

中國大陸啟動「滬港通」的意義與影響

The Research of “the Hong Kong and Shanghai Stock Exchange”: Significance and Effect

張弘遠 (Chang, Hong-Yuan)

致理技術學院國貿系副教授

壹、「滬港通」的原委

為了進一步落實人民幣國際化的需要，近年來北京方面開始推動資本帳開放、匯率彈性調整、金融業自由化等等做法，在這個戰略脈絡之下，遂有所謂的「滬港通」（滬港股票市場交易互聯互通機制的試點）的推出，所謂的「滬港通」指的是：上海交易所和香港交易所允許兩地投資者，通過當地證券公司（或經紀商）買賣規定範圍內的對方交易所上市的股票，是滬港股票市場交易互聯互通機制，其制度設計包括了滬股通以及港股通兩部分。

在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決定批准開展「滬港通」，按照協議，滬港雙邊經過6個月準備期之後，此一制度將於10月份正式開通，然而由於香港占中事件的影響，遂延期到11月17日才正式啟動。

目前此一制度仍屬於試點階段，大陸與港府雙邊對於投資額度實行總量管制，並設定每日交易上限，「滬股通」總額度為3,000億元人民幣，每日交易金額設定為130億元人民幣。「港股通」總額度為2,500億元人民幣，每日交易金額為105億元人民幣。港府要求在試點階段初期，參與港股通的境內投資者僅限於機構投資者、證券賬戶及資金賬戶餘額合計不低於人民幣50萬元的個人投資者。

在投資標的上，上海股市開放568檔的A股作為投資標的，而香港則開放226檔港股作為投資標的，投資者在股票出脫後所得之資金須立刻匯回，不得流至上海或香港以外。若就股市投資者的生態進行分析，香港股市投資者主要

多為法人投資機構，而上海股市則多為個人投資戶。也因此，外界判斷，「滬港通」之後，初期從香港股流入上海股市的資金應該較多，而上海股市資金挹注香港的數量較少。但即便如此，「滬港通」的啟動象徵著香港股市與上海股市間交互投資的渠道正式連結，此後外界投資者可透過滬股通的平臺直接投資大陸 A 股，而內地投資者也可以經過港股通的平臺匯出資港股，雙邊資本市場開始整合。「滬港通」一方面強化香港作為人民幣離岸中心的地位，另外一方面也讓大陸資本市場獲得更多的成長動力。

此外，「滬港通」也為大陸股市帶來利多的消息，再加上人民銀行宣布降息的刺激，大陸上海、深圳兩地股市從 11 月 17 日 3,497 億元人民幣的成交總量迅速上升，在 12 月 5 日兩地成交總值則高達 10,741 億元人民幣，短期間內，大陸股市前景令所有股民深切期待。

貳、「滬港通」政治經濟意含的解讀

何以大陸經濟發展會需要「滬港通」？這個經濟政策背後所蘊含的意義又是為何？首先，若從總體經濟的角度來看，自習近平主政以來，大陸經濟進入深化改革的階段，為了理順經濟結構，盤整產業經營能力，大陸當局採取緊縮信貸的方式來處理，期望透過此舉能讓過往依賴政府投資或廉價信貸而獲利的廠商慢慢退出市場，這個戰略指導讓人民銀行開始緊縮流動性，但這種做法卻一下子讓資本市場出現流動資金緊缺的情況，特別是，為了整理地下金融與影子銀行，人民銀行相關政策直接影響了許多中小型銀行的借貸成本，進而造成銀行間拆息上升，降低了相關金融機構的營利能力，並使得民眾憂慮信貸緊縮情況的出現。

面臨經濟成長減緩的壓力，雖然中共高層多次向民眾指出，這種較低的經濟成長率將成為中國大陸經濟的「新常態」。但在習慣處於快速經濟成長格局的大陸民眾與投資者眼中，低速成長已經導致廠商投資與居民消費等行為改變，這將會造成總需求不足並引發通貨緊縮的現象，更會對大陸政府寄與厚望的內需市場建構產生負面影響。

為了避免民眾預期心態影響實質經濟，大陸官方必須在短期內釋放足以改變民眾偏好的訊息，透過「滬港通」的開啟，增加大陸資本市場的投資力道，倘若此舉奏效，則將能活絡資本市場，帶動民眾投資與消費的意願。

其次，在人民幣國際化的戰略佈局設計中，發展離岸金融中心是成敗的主要關鍵，目前倫敦、新加坡、紐約與香港等地已然成為全球人民幣結算的重要

市場，為了進一步強化人民幣國際化的交易需求，推動境外金融機構投資中國大陸資本市場便成為合理選項，目前大陸官方已經提供香港合格之專業投資機構兩千七百億元之投資額度，如今再加上「滬港通」的三千億元投資額度，這無疑將會對香港發展人民幣離岸金融中心帶來更多幫助。

