

金融趨勢關鍵議題

2021

第 2 輯

脫歐後的歐洲 金融市場

TABF



台灣金融研訓院
TAIWAN ACADEMY OF BANKING AND FINANCE

金融研究所編製

本輯摘要

儘管脫歐無損倫敦金融中心的地位，但面對法蘭克福、巴黎、盧森堡等地的競爭，加上貿易協議目前內容未包含金融服務，歐洲金融市場後續演變仍值得關注，特別是英歐能否就金融監理對等達成共識。台資銀行規模雖不比國外大行，脫歐衝擊也相對輕微，但尚須留意相關進展，以便於從法遵成本與業務營收等面向評估是否增設歐盟據點。



王嘉緯 首席研究員 Chiawei Wang

研究領域：綠色金融、區域經濟與亞洲金融市場、租稅理論與實務

聯絡方式：cwang@tabf.org.tw

CONTENTS

壹、歹戲拖棚的脫歐戲碼雖告落幕，卻留下金融服務未解的伏筆.....	1
貳、脫歐是否影響倫敦金融中心的地位？	3
參、展望後脫歐時代的歐洲金融版圖.....	7
肆、當地台資銀行自處之道.....	10

歹戲拖棚的脫歐戲碼雖告落幕， 卻留下金融服務未解的伏筆

1. 享有貨物貿易零關稅的英歐自由貿易協議

2020 年的平安夜英國與歐盟達成自由貿易協議，雙邊在公平競爭、漁權乃至於北愛爾蘭邊境等主權敏感議題終於取得共識，自 2021 年起英歐正式邁入新的貿易篇章，長達 1,645 天的脫歐荒誕鬧劇終於宣告落幕。

這份英歐貿易協議最大的貢獻在於化解「硬脫歐」危機，超過 6,600 億英鎊的雙邊貿易，得以在零關稅、無配額限制的條件下繼續流通於英國與歐盟單一市場之間。雖說仍有商品檢驗、海關檢查等額外的非關稅成本，但其實業者從 2016 年脫歐公投之後就開始逐步調整，對英歐貨物流動的實際衝擊不至於太大。

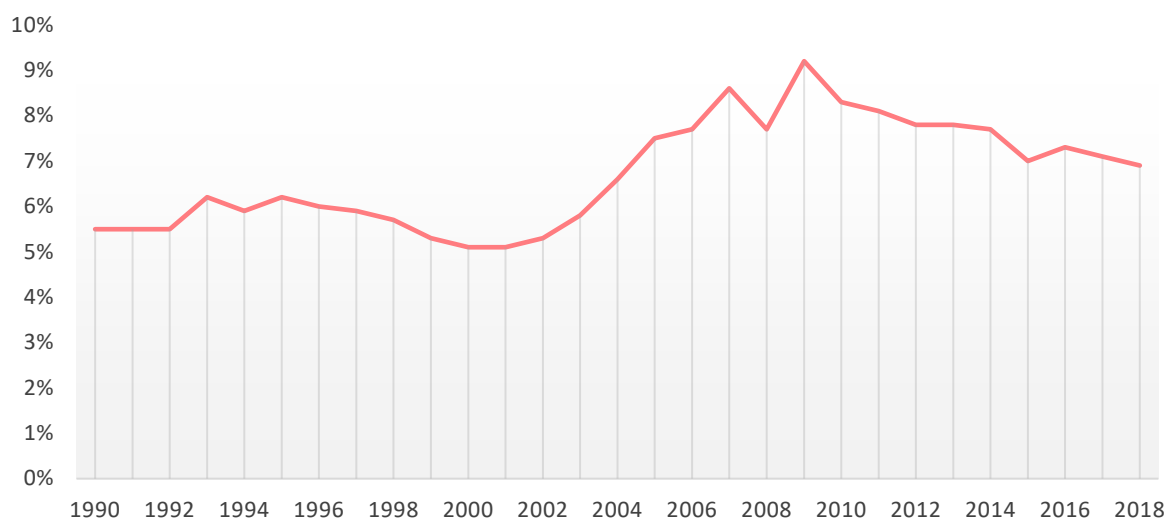
順利脫歐對英國最重要的意涵，在於取回自主權利，舉凡經貿、金融、勞動到國家安全等，英國自此不再需要配合歐盟規章。尤其在貿易政策將保有獨立性，無須受歐盟牽制，但卻享有零關稅好處，這也就是英國首相強生所夢寐以求的「加拿大模式」。

