

行政院所屬各機關出國報告

(出國類別：其他－研習)

2013 金融人才進階培訓班第二階段 德國荷蘭金融暨管理研習團報告

服務機關：金融監督管理委員會

姓名職稱：國際業務處 吳專員蕾惠

綜合規劃處 柯專員一姍

證券期貨局 張稽核書瑜

派赴國家：德國及荷蘭

出國期間：102 年 9 月 28 日至 10 月 9 日

報告日期：102 年 12 月

目 錄

第一章 前言.....	1
第二章 研習課程	3
第一節 歐洲債券市場 (Eurosystem and European Fixed Income Markets)	3
第二節 衍生性金融商品的利率交換 (Structure of the OTC-Interest Rate Markets)	5
第三節 金融商品交易的相關法規之變動及影響 (Regulatory Changes and impacts on OTC-Trading)	12
第三章 參訪機構	18
第一節 德國明訊銀行 (Clearstream Banking)	18
第二節 德意志交易所 (Deutsche Börse)	23
第三節 歐洲期貨交易所 (Eurex)	25
第四節 德意志銀行 (Deutsche Bank)	32
第五節 德盛安聯全球投資公司 (Allianz Global Investor)	36
第六節 紐約泛歐證券交易所 (NYSE Euronext)	51
第七節 ING 集團 (International Netherlands Group)	58
第八節 荷蘭銀行 (ABN AMRO Bank)	61
第四章 心得與建議	65

第一章 前言

一、背景說明：

為培養我國國際金融管理人才，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會（下稱「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」，自 86 年起每年定期舉辦「金融人才進階培訓班」，本（102）年度為第 17 屆，累積已培訓 1,430 位專業人才。本培訓班內容分為第一階段國內專業課程培訓及第二階段海外金融暨研習團，本年度第一階段參訓人數共 77 位，經學習評量後選派 28 位代表組團進行第二階段海外研習。

第二階段海外研習方式為帶領學員前往歐美金融發展先進國家進行專題研習及金融機構參訪。考量全球金融趨勢對我國之影響、合作機構發展策略，及參考過去辦理經驗與團員回應等因素，證基會爰與歐洲期貨交易所（Eurex）再次合作辦理「2013 金融人才進階培訓班」第二階段—德荷金融管理研習團，由證基會陳惟龍總經理擔任團長率團於本年 9 月 28 日至 10 月 9 日前往德國法蘭克福及荷蘭阿姆斯特丹，全程共計 12 天 11 夜。

二、行程內容：

在研習課程方面，於法蘭克福金融管理學院辦理「量化寬鬆、利率及歐洲債券市場（QE, Interest Rate, and European Bond Market）」，「利率及債券衍生性商品之運用策略（The strategic application of interest rate and bond derivatives）」等進階課程；在參訪方面：於德國法蘭克福拜會德國明訊銀行（Clearstream）、德

意志交易所(Deutsche Börse)、Eurex、德意志銀行(Deutsche Bank)及德盛安聯資產管理公司(Allianz Global Investor)等金融機構，嗣於荷蘭阿姆斯特丹拜會紐約泛歐期貨交易所(NYSE Euronext)、ING 集團以及荷蘭銀行(ABN AMRO)等金融機構。

三、報告內容：

本報告共分四章，第一章為前言，說明出國背景及行程；第二章為研習課程，介紹法蘭克福金融管理學院之上課內容；第三章為參訪機構，就參訪金融機構之介紹及簡報予以摘述；第四章心得與建議。

第二章 研習課程

主講人：Prof. Martin Hellmich, Professor of Financial Risk Management,
Frankfurt School of Finance & Management (法蘭克福金融管理學院)

第一節 歐洲債券市場 (Eurosystem and European Fixed Income Markets)

為因應美國次貸事件、美國雷曼兄弟事件及歐洲主權債務問題等危機，歐洲央行 (European Central Bank, ECB) 除調降主要融通操作 (MRO) 利率外，亦採行包括較長天期再融通操作、固定利率全額提供資金、提供外幣流動性、擴大合格擔保品及交易對手範圍、資產購買計畫及證券市場計畫等非常規措施。ECB 在雷曼兄弟破產後所採之措施，確實緩和市場狀況；如今歐洲仍身處主權債務風暴中，全球經濟亦深受其影響，ECB 相關因應措施之內容及效益，如：ECB 跨國合作換匯機制，在重大金融事件發生時，得以協助取得必要之外幣流動性；遇緊急資金需求時，ECB 係將市場績優等級之公司債納入擔保品之列，確保金融機構能夠及時取得所需之流動性。

一、2007 年 8 月初受美國次貸危機影響，市場參與者缺乏信心，致金融健全及交易對手之流動性不確定性憂慮提高，原本平穩之拆款市場急凍，且拆款利率上揚，而造成歐元貨幣市場無法運作，支付系統產生糾結互卡。ECB 在此階段因應措施之重點在於提供充分之流動性，內容包括：藉由微調操作提供流動性、提供 3 及 6 個月之輔助性再融通操作、調整操作模式於準備金提存期間內儘早提供流動性、ECB (與 Fed 承作換匯交易) 提供歐元區銀行美元流動性及改善年底提供流動性操作程序等。

二、隨著 2008 年 9 月 15 日雷曼事件爆發，演變成全球性金融危機。

為因應經濟情勢，ECB 與其他央行同步於 2008 年 10 月 8 日調降政策利率；又 ECB 為發揮貨幣政策功能，有效傳遞利率決策，對於家計部門及企業，以其可接受利率持續提供融資，並於 2008 年 10 月採行非常規措施，「加強信用支持」(enhanced credit support)，其目的在於支撐融資狀況及信用流通，僅靠調降利率的常規措施是無法單獨達成的。相較於美國聯準會 (Fed) 及英國央行 (BoE) 市場導向之量化寬鬆措施，在公開市場買進債券以達成降低債券利率為主要目標，ECB 之「加強信用支持」措施主要以銀行為目標，以確保貨幣市場之正常功能，包括：實施較長天期再融通操作 (Longer-Term Refinancing Operations, LTROs)、以固定利率全額提供資金、提供外幣流動性、擴大合格擔保品範圍、擴大交易對手範圍及第一階段擔保債券購買計畫 (Covered Bond Purchase Programme)。另 ECB 於 2009 年 12 月 3 日宣布，因市場回穩，為避免非常規措施持續太久，使利率太低，將逐步廢除相關措施。ECB 並宣布：2009 年 12 月承作最後一次 1 年期 LTROs，並於 2010 年 3 月承作最後一次 6 個月期及 3 個月期 LTROs。

三、歐洲主權債務問題肇始於 2009 年末，2010 年春季開始加劇，迫使 ECB 重新評估逐步廢除相關措施之程序；2010 年初，部分歐元區國家主權債與德國國債利差大幅擴大，首先是希臘，隨之影響愛爾蘭及葡萄牙，最終西班牙及義大利亦受波及。歐盟於 2010 年 5 月 9 日推出暫時性之歐洲金融穩定基金 (European Financial Stability Facility, EFSF)。為建立永久性救援機制，取代 2013 年到期之暫時性之 EFSF 機制，2011 年 3 月歐元區各會員國財長達

成歐洲穩定機制 (European Stability Mechanism, ESM) 各項條款之共識，並於 2012 年 7 月啟動。

四、ECB 於 2010 年 5 月 10 日推出證券市場計畫 (Securities Markets Programme)，係該行繼調降利率並採行非常規措施後，另一項危機因應措施。ECB 在歐元區公營及民營債券市場進行干預，干預操作所釋出之資金，均以沖銷操作回收，旨在透過維持相關市場之深度與流動性，使貨幣政策傳遞管道妥適運作。另 ECB 於 2010 年 5 月重啟 3 個月及 6 個月期 LTROs，以及對 Fed 之換匯操作。2011 年 8 月以後，主權債務危機再度擴大，ECB 陸續又推出相關之常規與非常規因應措施。歸納主權債務危機發生迄今，ECB 採行之措施如次：證券市場計畫、較長天期之再融通操作、2011 年 10 月 6 日 ECB 宣布實施第二階段擔保債券購買計畫、央行聯手提供外幣流動性、調降利率及存款準備率及擴大擔保品範圍。

五、歐洲央行因應金融危機措施之影響為：歐洲隔夜拆款利率 (EONIA) 低於主要融通利率、放款利率下降，金額微縮、主權債務危機相關國家融資狀況改善、銀行體系超額準備增加、擔保債券購買計畫活絡擔保債券市場及 ECB 資產負債表規模明顯擴大。

第二節 衍生性金融商品的利率交換 (Structure of the OTC-Interest Rate Markets)

一、衍生性金融商品之意涵與類型：衍生性金融商品係指價值由利率、匯率、股價、指數、商品或其他利益及其組合等所衍生之交易契約，其契約型態主要有遠期契約 (forward)、期貨 (futures)、交換契約 (swap) 及選擇權 (option) 等四類，隨著契約型態搭配連結標的資產的不同 (一般有利率、匯率、股價、股價指數、

商品及信用等類)，即可產出各式各樣衍生性金融商品；其後，隨著金融不斷創新，更發展出結合固定收益商品與衍生性金融商品之結構型商品，例如信用連結債券，以及連結衍生性商品之證券化商品，例如合成型擔保債權憑證等。

二、全球 OTC 市場衍生性金融商品規模：近年來隨著金融商品不斷創新及市場參與者多樣化操作，使得全球 OTC 衍生性金融商品規模快速成長。根據國際清算銀行（Bank For International Settlements, BIS）統計資料，2009 年 6 月底全球 OTC 衍生性金融商品契約規模達 605 兆美元，較 2006 年 6 月底成長 63%。各類型衍生性金融商品中，利率衍生性金融商品規模為 437 兆美元居首位，占整體規模之 72%；匯率與信用連結衍生性金融商品分別為 49 兆與 36 兆美元，位居第二及第三位。值得注意的是，各類型衍生性金融商品規模中，以信用違約交換（Credit Default Swap, CDS）成長速度最快，由 2006 年 6 月底之 20 兆美元，迅速成長至 2008 年 6 月底之 57 兆美元。CDS 交易規模快速擴增，被認為與此次金融危機息息相關，其後雖受金融風暴影響而萎縮，2009 年 6 月底規模仍達 36 兆美元。

三、衍生性金融商品與 2008 年全球金融危機之關連：衍生性金融商品雖為風險控管工具，但金融機構操作衍生性金融商品不當事件則時有所聞，其中最著名的為 1995 年英國霸菱銀行（Barings Bank）倒閉事件、1998 年美國 LTCM（Long-Term Capital Management）重整事件，以及 2008 年法國興業銀行（Societe Generale）違規交易事件，然而這些不當操作衍生性金融商品造成之問題，主要係內部風險控管不當，尚不至於危及全球金融體系。惟本次危機中，衍生性金融商品對金融體系產生全面性之負

面影響，主要因金融市場全球化，機構投資人大量投資 OTC 衍生性商品，例如信用違約交換（CDS）及擔保債權憑證（Collateralized Debt Obligation, CDO），因該等商品交易透明度低，金融市場無法掌握其確切規模，金融機構因市場訊息不透明而產生自我防衛心理，造成金融機構彼此不信任，致該交易市場凍結，價格重挫，導致許多重量級金融機構倒閉或出現經營危機，如 Bear Stearns、Fannie Mae、Freddie Mac、Merrill Lynch、Lehman Brothers、American International Group 與 Citigroup Inc. 等，進一步引發全球流動性危機。

四、中央對手方（Central Counterparty, CCP）：

（一）中央對手方（CCP），是指在證券交割過程中，以原始市場參與人的法定對手方身份介入交易結算，充當原買方的賣方和原賣方的買方，並保證交易執行的實體，其核心內容是合約更替和擔保交收。合約更替，是指買賣雙方的原始合約被買方與 CCP 之間的合約以及賣方與 CCP 之間的合約所替代，原始合約隨之撤銷；擔保交收，是指 CCP 在任何情況下必須保證合約的正常進行，即便買賣中的一方不能履約，CCP 也必須首先對守約方履行交收義務，然後再向違約方追究違約責任。

（二）主要作用為：

1. 有效降低市場信用風險，提高交易積極性：CCP 實質是通過介入交易，將市場參與人之間的雙邊信用風險轉換為 CCP 參與人之間的標準化信用風險。因此，對於參與人眾多、信用複雜的證券市場來說，具有健全風險管理制度的 CCP 機制將大大降低市場信用風險，有利於增強參與者的投資信心，促進交收，活躍市場交易。

2. 推動實施匿名交易，提高市場流動性：匿名交易，是指在交易中，參與者隱匿自己的真實身份，避免暴露自身信息的交易方式，其主要作用是隱匿參與者的交易意向和策略，同時可緩解因大額交易引起的市場波動，特別適合於做市商等對市場價格起發現和引導作用的市場參與群體。在匿名交易結算過程中，CCP 自始至終充當交易雙方的共同對手方，使得交易對手方無法知道其真實交易對手，保證了匿名交易的順利進行，從而有利於提高市場參與者的交易積極性，改善市場流動性。
3. 實現淨額結算，提高市場效率：淨額結算，是通過對參與人證券和資金賬戶的借方和貸方進行軋差，得出相對全額結算小得多的淨額交收責任（在交易活躍的市場中，淨額結算量可能只是全額結算量的幾十分之一），以減少證券和資金交付的數量和金額，降低市場參與人的操作風險、流動性風險和交易成本，提高市場效率。在淨額結算制度安排中，CCP 擔任市場參與者交易頭寸軋差的共同對手方。其主要作用在於：一是通過多邊淨額結算降低市場風險；二是減少市場參與人的流動性成本；三是確保市場參與者成功交收；四是建立質押制度控制風險；五是通過對參與人的證券和資金淨額進行衡量確定質押額度。

（三）CCP 在發揮積極作用的同時，承擔著整個市場的對手方信用風險。一旦 CCP 出現失誤，將破壞它所服務的市場支付結算系統，並蔓延到其它金融市場的支付結算系統，對整個金融市場產生巨大衝擊。因此，有效的 CCP 風險控制是其成功服務市場的關鍵。作為結算服務機構，CCP 除了必須防範一般結算中

心普遍面臨的法律風險、信用風險、流動性風險、託管風險、投資風險和操作風險外，還必需面對其特有的風險，如風險高度集中、傳染效應、道德風險、逆向選擇、參與人有限責任風險和惡性競爭風險等，這對 CCP 服務機構和監管者提出了更高的要求。

