

中華民國證券商業同業公會
委託專題研究

臺灣證券業運用大陸自貿區
發展業務之機會與挑戰

中華民國 105 年 12 月

臺灣證券業運用大陸自貿區 發展業務之機會與挑戰

計畫主持人： 吳中書
共同計畫主持人： 林蒼祥
吳明澤
研究人員： 吳明澤
研究助理： 莊凱婷

目次

目次.....	I
表次.....	II
圖次.....	IV
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究範圍.....	3
第三節 研究架構與章節安排.....	4
第二章 中國大陸自貿區在金融證券方面之發展重點.....	6
第一節 四個自貿區之簡介.....	6
第二節 金融業負面清單管理.....	15
第三節 四個自貿區之金融開放規劃.....	25
第四節 本章小結.....	32
第三章 中國大陸證券業現況分析與兩岸比較.....	43
第一節 中國大陸證券業總體情況.....	43
第二節 兩岸證券市場環境分析.....	54
第三節 中國大陸證券業各業務發展分析.....	63
第四節 中國大陸證券相關其他業別之規範.....	80
第五節 本章小結.....	88
第四章 中國大陸自貿區金融證券發展對臺灣證券商之意義.....	92
第一節 中國大陸自貿區發展對臺灣證券商之商機.....	92
第二節 中國大陸自貿區發展對臺灣證券商之挑戰.....	99
第三節 臺灣證券商在自貿區發展之優劣勢分析.....	107
第四節 本章小結.....	113
第五章 結論與建議事項.....	116
第一節 結論.....	116
第二節 建議事項.....	118
參考文獻.....	128

表 次

表 2-1-1 中國大陸四個自貿區簡介	13
表 2-2-1 中國大陸四個自貿區負面清單有關金融業之整理	22
表 2-4-1 中國人民銀行對四個自貿區有關金融支持之整理	38
表 3-1-1 中國大陸證券商營收與利潤.....	44
表 3-1-2 中國大陸證券商業務分佈比重	45
表 3-1-3 中國大陸中外合資證券商一覽表.....	46
表 3-1-4 中外合資證券商經營概況	49
表 3-1-5 2016 年 11 月底已獲批與申請中之中外合資證券商	52
表 3-2-1 兩岸股市成交額比較	54
表 3-2-2 兩岸股票市場籌資比較	56
表 3-2-3 兩岸證券業經營概況	58
表 3-2-4 2015 年中國大陸主要證券商資產與營收概況.....	60
表 3-2-5 Shepherd 市場結構分類	61
表 3-2-6 2015 年臺灣主要證券商資產與營收概況	61
表 3-2-7 中國大陸證券商平均獲利	63
表 3-3-1 2015 年中國大陸證券商經紀業務成長排名（取前 20 名）	64
表 3-3-2 2015 年中國大陸證券商經紀業務收入排名（取前 20 名）	65
表 3-3-3 2015 年中國大陸證券商經紀業務利潤率排名（取前 20 名） .	66
表 3-3-4 2015 年中國大陸證券商經紀業務佣金率排名（取前 20 名） .	67
表 3-3-5 2015 年中國大陸證券商自營業務收入排名（取前 20 名）	69
表 3-3-6 2015 年中國大陸證券商自營業務利潤率最高排名(取前 20 名)	70
表 3-3-7 2015 年中國大陸證券商自營業務利潤率最低排名（取前 20 名）	71
表 3-3-8 2015 年中國大陸證券商資管業務收入排名（取前 20 名）	73

表 3-3-9 2015 年中國大陸證券商資管業務利潤率最高排名(取前 20 名)	74
表 3-3-10 2015 年中國大陸證券商資管業務利潤率最低排名(取前 20 名)	75
表 3-3-11 2015 年中國大陸證券商投行業務收入排名 (取前 20 名) ...	77
表 3-3-12 2015 年中國大陸證券商投行業務利潤率最高排名(取前 20 名)	78
表 3-3-13 2015 年中國大陸證券商投行業務利潤率最低排名(取前 20 名)	79
表 4-2-1 中國大陸證券商區位分佈	101
表 4-2-2 中國大陸證券商營業部區位分佈	102
表 4-3-1 中國大陸新三板掛牌企業家數與總市值	108

圖 次

圖 1-3-1 本研究架構圖	5
圖 2-1-1 上海自貿區片區圖	7
圖 2-1-2 廣東自貿區片區圖	8
圖 2-1-3 天津自貿區片區圖	9
圖 2-1-4 福建自貿區片區圖	9
圖 3-2-1 兩岸債券市場發行量比較	57
圖 3-2-2 臺灣證券業歷年損益與資產報酬率變化	59
圖 3-3-1 中國大陸證券商經紀業務利潤率分佈(%).....	67
圖 3-3-2 中國大陸證券商經紀業務佣金率分佈(%).....	68
圖 3-3-3 中國大陸證券商自營業務利潤率分佈(%).....	72
圖 3-3-4 中國大陸證券商資管業務利潤率分佈(%).....	76
圖 3-3-5 中國大陸證券商投行業務利潤率分佈(%).....	80

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

2013年9月，中國大陸於上海成立「中國(上海)自由貿易試驗區」(以下簡稱上海自貿區)，其不但為全中國大陸第一個自由貿易(試驗)區，亦為中國大陸的經濟改革開創了新的里程碑。經過了3年的改革推動後，上海自貿區已形成一系列可複製、可推廣的制度創新成果，其中多項更逐步推廣至中國大陸其他各地進行，最引外界關注的「人民幣國際交易自由化」即為一例。中國大陸當局業已於2014年11月宣布，由自貿試驗區內試驗的結果觀之，人民幣國際交易解禁並未導致投機資金大量湧入等嚴重混亂局面，當局故決定向全國推廣。此後，包括外資企業在內，凡是在中國大陸境內的企業，均可開展跨境雙向人民幣資金池等業務。

有鑑於上海自貿區的推廣成效可觀，2014年11月，中共領導人於北京召開的APEC會議上正式宣布廣東、天津、福建三省(市)獲得自貿試驗區的試點機會。2015年4月，中國大陸國務院批准《中國(廣東)自由貿易試驗區總體方案》、《中國(天津)自由貿易試驗區總體方案》、《中國(福建)自由貿易試驗區總體方案》等三份文件，中國(廣東)自由貿易試驗區(以下簡稱廣東自貿區)、中國(天津)自由貿易試驗區(以下簡稱天津自貿區)、中國(福建)自由貿易試驗區(以下簡稱福建自貿區)三地自貿區也正式揭牌，並採取統一的外商投資負面清單，對全世界開放。與此同時亦發布了《進一步深化中國(上海)自由貿易試驗區改革開放方案》的通知，宣布將陸家嘴金融園區、金橋開發園區、張江高科技園區等地正式納入上海自貿區，確認了中國大陸第二波自貿試驗區的範圍。

根據中國大陸官方發布的文件，廣東自貿區的範圍包括廣州南沙新區、深圳前海蛇口、珠海橫琴新區等三處；天津自貿區的主要範圍為天津港、天津機場、濱海新區中心商務區等；福建自貿區的基地則以臨近

我國的平潭、廈門、福州三地為主；上海自貿區擴區後的範圍擴及至外高橋保稅物流區、浦東機場、洋山保稅港區、陸家嘴金融區、金橋開發區、張江高科技區等地。由自貿區的涵蓋範圍觀之，不同自貿區基於各自的優勢，相互之間既有合作也有競爭。故預期此四個自貿區未來除將扮演帶動中國大陸經濟發展的重要角色之外，在產業、稅收等政策推動上，亦可望在良性競爭的環境下更為開放。

四個自貿區有各自的優勢與條件，因此都有各自不同的功能定位，對臺灣金融業亦可有相應的機會。例如福建自貿區即主打對臺政策，並將打造二十一世紀海上絲綢之路經貿合作平臺，臺灣可藉此開發東協基建商機；天津自貿區則定位為北方經濟發展中心，發展離岸金融和融資租賃，突出融資租賃業務的發展、投融資便利化，可望融合京津冀一體化效益，臺灣融資租賃可藉此獲得京津冀的內需市場；廣東自貿區則是利用粵港優勢，在服務業領域升級，發展高端金融，形成國際貿易、現代物流等服務平臺，臺灣財富管理等高端金融相對中國大陸具有優勢，可思考切入。

中國大陸是我國最大的貿易夥伴(2004年成為我國最大出口國、2014年成為我國最大進口國)，兩岸的經貿互動在近幾年亦有快速的發展，但兩岸金融業(尤其是證券業)的互動卻相對落後。由於兩岸服貿協議卡關，使得原本希望可以透過服貿對於我國證券業的准入與參股限制的優惠，到中國大陸大展拳腳的臺灣證券商，再次失去了利用特殊優惠前進中國大陸市場的先機。然中國大陸現時推動的自貿區政策，是對全世界開放，且福建自貿區又是強調對臺政策開放的先行先試，因此若能把握中國大陸自貿區的開放與試驗政策，並取得較外資為優惠的條件，將可以相當程度的彌補服貿受阻對臺灣證券業發展的傷害。

然而，如何配合中國大陸在四地自貿區採行創新、試驗的開放政策，外資證券商在涉陸業務上是否存在業務商機，臺灣證券商是否可爭取到優於其他外資的待遇等問題尚待釐清；另臺灣主管機關對於證券商之涉

陸業務上仍多有限制，這將會對於臺灣證券商在發展大陸自貿區業務時造成何種困難及挑戰。因此有必要以大陸現有四個自貿區為研究對象，探討各自貿區有何不同的特性與特色和對臺灣證券商赴大陸發展有何機會與挑戰，希望透過本研究協助臺灣證券商在發展海外業務上，尋找出其中一條可以發展的道路。

雖然四個自貿區已經提出政策性的規範，但細部可供遵行規範卻未齊備，日後出臺的規範，是否真能符合外界期待，仍存有相當之不確定因素。但儘管如此，我們仍可以上海自貿區推動的經驗對於其他三個自貿區之推動可能趨勢加以分析，並輔以各自貿區的定位、特性與特色、目前出臺的相關政策文件、媒體與官員的說明等瞭解各自貿區的發展策略與改革方向，尤其著重在金融改革與證券業可能獲得的商機，與面臨的挑戰。

另外，臺灣於 2016 年舉行總統大選，民進黨政府上臺後，兩岸關係已經出現了非常大的變化，本研究亦將針對臺灣證券業在中國大陸自貿區發展提出相關政策建議，以供新政府作為與中國大陸進行談判的參考。

第二節 研究範圍

本研究計畫目的在於分析中國大陸四個自貿區之不同特色、發展策略、先行先試開放措施等，尤其將聚焦在其金融與證券業相關領域的開放，包括准入門檻、參股條件、業務範圍等，並討論該些開放領域中對臺資是否有較外資更為優惠待遇之可能性，由此討論對我國證券商所帶來的可能商機與挑戰。

茲將本研究範圍臚列如下：

1. 蒐集中國大陸四個自貿區(包括擴區後的上海自貿區、天津自貿區、福建自貿區與廣東自貿區)相關定位與總體規劃，掌握其動態進展與重要的背景資訊。

2. 特別著重在四個自貿區的金融相關開放政策(尤其是證券業部分)與福建對臺特殊開放措施，分析臺灣證券商可獲得之商機與挑戰。
3. 對於中國大陸證券業相關業務別之經營概況進行分析，作為臺灣證券商在中國大陸經營之參考。
4. 提出利用自貿區發展涉陸業務之相關政策建議。

第三節 研究架構與章節安排

本研究的架構如圖 1-3-1，而本研究章節安排如下：

章節安排

- 第一章 緒論
- 第二章 中國大陸自貿區在金融證券方面之發展重點
- 第三章 中國大陸證券業現況分析與兩岸比較
- 第四章 中國大陸自貿區金融證券發展對臺灣證券商之意義
- 第五章 結論與建議事項

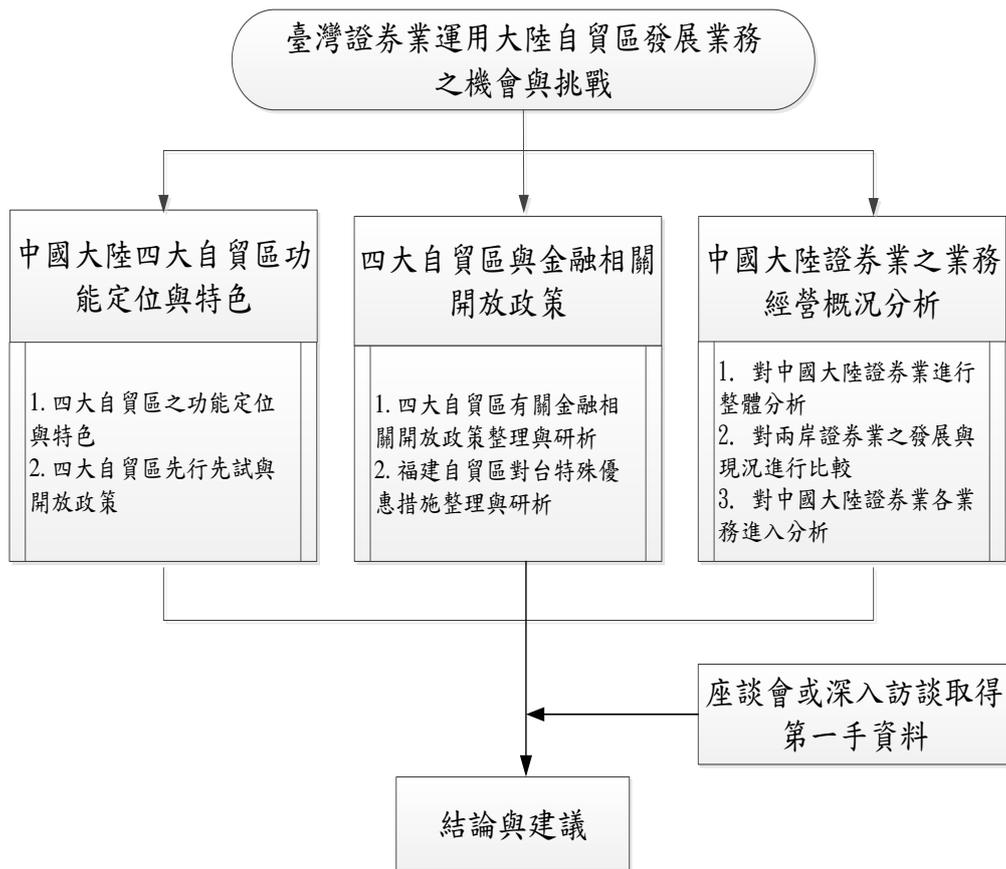


圖 1-3-1 本研究架構圖

第二章 中國大陸自貿區在金融證券方面之 發展重點

由於中國大陸四個自貿區改革方案包含的範圍非常廣，涉及整體制度、產業、關稅、貿易障礙、通關、海關檢驗檢疫等，無所不包。因此依本研究的目的與重點，僅就四個自貿區中的功能定位、總體目標與金融(尤其是證券)相關之改革重點進行描述，最後並針對四個自貿區進行比較。

第一節 四個自貿區之簡介

一、自貿區範圍

(一)上海自貿區

上海自貿區是中國大陸第一個推動的自由貿易試驗區，故也是「試驗」最久的自貿區，自 2013 年 9 月 29 日掛牌以來，至今已經運作了超過 3 年的時間。因此上海自貿區除了累積相當多的經驗外，也是自貿區中進展速度最快的，未來的自貿區開放的發展模式，亦相當可能會循上海自貿區的模式，故雖然四個自貿區各有不同的功能取向，但改革發展的脈絡仍是值得參考的。

2013 年時上海自貿區僅包括外高橋保稅區、外高橋保稅物流園區、洋山保稅港區與浦東機場綜合保稅區等 4 個海關特殊監管區域，共計 28.78 平方公里。2015 年 4 月中國大陸國務院公佈了第二波的自貿區名單，包括天津、福建與廣東自貿區，且將上海自貿區的範圍擴大，納入了陸家嘴金融片區、金橋開發片區與張江高科技片區，使上海自貿區共涵蓋了 7 個片區，總面積為 120.72 平方公里。其中，外高橋保稅區共 10 平方公里、外高橋保稅物流園區為 1.03 平方公里、上海浦東機場綜合保

稅區共 3.59 平方公里、洋山保稅港區 14.16 平方公里、陸家嘴金融片區為 34.26 平方公里、金橋開發片區 20.48 平方公里與張江高科技片區 37.2 平方公里（請見圖 2-1-1）。



資料來源：香港貿易發展局

圖 2-1-1 上海自貿區片區圖

(二) 廣東自貿區

廣東省是中國大陸改革開放時最早的先行先試區，1979 年中國大陸進行改革開放時就選擇深圳、珠海、汕頭與廈門試辦經濟特區，而此四個經濟特區就有三個位處廣東省。廣東自貿區於 2015 年 4 月 27 日正式掛牌，涵蓋三片區，總面積為 116.2 平方公里，包括廣州南沙新區片區 (含廣州南沙保稅港區 7.06 平方公里，總面積為 60 平方公里)、深圳前海

蛇口片區(含深圳前海灣保稅港區 3.71 平方公里，總面積為 28.2 平方公里)與珠海橫琴新區片區(總面積 28 平方公里) (請見圖 2-1-2)。



資料來源：香港商報

圖 2-1-2 廣東自貿區片區圖

(三)天津自貿區

天津是中國大陸除北京、上海與重慶外，第四個直轄市，位於華北平原東北部、海河流域下游、環渤海灣的中心，是中國大陸面向東北亞的主要門戶，也是其北方最大的港口城市。2015 年 4 月 21 日天津自貿區正式掛牌成立，總面積為 119.9 平方公里，範圍主要包括濱海新區中心商務區(是濱海新區城市核心區，包括濱海新區中心商務區、于家堡金融區和響螺灣商務區，總面積為 46.8 平方公里)、天津港片區(包括天津港和東疆保稅港區，總共約 30 平方公里)與天津機場片區(包括天津濱海國際機場和天津空港經濟區，總面積約 43.1 平方公里) (請見圖 2-1-3)。

(四)福建自貿區

福建自貿區於 2015 年 4 月 21 日於福州市馬尾區掛牌，是最接近臺

灣的自貿區，而且也是主要負有對臺意義的自貿區，其共包括三個片區，總面積為 118.04 平方公里，包括平潭片區 43 平方公里、廈門片區(含象嶼保稅區 0.6 平方公里、象嶼保稅物流園區 0.7 平方公里、廈門海滄保稅港區 9.51 平方公里，總面積 43.78 平方公里)和福州片區(含福州保稅區 0.6 平方公里、福州出口加工區 1.14 平方公里、福州保稅港區 9.26 平方公里，總面積 31.26 平方公里)（請見圖 2-1-4）。



資料來源：香港貿易發展局

圖 2-1-3 天津自貿區片區圖



資料來源：中時電子報

圖 2-1-4 福建自貿區片區圖

二、自貿區之戰略定位與發展目標

(一)上海自貿區

上海自貿區作為中國大陸第一個自貿區，且是國際化程度最高的一個城市，其自貿區的戰略定位是面向全世界開放，與天津、廣東和福建各有其區域性的戰略地位。

根據 2013 年中國大陸公佈的《中國(上海)自由貿易試驗區總體方案》(以下簡稱《上海自貿區 2013 年方案》)，上海自貿區的總體要求是加快政府職能轉變、積極探索管理模式創新、促進貿易和投資便利化，為全面深化改革和擴大開放探索新途徑、積累新經驗。而在 2015 年的《進一步深化中國(上海)自由貿易試驗區改革開放方案》(以下簡稱《上海自貿區 2015 年方案》)中，則提出把制度創新作為核心任務，把防控風險作為重要底線，把企業作為重要主體，開放促改革、促發展，推動「一帶一路」建設與長江經濟帶發展等。

在發展目標上，基於本研究目的，僅列出金融相關部分，兩方案均提出加快探索資本專案可兌換和金融服務業全面開放、貨幣兌換自由等。

(二)廣東自貿區

基於廣東與香港、澳門臨近的區位優勢，故其戰略定位為依託港澳、服務內地、面向世界，建成粵港澳深度合作示範區與 21 世紀海上絲綢之路重要樞紐。

其發展目標為經過 3-5 年改革試驗，營造國際化、市場化、法治化營商環境，構建開放型經濟新體制，力爭建成符合國際高標準的法制環境規範、投資貿易便利、輻射帶動功能突出、監管安全高效的自由貿易園區。

廣東自貿區三個片區各有不同的功能規劃，廣州南沙新區片區重點發展航運物流、特色金融、國際商貿、高端製造等產業；深圳前海蛇口

片區重點發展金融、現代物流、資訊服務、科技服務等戰略性新興服務業；珠海橫琴新區片區重點發展旅遊休閒健康、商務金融服務、文化科教和高新技術等產業。由此可以發現廣州著重在商貿與製造，深圳著重在科技業，而橫琴則在文化休閒產業，而此三個片區的共同點是均有著重金融服務。

(三)天津自貿區

天津由於臨近首都北京市與河北省，因此亦被賦予了京津冀協同發展的任務。其指導思想中即提出以開放促改革、促發展、促轉型，以制度創新為核心，努力打造京津冀協同發展對外開放新引擎，著力營造國際化、市場化、法治化營商環境。

其發展目標為經過 3-5 年改革試驗，將自貿區建設成為貿易自由、投資便利、高端產業集聚、金融服務完善、法制環境規範、監管高效便捷、輻射帶動效應明顯的國際一流自由貿易園區。

如同廣東自貿區，天津自貿區的不同片區亦有不同的功能規劃，天津港片區重點發展航運物流、國際貿易、融資租賃等現代服務業；天津機場片區重點發展航空航太、裝備製造、新一代資訊技術等高端製造業和研發設計、航空物流等生產性服務業；濱海新區中心商務片區重點發展以金融創新為主的現代服務業。由此可知，天津自貿區有關金融業創新與開放部分主要在濱海新區中心商務片區與天津港片區。

(四)福建自貿區

福建是離臺灣最近的一省，而臺灣多數民眾的祖先亦是由福建移民而來，因此具有歷史的連結，也是中國大陸對臺灣進行經濟讓利最積極的省份。福建自貿區的定位在立足深化兩岸經濟合作，為其合作探索新模式，營造國際化、市場化、法治化營商環境；充分發揮對臺優勢，率先推進與臺灣地區投資貿易自由化進程，把自貿試驗區建設成為深化兩岸經濟合作的示範區，建設 21 世紀海上絲綢之路核心區。

福建自貿區的發展目標為創新兩岸合作機制，推動貨物、服務、資金、人員等各類要素自由流動，增強閩臺經濟關聯度；拓展與 21 世紀海上絲綢之路沿線國家和地區交流合作的深度和廣度。經過三至五年改革探索，力爭建成投資貿易便利、金融創新功能突出、服務體系健全、監管高效便捷、法制環境規範的自由貿易園區。

各區域的功能劃分如下：平潭片區重點建設兩岸共同家園和國際旅遊島；廈門片區重點建設兩岸新興產業和現代服務業合作示範區、東南國際航運中心、兩岸區域性金融服務中心和兩岸貿易中心；福州片區重點建設先進製造業基地、21 世紀海上絲綢之路沿線國家和地區交流合作的重要平臺、兩岸服務貿易與金融創新合作示範區。由此可見，金融領域開放主要在廈門與福州。

三、自貿區之主要任務

四個自貿區的主要任務均大同小異，主要是政府職能轉變、投資領域擴大開放、投資管理制度改革、推動貿易轉型升級等，而各自貿區依其不同的定位在主要任務上略有差別，如天津自貿區強調推動實施京津冀協同發展戰略、廣東自貿區則強調粵港澳服務貿易自由化、福建則強調率先推進與臺灣投資貿易自由。而因為任何實體經濟改革均無法脫離金融的支持，故無論是那一個自貿區，均有深化金融領域開放與創新的共同任務，各自貿區主要任務內容請見表 2-1-1。

表 2-1-1 中國大陸四個自貿區簡介

		上海自貿區	廣東自貿區	天津自貿區	福建自貿區
總體原則	區域定位	<ul style="list-style-type: none"> ● 面向全球 	<ul style="list-style-type: none"> ● 依託港澳，服務內地 ● 「一路」之重要樞紐 	<ul style="list-style-type: none"> ● 京津冀協同發展 	<ul style="list-style-type: none"> ● 立足兩岸，服務全國 ● 「一路」之核心區
	指導思想	<ul style="list-style-type: none"> ● 加快政府職能轉變、積極探索管理模式創新、促進貿易和投資便利化，為全面深化改革和擴大開放探索新途徑、積累新經驗。 ● 把制度創新作為核心任務，把防控風險作為重要底線，把企業作為重要主體，開放促改革、促發展，推動「一帶一路」建設與長江經濟帶發展。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 促進內地與港澳經濟深度合作，為全面深化改革和擴大開放探索新途徑、積累新經驗，發揮示範帶動、服務全國的積極作用 	<ul style="list-style-type: none"> ● 打造京津冀協同發展對外開放新引擎，著力營造國際化、市場化、法治化的營商環境 	<ul style="list-style-type: none"> ● 為深化兩岸經濟合作探索新模式，為加強與 21 世紀海上絲綢之路沿線國家和地區的交流合作拓展新途徑，發揮示範帶動的作用
	發展目標與戰略定位	<ul style="list-style-type: none"> ● 力爭成為具有國際水準的投資貿易便利、貨幣兌換自由、監管高效便捷、法制環境規範的自由貿易試驗區 	<ul style="list-style-type: none"> ● 建構開放型經濟新體制，實現粵港澳深度合作，形成國際經濟合作競爭新優勢，力爭建成符合國際高標準的法制環境規範、投資貿易便利、輻射帶動功能突出、監管安全高效的自由貿易區 	<ul style="list-style-type: none"> ● 努力成為京津冀協同發展高水準對外開放平臺、全國改革開放先行區和制度創新試驗田、面向世界的高水準自由貿易園區 	<ul style="list-style-type: none"> ● 深化兩岸經濟合作的示範區 ● 拓展與 21 世紀海上絲綢之路沿線國家和地區交流合作的深度與廣度 ● 創新兩岸合作機制，增強閩臺經濟關連度
區位佈局	實施範圍	<ul style="list-style-type: none"> ● 2013 年時自貿區之範圍僅包括上海外高橋保稅區、上海外高橋保稅物流園區、洋山保稅港區和上海浦東機場綜合保稅區等四個特殊監管區域，共計 28.78 平方公里 	<ul style="list-style-type: none"> ● 自貿區的實施範圍 116.2 平方公里，涵蓋三個片區：廣州南沙新區片區 60 平方公里，深圳前海蛇口片區 28.2 平方公里，珠海橫琴新區片區 28 平方公里 	<ul style="list-style-type: none"> ● 自貿區的實施範圍 119.9 平方公里，涵蓋三個片區：天津港片區 30 平方公里，天津機場片區 43.1 公里，濱海新區中心商務片區 46.8 平方公里 	<ul style="list-style-type: none"> ● 自貿區的實施範圍 118.04 平方公里，涵蓋三個片區：平潭片區 43 平方公里，廈門片區 43.78 平方公里，福州片區 31.26 平方公里
	功能劃分	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015 年擴區後加入陸家嘴金融片區、金橋開發片區與張 	<ul style="list-style-type: none"> ● 廣州南沙新片區：特色金 	<ul style="list-style-type: none"> ● 天津港片區：航運物流、國 	<ul style="list-style-type: none"> ● 平潭片區：兩岸共同家園和

		江高科技片區，共有 7 個片區，總面積增為 120.72 平方公里	融、國際商貿等綜合服務樞紐 ● 深圳前海蛇口片區：建設我國金融業對外開放試驗示範視窗 ● 珠海橫琴新區片區：國際商務服務休閒旅遊基地	際貿易、融資租賃等 ● 天津機場片區：航太、裝備製造、新一代資訊技術、設計研發 ● 濱海新區中心商務片區：金融創新為主的現代服務業	國際旅遊島 ● 廈門片區：兩岸區域性金融服務中心與兩岸貿易中心 ● 福州片區：兩岸服務貿易與金融創新合作示範區
	主要任務	<ul style="list-style-type: none"> ● 加快政府職能轉變 ● 擴大投資領域的開放 ● 推進貿易發展方式轉變 ● 深化金融領域的開放創新 ● 完善法制領域的制度保障 	<ul style="list-style-type: none"> ● 建設國際化、市場化、法治化的營商環境 ● 推進粵港澳服務貿易自由化 ● 強化國際貿易功能集成 ● 深化金融領域開放創新 ● 增強自貿試驗區輻射帶動功能 	<ul style="list-style-type: none"> ● 加快政府職能轉變 ● 提高行政管理效能 ● 擴大投資領域開放 ● 推動貿易轉型升級 ● 深化金融領域開放創新 ● 推動實施京津冀協同發展戰略 	<ul style="list-style-type: none"> ● 切實轉變政府職能 ● 推進投資管理體制改革 ● 推進貿易發展方式轉變 ● 率先推進與臺灣地區投資貿易自由 ● 推進金融領域開放創新 ● 培育平潭開放開發新優勢

資料來源：整理自各自貿區總體方案

第二節 金融業負面清單管理

負面清單管理模式是中國大陸自上海自貿區推動以來非常重要的一項改革，過去中國大陸對於外商投資的領域規範是正面清單，政府沒有說可以做的就不能做，而負面清單則是政府沒有說不可以做就可以做。即除了負面清單上的禁區外，其他行業、領域和經濟活動均允許外商投資，凡是在國民待遇、最惠國待遇不符的管理措施，均以清單形式列明。如此可使外資有可依循的標準，對於中國大陸這種需要層層審核與審批的國家而言，負面清單大幅降低了外資企業投資的不確定性。

2013年9月30日上海自貿區公布出第一份負面清單，但由於負面清單項目超過預期，因此造成許多人對中國大陸推動負面清單之誠意產生懷疑。在2013年的負面清單中，按國民經濟行業分類列出1,069個小類產業，共190條管理措施，佔了17.8%。2014年的負面清單，雖然由190條管理措施減少到139條，但是仍然有許多人認為應該要再縮短負面清單，而且不僅是消除小類上的限制，也要消除大類上的限制。2015年其他三個自貿區設立後，中國大陸國務院決定四個自貿區共用一張負面清單，並於2015年4月8日公佈，清單內容再由2014年的139條管理措施減少到122條。

2016年9月3日中國大陸第十二屆任國人大常委會第22次會議表決通過《全國人民代表大會常務委員會關於修改〈中華人民共和國外資企業法〉等四部法律的決定》，在《外資企業法》、《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》、《台灣同胞投資保護法》等四部法律中分別增加一條規定：「對不涉及國家規定實施准入特別管理措施的，將相關審批事項改為備案管理；國家規定的准入特別管理措施由國務院發布或者批准發布」。且中國大陸商務部亦在同日宣布自貿試驗區的負面清單模式將在中國大陸全國範圍內推進實施。而上述兩項新政策均於2016年10月1日正式施行，顯示本節所分析之自貿區負面清單將不只

在自貿區可行，而是全中國大陸均可以擁有相同的待遇。

由於期末報告截稿之前，中國大陸尚未公布更新版的負面清單，故本研究仍以 2013-2015 年之負面清單進行整理。基於本研究之目的，我們將僅針對與金融業相關的負面清單進行整理與比較，本研究將先簡介中國大陸在金融業的相關規範和相關規則，再分析在自貿區對於金融業之負面清單，以進行比較。¹

一、證券期貨業部分

根據中國大陸現行的《外資參股證券商設立規則》(以下簡稱《規則》)，外資參股證券商的設立條件與限制包括：

1. 外資參股證券商中，境外股東持股比例或者在外資參股證券商中擁有的權益比例，累計(包括直接持有和間接控制)不得超過 49%；
2. 外資參股證券商中，境內股東中的內資證券商應當至少有 1 名的持股比例或者在外資參股證券商中擁有的權益比例不低於 49%；內資證券商變更為外資參股證券商後，應當至少有 1 名內資股東的持股比例不低於 49%(第 10 條)。
3. 單個境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券商股份的比例不得超過 20%；全部境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券商股份的比例不得超過 25% ；
4. 境外投資者未經批准不得直接持有或者間接控制證券商股權；境外投資者直接或者間接參股的企業入股證券商的，按照權益穿透計算，境外投資者間接擁有證券商股權權益的比例不得達到 5% 以上(第 25 條)。

