委託研究報告

大陸金融體制改革和股匯市等金融情勢對臺商之影響及因應建議

研究主持人：高　長

財團法人海峽交流基金會委託研究

中　華　民　國　105　年　10　月

委託研究報告

大陸金融體制改革和股匯市等金融情勢對臺商之影響及因應建議

受委託單位： 國立東華大學

研究主持人： 高　長

協同主持人： 傅豐誠

研究員： 林盟凱

研究助理： 陳筱玥

研究期程： 中華民國 105 年 5 月至 105 年 9 月

本報告純為學術研究，不代表委託單位立場

財團法人海峽交流基金會委託研究

中　華　民　國　105　年　10　月

目　　錄

第一章 緒論 1
第一節 研究動機與目的 1
第二節 研究主題背景分析及有關研究之檢討 4
第三節 研究方法 14
第二章 大陸金融體制改革回顧 17
第一節 貨幣市場 17
第二節 資本市場(股票、債券) 24
第三節 小結與未來改革展望 37
第三章 大陸外匯體制改革 43
第一節 人民幣匯率形成機制改革 44
第二節 人民幣自由化歷程 50
第三節 外匯管理制度的演進 56
第四節 人民幣國際化歷程 59
第四章 外匯市場發展趨勢 71
第一節 外匯市場的建立與發展 72
第二節 近年波動趨勢特徵 75
第三節 波動的背景原因與調控政策 81
第四節 衍生之風險評析(國內外專家意見) 93
第五章 大陸股票市場發展趨勢 101
第一節 大陸股市的結構與特色 101
第二節 大陸股市波動趨勢與特徵 110

第三節 近年來股市波動的背景原因與調控政策 119
第四節 衍生之問題與相關風險評析(國內外專家意見) 127
第六章 對大陸臺商企業經營的影響 135
第一節 從制度面談臺商融資管道 135
第二節 臺商融資實務與面臨的障礙 145
第三節 經營環境變化對臺商影響 150
第四節 大陸股匯市波動的衝擊與因應 155
第七章 主要研究發現與政策意涵 163
第一節 主要研究發現 163
第二節 政策建議 174
參考文獻 181
附錄一 座談會會議記錄 189
附錄二 赴陸田野調查紀錄 215

表　　次

表 2-1　大陸銀行間同業拆借期限結構..... 20

表 2-2　中國人民銀行貨幣政策調節工具..... 23

表 2-3　大陸債券市場發展概況..... 33

表 3-1　大陸人民幣兌美元匯率變動..... 47

表 3-2　大陸對外簽署貨幣互換簽署(續簽)時間..... 65

表 5-1　大陸股票市場籌資概況..... 101

表 5-2　大陸股票市場相關統計..... 104

表 5-3　大陸股票市場交易統計..... 105

表 5-4　大陸股票市場交易統計..... 107

表 5-5　滬深兩交易所業務比較..... 128

圖　　次

圖 1-1　近一年上海證券交易所股票價格綜合指數圖(2015.04 ~2016.03)..... 8

圖 4-1　人民幣兌美元中間價趨勢及變動幅度..... 76

圖 4-2　人民幣兌主要貨幣匯率趨勢..... 79

圖 4-3　2005~2014 中國大陸與亞洲在美國進口市場中之比重..... 81

圖 4-4　2014、2015 年 1-7 月大陸與亞洲在美國進口市場中之比重..... 82

圖 4-5　GDP 成長率變動情形..... 85

圖 4-6　進出口及年成長率情形..... 86

圖 4-7　大陸外匯存底金額及年成長率..... 87

圖 4-8　聯準會官員對利率級距表態人數..... 89

圖 4-9　2014 年全球貨幣交易量比重..... 90

圖 5-1　上證指數變動圖..... 103

圖 5-2　深圳成指變動圖..... 103

圖 5-3　上海交易所股票指標(2016 年 4 月 1 日)..... 108

圖 5-4　深圳交易所股票指標(2016 年 4 月 1 日)..... 108

圖 5-5　大陸金融類股股票指標(2016 年 4 月 1 日)..... 109

圖 5-6　大陸上證指數歷史變化..... 113

圖 5-7　大陸、香港及美國股價指數趨勢比較..... 117

圖 5-8　大陸上證綜合指數變動圖..... 120

圖 6-1　大陸臺商企業融資管道圖..... 137

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

一、研究動機

自 1978 年中共「十一屆三中」全會開始，大陸的金融改革至今已歷經近 30 年，從「大一統」的金融體制，逐漸走向專業化、規範化，再進一步邁向市場化、國際化和多元化，發展過程中雖有曲折，但也取得許多重大成就。譬如，目前大陸的金融機構主要由銀行、證券、保險、信託、基金、金融租賃、財務公司等機構組成，基本上已經形成以國有商業銀行為主體的多層次金融機構體系。

其次，金融總量不斷增加，經濟貨幣化程度不斷加深，廣義貨幣供應量占國內生產總值(GDP)比重，已從 1978 年間的 0.25%上升到目前的 3%左右；同時，金融業務不斷拓展和創新，在早期僅有存款、貸款、結算等業務，目前則擴展到複雜的業務結構體系，包括各種衍生性金融商品，如期貨、期權、互換等。從金融工具看，已有國庫券、商業票據、短期融資債券、回購協議、大額可轉讓存單等資本市場工具，以及長期政府債券、企業債券、金融債券、股票、收益債券、股權證、基金證券等，隨著這些金融業務發展，推動市場化程度進一步提高。

再次，貨幣市場、資本市場也快速發展。在貨幣市場上，同業拆借市場成員範圍已擴大到存款類金融機構、部分非銀行金融機構，以及政策性銀行等絕大部分金融機構；交易額快速大幅增加。此外，銀行間債券市場、票據市場交易量，債券、股票等資本市場交易規模都呈現跳躍式成長。

經過 30 年的改革發展，大陸金融業的市場化、國際化程度的確已提高不少，取得的成就值得肯定，但在另一方面，金融業內也潛藏著許多問題，面臨的挑戰和壓力有增無減。

具體而言，銀行業在大陸金融業中雖然居主體地位，但是長期以來，商業銀行一直缺乏有效的公司治理結構，結果導致政策執行體系不合理、監管有效性不足、內部人控制等難以理順的政銀關係、銀企關係和銀行內部關係。隨著現代商業銀行不斷發展，銀行業所面臨的風險已逐漸由單一的信用風險，擴大包含市場風險、操作風險等多元風險，由於內部管理和風險內控制度改革沒有到位，缺乏有效的內控機制，在市場上與外資銀行的競爭明顯處於劣勢。

尤其隨著人民幣匯率形成機制改革，陸資銀行在外匯業務領域面臨許多風險，如匯率風險、利率風險、外匯管制風險、結算風險等。在諸多風險中，由利率、匯率、股票或商品價格變化引起的市場風險，是銀行業面臨的主要風險之一。近年來，大陸金融市場擴大開放，利率市場化，以及人民幣匯率形成機制也逐漸朝向市場化發展，銀行業面臨的風險勢將會進一步增加。

再以資本市場為例，過去 20 多年，從無到有，各種債券市場、股票市場持續快速發展，走過了西方先進國家花一百多年才走過的路程，成就非凡。不過，行業內部依然存在不少問題和弊端，諸如資本市場的訂價機制不健全、股民的非理性投機行為經常發生、人民幣市場與國際貨幣市場脫節等問題。

總之，大陸金融市場對外開放和市場化程度已不斷加深，但由於法律法規和相關制度配套落後，監管經驗不足，常導致金融體系脫序現象。目前大陸的金融監管採分業監管體制，存在監管協調的問題，各個監管機構之間不能有效進行協調，造成一方面容易由於監管責任不明，出現監管重複，增加監管的成本，另一方面對於業務相互交叉的領域則容易出現監管真空。尤其銀監、證監、保監三個監管機構之間，以及與中央銀行之間監管資訊分割，資訊不能共享，常導致各監管機構各自為政，而個別監管機構也缺乏對整體金融市場風險情況的掌握，決策常落入見樹不見林窘境。

制度不健全，種下了大陸金融市場不穩定因子，加上開放程度不斷提高後國際因素摻入，使得大陸金融市場變動趨勢複雜化，市場風險更加難以管控。

譬如，去(2015)年 6 月間，大陸股市綜合指數在創下過去 6 年來新高後，卻在一夕之間暴跌，究其原因，證監會發布「禁止證券公司為場外配資活動提供便利」，被認為是造成股市震盪下挫的元兇，完全出乎執政當局的預料。而更嚴重的是，為了穩定股市，政府直接採取行政手段介入，例如要求券商出資救市、暫停 IPO、禁止大股東拋售股票等一系列救市措施，投入直接購買股票、申購公募基金、為券商提供流動性等，注入龐大資金仍沒能阻止 A 股的跌勢。除了顯示制度仍未完善外，政府的暴力救市亦表示股市制度未脫離人治色彩。

股市崩跌凸顯大陸經濟轉型面臨更大難度，瑞士信貸指出，這次股災發生在生產價格通縮、銀行存款低成長、外匯流出，以及房價下跌的背景之下，使得問題更趨複雜。股災衍生金融市場動盪不安，對國際股、匯市都造成影響，IMF 指出，大陸經濟受到股災所累，將成為影響全球經濟復甦的潛在風險之一。

外匯市場方面，去年 8 月 11 日匯改，造成人民幣中間匯率暴跌 1.86%，創下歷史單日最大跌幅記錄，引發市場預期人民幣將進入新一輪貶值周期。值得注意的是，去年 8 月和 11 月的兩輪人民幣貶值，都伴隨全球金融市場大幅波動，儘管全球股、匯市動盪不安的根源不是很單純，但這兩輪人民幣貶值，對全球經濟造成不確定卻是不爭的事實。

兩岸經濟關係已愈來愈密切，雙邊經貿相互依存度不斷提高，大陸金融改革、金融情勢變動在國際金融市場引起的騷動，臺灣顯然無法置身事外。近一年多來，大陸股、匯市劇烈波動，臺灣亦遭魚池之殃，譬如，去年 8 月 11 日人民銀行無預警調整人民幣兌美元匯率中間報價，造成人民幣三天貶值 3%，新臺幣兌美元應聲貶破 33 元，臺股跌幅超過 7.5%；已在大陸投資的臺商，也因大陸金融風險上升，經營環境丕變而受到衝擊。

二、研究目的

顯然，大陸金融體制改革，與股、匯市情勢變動，以及相關金融政策動向，攸關臺灣經濟穩定發展，有必要深入追蹤研究。研究成果除了可以提供臺商作為經營決策的參考，也可供我政府作為制定兩岸政策的依據，掌握相關資訊及早綢繆應對策略。

本項研究計畫將針對以下重點深入研究，預期獲得的研究成果可供已在大陸投資或將赴大陸投資的臺商參考，更可作為我政府相關部門制定或執行兩岸經貿政策的依據：

(一)探討大陸金融制度改革歷程，以及未來改革方向；解析大陸針對股市、匯市的調控政策動向。

(二)分析大陸股市、匯率變動情勢，以及其波動對大陸經濟和國際經濟的影響。

(三)影響大陸股、匯市波動的主要因素；大陸股、匯市波動與國際金融市場的連動關係。

(四)掌握國際社會對大陸資本市場發展前景、人民幣匯率之評論，以及各國的政策反應。

(五)探討大陸股、匯市波動對臺商在大陸投資的影響與衝擊，針對研究成果提出相關政策意涵，供政府研擬兩岸經貿政策和臺灣廠商赴陸投資經營決策之參考。

第二節 研究主題背景分析及有關研究之檢討

一、大陸金融體制改革之進展

自 1978 年開始迄今，大陸的金融體制不斷改革。80 年代的改革重點，在於改變「大一統」金融組織體系架構，透過建立一些新的金融機構，將中央銀行與商業性金融體系分開，中國人民銀行專注於宏觀調控、金融監管和為銀行提供支付清算等金融服務；商業性金融機構則從人民銀行獨立出來，面向企業和一般民眾提供商業性金融服務；證券交易在 80 年代還只是在探索階段。

90 年代上半期和中期，金融改革發展以中共「十四大」和「十四屆三中」全會政治報告為依據，主要在於建立符合市場經濟的金融市場和基本的組織架構。首先是工商、農業、中國、建設等四大國有銀行，由專業銀行轉向商業銀行，另成立國家開發、中國進出口、中國農業發展等三家政策性銀行，專門承擔政策性金融業務；四大行專責商業性業務，同時不再按專業領域劃分業務，相互之間可以交叉競爭，因此金融管理制度向市場化邁出重要一步。又發展了一批非銀行金融機構，包括農村信用社、城市信用社，以及由城市信用社轉型的城市商業銀行。

其次，在金融市場建設方面，證券交易所、同業拆借市場、票據市場等全面啟動。1990 年底，上海證券交易所和深圳證券交易所先後正式建立，並成立證券委和證監會，1998 年，證券委撤銷，所有業務併入證監會；同時，人民銀行的證券市場監管業務也全部移給證監會。

另外，在全大陸主要城市都開放和建立了無形或有形的同業拆借市場，並逐漸放鬆管制。在票據業務上，自 1993 年 5 月開始，陸續頒布商業匯票辦法、票據法等重要法規，商業匯票逐漸成為企業重要的融資管道，也成為人民銀行的重要信貸政策工具，票據再貼現做為人民銀行貨幣政策操作工具的重要性愈來愈高。

第三，組建了一批保險公司，保險業開始發展起來。1998 年專門成立了中國保險業監督管理委員會，保險監管業務由人民銀行獨立出來。

第四，建立了新的宏觀調控架構，明確劃分當時國家計委、財政政策、貨幣政策的各自功能，調控手段逐漸從直接、行政性調控，轉向運用經濟手段之間接調控轉變。

第五，外匯市場逐漸發展。第一個外匯調劑中心於 1985 年 12 月在深圳設立；1988

年，各省、自治區、直轄市、經濟特區都設立了外匯調劑中心，外匯參與者進一步放寬，同時，放開外匯調劑價格，取消調劑額最高限制，允許外匯調劑價格隨供需情況而浮動。1994 年 4 月，在上海成立外匯交易總中心，正式開辦銀行間外匯市場；1996 年 6 月，外商投資企業納入銀行結售匯體系後，各地的調劑中心改制成為外匯市場的分中心。

在匯率制度上，1994 年 1 月，官定匯率與調劑匯率併軌，實行以市場供需為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度，人民幣匯率之形成進一步邁向市場化。1996 年底，實現了人民幣經常項目自由兌換；1997 年爆發亞洲金融危機後，人民幣匯率改為穩定盯住美元。

第六，逐步推動資本市場發展。儘管已開放人民幣經常項目下自由兌換，但對外商直接投資企業還控制對外借款，謹慎開放證券投資。1998 年 5 月，人民銀行允許 8 家在上海經營人民幣業務的外資銀行，進入全國性同業拆借市場，外國金融機構初次獲准有限參與大陸債券市場；另有部分外資銀行陸續獲准經營大陸個人人民幣零售業務和銀行卡業務。

亞洲金融風暴期間，大陸在金融領域的最重要任務是進行金融整頓。為因應金融風暴的衝擊，大陸調整了金融體系的結構，落實垂直管理；為協助國有企業脫困和銀行業經營困境，大陸成立 4 家資產管理公司，啟動資產證券化，試圖透過「債轉股」計畫，剝離大型銀行不良資產，並減輕國有企業債務負擔。

自 2002 年下半年開始，走出亞洲金融風暴的大陸，金融改革和發展進入了新的階段。首先，2003 年間，中國銀行業監督管理委員會掛牌成立，顯示大陸金融業由銀監會、證監會、保監會三會分業共同監管的格局正式形成。

其次，進一步開放資本市場。2002 年 11 月開放合格境外機構投資者(QFII)投資大陸證券市場；同時，自 2003 年起，大陸對有關境內資金投資境外資本市場的問題進行研究，合格境內機構投資者(QDII)、社保基金和保險資金境外投資、跨國公司資金境外運作等陸續提出實施方案。隨著加入 WTO 過渡期結束，大陸資本市場愈來愈開放。

第三，國有銀行商業化的改革加速推進，股份制改革提上議事日程，並逐步實施。

第四，2005 年 7 月間，大陸開啟人民幣匯率形成機制改革，實行以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，從此人民幣匯率不再盯住單一美元，逐漸形成更富彈性的人民幣匯率形成機制。

第五，擴大金融服務領域，開啟消費信貸市場。主要有短期消費信貸、分期付款、抵押貸款、信用卡等。

第六，銀行、保險、證券業跨業合作，在相關法律持續鬆綁後，業務不斷擴大，混業經營已逐漸成為潮流。以銀行業為例，可以參與混業經營的途徑，主要有銀證銀保合作、海外分公司、銀行控股公司、金融控股公司、總行投資銀行部等五種形式。隨著資產證券化、股票質押貸款等金融創新發展，混業經營的趨勢更加明顯。

二、大陸金融市場發展概況

大陸金融改革開放的邏輯，在體制轉軌過程中，著重於制度的健全化、規範化和專業化，這些調整主要是為逐步邁向市場化、國際化、多元化建立基礎。

(一)貨幣市場

自 1978 年以來，大陸金融體制不斷改革，在改革中金融業務不斷發展，逐漸形成多元化金融體系，目前大陸的金融機構中銀行業占最大比重，四大國有商業銀行占主導地位，但市場份額已逐漸下降，而股份制商業銀行及城市商業銀行市場份額則呈現逐年上升趨勢。金融業務不斷拓展與創新，利率、匯率形成體制市場化改革，國際化也得到明顯的進展。

大陸從放開貨幣市場利率管制開始，利率市場化改革漸進式推進，利率期限，種類不斷增加，金融機構定價自主權不斷擴大。2013 年間放開人民幣貸款利率，2015 年 10 月 24 日起放開存款利率上限，至此，利率管制基本上已全部取消，利率市場化改革邁向新的里程。

2005 年匯改之後，人民幣匯率彈性不斷增強，2012 年浮動區間由 0.3%擴大至 1%，2014 年 3 月再擴大至上下 2%，2015 年 8 月 11 日大陸央行宣布進一步完善人民幣兌美元匯率中間價報價，人民幣匯率浮動區間拓寬，市場化程度大幅提高。大陸央行表示，未來人民幣匯率形成機制改革還會持續朝市場化方向前進，使市場供需在匯率形成機制中發揮更大作用。

2005 年 7 月匯改後，市場對人民幣一直存在強烈升值預期，截至 2015 年底，人民幣兌美元、歐元、日圓分別升值 26%、32%和 34%，人民幣的名義與實際有效匯率更分別升值 46%和 56%。人民幣升值矯正了人民幣匯率長期低估的問題，對大陸經濟造成的

影響，正面意義上改善了大陸的對外貿易條件，促進進口和對外直接投資，改善國際收支失衡，改變了資源配置，同時也有利於人民幣國際化；但不利於出口，同時擴大匯率波幅，衍生了較大的匯兌風險。

(二)證券市場

證券市場是進行債券和股票發行、交易的市場。這一市場既為融資者提供市場化的融資通路，也為投資者提供低風險的投資工具

1986 年 8 月 5 日，中國人民銀行批准瀋陽市信託投資公司主辦的瀋陽證券市場開始辦理有價證券櫃檯轉讓，這是大陸證券交易踏出的第一步。同年 9 月 26 日中國工商銀行上海信託投資公司靜安證券部門，開始掛牌交易「小飛樂」和「延中實業」的股票。1987 年 9 月 27 日，深圳特區證券公司成立，也是第一家證券公司，到了 1990 年 11 月，深圳證券登記有限公司開始試營業，同年 12 月，上海舉行上海證券交易所開業典禮。時任上海市市長朱鎔基在浦江飯店敲響上海證券交易所開業的第一聲鑼。當時上市交易的僅有 30 種國庫券、債券和被稱為「老八股」(延中實業、電真空、大飛樂、小飛樂、愛使、申華、豫園、興業) 的股票，而股票漲跌幅限制為 5%。

直到 1993 年，大陸國務院發布《股票發行與交易管理暫行條例》，這是第一部有關股票發行和交易的行政法規。同年亦發布了《企業債債券管理條例》以及《證券交易所管理暫行辦法》等法規，確立股票市場地位。

然而，大陸股市最大的特點，是國有股、法人股上市時承諾不流通，因此各股票只有流通股在市場中按照股價進行交易，指數卻是依照總股本加權計算，從而形成操盤上的「以少控多」的特點。例如，比較顯著的是 1997 年以前的東北電、吉林化工，由於其總股本較大而流通股數較少，因此只動用少量的資金影響這兩支股票，就能形成對指數的部分控制。

到了 2001 年後，中國證券監督管理委員會(簡稱中國證監會)逐漸提出要解決國有股的不能流通問題，要活絡國有資產，曾先後推出一些方案。但由於當初的上市發行環節，流通股股東以超高市盈率購買了流通股，而出臺的這些方案或多或少地損害流通股股東的正當利益。市場對國有股減持計劃的不認同，加上 911 事件爆發，美國網路股泡沫破裂，上海證券交易所股票價格綜合指數(簡稱上證綜指)由 2245 點跌至 1500 多點，從此步入熊市。後來迫於市場的壓力，中國證監會宣布暫停「國有股減持」的改革。

2005 年 6 月，大陸股市上證指數跌至 998 點左右，滬深兩市的總市值為 30 兆元，僅占當年國內生產總值的 16.8%。中國證監會再次提出「股權分置改革」，其性質仍然與國有股減持相似，不同的是，這一改革以消除股權分置為目標，連法人股的流通亦納入，通過原有大股東對流通股東的各種補償政策如送股、發行權證、資產重組等，實現大股東的股權流通。但市場對股權分置改革依舊存在巨大的分歧，有人認為補償方法判斷欠缺公允。但從 2005 年 12 月開始，大陸股市再一次步入另一波牛市行情，2007 年 10 月，上證指數一度達到 6124 點，漲幅驚人，股市也因此產生嚴重泡沫。

2015 年初，大陸股市再度飆升，6 月初曾上升到 5,178 點，不過，自 6 月中旬至今年 2 月，又出現多輪大幅波動情勢。大陸股災頻傳，顯示股市的不成熟，這些不成熟包括交易者不成熟、交易制度不完備、市場體系不完善，也暴露監管有漏洞、不適應、不得力等問題。加上市場資訊不對稱，中小投資者難以形成穩定收益預期，炒新、炒小、炒短，快進快出成為股市新常態，給資本市場帶來新的衝擊。根據統計，目前大陸 A 股的機構投資者和散戶的比例是 15:85，美國是 95:5，大量散戶在大陸炒股，卻是股市崩跌最大受害者。

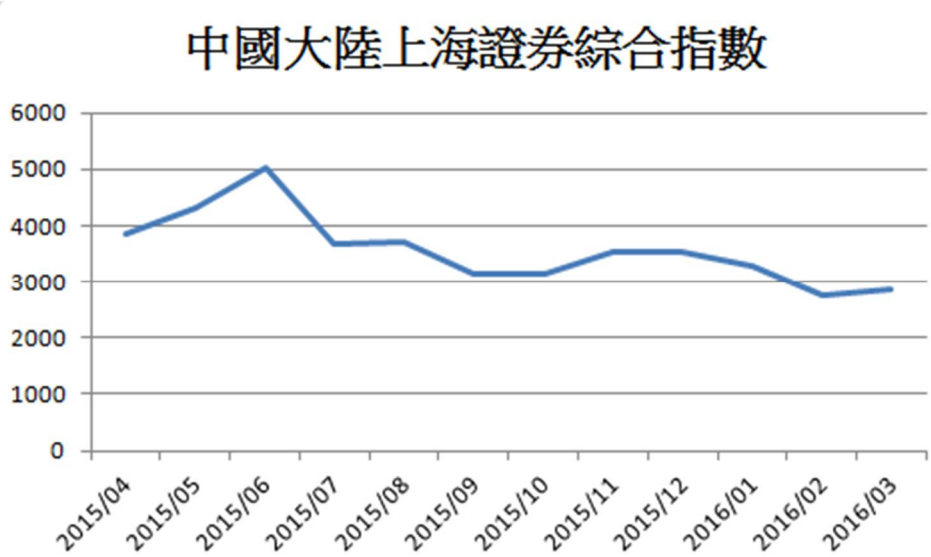


圖 1-1　近一年上海證券交易所股票價格綜合指數圖(2015.04~2016.03)

2016 年全球股市出現新一輪跌勢，大陸經濟和金融面臨的不確定因素增多，包括企業盈利下滑、信用違約風險增加、人民幣貶值預期升溫、資金外流加大，股市、匯市、債市和貨幣市場的風險因素交互影響。不過，大陸官方強調，未來不會因股市波動改變發展資本市場的方向，仍將持續深化改革及加強監管

在深化改革開放方面，首先，發展多層次股權市場，大陸官方強調，新股發行註冊制改革是循序漸進的，對發行節奏和價格不會迅速鬆綁；同時，也表示將展開股權眾籌融資試點，建立符合「大眾、小額、公開」特點的發行方式。

其次是隨著國企改革，推進併購重組市場化改革；再其次為規範發展債券市場，研究推出房地產投資信託基金（REITs）；第四為穩妥推進期貨及衍生品市場發展，推動「期貨＋保險」、「糧食銀行」、「庫存管理」等創新試點，並研究碳排放期權交易，運用市場化機制助力綠色發展。

最後，擴大資本市場雙向開放，進一步拓寬境內企業境外上市融資管道，完善合格境外機構投資者（QFII）和人民幣合格境外機構投資者（RQFII）制度。推動 A 股納入國際知名指數；啟動「深港通」及研究「滬倫通」；深入推動香港互認基金在大陸註冊。

為使資本市場朝向市場化、法制化、國際化發展，大陸國務院曾於 2014 年 5 月發布「新國九條」，全面規範資本市場改革與發展，銀監會、證監會及人民銀行也分別於前(1014)年 11 月及去(2015)年 4 月將資產證券化業務由審批制改為備案註冊制，從此銀行間及交易所兩大市場證券化商品告別了審批制。2015 年 1 月初大陸證監會發布《公司債券發行與交易管理辦法》，以完善公司債券的公開發行制度，發展適合不同投資者群體的多樣化債券種類。

資本市場在過去 20 幾年，從無到有持續發展，績效卓著，但去年的劇烈震盪，暴露了制度上仍存在嚴重缺陷。從社會融資的資金來源結構考察，2002 年間銀行貸款約占 97%，股票融資大概占 2～3%；到 2014 年間，銀行貸款的比重已降至 59%，但股票融資只略微提升到 4～5%，銀行貸款被稀釋的份額，主要是外匯貸款、信託貸款及票據貼現，企業債券和股票等證券所占分額並未明顯增加，可見這段期間發展經濟的融資，主要是靠貨幣推動、間接融資，而非資本市場直接融資。

制度不健全源於最早發展證券市場的目的，主要是為國有企業服務，也就是，早期國有企業缺錢，銀行貸不出款，債務率很高，政府財政也不給撥款，建立資本市場主要就是以國有企業融資為目的，因此，忽略了發行交易制度、分紅制度、公司治理、監管制度等制度建設。資本市場行政化、計畫化；證監會控制新股發行規模，還要訂定發行價格、發行時間，都是非市場化的表現，加上法律制度不周全，執法人員有法不依、違法不究，制度上的缺陷導致大陸資本市場不能健全發展，也是造成近期大陸股市劇烈震盪的主因。

大陸 A 股能否被納入國際投資機構可交易全球股票指數中，對大陸股市未來發展非常關鍵。富時集團(FTSE)之前已將大陸 A 股納入其追蹤新興市場的過渡性指數中，摩根史丹利資本國際公司(MSCI)將 A 股納入其新興市場指數中的時程雖然延後，但一般預料，A 股被納入只是遲早的事。相關的題材事實上一直受到市場高度關注，對 A 股後市顯然仍有加持的效果。

值得注意的是，儘管 A 股尚未被正式納入 MSCI 或 FTSE 新興市場股指中，但已有愈來愈多的海外基金開始考慮將 A 股納入其中。匯豐集團估計，一旦國際投資者可完全投資 A 股，大陸 A 股在 MSCI 和 FTSE 新興市場指數中所占比重，將可能分別達到 23% 和 27%；如果 A 股都被這兩個指數納入，未來大陸股市可能將新增吸納約 500 億美元的資金進入，而主動型投資者的反應可能會將大陸股市總成交額推高到 3,300 億美元，屆時對全球資金流動造成的影響，必然不可小覷。

(三)外匯市場

在計畫經濟時代，大陸實行統收統支的外匯管理體制，一切外匯收入必須按照官定匯率出售給政府，一切外匯支出都要由國家計畫安排，不存在外匯市場，換言之，大陸的外匯市場是在改革開放後，從無到有逐步建立起來的。

在計畫經濟時代，大陸一直實行本幣價值高估的外匯政策。1979 年 8 月，大陸決定在繼續實行外匯由國家集中管理、統一平衡辦法的同時，實行貿易外匯留成辦法。所謂「外匯留成」，是指出口企業將出口收入的外匯賣給政府後，政府按規定比例給予出口企業的地方外匯留成額度，用匯時，用匯單位用人民幣配以額度，按照政府規定的外匯牌價購買外匯。

1980 年 10 月，大陸國家外匯管理局批准中國銀行在北京、上海等 12 個大中城市辦理外匯調劑業務，從此產生了外匯調劑市場和官價外匯市場並存的雙軌制。

外匯調劑中介機構最早是中國銀行，1986 年移交國家外匯管理局辦理。參與外匯調劑的主體，早期只限於國營、集體企事業單位，1988 年起允許地方政府的留成外匯，華僑、港澳臺居民的捐贈外匯進入調劑市場，並從 1991 年 12 月起，允許大陸境內的本國人民和定居在大陸境內的外國人參加外匯調劑。調劑價格最初以美元兌人民幣的貿易內部結算為基礎，在 10%的幅度內浮動。1988 年後放開了外匯調劑價格，調劑價格根據外

匯供需自由浮動。1985 年底，在深圳設立了外匯調劑中心，嗣後在其他經濟特區相繼成立；1988 年在北京設立了全國統一的外匯調劑中心，形成了全國統一的外匯調劑市場。

大陸外匯體制變革大致可分為三個階段，第一階段 (1949 年~1979 年) 的銀行結售匯制、第二階段 (1980 年~1993 年) 的外匯留成制，以及第三階段 (1993 年~迄今) 的管理浮動匯率制等。

大陸自 1994 年起，取消外匯上繳和留成，對國內機構經常項目下的外匯收支實行結匯和售匯制度。同時，建立銀行間外匯市場，改革匯率形成制度，將原有的外匯牌價和調劑價合而為一，實行以市場供需為基礎有管理的浮動匯率制。外匯改革第一天，人民幣兌美元的匯率為 1 美元兌換 8.72 人民幣，較之 1993 年來的官方匯率 5.70 元人民幣兌換 1 美元貶值了 33.3%。1996 年下半年起，將外資企業納入銀行結售匯體系，同時實行經常項目下人民幣可自由兌換。1997 年至 1998 年的亞洲金融危機期間，泰銖等亞洲貨幣競相貶值，但中國大陸官方始終力守人民幣匯率穩定，維持在 1 美元兌 8.28 人民幣上下波動。

中國人民銀行於 2005 年 7 月 21 日無預警宣布，自即日起將人民幣兌美元匯率由原先之 1 美元兌 8.28 人民幣，調升至 1 美元兌 8.11 人民幣，升值幅度為 2.0%，同時宣布多項匯率機制之改革措施，結束 10 年來人民幣的固定匯率制度，正式步入有管理浮動匯率制度。中國人民銀行表示，新的匯率制度將使人民幣匯率維持在合理的均衡水準，不過，由於市場上對人民幣升值預期愈來愈強，再加上當時大陸與美國之間的貸款利率存在差距，吸引了國際上的熱錢流入大陸，使得人民幣的升值壓力有增無減。

外匯政策由全面管制到所謂管理浮動，加上外匯交易數量大增，大陸官方操作匯率政策已日趨成熟，惟從人民幣匯價「以不便應萬變」的操作手法觀之，事實上仍是以管理的層面多過於浮動的層面，亦再再凸顯大陸官方操控外匯市場的那隻手，似乎不是一般認為的那隻看不見的手。

人民幣匯率形成機制改革，壓力來自中國大陸國內經濟問題及國際輿論兩方面。第一是大陸內部經濟問題。2005 年，中國大陸經濟景氣持續強勁擴張，惟帶動其國內需求的動力主要來自政府部門及民間部門之固定資產投資，而非消費需求。由於固定資產投資快速成長，使得產業普遍出現產能過剩現象，在原物料與勞動成本居高不下，而產品售價又下跌的情況下，企業獲利空間受到壓縮，嚴重影響其投資意願，人民幣升值或可降低企業原物料進口成本。

另一方面，自 1994 年以來，中國大陸經常帳及資本帳收支一直保持雙順差，貿易順差再加上外匯準備逐年攀升，致人民幣升值預期心理升高，熱錢大量湧入，導致物價上漲壓力增大，房價飆漲。近些年來，大陸經濟疲弱，經濟成長率由雙位數，逐年下修至保八，甚至是保七，房地產市場持續低迷，股市也存在泡沫疑慮，中小企業融資困難而且又貴，自今年開始實施的「十三五規劃」，對於金融改革著墨甚多。

第二是國際輿論壓力。由於中國大陸對外貿易一直存在大量順差，以致於與他國間經常發生貿易摩擦，國際間要求人民幣升值之聲不絕於耳，尤其來自美國的壓力，美國參議員曾在國會提出法案，要求人民幣升值，否則將對自中國大陸進口商品徵收 27.5% 的關稅。人民幣升值的議題顯然已不是單純的經濟議題。然而，為促進人民幣國際化，中國人民銀行自 2005 年起重啟匯率改革，截至 2016 年 1 月已累計升值逾 20%。目前人民幣兌美元交易浮動區間，從 2010 年的 0.5%提高至 2014 年的 2%，2015 年 8 月再度推進人民幣匯率制度改革，不再盯住美元，而以一籃子貨幣為參考依據決定人民幣匯率，國際化戰略向前邁進了一大步。

國際貨幣基金(IMF)已正式將人民幣納入特別提款權(SDR)貨幣籃子，權重為 10.92%，今年 10 月 1 日生效，這意味著：人民幣作為國際儲備貨幣的地位已得到正式認可，與美元、歐元、英鎊、日圓等併列為五大國際貨幣，是人民幣融入全球金融體系的重要里程碑。對大陸而言，該項成就一方面凸顯大陸在國際政經舞臺上的大國角色得到肯定，另一方面也顯示大陸已做好心理準備，未來將採取更高的國際標準，進一步推動金融改革和金融市場雙向開放，全面融入全球金融市場。

人民幣納入 SDR 籃子對國際金融市場將造成深遠的影響，一般認為最直接的影響是，人民幣晉升為五大國際儲備貨幣之一，對私營部門持有和使用人民幣的意願會有激勵作用。信評機構穆迪評論指出，人民幣入籃，將鼓勵跨境交易、資產組合投資和債券發行等活動更廣泛使用人民幣，同時也有促進大陸放開資本帳戶等市場化改革的效應，對大陸的主權評級具正面意義，國際多邊機構的政策驅動力量，或將加速人民幣國際化進度。

由於人民幣缺乏國際儲備貨幣地位的技術障礙已解除，各國官方機構在其儲備資產組合中增加人民幣資產的比重，可能性的確存在。目前全球已有超過 40 個國家央行已經或正在準備把人民幣納入外匯儲備，有專家認為，人民幣在全球外匯儲備中所占份額，在中長期或有可能從目前的 1%左右增加至 5%。各國選擇離岸市場、QFII、RQFII，以及大陸銀行間債券市場等管道配置人民幣資產，將會推動市場機構和投資者持有更多人民

幣，從而擴大人民幣在金融交易中使用。市場人士預估，未來離岸市場的人民幣儲備資產配置需求將大幅成長。

三、對臺灣的影響

(一)股票市場

2014 年下半年起大陸股市開始飆漲(參閱圖 1)，上證綜指與深圳證券交易所成份股價指數(簡稱深證成指)分別由 2,000 多點與 8,000 多點起漲，至 2015 年 6 月 12 日收盤雙雙創下 5,178.19 點與 18,198.07 點的歷史新高後快速崩跌。2015 年 7 月底止，一個半月的時間內兩市指數下跌超過 3 成，總市值蒸發超過 15 兆人民幣，引發市場投資者對大陸股市泡沫破滅的憂慮上升。

股市是一國經濟的代表櫥窗與景氣先行指標，資本市場與金融體系的穩定更是經濟發展的關鍵，面對大陸股市高度槓桿操作下的大起大落，金融面與實體經濟基本面脫節現象，大陸官方曾祭出一系列的救市措施干預，期盼能避免因資產價格泡沫所導致的系統性風險，穩定市場投資人信心。股市劇烈波動對市場信心的影響逐漸波及實體面經濟，市場普遍預期未來大陸市將繼續提振經濟支持措施，以避免經濟硬著陸。

大陸為臺灣對外投資與出口貿易比重最高的地區，股市波動對其實體經濟的衝擊，將進一步影響臺灣相關產業，使得已受全球經濟復甦緩慢與貿易衰退嚴重衝擊的臺灣經濟雪上加霜。再者，伴隨兩岸金融往來的深化與投資管道的創新，如何看待劇烈波動下的陸股操作策略，亦是臺灣投資者所需關注的議題。

(二)外匯市場

1.人民幣匯率波動將影響新臺幣匯率，進而影響臺灣經濟與金融穩定。去年 8 月中，中國人民銀行將人民幣兌美元匯率中間價下調 1.86%，人民銀行稱，此舉是對「過去中間價與市場匯率的點差進行的一次性校正」，強調「完善人民幣兌美元匯率中間價報價」機制；兩天之內人民幣兌美元中間價跌逾 3%，創下 34 個月以來的新低。人民幣中間價公布後，引發全球市場連鎖反應，股市、新興市場，以及黃金、原油等大宗商品市場同時受壓，全線下挫，投資者紛紛轉向債市避險；依賴向大陸出口的國家和地區受到嚴重衝擊。有鑑於大陸已是全球第二大經濟體，在東亞地區舉足輕重，加

上臺灣與大陸經貿關係極為密切，人民幣匯率波動，臺灣無法置身事外，首當其衝的是臺灣的進出口貿易，其次是股、匯市，近年來的殷鑑甚明。

2.人民幣升值趨勢對在大陸投資的臺資企業利弊參半。大陸是臺灣主要出口市場，出口比重達四成；長期而言，人民幣升值對臺灣經濟會同時產生正、反兩面的影響，但負面因素可能相對較大，如果人民幣升值，而新臺幣維持穩定，則等同新臺幣對人民幣貶值，可刺激臺灣對歐美出口成長。據統計，臺灣出口到大陸的產品，大多是上游的產品或是零組件，主要是透過大陸組裝之後再外銷，而出口又大多是以歐美為終端消費市場，如果人民幣升值，對於以大陸為生產基地從事組裝加工，再出口到美國的產業較為不利。人民幣升值對於進口比重高的產業相對有利，舉凡需要進口物料的造紙、鋼鐵、石化等產業，或是電子儀器設備行業，進口成本比重愈高則愈有利。而航空業也可以因人民幣升值而產生匯兌收益，對於降低以美元計價的油料成本也有所助益。人民幣升值有利於大陸產業轉型，改善大陸在國際間的貿易條件，進而深化外資布局大陸，相對可能排擠或不利於臺灣吸引外商直接投資。

3.人民幣匯率彈性與匯兌風險呈現正相關。人民幣啟動匯率改革制度以來，隨著匯率浮動上下限逐步擴大，波動頻率與幅度都增加，匯兌風險上升。過去一段時間，人民幣呈現單邊升值趨勢，對於在大陸的傳統產業臺商不利，短期間臺商可透過金融工具來避險，購買人民幣遠期外匯，或調整產品出口市場比重，也可增加在臺灣出口比重。長期來看，大陸內需市場腹地龐大，人民幣升值有助於提升人民購買力，臺商或可透過策略聯盟方式經營大陸市場。不過，人民幣市場化、國際化程度已大幅提升，匯兌風險絕不能等閒視之，人民幣升值，對於在大陸設廠的出口導向臺商將是雙重打擊，外銷接單勢必倍加困難，有志在大陸投資者必須有周全的配套策略因應。

第三節 研究方法

一、蒐集文獻與資料整理分析

本研究將蒐集兩岸有關大陸金融體制改革研究文獻，並追蹤相關議題發展，以了解大陸金融體制改革的過程與未來改革的方向、或是可能面臨的瓶頸，再透過大陸統計年鑑、國內外相關資料庫等統計數據進行分析，以瞭解大陸近年金融情勢變動的特質，以及金融環境變化衍生的經濟衝擊。

二、辦理座談會

由於議題具有即時性及特殊性，因此本研究除了利用文獻資料之蒐集進行研析外，亦規劃將辦理座談會，邀請相關專家學者、臺商業者等共同研討大陸金融體制改革趨勢，以及大陸股、匯市變動對臺商之影響，並彙整相關意見，透過不同視野及角度，使本研究內容更為豐富與周延。

三、赴大陸實地訪查研究

本研究亦將安排赴大陸拜訪當地智庫、相關專家學者、臺商企業或臺商協會等進行調查研究，藉由深度訪談瞭解大陸目前的金融體制改革情勢及未來的改革方向，尤其是人民幣匯率及股市的相關議題，以及在改革過程中，臺商可能面臨的困境與衝擊。實地訪查的訪問題綱，原則上包括：

(一)大陸近年金融改革的瓶頸、困難與影響。

(二)大陸金融情勢未來可能的走向。

(三)股、匯市金融情勢變動對臺商之衝擊與可能的影響。

(四)臺商未來經營策略的調整及對臺灣政府之政策建議事項。

第二章 大陸金融體制改革回顧

自 1978 年中共「十一屆三中」全會開始，大陸的金融改革至今已歷經近 30 年，從「大一統」的金融體制，逐漸走向專業化、規範化，再進一步邁向市場化、國際化和多元化，發展過程中雖有曲折，但也取得許多重大成就。譬如，目前大陸的金融機構主要由銀行、證券、保險、信託、基金、金融租賃、財務公司等機構組成，基本上已經形成以國有商業銀行為主體的多層次金融機構體系。

其次，金融總量不斷增加，經濟貨幣化程度不斷加深，廣義貨幣供應量（M2）占國內生產總值(GDP)比重，已從 1990 年間的 81.2%上升到 2015 年的 205.7%；同時，金融業務不斷拓展和創新，在早期僅有存款、貸款、結算等業務，目前則擴展到複雜的業務結構體系，包括各種衍生性金融商品，如期貨、選擇權、互換等。從金融工具看，已有國庫券、商業票據、短期融資債券、回購協議、大額可轉讓存單等資本市場工具，以及長期政府債券、企業債券、金融債券、股票、收益債券、股權證、基金證券等，隨著這些金融業務發展，推動市場化程度進一步提高。

再次，貨幣市場、資本市場也快速發展。在貨幣市場上，同業拆借市場成員範圍已擴大到存款類金融機構、部分非銀行金融機構，以及政策性銀行等絕大部分金融機構；交易額快速大幅增加。此外，銀行間債券市場、票據市場交易量，債券、股票等資本市場交易規模都呈現跳躍式成長。

綜觀大陸金融改革的發展方向，大致可歸納為三部分：第一是利率市場化改革，中央銀行透過貨幣政策來引導利率；二是推動人民幣匯率形成機制的改革，經由匯率調整來導引實體資源及金融資源跨境流動的相對價格與數量；第三是改變間接融資為直接融資，發展資本市場。本章將針對貨幣市場和資本市場二個層面，論述利率市場化、間接融資轉型直接融資的相關改革過程，最後就整體金融的改革作一總結，並對未來改革的可能發展方向及前景加以分析。

第一節 貨幣市場

1998 年，中國人民銀行取消了信貸規模的限制，為實施間接宏觀調控創造了重要的基礎性條件，使政府可以透過財政政策和貨幣政策調控經濟。一般而言，財政政策能主導資源的配置，發揮長期經濟結構調整的重任；而貨幣政策則著重短期總需求的調節，

以保持價格的穩定和經濟總量的平衡。作為貨幣政策調控主導者的中國人民銀行，透過信貸管道、利率管道、資產價格管道、匯率管道及預期管道傳導其貨幣政策。[1]

對大陸而言，貨幣政策除了短期調控外，還需要同時配合推動中長期的金融改革。一方面要使短期經濟穩定使改革易於推進，另一方面要透過相關的金融改革，健全貨幣傳導機制，提高貨幣政策的有效性。當前央行推動貨幣市場對利率市場化的改革重點：一是調整存款基準利率以影響金融機構存貸款利率水準；另一方面是通過公開市場操作或通過調整各類中央銀行利率，引導市場利率走勢，間接影響存貸款利率水準及其他金融產品價格。[2]

經過多年的實踐，總結中國人民銀行可以運用的貨幣政策工具有 6 種，其作用與意義如下：

一、**公開市場操作業務**：運用國債、政策性金融債券等作為交易品種，主要包括回購交易、現券交易和發行中央銀行票據，調劑金融機構的信貸資金需求。

二、**存款準備金**：通過調整存款準備金率，影響金融機構的信貸資金供應能力，從而間接調控貨幣供應量。

三、**銀行貸款**：運用再貸款政策、再貼現政策調劑金融機構的信貸資金需求，影響金融機構的信貸資金供應能力。

四、**利率政策**：在典型市場經濟國家，由於利率已經市場化了，中央銀行並不直接調控借貸利率水準，而是通過公開市場操作來影響市場供求，調節貨幣市場利率，進而傳導至其他期限和種類的利率。但大陸在此之外，還是不放棄運用利率工具，對利率水準和利率結構進行調整，進而影響社會資金供求狀況，實現貨幣政策的既定目標。

五、**匯率政策**：以往是通過匯率變動影響國際貿易，平衡國際收支。在人民幣國際化過程中，匯率的變動逐漸影響國際資金流動與資產價格。

六、**常備借貸便利工具**：公開市場操作和存款準備金政策均是央行主導，金融機構缺乏自主性。而新增的常備借貸便利工具，自主權在金融機構，金融機構可以根據自身的流動性需求來選擇是否要操作。

---

[1] 戴相龍主編，《領導幹部金融知識讀本》，三版，(北京：國金融出版社，2004 年 12 月)，頁 191-192。
[2] 同前註，頁 194。

環顧當前大陸的貨幣市場，已經形成了由多個子市場所構成的複雜體系，其中包括拆借市場、回購市場、債券市場和票據市場等。本節將分別描述拆借市場、回購市場和票據市場等 3 個子市場的基本架構和發展狀況，債券市場則放到下一節的資本市場中一併說明。整節將聚焦從中央銀行貨幣管理的角度對貨幣市場中各子市場的相互關係進行分析與探討。

一、拆借市場

同業拆借是商業銀行等金融機構以無擔保的信用方式進行的短期融資交易。由於這種交易不需要抵押，交易雙方通常通過在中央銀行的準備金帳戶進行資金劃撥，在短期融資方式中，拆借具有效率高的特點。

大陸的拆借市場出現在 1980 年代，初期由於缺乏其他貨幣市場和資本市場工具，拆借不是充當管理存款準備金的工具，而是作為調節金融機構間中長期資金餘缺的手段。因此，出現了沿海地區大量從內陸地區拆入資金以補充本地資金不足的現象，拆借期限普遍較長。1993 年前後 ,金融機構之間產生混亂的拆借現象，許多信託投資公司從商業銀行拆入資金，並將拆入的短期資金進行證券投資和房地產投資。拆借成為當時突破貸款規模管理的主要形式，非銀行金融機構取得了大量資金，助長了通貨膨脹，因而成為金融整頓的重點。

1996 年 1 月起，中國人民銀行對拆借市場著手改革，建立全國統一的同業拆借市場。新的拆借市場架構有兩個重要特點 :一是規定參加拆借市場的金融機構資格，第一類是銀行間拆借市場成員，包括商業銀行總行及其授權分行、城市商業銀行、財務公司和部分證券公司等金融機構；其他金融機構則為第二類的一般參與者。拆借市場成員必須直接通過全國銀行間同業拆借中心提供的電子交易系統進行拆借交易，其他金融機構可自行交易，但需於所在地人民銀行將交易情況備案。二是中國人民銀行對所有金融機構的拆借期限和額度進行了限制，各商業銀行拆借資金最長期限不得超過四個月，拆借額度根據存款餘額按比例確定；而非銀行金融機構的拆借期限均在 7 天以內，拆借額度按其資本水準進行核定。

1996 年 6 月，人民銀行規定金融機構可根據市場資金供求狀況自行確定拆借利率，並開始定期公佈銀行間拆借市場利率(CHIBOR)。通常銀行間同業拆借利率是其他金融產品利率的基準利率指標，大陸拆借利率的放開成為日後的利率改革基礎。從交易量看，

大陸拆借市場交易日趨活躍。2000 年，銀行間拆借市場交易額為 6,728 億元，比上一年增長 1.04 倍。但相對於金融體系的規模而言，此一交易規模仍然偏低。從表 2-1 看，拆借的期限結構發生了很大的變化。1997 年，7 天以內(包括隔夜) 同業拆借的比重為 32.5% ;而在 2000 年，7 天以內(包括隔夜) 的同業拆借比重已上升為 71.4 %。這一變化顯示，同業拆借已不再成為部分非銀行金融機構套取商業銀行資金進行長期投資的資金管道，而轉變為金融機構之間調節短期頭寸的市場。

表 2-1 大陸銀行間同業拆借期限結構

單位：%

年份	隔夜	7 天內	8 -20 天	21-30 天	31-60 天	61-90 天	91-120 天
1997	6.5	26.15	10.63	13.74	23.14	12.91	6.93
1998	6.0	22.5	14.5	22.6	18.3	10.5	5.6
1999	10.9	28.6	7.0	21.2	27.9	3.3	0.7
2000	7.7	63.7	12.0	4.9	9.2	2.3	0.1

注：表內數字為該期限品種的同業拆借交易量占同業拆借交易總量的比重。

資料來源：謝多，「中國貨幣市場發展的分析」，**經濟研究**，2001 年第 9 期，頁 5。

二、回購市場

債券回購是指交易的一方將持有的債券賣出，並在未來約定的日期以約定的價格買回的交易行為。在回購交易中，交易雙方並不是以買賣債券為目的，而是以短期融資為目的。1990 年以前，大陸貨幣市場以同業拆借為主；1991 年開始出現了債券回購。最初回購交易主要集中於證券交易所、武漢證券交易中心、天津證券交易中心和全國證券交易自動報價系統(STAQ)。由於武漢證券交易中心、天津證券交易中心和 STAQ 系統的回購業務出現了嚴重的金融風險，大陸管理當局予以關閉。因此在 1997 年 6 月前，債券回購主要集中於上海證券交易所市場。

1997 年初，為了防止銀行資金流入股票市場，人民銀行令商業銀行退出證券交易所

的回購交易，並在銀行間債券市場開展回購交易。由於銀行間回購業務的開展，使金融機構間能夠進行更為安全的短期融資，而不僅僅是依靠拆借；同時，金融機構可利用債券進行流動性管理，因而促進了債券發行市場化的進程。由於回購市場逐步發展，中國人民銀行也具有了進行公開市場業務操作的市場基礎。

目前在銀行間市場上,參加回購交易的成員已超過拆借市場的成員。其中包括中資商業銀行及授權分行、在華外資銀行分行、中外資保險公司、證券公司、基金公司、農村信用社聯社等 700 家金融機構。參加回購交易的市場成員比拆借市場的機構更為廣泛，而債券回購的風險又低於信用拆借。與拆借相比，回購交易更為活躍，回購利率也更加穩定，在反映金融市場流動性鬆緊方面的代表性也更加明顯。

回購交易分為「正回購」和「逆回購」兩種，正回購為中國人民銀行向一級交易商賣出有價證券，並約定在未來特定日期買回有價證券的交易行為，正回購為央行從市場收回流動性的操作，正回購到期則為央行向市場投放流動性的操作；逆回購為中國人民銀行向一級交易商購買有價證券，並約定在未來特定日期將有價證券賣給一級交易商的交易行為，逆回購為央行向市場上投放流動性的操作，逆回購到期則為央行從市場收回流動性的操作。

在央行公開市場操作中，除回購市場外，還有現券交易與中央銀行票據交易。現券交易又分為「現券買斷」和「現券賣斷」兩種，前者為央行直接從二級市場買入債券，一次性地投放基礎貨幣；後者為央行直接賣出持有債券，一次性地回籠基礎貨幣。「中央銀行票據」即中國人民銀行發行的短期債券，央行通過發行央行票據可以回籠基礎貨幣，央行票據到期則體現為投放基礎貨幣。