另一方面，以往因為跟歐盟緊密相連，必須連帶面對歐陸經濟停滯風險，脫歐後

可望跟歐陸的經濟風險切割，脫歐派支持者更樂觀認為英國將因此重返「日不落國」之榮光。

2. 英國經濟命脈的金融服務業卻被擱在一旁

然而，強生振臂歡呼的背後卻掩蓋了一項事實，英歐貿易協議針對金融服務，雙方只承諾「為彼此創造有利環境」此等原則性的描述。雖有聲明仍抱持開放態度，金融服務業相關條款待日後進一步商議，但這已為英國與歐洲金融市場的發展埋下不確定因子。要知道金融、保險及周邊產業，譬如法律、會計、顧問等專業服務業，向來被視為英國經濟的命脈，金融業更被女王皇冠上最璀璨的寶石。單以金融業來看，在英國年產值約 GDP 的 7%，創造超過上百萬個工作職缺，每年並貢獻稅收約 10%。



【圖 1】英國金融服務業占 GDP 比率

資料來源：英國 ONS (Office for National Statistics)。

金融業更扮演英國連結歐盟市場的重要渠道，要知道英國對歐盟長期呈現貿易逆差，但拆解貿易結構可發現，相較於商品貿易的鉅額赤字，服務貿易卻能維持穩定盈餘。以 2019 年統計為例，英國對歐盟的商品貿易逆差達 950 億英鎊，但服務貿易卻有 230 億英

鎊的順差。而在對歐盟的服務出口當中，有超過 25% 是來自於金融業，若再計入商業服務相關產業，占比更超過 50%、金額逾 500 億英鎊，若說歐盟是英國金融服務業最重要市場並不為過。

【表 1】英國對歐盟前十大服務貿易出口部門

提供服務部門	服務總值 (十億英鎊)	占比 (%)
其他商業服務	34.8	28.9
金融	26.1	21.7
觀光旅遊	17.0	14.1
運輸	13.7	11.4
電信、電腦及資訊服務	10.2	8.5
保險及退休金	6.5	5.4
智慧財產權使用費	5.7	4.8
個人、文化與休閒服務	1.8	1.5
維護及修理	1.5	1.3
製造加工	1.5	1.3

資料來源：英國 ONS (Office for National Statistics)；本研究整理。

脫歐是否影響倫敦金融中心的地位？

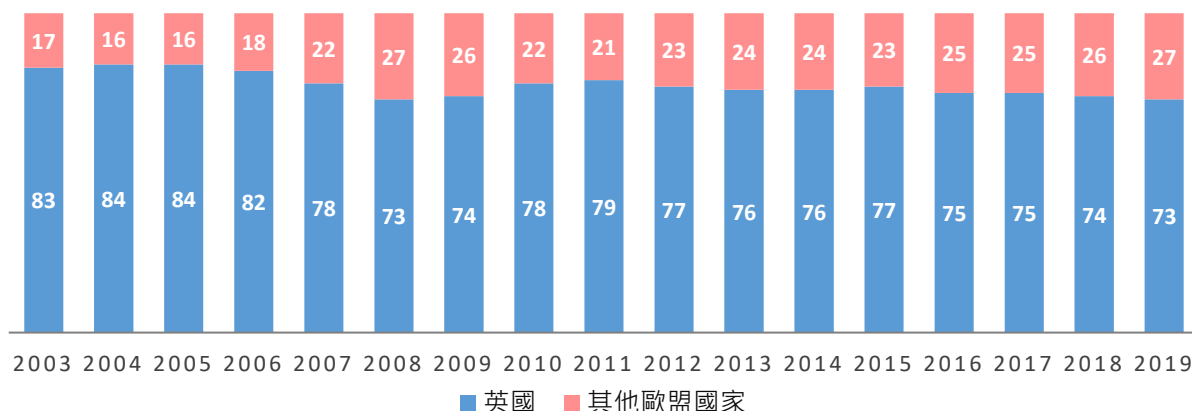
服務貿易談判難度相對較高固然可以理解，但如此關鍵的產業在英歐貿易協議中卻只用寥寥數字帶過，仍讓各家金融業者惴惴不安。尤其倫敦向來是全球金融中心，在金融發展水平、專業人才、監管政策、基礎設施、經商環境等各面向，歐陸諸國只能望其項背，因此吸引了以美國為首的大型跨國金融集團雲集在此。但從脫歐公投之後，金融機構搬遷到歐陸的傳聞就不斷傳出，雖說實際異動比例不若想像，然英歐仍得就金融相關條款持續協商，如何維持英國金融產業的優勢，對強生政府的談判團隊會是重大考驗，結果亦將牽動倫敦金融業者的後續動向。

