

出國報告（出國類別：其他研習）

2011 年金融人才進階培訓班 德法金融參訪研習團研習報告

服務機關：臺銀綜合證券股份公司

姓名職稱：蕭弘毅(初級襄理)、唐宜楷(初級襄理)、王俊華(初級襄理)

派赴國家：德國、法國

出國期間：2011/12/3~2011/12/15

報告日期：2012/2/24

目 次

第一章 前言	2
第二章 研習課程	3
第一節 風險管理與規範	3
第二節 歐洲公債及公司債市場評估	4
第三章 參訪機構	9
第一節 歐洲期貨交易所	9
第二節 德國聯邦金融監管局(BaFin)	12
第三節 歐洲央行	14
第四節 德盛安聯資產管理公司	22
第五節 德國商業銀行	24
第六節 紐約-泛歐證交所	28
第七節 法國興業銀行	30
第四章 心得與建議	34

第一章 前言

一、出國目的

證券暨期貨市場發展基金會(以下簡稱證基會)舉辦之 2011 年金融人才進階培訓班，係由證基會依據行政院推行之「金融市場套案」中施政項目第五項有關加速金融業國際化—「培訓金融監理機關及業者之專業人才及國際金融人才」執行計畫指示辦理。其課程分為國內課程及國外課程研習兩部分，參加課程的學員來自證券交易所、櫃檯買賣中心、期貨交易所，以及國內各大銀行或證券等金融業。而本次德法金融參訪研習團出國的目的在於培訓學員金融知識、擴展學員的國際化視野，並與國外金融機構建立交流的管道，本公司派蕭弘毅、唐宜楷、王俊華三員參加，希望藉由這樣的訓練，培訓公司之金融人才。

二、行程內容

本次研習地點在德國法蘭克福及法國巴黎，研習內容分兩部分，第一部分係於法蘭克福金融學院研習「風險管理與規範」及「歐洲公債及公司債市場評估」；第二部分為參訪行程，參訪機構包括歐洲期貨交易所(Eurex)集團、德國聯邦金融監管局、歐洲中央銀行、德盛安聯 Allianz、德國商業銀行、紐約-泛歐證交所集團及法國興業銀行。

三、報告內容

本報告共計四章，第一章為前言，就此次研習之內容規劃行程及出國目的作概略性介紹。第二章為研習課程，就課程內容擷取重點描述，第三章為參訪機構，就參訪機構之簡報資料及訪談內容摘錄重點，第四章則為此次研習的心得與建議，內容則包含對課程及參訪部分的心得感想以及建議等。

第二章 研習課程

第一節 風險管理與規範

一、巴塞爾資本協定簡史

為強化國際型銀行體系的穩定，避免因各國資本需求不同所造成不公平競爭之情形，國際清算銀行下的巴塞爾銀行監理委員會，1988 年公佈以規範信用風險為主的跨國規範，稱為巴塞爾資本協定。然而巴塞爾資本協定 I 未涵蓋信用風險以外的其他風險，而信用風險權數級距區分過於粗略，扭曲銀行風險全貌，加上法定資本套利（regulatory capital arbitrage）的盛行，以及近幾年大型銀行規模及複雜度的增加，也都突顯巴塞爾資本協定 I 的不足。

巴塞爾資本協定 II 是由國際清算銀行下的巴塞爾銀行監理委員會（BCBS）所促成，內容針對 1988 年的巴塞爾資本協定 I 做了大幅修改，以期標準化國際上的風險控管制度，提升國際金融服務的風險控管能力。

二、巴塞爾資本協定三大支柱

新巴塞爾資本協定強調的三大支柱：

(一)最低資本適足要求（Minimum Capital Requirements）

其中信用風險資本計提包括：

- 1.標準法
- 2.基礎內部評等法
- 3.進階內部評等法

(二)監察審理程序（Supervisory Review Process）

(三)市場制約機能，即市場自律（Market Discipline）

三、巴塞爾資本協定目標

(一)增進金融體系的安全與穩健

(二)強調公平競爭

(三)採用更完備的方法來因應風險

(四)資本適足要求的計算方法，能與銀行業務活動保持適當的敏感度

(五)以國際性的大型銀行為重點，但也適用其他各類銀行

四、巴塞爾資本協定 III 以及其對歐洲銀行之衝擊

(一)巴塞爾資本協定Ⅲ的重要概念

- 1.巴塞爾資本協定Ⅲ係透過強化個體審慎監理的巴塞爾資本協定Ⅱ與增加總體審慎監理，來達成改善全球金融機構資本與流動性規範。
- 2.個體審慎監理
- 3.總體審慎監理

(二)巴塞爾資本協定Ⅲ之實施時程

巴塞爾資本協定Ⅲ預定自 2013 年 1 月開始逐步實施，2018 年底前全面實施。

(三)巴塞爾資本協定Ⅲ對歐洲銀行之衝擊

- 1.將迫使銀行增加持有資本與流動性之成本。
- 2.現金資本與流動性需求之增加，使得銀行成長下降。
- 3.預期銀行的股東報酬率，會從金融風暴前的 25%(稅前股東報酬率)下調至 10-15%。
- 4.由於資本計提的差異，恐將對銀行業務之經營模式及範圍產生衝擊，信用領域之商品恐失去吸引力。

(四)巴塞爾資本協定Ⅲ對資本市場之衝擊

- 1.將會推高銀行之募集資金成本。
- 2.銀行之信用風險利差或將收斂。
- 3.金融機構在巴塞爾資本協定Ⅲ對流動性的高要求與考量下，銀行將會增加投資公債之部位。

第二節 歐洲公債及公司債市場評估

一、歐元債券市場簡介

(一)2011 年底歐洲公債前三大國家

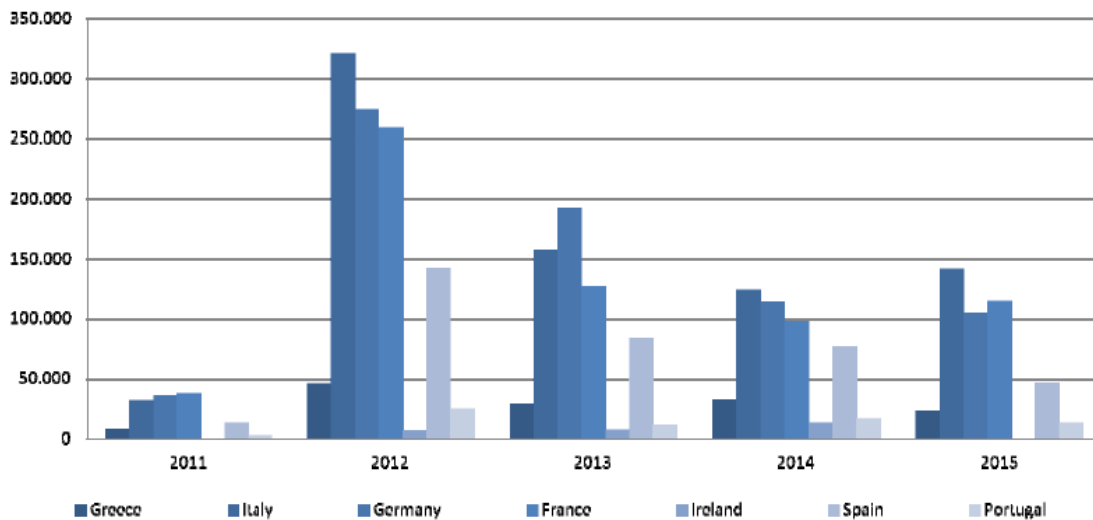
義大利、法國、德國為歐洲公債前三大國家，其中義大利政府公債金額最高，達 1.6 兆歐元，已超過 GDP 的 120%(原加入歐元區之承諾為 GDP 的 60%)。2012 年為再融資關鍵年。

(二)2012 年歐洲公債再融資前三大國家

義大利、德國、法國為 2012 年歐洲公債再融資前三大國家，其中義大利預計須再融資金額超過 3,000 億歐元。如 2012 年各國均可順利取得再融資，則 2013-2015 年再融資壓力大幅下降。

【歐元計價債券市場再融資需求】

單位：百萬歐元



二、歐洲債券危機成因

(一)2007 年次貸風暴及 2008 年全球金融海嘯成因

低利率+高流動性，影響金融機構的資產配置情形，多採取以短支長（長期資產+短期負債）的高槓桿投資方式以提高報酬。

- 1.信用擴張速度過快
- 2.利率過低
- 3.流動性過剩
- 4.金融機構槓桿倍數過高
- 5.資產價格飆漲

德國有嚴重的銀行家數過多（Overbanking）問題，僅儲貸機構便有約 450 家，這些儲貸機構在政府擔保下雖可取得廉價資金，但因缺乏投資管道，故在股東要求資本報酬率下，紛紛跳入次貸市場。也因而 2007 年次貸風暴中第一家倒閉的銀行並非出現在美國，而是德國的 IKB 銀行－IKB 是資產規模約 1.6 兆歐元的小銀行，但持有 200 億歐元的次貸債券。

多家在資產基礎證券（Asset Backed Securities，ABSs）市場活躍的大型跨國銀行產生重大損失，如 UBS 損失超過 400 億美元，而 HSBC 也產生鉅額損失。

(二)2010 年歐債危機成因

2008 年金融海嘯的遺毒為 2010 年歐債危機的成因，歐債危機發生前長期間的信用快速擴張、低風險貼水、充沛流動性、高槓桿、資產價格飆升及不動產泡破的形成。此背景造成金融機構過度槓桿部位易受資產市場價格調整影響，因此當金融體系中規模相對較小的美國次貸市場行情反轉就足以令整體金融結構搖搖欲墜。金融危機跨境蔓延極其迅速，除因金融體系本身緊密相連外，全球市場供應鏈密切整合亦為其因。

1. 債務由民間轉至政府：政府為拯救金融機構，遂購入評等已大幅惡化的房貸基礎證券。
2. 銀行償債能力下降：政府挹注流動性並不足以使銀行體系重回正常運作軌道，更深層的問題在於銀行資本適足率不足，導致償債能力下降。
3. 資產帳面價值大幅減記：估計美國銀行業資產減記金額超過 3,000 億美元，歐元區銀行業資產減記金額達 5,000-8,000 億歐元，均超過其境內 GDP 的 10%。