(四) 一直以來，各國監管者和 CCP 服務機構都在致力於不斷完善 CCP 風險管理制度。2004 年，國際清算銀行 (BIS)、支付與結算系統委員會 (CPSS) 和國際證券管理機構組織 (IOSCO) 聯合發布中央對手方風險管理標準 (Recommendations for Central Counterparties)，該報告共建立十五個風險管理標準，基本覆蓋了 CCP 機制所面臨的主要市場風險，力圖在國際上建立標準化的 CCP 風險管理架構。

(五) 近年來，隨著 OTC 市場的快速發展，CCP 的業務範圍迅速擴展到 OTC 市場，且隨著證券投資全球化的不斷發展，CCP 呈現出不斷擴張的趨勢。

1. 美國：美國資本市場是迄今世界上最為成熟的金融市場，也是金融創新最為活躍的市場，這很大程度上得益於其完善的法律制度。針對 CCP 機制，美國「破產法」等法規都做出了具體規定：證券交易合約的一方金融機構破產時，證券合約的執行和證券交易的淨額結算不受「破產法」自動終止支付債務之條款限制。該規定為 CCP 服務機構提供了優先於破產參與人的其它債務人行使證券合約交收權利的優勢，為 CCP 機制提供了有效的法律保障。美國提供 CCP 服務的主要機構，是美國證券集中保管結算公司 (DTCC)、選擇權清算公司 (OCC) 和芝加哥商品交易所 (CME)。DTCC 是獨立於交

易所的保管結算公司，擁有六大子公司，為各類債券、股票和 OTC 市場的衍生產品等提供 CCP 服務，服務地域範圍包括 100 多個國家；OCC 是迄今為止世界上最大的選擇權清算服務機構，為 OTC 及其他市場各種多樣化的金融工具提供 CCP 清算服務；CME 則是融交易清算於一體的機構，為 CME 和芝加哥期貨交易所（CBOT）的期貨和選擇權交易提供 CCP 服務，清算量已占美國期貨和選擇權交易量的 90% 以上。

2. 歐洲：1998 年，歐盟通過了「支付和證券結算系統結算最終性法」，其立法宗旨在於降低 CCP 機制實施中的系統性風險，特別是由於單一市場參與者破產所引發的系統性風險。該法主要從三個方面體現了對 CCP 機制的保護：一是對 CCP 中過戶指令和淨額軋差的保護；二是對破產程序不應影響已達成交易正常結算的保護；三是對 CCP 結算系統擔保物的保護。與美國相似，在歐洲，大多數情況下是由清算機構提供 CCP 服務。LCH Clearnet 是歐洲提供 CCP 清算服務的主要組織。LCH Clearnet 的兩個運作公司—LCH Clearnet Ltd 和 LCH Clearnet SA 是歐洲領先的 CCP 服務機構。其中，LCH Clearnet Ltd 分別通過 RepoClear 系統和 SwapClear 系統為 OTC 市場的債券回購和利率互換等交易提供 CCP 服務；LCH Clearnet SA 主要為股票交易所、有組織的衍生性商品市場和債券回購市場的股票、債券、認股權證、可轉換債券、股票類衍生性商品、利率衍生性商品和商品衍生性商品提供 CCP 和多邊淨額清算服務。

（六）CCP 交割方式在發揮積極作用的同時，承擔著整個市場的對手方信用風險。因此，完善的法律制度環境是 CCP 正常運行的

重要保證。目前，銀行間債券市場尚未納入證券法體系的管理範疇，「破產法」及「證券法」等相關法律也沒有制定針對 CCP 運行的相關條款，缺乏法律保護是當前銀行間債券市場推出 CCP 機制的薄弱環節。對此，可藉銀行間債券市場的成功經驗，採取由市場主管部門制定管理辦法，CCP 服務機構制定業務規則，並與 CCP 參與者簽訂協議的方式來規範 CCP 的運作。同時，應積極推動相關部門盡快完善相關法律法規。

五、英國毅聯匯業（Interdealer brokerage – ICAP）：

（一）ICAP 是世界最大的聲訊和電子貨幣經紀商，並且是國際金融市場中全球市場信息及專業評論的來源。集團活躍於場外衍生性商品市場、固定收益債券、貨幣市場商品、外匯、能源、信用及股權衍生性商品等批發市場。日平均交易量超過 1.5 萬億美元，其中 60% 為電子經紀商交易。ICAP 在 2006 年 6 月成為倫敦證券交易所 100 強上市公司之一。

（二）ICAP 有三個關鍵領域的業務：

1. 經紀業務：有別於電子經濟業務，具有更加個人化的服務功能，透過直接聯繫的經紀人，使買家和賣家可以在電話中交易，可以儘早確定有關客戶的價格為新的資產進入市場，影響市場價格及創造流動性。
2. 電子經紀業務：自動化交易使用 ICAP 的各種內部交易系統，如 EBS（電子經紀服務）及 BrokerTec。
3. 發布貿易風險和信息服務：貿易的影響需要時間，而此部分業務的目的是減少風險。Traiana、TriOptima、ReMatch、Reset 各式各樣的系統，是在這個階段所使用的。

六、關於 ISDA（國際交換交易暨衍生性商品協會）：自 1985 年以來，

ISDA 曾使全球的 OTC 衍生性商品市場更安全、高效。如今，ISDA 是一個世界上最大的全球金融行業協會，來自六大洲的 57 個國家擁有超過 820 個成員機構，成員包括：場外衍生工具市場參與者、廣泛的全球、國際和地區性銀行、資產管理、能源和大宗商品公司、政府及超國家實體、保險公司和多元化的金融機構、企業、律師事務所、票據交換所及其他服務提供商。

第三節 金融商品交易的相關法規之變動及影響 (Regulatory Changes and impacts on OTC-Trading)

一、國際清算銀行 (Bank for International Settlement) 旗下之巴塞爾銀行監理委員會 (Basel Committee on Banking Supervision, 下稱巴塞爾委員會)，於 1970 年代因石油危機引發通貨膨脹、利率大幅波動，為強化國際銀行體系之穩定，並避免因各國銀行資本規定不同，造成不公平競爭，在 1988 年制定巴塞爾資本協定 (Basel Accord, 下稱 Basel I)，推動國際性最低資本適足率 8% 規範。Basel I 協定雖然簡單、容易計算，但是仍有未將不同程度風險分別加以處理、協定未能隨日益複雜的風險管理而調整，以及風險權數區分太粗略等缺點。巴塞爾委員會於 1999 年公佈新資本適足率資本架構，並於 2001 年公布新版巴塞爾協定 (Basel II) 草案，基本架構包括三個支柱 (three pillars)：「最低資本需求」(minimum capital requirement)、「監理審查程序」(supervisory review process) 及「市場制約機能」(market discipline)，這三個支柱互相支撐，共同增進金融體系之安全與穩健。Basel II 於 2006 年正式實施。

二、Basel II 之主要內容說明：

(一) 最低資本需求 (minimum capital requirement)：Basel II 主要仍以 1988 年資本協定為基礎，「資本」(regulatory capital) 定義

及最低資本比率（8%）仍維持不變，市場風險所需資本之計提方法亦與 1996 年發布者大致相同。惟信用風險性資產計算方法將有重大變革，除標準法改用外部信用評等結果作為風險權數依據外，允許銀行使用內部模型法以計提信用風險所需資本，並增加作業風險應計提資本，對信用風險抵減（credit risk mitigation）及資產證券化（asset securitisation）等議題亦作進一步規範。

- （二） 監理審查程序（supervisory review process）：旨在確保銀行維持適當資本以因應銀行業務之所有風險，並鼓勵銀行增進風險管理技能以監督及管理風險。
- （三） 市場制約機能（market discipline）：市場制約機能在強化資本規範及促進金融體系安全與穩定上扮演重要角色，有意義之資訊公開揭露確實有助於維護市場紀律，故 Basel II 特別強調第三支柱「市場制約機能」之重要性，原則上要求銀行每半年公開揭露資本適足及風險有關之數量與品質資訊。

三、2008 年之全球金融風暴促使巴塞爾委員會進一步修正 Basel II 亟需補強之處，特別是：

- （一） 許多國家的銀行體系過度運用資產負債表內及表外工具進行槓桿操作，加上跨國大型金融機構間進行許多複雜度高的交易，提高金融機構共同暴險的程度，導致系統性風險。
- （二） 銀行體系流動性緩衝不足。
- （三） Basel II 具有順循環（pro-cyclicality）效果，即景氣擴張時，信用風險下降；因此風險性資產下滑，資本適足率上升，使得銀行有能力借入更多資金以擴增資產，產生正面回饋效果（positive feedback loop），使景氣更為擴張；相反地，景氣下

滑時，銀行緊縮資產，導致景氣更為衰退。順循環效果導致銀行在金融危機期間大幅度地去槓桿化（deleveraging），使金融危機更加惡化。

因此，巴塞爾委員會於 2010 年 12 月提出完整之資本與流動性改革內容，亦即 Basel III。Basel III 改革重點包括個體審慎監理（micro prudential）及總體審慎監理（macro prudential）兩個面向。除提高個別金融機構之資本水準及恢復能力外，亦降低整體金融體系系統性風險及順循環問題等不利影響。Basel III 於 2013 年 1 月起生效，並且於 2019 年 1 月起全面實施。Basel III 與原 Basel II 內容最主要的差別：

1. 提出了許多關於資本、財務槓桿及流動標準的新規範，用來強化對銀行產業部門的監理與風險控管。
2. 新的緩衝資本與資本結構內容，要求銀行持有較 Basel II 規範更高品質，以及更多的資本要求。
3. 導入財務槓桿與流動性比率兩項「非以風險基礎衡量」（non-risk based measure）的新規範，用來補強「以風險基礎衡量的最低資本要求」（risk-based minimum capital requirements and measures）的管制架構，金融危機一旦再度發生，得以確保銀行維持較充足的流動性資金。

四、Basel III 之要點及說明：

（一）強化資本結構：

1. 為強化銀行資本吸收損失之能力，Basel III 監理標準從嚴認列合格資本，並取消原 Basel II 第三類資本。同時，強調銀行資本多數須以最高品質之普通股權益支應。因此，Basel III 新規範下「普通股權益第一類資本」、「非普通股權益之其它

第一類資本」與「第二類資本」等三項資本將不同於 Basel II 內容。此最低資本要求於 2013 年起開始逐步實施，2013 年至 2019 年間為過渡期。

2. Basel III 要求銀行普通股權益 (common equity) 之比率由 2% 提高至 4.5%，第 1 類資本比率由 4% 提高至 6%，且新增 2.5% 之資本留存 (capital conservation buffer)，全由普通股權益支應，故合計後第 1 類資本比率至 2019 年最高可達 8.5%。原先 8% 的資本適足率並未變動，但是資本適足率加上資本留存之要求，至 2019 年將提高為 10.5%。

(二) 藉由導入擔保之槓桿比率降低槓桿操作：銀行體系過度運用資產負債表表內外槓桿比率，是過去幾次金融危機的共同特徵。有鑑於此，Basel III 引入槓桿比率要求，希望藉此事前限制銀行體系的槓桿操作，以減緩事後去槓桿化所引發對金融體系及實質經濟可能的不穩定風險。計算方式：修正後第一類資本除以總資產（資產負債表內及表外項目）*100% 大於等於 3%。

(三) 流動性管理規範：為改善銀行對於流動性風險之管理及降低銀行對於短期資金之依賴，提出兩項流動性最低標準規範：流動性覆蓋比率 (liquidity coverage ratio, LCR) 及淨穩定資金比率 (net stable funding ratio, NSFR)：

1. 流動性覆蓋比率 (liquidity coverage ratio, LCR)：為增進金融機構流動性風險部位之短期復原能力，強化銀行短期流動性風險的因應能力，確保銀行持有足夠的高品質流動性資產，以支應於壓力情況下之短期 (30 天) 資金淨流出。計算方式：高品質流動性資產/未來 30 天之資金淨流出；標準：流動性覆蓋比率 (LCR) 不得低於 100%，意指銀行必須持有足夠的

高品質流動性資產，以彌補壓力情境下未來 1 個月之資金缺口。

2. 淨穩定資金比率 (net stable funding ratio, NSFR)：為增進金融機構流動性風險部位之長期復原能力。於市場穩定時期，避免銀行過度依賴批發性融資，並且促使銀行對表內外資產流動性風險作更精確之評估；於市場不穩定時期，防止流動性覆蓋比率 (LCR) 急速下降。計算方式：可用之穩定資金 (available amount of stable funding; ASF) / 業務所需之穩定資金 (required amount of stable funding; RSF)；標準：淨穩定資金比率 (NSFR) 不得低於 100%，意指銀行必須持有足夠的長期資金來源以支應其業務之長期資金運用需求。

(四) 資本留存及抗循環資本緩衝：

1. 要求銀行應在法定資本要求之上，另外再建立 2.5% 的資本留存 (由普通股權益第一類資本組成)。當銀行資本水位下降至該限制範圍內時，對於愈接近最低資本要求之銀行，其盈餘分配的限制會愈嚴格。
2. 巴塞爾委員會認為「授信占國內生產毛額之比例 (credit/GDP)」，能在大部分金融風暴發生前，提供明確的訊號與良好的預測效果，因此，其建議各國可以 credit/GDP 缺口做為設定抗循環資本緩衝的主要參考指標。在監理機關所能使用的總體審慎監理工具中，除資本緩衝之外，當信用的過度成長集中在某些特定的部門 (例如房貸) 時，監理機關可以採取其他的總體審慎監理工具，例如限制貸款成數 (loan-to-value) 等。

(五) 交易對手風險之控管：

1. 修改衡量方法以更佳處理交易對手信用風險，信用評價調整及錯配風險。
2. 實施大型金融機構之資產價值相關係數乘數。
3. 延長有擔保品之交易對手及保證金之風險期間。
4. 集中結算交易對手。
5. 強化交易對手信用風險管理要求。

第三章 參訪機構

第一節 德國明訊銀行 (Clearstream Banking)

德國明訊銀行代表：Mr. Peter Sluijter, Vice President, Relationship Management Europe, Clearstream