再者，「滬港通」若能順利帶動資金挹注大陸資本市場，這將能夠讓優質廠商可以透過直接金融而滿足資金需求，降低緊縮信貸對於廠商所可能生的衝擊，同時也透過香港法人投資來為上海股市引入更多規範性的作為，此舉將有利於提升上海股市在全球資本市場中的排名與地位。

最後，透過「滬港通」將可有助於上海自由貿易試驗區的發展。近期大陸經濟景氣持續低迷，無論是從鐵路運輸總量、廠商用電量與信貸數量等各項指標來檢視，大陸實體經濟現況已經是從低速到低迷，這個狀態若持續發展下去將不利於政府施政穩定，為此大陸官方也開始有所擔心，而更重要的是，上海自由貿易試驗區是大陸高層經濟施政的重點項目，近來因為總體經濟的不振，使得上海自貿區的發展進程亦隨之延宕，特別是金融產業的觀望氣氛濃厚，改革與發展正是上海自貿區的發展重點，如今所推出的「滬港通」將可為上海自貿區的金融改革帶來更多的機會。

參、結論

當前中國大陸經濟正在進行結構重整的階段，習近平、李克強等中共領導人透過貨幣緊縮與整理財政的方式來收縮過往過度膨脹的經濟泡沫，但是面對政治權力集中的過程，統治者需要相對穩定的經濟環境才能夠獲得必要的支持，如此一來則出現了兩難命題：過往大陸經濟發展惡化了所得分配，生產要素貢獻程度也日趨下降，為此必須要改變經濟發展模式，但這將會使得經濟成長減速，然而習近平的權力競逐需要民眾支持，不能因經濟欠佳而導致民怨出現，如此一來，不改不行，改了又可能為人批評，那麼該如何尋找一個適當的對策？這便成為中共當局的重要任務，而就目前各種政策方向來看，「自由化」則是其主要的方向。

如何透過自由化的做法來滿足上述兩難命題？就「滬港通」的做法來看，透過開放部分資本市場，引入境外資本、帶動股市買氣，以此來創造大陸資本市場的活絡氛圍，特別是2013年，由於政府改變經濟發展模式與總體經濟不振所影響，上海股市的表現不佳，其總體成長較2012年下降了6.75%，這種表現在亞洲各國的資本市場中可算是敬陪末座。然而在「滬港通」等一連串利多

消息刺激之下，近來上海股市的表現突飛猛進，更帶動了 A 股的交易熱度，雖然這一波的股市表現與實體經濟現況有所出入，但股市熱度的現象若是能夠持續，則可能引發民間消費與廠商投資，如此則亦可能為經濟成長注入新的活水源頭。

除了對上海股市提供刺激成長的因素之外，「滬港通」也透過連結香港資本市場的方式向國際再次重申人民幣國際化的戰略進程，這個開放的作為也確保了香港金融產業未來發展的機遇，同時透過利益分享的方式與香港資產階級強化連結，確保未來香港對於中國大陸經濟之間的依賴關係。

綜觀「滬港通」的制度設計，其所屬於「金融產業自由化」的範疇，這是大陸經濟改革中的重要命題，牽涉到資本供給與財富分配等兩個重要的領域，前者屬於生產要素的經濟行為，後者屬於社會公平的社會行為，而「滬港通」藉助境外資金挹注與資金交易平臺的搭建，透過直接金融的方式降低資本要素分配的交易成本，讓生產要素分配更加合理，可以有效的改革金融體制，同時創造民眾資本交易所得，可以算是一舉兩得的難得之舉，但「滬港通」是否能夠有助於財富的公平分配？參考他國經驗以及大陸當前政經環境，恐怕前景不甚樂觀。

「滬港通」所帶來的效應雖然還在醞釀之中，但鑑於國際資本需要更多的投資管道，以及大陸 A 股市場價值長期低估的兩個因素，「滬港通」對於大陸資本市場所產生的影響將會越來越大，再加上，當前大陸銀行緊縮信用，致使企業資金借貸出現問題，由於政府無意擴大投資，廠商取得資金的管道勢必從間接金融轉換到直接金融，因此大陸有動機進一步開放其資本帳，未來引入境外資本挹注中國經濟的個案將會越來越多。

更重要的是，鑑於上海自由貿易實驗區為習近平、李克強等領導人高度重視的經濟施政，執行成效至關重要，「滬港通」的啟動將可有助於活化上海金融市場，姑且不論其未來影響，但從政治的角度來看，「滬港通」無疑是正確的符合當前政治環境的氣氛。

最後，當海外資金可以藉香港資本市場循著「滬港通」路徑而進入大陸 A 股市場進行投資時，那麼這對於臺灣經濟的影響會是什麼？短期內，或許因為外資對於大陸 A 股市場投資標的陌生而不至於對我方產生資金排擠的影響，但是長期發展下來，影響將會日益顯著，再加上受到兩岸服務貿易協議尚未生效的影響，臺灣 RQFII 所能使用的 1,000 億元人民幣額度無法正式使用，其結果則有可能將會造成臺灣股市資金外流以及外資減少挹注等問題。