

滬港股票市場交易互聯互通機制之研析

莊傑雄*

- | | |
|----------------|------------|
| 壹、前言 | 肆、滬港通之影響評估 |
| 貳、滬港通制度簡介與政策目標 | 伍、結論與建議 |
| 參、滬港通與現行制度之差異 | |

摘 要

中國大陸於 2014 年 11 月 17 日啟動「滬港股票市場交易互聯互通機制」(簡稱滬港通),與現行既有的 QFII/RQFII 制度相較,在投資者資格條件、投資商品範圍、資金額度及管制等差異,不僅吸引國際資金流入及企業上市、推動資本市場逐步開放、加速兩地資本流動,並利於推展人民幣國際化;再加上滬港兩地股市具有全球證券市場交易量首位的優勢,滬港通對於全球資本市場版圖勢必產生重大且深遠之影響。

本文分析滬港兩地股市大盤、成分股的股價指數漲跌幅與日均成交值,以瞭解滬港通之影響。此外,為因應國際資本市場整合可能之衝擊影響,建議持續推動活絡股市交易之措施、積極建立跨境證券交易平台,以及推動跨境證券監理合作等,以開創臺灣資本市場的新局面。

* 作者為經濟發展處科員。

A Study of Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Chieh-Hsiung Chuang

Offcer

Economic Development Department, NDC

Abstract

On November 17, 2014 China launched "Shanghai-Hong Kong Stock Connect". Compared to the existing QFII and RQFII systems, there are different rules in the investor's qualifications, range of investing commodities, funds limitation and control, etc. Shanghai-Hong Kong Stock Connect not only attracts international capital flows and the enterprise listed, promotes the opening of China's capital markets, and speeds up capital flows mutually, but also accelerates the internationalization of Renminbi. In addition, the Shanghai and Hong Kong stock markets top the global stock market trading volumes. Shanghai-Hong Kong Stock Connect is bound to have a significant and far-reaching influence on the global capital markets.

In order to know the effect of Shanghai-Hong Kong Stock Connect, this study analyzes both the Shanghai and Hong Kong stock markets through their stock index fluctuations and average daily trading values. Besides, in response to the possible impact of international capital market integration, this study proposes to continue to promote the policy of active stock market transactions, the establishment of cross-border securities trading platforms, and promoting cross-border cooperation in the supervision of securities. This will create a new situation for the Taiwan capital market.



壹、前言

為推動中國大陸資本市場國際化，並鞏固香港發展人民幣離岸中心的地位，「中國證券監督管理委員會」（簡稱中國證監會）與「香港證券及期貨事務監察委員會」於 2014 年 4 月 10 日發表聯合公告，規劃推動「滬港股票市場交易互聯互通機制」（簡稱滬港通），並已於同年 11 月 17 日正式啟動。¹ 除現行合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）及人民幣合格境外機構投資者（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII），² 「滬港通」將首次允許國際投資者直接進入中國大陸股票市場。鑒於滬港通對中國大陸資本市場將產生重大變革及影響，本文針對此制度內容進行簡介與分析，並評估可能之影響及提出相關建議。

貳、滬港通制度簡介與政策目標

一、制度簡介

「滬港通」為中國大陸與香港兩地證券市場建立交易及結算互聯互通機制，兩地投資者可透過此機制直接參與對方股市交易。其中，包括「滬股通」和「港股通」兩部分：³

¹ 依據「中國證監會及香港證監會於 2014 年 11 月 10 日發出的聯合公告」新聞稿，滬港通已獲監管機構批准於 2014 年 11 月 17 日推出。

² 合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）係指境外專業投資機構，經批准從事境內證券市場的股票、債券等有價證券業務。人民幣合格境外機構投資者（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII）係指經中國大陸批准之 QFII，以人民幣辦理投資結算及支付。

³ 2014 年 4 月 10 日「中國證券監督管理委員會香港證券及期貨事務監察委員會聯合公告」。

- 滬股通：指投資者委託香港經紀商，經由香港聯合交易所（簡稱聯交所）設立的證券交易服務公司，向上海證券交易所（簡稱上交所）進行申報（買賣盤傳遞），買賣規定範圍內上交所上市之股票；
- 港股通：指投資者委託中國大陸證券公司，經由上交所設立的證券交易服務公司，向聯交所進行申報，買賣規定範圍內聯交所上市之股票。

(一) 主要制度內容⁴

1. 投資者

滬股通：所有香港市場投資者（包括機構、個人、本地及海外）。

港股通：中國大陸內地投資者限於機構投資者，以及個人投資者在證券及資金帳戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元。

2. 投資範圍（一般原則）⁵

滬股通：上證 180 指數成分股、上證 380 指數成分股，以及同時在香港聯合交易所上市之滬股；⁶

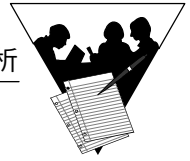
港股通：恒生綜合大型股指數成分股、恒生綜合中型股指數成分股，以及同時在上海證券交易所上市之 H 股。⁷

⁴ 參考 2015 年 3 月 26 日滬港股票市場交易互聯互通機制（「滬港通」）投資者資料文件及 4 月 20 日「投資者常問問題」，相關制度內容可能隨時修正。

⁵ 在特定情況下，部分滬股通股票僅供賣出，詳見註解 4 相關文件。

⁶ 滬股通投資範圍不包括「人民幣以外貨幣報價的滬股」或「被實施風險警示的滬股」。

⁷ H 股為中國大陸註冊、香港上市之股票。此外，港股通投資範圍不包括「港幣以外貨幣報價的港股」、「在上交所以外的中國內地交易所上市及買賣之 H 股」或「相對應的 A 股被實施風險警示的 H 股」。



