

出國報告（出國類別：其他研習）

**2012 年金融人才進階培訓班
德國金融暨管理研習團研習報告**

服務機關：臺銀綜合證券股份有限公司

姓名職稱：邱俊宇(高級辦事員)

派赴國家：德國

出國期間：**2012/9/21~2012/10/2**

報告日期：**2012/11/2**

摘要

人才是金融專業的核心競爭力，人才的培育除了須加強專業知識的傳授外，更須增進與全球金融環境的互動，為培育我國國際金融管理人才，證券暨期貨市場發展基金會(以下簡稱證基會)舉辦之第 16 屆 2012 年「金融人才進階培訓班」，係由證基會依據行政院「區域金融服務中心推動小組」中健全總體金融環境發展策略之具體措施—「加強金融人才培育，提高金融專業水準」規劃辦理。其課程分為第一階段國內培訓及第二階段國外培訓兩部分，第一階段國內培訓主要課程為：掌握資本市場、資產管理、衍生性商品市場、風險管理、公司經營管理與財務決策專業領域之整體發展與實務運作等相關課程；第二階段國外培訓則安排德國當地資深金融專家進行研習課程及參訪德國當地金融機構及大型上市公司，參加課程的學員來自於金管會、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。

本次研習與參訪地點在德國法蘭克福及斯圖加特，研習課程於法蘭克福財務管理學院舉行，參訪機構則包括歐洲中央銀行(ECB)、歐洲期貨交易所(EUREX)、德意志交易所集團(Deutsche Borse Group)、德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investors)、德國資產管理協會(BVI)及 HUGO BOSS 等，本次研習課程包含選擇權商品與結構型商品之介紹，及與參訪機構討論衍生性商品市場現況、全球衍生性商品結算交割最新趨勢、歐債危機最新發展狀況、德國資產管理業務展望及上市公司經營策略等議題。

本報告共計四章，第一章為前言，就本次出國目的及行程內容作概略性介紹，第二章為研習課程，就課程內容擷取重點敘述，第三章為參訪機構，就參訪機構之簡報及訪談內容摘錄重點，第四章則為此次研習的心得與建議。

目次

| | |
|---|----|
| 第一章 前言..... | 4 |
| 第二章 研習課程..... | 4 |
| 第一節 選擇權商品..... | 4 |
| 第二節 結構型商品..... | 10 |
| 第三章 參訪機構..... | 15 |
| 第一節 歐洲中央銀行(CEB)..... | 15 |
| 第二節 歐洲期貨交易所(Eurex)..... | 18 |
| 第三節 德意志交易所集團(Deutsche Borse Group) | 21 |
| 第四節 德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investors)..... | 23 |
| 第五節 德國資產管理協會(BVI)..... | 27 |
| 第六節 Hugo Boss..... | 30 |
| 第四章 心得與建議..... | 33 |

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)舉辦之第16屆2012年「金融人才進階培訓班」,係由證基會依據行政院「區域金融服務中心推動小組」中健全總體金融環境發展策略之具體措施—「加強金融人才培育,提高金融專業水準」規劃辦理。其課程分為第一階段國內培訓及第二階段國外培訓兩部分,參加課程的學員來自於金管會、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。而本次德國金融暨管理研習團出國的目的在於培訓學員金融知識、拓展學員國際化的視野,並與國外金融機構建立交流的管道,本公司派邱俊宇一員參加,希望藉由本次的訓練,培訓公司之金融人才。

二、行程內容

本次研習與參訪地點在德國法蘭克福及斯圖加特,行程分為兩部分,第一部分係於法蘭克福財務管理學院舉行「選擇權商品」及「結構型商品」課程研討;第二部分為參訪行程,參訪機構則包括歐洲中央銀行(ECB)、歐洲期貨交易所(EUREX)、德意志交易所集團(Deutsche Borse Group)、德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investors)、德國資產管理協會(BVI)及 HUGO BOSS 等。

第二章 研習課程

本次研習課程於法蘭克福財務管理學院(Frankfurt School of Finance and Management)舉行,主題包括選擇權商品及結構型商品,茲分述如下:

第一節 選擇權商品

衍生性金融商品有別於傳統金融工具(例如貨幣、債券、股票和外匯市場等工具)的地方在於,前者必須依附在後者而衍生出來;換句話說,衍生性金融商品即是從外匯、債券、股票、短期票券等現貨市場上所衍生出來的金融商品。因此,如果現

貨市場資產的價值產生變化，衍生性金融商品的價值就會隨之變動。衍生性商品種類繁多，一般可分成基本四類：遠期合約、期貨、選擇權及金融交換(Swap)，此四類基本的衍生性商品與多種標的物組合，則可發展出多種類衍生性金融商品，種類包含金融資產、農產品、貴金屬、工業原料等。本次課程將介紹選擇權的基本概念，作為踏入衍生性商品世界的大門。

一、選擇權的基本概念

選擇權是一種合約，合約的買方(buyer)有權利，但無義務在未來特定日子(到期日，Maturity)當天或之前任一天，以特定的價格(履約價格或執行價格，Strike Price 或 Exercise Price)買進或賣出特定數量的商品或證券(標的物，Underlying Asset)。如果是買進的權利就稱為買權(Call Option)；如果是賣出的權利就稱為賣權(Put Option)。因此就買權而言，買方在約定期間內有以特定價格買入特定數量標的物的權利；相對的，買權的賣方(seller 或 writer)則有應買方要求履行賣出的義務。至於賣權的買方則有在約定時間之內，可以以特定價格賣出特定數量標的物的權利，所以賣權的賣方則有應買方要求履行買入的義務。無論是買權或是賣權，如果買方的權利只可以在未來特定日當天(通常為到期日)才能行使，稱為歐式選擇權(European Option)；如果買方的權利可以在到期日當天或之前的任何時間皆可以行使，則稱為美式選擇權(American Option)。

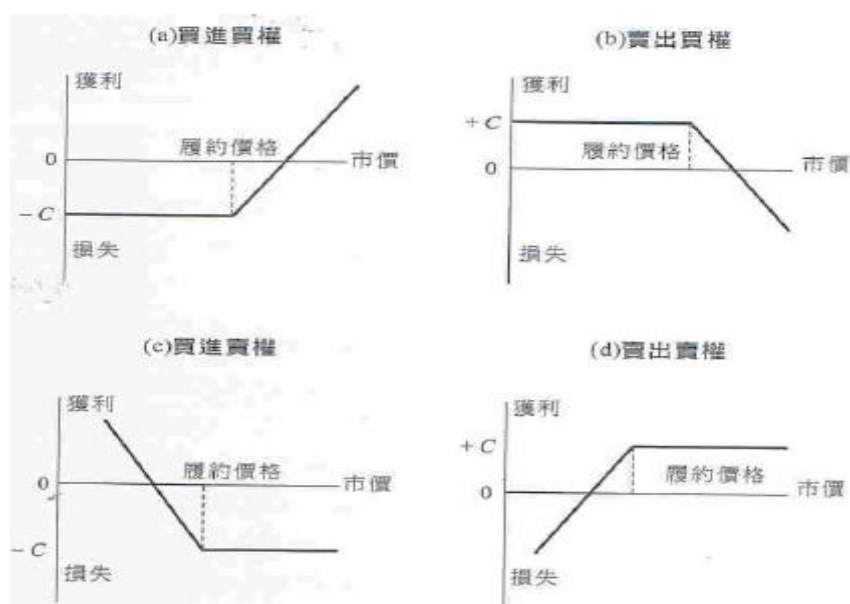
選擇權使買方取得能在事先約定的期間內，依照履約價格買賣標的物的權利，因此屆時買方可以選擇履約以賺取利益，也可以放棄履約而損失原先支付的權利金(Premium)，產生有限的損失；但是賣方則不同，一旦收取買方的權利金後，在買方的請求下就有履約的義務，因此選擇權買賣雙方權利義務不對等，大幅顛覆傳統金融工具的損益思維，與現貨、遠期合約、期貨契約、交換合約等買賣雙方具有相同權利義務關係的衍生性商品合約大不相同。

二、選擇權操作的基本策略

選擇權的操作策略很多，而單一策略則是選擇權最基本的操作模式，因為選擇權可分為買權與賣權，而買權與賣權又可以分別當買方或賣方，因此產生下列四種

最基本的單一部位操作策略：

1. 買進買權(Buy Call 或 Long Call)
2. 賣出買權(Sell Call 或 Short Call)
3. 買進賣權(Buy Put 或 Long Put)
4. 賣出賣權(Sell Put 或 Short Put)



由上圖可解釋單一部位策略的損益情況：圖中橫軸為選擇權標的物在到期日或買方行使權利時之市價，縱軸為交易選擇權的獲利(損失)，就買進買權而言，買方給付權利金給選擇權賣方，雙方約定在未來某一特定時點，若標的物的市場價格高於履約價格，選擇權買方有權向選擇權賣方依履約價格買進特定數量的特定標的物。若未來市場價格低於履約價格(此即為買權價外，Out-of-The-Money)，選擇權買方放棄選擇權的權利，即產生權利金的損失。相對而言，若市場價格高於履約價格(此即為買權價內，In-The-Money)，選擇權買方要求選擇權賣方履行選擇權契約，以事先約定的價位買進特定數量的標的物。當標的物市價愈高，選擇權買方的獲利愈高，買方因而具有獲利無限、風險有限的特性。

就選擇權買權的賣方(賣出買權)而言，賣方收取選擇權買方所給付的權利金，期初時雙方約定在未來某一特定時點，若標的物價格高於履約價格，選擇權賣方將依買方請求依履約價格賣出特定數量標的物給買方。賣出買權雖然可以收取權利

金，但需承擔標的物市場價格高於履約價格的風險，賣方必須以較低的履約價格賣出標的物，而產生損失。然而，當標的物的市價低於履約價格時，買方不會要求履約，賣方可賺取固定的權利金，因此賣方具有獲利有限、風險無限的特性。

選擇權賣權的買方(買進賣權)期初給付權利金給選擇權賣方，雙方約定在未來某一特定時點，買方有權向賣方依履約價格賣出特定數量的標的物。因此，到期時若市場價格高於履約價格(此即為賣權價外)，買方將放棄選擇權的權利，此時權利金則被視為損失。若標的物市場價格低於履約價格(此即為賣權價內)，選擇權賣權的買方將請求賣方履行選擇權契約，即以履約價格賣出特定數量的標的物給賣權的賣方。

