



滬港通，通什麼？

文·葉銀華

自從11月17日滬港通之後，除首日滬股通（從香港購買上海證交所指定的股票）相當熱絡、有用掉每日130億人民幣額度外，接下來就有趨於冷掉的現象，第一周成交金額為252億，共使用一周總額度的38.8%。而港股通（從上海購買香港證交所指定的股票）更是冷清，相對每日105億人民幣額度，第一周成交金額為38.7億，僅使用一周總額度的7.4%。雖然11月24日有大陸人民銀行降息的刺激，滬港通有回溫，但隔日又趨於冷清。為何滬港通自開通後的交易狀況，相對原先預期差距那麼大？

滬港通如同在上海、香港股市之間架了一道橋樑，原先怕兩地一開通，車子會爭先恐後上橋，還限制上橋的車輛數目與車速，孰知上橋的車輛數目不如原先多、車速也不快，甚至南下的車輛更少。

滬股通是以已經在香港的人民幣購買上海股市指定的股票（總共568檔A股），他日在賣掉股票的人民幣不能留在上海，須馬上匯回香港。港股通則是投資人先把人民幣換成港元才能購買香港股市指定的股票（總共226檔港股），他日在賣掉股票取得的港元必須兌換成人民幣並匯回上海，錢不能流出上海；而且參與港股通的個人投資者帳戶餘額至少要有50萬人民幣。

為何滬股通會比港股通交易量高？從國際股市研究來看，各國投資人會傾向持有自己國家的股票，而相對不會藉由投資國際股市來分散風險，此現象稱為母國誤差。香港股市的投資人是機構投資者為主，相對而言，原本母國誤差就較上海股市投資人低；而上海股市投資人大部分是個人投資人，因此母國誤差較嚴重，自然港股通成交量相當低。香港交易所認為港股通交易冷清的原因：短期套利機會缺乏、大陸機構投資者還未進場、50萬元人民幣資產的投資門檻太高、大陸投資人對香港市場的熟悉度還不夠。

另一方面，為何滬股通的交易量未如預期？滬股通最大的特點是在目前大陸資本管制下，給予香港離岸人民幣市場之新的投資用途，等同在原先大陸核准給香港的合格專業投資機構（RQFII）2700億額度下，外加滬股通的3000億。而且，順著本次的開放，解開香港個人每日兌換二萬元人民幣的限制，有利於離岸人民幣市場的發展。但是，滬股通最根本的問題是大陸A股是否值得投資？目前許多主要國家的股價指數，已經接近甚至超過2008年金融海嘯前，但大陸A股市場卻非如此，可見大陸股市本身仍有許多問題未解決。再者，未來大陸經濟成長持續趨緩下，或許又降低外國投資人購買A股的意願。

當然滬港通的成效還須時間觀察，以目前交易量與發展狀況，滬港通對台灣股市資金之磁吸與挪移現象並不明顯。然而，滬港通與配套措施卻有利於香港離岸人民幣市場的發展，而台灣卻連RQFII 1000億額度因載入服貿協議而延宕，更不用提新的人民幣運用管道，使得台灣空有3000億人民幣存款，而人民幣相關交易金額卻很少。

再者，以大陸的規劃，隨著資本帳的開放與人民幣國際化的開展，有可能摩根史坦利公司會將大陸股市編入相關國際指數，而且所佔指數比重會逐漸增加，屆時就可能對台灣股市外資產生磁吸與資金挪移的負面影響。「人無遠慮必有近憂」，值得我們注意。

葉銀華教授小檔案

國立台灣大學商學博士，主修財務金融。曾任行政院金管會專任委員、行政院改革公司治理專案小組委員、中國時報財經漫談專欄主筆人、經濟日報名家觀點主筆人、日本一橋大學經濟制度研究中心客座教授、香港科技大學公司治理研究中心訪問學者、台灣大學財務金融系兼任教授、輔仁大學金融所與貿金系教授、台灣證券交易所常駐監察人、證券櫃檯買賣中心監察人、投資人保護中心董事、保險安定基金董事。現任國立交通大學財務金融研究所教授。

