

離岸人民幣市場的體系化重構

——港滬聯動發展的邏輯、機制與前景

張 白 乾 政 聞

2026年6月17日，對於中國金融開放史而言，是一個具有里程碑意義的日子。這一天，中國人民銀行、國家發展改革委、金融監管總局、中國證監會、國家外匯局與上海市人民政府六部門聯合印發《上海國際金融中心發展離岸金融行動方案》，並於陸家嘴論壇正式發布。同一天，離岸人民幣外匯交易試點在上海自貿區啟動。這兩項舉措的同時落地，絕非時間上的巧合，而是中國決策層深思熟慮的戰略部署。它們共同宣告，中國離岸金融市場改變了過去十餘年以香港為單一核心、依賴市場自發力量與政策局部鬆動的「單點試點」發展模式，正式邁入了一個「有時間表、有賬戶底座、有業務清單」的體系化、制度化建設新紀元。

這一戰略躍遷的時代背景深刻而複雜。**從外部環境看**，全球正經歷着高通脹、高利率與地緣政治風險加劇的「新常态」。美元利率持續處於歷史高位，使得中資企業以往高度依賴的中資美元債市場急劇萎縮，融資成本飆升。與此同時，地緣衝突與大國博弈導致全球供應鏈重構，去美元化的呼聲與實踐在部分新興市場國家悄然興起。這一切，都為人民幣計價資產提供了前所未有的結構性替代窗口。**從內部動因看**，中國經濟已進入高質量發展階段，需要與之匹配的、更高水平的金融開放體系。離岸人民幣市場的繁榮，不僅是人民幣國際化的必由之路，更是增強中國在全球資源配置中話語權、提升上海作為國際金融中心競爭力的核心抓手。

然而，我們必須清醒地認識到，人民幣國際化所面臨的初始條件，與歷史上英鎊、美元等主要國際貨幣的崛起路徑截然不同。這種根本性的差異，決定了中國必須走出一條獨特的、屬於順差大國的本幣國際化道路。本文將以此為邏輯起點，系統剖析離岸人民幣市場多中心網絡的形成邏輯、結構特徵，並重點探討上海與香港兩大中心如何在分工中實現協同發展。

一、順差國本幣國際化的資產供給驅動邏輯

任何貨幣的國際化，首先需要回答一個基礎性問題：境外非居民如何獲得並使用該貨幣？傳統上，國際貨幣的供給主要有兩條路徑：一是通過經常賬戶逆差輸出，二是通過資本賬戶開放輸出。前者是美國模式的核心，後者則是德國、日本等順差國在馬克、日圓國際化初期的嘗試。

對於中國而言，第一條路徑天然不可行。作為全球最大的貨物貿易順差國，2025年中國貨物貿易順差約1.2萬億美元，經常賬戶順差高達7350億美元。這意味着，在經常項目下，中國通過貿易渠道回收的外匯遠多於支付出去的人民幣。儘管跨境人民幣結算規模逐年攀升，但只要貿易收支整體維持大額順差，出口項下形成的人民幣收入最終仍會回流境內，難以流瀾為境外可持續增長的人民幣資金池。因此，貿易渠道難以成為離岸人民幣資金池持續擴張的主要源泉。試圖通過製造經常賬戶逆差來輸出人民幣，既不符合中國的比較優勢，也與維護國家經濟安全的目標背道而馳。

第二條路徑，即通過資本賬戶輸出，雖然理論上可行，但實踐中面臨巨大風險。上世紀80年代日圓國際化的教訓表明，在缺乏足夠深度和廣度的國內金融市場支撐時，激進地推動資本賬戶開放，極易引發資產價格泡沫、匯率劇烈波動乃至金融危機。日本的經驗警示我們，本幣國際化不能脫離國內金融市場的穩健發展而單兵突進。

