

# 台資銀行西遊記— 目睹全球政經變遷下的機會與挑戰

## 作者

**陳鴻達** 台灣金融研訓院資深研究員

曾任環保署主任秘書、勞保局主任秘書、行政院秘書長室專門委員

**謝順峰** 台灣金融研訓院副研究員

曾任台灣金融研訓院傳播出版中心副所長、台灣金融研訓院金融研究所助理研究員、  
建華銀行企金業務專員、萬泰銀行辦事員

## 目錄

<b>第一篇 開啟又闔閉的機會之窗 .....</b>	<b>1</b>
第一章 逐水草而居之西進 .....	2
第二章 這一次出中國記有何不同 .....	6
<b>第二篇 串起又散落的中國經濟奇蹟 .....</b>	<b>12</b>
第一章 阿里巴巴的神話不在 .....	13
第二章 人民幣國際化的大國夢 .....	17
第三章 當普惠金融變調為割韭菜 .....	24
第四章 經濟陷入流動性陷阱 .....	27
第五章 中國銀行業測試不可能三角的挑戰 .....	32
<b>第三篇 台資銀行的經營現況 .....</b>	<b>35</b>
第一章 快速萎縮的水草環境 .....	36
第二章 逆境中各顯神通 .....	45
第三章 台資銀行海外獲利的分布變遷 .....	58
第四章 對中國曝險趨勢消長 .....	62
<b>第四篇 全球政經板塊大位移 .....</b>	<b>74</b>
第一章 擺盪在地緣政治與全球化之間 .....	75
第二章 金融觀點的地緣政治風險監測 .....	85
第三章 地緣政治重塑國際政經新面貌 .....	91
第四章 新全球化下的風險意識 .....	104
第五章 金融作為武器的發展與效果 .....	109
第六章 地緣政治下的金融風險劇本 .....	115
<b>第五篇 台資銀行如何趨吉避凶 .....</b>	<b>122</b>
第一章 參考在陸外資銀行布局思維 .....	127
第二章 如何提高風險抵抗力 .....	132
第三章 銀行業海外布局的調整 .....	140
第四章 國銀在香港的退場機制 .....	152
<b>第六篇 結語 .....</b>	<b>156</b>



# 台資銀行西遊記—— 目睹全球政經變遷下的機會與挑戰

## ▶ 第一篇 開啟又闔閉的機會之窗

第二篇 串起又散落地的中國經濟奇蹟

第三篇 台資銀行的經營現況

第四篇 全球政經板塊大位移

第五篇 台資銀行如何趨吉避凶

第六篇 結語



## 第一章 逐水草而居之西進

銀行為提供客戶金融服務而存在，因此登陸台資銀行與台商在「水幫魚，魚幫水」的關係下，共創過一些榮景，共同見證那段夾雜高速成長動能與許多艱辛挑戰，寫下未來很難打破或持續的紀錄，因為創造這些紀錄的背景條件不再。

### 四人幫倒台，台商上台

中國的極左路線，在文革期間可說是達到最高點。因此在四人幫下台、鄧小平掌握實權後鐘擺開始往右擺，1978 年 12 月的十一屆三中全會開始所謂的改革開放政策。首先在 1980 年選擇了沿海的 4 個城市當成特區，包括深圳、珠海、廈門、與汕頭，吸引港澳台資的資金與技術。但當時仍在動員戡亂時期，台商還在觀望之下只敢從事簡單的雙邊貿易，還不敢登堂入室到中國投資設廠。但 1987 年台灣取消戒嚴令與之後的結束動員戡亂時期，同時開放赴中國探親後，後續就像潘朵拉的盒子打開後一樣。同時由於台灣長期出口大幅成長，外匯存底快速累積，造成新台幣兌美元匯率迅速上升。從 1986 年的 38:1，在兩三年內升到 1988 年的 26:1。勞工薪資也大幅上漲，在此情況下以出口為主的中小企業便想到海外尋找新的生產基地。於是，1980 年代末期開始出現台商湧入中國投資設廠的熱潮。

### OBU 開始為台商服務

剛開始的台商大都是帶著自有的資金前往，但做生意怎可能沒有融資需求。但當時中國的銀行還十分原始，不可能為台商提供融資服務，並且也未開放國外金融機構前往設點。即使到了後來，中國銀行也因無法掌握台商在台灣資產狀況、經營情況和信用狀況，以及其他原因對台商的幫助十分有限。因此早期台商所需的營運資金，許多是透過台灣母公司或個人股東，利用台灣境內銀行透過「債信移轉」

方式，支援在中國的子公司。短期的資金需求係以台灣母公司向台資銀行申請授信額度，支援中國子公司營運周轉資金；若有長期的資金需求，則由台灣母公司向台資銀行開立擔保信用狀或分行保證，協助中國子公司進行借款。且從 2001 年 11 月開放兩岸金融業務以來，金管會逐漸放寬「國際金融業務分行 ( Offshore Banking Unit, OBU )」對中國及海外台商授信限制，因此成為海外及台商的主要資金調度管道<sup>1</sup>。

## MOU 正式開啟台資銀行登陸之旅

為了配合台商業務，台資銀行紛紛在中國成立辦事處，但不能直接從事金融業務，只能協助進行 KYC 等業務。富邦銀行為搶得先機，在 2008 年透過富邦香港參股廈門銀行，其後更持有全部華一銀行股權。惟台資銀行制度性的登陸，則始於 2009 年 11 月正式簽署「兩岸金融監理合作瞭解備忘錄 ( Memorandum of Understanding，簡稱 MOU )」後，這些辦事處陸續改制為子行或設分行，在 WTO 架構下擁有與其他外資「同等」規格的待遇。

## 水草肥美的新市場

雖說台資銀行與其他外資銀行有「同等」規格的待遇，實際上是中國政策還處於高度保障本國金融業的時代，台資銀行與其他外資銀行還無法與當地銀行享有相同待遇。儘管如此，當時也算是水草肥美的新市場。依據中央銀行當時的統計，2009 年第一季本國銀行加權平均存款利率為 1.15%、放款利率為 2.36%，存放款利差僅 1.21 個百分點，如果再扣除相關營運成本，銀行放款獲利有限。但同期中國市場一年期基準存款利率為 2.25%，放款利率高達 5.31%，存放款利差仍高達 3.06

---

<sup>1</sup> 連德宏，大陸台商資金調度現況－兼論台資銀行在大陸之發展，經濟研究第 10 期。



個百分點，這應該就是吸引台資銀行競相前往開疆闢土的主要原因。

## 三角貿易下的金融服務

台商登陸中國後，由於中國搭上全球化的順風車，因此也對台灣的磁吸更加嚴重。為了減緩此衝擊，政府獎勵企業在台灣設立「營運總部」，希望企業能根留台灣。雖有一定成效，但也造成「台灣接單，海外生產」的普遍現象。根據經濟部統計，台灣接單海外生產比率自 1999 年 12.28% 逐年攀升，快速突破 50% 後則居高不下。這當中又以中國的比重最高，部分電子與資通產業的占比竟高達九成以上。

在此架構下，兩岸金融就出現許多特色，像是「內保外貸」與「外保內貸」等，再與國內銀行 OBU 部門交叉運用。「外保內貸」指由在台灣的母公司，或在境外機構或個人提供擔保，再由境內的台資銀行向當地企業發放貸款。「內保外貸」指當地台商可將公司房產、設備等直接抵押給境外機構，從境外機構獲得貸款後，以外債方式匯入境內企業，供境內企業使用。境除了幫台商在充滿金融管制的環境下，提供更大的金融服務，也創造台資銀行的豐收歲月。

## 第一次出中國記

無可否認，當初台商赴中國的主要原因就是為解決台灣不斷上升的勞動成本，以及越來越嚴格的環保法規。然而就在改革開放三十年後，如同鄧小平說的讓一部分人先富起來後，中國的投資環境也出現重大變化，台商在當地也面臨缺工、缺水電、缺土地的危機。加上企業要負擔員工「五險一金（養老保險金、醫療保險金、工傷醫療補助金、失業保險、生育保險與勞工住屋公積金）」，再加上當時的人民幣不斷升值，使得部分台商大嘆吃不消。因此在 2008 年中國開始實施「勞動合同法」後，許多台商與當地中企開始往東南亞出走，上演第一次的



「出中國記」。

根據當時的商業周刊報導，台商在中國的各大產業均有外移的趨勢。例如昆山的仁寶電子與深圳的鴻海電子等，開始往北越河內地區集中。又如在東莞寶成企業的製鞋除在越南已設立工廠外，亦前往印尼興建代工廠。而皮革加工業方面，欣錫集團等則往南亞的孟加拉移動。



## 第二章 這一次出中國記有何不同

從川普對中國的貿易戰開始，歷經疫情造成供應鏈斷鏈的危機，再加上地緣政治的轉向，每一事件都帶動一波出中國潮，並且在規模與對未來的影響，都遠超乎過去五險一金時的出走潮。

### 「三期疊加」的挑戰

眾所皆知的，中國的經濟已經由過往的高速成長階段轉向新的階段，過去幾年同時面臨增長速度換檔期、結構調整陣痛期以及前期刺激政策消化期的「三期疊加」局面，讓傳統以要素驅動的發展模式難以為繼。這樣來自內部的經濟基本面問題，已經困擾中國好幾年。從 2018 年以來陸續經歷了美中貿易戰、香港反送中事件、港版國安法爭議、新冠肺炎疫情以及更宏觀格局的全球地緣政治風險、供應鏈秩序重組，讓中國經濟前景更顯黯淡，包含房地產爆雷、地方財政困難與嚴重的青年失業等問題，凸顯中國經濟消費、投資與出口這三駕馬車的逐漸熄火，台資銀行或外資銀行當初進入中國市場的中國夢逐漸幻滅中。

猶記得大約 10 年前，中國經濟的政策口號常見的口號還是「保八」，也就是維持經濟成長在 8% 的目標，這是因為據說中國經濟成長維持在 8% 左右，才能維持充分就業。到了 2012 年之後，經濟真正進入「保八」大戰。這一期間，隨著房地產與互聯網等產業的景氣上升，尤其一二線城市盡享經濟成長果實，本地居民其實對於所謂的經濟下行沒有太多切身感受。直到疫情三年，當經濟成長出現低於 5% 的數字，發現機遇視窗快速萎縮，當時意識到此而提前降低投資部位與槓桿的人，現在反而是負擔最輕鬆的。



## 中等所得陷阱

接下來這幾年，非常明顯的出現中產階級的中國夢破碎。有關中產階級的定義，2005 年中國國家統計局根據人均 GDP 和購買力平價給出中產階級的家庭年收入在 6 萬至 50 萬人民幣之間的結論。2016 年 7 月的《經濟學人》指出，中國的中產階層有 2.25 億人，該文對中國中產階層的定義是：「家庭年收入在 1.15 萬到 4.3 萬美元，即家庭年收入 8 萬到 30 萬元人民幣之間的群體」。《福布斯》將中國中產階級定義為生活在城市的人，年齡在 25 至 45 歲之間，擁有大學學位，年收入在 1 萬至 6 萬美元之間。麥肯錫則將收入在 10.6 萬至 22.9 萬人民幣之間的人定義為中產階級。

尤其隨著中國經濟發展力道的趨緩以及與西方的地緣政治關係緊縮，中國借款人的違約數量已飆升至新冠肺炎疫情爆發以來的新高，進一步凸顯中國經濟問題的嚴重性以及復甦過程面臨的障礙。根據來自中國法院系統的資料，全中國約有 854 萬人（其中大多數人年齡在 18 歲至 59 歲之間）因拖欠從住房抵押貸款到商業貸款的各類款項而被當局正式列入失信被執行人名單，這更進一步顯示中國中產階級美夢的逐漸破滅，而中產階級往往是銀行業在一個國家發展業務的重要支持。

## 「東昇西降」已到頂了？

回想百餘年前的西風東漸，西方國家將現代銀行的理論觀念與經營模式帶入中國時，全球排名前十的銀行都是來自西方的歐美系銀行，其中幾家與近代中國金融的發展有直接或間接的關連。一百多年後的今日，根據廣為外界引用的英國《TheBanker》全球銀行排名，不論是以第一類資本或總資產規模計算的前十大銀行裡，中資銀行幾乎都占據半壁江山，其中中國工商銀行更是連續 4 年蟬聯榜首，乍看似乎全球金融業「東昇西降」之勢逐漸浮現，中國金融業自強與

振興的光榮夢想逐漸成真。然而，僅在不到幾年的時間，接連的內外部因素就把這樣的美夢打破<sup>2</sup>。

從 2020 年初到 2022 年底，爆發於武漢的新冠肺炎疫情向全球蔓延，導致各國經濟遭受重創、貿易和人員往來近乎停滯、產業鏈瀕臨斷裂。為此，美歐等西方經濟體採取了擴張性的財政與貨幣政策，固然避免了經濟衰退，但也導致通脹快速攀升。2022 年 2 月，俄烏衝突爆發進一步從能源、穀物等大宗物資推升一波通貨膨脹，更重要的是，這些事件正式引發全球地緣政治格局與供應鏈秩序的改變，形成所謂中俄軸心結盟抗衡西方的局面。

## 人治嚇跑外資

在這過程中，中國經歷的不只是外部的貿易戰因素以及肺炎疫情本身的衝擊，還附帶面臨疫情帶來的各式封控措施，以及因此而來的人流與物流中斷，2021 年夏天的無預警限電，「強化監管」科技、房地產與教育培訓等產業以及「共同富裕」等政策的提出，隱含當局「國進民退」的思維，即便後來的作法或說法澄清不是要國進民退，習近平也在 2022 年 12 月的中央經濟工作會議上指出，要確實落實「兩個毫不動搖」，但後續的政策已經引導出國進民退的事實，不管金融或其他資源更往國有部門傾斜，使得民營經濟的信心更見疲弱。

以美國的蘋果、戴爾、微軟和 NIKE 等大公司為例，近年已陸續將生產轉移到墨西哥、越南、印度與泰國等地，這些國家因此成為供應鏈去中國化的受益者，中東歐國家也吸引許多企業前往投資。而且，考量中東歐部分國家的工資低於中國，外商投資興趣濃厚。此外，中東歐國家也祭出稅收減免及補貼也吸引外資前來，這

---

<sup>2</sup> 詳見謝順峰 (2023)，「金融海嘯 15 年 觀察中國金融的崛起與問題」，《台灣銀行家》，166 期，第 72-75 頁。

些友善措施和成本效益，使得外商對中東歐的投資興趣激增。以捷克為例，該國政府祭出長達 10 年的企業所得稅減免，英業達集團已在捷克租用 5.2 萬平方米的廠房，主要是就為了全球化佈局，降低供應鏈風險。

## 文革鎖國再起

在此同時中國政府一方面宣布持續且加大對外開放，另一方面實施反間諜法並推出數據安全審查政策，加強對大數據的控管<sup>3</sup>。最明顯的證據是外國諮詢顧問公司受到排擠，尤其是 2023 年 4 月對美商貝恩公司 (Bain & Company) 上海辦公室的突擊搜查，更是警醒西方投資人，其警示效果恐怕類似 2020 年通過的港版國安法。

這樣的效果反映在金融市場上，我們可以看到美國老牌基金業者先鋒領航 (Vanguard) 基金在 2021 年宣布撤離中國後，2023 年 3 月傳出結束在中國的剩餘業務。除關閉在上海的辦事處，還退出原本與螞蟻集團合資的投資公司，正式放棄規模高達人民幣 27 億元的基金市場。無獨有偶的，美國 VC 紅杉資本 (Sequoia Capital) 在 2023 年 6 月宣布分拆中國業務作為「完全獨立」實體，獨立於美國業務外，預計 2024 年 3 月底前完成。紅杉表示，原因是如何管理和營運去中心化的全球投資業務正變得愈加複雜和充滿挑戰。

此外，全球最大另類資產管理公司「黑石集團」(Blackstone) 也拋售中國境內 11 座位於不同城市物流園區，總價超過人民幣 100 億元，包括龍地廣州空港物流園、龍地長沙空港物流園、成都龍地東百新津物流園、龍地南京濱江冷鏈物

---

<sup>3</sup> 根據 2023 年 12 月 7 日的華爾街日報，在美國對外關係委員會(Council on Foreign Relations)的一場閉門會議上，有些金融家業者提出了他們的關切：中國經濟趨緩態勢正在加劇，因此，華爾街的金融機構紛紛減少了對華投資。空前的樓市危機尤其讓持有數千億美元中國房地產公司債券的投資者感到恐慌。此外，中國當局對國家安全的重視不僅令資料獲取管道受限，還引發了對一些正評估在中國投資風險的外國公司的突襲和調查。

流園等項目。其中的大宗--龍地廣州空港物流園被黑石集團收購的時間尚不滿兩年，且這並非黑石第一次出售在中國的資產，黑石在 2023 年 6 月才將旗下占地約 130 公頃的工業用地產出售。根據中國官方統計，2023 年截至 10 月份，機構投資者對中國股票和債券的投資規模減少了逾 310 億美元，這是自 2001 年中國加入世界貿易組織（WTO）以來最大的資金淨流出規模。美國的創業投資公司 Lux Capital 執行合夥人沃爾夫（Josh Wolfe）也認為，資本將持續撤出中國，而且可能會持續很久。

當然，地緣政治的風險因素，絕對也是外資金融機構考慮撤離中國的重要考量，摩根大通執行長傑米戴蒙（Jamie Dimon）在 2023 年 11 月公開表示，如果美國政府命令他離開中國，摩根大通將退出中國。戴蒙表示與世界第二大經濟體中國的關係是「一個非常複雜的課題」，與中國及美國政府的接觸都是必要的。他還指出，美國與鄰國墨西哥及加拿大保持良好關係，但中國在激怒週遭國家方面做得相當不錯，且中國的人口結構很糟糕。

對於外資銀行近期對中國的風險態度和行為表現，或許英國《金融時報》編輯詹金斯（Patrick Jenkins）在 2023 年 9 月的撰文可以做一個很好的陳述與總結，儘管不久之前北京與西方之間的關係日益緊張，但外資銀行在中國的業務仍蒸蒸日上。當今敵對的地緣政治在 2020 年秋天就已初露端倪--脫鉤和第二次冷戰的論調早已形成。奇怪的是，金融服務和專業服務領域當時似乎未受到這一新的「永久凍土」（Permafrost）的影響<sup>4</sup>。如今，外資銀行豁免於中國與西方緊張影響的時代已經結束，西方銀行不得不審慎思考其面臨的中國風險，尤其在與中國銀行業打交道時，必須留意現金管理與結算、投資銀行業務與放款領域的風險。已有不少聲音建議銀行業須重新考慮對中國的風險容忍度，如果銀

---

<sup>4</sup> 詳見：<https://www.ft.com/content/b06439d0-14d9-4936-912d-280f72b4cef8>





行的風險管控單位沒有積極檢視此問題，以及中國對西方利益採取強硬態度而產生的其他風險，未來恐遭反噬。

## 三個陷阱連環套

在多年積累的內外部因素以及近年爆發的矛盾交錯之下，中國恐怕深現三個陷阱之中，包含地緣戰略上的修昔底德陷阱（Thucydides Trap）、經濟發展上的中等所得陷阱（Middle Income Trap）以及政治信任上的塔西佗陷阱（Tacitus Trap）。目前看來，中國改革開放以來的美好已經成為過去，中國網友感嘆原本以為應該是正常的情況（改革開放），沒想到竟成為一生僅見的機遇。就如同 70 年代擘畫美中關係正常化的地緣戰略推手，被稱為美國外交教父或者擁抱熊貓派祖師的美國前國務卿季辛吉（Henry Kissinger）的謝世，美中關係也已邁入新的篇章，舊的時代正在終結。值得台資銀行思索的，當以往銀行同業認為實力雄厚的中國國企或民企陸續爆出債務違約事件時，當以往為資本市場所追逐、津津樂道的中國概念股、中國收成股，變質成所謂的「中國風險股」。台資銀行在中國當地的投資授信部位，會不會被這一波波的外溢風險所淹沒？值得三思。

# 台資銀行西遊記—— 目睹全球政經變遷下的機會與挑戰

第一篇 開啟又闔閉的機會之窗

▶ **第二篇 串起又散落的中國經濟奇蹟**

第三篇 台資銀行的經營現況

第四篇 全球政經板塊大位移

第五篇 台資銀行如何趨吉避凶

第六篇 結語

## 第一章 阿里巴巴的神話還在嗎？

曾經在國際金融科技上最為人津津樂道的阿里巴巴，自從螞蟻金服上市受阻後，已經喪失其活力。馬雲退場後，阿里巴巴會逐漸國有化嗎？過去波瀾壯闊的金融創新，潮退之後還剩下什麼？

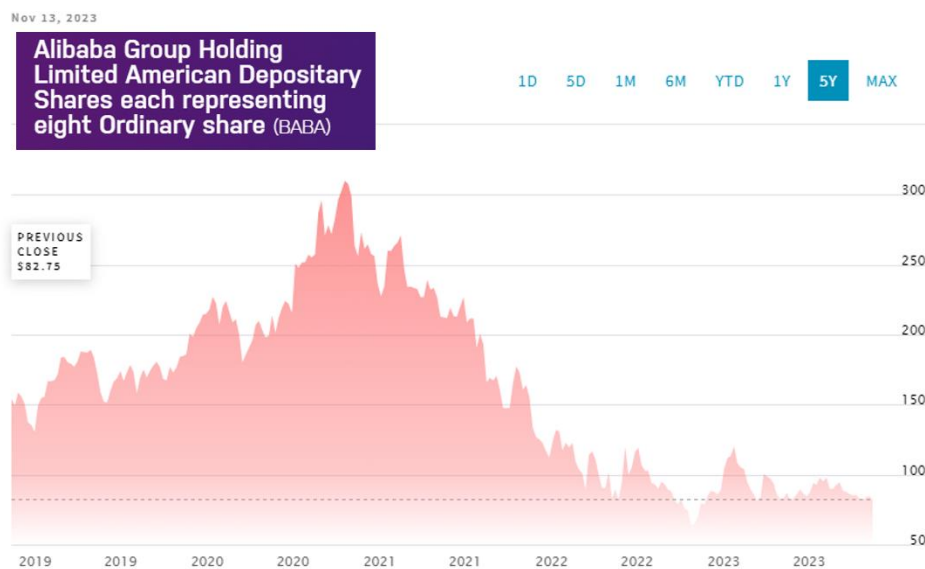
2017 年 KPMG 發表全球金融科技一百強的名單，結果前三名都被中國企業囊括，分別是螞蟻金服、眾安保險與趣店，事實上這三家都可歸類為阿里巴巴集團。此外在前十名當中有五個來自中國，而來自美國的企業只有三家。這大概是中國金融科技最輝煌的時刻，在全球各種金融科技的報告中，最常被當作案例介紹的大概就是阿里巴巴的螞蟻金服。在這股氣勢下，這些中國企業風光到華爾街上市，賺了大筆鈔票。但也不過短短這幾年而已，這些金融科技公司彷彿從神壇掉入凡間，股價大幅崩跌。雖然也都有購回股票等護盤動作，但投資者的信心已失，大量投資者的財富也跟著蒸發。



資料來源：NIKKEI Asia

【圖 2-1-1】日本經濟新聞報導阿里巴巴家族囊括全球金融科技前三名

阿里巴巴於 2014 年在美國紐約證交所上市，並創下有史以來最大金額 IPO 的紀錄，順利為該公司籌得 250 億美金，也將該公司的市值推升到 2310 億美金。挾其全球最大零售電商的光環，其整個周邊生態系越來越完整，影響力越來越大，遠應在股價也是一路攀升。就在準備將其旗下子公司螞蟻金服上市之際，其股價超過 300 元來到最高峰。但 2020 年 11 月上海證交所突然宣布暫緩螞蟻金服的上市案，阿里巴巴的股價馬上重挫，目前已經跌破 100 元，不到最高峰時的三分之一。



資料來源：Yahoo

【圖 2-1-2】阿里巴巴在紐約證交所上市後的股價趨勢

眾安保險是由螞蟻金服、中國平安與騰訊所集資成立的保險公司，宣稱是利用大數據與自動化的保險公司，強調核保與出險時的理賠速度。2017 年在香港上市，股價也一度上漲到將近 80 元，現在則在 20 元上下徘徊。

最悲慘的趣店是專營線上零售分期付款的公司，螞蟻在 2015 年入股，2017 年到紐約證交所上市，隨後 2018 年螞蟻退出。剛開始股價也突破 15 元，現在則跌破 1 元。



## 阿里巴巴罪有應得嗎？

阿里巴巴從電商平台，延伸發展成一個完整的生態系，包括零售、批發、物流、營銷技術與雲端等相關部門。其中支付寶 APP 超過 10 億個帳戶，平均每月有超過 7 億個帳戶使用。收受支付寶的店家高達 8000 萬，每年經手支付金額高達 118 兆人民幣。而螞蟻金服則是負責集團旗下相關的支付清算與代收代付業務。一條龍式的掌握集團業務的金流、物流與資訊流，整個生態系龐大完整而綿密。

因此阿里巴巴的 DNA，就具有如同國際清算銀行（BIS）報告中所說專長特性，Data Analytics（數據分析）、Network Externalities（網路外部性）與 Activities（多元商業活動）。他們熟悉資料運算工具、掌握龐大客群與資料，因此一旦介入某個領域，往往成為該領域強而有力的競爭者，甚至還有造成壟斷的傾向。

過去支付寶與其他支付機構如此龐大的資金流動，都是繞過人民銀行的結算系統，成為人行監控貨幣流通的死角，衍生的金融風險不可輕忽。因此從 2018 年 6 月中國設立「網連平台」，要求所有支付機構都必須在此平台進行清算，並將相關資料送交人民銀行，以利監控貨幣供給與流通，並防範洗錢或準備金被挪用等問題。

## 發行數位人民幣也是針對它？！

馬雲 2020 年 10 月 24 日在外灘地金融峰會上，除了痛批金融監管系統過時，巴賽爾是老人俱樂部外，也批人行數位貨幣不合宜。無可否認的，支付寶與微信支付撐起的電子支付，已經使中國成為無現金社會程度最高的國家。那中國又是為什麼如此積極的推動數位人民幣？雖然人民銀行多次宣稱發行數位人民幣不是為了取代電子支付，但至少是要降低民間電子支付的市占率。這也是為什麼螞蟻金服在其上市的招股書中說，未來人行數位人民幣會影響其營收與獲利。現在發展看來不

只有形營收將減少，阿里巴巴無形消費資訊被限制或侵蝕的損失更大。

## 天威難測斷了阿里巴巴神話

因此現在回頭看，螞蟻金服上是受阻一事，顯然不是突發狀況。坊間將此歸因於馬雲於外灘金融峰會上放砲得罪當道，所以上市前才被攔下。事實上這應該只是引爆的導火線，讓中國當局下定決心開始處理螞蟻金服、騰訊以及京東等科技大公司。根本原因應該是阿里巴巴等民企，怎可掌握這些社會控制的方法與數據？這不是應該黨才能擁有的嗎？這會不會被用來挑戰黨的權威。因此 2021 年四月阿里巴巴被國家市場監督管理總局裁罰了 182 億人民幣，並要求不得濫用市場支配地位，遂行壟斷行為。2022 年 8 月中國互聯網信息辦公室更要求阿里巴巴等科技巨頭必須繳交演算法等商業機密，還要說明訓練演算法的資料來源。

雖然各國在介紹金融科技發展時，螞蟻金服的事蹟經常被引用介紹，但它成功的經驗是別人學不來的，或是無法複製的，因為有其時勢造英雄的特殊時空環境。但螞蟻金服的成功壯大，給其他有志於金融科技業者的壓力與障礙，可能遠大於給其他後進同業的啟發或夢想。螞蟻的資源讓其在人才的網羅上有無比的優勢，螞蟻在市場壟斷地位所築起的障礙，更是讓其他業者難以跨越。

現在這一連串的鐵腕措施，無疑地將使阿里巴巴的成長動能慢下來。這對過去被他被壓迫到喘不過氣的其他金融科技業者，是一個難得的發展機會嗎？還是缺少阿里巴巴這些火車頭的帶領，整個產業的發展也將受挫？也許這是金融科技業一個重新洗牌的機會。



## 第二章 人民幣國際化的大國夢

原本中國想透過「一帶一路」倡議加速推動人民幣國際化，然目前眾多「一帶一路」的呆帳工程，會讓人民幣國際化失去動能嗎？

人民幣國際化是中國「大國夢」當中，不可或缺的一塊拼圖。有人著眼於國力的展現，有人看中的是「鑄幣稅」的特權。在中共中央黨校的報告中指出，人民幣國際化對中國全球戰略布局意義重大，對中國經濟社會發展、金融體制改革，乃至於世界經濟格局與國際貨幣體系，都會有深遠的影響。俄烏戰爭以來美國對俄羅斯的金融制裁，讓人民幣國際化的聲量增加不少。惟人民幣國際化進入深水區後，各種挑戰將更加嚴峻，前景也有待後續觀察。

### 人民幣國際化的趨勢

近幾年中國用盡一切手段來推動人民幣國際化，例如藉由其龐大的外貿購買力，儘可能爭取以人民幣定價及清算。再如透過「一帶一路」進行人民幣的資本輸出，希望帶動沿線國家以人民幣做為跨境支付貨幣。這些努力的成效如何？根據「中國銀行離岸人民幣指數 (ORI)」，在 2014 年美元、歐元、英鎊、日圓與人民幣等 5 種貨幣的離岸指數，分別是 48.8%、25.9%、5.8%、5.6%與 1.2%。截至 2023 年第 2 季，人民幣的離岸指數只小幅成長至 1.67%<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> 中國銀行，2023 年二季度末中國銀行離岸人民幣指數。



資料來源：中國銀行

【圖 2-2-1】中國銀行離岸人民幣指數變化趨勢

另一項指標是「中國銀行跨境人民幣指數 (CRI)」，在 2022 年第 4 季的數據顯示，人民幣在跨境貨物貿易結算與跨境證券投資中的使用比例繼續提升，但在全球支付清算中的使用百分比卻降低了<sup>6</sup>，詳見【圖 2-2-2】。



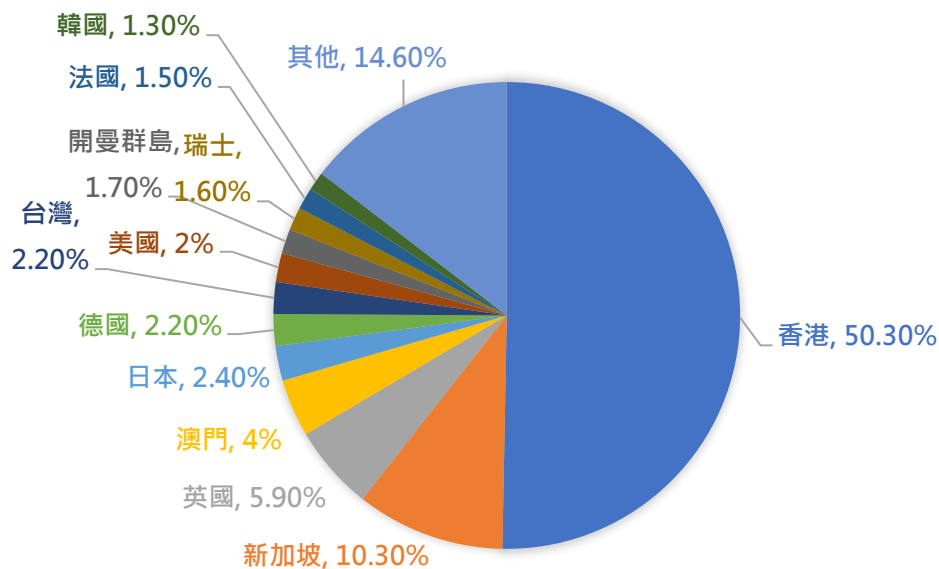
資料來源：中國銀行

【圖 2-2-2】中國銀行跨境人民幣指數變化趨勢

<sup>6</sup> 中國銀行，2023 年第二季度跨境人民幣指數。



根據中國人民銀行《人民幣國際化報告》指出，近年來人民幣跨境收付金額快速成長，在 2021 年已達到人民幣（下同）36.61 兆元。但若細看其交易對象可發現，有高達 48.6% 的交易，是由中國與香港之間的交易產生。第 2 名到第 4 名的交易對象分別是新加坡、英國、澳門<sup>7</sup>。值得注意的是，這個排序與中國對外貿易夥伴的排序有重大落差。根據統計，中國最大的貿易夥伴依序為美國、日本、韓國、越南與德國。這應該是中國特別運用一些措施，來衝高人民幣跨境收付金額的量，所造成的奇異現象。當然把與香港的貿易也納入計算，也將使得整個統計數據墊高不少。

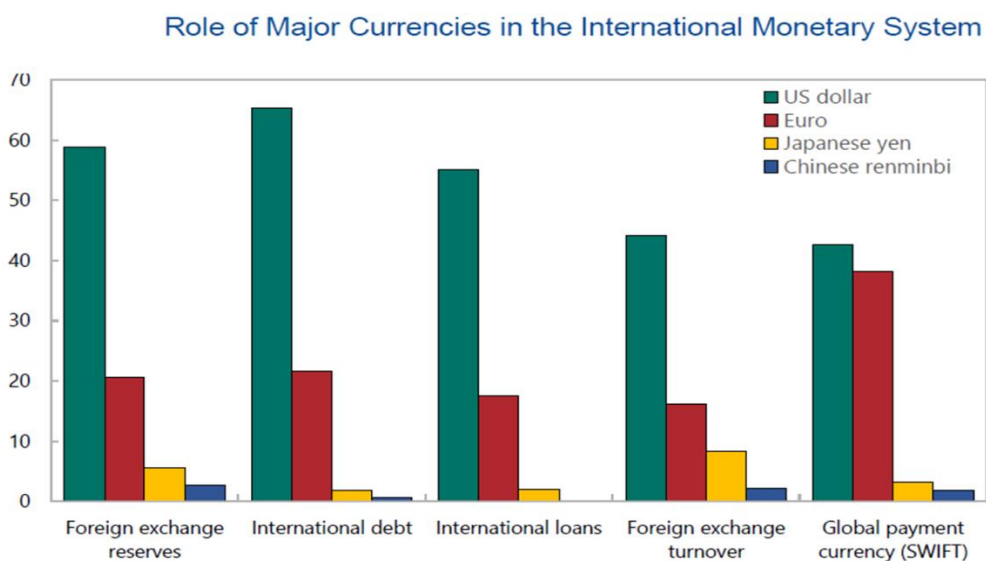


資料來源：中國人民銀行

【圖 2-2-3】人民幣跨境收付金額國別和地區分布情況

另 IMF 則以一國貨幣「被當作外匯儲備」、「發債貨幣」、「貸款使用」、「外匯交易」與「SWIFT 交易的占比」等五項指標來衡量該國貨幣國際化的程度。在其 2023 年的 GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT，全球各主要貨幣的各項占比如下。

<sup>7</sup> 人民銀行，2023 年人民幣國際化報告。



Sources: Bank for International Settlements; IMF; Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT); and ECB calculations. The latest data for foreign exchange reserves, international debt and international loans are for the fourth quarter of 2021. Foreign exchange turnover data as of April 2019. SWIFT data as of December 2021.

資料來源：IMF

**【圖 2-2-4】國際主要貨幣在各領域的使用占比**

《人民幣國際化報告》指出，跨境人民幣結算業務幫助企業規避匯率風險、減少匯兌成本方面發揮作用。近年來，大宗商品、跨境電商等領域，成為貨物貿易跨境人民幣結算新的增長點。目前使用人民幣結算的行業，以批發業與電腦、通信和其他電子設備製造業最多。大宗商品貿易領域人民幣跨境收付增長快速，2021 年全年原油、鐵礦石、銅、大豆等大宗商品貿易跨境人民幣收付金額為 4,054 億元，同比增長 42%。

2021 年，中國與「一帶一路」沿線國家人民幣跨境收付金額為 5.42 兆元，占同期人民幣跨境收付總額的 14.8%。其中，貨物貿易收付金額 9,982.71 億元；直接投資收付金額 6,225.64 億元。截至 2021 年末，中國與 22 個「一帶一路」沿線國家簽署雙邊本幣互換協定，並與在 8 個沿線國家建立人民幣清算機制安排。

## 人民幣可兌換性的考驗

一種貨幣的國際地位，取決於是否廣泛被用於計價結算投資、幣值穩定與可兌換性。近期有幾項跟人民幣有關的交易，其後續發展值得注意。首先是中國借給巴西 100 億美元，讓巴西償還對美國的外債。接著中國以 690 億元（約當 100 億美元）向巴西購買黃豆等原物料。最後中國同意巴西以這 690 億償還之前的 100 億美元債務<sup>8</sup>。此套交易曝光後引發正反熱議，支持者認為這是多贏的交易，解決巴西美元短絀的危機，加速人民幣國際化，也降低中國對美元的曝險。有人則質疑，何不當初中國直接以美元向巴西購買黃豆就好，繞了這一圈有何用意？認為這交易讓巴西賺了裡子，中國賺面子，美化人民幣國際化的數據。

另外，沙烏地阿拉伯也公開同意對銷往中國的石油，採用人民幣交易，一時間也讓去美元化的聲勢大振。然而日前著名的黃金交易專家 Jan Nieuwenhuijs 指出，沙烏地阿拉伯將這些售油所得，在「上海國際黃金交易所 (SGEI)」購買黃金，以增加該國的黃金儲備<sup>9</sup>。消息傳出後，同樣引發熱議。事實上這跟前述巴西的交易，都是人民幣國際化的必要之痛。人民幣要有國際地位，就要讓它什麼商品都能買。只是中國經濟在順風順水時，還經得起這麼玩，現在經濟前景烏雲密布時，會不會加速外匯存底的流失。中國雖然外匯存底不少，但若扣除外資在中國的投資，那也所剩不多。沙烏地阿拉伯可以這樣玩，那是因為 2014 年成立「上海自貿區 (SFTZ)」時所開放的項目。過去外國人不得在「上海黃金交易所 (SGE)」提領 (Load-in and Load-out) 黃金，自貿區成立後為推動自由化，允

---

<sup>8</sup> 「為什麼說中國借 100 億給巴西是多贏，而且大家都『贏麻了』」(2023 年 4 月 22 日)·《搜狐》，[https://www.sohu.com/a/669043112\\_100239141](https://www.sohu.com/a/669043112_100239141)

<sup>9</sup> Jan Nieuwenhuijs, "Is Saudi Arabia Selling Oil to China for Gold?" (2023/4/25), 《Gainesville Coins》, <https://www.gainesvillecoins.com/blog/is-saudi-arabia-selling-oil-to-china-for-gold>.