¹ 由於一行三會一局與商務部、上海市政府所聯合發佈的金融 40 條方案中已提出證券期貨業交叉持牌、金融業綜合經營和設立金融控股公司之可能性，因此可能可以藉由其他的金融業務方式進入中國大陸，並在未來取得證券期貨業的執照，為求完整起見，本研究乃針對整體金融業的負面清單進行整理與歸納。

在《規則》於 2002 年初發布時，境外股東持股比例或者在外資產股證券商中擁有的權益比例，累計（包括直接持有和間接持有）不得超過三分之一，而後 2012 年修訂時才放寬至 49%。然而，在《規則》中規定外資參股證券商可以經營的業務包括 1. 股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦；2. 外資股的經紀；3. 債券(包括政府債券、公司債券)的經紀和自營；4. 中國證監會批准的其他業務。因此，外資參股中國大陸證券商股權比重雖然提高，但可經營的業務是受限的，例如除非中國證監會批准，否則無法經營人民幣普通股之經紀業務。

在期貨業的部分，根據中國大陸《期貨公司監督管理辦法》第 9 條之規定，期貨公司外資持股比例或者擁有的權益比例，累計(包括直接持有和間接持有)不得超過中國大陸期貨業對外或對香港、澳門與臺灣開放所作的承諾。

在自貿區證券期貨業的負面清單部分，2013 年與 2014 年的負面清單均相同，限制投資證券商外資參股比例不得超過 49%，初設時業務範圍限於股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦、外資股的經紀、債券(包括政府債券、公司債券)的經紀和自營，持續經營 2 年以上符合相關條件的，可申請擴大業務範圍。證券投資基金管理公司，外資參股比例不超過 49%，證券投資諮詢機構(只限港、澳證券商，且參股比例不過 49%)，期貨公司(僅限港、澳服務提供者，參股比例不超過 49%)。2015 年的負面清單則再加以細分包括各不同證券機構之持股限制與證券、期貨交易範圍。在持股比例部分如下：

1. 證券商屬於限制類，外資比例不超過 49%；
2. 單個境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券商股份的比例不超過 20%；全部境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券商股份的比例不超過 25%；

3. 期貨公司屬於限制類，須由中方控股；
4. 證券投資基金管理公司屬於限制類，外資比例不超過 49%；

在交易範圍部分，要求如下：

- (1). 不得成為證券交易所的普通會員和期貨交易所的會員。
- (2). 不得申請開立 A 股證券帳戶以及期貨帳戶。

從 2013 年至 2015 年之負面清單的變化可以發現，中國大陸在證券期貨業的部分，持股比例的紅線未曾有所放鬆。

二、銀行業部分

銀行業是相對較容易進入中國大陸投資的金融業，中國大陸於 2016 年公佈《中華人民共和國外資銀行管理條例》，開放外資銀行在中國大陸設立外商獨資銀行、中外合資銀行、外國銀行分行與外國銀行代表處。臺資銀行赴陸投資之相關法令規範，原則上亦適用中國大陸就「外資銀行」之規定，而投資之組織形式可以為外商獨資銀行、中外合資銀行、外國銀行在陸分行及外國銀行辦事處，而根據不同的組織形式有不同的業務限制與准入條件，但相對較證券期貨公司為寬鬆。外商獨資銀行、中外合資銀行的註冊資本最低限額為 10 億元人民幣或者等值的自由兌換貨幣。註冊資本應當是實繳資本。外商獨資銀行、中外合資銀行在中華人民共和國境內設立的分行，應當由其總行無償撥給不少於 1 億元人民幣或者等值的自由兌換貨幣的營運資金。外商獨資銀行、中外合資銀行撥給各分支機構營運資金的總和，不得超過總行資本金總額的 60%(第 8 條)。

擬設外商獨資銀行、中外合資銀行的股東或者擬設分行、代表處的外國銀行應當具備下列條件：(一)具有持續盈利能力，信譽良好，無重大違法違規記錄；(二)擬設外商獨資銀行的股東、中外合資銀行的外方股東或者擬設分行、代表處的外國銀行具有從事國際金融活動

的經驗；(三)具有有效的反洗錢制度；(四)擬設外商獨資銀行的股東、中外合資銀行的外方股東或者擬設分行、代表處的外國銀行受到所在國家或者地區金融監管當局的有效監管，並且其申請經所在國家或者地區金融監管當局同意；(五)國務院銀行業監督管理機構規定的其他審慎性條件(第9條)。

而若要入股中國大陸銀行者，據《外商投資產業指導目錄(2015年修訂)》，單個境外金融機構及被其控制或共同控制的關聯方作為發起人或戰略投資者向單個中資商業銀行投資入股比例不得超過20%，多個境外金融機構及被其控制或共同控制的關聯方作為發起人或戰略投資者投資入股比例合計不得超過25%，投資農村中小金融機構的境外金融機構必須是銀行類金融機構。

在自貿區2013年的負面清單中，對於投資銀行、財務公司、信託公司與貨幣經紀公司仍是限制的，2014年則只對銀行業要求須符合現行規定。2015年的負面清單則對外資投資銀行業做了更細的規範，包括銀行業股東機構類型要求、銀行業資質要求、銀行業股比要求與外資銀行等。在股東機構類型上，要求外資投資銀行業金融機構依不同投資項目有不同之要求，包括：

1. 外資獨資銀行股東、中外合資銀行外方股東應為金融機構，且外方唯一或者控股/主要股東應為商業銀行；
2. 投資中資商業銀行、信託公司的應為金融機構；
3. 投資農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用(合作)聯社、村鎮銀行的應為境外銀行；
4. 法律法規未明確的應為金融機構。

而針對銀行業的資質要求部分，包括須符合一定數額的總資產要求(但在負面清單中並無列示出總資產之要求金額下限)與相關業務年限、全球機構網絡和資訊通信網絡等特定條件。必須符合一定數額總資產要求的金融機構，包括投資：

1. 外資法人銀行外方唯一或者控股/主要股東、外國銀行分行的母行；
2. 中資商業銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用(合作)聯社、村鎮銀行、信託公司、金融租賃公司、貸款公司、金融資產管理公司的境外投資者；
3. 法律法規未明確不適用的其他銀行業金融機構的境外投資者。

在持股比例上亦有所更為細化的規定，要求境外投資者入股中資商業銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用(合作)聯社、金融資產管理公司等銀行業金融機構受單一股東和合計持股比例限制。

除了滿足上述的條件外，外資銀行還必須受限於以下條件：

1. 外國銀行分行不可從事《中華人民共和國商業銀行法》允許經營的「代理發行、代理兌付、承銷政府債券」、「代理收付款項」、「從事銀行卡業務」，除可以吸收中國境內公民每筆不少於 100 萬元人民幣的定期存款外，外國銀行分行不得經營對中國境內公民的人民幣業務；
2. 外國銀行分行應當由總行無償撥付營運資金，營運資金的一部分應以特定形式存在並符合相應管理要求；
3. 外國銀行分行須滿足人民幣營運資金充足性(8%)要求；
4. 外資銀行獲准經營人民幣業務須滿足最低開業時間要求。

由此可以發現，中國大陸對於外資投資其銀行業仍有相當嚴格的限制，但相對於過去兩年的負面清單，自貿區內與自貿區外並沒有差別待遇的情況而言，已經有所調整，而且列出必須滿足的條件，相對亦提高了透明度。

三、保險業部分

在保險業部分，根據《中華人民共和國外資保險公司管理條例》，外資投資保險公司的組織形式亦可分為外資獨資保險公司、中外合資保險公司與外國保險公司分公司，中外合資的人身保險公司外資比例不得

超過公司總股本的 50%。

2013 年與 2014 年的負面清單亦是完全相同的規定，限制投資保險公司(包括集團公司、壽險公司外方投資比例不超過 50%)、保險中介機構(含保險經紀、代理、公估公司)、保險資產管理公司。2015 年的負面清單則分為機構設立與業務限制。在機構設立部分，包括：

1. 保險公司屬於限制類(壽險公司外資比例不超過 50%)。
2. 申請設立外資保險公司的外國保險公司，以及投資入股保險公司的境外金融機構(通過證券交易所購買上市保險公司股票的除外)，須符合中國保險監管部門規定的經營年限、總資產等條件。

在業務限制上，則規定非經中國保險監管部門批准，外資保險公司不得與其關聯企業從事再保險的分出或者分入業務。

四、其他金融業部分

最後是其他金融業務部分，2013 年與 2014 年的負面清單納入融資租賃公司，要求外國投資者總資產不得低於 500 萬美元，公司註冊資本不低於 1,000 萬美元，高級管理人員應具有相應專業資質和不少於 3 年從業經驗。然在 2015 年的負面清單中對租賃公司相關的負面清單僅要求「投資金融租賃公司的應為金融機構或融資租賃公司」之限制，對於租賃公司限制大幅放開。

2013 年負面清單尚列有小額貸款公司與融資性擔保公司須符合相關規定的字語，2014 與 2015 年負面清單則不再有相關的限制。2013 與 2014 年的負面清單亦設有對投資性公司之限制，規定投資設立投資性公司應符合下列條件：

1. (1) 外國投資者申請前一年，該投資者的資產總額不低於 4 億美元，且該投資者在中國境內已設立投資企業，其實繳註冊資本超過 1,000 萬美元，或者是，(2) 外國投資者在中國境內已設立 10 個以上投資企業，其實繳註冊資本超過 3,000 萬美元；

2. 投資性公司註冊資本不低於 3,000 萬美元；
3. 外國投資者應為一家外國的公司、企業或經濟組織，若外國投資者為兩個以上的，其中應至少有一名占大股權的外國投資者符合 1. 的規定。

上述之規定與自貿區外規定完全相同，因此 2013 年與 2014 年對於投資性公司仍是限制投資。但在 2015 年的負面清單則不再有對投資性公司的相關限制，顯示在自貿區中投資性公司是已經開放的。

雖然在 2015 年的負面清單中，有些許的金融限制已經放開，但亦多了許多對投資金融相關產業投資人的資格的限制。其中包括：

1. 投資消費金融公司的主要出資人應為金融機構；
2. 投資金融租賃公司的應為金融機構或融資租賃公司；
3. 投資貨幣經紀公司的應為貨幣經紀公司；
4. 投資金融資產管理公司的應為金融機構，且不得參與發起設立金融資產管理公司；

茲將中國大陸四個自貿區有關金融的負面清單整理如表 2-2-1。整體而言，2015 年的負面清單相對於前兩年在製造業與除了金融業的服務業有較大幅度的開放，但在金融相關產業上放開幅度則相對較小，顯示中國大陸對於金融產業的開放仍有相當的疑慮。

表 2-2-1 中國大陸四個自貿區負面清單有關金融業之整理

	2013、2014 年負面清單	2015 年負面清單
證 券 業	證券商	
	<ul style="list-style-type: none"> ● 外資比例不得超過 49% ● 初設時業務範圍限於股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦、外資股的經紀、債券(包括政府債券、公司債券)的經紀和自營 	<ul style="list-style-type: none"> ● 外資比例不超過 49% ● 單個境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券商股份的比例不超過 20%；全部境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券商股份的比例不超過 25%
	基金管理公司	
	<ul style="list-style-type: none"> ● 外資比例不超過 49% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 外資比例不超過 49%

	期貨公司	
	● 僅限港、澳服務提供者，參股比例不超過 49%	● 須由中方控股
	證券投資諮詢機構	
	● 只限港、澳證券商，且參股比例不超過 49%	● 未納入
銀行業	● 2013 年限制投資銀行、財務公司、信託公司與貨幣經紀公司；2014 年僅限制銀行	<ul style="list-style-type: none"> ● 依不同投資項目有不同之要求 1. 外資獨資銀行股東、中外合資銀行外方股東應為金融機構，且外方唯一或者控股/主要股東應為商業銀行； 2. 投資中資商業銀行、信託公司的應為金融機構； 3. 投資農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用(合作)聯社、村鎮銀行的應為境外銀行； 4. 法律法規未明確的應為金融機構。 ● 除外尚有對總資產、機構網絡、資通信網絡、營運資金充足性之相關要求
保險業	● 限制投資保險公司(包括集團公司、壽險公司外方投資比例不超過 50%)、保險中介機構(含保險經紀、代理、公估公司)、保險資產管理公司	<ul style="list-style-type: none"> ● 機構設立 1. 保險公司屬於限制類(壽險公司外資比例不超過 50%)，境內保險公司合計持有保險資產管理公司的股份不低於 75%。 2. 申請設立外資保險公司的外國保險公司，以及投資入股保險公司的境外金融機構(通過證券交易所購買上市保險公司股票的除外)，須符合中國保險監管部門規定的經營年限、總資產等條件。 ● 業務限制 非經中國保險監管部門批准，外資保險公司不得與其關聯企業從事再保險的分出或者分入業務。
	融資租賃公司	
其他金融	● 外國投資者總資產不得低於 500 萬美元，公司註冊資本不低於 1,000 萬美元，高級管理	● 投資金融租賃公司的應為金融機構或融資租賃公司

業	人員應具有相應專業資質和不少於3年從業經驗	
	小額貸款公司與融資性擔保公司	
	● 2013年要求須符合相關規定，2014年未納入	● 未納入
	投資性公司	
	<ul style="list-style-type: none"> ● 外國投資者申請前一年，該投資者的資產總額不低於4億美元，且該投資者在中國境內已設立投資企業，其實繳註冊資本超過1,000萬美元，或者是，2.外國投資者在中國境內已設立10個以上投資企業，其實繳註冊資本超過3,000萬美元 ● 投資性公司註冊資本不低於3,000萬美元 ● 外國投資者應為一家外國的公司、企業或經濟組織，若外國投資者為兩個以上的，其中應至少有一名占大股權的外國投資者符合1.或2.的規定 	● 未納入
其他		
● 未納入	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資消費金融公司的主要出資人應為金融機構； ● 投資金融租賃公司的應為金融機構或融資租賃公司； ● 投資貨幣經紀公司的應為貨幣經紀公司； ● 投資金融資產管理公司的應為金融機構，且不得參與發起設立金融資產管理公司 	

資料來源：整理自中國(上海)自由貿易試驗區外商投資准入特別管理措施(負面清單)(2013年)、中國(上海)自由貿易試驗區外商投資准入特別管理措施(負面清單)(2014年修訂)、自由貿易試驗區外商投資准入特別管理措施(負面清單)

第三節 四個自貿區之金融開放規劃

本節將討論中國大陸四個自貿區有關金融開放之規劃比較，由於許多自貿區金融開放施行細則尚未公佈，本節將以各自貿區總體方案、中國人民銀行有關支持各自貿區之意見、各自貿區政府相關文件與現有的施行細則、媒體報導進行整理，以對中國大陸四個自貿區有關金融開放之規劃進行討論。

一、上海自貿區

上海自貿區至今已經營運了 3 個多年頭，中國大陸亦在 2015 年再次提出深化上海自貿區改革開放的方案，而中國人民銀行針對上海自貿區亦先後於 2013 年與 2015 年提出支持自貿區金融開放與創新的方案(分別俗稱金改 30 條與金改 40 條，請見下述)，在此先介紹上海自貿區金融改革之目標與任務。

《上海自貿區 2013 年方案》在金融改革的論述上主要包括兩部分，一為加快金融制度創新、二為增強金融服務功能。在金融制度創新部分，又可以分為五部分：第一，在風險可控前提下，可在試驗區內對人民幣資本項目可兌換、金融市場利率市場化、人民幣跨境使用等方面創造條件進行先行先試；第二，探索面向國際的外匯管理改革試點，建立與自由貿易試驗區相適應的外匯管理體制；第三，鼓勵企業充分利用境內外兩種資源、兩個市場，實現跨境融資自由化，深化外債管理方式改革，促進跨境融資便利化；第四，深化跨國公司總部外匯資金集中運營管理試點，促進跨國公司設立區域性或全球性資金管理中心；與第五，建立試驗區金融改革創新與上海國際金融中心建設的聯動機制。

在增強金融服務功能部分，第一，推動金融服務業對符合條件的民營資本和外資金融機構全面開放，支持在試驗區內設立外資銀行和中外合資銀行；第二，允許金融市場在試驗區內建立面向國際的交易平臺。

逐步允許境外企業參與商品期貨交易；第三，鼓勵金融市場產品創新，支援股權託管交易機構在試驗區內建立綜合金融服務平臺；第四，支持開展人民幣跨境再保險業務，培育發展再保險市場，在自貿區內註冊的融資租賃企業或金融租賃公司在區內設立的项目子公司納入融資租賃出口退稅試點範圍。

而在《上海自貿區 2015 年方案》中，則僅提出加大金融創新開放力度，加強與上海國際金融中心建設的聯動，具體方案將由中國人民銀行會同有關部門和上海市人民政府另行報批。

在上述的總體方案發佈後，中國人民銀行亦分別在 2013 年與 2015 年發佈兩項文件，分別是《關於金融支持中國(上海)自由貿易試驗區建設的意見》(俗稱《金改 30 條》，以下簡稱《2013 人行上海意見》)與《進一步推進中國(上海)自由貿易試驗區金融開放創新試點 加快上海國際金融中心建設方案》(俗稱《金改 40 條》以下簡稱《2015 人行上海方案》)，由於這兩份文件是上海自貿區金融改革之重要指導文件，故接下來將對此兩份文件之重點(尤其是與證券期貨業相關者)進行討論。

在《2013 人行上海意見》中，改革的總體原則包括三項：1.堅持金融服務實體經濟、擴大金融業對外開放；2.推進人民幣跨境使用、人民幣資本項目可兌換、利率市場化與外匯管理等領域改革試點；3.堅持風險可控、穩步推進，「成熟一項、推動一項」。在上海自貿區的金融改革圍繞在一個重要思維，即「一線完全放開，二線有效管住」，形成一套風險可控的金融審慎管理制度。主要的任務為擴大人民幣跨境使用、深化外匯管理改革、加強監測與管理，而此三項任務在其他三個自貿區也有，而與其他自貿區不同的有創新有利於風險管理的帳戶體系、探索投融資匯兌便利與穩步推進利率市場化。上海自貿區是以「自由貿易帳戶」(FT 帳戶)為整體金融改革核心地位，以便體現其所謂「分帳管理、離岸自由、雙向互通、有限滲透」的核心。上海自貿區在經歷了 3 年多的運作後，分帳核算體系自由貿易帳戶之架構已基本建成。在《2015 人

行上海方案》中再提出五大任務，即率先實現人民幣資本項目可兌換、進一步擴大人民幣跨境使用、不斷擴大金融服務業對內對外開放、加快建設面向國際的金融市場與不斷加強金融監管，切實防範風險等。

與證券業較為相關的主要是金融業與資本市場的開放，故本研究僅就此部分進行討論。首先是金融業(尤其是與證券相關)的開放部分，《2015 人行上海方案》對臺灣證券業而言，最重要的就是提出允許外資金融機構在自貿試驗區內設立合資證券商，外資持股比例不超過 49%，內資股東不要求為證券商，擴大合資證券商業務範圍。而類似的開放在福建亦有提及，不同的是福建自貿區是只對臺開放，但有家數限制，一家持股 51%、一家持股 49%。但上海自貿區的部分則是對全部的「境外資金」(包括臺資)開放，且沒有明文的家數限制。上海自貿區是中國大陸第一個自貿區，其他自貿區的規劃許多是參考著上海自貿區，故上海自貿區的開放政策有其領先指標的意義，其他自貿區未來可能會依循上海自貿區的規劃開放。對臺灣證券業而言，上海是大陸最重要的資本市場之一，也是中國大陸與國際接軌程度最高的城市，此開放對臺灣證券業有非常大的意義。

除此之外，如前所述臺灣的證券業一直無法取得設立證券分公司或子公司的資格，過去只能以代表處的方式在中國大陸當地等待開放，但由於代表處只能進行市調與資料收集，不能營業，只有成本支出，但無法創造營收，相當不利。《2015 人行上海方案》提出在防範風險前提下，研究探索開展金融業綜合經營，探索設立金融控股公司、允許符合條件的外資機構在自貿試驗區內設立合資證券投資諮詢公司。顯示未來可能出現金融控股集團公司，可以同時經營許多不同的金融業務，如基金公司、資產管理、投資諮詢與創投等，但由於仍是在「研究探索」階段，具體的時間尚未能預知。但無論如何在當地先以創投或資產管理公司業務經營，亦可以執行代表處的市場與資料收集的功能，而亦可以實際進行營運。另外，《2015 人行上海方案》提出允許自貿試驗區內證券期貨

經營機構開展證券期貨業務交叉持牌試點，如此證券商的經營範圍可以更加的擴大，更重要的是雖然目前中國大陸證券商的限制相對嚴格，但在如基金管理公司、資產管理公司、創投公司與投資諮詢公司等限制較少，在探索設立金融控股公司且允許交叉持牌的情況下，利用不同的金融業務先進入市場，在當地先行經營關係與客戶，待中國大陸政策開放可以搶得先機。

另外，雖然上海自貿區是針對全世界開放，而不像福建自貿區針對臺灣、廣東自貿區針對香港，但在《2015 人行上海方案》中針對港澳、臺灣亦有提出較好的待遇，在有關經貿合作協定框架下，提高港澳臺地區服務提供者在自貿試驗區內參股金融機構的持股比例。

在金融機構的業務上，《2015 人行上海方案》亦有許多的開放措施，包括允許公募基金管理公司在自貿試驗區設立專門從事指數基金管理業務的專業子公司；支持保險資金等長期資金在符合規定前提下委託證券期貨經營機構在自貿試驗區內開展跨境投資；支持證券期貨經營機構在自貿試驗區率先開展跨境經紀和跨境資產管理業務，開展證券期貨經營機構參與境外證券期貨和衍生品交易試點；允許基金管理公司子公司開展跨境資產管理、境外投資顧問等業務；支持上海證券期貨經營機構進入銀行間外匯市場，開展人民幣對外匯即期業務和衍生品交易與支持在自貿試驗區設立專業從事境外股權投資的項目公司，支持符合條件的投資者設立境外股權投資基金等，該些業務的開放較其他三個自貿區幅度為大。然而，該些業務之開放必須是在上海自貿區擁有營業據點的證券商才能獲得，故對臺商而言仍須在當地進行佈局才能取得其業務開放之優惠。

最後，2015 年其他三個自貿區的金融開放政策出現後，部分上海自貿區在《2013 人行上海意見》沒有提及的部分，在《2015 人行上海方案》中予以補充，包括在自貿區內就業並符合條件的個人可按規定開展包括證券投資在內的各類境外投資；在自貿區內就業並符合條件的境外個人

可按規定在區內金融機構開立非居民個人境內投資專戶，按規定開展包括證券投資在內的各類境內投資；研究啟動合格境內個人投資者境外投資試點，適時出臺相關實施細則；允許符合條件的個人開展境外實業投資、不動產投資和金融類投資；允許或擴大符合條件的機構和個人在境內外證券期貨市場投資，儘快明確在境內證券期貨市場投資的跨境資金流動管理方式，研究探索通過自由貿易帳戶等支持資本市場開放，適時啟動試點；區內金融機構和企業可按規定進入上海地區的證券和期貨交易場所進行投資和交易等。等於允許了包括境內投資人進行境外資本市場投資、境外投資入境內資本市場投資、推動合格境內個人投資者境外投資(QDII2)等，可相當程度擴大證券商的市場規模。

而上述的開放措施有許多是對自貿區的機構或個人進行境外資本市場投資的開放，臺灣證券商在此部分應該可以獲得相當程度的商機，臺灣的資本市場相對中國大陸仍是具有吸引力的，因為臺灣資本市場的本益比相對較低，而且波動幅度較小，而中國大陸股市仍存在嚴重的「圈錢」意味，臺灣股市風險相對較低。

二、廣東自貿區

《中國(廣東)自由貿易試驗區總體方案》(以下簡稱《廣東自貿區方案》)中，有關金融領域的部分，包括推動跨境人民幣業務創新發展、推動適應粵港澳服務貿易自由化的金融創新、推動投融資便利化與建立健全自貿試驗區金融風險防控體系等。在推動跨境人民幣業務創新發展中，與本研究較有關的部分，包括支援自貿試驗區內港澳資企業的境外母公司按規定在境內資本市場發行人民幣債券；研究探索自貿試驗區企業在香港股票市場發行人民幣股票，放寬區內企業在境外發行本外幣債券的審批和規模限制，所籌資金根據需要可調回區內使用；支持符合條件的港澳金融機構在自貿試驗區以人民幣進行新設、增資或參股自貿試驗區內金融機構等直接投資活動等。

另外，《廣東自貿區方案》亦允許自貿試驗區證券商、基金管理公司、期貨公司、保險公司等非銀行金融機構開展與港澳地區跨境人民幣業務；支援與港澳地區開展個人跨境人民幣業務創新。

在推動適應粵港澳服務貿易自由化的金融創新方面，亦提出在 CEPA 的安排下，完善金融業負面清單准入模式，簡化金融機構准入方式，推動自貿試驗區金融服務業對港澳地區進一步開放；允許外資股權投資管理機構、外資創業投資管理機構在自貿試驗區發起管理人民幣股權投資和創業投資基金；建立健全全口徑外債宏觀審慎管理框架，探索外債管理新模式；支持自貿試驗區內符合互認條件的基金產品參與內地與香港基金產品互認；允許自貿試驗區在符合國家規定前提下開展貴金屬(除黃金外)跨境現貨交易；允許境內期貨交易所在自貿試驗區內的海關特殊監管區域設立大宗商品期貨保稅交割倉庫，支援港澳地區企業參與商品期貨交易。

在推動投融资便利化方面，探索通過自由貿易帳戶和其他風險可控的方式，開展跨境投融资創新業務；在風險可控前提下，開展以資本專案可兌換為重點的外匯管理改革試點；允許在自貿試驗區註冊的機構在宏觀審慎框架下從境外融入本外幣資金和境外發行本外幣債券；研究探索自貿試驗區與港澳地區和 21 世紀海上絲綢之路沿線國家按照規定開展符合條件的跨境金融資產交易；按照國家規定設立面向港澳和國際的新型要素交易平臺，引入港澳投資者參股自貿試驗區要素交易平臺，逐步提高港澳投資者參與自貿試驗區要素平臺交易的便利化水準；研究設立以碳排放為首個品種的創新型期貨交易所等。

三、天津自貿區

《中國(天津)自由貿易試驗區總體方案》(以下簡稱《天津自貿區方案》)中，有關金融領域的部分，包括推進金融制度創新、增強金融服務功能、提升租賃業發展水準與建立健全金融風險防控體系(此政策因與本

研究較為無關，故不予討論)等。在推進金融制度創新部分，與我國金融(包括證券業)較為有關的部分，包括支援自貿試驗區內符合條件的單位和個人按照規定雙向投資於境內外證券期貨市場；支持通過自由貿易帳戶或其他風險可控的方式，促進跨境投融資便利化和資本專案可兌換的先行先試；支援建立健全證券投資消費者教育服務體系，積極創新自貿試驗區特色的多元化證券投資消費者教育產品和方式。

在增強金融服務功能上，《天津自貿區方案》提出推動金融服務業對符合條件的民營資本全面開放，允許具備條件的民間資本依法發起設立中小型銀行等金融機構；支持在自貿試驗區內設立外資銀行和中外合資銀行，條件具備時適時在自貿試驗區內試點設立有限牌照銀行；鼓勵金融機構積極開展動產融資業務，利用動產融資統一登記平臺，服務中小企業發展；支援商業保理業務發展，探索適合商業保理發展的外匯管理模式；開展人民幣跨境再保險業務，培育發展再保險市場；支援在自貿試驗區內設立專業機構，開展巨災保險試點工作；逐步允許境外企業參與商品期貨交易等。

天津自貿區與其他自貿區一樣，甚至特別突出對於租賃業的開放政策，《天津自貿區方案》提出要率先推進租賃業政策制度創新，形成與國際接軌的租賃業發展環境；加快建設國家租賃創新示範區，支援設立中國天津租賃平臺，推進租賃資產公示等試點；支援設立中國金融租賃登記流轉平臺，推進租賃資產登記、公示、流轉等試點；支持金融租賃公司和融資租賃公司在符合相關規定前提下，設立專案公司經營大型設備、成套設備等融資租賃業務，並開展境內外租賃業務等。

在《中國人民銀行關於金融支援中國(天津)自由貿易試驗區建設的指導意見》(以下簡稱《人行天津意見》)中對於《天津自貿區方案》的金融開放有更細部的說明，與其他自貿區相同均有擴大人民幣跨境使用、支持企業在境外發行人民幣債券，支援自貿試驗區內符合條件的企業按規定開展人民幣境外證券投資和境外衍生品投資業務、支持自貿試驗區

內設立的股權投資基金按規定開展人民幣對外投資業務等，且研究在自貿試驗區內就業並符合條件的境內個人按規定開展各類人民幣境外投資；在自貿試驗區內就業並符合條件的境外個人可按規定開展各類境內投資等，在此即不再贅述。另外，在天津自貿區《天津自貿區方案》中未提及而其他自貿區《天津自貿區方案》有提出的如在探索建立與自貿試驗區相適應的帳戶管理體系等，亦在《人行天津意見》中有所補述。

在天津自貿區的《人行天津意見》中與其他自貿區不同的是特別強調促進租賃業發展與支持京津冀協同發展的部分，但此部分與本研究較為無關，因此不多討論。

四、福建自貿區

《中國(福建)自由貿易試驗區總體方案》(以下簡稱《福建自貿區方案》)中，有關金融領域的部分，包括擴大金融對外開放、拓展金融服務功能與推動兩岸金融合作先行先試等。在擴大金融對外開放的部分，提出要建立與自貿區相適應的帳戶管理體系，預計會和上海的分帳核算體系自由貿易帳戶類似，而這部分已有上海完成試驗的先例，應會很快完成。另外，放寬自貿區內法人金融機構和企業在境外發行人民幣和外幣債券的審批和規模限制，探索在自貿區內設立單獨領取牌照的專業金融託管服務機構，允許自貿區內銀行和支付機構、託管機構與境外銀行和支付機構開展跨境支付合作等。

在拓展金融服務功能部分，包括研究探索自貿區內金融機構(含准金融機構)向境外轉讓人民幣資產、銷售人民幣理財產品，多管道探索跨境資金流動；拓展自貿區內融資租賃業務經營範圍、融資管道，簡化涉外業務办理流程；支持符合條件的自貿區內機構按照規定雙向投資於境內外證券期貨市場，逐步開展商品場外衍生品交易等。

而與臺灣最有利的是其推動兩岸金融合作先行先試的政策。在《福建自貿區方案》中提出研究探索自貿區金融服務業對臺資進一步開放，

降低臺資金融機構准入和業務門檻，適度提高參股大陸金融機構持股比例，並參照大陸金融機構監管，為自貿區內臺資法人金融機構在大陸設立分支機構開設綠色通道，支持在自貿區設立兩岸合資銀行等金融機構等。另外，在資本市場的開放上，允許臺資金融機構以人民幣合格境外機構投資者(即 RQFII)方式投資自貿區內資本市場，放寬符合條件的臺資金融機構參股自貿區證券基金機構股權比例限制，允許符合條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在自貿區內設立基金管理公司，臺資持股比例可達 50% 以上，允許符合設立外資參股證券商條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在自貿區內新設立 2 家兩岸合資全牌照證券商，大陸股東不限於證券商，其中一家臺資合併持股比例最高可達 51%，另一家臺資合併持股比例不超過 49%，且取消大陸單一股東須持股 49% 的限制。

而在福建自貿區成立後，臺灣中國信託證券與統一證券已分別和福建華投投資公司與廈門金圓集團取得合作共識，分別將在福州(或是平潭)與廈門設立合資證券商，若此兩家證券合資設立成功，將會是臺灣證券業進入中國大陸市場的重大進展，而事實上金圓統一證券已經於 2016 年 9 月分向中國大陸證監會送件，未來各自貿區可望會循此模式開展，對臺灣證券業而言具有重要的指標意義。

相對於《福建自貿區方案》具體提出對臺灣證券業的開放，《中國人民銀行關於金融支援中國(福建)自由貿易試驗區建設的指導意見》(以下簡稱《人行福建意見》)就顯得較為不明確，僅提出支援自貿區在海峽兩岸金融合作中發揮先行先試作用，支援自貿區在兩岸貨幣合作方面探索創新；允許符合條件的銀行機構為境外企業和個人開立新臺幣帳戶；允許金融機構與臺灣地區銀行之間開立新臺幣同業往來帳戶辦理多種型式結算業務；試點新臺幣區域性銀行間市場交易；支持廈門片區完善兩岸貨幣現鈔調運機制；支持建立自貿試驗區金融改革創新與廈門兩岸區域性金融服務中心建設的聯動機制；完善兩岸金融同業定期會晤機制，

