

專題報告



臺灣資本市場引進雙幣雙股
發行制度之可行性



S - F - I

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

中華民國 103 年 10 月



S-F-I

專題研究資訊

研究名稱	臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度之可行性
研究性質	<input checked="" type="checkbox"/> 自提研究案 <input type="checkbox"/> 委託研究案 <input type="checkbox"/> 受託研究案
研究單位	財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會
研究人員	簡淑芬
研究期間	2014年 01 月 01 日 至 2014 年 10 月 31 日

摘要

參酌香港與新加坡資本市場發展人民幣商品之經驗，我國在尚未取得 RQFII 額度之前，人民幣股票為較可能發展之人民幣商品。且考量國內人民幣資金流量以及投資人的交易習性，若僅發行單幣單股的人民幣股票，可能影響股票的流動性。因此，推出雙幣雙股模式的人民幣股票相對較為可行。

臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度，在法規制度的修訂，以及資訊系統的建置應屬可行，且配合臺灣證券交易所研擬推出之雙幣別 ETF 商品，額外建置的成本亦不高。加上發行人與投資人對於雙幣雙股商品皆有需求，若能克服人民幣資金回流，以及人民幣資金流量不足等問題，相信可以提高發行人的發行意願，以及投資人的投資意願，有助於未來雙幣雙股制度的推動。



S-F-I

目 錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法與範圍.....	2
第二章 香港資本市場發展人民幣商品之探討	6
第一節 香港人民幣離岸市場發展歷程與現況.....	6
第二節 香港資本市場人民幣商品發展現況.....	13
第三節 香港資本市場雙幣別商品發展制度與現況.....	29
第四節 香港雙幣雙股制度與現況.....	36
第三章 新加坡資本市場發展人民幣商品之探討	54
第一節 新加坡人民幣離岸市場發展歷程與現況.....	54
第二節 新加坡資本市場人民幣商品發展現況.....	58
第三節 新加坡資本市場雙幣別商品發展制度與現況.....	61
第四節 新加坡雙幣雙股制度與現況.....	66
第四章 臺灣資本市場發展雙幣別商品之探討	72
第一節 臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃.....	72
第二節 引進雙幣雙股發行制度之可行性分析.....	86
第三節 引進雙幣雙股發行制度之配套措施.....	95
第五章 結論與建議	102
參考資料	110
附錄：「臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度之可行性」座談會會議紀錄	115

圖目錄

圖 1-1: 研究流程圖.....	4
圖 2-1: 香港經營人民幣銀行業務的認可機構家數.....	9
圖 2-2: 香港人民幣存款變動圖.....	11
圖 2-3: 香港人民幣債券發行量.....	19
圖 2-4: 「人證港幣交易通」運作流程.....	31
圖 2-5: 「雙櫃檯」模式交易機制.....	32
圖 2-6: 「雙幣雙股」交易機制.....	37
圖 2-7: 「單幣單股」人民幣 IPO 架構.....	39
圖 2-8: 「雙幣單股」人民幣 IPO 架構.....	41
圖 2-9: 「雙幣雙股」IPO 架構一.....	44
圖 2-10: 「雙幣雙股」IPO 架構二.....	45
圖 4-1: 臺灣人民幣存款餘額統計圖.....	76
圖 4-2: 香港資本市場人民幣商品發展進程.....	81
圖 4-3: 證券商受託買賣外國有價證券交易金額.....	92
圖 4-4: 證券商受託買賣外國有價證券委託人開戶數.....	93

The logo consists of the letters 'S', 'F', and 'I' in a bold, white, sans-serif font, separated by hyphens. The entire logo is set against a dark grey rectangular background.

表目錄

表 2-1: 香港發展人民幣離岸市場之重要歷程.....	7
表 2-2: 香港人民幣存款統計表.....	10
表 2-3: 香港資本市場人民幣商品重要發展歷程.....	16
表 2-4: 香港證監會認可之人民幣投資商品.....	17
表 2-5: 香港交易所人民幣證券產品成交金額.....	18
表 2-6: 香港上市之人民幣商品 ETF 統計表.....	23
表 2-7: 香港上市之 RQFII A 股 ETF 統計表.....	24
表 2-8: 香港上市之人民幣債券 ETF 統計表.....	26
表 2-9: 香港交易所人民幣權證統計表.....	27
表 2-10: 香港交易所人民幣貨幣期貨交易統計表.....	29
表 2-11: 2013 年香港交易所「雙櫃檯」證券交易情形.....	35
表 2-12: 香港人民幣股票上市模式比較.....	38
表 2-13: 合和公路基建雙幣股份首日上市交易情形.....	52
表 2-14: 合和公路基建雙幣股份近期交易情形.....	53
表 3-1: 新加坡發展人民幣離岸市場之重要歷程.....	57
表 3-2: 新加坡人民幣存款餘額統計表.....	58
表 3-3: 新加坡資本市場雙幣別商品發展歷程.....	63
表 3-4: 新加坡交易所雙幣別商品發展現況.....	66
表 3-5: 揚子江船業雙幣股份首日上市交易情形.....	69
表 3-6: 揚子江船業採取「雙幣雙股」模式前後之成交量比較.....	70
表 3-7: 揚子江船業雙幣股份近期交易情形.....	71
表 4-1: 臺灣發展人民幣離岸市場之重要歷程.....	74
表 4-2: 臺灣人民幣存款餘額統計表.....	75
表 4-3: 臺灣人民幣匯款總額統計表.....	77
表 4-4: 透過清算行辦理之人民幣結算總額統計表.....	78

表 4-5: 港、星、臺資本市場人民幣商品比較表.....	82
表 4-6: 臺、港、星人民幣兌換規範.....	88
表 4-7: 香港交易所現貨市場成交金額投資者類別分布.....	89
表 4-8: 國內上市櫃公司2014年第2季大陸投資情形.....	90
表 4-9: 證券商受託買賣外國有價證券商品結構統計表.....	94
表 4-10: 證券商受託買賣外國股票市場別統計表.....	95
表 4-11: 香港與新加坡雙幣雙股制度比較表.....	97
表 4-12: 臺、港、星人民幣資金回流機制.....	101
表 5-1: 臺灣資本市場人民幣商品發展規劃.....	104
表 5-2: 臺灣資本市場推出雙幣雙股之可行性分析與配套措施.....	108



第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

我國中央銀行於 2013 年 1 月修訂「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，開放外匯指定銀行 (DBU) 辦理人民幣業務；同年 2 月 6 日外匯指定銀行 (DBU) 正式開辦該項業務。經中央銀行統計首日辦理之人民幣存款金額達 13 億人民幣，2 月底外匯指定銀行 (DBU) 人民幣存款約 96.3 億人民幣。截至 2014 年 9 月底外匯指定銀行 (DBU) 及國際金融業務分行 (OBU) 辦理人民幣業務家數分別有 67 家及 59 家，其中外匯指定銀行 (DBU) 人民幣存款達到 2,482.13 億人民幣；若加計國際金融業務分行 (OBU) 的人民幣存款 522.16 億人民幣，則國內銀行辦理人民幣存款餘額已超過 3,000 億人民幣，達 3,004.29 億人民幣。

目前我國人民幣存款之金額居各外幣存款之第 2 位，僅次於美元存款，高於日圓與歐元存款。國內的人民幣存款金額激增，實有必要推出更多人民幣相關金融產品，增加人民幣的去化管道，否則無法提高銀行或民間持續吸收人民幣的誘因，長期觀之將不利我國發展人民幣離岸中心。惟就目前我國辦理人民幣業務現況，國內去化人民幣的管道不如香港多元與暢通，銀行吸收人民幣後，資金的去化主係拆借給同業或回存人民幣清算行，以賺取微薄的利息，或是購買香港 ETF、人民幣債券以及進行放款等。反觀香港已推出的人民幣商品，主要包括人民幣存款、點心債、人民幣基金、人民幣 REITs、人民幣 ETF、RQFII (人民幣合格境外機構投資者) 基金、RQFII ETF 以及人民幣股票等。

另新加坡發展人民幣離岸市場的時程不如香港，資本市場的人民幣商品亦不如香港多元，惟新加坡已於 2013 年 8 月推出人民幣股票，並於 2013 年 10 月取得 RQFII 額度，絕對有助於新加坡未來人民幣商品的發展。

若進一步分析香港與新加坡資本市場皆已推出之人民幣商品，而臺灣資本市場尚未推出者就屬人民幣股票商品，且香港與新加坡皆係採取雙貨幣交易，亦值得我國參考與借鏡。香港交易所於 2012 年 10 月推出兩類雙幣別（港幣與人民幣）商品，分別為 10 月 12 日推出的嘉實 MSCI 中國 A 股指數 ETF，為首檔雙櫃檯上市的 RQFII ETF，以及於 10 月 29 日推出全球首檔人民幣、港幣同時掛牌的「雙幣雙股」股票合和公路基建，增加境外人民幣回流中國大陸的管道，也鞏固香港人民幣離岸中心的地位。另新加坡於 2013 年 5 月正式啟動人民幣清算業務後，首檔以人民幣、新幣計價股票揚子江船業，於同年 8 月 5 日正式在新加坡交易所掛牌交易，令新加坡成為香港以外第二個提供人民幣有關的雙幣股份買賣市場。

因此，本研究擬參考香港與新加坡發展人民幣商品、雙幣別商品以及推動雙幣雙股發行制度之經驗，探討於臺灣資本市場發展人民幣商品之階段進程，以及引進針對臺幣與人民幣設計之雙幣雙股制度的可行性，以作為主管機關未來引進相關制度之參考。

第二節 研究方法與範圍

壹、研究方法

- 一、文獻探討：蒐集國內外相關書籍、期刊、報導，針對香港與新加坡發展人民幣商品、雙幣別商品以及推動雙幣雙股發行制度

之背景與現況進行歸納、分析與探討。

二、召開產官學座談會：配合本研究之主題與範圍，於 2014 年 8 月 22 日召開「臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度之可行性」座談會，邀請相關領域之學者、業者以及主管機關參與座談，針對以下議題進行研討：

議題一：臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃？

議題二：臺灣引進雙幣雙股制度之可行性為何？可能衍生的問題為何？

議題三：配合雙幣雙股制度的推動應修改之法規為何？相關配套措施為何？

期能透過各界意見之反應與溝通，瞭解我國資本市場發展人民幣商品之階段進程以及引進雙幣雙股制度之可行性、可能衍生之問題與相關配套措施，以減低新制度所產生之衝擊（座談會會議紀錄請參見附錄）。

The logo consists of the letters 'S', 'F', and 'I' in a bold, sans-serif font, separated by hyphens. The letters are white and set against a dark grey rectangular background.

三、研究流程：本研究計畫之研究流程請參見下圖。

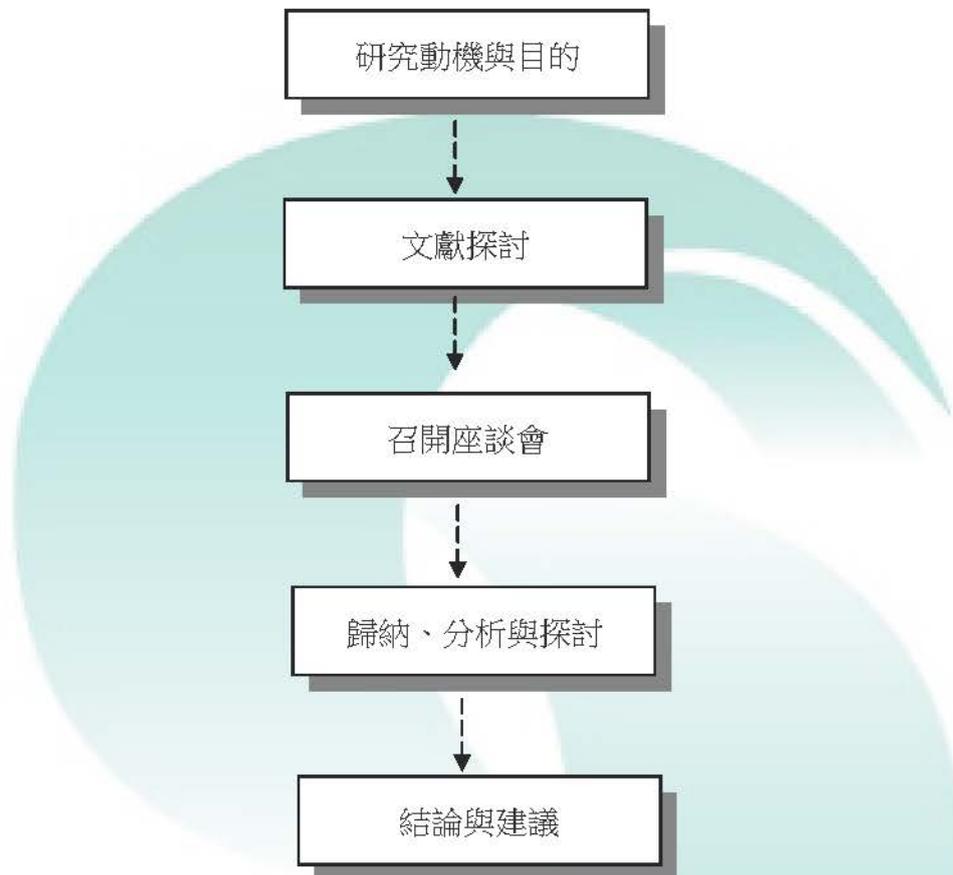


圖 1-1：研究流程圖

貳、研究範圍

本研究報告共分為五章，茲將各章內容簡要說明如下：

第一章：包括研究動機與目的，以及研究方法與界定本研究之範圍。

第二章：探討香港資本市場人民幣商品之發展，包括香港人民幣離岸市場發展歷程與現況、香港資本市場人民幣商品發展現況、香港資本市場雙幣別商品發展制度與現況以及香港雙幣雙股制度與現況等。

第三章：探討新加坡資本市場人民幣商品之發展，包括新加坡人民幣離岸市場發展歷程與現況、新加坡資本市場人民幣商品發展現況、新加坡資本市場雙幣別商品發展制度與現況以及新加坡雙幣雙股制度與現況等。

第四章：探討臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃，以及分別從法規制度，包括發行交易制度與人民幣資金流量兩方面，以及從發行人與投資人的角度分析，探討引進雙幣雙股發行制度之可行性，並提出引進雙幣雙股發行制度之配套措施等。

第五章：本章為本研究報告之結論與建議。



第二章 香港資本市場發展人民幣商品之探討

香港是全球最大的人民幣離岸中心，人民幣商品系列也相對較為完整。本章擬探討香港資本市場人民幣商品之發展，包括香港人民幣離岸市場發展歷程與現況、香港資本市場人民幣商品發展現況、香港資本市場雙幣別商品發展制度與現況以及香港雙幣雙股制度與現況等。

第一節 香港人民幣離岸市場發展歷程與現況

壹、香港人民幣離岸市場發展歷程

人民幣離岸市場是指在中國大陸境外開展人民幣相關業務的市場，香港可謂發展人民幣離岸市場之先驅。2003年11月起，中國人民銀行在香港提供人民幣清算業務；2004年1月1日「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」正式實施，香港銀行開始為香港居民提供個人人民幣服務，包括存款、兌換、信用卡和匯款等服務，開創人民幣離岸使用的先河。

2007年1月10日中國國務院宣布，允許中國大陸金融機構經批准得在香港發行人民幣債券；同年中國國家開發銀行宣布於6月27日至7月6日在香港發行50億元人民幣債券，銷售對象為機構和個人投資者，期限2年，票面年利率為3%，此為在香港發行的首筆人民幣債券¹。

2009年7月中國大陸開始人民幣跨境貿易結算試點，為境外人

¹ 參閱中國國家開發銀行網頁，<http://www.cdb.com.cn/web/NewsInfo.asp?NewsId=2109>，瀏覽日期：2014年2月25日。

人民幣業務的發展奠定市場基礎；2010年8月允許符合條件的境外機構以人民幣投資中國大陸國內銀行間債券市場，拓寬人民幣迴流渠道；2011年1月「境外直接投資人民幣結算試點管理辦法」發布，允許試點境內企業以人民幣開展境外直接投資，進一步放寬人民幣境外使用的管道²。2011年8月，中國大陸跨境貿易人民幣結算試點進一步擴展至全國各地。2011年12月，中國大陸公布人民幣合格境外機構投資者（RQFII）境內證券投資試點辦法。2012年12月，中國大陸公布「前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法」，在前海註冊及經營或投資的企業可從香港銀行借入人民幣資金。將香港發展人民幣離岸市場之重要歷程，彙整列示於表 2-1。

表 2-1：香港發展人民幣離岸市場之重要歷程

時間	事件
2003年11月	中國人民銀行在香港提供人民幣清算業務。
2004年1月	香港的本地銀行可向香港居民提供個人人民幣服務，包括存款、兌換、信用卡和匯款等服務。
2007年6-7月	中國大陸金融機構（中國國家開發銀行）首次在香港發行人民幣債券。
2009年1月	中國人民銀行與香港金融管理局簽署貨幣互換協議，實施有效期為3年，所提供的流動性支持規模為2,000億元人民幣/2,270億港幣。
2009年7月	中國大陸開展跨境貿易人民幣結算試點，在上海市和廣東省廣州、深圳、珠海、東莞4城市先行開展跨境貿易人民幣結算試點工作，境外地域範圍包括港澳地區和東盟國家。
2009年9月	中國大陸財政部首次在香港發行人民幣國債。
2010年2月	香港金融管理局向認可機構發出通告，簡化跨境貿易人民幣結算的運作安排。
2010年6月	中國大陸擴大跨境貿易人民幣結算試點的地域範圍至中國20個省市。
2010年7月	修訂「香港銀行人民幣業務的清算協議」，開放機構客戶可開立人民幣存款帳戶，取消企業兌換人民幣之上限；香港的個人和企業間可以透過銀行進行人民幣資金的自由支付和轉帳。

² 參閱「人民幣離岸市場」，

http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%B8%81%E7%A6%BB%E5%B2%B8%E5%B8%82%E5%9C%BA#_note-0，瀏覽日期：2014年2月25日。

2010年8月	1. 允許人民幣業務清算行等境外合資格機構以人民幣投資中國大陸銀行間債券市場。 2. 境外機構（麥當勞）首次在香港發行人民幣債券。
2010年11月	人民幣國債透過債務工具中央結算系統（Central Moneymarkets Unit，簡稱CMU） ³ 發行。
2010年12月	中國大陸可以使用人民幣結算出口貨物貿易的企業數目，由365間增加184倍至67,359間。
2011年1月	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」，允許中國大陸企業可以使用人民幣進行境外直接投資，香港銀行可為這些投資活動提供人民幣資金。
2011年8月	中國大陸跨境貿易人民幣結算試點進一步擴展至全國各地。
2011年10月	中國人民銀行發布「外商直接投資人民幣結算業務管理辦法」，允許外地企業以人民幣在中國大陸進行直接投資。
2011年11月	中國人民銀行與香港金融管理局續簽為期3年的貨幣互換協議，互換規模擴大至4,000億元人民幣／4,900億元港幣。
2011年12月	1. 中國大陸公布人民幣合格境外機構投資者（RQFII）境內證券投資試點辦法。 2. 中國大陸首家非金融機構（寶鋼）赴香港發行人民幣債券。
2012年3月	中國大陸跨境貿易人民幣結算試點計畫正規化並涵蓋中國大陸所有公司。
2012年6月	香港金融管理局為人民幣業務參加行提供人民幣流動資金安排。
2012年8月	香港銀行可為非香港居民的個人客戶提供人民幣服務。
2012年12月	中國大陸公布「前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法」，在前海註冊及經營或投資的企業可從香港銀行借入人民幣資金。

資料來源：香港金融管理局網站（<http://www.hkma.gov.hk>）、中國人民銀行（<http://www.pbc.gov.cn>）以及香港交易所（http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2012/documents/1209112news_c.pdf），本研究整理。

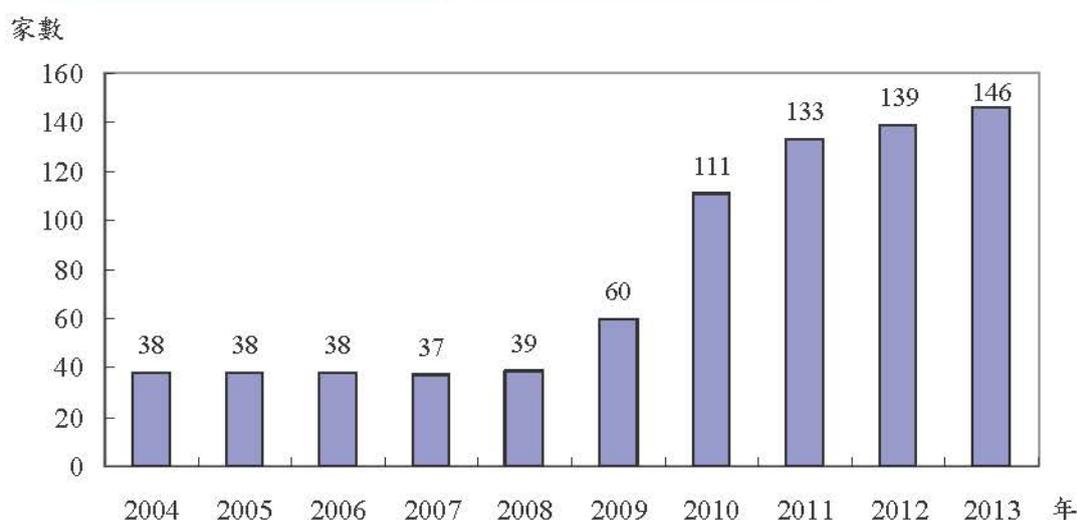
貳、香港人民幣離岸市場發展現況

香港人民幣業務於2004年開展，最初的範圍主要涵蓋個人銀行業務，包括存款、兌換、匯款、簽帳卡與信用卡，以及支票付款。自2007年起，中國大陸金融機構陸續在香港發行人民幣債券，而發行債券的主體逐漸擴展至國家財政部、香港銀行在中國大陸的附屬公司、香港本地與跨國公司，以及國際金融機構。與此同時，跨境貿易

³ 債務工具中央結算系統（Central Moneymarkets Unit）係由香港金融管理局負責操作的結算系統，為外匯基金票據及債券、香港特別行政區政府債券及公營與私營機構發行的債務證券提供電腦化的結算、交割及託管服務。

人民幣結算試點在 2009 年推出，並於 2010 年進一步擴大，促進香港離岸人民幣業務的發展。隨著陸續的政策推動，香港銀行及其他金融機構目前已提供全面的人民幣服務，包括存款、兌換、匯款、貿易融資及財富管理等。為配合人民幣業務的運作，香港的人民幣交割系統在 2007 年 6 月亦提升為人民幣即時支付結算系統。

香港自 2004 年開展人民幣業務起，截至當年底經營人民幣銀行業務的認可機構計 38 家，至 2013 年底止，已增加為 146 家，將歷年來香港經營人民幣銀行業務的認可機構家數變動趨勢以圖 2-1 表示，並針對香港銀行業辦理人民幣業務現況分別說明如下⁴：



資料來源：香港金融管理局

圖 2-1：香港經營人民幣銀行業務的認可機構家數

一、人民幣存款帳戶

自 2004 年 1 月起，香港的本地銀行可為持有香港居民身分證的香港居民開設人民幣存款帳戶；2010 年 7 月開放機構客戶可開立人民幣存款帳戶；2012 年 8 月香港銀行可為非香港居民的個人客戶提

⁴ 參閱香港金融管理局網站，<http://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/international-financial-centre/renminbi-business-hong-kong.shtml>，瀏覽日期：2014 年 2 月 25 日。

供人民幣服務。香港的人民幣存款自 2004 年底的 121 億人民幣，逐年成長快速累積，至 2013 年底已達 8,605 億人民幣（參見表 2-2 與圖 2-2）。

此外，於 2013 年 12 月底，在經營人民幣業務的認可機構開設的人民幣活期及儲蓄存款帳戶計有 3,568,020 個，人民幣定期存款帳戶計有 928,699 個⁵。

表 2-2：香港人民幣存款統計表

單位：百萬人民幣

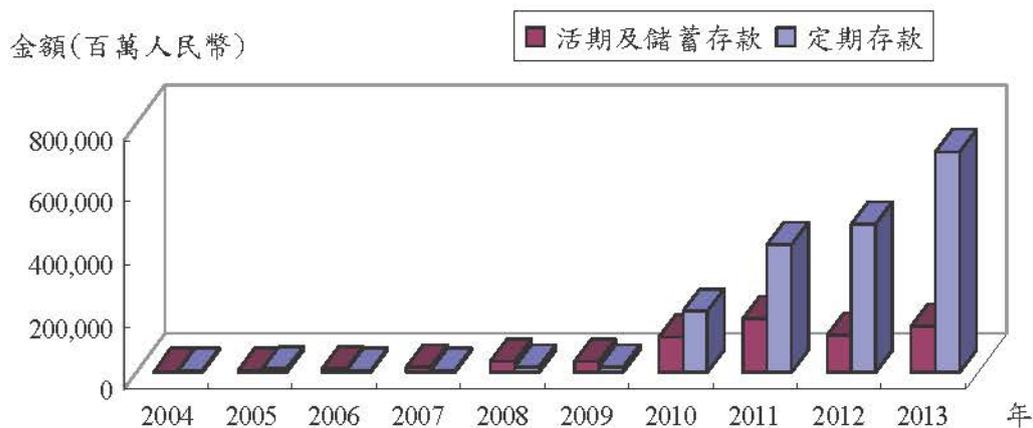
年 \ 項目	活期及儲蓄存款	定期存款	人民幣存款總計
2004 年底	5,418	6,710	12,128
2005 年底	10,619	11,966	22,585
2006 年底	12,001	10,721	22,722
2007 年底	22,539	10,861	33,400
2008 年底	38,119	17,942	56,061
2009 年底	40,662	22,056	62,718
2010 年底	117,573	197,365	314,938
2011 年底	176,398	412,132	588,529
2012 年底	123,542	479,453	602,996
2013 年底	151,055	709,417	860,472

資料來源：香港金融管理局



⁵ 參閱香港金融管理局網站，

<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/T030302.xls>，瀏覽日期：2014 年 2 月 25 日。



資料來源：香港金融管理局

圖 2-2：香港人民幣存款變動圖

二、兌換

香港參加行可依照市場情況及做法與企業客戶兌換人民幣，兌換交易沒有具體限額。個人客戶可以進行人民幣與港幣之間的雙向兌換，現鈔兌換每人每次不超過等值 20,000 元人民幣，透過存款帳戶兌換每人每天不超過等值 20,000 元人民幣。

三、匯款

香港對人民幣資金劃撥沒有限制，但匯入或匯出中國大陸的跨境資金劃撥須遵守中國大陸相關法規。例如，個人客戶可將人民幣資金匯入其在中國大陸銀行開設的同名帳戶，每天每個帳戶上限為 80,000 元人民幣。

四、信用卡及簽帳卡

香港參加行可向香港居民提供在中國大陸使用的人民幣簽帳卡及信用卡，而中國大陸銀行發出的人民幣簽帳卡及信用卡亦可在香港的零售商店使用。

五、支票

由香港參加行人民幣支票戶口持有人簽發的人民幣支票可在香港及中國大陸使用。在香港方面，不同客戶間以人民幣支票付款，不論是否跨行均不受限制。在中國大陸方面，客戶可在廣東省以人民幣支票支付消費性支出，以每戶每天 80,000 元人民幣為限。

六、人民幣債券

任何在香港或海外的公司或機構均可按照香港的監管規定及市場慣例發行人民幣債券。在香港發行人民幣債券籌集所得的資金的用途不受限制。發債主體可將這些資金自由匯出香港境外或換作其他貨幣。若將人民幣資金匯至中國大陸，發債主體須取得中國大陸有關部門批准。

任何在香港或海外的個人、公司或機構均可投資於在香港發行的人民幣債券。投資者需開設人民幣銀行帳戶，以支付認購人民幣債券的款項、買賣及收取利息和本金。

七、跨境貿易人民幣結算

中國大陸於 2009 年開展的跨境貿易人民幣結算試點業務是香港人民幣業務持續發展的另一個重要里程碑。最初在上海市和廣東省廣州、深圳、珠海、東莞 4 城市先行開展跨境貿易人民幣結算試點工作，中國大陸境外地域範圍包括港澳地區和東盟國家。該項業務於 2010 年將試點的地域範圍擴大至中國 20 個省市，至 2010 年底中國大陸可以使用人民幣結算出口貨物貿易的企業數目，由 365 間增加 184 倍至 67,359 間。至 2011 年 8 月，中國大陸跨境貿易人民幣結算試點進一步擴展至全國各地；至 2012 年 3 月，跨境貿易人民幣結算試點計

畫正規化並涵蓋中國大陸所有公司⁶。

第二節 香港資本市場人民幣商品發展現況

壹、香港資本市場人民幣商品發展歷程

2007年中國國家開發銀行於6月27日至7月6日在香港發行50億元人民幣債券，為香港首筆人民幣債券，亦為人民幣債券首次在中國大陸以外的地方發行，開啟香港資本市場人民幣商品發展的重要里程碑。其後，人民幣債券基金、人民幣計價的房地產投資信託基金（REITs）、RQFII基金、人民幣計價的黃金交易所買賣基金（ETF）、RQFII A股ETF、人民幣貨幣期貨、雙櫃檯模式的RQFII A股ETF、「雙幣雙股」模式、RQFII A股ETF認股權證、人民幣債券指數ETF等資本市場人民幣商品陸續在香港推出，茲將香港資本市場人民幣商品的重要發展歷程加以彙整說明。

2010年7月合和公路基建在香港向機構投資者發行人民幣13.8億元的企業債券，票面利率為2.98%，每半年付息一次，債券發行日為2010年7月13日，於2012年7月到期，成為第一家在香港發行人民幣債券的香港企業。

2010年8月11日香港首檔人民幣債券基金「海通環球人民幣收益基金」在香港銷售，基金規模為人民幣50億元，每半年派息一次，最低投資額為人民幣1萬元，投資標的為中國大陸以外發行的人民幣

⁶ 中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局和銀監會於2012年3月2日聯合發布「關於出口貨物貿易人民幣結算企業管理有關問題的通知」，具有進出口經營資格的企業可按照「跨境貿易人民幣結算試點管理辦法」開展出口貨物貿易人民幣結算業務。亦即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開展出口貨物貿易人民幣結算業務。參閱中國人民銀行網站：

http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2012/20120302172857354204258/20120302172857354204258_.html，瀏覽日期：2014年2月25日。

計價債券。

2010年8月麥當勞在香港發行人民幣2億元企業債券，債券票面利率為3%，年期為三年，於2013年9月到期，為海外企業首次在香港發行的人民幣債券。

2010年10月22日，由亞洲開發銀行發行、總值人民幣12億元的10年期債券票面年利率為2.85%，將於2020年10月21日到期，以選擇性銷售證券的形式在香港聯交所上市，是首檔在香港聯交所以人民幣計價及買賣的上市債券。

2011年4月29日，匯賢產業信託上市，是香港聯合交易所首檔上市的人民幣計價基金產品，亦是中國大陸首宗境外人民幣首次公開招股。同年6月22日，香港交易所提出人民幣股份在香港聯交所上市及買賣的兩種可行上市模式—「單幣單股」或「雙幣雙股」。同年9月5日，香港交易所發布有關上市後發行人民幣股票的指引，讓上市公司可以通過發行股份而籌集人民幣資金。同年10月24日，香港交易所的「人證港幣交易通」備用系統在運作方面已經準備就緒，為日後人民幣股票於香港聯交所買賣作好準備。同年12月13日，香港政府和中國大陸政府簽署「『內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排』補充協議八」⁷，人民幣合格境外機構投資者（RQFII）計畫正式敲定，允許以人民幣境外合格機構投資者方式投資中國大陸證券市場。

2012年1月11日，海通國際證券集團有限公司及匯添富資產管理（香港）有限公司在香港推出首兩檔人民幣合格境外機構投資者（RQFII）基金產品。同年2月14日，恒生人民幣黃金ETF上市，是香港聯交所首檔以人民幣買賣的交易所買賣基金（ETF），亦是全

⁷ 『內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排』補充協議八之內容參閱香港工業貿易署網站：http://www.tid.gov.hk/tc_chi/cepa/legaltext/cepa9.html，瀏覽日期：2014年4月14日。

