

# 本文章已註冊DOI數位物件識別碼

- ▶ 加入歐元對倫敦做為國際金融中心的意涵：兩種途徑的選擇

The Implications of the UK's Euro Membership for the City of London as a World Financial Center: A Choice between Two Paradigms

doi:10.30390/ISC.200812\_47(4).0004

問題與研究, 47(4), 2008

Issues & Studies, 47(4), 2008

作者/Author：羅至美(Chih-Mei Luo)

頁數/Page：109-139

出版日期/Publication Date：2008/12

引用本篇文獻時，請提供DOI資訊，並透過DOI永久網址取得最正確的書目資訊。

To cite this Article, please include the DOI name in your reference data.

請使用本篇文獻DOI永久網址進行連結:

To link to this Article:

[http://dx.doi.org/10.30390/ISC.200812\\_47\(4\).0004](http://dx.doi.org/10.30390/ISC.200812_47(4).0004)



*DOI Enhanced*

DOI是數位物件識別碼 (Digital Object Identifier, DOI) 的簡稱，是這篇文章在網路上的唯一識別碼，用於永久連結及引用該篇文章。

若想得知更多DOI使用資訊，

請參考 <http://doi.airiti.com>

For more information,

Please see: <http://doi.airiti.com>

請往下捲動至下一頁，開始閱讀本篇文獻

PLEASE SCROLL DOWN FOR ARTICLE



# 加入歐元對倫敦做為國際金融中心的意涵： 兩種途徑的選擇

羅 至 美

(台北大學公共行政及政策系助理教授)

## 摘 要

本文旨在分析歐元對倫敦金融中心其影響與未來發展。以倫敦金融中心目前境外金融的特質，歐元的出現對其意義為機會多於威脅，然而，本文發現，此一境外金融的競爭優勢卻未因此使其內部對歐元議題產生一致的態度，反而出現嚴重的意見分歧。根據此一發現，本文因而對過去習於認為倫敦金融中心以其對英國經濟與政治的重要性，其政策偏好將為主政者決策指標的傳統看法提出質疑。本文解釋此一分歧的立場反應的是倫敦金融中心對於應如何發展為國際金融中心的兩種途徑之爭論：國際境外金融途徑與境內實體金融途徑。倫敦金融中心的崛起與轉型融合此兩種模式，惟在全球化時代，各國金融法規已朝自由化／去管制化修正的趨勢，以及每當金融危機發生時，以「輕管制」為競爭優勢的境外途徑所暴露出較低的自主與防禦能力的事實，使前者模式較後者倍受挑戰。基此競爭力的保有與自主能力提升的觀點，本文認為歐元的出現與會員資格可為倫敦金融中心帶來一歷史性契機：由目前國際境外金融的本質轉變為歐元經濟體境內的實體金融中心，後者模式就其本身而言，是較永續與防衛性的發展途徑。

**關鍵詞：**歐元、倫敦金融中心、國際金融中心、境外金融、輕管制

\* \* \*

## 壹、前 言

與其他國家相較，英國的金融部門在本國國內經濟與政治生活上享有尤為顯著的地位。以近日影響國際經濟甚巨的全球金融危機為例，它是歐美各國中第一個受到政府以部分國有化的方式保護其利益的金融體系。<sup>①</sup>而在「英國是否要加入歐元？」這個

註① 英國首相布朗 (Gordon Brown) 於 2008 年 10 月 13 日宣布其工黨政府將投入 5000 億英鎊作為金融纾困基金，包括以 370 億英鎊收購皇家蘇格蘭銀行 (Royal Bank of Scotland)、Lloyds TSB、HBOS