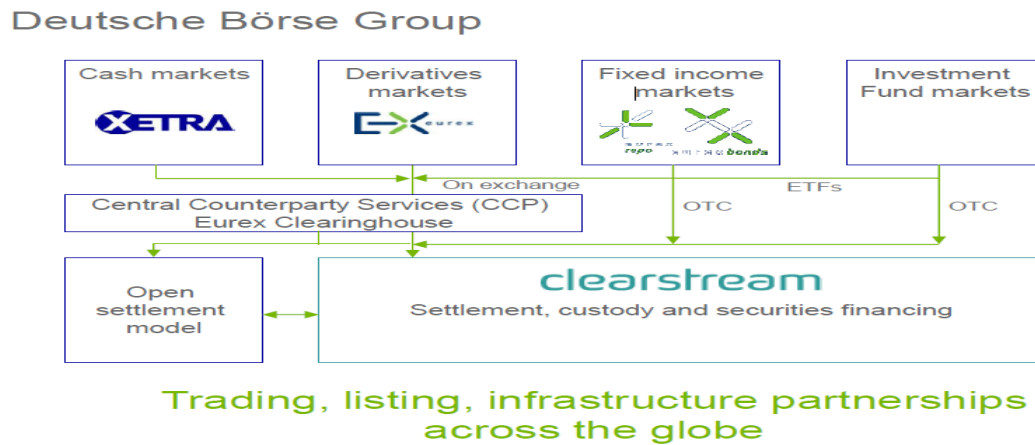
壹、機構簡介：

德國明訊銀行 Clearstream Banking (下稱 Clearstream) 為國際知名金融集團 Deutsche Börse Group 之一員，與集團內其他成員 Xetra、Eurex，共同為其客戶提供交易、交割與保管等一站式之整合服務 (one-stop-shop)。Clearstream 位於法蘭克福 (Frankfurt) 之營業所 (Operational Office)，為國內證券集中保管機構 (Central Securities Depository, CSD)，係以德國當地的有價證券 (German Securities) 為標的，提供交易後之金融服務；另位於盧森堡 (Luxembourg) 之營業所，則係國際證券集中保管機構 (International Central Securities Depository, ICSD)，其提供之金融服務遍及全球 52 個市場，而所擁有之約 2,500 位客戶則分佈於 100 個國家。

Clearstream 除為其客戶提供國內及國際有價證券之交割及保管服務外，更從事有關流動性、風險管理及資訊委外等業務，獲得國際信用評等機構及其客戶之高度評價。針對市場上證券資產之流動性需求，Clearstream 於 2009 年正式推出 Global Liquidity Hub 系統，使客戶得以活化其資產而獲取流動性，Clearstream Frankfurt 並預定於 2016 年 9 月簽署 T2S FA (Framework Agreement)，將其交割業務委由 T2S (TARGET2-Securities) 平台進行，為其客戶提供更安全及節省成本之證券交割服務。

貳、簡報重點

一、Clearstream 業務狀況



圖片來源：德國明訊銀行簡報資料

Clearstream 所提供之核心業務範疇如下：

- (一) 交割 (Settlement)：每年處理超過 125 億歐元之款、券交割，支援 96 種外幣的發行，其中 42 種並可作為交割貨幣。
- (二) 資產服務 (Asset Services)：保管資產超過 11 兆歐元。
- (三) 國際證券融資 (Global Securities Financing)：提供證券借貸、抵押品管理服務，每月平均保有超過 5.62 億歐元的未償餘額。
- (四) 投資基金服務 (Investment Funds Services)：透過 Vestima+ 平台，提供投資基金一系列關於傳輸、交割等解決方案。
- (五) 其他服務 (Other Services)：現金管理等。

二、Global Liquidity Hub 系統

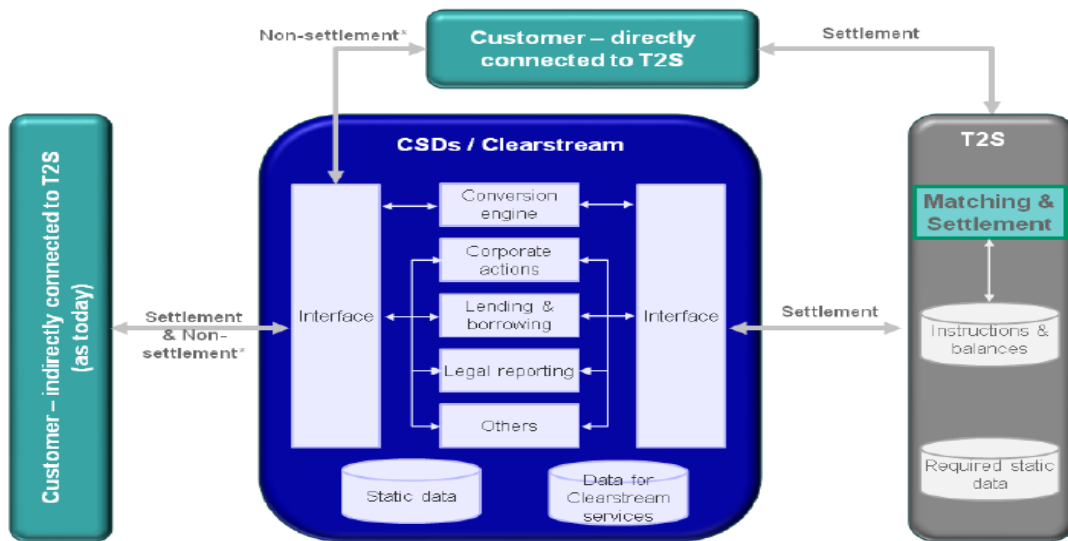


圖片來源：德國明訊銀行簡報資料

Global Liquidity Hub 為 Clearstream 於 2009 年開始提供之服務，可使客戶藉以活化其資產，增加資產之流動性。該系統具有下列特點：

- (一) 結合資產服務、國際證券融資並提供跨市場的溝通平台。
- (二) 包括證券融資及所有抵押品管理活動。
- (三) 全部參加人超過 400 位。
- (四) 交易對手包含中央銀行、資產經理人、保險公司及非金融機構。
- (五) 超過 5.76 億歐元的未償餘額。
- (六) 位於倫敦、法蘭克福、盧森堡及新加坡的區域專家，為客戶提供各種活化資產的選擇。
- (七) 該系統 24 小時營運，處理數兆歐元交易金額。

三、T2S 平台

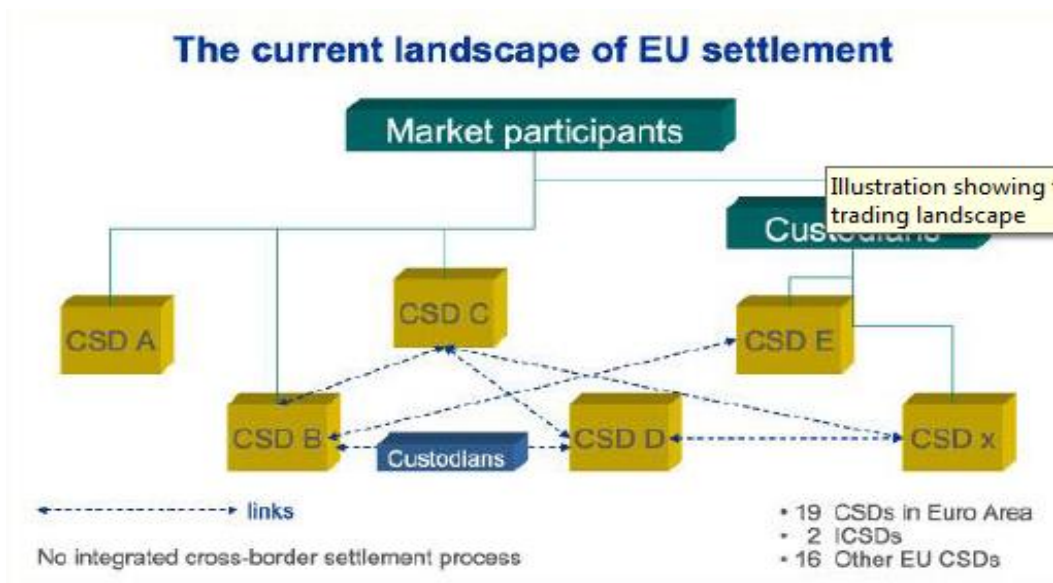


圖片來源：德國明訊銀行簡報資料

T2S 為 TARGET2-Securities 的簡稱。2006 年 6 月 6 日，歐洲央行議會、證券集中保管機構（CSD）及其他市場參加人，決定建置一新的證券交割平台，以提供國內及跨境之款、券交割服務。T2S 是歐元系統（Eurosystem，即歐洲央行及歐元區的中央銀行）中的即時總合交割系統（Current Real-Time Gross Settlement System），用以取代過去非集中性（decentralized）之 TARGET1 交割環境。T2S 具有下列特點：

- （一）提供一中央平台用以交割款、券，包含歐元及外幣。
- （二）未來將由 Deutsche Bundesbank、Banque de France、Banca de Italia 及 Banco de España 負責建置及營運。
- （三）證券集中保管機構（CSD）仍就證券交割負擔法律上責任，惟基於技術性理由將交割架構委由 T2S 處理。
- （四）目的係在調和國內（domestic）與跨境（cross-border）的交割程序。

就 T2S 之建置進程部分，Clearstream Frankfurt 及 Clearstream Luxembourg 已於 2009 年簽訂備忘錄（MOU），目前並已有包含 Euroclear France 在內的 23 家證券集中保管機構（CSD）簽署 T2S FA（Framework Agreement），Clearstream Frankfurt 則預定於 2016 年 9 月加入簽署。於 Clearstream 加入 T2S 的連線服務後，將會為 T2S 平台帶來相當的交易量，並有助於減少交割成本、簡化交割程序、降低風險及促進競爭。



圖片來源：德國明訊銀行簡報資料



圖片來源：德國明訊銀行簡報資料

第二節 德意志交易所 (Deutsche Börse)

德意志交易所代表：Alexander von Preysing, Head of Uint Issuer Services

壹、機構簡介：

1585 年，法蘭克福證券交易所成立，1820 年，第一檔股票在法蘭克福證券交易所上市。1990 年，成立全電子化的德國衍生性商品市場 (DTB)，1992 年成立德國交易所集團 (Deutsche Börse AG)，1997 年引進證券電子交易系統 (Xetra)，1998 年併購 DTB 及 Soffex 成立歐洲期貨交易所 (Eurex)，2001 年 Deutsche Börse AG 上市，2002 年併購明訊國際結算保管行，2008 年併購國際證券交易所，2009 年併購金融信息服務公司。目前德意志交易所 (Deutsche Börse) 屬於德意志交易所集團 (Deutsche Börse AG) 成員之一。

貳、德意志交易所之上市部門說明吸引中國企業到德國 IPO 的評估流程：

一、Deutsche Börse 為世界上最大的股票交易所之一，2012 年營收 19 億歐元，排名全球第一，擁有極高的獲利能力，其營收高於紐約泛歐證券交易所 (NYSE Euronext) 的 18 億歐元。現在市值約 116 億歐元，排名全球第二，低於 NYSE Euronext 的 126 億歐元。目前其已完全整合上市、交易、結算、交割及保管等一站式營運模式，發行人來自全球 70 個國家，並具有強而有力的交易系統 Xetra。目前歐洲主要金融中心均與 Deutsche Börse 有合作，約有 18 個國家，4,600 個交易者連結至 Xetra 平台。上市公司種類包含綠能科技 (能源／再生能源)、汽車工業、工程／機械製造業、生命技術、新媒體／網路業、金融服務業、消費零售業及房地產等。

- 二、2012 年 8 月至 2013 年 7 月，Deutsche Börse 相較於倫敦交易所、瑞士交易所及紐約泛歐交易所，流通率（流通額／市值）81.2% 為第 1，平均每月各上市公司股票流通額 1,085 億歐元，均排名第 2，平均每月各上市公司股票交易筆數 1,120 萬筆亦位居第二。
- 三、Deutsche Börse 對透明度要求包含每季季報、英文財報、法說會。另歐盟法律亦對透明度有基本要求，包含符合 IFRS 的年度及期中財務報表、揭露董事交易、股權和收購報告等。在高級市場及一般市場之 IPO 的速度亦十分快速，約 5 個月即可由基本規劃、財務業務的查核、投資人分析到上市。另其亦舉辦歐洲最大型的資本市場研討會（2013 年預計於 11 月 11 日至 11 月 13 日在法蘭克福舉辦），邀請超過 3,200 名投資人，200 多家公司代表，辦理 50 多場主題討論會及 1,900 多場一對一面談等。
- 四、Deutsche Börse 近年來積極至中國招攬上市公司，並表示至該交易所上市可獲得好處包含：上市公司均為全球知名公司，來此上市可獲得較高的評價、發展品牌時可獲得較好的名聲、可進入歐元區，以及可於全球最大及最具流動性的市場交易。目前中國公司計有 23 家，其中中德環保技術股份有限公司為第一家在德國交易所上市的公司，其上市日期為 2007 年 7 月 6 日。

第三節 歐洲期貨交易所 (Eurex)

歐洲期貨交易所代表：姒元忠，資深副總裁，歐洲期貨交易所代表辦事處
Senior Vice President Michael Hsih,
Eurex Frankfurt AG Representative Office

壹、機構簡介：

歐洲期貨交易所 (Eurex) 成立於 1998 年，是全球領先的衍生性金融商品交易所之一。儘管被稱作「歐洲期貨交易所」，但這僅代表其發源於歐洲，事實上該交易所業務遍及全球。

歐洲期貨交易所的產品投資組合非常廣泛，涵蓋指數、個股、指數型基金和股利，以及一些世界上最具流通性的固定收益衍生性金融商品。此外，氣候、房地產以及不斷增多的商品期貨及選擇權進一步擴大該交易所產品的範圍。客戶可以在一個平台上找到所有商品。

歐洲期貨交易所的技術兼備創新性和可靠性，全球來自 33 個國家/地區的 420 多個會員和大約 8,000 名交易員正在使用其產品和服務。

除擁有一個全面的電子交易平台，歐洲期貨交易所集團 (Eurex Group) 還提供自動化、高度整合的聯合清算所。歐洲期貨交易所清算公司 (Eurex Clearing) 是歐洲最大的證券及衍生性金融商品交易中對手方清算所。每月處理的風險資產價值 8 萬 3 千億歐元，包括場內和場外交易的各類資產。

歐洲期貨交易所集團包括六個於全球主要金融中心均設有代表辦事處的綜合性企業：歐洲期貨交易所國際證券交易所 (International Securities Exchange)、歐洲能源交易所 (European Energy Exchange)、歐洲期貨交易所清算公司 (Eurex Clearing)、歐洲期貨交易所債券交易平台 (Eurex Bonds) 及歐洲期貨交易所回購交易平台 (Eurex Repo)。歐洲期貨交易所集團 (Eurex Group) 是德意志交易所集團