球首檔以人民幣計價的黃金 ETF。同年 7 月 17 日，華夏滬深 300 指數 ETF 上市，是香港聯交所首檔 RQFII A 股 ETF，亦是中國大陸境外首檔實物 ETF，以及中國大陸境外首檔以人民幣交易的 A 股 ETF。同年 8 月 6 日，香港交易所擴大「人證港幣交易通」（交易通）的涵蓋範圍，由人民幣股票擴展至以人民幣交易的股本相關 ETF 及房地產投資信託基金（REITs）。同年 9 月 17 日，香港交易所推出人民幣貨幣期貨，是全球首檔在交易所買賣的可交割人民幣期貨。同年 10 月 12 日，嘉實 MSCI 中國 A 股指數 ETF 上市，是香港聯交所首檔上市的雙櫃檯證券，可同時以人民幣及港幣交易。同年 10 月 29 日，合和公路基建有限公司的人民幣交易股份以配售⁸方式在香港聯交所上市，是首檔中國大陸境外上市、以人民幣交易的股本證券。同年 12 月 19 日，香港首檔人民幣計價衍生權證（以華夏滬深 300 指數 ETF 為標的物）在香港聯交所上市。

2013 年 3 月 6 日，中國證券監督管理委員會（中國證監會）擴大人民幣合格境外機構投資者（RQFII）的資格範圍至包括以香港為基地的金融機構和中國大陸金融機構在香港的子公司，並放寬對 RQFII 資產配置的限制，有助產品多元化。同年 6 月 18 日，亞洲首檔離岸人民幣債券 ETF--iShares 安碩人民幣債券指數 ETF 於香港聯交所上市⁹。

香港證監會分別於 2014 年 1 月及 2 月認可首檔追蹤在岸中國國債指數的 RQFII ETF 及首檔 RQFII 貨幣市場基金¹⁰。

茲將前述香港資本市場發展人民幣商品之重要歷程，以表 2-3 加

⁸ 依據香港交易所主板上市規則的定義，配售是發行人或中介機構向主要經其挑選或批准的人士，發售有關證券以供認購或出售有關證券。

⁹ 參閱香港交易所網站-香港交易所市場資料，

https://www.hkex.com.hk/chi/stat/statrpt/factbook/factbook_c.htm，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

¹⁰ 參閱香港證監會 2013-14 年報，<http://www.sfc.hk/web/annualreport2013-14/c/pdf/report09.pdf>，瀏覽日期：2014 年 6 月 26 日。

以列示。

表 2-3：香港資本市場人民幣商品重要發展歷程

時間	事件
2007年6-7月	中國大陸金融機構（中國國家開發銀行）首次在香港發行人民幣債券，為香港首筆人民幣債券。
2010年7月	首家香港企業（合和公路基建）在香港發行人民幣債券。
2010年8月	1.首檔離岸人民幣固定收益基金獲得認可。 2.境外機構（麥當勞）首次在香港發行人民幣債券。
2010年10月	首檔人民幣證券產品（亞洲開發銀行發行人民幣債券）於香港聯交所上市。
2011年4月	首檔以人民幣計價的REITs上市。
2011年10-12月	香港交易所推出「人證港幣交易通」 ¹¹ 與「雙幣雙股」模式。
2011年12月	人民幣合格境外機構投資者計畫第一階段--非上市的人民幣合格境外機構投資者（RQFII）零售基金獲准公開發售。
2012年1月	香港正式推出RQFII基金產品。
2012年2月	首檔以人民幣計價的黃金ETF上市。
2012年7月	首檔RQFII A股ETF上市。
2012年9月	香港交易所推出人民幣貨幣期貨。
2012年10月	1.人民幣合格境外機構投資者計畫第二階段--首檔採雙櫃檯模式的RQFII A股ETF上市。 2.首檔離岸人民幣股票採取「雙幣雙股」模式上市。
2012年12月	首檔採用人民幣計價的RQFII A股ETF權證推出。
2013年3月	人民幣合格境外機構投資者計畫第三階段—涵蓋範圍擴大至所有領有香港證監會牌照，而且以香港為註冊地及主要經營地的資產管理公司。
2013年6月	首檔離岸人民幣債券指數ETF在香港交易所上市。
2014年1月	香港證監會認可首檔追蹤在岸中國國債指數的RQFII ETF。
2014年2月	香港證監會認可首檔RQFII貨幣市場基金。

資料來源：香港金融發展局網站（<http://www.fsdc.org.hk/tc/hk-advantage>）、香港證監會以及香港交易所網站，本研究整理

貳、香港資本市場人民幣商品發展現況

目前香港資本市場的人民幣商品主要包括債券、基金、REITs、股票、ETF、權證以及衍生性商品等類別。依據香港證券及期貨事務

¹¹ 「人證港幣交易通」為人民幣資金池的措施，簡稱「交易通」，其核心原則是「港元入、港元出」，以確保「交易通」所供應的人民幣，保留在交易市場內循環使用。參閱香港交易所網站：http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/TSF/Documents/TSF_Info_Paper_c.pdf，瀏覽日期：2014年4月14日。

監察委員會（以下簡稱香港證監會）的統計資料，截至 2014 年 3 月 31 日，經香港證監會認可的非上市 RQFII 基金計 31 檔，RQFII ETF 共有 14 檔，人民幣離岸點心債券／固定收益非上市基金計 14 檔、具人民幣特色的非上市結構型商品計 58 檔，其餘包括人民幣離岸點心債券 ETF、人民幣黃金 ETF、人民幣房地產投資信託基金以及以人民幣計價黃金存摺各 1 檔。其中認可的 RQFII 基金（包括非上市基金及 ETF）額度共為人民幣 1,039 億元¹²（參見表 2-4）。

表 2-4：香港證監會認可之人民幣投資商品

項目	數目	截至 2014 年 3 月 31 日 證監會認可之數目
非上市 RQFII 基金		31
RQFII ETF		14
人民幣離岸點心債券／固定收益非上市基金		14
人民幣離岸點心債券 ETF		1
人民幣黃金 ETF ¹³		1
人民幣房地產投資信託基金		1
以人民幣計價黃金存摺 ¹⁴		1
具人民幣特色的非上市結構型商品 ¹⁵		58

資料來源：香港證監會網站，http://www.sfc.hk/web/annualreport2013-14/c/review_invest.htm

若進一步探討於香港交易所上市交易的人民幣商品發展現況，其人民幣商品主要可分為債券、REITs、股票、ETF、權證以及衍生性商品等，首檔於香港交易所上市的人民幣證券產品為人民幣債券，其於 2010 年 10 月 22 日上市交易。

若依據香港交易所之人民幣證券產品成交金額進行探討，於 2011 年約為 80 億人民幣，2012 年約為 157 億人民幣，增加 95.24%；至 2013 年達 235 億人民幣，增加 49.84%。香港交易所人民幣證券產品

¹² 參閱香港證監會網站，http://www.sfc.hk/web/annualreport2013-14/c/review_invest.html，瀏覽日期：2014 年 6 月 26 日。

¹³ 只包括以人民幣計價的黃金 ETF。

¹⁴ 香港稱為「以人民幣計價的紙黃金計劃」。

¹⁵ 具人民幣特色的非上市結構型商品是指以人民幣計價或與人民幣計價資產連動的非上市結構型商品。

成交金額之大幅成長，主因人民幣證券產品種類與數目陸續增加，其中又以人民幣 ETF 以及人民幣權證成長速度最快。若進一步分析各類人民幣證券產品之成交比重，以 RQFII A 股 ETF 占總成交金額之比重最高，於 2012 年約占八成，至 2013 年約達九成（參見表 2-5）。

表 2-5：香港交易所人民幣證券產品成交金額

單位：百萬人民幣

年度		2011 年	2012 年	2013 年
商品種類				
	股份	-	139.73	186.45
ETFs	黃金	-	45.36	15.12
	RQFII A 股	-	12,673.02	20,993.53
	債券指數	-	-	68.65
	REITs	8,036.32	2,782.71	1,810.98
	債券	-	42.69	33.29
	權證	-	6.59	401.70
	總成交金額	8,036.32	15,690.10	23,509.73

資料來源：香港交易所市場資料—2013，

http://www.hkex.com.hk/chi/stat/statrpt/factbook/factbook2013/fb2013_c.htm

以下分別就人民幣債券、基金、REITs、股票、ETF、權證以及衍生性商品等香港資本市場人民幣商品進行介紹，並探討其發展現況。

一、人民幣債券

人民幣債券是以人民幣作為結算貨幣，即債券的票面值（或稱本金）、日後的息票（即利息），以及價格均以人民幣計算。人民幣債券可分為上市及非上市債券，有關資料載於債券的銷售文件。上市的人民幣債券於香港聯交所進行買賣，而非上市人民幣債券則在場外交易¹⁶。

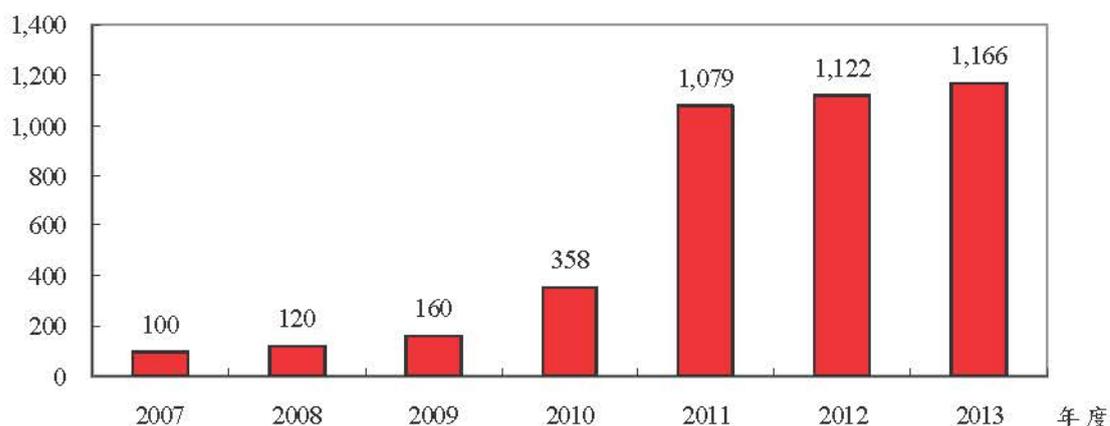
依據香港金融管理局統計資料，2007 年 7 月中國大陸金融機構

¹⁶ 參閱香港投資者教育中心，

<http://www.hkiec.hk/web/tc/investment/understanding-products/rmb-products/types-of-rmb-products/rmb-bonds.html#5>，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

(中國國家開發銀行)首次在香港發行人民幣債券，為香港首筆人民幣債券，亦為人民幣債券首次在中國大陸以外的地方發行，當年度計發行3筆人民幣債券，總額為100億元人民幣。至2010年由於發債體類別的擴大，由最初只限於中國大陸金融機構，擴大至香港及跨國企業及國際金融機構，以及發債年期由最初的2-3年期，擴大至10年期債券，使當年度人民幣債券發行量倍數成長至358億元人民幣。2011年香港人民幣債券的發行量為1,079億元人民幣，是2010年全年發債額的3倍。人民幣債券市場在2013年全年的發行量達到1,166億元人民幣，與2012年的1,122億元人民幣相當。至2013年底，未償還債券餘額為3,100億元人民幣，比2012年底增加三成¹⁷(參見圖2-3)。

億元人民幣



資料來源：香港金融管理局

圖 2-3：香港人民幣債券發行量

二、人民幣基金

人民幣基金一般指以人民幣為結算單位的基金。除非在基金的銷

¹⁷ 參閱香港金融管理局立法會財經事務委員會簡報會資料，<http://www.hkma.gov.hk/chi/about-the-hkma/legislative-council-issues/>，瀏覽日期：2014年3月7日。

售及組成文件中另有訂明，否則投資人在認購及贖回人民幣基金單位時必須以人民幣結算¹⁸。若進一步以基金投資的標的進行區別，又可分為人民幣債券基金、人民幣股票基金等。此外，若該基金係透過基金經理的 RQFII 額度，投資於在中國境內發行或上市的債務證券及股本證券，則稱為 RQFII 基金。

RQFII 是中國大陸監管當局的政策規定，准予合資格的 RQFII 額度持有人將在境外募集的人民幣資金匯返中國大陸，並投資於中國大陸的證券市場。RQFII 額度持有人可運用其 RQFII 額度發行公眾或私人基金，或其他投資產品。在 RQFII 開放初期，規定 RQFII 額度持有機構必須將其所募集基金的 80% 以上資產投資於中國大陸債券市場，而投資於中國大陸股市的比重則不得超過基金募集規模的 20%，但目前中國大陸已將 RQFII 基金投資於中國內地股市的上限比重放寬至 100%¹⁹。

自中國大陸推出 RQFII 政策以來，截至 2014 年 3 月 31 日止，香港市場中的 RQFII 開放型基金之發行檔數達 31 檔。在人民幣債券型基金方面，計有 35 檔，其中 21 檔是透過 RQFII 管道投資於中國大陸的人民幣債券，其餘 14 檔則將大部分資產配置於點心債券（僅計算主要基金級別）。在香港基金市場中，計有 81 檔（所有基金級別）開放型人民幣基金²⁰。

此外，2014 年 2 月香港證監會認可首檔 RQFII 貨幣市場基金，

¹⁸ 參閱香港投資者教育中心，

<http://www.hkiec.hk/web/tc/investment/understanding-products/rmb-products/types-of-rmb-products/rmb-funds.html#2>，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

¹⁹ 參閱關於實施《基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》有關事項的通知（2013 年 3 月 1 日廢止）以及關於實施《人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》的規定

²⁰ 參閱 Allison Kuo，「觀察兩岸三地的中國基金」，2014 年 3 月 31 日，

<http://tw.morningstar.com/ap/news/125465/%E8%A7%80%E5%AF%9F%E5%85%A9%E5%B2%B8%E4%B8%89%E5%9C%B0%E7%9A%84%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E5%9F%BA%E9%87%91.aspx>

係為海富通資產管理(香港)有限公司推出的首款 RQFII 人民幣貨幣基金，主力投資於中國大陸發行的貨幣市場工具²¹。

三、人民幣 REITs

REITs 在臺灣稱為不動產投資信託，在香港稱為房地產投資信託。REITs 類似封閉式共同基金，但投資標的物為不動產的投資工具，屬於集體投資計畫，透過集中投資於可帶來收入的不動產項目，從而為投資人提供定期收入。人民幣 REITs 是不動產信託基金的一種，基金單位以人民幣計價並在香港聯合交易所以人民幣買賣及結算，一般以人民幣派息，而並非以港幣派息²²。

截至 2014 年 9 月底止，於香港交易所上市的人民幣 REITs 僅有一檔—匯賢產業信託，於 2011 年 4 月透過首次公開發行籌資人民幣 105 億元，並於 2011 年 4 月 29 日上市交易，為香港首檔人民幣 REITs²³，其主要投資北京東方廣場的物業。

四、人民幣股票

香港交易所自 2011 年起為推展人民幣股票商品，陸續實施多項新制度，如推出「人證港幣交易通」，以及「單幣單股」或「雙幣雙股」模式進行人民幣 IPO 集資等。

²¹ 參閱香港證監會網站以及海富通資產管理(香港)有限公司網站，<http://www.hftfund.com.hk/~hkcn/product/public/HK0000189032/documents/index.html>，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

²² 參閱香港投資者教育中心，<http://www.hkiec.hk/web/tc/investment/understanding-products/rmb-products/types-of-rmb-products/rmb-reit.html>，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

²³ 匯賢產業信託的資產為其於匯賢投資的權益。匯賢投資是北京東方廣場公司的境外合營夥伴。北京東方廣場公司持有東方廣場的土地使用權及房屋所有權，而東方廣場為北京最大且最具代表性的商業建築群之一。東方廣場位處北京策略性位置，為綜合物業建築群，旗下投資的物業建築群，包括：東方新天地、東方經貿城、東方豪庭公寓、北京東方君悅大酒店；及約 1,900 個停車位的配套設施以補足東方廣場的其他部份。參閱網址：<http://www.moneydj.com/KMDJ/Wiki/WikiViewer.aspx?keyid=d436b5af-5a96-400a-9e0c-c4ceeb3a443b#ixzz2zVUsc8kO>，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

「合和公路基建有限公司」原於 2003 年 8 月 6 日於香港交易所上市，交易貨幣為港幣，於 2012 年 10 月 29 日發行的人民幣新股在香港交易所掛牌上市，為全球首檔境外人民幣股票，亦為全球首檔以人民幣和港幣計價的雙幣雙股，也是香港交易所首檔雙櫃檯交易股票。其擁有分別代表人民幣和港幣股票的兩個交易代碼，在股票市場以兩種貨幣交易，而股東可以互換兩種股份。同時，人民幣股東與以港幣計價股票的股東享有同地位，包括股息分派及投票等。

截至 2014 年 9 月底止，「合和公路基建有限公司」仍為於香港交易所上市的一檔人民幣股票。

五、人民幣 ETF

ETF 在臺灣稱為指數股票型基金，在香港稱為交易所買賣基金。香港目前以人民幣計價的 ETF 商品，可依其所追蹤的標的分為人民幣商品 ETF、RQFII A 股 ETF 以及人民幣債券 ETF 等，茲分述如下：

(一) 人民幣商品 ETF

截至 2014 年 9 月底止，在香港上市的人民幣商品 ETF 皆為人民幣黃金 ETF，共計兩檔，分別為「恆生人民幣黃金 ETF」以及「價值黃金 ETF」。「恆生人民幣黃金 ETF」為中國大陸境外第一檔人民幣 ETF，由香港恆生銀行所推出，於 2012 年 2 月 14 日在香港聯交所上市，其追蹤倫敦黃金市場定價有限公司以美元報價的每金衡盎司(troy ounce) 黃金早盤定盤價，並以人民幣計價的投資結果²⁴。

另一檔係由盛寶資產管理香港有限公司所推出的「價值黃金 ETF」，2010 年 11 月 3 日於香港聯交所初次上市時，信託的基本貨幣

²⁴ 參閱香港交易所網站，恆生人民幣黃金 ETF 產品資料概要及章程，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2012/0206/LTN20120206069_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

為港幣，並以港幣進行交易，同樣係追蹤倫敦黃金市場定價有限公司以美元報價的每金衡盎司黃金早盤定盤價²⁵。自 2013 年 11 月 29 日起，增設雙櫃檯安排，以人民幣及港幣進行買賣，為全球首檔提供港幣與人民幣雙櫃檯的黃金 ETF（參見表 2-6）。

表 2-6：香港上市之人民幣商品 ETF 統計表

證券代號	ETF 名稱	相關指數	ETF 經理	ETF 類別	是否採雙幣別交易	人民幣商品上市日期
83081	價值黃金 ETF	倫敦黃金定盤價	盛寶資產管理香港有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.11.29
83168	恒生人民幣黃金 ETF	倫敦黃金定盤價	恒生投資管理有限公司	實物資產	否	2012.02.14

資料來源：香港交易所，http://www.hkex.com.hk/chi/etfrc/ETFResult_c.asp

(二)RQFII A 股 ETF

RQFII A 股 ETF 是透過中國大陸有關當局授予的 RQFII 配額發行的人民幣計價實物資產 ETF，其透過 RQFII 投資額，將在中國大陸以外募集的人民幣資金匯返中國大陸並直接投資於一籃子 A 股以追蹤 A 股指數的表現。首檔於香港交易所上市之 RQFII A 股 ETF 為華夏滬深 300 指數 ETF，其人民幣櫃檯於 2012 年 7 月 17 日上市交易，港幣櫃檯於 2012 年 10 月 26 日上市交易。

截至 2014 年 9 月底止，香港交易所計有 15 檔 RQFII A 股 ETF 上市交易，且皆採雙櫃檯模式（人民幣與港幣）進行交易²⁶，茲彙整列示於表 2-7。

²⁵ 參閱香港交易所網站，價值黃金 ETF 產品資料概要，

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2013/1218/LTN20131218275_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

²⁶ 參閱香港交易所，https://www.hkex.com.hk/chi/global/faq/RQFII_c.htm，瀏覽日期：2014 年 9 月 25 日。

表 2-7：香港上市之 RQFII A 股 ETF 統計表

證券代號	ETF 名稱	相關指數	相關市場	ETF 經理	ETF 類別	是否採雙幣別交易	人民幣商品上市日期
82811	海通滬深 300 指數 ETF	滬深 300 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	海通資產管理 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2014.03.07
82822	CSOP 富時中國 A50 ETF	富時中國 A50 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	南方東英資產管理有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2012.08.28
82832	博時富時中國 A50 指數 ETF	富時中國 A50 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	博時基金 (國際) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.12.09
83008	添富共享滬深 300 指數 ETF	滬深 300 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	匯添富資產管理 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.07.08
83100	易方達中證 100 A 股指數 ETF	中證 100 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	易方達資產管理 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2012.08.27
83107	添富共享中證主要消費指數 ETF	中證主要消費指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	匯添富資產管理 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2014.05.12
83118	嘉實 MSCI 中國 A 股指數 ETF	MSCI 中國 A 股指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	嘉實國際資產管理有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2012.10.12
83120	易方達中華交易服務中國 120 指數 ETF	中華交易服務中國 120 指數	股票 - 中國 (中國及香港上市公司)	易方達資產管理 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.10.21
83127	Horizons 滬深 300 ETF	滬深 300 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	未來資產環球投資 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2014.09.26
83128	恒生 A 股行業龍頭指數 ETF	恒生 A 股行業龍頭指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	恒生投資管理有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.11.26
83132	添富共享中證醫藥衛生指數 ETF	中證醫藥衛生指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	匯添富資產管理 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2014.05.12
83136	嘉實 MSCI 中國 A 50 指數 ETF	MSCI 中國 A 50 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	嘉實國際資產管理有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.06.06
83137	南方東英中華 A80 ETF	中華交易服務中國 A80 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	南方東英資產管理有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.09.23
83180	華夏中華交易服務中國 A80 指數	中華交易服務中國 A80 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	華夏基金 (香港) 有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.08.26

	ETF						
83188	華夏滬深 300 指數 ETF	滬深 300 指數	股票 - 中國 (中國上市公司)	華夏基金 (香港) 有限公司	實物 資產	是 (人民幣 /港幣)	2012.07.17

資料來源：香港交易所，http://www.hkex.com.hk/chi/etfrc/ETFResult_c.asp

(三) 人民幣債券 ETF

人民幣債券 ETF 的相關指數可能包含在中國大陸以外發行的人民幣債券（離岸人民幣債券）或在中國大陸發行的人民幣債券（在岸人民幣債券）。在香港發行的離岸人民幣債券亦稱為「點心債券」；而投資於點心債券以追蹤點心債券指數的人民幣債券 ETF 通常被稱為點心債券 ETF。

此外，人民幣債券 ETF 亦可投資於在岸人民幣債券，以追蹤在岸人民幣債券指數。不過，由於中國大陸實行資本管制，這類 ETF 與其他 RQFII 基金一樣，只可透過獲中國大陸當局批核的「人民幣合格境外機構投資者」（RQFII）所取得的 RQFII 配額，投資於中國大陸證券市場，因此這類人民幣債券 ETF 通常亦被稱為 RQFII 債券 ETF²⁷。

2013 年 6 月 18 日亞洲首檔離岸人民幣債券 ETF--iShares 安碩人民幣債券指數 ETF，於香港交易所上市交易，該檔 ETF 係追蹤花旗人民幣債券權重上限指數²⁸，且為採取人民幣與港幣雙櫃檯模式交易的產品。截至 2014 年 9 月底止，於香港交易所上市的人民幣債券 ETF 計 3 檔，除前述 iShares 安碩人民幣債券指數 ETF 非屬 RQFII ETF 外，其他兩檔皆屬於 RQFII ETF 商品，茲彙整列示於表 2-8。

²⁷ 參閱香港投資者教育中心，

<http://www.hkiec.hk/web/tc/investment/understanding-products/rmb-products/types-of-rmb-products/rmb-bond-etf.html#1>，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

²⁸ 花旗人民幣債券權重上限指數係採計於中國境外發行以人民幣計價及結算的債券表現。參閱 http://hk.ishares.com/product_info/fund/overview/SEHK/83139.htm，瀏覽日期：2014 年 4 月 16 日。

表 2-8：香港上市之人民幣債券 ETF 統計表

證券代號	ETF 名稱	相關指數	ETF 經理	ETF 類別	是否採雙幣別交易	人民幣商品上市日期
82808	易方達花旗中國國債 5-10 年期指數 ETF	花旗中國國債 5-10 年期指數	易方達資產管理(香港)有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2014.03.14
83139	iShares 安碩人民幣債券指數 ETF	花旗人民幣債券重上限指數	貝萊德資產管理北亞有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2013.06.18
83199	南方東英中國五年期國債 ETF	中債 5 年期國債指數	南方東英資產管理有限公司	實物資產	是 (人民幣/港幣)	2014.02.19

資料來源：香港交易所，http://www.hkex.com.hk/chi/etfrc/ETFResult_c.asp

六、人民幣權證

權證 (Warrant) 在香港稱為認股證，依照發行人的不同，權證可以分為股本權證 (Equity Warrant) 和衍生權證 (Covered Warrant)。股本權證之發行人通常為上市公司，標的證券為該上市公司或其子公司的股票。衍生權證是由標的證券發行人以外的第三方 (通常為證券公司或投資銀行等金融機構) 發行的權證。

香港首檔人民幣計價的權證為 BNP Paribas Arbit Issu B.V. - CAM CSI300 Euro Wts Jan 2014 A，於 2012 年 12 月 19 日在香港交易所上市，以華夏滬深 300 指數 ETF 為標的物。截至 2014 年 9 月底止，香港交易所曾發行 14 檔人民幣權證上市交易，皆屬於衍生權證，其標的證券主係為華夏滬深 300 指數 ETF (證券代號 82822) 或 CSOP 富時中國 A50 ETF (證券代號 83188)。其中 2 檔仍於香港交易所上市交易，其餘則已到期並下市 (參見表 2-9)。

表 2-9：香港交易所人民幣權證統計表

證券代號	證券名稱	發行機構	標的證券	類別	上市日期	到期日期
89000	BNP Paribas Arbit Issu B.V. - CAM CSI300 Euro Wts Jan 2014 A	BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V.	華夏滬深 300 指數 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2012.12.19	2014.01.03
89001	BNP Paribas Arbit Issu B.V. - CSOP A50 ETF Eu Wts Aug 2013 A	BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V.	CSOP 富時 中國 A50 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2012.12.20	2013.08.02
89002	Credit Suisse AG - CAM CSI300 European Warrants Jul 2013 A	Credit Suisse AG	華夏滬深 300 指數 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2012.12.31	2013.07.08
89003	BNP Paribas Arbit Issu B.V. - CAM CSI300 Euro Wts Jul 2014 A	BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V.	華夏滬深 300 指數 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.01.02	2014.07.03
89004	BNP Paribas Arbit Issu B.V. - CSOP A50 ETF Eu Wts Sep 2013 A	BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V.	CSOP 富時 中國 A50 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.01.02	2013.09.03
89005	SGA Societe Generale Acceptance N.V.-CAM CSI300 Eu Wt Jul13A	SGA Société Générale Acceptance N.V.	華夏滬深 300 指數 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.01.14	2013.07.31
89006	SGA Societe Generale Acceptance NV-CSOP A50 ETF Eu Wt Jul13A	SGA Société Générale Acceptance N.V.	CSOP 富時 中國 A50 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.01.14	2013.07.31
89007	Macquarie Bank Ltd. - CSOP A50 ETF European Wts Sep 2013 A	麥格理銀行	CSOP 富時 中國 A50 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.02.14	2013.09.03
89008	Macquarie Bank Ltd. - CAM CSI300 European Wts Apr 2014 A	麥格理銀行	華夏滬深 300 指數 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.03.06	2014.04.02
89010	UBS AG - CSOP A50 ETF European Warrants Dec 2013 B	瑞士銀行	CSOP 富時 中國 A50 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.05.03	2013.12.30
89011	UBS AG - CSOP A50 ETF European Warrants Jan 2014 A	瑞士銀行	CSOP 富時 中國 A50 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.07.05	2014.01.09
89012	BNP Paribas Arbit Issu B.V. - CSOP A50 ETF Eu Wts Jan 2016 A	BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V.	CSOP 富時 中國 A50 ETF	歐式現金 結算認購 權證	2013.07.10	2016.01.05
89013	Standard Chartered Bank - CSOP A50	渣打銀行	CSOP 富時 中國 A50	歐式現金 結算認購	2013.08.29	2016.01.08

	ETF Euro Wts Jan 2016 A		ETF	權證		
89014	Standard Chartered Bank - CAM CSI300 Euro Wts Apr 2014 A	渣打銀行	華夏滬深300指數ETF	歐式現金結算認購權證	2013.08.29	2014.04.08

註：瑞士銀行（UBS AG）於 2013 年 4 月 24 日公布將發行以 CSOP 富時中國 A50 ETF 的現有已發行人民幣買賣單位為標的的歐式（現金結算）認購權證（證券代號 89009），隨後於 2013 年 4 月 25 日公布取消上市。

資料來源：香港交易所，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/advancedsearch/search_active_main_c.aspx

七、其他人民幣商品

除前述以外，香港資本市場其他人民幣商品尚包括以人民幣計價黃金存摺以及具人民幣特色之結構型商品等。其中，人民幣計價黃金存摺僅有一檔，為 2013 年 4 月由工銀亞洲所推出，最低購買門檻約 9000 元人民幣²⁹。截至 2014 年 3 月 31 日，經香港證監會認可之具人民幣特色之結構型商品計 58 檔³⁰。

此外，目前香港交易所已經推出的人民幣衍生性商品為人民幣貨幣期貨，其為依據人民幣與其他貨幣匯率交易的期貨產品。香港交易所首檔人民幣貨幣期貨於 2012 年 9 月 17 日推出，為美元兌人民幣（香港）（USD/CNH）³¹期貨，為全球首檔人民幣可交割貨幣期貨合約。美元兌人民幣（香港）期貨合約以每美元兌人民幣進行報價，於最後結算日，由賣方繳付合約指定的美元金額，買方則繳付以最後結算價計算的人民幣金額³²。

香港交易所人民幣貨幣期貨自 2012 年第三季上市交易以來，每季成交合約張數自 2012 年第四季的 18,105 張，至 2014 年第一季度增

²⁹ 參閱香港證監會網站以及相關新聞網頁，

<http://mlcommodities.mysinablog.com/index.php?op=ViewArticle&articleId=4081511>，瀏覽日期：2014 年 4 月 14 日。

³⁰ 參閱香港證監會網站，http://www.sfc.hk/web/annualreport2013-14/c/review_invest.htm，瀏覽日期：2014 年 6 月 26 日。

³¹ CNH [即 CNY(HK)] 代表在香港交易的人民幣，在中國大陸境內交易的人民幣則稱為 CNY。

³² 參閱香港交易所「人民幣貨幣期貨」，

http://www.hkex.com.hk/chi/prod/drprod/mmb/cnhfut_c.htm，瀏覽日期：2014 年 6 月 26 日。

加至 75,498 張，截至 2014 年第三季季末未平倉合約張數為 11,580(參見表 2-10)。

表 2-10：香港交易所人民幣貨幣期貨交易統計表

季別 \ 成交量	合約張數	季末未平倉合約張數
2012 年第三季	2,172	1,076
2012 年第四季	18,105	3,673
2013 年第一季	25,054	4,791
2013 年第二季	46,238	7,028
2013 年第三季	26,868	9,515
2013 年第四季	40,548	18,701
2014 年第一季	75,498	9,495
2014 年第二季	33,359	10,154
2014 年第三季	42,843	11,580

資料來源：香港交易所，http://www.hkex.com.hk/chi/stat/statrpt/statrpt_c.htm

第三節 香港資本市場雙幣別商品發展制度與現況

目前在香港資本市場的人民幣商品，採取雙幣別(港幣與人民幣)交易的商品包括雙幣別股票以及雙幣別 ETF，雙幣別股票在香港即是採取「雙幣雙股」模式 (Dual Tranche, Dual Counter Model)，雙幣別 ETF 則係採取「雙櫃檯」模式 (Dual Counter Model)。

「雙櫃檯」模式與香港交易所於 2011 年 9 月所提出的「雙幣雙股」模式並不相同，「雙幣雙股」模式指證券發行人在交易所以人民幣及港幣作首次公開發行或以港幣上市後再發行人民幣股票進行籌資，其後在二級市場以該兩種貨幣進行交易。