(三)衡量歐元區債務違約風險的指標－iTraxx

2007 年以前維持在 50 以下。iTraxx 自 2007/07 德國銀行 IKB 違約後開始上升，至 2008/08 雷曼違約後，一度飆至超過 200。

(四)歐洲五國（PIIGS）的基本問題

1. 財政紀律不彰：歐洲五國（PIIGS）自加入歐元區後，資金借貸成本劇降，使五國政府大幅舉債「改善」國內經濟。例如 1994 年底希臘、義大利及西班牙的長天期公債利率，分別高達 20.7%、11%及 10%，但至 2007 年大幅下降至 3.5%。假設義大利長天期公債維持為 11%，則其至 2009 年底之負債占 GDP 比重應為 160%，而非實際的 115%。
2. 競爭力低落：歐洲五國自 1995 年加入歐元區後，其貿易逆差（進口>出口）情形緩慢擴大，貨品貿易逆差金額占 GDP 比重亦緩慢提高。

(五)歐元區的結構性難題

1. 貨幣政策可以統一，但各國財政政策難以統一
2. 監督各國政府是否落實其財政紀律承諾有其困難
3. 各國如何共同分攤救援計畫成本

歐盟討論財政政策統一方案，但遠水救不了近火。短期市場信心低落，需要

歐洲央行的資金挹注（央行為歐元區銀行的最終流動性來源(last source of liquidity)）。但歐洲央行負債已高達 850 億歐元，堪稱歐洲問題最大的銀行。

(六)歐債危機影響路徑及歐洲穩定機制

政府負債占 GDP 上升、財政及貿易赤字上升

→政府公債評等遭調降，導致歐洲央行無法透過附買回（Repo）操作，向金融機構挹注資金

→歐洲金融體系流動性乾涸

歐元區臨時設置的「歐洲金融穩定措施」（European Financial Stability Facility, EFSF），即為解決金融體系流動性乾涸困境，但 4,400 億歐元的規模尚不足以支應缺口，從而擴大設置為「歐洲穩定機制」（European Mechanism, ESM），初期規模高達 5,000 億歐元，為永久性市場穩定機制。

2011 年 3 月 21 日歐元區財長達成協議，創設永久性的「歐洲穩定機制」取代臨時性的「歐洲金融穩定措施」，以協助債務國。ESM 應於 2013 年中之前成立，將具備 7,000 億歐元，其中 800 億歐元由會員共同出資（分攤比例比照目前對 ECB 之出資比例），以確保發行 6,200 億歐元債券之信評得為 AAA。未來 EMS 借予會員之利率將低於 EFSF 之利率，更遠低於債券市場利率。

德國為歐洲央行及歐洲金融穩定機制的最大股東。

【ESM 會員國及其投入資金】

會員	出資比例 (%)	出資金額 (百萬歐元)	2010 名目 GDP (百萬美元)
德國	27.1464	190,024.8	3,315,643
法國	20.3859	142,701.3	2,582,527
義大利	17.9137	125,395.9	2,055,114
西班牙	11.9037	83,325.9	1,409,946
荷蘭	5.717	40,019.0	783,293
比利時	3.4771	24,339.7	465,676
希臘	2.8167	19,716.9	305,415
奧地利	2.7834	19,483.8	376,841

葡萄牙	2.5092	17,564.4	229,336
芬蘭	1.7974	12,581.8	239,232
愛爾蘭	1.5922	11,145.4	204,261
斯洛伐克	0.824	5,768.0	86,262
斯洛維尼亞	0.4276	2,993.2	46,442
盧森堡	0.2504	1,752.8	52,433
賽普勒斯	0.1962	1,373.4	22,752
立陶宛	0.186	1,302.0	19,220
馬爾他	0.0731	511.7	7,801

三、歐元區政府公債及公司債之利率變化情形

(一)政府公債：歐洲五國與其他國家差距拉大。歐元區政府公債之利率及信用違約交換價差（CDS Spread）自 2008 年後揚升，至今部分國家仍居高不下，其中又以希臘、西班牙及愛爾蘭情勢最為嚴峻。

(二)公司債：金融債與一般公司債差距拉大。歐元區公司債之利率及信用違約交換價差自 2008 年後揚升，2009 年時一度到達高峰，其後緩步下降，惟金融產業之信用違約交換價差於 2011 年再度升高，至年底平均約 200-300bps，高於其他產業。

四、銀行經營模式的再省思

(一)當前金融機構債券利率高於相同評等的一般公司債（與 2008-2009 年相反），顯示市場對於金融機構當前經營模式投下不信任票。

(二)歐洲各國金融體系風險不同，如

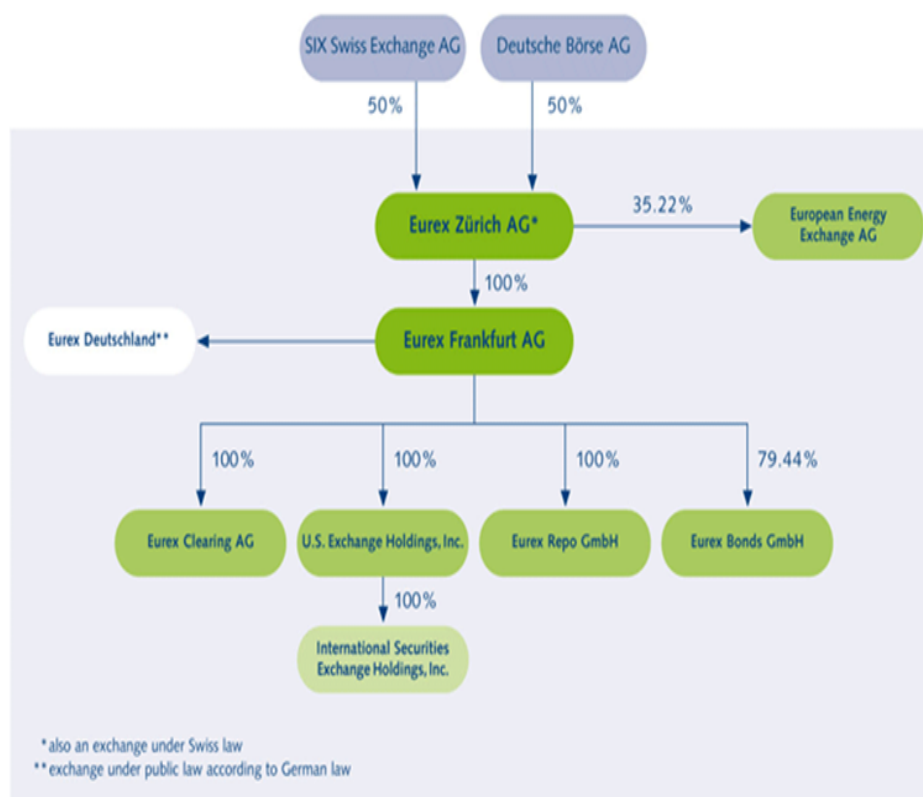
- 1.德國：銀行家數過多、過度競爭，提高銀行資金成本。如德意志銀行已著手分散融資來源。
- 2.英國：少數銀行獨大，如 HSBC、Barclays 等，雖資金取得成本較為低廉，但因業務多元分散，故下一步重點在於去蕪存菁，留下合適的業務。

第三章 參訪機構

第一節 歐洲期貨交易所

一、歐洲期交所股東及轉投資架構

歐洲期交所（Eurex）是全球規模最大的衍生產品交易所之一，於 1998 年由德國交易所（DTB）和瑞士交易所（SOFFEX）合併成立。並在 2007 年年底併購了美國國際證券交易所（ISE）。歐洲期交所結構如下圖所示：



德國交易所集團（DBAG）與瑞士交易所（Swiss Exchange, SWX）各擁有 50% 股權，於瑞士設立歐洲期交所蘇黎士股份公司（EUREX Zurich AG）。歐洲期交所法蘭克福股份公司（EUREX Frankfurt AG）則為歐洲期交所蘇黎士股份 100% 轉投資，歐洲期交所法蘭克福股份公司（EUREX Frankfurt AG）再轉投資包括歐洲期貨交易所清算股份公司、歐洲期交所債券回購股份有限公司、歐洲期交所債券現貨股份有限公司等。

二、歐洲期交所-里程碑

- 1988 年 第一家全電子化衍生性商品交易所瑞士期權與期貨交易所(SOFFEX)成立
- 1990 年 在 SOFFEX 系統的基礎上，德國期貨交易所(DTB)成立
- 1996 年 瑞士期權與期貨交易所(SOFFEX) 與德國期貨交易所(DTB)簽署諒解備忘錄
並成立歐洲期交所 (Eurex)
- 1998 年 1998 年底歐洲期交所 (Eurex) 成為歐洲交易量最大，全球交易量第二大的
衍生性商品交易所
- 1999 年 歐洲期交所 (Eurex) 成為全球成交金額最大的衍生性商品交易所
- 2000 年 10 月歐洲期交所(Eurex)推出歐洲期交所債券現貨交易平台(Eurex Bonds)
- 2001 年 7 月 16 日歐洲期交所 (Eurex) 推出歐洲期交所債券回購交易平台(Eurex
Euro Repo)
- 2003 年 歐洲期交所 (Eurex) 第一次全年交易合約總量超過 10 億張

三、歐洲期交所商品服務

EUREX 以自行開發或與其他交易所（如芬蘭赫爾辛基交易所及韓國交易所等）合作，提供其會員與客戶包括利率及股價指數等衍生性商品契約（如下圖），分列如下：

- 1.利率衍生性商品（例如 8 年半至 10 年半期德國聯邦債券期貨、4 年半至 5 年半期聯邦債券期貨）
- 2.股票衍生性商品(標的為個股的期權與期貨)
- 3.指數衍生性商品(例如 STOXX Europe 50®指數期貨與期權、DAX®指數期貨與期權、SMI®指數期貨與期權)
- 4.波動率指數衍生性商品
- 5.交易所之交易基金的衍生性商品
- 6.信用風險衍生性商品(iTraxx®歐洲 5 年指數系列、iTraxx®歐洲高波動率 5 年指數系列、iTraxx®低信用等級 5 年指數系列)