3. 投資額度

對人民幣跨境投資額度實行總量管理，設置每日額度，如果總額度或每日額度用罄時，將拒絕或停止買單申報，並視情形調整投資額度。此外，實行即時監控，⁸ 避免資金瞬間大量流動。

總額度：限制北向交易（資金流入內地）及南向交易（資金流出內地）之絕對金額。北向總額度為人民幣 3,000 億元，南向總額度為人民幣 2,500 億元。每個交易日結束，將按下列方式計算及發布總額度餘額：

總額度餘額 = 總額度 - 買盤成交總額 + 賣盤成交總額⁹

若總額度餘額小於每日額度，則下个交易日暫停接受買盤；若總額度餘額大於每日額度，則下个交易日重新接受買盤。

每日額度：限制每日跨境交易的最高買盤淨額。北向每日額度為人民幣 130 億元，南向每日額度為人民幣 105 億元。交易時間內每隔 1 分鐘計算每日餘額：

每日額度餘額 = 每日額度 - 買盤訂單 + 賣盤成交金額 + 微調

若每日額度餘額於連續競價時段內降至零以下時，將不再接受買盤訂單，視總額度餘額於下个交易日恢復買盤服務。

4. 交易規定

在「本地原則為主，主場規則優先」架構下，滬港通大致遵循現行機制及投資者交易習慣原則。值得注意的是，中國大陸內地之投資人購買港股通股票將以港幣交易，與證券商結算時則採用人民幣；香港投資者購買滬股通股票則採人民幣交易及結算。有關交易時間、週期、價格限制、訂單及稅費等規定，詳參表 1。

⁸ 僅買盤受額度監控，投資者在任何時候、不論額度，皆可輸入賣盤。

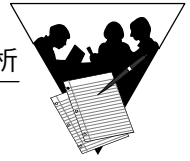
⁹ 按加權平均費用計算。

表 1 滬港通交易規定

項目	滬股通	港股通
交易時間	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 開市集合競價：09:15 – 09:25 ◆ 連續競價： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 09:30 – 11:30 ➢ 13:00 – 15:00 ◆ 每節交易時段開市前 5 分鐘起接納訂單 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 開市前時段：09:00 – 09:30 ◆ 下單時間：09:00 – 09:15 ◆ 連續競價： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 09:30 – 12:00 ➢ 13:00 – 16:00
交易週期	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 股票交收：交易日 ◆ 款項交收：T+1 日 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 股票交收：T+2 日 ◆ 款項交收：T+2 日
貨幣	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 交易與結算貨幣：人民幣 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 交易貨幣：港幣 ◆ 結算貨幣：人民幣
交易限制	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 不允許回轉交易 ◆ 不允許大宗交易 ◆ 禁止作無擔保賣空 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 允許回轉交易 ◆ 不設置大宗交易
價格限制	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 不超過前一日收市價的±10% ◆ 所有在價限外訂單將不被接受 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 無漲跌幅限制
訂單	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 只接受限價訂單 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 開盤前時段：競價限價盤 ◆ 持續交易時段：增強限價盤
稅費	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 按照現行 A 股市場稅費標準 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 經手費¹：0.00696% ➢ 證管費¹：0.002% ➢ 賣方交易印花稅：0.1% ➢ 過戶費¹：面值 0.06% ◆ 就 A 股存管及代理人服務收取「組合費」 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 交易費¹：交易金額 0.005% ◆ 交易徵費¹：交易金額 0.003% ◆ 交易系統使用費¹：每宗交易 0.5 港元 ◆ 股票印花稅¹：交易金額 0.1% ◆ 股份交收費用¹：交易金額 0.002% ◆ 投資者賠償徵費¹：交易金額 0.002%

註 1：買賣雙邊皆須付費。

資料來源：2014 年 10 月香港聯合證交所，本文整理。



5. 結算方式

由「中國證券登記結算有限責任公司」與「香港中央結算有限公司」分別成立子公司辦理結算，採取直接連線跨境結算方式，相互成為對方的結算參與人，並在兩地均可交易及結算時間內時開放連接。

(二) 重大改革內容

2007年8月20日，中國大陸公布「開展境內個人直接投資境外證券市場試點方案」(俗稱港股直通車)，研擬在天津市試點推出讓境內投資者直接投資香港證券交易所公開上市交易的證券。港股直通車主要透過中國銀行國際證券公司辦理買賣與託管，並在中國銀行天津分行開立個人境外證券投資外匯帳戶，辦理證券投資資金保管與結算。

然而，中國大陸政府在考量相關法律監管未完成、金融體系穩定度及投資人風險意識不足等因素後，自2007年11月起，將「港股直通車」無限期暫停。「滬港通」制度係承接「港股直通車」的概念，主要的改革在於：

- 「港股直通車」僅限中國大陸投資者單向投資香港股市所有股票，在市場預期心理作用下，自試點方案公布後，香港恆生指數於3個月內上升1萬點；10月30日創下歷史新高31,638點，漲幅最高達46.5%。相較於港股直通車，「滬港通」讓投資者可雙向投資特定成分股股票，促進兩地資金流動。
- 鑒於「港股直通車」無相關資金流量控管及監控機制，造成香港恆生指數的巨幅波動，滬港通對資金額度訂出流量控管與即時監控，避免資金的外流與炒作行為，有效防範熱錢影響中國大陸證券市場的穩定性。

二、政策目標

(一) 促進中國大陸資本市場發展

1. 吸引國際資金進入，資本帳逐步開放：

目前國際資金投資中國大陸證券市場，主要透過合格機構投資者（QFII）等制度，然 QFII 設立須達到特定資產規模條件，¹⁰ 匯入資金亦有鎖定期規定。¹¹ 相較之下，「滬股通」則無前開限制，投資者可自由選擇成分股股票進行投資，將吸引國際資金湧入中國大陸。

