

大陸 A 股納入 MSCI 對兩岸三地股市的影響

文／李沃牆

A 股四度扣關終於達陣

全球主要指數公司，MSCI (Morgan Stanley Capital International, 明晟指數) 於本 (2017) 年 6 月 21 日宣布，從 2018 年 6 月開始，將 222 檔大陸 A 股正式納入 MSCI 新興市場指數 (參考表 1) 和 MSCI 明晟全球指數 (ACWI)。基於 5% 的納入因子 (參考表 2)，這些 A 股約占 MSCI 新興市場指數 0.73% 的權重；未來還考慮納入 195 支中型股；對中國大陸而言，這應是繼去年人民幣取得 IMF 特別提款權 (SDR) 資格後，資本市場國際化的另一項重要里程碑。

回顧 A 股，自 2014 年起三度叩關 MSCI 新興市場指數失敗，看似跌破不少專家眼鏡，其實結果早有脈絡可循。包括政府過度干預、人民幣走貶、中國大陸經濟成長下行疑慮、市場因素及企業壞帳升高等因素；原以為

去 (2016) 年有望，但外資所垢病者為中國大陸對市場的一些限制，如對於 A 股掛鈎的金融商品在海外上市之預先審批權，並沒有進展。詳言之，中國大陸規定外國投資者在推出 A 股對沖產品前，必須事先獲得上海證券交易所和深圳證券交易所認可；外資認為這是一種反競爭措施。此外，中國大陸對於 QFII (合格的境外機構投資者) 每月匯出資金總規模規定不得超過上一年度境內資產 20% 的限制，對外資進出 A 股市場是一大障礙。其他如股災期間所施行的停牌、復牌規定及股市熔断機制也為外資留下陰影。

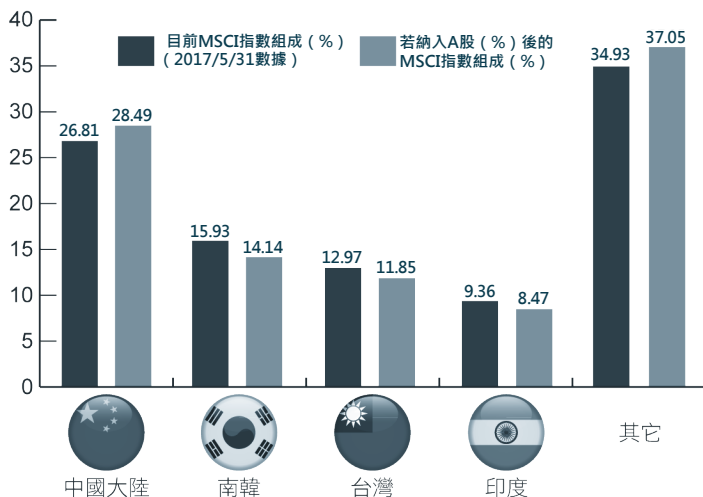
表 1 MSCI 新興市場指數組成地區及國家

地區	美洲	歐洲、中東及南非		亞洲	
國家	巴西 智利 哥倫比亞 墨西哥	捷克共和國 埃及 希臘 匈牙利	卡塔爾 俄羅斯 南非 阿拉伯聯合大公國	中國大陸 印度 印尼 南韓 馬來西亞	巴基斯坦 菲律賓 台灣 泰國

資料來源：MSCI, <https://www.msci.com/emerging-markets>

表2 MSCI新興市場指數納入A股後的權重變化

資料來源：<https://www.google.com.tw>



此次能夠成功的因素，主要是國際投資者廣泛認為中國大陸A股市場已有顯著改善，另外是著眼於MSCI指數背後有大量的ETF指數基金被動跟蹤中國大陸A股。據悉，MSCI全球機構客戶約7,500名，包括大型養老基金、對沖基金、資產管理公司、投資銀行及商業銀行等。在北美及亞洲，超過90%的機構性國際股本資產以MSCI指數為標的。目前全球以MSCI指數為標的資產規模超過9兆美元，其中以MSCI新興市場指數為基準的基金共計1.5兆美元；而直接跟蹤MSCI中國大陸指數的指數型基金和公募基金就有49檔，規模合計超過140億美元。另一種說法是，MSCI可能是基於政治平衡的目的而給予扣關失敗三次的中國大陸政府面子。

