

深化互联互通 共筑中国资产新格局

□ 张一章 孔玥

近年来，金融制度型开放进程显著加快——OFII/ROFII 制度持续优化，外资持股比例限制逐步取消，跨境理财通正式落地，互联互通进一步丰富了风险管理工具。

上海与香港作为中国两大国际金融中心，正从过去的“各自发展”迈向“同频共振”的制度型开放。互联互通机制正是这一进程的标志性成果。从最初的股票通，到债券通、ETF 通、理财通、互换通，互联互通的覆盖范围持续拓展，交易机制不断完善。更为重要的是，这一机制探索出了一条“风险可控、循序渐进”的开放路径——在保持资本账户管制的前提下，通过基础设施联通实现跨境投资便利化，为金融高水平开放提供了可复制、可推广的制度经验。

资本市场的制度型开放，须在便利化与安全性之间找到最佳平衡点，既要顺应市场参与主体需求持续开放，又要牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。内地与香港市场的互联互通，既是资本市场制度型开放的必然结果，也是经济高质量发展对资本要素配置效率提出的内在要求。金融强国应当具备的关键核心金融要素之一是强大的国际金融中心；“十五五”规划纲要提出“稳慎拓展金融市场互联互通，优化合格境外投资者制度，扩大可投资品种范围，有序推进符合条件的企业跨境双向直接融资，支持股权投资基金跨境融资”。

当前，上海与香港离岸金融的战略互补正在协同推进，沪港国际金融中心相互赋能，共同提升中国在全球金融体系中的话语权和影响力。

一、金融中心双引擎联动，对金融强国建设具有重要的战略意义

1. 上海与香港双中心建设有助于构建金融开放的“双循环”

沪港双引擎联动，能够形成“引进来”与“走出去”的闭环：香港作为国际资本进入内地的“超级联系人”，发挥着引入资金、规则与人才的功能；上海作为境内资本配置全球资产的“在岸门户”，承担着人民币资产定价和风险管理的功能。截至 2025 年末，沪港通项下北向累计成交额约 67.8 万亿元，南向约 59.8 万亿元，双向资金流动趋于均衡，表明该机制已从单向“引进来”演进为双向“互联互通”。沪港通采用“本地原则、本地交收、本地清算”的制度安排，实现了资本项下可兑换的闭环管理，既保障了跨境投资的便利性，又有效隔离了外部市场波动的传染风险。在此基础上，两地相继推出债券通、互换通、ETF 通等机制，使互联互通从股票延伸至债券、衍生品领域。

2. 上海与香港双中心建设是助推人民币国际化的关键支点

沪港双引擎联动，可形成人民币国际化的“双轮驱动”：香港依托自由港与普通法体系，承担人民币海外循环、离岸流动性管理、跨境贸易结算功能，是人民币“走出去”的第一站；上海依托在岸市场深度参与金融基础设施，承担人民币资产定价、储备资产管理、大宗商品计价功能，是人民币“留得住、用得着”的根基所在。两地协同处理全球 78% 的跨境人民币结算，共同推动人民币从“贸易结算货币”向“投资计价货币”和“储备货币”转变。上海已形成覆盖股票、债券、黄金、原油、航运等领域的人民币计价资产体系，其中“上海金”“上海油”等定价机制的国际认可度持续提升。在数字人民币跨境支付领域，沪港正协同探索多边央行数字货币桥的应用场景，推动人民币在国际贸易结算中的使用效率与透明度进一步提升。

3. 上海与香港双中心建设有助于打造提升全球金融治理话语权的战略平台

沪港双引擎联动，可形成制度创新的“压力测试场”与“规则输出地”的功能分工：香港在普通法体系下对接国际规则，在虚拟资产监管、ESG 信息披露标准、跨境数据流动等新兴金融领域率先出台规则体系，承担先行先试的功能；上海依托自贸区与临港新片区，将香港及

- 构建“在岸-离岸”深度耦合的开放生态。拓展人民币资产的跨境配置，建立“上海定价-香港交易”机制，优化境外投资者准入条件
- 推动基础设施互联互通与投资者结构适配。推动跨境清算系统直接连接，开发适配不同投资者结构的产品，建立沪港金融基础设施联合运营机制
- 构建常态化协同监管框架。设立沪港金融监管联席会议，探索“监管沙箱+跨境试点”机制，建立跨境执法协作机制
- 构建跨境风险联防联控体系。共建跨境流动性支持机制，推动风险管理工具互通，建立跨境风险监测与压力测试机制
- 加快数字金融基础设施互联互通。针对跨境数字支付效率低、成本高、流程繁琐等问题，推动两地支付清算系统的深度对接