因此，中國必須尋找第三條道路。**本文提出的核心論點是：順差國推進本幣國際化的關鍵，不在於貿易項下的「被動流出」，而在於資本項下的「主動供給」——即通過創造並輸出高質量的人民幣計價資產，吸引非居民主動持有和配置人民幣。**

這一邏輯的核心在於，離岸人民幣市場的規模上



▲離岸人民幣市場正站在一個新的歷史起點上，滬港「錯位發展、共存共榮」的共識，為兩大核心引擎的協同發力奠定了基礎。AI製圖

限，根本上是由人民幣資產的供給能力決定的。境外主體獲得人民幣的終極目的不是為了持有現金，而是為了進行投資、融資或風險管理。如果沒有足夠豐富、穩定、可交易的人民幣資產池，那麼即便通過貿易結算或貨幣互換暫時流出的「熱錢」，也無法在離岸市場中沉澱下來，形成穩定的資金池。沒有資金池，就無法支撐起交易、融資、定價和避險等一系列金融活動，市場循環便無從建立。

由此，我們可以清晰地理解離岸人民幣市場過去十餘年的階段性演變：

一是萌芽擴張期（2009–2014）。市場主要由人民幣單邊升值預期和境內外利差套利驅動。此時，香港人民幣存款迅速膨脹，點心債市場興起，但資產端的深度和多樣性嚴重不足。市場本質上是一種「套利驅動」的脆弱繁榮。

二是出清調整期（2015–2017）。[8·11]匯改打破了單邊升值預期，套利資金大規模退潮，香港人民幣存款腰斬。市場進入痛苦的出清階段，但也倒逼市場參與者開始關注真實的投融資需求。

三是制度重建期（2018–2023）。CIPS、債券通、互換通等基礎設施建設加速，「真實需求」逐步接棒。市場驅動力從短期的預期投機，轉向長期的制度紅利和場景應用。

四是資產驅動回升期（2024至今）。隨着自貿離岸債、離岸人民幣外匯交易試點的推出，以及境外機構增持人民幣債券需求的回暖，市場呈現出由資產端驅動的、更具韌性的回升跡象。

本輪離岸人民幣市場擴張與上一輪的本質區別，在於驅動力的根本性更替。人民幣國際化要實現從階段性流量增長向可持續循環的跨越，就必須徹底完成從「升值套利邏輯」到「資產配置邏輯」的範式轉換。這正是我們將「資產供給」視為離岸人民幣市場首要約束和主線變量的理論依據。

二、「境外多中心 + 境內可控離岸」的雙層網絡結構

在上述理論框架下，我們可以更深入地審視當前離岸人民幣市場的空間布局。目前，該市場已初步形成了獨具特色的「境外多中心 + 境內可控離岸」雙層結構。這一結構並非人為設計的結果，而是由不同節點的資源稟賦、制度環境和市場功能自然演化而成。

（一）境外層：以香港為主樞紐的多中心網絡
在這一層，香港無疑扮演着無可替代的核心樞紐角色。截至2026年4月，香港人民幣存款規模（含存款證）已達到10772.83億元，創下歷史新高。更重要的是，資金池的結構發生了質的飛躍。香港銀行業的離岸人民幣貸存比已從2022年9月的約20%飆升至2025年中期的逾90%。這組數據有力地證明，離岸人民幣在香港已不再是「沉睡」的存款，而是被積極投入到貸款、融資和資產配置等實體經濟活動之中，市場循環的活力顯著增強。此外，香港處理着全球超過70%的離岸人民幣支付業務，並集清算、存款、貸款、債券發行、資產管理、外匯交易及衍生品服務於一體，是功能最為完備的離岸人民幣綜合平台。