促進兩岸金融合作與發展；完善兩岸反洗錢、反恐融資監管合作和資訊共用機制等。

第四節 本章小結

中國大陸四個自貿區面積均大約為 120 平方公里左右，在 2013 年上海自貿區成立後，基本上已有相當的成效，包括負面清單亦由原本的 190 條減少至 2015 年的 122 條，亦建立了一套特殊的分帳核算體系自由貿易帳戶、跨境人民幣資金池、跨境資金流動宏觀審慎管理制度、國際能源交易中心與黃金交易平臺等，而其中許多的制度甚至在上海自貿區試驗後，外溢推行至上海市。

以負面清單而言，2015 年後四個自貿區已經使用同一份負面清單，而基於研究目的，本研究僅針對自貿區有關金融業的負面清單進行整理，在金融業中對於融資租賃、小額貸款、融資性擔保公司、投資性公司、基金管理公司與證券投資諮詢機構等其他金融業開放的程度較大。

由於兩岸服貿協議卡關，造成臺灣證券業一直無法利用服貿協議的優惠與大陸進行合資證券商的設立，然福建自貿區已針對臺灣證券業開放兩家合資證券商，一家可持有 51% 股權，一家可持有 49% 股權，而上海自貿區亦開放外資證券商可與中國大陸合資設立證券商，持股比率可達 49%，且此兩個自貿區之中國大陸合資方不限證券商，與服貿協議對臺灣之開放優惠接近，為臺灣證券商繞過服貿協議前往中國大陸合資成立證券商打開了一扇門。

除此之外，由於中國大陸金融混業經營的情況愈來愈普遍，上海自貿區已在 2015 年已經開始研究探索設立金融控股公司，且允許金融業交叉持牌，未來若開放金融控股公司之成立，則我國已在中國大陸投資的銀行業也許亦可以透過購併當地證券商的方式，如臺灣的經驗成立金融控股公司，兼營許多不同的金融業務。而臺灣證券商亦可以利用不同的金融業務(如基金管理、創投公司等型式)先行進入當地市場，在當地

尋找適合的合資方與經營當地的客戶，取得先佔的機會，雖然正式的細則尚未公佈，但一旦中國大陸政策開放時即可取得先機。

另外一方面，中國大陸四個自貿區雖然在證券業業務的開放較為謹慎，在 2015 年後腳步開始有略為加快。只是業務之開放大多數均是要在中國大陸已設有營業機構的證券商才能獲得，如允許自貿試驗區內證券期貨經營機構開展證券期貨業務交叉持牌試點、允許公募基金管理公司在自貿試驗區設立專門從事指數基金管理業務的專業子公司、支持保險資金等長期資金在符合規定前提下委託證券期貨經營機構在自貿試驗區內開展跨境投資與支持證券期貨經營機構在自貿試驗區率先開展跨境經紀和跨境資產管理業務，開展證券期貨經營機構參與境外證券期貨和衍生品交易試點等，均是針對在自貿區已設立的證券商，尚未在自貿區有證券營業單位的證券商基本上無法獲得實效，因此對我國證券商而言並不是太好的消息。

即便如此，自貿區仍有些許對我國證券商而言，即使不在中國大陸設立營業機構亦可能可以爭取到的商機，例如討論已久的境內合格個人投資者境外投資的部分，在四個自貿區均有相對應的開放規劃，初期雖然只有針對在自貿區就業並符合條件之個人才可以開展包括證券投資在內的各類境外投資，但未來試點成功後可望可以很快推展到自貿區外。眾所周知，中國大陸民間資金規模龐大，但在中國大陸國內相對難有多樣化的投資機會，未來開放後對外投資的規模應會呈倍數成長。臺灣的資本市場相對中國大陸健全，而風險亦較低，可望吸引中國大陸資金來臺投資，對國內的證券商而言，亦是一個可以期待的商機。

然而，福建自貿區對臺灣證券業合資證券商的開放，文件上指明必須在 ECFA 之架構下，因此是否可以獲得中國大陸證監會的批准仍有待觀察。在拜訪上海證監局時，提及目前所獲批的申港證券與華菁證券獲批准在自貿區設立，除了滿足自貿區的開放政策外，亦滿足中國大陸與香港所簽署的 CEPA 補充協議，對於臺灣證券商而言，這可能是一項

挑戰。因為在臺灣新政府上臺後，兩岸關係陷入僵局，中國大陸政府若宣稱申港證券與華菁證券是因為 CEPA 獲批，要求臺灣的證券商亦必須要依 ECFA 的服貿要求，則對於我國證券商相當不利。

相對於上海自貿區對全世界開放與福建自貿區對臺灣較為優惠，廣東自貿區與天津自貿區對臺灣的優惠開放措施則較少，廣東自貿區主要對接香港與澳門，因此優惠港澳之政策較為明顯。

據本研究團隊實際前往訪談時，當地官員對研究團隊提及原先香港對於廣東自貿區中國深圳前海蛇口片區的自貿區並沒有感到太大的興趣，主要是因為前海的開發屬於初始階段，許多的基礎設施尚未到位，香港廠商因而不太有信心，於是廣東自貿區的規劃中原本並沒有對於香港與澳門有太多的優惠政策。但方案上報之後，中央政府認為廣東自貿區即是以服務香港、澳門為目標，若對於港澳的優惠不夠多，中央可以不批廣東自貿區方案，故地方政府便修正了自貿區的方案，加入更多對港、澳的優惠，才使得廣東自貿區的方案得以順利過關。

除此之外，中央政府在對自貿區進行績效評估時，服務香港與澳門的成績是非常重要的評估指標，如果在廣東自貿區上報的指標中對港、澳的服務成效不佳，將會受到嚴厲的檢討。

最後，天津自貿區對海外的部分並沒有明確的對接，而是以京津冀一體化發展為主要的目標，而且針對租賃業有特別突出的開放政策，但對於證券相關業務的開放與其他自貿區並無差異。

由此可見，福建自貿區與上海自貿區在兩岸合資成立證券商的部分是較為有利的，廣東自貿區與天津自貿區則未對臺灣證券業有相應的開放規劃。雖然如此，我們可以發現福建、廣東與天津自貿區許多的開放措施是和上海亦步亦趨，且站在地方政府發展自身經濟之考量，每個地方政府都希望自己的自貿區可以取得較其他自貿區更為開放與優勢的發展條件，故當一個自貿區相關的開放獲批後，其他的自貿區亦會積極向中央爭取，故上海自貿區與福建自貿區有關證券業的開放措施如果付

諸實行，且得到相應的效果，其他自貿區亦可能會積極爭取。

四個自貿區有關金融開放措施整理於表 2-4-1。

表 2-4-1 中國人民銀行對四個自貿區有關金融支持之整理

	上海自貿區	福建自貿區	天津自貿區	廣東自貿區
目標	<ul style="list-style-type: none"> ● 擴大人民幣跨境使用 ● 深化外匯管理改革 ● 監測與管理 ● 創新有利於風險管理的帳戶體系 ● 探索投融資匯兌便利 ● 穩步推進利率市場化 	<ul style="list-style-type: none"> ● 擴大人民幣跨境使用 ● 深化外匯管理改革 ● 完善金融監管 ● 拓展金融服務 ● 深化兩岸金融合作 	<ul style="list-style-type: none"> ● 擴大人民幣跨境使用 ● 深化外匯管理改革 ● 加強監測與管理 ● 完善金融服務功能 ● 促進租賃業發展 ● 支持京津冀協同發展 	<ul style="list-style-type: none"> ● 擴大人民幣跨境使用 ● 深化外匯管理改革 ● 風險監測與管理 ● 提升金融服務水準 ● 深化以粵港澳為重點的區域金融合作
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 率先實現人民幣資本項目可兌換 ✓ 進一步擴大人民幣跨境使用 ✓ 不斷擴大金融服務業對內對外開放 ✓ 加快建設面向國際的金融市場 ✓ 不斷加強金融監管，切實防範風險 			
總體原則	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融服務實體經濟，促進貿易投資便利化，擴大金融對外開放 ● 推進人民幣跨境使用，人民幣資本項目可兌換，利率市場化和外匯管理等領域改革試點 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融服務實體經濟，深化兩岸金融合作，促進貿易投資便利化 ● 實現准入前國民待遇加負面清單管理模式，推進人民幣跨境使用、人民幣資本專案可兌換和外匯管理等領域改革，推動市場要素雙向流動 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融服務實體經濟，支持租賃業發展 ● 實現准入前國民待遇加負面清單管理模式，加強事中事後分析評估和事後備案管理，推動市場要素雙向流動 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融服務實體經濟，促進跨境貿易和投融資便利化為主線 ● 人民幣資本專案可兌換、人民幣跨境用、外匯管理等重要領域和關鍵環節先行試驗 ● 堅持粵港澳一體化發展
自由	<ul style="list-style-type: none"> ● 已建成自由貿易帳戶，分帳核算，帳戶內本外幣資金可 	<ul style="list-style-type: none"> ● 探索建立與自貿試驗區相適應的帳戶管理體系 	<ul style="list-style-type: none"> ● 探索建立與自貿試驗區相適應的帳戶管理體系 	<ul style="list-style-type: none"> ● 探索建立與自貿試驗區相適應的帳戶管理體系

貿易帳戶	<p>自由兌換</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 金融機構可為符合條件的區內主體開立自由貿易帳戶 	<ul style="list-style-type: none"> ● 促進跨境貿易、投融資結算便利化 	<ul style="list-style-type: none"> ● 促進跨境貿易、投融資結算便利化 	<ul style="list-style-type: none"> ● 促進跨境貿易、投融資結算便利化
資本市場投資	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在區內就業並符合條件的個人可按規定開展包括證券投資在內的各類境外投資 ✓ 在區內就業並符合條件的境外個人可按規定在區內金融機構開立非居民個人境內投資專戶，按規定開展包括證券投資在內的各類境內投資 ✓ 研究啟動合格境內個人投資者境外投資試點，適時出臺相關實施細則，允許符合條件的個人開展境外實業投資、不動產投資和金融類投資 ✓ 允許或擴大符合條件的機構和個人在境內外證券期貨市場投資，儘快明確在境內證券期貨市場投資的跨境資金流動管理方式，研究探索通過自由貿易帳戶等支持資本市場開放，適時啟動試點 	<ul style="list-style-type: none"> ● 在區內居住或就業並符合條件的境內個人可按規定開展跨境貿易、其他經常項下人民幣結算業務 ● 研究開展包括證券投資在內的各類人民幣境外投資 ● 在區內居住或就業並符合條件的境外個人可按規定開展跨境貿易、其他經常項下人民幣結算業務以及包括證券投資在內的各類境內投資 	<ul style="list-style-type: none"> ● 在區內就業並符合條件的境外個人可按規定開展各類境內投資 ● 區內就業並符合條件的境內個人按規定開展各類人民幣境外投資 	<ul style="list-style-type: none"> ● 研究區內個人以人民幣開展直接投資、證券投資、集合投資等境外投資，辦理與移民、捐贈、遺贈和遺產相關的資產轉移業務
資本專		<ul style="list-style-type: none"> ● 在自貿試驗區內註冊的、負面清單外的境內機構，按照每個機構每自然年度跨境收 	<ul style="list-style-type: none"> ● 在自貿試驗區內註冊的、負面清單外的境內機構，按照每個機構每自然年度跨境收 	<ul style="list-style-type: none"> ● 在自貿試驗區內註冊的、負面清單外的境內機構，按照每個機構每自然年度跨境收

案可兌換		<p>入和跨境支出均不超過規定限額，自主開展跨境投融資活動。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 限額內實行自由結售匯。符合條件的區內機構應在自貿試驗區所在地外匯分局轄內銀行開立資本專案一投融資帳戶，辦理限額內可兌換相關業務 ● 推動外債宏觀審慎管理。逐步統一境內機構外債政策。自貿試驗區內機構借用外債採取比例自律管理，允許區內機構在淨資產的一定倍數內借用外債，企業外債資金實行意願結匯 	<p>入和跨境支出均不超過規定限額，自主開展跨境投融資活動</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 限額內實行自由結售匯。符合條件的自貿試驗區內機構應在天津地區銀行機構開立資本專案一投融資帳戶，辦理限額內可兌換相關業務 	<p>入和跨境支出均不超過規定限額，自主開展跨境投融資活動。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 限額內實行自由結售匯。符合條件的區內機構應在自貿試驗區所在地外匯分局轄內銀行機構開立資本專案一投融資帳戶，辦理限額內可兌換相關業務 ● 推動外債宏觀審慎管理。逐步統一境內機構外債政策。自貿試驗區內機構借用外債採取比例自律管理，允許區內機構在淨資產的一定倍數內借用外債，企業外債資金實行意願結匯
人民幣跨境移動	<ul style="list-style-type: none"> ● 註冊在試驗區內的中外資企業、非銀行金融機構以及其他經濟組織可按規定從境外融入本外幣資金，完善全口徑外債的宏觀審慎管理制度，採取有效措施切實防範外債風險 ✓ 穩定開放資本市場，區內金融機構和企業可按規定進入上海地區的證券和期貨交易場所進行投資和交易 	<ul style="list-style-type: none"> ● 支援自貿試驗區內金融機構和企業按規定在境外發行人民幣債券，所籌資金可根據需要調回區內使用 ● 自貿試驗區內企業的境外母公司可按規定在境內發行人民幣債券 	<ul style="list-style-type: none"> ● 支持自貿試驗區內企業和金融機構按規定在境外發行人民幣債券，募集資金可調回區內使用。自貿試驗區內企業的境外母公司可按規定在境內發行人民幣債券 ● 完善以人民幣計價的金融資產、股權、產權、航運等要素交易平臺，面向自貿試驗區和境外投資者提供人民幣計價的交割和結算服務 	
特	✓ 允許公募基金管理公司在自	● 支持在自貿試驗區內設立跨	● 符合條件的企業按規定開展	● 支持自貿試驗區內要素市場

別政策	<p>貿試驗區設立專門從事指數基金管理業務的專業子公司。支持保險資金等長期資金在符合規定前提下委託證券期貨經營機構在自貿試驗區內開展跨境投資</p> <p>✓ 支持證券期貨經營機構在自貿試驗區率先開展跨境經紀和跨境資產管理業務，開展證券期貨經營機構參與境外證券期貨和衍生品交易試點。允許基金管理公司子公司開展跨境資產管理、境外投資顧問等業務。支持上海證券期貨經營機構進入銀行間外匯市場，開展人民幣對外匯即期業務和衍生品交易</p> <p>✓ 支持在自貿試驗區設立專業從事境外股權投資的項目公司，支持符合條件的投資者設立境外股權投資基金</p> <p>✓ 允許外資金融機構在自貿試驗區內設立合資證券商，外資持股比例不超過49%，內資股東不要求為證券商，擴大合資證券商業務範圍</p> <p>✓ 在防範風險前提下，研究探索開展金融業綜合經營，探</p>	<p>境人民幣投資基金，按註冊地管理，開展跨境人民幣雙向投資業務</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 支援自貿試驗區內符合條件的企業按規定開展人民幣境外證券和境外衍生品等投資業務。允許區內銀行業金融機構按照銀行間市場等相關政策規定和中國大陸金融市場對外開放的整體部署為境外機構辦理人民幣衍生品業務。允許區內個體工商戶根據業務需要向境外關聯經營主體貸出人民幣資金 ● 支援自貿試驗區在兩岸貨幣合作方面探索創新 ● 允許符合條件的銀行機構為境外企業和個人開立新臺幣帳戶，允許金融機構與臺灣地區銀行之間開立新臺幣同業往來帳戶辦理多種形式結算業務，試點新臺幣區域性銀行間市場交易。支持廈門片區完善兩岸貨幣現鈔調運機制 ● 支持建立自貿試驗區金融改革創新與廈門兩岸區域性金融服務中心建設的聯動機 	<p>人民幣境外證券投資和境外衍生品投資業務</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 支持自貿試驗區內設立的股權投資基金按規定開展人民幣對外投資業務 ● 自貿試驗區內機構借用外債採取比例自律管理，允許區內機構在淨資產的一定倍數內借用外債，企業外債資金實行意願結匯 ● 積極爭取在自貿試驗區內設立京津冀協同發展基金、京津冀產業結構調整基金。允許境外投資者以人民幣資金投資自貿試驗區內用於京津冀協同發展的基金 	<p>設立跨境電子交易和資金結算平臺，向自貿試驗區和境外投資者提供以人民幣計價和結算的金融要素交易服務</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 允許非銀行金融機構與港澳地區開展跨境人民幣業務 ● 支援與港澳地區開展個人跨境人民幣業務創新 ● 深化自貿試驗區與港澳地區金融同業業務合作 ● 推動自貿試驗區與港澳地區金融市場對接 ● 支持粵港澳在自貿試驗區合作設立人民幣海外投資基金 ● 擴大自貿試驗區支付服務領域、徵信服務業對港澳地區開放 ● 探索建立與自貿試驗區相適應的帳戶管理體系
-----	--	---	--	---

	索設立金融控股公司 ✓ 允許自貿試驗區內證券期貨經營機構開展證券期貨業務交叉持牌試點 ✓ 允許符合條件的外資機構在自貿試驗區內設立合資證券投資諮詢公司 ✓ 在內地與港澳、大陸與臺灣有關經貿合作協定框架下，提高港澳臺地區服務提供者在自貿試驗區內參股金融機構的持股比例	制，深化兩岸金融合作		
--	---	------------	--	--

註：上海自貿區欄位中，●表《2013 人行上海意見》中之規劃，√表《2015 人行上海方案》中之規劃

資料來源：中國人民銀行分別關於金融支持上海、福建、天津、廣東自由貿易試驗區區建設的指導意見、進一步推動中國(上海)自由貿易試驗區金融開放創新試點-加快上海國際金融中心建設方案

第三章 中國大陸證券業現況分析與兩岸比較

本章主要是針對中國大陸證券業總體與各業務別(包括自營、承銷、經紀與投行等業務)之收入與利潤結構進行分析，並對兩岸證券市場之異同進行比較，以作為我國證券商未來在中國大陸在佈局與經營業務上的參考。

第一節 中國大陸證券業總體情況

一、證券業總體目前概況

本研究利用中國證券業協會統計資訊對於中國大陸證券業之總體情況進行分析。自 2007 年以來，證券商的利潤與收入和股票市場的波動呈現一定的正相關。2007 年金融風暴以前，中國大陸證券業營業收入達 3,160.8 億元人民幣(以下同)，利潤為 1,412.76 億元，利潤率達 44.7%，2008 年由於金融海嘯使得收入大幅減少到 1,434.97 億元，利潤亦大幅降為 522.58 億元，利潤率僅有 36.42%，2009 年後中國大陸股市略有反彈，收入回升到 2,347.39 億元，利潤亦回到 1,019.59 億元，利潤率回升至 43.44%。然而 2010 年至 2014 年中國大陸股市持續緩慢走低，2010 年至 2013 年時收入自 2,000 多億元降至只有 1,000 多億元，2012 年是近年來中國大陸證券業最低迷的一年，營業收入只有 1,294.71 億元，利潤僅 329.30 億元，利潤率為 25.43%。而後 2015 年中國大陸股市大幅飆升，吹起自 2007 年以來的股票市最大的泡沫，證券業收入與利潤亦大幅提升，達 5,751.55 億元之歷史新高，利潤為 2,447.63 億元，利潤率回升到 42.56% (請見表 3-1-1)。

表 3-1-1 中國大陸證券商營收與利潤

	營業收入 (億元人民幣)	淨利潤 (億元人民幣)	利潤率 (%)
2007	3,160.80	1,412.76	44.70
2008	1,434.97	522.58	36.42
2009	2,347.39	1,019.59	43.44
2010	2,202.02	821.68	37.31
2011	1,632.31	393.77	24.12
2012	1,294.71	329.30	25.43
2013	1,592.41	440.21	27.64
2014	2,602.84	965.54	37.10
2015	5,751.55	2,447.63	42.56
2016 上半年	1,570.79	624.72	39.77

資料來源：中國證券業協會

本研究利用 WIND 資料庫、中國證券業協會與中國證監會之統計資訊對於中國大陸主要的證券商各項業務進行分析。

一般而言，證券商之業務可以區分為經紀、自營、資產管理、承銷與其他等業務。根據中國證券商協會的統計，2016 年上半年證券商未經審計的財務報表顯示，125 家證券商（不包括已完成工商登記但未開業的申港證券）實現營業收入為 1,570.79 億元人民幣(以下同)，各主營業務收入分別為代理買賣證券業務淨收入 559.79 億元，比重為 35.64%；證券承銷與保薦業務淨收入為 241.16 億元，比重為 15.35%；財務顧問業務淨收入 71.43 億元，比重為 4.55%；投資諮詢業務淨收入為 23.33 億元，比重為 1.49%；資產管理業務淨收入 134.34 億元，比重為 8.55%；證券投資收益(含公允價值變動)244.86 億元，比重為 15.59%；利息淨收入 169.04 億元，比重為 10.76%，當期實現淨利潤 624.72 億元，利潤率為 39.77%（請見表 3-1-2）。

整體而言中國大陸證券商主要經營的業務為經紀業務，其次為自營業務(證券投資收益)，其後依序是證券承銷與保薦業務、資產管理業務、財務顧問業務與投資諮詢業務。

表 3-1-2 中國大陸證券商業務分佈比重

	金額(億元人民幣)		比重(%)	
	2015 年	2016 上半年	2015 年	2016 上半年
代理買賣證券業務	2,690.96	559.79	46.79	35.64
證券承銷與保薦業務	393.52	241.16	6.84	15.35
財務顧問業務	137.93	71.43	2.40	4.55
投資諮詢業務淨收入	44.78	23.33	0.78	1.49
資產管理業務	274.88	134.34	4.78	8.55
證券投資收益 (含公允價值變動)	1,413.54	244.86	24.58	15.59
利息淨收入	591.25	169.04	10.28	10.76
其他	204.69	126.84	3.56	8.07
合計	5,751.55	1,570.79	100.00	100.00
淨利	2,447.63	624.72	42.56	39.77

資料來源：中國證券業協會，作者自行整理

二、中外合資證券商目前概況

由於中國大陸目前為止，除設立證券商專業子公司與中外合資證券商外，暫不受理新設立證券商，但新的合資證券商申請非常的踴躍，除了自貿區之外，各個金融先行先試的區域也已開始成立新的合資證券商，正等待中國證監會的批准。根據中國證監會網站資料，2016 年 3 月 14 日中國證監會批准合資的申港證券設立，此核准是中國大陸開放中外合資證券商的重要里程碑。因為過去的中外合資證券商多是特例，是因為中國大陸證券商本身出現問題後由國際知名證券商協助併購股權或是參股而多不具主導權。除了已核准尚未開業的申港證券與華菁證券，與境外股東已撤資的財富里昂證券和海際大和證券之外，目前中國大陸共有 11 家外資參股證券商。分別為中金公司(1995 年批准設立，是中國大陸首家與外國公司合組的證券商，由中國建設銀行與摩根史坦利及其他股東發起設立)、光大證券(1996 年成立)、中銀國際(2002 年成立)、高盛高華(2004 年成立)、瑞銀證券(2006 年成立)、瑞信方正(2008 年成立)、

中德證券(2008 年成立)、華英證券(2010 年成立)、摩根史坦利華鑫(2010 年成立)、第一創業摩根大通(2010 年成立)和東方花旗(2011 年成立)等 (請見表 3-1-3)。

表 3-1-3 中國大陸中外合資證券商一覽表

序號	公司名稱	原始主要境外股東	設立時間	備註
1.	中國國際金融有限責任公司	摩根史坦利國際公司	1995 年 4 月	2010 年摩根史坦利股份讓出
2.	光大證券股份有限公司	中國光大控股有限公司	1999 年 6 月	
3.	中銀國際證券有限責任公司	中銀國際控股有限公司	2002 年 1 月	
4.	高盛高華證券有限公司	高盛集團	2004 年 11 月	
5.	瑞銀證券有限責任公司	瑞士銀行有限公司	2007 年 3 月	
6.	瑞信方正證券有限責任公司	瑞士信貸	2008 年 6 月	
7.	中德證券有限責任公司	德意志銀行	2008 年 12 月	
8.	華英證券有限公司	蘇格蘭皇家銀行	2010 年 11 月	
9.	第一創業摩根大通證券有限責任公司	摩根大通(於 9 月在上海自貿區取得獨資基金管理公司執照,已準備出售股權)	2010 年 12 月	
10.	摩根史坦利華鑫證券有限責任公司	摩根史坦利國際公司	2010 年 12 月	
11.	東方花旗證券有限公司	花旗環球金融(亞洲)有限公司	2012 年 6 月	
	財富里昂證券有限責任公司	法國里昂證券資本市場公司	2002 年 12 月	2014 年境外股東已退出
	海際大和證券有限公司	日本大和證券商	2004 年 6 月	2014 年境外股東已退出

資料來源：中國證券業協會、各證券商網站

中國國際金融有限責任公司(簡稱中金公司)是中國大陸首家中國公司與外國公司合資組建的投資銀行,主要控股股東為建銀投資,主要外資股東為摩根史坦利國際公司,但 2010 年時摩根史坦利將股權轉讓給兩家美國的私募股權公司 TPG Asia V Delaware 與 KKR Institutions

investments，現今主要境外股東為新加坡政府投資有限公司，2015年在香港上市，主要業務為證券發行、承銷、交易、企業重組、兼併與收購、投資分析、風險投資、專案融資等業務。

光大證券主要外資股東為中國光大控股有限公司，而因光大控股為在香港創辦的中國大陸國有企業，具有中資背景，但在中國大陸被視為外資，為全牌照證券商。中銀國際證券主要外資股東是中銀國際控股有限公司(亦在香港成立)，主要業務為境內發行的人民幣普通股票(A股)、人民幣特種股票(B股)、境內國債、融資融券、金融債券和企業債券的承銷業務及經紀業務；債券自營業務；投資顧問、財務顧問、企業重組購併顧問、項目融資顧問等顧問業務；投資諮詢業務以及客戶資產管理等業務。

上述三家證券商雖然名為中外合資，但主要控股股東均是中國大陸的重要金融集團，如中國建設銀行、中國銀行與光大集團等，其背後的政經實力可以想見。而且上述三家證券商擁有的是全牌照，即證券的投行、資管、經紀與自營業務均備。

瑞銀證券是由北京國翔資產管理有限公司、瑞士銀行有限公司(又稱瑞銀集團、UBS AG)、中國建銀投資有限責任公司、國家開發投資公司、中糧集團有限公司(原中國糧油食品(集團)有限公司)、國際金融公司(IFC)對原北京證券有限責任公司重組後共同出資組建的新證券有限責任公司，主要業務包括證券經紀(含境內上市外資股)；證券投資諮詢；與證券交易、證券投資活動有關的財務顧問；證券承銷與保薦(含境內上市外資股)；證券自營；證券資產管理，是除了上述中金、光大與中銀國際外，目前唯一具有全牌照的中外合資證券商，而原因是承接原北京證券有限責任公司的業務。

高盛高華證券則是由美國高盛集團和中國大陸北京高華證券於2004年共同組建，而其實北京高華證券之成立亦是由高盛集團貸款給主要股東而成立，故高盛集團事實上具有絕大的控制權，主要業務為承銷

股票、債券與可轉債等各類證券，還可提供收購兼併等財務顧問服務及其它相關服務。瑞信方正證券是由方正證券股份有限公司與瑞士信貸共同出資設立的中外合資證券商，其中方正證券出資比例 66.7%，瑞士信貸出資比例 33.3%，主要業務為股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦；中國證監會批准的其他業務(2015 年 3 月，中國證監會批准增加深圳前海深港現代服務業合作區之證券經紀業務)。

中德證券有限責任公司是山西證券與德意志銀行共同出資成立，其從事的主要業務為股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦。華英證券是由蘇格蘭皇家銀行(RBS)與國聯證券聯合創辦中英合資的證券商，其中 RBS 持有華英證券 33.3% 的股份，餘下 67.7% 則為國聯證券持有，雙方合作僅涉及投行業務。第一創業摩根大通證券有限責任公司是由第一創業證券股份有限公司和摩根大通共同出資，主要業務亦為投行業務與兼併收購財務顧問。

摩根史坦利華鑫證券有限責任公司是由華鑫證券與摩根史坦利合資成立，主要經營業務為中國市場股票(包括人民幣普通股及外資股)的承銷、保薦和債券(包括政府和公司債券)的承銷、保薦及自營交易。東方花旗證券有限公司是由東方證券股份有限公司和花旗環球金融亞洲有限公司於 2012 年合資成立，是目前最年輕的中外合資證券商，東方證券佔 66.7% 股權，花旗則是 33.3%，主要亦是從事投資銀行業務，包括證券承銷與保薦及證監會批准的其它業務。

由以上的簡介可以發現，中國大陸過去所批准的中外合資證券商，大多都是與國際知名證券機構合作，而且中金、光大、中銀國際與瑞銀證券這四家全牌照的合資證券商中，有兩家外資股東其實就是中國大陸國有企業，而這四家的國內股東均是中國大陸大型的國有企業。其他的證券商合資對象大部分是其國內的證券商，外資股權比重均未超過 33.3% 的紅線，且其業務主要多是投行業務，幾乎沒有證券經紀業務。另外，

由於中國大陸要求外資合資證券商的國內合作對象必須是證券商，故可以發現上述的合資證券商中絕大部分合資對象均是中國大陸本身的證券商，成立合資公司多是借助外資之名氣以拓展其國內的投行業務。

在上述 11 家中外合資證券商中，除了中金公司、光大證券與中銀國際外，其餘資產規模均相當小，排名均在 98 名之後，前三家中外合資證券商資產規模佔比為 4.20%，而其餘 8 家只佔了 0.20%。而營收比重與利潤比重亦相同，前三家即佔了 4.18% 與 4.11%，其他的 8 家只佔了 0.78% 與 0.32%（請見表 3-1-4），每一家中外合資證券商之比重均遠較 125 家證券商佔比平均值的 0.8% 為低，顯示除了前三家中外合資證券商之外，其餘的合資證券商之營運狀況普遍不佳，最主要的原因除了規模之外，尚有合資對象與所持有的業務牌照的影響。

表 3-1-4 中外合資證券商經營概況

單位：%

	資產比重	營收比重	營收成長率	利潤比重
01.中金公司	0.98	1.05	74.76	0.63
02.光大證券	2.48	2.32	155.26	2.69
03.中銀國際	0.74	0.81	88.60	0.79
04.高盛高華	0.05	0.09	-21.10	0.01
05.瑞銀證券	0.06	0.21	31.54	0.12
06.瑞信方正	0.01	0.03	2.49	0.01
07.中德證券	0.02	0.13	145.63	0.07
08.華英證券	0.02	0.06	51.18	0.03
09.一創摩根	0.01	0.04	-3.20	0.01
10.摩根史坦 利華鑫	0.01	0.09	36.28	0.01
11.東方花旗	0.02	0.12	73.05	0.05

資料來源：中國證券業協會，本研究自行整理

有別於過去的中外合資證券商，中國大陸在上海自貿區的規劃方案中已經開始放寬中外合資證券商，外資持股比例可以達 49%，而且可以擴大合資證券商業務範圍，更重要的是國內合資對象不一定為證券商，如此可以相當程度的避免中國大陸證券商與外資證券商之利益衝突，和

合作雙方意見不合造成的經營困境。

在牌照上，根據中國大陸過去的經驗，中國大陸市場的牌照只能逐步獲取，而且一般是以投行業務開始，目前中金公司、瑞銀證券、中銀國際證券、光大證券已經獲得全牌照。高盛高華通過特殊的股權限制，間接持牌從而繞開了牌照的限制。而中德證券、摩根史坦利華鑫證券等合資證券商仍僅持有投行業務牌照。但申港證券則是包括了證券經紀、證券承銷與保薦，證券自營，證券資產管理等。

申港證券是在新的中外合資證券商政策下，第一家獲批設立的中外合資證券商，於 2016 年 3 月 14 日獲批設立，除此之外最重要的是在股權與牌照上有所突破。

申港證券註冊在上海自貿區，註冊資本為 35 億元人民幣，以股權結構來看，申港證券的股東共有 14 家。其中，大股東為民信金控及民眾證券有限公司，分別持股 15%；包括賽領國際投資基金(上海)有限公司、上海長甲投資有限公司、中誠信投資有限公司、北京國澤資本管理有限公司分別持股 10%；另有 8 家民營企業參與持股。根據中國大陸過去的中外合資證券商的經驗，這是第一次由外資作為第一大股東地位者。另外，其所獲批的牌照為全牌照，包括證券經紀、承銷與保薦、自營與資產管理，與過去只能取得投行牌照(承銷與保薦)不同。