對中國大陸及香港股市的利多影響

A股於2014年11月17日「滬港通」後量價齊揚，但融資餘額也在一年內增加了1.86兆人民幣，意謂在幾千萬散戶參與下，市場籌碼相當零亂；炒股歪風更是充滿整個社會，再加上中國大陸經濟成

長減緩以及2015年6月中MSCI未將A股納入導致國際資金大量流出等種種因素，終於在該年6月12日創下5,166.35的收盤高點後（如圖1所示），出現較大的獲利賣壓。自此，A股由高空墜下至7月8日的3,507點，跌幅逾三成。中國大陸官方出動國家隊救市，採取多種措施。簡單來講，就是「只准買不准賣」，甚至請公安入市，打擊空頭。

根據統計，在陸股劇烈動盪期間，光透過滬股通管道撤離的外資，就超過新台幣2,200億元；若再加上QFII與RQFII等管道，金額更為可觀。雖事過境遷，但A股在這一年多來持續低迷，未見起色。而市場冀望已久的「深港通」於去（2016）年8月獲國務院總理李克強批准，這是繼「滬港通」開通後，中國大陸進一步對國際投資人開放。深圳（深）、香港（港）、上海（滬）三地股市就此完成互聯互通，開創證券市場新局。所謂「深港通」就是陸股深圳市場與港股互通，即兩地投資人可透過券商，買到在對方股市掛牌之特定股票，包括：

1. 深股通：市值60億人民幣以上深股及當地上市的

圖1 上證A股走勢



資料來源：<https://www.google.com.tw>

A+H股；2. 港股通：包括恒生大型股、中型股、市值50億港元以上小型股指數成分股及A+H股。

中國大陸A股已躍居為僅次美國的全球第二大市場，市值達7.5兆美元；在A股納入MSCI後，將有以下幾點正面的影響：

1. 由於許多外資法人投資新興股票市場之績效標竿為MSCI指數，外資法人必將A股納入其國際投資組合中；進而提振全球投資人對中國大陸境內股票的興趣。
2. 有利於在中國大陸建立全牌照證券業務的外資券商，持續耕耘機構投資者與高淨值客戶的金融機構。
3. 據華爾街日報報導，當前全球追蹤MSCI明晟新興市場指數資金約1.6兆美元。而MSCI估計，納入大陸A股最初可能會有170億美元左右資金流入中國大陸股市。未來若MSCI的A股納入比例提高至100%，預測將會帶來累計約3,000億美元的新增資金流入，亦可為人民幣國際化助一臂之力。
4. 中國大陸政府很有可能是利用MSCI，讓外資進入A股市場，進一步倒逼中國大陸企業進行公司治理的改革。若然，長期也是有利於A股市場的正

面發展。

5. 對港股而言，因先前有「滬港通」及「深港通」利多加持，再加上MSCI納入後A股後，大型指數公司皆已納入A股，香港市場將因扮演聯外角色而益形重要。港股目前規模近29兆港元，其中H股市值約占2成；若加上即將啟動的「債券通」，估計未來五年將吸引8,000億美元資金，將大幅改變港股的生態及國際競爭力。此外，香港也是全球最大離岸人民幣中心和跨境貿易人民幣結算中心。

綜合而言，伴隨著A股納入MSCI，及一帶一路大戰略的推動，將有助於動中國大陸的經濟成長及股市再創榮景。

對台股影響 長期排擠效應大於短期

平情而論，台股日成交量千億在過去實屬稀鬆平常，但自2009年後即呈現下降趨勢；特別是2012年復徵證所稅後更是急轉直下。2014年11月「滬港通」後，複委託資金流向港股日趨明顯。據統計，2012至2015年間，不少每季成交金額達5億以上的大戶及1至5億的中實戶人數流失、台股交易人數及交易戶數，各減少了47.5萬人及76.4萬戶；