(Deutsche Börse Group) 的成員。

歐洲期貨交易所亦與亞洲當地的交易所合作，使更多的亞洲衍生性金融商品在歐洲期貨交易所交易。2010年8月30日，Eurex/KRX Link 正式上線，為客戶提供了在韓國交易時間之後，在歐洲和美國交易時間內繼續交易韓國綜合股價指數 200 KOSPI 200 選擇權的機會。從2010年10月開始，印度孟買 30 指數的衍生性金融商品 SENSEX 成為歐洲期貨交易所會員們進入印度這一個快速發展的新興市場之便捷通道。2013年2月，歐洲期貨交易所與臺灣期貨交易所 (TAIFEX) 簽訂合作協議，將提供臺灣股市加權指數衍生性金融商品的盤後交易，並將 TAIFEX 衍生性金融商品推廣至全球。

貳、歐洲期貨交易所與臺灣期貨交易所之鏈接 (Eurex/TAIEX Link)

— 創建臺指選擇權及期貨的隔夜市場

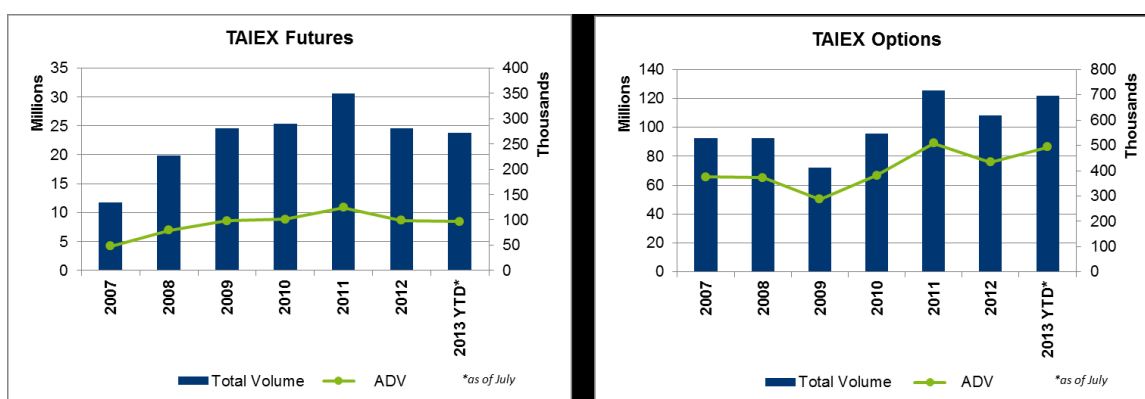
一、Eurex/TAIEX Link 第一步策略：

- 基於 TAIEX 及 Eurex 簽訂之契約成為合作夥伴，雙方目前第一步計畫為以現有 Eurex/KRX Link 為基礎推出台股期貨及臺指期選擇權。
- Eurex/TAIFEX Link 將建立台股期貨與臺指期選擇權之隔夜交易市場，並提供現行市場參與者對台股期貨與臺指期選擇權部位避險之機會，亦可即時對全球市場波動之變動提供反應之機會。除此之外，因交易時間延長之商品將吸引亞洲及歐洲新參與者。
- 預計於 2013 年底準備就緒，正式發行時間待主管機關核准。
- 台股期貨與臺指期選擇權之上市將會是臺灣與歐洲市場串連的第一步，並將成為進一步策略性重要業務合作之根基。
- 於 Eurex 掛牌以台股期貨與臺指選擇權為交易標的之一天期期

貨商品將與 TAIFEX 之臺股期貨與臺指選擇權共同計算。

- 於 Eurex 掛牌以臺股期貨與臺指選擇權為交易標的之每日到期期貨商品，將由 Eurex 會員交易並由 Eurex Clearing 進行清算。Eurex 每交易日結束後之剩餘未平倉部位將傳輸至 TAIFEX，由 TAIFEX 之會員接收。

二、臺股期貨與臺指選擇權之交易量



圖片來源：歐洲期貨交易所簡報資料

- 於 2013 年，臺指選擇權之日平均成交量約達 495,000 個契約。臺股期貨約為 97,000 個契約。
- 2012 年臺指選擇權之成交量為股價指數選擇權全球第五大。

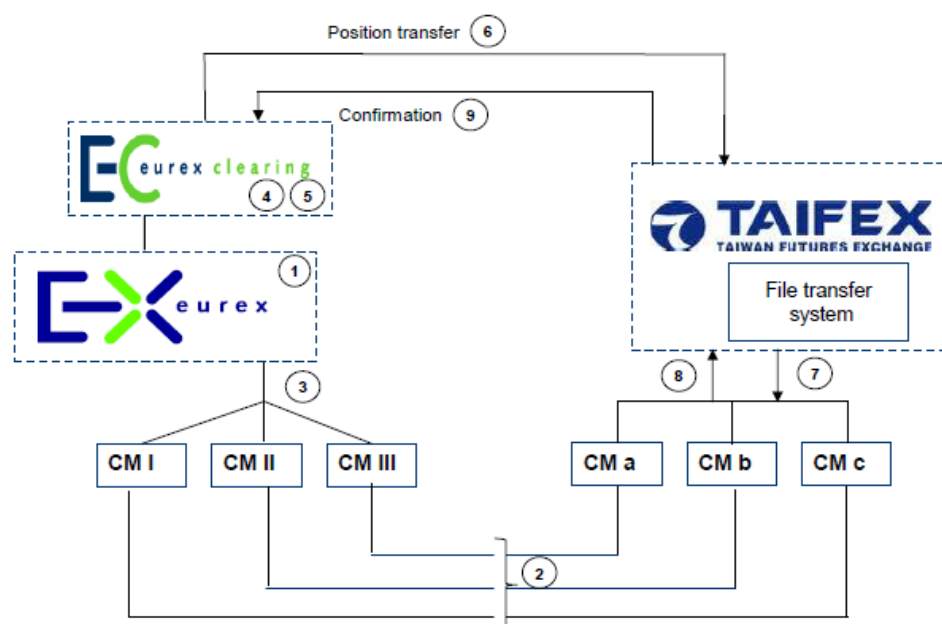
三、歐洲期貨交易所與臺灣期貨交易所合作（Eurex/TAIEX Link）模式

- 於 Eurex 掛牌以臺股期貨與臺指選擇權為交易標的之一天期期貨商品。
- Eurex 之會員必須與至少一 TAIFEX 會員有業務往來以進行交割。TAIFEX 會員得成為 Eurex 之非結算會員，並直接或至少與一 Eurex 會員開戶以便交易。TAIFEX 會員與 Eurex 會員應簽屬雙方書面契約。

- Eurex 會員將於 Eurex 以最終受益人之帳號（7 字碼）交易及於 TAIFEX 之帳號（4+3 字碼）。TAIFEX 會員將得透過 Eurex 會員或以 Eurex 會員身分自行交易臺股期貨與臺指選擇權。會員需控制於 Eurex 交易之部位，使其於 TAIFEX 之部位應符合臺灣相關法令。
- 盤中保證金將由 Eurex Clearing 以 Eurex Clearing 之貨幣（歐元/瑞郎/美元/英鎊）計算及收取。
- Eurex 交易時間結束後，每日結算損益後之變動保證金應以新臺幣於臺灣之交割銀行進行收付。清算會員必須在臺灣之交割銀行開立帳戶使 Eurex Clearing 得透過清算會員之付款銀行進行款項之撥付。每一清算會員之帳戶為分別獨立，並不與付款銀行指示之款項互相沖抵。
- 在交易日結束時，Eurex Clearing 會將最終受益人（交易人）的交割資訊傳送至 TAIFEX，再由 TAIFEX 傳遞至本國期貨商。
- 本國期貨商在完成保證金檢核後，將交割資訊輸入 TAIFEX 系統，並以由 Eurex 接收的最後結算價作為交割資訊。
- TAIFEX 將提供交割資訊確認予 Eurex Clearing，並完成臺指選擇權及臺股期貨部位之移轉。
- 對於被拒絕轉入的部位，倘實物交割為臺股期貨及臺指選擇權的部位未完成移轉程序被退回時，適用 Eurex 相關規範，依 Eurex Clearing Default Procedures 處理。TAIFEX 將被退回部位移轉至 Eurex Clearing 以客戶身份於其指定的本國期貨商開立的帳戶。Eurex Clearing 會要求指定的本國期貨商於 TAIFEX 開盤時自動執行結清相關部位的程序。

四、合作模式之基本敘述

24 hour trading of TAIFEX Option and Futures – Process



圖片來源：歐洲期貨交易所簡報資料

- (一) Eurex 於 TAIFEX 盤後時段掛牌一天期臺指選擇權及臺股期貨。
- (二) 期貨商須完成開戶等交易前置作業：Eurex 會員須至少與一家本國期貨商建立業務往來關係，以利完成實物交割作業；我國期貨商可至少於一家 Eurex 會員開立帳戶或具有 Eurex 會員資格，以進行交易。
- (三) TAIFEX 會員與 Eurex 會員應簽屬雙方書面契約：Eurex 會員依 Eurex 規範接受交易委託，並輸入我國期貨商代碼及可供我國期貨商辨認帳戶最終受益人（交易人）之代號等訊息。
- (四) 盤中保證金：將由 Eurex Clearing 以其可接受的貨幣（如歐元/瑞郎/美元/英鎊）收取。
- (五) 結算：由 Eurex Clearing 於臺灣交割銀行收付以新臺幣計價的變動保證金。
- (六) Eurex Clearing 將最終受益人（交易人）的交割資訊傳送至 TAIFEX。

(七) 最終受益人(交易人)的交割資訊由 TAIFEX 傳遞至本國期貨商。

(八) 本國期貨商於完成保證金等檢核後，將移轉部位之交割資訊上傳至 TAIFEX 系統。

(九) 確認依交割資訊完成臺股期貨及臺指選擇權部位之移轉。

五、契約規格

(一) 一天期臺指選擇權期貨契約

交易標的	於臺灣期交所掛牌的臺指選擇權契約，包括買(賣)權、各履約價及各到期月份的所有選擇權契約序列。
契約單位	1口臺指選擇權契約
契約期間	1個交易日
最小升降單位	每一指數點新臺幣50元
結算	在臺灣期交所的臺指選擇權下一個交易日開放前，以歐洲期交所的變動保證金和實物交割結算。
每日/最後結算價	每日/最後結算價為該交易日臺指選擇權各序列之每日結算價。變動保證金的現金將從臺灣對應的銀行帳戶，以新臺幣支付或收取。
交易日	歐洲期交所和臺灣期交所皆營業的每個交易日
交易時間	中歐時間09:00-21:00 (歐洲夏令期間 中歐時間10:00開始)

(二) 一天期臺股期貨之期貨契約

交易標的	於臺灣期交所掛牌的臺股期貨契約
契約單位	1口臺股期貨契約

契約期間	1個交易日
最小升降單位	新臺幣200元 X 每一指數點
結算	在臺灣期交所的臺指期貨下一個交易日開放前，以歐洲期交所的變動保證金和實物交割結算。
每日/最後結算價	每日/最後結算價為該交易日各臺股期貨契約之每日結算價。變動保證金的現金將從臺灣對應的銀行帳戶，以新臺幣支付或收取。
交易日	歐洲期交所和臺灣期交所皆營業的每個交易日
交易時間	中歐時間09:00-21:00（歐洲夏令期間 中歐時間10:00開始）

第四節 德意志銀行 (Deutsche Bank)

德意志銀行代表：Ms. Corinna Fernando, the Vice President, Deutsche Bank AG

壹、機構簡介：

德意志銀行除了是德國最大的銀行，更是世界上最大的投資銀行，總部設於法蘭克福，截至 2013 年 6 月，德意志銀行集團總人數達 97,158 人，為世界主要的金融集團之一。德意志銀行從事商業銀行的投資銀行業務，服務對象為個人、公司、政府和公共機構等。即使經歷金融風暴與歐債危機，德意志銀行靠著優異的風險控管能力，不僅安然度過，更利用機會擴展集團版圖。優異的獲利能力，使得信用評等公司如穆迪評等公司、標準普爾評等公司及惠譽等將德意志銀行一直維持 AAA 評級的極少數國際金融機構之一。

貳、簡報重點：

一、德意志銀行沿革：

1870 成立於柏林

1948-52 德意志銀行在 1948 年 4 月 1 日被拆分成 10 個地區銀行，後來經過不斷地合併，在 1952 年成為三個主要大銀行：北德銀行股份公司 (Norddeutsche Bank AG)、南德銀行股份公司 (Süddeutsche Bank AG)、萊茵威斯伐倫銀行股份公司 (Rheinisch-Westfälische Bank AG)

1957 三家銀行再次合併成為德意志銀行，總部設於緬因河畔的法蘭克福

1959 開辦小額貸款，介入零售銀行業務

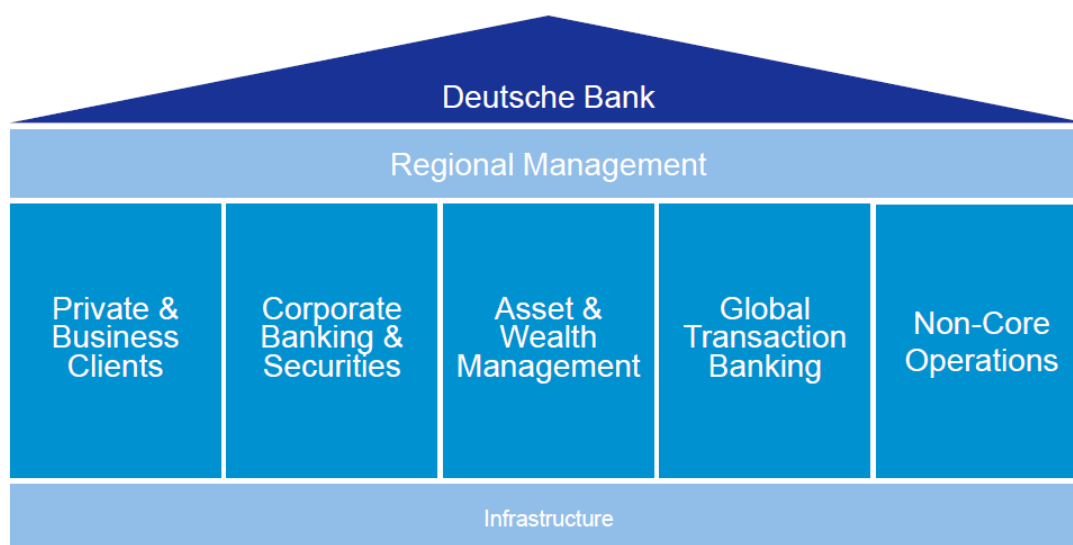
1976 於倫敦、東京、巴黎設立分支機構

1986-87 併購 Banca d'America e d'Italia

- 1989 收購Morgan Grenfell Group，德意志銀行開始投資銀行業務
- 1999 併購Bankers Trust
- 2001 紐約證交所掛牌
- 2002 併購Scudder Investments, U.S
- 2006 收購Russian investment bank United Financial Group
- 2008 於北京設立子公司
- 2009 收購德國郵政銀行
- 2010 併購Sal. Oppenheim