「雙櫃檯」模式則指證券在交易所二級市場以人民幣及港幣交易，例如 RQFII A 股 ETF 涉及 RQFII 投資，故在初級市場僅以人民幣發行，在二級市場才以人民幣及港幣交易，即為「雙櫃檯」模式，而非「雙幣雙股」模式。

以下將針對人民幣 ETF 的「雙櫃檯」模式相關制度與發展現況進行說明，人民幣股票的「雙幣雙股」模式則於本章第四節進行探討。

壹、「人證港幣交易通」制度介紹

香港交易所為了便利人民幣股份在交易市場進行買賣，推出「人證港幣交易通」(RMB Equity Trade Support Facility, 簡稱 TSF) 制度，以發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，讓未能取得人民幣的投資者以港幣在交易市場購買人民幣股份。

配合「人證港幣交易通」制度新修訂之交易所規則自 2011 年 10 月 24 日起生效，並指定香港中央結算有限公司作為「人證港幣交易通」之營運機構。

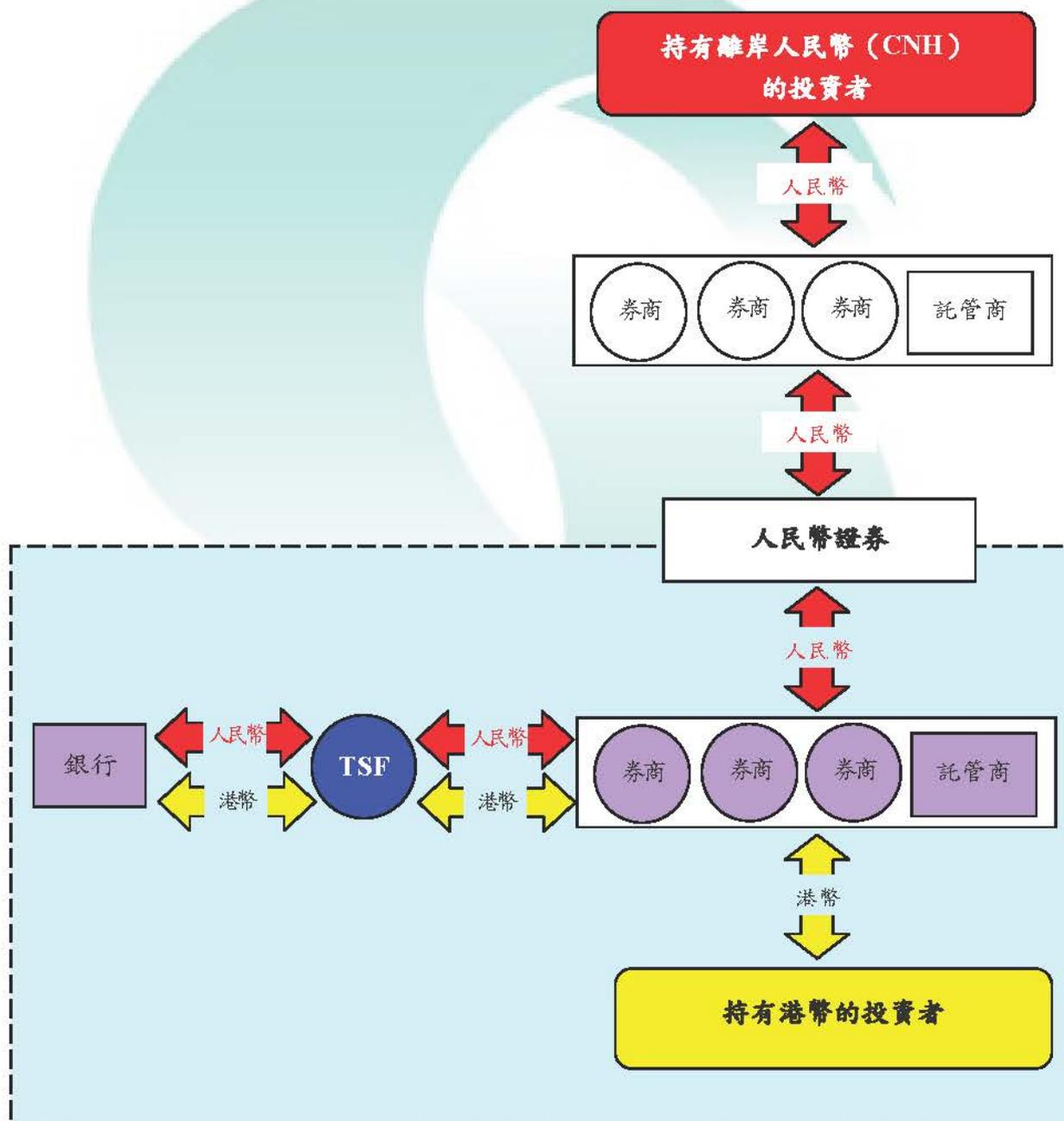
依據交易所規則第 563I 之規定，中央結算公司可設立和維持一份「人證港幣交易通」股份名單，該名單列出合資格在「人證港幣交易通」支援下在交易所進行買賣的股份。中央結算公司可不時全權行使其裁量權修改該「人證港幣交易通」股份名單，並於香港交易所網站或以其他被認為適當的途徑公布該「人證港幣交易通」股份名單。

除非中央結算公司另有決定，否則「人證港幣交易通」僅適用於支援以股份形式買賣的合資格證券（每股面值可以任何貨幣計價），而這些合資格證券已被接納以人民幣在交易所進行買賣並已被納入「人證港幣交易通」股份名單。

「人證港幣交易通」將從一家或多家香港銀行取得人民幣，再透過參與經紀提供予擬在交易市場買入人民幣計價股份的投資者。

「人證港幣交易通」所用的人民幣兌港幣匯率將由有關夥伴銀行按商業基準釐定。投資者日後賣出這些人民幣計價股份時，需要把所得人

民幣退還「人證港幣交易通」，再按當時「人證港幣交易通」的匯率取回等額港幣。此所謂「港元入、港元出」的機制得確保「人證港幣交易通」供應的人民幣保留在交易市場，而香港的人民幣離岸市場也不受影響。「人證港幣交易通」之運作流程得以圖 2-4 加以表示：



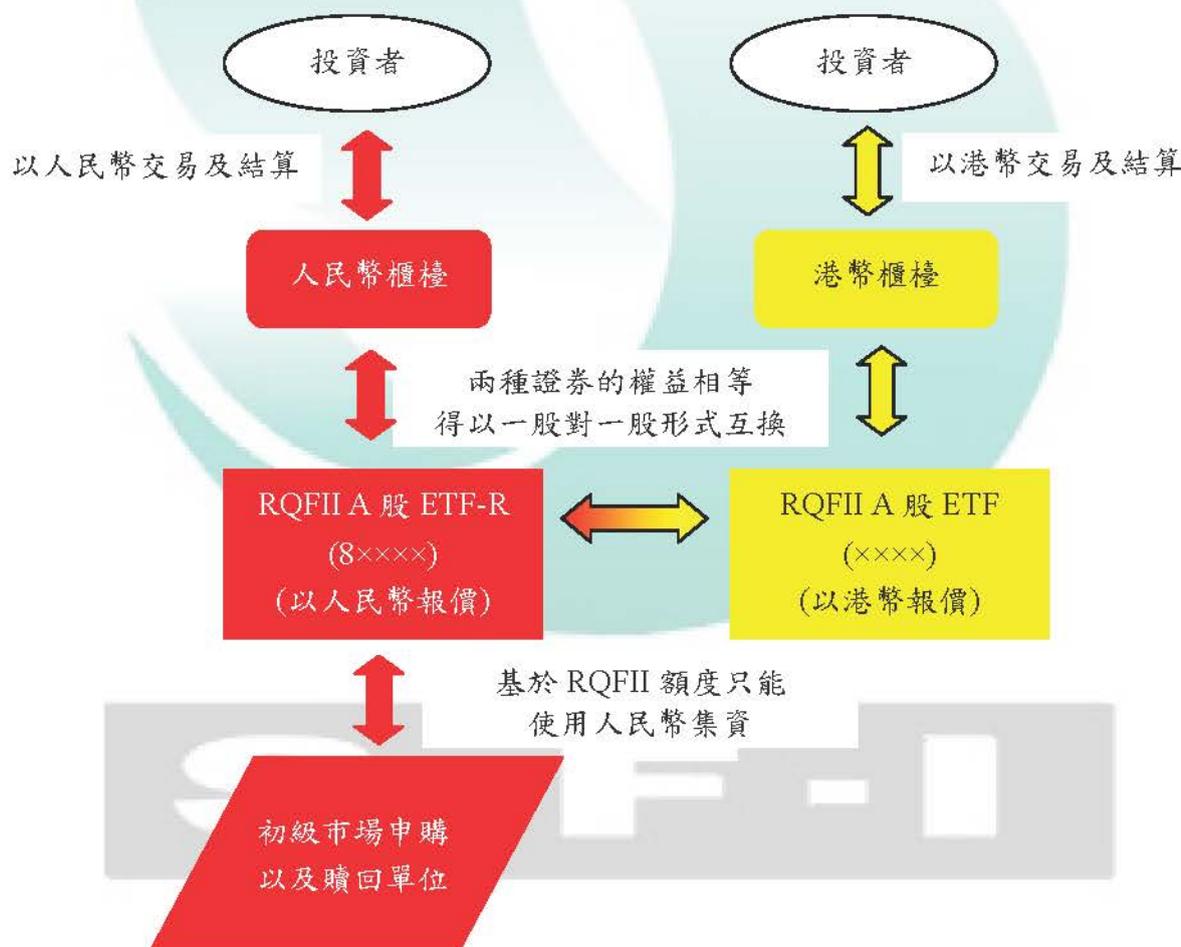
資料來源：香港交易所，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_trading/TSF/Documents/TSF_Info_Paper_c.pdf

圖 2-4：「人證港幣交易通」運作流程

貳、香港交易所雙櫃檯模式

「雙櫃檯」證券提供兩個櫃檯（人民幣櫃檯及港幣櫃檯）作交易及結算，兩個櫃檯的股份或單位屬同一類別，其持有人的待遇相同，但各有自己的股份代號及股份簡稱以資識別。客戶可以買入及賣出「雙櫃檯」證券的同一櫃檯股份或單位，也可以從一個櫃檯買入後於另一櫃檯賣出，證券交割將以交易櫃檯之貨幣進行交割。

香港交易所目前採用雙櫃檯模式的產品為人民幣 ETF，其「雙櫃檯」模式之交易機制得以圖 2-5 加以表示，並將人民幣 ETF「雙櫃檯」模式於新增、贖回以及交易等方面之重要制度分述如下。



資料來源：香港新浪財經，<http://finance.sina.com.hk/news/-35257-5312491/1.html>

圖 2-5：「雙櫃檯」模式交易機制

一、RQFII ETF 的新增及贖回僅以人民幣進行

RQFII ETF 單位以人民幣計價，不論是否設有「雙櫃檯」，在一級市場新增及贖回 RQFII ETF 單位僅能以人民幣進行。設有「雙櫃檯」的 RQFII ETF 為投資者在交易所二級市場提供兩個交易櫃檯進行買賣（即人民幣櫃檯及港幣櫃檯）。於人民幣櫃檯交易的基金單位以人民幣結算而於港幣櫃檯交易的基金單位則以港幣結算。除了以不同貨幣結算外，由於人民幣櫃檯和港幣櫃檯是兩個分別不同的市場，因此同一檔 RQFII ETF 於不同櫃檯的交易價格可能不同。

二、兩個櫃檯採用不同的股份代號與簡稱

於兩個櫃檯買賣的基金單位屬同一類別，而兩個櫃檯的基金單位持有人亦享同等待遇。港幣櫃檯及人民幣櫃檯分別有不同的股份代號，但兩個櫃檯最後的四個數字皆相同，人民幣櫃檯股份代號以「8」開始，股份簡稱後端有「-R」以表示該 ETF 以人民幣交易；港幣櫃檯則不會有任何特殊的股份簡稱標記。

三、跨櫃檯股份的轉換

一般情況下，投資者可以在同一個櫃檯買入及賣出單位，或於其中一個櫃檯買入後於另一個櫃檯賣出，但其經紀必須同時提供港幣及人民幣交易服務，並提供跨櫃檯股份轉換服務以支援「雙櫃檯」交易。

四、當日跨櫃檯買賣

投資者得於一個櫃檯買入「雙櫃檯」RQFII ETF 的基金單位後，同一日於另一個櫃檯賣出。惟兩個櫃檯的交易將分別於中央結算系統內進行結算及交割，RQFII ETF 在兩個櫃檯的交易不會「跨櫃檯」

計算而相互抵銷。亦即，投資者須要將單位從買入的櫃檯於 T+2 日內轉到另一櫃檯以進行其賣出交易之結算交割。在一般情況下，證券經紀須於投資人發出賣出指令後的第二個營業日下午 3:45 前向香港結算提交「多櫃檯轉換指示」，且香港結算就每項已執行的多櫃檯轉換指示收取港幣五元的費用。

此外，部分經紀可能由於各種原因（包括運作，系統限制，相關的結算風險及其他商業考慮）無法提供跨櫃檯即日買賣服務。即使能夠提供跨櫃檯即日買賣服務的經紀，也可能會設定較早的截止時間、其他手續及費用。

五、股息的支付

「雙櫃檯」RQFII ETF 的股息以人民幣宣派，RQFII ETF 經理得決定以人民幣支付兩個櫃檯的股息，惟仍須視個別「雙櫃檯」RQFII ETF 的派息政策。若 RQFII ETF 經理欲以不同貨幣支付股息（例如基金單位持有人未選擇下，以人民幣支付人民幣櫃檯股息及以港幣支付港幣櫃檯股息），皆須詳載於公開說明書。因此，在港幣櫃檯買賣的投資者或會收到人民幣股息，若投資者沒有人民幣戶口，即須承受將股息由人民幣轉換至港幣或其他貨幣的相關費用³³。

參、香港交易所「雙櫃檯」模式商品發展現況

香港交易所首檔雙櫃檯證券—嘉實 MSCI 中國 A 股指數 ETF 於 2012 年 10 月 12 日上市買賣，亦為首檔雙櫃檯上市的 RQFII ETF。截至 2014 年 9 月底止於香港交易所採取「雙櫃檯」模式交易的商品計

³³ 參閱香港交易所，https://www.hkex.com.hk/chi/prod/secprod/etf/dc_c.htm，瀏覽日期：2014 年 5 月 7 日。

19 檔，皆為 ETF，其中 17 檔為 RQFII ETF（15 檔 A 股 ETF 與 2 檔債券 ETF），另兩檔分別為價值黃金 ETF 以及 iShares 安碩人民幣債券指數 ETF。

若依據香港交易所 2013 年度採取「雙櫃檯」模式交易的證券成交資訊，計 13 檔 ETF 於港幣櫃檯的成交單位約為 199 億單位，成交金額達港幣 2449 億元；於人民幣櫃檯的成交單位約為 18 億單位，成交金額約為人民幣 211 億元。除 3 檔 ETF 在人民幣櫃檯之成交量較高外，其餘皆在港幣櫃檯之成交量較高，其中又以 CSOP 富時中國 A50 ETF 的成交比重最高（參見表 2-11）。

表 2-11：2013 年香港交易所「雙櫃檯」證券交易情形

ETF 名稱	港幣櫃檯			人民幣櫃檯		
	代號	成交單位	成交金額 (港幣)	代號	成交單位	成交金額 (人民幣)
博時富時中國 A50 指數 ETF	2832	66,201,000	303,257,397	82832	22,272,800	81,168,093
添富共享滬深 300 指數 ETF	3008	5,011,200	71,949,612	83008	9,798,200	111,099,768
華夏中華交易服務中國 A80 指數 ETF	3180	7,876,200	69,107,220	83180	11,178,000	76,773,174
華夏滬深 300 指數 ETF	3188	2,037,529,317	62,819,154,642	83188	310,032,399	7,659,618,259
南方東英中華 A80 ETF	3137	11,014,600	295,084,220	83137	10,766,600	227,735,802
CSOP 富時中國 A50 ETF	2822	17,360,282,101	172,345,202,154	82822	1,116,168,208	8,803,591,687
易方達中華交易服務中國 120 指數 ETF	3120	1,955,100	24,441,502	83120	1,460,800	14,448,133
易方達中證 100 A 股指數 ETF	3100	196,276,003	5,923,795,387	83100	116,202,717	2,731,744,553
恒生 A 股行業龍頭指數 ETF	3128	320,600	9,503,530	83128	1,682,800	38,985,590
嘉實 MSCI 中國 A 50 指數 ETF	3136	40,594,000	367,688,770	83136	27,202,600	194,951,216
嘉實 MSCI 中國 A 股指數 ETF	3118	209,596,542	2,242,182,692	83118	123,485,774	1,053,413,553
iShares 安碩人民幣債券指數 ETF	3139	3,440,300	151,789,760	83139	1,990,850	68,651,553
價值黃金 ETF	3081	8,093,924	279,769,667	83081	2,300	55,580
合計	-	19,948,190,887	244,902,926,553	-	1,752,244,048	21,062,236,961

資料來源：香港交易所，http://www.hkex.com.hk/chi/stat/smstat/mthbull/rpt_data_trade_summary_unit_trust_1312_c.htm，本研究整理

第四節 香港雙幣雙股制度與現況

前一節針對香港交易所之「雙櫃檯」模式進行介紹，本節將探討另一類雙幣別商品--「雙幣雙股」。「雙幣雙股」與「雙櫃檯」模式都屬於香港資本市場的雙幣別商品，兩制度亦有許多相同點，故本節將先釐清「雙幣雙股」與「雙櫃檯」模式之差異，再針對「雙幣雙股」相關制度與現況進行說明。

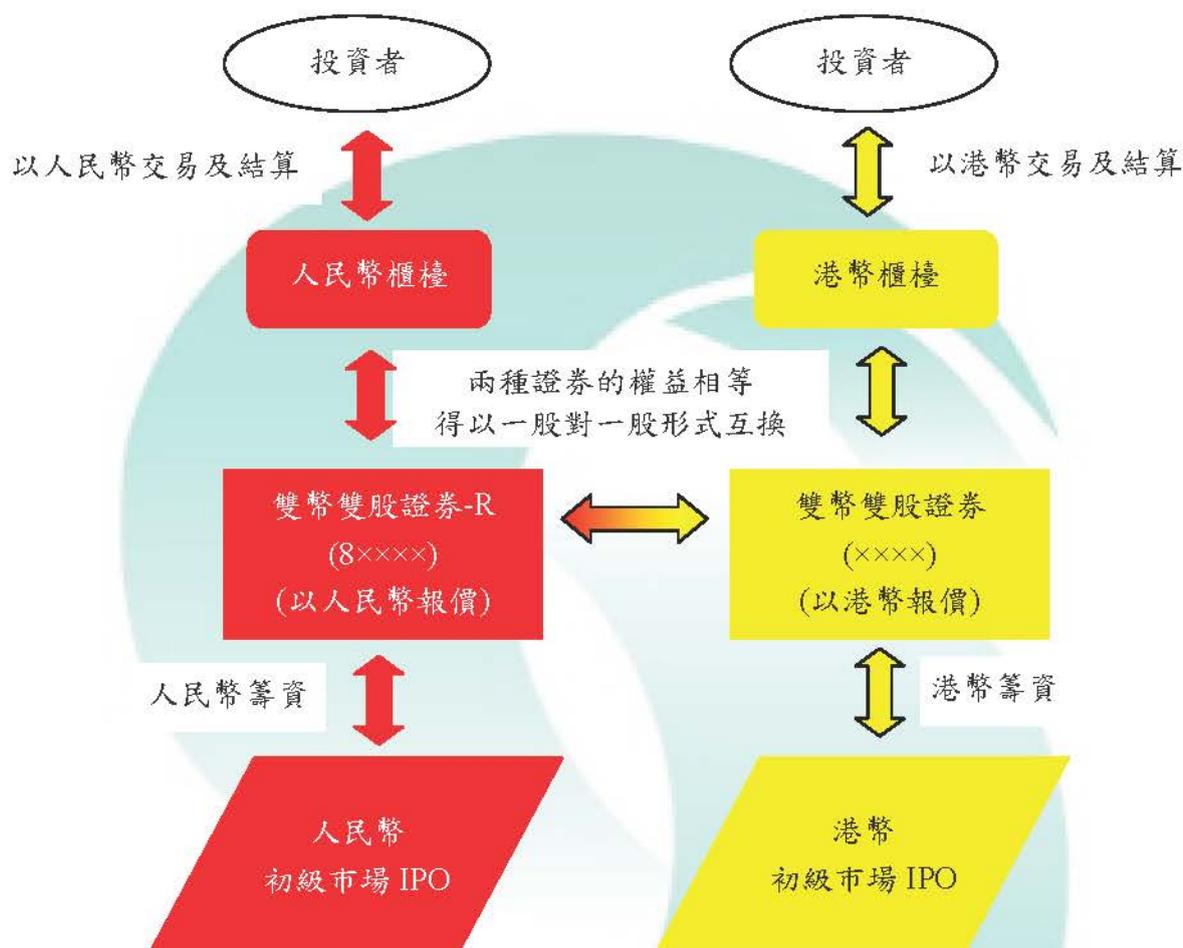
壹、雙櫃檯模式與雙幣雙股模式比較

「雙櫃檯」模式指證券在交易所二級市場以人民幣及港幣交易。「雙幣雙股」模式指證券發行人在交易所以人民幣及港幣作首次公開發行或再籌資，之後在二級市場以該兩種貨幣交易。

如圖 2-4 所示，雙櫃檯機制涉及同一個投資項目的兩種證券，分別以人民幣與港幣計價。兩種證券持有人的權益相等，並且容許證券以一股對一股的形式在兩個交易櫃檯之間互換。亦即假設在人民幣櫃檯以人民幣購入一張該類證券後，可以轉換到港幣櫃檯賣出，並收回港幣。由於所有的人民幣均為離岸資金，不會觸及中國大陸資金跨境管制的問題。例如 RQFII A 股 ETF 涉及 RQFII 投資，故在初級市場的籌資只能是離岸市場的人民幣，屬於「雙櫃檯」模式卻不是「雙幣雙股」。

雙幣雙股在次級市場的交易模式與雙櫃檯完全一致，只不過在初級市場進行首次公開發行時以雙幣發行股份，之後再次發行股票籌資時，可以選擇以人民幣、港幣或者兩者同時進行的形式發行新股（參

見圖 2-6)³⁴。



資料來源：香港新浪財經，<http://finance.sina.com.hk/news/-35257-5312491/1.html>

圖 2-6：「雙幣雙股」交易機制

貳、香港人民幣證券的首次公開發行模式

香港交易所於 2011 年 6 月 22 日發出有關人民幣證券首次公開發行模式的新聞稿，提出發行人可透過「單幣單股」或「雙幣雙股」模式進行人民幣 IPO 籌資。若將前述「單幣單股」模式，以是否能夠

³⁴ 參閱「雙櫃檯與雙幣雙股」，<http://finance.sina.com.hk/news/-35257-5312491/1.html>，瀏覽日期：2014 年 5 月 7 日。

同時以人民幣與港幣兩種貨幣進行認購，可再區分為「單幣單股」以及「雙幣單股」兩種模式。

「雙幣雙股」及「雙幣單股」兩種人民幣 IPO 模式，在發行時均同時接受人民幣及港幣認購申請；主要的分別在於新股上市後，「雙幣雙股」會分成人民幣及港幣單位，以兩個不同股票編號交易，並各自擁有獨立股東名冊，而「雙幣單股」股份則只有單一股份，以人民幣計價及交易。茲將「單幣單股」、「雙幣單股」以及「雙幣雙股」等三種人民幣 IPO 模式，分析比較於表 2-12 並分別加以說明。

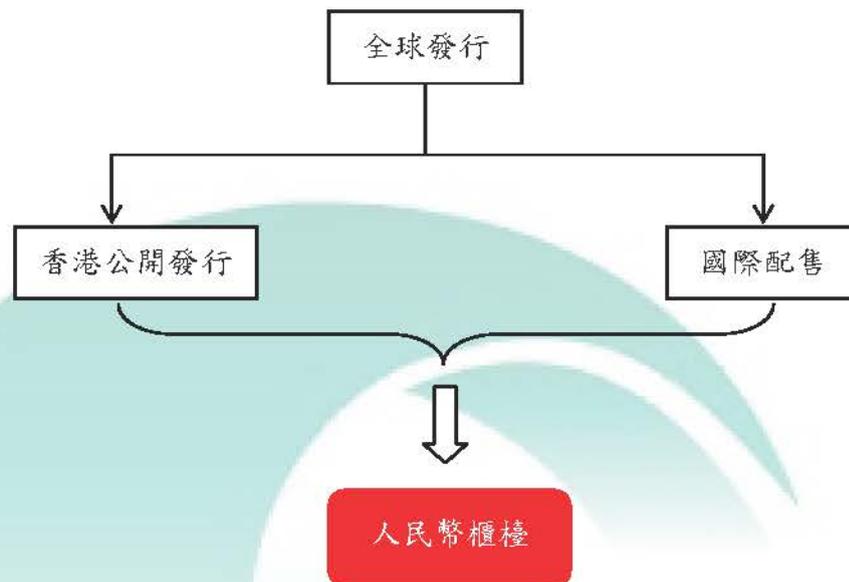
表 2-12：香港人民幣股票上市模式比較

模式	股東名冊	股票編號	公開發行部分的認購方法	交易櫃檯
單幣單股	1 本	1 個； 上市後只有人民幣股票	人民幣認購	人民幣櫃檯
雙幣單股	1 本	1 個； 上市後只有人民幣股票	港幣或人民幣認購	人民幣櫃檯
雙幣雙股	2 本	2 個； 上市後分為人民幣股票及港幣股票	港幣或人民幣認購	人民幣與港幣櫃檯

資料來源：和訊網，<http://stock.hexun.com.tw/2012/sbsg/>，本研究整理

一、單幣單股

「單幣單股」模式的人民幣 IPO 指投資者只以人民幣認購 IPO 證券的模式，上市後，所有證券均以人民幣買賣，例如匯賢產業信託 IPO 則屬於「單幣單股」模式的人民幣 IPO 案例（參見圖 2-7）。



資料來源：香港交易所，「人民幣證券首次公開招股模式」，http://www.hkex.com.hk/chi/newscousul/hkexnews/2011/documents/1106222news_c.pdf

- 註：1. 國際配售是發行人或中介機構向主要經其挑選或批准的人士，發售證券的方式。
2. 香港公開發行是指向公眾人士發售證券，類似於我國承銷制度中的「公開申購配售」。

圖 2-7：「單幣單股」人民幣 IPO 架構

二、雙幣單股

人民幣 IPO 的「雙幣單股」模式是指企業發行人民幣股票，上市後只有人民幣交易櫃檯，惟上市之前在公開發行部分，投資人可以人民幣及港幣認購，惟以人民幣認購之金額必須達到最低規定的數額。此外，香港交易所亦允許投資人使用港幣進行保證金融資，此種安排可避免由於市場上沒有足夠的人民幣流動性而限制投資人透過槓桿式的融資方式投資人民幣股票，同時，還可減輕因超額認購而可能對香港人民幣市場造成的壓力。

根據「雙幣單股」模式進行的人民幣 IPO，發行人向投資人提供認購股份的貨幣選擇，包括下列三種：

- (一) 全部股份以人民幣認購；
- (二) 全部股份以港幣認購；

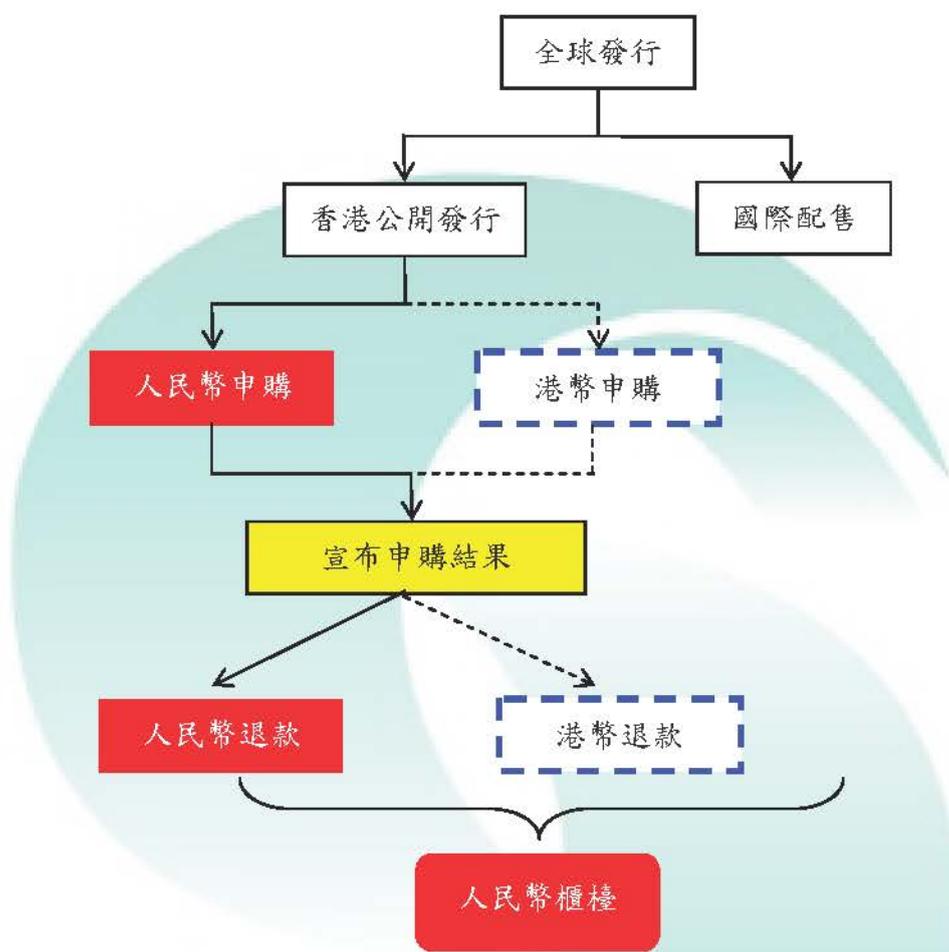
(三)部分股份以人民幣及部分股份以港幣認購。

此外，在「雙幣單股」模式申購過程中，為方便業者處理，將為港幣申購設定一個臨時編號，分開兩組處理，中介人（如證券商、銀行）便毋須更改系統，也方便中介人處理退款事宜（參見圖 2-8）³⁵。

此外，香港交易所亦規定，若發行人向投資人提供港幣認購選擇，應在公開說明書中清楚揭露認購機制詳情，尤其是港幣與人民幣的換算機制、投資人須付出的費用及面對的風險，以及人民幣和港幣認購之間的回撥及調撥機制。



³⁵ 參閱香港交易所，「人民幣證券首次公開招股模式」，http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2011/documents/1106222news_c.pdf 與「人民幣產品發行、交易及結算常問問題」，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/rmbequity/faqrmbequity_c.htm 以及金融界網站，「雙幣雙股和單股認購手續相似 上市後有不同」，<http://big5.jrj.com.cn/gate/big5/hk.jrj.com.cn/2012/03/27073812583959.shtml>，瀏覽日期：2014年5月7日。



資料來源：香港交易所，「人民幣證券首次公開招股模式」，http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsult/hkexnews/2011/documents/1106222news_c.pdf

註：1. 國際配售是發行人或中介機構向主要經其挑選或批准的人士，發售證券的方式。
2. 香港公開發行是指向公眾人士發售證券，類似於我國承銷制度中的「公開申購配售」。

圖 2-8：「雙幣單股」人民幣 IPO 架構

三、雙幣雙股

香港交易所的「雙幣雙股」模式支援發行人同時將其兩種不同交易貨幣（即人民幣及港幣）的股票進行首次公開發行，上市後，兩批股份在香港聯合交易所有限公司（聯交所）分別按兩種貨幣（即人民幣及港幣）在兩個櫃檯分開買賣，如同兩檔不同股份。在「雙幣雙股」模式下，所有人民幣股票及港幣股票必須同屬一類，股東權利及可獲

權益相同，享有同等待遇。在中央結算系統（Central Clearing and Settlement System，簡稱 CCASS）的結算交割亦分開進行。股東可透過股份過戶處或 CCASS 將其中一種幣值股份轉換為另一種幣值股份³⁶。

（一）「雙幣雙股」模式的特點

1. 同一定價

香港交易所預期「雙幣雙股」的運作模式大致等同於同時進行兩項 IPO，只是兩種貨幣之間的股份分配會預先在公開說明書清楚揭露。兩幣股份的發行價進行外幣換算後應要相同，用來計算最後發行價的匯率或確定發行價的匯率的機制應在公開說明書內清楚揭露。