滬港通不僅為兩地投資者開啟直接投資對方資本市場之管道，透過便捷的投資管道降低投資成本，中國大陸資本帳將逐步開放及邁向國際化，並有助於資本市場發展；再加上香港金融市場具有高度國際化特性，境外自然人及法人投資者皆可透過「滬股通」，直接參與上海 A 股的交易，聯交所及香港證券商將因此受益；此外，近年來中國大陸的財富累積迅速，投資海外的需求逐漸增加，「港股通」使中國大陸投資者可直接參與香港證券市場，加速兩地資金流動。

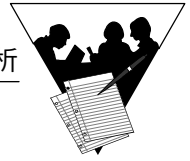
2. 推動「滬港深」證券市場連結：

若滬港通運作順利，中國證監會可能利用既有的基礎架構及經驗，推動深圳交易所與香港聯交所互連互通等合作模式。此舉將擴增中國大陸資本市場規模，上海、香港及深圳的交易規模加總後，將成為全球最大的證券市場，¹² 不僅創建新的融資管道，勢必對國際資本市場產生重大影響。

¹⁰ 有關中國大陸合格境外機構投資者之介紹，詳參本文第 3 章。

¹¹ 「鎖定期」係指於特定期間內不得將投資本金匯出投資地區。

¹² 詳參本文第 4 章。



(二) 促進人民幣國際化，增加國際企業上市誘因

1. 提升香港金融中心地位：滬港通所帶來之資金流效益，可拓展香港金融服務業務，並將促使香港成為進出中國大陸資本市場重要平臺，以及提升國際金融地位。
2. 擴大香港人民幣業務規模：港股通不僅增加香港人民幣資金投資管道，結算採用人民幣計價的機制，使人民幣由「貿易貨幣」¹³ 逐漸進展至「交易貨幣」，將進而擴增人民幣資金流量及資金池規模，¹⁴ 提高人民幣境內與境外循環，促進人民幣國際化。
3. 吸引國際企業至香港上市：透過滬港通，可讓中國大陸投資者投資外國公司於香港上市之股票，擴增資金規模及股票流通效率，將增加外國企業於香港上市之誘因。

參、滬港通與現行制度之差異

在貨幣未完全自由兌換、資本項目未開放情況下，為引進外資投資中國大陸證券市場，滬港通、合格境外機構投資者（QFII）及人民幣合格境外機構投資者（RQFII）皆為國際資金進入管道，彼此並不相互排斥。以下先就 QFII 及 RQFII 制度內容進行簡介，並分析滬港通與 QFII/RQFII 的差異性。

¹³ 人民幣於國際間作為支付貨幣的功能逐漸提升，根據 2015 年 3 月環球銀行金融電信協會（SWIFT）針對全球超過 200 個國家（地區）10,800 多家銀行統計資料，人民幣為全球第 5 大支付貨幣。

¹⁴ 為因應滬港通開通後所需資金流動，2014 年 11 月 17 日起，中國人民銀行已經同意香港金融管理局取消每日 2 萬元人民幣兌換限額。

一、合格境外機構投資者制度

2002年，中國大陸實施合格境外機構投資者（QFII）制度，有限度的開放資本市場。此制度要求外國投資者須達到特定要件外，並經相關部門審核通過後，才可匯入經核准額度的資金投資中國大陸證券市場。根據中國國家外匯管理局統計，截至2015年4月28日，已批准268家QFII投資額度之申請，投資額度為736.2億美元。

為加速推展人民幣國際化，並使外國投資者擴大參與中國大陸市場，2011年底，中國大陸推動人民幣合格境外機構投資者（RQFII）試點辦法。¹⁵所謂RQFII係指經審核並取得投資額度境外法人，得運用境外人民幣資金進行中國大陸境內證券投資，此制度亦可讓中國大陸金融機構於海外募得人民幣資金後，投資中國市場。¹⁶RQFII與QFII的主要差異在於前者可直接採用人民幣進行投資，不須經過美元轉換為人民幣的過程。比較RQFII與QFII制度可發現兩者在設立資格條件、可投資金融商品範圍等各方面皆相當類似，因此，以下僅就QFII制度進行簡介：¹⁷

（一）設立資格條件

QFII申請人在國家（地區）之證券監管機構已與中國大陸簽訂監管合作備忘錄，加上申請人的財務、信用狀況、從業人員符合中國證監會規定，且近3年未受到所在地監管機構的重大處

¹⁵ 2011年12月16日中國證券監督管理委員會發布「關於實施『基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法』的規定」。

¹⁶ 截至2015年4月28日止，中國國家外匯管理局已批准121家RQFII投資額度之申請，投資額度為3,637億元人民幣。

¹⁷ 根據2006年8月24日中國證券監督管理委員會、中國人民銀行、國家外匯管理局公告「合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法」、2012年7月27日中國證券監督管理委員會公告「關於實施『合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法』有關問題的規定」、2012年12月18日國家外匯管理局「合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定」。



罰，其經營業務、成立年限、最近一年資產規模亦須達特定條件。¹⁸

(二) 投資金融商品範圍

合格投資者在核準的投資額度內，可以投資的金融商品包括：股票、債券、權證、固定收益產品、證券投資基金、股指期貨，以及經中國證監會允許的其他金融工具，並可參加參與新股發行、可轉換債券發行、股票增發和配股的申購。

(三) 投資額度

單個 QFII 申請投資額度每次不得低於 5,000 萬美元，申請核准後 1 年內不得再次提出增加投資額度之申請，且累計不超過 10 億美元。¹⁹

(四) 鎖定期規定

特定類型的 QFII，²⁰ 自其匯入足額本金之日起（未足額匯入本金者則以批准日 6 個月後起算），投資本金鎖定期為 3 個月，即在 3 個月內不得將投資本金匯出中國大陸境外；²¹ 其他類型 QFII 投資本金鎖定期為 1 年。