7. 通貨膨脹指數衍生性商品

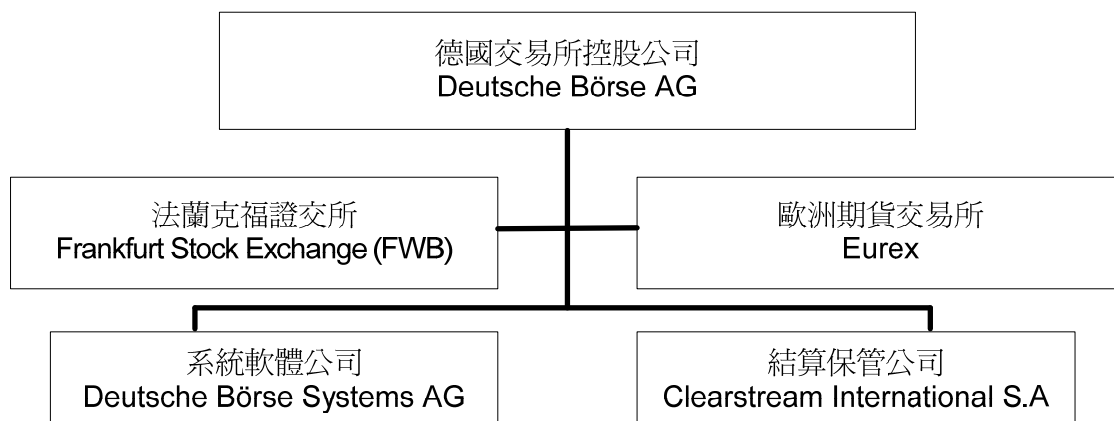
8. 二氧化碳排放權衍生性商品

Eurex Product Range: a Truly European Portfolio

Equity Derivatives		Equity Index Derivatives (Futures* and Options)	Dividend Derivatives	Volatility Index Futures	EXTF® Derivatives
Options	Futures				
Interest Rate Derivatives*			Credit Derivatives	Euro-Inflation Futures*	
Fixed Income Market		Money Market			
Commodity Derivatives					
CO2 Derivatives*		Precious Metal*	Dow Jones-UBS	Power Derivatives	Agricultural Derivatives *
Weather Derivatives*				Property Derivatives*	
USA		Florida	Gulf		

由於 EUREX 主要股東德國交易所集團（DBAG）期望能成為交易服務的提供者，而不僅僅只是一家交易所集團，並且提供上下游整合的服務，包括現貨交易、期貨交易乃至結算保管。因此目前 DBAG 的轉投資與業務發展已涵蓋如下：

1. EUREX 為全球主要衍生性商品交易與結算中心之一。
2. 法蘭克福證券交易所（Frankfurt Stock Exchange），以 Xetra®交易系統為基礎，為全世界最大的電子化交易市場之一。
3. Clearstream 提供保管與交割服務。
4. Xetra®及 Eurex®的開發使 DBAG 能以技術取勝，目前 DBAG 共協助全球十六個交易所之交易系統的開發或負責其運作。



EUREX 在 2010 年的交易量佔歐洲市場約 45%。2011 年 1-6 月之交易量與上

(2010)年同期持平。不過受到金融市場震盪之影響，2011 年下半年預估交易量可望較 2010 年同期成長 10%。歐洲期交所目前每年皆有超過 15 億口的合約交易量。因此，確保並且提高市場的誠信度、安全性以及透明度就成為其首要目標。

第二節 德國聯邦金融監管局(BaFin)

一、德國聯邦金融監管局介紹

聯邦金融監管局 (Federal Financial Supervisory Authority; BaFin) 為德國證券市場之中央監理單位。

2002 年 5 月以前德國之金融監理採銀行、證券與保險業等分業監理方式，自 2002 年 5 月之後德國進行金融監理業務及機關整併，統一由 BaFin 負責監督管理各金融相關機構與業務，包括銀行業、證券、期貨、保險業等。迄今 BaFin 所監理金融業包括約 2700 家銀行、800 家金融服務業與 700 家保險業等。

BaFin 設立三個分別監理銀行、證券、保險業務之部門，以及多個處理跨業問題之管理部門。

因此，BaFin 具有四大功能，一、負責監管德國金融業之償付能力。二、市場監理，三、保護投資人權益，四、與歐盟各國監理機關合作，包括洗錢防治等。

二、參訪重點

(一)紐約泛歐交易所集團 (NYSE Euronext) 與德國交易所集團 (Deutsche Börse AG, DBAG) 合併案說明

1. 紐約泛歐交易所集團與德國交易所集團於 2011 年 2 月 15 日達成協議進行二大交易所合併計畫。新公司之股權分別由 DBAG 持有 60%，另外 40% 由 NYSE Euronext 持有。新公司將於荷蘭註冊，並同時於法蘭克福及紐約成立總部。未來有關衍生性金融商品業務將由法蘭克福總部負責，而現貨交易及上市等業務將由紐約總部

負責。該合併計畫並於 2011 年 7 月分別經兩大集團股東會通過。同年 9 月，該合併案並經德國聯邦金融監管局 BaFin 核准。

由於該合併案同時收購負責清算與保管作業之 Clearstream Banking AG 以及 Eurex Clearing AG 等機構，因此，BaFin 在核准過程中也特別針對合併是否會降低產業競爭性以及有無違反德國金融管理法規等進行審查。

2. 歐盟競爭委員會亦表示預計於 2012 年 1 月份討論該合併案，並將於 2012 年 2 月由 27 位歐盟執委對該案是否有違反壟斷市場作最後表決。

3. 該合併案之預期效益：

(1) 該公司預估合併後在資訊系統整合以及結算交割業務整併下，將可大幅節省 IT 與清算成本，並透過產品共同行銷以及整合資訊服務以提高收入。

(2) 合併後新公司將主導歐洲衍生性商品業務，並得以與美國最大的衍生性商品交易市場-芝加哥商業交易所（Chicago Mercantile Exchange，CME Group）相抗衡。

(3) 新公司也將強化 NYSE Euronext 在股票交易市場的領導地位。

(4) 透過合併成立橫跨歐美的交易市場，進一步整合全球資本市場。

註：2012 年 2 月 1 日，歐盟委員會發佈公告稱，鑒於德國交易所集團和紐約泛歐交易所集團的合併，有可能引發歐洲金融衍生品市場交易的壟斷，已正式否決了兩個交易所的合併申請。

2012 年 2 月 2 日，紐約泛歐交易所集團發佈聲明說，在歐盟委員會否決了這項併購案後，其與德國交易所集團已終止雙方在去年 2 月 15 日簽署的合併協議。

(二)新制歐盟金融市場工具指令(MiFID)介紹

1. 歐盟為免於1993年起實施之投資服務指令(Investment Services Directive, ISD)不合時宜，且實施以來運作並非良好之情況下，重新評估更新法規，俾利跨國交易更加順暢，於2004年4月通過金融市場工具指令(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)，展開歐盟投資服務和金融市場監理制度，其內容包括投資公司之組織、功能之改善，以增進歐盟區資本市場之整合，並保護投

資人。

2. 由於資訊科技進步，尤其因此而發展出的高頻交易更是深深地影響了金融市場之交易方式，且衍生性金融商品推陳出新，加上近幾年在金融海嘯以來導致全球金融市場大幅震盪，歐盟不得不再提出因應措施，以使金融商品交易更加透明與安全，因此，修改MiFID需求更是殷切。其重點包括要求衍生性金融商品交易須透過電子交易平台交易、加強公開資訊揭露等法規修訂，簡稱MiFID II。
3. 過去 MiFID 開放新交易平台(Organized trading facility ,OTF)讓歐盟各國金融市場得以自由競爭，但 MiFID II 之則是強調有效監理，以解決歐盟區證券交易分散的情況與近年來興起的透明度相當低的黑池交易（Dark Pools）及難以監管的高頻交易（High Frequency Trading）。而且 MiFID II 亦將另外制定 MiFIR 以規範衍生性商品結算。
4. MiFID II 草案為求交易之透明度提高，將規範範圍擴大至非股票之交易市場，包括衍生性商品、債券、結構型商品及等，僅允許在特定條件下同意豁免，辦法實施後，透過黑池交易之買賣，皆應對主管機關與市場揭露更多交易資訊與內容。
5. 此外，MiFID II 將開放結算業務，但英國對此部分仍有爭議。然而，結算業務也正是 Deutsche Borse 及 Euronext 合併的重要議題之一。
6. 整體而言，MiFID II 讓監管機構可以依法對投資者權益、金融市場穩定及市場交易秩序等受到威脅之情況下，對該項金融商品或服務等採取禁止或取締之措施，以利在交易過程中，隨時都能有效監理，對於市場發展與投資人保護皆是正面的。

第三節 歐洲央行

一、簡介：

歐洲中央銀行(European Central Bank；ECB)，中文簡稱歐洲央行，成立於 1998 年 6 月 1 日，總部位於德國法蘭克福(Frankfurt)。歐洲央行的主要功能是「維護貨幣的穩定」，管理主導利率、貨幣的儲備和發行，以及制定歐洲貨幣政策。

歐洲央行由其董事會負責管理，設有董事會主席，並設有理事會。該機構是各成員國的中央銀行聯合籌備所成立，以避免受到政治的干擾。雖然其成立目的及權力均來自政治，但其決策權力卻由歐洲央行自身掌握，不受各國影響。歐洲央行是世界上第 1 個管理超國家貨幣的央行。獨立性是其特點，不接受歐盟(EU)領導機構的指令，也不受各國政府的監督，是唯一有資格允許在歐盟內部發行歐元的機構。1999 年元旦歐元正式啟動後，11 個歐元國政府便失去制定貨幣政策的權力，而必須實行歐洲央行所制定的貨幣政策。

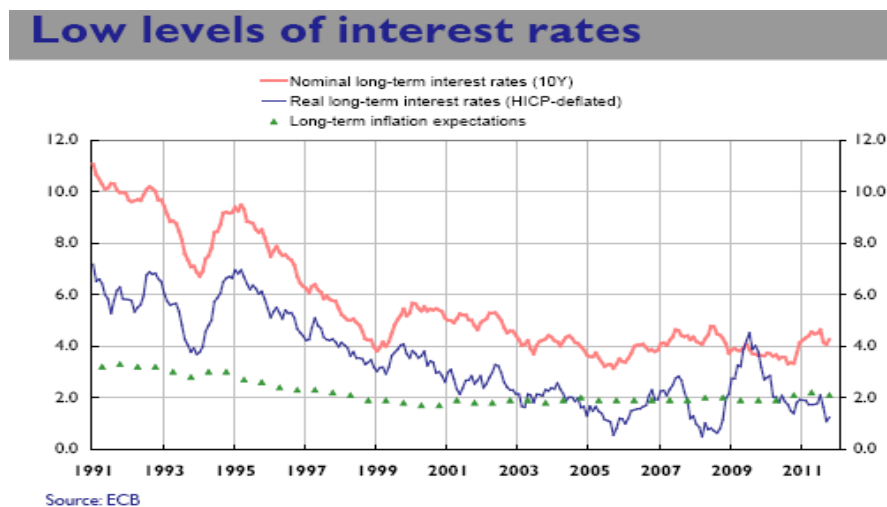
二、參訪重點

本次參訪就歐洲央行貨幣政策及金融危機(The ECB' s monetary policy strategy and financial crisis)及改善歐盟地區經濟政策之協調(Improving the coordination of economic policy in the euro area)二大主題進行說明：