2. 允許互相轉換

允許兩種貨幣的證券可以互相轉換，將有助於確保套利效率，使兩種貨幣證券在交易市場上的價格維持在合理差距。

3. 分別行使超額配售權

在雙幣股份可互相轉換基礎上，香港現行的增售機制（指超額配股權）將同時適用於雙幣股份，按兩組股份預定的發行規模分配釐定，增售比率為兩組股份預定的發行規模合計 15%。且若在 IPO 過程中，其中一種貨幣股票出現超額認購而觸發回撥機制，而另外一種貨幣股票卻沒有觸發回撥，那麼發行人可以選擇在兩種股票之間適當調撥。

³⁶ 參閱香港交易所，「人民幣產品發行、交易及結算常問問題」，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/rmbequity/faqrmbequity_c.htm，瀏覽日期：2014 年 5 月 7 日。

4. 股東持股揭露以總持股量為基準

由於雙幣股份可以互相轉換，基於擁有權及控制權維持不變的規定，其股東持股揭露以合併計算之總持股量為基準。

5. 企業活動以同等類別股票為基準

兩幣值的股份皆屬同一類別的股票，股東的權利也相同，公眾流通量將合併計算。

在股息支付方面，發行人可讓全體股東自由選擇配息的貨幣，亦可就不同發行部分的股份股息規定不同的預設貨幣選項，作為股東沒有作出選擇時所收股息的貨幣單位。若發行人提出以人民幣支付股息，發行人須考慮其是否有管道取得人民幣以支付股息。

股票股利如同配息一樣，發行人可讓全體股東自由選擇收取人民幣計價股份或港幣計價股份，亦可就不同發行部分規定不同的預設貨幣選項，作為股東沒有作出選擇時所收取股票股利的貨幣單位。此外，前述股息與股利支付方式相關資訊皆須記載於公開說明書³⁷。

6. 人民幣證券 IPO 所涉費用之支付幣別

在人民幣證券 IPO 部分，投資人及經紀可使用人民幣或港幣支付交易徵費及其他費用（如佣金）。

(二) 「雙幣雙股」IPO 架構

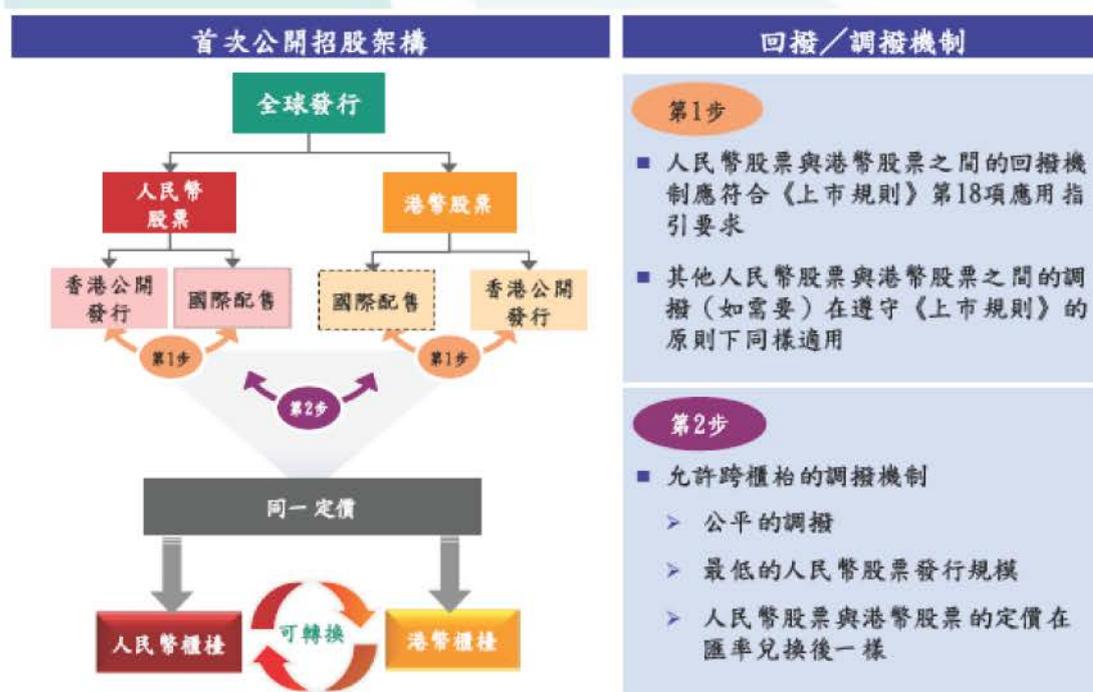
香港交易所提供兩種「雙幣雙股」IPO 架構，第一種架構是在全球發行時分別於人民幣股票與港幣股票進行國際配售³⁸與香港公開發

³⁷ 參閱香港交易所，「『雙幣雙股』模式」，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/rmbequity/documents/dtdc_participant_briefing_c.pdf，瀏覽日期：2014年5月7日。

³⁸ 依據香港交易所主板上市規則的定義，配售是發行人或中介機構向主要經其挑選或批准的人士，發售有關證券以供認購或出售有關證券。

行³⁹，其中人民幣股票與港幣股票之間的回撥機制應符合「上市規則」第 18 項應用指引的要求。並允許跨櫃檯的調撥機制，惟應達最低的人民幣股票發行規模，且人民幣股票與港幣股票的定價在匯率兌換後相同（參見圖 2-9）。

第二種架構是在國際配售部分發行人民幣股票，在香港公開發行部分同時發行人民幣股票與港幣股票，且香港公開發行與國際配售之間的回撥/調撥機制應符合「上市規則」第 18 項應用指引的要求，並允許香港公開發行部分人民幣股票及香港股票之間的調撥機制（參見圖 2-10）。

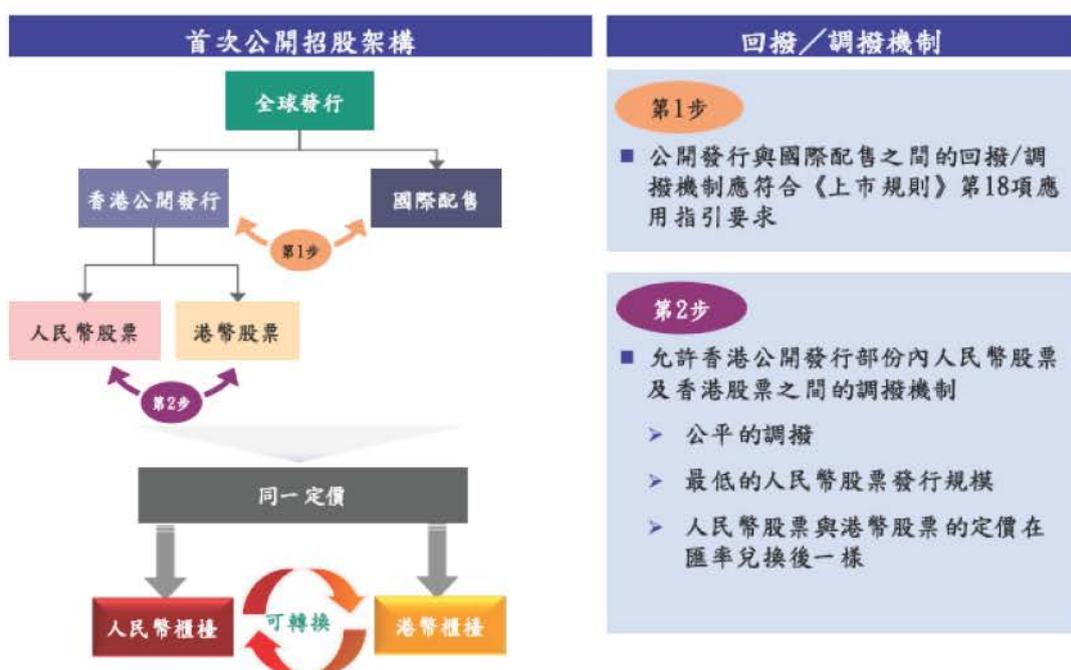


資料來源：香港交易所，「人民幣股票與債券發行模式」，http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2012/documents/1209113news_c.pdf

註：1. 國際配售是發行人或中介機構向主要經其挑選或批准的人士，發售證券的方式。
2. 香港公開發行是指向公眾人士發售證券，類似於我國承銷制度中的「公開申購配售」。

圖 2-9：「雙幣雙股」IPO 架構一

³⁹ 香港公開發行是指向公眾人士發售證券，類似於我國承銷制度中的「公開申購配售」。



資料來源：香港交易所，「人民幣股票與債券發行模式」，http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/hkexnews/2012/documents/1209113news_c.pdf

註：1. 國際配售是發行人或中介機構向主要經其挑選或批准的人士，發售證券的方式。

2. 香港公開發行是指向公眾人士發售證券，類似於我國承銷制度中的「公開申購配售」。

圖 2-10：「雙幣雙股」IPO 架構二

(三) 「雙幣雙股」模式交易制度

1. 股份代號及股份簡稱

人民幣股份及港幣股份將分別在交易所交易系統內的兩個櫃檯以不同的股份代號進行交易。港幣股份代號為一組以「0」作起首的五位數字，人民幣股份的股份代號則為一組以「8」作起首的五位數字，兩種股份代號最後的四位數字則相同。

兩個櫃檯的股份簡稱亦不同，人民幣櫃檯股份簡稱後端有「-R」以表示該股份以人民幣交易，港幣櫃檯則不會有任何特殊的股份簡稱標記。

2. 國際證券號碼 (ISIN)

根據國際編碼機構協會（ANNA）的評定，兩個不同的國際證券號碼（ISIN）將分別編配給人民幣股票與港幣股票。

3. 跨櫃檯之間的交易

- (1) 若投資人持有人民幣股票而在港幣櫃檯賣出（或相反）視為一般的現股賣出。
- (2) 買入其中一種貨幣股份，同日在另一櫃檯賣出視為一般的現股賣出。不過，為確保履行交割責任，經紀應提醒客戶將證券從有關櫃檯轉換至另一櫃檯所需的時間及費用。交易所參與者亦應要求及安排客戶進行轉換，以便交易可於 T+2 日按時完成交割。
- (3) 若屬可進行放空的指定證券，投資人可借入其中一種貨幣股份，然後在另一櫃檯賣出視為有擔保的放空交易。

4. 買賣人民幣股票的相關交易費用

依據香港交易所通告其交易所參與者有關「計算非港幣交易的印花稅及相關交易費用」之規定，所有交易相關的費用包括印花稅、交易徵費、投資者賠償徵費（目前豁免）、交易費及交易系統使用費，不論該交易的交易貨幣均應向交易所以港幣支付。該等費用須使用該交易日的匯率計算，而釐定港幣對人民幣及美元的匯率會在每個交易日上午 11 時整或之前於香港交易所網站發布⁴⁰。

(四) 「雙幣雙股」模式結算及交割制度⁴¹

⁴⁰ 參閱香港聯合交易所有限公司，「計算非港元交易的印花稅及相關交易費用 - 再通告」，<http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/sehk/2011/Documents/CTMO01611C.pdf>，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

⁴¹ 參閱香港交易所網站，「『雙幣雙股』模式下的交易和結算安排及其他相關事宜」，<http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/sehk/2011/Documents/CTMO03511C.pdf> 以及「『雙幣雙股』模式」，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/rmbequity/documents/dtdc_participant_briefing_c.pdf，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

1. 中央結算系統 (CCASS) 的存管

存放在中央結算系統 (CCASS) 的「雙幣雙股」人民幣股票與港幣股票屬同一類別及相同票面值，兩個櫃檯之間可互換，亦即可由人民幣櫃檯轉至港幣櫃檯，反之亦然。

「雙幣雙股」發行人會自行區分兩個櫃檯的實物股票，如選用不同顏色，對於兩個櫃檯各自的股票提存，兩個櫃檯的股票（即人民幣及港幣）均獲中央結算系統 (CCASS) 接受。在中央結算系統 (CCASS)，人民幣股票記入人民幣櫃檯的股份持股，港幣股票記入港幣櫃檯。

2. 在中央結算系統 (CCASS) 內的雙幣雙股轉換

(1) 轉換方法及時間

中央結算系統 (CCASS) 會配合參與者在雙幣雙股櫃檯之間轉換股份進行交割，參與者得透過以下兩種方法進行轉換：

- ① 透過中央結算系統 (CCASS) 終端機呈交電子轉換指示（營業日下午 3 時前）。若要從某櫃檯（如港幣櫃檯）轉出的股份已在中央結算系統 (CCASS) 指定股份戶口內有足夠數量的現貨，會即時轉換（譬如至人民幣櫃檯）。
- ② 向中央結算系統 (CCASS) 存管處呈交實物表格的轉換指示（營業日下午 3 時前）。若指示在截止時間（下午 3 時）或之前獲接納，且有關股份在呈交指示時已有現貨，將於即日下午 3 時 45 分前轉換。

(2) 多批轉換時間

若結算參與者的交付股份戶口有足夠的股份，中央結算系統 (CCASS) 將即時執行該轉換指示。否則該指示將於下次多批轉換

程序處理，目前每辦公日提供五次轉換程序，分別約在上午 9 時 15 分、10 時 15 分、下午 12 時 30 分、2 時 30 分以及 3 時 30 分進行⁴²。

(3) 轉換手續費

「雙幣雙股」買賣的證券在兩櫃檯間進行轉換，若經中央結算系統 (CCASS) 處理，香港結算會向結算參與者就每一宗已完成之多櫃檯合資格證券轉換指示，收取港幣 5 元作為服務費用。

3. 在 CCASS 外的雙幣雙股實物股票轉換

股份過戶處會配合雙幣雙股在中央結算系統 (CCASS) 外的轉換，投資人得攜雙幣雙股的實物股票 (以投資者名義登記) 到有關股份過戶處，要求將有關股份從原屬的「雙幣雙股」櫃檯 (如港幣櫃檯) 轉換至「雙幣雙股」的另一個櫃檯 (如人民幣櫃檯)。轉換完成後，到股份過戶處領取另一櫃檯 (如人民幣櫃檯) 的新實物股票。整個程序需時 2 天至 2 星期，端視投資人所需服務而定，股份過戶處將根據投資人所需服務時間收取費用⁴³。

此外，若股票涉及所有權轉換，投資人須預留多些時間先辦理過戶手續。

4. 「雙幣雙股」兩個櫃檯的交易將分兩批各自在中央結算系統 (CCASS) 進行結算及交割

「雙幣雙股」兩個櫃檯分別視為一檔個別股份，各有不同的股份代號，分開進行結算及交割，兩個櫃檯的交易不會「跨櫃檯」計算而

⁴² 參閱香港交易所通告，<http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/sehk/2012/documents/ctmo05312c.pdf>，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

⁴³ 實際收費以各股份過戶處的收費價目表為準，如 2 天特快服務收費可能高達每張股票 100 港元。

相互抵銷。亦即兩個櫃檯的交易各自計算一個持續淨額交割淨額及分開計算各自的差額繳款⁴⁴。有關結算及交割費，與中央結算系統（CCASS）其他股份的收費相同。

5. 「雙幣雙股」櫃檯之間的即日買賣交割

對於「跨櫃檯」的即日買賣，若中央結算系統（CCASS）參與者以一個櫃檯的待收取數額所涉證券支付另一櫃檯的待交付數額，中央結算系統（CCASS）參與者應於下午 3 時 45 分前透過中央結算系統終端機向香港結算發出「多櫃檯轉換指示」。若有關待交割數額所涉及的證券須凍結扣存，參與者應於進行相關股份轉換前先預繳現金，以騰出有關的持續淨額交割交易證券。

若「雙幣雙股」轉換指示不能按時執行以致無法達成另一櫃檯股份的交割，對於符合既定條件的申請，將可獲補購豁免。

參、上市後發行人民幣股票

香港交易所於 2011 年 9 月 5 日發出有關上市後發行人民幣股票籌資的新聞稿，提出本身已發行港幣股份在交易所買賣之發行人，如欲籌集人民幣資金，可選擇透過發行同一類別的新股，並為該批新股申請增設人民幣櫃檯，與原有的港幣股票櫃檯並存⁴⁵。

上市後發行人民幣股票在交易、結算與交割制度方面，與「雙幣雙股」IPO 模式相同，包括其人民幣櫃檯與港幣櫃檯的股份在股東名冊上有所區分，並在股票上市後可「互相轉換」；在交易市場的交易、

⁴⁴ 差額繳款係指結算參與者在持續淨額交割制度（Continuous Net Settlement, CNS）下，其待交割部位因股價出現逆向變動而產生之市價計值虧損，結算所依據該虧損部分，向該結算參與者收取之款項。

⁴⁵ 參閱香港交易所網站，<http://www.hkiec.hk/iec/tc/html/section/investment/products/rmb/basics/dtdc.html>，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

結算與交割分別在兩個櫃檯透過兩個不同的股票代號進行等。

合和公路(00737)於2012年10月29日增發人民幣股票籌資，成為首檔以人民幣和港幣計價及買賣的「雙幣雙股」股票，該公司即是採取在次級市場增發人民幣股票的方式，屬於上市後發行人民幣股票的情形，而非「雙幣雙股」IPO。

肆、香港雙幣雙股商品發展現況

截至2014年9月底止，香港交易所僅有一檔「雙幣雙股」股票——合和公路基建有限公司。該公司於2003年8月6日於香港交易所上市，交易貨幣為港幣，於2012年10月29日發行人民幣新股，成為「雙幣雙股」股票。

一、公司介紹

合和公路基建於2003年8月6日在香港交易所上市，公司一直在廣東省興建及經營策略性的高速公路基建項目，其母公司為合和實業有限公司，亦為香港交易所之上市公司⁴⁶。

二、公開發行人人民幣股票情形

合和公路基建於2012年10月24日刊發配售公告，以每股人民幣3.22元（港幣3.994元）配售120,000,000股以人民幣定價、買賣及交割之股份，並於2012年10月29日在香港交易所主板以一個獨立的買賣櫃檯（人民幣櫃檯）開始買賣。配售完成後，發行價較前一個營業日的每股收盤價（港幣4.10元）折讓2.6%⁴⁷，該配售籌集約

⁴⁶ 參閱「港交所首只“雙幣雙股”股份掛牌上市」，<http://stock.xinhua08.com/a/20121029/1050830.shtml#f=related>，瀏覽日期：2014年5月13日。

⁴⁷ 參閱合和公路基建2012年10月29日公告報表，<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/S>

人民幣 3.75 億元資金淨額，將作為該公司及其附屬公司的一般營運資金，成為全球首家透過「雙幣雙股」模式，同時提供人民幣交易股份及港幣交易股份的上市公司⁴⁸。

此外，為提高人民幣計價股份在人民幣櫃檯的買賣流動性，合和公路基建提供一段期間供其股東及投資人，將港幣計價股份免費轉換為人民幣計價股份，前述期間稱為免費轉換期，並且刊登於配售公告中。此次發行人民幣新股之免費轉換期自 2012 年 10 月 26 日上午 9 時整（即預期完成日期前一日）至 2012 年 11 月 23 日下午 4 時 30 分（包括首尾兩日），於此段期間將港幣計價股份轉換為人民幣計價股份不須向香港股份登記處及香港結算支付轉換費用。然而，人民幣計價股份轉換為港幣計價股份在任何時候均不存在免費轉換期⁴⁹。

三、雙幣股份首日上市交易情形

合和公路基建以配售形式上市的人民幣股份合和公路基建-R（代碼 80737），首日掛牌開盤價為人民幣 3.3 元，當日最低價為人民幣 3.21 元，收盤價為人民幣 3.25 元，較配售價格上漲 0.93%。當日成交量 647 萬股，成交金額為人民幣 2,094 萬元，人民幣股份的公司市值約為 96 億元。

至於以港幣計價及買賣的合和公路基建（代碼 00737），當日收盤價為每股港幣 4.05 元，下跌 1.22%。當日成交量 871 萬股，成交金額為港幣 3,522 萬元，市值近港幣 200 億元。

合和雙幣股掛牌首日的總成交金額達港幣 6,121 萬元，遠高於以

EHK/2012/1029/LTN20121029264_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

⁴⁸ 參閱合和公路基建有限公司 2012/13 中期報告，頁 11，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2013/0311/LTN20130311341_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

⁴⁹ 參閱合和公路基建 2012 年 10 月 24 日「根據一般性授權配售將以人民幣計價的新股份及恢復交易」公告及通告，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2012/1024/LTN20121024619_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

往常見的港幣 1000 萬至 2000 萬元日平均成交金額⁵⁰（參見表 2-13）。

表 2-13：合和公路基建雙幣股份首日上市交易情形

交易情形	雙幣股份	合和公路 (00737)	合和公路-R (80737)
最高價		港幣 4.11 元	人民幣 3.30 元
最低價		港幣 4.03 元	人民幣 3.21 元
收盤價		港幣 4.05 元	人民幣 3.25 元
較前日收盤（配售）價漲跌幅		-1.22%	+0.93%
成交股數		870.8 萬股	646.7 萬股
成交金額		港幣 3,522.3 萬元	人民幣 2,094.4 萬元

資料來源：東方日報，http://orientaldaily.on.cc/cnt/finance/20121030/00202_046.html

四、採取「雙幣雙股」模式前後之成交量比較

依據合和公路基建有限公司 2012/13 之中期報告，該公司採取「雙幣雙股」模式後，增加該公司股份的日均成交量。於 2012 年 10 月 25 日至 2013 年 1 月 24 日該配售後三個月期間的日均成交量較 2012 年 7 月 23 日至 2012 年 10 月 22 日該配售前三個月期間增加 134%⁵¹。

又依據該公司 2012/13 之年報，2012 年 10 月 25 日至 2013 年 7 月 24 日該配售後九個月期間的日均成交量較 2012 年 1 月 26 日至 2012 年 10 月 22 日該配售前九個月期間增加了 96%⁵²。

五、雙幣股份近期交易情形

依據香港交易所近一年來之統計數據，合和公路基建雙櫃檯之交易情形，仍以港幣櫃檯為主。若統計該公司於 2013 年 10 月至 2014 年 9 月分別在港幣櫃檯與人民幣櫃檯之交易資料，港幣櫃檯月平均成

⁵⁰ 參閱易發投資—金融外匯新聞，http://www.88iv.com/tc/hot_news_detail.html?id=1210301000，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

⁵¹ 參閱合和公路基建有限公司 2012/13 中期報告，頁 11，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2013/0311/LTN20130311341_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

⁵² 參閱合和公路基建有限公司 2012/13 年報，頁 24，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2013/0916/LTN20130916410_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

交股數約為 3,990 萬股，成交金額約為港幣 1 億 5,100 萬元；人民幣櫃檯月平均成交股數約為 357 萬股，成交金額約為人民幣 1,067 萬元。進一步分別以兩櫃檯之月平均成交股數為比較基礎計算其個別比重，該公司於港幣櫃檯之成交股數占總成交股數（港幣櫃檯與人民幣櫃檯合計）超過九成，人民幣櫃檯僅占不到 1 成（參見表 2-14）。

表 2-14：合和公路基建雙幣股份近期交易情形

櫃檯 年月	港幣櫃檯 (737)			人民幣櫃檯 (80737)		
	成交股數 (股)	成交金額 (港幣)	成交股數 占雙櫃檯 總數比率	成交股數 (股)	成交金額 (人民幣)	成交股數 占雙櫃檯 總數比率
2013.10	69,604,272	274,110,567	92.48%	5,662,000	17,501,855	7.52%
2013.11	32,457,881	122,279,668	92.87%	2,492,500	7,389,720	7.13%
2013.12	45,586,879	169,352,859	91.49%	4,241,500	12,399,365	8.51%
2014.01	68,687,452	252,130,290	92.79%	5,335,500	15,321,085	7.21%
2014.02	37,873,157	135,701,011	91.47%	3,533,000	9,830,555	8.53%
2014.03	38,147,938	137,923,515	90.17%	4,157,500	11,842,845	9.83%
2014.04	41,209,986	155,227,756	89.10%	5,039,500	15,161,910	10.90%
2014.05	26,856,382	102,115,352	96.65%	931,000	2,846,705	3.35%
2014.06	20,406,433	79,356,559	91.70%	1,847,000	5,757,880	8.30%
2014.07	31,334,114	123,167,670	92.98%	2,365,000	7,431,780	7.02%
2014.08	38,575,913	152,465,261	91.67%	3,504,000	11,007,835	8.33%
2014.09	28,015,484	108,197,845	88.14%	3,770,000	11,514,675	11.86%
月平均	39,896,324	151,002,363	91.78%	3,573,208	10,667,184	8.22%

資料來源：香港交易所，http://www.hkex.com.hk/chi/stat/smstat/mthbull/mmdata_c.htm，本研究整理

六、配息情況

合和公路基建以人民幣宣告股息，並讓股東可以選擇收取股息的貨幣，並於股息分配公告中揭露人民幣及港幣間之兌換率，股東將有權選擇以人民幣或港幣或以人民幣及港幣之組合收取股息。惟若股東沒有作股息選擇，該股東將會以港幣收取其股息，除非該股東過去已選擇以人民幣收取股息⁵³。

⁵³ 參閱公路基建有限公司 2013 年 8 月 20 日末期股息配息公告，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2013/0820/LTN20130820280_C.pdf，以及 2014 年 1 月 2 日中期股息配息公告，

第三章 新加坡資本市場發展人民幣商品之探討

依據 2014 年 4 月 28 日環球銀行財務電信協會 (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, 簡稱 SWIFT) 發布之資料, 新加坡人民幣支付結算金額於 2013 年 3 月至 2014 年 3 月間急升 3.75 倍, 已超越倫敦, 成為僅次於香港之全球第二大離岸人民幣結算中心⁵⁴。以下將分別探討新加坡人民幣離岸市場發展歷程與現況、資本市場人民幣商品發展現況、雙幣別商品以及雙幣雙股制度與現況。

第一節 新加坡人民幣離岸市場發展歷程與現況

壹、新加坡人民幣離岸市場發展歷程

中國人民銀行與新加坡金融管理局於 2010 年 7 月 23 日首次簽訂雙邊貨幣互換協議, 規模為人民幣 1500 億元 (新幣 300 億元), 實施期間為 3 年。於 2013 年 2 月 8 日中國人民銀行授權中國工商銀行(新加坡分行) 為新加坡的人民幣清算銀行, 並於同年 3 月 7 日新加坡金融管理局與中國人民銀行擴大雙邊貨幣互換協議, 將互換規模提高一倍, 達到人民幣 3000 億元。在互換協議下, 金融管理局可為市場提供人民幣流動性支持。

2013 年 4 月 2 日新加坡金融管理局與中國人民銀行簽署關於人

http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2014/0102/LTN20140102751_C.pdf, 瀏覽日期: 2014 年 5 月 13 日。

⁵⁴ 參閱 SWIFT 網站, “Singapore overtakes London as top RMB offshore clearing centre after Hong Kong”,

http://www.swift.com/about_swift/shownews?param_dcr=news.data/en/swift_com/2014/PR_RMB_singapore.xml, 瀏覽日期: 2014 年 6 月 4 日。

人民幣業務合作的瞭解備忘錄 (MOU)，雙方承諾將依照 MOU 協議，就發展新加坡的人民幣市場進行緊密合作。

中國工商銀行 (新加坡分行) 於 2013 年 5 月 27 日在新加坡啟動清算業務，滙豐和渣打銀行當日相繼分別發行兩批各為 5 億元以及 10 億元的人民幣債券⁵⁵。該人民幣債券將透過新加坡中央託管私人有限公司的系統進行交易，為新加坡金融管理局啟動人民幣清算業務後，首批經當地中央系統結算的人民幣債券。此前，新加坡發行的人民幣債券主要透過 Euroclear 和 Clearstream 在香港或倫敦清算⁵⁶。

2013 年 10 月 22 日在第十屆新中雙邊合作聯合委員會 (Joint Council for Bilateral Cooperation, JCBC) 會議上，新中雙方就加強雙邊金融合作達成以下結果：

- 一、中國大陸將人民幣合格境外機構投資者 (RQFII) 試點範圍拓展到新加坡，投資額度 500 億元人民幣。
- 二、在條件成熟時，將試點開展人民幣合格境內機構投資者 (RQDII) 投資新加坡市場。
- 三、在兩國銀行間外匯市場推出人民幣對新加坡幣直接交易。
- 四、中國大陸支持蘇州工業園區與天津生態城開展與新加坡之間的跨境人民幣創新業務。⁵⁷

中國人民銀行南京分行於 2014 年 6 月 13 日頒發「蘇州工業園區跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」，隨後發布相關實施細則⁵⁸。

⁵⁵ 參閱中國黃金投資網，<http://forex.cngold.org/c/2013-05-30/c1860028.html>，瀏覽日期：2014 年 7 月 15 日。

⁵⁶ 參閱金融界，<http://big5.jrj.com.cn/gate/big5/usstock.jrj.com.cn/2013/05/28072915342840.shtml>，瀏覽日期：2014 年 7 月 15 日。

⁵⁷ 參閱新加坡金融管理局網站，

<http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Overview/Regional-Gateway-for-RMB.aspx>，瀏覽日期：2014 年 7 月 15 日。

⁵⁸ 「蘇州工業園區跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」依據 2013 年 10 月 22 日第十屆新中

6月19日開始試點當天，共有7家新加坡的銀行和11家園區企業參與試點，簽署5.275億元跨境人民幣貸款契約⁵⁹。中國工商銀行新加坡分行於2014年6月19日宣布，該行當日成功為蘇州工業園區節能環保企業泰諾風保泰（蘇州）隔熱材料有限公司發放首筆1,000萬元跨境人民幣貸款，並透過新加坡人民幣清算行的通用清算平臺系統，完成貸款資金從新加坡到蘇州的即時清算。成為中國大陸「蘇州工業園區跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法實施細則」公布以來，新加坡銀行機構實現的首批跨境人民幣貸款業務⁶⁰。

此外，2014年6月27日中國人民銀行總行正式批復「天津生態城跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」，同意7月1日起在生態城先行先試四項跨境人民幣業務創新政策。前述批復的業務包括新加坡銀行機構對生態城內企業發放跨境人民幣貸款、股權投資基金人民幣對外投資、生態城內企業到新加坡發行人民幣債券、個人經常項下及對外直接投資項下跨境人民幣業務4項具體內容⁶¹。

新加坡金融管理局為滿足新加坡金融機構短期人民幣拆借需求，於2014年6月宣布從2014年7月1日起提供總值人民幣50億元之隔夜拆借機制，以緩解新加坡金融機構每日資金結算需求，進而

雙邊合作聯合委員會有關協議所訂定，具體包括在新加坡各大銀行能為園區企業提供跨境人民幣貸款服務、園區內的股權投資基金業被允許進行對新加坡企業的直接投資、園區內企業能到新加坡發行人民幣債券、園區內個人也可透過其兩國之間的人民幣匯款進行經常帳戶結算也可以對新加坡企業進行直接投資等業務。參閱中國人民銀行南京分行，

http://nanjing.pbc.gov.cn/publish/nanjing/1472/2014/20140613155855716406212/20140613155855716406212_.html，瀏覽日期：2014年7月15日。

⁵⁹ 參閱新浪財經，<http://finance.sina.com.hk/news/-3-6782125/1.html>，瀏覽日期：2014年7月15日。

⁶⁰ 參閱新華網，http://news.xinhuanet.com/world/2014-06/19/c_126643008.htm，瀏覽日期：2014年7月15日。

⁶¹ 參閱天津市人民政府網站，

http://www.tj.gov.cn/zwgk/zwxz/zwyw/201407/t20140710_241780.htm，以及鉅亨網

<http://news.cnyes.com/20140902/%E4%B8%AD%E6%96%B0%E5%A4%A9%E6%B4%A5%E7%94%9F%E6%85%8B%E5%9F%8E%E8%B7%A8%E5%A2%83%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%B9%A3%E8%A9%A6%E9%BB%9E%E6%A5%AD%E5%8B%99%E5%85%A8%E9%9D%A2%E9%8B%AA%E9%96%8B-160115169055210.shtml?c=detail>，瀏覽日期：2014年7月15日。