¹⁸ 申請合格境外機構投資者，應達到下列資產規模等條件：

- 資產管理機構：經營資產管理業務 2 年以上，最近一個會計年度管理的證券資產不少於 5 億美元。
- 保險公司：成立 2 年以上，最近一個會計年度持有證券資產不少於 5 億美元。
- 證券公司：經營證券業務 5 年以上，淨資產不少於 5 億美元，最近一個會計年度管理的證券資產不少於 50 億美元。
- 商業銀行：經營銀行業務 10 年以上，一級資本不少於 3 億美元，且最近一個會計年度管理的證券資產不少於 50 億美元。
- 其他機構投資者：成立 2 年以上，最近一個會計年度管理或持有的證券資產不少於 5 億美元。

¹⁹ 中國大陸國家外匯管理局亦對 RQFII 限制匯入金額不得超過經批准之投資額度。

²⁰ 包括養老基金、保險基金、慈善基金會、共同基金、捐贈基金、政府和貨幣管理當局等類型的合格投資者，以及 QFII 發起設立的開放式中國基金。

²¹ RQFII 限制投資本金鎖定期為 1 年。

(五) 證券投資比例限制

單一與所有 QFII 持有一家上市公司股票的持股比例分別不得超過該公司股份總數的 10% 與 30%，但境外投資者根據「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」對上市公司戰略投資標的，其投資持股不受前述比例限制。

二、滬港通與合格境外機構投資者之差異（詳參表 2）

(一) 投資者

港股通開放中國大陸內地投資者限於機構投資者、個人投資者在證券帳戶及資金帳戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元，滬股通則開放任何香港聯合交易所參與者；QFII 及 RQFII 以符合特定資格且經核准的境外機構投資者為限，個人則須透過前開金融機構進行投資。滬港通啟動後，將增加境外個人投資者的投資管道，有助於中國大陸資本帳邁向國際化。

(二) 投資商品範圍

滬港通可投資上海及香港特定範圍內指數成分股票；相較之下，QFII 及 RQFII 可投資金融商品範圍較廣，包括股票、債券、權證、固定收益產品、證券投資基金、股指期貨，以及其他經中國證監會允許的金融工具。

(三) 投資額度

在投資額度方面，滬港通設有整體市場的額度，個別投資者則不受限制；QFII 及 RQFII 所設定之總額度，則須分配與個別合格機構投資者。



表 2 滬港通與 QFII\RQFII 之差異

項目	滬港通	QFII\RQFII
投資方向	雙向交易（滬股通、港股通）	單向交易（境外至境內）
投資者	滬股通：所有香港市場投資者 港股通：中國大陸內地投資者限於機構投資者，以及個人投資者在證券賬戶及資金帳戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元	合格境外機構投資者
投資商品	上證 180、上證 360、恆生中型股、恆生大型股，以及同時在聯交所及上交所上市及買賣的 A+H 股	股票、債券、權證、固定收益產品、證券投資基金、股指期貨，以及經中國證監會允許的其他金融工具
投資額度	整體市場：限制 機構或一般投資人：無限制	整體市場：限制 機構投資人：限制
資金管制	— 每日額度及總額度之控管 — 無鎖定期（註 1） — 賣出證券所獲取之資金必須原路徑返回，不得留存於當地市場	— 個別合格境內、外機構投資者額度控管及總額度控管 — QFII 與 RQFII 鎖定期分別為 3 及 12 個月 — 賣出證券所獲取之資金得留存於當地市場
結算貨幣	人民幣	QFII：美元 RQFII：人民幣

註 1：「鎖定期」係指於特定期間內不得將投資本金匯出投資地區

資料來源：中國證券監督管理委員會、香港證交所，本文整理

(四) 資金管制

滬港通對資金實施所謂「閉合路徑管理」，賣出股票所獲得的資金須沿原路徑返回，不能留存於當地。QFII 及 RQFII 允許買賣證券的資金可以留在當地，但設定資金鎖定期，²² QFII 與 RQFII 鎖定期分別為 3 及 12 個月，其目的在於減少資金流動。

²² 即在特定期間內不得將投資本金匯出中國大陸。

肆、滬港通之影響評估

鑒於影響股市價量之因素錯綜複雜，²³ 難以僅從單一向分析滬港通對於其他地區資本市場的影響與衝擊。爰此，本文僅就資本市場規模排名，以及滬港通啟動前後時期，上海、香港與臺灣股票市場指數與成交值初步如下：

一、資本市場規模

(一) 滬港通可投資範圍涵蓋兩地證券達 8 成

根據 2014 年第 1 季香港證交所資料指出（詳參表 3），滬股通及港股通的市值占比分別約為 90% 及 82%，日均成交額占比皆達 8 成左右，已涵蓋大多數之股票。若滬股通未來運作順利，可能將擴大符合資格的股票標的，進而加速兩地資本市場之整合程度。

表 3 滬港通市值及日均值占比

項目	滬股通	港股通
股票總數	568	266
市值占比	90%	82%
日均成交值占比	80%	78%

註：1. 「市值占比」及「日均成交值占比」係指占上海交易所 A 股市值及日均成交值百分比，或香港交易所市值及日均成交值之百分比。

2. 股票總數截至 2014 年 4 月 10 日；市值截至 2014 年 3 月 31 日；日均成交額截至 2014 年第 1 季。

資料來源：香港交易所，本文整理。

²³ 若從宏觀的角度而言，包括整體投資市場供需、經濟景氣、國際油價、利率、匯率、物價、貨幣供給、進出口貿易額、資金流向、戰爭、天災、政治及心理等因素；從個別股票而言，包括整體產業發展、公司經營及財務狀況、投資者動向及消息面等因素。