1. 歐洲央行貨幣政策及金融危機(The ECB' s monetary policy strategy and financial crisis)

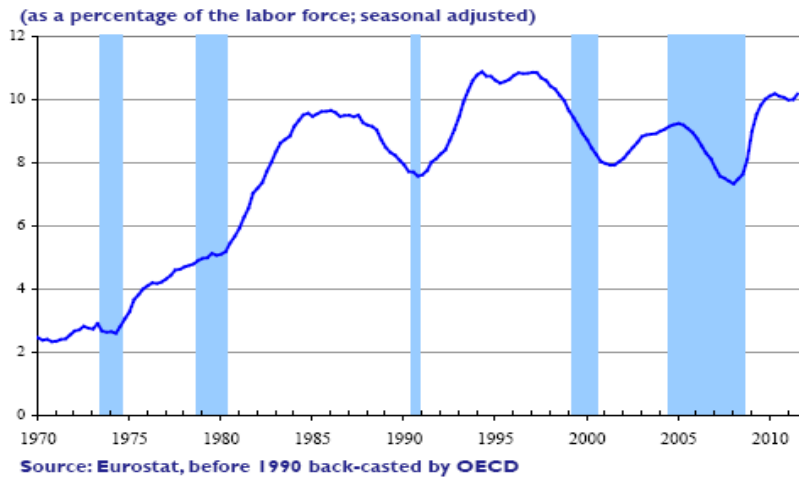
(1) 背景介紹：歐盟地區近年呈現低利率、高失業率、經濟成長波動大且各國預算失衡。

A. 低利率



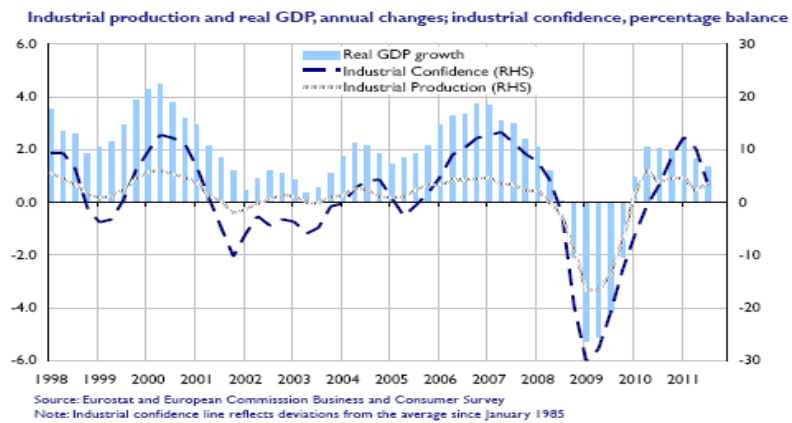
B. 高失業率

Unemployment in the euro area



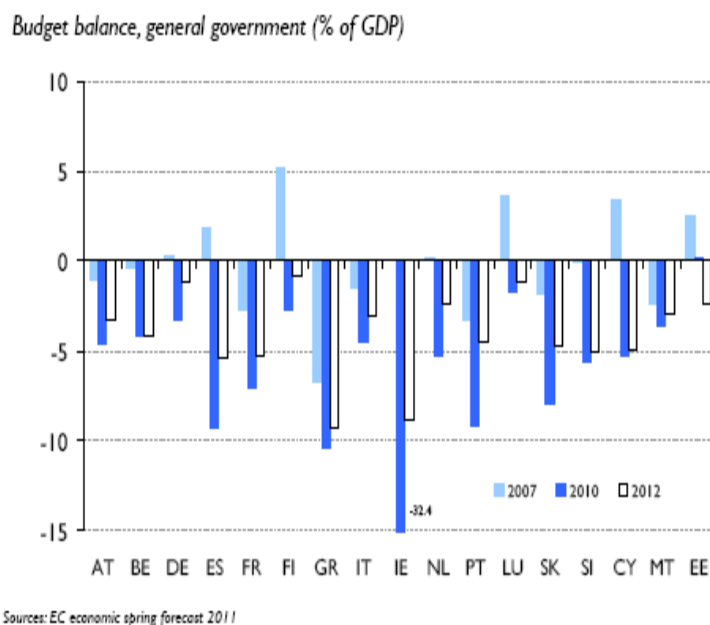
C. 經濟成長波動大

Economic growth in the euro area

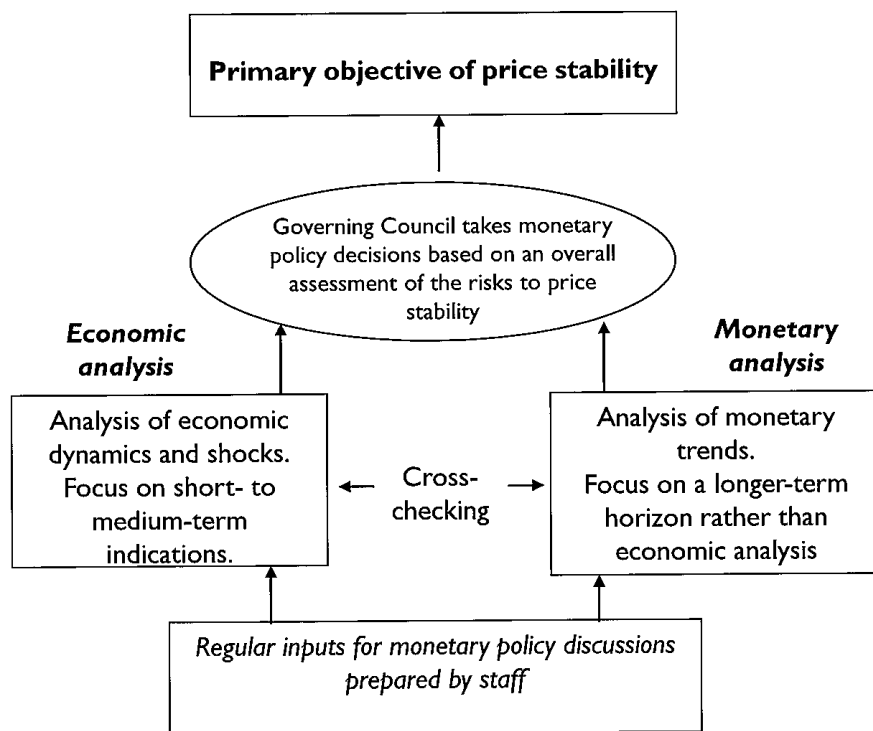


D. 各國預算失衡

Budget balances in euro area countries



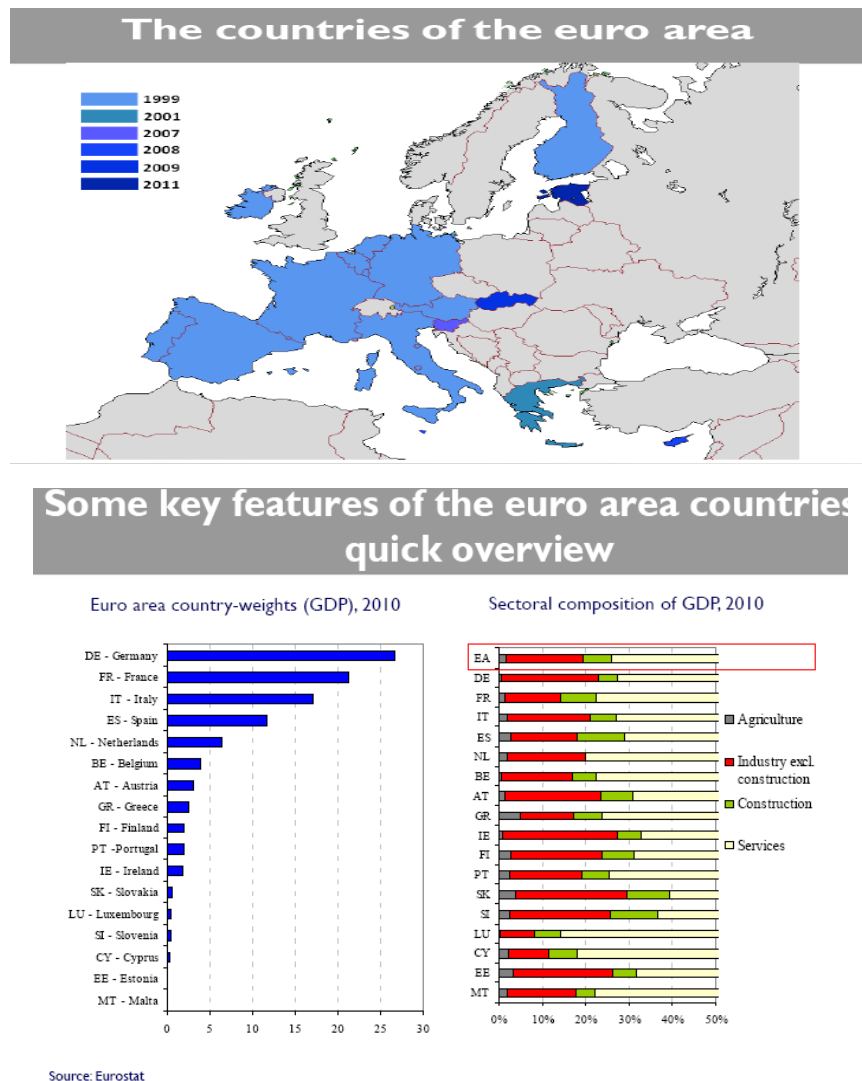
- (2) 歐洲央行的使命(The ECB' s mandate)：歐洲央行主要功能是「維護貨幣的穩定」，其貨幣穩定之定義為一年中歐元區消費物價調和指數(Harmonised Index of Consumer Prices,HICP)的上升幅度低於 2%，並且物價穩定應在中期維持。在 2003 年，行長理事會(Governing Council)進一步闡述了歐洲央行的貨幣政策目標是保持 HICP 同比漲幅在 2%下,並且接近 2%。
- (3) 兩邊策略(The two-pillar strategy)：透過經濟分析及貨幣分析以達到貨幣的穩定