第二家獲批的合資證券商為華菁證券，中國證監會於 2016 年 4 月 20 日公告核准設立華菁證券，註冊地在上海市，註冊資本 10 億元人民幣。華菁證券在外資持股與牌照上亦均有所突破，港資股東為華興資本附屬公司香港萬誠證券(持股 49%)，另外兩家中國大陸股東分別是光線傳媒的母公司上海光線投資控股有限公司(持股 46.1%)和無錫群興股權投資管理有限公司(持股 4.9%)，而此亦為中國大陸新的中外合資證券商政策下，第一家外資持股達 49%紅線的中外合資證券商。而牌照部分亦包括證券經紀、證券投資諮詢、證券承銷與保薦和證券資產管理的全牌照。

上述的兩家證券商有一個共同特色，即同時滿足上海自貿區對外資證券商之開放與《內地與港澳關於建立更緊密經貿關係的安排之補充協議十》(CEPA 10)（以下簡稱《CEPA 補充協議十》）的開放，因為其主要的外資股東均為港資。

根據《CEPA 補充協議十》，補充了香港在中國大陸設立證券商、證券投資諮詢公司之進一步開放。主要包括：一是允許符合設立外資參股證券商條件的港資、澳資金融機構分別按照內地有關規定在上海市、廣東省、深圳市各設立一家兩地合資的全牌照證券商，港資、澳資合併持股比例最高可達 51%，內地股東不限於證券商。在此補充協議下，2015 年國際金融巨頭匯豐銀行與深圳前海金融控股有限公司就合資設立港資控股證券商達成協議，將在廣東自貿區深圳前海片區合資設立證券商，匯豐銀行將持有 51% 的股權而成為外資絕對控股，若獲批設立意味著匯豐前海證券將成為中國第一家外資控股證券商。

二是允許符合設立外資參股證券商條件的港資、澳資金融機構按照內地有關規定分別在內地批准的金融改革方面先行先試之若干改革試驗區內，各新設一家兩地合資全牌照證券商。內地股東不限於證券商，港資、澳資合併持股比例不超過 49%，且取消內地單一股東須持股 49% 的限制，如已經獲批設立的華菁證券。華菁證券的港資股東華興資本集團旗下萬誠證券出資比例為 49%，成為華菁證券的控股股東，第二大股東為在深交所上市上海光線傳媒，出資比例為 46.1%。

三是在內地批准的金融改革方面先行先試之若干改革試驗區內，允許港資、澳資證券商在合資證券投資諮詢公司中的持股比例達 50% 以上。

然儘管如此，中國大陸金融與證券開放的方向是確定的，除了已批准的申港證券與華菁證券外，截至 2016 年 11 月底止尚有 17 家證券商申請等待批准，包括匯豐前海證券、大華繼顯陸金(雲南)證券、溫州眾鑫證券、雲鋒證券、東亞前海證券、廣東粵港證券、橫琴海牛證券、嘉實證券、百富證券、陽光證券、粵港證券、金港證券、豪康證券、恆贏證

券、聯信證券、方圓證券與金圓統一證券等（請見表 3-1-5）。

表 3-1-5 2016 年 11 月底已獲批與申請中之中外合資證券商

	編號	名稱	註冊地	備注
已經 獲批 審 查 中	1.	申港證券股份有限公司	上海自貿區	CEPA
	2.	華菁證券有限公司	上海	CEPA
	3.	匯豐前海證券有限責任公司	深圳前海自貿區	CEPA
	4.	東亞前海證券有限責任公司	深圳前海自貿區	CEPA
	5.	大華繼顯陸金(雲南)證券有限公司	雲南廣西壯族自治區沿邊金融綜合改革試驗區	
	6.	溫州眾鑫證券股份有限公司	溫州	
	7.	雲峰證券股份有限公司	上海	CEPA
	8.	廣東粵港證券有限公司	廣州南沙自貿區	CEPA
	9.	粵港證券股份有限公司	廣州南沙自貿區	CEPA
	10.	橫琴海牛證券有限公司	珠海橫琴自貿區	CEPA
	11.	嘉實證券有限責任公司	深圳	CEPA
	12.	陽光證券有限公司	未披露	
	13.	豪康證券股份有限公司	福建泉州	
	14.	恒贏證券股份有限公司	未披露	
	15.	聯信證券有限公司	未披露	
	16.	百富證券有限公司	未披露	
	17.	金港證券有限公司	未披露	
	18.	金圓統一證券有限公司	福建廈門	
	19.	方圓證券有限公司	未披露	

資料來源：作者整理自各媒體報導

除了上述的申請名單之外，據中國大陸媒體報導，香港威華達控股旗下萬贏證券已向中國證監會申請成立合資證券商。香港新華匯富金融與中國大陸瀚華金控宣布將與重慶市國有獨資企業江北嘴集團在重慶市設立合資證券商。最後，在臺資證券商部分，臺灣的中國信託證券與福建華投投資、福建省電子信息集團合作將在福建自貿區設立合資證券商；群益金鼎證券與深圳名城金控簽署 MOU，以設立合資證券商為主要目標。

在此波已獲批與新申請成立合資證券商的案件中，有幾個較為特殊的例子，可以帶給我們許多重要的資訊。首先是申港證券，之前已介紹其股東結構，重點在於其股東均為民間資本，而無國有資本，此與中國大陸證券商多為國有資本的情況不同。匯豐前海證券向中國大陸證監會申請外資匯豐銀行將控股 51%，若獲批則是中國大陸第一家外資控股證

券商。東亞前海證券是申請全牌照合資互聯網證券商。

大華繼顯陸金證券外資股東是唯一非港、澳、臺資金的境外資金，其背後最大的外資股東是來新加坡最大的證券商-大華繼顯控股有限公司，而且其申請的地區非自貿區，而是雲南沿邊金融綜合改革試驗區。溫州眾鑫證券亦是成立在金融綜改區(溫州金融綜合改革試驗區)，而且是以溫商資本為主要參與的證券商。雲峰證券是由馬雲旗下瑞東集團子公司瑞東金融、巨人投資與江蘇魚躍科技共同出資成立，而瑞東集團雖然在香港上市，但事實上是馬雲所控制，是利用 CEPA 的優惠繞道成立。

廣東粵港證券則是廣東第一家港資控股合資證券商，港資的尚乘資產管理有限公司佔 51% 股份。嘉實證券則是申請全牌照證券商，且其出資方嘉實基金已有公募基金的牌照。粵港證券則是由廣東省人民政府獨資的粵財控股持股 40% 的，並成為第一大股東的證券商。最後，金圓統一證券是由廈門金圓集團與臺灣統一證券合資申請的證券商，統一證券持股 49%，目前已經向中國大陸證監會送件，證監會亦已受理，但尚未向臺灣金管會送件，故正被要求補正材料。

由上述的討論可以發現中國大陸此波申請的合資證券商相當多元化，而且由中國大陸證監會受理的資料可以發現幾個重大意義。首先是外資可能順利進入中國大陸市場成立合資證券商，因大華繼顯陸金(雲南)證券即是新加坡股東。而其實中國大陸的《外資參股證券商設立規則》已經有境外資金參股中國大陸證券商的法源依據，只是一直未有核准的前例。第二則是合資證券商不一定在四個自貿區，其他的金改試驗區亦可以成立合資證券商。因為溫州眾鑫證券和大華繼顯陸金(雲南)證券即分別成立於浙江溫州金融改革綜合試驗區與雲南省沿邊金融綜合改革試驗區。因此建議臺灣有意前往中國大陸投資的證券商，除了在上述四個自貿區外，將範圍擴大到其他先行先試的金融試驗區，先進行申請以搶佔先機。第三是利用 CEPA 的補充協議申請進入應會較為順利，且條件相對優惠，故部分中國大陸民營資本利用香港的控股公司申請合資，

以搭 CEPA 之便。臺灣證券商可以思考利用在香港的子公司或控股公司作為申請的主體，借用 CEPA 之途徑，有助於申請的速度、條件與成功率。

第二節 兩岸證券市場環境分析

一、兩岸股票交易市場規模比較

以 2015 年之交易數據來看，臺灣在 2015 年交易總日數為 244 天，上市、上櫃與興櫃之股票成交總額合計為 261,997.56 億元新臺幣(以下同)，日均成交總額為 1,073.76 億元。而中國大陸在 2015 年股票總交易日數亦為 244 天，股票成交總額為 2,550,538.29 億元人民幣(以 1:5 計算，以下同，約折合 12,752,691.45 億元新臺幣)，平均每日成交金額為 10,453.03 億元人民幣，約合 52,265.13 億元新臺幣，中國大陸成交總額與日成交總額為臺灣包括上市、櫃與興櫃之股票成交總額與日均成交金額總和的 48.7 倍(請見表 3-2-1)。

表 3-2-1 兩岸股市成交額比較

單位：億元新臺幣

月份	中國大陸		臺灣		大陸/臺灣倍數
	股票成交額	日均成交額	股票成交額	日均成交額	
2015.01	638,349.90	31,917.50	21,520.90	1,076.04	29.7
2015.02	379,867.35	25,324.49	12,511.76	962.44	26.3
2015.03	1,042,571.95	47,389.63	26,491.61	1,204.16	39.4
2015.04	1,503,187.05	71,580.34	24,747.47	1,237.37	57.8
2015.05	1,560,379.25	78,018.96	22,460.97	1,123.05	69.5
2015.06	1,833,064.20	87,288.77	22,882.98	1,089.67	80.1
2015.07	1,407,205.85	61,182.86	22,744.69	1,033.85	59.2
2015.08	1,025,962.70	48,855.37	21,918.48	1,043.74	46.8
2015.09	580,590.95	29,029.55	19,349.34	967.47	30.0
2015.10	753,209.70	44,306.45	22,240.43	1,059.07	41.8
2015.11	1,116,361.60	53,160.08	22,922.22	1,091.53	48.7
2015.12	911,940.95	39,649.61	22,206.74	965.51	41.1

總計	12,752,691.45	52,265.13	261,997.56	1,073.76	48.7
----	---------------	-----------	------------	----------	------

資料來源：中國證券業協會、中華民國金融監督管理委員會，作者自行整理

截至 2015 年 12 月底止，臺灣共有 874 家上市公司與 712 家上櫃公司，上市公司市值為 245,036.3 億元新臺幣(以下同)，資本額為 69,509 億元，上櫃公司市值為 27,308.3 億元，資本額為 7,061.9 億元，上市與上櫃公司總市值為 272,344.6 億元。而中國大陸 A、B 股市場上市公司數為 2,827 家，其中 A 股有 2,726 家，B 股則為 101 家²。2015 年 12 月底股票市值總額為 531,304.2 億元人民幣，約合 2,656,521 億元新臺幣，為臺灣上市櫃公司總市值的 9.75 倍。

二、兩岸股票發行市場規模比較

在發行市場上，2015 年 1-12 月臺灣上市股票市場初次上市公司籌資額為 252.4 億元新臺幣(以下同)，再籌資額³為 1,995.9 億元，初次上櫃公司籌資額為 229.4 億元，再籌資額為 117.8 億元，上市櫃合計籌資總額為 2,595.5 億元。而同時期中國大陸 A 股首次發行金額為 1,578.08 億元人民幣，約合 7,890.4 億元新臺幣，再籌資額為 6,751.81 億元人民幣，約合 33,759.05 億元新臺幣，籌資總額為 8,329.89 億元人民幣，約合 41,649.45 億元新臺幣，整體籌資總額為臺灣的 16.1 倍(請見表 3-2-2)。

² 中國大陸股票市場可以分為 A、B 與 H 股等，A 股(人民幣普通股票)是中國大陸境內公司發行，供境內機構、組織或個人以人民幣認購和交易的普通股股票市場，原本只准中國大陸國民購買，2013 年 4 月 1 日起臺灣、香港與澳門民眾亦可以投資 A 股。B 股(人民幣特種股票)則是以人民幣標明面值，對外國投資者以外幣認購和買賣在中國境內證券交易所上市交易的股票市場。而 H 股則是在中國大陸註冊，在香港上市的外資股。

³ 再籌資額之計算為上市櫃公司現金增資金額+上市櫃公司盈餘轉增資金額+上市櫃公司資本公積轉增資金額+上市櫃公司合併增資金額+上市櫃公司其他增資金額-上市櫃公司減資金額。中國大陸再籌資額為公開增加、定向增發(現金)、配股與權證行權之加總。

表 3-2-2 兩岸股票市場籌資比較

單位：億元新臺幣

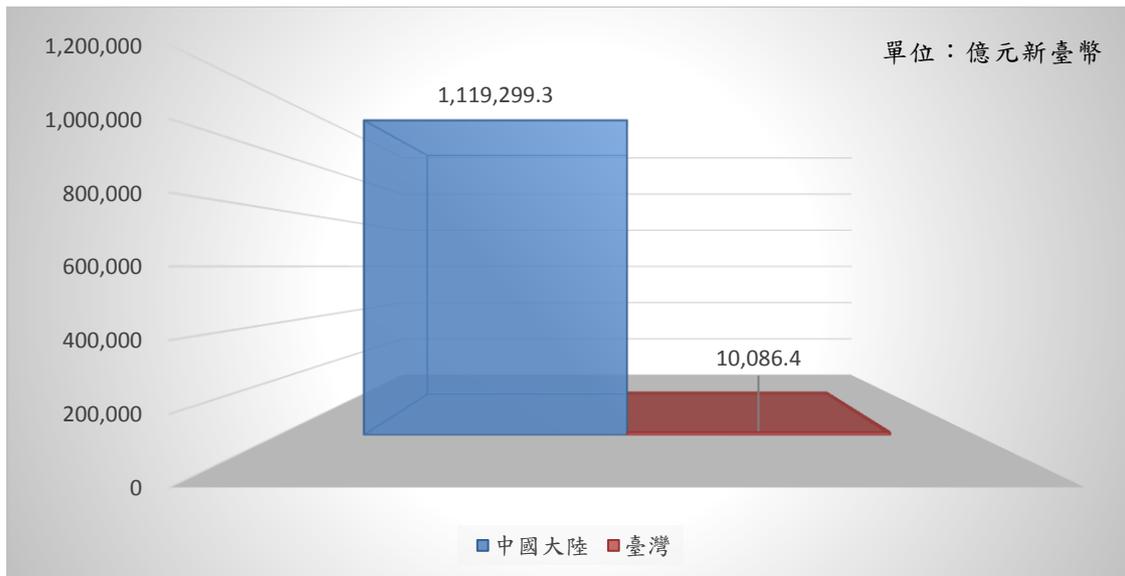
月份	中國大陸			臺灣*		
	A 股 IPO	再籌資	籌資總額	臺股 IPO	再籌資	籌資總額
2015.01	610.00	2,020.30	2,630.30	35.20	83.80	119.00
2015.02	660.10	2,281.65	2,941.75	0.00	179.40	179.40
2015.03	1,137.85	2,811.05	3,948.90	73.00	31.80	104.80
2015.04	780.80	2,205.70	2,986.50	5.90	28.00	33.90
2015.05	940.85	2,480.50	3,421.35	16.60	69.10	85.70
2015.06	3,148.00	4,236.10	7,384.10	50.20	108.50	158.70
2015.07	58.65	3,420.95	3,479.60	34.50	430.40	464.90
2015.08	0.00	2,394.60	2,394.60	8.30	770.40	778.70
2015.09	0.00	2143.50	2,143.50	12.30	97.60	109.90
2015.10	0.00	604.90	604.90	51.20	173.60	224.80
2015.11	0.00	2489.60	2,489.60	9.60	111.80	121.40
2015.12	554.15	6670.20	7,224.35	55.90	-6.90	49.00
合計	7,890.40	3,3759.05	41,649.45	481.80	2,113.70	2,595.50

* 臺股 IPO、再籌資額與籌資總額包括了上市與上櫃

資料來源：中國證券業協會、中華民國金融監督管理委員會，作者自行整理

三、兩岸債券市場規模比較

以債券市場來看，2015 年全年臺灣共發行了 282 檔債券，共計 10,086.40 億元新臺幣(以下同)，其中 6,135.03 億元屬政府債券，2,104.5 億元為公司債，1,183.84 億元為金融債券。而 2015 年中國大陸共發行 223,859.85 億元人民幣，約合 1,119,299.25 億元新臺幣，其中在銀行間市場共發行 212,877.85 億元人民幣(約合 1,064,389.25 億元新臺幣)、交易所市場發行 10,982 億元人民幣(約合 54,910 億元新臺幣)，可以發現中國大陸的資本市場無論在股票市場或是債券市場，均有非常大的市場規模(請見圖 3-2-1)。



資料來源：中國大陸中央結算公司、中華民國櫃檯買賣中心，作者自行整理

圖 3-2-1 兩岸債券市場發行量比較

如前所述，中國大陸無論是股票市場或是債券市場均遠遠大於臺灣，而且中國大陸的資本市場尚未完全成熟，其間接金融比重仍遠大於直接金融。⁴因此中國大陸近年來大力推進金融改革，其中非常重要的一點即是擴大直接金融比重，預期未來中國大陸股市與債市的規模會持續擴大，中國大陸市場之廣大已是不爭的事實。

四、兩岸證券商獲利能力比較

根據中國證券業協會與中華民國金融監督管理委員會之統計，臺灣證券商與中國大陸獲利情況有非常大的差別。根據中華民國證券商業同業公會的資料，2015 年底臺灣共有 76 家證券商，其中綜合證券商有 45 家，而專業經紀商有 31 家，整體利潤為 261.31 億元新臺幣，平均利潤為 3.44 億元新臺幣。而中國大陸有 125 家⁵，而 2015 年底中國大陸證券

⁴ 2015 年底中國大陸社會融資規模中以存量比重來看，直接金融比重僅為 17.75%。

⁵ 2016 年 3 月中國證監會核准申港證券設立，4 月 28 日完成工商註冊，故在 2016 年第 2 季之證券商統計為 126 家，但事實上申港證券在 2016 年 10 月 18 日才正式開業。另外，華菁

商平均獲利為 19.58 億元人民幣，約合 97.91 億元新臺幣，而 2015 年底臺灣證券商平均獲利僅有 3.44 億元新臺幣，差距 28.46 倍。

雖然 2015 年由於中國大陸股市大幅飆漲，證券商獲利大幅上升，所以倍數較高。但由 2011 年-2014 年中國大陸證券商的獲利亦多為臺灣證券商近 5-10 倍左右，因此中國大陸證券業相對而言，獲利情況大幅優於臺灣。

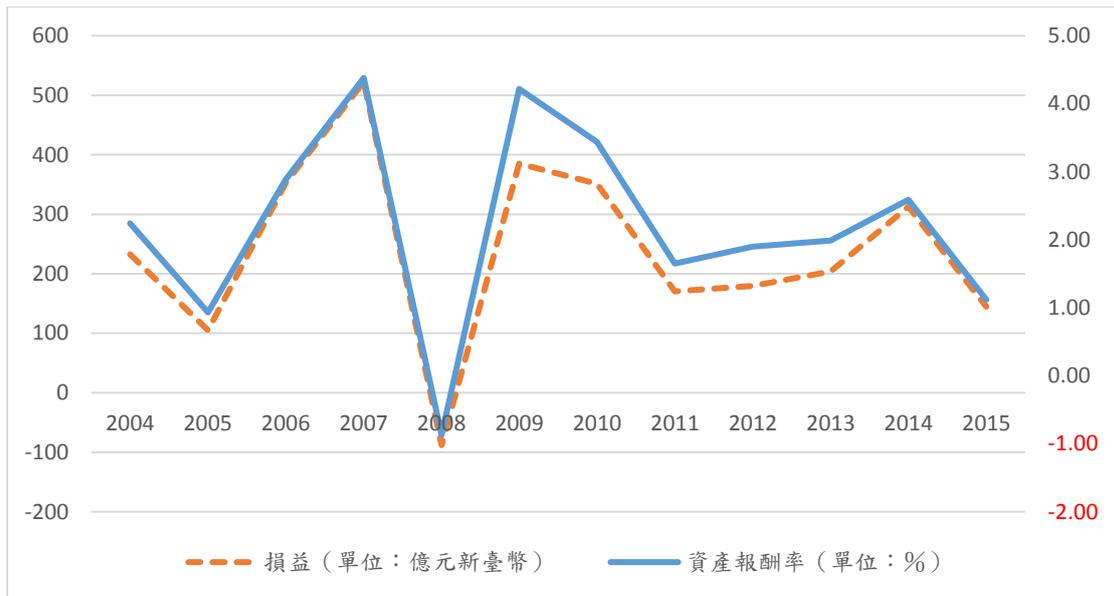
表 3-2-3 兩岸證券業經營概況

時間	中國大陸					臺灣		
	家數 (家)	獲利家數 (家)	比率 (%)	淨利潤 (億元新臺幣)	平均利潤 (億元新臺幣)	家數 (家)	淨利潤 (億元新臺幣)	平均利潤 (億元新臺幣)
2011	109	90	82.57	1,967.45	18.05	84	171.53	2.04
2012	114	99	86.84	1,647.30	14.45	81	180.94	2.23
2013	115	104	90.43	2,202.25	19.15	80	203.97	2.55
2014	120	119	99.17	4,830.00	40.25	77	312.56	4.06
2015	125	124	99.20	12,237.50	97.90	76	261.31	3.44

資料來源：中國證券業協會，中華民國證券商業同業公會，作者自行整理

臺灣自 1988 年修法開放新設證券商以來，國內證券商在經營上走過成長、過度競爭、整併等過程，全國的證商家數因此由 1988 年的 28 家大幅擴增至 1990 年底的 381 家。隨後經歷過整併後，根據中華民國證券商業同業公會的資料，截至 2016 年 3 月其會員總數為 143 家，專營證券商 80 家，兼營證券商（銀行、票券、期貨等）63 家。雖然臺灣證券市場規模相對較小，但除了 2008 年金融海嘯之外，臺灣證券商之利潤均為正，但資產報酬率有逐漸下降的情況，證券商由高速成長趨向飽和穩定（請見圖 3-2-2）。

證券在 2016 年 4 月獲批設立，2016 年 10 月 13 日獲中國證監會核准其公司章程，可以辦理工商登記。



註：自 102 年起證券商採用 IFRSs，收入類及支出類之會計項目採淨額表達

圖 3-2-2 臺灣證券業歷年損益與資產報酬率變化

五、兩岸證券市場競爭情況比較

雖然中國大陸資本市場規模龐大，但其證券業市場卻是相當競爭的。以 2015 年的總資產來看，中國大陸資產規模最大的是中信證券，其資產總額為 4,841.26 億元人民幣，佔所有證券商比重為 7.54%，第二大的證券商為海通證券，比重為 6.01%，其次依序是廣發證券(5.90%)、國泰君安(5.48%)、華泰證券(5.04%)、銀河證券(4.40%)等。可以發現前四家證券商之比重為 24.93%，雖屬於壟斷性競爭(請見表 3-2-5 之分類)。就營收資料來看，營收最高的亦是中信證券，其營收為 340.93 億元人民幣，佔所有證券商比重為 5.93%，其次依序為國泰君安證券(5.19%)、國信證券(4.76%)、廣發證券(4.74%)、海通證券(4.47%)、銀河證券(4.33%)等(請見表 3-2-4)。

表 3-2-4 2015 年中國大陸主要證券商資產與營收概況

排名	公司	總資產 (億元人民幣)	資產比重 (%)	公司	營收 (億元人民幣)	營收比重 (%)
1	中信證券	4,841.26	7.54	中信證券	340.93	5.93
2	海通證券	3,856.93	6.01	國泰君安	298.29	5.19
3	廣發證券	3,784.99	5.90	國信證券	273.61	4.76
4	國泰君安	3,515.67	5.48	廣發證券	272.43	4.74
5	華泰證券	3,235.50	5.04	海通證券	256.92	4.47
6	銀河證券	2,826.24	4.40	銀河證券	249.24	4.33
7	申萬宏源	2,767.93	4.31	申萬宏源	233.39	4.06
8	招商證券	2,696.65	4.20	招商證券	231.84	4.03
9	國信證券	2,196.45	3.42	華泰證券	216.11	3.76
10	東方證券	1,805.94	2.81	中信建投	180.01	3.13
11	中信建投	1,645.42	2.56	光大證券	133.24	2.32
12	光大證券	1,588.53	2.48	中泰證券	131.87	2.29
13	中泰證券	1,254.07	1.95	東方證券	126.30	2.20
14	安信證券	1,236.76	1.93	安信證券	117.71	2.05
15	方正證券	1,216.73	1.90	方正證券	91.77	1.60
16	興業證券	984.75	1.53	興業證券	85.81	1.49
17	長江證券	951.69	1.48	中投證券	84.68	1.47
18	中投證券	922.10	1.44	西南證券	76.40	1.33
19	平安證券	893.70	1.39	平安證券	76.27	1.33
20	東北證券	718.56	1.12	長江證券	75.12	1.31

資料來源：中國證券業協會，作者自行整理

可以發現中國大陸證券業雖然仍是由許多大型的證券商主導，但每家證券商之市佔率均不高，最高的證券商營收市佔率亦僅 5% 出頭，市場集中度(規模最大之前四家資產或營收比重)以總資產計算約為 24.93%，若以營收計算則為 20.62%，均小於 30%，根據 Shepherd 的市場結構分類(請見表 3-2-5)，多屬壟斷性競爭市場，可以顯示中國大陸證券業是屬於競爭相當激烈的市場。

表 3-2-5 Shepherd 市場結構分類

市場結構	最大廠商之市佔率	前 4 大廠商之集中率
完全獨占 (pure monopoly)	$MS = 100\%$	$CR_4 = 100\%$
優勢廠商 (dominant firms)	$50\% < MS < 100\%$	$60\% < CR_4 < 100\%$
高度寡占 (tight oligopoly)	$20\% \leq MS \leq 50\%$	$60\% < CR_4 < 100\%$
低度寡占 (loose oligopoly)	$10\% \leq MS < 20\%$	$40\% \leq CR_4 \leq 60\%$
壟斷性競爭 (monopolistic competition)	$5\% \leq MS < 10\%$	$20\% \leq CR_4 < 40\%$
純粹競爭 (pure competition)	$MS < 5\%$	$CR_4 \leq 20\%$

資料來源：Shepherd(1990)

在臺灣證券商的部分，無論是資產或是營收，元大證券、凱基證券、永豐金證券、元富證券與富邦證券等是較規模較大的證券商，而其前四大廠商之市場市佔率大約在 47.13%(總資產)與 43.75%(營收)(請見表 3-2-6)。

表 3-2-6 2015 年臺灣主要證券商資產與營收概況

排名	公司	總資產		公司	營收	
		(億元新臺幣)	資產比重 (%)		(億元新臺幣)	營收比重 (%)
1	元大	2,896.89	20.50	元大	50.97	22.79
2	凱基	1,839.55	13.02	凱基	23.92	10.70
3	永豐金	1,024.43	7.25	富邦	11.95	5.34
4	元富	899.55	6.36	永豐金	11.01	4.92
5	富邦	789.30	5.58	統一	9.41	4.21
6	群益金鼎	768.44	5.44	群益金鼎	8.42	3.77
7	統一	669.19	4.73	元富	8.36	3.74
8	兆豐	548.71	3.88	日盛	7.65	3.42
9	日盛	431.50	3.05	港商麥格理	7.20	3.22
10	國票綜合	344.79	2.44	兆豐	6.39	2.86

11	康和	336.65	2.38	國票綜合	5.67	2.53
12	華南永昌	275.68	1.95	華南永昌	5.10	2.28
13	國泰綜合	229.66	1.63	國泰綜合	5.04	2.26
14	中國信託	228.56	1.62	新商瑞銀	4.52	2.02
15	美林	195.46	1.38	瑞士信貸	4.51	2.02
16	第一金	182.03	1.29	港商野村	4.35	1.94
17	亞東	149.03	1.05	康和	3.61	1.61
18	合庫	147.36	1.04	美林	3.41	1.52
19	摩根大通	145.47	1.03	第一金	2.75	1.23
20	瑞士信貸	131.37	0.93	玉山	2.73	1.22

資料來源：金管會，作者自行整理

由於四大廠商集中度之計算較為簡略，無法真實反應我國證券產業市場的競爭概況，因此本研究輔以 Herfindahl-Hirschman Index (HHI)對兩岸證券業的市場結構進行比較。

HHI 之計算是將每一家廠商在總資產或收益的市場佔有率之平方進行加總，可以較為真實反應產業內總資產與營收分佈之狀況。其計算公式如下：

$$HHI = \sum S_i^2 \quad , \quad S_i \text{ 為第 } i \text{ 家廠商之總資產(營收)佔市場比重}$$

中國大陸以總資產與營收來計算之 HHI 分別為 328.84 和 236.30。臺灣的部分則分別為 825.68 與 810.95，均遠較中國大陸為高，顯示臺灣的證券市場相對中國大陸寡占程度較高。

然即使中國大陸證券業市場遠較臺灣為競爭，但中國大陸的證券業仍然有大多數的公司是獲利的。中國大陸證券業之經營與其證券市場之景氣有非常大的關係，且中國大陸證券業在多年的發展後，已有非常多家證券商成立，根據中國證券業協會的統計，2011 年時中國大陸有 109 家證券商，至 2016 年第二季已增加至 125 家（不包括包括未開業的申港證券），而實現獲利公司家數有 2011 年的 90 家增加至 2016 年 6 月底的 117 家，獲利公司比率由 2011 年的 82.57% 上升至 2016 年 6 月底的

93.6% (因申港證券尚未開業，故獲利家數比率是除以 125 家)，而 2014 與 2015 年中國大陸股市狂飆時期，獲利家數比率甚至到達 99% 以上。每家證券商之平均利潤在 2015 年達到歷史最高的 19.58 億元人民幣，2016 年第二季則為 4.96 億元人民幣 (請見表 3-2-7)。

表 3-2-7 中國大陸證券商平均獲利

年份	證商家數 (家)	獲利家數 (家)	比率 (%)	淨利潤 (億元人民幣)	平均利潤 (億元人民幣)
2011	109	90	82.57	393.77	3.61
2012	114	99	86.84	329.30	2.89
2013	115	104	90.43	440.21	3.83
2014	120	119	99.17	965.54	8.05
2015	125	124	99.20	2,447.63	19.58
2016/Q2	125*	117	92.86	624.72	4.96

* 未包括已完成工商登記但尚未開業的申港證券

資料來源：中國證券商協會

第三節 中國大陸證券業各業務發展分析

一、經紀業務

由於目前中國大陸仍有許多的證券商並沒有公佈 2016 年的中報，因此本研究利用 2014 年與 2015 年的年報對中國大陸證券業各項業務之經營概況進行分析。經紀業務是中國大陸證券商主要的經營項目，亦是其收入的主要來源。如前所述，2015 年中國大陸的經紀業務(即代理買賣證券業務)收入佔總營業收入平均為 46.79%。而由於中國大陸 2015 年股市的狂飆，中國大陸各家證券商之經紀業務均有明顯的成長，大部分的證券商其 2014 年至 2015 年的經紀業務收入成長率均超過 100%，成長幅度最大的為天風證券，成長率達 242.85%，但由於其 2014 年原先市場份額較低，其收入只有 2.01 億元人民幣(以下同)，2015 年成長至 2.88 億元，其市場份額由 0.15% 上升至 0.22%。經紀業務成長幅度最低的是瑞

銀證券，由 3.42 億元增為 5.01 億元，成長幅度為 46.26%（請見表 3-3-1）。

表 3-3-1 2015 年中國大陸證券商經紀業務成長排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年收入 (億元人民幣)	2014 年收入 (億元人民幣)	同比成長 (%)
1.	天風證券	6.88	2.01	242.85
2.	國金證券	34.04	10.70	218.29
3.	第一創業	10.51	3.65	187.96
4.	浙商證券	26.64	9.48	180.97
5.	財通證券	28.79	10.26	180.47
6.	平安證券	44.08	15.73	180.28
7.	國信證券	175.35	63.48	176.23
8.	萬聯證券	12.51	4.60	171.88
9.	聯訊證券	9.01	3.38	166.46
10.	西部證券	30.01	11.43	162.60
11.	信達證券	35.49	13.71	158.90
12.	中原證券	21.41	8.29	158.13
13.	華安證券	27.34	10.63	157.15
14.	華鑫證券	11.78	4.61	155.73
15.	安信證券	79.72	31.28	154.86
16.	中航證券	11.17	4.41	153.52
17.	東吳證券	30.26	11.94	153.36
18.	中泰證券	83.69	33.06	153.13
19.	中信建投證券	103.10	40.98	151.60
20.	太平洋證券	14.87	5.96	149.53