1. 短期間脫歐無損倫敦金融中心寶座

只不過就各項金融商品的交易現況來看，歐盟各國跟英國之間仍有相當懸殊的差

距，即刻迎頭趕上的機會恐怕不高，短期內難以撼動倫敦金融中心寶座。

倫敦之所以是歐洲乃至於全球金融中心，最關鍵因素在於扮演歐陸進入窗口，利用所謂的「牌照通行權」(passporting rights)，英國經營執照宛如一本歐盟護照，得在歐洲單一市場提供各項金融商品或服務，倫敦藉以吸引諸多外資金融機構進駐，並成為跨境金融業務首選之地。這從全球金融機構把資產分別配置在英國與其他歐盟國家的比率即可窺得端倪，英國所占比重長期以來超過七成，僅有兩成左右的跨境銀行資產配置在其他歐盟國家；2016 年脫歐公投後雖有逐年下滑趨勢，但幅度並不明顯，顯示即便脫歐紛擾頻傳，外資機構把資產從倫敦移轉到歐盟市場的速度緩慢，倫敦仍是歐洲金融市場之樞紐。



【圖 2】全球金融機構在英國與歐盟市場的資產配置比率

資料來源：ECB Statistical Data Warehouse；本研究整理。

2. 牌照通行權未延續影響大型投行決策，但實際異動幅度不大

如今英歐貿易協議未包含金融服務業，意味著牌照通行權暫時不再延續，導致在英國註冊的金融機構，往後在歐盟市場提供金融服務就必須重新申請許可，或是另外成立新的分支機構。這對以美國為首的大型投資銀行影響尤深，以往透過倫敦分行經營歐盟市場的模式勢必有所調整，也因此可以觀察到像是大摩、小摩分別在法蘭克福、巴黎成立新的子行，並遷徙部分人員進駐。

但平心而論目前從倫敦撤出的人員數量跟占比都不高，且該些投行移往歐盟的員工，多隸屬於後台單位，面對市場客戶的前台仍暫留倫敦未敢妄動。可見撤離倫敦並非容易決策，因涉及資源重新配置且耗費成本高昂，眾家機構無不試圖將離開倫敦的決策，盡量壓在最後一秒鐘，以避免任何非必要的調動。再者，英歐雙邊自由貿易協議談判進度不斷延遲，加上 Covid-19 疫情攪局，封城措施讓人難以自由移動，也都是造成機構難以立即做出搬遷決定的原因。

【表 2】美國五大投行因應脫歐方向

銀行名稱	歐盟據點註冊地	調離員工數 (人)	英國員工總數 (人)
BofA Securities	愛爾蘭	500	6,000
Citigroup	波蘭	60	9,000
Goldman Sachs	無	700	6,000
JP Morgan Chase	法	400	16,000
Morgan Stanley	德、愛爾蘭	150	6,000