二、德意志銀行現況

(一) 業務架構：德意志銀行業務可分為 5 大區塊：



資料來源:德意志銀行簡報資料

1. 私人及商業客戶部 (Private & Business Clients)：私人及商業客戶部包括廣泛的銀行服務，服務對象包括：個人以及中小型企業，提供包括活期帳戶、存款、貸款、投資管理及退休金產品等服務。

2. 企業與投資銀行部 (Corporate Banking & Securities)：為德意志銀行的核心業務，包括環球金融與企業金融服務。環球金融業務部結合銷售、交易及建構廣泛的金融市場產品，包括債券、股票及股票連動產品、交易所買賣及店頭市場交易之衍生性金融產品、外匯交易、貨幣市場工具、證券化工具及商品；企業金融服務業務部門負責購併事宜，包括顧問、發行債務及股票，並提供中、大型企業的資本市場服務。區域及個別產業顧問團隊則確保為客戶提供完整的金融商品及服務。
3. 資產及財富管理部 (Asset & Wealth management)：資產及財富管理部結合兩個業務分部：資產管理及私人財富管理。私人財富管理為高資產淨值的個人與家族客戶提供財富管理服務；資產管理則為全球的個人及機構客戶提供投資策略方案。資產管理內提供四大業務別類：DWS 投資品牌專為投資散戶提供投資服務、DB 專業顧問為退休及主權財富基金等機構投資客戶提供專門服務、德意志銀行的保險資產管理提供的第三人保險投資，以及由 RREEF 另類投資提供的不動產及非傳統管道投資服務。
4. 環球交易銀行 (Global Transaction Banking)：為環球企業客戶及金融機構提供全面性的商業銀行產品及服務，包括國內及跨境支付、現金管理、專業風險抵減管理及國際貿易融資。環球交易銀行亦提供信託、代理、存託、保管及相關服務。
5. 非核心業務 (Non-Core Operations)：包括高風險性資產及待處分的部分業務，未來可能出售。德意志銀行為因應未來更嚴格的監管規定，計畫降低集團所持有的部分風險性資產及

與未來集團策略不符的部分業務。

(二) 員工分佈：德意志銀行為大型國際金融集團，員工分佈世界各地，其中以德國人數最多達 46,646 人，占 48%。亞洲地區人數達 15,908 人，占 16.4%，為集團內次高地區，顯示德意志銀行重視亞洲地區的發展潛力，成為驅動集團獲利成長的主要來源之一。

(三) 獲利來源分佈：2012 年德意志銀行集團淨利達 340 億歐元，來自德國部分占 36%，歐洲、中東及非洲占 29%，美洲地區占 25%，亞洲地區僅占 11%，但根據德意志銀行的預測，2015 年時，德國比重可能大幅下降，亞洲獲利比重將可能提升至 32%，成為主要獲利來源之一。

(四) 未來發展策略：

1. 重視德國本地市場的發展與經營

- 增加對德國本地企業客戶的貸款，預計至 2015 年再增加 100 億歐元。
- 增加對德國本地的企業購併，預計增加 80 億歐元。
- 增加德國本地客戶規模達 240 萬人，雇用 46,000 名本地員工，設立分支機構達 1,900 家。

2. 積極增加對顧客服務的投資

- 引導銀行經營的新趨勢。
- 導入最新的設計與科技應用的創新。
- 提供客戶諮詢時，積極利用多媒體設備。
- 提供金融商品體驗服務
- 提供具親和力的環境以融入客戶的日常生活。

第五節 德盛安聯全球投資公司 (Allianz Global Investor)

德盛安聯全球投資公司代表：

- 1.Martin H. Keil, Managing Director, Allianz Global Investors Europe GmbH
- 2.Sue-Ju Huang, M.B.A. Director, Allianz Global Investors Europe GmbH
- 3.Stefan Hofrichter, Director/ Senior Strategist, Head of Global Economicd & Strategy Group
- 4.Andreas Hilka, Head of Pensions/ Global Solutions

壹、機構簡介：

德盛安聯集團創立於 1890 年，已擁有超過 120 年的悠久歷史，成立時總部設於德國首都柏林，1949 年遷移至慕尼黑。該集團 1895 年即於柏林證券交易所掛牌上市，2000 年在紐約證交所上市。德盛安聯目前為全球最大的資產管理機構，於全球 18 個國家設立 23 個營運據點，集團擁有超過 14 萬名員工，服務的客戶多達 7,800 萬人並遍及 70 多個國家，旗下業務包括人壽保險、產物保險、銀行及資產管理。德盛安聯為全球各地的個人投資者、家庭和機構法人管理的資產規模已逾 3,140 億歐元，集團內擁有 515 位投資專家，平均資產管理經驗超過 10 年。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（經濟合作暨發展組織）進行合作，進行全球退休市場制度及趨勢的研究。

德盛安聯管理的資產類型以固定收益商品為大宗，占 40%，其次為股權商品 37%、多元化資產 20%。管理的資金來源以歐洲為主，占 72%，美國地區 19%、亞太地區 9%。客戶類型則以機構法人為主，占 75%，其餘為零售客戶 25%。

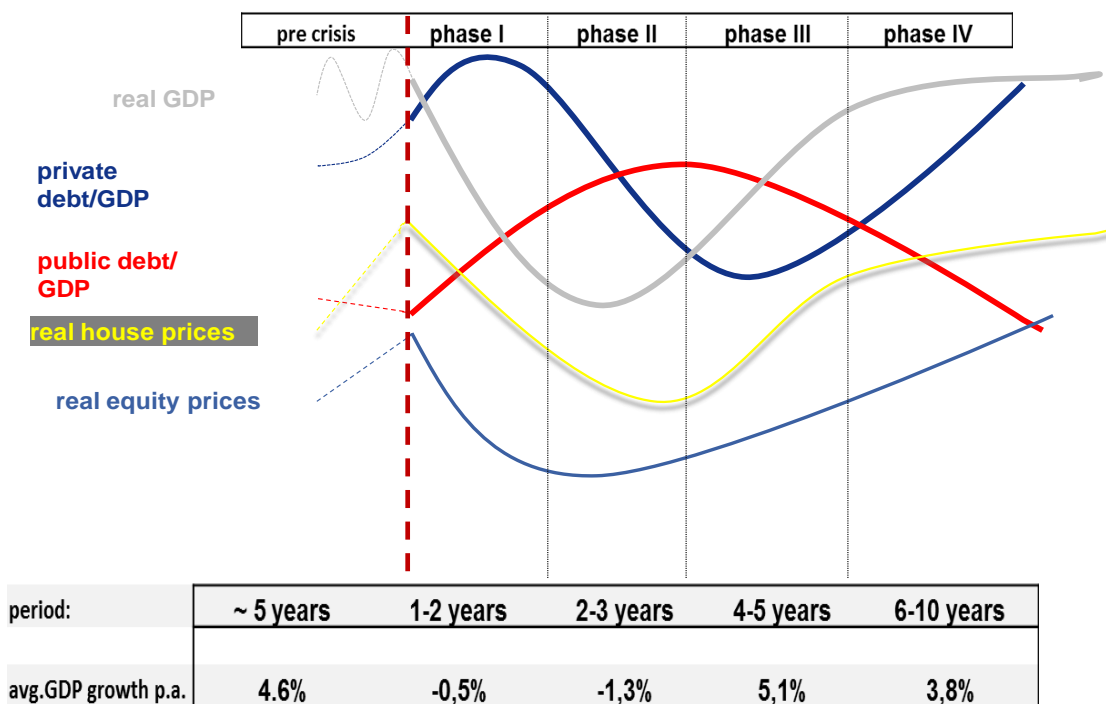
貳、簡報重點：

一、德盛安聯全球投資展望

(一) 投資主軸：去槓桿化及金融緊縮

自 2008 年金融風暴以來，多數已開發國家私部門債務逐漸轉移至公部門，導致其公共債務佔 GDP 比率達到歷史新高，該比率下降的國家僅德國、瑞士及希臘。多數國家私部門債務佔 GDP 比率呈現下降，降幅達 20% 的國家包括美國、西班牙、愛爾蘭。

德盛安聯根據歷史經驗歸納出資產泡沫後數年，債務佔 GDP 比率、實質 GDP、股價等的變化情形如下表：



圖片來源：德盛安聯全球投資公司簡報資料

目前處在第二與第三階段之間，私部門持續去槓桿化而公部門債務不斷上升，股市持續走揚，房市開始復甦。

全球主要央行的資產負債表仍在擴張，但因市場持續的去槓桿化以及金融緊縮，導致貨幣乘數大幅滑落，儘管央行不斷

增加貨幣基數，所創造的貨幣供給成長率仍不高。根據統計，2012 年底，全球貨幣供給年增率略高於 6%，低於 2008 年金融危機發生前的 8%。此外，目前全球貨幣供給的成長，一半由中國所貢獻。

（二）總體經濟展望：

全球製造業與服務業 PMI（採購經理人指數）自 2013 年下半年起呈現明顯上升，近期 PMI 指數的上升主要由分項指數中的訂單存貨比所帶動。金融風暴後的去槓桿化，使企業目前擁有的資金較 2007 年高出許多，有助於未來企業的消費與投資，為經濟的持續復甦提供有力的支撐。

檢視各地區的經濟狀況，美國經濟持續以溫和的速度擴張；歐元區主要國家目前 PMI 數據大多已回升至 50 以上，經濟狀況趨於穩定；日本目前正實施再通膨的政策，雖然 GDP 成長率仍然不高，但由其領先指標的快速上升來看，未來經濟成長力道可望轉強。

新興市場部分，部分亞洲國家近 5 年來私部門債務占 GDP 的增幅相當大，例如中國（>50%）、香港（40%~50%），已高於部分國家於 2008 金融危機發生前 5 年所累積的增幅，包括希臘、英國、義大利、美國等。然而，德盛安聯也指出，與 1997 年時相比，目前亞洲國家的經常帳較高且外債比率較低，因此抵禦市場衝擊的條件大幅優於當時。

目前部分國家民間部分債務（不含金融業）占 GDP 比重已達相當高的水準，高於 200% 者包括瑞典、香港；150%~200% 者為南韓、中國、日本。其中瑞典與香港該項比率已高於 2007 年時的愛爾蘭、西班牙、葡萄牙、荷蘭等國。

(三) 固定收益市場：

由於目前處在低利率環境，為衡量各種債券的利率風險承受度，德盛安聯採用「保護係數 (Protection Coefficient)」之方式，該比率愈大，利率風險承受度愈高。該比率之計算方式如下：

$$PC_t = BE_t / \delta t$$

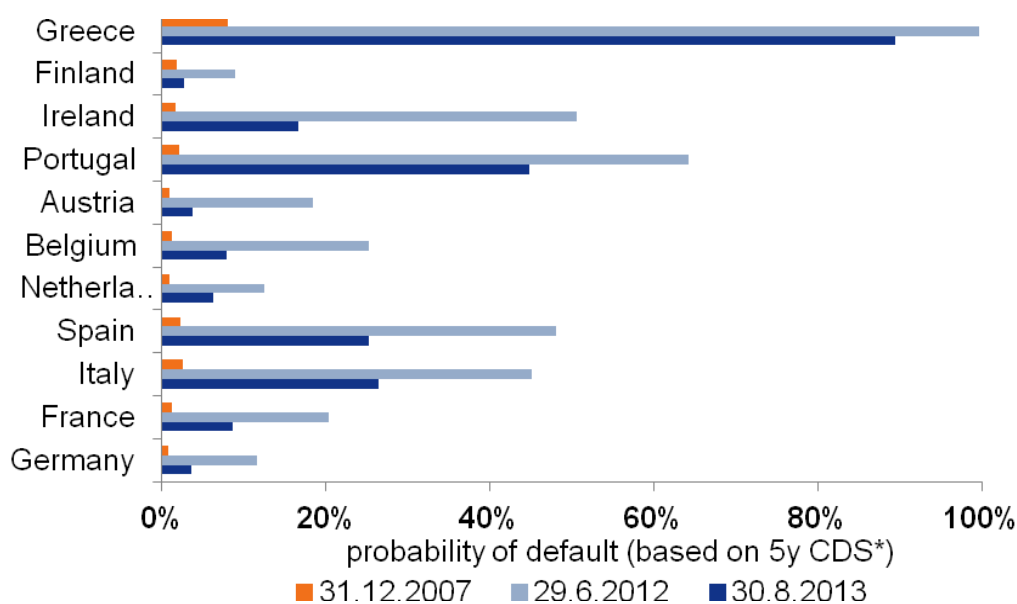
PC：保護係數；BE：損益兩平利差； δ ：經調整後之利率變動標準差；t：期間

由保護係數之計算可得知，多數已開發國家的政府公債難以抵禦利率上升的衝擊。利率風險承受度較高的債券則包括歐元高收益債、巴西公債、美元高收益債、印度及墨西哥公債等。

德盛安聯擷取自 1987 年以來 6 次較明顯的美債空頭數據，繪出空頭發生前後 180 天的平均走勢；另假設今年 5 月為美債空頭的起點，繪出 5 月之前 180 天及 5 月至今的走勢。觀察今年 5 月以來及歷史空頭走勢圖，發現二者圖形相當類似，德盛安聯預估美債殖利率仍有繼續上揚的空間，惟受到 FED 暫緩縮減 QE 的影響，可能使殖利率漲勢受到壓抑。