如時任首相布萊爾 (Tony Blair) 所形容的「是這個國家，在這個世代，所可能面臨最重要的決定」的政策議題上，<sup>②</sup>它亦是唯一被工黨政府挑選出來對其部門利益的影響衝擊特別施以檢驗評估的經濟部門。<sup>③</sup>基於以倫敦金融中心 (the City of London, 以下亦簡稱倫敦) 為代表的金融業對於英國在歐元政策上的重要性，本文試圖透過對倫敦金融中心的商業利益本質的分析，檢視歐元的啓用對它的意義與未來發展的影響。倫敦金融中心的產業從業人員在歐元議題上，並未如預期中因商業利益走向而產生一致的立場，反而呈現相當二元化的態度。此一分歧的態度與過去倫敦金融中心每遇重大經濟與金融議題——例如 1970 年代英國是否應加入歐洲共同體 (the European Community, EC)，以及 1980 年代英國是否應加入歐洲匯率機制 (the Exchange Rate Mechanism, ERM) ——所表現出的團結立場大相逕庭。倫敦金融中心在當時所表現出的一致與強烈的態度，相當程度上導致了英國於 1973 年加入歐洲共同體，以及最終於 1990 年加入歐洲匯率機制。本文即試圖釐清並評估這兩種不同的論述。

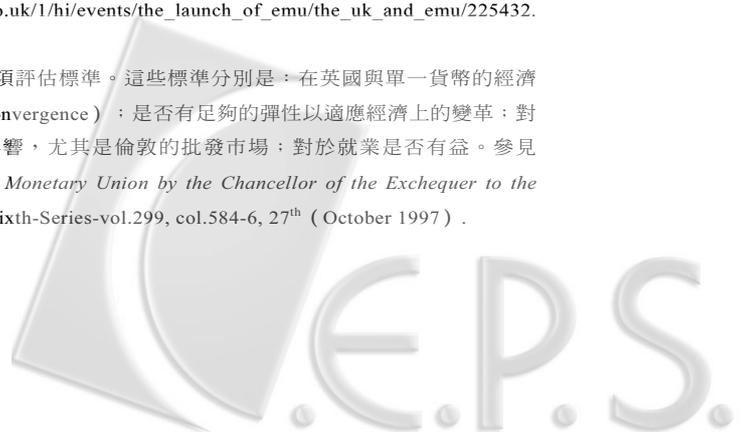
倫敦在歐元議題上的分裂態度，涉及到金融中心在發展上的途徑選擇。傾向倫敦以境內金融途徑發展，使之成為歐元區的實體境內中心者，視英國加入歐元為此一期待與利益的實現；相反的，偏好目前的境外途徑者，則視加入歐元後所帶來的法令改變為對倫敦競爭力的威脅。本文認為，倫敦立基於「輕管制」的境外發展途徑，其競

---

等英國三大家金融機構，以挽救在此波金融危機中受創的英國金融體系。此舉使得工黨政府成為此三家金融機構的最大股東，並直接介入公司營運，形成此三家銀行實質上被部分國有化。惟工黨政府強調此一部份國有化為暫時性措施，待金融體系恢復穩定後，政府將適時予以出售。工黨政府的作法被市場解讀為能有效遏止全球金融危機的擴大，並被 2008 年諾貝爾經濟學獎得主克魯曼 (Paul Krugman) 讚許為挽救世界於金融危機之人，「布朗模式」(Brown model) 因而為其他歐盟國家與美國所跟進。歐元區十五個會員國於次日 (10 月 14 日) 宣布將投入兩兆歐元作為金融纾困基金，美國則宣布將在先前的 7000 億美元纾困方案之外，再投入 2500 億美元收購問題金融機構的股權。詳見 *Financial Times*, October 13, 2008, <http://www.ft.com/cms/s/0/74f83bf4-98fe-11dd-9d48-000077b07658.html>, accessed; *BBC*, October 13, 2008, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7666570.stm>; *BBC*, October 13, 2008, [http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk\\_news/politics/7666695.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/politics/7666695.stm); *The Guardian*, October 13, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/13/economy-gordonbrown/print>; *The Guardian*, October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/marketturmoil-banking/print>; *The Guardian*, October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/europe-europeanbanks/print>; *The Guardian*, October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/fise-market-turmoil>; *The Guardian*, October 15, 2008, <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2008/oct/15/labour-gordongrown>; *New York Times*, October 14, 2008, <http://www.nytimes.com/2008/10/14/business/economy/14treasury.html?hp>.