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

以排行最前面的 20 家證券商經紀業務之市場份額來看，2015 年中國大陸經紀業務之集中程度略有提高，2014 年中國大陸證券業經紀業務前 20 家的市場份額為 73.67%，而 2015 年為 76.18%，上升了 2.51%。經紀業務市場份額最大的證券商為國泰君安證券，其市場佔有率為 7.80%，其次是中信證券，市場佔有率為 6.99%，其後分別是中國銀河(6.71%)、華泰證券(5.79%)、廣發證券(5.67%)等。排名前 20 家證券商變化不大，只有西南證券由 2014 年的第 20 名掉到了 32 名(掉出 20 名以外，故在表 3-3-2 中未顯示)，而東方證券由 2014 年的第 21 名上升到了第 18

名，其餘的 19 家證券商排名略有調整，但都在 20 名內（請見表 3-3-2）。

表 3-3-2 2015 年中國大陸證券商經紀業務收入排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年收入 (億元人民幣)	2014 年收入 (億元人民幣)	2015 年份額 (%)	2014 年份額 (%)	2014 年 排名
1	國泰君安	242.38	105.76	7.80	7.91	1
2	中信證券	217.12	101.77	6.99	7.61	2
3	中國銀河	208.34	84.55	6.71	6.32	3
4	華泰證券	179.85	78.77	5.79	5.89	4
5	廣發證券	175.98	71.66	5.67	5.36	5
6	國信證券	175.35	63.48	5.64	4.75	8
7	海通證券	162.49	71.32	5.23	5.33	6
8	招商證券	160.34	67.29	5.16	5.03	7
9	中信建投 證券	103.10	40.98	3.32	3.07	9
10	方正證券	93.75	39.03	3.02	2.92	10
11	中國中投 證券	89.62	36.53	2.89	2.73	11
12	中泰證券	83.69	33.06	2.69	2.47	12
13	安信證券	79.72	31.28	2.57	2.34	13
14	光大證券	76.37	28.92	2.46	2.16	15
15	長江證券	59.22	29.61	1.91	2.21	14
16	華西證券	59.11	23.99	1.90	1.79	17
17	興業證券	54.33	24.02	1.75	1.80	16
18	東方證券	52.71	14.66	1.70	1.10	21
19	長城證券	48.56	22.74	1.56	1.70	18
20	平安證券	44.08	15.73	1.42	1.18	19

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

以經紀業務利潤率來看，2015 年中國大陸證券經紀業務之平均利潤率為 49.14%，較 2014 年的 39.85% 成長 10 個百分點。而以各家證券商之利潤率來看，可以發現利潤率之高低與其經紀收入之份額並無直接的相關，2015 年經紀業務利潤率最高的證券商為中國中投證券，其利潤率為 78.75%，其次是華西證券(77.5%)，之後依序是財達證券(76.36%)、信達證券(74.96%)與國聯證券(74.07%)（請見表 3-3-3）。而經紀業務收

入排名第一的國泰君安證券，其利潤率為 54.23%，僅排名 41 名。2015 年經紀利潤率最高的公司是中國中投證券，最低的是天風證券的 34.36%。而天風證券是經紀業務收入成長最快速的證券商，但其利潤率卻最低，顯示其營收的成長並沒有對其利潤率有強大的貢獻。由於中國大陸經紀業務競爭激烈，經紀業務之佣金下壓的非常嚴重，證券商在擴大市場份額的情況下，以壓低佣金率為手段，可能是造成營收成長與利潤率沒有直接的關聯。

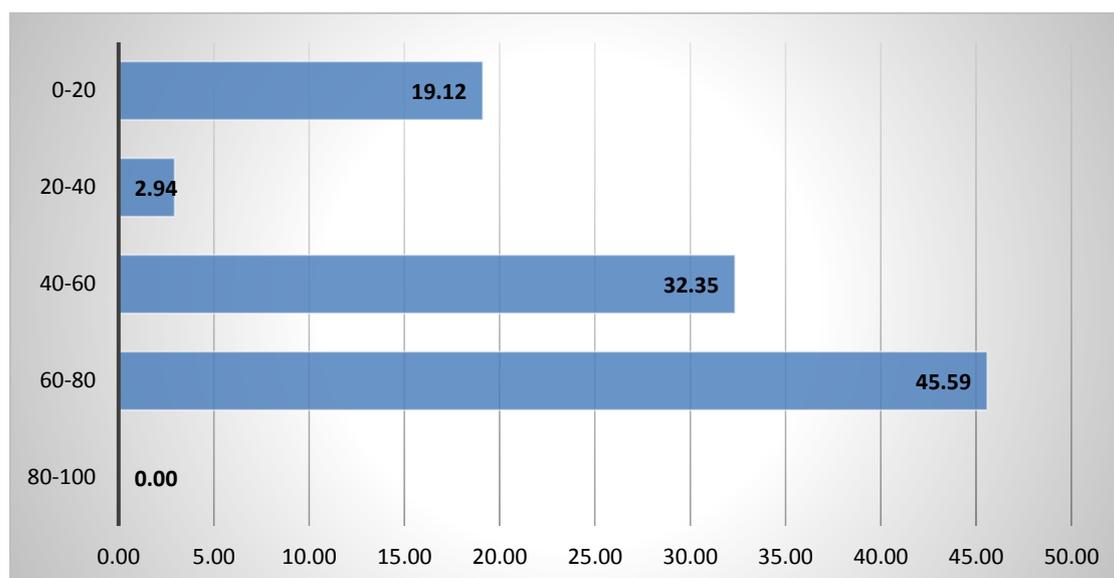
表 3-3-3 2015 年中國大陸證券商經紀業務利潤率排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年(%)	2014 年(%)	經紀業務收入 排名
1	中國中投證券	78.75	64.28	11
2	華西證券	77.50	0.00	17
3	財達證券	76.36	57.21	28
4	信達證券	74.96	61.18	23
5	國聯證券	74.07	61.33	46
6	方正證券	73.62	67.08	10
7	東北證券	73.56	56.32	32
8	國信證券	72.45	58.99	8
9	國金證券	70.88	50.77	33
10	華安證券	70.27	58.19	34
11	國元證券	70.09	50.57	24
12	財通證券	69.79	0.00	35
13	海通證券	69.53	58.77	6
14	東方證券	68.60	43.48	21
15	華泰證券	67.42	57.32	4
16	招商證券	66.75	46.43	7
17	華林證券	66.62	64.33	52
18	光大證券	66.31	57.00	15
19	廣發證券	65.60	56.21	5
20	西南證券	65.39	50.08	20

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

整體而言，2015 年中國大陸證券業之經紀業務利潤率多集中在 60-80%，佔了 45.59%，其次是 40-60%，佔了 32.35%，利潤率在 20% 以下的比重為 19.12%，而 20-40% 的則為 2.94%，80-100% 者為零（請見

圖 3-3-1)。



資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

圖 3-3-1 中國大陸證券商經紀業務利潤率分佈(%)

以經紀佣金率來看，2015 年中國大陸證券業務之平均佣金率為千分之 0.583，較 2014 年的千分之 0.808 大幅減少千分之 0.225，減少幅度達 28.4%，絕大部分的證券商其佣金率均是向下調整，調整幅度多在 10%~40% 左右。2015 年最低佣金率之證券商為五礦證券，僅為千分之 0.252，最高佣金率之證券商為華龍證券，為千分之 1.137（請見表 3-3-4）。另據中國大陸媒體報導，2016 年第一季上市證券商的佣金率降至千分之 0.48，⁶又較 2015 年為低，顯示中國大陸證券經紀業的價格競爭愈來愈激烈，獲利能力將會大幅的被侵蝕。

表 3-3-4 2015 年中國大陸證券商經紀業務佣金率排名（取前 20 名）

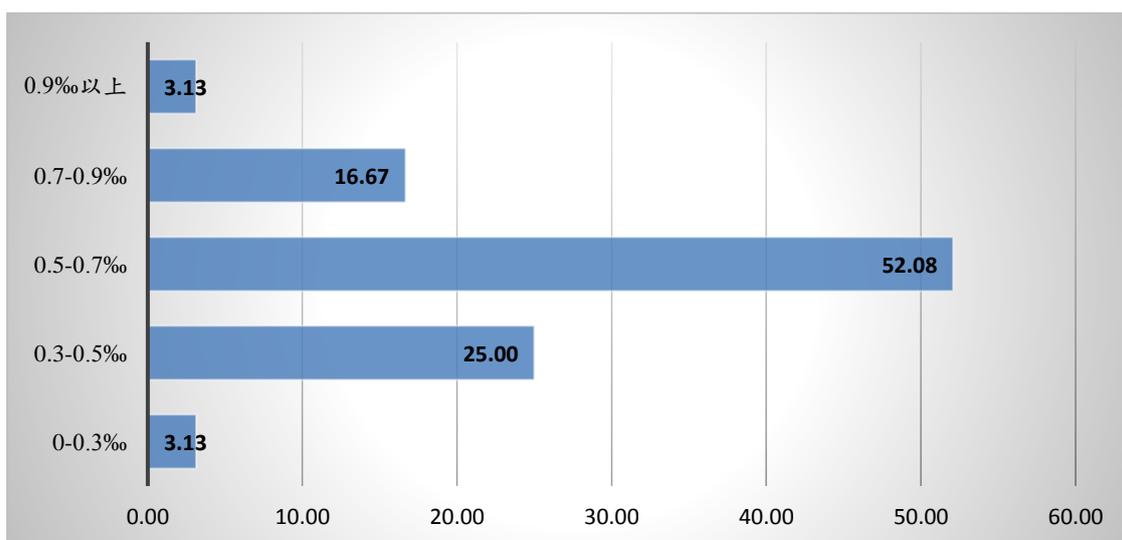
佣金率最低 20 名證券商					佣金率最高 20 名證券商				
排名	證券商	2015 年 (%)	2014 年 (%)	變動率 (%)	排名	證券商	2015 年 (%)	2014 年 (%)	變動率 (%)
1	五礦證券	0.252	0.410	-38.537	1	華龍證券	1.137	1.447	-21.424
2	華泰證券	0.280	0.421	-33.492	2	西部證券	0.937	1.162	-19.363

⁶ <http://finance.sina.com.cn/stock/quanshang/qsyj/2016-06-02/doc-ifxsvenv6387274.shtml>

3	華信證券	0.298	0.482	-38.174	3	中金公司	0.908	1.235	-26.478
4	華寶證券	0.315	0.401	-21.446	4	華創證券	0.887	1.163	-23.732
5	第一創業	0.363	0.639	-43.192	5	紅塔證券	0.884	1.070	-17.383
6	湘財證券	0.364	0.582	-37.457	6	瑞銀證券	0.883	0.827	6.771
7	華福證券	0.372	0.523	-28.872	7	川財證券	0.834	1.090	-23.486
8	財通證券	0.407	0.523	-22.180	8	華西證券	0.831	1.175	-29.277
9	浙商證券	0.407	0.565	-27.965	9	太平洋	0.818	1.069	-23.480
10	晨城證券	0.414	0.638	-35.110	10	國融證券	0.807	1.561	-48.302
11	平安證券	0.448	0.696	-35.632	11	財達證券	0.790	1.089	-27.456
12	國都證券	0.448	0.671	-33.234	12	恒泰證券	0.781	1.163	-32.846
13	國金證券	0.454	0.677	-32.939	13	大同證券	0.766	1.182	-35.195
14	東吳證券	0.456	0.742	-38.544	14	網信證券	0.754	0.947	-20.380
15	東興證券	0.459	0.665	-30.977	15	聯儲證券	0.752	0.964	-21.992
16	國聯證券	0.465	0.724	-35.773	16	國信證券	0.751	0.939	-20.021
17	金元證券	0.466	0.649	-28.197	17	宏信證券	0.742	1.206	-38.474
18	海通證券	0.467	0.688	-32.122	18	國海證券	0.714	1.175	-39.234
19	西南證券	0.470	0.626	-24.920	19	開源證券	0.702	0.860	-18.372
20	東方財富 證券	0.476	0.623	-23.596	20	中天證券	0.697	0.932	-25.215

資料來源：東方財富 Choice 網站，作者自行整理

整體而言，中國大陸證券業的經紀佣金率大多落在千分之 0.5 至 0.7 之間，比重為 52.08%，其次是在千分之 0.3-0.5 之間，比重為 25%，而佣金率在千分之 0.7-0.9 者比重為 16.67%，而千分之 0-0.3 者比重有 3.13%，而千分之 0.9 以上者亦為 3.13%（請見圖 3-3-2）。



資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

圖 3-3-2 中國大陸證券商經紀業務佣金率分佈(%)

二、自營業務

根據 WIND 資料庫，中國大陸證券商 2015 年的自營業務收益總額為 1,983.61 億元人民幣(以下同)，由於自營業務是以自有資金進行投資所獲得之收益，故與證券商本身之規模有非常密切的關係。2015 年自營業務收入最高者為中信證券(其亦為中國大陸總資產規模最大的證券商)，其收入為 201.56 億元人民幣，較 2014 年同期成長 47.2%，次高者為廣發證券(規模排名第 3)，收入為 162.93 億元，成長幅度達 178.15%，其次依序是海通證券(規模排名第 2，收入 130.38 億元，成長 96.5%)、東方證券(規模排名第 10，收入 118.32 億元，成長 125.67%)、國泰君安證券(規模排名第 4，收入 108.47 億元，成長 15.9%)等(請見表 3-3-5)，可以發現自營投資收益前 10 名的證券商，有 9 家其規模排名在前 10 名，可見自營投資收益與其規模具有非常顯著的關係。

表 3-3-5 2015 年中國大陸證券商自營業務收入排名(取前 20 名)

排名	證券商	2015 年 (億元人民幣)	佔比 (%)	2014 年 (億元人民幣)	佔比 (%)	同比成長 (%)
1	中信證券	201.56	10.16	136.93	12.34	47.20
2	廣發證券	162.93	8.21	58.57	5.28	178.15
3	海通證券	130.38	6.57	66.35	5.98	96.50
4	東方證券	118.32	5.96	52.43	4.72	125.67
5	國泰君安 證券	108.47	5.47	93.59	8.43	15.90
6	華泰證券	89.09	4.49	53.51	4.82	66.49
7	國信證券	78.70	3.97	45.14	4.07	74.35
8	申萬宏源 證券	75.05	3.78	-	-	-
9	招商證券	65.92	3.32	32.29	2.91	104.15
10	光大證券	63.80	3.22	29.60	2.67	115.56
11	中國銀河 證券	44.54	2.25	16.53	1.49	169.43
12	西南證券	41.69	2.10	24.66	2.22	69.06

13	中信建投 證券	39.80	2.01	19.03	1.71	109.16
14	方正證券	35.81	1.81	16.16	1.46	121.61
15	中泰證券	34.51	1.74	6.15	0.55	461.56
16	華融證券	31.16	1.57	21.98	1.98	41.78
17	東吳證券	31.15	1.57	17.76	1.60	75.44
18	興業證券	29.88	1.51	20.88	1.88	43.08
19	東北證券	29.35	1.48	13.19	1.19	122.61
20	東興證券	25.13	1.27	16.72	1.51	50.34

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

然若以自營業務之利潤率而言，規模愈大或自營業務收入愈高者，其利潤率不一定就比較高，亦即投資利潤率與其規模並無必然的關係。2015 年中國大陸證券商自營業務利潤率最高者為網信證券，利潤率達 138.36%，而其 2014 年表現亦不俗，達 58.29%，然其自營業務收入排名屬後段班，排名第 89 名。利潤率次之者為九州證券，2015 年之利潤率為 50.43%，其收入排名為 63 名，再其次為北京高華證券(43.18%)、華信證券(38.88%)、銀泰證券(29.12%)、中山證券(28.55%)等，可以發現自營業務利潤率最高的前 10 名，其營收規模均是排名在中後段的證券商（請見表 3-3-6）。

表 3-3-6 2015 年中國大陸證券商自營業務利潤率最高排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年(%)	2014 年(%)	自營收入排名
1.	網信證券	138.36	58.29	89
2.	九州證券	50.43	6.75	63
3.	北京高華證券	43.18	18.69	57
4.	華信證券	38.88	5.78	92
5.	銀泰證券	29.12	12.42	65
6.	中山證券	28.55	13.82	48
7.	世紀證券	24.69	9.65	81
8.	江海證券	24.58	29.20	66
9.	太平洋證券	23.37	28.22	35
10.	中航證券	22.98	12.25	80

11.	華融證券	21.24	45.22	16
12.	光大證券	21.17	21.77	10
13.	國融證券	19.97	32.80	67
14.	五礦證券	19.45	8.40	84
15.	山西證券	18.73	17.44	41
16.	長城國瑞證券	17.81	74.23	95
17.	申萬宏源證券	17.56	-	8
18.	西南證券	17.03	13.00	12
19.	川財證券	16.93	13.12	77
20.	東海證券	16.83	17.41	29

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

2015 年利潤率最低的證券商為長江承銷，利潤率僅為 1.62%，其次是愛建證券，利潤率為 1.78%，其次為高盛高華證券(2.90%)、申萬宏源證券承銷保薦(2.97%)與摩根史坦利華鑫證券(3.18%)等。整體產業平均的利潤率為 13.96%，中位數為 11.13%，只有 12 家證券商之利潤率超過 20%，可以發現大部分的證券商其利潤率都在 20% 以下(請見表 3-3-7)。

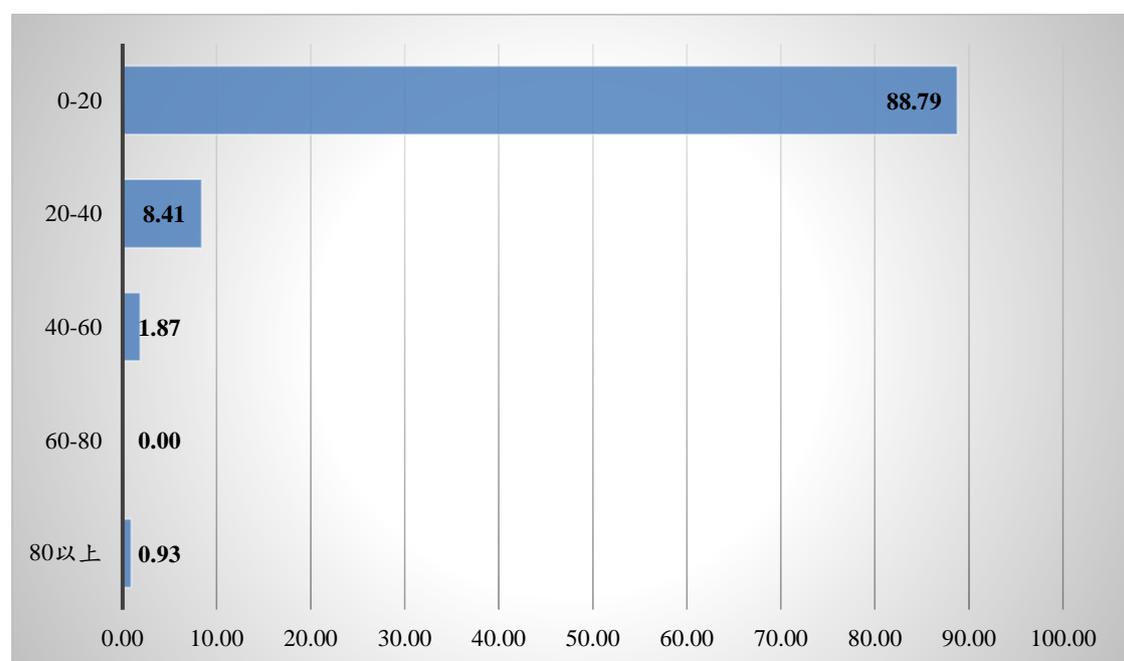
表 3-3-7 2015 年中國大陸證券商自營業務利潤率最低排名 (取前 20 名)

排名	證券商	2015 年(%)	2014 年(%)	自營收入排名
1.	長江承銷	1.62	-	105
2.	愛建證券	1.78	14.10	101
3.	高盛高華證券	2.90	5.33	97
4.	申萬宏源證券承銷保薦	2.97	-	100
5.	摩根史坦利華鑫證券	3.18	2.76	103
6.	中信證券(山東)	3.95	2.20	94
7.	華寶證券	4.79	9.70	87
8.	海際證券	5.23	11.35	102
9.	瑞銀證券	5.28	7.24	91
10.	中金公司	5.69	9.02	24
11.	東方花旗	5.75	-1.97	98
12.	大同證券	6.51	6.98	99
13.	華西證券	6.56	12.46	60
14.	東莞證券	6.82	11.69	70
15.	中國中投證券	7.13	5.83	64

16.	華泰證券	7.59	11.66	6
17.	英大證券	7.69	7.28	72
18.	國開證券	8.04	6.57	26
19.	中郵證券	8.10	10.81	88
20.	聯儲證券	8.50	-	96

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

相較之下，中國大陸證券商自營業務之利潤率並不高，利潤率在 20% 以下的佔絕大比例，比重為 88.79%，而其次是 20-40%，佔了 8.41%，利潤率在 40-60% 的比重為 1.87%，而 80% 以上者只有 1 家，比重為 0.93%（請見圖 3-3-3）。



資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

圖 3-3-3 中國大陸證券商自營業務利潤率分佈(%)

三、 資管業務

以資產管理業務而言，根據 WIND 資料庫的資料，2015 年中國大陸證券業資管業務收入為 418.66 億元人民幣(以下同)，而其利潤為 230.75

億元，產業整體業務平均利潤率為 55.16%。2015 年由於中國大陸證券市場的狂飆，大多數的證券公司資產管理業務收入均有上升，整體收入較 2014 年成長 104.09%，而利潤亦成長 124%。由資料發現，資產管理業務之收入亦與證券商之規模有關，以 2015 年之情況來看，資管業務收入最高者為中信證券(其亦為中國大陸總資產規模最大的證券商)，其收入為 77.24 億元，較前一年成長 26.39%，其次為廣發證券，收入為 58.26 億元，較前一年成長 182.03%，其後依序為海通證券(35.15 億元，91.40%)、興業證券(25.12 億元，124.74%)與國泰君安證券(23.82 億元，81.18%)等(請見表 3-3-8)。

表 3-3-8 2015 年中國大陸證券商資管業務收入排名(取前 20 名)

排名	證券商	2015 年 (億元人民幣)	佔比 (%)	2014 年 (億元人民幣)	佔比 (%)	同比 (%)
1	中信證券	77.24	18.45	61.11	29.79	26.39
2	廣發證券	58.26	13.91	20.66	10.07	182.03
3	海通證券	35.15	8.40	18.37	8.95	91.40
4	興業證券	25.12	6.00	11.18	5.45	124.74
5	國泰君安證券	23.82	5.69	13.14	6.41	81.18
6	光大證券	22.31	5.33	4.25	2.07	141.91
7	東方證券	21.91	5.23	3.05	1.49	383.04
8	華泰證券	21.66	5.17	12.98	6.33	66.85
9	中信建投證券	11.98	2.86	3.34	1.63	258.92
10	招商證券	11.74	2.80	3.77	1.84	41.11
11	財通證券	8.47	2.02	1.98	0.97	327.92
12	安信證券	7.32	1.75	3.23	1.57	126.72
13	西南證券	7.13	1.70	1.10	0.54	545.61
14	浙商證券	6.32	1.51	3.00	1.46	110.35
15	國信證券	6.17	1.47	2.88	1.41	113.86
16	中銀國際證券	6.04	1.44	-	0.00	0.00
17	中泰證券	5.42	1.29	1.63	0.79	233.33
18	東興證券	5.38	1.28	2.49	1.21	116.16

19	第一創業	4.88	1.17	3.47	1.69	40.65
20	中國銀河證券	4.66	1.11	1.90	0.93	145.27

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

然而與自營業務相同，其資管業務之收入高低與其利潤率之高低並沒有必然的關係。2015 年資管業務利潤率最高者為中國中投證券，其業務利潤率達 90.54%，次高者為西南證券，利潤率為 90.09%，其後依序為中銀國際證券(87.40%)、財富證券(85.61%)、華安證券(81.93%)等(請見表 3-3-9)，而可以發現利潤率最高的前 10 名中只有 2 家其收入在前 10 名，多數集中在 20-40 名。而從資管業務利潤率最低的前 20 名來看，收入最高的中信證券與第三高的海通證券，其利潤率分別是第 20 名與第 17 名(請見表 3-3-10)。由此亦可發現證券商規模與資管業務收入與其業務利潤率並沒有顯著的正相關。

表 3-3-9 2015 年中國大陸證券商資管業務利潤率最高排名(取前 20 名)

排名	證券商	2015 年(%)	2014 年(%)	資管業務收入排名
1	中國中投證券	90.54	84.14	25
2	西南證券	90.09	22.35	13
3	中銀國際證券	87.40	0.00	16
4	財富證券	85.61	0.00	27
5	華安證券	81.93	88.32	36
6	東北證券	80.03	70.51	26
7	國聯證券	79.38	87.93	32
8	中信建投證券	76.04	52.75	9
9	湘財證券	75.98	66.50	37
10	華泰證券	75.71	82.48	8
11	金元證券	74.42	83.10	33
12	山西證券	70.89	63.77	24
13	長江證券	70.75	46.24	23
14	國元證券	69.71	75.64	31
15	中原證券	69.54	71.26	40
16	國都證券	68.84	52.10	34
17	光大證券	65.60	47.00	6
18	國信證券	64.40	52.17	15

19	太平洋證券	60.37	50.74	28
20	第一創業	58.00	44.88	19

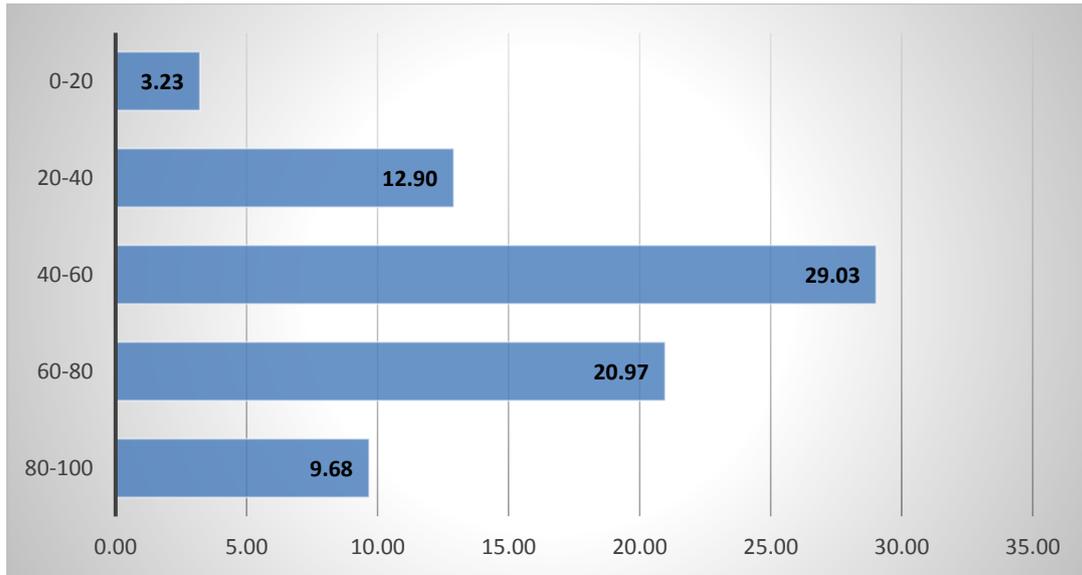
資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

表 3-3-10 2015 年中國大陸證券商資管業務利潤率最低排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年(%)	2014 年(%)	資管業務收入排名
1	中國銀河證券	17.36	20.46	20
2	上海證券	18.17	0.00	52
3	新時代證券	27.40	0.00	39
4	東吳證券	28.90	5.27	21
5	華創證券	29.82	0.00	41
6	國金證券	33.83	43.29	22
7	浙商證券	36.19	39.69	14
8	中泰證券	37.28	47.14	17
9	中天證券	37.68	0.00	50
10	西部證券	38.05	39.63	45
11	安信證券	40.60	5.73	12
12	華林證券	40.66	0.00	53
13	東興證券	41.09	54.69	18
14	國海證券	45.24	53.74	42
15	財通證券	45.83	0.00	11
16	招商證券	47.31	80.18	10
17	海通證券	50.03	61.40	3
18	天風證券	50.28	46.96	29
19	廣州證券	50.57	74.04	30
20	中信證券	50.63	51.91	1

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

相較於自營業務，中國大陸證券商資管業務利潤率相對較高，且相對較為平均，利潤率比重最高的是落在 40-60%，比重為 29.03%，其次是 60-80%，比重為 20.97%，利潤率在 20-40% 者為 12.9%，在 80-100% 的比重為 9.68%，最後是 20% 以下者為 3.23%（請見圖 3-3-4）。



資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

圖 3-3-4 中國大陸證券商資管業務利潤率分佈(%)

如前所述，中國大陸對於資產管理公司之限制較證券商為鬆，摩根資產管理公司於 2016 年 9 月 6 日已獲上海自貿區的批准，於上海自貿區成立第一個外商獨資管理公司，雖然臺灣證券商的規模可能無法與中國大陸的證券商相提並論，但由於資產管理業務其平均利潤率相對較高，且其利潤與其資產規模、業務收入無必然的關係，故建議臺灣證券商可先以資產管理公司之業務進入中國大陸市場，未來再設法擴張其業務。

四、投行業務

中國大陸的投行業務主要包括了股票和公司債的發行與承銷、公司購併、資產重組、公司理財與基金管理等，其中佔較大部分的為股票與公司債的發行與承銷業務。根據 WIND 資料庫，2015 年中國大陸投行業務之業務收入為 392.63 億元人民幣(以下同)，較 2014 年成長了 53.16%，而整體業務利潤為 178.28 億元，亦較 2014 年成長了 100.68%。一般而言，當企業希望進行股票 IPO 或發行公司債時，大多會尋找信譽較為良好、規模較大或是品牌形象較佳的證券商。因此投行業務主要亦是以規

模較大或是品牌較深植人心的證券商，一般小的證券商較不容易獲得此業務。也因如此，中國大陸投行業務收入主要亦集中在規模較大的證券商，如中信證券、國泰君安等。另外，亦因投行業務的特性，此業務的集中度通常亦較高。

以 2015 年的情況來源，投行業務收入最高者為中信證券，收入為 45.22 億，佔全行業的比重為 11.52%，其次為國泰君安證券，收入為 32.63 億元，佔比為 8.31%，其後依序為招商證券(25.65 億元，6.53%)、國信證券(21.61 億元，5.5%)與廣發證券(20.66 億元，5.26%)等（請見表 3-3-11），可以發現前 20 名的證券商，其投行業務收入佔比達 75.98%，集中度非常高。

另外，由於 2015 年中國大陸股市的熱絡，使得投行業務之成長率亦相當高，且因 2015 年 6 月的股市大跌，中國大陸政府宣布自 2015 年 7 月 14 日暫停 A 股的 IPO，直到 2016 年 11 月 6 日才重啟 IPO，亦即 2015 年有近 4 個月中國大陸是暫停 A 股 IPO 的，但對於投行業務而言，其業務收入仍高於 2014 年，所以可以發現 2015 年投行業務是非常興盛的。

表 3-3-11 2015 年中國大陸證券商投行業務收入排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年 (億元人民幣)	佔比 (%)	2014 年 (億元人民幣)	佔比 (%)	同比 (%)
1	中信證券	45.22	11.52	35.82	13.97	26.25
2	國泰君安 證券	32.63	8.31	15.73	6.14	107.48
3	招商證券	25.65	6.53	13.43	5.24	91.02
4	國信證券	21.61	5.50	15.15	5.91	42.62
5	廣發證券	20.66	5.26	16.98	6.62	21.63
6	華泰證券	18.57	4.73	13.47	5.25	37.87
7	海通證券	18.13	4.62	12.65	4.93	43.35
8	西南證券	13.80	3.51	9.35	3.65	47.64
9	國金證券	11.36	2.89	4.46	1.74	154.92
10	興業證券	10.71	2.73	5.00	1.95	114.18
11	安信證券	9.72	2.48	5.75	2.24	69.27