選擇權賣權的賣方收取買方支付的權利金，雙方約定在未來某一特定時點，在買方的請求履約之下，賣方必須依履約價格向買方買進特定數量的標的物。若標的物市場價格低於履約價格，賣權的買方將請求履行契約，則選擇權賣方將以高於市場價格的履約價格買進特定數量的標的物，此時賣方就會有損失；若標的物未來市場價格高於履約價格，則賣權的買方會放棄選擇權的權利，此時賣方期初所收取的權利金就會被視為賣方的獲利。

由上圖可知，不論買權或賣權，買方與賣方的損益恰為對稱，因此買方的獲利(損失)剛好就是賣方損失(獲利)，故選擇權為一零和遊戲(Zero-Sum Game)。另外，買權或賣權的買方事先給付的權利金為最大損失，若市場行情走勢如事先預期，則會有較大的獲利空間。不論買權或賣權的買方都有權利選擇是否要履約，而賣方只有被動接受此一要求的義務。綜前所述，選擇權的買方風險有限、獲利無限，因此選擇權也被稱做報酬與風險、權利義務不對稱的金融商品。

三、選擇權的評價

選擇權的評價模型在學術界及實務界一直備受矚目，但在 1970 年代以前，一直無法得到令人滿意的評價模型，原因在於找不到適當的隨機過程來描述標的物價格的波動行為，或是所需要的參數不容易取得。直到 1973 年，布雷克(Fi sher Black)與舒茲(Myron Schol es)在選擇權之標的物價格符合幾何布朗運動(是一種兼具連續

時間與連續狀態的隨機過程)下，才成功推導出不付股利的歐式買權 Black & Schol es 選擇權評價模型(簡稱 BS 模型)。

BS 模型的公式如下(無股利的歐式買權)：

$$C = SN(d_1) - Xe^{-r}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)\tau}{\sigma\sqrt{\tau}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{\tau}$$

其中，C 是買權的理論價格，S 代表標的物的市場價格，X 是買權的履約價格，r 是無風險利率， $\tau = T - t$ 是選擇權剩下的到期期間(所以 T 為選擇權的到期期間，t 為現在時間)。N(d1)與 N(d2)代表標準化常態分配的累積機率密度函數，其數值可由查表得知，而且必介於 0 與 1 之間。所以，N(d1)與 N(d2)分別就是代表隨機變數等於或小於 d1 與 d2 的機率。當 d1 與 d2 愈大，則 N(d1)與 N(d2)就會愈接近於 1；當 d1 與 d2 愈小，則 N(d1)與 N(d2)就會愈接近於 0。 $\ln(\cdot)$ 是自然對數函數， $\sigma = \sqrt{\text{var}\left(\frac{dS}{S}\right)}$ 是標的物價格報酬率的標準差。

BS 選擇權評價模型的重要性，在於考量了 5 個影響選擇權價格的因子。這 5 個因子都可以輕易觀察得到或是估計出來，分別是；標的物市價 S、履約價格 X、無風險利率 r、距離到期日期間 τ 、波動性(以標的物價格報酬率的年化標準差 σ 來衡量)。而 BS 選擇權評價模型的公式可以被嚴謹的證明，推導的過程雖較麻煩，但是卻很容易被使用，更重要的是對一個長久無法解決的問題提出解決方案，成為學術與實務界的新里程碑。

四、BS 選擇權評價模型敏感度衡量指標

根據對 Black & Schol es 歐式選擇權的公式作類似經濟學中的比較靜態分析，我們就可以得到當其他影響選擇權價格的因子不變時，某一因子的變動對選擇權價值的影響，因而就會產生 5 個敏感度的衡量指標，分別為：Delta(δ)、Gamma(γ)、Theta(θ)、Vega(v)、Rho(ρ)。選擇權價格變動可利用前述 5 個希臘字母衡量指標來觀

察各因子對權利金影響的敏感度，因此也成為選擇權操作的重要指標與風險控管的衡量工具。以下針對 5 個希臘字母衡量指標作簡述：

1. Delta(δ)-選擇權的 Delta 係衡量單位標的物價格變動下，選擇權價格變動的幅度。對買權而言，由於標的物市價上漲時，買權愈有價值，因此買權之 Delta 為正值；相對地，標的物市價上漲時，賣權價值愈低，因此賣權之 Delta 為負值。以買權而言，當 δ 值愈大(如愈接近 1)時，表示買權愈值得履約，因此對買權 Delta 而言， $\delta > 0.5$ 表示價內； $\delta = 0.5$ 表示價平； $\delta < 0.5$ 表示價外。而對賣權 Delta 而言， $-1 < \delta < -0.5$ 表示價內； $\delta = -0.5$ 表示價平； $0 < \delta < -0.5$ 表示價外。除此之外，Delta 除了可衡量選擇權價格變動相對於標的物價格變動之比率外，就選擇權投資部位之風險管理而言，可視為規避風險的數量指標，稱為「避險比率」，即避險所需契約數量與選擇權數量的比率，因此避險所需數量為(以股票選擇權為例)：避險股數 = $\text{Delta} \times \text{選擇權契約口數} \times \text{每口契約股數}$ 。

2. Gamma(γ)-選擇權的 Gamma 係衡量單位標的物價格變動下，選擇權 Delta 變動的幅度。不論是買權或賣權，Gamma 值會相同，且均大於 0。當選擇權部位在價平時(即買權之 $\delta = 0.5$ 或賣權之 $\delta = -0.5$)， γ 值最大，Delta 對標的物市價之變動最敏感，風險最高；當選擇權部位在價內或價外時(即買權之 δ 接近 0 或 1，或賣權之 δ 接近 0 或 -1)， γ 值最小，Delta 對標的物市價之變動敏感性最低，風險也最低。

3. Theta(θ)-選擇權的 Theta 係衡量單位時間變動下，選擇權價格變動的幅度。由於選擇權價格隨時間經過而變動，且通常隨時間消逝而下跌，因此 θ 又稱為「時間損耗因子」(time decay factor)，對於買權或賣權的買方，其價值隨時間經過而減少，即通常 $\theta < 0$ ，然對賣權的買方而言，當履約價格高於標的物市價時，將使賣權價格上漲的幅度大於時間價值下跌的幅度，此時，可能使 $\theta > 0$ 。

4. Vega(v)-選擇權的 Vega 係衡量單位標的物價格之波動下，選擇權價格變動的幅度。如標的物價格波動程度愈大，選擇權價值愈高，因此不論買權或賣權之 Vega 值均大於 0，且 Vega 值愈大，表示選擇權的價格相對於標的物價格的波動性敏感性愈大。

5. Rho(ρ)-選擇權的 Rho 係衡量單位利率變動下，選擇權價格變動的幅度。一般而言，利率愈高，買權買方未來行使購入權利所支付的現金流量折現值愈低，因此買權價格愈高，即 $\rho > 0$ ；相對地，利率愈高，賣權買方未來行使出售權利時所收取的現金流量折現值愈低，因此賣權價格愈低，即 $\rho < 0$ 。

除了上述敏感度衡量指標外，以下介紹實務上許多投資人作為操作選擇權參考依據的指標，分別是隱含波動率(Implied Volatility)及波動率指數(Volatility Index，VIX)：

1. 隱含波動率(Implied Volatility)-係指選擇權本身的波動率，即使選擇權理論價格等於實際市場價格的波動率。通常以 BS 選擇權評價模型算出選擇權價格時，與實際市場價格可能有些差距，至於導致差距的因素可能是利率或波動率的假設，因此在假設選擇權理論價格等於實際價格下，所求得之波動率稱為「隱含波動率」。當預期隱含波動率上升時，表示選擇權價格將上漲；相對地，當預期隱含波動率下跌時，表示選擇權價格將下跌。

2. 波動率指數(VIX)-係由美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)於 1993 年所推出之指數，用來衡量選擇權投資人對未來股票市場波動率的預期。VIX 指數與股價指數兩者呈現反向變動的關係，該指標反映了選擇權市場參與者對於大盤後勢波動程度的看法。當 VIX 指數愈高時，表示市場參與者預期後市波動程度將會更加劇烈，也同時反映其不安的心理狀況，故 VIX 指數又稱為「恐慌指數」。因此，投資人可藉由 VIX 指數之變化，對未來股票市場之走勢有進一步的了解，可作為交易及避險操作策略之參考。

第二節 結構型商品

結構型商品(Structured Products)是一種結合固定收益商品(Fixed Income Product)與衍生性金融商品的金融商品，又稱為組合型商品。其中，固定收益商品部分提供契約本金的基本利息收益，有到期保本、固定配息與降低持有風險之功能；而衍生性商品部分則有槓桿效果，發揮降低成本及提高報酬的功能，有助於提高整

體報酬或改變風險型態。

固定收益商品部分包含債券、國庫券、銀行定存等；衍生性商品部分則可能包括選擇權、期貨、遠期契約或交換契約等，依標的物不同而可以連結到單一個股、一籃子股票、股價指數、基金、利率、匯率、貨幣、商品價格或信用等。由於 2008 年全球性的金融海嘯，許多結構型商品紛紛違約，嚴重影響投資人之權益與金融市場之秩序，以下將針對結構型商品種類、新奇選擇權、可轉換公司債資產交換及 CPPI 投資策略進行基本的介紹。

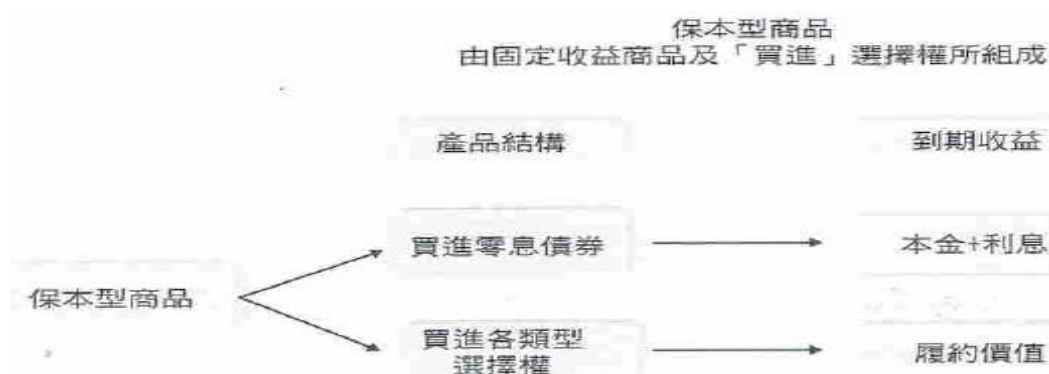
一、結構型商品之種類

1. 保本型商品(Principle Protected 或 Principle Guaranteed Product)-係指投資人在到期時，可回收事先約定比例之本金，並透過所連結之標的資產選擇權，使投資人得以在選擇權操作獲利，獲取約定比例的報酬。「保本型商品」的設計及報酬計算如下：