註② *BBC*, December 1, 1998, [http://news.bbc.co.uk/1/hi/events/the\\_launch\\_of\\_emu/the\\_uk\\_and\\_emu/225432.stm](http://news.bbc.co.uk/1/hi/events/the_launch_of_emu/the_uk_and_emu/225432.stm).

註③ 英國工黨政府針對英國是否應加入設立五項評估標準。這些標準分別是：在英國與單一貨幣的經濟體之間是否有持續的整合 (sustainable convergence)；是否有足夠的彈性以適應經濟上的變革；對於投資的影響；對於英國金融服務業的影響，尤其是倫敦的批發市場；對於就業是否有益。參見 Gordon Brown, *Statement on Economic and Monetary Union by the Chancellor of the Exchequer to the House of Commons*, Parliamentary Debates, Sixth-Series-vol.299, col.584-6, 27<sup>th</sup> (October 1997)。



爭優勢其實是倍受挑戰的。一方面它在金融全球化與自由化的現實之下，其競爭者亦可能藉由自身金融市場減少管制以取得相同利基；另一方面，在金融危機發生時，以 2008 年的全球金融危機為例，其高度依賴國際金融業務的特質亦使其在面對體系變動時顯得脆弱而受創較深，不若以境內途徑發展的內生型金融中心，可展現出較佳的防禦與自主能力。基此觀點，本文認為歐元議題對倫敦來說意味著一個歷史契機，英國如加入歐元將使倫敦能得到歐元區總體產業力量的支持，從而能在金融全球化的時代裡更具持續性與防禦性。

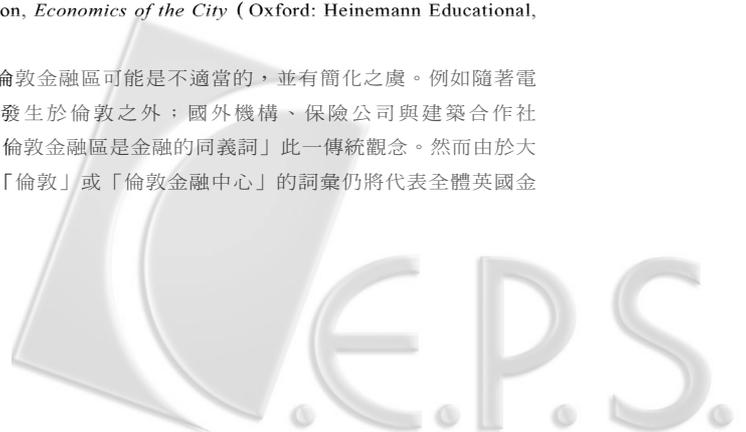
本文的討論將分三部分進行。第一部分將歷史性的回顧倫敦是如何發展並轉型為國際金融中心的過程，從而瞭解其當前商業利益的本質所在。在討論的第二部分，本文將進一步探究倫敦金融中心對歐元啓用的看法以及對英國應否加入歐元的態度，此一立場與觀點，依本文假設，應會受到其商業利益本質的影響與制約。在這些探討與分析之後，第三部分將分析歐元的啓用對倫敦作國際金融中心的影響與意涵。

在進入討論之前，若干資料與定義上的問題需先做一釐清。首先，本文的討論集中於 2000 年前後的文獻。這主要是因為歐元議題具有時效性，在其剛發行的階段引發最多討論。近幾年來，隨著英國經濟發展相較歐元區表現良好，加入歐元的討論並不多，至少並未形成一股公共論述。此外，英國工黨政府的政策亦有一貫性，多年來維持著以其 1997 年的「五項檢測標準」作為加入歐元與否的基準。惟隨著國際金融在當前的波動，加入歐元或將引起另一波討論，亦未可知。

