發佈：2014-11-03, 週一 17:38
點擊數：17478

壹、簡介與背景

長久以來，台灣銀行體系對大陸的曝險一直居高不下，大陸是台灣銀行體系中的最大債務國，或曝險部位最高的國家。其次，F-再生遭美國知名的放空機構格勞克斯(Glaucus)放空，引發陸企透過購買菲律賓等國護照，規避台灣對陸資股東成份30%的規定，以F股身份來台上市，不但可以在證券市場向公眾籌資，更方便向銀行貸款。雖然金管會主管公開擔保F-再生報表的真實性，從F-再生的股價走勢來看，台灣投資者普遍不相信F-再生的財務報表為真。所以，大陸企業確有利用幫派方式作假帳，四處在各國證券市場IPO，在台灣IPO有欺騙台灣投資者與銀行體系之嫌疑。

台灣投資者自80年代就大量西進投資中國大陸，造就中國大陸成為「世界工廠」。以往台灣在計算數據時，最大爭議是：到底多少台灣的自然人、企業未經過經濟投審會的核准，西進投資中國大陸？由於兩岸往來密切，到底這個過程，多少人、多少資金，因為人民幣升值的預期與高利率的吸引力，導致多少資金流人中國大陸、香港地區，成為當地的人民幣存款或購買當地金融商品？這個爭議議題值得關注。

無論是台商或台灣個人與中國大陸的往來是否密切？由於台商專注於製造加工，以及如何善用廉價勞工，並未關注大陸的金融風險。其次，台灣個人與中國大陸的往來，固曾有投資大陸B股之套利投機行為、投資房地產、投資金融商品...國泰人壽曾與東方航空在大陸合組保險公司；寶成集團90年代就在大陸設立，唯一擁有台資背景之華一銀行；京華證券併購日本山一證券，成為台灣唯一擁有在大陸從事證券業務之台資證券商...這些經驗都不足於稱，台灣具有系統化且前瞻性瞭解大陸金融市場之能力，並建立一套適合台灣的策略與政策。

「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」已於民國101年8月31日完成簽署。隨後，台灣的銀行積極赴中國大陸設立分行、子行，準備在大陸大展身手，業務範圍不僅限台商或台灣自然人。此外，台灣的銀行體系，多年來承作
對陸資企業之「內保外貸」[1]
，據稱多數供陸資企業套利，只因台灣資金較為便宜、泛濫。目前，台灣的銀行已開始利用大陸曝險部位的限額，開始直接貸款陸企。

8月13日最新的新聞報導：亞洲首富李嘉誠再度出售大陸資產，到底中國大陸的經濟環境如何？是我國提供曝險部位予陸資企業一個重要環境風險的考量因素。李嘉誠的售房產動作，是大陸房地產、經濟環境處於風險期的最佳風向球。此外，美國高盛投資銀行(全球最大的投資銀行)在2012年底指出，中國大陸銀行體系的不良債權比官方公告數字高出六倍以上。高盛在金融風暴期間，陸續出脫中國工商銀行持股，也是對大陸銀行體系不信任的一種警訊。

以上提供的案例，主要擬結論與說明如下數點。本文將根據這些重點進行討論與推論。也就是，將從陸企使用台灣資金的現況，推論這種情形會發生那些問題？目前中國大陸的經濟局勢如何？是否適宜進一步對大陸曝險？台灣應如何防範與陸企相關的風險，或應如何因應這種趨勢？等相關角度探討之。

1. 雖然台灣的銀行體系布局中國大陸才開始，但是衝得很快，無論是人民幣存款或對陸企貸款的曝險部位。若以台灣金融體系的經驗觀之，有過快的嫌疑。

2. 相對的，鑑於台灣銀行體系對大陸企業及銀行體系的信任度，陸企與銀行體系的實際表

Phoca PDF

現或結果可能與台灣的預期相左。例如：大陸企業在海外上市者問題叢生，其中以財務報表造假最為人所垢病。顯見，台灣銀行體系對大陸金融體系可能有過度信任的可能性。

3. 從最近信評機構惠譽的評論、高盛在2012年對銀行不良債權的議論，可知具專業經驗的外資機構，對於陸企或陸資銀行體系的看法，均從折扣的角度觀之，不會完全採信的態度。