保本型商品 = 固定收益商品 + 買進選擇權

總報酬率 = 保本率 + 參與率 * Max(連結標的資產選擇權報酬率, 0)

上述公式中，「保本率」為到期時投資人可領回之期初投資本金(原幣)之保障比率；「參與率」指投資人參與所連結標的選擇權非負報酬的分配比率。由於保本型商品本身為規避風險程度較高的商品，因此其所連結之選擇權為「買進」選擇權標的，假如選擇權無履約價值，損失最多僅有權利金而已。



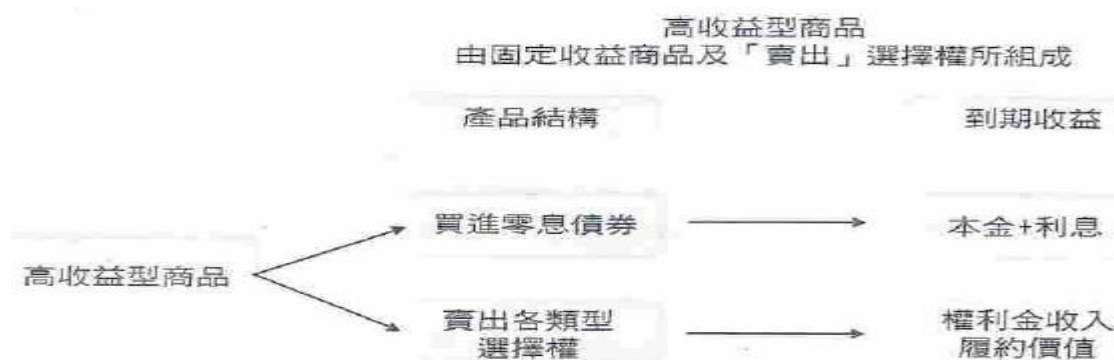
保本型商品最初之設計僅為一固定收益商品再買進買權(看多)或買進賣權(看空)，但因後來選擇權種類的推陳出新，也設計出與「新奇選擇權」(Exotic Option)

連結之保本型商品，如「界限選擇權」(Barrier Option)、「回顧型選擇權」(Lookback Option)、「績效差異選擇權」(Out performance Option)、「彩虹選擇權」(Rainbow Option)、「數值選擇權」(Binary Option)、「後決選擇權」(Choose-Later Option)等，這些商品除可符合不同投資人需求外，也由於「新奇選擇權」的權利金通常較低，故可提高投資人之參與率。

2. 非保本型商品或高收益型商品(Yield Enhanced Product)-在固定收益部分係採取投資零息債券，以降低期初投資額；在衍生性商品部分則多以「賣出」選擇權為連結標的，則可以收取權利金收入以提高報酬，但如在標的資產價格波動劇烈時，則可能損失全部或部分本金。其設計概念如下：

高收益型商品 = 一般債券(多為零息債券) + 賣出選擇權

上述公式中，「賣出」選擇權策略乃基於預期未來標的資產不會大漲或大跌，預期為「盤漲」或「盤跌」。此類契約常設計履約價格為期初價格之某一比例，當選擇權為價內時，投資人可拿回名目本金，而當選擇權操作失利時，投資人僅能拿回扣除損失後之名目本金。



二、新奇選擇權介紹

隨著標的物種類的增加、價格變動的不確定升高，以及同時面臨多種風險的可能性，投資者對避險工具的需求也逐漸衍生出具各項特殊報酬型態的選擇權，此類選擇權統稱為「新奇選擇權」。而新奇選擇權可粗略分為三類：第一類-如標的物之前後期市價具相關性稱為「路徑相依」選擇權(Path-dependent Option)；第二類-選擇權之報酬與多資產之績效有關者稱為「多資產」選擇權(Multi-asset Option)；

而選擇權的報酬與時間有相關者則稱為「時間相依」選擇權 (Time-dependent Option)，以下將新奇選擇權選取部份進行說明。

1. 路徑相依選擇權

- (1) 界限選擇權-此選擇權的價值依標的物是否在有效期間內漲(跌)至事先約定的障礙價格(barrier price)或稱界限價格而定，當標的物價格碰到界限價格時，便有不同的結果發生，可能是出局(knock-out)，也可能是生效(knock-in)，視契約種類而定。
- (2) 回顧型選擇權-一般選擇權的履約價格為固定，而回顧型選擇權的履約價格可以依在「回顧期間」內所歷經的價格，按契約內容選取對選擇權持有者最有利的價格來執行。

2. 多資產選擇權

- (1) 績效差異選擇權-此選擇權的價格取決於選取之兩個標的物價格(或指數)之績效(或報酬)差異，通常以百分比為比較基準，是種獨特的交換選擇權。
- (2) 彩虹選擇權-此選擇權的價格為多個標的物之績效最佳者，即為彩虹選擇權。

3. 時間相依選擇權

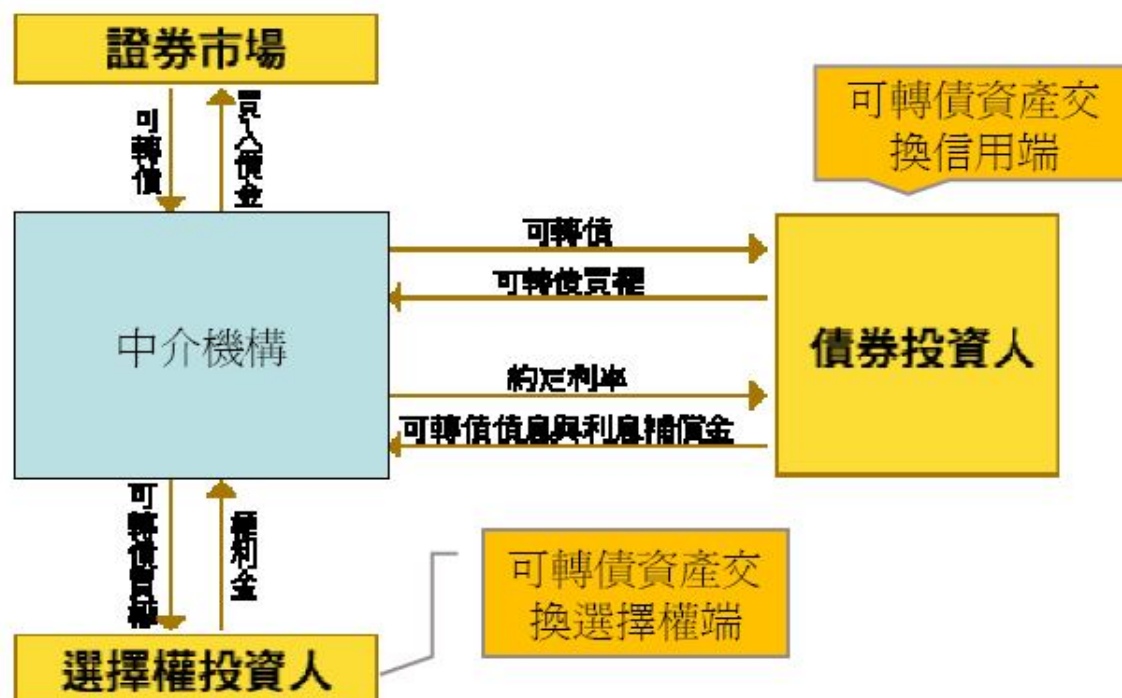
- (1) 數值選擇權-此選擇權的報酬為一定值或 0，即當標的物之市價落在價內範圍時，則獲得一定數額之報酬，否則報酬為零。
- (2) 後決選擇權-此種選擇權的持有人有權在到期前某一段期間，決定該選擇權為買權或賣權，因此在決定的時間點，此選擇權的價值應取買權、賣權之價值較大者。

三、可轉換公司債資產交換介紹

可轉換公司債是持有人得自發行日起屆滿一定時日後，於一定期間內享有按約定之轉換價格或轉換比率，將公司債轉換成普通股之權利。若投資人於轉換期間並未轉換，則到期後，可將可轉換公司債賣回至公司，以收回本金及利息。可轉換公司債是公司債一種，結合債券及股票的金融商品，可以視為嵌入股票選擇權的固定收益證券。由於同時具備債券與選擇權，所以具有下檔有保障(債券特性)，上檔有

無限收入(選擇權特性)的投資工具。

由可轉換公司債衍生而出的金融商品-「可轉換公司債資產交換」也是結構型商品的一種，是將可轉換公司債拆成普通公司債及選擇權兩部份，分別銷售給債券投資人與選擇權投資人。下圖為可轉換公司債資產交換流程圖：



對於債券投資人而言：

若債券投資人欲投資債券且僅要求比普通公司債較高的收益，依其投資標準而適度承擔可轉換公司債發行公司的信用風險同時出售該可轉換公司債的買權(選擇權)，將可獲得較高的投資報酬。因同時與中介機構乘作利率交換，故在現金流量的安排上，將較直接購入的普通公司債有彈性。目前債券投資人主要有商業銀行、保險公司、固定收益型基金、票券公司、保守型的公司等。

對於選擇權投資人而言：

若選擇權投資人僅欲持有可轉換公司的選擇權，可透過資產交換交易，在毋須投入大量資金及承擔發行公司信用風險的情況下，仍享有選擇權的高槓桿倍數、下檔損失有限及股票上漲使得可轉換公司債上漲所帶來的獲利。目前選擇權投資人主要有股票型基金、避險基金、權證投資人、大股東及積極型的公司等。

四、固定比例投資組合保險(CPPI)之介紹

固定比例投資組合保險(Constant Proportion Portfolio Insurance, CPPI)係一簡單的資產組合保險策略，根據 Black and Jones(1987)所提出的概念而衍生出來的投資策略。此投資策略特色如下：

1. 資產組合分別由風險性資產(Risky Asset)和無風險性資產(Risk-Free Asset)所構成，若風險性資產為債券，則無風險性資產為票據；又若風險性資產為股票，則無風險性資產可為債券或票據。
2. 確定固定的資產組合保本底限(Floor)而緩衝為資產組合價值減去保本底限，則緩衝的乘數(倍數)為風險性資產投資，其屬於暴露性資產。
3. CPPI 策略會“追高殺低”，即多頭行情時資產組合會因風險性資產報酬提高而增加，CPPI 會增加暴露性資產，最後有可能百分之百資產組合均投資暴露性資產；反之，CPPI 策略在空頭行情時資產組合有可能百分之百為無風險性資產。
4. CPPI 為一簡單且可靈活操作的保險策略，操作者不需擁有選擇權的常識即可達成類似選擇權賣權的功能(即防止下檔風險)。另外，投資於暴露性資產的規模取決於乘數大小；Black and Jones 認為選擇的乘數愈大代表投資人愈看好未來的股價走勢，但也因此容易使資產組合價值瀕臨下限，一旦緩衝接近於零即停止交易，所以 CPPI 策略具有保本的功能。

