

中國股債市金融變革對台灣影響與因應

摘要

近年來中國與香港的互聯互通已由股票市場擴大至債券市場，在股市方面，透過滬港通與深港通，擴大上海、深圳與香港間的投資管道，並於今年 6 月成功申請將 A 股納入 MSCI；在債市方面，債券通於 2017 年 7 月正式開通，意味著境外投資者將可借道香港進入大陸債市。就中國 A 股納入 MSCI 與開放債券通之內容來看，此次中國股債市金融變革對於台灣(1)短期影響有限，然長期恐將加深資金磁吸效應、(2)人民幣影響力將與日俱增。隨著人民幣國際化腳步加快、建議台商應開始重視如何訂定自身持有人民幣金融資產的合理比重，並瞭解如何利用金融服務來迴避人民幣匯率波動風險，以降低營運風險，亦可以透過開發中國大陸以外其他市場，來降低對中國大陸市場的依賴。

一、前言

中國在世界經濟上的影響力與日俱增，加上亞洲金融風暴後，中國為降低對美元的依賴程度，近年來積極推動人民幣國際化的政策。在股市方面，中國政府先後於 2014 年 11 月與 2016 年 12 月，分別推出滬港通與深港通ⁱ，擴大上海與香港、深圳與香港間兩地投資者的投資管道，特別在深港通實施後，亦將原有的總交易額度限制取消。此外，中國過去幾年亦積極申請要將 A 股納入 MSCIⁱⁱⁱ，在經歷連續 3 年 3 度闖關失敗後，所幸透過開放境外資金進入當地市場的自由度、交易所放寬對涉及 A 股金融產品進行預先審批的限制、降低自願性停牌狀況等努力下，美國指數編製公司 MSCI 終於在 2017 年 6 月 21 日凌晨宣布，將自 2018 年 6 月開始正式將中國 A 股納入 MSCI 新興市場指數和 MSCI ACWI 全球指數。

在債券市場方面，繼滬港通、深港通之後，中國與香港的互聯互通由股票市場擴大至債券市場，債券通中的「北向通」於 2017 年 7 月 3 日正式開通，意味著境外投資者將可借道香港進入大陸債市。債券通為境外投資者在投資大陸債券市場提供更多便利，並可進一步帶動大陸債券市場開放和國際化，也將為香港的債券市場和人民幣業務發展增添新動力。整體來看，隨著近期的股債市金融變革，不僅意味著中國將吸引更多海外資金，加速人民幣國際化，也可能對台灣產生資

金磁吸效果，宜審慎因應之。據此，本文將彙整近期中國 A 股納入 MSCI 與開放債券通之內容，分析說明中國股債市金融變革對於台灣的影響，並提出相關建議。

二、 股債市金融變革：中國 A 股納入 MSCI、債券通

1. 中國 A 股納入 MSCI

在中國 A 股衝刺 MSCI 歷程中，A 股於 2013 年首次入選 MSCI“潛在升級市場觀察的名單”，然在隨後三年(2014-2016 年)，MSCI 三度婉拒 A 股納入其新興市場指數，去年婉拒的理由包括 QFII^{iv}每月匯出金額限制、廣泛性自願停牌狀況、理財產品預先審批制度等，主要擔心投資者無法隨時進出市場，並在股市中自由交易與變現。不過直到今年開始，MSCI 對於中國的看法出現有了一些轉變，除了認同中國解決先前與所有權、資本匯出限制和停牌等障礙的各項努力之外，MSCI 於今年 3 月首次提出透過滬港通與深港通對 A 股進行買賣的新方案，同時亦能解決過去未納入的部分理由。

此一改變的重要性，使其可以繞過目前投資人所面臨到的一些限制，因為透過股票交易所的互聯互通來進行交易，不僅不會有配額的限制，並因為這是開放給所有投資人的，所以也不需要其他的執照才能進行交易；而且資金在匯出匯入時，亦不會有任何限制，因為離岸人民幣市場中，投資人可以自由兌換人民幣且不會受到資本管制所影響。所以它在市場的自由度與流動性這兩個最重要的項目上，都順利的達到標準^v。