(二) 滬港兩地股市交易值合計位居全球第 1 名

依據 2015 年 4 月世界交易所聯合會 (World Federation of Exchanges) 統計資料，上海與香港股市的規模加總後，成為全球市值排名第 2、交易值第 1 的證券市場，僅次於紐約證交所 (詳參表 4)。

近年來，中國大陸資本市場蓬勃發展。2015 年 4 月，上海及深圳證交所成交值分別為 2.8 兆及 2.0 兆美元，分別位居全球第 1 名及第 2 名。若中國大陸進一步推動上海、香港及深圳三地股市合併後，將成為全球市值排名第 2 (僅次於紐約證交所)、交易額第 1 的證券市場。由前述資料可知，中國大陸在推動境內股票市場整併後，將對全球資本市場版圖產生重大且深遠之影響。

表 4 2015 年 4 月全球主要股市市值、交易值及排名

單位：10 億美元

證券交易市場	市值 (排名)	交易值 (排名)
紐約證交所 (NYSE)	19,635 (1)	1,348 (3)
滬港通 (Shanghai - Hong Kong Stock Connect)	9,609 (2)	3,156 (1)
那斯達克交易所 (NASDAQ OMX)	7,237 (3)	990 (4)
東京證券交易所 (Japan Exchange Group - Tokyo)	4,946 (4)	480 (5)
歐洲證券交易所 (Euronext)	3,587 (5)	180 (7)
深圳證券交易所 (Shenzhen SE)	3,463 (6)	2,038 (2)

註：滬港通係以「上海證券交易所」與「香港證交所」合併計算。

資料來源：2015 年 4 月世界交易所聯合會，本文整理。

二、上海、香港及臺灣股市分析

(一) 上海及香港股市

為瞭解滬港通對於上海及香港兩地股票之價量影響，以下就滬港通宣布後（2014年4月10日）及制度啟動（2014年11月17日）前後期間進行比較分析：

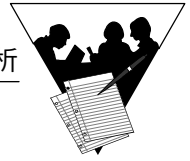
1. 股價指數漲跌幅分析（詳參表5）

自滬港通宣布後3個月（2014.4.10~7.10），滬股通成分股—上海證券180指數跌幅約6%，跌幅超過上海證券綜合指數的4.5%；此外，港股通成分股的表現亦不如大盤。觀察滬港通宣布後至正式啟動前1日（2014.4.10~11.14）期間，上海證券綜合指數及香港恆生指數分別上漲16.1%及3.9%，但滬港通成分股指數漲幅於此期間內皆低於大盤，各成分股指數未能帶動大盤股價指數上揚。

表5 上海及香港股價指數漲跌幅

期間	上海證券		香港恆生 指數	香港恆生	
	綜合指數	上海證券 180指數		大型股指數	中型股指數
滬港通宣布後至啟動前（2014.4.10~11.16）					
宣布後3個月 2014.4.10~7.10	-4.50%	-6.05%	0.22%	0.03%	-1.31%
宣布後至啟動前 2014.4.10~11.14	16.14%	13.64%	3.88%	3.14%	2.89%
滬港通啟動後6個月（2014.11.17~2015.5.15）					
啟動後3個月 2014.11.17~2015.2.17	31.24%	38.93%	4.15%	4.13%	2.88%
啟動後6個月 2014.11.17~2015.5.15	74.16%	81.11%	16.91%	16.55%	34.01%

資料來源：CEIC，本文整理



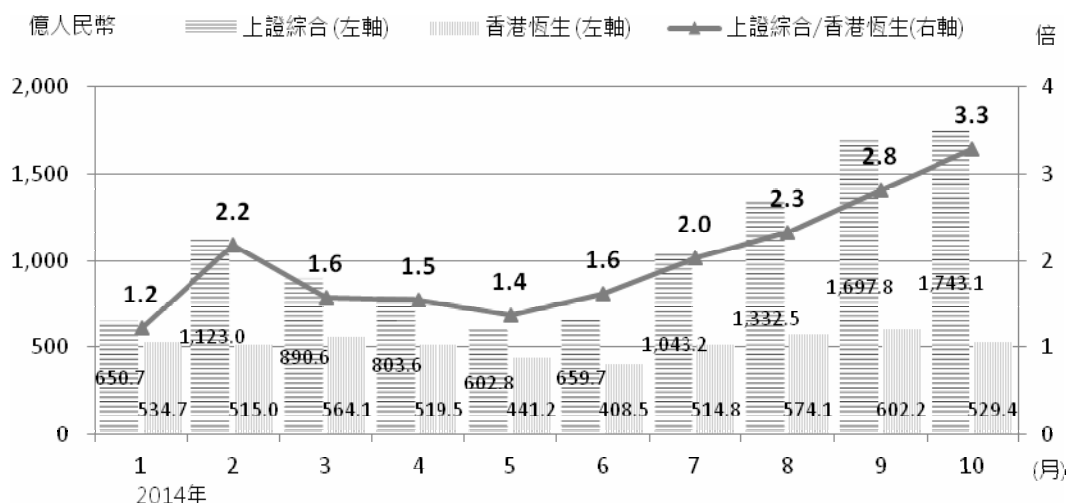
在滬港通啟動後 3 個月 (2014.11.17~2015.2.17)，上海證券 180 指數漲幅已達 38.9%，上海證券綜合指數則上漲 31.24%。滬港通啟動後 6 個月 (2014.11.17~2015.5.15)，上海證券 180 指數及上海證券綜合指數分別上漲 81.1% 及 74.2%，仍呈現走升趨勢；香港恆生中型股指數及恆生指數則在此期間分別上漲 34.0% 及 16.9%，漲幅低於上海股市。

2. 日均成交值分析 (詳參圖 1 至圖 2)