12	東方證券	9.16	2.33	5.13	2.00	78.55
13	東海證券	8.84	2.25	6.80	2.65	30.11
14	國海證券	8.16	2.08	2.92	1.14	179.44
15	中國銀河 證券	8.15	2.08	10.20	3.98	-20.04
16	山西證券	8.10	2.06	3.47	1.35	133.29
17	東吳證券	8.07	2.05	4.74	1.85	70.19
18	天風證券	7.41	1.89	3.79	1.48	95.57
19	中泰證券	6.26	1.59	4.71	1.84	32.96
20	東興證券	6.10	1.55	2.28	0.89	167.62

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

而以投行業務之利潤率來看，相較於自營與資管業務，中國大陸投行業務之利潤率與其業務收入似較有正向的關係。2015 年整體投行業務之平均利潤率為 45.41%，利潤率最高的證券商為西南證券，利潤率為 83.25%，其次是國泰君安證券的 72.55%，其後依序為廣州證券(71.79%)、首創證券(62.41%)與浙商證券(61.32%)等，而利潤率排名最前的 10 名中，有 5 家證券商其業務收入亦排名在前 10 名（請見表 3-3-12）。

表 3-3-12 2015 年中國大陸證券商投行業務利潤率最高排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年(%)	2014 年(%)	投行業務收入排名
1	西南證券	83.25	46.10	8
2	國泰君安證券	72.55	58.36	2
3	廣州證券	71.79	17.17	21
4	首創證券	62.41	93.65	46
5	浙商證券	61.32	29.46	36
6	中信證券	60.29	38.24	1
7	渤海證券	58.29	74.52	48
8	招商證券	58.15	62.77	3
9	財富證券	57.92	0.00	45
10	海通證券	57.48	49.15	7
11	中國中投證券	52.03	0.00	30
12	東海證券	52.01	76.97	13
13	東興證券	51.08	47.79	20
14	華林證券	49.93	17.33	27

15	國元證券	49.24	45.60	33
16	新時代證券	49.17	36.58	32
17	興業證券	48.04	34.23	10
18	國都證券	46.34	37.16	38
19	瑞銀證券	44.69	12.79	23
20	國海證券	44.51	34.98	14

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

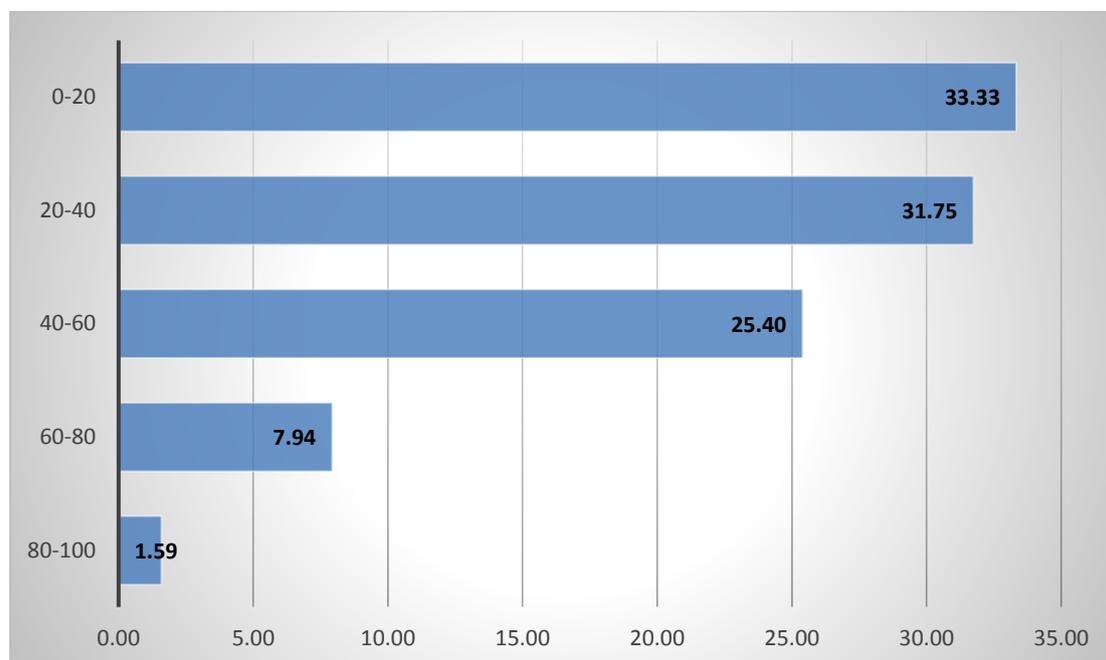
利潤率最低的證券商為華鑫證券，利潤率為 2.34%，其次是上海證券的 5.83%，其後依序為太平洋證券(7.17%)、第一創業證券(9.31%)與安信證券(9.91%)等（請見表 3-3-13）。

表 3-3-13 2015 年中國大陸證券商投行業務利潤率最低排名（取前 20 名）

排名	證券商	2015 年(%)	2014 年(%)	投行業務收入排名
1	華鑫證券	2.34	3.67	22
2	上海證券	5.83	12.49	47
3	太平洋證券	7.17	33.72	49
4	第一創業	9.31	13.14	37
5	安信證券	9.91	8.87	11
6	中泰證券	12.54	38.55	19
7	中原證券	15.09	13.79	40
8	東北證券	24.92	0.00	28
9	華創證券	27.12	0.00	35
10	長江證券	27.17	23.16	24
11	方正證券	28.37	0.00	29
12	華安證券	28.65	0.00	50
13	湘財證券	31.59	0.00	42
14	天風證券	31.72	18.09	18
15	中國銀河證券	31.99	28.16	15
16	山西證券	32.55	1.94	16
17	國金證券	32.88	15.72	9
18	國信證券	33.36	34.62	4
19	華西證券	33.72	0.00	43
20	西部證券	33.77	18.72	25

資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

整體而言，投行業務之利潤率最多的是介在 20% 以下之間，佔了 33.33%，其次是 20-40%，佔了 31.75%，40-60% 的佔了 25.4%，60-80% 的佔了 7.94%，而利潤率為 80-100% 只佔 1.59%（請見圖 3-3-5）。



資料來源：WIND 資料庫，作者自行整理

圖 3-3-5 中國大陸證券商投行業務利潤率分佈(%)

第四節 中國大陸證券相關其他業別之規範

中國大陸對於外資參股與合資證券期貨業的規範相對是較為嚴格的。但由自貿區與負面清單的整理我們可以發現，其他類證券業務例如投資性公司、基金管理公司、證券諮詢公司等，雖然自貿區的負面清單仍有規範，但以目前的實際發展狀況而言，已然打破自貿區負面清單中外資持股不超過 49% 的限制，如前述的恒生前海基金管理公司。因此可以發現除了證券商之外，中國大陸自貿區對於其他證券相關業務的公司開放較證券商為寬鬆。

有鑑於中國大陸上海自貿區已宣布探索證券期貨業交叉持牌與金融控股公司的可能性，未來不同型態的金融機構亦可能持有證券業的相

關牌照，因此本節將討論中國大陸與證券相關業別之規範，供我國有意以其他業別型式進入中國大陸之證券業者參考。

一、創投公司

根據《外商投資創業投資企業管理規定》，該法中提出「外商投資創業投資企業」(以下簡稱「創投企業」)是指外國投資者或外國投資者與根據中國法律註冊成立的公司、企業或其他經濟組織，根據本規定在中國境內設立的以創業投資為經營活動的外商投資企業(第 2 條)。

而該規定所謂的「創業投資」指要向未上市高新技術企業進行股權投資，並為之提供創業管理服務，以期獲取資本增值收益的投資方式(第 3 條)。型式可以採公司制組織，亦可以採取非法人制組織(第四條)。就成立之主要的條件為：(一)投資者在 2 人以上，50 人以下，且至少有一人符合該規定第七條之「必備投資者」之條件；(二)非法人制創投企業投資者認繳出資總額的最低限額為 1,000 萬美元；公司制創投企業投資者認繳資本總額的最低限額為 500 萬美元。除第七條所述「必備投資者」外，其他每個投資者的最低認繳出資額不得低於 100 萬美元。外國投資者可以自由兌換的貨幣出資，中國投資者以人民幣出資；(三)有明確的組織形式；(四)有明確合法的投資方向；(五)除了將本企業經營活動授予一家創業投資管理公司進行管理的情形外，創投企業應有三名以上具備創業投資從業經驗的專業人員；(六)法律、行政法規規定的其他條件。

在該規則第七條有關「必備投資者」之條件包括：(一)以創業投資為主營業務；(二)在申請前三年其管理的資本累計不低於 1 億美元，且其中至少 5,000 萬美元已經用於進行創業投資。在必備投資者為中國投資者的情形下，本款業績要求為：在申請前三年其管理的資本累計不低於 1 億元人民幣，且其中至少 5,000 萬元人民幣已經用於進行創業投資；(三)擁有 3 名以上具有 3 年以上創業投資從業經驗的專業管理人員；(四)如果某一投資者的關聯實體滿足上述條件，則該投資者可以申請成為

「必備投資者」。本款所稱關聯實體是指該投資者控制的某一實體、或控制該投資者的某一實體、或與該投資者共同受控於某一實體的另一實體。本款所稱控制是指控制方擁有被控制方超過 50% 的表決權；(五)「必備投資者」及其上述關聯實體均應未被所在國司法機關和其他相關監管機構禁止從事創業投資或投資諮詢業務或以欺詐等原因進行處罰；(六)非法人制創投企業的「必備投資者」，對創投企業的認繳出資及實際出資分別不低於投資者認繳出資總額及實際出資總額的 1%，且應對創投企業的債務承擔連帶責任；公司制創投企業的「必備投資者」，對創投企業的認繳出資及實際出資分別不低於投資者認繳出資總額及實際出資總額的 30%。

由於創投公司並未納入自貿區的負面清單中，表示外資與臺資是可以進行投資的，而且相對而言，創投公司的投資金額最低只要 500 萬美元起，相對於證券商而言，投入資本額較低。而且可以培養未來 IPO 之客戶來源，並搭上中國大陸「大眾創新、萬眾創業」的政策熱潮，是臺灣證券業可以思考的一個進入模式，事實上臺灣已有證券商代表處轉型為創投公司之前例。

二、投資性公司

根據 2004 年中國大陸商務部所發布的《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》，外資可以在中國大陸以獨資或與中國大陸投資者合資的形式設立從事直接投資的公司，公司形式為有限責任公司。而外資要申請設立投資性公司應符合下列條件：(一)1. 外國投資者資信良好，擁有舉辦投資性公司所必需的經濟實力，申請前一年該投資者的資產總額不低於四億美元，且該投資者在中國境內已設立了外商投資企業，其實際繳付的註冊資本的出資額超過一千萬美元，或者；2. 外國投資者資信良好，擁有舉辦投資性公司所必需的經濟實力，該投資者在中國境內已設立了十個以上外商投資企業，其實際繳付的註冊資本的出資額超過三千

萬美元；(二)以合資方式設立投資性公司的，中國投資者應為資信良好，擁有舉辦投資性公司所必需的經濟實力，申請前一年該投資者的資產總額不低於一億元人民幣；(三)投資性公司的註冊資本不低於三千萬美元。

申請設立投資性公司的外國投資者應為一家外國的公司、企業或經濟組織，若外國投資者為兩個以上的，其中應至少有一名占大股權的外國投資者符合本條第 1 款第 1 項的規定(第 3 條)。而符合該規定第 3 條第 1 款第 1 項之條件的外國公司，可以其全資擁有的子公司的名義，投資設立投資性公司。

在自貿區 2013 與 2014 年的負面清單中，投資性公司仍包括在負面清單內，但 2015 年已經移出負面清單，顯示在自貿區中成立投資性公司是不會受限的。

三、基金管理公司

除了創投與投資性公司之外，基金管理公司亦較證券商開放速度為快。根據中國大陸《證券投資基金管理公司管理辦法》，要設立基金管理公司應具備下列條件：(一)股東符合《證券投資基金法》和本辦法的規定；(二)有符合《證券投資基金法》、《公司法》以及中國證監會規定的章程；(三)註冊資本不低於一億元人民幣，且股東必須以貨幣資金實繳，境外股東應當以可自由兌換貨幣出資；(四)有符合法律、行政法規和中國證監會規定的擬任高級管理人員以及從事研究、投資、估值、行銷等業務的人員，擬任高級管理人員、業務人員不少於 15 人，並應當取得基金從業資格；(五)有符合要求的營業場所、安全防範設施和與業務有關的其他設施；(六)設置了分工合理、職責清晰的組織機構和工作崗位；(七)有符合中國證監會規定的監察稽核、風險控制等內部監控制度；(八)經國務院批准的中國證監會規定的其他條件。

該辦法規定，中外合資基金管理公司的境外股東應當具備下列條件：(一)為依其所在國家或者地區法律設立，合法存續並具有金融資產管理

經驗的金融機構，財務穩健，資信良好，最近 3 年沒有受到監管機構或者司法機關的處罰；(二)所在國家或者地區具有完善的證券法律和監管制度，其證券監管機構已與中國證監會或者中國證監會認可的其他機構簽訂證券監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係；(三)實繳資本不少於三億元人民幣的等值可自由兌換貨幣；(四)經國務院批准的中國證監會規定的其他條件。

在該辦法中並未明確外人投資證券基金管理公司所佔的股權比例，而是與證券業連動，該辦法第十條規定，「基金管理公司股東的持股比例應當符合中國證監會的規定，中外合資基金管理公司外資持股比例或者擁有權益的比例，累計(包括直接持有和間接持有)不得超過我國證券業對外開放所做的承諾」，在自貿區 2013-2015 年的負面清單中均要求外資持股比例不超過 49%。

然而必須說明的一點是，此外資持股之限制是對於「證券基金管理機構」，而非「股權基金管理機構」，證券基金管理機構其主要投資的是次級證券市場的標的，股權基金管理機構則是以未上市公司之股權為主要的投資標的。而上述的 49% 外資持股比例的限制主要是針對「證券基金管理機構」，而非「股權基金管理機構」。

儘管如此，證券基金管理公司的開放仍較證券商為寬鬆，在中外合資證券商如申港證券與華菁證券等獲批之前，中外合資基金管理公司便已經有獲批的前例。2015 年 12 月 27 日由中國大陸招商證券與荷蘭國際集團(ING)等共同發展的招商基金管理有限公司即獲批成立，是中國大陸在加入 WTO 之後成立的第一家中外合資基金管理公司，其中招商證券持有 40% 的股權，荷蘭國際集團持有 30% 的股權，中國電力財務有限公司、中國華能財務有限責任公司、中遠財務有限責任公司各持有 10% 的股權。公司註冊地設在深圳，經營範圍包括發起設立基金、基金管理業務及中國證監會允許的其他業務。

2016 年初，瑞銀集團收購國投瑞銀 49% 股權，首觸 49% 這一合資基

金上限；德意志資產管理公司收購嘉實基金 20% 股份，並具有增持股份達到目前政策所允許上限(49%)的優先權；瑞士信貸第一波士頓參股工銀瑞信基金公司；施羅德參與設立交銀施羅德，而此前摩根、友邦、佛蘭克林、美林、保德信都已在中國大陸設立基金公司。由此可發現中國大陸批准中外合資基金管理公司的腳步遠較證券商為快。另外，在自貿區的部分，雖然外資持股仍有 49% 之規定，但亦非是牢不可破的定律。

中國大陸首家外資控股(持股超過 50%)的基金公司選在廣東深圳自貿區出現，據中國大陸證監會的宣布，由恒生銀行與前海金控所合資的恒生前海基金管理有限公司於 2016 年獲批成立，註冊地為深圳，註冊資本 2 億元人民幣。恒生銀行有限公司、深圳前海金融控股有限公司分別出資 1.4 億元、6,000 萬元，持股比例分別為 70%、30%，是第一家外資股權超過 49% 之例子。恒生前海基金管理有限公司已獲批准，且恒生銀行持股為 70%，打破合資公司外資持有 49% 股權之限制，雖然是按中國大陸與香港 CEPA 的補充協議十(CEPA10)所做之開放。但即便如此，70% 與 30% 之股權安排亦顯示出對外資持股比例未來放開的方向與趨勢。

除了合資基金管理公司之外，自 2015 年秋天中國大陸也開始開放獨資的資產管理公司，亦可以進行基金的投資與管理業務。由於自 2015 年起，中國大陸與美國、英國陸續針對基金公司的持股進行對話，包括第七輪中美戰略與經濟對話(2015.6.23)，中方承諾增進外國金融服務公司和投資者對其資本市場的參與，其措施包括允許境內設立的符合條件的外商獨資和合資私募基金管理機構按規定開展包括次級市場證券交易在內的私募證券投資基金管理業務。

第七次中英經濟財金對話(2015.9.21)，同意進一步促進雙方市場的投資與資本流動，為此中方同意允許境內設立的合格外商獨資或合資私募基金管理機構在符合國內有關法規的前提下開展私募基金管理業務，包括次級市場證券交易。

第八輪中美戰略與經濟對話(2016.6.6)，中方歡迎符合條件的外商獨

資和合資公司申請登記成為私募證券投資基金管理機構，按規定開展包括次級市場證券交易在內的私募證券投資基金管理業務，顯示中國大陸已容許外商獨資公司進行私募基金部分之業務。

於是 2015 年 9 月上海工商行政管理局核准英國安本資產管理集團 (Aberdeen Asset Management) 在中國大陸上海自貿區成立分公司的營業執照，將在上海自貿區設立辦事處，原先據安本資產管理公司的說法，目前僅是得到外商獨資企業營業執照，能否從事公募或私募尚需得到證監會與基金業協會之批准，然這已是外資第一個獲批成立外資獨資資產管理之營業牌照。

而後中國基金業協會 2016 年 6 月 30 日發布的《私募基金登記備案相關問題解答(十)》(以下簡稱《問答十》)中規定外商獨資和合資私募證券基金管理機構在中國境內開展私募證券基金管理業務，應當在中國證券投資基金業協會登記為私募證券基金管理人，並應當符合以下條件：(一)該私募證券基金管理機構為在中國境內設立的公司；(二)該私募證券基金管理機構的境外股東為所在國家或者地區金融監管當局批准或者許可的金融機構，且境外股東所在國家或者地區的證券監管機構已與中國證監會或者中國證監會認可的其他機構簽訂證券監管合作諒解備忘錄；(三)該私募證券基金管理機構及其境外股東最近三年沒有受到監管機構和司法機構的重大處罰。有境外實際控制人的私募證券基金管理機構，該境外實際控制人也應當符合上述第(二)、(三)項條件。

上述關於境外股東的規定與 2004 年 8 月 12 日頒布並實施的《國務院關於證券投資基金管理公司有關問題的批覆》中關於中外合資證券投資基金管理公司境外股東資質的相關規定有一定的重合。故根據《問答十》，外商獨資和合資私募證券基金管理機構進行私募證券基金管理人登記的流程與其他類型的私募基金管理機構並無明顯不同，同樣是根據基金業協會已經發布的政策進行辦理，針對外商獨資與控股私募證券基金管理機構的政策已有放開。

除了英國安本資產管理集團外，另外亦有許多家國際資產管理集團取得在中國大陸成立獨資子公司的資格，包括 2015 年 10 月批准美國的富達投資(Fidelity Investments)集團、2016 年 5 月批准美國對沖基金 Bridgewater Associates 成立橋水(中國)投資管理有限公司、2016 年 9 月批准摩根大通集團在上海自貿區成立全資的「摩根資產管理(上海)有限公司」等。

四、證券諮詢機構

2013 與 2014 年的負面清單中均包括了證券諮詢機構，規定外資投資證券諮詢機構僅限港澳證券商，參股比例不超過 49%。但在 2015 年時的負面清單中即未納入證券諮詢機構，顯示外資投資應不會有所限制。

根據中國大陸證監會所發布的《證券、期貨投資諮詢管理暫行辦法》中第六條指出，申請證券、期貨投資諮詢從業資格的機構，應具備下列條件：(一)分別從事證券或者期貨投資諮詢業務的機構，有 5 名以上取得證券、期貨投資諮詢從業資格的專職人員；同時從事證券和期貨投資諮詢業務的機構，有 10 名以上取得證券、期貨投資諮詢從業資格的專職人員；其高級管理人員中，至少有一名取得證券或者期貨投資諮詢從業資格；(二)有 100 萬元人民幣以上的註冊資本；(三)有固定的業務場所和與業務相適應的通訊及其他資訊傳遞設施；(四)有公司章程；(五)有健全的內部管理制度；(六)具備中國證監會要求的其他條件。

由於中國大陸已經開放創投公司、投資性公司、基金公司、資產管理公司與證券諮詢機構可以進行外資參股甚至是獨資，而對於創投公司在政策上亦有相當的鼓勵措施，可以思考以自貿區(尤其是上海自貿區和福建自貿區)當成灘頭堡，以不同的證券相關業務進行佈局，以取得先機。

第五節 本章小結

本章對於中國大陸證券業總體與各業務發展進行全面性的分析，亦針對兩岸證券市場進行比較。在中國大陸證券業總體概況部分，中國大陸證券業之收入、利潤與利潤率會隨景氣波動而波動，但過去近 10 年整體而言利潤率均達兩位數以上。整體而言，經紀業務(代理買賣證券業務)是證券商主要收入來源，其次是自營業務(證券投資收益)，之後是承銷與保薦業務、資產管理業務、財務顧問業務與投資諮詢業務。

而在中外合資證券商部分，2011 年以前中國大陸已存在 11 家中外合資證券商(不包括境外股東已退出的 2 家)，而包括中金公司、光大證券、中銀國際與瑞銀證券均有全牌照的證券業務，且其主要控股股東均是中國大陸知名的國有企業，前三家之資產與收入比重較高，其餘的比重則非常低。瑞銀證券是承接原北京證券之業務，故有全牌照，其餘的中外合資證券商均非全牌照，而且多是投行的牌照，而非收入最高的經紀業務牌照。在利潤表現上，只有光大證券之表現較佳，其次是中銀國際、中金公司與瑞銀證券，而如前所述只有這 4 家中外合資證券商為全牌照，其餘的 7 家利潤佔全體產業之比重均不及 0.1%。

自貿區對證券商的開放政策較過去為優惠，最主要的是持股比例與業務牌照的放開。申港證券是在新政策下第一家獲批的合資證券商，雖然外資持股比例未達 49%，但全牌照是一大突破。第二家的華菁證券則是直接觸及到 49% 外資持股的上限，而且亦為全牌照。自貿區開放政策另一重點為合資對象不必要為證券商，故無需與中國大陸現存的證券商合資，可以避免利益衝突。

至 2016 年 9 月底止已另有 17 家中外合資證券商申請等待批准，而且值得注意的是，不僅在四個自貿區有申請案，其他的金融改革綜合試驗區(如雲南與浙江溫州)亦有申請案，而且申請的境外資金不必然為香港與澳門，如果該些證券商獲批成立，即顯示中國大陸開放證券商的腳

步有大幅邁開之勢。

在兩岸證券市場環境比較部分可以得知，中國大陸市場遠較臺灣廣大，無論是股市成交額、發行市場規模、債券市場規模與平均獲利等均遠大於臺灣，在如此廣大的市場規模下，中國大陸證券商營業成績亦相當亮眼，中國大陸證券商平均利潤與臺灣證券商平均利潤差距非常大，在擁有如此龐大又有利可圖的市場，是臺灣證券商不可忽視的。然而，兩岸的證券業在市場結構上仍有相當的差異，中國大陸每家證券商的市場份額較小，集中度較低，是屬於壟斷性競爭的市場結構，而臺灣則是低度寡占。

在經營的業務發展部分，如前所述證券經紀業務是證券業最主要的收入來源，且由於 2015 年中國大陸股市的狂飆，許多證券商之收入均大幅增加，平均利潤率為 49.14%，利潤率多集中在 60-80%，然個別證券商利潤率與其經紀收入份額無明顯直接關係。雖然利潤率頗高，但中國大陸證券業競爭亦非常激烈，佣金率持續下降，平均佣金率僅為千分之 0.583，最低的甚至達到千分之 0.252，經紀佣金率大多落在千分之 0.5 至 0.7 之間，中國大陸經紀業佣金率持續的下降，恐將大幅侵蝕其獲利能力。

第二大收入來源的自營業務，與證券商本身的規模有較密切的關係，然若以自營業務之利潤率而言，規模愈大或自營業務收入愈高者，其利潤率不一定就比較高，亦即投資利潤率與其規模並無必然的關係，中國大陸證券商自營業務之利潤率並不高，利潤率在 20% 以下的佔絕大比例。

在資管業務上，整體業務平均利潤率為 55.16%，利潤率比重最高的是落在 40-60%，而資產管理業務之收入亦與證券商之規模有關，但其資產業務之收入高低與其利潤率之高低並沒有必然的關係，故證券商規模與資管業務收入與其業務利潤率並沒有顯著的正相關。最後，在投行業務上，由於企業希望進行股票 IPO 或發行公司債時，大多會尋找信譽較為良好、規模較大或是品牌形象較佳的證券商，故其集中度相對較高，

且利潤率與其業務收入似較有正向的關係，2015 年整體投行業務之平均利潤率為 45.41%，最多的是介在 20% 以下之間。

由此可見，中國大陸證券業利潤較優的仍是屬於經紀業務，而後是資管業務，而自營與投行業務利潤率較差。然而除非是全牌照的證券商，否則依過去的經驗，中國大陸不太可能一開始就開放經紀之業務，而是先核准投行、資管、自營或諮詢等業務。而投行業務會受到中國大陸 IPO 之影響，當中國大陸暫停 IPO 時，其業務收入則會大幅減少。然中國大陸已經研議 IPO 朝註冊制改革，且資本市場持續自由化改革趨勢下，未來暫停 IPO 的頻率應會降低。臺灣證券商若無法一開始就得到經紀業務，則資管業務平均利潤率相對較高。

最後，由於中國大陸證券商相對管制較為嚴格，而且上海自貿區已開始研議交叉持牌與金融控股公司，故臺灣證券商可以先利用證券業其他的業別進入中國大陸市場，再逐步申請其他業務進行交叉持牌，或是待證券業開放後可以轉型為證券商。故本研究針對創投公司、投資性公司、基金管理公司與證券諮詢機構等申請設立之資格與條件進行討論，供臺灣證券商參考。

基於以上的分析，可以發現中國大陸的自貿區是對全世界開放，而且包括英、美、新等國的證券商亦紛紛以自貿區的開放政策參與中國大陸市場。由於自貿區許多的開放措施已經與 ECFA 的服貿協議相同，而且自貿區之設定本身即是對全世界開放，是高於中國大陸中央政府本身的法律政策位階。臺灣應放開胸懷，不要設限在自貿區為地方政策，將與之交往認為被矮化為中央與地方政府之交往。我國若繼續在服貿協議的議題上僵持不下，則會造成許多商機的流失，我們應該積極的應用自貿區的開放政策，與美、英等國相同以「境外資金」的身分嘗試的利用其開放政策。

而且即使合資證券商申請較為困難，在未來可望開放金融控股公司與證券期貨業交叉持牌的趨勢下，臺灣證券商可以利用如創投公司、基

金管理公司等形式先行進入中國大陸市場，累積經營的經驗並培養相關人才，為未來爭取證券業全牌照預作準備。

第四章 中國大陸自貿區金融證券發展對臺灣證券商之意義

在瞭解中國大陸四個自貿區總體規劃與金融改革的重點政策，與中國大陸證券業現況和兩岸證券市場比較後，本章將以前述內容為基礎，輔以本研究團隊實際前往中國大陸四個自貿區、北京相關智庫與監管單位參訪之結果，針對中國大陸自貿區的改革開放對臺灣證券商之意義進行分析。

第一節 中國大陸自貿區發展對臺灣證券商之商機

整體而言，在銀行、證券與保險三個主要的金融業種而言，中國大陸四個自貿區的政策對銀行業而言是較為有利的，證券業在自貿區的開放政策並沒有特別的突出。但即使如此，中國大陸自貿區對於我國證券商進入中國大陸市場仍是具有相當的意義。包括福建自貿區對臺較為優惠、上海自貿區對全世界開放，均是我國證券商可以考慮的佈局地點。而且在持股比例、牌照申請與合資對象而言亦有開放，更可以利用未來金控公司、交叉持牌的機會進行業務拓展。而即使沒有進入中國大陸市場，在自貿區對於資本市場的持續開放，如 QFII 資格與額度放開、個人境內合格投資者(QDII2)的試驗等，國內證券商仍可以有獲利業務之機會，以下將先針對中國大陸自貿區發展對臺灣證券商之商機進行討論。

一、以自貿區先行先試，作為進入中國大陸市場的灘頭堡

中國大陸的證券業相對於其他金融業或其他產業均是較為保護的市場，至今仍不允許全外資的證券商新設，只能與中國大陸合資設立證券商，或是參股中國大陸既有的證券商，且合資與參股的比重仍是有嚴格的限制。原先兩岸進行 ECFA 協商時的服貿協議，中國大陸方面已經

允許臺灣證券商在上海、福建、深圳各設立 1 家兩岸合資的全牌照證券商，臺資合併持股比例最高可達 51%，大陸股東不限於證券商。且允許符合設立外資參股證券商條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在大陸批准的「在金融改革方面先行先試」的若干改革試驗區內，各新設 1 家兩岸合資全牌照證券商，大陸股東不限於證券商，臺資合併持股比例不超過 49%，且取消大陸單一股東須持股 49% 的限制。然而，由於服貿協議遲遲無法付諸實行，造成臺灣證券商難以實現以優惠待遇進入中國大陸市場的目的。

在福建自貿區總體方案發佈後，已經允許臺灣證券商在福建設立兩岸合資證券商，且一家可持股 51%、一家持股 49%，與服貿之優惠相同，而上海亦允許外資投資證券商，持股比率可達 49%，因此可以發現在自貿區先行先試的框架下，為臺灣證券商投資中國大陸打開另一道窗。

由於中國大陸四個自貿區定位不同，雖然大方向的政策如人民幣跨境移動、資本項目可兌換、利率市場化與投融資便利等方向均相同，但針對不同自貿區的定位亦有不同的對應政策。以自貿區對接的國家與地區而言，上海自貿區與福建自貿區相對是對臺灣的證券商較為有利的，因為福建自貿區本身的定位便是與臺灣對接，對臺灣的優惠措施自然較其他自貿區為多。例如在福建自貿區中已經開放兩家臺灣的證券商，一家持股可達 51%、而一家持股為 49%。據實際參訪結果，此兩家名額臺灣的證券商均已經進行卡位，且與中國大陸當地合資方已經取得共識，只待分別在臺灣與中國大陸的官方送件許可，即可開始進行籌備，且其中一家(金圓統一證券)已經完成中國大陸方面的送件。而上海部分，亦已經開放中外合資證券商，外資持股比例不超過 49%，且內資股東不要求為證券商。另外，廣東自貿區雖然是以對接香港為其主要任務，但臺灣的證券商仍可以借道香港，以香港子公司之名義申請在廣東自貿區設立證券商，可以符合廣東自貿區之任務與 CEPA 之要求，亦可繞過服貿協議。

如前所述，除了已批准的申港證券與華菁證券外，截至 2016 年 9 月底止尚有 17 家證券商申請等待批准，除了在四個自貿區外，亦有許多位於金改試驗區的證券商提出申請，因此建議臺灣有意前往中國大陸投資的證券商，除了在上述四個自貿區外，將範圍擴大到其他先行先試的金融試驗區，先申請以搶佔先機。

二、證券與期貨業務交叉持牌

過去由於根據中國大陸的政策，證券業必須在中國大陸先行成立代表處，待一定年限後才可能以分公司或子公司形式成立證券商。但由於中國大陸一直未能開放，也使得臺灣許多的證券商在中國大陸的代表處長期無法有所發展。原以為在服貿協議通過後代表處可以成為臺、中合資證券的基礎，但服貿協議遲未能通過，自貿區的政策反而領先了服貿，證券商在中國大陸設立代表處之意義已不大。

即使在自貿區的政策之下，證券商之開放相對亦較其他金融業為嚴格，不僅體現在總體方案的文件上，亦體現在其負面清單上。如前所述，中國大陸在證券期貨業負面清單中的持股比例，自 2013 至 2015 年均未曾有所鬆動。然而，在其他的金融業部分，2015 年的負面清單將投資性公司與證券投資諮詢機構拿掉，而創投公司、基金管理公司等亦均有明顯的開放。