資料來源：相關媒體報導；本研究整理。

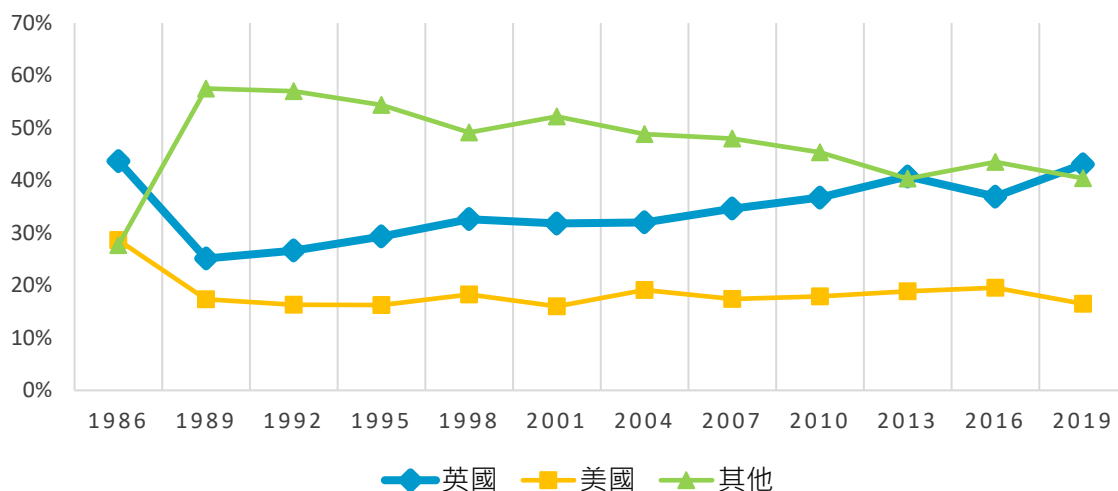
3. 脫歐理應直接衝擊批發銀行業務，但倫敦幾乎穩如泰山。

其實理論上受到無牌照通行權影響最深的，應屬批發銀行相關業務，相關研究指出在倫敦此部分資產約有 3.7 至 4.8 億英鎊，假設最糟的狀況就是全數移往歐盟。但實際上

目前在倫敦交易的批發商品，不外乎包含外匯、股票、大宗原物料、衍生性商品與債券等 5 大類，其中股票與各地證券交易市場較為緊密相關，大宗商品如原油、金屬等則多以美元計價，故此兩類受脫歐影響應當不大。

至於外匯交易，交割結算係透過連續聯結清算銀行 (CLS)，即便倫敦真的未能與歐元清算系統 (TARGET2) 相連結，也不至於重挫倫敦影響力。況且倫敦外匯交易仍居全球領先地位，依據國際清算銀行 (BIS) 2019

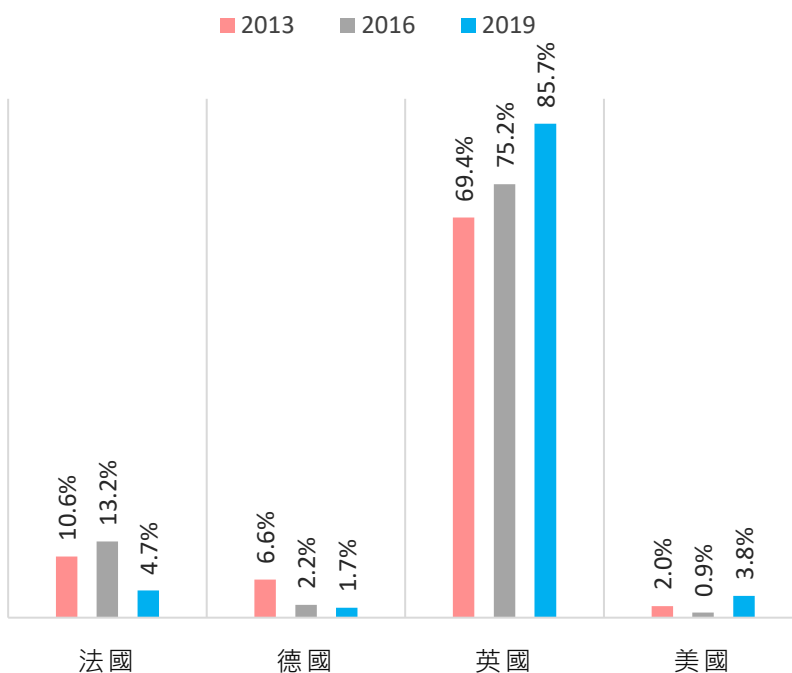
年統計，英國交易的外匯金額占全球交易總量的 43.08%，其次才是美國的 16.50%；至於與歐盟國家相比，例如法國 2.01%、德國 1.49%，與英國相距仍然甚遠。



【圖 3】英國、美國與他國之外匯市場交易占比

資料來源：BIS；本研究整理。

衍生性商品則以市場交易大宗的利率交換商品 (IRS) 為例，倫敦依舊是全球以歐元計價的 IRS 交易中心，占比高達 85.7%，且跟法、德兩國存在相當懸殊的差距。