4. 台灣金管會近日才將陸企的「內保外貸」列為曝險部位的一部分，可見，台灣金管會不是對陸企曝險的管理經驗不足，就是沒有完善的規劃。

5. 從經濟環境與現況角度觀之，如果大陸經濟狀況正處於風險期間，台灣投資者及銀行體系衝得過快，會增加台灣資金的風險。

貳、台灣對大陸曝險之說明

台灣與新加坡自去年繼香港成為「人民幣離岸中心」之後，截至2014上半年，台灣人民幣存款為2,927億元，占存款總額的4.5%，不含台灣自然人、企業在香港、中國大陸的人民幣存款。

國際三大信用評等公司之一惠譽(Fitch)估計，截止2013年底，台灣銀行業的大陸曝險總額約900億美元、約占整體銀行總資產7%，曝險比率仍屬溫和。金管會最新資料顯示，今年第2季，銀行在大陸地區曝險部位占淨值倍數，從第1季的0.65下降至0.62。但仍有13家銀行曝險部位佔淨值比重超過7成，其中永豐銀和大眾銀2家銀行，第2季比重更是逆勢增加。

依規定，銀行在大陸地區的投資、授信等餘額，不得逾銀行淨值1倍。惠譽指出，金管會所公告對大陸曝險部位，並未計算四項[2]的曝險部位，致有低估的現象。其次，金管會於8月10日的新聞稿中指出：某些台灣的銀行未將陸企對台灣的銀行進行「內保外貸」的額度。惠譽未提出這項低估的說明，因此，若加上台灣人民、企業直接在中國大陸持有人民幣、存款等活動，台灣銀行體系對大陸曝險其實是嚴重低估。相較香港銀行體系對大陸曝險部分逾四千億美元，可能相距不遠。

台灣目前針對2900多億人民幣存款，其使用除了對陸企貸款以外，並發行寶島債，餘全部透過中國銀行台北分行之清算銀行，以同業拆放形式將人民幣拆放到中國。若加上最近中國農業銀行發行人民幣額度20億元之寶島債後，大陸銀行來台發寶島債規模將突破人民幣百億元。其中除了交通銀行所發行七年期寶島債的利率超過中國銀行台北分行同業拆借的3.9%利率外，餘均低於這個利率水準。台灣銀行體系與投資者提供人民幣予中國大陸的方式，顯得草率。

台灣對大陸投資、貿易一直是最密切，也是最金額最高的地區。中國大陸可以成為「世界工廠」，台灣投資居功最偉。80年代以來，香港地區與台灣是投資中國大陸最高的兩個地區[3]。香港投資中國大陸以觀光、金融服務...服務業為主，而台灣投資中國大陸都與製造加工有關。台灣人在大陸投資的工廠，聘雇員工少則三千人，多可高達像鴻海集團的百萬人。台灣在全球貿易的地位、製造加工與工廠管理能力，都是創造中國大陸成為「世界工廠」美譽的最大功臣。

近年來，由於台灣經濟狀況一直處於徘徊波動狀況，許多台灣人赴大陸旅遊、工作，甚至

Phoca PDF

定居。這些兩岸交往活動，免不了有在大陸存款、投資金融商品、房地產之行為。這些存款與投資行為，加上大陸台商閑置資金在大陸之投資，台灣均無案可稽，所以，無法明確計算到底台灣這類在大陸的投資、存款對大陸存在多少曝險。據悉，總金額應不在少數。