為新加坡人民幣交易活動蓬勃發展營造更適宜的環境⁶²(參見表 3-1)。

表 3-1：新加坡發展人民幣離岸市場之重要歷程

時間	事件
2010 年 7 月 23 日	中國人民銀行與新加坡金融管理局首次簽訂雙邊貨幣互換協議，規模為人民幣 1500 億元 (300 億新加坡幣)，實施期間為 3 年。
2013 年 2 月 8 日	中國人民銀行授權中國工商銀行(新加坡分行)為新加坡的人民幣清算銀行。
2013 年 3 月 7 日	新加坡金融管理局與中國人民銀行擴大雙邊貨幣互換協議，並且將互換規模提高一倍，達到人民幣 3000 億元。在互換協議下，金融管理局可為市場提供人民幣流動性支持。
2013 年 4 月 2 日	新加坡金融管理局與中國人民銀行簽署關於人民幣業務合作的瞭解備忘錄 (MOU)，雙方承諾將依照 MOU 協議，就發展新加坡的人民幣市場進行緊密合作。
2013 年 5 月	中國工商銀行(新加坡分行)於 2013 年 5 月 27 日在新加坡啟動清算業務。滙豐和渣打銀行當日相繼分別發行兩批各為 5 億元以及 10 億元的人民幣債券，為首批經當地中央系統結算的人民幣債券。
2013 年 10 月 22 日	在第十屆新中雙邊合作聯合委員會 (Joint Council for Bilateral Cooperation, JCBC) 會議上，新中雙方就加強雙邊金融合作達成以下結果： 1. 中國大陸將人民幣合格境外機構投資者 (RQFII) 試點範圍拓展到新加坡，投資額度 500 億元人民幣；在條件成熟時，將試點開展人民幣合格境內機構投資者 (RQDII) 投資新加坡市場。 2. 在兩國銀行間外匯市場推出人民幣對新加坡幣直接交易。 3. 中國大陸支持蘇州工業園區與天津生態城開展與新加坡之間的跨境人民幣創新業務。
2014 年 6 月 19 日	「蘇州工業園區跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」試點首日，共有 7 家新加坡的銀行和 11 家園區企業參與試點，簽署 5.275 億元跨境人民幣貸款契約。中國工商銀行新加坡分行為蘇州工業園區企業發放首筆 1,000 萬元跨境人民幣貸款，成為新加坡銀行機構實現的首批跨境人民幣貸款業務。
2014 年 6 月 27 日	中國人民銀行總行正式批復「天津生態城跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」，與新加坡開展人民幣業務創新試點。
2014 年 7 月 1 日	新加坡金融管理局啟動總值 50 億人民幣之隔夜拆借機制。

資料來源：新加坡金融管理局網站，<http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Overview/Regional-Gateway-for-RMB.aspx>，本研究整理

⁶² 參閱新加坡金融管理局網站，「New Initiatives to promote the international use of Renminbi through Singapore」，<http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/press-releases/2014/new-initiatives-to-promote-the-international-use-of-renminbi-through-singapore.aspx>，瀏覽日期：2014 年 8 月 13 日。

貳、新加坡人民幣離岸市場發展現況

依據新加坡金融管理局統計，新加坡人民幣存款持續增加，2012年6月為人民幣600億元，2012年12月為人民幣1,000億元，至2013年6月增至人民幣1,380億元，截至2014年6月底止，新加坡人民幣存款已達2,540億元⁶³（參見表3-2）。

目前新加坡銀行可以辦理的人民幣業務包括：接受企業與個人開立人民幣存款帳戶、人民幣兌換、匯款、貿易結算、貸款、現金管理業務、外匯交易（含衍生性商品交易）以及財富管理等，亦可以協助企業進行人民幣計價有關的資本市場活動⁶⁴。

表 3-2：新加坡人民幣存款餘額統計表

時間	人民幣存款（億元人民幣）
2013年6月	1,380
2013年9月	1,540
2013年12月	1,950
2014年3月	2,200
2014年6月	2,540

資料來源：新加坡金融管理局網站，<http://www.mas.gov.sg/Statistics/RMB-Statistics.aspx>

第二節 新加坡資本市場人民幣商品發展現況

目前在新加坡資本市場已推出的人民幣商品包括人民幣債券、人

⁶³ 參閱新加坡金融管理局網站，"Singapore's Perspectives on RMB Internationalisation" - Welcome Address by Mr Leong Sing Chiong, Assistant Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at the Asia Securities Industry & Financial Markets Association (ASIFMA) 4th Offshore Renminbi Markets Conference on 13 March 2014，

<http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/2014/singapore-perspectives-on-rmb-internationalisation.aspx> 以及謝佳雯，「人民幣離岸市場之發展概況與法制規範」，中央銀行出國報告，2014年1月28日，瀏覽日期：2014年8月13日。

⁶⁴ 參閱新加坡金融管理局網站，

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Merchant%20Banks/Circular/Circular%20on%20Conduct%20of%20Renminbi.pdf>，瀏覽日期：2014年8月13日。

民幣基金以及人民幣股票等，茲分別進行說明。

一、人民幣債券

在人民幣債券方面，新加坡將之命名為「獅城債」。中國工商銀行（新加坡分行）於 2013 年 5 月 27 日在新加坡啟動清算業務，滙豐和渣打銀行當日相繼分別發行兩批各為 5 億元以及 10 億元的人民幣債券⁶⁵。緊接著於 2013 年 6 月，新加坡星展銀行以及大華銀行各發行 5 億元人民幣債券。在人民幣清算業務開啟的第一個月裡，四家銀行總計發行總額 25 億元人民幣的「獅城債」（Lion City bonds）。

其後，2013 年 11 月 19 日作為人民幣清算行的中國工商銀行（新加坡分行）在新加坡發行了價值 20 億元人民幣的「獅城債」，為第一家中資銀行發行的人民幣債券，並在新加坡交易所上市交易。

2014 年 5 月中國海南航空發行 3 年期、17 億元人民幣「獅城債」，為新加坡市場發行的首筆非金融企業人民幣債券。

2014 年 9 月 15 日中國工商銀行（ICBC）在新加坡和臺灣發行了總額為人民幣 40 億元（美金 6.5 億元）的人民幣計價債券，此次發行的債券包括三種不同期限組合：20 億元人民幣 2 年期債券、7 億元人民幣 5 年期債券和 13 億元人民幣 7 年期債券，票面利率分別為 3.5%、3.7%和 3.95%。其中 2 年期債券在新加坡交易所上市，5 年期和 7 年期債券在新加坡交易所和證券櫃檯買賣中心雙重上市，亦是中資銀行首次以雙重上市的形式發債⁶⁶。

截至 2014 年 10 月 21 日止，曾於新加坡交易所上市之人民幣債

⁶⁵ 參閱中國黃金投資網，<http://forex.cngold.org/c/2013-05-30/c1860028.html>，瀏覽日期：2014 年 8 月 13 日。

⁶⁶ 參閱證券櫃檯買賣中心新聞稿，http://www.gretai.org.tw/web/about/news/news/news_detail.php?l=zh-tw 以及新聞網頁，<http://finance.sina.com/bg/economy/sinacn/20140917/01481128029.html>，瀏覽日期：2014 年 9 月 25 日。

券計 92 檔⁶⁷。

二、人民幣基金

2011 年 4 月巴克萊銀行旗下的資產管理部門 Barclays Capital Fund Solutions 與大華資產管理 (UOB Asset Management) 於新加坡推出首檔人民幣計價債券基金，向一般投資人銷售，其最低投資金額為 10,000 元人民幣或 1,000 美元、新幣或澳幣⁶⁸。

2013 年 10 月 22 日，中國人民銀行和新加坡金融管理局發布公告，提供新加坡 RQFII 額度人民幣 500 億元。截至 2014 年 8 月 31 日，新加坡計有日興資產管理亞洲有限公司 (Nikko Asset Management Asia Ltd)、畢盛資產管理有限公司 (APS Asset Management Pte Ltd)、富敦資金管理有限公司 (Fullerton Fund Management Company Ltd)、新思路投資有限公司 (New Silk Road Investment Pte. Ltd.) 以及安本亞洲資產管理有限公司 (Aberdeen Asset Management Asia Limited) 獲得 RQFII 資格⁶⁹，其中四家公司並從中國外匯管理局獲批共計 52 億元 RQFII 人民幣額度⁷⁰，惟尚未推出 RQFII 基金⁷¹。

⁶⁷ 參閱新加坡交易所網站，<http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/others/bonds>，瀏覽日期：2014 年 10 月 21 日。

⁶⁸ 參閱新聞網頁，

<http://www.risk.net/asia-risk/news/2041433/singapores-efforts-rmb-offshore-centre-bolstered-barcap-uob-bond-funds>，瀏覽日期：2014 年 8 月 8 日。

⁶⁹ 參閱中國證券監督管理委員會網站，

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306208/201409/t20140923_260829.htm，瀏覽日期：2014 年 9 月 12 日。

⁷⁰ 參閱中國外匯管理局網站，

[http://www.safe.gov.cn/resources/image/4579870049dc701d9d11bfed8ff4845d/1409208917569.pdf?MOD=AJPERES&name=人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度审批情况表（截至 2014 年 8 月 26 日）.pdf](http://www.safe.gov.cn/resources/image/4579870049dc701d9d11bfed8ff4845d/1409208917569.pdf?MOD=AJPERES&name=人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度审批情况表（截至2014年8月26日）.pdf)，瀏覽日期：2014 年 9 月 12 日。

⁷¹ 日興資產管理亞洲有限公司於 2014 年 7 月宣布，將與中國銀行新加坡分行及星展銀行合作推出新加坡首個中國境內債券基金，基金主要投資於以人民幣計價的存款證、優先股、固定和浮動利率債券、可轉換債券、票據、債券與貨幣市場基金，及其他由中國政府、半政府機構、企業和金融機構在中國境內發行的固定收益證券。參閱日興資產管理亞洲有限公司網頁，

http://en.nikkoam.com/files/english_press_releases/2014/release_140703_e.pdf，瀏覽日期：2014 年 9 月 25 日。

三、人民幣股票

揚子江船業於 2013 年 8 月 5 日於新加坡交易所推出以新幣與人民幣計價的雙貨幣交易，成為新加坡交易所首家在原新幣交易基礎上推出人民幣雙貨幣股票交易的公司，也是新加坡交易所目前唯一的一檔人民幣股票。

四、人民幣 REITs

2012 年 9 月新加坡交易所批准 Dynasty REIT 首創以雙幣雙股(同時以新幣及人民幣計價)方式掛牌，惟後因新幣兌美元急升，令人民幣商品的吸引力相對驟降，最後宣告暫停上市計畫⁷²。

五、人民幣衍生性商品

新加坡的人民幣衍生性商品除了在店頭間買賣者外，新加坡交易所於今(2014)年10月20日推出四種新的亞洲外匯期貨合約，其中包括人民幣期貨契約，成為全球繼香港、美國後，第三個推出人民幣期貨的交易所⁷³。

第三節 新加坡資本市場雙幣別商品發展制度與現況

本節將介紹新加坡資本市場雙幣別商品之制度規劃與發展現況，包括雙幣別商品發展歷程、雙貨幣交易制度以及雙幣別商品發展現況等。

⁷² 參閱觀點地產網，<http://www.guandian.cn/article/20121224/128316.html> 以及新浪財經 <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/20121025/082813473341.shtml>，瀏覽日期：2014 年 8 月 8 日。

⁷³ 所涉及貨幣分別為美元兌離岸人民幣、人民幣兌美元、美元兌日元和泰銖兌美元。參閱新加坡交易所網站，http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/highlights/news_releases/SGX-Boosts-Yuan-Aspirations-with-New-FX-Contracts---Welcomes-Bank-of-China-as-First-Chinese-Settlement-Bank，瀏覽日期：2014 年 10 月 20 日。

壹、雙幣別商品發展歷程

2012年3月22日新加坡交易所宣布啟動雙貨幣交易（Dual Currency Trading）服務，使得在新加坡交易所掛牌的證券，包括普通股及ETF，皆可同時使用美元、港幣、澳幣及新加坡幣當中，任兩種貨幣報價及交易。雙貨幣交易服務支援主板、凱利板等已上市證券，以及辦理首次公開發行（IPO）的準上市公司。雙貨幣交易服務可增加投資人的交易彈性，並降低其交易成本，而對於發行人或上市公司來說，提供雙貨幣交易的彈性，不僅可吸引國際投資人，亦可提高當地投資人進場投資的意願⁷⁴。

新加坡交易所首檔採取雙貨幣交易的股票—和記港口控股信託（HPHT），於2012年4月2日開始交易，除了以原本的美元報價交易，也以新幣報價交易⁷⁵。

新加坡交易所於2012年6月15日推出ETF雙貨幣交易，首先允許7檔美元計價的ETF⁷⁶，除了得以現有美元報價交易外，亦可以新加坡幣報價交易，且兩幣別之交易可完全自由互換（Fully Fungible），不影響部位持有，亦不影響其基金發行架構。因此，不管ETF最初是以美元或新加坡幣購買，皆可於次級市場以任一幣別賣出，而部位計算以持有股數整合於同一帳戶內，申購、贖回及收益分配則以原本的計價幣別（美元）進行⁷⁷。

⁷⁴ 參閱 The Business Times，<http://www.btinvest.com.sg/markets/stocks/sgx-opens-doors-to-dual-currency-trading/>，瀏覽日期：2014年6月16日。

⁷⁵ 參閱 Bloomberg，<http://www.bloomberg.com/news/2012-03-22/singapore-exchange-to-start-dual-currency-trades-in-april.html>，瀏覽日期：2014年6月16日。

⁷⁶ 該七檔ETF包括貝萊德安碩（iShares）發行的4檔固定收益ETF和安碩MSCI印度指數ETF，以及聯昌信安資產管理公司（CIMB）發行的CIMB 富時亞洲40ETF和CIMB S&P 道德亞太收益ETF等共7檔美元計價的ETF。

⁷⁷ 參閱「國際證券市場發展動態」，證交資料第603期，2012年7月。

新加坡交易所於2012年7月6日宣布已為人民幣計價的證券在新加坡掛牌、報價、交易、結算和交割做好準備，未來發行人在發行人民幣證券時，可以選擇雙貨幣交易，允許投資人自由選擇使用人民幣還是新加坡幣進行交易。並將先前於3月份宣布啟動的雙貨幣交易可使用的貨幣範圍，增加人民幣乙類，計有新幣、美元、港幣、澳幣與人民幣五種貨幣⁷⁸。

揚子江船業於2013年8月5日於新加坡交易所推出以新幣與人民幣計價的雙貨幣交易，成為新加坡交易所首家在原新幣交易基礎上推出人民幣雙貨幣股票交易的公司⁷⁹（參見表3-3）。

表 3-3：新加坡資本市場雙幣別商品發展歷程

時間	事件
2012年3月22日	新交所宣布掛牌證券可使用雙貨幣交易，貨幣範圍包括新幣、美元、港幣與澳幣。
2012年4月2日	新交所首檔採取雙貨幣交易的股票—和記港口控股信託（HPHT）開始交易，除了以原本的美元報價交易，也以新幣報價交易。
2012年6月15日	新交所推出7檔原以美元計價的ETF，採取雙貨幣（美元與新幣）交易。
2012年7月6日	新交所將人民幣加入雙貨幣交易的貨幣範圍。
2012年9月	新加坡交易所批准 Dynasty REIT 首創以雙幣雙股（同時以新幣及人民幣計價）方式掛牌，惟後因新幣兌美元急升，令人民幣商品的吸引力相對驟降，最後宣告暫停上市計畫。
2013年8月5日	首檔以人民幣、新幣計價股票揚子江船業，正式在新加坡交易所掛牌交易。

資料來源：本研究整理

貳、雙貨幣交易制度⁸⁰

⁷⁸ 參閱新華網，http://news.xinhuanet.com/fortune/2012-07/06/c_123381822.htm，瀏覽日期：2014年6月16日。

⁷⁹ 參閱新華網，http://news.xinhuanet.com/english/china/2013-07/25/c_132573459.htm，瀏覽日期：2014年6月16日。

⁸⁰ 參閱新加坡交易所，http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/trading/securities/dual_currency_trading，瀏覽日期：2014年6月16日。

新加坡交易所推出的雙貨幣交易，主要目的在於讓投資人獲得更大的成本效率，方便投資人能夠選擇自己青睞的貨幣進行交易，如以新幣買賣原本以外幣為計價單位的證券；而公司或者發行人則可以享有靈活性以及讓其證券更具流動性。該制度設計的主要內容包括：

一、雙貨幣交易可供選擇之貨幣範圍

新加坡交易所最初於2012年3月宣布掛牌證券可使用雙貨幣交易時，其貨幣範圍僅包括新幣、美元、港幣與澳幣等四種貨幣。其後於同年7月將人民幣加入雙貨幣交易的貨幣範圍，故目前凡是在新加坡交易所上市的公司或者發行人均可以選擇讓其掛牌證券以新幣、美元、港幣、澳幣與人民幣當中的任何兩個貨幣進行交易。

二、股票單位合併存管於CDP

採取雙貨幣交易的證券，當投資人以不同貨幣購買的同一檔證券將被整合於投資人的中央託收（Central Depository，簡稱CDP）帳戶。例如投資人購買1000股的美元報價證券以及2000股的新幣報價證券，但是在其帳戶上將顯示投資人持有3000股該檔證券。

三、國際證券號碼（ISIN）相同但股票代號不同

新加坡交易所採取雙貨幣交易的證券，於不同貨幣櫃檯仍編列相同的國際證券號碼（ISIN），但兩貨幣櫃檯編列不同的股票代號以茲區別。

四、透過其中一櫃檯買入之證券可於另一櫃檯賣出

投資人不管當初是以哪種貨幣買入的證券，皆可以自由於另一貨幣櫃檯進行賣出。例如投資人在T日買入4000股以美元報價的證券，

並賣出3000股以新幣報價的同一檔證券，則於T+3日投資人的中央託收帳戶中將持有1000股該檔證券。

五、股利以主貨幣櫃檯之幣別發放

新加坡的雙貨幣交易制度，其雙貨幣櫃檯可區分為主貨幣櫃檯（Primary Currency Counter）與次貨幣櫃檯（Secondary Currency Counter），其中主貨幣櫃檯通常為最初發行證券的計價貨幣，且採取雙貨幣交易的證券市值計算亦是以主貨幣櫃檯的價格為計算基礎。因此，除非發行人特別聲明，其股利發放時皆以主貨幣櫃檯之幣別進行發放。

參、雙幣別商品發展現況

截至2014年9月底止，於新加坡交易所採取雙貨幣交易的商品計有9檔，包括一檔商業信託（和記港口控股信託）、七檔ETF以及一檔股票（揚子江船業）。其中除揚子江船業係採取新幣與人民幣交易外，其餘8檔證券皆係採取美元與新幣交易（參見表3-4）。



表 3-4：新加坡交易所雙幣別商品發展現況

序號	上市證券	證券類別	交易貨幣單位	櫃檯名稱	股票代號	交易貨幣
1	Hutchison Port Holdings Trust	商業信託	主貨幣櫃檯	HPH Trust USD	NS8U	美元
			次貨幣櫃檯	HPH Trust SGD	P7VU	新幣
2	CIMB FTSE ASEAN 40 ETF	ETF	主貨幣櫃檯	CIMBASEAN40 100US\$	M62	美元
			次貨幣櫃檯	CIMBASEAN40 100S\$D	QS0	新幣
3	CIMB S&P Ethical Asia Pacific Dividend ETF	ETF	主貨幣櫃檯	CIMB APAC Div 100US\$	P5P	美元
			次貨幣櫃檯	CIMB APAC Div 100S\$D	QR9	新幣
4	iShares Barclays Capital Asia Local Currency Bond Index ETF	ETF	主貨幣櫃檯	IS LC BND 100US\$	N6L	美元
			次貨幣櫃檯	IS LC BND 100S\$D	QL1	新幣
5	iShares Barclays Capital Asia Local Currency 1-3Yr Bond Index ETF	ETF	主貨幣櫃檯	IS LC 1-3Y 100US\$	O9Q	美元
			次貨幣櫃檯	IS LC1-3Y 100S\$D	QL0	新幣
6	iShares Barclays Capital USD Asia High Yield Bond Index ETF	ETF	主貨幣櫃檯	IS ASIA HYG100US\$	O9P	美元
			次貨幣櫃檯	IS ASIA HYG100S\$D	QL3	新幣
7	iShares J.P. Morgan USD Asia Credit Bond Index ETF	ETF	主貨幣櫃檯	IS ASIA BND 100US\$	N6M	美元
			次貨幣櫃檯	IS ASIA BND 100S\$D	QL2	新幣
8	iShares MSCI India Index ETF	ETF	主貨幣櫃檯	IS MSCI INDIA 100US\$	I98	美元
			次貨幣櫃檯	IS MS INDIA 100S\$D	QK9	新幣
9	Yangzijiang Shipbldg Hldgs Ltd	股票	主貨幣櫃檯	YZJ Shipbldg SGD	BS6	新幣
			次貨幣櫃檯	YZJ Shipbldg RMB	SO7	人民幣

資料來源：新加坡交易所，http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/trading/securities/dual_currency_trading

第四節 新加坡雙幣雙股制度與現況

本節將介紹新加坡交易所的雙幣雙股制度，以及目前其雙幣雙股

商品之發展現況。

壹、雙幣雙股制度

新加坡的雙幣雙股制度與本章前一節所介紹的雙貨幣交易制度運作模式皆相同，其雙幣雙股制度可供選擇之貨幣範圍包括新幣、美元、港幣、澳幣與人民幣當中的任何兩個貨幣。

新加坡交易所採取雙幣雙股制度的證券，於不同貨幣櫃檯仍編列相同的國際證券號碼（ISIN），但兩貨幣櫃檯編列不同的股票代號以茲區別。投資人以不同貨幣購買的同一檔證券將被整合於投資人的中央託收（Central Depository，簡稱CDP）帳戶，投資人不管當初是以哪種貨幣買入或賣出的證券，皆可以自由於另一貨幣櫃檯進行賣出。

此外，新加坡的雙幣雙股制度，其雙貨幣櫃檯可區分為主貨幣櫃檯（Primary Currency Counter）與次貨幣櫃檯（Secondary Currency Counter），其中主貨幣櫃檯通常為最初發行證券的計價貨幣，且採取雙幣雙股制度的證券市值計算亦是以主貨幣櫃檯的價格為計算基礎。因此，除非發行人特別聲明，其股利發放時皆以主貨幣櫃檯之幣別進行發放。

貳、雙幣雙股商品發展現況

截至2014年9月底止，新加坡交易所僅有一檔「雙幣雙股」股票--揚子江船業。該公司於2007年4月18日在新加坡交易所主板上市，於2013年8月5日改採雙幣雙股模式，成為新加坡首檔以人民幣與新幣進行交易的股票⁸¹。

⁸¹ 參閱新華網，http://news.xinhuanet.com/english/china/2013-07/25/c_132573459.htm，瀏覽日期：

一、公司介紹

揚子江船業於 2005 年 12 月 21 日成立於新加坡，公司登記名為 Yangzijiang Shipbuilding (Holdings) Pte. Ltd.，2007 年 3 月 15 日改名為揚子江船業（控股）有限公司（Yangzijiang Shipbuilding (Holdings) Ltd.），並於新加坡交易所上市。該公司主要營業活動為投資控股以及提供與造船業務相關之代理服務，如建造一系列商船，包括貨櫃輪，散貨船和多用途散貨船，以及岸外海洋工程，該公司在中國大陸長江沿岸擁有數個造船基地⁸²。

二、公開發行人人民幣股票情形

揚子江船業於 2013 年 7 月 25 日公告，該公司於 2013 年 8 月 5 日上午 9 時開始人民幣交易，股東將可於新加坡交易所以第二貨幣-人民幣買賣公司股票，兩個櫃檯以各自的幣種透過新加坡交易所結算。且該公司本次並未額外發行新股，僅是開放人民幣櫃檯，為投資人在交易揚子江股票提供更多的選擇。

此外，無論股票是經由新幣櫃檯或人民幣櫃檯購入，新加坡中央託收公司（CDP）每月寄給股東的對帳單中，股東持有的揚子江船業股票價值將以新幣櫃檯的最後成交價為基準⁸³。

三、雙幣股份首日上市交易情形

揚子江船業以雙幣股交易首日，以新幣計價及買賣的揚子江船業（代碼 BS6），當日開盤價為每股新幣 0.935 元，最高價為每股新幣

2014 年 6 月 16 日。

⁸² 參閱「揚子江船業（控股）有限公司 2013 年年報」，瀏覽日期：2014 年 7 月 17 日。

⁸³ 參閱揚子江船業網頁，<http://ir.zaobao.com.sg/yangzijiang/news.html>，瀏覽日期：2014 年 7 月 17 日。

0.935 元，最低價為每股新幣 0.92 元，收盤價為每股新幣 0.92 元，下跌 1.60%，當日成交量 2,319,000 股。

至於以人民幣計價及買賣的揚子江船業（代碼 SO7），當日收盤價為每股人民幣 4.45 元，當日成交量為 27,000 股。相較於揚子江船業在此前 6 個月之平均日交易量約為 8.4 百萬股，人民幣計價之交易量明顯偏低⁸⁴（參見表 3-5）。

表 3-5：揚子江船業雙幣股份首日上市交易情形

交易情形	雙幣股份	YZJ Shipbldg SGD (BS6)	YZJ Shipbldg RMB (SO7)
開盤價		新幣 0.935 元	人民幣 4.45 元
最高價		新幣 0.935 元	人民幣 4.45 元
最低價		新幣 0.92 元	人民幣 4.45 元
收盤價		新幣 0.92 元	人民幣 4.45 元
較前日收盤價漲跌幅		-1.60%	-
成交股數		2,319,000 股	27,000 股

資料來源：新加坡交易所網站，本研究整理

四、採取「雙幣雙股」模式前後之成交量比較

揚子江船業於 2013 年 8 月 5 日開始可以透過人民幣櫃檯交易後，市場上之交易仍集中於原來之新幣櫃檯，事實上除了剛推出人民幣交易服務時的兩個交易日有買賣外（首日成交 27,000 股；後於 8 月 7 日成交 50,000 股，收盤價為每股人民幣 4.5 元），至今再也沒有任何交易。

若探討揚子江船業於新幣櫃檯之交易情形，於採取雙幣雙股模式後近 6 個月之日均交易量約為 13.4 百萬股，相較於採取雙幣雙股模式前近 6 個月之日均交易量 8.4 百萬股，交易量明顯增加。惟影響股票交易量之因素甚多，由前述之統計數據，並無法斷定揚子江船業因

⁸⁴ 參閱 FinanceAsia， “Yangzijiang makes subdued renminbi trading debut on SGX”，
<http://www.financeasia.com/news/352613.yangzijiang-makes-subdued-renminbi-trading-debut-on-sgx.aspx>，
 瀏覽日期：2014 年 7 月 17 日。

採取雙幣雙股模式，使其成交量增加（參見表 3-6）。

表 3-6：揚子江船業採取「雙幣雙股」模式前後之成交量比較

前 6 個月成交量（股）		後 6 個月成交量（股）	
2013 年 2 月 (18 個交易日)	224,625,000	2013 年 8 月 (20 個交易日)	220,746,000
2013 年 3 月 (20 個交易日)	146,290,000	2013 年 9 月 (21 個交易日)	608,003,000
2013 年 4 月 (22 個交易日)	128,777,000	2013 年 10 月 (22 個交易日)	326,514,000
2013 年 5 月 (21 個交易日)	187,490,000	2013 年 11 月 (21 個交易日)	183,094,000
2013 年 6 月 (20 個交易日)	144,486,000	2013 年 12 月 (21 個交易日)	141,641,000
2013 年 7 月 (23 個交易日)	215,551,000	2014 年 1 月 (21 個交易日)	202,215,000
總成交量	1,047,219,000	總成交量	1,682,213,000
日均交易量	8,445,315	日均交易量	13,350,897

資料來源：揚子江船業（控股）有限公司網站，http://yangzijiang-cn.listedcompany.com/stock_fundamentals.html，本研究整理

五、雙幣股份近期交易情形

揚子江船業雖於 2013 年 8 月 5 日開始採取雙幣雙股交易模式，惟市場交易仍集中於新幣櫃檯，人民幣交易櫃檯自 8 月 7 日以後，至今沒有任何成交紀錄。而新幣櫃檯近期之交易情形，若統計 2014 年 2 月至 7 月之成交資料，此 6 個月之日均交易量約為 10.2 百萬股，與去年同期之 8.4 百萬股相較，呈小幅增加，今（2014）年 8、9 月之日均交易量皆超過 900 萬股（參見表 3-7）。



表 3-7：揚子江船業雙幣股份近期交易情形

雙幣股份 成交量(股)	YZJ Shipbldg SGD (BS6)	YZJ Shipbldg RMB (SO7)	交易天數
2014 年 2 月	158,364,000	0	20
2014 年 3 月	201,912,000	0	21
2014 年 4 月	200,964,000	0	21
2014 年 5 月	225,955,000	0	20
2014 年 6 月	259,012,000	0	21
2014 年 7 月	115,614,000	0	22
2014 年 8 月	227,196,000	0	21
2014 年 9 月	203,339,000	0	22

資料來源：揚子江船業（控股）有限公司網站，http://yangzijiang-cn.listedcompany.com/stock_fundamentals.html，以及新加坡交易所網站，本研究整理

六、配息情況

揚子江船業雖採雙幣雙股交易，其股息分配一向以新幣派息，其註冊股東也將收到新幣股息。如揚子江船業於 2014 年 5 月公告 2013 年度之配息政策，每股分配股息 0.05 元新幣⁸⁵。

⁸⁵ 參閱公路基建有限公司 2013 年 8 月 20 日末期股息配息公告，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2013/0820/LTN20130820280_C.pdf，以及 2014 年 1 月 2 日中期股息配息公告，http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2014/0102/LTN20140102751_C.pdf，瀏覽日期：2014 年 5 月 13 日。

第四章 臺灣資本市場發展雙幣別商品之探討

本章擬探討臺灣資本市場雙幣別商品之發展，包括臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃、引進雙幣雙股發行制度之可行性分析以及引進雙幣雙股發行制度之配套措施等。

第一節 臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃

壹、臺灣人民幣離岸市場發展歷程

臺灣發展人民幣離岸市場的重要歷程，可回溯至 2008 年，當時中央銀行為因應兩岸觀光需求，開放人民幣現鈔在臺灣買賣。其後，為符合台商辦理跨境貿易之人民幣結算等需要，並提升台商資金調度的便利性，金管會與中央銀行於 2011 年 7 月會銜發布「臺灣地區銀行辦理人民幣業務規定」，開放國際金融業務分行（OBU）及海外分支機構申請辦理人民幣業務。

2012 年 8 月 31 日，臺灣與中國大陸簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」，開啟臺灣發展人民幣離岸市場之重要里程碑。其後陸續推動多項措施，包括 2012 年 10 月 17 日開放投信事業得募集發行人幣計價基金且外幣計價證券投資信託基金得以新臺幣收付，俾提供國內投資人除了人民幣定存之外，更多元的投資工具。2012 年 11 月證券櫃檯買賣中心修正發布「外幣計價國際債券管理規則」，開放人民幣得為國際債券計價幣別，亦即開放寶島債的發行。另配合兩岸貨幣清算機制之運作，2012 年 12 月 26 日開放壽險業開辦人民幣計價之投資型保單，俾使國內民眾可以將人民幣納為整體資產配置的組成分子，業者也可以發展各類人民幣投資理財商品。

中央銀行於 2013 年 1 月修訂「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，開放外匯指定銀行（DBU）辦理人民幣業務；2013 年 2 月 6 日 DBU 正式開辦人民幣業務，包括人民幣存款、放款與匯款業務⁸⁶。

此外，配合開放外匯指定銀行辦理人民幣衍生性金融商品業務，2013 年 1 月 30 日修正「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」第 7 點及第 25 點規定，銀行辦理涉及兩岸衍生性金融商品逕向中央銀行申請許可。

其他在人民幣離岸市場之重要發展，尚包括 2013 年 11 月 27 日開放大陸註冊法人在臺發行人民幣計價普通公司債。以及 2013 年 12 月 20 日修正「人身保險業辦理以外幣收付之非投資型人身保險業務應具備資格條件及注意事項」，開放保險業辦理以人民幣收付之非投資型保險商品業務（亦即人民幣傳統型保險商品），以提供國人多元保險商品及資產配置選擇。茲將臺灣發展人民幣離岸市場之重要歷程整理彙總於表 4-1⁸⁷。



⁸⁶ 參閱中央銀行新聞稿，「楊副總裁於 Euromoney 舉辦之『TaiwanOffshore RMB Forum』演說內容-臺灣人民幣離岸市場之現況及未來發展」，

<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/3118945771.pdf>，瀏覽日期：2014 年 7 月 21 日。