国际成熟经验进行本土化适配，形成可复制、可推广的制度成果，并通过国际金融协会、可持续金融国际平台等渠道参与全球规则对话，逐步提升中国在国际金融规则制定中的话语权。从“上海金”到“上海油”，人民币计价产品国际影响力的提升，正是双引擎协同的成果体现。这标志着亚洲时段定价机制的建立，打破了全球大宗商品长期由欧美时段主导的格局，体现了沪港协同下中国从“规则接受者”向“规则共建者”的转变。

4. 上海与香港双中心建设有助于搭建服务实体经济的产融结合纽带，特别是在科技金融领域形成差异化协同优势

沪港双引擎联动，可形成金融支持科技创新的双重通道：香港为科创企业提供国际化的上市融资平台（2025 年港股 IPO 募资规模全球第一），上海则为科技成果转化提供在岸资本支持，形成“早期在岸孵化+后期离岸跃升”的接力式金融支持链条。两地协同不仅体现在上市融资，更延伸至风险投资退出、离岸债券发行、知识产权金融、跨境资金管理 etc 科创企业全生命周期服务。截至 2026 年 3 月 20 日，已有 183 家上海企业在港上市，其中信息技术、生物医药、高端制造等科技企业占比超 1/3，总市值达 6.30 万亿元，有效支撑了实体经济的国际化发展。同时，沪港两地正积极推动科技金融规则与国际接轨，在上市标准、跨境监管协作等方面形成制度型开放新路径，为科技企业“走出去”与“引进来”提供高效、稳定的金融基础设施。

二、推动内地与香港市场互联互通

上海是内地与香港金融市场双向开放的主阵地。当前，上海充分发挥“在岸金融门户”优势，承担资本流动“桥梁”功能，已取得显著成效；香港则发挥“离岸金融枢纽”优势，正从“超级联系人”向“超级增值人”深化，通过与上海协同互补，共同服务国家金融强国战略。两地互联互通机制持续拓展，覆盖股票、债券、ETF、理财等多个领域，形成了多层次、宽领域的双向开放格局。

1. 股票市场互联互通规模持续扩大

从二级市场看，截至 2026 年 3 月 20 日，北向资金累计成交金额超过 217.79 万亿元，2025 年各季度北向资金持有 A 股市值从 2.23 万亿元提升至 2.59 万亿元，增幅达 15.70%。南向资金累计净流入 4.73 万亿元，港股通持股市值达 6.41 万亿元，交易集中于科技互联网、半导体、生物科技及新消费板块。2025 年，沪股通及深港通平均每日成交金额达 2124 亿元，同比增长 42%。截至 2026 年 3 月 20 日，港股通股票数量从 548 只扩容至 591 只，占港股市值的 83.46%；沪深港通股票数量从 2663 只扩容至 3274 只，占 A 股市值的 95.12%。从一级市场看，2025 年香港新股市场融资额位居全球第一，共有 117 家公司在港交所上市，融资总额达 2856.93 亿港元，较 2024 年大幅增长 224%。

2. 债券通成为外资配置人民币资产的重要渠道

债券通北向通与南向通协同运行，深化了金融市场合作。截至 2026 年 2 月，债券通北向

通债券交易结算量为 6399.49 亿元，同比增长 2.69%，显示国际投资者对中国债券市场的持续信心。截至 2025 年 10 月底，839 家境外机构通过债券通模式入市；2025 年 1 至 10 月，债券通交易总量达 83693 亿元，是 2017 年上线之初的 20 倍，有效支撑了境外投资者对人民币资产的配置与交易。

3. ETF 互联互通呈现高速增长态势

2025 年，港股通下 ETF 平均每日成交金额达 39 亿港元，同比增长 61.7%，反映出南向资金加速配置被动型与主题型产品。同期，沪深港通下 ETF 平均每日成交金额增至 34 亿元人民币，同比增长 72.1%。截至 2026 年 1 月底，北向合格 ETF 数量已达 365 只。

4. 跨境理财通与人民币跨境支付系统稳步发展

截至 2026 年 2 月，跨境理财通港澳地区累计投资者达 5.5 万人，同比增长 5.77%；内地地区累计投资者达 12.41 万人，同比增长 33.01%。2025 年全年内地-香港跨境理财通资金汇划金额为 250.67 亿元。同年，人民币跨境支付系统共完成支付 844.19 万笔，支付金额达 10.15 万亿元，日均支付 3.19 万笔，日均成交金额 6798.21 亿元，同比分别增长 2.74%、2.66%、4.59% 和 4.20%。