三、票據市場

商業票據是由企業發行的信用性票據。在金融市場上,一些信用良好的大型公司票據的發行成本低於銀行貸款，因此企業具有利用商業票據作為其融資手段的需求。由於大陸貸款利率仍然受到管制，而商業票據的利率是由市場決定的，因此，商業票據具有更大的融資成本上的優越性。根據現行規定，目前的商業票據需要有實際交易為背景，而不是一般性的融資性票據。因此，大陸票據市場對於解決產業密切關聯的企業之間的相互拖欠資金問題具有十分明顯的作用。在人民銀行的政策推動下，票據市場發展很快。商業票據、貼現和再貼現均有很大的成長。

四、常備借貸便利工具

隨著利率市場化改革不斷推進，中央銀行利率調控模式逐步向市場化的利率調控模式過渡，也就是更多的運用貨幣政策工具間接引導市場利率。因此，最近兩年來大陸公開市場操作出現許多新工具，以下針對常備借貸便利工具進一步說明。

貨幣政策是央行用來調節市場上的貨幣供應量，進而影響市場經濟的一種政府調控貨幣量的手段。商業銀行或政策性銀行用手上的資產（債券或信貸資產等）做抵押，從央行那裡借錢使用。利用常備借貸便利工具，可提高貨幣調控效果，有效防範銀行體系流動性風險，增強對貨幣市場利率的調控效力。根據再貸款的時間不同，從短到長分別為 SLO（7 天以內），SLF（1-3 個月），MLF（3 個月或以上），PSL（3 年到 5 年或以上）；根據配套條件不同，範圍從窄到寬的工具依次是 PSL（政策性銀行），MLF（政策性銀行和商業銀行），SLF 和 SLO（分別滿足大中型金融機構的長期和短期流動性）。以下分別就個別工具加以說明：

SLO(Short-term Liquidity Operation)短期流動性調節工具：是超短期的逆回購，主要是突破了以前逆回購放水最短 7 天的限制。使用的很少，沒超過 7 天，再配合期限相對長一點的正逆回購就可以讓公開市場操作效果更好，採用與否主動權完全在央行手裡，跟其他交易者的資金沒有任何分別，直接影響市況引導利率走向。

SLF(Standing Leading Facility)常備借貸便利：目的是建構「利率走廊」的上限，帶有一定的強制性。如果市場利率大於某個值，有可能觸發央行強力使用這個工具，阻止同業拆借，轉向央行貸款。因為是基於平抑市場利率波動的用意，期限一般在 3 個月內；也因為市場利率大幅波動不會只有一兩天，也不可能幾個月不正常（如果真能維持幾個月那就屬正常市場利率了），故使用的機會很少，基本上央行不會主動推出，商業銀行不想申請，央行也就無事可做，儘管利率跟同業拆借的差不了多少。

SLF 這個工具最有可能發揮作用的時機可能是等利率全面放開那一天，以及存款保險宣佈實行的時候，才能大放異彩，因為根據經驗上看，這兩個時間點市場上利率都會出現混亂、不穩定，而貨幣政策經常要跟金融穩定相配合的，SLF 可以在一定程度上以行政干預市場手段使利率按預期路徑變動，因為通過市場途徑，央行也不一定控制得住，而且市場也常有不理性行為。

SLF 可以看作是央行為了補充 1 年期以下公開市場工具靈活性不足而創新的產物。央票停發快 2 年了，SLF 可以看作是央行想什麼時候發錢就什麼時候發錢的一項政策工具。這些工具操作當天央行不會做公告，只會在每個月月末的報告上提示。因此，包括物件、利率、數額只能從「有關人士」那裡「聽說」。將其看成變相降息即可。和央票比起來，算是暗箱操作。

MLF(Midterm Lending Facility) 中期借貸便利操作：這是大陸央行在 2014 年建立的一個中期基礎貨幣的貨幣政策工具，推出中期借貸便利操作的大前提，主要是外匯占款量降低，市場流動性趨緊，央行為了適度緩解短期可能面臨的貨幣流動性問題而實施的貨幣政策。

PSL(Pledged Supplementary Leading)抵押補充貸款：是 2008 年金融危機之後防止銀行倒閉設立的。PSL 和再貸款唯一的區別就是需要有抵押物，不需要控制你的準備金或者存貸比等指標，有值錢的東西抵押即可。

表 2-2 中國人民銀行貨幣政策調節工具

名稱	推出時間	信息公開	參與方	操作方式	期限	主要目的
SLO	2013 年初	滯後一個月通過『市場公開交易書』披露	政策性銀行	央行主動操作超短期逆回購	7 天以內	基準利率引導；公開市場常規操作補充
SLF	2013 年初	不及時公開，每季只公佈一次前季度每月的餘額	部分政策性銀行和全國商業性銀行	金融機構發起，與央行一對一交易	1-3 個月	短期利率引導
MLF	2014 年 10 月		部分政策性銀行和全國商業性銀行	央行定向發放	3 個月，到期可展期貨續約	中期利率引導；放水流動性
PSL	2014 年 7 月	不公開	部分政策性銀行和全國商業性銀行	央行定向發放；以同業存款方式分批提取使用	3 個月-5 年	定向利率引導；放水流動性

資料來源：本研究整理

自 2015 年 10 月起，中國人民銀行在上海、江蘇等 11 省（市）推廣信貸資產質押再貸款試點。2015 年已對試點地區部分地方法人金融機構符合條件的 3,022 家貸款企業完成了央行內部評級，並將評級符合標準的信貸資產納入人民銀行發放再貸款可接受的合格抵押品範圍。2016 年繼續推進信貸資產質押再貸款試點工作。

所謂信貸資產質押再貸款，指的是銀行可以用現有的信貸資產（也就是已經放出去的貸款），到央行去質押，獲得新的資金。這裡央行就擁有了幾個調控權：(一)、給誰錢不給誰錢；(二)、給誰的錢多，給誰的錢少；(三)、認定哪類「信貸資產」為可以質押、抵押；(四)、再貸款的利息高低。因此央行可以通過這種再貸款，將自己對貸款的偏好傳遞給商業銀行；也可以把自己對市場利率的影響，通過再貸款利率傳遞給市場，各級央行主管也獲得了巨大的「裁量權」。信貸資產質押再貸款本質上就是信貸加槓桿，屬於中國式的 QE。

第二節 資本市場(股票、債券)

大陸試圖發展股權和債權的多層次資本市場已初步形成，包括由主板、中小企業板、創業板、新三板、區域性股權市場組成的多層次股權市場，以及由銀行間和交易所債券市場為主組成的債券市場，在服務實體經濟發展上，績效已逐漸發揮。

截至 2015 年底，滬深市場主板、中小企業板、創業板上市公司分別為 1,559 家、776 家和 492 家，新三板市場掛牌公司 5,129 家，37 家區域性股權市場共有掛牌股份公司 3,375 家、展示企業 4.15 萬家。交易所債券市場和銀行間債券市場合計的債券存量，國債 10.7 萬億元，地方政府債 4.8 萬億元，金融債 17.7 萬億元，公司信用債近 15.3 萬億元。[3]以下分別就股票市場及債券市場的發展與改革過程加以說明。

一、股票市場

大陸的股票市場是在計劃經濟向市場經濟的轉軌過程中，因應財政、銀行和國有企業經濟狀況日益困難的時候誕生的。經濟體制改革使國民收入分配格局發生了明顯的變化，國家財政集中的資金相對較少，企業和個人支配的資金相對增加，形成大量社會沉澱資金。因此，大陸開始進行投融資制度創新試驗，一方面通過發行各種債券從社會籌集國家建設所需之資金，另一方面鼓勵和支持股份制試點，建置股票市場使股份制企業開啟直接融資之路。

[3] 巴曙松，「跨越『中等收入陷阱』需要金融改革新突破」，《參考消息》，2016 年 4 月 15 日。

1990 年 12 月及 1991 年 6 月上海證券交易所和深圳證券交易所先後成立，正式拉開大陸股票市場的序幕。1992 年，監管證券市場之中國證監會成立，並先後頒布實施「公司法」與「證券法」，資本市場發展逐漸趨於規範化。股票上市監管制度經歷了幾次較大的變革，在資本市場建立的初期，股票上市發行實行的是審批制，由證券監管部門限定每年的上市發行額度，地方政府或部門對本地公司進行初步遴選，根據發行額度向證券監管部門推薦上市公司，證券監管部門行使最終的上市審批權。審批制在大陸資本市場發展初期發揮一定的作用，但隨著大陸資本市場逐步發展，審批制的弊端也越來越明顯，行政化審批制度導致腐敗尋租，資源按行政原則配置導致股市投資功能蕩然，阻礙了資本市場的正規發展。

2000 年 3 月，大陸證監會頒布《股票發行核准程式》，從此股票上市發行監管制度由審批制轉向核准制。核准制採用的是主承銷商推薦、發行審核委員會表決、證監會核准的上市發行辦法。核准制取消了審批制下由行政計畫手段分配上市額度的作法，使得股票上市行政干預因素大為弱化，發行過程透明度有所提高。核准制最初採用的是「通道制」，由於通道制不能有效約束主承銷商推薦發行中的道德風險，大陸證券監管部門推行了把上市公司品質與推薦人利益掛鉤的保薦人制度。[4]

大陸股票市場的交易過程具有特殊性，具體表現為：第一，供求形成的特殊性。雖然自 2001 年以來，證券發行上市已經由審批制改為核准制，但上市公司總量仍然受到計劃的嚴格限制，上市公司的數量與質量仍然是由券商推薦和專家評審決定的結果，而非市場選擇的結果。

第二，市場分割的特殊性。根據投資主體不同，大陸存在國家股、法人股、個人股和外資股。其中國家股和法人股不能上市流通轉讓，由於其占據上市公司全部股份平均達 65%之多，分割的證券市場產生同股不同價、同股不同權問題。

第三，股票定價的特殊性。多年來大陸股票上市發行價格不是基於上市公司的經營業績和前景的表現，也不是基於股票內在價值的預測，而是在一級市場上假定上市公司全部股份都流通情況下所形成的本益比，作為制定發行價格的依據，人為地造成股票一級市場上無風險暴利和二級市場的投資風險。

從 2005 年開始，大陸對首次公開發行股票試行詢價制，開始嘗試詢價對象、承銷商

[4] 股票上市制度變遷可參閱劉芳榮，「解析對岸多層次資本市場演變及未來發展趨勢」，《證券櫃檯雙月刊》，第 146 期，2010 年 4 月，頁 41-48。

與上市公司的定價博弈。另外，國有股股東以面值認購股份，而社會公眾以較高的發行價或市場價認購，兩者享有平等的表決權、選舉權、分紅派息權及新增淨資產所有權，並平等地承擔經營風險、破產風險，顯然有失公平。

在發行與交易制度之外，大陸股票市場也推動了許多改革政策及配套管理措施，逐步建立並豐富了資本市場的內涵。

(一)ST 公司

即「Special Treatment」(特別處理) 的縮寫。滬、深證券交易所在 1998 年 4 月 22 日宣佈，根據 1998 年實施的股票上市規則，將上市公司中財務狀況或其他狀況出現異常，導致投資者對該公司前景難以判定或可能損害投資者權益，交易所將對其股票實行特別處理，在股票簡稱前加『ST』字樣。當公司將所有異常狀況恢復正常時，才能夠被撤銷『ST』字樣。

(二)PT 股

即「Particular Transfer」(特別轉讓) 的縮寫。深、滬證券交易所從 1999 年 7 月起，根據「公司法」和「證券法」的規定，上市公司出現連續三年虧損等情況，其股票將暫停上市，並在股票簡稱前加『PT』字樣，另外在暫停上市期間提供了特別的轉讓交易服務；但從 2002 年 1 月 1 日起，交易所取消了『PT』制度，上市公司暫停上市後，股票即停止交易，證券交易所不再提供轉讓服務。

(三)股權分置改革

存在國有非流通股及一般可流通股是困擾大陸股市發展最主要的問題。為因應經濟體制的變革，大陸證監會依據國務院 2004 年 2 月的《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》(即《國九條》)，於 2005 年 4 月推出股權分置改革(簡稱股改)試點，主要是通過非流通股東和流通股東之間的利益平衡協商機制，消除 A 股市場股份轉讓制度性差異的過程，強化市場對上市公司的約束機制。2005 年 6 月正式啟動股權分置改革政策，為了有效運行股改政策，大陸證監當局甚至於 2005 年 6 月至 2006 年 6 月間暫停所有公司 IPO 的申請。

爲了進一步加快股權分置改革，促使股權分置問題儘快得到最終全面解決，滬、深證券交易所又對未股改公司採取特別的差異化制度安排，包括漲跌幅限制比例設爲 5%、

剔除指數樣本股、適時採取差異化的競價交易方式等，以督促未股改公司大股東、實際控制人加快啓動股權分置改革工作，防範市場相關風險。至 2008 年 12 月底，已有 9 成以上的上市公司完成股改。

(四)開放內外資投入股市資金額度的限制

為了避免股改失敗，並因應未來由非流通股所釋放出來的流通量，對市場造成衝擊，大陸當局逐步開放內外資投入股市資金額度的限制。自 2003 年 6 月起，社保基金正式進入證券市場，包括社會保險基金、社會統籌基本金、基本養老保險體系中個人帳戶的基金(個人帳戶基金)、企業補充養老保險基金股票、基金組合等進入證券市場。

2002 年 12 月 1 日，大陸推出了 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)制度，即合格的境外機構投資者制度，是指允許合格的境外機構投資者，在一定規定和限制下匯入一定額度的外匯資金，並轉換爲當地貨幣，通過嚴格監管的專門帳戶投資當地證券市場。但限制 QFII 對個別上市公司的持股比，不得超過上市公司股份總數的 10%。

為了規範外國投資者對已完成股改的上市公司及股改後才新上市的公司，進行中長期併購投資，大陸當局在 2006 年 1 月 30 日發佈了《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》，讓外國投資者透過協議轉讓及上市公司定向發行新股兩種方式取得上市公司 A 股股份(不能通過二級市場買入)，投資可分期進行，但首次投資取得的股份不應超過已發行股份之 10%，且三年內不得轉讓。

隨著大陸外匯存底達到世界第一，為了減輕人民幣匯率升值之壓力，大陸政府開放合格境內機構投資者 (Qualified Domestic Institutional Investors，QDII)制度疏導境內游資。證監會於 2007 年 6 月 18 日發佈了《合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法》，並於 2007 月 7 月 5 施行。QDII 通過大陸政府認可的機構對外投資，如：銀行、基金管理公司、保險等金融機構操作，境內民眾獲准以外匯購買上述機構所發行的商品投資境外資本市場。2013 年 4 月，大陸證監會更通過《證券帳戶管理規則》及《業務指南》允許港澳臺居民開立 A 股帳戶。

此外，隨著大陸加入 WTO 及本土企業境外上市融資金額逐年上升，基於對等開放的原則，大陸允許符合條件的外商投資股份公司申請在大陸境內上市，外經貿部和證監會於 2001 年 11 月 8 日聯合發佈了《關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見》，

明確規定允許外商投資企業申請上市發行 A 股或 B 股。2006 年 9 月 8 日，商務部等再發佈《關於外國投資者併購境內企業的規定》，允許外國投資者對 A 股股份進行一定程度的戰略性投資或併購。

(五)創業板

創業板又稱為二板市場，即第二股票交易市場，是深交所為中小型企業特別設立的一個市場，上市公司都屬於暫時無法在主板市場上市的創業型企業、中小企業和高科技企業等提供融資途徑的證券交易市場，可以說是對主板市場的補充。

創業板最早可追溯到 1998 年，人大常委會副委員長成思危代表民建中央在當年兩會上提交了《關於借鑒國外經驗，儘快發展我國風險投資事業》提案，提出規範和發展主板市場，推進風險投資和創業板市場建設。1999 年起，深交所開始著手籌建創業板，2000 年 10 月之後為此甚至停止了主板 IPO 項目，然而隨著 2001 年初 NASDAQ 指數崩跌，香港創業板也從 1,200 點跌到最低 100 多點，成思危建議緩推創業板。一直等到 2004 年 5 月，證監會才同意深交所開辦中小企業板，成為創業板的過度板塊，但其上市條件與主板無異。

隨著大陸主板市場快速發展，擔心創業板會分流主板資金的想法也不再被提及，業內人士甚至認為創業板推出也可解決流動性過剩問題，於是在 2007 年 8 月 22 日，《創業板發行上市管理辦法(草案)》獲得國務院批准，但拖到 2009 年 7 月 1 日起施行。而第一批 28 家於 2009 年 10 月 30 日同時在創業板上市。

(六)融資融券（信用交易）

融資融券是指證券信用交易，投資者向具有上海證券交易所或深圳證券交易所會員資格的證券公司提供擔保物，借入資金買入本所上市證券或借入本所上市證券並賣出的行爲，包括券商對投資者的融資、融券和金融機構對券商的融資、融券。修訂前的證券法禁止融資融券的證券信用交易。證監會在 2006 年 6 月 30 日發布《證券公司融資融券試點管理辦法》，並於同年 8 月 1 日起施行。深、滬兩所日前再發布了《融資融券交易試點實施細則》，從業務流程、標的證券、保證金和擔保物、資訊披露和報告以及風險控制等五個方面對融資融券交易進行規範。

針對投資人的資格限制，證券公司應當瞭解投資者的身份、財產與收入狀況、證券投資經驗和風險偏好等內容。對於不滿足證券公司徵信要求、在該公司從事證券交易不

足半年、交易結算資金未納入協力廠商存管、證券投資經驗不足、缺乏風險承擔能力或者有重大違約記錄的投資者，以及證券公司的股東、關聯人，證券公司不得向其融資、融券。2010 年 3 月 31 日，融資融券業務正式登錄 A 股市場。

(七)股指期貨

中國金融期貨交易所是經國務院同意，由上海期貨交易所、鄭州商品交易所、大連商品交易所、上海證券交易所和深圳證券交易所共同發起設立的金融期貨交易所。中國金融期貨交易所於 2006 年 9 月 8 日正式掛牌成立。此為大陸成立的第 4 家期貨交易所，實行公司制，這也是大陸首家採用公司制爲組織形式的交易所。其主要從事金融衍生產品交易，並以「滬深 300 指數」爲標的的股指期貨，成爲首個上市交易的項目，於 2010 年 4 月 16 日正式掛牌交易。

(八)央企整體上市

大陸證券市場上約有 60%~70%的上市公司是由國企轉制而來的，且多是將原國企的生產部門或流程中的一部分剝離後包裝上市，這使得上市子公司對集團母公司產生嚴重的依賴性。大陸國資委因此導入市場機制透過整體上市的方式，把集團母公司與子公司之間的業務關聯交易，絕大部分都轉換成上市公司內部的資源配置，以降低交易費用和實現資源配置效率的最優化，藉此改善國企的公司治理結構、提高集團公司股權流動性、健全集團資產體質。按照國資委要求，主營業務已整體上市的集團公司，要將存續企業消化之後再實現集團整體上市。在上市的市場選擇上，按照國資委的計劃，將選擇境外加境內，即 A+H 模式。而 A+H 模式僅是國資委規劃四種模式之一，四種模式分別為：A+H 模式、反向收購母公司模式、換股吸收合併模式、換股 IPO 模式。國資委在 2011 年即已推動 16 家央企整體上市。

除了基本上完成的上述八項改革外，大陸股市還有一些爭議（倡議）多時的改革正在反覆研議，或者微幅推進當中，以下再作一簡要說明：

(一)A、B 股合併之問題

為了讓大陸企業易於對海外發行股票籌措外幣資金，在 1990 年代創設了 B 股市場，隨著大陸放寬資本限制，對海外投資人開放大規模的 A 股市場後，B 股存在意義日漸薄弱，在很長一段時間內無人問津。2015 年間大陸股市曾開啟一波牛市，A 股風生水起，唯獨 B 股仍巍然不動，B 股指數一直較為低迷。過去 25 年以來，大陸當局在 B 股市場上

的作為比較重要的有兩件事：一是 2005 年的股權分置改革；二是 2007 年對大陸本地投資者開放。這幾年來，市場上一直反覆炒作 A、B 股合併的消息以提振 B 股股價，但卻只聞樓梯響。

其實大陸 B 股市場涉及的問題十分複雜，一是 A、B 股合併涉及資本項目可兌換等一系列問題，操作上還面臨重大的政策和技術難題；二是 A、B 股分別在上海、深圳兩個交易所用三種貨幣進行交易，合併有更大的難度；三是 A、B 股合併的重要前提是國際板的推出，目前針對國際板的有關政策仍在研究之中，且從監管單位「一年辦一件大事」的慣例看，國際板立即推出的可能性不是很大，A、B 股合併何時啟動更是難以預期。

(二)三板市場的轉型與發展

「三板市場」的深交所代辦股份轉讓系統，原是為解決中國人民銀行設置的證券交易系統 NET、全國證券交易自動報價系統(STAQ)等系統掛牌公司法人股的轉讓交易問題而設，之後，又為了解決滬深主板市場退市公司股份的轉讓問題而加入交易系統中。自 2005 年開始，隨著北京中關村科技企業陸續掛牌上市以來，已進一步擴展到非公開發行股份公司。證監會研擬現成的股份代辦轉讓系統，發展「新三板」市場成為一個統一監管的全國性場外交易市場，「新三板」的股價資訊亦納入 A、B 股股票交易行情系統；另一方面，證監會亦研擬了三板系統的轉板機制，對大量達不到上市門檻的科技型企業，可以先讓其進入代辦系統，待成熟完善後再進入中小企業板或創業板。

「新三板」係在原有中關村科技園區試點的基礎上，將範圍擴大到其他具備條件的國家級高新技術園區，首批試點園區約 15 家-20 家左右；在交易制度上，首次引入做市商制度。做市商不僅僅承擔報價、發佈資訊的功能，還要與投資者進行交易，並負有維持市場流動性的責任。「新三板」也放寬掛牌標準，率先嘗試備案制，只要企業符合相關的掛牌標準、相關各方願意承擔法律責任即可掛牌交易，監管部門只對備案檔進行形式審查，而不對擬掛牌公司進行實質的價值判斷。

2013 年 1 月 16 日，「新三板」(全國中小企業股份轉讓系統)正式揭牌，是專為高新園區企業服務的場外交易市場，針對的是在創立初期、有一定產品、有一定模式、處於發展初期的股份制公司。作為全國性場外市場營運管理機構，被稱為「北京證券交易所」，交易方式目前主要有兩種，協議和做市，以機構投資者為主。

去（2015）年，「新三板」市場約有 2,000 家中小微企業以定增方式實現股權融資，

儘管總額僅 1,200 億，平均每家不足 600 萬，但對中小微企業而言，這無異於雪中送炭，幫助不小。根據大陸官方統計，截至 2016 年 5 月 26 日，全國掛牌企業總數達到 7,377 家，總市值 1.89 萬億元，「新三板」市場成為「大陸創新企業孵化器」。但在快速成長的過程中，「新三板」企業的素質明顯下降，每日成交金額約 5 億元左右，流動性很低。

(三)多層次資本市場體系不完善，支持創新的能力有待提升

近年來，在表面上，大陸雖有包括主板、中小板、創業板以及新三板組成的多層次股票市場，但是一些市場層次缺乏差異化，發行條件與投資者准入等要求與標準大致相同，服務於不同成長階段企業的融資工具也趨於一致，造成市場層次同質化現象嚴重。此外，缺乏轉板機制，很多創新型企業分散在主板、中小板、創業板、新三板等不同層次市場，與其他企業同臺競爭，缺乏必要的支援，融資工具和服務方式不完全適合創新型企業需求，企業融資受到限制。在實施創新驅動發展戰略和深入推進「大眾創業、萬眾創新」過程中，創業創新企業數量眾多，發展迅速，融資需求強烈，需要重點鼓勵代表經濟成長新動力、新亮點的新興產業公司多管道上市，這樣的制度設計無法提供令中小市值、創新型高科技企業滿足的融資服務。

新興產業與眾多創新型企業，往往呈現前期投入大、盈利週期長，且股權結構、組織架構和治理結構比較特殊等特徵。大陸證券發行環節依然存在較多的管制，市場在資源配置中的決定作用未充分發揮。現行發行審核制度，大都基於傳統產業的考量，針對新興產業與創新型企業的制度安排較缺乏，使這些企業難以進入資本市場。現行以「必須獲利」為核心的股票發行條件，重「歷史業績」、輕「未來成長」，發展潛力較大的一些創新型企業，由於達不到發行條件中的盈利要求，無法在大陸資本市場融資，導致這些企業轉而到海外市場尋求融資和上市。

為強化對風險資本市場發展的政策支持，自 2015 年以來，各種政府主導和市場化的育成中心在大陸各地如雨後春筍般成長起來，這些作為雖推動了大陸創新創業事業的發展，但也存在政府主導育成中心激勵不足、市場育成中心缺乏資金支援，軟硬體服務條件不到位的問題。市場化育成中心將是未來的發展方向，政府除在資金和政策支持外，仍需要加強多層次資本市場建設，為專案的退出提供更便利的通道，同時，鼓勵政府透過引導基金的方式，加大對天使投資、VC 投資的支持力度；另一方面，積極支援海外高科技企業之併購，加快本土企業在較短時間內轉型升級。

二、債券市場

回顧大陸債券市場的發展，初期企業發債需進行審批，市場不透明，甚至出現過大量銀行資金通過交易所債券回購流入股票市場、助長股市投機泡沫的風險事件。1997 年，大陸國務院責令商業銀行退出交易所，建立了銀行信貸資金與資本市場適度隔離的風險防範機制，面向合格機構投資者，依託銀行間場外市場推動債券市場發展。發行的債券種類主要是國債和政策性金融債，企業債券發行量很少，商業銀行等銀行間債券市場成員是國債和政策性金融債的主要投資者。

由於銀行間回購交易迅速發展，而回購市場的發展又是依託於銀行間債券市場，因此，大陸債券市場的發展對於貨幣市場的整體發展具有重要的推動作用。1998 年和 1999 年政策性金融債和國債先後實現了市場化招標發行。2005 年推出企業短期融資券時採用了發行備案制，2007 年又推動成立了自律組織銀行間市場交易商協會，採取更為市場化的發行註冊制，並建立自律管理規則體制，實現了政府監管與市場自律管理相互配合的管理模式。同時，強調會計報表的品質，強化資訊揭露、信用評級等市場化約束機制。

目前銀行間債券市場託管量占全部債券市場的 93%，發行量占全部債券市場的 95%。同時隨著市場的發展，投資者類型愈來愈多元化。目前商業銀行在銀行間債券市場投資者總數中的占比僅為 14%，其債券持有比例也已從 1999 年的 92%下降到目前的 60%左右，公司信用債持有比例則大幅下降到目前的 40%左右。銀行間債券市場，大家已經比較習慣叫這個名字，但實際上已經名不符實，應該是機構投資者債券市場。

從 2005 年開始，大陸積極推動實體經濟債券融資，拓寬企業和實體經濟的直接融資管道。截至 2014 年末，企業債券融資佔社會融資總規模的 14.7%，佔國內生產總值 GDP 之比重也達到了 3.81%，實體經濟利用債券融資規模已大過股票融資，同時有效地分散高度集中於銀行體系的風險，改變過度集中於銀行體系的社會融資結構。

銀行間債券市場和交易所債券市場是大陸債券交易的兩個主要市場。其中，銀行間債券市場交易的未償債券占未償債券交易總量約 92%，上交所、深交所債券交易共計占 5%，餘下一小部分(主要為個人投資者)通過商業銀行櫃檯零售。目前銀行間債券除現券及回購交易外，還可交易債券遠期、債券借貸、利率互換、遠期利率協議、信用風險緩釋工具等多種工具，並建立了集中統一的中央託管體系和獨立的清算所，實現了交易和結算系統資料的直通式處理，其市場深度、廣度和流動性基本上已達到成熟經濟體債券市場水準。

表 2-3 大陸債券市場發展概況

年份	債券發行總金額	國債（萬億）	央行票據（萬億）	金融債券（萬億）	公司信用類債（萬億）
1997	0.42	0.24	0.01	0.14	0.03
1998	0.59	0.38	0	0.19	0.02
1999	0.60	0.40	0	0.18	0.02
2000	0.64	0.47	0	0.16	0.01
2001	0.77	0.49	0	0.26	0.02
2002	1.14	0.59	0.19	0.32	0.03
2003	1.85	0.63	0.72	0.46	0.04
2004	2.94	0.69	1.70	0.51	0.03
2005	4.41	0.70	2.79	0.72	0.20
2006	5.91	0.89	3.66	0.97	0.39
2007	8.14	2.31	4.07	1.21	0.55
2008	7.31	0.86	4.30	1.21	0.94
2009	8.89	1.79	3.97	1.45	1.67
2010	9.73	1.98	4.66	1.41	1.68
2011	7.83	1.71	1.41	2.35	2.36
2012	7.95	1.62	0	2.60	3.73
2013	8.92	2.02	0.53	2.69	3.67
2014	11.93	2.11	0	4.70	5.12

註：金融債券包括：國家開發銀行金融債、商業銀行普通債券、商業銀行次級債、商業銀行資本混合債、非銀行金融機構債券、證券公司債、資產支持證券、證券公司債券、證券公司短期融資債券、二級資本工具、同業存單公司債（金融公司發行）及可轉債（金融公司發行）;（非金融企業）公司信用類債包括：公司債、可轉債、可分離債、中小企業私募債、企業債、短期融資券、超短期融資券、中期票據、中小企業集合票據、非公開定向債務融資工具及資產支援票據等。

資料來源：《中國金融年鑑編輯部》，《中國金融年鑑（2015）》，(北京：中國金融年鑑雜誌社，2016 年)。

2002-2014 年，金融機構貸款占社會融資規模的比重從 92%大幅下降至 59%，債券占社會融資規模的比重則從不足 2%上升至近 15%。2015 年前 11 個月，公司信用類債券共發行 6.2 萬億元，同比成長 29%；企業債券淨融資 2.3 萬億元(發行量減去到期兌付量)，占社會融資規模的比重進一步上升至 17.5%。由於企業發債成本比貸款成本平均低 1 至 1.5 個百分點，初步估算，通過發債每年為企業節約成本 1,000 億至 1,500 億元。

在經濟內生成長動力不足、GDP 增速放緩的情況下，近年來大陸面臨所謂「新常態」

的環境，大陸當局致力於「穩增長、調結構、促改革」的施政目標，債券市場的角色十分吃重。要實施穩健貨幣政策、改善宏觀調控、滿足實體經濟融資需求、降低融資成本，債券市場在深度和廣度方面加速配套發展，角色非常重要。

2015 年，債券市場共發行各類債券 22 萬億元，較 2014 年增加 10.4 萬億元，同比成長 87.5%，漲幅提高了 56 個百分點。其中政府債券發行成長最快，共發行 5.8 萬億元，同比成長 176.6%；開發性、政策性金融債發行 2.6 萬億元，同比成長 12.6%。公司信用類債券發行達到 7 萬億元，同比成長 35.8%，2015 年前 11 個月企業發行債券淨融資占社會融資規模的比例為 18.3%，同比上升 2.7 個百分點。同業存單發行了 5.3 萬億元，同比成長 489.6%。[5]

截至 2015 年底，債券市場總託管餘額為 47.9 萬億元，同比成長 35%。其中，銀行間市場的債券託管總量為 43.9 萬億元，占全市場託管量的 91.7%；交易所託管總量為 4 萬億元，占全市場託管量的 8.3%。債券市場交易日益活躍，2015 年，債券市場交易量達到 676 萬億元，同比成長 89%。債券市場投資者結構日益多元化，呈現了漸進優化的特徵，以非金融企業債務融資工具為例，2015 年底，商業銀行持有公司債券比例為 36%，同比下降 11%；證券投資基金、企業年金、銀行理財、信託計畫、資管產品等各類非法人機構持債占比 22.2%，同比上升 6%。[6]

在相關制度創新與改革方面，為拓寬保險公司資本補充管道，保證綠色信貸資金的長期有效供給，銀行間債券市場先後推出了保險公司資本補充債券和綠色金融債券。公司信用類債券種類增多，出現如：永續票據、併購票據、綠色票據、資產支援票據、「債貸組合」債務融資工具，以及城市停車場建設、城市地下綜合管廊建設、養老產業、戰略性新興產業、雙創孵化、配電網改造等專項企業債券，透過債券發行籌措的資金，支援了兼併重組、技術改造、重大項目和基礎設施建設等。

信貸資產證券化產品也出現快速發展，2015 年金融機構共發行 104 單信貸資產支援證券，發行規模為 3,976 億元，同比成長 41%。截至 2015 年底，信貸資產支持證券市場存量餘額達 5,380 億元。與此同時，債券市場交易機制也不斷創新，順應場外金融衍生品的標準化趨勢，推出標準債券遠期交易，推動標準債券遠期、標準利率互換實施中央對手方集中清算業務，以滿足市場成員日益增長的避險需求。

[5] 中國人民銀行年報編輯部，《中國人民銀行年報 2015》，(北京：中國人民銀行，2016 年)。
[6] 同前註。

債券市場對穩健貨幣政策的實施、降低融資成本貢獻良多。2015 年，在人民銀行多種貨幣政策工具的引導下，債券市場收益率走勢總體穩步下降。2015 年底銀行間市場 1 年期、10 年期國債收益率分別為 2.30%和 2.82%，較 2014 年底下降 96 個基點和 80 個基點。與此同時，商業銀行通過同業存單、普通金融債券、資本補充債券等批發型、主動負債工具，進行資產定價，管理資產負債結構，進一步提高了商業銀行傳導貨幣政策的能力和效率。

此外，企業通過債券市場融資成本也不斷下降，2015 年 11 月，債券發行加權利率較 2015 年初下行超過 100 個基點。按照貸款加權平均利率估算，每年可為發債企業節省融資成本約 1,800 億元。

2015 年，人民銀行對境外央行類機構進入銀行間債券市場實行備案制管理，取消投資額度限制。截至 2015 年底，共有 292 家包括境外中央銀行或貨幣當局、國際金融機構、主權財富基金、人民幣業務清算行、跨境貿易人民幣結算境外參加行、境外保險機構、RQFII 和 QFII 等在內的境外機構獲准進入銀行間債券市場。[7]同時配合人民幣跨境使用，積極推進對外開放，引入境外主權國家和境外金融機構等在大陸境內發行人民幣債券。2015 年間，滙豐香港、中銀香港、渣打銀行等境外金融機構先後在銀行間市場發行人民幣債券，韓國財政部在銀行間市場成功發行 30 億元人民幣主權債券，成為在大陸債券市場發行人民幣計價國債的首個外國政府。

經濟成長減速期間，一些被掩蓋的潛在風險逐漸顯現。2015 年間，債券市場違約事件大幅上升，甚至個別央企也出現了違約。2016 年，在加速推動去產能、去槓桿政策催化下，公司類信用債券違約事件有增加的跡象。此外，在債券市場價格持續上漲，期限錯配、槓杆性問題開始顯現，各金融子市場聯動加大的情況下，市場波動帶來的風險也會上升。

從交易品種創新角度，目前大陸市場債券品種逐步增加，以滿足多層次的融資和投資需求。大陸債券品種分為利率債和信用債兩大類別，其中利率債佔比超過七成，包括國債(CGBs)、政策性金融債(PFBs)和央行票據，其餘為信用債約三成，包括企業債、公司債、短期融資券和中期票據等品種。[8]自 2014 年起為配合利率市場化及財政政策措施，創新品種進一步擴大。例如，2014 年推出銀行同業存單業務，自發自還地方政府債券成

[7] 同註 5。
[8] 「中國債券市場發展三趨勢及影響」，《中新社》，2015 年 10 月 11 日。
big5.chinanews.com/gate/big5/www.hkcna.hk/content/2015/1011/405210.shtml

功發行，發展次級債與信貸資產證券化，也是債券市場力圖配合經濟結構調整，減輕銀行資金融通壓力的主要創新。

由於大陸債券市場以商業銀行為絕對主導，其餘機構參與的比重相對較低，因此推動債券市場逐步鬆綁，改變機構參與者參與比例，尤其是增加國際機構參與比例將是債券市場發展的主要方向，也是配合人民幣國際化的重要途徑。從境外機構參與境內債券市場投資交易的角度看，境外央行、國際金融組織、主權財富基金、跨境人民幣結算的清算行和參加行、保險公司、RQFII、QFII 等符合條件的境外機構也可投資銀行間債券市場。截至 2015 年 11 月底，已有 287 家境外機構獲准投資銀行間債券市場。[9]

目前境外機構已通過 QFII 及 RQFII 等三類管道投資大陸債券市場，投資規模亦迅速擴大，三類境外機構投資銀行間市場的額度已完全放開，QFII 獲批額度達 1,500 億美元，實際使用 755 億美元。RQFII 獲批額度達 9,700 億元，實際使用 3,909 億元。[10]另外，2015 年 5 月及 7 月間人民銀行又連續推出新政，對三類境外機構投資額度、備案等手續進一步簡化，獲准的交易品種也從現券交易擴大至回購，遠期、利率互換和遠期利率協定等衍生品種，進一步便利境外機構投資大陸債券市場，提升境外機構參與大陸債券市場的比例，令參與者結構更為均衡。

近期也對非銀行金融機構的市場准入進一步放開，除符合資格之境外機構可進入銀行間債券市場，包括合格農村金融機構，信託產品、證券公司資產管理計劃、基金管理公司及其子公司特定客戶資產管理計劃、保險資產管理公司資產管理產品等四類非法人投資者也可進入債券市場，利用債券市場進行風險管理、流動性管理和資產配置，也可以進一步提高銀行間債券市場交易的活躍度和流動性，有利於債券市場基準利率逐步成形，為債券基準曲線逐步取代存貸款成為央行調控的基準利率做準備。

由 2014 年 3 月「11 超日債」無法按期全額支付利息肇始，大陸債券市場信用違約事態有愈演愈烈之勢。[11]在主體上，違約企業從民企到央企、再到地方國企，範圍不斷擴大；在違約程度上，從無法支付當期利息，逐漸擴大到本息皆不能償還，致使投資者蒙受的損失越來越大；在種類上，公司債首當其衝，違約品種逐漸蔓延到中票 PPN，甚至到短期融資券；在期限上，「由長及短」，不可遏制；在信用等級上，違約產品有逐漸向信用評級水準高、股東背景較強方向發展的趨勢；在產業分佈上，從新能源行業開始，

[9] 潘功勝，「中國債券市場的改革與發展」，《中國社會科學網》，2016 年 4 月 8 日。
http://edu.cssn.cn/glx/glx_gldt/201604/t20160412_2963455.shtml
[10] 同註 8。
[11] 「打破剛性兌付有助債券市場浴火重生」，《經濟參考報》，2016 年 5 月 25 日。

已經逐步擴展到設備製造、鋼鐵、有色金屬、採掘等週期性行業，目前已在向食品飲料等非週期性行業擴散。

債券信用違約事態日趨嚴重，有外部和內部兩方面的原因。就外部而言，全球經濟持續低迷，國際債券市場上信用違約率驟升，對國內債券市場產生了負的外溢性影響。就國內而論，經濟成長率持續下行、需求不振、投資萎靡、PPI 長達數年負成長、產能過剩和設備利用率嚴重不足、行業虧損面擴大等，成為違約率上升的主要因素。從微觀層面來看，企業槓桿率過高、持續經營虧損以及治理機制不健全等，難辭其咎。

債券信用違約的負面影響，主要表現在三個方面。首先，債市違約拖累一級市場，影響債券市場的融資功能，導致推遲或取消發行的債券大幅增加，企業籌資活動現金流下降，進一步加劇市場違約風險；再者，債市違約提高了風險溢價，債券發行利率也水漲船高，不利於企業在籌資活動中「降成本」；第三，債券市場違約降低了市場流動性，使得金融市場系統性風險偏好下降，並進一步導致信用定價體系出現混亂。價格波動加大，致使貨幣政策傳導管道阻滯；第四，債券違約頻繁發生，不僅其他金融市場如股市和匯市受到感染，宏觀經濟運行也受到不利衝擊。

第三節 小結與未來改革展望

大陸金融體制改革基本是在平衡物價與經濟增長的原則下，在體制上追求市場化、國際化的深化改革。由於：

一、貨幣供給量（M2）對 GDP 之比重較高，通貨膨脹的潛在壓力較大；

二、以銀行信貸為主的間接融資比例較高，工商企業資產負債率仍在上升，銀行被倒逼增加貸款的壓力大；

三、人民幣逐步成為可兌換貨幣的國際化程度加深，為了維護國際收支平衡，造成匯率調控的難度大幅增加；

四、人民幣利率市場化與人民幣匯率形成機制的改革，使中央銀行宏觀調控要注意的面向增加；

五、隨著人民幣加入 IMF 之 SDR 擠身國際貨幣之際，國際社會對大陸央行貨幣政策操作的獨立性和透明度要求加深。

面對上述既有及新增的環境約束，大陸金融體制的改革方向不外乎：

一、堅守保持貨幣幣值穩定、並促進經濟成長的貨幣政策目標，繼續健全宏觀審慎政策架構，善用原有之貨幣政策工具，創新調控方式，提高宏觀調控能力。

二、繼續發展資本市場，強化社會資本形成能力，降低企業對銀行貸款的依賴度，使中央銀行被動擴張貨幣信貸的壓力減輕。為發展多層次的資本市場，擴大開放對外之資本市場，相關的改革開放步調加快。

三、謹慎處理貨幣政策和國際收支平衡關係，增強央行貨幣政策的主動性。避免過去因貿易順差過多、形成外匯占款持續成長、央行沖銷壓力大的問題；以增加對外投資降低外匯存底增加的壓力，調整外匯儲備結構，提高外匯儲備投資效益。

四、推動人民幣匯率市場化改革，逐步開放人民幣資本帳可兌換，擴充人民幣國際化廣度與深度，並疏導貨幣傳導機制；完善中國人民銀行獨立行使央行職權的法律地位，提升人民銀行貨幣政策的透明度。

上述改革方向多見諸於中共「十八屆三中」全會及「十三五規劃」等指導性文件之中，其內涵在政府與學界具有相當程度的共識。但在政策實際落實的速度與程度，則可能受到環境變化及既得利益反彈的影響。基本上，「穩定壓倒一切」的思維還是中共當局的施政指導原則，「穩增長」還是「調結構、促改革」的基礎。

2008 年爆發國際金融危機之後，全球主要經濟體中企業仍在大幅加槓桿的只有大陸，信貸或者說流動性的極度寬裕與實體經濟產能全面嚴重過剩造成的後果即是資產荒。其中流竄於各類資產之間的大量「聰明的錢」，讓初衷良好的各類政策之效果大打折扣，譬如，政府希望通過股權市場降低企業負債率並引導資金流向創新轉型領域，但最終釀成股災；政府想去庫存，卻導致一、二線不需要去庫存的城市房價暴漲；政府決心去產能，連跌數年從高點跌掉 80%的鐵礦石，能一天漲 20%。[12]諸多政策上的「調結構」措施，都引起大陸各類資產價格的劇烈波動，使大陸決策當局身陷政策失靈的困境。

習李政府所面對的結構性問題要比過去三十年大陸實施的「增量改革」要困難且複雜得多。常見的說法是面對「三期疊加」(增長速度進入換擋期、結構調整面臨陣痛期、前期刺激政策消化期)的困境。近年來推動之供給側結構性改革，雖然聚焦於「去產能、

[12] 「中國改革：一場與資本套利的『賽跑』」，《多維新聞網》，2016 年 3 月 9 日。
http://opinion.dwnews.com/big5/news/2016-03-09/59723973.html

去槓桿、去庫存、降成本、補短板」，[13]但在實際推動政策過程中，在許多層面充滿「左右為難」的困境：

第一，從當前國際政治經濟環境著眼，決策當局既不敢、也不能冒著硬著陸的方式強力出清風險。因此，既要進行調結構的大改造，但又不能不顧及被改革者的承受能力，結果造成改革進展緩慢。

第二，從資本市場的角度，既要股票市場繁榮，但又寄望能夠緩步上漲，以免引發不理性的投機狂潮，給予足夠的時間從事監管配套工具的建立。

第三，房地產行業的困境是：既需要對三、四線城市多餘住房去庫存給予政策性支持，但又不想使沒有過剩供給的一、二線城市出現房價泡沫。

第四，去產能則是要有堅定的決心消滅僵屍企業，又明確不希望以破產的方式去產能，以免造成眾多勞工失業。

基本上資本都是追逐短期利潤最大化的，上述的種種兩難情境必將導致資本進行政策套利，借助政策的支持，不去減少無效供給，反而轉向供需平衡之領域。例如政府鼓勵創新與通過併購重組轉型，企業就盲目擠進創業板與一、二級市場套利；政府鼓勵去(三、四線城市）庫存，企業反而進軍一、二線沒有庫存壓力的城市；政府鼓勵去產能，地方及企業反而拉抬短期庫存極低、且定價權在國內的黑色產業鏈價格。

這些困境的本質是實體經濟的資本與金融體系的資產不相匹配造成的，最終平衡的實現要麼是新的資本崛起，要麼是過剩的資本被消滅。前者是技術革命或產業升級，後者是經濟金融危機。因此，金融市場的改革必須能支持新經濟的成長及茁壯，也能減緩金融衝擊、避免引發金融動盪。

金融體系的改革是實體經濟結構調整的關鍵，但其間改革時機及分寸的拿捏，非常不容易。以目前情況觀之，大陸當局雖然高喊堅持改革口號，在執行層面，還是走保守漸進的路，希望在有限的時間內通過漸進式的改革來換取新資本崛起的時間，這其中無可避免地將充斥兩難之間的拉扯與權衡。

將這樣的思維對應到本章論述的三個金融子市場，在貨幣市場方面，下一階段貨幣政策思路，一是綜合運用貨幣政策工具，優化政策組合，保持適度流動性，實現貨幣信

[13] 2015 年底召開之中央經濟會議所提出的五大任務。

貸和社會融資規模合理成長。根據內外部經濟金融形勢變化，靈活運用各種貨幣政策工具，完善中央銀行抵押品管理制度，調節好流動性和市場利率水準，促進貨幣市場穩定，加強和改善宏觀審慎管理，組織實施好宏觀審慎評估，從量價兩個方面保持貨幣金融環境的穩健和中性適度。繼續引導商業銀行加強流動性和資產負債管理，合理安排資產負債總量和期限結構，提高流動性風險管理水準。二是盤活存量、優化增量，支援經濟結構調整和轉型升級。繼續優化流動性的投向和結構，發揮好信貸政策支持再貸款、再貼現和抵押補充貸款的作用，強化信貸政策定向結構性調整功能，引導金融機構優化信貸結構。

寬鬆貨幣政策在目前強調供給側改革的情況下，將不再出現，適度（或從緊）的貨幣政策將成為常態。在李克強總理強調「微刺激」的原則下，為了因應短期貨幣的波動，央行公開市場操作的角色將扮演重要的角色。基於協助特定行業的定向寬鬆政策，特別是三農及小微企業，則將採用 SLO、SLF、MLF 及 PSL 等常備借貸便利與短期流動性調節工具。

在股票市場方面，由於大陸融資結構仍以銀行間接融資為主，資本市場發展滯後，金融風險主要集中於銀行業。因此，當前應以建構多層次資本市場為大方向，加快 A 股上市註冊制改革的步伐，規範發展新三板，在合適的條件下擴大資產證券化試點，積極培育公開透明、功能齊全的資本市場。使 A 股能加入 MSCI 指數的相關改革將成為現階段政策的重點。就長期觀點看來，改革重點不外乎：(一)推進股票發行註冊至改革；(二)加快多層次股權市場建設；(三)完善上市退市制度；(四)完善股市參與者結構。[14]

在債券市場方面，主要問題是政出多門，發改委主管企業債券的審批和發行；財政部負責國債和地方政府債的審批和發行；人民銀行透過下屬中國交易商協會管理發行中期票券和短期融資產品；證監會主管公司債的審批和發行；銀監會在涉及金融債發行時依法審批。[15]因此，如何加強監管協調、市場約束與風險分擔機制，同時達成對外開放與國際接軌的目標，有相當長的路要走。當然利率市場化是其能健全發展的基礎要件。

總之，大陸金融改革的重點主要圍繞貨幣政策調整、利率與匯率市場化改革、資本賬戶的有序放開、順應混業經營發展趨勢以及多層次資本市場建立等方面，改革的核心則在於通過制度完善降低交易成本，增加鼓勵金融創新的環境與制度供給，發揮市場在金融資源配置中的作用。

[14] 參考 2014 年大陸頒佈之《國務院關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》。
[15] 戴相龍主編，《領導幹部金融知識讀本》，三版，(北京：國金融出版社，2004 年 12 月)，頁 132-133。

之前，大陸金融監管者可能想用開放倒逼改革，不過，檢討之後發現造成了很多不必要的風險，應該進行協同，把基礎打好，創造更好的環境再行。因此，在 2016 年兩會的工作報告中強調：將股票、債券市場改革和法治化建設並列，促進多層次資本市場健康發展，提高直接融資比重。[16]此外，這也意味著下一階段資本市場發展的優先考慮，已從關注籌資人的利益而轉到了投資人的利益保護上。由此將奠定資本市場長期健康發展的基礎，最終實現「提高直接融資比重」的目標。

[16] 參考李克強 2016 年兩會政府工作報告中的深化金融體制改革部分。
http://news.xinhuanet.com/finance/2016-03/05/c_128775704.htm

第三章 大陸外匯體制改革

大陸的外匯管理體制，在改革開放以前，實行統收統支、高度集中的計劃管理模式。改革開放之後，外匯管理體制逐漸向間接的市場化管理轉變，在1993年以前的改革措施，主要包括設立專門管理外匯的機關，頒布實施外匯管理法規；改革外匯分配制度，實行外匯流程辦法；建立和發展外匯調劑市場；改革人民幣匯率制度；建立多種金融機構並存的外匯經營體制；建立對資本輸出入的外匯管理制度。

自1994年開始，大陸在外匯管理體制逐步推進改革，其中最為重要的是將官定匯率與調劑匯率併軌，實行以市場供需為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度；此外，實行銀行結售匯體制，並建立了全國統一的銀行間外匯市場，人民幣經常項目從有條件可兌換到全面可兌換，最後確立了「經常項目可兌換、資本項目維持一定管理」的外匯管理制度。

2001年底，大陸經過十六年的努力之後，終於達成加入WTO的心願，為了滿足加入WTO的要求，大陸國家外匯管理局頒布實施了多項改革外匯管理的政策措施，舉其要者如進一步簡化經常項目結售匯手續，逐步鬆綁資本項目管制、全面推廣外商投資項下資本金結匯管理方式改革，擴大對銀行授權、建立電子化管理機制。2005年7月，人民銀行進行第二次匯率制度改革，宣布自即日起實行「以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度」，人民幣不再盯住單一美元，形成更富彈性的匯率制度。

這段期間，人民幣國際化從無到有，逐步發展。2002年11月，大陸國務院批准人民銀行於香港辦理個人人民幣業務，並提供清算，香港金融管理局與人民銀行簽署備忘錄，同意在2004年1月開辦人民幣業務，第一個人民幣離岸市場從此展開。此外，2000年間，大陸與「東協10+3」簽署「清邁協議」(Chiang Mai Initiative，CMI)，首次與外國簽訂貨幣互換協定，自2008年12月開始，進一步陸續與韓國、香港、馬來西亞、白俄羅斯、印尼、阿根廷等國家和地區簽署雙邊貨幣互換協定；2010年8月，貨幣互換協議從貿易層面擴展到投資。人民幣國際化快速發展，2015年11月，IMF公開宣布，正式將人民幣納入成為特別提款權(SDR)國際儲備貨幣。

本章將討論大陸外匯體制改革，擬從人民幣匯率形成機制，以及涉及人民幣自由化、國際化發展的外匯管理體制等三個方面著手。

第一節 人民幣匯率形成機制改革

自改革開放以來，人民幣匯率制度已歷經多次改革。其中較為重要的三次，第一次改革為 1994 年，大陸建立市場供需為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度，並將人民幣兌美元的匯率固定在 0.3%幅度內浮動。第二次改革在 2005 年，人民銀行宣布廢除為因應亞洲金融危機形成的盯住單一美元的匯率政策，開始實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。第三次改革則在 2015 年，改革了人民幣匯率中間價報價機制，並綜合考慮外匯供需情形以及國際主要貨幣匯率變化提供中間價報價。以下擬扼要評介人民幣匯率決定機制的演變。

一、改革開放前

1950 年代初期，大陸因對外匯嚴重短缺，實施外匯集中制，並採取鼓勵出口、獎勵僑匯和以收定支等措施。這時期確立人民銀行為外匯主管機關，人民幣匯率依物價制定匯率，再以進出口商品和僑匯購買力為基礎，按綜合加權平均計算，參照國內外物價變化情況[17]，各地方在原有的匯率基礎上視情況發布各自的外幣匯率[18]。