(4) 歐洲央行對於金融危機的回應

- A. 全球的挑戰：不管是美洲、歐洲、非洲、亞洲等各洲皆發生金融危機。
 - B. 這次歐債危機的起源：一般認為有兩個起源，第一是十年前美國聯準會主席葛林斯潘因應網路泡沫後強力降息，造成歐洲國家大幅發債，現在十年後要還債，第二是美國聯準會寬鬆貨幣政策導致房價泡沫、低估利率政策及房價的關聯性及鬆散的管理導致次貸風暴。
 - C. 歐洲央行的回應：強化 2008 年金融風暴帶來的影響(Intensification of the financial crisis in 2008)、因應快速的停滯性通膨的壓力(Rapidly receding inflationary pressures)、歐洲央行不改變其貨幣政策，但尋求可強化其效果的方式、恢復貨幣市場一般的功能。認為歐元不會垮，因為實施歐元體系至今其通膨率低是最大重點，透過寬鬆貨幣政策壓低利率，其代價是讓歐元匯率相較其他貨幣貶值之。
2. 改善歐盟地區經濟政策之協調(Improving the coordination of economic policy)

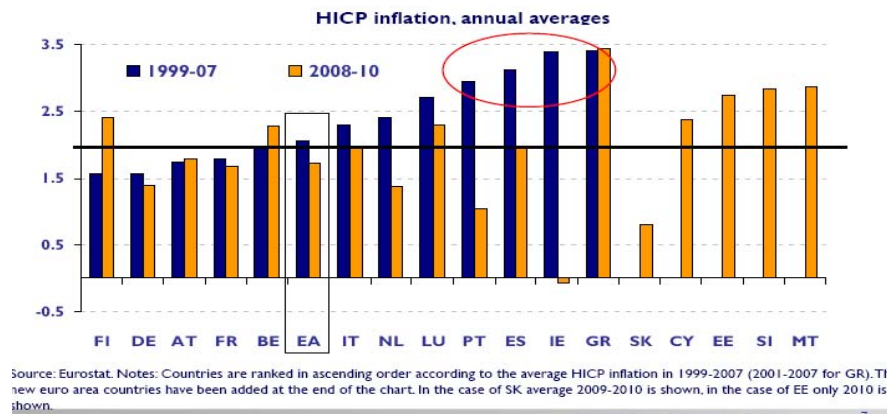
(1) 歐洲各國加入歐元區之時間不同，GDP 表現也不同



(2) 結構性議題：

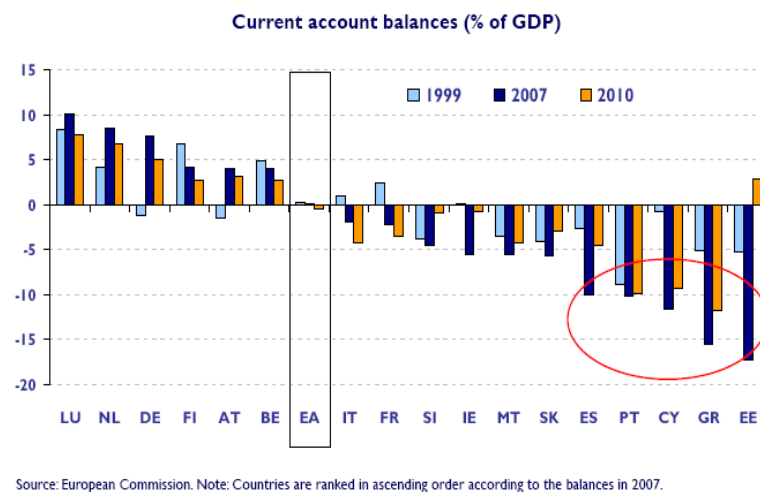
A. 各國通膨變化大，但整體歐元區通膨率約控制在 2%附近。

HICP inflation and imbalances/competitiveness



B. 各國經常帳變化大

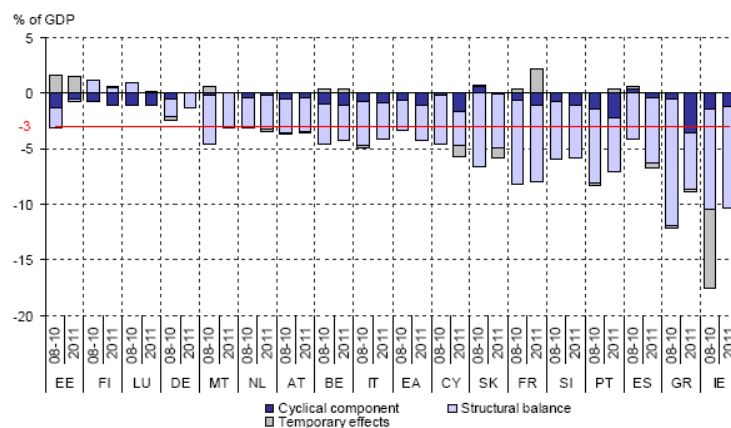
Current account and imbalances/competitiveness



C. 大部分歐元區國家產生高度赤字

High structural deficits in most euro area countries

Deficit-to-GDP ratios will remain well above the 3% for most countries in 2011, largely on account of a protracted deterioration of the structural fiscal position.

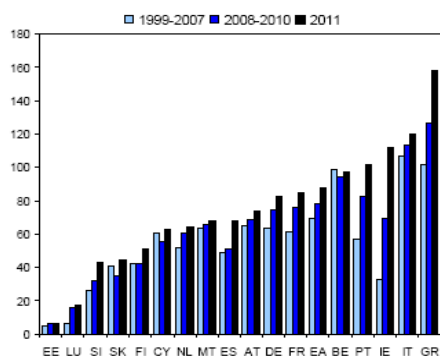


Source: European Commission. Note: Countries are grouped in ascending order of general government deficit to GDP ratios in 2011.

D. 各國債務變化大及財務需求高

Government debt dynamics and financing needs

General government debt
(in percent of GDP)



Government financing needs
(in percent of GDP)

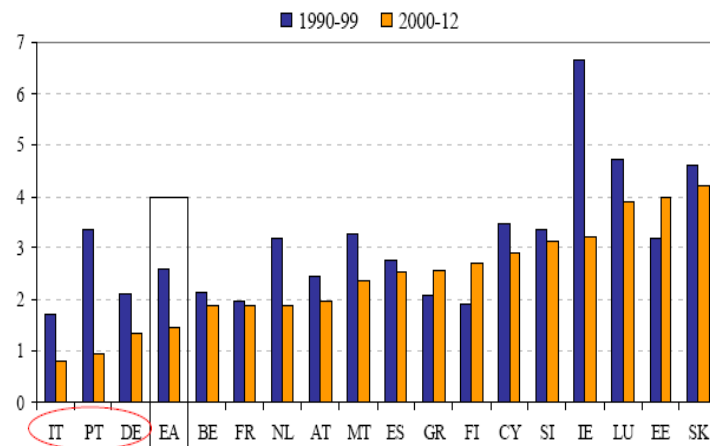
% of GDP	Total financing needs			
	2007	2010	2011	2012
Belgium	17.0	27.0	28.2	26.6
Germany	13.4	28.9	26.1	24.3
Estonia	1.0	0.4	0.4	1.4
Ireland *	8.3	22.9	30.7	24.4
Greece	19.4	25.3	38.3	23.5
Spain	6.2	19.9	21.6	18.4
France	14.5	33.8	34.4	32.2
Italy	30.6	37.8	35.4	32.7
Cyprus	10.5	15.3	14.5	12.8
Luxembourg	2.3	6.7	3.5	4.9
Malta	13.5	17.3	14.4	12.2
Netherlands	10.2	22.1	21.3	19.7
Austria	9.4	11.1	9.4	8.0
Portugal	24.2	36.4	35.5	32.8
Slovenia	2.2	9.2	11.0	8.7
Slovakia	6.0	13.0	10.7	9.5
Finland	7.8	17.5	17.2	15.4
Euro area	15.6	28.8	26.6	25.4

Sources: European Commission. Note to Table 1: General government financing needs in 2011 and 2012 are calculated as the sum of (i) debt maturing in the course of the year (i.e. stock of debt with residual maturity of up to 1 year at the end of the previous year) and (ii) the projected net borrowing requirements, given by the sum of the general government deficit and the deficit-debt-adjustment.

E. 各國需進行結構性改革，這需要政治配合且需要時間去解決

The importance of structural reforms

A clear need to enhance **potential growth** via structural reforms (i.e. not temporary growth increase via expansionary fiscal policies or higher wage mark-ups) in some countries.



Sources: European Commission. Note: countries are ordered in ascending order according to potential output growth in 2000-2012.