其次，「倫敦金融中心（或倫敦金融城，the City of London, the City）」的含意事實上是有點模糊不清的。它一方面可以作為一產業代表性的意義，指涉的是英國整體的金融部門；它另一方面亦可指涉地理區域上的意義，所指的是倫敦金融活動集中的地理區段的中心，所謂的「平方英里（Square Mile）」——因為金融活動高度集中於約一平方英里地區之故。易言之，「倫敦金融中心」一般而言有產業與地理上兩種的指涉可能。而由於其在國內與國際金融商業上的重要性，比較廣為接受的用法為視「倫敦金融中心」指涉產業上的意義，而用「平方英里」來指稱地理上的意義。<sup>④</sup>職是之故，本文中的「倫敦金融中心」係採此一約定成俗的用法，意指產業上的意義更甚於地理上的意義，它代表了英國的金融服務產業，而不論該金融活動是否發生於此一地理區域內或外。<sup>⑤</sup>此外，基於官方的資料與數據，「金融服務業」在本文中的定義採取廣義的定義，包含了金融仲介（financial intermediation）、不動產、租賃與商業服務，而不是

註④ Lombard Street Research, *Growth Prospects of City Industries* (London: The Corporation of London, 1998), p. 4; Ian Morison and Ian Shepherdson, *Economics of the City* (Oxford: Heinemann Educational, 1991), pp. 1-2.

註⑤ 本文承認將整體的英國金融服務業等同於倫敦金融區可能是不適當的，並有簡化之虞。例如隨著電信通訊的進步，越來越多的金融活動係發生於倫敦之外；國外機構、保險公司與建築合作社（building society）的大量進駐也衝擊了「倫敦金融區是金融的同義詞」此一傳統觀念。然而由於大多數的研究皆仍沿襲上述用法，在本文中「倫敦」或「倫敦金融中心」的詞彙仍將代表全體英國金融部門。



僅限縮在金融服務、保險與退休基金等狹義的意涵。

最後，由於本文對「倫敦金融中心」是採取廣義的、產業上的定義，它對英國經濟的策略重要性自是不言可喻。它不僅是英國經濟中最大的就業提供者、也是經濟成長的動能，更是該國貿易盈餘的最大貢獻者。<sup>⑥</sup>惟篇幅之限，在此不擬贅述。

## 貳、倫敦作為國際金融中心的本質

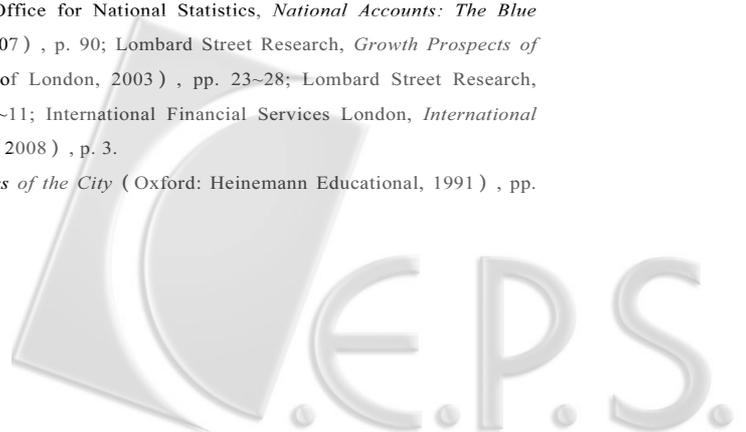
依據 Morison and Shepherdson 的研究，<sup>⑦</sup>國際金融中心的興起與發展可透過兩種途徑。第一種途徑是藉由國內本身的經濟成長、工業發展與國際貿易的幫助而發展，以紐約與東京為代表，是為境內金融途徑 (onshore pattern)，因此紐約與東京成為國際金融中心並不令人意外，因為美國與日本分別為全球第一與第二大的經濟體，在工業實力與國際貿易的需求下，紐約自然會成為美元金融中心，而東京成為日圓金融中心。簡言之，其金融中心的地位是該國經濟規模與實力延伸下的自然產物。