嗣後，為了加強對外經貿管理，取消了議價制，實行全大陸統一的人民幣匯率，由人民銀行總行掛牌公布並實施機動調整，並通過「獎出限入、照顧僑匯」的原則，參照物價計算匯率基礎定價，再加上 75~80%的大宗出口商品的加權平均換匯成本及其他因素制定匯率。

1953 年起，大陸實施第一個五年經濟建設計畫，開始實施「集中管理、統一經營」的外匯管理政策，人民幣匯率基本上以換匯成本定價。人民幣匯兌以換匯成本定價為基礎、參照各國公佈的匯率制定，只有西方國家貨幣貶值獲升值時，才相應的調整人民幣對該貨幣的匯率。此時人民幣匯率對進出口貿易不具調節作用，主要作為內部核算和編制計畫及非貿易外匯兌換結算之用。

1972 年以前，西方國家實施固定匯率，人民幣匯率基本上也穩定在 2.46 元人民幣兌 1 美元。1973 年石油危機爆發，西方國家開始實施浮動匯率制度，大陸同步改為參照西方國家貨幣浮動機制，採用「籃子」貨幣加權平均計算方法調整。

---

[17] 孟建華，《中國貨幣政策的選擇與發展》(北京：中國金融出版社，2006 年)，頁 290。

[18] 1949 年間各地匯率不同。當年 1 月天津港匯率為 1 美元兌 80 元人民幣，各地區人民銀行以天津匯率為基礎，根據各地物價等指標制定當地的人民幣匯率。

二、1979–1993 年

1978 年，中共「十一屆三中」全會後，實施改革開放政策。為了配合「對內改革、對外開放」，大陸開始實施外匯留成制度，並於 1980 年創辦外匯調劑市場；翌年進一步實施「貿易內部結算價」[19]與「官方牌價」[20]並存的雙重匯率制，前者為適用於貿易外匯收支的貿易內部結算匯率，後者為適用於非貿易收支的官方匯率。針對經常項目和資本項目實施不同的匯率制度，對貿易、非貿易和資本流動進行干預和控制，1981 年訂定的貿易內部結算價為 100 美元兌 280 元人民幣。

為符合國際貨幣基金組織(IMF)會員相關規定，如「會員國可以實施多種匯率，但必須盡量縮短單一匯率過度的時間」，自 1985 年起，大陸取消貿易內部結算價格，貿易及非貿易外匯結算採統一的公開牌價，又恢復單一匯率，以貿易匯價為基礎；同時，官方匯率從 1 美元兌換 2.3 元人民幣下調至 2.8 元人民幣，之後又進行多次下調，匯率調整是依據全大陸的出口換匯成本。由於 1985 年以後內部物價大幅上漲，出口換匯成本迅速上升，使人民幣匯價不斷下跌。

大陸在名義上雖然是實行單一匯率制度，但隨著大陸外匯調劑業務的擴張，各地相繼設立外匯調劑中心外，1986 年開始，再度實施統一的官方牌價與市場調劑匯價並存的新雙軌制，其中官方匯率可調整地釘住美元，以換匯成本為基礎調整官方名義匯率水準，透過匯率調整來保持出口的國際競爭力，實現經濟成長的目標。調劑市場的匯率是由國家規定在官方牌價匯率的基礎上加上一定幅度來確定。

1988 年開始，大陸放開了調劑市場匯率由買賣雙方根據外匯供求狀況決定，人民銀行適度對市場進行干預。各地先後開辦外匯調劑公開市場，辦理中央部門所屬的企業、事業單位之間外匯額度和現匯的調劑業務，同時允許外商與國營、集體事業間的外匯調劑，並取消了調劑價格限制。同年 9 月，上海在原有的外匯調劑業務的基礎上，開辦第一家外匯調劑公開市場。1991 年進一步開放大陸有限度地允許個人參與外匯調劑市場，居民可以在指定銀行參照調劑匯率出售外匯。大陸放開調劑匯價之後，人民幣調劑市場年均匯率由 1988 年 100 美元兌 646 元人民幣，到 1993 年期間先升後貶，1993 年貶至 859 元。到 1993 年底，受外匯調劑市場匯率調節的外匯收支活動約佔 80%左右。

---

[19] 按照 1978 年出口平均換匯成本再加一定利潤計算得出，為 1 美元兌 2.80 元人民幣，至 1984 年底被取消前，皆無變動。

[20] 官方匯價為 1 美元兌 1.52 元人民幣，適用於非貿易外匯收支的匯價。

三、1994–2004 年

由於雙軌匯率制度帶來了黑市交易、金融秩序混亂的現象，1993 年 12 月底人民銀行公佈「關於進一步改革外匯管理體制的公告」，決定自次年元旦開始，將人民幣官方匯率與外匯調劑市場匯率合併，並取消外匯收支的指令性計劃及外匯留成和上繳，禁止外幣在境內計價、結算和流通，實施銀行結售匯，建立銀行間外匯市場，實行以市場供需為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度。這次改革，大陸試圖將所有外匯供求關係都納入市場軌道，人民銀行根據銀行間外匯市場交易情況公布匯率，並規定人民幣兌美元的匯率固定在 0.3%幅度內浮動。人行通過外匯公開市場操作，對人民幣匯率實施有管理的浮動。

人民幣匯率的併軌及形成機制具以下幾項特點[21]：第一，匯率的決定以外匯市場的供求狀況為基礎。1994 年 1 月實施銀行結售匯制度和 4 月建立的銀行間外匯市場為人民幣匯率的形成提供平臺。外匯指定銀行根據每個營業日企業在銀行的結售匯情況和人民銀行對其核定的結售匯週轉外匯資金限額，在銀行間外匯市場買賣外匯形成外匯供求，通過市場交易形成人民幣對外幣的市場價格，外匯市場的供求關係成為決定人民幣匯率的基礎。

第二，統一的匯率。匯率併軌後人民銀行根據前一營業日銀行間外匯市場形成的美元對人民幣的加權平均價，公布當日主要交易貨幣對人民幣交易的基準匯率。並由外匯指定銀行根據公布的基準匯率參照國際外匯市場，計算人民幣兌主要貨幣匯價。所有貿易、非貿易及資本項目對外支付和結算都使用此匯率進行，消除了外匯調劑市場因各地區等因素而形成匯率不一致的情形。

第三，浮動匯率。允許人民幣匯率在人民幣公佈的基準匯率一定幅度範圍內浮動，即外匯指定銀行之間的買賣可在基準匯率 0.3%的幅度內浮動。從 1996 年 7 月起，銀行間外匯市場美元的交易價仍在人民銀行公布的交易中間價 0.3%內浮動，日元、港幣交易價浮動範圍為 1%，對客戶的外匯買賣則為 0.25%內對外掛牌。

1997 年爆發東南亞金融危機，東南亞各國貨幣劇貶，人民幣則政策性的不貶值，並採取了嚴格釘住美元的匯率制度，對沒有實際經濟活動支撐的跨境短期資本流動實施嚴格管控，改革的腳步放緩，1994 年初實行以市場供需為基礎的單一的、有管理的浮動匯

[21] 呂進中，《中國外匯制度變遷》(北京：中國金融出版社，2006 年)，頁 104。

率制度名存實亡。人民幣匯率由 1994 年併軌後大幅貶值的基礎上開始逐年緩升過程，100 美元兌人民幣匯率由 1994 年的 862 元人民幣，升至 1997 年的 829 元，1998~2003 年，人民幣匯率大致穩定在 828 元左右(表 3-1)。

表 3-1 大陸人民幣兌美元匯率變動

年份	兌美元匯率	年份	兌美元匯率
1994	8.6187	2005	8.0702
1995	8.3510	2006	7.8087
1996	8.3142	2007	7.3046
1997	8.2898	2008	6.8346
1998	8.2791	2009	6.8282
1999	8.2783	2010	6.6227
2000	8.2784	2011	6.3009
2001	8.2770	2012	6.2855
2002	8.2770	2013	6.0969
2003	8.2767	2014	6.1190
2004	8.2765	2015	6.4936

注：匯率以當年期末匯率為准。
資料來源：中國人民銀行年報。

四、2005 年至今

進入 21 世紀，尤其加入 WTO 後，大陸出口快速擴張，盯住美元的人民幣匯率制度遭到 IMF 批判，同時，國際社會要求人民幣升值的壓力逐漸升高。2005 年 7 月，人民銀行進行第二次匯率制度改革，宣布自即日起實行「以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度」。人民銀行稱將視內外經濟金融形勢，以市場供求為基礎，參考籃子貨幣匯率變動，管理和調節人民幣匯率。人民幣匯率不再盯住單一美元，形成更富彈性的人民幣匯率機制；人民銀行於每個工作日後公佈當日銀行間外匯市場美元等交易貨幣對人民幣匯率的收盤價，作為下一個工作日該貨幣對人民幣交易的中間價格。同時調整美元對人民幣交易價格調整為 1 美元兌 8.11 元人民幣，一次性升值 2%。

中國人民銀行實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。包括三個方面的內容：一是以市場供求為基礎的匯率浮動，發揮匯率的價格信號作用；二是根據經常專案主要是貿易平衡狀況動態調節匯率浮動幅度，發揮「有管理」的優勢；三是參考一籃子貨幣，即從一籃子貨幣的角度看匯率，不片面地關注人民幣與某個單一貨幣的雙邊匯率。

人民銀行指出，一籃子貨幣的選取以及權重的確定，主要是考慮國際收支經常項目的主要國家、地區及其貨幣，並給予每種貨幣適合的權重，而幣種的選擇和權重的設定主要原則有四個，第一，將對外產品與服務貿易作為構成貨幣籃子的原則和基礎，第二，參考大陸外債的主要貨幣種類，第三，加上一定程度外商直接投資的貨幣種類，第四，是國際上與他國之前的支付轉移類的貨幣交流。

這一時期由於人民銀行未透露籃子內的所有幣種、幣種權重及匯率的目標區，及央行認為合理、均衡的匯率水平，因此央行的裁量權相當大，加上形式上是參考一籃子貨幣，不是單一釘住美元，而且據相關研究指出，美元、日元和歐元在人民幣一籃子貨幣中佔了絕大部分，美元又佔據主導地位(權重在 90%以上)，因此又可稱為「參考美元的軟釘住制」，而且在匯率管理上，浮動區間一旦擴大，則立刻被人為干預消化。

2006年1月人民銀行在中間價形成方面進行改革。主要為銀行間即期外匯市場上引入「詢價交易方式」(簡稱OTC方式)[22]，同時保留撮合方式。此外，在銀行間外匯市場引入做市商制度，為市場提供流動性，改進人民幣匯率中間價形成方式，以完善以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，並提高金融機構自主定價能力。同時，人民銀行授權中國外匯交易中心於每個工作日上午9時15分對外公布當日人民幣對美元、歐元、日元和港幣匯率中間價，作為當日銀行間即期外匯市場(含OTC方式和撮合方式)以及銀行櫃臺交易匯率的中間價。

引入OTC後，人民幣兌美元匯率中間價的形成方式，由銀行間外匯市場以撮合方式產生的收盤價確定的方式，改為外匯交易中心於每日銀行間外匯市場開盤前向所有銀行間外匯市場做市商詢價，並將全部做市商報價作為人民幣兌美元匯率中間價的計算樣本，去掉最高和最低報價，剩餘做為市商報價加權平均，得到當日人民幣兌美元匯率中間價，權重由中國外匯交易中心根據報價方在銀行間外匯市場的交易量及報價情況等指標綜合確定。

[22] 銀行間外匯市場交易主體可選擇以集中授信、集中競價的方式交易，也可選擇以雙邊授信、雙邊清算的方式進行詢價交易。

2007年5月，銀行間市場人民幣對美元匯率的日幅度從0.3%擴大到0.5%。這是自2006年初銀行間市場引入做市商制度以來最重要的措施。也是自1994年以來對人民幣對美元匯價波幅的首次調整。

2005 年 7 月第二次匯改之後，美元兌人民幣官方匯率逐步單邊升值，一直到 2008 年美國爆發次貸危機，導致國際金融動盪，人民幣升值趨勢才減緩；同時，在國際金融危機爆發後，人民幣匯率再度緊盯美元。2010 年 6 月 19 日，人民銀行宣佈重啟自金融危機以來凍結的匯率制度，進一步推進人民幣匯率形成機制改革，增強人民幣匯率彈性。2012 年，人行決定自當年 4 月 16 日起，銀行間即期外匯人民幣兌美元交易價浮動幅度，由 0.5%大至 1%。

2014年3月，人民銀行再決定將銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度由1%擴大至2%，即每日銀行間即期外匯市場人民幣兌美元的交易價可在中國外匯交易中心對外公佈的當日人民幣兌美元中間價上下2%的幅度內浮動。外匯指定銀行為客戶提供當日美元最高現匯賣出價與最低現匯買入價之差，不得超過當日匯率中間價的幅度由2%擴大至3%，其他規定仍依照《中國人民銀行關於銀行間外匯市場交易匯價和外匯指定銀行掛牌匯價管理有關問題的通知》執行。

張明(2015)認為2005年匯改後至2015年，人民幣兌美元、歐元與日元分別升值了26%、32%與34%，人民幣的名義與實際有效匯率更是分別升值了46%與56%。帶來三項成就[23]：第一，就是人民幣匯率不再低估，同時也改善了國際收支失衡。[24]

第二，是改善大陸的貿易條件，促進貨物與服務進口以及對外直接投資。人民幣對其他主要貨幣的升值，降低了企業的進口成本，提高了進口數量以及利潤空間。[25]

第三，促進人民幣國際化。大陸從2009年開始推動跨境貿易與投資的人民幣結算以

[23] 張明，〈中國匯改十年的成就與缺憾〉，《FT 中文網》，2015 年 7 月 30 日，〈http://big5.ftchinese.com/story/001063242?full=y〉

[24] 可從六個方向來看：其一，國際收支雙順差的格局在 2012 年因歐債危機惡化導致短期資本流出，截至 2015 年第 1 季已經連續四季度面臨經常帳順差與資本帳逆差；其二，經常帳順差占 GDP 的比率，2011 年起連續四年低於 3%，表示人民幣有效匯率已經相當接近於均衡匯率水平；其三，在人民幣匯率升值的壓力下，出口產品的附加值水平顯著提高；其四，第三產業占 GDP 比重已經持續超過第二產業占 GDP 比重；其五，外匯存底規模已經停止增加，甚至在呈現持續下滑；其六，金融機構外匯占款增量已經由過去每月 2000 億元人民幣左右的水平，下降至目前的在正負之間波動的水平，意味著人行的沖銷壓力已經減輕。人行甚至開始尋求主動發放基礎貨幣的新機制。

[25] 近 10 年，海外旅行與購物、海外留學的規模擴大，人民幣升值在其中扮演了重要角色。同時企業一方面到海外進行兼併收購的成本明顯下降，另一方面到海外利用廉價勞動力與資源的迫切性明顯加強。目前對外直接投資的流量已經接近了外國直接投資的流量，可預期大陸將轉變為一個直接投資的淨輸出國。

及離岸人民幣金融市場的發展。截至2014年底，跨境貿易的四分之一左右已經轉為人民幣結算，離岸人民幣存量已經超過兩兆元。在人民幣國際化快速發展背後，支持非居民願意持有人民幣資產的動機，是人民幣兌美元匯率的持續升值預期。這種本幣匯率升值預期、以及大陸內部利率水平顯著高於國際利率水平的利差，也是推進人民幣國際化的主要動力。當然，由於匯率升值預期與境內外利差的跨境套利，在人民幣國際化中也扮演了重要角色。

2015 年 8 月 11 日，大陸匯率改革再度吹起號角，人民幣中間價的形成機制，過去為報價商在每日開盤前自行報價，因此和收盤價差距較遠[26]；新的報價機制參考前一天的收盤價，並參考外匯市場供需關係，以及歐美市場與一籃子貨幣的變化，再報出中間價，將使當天的開盤價和收盤價更加接近。人民銀行表示，2005 年以來中間價被視為基準匯率，對於引導市場預期、穩定市場匯率發揮了重要作用，但長期而言，中間價與市場匯率偏離的幅度越來越大。

除了改善人民幣中間價的報價機制外，2015 年 10 月，人民銀行要求辦理遠期售匯業務銀行須向人民銀行上海總部的專用帳戶交存 20%的風險保證金，凍結期一年，利率為 0，並上調個別銀行的人民幣即期購售匯平盤交易手續費至 0.3%。人行同時在遠期和及其市場打壓跨境套利，使境內外人民幣兌美元匯價趨於統一。[27]

第二節 人民幣自由化歷程

大陸在推動人民幣匯率形成機制改革的同時，也逐步推動人民幣的經常項目、資本項目可兌換，跨境貿易人民幣結算以及跨境直接投資人民幣結算等一系列改革措施，為人民幣「走出去」建構基礎。

一、經常項目開放[28]

1978年改革開放以前，大陸對經常帳項目實施嚴格的計劃控制。自1979年開始，外匯管理體制進行一連串重大變革，從計劃經濟時期的外匯壟斷經營與管理體制，轉向計劃管理與市場結合的外匯管理體制。首先，實施外匯留成與額度帳戶管理。政府根據不同地區、部門、行業確立不同的留成比例，並按性質不同，分為貿易外匯留成和非貿易

[26] 以 8 月 10 號為例，中間價為 6.11，收盤價則為 6.21，差了 1000 個基準點。
[27] 王冠群，《人民幣國際化問題研究》(北京：經濟科學出版社，2016 年)，頁 114。
[28] 黃仁德，《貨幣大變革：人民幣國際化的商機與挑戰》(臺北：臺灣金融研訓院，2015 年)，頁 83-86。

外匯留成，同時實施外匯額度帳戶管理。外匯於銀行結匯後，留成給創匯單位，該外匯非現匯，而是用匯額度。第二，實施外匯兌換券、購物支付證和以人民幣為計價單位的匯兌制度[29]。第三，放寬民眾持有外匯，主要為開辦國內民眾外幣存款業務、個人外匯調劑業務、允許居民個人購匯匯出境外等。第四，推行出口收匯核銷制度，加強外匯管理。在出口方面實施全額結匯[30]及出口收匯核銷管理制度[31]，在進口方面則是嚴格的進口付匯的審核管理。

1993年，在中共「十四屆三中」全會確定的「社會主義市場經濟」政策方針下，提出改革外匯管理體制的方向，建立一個以市場供需爲基礎、有管理的浮動匯率制度、及統一規範的外匯市場。1993年，大陸的外匯管理制度出現重大的變革，例如，匯率併軌、銀行結售匯體系的設立、及取消外匯留成等。1996年，大陸實現人民幣在經常帳方面的可自由兌換性，這是大陸外匯管理體制的一大突破。

另外，人民銀行也從1994年1月起陸續公布一系列的法規，主要有「結匯、售匯及付匯管理暫行規定」、「銀行間外匯市場管理暫行規定」、及「外匯帳戶管理暫行辦法」等。1996年間，對1980年的「外匯管理暫行條例」進行修改，公布新版「外匯管理條例」。大陸新的外匯管理制度重點如下：

(一)匯率併軌

取消過去官方匯率及外匯調劑市場匯率並存的制度，並依照 「外匯管理條例」第33條的內容，以市場供需為基礎，對人民幣的匯率採取單一的（將官方匯率與調劑匯率合併）及有管理的浮動匯率制度，由人民銀行根據銀行間外匯市場形成的價格來公布人民幣的對外匯率。[32]

(二)實施銀行售匯制度

允許人民幣在經常帳項目下可以有條件的兌換外匯[33]。此處「有條件」指的是，境內

[29] 外匯人民幣與人民幣等值，可用於對外貿易結算，但只限於帳面支付，不能在國際上流通。

[30] 收匯後須立即辦理結匯，未經當地外匯局核准，不得私自保留或存放在境外，同時憑結匯單在當地外匯局辦理貿易外匯留成。

[31] 1991 年起實施出口收匯核銷制度。出口收匯核銷是指貨物出口後，由外匯局對相應的出口收匯進行核銷。另外，1994 年實施進口付匯核銷制度成為監督進出口外匯資金流動、防範外匯流失的手段。

[32] 其具體的作法如下: 人民銀行按照前一營業日銀行間外匯市場形成的加權㎡均匯率來公布人民幣對美元、港幣、及日圓三種貨幣的基礎匯率。銀行間外匯市場人民幣對美元的買賣價可以在基礎匯率上下各 0.3% 的幅度作浮動，人民幣對港幣與日圓的買賣價可以在基礎匯率上下各 1% 的幅度內浮動。這三種外幣以外的其他外幣匯率，則按照人民幣/美元基礎匯率為基準，並依照國際外匯市場的匯價來套算其基礎匯率。

[33] 仍存在部分經常項目的匯兌限制：第一，年度檢查不合格的外商投資企業，不允許進入外匯調劑市場；

企、事業單位及機關團體在經常帳下的貿易用匯或非貿易項下的經營性支付，只要持具有效力的憑證，便可持人民幣到外匯指定銀行購買外幣，不需再經過指令性計畫與審批制度的允許。

(三)外匯收入結匯制度的實施

外匯收入結匯制度指的是，境內所有企、事業單位及機關和社會團體在經常帳下的各類外匯收入，除國家規定準許保留的外匯可在外匯指定銀行開立外匯帳戶外，都必頇及時調回境內，按銀行掛牌匯率，全部售給外匯指定銀行。

(四)取消上繳外匯與外匯留成

過去企業出口創匯收入的一部分必頇上繳及按一定比例保留部分外匯收入，改變成企業可將外匯收入按當日匯率賣給外匯指定銀行，即可得到相應的人民幣收入；而當企業需要外匯時，只需憑有效憑證或商業單據，即可到外匯指定銀行購買外匯，對外支付。

(五)建立銀行間外匯市場，改進外匯調劑市場的運作

1994年3月底，全大陸有108個外匯調劑中心，但外匯調劑市場的組成主體僅限於國營、集體企事業單位，個別的外匯調劑中心依據個別企業單位的外匯供需情形決定調劑匯價，金融機構只是權充經紀商代理客戶進行外匯調劑，結果造成外匯調劑市場業務的運作十分混雜。為統一外匯調劑業務的運作，1994年4月起，大陸政府在上海建立一個銀行間外匯交易市場，以統一全國外匯調劑業務的運作。

此外，為使人民幣更能符合經常帳自由兌換的要求，1996年5月，大陸的國家外匯管理局發布「境內居民因私兌換外匯管理辦法」及「境內居民外匯存款匯出境外的規定」，進一步取消非貿易及非經營性的用匯限制。1996年6月，人民銀行發布「結匯、售匯及付匯管理規定」，將外資企業與外資銀行納入結售匯實施範圍內，使外商投資企業可以同時經由外匯指定銀行與外匯調劑中心買賣外匯，並取消對外商投資企業經常項目的匯兌限制。1996年12月人民銀行宣布，大陸接受「國際貨幣基金協定」第八條的規定，對經常性國際貿易支付與轉移不再加以限制，大陸的人民幣實現經常帳的可自由兌換性。

1996年4月1日開始實施的「外匯管理條例」，消除了在1994年後仍保留的經常帳戶下非貿易、非經營性交易的匯兌限制；同年7月，又消除了因私用匯的匯兌限制，擴大供

第二，個人用匯需批准，供匯範圍和標準存在限制；第三，對部分非貿易、非經營性的經常性交易用匯仍存在限制、對移民者境內資產收益產生之對付和轉移要求存在限制。

匯範圍，提高供匯標準，超過標準的購匯在經國家外匯管理局審核起初後即可購匯；將外商投資企業也全面納入全國統一的銀行結售匯體系，取消1994年外匯體制改革後尚存的經常專案匯兌限制。1996年底，人民銀行宣布接受國際貨幣基金組織協定第8條第2款、第3款和第4款的義務，實現人民幣經常項目可兌換，從此不再限制不以資本轉移為目的的經常性國際交易支付和轉移，不再實行歧視性貨幣安排和多重匯率制度。

二、資本項目開放

資本帳開放就是取消對資本流動的限制，由於開放後若相關配套措施未臻完善，資金自由進出對金融系統的影響難以預期，匯率及利率的穩定性可能受到衝擊，因此，資本項目的開放特別敏感。

1979年起，大陸資本項目管理主要圍繞在外商投資企業外匯管理、外債管理制度、企業境外投資等三方面，其中前二項是計劃商品經濟時期資本項目管理的重點。在外商投資企業外匯管理部份，因開放外商直接投資是吸收境外資金為主要方式，一方面給予優惠政策，給予資金運用上的便利，同時加強企業對外匯資金的事後監督檢查，另一方面，要求外商投資企業的外匯收支平衡，並進行外商投資企業進入、經營、退出的全程的外匯管理[34]。在外債管理制度方面，又可分為計劃管理、登記管理、外匯管理和償還管理。在境外投資方面，則是頒布「境外投資外匯管理辦法」確立管理機構[35]。

黃仁德(2015)的研究指出，在1996年實現經常帳的可兌換性後，人民幣可說已達成部分的貨幣自由兌換的條件。1997年1月，大陸的「外匯管理條例」明確規範「對經常性國際支付和轉移不予限制」，然而，同年7月爆發亞洲金融危機，大陸採取了更謹慎的管理措施，如嚴格控制提前償還外債、外債轉移貸款和自營外匯貸款、禁止使用人民幣購匯還款、對大額購匯還款追蹤檢查等，使大陸放慢開放資本帳的腳步。至1999年初才又開放對境外帶料加工裝配、援外、實物出資的境外投資免交匯回利潤保證金、允許購匯投資等，逐步鬆綁資本項目管理。

在亞洲金融風暴過後，大陸外匯管理局表示外匯管理工作仍堅持「三個不變」，即堅持人民幣經常項目可兌換原則不變(不對經常帳重新實施匯兌限制)、堅持資本帳管理不變、及實行人民幣完全可兌換性的最終目標不變。Groombridge(2001)的研究指出，大陸在

[34] 包含對外商投資企業可行性研究報告進行審查、各部門對中外合資企業、中外合作經營企業、外資企業的成立進行審批、對外商投資企業人員及帳戶的管理等。
[35] 外匯方面由國家外匯管理局負責，核准投資等審批程序則由國家計劃委員會、對外貿易經濟合作部和各省市政府指定部門負責。

面對亞洲金融風暴時，對資本帳的嚴格管制降低了外國投機客可能對大陸造成的損失，管制措施也使大陸資本帳開放的時程表不再明示，改以保守的態度來處理資本帳開放的議題；開放資本帳的腳步在亞洲金融風暴後明顯放慢。

加入WTO後，大陸開放資本帳的腳步似乎有加快的趨勢。例如，在2002年開放合格境外機構投資者(QFII)制度，境外投資者可以投資人民幣債券和股票(A股)；大陸國務院批准人民銀行於香港辦理個人人民幣業務並提供清算，香港金融管理局與人民銀行也在北京簽署備忘錄，同意自2004年1月起開辦人民幣業務(包括發行人民幣信用卡、設人民幣帳戶、及兌換人民幣等)。2003年10月，中共「十六屆三中」全會通過「中共中央關於完善市場經濟體制若干問題的決定」，指出要在有效防範風險的前提下，有選擇及分步驟放寬對跨境資本交易活動的限制，逐步實現資本帳的可兌換性。2005年10月，亞洲開發銀行和國際金融公司(IFC)獲准在大陸境內發行人民幣債券(熊貓債券)，惟發行人所籌集的資金不能帶出境外，只能在大陸境內使用。2006年再度開放合格境內機構投資者(QDII)制度，放寬境內居民投資境外證券。

2009年7月2日，大陸發布「跨境貿易人民幣結算試點管理辦法」，允許使用人民幣與境外進行貿易結算，在大陸境內批准5個城市(上海市及廣東省的廣州、深圳、珠海、東莞）的試點企業(365家)可以用人民幣結算，境外只批准香港、澳門、及東協(ASEAN)等三個地區。2010年6月17日，進一步放寬地域限制，可用人民幣結算的境內試點地區從5個城市擴大到20個省、自治區、及直轄市，還廢除了境外人民幣結算適用地區的限制；人民幣結算的交易種類也從貨物貿易擴大到服務貿易等其他經常專案。2012年5月8日以後，大陸境內具有進出口經營資格的企業均可按照「跨境貿易人民幣結算試點管理辦法」對進出口貿易以人民幣進行結算。

在人民幣跨境貿易結算試點之前，人民銀行早自2008年12月開始，在半年左右的時間，先後和韓國、香港、馬來西亞、白俄羅斯、印尼、及阿根廷等六個國家和地區簽署了雙邊通貨互換協定，總金額約6,500億元人民幣。人民銀行在與這些國家或地區簽署的雙邊通貨互換公告中列舉了各種目的，其中提到為人民幣貿易結算提供資金。2010年8月17日，人民銀行公布允許境外中央銀行或境外參加銀行運用人民幣投資中國境內銀行間債券市場，但可運用的人民幣資金，僅限於央行雙邊通貨互換合作及跨境貿易從大陸境內支付到境外所獲得的人民幣資金，在境外用外幣兌換得到的人民幣資金並不適用。

2011年1月，中國銀行位於美國紐約的分行已開展針對美國客戶的人民幣交易業務，允許美國的公司和個人通過在該行的帳戶買賣人民幣，同時，人民銀行發布「境外直接投資人民幣結算試點管理辦法」。

2015年10月，人民銀行宣布上海自貿區金融開放創新試點方案，為自貿區內進行人民幣資本項目可兌換的先行先試，逐步提高資本項下各項目的可兌換程度。這項措施實施後，大陸距離全面開放資本帳又邁進一步。其他開放內容還包括研究啟動合格境內個人投資者境外投資試點(QDII2)、創新外匯管理體制、進一步擴大人民幣跨境使用，以及支持自貿區內企業的境外母公司或子公司於境內發行人民幣債券。在同時發布的上海自貿區金改40條中，允許自貿區設合資證券公司，但規定外資持股不超過49%；宣布自貿區將適時推出QDII2，透過自貿帳戶支持資本市場開放試點。

近期取得新進展，主要包括：對於企業「走出去」過程中的投融資行為，實現了按實需原則購匯和支付；推出滬港通，實現了大陸和香港的基金互認；完全開放境外央行類機構進入境內銀行間債券市場、銀行間外匯市場；上海自貿區分帳核算單元有關業務逐步發展。

2016年初，大陸國家外匯管理局曾對資本項目可兌換程度進行評估，結果指出，在全部40個資本項目中，完全可兌換10項，部分可兌換27項，完全不能兌換3項。也就是說，人民幣已在大多數資本項目實現了可兌換，但仍有一些不可兌換。這些「不可兌換」主要集中在金融交易中，尤其是股票市場及個人跨境金融投資[36]，董登新(2016)認為離岸市場的發展可以解決這些的問題。2015年11月，國際貨幣基金(IMF)決定將人民幣納入特別提款權(SDR)國際儲備貨幣，該項決定是人民幣資本項目可兌換和金融市場開放的里程碑。

人民銀行發行的2016年年報指出，未來資本帳開放的方向，第一是推動境內外個人投資更加便利化，適時推出合格境內個人投資者境外投資制度(QDII2)試點，進一步提高國內居民投資海外金融市場以及外國投資者投資中國金融市場的自由程度和便利程度。第二是進一步推進資本市場雙向開放，允許符合條件的優質外國公司在境內發行股票，可考慮推出可轉換股票存托憑證(CDR)；進一步擴大債券市場開放程度。

[36] 董登新，〈離岸市場是人民幣國際化新引擎〉，《鉅亨網》，2016 年 7 月 6 日，〈http://news.cnyes.com/Content/20160706/20160706100021000023347.shtml〉

第三節 外匯管理制度的演進

1950 年代初期，為了因應外匯短缺問題，大陸實施「外匯分配使用暫行辦法」，規定外匯收入一律由中央人民政府財經委員會統籌分配使用，以「先中央後地方、先工後商、先公後私」的原則進行分配，對申請購買外匯者也有嚴格的限制。此外，對於進出口外匯收支，大陸採取許可證的制度，嚴格禁止人民幣、金、銀、及外幣攜帶出境。

大致上，在改革開放之前，大陸由於外匯資源短缺，在計畫經濟體制下實施高度集中的外匯管理體制。在這種體制下，有限的外匯基本上集中在國家手裡，外匯收入全部強制結匯，用匯由國家計畫分配，政府依指令性計畫和行政手段，保持外匯收支的平衡和維護人民幣匯率的穩定。但由於外匯業務由中國銀行統一經營，除另有規定外，企業只能等政府核可的計劃執行，沒有外匯使用的自主權，對外貿易壟斷經營和外匯集中管理忽視市場的作用，不利於企業的積極性，外匯資金不能橫向融通，造成經濟效益低落，資源無法得到合理配置。

1980 年間，大陸開辦了外匯調劑業務，建立外匯調劑市場。不過，從嚴格意義上來說，外匯調劑市場並不是真正的市場，因為當時外匯調劑業務是由中國銀行在北京、上海等 12 個大中城市辦理，且調劑外匯的價格受到嚴格的限制，在開辦初期，只允許現匯交易，賣出額度需要先配成現匯。

1985 年底，大陸在深圳經濟特區設立第一家外匯交易所，隨後其他經濟特區相繼設立。翌年 4 月起，大陸外匯調劑業務由中國銀行移交給國家外匯管理局管理，外匯額度成交後，由國家外匯管理局監督交易雙方交割和過戶。為解決外商投資企業的外匯不平衡問題，在經濟特區和沿海開放城市開辦外商投資企業相互之間的外匯調劑業務，且僅限於外商投資企業之間，其調劑價格可以自由議定，不受最高價格的限制。

為配合外貿體制改革，大陸成立外匯調劑中心，全國外匯調劑中心設在北京，是進行外匯調劑業務的法定外匯交易機構。在國家外匯管理局的統一領導和管理下，各省、自治區、直轄市以及部分計畫單列市、經濟特區和沿海開放城市，相繼設立外匯調劑中心。除了外匯調劑中心，其他經濟單位和金融機構一律不准經營外匯調劑業務。外匯調劑中心本身不得進行外匯交易，主要職責包括組織市場交易、受理買賣外匯的申請、辦理成交、監督買賣雙方的交割與結算等。

外匯調劑中心建立之後，大陸的外匯調劑市場迅速發展。首先，外匯調劑範圍逐步擴大，地方政府的留成外匯、華僑、港澳臺居民的捐贈外匯等都允許進入，部分地區則開辦了大陸居民個人外匯調劑業務；開放國營、集體企業與外商投資企業的外匯調劑相互融通。其次，取消了外匯調劑價格的限制。第三建立了外匯調劑公開市場，根據市場供求狀況，實行競價成交方式。

1994 年初，大陸外匯管理體制進行重大改革，除了實施官方匯率和外匯調劑市場匯率接軌，建立以市場供求為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度，取消外匯留成和上繳，對中資企業實行銀行結售匯制度，建立銀行間外匯市場，取消境內外幣計價結算，禁止外幣在境內流通、取消外匯兌換券，取消外匯收支的指令性計畫，在往常項目實現了有條件的兌換。[37]

1994 年 4 月，大陸的銀行間外匯市場正式運作，並在上海成立外匯交易中心，形成統一的外匯市場，為經營外匯業務的金融機構之間進行外匯買賣提供交易和清算的系統。統一的外匯市場包括三個層次，一是銀行與客戶(指企業)之間的外匯交易，即零售市場，二是銀行與銀行相互之間進行的外匯交易，即批發市場，三是外匯指定銀行與中央銀行之間進行的外匯交易。

1994 年外匯體制改革，實現了人民幣在經常項目下有條件的可兌換，主要表現在取消經常項目對外支付用匯的計劃審批，貿易和與貿易有關的非貿易經營性對外支用外匯，毋須經過審批，可持進口合約、境外金融機構的支付通知書及其他必要的有效憑證，直接到外匯指定銀行，購買外匯、匯往境外。自 1996 年起，進一步消除經常項目中的非貿易、非經營性交易的匯兌限制；消除對因私用匯的匯兌限制，擴大供匯範圍，提高供匯標準；將外商投資企業納入銀行結售匯體系。1996 年底，大陸正式致函 IMF，宣布正式接受國際貨幣基金協定第八條規定，實現人民幣經常項目完全可兌換。

實現人民幣經常項下的完全可兌換，使資本項目管理的難度進一步增大。1994 年以前，大陸外匯管理基本上是偏緊的，所有用匯都要經過多個政府部門，包括外匯管理局等的層層審批，即便在外匯調劑市場，企業入市交易仍需由外匯管理局進行入市資格審批。資本項目外匯實行嚴格管理，一是除國務院另有規定外，所有外匯收入均需調回境內，二是境內機構(包括外商投資企業)的資本項下外匯收入均應在銀行開立外匯專用帳戶，經外匯管理部門批准後才能賣給外匯指定銀行，三是資本項下的購匯和對外支付，均須經過外匯管理部門的核准。

[37] 劉光燦、孫魯軍、管濤著，《中國外匯體制與人民幣自由兌換》(北京：中國財政經濟出版社，1977 年)，第七章。

資本項目管理主要是針對對外借債，直接投資和證券投資的管制。在模式上是以計劃審批、數量控制為主的直接管理，在形式上，一方面是對跨境資本交易行為本身進行管制，另一方面是在匯兌時對跨境資本交易進行管制。[38]

首先是逐步取消對外商直接投資(FDI)項下所涉及的外匯兌換成人民幣的限制。對外商直接投資實行投資主管部門審批准入管理制度，投資人在取得商務主管部門的核准後，外匯管理部門負責辦理外匯登記和相關的匯兌手續。外商投資企業的外方所得利潤可以在納稅後，直接向外匯指定銀行申請購付匯，匯出境外。

其次是放開陸方企業對外直接投資。自 90 年代以來，陸續實施便利措施，積極支持企業「走出去」，例如取消境外投資外匯風險審查和匯回利潤保證金制度；放寬全大陸各地區購匯額度，下放審批權限；允許境內企業以自有外匯、購匯或國內外匯貸款進行境外投資；允許跨國公司內部進行資金跨境運作；將境內銀行對境外投資企業提供融資性對外擔保的管理方式，從原先的逐筆審批轉為餘額管理。2009 年 7 月，大陸外匯局發布《境內機構境外直接投資外匯管理規定》，取消了境外投資外匯資金來源審核，實行登記備案制度，也就是說，在外匯管理方面，對境外投資金額、投資資金來源或數量的限制已不存在。

第三、關於對外借貸款，外商投資企業籌措長短期外債無須事前批准，惟借用外債的上限或額度不得超過投資總額和註冊資本的差額。除此之外，其他境內機構(包括中、外資金融機構和中資企業等)，需事先取得借款主體資格和借款指標，經外匯管理部門批准後，才能對外借款。外商投資企業的外債和國際金融組織或外國政府貸款可以結匯，其他外債(包括金融機構的外債和中資企業直接對外商企業性借款)均不能結匯。

針對跨境貿易中企業之間發生的貿易信貸，包括預收(付)貸款或延期收(付)款，都是短期融資行為，實行登記管理的制度。對外擔保構成對外或有負債，採取總量控制的原則。

第四、跨境證券投資方面，一是放開外資投資大陸證券市場的限制，實行合格境外機構投資者(QFII)制度，允許符合條件的境外機構投資者，經批准匯入一定額度的外匯資金，並轉換成人民幣，透過專用帳戶投資大陸當地證券市場，其本金、資本利得、股息等經批准後可購匯匯出境外。

[38] 王國剛主編，《資本帳戶開放與中國金融改革》(北京：社會科學文獻出版社，2003 年)。

二是放開本國資本對外國證券之買賣，實行合格境內機構投資者(QDII)制度，允許符合條件的境內機構，經批准，在一定額度內，通過專用帳戶投資境外證券市場。目前，大陸的 QDII 包括三類機構，即：商業銀行代客境外理財、保險資金境外運用和基金管理公司等。

三是關於境外上市外資股(H 股)和境內上市外資股(B 股)，前者指大陸境內股份有限公司，在境外公開的證券交易所發行股票並流通轉讓，目前涉及的外匯管理，基本上無特別的管制，只保留了登記和結匯的真實性審核；後者指在大陸境內註冊的股份有限公司向境外投資者發行，並在大陸境內證券交易所上市的股票。在境內發行 B 股的企業開立 B 股專用帳戶，以及將發行股票所得外匯收入結匯的均須經所在地外匯局審批。

第四節 人民幣國際化歷程

大陸從1994年1月1日起，進一步改革匯管理制度，邁出了人民幣國際化的第一步。透過「東協加1」的聯結，使大陸與周邊國家的貿易往來更加密切。1997年亞洲金融危機爆發，加速了大陸與東協及周邊國家的合作，人民幣也逐漸在與周邊國家貿易中作為計價和結算的工具。[39]由於人民幣在周邊國家和地區流通範圍和規模不斷擴大，引起了世界各國的高度關注。2008年，國際金融海嘯造成美元流動性短缺，由於人民幣相對穩定，且大陸經濟成長表現亮眼，因此東亞地區對人民幣產生了強烈的需求，菲律賓等國相繼宣布將人民幣納為儲備貨幣，東亞地區的貿易也出現以人民幣計價的需求，人民幣國際化步伐加速[40]。

一、跨境貿易結算

人民幣跨境結算，是指在大陸與境外地區的跨境交易中使用人民幣結算。大陸推動人民幣跨境結算的順序大致是先由跨境貿易開始，再到跨境直接投資，最後為跨境金融投資，推動策略則是過去三十多年的經濟改革中慣用的「摸著石頭過河」的試誤方式，先開放部分跨境交易、境內部分地區、部分企業與境外部分地區，作為試點，再逐步擴大試點範圍，最後全面推廣到所有跨境交易、境內所有地區、所有企業與境外所有地區。

2009年4月間，大陸國務院決定在上海和廣州、深圳、珠海、東莞等城市率先開展跨

[39] 丁劍平、趙曉菊等，《「走出去」中的人民幣國際化》(北京：中國金融出版社，2014 年)，頁 218-220。
[40] 曹遠征，《人民幣國際化戰略》(海南：學習出版社，2013 年)，頁 118。

境貿易人民幣結算試點，邁出人民幣走向國際化的關鍵一步。在試點地區內的試點企業，可以使用人民幣報關並與境外企業進行國際貿易結算，進口商可以使用人民幣付匯，出口商可以直接收取人民幣貨款。跨境貿易人民幣結算的境外範圍初期侷限於港澳地區和東協國家。2010年6月，大陸將跨境貿易人民幣結算在國內的試點地區擴增到20個省市，並將試點範圍涵蓋跨境貨物貿易、服務貿易和其他經常帳項目人民幣結算。

2011年1月初，中國人民銀行發布「境外直接投資人民幣結算試點管理辦法」，將試點範圍擴大至境外直接投資人民幣結算，境內企業可以辦理境外直接投資人民幣資金匯出和境外投資企業增資、減資、轉股、清算等人民幣資金匯出入手續。同年8月，跨境貿易人民幣結算地區進一步擴大開放，河北、山西、安徽、江西、河南、湖南、貴州、陝西、甘肅、青海和寧夏省(自治區)的企業可以開展跨境貿易人民幣結算；吉林省、黑龍江省、西藏自治區、新疆維吾爾自治區的企業開展出口貨物貿易人民幣結算的境外地域範圍，從毗鄰國家擴展到境外所有國家和地區。至此，跨境貿易人民幣結算的境內範圍擴大至全國。2011年10月13日，中國人民銀行制定「外商直接投資人民幣結算業務管理辦法」開放境外投資者辦理外商直接投資人民幣結算業務。

2012年2月初，中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局和銀行業監督管理委員會聯合發布「關於出口貨物貿易人民幣結算企業管理有關問題的通知」，參與出口貨物貿易人民幣結算的主體不再限於列入試點名單的企業，所有具有進出口經營資格的企業均可辦理出口貨物貿易人民幣結算業務。從此，跨境貿易人民幣結算業務全面推開，所有進出口企業都可以選擇以人民幣進行計價、結算和收付。2013年10月10日，中國人民銀行發布關於境外投資者投資境內金融機構人民幣結算有關事項的通知，開放境外投資者在境內設立、併購和參股金融機構等業務使用人民幣結算。

自開放跨境貿易以人民幣結算以來，使用人民幣結算的出口金額始終小於進口金額，出現嚴重的不平衡現象。究其原因，部分是因人民幣對美元升值的預期心理強烈，外國出口商樂於接受大陸進口商以人民幣支付進口貨款，但是，外國進口商使用人民幣支付大陸出口品的意願就低很多了。另外，香港的人民幣匯價比大陸境內的人民幣匯價高，同樣金額的人民幣在香港可以換到的美元金額大於在中國境內換到的，外國出口商也樂於接受大陸進口商以人民幣支付進口貨款。[41]

[41] 黃志典，2014/9。〈人民幣國際化的現況、路徑與策略分析〉，《問題與研究》，第 53 卷第 3 期，頁 19。

二、跨境支付

2009年以來，人民銀行陸續推出一系列政策，便利人民幣跨境貿易和投資使用，深化雙邊貨幣合作，也透過「代理行模式」和「清算行模式」等多種方式支援人民幣跨境支付業務。自2015年起，人民幣已經成為大陸第二大跨境支付貨幣和全球第四大支付貨幣，官方也宣布要「加快建設人民幣跨境支付系統，完善人民幣全球清算服務體系」，因此在同年10月日啟動人民幣跨境支付系統(CIPS)，開放首批19家中外資銀行直接參與人民幣跨境和離岸資金清算、結算，人民幣國際化再邁進重要的里程碑，人民幣在全球支付更便利。

開放行動分兩期，第一期實施初期採用實時全額結算方式，主要包含跨境貨物和服務貿易、跨境直接投資、跨境融資和跨境個人匯款等業務，匯豐大中華區行政總裁將這系統形容為「相當於將全球人民幣使用者聯結起來的一條支付高速公路」。而第二期將採混合結算方式，屆時人民幣跨境和離岸資金的清算、結算將全面到位。

英國「金融時報」指出，啟用人民幣跨境支付系統，是推動人民幣國際化努力的一大步。但報導指出，人民幣跨境支付系統除了向外資開放大陸資本市場外，另一個目的是希望取代清算和結算人民幣支付交易的過於複雜的系統，採用一種便利促進人民幣使用的簡易平臺，並提供自我保護，避開美國情報機構能夠監視的環球銀行金融電信協會(SWIFT)系統[42]，因為是開放的支付系統只支援中文，和銀行交換付款細節的安全資訊系統SWIFT不相容。[43]

三、建立人民幣離岸市場

人民幣離岸市場是指在大陸境外經營人民幣相關業務的市場。在 2003 年以前，人民幣於大陸境外流通都是以非官方形式進行，因此官方無法掌握大陸境外的人民幣流通數量，同時中國人民銀行也無法進行監控或管制，透過建立人民幣離岸市場模式，大陸官方可掌握境外人民幣流動。因此，在 2003 年 8 月簽署的「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」(CEPA)，增加「積極研究允許香港銀行在香港試行辦理人民幣個人業

[42] 〈英媒：人民幣挑戰美元中國邁出一大步〉，《BBC 中文網》，2015 年 10 月 9 日，〈 http://www.bbc.com/zhongwen/trad/press_review/2015/10/151009_press_review〉

[43] 金融時報也引述在華盛頓的金融交易專家說，除了互通性問題外，大陸也希望減少依賴總部位於比利時、在治理上由美歐銀行主導的 SWIFT 系統。SWIFT 對全球金融業的影響還包括政治因素。因烏克蘭衝突，歐盟曾提出的將俄羅斯排除在該系統以外，俄國總理則表示如果這樣將以「無限」報復回應。且根美國曾把 SWIFT 列為目標，作為追蹤國際支付的一種手段。

務，條件許可時優先考慮在香港開設人民幣離岸金融中心」等 6 項內容；同年 11 月，中國人民銀行開始在香港提供人民幣清算業務。

自 2004 年 1 月 1 日起，香港銀行在清算機制建立之下，開放提供香港本地居民在人民幣存款、外匯、匯款及信用卡的個人商務服務，逐步開啟人民幣境外發展的進程。經過 5 年的磨合期，中國人行於 2009 年 6 月至 2011 年 8 月間，逐步開放大陸內陸各省市與香港進行人民幣跨境貿易結算的試點，為境外人民幣業務的發展奠定了市場基礎，香港人民幣離岸中心(CNH)儼然形成，至今香港已成為最大的離岸人民幣中心。

離岸人民幣市場是人民幣資本項目開放的另類形式。離岸人民幣市場可以形成境外或跨境人民幣資金循環，有利於促進國際貿易、國際結算與國際投資便利化，降低企業和投資者的匯兌成本與匯兌風險，從而提升境外人民幣持有者信心。不過，離岸人民幣市場不只是清算中心的角色，它應該形成離岸人民幣的多層次金融市場，包括離岸人民幣的存放、融資和外匯交易，以及人民幣計價金融產品創設與投資等[44]。

在 QFII 方面，截至 2016 年 6 月，RQFII 試點擴大到 17 個境外國家和地區，可投資額度達 14,600 億元。其中，香港地區 RQFII 可投資額度最高，達到 2,700 億元；美國的 2,500 億元額度排在第二，韓國獲得 1,200 億元額度，新加坡 RQFII 額度為 1,000 億元；英國、法國、德國分別獲得 800 億元額度，澳大利亞、加拿大、瑞士、盧森堡、智利、匈牙利、馬來西亞、阿拉伯聯合大公國以及泰國分別獲得 500 億元額度，卡達獲得 300 億元額度。

今(2016)年 6 月，人民銀行將 RQFII 試點地區擴大到美國，投資額度為 2,500 億元人民幣，授予額度僅次於中國香港，分析人士認為，[45]這意味着大陸政府有信心穩定人民幣匯率，相信當局認為當前是加速人民幣國際化的時機。RQFII 開放對人民幣國際化具有指標性意義，將帶動境外人民幣回流境內，給境外人民幣提供使用和投資渠道，這也將反過來促進離岸人民幣資金池的擴大。

另外，大陸外匯管理局已批准 165 家人民幣合格境外機構投資者(RQFII)，累計投資總額度達 5,017.68 億元。其中，香港地區 RQFII 總額度已達上限，獲批機構數為 79 家。

---

[44] 董登新，〈離岸市場是人民幣國際化新引擎〉，《鉅亨網》，2016 年 7 月 6 日，〈http://news.cnyes.com/Content/20160706/2016070610002100002334 7.shtml〉

[45] 〈美國首獲 2500 億元 RQFII 額度 試點地區擴大至 17 個〉，《鉅亨網》，2016 年 6 月 11 日，〈http://news.cnyes.com/Content/20160611/2016061115001200096503 5.shtml〉

截至 2016 年 5 月 30 日，共有 23 家新加坡機構累計獲批 547 億元的 RQFII 額度，14 家英國機構累計獲批 291 億元額度，6 家法國機構累計獲批 206 億元額度，35 家韓國機構累計獲批 740 億元額度，3 家盧森堡機構累計獲批 100 億元額度，3 家加拿大機構獲批 18.25 億元額度。2 家德國機構獲批 65.43 億元；澳大利亞和瑞士各有 1 家機構分別獲批 300 億元和 50 億元額度。

人民幣離岸中心也對臺灣的金融市場及經濟發展相當重要，除可吸引大陸臺商或第三地註冊的臺資企業資金回臺外，就企業而言也可直接用人民幣做結算、降低匯兌風險；而民眾可進行人民幣的投資理財，以賺取匯差與利差；國內金融業可發展人民幣相關業務。不過，依渣打人民幣環球指數統計的 7 個人民幣離岸市場[46](香港、倫敦、新加坡、臺北、紐約、首爾和巴黎)，臺灣在資金池之占比、成長力道呈現「後繼無力」，從 2015 年 7 月被紐約超越後，目前居全球第五，雖然緊鄰全球最大人民幣離岸市場香港，且與大陸的貿易投資往來最密切，但發展人民幣離岸市場成長速度遠輸給新加坡、倫敦等地。

渣打經濟研究部門指出，臺灣離岸中心的強項在於人民幣存款，但快速成長的力道自去年開始逐漸趨緩，主要就是人民幣匯價走貶，對臺灣投資人的吸引力降低。相反，臺灣發展人民幣離岸中心的區域競爭對手新加坡，在 2011 年 8 月加入指數時的占比為 9%，2015 年底已增加到 11.2%，市場人士分析，主要是新加坡掌握東南亞地區、回教市場的人民幣支付需求；而原本積極尋求臺灣共同發行人民幣債券的倫敦金融中心，2015 年底占比達 14.8%，已是歐洲第一離岸人民幣市場，未來的目標設定移轉更多的香港人民幣商機到倫敦營運。