參、陸企與大陸經濟風險評估

本節主要整理說明大陸經濟環境的現況，以及陸企在全球的表現，俾凸顯台灣金融體系、投資者若擬大舉對大陸曝險，不是時機點不對，就是台灣本身必須作更完善的準備工作。此外，從過去台灣廠商大舉投資中國大陸，造就中國大陸成為世界工廠的過程中，最終反而培養與台商競爭的大陸本土企業。這種結果，在台商未找到下一世代的比較競爭利益的技術或產品時，台灣的經濟就像現在的迷惘無方向，競爭優勢在本土化加上門檻不過高之條件下，幾僅讓大陸本土企業得利。

本節分別說明陸企與大陸總體經濟環境之風險，其中陸企的風險可表徵，目前台灣慣用的風險評估指標或衡量方法，可能無法準確瞭解陸企的風險。其實，大陸總體經濟環境正處在轉型的風險過程中，風險可能偏高。從經濟直覺觀之，風險就是機會，但機會是在準備好的一方。從各種跡象觀之，台灣其實並還未準備好。

一、大陸經濟環境風險評估

大陸經濟成長率看似漂亮，內涵卻存在許多風險。近年來，大陸經濟風險主要來自2008年底開始實施的4兆人民幣擴大內需方案。過度的短期性經濟刺激，導致各地方政府採用，以房地產刺激經濟的短期性措施，最終迄今，至少已累積25兆人民幣之地方債。這項龐大地方債，是中國大陸經濟環境風險的主要因素之一。

其次，由於人民幣的自由化程度不足，低估人民幣幣值，讓歐美，特別是美國有機會透過類似QE政策，或其他寬鬆貨幣政策，來將通貨膨脹輸入中國大陸。這種輸入型通貨膨脹，在人民幣匯率政策無計可施下，以貨幣政策緊縮貨幣市場，只會產生「國進民退」，甚至至少39位溫州老闆逃跑的事件。房地產業主要在私營部門，所以，輸入型通膨本來就會對房地產業產生緊縮效果。

美國QE退場一直左右包括中國大陸在內亞洲新興市場之資金流動，2012年下半年開始，美國經濟復甦現象初現，熱錢開始從亞洲新興市場撤出，回到美元懷抱。所以，有高盛陸續出脫中國工商銀行持股、李嘉誠出售中國大陸房地產之情事。本來，國際熱錢就是炒作中國大陸房地產的主要資金來源，QE退場導致的熱錢從亞洲新興市場外逃，是中國大陸房地產業遭受資金緊縮的另一主要原因。

在中國大陸政策主導的刺激經濟政策下，房地產業是短期最有效之刺激經濟政策，在熱錢流出、國進民退的現象下，房地產首當其衝。目前中國大陸的房地產僅北上廣深圳還有足夠資金撐住，餘二、三線城市鬼城頻現，例如：東北營口市。

上述分析中，主要擬表達：中國大陸資金市場極其緊俏，資金成本高。為了解決這種現象，並減輕銀行報表上所展現的風險。近年來，信託個人理財產品等表外融資，或不動產證券化產品大行其道。這種現象更加重中國大陸的經濟風險。也就是俗稱「影子銀行」之經濟或金融風險。

在這些中國大陸經濟環境風險下，台灣銀行體系提供融資予中國大陸的企業、銀行必須慎

Phoca PDF

選謹慎，否則極易落人風險的窠臼中。

二、陸企之風險特徵

陸企最大的風險與財務報表造假有關，連中國大陸普遍稱在股市籌資為「圈錢」，顯見，中國大陸企業以能夠在股市取得資金，並且不對所募集資金負責，是普遍現象。這種現象不是只發生在中國大陸境內的A股，美國股市投資者是全球開始將這個現象訴諸於輿論的國家。