有鑑於此，根據 MSCI 近期公布的 2017 年度市場分類評審結果來看，中國 A 股這次之所以能夠納入 MSCI 的理由在於中國與香港互聯互通機制的正面發展，以及中國交易所放寬了對涉及 A 股的全球金融產品進行預先審批的限制，這兩項進展對於提升中國 A 股納入 MSCI 指數上有正面積極的影響。

MSCI 計畫初始納入 222 檔大盤 A 股。基於 5%的納入因數，這些 A 股約占 MSCI 新興市場指數 0.73%的權重。MSCI 計畫分兩階段實施這個 A 股納入計畫，以緩衝滬股通和深股通當前尚存的每日額度限制。第一階段預計在 2018 年 5 月半年度指數評審時實施；第二階段在 2018 年 8 月季度指數評審時實施。倘若在此預定的納入日期前，滬股通和深港通的每日額度被取消或者大幅度提高，MSCI 不排除將此納入計畫修改為一次性實施的方案。

在 MSCI「自下而上」的指數架構下，由於 MSCI 中國指數此前已經包含 B

股、H 股、紅籌股等，但 A 股則要到明年才會納入。MSCI 中國指數是 MSCI 亞洲市場(除日本)指數的子集合，而亞洲市場指數隸屬於 MSCI 新興市場指數，MSCI 新興市場指數則隸屬於 MSCI 全球市場指數。因此，當 A 股一旦被納入 MSCI 新興市場指數，其也將在 MSCI 中國市場、亞洲(除日本)市場、全球市場等指數中出現(詳如表 1 所示)。

表 1 MSCI 市值加權指數體系

MSCI 全球市場指數(MSCI ACWI INDEX)					
MSCI 世界指數			MSCI 新興市場指數		
已開發市場			潛力市場		
美洲	歐洲與中東	太平洋	美洲	歐洲與中東	亞洲
加拿大、美國	奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、以色列、荷蘭、挪威、波蘭、西班牙、瑞典、瑞士、英國	澳洲、香港、日本、紐西蘭、新加坡	巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯	捷克、埃及、希臘、匈牙利、波蘭、卡達、俄羅斯、南非、土耳其、阿拉伯聯合大公國	中國、印度、印尼、韓國、馬來西亞、巴基斯坦、菲律賓、台灣、泰國

資料來源: <https://www.msci.com/acwi>

2. 債券通

中國債券市場規模在全球排行第三，僅次於美國和日本。中國債券市場主要可分為「銀行間債券市場」與「場內交易債券市場」，根據中國人民銀行 2017 年 6 月份金融市場運行情況報告指出，截至今年 6 月底，債券市場託管餘額為 68.2 兆人民幣。其中，銀行間債券市場託管餘額為 60.4 兆人民幣，佔總債券市場託管餘額將近 9 成左右。

中國銀行間債券市場(CIBM)是一個場外交易的批發市場，涉及內地債券市場超過 9 成的未償還餘額以及 8 成的交易結算量。參與者主要包括商業銀行、證券公司、保險公司等金融機構，以及一些退休基金、互惠基金和私募股權基金等投資機構，非金融機構可以透過中介結算銀行在中國銀行間債券市場進行交易；而內地的場內交易債券市場是以零售為主，在上海證券交易所和深圳證券交易所，都有國債、企業債券、可轉換債券和認股權債券^{vi}。

整體來看，儘管中國債市規模龐大，成長快速，在過去十年中市場規模成長了九倍，但境外投資者的滲透率仍然很低。根據高盛投資銀行的研究指出，境外投資者持有的中國國內債券總額約為 8,300 億元人民幣，僅占整個債市規模的 1.4%，相較於日本和韓國債市的境外參與度都達到約 10% 的水準，顯示國際投資者對於中國債市的參與程度仍有很大的提升空間。