許外國人可以在「上海國際黃金交易所」提領黃金。

【表 2-2-1】中國對黃金交易的規定

	國內會員	國際會員
上海黃金交易所	可交易；可提領實物	可交易；禁止提領實物
上海國際黃金交易所	可交易；禁止提領實物	可交易；可提領實物

資料來源：作者自行整理。

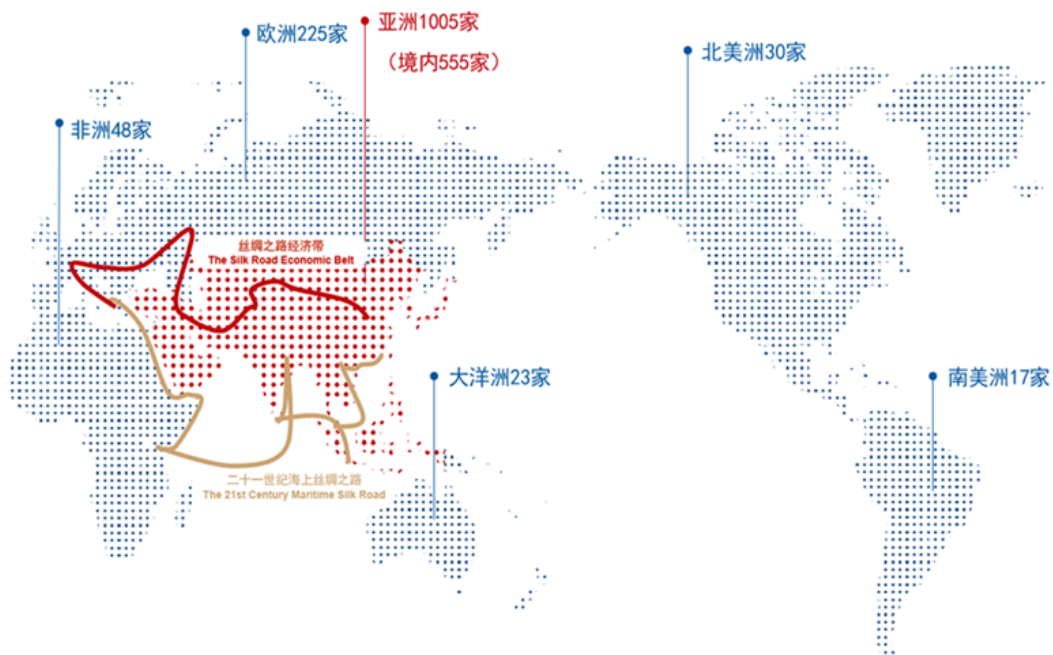
有人說這一連串的人民幣交易，中國吃悶虧被這些國家騙了，事實上這應該都是表定要開放的項目。因為人民幣要想國際化，就不能自我設限其交易項目。現在會被質疑，主要還是時機問題。中國的體質有辦法嗎？特別是現在經濟下行，有必要為國際化而國際化嗎？難免會有打腫臉充胖子之譏。

## 中國的 CIPS 成效如何

為了推動人民幣國際化，中國在 2015 年成立「跨境銀行間支付清算系統( Cross-border Interbank Payment System, CIPS )」。其目的除了用以推動人民幣國際化外，也希望建立自己可以掌控的跨境支付系統，以備在遇到國際金融封鎖時，還能保持自己的交易支付管道。中國仿照美國的 CHIPS 規劃其 CIPS 系統，截至 2023 年 5 月，全球共有 80 家金融機構直接參與 CIPS。但其中有 21 家是中國的銀行，35 家是中國銀行的境外分支機構。也就是說，主要還是靠中國自己海內外的銀行來捧場。至於另外還有 1,357 家間接參與的金融機構，他們需要透過與 SWIFT 的合作與協助，才能完成跨國的轉帳交易。而這些直接與間接參與的金融機構，主要是依託在「一帶一路」上，約有三分之二在亞洲，三分之一在中國境內。也就是說「一帶一路」所衍生的金融交易轉帳，就成了 CIPS 的基本業務<sup>10</sup>。

<sup>10</sup> 「CIPS 全球服務」，《跨境銀行間支付清算有限責任公司》，<https://www.cips.com.cn/>。





資料來源：整理自「CIPS 全球服務」

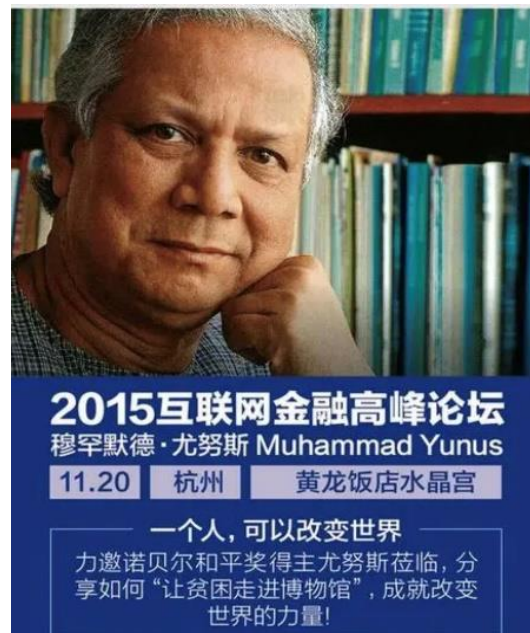
【圖 2-2-5】參與 CIPS 的金融機構分布圖

人民幣國際化，不管對中國或是全世界都有深遠影響，除了無法一蹴可幾外，也不能表面上的強求，必須結合中國金融改革來滿足諸多國際化的條件。更無法只享受被當作外匯儲備貨幣，享受鑄幣稅的好處，而不承擔其他責任。近來因為推動人民幣國際化而被占的便宜，都是作為一種國際貨幣所需的承擔的責任。這在中國經濟順風順水時或許還能承擔，但經濟下行時會不會太沉重？至於近來人民幣國際化的種種聲量，釋放出哪些值得注意的訊息？有那些只是一時的喧嘩，且讓大家平心拭目以待。

### 第三章 當普惠金融變調為割韭菜

雖然中國的國有四大銀行，其資產總值在全球名列前茅，但還是有相當大比例的人口缺少金融服務。因此從 1990 年代開始，普惠金融一直都是中國政府想推動的。這不是一件容易的工作，因此直到 2010 年之前的成果也都有限。之後中國普惠金融有爆炸式的成長，應該是諾貝爾和平獎得主尤努斯多次訪問中國，為中國的互聯網金融提供巨大動能。

邀請尤努斯訪問中國的業者在新聞稿中表示：尤努斯獲得諾貝爾獎後，首次受邀出訪的國家就是中國，並受到中國國家領導人習近平、溫家寶和金融監管層領導吳曉靈、易綱等熱情會見並邀請他來中國開展合作。也讓尤努斯教授感受到中國領導人試圖通過金融創新實現普惠金融的決心。



【圖 2-3-1】2015 年尤努斯出席 P2P 業者舉辦論壇的活動海報

## 來的快，去得更快的普惠金融神話

尤努斯在 2006 年以微型貸款的事蹟獲得諾貝爾和平獎，2009 年就曾與馬雲合作成立小額信貸公司，但成效不彰。之後中國開始颳起 P2P 旋風，尤努斯親自出席在中國各地的互聯網金融論壇。所到之處尤努斯皆被奉為上賓，這些 P2P 業者彷彿也獲得尤努斯的背書認可。在 2015 年的中國行，尤努斯除了在高峰論壇上作報告，並參觀十家互聯網金融企業。並在杭州實地考察一家互聯網金融平台，近距離感受中國互聯網金融行業。在諾貝爾獎的光環加持下，P2P 在中國獲得巨大的成長動能，也快速發展。據估計 2015 年最高峰時超過六千家，其中合法經營的有三千五百家。

原本跟銀行求借無門的小老百姓或小商家，藉由 P2P (點對點借助互聯網) 的普及，彷彿成為普惠金融的受益者。有借錢需求者很容易借到錢，有錢放款的人也獲得比銀行高的利息，真是皆大歡喜。但好景不常，由於缺乏適當的金融監理，P2P 平台的資金進出並不透明。資金被移作他用的情形時有所聞，也陸續出現倒帳暴雷，投資者血本無歸。之後網貸平台倒帳規模一次比一次大，甚至曾是中國互聯網金融的獨角獸「團貸網」，其 CEO 唐軍是東莞青創孵化器的創業導師，多次獲得官方表揚，也加入倒帳潮。這些 P2P 業者利用尤努斯公益的形象，闖了這麼大的禍，這應該是當初始料未及的。

一個正常經營的 P2P 網貸平台應只是媒合放貸者與借貸者，然後從中收取服務費，應不會有大規模惡性倒帳的情形。中國這些出問題的借貸平台，不甘只是賺取手續費。大量用人頭戶在平台借款移作他用，不斷的借新還舊。為了借到錢，只好拉高利息，然而龐氏騙局終究有倒閉的一天。2019 年中國決定開始整頓，並在 2020 年 11 月將 P2P 清零，停止所有 P2P 業務。才清零沒多久，河南地方銀行又出現成因成謎的存款消失。



## 真銀行的假存款系統

為了達成普惠金融目標，提供更普及的金融服務，中國政府廣設地方農村銀行。2023 年五月河南的一些地方銀行以資訊系統維修為由，停止取款服務。接著竟傳出存款憑空，引爆民眾抗爭。事情爆發之初，原本以為是銀行誤導民眾購買理財商品，後來因為投資失利造成血本無歸。現在案情終於揭曉，原來這些真銀行為了將這些資金移作他用，因此內部建立一個假系統來給銀監會進行金檢，這也是為什麼事發之初查不到這些存款的原因。

2022 年底中國人民銀行發布的「金融機構評級結果」顯示，營運狀況屬於綠燈的有 2,201 家；屬於黃燈的有 1,881 家；屬於紅燈的有 316 家。而這次河南出事的這幾家銀行，並不在被評紅燈之列。那麼冰山之下，還有多少家銀行有問題呢？

## 第四章 經濟陷入流動性陷阱

過去中國的民營企業往往有「融資難」與「融資貴」之嘆，然而從去年下半年開始主客易位，銀行居然出現錢放不出去的窘境。過去是企業拜託銀行給予貸款，現在即使人民銀行一再降息，並以考績為手段要求銀行加緊放款，然而整個社會的融資需求還是一再探底。儘管 2023 年以來人民銀行已經降息數次，市場的投資與消費還是持續萎縮，外循環的企圖也一再受挫，因此開始有人以凱因斯提出的流動性陷阱來描述當前中國困境。

### 融資需求急凍

近年來中國企業對中長期的投資大幅萎縮，根據人民銀行公布的 2022 年 4 月金融統計數據報告，光是 2022 年 4 月份新增的人民幣貸款金額比 2021 年同期少了 8,231 億人民幣。進一步分析可發現，這數據還是經過美化的。因為新增的企業貸款中，將進九成是票據融資，並且利率趨近於零。也就是說許多銀行為了應付上級的考核，利用貼現票券來衝高放款業績。但這些都是假的，目前的融資需求大多是用於短期紓困，或是借新還舊。另外值得注意的是，中國 M2 的增長顯著高過貸款的增長，也就是說當前投資的停滯不是因為資金不足，而是因為大家對未來沒有信心，不知道還有什麼會令人不知所措的決策會出現。在此情形下，央行再怎麼放水也都無濟於事。

### 人治獨斷澆熄投資信心

這應該是衡量中國當前經濟景氣的溫度計，反映出對未來前景的悲觀，使得企業不願意投資，消費者儘量不消費，集體觀望。冰凍三尺，決非一日之寒，也不是單一的事件或原因造成。應該是過去種下的種種因，例如房市過度炒作、各部門的



負債率偏高、金融業的不透明、美中貿易戰等累積的問題，在這一兩年被一連串的粗暴決策引爆開來。包括對拉下螞蟥金服的上市案、對滴滴出行與補教業者的限制，以及 2022 年初開始對上海等地粗暴封城的舉措，等於對燃料將盡的爐火連澆三盆冷水。決策的突然與不可預測，引發了一陣陣的蝴蝶效應，因為決策過程比決策本身更讓民眾心寒。

## 帳面美化，高槓桿終於疲乏

目前公開的數據顯示，中國的政府、企業與家戶三大部門的總負債率高達 GDP 的二百七十%，尤其是企業負債更超過 GDP 的一百六十%，高居全球第一。大家都知道高負債不是健康現象，因此要降槓桿。因此中國在 2019 年開始有系統地推動「債轉股」措施，有鉅額負債還不起的企業，就將這些債務打包成股權給債權人。如此一來可以減輕債務人還債的負擔，免於倒閉的發生，同時債權人在帳面上也可減少被倒帳的風險。神奇的魔術真是皆大歡喜，截至目前為止，市場化、法治化的債轉股落地金額約有兩兆元人民幣。

2013 年武漢地鐵公司中發行第一檔「無到期日」債券後，許多城投與房地產公司馬上群起效尤，目前約有 1489 檔永續債，總金額超過 2.1 兆元人民幣。這些發行「無到期日」債券的公司可以選擇永遠只付利息，不用還本金，大幅減輕短期還債的壓力。但代價就是利息要比一般債券高，此外每隔三年利息還要再跳升三個百分點。由於永續債可以美化資產負債的比例，因此不少企業不惜以此高資金成本來搶市占率，現在這些公司終於嘗到苦果了。例如恆大等房企當初就是藉由無到期日債券提供擴張動能，現在債務支出大於獲利，當初的業績變成今日的業障。

## 「內捲躺平」刺破房市泡沫

過去房地產業可說是中國經濟成長的火車頭，並且各地方政府賣土地的收入，

也成為主要的財政收入來源。房市的榮景，也為炒房客帶來不少的紙上富貴。但不合理的房價，不但造成社會資源配置錯誤，也加深社會矛盾，相信也促成「內捲」一詞成為年輕一代的流行語。雖然中央政策上也有打房的聲音，各界也不斷有人提出示警，但炒房客總相信自己不會是最後一隻老鼠，因此使得整個產業的風險越疊越高。而越來越多的「躺平」一族不接盤，終於刺破了房地產泡沫。

2022 年 4 月國際貨幣基金 ( IMF ) 公布的「全球金融穩定報告」指出，中國整個房地產業的總負債約占該國 GDP 的四分之一，這其中的一半屬風險性負債，有流動性不足的風險。目前中國房地產業在國際市場大概發行了兩千一百億美元的債券，由於債信太差，違約頻傳，因此這些債券的市值在一年內下跌超過一半。這使得國際投資者對其信心蕩然無存，未來也很難再從國際市場中借到錢。該報告也指出，這一年來鬧得人心惶惶的房地產公司償還只是小部份，而房地產公司向銀行貸款的規模還要大四倍。

## 顧此失彼，房市更惡化

由於各地爛尾樓開始出現，中國政府為了保障消費者的權益，避免房地產公司賣了預售屋後倒閉，因此要求房地產業者提供更多的交屋保障。這原本是美意，但加重房地產公司的財務負擔。使得原本財務勉強可以的公司，現在反而淪為高風險公司。IMF 的報告說，2015 年至今中國又累計增加超過三十億平方公尺的建案，其中一半是由有財務風險的房地產公司所經建。未來這些預售屋能否如期完工，不僅關係到消費者的權益，也會影響附近建案的價格，甚至是相關開發商的資產價值與償付能力。根據中指研究院的數據顯示，2023 年 1-7 月前百大房企的銷售額，比 2022 年同期下降 47.3%。由於房市買氣急凍，房地產業者的資金收入大幅減少，流動性問題也將是預料中事。

## 改革開放與鎖國的十字路口

中國在改革開放前，外貿占 GDP 的比例一直都在 10% 以下。改革開放後開始引進外資，搶占海外市場，外貿占 GDP 的比例也不斷攀升。在加入 WTO 後，更加速中國成為世界工廠的地位。也就是在 2006 年，中國的外貿占 GDP 的比例來到史上最高峰的 64%。近來隨著內需市場的擴展，中國外貿占 GDP 的比例也還有三成以上。中國有今天的經貿地位，外貿無疑提供了重要動能，這也是為什麼習近平在 2020 年會提出所謂的經濟發展，內外雙循環。然而在具體實踐上，中國就面臨抉擇，例如怎麼回應美國在 2020 年 12 月通過的「外國公司問責法」。

該法要求，在美國上市的外國公司，其配合會計師事務所的審計底稿，必須接受美國「上市公司會計監督委員會」的檢查。如果連續三年無法完成檢查，這家公司就必須從美國下市。事實上這是行之有年的做法，有 50 多個國家和美國上市公司會計監督委員會合作，允許其檢查審計底稿。只有中國與香港以國家機密安全為由，不允許外國機構來查帳。

隨著三年期限的逐漸逼近，中國內部對此態度應該也是爭論不休，每隔一陣子對外放話的立場都不太相同。有時傳出堅持國家面子的聲音，中概股已經作好從美國下市的準備，準備改往香港等地掛牌。有時出現比較務實的聲音，表示中國與美方談妥相關細節。只是之前曲解外國公司問責法，認為這是逼中國要低頭，沾染了狹隘的民族主義後，也加深了中國接受此規定的難度。

事實上這應該是中國要繼續走改革開放的道路？還是要轉往閉關鎖國道路的試金石？影響非常深遠。首先大家都知道，在美國上市就能享有比中國或香港更高的本益比，為企業的發展籌集更多的資金。而香港股市死氣沉沉，缺乏活力由來已久，近來又因為中國不斷的降息而造成資金不斷流出。這時這些中概股若從美國下市轉來香港，港股不但無法消化，恐將也是不小的打擊。若這些中概股在美國下市



後，選擇進入美國的店頭市場，那將因為流動性差而損及其價值。

除了以上對股價的衝擊外，也將使外循環受挫。例如這些已經在美國上市的中概股，他們很多從新創時期就接受國外資金的投資。並且這些投資帶來的不僅是資金而已，同時也為該企業帶來經營理念的革新，提升該企業的競爭力。這些外國投資者，圖的就是有朝一日這些被投資公司能到美國上市，享受高本益比，然後在海外回收投資的資金。因為中國有外匯管制，這些國外資金若想再匯出中國，恐怕不是那麼方便。因此在美國上市，藉由釋股來回收投資資金，是外來資金願意投資中國企業的一個必要配套。未來若無法在美國上市，將嚴重打擊外來的投資。更深層的打擊是，也阻礙了中國企業現代化經營的動力來源。



## 第五章 中國銀行業不可能三角的挑戰

近日中國房地產龍頭企業恆大與碧桂園無底洞的債務深淵，再次吸引社會的目光。這當中最大的苦主除了是買到爛尾樓的消費者外，應該就屬滿手呆帳的中國銀行了。過去一向看多中國的高盛公司，2023 年 7 月發布「中國銀行業測試不可能三角 ( China Banks-Testing the “Impossible Trinity” )」報告，指出由於中國銀行業的獲利日益萎縮，因此無法同時維持「備抵呆帳覆蓋率」、「資本適足率」與「發放股息」。用白話文說就是，過去幾年中國銀行業用發放高額股息的方式來吸引投資者，希望能擋住一再探底的股價，這種作法將升高銀行的經營風險，危及整個金融穩定。一針見血的點出了當前中國銀行業左支右絀的困境。



【圖 2-5-1】高盛對中國金融業的報告

這些年來中國銀行股的股價一再探底，截至 2023 年 7 月 A 股 42 家上市銀行股中，僅剩下寧波銀行一家的股價淨值比勉強超過一，其餘均為跌破淨值狀態，且其中 13 家的銀行的淨值比低於 0.5。為了護盤股價，中國銀行業用了兩

個後座力很大的險招。第一個是發放鉅額股息，例如 2022 年整體銀行股合計發放股息超過 5,800 億元，創歷史新高。2023 年光是國有六大行合計就發放超 4,000 億元股息，應該將是再創新高。惟這些帳上獲利可能是隱藏壞帳而來，這些配息極可能來自本金，沒人相信中國銀行業真的有賺這麼多錢可分紅。即使真的有這些獲利，比較穩健的做法因該用於打銷呆帳或是充實資本，以提高銀行的風險抵抗力。

## 中國救市絕招，副作用巨大

第二個後座力很大的險招是，透過這些銀行的債務人幫忙為股價護盤。以興業銀行為例，獲得當地財政及其國資股東護盤，目前該行前五大股東合計持股比例將近五成。這些地方政府或地方融資平台，透過貸款或發債從銀行取得大量的資金，現在再讓這些債務人來購買銀行股票進行護盤。股價若被炒起來，當然皆大歡喜。一旦股價不斷探底，越滾越大的債務雪球，所造成的系統性風險也就越大。

根據高盛估計，全體中國銀行持有各地方政府與融資平台 94 兆人民幣的債權，其中 48 兆元是債券，46 兆元是放款。更令銀行不安的是，銀行的債權中有超過六成沒有擔保品 ( Non-covered )，且這些地方債還以每年超過 10% 的速度快速成長。更悲情的是中國政府一再壓低這些債務的利率，讓銀行的收益更少，但背負的風險卻加大。隨著情勢更加嚴峻，中國政府為減輕地方債破產的壓力，政策性延長貸款期限。例如過去銀行對一般企業的放款很少超過十年，現在政策要求這些銀行給地方融資平台 25 年期限的貸款，甚至要求前四年免息，責任與風險都讓銀行來承擔。

高盛在該報告中下調多家國有大型銀行股的評級到賣出，結果引來各方指責，迫於輿論壓力，高盛的說法只好委婉一些。這幾年來官方說法都是一再重申，中國



銀行股資產品質良好，不良貸款率在可控範圍，撥備覆蓋率充足，因此中長期銀行股價「向下有支撐，向上有空間」。然而谷底真的到了嗎？投資者擔心中國銀行的風險除了整個經濟的動能消失中，另外就是房地產的泡沫太大。以目前的情勢來看，房地產的不良貸款還未達峰，風險還持續堆疊中。

除此之外，房地產泡沫的外溢風險也相當驚人。例如許多房地產公司積欠其供應商巨額款項，例如建材的提供商、機具設備商與運輸業等等，都可能得不到貸款而面臨倒閉風險，因此銀行也拿不回給這些周邊產業的放款。同時消費者也因為投入畢生積蓄，結果換來爛尾樓，也侵蝕了其消費能力。也就是說過去用高槓桿來拼績效的副作用開始顯現，什麼時候才能走出谷底，目前都還看不到一道曙光。



# 台資銀行西遊記— 目睹全球政經變遷下的機會與挑戰

第一篇 開啟又闔閉的機會之窗

第二篇 串起又散落地的中國經濟奇蹟

▶ **第三篇 台資銀行的經營現況**

第四篇 全球政經板塊大位移

第五篇 台資銀行如何趨吉避凶

第六篇 結語

## 第三篇 台資銀行的經營現況

考量中國與台灣緊密的經貿與投資關係，加上中國當前仍是台灣銀行業海外曝險排名第二的國家，故不容忽視中國的經濟金融風險對台灣的外溢效果。本篇主要在於分析中國當前經濟概況，檢視過去經濟高速成長的環境與條件是否還在，畢竟當初台資銀行是衝著這些對金融發展有利的條件而西進的。若這些只是短暫的挑戰，就等待下一個春天到來；若是努力各顯神通，還不足以扭轉大環境的劣勢，就可能要另有規劃了。

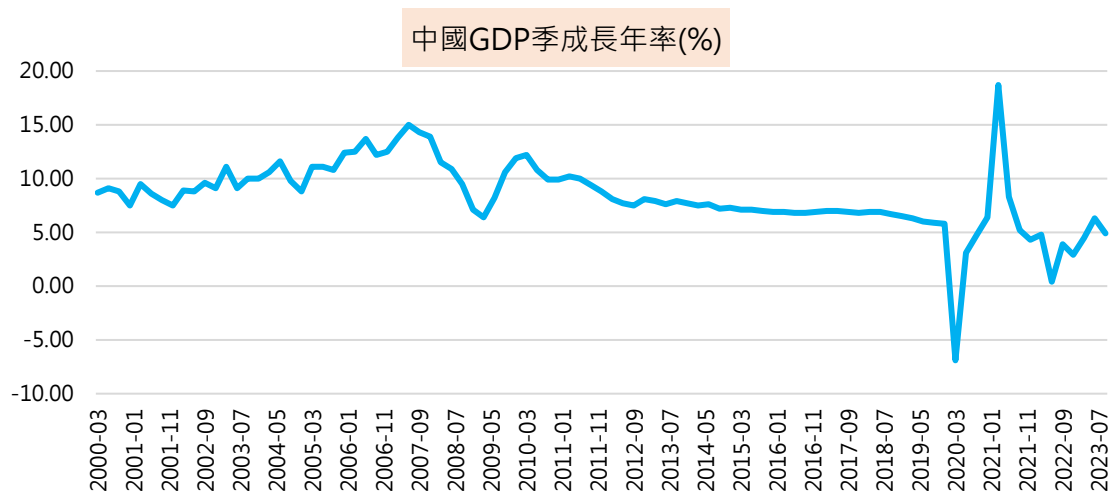
### 第一章 快速萎縮的水草環境

#### 經濟成長失去動能

探討中國經濟概況，首先可觀察近期中國國內生產總值（以下稱 GDP）成長。根據中國國家統計局數據，2022 年 GDP 為人民幣 121.02 兆元（下同），比 2021 年成長 3.0%。分季觀察，2022 年第一季年增 4.8%，第二季成長 0.4%，第三季成長 3.9%，第四季成長 2.9%，低於政府工作報告中設定的全年 5.5% 成長目標。

中國國家統計局在 2023 年 7 月 17 日公布第 2 季 GDP 年增率為 6.3%，詳見【圖 3-1-1】，上半年則是 5.5%。事前考量 2022 年第 2 季上海等多地因疫情再起而嚴格封控，導致當時 GDP 年增率僅為 0.4%，加上 2023 年第 2 季是李強總理團隊上任的第一個季度經濟，應當全力施為帶給市場信心，因此一般預期今年第 2 季的 GDP 增幅應該亮眼。然而，第 2 季與第 3 季實際公布數據分別為 6.3% 與 4.9%，低於先前多家機構的 7% 以上預測數字，多少也說明中國當前經濟發展乏力。





資料來源：中國國家統計局

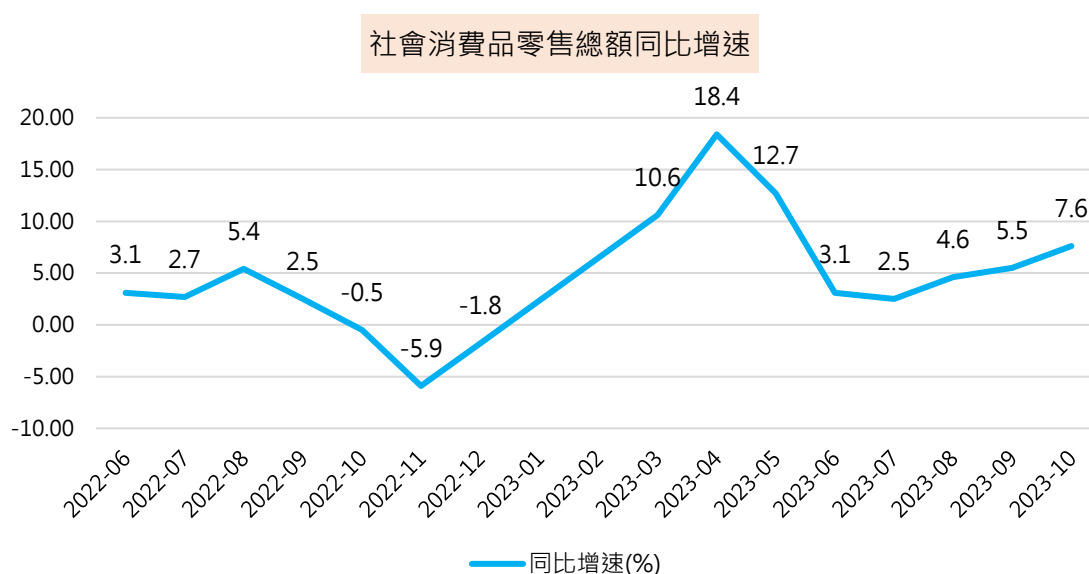
【圖 3-1-1】中國近年經濟成長趨勢

## 消費急凍，內循環無力

不可免俗地，本章先從數字分析拉動經濟成長的消費、投資、出口「三駕馬車」。消費方面，2023 上半年社會消費品零售總額為人民幣 22.76 兆元，與 2022 年同期相比增加 8.2%，至於 6 月份僅年增 3.1%，是 2023 年迄今最低的數字，詳見【圖 3-1-2】。全國網上零售額 7.16 兆元，同比成長 13.1%。其中，實物商品網上零售額 6.06 兆元，成長 10.8%，按照消費類型劃分，主要還是餐飲業收入表現較佳，同比成長 21.4%。根據作者訪談，2022 年下半年開始消費性產品就不好，訂單掉很多，直到目前都還是沒有很明朗，2022 年底雖然因疫情放鬆管制而釋放經濟動能，但是由於房市不佳、失業率高，使得年輕族群消費意願偏低，出現謹慎的選擇性消費行為，結果就是消費品數量與消費金額低。這另外的佐證就是存款大幅上升<sup>11</sup>，民眾選擇保守的保留存款以度過時機。另外說明，2023 農曆年後疫情剛放寬、剛發

<sup>11</sup> 中國人民銀行在 2023 年 7 月上旬公布，上半年人民幣存款增加 18 兆 8,200 億元，年增逾 4 兆元。其中，住戶存款增加 10 兆 3,300 億元，代表上半年平均每天超過 570 億的存款湧向商業銀行。

完年終獎金，累積已久的消費力道、意願獲得抒發，因此產生 3、4 月的消費大幅上漲現象，尤其服務消費因為疫情期間被嚴格限縮，所以服務業在 3、4 月出現顯著的提振。但是隨著時間的過去以及各項數據、跡象的陸續釋出演變，導致總體的消費轉趨保守。



資料來源：中國國家統計局

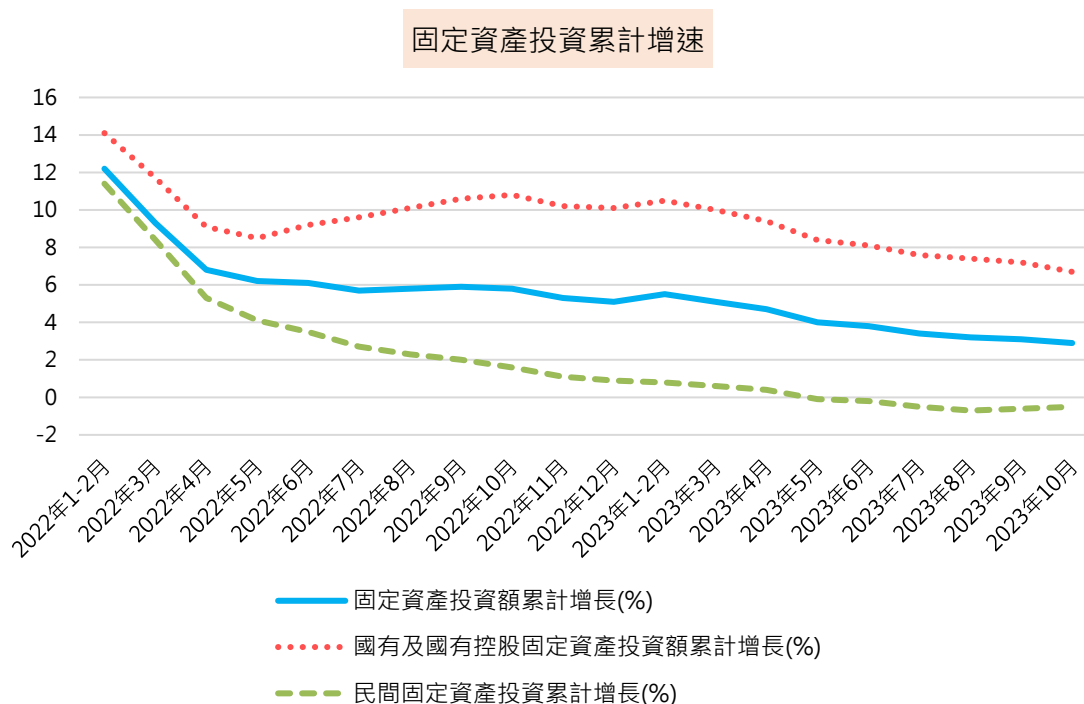
【圖 3-1-2】中國社會消費品零售總額成長趨勢

## 投資意願低落

投資方面，2023 年上半年固定資產投資與 2022 年同期相比成長 3.8%，增幅縮小 0.2 個百分點，其中民間固定資產投資年減 0.2%，而國有實體投資成長 8.1%，凸顯私營部門投資信心疲軟，民間投資降幅擴大 0.1 個百分點，國有實體投資增幅則縮小 0.3 個百分點，詳見【圖 3-1-3】<sup>12</sup>。我們可以發現由於民間對前景預期不佳，

<sup>12</sup> 為了因應民間投資信心不足現象，中國發改委在 2023 年 7 月 24 日推出「關於進一步抓好抓實促進民間投資工作，努力調動民間投資積極性的通知」，從明確工作目標、聚焦重點領域、健全保障機制、營造良好環境四方面提出 17 項工作措施，希望提振民間投資。

因此出現投資減緩現象。分登記註冊類型看，內資企業固定資產投資同比增長 4.0%，港澳台商企業固定資產投資下降 3.4%，外商企業固定資產投資增長 3.4%，顯示相對熟悉中國經濟狀況的港澳台企業投資意願最為薄弱。

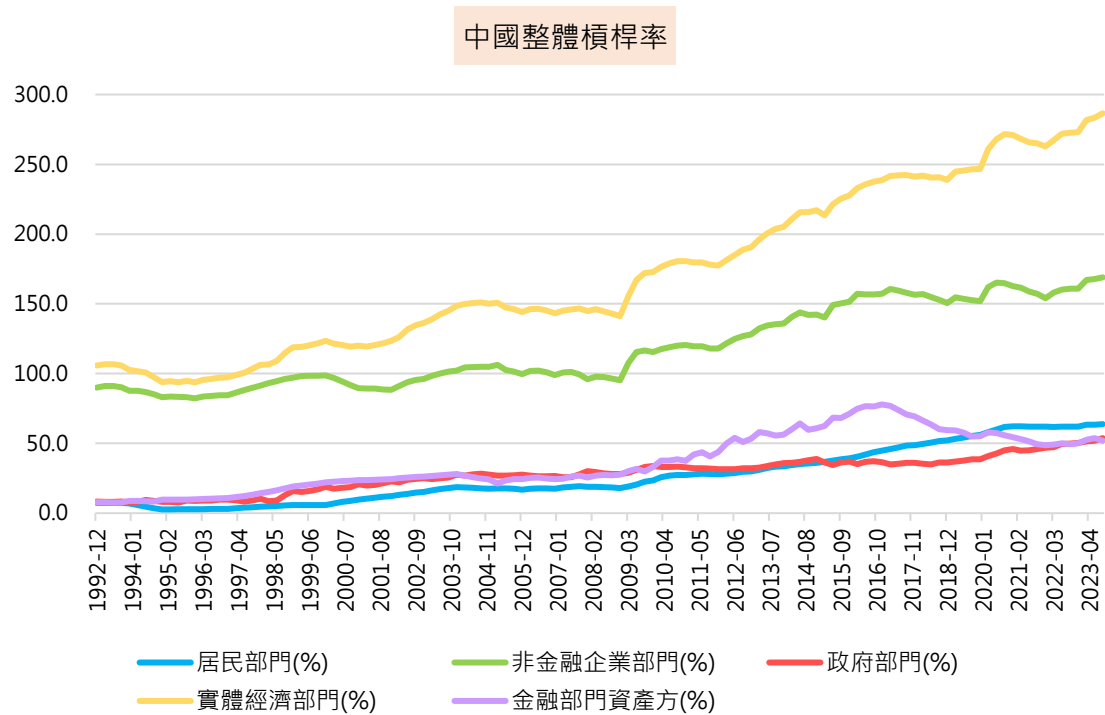


資料來源：中國國家統計局

【圖 3-1-3】中國社固定資產投資累計增速

## 再舉債空間有限

若從槓桿使用情況觀察，不論企業或個人都屬於相對高檔的負債狀態，且趨勢仍再往上，政府負擔債務也是呈現向上趨勢，詳見【圖 3-1-4】。若要繼續投資，必須加大槓桿使用，但考量到對未來的前景預期不佳，於是出現當前的投資（萎縮）狀況，政府還可透過其他方式融通，但是對於財務預算限制較嚴的民營企業和個人（家庭），這樣的問題就更加顯著，佐證民間投資消費乏力狀況。

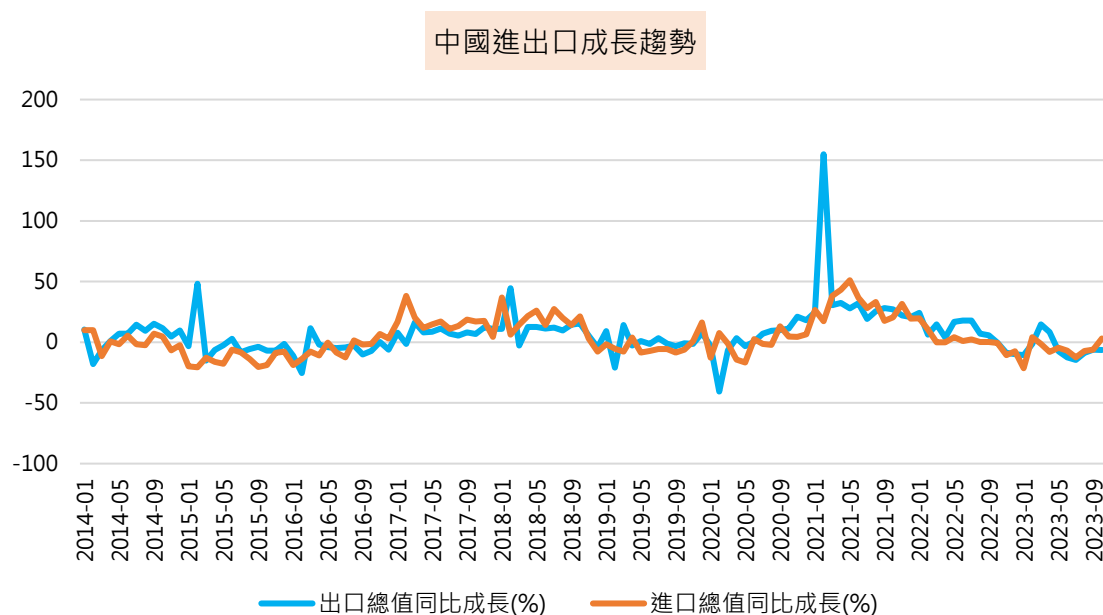


資料來源：中國國家資產負債表研究中心（CNBS）

【圖 3-1-4】中國總體槓桿率

## 外循環受挫

對外經濟方面，2023 年 6 月份進出口雙降，出口年減 12.4%，是逾三年來最大降幅，創下自 2020 年 2 月以來最大值；進口則是年減 6.8%，也高於市場預期的 4.1%，詳見【圖 3-1-5】。整個上半年，以美元計價的中國出口合計年減 3.2%，進口更下降 6.7%，貿易順差為 4,086.9 億美元。



資料來源：中國國家統計局

**【圖 3-1-5】中國進出口年成長趨勢**

由於中國經濟主要依賴出口帶動，這樣的數據顯示對外經濟的不樂觀。就 2023 上半年幾個傳統出口大省觀察，廣東省上半年出口出現負值，江蘇也呈現不到 1% 的成長。進口方面，進口大幅下降，一方面凸顯內需疲軟，另一方面，由於中國在不少產業的供應鏈裡面扮演中間加工組裝的角色，進口的下跌，若是中間原材料輸入的下跌，則意味著外國訂單緊縮、將來的出口減少，會對於日後的出口創匯形成更不利的影響，衝擊外循環。

因此，當前中國的出口處在一個尷尬局面，中低端製造（低成本商品）方面，製造重心正往越南、印度、墨西哥轉移，移出的廠商包含外資與中國的內資，根據《Financial Times》，美國來自亞洲的低成本進口貨品中，中國的占比將首度跌破五成（2013 年為近 70%，2022 年則降到 50.7%），主要便是因為西方企業逐漸將營運遷出中國；高端製造方面，來自美日歐盟的科技封鎖層層加碼，不對中國出口高端晶片、技術與機器，意味著以往帶來大量外匯、提供大量就業機會的電子產業不是