5. 互联互通机制持续深化扩容

当前，沪港两地正积极推动互联互通机制升级：上海积极探索推动香港“转数快”与内地网上支付跨行清算系统互联；香港推动房地产投资信托基金纳入沪深港通、将人民币交易柜台纳入港股通、在港推出国债期货合约等。随着制度型开放不断走深走实，沪港两大国际金融中心正从功能互补迈向深度协同，为金融强国建设提供坚实支撑。

三、国际经验借鉴

从历史经验来看，纽约与伦敦的关系被学术界和业界公认为全球金融中心联动的典型案例，并被称为“NY-LON 轴心”。

19 世纪，伦敦带动纽约崛起，英国资本经由纽约进入美国经济领域。两次世界大战期间，两城金融合作逐步加强，美国助力英国恢复金本位制。战后至 20 世纪 50 年代，两国重心转向国内金融，两大中心联系一度减弱。20 世纪 50 年代末，欧洲美元市场使 NY-LON 轴心“起死回生”——伦敦允许银行吸纳美元存款，美国银行为规避国内监管纷纷涌入伦敦。20 世纪 80 年代，随着两国同时放宽金融管制（伦敦“金融大爆炸”），NY-LON 轴心持续繁荣。20 世纪 90 年代至 21 世纪初，欧盟金融一体化巩固了伦敦作为美国金融机构进入欧洲门户的地位，欧元区的建立更引发并购浪潮，使伦敦投行从中受益。纽约与伦敦的联动历程表明，全球金融中心之间既存在功能互补与协同发展，也随着国际政经格局变化而动态演进。

此外，香港与新加坡长期被视作亚洲金融中心的“双引擎”，二者既相互竞争，又互补共生，形成了独特的联动模式。在监管合作层面，香港金管局与新加坡金管局签署了银行监管合作谅解备忘录，建立了信息共享机制；在交易所

协作层面，港交所与新交所签署了谅解备忘录，在技术、监管、联合产品开发（如人民币计价产品）等领域开展合作。这一联动模式为亚洲国际金融中心之间的协同发展提供了实践经验。

四、当前存在的主要问题

1. 国际竞争力不均衡

上海与香港在国际化程度上存在差异。上海市场的外资参与度有待提升。截至 2026 年 2 月，外资持有境内人民币债券总量虽已超过 2.78 万亿元，但占比为 2.15%，远低于英国（超过 30%）、法国（超过 25%）、美国（约 10%）等。截至 2025 年 12 月，外资持有境内人民币股票市值占比为 5.65%，与发达市场相比存在一定差距。这反映出上海作为在岸金融门户，在国际资本吸纳能力上仍有较大提升空间。

2. 金融基础设施建设存在不足

尽管沪港通等互联互通机制已取得显著成效，但在跨境清算、金融产品互挂、风险管理工具对接等更广泛的领域，基础设施的互联互通仍待进一步深化。两地投资者结构的巨大差异——香港国际投资者占比达 60%、散户仅占 15%，而上海国际投资者仅占 13%、散户比例高达 75%——对基础设施提出了差异化需求。当前的基础设施体系难以满足不同投资者群体提供精准适配的服务，制约了跨境资源配置效率的提升。

3. 跨境监管协调仍待深入推进

随着互联互通规模的持续扩大，跨境资金流动、信息披露、执法协作等领域对监管协同提出了更高要求。如何在尊重两地法律差异的前提下，建立更为高效、透明的监管合作机制，已成为制度型开放必须解决的关键问题。当前，两地监管信息共享、联合执法、风险处置等方面的常态化机制仍有待健全。

4. 应对国际风险的能力有待提升

在外部环境复杂多变的背景下，如何增强两地市场应对外部冲击的韧性，防范风险跨市场传染，是协同发展中必须坚守的底线。当前，两地尚未建立覆盖全市场的跨境风险联防联控体系，风险预警与压力测试机制仍待进一步完善。

5. 数字金融基础设施互联互通仍处于初级阶段

首先，目前，跨境数字支付仍存在到账时效慢、手续费高、操作流程繁琐等问题，难以满足高频、小额、实时的跨境交易需求。此外，两地金融机构在数字账户体系、客户身份识别标准、数据接口规范等方面尚未实现有效统一，制约了数字金融产品的跨境互联。