銀行主管指出，臺灣發展人民幣離岸中心的優勢當中，人民幣存款因人民幣貶值而被一般投資人捨棄，**寶島債的發行已在大陸銀行業的需求不再**，從發行高峰下滑，至於跨境支付，也受到目標可贖回遠期契約(TRF)兩年契約客戶大虧，銀行和企金客戶雙雙減少部位，預估臺灣人民幣市場的規模會再度萎縮。

四、簽署雙邊貨幣互換協定

大陸首次與外國簽訂貨幣互換始於 2000 年「東協 10+3」的「清邁倡議」(Chiang Mai Initiative, CMI)，但「清邁倡議」架構下的貨幣互換，目的是在緊急情況下對簽約國提

[46] 陳碧芬，〈臺離岸人民幣中心 後繼乏力〉，《中時電子報》，2016 年 1 月 9 日，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20160109000097-260205〉

供資金支援，預防金融危機的發生或擴散，而不是常態性的機制，而且只有在與日本、韓國及菲律賓的貨幣互換協議是使用人民幣與對手國貨幣互換，其餘則以美元互換。由於只有在特殊條件下才能啟動，因此推動人民幣國際化的效果有限。

自 2008 年金融危機爆發後，人民銀行開始積極對外簽署貨幣互換協議，主要是為人民幣貿易提供結算資金，從國家的高度增加人民幣在國外地區的供給，當雙方貿易以人民幣計價及支付，可通過商業銀行向中央銀行拆借人民幣資金，而兩國則透過貨幣互換協議解決資金供給來源。

2010 年 8 月，貨幣互換協議從貿易層面擴展到投資，人民銀行宣布允許境外中央銀行或境外參加銀行運用人民幣投資大陸境內銀行間債券市場，但可運用的人民幣資金僅限於貨幣互換協議及跨境貿易所獲得之人民幣資金，在境外用外幣兌換得到的人民幣資金並不適用。截至 2016 年 6 月，大陸地區已對外簽署了總規模達 4 兆 1342 億人民幣的互換協議(表 3-2)。

互換協議可以被大陸視為「走出去」的官方工具，是因為外國貨幣可透過互換協議，將取得的人民幣流入該國國內金融市場，或是用來干預外匯市場。王冠群(2016)認為，簽署貨幣互換協議是推動人民幣在國際上流通的主要方式[47]，主要是因為目前人民幣在國際市場上尚未形成循環管道，而國際收支上，經常帳和資本帳需要至少一項長期存在逆差，才能像世界提供穩定的流動性。所以以國際經驗觀察，英國在金本位時代通過資本輸出向全世界輸出了大量的英鎊；美國在布雷頓森林體系時代透過經常帳逆差提供美元的流動性；日本則在 20 世紀 80 年代透過大規模跨國投資向各國提供日圓，大陸透過簽署貨幣互換協議促進人民幣國際化的企圖心非常強烈。

各國與大陸簽署貨幣互換的目的不盡相同，如大陸與馬來西亞和印尼之互換，主要是便於雙方經貿結算；與韓國互換，主要是方便韓國在大陸的企業進行投資、融資；與香港互換，則是因為香港是人民幣的集散中心，貨幣互換將加強提供人民幣資金的供給；和阿根廷的互換則是為了在貿易中扮演支付貨幣的角色[48]。一些國家已開始用人民幣充當外匯準備貨幣，如菲律賓、馬來西亞、白俄羅斯、奈及利亞、泰國等，先後將人民幣納入外匯準備。2011 年 12 月，人民銀行同意日本政府購買大陸的人民幣國債；智利、巴西與委內瑞拉也考慮將人民幣納為外匯準備貨幣。不過，這些國家持有的人民幣規模應

[47] 王冠群，《人民幣國際化問題研究》(北京：經濟科學出版社，2016 年)，頁 114。
[48] 王冠群，《人民幣國際化問題研究》(北京：經濟科學出版社，2016 年)，頁 149-150。

該有限，因為人民幣在資本帳與資本帳交易上仍然不可兌換，在這種情況下，其他國家的貨幣當局很難使用人民幣進行國際支付[49]。

表 3-2 大陸對外簽署貨幣互換簽署(續簽)時間

單位：億人民幣

年	月	國家/地區	金額	年	月	國家/地區	金額	年	月	國家/地區	金額
2008	12	南韓	1,800	2012	1	阿拉伯聯合大公國	350	2014	11	卡達	350
2009	1	香港	2,000		2	馬來西亞	1,800		11	加拿大	2,000
	2	馬來西亞	800		2	土耳其	100		12	哈薩克	70
	3	白俄羅斯	200		3	蒙古	100		12	泰國	700
	3	印尼	1,000		3	澳大利亞	2,000	2015	3	亞美尼亞	10
	4	阿根廷	700		6	烏克蘭	150		3	蘇利南	10
2010	6	冰島	35	2013	3	新加坡	3,000		4	南非	300
	7	新加坡	1,500		3	巴西	1,900		4	馬來西亞	1,800
2011	4	紐西蘭	250		6	英國	2,000		5	白俄羅斯	70
	4	烏茲別克	7		9	匈牙利	100		5	智利	220
	5	蒙古	50		9	冰島	35		8	塔吉克	30
	6	哈薩克	70		10	印尼	1,000		10	英國	3,500
	10	南韓	1,800		10	歐洲央行	3,500		11	土耳其	120
	11	香港	2,000	2014	7	瑞士	1,500	2016	6	塞爾維亞	15
	12	泰國	700		9	斯里蘭卡	100				
	12	巴基斯坦	100		10	俄羅斯	1,500				

資料來源：人民銀行

[49] 黃志典，2014/9。〈人民幣國際化的現況、路徑與策略分析〉，《問題與研究》，第 53 卷第 3 期，頁 19。

五、納入「特別提款權」(SDR)貨幣籃子

大陸外匯體制不斷改革，持續推動人民幣往國際儲備貨幣的目標邁進。2009 年，人民銀行行長周小川曾公開提出，[50]「應儘快通過 1997 年第四次章程修訂及相應的 SDR 分配決議，以使 1981 年後加入的成員國也能享受到 SDR 的好處。在此基礎上考慮進一步擴大 SDR 的發行 」、「SDR 定值的籃子貨幣範圍應擴大到世界主要經濟大國，也可將 GDP 作為權重考慮因素之一」，爭取 IMF 將人民幣納入 SDR 體系的態度非常積極。

2011 年 1 月，美國與大陸簽署「中」美聯合公報，第一次明確支持大陸逐步推進人民幣納入特別提款權(SDR)。IMF 於 2015 年 12 月 1 日正式宣布，人民幣將於 2016 年 10 月 1 日加入 SDR，成為其貨幣籃子的一份子。IMF 根據大陸經濟規模、經濟總量、以及人民幣支付總額換算，制定人民幣占 SDR 權重為 10.92%，超越日元的 8.33%及英鎊的 8.09%，僅次於美元 41.73%及歐元 30.93%，象徵人民幣已躍升為全球第 3 大國際貨幣。

IMF 總裁公開指出，人民幣已符合「可自由使用」標準，「人民幣進入 SDR 將是大陸經濟融入全球金融體系的重要里程碑，也是對大陸政府過去幾年在貨幣和金融體制改革所取得進展的肯定」。人民幣成為 SDR 的五大國際儲備貨幣之一，提升了人民幣國際形象和地位，對於人民幣國際化的促進具有重大意義，在另一方面，人民幣成為國際儲備貨幣後，將有助於推進國內金融改革和資本項目漸進開放，並進一步加速人民幣國際化進程。

人民幣納入 SDR 是人民幣國際化進程中一個指標性的里程碑，對人民幣匯率市場化及大陸金融改革，乃至於大陸經濟改革的進程都具有深遠的意義[51]。根據安盛投資管理預計，人民幣成功納入 SDR，未來 5 年總共約有 6,000 億美元的資金將流入人民幣資產，而渣打銀行與世界銀行旗下國際金融公司也評估，全球至少 1 兆元之外匯儲備可能轉存人民幣，外國企業在中國發行人民幣計價債券可能超過 500 億美元。轉存人民幣。

人民幣自 2009 年以來，國際化的腳步快速發展，也取得了矚目的成就。中國人民大學發布的資料顯示，人民幣國際化指數在 2009 年間約僅 0.02%，到 2015 年已上升至 3.6%。這個份額看起來不大，跟美元、歐元等主要國際貨幣相比，也還有很大差距，但

---

[50] 〈周小川：關於改革國際貨幣體系的思考〉，《華爾街日報》，2009 年 3 月 23 日，〈http://chinese.wsj.com/gb/20090323/bch195226.asp〉

[51] 鍾銘泰、張凱君，2015/12。〈從人民幣國際化進程談兩岸金融合作契機〉，《兩岸金融季刊》，第 3 卷第 4 期，頁 153。

能夠在短短 6 年的時間取得這樣的成就，令人讚嘆。[52]

第一，跨境貿易和直接投資的人民幣結算規模持續擴大。中國人民銀行發布的人民幣國際化報告指出，2015 年全年跨境貿易人民幣結算業務總額超過 7 萬億元，約占大陸貿易結算總量的 29.36%，也就是說，目前大陸進出口貿易總額中使用人民幣本幣結算的已達到 3 成，較上年度增加 5 個百分點；貿易人民幣結算在全球的占比，2015 年間已提高到 3.38%，較上年度成長 10%。2016 年上半年，人民幣已成為全球第六大支付貨幣。

跨境人民幣收付主要在香港進行，2015 年資料顯示，香港約占跨境人民幣支付總額的 52.9%，今(2016)年第一季該比重進一步提高至 55.3%；新加坡、臺灣在跨境人民幣支付市場中分別位居第二、第三位，所占比重分別為 6.5%、4.9%；其他在人民幣跨境收復總量中占比超過 1%的國家和地區，依序還包括日本、英國、德國、南韓、越南、澳門、英屬維爾京群島、美國、荷蘭和開曼群島。

2014 年，大陸對外直接投資(ODI)的人民幣結算額達 1,866 億元，同期外商對大陸直接投資(FDI)的人民幣結算額更高達 8,620 億元，均較上一年度呈現顯著的成長。

其次，人民幣作為外國官方儲備資產規模持續擴大。根據中國人民銀行統計，截至 2016 年上半年，與大陸央行簽署雙邊本幣互換協議的國家和地區達到 35 個，總金額超過 3.3 萬億元。人民幣已經開始被一些國家納入官方儲備資產，其中包括白俄羅斯、柬埔寨、馬來西亞、尼日利亞、菲律賓、南韓、俄羅斯等國，大致上人民幣占這些國家外匯儲備總資產的比重約 5%左右。截至 2015 年 4 月底，全球約有 70 個國家央行已經開始在資產負債表中將人民幣納為外匯資產，人民幣作為外國官方儲備資產的規模合計約 6,667 億元，[53]約占全球儲備資產的 1%，位於加拿大幣和澳幣之後的第七大儲備貨幣，

第三，人民幣計值的國際金融資產快速增加。[54]截至 2014 年底，非大陸居民在境內銀行持有的人民幣存款餘額累計已達到 2.28 萬億元；外國央行和其他機構投資者在銀行間債券市場上持有的人民幣計值債券總額約 6,346 億元。此外，截至 2015 年 4 月底，外國機構投資者透過 QFII、RQFII 和滬港通等方案持有人民幣金融資產，包括股票和債

[52] 「人民幣國際化報告:人民幣或將成全球第三大貨幣」，《新浪財經》，2016 年 07 月 24 日，〈finance.sina.com.cn/meeting/2016-07-24/doc-ifxuhukv7365137.shtml〉，2016 年 9 月 15 日下載。

[53] 「人民幣國際化面臨的挑戰與對策」，張禮卿、譚小芬主編，《全球金融治理報告(2015-2016)》(北京：人民出版社，2016 年)，〈wallstreetcn.com/node/252682〉，2016 年 9 月 15 日下載。

[54] 張禮卿、譚小芬主編(2016)，前揭註。

券，共計 1.38 萬億元；同時，在離岸市場，人民幣的銀行存款總額已超過 2 萬億元，其中將近一半在香港。人民幣計值債券的發行量也呈現快速成長趨勢，尤其是在 2014 年以前，截至 2014 年底，在離岸市場上發行的人民幣計值債券，累計總額已超過 5,300 億元。人民幣作為國際投資貨幣和國際儲備貨幣的地位穩步提升。

第四， 人民幣離岸中心快速發展。人民幣離岸中心是人民幣國際化的重要平臺，特別是資本項目還沒有全面開放，更顯得其重要性。目前，除香港外，臺北、新加坡、倫敦、法蘭克福、巴黎、盧森堡、多倫多、迪拜、雪梨等城市已經或正在發展成為人民幣離岸市場；大陸主要的國有商業銀行已陸續取得各離岸中心的清算行地位。根據香港金管局公佈數據，今年第一季末，香港銀行機構人民幣存款為 7,594 億元，是近兩年來首次跌破 8000 億元；同期間，臺灣外匯指定銀行(DBU)和離岸業務銀行（OBU）人民幣存款餘額為 3,143 億元，連續兩個月下降。

今年以來，離岸人民幣債券發行主體向主權機構拓展。匈牙利、韓國分別發行點心債和熊貓債；未來預計有更多主權機構考慮發行人民幣債券，人民幣進入主權機構資產配置呈現逐步升溫的趨勢。此外，大陸財政部三年期 30 億元人民幣債券在倫敦證券交易所成功上市，這是大陸財政部首次在大陸境外發行人民幣國債，對促進倫敦離岸人民幣市場發展具有深刻意義。根據環球銀行金融電信協會(SWIFT)資料顯示，英國在今年 3 月已取代新加坡，成為大中華區以外人民幣最大清算中心，在人民幣所有離岸交易中約占 6.3%，較新加坡的份額多出 1.7 個百分點，不過與香港所占分額 72.5%相比，差距懸殊。[55]

儘管人民幣國際化已有顯著的進展，加入 SDR 貨幣籃子更是為人民幣國際化進程提供了繼續快速發展的養分，不過，人民幣在國際上跨境的使用仍然有限[56]，以貿易結算為例，將近 80%是在香港進行的，且人民幣在絕大多數國際貿易合約中都是交換媒介而非記賬單位。也就是說，人民幣是支付手段，而不是計價貨幣。此外，人民幣在全球債券發行量和外匯交易量中分別排第八和第九位，表示人民幣在國際金融市場的使用仍然非常有限。

[55] 「英國成為第二大離岸人民幣清算中心」，《金融時報》2016 年 4 月 28 日，http://www.ftchinese.com/story/001067319，2016 年 9 月 15 日下載。
[56] 〈人民幣國際化進程因何受限？〉，《FT 中文網》，2016 年 1 月 25 日，〈 http://big5.ftchinese.com/story/001065906?page=1〉

人民幣在國際上的使用之所以仍不普及，從貨幣國際化的角度來看有三個因素，第一，對經濟和政治體系的信心，第二，成熟且開放的金融市場，第三，廣闊的貿易網。大陸已經超越美國，成為全球第一大貿易國，因此在第三點具有相當優勢，而且在東亞地區特別明顯，該地區已有多個國家央行將人民幣那為主要儲備貨幣。但前面兩個因素上，仍未達到標準。由於大陸是金融管制的政府主導型資本主義，加上國有銀行主要為國有企業提供信貸，因此其金融市場仍然不夠發達。而銀行向私營部門提供的貸款相當於 GDP 的 128%。在美國，該數字僅為 48%。相比之下，大陸債券市場的規模僅相當於 GDP 的 41%，而美國為 243%。同樣的情況也體現在股市上，美國股市規模相當於 GDP 的 118%，而大陸僅為 44%。

總而言之，一國貨幣要推向國際，發行國不僅要有信譽良好的中央銀行，以及有深度、全面、流動性好的金融市場，開放的資本賬戶和貨幣的完全可兌換，也還必須擁有穩定、透明的政治和法律制度。大陸只要這些情況不改變，人民幣作為國際儲備貨幣受到各國普遍採納的可能性就難以提高。

不過，人民幣國際化的確有助於提升大陸整體經濟實力。近年大陸積極推動人民幣國際化，在貨幣匯率穩定度、國際流通程度，以及國際性人民幣商品發行等方面均穩定發展，表示人民幣國際接受度逐漸擴大，對提升外貿易能量及國際貨幣體系之地位有益。未來大陸可能朝兩個層面發展，第一是逐漸放寬人民幣匯率浮動區間、擴大跨境人民幣結算及外匯交易規模，以及放寬資本市場管制等措施，擴大人民幣國際覆蓋面，第二是配合「一帶一路」戰略，藉對外區域經貿金融互助，加強與各國互聯互通，並拓展對外簽署人民幣清算及貨幣互換等機制，作為支撐經濟外交重要平臺。

展望未來，人民幣國際化仍將面臨許多的困難和挑戰，2016 年初大陸金融市場的動盪就是一例。資料顯示，從 2014 年初開始，香港等離岸市場的人民幣存款數量出現成長停滯甚至下降趨勢，；同期間，在香港地區發行的人民幣計值債券規模也呈現萎縮趨勢，綜合反映人民幣國際化發展趨勢的一些指標也出現停滯的跡象，顯示人民幣國際化發展已遭遇到瓶頸。

經濟持續穩定成長是支撐人民幣國際化的最基本條件， 近年來大陸經濟成長減緩，在一定程度上導致國際投資者的預期變化，從而對人民幣資產的偏好也呈現減弱的趨勢。未來大陸經濟成長若繼續呈現疲軟之勢，人民幣國際化的步伐很可能會被拖累。

其次，回顧過去經驗，在經濟基本面較好或相對穩定的情況下，人民幣與美元的匯率走勢亦步亦趨，對人民幣國際化的影響非常明顯。自 2010 年到 2014 年間，人民幣持續升值趨勢是該期間人民幣國際化快速發展的重要原因之一；不過，自 2014 年初之後，經常帳戶順差餘額成長減緩，跨境資本流向逆轉，造成人民幣對美元匯率走勢變得動盪甚至貶值，人民幣國際化之進展明顯不如過去。未來如果經常帳盈餘不能持續，勢必會影響人民幣匯率，進而不利於推動人民幣國際化。

第三，一國貨幣的國際化，基本上是一個主權貨幣的國際競爭過程，當美元等主要國際貨幣呈現疲弱和動盪時，如果人民幣幣值相對穩定甚至呈現升值趨勢，人民幣國際化的國際處境相對有利，2010～2013 年間，人民幣國際化得以快速發展，就是受惠於當時的國際環境。相反的，當美元走強時，人民幣國際化就有可能受到來自美元的競爭，從而受到制約。值得注意的是，近期美元正進入週期性升值階段，2015 年 12 月中，美國央行又在過去 10 年來首次做出加息的決定，未來還有可能繼續逐步上調，可能導致美元在未來若干年內呈現強勢地位，對人民幣的競爭或將加劇。

目前人民幣在國際流通覆蓋率及國際貨幣體系影響力雖仍不及美元、歐元等主要國際貨幣，然而，在大陸逐步開放資本市場及匯率自由化，以及成功加入 SDR 成為國際儲備貨幣等因素驅使下，若大陸經濟能維持穩定成長，金融監理及風險控管制度也能落實執行，人民幣在國際貨幣體系中的地位或將進一步提升。

第四章 外匯市場發展趨勢

大陸在改革開放前的外匯管理實施計畫管理體制，在改革開放後開始逐步鬆動，除建立外匯制度法規、劃分管理機關的權責外，自 1994 年開始展開的一連串改革，包括匯率併軌、銀行售匯制度、外匯收入結售匯制度等，實現了人民幣經常項目有條件可兌換及銀行間外匯市場。1996 年間頒布實施「外匯管理條例」，取消了經常帳戶非貿易、非經營性交易、私用匯兌限制等，隨後進一步宣佈實施人民幣經常帳項目的可兌換。「外匯管理條例」為經常項下的自由兌換建構了法制的基礎，也為投資環境的穩定創造了條件，尤其是在外貿、金融環境及外資等領域。

經常帳項目開放取得一定的成果後，在資本帳方面，1997 年的外匯管理曾指出「對經常性國際支付和轉移不予限制」，但同年爆發的亞洲金融危機卻讓大陸對資本帳開放的腳步開始猶疑，對於開放的進度不再有明確的時程表，直至 1999 年初，才再對允許購匯投資等項目稍微鬆綁。加入 WTO 後，對 QFII、QDII 等離岸市場的開放措施，進一步讓資本帳開房邁開步伐，接著允許使用人民幣境外結算、與他國簽訂貨幣互換協定、境內銀行間債券市場；2015 年透過上海自貿區進行的人民幣資本項目的先行先試，接著 IMF 將人民幣納入 SDR，部分學者認為下一步就是全面開放資本帳，但美林銀行認為上述措施只是大陸加快資本帳開放的催化劑[57]。

匯率制度改革是大陸外匯市場的重點，歷經三次重大改革，最近的一次為 2015 年 8 月 11 日，雖然改變了人民幣中間價的報價機制，拉近了與市場價格的距離，但由於人民幣一天貶值 2%，全球金融市場，特別是新興市場飽受動盪，包括股市暴跌、貨幣貶值、同時對人民幣持續貶值的預期惡化，新加坡和印尼主要股指跌幅均超過 2.5%[58]。

大陸的外匯市場，除了從內部體制鬆綁外，同時也試圖走向國際，在過程中，因對國際市場連結逐步深化，放大了外匯市場的改革效應，進而成為全球矚目的焦點，本章即介紹大陸外匯市場發展的趨勢，及近年匯改帶來的影響。

---

[57] 李書良，〈拆資本管制防火牆？意見兩極〉，《工商時報》，2016 年 10 月 1 日，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20161001000053-260202〉

[58] 〈「811」匯改引發大風波〉，《明報新聞網》，2015 年 12 月 30 日，〈http://news.mingpao.com/pns/dailynews/web_tc/article/20151230/s00004/1451412013937〉

第一節 外匯市場的建立與發展

隨著改革開放的腳步逐步加大，外匯市場除了體制上的變革以外，匯率形成機制的變化也是眾所矚目的焦點。大陸外匯市場的建立與發展，自改革開放以來大致可分為以下幾個階段[59]：

第一階段是 1994 年之前，主要採取可調整的釘住匯率制度。其中 1985 年以前，釘住由 15 種貨幣構成的貨幣籃子；1985-1993 年，採取官方匯率與外匯調劑市場價並存的雙軌制，其中官方匯率可調整地釘住美元，以換匯成本為基礎調節官方名目匯率水準，以保持出口的國際競爭力，實現經濟成長與就業等經濟目標。由於一籃子貿易品價格對匯率產生錨定作用，使得人民幣匯率大致維持穩定，且具有相當的靈活性。與大部分國家選定中心匯率並允許名目匯率浮動的管理制度不同，大陸採取頻繁、小幅、不定時的人民幣名目匯率調整方式，使人民幣對美元匯率從極度高估、不合理的 1.4480 人民幣兌換 1 美元，漸進調整到 1990 年底的 5.7221 元兌 1 美元。1986 年間，IMF 首次將大陸的匯率制度列入管理浮動制度類別。人民幣名目匯率實際上隨著出口成本的變動而變化，如此使得出口商的出口成本可以在匯率上得到補償，從而確保出口獲利，達到促進出口和經濟成長的作用。

第二個階段是 1994 年 1 月 1 日至 2005 年 7 月。大陸在 1994 年實施匯率併軌，人民幣兌美元匯率調整為 8.7 比 1。官方稱其為「以市場為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制」。亞洲金融危機後，人民幣對美元的名目匯率一直維持在 8.27 元左右的水準，直到 2005 年 7 月重啟匯率改革後才改變。1997 年東南亞金融危機爆發，泰國匯率從 25 泰銖兌一美元貶到 52 泰銖，印尼盾更是從 2,000 兌一美元貶到 16,000。當時大陸為避免競爭性貶值造成不利的影響，承諾人民幣不貶值，但是相對於其他貨幣人民幣呈現升值趨勢卻不利於大陸出口，並進一步影響大陸產業發展。1999-2003 年，大陸製造業產能利用率下降到接近 50%的水準，經濟陷入通貨收縮。

大陸政府從維護國家金融安全出發，採取了嚴格釘住美元的匯率制度，以避免因匯率波動引發熱錢流動和套匯投機的衝擊；同時，延遲資本賬戶開放的時程，對沒有實際經濟活動支撐的跨境短期資本流動實施嚴格管控。在涉外政策方面，大陸積極爭取加入 WTO，為製成品出口拓展國際市場空間；在對內政策方面，通過住宅商品化改革推動房

[59] 潘英麗，〈人民幣匯改五大原則〉，《FT 中文網》，2015 年 8 月 5 日，〈http://big5.ftchinese.com/story/001063322?full=y〉

地產業的發展，關、停、併、轉虧損的國有企業，支持民營經濟發展，並積極推進高速公路等基礎設施建設，作為經濟成長的後盾。當美元進入十年貶值期時，人民幣採取盯住美元的政策，促成了出口拉動型經濟快速成長。

大陸在第一階段採取積極主動的匯率調節，在第二階段採取釘住美元的政策，目的都是在於通過調節名目匯率（或借助美元貶值的力量），實現經濟成長、就業和國際競爭力等實體經濟目標。隨著出口高速成長和經濟總量不斷擴大，國際社會要求人民幣升值的壓力也與日俱增。美國學者利用均衡匯率模型研究結果指出，人民幣匯率有 25-40%的低估。

就內部原因而言，人民幣低估一定程度上與大陸地方政府的 GDP 競賽和中央政府匯率政策密切相關。與 1994 年匯率併軌改革同時啟動的分稅制改革，促成了大陸特有的中央政治集權、地方經濟分權體制。在中央政府通過低利率政策鼓勵投資，並通過換匯成本決定的匯率水準促進出口導向型製造業發展的同時，追求政績的地方政府則在利用外資和鼓勵投資的優惠政策上展開了無序競爭，導致土地、環境等自然資源的過低定價和過度開發，並形成了地區間市場分割、重複建設和產能過剩的局面，而不斷擴大國際市場成為這一發展模式得以持續運行的前提條件。內部產能過剩和各省市對外壓價競爭的結果，造成人民幣換匯成本上升（貿易條件出現惡化，其指數從 2000 年基期的 100 下降到 2011 年的 82.65）。中央政府以換匯成本作為匯率決定依據的操作方式，人民幣從高估走向低估並不令人感到意外。

第三個階段為 2005 年 7 月 21 日至今。2005 年間，大陸在外部巨大的壓力下重啟匯率改革，實施「以市場供求為基礎的管理浮動匯率制」，至今已超過 10 年。這一階段匯率制度的特點，主要是人民幣對美元的匯率持續升值和浮動區間的不斷擴大。至 2015 年 4 月，人民幣兌美元的中間價已累計升值 35%，國際清算銀行編製的人民幣名目和實際有效匯率指數分別累計升值了 42%和 56%。在這十餘年裡，匯率波動區間經過 3 次調整，已從最初上下 0.3%擴大到上下 2%。人民幣匯率也呈現有漲有跌的雙向波動趨勢。

2015 年 8 月，人民銀行宣佈改革中間價報價制度，自 8 月 11 日起做市商在每日銀行間外匯市場開盤前，參考前一日銀行間外匯市場收盤匯率，綜合考慮外匯供求情況以及國際主要貨幣匯率變化向中國外匯交易中心提供中間價報價。調整中間價的第一天，官方將人民幣大貶至 6.2298 元（兌 1 美元，下同），比前一天貶值了 1 角 1 分多。接下來兩天的中間價又分別大貶 1 角、7 分，結果第 3 天的中間價已貶到 6.401 元；總計 3 天貶值了將近 3 角，幅度超過 4%，貶幅相當驚人。

這一階段匯率改革重點在於市場化。外部推動力量是要削減關於「操縱匯率國」的批評；內部推動力量主要來自兩個方面，一是央行維持人民幣名目匯率穩定的成本越來越高，快速增加的外匯儲備收益與風險嚴重不對稱；二是人民幣國際化牽涉到資本賬戶更加開放，必須有更具彈性的匯率制度。除了外匯市場政策的改革方向，人民幣匯率似乎也開始反映大陸近期的經濟情勢下行狀況。

隨著大陸外匯管理體制逐步鬆綁，人民幣在國際上的市佔率也節節升高。國際清算銀行(BIS)在 2013 年的數據顯示，人民幣在 2013 年全球外匯市場成交量日均交易額已擠進前十名，市占率達 2.2%[60]，成交量為每日 1,200 億美元，比起三年前成長 2 倍。人民幣成交額飆升，凸顯大陸在長期由美元和歐元主導的市場中扮演更加重要的角色。此外，受到金融海嘯後美元貶值、人民幣走升的影響，越來越多的大陸出口業者傾向於採用人民幣報價與結算。全球支付公司 Western Union Business Solution 的調查指出，2013 上半年，美國公司的人民幣支付量比上年同期成長近 90%，而且美國對大陸的支付之中，人民幣使用的量約占 12%，高於上年同期的 8.5%[61]。

觀察人民幣在 2013 年的交易結構，現貨交易占日均交易量的 28.4%，遠期占 23.5%，掉期占 33.8%，期權占 14.3%。其中，現貨交易的占比相對較低，非現期的比重較高，顯示境外人民幣資金池還未能滿足現貨交易的需求，另一方面也反映企業和機構對利用人民幣外匯衍生品來規避匯率風險有著強烈需求[62]。環球銀行金融電信協會(SWIFT)的數據也顯示，人民幣國際貿易融資市場佔有率在 2013 年即達 8.7%，超越歐元的 6.6%，僅次美元的 81.1%，排名第二。可見大陸外匯市場的開放已取得卓著績效。在跨境使用人民幣帶動下，加上離岸市場之設立與發展，促成了外匯市場蓬勃發展，根據大陸外匯管理局統計，截至 2016 年 6 月底，外匯市場成交量(不含外幣對市場)達 8 兆 9,015 億美元，較上年同期成長 21.0%，其中銀行間外匯市場為 7 兆 1,952 億美元(成長 35.6%)，銀行對客戶市場為 1 兆 7,063 億美元(減少 16.7%)。

---

[60] 王維丹，〈BIS 報告：全球外匯交易額增至 5.3 萬億美元 人民幣首次躋身十大交易貨幣〉，《華爾街見聞》，2016 年 1 月 25 日，〈http://wallstreetcn.com/node/55644〉

[61] 林殿唯，〈人民幣擠進全球十大貨幣〉，《工商時報》，2013 年 9 月 7 日，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20130907000055-260202〉

[62] 溫信祥、徐昕，〈人民幣國際化的全新歷史時期〉，《中國共產黨新聞網》，2015 年 9 月 28 日，〈http://theory.people.com.cn/BIG5/n/2015/0928/c388580-27643522.html〉

第二節 近年波動趨勢特徵

大陸在 1994 年的匯率制度改革中，建立了「以市場供需為基礎的管理浮動匯率制度」，允許人民幣匯率在基準利率一定範圍內浮動，對美元浮動的幅度為中間價的 0.3%，允許的變動幅度不算大，當時匯率約為 1 美元兌 8.6 人民幣，1996 年升至 8.31 人民幣。在 1997 年亞洲金融危機期間，泰銖等亞洲貨幣競相貶值，但大陸官方始終維持在 1 美元兌 8.28 人民幣，直至 2005 年 7 月 21 日將人民幣兌美元匯率由 1 美元兌 8.28 人民幣，調升至 1 美元兌 8.11 人民幣，同時宣佈多項匯率機制之改革措施，結束 10 年來人民幣的固定匯率制度，正式步入管理浮動匯率制度。2007 年放寬兌美元變動幅度，從 0.3%提高到 0.5%，2012 年再擴大為 1%，2014 年進一步提升至 2%。隨著波動幅度逐步放寬，人民幣匯率波動的頻率也日漸頻繁。

一 、2005 年至今人民幣的匯率趨勢

自 1997 年亞洲金融風暴後至 2005 年 7 月以前，人民幣兌美元匯率穩定維持在 8.28 元兌 1 美元，2005 年 7 月 21 日，大陸央行宣佈「關於完善人民幣匯率形成機制改革」，實行「以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度」，人民幣不再釘住單一美元，並將美元對人民幣交易價格調整為 1 美元兌 8.11 元人民幣，作為次日銀行間外匯市場的中間價，一次性升值 2.0%，將人民幣兌美元規範在中間價 0.3%的幅度內浮動。之後，開啟了人民幣升值的趨勢[63] (圖 4-1)；2007 年 5 月人民銀行再將人民幣兌美元交易價波動幅度放寬至 0.5%。

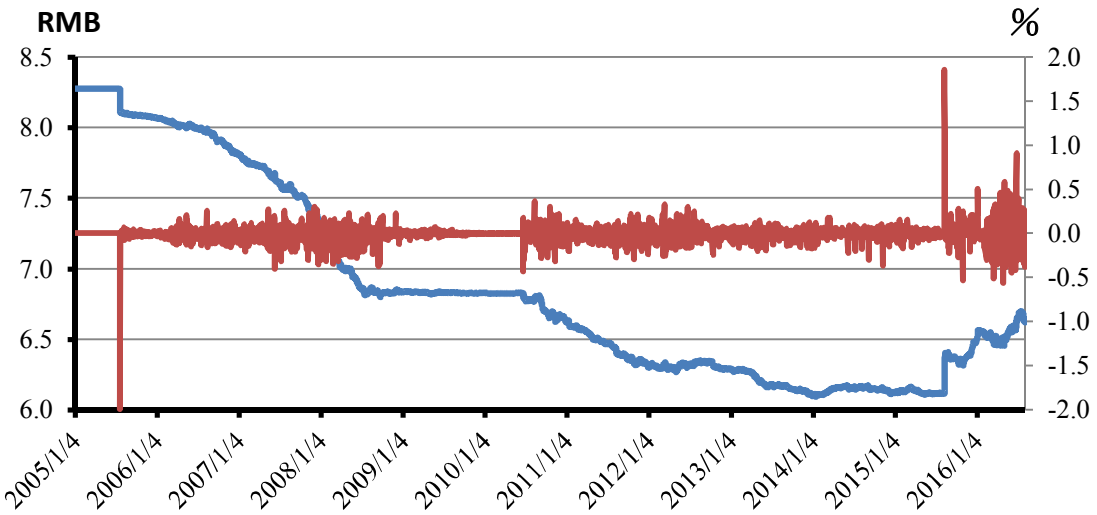
細觀 2005 年的人民幣匯率制度改革，美國的政治壓力可能是關鍵因素。由於美國參議院 4 月通過決議，要求人民幣必須在半年內升值，否則大陸將可能面臨懲罰性關稅報復。人民銀行則在當年 4 月下旬回應「改革人民幣匯率既要考慮內部改革的壓力，也要顧及國際壓力」。2005 年 7 月匯改帶來的一次性升值 2%，也對亞洲其他國家造成顯著影響，例如馬來西亞央行宣佈放棄自 1998 年 9 月以的來固定匯率政策[64]，以及亞洲主要貨幣如日圓、韓元、新加坡幣及泰銖對美元的匯價 22 日開盤後立即應聲大漲[65]。

---

[63] 人民幣在 2005 年匯改後開始長達兩年對美元的升值趨勢，但對歐元、泰銖、和新加坡元等主要貿易夥伴貨幣走弱。

[64] 馬來西亞央行宣佈放棄自 1998 年 9 月以來緊釘美元 (1 美元兌 3.8 馬幣)的固定匯率政策，改為釘住一籃貨幣、不限制浮動區間的管理浮動匯率制度，且立即生效，意在舒緩因人民幣匯率升值造成的馬幣壓力，及熱錢不斷湧入同樣釘住美元的馬幣市場。。

[65] 盧世勳、羅雅萱，2005/8。〈中國大陸匯率機制改革及其影響〉，《國際金融參考資料》，第 51 輯，頁 1-6。



資料來源：大陸國家外匯管理局

圖4-1 人民幣兌美元中間價趨勢及變動幅度

2008 年 7 月，若以當月最高中間價 6.81 為準，已較 2005 年 7 月 21 日之前的 8.28 升值 21.5%。而後，受到金融海嘯影響，2008 年第四季到 2009 年第一季金融危機爆發期間，人民幣又盯住了美元(約 6.83 人民幣)[66]，暫時停止「參考一籃子貨幣」的匯率形成機制，同時開始收窄波動幅度。

當時人民幣的走勢陷入了兩難，受到金融危機的影響，經濟成長「保 8」已相當吃力，大陸資訊中心研究報告也指出，出口情勢嚴峻，導致工業成長面臨較大壓力，建議人民幣適當貶值以穩定出口。[67]不過，大陸外匯管理局倒是認為，因國際資本流動及國際收支將面臨一定的不確定性，既要防止資金大量流出，也要防止資金集中流入，[68]因而外匯管理部門採取了緊釘美元的措施。

2010 年 6 月人民銀行宣佈進一步推進人民幣匯率形成機制改革[69]，增強人民幣匯率彈性，未來將「以市場供求為基礎，參考一籃子貨幣進行調節」，並繼續按照 0.5%的浮動區間，對人民幣匯率進行動態管理。自此，人民幣兌美元才又開始出現波動，並再度

[66] 〈渣打銀行：人民幣－平靜中暗流湧動〉，《華爾街日報》，2010 年 1 月 20 日，〈http://tw.wsj.com/BIG5/20100120/COL152021.asp〉

[67] 劉煥彥，〈官方大賣美元 人民幣趨貶〉，《經濟日報》，2009年3月21日，版A8。

[68] 林則宏，〈大陸 嚴防資金大量流出 外匯管理局：也要防止資金集中流入〉，《經濟日報》，2009 年 9 月 23 日，版 A9。

[69] 此次改革政治意味濃厚，可能是避免人民幣匯率問題成為當年 G20 峰會的爭論焦點，同時也是在向國際社會展示，大陸將為促進全球經濟平衡做出的努力，增強在國際博弈籌碼。

開啟了升值趨勢，人們幣對美元匯率從 6.83 一路升至 2015 年 8 月 10 日的 6.12，該期間升值幅度達 10.4%。

2015 年 8 月 11 日人民幣第三次啟動匯改，人民銀行參考前一日收盤價及當日外匯供需之情況，確定當天人民幣對美元中間價。由於連續三天中間價大幅貶值，造成外界認為大陸要藉匯改之名引導人民幣貶值，因而導致市場預期，並引發一波人民幣貶值風潮。其實人民銀行藉此次匯改大幅貶低人民幣匯率的主要目的：一是矯正人民幣因 2005 年以來匯價水準的偏差[70]；二是實行人民幣匯率變動機制的結構性改革，使人民幣匯率從近兩年的「釘住美元」，改為「釘住一籃子貨幣」[71]。2013 年以來，由於有了 CFETS 作為依據，人民幣匯率變動應該已呈現多元變動趨勢，不料 811 匯改後實際變動模式為「一路走貶」。至 2015 年底，已貶至 6.4936 元，之後，又貶了將近 1 角，2016 年上半年底，更貶至 6.6312 元，幅度甚為可觀。其中英國確定脫歐時，人民幣匯率更是從前一日的 6.5776 元，一舉貶破 6.6 元關卡，達到 6.6375 元。

總而言之，人民幣不論是受到大陸自身經濟因素，或是外部國際因素影響，觀察目前短期走勢已轉為趨貶，同時每日波動幅度加大，但長期而言，是否開啟了新一輪的貶值走勢則仍待觀察，若趨貶走勢確立，則對未來人民幣國際化或有不利的影響。

從 2005 年的 7 月 21 日到 2014 年中，人民幣對美元匯率變動趨勢之型態，大致上呈現小幅波動中升值。張斌(2016)的研究指出，一國貨幣對美元如此長時間的漸進單邊升值，很難想像其他國家的貨幣當局能做到這一點。其他國家做不到持續漸進升值，或者是因為無法抵禦投機性資本流動的沖擊，或者是即便有政策工具應對也因為代價太高而不得不放棄。大陸做到人民幣對美元漸進升值付出巨大代價，而所得有限。具體表現在以下幾個方面[72]。

首先，嚴重威脅宏觀經濟和金融體系穩定。為了維持相對穩定的匯率價格走勢，大陸不得不持續干預外匯市場，貨幣當局基礎貨幣也要隨之調整，這是第一個的影響。貨幣當局可以通過沖銷措施緩解一部份基礎貨幣投放壓力，但是貨幣當局無能為力的是持續

[70] 〈人民幣 811 匯改周年的回顧與展望〉，《工商時報》，2016 年 8 月 11 日，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20160811000019-260202〉

[71] 「籃子」裡的貨幣，是中國外匯交易中心掛牌的 14 種外幣，其幣值分別按不同權重綜合併計後，計算成 CFETS(人民幣匯率指數)，為人民幣匯率變動的依據。根據人民銀行於 2015 年 12 月中首次公佈外幣權重，美元為 26%、歐元 21%、日圓 15%、港幣 7%、澳洲幣 6%、馬來西亞林吉特 5%、俄國盧布 4%、其他 16%。

[72] 張斌，〈打破貶值預期需要進一步匯改〉，《FT 中文網》，2016 年 8 月 3 日，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20160811000019-260202http://big5.ftchinese.com/story/001068739?full=y〉

單邊的外匯干預必然伴生單邊的匯率變化預期，這種預期會衍生到資產價格，對宏觀經濟和金融市場穩定帶來嚴重沖擊，這是第二個影響。匯率本來應該發揮對抗外部或者內部衝擊的緩衝工具，而漸進單邊變化的匯率走勢不僅不能減緩衝擊，反而成了衝擊的放大器。有學者認為宏觀調控中「匯率是綱」，匯率之所以這麼重要，是因為匯率卡住了整個貨幣政策操作，為了保持匯率穩定所做的犧牲太多。

其次，機制上難以避免匯率低估或者高估，對實體經濟資源配置帶來不利影響。由政府主導的漸進升值，不能確保匯率處於合理資源配置方向的位置。大陸在金融危機之前，快速的累積經常項目順差就能說明一些問題。

再次，成為諸多金融領域改革和發展的瓶頸。資本項目管理改革、人民幣國際化、國際金融中心建設是三位一體的改革，核心內容是進一步放鬆對資本流動的限制。大陸過去多年的經驗顯示，在當局主導的匯率漸進單方向變化背景下，放鬆資本管制只會招致更多的投機資本，威脅宏觀經濟穩定，最終這些改革措施也不得不走走停停甚至倒退。

最後，匯率漸進調整的好處想當然的是穩定對外貿易和投資。然而事實並非如此，人民幣對美元的漸進升值過程中，對貿易和投資更有實質性影響的人民幣有效匯率波動一點也不小，與採取浮動匯率體制下貨幣的有效匯率波幅相當。

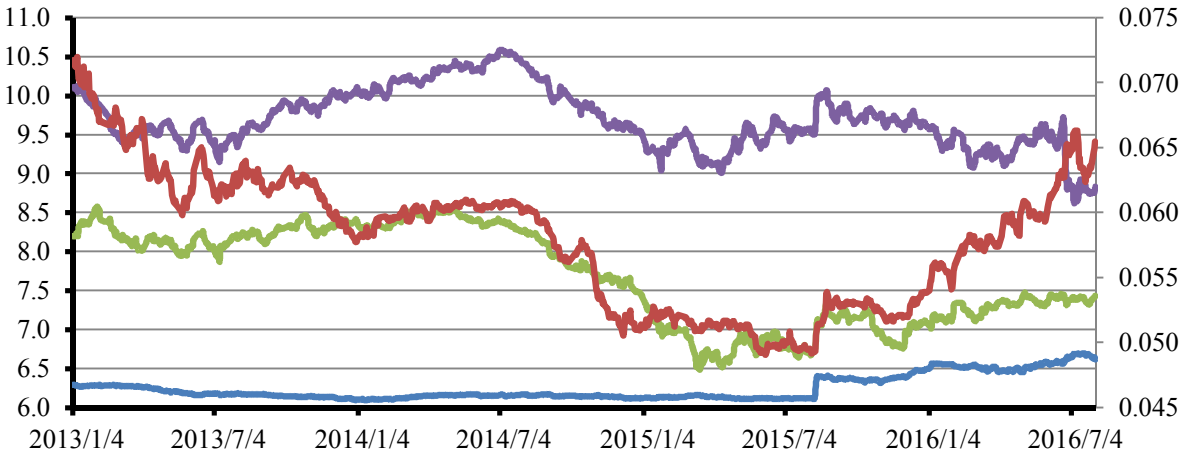
二、近三年人民幣匯率波動與國際主要貨幣的關聯

觀察國際主要貨幣匯率變化有三個視角[73]：短期看利率。在資本無孔不入的國際匯市，任何價差都會引來迅雷不及掩耳的套利行為，利率平價是匯率曲線短端的鐵律。利率高的貨幣，即期吸引資金流入，趨於升值；遠期則被對沖盤壓制，趨於貶值；反之則反是。中期看經常帳戶收支，特別是出口。出口成長率愈高，國際經常帳順差愈大，貨幣趨於升值。長期則由經濟成長決定。經由「巴拉薩—薩謬爾森效應」(Balassa-Samuelson Effect)，經濟成長愈快的經濟體，貨幣趨於升值。

從大陸過去的匯率政策來看，2005 年以前人民幣匯率基本上是盯住美元的，隨著美元走弱，人民幣相對國際上其他貨幣也隨之走弱，這與大陸經濟快速成長並不一致，和前述匯率短、中、長期的變動理論也不合。2005 年 7 月，人民銀行宣佈「關於完善人民幣匯率形成機制改革」，改採參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，人民幣

[73]譚海鳴，「國際主要貨幣匯率：曲線隱藏的故事」，2016 年 1 月 1 日，壹讀網，https://read01.com/adn4zR.htm

不再釘住單一美元，開啟了人民幣相對美元的升值趨勢。往後人民幣升值，基本上與大陸經濟成長與外匯存底增加呈現明顯的相關，也和美國對大陸匯率升值的壓力密切相關，是否如大陸央行所言針對一籃子貨幣進行調節，則不是非常的透明與明確。無論如何，人民幣呈現單邊升值的趨勢，大陸當局也竭盡所能沖銷外匯占款高漲所形成的貨幣供給劇增的壓力。



資料來源：大陸國家外匯管理局。

圖4-2 人民幣兌主要貨幣匯率趨勢

從大陸三年前提出經濟出現「新常態」情形來看，當時受人民幣升值以及國際需求疲軟影響，大陸出口增速不斷下滑，甚至出現了負增長。在出口結構上，機電產品和高技術產品份額在 2009 年達到高峰，隨後兩者的份額均出現下滑，這種現象顯示其出口產業升級已經遇到瓶頸。日本以往的經驗顯示，通過產業升級抵消貨幣升值壓力，能夠實現經濟趨穩，並促進對外貿易進一步發展。大陸此時經濟發展階段與日本 70 年代相似，但大陸尚未成功實現產業升級，因此，進一步推動產業升級才是從根本上解決貿易問題的關鍵。人民幣貶值並不是提升產品長期競爭力最好的處方，透過產業升級提升產品高附加值，必能提供人民幣升值的空間。基於這一點，匯率與經濟成長或者說與貿易的關係，應該說貿易是匯率的基礎，而產業升級決定了匯率升值的彈性空間[74]。

自 2014 年 8 月起，實際美元指數已經進入升值通道，相對歐元、日元和英鎊呈現升

[74]黃文濤，「國際化視角下的人民幣匯率問題」，中信建投，2016 年 10 月 12 日，http://bond.jrj.com.cn/2016/10/12091421558008.shtml

值趨勢，而人民幣在某種程度上仍盯著美元，因此，美元升值趨勢延伸到了人民幣，也帶來了高昂的代價[75]。但是，因大陸意圖讓人民幣成為國際儲備貨幣，能在全球經濟發花更大影響力，媲美美元和歐元，即使遠離發行地亦可被接受並使用，特別是在亞洲。但大陸為了穩定經濟，堅持實行管制，而限制將阻礙人民幣成為真正的全球儲備貨幣。人民幣貶值意味著通貨膨脹壓力將增加，積欠美元債務的大陸企業負擔也會大大加重，不利於企業正常經營。從長遠來看，或許更重要的是，隨著匯率波動自由化，大陸放棄了一種至關重要的工具；領導人似乎願意放棄少許權力，希望以此換來國內經濟形勢的改善，並提高大陸在全球金融體系中的地位。[76]

2015 年美元繼續走強，在美聯儲升息以及人民幣匯率改革因素作用下，2015 年人民幣出現了大幅貶值，並且人民幣貶值的預期進一步持續。811 匯改就是在這種形勢背景下產生的。之後，2015 年 12 月 11 日，大陸外管局發佈了 CFETS 人民幣匯率指數，該指數參考包括外匯交易中心掛牌的 13 種人民幣對外匯交易幣種的貨幣籃子，採用考慮轉口貿易因素的貿易權重法計算而得，顯示大陸央行在匯率的錨上更強調一籃子貨幣而不再是單一的美元。大陸央行對人民幣匯率形成機制改革有三個支點：(1)更多參考一籃子貨幣，保持合理均衡水準上的基本穩定；(2)在此基礎上尊重市場供求，提高對人民幣兌美元匯率波動的容忍度；(3)必要時加強管理[77]。從官方的政策態度來看，811 匯改後人民幣相對美元貶值，不會導致人民幣相對一籃子貨幣的貶值，市場上人民幣匯率的波動處於央行控制目標內。

811 匯改可以視同為大陸央行主動引導的一次性人民幣貶值，是一次藉強化加入 SDR 的市場化改革實施的「休克療法」，未來重現的機率不大。人民幣短期走勢如何，要看基本面、貨幣政策週期、央行決心和能力等三個方面。在經濟下行、美聯儲加息和貨幣政策寬鬆的大環境下，人民幣貶值的壓力繼續存在。這之中，美聯儲加息是最關鍵也是最不確定的影響變數。短期人民幣匯率的走勢則取決於市場上人民幣貶值預期與央行的政策態度孰強孰弱，市場上人民幣貶值預期的減弱以及央行的堅決態度是人民幣匯率維持穩定的主要因素。因此，人民幣的走勢將呈現短期震盪、中期趨貶的格局。

2015 年 12 月，美元開始反轉升息之後，市場上出現美元升息預期，大陸和其他新

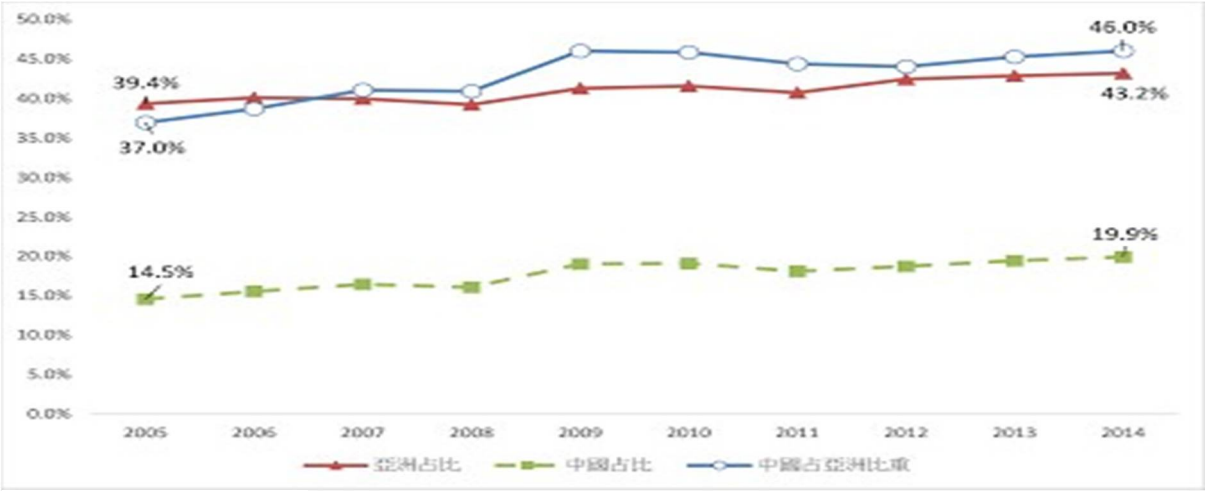
[75] 在大陸經濟基本面需要人民幣貶值時，相對於競爭對手和貿易夥伴的貨幣，卻相對升值。
[76] 〈一箭雙鵰：中國為什麼讓人民幣貶值〉，《紐約時報中文網》，2015 年 8 月 12 日，〈http://cn.nytimes.com/business/20150812/c12up-china/zh-hant/〉
[77] 同註 17。

興市場國家對強勢美元的反應激烈，嗣因美國國內部分經濟資料不如預期，美聯儲在隔年一月間議息會議上重回鴿派。隨著美元升息預期減弱，2016 年春節過後人民幣匯率出現一波反彈趨勢，利率平價理論告訴我們，「中」美貨幣政策的巨大差異是人民幣貶值的重要原因，美聯儲是否堅定加息是造成人民幣中期震盪的主要因素，而美聯儲緩慢的升息步伐也意味著，人民幣匯率即使貶值也不會一蹴而就。