撤走就是轉型當地內需。

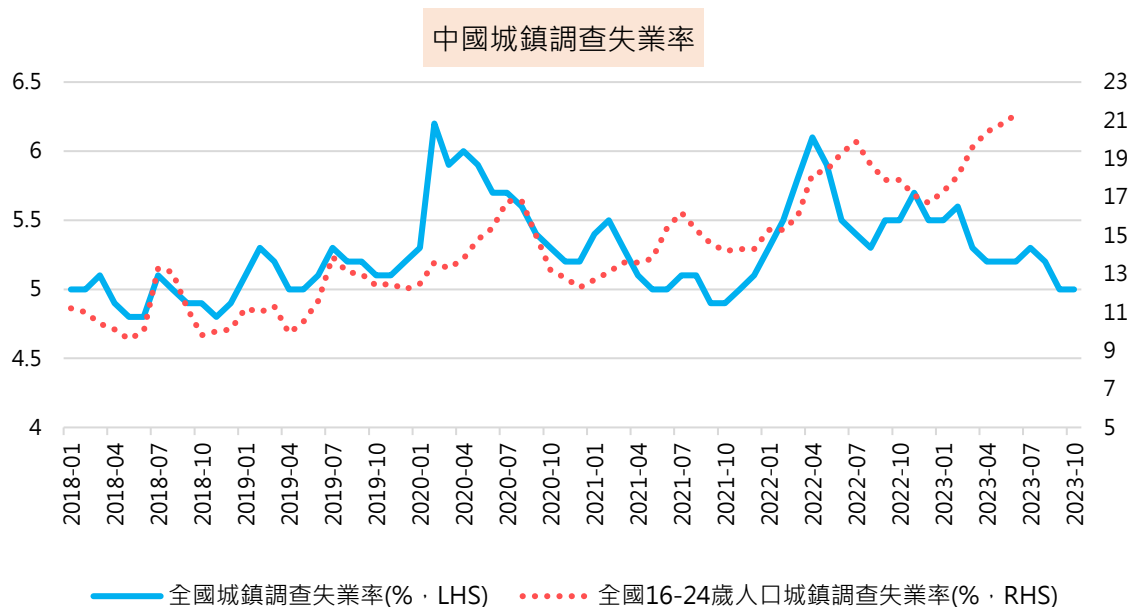
綜合觀察中國當前 GDP 構成的三大部分，消費、投資與出口，都出現疲弱趨勢。尤其 6 月份 CPI 增幅回落至零，PPI 更較 2022 年同期大幅下跌 5.4%，均低於市場預期，凸顯消費或投資需求持續疲弱，也引發中國可能進入通貨緊縮，甚至將跟隨日本失落的年代（The Lost Decade）的疑慮。

## 失業率高漲

除了三駕馬車的總體觀察外，引發最多關注的莫過於就業問題，中國國家統計局公布 2023 年上半年全國城鎮調查失業率均值為 5.3%，比 2022 年同期下降 0.4 個百分點。分季觀察，第一季全國城鎮調查失業率平均值為 5.5%，比 2022 年第四季下降 0.1 個百分點，第二季全國城鎮調查失業率平均值為 5.2%，比第一季下降 0.3 個百分點。若是分月份觀察，1、2 月分別為 5.5%、5.6%。3 月份由於疫情趨緩，加上春節結束使就業情況好轉，失業率降至 5.3%。第二季的 4、5、6 月份城鎮調查失業率都是 5.2%，比 2022 年同期分別下降 0.9、0.7 和 0.3 個百分點。

然而，若是進一步聚焦眾人關切的青年失業，就可發現情況非比尋常。一般而言，16 至 24 歲城鎮調查失業率普遍被用來觀察「青年人」的失業狀況。首先觀察數據，如【圖 3-1-6】所示，青年失業率從 2023 年年初以來逐月升高，6 月份青年勞動力失業率升至 21.3% 的新高記錄，顯示青年就業壓力沉重。或有一說，由於 6 到 8 月為傳統的畢業季，難免會出現季節性的上升，之後便會回跌。然而，觀察從 2018 年以來的數據，2018 年與 2019 年的青年失業高峰都是 13 點幾的百分比，9 月過後數字會降低，確實有季節性效果存在。但是 2020 年 COVID-19 疫情爆發以來，即使是暑假畢業季的高峰數字，也呈現逐年墊高走勢，這種趨勢已經形成。更嚴重的，則是當局宣布從 8 月開始將進行青年失業率統計的

調整，等到青年失業率相關統計工作進一步完善後，再發布有關情況，此事直接導致我們無法看到此一數據，更引起更多社會輿論的臆測。



資料來源：中國國家統計局

【圖 3-1-6】中國城鎮失業率

根據中國官方公布的「就業標準」，一個星期工作一個小時以上，就不能算入失業<sup>13</sup>，這可說是相當寬鬆的認定。此外，這調查數字尚未考慮到農民工、農村戶籍人員以及畢業後未曾找到工作的躺平人員。如果都納入考慮，恐怕整體失業或青年失業數字將更嚴重。財新網引述北京大學國家發展研究院副教授張丹丹研究，根據中國國家統計局 2023 年 3 月數據，全國城鎮的 16 至 24 歲人口共約 9,600 萬人，

<sup>13</sup> 根據中國國家統計局的定義，就業人員係指在一定年齡以上，有勞動能力，為取得勞動報酬或經營收入而從事一定社會勞動的人員。具體指年滿 16 周歲，為取得報酬或經營利潤，在調查週內從事了 1 小時（含 1 小時）以上勞動的人員；或由於學習、休假等原因在調查週內暫時處於未工作狀態，但有工作單位或場所的人員；或由於臨時停工放假、單位不景氣放假等原因在調查週內暫時處於未工作狀態，但不滿三個月的人員，詳見：[http://www.stats.gov.cn/sj/zbjs/202302/t20230202\\_1897107.html](http://www.stats.gov.cn/sj/zbjs/202302/t20230202_1897107.html)



勞動人口占三分之一即 3,200 萬人，其中 630 萬人被列為失業，其餘三分之二即 6,400 萬人為非勞動人口，扣除 4,800 萬的在校生，剩下 1,600 萬人是大多選擇躺平、啃老而不工作的非在校生。若將前述這 1,600 萬的不工作者計入失業，則中國 2023 年 3 月份的青年實際失業率恐上看 46.5%。

姑不論前述報導引用研究真偽，這幾年隨著大學畢業生人數的逐年增加以及整體經濟發展遲緩，讓中國青年失業問題明顯越見棘手。過去三年大學畢業人數分別是 874、909 與 1,076 萬人，考慮到 2023 年夏天有超過 1,158 萬名大學畢業生步出校園，這些年輕人進入就業市場後，青年失業率恐上升至更高水準。特別值得注意的是，青年人是未來經濟社會發展的中堅份子，但是近年由於總體經濟大環境下的投資意願萎縮、勞動條件惡化，加上房地產泡沫問題未解帶來的高額房貸債務預期等問題，內捲和躺平現象在年輕一代開始蔓延，產生所謂「四不青年」特色——不找對象、不買房、不結婚、不生子，這除了將對中國的生產力與消費力造成極大的影響，形成惡性循環，也可能進一步衝擊房地產市場。



## 第二章 逆境中各顯神通

自從兩岸於 2009 年 11 月簽署「兩岸金融監理合作備忘錄」( Memorandum of Understanding，簡稱 MOU )，開放互相設立分行以來，截至 2023 年 6 月底，共有 5 家台資銀行在中國設立子行、9 家設立母行直屬分行及代表處 ( 下設 25 家分行、8 家支行和 2 家代表處 )、2 家單獨設立代表處，業務據點遍布東半部經濟發達地區，詳見【表 3-2-1】。

### 盤點登陸台資銀行之分布

【表 3-2-1】台資銀行在中國設立分支機構分布

銀行	已開業	已獲金管會核准	辦事處
第一銀行	上海分行 成都分行 上海分行自貿區支行 廈門分行		-
土地銀行	上海分行 天津分行 武漢分行	廈門分行	-
合作金庫銀行	蘇州分行 蘇州分行高新支行 天津分行 福州分行 長沙分行		北京辦事處
華南銀行	深圳分行 深圳分行寶安支行 上海分行		-



銀行	已開業	已獲金管會核准	辦事處
	福州分行		
中國信託銀行	上海分行 廣州分行 上海分行自貿區支行 廈門分行 深圳分行 上海分行虹橋支行		北京辦事處
兆豐銀行	蘇州分行 蘇州分行吳江支行 寧波分行 蘇州分行昆山支行		-
臺灣銀行	上海分行 上海分行嘉定支行 廣州分行 福州分行	上海分行自貿區支行	-
臺灣企銀	上海分行 武漢分行		-
上海銀行	無錫分行		-
王道銀行	-	-	天津辦事處
台新銀行	-	-	上海辦事處
永豐銀行	南京子行	-	-
台北富邦銀行	富邦華一銀行（子行）	-	-
玉山銀行	深圳子行	-	-
國泰世華銀行	上海子行	廈門分行	-
彰化銀行	南京子行	-	-

資料來源：金管會銀行局。



觀察台資銀行業在中國佈局省市，也可發現綠色標記台資銀行設立分支機構省市，正好也是台商早期佈局較多之處。尤其是台商進入中國最早的據點——珠江三角洲，以及後來居上的長江三角洲，再加上與台灣有地緣關係的福建省，詳見【圖 3-2-1】。



資料來源：金管會銀行局，作者整理繪圖。

【圖 3-2-1】台資銀行業在中國佈局省市

## 台資銀行能經營業務之範圍

根據中國的中華人民共和國商業銀行法，台資銀行若為子行者，可經以下各類顧客的外匯業務和人民幣業務：

- (一) 吸收公眾存款；
- (二) 發放短期、中期和長期貸款；
- (三) 辦理票據承兌與貼現；

- (四) 代理發行、代理兌付、承銷政府債券；
- (五) 買賣政府債券、金融債券，買賣股票以外的其他外幣有價證券；
- (六) 提供信用證服務及擔保；
- (七) 辦理國內外結算；
- (八) 買賣、代理買賣外匯；
- (九) 代理收付款項及代理保險業務；
- (十) 從事同業拆借；
- (十一) 從事銀行卡業務；
- (十二) 提供保管箱服務；
- (十三) 提供資信調查和諮詢服務；

經國務院銀行業監督管理機構批准的其他業務。例如經營即期結售匯業務及人民幣與外匯遠期、掉期和期權衍生品業務與普通類衍生產品交易業務。

其中台資銀行若為分行者，對當地民眾之存款業務則有嚴格限制，規定必須是五十萬元以上人民幣之定期存款。一般來說各銀行的經營重點包括：

- (一) 通過母子行共同發展跨境金融、聯貸業務。
- (二) 發展結構性融資專案。
- (三) 同業拆借業務（銀行與非銀行）、同業存款、同業借款、同業存單。
- (四) 債券投資、即期匯率、衍生產品交易等相關業務。
- (五) 代銷理財業務或保險商品。

子行與分行兩種型態之主要差異在於，擁有當地法人資格的子行能經營信用卡業務以及對中國境內公民的人民幣業務。目前有 9 家台資銀行業者在當地設立 25 家分行（下轄 8 家支行），就資產組合看業務經營，以企金（對公）業務為主，包含自貸與聯貸，客戶別多以台商為主；同業拆借方面，考慮銀行間資金日益緊縮且局勢變化快速，目前多為保守的短天期拆借（7 天以下）；投資（含金融債）方

面，由於需要風控與資訊系統相關的建置投資，一般分行型態不具規模優勢，且債券市場近期較不穩定，發展也相對受限。

就子行型態觀察，目前有 5 家台資銀行採取子行（下轄 47 家分支行）型態經營。企金業務仍是大宗，不論自貸或聯貸，主要仍以台商為主，再視個別銀行政策上下調整比重；個金（零售）業務資金成本高，且抵押貸款受當地總量控管，不具規模效益，對當地個人不具吸引力；財富管理方面則是聊備一格，僅最早在當地展業且營業牌照較全面的富邦華一發展較快，提供理財產品線與回報率不若當地大行。

客觀就台資銀行在中國當地的發展條件和優劣勢觀察，子行或分行在當地規模與營運據點偏少，吸收人民幣存款能力本就不足，使資金成本高於中資銀行，單純就能帶給客戶的放款利率和額度而言，自然不如在地的中資銀行優惠。除非能給予其他當地銀行所不能提供的獨門服務或附加價值，諸如連結台灣或海外的跨境資金調度便利，否則光就額度與利率，台資銀行恐無多大競爭力。

## 登陸台資銀行之整體曝險

再就宏觀角度以整體數據看台資銀行整體在中國經營發展，根據金管會統計，2023 年第 3 季本國銀行對中國曝險額約新臺幣 1.1953 兆元、占本國銀行上一年度淨值的 29.11%，兩項數據都創 2013 年公布該統計以來新低紀錄，顯示本國銀行整體而言，對中國曝險心態已經轉趨保守。2019 年來，已無任何國銀曝險額占淨值比超過金管會原訂預警的 8 成水準，2020 年更沒有銀行超過 7 成，2023 年第 3 季最高者僅剩 60%，超過 5 成者僅有 1 家銀行。

值得一提的是，目前在對岸設點營業的 25 家台資銀行分行、8 家支行與 5 家的子行，從 2018 年之後就未有新申請核准新的據點。反倒是還有三家已申請獲准，但還未開業的據點包括：台灣銀行上海自由貿易區試驗區支行、國泰世華銀廈門分

行及土銀廈門分行。

雖然法規規定曝險淨值比是一倍以下，但截至 2023 年 9 月底，全體國銀對中國曝險合計 1.01 兆元，占上個年度結算後淨值 4.24 兆元的 23.8%，創有統計以來的新低。這其中曝險授信方面為 7,037 億元、投資為 2,372 億元、資金拆存是 677 億元。

根據 2023 年 9 月底數據，個別銀行淨值比率超過 5 成的有一家。其中公股行庫普遍低於平均，例如土銀與合庫為 15%，一銀為 16%、彰銀 17%、台企銀 10%、兆豐銀 18%。而曝險最低則為聯邦銀行的 0，其他如中國輸出入銀行 2%、華泰與三信的 3%、台銀與元大銀行的 5%、華銀的 6%以及台中商銀的 9%，均低於 10%以下。

## 台資銀行經營策略

### (一) 減碼房地產與兩高一剩

由於整體中國經濟發展趨緩，台商供應鏈的重新布局，再加上房地產的連環爆，使得台資銀行對房地產的放款持續減碼，並將房地產開發視為高風險行業，原則上避免承做，因此基本上對於恆大、碧桂園、中植系都是零曝險。例如富邦華一銀行在 2020 年底對房地產與建築的放款還占總放款的 18%，但到 2022 年底只剩下不到 9%。但值得注意的是，富邦華一銀行在 2023 年第 2 季收購花旗中國的房貸資產，新增 9 千餘戶的房貸戶合計房貸餘額為人民幣 115 億元。並且因為依當地規定提高一般放款提存率影響，導致上半年華一銀行稅後虧損人民幣 1.23 億元。同時間永豐中國子行也從 17%降到 9%，玉山中國子行也從 19%降到 13%。

此外各台資銀行也持續調整「兩高一剩」或「兩高一低」等行業的信貸發放，適時調整各類行業風險等級。逐漸減碼對所謂的高耗能、高污染、產能過剩或低技



術門檻等產業的放款。特別是玉山中國子行因擔憂中國經濟進入「平庸時代」，所面臨的四大挑戰包括債務問題、不動產泡沫化、全球外貿不景氣、中美經貿對抗四大挑戰等都不是容易的事。因從 2022 年上半年到 2023 年上半年，曝險在一年內減少 230 億。

## (二) 提高同業拆借比重

由於對產業的放款趨於保守，因此金融同業間的拆借放款比重就增加，包括對租賃業。例如玉山中國子行截至 2022 年底，該行總資產為人民幣 175.06 億元，但金融同業資產餘額就有人民幣 68.88 億元，占總資產比重 39.35%。其中存放同業款項、拆出資金、投資金融債券（含同業存單）占同業資產比重分別為 4.01%、22.04%及 73.95%。同時該行總負債為人民幣 153.44 億元，金融同業負債餘額合計就有人民幣 48.31 億元，占總負債比重 31.48%（同業負債包括借入母行資金及母行存放活期款項），主要為拆入資金、同業存放款項、賣出回購金融資產款項、發行同業存單，占同業負債比重分別為 62.78%、5.92%、29.23%及 2.07%。同期玉山中國子行金融同業利息收入為人民幣 1.64 億元，占總利息收入比重為 34.02%；同業利息支出為人民幣 0.84 億元，占利息總支出比重為 33.85%。

## (三) 結構性存款商品比重大

就資金來源方面，台資銀行在中國的資金主要靠吸收存款（含結構性存款）、同業拆存、賣出回購、發行同業存單、轉貼現、衍生產品以及母行撥補資本金。以玉山中國子行為例，截至 2022 年底，存款結構中有固定到期日的定期存款及結構性存款占總存款比重為 46.65%，無固定到期日的活期存款占總存款比重為 53.35%。例如該行推出與國債、匯率掛鉤的結構性存款，以充實該行負債來源的多樣性及穩定性。而同業拆借款中，借入母行的中長期資金占總拆入同業資金比重為 61.99%。





#### (四) 台資銀行之主要放款對象

囿於台資銀行在中國分行的業務資料難以取得，因此僅就各子行年報所揭露的數據進行整理分析如下。

【表 3-2-2】富邦華一銀行貸款發放對象

單位：%

	2022 年底	2021 年底	2020 年底
個人貸款	45.6	47.3	25.5
批發零售	12.1	13.2	16.5
金融保險	9.8	7.1	8.9
製造業	6	8.2	9.1
房地產業	4.6	4.2	8.2
建築業	4.3	7	10.2

資料來源：整理自富邦華一銀行年報

【表 3-2-3】玉山中國子行貸款發放對象

單位：%

	2022 年底	2021 年底	2020 年底
製造業	41.6	41.4	44.2
租賃業	7.8	19	7.8
房地產業	13.6	14.2	19.2
金融業	15.9	11.9	12.3
批發零售	16.3	9.8	12.8

資料來源：玉山銀行中國子行年報



【表 3-2-4】國泰世華銀行中國子行貸款發放對象

單位：%

	2022 年底	2021 年底	2020 年底
金融業	21.9	23	22.2
製造業	17.6	17.4	15.4
運輸倉儲業	17.9	19.5	21.7
房地產業	16.5	15.1	19.8
批發零售業	11.7	9.2	5.2
租賃業	9.9	10	5.1
建築業	2.6	3.2	2.1

資料來源：國泰世華銀行中國子行年報

【表 3-2-5】永豐銀行中國子行貸款發放對象

單位：%

	2022 年底	2021 年底	2020 年底
製造業	40.7	34.4	36.5
金融業	22.2	11.9	8.6
批發零售業	18.7	30.4	29.1
房地產業	8.4	7.4	10.3
運輸倉儲業	3.3	1.7	0.4
能源業	2.9	0.9	1.3
建築業	1.2	6	7

資料來源：永豐銀行中國子行年報

## 台資銀行面臨的問題

### (一) 落地生根或服務台商

這些台資銀行所設定的主要客戶族群，究竟是以服務台商為主呢？還是跨出台商圈，落地生根，以服務廣大的在地客群？雖然這些台資銀行幾乎都會說，要兩者兼顧，事實上絕大部分還是以服務台商為主，其中而富邦華一則是落地生根、發展當地業務企圖心最強的一家。

富邦華一銀行在落地生根的努力上，還包括打造非典型分行，突破人們對於分行的刻板印象，讓「生活型態」成為分行的主打特色，以吸引當地高端客戶。這些努力包括上海陸家嘴的「藝廊銀行」、南京的「咖啡銀行」、上海靜安的「花店銀行」，最近的是位於成都的「書店銀行」。當時的詹文嶽行長相信，塑造分行具有「潮」的要素，自然就會吸引一批重視生活品質的潛在客戶，而這些目前可能只是中產階級、白領的「近富者」，未來最有機會成為有理財需求的潛在高資產族群或是擴展消金業務。這也呼應同時期美國分行轉型的哲學。

即使如此，該行的業務還是呈現一個有趣的現象。例如該行的存款主要來自台商，該行在 2019 年底從台商吸收的存款從 227 億元人民幣成長到 384 億元，但同一時期放款給台商的餘額僅從 35 億人民幣成長到 40 億元。除了顯示該行從台商所吸收的存款遠大於放款給台商，而且吸收存款的成長率還遠大於放款的成長率。雖然 2020 年之後該行的年報未再公布相關數據，但說該行還是有一半的業務要靠台商，應不為過。



【表 3-2-6】台商在富邦華一銀行之存款與貸款

單位：億元人民幣

	台商存款	台商貸款
2018 底	227	35
2019 底	384	40

資料來源：富邦華一銀行中國子行年報

由於在中國若無行動支付十分不便，為此解決此痛點，富邦華一銀行 2023 年 5 月開始辦理「行動支付便利化方案」，方便赴中國旅遊或工作的台灣民眾快速取得行動支付，最快僅要 8 分鐘即可完成領卡及開通等相關流程。

以往台灣民眾在中國辦理行動支付，最大的困難就是必須要有中國當地手機門號，才可以通過支付 App 的驗證程序。現在沒有當地手機門號也能辦理，且在台灣就可預約開戶。民眾在抵達中國前，就能在台灣提前於該行微信公眾號上預約開戶時間地點，並上傳申請的相關資料。民眾可直接使用台灣手機號辦理即可，到達當地後只要按預約時選擇的時間、地點前往當地分行領取，就可開通金融卡，綁定包括支付寶、微信、京東、美團及抖音等中國主要行動支付平台。

過去在行動支付上綁定海外信用卡，將使得消費者被索取額外手續費。現在只要有富邦華一的金融卡來綁定行動支付，不僅可以讓消費者免去手續費，也能使台灣民眾直接綁定台灣手機號碼。不到四個月的時間，已累計「協助約 8,000 人完成開戶」。

## (二) 過高的資本適足率

資本適足率與銀行的健全經營息息相關，台灣法定最低的資本適足率是 10.5%，另外對於少數大到不能倒的指標銀行，則酌予提高到 14.5%。由於提高資本適足率會增加經營成本，因此大部分銀行都會維持一個合理的平衡點。但在中



國有子行的台資銀行，其資本適足率普遍偏高，合理懷疑是美中貿易戰後中國的經商環境惡化，經濟成長失去動能，使得這些銀行在進行放款業務時特別謹慎。資本適足率偏高，可能也反映資金的運用效率，或是有閒置未善加運用的資金。

【表 3-2-7】各銀行資本適足率

單位：%

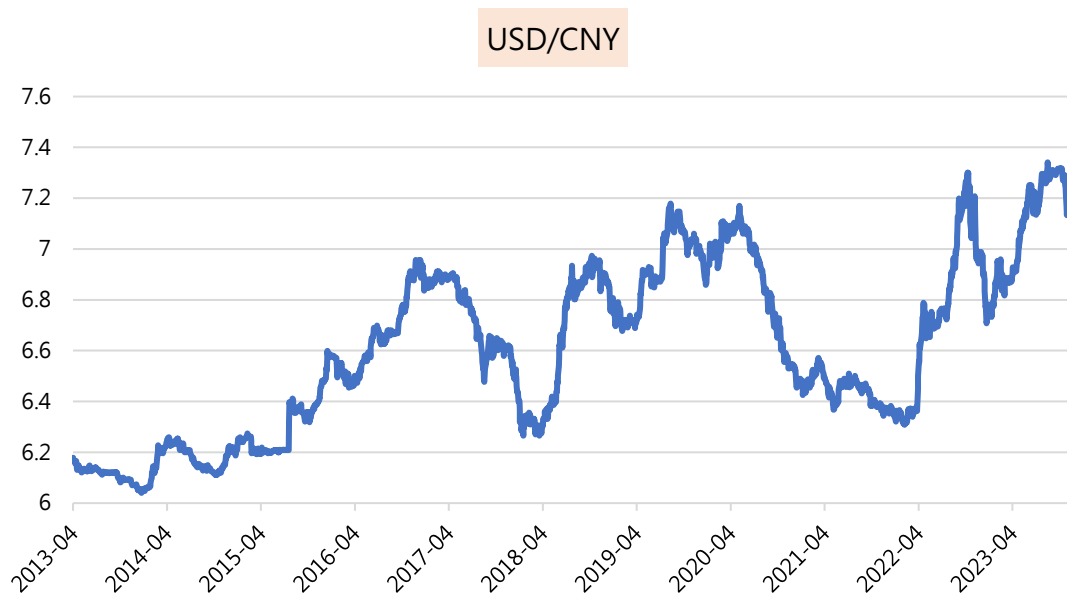
	2023 年 3Q	2022 年底	2021 年底
青島銀行			16.6
廈門銀行			15.6
國泰世華中國子行	27.1	22.7	26.3
玉山中國子行	13.6	14.1	14.5
永豐中國子行	20	20.7	22.4
彰化銀行中國子行	58.6	53	54
富邦華一銀行	15.7	15.3	13.6

資料來源：各銀行年報

### (三) 潛在匯損

隨著近年中國經濟的趨緩，外資逐漸移出，人民幣兌美元匯率呈現貶值趨勢，這對當初拿著美金前往中國開設銀行的業者而言，應該也是不樂看見。以目前人民幣對美元匯率與 2014 年台資銀行西進的高峰期相比，人民幣貶值已有兩成，詳見【圖 3-2-2】，貶勢是否已到盡頭，恐怕短期內還沒有答案。





資料來源：路孚特 (REFINITIV)。

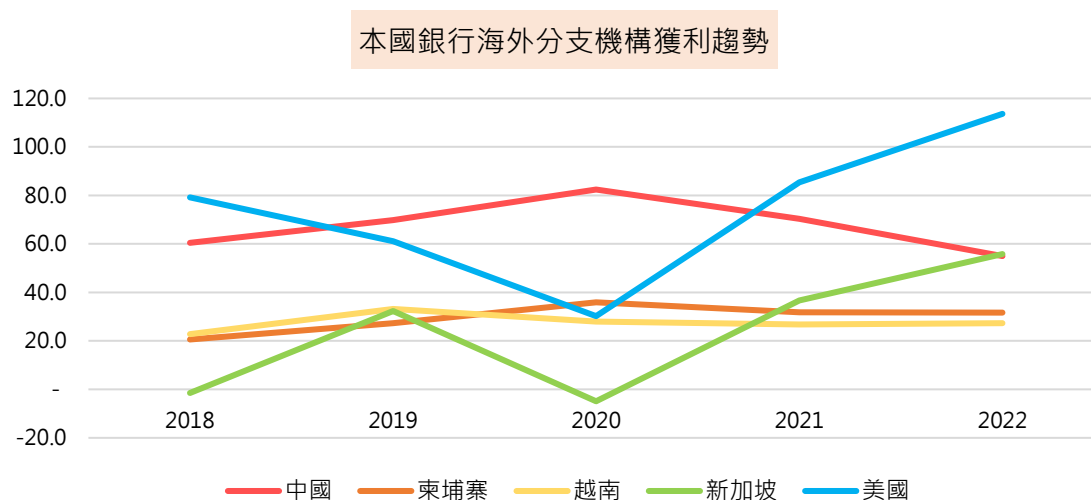
【圖 3-2-2】近十年人民幣匯率趨勢



### 第三章 台資銀行海外獲利的分布變遷

就獲利方面觀察台資銀行海外業務，金管會公布 2022 年前四季本國銀行海外獲利最多的前五大地區，依序是香港 337 億元、美國 113.6 億元、新加坡 55.8 億元、中國 55 億元以及澳大利亞的 32.1 億元。此外，本國銀行在中國的分支機構表現一年不如一年，2020 年全年獲利 82.4 億元、2021 年降到 70.3 億元，而 2022 年的 55 億元，顯著低於 2021 年的水準，這也透露出銀行業者未來在中國當地發展業務的獲利隱患。

聚焦觀察中國以及幾個重要市場的獲利，同樣根據金管會統計，國銀在中國市場的獲利從 2020 年開始呈現下降，在 2022 年已被新加坡超越。同時美國市場的獲利（百分比），則是從 2020 年的 30.2 億元（6.7%），上升至 2022 年的 113.6 億元（16.4%），詳見【圖 3-3-1】。搭配後續包含台積電在內的國內重要廠商在美國等地的海外佈局新戰略，未來金融業者如何調整資源布局或投資組合，應該是重大功課。



資料來源：各銀行申報銀行局資料，單位：新台幣億元

【圖 3-3-1】本國銀行海外分支機構獲利趨勢

由於本國銀行海外獲利主要還是根源於銀行的海外業務佈局，更深一層的探索，台灣的銀行業即便早就開展國際業務，但主要還是以台商相關業務為主，搭配台商海外發展的腳步。因此，分析此一議題不得不從台商以及台商賴以維生的全球供應鏈秩序著手，更能掌握到台資銀行海外佈局以及獲利的變遷趨勢。

如果就更宏觀的視野與拉長的時間軸觀察肺炎疫情帶來的風險局勢，除了原已形成顯著影響的美中貿易戰，考量中國作為肺炎疫情的發源地，過去以中國製造為核心成長動力的思維更是倍受挑戰，備援與多元生產基地將成為各國產業的風險控管必要對策。尤其延續美中貿易戰美方對「中國製造 2025」方略的質疑與挑戰，將延緩中國製造產業升級的進程，再配合「國進民退」的整體經濟結構，中國恐更依賴疫後深受打擊的內需市場來尋求動能。因此，中國經濟發展的瓶頸，固然短期對世界造成不利影響，但另一個角度思考，或許也提供台商與台資銀行業者一個新的成長契機<sup>14</sup>。

特別是台灣，在防疫過程中，展現出不同於其他國家的獨特性與產業實力。結合過去幾年推行「新南向」政策成果，以及與美國、歐洲從過去最低點開始逐步提升的互動連結，都可能將台灣推向一個全新的國際經濟定位。在這新定位中，除了科技電子業者把握機會往產業鏈核心移動之外，其他製造產業的附加價值提升，金融與醫療服務的品牌拓展等，都可能是台灣在國際經濟秩序重組中，可以努力的發展方向。

此外，如同前述，受地緣政局變動、貿易戰帶來的關稅壁壘等因素影響，企業早在尋求更多元的出路，肺炎疫情更不可避免地衝擊全球產銷供應鏈，強化「就地生產，就地消費」的短鏈思維，可以預期未來更多廠商將基於分散風險原則與短鏈思維減少對中國這個以往的世界工廠的依賴，加快尋找中國以外的第二甚至到第

---

<sup>14</sup> 詳黃崇哲與陳鴻達 (2020)。

N 個生產基地，其中部分產能可能移回台灣或遷移至越南、泰國等具有人口紅利與消費發展潛力的國家，這確實是值得台資銀行思索的業務策略定位問題。

進一步就數據面觀察台商海外投資行為，根據經濟部投審司統計，我國對中國投資額自 2015 年起逐步下滑，對新南向國家則是自 2014 年開始成長，2021 年兩者已十分接近。隨著時序進入 2022 年，對東南亞投資額 52.7 億美元，超過對中國投資的 50.5 億美元，可說首次達到「黃金交叉」，2023 年截至 10 月為止，亦是對東南亞的 49.6 億美元高於對中國投資的 26.4 億美元<sup>15</sup>。

另一項台商對東協投資超過中國的數據，是根據經濟日報引述中華徵信所 CRIF 在 2023 年 11 月公布的 2023 年版台灣大型集團企業研究調查，觀察台商全球布局趨勢，先看投資企業家數，百大集團 2022 年在東協地區增加 32 家分子企業，投資家數上升到 637 家<sup>16</sup>。至於資產總額方面，東協投資成長 17.56%，首度突破新台幣 6 兆元，達到 6.52 兆元；營收總額成長 14.81%，達到 8.01 兆元；另稅後純益總額成長 17.32%，達到 6,130 億元，都創下歷史新高。

除了數字隱含的意義外，更重要的是近年國內製造業的新南向移動模式，已經由早期個別廠商「單點」的轉移，轉為連同中上游「產業鏈」式的轉移。早在 1990 年代的南進政策，前進東南亞的企業主要以勞力密集的傳統產業為主，舉凡紡織、成衣、鞋類、玩具、食品加工以及電子業下游的組裝廠。隨著以兩岸電子業為主的產業分工日益複雜深化，投資所需資金規模也更加龐大，一改以往單一廠商便能完成製造流程的模式，再加上美中貿易戰之後對中國的衝擊。2018 年後，可觀察到

---

<sup>15</sup> 根據經濟部投審司台商對中國投資統計，2023 年 1 至 11 月核准對中國投資件數為 305 件，件數較 2022 年同期減少 7.58%；核准投（增）資金額計美金 29.65 億元，較 2022 年同期減少 33.91%。

<sup>16</sup> 詳見：  
[https://money.udn.com/money/story/123742/7635309?utm\\_source=ddd&utm\\_medium=edm&utm\\_campaign=finance](https://money.udn.com/money/story/123742/7635309?utm_source=ddd&utm_medium=edm&utm_campaign=finance)。

中游的零配件廠也開始增加，尤其過往較少在東南亞投資設廠的業者，也開始前往當地設點經營，包括 PCB、半導體生產及封測，還有新興產業如電動車和充電樁週邊產業鏈等。

當然，分析廠商海外佈局策略調整原因，主要可歸納出以下幾個面向：

- 一、**中國政策面**：中國推動產業轉型、跨國關稅及進出口禁令等，導致當地生產成本逐漸提升，諸如 2008 年勞動合同法、2011 年社會保險法以及之後的騰籠換鳥政策思維，加上生產要素的日益傾斜與緊縮，也都推升當地外資企業的生產成本，惡化投資環境；
- 二、**商業供需面**：來自供應鏈上下游的客戶端壓力，這也並非第一次出現，早在 2003 年 SARS 疫情爆發時，就有歐美貿易商要求在中國境內的台商製造業者進行分散風險式的生產據點轉移，將部分產能轉移到越南等地；
- 三、**國際政治面**：美中貿易戰、港版國安法爭議與 COVID-19 肺炎疫情後地緣政治保護主義等國際情勢的激烈升溫，使得廠商不得不配合，以避免遭受裁罰或抵制；
- 四、**永續環保面**：國際間的淨零排放趨勢，也帶動東協等地區的新興市場商機<sup>17</sup>。

以上這些因素綜合起來，構成了台商投資行為的改變，也引導台資銀行佈局的變化，最後展現出我們所熟知的台資銀行海外獲利變遷趨勢。當然，供應鏈的轉移並非一朝一夕就能完成，現在只是台商及台資銀行海外佈局調整的過程，仍屬於現在進行式，並未完全走完佈局再調整的時程，相信假以時日，會看到台資銀行不同於十年前的海外佈局與獲利分配樣貌。

---

<sup>17</sup> 詳見：

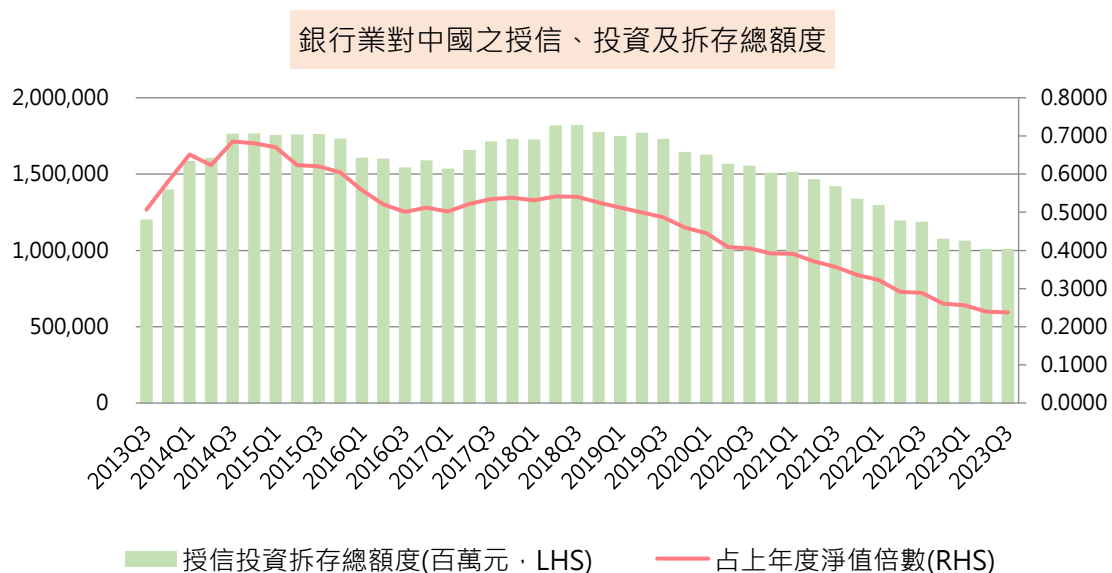
[https://money.udn.com/money/story/123742/7635309?utm\\_source=ddd&utm\\_medium=edm&utm\\_campaign=finance](https://money.udn.com/money/story/123742/7635309?utm_source=ddd&utm_medium=edm&utm_campaign=finance)。

## 第四章 對中國曝險趨勢消長

### 台資銀行對中國的曝險趨勢

回顧台資銀行在中國的經營，可以說是在中國熱的氣氛下開始的。尤其中國在實施改革開放以及加入 WTO 後，兩岸實體經貿往來日漸密切，根據經濟部投審會統計，截至 2023 年 11 月底，台灣對中國累計投資為 2,062.93 億美元。金融方面，兩岸自 2009 年陸續經歷簽訂 MOU、ECFA、人民幣業務之鬆綁、開放金融業西進等措施，使彼此經貿與金融交流日益深化。

根據金管會統計，截至 2023 年 9 月底，銀行業者對中國授信、投資與拆存總金額約新台幣 1.01 兆元，占銀行業上年度決算後淨值的 23.77%，詳見【圖 3-4-1】，金額與比率雖創新低且呈現持續下滑趨勢，但金額方面仍然不低，是故反映出台資銀行對於中國之整體曝險程度仍不容忽視。



資料來源：金管會銀行局。

【圖 3-4-1】銀行業對中國之授信、投資及拆存總額度



再者，根據中央銀行發布 2023 年 9 月底本國銀行國家風險統計，國銀外國債權直接風險餘額為 5,388 億美元。其中，對中國直接風險為 461.73 億美元（占比 8.57%），最終風險為 535.84 億美元（占比 10.15%），排名皆僅次於美國。前述各項資訊皆反映我國銀行業者在中國投入資金規模之龐大，以及中國經濟發展與變革將對台灣造成莫大之影響，是以中國企業授信風險的控制對於台灣銀行業者之重要性不言可喻。

從兩岸在 2010 年 6 月 29 日簽署「海峽兩岸經濟合作框架協議（ECFA）」開始，2010 年中首批獲得金管會核准赴中國設立分行的第一批本國銀行（土銀、合庫、彰銀、一銀、國泰世華），同年 12 月正式取得中國銀監會核准得以在中國設立分行，接續著許多台資銀行紛紛西進，分支機構在當地陸續籌設開業。算算日子，業已超過 10 年。這些銀行業者初期寄望於開業 1 年，取得承作人民幣業務的資格後，得以享有中國經濟高速成長以及利差高於台灣的商機果實，並搭上人民幣國際化與當時單邊增值的列車，彷彿一切從此海闊天空。

然而，一晃眼 10 年過去了，中間經歷了 2013 年 9 月成立的「上海自貿區」商機、2013 年 9 月開始的「一帶一路」倡議熱潮、2014 年 10 月籌建的「亞洲基礎設施投資銀行」熱潮、2015 年 5 月開始的「中國製造 2025」機遇等，也曾冀望中國當地中產階級購買力增強而帶來的個人購房、消費金融商機。現實的情況是，包含台資銀行在內的外資銀行不論就業務或資產占中國當地銀行業比重，都未能超過 2% 的天花板，這或許也提醒大家競爭非常殘酷，現實未必如此美好。

以金融首善之區的上海作為觀察對象，曾經吸引許多外資銀行從香港或亞洲其他金融重鎮遷移到當地，一則拉近與客戶距離，另外也有利於在新領域和大型交易上汲取商機經驗。然而，經歷了美中衝突升溫、全球供應鏈重組、肺炎疫情反覆帶來的封控衝擊後，加上 2021 年 8 月強調的「共同富裕」，讓外資金融機構與高階

主管的金融偉業夢想，在這些衝擊下似乎顯得岌岌可危。

值得一提的是，有 3 家獲得金管會核准赴中國設點銀行業者進度暫緩，包括早在 2014 年 2 月獲核准的台銀上海分行自貿區支行、2016 年 5 月獲核准的國泰世華銀上海子行下屬廈門分行，以及 2017 年 8 月獲得核准的土銀廈門分行，三者都是未再向當地主管機關申請，但也尚未撤件，由於核准函並未有限期內一定要向對岸提出申請的問題，因此銀行都選擇先擱置。這或許也顯示中國當地銀行經營大環境變化，以及本國銀行業者對當地經營業務看法的改變。