2015年國內證券商複委託買賣海外有價證券總成交金額達新台幣1.7兆元，創下歷史新高。其中，香港及大陸複委託金額加總即高達4,065億元，突顯資金排擠效應之嚴重。此外，台灣金融帳已連續27季淨流出，累計外流資金逾9兆台幣，將近國內GDP的一半。儘管近年來金管會陸續釋出開放券商自營部位漲跌停板時可進出股票、擴大平盤以下可融券及借券檔數、開放現股雙向當沖、當沖稅率減半、放寬信用交易措施及提高漲跌幅至10%等措施；但至今卻不見量能有明顯擴大之效。近期，證交所擬推出逐筆交易、股市延長交易及交易單位縮小等重大交易制度改革；同時，也開放定期定額投資ETF及個股；雖然目標均在於活絡股市，但是否對症下藥，頗值商榷。雖然，台股目前站上萬點數日，但日平均成交量仍不足千億元，散戶也較以往無感。

客觀上來看，造成成交量減少的原因不一而足，除上述因素外，部分資金跑到期貨市場也有影響，但台灣稅費負擔較鄰近國家為高，影響投資意願卻是不爭的事實。例如：1.台灣投資人交易成本偏高，其所繳納的稅費占賣出金額比例較香港、大陸、新加坡及日本，甚至美國為高，實不具競爭優勢。2.股利所得可扣抵稅額減半並收取2%股利所得補充保險費，簡直多剝了一層皮；又自2015年起股利所得併入綜合所得累進課稅最高稅率提高到45%，足讓投資人退避三舍；3.國內一般散戶的稅費負擔高於外資或本土法人，使得個人投資者改變投資型態，假外資時有所聞；這不僅有失公平性，亦影響資本市場正常發展。

筆者以為，A股納入MSCI新興市場指數對台股而言，短期影響雖不會立竿見影，但長期將對市場產生排擠效應，不可不慎。茲分析如下：

（一）短期影響不大

因A股的實際納入時間將為2018年6月，尚有近一年時間；在此期間市場將有足夠時間消化消息

及調整部位。雖然台股在MSCI相關指數權重受中國大陸與印度市場權重上升影響，屢被調降，但外資近年來仍持續買超台股，並將台股推升上萬點，顯示台股的許多特色及優點，吸引歐美主動式操作的基金。另一方面，A股從部分納入到全部納入，至少也需要7到10年時間；因此，A股入MSCI對台股短期影響不致於太大。加上國外主動式基金早已透過QFII（合格境外機構投資者）投資中國大陸股市，被動式基金短期內轉向中國大陸金額也有限。

（二）中長期產業排擠效應

據估算，A股占新興市場指數權重將由0%提升至0.5%，此將使台股權重被排擠掉0.1%，而依據目前追蹤MSCI新興市場指數基金資產管理規模約1.5兆美元估算，將影響資金流出台股約15億美元，占外資目前持有台股4,000億美元資產的0.38%，相當顯著，可以由以下3點原因看出：

1. 只要被MSCI納入指數，全球的資金就會跟著調整部位；有鑑於此，長線來看，市場人士認為中國大陸在新興市場的權重，將由現在的26.81%拉高至40%；而台灣有可能會從現在的12.97%降至9.7%，徒使台股被邊緣化的機率升高。
2. A股納入MSCI代表大陸在金融市場將更為開放，長期可能讓外資捨台股中，對台股產生排擠效應。
3. 目前外資要進入中國大陸股市只能透過申請合格外國投資機構資格（QFII），或透過滬港通、深港通，由香港股市買賣上海、深圳股票；但隨著大陸股市的陸續開放，A股在MSCI新興市場指數的權重將逐年調升，外資投入也會明顯加大，勢必不利於股市發展。

那麼，台股面對未來可能的衝擊，唯有加速健全稅制的改革，產業轉型升級，提升國際競爭力，才能免於被邊緣化的危機。☘

（本文作者為淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心副主任）