加強經濟上監理(Enhanced economic governance)：強化各國經濟政策的合作、加強包括最低要求各國國家預算等各國監理方式、以新宏觀經濟架構(New macroeconomic surveillance framework)預防及更正歐元區各國的不均衡。

第四節 德盛安聯資產管理公司

一、簡介及參訪摘要

安聯集團(Allianz SE)創始於 1890 年，初始總部設立於德國首都「柏林」，1895 年在柏林證券交易所掛牌上市成為公開上市公司，並於 2000 年在紐約證交所上市，以有效、透明化的經營提供客戶金融服務。成立迄今已有 120 年歷史的安聯集團，在歐洲、亞洲及美洲都有營業據點，旗下主要擁有：保險、銀行、及資產管理三大事業體，於全球 70 多個重要國家設立金融服務據點，提供超過 7500 萬名客戶即時及完整的金融服務，是全球最大的綜合金融機構之一。截至 2011 年 6 月底，安聯集團旗下資產高達 1.6 兆歐元，為全球金融界的領導品牌。德盛安聯資產管理(Allianz Global Investors)為安聯集團旗下資產管理核心事業，1998 年成立以來，不斷在資產管理領域深耕，提供全球客戶多元且完整的資產管理服務。截至 2011 年 6 月底，德盛安聯資產管理所管理之資產規模達 1.49 兆歐元，為全球最大的資產管理公司。

在全球人口老化、退休金需求愈加龐大的社會趨勢下，從 2000 年起，德盛安聯資產管理即與 OECD（經濟暨合作發展組織）進行合作，進行全球退休市場制度及趨勢的研究，連續於 2003 年發表西歐地區、2004 年發表東歐、2005 年推出亞洲退休制度之研究報告，2006 年則發表確定給付及確定提撥退休制度之研究探討以及 2007 年的亞太地區退休金研究報告。在歐洲，德盛安聯擁有德國退休金市場 15% 的市佔率，居領導地位，旗下股票型退休基金市佔率更高居同類型之首，高達 60%。

二、歐元區經濟展望及資本市場

Dr. Rathjens 表示自八月初美債問題掀起波瀾後，歐元區經濟數據也創下金融海嘯以來低點。在歐美經濟數據不如預期下，全球市場陸續降息，加上美國聯準會（Fed）先前也鬆口表示將維持極低利率至 2013 年，顯示全球資金寬鬆的態勢短期內不易扭轉，資金流動性佳。

2011 年 3 月份以來歐洲嚴重的經濟衰退，希臘深陷危機，西班牙和義大利的迅速惡化。西班牙經濟瀕臨衰退邊緣，第 3 季 GDP 成長季增僅 0.2%，年增僅 0.8%；因為經濟放緩，今年赤字占 GDP 也將從原先預估的 6% 提高到 6.6%。目前西班牙失業情況也相當嚴重，失業率超過 20%。成長緩、赤字重、失業高，再加上銀行部門的問題資產高達數十億歐元，西班牙的資金需求極為龐大。

義大利公債殖利率超過 7%，信用違約交換（CDS）又破 500 點以上，義大利可能成為繼希臘、葡萄牙、愛爾蘭之後，下一個接受紓困的國家。義大利信評早於其他歐洲國家（PIIGS）被調降，因此近年來已經開始著手控制財政赤字，目前財政赤字占 GDP 比重 4.6%，但過去累積龐大債務，加上金融風暴以來經濟表現不佳，故難以進一步縮減債務餘額，目前債務餘額佔 GDP 比重高達 120.3%，在全球主要國家中只比日本和希臘稍佳而已。義大利未來一年到期債務是希臘的 6.6 倍，金額規模已經是大到不能倒，且相較於 EFSF 的規模，義大利債務規模也超乎所能承擔的水準，故義大利危機若進一步擴大，衝擊將遠高於其他國家。

此外，日前德國標售 60 億歐元，投標倍數僅 0.65 倍，德國公債標售投標倍數創新低，顯示流動性惡化及市場信心不足，德國亦面臨短期危機。危機已蔓延至歐

元區核心國家，突顯提出歐債問題配套方案的急迫性。

Dr. Rathjens 認為歐元區現在需要寬鬆貨幣政策，所以歐洲央行 ECB 可能降息，我們當天參訪結束之後回去看到晚間新聞，歐洲央行 ECB 果然在傍晚降息一碼，真是佩服 Dr. Rathjens 的看法。

另外 Dr. Rathjens 認為全球開發國家若都採行寬鬆貨幣政策時，特別是 2012 年若美國再度採取 QE3 時，黃金投資將是看好的，至少是在 QE3 實施的那一段期間，黃金價格將是看漲的，只是資金配置是重點，不是說要全力重壓在黃金投資上的，而是要量力而為。

最後 Dr. Rathjens 也表示為了確保歐元區的生存，各國政府必須解決長期的結構性問題，然而改革對經濟產生顯著正面的影響是要時間，因此，短期措施是爭取時間的是必要策略，歐洲金融穩定性措施，包含歐洲穩定機制 (European Stability Mechanism, ESM)、歐洲金融穩定機制 (European Financial Stability Mechanism, EFSM) 及歐洲金融市場穩定基金 (European Financial Stability Facility, EFSF)，加上與歐洲央行非常規之措施，來克服短期內歐元各國政府的再融資問題，以防止金融市場進一步惡化。目前，由於內部和外部的問題，歐元區正走向衰退，歐洲央行將進一步降低利率，以支持歐元區經濟，但他也相信歐元區將會持續生存。

第五節 德國商業銀行

一、簡介及參訪摘要

(一)、公司發展歷程

德國三大銀行之一，其提供服務包括個人客戶、國際私人銀行、集團公司、國際銀行關係、銀行投資。

1870 年 2 月 26 日，商業銀行在漢堡成立，主要面對商會的商人、商業銀行家以及私人銀行家服務。1873 年，商業銀行成立了一家分行——倫敦與商會銀行，直到第一次世界大戰爆發時仍然在營業。1897 年，在法蘭克福和柏林都成立了分行。1905 年接管柏林市民銀行之後，商業銀行將銀行的主要商業活動集中在首都柏林而不是漢堡。幾年之內，該商業銀行便成為了德國最重要的銀行之一。

二十世紀早期，該商業銀行保持迅速的發展速度兼併許多其他的銀行，並開設多家分行，被兼併的銀行中最重要的包括 1920 年兼併 Magdeburg 的 Mitteldeutsche 私人銀行，在這之後商業銀行更名爲私人商業銀行。1929 年，兼併 Mitteldeutsche 信貸銀行，其爲法蘭克福一家主要的地方銀行。1931 年銀行危機之後，德國政府要求私人商業銀行與 Barmer 銀行合併。

在德國發生銀行危機的期間，德國政府獲得了私人商業銀行的許多股份，這些股份在 1937 年重新歸還了私人投資者。在 1940 年，私人銀行恢復了廣爲人知的名字商業銀行。

在第二次世界大戰期間，商業銀行在德國占領區開設了一些分行。1945 年以後，在蘇聯以及民主德國，商業銀行損失了 45% 的業務。

在西德，1947 到 1948 年期間，同盟國強迫商業銀行解體爲好幾家小銀行。1958 年，這些由商業銀行解體來的小銀行重新合併起來。德國的經濟復甦（又稱經濟奇跡）也導致了銀行領域的發展。像其他銀行一樣，商業銀行也開始了自己的個人儲蓄業務。

五十年代，商業銀行在國外開設了很多代理處，到了六十年代，又在不同地區開設了分行，例如 1969 年在盧森堡成立了商業銀行國際 S.A，1971 年成立了紐約分行，這是德國在美國開設的第一家銀行，在這期間，商業銀行在 45 個國家開設了 60 多家分行。商業銀行還通過股份合作與歐洲的其他銀行開始了業務往來。

作爲一家世界銀行，商業銀行的業務包括個人儲蓄業務、集體儲蓄業務及投資業務，同時通過不同的分行提供專門的服務，如租賃、資金管理、房地產、資產投資等。在這些分行中有 Rheinische Hypotheken 銀行、位於埃森的 Hypotheken 銀行，這是在歐洲影響很大的直接代理銀行之一，目前正在網路銀行領域發展業務。商業銀行的主要商務活動是在德國及歐洲其他地區以及南北美洲、亞洲進行的。自從與過去的東歐聯盟達成一致之後，商業銀行逐漸地將自己的商務活動擴展到了中歐及東歐地區。

(二)、特色化創新之路

自 20 世紀 90 年代後半期，成立於 1870 年的德國商業銀行跟隨著席卷全球的全能銀行浪潮，不斷拓展公司業務範疇，進入了中小企業融資、地產金融、公司金融、證券交易、私人銀行、資產管理等業務領域。其中，中小企業融資業務的創新獨具特色。

第一，創新銀客關係與金融產品。爲了拓展中小企業客戶，德國商業銀行組建專職中小企業客戶的經理團隊，以協助銀行將原來面向大型企業客戶的產品改造成適應中小企業需求的產品。如根據客戶經理反饋的客戶需求，爲使中小企業客戶同樣能夠獲得資本市場直接融資般的便利，德國商業銀行降低了票據融資業務的門檻—原來的票據融資僅適用於大客戶和 2000 萬歐元以上的交易，新的票據融資將適用於金額在 50 萬到 500 萬歐元的交易。此外，還針對中小企業設計開發了多銀行資金管理系統，該系統除了基礎的現金結算、資金管理服務外，還逐步增加了產業信息、新聞和股市行情發佈等信息，並與一些外部機構合作提供其他增值服務。

第二，積極轉變角色，從“貸款人”變“貸款中間商”。在拓展客戶渠道的同時，德國商業銀行也在拓展貸款資金來源。在充分藉助政府力量和外部合作的基礎上，2003 年德國商業銀行專門發起了一項針對中小企業“積極貸款”的活動，成立了中小企業貸款基金，並與其他銀行合作向中小企業貸款。此外，爲了減輕資產負擔，德國商業銀行還嘗試用證券化方式出售中小企業融資票據，2006 年將第一批 400 份中小企業融資票據證券化出售(銷售規模在 1000 萬 5000 萬歐元)，後來又將總額兩億歐元的中小企業可轉債證券化出售。

在證券化通路受阻後，德國商業銀行開始拓展銀團貸款渠道。2008 年，銀行業貿易融資協會(Bankers' Association for Finance and Trade, BAFT)通過了一項新協議，它簡化了銀行間分擔貿易融資風險的程式，使銀團合作下的貿易融資成爲可能。在此協議下，2008 年德國商業銀行開出了一張總額 10 億歐元的信用證，然後充分發揮結構化融資能力，“分銷”了其中的大部分風險。

通過證券化、銀團貸款安排和信用風險分銷，德國商業銀行實現了從純粹的資金提供商到貸款中間商的角色轉變，不僅幫助廣大中小企業客戶獲得更多資金來源，而且幫助其他銀行和投資人接近中小企業，識別風險和發現機會。

第三，創新中小企業中間業務。中小企業的業務經營不確定性決定了其業務經營的高風險性。除轉變貸款人角色外，德國商業銀行還創新中小企業中間業務，以降低風險和提高利潤。

第四，除傳統對公業務外，德國商業銀行還通過旗下基金管理公司 (Commerzinvest) 為中小企業提供利率、匯率風險管理產品，以及年金產品。2001 年，其進一步成立了一家子公司 Pensor Pensionsfonds AG，專門為中小企業提供成本更低的簡化年金服務。在 2007 年、2008 年的金融危機中，企業的風險管理意識增強，對風險管理產品服務的需求大幅上升，這成為德國商業銀行逆市中穩定業績的重要手段。