然而，境外資本參與度如此低的原因，主要是因為中國銀行間債券市場是相對封閉，過去合格境外機構投資者(QFII)只能投資於場內交易債券，直到 2013 年後，他們才獲准取得中國人民銀行批准後，投資於中國銀行間債券市場。此外，中國股市蓬勃發展，吸引不少境外投資者的目光，亦相對減低債券市場的吸引力。

中國開放「債券通」的意義，在於增加境外投資者進入中國債市的管道，過去境外投資者只有三種途徑(現今有四種途徑)可以進入中國債市(詳如表 2 所示)，「債券通」開放後，又可替中國債市吸引入更多的投資者、及更多元化的投資策略，有助深化市場發展。此外，「債券通」也進一步完善海外人民幣的回流機制，進一步擴大境外人民幣的應用與國際化。國際貨幣基金已於 2016 年 9 月 30 日正式把人民幣納入特別提款權(SDR)貨幣籃子，人民幣成為儲備貨幣再邁進一步。

從長期來看，大陸債券市場開放程度仍然較低，「債券通」的開啟將加快推動大陸債市與國際制度接軌，促進大陸債券市場的對外開放進程。同時，「債券通」的啟動以及大陸債市的進一步開放，將有助於推動大陸人民幣債券市場加入全球 3 大債券指數^{vii}，若中國債市被納入這三個指數，將會有約 2,500 億美元指數資金流入中國債市。「債券通」的開啟也將為香港的國際投資者帶來更多債券投資標的，進一步鞏固香港的國際金融中心地位。

表 2 境外投資者進入中國債市之管道

管道	方式
合格境外機構投資者(QFII)	2002 年 QFII 項目正式投入運作，允許合格境外投資者進入國內證券市場。在以美元計價的配額內，投資者可以把在岸美元兌換成人民幣，然後便可在交易所上交易股票或債券，或者在中國人民銀行註冊後投資銀行間債券市場。以前曾有規定最多允許 50% 的配額投資於債券，但在 2016 年這一規定得到放寬。
人民幣合格境外機構投資者(RQFII)	與 QFII 類似，然有一點不同是投資配額的計價單位是人民幣。一旦發出配額，境外投資者需要在離岸市場購得人民幣，再將人民幣匯入中國境內，其後他們便可對交易所或銀行間債券市場進行

	交易。
中國銀行間債券市場(CIBM)	自 2016 年 2 月開始，境外機構投資者便可在中國人民銀行註冊登記，並於在岸現金債券市場中進行交易。一旦當地保管人獲得了中國人民銀行的註冊許可，他們將開設一個中國外匯交易系統帳戶和一個清算帳戶。
債券通	2017 年 5 月中國人民銀行和香港金融管理局聯合聲明批准「債券通」項目的設立，並於 2017 年 7 月 3 日正式實施，初期先開通的是「北向通」，即只允許香港和其他境外投資者投資於中國內地銀行間債券市場。與「滬港通」、「深港通」不同的是，「債券通」將不限制每日買賣債券的額度，同時將提供 CIBM 市場的准入。

資料來源：張一葦，《高盛十問中國債市——帶你認識一個 59 萬億的市場》，華爾街見聞，2017 年 6 月 9 日。

三、中國股債市金融變革對台灣的可能影響

1. 短期影響有限，然長期恐將加深資金磁吸效應

就中國 A 股納入 MSCI 方面來看，由於計畫初期僅納入 222 檔大盤 A 股，基於 5% 的納入因子，這些 A 股約占 MSCI 新興市場指數 0.73% 的權重。相較目前滬、深兩市市值合計約 8 兆美金來看，一開始納入所能帶來的資金規模其實相當有限。然參考 MSCI 新興市場指數納入各國市場的歷史，外匯管制的市場在納入 MSCI 新興市場指數時多採用漸進納入的辦法，從開始到完成需 7-10 年時間。以韓國為例，1992 年 MSCI 將韓國股市以 20% 的比例納入，經過 7 年的調升，1998 年才完全 100% 納入；就台灣而言，1996 年 MSCI 將台灣股市以 50% 納入，經過 9 年的調整，直到 2005 年才實現全額納入。隨著 MSCI 未來幾年將 A 股納入的比例由 5% 逐漸上調至最終的 100%，其帶來的資金量或可達 3000 億美金，此時的資金磁吸效應才會較明顯。

