



十九大中國大陸 金融市場開放對台影響

◆文／李沃牆

淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心副主任

中共十九大無論對習近平或是中國大陸的政經發展都是一個新的里程碑。經濟上要達成兩個百年目標，邁向先進國家之林，務必要在政治、經濟及金融改革上有突破性的改革及開放。本文將著墨於中國大陸金融市場的開放政策，並逐一分析其可能對台之影響。

人行趨向貨幣緊縮 央行宜密切觀察

2008 年全球金融海嘯後，美、中、歐、英、日等國均不約而同實施量化寬鬆政策（QE）。然而，在經濟漸走向復甦後，物價開始回升；而聯準會（Fed）於 2014 年 10 月底宣布 QE 退場，並於隔年底啟動升息一碼（0.25%）；這也是美國近十年來第一次升息，正式宣告零利率時代結束。之後，2016 年底再度升息一碼、2017 年升息三次。目前，基準利率目標區已升至 1.25%-1.5% 之間，市場預期 2018 年可能還會升息二至三次。除了升息，Fed 更啟動縮減資產負債表，這些舉措無非意謂貨幣政策已遠離寬鬆而步向緊縮。

值得注意的是，中國人行為了降低企業負債，也放任貨幣市場資金吃緊，利率上升。在 Fed 於 2017 年 12 月 14 日拍板升息 1 碼後，人行也出招因應，包含逆回購、MLF（中期借貸便利）等，公開市場操作利率全線上調 5 個基點。在 2017 年 12 月中召開的年度中央經濟工作會議也強調：「穩健的貨幣政策要保持中性，管住貨幣供給總閘門，保持貨幣信貸和社會融資規模合理增長，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定，促進多層次資本市場健康發

展，為實體經濟服務，守住不發生系統性金融風險的底線」。人行貨幣政策將趨向緊縮，不僅人民幣匯率益加振盪，連帶影響資金市場流動性；這對台灣的人民幣存款及人民幣儲備的資產變化，還有貨幣市場波動或多或少產生影響，央行宜密切觀察人行未來的舉措。

雙率市場化對台股匯影響不容忽視

金融市場改革開放是一條漫漫長路，台灣自 1980 年代即實施雙率自由化，遠較中國大陸為早，足為其借鏡。中國大陸自 2005 年啟動匯改，在十八大期間推動雙率（利率及匯率）市場化。利率市場化指的是政府放開對存貸款利率的直接行政管制，解除對銀行存貸利差的保護，以供求關係來決定市場的資金價格。中國大陸的利率市場化改革是「先外幣、後本幣；先貸款，後存款；先長期、大額，後短期、小額」循序漸進。其改革的目標是建立由市場供求關係，決定金融機構存、貸款水平的利率形成機制；人行通過運用貨幣政策工具調控和引導市場利率，使市場機制在金融資源配置中發揮主導作用。

1996 年到 2011 年間，共完成了外幣存貸

款、銀行間市場、債券市場等的市場化。又自 2013 年 7 月 20 日起全面放開金融機構貸款利率管制。2015 年 10 月份放開存款利率上限後，完善利率形成和調控機制。2016 年則著重在督促金融機構進一步提高自主定價能力，根據市場供求關係決定各自的利率，不斷健全市場化的利率形成機制、完善央行利率調控和傳導機制，疏通利率傳導管道，提高央行引導和調控市場利率的有效性、針對個別非理性定價行為進行必要的行業自律和監督管理，防患於未然。十九大後將逐步完善利率市場化目標，並建構一個中國特色社會主義市場利率體制。市場利率化及人民幣國際化對台灣金融市場影響是，人民幣存款將受其利率及國際化程度而增減；對人民幣匯率或利率計價的金融商品，如保單、寶島債、ETF、期貨、選擇權價格的波動影響將更為巨大，風險自然加劇，甚至影響股匯市及金融市場，不可輕忽。

A 股在 MSCI 權重增 台股應防磁收效應

繼「滬港通」、「深港通」後，中國大陸也開放「債券通」，為資本市場注入新活力，將有利於國際資金入市。其中，人民幣債券市場是目前全球第三大債券市場，規模達 7.1 兆美元，惟外資參與度僅占 3%。中國大陸正逐步對國際投資者開放市場，待債券市場全面開通後，外資持有量有望在 2020 年增至目前的 3 倍，相當於其國內生產總值的 8.5%。因債券市場是形成貨幣政策、基準利率的基礎市場；也是中國大陸重要的金融開放切入點，未來還要加入國際債券指數，勢必會成為金融開放焦點。股市方面，在 MSCI 明晟指數於 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 新興市場指數和 MSCI 明晟全球指數 (ACWI) 後，無非也是繼人民幣取得 IMF 特別提款權 (SDR) 資格後，資本市場國際化的重大突破。由於資金效應發酵，A 股由 2017 年



▲ 2017 年 7 月 2 日，連通香港與大陸債券市場的「債券通」上線，預估未來 5 年可吸納 8 千億美元投資大陸債市。

▼配合「一帶一路」政策，中資銀行於沿線地區廣設分支機構，圖為中國農業銀行新疆喀什支行前一行人走過。



低點反彈，至今漲幅已逾 12%；預計未來五年至少有 2,000 億美元資金流入 A 股。

市場也預測 2020 年大陸全年消費將達到 47.6 兆元人民幣的規模，顯示市場成長空間仍十分龐大，對 A 股相關產業獲利將有極大助益。若加上十九大後的市場開放及相關的金融改革措施，預料 A 股仍將持續穩步上漲，後市可期。令人憂心的是，台股雖然已站上萬點多日，但主要係由外資撐起半天邊；外資一旦轉向進入 A 股市場，台股將面臨失血危機，尤應持續健全市場，吸引資金進場。

