的深意：開放的重心，正從商品和要素流動的開放，轉向規則、規制、管理、標準等制度層面的開放。從機制上看，就是在境內開闢一個邊界清晰、風險可控的離岸市場空間，使特定主體、特定業務能夠按照更接近國際規則的方式開展金融活動，並在風險隔離的前提下，逐步提升上海金融市場的國際化程度、價格影響力和資源配置能力。

進一步看，《行動方案》的核心不只是「多開幾項離岸業務」，而是要回答一個更基礎的問題：在資本賬戶尚未完全開放的條件下，上海能否先在一個邊界清晰的離岸市場裏，形成人民幣資產「發行—交易—定價—避險—配置」的完整閉環。唯有這一閉環逐步成形，離岸人民幣才更有可能從支付與結算貨幣，進一步成為全球投資者資產負債表中可配置、可交易、可管理的資產。這一閉環通向何方，《行動方案》也給出了清晰指向：到2030年末，要「有力支持打造人民幣資產全球配置功能和風險管理功能」。

### 總結：藍圖既定 落地為要

真正決定上海離岸金融能否從制度框架走向市場培育的，將是後續配套細則和市場培育：離岸金融立法、跨境數據流動規則銜接、長期限風險管理工具供給、稅收確定性與營商環境競爭力，每一項都關係到離岸市場能否真正形成可持續的交易、定價和風險管理能力。我們也將繼續多年的研究，持續貢獻基於調研與數據的分析。

畢竟，上海要回答的不只是「如何開放」，更是「如何在開放中行穩致遠」。

（劉曉春為上海交通大學中國金融研究院副院長、李瀉為上海交通大學中國金融研究院副研究員）

## 貨幣國際化的「中國路徑」



世經明察 張明

一種流行觀點認為，只要中國持續保持經常賬戶順差，人民幣國際化的進展將會受限。其理由是，一國必須通過經常賬戶逆差輸出本幣。如果該國始終保持經常賬戶順差，該國總體上是從全球回籠本幣，因此該國貨幣在離岸市場上的規模擴張將會受到限制。從這一角度看，1994至2025年，中國連續32年保持經常賬戶順差，且順差規模在波動中上升，這將對人民幣國際化構成掣肘。

上述觀點的重要例證是美國。由1982至2025年，美國連續44年面臨經常賬戶逆差，且逆差規模不斷擴大，2024年與2025年均超過1.1萬億美元。一方面，美國通過持續的經常賬戶逆差源源不斷地輸出美元，另一方面，美國通過持續的非儲備性質金融賬戶順差回籠美元。這種「經常賬戶逆差+金融賬戶順差」的路徑保證美元的全球環流。

美國持續的金融賬戶順差反映了美國金融市場的強大競爭力。一方面，美國金融市場能夠大規模提供全球性安全資產（尤其是美國國債），以滿足其他國家儲備資產的投資需求；另一方面，美國金融市場能夠大規模提供高回報率的風險資產（尤其是美國股票），以滿足其他國家私人部門的投資需求。例如著名的「石油美元」（Petrodollar）是指石油輸出國將通過出口石油獲取的美元，再以金融投資的方式返投美國。

不過，通過經常賬戶逆差輸出美元的模式將會面臨「特里芬兩難」的困擾。為滿足全球對美元流動性的需要，美國需通過持續的經常賬戶逆差輸出美元。然而，持續的經常賬戶逆差會導致美國對外淨債務上升。隨著對外淨債務規模接近投資者心中的閾值，投資者會擔心美國政府通過美元大幅貶值來降低債務。換言之，在對外提供美元債償力與維持美元幣值穩定之間存在衝突。當前美國對外淨債務佔名義GDP的比率已經超過90%。2008年國際金融危機爆發時，該比率僅為20%。

貨幣國際化的路徑並非只有華山一條路。特定國家在推進本幣國際化的過程中，必須結合自己的資源稟賦與競爭優勢來選擇最優路徑。通過「經常賬戶順差+非儲備性質金融賬戶逆差」來推動人民幣國際化，很可能是更加現實且更可持續的路徑。

一方面，中國製造在全球具有極強競爭力，這並不僅僅體現在價格優勢

上，還體現在性能可靠、配套齊全、調整靈敏等方面。考慮到中國製造業增加值已佔到全球三分之一，且無論在傳統製造還是新興製造領域均保持強大競爭力，中國有望在很長一段時間內保持經常賬戶順差。