根據德盛安聯的統計，自 2008 年以來，美債與英債、美債與德債的相關係數介於 80%~90%，顯示二者相關性極高，因此一旦美債走空，也將帶動德債與英債。

針對歐洲外圍國家的債券，德盛安聯認為，由信用違約交換（CDS）的價位（如下表）來看，市場對歐洲外圍國家的債信給予過高的違約機率，未來隨著歐債問題的持續改善，市場對其風險貼水的要求應會降低。雖然自去年以來歐洲外圍國家公債殖利率已明顯下滑，但主要是受歐洲央行買斷貨幣交易（OMT）計畫的影響，尚未完全反映基本面改善的利多。



圖片來源：德盛安聯全球投資公司簡報資料

相較於成熟國家公債的低利率，許多新興國家政府公債仍有相當高的「實質利率」，實質利率高於 3% 的國家包括巴西、哥倫比亞、奈及利亞、匈牙利、秘魯、墨西哥等。

（四）權益證券市場

擷取過去 100 年美國的公共債務/GDP 及股價指數實質報酬率走勢，發現在公共債務占 GDP 較高的時期，股票市場反而有較高的報酬率，推估可能受到市場評價方式、政府政策等因素主導，也顯示公共債務多寡對股市的影響並不大。

統計目前全球主要股市的本益比，發現部分新興國家以及

美國已有過高的現象，而本益比目前仍偏低的國家則大多集中於南歐與東歐，顯示該地區相對具有投資吸引力。本益比高於 20 倍的國家包括菲律賓、美國（美國長期歷史平均約 16~17 倍）、墨西哥、日本、瑞士、馬來西亞。本益比低於 10 倍的國家包括葡萄牙、西班牙、捷克、匈牙利、義大利、愛爾蘭、阿根廷、俄羅斯、希臘。

（五）資產配置：

統計 30 年來美國短期實質利率變動對股票／債券相對績效表現的影響，發現在實質利率上升的階段，股市的表現優於債市。自 2012 年以來，美國實質 FED Fund Rate 開始呈現上揚的態勢，因此評估未來一段時間股市的表現優於債市。

在市場利率上升的階段，受到負面衝擊最大的商品為政府公債，其次為公司債及抗通膨債券。最能在利率上升時期獲益的投資工具為原物料商品，其次為股票、高收益債券。

在綜合考量各投資工具的價格趨勢、總體經濟環境及價值衡量後，德盛安聯建議，2014 年應於投資組合中增加已開發國家股票（尤其是歐洲）及高收益債券等，應於投資組合中減碼的投資工具包括：已開發國家政府公債及投資等級美國公司債等。

（六）金融抑制

所謂金融抑制，係指政府通過對金融活動和金融體系的過多干預抑制金融體系的發展，而金融體系的發展停滯後又阻礙經濟的發展，從而造成金融抑制和經濟落後的惡性循環。其主要特徵包括：設立直接及間接利率上限、金融機構監理與管控、發行暨強化公債市場之管理、降低私有化資產投資之誘因

及實施國際資本流動之限制等，以降低實質利息負擔並強化資金流通之順暢性。

2008 年爆發金融風暴後，各國政府紛紛推行金融抑制，採用工具包括：

1. 實施超低率政策，壓低債券殖利率；
2. 中央銀行大規模購買公債，美聯儲採用的 QE（Quantitative Easing 或量化寬鬆）及歐洲央行採用的 LTRO（Longer-Term Refinancing Operation 或長期再融資操作）為顯著例子；
3. 將年金資產移轉予政府，法國、葡萄牙、愛爾蘭、匈牙利及英國目前採用之；
4. 對國際資本流動實施管制，例如奧地利限制東歐銀行間之交易為一例；
5. 對銀行施加政治壓力令其購買政府公債，例如歐元區銀行須購買國內政府公債方可取得 LTRO 款項；
6. 對公營行庫施加影響力，促成金融機構之國有化；
7. 實施巴塞爾協議 III，即提高資本充足率、嚴格資本扣除限制、擴大風險資產覆蓋範圍、引入槓桿率及加強流動性管理。

金融環境的變遷，使得所謂的「安全」須重新定義，亦導致投資決策有所改變，可從下表看出差異：

過去	金融抑制
重視資本利得	重視穩定收益
購買並持有	利用資產配置來獲取額外收益
注重絕對回報	注重絕對回報及預期回報

投資單一資產之個別產品	投資多元化資產
注重名目收益	注重實質收益
注重模擬之預期收益	注重風險管理

二、德盛安聯資產管理之投資決策及運作

(一) 投資策略：

德盛安聯採用主動式核心股票操作策略，結合基本與量化的研究方式，運用於預測投資報酬率與風險管理上，再結合多元化的投資風格與企業基本面分析。其投資目標為持續超越對應指標，即 MSCI AC World Total Return Index，並同時維持與對應指標相近的風險水準。該策略的目標係在滾動 3 年期間，超越對應指標 100-200 基本點（年化），維持年化追蹤誤差於 1 至 3% 的區間。

該公司採用「價值」、「正向改變」、「正向動能」、「穩定成長」及「高品質」等投資風格建立投資組合，其中，高品質由獲利性、穩定性與持續性組成，避免績效受景氣循環影響而長時間呈現疲弱表現。為達成所有加碼最多的股票皆被評分為最具吸引力的目標，該公司同時將不同條件列入，包括對單一股票、產業、國家與區域間加碼與減碼的極限，另外，股票波動性高低、通膨對股票價格影響、以及週轉率限制亦被納入條件因素。為符合上述條件，分析師評分為中立或負向的股票可能被加入最終投資組合，此類股票或為好的風險分散工具，或具好的投資風格分數，納入好處通常大於負面影響。

(二) 模型投資流程：

首先，該公司依據股票流動性來決定全球股票的最佳投資

主體，最多可達 5,000 檔全球股票。

其次，依前述投資方式決定混合型投資組合，分析所有可能組合，然後選擇在過去兩個經濟循環下扣除費用後資訊比率為最高的組合，此組合較不受經濟循環影響，表現相對穩定。

第三，完成條件篩選後，優化器將會加碼分析師所給予買進的股票。在正常情況下，來自最佳投資方式與分析師所貢獻的超額報酬率比重分別為 70% 及 30%。

第四，將條件或標準風險因子加入優化器，包括國家、產業與市值，或一些非標準風險因子（與穩定性相關的因子），如非常喜愛或不喜愛的股票，或一些未包括在標準風險模型中的總體經濟因子。非常喜愛的股票是一般市場給予高評級以及外資券商分析師喜愛的股票，可作為分析投資者群聚效應風險的判定。

完成上述流程即可得出一最佳化投資組合。此時，公司可將股票部位最大化，該等股票係由具吸引力的投資型態由下而上基本面分析所獲得「買進」評等股票中所選出，同時也將超額報酬與風險因子等條件列入考量。當投資組合達到最佳化後，每支股票將由公司研究團隊審議後納入最佳風投資組合。

（三）風險管理機制：

建置投資組合時，該公司依照期望達到的追蹤誤差來管理風險。此外，對於最重要的風險層面附加條件（如：有效國家、產業與個股比重），藉由複合因子的風險模組監控事前風險，使整體投資組合風險符合客戶預期與目標範圍。

以下為幾項風險控管重點：

1. 投資風險：投資具完善管理、透明度高且永續經營模式的高

品質公司，降低投資組合風險。

2. 對應指標風險：每一個股票投資組合的風險參數，係根據所設定目標報酬而定。建置最佳投資組合時，須將風險控制在要求的水準。
3. 法人代操風險：使用高科技客戶系統，例如利用即時交易監控系統，發現可能違反投資準則事件，確保客戶權益。
4. 離散風險：客製化的投資準則如目標追蹤誤差或其他條件，可能導致投資組合報酬出現偏差，公司將持續檢視此離散情形，期望達到擁有對應指標的客戶，同時也持有相同特性的投資組合。
5. 獨立風險控制：除藉由專門系統輔助監控所管理的投資組合風險外，也利用 IDS GmbH – Analysis and Reporting Services (IDS) 提供獨立投資組合風險評估及績效分析報告，控管投資風險。
6. 風險控管：為防範違反投資規範，所有投資組合將被獨立風險控管部門監控，執行範圍包括信用、營運與策略風險、風險控管流程之策略、管理及流程。
7. 法令遵循：設有法令遵循部門負責審閱所有投資準則，交易前準則由前台系統 Bloomberg's Asset and Investment Manager system (Bloomberg AIM) 審閱，交易後準則則由後台系統 Xentis 審閱。

三、德國養老保險金制度

(一) 養老保險制度之沿革

德國現行社會年金保險制度稱為「帝國勞工障礙與老年保險法」，於 1891 年實施，為全世界最早的安老制度。當時德國

面對工業化、市場化及都市化的趨勢，欲追求社會公平正義，故依職業身分區分運作的狀態，包括老年、身心障礙，與死亡給付。

受二次大戰及通貨膨脹影響，德國年金保險制度原先提存準備的基金消失殆盡，故於 1957 年推動指數化動態年金調整機制，除建立投保薪資上下限外，基金儲備制亦改為隨收隨付制，並將年金給付與薪資成長和社會人口依賴比之變動相關化。

1990 年東西德統一，加以歐盟統合趨勢形成，在經濟全球化與年金財務平衡綜合考量下，德國進行一系列改革，包括合併勞工年金保險與職員年金保險為「一般年金保險」、修正年金與年金現值公式參數、長期規劃逐步延後強制退休年齡為 67 歲、提出費率穩定原則及以量入為出取代量出為入原則等。

德國國會於 2000 年通過建立「基本保障法」，朝三柱式年金制度改革；於 2011 年更擴大強制納保範圍，強制農民及漁民參加。

德國的養老保險金制度分為三個層次：

第一層、工作期間的法定退休保險：依職業種類，法定退休保險又區分成幾個系統，其一為公務員、職業軍人、農林漁牧；二為專門職業如律師、公證人、會計師、稅務師、醫師、牙醫、心理醫師、獸醫、建築師等通過國家證照考試之高度專業領域；三為文創業如文學、學術、音樂、戲劇等；不屬於以上行業的各行各業受僱人則歸屬於一般法定退休保險。

第二層、企業退休保險：此為雇主額外提供給受僱人的養老保險，為業者吸引人才之「公司福利」，分成員工購買商業

年金保險及員工購買基金或股票之兩種形式。

第三層、個人養老：即以自有資金準備養老計畫，例如人壽保險、證券投資基金、不動產。為鼓勵人民提早為養老自力儲蓄，有些類型有政府輔助，例如「李斯特退休年金」及「呂路普退休年金」。

由於第一層的法定退休保險的折算月薪比例不高，就算退休點數累積到最高等級，也只是一生平均月薪的 40~45% 左右，僅能維持簡約生活，而雇主若規模不大，亦難提供第二層保障，故不少德國民眾會準備自己的第三層養老金。

（二）德國養老保險金面臨之潛在挑戰

2010 年之全球老化人口約占 10%，預估 2030 及 2050 年分別將達 18% 及 25%；歐洲則為 24%、36% 及 47%。德國同樣面臨經濟全球化，及人口結構高齡少子化的問題。德國出生率較低，人口增長率為負數，隨著人們生活水準的提高、科技的發達、醫療條件的改善，人口的預期壽命亦不斷增長，社會人口趨向老齡化。據估計，至 2030 年將大約兩位勞動者供養一名退休人員。此外，在歐洲統一進程中，德國因生活水準較高，赴德定居者增加，一部份新的社會保障支出隨之增加。

德國面臨著繼續維持原來社會保障水準要求，但同時環境又不允許對日漸減少的勞動力提高稅收、多交社會保障費用的困難，養老保險金制度的保費收入存在入不敷出的長期財務窘境，令制度之改革勢在必行。

近年來，歐洲各國紛紛加速建立完善養老保險金制度，例如：提高退休年齡以刪減或減少保障對象，及降低福利支出以調低給付水準等。其中，荷蘭、瑞士、奧地利及瑞典採取之改

革步伐最快，德國、義大利及西班牙次之，法國則居後。

(三) 德國養老保險金之管理架構

1. Solvency II

歐盟國家包括德國在內，目前對保險業所採用的清償能力制度 Solvency Margin Requirement 為 Solvency I，而針對此制度提出修改的草案則稱為 Solvency II。該制度起源於 1973 年所制定的產險指令(Non-Life Directive)以及於 1979 年頒布的壽險指令(Life Directive)，整合了歐洲各國的清償能力監理制度，使歐洲市場成為全世界最具競爭力的市場之一。

Solvency II 的基本原則，係建立一套以風險為考量基礎的監理制度，讓保險公司了解，當其承擔高風險業務或公司風險控管質量不盡理想時，將被要求提出較高的資本額，包含的範圍除風險邊際的衡量外，並涵蓋公司治理、監理執行、財報揭露及保險會計等。

Solvency II 架構由以下三支柱組成：

- (1) 第一支柱為數量的要求標準，即準備金及清償資本額的衡量。保險業於負債面所提存的準備金，係基於保險業業務面所承擔的風險，每銷售一張保單，即隱含保單未來可能的風險。清償資本額要求的衡量則係依據風險的考量，計算產生所謂的風險資本 (Risk Based Capital)，即所需的經濟資本 (Economic Capital)。在資產與負債均採用市價或與市價一致性之衡量基礎下，計算在未來一年內保險公司可能因為風險發生而產生的損失，而損失的預測方法可以採用情境模擬或是實行機率隨機方法，使未來一年內公司發生破產的可能機率在 0.5% 以下。在差異化監理的趨勢中，第一支柱中制定了公司可實行

內部模型法的依據，對於想適用內部模型法的公司，也同時制定適用內部模型法的法規，使保險公司在實行標準法之外，多一個計算清償資本額要求的選項。內部模型法的選擇可以促使公司建立自己的風險管理架構，依據公司實際的經驗率發展出最適化的風險控管系統，提供公司做好風險管理的動力。

- (2) 第二支柱為監理檢視流程，著重公司管理質量的要求和監理執行上的相關規定。前者主要指公司治理、內部控制內部稽核等制度的建立，對已經存在的制度加強風險管理概念，並重新檢視相關法規對風險控管的增修需求，使法規在風險評估上更一致。後者則須賦予監理機關應有的權力，包括監理執行權、監理流程的透明化等範疇，使得監理機關對保險公司進行遠程或實地查核時可強化應有的監理效果，並達到公平公開原則，從而建立監理的威信。
- (3) 第三支柱為監理報告與財務報告。由於監理與一般財務報告的需求不同，故報告內容呈現方式亦有所不同，又基於不增加保險公司的行政成本，因此報告內容著重兼容性原則，最大關鍵是會計基礎須一致。

2. 德國養老保險金制度之白皮書

根據 2003 年施羅德政府的「2010 政綱」，德國有關職工 67 歲退休的法律於 2012 年起生效，至此，德國養老金制度已近 10 年未變。

在歐盟中，德國經濟實力及社會福利水平皆領先鄰國，歷經 2009 年金融風暴及 2011 年歐債危機的洗禮後仍保持穩

定。德國一位拿平均工資的普通全職工人退休後獲得的養老金約占工資的 70%，遠高於美國退休人員 40% 的比例，可見該國養老保險金制度頗為慷慨。

然而，德國養老金體系仍面臨不少考驗。歐洲央行理事兼德國央行行長韋伯於 2010 年曾公開表示，由於退休人數日增和在職員工日減，德國養老保險金制度須增強增長潛力。以克里斯托弗·施密特為首的幾位知名經濟學家於 2013 年撰文認為，政府當前應考慮制定新的改革規劃，將公民法定退休年齡提高到 70 歲。此外，德國養老金在不同群體間差距過大，包括女性以及低收入者在內的弱勢群體往往獲得較低的退休金。

第六節 紐約泛歐證券交易所 (NYSE Euronext)

紐約泛歐證券交易所代表：

- 1.Mr. Duco Wildeboer, Director, Issuer & Intermediary Support
- 2.Mr. David de Swaan, Head of Listing Execution.
- 3.Mr. Mark van Etten, Senior Officer, Retail Investors.