圍繞香港這一核心，倫敦、新加坡、台灣、澳門等節點構成了重要的外圍網絡。倫敦憑藉其深厚的全球外匯交易傳統，成為歐洲時區最重要的人民幣外匯即期交易中心；新加坡則依託東盟貿易、區域財富管理中心和龐大的跨國公司總部集群，截至2025年三季度，人民幣存款規模約達2560億元，2024年人民幣清算量高達9.7萬億元，2025年12月，人民銀行又授權星展銀行擔任新加坡人民幣清算行，新加坡由此形成「工行新加坡分行」和「星展銀行」的雙清算行格局；台灣與澳門則分別借助兩岸經貿往來和粵港澳大灣區建設，形成了各具特色的人民幣業務生態。當前，全球38個人民幣清算行構成的清算網絡，為整個體系的順暢運行提供了底層流動性保障。

（二）境內層：上海自貿區FT賬戶體系的「在岸離岸」探索

與境外多中心網絡並行，上海自貿區FT賬戶體系構成了「在岸的離岸」這一獨特安排。FT賬戶並非傳統意義上的離岸市場，而是在境內嚴格的法律監管框架下，通過分賬核算，遵循「一線放開、二線管住、有限滲透」原則，為符合條件的境內外主體開展跨境和離岸金融業務提供的制度便利，同時防範跨境資金異常流動。

其核心價值體現在三個方面：一是制度試驗田。在風險可控的前提下，上海可以在FT賬戶體系內率先試行各類離岸金融產品和服務，如自貿離岸債、離岸外匯交易等，為全國範圍內的金融開放積累經驗。

二是基礎設施複用。FT賬戶可以直接接入境內已有的支付清算、登記託管等高效金融基礎設施，降低了系統建設和運營成本。

三是風險防火牆。嚴格的賬戶隔離機制確保了離岸業務的風險不會輕易傳導至在岸市場，實現了「管得住」與「放得開」的有機統一。

由此，雙層結構的分工日益明晰：境外多中心網絡負責連接國際市場、服務全球客戶、提供成熟的交易環境；而境內的可控離岸安排則側重於制度創新、產品供給和風險可控的漸進式開放。二者並非競爭，而是功能互補、相互促進。

三、滬港關係：錯位發展、共存共榮的必然選擇

在中國式離岸金融體系中，如何處理上海與香港的關係，始終是核心議題。兩地稟賦的根本差異，決定了「錯位發展、共存共榮」不僅是政策願景，更是經濟理性的必然結果。

香港的比較優勢在於其高度國際化的市場環境。具體包括：

一是資金池與流動性。香港擁有全球最大的離岸人民幣資金池，資本自由流動，無外匯管制，並在人民銀行與香港金管局常備互換安排、人民幣業務資金安排等機制支持下，具備穩定的離岸人民幣流動性供給能力。

二是法律與制度。成熟的普通法體系、獨立的司法權和與國際接軌的商業規則，金融監管透明度高、市場預期穩定，能夠為國際發行人、投資者和金融機

構提供可信賴的制度環境。

三是產品與服務。香港離岸人民幣市場正在從清算、存款和支付等基礎功能，向點心債融資、人民幣國債與央票發行、衍生品避險、資產管理、財富管理、擔保品運用和大宗商品人民幣計價等綜合金融服務延伸。

四是新興金融探索。香港依託國際化監管制度和離岸人民幣應用場景，在穩定幣、數字資產、代幣化債券、代幣化存款和跨境支付創新等領域具有先發優勢，有望為人民幣國際化提供新的產品載體、技術路徑和市場生態。

上海的比較優勢則根植於其強大的在岸經濟腹地 and 制度創新能力：

一是資產供給能力。背靠中國龐大的實體經濟，是人民幣債券、股票等原生資產的主要發行和組織地，具備無可比擬的資產供給潛力。

二是基礎設施與定價。擁有CFETS（中國外匯交易中心）、上海清算所、中債登等核心金融基礎設施，掌握着人民幣資產的定價權。

三是制度平台。FT賬戶體系、跨國公司財資中心、臨港新片區等平台，為探索「在岸的離岸」模式提供了獨特的制度空間。

基於此，兩地的理想分工應是：香港偏全球市場網絡，上海偏制度平台和基礎設施；香港強在離岸資金池和國際投資者，上海強在人民幣資產供給和在岸制度支持。上海若試圖複製香港的自由度，突破「隔離式開放」的底線，將帶來巨大的系統性風險；香港若要獲得更穩定的在岸人民幣流動性和源源不斷的優質資產，也必須依賴內地的制度支持。二者是人民幣國際化網絡中不可或缺的兩個節點，而非零和博弈的競爭者。