中國大陸企業在美國上市逐漸成為熱潮之後，2010年下半年，美國投資者開始覺得中國大陸企業報表之不合理性。例如：一家藥廠可以從備料到銷售完成的整個營業循環所需天數，只要7天。一個案例讓美國投資者開始警覺，並全面搜尋中國大陸企業財務報表之合理性。最終出現類似混水機構(Muddy Water)、格勞克斯(Glaucus)的專業放空機構。畢竟中國大陸企業的財務報表造假，太容易偵測，並據以為放空的基礎。

可信任的財務報表是金融機構，甚至是投資者評估一家企業的可投資性，或風險評估的最重要基礎。如果連可信任的財務報表基礎都沒有，則目前銀行體系所採用風險評估指標清單，也將顯得多餘。

若類似Standard and Poor所提供信用評等資訊是無法相信，銀行體系不是需要花費更多成本去評估風險，就是必須等到太多風險實現與發生，才願意去面對，這個原則或結果就是目前中國大陸企業風險的最佳寫照。

肆、建立陸企使用台灣資金之策略

一、台灣投資中國大陸之經驗與結果

台灣投資者基於人民幣升值預期與偏高存款利率，所以，人民幣存款節節高升，這也代表台灣游資確實偏多。相對的，人民幣存款利率高，代表人民幣的資金需求高，或人民幣的資金環境是偏緊縮的。這種相對應，也提供台灣經濟的機會。

如前述，台灣廠商在80、90年代，曾經投資逾千億美元到中國大陸，憑藉台商的努力、管理、技術，訓練或造就中國大陸成為「世界工廠」。台灣得到什麼結果？可以看得到的是：中國大陸的崛起，陸資企業模仿台商企業的經營方式，搶了台商的飯碗。結果中國大陸台商不但沒有產業升級，與新崛起陸資企業平起平坐競爭的結果，讓台商企業開始迷惘，開始不知所措，甚至影響到台灣經濟的發展。可能，部分台灣人會害怕大陸的資金買走全部的台灣。

本文相信，台灣目前在兩岸資金不對等的條件與環境下，所產生的機會，台灣應該不願意再為大陸經濟作嫁。也就是，當台灣利用閒餘游資貸款或讓陸資企業使用，最後讓台灣經濟自己走投無路的窘狀。台灣在向中國大陸提供資金之際，台灣方要深思，台灣想要得到什麼？

二、陸企使用台灣資金之經驗與潛在結果

目前，台灣金融體系提供陸資企業資金的管道大致可彙總如下：

- 1. 內保外貸
- 2. 寶島債
- 3. 向陸企直接貸款

Phoca PDF

- 4. 陸企以F股身份來台上市/櫃
- 5. 透過作為台灣人民幣清算銀行之中國銀行台北分行進行同業拆放

上述這些提供資金管道，除了陸企以F股上市、向陸企直接貸款會受財務報表是否造假的影響與風險外，餘似平淡無奇，低風險低報酬。

如果長期提供低風險低報酬的資金予陸資企業，台灣只賺取這種利差，當台灣開始擘劃經濟策略，擬進行成長性發展時，台灣的資金在長治久安下，可能已習於安定，無法承受風險，對台灣未來經濟的策劃、風險承擔會產生不利的影響。易言之，在這種資金環境下，台灣經濟無法從資金面誘導，來產生突破性的發展。

陸企以F股來台上市、向陸企直接貸款，如果陸企確實品質佳，成長性高，台灣的真金可以換陸企高成長的報酬，甚至因為台灣的持股而與陸企共享利潤與資本利得。

然而，陸資企業具有財務報表造假之特質。所以，比如最差的情形下，某陸企可能有心造假財務報表，以造假且漂亮之財務報表在台灣證券市場換取大量資金，可能逃之夭夭。台灣端以真金換取假的垃圾。更有心的陸企，在取得台灣上市的資格後，可以大方地在台灣取得最敏感的技術，也可以使用在台灣所募集的資金、所發行的股份，換股取得台灣最有競爭力的產業技術或平台，真正達到「木馬屠城」的目的。