自滬港通宣布後，2014 年 6 月至 9 月期間，上海及香港證券市場日均成交值皆呈現穩定走升趨勢；2014 年 10 月，上海股市及香港恆生股市日均成交值較 4 月分別增加 116.9% 及 2.1%。觀察滬港兩地股市日均成交值相對倍數，其倍數由 2014 年 5 月的 1.4 倍增至 10 月的 3.3 倍，並呈現穩定增長趨勢，顯見在滬港通啟動前，上海股市日均成交值增長速度高於香港恆生股市。

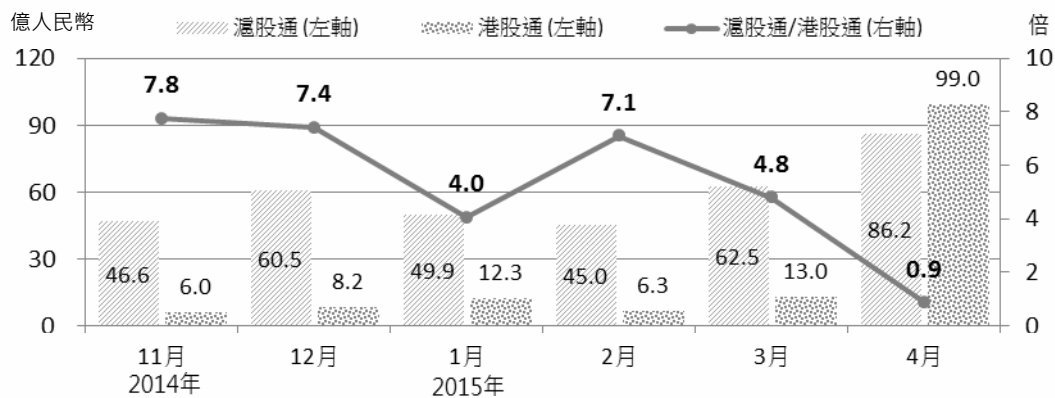
滬港通啟動後，在 2014 年 11 月至 2015 年 3 月之間，「滬股通」日均成交值約介於 45.0 億至 62.5 億人民幣 (詳圖 2)；「港股通」日均成交值則介於 6.0 億至 13.0 億人民幣，前者約為後者的 4 倍至 7.8 倍，已高於滬港通啟動前兩地股市日均成交值相對倍數。2015 年 4 月，受到中國人民銀行調降存款準備金率及放寬公開募集基金投資港股通等因素影響，²⁴ 滬股通日均成交值上升至 86.2 億人民幣，較前月增加 37.9%；港股通日均成交值增加為 99.0 億人民幣，較 3 月增加 661.5%。滬股通相對港股通日均成交值倍數，由 2015 年 3 月的 4.8 倍降至同年 4 月的 0.9 倍。

²⁴ 依 2015 年 3 月 27 日中國證監會發布「公開募集證券投資基金參與滬港通交易指引」，主要為規範公開募集證券投資基金參與滬港通交易的資格、程序、資訊披露、風險管理及內控制度等。



註：香港恆生日均成交值原始資料計價單位為港幣，本文以各月份日均匯率進行轉換，俾利比較與分析。
資料來源：CEIC、上海證券交易所、香港交易所，本文整理。

圖 1 香港恆生、上海證券綜合股市日均成交值



註：港股通日均成交值原始資料計價單位為港幣，本文以各月份日均匯率進行轉換，俾利比較與分析。
資料來源：CEIC、上海證券交易所、香港交易所，本文整理。

圖 2 滬股通、港股通日均成交值



3. 綜合分析

在股價指數漲跌幅分析方面，滬港通啟動半年後，滬港通成分股已逐漸成為帶動大盤指數上揚的主力。此外，觀察滬港通啟動前後 6 個月，上海證券綜合指數及上海證券 180 指數漲幅明顯高於香港恆生指數及相關成分股，推測中國大陸國內外資金經由滬港通管道投入上海資本市場，帶動滬股通股價及日均成交值上揚。

觀察滬港兩地股市日均成交值，市場資金在滬港通開通前 5 個月左右，已逐漸流向上海股市。滬港通正式啟動後，2014 年 11 月至 3 月間，「滬股通」及「港股通」日均成交值大致呈現上下波動走勢，且滬股通日均成交值約為港股通日均成交值的 4 倍至 7.8 倍，高於滬港通啟動前兩地股市大盤日均成交量的相對倍數，顯見資金持續朝北向流入。2015 年 4 月，受到中國大陸證券市場政策等因素之影響，滬股通及港股通股市日均成交值皆呈增長，港股通日均成交值首度超越滬股通，並較同年 3 月增加 6.6 倍，且各成分股指數明顯走升。²⁵

(二) 臺灣股市

1. 滬港通開通前後台股走勢

滬港通自 2014 年 4 月 10 日宣布後，台股 4 月平均股價指數及日平均成交值分別為 8,900 點及 922 億元，較 3 月分別增加 2.4% 及減少 1.6%；5 月至 7 月，台股價量呈現穩定上升走勢（詳參圖 3）；8 月至 10 月，受美股走跌、國際政治動盪及美國聯準會（Fed）縮減量化寬鬆規模等因素，台股呈現價量皆減。在滬港通

²⁵ 2015 年 4 月，滬港通成分股：上海證券 180 綜合指數、香港恆生中型股指數與大型股指數日均值，分別較同年 3 月上漲 20.4%、24.3% 及 12.8%。

啟動後，2014年11月至2015年4月之間，受到歐洲央行啟動量化寬鬆政策、美國就業市場持續改善下、中國大陸宣布全面調降存準率等因素影響下，台股月均股價指數由9,016點上升至9,680點，增加664點或7.4%；日平均成交值則由新臺幣730億元增為980億元，增加250億元或34.2%，這段期間內台股呈現價量齊揚走勢。