具體的聯動機制已經顯現，例如：**自貿離岸債可由上海發行、香港承銷並面向全球投資者銷售**；「**跨境理財通**」「**債券通**」等機制讓兩地資金雙向流動更為便捷；未來，離岸國債的常態化發行亦可探索滬港聯合承銷的模式。這種聯動，將最大化發揮兩個中心的協同效應。

四、政策建議與展望

展望未來，離岸人民幣市場多中心網絡的建設仍面臨諸多挑戰，如離岸人民幣產品的深度與廣度仍需拓展、利率與匯率市場化形成機制有待完善、跨境資本流動的宏觀審慎管理工具需進一步豐富等。為此，本文提出以下政策建議：

一是強化資產供給能力。加快推動更多優質人民幣資產（如綠色債券、REITs、科創票據等）走向離岸市場，特別是鼓勵內地企業和金融機構在香港、上海自貿區發行離岸人民幣債券，從根本上夯實市場根基。

二是深化滬港互聯互通。進一步完善「債券通」「跨境理財通」等機制，探索「黃金通」「衍生品通」等新產品，降低兩地市場間的摩擦成本，提升資本流動效率。

三是完善風險防控體系。建立健全離岸人民幣市場的宏觀審慎管理框架，加強對跨境資金異常流動的監測預警，確保在擴大開放的同時守住不發生系統性風險的底線。

四是優化制度環境。在上海自貿區FT賬戶體系的基礎上，進一步簡化賬戶管理，拓展業務範圍，提升其作為「在岸離岸」平台的吸引力。

總之，離岸人民幣市場正站在一個新的歷史起點上。「資產供給驅動」範式的確立，為市場發展指明了方向；「境外多中心 + 境內可控離岸」的雙層結構，為市場運行提供了穩定的骨架；而滬港「錯位發展、共存共榮」的共識，則為兩大核心引擎的協同發力奠定了基礎。我們有理由相信，隨着體系化建設的深入推進，一個更具韌性、更富活力、更能服務於中國與世界經濟的多層次離岸人民幣市場，必將加速成型。

中山大學粵港澳發展研究院研究副教授；上海財經大學滴水湖金融研究院研究員

香港要從「分工」走向「共創」——以跨境合作區拓展產業新空間

張 紀 李 衛 鐘 昕 春 紋 獸 獸

香港首個五年規劃提出，繼續積極參與河套、前海、南沙等重大合作平台，聯動共享基建和產業資源。當前全球供應鏈加快調整，科技創新重塑產業。香港既要為傳統產業開拓新市場，也要加快培育創科產業，增強發展後勁。大灣區內地城市擁有完整的產業配套和廣闊市場，為香港發揮所長、拓展產業空間提供有力條件。粵港合作基礎深厚，跨境園區建設和企業集聚已見成效。下一步，應以跨境合作區為支點，推動兩地合作由資源對接向產業共建，在共同培育企業、開拓市場中創造增量、分享成果，為香港經濟注入新動能。

謀劃香港產業發展，眼光宜放到整個灣區。香港擁有一流大學、科研人才和國際化專業服務，周邊城市則有完整的製造業配套和廣闊的應用市場。過去的「前店後廠」分工由香港承接訂單、組織貿易，珠三角城市負責生產。產業升級下，產品從技術研發到進入國際市場，需科研、資金、生產和專業服務配合，城市間產業聯繫更為緊密。