第三章 參訪機構

第一節 歐洲中央銀行(ECB)

一、歐洲中央銀行簡介

歐洲中央銀行(European Central Bank, ECB)，簡稱歐洲央行，總部位於德國法蘭克福，係根據 1992 年馬斯垂克條約(Maastricht Treaty)的規定成立，正式成立時間為 1998 年 6 月 1 日，前身為歐洲貨幣局，負責維護歐元區貨幣的穩定，管理主導利率、貨幣的儲備和發行，以及制定歐洲貨幣政策。

爲了避險各項決策受到各國政治干擾，歐洲央行由歐盟(EU)各會員國的中央銀行聯合籌備成立。其運作由董事會負責管理，設有董事會主席，並設有理事會。雖然成立目的及權力均來自於政治，但其決策權力卻由歐洲央行自身掌握，不受各國影響。

自 1999 年 1 月 1 日起 11 個歐盟會員國(葡萄牙、西班牙、法國、義大利、奧地利、德國、盧森堡、比利時、荷蘭、愛爾蘭、芬蘭)開始啓用歐元，各國政府即不再擁有制定各自貨幣政策的權力，而必須遵守歐洲央行所制定的貨幣政策。歐洲央行成爲世界上第一個跨國家貨幣管理的中央銀行，也是唯一可在歐盟會員國間發行歐元的機構。此外歐洲央行保有獨立性，毋須接受歐盟領導機構的指揮，亦不受各國政府的監督。

二、參訪重點

1. 歐洲央行組織結構

歐洲央行是由歐盟所有成員國包括尚未加入歐元區的會員國之中央銀行共同組成的「歐洲央行體系」(European System of Central Banks)，負責統一制定及管理歐元的貨幣和金融政策，以維持歐元區的物價穩定、刺激歐元區的經濟成長。而歐元區各會員國的中央銀行則參與歐元紙幣和歐元硬幣的印刷、鑄造與發行，並負責歐元區支付系統的運作。

歐洲央行行長理事會及執行董事會是歐洲央行兩個主要的決策機構，歐洲央行行長理事會負責制定歐元區的貨幣政策和實施貨幣政策的指導大綱，主要職責是訂定歐元區的貨幣政策目標、利率水準和中央銀行體系準備金數量等。而執行董事會則是負責貨幣政策的實行。此外，並非所有歐盟國家皆參加歐元區，歐洲央行特別於歐洲央行行長理事會和尚未加入歐元區的中央銀行行長組成了第三個決策機構-總務理事會，主要負責協調歐盟內歐元區和非歐元區的貨幣政策。

目前已有 17 個國家使用歐元(符號：€)，合稱爲歐元區，其各國加入年份如下：

1999 年-葡萄牙、西班牙、法國、義大利、奧地利、德國、盧森堡、比利時、荷蘭、愛爾蘭、芬蘭。

2001 年-希臘。

2007 年-斯洛維尼亞。

2008 年-馬爾他、賽普勒斯。

2009 年-斯洛伐克。

2011 年-愛沙尼亞。

2. 歐洲央行的主要任務

歐洲央行係透過主導利率調整、貨幣的儲備和發行等方式，並制定歐元貨幣政策，以維持物價的穩定與維護歐元的價值。為增加歐洲央行的信用，以德國聯邦銀行為模式，從馬斯垂克條約的立法和財政上明確規定歐洲央行是一個獨立機構，獨立於歐盟政府和各國政府之外。此外歐洲央行亦必須確認各會員國的中央銀行是否有依規定且有效的執行其決策。

3. 歐債危機形成背景

2011 年 8 月由希臘引爆歐債危機的序幕，追究發生的近因係於 2008 年 9 月全球金融海嘯所引起的。由於 2008 年全球金融海嘯造成歐美國家經濟陷入衰退，使得政府稅收減少，另外政府同時也增加許多因應經濟衰退及穩定金融的大規模權衡性支出，使得財政收支不平衡及債務金額大幅飆升，造成歐債危機的爆發。而發生的遠因則是歐元區各會員國政經環境不同，各自擁有獨立的財政政策，又各會員國必須遵守馬斯垂克條約與穩定成長協定(the Stability and Growth Pact, SGP)。依據穩定成長協定規定，歐元區各會員國預算赤字不得超過國內生產總值的 3%，政府債務負債比例低於國內生產總值的 60%，如有未符合者，將被處以特定罰金。但在德國、法國反對的情況下，重新修改成較寬鬆的穩定成長協定，使得部份會員國無遵守穩定成長協定意願，而造成該國債務金額大幅增加。換句話說，歐元區僅為一貨幣同盟，缺乏約束各會員國財政支出，此情況造成歐債危機的引爆點。例如希臘等國利用資金寬鬆及不顧財政赤字的情況下，以較高的

利率大量發行公債，但稅收因景氣不振而下滑，使得債務到期無法清償而向外求援。另外，歐洲央行在訂定貨幣政策時無法同時兼顧各會員國之經濟現況，且各會員國經濟體質有強有弱，在貨幣同盟情況下，各會員國無法透過貨幣政策因應景氣變動。因此經濟體質較差的國家，面對 2008 年全球金融海嘯的襲擊後，於 2011 年爆發倒債危機。

4. 面對歐債危機因應措施

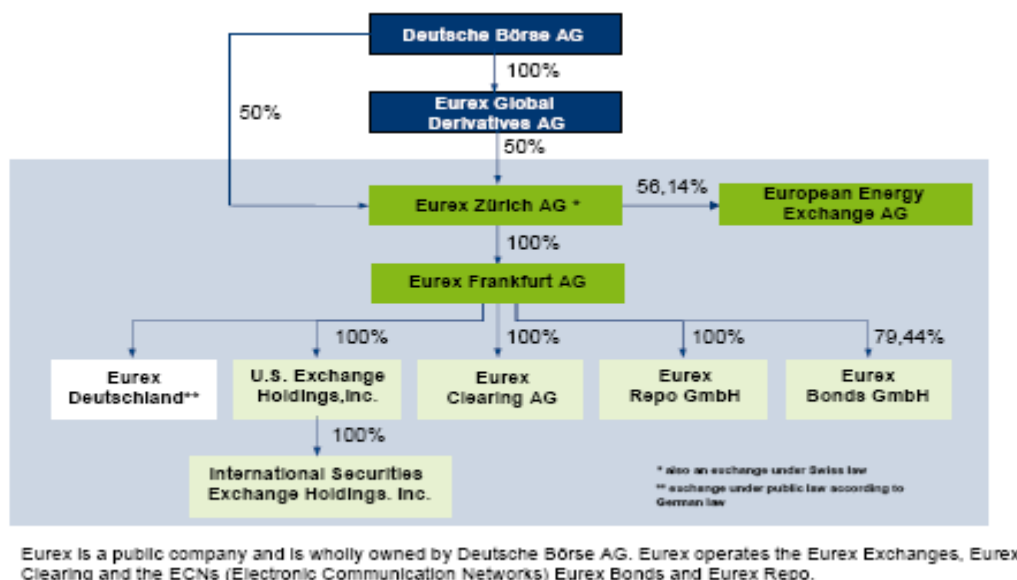
2011 年 11 月底美國 Fed 聯合歐元區、日本、英國、加拿大與瑞士央行調降美元換匯利率，從隔夜指數交換(Overnight index swaps, OIS)加碼 1%調降至加碼 0.5%，減緩歐洲銀行美元流動性短缺問題。歐洲央行陸續將基準利率降至 0.75%，採取調降準備率及放寬擔保品限制等方式，擴大銀行借貸能力，以確保金融市場穩定。歐洲央行於 2011 年 10 月對歐元區銀行提供 3 年期貸款(Long-term refinancing operation, LTRO)措施；持續執行臨時性之「歐洲金融穩定基金」(European Financial Stability Facility, EFSF)讓無法從公債市場融資的會員國繼續提供融資至 2013 年中；於 2012 年 10 月開始運作 5000 億歐元之永久性「歐洲穩定機制」(European Stability Mechanism, ESM)；2012 年 9 月 6 日歐洲央行主席德拉吉宣布將實施「直接貨幣交易方案」(Outright Monetary Transaction, OMTs)，此措施是歐洲央行將在債券次級市場無限量購入歐元區會員國 3 年期以下的政府公債，同時採取沖銷方式以避免購債行動所導致通貨膨脹的問題，惟受援助國家需嚴格遵循 EFSF/ESM 之要求與條件，透過外部監督以達到減債的目標。

第二節 歐洲期貨交易所(Eurex)

一、歐洲期貨交易所簡介

歐洲期貨交易所(Eurex)是全球主要衍生性商品交易所之一，係於 1998 年由德國期貨交易所(DTB)和瑞士選擇權暨金融期貨交易所(SOFFEX)成立。並於 2007 年底併購美國國際證券交易所(ISE)，目前隸屬於德意志交易所集團之下。該集團投資

架構如下：



德意志交易所集團(DBAG)目前直接或間接 100%持有在瑞士設立的歐洲期貨交易所蘇黎士股份有限公司(EUREX Zurich AG)。歐洲期貨交易所蘇黎士股份有限公司再 100%轉投資歐洲期貨交易所法蘭克福股份有限公司(EUREX Frankfurt AG)，而歐洲期貨交易所法蘭克福股份有限公司再分別轉投資歐洲期貨交易所清算股份有限公司、歐洲期貨交易所債券回購股份有限公司、歐洲期貨交易所債券現貨股份有限公司等。

德意志交易所集團於 2011 年開始獨資擁有歐洲期貨交易所，且持續沿用原德國期貨交易所之交易與結算系統，目的係使市場參與者可用最低的成本，透過便利且多元化的管道，能夠交易更多高流動性之金融商品。歐洲期貨交易所截至 2012 年 7 月底止在全球 33 個國家有 431 個會員及 8,088 登記交易人，在主要衍生性商品交易量排名全球期貨交易所第二名，僅次於芝加哥商品交易所集團(CME Group)。

二、參訪重點

歐洲期貨交易所主要採用電子化交易，透過歐洲期貨交易所標準化、分權式之交易系統，使其參與者在全球各地都可以下單交易該交易所之金融商品。此外歐洲期貨交易所擁有流動性極高之國際性金融商品、現代化的結算架構、便捷且具成本效益之交易管道、全球性通路以及先進的高科技設備，使其成為全球主要期貨交易