因此，上海自貿區已經允許證券機構未來可以交叉持牌，雖然施行細則尚未推出，故不知交叉持牌的業務到底有那些，但是與證券業務相關的部分將最有可能可以實現交叉持牌。如前所述，創投公司、投資性公司、基金管理公司與證券投資諮詢公司等進入障礙較低，雖然可能比代表處投入成本為高，但可以先行進行營運。而且未來交叉持牌後可能可以跨足證券業其他業務，開放後亦可能申請成立證券商。且創投公司在經營過程中亦可能可以累積未來 IPO 的客戶，我國證券商實可以將代表處轉型為該些證券業相關業務的公司或機構，先進入中國大陸市場營

運，除可以解決代表處無法營業的困境外，亦可以培養人才與經驗，為未來申請證券商預作準備。以拜訪天津的臺灣創投公司而言，該公司即是因為中國大陸證券業未開放，因此以創投公司的方式進中國大陸，因為在中國大陸設代表處無法進行業務，只能有收集資料與進行市場調查的功能，而此功能在成立創投公司亦能進行，而且亦可以進行營業。

三、金融控股公司

上海自貿區《金改 40 條》的方案中亦提出研究探索開展金融業綜合經營，探索設立金融控股公司。因此，可能出現集銀行、保險、證券、期貨、基金、資產管理等多項業務混合的金融集團，而相對而言，臺灣發展金融控股公司已有 10 多年的歷史，臺灣已有許多金融控股公司集銀行、證券與保險等多項業務。更重要的是這些銀行許多已經在中國大陸投資銀行業，甚至已有子行，未來中國大陸若推動金融控股公司的成立，亦是臺灣金融控股公司投資證券業的另一個管道。

2015 年 3 月份，中國證監會新聞發言人張曉軍曾公開表示，證監會正在研究商業銀行在風險隔離的基礎上申請證券商牌照的制度和配套安排，但政策落地尚無明顯時間表。顯示中國大陸已在探索由銀行持有證券牌照的可能性。然由於 2015 年年中至 2016 年初時中國大陸證券市場大幅波動，甚至造成證監會高層亦遭撤換，使得改革進度有點延滯。但未來一行三會的分業監管方式亦可能會改為混業監管，如此金融控股公司的改革進程也許會有所加快。

據中國大陸媒體報導，中國大陸已經有許多銀行透過收購等方式，間接持有證券商牌照，混業經營成為趨勢。例如中國民生銀行的全子公司「民生商銀國際控股有限公司」在香港收購華富國際控股有限公司(簡稱「華富國際」)，出資不超過 50.1 億元港幣並持有華富國際控股有限公司不超過 35.56% 的股權。除了民生銀行外，中國大陸已有 7 家銀行透過子公司收購證券商股權而介入證券業，包括中國銀行、工商銀行、建設

銀行、農業銀行、興業銀行、交通銀行、招商銀行，還有國家開發銀行成立證券子公司，共計有 9 家銀行持有證券牌照。

我國已有許多銀行進入中國大陸，也有分支行與子行的佈建，其中許多家中國大陸的臺資銀行其母公司在臺灣均為金控公司，已有金控事業相關經驗，亦有涉足中國大陸證券業的規劃。未來中國大陸金融控股公司相關規範出爐後，也許可以利用銀行併購證券商股權的方式，跨足中國大陸證券業。

四、第三波自貿區與其他金融綜合改革試驗區之開放

第二波的福建、廣東與天津自貿區在 2015 年才剛獲批成立不久，中國大陸國務院即在 2015 年 12 月發佈《關於加快實施自由貿易區戰略的若干意見》，表明中國大陸中央的態度將會大力推動自貿區的建設，另外，2016 年 3 月時的「兩會」亦提出擴大自貿區試點。據中國大陸的媒體報導，已有包括河南、山東、四川、重慶、浙江、陝西、廣西、新疆等十多個省市向中國大陸國務院申請設立自貿區。在眾多申請者之中，2016 年 8 月 31 日中國大陸商務部部長高虎城在接受新華社採訪時透露中共與中國大陸國務院已經決定在遼寧省、浙江省、河南省、湖北省、重慶市、四川省、陝西省新設立 7 個「自由貿易試驗區」。這是繼 2013 年成立上海自貿區、2015 年再成立福建、廣東與天津自貿區及上海自貿區擴區後，中國大陸推出的第三批自貿區。

第一波自貿區選擇上海是因為上海具有中國大陸對外經濟不可取代的重要性，而由第二波的自貿區可以發現，除了自由貿易與先行先試的政策目標外，尚有其各自特殊的戰略目的。首先以福建與廣東自貿區為例，是為了對接臺灣、香港與澳門的特殊安排，具有相當程度的統戰意味，而天津雖然沒有明顯的對接對象，但它是服務於京津冀協同發展的國家戰略，亦有其特殊的戰略地位考量。因此，第三波自貿區的選擇與其國家發展戰略具有相互對接之考量。中國大陸目前最重要的國家戰

略即為「一帶一路」與「長江經濟帶」，尤其是在國務院《關於加快實施自由貿易區戰略的若干意見》中，多次提到「一帶一路」的戰略，故第三波自貿區許多都是列名在「一帶一路」與「長江經濟帶」之省市地方。

在「一帶一路」部分，包括四川成都、陝西西安、湖北武漢與河南鄭州已獲批成立自貿區。河南省主要是落實中央關於加快建設貫通南北、連接東西的現代立體交通體系和現代物流體系的要求，著力建設服務於「一帶一路」建設的現代綜合交通樞紐。湖北省主要是落實中共中央關於中部地區有序承接產業轉移、建設一批戰略性新興產業和高技術產業基地的要求，發揮其在實施中部崛起戰略和推進長江經濟帶建設中的示範作用。四川省主要是落實中央關於加大西部地區門戶城市開放力度以及建設內陸開放戰略支撐帶的要求，打造內陸開放型經濟高地，實現內陸與沿海沿邊沿江協同開放。陝西省主要是落實中央關於更好發揮「一帶一路」建設對西部大開發帶動作用、加大西部地區門戶城市開放力度的要求，打造內陸型改革開放新高地，探索內陸與「一帶一路」沿線國家經濟合作和人文交流新模式。

在「長江經濟帶」上，包括重慶、四川成都與湖北武漢亦已獲批。重慶是中國大陸四個直轄市之一，而除北京外，天津、上海均已獲批成立自貿區，而天津自貿區之規劃事實上亦將北京納入相關的規劃，只有重慶仍沒有。重慶自貿區的申請幾乎與廣東、天津同步，又具有港口、鐵路與機場，且規模相對大。重慶市主要是落實中央關於發揮重慶戰略支點和連接點重要作用、加大西部地區門戶城市開放力度的要求，帶動西部大開發戰略深入實施。

遼寧省是東北地區唯一獲批成立自貿區的省份，主要是落實中共中央加快市場導向體制機制改革、推動結構調整的要求，打造提升東北老工業基地發展整體競爭力和對外開放水準的新引擎。而浙江省主要是落實中共中央關於「探索建設舟山自由貿易港區」的要求，就推動大宗商

品貿易自由化，提升大宗商品全球配置能力進行探索。

第三波自貿區的開放代表著中國大陸經濟開放的方向不變，且進展可能會加速，臺商可以在更多的地方進行佈局，如此對臺資證券商而言，便可以分散區域經營，避免相互競爭而降低獲利。

除了第三波自貿區外，如前所述許多金融綜合改革試驗區亦有中外合資證券商之申請，如雲南沿邊金融綜合改革試驗區、溫州市金融綜合改革試驗區等，其他還有青島、泉州、吉林、浙江台州等均有不同目標的金融綜合改革試驗，臺灣的證券商亦可以納入佈局的考量。

五、自貿區業務之開放

比較可惜的是在業務上，自貿區事實上並沒有太多創新和開放的情況，而且即使有所創新與開放，也是多針對於已經在區內投資經營的廠商。因此臺灣證券商若無法進入該自貿區，則對拓展其業務效果較小。雖然如此，自貿區仍有些許即使不在自貿區投資亦可能獲取之商機。例如四個自貿區均有的政策，即在區內就業並符合條件的境內個人按規定開展各類人民幣境外投資，亦即合格境內個人投資者(qualified domestic individual investor; QDII2)。由於中國大陸股票市場投機意味濃厚、上市公司的財報可信度值得考量，且在經歷中國大陸去年的股市暴漲暴跌後，中國大陸民眾對中國大陸股市信任程度大幅降低，將股市的資金抽離而投資其他工具，例如房地產，此亦是中國大陸近來房地產大幅飆漲的原因之一。中國大陸經過幾十年的改革開放後，民間累積相當龐大的資金，但投資管道卻相對有限，因此有了「兩多兩難」的問題，即「民間資金多，投資難；中小企業多，融資難」，原先只聞樓梯響，未見人下來的 QDII2，可能會在自貿區中加速進行，如果推行順利，甚至會適用全中國大陸，再不然第三波自貿區亦會適用，臺灣證券商可望利用 OSU 的方式承接其投資與財富管理業務或甚至吸引中國大陸投資者直接投資臺灣資本市場。

其次，是「一帶一路」上的合作，臺灣仍有籌資成本較低的優勢，人民幣資金池亦夠大，且在「一路」的東南亞國家臺灣亦有許多臺商與經營經驗，若兩岸證券業可以合作開發有關一帶一路的創新金融商品，對於台灣、中國大陸與「一帶一路」沿線國家三方均有好處。

另外，金融科技的發展亦是一個可以切入的重點，由於臺灣在金融科技、交易系統等均較中國大陸為先進，且臺灣是一個較為開放的經濟體，中國大陸則相對封閉，未來在進行對外開放上可能會學習臺灣的經驗與技術。且由於金融科技的進步，實體營業據點的重要性持續下降，因為在中國大陸投資開戶不一定要在當地的營業據點，可以利用互聯網進行視頻認證，手機 APP 即可交易，故中國大陸的實體營業據點均已經開始有輕量化的現象，規模變小，甚至減少據點，服務人員亦變少。但即使如此，在其他地方佈點仍是需要報證券監管單位審批，行政管理力量仍是非常大。

最後，上海證券商協會指出臺灣證券商的管理經驗與風險控管能力均相對中國大陸的證券商為佳，中國大陸的證券商有時為了衝高營業額與開戶人數，對於風險控管上多不是非常的重視，因此造成證券商與投資人之間產生許多的衝突，而由於上海證券商協會主要工作之一便是協調證券商與投資人之間的糾紛，故其感受相當深刻。

第二節 中國大陸自貿區發展對臺灣證券商之挑戰

雖然由相關文件看來，自貿區在金融業有許多的開放，而臺灣證券業最關心的合資新設亦有了相當程度的突破，但自貿區開放後許多的配套措施都還沒有形成，因此實際上要進行投資，仍然有相當的挑戰。

一、政府單位的多頭馬車

首先是政府行政機關的多頭馬車，如前所述中國大陸自貿區雖然有

開放與先行先試的條件，但實際上仍需要有其審批的複雜程序。自貿區管委會、地方政府(金融辦)與地方國臺辦基於招商引資的目的，多對外商與臺商的投資持歡迎的態度，且常會開出許多承諾以吸引外商投資，但當地的證監局則著重在監管角度，且地方證監局受命於中央證監會。因此，當地方政府向中央政府申請時，尚需要經過商務部與證監會的同意，開放時程是由商務部決定，但是否核准則必視證監會而定。

另外，由於目前證券商尚不允許外資獨資，必須與其境內廠商進行合資，而地方政府均希望外資證券商與其所屬的國有企業進行合資，以目前在福建的兩家臺灣證券商其合資對象均是當地政府的國有企業，且希望國有企業可以有相當的控股。當然此有優點也有缺點，優點是因為合資方是地方政府的國有企業，有相當的政治關係，營運可能較為順利。然而，缺點是若合資雙方意見不合或是合資對象非善意合夥人，則對臺灣證券商將會相當不利。

據研究團隊實際在中國大陸參訪所得的資訊，由於中國大陸對自己非常沒有信心，擔心外資進入搞破壞，中央政府對開放其實是很保守的，但由於地方很難自己做政策決定，細則亦有許多均未出臺，官員不敢負責任，故沒有什麼新的東西出來。

此外，中國人民銀行、證監會與外匯管理局各有立場，各有各的盤算，沒有一個統一的對口，沒有人敢確定說什麼東西可以做，對於內資與外資亦有差別對待，內資可以在業務上大膽試點，但外資不敢，當局沒有明確說可以做的就不敢做。

最後，有關臺資的部分又較外資相對複雜，因為除了人民銀行、證監會、外匯管理局等單位之外，還需要有國臺辦的背書，除此之外金融部分的開放最後拍板定案的是中國大陸國務院，國務院是否能夠同意則時常是政治決定，而非經濟決定。

另根據訪談中國大陸智庫時，其提到中國大陸目前仍不完全是一個法治的國家，自貿區的相關開放政策大多只是文件，如總體方案、指導

意見等，但若沒有修法，政府其實可以選擇遵守或是不遵守，而只是說開放時程或開放措施未定，企業亦無可奈何。而且，即使政府已經放開的政策，亦可以限縮範圍，例如訪談對象舉了一個例子，中國大陸已經對存款利率完全放開，理論上可以由市場來決定，但國有銀行卻接到金融監管單位的電話要求不得浮動多少比例。

二、中國大陸證券業競爭已相當激烈

如前所述，中國大陸證券業之市場集中度遠較臺灣為低，資產與營收規模最大的中信證券在總資產上所佔的市場份額僅有 7.54%(請見前表 3-2-4)，而營收比重只佔了 5.93%(請見前表 3-2-4)，故市場競爭程度相當的激烈。

另不同的地區證券業的競爭情況亦有所不同，2016 年 9 月止中國大陸總計 126 家證券商中，僅上海即有 24 家證券商，佔了近 2 成，為證券業的一級戰區，其次是在深圳，有 19 家，第三則是北京的 18 家，僅此三地就佔了 48.4%，其餘包括廣東有 6 家、江蘇 6 家、浙江 5 家、四川 4 家，而福建則有 3 家（請見 4-2-1）。

而分支機構部分，證券業分支機構最多的地方為廣東省(不含深圳)共有 796 個營業部，其次是上海，有 636 家營業部，而江蘇、浙江等地亦有 500 家以上的營業部（請見 4-2-2）。在強大的競爭壓力下，佣金殺價的情況非常嚴重，許多證券商甚至開始打出零佣金或是甚至是負佣金的方式招攬客戶，殺價競爭的情況相當嚴重。

表 4-2-1 中國大陸證券商區位分佈

地點	公司數量	地點	公司數量	地點	公司數量
上海	24	內蒙古	2	天津	1
深圳	19	吉林	2	甘肅	1
北京	18	安徽	2	河北	1
廣東	6	江西	2	河南	1
江蘇	6	西藏	2	青海	1

浙江	5	海南	2	青島	1
四川	4	湖北	2	重慶	1
福建(不含廈門)	3	新疆	2	廈門	1
湖南	3	遼寧	2	黑龍江	1
陝西	3	大連	1	貴州	1
山西	2	山東	1		
雲南	2	廣西	1		

資料來源：中國大陸證監會，本研究自行整理

表 4-2-2 中國大陸證券商營業部區位分佈

地點	營業部數量*	地點	營業部數量	地點	公司數量
上海	636	內蒙古	88	天津	163
深圳	329	吉林	148	甘肅	87
北京	380	安徽	271	河北	217
廣東	796	江西	282	河南	282
江蘇	560	西藏	18	青海	28
浙江	579	海南	47	青島	107
四川	331	湖北	322	重慶	199
福建(不含廈門)	271	新疆	73	廈門	95
湖南	240	遼寧	229	貴州	78
陝西	225	大連	92	寧夏	44
山西	154	山東	350		
雲南	136	廣西	175		

* 由於各地方計算證券業分支機構之時間均不同，故本表所列為 2016 年 9 月 30 日各地方轄區所公布之最新資料為準

資料來源：中國大陸證監會，本研究自行整理

根據拜訪上海證券商協會針對上海證券業競爭情況進行瞭解，上海證券商協會指出，理論上證券商協會的自律任務即要求不可以有零佣金的情事發生，但若真出現零佣金，證券商協會亦只會要求該些證券商進行說明，合理的情況下仍可能允許低於成本的佣金(此成本之計算為平均佣金率的一個固定百分比，協會設立預警線，當佣金低於此預警線時即會要求證券商進行說明)。

另外，中國大陸的人力成本近年來大幅的上漲，營運成本大幅的提高，且在中國大陸經營時常需要靠關係，要靠中國大陸人引導，因此臺灣幹部在中國大陸的利基已經不再，原因是沒有中國大陸人的關係。且中國大陸的專業人才與訓練已逐漸加強，臺灣的幹部在專業上已逐漸被取代。而且臺灣要合資新設證券商成本非常高，要從零開始，交易、結算、登記等系統建置、牌照的一一申請，均必須花費相當的精神與成本，因此拜訪的許多證券商表示臺灣證券商進入的最佳時機已經過去了。然而，即使如此，以臺灣目前的市場規模，中國大陸的市場規模仍是非常大，且據拜訪對象指出中國大陸內資的證券商雖然競爭激烈，但仍有正的利潤可圖。

三、中國大陸的潛規則

在投資中國大陸時必須要特別注意的是，中國大陸雖然已經改革開放多年，市場經濟的制度也基本形成，但人治的情況仍非常嚴重，許多規範是不會以明文列出，而是有各式各樣的潛規則。

以創投公司為例，自貿區雖然開放創投公司，但許多細則沒有出臺，許多還是回歸原規定，例如有關創投的最新法令是 2004 年就已經存在的，外管局、證監局也不會管是不是自貿區，都是按照自己的規律辦事，舉例而言，為了避免外資的炒作，政府規定創投公司在未投資時的資本金只能存放在定存，不能做任何的金融運用，但如此則造成資金應用非常沒有效率，產生了成本壓力。再如在風險監管上，如風險控管、稽核等人員，不能自行聘用，必須要證監局同意才能聘用，提出的人選如果被否決，要再重新提一次，非常麻煩。而聘用的該些風控人員權力非常大，可以隨時舉報違規，因此造成風控人員實際權力大於實際經營者，合規的成本非常大。

其次，在資產管理業務部分，臺灣資產管理公司不能自己管理，要與中國大陸有 QDII 的機構合作，資產管理公司有公募資金資格者不多。

據受訪的創投公司指出，雖然早在 2015 年取得執照，在 2015 年 4 月設立直到現在，該公司實際上尚未進行任何一筆投資，原因有 1.要先了解市場，短期不太容易投資、2.許多公司的財報非常不透明，造假的情況普遍，主要是由於中國的稅務非常細，公司為了避稅所致、3.政策時常會變動(政策兩難，如降污染、保就業等)。

再者，創投公司可以投資的標的亦有相當的限制，有一大堆的負面清單，很多產業領域不能做，而且許多產業領域亦不知道是否可以投資，例如大數據公司、生技產業可否投資就不得而知，只有一些普通民生產業、製造業可以投資，但該些產業利潤本就不高。另外在中國有許多的潛規則，許多看不到的規範，都是必須實際參與後才能夠發現，只能自己去摸索，去嘗試。

中國大陸的政策會隨資本市場的波動而有所調整，也會對內外資也有差別對待，如去年（2015 年）8 月份一個行政命令，外資銀行的內保外貸就被關閉，人民幣資金池也只有中國大陸的銀行可以做。

在金融相關衍生性金融商品的發展會較慢，但實體的衍生性商品會較快，如黃金期貨市場已經運行，石油期貨亦已獲批，但何時開辦仍未知，可對境外開放，境外可開戶，可在境外融資，但目前規模均不大，是否會對臺灣廠商有誘因不得而知。

四、臺資與外資之身分

根據臺灣廠商赴中國大陸投資的經驗而言，大多數的情況下臺資是被視為外資的，且過去臺資的待遇經常較外資為優惠。然過去主要是製造業或是一般的服務業，許多是地方權限可以決定，但金融業為特許行業，必須由中國大陸中央政府進行認定。雖然本研究團隊在拜訪四個自貿區相關單位時，部分認為臺資是屬於外資，故上海自貿區政策可以適用(包括上海證交所、廈門金融辦等)；而另一部分單位則認為臺資金融業必須在 ECFA 的架構下，亦即服貿協議通過後才可能放行(包括上海證

監局等)。但無論何種說法，均強調審批權仍在中國大陸中央，各地方的自貿區只能向該省政府提出申請，再由省政府向中央政府商務部與證監會申請，再報請中國大陸國務院審核，若核准則再交由中國證監會下發到省政府，省政府再下發自貿區，所以許可權仍在國務院。

為了明確臺資是否與外資可以享有相同的權利與義務，本研究團隊再次拜訪中國大陸中央相關單位，包括人民銀行、證監會等機關與國家發改委宏觀經濟研究院、國務院發展研究中心與中國社科院等智庫單位，進一步瞭解中央單位的看法，所得到的回答是中國大陸在法令規定上的「外資」，是屬於「境外資金」，而非「外國資金」，因此自然適用在港、澳、臺的資金。而在法令規定中會特別強調港、澳、臺者通常是較外資為優惠的措施，而開放的順序通常是以港、澳最先，而後是臺資，之後才是外資。

根據中國大陸證監會所發佈的《外資參股證券商設立規則》第二條指出：本規則所謂外資參股證券商是指(一) 境外股東與境內股東依法共同出資設立的證券商；(二)境外投資者依法受讓、認購內資證券商股權，內資證券商依法變更的證券商。而同規則的第七條指出境外股東的身分應具備條件如下：

- (一)所在國家或者地區具有完善的證券法律和監管制度，已與中國證監會或者中國證監會認可的機構簽定證券監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係；
- (二)在所在國家或者地區合法成立，至少有 1 名是具有合法的金融業務經營資格的機構；境外股東自參股之日起 3 年內不得轉讓所持有的外資參股證券商股權；
- (三)持續經營 5 年以上，近 3 年未受到所在國家或者地區監管機構或者行政、司法機關的重大處罰；
- (四)近 3 年各項財務指標符合所在國家或者地區法律的規定和監管機構的要求；

- (五)具有完善的內部控制制度；
- (六)具有良好的聲譽和經營業績；
- (七)中國證監會規定的其他審慎性條件。

故可以證明拜訪單位所指「外資」是指「境外資金」而非「外國資金」。然而，由於中國大陸仍是一個人治為主的社會，許多的經濟事務目前仍是需要報批核准，尤其是金融業是特許行業，目前仍未開放使用報備制，即使完全符合法令，相關單位仍可能不審批，特別是在兩岸政治關係因新政府上臺而如此低迷的此時。但是，拜訪時中國大陸單位亦提出，其實兩岸只是政治上的交流有所中斷或暫緩，但在經濟、文化上的交流其實不受影響。以陸客來臺為例，他們指出雖然去到臺灣的陸客有減少的趨勢，但事實上中國大陸官方並未真的限制陸客不能到臺灣。

拜訪對象亦提出，各自貿易有競爭與相互模仿的特性，若一個自貿區報請國務院核可後，可望形成領先效應，其他自貿區便會提出申請，國務院同意的機率便會較大，因此福建自貿區與上海自貿區若在臺、中合資的證券商有所突破，其他自貿區亦會有相應的動作。如拜訪中國大陸臺資證券商指出，四個自貿區中以上海和廣東最為積極，其對全世界開放，世界最大的機構均在該兩處佈局。其次是福建，有其對臺的特殊意義，福建自貿區的兩家臺資證券商未來若通過，其他自貿區亦可能比照辦理。

五、香港與其他國家證券商之競爭

除了申港證券與華菁證券之外，如前所述在 2016 年 9 月底止已有 17 家中外合資證券商在排隊，而且由於中國大陸與香港有簽署 CEPA，目前申請的許多證券商均有港資在內，申港證券與華菁證券均有港資的背景，預期有港資身分的申請者較容易也較快可以獲得核准。

如前所述，上海自貿區雖然在允許中外合資證券商的成立，且在股權安排與中國大陸合資對象上有所開放，但雖然在法令上臺資比照外資，

但審批的權力仍然在中國大陸中央，如果大陸中央延遲審批或刻意刁難，臺灣即使利用上海自貿區的優惠政策進入，亦較外資與香港證券商為困難或進入時程較晚，對我國證券商而言將形成另類的進入障礙，不利臺灣證券商在中國大陸的佈局。

如前所述，中國大陸的證券業的競爭已經非常激烈，現在又已有 19 家合資證券商已核准或正申請進入中國大陸證券市場，家數達原有家數 15%，預期這些證券商若全部獲批加入市場，市場競爭勢必更為激烈，臺灣證券業已經失去先佔優勢，要和其他證券商競爭將會非常辛苦。

第三節 臺灣證券商在自貿區發展之優劣勢分析

一、臺灣證券商在中國自貿區的優勢

(一)語言、文化相通，交易習慣接近

兩岸同文同種，語言相同，文化相近，因此相對於外資而言，較容易在中國大陸市場經營。而且據本研究團隊拜訪上海證交所時，其指出中國大陸的證券交易系統相當程度參考臺灣的交易系統，IT 系統也相似，投資人進行投資時所參考的指標亦與臺灣非常類似，就連法律體系與臺灣的法律體系也相當接近，中國大陸市場是非常適合臺灣證券商發展的市場。

(二)臺灣具有非常好的櫃檯買賣中心(上櫃、興櫃)系統的經驗

中國大陸資本市場現在有包括「主板」、「中小板」、「創業板」、「新三板」、「地方櫃檯交易」與「產權交易所」等。主板、中小板與創業板均是在上海證券交易所(簡稱上證所)或是深圳證券交易所(簡稱深證所)上市交易的股票市場，而所謂「新三板」即「全國中小股份轉讓系統」，與「地方櫃檯交易」與「產權交易所」一樣是屬於場外交易市場，是中國大陸官方繼上證所與深證所後，所設立的第三個交易所，也

是中國大陸近年來積極推動「多層次資本市場」中重要的一部分。它允許中國大陸境內所有符合資格的企業掛牌，許多無法在上證所與深證所掛牌上市的企業可以利用新三板進行掛牌交易，具有掛牌要求較低、掛牌時間較短、掛牌費用較低的優勢。截至 2016 年 9 月底前，在新三板掛牌交易的公司股票總共有 9,122 家，總市值為 35,430.21 億元人民幣，且成長的速度非常快，無論是掛牌家數或是掛牌公司總市值均以 100% 以上的速度成長（請見表 4-3-1）。

表 4-3-1 中國大陸新三板掛牌企業家數與總市值

時間	家數(家)	成長率(%)	總市值(人民幣億元)	成長率(%)
2013	356	-	553.00	-
2014	1,572	341.6%	4,591.40	730.3%
2015	5,129	226.3%	24,584.40	435.4%
2016 年 9 月底	9,122	154.5%	35,430.21	134.5%

資料來源：中國大陸全國中小企業股份轉讓系統，2016 年 9 月底之成長率是與 2015 年 9 月底同比成長率

而無論是新三板、地方櫃檯交易或產權交易所均屬於中小企業掛牌交易的場所，亦均屬於櫃檯買賣市場，而臺灣自 1988 年起即由臺北市證券商業同業公會之「櫃檯買賣服務中心」籌辦股票櫃檯買賣業務。為健全資本市場，提高櫃檯買賣市場之功能，財政部遂於 1993 年規劃「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」，改以公益性的財團法人組織來推動櫃檯買賣市場之發展，1994 年 11 月 1 日正式成立「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」，至今已有近 22 年的歷史，經驗相當豐富，許多國家均對中華民國櫃檯買賣中心相關交易系統非常感興趣，對於中國大陸現積極推動的「多層次資本市場」可以提供相當的經驗支持。

(三)具有豐富的證券業務的經營與風險管理經驗

證券商主要經營的業務種類包含證券發行、承銷、經紀及自營等，自 1988 年以來，國內證券商已經累積豐富的輔導公司的發行、承銷有價

證券與輔導公司上市櫃經驗，在經歷過多次風險事件(例如亞洲金融危機、美國 911 恐怖攻擊、美國次級房貸風暴、兩岸政治緊張與國內課徵證所稅等)後，也具有豐富的證券經紀買賣和自營的風險管理經驗。國內證券業在開放金融商品的過程中，培養許多衍生性商品的設計、評價與風險管理等專業人才，也導入國際監理制度，這些都是有利於國內證券業在中國市場發展的基礎。

根據研究團隊實際赴中國大陸參訪所得到的回饋，中國大陸的證券監管單位與證券商協會等均非常期待臺灣的證券商可以赴中國大陸投資。因為他們認為臺灣的證券商無論在經營管理、風險控制等經驗與技術均遠高於中國大陸的證券商，他們並指出中國大陸的證券商客戶主要是以散戶為主，客戶多且雜，在客戶的適當性管理，尤其是風險管理上較差，對客戶未善盡風險告知的義務。造成非常多的投資出了問題後，會有投訴的情況，協會便時常要協助處理，而大多數的證券商會以息事寧人的態度處理，賠錢了事。但臺灣證券商在這方面的控管相對較中國大陸好很多。

(四) 具有金融跨業行銷的經驗

我國自 2001 年制定實施「金融控股公司法」後，在經過主管機關核准後，金融控股(金控)公司底下的銀行、保險、證券、期貨等子公司，可以進行跨業交叉行銷的策略。例如，在考取相關的專業金融證照後，證券商的員工可以銷售壽險、產險、基金等理財商品，銀行員工也可以銷售壽險、產險、證券化商品。跨業行銷的方式，增加金控公司的銷售管道，提昇金融業員工的商品知識，也滿足客戶一次購足的服務。對於無法在中國設立證券商據點的國內金控公司，如果已經取得當地銀行、保險等非證券的金融業執照，在兩地的法規許可之下，可以考慮透過國內 OSU 進行跨業行銷，在海外當地推廣資產管理、證券委託等證券金融業務，累積經營經驗與客戶，待上海自貿區開放交叉持牌與金控公司後，

可以取得先佔優勢。

(五) 臺灣證券商較中國大陸證券商為積極與靈活

中國大陸的證券商大多數都有國有資本的背景，雖然可以得到政策傾斜的好處，但亦有國有事業積極性不高的弊病。臺灣的證券商幾乎都是民營資本為主，有很強烈的獲利動機，而且臺灣證券商多是已經有長年豐富的經營經驗，亦歷經過許多次的金融危機(如東亞金融風暴、本土金融風暴與美國金融海嘯等)，在經營的靈活性非常高。而中國大陸的證券商市場在 2005 年以前幾乎不太波動，市場活力低，2005 年後證券商市場快速成長，中國大陸的證券商即產生大量的獲利，故未經歷太多的風暴，不太有臺灣證券商靈活經營的優勢。

(六) 在中國大陸經商與就業的潛在臺灣客戶

根據上海市 2010 年的人口普查結果顯示，僅在上海市工作或定居的臺灣人數有 70 萬人，保守估計，有超過一百萬臺灣人因工作或定居在中國大陸。另外，根據經濟部投審會統計，截至 2016 年 3 月底為止，我國海外臺商投資件數共計 56,451 件，其中對中國大陸的投資件數為 41,766 件，占了 74%。在兩岸經貿交流頻繁的狀況下，對於金融服務的需求也日益增加。而且中國大陸四個自貿區設立的位置處於中國的一線大都市，也是多數臺灣人聚集的地方。國內證券商在中國大陸發展證券商業務時，可以考慮先由對國內證券商品牌熟悉的臺商或臺灣人開始拓展業務，再進一步生根發展證券商業務。

二、臺灣證券商在中國自貿區的劣勢

(一) 臺灣證券商業規模小

根據中國證券商業協會之統計，2016 年 6 月底中國大陸證券商資產總值為 5.75 兆元人民幣，平均的資產總值為 456.35 億元人民幣，大約為

2,282 億元新臺幣。據中國證券業協會之資料，2016 年 6 月底，中國大陸規模最大的證券商為中信證券，其資產總額為 48,412,560 萬元人民幣，約合 2.42 兆元新臺幣，資產總額超過 100 億元人民幣的證券商共有 80 家。而以臺灣而言，2016 年 6 月底證券商資產總額為 14,342.97 億元新臺幣，即僅中國大陸的中信證券一家公司的資產總額便已經超過臺灣證券商業總體的資產總額，可以想見臺灣證券商業的規模相較於中國大陸而言是非常小的。

建議政府可以適度開放證券商兼營私募基金業務，逐步打破金融業分業經營，除了可以擴大證券商的業務與擴大其規模，避免規模過小的劣勢，亦可使證券商與證券投資信託事業共同將私募基金的市場做大，吸引專業投資人將其資金投資於臺灣。