此外，台資銀行對中國曝險的消長，和台灣與中國的投資及貿易連動也有重要關連。近年台灣對中國投資比例下降，並非集中投資於政府大力推動的新南向國家，而是分散於東南亞、美國、歐洲等地，尤其是 2023 年台積電斥資 80 億美元投資美國廠、35 億歐元投資歐洲合資公司等大型投資案挹注，對於歐美地區的投資額預計將因這些大型投資案而創新高。

2010 年至今，台灣對中國投資占有對外比例，從早先的七、八成逐漸下降到近幾年的三、四成，但觀察統計資料，截至目前，中國仍是台灣對外投資最大的單一目的地，且就貿易進出口方面而言也是排首位的貿易夥伴，要改變這個現象需要時間。

尤其對於台商而言，分散投資基地及市場都需要投入相當的資源，這並非一蹴可幾。即便近幾年台廠配合政策或者地緣政治大趨勢往新南向地區移轉已有顯著跡象，但也不代表踏上新南向國家後便一帆風順，每個國家有個別的文化和問題，例如資源端的缺乏人才、土地、水電與基礎設施不足等問題，或者制度面的貪污、政治亂象以及法令規定迥異於台灣等問題，都可能在當地深入探索經營後才能發覺，不論是台商或者進行相關授信業務的銀行業者，就長期發展規劃時不可不察，都須要做好事前的心理準備且備便風險管理策略。

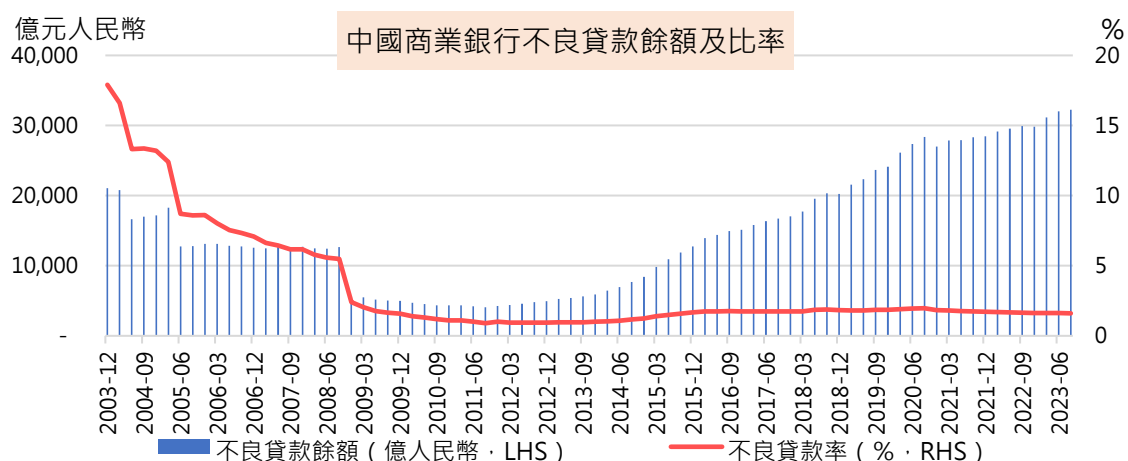
## 慎防中國金融風險對台資銀行的外溢效果

雖然台資銀行都會說自己避開高風險的房地產，或是透明度差的中資企業，但還是要注意其他中國金融風險對台資銀行的外溢效果。先從整體債務槓桿情況分析開始，長久以來，龐大的債務是中國主要財經問題的根源之一，中國的政府、企業與家戶的總負債率高達 GDP 的 280%，尤其是非金融的企業負債更接近 GDP 的 170%，高居全球第一，這種高槓桿狀態可說是中國當前金融風險的最明顯寫照。

### (一) 不良貸款

由於中國的債務問題在過去幾年來一直是舉世矚目的焦點，近年來更與房地產泡沫化、不規範理財產品等問題交互影響，也被認為是將來引發系統性金融風險的引信。根據中國國家金融監管總局公布的數據，2023 年第三季末商業銀行之不良貸款餘額為人民幣 3 兆 2,246 億元，較 2021 年底上升 13.26%，不良貸款率則下滑來到 1.61%，較 2021 年底下降 0.12 個百分點（關注類貸款的百分比則是從 2021 年底的 2.31% 下滑到 2.19%，下跌 0.12 個百分點），詳見【圖 3-4-1】<sup>18</sup>。這種不良貸款餘額上升而比率卻下降的現象，正好說明中國人行為首的銀行體系，為了拯救經濟發展而持續營造寬鬆的貨幣環境，以致作為分母的貸款餘額大大提升。

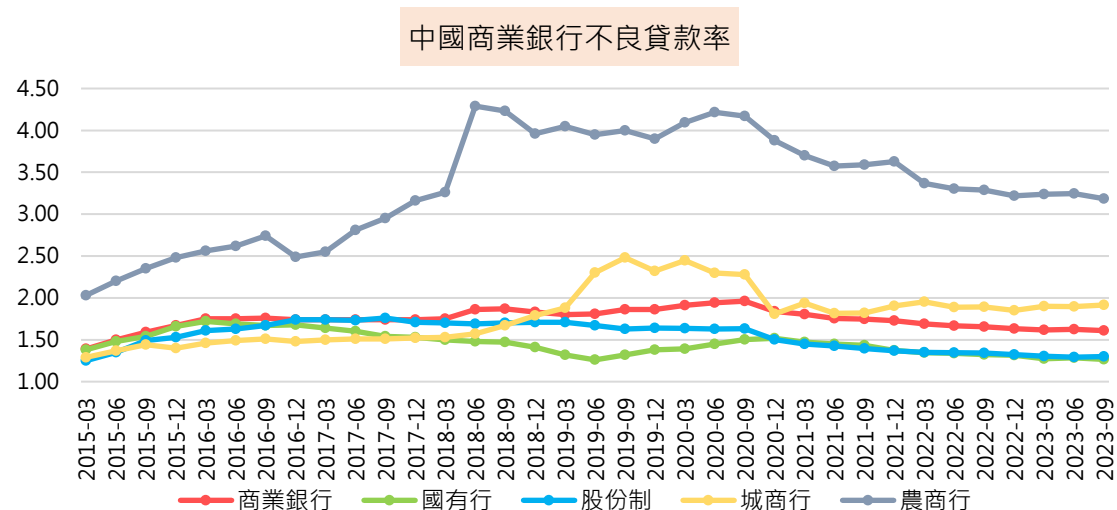
<sup>18</sup> 根據中國人行制定的貸款風險分類指導原則，把商業銀行貸款分為正常、關注、次級、可疑與損失五類，後三類被合稱為不良貸款。至於關注類貸款，表示儘管借款人目前有能力償還貸款本息，但存在一些可能對償還產生不利影響的因素。2023 年前三季的關注類貸款餘額分別為人民幣 4.16、4.22 與 4.39 兆元，比重則分別為 2.16%、2.14% 與 2.19%。



資料來源：作者整理自中國國家金融監管總局。

【圖 3-4-2】中國整體商業銀行不良貸款餘額及比率

值得注意的是，即便整體商業銀行 NPL 比率並未大幅上升，但細究各種類型的商業銀行，仍是可察覺農村商業銀行與城市商業銀行的不良貸款比率高於國有大型商業銀行與股份制銀行（詳【圖 3-4-3】），特別是 2018 年美中貿易戰開打以後的差距更加放大，凸顯體質相對孱弱金融機構的風險，值得台資銀行在同業拆放與金融債券投資決策前的審慎評估。



資料來源：作者整理自中國國家金融監管總局。

【圖 3-4-3】中國商業銀行不良貸款率



對於商業銀行的不良貸款問題，主要的疑慮在於，隨著內外部需求趨緩帶來的經濟成長乏力，再加上 COVID-19 疫情帶來的供應鏈與物流衝擊，影響企業的營收、獲利與金流，加上房地產泡沫問題的惡化，對於銀行最直接的衝擊便是造成授信的逾期、催收與呆帳，前述衝擊同時加大企業債務違約現象。更進一步的，也難免透過同業間的傳遞蔓延至銀行體系。

## (二) 企業債務違約

近年中國企業債違約問題已不是新聞，且已經從民營企業、擴散到國有企業，甚至到地方政府背景的城投債等。從 2018 年美中貿易戰爆發以來，債務違約問題日益嚴重，尤其違約金額不斷升高，2021 年可說是頂峰，詳見【表 3-4-1】<sup>19</sup>。以國企債務為例，根據國際信用評等機構惠譽（Fitch Ratings）統計，2020 年包括地方國企和央企之債務違約金額達人民幣 837 億元，較 2019 年大幅成長 4.5 倍，境內債券違約金額規模達人民幣 589 億元，占全年境內企業債違約總額的 43%，違約率達 4.9%，同樣創下歷史新高。其中值得關注且較以往更嚴重的是，2020 年違約主要為高信用評等及政府擔保的國企信用債，包括大型國企紫光集團、天津房地產集團及中國最大煤炭集團之一永城煤電控股集團等更首次出現債務違約，隱含債務負擔較大的大型企業面臨擴大舉債的難度增加以及無法借新還舊的困境，這個問題不會因為是國企而免疫。

<sup>19</sup> 2022 年以後數字之所以下降，並非由於整體信用狀況改善，恐怕還是由於官方施展的各種手段，讓債券展延。

【表 3-4-1】中國近年債券違約發生金額（違約日債券餘額）

年度	違約數量	違約金額（人民幣億元）
2018	138	1,239.90
2019	213	1,700.50
2020	189	1,898.73
2021	197	1,901.57
2022	170	861.95
2023/7/31	36	241.29

資料來源：作者整理自 Wind

檢視過去中國境內債券違約產業，科技業類企業之比重較低，然而以 2020 年企業債務違約金額觀察，科技業大增人民幣 383 億元占境內企業債違約比重高達 28% 情形最為嚴重，其次則是汽車業等消費類產業人民幣 360 億元，房地產業達 282 億元較前一年大幅成長 533%，因此科技業、房地產業也是後續值得持續關注的企業違約高風險產業，尤其在地方政府嚴重仰賴土地財政的大前提下，房產泡沫破裂恐帶來莫大的傳染效果（Contagion Effect）。

債市違約議題處理也充分體現這幾年中國當局經濟思維的轉變，中國官方原本基於「去槓桿」以及朝向市場化的發展思維，逐步打破國企不倒神話，但隨著美中貿易戰開打以及 COVID-19 疫情爆發以來的經濟下行，原本評估逐步淘汰或整併不良國企的腳步又見停滯。整體經濟施政思維轉向變成「國進民退」的方向，期望「穩定壓倒一切」。擔心貿然回歸市場信用機制，恐造成中國債券市場風險大幅升高，動搖市場投資人對於政府對國企隱性擔保（即所謂「剛性兌付」）的信心，升高市場對於中國主權債和公司債的恐慌情緒，阻礙海外債券發行，並對銀行、保險類上市公司產生風險蔓延效果，不利「維穩」主軸與「守住不發生系統性風險」的底線，相信這仍是 2023 年以後中國的主要金融風險觀察重點。



再就微觀層面觀察個別企業的債務違約問題，許多中國企業以「永續債」做為企業擴張的動能<sup>20</sup>，2013 年武漢地鐵公司中發行第一檔「無到期日」債券後，許多城投與房地產公司馬上群起效尤，目前約有 1,489 檔「永續債」，總金額超過人民幣 2.1 兆元。這些發行「無到期日」債券的公司可以選擇只付利息，不須償還本金，大幅減輕短期還債的壓力。但代價就是利息高於一般債券，此外每隔三年利息還要再跳升 3 個百分點。由於「永續債」可以美化資產負債表的數字，因此不少企業以此高資金成本策略來借貸發展搶占市占，一旦面臨景氣反轉，這些企業就不可避免嘗到苦果。例如恆大等房企當初就是藉由無到期日債券提供擴張動能，現在債務支出已大於獲利，可說當初的業績形成今日的業障<sup>21</sup>。

此外，銀行業也以不還本金只還利息的「永續債」來籌資，根據人民銀行貨幣政策執行報告，截至 2022 年 3 月底，各銀行已累計發行「永續債」近兩兆元<sup>22</sup>。在正常狀況下，銀行若想進行更多的放款或投資，主要應該還是以增資來提高資本適足，才是穩健的經營之道。但中國的人行卻放寬要求，允許銀行以發行「無到期日」的債券來補血，以加大放款支持實體經濟發展的力度。

從 2019 年 1 月開始到 2022 年 3 月底，各銀行總共發行 144 檔「無到期日」的債券，規模將近人民幣 2 兆元，並據此增加規模約人民幣 10 兆元的放款。又為了增加投資人持有這些債券的誘因，人民銀行還創設央行票據互換工具 (Central Bank Bills Swap, CBS)，讓公開市場業務交易商可以用持有的合格銀行發行的「永續債」，從人民銀行換入央行票據，<sup>23</sup>這些都不是平常邏輯可以理解的做法，或許

---

<sup>20</sup> 此處的永續債並非 ESG 領域的可持續債券。

<sup>21</sup> 詳見：

<https://voicetank.org/%E5%A4%B1%E5%8E%BB%E6%88%90%E9%95%B7%E5%8B%95%E8%83%BD%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E7%B6%93%E6%BF%9F%E9%99%B7%E5%85%A5%E6%B5%81%E5%8B%95%E6%80%A7%E9%99%B7%E9%98%B1/>

<sup>22</sup> 詳見 [http://finance.ce.cn/bank12/scroll/202205/12/t20220512\\_37573447.shtml](http://finance.ce.cn/bank12/scroll/202205/12/t20220512_37573447.shtml)

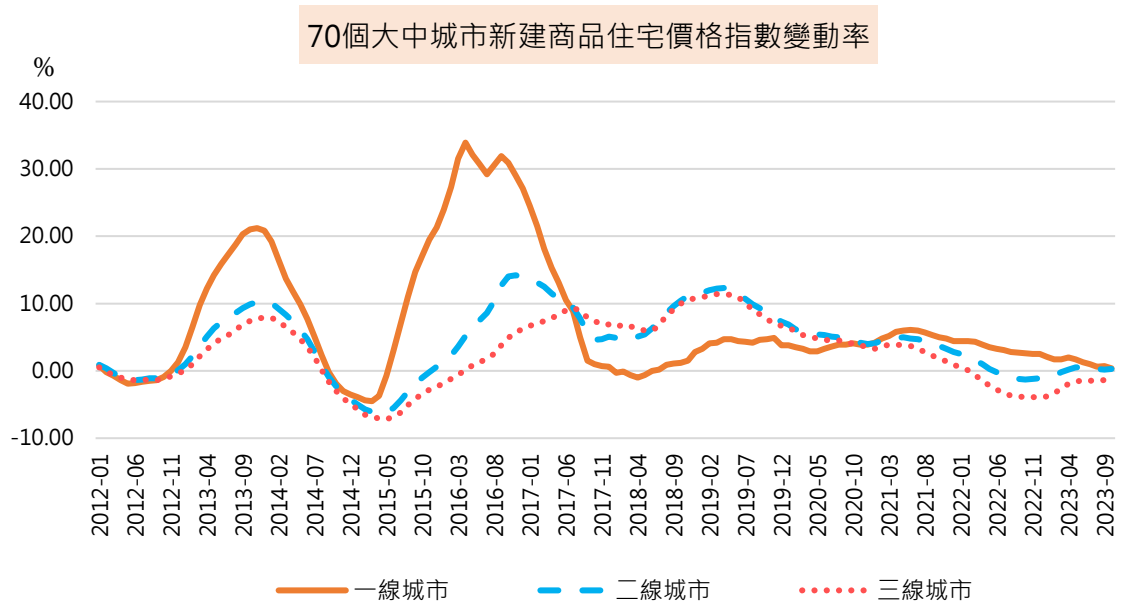
<sup>23</sup> 詳見 <https://talk.ltn.com.tw/article/paper/1521329>

可說中國人行和當地銀行業者已經沒有更多的籌資來源，只好配合演出這樣的非常規短打作法，試圖透過支持這類銀行債券的流動性，來提高更多市場參與者持有這類銀行債券的意願，預期在未來壓力大到某個臨界點後，銀行體系將因此承受極大的副作用，提醒台資銀行業者儘早盤點同業風險部位並預作準備，規避潛在的同業往來風險。

### (三) 房地產泡沫化

中國債務違約問題裡面，房地產相關產業恐怕占了非常重要的部分。由於房地產行業在中國總體經濟一向扮演舉足輕重的角色，就行業與 GDP 增加值占比觀之，單看房地產行業自身產業增加值，2021 年達到人民幣 7.76 兆元，較 2020 年成長 5.63%，同時，近 10 年占 GDP 比例一直持續上升。如果考慮了和房地產密切相關的建築業，二者相加也占 GDP 的 13.8%。若加計房地產的上游與下游產業的共同影響，房地產行業對 GDP 的影響保守估計超過兩成。

先從價格變動趨勢觀察房地產走勢問題，從 2021 年開始，一、二、三線城市價格變動走勢趨於一致，原本漲勢變動較大的一線城市也顯露出收斂情況，詳如【圖 3-4-4】，尤其二、三線城市的價格指數變動率已經分別在 2022 年 6 月與 3 月開始呈現負值至今。就現實面觀察，COVID-19 疫情再起限制民眾與貨物移動能力，全面影響民眾收入，進一步衝擊消費恢復力道與房地產投資購買意願。2022 年 2 月，中國住戶貸款與 2021 年同期相比減少約人民幣 3,369 億元，其中中長期貸款減少 459 億元，反映出一段時間以來，房地產市場低迷，居民住房消費意願仍然不高。各地方政府基於維穩心態，也再次改變對房價的控管態度。根據中國的經濟日報 2022 年 4 月 26 日報導，2022 年以來，中國超過 60 個城市調整房地產金融政策，加大支持房地產企業放款，提高個人住房貸款額度、降低貸款首付比例，引導貸款利率下降，這就是典型的政策引導房地產市場多空週期案例。



資料來源：作者整理自中國國家統計局。

【圖 3-4-4】中國 70 個大中城市新建商品住宅價格指數變動率

至於房地產企業壞帳問題，根據人民法院統計資料，2021 年已有 396 家房地產商宣布破產，而在 2020 年與 2019 年，每年也有超過 400 家房地產商倒閉破產，更讓人擔憂外溢效果 ( Spillover Effect )。尤其過去一年多來，中國恆大等房地產開發商的債務違約，以及債券價格崩跌的消息不斷釋出，金融市場投資人情緒隨之起伏。2021 年下半年，標準普爾 ( Standard & Poor's ) 信評對中國房地產業採取的負向評等行動次數達到歷史新高，包括 36 次評等下調和 22 次展望下調。IMF 在 2022 年 4 月公布的全球金融穩定報告也明白指出，中國房地產業的負債總額 ( 根據可獲得的資料計算而來 ) 約占 GDP 的四分之一，其中一半有流動性不足的風險。

經過了 2020 年下半年以來的房地產市場調控政策緊縮，「房住不炒」、「三道紅線」與「房貸集中度」等政策確實在壓抑房價過快上漲方面獲致一些成果，但同時也限制了房地產企業的融資能量，加上受到經濟成長趨緩、交易走弱等因素影響，房地產企業資金來源大幅受限，「高速度、高利潤、高發展」的三高特徵隨之

走向終結，導致房地產業者違約事件明顯增多，使得當局的房產管控政策不得不再度上演轉向戲碼。

至於 2023 年房地產業的最新發展，受到「三道紅線」等管控措施的影響，大量房地產開發商遭遇到財務困難，影響後續的開發營銷能量與產業信心。根據官方資料，2023 年上半年全國房地產開發投資同比下降 7.9%；商品房銷售面積同比下降 5.3%，銷售額增長 1.1%；房地產開發企業本年到位資金同比下降 9.8%。此外，6 月份 70 個主要城市新建住宅價格趨勢，有 54%（38 個城市）價格比 5 月份下跌，過半城市報告新建住宅價格下降，這是 2022 年 12 月以來的 6 個月來首次。總體而言，多項指標同比仍處於所謂的「下行通道」。除此之外，考量到整體房市新屋需求萎縮，目前更需關注二手房的行情，由於經濟、就業與房市前景不佳，新屋購房需求正在減弱，二手房掛牌量正在激增，市面出現二手房拋售潮，二手房價格也連續幾個月在半數以上城市出現下跌。北上廣深一線城市的二手房都出現折價求售情況，這也將回頭影響新屋的行情與房地產開發商的現金流入，更進一步惡化其債信狀況。

為了匡正房地產業爆雷導致的地方政府土地財政難以為繼，引發企業破產、公務員降薪和購房者停貸等亂象，人民銀行與當時的銀保監會在 2022 年 11 月，曾發布「金融 16 條」，推出「三支箭」，擬從信貸、債券、股權三方面支持房地產融資。當時監管部門就已要求各地銀行針對本地系統性重要房企擬定「白名單」，但由於風險持續擴散、恐慌性情緒蔓延，加以對「白名單」企業認定標準未見定論等因素，最終並未落實。

近期金融市場又傳出 2023 年 11 月 17 日由人民銀行、住建部、金融監管總局與證監會聯合召集數家房企座談，研究近期房地產金融、信貸投放、融資平台債務風險化解等重點工作。會上明確提出三個「不低於」，要求銀行業者「自身房地產貸款增速不低於銀行業平均房地產貸款增速，對非國有房企對公貸款增速不低於



本行對公房地產貸款增速，對非國有房企個人按揭貸款增速不低於本行按揭貸款增速」。更刺激市場的消息恐怕就是金融監管部門正在起草一份包含 50 家房地產企業的「白名單」，可能涵蓋國有和民營房企，白名單內的房地產企業將獲得信貸、債券與股權融資等多方面支持。

這樣的政策引導，恐怕又是以政策影響市場供需。除了扭曲銀行對於放款業務的風險報酬評估，鼓勵銀行加速對已屬高風險的房地產相關業務曝險，且擔心這種類似軟預算約束（Soft Budget Constraints）的現象，引發列名「白名單」的房地產業者新一輪的道德風險，讓銀行今日的業績成為明日的業障<sup>24</sup>。

---

<sup>24</sup> 詳見謝順峰（2024），「港股漸染紅+中國風險增 國際金融中心成歷史遺跡」，《台灣銀行家》，第 169 期，第 28-31 頁。



# 台資銀行西遊記— 目睹全球政經變遷下的機會與挑戰

第一篇 開啟又闔閉的機會之窗

第二篇 串起又散落地的中國經濟奇蹟

第三篇 台資銀行的經營現況

▶ **第四篇 全球政經板塊大位移**

第五篇 台資銀行如何趨吉避凶

第六篇 結語



## 第一章 擺盪在地緣政治與全球化之間

### 甦醒的地緣政治

在美中衝突的過程中，不管是在川普時期，還是拜登時期，張忠謀先生多次公開表示：因為地緣政治的關係，全球化已死。事實上地緣政治在人類的歷史上從未消失過，只是柏林圍牆拆除後，地緣政治的風險逐漸讓人忽視，最著名的例子就是福山（Francis Yoshihiro Fukuyama）在一九九二年出版《歷史之終結與最後一人》一書。福山大膽預測，西方國家自由民主制可能是人類社會演化的終點、是人類政府的最終形式。

之後佛里曼（Thomas L. Friedman）在 1999 年發表其全球化的名著《The Lexus and the olive tree》，書中更表示：「兩個都有麥當勞的國家不會發生戰爭。」因為當兩國都有麥當勞門市，表示彼此都納入全球化的整合，國民所得也有一定水準，這時政府及民眾自然會儘量用戰爭以外的方式來解決紛爭，並稱之為金拱門理論。

因此這段期間，地緣政治沒什麼大風浪。反映在實際的國際政治上，對於還堅持共產專政的國家，也開始出現「交往」代替「圍堵」的策略。最明顯的例子是以優惠的條件讓中國加入 WTO，希望藉由中國加入世界體系，進而影響改變中國，讓中國成為一個更開放與民主的國家。在 WTO 全球化的潮流之下，江澤民帶頭確立「悶聲發大財」路線，西方企業對於地緣政治風險的警覺性也消失殆盡。在尋求外包生產基地時，以降低生產、勞工配合度為最主要考量，造成中國成為這一波全球化最大的贏家。

但中國藉由經濟快速成長提高國力之後，不但沒有成為更開放與民主的國家，反而處處顯露其想稱霸的心態。再加上疫情期間的各種封控措施，使得生產供應鏈脆弱化的危機顯露無遺，從衣服、玩具、電子產品到藥品，都出現斷貨危

機。在此背景下，大家開始檢討全球化，認為一味的追求短線成本降低，將降低供應鏈的韌性與風險抵抗力，到頭來所蒙受的損失可能更大。於是西方出現供應鏈回流的呼聲，但由於困難度太大，因此美國財長葉倫提出一個折衷策略—「友岸外包」( Friend-shoring )，就是有相同價值的國家必須集結起來，關鍵零組件或原料的生產必須在此集團內，並且避免過度集中，以降低地緣政治衝突爆發時供應鏈斷鏈的危機。

2022 年俄羅斯入侵烏克蘭，麥當勞也退出俄羅斯，再一次喚醒西方國家的地緣政治風險意識。原來過去三十年的平靜，是因為地緣政治進入沉睡期，而不是永遠的終結。因此台積電赴美設廠除了貼近市場外，還有分散與提高韌性的考量。過去我們因為忽略了一些風險意識，因此沒有付出這些成本，但並不表示我們永遠可以規避這些成本。當然台積電今後成長所需的天然資源，也超過台灣所能提供，因此向外擴展也是必要的策略。

## 疫情前各國對全球化的態度

由於運輸與通訊成本的快速下降，同時效率的大幅提升，再加上 WTO 的成立，使得全球化出現一波熱潮。透過生產要素資源的跨國配置，讓貨物、服務、資金、人流等的跨境流動更為頻繁。在此基礎上跨國分工與零組件外包變的更常見，生產供應鏈變得更長。

德國著名的經濟研究機構 Ifo 每季都會對全球景氣或趨勢發表調查結果，該機構在 2019 年 5 月發表一份各國經濟學家對全球化態度的報告<sup>25</sup>。結果顯示全球主要已開發國家的經濟學家，對全球化已經到了容忍的極限 ( Reached the Limit of Acceptance )。該報告顯示，法國經濟學家對全球化持負面看法的比例高達 85%；

---

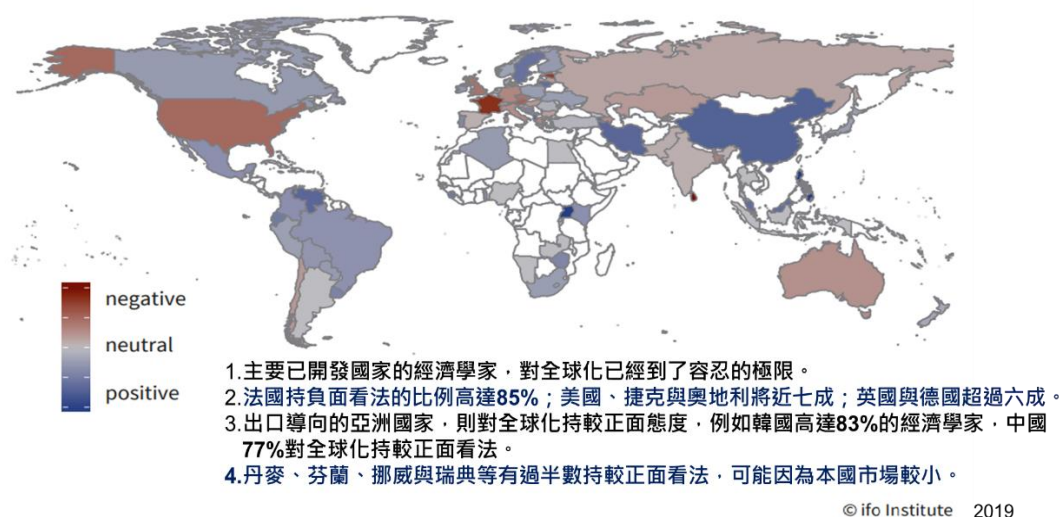
<sup>25</sup> Ifo, World Economic Survey, II/2019 May Volume 18

美國、捷克與奧地利也將近七成；英國與德國則是超過六成。

但部分出口導向的亞洲國家，則對全球化持較正面態度，他們相信自己在全球分工中扮演世界工廠角色，他們的國家將受益於全球化。例如韓國有高達 83% 的經濟學家，中國也有 77% 對全球化持較正面看法。此外，歐洲也有一些較小國家，例如丹麥、芬蘭、挪威與瑞典等有過半數的經濟學家對全球化持較正面看法，其原因可能在於本國市場較小。

## 疫情前世人對全球化的態度

Countries' Attitudes Towards Globalization



資料來源：作者整理自 Ifo 報告

### 【圖 4-1-1】疫情前世人對全球化的態度

該報告還有一個有趣的發現，就是對全球化的態度竟然與對中國的直接投資高度吻合。例如美國與歐盟對全球化持保留的國家，同時也對來自中國的直接投資持批判態度。德國等對於中國投資收購該國企業，進而取得高科技，頗有微詞。該報告總結說，貿易衝突以及中國對外直接投資的頻繁，都是造成大家對全球化持保留態度的原因。這份報告是由 Ifo 邀請全球 120 個國家中的 1,200 位經濟學家所完成的調查，也許不夠細緻，但應有參考價值。

觀察商品的貿易流動可反映出廠商決定在何處投資、製造、購買或出售物品，以及為實現此目的而建立的中介機構，因此某種程度也可反映出全球化的程度。從 1990 年代到 2000 年代前半，由於中國加入世界貿易組織 (WTO) 和跨國公司尋求低成本的生產要素，商品貿易激增。再加上數位通訊降低了交易成本，使公司能夠與世界各地的供應商和客戶開展業務。總體而言，在此期間，貨物貿易的成長速度是全球 GDP 成長率的兩倍以上。麥肯錫的研究分析發現，在過去的十年中，所有類型的流動共同作用使世界 GDP 成長了 10.1%。

2008 年的金融危機暫時中斷了此一趨勢，導致全球貿易流量驟降。不過當全球經濟逐漸復甦時，全球貿易量回穩，但沒有回到過去的成長軌跡。主要的原因可能是中國和其他新興經濟體進入了經濟發展的新一階段。最終產品的組裝商，逐漸成為世界需求成長的主要引擎，並開始發展更廣泛的國內供應鏈，從而減少了對進口生產要素的依賴。這些發展的結果是，在全球範圍內生產的商品中跨境銷售的比例變小。

製造技術的革新也意味著全球價值鏈的動態變化。從低工資國家到高工資國家的出口，只在 2018 年商品貿易總額中占 13%。那些不屬於勞動密集程度最高行業的企業，開始根據其他因素決定設點位置，這些因素包含獲得高技術人才、供應商生態系統、基礎架構、商業環境和智慧財產權保護等。另一個改變是生產的區域化。隨著全球供應鏈的延長，區域之間的長途貿易在 1990 年代和 2000 年代初開始興起。但是最近，貿易變得更加集中於區域，尤其是在歐洲和亞太地區，這使企業能夠快速為主要市場服務。

此外在 COVID-19 發生之前，世界價值鏈中也開始出現一些變化趨勢，包括貿易和生產網路的區域化、數位化服務日益普及、自動化技術的提升、廉價勞動力的重要性下降等等，因此許多企業也開始思考什麼樣的供應鏈是其最佳選擇。麥肯錫於 2019 年 12 月對 600 位全球企業高階主管進行調查時，其中 70% 的人表示他

們正在重新考慮其供應鏈戰略和全球佈署策略。當時美中貿易緊張局勢以及英國即將退出歐盟是不確定性的主要來源。也就是說，隨著全球生產的複雜性不斷提高，以及疫情出現之前已經開始的貿易爭端，供應鏈風險和相關應變對策也已慢慢浮現。

## 疫情提醒世人全球化的風險

在 COVID-19 大流行之後，貨物貿易受到嚴重打擊，除了需求急遽萎縮外，企業和政府可能都在重新評估貨物跨境流動的方式，考慮針對脆弱的環節進行調整。由於許多產品發生供應斷鏈的情形，因此出現供應鏈加速撤離中國的聲音，不過未出現以戲劇性的方式改變世界的生產網路。畢竟，過去全球價值鏈的結構反映其經濟邏輯，大型跨國公司的供應商網路可能包含數千家公司，每家公司都有自己的專業貢獻。因為這也涉及到數千億美元的投資價值以及長期的供應商關係，因此即使風險成本在增加，也並不意味著全球化機會的終結。簡單的說，就是知道要調整了，但航空母艦要轉向不易，且還下不了決心。

中國銀行研究院在疫情期間的報告指出<sup>26</sup>，近年來逆全球化思潮不斷蔓延，保護主義興起使得全球化進入倒退期。特別是疫情發生以來，一方面全球產業鏈、供應鏈多環節受阻，另一方面各主要國家間缺乏互信與合作，導致保護主義進一步成為主流，全球產業鏈、供應鏈呈現內顧化、分散化趨勢。如果疫情持續蔓延，將破壞現行全球產業鏈的正常運轉。此外，由於主要國家在疫情期間缺乏互信，也導致各國除了成本考量外，開始思考提高產業供應鏈安全和國家安全，加遽了產業鏈內顧化傾向。也就是說疫情為反全球化提供了新的動能。

因此，過去過於強調產業分工帶來效率的利益，而未來也將同時思考供應鏈斷

---

<sup>26</sup> 中國銀行，全球經濟金融展望報告，2020年6月31日。

鏈的風險。雖然此波疫情激起各國政府會希望製造業回流或是重組供應鏈的聲浪，但在全球化與反全球化的辯證中，不可能一下子從光譜的一端擺盪到另一端，而應該是往中間靠攏，或是說未來爭辯的不是全球化或反全球化的意識形態，而是較經驗取向的討論，如何提高對危機回應的敏捷性與更有保障的供應鏈。

## 美中衝突再升級加速全球化轉向

2020 年 5 月，Martin Wolf 在《Financial Time》發表「美中對峙與對全球化的威脅」一文表示<sup>27</sup>，雖然不知道 COVID-19 會如何改變世界，但可確定的是美中兩大強權的關係將進一步惡化，並有深遠影響。今天美中兩國的爭端，就好像十九世紀末與二十世紀初英國與德國之間的故事。當年的德國與今日的中國都是藉由全球化與科技創新快速成長，並分別挑戰當時的英國與今日美國的霸權。當時的德國與今日的中國同樣是一個快速成長、專制與國家保護的經濟體，挑戰當時的英國與今日的美國這兩個民主與自由市場經濟體。當時的德國與今日的中國雖然是後進者 (Latecomers)，但都不接受永遠處於劣勢的地位。當年英德兩國也是相互依賴很深，後來因為彼此的關稅爭議、標準設定、科技偷取等等爭端的加劇，造成一個全球化時代的結束。當時英德兩國的衝突從一次大戰前就開始，直到二次大戰結束以美國為首建立的新秩序才結束。

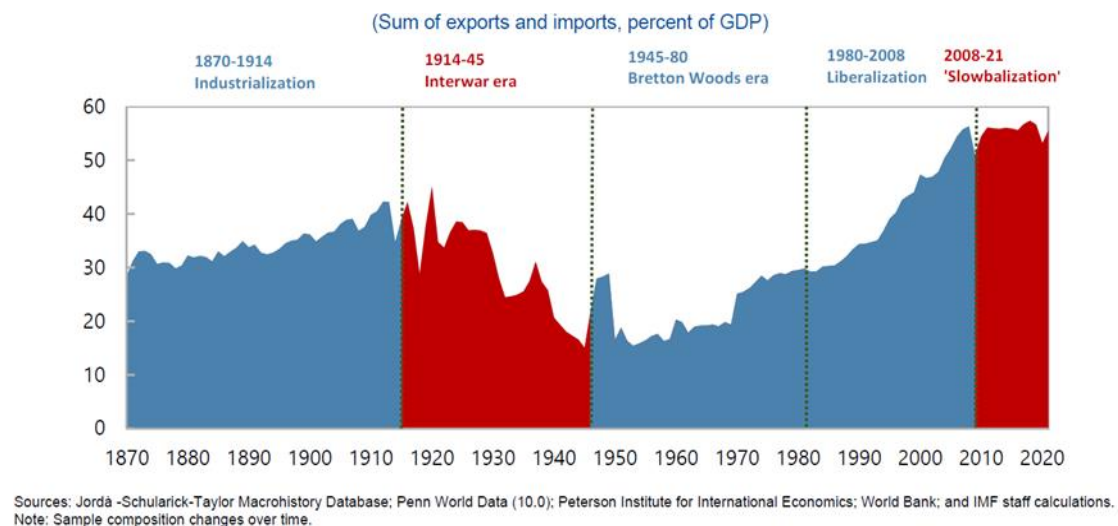
今天第二次的全球化，在 2008 年金融海嘯之前，對於消滅貧窮與減少全球分配不均上是有些成就。但 2008 年之後美中兩強的摩擦升高，使得全球化面臨威脅，也弱化了全球化的力量。特別是 COVID-19 疫情後，更加速這個趨勢的進展。疫情的關係使得許多國家開始儘量尋求自給自足，減少對外依賴，特別是與醫療防疫有關的貨物，但這也造成供應鏈的斷鏈與失業的發生。

---

<sup>27</sup> <https://www.ft.com/content/5887ec6c-9d97-11ea-b65d-489c67b0d85d>



由於過去全球化的進程，使得今日各國經濟相互依賴達到前所未有的程度，這也意味著反全球化的代價將是相當高昂。同時今日雙方所持有的貿易戰或金融戰的武器，其威力都遠大於一個世紀前英德兩國的爭霸。



資料來源：IMF

【圖 4-1-2】IMF 報告指出全球化進入趨緩期

## 供應鏈重組提高韌性

供應鏈重組並非完全肇因於此次疫情，幾個關鍵因素的浮現即足以促成供應鏈縮短重組，走向「短鏈革命」。這些關鍵因素包括：第一、原生產國（例如中國）之成本紅利耗盡；第二、產銷新科技逐漸成熟；第三、要求商品個性化的消費者增加。然而生產基地的遷移並不如想像中簡單，例如美國製造業經過幾十年的外移，某些產業業者發現，現在想到美國生產，首先碰到的課題就是很難找到供應鏈，生態系不存在。因此必須要說服現有的供應商也到美國設廠，或在美國當地找到中小型的企業，加以訓練培養。不過一旦供應鏈生態系建立起來，要撼動就很難了。因此以供應商的角度來看，是否遷廠有時也不單只是市場面的問題，而是必須著眼於生態系的整體考量。倘若找不到合適的生態系棲身，恐怕連市場的入場券都拿不到。

由於氣候變遷、貿易糾紛、疫情、恐怖攻擊、資安與供應商破產等因素，供應鏈受衝擊的強度與頻率越來越大，麥肯錫全球研究所 ( MGI ) 2020 年 8 月發表「全球價值鏈的風險韌性與再平衡」報告中指出，分析 13 個產業的 325 家公司後發現，造成供應中斷 1-2 星期的事件，每兩年就會遇到一次。中斷 2-4 星期的事件，每 2.8 年就會出現一次。平均每 3.7 年就會發生一次供應鏈斷鏈超過一個月的事件。每十年所造成的損失，高達 EBITDA 的 42%。甚至有發生供應鏈中斷 100 天，侵蝕整年獲利的案例發生。預計在未來五年，全球業者將大舉跨境重組其供應鏈，所牽動的貨物出口金額將高達 2.9 到 4.6 兆美元之間，約占全球總出口額的 16 到 26%。