所之一。

歐洲期貨交易所自行開發或以與其他交易所(如芬蘭赫爾辛基交易所及韓國交易所等)合作之方式，提供其會員與交易人包括股價指數及信用風險等 11 類標準化之衍生性金融商品，分別有股權衍生性商品、股價指數衍生性商品(此兩類均包括選擇權及期貨)、股利衍生性商品、波動指數衍生性商品、ETF 衍生性商品、利率衍生性商品(包括固定收益及貨幣市場)、信用衍生性商品、歐元通膨期貨、商品衍生性商品、氣候衍生性商品(前兩者可在同集團之美國國際證券交易所交易)、財產衍生性商品等。

| | | | | | | |
|---|------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------|---|------------------------------|-----------------|
| Equity derivatives | | Equity index derivatives | | Dividend derivatives | Volatility index derivatives | ETF derivatives |
| Options | Futures | Options | Futures ¹⁾ | | | |
| Interest rate derivatives ¹⁾ | | | Credit derivatives | Euro inflation Futures ¹⁾ | | |
| Fixed income | Money market | | | | | |
| Commodity derivatives | | | | | | |
| CO ₂ derivatives ¹⁾ | Precious metal ¹⁾ | Dow Jones-UBS | Power derivatives ¹⁾ | Agricultural derivatives ¹⁾ | | |
| Coal derivatives ¹⁾ | | Natural gas derivatives ¹⁾ | | Exchange traded commodities derivatives | | |
| Weather derivatives ¹⁾ | | | | Property derivatives ¹⁾ | | |
| USA | Florida | Gulf | | | | |

歐洲期貨交易所下單交易可分成兩類，分別是電子下單交易及電話/預先安排下單交易，其中電子下單交易之委託均於公開市場依據時間及價格先後順序成交，而電話/預先安排下單交易則是以 OTC 議價方式讓買賣雙方撮合成交。歐洲期貨交易所之參與者主要以銀行及券商為主，銀行負責執行外部客戶之委託單及銀行自行參與交易之委託單；券商則執行外部客戶之委託單，此外還有部分券商自行撰寫連結進入歐洲期貨交易所之電子化交易平台執行外部客戶之委託單，以增加委託下單之效率。而在歐洲期貨交易所買賣標的流動量之供給者主要有自營商、選擇權造市商及期貨流動量供給者。

歐洲期貨交易所規劃新金融產品掛牌上市前之評估內容主要有：1. 什麼樣的金融商品種類及特性適合在該交易所交易？例如考量經濟因素、可替代性及交易經常

性。2. 什麼種類的交易者會想交易此金融商品？例如銀行、資產管理者、造市者或私人投資者。3. 交易此金融商品之目的為何？例如價格發現、風險移轉。評估程序主要有：定義該金融商品之風險，例如利率風險、股利風險、隱含波動率及市場變化風險。了解是否有市場需求性及是否有必要建立該新金融商品？之後再來研究評估該金融商品上市後的潛力，例如透過國際清算銀行(BIS)每半年的調查、統計透過OTC 平台之交易資料及取得客戶的反饋及市場的預估值來判斷該新金融商品是否具有潛力。此外，從客戶的反饋取得市場交易數量的預估值，而掛牌後的流動性也是重要考量因素之一。還須評估該金融商品是否可以標準化及是否可運用在高頻交易上。經評估後，該新金融商品適合掛牌，則歐洲期貨交易所會再找機構法人、資產管理者、避險基金、造市者進行諮詢，以規劃契約細節，如交割方式是採現金交割或實體交割、合約的乘數、到期日等。此外在規劃交割結算部分，則須考慮使用何種貨幣、保管方式、風險管理及部位管理等層面。最後再定義契約有何特殊性、結算條件及交易條件等。

第三節 德意志交易所集團(Deutsche Borse Group)

一、德意志交易所集團簡介

德意志交易所集團(Deutsche Borse AG/ Deutsche Borse Group, DBAG)的成立可以追溯到西元 1585 年法蘭克福證券交易所的設立，直到西元 1820 年才有第一檔股票在法蘭克福證券交易所掛牌上市。西元 1987 年 4 月由 17 家銀行及業內人士成立一家選擇權與金融期貨交易所，大約經過 3 年的業務策略規劃與交易系統設計之後，於西元 1990 年成立以電子化下單的德國期貨交易所(DTB)。西元 1992 年成立德意志交易所集團，德國期貨交易所(DTB)於西元 1994 年併入德意志交易所集團。西元 1997 年引進 XetraR 電子化交易系統。西元 1998 年德國期貨交易所(DTB)和瑞士選擇權暨金融期貨交易所(SOFFEX)進行策略聯盟共同投資設立歐洲期貨交易所(Eurex)。西元 2001 年德意志交易所集團 IPO 掛牌上市，西元 2002 年將結算所併入集團內，西元 2007 年底併購美國國際證券交易所(ISE)。

二、參訪重點

德意志交易所集團是交易服務的提供者，其服務範圍包含現貨及期貨市場從上市、交易、結算、交割到保管提供了一條龍服務，使該交易所擁有高效率的服務品質。該集團西元 2011 年營收為 23 億歐元，排名全球第二，僅次於美國芝加哥商品期貨交易所集團(CME)的 24 億歐元，高於紐約泛歐交易所集團(NYSE Euronext)的 19 億歐元。此外，該集團西元 2011 年底市價大約 80 億歐元。

德意志交易所集團旗下子公司法蘭克福證券交易所(Frankfurt Stock Exchange, FWB)以著名的 XetraR 電子化交易系統為基礎，成為全世界最大的電子化交易市場之一。目前歐洲主要金融中心均與該集團有運用 XetraR 電子化交易系統合作，共有 18 個國家，4,600 位交易者連結至 XetraR 平台交易。統計西元 2012 年 1 月至 8 月交易資料，該集團交易所與英國交易所、泛歐交易所、瑞士交易所及盧森堡交易所比較，平均每月各上市公司股票交易筆數 13.2 仟筆排名第二，週轉率 117.3 排名第二，週轉率速度 81.4 排名第一。

| | No. 1 | No. 2 | No. 3-5 | | | | | |
|-------------------|-------|----------------|---------|----------|-------|-----|---|--|
| | | Deutsche Börse | LSE | Euronext | SWX | LUX | | |
| Trades | | 13.2 | 7.2 | 14.7 | 9.5 | 0.0 | Monthly average number of trades per company January 2012 – August 2012 (thousands) | |
| Turnover | | 117.3 | 53.1 | 96.3 | 146.1 | 0.0 | Monthly average turnover per company January 2012 – August 2012 (€ millions) | |
| Turnover Velocity | | 81.4 | 48 | 52 | 43.2 | 0.1 | Turnover/ market capitalisation August 2012 (percent) | |

有了強而有力的交易系統，該集團也積極邀請全球知名企業到該集團交易所 IPO 掛牌，以增加上市公司家數。目前在該集團上市家數有 10,998 家(其中 91%來自於全球 86 個國家的國際化企業)，上市公司類別主要有綠能產業、汽車產業、高科技產業、生命科學產業、軟體資訊媒體業、金融服務業及消費零售業等。，另外還有 150 檔 REITs、21,970 檔債券、1,004 檔 ETF(其中 16%屬於歐洲地區)、981,638 檔憑證或權證、2,821 檔封閉型基金。

| | Automobile | Financial Services | Chemicals | Retail | Consumer | Software | Life Science | Technology Industry | Green Tech |
|---------------|------------|--------------------|-----------|----------|----------|----------|--------------|---------------------|------------|
| German Peers | | | | | | | | | |
| Chinese Peers | | | | | | | | | |

隨著中國經濟實力提升，故該集團交易所也積極尋找潛在中國企業到德國 IPO，資訊科技類企業以及正在尋找海外上市的中國企業是該集團交易所最主要的目標客戶。在西元 2007 年 3 月 30 日，中國企業「工友機械」在德國法蘭克福證券所成功掛牌上市，這是中國企業在德國上市的第一家。截至西元 2012 年 8 月底止共有 38 家中國企業掛牌，預計西元 2012 年底將增加 5 家中國企業掛牌。至該集團交易所掛牌優勢有：許多全球知名領導品牌企業皆在該集團交易所掛牌上市，在拓展品牌時可獲得正面的印象，對公司產品而言代表著品質經過認證。較容易進入歐元區(全球最大及最具流動性的市場)交易，也可與歐元區企業進行策略性合作甚至進行併購以取得具有潛力的新技術。此外在該集團交易所 IPO 從規劃準備、財務業務法律遵循查核、掛牌前法說會到掛牌最快約 5 個月即可完成。該集團交易所近年來舉辦的資本市場研討會，所邀請的投資人超過 5,500 名，300 家上市公司代表，是歐洲最大型的資本市場研討會。此外還有超過 50 場大大小小的主題演講討論會，超過 1,800 場的一對一面談會，以及超過 100 場的展覽會。

第四節 德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investors)

一、德盛安聯資產管理公司簡介

德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investors)為安聯集團(Allianz SE)旗下資產管理核心事業體。安聯集團成立於西元 1890 年，營運總部原設立於德國首都柏林，但因二次世界大戰時柏林總部受炮火襲擊，因此於西元 1949 年將總部轉移至慕尼黑至今。此外該集團於西元 1895 年在柏林證券交易所掛牌上市，並於西元

2000 年在紐約證券交易所掛牌上市。該集團成立至今已超過 120 年，旗下事業體包括保險公司、銀行及資產管理公司，分別在歐洲、美洲及亞洲皆設有營運據點，全球大約有 70 多個重要國家設立服務據點，同時服務超過 7,600 萬名客戶接受即時及完整的金融服務，是全球著名的金融保險服務集團。該集團截至西元 2012 年第一季度止營收約 1,040 億歐元，資產管理規模達 17,480 億歐元

Holding Structure (Simplified)



德盛安聯資產管理公司為全球最大主動式資產管理公司之一，分別在歐洲、亞洲及美洲各設有 13 個、7 個及 4 個營運據點，全球約有 2,800 名員工，其中包含超過 500 名投資專家。截至西元 2012 年 6 月底止，資產管理規模約 2,910 億歐元，其中機構法人與個人客戶比重分別為 75%及 25%，顯示該公司服務受到機構法人青睞。德盛安聯資產管理公司的價值觀和行為準則為「洞悉先機、投資有道(Understand. Act.)」，其意義為在資訊泛濫年代，洞悉先機，方能提前掌握優勢；付諸行動，才能全力發揮潛能及績效。此外該公司係以客戶為尊，且致力於形成創造力、領導力和互相尊重的環境，吸引和維持最優秀的人才，並重視成長與獲利。