⁸⁷ 參閱金融監督管理委員會 2012 年與 2013 年年報

表 4-1：臺灣發展人民幣離岸市場之重要歷程

時間	事件
2008年6月30日	開放金融機構辦理人民幣現鈔買賣業務。
2011年7月21日	金管會與中央銀行會銜發布「臺灣地區銀行辦理人民幣業務規定」，開放銀行 OBU 及海外分支機構申請辦理人民幣業務。
2012年8月31日	臺灣與中國大陸簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」。
2012年10月17日	開放投信事業得募集發行人民幣計價基金。
2012年11月9日	證券櫃檯買賣中心修正發布「外幣計價國際債券管理規則」，開放人民幣得為國際債券計價幣別。
2012年12月26日	開放保險業得辦理人民幣計價之投資型保單。
2013年1月25日	中央銀行修正發布「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，開放外匯指定銀行 (DBU) 辦理人民幣存款、放款與匯款業務。
2013年1月30日	修正「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」，開放外匯指定銀行 (DBU) 辦理人民幣衍生性金融商品，可逕向中央銀行申請許可。
2013年2月6日	中國銀行臺北分行開辦在臺人民幣清算業務，國內各外匯指定銀行已可透過該行及國際網路 (SWIFT) 辦理人民幣存、放、匯款等業務。
2013年3月12日	臺灣首檔寶島債上櫃掛牌。
2013年9月30日	人民幣納入「外幣結算平台」。
2013年11月27日	開放大陸註冊法人在臺發行人民幣計價普通公司債。
2013年12月20日	開放保險業辦理以人民幣收付之非投資型人身保險商品 (簡稱人民幣傳統型保險商品)。

資料來源：中央銀行網站 (<http://www.cbc.gov.tw/>) 以及金融監督管理委員會網站 (<http://www.fsc.gov.tw/>)，本研究整理。

貳、臺灣人民幣離岸市場發展現況

一、人民幣存款快速累積

自 2013 年 2 月初外匯指定銀行 (DBU) 開始辦理人民幣存款、放款與匯款各項業務後，我國人民幣存款迅速累積，至 2013 年 5 月 DBU 的人民幣存款約達 344 億元，已超越 OBU 的人民幣存款餘額約 319 億元。其後，DBU 的人民幣存款更加迅速累積，使全體銀行之人民幣存款於 2013 年 10 月上旬已超過 1,000 億元，至 2014 年 1 月已達 2,000 億元。截至今 (2014) 年 9 月底止，人民幣存款已超過 3,000

億人民幣，達 3,004.29 億人民幣，累積速度超過香港與新加坡（參見表 4-2 以及圖 4-1）。

表 4-2：臺灣人民幣存款餘額統計表

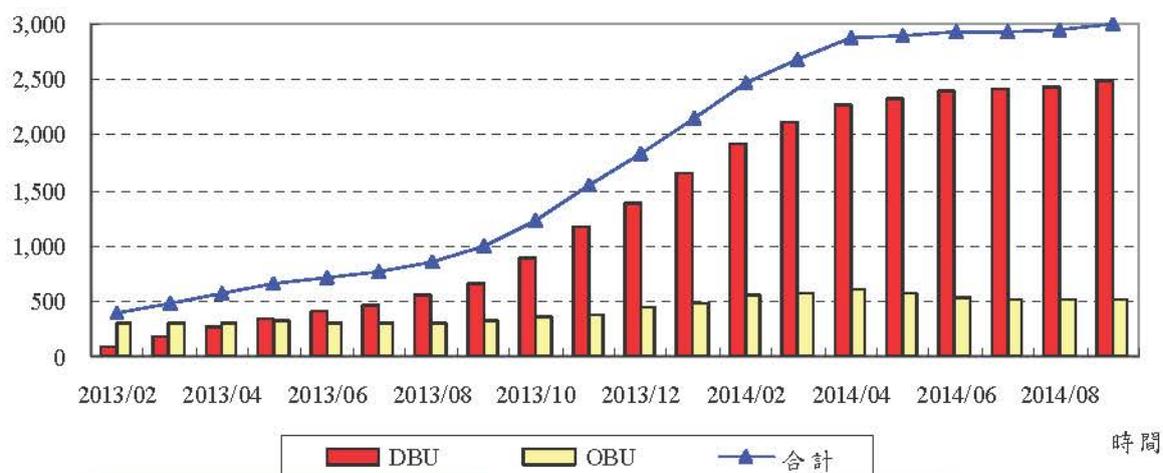
單位：億人民幣

時間	單位	DBU	OBU	合計
2013 年 2 月		96.30	293.81	390.11
2013 年 3 月		185.04	297.95	482.99
2013 年 4 月		265.29	303.50	568.79
2013 年 5 月		344.17	318.68	662.85
2013 年 6 月		408.34	303.64	711.98
2013 年 7 月		465.64	302.95	768.59
2013 年 8 月		544.51	306.90	851.41
2013 年 9 月		662.80	323.79	986.59
2013 年 10 月		885.04	347.43	1,232.47
2013 年 11 月		1,172.85	378.38	1,551.23
2013 年 12 月		1,382.19	443.81	1,826.00
2014 年 1 月		1,658.19	487.03	2,145.22
2014 年 2 月		1,925.71	544.80	2,470.51
2014 年 3 月		2,118.64	565.28	2,683.92
2014 年 4 月		2,276.08	599.29	2,875.37
2014 年 5 月		2,331.81	568.98	2,900.79
2014 年 6 月		2,400.86	526.52	2,927.38
2014 年 7 月		2,409.88	520.38	2,930.26
2014 年 8 月		2,433.63	518.81	2,952.44
2014 年 9 月		2,482.13	522.16	3,004.29

資料來源：中央銀行網站 (<http://www.cbc.gov.tw/>)，本研究整理



金額(單位:億人民幣)



資料來源：中央銀行網站 (<http://www.cbc.gov.tw/>)，本研究整理

圖 4-1：臺灣人民幣存款餘額統計圖

二、人民幣匯款與結算金額逐步成長

人民幣匯款金額由 2013 年 2 月約人民幣 173 億元逐步成長，至 2013 年 12 月當月匯款金額達人民幣 1,005 億元，其後每月匯款金額約為人民幣七、八百億元，今(2014)年 9 月大幅增加至人民幣 1,231.74 億元，創單月歷史新高。截至 2014 年 9 月底止，臺灣人民幣匯款金額累計達人民幣 1 兆 2,301 億元(參見表 4-3)。

全體銀行透過中國銀行台北分行辦理之人民幣結算金額，由 2013 年 2 月的人民幣 80 億元迅速成長，至 2013 年 10 月後結算金額每月皆超過人民幣 2,000 億元，今(2014)年 9 月大幅增加至人民幣 3,727 億元，創單月歷史新高。截至 2014 年 9 月底止，透過中國銀行台北分行辦理之人民幣結算金額累計達人民幣 4 兆 2,729 億元(參見表 4-4)。

表 4-3：臺灣人民幣匯款總額統計表

單位：億人民幣

時間 \ 單位	DBU	OBU	當月合計	累計
2013 年 2 月	22.24	150.83	173.07	173.07
2013 年 3 月	69.42	175.99	245.41	418.48
2013 年 4 月	60.95	179.72	240.67	659.15
2013 年 5 月	204.33	224.08	428.41	1,087.56
2013 年 6 月	117.25	257.96	375.21	1,462.77
2013 年 7 月	257.93	415.23	673.16	2,135.93
2013 年 8 月	156.19	240.19	396.38	2,532.31
2013 年 9 月	155.66	214.09	369.75	2,902.06
2013 年 10 月	213.76	282.11	495.87	3,397.93
2013 年 11 月	355.03	237.14	592.17	3,990.10
2013 年 12 月	622.52	382.02	1,004.54	4,994.64
2014 年 1 月	426.56	382.98	809.54	5,804.18
2014 年 2 月	410.17	296.36	706.53	6,510.71
2014 年 3 月	521.34	364.89	886.23	7,396.94
2014 年 4 月	360.79	346.98	707.77	8,104.71
2014 年 5 月	366.48	369.33	735.81	8,840.52
2014 年 6 月	360.58	397.95	758.53	9,599.05
2014 年 7 月	400.38	388.29	788.67	10,387.72
2014 年 8 月	416.37	265.01	681.38	11,069.10
2014 年 9 月	749.37	482.37	1,231.74	12,300.84

資料來源：中央銀行網站 (<http://www.cbc.gov.tw/>)，本研究整理



表 4-4：透過清算行辦理之人民幣結算總額統計表

單位：億人民幣

時間	項目	當月金額	累計金額
2013 年 2 月		80	80
2013 年 3 月		262	342
2013 年 4 月		300	642
2013 年 5 月		947	1,589
2013 年 6 月		990	2,579
2013 年 7 月		1,188	3,767
2013 年 8 月		1,377	5,144
2013 年 9 月		1,730	6,874
2013 年 10 月		2,035	8,909
2013 年 11 月		3,319	12,228
2013 年 12 月		3,231	15,459
2014 年 1 月		3,611	19,070
2014 年 2 月		2,769	21,839
2014 年 3 月		3,118	24,957
2014 年 4 月		2,735	27,692
2014 年 5 月		3,277	30,969
2014 年 6 月		3,052	34,021
2014 年 7 月		2,490	36,511
2014 年 8 月		2,491	39,002
2014 年 9 月		3,727	42,729

資料來源：中央銀行網站 (<http://www.cbc.gov.tw/>)，本研究整理

三、資本市場人民幣商品發展現況

目前 DBU 已可辦理人民幣存放款、匯款、跨境貿易人民幣結算、兌換、衍生性金融商品（含結構型商品）等相關業務。其他金融機構亦得辦理人民幣計價相關業務，如人民幣計價之債券、人民幣計價基金以及人民幣保單等。

以下將針對目前臺灣資本市場人民幣商品之發展現況進行探討，主要包括人民幣債券（又名寶島債）以及人民幣計價基金等。

(一)人民幣債券

金管會於2012年11月1日開放國內外發行人於國內發行人民幣債券並於櫃買中心掛牌交易，隨後證券櫃檯買賣中心修正發布「外幣計價國際債券管理規則」，開放人民幣得為國際債券計價幣別。截至2014年9月底止，計發行31檔人民幣債券，金額共計人民幣234億元⁸⁸。

(二)人民幣基金

依據2012年10月17日金管證投字第1010045938號，開放投信事業得募集發行人民幣計價基金且外幣計價證券投資信託基金得以新臺幣收付。截至2014年9月底，計發行27檔人民幣基金（僅計算主要基金級別），基金規模共計人民幣66.4億元⁸⁹。

(三)其他人民幣商品

依據金管會之統計資料，截至2014年1月底已有15家壽險業者辦理人民幣收付投資型保單，保費收入約人民幣1億8,341萬元；金融機構辦理人民幣衍生性金融商品之流通餘額約人民幣3,279億元⁹⁰。

參、臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃

一、香港與新加坡資本市場人民幣商品之發展進程

⁸⁸ 參閱證券櫃檯買賣中心網站，

http://www.gretai.org.tw/web/bond/publish/international_bond_search/memo.php?l=zh-tw，瀏覽日期：2014年10月21日。

⁸⁹ 參閱中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站，

http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2201.aspx?pid=IN2221_01，瀏覽日期：2014年10月21日。

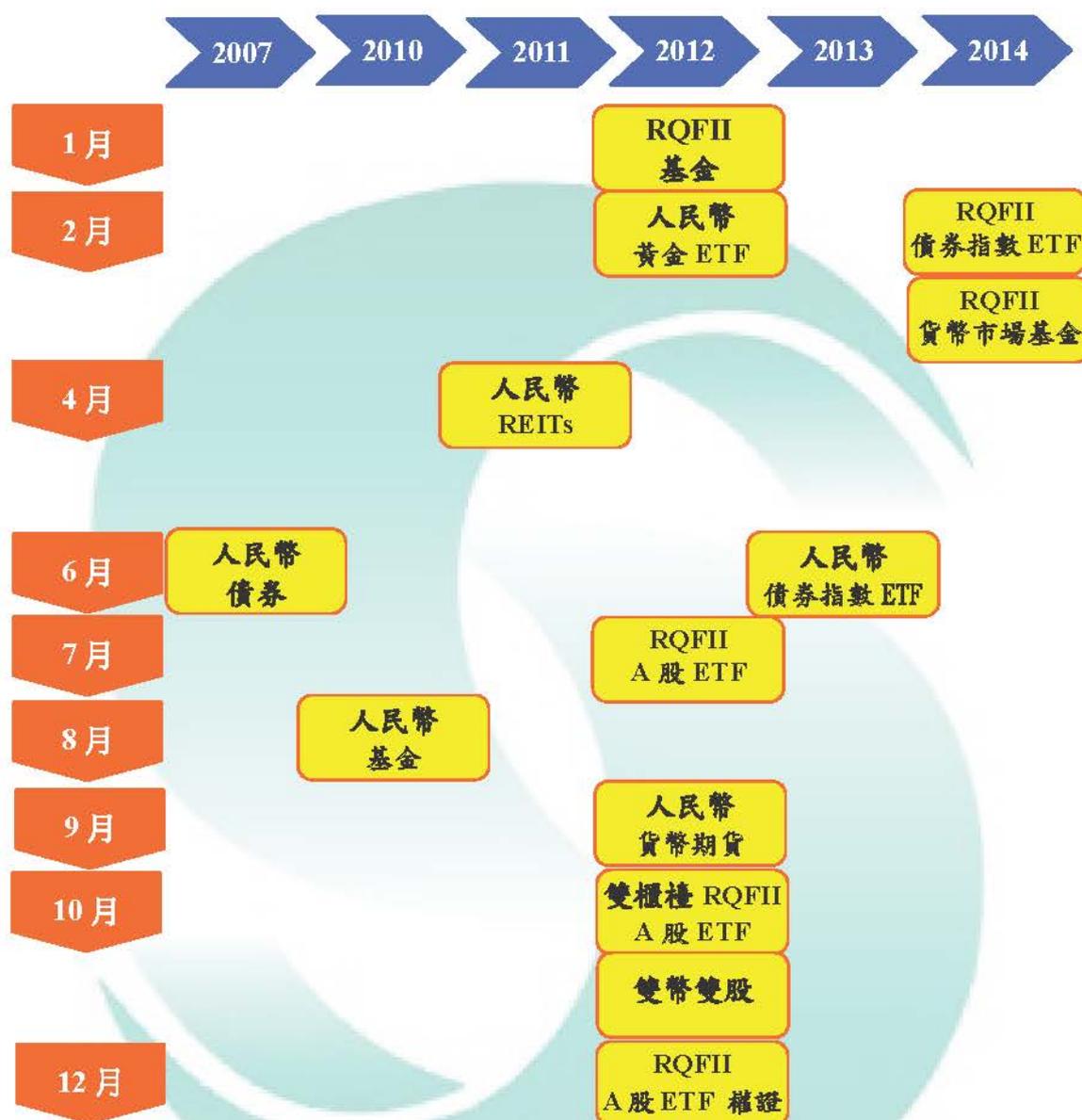
⁹⁰ 參閱金融監督管理委員會新聞稿，

<http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=372&parentpath=0,2,310>，瀏覽日期：2014年7月29日。

若探討香港與新加坡資本市場在人民幣商品之發展歷程，人民幣債券與人民幣基金通常為較早推出的商品，人民幣股票則相繼推出，至於 RQFII 商品須視是否取得 RQFII 額度，有關人民幣衍生性商品則多屬於結構型商品。由於香港發展人民幣業務之期間較長，亦較早取得 RQFII 額度，故在資本市場的人民幣商品相較於新加坡明顯更多元。

若進一步分析香港資本市場在人民幣商品之發展歷程，依序為人民幣債券、人民幣基金、人民幣 REITs、RQFII 基金、人民幣黃金 ETF、RQFII A 股 ETF、人民幣貨幣期貨、雙櫃檯 RQFII A 股 ETF、雙幣雙股、人民幣 RQFII A 股 ETF 權證、人民幣債券指數 ETF、RQFII 債券指數 ETF 以及 RQFII 貨幣市場基金等（參見圖 4.2）。





資料來源：本研究整理

圖 4-2：香港資本市場人民幣商品發展進程

二、港、星、臺資本市場人民幣商品發展現況比較

若探討香港、新加坡與臺灣三地資本市場，有關人民幣商品之發展現況，將已推出的人民幣商品進行比較，可以發現香港在資本市場的人民幣商品發展多元化明顯優於臺灣與新加坡（參見表 4-5）。進一步分析其原因，主係香港於 2003 年 11 月即由中國人民銀行在香港提

供人民幣清算業務，發展人民幣業務之期間較長，亦最早於 2011 年 12 月即取得 RQFII 額度，故在人民幣商品的發展相對占優勢。

新加坡於 2013 年 8 月即推出人民幣股票，隨後才於 2013 年 10 月取得 RQFII 額度。相信隨著 RQFII 額度的取得，新加坡應得以發展更多元的人民幣商品。

臺灣自 2013 年 2 月起由中國銀行臺北分行開辦在臺人民幣清算業務，雖略早於新加坡自 2013 年 5 月起由中國工商銀行新加坡分行在新加坡啟動清算業務，惟新加坡已於 2013 年 10 月取得 500 億元人民幣的 RQFII 額度，加上新加坡對於人民幣的兌換並無限制，其相關人民幣商品刻正快速發展中，仍具極大的潛力。

表 4-5：港、星、臺資本市場人民幣商品比較表

國家/地區 商品類別	香港	新加坡	臺灣
人民幣債券	點心債	獅城債	寶島債
人民幣基金	有	有	有
RQFII 基金	有	無	無
人民幣 REITs	有	無	無
人民幣 ETF	人民幣黃金 ETF、 RQFII A 股 ETF (雙櫃檯模式)、 人民幣債券 ETF	無	無
人民幣衍生性商品	有，且人民幣貨幣 期貨在香港交易 所掛牌	有，新加坡交易所 於 2014 年 10 月 20 日推出人民幣 期貨契約	有，惟尚無在交易 所掛牌之人民幣 衍生性商品
人民幣股票	合和公路基建(雙 幣雙股)	揚子江船業(雙幣 雙股)	無
人民幣權證	人民幣計價的 RQFII A 股 ETF 認 股權證	無	無

資料來源：本研究整理

三、臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃建議

若比較香港或新加坡資本市場已推出之眾多人民幣商品類別，而臺灣尚未推出者，主要包括 RQFII 基金、人民幣 ETF、人民幣股票、人民幣權證、人民幣 REITs 以及人民幣期貨等項目，以下將分別探討現階段在臺灣推展前述人民幣商品，可能面臨的問題與阻礙，以提出臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃。

(一) 人民幣商品發展情形與阻礙

1. RQFII 基金

RQFII 基金係透過基金經理的 RQFII 額度，投資於在中國大陸境內發行或上市的債務證券及股本證券，故須俟取得 RQFII 額度才能加以推動。

2. 人民幣 ETF

針對人民幣 ETF 商品，以下將依追蹤標的區分為人民幣商品 ETF、RQFII A 股 ETF 以及人民幣債券 ETF 等加以分析探討。

(1) 人民幣商品 ETF

在眾多商品 ETF 中，以黃金為國人最為熟悉且民間交易量最大的原物料，也是國際上發展最成功、交易最活絡的商品 ETF 追蹤標的。因此若在臺灣推出商品 ETF，黃金就是最適合推展的商品。

臺灣證券交易所於今（2014）年 6 月 25 日審查通過元大寶來投信申請以美國標普道瓊公司編製之「標普高盛黃金超額回報指數」（S&P GSCI Gold Excess Return）資格，該標的指數經認可後，可向

主管機關申請發行期貨 ETF，若經獲准，將成為臺灣證券市場首檔黃金期貨 ETF⁹¹。

因此，俟我國第一檔商品 ETF 正式推出後，再行研議推出臺幣與人民幣雙幣別計價之商品 ETF 應較為適當。

(2)RQFII A 股 ETF

臺灣證券交易所自去（2013）年開始規劃新臺幣與人民幣雙幣別計價的 ETF 商品，並與集保結算所針對雙幣雙股的交易結算平臺多次進行商討，針對人民幣商品的結算交割作業，與雙幣別櫃檯間的轉換作業，以及出具名冊等作業，已研議相關機制。惟因未能取得 RQFII 額度而受阻，故須取得 RQFII 額度才能加以推動。

(3)人民幣債券 ETF

人民幣債券 ETF 的相關指數可能包含在中國大陸以外發行的人民幣債券（離岸人民幣債券）或在中國大陸發行的人民幣債券（在岸人民幣債券）。在未取得 RQFII 額度前，僅能投資離岸人民幣債券。惟鑒於過去國內曾發行的債券 ETF，僅歷經兩年即終止上櫃並清算之經驗，若未排除先前所遭遇之問題，恐不適宜推出同類商品⁹²。

3.人民幣股票

在臺灣未取得 RQFII 額度的情況下，推出人民幣股票應為較為可行的人民幣商品，惟若僅推出單一幣別之人民幣股票商品，在考量人

⁹¹ 參閱「首檔黃金期貨 ETF 審核過關」，<http://udn.com/NEWS/STOCK/STO2/8766169.shtml>，瀏覽日期：2014 年 9 月 23 日。

⁹² 臺灣首檔債券 ETF 是臺灣寶來投信（現已併入元大寶來投信）於 2011 年 1 月 12 日成立的富盈債券 ETF，係追蹤台灣指標公債指數。2013 年，此基金因次級市場交易價格長期低於淨值，且折價幅度達 20% 左右，加上交易量低落導致流動性不佳，於 2013 年 2 月 26 日召開受益人會議通過申請終止上櫃及後續清算作業。同年 5 月 21 日終止上櫃，5 月 27 日為清算基準日。

民幣的流通量以及國人交易習性下，恐影響該股票之流動性。因此，推展臺幣與人民幣計價之雙幣雙股商品，應為現階段較為可行的作法。

4. 人民幣權證

觀察香港交易所所推出之人民幣權證，皆係以人民幣 A 股 ETF 作為標的證券，故建議俟我國推出人民幣股票或人民幣 ETF 後，再行研議推出人民幣權證應較為適當。

5. 人民幣 REITs

人民幣 REITs 商品牽涉國內是否開放 REITs 投資海外不動產的議題，依據主管機關針對美國商會「2012 年台灣白皮書」議題辦理情形，表示「鑒於國內 REITs 發展時間尚短，參與機構之專業能力尚待加強、目前全球經濟景氣不明，且國內 REITs 資產規模尚小，投資海外不動產所涉風險較高，尚不宜貿然開放」⁹³之考量，人民幣 REITs 短期內恐無法發展。因此，須俟國內開放 REITs 投資海外不動產，再行研議推出人民幣 REITs 之可行性。

6. 人民幣期貨

臺灣期貨交易所已在規劃推出人民幣期貨商品。

(二) 臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃

經由前述的分析，香港或新加坡資本市場已推出之人民幣商品，而臺灣尚未推出的商品類別，除人民幣期貨正積極推動外，餘或牽涉

⁹³ 參閱美國商會「2012 年台灣白皮書」議題辦理情形，<http://www.ndc.gov.tw/dn.aspx?uid=11776>，瀏覽日期：2014 年 9 月 16 日。

須取得 RQFII 額度，始能推動之人民幣商品，包括 RQFII 基金以及 RQFII A 股 ETF 等。部分商品類別過去在國內即無法順利發展或市場尚未推出該商品類別者，如債券 ETF 與商品 ETF 等。主管機關表示不宜開放之項目，如人民幣 REITs。此外，人民幣權證為應於我國推出人民幣股票或人民幣 ETF 後，再行發展之人民幣商品。

因此，在尚未取得 RQFII 額度之前，人民幣股票應為較可能發展之人民幣商品。主係鑒於我國與中國大陸密切的經貿關係，營運地點在中國大陸之台商家數眾多，對人民幣資金有極大的需求，以及投資人對海外有價證券的投資需求，發展人民幣股票實為得以審慎規劃的商品之一。惟考量國內人民幣資金流量以及投資人的交易習性，若僅發行單幣單股的人民幣股票，可能影響股票的流動性。因此，推出雙幣雙股的人民幣股票模式相對較為可行。此外，人民幣股票亦為目前香港與新加坡資本市場皆已推出的人民幣商品，而臺灣尚未推出的商品類別。

第二節 引進雙幣雙股發行制度之可行性分析

香港交易所首檔以「雙幣雙股」形式買賣的股份掛牌上市時，其行政總裁李小加表示，相關人民幣產品上市需要具備三個條件，包括完成必要的基礎設施建設；擁有完整的產品系列，可適應市場需求；股市市況的配合等⁹⁴。因此，本研究分別從法規制度，包括發行交易制度與人民幣資金流量兩方面，以及從發行人與投資人的角度分析市場的需求，探討引進雙幣雙股發行制度之可行性。

⁹⁴ 參閱「港交所首只“雙幣雙股”股份掛牌上市」，<http://stock.xinhua08.com/a/20121029/1050830.shtml#f=related>，瀏覽日期：2014年2月27日。

壹、法規制度

一、發行交易制度

有關雙幣雙股制度的推動，其所依據的法規主要為證券交易法中
有關有價證券之上市及買賣，所牽涉的法規主要架構在證券交易所或
週邊單位的法規。未來配合雙幣雙股制度，得配合修改相關上市、交
易與結算等規定，將人民幣納入規範，且在交易系統方面亦須將多幣
別的機制納入，使相關法規制度得以完備。

此外，由於臺灣證券交易所自去（2013）年開始規劃雙幣別ETF
商品，與集保結算所針對雙幣雙股的交易結算平臺多次進行商討，針
對人民幣商品的結算交割作業，與雙幣別櫃檯間的轉換作業，以及出
具相關名冊等作業，已研議相關機制。因此，未來引進雙幣雙股制度，
在法規制度的修訂方面應屬可行。

二、人民幣資金流量

推動雙幣雙股制度，牽涉到人民幣的兌換與流通，雖然中央銀行
自2013年2月6日開放外匯指定銀行（DBU）辦理人民幣存款、放款與
匯款業務。惟目前國內的人民幣兌換對於自然人仍有限制，規定每人
每次買賣現鈔及每日透過帳戶買賣之金額，均不得逾人民幣20,000
元。若與香港與新加坡相關規定進行比較，香港居民之人民幣兌換
每人每次及每日透過帳戶買賣之金額，均不超過等值20,000元人民
幣；非香港居民則不適用居民「兌換限額」之規定。而新加坡針
對個人之人民幣兌換，則無論是否為新加坡居民或非居民，均無
限額之管理規定（參見表4-6）。

綜合比較我國與香港、新加坡在人民幣兌換業務之規範，針對企業機構法人方面皆未設限，對於個人方面除新加坡未設限外，我國與香港皆有每日20,000人民幣的限制，惟我國不論是居民或非居民皆受規範，但是香港對於非居民兌換人民幣並不設限，故我國在人民幣的兌換規範相較於香港與新加坡仍較嚴。

尤其，我國證券市場中自然人的投資比重約占六成，而香港本地個人投資人之投資比重僅18%（參見表4-7），若對於自然人的人民幣資金取得限制過嚴，恐不利未來雙幣雙股商品的發展。因此，必須提出相關的配套，發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，以提高人民幣商品的流動性，相關人民幣商品才得以順利推動。

表 4-6：臺、港、星人民幣兌換規範

國家/地區	個人		企業機構
	居民	非居民	
臺灣	每人每次買賣現鈔及每日透過帳戶買賣之金額，均不得逾人民幣 20,000 元。	同左。	無限額。
香港	每人每次及每日透過帳戶買賣之金額，均不超過等值 20,000 元人民幣。	不適用居民「兌換限額」之規定。	無限額。
新加坡	個人之人民幣現鈔兌換無限額。	同左。	無限額。

資料來源：本研究整理



表4-7：香港交易所現貨市場成交金額投資者類別分布

類別 \ 年度	2010年10月 -2011年9月	2011年10月 -2012年9月	2012年10月 -2013年9月
交易所參與者本身的交易	12%	15%	16%
本地投資者的交易	42%	38%	38%
個人	22%	17%	18%
機構	20%	21%	20%
外地投資者的交易	46%	46%	46%
個人	4%	4%	5%
機構	42%	42%	41%
合計	100%	100%	100%

資料來源：香港交易所市場資料2013，

http://www.hkex.com.hk/chi/stat/statrpt/factbook/factbook2013/Documents/35_c.pdf

貳、發行人需求面

一、籌資成本與風險考量

依據金融監督管理委員會所發布新聞稿，截至2014年第2季止上市櫃公司赴大陸投資之統計資訊，上市公司641家，上櫃公司482家，合計1,123家赴大陸投資，占全體上市櫃公司總家數1,456家之77.13%。上市公司累計投資新臺幣1兆6,242億元，上櫃公司1,868億元，合計1兆8,110億元。上市公司利益751億元，上櫃公司利益4億元，合計利益755億元。上市、上櫃公司投資收益累計匯回金額分別為1,595億元及186億元，合計1,781億元，占累積原始投資金額1兆8,110億元之9.83%（參見表4-8）。

因此，國內七成以上的上市櫃公司已赴大陸投資，惟係採取募集新臺幣再陸續轉成美元與人民幣的方式投資中國大陸。若引進雙幣雙股發行制度，則國內上市櫃公司得以透過增發人民幣股票的方式募集人民幣資金，可以降低匯兌的風險以及籌資的成本，相對較具有誘因。

此外，我國近年來積極推動外國企業來臺上市，其中多數企業即

為營運地點在中國大陸之台商，對人民幣資金有極大的需求。加上來臺上市之成本較中國大陸低，且申請與審查時程亦較短，針對營運地點在中國大陸之台商企業來臺發行雙幣雙股IPO應具吸引力，在臺灣上市後，臺灣投資人得以分享其經營利潤，達成雙贏的局面⁹⁵。

表4-8：國內上市櫃公司2014年第2季大陸投資情形

項目	上市櫃		合計
	上市公司	上櫃公司	
赴大陸投資家數(家)	641	482	1,123
累計投資金額(億新臺幣)	16,242	1,868	18,110
投資損益(億新臺幣)	751	4	755
投資收益累計匯回金額(億新臺幣)	1,595	186	1,781
投資收益累計匯回金額占累計投資金額比率	9.82%	9.96%	9.83%

資料來源：金融監督管理委員會新聞稿，<http://www.fsc.gov.tw>，本研究整理

二、離岸人民幣資金回流考量

當發行人在臺灣募集人民幣資金後，終須將資金調回營運地點中國大陸使用，故離岸人民幣資金回流的管道是否順暢亦為發行人考量的重要因素。

2011年10月12日中國大陸商務部發布「關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知」(商資函[2011]第889號)，開放外國投資者以人民幣出資赴大陸投資，其後為簡化跨境人民幣直接投資相關程序，於2013年12月3日頒布「關於跨境人民幣直接投資有關問題的公告」(商務部公告2013年第87號)，此為目前臺灣離岸人民幣資金回流的主要依據。

⁹⁵ 有關臺灣與中國大陸上市成本以及申請與審查時程之比較，參閱吳壽山、沈中華、史綱、葉淑玲、簡淑芬、陳恩儀，「臺、港、大陸證券交易所吸引力(台商上市)之競爭性比較分析」，臺灣證券交易所股份有限公司委託專題研究，2011年12月。

「關於跨境人民幣直接投資有關問題的公告」包括以下重點：

- (一) 跨境人民幣直接投資（人民幣FDI）是指包含港澳臺在內的境外投資者以合法獲得的境外人民幣赴中國大陸開展新設企業、增資、參股或併購境內企業等外商直接投資活動。
- (二) 跨境人民幣直接投資及所投資外商投資企業的再投資應當符合外商投資法律法規及有關規定的要求，遵守國家外商投資產業政策、外資併購安全審查、反壟斷審查的有關規定。
- (三) 外商投資企業不得使用跨境人民幣直接投資的資金在中國境內直接或間接投資於有價證券和金融衍生品（戰略投資上市公司除外），以及用於委託貸款。
- (四) 商務主管部門在跨境人民幣直接投資批復中應寫明「境外人民幣出資」字樣、人民幣出資金額及本公告第三條要求，並將批復檔及時抄送同級人民銀行、海關、稅務、工商、外匯等部門。
- (五) 境外投資者申請將原出資幣種由外幣變更為人民幣者，無需辦理契約或章程變更審批，可按照外商投資法律、行政法規和有關規定要求，到有關部門和銀行辦理登記、開立帳戶、資金匯兌等手續⁹⁶。