其次，跨境数据流动面临制度性壁垒。金融机构在开展跨境数字金融业务时面临合规成本高、审批周期长、责任界定不清等问题，限制了数字金融创新的跨境拓展。

最后，跨境数字货币的试点应用仍处于探索阶段。目前，数字人民币在香港的跨境试点仍以零售场景为主，与香港本地支付系统、银行核心系统的对接尚不充分，未能形成规模化、常态化的跨境应用。同时，数字人民币与香港“转数快”等现有支付体系的互联互通，仍缺乏统一的技术标准和业务规则，制约了数字货币在跨境贸易、投资、理财等场景中的

深度应用。

五、相关建议

1. 构建“在岸-离岸”深度耦合的开放生态

沪港应进一步强化“在岸门户-离岸枢纽”的功能分工与业务闭环：首先，拓展人民币资产的跨境配置，依托香港作为全球最大的离岸人民币中心，推动更多以人民币计价的产品在香港上市交易，吸引国际资金通过香港进入上海市场；其次，建立“上海定价-香港交易”机制，借鉴“上海金”“上海油”模式，推动更多大宗商品、金融衍生品在上海定价，于香港进行交易结算，以提升外资参与度；最后，优化境外投资者准入条件，在现有 OFII/ROFII 基础上，探索构建“一站式”跨境账户体系，降低境外机构在沪开展业务的制度成本。

2. 推动基础设施互联互通与投资者结构适配

借鉴香港与新加坡在监管合作、交易所协作、信息共享等方面的经验，沪港应加快金融基础设施的“软联通”与“硬对接”：首先，推动跨境清算系统直接连接，探索实现香港“转数快”与内地网上支付跨行清算系统的互联互通，提升跨境支付效率；其次，开发适配不同投资者结构的产品，推动两地互挂 ETF、结构性产品、衍生品等差异化工具，以满足不同的风险偏好；最后，建立沪港金融基础设施联合运营机制，参考港交所与新交所的技术合作模式，推动中央结算系统与内地登记结算系统的对接试点，降低跨境交易结算成本。

3. 构建常态化协同监管框架

沪港应建立更高层次的监管协同安排：首先，设立沪港金融监管联席会议，统一跨境产品准入、信息披露、风险处置标准；其次，探索“监管沙箱+跨境试点”机制，在深圳前海、上海临港新片区等区域，允许符合条件的机构在监管部门授权下开展跨境金融创新试点；最后，建立跨境执法协作机制，参照国际证监会组织多边备忘录，推动沪港在反洗钱、内幕交易、市场操纵等领域的执法信息共享与联合调查。

4. 构建跨境风险联防联控体系

沪港应建立覆盖全市场的风险联防联控体系：首先，共建跨境流动性支持机制，在现行互换通基础上，探索常设流动性互换安排，确保在外部冲击下两地市场流动性稳定；其次，推动风险管理工具互通，加快在港推出国债期货合约，推动衍生品市场互联，为国际投资者提供更完备的对冲工具；最后，建立跨境风险监测与压力测试机制，依托沪港两地金融基础设施，构建跨境资金流动、杠杆水平、敞口分布的实时监测系统，定期开展联合压力测试，提升对外部冲击的预警与应对能力。

5. 加快数字金融基础设施互联互通

针对跨境数字支付效率低、成本高、流程繁琐等问题，推动支付清算系统的深度对接。探索实现香港“转数快”与内地网上支付跨行清算系统的直连互通，建立统一的技术标准与业务规则，提升跨境支付效率，满足高频、小额、实时的跨境交易需求。同时，推动两地金融机构在数字账户体系、客户身份识别标准、数据接口规范等方面的统一，降低跨境数字金融产品的对接成本，为数字金融创新提供基础设施支撑。深化数字货币跨境应用与规则对接，针对数字货币试点应用尚不充分的现状，应加快数字人民币在香港的跨境试点扩容，推动其从零售场景向批发支付、跨境贸易、投资理财等领域延伸。加强数字人民币与香港“转数快”等现有支付体系的技术对接，建立统一的技术标准与业务规则，实现数字货币与传统支付体系的互联互通。依托多边央行数字货币桥等国际合作机制，探索数字人民币在跨境结算、大宗商品贸易等场景中的规模化应用，提升数字人民币在国际支付体系中的实用性与影响力。

（张一章系复旦大学中国风险投资研究中心研究员，清华大学全球证券市场研究院助理研究员；孔玥系复旦大学金融学博士，中国银河证券研究院研究员）