二、參訪重點

本次參訪該公司安排分析師針對全球總體經濟及形成歐洲債務危機發表看法，重點如下：

1. 全球總體經濟：在經濟趨勢方面-根據美國採購經理人協會(NAPM)發佈 8 月份製造業採購經理人指數(PMI)資料顯示，全球經濟呈現緩步成長，景氣低迷尚未到達谷

- 底。歐洲地區各國的經濟衰退的情況也呈現分歧的狀況，英國經濟也步入衰退中。
2. 勞動力市場：美國勞動力市場受到西元 2012 年年初天候因素的影響，呈現扭曲的態勢，失業率及勞動參與力皆持續下降中。
 3. 物價：截至西元 2012 年年中，通貨膨脹率上升情形已趨緩，惟受到石油及農產品價格暫時性上漲的影響，導致通貨膨脹率暫時性的加速增加。
 4. 貨幣政策：各國中央銀行持續維持寬鬆的貨幣政策，以維持金融市場能夠從經濟持續低迷不振向上回升。
 5. 財政政策：歐元區的財政緊縮政策仍未鬆綁，惟整合期間仍須一段時間才能達成。
 6. 風險因子：由於希臘引起的歐債危機，許多受援助或債務保證的國家必須力行緊縮政策，造成該國國內投資及建設減少，導致青年失業率大增，由年輕人發動的歐洲版「阿拉伯之春」陸續在歐洲地區爆發，也造成許多國家政黨輪替，使得政治不穩定性逐漸升高。此外美國實施 QE3 也將導致大宗商品價格預期價格上漲，以及美國「財政懸崖」(Fiscal Cliff)沒有因應措施，皆可能對全球總體經濟投下不確定炸彈。

該公司預測全球主要國家 GDP(西元 2012 年 9 月數據)，西元 2012 年及 2013 年預估數全球 GDP 分別為 3.1%及 3.4%、美國 GDP 分別為 2.2%及 2.2%、歐元區 GDP 分別為-0.4%及 0.7%、中國 GDP 分別為 7.6%及 8.0%，除了中國以外，美國及歐元區 GDP 維持小幅度成長。

該公司預測全球主要國家消費者物價指數(CPI)(西元 2012 年 9 月數據)，西元 2012 年及 2013 年預估數美國 CPI 分別為 2.0%及 2.0%、歐元區 CPI 分別為 2.3%及 1.7%、中國 CPI 分別為 2.7%及 3.0%，顯示全球主要國家 CPI 增幅尚屬可控制範圍內。

| Gross Domestic Product Constant Prices (YoY) | | | | | Consumer Prices (YoY) | | | |
|---|------|------|------|------|--------------------------|------|------|------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| World* | 5.1 | 3.9 | 3.1 | 3.4 | na | na | na | na |
| USA | 2.4 | 1.8 | 2.2 | 2.2 | 1.6 | 3.2 | 2.0 | 2.0 |
| Japan | 4.5 | -0.8 | 2.3 | 1.7 | -0.7 | -0.3 | 0.1 | 0.2 |
| UK | 2.1 | 0.7 | -0.4 | 1.5 | 3.3 | 4.5 | 2.2 | 2.1 |
| Eurozone | 2.0 | 1.5 | -0.4 | 0.7 | 1.6 | 2.7 | 2.3 | 1.7 |
| Germany | 3.7 | 3.0 | 0.6 | 1.0 | 1.2 | 2.5 | 2.0 | 2.0 |
| Switzerland | 3.1 | 2.1 | 1.3 | 1.3 | 0.7 | 0.3 | -0.3 | 0.7 |
| Brazil | 7.6 | 2.8 | 1.4 | 4.1 | 5.0 | 6.6 | 5.2 | 5.7 |
| Russia | 4.3 | 4.3 | 3.7 | 3.6 | 6.9 | 8.5 | 4.9 | 6.0 |
| India | 8.5 | 7.1 | 5.8 | 6.0 | 12.1 | 8.9 | 9.9 | 10.0 |
| China | 10.4 | 9.2 | 7.6 | 8.0 | 3.3 | 5.4 | 2.7 | 3.0 |
| Hong Kong | 7.1 | 5.0 | 2.2 | 3.9 | 2.4 | 5.3 | 4.0 | 3.4 |

*) Based on PPP

美國「財政懸崖」於西元 2013 年將自動削減政府支出及加稅估計金額

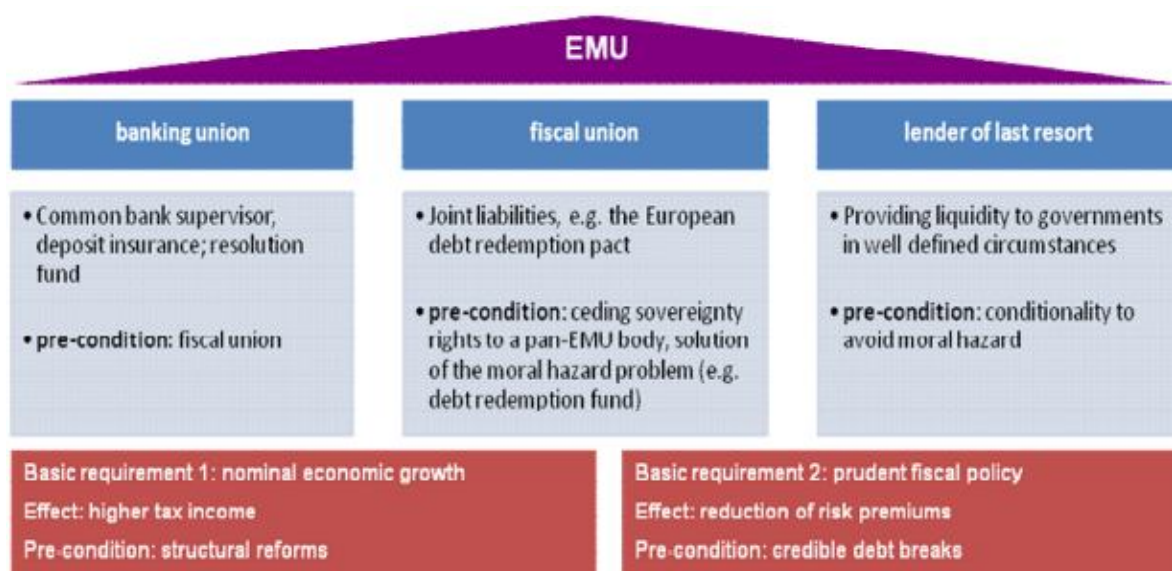
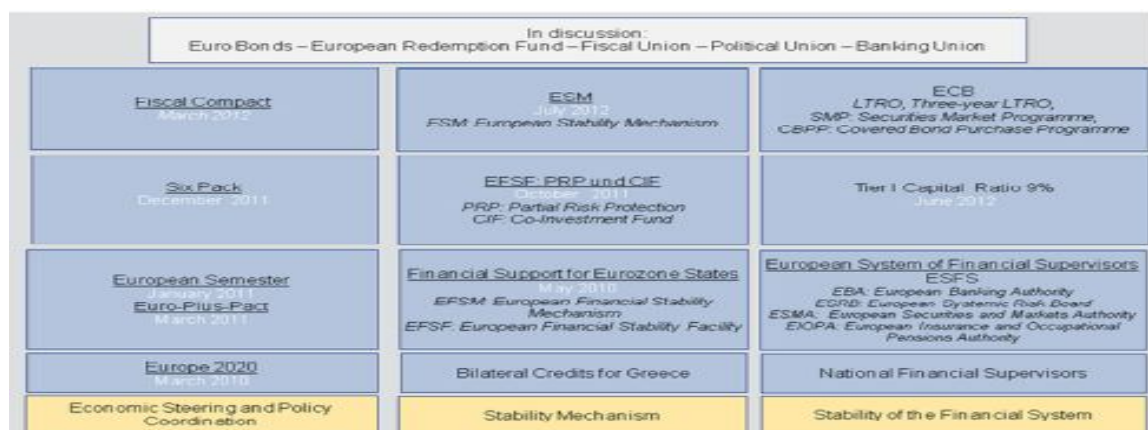
| Area of spending cut | Amount in bn USD |
|--|------------------|
| Phase-out of "Bush area" tax breaks | 221 |
| Phase-out of payroll tax break | 95 |
| Phase-out of tax advantages according to "affordable care act" | 83 |
| Automatic spending cuts ("sequestration") following the failure of the "super committee" | 65 |
| Phase-out of the jobless claims for long-term unemployed paid by the federal government | 26 |
| Others (e.g. cut of Medicare co-payments to medicating doctors) | 105 |
| Subtotal | 607 |
| Minus "automatic stabilizers" (additional spending and decreasing tax income for cyclical reasons) | -47 |
| Total effect | 560 |

2008 年 9 月發生全球金融海嘯衝擊全球經濟，使歐美主要國家爲了營救需求不振的景氣，紛紛採取緊急降低利率及擴大財政支出等措施因應。惟經濟衰退造成歐洲各國稅收減少，使得財政收支產生赤字。歐洲債務危機起源可追溯成立歐元區時，僅進行貨幣同盟整合，而歐元區各國財政政策仍掌握在各國政府之中，使得部份歐元區國家財政支出浮濫，並大量對外舉債以因應財政赤字，最終在 2010 年 8 月由希臘引爆的歐債危機。