壹、機構簡介：

NYSE Euronext 位於荷蘭的阿姆斯特丹交易所，被公認為世界上最早的交易所，且為證券交易的發源地，在四個世紀前人們於目前交易所現址進行股票之交易，甚至有選擇權及期貨的交易雛型。阿姆斯特丹證交所組織 (The Amsterdam Stock Exchange Association) 在 1851 年正式成立後，開始規範荷蘭的證券交易，只有該組織的會員才可直接在其組織內交易證券，並開始多樣化金融商品買賣。1997 年阿姆斯特丹證券交易所組織與歐洲選擇權交易所合併，成為公司型態而非會員制的阿姆斯特丹交易所 (Amsterdam Exchanges)，並開始證券及衍生性商品交易，提供投資人包括交易、結算、保管、資訊服務等一站式服務。2000 年 9 月 22 日，阿姆斯特丹交易所與巴黎證券交易所以及布魯塞爾證券交易所正式宣布合併，形成全球第一個跨國、單一貨幣股票和衍生性商品的泛歐交易所 (Euronext N.V.)。

紐約泛歐證交所 (NYSE Euronext) 是由紐約證交所 (NYSE) 和泛歐證交所 (Euronext) 合併而成，是第一家橫跨歐、美市場的交易所。紐約證交所最早在 2006 年 3 月 7 日以 100 億美元收購芝加哥電子交易商群島控股公司 (Archipelago Holdings)，成立紐約證交所集團 (NYSE Group) 成為營利事業，3 月 8 日該公司股票開始上市交易，代號 NYX。當時受到那斯達克交易所收購倫敦證交所 (London Stock Exchange) 的刺激，2006 年 5 月 22 日紐約證交所集團宣布斥資 80 億

歐元（約 102 億美元）收購泛歐證交所計畫，2007 年 4 月 4 日紐約證交所及泛歐交易所兩者宣布合併，以最多金融商品和多變化的金融服務稱霸全球證交所產業，版圖擴及 5 國（比利時、法國、荷蘭、葡萄牙及美國）、6 大市場，成為首家跨越大西洋的股票交易所。NYSE Euronext 的證券市場包括：the New York Stock Exchange、NYSE Euronext、NYSE MKT、NYSE Alternext 及 NYSE Arca，歐洲加美國市場使其交易時間長達 13 小時，且占全球證券交易市場 1/3 的市占率。

貳、簡報重點：

一、NYSE EURONEXT 與泛歐證券市場平台介紹

NYSE EURONEXT 提供一個高流動性、長時間交易（美洲加歐洲交易時間共計 13 小時）的交易平台，全球約 29% 現貨證券（cash equity）均透過 NYSE EURONEXT 旗下的市場進行交易。2013 年 1 至 4 月 IPO 籌資金額高達 175 億美元，稱霸全球市場，遠超過世界上其他主要證交所。

NYSE EURONEXT 透過單一的泛歐證券市場平台 UTP（Pan-European Equity Market）提供企業與全球投資者的聯結管道，該平台包含歐洲股票交易指數、衍生性商品及債券等商品，並採用單一委託簿制度（Single order book）整合跨境交易所（荷、比、法、英）的交易於單一交易線。

單一委託簿制度要求每一證券必須指定一個主要參考市場（market of reference），針對多國掛牌市場的證券將由其主要參考市場為主要交易線，使發行人能選擇多國上市，提高其曝光率、納入各國指數成份股或在各國媒體揭露價量資訊。以總部在荷蘭的 ING 公司為例，ING 在荷、比、法三個市場掛牌，而其指定阿

姆斯特丹為其主要參考市場，則法國及比利時的交易單則將集中記錄於阿姆斯特丹的委託簿。所以縱使 ING 的交易未實際在法國及比利時執行，但該公司仍於三個市場掛牌，並受三個證券市場的規範。單一委託簿制度得以成功之主要關鍵前提，在於泛歐市場證券結算交割平台之設立，使各國市場參與者得以透過單一平台處理跨境的結算交割實務。

泛歐交易所所有 1,306 家掛牌公司，合計市場規模（市值合計）超過 2.37 兆歐元，其中 1,139 家泛歐境內公司（荷、比、法、英），167 家國際企業（133 家於 NYSE Euronext 及 Alternext；34 家 Free Market），產業類別多元，其中以消費性商品比例最高（24%），其次則為工業（19%）、金融（16%）、健康照護（11%）及石油汽油（11%）等。從其總市值之產業分佈觀察，工業、原物料及石油汽油產業合計市值占市場比重約 35%，餘則可歸屬於服務及民生消費，顯示出歐洲服務業掛牌公司的發展已超過製造業。

二、NYSE EURONEXT 掛牌介紹

NYSE EURONEXT 提供歐洲、中東、非洲等地的公司於歐美兩地資本市場雙邊掛牌的便捷管道，譬如企業已於美國受 SEC 監管的 NYSE、NYSE MKT（中小企業板）上市，可利用美國 SEC 文件滿足大部份歐洲交易市場要求。如：NYSE Euronext 公開說明書規範係由歐盟主管機關監管，而中小企業板 NYSE Alternext 公開說明書只須符合交易所制定之規範即可。

三、NYSE EURONEXT 掛牌時程及要求

提出申請後大約 2~3 個月，經 NYSE Euronext 及主管機關審核通過即可以掛牌。

交易板塊	NYSE Euronext 板	NYSE Alternext 板	
方式及要 求	公開招募、私募、Direct Listing	公開招募	私募
股權分散	發行總股數之 25% 或至少 5% (若發行金額超過 500 萬歐元)	發行金額超過 250 萬歐元	過去一年內完成 250 萬歐元 (最少 3 個投資人)
財務報告 要求	3 年查核簽證 (如果會計年度結束在掛牌日九個月前, 需加送期中財報)	2 年查核簽證 (如果會計年度結束在掛牌日九個月前, 需加送期中財報)	
會計準則	IFRS 或其他國家準則 (美國、加拿大、日本、中國、南韓及印度)	EU 公司: IFRS 或其他國家準則或 EU GAAP 非 EU 公司: IFRS 或當地會計準則附 IFRS 差異調節說明	
仲介機構	代理人	推薦證券商	
主管機關 核准	必要	必要	非必要
提供文件 規範	符合 EU 規範之公開說明書	符合 EU 規範 公開說明書	EURONEXT 審核通過之資料文件

四、阿姆斯特丹交易所介紹

阿姆斯特丹交易所 NYSE Euronext 板及 NYSE Alternext 板內目前有 133 家公司掛牌，總市值約 5490 億歐元，平均每日交易金額為 150 億歐元，投資 AEX25 指數及 AMX25 指數之機構投資人超過 50% 來自美國及英國。目前市值前 10 大的發行者，例如：荷蘭皇家殼牌石油 (Royal Dutch Shell)、聯合利華、ING 集團、海尼根及菲利浦等均在阿姆斯特丹交易所掛牌。在該交易所掛牌之公司流動性最高前 25 名的企業可被選為 AEX25 指數及 AMX25 指數成份股，納入指數的成份股往往因此受到注目，並能提高能見度及進一步增加流動性。

納入指數成份股的要求如下：

基本條件	阿姆斯特丹交易所前 25 名流動性最高的中、大型企業且 [指定阿姆斯特丹交易所為主要參考市場]或[在 NYSE Euronext 不同市場雙邊掛牌，但符合下列條件之一：(1) 主要營運地在荷蘭(2)相關衍生性商品主要在阿姆斯特丹交易所交易(3)以往均已被納入成份股]
標準	前一年度股票成交量達最低 10%的流動性要求、股權分散達最低 25% Free Float 要求（除非透過市值調整後超過排名前 25 的企業）
股權分散	Free Float 定義為流通在外股票－持股超過 5%股東持股（排除 mutual fund 或退休基金等），且內部人持股不計入
定期檢視	按季受 AEX Steering 委員會檢視資格條件
其他	交易貨幣需為歐元，外國企業股票也可適用

有鑑於單一委託簿制度之採用，阿姆斯特丹交易所得以提供企業進入泛歐資本市場最佳管道，不同國家交易單彙整至同一交易線，使阿姆斯特丹交易所平均每日交易金額達 50 億歐元，市場流動性尚高於倫敦交易所主板(46 億歐元)及德意志交易所(39 億歐元)，此一高流動性及便捷的泛歐交易平台吸引 58 國約 2000 家知名機構投資人投資阿姆斯特丹交易所的掛牌企業。

另阿姆斯特丹交易所係歐洲第一家引進指數選擇權的交易所，其 AEX Weekly options 可說是全球最成功的 Weekly options，並在 2008 年推出 Daily options 後平均每日交易量達 14,000 口。該交易所的選擇權商品提供投資人多元選擇，同時也吸引投資人投資標的公司股票，有利增進其流動性。

五、國際企業掛牌現況（類似我國的外國企業掛牌）

目前於 NYSE Euronext 泛歐市場平台(四個歐洲主要交易所)有來自 24 國家，橫跨五大洲，共計 133 家的國際企業掛牌，其中 120 家於 Euronext 板掛牌，13 家於 Alternext 板掛牌，總市值超過 1.9 兆歐元。分析掛牌的國際企業，產業類別多元，惟 35% 主要係來自金融服務業，市值規模從中型至大型企業皆有。另阿姆斯特丹交易所順應國際潮流，國際企業來阿姆斯特丹交易所申請掛牌，對於企業的公司治理，也會適度衡酌公司及其國家的文化，與企業充分溝通，且依歐盟對於公司治理的規範而非採用荷蘭的公司治理規範來做評估。

六、世界主要市場及 Euronext IPO 現況

從 2011 及 2012 年資料分析，美國資本市場仍然領先全球 IPO 市場，2012 年 IPO 總籌資金額達 610 億美元，較 2011 年成長，掛牌家數也從 163 件增加至 177 件；香港市場則因缺少中國大型私募股權掛牌因素，使得 2012 年金額呈現大幅衰退；新加坡 2012 掛牌家數 13 家較 2011 年增加 4 家，惟籌資金額僅 40 億美元，仍維持區域性交易所地位；歐洲市場受歐債風暴影響，2012 年掛牌家數 77 家較 2011 年 91 家減少，2012 年籌資金額為 130 億美元，惟阿姆斯特丹交易所表示，就其所知歐洲市場將有大型 IPO 案準備於 2013 年第四季進入市場，前景可期。

Euronext 板 IPO 市場 2012 年共有 7 件 IPO 案，2012 上半年度 IPO 市場尚呈活絡，籌資金額達 11 億歐元（其中阿姆斯特丹交易所 Ziggo 公司籌資金額達 9.25 億歐元），惟 Euronext 板自 2012 年下半年開始景氣較為低迷，截至 2013 年上半年度無 IPO 案件發生。

中小企業的 Alternext 板於 2012 年共有 7 件 IPO（含 6 件公

開招募、1 件私募)，2013 年上半年度 Alternext 板表現較主板 Euronext 板活躍，已有 4 件 IPO 案(含 2 件公開招募、2 件私募)。

第七節 ING 集團 (International Netherlands Group)

ING 集團代表：Mr. Jeoren Plag, Managing Director and Head of International Corporate Clients

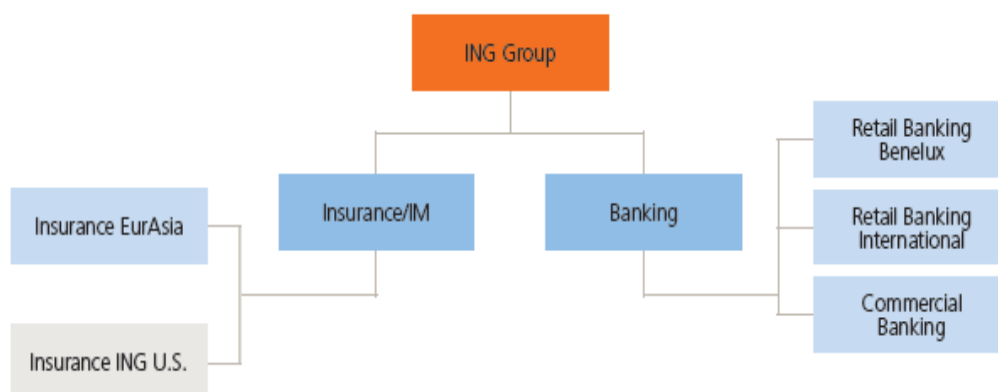
ING (International Netherlands Group)，亦稱荷蘭國際集團，為荷蘭國際級金融服務企業，成立於 1991 年，由荷蘭最大保險公司 Nationale-Nederlanden 與荷蘭最三大銀行 NMB PostBank Group 合併所成立。ING 集團核心業務為銀行、保險及退休規劃等，其員工人數超過 82,000 人，金融服務版圖遍及歐洲、北美、拉丁美洲、亞洲及澳洲等逾 40 個國家，顧客層涵蓋自然人、家庭、企業及政府等，全球顧客數逾 6,100 萬人。ING 服務客戶的宗旨為，藉由卓越的服務、便利及具競爭力的價格，提供客戶金融產品等財務規劃。