資料來源：BIS；本研究整理。

【圖 4】英國、美國、德國、法國之 IRS 交易占比

若真要說歐盟國家哪種批發商品，現階段最可能威脅倫敦地位，答案或許是債券。檢視國際債券（International Debt securities）流通在外餘額與市場占比現況，可發現英國雖仍位居歐洲首位，但與德、法相比不像外匯、衍生性商品有高達兩位數以上的差異。甚至若進一步細看以歐元計價部分，

英、法占比分別為 8.5%、12.4%，法國比重還較英國高，法國在銀行債與公司債的發行也都領先英國；德國雖略遜於英國，但兩國差距並不顯著。換句話說，在民間企業債券的發行，不論是金融債或公司債，倫敦並不具絕對優勢，脫歐可能會造成稍微較大的影響。

【表 3】英、美、德、法國際債券流通在外餘額暨占比

發行主體	法國		德國		英國	
	餘額 (十億美元)	占比	餘額 (十億美元)	占比	餘額 (十億美元)	占比
銀行	470	13.7%	188	5.5%	250	7.3%
其他金融機	204	8.7%	231	9.9%	259	11.1%
公司	414	13.6%	36	1.2%	242	8.0%
歐元債券合計	1,088	12.4%	455	5.2%	751	8.5%
所有幣別總計	1,707	6.5%	1,954	7.4%	2,786	10.6%

資料來源：BIS；本研究整理。

【表 4】批發金融主要商品受脫歐影響程度彙整

產品別	受脫歐影響程度	原因說明
外匯	極低	1. 交易規模全球第一，遠超過歐盟各國。 2. 透過 CLS 交割結算，即便未能連結 TARGET2 影響也不大。
股票	極低	1. 倫敦交易所國際化程度高 2. 股票交易本由各地證券交易所直接處理，脫歐影響有限。
大宗商品 (原油、貴金屬)	極低	1. 英國掌控全球原油金融體系，握有訂價權及原油期貨交易市場。 2. 多以美元計價，脫歐影響有限。
衍生性商品	低	以歐元計價的衍生性商品交易，可能有結算機制轉移風險。
債券	相對較高	1. 英國占比沒有絕對優勢 2. 結算交割機制有被取代的風險