(二)國內證券商在中國的品牌知名度不高

除了規模較小之外，國內證券商在中國大陸的品牌知名度亦不高。雖然在 2009 年與中國大陸監管機構簽署金融監理合作瞭解備忘錄 (MOU)，並在 2010 年發布《臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法》，兩岸金融往來正式邁入雙向交流，根據兩岸 ECFA 服務貿易早期收獲計畫執行結果，截至 2016 年 8 月底，金管會已核准 1 家證券商赴大陸地區參股設立期貨公司，4 家投信事業赴大陸地區參股設立基金管理公司並已營業，另並有 1 家投信事業於大陸地區設立辦事處、9 家證券商赴大陸設立 16 處辦事處。有 20 家國內投信事業及 1 家證券商獲中國證券監理機構核准 QFII 資格，其中 18 家已取得投資額度合計 53.81 億美元，然整體而言，國內證券商在中國設置據點的數量並不多，其辦事處規模也較小，國內證券商在中國的知名度普遍不高，對於在中國發展的國內證券商較為不利。

(三)缺乏國際級投資銀行之經驗

如前所述，中國大陸在核發證券商牌照時，通常會先發給投行業務

牌照，由過去中外合資的證券商來看，外資合資方基本上都是國際知名的大型投資銀行，臺灣證券業的發展較無從滿足這方面需求。

(四)ECFA 服貿協議未過

由於兩岸特殊的政治關係，經濟的互動一直會受到政治的干擾，2014年3月立法院宣佈完成《海峽兩岸服務貿易協議》的委員會審查，引發太陽花學運後，服貿協議因此停擺。因為兩岸服貿協議中，中國大陸對臺灣承諾在上海、福建與深圳各設立1家兩岸合資的全牌照證券商，臺資合併持股比例最高可達51%，大陸股東不限於證券商。且允許符合設立外資參股證券商條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在大陸批准的「在金融改革方面先行先試」的若干改革試驗區內，各新設1家兩岸合資全牌照證券商，大陸股東不限於證券商，臺資合併持股比例不超過49%，且取消大陸單一股東須持股49%的限制。可以發現服貿協議對臺灣的證券業有非常大的讓利，但由於服貿協議的卡關，使得該些優惠無法實現。

即使在自貿區的開放政策是一種普惠式的原則，甚至福建自貿區直接與臺灣對接，開放兩家合資證券商，持股比重分別為51%與49%，理論上應可以避開服貿協議，但實際的運作上仍需看中國大陸國務院的態度，因為以香港與中國大陸在上海自貿區合資申設的兩家證券商為例，均是同時滿足CEPA之補充協議，未來中國大陸是否會以ECFA服貿協議為藉口而不開放臺資證券商，是一個必須關注的問題。

(五)相關法令的限制

雖然中國大陸福建自貿區已經開放允許臺灣與中國大陸合資設立證券商，而且臺資合併持股可達51%，亦即在福建自貿區與大陸合資設立證券商，臺灣證券商可以持有51%的股份，然而在臺灣的相關法令中，並沒有可以在中國大陸持股51%之法律依循。

根據《臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦

法》，第三章赴大陸地區設立分支機構及參股投資，第一款中對於子公司之定義指有(一)直接或間接被他公司持有已發行有表決權股份總數或資本總額超過 50%之公司與(二)被他公司控制之公司的情況之一者；第二款對於參股投資之定義為持有被投資者已發行有表決權股份總數或資本總額未超過 50%，且對被投資者無控制能力之情形。而第三章第一節與第二節分別對於代表人辦事處與參股投資進行規範，卻未對子公司提出明確規範，僅列出設立代表人辦事處與參股投資。因此，即使目前中國大陸已經開放 51% 股權給臺灣，臺灣證券商仍無法真正獲得該項優惠。

第四節 本章小結

本章針對中國大陸自貿區發展對我國證券商之意義進行分析，雖然 ECFA 服貿協議卡關，但中國大陸自 2013 年開始實行自由貿易試驗區的政策試點，相對為臺灣的證券業開了另一扇窗。臺灣證券商可以利用中國大陸自貿區先行先試的開放政策，作為進入中國大陸市場的灘頭堡。

除了上海自貿區外，2015 年又新增福建、廣東、天津三個自貿區，並擴大上海自貿區的範圍與開放內容，是臺灣證券業應該掌握的商機。而 2015 年三個自貿區獲批新設後不久，中國大陸再次的掀起一波自貿區熱，在 2016 年 8 月底第三波七個自貿區亦已底定，可以想見的是這些地方將會形成臺灣證券業投資佈局的新契機，因為四個自貿區的開放政策將會形成領頭羊的角色，其他自貿區的開放政策將會跟進目前的開放政策，甚至更為開放。

根據實際訪談的智庫、業者與監管單位，均異口同聲的認為只要某一自貿區所提的開放措施獲中央批准，就會造成示範效果，其他自貿區便會依樣畫葫蘆，因此臺灣證券商應依自身條件與發展規劃，積極在當地經營，以爭取先佔優勢。

相較於其他金融業，中國大陸對於證券業的限制相當嚴格，但上海自貿區已經研究開放證券業交叉持牌與探索金融控股公司，而目前臺灣在中國大陸所設立的代表處又無法實際進行營業活動。因此建議可以利用其他金融業務(如創投、基金管理公司等)先行進入中國大陸，除了可以進行業務營運之外，亦可以從事原先代表處之工作，更可以先行與當地政府機關、潛在客戶建立良好關係，待中國大陸政策開放時可以順利卡位。

根據報載，臺灣的元富與兆豐已經結束中國大陸代表處，而以創投或是利用金控資源以銀行據點搶進臺商掛牌商機。另外，根據中國證券業協會指出開展證券業務的主體必須在持牌機構內部完成，因此非金融業的互聯網企業無法在獲證券牌照前介入證券開戶、交易與客戶維護的證券業務。未來中國大陸的互聯網企業如果想要涉足證券業務，勢必要與證券相關行業業者合作，臺灣證券商應可以考慮與該些業者合資，除了可以獲得合作對象外，亦可以借助互聯網企業的科技實力，創新證券業營運方式以降低實體營業處之佈置成本。

雖然中國大陸自貿區為臺灣證券商進入中國大陸市場開啓了另一扇窗，但仍然有許多的挑戰。由於中國大陸自貿區的總體方案雖然已經公佈，但仍是大方向原則性的，許多的細則仍尚未公佈。而且實際申請上仍存在許多複雜的審批程序，需經過自貿區管委會、地方政府、國臺辦、證監會、外管局與中國大陸國務院等單位。而許多單位業務上是相互牽制的，不同單位有不同的要求，在多頭馬車的情況下，無人可以確保投資是否可以順利成功，造成投資的風險。另外，如前所述中國大陸的證券業相當的競爭，外資身分的證券商是否能與當地證券商處於平等的競爭地位，真正的獲利，是值得關注的。

因此，本研究團隊拜訪在中國大陸佈局相當久，也對中國大陸金融業相當熟悉的臺灣證券商之代表時，他就指出臺灣證券業要可以順利在中國大陸經營，有幾個要件，包括 1. 在臺灣必須有強大背景，母公司必

須要強力的支援；2. 合資的對象，中國大陸合資對策要是善意合夥人；3. 合夥人在大陸有背景，最好是有國企的背景；4. 如果無法尋找合適的合夥人，就要在考慮在中國大陸直接進行併購。

最後，本研究對於臺灣證券商在自貿區發展的優劣勢進行分析，臺灣證券商的優勢有 1.語言、文化相通，交易習慣接近、2.有上櫃與興櫃之經驗、3.具有豐富的業務經營與風險管理經驗、4.具有金融跨業行銷的經驗與 5.臺灣證券商較中國大陸證券商為積極與靈活。但臺灣證券商亦有 1.規模小、2.品牌知名度不高、3.缺乏國際級投資銀行經驗、4.ECFA 服貿協議未過與 5.相關法令限制的缺點。

除此之外，本研究要強調的一個重點是人才的部分。由於臺灣證券業之發展較中國大陸為久，無論是業務經營、產品創新與風險控管等人才均較中國大陸優秀。在研究團隊實地前往中國大陸拜訪時，中國大陸的證券業管理當局、證券業協會甚至是當地證券商均表達臺灣的證券人才相當優秀，建議可以進行兩岸證券人才的合作，即臺灣的證券業人才前往中國大陸證券商為其效力。因此，優秀的人才是臺灣證券商的優勢，但亦可能是一個非常大的威脅，因為如果臺灣證券商可以順利在中國大陸佈局或取得中國大陸業務，則該些人才可以為臺灣證券商效力，創造競爭力。但若臺灣證券商一直無法走出去擴大市場規模與創造新的業務機會，可能造成對於優秀證券業人才需求的不足，而使得該些證券業優秀的人才被中國大陸吸引，為中國大陸證券商效力，而使得臺灣證券業的優秀人才出走。故政府與證券商應該積極思考如何對抗中國大陸對於人才的磁吸效應，以留住我國優秀的人才。

第五章 結論與建議事項

第一節 結論

本研究針對中國大陸四個自貿區討論其發展策略、先行先試措施，尤其是在證券業相關領域的開放，包括准入門檻、參股條件、業務範圍等。並討論該些開放領域中對臺資與外資的優惠待遇，與兩岸證券市場目前發展概況、臺灣證券商在自貿區的商機與挑戰等，將結論分述如下。

中國大陸四個自貿區各有不同的目標與任務，其中最重要的改革之一即為負面清單，且 2015 年後四個自貿區已經使用同一份負面清單。本研究集中在金融開放部分，金融業中對於融資租賃、小額貸款、融資性擔保公司、投資性公司、資產管理公司與證券投資諮詢機構等其他金融業開放的程度較大。

福建自貿區已針對臺灣證券業開放兩家合資證券商，一家可持有 51% 股權，一家可持有 49% 股權。而上海自貿區亦開放外資證券商可與中國大陸合資設立證券商，持股比率可達 49%，且此兩個自貿區之中國大陸合資方不限證券商，與服貿協議對臺灣之開放優惠相同，為臺灣證券商繞過服貿協議前往中國大陸合資成立證券商打開了一扇門。

另外，上海自貿區規劃研擬金融控股公司與證券業務交叉持牌，對於我國證券業而言亦是一個可以思考的方式。由於證券商設立較為嚴格，可以利用其他證券業務的形態(如創投、基金管理、投資性公司等)先進入中國大陸，再利用交叉持牌的方式獲取其他業務牌照，或是利用成立金融控股公司，以併購其他證券商的方式取得證券經營的入場券。

在證券業務上，上海自貿區亦開始研議開放 QDII2，初期雖然只有針對在自貿區就業並符合條件之個人才可以開展包括證券投資在內的各類境外投資，但未來試點成功後可望可以很快推展到自貿區外，亦可

能是臺灣證券商未來可以掌握的商機。

在兩岸證券業發展的討論中，可以發現中國大陸無論是在資產、營收與利潤上均遠高於臺灣證券商，是臺灣證券商拓展規模的重要市場。但根據過去的發展來看，中國大陸的合資證券商在無法得到全牌照的情況下，經營狀況通常不會太好，且規模亦不如其他證券商。但由於自貿區的政策在持股比例、牌照上均有放開，且合資對象不限中國大陸的證券商，相對而言條件是較過去中外合資的證券商為優惠。

因為上海自貿區研議交叉持牌，故本研究將中國大陸現有證券商在證券各業務之表現進行了比較。在收入與利潤上表現最優的仍是經紀業務，其次是資管業務，且其獲利相對穩定，不受企業資產規模大小之影響，應可以優先爭取牌照。最後，投行與自營業務表現相對較差，但一般而言，中國大陸證券業的牌照會先給投行業務，經紀業務較慢，但投行業務會受證券市場表現而波動，且中國大陸常會暫停 IPO，風險較大，投行業務可先以債券承銷為主。

中國大陸的自貿區是對全世界開放，而且包括英、美、新等國的證券商亦紛紛以自貿區的開放政策參與中國大陸市場。由於自貿區許多的開放措施已經與 ECFA 的服貿協議相同，或與其接近。而且自貿區之設定本身即是對全世界開放，是高於中國大陸中央政府本身的法律政策位階。臺灣應放開胸懷，不要設限在自貿區為地方政策，將與之交往認為被矮化為中央與地方政府之交往。我國若繼續在服貿協議的議題上僵持不下，則會使得許多商機的流失，我們應該積極的應用自貿區的開放政策，與美、英等國相同以「境外資金」的身分嘗試的利用其開放政策。

最後，本研究分析了中國大陸自貿區發展對臺灣證券商之商機與挑戰，並分析臺灣證券商的優劣勢。商機的部分包括 1.自貿區先行先試之地位可做為臺灣證券商進入中國大陸的灘頭堡、2.證券與期貨業務的交叉持牌、3.金融控股公司的模式、4.第三波自貿區與金融綜合改革試驗區的開放、5.自貿區業務之開放等。而挑戰則包括 1.中國大陸政府單位的

多頭馬車、2.證券業競爭已相當激烈、3.中國大陸的潛規則、4.臺資與外資的身分與 5.香港與其他國家證券商之競爭。

最後，本研究對於臺灣證券商在自貿區發展的優劣勢進行分析，臺灣證券商的優勢有 1.語言、文化相通，交易習慣接近、2.有上櫃與興櫃之經驗、3.具有豐富的業務經營與風險管理經驗、4.具有金融跨業行銷的經驗與 5.臺灣證券商較中國大陸證券商為積極與靈活。但臺灣證券商亦有 1.規模小、2.品牌知名度不高、3.缺乏國際級投資銀行經驗、4.ECFA 服貿協議未過與 5.相關法令限制的缺點。另外，本研究認為政府與證券商應正視中國大陸證券業之發展對臺灣證券業人才磁吸效應，及早預防。

第二節 建議事項

依據本研究之討論綜合歸納對政府與證券業之建議如下：

一、對政府的建議

(一) 對於證券業在中國大陸投資應採更開放積極之態度

新政府上任後，兩岸關係迅速降溫，中國大陸官方對臺灣金融業之開放的步伐似有放慢的情況。而我國政府對於中國大陸的整體戰略思維亦略顯消極，尚未提出明確的大陸政策，將使得臺灣證券商在中國大陸之佈局產生不確定性。

例如有些在中國大陸已經深耕許久，亦已尋得合資對象的證券商，只待向雙方監管單位送件申請，但卻因為被要求申請方需要檢附對方監管單位的同意函，故告知暫緩送件，而延緩了申請時程。如目前金圓統一證券已經向中國大陸證監會送件也已獲受理，但無法向臺灣金管會送件，而被中國大陸證監會要求補送材料。

如前所述，中國大陸現已有多家中外合資證券商送件申請，而且幾

乎每個月都有送件申請的案子，若持續的延宕對我國證券商將相當不利。因此建議政府應儘快明確對與中國大陸經濟與金融交往之戰略方向，以利我國證券商在中國大陸之佈局與業務之爭取。

政府也許擔心中國大陸自貿區(尤其是福建自貿區)的對臺優惠有矮化我國成為地方政府之疑慮，因此政府在相關的作業上較為保守。然而，由本研究發現，中國大陸的自貿區政策是中國大陸國務院位階，高於許多的中央法令位階，尤其是上海自貿區政策是對於全世界各國開放。雖然目前所核准的中外合資證券商均為港資身分，但在申請的 17 家中外合資證券商中亦出現非港資身分的外資(如新加坡大華繼顯控股有限公司)，且臺資亦是適用「境外資金」的規範，故在自貿區的往來不應視為中國大陸(地方)對我國(中央)之關係，而是與全世界各國地位相等的競逐中國大陸市場。

政府應該以更開放的心態，只要滿足我國法令規範，即可先行出具同意函，讓該些公司送件申請，以免延誤時機造成商機的損失。因為畢竟是我國廠商到他國進行投資，若投資母國都不主動出具同意函，而要求被投資國先出具同意函，似有不盡合理之感。而且臺灣若有證券商獲批設立合資證券商之實例，亦可成為示範效應，表示中國大陸對我國證券商不會有刻意阻擋的情事。

(二) 調整《臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法》中參股投資無法取得 50% 以上股權之規定

如本研究所述，在上述辦法中規定參股投資不得持有被投資公司 50% 以上的股權，以至於中國大陸在福建自貿區給予我國證券商一家 51% 股權合資證券商之開放措施亦無法實現。未來中國大陸自貿區持續開放後，外資持股可望進一步的放開，可能超越 49% 的紅線，我國證券相關機構無法獲得與外資在中國大陸相同之待遇，對我國證券商明顯不利。

(三) 思考開放中國大陸個人與企業投資者限額、限產業投資國內超過一定資本額之上市公司股票

為活絡國內金融市場資金動能，我國已開放中國大陸部分投資人來臺購買我國金融商品。依金管會規畫，將陸客分為三大類，一是在臺的大陸配偶、陸企，可投資我國臺幣基金(含 ETF)，不受現行 5 億美元額度限制；投資國內市場達 30% 以上的外幣基金將另新增 5 億美元額度，與 QDII 共用；投資國內市場未達 30% 的外幣基金和外幣債券不受額度控管；依法入境惟未取得我國居留證之大陸地區自然人(大陸觀光客)可以投資我國臺幣基金(含 ETF)，與 QDII 共用現行 5 億美元額度。而未入境之其他大陸地區投資人則不得投資，只能購買外幣計價之基金與債券。未開放購買上市股票之原因是擔心對國內公司的股權造成影響，造成控制公司之情形。

由於許多產業是我國經濟發展之重要命脈產業(如國防、半導體、生技等)，但部分產業與國家安全無涉，而且如果限額投資，並只限資本額超過一定金額之上市公司，亦較不會有控股之情況，故可以思考在風險可控的前提下，列為下一步的開放措施。而且臺股近來量能不足，適度開放市場亦可以引入資金投資臺股，提高臺股的流動性與擴大規模。

(四) 預先準備爭取中國大陸 QDII2 來臺投資

中國大陸人民銀行自 2013 年的年度工作會議時，提及做好合格境內個人投資者(QDII2)境外投資試點相關準備工作，同年 1 月 14 日時任中國證監會主席的郭樹清表示要適時推出 QDII2，2015 年 10 月 21 日，李克強總理主持召開國務院常務會議，強調研究啟動 QDII2 試點。

但 2016 年初起大量的資金離開中國大陸，使得 QDII2 進程有所暫停，然而由於中國大陸 2016 年申請 A 股納入 MSCI 受挫，中國大陸勢必要捲土重來。未來資本市場開放與改革的進程有所加快，除了推出深港通外，亦提出 A 股市場停牌新規。而據香港中資證券業協會會長閻峰

表示 QDII2 亦可望於 2016 年底前推出，而上海、天津與深圳自貿區(或該城市)均有可能成為首批試點的區域之一。

由於兩岸文化背景相近，又有大批臺商在中國大陸投資，中國大陸民眾對臺灣證券市場的接受度應相對西方國家市場為高，故對於 QDII2 所釋放出來的資本市場商機，無論是政府或是我國證券商均應有所準備。

除了 QDII2 之外，上海自貿區亦提出開放在自貿區內就業並符合條件的個人可按規定開展包括證券投資在內的各項境外投資。雖然初期只有上海自貿區，但在中國大陸積極的發展自貿區的情況下，未來其他十個自貿區亦可能跟進試點。甚至未來試點成功之後，會推展到全上海甚至全中國大陸，對於中國大陸境內個人投資者開展海外證券投資開了大門，對我國資本市場而言亦是一個重要商機，因此政府應及早思考如何吸引與爭取中國大陸個人投資者的資金來臺灣進行投資。

(五) 適度降低臺灣複委託利用滬/深港通投資 A 股之限制，並積極洽談滬臺通與深臺通

滬港通已經運作 2 年的時間，為我國投資人投資中國大陸 A 股提供了較為便利的管道也增加了我國證券商的業務機會(無需到中國大陸開戶，直接利用我國證券商複委託到香港再透過滬港通購買中國大陸 A 股)。而深港通已獲中國大陸批准，預計年底時即可正式上路，未來亦可以增加我國投資人的投資標的。然目前我國規定僅專業投資人(3,000 萬資金以上的專業投資自然人與 5,000 萬資金以上的專業法人)與專業投資機構可以利用此模式，一般人仍無法利用，在風險可控與交易經驗逐漸累積後，應逐步適當調整降低投資人資格門檻。

利用複委託方式經由香港再利用滬港通的模式，相對較麻煩，成本亦相對較高。且投資者只可於兩地市場均開放交易且兩地市場的銀行於相應的交收日均開放服務的工作日在對方市場進行交易。未來可思考與中國大陸協商滬臺通與深臺通的可能性，除了為我國資本市場注入活水

外，亦可以提供我國投資人更為便利的投資管道。

二、對證券業之建議

(一) 利用自貿區與金融綜合改革試驗區中外合資證券商的開放政策進行佈局

過去因為服貿協議未過關，使得我國證券商赴中國大陸投資的腳步幾乎停擺。但根據本研究發現，上海自貿區已開放中外合資證券商，外資持股可達 49%，且內資股東不要求為證券商，並擴大合資證券商的業務範圍。而福建自貿區則是給予臺灣在自貿區設立 2 家合資全牌照證券商，其中一家臺資合併持股比例可達 51%，另一家為 49%，而且重點在「全牌照」，大陸股東不限證券商，並取消大陸單一股東須持股 49% 之限制，是對臺灣最有利的安排。

除了上述的區域外，其他的金融綜合改革試驗區亦有中外合資證券商之申請，雖然條件可能不若自貿區開放，但亦是臺灣證券商在中國大陸分散佈局可以考慮的地方。因此，我國政府與證券商無需再自我設限在服貿協議，應以開放心態將中國大陸各自貿區與金融綜合改革試驗區納入佈局中國大陸的思維中。

如前所述，中國大陸證券業的佈局中，廣東、上海、北京等地區證券商總公司、分公司與營業部數量非常多，可謂是證券商競爭的一級戰區。但其他地區如雲南、廣西等區域證券商總公司、分公司與營業部數量較少，臺灣證券商可以分散其投資地點避免過度競爭造成利潤的壓縮。

若我國證券商可以取得與中國大陸合資證券商 49% 或甚至超越 50% 的股權比例當然是最理想的狀況，然而若無法達到如此高比例的股權，建議只要在相對可以控制的情況下，仍可以考慮佈局。因為中國大陸證券市場競爭相當激烈，現亦有許多證券商申請進入中國大陸市場，未來競爭程度只會愈來愈高，若再更晚進入對臺灣證券商而言將會愈不利。

事實上，現在正申請或已核准的中外合資證券商外資亦不一定都持有 49% 的股權，如申港證券的兩家香港股東只各持有 15%，合起來亦只有 30%。因此建議臺灣證券商在與中國大陸合資方與官方溝通無法取得 49% 股權時，仍應考慮進入市場，或協調以增加牌照取代股權比例，先進入中國大陸市場取得先佔地位，未來再設法增加持股或控股。

(二) 先以基金管理公司或創投公司方式進入中國大陸市場

如前所述，中國大陸對於基金管理公司、創投公司等管制較證券商為寬鬆，且已有許多中外合資和成立外資獨資子公司的例子。

根據中國大陸證券投資基金業協會的統計，截至 2016 年 8 月底止，中國大陸境內基金管理公司有 104 家，而其中共有 44 家基金公司為中外合資，而境外出資方持股比例達 49% 的有 17 家，恒生前海更是一舉拿到了 70% 的持股比例。顯示相對於證券商而言，基金管理公司是中國大陸相對比較放鬆的。除此之外，基金管理公司可以經營私募基金業務，未來若符合條件亦可申請公募基金之資格。

由於短期內證券商的開放可能較為困難，但如果可以合資基金管理公司的方式，先行進入中國大陸市場，除可以開始運行業務外，亦可以培養資管與自營業務的人才與經驗，為未來成立合資證券商準備。

另外，由於中國大陸在非自貿區成立合資證券商有經營業務上的限制，開始時會先開放投行業務，之後才是自營、資管與經紀業務。而如前所述，中國大陸在上海自貿區已經開始探索「交叉持牌」的試點，未來證券商、基金管理公司、期貨公司與證券投資諮詢公司的牌照可能可以交互持有，即基金管理公司可以持有證券業與期貨業之牌照，未來業務的拓展將會有較大的空間。

(三) 研究爭取以金控公司收購證券商方式

中國大陸上海自貿區現在積極研擬金融控股公司與證券期貨交叉持牌的試點，事實上中國大陸的銀行業許多已經利用收購證券商的方式，

成立如金融控股公司的集團。例如國家開發銀行收購航空證券，更名為國開證券，成為首家進軍證券業的商業銀行；而光大集團、中信集團、招商局集團與平安集團，已經基本拿到銀行、證券與保險的全牌照；興業銀行有意收購華福證券股權、交通銀行有意入股華英證券等，均是銀行業利用收購股權取得牌照的發展趨勢。

雖然目前仍是以中國大陸的銀行收購為主，但由於金融混業經營的趨勢與傳統「一行三會」監管體系的改革，均可能使得中國大陸加速金融控股公司的改革時程，未來亦可能開放給外資的銀行，也可以利用策略聯盟或直接收購取得中國大陸證券業的牌照。另外，富邦華一銀行參股徽商期貨亦是一個重大突破，此一發展趨勢值得我國在中國大陸已有銀行投資之金控業者關注。

(四) 可思考與中國大陸互聯網業者合作

如前所述，中國證券業協會規定開展證券業務的主體必須在持牌機構內部完成，因此非金融業的互聯網企業無法在獲證券牌照前介入證券開戶、交易與客戶維護的證券業務。未來中國大陸的互聯網企業如果想要涉足證券業務，勢必要與證券相關行業業者合作。因此，阿里巴巴的馬雲便由其旗下瑞東金融出面申請雲峰證券，而東亞前海證券亦在申請全牌合資互聯證券商。臺灣證券商應可以考慮與該些業者合資，除了可以獲得合作對象，避免因同為證券商造成經營理念之衝突外，亦可以借助互聯網企業的科技實力，創新證券業營運方式以降低實體營業處之佈置成本。

(五) 證券商可與投信公司合作爭取資產管理與諮詢業務

如本報告所提，台灣證券商相對於中國大陸證券商而言，規模普遍較小，且品牌知名度亦相對不高，因此較難以吸引中國大陸業者與其合資。另外，我國證券商在中國大陸設立合資證券商與取得牌照相對較困難，但基金管理公司對其他證券相關業務公司限制相對較小。且據本研

究結果，資產管理業務是經紀業務外相對獲利率較高的業務，且臺灣在這項業務上亦有其比較優勢。故我國業者可以思考以證券與投信或投顧公司合作，除了可以擴大規模外，亦可以進行優勢互補，提升集團質感，以便吸引當地業者共同合資，爭取資產管理與諮詢業務，並為未來的交叉持牌預作準備。

(六) 防止中國大陸證券業對臺灣人才的磁吸效應

目前為止，中國大陸證券商對於臺灣的證券相關人才非常有興趣，在本研究團隊進行實地拜訪時，對方一再強調可以進行人才交流的合作，即中國大陸證券商可以聘用臺灣優秀的證券相關人才。然而這代表著臺灣的優秀人才將為中國大陸證券商所用，對臺灣證券商的發展不一定有利。

由於中國大陸證券業發展的時間較臺灣為短，人才的培養與風險控管的經驗尚不足，對於臺灣相關人才需求殷切，近年來已有許多臺灣優秀金融人才赴中國大陸工作的前例。在臺灣薪資持續低迷，市場規模又難以擴大，專業人才供過於求且中國大陸又以優渥的薪資等條件挖角臺灣人才的情況下，如何留下優秀國內人才與招募優秀的外國人才一樣的重要，值得國內證券金融業的廠商特別關注。

(七) 積極預備 QDII2 與資本市場之開放

雖然自貿區對於證券期貨業務的開放亦有相當多的規畫，但臺資證券商若無法在自貿區進行佈局的情況下，該些業務對臺灣證券商便不具備太大的意義。

例如上海自貿區支持證券業經營機構進入銀行間外匯市場，開展人民幣對外匯即期業務與衍生品交易、允許基金管理公司子公司開展跨境資產管理、境外投資顧問等業務等，前提均是要在上海自貿區已有實際佈局的金融機構才能獲得的業務，因此首要之務應是思考如何儘快的進入中國大陸市場佈局。

然而，在四個自貿區中亦有些許業務是未在中國大陸有營業據點但仍可以獲得的商機，包括四個自貿區均提出在開放自貿區內就業並符合條件的個人可按規定開展包括證券投資在內的各類境外投資；研究啟動合格境內個人投資者(QDII2)境外投資試點；支持自貿區內金融機構與企業在境外發行人民幣債券；支援自貿區符合條件的企業規定開展人民幣境外證券和境外衍生品等投資業務等，是在中國大陸之外的證券商可以爭取的商機。雖然未來 QDII2 可能會先從香港開始，但之後應會擴大到全世界重要的金融市場，臺灣證券市場因與中國大陸 A 股的特色相當不同(中國大陸 A 股主要是國企股，而臺灣主要是科技股等)，對中國大陸而言仍是具有相當的吸引力，故國內證券商應積極預備爭取中國大陸之 QDII2 的商機。

另外，中國大陸資本市場開放的進程亦在加速，如預計在 2016 年底啟動的「深港通」、中國證監會亦於 9 月 30 日宣布原則上不再對 QFII 與 RQFII 資產配置作出限制、10 月 26 日中國銀行間市場交易商協會調整非金融機構合格投資人淨資產由不低於 3,000 萬元下降至 1,000 萬元等。而 2016 年 9 月 8 日中國大陸中央國債登記結算有限責任公司（簡稱中債登）在其官方網站正式發佈了《中國(上海)自由貿易試驗區債券業務指引》(下稱《指引》)，上海市政府隨即於 2016 年 10 月 25 日宣布發行首檔自貿區債券，金額約人民幣 30 億元（約新臺幣 144 億元），最快在 11 月底之前發行，是境外投資者投資中國大陸債券市場另一管道。

(八) 證券商布局中國大陸亦應關注相關風險

由本研究所得之結果，目前在中國大陸的中外合資證券商，除了中金公司、光大證券與中銀國際之外，其他的證券商經營狀況普遍不佳，甚至已有外資證券商計畫退出合資證券商，如摩根大通計畫退出一創摩根，最主要的原因是即是因為其持股比率無法控制合資企業，認為合資證券商反而使其摩根的招牌受到傷害。

即使我國證券商與中國大陸合資，持股比率達 49%，但合資對象若其關係或背景實力雄厚（如背後是龐大的國有企業或政府勢力），亦不一定可以完全掌控公司的經營，如此合資證券商的經營勢必會產生路線之爭，而造成營運上的困難。

參考文獻

1. 上海市人民政府(2013),《中國(上海)自由貿易試驗區外商投資准入特別管理措施(負面清單)(2013年)》
2. 上海市人民政府(2014),《中國(上海)自由貿易試驗區外商投資准入特別管理措施(負面清單)(2014年修訂)》
3. 中國人民銀行(2013),《關於金融支持中國(上海)自由貿易試驗區建設的意見》
4. 中國人民銀行(2015),《關於金融支持中國(天津)自由貿易試驗區建設的意見》
5. 中國人民銀行(2015),《關於金融支持中國(福建)自由貿易試驗區建設的意見》
6. 中國人民銀行(2015),《關於金融支持中國(廣東)自由貿易試驗區建設的意見》
7. 中國人民銀行等(2015),《進一步推進中國(上海)自由貿易試驗區金融開放創新試點,加快上海國際金融中心建設方案》
8. 中國商務部(2004),《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》
9. 中國商務部(2016),《外商投資創業投資企業管理規定》
10. 中國國務院(2013),《中國(上海)自由貿易試驗區總體方案》
11. 中國國務院(2015),《中國(天津)自由貿易試驗區總體方案》
12. 中國國務院(2015),《中國(福建)自由貿易試驗區總體方案》
13. 中國國務院(2015),《中國(廣東)自由貿易試驗區總體方案》
14. 中國國務院(2015),《進一步深化中國(上海)自由貿易試驗區改革開方案》
15. 中國基金業協會(2016),《私募基金登記備案相關問題解答(十)》
16. 中國證監會(1997),《證券、期貨投資諮詢管理暫行辦法》

17. 中國證監會(2014),《證券投資基金管理公司管理辦法》
18. Shepherd,W.G.(1990),The Economics of Industrial Organization. New Jersey : Prentice-Hill.