第三節 波動的背景原因與調控政策

自大陸 2005 年放棄釘住美元，改採一籃子貨幣的匯率制度以來，人民銀行嚴格控制人民幣在每日中間價上下 2%的區間波動，而 2015 年 8 月 11 日，人民幣兌美元中間價較前一日劇貶 1.86%，為史上最大單日降幅，隔日再度貶值 1.62%至 6.3306，兩天內已累計貶值 3.48%。人民銀行表示主要是因改革匯率制度，因為之前市場匯率和中間價出現大幅落差，為了使中間價向市場匯率靠近，並消除中間價和市場匯率乖離的扭曲現象，中間價將與市場匯率相互聯動，俾能反映市場供需關係。

人民銀行放手讓人民幣貶值的原因，眾說紛紜。盧俊偉(2015)的研究指出[78]，最普遍的說法是為了提高出口競爭力以挽救低迷的經濟。主張「貨幣競貶」論者援引了大陸出口嚴重下滑的數據予以佐證，再加上亞洲鄰近國家貨幣貶值，因此大陸政府期望透過人民幣貶值來降低出口價格，以提高中國出口競爭力。

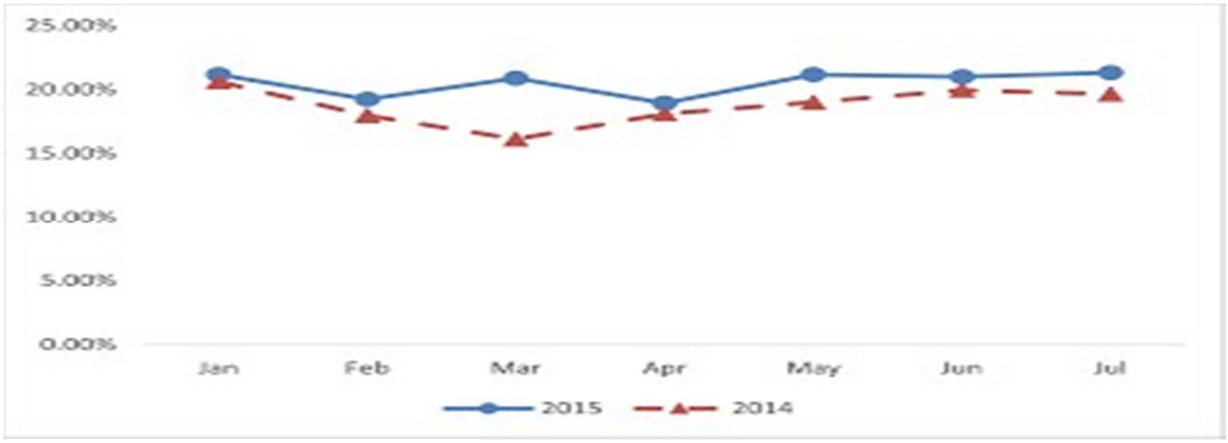


資料來源：同註 78。

圖 4-3 2005~2014 中國大陸與亞洲在美國進口市場中之比重

[78] 盧俊偉，〈811 匯改實施的原因探析〉，《自由評論網》，2015 年 10 月 12 日，〈http://talk.ltn.com.tw/article/breakingnews/1472938〉

然而，如果進一步檢視中國大陸出口在國際上的市占率表現，即可發現人民幣重貶的原因並非主要著眼於提高大陸出口競爭力，「貨幣競貶」論不成立。以美中貿易來看，自2005 年匯改以來，2005 年至 2015 年人民幣累計升值 25.0%，但 2005～2014 年在美國進口市場中，大陸的市占率卻從 14.5%提升至 19.9%，顯示在人民幣升值的情況下，並不影響大陸在美國市場的出口競爭力。若與亞洲各國比較，2005 年～2014 年亞洲整體在美國進口市場中的市占率亦由 37%提升至 43.2%，但是在亞洲對美國出口中，大陸的比重從 39.4%提高至 46%；換言之，儘管人民幣大幅升值，但中國大陸對美國出口的成長卻較其他亞洲國家更快。這些貿易數據說明，認為大陸政府放手讓人民幣重貶主要是為了提高出口競爭力的「貨幣競貶」論說法較難成立。



資料來源：同註 78。

圖 4-4　2014、2015 年 1-7 月大陸與亞洲在美國進口市場中之比重

大陸放手讓人民幣貶值並增加匯率市場化程度的原因，可分為短期與中長期考量。短期考量因素方面，在整體經濟表現不佳的情況下，房地產和股市大幅下跌，再加上美國即將升息的預期心理，導致大陸境內外投資者競相將人民幣資產轉化為其他幣別資產，形成資本外流，在人民幣匯率制度缺乏市場彈性的情況下，要以確保貨幣不貶值來防止更大規模資本外逃的策略，所需付出的財務成本愈來愈龐大，因此乃放手讓人民幣走貶，同時更重要的是改革人民幣匯率機制，增加匯率的市場化程度，以回應人民幣匯率的激烈波動。

中長期考量因素方面，在推動人民幣國際化的過程中，已逐步放寬資本帳管制，未來要提升貨幣政策自主性，就必須提高匯率波動的彈性。因此，繼 2014 年 3 月大陸央行

宣佈增加匯率彈性浮動區間，人民幣兌美元交易價浮動幅度由 1%擴大至 2%之後，此次匯率改革政策的重點即在於增加匯率的市場化、自由化程度，其目的係希望藉由增加人民幣在國際上「自由使用」的程度，以爭取讓人民幣納入國際貨幣基金（IMF）特別提款權（SDR）的貨幣籃。一旦人民幣被納入 SDR 貨幣籃中，預估將增加各國將人民幣納入外匯儲備的需求，有助於提升人民幣國際化程度。

此一階段策略，有別於過去憑藉著中國大陸經濟快速成長的優勢，使境外投資者因預期升值心理而增加持有人民幣資產，如今在大陸經濟進行結構調整而邁入「新常態」的趨勢下，經濟高速成長的時代已不復在，要維持境外投資者持有人民幣資產的信心，讓人民幣納入 SDR 而成為國際儲備貨幣之一，正是新一階段推動人民幣國際化的策略。因此，從中長期的觀點來考量，改革人民幣匯率形成機制、增加市場化程度，正是人民幣在推進國際化的進程中，為追求貨幣政策自主性所必須經歷的匯率彈性及資本帳開放之間的試驗磨合；811 新匯改正代表著人民幣國際化將邁入新一階段發展的里程碑。

不過，紐約時報指出，大陸未來有很多理由不讓人民幣失控大跌，一個尤其重要的原因是，大陸企業背負著價值超過 1.6 兆美元的外幣債務。人民幣大幅貶值將使企業更難償還貸款。因此，澳盛銀行指出，人民幣大幅貶值不符合大陸的利益，而且大陸可能還會為避免讓人民幣成為美國總統競選中的重要議題而控制人民幣貶值幅度。但如果經濟成長動能再減弱，大陸政府可能就不會有選擇讓人民幣慢慢貶值的餘地。他們可能會被迫選擇大幅降低匯率以刺激經濟增長。接下來，如果經濟數據不夠亮麗，市場也可能促使人民幣進一步貶值。[79]

各界對於此次人民幣改革大部分持正面態度，國際貨幣基金組織(IMF)表示歡迎人民幣中間價新機制，並稱人民幣貶值不會直接影響 IMF 對人民幣是否納入特別提款權(SDR)貨幣籃子的決定，而且人民幣中間價新機制應讓市場發揮更大作用。洛杉磯時報也認為，國際貨幣基金組織今年早些時候已經不再認為人民幣匯率過低，而且也符合美國和國際貨幣基金組織長期來對大陸的要求：允許市場在匯率決定過程中扮演更主要角色。

探究近期人民幣持續貶值的原因，歸納各方評論，認為可能與大陸經濟基本面表現不佳、資本流動與美國的預期升息及**經濟**及貶值可能為貨幣政策的調控手段有關。日本大和證券則認為，必須待人民幣再呈現升值的局勢時，觀察大陸政府是否會配合市場匯率提高中間價，才能瞭解匯改貶值的真正意圖[80]。

---

[79] 〈人民幣貶值，打響新一輪貨幣戰爭〉，《紐約時報》，2015 年 8 月 14 日，〈http://cn.nytimes.com/business/20150814/c14db-currency/zh-hant/〉

[80] 大越匡洋，〈中國式匯率市場化能否貨真價實〉，《日經中文網》，2015 年 8 月 14 日，

一、經濟基本面表現不佳

從大陸內部看，2015 年 8 月人民幣出現十年來最大幅度的貶值。可能是因為近年大陸對外貿易與財政惡化，加上經濟成長速度放緩有關。但一年多來，儘管人民幣持續貶值，但並未明顯帶動大陸出口貿易，甚至出口和進口出現「雙降」，同時，人民幣的貶勢，對於 2016 年 10 月納入 SDR 的一籃子，也難以維持強勢國際貨幣的面子。

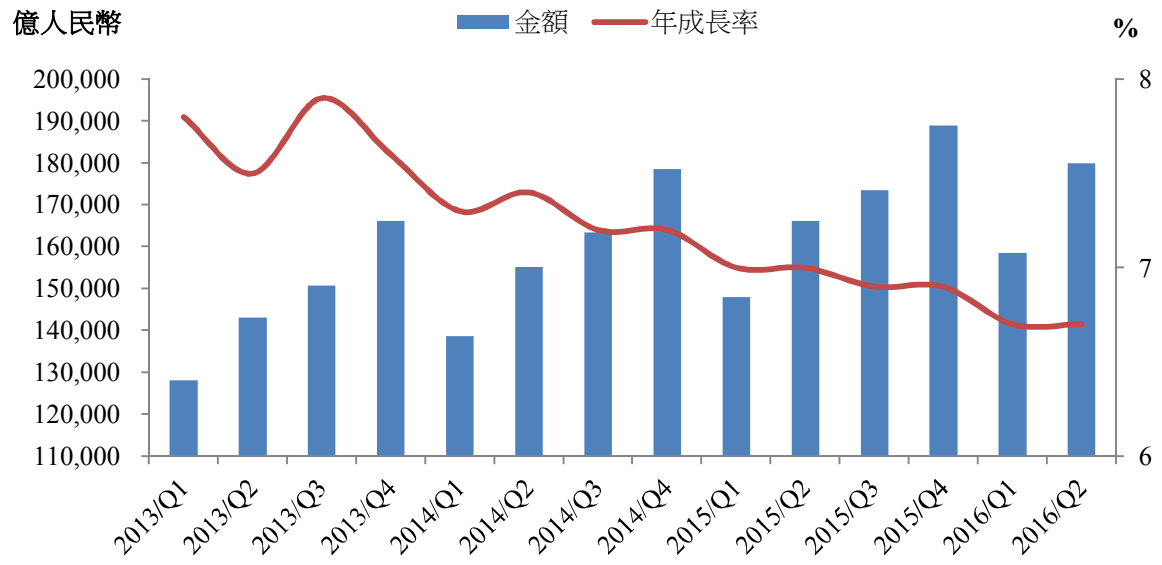
大陸經濟成長率自 2008 年後每況愈下(圖 4-5)，勞動成本又大幅增加，而且近年受國際景氣影響，進出口表現又不甚理想，根據大陸海關總署數據顯示(圖 4-6)，2016 年 1 至 7 月，進出口金額年減 8.7%，其中出口年減 7.4%，進口年減 10.5%。理論上貨幣貶值會提升出口及壓抑進口，近來大陸可能希望人民幣貶值能穩住出口，進而刺激經濟成長。英國 Middlesex 大學講師即認為，主因是大陸經濟成長「保七」面臨困難，同時股票市場，政府出手干預護盤，但是效果也不是很好，因此這次劇貶是大陸為維護本國經濟而使用的手段，而且美國的 QE(量化寬鬆)已經實施了許多年，對那些與美元關係比較密切的國家影響不大，但是對貨幣獨立性較高的大陸而言，勢必要有所調節，對美元相對下跌的人民幣，可以刺激出口，對就業也會有一定的幫助[81]。

英國布魯奈爾大學教授也認為，人民幣貶值的主要原因，第一是大陸前幾年的通貨膨脹率過高，當時人民幣不但沒有貶值反而升值，這次貶值可能是在修復以往過度升值。第二是大陸經濟下行壓力導致，人民幣貶值有助大陸出口貿易等因素。匯豐銀行經濟顧問也指出，2008 年國際經濟危機發生後，日本、歐洲和美國央行都實施了創歷史記錄的經濟刺激計劃，但全球經濟成長力道仍然不足，而一向帶動世界經濟成長的大陸，本身經濟成長速度也在下滑，人民幣匯率調整至更合理區間，從國際角度來看也有助於世界經濟穩定增長。[82]

〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/15703-20150814.html〉

[81] 〈專家解析：人民幣匯率創紀錄下跌的背後〉，《BBC 中文網》，2015 年 8 月 11 日，〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/china/2015/08/150811_ana_china_rmb_rate〉

[82] 〈透視中國：人民幣貶值震動全球經濟？〉，《BBC 中文網》，2015 年 8 月 19 日，〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/indepth/2015/08/190819_focusonchina_rmb〉



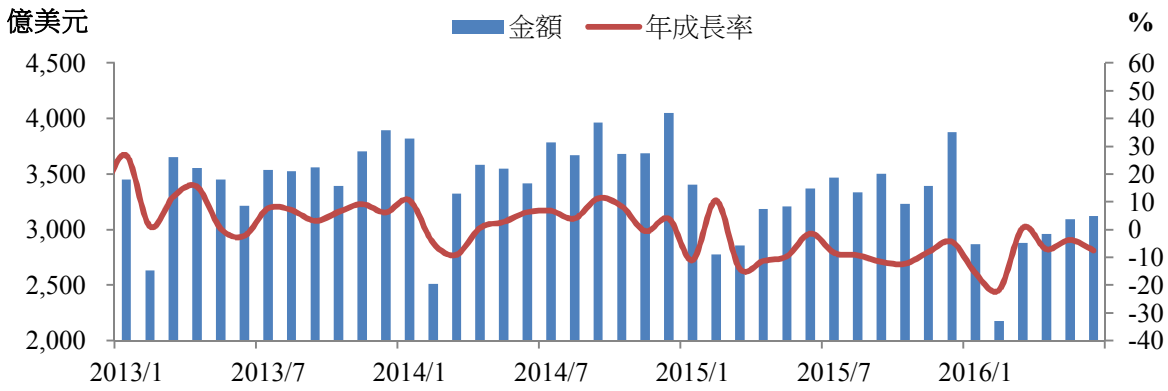
資料來源：大陸國家統計局。

圖4-5 GDP成長率變動情形

除了經濟成長及外貿數據表現不佳(圖 4-6)，其他指標也不如預期；隨著房地產、建築等核心行業比以往任何時候都更疲軟，金融服務的表現，也出現了下滑。2015 年 1-7 月，固定資產投資總體增加 11.2%，為 15 年來最慢的增加速度，建築企業的生產活動也減少了，許多材料也一直在減產。水泥產量減少 5%、平板玻璃的產量則下降了 13.5%、鋼鐵產量下降 1.8%，是有史以來最大跌幅，主要股指上證指數也暴跌約四分之一，零售業銷售額同比成長 10.5%，也是十年來的最慢增速。[83]

不過，從大陸經濟的基本面來看，目前因為大陸經濟成長率在世界各國仍名列前茅，而且經常帳、資本帳也存在順差、外匯儲備逾 3 兆美元，人民幣匯率可能如官方所述不存在持續貶值基礎。而且大陸目前正透過「一帶一路」成為資本輸出的國家，人民幣持續或大幅貶值將不利於對外投資；再者，人民幣大幅的貶值可能會透過進口推升通貨膨脹率，從而影響經濟走勢，也非大陸所樂見。

[83] 〈人民幣貶值顯示中國經濟下行壓力增加〉，《紐約時報》，2015 年 8 月 13 日，〈http://cn.nytimes.com/business/20150813/c13chinaecon/zh-hant/〉



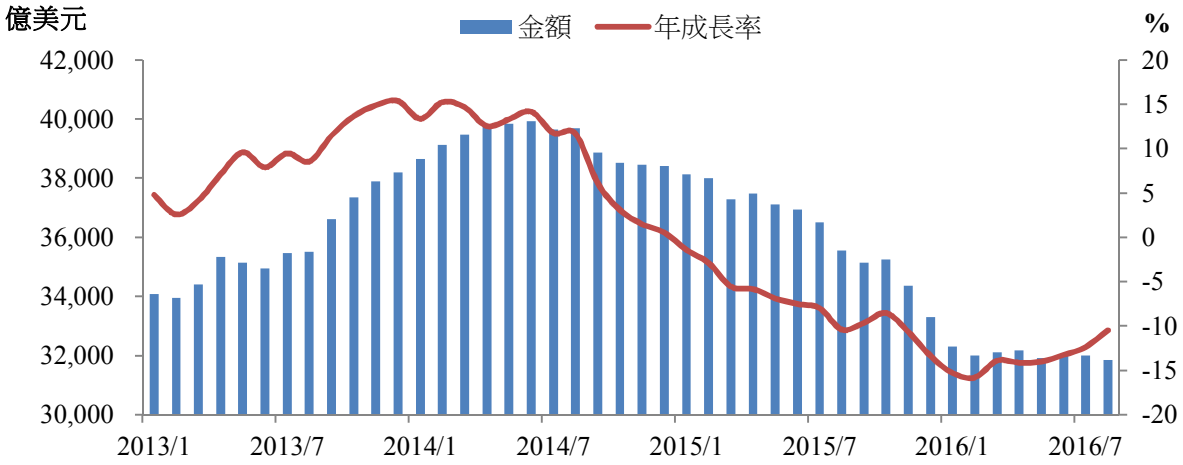
資料來源：大陸海關總署。

圖4-6 進出口及年成長率情形

二、資本流動與美國升息的預期

大陸近年面臨資金外流的困擾，美國預期升息更加重了大陸資金外流的壓力，811 匯改人民銀行放手讓人民幣一次性劇貶，可能是為遏阻近年資金外流的趨勢。依據大陸國家外匯管理局所公佈資料，2014 年大陸國際收支雖經常帳仍有順差 2,138 億美元，但資本帳卻出現多達 960 億美元的逆差，其中僅當年第 4 季的資本帳逆差額就有 912 億美元。2015 年，根據彭博情報[84]（Bloomberg Intelligence）資料顯示，大陸 12 月資金外流金額攀升至 1,587 億美元，寫下單月外流金額第二高，僅次於 9 月的 1,943 億美元。2015 年資金外流金額是 2014 年度 1,343 億美元的 7 倍有餘，創下彭博情報自 2006 年開始彙編這項數據以來最高水準，顯示大陸資金外流越來越多。迄 2016 年 8 月底，大陸外匯存底降至 3.2 兆美元以下(圖 4-7)，是 2011 年 12 月以來最低水準。回顧 2000 年以來，只有 2012 年資本帳出現逆差 168 億美元，其餘年皆是順差，顯示大陸多年來，一直呈現外部資金匯流而入的趨勢，也是多年來大陸經濟持續高速成長，以及市場熱度居高不下的因素之一。

[84] 〈陸資本加速外流 2015 年估破兆美元〉，《中央社》，2016 年 1 月 25 日，〈http://udn.com/news/story/4/1466087-%E9%99%B8%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%8A%A0%E9%80%9F%E5%A4%96%E6%B5%81-2015%E5%B9%B4%E4%BC%B0%E7%A0%B4%E5%85%86%E7%BE%8E%E5%85%83〉



資料來源：人民銀行。

圖4-7 大陸外匯存底金額及年成長率

檢視大陸近期的資金外流，可分為內部因素與外部因素。內部因素引起資本外流的原因相當多元，其中有正面，也有負面[85]。負面因素，是指部分投資者真正看壞大陸，且已著手把資金移出大陸，這部分主要出於大陸傳統製造業和房地產領域。眾所週知，近年大陸傳統製造業受勞工雇用成本升高、存貨過多、環保法令嚴格等因素衝擊，投資經營環境越來越壞，外商自大陸撤資情況非常明顯，陸資廠商「轉場」至外國設廠的案例也很多，當然助長了大陸國際收支資本帳「順轉逆」的態勢。而大陸房地產，近兩年價格已自高峰滑落，成交量亦是逐步冷卻，致不少中外投資者趕緊把手上物業降價脫手，以收回資金，轉作其他用途；其中有的是把資金轉投美日歐等地的房地產，相關新聞近來在媒體上屢見不鮮，自是大陸國際收支資本帳的「減項」。

至於大陸資金外流中的正面因素，即「健康的外流」，首先是大陸赴境外投資顯著增加。2014 年大陸赴外 FDI（直接投資）金額，首度突破千億美元大關，達到 1,029 億美元之多。這是大陸資金外流的一部分，但它會提升大陸對外經濟影響力，也使大陸企業更深入掌握全球市場，是良性的資金外流。其次，2014 年上半年人民幣匯率走貶，逼走了相當多的熱錢，這對大陸整體也是正面、有益的。因近幾年來有數以兆美元計的國際熱錢湧入大陸，助長了大陸房地產市場的泡沫化，並激發金融信託憑證、緊缺商品的投機之風，而給大陸整體財經帶來動盪風險。

[85] 〈探究大陸資金外流現象的底細〉，《工商時報》，2015 年 2 月 15 日，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20150215000014-260202〉

林建山(2015)從個體經濟分析的角度看大陸資金外流，主要可歸納為三點[86]：第一，自從 2008 年世界金融海嘯危機後，大陸淨對外直接投資逐漸增加，在改革開放以來持續流入大陸的外人投資額趨勢，在本質上迄今並沒有太大改變，但是來自國企以及民間部門的對外直接投資，卻開始加速度向上遞增。第二，主要是因為大陸企業需要「審慎管理公司資產負債表」。由於越來越多的大陸企業意識到人民幣兌美元不一定會「永遠單邊升值」，因此開始進行積極償還外幣債務之外匯操作。大陸官方估計，大陸國內「實體償付」先前的外幣債務並結清「套利資本流入」，是近期所謂大規模資金外流的原因。

第三，因人民幣國際化程度不斷提升，使得大陸資金流動模式，有了「以人民幣結算的進口要遠多於出口」的新景象；根據大陸官方估算，自 2014 年下半年以來，這種採取「跨境結算」的外匯額度，大約占了資金外流 1/4；而在計算大陸民間企業的資產負債表調整、人民幣日益國際化，以及淨對外直接投資的變化後，其為「原因不明的資金外流」或者「熱錢外流」的資本，大約只占 2015 年 11 月底過去 4 季資金外流的 30%不到。

中國社科院提出不一樣的觀點[87]，認為當前大陸資金流出第一條途徑是大陸海外留學生，光是美、加兩地，預估從大陸流出與此相關的資金可能達 1,500 億美元以上。其次，大陸每年大量的遊客到海外消費，加上近年大陸投資美國、澳洲、加拿大等地的房地產。也有分析指出，近期美元走強造就了包括人民幣在內的非美貨幣走弱，導致大量的熱錢以虛假貿易的形式出口套利，人民幣貶值推動資金外流的壓力也就由此而來，此一部分的規模恐怕將遠超過外界的估計，只要人民幣走貶趨勢不變，其牽動跨國資本流動的現象，短期內恐怕難以停止。

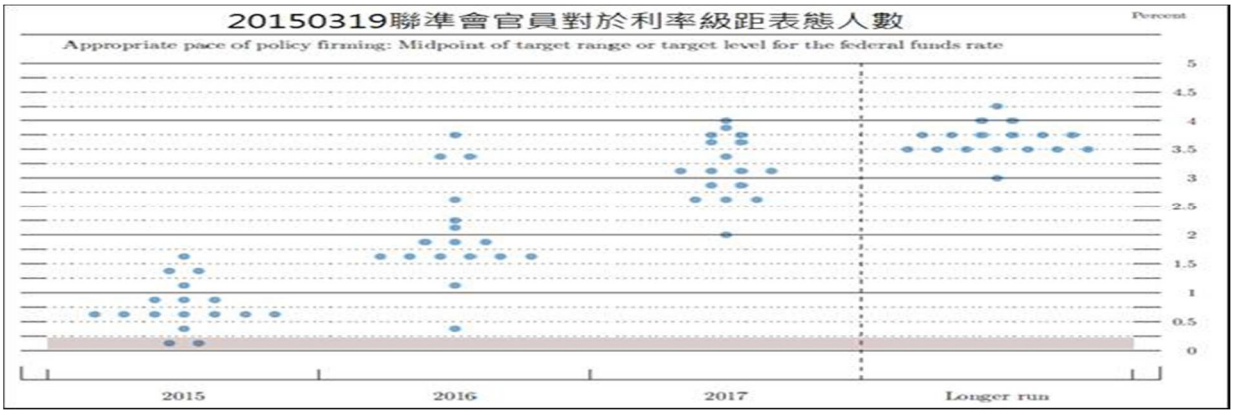
美國升息是引起大陸資金外流的外部因素[88]。2007 年次貸風暴（Subprime crisis）引發全球經濟衰退，當時美國聯準會（Fed）把美元基準利率（federal funds rate）連降 5%至 0.25%，美元匯率暴跌。近年美國經濟相關數據好轉，如象徵民間景氣的非農業就業人口(Nonfarm payroll)已經在一年前回到金融海嘯爆發前的水準，最近十二個月中，每個月都成長 20 萬人以上的就業人口。

---

[86] 林建山，〈大陸資本外流真的洶湧嗎？〉，《旺報》，2015 年 11 月 12 日，〈http://news.cnyes.com/news/id/191656〉

[87] 〈陸今年外逃資金 估達 1 兆美元〉，《旺報》，2015 年 2 月 12 日，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20150212000957-260301〉

[88] 蔡佑駿，〈升息在即，美國經濟強力復甦中〉，《北美智權報》，2015 年 3 月 25 日，〈http://www.naipo.com/Portals/1/web_tw/Knowledge_Center/Editorial/publish-244.htm〉



資料來源：同註 88。

圖 4-8　聯準會官員對利率級距表態人數

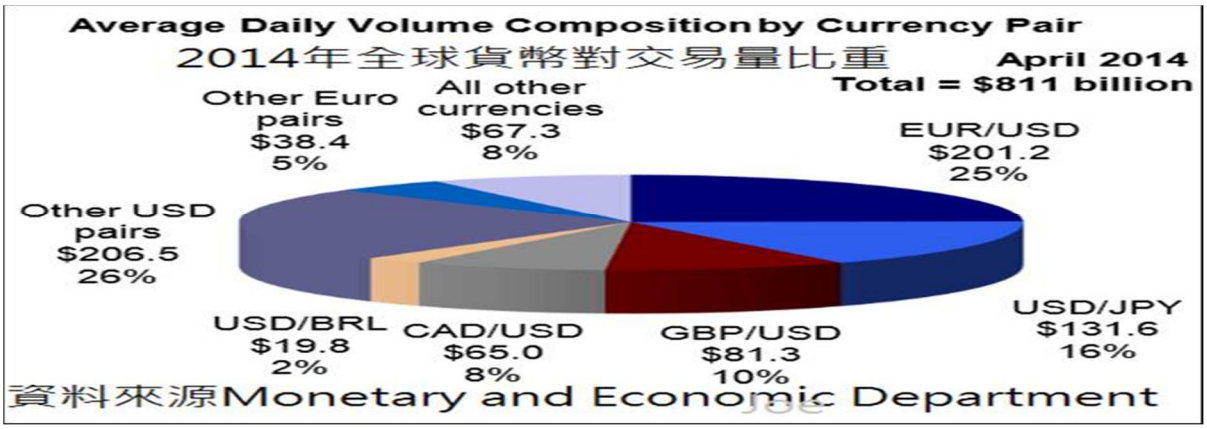
因此美國聯準會官員對於美元利率的升降態度，不同於 2014 年以前都是支持 0.25%的利率，2015 年 3 月中的聯邦公開市場委員會(FOMC)會議後，17 票中有 9 票支持利率調升到 0.5～1.0%（圖 4-8），有 4 票支持利率調升到 1.0%以上，只有 2 票是支持利率不變，然後 2016 年利率提升到 1.5%以上，2017 年利率提升到 2.5%以上。這顯示大多數聯準會官員認為美國經濟已復甦到可以升息的程度，升息將帶動美元復甦。而 2014 年全球貨幣對的交易中(圖 4-9)，和美元無關的貨幣對交易比重只占約 13%，換句話說，美元一升值，全球貨幣市場、資本市場勢必會跟著連動起來。

前一次美國聯準會開始暗示 QE 要退場是在 2013 年 5 月，當時美元指數沒有大漲，但新興市場貨幣卻出現資金外逃壓力，引爆脆弱五國貨幣貶值風暴(印度、印尼、巴西、南非、土耳其)，同時這五國的股市也重挫。2015 年 5 月，美國聯準會公開釋出年內將升息的明確訊息，表示若美國經濟一如預期持續好轉，當年是啟動升息的適當時機，但也強調升息過程將溫和謹慎。

若確定升息，新興市場必定會受到一定的衝擊。因為新興市場過去受惠於 Fed 金融海嘯以來的寬鬆政策，廉價借入美元投資於其它國家市場的熱錢套息交易非常普遍。自 2000 年以來，全球套息交易規模提高了四倍至 9 兆美元，其中進入大陸的資金大約占四分之一到三分之一[89]。但隨著 Fed 開始升息循環，資金的流向將開始反轉。世界銀行(World Bank)警告，若投資人預期 Fed 將積極升息，同時美國長期的公債殖利率上升，新興國家將有資金大量外流的風險。近期因大宗商品物價暴跌，新興國家經濟前景轉差，

[89] 高靜，〈分析：美聯儲加息對中國經濟的影響〉，《大紀元》，2015 年 12 月 17 日，〈http://www.epochtimes.com/b5/15/12/17/n4598274.htm〉

市場也擔心 Fed 升息將進一步使這些國家的資金加速流出，以 2015 年 8 月份為例，新興市場資金的淨流出金額高達 87 億美元，創下 2013 年「緊縮恐慌」[90]以來的新高。[91]



資料來源：同註 88。

圖 4-9　2014 年全球貨幣交易量比重

對人民幣匯率的影響方面[92]，升息後美元會趨強，因而人民幣匯率將貶值，甚至反覆多輪下跌。在國際收支及債務方面，美國升息後大陸資金外逃到美國或將加速，進而造成大陸國際收支壓力。而且升息將加重外債成本，哈佛大學的 Jeffrey Frankel 以及《經濟學人》認為 ，大陸企業有很多的美元計價債務，美國升息進一步推升的美元匯率，將使得這些企業更難以償債。

在外匯儲備方面，因為資金轉向擁抱美元資產，而進一步壓低人民幣匯率，大陸為避免人民幣貶值預期成形，大舉拋售美元支撐人民幣匯率，間接造成大陸外匯儲備銳減。摩根大通 2015 年 7 月的報告指出，在連續 5 季資金外流總量高達 5,200 億美元，幾乎完全抵消自 2011 年以來大陸所吸收的外來資本；單單在 2015 年第二季，包括本地及國際外來的投資人，就從大陸撤出 1,420 億美元。另根據惠譽(Fitch)的估計，從 2014 年中到 2015 年底，大陸資本流出總規模超過 1 兆美元[93]。

---

[90] 「緊縮恐慌」是 2013 年 Fed 將縮減量化寬鬆(QE)時引起新興市場資金大量流出的事件，其中財政和經常帳赤字最大的國家又受挫最深。

[91] 楊智超，〈Fed 若 9 月升息 新興市場可能承受何種衝擊？〉，《鉅亨網》，2015 年 9 月 17 日，〈http://news.cnyes.com/news/id/191656〉

[92] 張志超，〈點評中國：中國應如何應對美國升息的影響〉，《BBC 中文網》，2015 年 12 月 21 日，〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/business/2015/12/151221_cr_deal_wirh_us_raise_rate〉

[93] 〈FT 社評：人民幣困境在於資本外逃〉，《FT 中文網》，2016 年 1 月 15 日，〈http://big5.ftchinese.com/story/001065760#adchannelID=1104〉

至於大陸資金外流的去處，有觀點認為主要是進入歐美的股市、房地產和美術品等領域[94]。大陸因跨國境的股票和債券交易受到限制，表面上民間資金流向海外的規模難以掌握，但摩根史坦利證券的首席經濟學家認為，從大陸流出的資金會在他國被記錄為「誤差與遺漏」(淨流入額)部分，因此對國際貨幣基金組織(IMF)的統計進行了確認，結果發現除不計算在內的「避稅天堂」外，流入美國和歐元區股市等的可能性較高。除此之外，似乎也有部分資金流入日本。日本的對外、對內證券投資統計數據顯示，日本國內短期債券的投資額自 2015 年初以來，大陸連續 9 個月淨買入，淨買金額累計達 4 兆日元，是 2013 年創造高點時的 2 倍以上。這些資金可能成為流向日本股市和房地產的待機資金。

三、經濟及貨幣政策的調控手段

2005 年 7 月間，大陸在國外壓力下放手讓人民幣升值，當時大陸政府非常擔心人民幣升值會對其出口產生負面影響，不過，由於在人民幣升值的過程中，同時也吸引了大量國外資金流入，這些流入的境外資金對促進大陸經濟發展也有貢獻，因此，大陸在權衡利弊後，採取讓人民幣長期而緩慢升值的做法，試圖誘使更多的外資流入；而這樣的做法不但可以化解美國政府催促升值的壓力，甚至在對外貿易方面，也可以避免美國對大陸貨品進口提出傾銷的指控。

然而，隨著經濟成長速度持續下滑，大陸顯然越來越不願意看到人民幣繼續維持強勢，而是試圖讓人民幣貶值，並盡可能減弱對資金大規模外流的影響。投機性的外資，若預期人民幣將進入緩慢貶值的過程，資金必然會逐漸流出，進一步對經濟造成不良的影響。因此，人民銀行採取了對人民幣突然、急速而大幅貶值的做法，然後在一段時間內維持人民幣穩定，乃至使其出現小幅上升，這樣可以避免國內外對人民幣貶值產生預期；而當外界對人民幣貶值的警惕性降低後，人民銀行又會再次讓人民幣在很短時間內「快、準、狠」地貶值，而後再維持人民幣幣值基本穩定，週而復始[95]。

除了一次性貶值以外，大陸也加強了行政管理[96]。人民銀行過去一直以行政手段透過銀行控制融資，但在 2016 年 6 月以後，對涉及資本向境外轉移的交易進行行政指導變

[94] 〈流出中國的資金去了哪兒？〉，《日經中文網》，2015 年 11 月 20 日，〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/16991-20151120.html〉

[95] 〈大家談中國：人民幣的操控性貶值〉，《BBC 中文網》，2015 年 8 月 20 日，〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/comments_on_china/2015/08/150820_coc_renminbi〉

[96] 張勇祥，〈中國開始「封堵」資本外流？〉，《日經中文網》，2016 年 8 月 3 日，〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/20824-20160803.html〉

得更為嚴格，行政單位加強監管，要求遵守行政指導的相關內容。由於近期人民幣匯率再次轉向貶值，大陸對資金外流的擔憂再度升溫，緊縮的政策與近期的人民幣走勢存在關聯。行政指導按地區區分指導內容，對象包括天津、大連、青島、合肥、武漢和深圳等廣大地區。譬如在廣州，要求銀行每月底報告客戶企業下月的購匯計劃；每週必須提交上一週的購匯情況，還要求確認外國企業撤資之際的匯款手續是否存在違規。

此外，相關部門還關注大額匯款。在上海，面向境外超過 5,000 萬美元的匯款且需要購匯之際，必須事先向當局做說明。而在北京，原則上禁止提前償還外匯債務。這是因為，如果提前償還外匯債務，賣出人民幣、買入外匯的操作有可能增加。還有很多地區都在引導企業向海外付款時優先使用手頭的外匯。

截至 2016 年 6 月底，大陸累計的外匯儲備約為 3.2 兆美元，比 2014 年 6 月的高點減少了 20%。上海社會科學院認為，由於外匯儲備的迅速減少有可能影響國家的信用等級，因此，大陸政府不希望看到這種情況發生。大陸的大型銀行等也有很多觀點認為，行政指導強化顯示政府不希望看到資金過度外流的想法。在政治層次方面，2016 年 9 月在杭州舉行二十國集團(G20)峰會，10 月人民幣將被納入 SDR，有分析認為，大陸希望避免因經濟運行問題而受到批評，因此加強管理後，人民幣於 7 月底趨於穩定。

2016 年 8 月，在美國加息預期升溫、日元等貨幣兌美元匯率下降的背景下，人民幣兌美元匯率基本沒有變化。其原因可能是大陸央行持續買入人民幣、賣出美元的匯率干預措施，但各界普遍認為干預措施已逐漸減少。另一方面，外匯儲備的減幅仍大幅擴大，其原因被認為是受到 2015 年 8 月下調人民幣兌美元匯率中間價的影響。人民銀行在下調中間價後為防止人民幣匯率大幅下跌，實施了大規模買入人民幣、賣出美元的匯率干預舉措，當時除了現貨交易外，還活用了為期 1 年的期貨交易。期貨交易於今年 8 月到期，但是北京金融界人士認為，人民銀行並未延長部分期貨交易，而是用現貨美元支付給交易對象，導致外匯儲備減少。大陸央行在 2015 年 9 月之後也多次通過為期 1 年的期貨交易干預匯市，或是成為外匯儲備減少的主要原因[97]。

[97] 原田逸策，〈8 月底中國外匯儲備減幅擴大〉，《日經中文網》，2016 年 9 月 8 日，〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/21385-20160908.html〉

第四節 衍生之風險評析(國內外專家意見)

811匯改的主要措施，第一是改革中間價機制，使每日中間價更真實地反映市場需求；第二是將人民幣貶值2%。短短數日，環球金融市場，特別是新興市場飽受衝擊，包括股市暴跌、貨幣貶值、同時對人民幣持續貶值的預期加深，並進一步加劇大陸資金外流等，直到 9 月習近平訪美以及李克強出席達沃斯論壇時表明態度，才使風波較為平息。本節主要針對人民幣劇貶，對大陸經濟、金融的影響、對臺灣及週邊國家的衝擊，及對大陸後續改革可能的影響加以剖析。

一、對大陸經濟、金融市場的影響

從 2015 年 8 月匯改以來，人民幣的走勢成為全球金融市場關注的焦點，也成為左右大陸經濟市場和資本流動的重要變數。人民幣貶值造成的影響，首當其衝的是進出口貿易，貶值將對產品的出口有利，陳功（2015）認為這只是一個方面，尤其是在世界市場總需求疲軟的今天，不能過高估這種正面影響，對進口貿易的影響或將是重點。因大陸糧食早已仰仗進口，還有很多農產品大陸是世界第一進口大國，包括小麥和玉米、礦產和能源等，大宗商品的進口將影響未來經濟的穩定成長。此外，國有企業的設備中，進口的比例比較高，勢必也會受到人民幣貶值的影響和沖擊。所以，如果人民幣出現大幅貶值，不僅僅對全球貿易會產生影響，也會影響全球經濟穩定。[98]

蔡浩（2015）的研究指出，從經濟層面來看，人民幣較大幅度的貶值，無疑會對出口產生帶動效應[99]。雖然人民幣實際有效匯率 2015 年漲幅僅為 3%，但同期亞洲貨幣指數貶值卻已近 4%，這使得年初以來人民幣實際有效匯率與季節調整後的出口同比呈現明顯的負相關，也就是人民幣實際有效匯率上升，同期間出口同比增速則出現下滑趨勢（2015 年 7 個月中有 5 個月為負值）。在本次匯改貶值之後，人民幣實際有效匯率降幅在3%左右，預期能有效拉動外需，刺激出口復甦，以減輕經濟下行壓力和物價通縮壓力，穩定市場對中國大陸經濟成長的信心。澳盛銀行也表示人民幣走軟可以舒緩工資成長造成的壓力，也會讓對外投資、房產和其他海外投資成本增加。[100]

---

98 陳功，〈人民幣貶值比樓市債市更危險 存八大隱患〉，《鉅亨網》，2015 年 8 月 31 日，〈http://news.cnyes.com/news/id/2176070〉

99 蔡浩，〈人民幣貶值會對金融市場產生什麼影響？〉，《FT 中文網》，2015 年 8 月 17 日，〈http://big5.ftchinese.com/story/001063513?full=y〉

100 〈人民幣繼續貶值，股市暴跌再熔斷〉，《紐約時報》，2016 年 1 月 7 日，〈http://cn.nytimes.com/business/20160107/c07db-markets/zh-hant/〉

從資金方面來看，人民幣貶值即使不形成預期，也會引發資金外流，從而降低市場流動性，進而使大陸貨幣環境趨緊，此舉又可能會加劇市場的拋售。中期來看，在資金外流的壓力下，以及在外匯占款逐月下降的新常態背景和美國升息的預期下，為保持貨幣政策適度，大陸將注意 M2 的成長速度，維繫經濟成長率，因此，人民銀行未來透過降準等措施補充市場流動性的可能性很高。

對股市而言，人民幣貶值帶動出口從而提振經濟的預期，無疑是利多和支撐。但大陸股市的特點，是受到政策面和資金面的影響相當大。政策面一直未有改變，主要是希望股市能成為成熟的資本市場，成為去槓桿和經濟結構調整的重要工具。而從資金面來看，受資金流出和美聯儲升息預期的影響，會出現一定程度的波動，但預計人民銀行會出手干預，中期來看對股市影響可能呈中性。

對債市而言，人民幣貶值導致市場流動性的波動，短期會對債市形成利空，尤其是在 7 月份從股市撤離資金的推動下，債市持續了短暫的上升行情，因此，未來調整的概率很大，針對短期融資等短期金融商品，尤其是隔夜資金一個月內上漲了 50bp，客觀上也增加了調整的可能性。就中期而言，在去槓槓桿和地方政府債務置換的結構調整背景下，人民銀行會保持適度的貨幣金融環境，下調步調緩慢的長期金融商品品種收益率有一定的下降空間，將縮小時間利差，進一步降低社會融資成本。

從匯市角度來看，中期人民幣匯率中間價仍有小幅調降的可能，可能的背景事件有兩個：其一是貨幣環境進一步寬鬆，降準或大力度定向投放工具的使用，或將改變貨幣供求關系，從而給人民幣幣值帶來下滑壓力；其二是美聯儲升息因素，這會加大美元升值壓力，從而反向帶動人民幣對美元貶值。貶值的幅度，參考本次調整，中間價中期有可能上浮至 6.5 以上，但離 7 會有不小差距。

胡偉駿(2016)認為，在目前全球經濟和市場環境下，人民幣貶值弊大於利[101]。首先，人民幣貶值將加劇金融市場的波動。而且人民幣貶值，客觀上增加了全球經濟的不確定性，被市場拿來作為拋售的藉口。與此同時，市場波動加劇和風險溢價上升，對大陸的投資和消費也會產生不利影響。

其次，人民幣貶值的成本收益並不合理。人民幣貶值都引發市場波動增加：以市場大幅下跌為代價，換來人民幣對美元的小幅貶值，成本和收益並不對稱。從去年 8 月人民

[101] 胡偉俊，〈人民幣貶值五大弊端〉，《FT 中文網》，2016 年 1 月 28 日，〈http://big5.ftchinese.com/story/001065959?full=y〉

幣突然貶值以來，人民幣對美元僅僅貶值6%左右，但金融市場卻已經歷了幾輪大幅下跌。可以說，人民幣每 1 個百分點的貶值，都伴隨著金融市場以億萬計算的市值消失。

第三，人民幣貶值將加速資金外流。不可否認，在美國加息的大環境下，人民幣不論貶不貶值，資金都可能外流。但是，人民幣貶值會惡化匯率貶值的預期，從而加快資金外流的速度。觀察 2015 年 8 月匯改前後，資金外流的速度明顯不同，8 月當月大陸的外匯儲備大降 940 億美元，同期企業的外匯存款當月也上升了 200 億美元。但當人民銀行在穩定匯率之後，外匯儲備到 10 月份開始由跌轉升，而 9、10 兩個月企業的外匯存款也下降了 160 億美元。這說明匯率的穩定，有助於平抑由於恐慌性購匯帶來的資金外流。而 2015 年 11 月再度貶值以來，外匯儲備在 12 月又出現大幅下降，資金外流再次加速。

第四，人民幣貶值不利於貨幣政策的獨立性。由於人民幣貶值將增加資金外流的速度，對貨幣政策造成了兩層的壓力。首先，政策寬鬆將受到資金外流的制約，例如人民銀行擔心利率下降過快加劇資金外流，因而不願意降低存款準備金率。其次，在資金外流的情況下，一大部分貨幣寬鬆的作用將被資金外流所抵銷。更糟糕的是，如果政策不能持續有效寬鬆，經濟情勢遲遲不能回穩，市場對大陸經濟的預期將愈加悲觀，人民幣貶值的壓力也會進一步上升，金融市場下跌，資金外流加劇，從而產生惡性循環。

二、對周邊國家及臺灣的衝擊

大陸匯改導致人民幣貶值震動了亞洲各國市場。人民幣匯率在 8 月 11 日當天貶值近 2%。大陸央行的舉動讓亞洲各國貨幣也隨之出現兩連跌，股市也普遍下跌，新加坡和印尼主要股指跌幅均超過 2.5%。[102]若人民幣再進一步貶值，將引發韓國、新加坡和臺灣等亞洲四小龍國家的貨幣也出現貶值。

人民幣貶值可以提振大陸的出口，但同時也向全世界輸出通縮[103]。經濟學人、華爾街日報即指出，大陸重貶人民幣救出口和刺激經濟的舉動，以鄰為壑將衝擊全球經濟，無異於輸出通縮、成長疲弱等問題，不只波及亞洲貿易競爭對手貨幣跟貶，西方已開發國家也將面臨進口商品價格下滑、工作流失、企業獲利下滑等挑戰，美國聯準會恐延緩升息。

---

[102] 〈人民幣繼續大幅貶值，亞洲市場震動〉，《紐約時報》，2015 年 8 月 12 日，〈http://cn.nytimes.com/business/20150812/cc12yuan/zh-hant/〉

[103] 楊芙宜，〈中國輸出通縮 完美風暴襲全球〉，《自由時報》，2015 年 8 月 13 日，〈http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/906330〉

美國華府智庫皮特森國際經濟研究所所長波森表示，如果大陸進一步讓人民幣貶值，將為美國聯準會（Fed）升息決策帶來新的挑戰，因為人民幣貶值使通膨無法上升，大陸的進口商品變便宜，美國升息的理由更不充分。人民幣貶值對於美國來說，最直接的效果是導致美國10年期國債收益率持續下滑，因此，人民幣貶值對美國經濟最直接的影響，可能是讓美國的抵押貸款利率在低位停留更長時間。

人民幣貶勢若進一步擴大，有可能引發全球匯率戰火，尤其向大陸出口大量商品、或使得在其他市場和大陸競爭的亞洲國家貨幣貶值壓力驟增。美銀美林指出，「亞洲大部分經濟體的國內需求非常疲弱」，首當其衝的包括澳元、紐西蘭元、韓元、新臺幣、星幣、馬幣，近日貶幅跟著人民幣貶勢擴大。澳盛銀行更進一步調降印度、印尼、馬來西亞、菲律賓和新加坡等國家的經濟成長預期，指出亞洲正處於深度「貿易衰退」，且恐持續下去。巴克萊銀行表示，即使人民幣重貶對需求、生產商信心的傷害程度目前仍不明朗，但確定的是「隨著短期內貨幣貶值，亞洲消費能力將受到削弱」。

墨西哥財政部也警告，表示人民幣貶值可能會導致新一輪的競爭性貨幣貶值。加上世界銀行(World Bank)將它對全球經濟成長率的預估值從 3.3%降為 2.9%後，已有資金撤出亞洲市場。在人民幣劇貶後的半年內，韓元和新加坡匯率貶值 5%、臺幣貶 7%、印度幣也下跌了7%。加上亞洲地區疲軟的出口形勢，也是令人擔憂可能引發貨幣戰爭的因素。比如，韓國出口 2015 年較前一年縮水 8%，是金融海嘯以來表現最差的一年，臺灣在同期間則下滑 10%。強勢貨幣使亞洲四小龍製造的高端電子產品，如韓國的三星手機和臺灣的計算機零件，在其最大的市場歐洲和美國變得更加昂貴。隨著它們的主要出口競爭對手大陸將其貨幣進一步貶值，這些國家有可能面臨更多壓力，也不得不貶值其貨幣加以因應。

韓國、臺灣和新加坡貨幣貶值趨勢的另一個問題是，就像幾乎所有新興市場一樣，這些經濟體也利用觸底的利率環境，發行了價值數十億美元的以美元計價的企業債券，以便給資本投資提供資金。境外投資者受其高收益率吸引，他們尤其看好這些貨幣的穩定性，於是大量買入。如今，隨著這些貨幣匯率出現波動，以美元進行投資的投資者就相對不那麼有動力繼續持有這些債券，如同他們對巴西、土耳其和南非債券所做的那樣，他們會儘快將這些債券放手。[104]

[104] 〈人民幣貶值潛在連鎖反應令人擔憂〉，《紐約時報》，2016 年 1 月 11 日，〈http://cn.nytimes.com/business/20160111/c11db-currencies/zh-hant/〉

除了區域貨幣競貶的可能以外，美銀美林也表示，人民幣貶值將加大亞洲出口不振的問題[105]。實際上，在 811 人民幣貶值前，美國及歐洲進口大陸產品的比例，從 2000 年到 2010 年持續上升。現在約占美國進口量的 20%，占歐洲進口量的 7%。相較之下，東協占美國進口量的比例，已經由 2000 年的 7%，在 2011-2014 年降到約 4.4%，2015 年上半年再回升到 5%左右；東協占歐洲進口量的比例類似，由 2000 年的 2.6%，先逐年降到 2008 年的 1.8%，今年才又回升到約 2.4%。從另一個角度，大陸在美歐市場的出口增加，已經影響到亞洲國家的出口總量。亞洲國家先前還可以出口到大陸，彌補美歐市占的下跌，但從大陸需求放緩來看，這條路也行不通了。在貿易聯繫緊密而出口產品結構雷同的情況下，加大了東南亞貨幣的貶值壓力。

相較於歐美，東亞各國與大陸的貿易關係更緊密，臺灣與大陸貿易占 GDP 的 16%，南韓占 GDP 的 10%，臺韓的出口量，約有 4 分之 1 都是銷往中國。東南亞銷大陸的出口量約占 10%，其中馬來西亞及新加坡所占比例較高。在大陸因人民幣貶值減少進口下，亞洲的出口商都將受到打擊。

孫慶龍(2016)的研究認為，人民幣重貶將對臺灣有三大負面影響[106]：第一，牽動新臺幣貶值趨勢；第二，股市將引發外資龐大賣壓。由於外資淨流入臺灣的總金額已達 1,939 億美元，約當 6.2 兆新臺幣，因此若以 33 元作為新臺幣兌美元匯率的基準點，新臺幣貶值到 34 與 35 元，外資光是在匯率上的損失，就可高達 1,878 億元與 3,757 億元。龐大的匯損壓力，將引發外資賣股、變現、匯出的動作，加上外資持有臺股水位，根據金管會資料，截至 2015 年 11 月已達 36.85%，高居世界第二(僅次於巴西的 52%)，換言之，在加碼有限、減碼大增情況下，未來臺股持續下跌的機會，將遠遠高於上漲的機會。

第三，紅色供應鏈威脅更大。近年隨著大陸產業實力快速上揚，加上推行進口替代政策國家供應鏈興起，不僅對臺灣廠商造成很大的競爭壓力，更形成臺股 M 型化的發展。此外，反映在大陸進口與臺灣對大陸出口的年增率變化上，2014 年出現了明顯的轉折，就是雙雙跌落到負值之下，其中，大陸進口年減幅 2015 年 1 至 5 月已達 17.3%，1 至 11 月累計也有負 15.1%水準；臺灣對大陸出口年減幅，則從 2015 年 1 至 5 月時的 6.9

[105] 劉翔航，〈美銀美林：人民幣貶值 留意 1997 年亞幣危機重現〉，《鉅亨網》，2015 年 8 月 20 日，〈http://news.cnyes.com/news/id/653663〉

[106] 孫慶龍，〈人民幣重貶 對臺灣三大負面影響〉，《鉅亨網》，2016 年 1 月 7 日，〈http://mag.cnyes.com/Content/20160107/09b0c81a0a87402d861fc9067e931e95_1.shtml〉

%，持續擴大到 1 至 11 月的負 11.9%。這兩項數值的大幅衰減，都顯示大陸境內廠商已開始全面取代臺廠在各大產業的供應鏈地位。

換言之，臺灣廠商與大陸廠商目前已經進入「肉搏戰」的產業競爭，此時，人民幣貶值，不僅將提升大陸的出口競爭力，更會同步削弱臺灣的相對競爭力，而紅色供應鏈對臺廠的威脅，也就在人民幣貶值的助陣下大為提高。