開放金融市場准入 台資銀行壓力倍增

中國大陸銀行業近年來「走出去」的步伐明顯加快，覆蓋地域不斷擴大，海外戰略佈局已見雛形。其實在「十二五規劃」也提出了「加快實施走出去」戰略，逐步發展中國大陸大型跨國公司和跨國金融機構，提高國際化經營水準。在繼續推進和優化中國大陸銀行業海外佈局的重要戰略機遇期，透過國家層面引領和指導中資銀行走出去戰略佈局，有助於中國大陸

進一步擴大對外開放，充分利用國內國外兩個市場和兩種資源，更大程度地參與國際分工和國際市場競爭。

中國大陸銀行業海外經營重點包括：提供重點客戶資金支持，企業境外投資貸款，承包工程貸款，貿易融資，財務諮詢等一般性金融服務；加大人民幣跨境結算步伐，提供全球化不間斷的資金交易服務。據大陸銀監會統計，截至 2016 年底，共有 22 家中資銀行在海外 63 個國家和地區設置了 1,353 分支機構，其中一級分支機構 229 家；此外，共有 9 家中資銀行在 26 個「一帶一路」沿線國家設立了 62 家一級機構，其中包括 18 家子行、35 家分行、9 家代表處（註 1）。因沿線國家多數都是發展中國家和新興經濟體，涉及的基礎設施等項目建設資金需求量大。中國大陸的銀行通過推進金融機構互設，貿易和投資相關的金融需求得到更好滿足，也有助於中國大陸前期投資資金產生良好回報。

準此以觀，十九大期間，中國大陸銀行海外布局將再擴大。而在川普在 11 月中結束北京訪問行程後，大陸當局立即加碼宣布金融業將大幅度對外開放，在新一輪開放措施實施的三到五年後，外資在大陸投資銀行、證券、保險都將不再面臨持股比例限制；包括：

1. 銀行部分，外資對中資銀行現行持股限制完全取消；

2. 保險部分，外國投資者投資設立經營人身保險業務的保險公司投資比例，3 年後可以放寬至 51%，5 年後投資比例不受限制；

3. 券商部分，證券公司的外資持股放寬到 51%，應是前所未有的舉措（註 2）。

台灣銀行海外分支主要集中於亞洲及美洲；但由於業務性質差異，部分相同業務衝擊難免；據金管會 2017 年 9 月統計（註 3），台資銀行在大陸共有 29 家分行、3 家代表人機構及 44 家辦事處；因為台資銀行在中國大陸服務範圍有限，主要服務對象以台商為主，如今又要面臨大幅開放外資銀行所帶來的競爭壓力，經營將會更辛苦；要打亞洲盃也愈來愈加困難。

筆者建議，國銀大陸分行應掌握福建自貿區金融合作契機；另外，在海外分行在策略上，

1. 針對各國不同規定，選擇合適的市場和相應之進入方式及策略。
2. 持續追蹤研究各國監理態度及法規，以降低營運風險。
3. 選擇利基市場，發展核心業務。
4. 除服務台商外，盡可能參與當地市場，以深化國際化程度。
5. 藉由銀行整併或彼此間合作，提升我國銀行進軍國際市場能力。
6. 政府應積極參與區域經濟合作，排除銀行業准入限制。
7. 引進或培養國際金融人才。

金融風險與日俱增 台灣亦應嚴加提防

不可諱言，在改革開放的同時，中國大陸也面臨許多金融風險，如地方債、影子銀行、房地產泡沫化、企業負債率仍居高不下，一直是金融市場的未爆彈。人行行長周小川因而在十九大重申幾個重點；包括：1. 深化金融體制改革，增強金融服務實體經濟能力，提高直接融資比重，促進多層次資本市場健康發展；2. 健全貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架，深化利率和匯率市場化改革，健全金融監管體

系，守住不發生系統性金融風險的底線。並於十九大報告提出所謂「雙支柱」，即「健全貨幣政策」與「宏觀審慎政策」雙軌並行的調控框架，將成為金融政策核心。這雙支柱力求幣值與物價的穩定，嚴控通貨膨脹。並要求健全金融監管體系，守住不發生系統性金融風險的底線。2017 年底的中央經濟工作會議也重申要防控金融風險。平情而論，以中國大陸這麼龐大的經濟體，一旦發生金融危機，全世界將遭波及，其對台商直接影響不言可喻，台灣金融市場亦無法置身事外。

綜合而言，中國大陸自加入 WTO 以來，金融業市場與機構的開放程度已逐漸提升；如人民幣國際化、雙率市場化、資本市場開放、金融市場准入、提升風險控管能力；持續推動中國大陸金融體系的對外開放程度、市場化運作水準和國際金融體系參與度早已跨上一個新的里程。除金融市場改革外，十九大後將持續推動國企改革；以「做強、做優、做大」做為國企改革的根本思路；以推進行業整合以削減產能、提高效率為主要手段；並引入民營股東參與混合所有制改革等，亦將有一番新的期待。台灣金融市場除了要因應可能的排擠效應外，更要把握機會，爭取大陸市場。兩岸金融合作會議已停擺多時，應儘速重啟協商，廣開合作大門，才能爭取大陸金融市場開放商機。🌟

註：

1. 中國銀監會：2016 年年報，<http://www.cbrc.gov.cn>。
2. 林則宏（2017），陸金監體系 轉一委一行三會，經濟日報，2017 年 11 月 10 日。
3. 金管會銀行局（2017），金融統計資料，<https://www.banking.gov.tw/>。