債務占 GDP 比率(%)

| Country | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Austria | 74.3 | 74.2 | 72.2 | 71.9 | 69.5 | 63.8 | 60.2 | 62.3 |
| Belgium | 100.8 | 100.5 | 98.0 | 96.0 | 95.8 | 89.3 | 84.1 | 88.0 |
| Cyprus | 78.1 | 76.5 | 71.6 | 61.5 | 58.5 | 48.9 | 58.8 | 64.7 |
| Estonia | 11.7 | 10.4 | 6.0 | 6.7 | 7.2 | 4.5 | 3.7 | 4.4 |
| Finland | 51.7 | 50.5 | 48.6 | 48.4 | 43.5 | 33.9 | 35.2 | 39.6 |
| France | 92.5 | 90.5 | 85.8 | 82.3 | 79.2 | 68.2 | 64.2 | 63.7 |
| Germany | 80.7 | 82.2 | 81.2 | 83.0 | 74.4 | 66.7 | 65.2 | 68.1 |
| Greece | 168.0 | 160.6 | 165.3 | 145.0 | 129.4 | 113.0 | 107.4 | 106.1 |
| Ireland | 120.2 | 116.1 | 108.2 | 92.5 | 65.1 | 44.2 | 24.8 | 24.7 |
| Italy | 121.8 | 123.5 | 120.1 | 118.6 | 116.0 | 105.7 | 103.1 | 106.1 |
| Luxembourg | 21.6 | 20.3 | 18.2 | 19.1 | 14.8 | 13.7 | 6.7 | 6.7 |
| Malta | 75.2 | 74.8 | 72.0 | 69.4 | 68.1 | 62.3 | 62.1 | 64.1 |
| Netherlands | 73.0 | 70.1 | 65.2 | 62.9 | 60.8 | 58.5 | 45.3 | 47.4 |
| Portugal | 117.1 | 113.9 | 107.8 | 93.3 | 83.1 | 71.6 | 68.3 | 63.9 |
| Slovakia | 53.5 | 49.7 | 43.3 | 41.1 | 35.6 | 27.9 | 29.6 | 30.5 |
| Slovenia | 58.1 | 54.7 | 47.6 | 38.8 | 35.3 | 21.9 | 23.1 | 26.4 |
| Spain | 87.0 | 80.9 | 68.5 | 61.2 | 53.9 | 40.2 | 36.2 | 39.6 |
| Eurozone | 92.6 | 91.8 | 88.0 | 85.6 | 79.9 | 70.1 | 66.3 | 68.6 |
| EU27 | 87.2 | 86.2 | 83.0 | 80.2 | 74.8 | 62.5 | 59.0 | 61.6 |
| Japan | 221.8 | 219.0 | 211.4 | 197.6 | 194.0 | 175.2 | 167.9 | 172.4 |
| UK | 94.6 | 91.2 | 85.7 | 79.6 | 69.6 | 54.8 | 44.4 | 43.4 |
| United States | 111.8 | 108.9 | 103.5 | 99.1 | 90.4 | 76.5 | 67.5 | 66.9 |

由上表得知歐元區各成員國之債務占 GDP 比例呈現巨大差異，對於債務占 GDP 比重過高的國家應採取開源節流之措施，以降低前述比例。目前受援助國家必須提出減少預算支出的財政緊縮政策才能繼續得到援助，但長期解決方法仍需靠歐元區體質較差的國家持續減少財政赤字，如減少高福利補助措施，以降低對外借貸成本，另外歐元區未來可以走向財政、貨幣同盟，以提高外部監督機制。



第五節 德國資產管理協會(BVI)

一、德國資產管理協會簡介

德國資產管理協會(Bundesverband Investment und Asset Management, BVI)，於西元 1970 年 3 月成立，主要係代表德國投資基金及資產管理產業共同利益成立之協會，目前在德國柏林、法蘭克福及比利時布魯塞爾皆設有據點。此外該協會也是

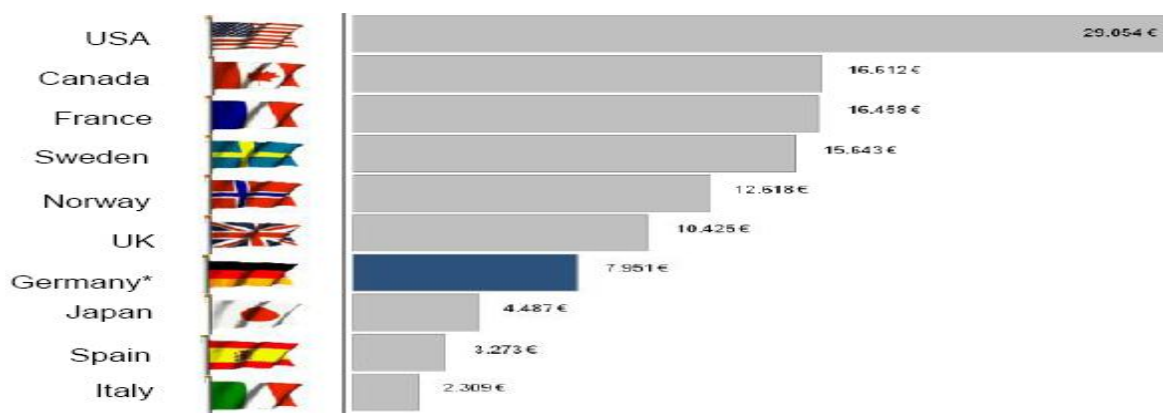
國際投資基金協會(International Investment Funds Association, IIFA)會員之一，因此該協會除了代表同業與德國政府溝通橋樑外，也代表同業與國際組織進行交流。該協會亦負責同業教育訓練、舉辦投資人教育課程等活動。該協會從創立之初的7家會員公司到截至西元2012年8月底止，已有82家完全會員公司(基金公司、控股公司、資產管理公司)、131家資訊會員公司(無完全會員公司資格)及服務超過5,000法人投資機構或個人投資人。每年舉辦超過400場研討會，並大約有25,000個人或團體參與。

該協會最高決策單位為董事會，由完全會員公司選出九席董事成員，另外再成立執行董事會，對內執行董事會決議事項，對外擔任協會的代表。執行董事會下共設有9個不同任務之委員會(包括行政管理、公共關係溝通、行銷、教育訓練及國外事務、不動產開發、法令遵循、退休金管理、風險管理及績效評估、稅務會計事務)，皆由會員公司推派外部專家代表擔任各委員會之委員，此外還設立超過50組以上的工作小組負責研究各項議題及相關投資法規之訂定。

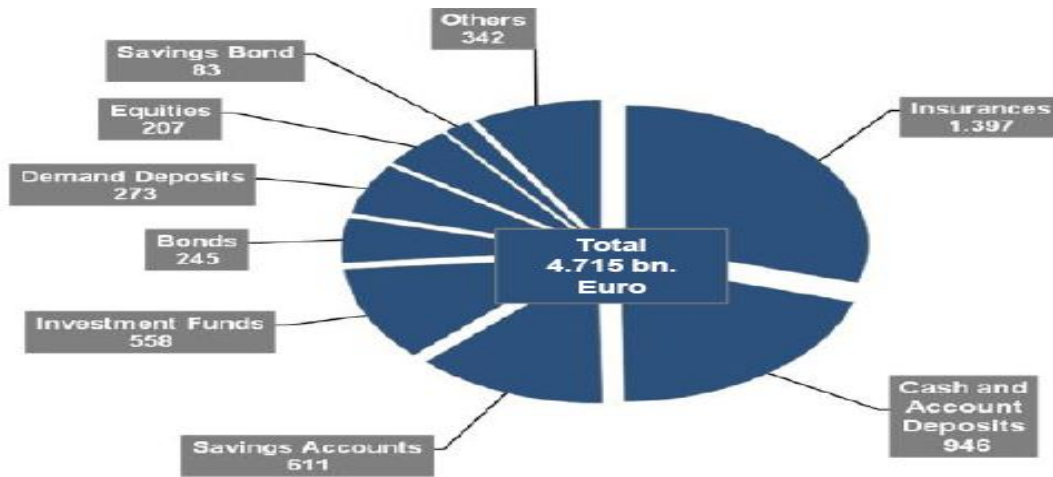
二、參訪重點

德國資產管理協會為推廣金融常識向下扎根，從西元2010年起進入校園，推出一系列的金融常識課程，以培養年輕人對金融商品有初步的認識。此外，該協會還在網站、APP及臉書等介面平台放上金融常識訊息，以吸引年輕人的注意。

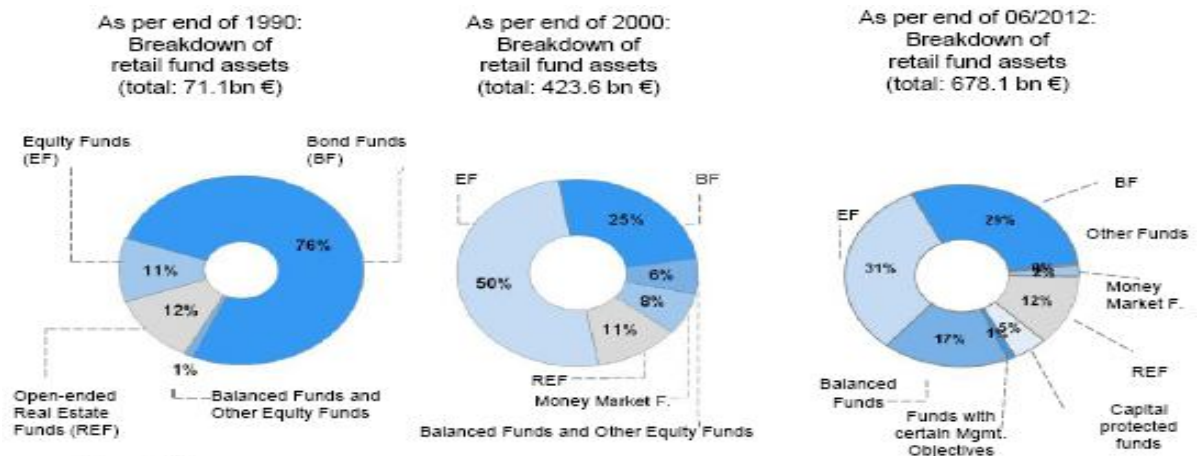
根據該協會統計(詳下表)主要先進國家國民平均每人將資產投資在信託基金上，截至西元2011年底止，德國排名第七，顯示該協會推廣將資產提高比重放在信託基金上仍有很大成長空間。



根據該協會統計(詳下表)德國民眾家戶資產配置金額，截至 2011 年 10 月底止，德國民眾家戶資產金額約為 4,715 兆歐元，其中僅有 558 億歐元及 207 億元配置在信託基金及股權投資上，而保險、現金及約當現金、儲蓄存款比重相當高，金額分別為 1.397 兆歐元、946 億歐元、611 億歐元，顯示該國民眾投資方面比較保守，但也提供德國金融相關業者一大契機，在信託基金及股權投資市場上仍具相當大的拓展空間。



根據該協會統計(詳下表)過去 20 年來個人家戶投資信託基金類型比重。西元 1990 年，個人家戶投資信託基金高達 76%屬於債券型基金，顯示當時德國投資人投資屬性相當保守。隨著金融商品多樣化的發展，及投資人對於報酬率提高的要求，截至西元 2012 年 6 月底止，債券型基金比重以降低成 29%。另外，股票型基金及平衡型基金也提高到 31%及 17%。



德國資產管理協會除了幫金融同業推出許多措施興利外，同時也有許多保護投資人的方法，例如：要求基金公司需將信託基金資產所有權與該基金公司自有資產分離；在基金投資說明書及投資契約中訂定限制基金經理人之禁止行為；基金投資人可在市場交易日要求贖回基金；每日計算及公開信託基金淨值；定期通知基金投資人資產餘額及帳戶明細。