三、不利後續人民幣匯市的持續改革

2008 年以來，人民幣國際化的速度加快，其中一個很重要的原因是外界對於人民幣的升值預期，海外投資人樂意把人民幣視為資產擁有，除享有高利率外亦有資產增值效果，價值儲存的功能得以實現，這是人民幣成為國際貨幣的條件之一。但近期反轉的貶值趨勢增加了投資人民幣的風險，若市場形成長期貶值的預期，不再願意持有人民幣，則人民幣成為國際貨幣的進展將受到影響。

美國經濟學家 Robert Mundell 提出有名的三元悖論(The Impossible Trinity)，其要點是：一國的貨幣經濟目標主要有三種，國家貨幣政策的獨立性、匯率的穩定性及資本的完全流動性。一個國家只能從這三項目標選擇二項，而不可能三者兼得。當前人民幣匯率形成機制改革需要在 Mundell 不可能三角均衡中相機調整，避免在資本自由流動環境和市場效率尚不具備的情況下，過快進入浮動匯率制度，失去對人民幣匯率的控制力。其次，政策協調中要強調貨幣政策的獨立性，政策要以國內經濟基本面為基礎，避免受到匯率的綁架。第三，政府需要避免陷入諸如日本當年廣場協定這種強加之不利的匯率協定，匯率政策同樣要考慮國內經濟基本面，保證匯率決策的獨立性。

在美元走強和全球通縮的環境下，人民幣面對持續存在貶值壓力，在此環境下，大陸面對經濟成長趨緩，要順利推動「去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板」的供給側結構性改革任務，需要持續寬鬆的貨幣環境，但當前持續的貨幣寬鬆是否會促進人民幣匯率進一步貶值，應該如何進行政策協調？基本上，匯率和利率政策決策應該都有其獨立性，人民幣貶值和貨幣寬鬆通常是基於經濟基本面的情況決定的，要防止二者之間不致出現反復發酵的過程。因此，大陸央行在營造寬鬆的貨幣環境時，在考慮對匯率影響的限制條件下，加強對新型貨幣政策工具的使用，儘量降低諸如降息、降準等常規貨幣政策的頻率，希望有助於減輕人民幣進一步貶值的壓力。

總體看來，貿易盈餘繼續構成大陸外匯儲備的基礎，而大陸高額的外匯儲備是人民幣匯率穩定的基礎，也是大陸央行短期內調節匯率走勢的有利工具。檢視大陸的資本流動情況，人民幣貶值期間伴隨著資金加速流出，其中以對匯率波動最為敏感的短期資本為主。控制短期資本的流進流出也是大陸央行調節匯率主要的著眼點。在人民幣國際化已成為既定方針的局面下，匯率升值或貶值期間將伴隨著資本的更大規模的流動，如何在資本自由流動和浮動匯率制度之間斟酌協調，是人民幣幣國際化期間最大的考驗。

當前是人民幣重新釘住 CFETS 貨幣籃子的良好機會，中國大陸明智的做法是讓人民幣兌美元雙向波動，但兌一籃子貨幣走穩，為中國大陸構築「安全防火牆」。

第五章 大陸股票市場發展趨勢

第一節 大陸股市的結構與特色

一、金融市場的融資功能尚待拓展

在大陸計畫經濟體系逐漸朝向市場經濟轉型的過程中，大陸股票市場被政府賦予了籌集建設資金、搞活國有企業、順利實現計劃經濟向市場經濟切換的歷史重任，因此大陸股票市場的功能定位，是以必須大量籌集資金和支持國有企業的改革為中心，造成股票市場基本的融資功能薄弱。由於實行上市額度管理和市場資訊不對稱，使得大型企業發行有困難，非國有企業難以獲得發行額度，許多優秀企業不能上市籌資，股市的融資和資源配置功能無法發揮。

股市是金融體系的一個板塊，在大陸金融體系的環境限制下，股市的發展過程並不順利，一直不是最大的一塊。除了在 2007 年股市發展最熱之際，股市籌資占大陸社會總融資的比重達到 13%外；在 2012 年之後發展停滯的三年，此一比重甚至低於 5%；2015 年大陸股市飆漲，其融資比重也只接近 10%而已。

表 5-1　大陸股票市場籌資概況

年份	股市籌資額（億元）	社會融資總額（萬億）	比重（%）
2002	720	2.01	3.59
2003	665	3.41	1.95
2004	650	2.86	2.27
2005	339	3.00	1.13
2006	2374	4.27	5.56
2007	7815	5.97	13.09
2008	3312	6.98	4.74
2009	4834	13.91	3.48
2010	9800	14.02	6.99
2011	7154	12.83	5.58
2012	4542	15.77	2.88
2013	4284	17.29	2.48
2014	7468	16.46	4.54
2015	15402	15.41	9.99

資料來源：根據中國金融年鑑及中國金融資訊網整理計算而得。

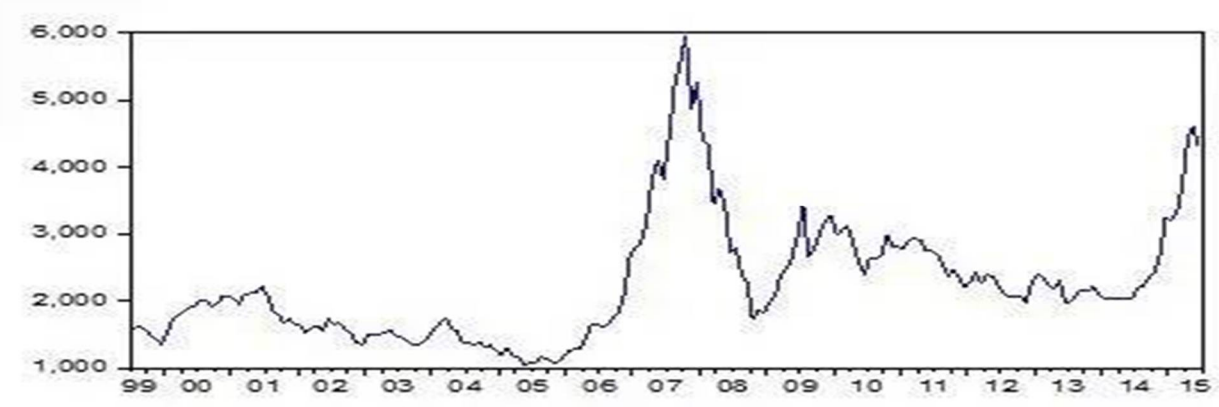
在金融體系中，銀行間接融資規模比直接融資的股市規模要大得多，銀行匯集的國有企業、政府、家庭的財富是最大的。銀行對企業的融資功能，也比股市重要很多。在2015年大陸股市的異常波動之後，有人做過統計：把股市從最高點跌下來後所產生的總損失，攤到大陸家庭上，平均損失是非常小的。[107]除銀行外，房地產市場的角色也遠遠超過股市，大陸家庭的財富，尤其是沿海一線城市，家庭財富很多都體現在房產上，一線城市的房地產市場，哪怕只出現10%的波動，給大陸家庭造成的財富損失都超過股市指數的腰斬。

二、國有企業是股市的重心與問題所在

就大陸股市的結構而言，國有企業融資規模占上市公司絕大多數。由於國企所有者缺位和內部人控制，現代企業制度較不完善，經營機制轉換亦不徹底；再者，由於國企的國家股不能流通，使得國家股不能享受股票增值的好處；且因二級市場炒作性收購多於經營性收購，由政府行為決定的國企重組後經營成功的不多，影響了國有資產的保值和增值。此外，由於股票市場發展時間較短，市場規範程度較低，資訊不對稱問題更加嚴重。上市公司擁有資訊優勢，而監管機構處於資訊劣勢，加上國有資本所有者人格主體缺位的企業委託代理機制的根本缺陷，更加劇了上市過程中資訊不對稱的逆向選擇風險。在資訊傳遞和加工過程中，由於國企內部人控制和國有股權一股獨大的股權結構，國有上市公司監督缺失，股東利益無法得到保障，造成中小股東在收集資訊過程中紛紛出現「搭便車」現象，在資訊傳遞和價格發現中，出現「羊群現象」、投機性強、利用內幕消息惡性炒作、市場操縱，形成泡沫等問題。

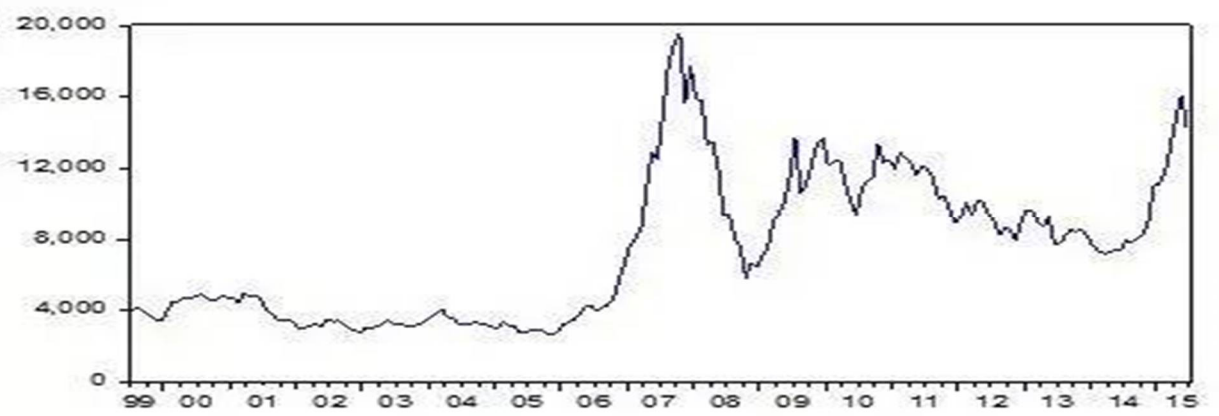
圖5-1、5-2是1999年以來大陸兩家交易所的股價指數變動狀況，所呈現的趨勢可以很明顯的看出，雖然兩家交易所的內涵並不相同，但指數變動的趨勢幾乎是完全吻合的，這顯示大陸股市的起伏變化是受政策這一獨特因素的影響，雖然多數年份大陸經濟發展呈現平穩成長的局面，但各年之間股市的波動非常劇烈，牛市與熊市轉化非常快。就型態上而言，這在世界各國並非特例，其主要的差別是：世界各國的股市大都是其經濟的櫥窗，股市繁榮與否，大都與經濟成長高低相關；但大陸股市的發展是「政策市」，與市場開放與否及監管政策寬嚴有關。

[107] 見英國金融時報對上海交大錢軍教授的訪問。《FT中文網》，2016年6月20日。



資料來源：陳憲，「中國股市泡沫的量化研究」，2016 年 3 月 19 日。

圖 5-1　上證指數變動圖



資料來源：同圖 5-1。

圖 5-2　深圳成指變動圖

三、股票上市管制嚴格

就股票上市支數而言，2002 年僅 1,311 支（其中 A 股 1,200 支，B 股 111 支），B 股規模多年保持不變（少數減少的支數係轉為 A 股或 H 股），多數年份 A 股每年新增上市的家數不多，直到 2015 年 A 股上市**支**數才增加到 2,809 支，13 年間平均每年新增加上市約 124 支。就流通金額觀之，2002 年股市流通股票市值為 1.25 萬億元，至 2015 年時已成長至 41.79 萬億的規模，13 年間成長約 33.5 倍之多，年平均複合成長率高達

31%。如果進一步就成交金額來看，2002 年股市交易金額為 2.8 萬億元，至 2015 年時已增長至 2.55 萬億的規模，13 年間成長 91 倍多，年平均複合成長率高達 41.5%，可見股市流通的股票規模成長雖快，但還是落後於交易金額的成長幅度。因此，上市融資的誘因一直存在，申請上市的企業多到不可勝數，能通過 IPO 非常困難。2015 年 7 月，受到六月份股市崩盤的影響，大陸啟動歷史上第九次的 IPO 發行暫緩，並且大幅減少新股發行家數和籌資金額。據估算，已通過 IPO 審批而遭到暫緩 IPO 的家數就達到 634 家。[108]

表 5-2　大陸股票市場相關統計

年份	股票數	期末流通市值（萬億）	IPO 籌資金額（億）	增資配股金額（萬億）	成交金額（萬億）
2002	1200 (111)	1.25	498.75	221.29	2.80
2003	1263 (111)	1.32	472.42	193.08	3.21
2004	1353 (110)	1.17	361.05	289.47	4.23
2005	1358 (109)	1.06	57.63	281.40	3.17
2006	1411 (109)	2.59	1341.70	1032.80	9.05
2007	1527 (109)	9.31	4770.83	3043.91	46.06
2008	1602 (109)	4.53	1034.38	2278.01	26.71
2009	1696 (108)	15.13	1878.98	2955.36	53.60
2010	2041 (108)	19.31	4882.59	4917.21	54.56
2011	2320 (108)	16.49	2824.43	4300.00	42.16
2012	2472 (107)	18.17	1034.32	3508.08	31.46
2013	2468 (106)	19.96	0	4283.69	46.87
2014	2592 (104)	31.56	668.89	6799.54	74.24
2015	2809 (101)	41.79	1487.08	6571.81	255.05

註：股票數欄指 A 股數，括號內為 B 股數。

資料來源：中國金融年鑑(2015)及中國證監會網站。

[108] 參見華爾街見聞，2015 年 7 月 21 日。http://wallstreetcn.com/node/221020

四、典型的以散戶交易為主的股市

從大陸股票市場開戶數量可以看出，大陸股市基本上屬於散戶市場，2000 年時，大陸股市開戶數超過 6,000 萬戶，之後，每年新開戶數只有數百萬戶；2007 年隨著股市熱絡，新開戶數高達 1,800 萬戶，2008 年開戶總數超過一億戶；在 2011-2013 年股市低迷不振年份，開戶人數略為減緩；2015 年上半年，大陸股市飆漲，股市新開戶數高達 7,000 萬戶，迄目前，累計開戶總數超過兩億戶，占總人口數的比重超過 15%。

像大陸這樣一個以散戶為主的股票市場，諸多散戶投資者重視的是短期獲利，股票持有期不長，短期頻繁進出市場，造成股市交易量大幅增加，表 5-2 所呈現的歷年來大陸股票交易金額，可以使我們充分掌握此一趨勢，更明顯的就是這項金額的數字遠遠高於同表中的流通市值，因此就會呈現出高換手率的現象（參見表 5-3）。大陸股票市場的周轉率（大陸稱換手率）顯著呈偏高趨勢，周轉率最低的年份也有 180%，也就是說在大陸流通的股票每張平均在當年被交易了 1.8 次。至於股市非常熱絡的 2007 年及 2015 年，當年股票周轉率分別高達 818%及 610%，此種情況和先進國家以法人投資者為主的股市結構不同，其周轉率通常在 100%以下。

表 5-3　大陸股票市場交易統計

年份	日均交易金額（億）	股市開戶（萬戶）	本益比（倍）	周轉率（%）
2002	118.12	6842	62.5	195.9
2003	133.26	6961	45.9	237.0
2004	177.21	7106	32.2	303.5
2005	130.85	7189	28.6	295.1
2006	375.39	7482	29.7	547.4
2007	1903.13	9279	44.1	818.0
2008	1085.82	10449	19.3	402.3
2009	2196.67	12037	29.8	582.9
2010	2254.68	13391	20.3	344.3
2011	1728.07	14050	14.2	214.2
2012	673.95	14045	15.0	180.6
2013	1969.45	13247	15.5	243.0
2014	3036.38	14214	20.8	315.9
2015	7929.92	21478	n.a.	610.3

資料來源：中國金融年鑑(2015)及中國證監會網站

交易熱絡、周轉率高的市場，就會形成一個較佳的直接融資市場，同樣的股票可以融通到比較多的資金；上市交易的金額較高，表現出來的就是較高的本益比（大陸稱市盈率）。就長期的角度觀察，大陸股市的總體本益比是呈下降趨勢，2002 年大陸股市本益比高達 62.5 倍，到 2014 年已下降至 20.8 倍。當然本益比會隨著股市的起伏而產生明顯的變動，在股市低迷、成交值下滑的 2011 年，股市本益比就曾下降到 14.2 倍。總體而言，近年大陸股市的本益比還是遠高於臺灣，甚至高於歐美先進國家。

五、股市呈現多層次的發展

由於發展歷史背景，大陸股市存在著兩個證券交易所 - 上海證交所及深圳證交所。基本上，上海和深圳兩個市場沒有地緣關係，也沒有類股差異化。大致上，深圳上市的公司多為地區性公司，上海市場則以工業企業為主，所有企業要掛牌前，都是先向中國證監會申請，再由證監會統一分發，而上市公司掛牌點的分配原則上是上海一家、深圳一家。大陸目前的政策是將引導深圳交易所併入上海交易所，新股上市申請一律向上海交易所提出，而不再分配到深圳交易所掛牌。預期未來在深圳創業板成立並達到一定規模之後，深圳上市的股票將會轉移到上海掛牌，屆時深圳交易所將會消失。

以目前情況而論，上海交易所的重點是主板市場，主要是為大中型成熟企業上市融資的市場。深圳交易所原來亦是以主板市場為主的交易所，2000 年之後，深交所逐漸發展創業板市場，希望成為 高科技產業集中小型企業融資的二板市場，後因時機不成熟，乃於 2004 率先推出中小企業板，作為日後推動創業板的基礎。因此，深交所目前發展的重點逐漸轉向中小板與創業板。

六、具有本益比較高之誘因

一般而言，中小板及創業板上市的企業，多屬中小型獲利優異的企業，或是技術及營運模式創新型企業，當前或未來獲利能力（預期）較高，因此，市場呈現出來的本益比較高。從表 5-4 顯示兩家交易所的本益比數據看來，2008 年以前差距不大，因當時二者均是發展大中型企業上市的主板市場，隨著深交所往中小板及創業板方向發展，二者之間本益比的差距明顯拉大，以 2015 年為例，上交所的本益比只有 17.6 倍，而深交所的本益比卻高達 52.8 倍之多。

表 5-4　大陸股票市場交易統計

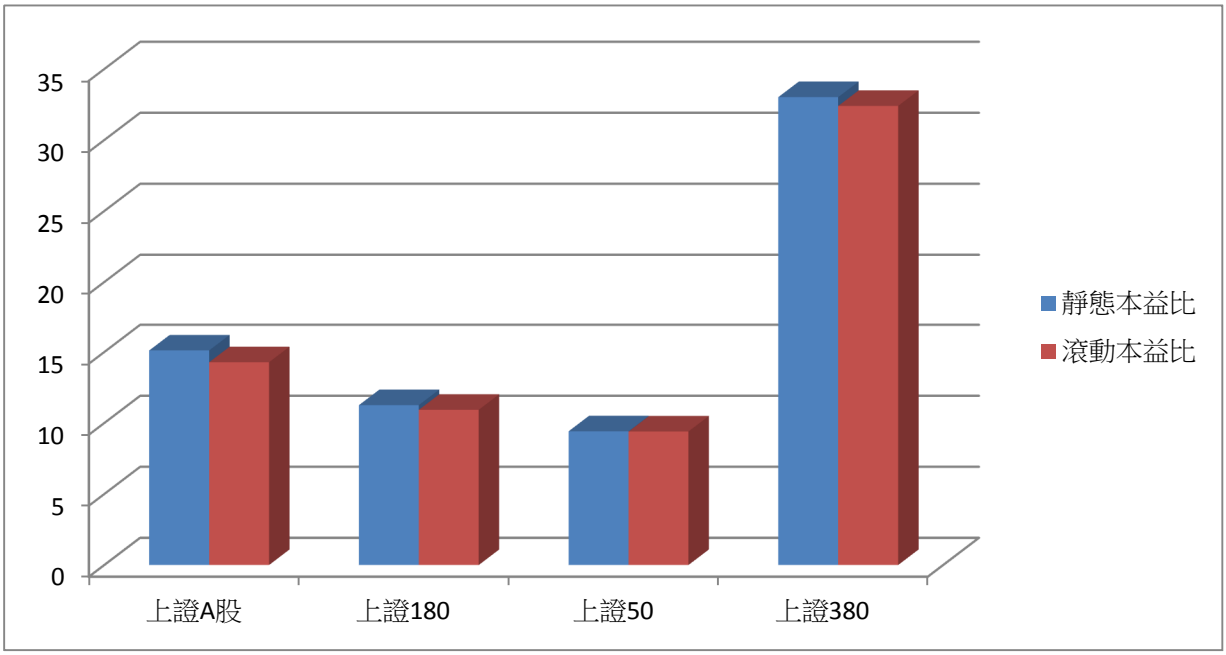
單位：倍

年份	加權平均本益比	上交所本益比	深交所本益比
2008	19.29	15.99	17.13
2009	29.78	28.73	46.01
2010	20.32	21.26	44.69
2011	14.18	13.40	23.11
2012	15.04	12.30	22.01
2013	15.53	10.99	27.76
2014	20.83	14.86	34.05
2015	n.a.	17.60	52.80

資料來源：中國金融年鑑(2015)及中國證監會網站。

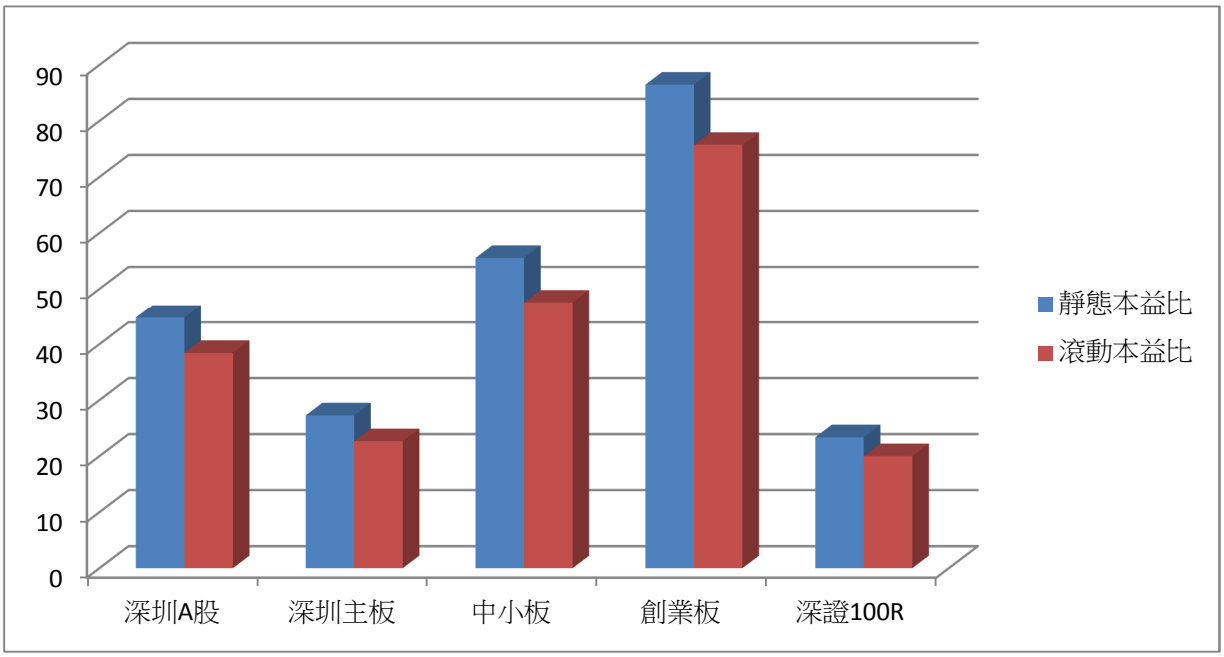
上交所最能代表大型股狀況的是上證 50 指數，該指數從上海證券市場中挑選規模大、流動性好、具代表性的 50 檔股票組成，主要作為綜合反映上海證券市場最具市場影響力的一批龍頭企業的整體狀況(自 2004 年 1 月 2 日起正式發佈); 其次是上證成份指數(簡稱上證 180 指數)，主要是由所有 A 股股票中選取最具市場代表性的 180 支樣本股票組成。上證 180 成份股市值占據了總市值的 80%左右，占分紅總額的 90%以上，充分反映了上海證券市場的概貌和運行狀況 (以 2002 年 6 月 28 日 3299.06 點為基準點); 第三類為上證 380，除剔除上證 180 指數樣本股外，還剔除了未分配利潤為負的公司，以及最近五年未派發現金股利或送股的公司，然後按照營業收入成長率、淨資產收益率、成交金額和總市值的綜合排名，根據行業配比原則確定各二級行業內上市公司家數，選擇排名前 380 名的公司作為上證 380 指數樣本股。

根據三種成份股的特點，不難發現上證 180 成分股能夠綜合考量了股票的成長性、盈利能力、規模和流動性，又突出了股票的行業地位，確保了指數樣本的成長性潛力藍籌特徵，產生最具創業特色，其本益比最高，超過了 30 倍；其次是上證 380，但本益比只有 11 倍左右；上證 50 成份股則在 10 倍以下。上海 A 股則是納入所有股票，其本益比可視為上述三者的加權平均。一般而言，滾動本益比保持了部分以前的數據，出現的變動較全新的靜態本益比為高，圖 5-3 顯示的趨勢相當吻合，其中上證 50 多屬大型紅籌股，變化較不顯著。



資料來源：根據中國銀河證券基金研究中心資料整理而得。

圖 5-3　上海交易所股票指標(2016 年 4 月 1 日)

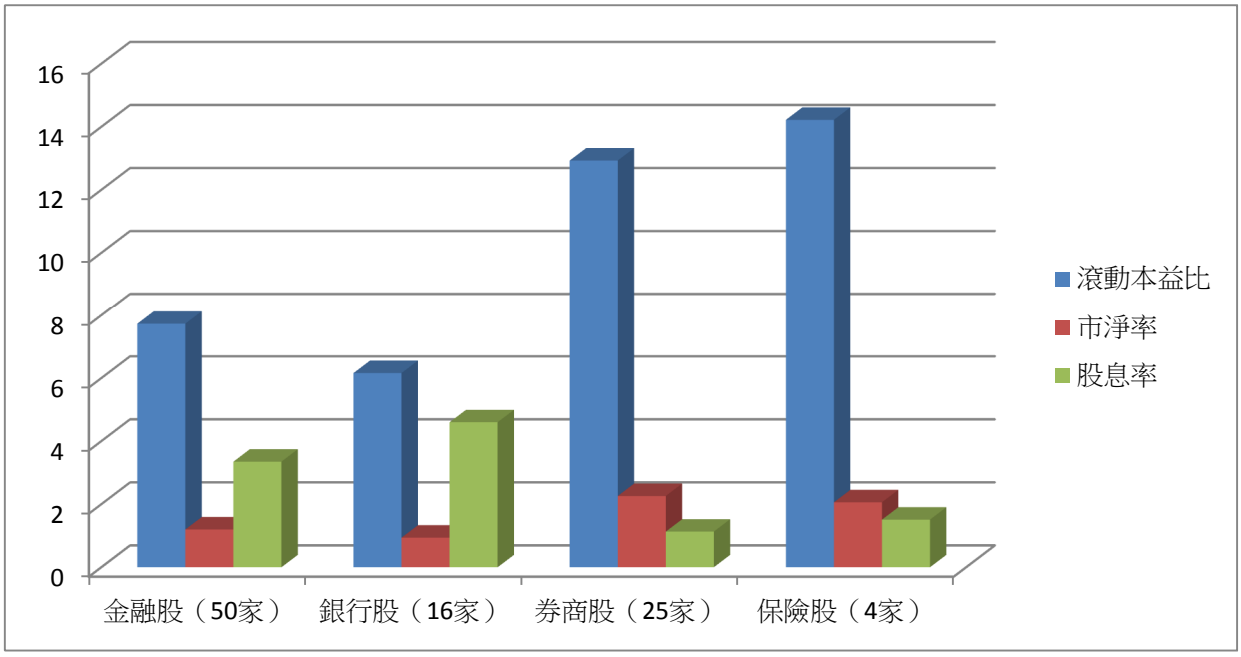


資料來源：根據中國銀河證券基金研究中心資料整理而得。

圖 5-4　深圳交易所股票指標(2016 年 4 月 1 日)

深圳交易所以發展為中小企業板與創業板為主的股票市場，其中比較特別的是深證 100R (又稱深證 100 總收益指數)，包含了深圳市場 A 股流通市值最大、成交最活躍的 100 支成份股，並保證中小企業成份股數量不少於 10 支，屬於描述深市多層次市場指數體系核心指數。就各項成分股的本益比而言，創業板的本益比最高，超過 70 倍，中小板約 50 倍的水準，主板則在 25 倍上下，深圳 100R 最低，約 20 倍左右。

在大陸上市企業中，金融類股的發展值得特別關注，這些企業的股本特別大，且幾乎都是公營企業，由於屬於壟斷性行業，所以利潤規模很大，即使除以龐大的資本額，其資本報酬率還是很高。但因其面對的政策及經營環境複雜，潛在的風險也很高，所以這些企業的股票本益比相對偏低。以金融與銀行股為例，因其風險大、股本高，本益比只有 6-7 倍的水準，市值和淨值大體相等，股息率維持在 3%-5%之間。而風險較低的證券及保險企業，則享有較高的本益比，約在 13-14 倍之間，企業市值也大約是其淨值的兩倍，但呈現的股息率不到 2%。



資料來源：根據中國銀河證券基金研究中心資料整理而得。

圖 5-5　大陸金融類股股票指標(2016 年 4 月 1 日)

第二節 大陸股市波動趨勢與特徵

作為社會主義市場經濟下的大陸股市，其發展的目的應是配合國有企業改革，保護投資者的合法權益，維護社會經濟秩序和社會公共利益，促進社會主義市場經濟的發展。[109]從其股市的起源、發展、轉型的過程來看，所走過的路徑、面對的困境與轉折、所形成的結構特色，以及股市波動之趨勢與特徵與其體制特點息息相關，也和一般資本主義市場經濟體制下的股市大不相同。本節將先說明大陸股市在過去時空環境下所形成的波動狀態，接著再探討與國際股市之關連性。

一、2013 年以前大陸股市波動形勢與原因

大陸滬深兩家股市，是從一個地方股市發展成為全國性的股市的。1990 年代初期營業時，上市的股票數量很小，且上市的股票基本上都是上海或深圳的本地股。在其股市的發展中，由於缺乏戰略性的考慮，造成了資金的擴張與股票數的擴張不同步，特別是資金擴張，其速度遠遠快於股票數擴張。在 1991 年至 1996 年的五年間，股票營業部從數十家擴展到現在的近 3,000 家，入市資金從 10 多億元增加到 3,000 多億元，而上市公司卻只從 1991 年的近 20 家增加到 1996 年的 400 多家，上市流通的股票只有 300 億股，股市的供求關係極不平衡，這就造成了股價在最初出現了暴漲的局面。[110]

大陸股市股民多、入市的資金額度大，而上市流通的股票少，股市呈現明顯的股票供不應求局面。據初步統計，到 1996 年 10 月底，滬深股市登記在冊的股民約有 1,800 萬，而同期滬深股市的流通股規模約為 300 億股，平均每個股民擁有的股票只有近 1,700 股。據初步估算，1995 年上市公司的每股稅後利潤不到 0.30 元，平均股民人均收益最多只有 500 元，按人均入市資金 20,000 元計算，股票投資的收益率只有 2.5%(為計算稅費)，僅相當於活期儲蓄的利息，股民在股市中頻繁交易，所繳交的手續費及交易稅加起來比股票稅後利潤還要多。[111]

由於大陸股市是由地方股市發展起來的，宏觀管理相對缺乏全面性和連續性，股市擴張及上市指標的控制仍沿用額度控制的方法；再者，由於要配合體制改革，對股市的發展缺乏長遠的規劃，如國家股、法人股併軌問題；第三是對股市的監管力度明顯不足，如對資訊披露的監管、對制止機構大戶聯手操縱股市等問題監管力度明顯不夠。隨著中

[109] 參見大陸證券法總則篇。
[110] 中國廣州網。http://www.guangzhou.gov.cn/files/zjyc/gpjb/028.htm
[111] 同前註。

央政府監管的強化，滬深股市逐漸轉型為全國性的股市，但證交所仍歸地方管理，且證券交易稅的一半歸地方財政，證交所的地方利益傾向十分嚴重，兩個交易所都將成交量的大小作為工作目標 (成交量大就可多收交易稅)，地方政府對有利於活躍股市成交的一些不規範行為大都放縱不管。

就券商方面而言，其常在自營業務中利用資金實力對股價進行操縱，從中漁利；再者配合新股的順利發行，往往採用人為造市的方法，拉抬股價，引誘股民上鉤。在上市公司方面，為了新股的發行或配股的順利完成，資訊披露一般是報喜不報憂，隱瞞一些重要的不利資訊，且經常高估利潤指標。而一旦股票上市發行成功，則發表聲明更改盈利預測，或發表所謂的道歉聲明來掩蓋錯誤。大體來說，多數大陸上市公司效益不高，不想分紅，也分不出紅。投資機構與股民基本上已不寄望分配股利，轉而寄希望於股市上漲，做差價，獲得資本利得。

大陸股市是全球唯一的以公有制經濟為主的、國有企業為主的證券市場，儘管上市公司中民營企業為數不少，但從股數的權重比例來講，公有制公司的股票占絕大多數。這些國有股、法人股上市時承諾不流通，因此各股票只有流通股在市場中按照股價進行交易，然而指數卻是依照總股本加權計算，從而形成操盤上的「以少控多」的特點。對於一些總股本較大而流通股數少的大型國企，只要動用少量的資金影響這支股票，就能形成對指數的部分控制。因此，2000 年後，大陸當局推動了兩波國有股改革，也造成了股價的大幅波動。

(一)國有股減持

2001 年後，大陸證監會逐漸提出要解決國有股的不能流通問題，要盤活國有資產，曾先後頒布實施了一些方案。但由於在當初的上市發行環節，流通股股東以超高本益比購買了流通股，而新實施的這些方案都或多或少地損害了流通股股東的正當利益。市場對國有股減持計劃的不認同，加上美國九一一事件爆發，全球網路股泡沫破滅，上證指數由 2,245 點跌至 1,500 多點，從此步入熊市。迫於市場的壓力，大陸證監會宣布暫停「國有股減持」的改革。

(二)股權分置改革

2005 年 6 月，大陸上證指數跌至 998 點左右，滬深兩家股市的總市值才 3 萬多億元，僅占當年國內生產總值的 16.8%。大陸證監會再次提出「股權分置改革」，其實質仍然是

國有股減持，不同的是，這一改革以消除股權分置為目標，連法人股的流通都包括進來，通過原有大股東對流通股東的各種補償政策（包括送股、發行權證、資產重組等），實現大股東的股權流通。市場對股權分置改革的分歧巨大，有人認為補償方法之評判有欠公允。

2005 年 9 月 4 日大陸證監會頒布《上市公司股權分置改革管理辦法》，規定改革後公司原非流通股股份的出售，自改革方案實施之日起，在十二個月內不得上市交易或者轉讓；持有上市公司股份總數百分之五以上的原非流通股股東，在前項規定期滿後，通過證券交易所掛牌交易出售原非流通股股份，出售數量占該公司股份總數的比例在 12 個月內不得超過 5%，在 24 個月內不得超過 10%。這意味著持股在 5%以下的非流通股份，在該項股改方案實施後 12 個月即可上市流通，因此，「小非」是指持股量在 5%以下的非流通股東所持股份，「大非」則是指持股量 5%以上非流通股東所持股份。不過從 2005 年 12 月開始，大陸股市再一次步入牛市行情，即便在「大小非」股份入市之後，股價上漲趨勢不變。2007 年 10 月，上證指數一度達到 6,124 點，漲幅驚人，股市顯然出現嚴重泡沫。

(三)「次貸風暴」與「大小非」擴張

從 2007 年 11 月底開始，受美國次級貸款問題及「大小非」股份入市過度擴張影響，大陸股市開始下挫。2008 年 10 月 28 日，大陸上證綜指暴跌至 1,664 點，從此波行情最高點下跌幅度超過 72%，創下當時全球股市最深跌幅。大多數市場參與者認為主要原因是受「大小非」解禁影響，徹底改變了市場供求關係。面對市場投資者對於股改對價明顯過低、股改已經失敗的質疑，大陸當局一直沒有回應，也沒有提出有利於市場回暖的政策。由於此波牛市吸引了包括中產階級的各個階層參與，被套牢的他們之消費能力和行為受到不同程度的影響，對大陸經濟擴大內需、減少對投資和出口的依賴構成巨大挑戰。

在相當長時間裡，股權分置對大陸股市影響綿延不斷，隨著日後「大非」股份進入流通市場，大型上市國企就由少數大股東（出錢總量少，國家股、法人股便宜很多，但肯定可獲得大股東地位）無償地佔有了中小散戶、公眾股的大量利益。在源源不斷套現過程之中，成為股市「熊長牛短」的重要原因。

面對金融危機之後全球經濟萎縮，儘管大陸在投注 4 萬億元人民幣擴大內需，使大陸經濟在很短的時間內逐步回復穩定，在 2010 -2013 年大陸經濟並未明顯下滑情況下，

但 A 股市場仍呈現低迷的情勢。2009 年 12 月 31 日，上證綜指報收 3,277.14；至 2010 年 12 月 31 日，上證綜指報收 2,808.80；2011 年 12 月 30 日，上證綜指報收 2,199.42；2012 年 12 月 31 日，上證綜指報收 2,269.13，年中曾創出 1949.46 年度新低；2013 年 12 月 31 日，上證綜指報收 2,115.98，年中再次刷新 1,849.65 的年度新低。由此觀之，除了 2012 年年終報收指數比上一年高出近 70 點之外，其餘三年收盤指數都比上一年低，其中 2011 年比上一年跌幅高達 21.7%。從此一發展走勢看來，大陸股市與大陸經濟成長情勢及宏觀調控政策走向，呈相反方向變動。

資料來源：歷史有張相似的臉！A 股市場 20 年波動記憶，壹讀網，2016 年 8 月 10 日。
https://read01.com/6OxE7g.html

圖 5-6　大陸上證指數歷史變化

綜上所述，此一時期大陸股市榮枯，基本上是由政策決定的，除了與國企改革關係密切外，與央行的貨幣政策的關係也日趨密切，但與財政政策關係稍遠一些。基本上，大陸股市是一個有制度性缺陷的股市，沒有真正具經典意義的做空機制，股指期貨門檻很高，參與者寥寥，因此也沒有西方成熟市場的避險功能，基於安全運作的考量，大規模資金不會輕易入市；但沒有實質性的做空機制則有利於新股發高價，多融資。

現代股市的功能日趨多元化，其功能有：融資功能、投資功能、長期風險短期化、集中風險分散化、轉化企業經營機制、鼓勵新興產業發展等。由於大陸股市特別重視融資功能，故新股發行、增發新股等是世界上最多、最快的股市，是對大陸經濟影響很大的一個發展中的新興資本市場。此外，由於人民幣不能自由兌換，總體上是個封閉的內需型股市。與外國股市的聯繫與影響主要是心理上的和間接的，其影響有時滯期，沒有實質上的直接的敏感聯繫。所以經常不能充分反應外界情況，成為典型的無效率市場。

二、與國際市場波動的聯動關係

世界上大多數國家的股市，就中長期(三年以上)觀察，其 GDP 成長和股市收益的關聯性是非常高的。然而在大陸，這兩者的關聯性小到在統計上可以忽略不計。一般而言，股市走勢要看所謂的「基本面」(包括國家、產業及企業)，但影響大陸股市漲跌的不是基本面情勢，而是政府的政策。

大陸資本市場發展時間比較短，作為新興的資本市場，資本項目存在制度管制，是沒有開放的，導致早期與全球股票市場處於隔離狀態，幾乎和國際證券市場沒有關聯性。隨著對外開放程度加深，迫使資本市場也逐漸放開。

大陸資本市場的對外開放是從 2001 年 2 月，允許境內居民以合法的外匯開立 B 股帳戶，並進行 B 股股票的交易開始，這是大陸股票市場第一次打破制度壁壘，減輕了與國際股票市場的分割狀態。同年 12 月，大陸加入世界貿易組織(WTO)，成為正式的締約會員國，促使股票市場的國際化進程也進一步加快。2003 年 7 月 9 日，合格境外機構投資者(QFII)制度正式實行，比如瑞士銀行等大量合格境外機構投資者進入大陸證券市場，從事金融服務和投資活動，大陸股票市場的國際化因 QFII 而加速發展。截至目前，共有 270 家境外金融機構獲得大陸審批，額度共計 814.78 億美元。

2007 年 6 月 20 日，合格境內機構投資者(QDII)制度開始實行，使得大陸本土機構投資者能夠主動選擇進入國際資本市場，進行全球化的資產組合配置，提高國內機構投資者分散投資風險的能力。迄目前共有 132 家金融機構獲得 QDII，總額度達 899.9 億美元。截止 2014 年年底，QFII 資產淨值超過 2000 億元；QDII 基金數量為 90 支，在整個基金行業的占比為 2.5%，QDII 基金資產淨值規模為 495.54 億元，在整個基金行業的占比為 0.55%，基金份額規模為 625.26 億份。[112]

[112]大陸國家外匯管理局，《2014 年中國跨境資金流動監測報告》，2015 年 2 月。

2011 年底，RQFII 制度首度推出，12 家大陸基金管理公司及證券公司的香港子公司獲得 RQFII 資格。2011 年 12 月，大陸國家外匯管理局對 10 家金融機構批准了 107 億元的 RQFII 投資額度，而香港證監會也批准了 4 支 RQFII 產品。RQFII 制度的推出，對大陸資本市場的持續開放，人民幣國際化及匯率改革具有十分重要的意義。

大陸的股市和經濟發展之基本面脫鉤，最核心的問題是上市公司結構。過多的上市企業均屬國有企業，許多都是產能過剩企業，應該去產能的企業；少數能夠盈利企業，則屬於壟斷性企業。這樣的企業集中在 A 股，尤其是在上海交易所上市，占了上交所的多數。創業板固然有很多好的民營創業公司，但是把創業板全部加起來，也比不上上交所裡幾個超大型國有企業。大陸大型的、新興的、創業的消費型公司如 BAT (百度、阿里巴巴、騰訊)，都不在大陸本土交易所上市，都選在香港或美國上市。

由於國際貿易自由化、生產國際化、國際資本跨境套利以及投資者心理的一致預期等因素，使得各國股市之間呈現一定程度的「同漲同跌」現象。一般而言，特別是在歐、美、日等先進國家股市之間，可能存在長期穩定的相互影響關係。大陸作為一個新興的大規模市場，資本市場正處於改革和轉型的對外開放過程中，「引進來」和「走出去」的各項制度安排正在逐步建立與發展，過去相對與國外隔絕的情況正在改變。在資本市場逐步開放的環境中,大陸資本市場與國際資本市場的互動關係也正發生變化，特別是大陸已成為世界經濟規模第二大的區域，對世界及周邊市場的影響日益受到重視，特別是在金融危機的衝擊下，全球需求帶動成長的力道不足，大陸相對較高的成長成為影響全球經濟復甦及資本市場發展的重要因素，大陸經濟及資本市場的波動經常成為全球股市波動的重大影響因素。

大致來說，在 2003 年之前，大陸資本市場相對封閉，俞世典等(2001)、陳守東等(2003)的研究均得出大陸股票市場與國際市場相分離的結論。[113]Huang 等(2000)採用 Johansen 最大概似法分析了美國、日本、香港、臺灣和大陸的股票市場指數，研究結果發現大陸股票市場仍然具有很強的外生性。[114]而韓非等(2005)的研究指出，大陸股市與美國股市相關性很弱。從中美股市的相互影響方向來看，大陸股市收盤對美國股市的開

[113]俞世典、陳守東，「主要股票指數的聯動分析」，《統計研究》，2001 年 8 月，頁 42 -46；陳守東、韓廣哲、荊偉，「主要股票市場指數與我國股票市場指數間的協整分析」，《數量經濟技術經濟研究》，2003 年 5 月，頁 124- 129。

[114] Huang B. N., C. W. Yang, and J.W. S. Hu, (2000), "Causality and cointegration of stock markets among the United States, Japan, and the South China Growth Triangle", *International Review of Financial Analysis*, 9(3):281-297.

盤有影響，但影響很弱。而美國股市收盤對大陸股市的開盤幾乎沒有影響。[115]

董秀良等(2008)利用 DCC - GARCH 模型對大陸滬深 A、B 股市場間的相關性進行了動態考察，發現滬深兩市 A、B 股之間的相關係數總體為正，並具有明顯的時變特徵，動態相關度在 2001 年之後有明顯上升的趨勢，但總體而言，A、B 股市場動態相關係數還相對較低，市場分割特徵仍然明顯。[116]

徐有俊等（2010）也利用 DCC - GARCH 模型對大陸股市與國際股市聯動性加以探討，研究時間從 1997 年 1 月到 2009 年 3 月（橫跨世界金融海嘯期間），研究發現：大陸股市與全球各股市的聯動性相對較小，作為一個新興市場，大陸股市受區域因素的影響更大，尤其是與亞洲新興市場影響力要遠大於與歐美先進股票市場的聯動。隨著經濟全球化和大陸金融自由化進程加快，大陸股票市場與世界各股票市場的聯動性有逐漸增強的趨勢，尤其是美國金融危機席捲全球以來，它們之間的動態相關係數顯著增大。[117]

因此，金融危機前，由於大陸和國際股市聯動性較弱，大陸是一個適合國際多樣化投資分散風險的地區。金融危機之後，大陸股市與國際股市聯動性顯著增強，分散投資的收益空間大為縮小。作為國內投資者和投資機構，通過大陸投資的手段來分散國際投資風險的投資策略需要更加謹慎。就圖 5-7 顯示之資料看來，深圳與上海股市的變度趨勢完全一致，2007 年後，深圳股市（中小企業與創業板）與美國 S&P500 指數的長期趨勢出現相似的關連性，只是美國的波動程度相對平穩得多。

曹曉鈴（2015）利用 1996-2015 年期間，大陸、香港地區與美國股市的股指開盤價和收盤價日資料，且不同於以往研究，特別計算三種收益率（隔夜收開收益率、日內開收收益率、隔日收盤價收益率），採用動態條件相關多變量 GARCH 模型(DCC-MV-GARCH)研究股市聯動性。其研究結果發現：(1) 在使用收開收益率和開收收益率時，美國股市對大陸滬深 A、B 股市和香港股市存在顯著且不同的外溢效果；(2) 金融危機期間及之後，大陸股市（A、B 股）和香港股市（H 股和紅籌股）之間的相關性呈現穩定增加趨勢；(3)使用收開收益率和開收收益率時可觀察到顯著的波動度外溢效果，但使用傳統的收收收益率分析時則外溢效果不存在。這可以用因時區關係的非同步市場

[115]韓非、蕭輝，「中美股市間的聯動分析」，《金融研究》，2005 年第 11 期，頁 117- 129。
[116]董秀良、吳仁水，「基於 DCC- MGARCH 模型的中國 A、B 股市場相關性及其解釋」，《中國軟科學》，2008 年第 7 期，頁 125 -133。
[117]徐有俊、王小霞、賈金金，「中國股市與國際股市聯動性分析—基於 DCC-GARCH 模型研究」，《經濟經緯》，2010 年第 5 期，頁 124-128。

交易時間來解釋，美國股市 t-1 期的收盤價對中國股市 t 期的開盤價有顯著影響，但是開盤後，本地資訊和事件依序發生並影響股市價格，若影響方向與美國股市的影響相反，則會掩蓋美國市場的衝擊。[118]

資料來源：http://4.bp.blogspot.com

圖 5-7　大陸、香港及美國股價指數趨勢比較

2008 年國民黨再度執政以來，兩岸經濟活動更加頻繁，兩岸經濟與人員的雙向交流規模不斷擴大，經貿依存度關係也不斷上升，兩岸金融市場的開放也將隨之擴大和延伸，加速整合兩岸三地股市間之連動性 (Beine & Candelon, 2011)。[119] 由於三地產業的互動加深，股票市場的連動性不僅表現在整體大盤指數的變動，在細分的不同類股中產生的互動性也有不同。

根據廖述賢等（2011）的研究，以兩岸簽署 ECFA 為界線，比較簽署前後兩岸三地類股連動的變化，[120]研究結果發現，臺灣方面以電子類股、金融保險、航運業與大盤之漲跌最具關聯性；香港方面，以地產建築、電訊業、服務業對恆生指數之漲跌最具帶動

[118]曹曉鈴，《中國股市與國際股市聯動性之研究》，國立東華大學財務金融學系碩士論文，2015 年。
[119] Beine, M., & Candelon, B. (2011). “Liberalisation and stock market co-movement between emerging economies”, *Quantitative Finance*, Vol. 11, No. 2, pp. 299 – 312.
[120]廖述賢、蕭培元、周繕緣，「資料探勘應用於 ECFA 對兩岸股票市場指數連動性之研究」，《第 14 屆科際整合管理研討會論文集》，2011 年 6 月 25 日，頁 389-403。

性；上海方面，以工業類、商業類與 B 指對上海綜指最具帶動性；深圳方面，以製造業、機械業與電子業最具帶動性。由此可看出，各地所偏重之產業稍有不同，兩岸三地中，香港股市發展最為成熟，其以服務金融業為主要發展產業，深圳是發展中的地區，主要以製造業為重點發展產業。

ECFA 簽訂前，兩岸產業多以與臺灣航運、電子類股最具關聯性，香港之地產與資訊科技類股跌，會帶動臺灣電子、半導體與航運類股跌；而臺灣航運業與電子類跌，亦會造成深圳與上海批發、製造業上漲；簽署 ECFA 後，香港、上海與深圳之醫藥以及電子類股會對臺灣之生技醫療與電子類股產生排擠效果；香港工業與資訊類股會影響臺灣金融類股之漲跌。此現象說明，香港金融、服務類股領先臺灣股市走勢。此外，在 ECFA 前，深圳與上海股市皆會影響臺灣造紙與玻璃類股之漲跌，ECFA 後，影響臺灣電子、生技類股之漲跌較為明顯。

就早收清單類股之探索，發現大部分產業類股漲跌在兩岸間呈現反向關係，尤以臺灣類股跌與其他三地類股漲之關聯最多，證實兩岸經濟邁向競合發展關係，如深圳電子類股漲，致使臺灣電子產業跌。由早收清單類股關聯可看出，兩岸間具補漲之類股，多為兩岸近期主要推動之產業，如能源、資訊科技、電子等。

在臺灣股市，「中國概念股」是近年來股市中的熱門焦點之一。林豐政等（2015）編製 2000-2009 年間之臺股「中國概念股」加權指數與未包含其成分之臺灣加權指數，探討兩岸股價指數間關聯性的強度與長短期動態傳遞效果的變動，[121]研究結果發現，「中國概念股」與上海 B 股、深圳 B 股、深圳綜合間具明顯雙向回饋關係；而未包含其成分之臺灣指數與上海 B 股間不具明顯關係，但與深圳 B 股間具些微單向領先關係，與深圳綜合間具些微雙向回饋關係。

其次，「中國概念股」與大陸四類指數間不具長期穩定均衡關係，但未包含其成分之臺灣指數則具有此關係。此外，「中國概念股」在面對大陸股市衝擊時反應程度較輕微，易受深圳綜合的衝擊所影響；但未包含其成分之臺灣指數於短期內則與大陸四類指數間的自主性較強。

[121]林豐政、謝明翰、陳志鈞，「從中國概念股觀點探討臺灣與大陸股價指數關聯性之研究」，《兩岸金融季刊》，第三卷第四期，2015 年 12 月，頁 75-94。