由於各種事故造成供應鏈斷鏈的頻率越來越高，中斷的時間越來越長，因此損失也越來越大。MGI 報告估計供應鏈若中斷 50 天，將造成企業平均減少 39% 的稅前盈餘，但若有適當的強化供應鏈韌性，損失可減少為 16%。也就是說企業可增加 23% 的獲利<sup>28</sup>。既然強化供應鏈韌性如此重要，疫情下考慮生產基地的重新布局便顯得順理成章。此外，疫情爆發後造成世界供應的「斷鏈」、「碎鏈」現象，也加速製造業「短鏈革命」及在地化布局。製造業應對大國衝突下的貿易壁壘四起困境，企業在這波接近市場在地布局的「去全球化」趨勢下，已悄悄展開遷徙生產基地的思考與行動。

根據前段引用的同一份麥肯錫全球研究所 ( MGI ) 研究報告，貿易戰、網路攻擊、大流行傳染病疫情及氣候變遷的威脅下，企業未來 3 到 5 年可能會將全球 25% 的產品，移往新的國家生產，估計將轉移至新地區生產的產品約占 2018 年全球貿易的 16% 至 26%，價值約達 2.9 兆至 4.6 兆美元 ( 約台幣 84.1 兆至 133.4

---

<sup>28</sup> McKinsey Global Institute, "Risk, Resilience, and Rebalancing in Global Value Chains", 2020



兆元)。

這份報告分析 13 種產業的 325 家公司，突顯了疫情危機迫使企業重新思考全球經濟依賴即時供應鏈的程度。新冠病毒可謂「所有供應鏈衝擊之母」，若出現模擬的供應中斷衝擊到企業營運的最嚴重情境，可能造成全球逾 5 兆美元的經濟損失。MGI 先前對全球供應鏈領袖的訪調結果顯示，企業針對供應鏈受到擾斷的應對 6 項策略包括：拓展原料來源 ( 53% )、提高關鍵產品庫存 ( 47% )、鄰近地區尋找及增加供應商 ( 40% )、推動供應鏈區域化 ( 38% )、減少產品組合庫存單位數量 ( 30% )、提供供應鏈既有庫存 ( 27% )。

## 生產基地的重新布局

而在供應鏈重整的動態調整中，生產基地的遷移地點需要具備什麼條件呢？首先是完整的基礎設施，如大港口和高速公路，頂級的勞動力以及精密的物流系統，這些都是滿足國際公司營運遵循的嚴格交付期限的關鍵因素，再來就是該地點須適合融入全球主要供應鏈。

MGI 報告指出，通訊設備、服裝、石油產品、運輸設備及採礦等 5 種產業年出口額總計 4.4 兆美元，約占全球貿易的四分之一，卻最容易暴露於傳染病疫情、大規模網攻、貿易紛爭、洪水、熱壓、地層活動等 6 類衝擊。在成本考量與及政府要求企業更能自給自足的壓力下，可能迫使製藥及服飾業把半數以上的生產轉移到新的國家；例如，紡織、服飾與家具等勞力密集產業，有充分理由把生產從中國移往南亞的孟加拉、東南亞的越南或是非洲的衣索匹亞等國家。不過，半導體等高科技領域則和製造業生產基地遷移趨勢相反，更聚焦在台灣、南韓既有產業聚落，主因涉及資本投資規模龐大、巨大的規模經濟，以及高度專業化。

因此早在 2019 年貿易戰爆發之際，蘋果公司 ( APPLE ) 即已要求其產品組裝代工廠，評估在中國以外生產的可能性，包括 iPhone 組裝廠 ( 富士康、和碩、緯

創等); MacBook 製造商 (廣達等); iPad 製造商 (仁寶電腦等); AirPods 製造商 (英業達、立訊精密 (中資)、美律、歌爾聲學 (中資) 等); 以及手機及筆電金屬機殼廠 (可成等)。之後受到 COVID-19 疫情的影響, 蘋果正式啟動將部分產能搬離中國的計畫。儘管中國仍然是蘋果的主要生產基地, 但蘋果正調整其產品全球戰略走向分散生產地布局。例如仁寶在 2008 年就投資越南, 仁寶越南一廠主要生產網通產品, 2020 年第二季產能滿載, 接著越南二廠也完工投產, 除了生產網通產品, 包括 IoT、行動裝置, 也包含筆電等產品, 第三廠興建工程也已開始動工。廣達目前則於台灣及泰國, 也在德國、美國等地擁有生產基地, 可因應後續變化做調整, 主要規劃生產包括筆電在內的消費性電子產品。

蘋果現已將 AirPods 的很大一部分生產轉移到了越南, 從 2020 年第二季開始, 有近 30% 的 Apple 原始 AirPods 是在越南而不是中國生產, 大約三到四百萬件。但高階機種 AirPods Pro 主要仍在中國生產。同時蘋果也擴大投資百億新台幣, 在竹科龍潭園區蓋新廠, 鎖定 Mini LED 與 Micro LED 兩大新世代顯示器技術, 並攜手晶電與友達共同合作, 未來將專供 iPhone、iPad 等面板顯示使用。

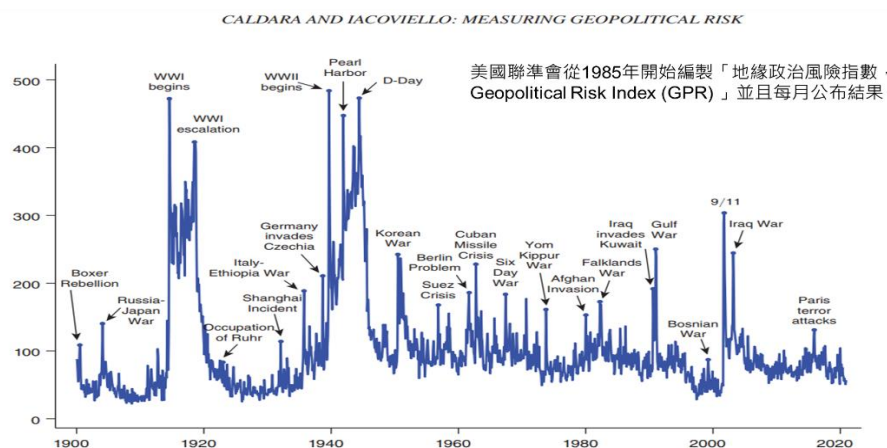
## 第二章 金融觀點的地緣政治風險監測

金融業的健全經營需要一個穩定的政治環境，因為較高的地緣政治風險會影響人們居住、旅遊或投資經商的意願，影響股市表現，也是影響資金外流的重要因素。由於地緣政治風險與金融業的經營息息相關，因此負有維持金融穩定的各國央行，以及各主要投資機構都密切此議題的發展趨勢。

### 美國聯準會對地緣政治風險的監測

美國聯準會從 1985 年開始編製「地緣政治風險指數，Geopolitical Risk Index ( GPR )」並且每月公布結果。其作法是以媒體對於地緣政治風險的報導篇幅為依據，關鍵詞包括戰爭、恐攻與緊張關係等。納入統計分析包括十一種主要國際媒體，包括美國的 New York Times, Wall Street Journal, Washington Post, Chicago Tribune, Los Angeles Times, USA Today；英國的 the Guardian, Financial Times, Daily Telegraph；以及加拿大的 Globe and Mail。

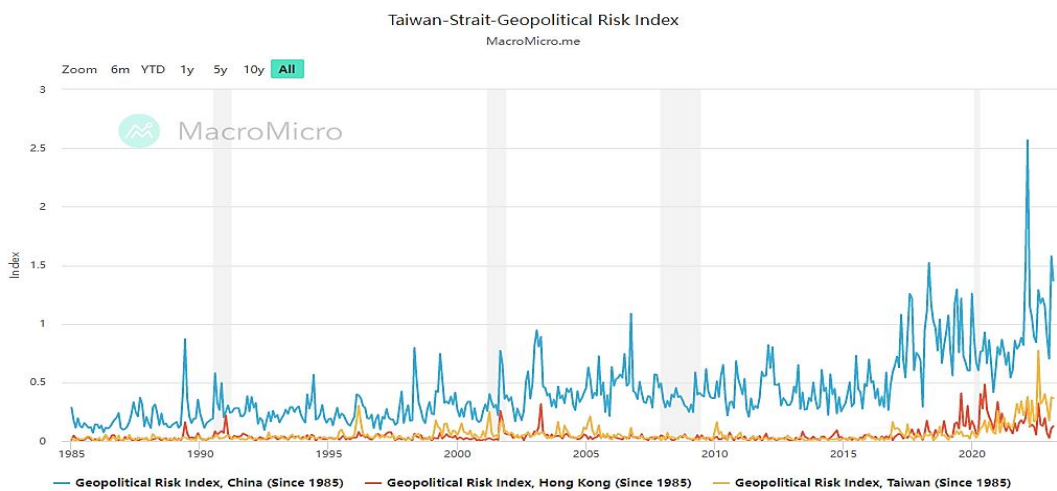
#### 美國聯準會長期關注地緣政治風險



資料來源：Fed

【圖 4-2-1】美國聯準會長期關注地緣政治風險

除了全球整體的地緣政治風險指標外，美國聯準會也針對全球各區域編制該區域的地緣政治風險指標，例如【圖 4-2-2】就是針對中港台所繪製的地緣政治風險趨勢圖。



資料來源：財經 M 平方

【圖 4-2-2】針對中港台所繪製的地緣政治風險趨勢圖

## 歐盟對地緣政治的追蹤與提醒

由歐盟央行總裁擔任主席的單「歐洲系統風險局 ( The European Systemic Risk Board, ESRB )」，在 2022 年 9 月發表的建議報告中指出，地緣政治的風險升高將放大其他影響金融穩定因素，也增加極端風險 ( Tail-risk ) 的可能性。由於系統性金融風險的增加 ( Increase in Systemic Risk to Financial Stability )，如何加強歐盟金融部門的韌性顯得更為重要。例如 2022 年初爆發的俄烏戰爭，嚴重衝擊能源供給與價格，大幅增加歐洲的民與企業的財務負擔。再加上超乎預期的通膨，更加重金融機構的壓力<sup>29</sup>。

<sup>29</sup> Warning of the European systemic risk board—on vulnerabilities in the Union financial system





## 2. Aggravation of geopolitical tensions leading to stagflation

**The Russian invasion of Ukraine has led to a severe geopolitical polarisation that will initiate a process of partial deglobalisation of the world economy.** Deepening geopolitical fragmentation triggers a retrenchment of globalisation and disrupts established global production chains. In turn, this process exacerbates existing bottlenecks, thereby putting downward pressure on global economic growth through large adverse trade and price shocks.

**This polarisation affects commodity prices, leading to increased production costs across the board.** Geopolitical tensions and disruptions to logistics routes, compounded by speculation and supply shortages and cuts, generate soaring commodity prices, notably for energy and food. The rise in energy prices also has ripple effects on other commodity markets, with for instance higher costs for fertilisers further amplifying the upward

資料來源：ESRB

### 【圖 4-2-3】歐盟建議將地緣政治緊張納入銀行壓力測試

此外歐洲議會下轄的「經濟治理支援部門」，Economic Governance Support Unit ( EGOV ) 在 2022 年 11 月發表的報告中指出，美中之間從貿易戰打到今日的科技脫鉤，影響歐洲企業在中國的投資，以及供應鏈的重組。而各種制裁與反制裁措施，都可能波及到第三者--歐洲金融機構。該報告指出在地緣政治風險下，銀行部門的弱點包括：網路攻擊、因能源價格引發的壞帳增加、歐元區經濟體的結構破壞 ( Structural Break in the Euro-area Economy ) 與能源市場及銀行部門之間的外溢效果<sup>30</sup>。

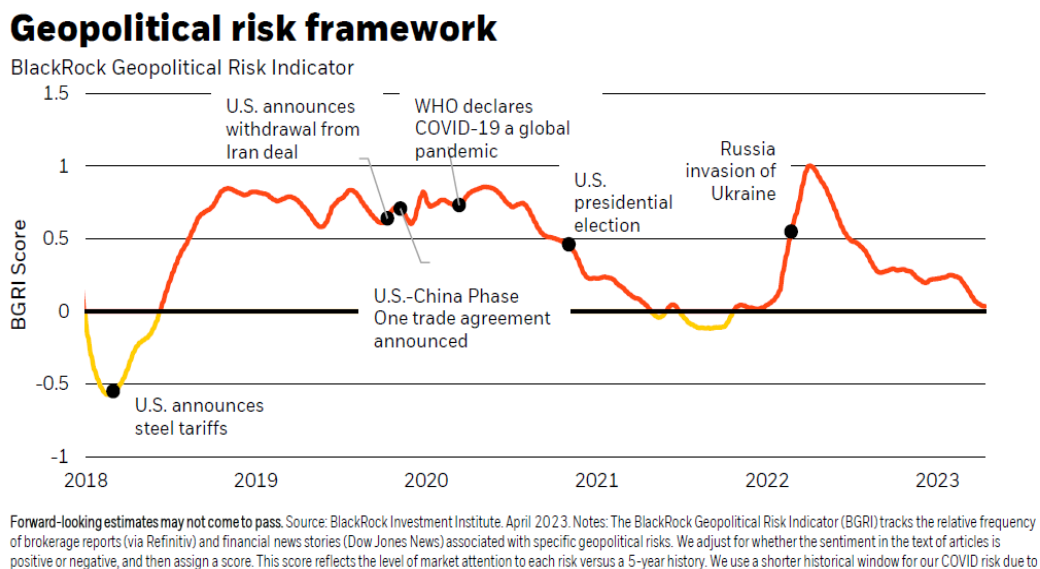
## 貝萊德對地緣政治風險的監控

全球最大的投資機構貝萊德 ( BlackRock )，其總裁 Larry Fink 在 2022 年給投資者的公開信中表示：俄羅斯入侵烏克蘭代表全球化的反挫，那是我們過去三十年

<sup>30</sup> Geopolitical risks and banking sector vulnerabilities: implication for the ssm

習以為常的全球政經秩序。在 2023 年給投資者的公開信中更指出，新的世界秩序在重新塑造中，由於烏克蘭戰爭的爆發以及美中競爭的白熱化，加速地緣政治集團的重新洗牌，兩大集團之間的合作關係大幅降低。各國將能源、科技與金融網絡當成武器 (Weaponized)，企圖以此來達成其戰略目標。

貝萊德定的「地緣政治風險指標 (Geopolitical Risk Indicators, BGRI)」，主要是以主要財經媒體關於地緣政治新聞的報導頻率來編製，並以市場對這個議題的「聲量 (Market Attention)」進行加權。詳如【圖 4-2-4】。

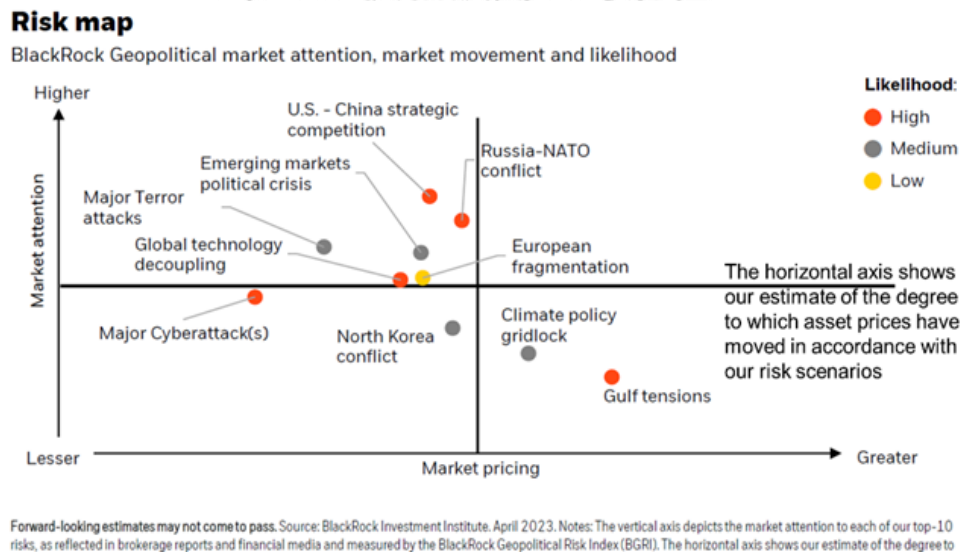


資料來源：BlackRock

【圖 4-2-4】貝萊德的地緣政治風險指數趨勢

除了以時間軸來追蹤各種地緣政治風險外，貝萊德還設計「風險地圖 (Risk Map)」來比較各種地緣政治風險。其作法是將各種地緣政治風險的「聲量 (Market Attention)」、「價格波動 (Market Movement)」與「可能性 (Likelihood)」進行相乘。並以此三個變數相乘之積，來衡量地緣政治風險之重大性，詳【圖 4-2-5】。

## 聲量 X 價格波動 X 可能性



資料來源：BlackRock

【圖 4-2-5】貝萊德的風險地圖

貝萊德定期更新其地緣政治風險儀表板，以做為全球投資布局的參考。該機構並列出全球十大地緣政治風險的熱區，除了摘要式的描述各項風險議題，並追蹤各熱區的風險趨勢。目前名列熱區排行榜的包括：俄羅斯與北約的衝突、美中的競爭、大規模網路攻擊、美中兩大集團科技脫鉤等等。除了關心這些議題的變化趨勢，並預測各議題對世界各地的股匯市與各大宗商品將造成的影響，其價格將向上或向下，詳見【圖 4-2-6】與【圖 4-2-7】。



## 貝萊德的地緣政治風險儀表板



資料來源：BlackRock

【圖 4-2-6】貝萊德的地緣政治風險儀表板

## 各種風險對商品價格的影響

## Key scenario variables

How to gauge the potential market impact of each of our top-10 risks? We have identified three key "scenario variables" for each – or assets that we believe would be most sensitive to a realization of that risk. The chart below shows the direction of our assumed price impact.

Geopolitical risk	Asset	Direction of assumed price impact
U.S.-China strategic competition	Taiwanese dollar	▼
	Taiwanese equities	▼
	China high yield	▼
Russia-NATO conflict	Russian equities	▼
	Russian ruble	▼
	Brent crude oil	▲
Global technology decoupling	Chinese yuan	▼
	U.S. investment grade	▼
	Asia ex-Japan electrical	▼
Major cyberattacks(s)	U.S. high yield utilities	▼
	U.S. dollar	▲
	U.S. utilities sector	▼
Gulf tensions	Brent crude oil	▲
	VIX volatility index	▲
	U.S. high yield credit	▼

資料來源：BlackRock

【圖 4-2-7】貝萊德推估各種地緣政治風險對商品價格的影響

## 第三章 地緣政治重塑國際政經新面貌

### 國際分工的階段變化

歐美國家企業從 1970 年進行的海外加工模式<sup>31</sup>，根據中國銀行的報告指出，全球產業鏈調整大致劃分為三個階段。第一階段（過去）主要考量的是經濟因素，第二階段（疫情發生後）是安全因素，第三階段（未來）將是新興科技因素<sup>32</sup>。

該報告將二戰後到歐巴馬總統執政時期界定為第一階段，並引用日本學者赤松要（Akamatsu）的雁行理論。認為二戰後東亞國家經濟及產業結構變遷是以日本為雁頭，其次為亞洲四小龍。日本先發展某一產業，當技術成熟，生產要素也產生變化時，這些產品在日本的競爭力轉弱。接著亞洲四小龍自日本接收此產業轉移，開始發展此一產業。同時日本產業結構則升級到另一個新的層次。同樣當亞洲四小龍在該一產業發展成熟後，這些產品的生產又將轉移到中國與東協各國<sup>33</sup>。

在此階段國際分工主要考慮生產效率和經濟利益，影響企業全球產業鏈佈局和調整的因素主要包括：一是勞動力成本因素；二是市場因素；三是原材料和中間產品供應因素；四是產品生命週期理論，隨著產品的反覆運算創新，發達經濟體將逐漸把落後產能淘汰至發展中國家，而集中精力發展創新和尖端產品。

第二階段是貿易戰到疫情蔓延期間，驅動因素則是安全因素。由於全球化造成所得差距擴大與失業等問題，不滿的聲浪也隨之遽增，這都給貿易保護主義、反全球化，甚至貿易戰添加動能。這時經濟因素不再是企業跨國生產決策的重要考量，而國家安全、公共安全與產業鏈安全則成為不能迴避的考量因素。疫情期間衝擊各

---

<sup>31</sup> <https://www.chinatimes.com/newspapers/20200722003368-260115?chdtv>

<sup>32</sup> 中國銀行，全球經濟金融展望報告，2020 年 6 月 30 日

<sup>33</sup> <https://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E9%9B%81%E8%A1%8C%E7%90%86%E8%AE%BA>

國生產、流通、進出口貿易的教訓，讓企業重視全球產業鏈、供應鏈和價值鏈的斷裂風險。當然越能保持此「三鏈」的穩定性、安全性、彈性和多元性，將越能獲得企業的青睞。

第三階段是新興科技驅動階段，主要影響因素包括 5G、量子通信、新醫藥、新材料、工業機器人、3D 列印、人工智慧、大資料等新興科技領域，相關科技領域的發展對全球化和產業鏈調整將具有雙重效應。不只帶來新興業態和產業的興起，也會引導形成新一輪的國際產業生產基地與供應鏈的重新調整。例如工業機器人將逐漸取代勞動成本在經濟生產中的作用，又如 3D 列印也將極大的改變中間產品貿易模式，部分中間品或將無需委外生產。

## 後疫情時代全球產業鏈調整趨勢

在此新變局下，企業在選擇經營生產基地與規劃供應鏈時不再以成本為唯一考量，同時更重視安全與自主可控作為產業鏈佈局的依據。中國銀行研究院對未來全球產業鏈的趨勢做出以下三種預測<sup>34</sup>。

### (一)全球供應鏈縮短

為了應對公共衛生與地緣政治等突發事件對供應鏈安全的影響，原先分包給不同國家和企業的生產工序和環節將會簡化，儘可能回到跨國公司內部進行生產。縮短供應鏈除了降低風險，也提高企業自主控制的要求。

### (二)由全球化佈局轉為區域性聚集

未來可能邁入「有限全球化」的時代，各國因其雙邊關係、類似的產經條件或是防疫成效，形成友好圈 ( Bubble ) 進行各種合作交流。例如疫情爆發以來，儘管

---

<sup>34</sup> 中國銀行，全球經濟金融展望報告，2020 年 6 月 30 日。



全球貿易量急速萎縮，但是東南亞區域內各國的貿易往來卻少受影響。未來中間品貿易主要將在區域內進行，全球產業鏈將會朝著區域化發展。

### (三)各國在新科技產業鏈主導權的競爭更加白熱化

新科技的智慧財產權保護與產業規格標準，是美中貿易戰的核心。這也是為什麼川普一再出手限制中國獲得關鍵技術與產品，緊縮人員交流。

## 友岸外包的興起

這些年來歐美開始思考以 WTO 為主體的全球化所帶來的功與過，並檢討出兩項當初意料之外的結果。第一項意外是，當時讓中國加入 WTO，原是希望其融入全球經貿體系後，改變成一個更為開放的國家。結果中國藉由 WTO 的順風車經濟快速成長後，反而強化其威權心態。第二項意外是，WTO 過於強調市場開放，但對環境、勞工與反貪腐等包容性成長議題闕如。因此引發越來越嚴厲的批評，也驅使全球化再進化的契機。這當中「友岸外包」成為最重要的新趨勢，國際供應鏈的連結或是市場的開發，一定要儘量扣緊「志同道合 ( Like Minded )」的戰略友邦。同時應追求納入更多進步價值的高品質貿易協定，才能提高市場韌性與風險抵抗力。

在中國加入 WTO 滿二十周年之際，英國 BBC 發表一篇「西方如何邀請中國吃掉他們的午餐」，指出中國的名目 GDP 從 1 兆美元成長到 17 兆美元，遠超乎西方國家當初之預期。但原先西方以許多優厚條件讓中國加入 WTO 的目的是，希望中國融入全球經貿體系後能夠往更為開放與自由的國家改變，這個期待徹底落空了。

這也是為什麼歐洲著名智庫 Geopolitical Intelligence Service 的研究指出，過去西方民主國家對中國的開放市場，結果是支助對手，讓對手更加強大。過去中國式

一個含「資本主義」、「社會主義」、「威權主義」與「國家主義」的混合體，結果從 2012 年之後以更大幅度的朝最後兩項演進。西方民主國家必須重新集結，才能扭轉此頹勢。在此後全球化時代，西方民主陣營最佳選擇是採「友岸外包」策略，也是與「志同道合 ( Like Mind )」的友邦發展更為緊密的經貿關係。也就是說供應鏈必須重新布局，特別是關鍵零組件或是原物料，一定要設在志同道合的友邦或遷回本國，如此才能提高整體的風險抵抗力。

這裡所講的風險抵抗力，是指提升整個集團的韌性，而非只是某一個國家。因為在這個集團供應鏈中的某一個環節出現問題，都將危及到整個集團。因此這個集團成員必須有共同價值，發展出一套更緊密經貿關係，以提高整體的戰略利益。過去因為追求降低成本所進行的離岸外包，往往忽略了許多風險與價值問題，現在都必須回歸校正。因此也開始注意供應鏈的風險分散問題，避免關鍵產品過度集中，以提高韌性。此外讓供應鏈「短鏈化」，或是更貼近市場，也是目前的趨勢，除了可降低斷鏈的風險外，也可減少產品運輸的碳足跡或產品的碳洩漏。

而最常被提及的關鍵零組件或原物料，就是半導體產業與稀土。雖然美澳等國已經增加稀土的開採，但中國的產量仍然占全球的八成，並且正研議如何加強對稀土生產與出口的控制。因此美歐已經開始尋求稀土的替代來源，減少對中國的依賴。

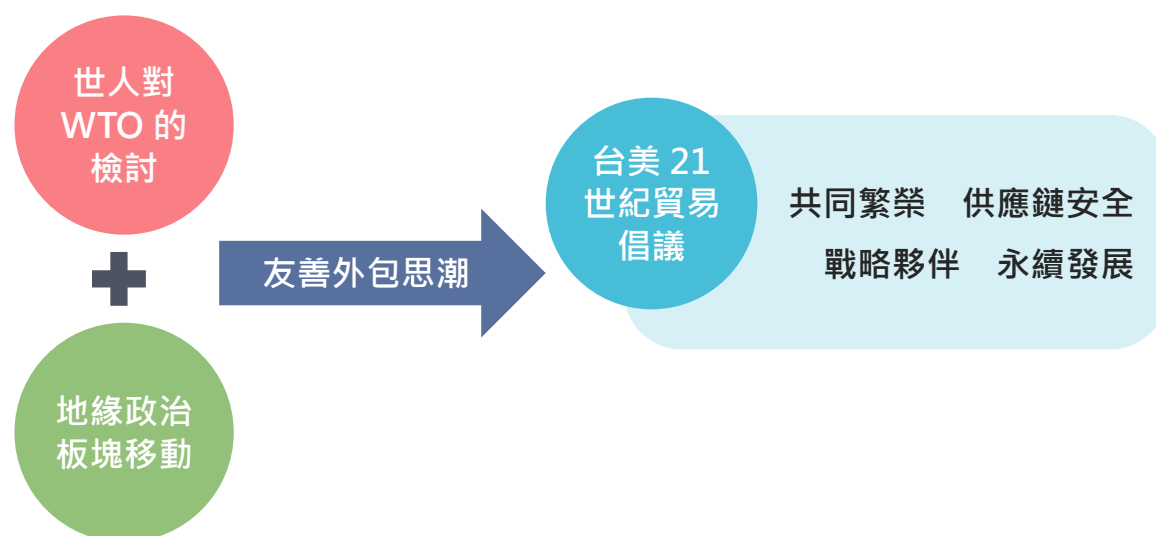
另根據半導體產業協會的統計 ( SIA )，目前台積電與三星的產量分居全球第一與第二，其占比分別是 55.6%與 16.4%。此外雖然美國半導體公司銷售出全球 48%的晶片，但在美國生產的晶片占全球產量的比例卻不斷降低。從 1990 年代的 37%，降到目前的 12%。因此雖然晶片在美國的生產成本要比在台韓高出三成，比在中國高出五成，美國還是跨黨派通過「晶片法案 ( Chip for America Act )」，在 2026 年以前提供 230 億美元的補助在美國生產晶片。

「地緣政治」涵蓋政治、經濟或社會等因素，衝擊到區域甚至是全球的穩定與

安全。無可諱言的，區域的不穩定除了影響民眾在銀行的存款意願外，也影響企業投資意願。由於銀行在資金的提供者與需求者之間扮演中介角色，因此地緣政治的風險就成為銀行永續經營無法迴避的課題。

## 「台美 21 世紀貿易倡議」的時代意義

推動 WTO 之初，全球幾個主要城市都爆發大規模的反對示威活動，擔心過於傾向市場開放的全球化，可能對環境保護、勞工權益或中小企業等造成衝擊。近來對此問題反省的聲音越來越大，也驅使各國在洽談新一波的經貿協定中，強調是高品質的、公平的、符合永續原則，以創造雙方包容性成長（Inclusive Growth）。



資料來源：作者整理

【圖 4-3-1】台美 21 世紀貿易倡議的背景

因此 21 世紀高品質的經貿協定，一定要滿足勞工權益保護，消除全球供應鏈中的強迫勞動，促進性別平等，彰顯貿易可以成為促進勞動權益的正面力量。此外必須支持企業減碳，促進綠色就業與低碳經濟之成長。並且合作防止及打

擊賄賂與貪腐，建立關於追繳貪腐犯罪所得之措施，拒絕提供涉及貪腐犯罪之外國公職人員避風港。對於協助中小企業貿易，將透過排除貿易障礙、分享最佳做法，並協助婦女或弱勢群族創辦的中小企業。

若說 WTO 是大鍋飯，「台美 21 世紀雙邊貿易倡議」可說是精緻的開小灶。藉由雙方與利害關係人之持續互動，推進及深化台美重要經貿關係、提倡雙方共享價值，及一起應對共同的挑戰和機會。雙方將以共享價值為基礎，推動雙方貿易優先事項，為勞工、環保及產業促進創新及包容性之經濟成長。本項倡議啟動之後，台美雙方將開始進行談判，目標是在談判完成時機成熟後，雙方能簽署高標準且具經濟意義的貿易協定。

目前本項倡議初期將涵蓋 11 項談判議題，未來視需要可再增加，包括：貿易便捷化、制訂法規的原則、農業、反貪污、協助中小企業貿易、掌握數位貿易所帶來的利益、推廣以勞工為中心的貿易、支持環境及氣候行動。事實上這些項目與民間自主性推動的 ESG 有相當的類似，因此這個倡議也將有助於 ESG 的標準化推動，甚至說「台美 21 世紀貿易倡議」是國家層級的 ESG。

2023 年 6 月 1 日，首批「台美 21 世紀貿易倡議」於華府的美國在台協會（AIT）總部，由我駐美代表蕭美琴與 AIT 執行理事藍鶯（Ingrid Larson）代表雙方完成簽署。這是台美雙方自 1979 年以來，結構最完整的貿易協定，除了能為台美經貿發展創造更多利基，也為台灣和主要貿易國洽簽貿易協定，邁出關鍵的一步。而本協定後續將再展開 7 項議題的談判，包括勞動、環境、農業、數位貿易、標準、國營事業、非市場政策與做法，談判完成後，將會擴充協定內容，為未來台美洽簽自由貿易協定（FTA）奠定更穩健的基礎，期盼未來雙方依循此架構持續強化台美經貿關係。

未來將朝台美貿易將有更多簡便通關，簡化邊境通關程序及提高效率，包括預先審核通關文件，可加速產品之通關程序。為加速產品通關，採用數位化措

施及電子系統處理通關程序。同時簡化產品驗證程序，簡化產品進出口所需進行的檢測、測試、認證等流程，加快國外貨品進出口，減少廠商和消費者取得產品的時間和成本。此外疫情加速全球數位化，國際間紛紛訂定數位貿易規範，以電子認證方式取代跨境交易繁瑣之文書作業，大幅減少跨境交易所需之時間及成本。並採取更多透明化措施，建立多項雙邊機制平台，可適時有效促進雙方合作、分享彼此成功經驗並反映困難，促使雙方政府更有效率解決各項貿易與投資問題。

在 2000 年以前，美國一直是台灣最大的出口市場，除了提供台灣經濟起飛所需的動能外，也開始為台灣累積龐大的外匯存底。即使到今天，美國依舊是台灣最大的訂單來源國，只是因為台商大舉西進，並採台灣接單海外生產方式，形成中國成為台灣最大的貿易對手國現象。期待未來透過台美 21 世紀貿易倡議這塊敲門磚打開後，後面緊跟著高品質的貿易架構與政治效應，推進及深化台美經貿關係、提倡雙方共享價值，一起迎接新商機。

## 製造業從中國出走潮會持續多久

由於中國是世界工廠，是許多產品或中間原料的主要生產基地，因此疫情剛在中國爆發之際，由於各地的封城與停工停產，馬上造成產品供應危機，或是供應鏈斷鏈，這使得大家開始警覺到雞蛋放在同一個籃子的風險。接著疫情蔓延到美國歐洲之後，這些先進大國竟然發生口罩、防護衣或呼吸器均嚴重不足，這些物品的產地幾乎都在中國。因此當歐美疫情十萬火急之時，多次因這些防疫物資造成彼此的摩擦，也讓美國政府更堅定地要政策性的導引這些產業回美國。白宮國家經濟委員會主任拉里·庫德洛 ( Larry Kudlow ) 2020 年 4 月 9 日更公開表示，美國企業將工

廠撤回美國所需的費用，將 100% 直接費用化 ( Immediate Expensing )<sup>35</sup>，等於我們為美國企業從中國搬回美國的成本埋單。

大約同時日本首相安倍晉三除了宣布進入緊急狀態，並推出創下歷史記錄的 108.2 兆日圓經濟刺激方案，其中 2,400 億日圓用於協助日商將在中國的生產線撤回日本，另約有 200 億日圓協助日本企業將生產轉移到其它國家<sup>36</sup>。具體措施包括：把工廠轉移到日本國內或遷往東南亞者，政府為中小企業負擔三分之二遷移所需費用，為大企業負擔二分之一費用；對於生產口罩、人工呼吸器、防護服等緊急物資遷回日本者，日本政府補助中小企業四分之三遷移所需費用，補助大企業三分之二費用。

日本政府的理由是，中國是日本最大的貿易夥伴國，但新冠危機使日本 2020 年 2 月份從中國的進口量下降了近一半，導致日本企業缺乏必要的零部件而難以正常運作。本次疫情讓日本意識到商品的生產製造過度依賴某一個國家，將使得供應鏈變得十分脆弱。事實上從中國撤回企業的話題在日本討論許久，許多日本企業早已在規劃離開中國，一般預料那些為中國市場生產產品的企業則將繼續留在中國。

2020 年 7 月 17 日日本經濟產業省公布了第一批申請獲得這項大規模補貼計劃的企業名單。在這 87 家日企當中，30 家將轉移到東南亞，57 家則返回日本設廠<sup>37</sup>。根據日本經濟新聞報導，這 87 家企業包括製造電子電器、飛機零件、汽車零件、化學肥料、醫療製藥、造紙、資訊、光學、原料加工等產業。

將生產線從中國轉移到東南亞的 30 家日本企業，包括光學及資訊產品大廠

---

<sup>35</sup> <https://reurl.cc/MdDKNL>

<sup>36</sup> [http://www.livejapan.cn/news/news\\_between/20200410/26665.html](http://www.livejapan.cn/news/news_between/20200410/26665.html)

<sup>37</sup> <https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202007200127.aspx>



Hoya，以及住友橡膠。將遷回日本的 57 家企業，則包括家用品製造商 Iris Ohyama，以及電子電器大廠夏普。其中 Iris Ohyama 在遷回日本後將開始生產口罩，且口罩所需材料都將由日本本土提供，不再依賴海外供應。

對於這則新聞則有兩種解讀，有人說真的要「出中國記」了，東南亞是最大贏家<sup>38</sup>。有人說整廠搬遷計畫雷聲大雨點小，截至 2019 年在中國的日本企業數量為 13,685 家，較 2016 年度減少 249 家，也就是說企業進進出出本來就是常態，首批公布的結果正顯示出資鼓勵企業撤離，實際上並沒有起太大的作用。此外，預計搬遷的都是一些中小型企業，缺少像豐田、本田、索尼、日立等這樣的世界 500 強企業<sup>39</sup>。事實上這也很正常，因為大企業的大廠所需勞動與土地，這都不是日本或其他國家所能供應的。

## 去中國化的可能性

雖然美國在 1933 年就通過〈Buy American Act〉，之後每逢選舉也常成為吸引選民的話題，但美國從亞洲 14 個低成本國家的進口總額占其國內製造業總額的比例（Manufacturing Import Ratio, MIR）一路攀升，從 2011 年開始到 2018 年更創下連續七年成長的紀錄。直到美中貿易戰激化後才下降，並且一口氣從 2018 年的 13.1% 下降到 2019 年的 12.1%，降幅高達 7.2%<sup>40</sup>。但在 2020 年之後出現一個有趣的現象，一方面 MIR 又開始成長，顯示製造業要回流的困難。但中國進口的比重則不斷下降，證實供應鏈重組的發生，生產基地陸續遷出到其他國家<sup>41</sup>。

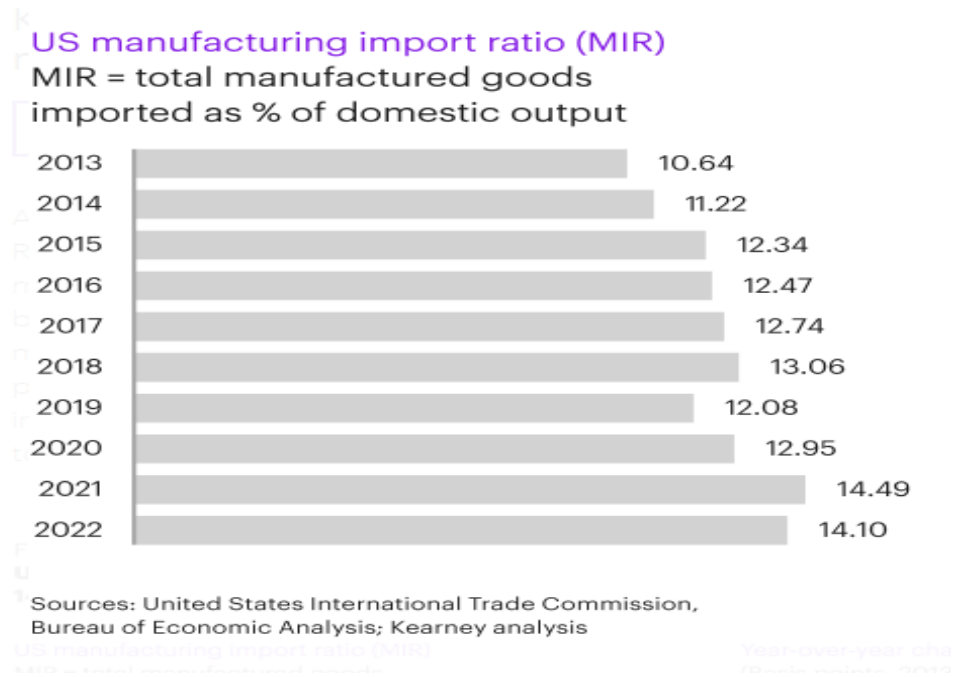
---

<sup>38</sup> [https://www.sohu.com/a/408704773\\_120513473](https://www.sohu.com/a/408704773_120513473)

<sup>39</sup> <https://reurl.cc/A8DvyK>

<sup>40</sup> A.T.Kearney, "Trade war spurs sharp reversal in 2019, Reshoring Index, foreshadowing COVID-19 test of supply chain resilience", 2020