資料來源：金管會證期局。

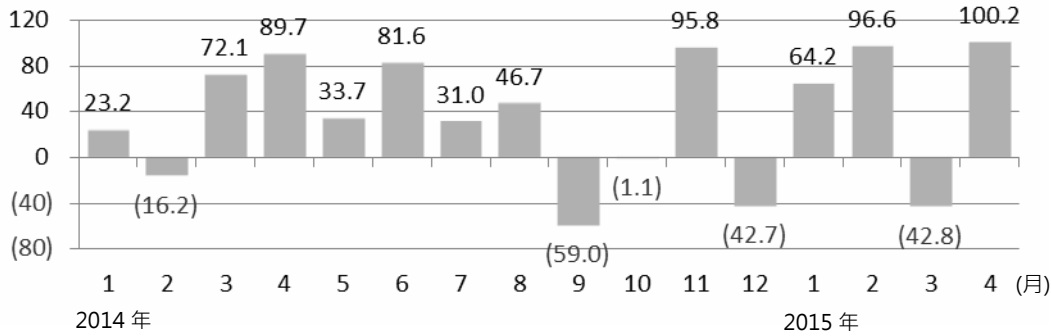
圖3 臺灣集中市場股市交易情形

2. 外資動態值得關注

根據金管會證券期貨局統計，截至2015年4月止，外資投入我國股市淨額達2,031億元、持有臺股市值占37.0%、集中市場外資法人交易金額比重占29.3%。自滬港通啟動後，2014年11月至2015年4月之間，外資於臺股買賣超互見。2015年4月，外資淨流入臺灣股市達新臺幣1,002億元（詳圖4），創下近22個月來新高，後續動態值得注意。



單位：新臺幣 10 億元



資料來源：金管會證期局。

圖 4 臺灣股票集中交易市場外資買賣超金額

伍、結論與建議

一、結論

「滬港通」在不改變中國大陸上海及香港資本市場規則及架構下，讓兩地投資者可直接交易對方的上市股票，開闢投資中國大陸的直接管道。滬港通除了吸引國際資金流入及企業上市、加速兩地資本流動，並為「滬港深」證券市場連結奠立基礎，有利於中國大陸拓展人民幣證券業務及加速人民幣國際化。

滬港通與 QFII/RQFII 在投資者資格條件、投資商品範圍、資金額度及管制等差異，皆有助於中國大陸推動資本市場逐步開放與擴大資金規模，彼此應不相互排斥。²⁶ 此外，由於滬港通投資範圍已涵蓋上海及香港股市市值、日均成交值占比達 8 成以上，且滬港兩地股市具有全球證券市場交易量排名首位的優勢，滬港通對於全球資本市場版圖產生重大且深遠之影響。

²⁶ 亦有部分論者認為：滬港通訂出開戶限制、資金流量控管與即時監控等機制，可能造成部分國際投資者繼續沿用 QFII 管道進入中國資本市場，或限量性的參與。

本文分析滬港通兩地股市大盤、成分股的股價指數漲跌幅與日均成交值，在滬港通開通前，上海股市走勢呈價量齊揚，香港股市價量則未見明顯波動，呈現「北熱南冷」的情形；此趨勢直到滬股通啟動後 5 個月（2015 年 4 月）才轉變。²⁷

二、建議

本文初步分析滬港通啟動前後台股走勢，若要進一步檢視滬港通是否對台股造成吸金效應，建議除評估中國大陸整體經濟情勢狀況、產業發展、企業盈餘等因素外，尚須考慮資金管制等議題，如：兩岸資金流動控管、滬港通總額度與每日額度是否放寬等。為因應滬港通可能的影響，以及開創臺灣資本市場的新局面，金管會持續推動活絡股市交易之措施與建立跨境證券交易平臺，相關政策說明、辦理情形及本文建議如下：

(一) 持續推動活絡股市交易之措施

為活絡股市交易，我國金管會業於 2014 年 6 月放寬證券商國際證券業務分公司（OSU）可承辦外幣有價證券及衍生性商品等業務，並於同年 9 月開放多項措施，其中包括開放證券自營商得以漲跌停板申報買賣股票、擴大平盤以下可融券賣出股票標的、開放當日沖銷交易等。

2014 年 11 月中旬起，金管會開放資券相抵不列入融資融券限額計算，提高投資人之單戶、單股融資融券限額及證券商業務避險之融券限額。2015 年 2 月，為使證券市場更加蓬勃發展，以提升國際競爭力，金管會規劃推動證券市場揚升計畫，計有 8 項策略、15 項措施，相關策略及措施詳如表 6。

²⁷ 2015 年 4 月，港股通日均成交值（99 億人民幣）首度超越滬股通（86.2 億人民幣）。



表 6 證券市場揚升計畫

策 略	措 施
暢通企業籌資管道	1. 開放股權性質群眾募資平台。
積極擴大資本市場	2. 吸引國內外優良企業來台上市櫃，打造具多元產業特色之籌資平台。
強化公司治理	3. 推動公司治理藍圖，提升公司治理水準及市場價值。
提升證券期貨商服務效能	4. 提升證券商交割專戶功能，以提供投資人一站式購足服務。
	5. 便利證券投資人及期貨交易人開戶及交易。
	6. 放寬「證券商辦理證券業務借貸款項」之融通標的及擔保品範圍。
	7. 擴大證券商借貸有價證券之券源。
營造更有效率交易市場	8. 放寬現股當沖標的範圍。
	9. 放寬股市漲跌幅限制至 10%，及訂定相關配套措施。
	10. 鬆綁融資融券限額，並研議擴大得為融資融券標的範圍。
	11. 推動台星跨境交易。
	12. 檢討放寬財團法人得投資台股 ETF。
建構多元化商品	13. 推動雙幣 ETF、人民幣匯率期貨、指數股票型期貨信託基金等商品；研議開放證券投資信託事業發行連結國內 ETF 之開放型基金；加強與國外機構合作推動期貨新商品。
強化周邊機構合作	14. 整合證券期貨周邊單位資源，行銷台灣資本市場，並提升市場運作效能。
研議合理交易成本	15. 委請公正研究機構研議符合證券市場長遠發展之合理交易成本。