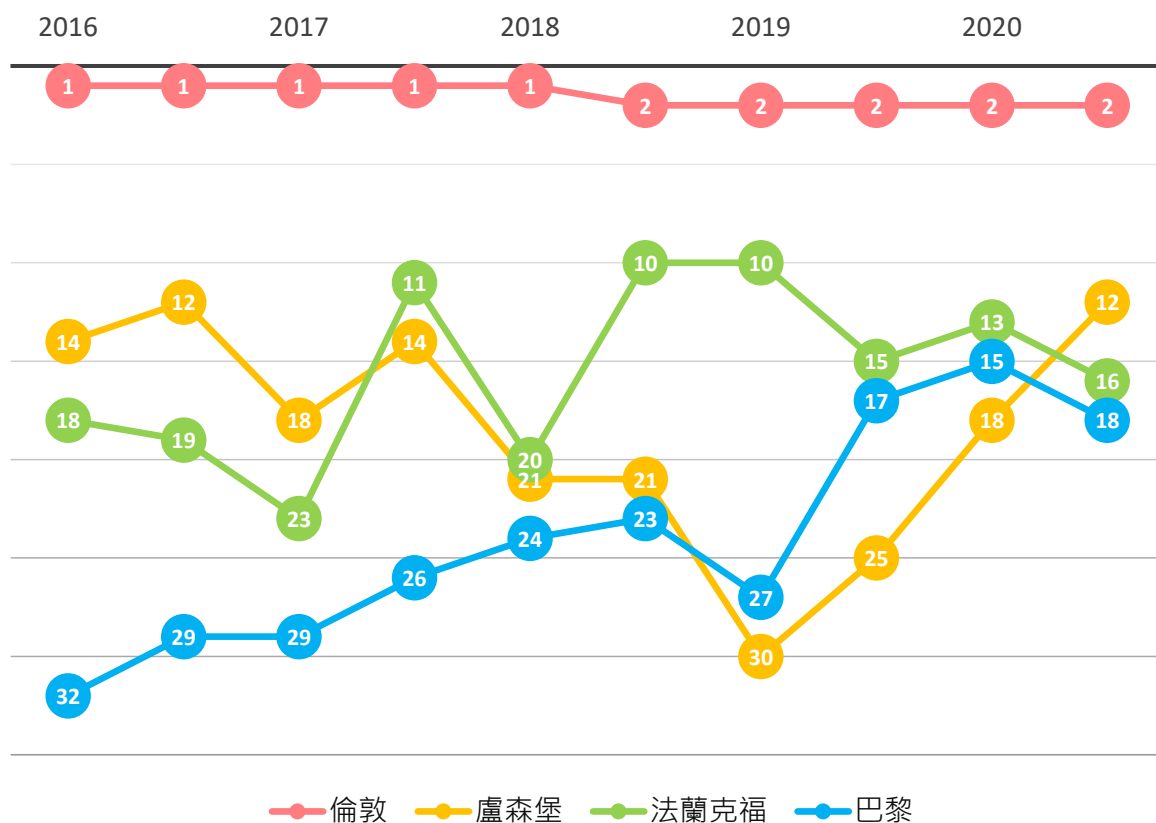
資料來源：本研究整理。

展望後脫歐時代的歐洲金融版圖

面對倫敦在金融市場的霸權位置，歐盟各國對於脫歐後爭取金融中心的目標，倒是未就此兩手一攤直接放棄。相反地，早從2016年脫歐公投通過後，諸如法國、德國、盧森堡等國，一方面積極對外招商，另一方面調整國內勞動、租稅法規，營造吸引外資金融機構進駐的有利環境，期盼能從歐洲金融中心的競逐中脫穎而出。

1. 巴黎、法蘭克福、盧森堡積極競逐歐洲金融中心

觀察全球金融中心指數（GFCI）的變化趨勢，誠如前述儘管歷經脫歐與疫情干擾，倫敦仍是歐洲金融版圖的中心。但脫歐對於倫敦也並非毫無損傷，倫敦原先全球排名第一的位置在2018年被紐約取代後，迄今仍無法返回。



【圖 5】歐洲主要城市 GFCI 指數排名變化

資料來源：GFCI；本研究整理。

巴黎、法蘭克福、盧森堡則可堪稱倫敦在歐盟的最大競爭對手，當中又以巴黎最為積極，從法國政府的招商動作（連總統馬克洪都親自出馬）、調整現行金融相關稅制法令，甚至是更新基礎建設如國際學校等，試圖提高對於國際金融機構的吸引力。只不過巴黎優越的文化氣質，似乎跟金融特質有點扞格不入，甚至英語的普及程度也頗受外國金融機構質疑。

法蘭克福本就是德國金融之都，歐央（ECB）總行也座落在此，要爭取成為金融中心有其區位優勢。加上近來德國鬆綁勞動市場法規，調整原先企業必須替解雇員工找尋下一份工作的規定，如果工作內容須承擔像是金融市場風險者（譬如交易員）則不在此限，並簡化金融機構裁員行政流程、降低高階經理人遣散費等，藉以吸引跨國金融機構進駐。

盧森堡曾是跨國企業與富商巨賈的避稅天堂，但 2014 年的「盧森堡洩密醜聞」（LuxLeaks）一度重創金融業對它的信心，自此盧森堡開始推動稅制改革，並採行較嚴格的金融隱私規範，逐漸重塑自己資本市場的地位。歷經多年力圖振作已重獲市場青睞，吸引眾多國際基金管理公司赴盧森堡設置據點，最近一期的 GFCI 更躍升歐盟之冠，也讓它自詡為歐盟最佳金融中心所在。

其他像是歐陸物流中心的阿姆斯特丹、與英國緊鄰的都柏林，甚至是南歐的馬德

里、北歐的斯德哥爾摩也各有其支持者，GFCI 排名雖然落後，彼此間的差距其實並不顯著。惟當地金融市場仍欠規模，金融基礎建設亦略嫌未臻成熟，要取代倫敦終非易事。

2. 後脫歐時代可望出現多個小型區域金融中心

倫敦畢竟長時間扮演全球金融業的溝通與交易平台，吸引各國金融機構與專業人才群聚在此，此優勢非歐洲其他城市得以迅速累積。然而，當牌照通行權不再延續，在倫敦註冊的金融機構無法在歐洲市場自由地販售商品，也確實為歐盟其他城市帶來若干發展契機，形成歐洲金融中心競爭新局面。