因此，灣區合作需由生產環節分工，走向共同投入、開發和開拓市場。科研成果可利用灣區的產業配套和市場加快應用，本地金融、法律、會計和知識

產權等服務也能更早參與企業成長。借力灣區資源與善用本地優勢須同步推進，在技術開發、成果轉化和國際經營中承擔更多工作，增加本地業務和就業。

河套、前海、南沙等跨境合作區，為探索產業協同新模式提供實踐載體。以河套合作區為例，香港園區開闢不足一年，已有近百家企業及機構簽約進駐，顯示兩地共同發展創科產業基礎良好。然而，更值得關注的是企業合作的質量與可持續性。有報道指出，不少港企和專業人才到大灣區城市發展一段時間後選擇返回，面臨發展銜接不暢、難以長期扎根困境。有分析認為，核心原因之一在於這些地區缺乏針對香港中小企業及專業人士的系統化、聚焦性發展規劃。舉例而言，前海重點發展的金融、法律等現代服務業，與香港傳統優勢多有交集；隨着企業和人才加快集聚，雙方在客戶、人才和企業資源上也可能出現競爭。若合作主要是企業和業務在兩地轉移，香港便可能面對產業流失壓力，合作動力也難持久。因此，深港需在現有市場外創造增量，讓雙方在擴大業務中各有所得。

產業培育是一場長跑。從研發到產品進入市場，需要企業和資本持續參與。跨境項目還面對不同的審

批程序、資助安排和監管要求，投入如何分擔、成果如何分享，也要在合作之初商定。因此，推動灣區產業合作走深走實，既需要穩定政策支持，更需形成各方願意長期投入的利益安排。

有一種觀點認為區域合作意味着香港「讓利」，這種認知需審慎辨析。如果合作僅是鼓勵港企將註冊地或業務環節遷往內地，而香港並未獲得相應的產業能力提升或業務增量，確實可能帶來產業空心化的隱憂。

但另一種合作模式，即共同開拓新市場、聯合承接項目則完全不同。以企業「走出去」為例，內地企業拓展海外業務時，可由兩地機構組成服務團隊，共同提供融資、知識產權、國際認證和爭議解決等服務。合作區熟悉內地產業需求，香港機構則擁有國際網絡和專業優勢，可共同承接項目。項目啟動時明確責任、成本和收益安排，按實際貢獻分享收入。這類業務若非兩地合作，根本不會存在，增量由此而生。

同時，合作區可着眼港企「引進來」後的成長，完善全周期培育。初創階段重在資金和應用機會，成長期則需要市場訂單、融資渠道和專業服務。兩地可共同遴選潛力項目，組織產業基金、龍頭企業和專業

機構參與。檢視成效時，除港企數量和引資規模，還應關注聯合項目收入、兩地新增就業及企業持續經營情況。

制度銜接是釋放增量的關鍵一環。以科研數據跨境為例，河套已推行數據出境負面清單管理，除清單內特殊數據需安全評估外，其餘數據跨境流通大幅簡化；但有業界反映，現有機制在審批周期和規則清晰度仍有改進空間。有分析亦指出，河套面臨「南金融」與「北創科」資產割裂，以及跨境數據流通信任壁壘，制約兩地的深度融合。制度創新固然需要審慎，但速度與細緻度決定着企業能否抓住窗口期。

展望未來，香港與內地在產業協作上大有可為。以首個五年規劃為引領，跨境合作區應進一步發揮支點作用，把兩地資源聯動轉化為產業發展的實際成果。資源進得來、業務接得上、收益留得住，粵港合作將形成更強動力，香港將在高質量發展中更好服務國家所需。

作者分別為香港中文大學香港亞太研究所名譽副研究員、浙江大學公共管理學院研究員；香港中文大學香港亞太研究所副研究員；浙江大學公共管理學院碩士研究生