此外，今年以來國際熱錢不斷湧入亞洲新興市場，使得亞洲各國股市表現亮眼，中國 A 股納入 MSCI 對台股造成的短期影響並不大，長期而言，待全球熱錢效應結束後，當國際資金需要維持一定比例或金額在大中華股市配置時，隨中國大陸資本市場持續開放，增加對外資吸引力，才會對台灣出現資金排擠的負面效應，但影響是長遠且緩慢的。

就近幾年中國的資金磁吸效應來觀察，近年來伴隨著中國大陸經濟成長，其資本市場亦快速發展，加上其政府持續朝向資本市場開放的方向，不僅規模逐年

增加，對全球資金造成磁吸效應。截至今年 6 月止，如表 3 與表 4 所示，滬、深兩個市場共有上市公司 3,297 家，總市值達 7.88 兆美元，滬港通、深港通後，透過兩地市場合作將成為全球第二大市值、交易額排名第三大的市場，預期全球投資人投資 A 股將絡繹不絕。

根據台灣央行最新公布 2017 年第 1 季國際收支，其中金融帳淨流出 138.9 億美元，金額雖較前一季縮小，但已連續 27 季出現淨流出，累計流出規模達 3,025.1 億美元。一般來說，在金融全球化當下，資金進進出出並不足為奇，但當出現連續 27 季淨流出現象時，背後隱含的深意或許值得深入探討。就台灣而言，國內投資機會不足，一直是近一、二十年來為人所詬病之處，也是金融帳淨流出的主因。過去幾年來，台灣的外人直接投資(FDI) 都在 50 億美元上下，在亞洲居於後段班，雖然 2016 年台灣的 FDI 超過百億美元，但扣除美光公司併購南亞科技公司，以及 ASML 併購漢微科技公司的兩大案件，FDI 僅剩 50 億美元，依然不見起色。更不用說，由於台灣長期缺乏金融創新的業務及商品，使得擁有龐大投資部位的金融保險機構，寧願選擇海外投資，也不願意留在國內投資。近年來每季超過百億美元的對外證券投資，就是明顯的證據。

台灣投資機會不足，同樣也反應在國內超額儲蓄的逐年攀升，近年來民間投資低迷，公共建設減少，以致儲蓄無法有效去化，形成了可觀的超額儲蓄。根據主計總處最新預測顯示，2017 年我國超額儲蓄率連續第五年超過 1 成、高達 13.0%，五年累計超額儲蓄近 11 兆，顯示閒置資金過多，長期將不利資本形成與累積。

表 3 世界主要證券市場彙整(上市公司數)

交易所	紐約	那斯 達克	倫敦	日本	韓國	香港	上海	深圳	台灣
2006 年底	2,281	3,193	3,256	2,416	1,689	1,173	842	579	688
2007 年底	2,297	3,135	3,307	2,414	1,757	1,241	860	670	698
2008 年底	1,963	3,156	3,096	2,390	1,793	1,261	864	740	718
2009 年底	2,327	2,852	3,088	2,335	1,788	1,319	870	830	741
2010 年底	2,317	2,778	2,966	2,293	1,798	1,413	894	1,169	758
2011 年底	2,220	2,680	2,886	2,291	1,816	1,496	931	1,411	790
2012 年底	2,339	2,577	2,767	2,304	1,784	1,547	954	1,540	809
2013 年底	2,371	2,637	2,736	3,419	1,813	1,643	953	1,536	838
2014 年底	2,466	2,782	2,752	3,470	1,864	1,752	995	1,618	854
2015 年底	2,424	2,859	2,685	3,513	1,961	1,866	1,081	1,746	874