<sup>41</sup> A.T.Kearney, "America is ready for reshoring. Are you", 2022



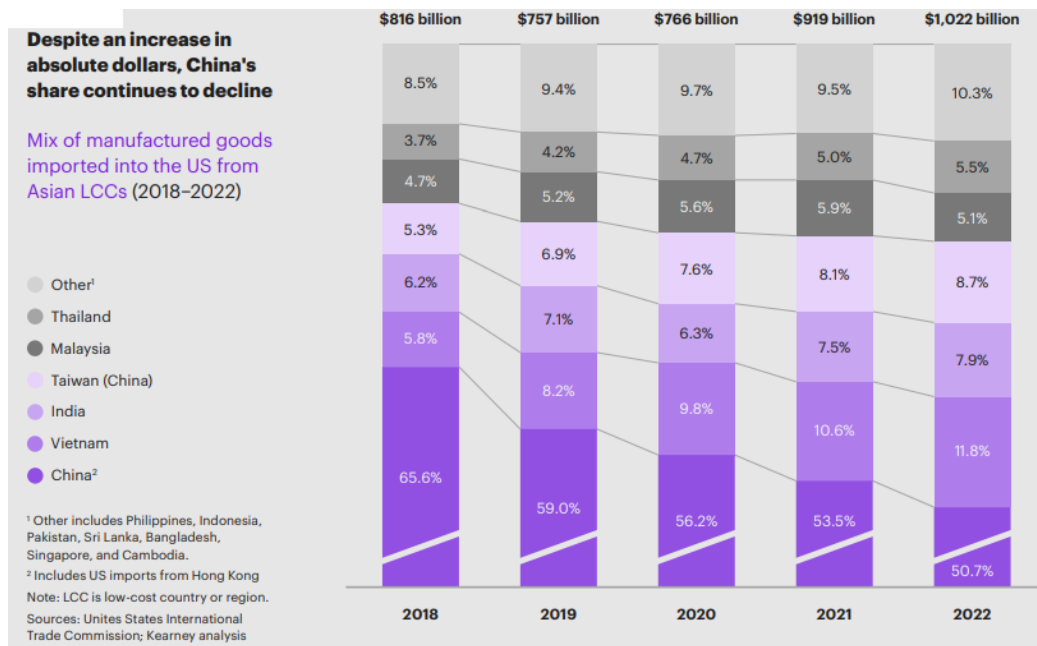
資料來源：A.T.Kearney

【圖 4-3-2】美國進口貨品占製造業總額的比例變化趨勢



資料來源：A.T.Kearney

【圖 4-3-3】美國進口貨品中，中國貨的比重逐漸下降



資料來源：A.T.Kearney

【圖 4-3-4】中國的占比減少後，被越南等國家取代了

事實上這些供給美國的製造業產品，從中國遷移到其他亞洲國家已經行之有年，只是到了 2019 年的美中貿易戰爆發後更為加速進行。為了躲避美國的進口關稅，2018 年到 2019 年從中國出口到越南的電子業成長高達 78%，出口到其他國家則有 19%。在此情形下越南出口到美國電子產品的成長率高達 72%，到其他地方則為 13%。這段時間從中國出口到越南的增加，有許多是洗產地，但隨著美國相關關務工作的改善，洗產地將越來越困難。

貿易戰期間雖然許多業者將生產線搬離中國，但不少人心中還是盤算著將來貿易戰結束後是否再搬回去。2020 年爆發的 COVID-19 疫情，其對人類的經濟與社會的衝擊到底會有多大，雖然還未可知，但可以確定的是其對人類的烙印將是歷史性的。因此業者除了思考將生產基地遷離中國來避掉關稅外，也開始認為提高生產基地與供應鏈的「韌性 ( Resilience )」也是不能迴避的課題。也就是說貿易戰只是讓一些業者修補其生產佈局，而這場疫情卻讓業者重新全盤思考其布局策略。

製造業會大舉回美國嗎？可能性應該不大。因為美國缺乏足夠熟練的勞工，而且以目前自動化生產的成熟度與成本效益，尚不足以吸引海外生產基地搬遷回美國。再以 2019 年的失業率為例，創下歷史新低的 2.9%，在幾乎完全就業的情況下，實在不易有多餘的人力來應付製造業回流。因此較可能的結果是重新調整生產基地與供應鏈，除了降低貿易戰的關稅風險，也讓整個體系更安全，對於重大意外挑戰更有抵抗力。三十年前許多美國企業將製造業外移到中國以降低生產成本，美中貿易戰讓企業意識到風險，COVID-19 讓業者理解到除了前述兩大因素外，還必須考慮到韌性或抵抗力的問題。讓供應鏈更安全、更有韌性的作法，不是要讓產業搬回國，因為那可能造成風險更加集中或是不符合經濟規模，因此最佳做法是採取分散化。

## 去風險化

歐盟委員會主席烏爾蘇拉·馮德萊恩在 2023 年 3 月份第一次提出「去風險(De-risking)」這一概念，到 5 月份 G7 峰會上寫入公報，之後多次被提及並成為西方對中關係的最新共識，也就是說要與中國完全「脫鉤(Decoupling)」是有困難的，特別是各國都還未通貨膨脹所苦時，完全與中國脫勾，通膨將雪上加霜。因此馮德萊恩強調與中國「脫鉤」既不可行，也不符合歐洲利益，我們將專注於「去風險」。

2023 年 4 月 27 日，美國國家安全顧問傑克·沙利文在一次政策談話中用了這個詞，「我們追求去風險，而不是脫鉤.....去風險從根本上意味著有彈性、有實效的供應鏈，確保我們不會被任何一個國家所脅迫。」，同年 7 月 6 日到 9 日，美國財政部長耶倫訪華。行前在一次國會眾議院聽證會上，她還在繼續闡釋這個詞，她表示，儘管需要提出中國那些侵犯人權的報告，但與中國脫鉤將是「一個巨大的錯誤」，美國人購買在中國可以更廉價地生產的商品從而「大大獲益」，而中國也同樣從美國出口產品中獲益，而這也有利於美國經濟，「這就是為什麼停止跟中國進行



貿易將是災難性的。世界上最大的兩個經濟體「脫鉤」對兩國來說都會是災難性的，也會給全世界帶來不穩定。美方希望建立一個充滿活力、健康、開放、自由和公平的全球經濟，而不是一個四分五裂或迫使各國「選邊站」的經濟。

但同時葉倫也重申，美國政府將繼續採取「必要的、有針對性」的行動，保護美國和美國盟友的安全利益。但在採取這些行動時，美方將遵循透明、範圍狹窄、目標明確等重要原則。這些行動是出於直接的國家安全考慮，而非用來獲得經濟優勢。且「去風險」的項目是經過清晰說明、定義狹窄的美國國安關切，以及美國在幾個關鍵產業的供應鏈多元化措施。

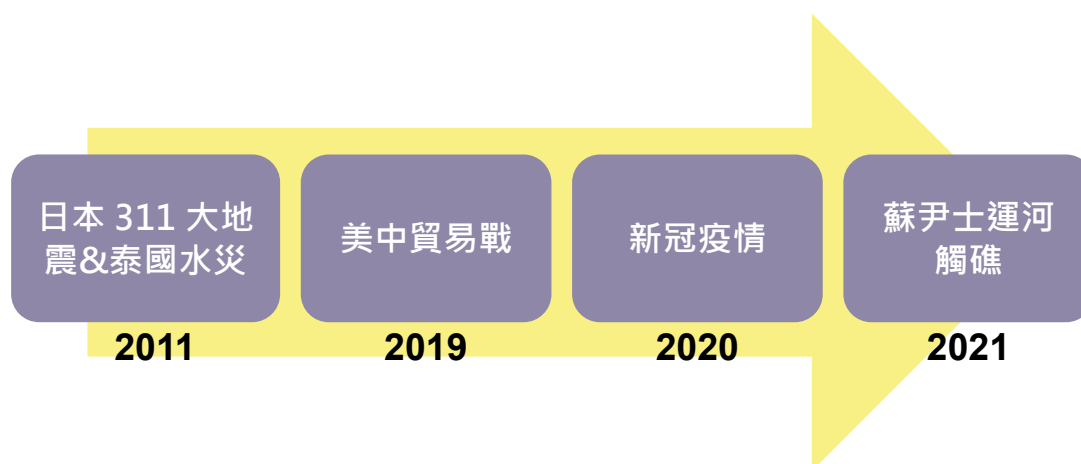
## 第四章 新全球化下的風險意識

近幾年來張忠謀多次針對全球政經局的新面貌發表感言，首先說台積電在地緣政之下成為兵家必爭之地。隨著美中衝突的白熱化，美國加強對中國的科技脫鉤，張忠謀感嘆地說全球化已死，因為地緣政治的關係。張忠謀在工商協進會的演講時指出，目前全球化已經被重新定義，但這樣的演變下，還能算全球化嗎？這當中的幾次轉折，可發現張忠謀也逐漸領悟到這是大勢所趨，惟驅使全球化轉型的驅動力不是只有地緣政治而已，疫情讓大家體認到供應鏈韌性與多元化的重要性，以及全球化所加深的社會矛盾，都將塑造今後全球政經體系的新面貌。

### 單一供應鏈的風險日益升高

事實上世人早已注意到供應鏈過於集中與單一所造成的風險。例如從 2011 年的日本大地震、泰國的水災、美中的貿易戰、新冠疫情，甚至貨輪在蘇伊士運河觸礁，都造成供應鏈中斷的危機。因此早在地緣政治衝突升高之前，業者就開始規劃供應鏈的多元化以增加韌性，只是美中衝突更加速供應鏈重組的步伐。歐盟央行總裁 Christine Lagarde 在一場演說中表示：今日地緣政治緊張局勢，正意味著全球經濟正在發生變化。價值體系的選擇，以及各種聯盟的組成，正在塑造全球新的經濟關係地圖。雖然目前還無法確定這將如何發展，但我們已經可以看到全球貿易中出現了三個明顯的轉變。這些轉變包括：從依賴到多樣化的轉變；從效率到安全的轉變；以及從全球化到區域化的轉變。





【圖 4-4-1】喚起世人重視供應鏈多元化與韌性的重大事件

由於通訊科技與運輸成本的大幅下降，這裡的區域化已經不再是指地理距離的靠近，而是指地緣政治距離的靠近。由於疫情的教訓，人們不再依賴線性的全球供應鏈，而是尋求供應鏈的多元化。只有多元化還不夠，另外一個趨勢是從效率到重視安全考量。由於美中競爭的白熱化，使得供應鏈在策略上必須納入地緣政治的考量，不能只追求低成本。例如美國現在的供應鏈策略就是友岸外包，關鍵的供應鏈必須在友好陣營的掌握下。這也難怪在全球各大企業的財報等公開訊息中，供應鏈轉移、產業回流和友岸外包等關鍵詞，出現的頻率越來越高。

## 金融破碎化是必要成本

近來有些人一再強調地緣政治緊張引發的金融破碎化，認為不管是金融限制或是科技脫鉤，都將影響了以跨國佈局來分散風險的選擇，降低透過國際風險分攤的機會，結果將加劇金融波動。例如進行國際金融制裁，對資本流動和支付進行限制，或對國際資產進行凍結。這些對投資者的限制，將影響跨境資本配置，並導致資產價格下降。造成金融機構獲利能力下降，從而威脅到宏觀金融穩定。同時透過對國際貿易和技術轉移的限制、對供應鏈和大宗商品市場的干擾，將助長通貨膨脹



壓力。且對非金融企業的流動性和獲利能力產生不利影響，增加銀行的放貸風險，從而破壞宏觀金融穩定。

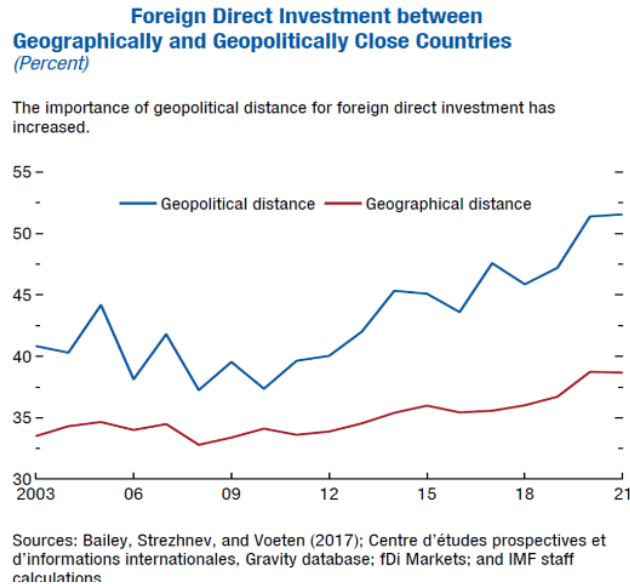
柏林圍牆倒塌冷戰結束後，一度讓人以為將進入「歷史的終結」，天下將進入太平盛世，在全球化供應鏈的整合下，兩個有麥當勞的國家不會有戰爭。但 2022 年俄羅斯入侵烏克蘭後，麥當勞退出俄羅斯，也喚醒了西方國家地緣政治風險意識。原來過去三十年的平靜，是因為地緣政治進入沉睡期，而不是永遠的終結。過去我們忽略了一些風險意識，沒有付出提高韌性與分散風險的成本，但並不表示我們永遠可以規避這些成本。

## 地緣政治距離甚於地理距離

英國在 2023 年 7 月正式加入「全面與進步跨太平洋夥伴關係協定( CPTPP )」，也許有人會問，英國又不是環太平洋地區的國家，為何要加入 CPTPP？那是因為近來跨國的經貿投資認為「地緣政治距離( Geopolitical Distance )」的重要性，遠比「地理距離( Geographical Distance )」更為重要。那什麼是地緣政治距離，以及要如何來衡量呢？

國際貨幣基金組織( IMF )的一些報告用兩國在聯合國中的投票結果，來衡量兩國之間的地緣政治距離。當兩國在聯合國各種投票立場越相近，一起投同意票，或一起投反對票，這兩國的地緣政治距離也越接近。反之兩個國家在表決時，都投意見相左的票，那麼這兩國的地緣政治距離就較疏遠。

## 地緣政治距離比地理距離更重視



資料來源：IMF

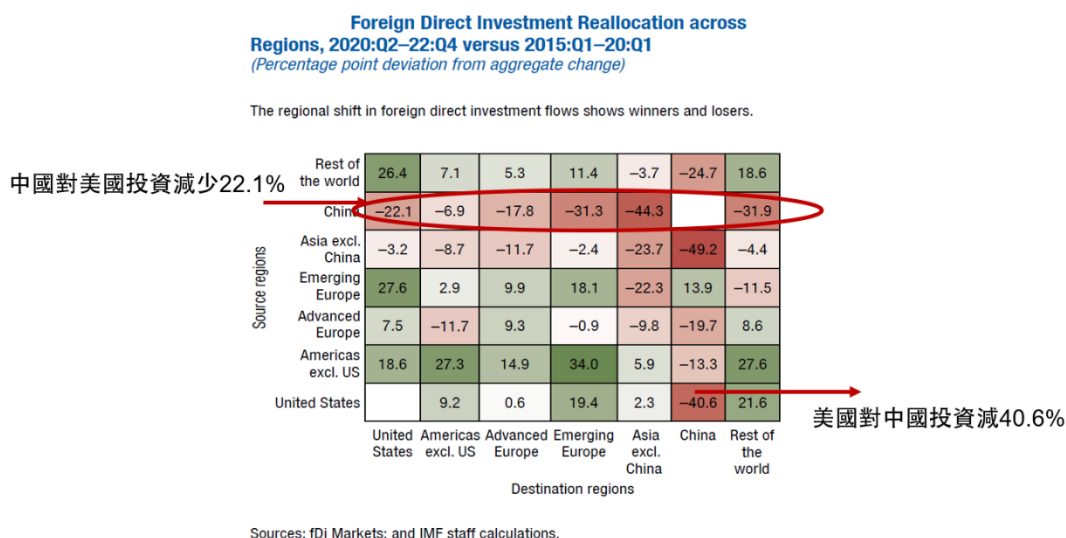
【圖 4-4-2】地緣政治距離越來越受重視

IMF 的報告指出，近來國際間的直接投資 ( FDI )，很明顯地重新配置，紛紛從地緣政治距離較遠的國家，遷移到地緣政治距離較近的國家。這種新現象也將出現新的贏家與輸家，這也難怪英國要參加 CPTPP，後續若有其他歐洲國家跟進，那應該也不意外。

## 安全與韌性重於一時的低成本

歐盟央行總裁 Christine Lagarde 在一場演說中表示：今日地緣政治緊張局勢，正意味著全球經濟正在發生變化。價值體系的選擇，以及各種聯盟的組成，正在塑造全球新的經濟關係地圖。雖然目前還無法確定這將如何發展，但我們已經可以看到全球貿易中出現了三個明顯的轉變。這些轉變包括：從依賴到多樣化的轉變；從效率到安全的轉變；以及從全球化到區域化的轉變。

## 各地區流向中國的FDI均顯著減少



資料來源：IMF

【圖 4-4-3】各國 FDI 的消長

當然由於通訊科技與運輸成本的大幅下降，這裡的區域化已經不再是指地理距離的靠近，而是指地緣政治距離的靠近。由於疫情的教訓，人們不再依賴線性的全球供應鏈，而是尋求供應鏈的多元化。只有多元化還不夠，另外一個趨勢是從效率到重視安全考量。由於美中競爭的白熱化，使得供應鏈在策略上必須納入地緣政治的考量，不能只追求低成本。例如美國現在的供應鏈策略就是友岸外包，關鍵的供應鏈必須在友好陣營的掌握下。這也難怪在全球各大企業的財報等公開訊息中，供應鏈轉移、產業回流和友岸外包等關鍵詞，出現的頻率越來越高。

柏林圍牆倒塌冷戰結束後，一度讓人以為將進入「歷史的終結」，天下將進入太平盛世，在全球化供應鏈的整合下，兩個有麥當勞的國家不會有戰爭。但 2022 年俄羅斯入侵烏克蘭後，麥當勞退出俄羅斯，也喚醒了西方國家地緣政治風險意識。原來過去三十年的平靜，是因為地緣政治進入沉睡期，而不是永遠的終結。過去我們忽略了一些風險意識，沒有付出提高韌性與分散風險的成本，但並不表示我們永遠可以規避這些成本。

## 第五章 金融作為武器的發展與效果

從瓦解蓋達組織，到落實美國外交政策，美國國安部門從聯準會或華爾街延攬許多金融專業背景的人，來規劃如何斬斷恐怖組織的銀根，或是設計各種金融制裁措施。例如國安會就從紐約聯準分會延攬 Daleep Singh 來負責國際經濟事務。財政部就找貝萊德公司的高階主管 Wally Adeyemo 當次長，負責處理制裁俄羅斯併吞克里米亞。俄羅斯入侵烏克蘭幾個小時候，加拿大的財政部長 Chrystia Freeland(烏克蘭裔)便草擬對俄羅斯的金融制裁措施，並獲得 G7 的支持。

David Katz 2017 年在美國戰爭學院季刊中發表的「Waging Financial Warfare: Why and How」一文中表示，過去美國可透過以下傳統兵力、外交、情報與經濟來展現其實力，但由於在資訊社會中增強金融的影響力，因此金融應該從原本被歸類在經濟底下，而將它獨立出來。



資料來源：作者整理自 David Katz 報告

【圖 5-1-1】一國投射其戰力的途徑



## 用 SWIFT 來斬斷銀根

用斬斷金流當做制裁手段，最早可追溯到 2008 年，當時美國以違反核武擴散為由，禁止伊朗使用紐約清算銀行的「國際美元結算系統( Clearing House Interbank Payment System, CHIPS )」。後來發現伊朗繞道歐元仍能解決一大部分的結算問題，因此到了 2012 年美國加強制裁力道，聯合各國將 4 家伊朗主要銀行從「環球銀行金融電信協會( Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, SWIFT )」系統剔除，讓伊朗無法透過此系統與其他國家進行資金的匯兌，不管是美元、歐元、英鎊、日圓或其他貨幣。藉由切斷其與其他國家轉帳交易的管道下，伊朗很難正常進行國際貿易，經濟、金融都受到很大衝擊。

2014 年俄羅斯併吞烏克蘭的克里米亞後，美國也從 SWIFT 系統剔除俄國 7 家大型銀行，導致俄國銀行與用戶發生信用危機，出現恐慌性擠兌，商業與經濟活動大受影響。2022 年為制裁俄羅斯入侵烏克蘭後，美國再次聯手西方國家將 7 家俄羅斯銀行與 3 家白俄羅斯銀行剔除出 SWIFT，使得這 10 家銀行無法進行跨國轉帳，進而影響到俄羅斯對外貿易的進行，同時凍結俄羅斯最大國營銀行在美國的資產。

為什麼 SWIFT 這麼重要？因為全世界的銀行數以萬計，每家銀行若要逐一與其他國家的銀行建立交易管道與清算機制，將太複雜且無效率，所以不可能。最簡便的方法就是加入 SWIFT，透過其做為中介，便可以很有效率的進行跨國間的銀行匯兌。這也可以解釋中國為了降低被 SWIFT 封鎖的風險，在 2015 年成立「跨境銀行間支付清算系統( Cross-border Interbank Payment System, CIPS )」。其目的除了用以推動人民幣國際化外，也希望建立自己可以掌控的跨境支付系統，以備在遇到國際金融封鎖時，還能保持自己的交易支付管道。

究竟中國主導的 CIPS 跨境支付系統能否解俄羅斯之圍？效果可能也有限，



因為 SWIFT 有 200 多國家地區與 1 萬 1,000 家銀行與法人機構參與，遠超過 CIPS 的 1,000 多家。何況俄羅斯銀行都不是 CIPS 直接參與者，如果是間接參與者還必須依賴 SWIFT 才能進行最後結算，因此這條路走不通。此外這 2 個交易系統規模的差距更是難以比擬，CIPS 在 2021 年全年的跨境支付總額相當於 12 兆美元，約等於 SWIFT 的 2 天的交易額，因此要以 CIPS 取代 SWIFT 的功能是完全不可能<sup>42</sup>。

2022 年西方國家再次將俄羅斯剔除於 SWIFT 後，迫使許多貿易轉向中國。雙方同意使用人民幣交易，因為中國認為可藉此加速人民幣國際化，俄羅斯則認為還可借助人民幣這一管道，免於被全面封鎖。剛開始雙方不斷宣稱，美元的武器化將降低美元的普及率，造成美元霸權的崩潰，並加速人民幣國際化。

但這一年多來卻出現新的問題，由於中國以人民幣向俄羅斯購買大批石油等物資，使得俄羅斯累積可觀的人民幣。但俄羅斯急需將這些人民幣換成美元與歐元，以供其他用途，甚至俄羅斯成為全球第 4 大的人民幣離岸交易中心<sup>43</sup>。當國際上越多的人拋售人民幣，中國必須有更多的美元儲備，來維持人民幣在離岸市場的匯率穩定。因此，2023 年 4 月 5 日俄羅斯央行第一副總裁 Dmitry Tulin 接受採訪時表示，雖然中國是俄羅斯的最大貿易夥伴，並且以人民幣交易，但是中國央行不希望人民幣在海外流通<sup>44</sup>。

同時俄羅斯央行發表金融審查報告中表示，使用人民幣的風險在於它在國際上的流通性不足，常遇到不可兌換或僅能有限兌換。同時願意使用人民幣結算國家

---

<sup>42</sup> 盧伯華，「俄遭 SWIFT 剔除 能靠中國 CIPS 跨境支付頂住制裁？」（2022 年 3 月 1 日），《中國時報》，<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20220301000549-260407?chdtv>。

<sup>43</sup> Alexandra Prokopenko, "The Risks of Russia's Growing Dependence on the Yuan" (2023/2/2), 《Carnegie Endowment for International Peace》, <https://carnegieendowment.org/politika/88926>.

<sup>44</sup> Jeff Pao, "RMB-based trade hasn't worked out for Moscow" (2023/4/20), 《Asia Times》, <https://asiatimes.com/2023/04/rmb-based-trade-hasnt-worked-out-for-moscow/>.

的金融衍生商品市場通常不發達，難以使用對沖工具來規避風險。再加上這些願意使用人民幣的國家，其雙邊貿易往往不平衡，讓貨幣結算過度複雜化。且俄羅斯拋售人民幣以換取美元或歐元的過程中，添加交易的複雜性與成本，也增加交易過程中的支付風險。因此俄羅斯央行鼓勵出口商使用原來與西方國家的貿易合同，並使用西方國家貨幣結算<sup>45</sup>。

## 美元做為武器是否傷及美元國際地位

限制他國使用美元或是 SWIFT，是否會傷及美元國際地位？2023 年 4 月間美國財政部長葉倫在短短幾天內發表 2 次看法，第 1 次葉倫表示，使用美元當做制裁武器，限制他國使用，將有損美元的國際地位，因為這會迫使被制裁國家選用其他替代貨幣。例如對俄羅斯的制裁，有助於提升人民幣的地位，鬆動美元的主導地位<sup>46</sup>。隨後在不同場合又說，國家安全的考量優先於美「中」關係的經濟利益，即使會影響到經濟成長。但接著又說，美國不會干擾中國的進步成長，也不會一直要跟中國脫鉤，因為她相信健康與穩定的美「中」關係，是兩國人民共同的利益<sup>47</sup>。葉倫如此苦口婆心，在在顯示美國的種種作為，實非不得已。為了國家安全，雖會犧牲國家長遠的經濟利益，也在所不惜。

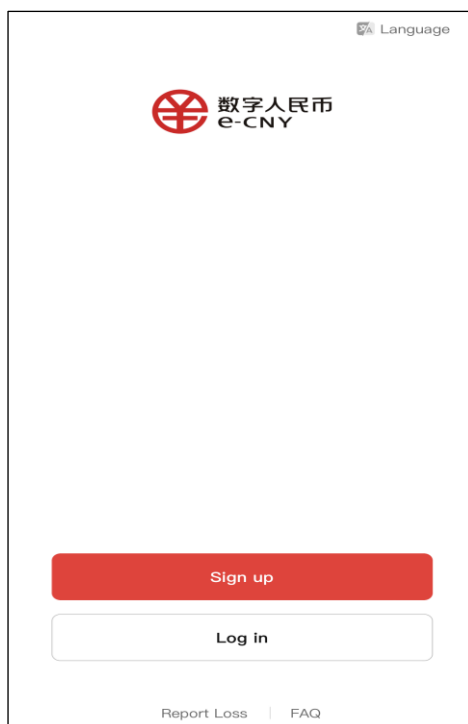
<sup>45</sup> 盧伯華，「俄央行持續拋售人民幣 買進美元歐元規避結算風險」(2023 年 4 月 16 日)，《中國時報》，<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20230416002724-260409?chdtv>。

<sup>46</sup> Huileng Tan, "Sanctions against Russia could hurt the US dollar as countries like Iran and China seek alternative currencies for trade: Treasury Secretary Janet Yellen" (2023/4/17), 《Insider》，<https://www.businessinsider.com/economic-sanctions-russia-us-dollar-dominance-yellen-alternative-yuan-dedollarization-2023-4>.

<sup>47</sup> Andrew Duehren, "Janet Yellen Says Security Comes Before Economy in U.S.-China Relationship" (2023/4/20), 《Wall Street Journal》，<https://www.wsj.com/articles/janet-yellen-to-say-security-comes-before-economy-in-u-s-china-relationship-234a8933>.

## 數位人民幣能否繞過 SWIFT 的封鎖？

不管是推動人民幣國際化，或是為中國被國際金融封鎖預作準備，許多人都對數位人民幣寄予厚望。從 2020 年 4 月開始，中國積極在各地展開數位人民幣的試點計畫，截至 2023 年 4 月已經完成在深圳、蘇州、北京、上海、成都等 17 個省（市）的 26 個地區，藉由發放數位人民幣紅包的方式進行試點工作。不斷的增加數位人民幣的使用場景，並在北京冬奧做總驗收。但事實上數位人民幣是想取代現金的支付系統，SWIFT 是國際的轉帳平台，兩者的目的功能都不同。中國有些人想透過其散布全球的觀光客或商務人士，發揮螞蟻雄兵的力量另闢蹊徑，以現金支付系統取代 SWIFT，做為突圍的工具。但這種遊走各國法律邊緣，不正規的做法，預期效果不會太顯著。



【圖 5-1-2】數位人民幣已有英文版與繁體中文版



惟近來中國頻頻鎖定台商為推動數位人民幣的對象，不但在台灣可下載繁體中文的數位人民幣 APP，還規劃在 2023 年 6 月 14 日至 17 日在廈門舉辦數位人民幣的宣導會，落地招待邀請台灣各界人士參加。中國應該是想讓台商，以及從中國進口批發商為數位人民幣登台當先鋒。未來值得注意的是，台商回國後還繼續在台灣使用數位人民幣，因為數位人民幣有轉帳功能，並且越來越多網購平台可以數位人民幣支付。此外中國會放寬台灣人申請數位人民幣錢包，讓沒出國的台灣人使用數位人民幣，這都會侵蝕台灣的貨幣主權。過去東南亞許多商家在未經過當地政府同意，就接受微信或支付寶付款以人民幣交易，金流脫離當地政府掌握，因此後來各國政府都要求該支付業者必須與當地銀行合作，並以當地國幣才能進行交易。但數位人民幣的特性，使得此問題會較難解決。

除了前段所述的「零售型」央行數位貨幣，目前中國人民銀行也與香港、泰國和阿拉伯聯合大公國進行「批發型」央行數位貨幣跨境支付的試驗計畫。但這些試行計畫的著眼點，應是兩邊貨幣清算效率的改善，並不是如何突破封鎖。因為對方若想封鎖中國，是不管中國用什麼形式的貨幣，重點是人家是否要跟中國交易。

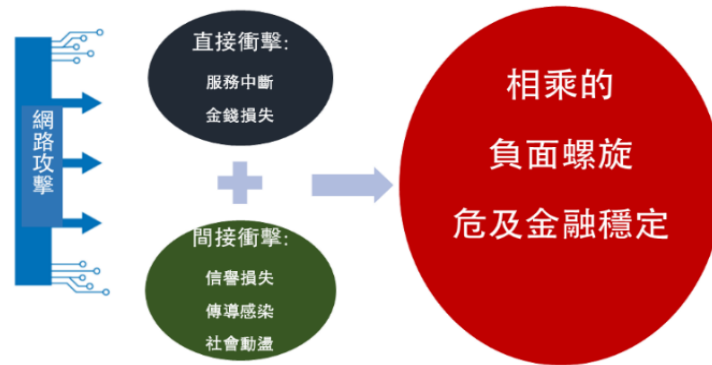
## 第六章 地緣政治下的金融風險劇本

現在對於戰爭的概念，早已超過純軍事的對抗，而進入「總體戰」的時代。一個國家對另一個國家的攻擊，除了傳統的軍事行動外，也可以透過外交、情報與經濟金融等手段來達成。特別是當代金融高度發展之後，其影響力更是不容小覷。因此把金融武器化 ( Weaponization of Finance )，藉由發動金融戰 ( Financial Warfare ) 遂行其政治目的，是當前各國所高度關注的議題。這也就是為什麼近年來美國國家安全部門，經常從聯準會或華爾街延攬許多金融專業背景的人來規劃參與相關作業。

### 金融戰是最廉價與有效的前哨戰

與傳統戰不同的是，金融戰可遠距離攻擊，或是在「第五度空間」進行攻擊，除了免承擔傳統攻擊的人員死傷外，還因其有較大的灰色地帶，可達成對方的損失，本身又可免戰爭之責。就在俄羅斯入侵烏克蘭前夕，歐盟央行 ( ECB ) 在 2022 年 2 月 10 日提出警告指出，由於地緣政治的緊張升高，歐元區的金融業遭受網路攻擊的風險大增，各金融機構應提高警戒。提醒他們全球緊張關係可能再升高，並將觸發更多的網路攻擊。俄羅斯入侵烏克蘭同時，金融業所遭到的網路攻擊更加頻繁，危害不斷升高。除了兩國的銀行都遭受到密集的分散式阻斷攻擊 ( DDoS ) 外，全球各地也都有災情，例如 ANZ Bank，日本的加密貨幣交換所 Liquid，德國幫銀行服務的資訊公司 Fiducia & GAD，以及全球轉帳的 SWIFT。這網路攻擊，據了解是為了報復將俄羅斯剔除在 SWIFT 之外，所做的報復行為。

## 政治性網攻的金融風險



資料來源：作者整理

【圖 6-1-1】政治性網攻的金融風險

此外，由於金融與民眾的生活與財產息息相關，因此攻擊對手的金融部門的資訊系統讓其服務中斷，或是攻擊其股匯市造成巨幅波動，或是利用虛假訊息造成其銀行的擠兌，都將造成對手的社會動盪，影響其民心士氣，進而削減其總體戰力。也就是說，金融戰是為軍事行動鋪路最廉價與最有效的手段。

## 金融業成為政治性網攻新目標

「卡耐基國際和平基金會（Carnegie Endowment for International Peace）」的一份報告指出，從 2007 年到 2019 年間對金融業造成較大損失的網路攻擊有 94 件，其中有 23 件的網路攻擊相信是由官方支持的網路駭客所為。被點名的國家包括：伊朗、俄羅斯、中國與北韓。2022 年 10 月英國英格蘭銀行發表一份報告指出，網路攻擊金融業增加的原因，除了政治目的之外，另外由於許多金融業高度仰賴雲端服務，並藉由行動網路提供消費者金融服務，也增加被攻擊的風險。瑞典央行的報告也指出，由於金融系統需要雲端服務與能源供應的支持，這些都成為網路攻擊金融業的切入點。也就是說近來由於金融業積極推動數位轉型，再加上疫情隔離等措





施，促使銀行普遍提供線上服務管道，但也增加被網路攻擊的機會。而常用於網路攻擊的項目包括：勒索病毒、分散式阻斷攻擊與釣魚病毒等。

## 有政治動機駭客對金融業的攻擊

由於金融業所遭到的網路攻擊日益頻繁，危害不斷升高。種種跡象顯示，由於地緣政治緊張升高，實體的武裝衝突發生前，在第五度空間的網路已經開打，網路攻擊成為實體攻擊的前哨戰。因此歐美央行早已高度重視此議題，利如由歐盟央行總裁帶領的「歐洲系統風險委員會 ( ESRB )」發布「系統網路風險報告中指出 ( Systemic Cyber Risk )」指出，惡意網路攻擊的技術越來越複雜，並且其背後有國家支持或政治動機的案例不斷增家。該報告將執行網路攻擊者分為三大類，其動機與目的如【表 6-1-1】<sup>48</sup>。

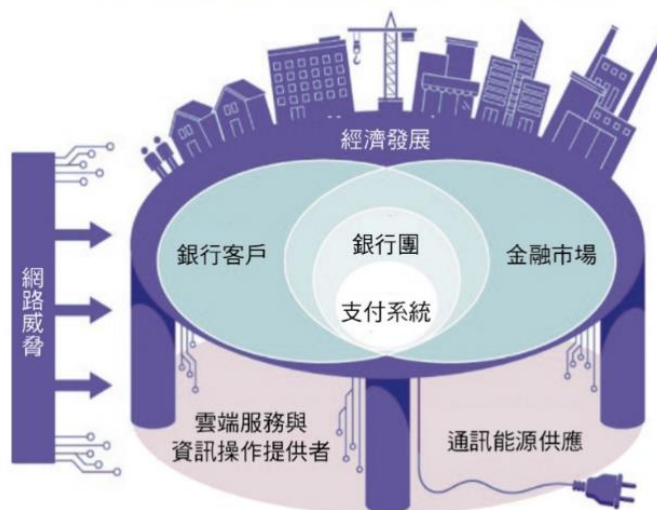
【表 6-1-1】金融業所面臨網路攻擊的來源

攻擊分類	動機	目的	案例
國家支持	地緣政治衝突意識形態	打斷金融運作毀損或盜取資料盜取錢財	永久資料損毀實體損壞，電網斷電支付服務中斷盜轉金錢安裝間諜程式
網路犯罪	攫取利益	盜取或勒索錢財	竊取現金與資訊盜轉金錢
恐怖團體	意識形態不滿情緒	打斷金融運作	DDoS 攻擊資料外洩，讓人難看

資料來源：ESRB

<sup>48</sup> European Systemic Risk Board (2020) "Systemic cyber risk"

### 網攻對金融業與其支援系統 (雲端服務與能源供應)造成威脅



資料來源：瑞典央行

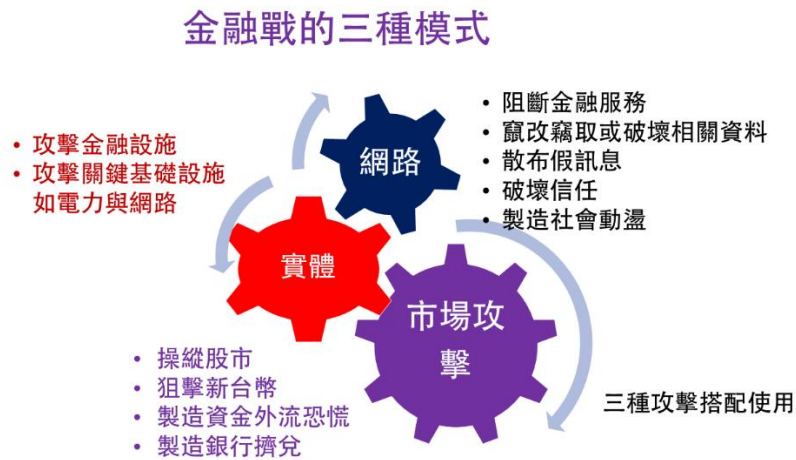
資料來源：作者整理自瑞典央行

【圖 6-1-2】網攻對金融業與其支援系統（雲端服務與能源供應）的威脅

隨著地緣政治風險的升高，金融業必須加強防範這些有官方支持的網路攻擊，因為這些攻擊者不僅資訊知識技巧豐富，對金融資訊服務的運作也相當了解，因此所造成的危害更是不容輕忽。利用網路資安能力當作武器，攻擊敵對的金融機構，以遂行其政治目的，恐將成為一種新常態。

## 金融戰的攻擊模式

金融戰的攻擊模式大致上可分為三大類，分別是網路攻擊、實體攻擊與市場攻擊 (Market-Based)。網路攻擊的目的包括中斷金融業的服務、竄改資料、進行勒索或盜轉金錢，當然還有一種靜靜的潛伏開後門，或是竊取資料，等待攻擊號角響起再進行破壞。實體攻擊是破壞金融實體服務據點，當然也包括提供現代金融服務所需的電力與通訊網路，一旦這些關鍵基礎設施被破壞，金融服務也將被迫中止。市場攻擊則是透過各種手段，造成股匯市動盪，資金外流，或是造成銀行擠兌風波。



資料來源：作者研究成果

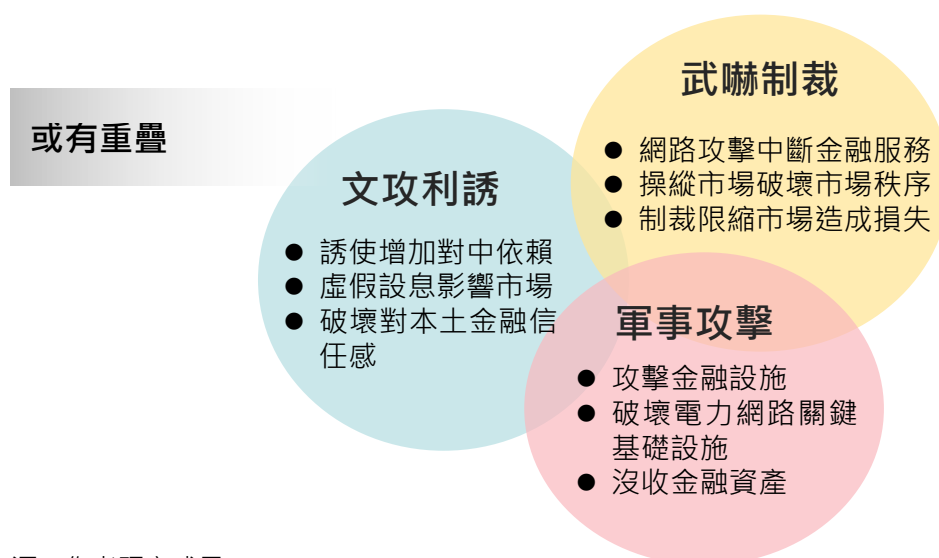
【圖 6-1-3】金融戰的三種模式

當然這三類攻擊也可相互搭配，變成複合式（Hybrid）攻擊，或是利用 AI 技術進行「深度造假（Deepfakes）」來增加破壞效果。例如 2013 年美聯社的推特推一則新聞說，白宮發生一起爆炸案，歐巴馬總統受傷。雖然美聯社很快表示這是其帳號被駭客入侵的假新聞，但道瓊指數立刻下跌 140 點，美國股市瞬間蒸發 1,300 億美元。雖然之後很快反彈回來，但這也點出藉由操縱社群媒體，進而來影響股市的風險。特別是目前許多高頻交易，往往梳爬社群媒體中的留言，特別是新聞與產業領袖的發言，以作為市場分析的依據，因此任何風吹草動的訊息，都有可能觸發程式自動買賣交易，造成市場非理性的波動。雖然現在這些高頻交易也嘗試使用機器學習，來剔除不可靠的消息來源。但虛假訊息的型態不斷推陳出新，常常出現受害者之後，才知道被虛假訊息惡搞了。