第三節 近年來股市波動的背景原因與調控政策

一、股市異常變動的背景與過程

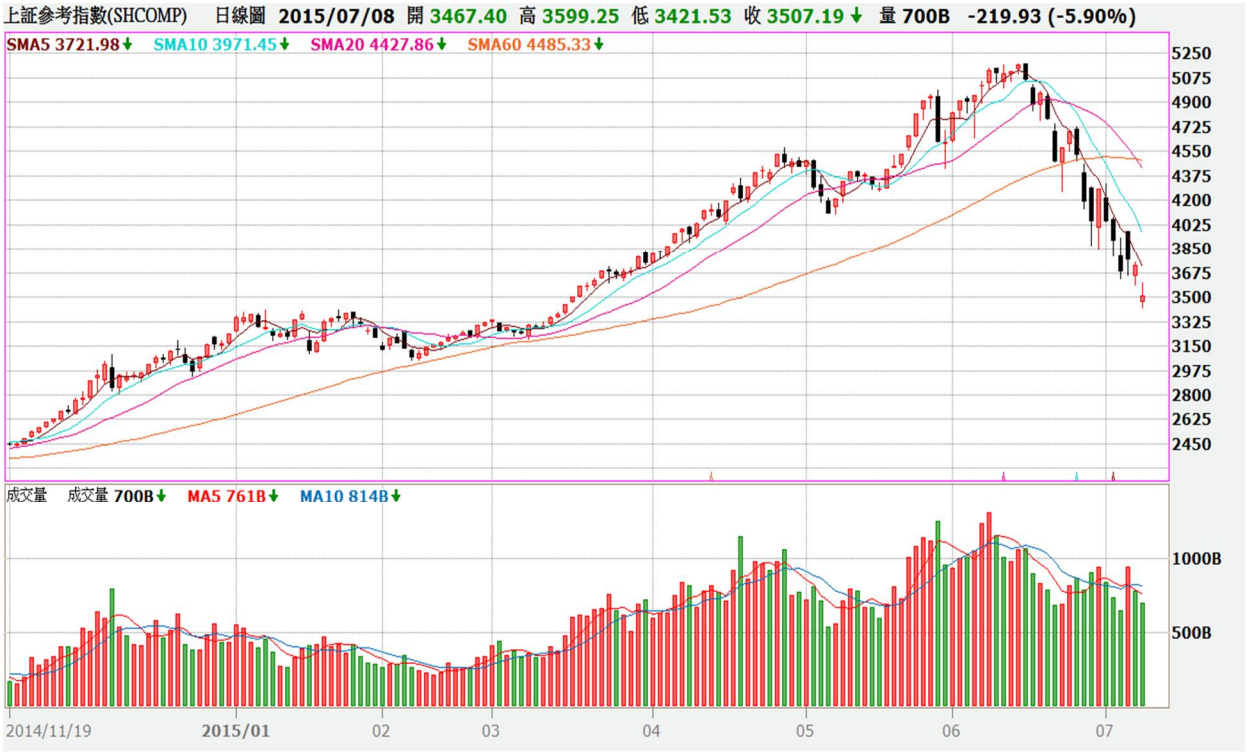
中共「十八屆三中」全會提出要處理好政府和市場的關係，使市場在資源配置中起決定性作用，要求資源配置逐步向直接投融資的模式轉變，要求資本市場在促進經濟結構轉型升級，推動大眾創業、萬眾創新中發揮更大的作用。顯然股市成長符合習近平執政的政策方向，為了壯大大陸市場在國際經濟中的地位，開放市場和減少政府對市場的箝制力，同時將開放股市視為幫助國內中小企業融資的主要方法，以便改革國有企業為根基的經濟結構。根據麥肯錫的研究報告，在 2007-2014 年的七年中，大陸國企的負債比率從 58% 上升至 65%，為協助改善國企的資產負債表內涵，大陸主管當局持續釋出股市的利多政策。[122]

自 2014 年起，大陸宏觀經濟成長動能下降之趨勢愈來愈明顯，因而出現了「新常態」之說法。雖然大陸股市不是西方國家成熟市場上經典意義的實體經濟、宏觀經濟晴雨表，不過，依過去經驗顯示：實體經濟、宏觀經濟上升，大陸股市可以漲也可以不漲，但實體經濟、宏觀經濟下降，大陸股市一定跌。有趣的是，2014 年大陸股市的走勢，卻產生了不同的變化。

2014 年大陸經濟持續下滑時，大陸 A 股市場卻出現止跌回穩，甚至帶動了一波大漲的走勢。以上證綜指為例，2014 年 5 月 21 日盤中開出 1,991.06 點的新低之後，經歷一段低位盤整，開始緩慢攀升；到 7 月 22 日，大盤報收 2,075.48 點，升幅達 1.02%；至 8 月 22 日，盤中創出 2,248.94 點新高；之後，更持續攀升，12 月 9 日達 3,091.32 點，12 月 31 日報收 3,234.68 點。

2015 年第一個交易日，滬深股市均開紅盤：上證綜指勁升 3.58%，深證成指升幅更高達 4.59%。1 月份，上證綜指報收 3,210.36 點；2 月份報收 3,310.30 點，比 1 月份上漲 3.11%；3 月份報收 3,747.90；進入 4 月份後，滬深股市繼續快速攀升，上證綜指突破 4,000 關鍵點，而 4 月 2 日大陸股市更創新高，上證綜指報收 4,527.40 點，大漲 3.04%；深證成指報收 14,809.42 點，漲幅亦達 1.44%。至 6 月 12 日，上證綜指更上漲 5,178.19 點的高峰(參見圖 5-8)。

[122]最顯著的例子是 2015 年 4 月 10 日股市首次站上 4,000 點時，新華社、人民日報發表多篇評論，鼓吹 4,000 點是「新歷史起點」、「估值只在半山腰」；4 月 21 日人民日報評論宣稱，4,000 點才是 A 股牛市的開端。此後一路上漲，6 月 12 日，上證綜指來到 5,166 點，比起 2014 年 6 月底的 2,036 點足足漲了 153.7%。稍晚人民日報更預估 A 股上看 7,400 點。



資料來源：財新網微博。source: tradingeconomics.com

圖 5-8　大陸上證綜合指數變動圖

隨後，滬深股市急速下挫，並於 8 月 26 日下降至 2,850.71 點；滬深 300 指數亦由 6 月 9 日 5,380.43 點高位，下跌至 8 月 26 日低點 2,952.01 點，上證綜指及滬深 300 指數於兩個多月急跌 45%；深圳證券交易所成份股價指數（深證成指）亦由 6 月 15 日 18,211.76 點高位，下跌至 9 月 15 日低點 9,259.65 點，深證成指於三個月急跌近一半；至於深圳創業板指數更由 6 月 5 日 4,037.96 點的歷史高位，下跌至 9 月 2 日低點的 1,779.18 點，創業板指數於不足三個月跌幅高達 55.9%。

在國務院總理李克強「強力救市」的督導政策下，相關部門推出了如下的護盤(救市)措施：[123]

(一)人行宣佈同時定向降準降息；

(二)開放養老金入市；

[123]中國股市近期維穩政策一覽表，路透中文網，2015 年 9 月 8 日。
http://cn.reuters.com/article/idCNL4S11E1KS20150908

(三)人行提供中國證券金融公司流動性支援；

(四)證監會集合證券公司成立 1200 億元救市基金；

(五)證監會暫停 IPO；

(六)證監會要求上市公司股東董監事 6 個月內不得減持公司股份；

(七)國資委、財政部要求央企股東不得減持公司股票；

(八)公安部與證監會嚴查「惡意賣空」;

(九)上海、深圳證交所修改融資融券規定，限制賣空。

經過二週的護盤與回漲後，由於傳出政府考慮讓「國家隊」退出股市的消息，7 月 27 日上證又再度暴跌，幅度為 8.5%，跌幅為史上第二大，後續的走勢也是起伏不斷，顯示投資人信心不穩。華爾街日報報導，已有三分之一的散戶逃離股市。這也可以看出，救市措施以行政手段限制投資人行為，但是並未消除市場風險，反而影響股市參與者的預期，衍生道德風險，導致股市未來更嚴重的波動性（volatility）。對於禁止國企股東在 6 個月內拋售股票等行政干預的命令，受到了國際投資人與評等機構的普遍質疑，加以大陸正尋求加入 IMF 的特別提款權（SDR），以讓人民幣得到國際儲備貨幣地位，則對於拋售禁令等市場干預方式必須逐步取消。

面對護盤措施如何退場之際，證監會為防止未來股市再度出現暴跌之不利情勢，乃參考國外經驗，設計了一套「熔斷機制」(Circuit breaker)方案。其內涵是：在股票市場的交易時間中，當價格波動的幅度達到某一個限定的水準（熔斷點）時，對其暫停交易一段時間。大陸證監會於 2016 年起開始在上海證券交易所、深圳證券交易所和中國金融期貨交易所同時試行熔斷機制。其熔斷的基準指數是滬深 300 指數，設置 5%、7%兩種指數熔斷閥值，漲跌皆熔斷。當滬深 300 指數在當日 14:45 之前漲跌幅超過 5%時，股票及股票相關金融衍生產品交易皆熔斷，滬深兩市、股指期貨合約皆暫停交易 15 分鐘；其中，前 12 分鐘交易所不接受申報和撤銷的指令，後 3 分鐘進入集合競價階段，接受申報和撤銷指令。15 分鐘結束後，恢復正常的連續競價交易。在當日 14:45 之後漲跌幅超過 5%時或全天漲跌幅超過 7%時，暫停交易直至收市。

熔斷機制推出後第一個交易日(2016 年 1 月 4 日)，滬深 300 指數即先後觸及 5%和 7%的跌幅而出現熔斷。推出後第四個交易日(2016 年 1 月 7 日)，再度於 9 時 42 分觸及

5%跌幅而發生熔斷。9 時 57 分恢復交易後繼續快速下探，在 10 時左右，因跌幅達到 7%而被熔斷直至收盤。其中實際交易時間僅 15 分鐘，創下歷史最快收盤紀錄。迫於輿論和民間巨大壓力，上海證券交易所、深圳證券交易所、中國金融期貨交易所當晚決定，於次日(1 月 8 日)暫停實施指數熔斷機制。事後，大陸證監會主席蕭鋼被究責免職，改由建設銀行董事長劉士餘繼任。

此番股市上漲過程中，官方公然做多，刺激了散戶擴大槓桿，從銀行貸款、保證金融資（margin financing）等方式將資金投入股市，融資餘額一年內暴增 10 倍。當交易量節節放大、日成交量一度突破 2 萬億元規模過程中，散戶投資者前所未有地大量使用了槓桿，其中包括：槓桿率為 1:1 的融資融券；槓桿率為 1:2 至 1:3 的傘形信託；以及槓桿率為 1:4 至 1:5 甚至高達 1:10 場外配資。高峰時期，有高達 4 萬億元的資金通過各類融資管道進入市場，槓桿資金占市場交易額的比重接近 20%，遠超美歐成熟市場水準。

大陸股市的飆漲現象是大陸當局自己造成的，對照當時房地產市場已冷卻，政府的政策刺激，原本就有鼓勵資金進入股市、支撐改革情勢的意圖，也引發強烈的入市意願。繁榮的資本市場和證券行業為「穩增長」作出了重要貢獻。據估計，2015 年上半年證券業為 GDP 增速貢獻了 1 個百分點。如果考慮到企業市值增加帶來的收購兼併活動，以及財富效應帶動的消費和投資成長，資本市場對經濟成長的貢獻程度更高[124]。

大陸股市自 2014 年中逐漸熱絡起來，尤其去年初開始展現「牛市」的威力，股市的表現與其宏觀經濟基本面相違，令人不解。有論者認為是在補漲過去一段時間該漲未漲的部分，也有論者指出，大陸政府希望提振股市，協助地方政府、企業消解債務困境，幫助銀行業解套，也有利於推動國有企業改革，以及讓創新企業的籌資變得較為容易，協助產業加速轉型。

「政策」因素可能是當時大陸股市飆漲的最主要原因。大陸當局為「穩增長」，陸續推出寬鬆的貨幣、財政政策，股民預期在寬鬆政策的激勵下，大陸經濟復甦在望。尤其，近年來「習、李」政權勵精圖治，除提出「一帶一路」、「國企改革方案」、「中國製造 2025」等政策，還有重啟 IPO、頒布「新國九條」、推行「滬港通」、融資融券等資本市場新措施，都給股市帶來巨大的驅動力。

[124] 赫鳳杰，「A 股市場槓桿交易與監督」，《財經科學》，2015 年第 11 期，頁 12。

大陸股市氣勢在去年 6 月中旬急轉直下，究其原因，眾說紛紜。有論者指出，是大陸當局擠壓泡沫的行動所造成，包括嚴查編造傳播虛假訊息、嚴查場外配資等行動，許多大戶決定獲利了結，暫時退場觀望。

其實，大陸股市背離經濟基本面，持續飆漲之後出現大幅下跌，並不意外。較費人猜疑的是，在大陸政府下重手救市之後，股價指數仍跌跌不休，背後或許另有隱情。大陸專欄作家直指是因內部政治鬥爭而起，以江澤民為首的上海幫，對習近平上任後大力肅貪感到驚恐與不爽，試圖藉由做空股市對習近平施壓；這樣的推測，雖然言之成理，但是 A 股的股指期貨存在巨大的做空漏洞，讓空頭有機可乘，也就是說制度不健全可能才是主因。

大陸政府背離市場機制，傾國家之力救股市、干預匯市，顯示「十八屆三中」全會所提「讓市場起決定性作用」的改革承諾已被擱置一旁，如此違背市場的行為，受到國際社會高度質疑，大陸資本市場和人民幣國際化進程正面臨嚴峻的考驗。

股市崩跌凸顯大陸經濟轉型面臨更大難度，瑞士信貸指出，這次股災發生在生產價格通縮、銀行存款低成長、外匯流出，以及房價下跌的背景之下，使得問題更趨複雜。股災衍生金融市場動盪不安，對國際股、匯市都造成影響。

二、當前股市調控與改革政策

中共「十八屆五中」全會政府公報及「十三五規劃」綱要是當前大陸指導經濟發展與改革的最重要藍圖。關於金融改革部份的重要目標，在金融市場體制方面，將積極培育公開透明、健康發展的資本市場，提高直接融資比重，降低槓桿率。創造條件實施股票發行註冊制，發展多層次股權融資市場，深化創業板、新三板改革，規範發展區域性股權市場，建立健全轉板機制和退出機制。在金融監管框架方面，將加強金融宏觀審慎管理制度建設，加強統籌協調，改革並完善適應現代金融市場發展的金融監管體制，明確監管職責和風險防範處置責任，建立貨幣政策與審慎管理相協調的金融管理體制。

(一)提升股市規模與功能

「十三五規劃」提到「提高直接融資比重，恢復股市融資功能」的政策，使大陸股市在國家經濟發展層面的戰略地位大為提高。大陸股市 2014 年開啟的大牛市，其重要催化劑之一就是股市在國家戰略層面被重視。股市在大陸當局心目中，可能從來都被當作

是一種融資手段和工具存在，畢竟大陸股市誕生之初就被認為是為了幫國企輸血脫困，時至今日都擺脫不了這個原罪。然而，在 2014 年到 2015 年波瀾壯闊的暴漲暴跌中，極端的金融自由化和管制放鬆，使大陸股市淪為了資本套利的場所和工具，通過 IPO 和增發融資的資金，有相當一部分未能如政府所願進入實體經濟。

監管當局希望大陸股市成為疲弱經濟的輸血工具，而不是成為某些機構和個人的提款機。社會資金通過大陸股市必須要「脫虛向實」，而不像在過去兩年裡那樣「脫實向虛」。股市為實體經濟輸血是正常的，但官方過度管制，完全不允許正常的投機交易，一切市場穩定都只以融資功能為重，這並不利於正常融資功能的長期穩定。

可能正是因為認識到了這一問題，自 2015 年 11 月最近一次 IPO 重啟至今，儘管 IPO 和增發等融資功能一直進行著，但大陸當局和各方都在反覆提及要「恢復真正的股市融資功能」。也正是因為如此，大陸證券監管層加強了對 IPO、再融資項目的自查、審查，更嚴格執行借殼和併購重組增發的行政管制。

現在大陸證券監管機構所有正在推進的監管，名義上是為了維護市場穩定，防止資本運作欺詐套利，其作用也確實能達到這些目的，但更深層次的考量是為了讓股市成為向政府希望扶持的企業和領域輸血。在這樣一個行政色彩濃厚的股市中參與投資交易，除了降低收益預期外，還是得時刻注意「政治正確」，當然加強風險意識和強化風險管理能力也是必須的。

運用行政手段直接糾正問題，往往比在一個市場化的市場難度更大，且綜合成本更高。大陸股市沒有正常的退出機制，為了保證 IPO 而訂制的畸形 IPO 制度，以及某些經營不善的企業因為行政原因不存在破產風險，使得大陸股市的參與者往往只注重收益而忽視風險，因為市場機制失靈使風險自然只反映在交易上，這也是大陸股市估值長期相對高估的原因之一。一直以來，機制失靈的市場本身因為行政和制度問題而存在，還想要在這個市場基礎上通過行政和制度改革也十分不易。

(二)推出註冊制股票發行制度

目前企業上市是一個行政過程，而不是一個市場過程。註冊制上市的重點有兩項，一是去業績門檻，二是去行政化。註冊制想要能成功地實行，需要很多相關配套條件，譬如資訊披露、執法、對上市公司的教育、對投資者的教育，讓他們正確理解什麼叫註冊制。

在大陸，一家企業要上市，利潤率要高到一定程度，而且規模要大，最符合上市條件的，必然是成熟行業的大企業。上市的那一天，就是這個行業的頂峰，往後有可能是走下坡路。要註冊制取消業績這個門檻，但資訊披露的門檻、合法合規的門檻，仍是很高的。阿里巴巴在美國上市的報告，就被打回來好多次，要它解釋清楚公司的治理架構，包括所有的關聯效益，要講清楚什麼資產上市、什麼資產不上市、跟大股東有什麼關系、商業模式有什麼風險等。在這樣的情況下，公司就會花更多的時間在把企業做好，把資訊披露好，而不是把時間和精力放在準備上市材料，準備那個業績，或者去找某些人開通一個通道，或者花時間花錢去買一個殼，這都是大陸股市的獨特現象。

大陸人大常委會於 2015 年 12 月 27 日表決通過《關於授權國務院在實施股票發行註冊制改革中調整適用〈中華人民共和國證券法〉有關規定的決定》。根據該決定，實行註冊制，具體實施方案由國務院作出規定，報全國人大常委會備案；自 2016 年 3 月 1 日開始施行，期限為兩年。雖然證監會會在推出註冊制的同時提出相關的配套措施，但這種配套措施始終擺脫不了現行《證券法》的約束。例如註冊制的精髓強調的是資訊披露的品質，但按現行《證券法》的處罰措施，很難保證上市公司資訊披露品質會提高。要解決這個問題，關鍵還在於修改《證券法》，但《證券法》修正案因 2015 年股災而延宕。

2016 年 3 月兩會期間，註冊制發行新政未列入政府工作報告中，顯示原訂計畫遭擱置。通常，大陸當局當前要做的重大改革措施都會放在兩會的政府報告中，不寫在報告裡面，很有可能就不把它作為當年的任務了。註冊制發行制度推遲的原因很明顯，主要是當前市場對於實施註冊制發行仍有疑慮，除了擴張加速可能將稀釋現有股市資金籌碼外，另一項就是配套的監管體系尚不完備，例如：發行人及仲介機構的違規成本過低、中小投資者保護尚不到位等。大陸決策當局現在正面對難以平衡的兩種自相矛盾的需求：推進市場力量，同時保證社會穩定；重新平衡經濟發展，同時要繼續實現越來越不踏實的成長目標。

(三)發展多層次股權融資市場

大陸當局要建立「多層次資本市場」的目的，是為了對應近年不斷興起的中小企業，這些中小企業多是民營企業，是大陸改革開放近 20 年自我培養出的新興經濟力量。在大型國有企業主導經濟命脈的時代，資本市場只要服務這些大企業就可以，但當一批為數不少的中小企業興起之後，對資本市場為其提供融資服務的需求愈大，滿足不斷興起的

中小企業的融資需求，讓這些中小企業不再侷限於貨幣市場的銀行管道，多層次資本市場的建立可以說是大陸經濟轉型必要措施。

近年來，在大陸以主板、中小板、創業板及新三板為主的多層次股票市場結構中，市場層次缺乏差異化，發行條件與投資者准入等要求與標準大致相同，服務於不同成長階段企業的融資工具也趨於一致，缺乏轉板機制，市場層次不夠清晰，多層次資本市場結構不完善。很多創新型企業分散在主板、中小板、創業板、新三板等不同層次市場，與其他企業同檯競爭，缺乏必要支援，融資工具和服務方式不完全適合創新型企業需求，因而融資功能受到限制。

以目前主板、中小板、創業板以及新三板為主的多層次資本市場體系，要進一步發揮資本市場的作用，一方面要積極完善各板塊功能定位，確定差異化的發行條件和投資者適當性標準，提供適合各板塊企業需求的差異化融資工具，建立健全轉板機制，更有效地支援創業創新型企業的融資。另一方面，在實施創新驅動發展戰略和深入推進「大眾創業、萬眾創新」過程中，創業創新企業數量眾多，發展迅速，融資需求強烈，需要重點鼓勵代表經濟成長新動力、新亮點的新興產業公司多管道上市，為中小市值、創新型高科技企業提供融資服務，形成開放、競爭有序的市場體系。

增加對風險資本市場發展的政策支持力度亦是重點。2015 年以來，各種政府主導和市場化的育成中心、創客空間如雨後春筍般發展起來，但也存在政府主導育成中心誘因不足、市場化育成中心缺乏資金支援，軟硬體服務條件不到位的問題。大陸政府加強多層次資本市場建設中，特別強調對專案退出提供更便利的通道，同時，鼓勵政府通過引導基金的方式，增加對天使投資、VC 投資的支持力度；此外，推動併購基金的設立，特別是要加速半導體資產的優化配置，同時，積極支援海外併購，這方面展現的企圖心，對臺灣半導體產業體系造成的威脅與日俱增。[125]

[125]不久之前，大陸官方色彩濃厚的清華紫光集團就意欲收購美國內存大廠美光科技(Micron Technology)，投資參股美國硬盤製造商威騰電子（Western Digital），臺灣積體電路設計龍頭聯發科，以及臺灣三家半導體封裝測試廠，包括矽品，南茂科技，以及力成科技，總共擁有百分之十七的全球半導體封裝產值。參閱朱明琴，「中國的半導體野心與臺灣的困境」，《BBC 中文網》，2016 年 5 月 6 日。

第四節 衍生之問題與相關風險評析(國內外專家意見)

有鑒於大陸資本市場在過去這一年多發生比較大的波動，臺灣相關部門也接到臺商反應有關金融方面，特別是「融資難、融資貴」等問題，造成臺商企業經營困擾。基於服務臺商是本計畫最主要的動機，所以本節分析重點聚焦於臺商可能面臨的問題，分析臺商可行之因應之道，並就我政府可否有相應之著力之處，預作鋪陳。

在宏觀資本市場發展方面，我們選擇「滬港通」與「深港通」來瞭解大陸資本市場漸進開放的經驗與意圖；其次透過 MSCI 新興市場指數納入大陸成分股的過程，關照大陸當局改善資本監管的狀況與外資可能產生的資本轉移潛力，這兩方面均牽涉到臺灣資本市場是否活絡發展或被邊緣化的問題。在臺商企業融資的微觀層面，我們關注臺商在大陸上市與回臺上市的可能發展，由於臺商多屬中小企業，本節主要聚焦大陸新三板的發展。

一、滬港通與深港通

根據大陸政府的規劃，上海是大陸首要的資本市場中心，深圳的角色地位在於輔助上海。因此，北京要求深圳不再發展主板市場，也就是不再接受主板 IPO，甚至要把主板整併到上海，深圳只發展創業板和中小板。只是深圳方面極力抗拒，主板才繼續保留，但不再接受 IPO。

這一規劃實行的結果，創業板和中小板是市值相對較小的企業，正合乎大陸股票市場散戶和中實戶的胃口。於是炒家雲集深圳股市，美其名是看好新經濟，使深圳市場成交額大幅超越上海。這樣一來，造成上海反彈，向中央投訴，既然上海是首要中心，沒有理由成交額落後深圳一大截（2013、2014 年間滬深兩市成交額之比在 5：8 左右）。於是要求中央採取措施扭轉深大於滬的局面。借鑒日本 2012 年外資大量流入東京股市的經驗，大陸主管當局設計了滬港通這一扭轉乾坤的策略，希望滬港通推出對提振 A 股帶來正面作用，進而觸發了 A 股大牛市。

2014 年 11 月 17 日滬港通正式開通，A 股借勢而起，開始了八個月發足狂奔的超級牛市。在這段時間，滬市成交額以十倍計上升，從 2014 年低位 500 億升到最高峰的 1.5 萬億，同時大幅超越深圳的成交額。

滬港通推出後，深圳也要求獲得與上海同等的待遇，實行深港通。後來深圳方面借

李克強總理到深圳視察的機會，當面提出深港通的要求。李克強總理當時沒有合適的理由加以拒絕，只有原則上接受這一要求。因為宣佈滬港通時說的都是「互聯互通，開放市場」這些冠冕堂皇的大道理，深圳正是接過這些大道理向李克強提出要求的。所以說深港通一開始就是被直接擺上檯面，而非被醞釀規劃出來的政策。

表 5-5 滬深兩交易所業務比較

年份	上海交易所			深圳交易所		
	成交金額（億元）	日均成交金額（億元）	年周轉率(%)	成交金額（億元）	日均成交金額（億元）	年周轉率(%)
1995	3103	12.4	n.a.	933	3.8	242
2000	31374	131.3	498	29461	123.3	483
2005	19240	79.5	283	12425	51.3	315
2010	304312	1257.5	259	241321	997.2	587
2011	237555	973.6	164	184089	754.5	353
2012	164461	676.8	128	150122	617.8	326
2013	229609	964.7	169	238463	1002.0	426
2014	375634	1533.2	235	366750	1496.9	476
2015	1330992	5388.6	451	1224950	5020.3	519

資料來源：中國金融年鑑(2015)及上海交易所、深圳交易所網站。

這波牛市在 2015 年 6 月底完全破滅，隨後是荒腔走板的救市和 A 股愈救愈跌，很快滬深兩市成交比例恢復以前的態勢，深圳股市成交額又高過上海六成以上，同時大陸當局對證券市場的發展態度也有所改變。

2015 年 811 匯率形成機制改革事件，使大陸當局對資金外流產生極大的戒心。滬港通的目標主要是為了引入外資以活絡 A 股，從而使 A 股增強集資功能，以協助大陸經濟達成去槓桿目標。滬港通開通後，北上資金不多，甚而更出現資金藉「港股通」外流這種反向的現象。而深圳的創業板、中小板早已炒到高點，即使開通深港通，可能流入大陸的外資也不會太多。因此，開通深港通既不能改變滬深兩市輕重異位的既有格局，也不能指望引入大量外資進入 A 股，協助經濟去槓桿，況且更有增加資金外流之虞，這個

被擺上檯面的深港通理應不會輕易放行。

大陸證監會主席劉士餘在今（2016）年 7 月 1 日接受香港媒體訪問時表示，「深港通」今年內一定會通，只是上路前還有些技術問題必須解決，沒辦法確定具體實施時間。以「深港通」問題牽涉到的政策層級，恐非證監主席能拍板決定，可能需要更高層才能批准的大事。香港證交所在之前公佈的業績報告中指出：為迎接深港通，香港結算完成開發及測試所需系統，目前技術上已準備就緒，只待監管機構批准，即可支援兩地股市互聯互通。[126]由此可見，香港當局更為熱切希望藉深港通來提振香港經濟。

到了 8 月 16 日，李克強總理在當天國務院常務會議上明確表示：深港通相關準備工作已基本就緒，國務院已批准《深港通實施方案》，同時，中國證監會與香港證監會共同簽署深港通《聯合公告》，正式啟動籌備工作。「深港通」和「滬港通」類似，是由「深股通」和「港股通」兩部分組成，「深股通」是指海外投資者買賣規定範圍內的深交所上市的股票；同理，「港股通」則是指大陸投資者買賣規定範圍內的香港聯合交易所上市的股票。

根據「滬港通」的經驗，截至 2016 年 8 月 12 日收市，「滬股通」3,000 億元的總額度還剩下 1,502.14 億元，使用額度占比為 49.9%。整體來看「滬港通」並不如預期中那樣吸引香港投資者。因此，此次「深港通」不限總額度，[127]「深港通」每日額度與「滬港通」現行標準一致，即深股通每日額度 130 億元人民幣，深港通下的港股通每日額度 105 億元人民幣。雙方可根據運營情況對投資額度進行調整。

「深股通」的股票範圍是市值 60 億元人民幣及以上的深證成份指數和深證中小創新指數的成份股，以及深圳證券交易所上市的 A+H 股公司股票。「深股通」開通初期，通過「深股通」買賣深圳證券交易所創業板股票的投資者，僅限於香港相關規則所界定的機構專業投資者，待解決相關監管事項後，其他投資者可以通過「深股通」買賣深圳證券交易所創業板股票。至於「深港通」下的「港股通」的股票範圍是：恆生綜合大型股指數的成份股、恆生綜合中型股指數的成份股、市值 50 億元港幣及以上的恆生綜合小型股指數的成份股，以及香港聯合交易所上市的 A+H 股公司股票。

「深港通」已於 2016 年 12 月 5 日正式開通，是否會給 A 股市場帶來投資機會？保

[126]香港交易及結算所有限公司，《中期業績報告（2016）》，2016 年 8 月 10 日。
https://www.hkex.com.hk/chi/exchange/invest/finance/2016/documents/160822_2QR_C.pdf
[127]原滬股通和港股通額度分別為 3,000 億元人民幣和 2,500 億元，滬港通總額度隨深港通宣布後取消，於 2016 年 8 月 16 日起即時生效。

守派基於「滬港通」的低迷現狀，認為「深港通」的開通對 A 股市場起不到什麼實質性的作用或影響。因為香港投資者傾向於投資低本益比的大型產業龍頭股，而較少去炒作高本益比的中小型股票。而深交所以中小市值公司為主，整體本益比水準偏高，「深港通」帶來的投資機會不會太大。而樂觀派認為：「深港通」推出後將為追求高回報的境外投資者提供更多機會。因為 A 股市場有一些特殊類型的上市企業可以從「深港通」中受益，比如像萬科 A、長安汽車等一樣的比價優勢突出的潛力個股，雲南白藥、華潤三九等深圳特色的潛力個股；平安銀行、格力電器等高成長性高股息的潛力個股；還有像廣發證券、申萬宏源等深市券商股。根據經驗，香港投資者偏向投資白酒和銀行業的股票，尤其是貴州茅臺這類香港沒有的股票。

從整體來看，「深港通」與「滬港通」一樣，都是大陸與香港經濟聯繫在證券市場上的一種實踐。但它們所允許買賣股票的種類和每日交易的額度，都是有限制的。換言之，無論「滬港通」還是「深港通」，機制的設計都是有前提條件的，即外資買賣陸股很難左右大陸股市，陸資流出又不足以傷及大陸的國家元氣。因此，臺灣的投資人想以香港為中介投資大陸股市，發展的空間不大。

二、申請納入 MSCI 指數

明晟公司(MSCI)是摩根史坦利旗下專門編製指數的國際性公司，其推出的 MSCI 指數是全球投資組合經理採用最多的投資標的。超過 90%的美國和亞洲機構投資者之國際投資，是以 MSCI 系列指數為基準的，在歐洲，這個比例也超過三分之二。幾乎所有的投資機構都按這一指數來安排在世界各個證券市場的投資比例；而某個市場如果沒有被納入全球指數，則該市場對相當多的機構投資者都不具有吸引力。新興市場指數是 MSCI 指數系列的一種，主要面向新興國家資本市場。據 MSCI 估計，追蹤 MSCI 指數的基金 5,719 家，資金總額達到 3.7 萬億美元。[128]

MSCI 已經有成立相關大陸的指數，如 MSCI 中國指數，是一項自由流通股加權股票指數，該指數的基準日為 1992 年 12 月 31 日，基數為 100。主要追蹤大陸 H 股、B 股、紅籌股和 P 股大中市值股票的表現，總共 157 個成分股，該指數涵蓋了約 84%的股權。MSCI 中國 A 股指數，是一項自由流通股加權股票指數，致力於衡量上海或深圳交易所上市的中國 A 股證券的表現。

[128] A 股若被納入 MSCI 指數會發生什麼?，《壹讀網》，2016 年 6 月 13 日。https://read01.com/JzmJeB.html

2013 年開始，大陸證監會就與國際指數產品開發商 MSCI 進行交流探討，希望將 A 股納入 MSCI；2013 年 6 月，MSCI 公佈的市場分類評估結果雖未將 A 股納入，但 A 股市場也首次入選「潛在升級市場觀察的名單」，2014 年及 2015 年 6 月的年度市場劃分審議中，MSCI 均決定暫不將 A 股納入全球基準指數。

MSCI 表示，評估 A 股能否納入 MSCI 指數，國際機構投資者強調需要解決三個受關注的重要領域，即配額分配過程、資本流動限制與受益所有權。在配額分配過程方面，MSCI 認為進入大陸股票市場仍然受政府所管理的配額制度的限制，儘管有部分 A 股可以在 QFII 和 RQFII 通道下完成，但投資者希望有一個更加精簡、透明和可預測的配額分配過程，並可以購買足夠的股票來複製跟蹤 MSCI 新興市場指數。

在資本流動限制方面，由於大陸的資金流入和流出仍然受到限制，一些投資者擔憂轉移資金獲得的即時性以及數量上的限制問題。同時投資者也希望能實現每日資金跨境流動，提升流量總上限。

有關受益所有權的問題，跨境股票連接大都增加了一個中間人的交易過程，通過投資代表，而不是直接擁有所有權，使得大陸股票法律所有權問題變得複雜。這將導致股息分配以及股東行使對大陸當地公司採取法律行動等相關問題變得不清楚。投資者希望能明確其股份的所有權。

今（2016）年 6 月，大陸 A 股並未如預期被納入 MSCI，再度闖關失敗的原因，主要是：(1) 在 QFII 機制下，大陸需要取消每月 20%的資本回撤上限，這也是 MSCI 的主要擔憂；(2) 需採取措施，防止大規模自願性停牌；(3) 外國投資者要推出 A 股對沖產品，必須先獲得上交所、深交所的認可。[129]其中前兩項大陸已經做出改正，但第三項管制仍無進展。

近期「深港通」加快放行，亦是為了加入 MSCI 的努力之一。無論如何，以大陸之影響力及所做之努力，預計成功之日應不會太久，只是時間早晚的問題。[130]預計剛開始納入時，A 股占 MSCI 新興市場指數的份額約為 0.6%，這將帶來 90 億美元左右的配置需求。根據 MSCI 的運作經驗，此後 A 股占比若能升至 10.2%，則可能帶來 1,530 億美元的配置需求。MSCI 表示，後續要達到 10.2%的占比，大陸必須完全放鬆現有的投資限制，同時還須讓資本帳戶完全自由化，要達到這兩點，大陸方面仍有很長的路需要走。

[129] 《華爾街日報中文網》，2016 年 6 月 15 日。
[130] 據云 A 股仍被納入下一波開放候選名單中。

根據臺灣與韓國股市納入 MSCI 指數的經驗看，從初始納入 MSCI 指數到全面納入 MSCI 指數需要經歷幾年的時間，不是一蹴而就的過程。被納入 MSCI 指數後，會階段性帶來外資被動配置性的需求，從而引發外資流入，可以引入新增資金。但如果需要外資持續性流入，則需要經濟體質與宏觀經濟基本面良好的配合。被納入 MSCI 指數後，臺灣與韓國股市均迎來外資持股比例的較大幅度提升，因此，外資對其股市的影響力增強，引發其股市風格的變動，主要表現在股市與全球市場的聯動性增強，股市的周轉率顯著降低，股市的波動性降低，以及絕對估值水準的降低。

臺股長期以來面臨的結構性問題，並非單純以 MSCI 調降臺股權重一例即可詮釋。臺灣早年面對產業外移，企業紛紛赴大陸投資，臺灣產業有空洞化疑慮，而近年來面對的是第二波資金外移，投資人在國內無法覓得好的投資標的，散戶對臺灣信心不足，不願意投資臺股，加以近年來大陸經濟結構快速轉型，持續發展新興產業，吸引各方資金青睞，使得臺股持續面臨量能不足的問題，資金有空洞化疑慮。

如何活絡臺股的動能，避免未來因 A 股占 MSCI 新興市場比重不斷增加，進而排擠臺灣的份額，導致指數型基金結構性的減碼臺股，當局應有效地引導海外資金回流臺灣，配置臺股或 ETF 商品以穩定結構。同時，如何以時間換取空間，加快整合對岸臺商利基型產業、降低投資臺股成本，吸收臺商擴大回臺上市，為臺股創造脫胎換骨的投資結構，將是即刻需要解決的重要課題。

三、新三板與臺商融資問題

近年來，大陸新三板市場迅速崛起，掛牌企業數量激增，融資功能日益強大，投資者數量持續增加，在資本市場中的地位明顯提升。但對新三板市場在多層次資本市場中的功能，各方始終有一些不同看法。有人認為，新三板市場是場外股票交易市場，是交易所股市的補充；也有人認為，新三板市場是交易所股市的基礎，其主要功能是為交易所市場培養和輸送高品質上市公司；更有人認為，儘管新三板市場掛牌企業數量較多，但流動性偏弱，存在大量「僵屍股」，因此新三板市場就是中大陸的「粉單市場」。[131]

[131]美國場外交易集團的前世是於 1913 年成立的美國國家報價局（The National Quotation Bureau）。幾十年來，通過美國國家報價局進行交易的股票的報價都是印刷在粉紅色的紙張上，故而有了「粉單市場」的稱呼。由美國場外交易集團所負責的美國粉單市場並不是一個證券交易所。通過美國粉單市場交易的公司股票不需要承擔任何要求，例如向美國證券交易委員會提交財務報告。而在粉單市場交易的非美國本土發行機構，主要是發行美國存託憑證，這些公司往往是少數人持股的小型公司，這些公司一般來說規模較小，收益較少，甚至是破產公司。所以這些公司大部分不符合諸如紐約證券交易所等美國交易機構的基本上市要求，同時，這些公司沒有定期披露公司信息的責任和提交經過會計事務所審核過的財務報告的義務，故而對於

企業「去槓桿」是「十三五」期間大陸當局推動供給側結構性改革的一項艱巨任務。依照國際清算銀行統計，大陸企業以債務總額對GDP比例衡量的債務率是全世界最高的，達 166%，債務總額約 110 萬億。在經濟增速放緩、產業結構升級的關鍵時刻，減輕企業債務壓力，促進企業穩健經營並保持充足的投資能力，是供給側結構性改革的重要內容。大陸認為要實現這一目標，一要控制企業債務成長；二要財政和金融部門吸納部分企業債務；三要企業增加股權融資，降低槓桿率。其中第三項措施亟需仰賴股權融資市場發展來支持。

2015 年，新三板市場約有 2,000 家中小微企業以定增方式實現股權融資，但總金額僅 1,200 億元，平均每家不足 600 萬元，[132]不到原定目標的一成，這顯示新三板流動性偏低的窘況。相較於 2015 年滬深交易所 500%的周轉率，新三板股票周轉率僅 53%，且交易主要集中於少量掛牌企業股票。

新三板作為多層次資本市場基礎層級，在新三板掛牌企業的希望是寄託在轉板上。不過，如果新三板功能聚焦於轉板，將完全淪為交易所市場的附庸，則無法成為獨立的資本市場。目前，新三板市場的投資者以機構為主，可將新三板定位為「公開的私募市場」或「半私募市場」，因此，新三板有機會成為有別於交易所市場的、以長期投資者為主體的中小微企業證券交易市場。在目前的交易品種基礎上，如果新三板市場能更好地契合實體經濟需求，進一步開發信用債券、證券衍生品和其他公私募證券產品，與滬深交易所其他板塊形成差異化競爭，型塑資本市場發展新路徑，才是對外部市場挑戰的最好因應。

基本上，80%的臺商是透過外部去借貸，因為成本較大陸為低，且在人民幣呈現強勢下享受人民幣升值之好處，不但很少跟大陸銀行融資，也很少透過大陸資本市場來借貸，因此，臺商在大陸資本市場上市家數不多。由於融資需求可從臺灣解決，不進入大陸資本市場融資的影響不大。但目前人民幣單向升值之趨勢已變，向外融資之風險大為增高，向大陸當地銀行融資不易，尋求上市不但有助於籌資，更有助於企業提升在大陸的形象，對內銷臺商企業的發展十分重要。

投資者來說，很難找到可靠的信息來源。基於這些原因，美國證券交易委員會將大部分美國粉單市場的公司列為「風險投資」，建議投資者在投資之前需要大量研究這些公司的資產情況。

[132] 《上海證券報》，2016 年 8 月 12 日。

不過，以目前大陸新三板的發展情況，臺商要在那裡上市並不容易，即便成功上市，由於市場非常不活絡，所能發揮的籌資功能也大受限制。臺商回臺上市是非常可行之事，我政府當局應仿效大陸新三板的精神，放寬上市規模標準，加快審查過程，使需求多、規模不大但獲利穩健的中小型臺商能回臺上市，形成臺灣股市獨特之板塊，進而活絡臺灣股市。

就資產證券化的角度，臺灣的銀行可以把臺商在大陸當地的借款打包，作成一個資產證券化的商品，可以在大陸賣，也可以在臺灣賣，因為臺灣有很多人民幣存款無地方去、需要回流，資產證券化商品如果拿回臺灣賣的話，在臺灣的人民幣就有一個去化之處。這部份在運作上沒問題，只是必須有相關的配套法規，尚待研擬。

第七章 主要研究發現與政策意涵

大陸金融市場對外開放和市場化程度已不斷加深，但由於法律法規和相關制度配套落後，監管經驗不足，常導致金融體系脫序現象。譬如，去(2015)年 6 月間，大陸股市綜合指數在創下過去 6 年來新高後，卻在一夕之間暴跌，而更嚴重的是，為了穩定股市，政府直接採取行政手段介入，例如要求券商出資救市、暫停 IPO、禁止大股東拋售股票等一系列救市措施，投入直接購買股票、申購公募基金等，注入龐大資金仍沒能阻止 A 股的跌勢。除了顯示制度仍未完善外，政府的暴力救市亦表示股市制度未脫離人治色彩，今(2016)年初為穩定股市而祭出的熔斷機制，結果造成更大的股市震盪。

瑞士信貸指出，這次股災發生在生產價格通縮、銀行存款低成長、外匯流出，以及房價下跌的背景之下，使得問題更趨複雜。股災衍生金融市場動盪不安，不只使得大陸經濟轉型面臨更大難度，也對國際股、匯市造成影響。無獨有偶的是，去年 8 月 11 日，大陸進行新一輪匯改，造成人民幣中間匯率一夕之間暴跌 1.86%，創下歷史單日最大跌幅記錄，且餘波盪漾，引發市場預期人民幣將進入新一輪貶值周期；11 月間再度爆發較大幅度的貶值。令人關注的是，去年 8 月和 11 月的兩輪人民幣貶值，都伴隨全球金融市場大幅波動，衝擊企業正常經營，已居全球第二大經濟體的大陸未來對國際經濟、金融生態造成的影響只會更大。

兩岸經濟關係已愈來愈密切，大陸金融改革、金融情勢變動在國際金融市場引起的騷動，臺灣顯然無法置身事外。譬如，去年 8 月 11 日人民銀行無預警調整人民幣兌美元匯率中間報價，造成人民幣三天貶值 3%，新臺幣兌美元亦隨之貶值，貶破 33 元大關，同時臺股跌幅更超過 7.5%。已在大陸投資的臺商，也因大陸金融環境丕變，使得原本已逐漸變差的經營環境雪上加霜，經商活動更加艱辛。因此，特別規畫執行本項研究，希望對大陸大陸股市、匯率波動情勢深入探討，並針對研究成果提出相關政策意涵，供政府研擬兩岸經貿政策和臺灣廠商赴陸投資經營決策之參考。

第一節 主要研究發現

一、金融市場

回顧大陸股市發展，不難發現其榮枯與政策調控息息相關，包括貨幣政策的放鬆或收緊。由於大陸股市特別重視融資功能，基本上沒有做空機制，有利於新股發高價，故

過去多年來大陸股市之新股發行、增發新股等，是世界上最多、最快的股市。此外，過去由於人民幣不能自由兌換，大陸股市嚴格而言是個封閉性市場，與國際股市的連動主要是因心理因素、間接的影響。

不過，大陸做為一個新興的資本市場，過去與國際市場聯動性較弱的情況正在改變，尤其在 2008 年爆發國際金融危機之後，大陸股市與國際股市的聯動關係逐漸增強，由於在國際金融動盪的衝擊下，全球經濟景氣陷入困境，一直低迷不振，大陸經濟成長動能成為影響全球經濟復甦及資本市場發展的主要動能，故而大陸經濟及資本市場的波動常成為全球股市波動的重大影響因素，尤其對周邊國家和地區股市的影響更明顯。

近年來，兩岸經濟與人員雙向交流規模不斷擴大，包括金融交流和合作關係也愈來愈密切，兩岸三地金融市場間的聯動性不斷強化。股票市場的聯動性除了表現在整個大盤指數的變動，細分類不同產業類股也受到不同程度的影響。以 2010 年兩岸簽署 ECFA 後的期間觀察，香港、深圳、上海之醫藥和電子類股對臺灣之生技醫療與電子類股出現排擠效應。就早收清單涉及的產業類股來看，發現大部分的漲跌勢在兩岸之間呈現反向關係，尤以臺灣類股跌與上海、深圳、香港類股之關聯最為顯著，證實兩岸經濟逐漸邁向競合關係。由早收清單類股漲跌之關聯性可以看出，兩岸間具補漲之類股，多為兩岸政府近期主要推動之產業，如能源、資訊科技、電子等。

「十三五規畫」提到，大陸將致力於發展資本市場，提高直接融資比重，發展多層次股權融資市場，深化創業板、新三板改革，建立健全轉板機制和退出機制，規範發展區域性股權市場，創造條件實施股票發行註冊制。為提高直接融資比重，恢復股市融資功能，大陸證券監管當局加強了對 IPO、再融資項目的自查、審查，更嚴格執行借殼和併購重組增發的行政管制。大陸股市沒有正常的退出機制，某些經營不善的企業因受保護而不存在破產風險，另外，為了保證 IPO 而制定的畸形制度，這樣一個行政色彩濃厚的股市，風險反映在交易上，造成大陸股市估值長期間相對高估，參與投資交易時應加強風險意識和強化風險管理能力。

發展多層次股權融資市場，目的是為了提供不斷興起的中小企業直接融資管道。目前已有的主板、中小板、創業板和新三板結構中，發行條件與投資者准入等要求與標準大致相同，服務於不同成長階段企業的融資工具也趨同，且缺乏轉板機制；融資工具和服務方式不完全適合創新型企業需求，融資功效不彰。發展多層次資本市場，一方面要完善現有各板塊功能定位，俾能更有效地支援創業創新型企業的融資，另一方面，要重點鼓勵代表經濟成長新動力、新亮點的新興產業公司多管道上市，為中小市值、創新型高科技企業提供融資服務。

大陸 A 股能否被納入明晟（MSCI）新興市場指數，備受市場關注，因為 MSCI 指數是國際投資者參考使用最多的基準指數之一，有大量追蹤該指數的國際資金，其投資取向及決策的變化，都會在一定程度上影響全球投資者的操作策略。

過去兩年 A 股曾兩度叩關 MSCI 股票指數，都敗興而歸。去年 6 月，MSCI 決定暫不納入的理由，主要是認為 A 股市場仍存在諸多問題有待改善，包括 QFII 等投資額度限制太多、資本匯入匯出不方便、資本利得稅不確定，以及 QFII 等為客戶代持證券的法律地位不明確等。

今年 A 股試圖再度闖關 MSCI 新興市場指數，結果再一次被拒絕於門外，因為 MSCI 公司對目前大陸自願停牌制度和反競爭條款相關規定仍有微詞，前者停牌的任意性將妨礙市場正常交易秩序，從而造成流動性壓力；後者反競爭條款中規定，所有與 A 股指數掛勾的金融產品，即便在國際市場，都需要在事前取得大陸證券交易所批准，這一條款在新興市場中絕無僅有。國際機構投資者還關切，QFII 每日匯出資金總規模不得超過境內資金 20%的規定，由「滬港通」日額度規定導致的潛在交易不確定性等，攸關資本流動性；而在 QFII、RQFII 制度下，基金經理申請到了額度，成為股票的名義持有者，投資者擔憂一旦該基金垮掉，投資權益將不保。大陸買賣股票實行實名制，實益擁有權究竟誰屬有待釐清，否則投資者的實際權利無法體現。

不過，市場認為，A 股納入 MSCI 全球股指乃大勢所趨，只是時間遲早的問題。由於全球有將近 10 萬億美元的機構股票資產以 MSCI 指數為基準，尤其是一些跟蹤 MSCI 指數的被動資金，A 股被納入 MSCI 指數後，對大陸而言，或將吸引更多的國際投資者，同時帶來更多的國際資金流入。A 股一旦被納入 MSCI 新興市場指數，凸顯大陸股市融入了世界金融市場，全球投資者對 A 股的關注和參與勢必提高，而未來隨著海外資金流入規模不斷增加，A 股整體的投資生態或將逐漸改變，並擴大對大陸資本市場流動性的影響，未來大陸資本市場國際化程度或將進一步提升，甚至對推進人民幣國際化也有助益。

專家預計，初期可能被納入 MSCI 新興市場指數的 A 股股票將超過 400 支。納入後，大陸在 MSCI 全球股指的權重將提升，對於大陸股市的影響短期間心理面影響大於實質面影響，因為大陸股市超過百分之九十是散戶，外資的比重極低，因此，A 股加入 MSCI 後，短期內對大陸股民產生的鼓勵效果會遠超過吸引外資進入的效果。不過，就中長期而言，大陸居民受到激勵，開戶數將大幅增加，同時也會吸引國際投資者轉進陸股，對臺灣資本市場造成的排擠作用勢所難免。

MSCI 不定期公布各大股市權重季度調整，大陸的權重不斷上升，而臺灣的權重則連續 11 年被調降，未來 A 股被納入 MSCI 後很有可能進一步下滑，臺股面臨的邊緣化壓力有增無減，政府相關單位亟需提出未雨綢繆對策以為因應。思考如何有效地引導海外資金回流臺灣，配置臺股或 ETF 商品以穩定結構；同時，加快整合對岸臺商利基型產業、降低投資臺股成本，吸引臺商擴大回臺上市等。

近年來，大陸積極推動新三板市場，儘管各方對新三板市場在多層次資本市場中的功能，始終有一些不同看法， 不過，2015 年資料顯示，新三板市場約有 2,000 家中小微企業以定增方式實現股權融資，總額 1,200 億元。從平均每家不足 600 萬元的規模來看，顯示新三板的流動性不高，相較於同期間滬深交易所 500%的周轉率，新三板股票周轉率僅 53%，且交易主要集中於少量掛牌企業的股票，融資功能尚待提升。目前，新三板市場投資者以機構為主，若將新三板定位為「公開的私募市場」或「半私募市場」，未來或有機會成為有別於交易所市場的、以長期投資者為主體的中小微企業證券交易市場。

臺商透過大陸資本市場上市的家數不多，也很少自大陸銀行借貸，80%的融資需求都自境外取得。由於融資需求可從臺灣解決，大陸資本市場波動對大陸台商融資的影響不大。但目前人民幣單向升值之趨勢已變，自境外融資之風險大增，向大陸當地銀行融資也因大陸貨幣供給趨嚴，臺商經營之行業又非大陸定向寬鬆的部門，企業融資困難重重。因此，尋求上市不但有助於籌資，更有助於企業提升在大陸的形象，對內銷臺商企業的發展十分重要。

不過，對於一些在大陸發展良好的中小型臺商，以大陸新三板的發展情況，臺商要在那裡上市並不容易，即便成功上市，由於市場非常不活絡，所能發揮的籌資功能也大受限制。

臺商回臺上市是非常可行之事，我政府當局應仿效大陸新三板的精神，放寬上市規模標準，加快審查過程，使需求多、規模不大但獲利穩健的中小型臺商能回臺上市，形成臺灣股市獨特之板塊，同時也有活絡臺灣股市的效果。

就資產證券化的角度，臺灣的銀行可以把臺商在大陸當地的借款打包，做成資產證券化的商品，可以在大陸賣，也可以在臺灣賣，因為臺灣有很多人民幣存款無地方去、需要回流，資產證券化商品如果拿回臺灣賣的話，在臺灣的人民幣就有一個去化之處。這部份在運作上沒問題，只是必須有相關的配套法規尚待研擬。

二、外匯市場

2005 年 7 月間，大陸結束 10 年來釘住美元的固定匯率制度，正式步入有管理的浮動匯率制度，同時放寬人民幣兌美元波動區間，從 0.3%放寬至 0.5%，並將人民幣兌美元匯率由 1 美元兌 8.28 人民幣，調升至 1 美元兌 8.11 人民幣。人民幣兌換美元的波動區間，2012 年間擴大為 1%，2014 年再放大至 2%。波動區間放寬，波動的頻率也日漸頻繁。