換言之，倫敦可望還是歐洲最大金融中心，但隨著各國金融機構更強化歐洲市場經營，可預期後脫歐時代歐洲金融版圖，會以多個小金融中心的樣貌呈現。從現階段競合態勢來看，盧森堡、法蘭克福、巴黎乃至於都柏林較有機會浮出檯面，且各有其發展優勢，例如盧森堡的資產投資管理，法蘭克福的銀行與投資交易、巴黎的保險與證券，以及都柏林的租賃等。

其實會浮現出小區域金融中心的樣態，也跟歐盟各國間長久以來尋求政治平衡，鮮少見到特別突出之政治或經濟霸權國家有關。上述的這些歐洲城市，都可能扮演區域

金融中心角色，各自擁有專長領域，但彼此差距不甚明顯，也不太可能出現跟倫敦比擬的全球金融中心。

3. 金融監理對等談判將牽動業者動向

英歐後續針對金融業的談判，也是影響未來歐洲金融版圖的另一重要因素，雖說現階段雙邊皆已沿用現行規章、採取若干暫時機制，以穩定金融市場交易秩序，然長期仍必須觀察能否就「金融監理對等」取得共識。

所謂「金融監理對等 (Equivalence)」，係指英國與歐盟的金融監理法規位處相同水平，亦即雙邊在制度上對等，使金融業不論在英國與歐盟市場皆處於公平的競爭環境。由於牌照通行權要求英國必須全盤接受歐盟法規，依照強生政府在脫歐的強硬立場，未來延續通行權利的機率已然不高；但在金融監理對等的談判中，英國只須向歐盟

證明金融規章水平與之相同，相對較為可行。其實歐盟早已與紐約、新加坡相互認定金融監理對等，英國金融行為監理總署 (FCA) 在之前的談判過程中，也希望能與歐洲證券和市場管理局 (ESMA) 商談。惟當時貿易協議商議重點不在於此，是以未獲具體結論。

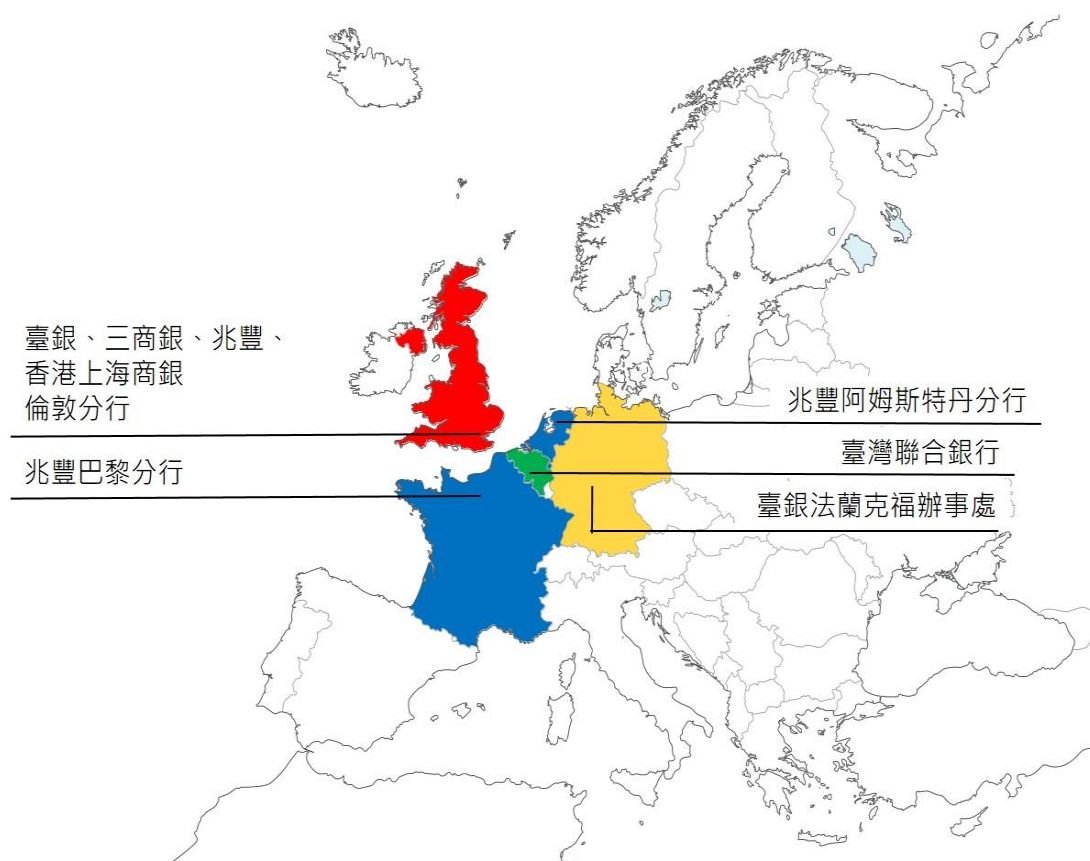
未來如若談判順利，在倫敦的金融機構仍可享受金融中心優勢，經營及法遵成本也不至於有太大變化；反之若協商不如預期，歐盟恐要求金融機構回歸其轄下管理，勢必增添營運成本甚至被迫轉移據點，這對倫敦與歐洲金融市場會是較大的變數。