再如 2022 年俄羅斯入侵烏克蘭之初，社群媒體出現一支澤倫斯基公開呼籲烏克蘭人放下武器不再抵抗的影片，使得澤倫斯基馬上在其社群媒體公開表示那是利用 AI 技術惡意操控合成的假影片。隨著 AI 技術的發展，假影片將更容易以假亂真。這時若先駭進媒體的社群網站，再散佈這些假影片，那所造成的衝擊將不可輕忽。

## 對台金融戰的三種可能策略

金融戰的範圍廣泛，從直接到間接攻擊，或從戰術層面到戰略層次都可有可能，大致上可歸納為以下三種攻擊策略：文攻誘騙（Persuasion）、武嚇制裁（Coercion）與武力攻擊（Military Attack）。當然這三種策略可能會搭配使用，或是內涵細項會有重疊。文攻利誘是採比較軟性與間接的方式，以增加對中國的依賴，或以認知作戰的方式進行洗腦。當然也包括一些虛假訊息，用以干擾市場或使民眾降低對本土金融的信任。武嚇制裁除了比文攻利誘強硬外，還會加上一些制裁措施。其手法包括對金融資訊系統進行攻擊或進行埋伏，配合虛假訊息攻擊股匯市或製造銀行擠兌。此外不讓台灣參加國際組織，以台灣農產品不符相關規定為由禁止輸入，也都屬武嚇制裁。軍事攻擊雖屬最後策略，但有些攻擊手段可能會在正式軍事攻擊前就先發動。這些金融戰將是正式軍事攻擊的前哨戰，用以製造社會動盪，散布對政府與金融體系的不信任感，進而瓦解民心士氣。為了配合正式軍事行動，中國可能凍結或沒收台灣人在中國的資產，除了動搖國人的抵抗意志外，也減少台灣用以支持持久戰的資源。



資料來源：作者研究成果

【圖 6-1-4】對台金融戰的三種策略

## 如何提升台灣金融韌性

為了提高台灣的金融韌性，需要包括政府相關部門與整個金融業的投入。根據金融戰的攻擊模式與潛在目標，對方可能的攻擊策略，找出台灣金融業有哪些弱點易成為攻擊標的。然後設計各種攻擊情境劇本，進行演練，包括如何降低衝擊，有何備援方案等措施。藉由不斷的演練，提出改善措施或投資。

此外也須依時間序列，預想從現在到正式開戰之後對方的可能攻擊劇本，包括目前可能的攻擊手段、危機升高時的可能攻擊、D-Day 前的前哨戰與正式登陸後的金融攻擊。政府部門根據國內外所蒐集情報，建立預警機制通報相關單位，以及動態研判可能攻擊劇本。而且須事先預擬各種情境下的緊急措施，屆時只須按表操課公布實施，若到臨戰時才討論，恐怕無法及時因應。因此可參考烏克蘭在俄羅斯入侵當日上午，馬上公布 16 項金融緊急措施的經驗。

兩岸關係的緊張或和緩，主要是取決於中國挑戰美國霸權的心態。中國越急著挑戰美國，兩岸關係就越緊張。相反的中國若不挑戰全球政經架構，美國是會給中國發展的機會，就好像是協助中國加入 WTO，讓中國搭上全球化的順風車，享受經濟快速成長的果實。由於兩岸關係取決於太多非台灣可以決定的因素，因此台灣能做的就是增強台灣的韌性，特別是處於地緣政治最前線的台灣金融業。



# 台資銀行西遊記— 目睹全球政經變遷下的機會與挑戰

第一篇 開啟又闔閉的機會之窗

第二篇 串起又散落地的中國經濟奇蹟

第三篇 台資銀行的經營現況

第四篇 全球政經板塊大位移

▶ 第五篇 台資銀行如何趨吉避凶

第六篇 結語



## 第五篇 台資銀行如何趨吉避凶

由於美中貿易戰與 COVID-19 疫情後國際產經秩序重塑格局儼然成形，中國過去世界工廠地位不再，加上中國內部多年積累問題未決，人口提早邁入高齡化、人口紅利逐漸消退等問題疊加而來，其經濟前景不容樂觀。基此，各種市場主體的營運獲利與償債能力將受到限制，更遑論這幾年來日益提高的國內政治風險與國際地緣政治風險，對於外來企業與金融機構的經營更為不利。

針對台資銀行經營中國相關業務，除了金融範圍或產業經濟上面臨的風險外，更重要的，或許就是中國自身的政策風險甚至兩岸日益升高的地緣政治風險。政策風險方面，經過多年的觀察體會，大家已經多能摸索到中共當局的施政優先邏輯，核心當然是維護共產黨長期統治，其他都是圍繞著此一邏輯運作，至於與經濟金融相關的部分，或許可以歸納出一個原則，就是政治優於經濟民生，實體經濟優於金融。

對於台資銀行業者而言，當然最關切的是能否在此大環境下穩健獲利，然而考量到前述施政優先原則後，便可發現政策風險不得不防，以下舉例說明。除了眾所皆知且深刻體會的疫情反覆引起的政策大變動之外，對於幾個產業的政策管控緊縮連同強調社會公平、三次分配的「共同富裕」政策提出，也極大的影響了被管控產業、企業的營收獲利，並嚴重衝擊民營企業對於在中國未來經營的信心，讓人懷疑是不是要走向改革開放前的社會主義老路。比方一度針對互聯網、數位經濟、共享經濟與教培行業的打擊，嚴重影響相關企業的資本市場表現，也對就業市場產生負面影響，在經過連續數月包含社會消費以及出口在內的經濟數據下滑、甚至民眾抗爭後，發現這樣的作法可能讓經濟民生陷入窒息困境，只好從「共同富裕」、公平分配的思維再回頭過來強調把餅做大，習近平甚至在 2022 年 12 月的中央經濟工作會議中強調「一貫支持民營企業，民企是自己人」。

觀察當次中央工作經濟會議的報告，發現堅持「兩個毫不動搖」--「毫不動搖鞏固發展公有制經濟」和「毫不動搖鼓勵支持引導非公有制經濟」字眼，似乎對外透露對民企態度轉向的訊息，會議上還要求擴大民營教育行業，會議結束後，新任的浙江省委書記甚至還親自到杭州視察阿里巴巴，表態支持阿里的發展。然而，經過之前一段時間的打擊，民營經濟的活力要恢復恐怕需要一段時間，且中共當局並未放棄「共同富裕」的信念。更重要的，市場的信心與活力究竟有無辦法恢復到如同過去一般，恐怕是一個大哉問。

更甚者，由於 2022 年 12 月 7 日宣布「新十條」，突然全面放鬆管控政策（而非有序退場）後造成的疫情再次多點大爆發，同時傳出醫療量能不足的消息，導致重症人數與死亡人數都再度攀升，情況類似 2020 年上半年疫情初次爆發時候的狀況，後續大量員工染疫或刻意缺勤也對於生產與物流的順利運行造成衝擊。雪上加霜的，這一輪全球主要央行升息與疫情持續打擊，也造成需求面的衰退，對於後續的訂單持續性形成壓力，這部分可以觀察官方的出口新訂單 PMI 指數。

這樣的情況，客觀上固然也是由於地方財政已無法支撐長久的封控防疫支出，但相當程度也是由於中央政策突然大轉變，造成地方政府、企業與員工無法有效應變，所產生的失序局面。或許可以中國歐盟商會（EU Chamber of Commerce in China）主席伍德克（Joerg Wuttke）的話做個呼應，「防疫政策大轉彎打擊市場對中國防疫應對的信心，中國官方後續須努力重新獲得商界的信任」。至於能否恢復，恐怕是見仁見智。

地緣政治風險，更是不言可喻。根據中國財政部 2023 年 3 月 5 日公布的預算草案，2023 年中國國防預算與 2022 年相比大增 7.2%<sup>49</sup>，總金額達 1.56 兆元人民幣，高過 2022 年的經濟成長率（3%）與 2023 年的經濟成長目標（5%）。另外，

---

<sup>49</sup> 中國在 2011 年到 2015 年期間，平均軍費成長率維持在 10% 以上。

遇到緊急情況，可以不必遵循三審立法，快速立法或修改法律，也透露出更多的動員準備蛛絲馬跡。

其次，「供銷社」與「社區食堂」再起，也讓人憂心「人民公社」模式再臨。尤其中國幾個省市陸續掛牌成立「國防動員辦公室」，加強平戰轉換。有美國專家評論，這些辦公室將招募並管理民兵和預備役部隊，可強化中國共產黨對地方政府徵兵和動員的控制。部分地方的國防動員辦公室係以既有的人民防空辦公室為基礎組建，歸發改委管理，主要功能包括經濟動員、人民防空、交通戰備、裝備動員與科技動員等，加上實施「農業綜合行政執法」，推出「退林還耕」、「毀薑種糧」等措施，種種跡象都提醒我們留意中國做戰時經濟納管預備的野心。

金融方面，根據《Financial Times》引述消息，中國憂心如果發生地區性軍事衝突或其他危機，歐美國家可能會對中國祭出與俄羅斯同樣的制裁措施。為了做好備戰方案，中國人民銀行及財政部在 2022 年 4 月 22 日召集包含匯豐銀行等數十家本國和外國銀行高層開會，所有在中國經營的國內外大型銀行均派代表出席。

此外，繼俄羅斯央行大動作調整資產部位之後<sup>50</sup>，中國人民銀行也在國際市場大量購買黃金。中國自 2022 年 2 月俄羅斯入侵烏克蘭後著手賣出美國公債，截至 2023 年 3 月底持有餘額約 8,693 億美元，較烏俄戰爭爆發後的 2022 年 3 月逾 1 兆美元水準減少約 1,400 億美元。根據中國海關總署數據，2022 年 7 月份從俄羅斯進口的黃金數量比 6 月份高 8.5 倍的水準，比前一年增加近 50 倍，再對照中國人民銀行在 2023 年 6 月初公布的數據，截至 2023 年 5 月，中國黃金儲備總量約為 2,092 噸。自 2022 年 11 月恢復公布數據以來，已連續 7 個月增加，這也提醒我們中國似已進行金融方面的戰備。

<sup>50</sup> 俄羅斯早在 2014 年入侵克里米亞半島遭受西方制裁後，便開始調節外匯存底，增持黃金與人民幣等資產，調降美元持有比重，並降低對於 SWIFT 的依賴。根據 IMF 數據顯示，俄羅斯 2023 年 5 月黃金儲備增加 3.11 噸，達到 2,329.705 噸。

習近平在 2023 年 5 月 30 日主持召開中共 20 屆中央國安委員會第一次會議時說，要堅持「底線思維」和「極限思維」，準備經受「風高浪急甚至驚濤駭浪」的重大考驗。他在 6 月 7 日視察內蒙古時也說，構建「國內大循環」是為了保證「極端情況」下國民經濟能正常運行。以上種種動作和宣示，或許就是預作準備，以便在中國與其他國家發生衝突而被大舉制裁下，仍能保持經濟發展與金融穩定，再一次給我們做個地緣政治風險升高的提醒。

有鑑於此，台資銀行似應基於台商的供應鏈重組佈局或者自身已有的海外佈局基礎，重新針對全球佈局策略作一個再平衡。其次，不論是個別業者或者是整體金融體系，也要有提高風險抵禦能力的準備。本篇便以此為重點，拋磚引玉，提出趨吉避凶之道供參。

## 第一章 全球政經新局下的外資銀行布局思維

以史為鏡，可以知興替。中國在 1978 年 12 月宣布改革開放之前，採取社會主義單一化的金融體制，銀行類金融機構業務都由中國人民銀行負責，並禁止外商金融機構在中國辦理業務。原本在 1949 年以前已在中國設有據點的所有外資銀行，皆被迫暫停其分行業務或撤出中國，至 1965 年後僅僅剩下匯豐、渣打、東亞及華僑等四家銀行仍滯留中國，但均降格為代表辦事處，僅能從事資訊蒐集與諮詢工作，無法經營實際業務。考量當前中國的情況類似走改革開放的回頭路，且與西方之間的關係日益緊張，因此二戰後直到改革開放前美商銀行機構及滙豐銀行在中國發展的經驗，或許可以做台資銀行中國佈局的策略參考養分。

早在 1950 年韓戰爆發後，同年的 12 月 16 日美國政府公告《凍結中朝資產條例》，宣布管制中國在美國轄區內的公私有財產，凍結中國在美國各大銀行的存款及在第三國銀行的美元存款，並禁止美國註冊的船隻開往中國各港口。作為對美國封鎖禁運的反制，中國政府在 12 月 28 日頒佈《關於管制美國政府和美國企業在我國的財產和凍結美國公私存款的命令》，其中主要規定：1.中國境內之美國政府和企業的一切財產立即由當地政府加以管制並進行清查，非經政府批准不得轉移和處理；2.中國境內所有銀行的一切美國公私人存款即行凍結，為維持正當業務及個人生活必需的費用亦須經當地政府批准後始得動用等。從此，中美之間經濟往來宣告中斷，兩國銀行業之間也斷絕了往來。美國在中國的各類銀行機構，如花旗、大通、友邦、美國運通與美國商業儲蓄銀行等相繼申請停業清算<sup>51</sup>，直到改革開放後才重新大舉進入中國市場，日本輸出入銀行於 1980 年在北京設立第一家外資銀行代表處，來自香港的南洋商業銀行則於隔年在深圳設立改革開放以來第一家外

<sup>51</sup> 本段主要參考改寫自姜建清與蔣立場 (2016)，《近代中國外商銀行史》，中信出版社，2016 年 9 月。



資銀行營業機構。

另外，開業於 1865 年的香港與上海，早年以亞洲業務為起家基礎的國際代表性大銀行--滙豐銀行在二次世界大戰後於對中國市場的態度，也可說經歷了從充滿信心到觀望再到失望的演變過程。好不容易盼來了二戰的結束，期望可以享受戰後的和平紅利與發展商機，卻隨着當時國共內戰時局的惡化，滙豐銀行總行開始陸續關閉在中國的分行並轉移業務經營重心，調整為主力依賴香港、向東南亞及日美等國市場擴展的戰略。1948 年 3 月，時任滙豐銀行總行總經理亞瑟·莫爾斯 ( Arthur Morse ) 在股東會議上報告表示：「滙豐銀行有 46 個分支機構在營業，除婆羅洲新開設的 2 家分行和馬來亞新開的 1 家分行外，在日本有橫濱、神戶 2 家分行重新開業，第三家分行在大阪首次營業」。又稱，「中國前景非常暗淡，不過，香港地區的工業化正在奮進」。1953 年 3 月，莫爾斯在香港最後一次向股東致詞表示：「滙豐銀行現在中國的業務僅限於清理和撤退外籍職員。當局的政策，使得繼續營業無利可圖。一些小的分行已經停業，但上海、北京、天津、汕頭的行還在營業<sup>52</sup>」。「這很自然，我們的注意力主要應集中到其他地區去」。「確實，我們看到在東南亞其他國家中有着擴展對外貿易的巨大潛力.....這裏有適當的活動餘地，我們可以把精力和資源轉移到這個地區去」。

繼任滙豐銀行總行總經理的邁克·特納 ( Michael Turner ) 在莫爾斯的基礎上，進一步促使滙豐銀行業務經營現代化，擴大業務範圍並增加其穩定性。首先，繼續執行增設分支機構的政策，以彌補對中國貿易的損失，在滙豐銀行已設有分行的地區，陸續增設 13 家分支機構，主要位於馬亞半島與婆羅洲等。1955 年又在柬埔寨設立金邊分行。其次，開設全部股權為滙豐銀行所持有的子行，1955 年先開辦美國加利福尼亞香港上海滙豐銀行，總行設於舊金山，在洛杉磯等地則設有分行，同

<sup>52</sup> 滙豐銀行汕頭和天津分行被迫於 1954 年關閉，北京分行也在 1955 年宣告停業。



時在香港本地建立一個最後總數接近 30 個的附屬機構網。第三，啟動對外的併購活動，在 1959 年合併有利銀行( Mercantile Bank of India )與中東英格蘭銀行( British Bank of the Middle East ) 等金融機構<sup>53</sup>。

觀察前述的美中金融發展以及匯豐銀行的發展策略，雖說已是七、八十年前的往事，且歷史無法重演，但卻有些類似近年的發展軌跡，包含美中兩國經貿關係的日益惡化，以及西方大銀行資本的轉移出中國與相應的國際佈局調整等，更驚人的巧合是近幾年匯豐銀行在中國的分支機構也是外資銀行中撤離最多的<sup>54</sup>。相信在國際金融資本管理的智慧核心裡，即使時代會改變，風險與報酬衡平法則仍是不變的，裡面自有趨吉避凶的智慧值得台資銀行學習。

回頭觀察中國的金融對外往來情勢，先看到來自中國商務部的統計數據，2023 年 9 月中國的外國直接投資 ( Foreign Direct Investment, FDI ) 降至人民幣 728 億元，較 2022 年同期下跌 34%，是 2014 年以來跌幅最大的一次。外商對中國直接投資的另一個指標「直接投資負債」( Direct Investment Liabilities )，在 2023 年第二季縮減至 67 億美元，這也是自 2000 年以來最低紀錄，遠低於 2023 年第一季的 210 億美元。

同樣根據中國商務部公布數據，2023 年前 10 月實際使用外資金額 ( FDI ) 為人民幣 9,870.1 億元，年減 9.4%，跌幅較前九月的 8.4% 進一步擴大，且為連續第五個月衰退。另外根據格隆匯統計資料，2023 年三季，外商對中國直接投資金額為-118 億美元，這是 1998 年有記錄以來，該項資料首次為負，且截至 2023 年 9 月底，外國企業連續六季從中國撤出利潤，總計超過 1,600 億美元。這種罕見的情況

---

<sup>53</sup> 詳見姜建清與蔣立場 ( 2016 )。

<sup>54</sup> 從 2014 年至 2023 年 12 月中，匯豐銀行集團合計在中國申請撤銷 63 家分支機構，其中 54 家是在 2019 年 ( 含 ) 之後陸續撤離的。

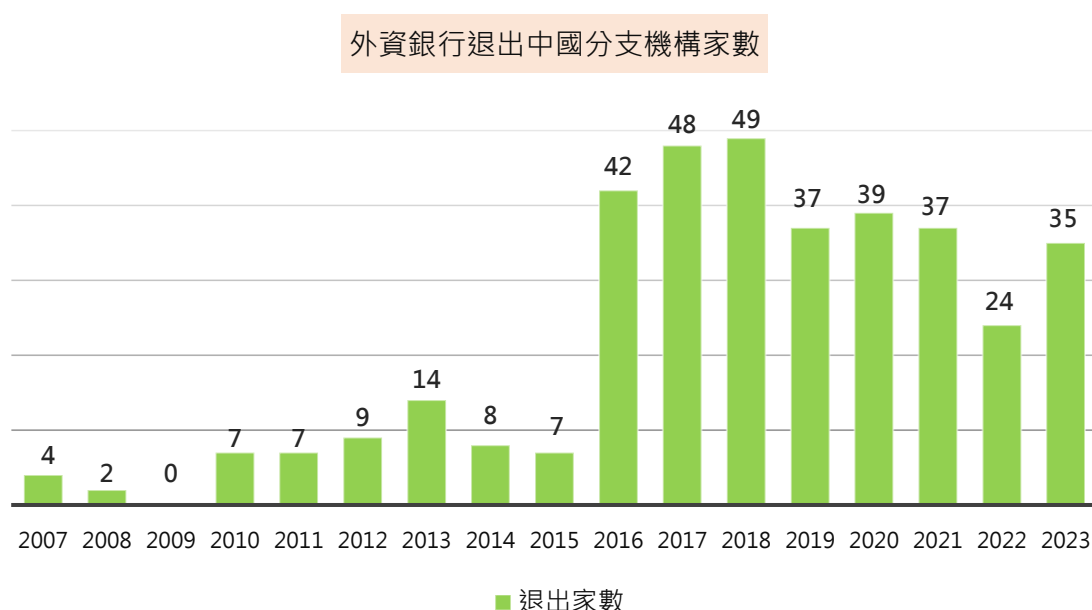
表明全球第二大經濟體對國際資本的吸引力正在迅速減弱。

細究其原因，或許反映出這幾年以來外資企業對中國經濟前景和政策制定的保守心態。除了經營環境的逐漸惡化，美中貿易戰以來的整體供應鏈環境重組，應該也包含中國政府對 COVID-19 肺炎疫情的政策過度反覆、對科技公司的監管打擊、反間諜法的實施，以及對貝恩 (Bain)、凱盛融英 (Capvision) 和明茨 (Mintz) 等外商顧問公司的調查，除了影響外商在當地重要業務的發展外，更嚴重的影響是讓外部投資人失去信心。反映在具體的行為，就是透過匯回利潤、償還公司內部借款和出售資產等形式將資金從中國境內移出，才會形成這種統計數據。

國際資本對中國的態度反映在實際行為上，我們可以看到 2023 年以來，包含：貝萊德 (BlackRock) 集團關閉旗下的子基金--中國靈活股票基金 (BGF China Flexible Equity Fund)、挪威主權財富基金 (Norway's Sovereign Wealth Fund) 關閉上海代表處、先鋒領航 (Vanguard) 集團正式退出中國市場、民調和顧問集團蓋洛普 (Gallup) 宣布退出中國並關閉 3 個辦公室、加拿大安大略教師退休基金 (Ontario Teachers' Pension Plan, OTPP) 關閉駐香港的中國股票投資團隊、加拿大退休基金魁北克儲蓄投資集團 (Caisse de depot et placement du Quebec, CDPQ) 關閉中國辦公室等，在在顯示外國投資者和跨國公司正在加速撤出中港市場。尤其隨著金融監管力道不斷加強，中國的私募基金行業也掀起一波註銷潮，根據中國基金業協會截至 2023 年 11 月底的統計，2023 年註銷私募數量已達 2,425 家，創下歷史新高。

就國際機構對中國的展望預期方面，國際信用評等機構穆迪在 2023 年 12 月宣布，將中國的主權與部分企業評等展望下調至「負面」，摩根史坦利 (Morgan Stanley) 在 2023 年也連續下調對中國 A 股市場的評等，高盛 (Goldman Sachs) 在 2023 年 7 月發布的三篇報告，更看空中國國有銀行，引發中國的熱議與批評，上證指數也分別在 10 月與 12 月跌破 3,000 點。再從間接金融方面的商業銀行申設撤離行為來看外資銀行對中國金融的前景預期，根據中國金融監管總局的金融許可

證信息，2022 年至 2023 年申請新設立的外資銀行分支機構，總數僅 19 家，遠低於申請退出的 59 家（詳見【圖 5-1-1】），其中出身香港的匯豐銀行就包含了 23 家。凡此種種，一覽無遺地表露出當前國際資本，無論是直接金融或間接金融部門，對中國市場的看空與唱空態度。



資料來源：中國金融監管總局

【圖 5-1-1】外資銀行退出中國分支機構家數

對於包含台資銀行在內的外資銀行機構而言，除了部分充分融入當地的子行外，主要的業務還是依託於企業客戶相關的投資與貿易行為，當中國與西方不論是脫鉤或者去風險化，外資逐漸撤離的同時，或許也是一個警示，提醒台資銀行對於十年前西進中國策略作一個重新檢視調整的省思了。

## 第二章 如何提高風險抵抗力

兩岸金融開放往來，若自簽定金融監理合作 MOU 起算，已經超過十三年的發展，台灣銀行業者在中國累積鉅額的投資授信部位乃不爭事實，即便比起高點時已有所縮減，整體規模仍高達新台幣 1.01 兆元。而中國經濟產業經過多年的高速發展，中間積累的矛盾與後遺症也在近年陸續浮現，諸如產能過剩、債務問題、房地產泡沫、影子銀行等，防範金融系統性風險的詞語即使在中國的監管機關正式文件也已屢見不鮮，加上來自外部的美中貿易衝突與這三年多來爆發的香港爭端及 COVID-19 疫情，也像一面鏡子，反射出中國在政經治理體系面臨的一些問題，更凸顯追蹤與控管中國經濟金融風險對當前台資銀行業者的重要性與迫切性。

用更高的格局來看美中兩國全方位競爭，包括貿易、投資、科技、金融或是地緣政治等，是未來五到十年的新常態。在這種情況下，美中經濟金融的局部脫鉤是不可避免的現實。尤其美國對高科技硬體和軟體的出口管制確實可以在一定程度上減緩中國經濟的某些部門的成長，也使得台商須審慎思考未來的發展策略，是不是要選邊戰或者打造出雙軌的供應鏈，都是不得不面臨的重要課題。

在這種前提之下，台資銀行對於既有的或者新興的風險的抵抗力或者韌性就顯得更加重要。這種風險抵抗力，不再只限縮於以往的傳統風險管理格局——市場風險、信用風險、作業風險、法律風險、政治風險、匯率風險等，還包括政治風險。再來就是地緣政治風險的治理，除了要認知地緣政治風險會影響銀行業經營獲利能力外，更要認清此類風險不是罕見的黑天鵝這種事實，能夠將此落實到日常風險管理的一部份，將其當作一個風險因子 ( Risk Factor )，導入日常授信或交易的定價 ( Pricing ) 行為裡。因此，針對提高銀行業的風險抵抗力，我們從兩大面向著手，先看營業攸關風險的管理，再探地緣政治風險的治理。

## 銀行營業攸關風險的管理

風險與報酬乃一體兩面，對於包含銀行業在內的金融業者而言，風險與報酬的平衡乃經營的核心。基於前述章節描述的風險事實與研判，本章嘗試基於風險報酬平衡的原則，在此就策略面與技術面提出幾點風險因應與控管措施建議。

### 1.更新風險管理思維及政策，提高風險意識

傳統商業銀行的收入--利差收入主要是依賴自有資本與槓桿資金，承擔風險而來。風險管理政策於銀行而言，不論是否發展海外業務，無疑都相當重要。銀行業在中國發展業務，不論是發展傳統的存放款利差業務或賺取手續費收入，皆須留意到兩地經營環境與經濟運行思維之不同。特別是銀行業當前在中國能取得之徵信資訊未若台灣的聯徵中心完善，銀行業者與中國客戶間資訊不對稱之情況將更甚於台灣，加以當地缺乏相對可信的財報查核簽證體系，更將提高銀行業者的風險。

這種情況在美中貿易戰爆發後更加嚴重，近年台資銀行業者當地授信業務出現幾起大規模聯貸授信倒帳事件，其中不乏所謂上市公司，在在都值得銀行業者警惕。故提醒銀行業者應謹慎面對並管理中國相關風險，尤其須認知將來中國的風險態勢將日趨複雜，是以再次提醒銀行業者持續強化資本與風控能力以承擔與管理風險。另外，考量銀行業者對中國曝險主要以台商企金業務為主，而台商因應美中貿易戰皆已逐步重新佈署全球產銷布局，建議銀行業者亦可同時檢討海外業務對中國授信資源比重。

### 2.強化規模與資本

中國對內面臨內需不振、信心不足的衝擊，對外又遭受美國在貿易與產業等方面的制裁與圍堵，加以 2020 年爆發且帶來供需雙重打擊的 COVID-19 疫情，形成全球新的供應鏈秩序，都可能使當地台資銀行或在國內經營涉中國業務的銀行業者在短中期內面對產業經濟變革帶來的風險，進一步增加風險性資本的要求。目前

的狀況，中國是台資銀行海外曝險排名第二的國家乃不爭事實，尤其與中國當地銀行或外資銀行相比，台灣銀行業者的規模與資本仍相對較低，基於此一事實，增資或整併是必須之路。因此，建議金融業者評估增資或整併以提升面對中國經濟金融風險所帶來的挑戰。

### 3. 追蹤金融/信用風險，提防流動性匱乏與資金成本上揚

中國經濟除了既有的內需趨緩外，始於貿易戰的美中衝突越演越烈，也提高相關經濟金融風險，更考驗金融機構的經營能力與風險資本適足，令人憂心的債務信用風險，除了發生在企業身上，也可能發生在金融同業身上。

建議銀行業者留心並追蹤中國相關曝險部位或交易對手風險，尤其對於在中國當地經營業務的台資銀行子行或分支機構而言，吸收當地存款本就不易，資本來源多為自身的股本或營運資本，加上母行支援與同業拆借，不論就資金規模或成本而言，都較中國本地銀行業者處於相對不利地位，更須提防當地資金的流動性緊縮與資金成本上揚。建議及早盤點可動用資金與風險性資產配置情況，適時進行放款投資組合再平衡。

### 4. 執行壓力測試與情境模擬測試

建議銀行提升對於交易對手、產業與不同幣別資產的追蹤及控制，以及相關流動性風險的曝險及融資需求。此外，考慮到極端事件發生的機率，還須衡量未來從所有來源快速取得流動性的能力，密切追蹤關鍵因素，確認對籌資能力的預估仍然有效。

銀行業執行壓力測試，主要在於評估當前的管理策略是否足以因應風險變化、信用損失，與經濟局勢發生重大變化造成的流動性缺口。具體而言，銀行業者可就多種短期及長期相關個別或組合壓力情境，進行壓力測試，藉以確認潛在壓力情勢的來源與當前曝險，並評估目前的應變計畫策略是否有效。除了突發重大事件外，



銀行亦可針對利率、匯率變動所造成不同程度的衝擊，定期進行特定業務（授信及投資）的情境分析與壓力測試。

## 5.提防擔保品的市場風險蔓延到授信戶的信用風險

由於不少授信戶對銀行端的舉債是利用房地產或有價證券作為擔保，也使得這一部份的市場風險連結到銀行業授信戶的信用風險，尤其在這風險態勢升高的局勢裡，建議銀行業者除留意授信戶本身之信用風險外，也持續追蹤授信戶之擔保品或相關資產之市場價格變動，以維債權安全。

## 6.確實留意客戶現金流動性

以往銀行業者認為相對安全的貿易融資，因為著眼於交易基礎，所以不特別徵提擔保品或要求其他信用保證，現在可能因為授信對象的上下游供應鏈資本或營運局部斷鏈而影響現金流入，直接反映在企業流動資金與信用狀況的惡化，即使有政策端的技術延緩違約發生，仍須從本質上留意客戶違約與流動性風險。

## 7.嚴格剖析授信戶關係人持股擔保狀況

由於現在的風險態勢升高，不確定何時會有總體風險事件或者個體的信用事件發生。建議銀行業者在對集團客戶提供授信或者進行複審時，留意防範此類客戶內部相互擔保的風險，尤其落實 KYC 嚴格審視集團內部直接或間接控股關係人之間的擔保情形，釐清交互持股與擔保情況，事前做好可能的風險預防。

## 8.盤點客戶上下游供應鏈往來情況

面對美國加強對中國企業的制裁或封鎖，建議銀行業者基於 KYC 原則，盤點可能受到影響的企金客戶，以維持債權資產安全。掌握企業客戶與美國制裁名單企業之關係，尤其考量美國政府如果再次向中國高科技供應鏈發動攻勢，則影響層面將擴大。

除了交易關係外，與中資企業的股權投資也須納入考量。由於美方係以控制權作為判斷標準，台資企業被美國判定為「中國隊」而遭受制裁的機會也將提高，都可能影響台資銀行業對相關企業的債權回收。

## 9.善用金融科技與大數據分析技術

建議銀行內部強化投資運用金融科技辨識高風險客戶之技術，以利在景氣下行中保護銀行獲利。此外，也建議銀行業優化風險管理實務，趁此修整機會重新評估各道防線以移除不必要或重疊之處、改善系統架構以有效使用資料，並輔以機器學習與機器人流程自動化等自動化科技，或者分析供應鏈金融的大數據，協助即時判別風險，並提供反饋和判斷原因。這一部份特別提醒銀行業者留意中國官方對於大數據相關新措施的公布，以及針對間諜和數據安全的新法律。

## 對於日益升高地緣政治風險的治理

不管未來的台資銀行是在中國或者其他海外市場佈局，除了前述的風險控管建議之外，考量當前的宏觀金融風險格局，地緣政治的影響已經大大超乎原本的設想，且危機恐怕無法避免。除了我們熟知的美中競爭格局、俄烏戰爭外，鄰近的南海與台海也是全球關注的熱點，不僅是由於戰略位置與資源，更是全球航運要道，將嚴重影響全球的供應鏈暢通與經濟脈搏。此外，遠在紅海的地緣政治衝突，也在影響我們。葉門什葉派的胡塞 (Houthi) 叛軍為了報復以色列，從 2023 年 12 月開始攻擊行經紅海的多艘貨輪，不僅影響石油運輸，從亞洲運送到歐洲的貨物也受到影響，連帶台灣運往歐洲的電子零組件也卡在紅海，更嚴重的是迫使大量船隊繞道非洲的好望角，大大提升了運輸的時間與成本，也恐怕推升一輪物價上揚，影響是全面性的。因此，在此特別針對銀行業如何應對地緣政治風險提出建議。

### (一) 建立地緣政治風險意識

「地緣政治」係指，由於政治、經濟或社會等因素，衝擊到區域甚至是全球的穩定與安全。無可諱言的，區域的不穩定除了影響民眾在銀行的存款意願外，也影響企業投資意願。由於銀行在資金的提供者與需求者之間扮演中介角色，因此地緣政治的風險就成為銀行永續經營無法迴避的課題。

綜觀人類歷史，地緣政治的風險在人類的歷史上從未消失過，只是柏林圍牆拆除後，地緣政治的風險逐漸讓人忽視，最著名的例子就是福山在 1992 年出版「歷史之終結與最後一人」一書。福山大膽預測，西方國家自由民主制可能是人類社會演化的終點、是人類政府的最終形式。在此前提下，國家之間不會有劇烈的衝突，地緣政治也將起不了什麼風浪。但隨著美中的衝突日益白熱化，一味的追求短線成本降低，將降低供應鏈的韌性與風險抵抗力，到頭來所蒙受的損失可能更大。過去台商與其他國際大廠一樣，忽略了地緣政治風險，因此沒有付出這些成本，但並不表示我們永遠可以規避這些成本。這也就意味著，無法再以成本效率為最主要考量，適度的風險分散，建立備援的措施，是提高韌性的必要考量，正好比金融業或銀行業考慮投資授信評估時的原則，依序是安全性、流動性、收益性。因此台商與各大國際企業紛紛將生產線遷離中國，確保供應鏈的安全，在此前提環境下銀行業除了更謹慎的經營在中國業務外，也有必要重新調整其全球布局，以發揮金融與實體產業間，魚幫水水幫魚的效果。

## （二）辨識銀行面臨的地緣政治風險

過去常誤以為地緣政治風險只發生在遠方，或是爆發戰爭的地方，但在今天由於許多國家的政府把金融當作武器，作為制裁敵對方的工具，使得金融機構成為地緣政治風險的最前線。即使不直接使用金融武器，但使用報復性關稅，或是限制相關貨品的貿易或投資，也都會間接影響到金融業的經營獲利。甚至各國政府基於地緣政治的考量，所頒布的相關金融管制措施，使得金融機構稍微不慎在法遵上有所缺失，往往便遭受重大處罰。

銀行的健全經營需要一個穩定的環境，因為較高的地緣政治風險會影響人們居住、旅遊或投資經商的意願，影響股市表現，也是影響資金外流的重要因素。如同 IMF 在 2023 年 4 月發表的全球金融穩定報告，明確指出一國與其主要夥伴國的地緣政治緊張局勢加劇，可能導致跨境資本流動的突然逆轉，且對新興市場和開發中經濟體的影響明顯大於對已開發經濟體的影響，這可能帶來總體金融穩定風險，由於銀行的融資成本將提高，獲利能力將下降，且能向私部門提供的信用將減少。對於資本適足較弱的銀行而言，影響可能更大。

### （三）銀行業降低地緣政治風險的因應策略建議

雖然地緣政治風險並非銀行造成，銀行業者也無力扭轉此結構性問題。既然現實上銀行無法逃避，建議主動管理地緣政治風險，擬定相關因應對策並據以實施，如此才能趨吉避凶，或降低瞬息萬變地緣政治衝突的衝擊。

#### 1.分散市場

如同西方俗諺所說「雞蛋不要放在同一個籃子裡」，建議減少對單一地區或市場的依賴，多元化客群發展，以降低地緣政治衝突事件的發生影響銀行的績效表現。

#### 2.風險評估衡量

對於地緣政治的敏銳觀察力至關重要，建議定期評估地緣政治風險的影響因素，並動態調整經營策略，以利其掌握這些風險，進而降低其所造成的負面衝擊。此外，更應理解和監測地緣政治風險與市場風險、信用風險、利率風險、流動性風險以及作業風險之間的相互作用，以防止地緣政治事件影響金融穩定。

#### 3.加強法遵作業

地緣政治衝突爆發時，主管機關可能會要求銀行對特定團體或個人進行相關



的制裁措施，或不提供相關服務。銀行要能確保能符合金融監理機關的要求，例如過濾篩選要制裁的對象，以及落實所要制裁的服務項目。

#### 4.發展權變計畫

由於地緣政治衝突可能引發資安攻擊、政治動盪，進而影響銀行的正常營運。建議銀行擬具緊急應變的計畫 ( Contingency Plan )，包括替代的服務場址，備援的資訊系統，甚至動盪時期的流動性與信用風險如何妥善因應，這對於在中國發展的銀行特別重要。

#### 5.與監理機關及同業合作

建議銀行業者與金融監理機關及國內外同業緊密交流合作，交換可能曝險地域的地緣政治衝突相關資訊與策略做法，方有助於銀行更新最近的監理需求與產業趨勢，同時辨識出潛在的地緣政治風險與合作機會<sup>55</sup>。

#### 6.強化資本適足

Last but not least.面對地緣政治事件或者因此結合傳統風險因子而產生的交互風險，建議銀行業者和非銀行類的金融機構還是需要基於壓力測試與情境分析結果，建立足夠的資本和流動性緩衝以減輕地緣政治風險提高帶來的負面影響。

---

<sup>55</sup> 對於監理機關而言，採用結合壓力測試和情景分析概念的方法來評估和測量分析地緣政治衝擊對金融機構的傳導效果，或許更有利於為金融體系制定可操作的指導方針。

## 第三章 銀行業海外布局的調整

### 台商海外佈局的再平衡

套句產業界的話語，從技術角度分析問題的都是供應商，客戶是從經濟角度和需求的角度看問題。運用到銀行業的經營也是如此，銀行業本來就是一種服務業，海外佈局策略調整，除了自身策略需求與技術能力外，更多的或許要審視整個供應鏈大環境以及所服務客戶/潛在客戶的業務需求。

隨著美中貿易戰、地緣政治競和等全球變局的激化，持續加速供應鏈秩序的調整，在這調整的過程中，受到衝擊最大的莫過於原本作為單一世界工廠的中國，而台商原本正是依靠所謂「台灣接单、大陸生產、行銷全球」的必勝方程式賺取大量獲利，許多銀行業者過去也是仰賴中國台商生意而締造出可觀的營利數字。如今局勢丕變，除了經濟考量外，更多了國際政治因素的影響，例如美國官方在 2023 年 12 月 19 日公告，已把 13 家企業列入「未經核實清單」<sup>56</sup>，其中可見鴻海集團旗下生產網通、伺服器等產品的天津富聯精密電子與南寧富桂精密工業兩家子公司，是台資上市櫃公司關係企業首度遭列入相關清單。