另一方面，中國企業、金融機構與家庭均有較強的「出海」需求。對企業而言，受中美貿易摩擦與全球地緣政治衝突加劇影響，進行產業鏈全球布局是必然選擇。大量中國企業將到海外投資設廠，這意味着對外直接投資可能持續超過外商直接投資。對金融機構與家庭而言，有着很強的對需求進行全球資產配置，以更好地平衡投資組合的收益與風險。考慮到龐大的國內儲蓄有較強的全球多元化證券配置需求，這意味着對外證券投資可能持續超過來華證券投資。此外，由於當前中國利率顯著低於美國利率，導致海外的人民幣融資需求顯著上升。這意味着其他投資項很可能處於逆差狀態，也即中國成為對外信貸資金淨提供者。

### 金融賬戶逆差輸出人民幣

事實上，近年來中國國際收支表結構恰好也呈現出「經常賬戶順差+金融賬戶逆差」的局面，且直接投資、證券投資、其他投資均呈現不同程度逆差。通過金融賬戶逆差輸出人民幣，通過經常賬戶順差回籠人民幣，正在成為貨幣國際化的中國路徑。

與美國路徑相比，持續的經常賬戶順差將會導致中國對外淨資產規模上升，這在中期內會強化人民幣升值預期，從而在一定程度上避免「特里芬兩難」。換言之，中國路徑的可持續性或強於美國路徑。

在布雷頓森林體系成立後初期，美國一度也實施了「經常賬戶順差+金融賬戶逆差」的貨幣國際化路徑。例如，美國通過「馬歇爾計劃」向歐洲國家提供貸款，歐洲國家用貸款從美國購買機器設備與其他商品用於戰後重建。

上述歷史經驗顯示，一國貨幣國際化可能存在兩個階段。在第一階段，該國競爭優勢在製造業，該國將通過「經常賬戶順差+金融賬戶逆差」路徑推進本幣國際化；在第二階段，隨着該國金融市場競爭力相對上升與製造業競爭力相對下降，該國將轉為通過「經常賬戶逆差+金融賬戶順差」路徑推進本幣國際化。當前人民幣國際化正處於第一階段。

（作者為中國社會科學院金融研究所副所長）

## 提升二手樓轉流率 利好經濟



樓市新態 汪敦敦

特區政府在取消「樓市辣招」後，轉流率其實未復常。2010年二手私樓的轉流率約11%，自從有了樓市辣招之後，在2013至2025年，每年成交的平均轉流率僅3.4%，近年成交回復之後升到約4%水平。

既然樓市辣招令轉流率下跌，撤辣之後應該令轉流率回升才對，但回到多少才合理？筆者認為有條件起碼回到5%至6%，每年增加約2.5萬宗成交，總共也多了約2000億元的交投，這對經濟民生都會產生很大幫助。

不懂地產的朋友可能認為，筆者提倡增加轉流率是想增加成交，但其實在增加成交之前，首先要增加供應量，即二手放盤量。對於二手市場來說，業主先要有足夠的上游空間，他才可能放盤去進行樓換樓。有人或以為樓換樓是一加一減，即是等於沒有增加供應，這個說法是錯誤的。一個樓換樓的成交，其實是為市場增加了兩宗交投，滿足了兩個需求，且可以不需要增加任何一手供應，這就是轉流率的重要性。

如果置業階梯做得好，樓換樓可以令到租客上車做業主、細單位業主換中型單位、中型單位業主換大單位，完整的置業階梯起碼可以用暢順的轉流率滿足到三個住屋需求，而完全不依賴一手供應去解決，不需要興建新單位，那麼一手市場就可以針對二手市場不足的

單位類型去發展興建。

依賴一手供應的錯誤之處，在於高成本的一手樓花只能滿足到需求金字塔中的頂層購買力，其他較弱的購買力根本買不起，這些客戶可以進入價格相對有折扣的二手單位，所以政府應該活化二手市場，這樣亦能夠令到財富更均勻分配。當然，最後市場健康地暢旺，最終受惠的包括政府和發展商。

### 四點建議調整供應

未來五年，政府應重新分配一二手供應，筆者提議以下方案：

- 1) 政府首先要發揮造地主導權，不斷製造熟地，至於賣出多少地皮，就必須與市場互動。市場的確首先要保障發展商利益，但透過合適的供應量，引導發展商往薄利多銷的盈利方向。
- 2) 有了穩定、合適的一手樓價，那麼二手市場就可以產生折扣率的作用，再活化二手市場各階梯流動，在各方有利之下，就會多了人放盤和成交。
- 3) 善用二手供應，新供應可針對興建大單位，從而啟動換樓鏈，逐步提升整體社會的人均居住面積。
- 4) 現在二手私樓轉流率長期都在4%以下，如果轉流率回復到6%左右，樓市內經已經可以刺激到民生，而更加重要的是，財富有更好的分配，筆者認為更好的香港是要配合以上整體供求和轉流效應去產生。

（作者為祥益地產總裁）