當地台資銀行自處之道

台資銀行近年積極布局海外，歐洲也是重要市場之一，目前共有 6 家分行在倫敦、1 家在巴黎（兆豐），在法蘭克福的臺銀辦事處，以及在布魯塞爾的臺灣聯合銀行（由合庫、土銀與臺銀共同出資）。經營業務則以聯貸、債券投資與拆放同業等為大宗，特別是國

際聯貸占比約莫介於六至七成之間。但不論是據點或業務種類，皆略嫌過度集中，面對脫歐與未來可能的市場變化，不免令外界擔憂脫歐是否衝擊現行業務？是否比照其他機構赴歐盟增設據點？



【圖 6】國銀歐洲據點分布現況

資料來源：銀行局；本研究整理。

1. 脫歐短期影響不大

事實上，因國銀倫敦分行屬於歐盟以外第三國之分支機構，原本就不享有牌照通行權，所以脫歐對現有業務不會造成直接影響。且因為英國認同台灣的金融監理水平，倫敦分行有關陳報文件格式僅需依照台北總行標準，有助於降低營運與法遵成本。

2. 留意後續談判結果，權衡法遵成本後再考慮是否赴歐增設據點

但如果如前所述，英歐金融對等協議不如預期，影響對歐盟國家辦理的融資的權利，為能順利跨出英國向歐盟境內提供金融服務，就必須考慮是否赴歐盟增設據點。

實際上，台資銀行早在 20 多年前就曾以阿姆斯特丹為歐盟市場之敲門磚，但隨著英國核發給台資銀行執照逐漸放寬，著眼於倫敦金融中心的綜合效益故轉往倫敦。如今若要新設分行或子行，首先當然必須通過歐盟的嚴格審核，包含妥適的組織架構和人力配置，以及各項風險控管上的有效性，如果是子行還考慮資本金是否足夠的問題。

鑒於歐盟對於非歐盟以外第三國的金融機構，監管標準日趨嚴格，即便是分行也有逐漸朝子行標準看齊的傾向，導致法遵成本居高不下。這也是跨國大型投行遲遲不願在歐陸設立第二據點的重要原因，遑論規模偏小的台資銀行，且洗錢防制與客戶個資保

護等要求不斷提高，人員配置與資訊系統建置成本皆所費不貲，民營銀行甚至得考慮是否願意向當地主管機關揭露最終股權結構。此外，業務獲利能否支撐高額成本也是關鍵，國銀現有歐盟據點除臺灣聯合銀行之外，皆未享有牌照通行權，競爭對手又是實力雄厚的大型金融機構，增設據點與否仍應取決於各行庫的歐洲市場發展策略而定。

TABF

台灣金融研訓院 院本部

地址：(10088)台北市中正區羅斯福路三段 62 號

總機：(02)3365-3666

傳真：(02)2363-8968

金融研究所辦公室：(10646)台北市大安區羅斯福路三段 37 號 10 樓

金融研究所專線：(02)3365-3677