雖然發行人可透過前述機制將在臺灣所募集的人民幣資金投資中國大陸，惟依照前述公告仍須經中國大陸商務主管部門之批復，恐影響發行人的發行意願。

參、投資人需求面

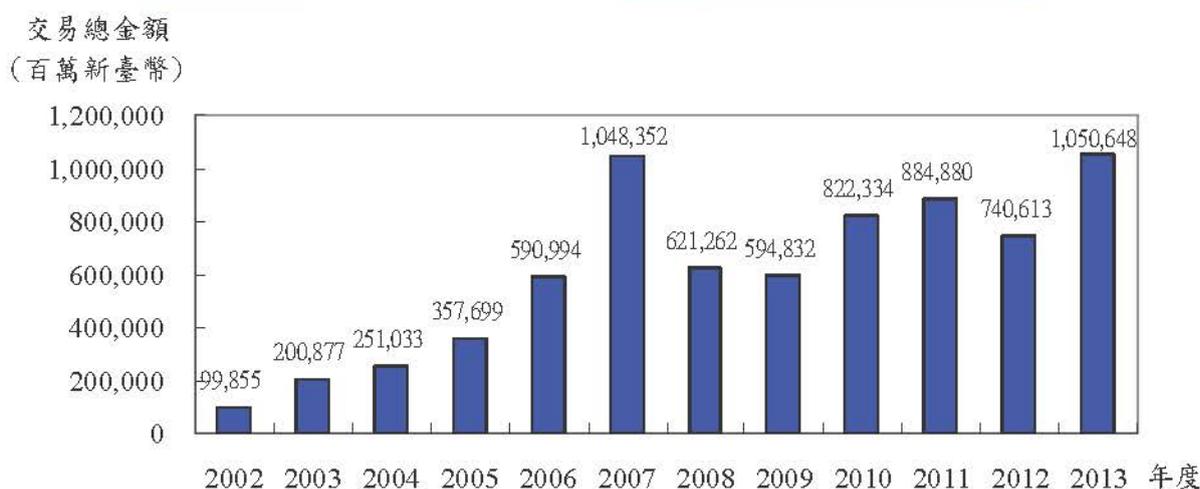
⁹⁶ 參閱中國大陸商務部網站，「商務部公告 2013 年第 87 號 關於跨境人民幣直接投資有關問題的公告」<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/c/201312/20131200426357.shtml>，瀏覽日期：2014 年 9 月 3 日。

一、投資人買賣外國有價證券金額逐年提高

依據證券商業同業公會針對證券商受託買賣外國有價證券之統計資料，可以發現投資人買賣外國有價證券金額逐年提高，至2013年達新臺幣1兆零506億元，創歷年來新高。今（2014）年截至7月證券商受託買賣外國有價證券之金額已達新臺幣7,839億元，已超過2012全年度之金額（參見圖4-3）。

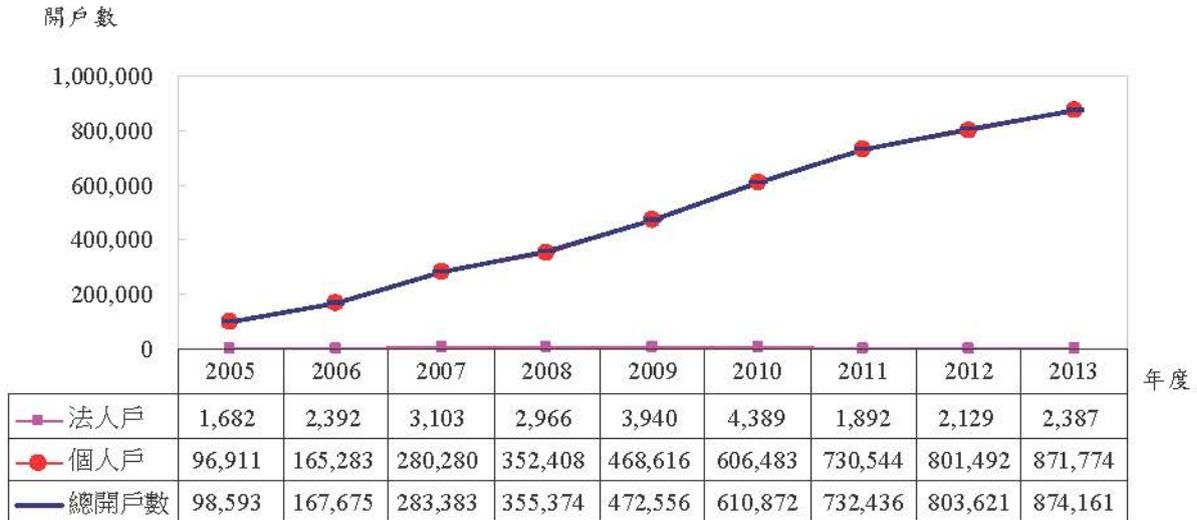
若以證券商受託買賣外國有價證券的投資人開戶數加以分析，2005年底總開戶數為98,593戶，呈逐年成長趨勢，至2013年底達874,161戶，其中尤以個人開戶數的成長為主要增加因素（參見圖4-4）。

因此，鑒於投資人對於外國有價證券的投資需求，與其讓投資人花費較高成本進行複委託交易，不如於國內引進相關商品，以滿足投資人的需求。



資料來源：中華民國證券商業同業公會，<http://www.csa.org.tw/A05/A0505.asp>，本研究整理

圖 4-3：證券商受託買賣外國有價證券交易金額



資料來源：中華民國證券商業同業公會，<http://www.csa.org.tw/A05/A0505.asp>，本研究整理

圖 4-4：證券商受託買賣外國有價證券委託人開戶數

二、臺灣投資人偏好股票商品

隨著人民幣升值與國際影響力增強，以及中國大陸金融市場逐步開放，臺灣對人民幣相關資產的需求逐步提高。臺灣人民幣存款的累積速度非常快，除因利率較臺幣存款高之外，人民幣升值的預期也是一個重要因素，致 DBU 的人民幣存款金額成長高於國際金融業務分行（OBU）。但相較於倫敦、香港、新加坡等成熟的金融市場，臺灣的人民幣資金池雖然成長很快，惟缺乏足夠的管道去化龐大的人民幣資金，不但無法吸引外資與外國投資人進入國內市場參與相關金融活動，也缺乏足夠的人民幣商品滿足國內投資人⁹⁷。

國內目前資本市場上的人民幣商品主要為寶島債，惟寶島債的投資人多限制為專業投資人，投資門檻較高，故應提供更多元化的人民幣商品以符合一般投資人的需求。

⁹⁷ 參閱李志強，「台灣發展人民幣離岸中心的意義」，http://140.119.184.164/taipeiforum/view_pdf/133.pdf，瀏覽日期：2014年9月10日。

由近三年來證券商受託買賣外國有價證券之商品結構統計資料（參見表 4-9），除境外基金外，就以股票之投資比重最大，占三成以上，再其次為 ETF 商品，顯示投資人對外幣股票具有相當大的興趣。

若進一步針對證券商受託買賣外國有價證券中之股票商品，依市場別進行統計（參見表 4-10），雖然每年投資金額因個別市場行情而有增減，惟可以發現仍主要投資於美國市場與香港市場，各約占四成。因此，以國內投資人偏好股票商品之特性，雙幣雙股商品應能獲得國內投資人之青睞。

表 4-9：證券商受託買賣外國有價證券商品結構統計表

單位：百萬新臺幣

年度 商品	2011		2012		2013	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率
股票	287,305	32.47%	244,442	33.01%	366,685	34.90%
債券	27,557	3.11%	36,768	4.96%	36,196	3.45%
境外結構 型商品	127	0.01%	1,081	0.15%	4,200	0.40%
ETF	150,162	16.97%	137,540	18.57%	156,410	14.89%
境外基金	413,795	46.76%	314,681	42.49%	480,985	45.78%
認股權證	1,891	0.21%	1,027	0.14%	760	0.07%
存託憑證	4,005	0.45%	5,021	0.68%	5,336	0.51%
其他有價 證券	40	0.00%	54	0.01%	75	0.01%

資料來源：中華民國證券商業同業公會，<http://www.csa.org.tw/A05/A0505.asp>，本研究整理



表 4-10：證券商受託買賣外國股票市場別統計表

單位：百萬新臺幣

市場	2011		2012		2013	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率
美國	111,130	38.75%	106,038	55.65%	204,070	43.38%
加拿大	2,436	0.85%	1,976	0.24%	878	0.81%
英國	5,138	1.79%	3,693	1.73%	6,326	1.51%
愛爾蘭	9	0.00%	11	0.00%	0	0.00%
德國	2,259	0.79%	2,017	0.57%	2,096	0.82%
歐洲其他地區	4,295	1.50%	3,071	1.55%	5,674	1.26%
澳洲	3,271	1.14%	3,571	0.95%	3,474	1.46%
紐西蘭	0	0.00%	63	0.00%	0	0.03%
香港 ⁹⁸	133,458	46.54%	100,258	31.80%	116,613	41.01%
日本	4,232	1.48%	6,745	4.00%	14,650	2.76%
韓國	10,764	3.75%	7,808	1.20%	4,394	3.19%
新加坡	4,387	1.53%	2,774	0.72%	2,653	1.13%
中國大陸 ⁹⁹	410	0.14%	250	0.16%	594	0.10%
亞洲其他地區	4,989	1.74%	6,168	1.44%	5,262	2.52%

資料來源：中華民國證券商業同業公會，<http://www.csa.org.tw/A05/A0505.asp>，本研究整理

第三節 引進雙幣雙股發行制度之配套措施

依據前一節針對我國引進雙幣雙股發行制度之可行性分析，其中對於目前自然人人民幣兌換的限制，以及發行人在臺灣募集人民幣資金後，所面臨人民幣資金回流等問題，必須研議相關的配套措施，以期未來引進相關制度能夠順利推動，並獲得市場的認同。

壹、提供持續流動的人民幣資金池措施

香港與新加坡在雙幣雙股制度的規劃雖相當類似，但仍存在部分

⁹⁸ 依據 2012 年 3 月 14 日金管證券字第 1010007445 號函，開放一般投資人得投資國企股。

⁹⁹ 依據 2013 年 2 月 21 日金管證券字第 10100600351 號函，放寬證券商得接受專業投資人委託及自行買賣大陸地區證券市場之有價證券。

差異，包括在股票編碼方面，香港交易所將兩個不同的國際證券號碼（ISIN）分別編配給人民幣股票與港幣股票；新加坡交易所於不同貨幣櫃檯仍編列相同的國際證券號碼（ISIN）。其次，在股票保管記錄方式，香港中央結算系統（CCASS），將人民幣股票記入人民幣櫃檯的股份持股，港幣股票記入港幣櫃檯；新加坡對於投資人以不同貨幣購買的同一檔證券將被整合於投資人的中央託收（Central Depository，簡稱 CDP）帳戶。因此，香港跨櫃檯之間的交易須透過轉換程序；新加坡則不論投資人是以前何種貨幣買入或賣出的證券，皆可以自由於另一貨幣櫃檯進行賣出。

此外，因香港對於居民之人民幣兌換有所限制，香港交易所為了便利人民幣股份在交易市場進行買賣，推出「人證港幣交易通」（RMB Equity Trade Support Facility，簡稱 TSF）制度，以發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，讓未能取得人民幣的投資者以港幣在交易市場購買人民幣股份。

新加坡對於個人之人民幣現鈔兌換，則無論是否為新加坡居民或非居民，均無限額之管理規定，故並無類似香港「人證港幣交易通」之措施（參見表 4-11）。

反觀我國對於自然人人民幣兌換亦有所限制，加上我國證券市場中自然人的投資比重仍高，故建議仿照香港「人證港幣交易通」的模式，規劃類似機制，讓未能取得人民幣的投資人以新臺幣在交易市場購買人民幣股份，以發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，以提高人民幣商品的流動性。

表 4-11：香港與新加坡雙幣雙股制度比較表

國家/地區 項目	香港	新加坡
股票編碼	<ul style="list-style-type: none"> • 香港交易所將兩個不同的國際證券號碼分別編配給人民幣股票與港幣股票。 • 兩貨幣櫃檯編列不同的股票代號。 	<ul style="list-style-type: none"> • 新加坡交易所採取雙貨幣交易的證券，於不同貨幣櫃檯仍編列相同的國際證券號碼。 • 兩貨幣櫃檯編列不同的股票代號。
股票保管記錄方式	在中央結算系統，人民幣股票記入人民幣櫃檯的股份持股，港幣股票記入港幣櫃檯。	採取雙貨幣交易的證券，當投資人以不同貨幣購買的同一檔證券將被整合於投資人的中央託收帳戶。
跨櫃檯交易	跨櫃檯之間的交易須透過轉換程序。	投資人不管當初是以何種貨幣買入的證券，皆可以自由於另一貨幣櫃檯進行賣出。
配套措施	香港交易所為了便利人民幣股份在交易市場進行買賣，推出「人證港幣交易通」制度，以發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，讓未能取得人民幣的投資者以港幣在交易市場購買人民幣股份。	新加坡對於個人之人民幣現鈔兌換，則無論是否為新加坡居民或非居民，均無限額之管理規定，故並無類似香港「人證港幣交易通」之措施。

資料來源：本研究整理



貳、擴大人民幣資金回流中國大陸的機制

為提高發行公司在臺灣發行人民幣股票的意願，擴大在臺募集人民幣資金回流中國大陸之機制實屬重要。若參考目前香港與新加坡的作法，採取特區方式建立人民幣資金回流的機制，相信可以提高發行人的發行意願。

一、香港的資金回流機制

企業最初於香港發行點心債時，亦面臨資金回流的問題，其後中國大陸對香港提供前海特區的人民幣回流機制，為前海企業到香港發行人民幣債券，並將募集資金調回中國大陸使用提供更加便利的審批措施，有助於香港人民幣資金的回流。

依據中國國務院於 2012 年 6 月 27 日公布「國務院關於支持深圳前海深港現代服務業合作區開發開放有關政策的批覆」，相關政策細節涵蓋金融、稅收、法律、人才、教育醫療與電信等六個方面，其中與人民幣資金回流管道直接相關的具體措施包括以下三項：

- (一) 允許前海探索拓寬境外人民幣資金回流管道，配合支持香港人民幣離岸業務發展，構建跨境人民幣業務創新試驗區。
- (二) 支持設立在前海的銀行機構發放境外項目人民幣貸款；在「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」(CEPA) 框架下，積極研究香港銀行機構對設立在前海的企業或專案發放人民幣貸款。
- (三) 支援在前海註冊、符合條件的企業和金融機構在國務院批准的額度範圍內在香港發行人民幣債券，用於支持前海開發建設¹⁰⁰。

¹⁰⁰ 參閱中華人民共和國中央人民政府網站，

http://www.gov.cn/zwqk/2012-07/03/content_2175825.htm，瀏覽日期：2014 年 9 月 3 日。

其後中國大陸相關主管機關陸續發布相關辦法與實施細則，包括 2012 年 12 月 27 日，中國人民銀行辦公廳批復同意中國人民銀行深圳市中心支行發布實施「前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法」以及「前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法實施細則」。

二、新加坡的資金回流機制

依據 2013 年 10 月 22 日第十屆新中雙邊合作聯合委員會有關協議，中國大陸支持蘇州工業園與天津生態城開展與新加坡之間的跨境人民幣創新業務。其後，中國人民銀行南京分行於 2014 年 6 月 13 日發布「蘇州工業園區跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」，隨後於 6 月 19 日蘇州外匯管理局正式發布「蘇州工業園區跨境人民幣業務試點管理暫行辦法實施細則」，拓寬中國大陸與新加坡跨境人民幣雙向流動管道，其中重要措施包括：

- (一) 在新加坡各大銀行能為園區企業提供跨境人民幣貸款服務。
- (二) 園區內的股權投資基金業被允許進行對新加坡企業的直接投資。
- (三) 園區內企業能到新加坡發行人民幣債券。
- (四) 園區內個人也可透過其兩國之間的人民幣匯款進行經常帳戶結算也可以對新加坡企業進行直接投資等業務¹⁰¹。

此外，2014 年 6 月 27 日中國人民銀行總行正式批復「天津生態城跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」，同年 7 月 9 日，天津市

¹⁰¹ 參閱中國人民銀行南京分行網站，http://nanjing.pbc.gov.cn/publish/nanjing/1472/2014/20140613155855716406212/20140613155855716406212_.html，以及中國蘇州網站，http://www.suzhou.gov.cn/news/bmdt_991/201406/t20140618_395344.shtml，瀏覽日期：2014 年 9 月 3 日。

政府與中國人民銀行天津分行發布「天津生態城跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法」與「天津生態城跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法實施細則」。試點業務基本上與蘇州工業園區相同，包括新加坡銀行機構對生態城內企業發放跨境人民幣貸款、股權投資基金人民幣對外投資、生態城內企業到新加坡發行人民幣債券、個人經常項下及對外直接投資項下跨境人民幣業務等四項具體內容¹⁰²。

三、臺灣的資金回流機制規劃

中國大陸為「打造兩岸產業合作轉型升級的先行先試區、兩岸中小企業深度合作的重要載體、兩岸交流合作模式創新的示範平臺」，中國國務院於 2013 年 2 月 3 日正式批復同意設立昆山深化兩岸產業合作試驗區。中國人民銀行總行在同年 7 月 18 日批復同意「昆山深化兩岸產業合作試驗區跨境人民幣業務試點暫行辦法」；隨後 8 月 6 日，中國人民銀行南京分行發出「關於在昆山深化兩岸產業合作試驗區開展跨境人民幣業務試點的通知」；人民銀行昆山市支行結合暫行辦法，制定了「昆山深化兩岸產業合作試驗區跨境人民幣業務試點暫行辦法實施細則」。其試點業務主要包括以下四個方面：

- (一)個人經常項下跨境人民幣業務。
- (二)個人對外直接投資跨境人民幣業務。
- (三)台資企業集團內部人民幣跨境雙向借款業務。
- (四)臺灣金融機構在昆山跨境直接投資人民幣結算業務¹⁰³。

¹⁰² 參閱天津市人民政府網站，

http://www.tj.gov.cn/zwgk/zwxx/zwyyw/201407/t20140710_241780.htm，以及鉅亨網

<http://news.cnyes.com/20140902/%E4%B8%AD%E6%96%B0%E5%A4%A9%E6%B4%A5%E7%94%9F%E6%85%8B%E5%9F%8E%E8%B7%A8%E5%A2%83%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%B9%A3%E8%A9%A6%E9%BB%9E%E6%A5%AD%E5%8B%99%E5%85%A8%E9%9D%A2%E9%8B%AA%E9%96%8B-160115169055210.shtml?c=detail>，瀏覽日期：2014 年 9 月 3 日。

¹⁰³ 是指臺灣地區金融機構在昆山試驗區內以人民幣進行新設、增資、參股等直接投資活動。參

惟相對於香港與前海合作區，以及新加坡與蘇州園區與天津生態城之合作，臺灣與昆山試驗區的合作，並未取得我國銀行對試驗區內企業辦理跨境人民幣貸款，以及試驗區內企業得來臺發行人民幣債券等業務試點，對於人民幣的回流機制相對欠缺（參見表 4-12）。

因此，建議在昆山或蘇州等台商聚集地區，參考前海特區等規範，爭取當地台商在台籌措的人民幣資金，可直接匯回特區投資，不僅擴大人民幣資金回流的管道，更可以塑造臺灣人民幣離岸中心的優勢。

表 4-12：臺、港、星人民幣資金回流機制

香港←前海合作區	新加坡←蘇州園區 新加坡←天津生態區	臺灣←昆山試驗區
<ul style="list-style-type: none"> • 允許前海探索拓寬境外人民幣資金回流管道，配合支持香港人民幣離岸業務發展，構建跨境人民幣業務創新試驗區。 • 支持設立在前海的銀行機構發放境外項目人民幣貸款；在「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」(CEPA) 框架下，積極研究香港銀行機構對設立在前海的企業或專案發放人民幣貸款。 • 支援在前海註冊、符合條件的企業和金融機構在國務院批准的額度範圍內在香港發行人民幣債券，用於支持前海開發建設。 	<ul style="list-style-type: none"> • 在新加坡各大銀行能為特區企業提供跨境人民幣貸款服務。 • 特區內的股權投資基金業被允許進行對新加坡企業的直接投資。 • 特區內企業能到新加坡發行人民幣債券。 • 特區內個人也可透過其兩國之間的人民幣匯款進行經常帳戶結算也可以對新加坡企業進行直接投資等業務。 	<ul style="list-style-type: none"> • 個人經常項下跨境人民幣業務。 • 個人對外直接投資跨境人民幣業務。 • 台資企業集團內部人民幣跨境雙向借款業務。 • 臺灣金融機構在昆山跨境直接投資人民幣結算業務。

資料來源：本研究整理

閱中國昆山網站，http://www.ks.gov.cn:82/gate/big5/www.ks.cn/rdzt/156610_428_view.html，瀏覽日期：2014年9月3日。

第五章 結論與建議

針對我國目前發展人民幣離岸市場所面臨的問題，並經由本文第二章與第三章分別探討香港與新加坡有關人民幣離岸市場之發展歷程、資本市場人民幣商品之發展現況以及雙幣別商品之制度規劃與現況等，提出臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃。並進一步針對目前較可能發展之雙幣雙股商品，分析其可行性以及相關配套建議，以下彙整本研究之重要結論與建議。

壹、發展多元化人民幣商品之必要性

目前我國人民幣存款之金額居各外幣存款之第 2 位，僅次於美元存款，高於日圓與歐元存款，國內的人民幣存款金額激增，惟人民幣的去化管道相對欠缺。

中國證券監督管理委員會及香港證券及期貨事務監察委員會在今（2014）年 4 月 10 日發出有關開展滬港股票市場互聯互通機制試點（簡稱滬港通）的聯合公告，對於我國人民幣離岸中心的發展亦構成威脅。因此，當務之急應推出更多人民幣相關金融產品，否則無法提高銀行或民間持續吸收人民幣的誘因，長期觀之將不利我國發展人民幣離岸中心。

貳、臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃

經比較香港與新加坡資本市場的人民幣發展歷程與現況，人民幣債券與人民幣基金通常為較早推出的商品，人民幣股票則相繼推出，至於 RQFII 商品須視是否取得 RQFII 額度，有關人民幣衍生性商品

最初多屬於結構型商品，再發展人民幣期貨商品。由於香港發展人民幣業務之期間較長，亦較早取得 RQFII 額度，故在資本市場的人民幣商品相較於新加坡明顯更多元（參見圖 4-2）。

因此，若比對香港資本市場已推出之人民幣商品類別，臺灣尚未推出者包括：RQFII 基金、人民幣 ETF、人民幣股票、人民幣權證、人民幣 REITs 以及人民幣期貨等（參見表 4-5），綜合本研究第四章第一節針對前述各類人民幣商品之發展探討，提出臺灣資本市場發展人民幣商品之發展規劃（參見表 5-1）。其中除人民幣期貨正積極推動外，餘或牽涉須取得 RQFII 額度，始能推動之人民幣商品，包括 RQFII 基金以及 RQFII A 股 ETF 等。部分商品類別過去在國內即無法順利發展或市場尚未推出該商品類別者，如債券 ETF 與商品 ETF 等。主管機關表示不宜開放之項目，如人民幣 REITs。此外，人民幣權證為應於我國推出人民幣股票或人民幣 ETF 後，再行發展之人民幣商品。

綜上所述，在尚未取得 RQFII 額度之前，人民幣股票應為較可能發展之人民幣商品。主係鑒於我國與中國大陸密切的經貿關係，營運地點在中國大陸之台商家數眾多，對人民幣資金有極大的需求，以及投資人對海外有價證券的投資需求，發展人民幣股票實為得以審慎規劃的商品之一。惟考量國內人民幣資金流量以及投資人的交易習性，若僅發行單幣單股的人民幣股票，可能影響股票的流動性。因此，推出雙幣雙股的人民幣股票模式相對較為可行。

表 5-1：臺灣資本市場人民幣商品發展規劃

發展規劃	商品類別	說明
目前可推動之商品	人民幣股票	在臺灣未取得 RQFII 額度的情況下，推出人民幣股票應為較為可行的人民幣商品，惟若僅推出單一幣別之人民幣股票商品，在考量人民幣的流通量以及國人交易習性下，恐影響該股票之流動性。因此，推展臺幣與人民幣計價之雙幣雙股商品，應為現階段較為可行的作法。
	人民幣期貨	臺灣期貨交易所已在規劃推出人民幣期貨商品。
取得 RQFII 額度才能推動之商品	RQFII 基金	須取得 RQFII 額度才能加以推動。
	RQFII A 股 ETF	須取得 RQFII 額度才能加以推動。
先推出臺幣計價商品再行推出之商品	人民幣商品 ETF	俟我國第一檔商品 ETF 正式推出後，再行研議推出臺幣與人民幣雙幣別計價之商品 ETF 應較為適當。如香港的價值黃金 ETF，原只用港幣交易，後來再增加人民幣櫃檯，變成雙櫃檯模式。
	人民幣債券 ETF	人民幣債券 ETF 的相關指數可能包含在中國大陸以外發行的人民幣債券（離岸人民幣債券）或在中國大陸發行的人民幣債券（在岸人民幣債券）。在未取得 RQFII 額度前，僅能投資離岸人民幣債券。惟鑒於過去國內曾發行的債券 ETF，僅歷經兩年即終止上櫃並清算之經驗，若未排除先前所遭遇之問題，恐不適宜推出同類商品。
推出人民幣標的證券後再行推出之商品	人民幣權證	俟我國推出人民幣股票或人民幣 ETF 後，再行研議推出人民幣權證應較為適當。如香港目前所推出的人民幣權證，皆係以人民幣 ETF 為標的證券。
其他	人民幣 REITs	俟國內開放 REITs 投資海外不動產，再行研議推出人民幣 REITs 之可行性。

資料來源：本研究整理

參、香港與新加坡發展雙幣雙股商品所面臨的阻礙

香港與新加坡截至 9 月底止，皆僅有一檔雙幣雙股商品，其中香港的合和公路基建是採上市後增發人民幣股票的方式，新加坡的揚子

江船業則並未額外發行新股，僅增設人民幣交易櫃檯，成為雙幣雙股模式¹⁰⁴。

若進一步探討香港與新加坡發展雙幣雙股商品所面臨的阻礙，主係由於雙幣雙股 IPO 模式較一般 IPO 模式複雜，且募資時程較長、發行成本較高，以及投資人的資金亦較分散。此外，中國大陸規定內地企業發行 H 股，只能以外幣發行，不能以人民幣發行，亦為雙幣雙股商品發展不易的原因之一。又香港的證券市場投資人仍習慣以港幣進行交易，香港的人民幣存款雖約達 9,000 億，惟其大部分仍配置在存款與債券，致人民幣計價的商品不論是成交量或流通性皆較低。

肆、引進雙幣雙股發行制度之可行性分析與配套措施

本研究分別從法規制度，包括發行交易制度與人民幣資金流量兩方面；從發行人重視的籌資成本與風險以及資金回流等方面；以及分析投資人對於雙幣雙股商品的需求面，探討臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度之可行性。綜合本研究第四章第二節之探討，在法規制度面，由於有關雙幣雙股制度的推動，其所依據的法規主要為證券交易法中有關有價證券之上市及買賣，所牽涉的法規主要架構在證券交易所或週邊單位的法規，法規修訂方面較無困難。惟目前國內的人民幣兌換對於自然人仍有限制，規定每人每次買賣現鈔及每日透過帳戶買賣之金額，均不得逾人民幣 20,000 元。在目前我國證券市場中自然人的投資比重仍高之情況下，若對於自然人的人民幣資金取得限制過嚴，恐不利未來雙幣雙股商品的發展。

從發行人的角度，國內七成以上的上市櫃公司已赴大陸投資，惟

¹⁰⁴ 香港航空已於今年 9 月初向香港交易所提交上市申請，尚在審理中，可能成為首檔採用雙幣雙股 IPO 的股票。

係採取募集新臺幣再陸續轉成美元與人民幣的方式投資中國大陸。若引進雙幣雙股發行制度，則國內上市櫃公司得以透過增發人民幣股票的方式募集人民幣資金，可以降低匯兌的風險以及籌資的成本，相對較具有誘因。

相對於香港因中國大陸規定內地企業發行 H 股，只能以外幣發行，不能以人民幣發行之限制。臺灣可以吸引營運地點在中國大陸之台商，由於來臺上市之成本較中國大陸低，且申請與審查時程亦較短，針對營運地點在中國大陸之台商企業來臺發行雙幣雙股 IPO 應具吸引力。

從投資人的角度觀之，若依據證券商業同業公會針對證券商受託買賣外國有價證券之統計資料，可以發現投資人買賣外國有價證券金額逐年提高。且由近三年來證券商受託買賣外國有價證券之商品結構統計資料（參見表 4-9），除境外基金外，就以股票之投資比重最大，占三成以上，顯示投資人對外幣股票具有相當大的興趣，其中又以美國市場與香港市場為主，各約占四成。

針對前述我國引進雙幣雙股制度，有關目前自然人人民幣兌換的限制，以及發行人在臺灣募集人民幣資金後，所面臨人民幣資金回流等問題，提出以下配套措施，以期未來引進相關制度能夠順利推動，並獲得市場的認同。

一、提供持續流動的人民幣資金池措施

由於香港對於居民之人民幣兌換有所限制，香港交易所為了便利人民幣股份在交易市場進行買賣，推出「人證港幣交易通」制度，以發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，讓未能取得人民幣的投資者以港幣在交易市場購買人民幣股

份。

新加坡對於個人之人民幣現鈔兌換，則無論是否為新加坡居民或非居民，均無限額之管理規定，故並無類似香港「人證港幣交易通」之措施（參見表 4-11）。

反觀我國對於自然人人民幣兌換亦有所限制，加上我國證券市場中自然人的投資比重仍高，故建議仿照香港「人證港幣交易通」的模式，規劃類似機制，讓未能取得人民幣的投資人以新臺幣在交易市場購買人民幣股份，以發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，以提高人民幣商品的流動性。

二、擴大人民幣資金回流中國大陸的機制

為提高發行公司在臺灣發行人民幣股票的意願，擴大在臺募集人民幣資金回流中國大陸之機制實屬重要。若參考目前香港與新加坡的作法，採取特區方式建立人民幣資金回流的機制，相信可以提高發行公司在臺灣發行人民幣股票的意願。因此，建議參酌香港前海合作區與新加坡蘇州園區、天津生態區的作法，在昆山或蘇州等台商聚集地區，比照前海特區等規範，爭取當地台商在台籌措的人民幣資金，可直接匯回特區投資，不僅擴大人民幣資金回流的管道，更可以塑造臺灣人民幣離岸中心的優勢（參見表 5-2）。



表 5-2：臺灣資本市場推出雙幣雙股之可行性分析與配套措施

項目	可行性分析	配套措施
法規制度	<p>1.發行交易制度：引進雙幣雙股制度，依據的法規主要為證券交易法中有關有價證券之上市及買賣，其所牽涉的法規主要架構在證券交易所或週邊單位的法規，法規修訂方面較無困難。</p> <p>2.人民幣資金流量：中央銀行已開放外匯指定銀行（DBU）辦理人民幣存款、放款與匯款業務，惟目前國內的人民幣兌換對於自然人仍有限制。在目前我國證券市場中自然人的投資比重仍高之情況下，若對於自然人的人民幣資金取得限制過嚴，恐不利未來雙幣雙股商品的發展。</p>	<p>1.配合雙幣雙股制度，得配合修改相關上市、交易與結算等規定，將人民幣納入規範，且在交易系統方面亦須將多幣別的機制納入，使相關法規制度得以完備。</p> <p>2.爭取取消自然人人民幣每日兌換限制。</p>
發行人需求面	<p>1.籌資成本與風險考量：</p> <p>(1)國內七成以上的上市櫃公司已赴大陸投資，透過雙幣雙股發行制度，得以透過增發人民幣股票的方式募集人民幣資金，可以降低匯兌的風險以及籌資的成本，相對較具有誘因。</p> <p>(2)由於來臺上市之成本較中國大陸低，且申請與審查時程亦較短，針對營運地點在中國大陸之台商企業來臺發行雙幣雙股 IPO 應具吸引力。</p> <p>因此，對於發行人而言，若考量籌資成本與匯兌風險，在臺灣發行雙幣雙股，仍具有誘因。</p> <p>2.人民幣資金回流考量：中國大陸商務部於 2013 年 12 月 3 日頒布「關於跨境人民幣直接投資有關問題的公告」，此為目前臺灣離岸人民幣資金回流的主要依據。</p>	<p>雖然發行人可透過前述機制將在臺灣所募集的人民幣資金投資中國大陸，惟依照前述公告仍須經中國大陸商務主管部門之批復，恐影響發行人的發行意願。建議在昆山或蘇州等台商聚集地區，參考前海特區等規範，爭取當地台商在台籌措的人民幣資金，可直接匯回特區投資，不僅擴大人民幣資金回流的管道，更可以塑造臺灣人民幣離岸中心的優勢。</p>
投資人需求面	<p>1.投資人買賣外國有價證券金額逐年提高：依據證券商業同業公會針對證券商受託買賣外國有價證券之統計資料，可以發現投資人買賣外國有價證券金額逐年提高，至 2013 年達新臺幣 1 兆零 506 億元，創歷年來新高。</p> <p>2.臺灣投資人偏好股票商品：由近三年來證券商受託買賣外國有價證券之商品結構統計資料，除境外基金外，就以股票之投資比重最大，占三成以上，顯示投資人對外幣股票具有相當大的興趣，其中又以美國市場與香港市場為主，各約占四成。</p>	<p>建議仿照香港「人證港幣交易通」的模式，規劃類似機制，讓未能取得人民幣的投資人以新臺幣在交易市場購買人民幣股份，以發展一個可持續、並且不受人民幣資金流量限制的人民幣證券交易模式，以提高人民幣商品的流動性。</p>