第六節 Hugo Boss

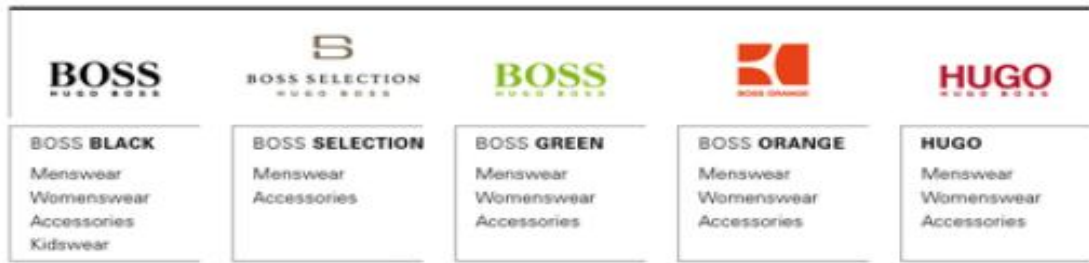
一、Hugo Boss 簡介

在西元 1923 年，Hugo Boss 先生以其姓名成立 Hugo Boss 專門生產服飾之公司，並於德國斯圖加特市南方的梅青根(Metzingen)地區設立生產工廠。該公司成立初期是以生產男性服飾為主，但因受到一次大戰德國戰敗影響，德國國內景氣不振，使得該公司陷入營運危機。因此，該公司改生產德軍軍服(Storm Troopers)、黨衛軍制服及納粹青年團的服飾。二次大戰後，該公司經營權傳到第三代，生產服務從男裝陸續拓展到更高級時裝及運動服等服飾。西元 1985 年，該公司在德國掛牌上市，但在 1991 年該公司被一家義大利時裝集團 Marzotto 所收購，從此之後，Boss 家族已與 Hugo Boss 公司無關聯。該公司目前主要生產基地包括德國梅青根(Metzingen)、土耳其依茲密爾(Izmir)、波蘭拉多姆(Radom)、義大利莫羅瓦萊(Morrovalle)、美國克利夫蘭(Cleveland)等。

該公司目前員工約有 11,000 名員工，專注於設計、開發及銷售高級男性、女性的時裝及配飾。此外，也陸續針對不同消費族群，推出不同類型的服飾及配飾等產品。該公司西元 2011 年營收為 2,059 百萬歐元，成為全球最賺錢服飾品牌公司之一。

二、參訪重點

該公司旗下子品牌目前有 5 類，分別為黑標 BOSS、精選 BOSS、綠標 BOSS、橘標 BOSS 及紅標 BOSS，前述 5 類子品牌 Logo 詳如下表。



黑標 BOSS 是 Hugo Boss 的核心品牌，代表當代、典雅的風格，定位為頂級服飾；精選 BOSS 代表在 Hugo Boss 品牌世界裡的獨一無二，具獨特性的精美設計，加上以優質的質料和精湛的手工製作而成的巔峰之作；綠標 BOSS 是以運動風格為主，設計出超越時尚及高性能的運動服裝為目的；橘標 BOSS 是以時尚、有趣、輕鬆的休閒服為風格；紅標 BOSS 代表潮流品牌，以前衛的設計搭配簡潔的線條及創新的外觀為風格。

該公司為推廣 Hugo Boss 品牌形象，積極參與體育和文化活動並擔任贊助商，體育贊助活動著重在優質的運動，如帆船運動、高爾夫和 F1 賽車比賽等；在文化贊助活動中，強調藝術與時尚之間在設計方面的相似性，另外還有美學及創造性之間的關聯性。此外除了傳統形式的廣告宣傳外，藉由社群網站的行銷也是搭上世界潮流的方式之一。

該公司 2011 年銷貨金額為 2,059 百萬歐元較西元 2010 年 1,729 百萬歐元成長了 19%，而 2011 年 EBITDA(未計利息、稅前、折舊及攤銷前之盈餘)金額為 469 百萬歐元較 2010 年 350 百萬歐元成長了 34%。2012 年上半年度銷貨金額為 1,092 百萬歐元較去年同期 945 百萬歐元成長了 16%；2012 年上半年度 EBITDA 金額為 226 百萬歐元較去年同期 195 百萬歐元也成長了 16%。此外該公司目標在 2015 年的銷貨金額及 EBITDA 金額分別可達到 3,000 百萬歐元及 750 百萬歐元。該公司目前在全球 124 個國家有銷售其產品，其中銷售據點超過 6,300 個，除了在經營批發多品牌之商場設立銷售據點外，自營及授權門市專櫃的設立對於該公司業績成長之重要性也是不斷的增加。

該公司為了達成 2015 年銷售及利潤目標，訂定四大策略：

1. 藉由擴增自有零售據點吸引消費者之注意-該公司計畫於西元 2012 年全球零售據

點淨增加 87 家，其中歐洲地區(含中東非洲地區)62 家、亞太地區 19 家、美洲地區 6 家。該公司於西元 2005 年 75%的銷貨來自於批發、22%來自於零售，而西元 2011 年來自零售的銷貨收入已提高到 45%，顯示擴增零售據點，將更有利於未來銷售目標之達成。

HUGO BOSS

Target to open around 70 new stores organically in 2012

Number of own retail stores as of June 30, 2012
(December 31, 2011: 622):



2. 加強品牌的識別性-該公司依據消費群的不同，將旗下品牌分成 5 類子品牌，分別為黑標 BOSS、精選 BOSS、綠標 BOSS、橘標 BOSS 及紅標 BOSS，以符合不同消費群的需求。此外該公司為增加消費者對該品牌的識別性，近年於中國北京舉行亞洲最大的時裝秀，並請影星周潤發擔任品牌代言人，於台北 101 外牆刊登旗幟廣告，另於德國柏林舉行新裝發表會等以增加該公司品牌能見度。



3. 加強全球佈局-該公司除了拓展自有品牌零售專櫃外，近年來也陸續併購其他品

牌及批發商，例如中國 Rainbow、英國 Moss Bros、中國 Imaginex、台灣 Chieh Ger、德國 Pohl and、西班牙 El Corte Ingles、瑞士 Globus 等，期望可以增加歐洲市場以外的銷售比例。此外，該公司看好新興市場的消費潛力，例如中國受惠於經濟成長，許多民眾消費力大增，對於奢侈品的消費需求不斷成長，該公司品牌如能受中國民眾青睞，將可大幅提高該公司在中國奢侈品市場的佔有率。

4. 商業模式流程再進化-服飾時裝業生命週期很短，因此服飾品牌業者能將商業模式流程縮短將有利於搶得市場先機。該公司於西元 2012 年繼續實施 D.R.I.V.E. 專案，其專案目的為加強零售銷售管理，從消費者需求、產品開發、生產、銷售到交貨時間從過去 50 週縮短至 38 週。其內容包括以系統判讀所有銷售數據供未來開發新產品的參考；多方蒐集消費者喜好資料；以不同銷售類型作為開發新產品的參考；各自專注批發和零售消費族群的喜好；進行主動式銷售管理等。

第四章 心得與建議

本次代表公司參加由證基會所舉辦之第 16 屆 2012 年「金融人才進階培訓班」第二階段「德國金融暨管理研習團」，其中參與本次海外研習團員還包括來自於金管會、證券交易所、櫃檯買賣中心、期貨交易所，以及國內各大銀行及證券等金融業之學員。在參訪過程中，與其他學員互動頻繁，大家互相分享各自領域之專業及工作內容，日後如有相關問題，也有對象可供諮詢。因此很感謝長官給我本次學習機會，讓我增廣見聞及增加國際金融知識，以下謹就本次參訪心得與建議摘錄如下：

本次海外參訪地點為德國法蘭克福及斯圖加特，其中法蘭克福是歐洲金融重鎮，也是歐洲央行所在地。從西元 2008 年發生全球金融海嘯後，在去年 2011 年又爆發的歐債危機，使得全球金融市場從業人員與投資人的目光聚焦在歐洲地區。而歐洲央行每一次的決策及希臘是否按照援助計畫減少預算支出及西班牙、義大利發債是否順利，都會影響世界各國股市的漲跌，顯示歐債危機的發展，已成為全球景氣是否回升成為重要的因素了。而我國股市變動也與美國及亞洲主要國家有極大正相關，因此歐債危機的解決與否，也牽動我國股市大盤的走勢。歐元區的成立，只

進行貨幣同盟，從西元 2009 年歐債危機的爆發，可證明僅有貨幣同盟，對於經濟體質不好或是對外舉債毫無節制之會員國家，無法有效的約束。因此財政同盟理論上是解決歐債危機其中方法之一，藉由貨幣政策及財政政策相互支持，才能發揮最大功效。當財政同盟建立時，對成員國而言，不一定要放棄課稅主權，但對於歐洲央行則有發行歐洲債券的權利，由成員國共同分擔風險，負擔歐洲債券最後清償責任，嚴格控制求援國家的財政預算支出，假以時日歐債危機會逐漸解決。

德意志交易所集團近年來積極向中國企業招手赴德國掛牌上市，這與馬政府上台後，積極開放海外企業來台上市的政策不謀而合，這顯示一個國家資本市場的掛牌公司來源，已從該國企業向外延伸到外(跨)國企業，而各國證券交易所也進入互相競爭的時代。一家股票發行公司選擇掛牌市場考量點很多，不外乎對該市場的熟悉度、申請掛牌成本、申請掛牌程序是否繁瑣、掛牌後市值是否合理反應、掛牌後監理成本多寡、股票交易流動性高低、次級市場籌資難易度等因素。本次從德意志交易所集團所做簡報中得知，在該集團交易所 IPO 從規劃準備、財務業務法律遵循查核、掛牌前法說會到掛牌最快約 5 個月即可完成，這是我國交易所爭取海外企業掛牌上市的競爭劣勢，但我國交易所審查期間較長主要係爲了保護投資人，寧願事前嚴格篩選掛牌公司品質，也不希望掛牌公司發生財務問題後再來追究責任。這與近年來許多中國企業至美國交易所掛牌上市，之後被揭發許多財務舞弊案件而造成股價大跌，使得投資人損失慘重，因此事前嚴格審查仍有其必要性。此外今年台灣股市成交量大幅下降，連帶使得市場交易流動性下降，一旦股票市場無法合理反應掛牌公司的價值，將導致許多企業在臺灣證券交易所掛牌意願降低，進而影響台灣資本市場在國際間的競爭力。因此無論是政府或是資本市場相關業者應該共同努力一同解決此一困境。