自 2014 年底至 2015 年初，國際外匯市場劇烈波動，受到歐元區即將推出大規模量化寬鬆(QE)政策、希臘大選結果的影響，歐元匯率波動風險遽增，美元強勢地位一再提升，俄羅斯、加拿大等先進國家貨幣紛紛對美元貶值，印度等新興市場國家貨幣也呈現弱勢，這種競爭性貶值效應給大陸人民幣帶來極大壓力。

人民幣自 2014 年 11 月以來，對美元即期匯率雙向波動加劇，降息之後貶值幅度擴大，2014 年最後兩個月平均貶值約 2%，自 2015 年開始迄今持續呈現弱勢。人民幣兌美元匯率疲弱不振，美元逐漸走強是最重要原因。在美國逐漸退出 QE，加息預期增強的背景下，美元匯率指數大幅攀升，加上歐元區和日本等主要國家先後採取寬鬆的貨幣政策，或打壓匯率，進一步強化了美元地位，給人民幣帶來了貶值壓力。在另一方面，大陸經濟基本面，包括出口增速、經濟成長率等的表現卻都低於預期；投資、消費、工業生產、貨幣供應量等主要經濟指標都呈現疲弱態勢，悲觀預期增加，大陸央行的降息措施，更推高了人民幣匯率貶值的預期。

其次，從外匯市場供求的變化觀察，由於美國經濟明顯復甦，支持美元走強，市場對美元資產的需求增加，導致熱錢自大陸流出；在另一方面，大陸企業售匯的意願持續下滑，同時對以美元計價的債務進行償還或對沖，從而帶來人民幣賣盤。

第三，大陸央行匯率政策轉向可能也是人民幣趨貶的原因之一。2015 年下半年，由歐元區掀起的的貨幣戰爭迅速蔓延，各國貨幣對美元大幅貶值，導致與美元掛鉤的人民幣呈現對非美元貨幣「被迫升值」現象，尤其人民幣兌歐元、英鎊、日圓、加元等國際主要貨幣，都出現不同幅度的升值，人民幣的實質有效匯率指數呈現升值趨勢，侵蝕了大陸的出口競爭力。為了穩定人民幣兌非美元匯率，大陸央行順勢推進匯率制度改革，改變了人民幣兌美元中間價的訂價策略，傳遞不干預人民幣匯率的政策信號。

未來人民幣匯率是否會出現持續貶值之勢，各界非常關注。從政策面觀察，大陸主

觀上應不希望人民幣持續大貶，以免落人參與貨幣戰爭的口實，而更重要的是，人民幣匯率涉及政治、經濟和國家形象，尤其大幅貶值可能削弱人民幣的吸引力，進而不利於推動人民幣國際化。從實務面觀察，大陸對外貿易順差有增無減，尤其對美國順差金額龐大，中美雙邊貿易不平衡制約了人民幣貶值空間；此外，大幅貶值也將使近年來迅速增加之外匯債務負擔，得不償失。

近年來，人民幣國際化逐步發展的成果顯著。迄目前，可與人民幣進行即期交易的外幣累計已超過十種；簽署雙邊本幣互換協議的國家和地區已達 46 個，總規模達 4 兆 1,342 億人民幣；2015 年全年跨境貿易人民幣結算業務總額超過 7 萬億元，約占大陸貿易結算總量的 29.36%，其中 53%集中在香港；貿易人民幣結算在全球的占比，2015 年間已提高到 3.38%，較上年度成長 10%。2016 年上半年，人民幣已成為全球第六大支付貨幣，市佔率約 1.6%；在全球外匯市場上，人民幣已成為美元之外第二受歡迎的貨幣，占全球金融貿易結算總額近一成。此外，IMF 的資料顯示，全球已有 20 多個國家將人民幣納入官方儲備中。

為促進人民幣國際化進一步發展，大陸乃致力於建立匯率市場化機制。2014 年入春以來，人民幣匯率單邊升值趨勢逆轉，大幅波動趨貶，再加上大陸央行宣布擴大美元兌人民幣每日交易浮動區間，由 1%到 2%，推動匯率自由化，顯示未來「雙向波動」將成為人民幣匯率變動的常態。

儘管資本帳戶未完全開放、利率和匯率市場化也尚未完成，人民幣國際化還有很長的路要走，但國際社會對人民幣國際化發展前景普遍看好。歐洲央行執委會委員高度評價人民幣國際化的進展，認為當前人民幣正從國際貿易結算貨幣，發展為投資貨幣，並朝著成為國際儲備貨幣方向迅速崛起。從歐洲幾大城市角逐人民幣離岸交易中心的熱情，足以說明他們看好人民幣的信心。據渣打銀行估計，全球人民幣支付可能會在 2020 年翻四倍，屆時將成為世界第四大支付貨幣；人民幣離岸交易量每年會有 30%的成長，到 2020 年時將達到 3 萬億元人民幣。

臺灣在追逐人民幣國際化商機上不落人後。自建立兩岸貨幣清算機制以來，央行總裁展現爭取臺北成為人民幣離岸交易中心的企圖心，並公開表示考慮將人民幣納入外匯存底中。就私部門來看，自 2013 年 2 月開放國內外匯指定銀行（DBU）承做人民幣存款業務以來，目前人民幣存款總額已超過 3,000 億元，占臺灣外幣存款總額的比重超過三成，增加速度之快超過香港與新加坡。

然而，臺灣銀行業吸收的人民幣存款，並沒有足夠的去化管道，受到相關法令的限制，目前國內銀行只能透過 OBU 境外金融業務，向大陸臺資企業放貸；至於 DBU 所吸收的人民幣存款，既不能向大陸的臺商放貸，也不能直接投資大陸金融市場，只能轉存於大陸央行授權設在臺灣的清算行，顯人目前臺灣發展人民幣業務還受到很大限制。不過，如果沒有多元的回流管道，也沒有兩岸貨幣互換協議支持，這些優勢只是空架子，註定無法發揮作用。

從微觀面看，開放人民幣存款，確實給一般民眾在投資理財管道上多了一個選擇。然而，臺灣民眾投資人民幣大都基於套匯或套利動機，一窩蜂且風險意識不高，其實這樣的投資行為並不可取。2014 年中以來人民幣匯率震盪走貶，這個趨勢似未曾減少臺灣民眾投資人民幣的熱情，人民幣存款總額規模持續擴大。這種趨勢若持續發展，投資風險逐漸累積的效應絕不能輕忽。譬如，人民幣雙向波動的局面已定，匯兌風險勢必增加；又如，持有人民幣資產之風險，隨著大陸債信風險逐漸升高而增加，國企債務違約事件頻傳呈現的風雨欲來情勢，包括企業、個人和金融機構都應務實且嚴肅面對。必須了解，人民幣的開放過程不可能風平浪靜，為降低波動帶來的衝擊，投資者都應對跨境投資風險務實審慎評估，並建立防火牆。

國際貨幣基金(IMF)已正式將人民幣納入特別提款權(SDR)貨幣籃子，權重為 10.92%，今年 10 月 1 日生效。人民幣與美元、歐元、英鎊、日圓等併列為五大國際貨幣，是人民幣融入全球金融體系的重要里程碑。對大陸而言，該項成就一方面凸顯大陸在國際政經舞臺上的大國角色得到肯定。

人民幣納入 SDR 籃子對國際金融市場將造成深遠的影響，一般認為最直接的影響是，人民幣晉升為五大國際儲備貨幣之一，對私營部門持有和使用人民幣的意願會有激勵作用。信評機構穆迪評論指出，人民幣入籃，將鼓勵跨境交易、資產組合投資和債券發行等活動更廣泛使用人民幣，同時也有促進大陸放開資本帳戶等市場化改革的效應，對大陸的主權評級具正面意義，國際多邊機構的政策驅動力量，或將加速人民幣國際化進程。

由於人民幣缺乏國際儲備貨幣地位的技術障礙已解除，未來各國官方機構在其儲備資產組合中增加人民幣資產的比重，可能性的確存在。目前全球已有超過 40 個國家央行已經或正在準備把人民幣納入外匯儲備，有專家認為，人民幣在全球外匯儲備中所占份額，在中長期或有可能從目前的 1%左右增加至 5%。各國選擇離岸市場、QFII、RQFII，

以及中國大陸銀行間債券市場等管道配置人民幣資產，將會推動市場機構和一般投資者持有更多人民幣，從而擴大人民幣在金融交易中使用。市場人士預估，未來離岸市場的人民幣儲備資產配置需求將大幅成長。

不過，有專家認為，人民幣入籃之後，固然會刺激全球央行和私人投資者增加人民幣資產配置，不過，由於 SDR 是一種帳面資產，且在全球外匯儲備中的配置規模不大，使用範圍又被限制在官方領域，估計短期內資產配置效果理應不會太大。其次，目前大陸資本市場開放仍存在許多問題，以債券市場開放為例，海外人民幣資金流動性不足、交易成本過高，以及託管、交易、結算、監管不統一等基礎設施落後等問題，勢必限制國際投資者設定人民幣資產的意願。

其實，國際投資者願不願意增加持有人民幣資產，主要是看人民幣資產的報酬率、交易成本(指交易的便捷性)、交易價格(指市場化程度、匯率穩定性)，更重要的是投資人對大陸經濟發展前景的信心。換言之，作為國際投資資產配置的決策基準上，人民幣入籃與否不是最重要的考量因素，關鍵在於大陸經濟基本面表現、人民幣前景，以及金融改革的進程。

有專家指出，從收益率與主權評級水準來看，目前人民幣資產是一個不錯的投資選擇，問題是入籃後的人民幣，匯價可能出現更多波動，匯兌風險大增。

市場上對人民幣前景的看法不一。樂觀者基於未來各國央行的外匯儲備將納入人民幣資產，認為國際儲備貨幣需求增加將成為人民幣長線升值的動力。不過，看空者認為，之前在大陸央行強力支撐下的人民幣匯價已高估，納入 SDR 後的人民幣將走貶，理由之一是大陸央行可能不再像過去力挺人民幣匯價；其次是大陸經濟基本面短期內仍然低迷不振；再者，隨著資本帳戶更加開放，大陸縱使有心想捍衛人民幣保持強勢，可能事倍功半，代價很高。

而更重要的原因，是美國和大陸的貨幣政策背道而馳。市場預期美國即將加息，在過去一段時間已造成國際資金撤離亞洲新興市場，美國加息一旦付諸行動，有可能帶動美元指數上揚，加上歐洲經濟復甦前景不明，弱勢歐元或將進一步推高美元匯率，美元強勢勢將帶動更多國際資本從大陸等新興經濟體流出，讓人民幣承受更大貶值壓力。同時，在大多數非美元貨幣對美元大幅升值的情勢下，造成人民幣實質有效匯率走高，不利於大陸經濟成長，人民幣匯價後市很難看多。

有鑑於當前大陸經濟下行壓力不減，企業負債累累，且獲利持續惡化，實質利率偏高，大陸必須採取貶值、降息等更寬鬆的貨幣政策來因應。然而，國際利差對大陸持續開放的資本帳影響加劇，加上弱勢貨幣不利於吸引國際投資者設定人民幣資產，不利於人民幣發展成為國際貨幣，未來大陸要如何在穩增長和捍衛人民幣匯價兩者之間取得平衡，勢將更加困難。換言之，人民幣入籃後，大陸貨幣政策的獨立性勢將面臨更嚴峻的考驗。

盱衡目前國內外經濟情勢，推測未來人民幣兌美元走勢將呈現雙向波動趨貶，貶值的幅度則決定於宏觀經濟基本面表現；在另一方面，近來大陸經濟形勢變化對其他經濟體，特別是對周邊國家的衝擊已經大於預期，未來人民幣更廣泛使用，匯率波動造成的衝擊程度可能更大。

三、商務環境

大陸投資環境近年來已發生巨大的改變，受到國際經濟景氣低迷不振的影響，長期建立的出口導向經濟發展模式遭遇瓶頸，國內經濟面臨轉型升級關卡。中共「十八大」之後，先後推出「全面深化改革」、「依法治國」、「十三五規畫」等重大施政，經濟形勢進入「新常態」，經濟成長動能減弱，貨幣政策的刺激作用呈現邊際遞減現象。

由於大陸投資環境逐漸惡化，過去多年來吸引臺商投資的三個條件，分別是廉價勞工、土地供應、優惠措施條件等，近年來已逐漸消失，而且同業惡性競爭、不公平競爭現象屢見不鮮，用工和物料成本不斷上漲，融資困難，當地政府行政不彰等，企業獲利空間一再被壓縮。此外，臺商在大陸面臨很大的資金取得問題，最近資金由境外匯入大陸的限制雖逐漸放寬，但資金取得之成本高。臺資銀行進入大陸，的確給當地臺商提供更便利的服務，但由於臺資銀行在大陸營業受到諸多限制，在臺灣的經營模式無法在大陸實行，且大陸貸款利率較高，臺資銀行到大陸的資金成本高，不能提供臺商充分的額度和較優惠的利率，常引來臺商的抱怨。

短期內大陸經濟可能面臨的風險，根據彭博社的報導，主要有匯率動盪、資本外流加速、企業債務違約、房地產庫存增加、金融市場混亂等。去年底中央經濟工作會議強調去產能、去庫存、去槓桿、降低企業成本和改善薄弱環節，重點就在於如何避免樓市、股市、債市泡沫破滅、人民幣持續貶值、債務風險爆發，以保持經濟穩定成長。然而，防範這些風險的政策難度極高。

信貸持續擴張，使得非金融債務快速增加，是目前大陸所面臨的較嚴峻問題。長期以來，大部分的成長都是依靠增加投資達成，債務作為投資的主要資金來源，近年來不但沒有因經濟下滑同步減緩，反而增加得更快。這種信貸擴張模式持續運作，已使得大陸債務餘額占國內生產總值(GDP)的比重，從 2007 年底的 150%左右，驟升至去年第二季末的 290%。

債務膨脹加上經濟成長減緩、製造業產能過剩、通縮壓力上升，導致企業獲利銳減。負債企業的償債負擔大增，甚至可能會因償債能力不足爆發違約潮；而金融機構也可能因貸存比不斷上升，背負著不良貸款和壞帳上升，以及新融資困難的壓力。

其次，美元持續走強，將影響大陸資金外流、人民幣匯率穩定、增加通貨緊縮壓力、影響企業營收和經濟成長。惠譽(Fitch)估計，自 2014 年中到 2015 年底，資金自大陸流出的規模總計超過 1 萬億美元；迄目前，大陸面臨的資金外流壓力並未稍減。由於人民幣相對趨弱，持有美元債務的企業預期美元升值和利率上漲，加速償還美元債務；同時，大陸居民基於對經濟前景的擔憂，以及反腐運動的影響，興起向海外轉移資產，加上國際投資客做空人民幣，熱錢大量流出，是造成大陸資金外流的重要原因。

此外，最令人憂慮的是大陸執行政策可能衍生的風險。去年 6、7 月大陸急救股市，今年 1 月初引入的兩級熔斷機制，去年 8 月的匯率政策調整，以及 12 月引入基於一籃子貨幣的的人民幣匯率指數等政策，都因思慮不周、溝通不良或政策反覆，導致市場對大陸領導階層經濟治理能力失去信心。由於國內外經濟情勢詭譎多變，未來大陸當局勢將難以避免政策選擇的兩難，短期內政策風險無法避免。

「習李政權」上臺以來積極推動「穩增長、調結構、促改革」政策，積極推動全面深化改革、擴大開放、反貪腐等方面的施政，對改善商業經營環境具有重大的意義，廣受企業界的肯定。不過，經濟成長持續下滑的風險、勞工短缺與成本上升、資金融通困難、法律環境不佳等因素，對企業正常經營造成的困擾，基本上並未減輕。

為了扭轉經濟下行趨勢，自去(2015)年以來，大陸央行先後多次下調銀行存款準備金率、基準貸款利率，並運用各種政策工具保持市場流動性寬裕。大陸央行持續注入大量流動性的結果，狹義貨幣供給 M1(即流通中貨幣加上活期存款)高速成長，漲幅從去年 3 月間的 2.9%，逐月快速增加至今(2016)年的 24.6%，創下 6 年來最大增幅；同時，非金融企業今年第二季持有現金較前一季暴增 18%，達到空前新高 1.2 兆美元。

這些寬鬆的政策，就事後觀察，對大陸民間投資及整體經濟的提振作用其實並不明顯，也就是說，流動性擴張與經濟成長速度沒有顯著正向關聯性，M1 增速與經濟成長背離的現象，在大陸過去 20 年間從未出現過。前述 M1 與 M2 增速差距擴大且背離經濟成長的異常現象，顯示大陸所增加的貨幣供應流向企業，大部分都被存入銀行成為活期存款，而沒有導向投資。

大陸央行注入大量的流動性，民間企業不為所動，寧可囤積現金，投入短期、高收益儲蓄產品，或進行財務投資，不願意投資實體經濟，究其原因，主要是因投資報酬率偏低且不斷下降，其次是政策的不確定性增加，例如同時追求結構性改革和穩增長目標造成政策矛盾、逆景氣周期宏觀調控政策反覆、人民幣匯率波動等。因此，有專家形容，寬鬆的貨幣政策無法提振企業投資意願，大陸似乎已陷入某種形式、某種程度的「流動性陷阱」。

近期以來大陸經濟成長下滑趨勢伴隨著諸多風險，前景充滿不確定性。國際金融市場曾多次因大陸股、匯市波動而劇烈動盪，今後大陸經濟如何擺脫，以及能否擺脫當前經濟困境，國際社會高度關注。短期內，期待民間資本支出快速反彈回升，並不務實，因為民間缺乏投資信心。

大陸經營環境不確定性有增無減，實體經濟投資報酬率仍繼續滑落，企業持幣觀望的心態不變，尤其又面臨債臺高築的困擾，債務再融資將更困難，加上銀行業不良貸款迅速增加，銀行業界更瀰漫著惜貸氛圍，提升民間投資意願的障礙重重。大陸知名經濟學家余永定指出，大陸目前正面臨產能過剩、債務等兩種通縮螺旋的困擾，企業將被迫去槓桿、減少投資，通縮所引發的實質負債上揚，恐將對金融穩定帶來嚴重的後果。

面對國內外經濟情勢諸多不確定性，目前大陸經濟工作仍以「穩增長」為優先，而「穩增長」的工作重點則在於擴大總需求。今年 7 月底，中共中央政治局召開會議，強調「要通過實施適度擴大總需求」，「推進供給側結構性改革」，「努力保持經濟平穩發展」，該項會議對於政策的基調，儘管仍是「積極的財政政策和穩健的貨幣政策」，但由於近期以來貨幣政策的擴張效果極不確定，甚至已呈現邊際效果遞減現象；政治局會議又罕見地提及「抑制資產泡沫」，顯示貨幣政策進一步寬鬆的態度將更謹慎。

大陸央行第二季貨幣政策報告提到，頻繁降準會大量投放流動性，降息也容易強化政策放鬆預期，增加人民幣貶值、資本外流壓力，並導致外匯儲備減少，甚至形成惡性循環，因此，短期內貨幣政策更趨寬鬆的可能性不高，較可能採取積極的財政政策。

擴大總需求的重點在於如何提高企業投資的報酬率，以提升民間投資意願。在政策工具的選擇上，除了放寬投資領域及限制，還需積極協助企業降低經營成本。由於企業稅費負擔高於利息負擔，有專家建議，採用減稅等積極財政刺激措施，效果或將優於降息。不過，受制於已有的減稅措施和財政收支壓力，現階段採取激進減稅的空間不大，較有可能的是從稅制結構調整著手，其中，房產稅改革，企業所得稅減免等是值得關注的領域。

除了減稅措施，實施積極的財政政策還可考慮從增加政府債券發行，提高財政赤字著手。就目前情況來看，未來積極財政政策還有很大空間，譬如，今年大陸財政部有 5 萬億元地方債務置換計畫，目前還有額度可用；此外，今年穩增長專項建設基金規模將達 1.3 萬億元，主要針對重點基礎建設項目，如防洪工程、城市地下綜合管線/道，以及攸關民生的公共支出等，臺商在大陸或可多留意此波擴大內需的商機。

第二節 政策建議

一、對臺商的建議

(一) 改善財務透明度。

大陸臺資企業面臨融資難、融資貴的問題，有部分原因是臺商自己造成的，特別是在財務透明度方面。有很多中小企業或有意或無意，提供的財務報表並不真實，銀行無法掌握臺商經營狀況；同時，臺商平常也不重視與陸資銀行打交道，雙方的互信基礎薄弱。因此，建議臺商應強化財務報表透明度，重視與金融機構往來，增加彼此相互了解，減少企業與金融機構之間的資訊不對稱；同時臺商也應加強財務規劃，尤其是現金流量的規劃與管理。

(二) 臺商應及時掌握大陸最新金融改革開放資訊，並善加運用。

大陸為改善中小企業融資難、融資貴等問題，陸陸續續頒布實施相關政策措施，譬如上海自貿區 22 號文跨境融資規定、58 號文，對臺資企業而言，昆山試驗區昆銀發[2014]34 號文，允許臺商直接從臺灣引進低成本人民幣資金，還有大陸國家開發銀行加強對大陸臺資企業的金融服務支持等；此外，隨著金融改革向前推進，體制障礙逐步鬆綁，對企業融資的服務措施推陳出新，臺商應及時掌握最新資訊，並善加運用。

(三) 掌握大陸經濟情勢變化和宏觀調控政策動向，並完善風險管理機制。

大陸經濟市場化、自由化、國際化程度逐漸提高，經濟波動難以預測，為求經濟穩

定、經濟成長，宏觀調控政策隨時都可能祭出，其中行政手段的調控措施可能形成政策風險，最令人憂心。臺商在大陸經營事業應注意掌握大陸經濟情勢變化、宏觀調控政策動向，並完善風險管理機制。

(四) 大陸股匯市等金融市場波動已進入常態，投資者應嚴肅面對。

近年來大陸股市頻繁大幅波動，人民幣匯率震盪走貶，這個趨勢似未曾減少臺灣民眾投資人民幣的熱情。有專家指出，從收益率與主權評級水準來看，目前人民幣資產是一個不錯的投資選擇，問題是入籃後的人民幣，匯價可能出現更多波動，匯兌風險大增，投資風險逐漸累積的效應絕不能輕忽。譬如，人民幣雙向波動的局面已定，匯兌風險勢必增加；又如，持有人民幣資產之風險，隨著大陸債信風險逐漸升高而增加，國企債務違約事件頻傳呈現的風雨欲來情勢，包括企業、個人和金融機構都應務實且嚴肅面對。必須了解，人民幣的開放過程不可能風平浪靜，為降低波動帶來的衝擊，投資者都應對跨境投資風險務實審慎評估，並建立防火牆。

二、對我政府的政策建議

(一) 政府應重視大陸股市動盪對台商和臺灣經濟、金融造成的影響，並未雨綢繆備妥多套應變的劇本。

大陸股市劇烈波動，投資大陸股市的臺灣股民處境不可能好；同時，市場跌宕起伏，影響大陸金融穩定，勢必不利於大陸臺商企業資金調度，對於投資大陸的金融業者而言，面對的金融風險將大為增加。臺灣的股、匯市，與周邊國家一樣都遭受池魚之殃，出現大幅波動的情形。總之，由於兩岸經貿關係非常密切，對臺灣經濟來說，短期間大陸股市動盪造成的衝擊，包括金融面、產業面、貿易面，絕對比多年來國際金融動盪更加嚴重。

大陸股市動盪造成的影響，國際投資機構認為大陸政府不會坐視不管，甚至相信大陸政府會採取強有力的行政手段穩定股市，也會採取更寬鬆的政策，穩定經濟成長。對臺灣而言，我們不能忽視大陸股市發展帶來的商機，但更不能忽略大陸仍是一個人治色彩濃厚的國度，政府介入市場的風險難以預測，去年股災事件是一件活生生的教材，必須引以為鑑。因此，如果兩岸經濟整合是大勢所趨，臺灣必須有掌握大陸經濟、金融情勢瞬息萬變的能力，更須備妥多套應變的劇本。

(二) 大陸發展多層次資本市場的腳步加快，臺灣資本市場恐有被邊緣化之虞，臺灣必須更大膽的推動改革與開放。

大陸首次公開發行(IPO)去年初快速發展的熱火雖然因 6 月股災被澆熄，但未來在摩根士丹利資本國際公司(MSCI)、富時集團(FTSE)加持，以及「一帶一路」、「亞投行」等大戰略的帶動下，大陸資本市場的魅力不可能消失。今年臺股第八度遭 MSCI 調降權重，兩岸資本市場消長的態勢，對臺灣而言已是一葉知秋，未來大陸如果開放臺灣的企業 IPO，以大陸動輒數十倍的本益比，臺灣勢將面臨更大的挑戰。為避免資本市場被邊緣化，臺灣必須更大膽的推動改革與開放。

(三) 建議政府強化大陸臺商回流機制。

面對大陸投資環境愈來愈不利於臺資企業正常經營，尤其勞工雇用成本節節攀升、市場惡性競爭屢見不鮮、環保要求日益嚴苛。大陸常為了單一事件無限上綱，例如天津危險化學品爆炸案後，全大陸所有的港口都開始對危險化學品嚴格管控，矯枉過正；又如政府對環保問題制定新的規範，抄襲自瑞士等最先進國家的法規，執法嚴格的程度幾乎已變了調，立法和執法都非常嚴格，逼得臺商難以生存。近年來，表示想返回臺灣投資的臺商愈來愈多，希望在臺灣和大陸兩地重新配置資源，進行更有效率的布局，但根據經濟部投資處統計，去年大陸臺商回臺投資僅 44 件，比上個年度減少，臺灣投資環境不能令人滿意，特別是缺工、缺電、缺人才、缺土地與缺水等因素，使導致企業卻步的主要原因。改善投資環境刻不容緩，政府還有很大的努力空間。

臺灣區電機電子公會的調查研究報告指出，希望回臺上市融資的大陸臺資企業，過去七年呈現逐年增加趨勢，顯示大陸臺商回到臺灣資本市場籌資的意願和需求愈來愈強烈，政府應重視這個能夠兼顧發展臺灣資本市場、協助臺商籌資進行全球布局的機會，積極採取行動。其中釐清陸資或臺資企業身分的問題，必須優先處理。部分臺商透過第三地赴大陸投資，在大陸是屬於外資企業，由於這一類企業在臺灣沒有母公司，被經濟部投審會認定是陸資企業，事實上該類企業主要董監事均是臺灣人，主控人也都是臺灣人，有意願回臺灣上市或進行併購投資，卻因為被界定為陸資而無法如願，頗不合情理。建議政府應實質審查，對由臺灣人投資、控股經營的大陸臺資企業，在陸資的認定上能務實從寬。

(四) 大陸資本市場國際化的腳步加快，對臺灣資本市場造成的壓力益增，臺灣必須思考差別化的競爭策略。

大陸 A 股加入 MSCI 新興市場指數，臺灣資本市場被邊緣化的壓力將增加。大陸資本市場就像磁鐵依樣有磁吸作用，臺灣若不走差異化道路，很難與上海這麼大規模的證

券交易所競爭。臺灣股市最大的問題不在本益比太低，而是成交量不大，資金活水不足，難以獲利就吸引不了投資者進入。臺灣資本市場會被邊緣化，是指對於規模大、獲利豐厚(至少 3、4,000 萬人民幣以上)的大企業，臺灣難以與大陸競爭，因此，臺灣應爭取被大陸 A 股拒絕，但獲利不差的中小型企業回臺上市櫃；積極挖角獲利在 1,000 萬人民幣以上的企業，這一群體(包括臺商在內)在大陸境內至少超過 1,000 家。

臺灣證券櫃檯買賣(OTC)的競爭者是「新三板」，但新三板現在尚未成氣候，臺灣的機會很大。惟目前 OTC 對申請上櫃案件的審批作業耗時至少需要 3 年，對申請者的意願造成打擊。建議把前段審查時間縮短，把後面(上市後監察)時間加長，從嚴監察，並給他改過自新的機會。加強事前的要求，例如對外資進來要求承諾，如果審查時間縮短為一個會計年度加上一個觀察期，對企業就會很有吸引力，這就是差異化的策略。

(五) 呼籲及協助臺商誠實透明公布經營績效相關財務資訊。

過去因為避稅及資金移轉因素，實際經營績效與財務報表不符，因此，很難在大陸金融機構取得融資。當前大陸臺商最急需的融資服務項目，主要應是「轉型升級貸款」。臺商之轉型升級，雖經過去幾年努力，但目前成果不彰，主要和廠商缺乏資金有關。2016 年 2 月，國臺辦與大陸國家開發銀行簽署《促進兩岸經濟融合發展合作協議》，根據協議國開行將在三年內，提供大陸百萬臺商轉型升級的融資便利，並支持陸資企業赴臺投資，促成兩岸企業雙向投資、相互持股。

早在 2005 年國臺辦即協調國開行為臺商開設 300 億人民幣額度的專案貸款，但成效不是特別顯著，臺商還是要靠不動產抵押才能貸款，但因兩岸之間資訊無法流通，以財報揭露企業營運概況較不易獲得貸款。目前大陸提供的轉型貸款，政府應協助臺商搭建聯合徵信資訊分享平臺，或者協助建立臺商中小企業信用保證基金，使臺商能充分利用此一機會，運用大陸資金從事產業升級轉型。

(六) 協助臺灣上市企業到大陸發行存託憑證（CDR），協助臺商間接在大陸融資，並可活絡臺灣股市。

大陸股市較為活躍，本益比較高，企業到大陸上市之誘因上升，長期將造成臺灣資本市場的邊緣化。為了留住本土企業，並協助其達成在大陸融資的目的，建議仿效臺灣上市企業赴美國發行存託憑證（ADR）的方式，協助臺灣上市企業赴大陸發行存託憑證（CDR），透過臺灣股市達到大陸募資的目的。由於大陸股市本益比高，臺灣 ADR 顯得

較為便宜，將會為大陸歡迎，價格將高於臺灣市場，反過來也可拉抬相關臺股的價格，有助於臺灣股市的活絡。

(七) 積極發展臺北人民幣離岸市場，成為人民幣境外交易中心。

臺灣銀行業吸收的人民幣存款，迄目前已超過 3,000 憶，但因為受到相關法令的限制，只能透過 OBU 境外金融業務，向大陸臺資企業放貸；至於 DBU 所吸收的人民幣存款，既不能向大陸的臺商放貸，也不能直接投資大陸金融市場，只能轉存於大陸央行授權設在臺灣的清算行。由於缺乏多元的回流管道，也沒有兩岸貨幣互換協議支持，這些優勢只是空架子。臺灣的人民幣資金池存量在大陸境外全球各地僅次於香港，有兩岸緊密的貿易、投資為基礎，有絕佳機會發展成為重要的人民幣境外交易中心。目前兩岸已建立金融監管和貨幣清算機制，發展人民幣離岸市場還差最後一哩路，那就是建立兩岸貨幣互換機制，建議政府積極爭取。

三、建議透過海基海協兩會平台協商，加強兩岸金融合作

(一) 深化兩岸金融合作，發展特色金融。

在上海、深圳、廣州、珠海及海西等自貿區開展融資創新試點：自貿區進行金融制度與經營機制創新，建立由不同所有制的金融主體、各種具有嶄新經營理念的擔保機構，以及運用資訊系統之新的風險控制模式組成的融資平臺，為解決臺資企業融資問題探索一條新道路，也為其他地區臺資企業融資業務發揮示範和借鑒作用。

發展兩岸的特色金融，也就是考慮在某些局部地點、局部區塊推出試點，比如說在昆山，上海、福建、廣東、天津等自貿區的範疇裡面做一些試點，在現階段值得嘗試，因為局部試點，不需通過整個兩岸協調機制，這種單方面的、部門的溝通，具有可行性，未來這些特色金融業務或許可以作為金融滲透和運營整個的突破口。如果說試點效果不錯的話，這種特色金融進一步全面的實施或開放也不是不可能，這可能是解決臺商面臨大陸金融市場大幅波動衍生的金融問題，一個最可行之途徑。

(二) 協助台資中小企業與大陸金融服務機構交流，以及提高財務透明度。

為改善對中小臺企相關資訊的掌握，建議大陸金融服務機構與工商、稅務、海關、公安、外管等部門密切協調，建立資訊共用機制；在另一方面，加強規範中小臺資企業在大陸的經營活動，通過各種方式督促臺資企業建立良好信譽，特別要求中小臺企按法

律規定健全財務賬目、誠信經營、依法納稅，提高盈利能力，遏制和打擊惡意逃廢債、倒閉行為。

(三) 建議大陸加快融資擔保體制建設、設置信用保證基金或建立國家級信用保證機制。

臺灣在中小企業信用擔保上具有豐富的管理和實踐的經驗，可以由政府相關部門領導，借鑒臺灣的經驗，利用臺商協會的資訊，成立臺資擔保公司或合資擔保公司，臺商的參與對於消除企業與金融機構之間信息不對稱問題具有重大意義。兩岸金融合作，或可將信用擔保機構的合作列為優先項目，為臺資中小企業貸款難問題的解決提供有力的支持。

(四) 建議大陸建立專門的「臺資(中小)企業擔保公司」。

股東可以是臺商，也可以是其他個人或政府，資金來源可以是自有資金、臺商協會基金、銀行貸款等，專用於臺資(中小)企業融資擔保或貼息，政府給予政策支持，擔保公司則按市場化運作。重慶、廣東等地由當地政府出資成立臺資企業擔保公司的經驗值得其他地方借鑒，中央應積極採取政策支持推廣至全國。

(五) 鼓勵大陸銀行創新融資方式，開拓中小臺企信貸業務。

例如，融資抵押品除固定資產外，知識產權和穩定現金流如訂單、商品、品牌、應收賬款、存貨、信用證及其項下的買方融資、賣方融資等資產，也可納作抵押，這些抵押品可以直接抵押給銀行，也可以抵押給擔保公司，再由擔保公司向銀行出具保函；允許臺資中小企業聯合起來，打包申請發行集合企業債券，條件成熟的也可申請信託貸款；鼓勵成立更多的金融租賃機構，通過設備租賃，解決臺資企業固定資產投融資問題；鼓勵臺資企業通過產權交易進行融資，政府設置相應的服務機構。

(五) 協助臺資企業在大陸發行各種債券的願望早日實現。

對於融資問題的訴求主要有兩點，第一個就是服貿協議能不能單方面的開放問題，這個問題臺商提到很多，服貿的單方面開放，特別是金融營運方面開放，第二就是希望可以在大陸發行各種債券，臺商認為這兩個方案若能付諸實施，對解決他們融資難、融資貴問題而言，可能是比較立即而直接的方式。前者由於服貿協議仍然卡在立法院，後者從中國大陸的法令來講，直接發行債券好像也滿困難的，在大陸，每個地方發債都有一個額度，且發債一般都偏向一般的地方企業，臺資企業要突破的確不容易。

這兩個訴求需要有「特定政策」支持，也就是無論是服貿協議的單方面開放或是臺資企業在大陸發行各種債券，實際上都是需要上位政策的特殊支持，尤其需要兩岸坐下來談。在目前兩岸關係氣氛欠佳的情勢下，兩岸坐下來談的難度滿高的，有鑑於長期以來臺商對兩岸經濟的貢獻卓著，我們期待兩岸官方應務實考量，共同為解決臺商融資難、融資貴問題付諸心力。

四、對未來研究方向之建議

金融體制改革是大陸全面深化體制改革的重點領域，也是大陸在「十三五」期間將推動的重大改革工程，包含貨幣市場、外匯市場和資本市場等領域，歸納其改革的方向，不外乎是市場化、自由化、國際化等三個層次。本項專案研究較偏重大陸股匯市等金融情勢波動對台商之影響及因應建議，對金融體制改革只做扼要的回顧，供作探討股匯市等金融情勢變動的背景因素，金融體制改革展望的部分談得並不多。簡單來說，本項專案對研究大陸金融相關議題只能算是基礎性的研究，未來可以展開深入研究的議題非常多，金融體制改革推陳出新，譬如互聯網金融、多層次資本市場發展、資本市場國際化、人民幣國際化等議題，都值得進一步深入研究，當然，關於大陸股、匯市波動情勢，金融環境變遷等也都值得深入追蹤研究。

參考文獻

中文部分

一、專書

丁劍平、趙曉菊等，2014。《「走出去」中的人民幣國際化》。北京：中國金融出版社。

王冠群，2016。《人民幣國際化問題研究》。北京：經濟科學出版社。

王國剛主編，2003。《資本帳戶開放與中國金融改革》。北京：社會科學文獻出版社。

呂進中，2006。《中國外匯制度變遷》。北京：中國金融出版社。

孟建華，2006。《中國貨幣政策的選擇與發展》。北京：中國金融出版社。

張禮卿、譚小芬主編，2016。《全球金融治理報告(2015-2016)》。北京：人民出版社。

曹遠征，2013。《人民幣國際化戰略》。海南：學習出版社。

黃仁德，2015。《貨幣大變革：人民幣國際化的商機與挑戰》。臺北：臺灣金融研訓院。

劉光燦、孫魯軍、管濤著，1977。《中國外匯體制與人民幣自由兌換》。北京：中國財政經濟出版社。

戴相龍主編，2004。《領導幹部金融知識讀本》。北京：國金融出版社。

二、期刊

林豐政、謝明翰、陳志鈞，2015/12。〈從中國概念股觀點探討臺灣與大陸股價指數關聯性之研究〉，《兩岸金融季刊》，第 3 卷第 4 期，頁 75-94。

俞世典、陳守東，2001/8。〈主要股票指數的聯動分析〉，《統計研究》，頁 42-46。

凌岩聘，2015/2。〈淺談大陸臺商企業融資管道與模式〉，《海基會兩岸經貿》，278 期。

陳守東、韓廣哲、荊偉，2003/5。〈主要股票市場指數與我國股票市場指數間的協整分析〉，《數量經濟技術經濟研究》，頁 124- 129。

徐有俊、王小霞、賈金金，2010。〈中國股市與國際股市聯動性分析—基於 DCC-GARCH 模型研究〉，《經濟經緯》，第 5 期，頁 124-128。

黃志典，2014/9。〈人民幣國際化的現況、路徑與策略分析〉，《問題與研究》，第 53 卷

第 3 期，頁 19。

董秀良、吳仁水，2008。〈基於 DCC- MGARCH 模型的中國 A、B 股市場相關性及其解釋〉，《中國軟科學》，第 7 期，頁 125-133。

赫鳳杰，2015。〈A 股市場槓桿交易與監督〉，《財經科學》，第 11 期，頁 12。

劉芳榮，2010/4。〈解析對岸多層次資本市場演變及未來發展趨勢〉，《證券櫃檯雙月刊》，第 146 期，頁 41-48。

盧世勳、羅雅萱，2005/8。〈中國大陸匯率機制改革及其影響〉，《國際金融參考資料》，第 51 輯，頁 1-6。

韓非、蕭輝，2005。〈中美股市間的聯動分析〉，《金融研究》，第 11 期，頁 117- 129。

鍾銘泰、張凱君，2015/12。〈從人民幣國際化進程談兩岸金融合作契機〉，《兩岸金融季刊》，第 3 卷第 4 期，頁 153。

三、學位論文

曹曉鈴，2015。《中國股市與國際股市聯動性之研究》。花蓮：國立東華大學財務金融學系碩士論文。

四、研討會論文

廖述賢、蕭培元、周繕緣，2011/6/25。〈資料探勘應用於 ECFA 對兩岸股票市場指數連動性之研究〉，「第 14 屆科際整合管理研討會論文集」。頁 389-403。

五、官方文件

大陸國務院，2014/5。《國務院關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》。

大陸國務院，2016/3。《2016 年兩會政府工作報告》。

大陸國家外匯管理局，2015/2。《2014 年中國跨境資金流動監測報告》。

六、研究計畫

中華經濟研究院，2015。《2015 年對海外投資事業營運狀況調查分析報告》。台北：經濟部投資審議委員會。

林震岩，2015。《104 年度大陸投資環境變遷對臺商經營影響及因應建議之研究》，台北：行政院大陸委員會。

七、網際網路

上海美國商會，2016/1。《2015-2016 年中國商業報告》
www.useit.com.cn/thread-11266-1-1.html。

中國中小企業發展促進中心，2015/10/20，《2015 年全國企業負擔調查評價報告》，
www.miit.gov.cn/n1146285/n1146352/n3054355/.../content.html。

中國企業家調查系統，2015/11。《2015 年中國企業經營者問卷跟蹤調查報告》，
politics.people.com.cn。

中國美國商會，2016/1。《2016 年度中國商務環境調查報告》，
www.bain.com/.../2016_China_Business_Climate_Survey_Report.pdf。

第一財經日報，2016/8/11。〈企業資金“脫實入虛”大調查：錢都去哪兒了〉，
〈www.kf.ha.stats.gov.cn:8081/web/cjyw/.../1456884653678123.htm〉。

臺灣證券交易所，2015/7。《大陸證券市場交易制度》，
www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0003000125.pdf。

鳳凰網財經，2009/2/19。〈王濬智詳解大陸臺商融資操作模式〉，
〈www.finance.ifeng.com〉。

香港交易及結算所有限公司，2016/8/10。《中期業績報告（2016）》，
https://www.hkex.com.hk/chi/exchange/invest/finance/2016/documents/160822_2QR_C.pdf。

BBC 中文網，2015/10/9。〈英媒：人民幣挑戰美元中國邁出一大步〉，
〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/press_review/2015/10/151009_press_review〉

BBC 中文網，2015/8/11。〈專家解析：人民幣匯率創紀錄下跌的背後〉，
〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/china/2015/08/150811_ana_china_rmb_rate〉。

BBC 中文網，2015/8/19。〈透視中國：人民幣貶值震動全球經濟？〉，
〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/indepth/2015/08/190819_focusonchina_rmb〉。

BBC 中文網，2015/8/20。〈大家談中國：人民幣的操控性貶值〉，

〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/comments_on_china/2015/08/150820_coc_renminbi〉。

FT 中文網，2016/1/25。〈人民幣國際化進程因何受限？〉，〈http://big5.ftchinese.com/story/001065906?page=1〉。

FT 中文網，2016/1/15。〈FT 社評：人民幣困境在於資本外逃〉，〈http://big5.ftchinese.com/story/001065760#adchannelID=1104〉。

中央社，2016/1/25。〈陸資本加速外流 2015 年估破兆美元〉，〈http://udn.com/news/story/4/1466087-%E9%99%B8%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%8A%A0%E9%80%9F%E5%A4%96%E6%B5%81-2015%E5%B9%B4%E4%BC%B0%E7%A0%B4%E5%85%86%E7%BE%8E%E5%85%83〉。

中新社，2015/10。〈中國債券市場發展三趨勢及影響〉，〈big5.chinanews.com/gate/big5/www.hkcna.hk/content/2015/1011/405210.shtml〉

工商時報，2015/2/15。〈探究大陸資金外流現象的底細〉，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20150215000014-260202〉。

工商時報，2016/8/11。〈人民幣 811 匯改周年的回顧與展望〉，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20160811000019-260202〉。

日經中文網，2015/11/20。〈流出中國的資金去了哪兒？〉，〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/16991-20151120.html〉。

明報新聞網，2015/12/30。〈「811」匯改引發大風波〉，〈http://news.mingpao.com/pns/dailynews/web_tc/article/20151230/s00004/1451412013937〉。

多維新聞網，2016/3/9。〈中國改革：一場與資本套利的『賽跑』〉，〈http://opinion.dwnews.com/big5/news/2016-03-09/59723973.html〉

金融時報，2016/4/28。〈英國成為第二大離岸人民幣清算中心〉，〈http://www.ftchinese.com/story/001067319〉。

旺報，2015/2/12。〈陸今年外逃資金 估達 1 兆美元〉，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20150212000957-260301〉。

格上理財，2016/8。〈中國信託業全景〉，〈www.licai.com/zhuanti/xtqj.html〉。

華爾街日報，2009/3/23。〈周小川：關於改革國際貨幣體系的思考〉，
〈http://chinese.wsj.com/gb/20090323/bch195226.asp〉

華爾街日報，2010/1/20。〈渣打銀行：人民幣 - 平靜中暗流湧動〉，黃捷、何敬熹，2016/8。
〈中國證券市場未走入國際 3 大難題未解決〉，〈www.hk01.com〉。

紐約時報中文網，2015/8/12。〈一箭雙鵰：中國為什麼讓人民幣貶值〉，
〈http://cn.nytimes.com/business/20150812/c12up-china/zh-hant/〉。

紐約時報，2015/8/14。〈人民幣貶值，打響新一輪貨幣戰爭〉，
〈http://cn.nytimes.com/business/20150814/c14db-currency/zh-hant/〉。

紐約時報，2015/8/13。〈人民幣貶值顯示中國經濟下行壓力增加〉，
〈http://cn.nytimes.com/business/20150813/c13chinaecon/zh-hant/〉。

紐約時報，2016/1/11。〈人民幣貶值潛在連鎖反應令人擔憂〉，
〈http://cn.nytimes.com/business/20160111/c11db-currencies/zh-hant/〉。

紐約時報，2016/1/7。〈人民幣繼續貶值，股市暴跌再熔斷〉，
〈http://cn.nytimes.com/business/20160107/c07db-markets/zh-hant/〉。

紐約時報，2015/8/12。〈人民幣繼續大幅貶值，亞洲市場震動〉，
〈http://cn.nytimes.com/business/20150812/cc12yuan/zh-hant/〉。

痞客邦，2013/11。〈臺商融資模式決策與新視野〉，
〈ldobu2011.pixnet.net/.../101729463-%5B〉。

壹讀網，2016/6。〈A 股若被納入 MSCI 指數會發生什麼?〉，
〈https://read01.com/JzmJeB.html〉。

壹讀網，2016/5/25。〈打破剛性兌付有助債券市場浴火重生〉，
〈https://read01.com/EG8Ro6.html〉。

鉅亨網，2016/6/11。〈美國首獲 2500 億元 RQFII 額度 試點地區擴大至 17 個〉，
〈http://news.cnyes.com/Content/20160611/2016061115001200096503 5.shtml〉。

新浪財經，2016/7/24。〈人民幣國際化報告:人民幣或將成全球第三大貨幣〉，
〈finance.sina.com.cn/meeting/2016-07-24/doc-ifxuhukv7365137.shtml〉。

大越匡洋，2015/8/14。〈中國式匯率市場化能否貨真價實〉，《日經中文網》，〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/15703-20150814.html〉。

王維丹，2016/1/25。〈BIS 報告：全球外匯交易額增至 5.3 萬億美元 人民幣首次躋身十大交易貨幣〉，《華爾街見聞》，〈http://wallstreetcn.com/node/55644〉。

巴曙松，2016/4。〈跨越『中等收入陷阱』需要金融改革新突破〉，《參考消息》，〈http://www.cankaoxiaoxi.com/china/20160415/1129229.shtml〉。

吳筱涵，2014/4。〈臺資企業在大陸融資新渠道 新三板〉，〈https://pochung12.wordpress.com/2014/04/.../〉。

李書良，2016/10/1。〈拆資本管制防火牆？意見兩極〉，《工商時報》，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20161001000053-260202〉。

林則宏，2009/9/23。〈大陸嚴防資金大量流出，外匯管理局：也要防止資金集中流入〉，《經濟日報》，〈http://www.bags.org.tw/news/news01.php?doaction=VIEW&ID=1570〉。

林殿唯，2013/9/7。〈人民幣擠進全球十大貨幣〉，《工商時報》，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20130907000055-260202〉。

林建山，2015/11/12。〈大陸資本外流真的洶湧嗎？〉，《旺報》，〈http://news.cnyes.com/news/id/191656〉。

洪永沛，2005/7。〈臺商在大陸的融資策略〉，〈www.cnfi.org.tw/cnfi/ssnb/154-427-23.htm〉。

胡偉俊，2016/1/28。〈人民幣貶值五大弊端〉，《FT 中文網》，〈http://big5.ftchinese.com/story/001065959?full=y〉。

原田逸策，2016/9/8。〈8 月底中國外匯儲備減幅擴大〉，《日經中文網》，〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/21385-20160908.html〉。

高靜，2015/12/17。〈分析：美聯儲加息對中國經濟的影響〉，《大紀元》，〈http://www.epochtimes.com/b5/15/12/17/n4598274.htm〉。

孫慶龍，2016/1/7。〈人民幣重貶 對台灣三大負面影響〉，《鉅亨網》，〈http://mag.cnyes.com/Content/20160107/09b0c81a0a87402d861fc9067e931e95_1.shtml〉

陳功，2015/8/31。〈人民幣貶值比樓市債市更危險 存八大隱患〉，《鉅亨網》，〈http://news.cnyes.com/news/id/2176070〉。

陳碧芬，2016/1/9。〈臺離岸人民幣中心 後繼乏力〉，《中時電子報》，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20160109000097-260205〉莊蕎安，2016/8。〈何謂 F 股？〉，〈www.dgnet.com.tw/articleview.php?article_id=24225&issue_id=4794〉。

張明，2015/7/30。〈中國匯改十年的成就與缺憾〉，《FT 中文網》，〈http://big5.ftchinese.com/story/001063242?full=y〉

張斌，2016/8/3。〈打破貶值預期需要進一步匯改〉，《FT 中文網》，〈http://www.chinatimes.com/newspapers/20160811000019-260202http://big5.ftchinese.com/story/001068739?full=y〉。

張志超，2015/12/21。〈點評中國：中國應如何應對美國升息的影響〉，《BBC 中文網》，〈http://www.bbc.com/zhongwen/trad/business/2015/12/151221_cr_deal_wirh_us_raise_rate〉。

張勇祥，2016/8/3。〈中國開始「封堵」資本外流？〉，《日經中文網》，〈http://zh.cn.nikkei.com/china/cfinancial/20824-20160803.html〉。

楊芙宜，2015/8/13。〈中國輸出通縮 完美風暴襲全球〉，《自由時報》，〈http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/906330〉。

楊智超，2015/9/17。〈Fed 若 9 月升息 新興市場可能承受何種衝擊？〉，《鉅亨網》，〈http://news.cnyes.com/news/id/191656〉。

黃文濤，2016/10/12。「國際化視角下的人民幣匯率問題」，《中信建投》，〈http://bond.jrj.com.cn/2016/10/12091421558008.shtml〉。

溫信祥、徐昕，2015/9/28。〈人民幣國際化的全新歷史時期〉，《中國共產黨新聞網》，〈http://theory.people.com.cn/BIG5/n/2015/0928/c388580-27643522.html〉。

董登新，2016/7/6。〈離岸市場是人民幣國際化新引擎〉，《鉅亨網》。〈http://news.cnyes.com/Content/20160706/2016070610002100002334 7.shtml〉

董登新，2016/7/6。〈離岸市場是人民幣國際化新引擎〉，《鉅亨網》，

〈http://news.cnyes.com/Content/20160706/20160706100021000023347.shtml〉

潘英麗，〈人民幣匯改五大原則〉，《FT 中文網》，2015 年 8 月 5 日，〈http://big5.ftchinese.com/story/001063322?full=y〉。

潘功勝，2016/4。〈中國債券市場的改革與發展〉，《中國社會科學網》，〈http://edu.cssn.cn/glx/glx_gldt/201604/t20160412_2963455.shtml〉

盧俊偉，2015/10/12。〈811 匯改實施的原因探析〉，《自由評論網》，〈http://talk.ltn.com.tw/article/breakingnews/1472938〉。

劉煥彥，2009/3/21。〈官方大賣美元，人民幣趨貶〉，《香港經濟日報》，〈https://tw.aboluowang.com/2009/0322/123731.html〉。

劉翔航，2015/8/20。〈美銀美林：人民幣貶值 留意 1997 年亞幣危機重現〉，《鉅亨網》，〈http://news.cnyes.com/news/id/653663〉。

蔡浩，2015/8/17。〈人民幣貶值會對金融市場產生什麼影響？〉，《FT 中文網》，〈http://big5.ftchinese.com/story/001063513?full=y〉

蔡佑駿，2015/3/25。〈升息在即，美國經濟強力復甦中〉，《北美智權報》，〈http://www.naipo.com/Portals/1/web_tw/Knowledge_Center/Editorial/publish-244.htm〉。

譚海鳴，2016/1/1。「國際主要貨幣匯率：曲線隱藏的故事」，《壹讀網》，〈https://read01.com/adn4zR.htm〉。

韓化宇、劉德宜、戴瑞芬 F 股大探索/第一上市企業臺商占八成」，2015 年 12 月 3 日，經濟日報。〈http://money.udn.com/money/story/5603/1353251〉

英文部分

Huang B. N., C. W. Yang, and J.W. S. Hu, (2000), “Causality and cointegration of stock markets among the United States, Japan, and the South China Growth Triangle”, *International Review of Financial Analysis*, 9(3):281-297.

Beine, M., & Candelon, B. (2011). “Liberalisation and stock market co-movement between emerging economies”, *Quantitative Finance*, Vol. 11, No. 2, pp. 299–312.