三、台灣應有的策略

若人民幣存款是必然的發展，也就是提供資金予陸企是應有的趨勢，則台灣應充分瞭解大陸與台灣提供資金有關的經濟特徵，其中包括：

- 1. 大陸最大、最重要的房地產業正處於資金緊俏的環境。
- 2. 大陸政府正在打貪反腐，所以平實消費將發展成為風氣。
- 3. 大陸緊俏資金環境下，政府為了維持經濟成長會有一些特殊政策，例如：鼓勵農業發展，解決農民的生計問題；或蓋高速鐵路網以加速城鎮化的發展。
- 4. 大陸企業財務報表造假問題，是一個必須正視的問題。

在上述這些特徵下，台灣若要提供資金或曝險予大陸，首先要問：台灣經濟想得到什麼？在這個問題下，例如：台灣可以選擇某一對台灣經濟有利的議題，假設台灣準備善用在精緻農業的比較競爭優勢，則台灣可以選定某農業省，與其談判，取該省的比較競爭優勢資源，加上台灣農業的比較競爭優勢，進行發展。其間所需要的資金，台灣不但策略性集合類似創投基金的資金，進行股權投資，也提供相對貸款的資金。最後產生對台灣經濟有利的結果。

其次，例如資金緊俏的房地產業，代表有危機入市的機會。台灣也可以集合大陸房地產投機基金，甚至銀行貸款，以專業方式投資具有投機機會的大陸房地產，爭取高風險高報酬之投資。

第三，大陸企業財務報表造假問題，只要是一家企業會造假，代表財務報表使用者無法確認那份報表為真，那份報表為假。台灣應可學習新加坡的作法，在律師或會計師事務所中，成立「法令遵循與風險控管部門」。新加坡普遍無法相信陸企的報表為真，也無法完全信任信用評等的結果，所以，必須由特別的部門或小組從事這項工作，嚴謹對待陸企的風險評估工作。

Phoca PDF

伍、結論與建議

本文根據

- 1. 過去台商在80、90年代西進大陸投資，產生的負面經濟結果；
- 2. 大陸目前經濟正處於風險狀況；
- 3. 大陸房地產業面臨資金緊俏；
- 4. 陸企在國際IPO中所展現財務報表造假的特性，或在中國大陸A股市場的圈錢行為。

推論：若台灣具有資金過剩之優勢，台灣應善用這個具資金反差之比較競爭優勢，為台灣經濟爭取最大利益。其中包括，例如：

- 1. 台灣應發展如何瞭解陸企風險的方法，比如建立「專業陸企法令遵循與風險控制機構」，統一提供陸企風險的相關專業資訊。
- 2. 台灣應有策略地選定，台灣經濟擬發展的方向，依大陸某地方之競爭優勢，根據台灣的資金優勢，來達到對台灣經濟有利的結果。
- 3. 台灣可以危機入市，選定高風險高報酬標的，進行專業投資，產生對台灣最有利的報酬結果。

台灣也要防陸企透過上市的方式，進行對台灣產業「木馬屠城」。

作者康榮寶為新加坡管理大學客座/兼職教授

註解:

1.內保外貸指：企業(多數是陸資企業)由中國大陸的銀行開立備用證用證(Standby LC)，由台灣的銀行提供扣除匯率風險後100%貸款額度之謂。

- 1. 短期貿易融資，這部分就有200多億美元；
- 2. 3個月期以內拆存給投資等級銀行同業的資金；
- 3. 台商母公司按銀行自身內部授信評等，處於一定評級以上的擔保放款；
- 4. 中國銀行台北分行吸收的人民幣存款。

2.依照當時兩岸關係條例的規定，台灣對中國大陸的投資必須經過第三地，許多投資係繞過香港投資中國大陸，尤以東莞、深圳地區的投資為然。雖然台灣長期對中國大陸投資，就彙總計算數字而言，雖台灣位居第二，僅次於香港。就實質投資而言，台灣一直都屬對大陸投資的第一位。

Phoca PDF