2016 年底	2,307	2,897	2,590	3,541	2,059	1,973	1,182	1,870	892
2017 年 6 月	2,303	2,912	2,485	3,562	2,081	2,034	1,302	1,995	900

資料來源：台灣證券交易所

表 4 世界主要證券市場彙整(上市公司市值總額)

單位:十億美元

交易所	紐約	那斯 達克	倫敦	日本	韓國	香港	上海	深圳	台灣
2006 年底	15,421	3,865	3,794	4,614	834	1,715	918	228	595
2007 年底	15,651	4,014	3,852	4,331	1,123	2,654	3,694	785	664
2008 年底	9,209	2,249	1,868	3,116	471	1,329	1,425	353	357
2009 年底	11,838	3,239	3,454	3,306	835	2,305	2,705	868	659
2010 年底	13,394	3,889	3,613	3,828	1,092	2,711	2,716	1,311	818
2011 年底	11,796	3,845	3,266	3,325	996	2,258	2,357	1,055	636
2012 年底	14,086	4,582	3,397	3,479	1,179	2,832	2,547	1,150	735
2013 年底	17,950	6,085	4,429	4,543	1,235	3,101	2,497	1,452	823
2014 年底	19,351	6,979	4,013	4,378	1,213	3,233	3,933	2,072	851
2015 年底	17,787	7,281	3,879	4,895	1,231	3,185	4,549	3,639	745
2016 年底	19,573	7,779	3,496	5,062	1,282	3,193	4,104	3,217	862
2017 年 06 月	20,659	8,746	4,005	5,502	1,549	3,674	4,537	3,347	1,015

資料來源：台灣證券交易所

2. 加速人民幣國際化之進程，人民幣影響力將與日俱增

無論是中國 A 股納入 MSCI 還是債券通的實施，都意味著人民幣國際化進程正進入一個新時期，也就是境內債券市場或許將扛起人民幣國際化進程的大旗。過去幾年，中國對外貿易不斷擴大，拉抬人民幣成為國際重要的貿易結算支付投資貨幣，但隨著近年全球貿易趨緩，再借助對外貿易推動人民幣國際化越來越困難。即使是在中國與香港的貿易活動大力支撐下，人民幣為清算單位的貿易活動占全球比才勉強達約 10%；截至 2017 年 2 月，人民幣支付量僅占全球支付總量 1.84%，且人民幣計價的資產也只占全球外匯存底 2%，更重要的是人民幣無法扮演避險貨幣的角色，難以像美元、日圓、瑞士法郎等主要貨幣，可讓持有者盡可能規避風險，不易受市場波動、意外事件或政治等因素影響^{viii}。

觀察世界主要貨幣的國際化歷程，可以發現它們之所以成為國際儲備貨幣，除了強大的經濟規模與國際貿易外，債券市場亦給予足夠的支持，例如很多新興市場國家外匯儲備都大量投向美國國債，無形間推升了美元的國際儲備貨幣地位。

此次，「債券通」對人民幣提升國際儲備貨幣地位的作用，主要簡化了境外投資者投資銀行間債券市場的操作流程，為大量離岸人民幣回流境內投資獲利提供新便捷管道，有利於啟動境外機構吸收離岸更多人民幣進行儲備投資；其次，幫助人民幣穩步提升其在 SDR 一籃子貨幣的占比；吸引大量外資流入境內債券市場，大幅對沖了中國資本流出壓力，使得人民幣持續看跌的市場氛圍進一步扭轉，有助於更多國際投資機構將人民幣納入儲備貨幣開展多元化投資。