2008 年金融海嘯後，面對劇烈環境，荷蘭政府曾於 2008 年 10 月 20 日向 ING 注資 100 億歐元，其代價為 ING 須發行 10 億股特別股給荷蘭政府，並提供每年 8.5% 保證配息率。而後金融市場波動加劇，也使得 ING 陸續拆售部分事業體，如 ING 於 2008 年 10 月以 6 億美金出售臺灣 ING 安泰人壽予富邦金控、2009 年 9 月以 15 億美金出售澳洲 ING、紐西蘭 ING 之股權予 AZN 澳盛銀行集團及 2009 年 10 月以 14.6 億美金出售亞洲私人銀行業務予新加坡華僑銀行等，2009 年 10 月 27 日與歐洲委員會達成協議，未來將原集團分拆為銀行及保險兩事業體，銀行事業於 4 年內調整為以歐洲市場為主，並增資 75 億歐元，其中 50 億歐元償還 2008 年荷蘭政府一半注資。而後 ING 陸續出售歐洲以外事業體或股權，例如：於 2013 年 8 月 26 日出售旗下在韓國的保險業務 ING Life Korea。

經過前述分拆事業體後，ING 也調整其營運策略，現行的發展策略為加強公司的財務狀況、進行組織重組、精簡業務組合，以便能儘快償還對荷蘭政府之債務，另一方面，也將業務重點擺在銀行及保險

業。近年的獲利動能亦逐漸恢復，2013年第二季的營業淨利為9億4千2百萬歐元，在市值方面，截至2013年月底止，ING的市值於歐洲地區排名第17名，達270億歐元。

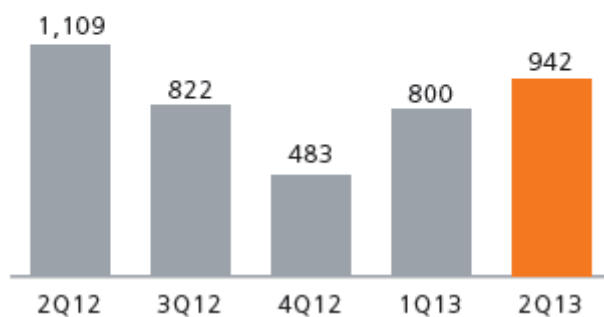
ING 事業群組織圖



圖片來源：ING 集團簡報

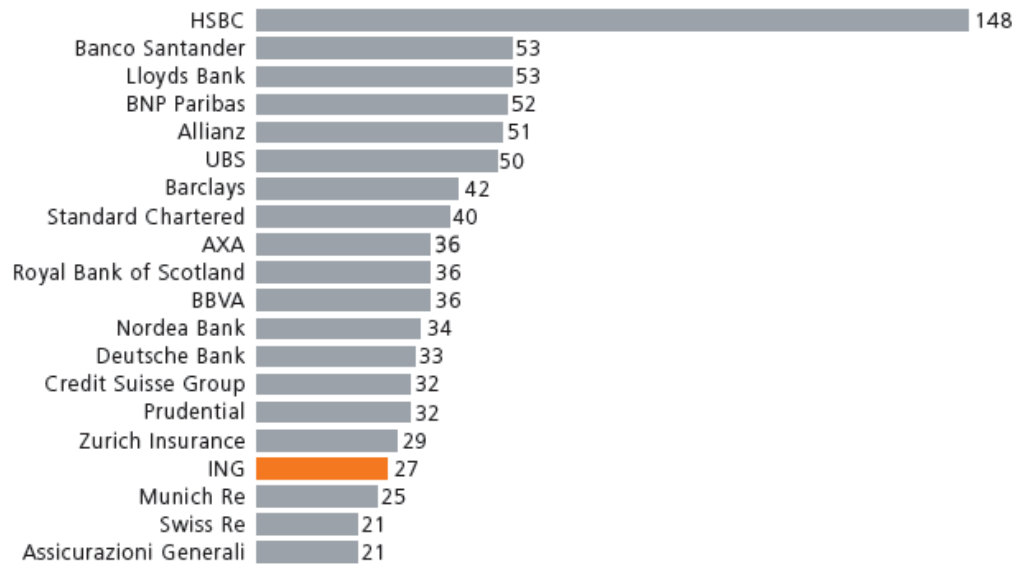
ING 近一年每季營業淨利

Underlying net result ING Group (in EUR mln)



圖片來源：ING 集團簡報

歐洲前 20 大金融機構市值排名



Source: MSCI, Bloomberg 30 June 2013

圖片來源：ING 集團簡報

第八節 荷蘭銀行 (ABN AMRO Bank)

ABN AMRO Bank 代表：

- 1.Mr. Paul Schuilwerve, MDandHead of C&MB International
- 2.Mr. Han de Jong, ChiefEconomist
- 3.Mr. Sander van Wijk, Headof FIG Asia
- 4.Mr. Boudewijn Duinstra,Business Development,Clearing
- 5.Mr. Rutger Schellens,Head of Markets

壹、機構簡介

ABN AMRO 是一間成立近 200 年，富有歷史傳統的銀行，其總部設在荷蘭首都阿姆斯特丹，同時也為全球領先的跨國銀行，截至目前總資產達 4,023 億歐元。ABN AMRO 透過不同的管道為公司獲利一定利潤，包括商業借貸、貿易融資、投資銀行及外匯服務。其中，透過財務管理與操作、借貸、信用狀業務及發展其他資本市場的理財工具，與客戶發展更長久的往來關係。同時在 1997 年第四季起，積極在臺灣發展消費金融業務，包括分行業務、信用卡及收單服務。為提供客戶更便利的服務，並迎接資訊時代的來臨，除既有的分行之外，ABN AMRO 並透過科技研發，持續發展電子商務相關的業務。而其使命是透過長期的客戶往來關係，為選定的客層提供投資理財方面的金融服務，選定的客層包括三大類：企業金融客戶、消費金融與中小企業客戶及私人銀行資產管理共同基金客戶，其目標是促使這三大事業單位各自創造最高的價值，同時也經由資源的整合，創造 1+1 大於 2 的效果。ABN AMRO 能不斷成長全賴長期不斷地提供客戶高品質的服務，其核心價值觀與經營理念即為誠信、尊重、團隊與專業，扮演著貫徹使命與實現願景的重要角色。

ABN AMRO (ABN AMRO Bank N.V.) 是於 1720 年創立的最早

的商業銀行。1824 年時，威廉一世為振興荷蘭與東印度之間的貿易關係，成立 ABN AMRO 的前身—NederlandscheHandel-Maatschappij。1964 年再與 TwentscheBank 合併為 AlgemeneBankNederland、阿姆斯特丹銀行和鹿特丹銀行合併為 Amsterdam-RotterdamBank，成為雙雄並立的局面。1990 年，AlgemeneBankNederland（ABN），再與 Amsterdam-RotterdamBank（AMROBank）合併，成為現在的 ABN AMRO Bank。ABN AMRO 雖然歷史悠久，卻透過版圖不斷的擴充而常保年輕與活力。ABN AMRO 前身的主要四家銀行除幫助荷蘭幾個大都市快速累積經濟實力之外，對於整個國家拓展國際金融業務也有很大的貢獻。1826 年於雅加達、1858 年於新加坡及日本設立服務據點，此舉使得 ABN AMRO 成為亞洲地區歷史最悠久的外商銀行之一。在全球 70 多個國家擁有 3,500 個服務據點的荷蘭銀行，經過一百多年的業務成長及經由購併的版圖擴充，目前擁有四千多億歐元的資產，全球員工人數超過十一萬人。

貳、簡報重點

一、ABN AMRO 之財務面

長期策略上，為面對未來的挑戰，ABN AMRO 將未來的營運獲利發展仰賴於 5 大驅動引擎，分別是：

- （一）提升客戶向心力：藉由提升服務品質及使用科技加強客戶服務。
- （二）投資未來：著眼於資訊科技再造及人力資源。
- （三）適度的風險組合：採用最佳化的資產負債配置、進一步的多角化經營及維持良好的資本水位。
- （四）選擇性的國際成長：著眼於領導能力、適度的風險組合配置及有效的配置發展焦點。

(五) 改善收益能力：針對改善收入、成本控制及風險報酬三方面進行。

ABN AMRO 預計於 2017 年要達成的營運目標為：

- (一) 成本/收益率 56~60%。
- (二) 權益報酬率 9~12%投資未來：著眼於資訊科技再造，及人力資源。
- (三) CET1 比率 11.5~12.5%。

2013 年的財務數字如下：淨獲利較去年同期下滑 3%達 817 億歐元（營運收入 3,601 億歐元、營運費用 2,311 億歐元，費用／收入比為 64%），係因主要的歐洲經濟尚在恢復階段，除使營運收入較同期短少外，也因部分長期放款公司還款出現問題導致損失（馬多夫案、希臘公債等）及年金費用上升所致。在 Retail bank、私人銀行、商業銀行的數據較去年同期是有明顯提升的，但在 Merchant bank 是下滑的。在資本適足率方面，第一類核心資本從去年同期的 12.1%上升到今年的 13.3%，自有資本比率也由去年同期的 18.4%上升到今年的 19.2%。

二、國內外長期策略及佈局

- (一) 持續成為荷蘭當地的領導銀行
- (二) 持續朝向穩定、合併及最佳銀行邁進。
- (三) 以 5 大驅動引擎為基礎策略持續發展
- (四) 考慮市場長期趨勢、國際經濟情勢未來展望與適當風險控管，為公司投資組合做良好策略發展。
- (五) 以荷蘭優良客戶為基礎，只要世界各國的客戶需要 ABN AMRO，ABN AMRO 就在那裡；並不斷降低所有相關成本；強化 ABN AMRO 在客戶心中的品牌價值；專注在高資本報酬的財務活動及穩定獲利能力。

- (六) 專注在私人銀行的發展，並選擇有潛力發展的國家深耕。
- (七) 選擇性地在各國擴展相關業務發展（商業銀行、結算銀行及私人銀行等）
- (八) 計畫於 2015 年上半年進行 IPO，使 ABN AMRO 邁向民營化發展。

第四章 心得與建議

本次海外金融研習參訪重點可分為三部分，第一部分為金融研習課程，包括：Eurosystem and European Fixed Income Markets、Structure of the OTC-Interest Rate Markets 及 Regulatory Changes and impacts on OTC-Trading；第二部分為參訪金融機構，包括 Clearstream、Deutsche Börse、Eurex、Deutsche Bank、NYSE Euronext 等金融機構；第三部分為參訪國際企業，包括 Allianz Global Investor、ING 及 ABN AMRO Bank，讓學員得以瞭解歐洲央行因應歐債等金融危機之措施與影響、衍生性金融商品之風險管理、資本與流動性改革（Basel III）之重點，以及歐洲主要金融集團之發展歷程及未來規劃。

全球金融體系因歐債危機由歐元區周邊國家擴及核心國家，並從主權國家層面擴散影響銀行體系，全球金融體系陷入險境，風險大幅提高，且波及實質經濟。國際組織及歐元區國家陸續採取多項政策措施，以抑制歐債危機及銀行業問題惡化，其中部分措施確已發揮穩定市場信心之作用，惟某些國家主權債務融資仍面臨相當挑戰，持續威脅全球金融穩定。為強化全球銀行體系因應不利衝擊之能力，並維持市場對資本適足率之信心及提供各國公平競爭環境，BCBS 於 2010 年 12 月 16 日發布「巴塞爾資本協定三：強化銀行體系穩健性之全球監理架構」（Basel III：A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems），提出強化全球資本規範之改革方案，其內容包括修正銀行自有資本之組成項目、逐年提高最低資本要求、建立槓桿比率及授權各國主管機關訂定抗景氣循環緩衝資本措施等。我國經審視 Basel III 適用於本國銀行業確有助於強化本國銀行之資本適足性，並提升風險承擔能力及國際競爭力，以維持金融穩定，已於 2012 年 11 月 26 日修正銀行資本適足性及資本等級管理辦法，自 2013 年 1

月起實施。

就德國之金融發展可供借鏡之處，提出觀察與建議如下：

一、Clearstream

國際著名金融集團 Deutsche Börse Group 之一員，其與同一集團內成員 Xetra、Eurex 所提供之前台交易服務互相接續，為客戶提供一站式之整合服務。Clearstream 提供之核心業務範疇包括交割 (Settlement)、資產服務 (Asset Services)、國際證券融資 (Global Securities Financing)、投資基金服務 (Investment Funds Services) 及其他服務 (Other Services) 等。Clearstream 之服務範圍遍及全球 52 個市場，其位於法蘭克福之營業所，為國內證券集中保管機構 (CSD)；位於盧森堡之營業所，則係國際證券集中保管機構 (ICSD)。德國證券交易周邊單位係整合在 Deutsche Börse Group 下，資源有效整合，發揮成本及效益的綜效。除處理證券及相關金融商品的結算、交割外，亦兼具銀行身分，處理款項的結算、交割，相較我國目前唯一的證券結算交割機構，臺灣集中保管結算所僅負責「券」的結算交割，而不負責「款」的結算交割而言，Clearstream 之款、券同步結算交割應可發揮更大的效益，且其負責結算交割的金融商品範圍更較我國的結算交割機構為廣。

二、德國養老保險金制度

2010 年之全球老化人口約占 10%，預估 2030 年及 2050 年分別將占 18% 及 25%，歐州則為 24%、36% 及 47%，歐洲各國紛紛加速建立完善養老保險金制度，例如提高退休年齡及降低福利支出，其中荷蘭、瑞士、奧地利及瑞典採取之改革步伐最快，德國、義大利、西班牙次之。德國現行社會年金保險制度稱為「帝國勞

工障礙與年老保險法」，於 1891 年實施，為全世界最早的安老制度。德國養老保險金制度分為工作期間法定退休保險、企業退休保險及個人養老等三個層次，在人口結構高齡、少子化及失業率升高的情況下，德國養老金體系面臨繼續維持原來社會保障水準要求，但同時退休人數日增及在職員工日減，保費收入存在長期入不敷出長期財務窘境，制度改革勢在必行。目前德國養老保險金發展歷程係依循「從擴張到緊縮」的階段，「擴張」係指年金的涵蓋對象，「緊縮」則指繳費義務及給付權益，提高保險費率、降低給付水準及提高年金請領資格（如年齡），以多元途徑進行財務調整，讓老年世代及工作世代共同承擔健全年金財務的責任。年金方案通常可以累積巨額保險基金，透過投資運用能促進國家經濟發展，亦得以投資收益提升年金方案的財務健全，如何提供資金運用效率及增加基金收益亦為另一重要課題。