第五，對中小企業的深度接觸也為德國商業銀行爭取到了許多直接貸款以外的投行業務機會。2005 年，德國商業銀行作為主承銷商的 Conergy AG 的 IPO 就被評為歐洲最佳中小企業融資，2008 年公司又承銷了再生能源企業 Manz Automation、Roth & Rau、Solar Millennium 的增發融資，以及生命科學公司 Fresenius 和商業地產公司 IFM Immobilien AG 的後續融資業務，併成為當年德國唯一一次 IPO——太陽能公司 SMA Solar Technology AG 的主承銷銀行。

第六，除發行承銷外，德國商業銀行還創新推出了針對中小企業的公司金融服務，包括併購重組、資產證券化、結構化併購融資和結構化免稅產品等。

針對中小企業負債率高的問題，德國商業銀行專門成立了一家子公司提供夾層融資服務，即將資產抵押融資與股權關聯融資相結合的複合融資品種，融資期限較一般銀行貸款期限更長，以適應成長性中小企業的資金需求。此外，公司還成立了 4 個金融工程小組，專門為中小企業定製設計融資結構，這一年公司藉助結構化的融資安排完成了 10 項併購。

第七，德國商業銀行在中小企業融資方面突破傳統，創新租賃融資業務。德國

商業銀行將設備租賃業務拓展至融資租賃領域，以幫助中小企業實現表外融資，租賃物的範圍包括機器設備、運輸工具、IT 系統，甚至知識產權等無形資產。此後，德國商業銀行又引入了針對小企業的網上租賃。在金融危機中，企業更多選擇租賃而非購買，使設備租賃業務的規模逆市增長。

第六節 紐約-泛歐證交所

本次參訪就資本市場整合(Capital Market Integration)、歐洲現貨市場(European Cash Market)及衍生性商品市場(Derivatives)三大主題進行說明：

(一)資本市場整合 Capital Market Integration

歐洲交易所自 2000 年起即進行一連串整併。首先於 2000 年巴黎交易所、比利時布魯塞爾交易所及荷蘭阿姆斯特丹交易所合併為第一個泛歐交易所 Euronext N. V.。2002 年泛歐證券交易所 Euronext N. V. 隨後擴大到包括葡萄牙證券交易所及倫敦國際金融期貨交易所 (LIFFE)。續於 2007 年，美國 NYSE Group 與 Euronext 合併為 NYSE Euronext，創建了第一個真正的全球性證券交易所集團，並匯集了整個歐洲和美國。最近於 2011 年 2 月 5 日，德國交易所 Deutsche Boerse AG 與 NYSE Euronext 合併，成為全球最大交易所集團。未來將以整合更多歐洲交易所，成為泛歐交易所為目標邁進。

NYSE Euronext 依功能分為三大部分：衍生性商品、現貨交易與上市、資訊服務與技術解決，分別說明如下：

- 衍生性商品
包括 NYSE Liffe、NYSE Liffe U.S.、美國選擇權、Bclear 之交易及結算。
- 現貨交易與上市
包括美國及歐洲之權益商品、債權商品與 ETP 商品之現貨交易與上市，NYSE Euronext 有超過全球三分之一的現貨交易量。
- 資訊服務與技術解決
包括提供資料服務、交易平台服務、基礎架構服務及企業解決方案服務。

(二)歐洲現貨市場 European Cash Market

紐約泛歐交易所旗下各交易所之運作方式，係由各交易所取得其所屬國家所授

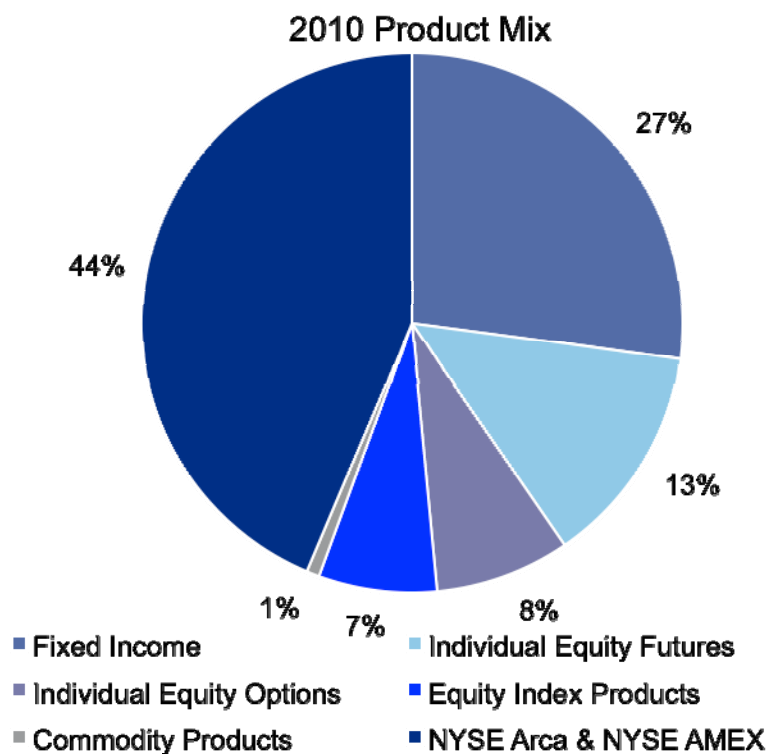
予之許可證，並在紐約泛歐交易所之監督下運作，每個交易所同時也受到各該國家法律及法規規範，或受中央銀行或財政部要求。紐約泛歐交易所集團歐洲市場之規範是由各自的國家主管機關，根據現金及衍生性產品市場的合作備忘錄（MOU）以協調的方式進行。

紐約泛歐交易所歐洲市場之整合於各國法規調和的過程中進行，所有泛歐交易所各交易所係由單一規範守則(Rule Book 1)管理，外加以考量各地區特質之區域規範守則管理(Rule Book 2)。欲加入交易所之成員可選擇其最方便進入之途徑。

(三)衍生性商品市場

紐約泛歐交易所衍生性商品市場之架構包含歐洲之 NYSE Liffe 及美國之 NYSE Liffe US、NYSE Amex Option、NYSE Arca Option。

產品組成比重以 NYSE Arca 及 NYSE Amex 產品為最多，其次為固定收益商品(詳見下圖)。以 2011 年截至 11 月底數據來看，平均每日交易量超過 850 萬，較 2010 年同期成長逾 24%。



第七節 法國興業銀行

一、簡介

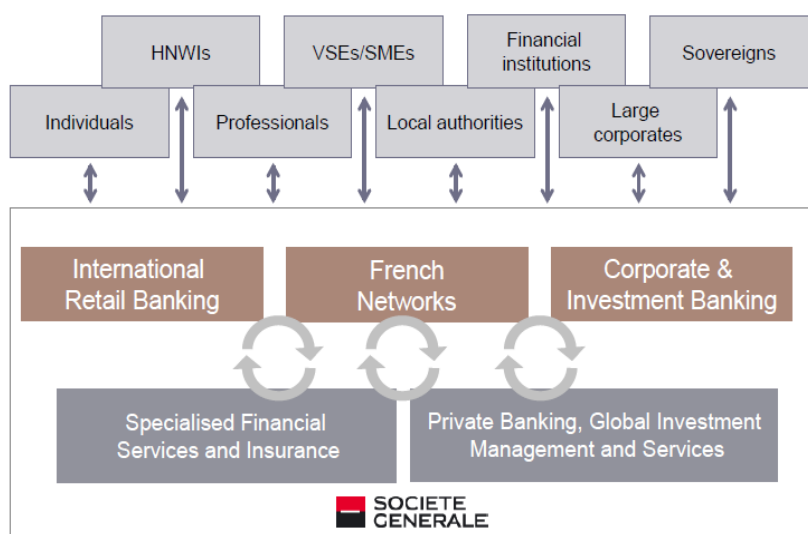
法國興業銀行為法國興業集團（Société Générale Group）成員之一，為法國銀行業三巨頭之一，其創建於1864年5月，總部設在巴黎，公司股票分別於紐約及巴黎證券市場上市交易。

(一)高度國際化之金融機構

在全球 85 個國家有分支機構，擁有超過 3 千 3 百萬個客戶，截至 2011 年 9 月，銀行業務收入淨額（Net Banking Income）高達 196 億歐元，其員工數目則高達 15 萬 7 千人，分別來自世界上 128 個國家，目前 62% 的員工在法國海外工作。

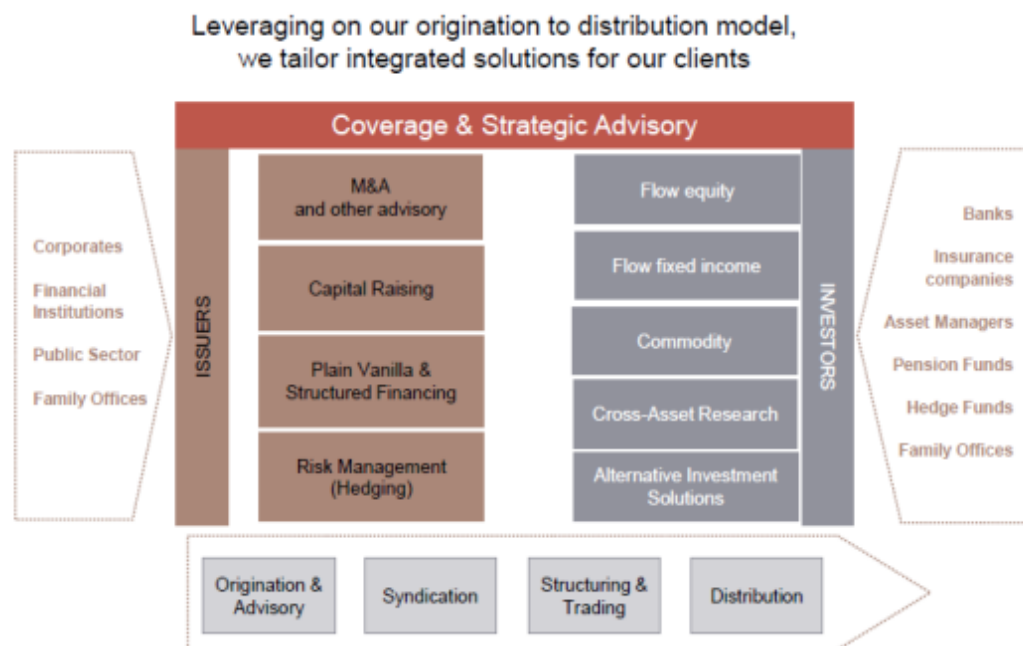
(二)經營主軸

以 3 個支柱及 2 項核心業務為經營主軸包括以國際零售銀行業務（International Retail Banking）、法國網路部門（French Networks）及企業與投資銀行（Corporate & Investment Banking）等 3 個支柱，以及專門金融與保險（Specialized Financial Services & Insurance）及私人銀行與國際投資管理（Private Banking, Global Investment Management & Services）等 2 項業務，共同協力成就法國興業銀行的蓬勃業務。