隨著人民幣國際化程度日益提高，人民幣匯率波動對於亞洲諸國之影響力將與日俱增，而台灣作為亞洲一重要成員，再加上台灣未來將參與更多離岸人民幣相關貿易與金融商機，因任何商機皆隱含著風險，故台灣全體也須面對未來跟隨而至之相關風險，這其中包括相關資金流出入對我總體經濟帶來之干擾等。此外，由於新台幣迄今並非國際間流通貨幣，再加上大陸與我經貿關係密切，是否有可能面對人民幣國際化所造成之貨幣替代效應，值得後續持續觀察。

四、結論與建議

整體來看，雖然中國擁有全球規模第二大的證券市場、第三大的債券市場，但中國股票及債券市場的資金，來自海外的卻只有不到 2%，是一個相當封閉的市場，投資潛力難獲世界認同。這次有國際級的第三方 MSCI 的肯定，加上政府朝向積極推動人民幣國際化的政策，顯示中國的金融成熟與市場地位逐漸被世界所認同。

隨著人民幣國際化後造成匯率波動的加劇，以今年 1-7 月以來兩岸貿易情形，對中國大陸出口占台灣總出口分別約 27.0%，進口則占約 18.7%，顯示兩岸貿易占台灣對外貿易比重約占 23.2%，所以人民幣匯率升貶空間的拉大亦會影響到台灣的進出口及總體經濟。尤其是近期在中國紅色供應鏈崛起後，兩岸處於競爭大於合作狀態，未來隨著人民幣國際化後，新台幣跟著人民幣貶值的機會升高，也使得亞幣競貶可能由過去的台日韓競爭轉為台韓中競爭。

在政府方面，建議可藉由兩岸經貿交流優勢，促進台灣發展成為「人民幣離岸市場」，順勢發展為區域或國際性的金融中心。尤其兩岸簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」後，不僅已完成雙方清算銀行建置，台灣的金融業亦開放人民幣存款、匯款、投資人民幣計價的基金及債券等人民幣業務，未來可以透過兩岸貿易交流的累積，擴大台灣的人民幣離岸中心資金池之規模，並積極推出多樣化

的人民幣商品，配合政府對國際金融、證券、保險等業務的鬆綁與開放，可將台灣的人民幣經由離岸中心形塑出與國際金融市場競爭的條件，爭取國際資金來台，加速台灣成為區域或國際性金融中心^{ix}。

另一方面，在中國大陸從事歐美市場加工貿易的台商，也應開始重視如何訂定自身持有人民幣金融資產的合理比重，並瞭解如何利用金融服務來迴避人民幣匯率波動風險，以降低營運風險。最後，亦可以透過開發中國大陸以外其他市場，來降低對中國大陸市場的依賴。

ⁱ 滬港通全名為“滬港股票市場交易互聯互通機制”，意指投資人可以透過香港(上海)當地證券公司，交易某些在上海(香港)證券交易所上市的股票。

ⁱⁱ 深港通全名為“深港股票市場交易互聯互通機制”。

ⁱⁱⁱ MSCI(摩根士丹利資本國際公司)是美國著名的指數編製公司，MSCI 旗下各指數，是大多數國際投資者的參考指南。

^{iv} QFII 是 Qualified Foreign Institutional Investors(合格的境外機構投資者)的縮寫，本質上就是對進入本國證券市場的外資進行一定的限制。

^v 姚鴻耀，《納入 MSCI 指數，中國股市將因此更進一步？》，安本國際證券投資顧問公司，2017 年 6 月。

^{vi} 資料來源：香港金融發展局，《有關內地與香港債券市場交易互聯互通機制「債券通」的建議》，2016 年 11 月。

^{vii} 摩根大通 GBI-EM 全球多元化指數(JMP GBI-EM Global Diversified)、花旗 WGBI 指數(Citi WGBI)、彭博巴克萊全球聚合指數(Bloomberg Barclays Global Aggregate)

^{viii} 資料來源：經濟日報社論，《人民幣國際化，須過重重難關》，2017 年 4 月 27 日。

^{ix} 許碧書，《人民幣入籃後對台灣可能影響》，台灣經濟研究院，2016 年 8 月 30 日。