資料來源：金管會。

(二) 積極建立跨境證券交易平臺

2014年11月滬港通啟動時，針對市場預期恐吸引臺股資金之疑慮，金管會提出「大三通」因應措施，²⁸即臺星通、臺日通及臺英通等跨境證券交易市場合作。其中，金管會亦將「推動臺星跨境交易」列為證券市場揚升計畫的重點業務，以擴大證券市場交易規模及提升國際競爭力，並利後續與其他市場進行跨境合作。

1. 臺日研議跨境交易平臺

臺灣證交所於2014年8月25日舉辦「TWSE JPX 2014資本市場合作論壇」，邀請日本交易所執行長來臺洽談合作機會。金管會表示已將資本市場國際化列為重點項目，推動項目可能包括臺日共同開發新產品、推動雙向掛牌、研議跨境交易平臺等。

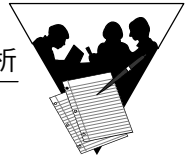
2. 臺英擬建立跨境合作機制

臺灣證交所於2014年9月1日率團拜訪倫敦證交所，雙方對於市場推廣合作、跨境交易及人民幣計價商品之合作等方面交換意見。由於臺灣擁有人民幣資金充足之優勢，而倫敦在發展多幣別商品擁有經驗，藉由兩地交易所促進人民幣相關商品之合作，將可創造多元化的投資選擇。

3. 「臺星通」將啟動跨境連線

臺灣證交所及新加坡交易所2014年9月10日簽訂意向書後，正式啟動臺星跨境連線交易合作案。2015年4月29日臺灣證券交易所成立國際通證券(股)公司籌備處，並預計於同年7

²⁸ 依據中國時報2014年11月14日「迎擊滬港通，金管會提大三通」報導，金管會表示將積極推動臺星通、臺日通及臺倫通等三大臺股直通車，為臺股引進資金。



月啟動臺灣與新加坡跨境股票交易平台（臺星通）。²⁹ 雙方將以「共同行銷」、「相互掛牌」等方式合作，初期將選定雙方市場中交易量大、流動性高且具有指標性的權值績優股，以及投資風險低的 ETF 作為投資標的。藉由臺灣具科技、傳產與服務業優勢，與新加坡金融及港務產業基礎厚實，雙方市場產業互補性高，可藉此吸引投資人參與彼此市場。

（三）推動跨境證券監理合作之建議

進行跨境合作之雙方主管機關宜就公開信息揭露、交易方式、交易時間等內容，制訂明確規範及研擬配套措施，並確保兩地市場參與者（證券商）符合相關規則、技術及系統要求。此外，透過持續溝通跨境金融監理合作、資訊共享機制與跨境執法等相關議題，並規劃處置方案及簽訂合作協定，妥善處置擴境交易過程中出現的重大或突發事件，以確保跨境證券兩地投資人權利。

²⁹ 臺灣與新加坡雙邊交易所將採取各自設立特殊目的機構（Special Purpose Vehicle, SPV），由雙方 SPV 直接相互傳輸交易委託資料至兩國交易所，及款券交割指示至兩國結算交割機構，並由兩國集保公司直接協辦其國內投資人買賣對方市場股票之後續作業。

參考文獻

1. 顧瑩華、劉大年 (2010),「大陸對外投資趨勢與策略以及對台灣的影響」,中華經濟研究院。
2. 上海證券交易所網頁「滬港通業務投資者業務專區」網頁 (2014),
<http://edu.sse.com.cn/col/shhkconnect/home/>
3. 中國證券監督管理委員會 (2014),「滬港通相關知識介紹及問題解答之二」,
2014年6月4日。
4. 中國證券監督管理委員會 (2014),「滬港通相關知識介紹及問題解答之三」,
2014年6月4日。
5. 林詠喬、蔡佩伶 (2014),「TWSE JPX 2014 資本市場合作論壇紀實」,證券服務,第629期。
6. 香港證券及期貨事務監察委員會 (2014),「中國證券監督管理委員會香港證券及期貨事務監察委員會聯合公告」,2014年4月10日新聞稿。
7. 鉅亨網 (2014),「2007年直通車消息,港股3個月狂漲1萬點至31,958歷史高位」,2014年4月11日。
8. 孫嘉臨 (2014),「臺灣證券交易所與新加坡交易所意向書簽約典禮紀實」,證券服務,第629期。
9. 黃敏助 (2014),「滬港通對台灣證券市場的影響」,證券公會季刊,103年第3季,頁34~137。
10. 臺灣證卷交易所 (2014),「台日資本市場論壇」,2014年8月22日新聞稿。
11. 臺灣證卷交易所 (2014),「證交所與倫敦證交所擬建立跨境合作機制,推動台灣資本市場國際化」,2014年9月2日新聞稿。
12. 臺灣證卷交易所 (2014),「台星跨境交易,共榮兩地市場」,2014年9月10日新聞稿。
13. 臺灣證卷交易所 (2015),「國際通證券公司籌備處正式成立,全力推動台星通」,2015年4月29日新聞稿。
14. 李述德 (2015),「從國際通證券公司成立看國際發展合作」,證券服務第637期,頁4~5。
15. 香港交易所「滬港通」網頁 (2015),
http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/chinaconnect/chinaconnect_c.htm。