資料來源：本研究整理

伍、總結

滬港通於今（2014）年4月宣布後至9月底前，港股日均量逐月遞增，但台股交易量卻逐月下滑，明顯對於台股已出現資金排擠效應。因此，臺灣資本市場若無法塑造本身的離岸人民幣業務競爭優勢，將被摒除於競爭之列。

綜上所述，臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度，在法規制度的修訂，以及資訊系統的建置應屬可行，且配合臺灣證券交易所研擬推出之雙幣別 ETF 商品，額外建置的成本亦不高。加上發行人與投資人對於雙幣雙股商品皆有需求，若能克服人民幣資金回流，以及人民幣資金流量不足等問題，相信可以提高發行人的發行意願，以及投資人的投資意願，讓未來相關制度得以順利推動。因此，引進雙幣雙股發行制度，得以提高臺灣資本市場人民幣商品系列之完整性，有助於發展臺灣成為人民幣離岸中心，提升外國資金流入臺灣資本市場的誘因，兩者相輔相成形成良性循環，進而提升我國資本市場的國際競爭力。



參考資料

一、中文部分

1. 吳壽山、沈中華、史綱、葉淑玲、簡淑芬、陳恩儀 (2011),「臺、港、大陸證券交易所吸引力(台商上市)之競爭性比較分析」,臺灣證券交易所股份有限公司委託專題研究。
2. 李志強 (2014),「台灣發展人民幣離岸中心的意義」, http://140.119.184.164/taipeiforum/view_pdf/133.pdf, 瀏覽日期: 2014年9月10日。
3. 李沃牆 (2013),「台灣銀行業辦理人民幣業務現況與展望」, 貨幣觀測與信用評等第101期, 頁68-83。
4. 李沃牆 (2010),「人民幣國際化對台灣金融市場可能的衝擊及因應」, 臺灣經濟金融月刊第551期, 頁1-9。
5. 沈中華 (2012),「香港的人民幣離岸中心演化」, 臺灣經濟金融月刊第567期, 頁1-18。
6. 沈中華 (2012),「台灣成為人民幣離岸中心」, 臺灣經濟金融月刊第568期, 頁58-70。
7. 周大中 (2012),「人民幣國際化之路」, 臺灣經濟金融月刊第571期, 頁1-14。
8. 周信佑 (2013),「大陸擴大香港投資額度評析」, 財團法人國家政策研究基金會, <http://www.npf.org.tw/post/1/12015>, 瀏覽日期: 2014年2月27日。
9. 林建甫、彭思遠 (2013),「兩岸貨幣清算機制建立後的下一步」, 財團法人國家政策研究基金會, <http://www.npf.org.tw/post/2/12285>, 瀏覽日期: 2014年7月24日。
10. 孫效孔 (2013),「人民幣進出台灣的障礙」, 財團法人國家政策研究基金會, <http://www.npf.org.tw/post/1/11945>, 瀏覽日期: 2014年7月24日。
11. 賴威仁 (2012),「從香港做法看人民幣境外商品未來發展」, 臺灣銀行家第30期, 頁80-83。

12. 陶傑 (2012), 「SGX 雙貨幣交易」, 中國經濟網, <http://www.sginsight.com/xjp/index.php?id=8005>, 瀏覽日期: 2014年6月4日。
13. 謝佳雯 (2014), 「人民幣離岸市場之發展概況與法制規範」, 中央銀行出國報告。
14. 「雙幣雙股模式」, 香港交易所, http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/rmbequity/Documents/DTDC_Participant_Briefing_C.pdf, 瀏覽日期: 2014年4月21日。
15. 「香港交易所擬推『雙幣雙股』上市」(2012), 證交資料第603期國際證券市場發展動態。
16. 「新加坡交易所宣布推行ETF雙貨幣交易」(2012), 證交資料第603期國際證券市場發展動態。
17. 「楊副總裁於Euromoney舉辦之『TaiwanOffshore RMB Forum』演說內容-臺灣人民幣離岸市場之現況及未來發展」, 中央銀行新聞稿, <http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/3118945771.pdf>, 瀏覽日期: 2014年7月21日。
18. 「『昆山深化兩岸產業合作實驗區跨境人民幣業務試點暫行辦法實施細則』簡介」(2014), 彰銀資料第63卷第5期。

二、英文部分

1. “Singapore overtakes London as top RMB offshore clearing centre after Hong Kong”, SWIFT Website, http://www.swift.com/about_swift/shownews?param_dcr=news.data/en/swift_com/2014/PR_RMB_singapore.xml, 瀏覽日期: 2014年6月4日。
2. “Singapore's Perspectives on RMB Internationalisation” - Welcome Address by Mr Leong Sing Chiong, Assistant Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at the Asia Securities Industry & Financial Markets Association (ASIFMA) 4th Offshore Renminbi Markets Conference on 13 March 2014, <http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/2014/singapores-perspectives-on-rmb-internationalisation.aspx>, 瀏覽日期: 2014年8月13日。

3. Suo Haoran (2014), "Singapore, The Next Rmb Offshore Financial Center", A Thesis Submitted For The Degree Of Master Of Social Science By Research, Department Of Economics National University Of Singapore,
<http://scholarbank.nus.edu.sg/bitstream/handle/10635/53648/SUOHR.pdf?sequence=1>，瀏覽日期：2014年7月15日。

三、網站部分

1. 中國國家開發銀行，
<http://www.cdb.com.cn/web/NewsInfo.asp?NewsId=2109>
2. 香港金融管理局，
<http://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/international-financial-centre/renminbi-business-hong-kong.shtml>
3. 中國人民銀行，
http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2012/20120302172857354204258/20120302172857354204258_.html
4. 香港工業貿易署，
http://www.tid.gov.hk/tc_chi/cepa/legaltext/cepa9.html
5. 香港交易所，
https://www.hkex.com.hk/chi/stat/statrpt/factbook/factbook_c.htm
6. 香港證監會，
<http://www.sfc.hk/web/annualreport2013-14/c/pdf/report09.pdf>
7. 香港投資者教育中心，
<http://www.hkiec.hk/web/tc/investment/understanding-products/rmb-products/types-of-rmb-products/rmb-bonds.html#5>
8. 海富通資產管理(香港)有限公司，
<http://www.hffund.com.hk/~hken/product/public/HK0000189032/documents/index.html>
9. 新加坡金融管理局，
<http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Overview/Regional-Gateway-for-RMB.aspx>
10. 中國黃金投資網，
<http://forex.cngold.org/c/2013-05-30/c1860028.html>

11. 金融界，
<http://big5.irj.com.cn/gate/big5/usstock.irj.com.cn/2013/05/28072915342840.shtml>
12. 天津市人民政府，
http://www.tj.gov.cn/zwgk/zwxw/zwyw/201407/t20140710_241780.htm
13. 中國銀行網站，
http://www.bankofchina.com/aboutboc/bil/201402/t20140226_2968915.html
14. 新加坡交易所網站，
<http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/others/bonds>
15. 揚子江船業，
<http://ir.zaobao.com.sg/yangzijiang/news.html>
16. 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，
http://www.gretai.org.tw/web/bond/publish/international_bond_search/memo.php?l=zh-tw
17. 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，
http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2201.aspx?pid=IN2221_01
18. 金融監督管理委員會，
<http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=372&parentpath=0,2,310>
19. 中國大陸商務部，
<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/c/201312/20131200426357.shtml>
20. 中華人民共和國中央人民政府，
http://www.gov.cn/zwgk/2012-07/03/content_2175825.htm
21. 中國人民銀行南京分行，
<http://nanjing.pbc.gov.cn/publish/nanjing/1472/2014/20140613155855716406212/2014061315585571>
22. 中國蘇州，
http://www.suzhou.gov.cn/news/bmdt_991/201406/t20140618_395344.shtml
23. 天津市人民政府，
http://www.tj.gov.cn/zwgk/zwxw/zwyw/201407/t20140710_241780.htm
24. 中國昆山，
http://www.ks.gov.cn:82/gate/big5/www.ks.cn/rdzt/156610_428_view.html

25. 中國證券監督管理委員會，

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306208/201409/t20140923_260829.htm



S - F - I

附錄：

「臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度之可行性」

座談會會議紀錄

記錄：簡淑芬

時間：民國 103 年 8 月 22 日（星期五）上午 9 時 30 分

地點：本基金會會議室(臺北市南海路 3 號 9 樓)

主席：吳總經理崇權

出席：臺灣大學經濟學系林教授建甫、淡江大學財務金融學系李教授沃牆、金融監督管理委員會證券期貨局張副局長麗真、中央銀行外匯局賀襄理培真、臺灣證券交易所股份有限公司陳經理欣昌、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心李主任秘書愛玲、臺灣集中保管結算所股份有限公司王副理銘祥、秦副理嗣悌、富邦綜合證券股份有限公司郭副總經理永宜

列席：葉處長淑玲、簡副研究員淑芬

壹、主席致詞(略)

貳、背景說明(略)

參、討論議題

議題一：臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃？

議題二：臺灣引進雙幣雙股制度之可行性為何？可能衍生的問題為何？

議題三：配合雙幣雙股制度的推動應修改之法規為何？相關配套措施為何？

肆、與會人員發言摘要

● 李教授沃牆（淡江大學財務金融學系）

一、目前人民幣去化的管道包括：

- (一)轉存：目前國內銀行的人民幣存款估計約八成轉存中國銀行臺北分行，存款利率約為 3.6%~3.9%，利差很小。
- (二)拆放：拆放給同業或境外銀行。
- (三)投資：投資中國大陸銀行間的人民幣債券、國內寶島債或香港點心債。
- (四)跨境結算：臺灣對中國大陸貿易額大但跨境結算少，仍習慣用美元，相當可惜。
- (五)匯款：臺灣居民之人民幣匯款有每日 8 萬元之限制。
- (六)放款：銀行放款給企業用於人民幣直接投資與貿易融資，或貸款至上海自貿區設點之企業。
- (七)RQFII：中國大陸給臺灣 1000 億人民幣額度，但服貿未過致無法運作。
- (八)開發人民幣商品：為目前唯一可以進行的部分。

二、香港自 2004 年起開始辦理人民幣業務，其跨境貿易結算業務金額龐大，亦陸續推出多種人民幣商品，可作為國內發展人民幣商品之參考。

三、香港交易所於 2012 年 10 月首度推出港幣與人民幣的雙幣雙股商品，除可增加境外人民幣回流中國大陸的管道，亦有利鞏固香港人民幣離岸中心的地位。雙幣雙股制度對公司而言，其優點在於可使用人民幣籌資，減少匯兌風險。對投資人而言，多了一種投資選擇。

四、香港雙幣雙股制度實施初期，發展並不順利，除了發行時機不佳

外，投資人對商品陌生以及流動性不足應是影響投資人意願的重要因素。但滬港通開通後，中國大陸流到香港市場的資金，將有利於雙幣雙股的發行。

- 五、臺灣實施雙幣雙股將有助於人民幣的去化，若人民幣股票與臺幣股票可轉換，則可能加重市場投機套利的行為。
- 六、雙幣雙股制度是否由 F 股先試行，另參考香港「滬港通」以及「人證港幣交易通」的模式，是否研議「滬臺通」以及「人證臺幣交易通」等制度，皆可加以考量。
- 七、人民幣期貨、人民幣選擇權等商品，亦可納入人民幣商品發展考量。

● 郭副總經理永宜（富邦綜合證券）

- 一、雙幣雙股制度為離岸人民幣的一環，牽涉人民幣國際化，先從貿易帳著手，其後為開放人民幣資本帳。針對人民幣資本帳的開放，目前採取三個步驟：包括 QFII、RQFII 以及滬港通，前兩者係針對專業機構，滬港通則讓雙方的投資人可以買賣對方的股票。
- 二、臺灣目前人民幣資金豐沛，惟缺乏投資工具。在寶島債方面，臺灣雖已發行，惟建議應提升次級市場的方便性，雖然目前市場是供不應求，將來應促進集中交易市場更加活絡。目前的投資門檻除德意志銀行的 1 萬人民幣外，大多設為 100 萬人民幣，對投資人而言門檻過高。
- 三、在人民幣 ETF 方面，國內目前有幾檔 ETF 是以中國大陸股票為標的，包括寶滬深（0061）、富邦上證 180（006205）、寶來上證 50（006206）以及復華滬深 300（006207），惟皆以臺幣計價。

若可以加掛以人民幣計價的商品，則立刻增加集中交易市場的人民幣商品，為最快速的方式。

- 四、在人民幣基金方面，目前臺灣約有 3 兆的境外基金，其中包括許以中國大陸或大中華股票為投資標的，惟以美金與臺幣計價，希望能夠儘速開放人民幣計價的基金。
- 五、在人民幣股票方面，一是透過 IPO，一是採取雙掛牌模式，如香港的 A+H 股，即為中國大陸大型權值股 A 股同時在香港掛牌，惟其目前仍以港幣計價，並未以人民幣計價。臺灣將來若能引進如上證 50 的股票來臺掛牌，即為推動雙幣雙股商品的快速策略。
- 六、除上述人民幣商品外，可再陸續發展人民幣權證以及人民幣 REITs。

● 李主任秘書愛玲（證券櫃檯買賣中心）

- 一、目前國內有 21 檔寶島債，其中 4 檔為企業債，其餘皆為金融機構所發行的人民幣債券，目前寶島債發行總額為 164 億人民幣。事實上很多上市櫃公司在中國大陸設有子公司，對人民幣資金有需求，惟並未在臺發行寶島債，其主要的理由即為人民幣資金回流的問題。不論發展任何人民幣商品，資金回流的問題相當重要。
- 二、商品的發行主要牽涉到發行機構與投資人兩方面，對於發行機構而言，主要考量成本、匯率與利率等因素，將臺灣所募集到的資金運用到中國大陸，其間產生的利差大小。如香港開始發行點心債時，亦面臨資金回流的問題，後來香港與前海合作，才解決前述問題。臺灣雖然與昆山合作，但是資金的匯入仍採審核制，資金回流仍存在問題。建議能否透過示範區與自貿區的合作，採取試點試行的方式，或先由某優質企業先行建立一種可運行的模

- 式，解決資金回流的問題，才有辦法吸引優質臺商來臺發行寶島債，而非僅吸引中國大陸金融機構來臺發行寶島債以賺取利差。
- 三、在投資人方面，目前寶島債的投資人多限制為專業投資人，主係考量投資人保護的議題，所以相關商品的設計，投資人保護議題仍應加以考量。
- 四、引進雙幣雙股制度，首先應考量人民幣流通量的問題，其次還是人民幣資金回流的問題。在人民幣資金回流方面，陸資企業較容易，臺灣企業則較難。另臺灣若要建立類似滬港通機制，因陸資企業目前來臺上市有陸資持股 30%之限制，此限制就算放寬至 50%，對於問題仍無法解決。
- 五、前述李教授提到的套利問題應無可避免，其中更牽涉臺幣與人民幣的轉換，涉及匯率問題，有進一步商討的必要。
- 六、目前國內每人每日兌換人民幣的限制為 20000 元，投資人民幣股票的資金取得亦有問題。如香港由交易所推出人證港幣交易通，臺灣是否參考推出亦可考慮。
- 七、雙幣雙股制度兩種幣別各有額度，未來是否限制額度，在額度內進行轉換，或對於交易價差加以設限，可再研究。
- 八、此外，陸資企業的資訊透明度亦是問題之一，未來在談兩岸開放的議題時，希望中國大陸在資訊透明度方面可提供讓國內投資人安心的資訊。

● 陳經理欣昌（臺灣證券交易所）

- 一、交易所的任務是維持一個安全有秩序的市場，滿足資金的需求者與供給者的需要。
- 二、有關臺灣資本市場發展人民幣商品之進程規劃議題，得參考香港

推展人民幣商品的進程，其於 2004 年辦理人民幣匯兌交易、2007 年推出點心債、2009 年推出人民幣計價的共同基金、2011 年推出 RQFII ETF、股票及 REITs 等商品，所以香港也是歷經長時間才發展出目前市場上的多元商品。反觀臺灣從去年 2 月開始辦理人民幣業務，短期內人民幣存款已累積達 2900 多億，躍居外幣存款的第二位。從臺灣的種種優勢，相信發展人民幣商品的進程亦將超越香港，包括人民幣存款的累積較香港快，人民幣商品的發展速度亦較快。惟在產品線的發展仍不夠完整，如人民幣計價基金多為貨幣市場基金，募集規模亦不大。由現階段的發展情況來看，建議應先發展人民幣計價的 ETF。

三、如前所述，目前臺灣已推出數檔以陸股為投資標的的 ETF，惟係採 QFII 的模式，以臺幣募集後，轉成美金匯至香港，在香港兌換成人民幣再匯往中國大陸，從中國大陸匯回時亦相同，其間須經兩次匯兌，操作成本較高，對投資人的負擔亦較大。至於投資人對此類商品的需求情形，可以從複委託的情況來看，目前香港與美國為臺灣複委託的大宗，表示投資人對此種境外的商品確實有需求。因此，與其透過複委託的方式，不如發展相關商品將相關的交易留在國內。有關交易所規劃的 RQFII ETF 係以人民幣募集，透過 RQFII 的額度匯往中國大陸，投資中國大陸股票市場，可以降低匯兌的成本，可列入先行發展的商品，之後再發展人民幣股票，應是較佳的規劃。

四、針對臺灣引進雙幣雙股制度可能衍生的問題：雙幣雙股制度即是募集採雙幣、交易採雙股的制度。香港目前有 18 檔 RQFII A 股 ETF，皆採雙櫃檯模式，一檔人民幣 REITs，以及一檔採取雙幣雙股的人民幣股票，亦即前述的合和公路基建，惟其係上市後增

發人民幣股份，並非雙幣雙股 IPO 模式。雖然報載香港航空將採雙幣雙股 IPO 模式，不過仍未實現。若進一步探討香港一直未出現雙幣雙股 IPO 的案例，主係由於雙幣雙股 IPO 模式較一般的新股募集複雜，募集時程較長，發行的成本較高，投資人資金較分散。又因中國大陸規定內地企業發行 H 股，只能以外幣發行，不能以人民幣發行。加上香港的人民幣存款雖達 9000 多億，惟其大部分仍停留在存款與債券，且香港的證券市場投資人仍習慣以港幣進行交易，故人民幣計價的商品不論是成交量或流通性皆較低。新加坡雖也有人民幣商品，惟其規模相對較小。

五、臺灣證券交易所於去年 8 月拜訪港交所了解其雙幣雙股制度，吸取港交所的發展經驗以作為臺灣未來規劃類似制度的參考。港交所表示 RQFII ETF 以人民幣募集，在交易面一定要搭配雙股交易。係因發行人民幣證券，必須提供人民幣的交易櫃檯供持有者進行買賣，但是對於市場上多數的投資人仍係以港幣進行交易，所以必須另外提供港幣櫃檯，兩幣別櫃檯間可以進行轉換。因為原始募集是一個固定的人民幣額度，香港整體即是一個額度控管，人民幣 ETF 在市場上轉換流通，不須再個別進行控管。

六、有關配合雙幣雙股制度的推動應修改之法規以及相關配套措施的議題：首先有關人證港幣交易通部分，其立意很好，但是目前推動的結果並不理想，實務上人證港幣交易通開通後的使用率低，投資人的交易意願以及企業的募資行為，並未因有前述制度而改變，故建議臺灣若要推動雙幣雙股交易，仍建議由 RQFII 開始較為恰當。當然須配合修改相關上市、交易與結算等規定將人民幣納入外，在交易系統方面亦須將多幣別的機制納入。畢竟臺灣本身的市場規模不夠大，面對國際與區域的競爭，若能像香

港與新加坡成為區域性的金融中心，必須具備如此的能力，不論在資金或招商皆能吸引國外的公司來臺上市。除了交易所外，證券商與資訊廠商的電腦系統亦須能夠配合。最後回歸資金的供給者與需求者，前述制度是否能夠成功端視臺灣人民幣的資金池是否充足，投資人具有投資與交易人民幣商品的意願與需求，以及有優質的上市公司等。對於資金的需求者而言，所募集的人民幣若有暢通的資金回流機制、募集成本較低以及能夠滿足其交易需求，才能完善相關的機制。

● 王副理銘祥（臺灣集中保管結算所）

- 一、有關今天雙幣雙股的議題，如前面所述目前在債券的發展較為成熟。集保結算所的主要任務是配合主管機關與前臺進行基礎建設，屬於後臺的作業，前臺負責商品的創新，後面的交割則由後臺負責，包括債券發行後的登錄、交易的交割、稅的處理以及剛開始實施的健保費等作業。
- 二、配合主管機關與前臺的規劃發展，集保結算所亦陸續架設國際化的金融基礎建設，如 80、81 年代為了推動小龍債券，與 Euroclear 與 Clearstream 進行連線。95 年為了推動國際債券，引進 Euroclear 債券在國內進行買賣交付。101 年人民幣掀起熱潮，集保結算所亦與香港聯結起來，引進點心債在國內進行買賣。102 年國內機構開始發行人民幣商品，亦是透過集保結算所進行，今年 4 月亦順利邀請世界兩大保管機構 Euroclear 與 Clearstream 來臺開戶，希望未來臺灣發行的標的可以外銷到國外。集保結算所的目標即是提供低成本、高效率與安全的結算交割環境。
- 三、另一主要的任務，即是讓次級市場的交易更為順遂，國內外幣交

割的作業，有關結算交割的平台牽涉到跨境的部分，畢竟外匯的調度交割不如臺幣方便。承蒙央行已經建置外幣結算交割平台，很多外幣在國內已可很方便與有效率的完成。央行亦指示建立外幣債票券 DVP 機制，此機制對於次級市場的交易交割應有所助益。

● 秦副理嗣悌（臺灣集中保管結算所）

- 一、當推出一項產品時，通常先了解業者的需求，前臺與後臺只是服務提供者，希望花費成本後所推出的商品，發行人願意發，投資人願意買。集保結算所與交易所自去年開始為了推動雙幣雙股的平臺，針對後段的結算交割，持續進行討論。主要針對人民幣商品的結算交割作業，以及雙幣別櫃檯間的轉換作業，研議一套機制，最後出具名冊等，都是集保的任務。
- 二、有關跨國的部分，其實人民幣商品牽涉跨境，依照過去的經驗，只要是跨境的交易，通常較為複雜，首先須有產品，然後須符合當地的法規，並且牽涉到成本，若牽涉成本，則業者的意願通常較低。
- 三、集保結算所屬於後臺，前臺推動的產品，後臺必定配合辦理。

● 林教授建甫（臺灣大學經濟學系）

- 一、香港與中國大陸滬港通後，臺灣資本市場恐遭受衝擊。未來上海、深圳與香港連成一氣，對於華人世界的資金具有極大的吸引力，臺灣資本市場的交易量恐萎縮。此外，中韓 FTA 即將生效，對臺灣製造業非常不利，而滬港通對臺灣金融業不利。因此，今天開始規劃雙幣雙股有其必要。當然國安的問題亦須預防與考量，如外匯市場、匯率等必須提防國際間的禿鷹與熱錢所帶來的

影響，以及中國大陸以商逼政，運用財經的方式實現政治的企圖等皆須謹慎。但是市場歸市場，如何規劃一套妥善的機制，則是大家應共同努力的目標。

- 二、臺灣具有產品設計的能力，產品的創新不是問題。過去因不相信自身的產品，引進國外的商品，給予國外的投資銀行很多機會。未來針對人民幣商品，臺灣較國外的投資銀行更具優勢，對中國大陸市場的了解是臺灣的利基。因此，在產品的設計上，未來只要願意開放，相關規範訂定清楚，市場上必定可以陸續推出新產品。
- 三、臺灣的人民幣存款迅速累積，但是去化的管道較為不足，應該透過人民幣商品的設計，增加人民幣去化的管道，目標應著眼於臺灣做為華人世界的籌資理財中心。
- 四、新加坡因為稅制與地理環境在財富管理具有優勢，但是臺灣在資本市場有優勢，因為資本市場，臺灣培養出許多高科技公司，投資人對高科技公司亦相當了解，所以臺灣有條件成為高科技發展的重心。且臺灣的資本市場不僅高科技，尚包括許多產業，而香港則以金融與地產為主，新加坡近幾年來則發展石化與物流，所以臺灣推動雙幣雙股的目標可以更多元。
- 五、法規修改方面，建議央行與金管會應更加放寬，國際的趨勢為必須告訴人民限制的理由以及管制的效果。目前的出發點皆是以防弊的思維，未管制將產生何種弊端。應以新思維進行監理，思考管制產生什麼效益，此對主管機關的挑戰較大，主管機關應有所準備。目前上海自貿區也採負面表列方式，過去皆採審批的方式，此對國際監理的趨勢影響很大。未來鬆綁限制將是國際趨勢，由近來江院長的言論亦可獲得驗證，主管機關應重新思考，

以培養產業發展為主要考量。

- 六、目前臺灣薪資偏低，主因服務業的附加價值太低，必須透過金融業，畢竟金融業是最容易提高附加價值的行業。目前金融業占 GDP 的比重仍低，相對於香港與新加坡確實有提升的空間，應該利用雙幣雙股等新商品的機會帶動臺灣整體金融業的發展。

● 賀襄理培真(中央銀行外匯局)

- 一、事實上外匯管理近兩年做法非常有彈性，有關今天的議題實務上所牽涉到的資金進出與結匯申報，多半可容納於現有的一般性規則及案例。目前在臺灣人民幣已視同外匯，大家所擔心的問題是資金進出大陸是否會面臨障礙，主要係取決於對岸。如前所述資本市場須買賣雙方合意，發行人與投資人的問題都要解決，發行人符合一定的資格條件，投資人願意購買。此種跨國的產品，牽涉到對方的金融帳是否開放，例如交易所研議中的雙幣別 ETF，首先面臨的問題在於臺灣每人每日兌換人民幣兩萬元的限額，惟此並非臺灣單方面可以決定，央行仍持續溝通中。事關大陸對於資本帳的開放有其進程，亦須兼顧其他的市場，目前香港居民亦有人民幣兌換之限制。
- 二、有關 IPO 的金流，建議可透過較技術面的方式來解決，目前雖然沒有 RQFII 額度，投信仍可透過 QFII 額度投資中國大陸，可思考其他連結性或創意的想法來處理，例如參考多幣別基金的金流。也可以想像如 F 公司，F 公司來臺上市，大陸金融機構來發寶島債，也都是外國發行人，金流其實很類似，所以對外國發行人而言應該不成問題。在次級市場部分，有關雙幣雙櫃檯的轉換所涉及的技术細節，有賴交易所與集保結算所再思考規劃來解

決。

- 三、雙幣雙股的重點在於要開放符合什麼資格條件的發行人，T 股已討論很久卻未實現，是否能找到其他適合的特定對象。有關大陸企業資訊不透明的問題，牽涉到投資人保護以及市場的形象與信譽，亦須加以注意，以免重蹈 TDR 下市的例子。建議在產品設計階段同時也尋找潛在的發行人共同協調規劃，第一檔產品最為困難，找到第一個發行人後也許就引起其他公司循例跟進，為較務實的作法。
- 四、人民幣開放一年半以來，資金的累積和業務開放的速度都非常快，是一個特例。不僅人民幣，美元與新臺幣亦同，如何讓存款大眾願意將資金運用到資本市場發展出來的商品和其他投資工具，而非僅賺取存款利息，仍須主管機關與業界共同努力，但並非以強制性手段可以達成。再一次提醒投資理財應注意風險分散，不能只依賴單一的幣別或產品。
- 五、期交所近來正在構思有關人民幣跨境產品，也與央行經常聯繫，若是業界或金融周邊事業對於資金進出的規定有疑慮，亦歡迎洽外匯局諮詢。

● **張副局長麗真(金融監督管理委員會證券期貨局)**

- 一、今天的議題有助於促進資本市場商品與交易的多元化，增加國人理財的管道，支持相關制度之研議規劃。
- 二、針對本研究主題，雖係探討雙幣雙股發行制度的可行性研究，但是由所提供的題綱資料可以看出，目前香港與新加坡皆只有一檔人民幣股票商品，故建議研究的範圍得就市場相關商品的發展情況，以及探究各種商品所衍生之問題（如前述交易所陳經理所提

到實務面發行人沒有發行意願或市場不活絡的原因、雙幣雙股的適當發行機構等)，並提出合適的商品與交易機制推動進程的規劃，而非僅聚焦於雙幣雙股，讓研究內容更豐富以及有意義。

三、根據與會者的意見，相關制度前臺與後臺皆表示可行，有關法規方面的修正，應不致有問題，經初步檢視雙幣雙股制度的推動，其所牽涉的法規主要架構在交易所或週邊單位的法規。

四、整體來說，對相關制度的研究與推動，站在主管機關的立場是樂觀其成，且會共同努力一起推動。

● 郭副總經理永宜（富邦綜合證券）

一、針對人民幣個股的問題，提供從事複委託交易的經驗分享。過去幾年港股與美股占複委託的比重約各占 40%，自去年以來由於美股表現轉佳，港股表現相對不佳，致交易港股比率減少，買賣美股比率則提升至 60-70%。本公司複委託的客戶占全體客戶不到 5%，其中交易港股者不到 1%。因此，從事海外個股的操作對投資人而言較為複雜，國內投資人仍習慣交易較為熟悉的台股。但是，ETF 與基金的商品特性，較為間接且風險較分散，相對適合國內投資人，屬於在人民幣個股之前可先推動的商品。

二、中國大陸對資本帳的開放相當謹慎，由 QFII、RQFII 以及最近的滬港通，也是有額度的限制。國內亦可採循序漸進的方式，如先開放一定人民幣額度的 ETF 商品以及人民幣基金商品，其後再循序擴充額度，是業者希望的方式。

三、有關前面提到的套利問題，個人較不擔心，除非牽涉資訊不對稱的問題。一般的套利其價差很小，如台股與台股 ETF，花一兩億的資金才能套利 10 萬元新臺幣，所以應不是重要問題，仍以

開放商品為最主要考量。

• **主席**

今天的座談會到此告一段落，主管機關也希望儘速完成相關的研議，本次的會議感覺對相關制度充滿希望，也感謝在座各位提供的寶貴意見。

散會 (11:00)



財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會
召開「臺灣資本市場引進雙幣雙股發行制度之可行性」
座談會簽到單

開會時間：民國 103 年 8 月 22 日（星期五）上午 9 時 30 分

開會地點：本基金會會議室(台北市南海路 3 號 9 樓)

主 持 人：吳總經理崇權

出席：

臺灣大學經濟學系林教授建甫



淡江大學財務金融學系李教授沃牆



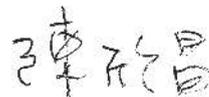
金融監督管理委員會證券期貨局張副局長麗真



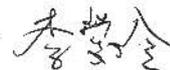
中央銀行外匯局賀襄理培真



臺灣證券交易所股份有限公司陳經理欣昌



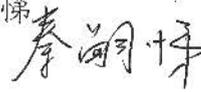
財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心李主任祕書愛玲



臺灣集中保管結算所股份有限公司王副理銘祥



臺灣集中保管結算所股份有限公司秦副理嗣悌



富邦綜合證券股份有限公司郭副總經理永宜



列席：

葉處長淑玲



簡副研究員淑芬