以上這些因素使得以往在中國發展的台商，不論是生產流程較簡單兼具較低遷移成本的傳統製造業，或者涉及複雜供應鏈以致於遷徙難度較高的廠商，都須尋找其他生產基地。基此，台商若要從中國移出供應鏈，除了從生產基地端的思維切入熟悉的東南亞與印度之外，也可就客戶端考慮客戶的所在地，比方美國與歐洲市場著手，以北美為例，除了高附加價值產業可前往美國本土之外，一般製

<sup>56</sup> 被列入清單的企業包含江蘇至純科技、北京盛博協同科技、廣州信威交通、廈門貝萊勝電子、天津富聯精密電子、南寧富桂精密工業、深圳金格琅科技、西安億爾達嘉益建材檢驗等 13 家企業。



造業赴墨西哥設廠也是一個可行的選項，因為產品可透過陸運在 5 天內到達美國任何一個地方。此外，近年跨太平洋夥伴全面進步協定 ( Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, CPTPP )、區域全面經濟夥伴協定 ( Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP ) 及美墨加協定 ( United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA ) 的區域貿易整合作用逐步浮現，也凸顯墨西哥的優勢。

台灣屬於小型開放經濟體，高度仰賴進出口貿易，也因此更加融入全球供應鏈的角色。美中地緣政治衝突日益激烈的後疫情時期，地球不再是平的，長鏈變成短鏈已經成為事實，對於台商未來的海外佈局，考量台灣的既有發展實跡、可運用能量以及當地的發展潛力，以下提出幾個主要市場區塊供參。

### (一) 美國市場佈局

由於近年台灣積極希望在國際上簽署更多多邊或雙邊經貿合作協議，包含攸關亞太地區的 CPTPP 與 RCEP，然而多邊的國際經貿組織須考慮其他成員國的態度與所謂「一中原則」，因此與美國合作方面比較有空間施展的是美國和台灣的雙邊經貿合作關係。近年來雙邊就經貿議題互動管道，主要包括台美貿易暨投資架構協定 ( Trade and Investment Framework Agreement, 簡稱 TIFA )、「台美經濟繁榮夥伴對話」 ( Economic Prosperity Partnership Dialogue, 簡稱 EPPD ) 以及「台美科技貿易暨投資合作架構」 ( Technology, Trade and Investment Collaboration Framework, 簡稱 TTIC )。

當然，目前看起來最有空間的是「台美 21 世紀貿易倡議」 ( U.S.-Taiwan Initiative on 21st-Century Trade )，雙方於 2022 年 6 月 1 日宣布啟動「台美 21 世紀貿易倡議」，涵蓋貿易便捷化、法規制定、農業、反貪污、中小企業、數位貿易、勞工、環保、標準、國營企業、非市場經濟等 11 項，最終目標是要談判及簽署貿易協議。由於拜登政府目前沒有獲得國會的 Trade Promotion Authority，雙方先用類似堆積

本方式推動協議簽署，陸續涵蓋區域貿易協定的重要成分，再進一步達到台美自由貿易協定。

具體投資貿易合作方面，首先得先提到關鍵領域供應鏈合作。基於台灣半導體產業在內的製造業對美國的戰略意義，半導體合作主要可提升台灣在美國友岸外包 ( Friend-shoring ) 供應鏈中的地位。美國可能鼓勵台灣關鍵產業企業加入美國本土的產業供應鏈中 ( 同時增加美國本土的就業機會，降低失業率 )，強化經貿合作領域的對話交流效率。這點可以利用前述既有的平台，除了促成美台間的貿易創造效應和貿易轉移效應，同時也配合美國對中國的去風險化，降低台灣對中國的經濟依賴。實際可行作法非一蹴可幾，可能得循序漸進，先從「研發設計」到「試產驗證」，再到「小量量產」，最後才到「規模量產」階段。

台美經濟繁榮夥伴對話 EPPD 的架構下，目前實績主要包含雙方供應鏈韌性、投資審查、基礎建設合作、5G 及電信安全、科學與技術、經濟脅迫等議題討論，相關的議題已在 2022 年舉行第 3 屆會議中進行討論。

台美科技貿易暨投資合作架構 TTIC 架構下，則是聚焦台美關鍵產業半導體、電動車、再生能源等。其中 2022 年經濟部長王美花訪美並曾簽署 7 項合作備忘錄在案，內容包括能源減碳及 5G 通訊等。

當然，國際間最關注的，還是對美國最具有戰略意義的晶片產業，美國已經推出晶片與科學法案提供直接補助，目前已知金額高達 527 億美元，希望促成包含台灣在內的晶片製造業者赴美國投資設廠，並由美國政府直接提供部分補助。

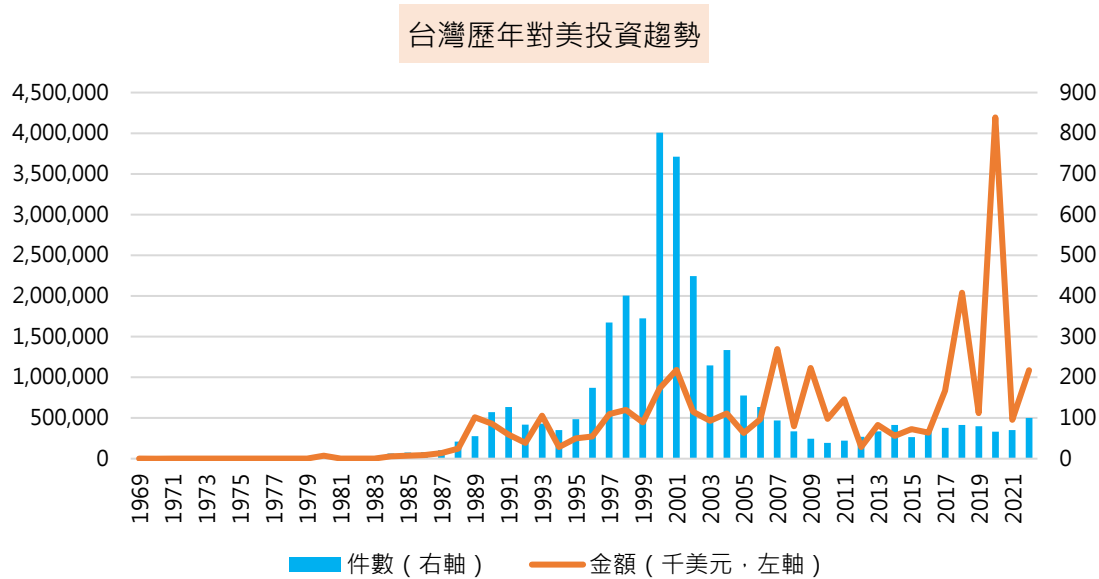
值得一提的是，台灣電動車充電服務也開始打入美國供應鏈，台商開始提供美國電動汽車充電服務網軟硬體整合解決方案，與美國最大的充電安裝服務提供商 ABM 展開技術合作，提供更便利的充電體驗。以上所述是產業已有初步成果，金

融業也比較可能有進一步的業務發展空間。

除了關鍵的半導體等具有戰略目的供應鏈合作外，一般性質的投資方面，美國可能宣布對於台灣的部分產業提供獎勵投資優惠待遇，重點針對台灣高科技企業提供技術支援，並與台灣產業在人才培育、技術合作上進行交流，以此為基礎達到投資合作的深化。

根據經濟部投資審議司的統計數據，台商對外投資方面，2023 年 1 至 11 月核准（備）對外投資件數為 504 件，較 2022 年同期增加 4.24%；投（增）資金額合計為 228.14 億美元，較 2022 年同期增加 145.61%，主要係因核准台積電以 80 億美元增資美國 TSMC Arizona Corporation 及以歐元 35 億元投資德國 European Semiconductor Manufacturing Company (ESMC) GMBH、鴻海精密以 8 億餘美元增資新加坡 FOXCONN Singapore PTE LTD、陽明海運以 8 億美元增資新加坡陽明（新加坡）私人有限公司等大型投資案所致。其中以對美國投資居首，金額合計 96.41 億美元，占比 42.26%。歷年對美投資趨勢詳見【圖 5-3-1】。另 2023 年 1 至 11 月核准（備）對新南向國家投資件數為 195 件，較 2022 年同期增加 35.42%，投（增）資金額計 51.36 億美元，也較 2022 年同期增加 7.26%；其中投資金額較大者為新加坡、越南及泰國<sup>57</sup>。

<sup>57</sup> 若就產業別而言，台商對外投資以電子零組件製造業的 130.66 億美元（57.27%）、金融及保險業的 44.99 億美元（19.72%）、批發及零售業的 16.74 億美元（7.34%）、電腦、電子產品及光學製品製造業的 9.24 億美元（4.05%）及藥品製造業的 3.78 億美元（1.66%）分居前 5 名，合計約占同時期核准對外投資總額的 90.04%。



資料來源：經濟部投資審議司

【圖 5-3-1】台灣歷年對美投資趨勢

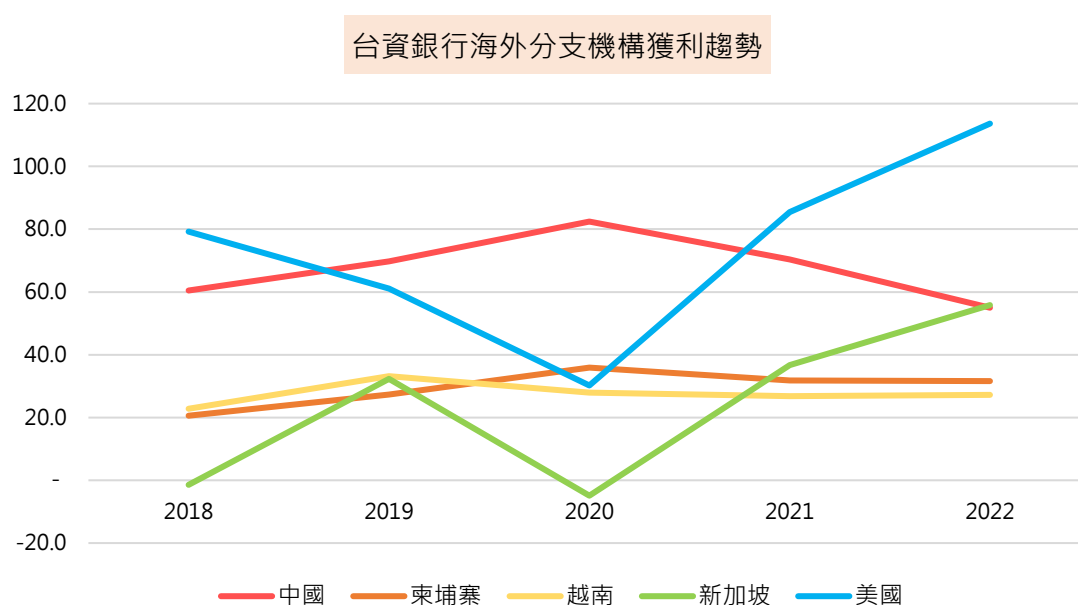
然而，考慮到美國一般較高的經營成本與勞動保護法規，這可能會是台灣大多數製造型產業/企業裹足不前的原因，最後可能折衷，除了美國最需要的半導體高科技業者外，其他製造業者可能針對美洲市場的需求，依循近岸外包 (Near-Shore Outsourcing) 模式，前往成本相對便宜且鄰近美國，與其簽有美墨加協定 (United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA) 的墨西哥設廠生產。

承上，伴隨著跨國投資與貿易的進行，金流也是重要的媒介。根據中央銀行統計，2023 年 9 月底本國銀行依直接交易對手基礎統計之外國債權餘額為 5,388 億美元，較 2023 年 6 月底減少 2.02%。其中曝險前 10 大國家 (地區) 依序為美國、中國、盧森堡、澳大利亞、香港、日本、英國、越南、開曼群島及韓國，合計 3,955 億美元。或是更換統計口徑，改成依保證人基礎統計之外國債權淨額則為 5,281 億美元，也較 2023 年 6 月底減少 2.02%。曝險前 10 大國家 (地區) 依序為美國、中國、日本、盧森堡、澳大利亞、香港、韓國、法國、開曼群島及越南，合計 3,906 億美元。這兩者都是以美國為首，可知當前美國對台資銀行而言算是重要的債務



國，吸引大量台資銀行的放款與債權投資部位。

聚焦探討台灣銀行業者在美國設點營業情況，則可發現台灣銀行業截至 2023 年 9 月底，已在美國設立 25 家分行，3 家子行、38 家子行設立的分行或支行、3 家代表人辦事處以及 2 家其他類的分支機構，合計 71 家據點。進一步探討台資銀行在美國市場的獲利，可以發現從 2020 年的 30.2 億元 ( 6.7% )，上升至 2022 年的 113.6 億元 ( 16.4% )，詳見【圖 5-3-2】。



資料來源：各銀行申報銀行局資料，單位：新台幣億元

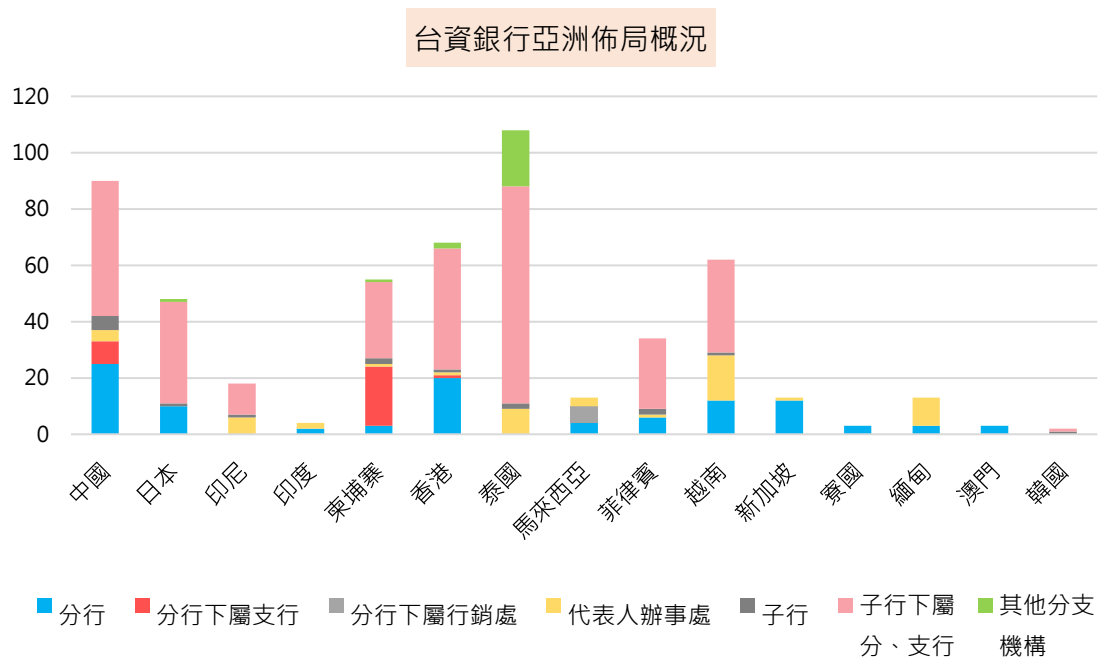
【圖 5-3-2】台資銀行在美國與海外主要市場獲利趨勢

搭配後續包含台積電在內的重要廠商在美國等地的海外佈局新戰略，未來不排除美國可能釋出利多消息或宣告開放綠色通道，放款准入條件來吸引台灣金融業者跟隨主要赴美台商調整全球資源布局，加大對美投資的佈局。然而，美國的金融監管與防洗錢規範甚嚴，兆豐銀行紐約分行 2016 年 8 月 19 日因違反美國反洗錢防制法，慘遭紐約州金融服務署 ( New York Department of Financial Service )，

NDFS) 處以台灣金融史上最高罰款 1.8 億美元，折合新台幣 57 億的罰款與高額的顧問費殷鑑不遠，這或許也是台資銀行在評估當地佈局時會再多加考慮的癥結點。

## (二) 亞洲地區佈局

早期台商便熟悉的東南亞有龐大內需市場的人口紅利，為全球排名在中、美、印之後的第四大經濟體，近年隨著美中貿易戰、供應鏈重組、東協經濟整合以及 COVID-19 疫情帶動數位轉型等趨勢，更使當地成為承接全球產業鏈移轉的重要戰略區域。考量到東協的人口紅利、資源豐富、對外資優惠條件、積極融入區域經濟整合等，勢必成為全球供應鏈秩序重組下的重要地區，未來成長空間可期。台資銀行這幾年也搭配台商商機以及政府「新南向」政策積極在當地佈局，已經設立 319 處各種類型的分支機構，其中排名前五分別為泰國、越南、柬埔寨、菲律賓與新加坡，詳見【圖 5-3-3】。



資料來源：金管會銀行局 (截至 2023 年 9 月底)

【圖 5-3-3】台資行亞洲佈局概況



### （三）日本市場佈局

面對全球地緣政治風險不斷升溫，企業加速供應鏈重置的調整，並將供應鏈的安全列為首要考量。考量日本原本就具有技術優勢，是亞洲在當年雁行理論的領頭燕，加上向來與台灣具有技術合作默契，因此也是將來台商全球佈局的重要區域。

伴隨台灣的產業龍頭廠商台積電赴日設廠效應，台資銀行近期日本布局更見積極，有 3 家銀行同業積極鎖定台積電熊本廠商機，包括 2023 年 9 月開業的玉山銀行福岡分行，2023 年 12 月 18 日開幕的中信銀旗下東京之星銀行熊本事務所，公股行庫的彰銀大阪支行已獲日方獲准，預計 2024 年第一季開業。

另外，台新銀行在 2023 年 12 月 4 日正式宣佈，當年稍早提出的東京分行福岡出張所（福岡支行）申設案，11 月 27 日已獲日本金融廳正式核准，也預計 2024 年上半年開業。

根據金管會統計，截至 2023 年 9 月底本國銀行業者在日本設有 1 家子行、10 家分行、36 家子行下屬分支機構以及 1 家其他類型機構，合計 48 個據點。在這 10 家分行裡，有 8 家位於東京，1 家位於大阪，1 家位於福岡，都是聚集在重要的工業都市，更說明台資銀行業者海外佈局發展中，伴隨台商體系腳步乃是其核心利基所在。

## 銀行業針對供應鏈秩序重組後的海外業務策略安排

基於目前的國際政經格局與節節上升的中國風險，烽火下的戰略更應謹慎，某些地域的戰略收縮並非不可行。以下嘗試基於風險報酬衡平的原則，探討銀行業者面對當前全球大局以及中國經濟金融風險態勢下的業務定位策略方針。

### （一）面對風險新局之業務定位

銀行業者對於中國風險升高一事，普遍已提升風險意識並提出因應。策略方向

上，如同本書第三篇所述，目前普遍採取戰略守勢，暫緩申設中國分支機構腳步，業者近幾年相關授信放款也採較嚴格程序審查，授信客戶也多轉以熟悉的台資背景為主。至於其他發展策略建議，整理如下：

### **1.建立安全閥，減輕被本土性中國金融風險傳染**

一般而言，中國相關業務回歸以台商為核心，並以外需製造業為主，減少對反彈根基未定且非台商利基的業務曝險。慎選對同業拆借放款，減少對金融債與公司債持有，避免金融傳染風險。最後，考量中國房地產產業的風險，建議儘量限縮對不動產相關產業/客戶的放款。

### **2.調整經營策略，尋找新商機**

基於現有格局尋找利基，即便美中兩大陣營日益升溫的競爭態勢及後續的雙軌供應鏈已經成形，銀行業者在當地部位仍須找尋商機，建議可針對當地內循環或配合政策的新興產業研究發展相關業務。其次，研議營業場所配合數位轉型與業務重整，提供往來客戶社交休閒空間，以增加顧客黏著度，並有助於 KYC。第三，因應台商二代接班意願不高，且考量當前資金跨境移轉困難，尋求資源協助台商進行股權轉移、釋出或就地發展當地台商財富管理業務。

### **3.前線角色再定位，尋求與母行的分工新模式**

海外的子行與分行，不再只是單兵作戰業務單位，不管在中國或其他海外地區分支機構，應扮演總行在當地的眼睛與另一個大腦，協助客戶一手即時資訊彙整。此外，搭配台商客戶供應鏈轉移或其他海外佈局需求，建議協調海內外其他地區的分支機構資源，為中國當地台商客戶創造服務機會與價值。

### **4.尋求與國際金融同業換股或釋股的機會**

金融業對於中國或者國際產經格局的看法，仍有分歧的意見，這樣就有了交易

的空間。以中國市場為例，即便這兩年有 58 家外資銀行分支機構的撤離，卻也有新設立的 18 家外資銀行分支機構。建議台資銀行可評估尋求國際投資銀行資源，探詢對看好中國前景的國際同業釋股機會，或戰略轉進資產交換市場。

擬定戰略後，接著就是下一個層級的戰術，以下就業務別針對企業金融、個人金融（或消費金融）與財富管理三大類業務，提出中國發展因應戰術：

### 1. 企業金融業務

此業務仍為主力，分行、子行有之。在中國當地放款，不論是自貸或銀團貸款，皆以台商為主。建議建立台商事業觀測版圖庫，掌握台商企業兩岸三地投融资資訊，給予台商財務運籌支持。其次，留意美中衝突動態與雙軌供應鏈秩序下的台商移轉腳步，盤查台商中國生產之客戶方向，建立「產業與地域 Black List」。第三，既然是服務台商，就得結合總行，協助潛力台商加大（台灣）研發、轉型升級，以符合變局。第四，調整與優化收入（手續費收入）結構，加強金融知識附加價值，尤其是釋股相關的財務顧問與傳承規劃服務。

具體說明，有關瞭解台商供應鏈轉移、給予財務運籌支持方面，經過多年的經營與觀察，中國經營條件不若早期般優惠乃大勢所趨，加上美中貿易戰與疫情的衝擊，更加快供應鏈秩序由單一世界工廠重組為雙軌供應鏈或區域化短鏈的腳步。根據經濟部投審司統計，2022 年全年核准對中國投資件數為 372 件，件數較 2021 年的 423 件減少 12.05%<sup>58</sup>。顯示美中貿易戰持續升溫，不論後續協議能否達成，已對某些產業的供應鏈配置形成影響，連帶影響台商赴中國投資意願。

此外，以美國為例說明，美國商務部在 2022 年 10 月發布對中國半導體限制措施，將邏輯 IC 領域的限制延伸至記憶體範疇，不僅中資企業受限，外資位於中

---

<sup>58</sup> 2023 年 1 至 11 月核准對中國投資件數為 305 件，件數較 2022 年同期減少 7.58%；核准投（增）資金額則是 29.65 億美元，較 2022 年同期減少 33.91%。

國境內的生產基地亦需要透過逐案申請許可方式才能持續取得製造相關設備。2023 年更與荷蘭及日本結盟，擴大半導體設備售予中國的限制。在此情況下，OEM 廠及系統廠開始要求晶片生產分流，終端銷售在中國市場則可持續採用中國生產晶片，但非中國市場則要求減少或停用中國生產晶片。以高通而言，原本委由中國晶圓代工廠及封測廠生產的晶片，只要終端市場在中國以外市場，生產鏈便會移轉到台灣及韓國等地，台灣則是最主要轉單地區。

此外，政府也自 2019 年起陸續推出鼓勵方案，期望協助台商回台投資，進而帶動本土產業鏈發展。因此，建議銀行業者密切留意全球供應鏈秩序變動格局與台商調整供應鏈腳步，在風險可控前提下結合行內的海外資源給予適時協助。另外，也可留意資金回流台灣帶來的財富管理或財富傳承商機。

支持台灣企業加大研發、轉型升級方面，在中國內部面臨經濟調整結構、開放市場，對外面臨美中貿易衝突的過程中，台商在當地經營的優惠環境與待遇逐漸減少，且中小型台商往往遭遇融資難、融資貴的問題，再加上三年的肺炎疫情影響，更見台商在當地經營業務的困難。因此，面對中國投資營運環境的新變局，台灣包含銀行與證券業在內的金融業者亦應在風險可控的前提下支持台灣產業升級，積極鼓勵或協助創新。

尤其觀察近年美國對於中資企業的制裁手段，可以得知關鍵專利技術的掌握是產業生存的命脈，類似的制裁事件在將來可能一再重演。考量台商在許多產業融入全球供應鏈的深度，不太可能置身事外，是以建議金融業者支持有潛力的企金客戶強化自主研發，積極在將來的智慧財產權或專利權版圖布局。

## 2. 個人金融業務

相對小眾業務，目前係以子行為主。中國市況與風險態勢未明朗的當前，建議先不獨自投入大量資本，而是尋求與外部金融科技業者策略合作，強化對個人消費

金融利基業務的開發，主要向個人貸款業務投入資源，尤其車貸與房貸乃針對中產階級的重要商品，也可向消費貸款、信用卡與財富管理等多元化的金融服務延伸。

另一重點在於綁定中國的台商客戶個人金融與財富管理業務金流，也算是 KYC 補強，作為企金業務輔佐與強化債權保護。

### 3. 財富管理業務

此類業務多以子行為主，建議操作上嚴守台商利基。除了較當地化的富邦華一銀行外，主要定位為附屬於既有台商企業客戶之衍生服務。特別提醒的是，因應當地法遵成本上升與政治氛圍緊縮，須嚴格依循法令遵循，不碰擦邊球業務。

最末，對於後續包含中國在內的海外佈局策略，相信每家銀行都有各自的評估。對於既有的中國當地投資佈局，抱持持盈保泰好過冬心態者有之，勇吃螃蟹者有之，重點在於自身對中國未來的經濟金融發展研判，並審視當初前往當地發展的策略初衷與設定條件是否改變。更重要的，配合全球供應鏈秩序重整的更大格局海外佈局戰略調整，更是攸關銀行未來成敗的關鍵，以台灣最常學習的新加坡星展銀行從 1998 年開始併購 POSBank 後的發展過程為例，只要十年就會看出明顯不同，不管台資銀行在這波「出中國記」浪潮中對自身的定位是戰略限縮或者積極進取，相信現在的策略選擇在幾年內便能決定成敗，對中國相關經濟金融風險的控管與資產保全措施都是影響銀行業在中國未來實際獲利甚至更長遠的全球佈局營利的決勝關鍵，不可不慎。

## 第四章 國銀的香港退場機制

近日台股指數與香港恆生指數出現黃金交叉，引發各界熱議。這當中除了台灣在經濟發展採用穩扎穩打的方式外，還有什麼原因讓昔日的東方之珠逐漸失去其光環？雖然目前國銀在香港的獲利還不錯，但其前景大有風雨欲來風滿樓之勢，國銀應有退場機制之準備。

### 從世界的香港，淪為中國的香港

1993 年 7 月中國的青島啤酒在香港掛牌後，目前中資企業在港上市的公司數量達到 1,409 家，家數超過港交所的一半以上。並且從 1993 年以來，中資企業在港交所集資 8.18 兆港元，占這段時間集資總額的 67%。這些中概股在港交所取得大量的資金後，後續的營運並不如預期，使得港股死氣沉沉，特別是近來中國經濟失去動能，更是讓港股一再探底。因為港股的內地化，使得大量的香港資金活水蒸發了，近年來港股市值快速縮水，港股也就跟著黯淡了，詳見【表 5-4-1】。

【表 5-4-1】欲振乏力的港股指標

	市值 ( 億港元 )	本益比
2023 年 11 月底	311,208	10.3
2022 年底	356,668	11.3
2021 年底	423,811	15.4
2020 年底	475,230	14

資料來源：整理自香港交易所

例如在中國 A 股上市的 42 家銀行中，有 32 家也在港股掛牌。像是工商銀行等大型的權值股，目前在港股的股價淨值比只有在 0.3 左右掙扎。股價淨值比最高的寧波銀行也只有 0.8 左右，最低的哈爾濱銀行更是只有 0.04，詳見【表 5-4-2】。



大家應該不認為這是股價委屈被低估，而是市場認為這些銀行股的淨值被嚴重灌水。例如為了拯救已經實質破產的眾多城投公司，銀行團與遵義道橋建設等公司進行債務協商，不管之前已經欠多久了，重組後銀行貸款期限調整為 20 年，前 10 年僅付息不還本，後 10 年分期還本。甚至還有傳出前幾年還不用付息的。

【表 5-4-2】中國主要銀行在港交所的股價淨值比

銀行名稱	股價淨值比 ( 2023Q3 )
工商銀行	0.34
建設銀行	0.34
農業銀行	0.33
中國銀行	0.31
寧波銀行	0.8(最高)
民生銀行	0.28
哈爾濱銀行	0.04(最低)

資料來源：整理自香港交易所及各銀行財報

讓銀行來承擔這些城投債的風險，使得銀行股的股價一再探底。為了護盤股價，中國銀行業用發放鉅額股息來激勵股價，但這些帳上獲利可能是隱藏壞帳而來，因此這些配息極可能來自本金，沒人相信中國銀行業真的有賺這麼多錢可分紅。即使真的有這些獲利，比較穩健的做法應該用於打銷呆帳或是充實資本，以提高銀行的風險抵抗力。這也就是之前高盛銀行對中國銀行業提出不可能三角報告的原因，中國的銀行業目前的困境是無法同時滿足發放配息、資本適足與備抵呆帳覆蓋率。



## 單向通的滬港通

2014 年開始為了讓中國民眾與香港民眾，直接投資對方的股市，因此設計出深港通、滬港通、債券通、北向通等制度。這原本沒什麼問題，但近來卻發生了一些意想不到的後果。雖說港股內地化，但實際上讓港股在與內地股市競爭時，處於更不利的地位。例如美國聯準會的升息，使得香港資金外流美國的壓力大增。為了減緩資金外流，香港的資金利息也跟著提高。但中國卻可用資金管控的方式，不用升息就能抑制資金外流。這也使得投入港股必須承擔較高的資金成本，進而影響股市的活絡。也就是滬港通等在實際運作時，並不是雙向通，而是香港讓資金更往中國流動。以 2022 年為例，從香港北上到中國的交易量為 23.2 兆人民幣，但從中國南下到香港的交易量只有 7.2 兆港元。

另外港股的交易成本比中國股市高，不管是印花稅或手續費都較高，再加上，港股股票分紅股息稅率達 20%。因此香港的投資者若看上某家公司，直接在中國買進就好了還可節省相關成本，若在香港買進則會增加投資成本。在此情形下，港股的成交量日益萎縮，流動性不足又讓投資者更不想投資。在此惡性循環下，港股每天都有上百支股票零交易。為了扭轉此頹勢，香港交易所在 2023 年 11 月 15 日宣佈降低港股的印花稅，稅率從 0.13% 降到 0.1%，即便如此，其印花稅仍是 A 股的兩倍。

再加上種種原因使得國際投資者對香港的前景擔憂，使得國際投資者在調整全球布局時，優先調節在香港的投資。全球政經局勢若有何風吹草動，國際投資客需要保障其本國的資金流動性時，港股也往往成為優先拋售的對象。這也難怪港股調降印稅後沒產生什麼激勵效果，指數還是一路下探。

## 香港失去特殊貿易地位的苦果

美國在 1992 年通過「美國 - 香港政策法 ( United States–Hong Kong Policy Act )」，賦予香港獨立關稅區地位，也就是說美國對於從香港出口的貨品，會與從中國出口的貨品，課徵不同的關稅，這為香港帶來大量的轉口貿易商機。然而在 2020 年川普總統為抗議港版國安法，取消了香港的特殊貿易地位，續任的拜登總統延續此政策，使得香港作為中國與美國之間的轉口港價值大為降低，龐大商機也隨之消失。此外過去美國對於出口到香港的敏感科技產品管制較寬鬆，從此之後香港也失去此優勢。

接著 2023 年 11 月底美國眾議院外交委員會一致通過「香港經濟貿易辦事處認證法 ( Hong Kong Economic and Trade Office Certification Act )」，要求美國總統在香港不再享有高度自治時，取消過去美國給香港經貿辦事處的特權和豁免地位。事實上早在港英年代，香港便在美國等地設有經濟貿易辦事處，而美國在 1997 年香港主權歸還中國前夕，通過立法讓三處駐美香港經貿辦適用於「國際組織豁免權法 ( International Organizations Immunities Act )」，讓香港駐美官員享受免遭美國執法人員搜索與沒收財產、免被徵收指定稅項等特權。這些特殊待遇原本只有聯合國及其國際組織，或國際貨幣基金組織等才擁有。未來若完成立法，這對香港來說又是一記新的打擊。

過去香港在中國的經濟發展上，提供了資金、技術與經營管理等協助，結果這些年下來香港逐漸被壓榨枯竭而黯淡。這過程就是以眼前的利益，再配合溫水煮青蛙，使得香港越陷越深難以自拔。雖然 1997 年香港回歸時，當時的總理朱鎔基曾說：「香港回歸祖國，如果在我們手裡搞壞了，我們就是民族罪人。」但這也無法喚回昔日東方之珠的榮景。



# 台資銀行西遊記— 目睹全球政經變遷下的機會與挑戰

第一篇 開啟又闔閉的機會之窗

第二篇 串起又散落地的中國經濟奇蹟

第三篇 台資銀行的經營現況

第四篇 全球政經板塊大位移

第五篇 台資銀行如何趨吉避凶

▶ **第六篇 結語**

## 第六篇 結語

中國自從 1978 年 12 月的中共十一屆三中全會宣示啟動改革開放方向，開始實施一系列以經濟為主的改革措施，中間雖有波折，但整體而言仍能有效吸引外來資金與技術，結合本地低廉的勞動與土地要素成本，開啟一波經濟成長的榮景。尤其 2001 年底加入 WTO 後的要素驅動經濟發展模式，更讓中國成為「世界工廠」，而因應 2008 年冰災、震災及全球金融海嘯啟動「四萬億救市」後擴大的財政與貨幣政策方向，也確實帶來顯著經濟發展成果。當初台資銀行便是基於此一背景，滿懷對繁榮中國夢的憧憬，開啟西遊記前往對岸設點營業的。然而中國長久以來制度的缺陷與資源分配的扭曲，早已種下後續各種問題的種子，當高速的經濟運轉不再，矛盾日益顯現，收到風險持續爆發的果實就不令人意外了。

再拉高格局看全球產經局勢，經過幾年來的美中貿易戰、香港爭端與 COVID-19 疫情的擾動，原本全球化發展的產經合作與供應鏈佈局的重組態勢逐漸確立，美中經濟金融已經實質上的發生脫鉤，俄烏戰端更推動此趨勢的成形。中國內部方面，除了積累數年的產業經濟與金融問題，2022 年以來疫情再起、地緣政治衝突衝擊工業生產和全球供應鏈，面對輸入型通膨壓力提高，商品價格迎來新一輪漲幅，房地產與金融市場卻相對疲弱，已經顯示中國經濟發展面臨的困難明顯提高，實體產業經營難度普遍上升，金融市場震盪加劇，市場預期不穩，經濟景氣可能轉弱，「倒退不是沒有可能」。從 2021 年 12 月的中央經濟工作會議到 2022 年與 2023 年的政府工作報告，大致也透露出中國當局對於風險上升的預期以及加大維穩力度的決心。

中國人民銀行早在 2022 年 4 月 6 日便曾公布「金融穩定法」草案，主要有三大重點：一是設置「金融穩定保障基金」，提供重大金融風險之處置後備資金；二是整合散見於多部法令的規範於這部金融穩定法；三是強化各金融業者及主管機

關監理。更可見中國當局進一步確認金融風險的重要性，並將其對於未來金融風險事件發生的內部預期，投射為外部可觀察的具體預防行動。加上 2023 年 3 月金融方面黨中央與國務院機關重組的大動作，也顯示出一些訊息，除了確認當局已提升風險意識外，更可能藉此開啟另一個中國金融「強監管」時代，牢牢掌握整個經濟與金融體系，讓未來發展劇本超過熟悉市場經濟邏輯的外資銀行想像，因此而生的政策甚或政治風險值得台資銀行業者密切留意。

展望未來，先從經濟面開始，相較於 2022 年，2023 年的中國經濟成長「數字」表現肯定復甦，然而受限於外部的國際經濟走衰與內部的投資及消費信心疲軟，預期反彈力道不如疫情初爆發後的隔年，亦即 2021 年。對此艱困的情勢，相信中國當局亦洞若觀火。2022 年 12 月的中央經濟工作會議首次坦言，中國經濟面對供給衝擊、需求收縮與預期轉弱等三重壓力。2023 年 4 月 7 日與 14 日，李強兩次主持召開國務院常務會議，也分別研究穩外貿、穩就業的政策措施。熟悉近年中國經濟大勢的我們可由此反證，此二領域的現狀和前景也未必樂觀。即便前三季的經濟成長成績分別為 4.5%、6.3%與 4.9%，外界預估可能達成全年 5%的經濟成長目標，但由於諸多問題未解，包含房地產投資、信貸和工業企業獲利全面下跌，零售銷售也不如預期，加上 PMI 與物價指數的疲弱，即使年度 5%的經濟成長數字即便達成也無多大意義。

再看 2023 年 12 月 11、12 日召開的中央經濟工作會議，乃是「二十大」後李強組建的行政團隊第一次的中央經濟工作會議，一度被外界認為可能提出大規模刺激計劃提振消費和投資。但研究相關文件與報導，可以發現會議的基調仍然是求穩。會議中非常誠實的提到當前的中國經濟須克服的困難和挑戰，包含有效需求不足、部分行業產能過剩、社會預期偏弱、風險隱患仍然較多，國內大循環存在堵點，外部環境的複雜性、嚴峻性、不確定性上升。但這裡面也有一個吸引大家眼球關注的重點，就是出現了「加強經濟宣傳和輿論引導，唱響中國經濟光明論」的字



眼。可見當前中共當局的策略思維，已經高度強調安全，從作為到說法都要「穩定壓倒一切」。中長期而言，國際產業供應鏈重塑格局已然成形，中國世界工廠地位恐怕不保，加上其內部多年積累問題未決，中國人口提早邁入高齡化、人口紅利逐漸消退、房地產爆雷與地方財政問題惡化等問題的疊加衝擊，不利投資與消費，經濟成長趨勢不容樂觀。基此，各種市場主體的營運獲利與償債能力將受到限制，更遑論這幾年來日益提高的政治風險，對於外來企業與金融機構的經營恐更為不利，脫鉤的力量來自兩端，並非空穴來風。

整體而言，中國面臨的變數和風險將更為複雜。台灣銀行業近幾年因中國經營環境日益惡化、成本逐漸提高、美中衝突升溫、港版國安法加速金融脫鉤以及肺炎疫情確立全球供應鏈重組等因素影響，加上曾經歷的授信倒帳與人民幣匯損等風險因素，本已提高對當地的風險意識，對當地企業的授信與投資減少態勢已經確立，曝險部位隨之下降。尤其多數銀行對於中國當地廠商的授信，多是抱持維持既有客戶、不再開發新客源的相對守勢，展現在數字上的就是曝險金額與占淨值比例的下降。即便中國當局陸續推出刺激經濟甚至吸引外資的政策，再考量國進民退、共同富裕、反間諜法等政策思維影響後，對於後續消費、投資或對外經濟發展，仍是不容過度樂觀。當然，也有部分銀行業者仍看好中國龐大的經濟體量與後續的內需發展商機，決定繼續在中國投入資源。不論最後的策略為何，「派對就要結束，帷幕即將落下」，中國相關的經濟金融風險與對應的資產保全措施都是影響銀行業在中國實際獲利的關鍵。不管台資銀行在這波外資「出中國記」浪潮中對自身的定位是戰略限縮或者積極進取，相信目前的策略選擇在幾年內便能決定成敗，希望最終在潮水退去的時刻，我們的台資銀行不會是那個沒穿泳褲的窘迫者。

# TABF

TAIWAN ACADEMY OF  
BANKING AND FINANCE

---

台灣金融研訓院

地址：(10088) 台北市中正區羅斯福路三段 62 號

總機：(02) 3365-3666

<https://www.tabf.org.tw/>