(三)專注於 CIB 專業

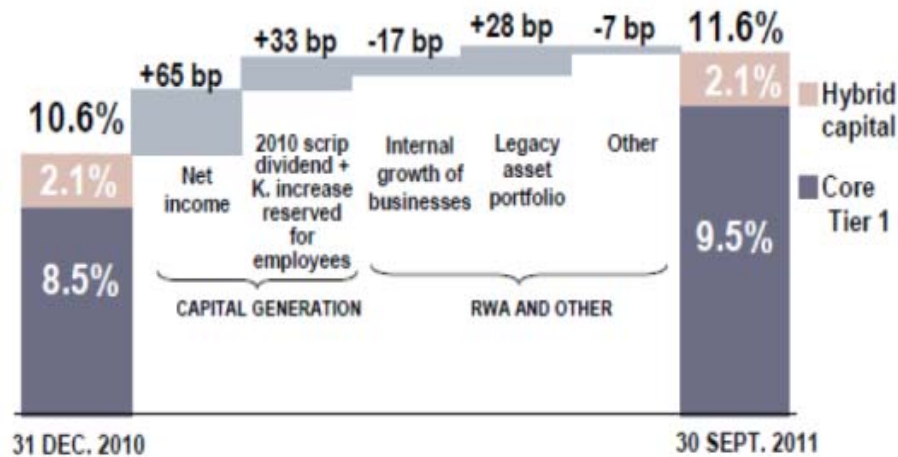
法國興業銀行特別注重其在於企業與投資銀行業務(Corporate & Investment Banking; CIB)的專業，採用以客戶為導向的模組，透過其專業的顧問服務，建立包括提供政府公部門與金融機構等籌資管道，以及提供銀行、保險公司與資產管理者等投資管道的雙向平臺。



(四)財務健全

透過如淨收入(Net Income)增加、2011 年股利保留計畫及減少遺留資產(Legacy Assets)等內部方法，已有效充實資本價值，於 2011 年 9 月第一類核心資本比例(Core Tier 1 Ratio) 即高達 9.5%，整體第一類資本比例亦達到 11.6%，將符合 2012 年 6 月歐洲金融市場對資本要求標準。未來，利用如去槓桿化(Deleveraging)等方法，在不需辦理增資的情況下，將可穩健朝向 2013 年 Basel III CT1 標準(“Well Above 9%”)邁進，達成 BASEL III 的資本適足率標準。

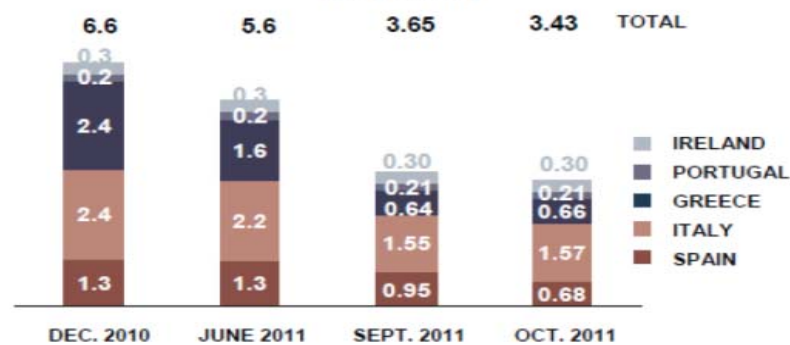
Change in the Tier 1 ratio* over 9 months



(五)PIIGS 暴險低

2011 年 10 月對希臘政府的未償付債券淨額為 575 百萬歐元，對其他歐洲(PIIGS)五國的主權債務整體暴險為 28 億歐元，其中對愛爾蘭及葡萄牙並無大量暴險，且 39% 的暴顯部位將於未來 18 個月內陸續到期，相對風險較低。

Exposure to sovereign risk in the banking book*(1) (in EUR bn)



二、2012 年資產配置建議

(一)2012 年 3 月美國聯準會將實施 QE3

由於近期對美國、歐洲、中國等 2012 年 GDP 成長率之預期普遍大幅下修，因此預期美國聯準會將自 2012 年 3 月實施 QE3，以每個月 750 億美元，買進不動產抵押債券(MBS)，期間 8 個月，總金額 6,000 億美元，規模與 QE2 相同，並預期至 2015

年底美國的聯邦資金利率(Federal Funds Rate)不會調高。

(二)歐元區系統風險升高

由於 PIIGS 國家倒帳風險升高，尤其是義大利及西班牙未來四年需融資 1 兆歐元，加以歐洲各國政府與銀行競逐資金，歐洲央行將會釋出 1 兆歐元資金，歐元必須貶值，美元及英鎊相對歐元有升值空間，並可增加易受美元影響資產部位。

(三)留意中國經濟成長趨緩

2012 年中國 GDP 成長將趨緩，中國政府負債占 GDP 比重為 72.5%，不可能再推出金融海嘯時之大規模振興經濟政策。由於中國經濟成長趨緩，因此基本金屬及外銷導向之製造業受衝擊較大，較看好民生消費內需產業。

(四)企業債券相對優於股票

企業獲利雖然衰退，但由於企業自金融海嘯開始積存現金，去槓桿，因此資產負債表健康，公司債之報酬與風險比相對優於股票。

(五)資產配置建議

1. 買進英國公債，增加英鎊資產部位
2. 買進美國投資等級公司債
3. 買進美國 10 年期公債
4. 買進美元放空歐元
5. 買進黃金放空石油
6. 買進歐洲電信股票放空歐洲公用事業股票

第四章 心得與建議

一、關於歐債問題

本次於聖誕節前赴歐洲金融重鎮法蘭克福及巴黎研習參訪，時值歐債危機席捲全球證券市場，各界憂心其對經濟之衝擊將遠超過 2008 年雷曼兄弟倒閉之際，能夠親身走訪觀察德法兩國觀察一般人民之生活及聆聽歐洲金融業專家學者之看法並與其交換意見，比起僅在國內閱讀各方報告，有更深之體會。

雖說德法兩國並非歐債危機國家，但除了在法蘭克福歐洲央行前的公園有些許響應佔領華爾街之示威露營人士及鬧區有少數乞討者外，因應聖誕節之臨時市集及百貨公司人潮洶湧，而且延長正常營業時間，餐廳亦高朋滿座，並未有臺灣 SARS 及金融風暴期間商店及餐廳門可羅雀之不景氣感覺。

對於歐債問題，拜訪之金融業專家學者，雖然表示並無短期立即見效之解決方式，但大多樂觀的表示歐盟、歐洲央行及 IMF 會透過歐洲穩定機制（European Stability Mechanism, ESM）、歐洲金融穩定機制（European Financial Stability Mechanism, EFSM）及歐洲金融市場穩定基金（European Financial Stability Facility, EFSF）甚至最後以發行歐元各國共同保證之歐洲債券等方式解決希臘債務問題，以避免信心崩潰，危機蔓延，而需花費更多金錢解決，或甚至蔓延至義大利而大到無法解決。

比較發生歐債的希臘等五國與出來領導帶頭解決之德國，歐洲五國政治家爲了選票，不惜以舉債方式擴充社會福利，終造成財政危機；反觀德國前總理施羅德爲提高德國競爭力解決兩德統一時德東之失業問題，而凍結勞工薪資，提高退休年齡，雖然此舉使其於 2005 年喪失總理寶座予梅克爾，但使得德國製造業能具有競爭優勢，能超越英法兩國，成爲歐洲之領導國家，施羅德能義無反顧施行不受選民歡迎卻對國家中長期有利之政策，才是負責之政治家。

這也是國內如何在照顧弱勢推動公平正義、提高勞動生產力創造競爭優勢、改革稅制健全財政求取間取得平衡所需深思。

此外本公司業務受證券市場榮枯影響極大，歐債對全球經濟及金融之影響仍將持續數年，各單位應審慎密切注意其發展並研擬對策，期能將其影響減至最小。

二、關於交易所合併

跨國間交易所之整合及合作已成為國際之趨勢，紐約泛歐交易所集團與德國交易所集團的合併案亦是此次參訪行程中來自證券周邊單位團員所關注之議題。

此合併案可因 IT 及結算整併等產生 3 億歐元的年化成本綜效，新公司亦可由交叉銷售產品、整合流動性及拓展資訊服務等方面取得約 1 億歐元的收入成長，藉由結合兩交易所旗下歐洲衍生性商品市場 Eurex 及 NYSE Liffe(分別為歐洲最大及次大衍生性商品市場)，將掌握歐洲衍生性商品業務的主控權，與目前主導美國期貨與衍生性商品市場的芝加哥商業交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME Group)相互抗衡。

此案雖經德國聯邦金融監管局及美國司法部核准，但歐盟委員會，鑒於德國交易所集團和紐約泛歐交易所集團的合併，有可能引發歐洲金融衍生品市場交易的壟斷，否決了兩個交易所的合併申請。但交易所之合併之趨勢並不會因此而改變。

此外 2008 年 EUREX 與韓國交易所 (Korea Exchange, KRX) 開始合作，KRX 授權 EUREX 於每日韓國盤後時間推出以 KOSPI 200 指數選擇權為標的之短天期期貨契約 (Daily Futures on KOSPI 200 Options)，並參加結算之交易人淨未平倉部位資訊傳輸至 KRX，KRX 則將該期貨契約在 EUREX 之留倉部位轉換為 KRX KOSPI 200 指數選擇權部位。Eurex 公佈其 2011 年第 3 季交易，其中以月份計算的 Eurex KOSPI 產品亦達到 220 萬張。以 EUREX 所來說正是能夠判斷亞洲市場的興起（與韓國結盟、積極向中國發展），並結合地理時區的優勢（和亞洲及美國的交易時段重疊），增加業務量。而韓國交易所將盤後交易放在德交所交易，如此不僅可以增加交易量，也藉由增加交易所的會員數強化彼此的競爭力。

我國應思考整合證券期貨周邊單位力量，協調分配各方資源，以推動證券周邊期貨單位整合。對外則加強與其他交易所之實質合作，思考進行商品互相掛牌及資訊

共享之可行性，以吸引資金，加強國際能見度及競爭力。