第二種途徑則是提供有利的制度環境，諸如政治穩定、低稅率、以及較為寬鬆的法規管制。在這種情況下，儘管國內經濟的規模比較小，甚至在國際貿易中不具顯著地位——例如開曼群島 (Grand Cayman) 與澤西島 (Jersey) ——其國際金融業務仍然可以蓬勃發展，完全不 (必)，或很少，與其國內經濟活動發生連結，是為境外金融途徑 (offshore pattern)。其金融中心的地位是人為的制度創造下的產物，有別於第一種境內途徑係以經濟實力作後盾，第二種境外途徑的核心競爭力係以輕管制 (light regulation) 來吸引國際金融業務到此交易。

就倫敦金融中心的發展經驗而言，它是結合了這兩種途徑：它的興起與早期的發展係根據第一種方式，而其於 1960 年代晚期的復甦與轉型則是立基於第二種途徑。作為一個歐洲傳統上的貿易與商業中心，倫敦很自然地走向金融中心的發展。倫敦於十七世紀晚期成為世界上最大的港口，然而，其國際金融中心地位之建立與鞏固是隨著英國於十九世紀發展為世上最大的工業經濟體與殖民帝國的發展，使得倫敦成為當時

註⑥ 以就業提供而言，當英國整體的就業人數於 1971 年到 1995 年呈現微幅下滑之際，金融服務業於 1978 到 1996 年間，卻以每年約百分之三的比率持續成長。隨著這個穩定向上的趨勢，金融部門已經取代製造業成為英國在國內就業方面最大的產業，於 2006 年佔有全國超過五分之一的就業人數。就產出 (output) 而言，英國金融服務業的平均年成長率約為百分之五，對照英國戰後整體經濟產出的年成長約為百分之二到三之間的情況之下，金融服務業即成為英國經濟成長的動能。就貿易來說，英國是全世界金融服務商品最大的出口國，以 2007 年而言，其高達 330.2 億英鎊的貿易盈餘，遠高於位居第二與第三的盧森堡與瑞士。參見 Office for National Statistics, *National Accounts: The Blue Book* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007), p. 90; Lombard Street Research, *Growth Prospects of City Industries* (London: The Corporation of London, 2003), pp. 23~28; Lombard Street Research, *Growth Prospects of City Industries*, pp.10~11; International Financial Services London, *International Financial Markets in the UK* (London: IFSL, 2008), p. 3.

註⑦ Ian Morison and Ian Shepherdson, *Economics of the City* (Oxford: Heinemann Educational, 1991), pp. 71~75.



全球最大，也是唯一的國際金融中心，國際貿易以英鎊為交易貨幣，倫敦自然也成為英鎊的交易中心。倫敦的國際金融中心地位，在第一次世界大戰爆發後，因國際貿易的全面減緩面臨第一次的衝擊，然而，對它關鍵的打擊卻是從戰爭期間開始，英國的殖民帝國逐步走向衰落，而二次大戰後，英國工業力量的急速衰退則是進一步地使得倫敦不再有作為國際金融中心的實力。隨著美國取而代之成為全球最大的工業國，紐約取代倫敦成為全球金融中心。<sup>⑧</sup>

倫敦金融中心於 1960 年代的意外復甦係歸功於歐洲通貨市場 (the Eurocurrency markets) 的出現，尤其以歐洲美元市場 (the Euro-dollar market) 最為關鍵。許多因素固然可以解釋何以是倫敦，而不是其他歐洲城市，從這項新興的金融業務中得到最大的利益。例如英語的優勢、時區、熟練的專業人員、既有的基本設施、政治與社會穩定度、乃至於 1960 年代後國際經濟與國際金融活動的全球化等，都程度不等、或多或少地促成了倫敦金融中心的復甦。然而，一個更重要與關鍵的原因卻是在於它提供有利的管制與賦稅環境。與紐約及其他歐陸金融中心，如巴黎、法蘭克福等相較，倫敦有明顯較寬鬆的管制與賦稅規範。<sup>⑨</sup>在最近一項跨國性調查中，倫敦皆被評比為全球最被讚許的法規環境。<sup>⑩</sup>若與同為三大國際金融中心的東京相較，倫敦更是遠遠優於前者。<sup>⑪</sup>換言之，倫敦之再起成為國際金融中心，並非是因為英國之前作為國際貿易與世界經濟中工業大國此一經濟實力與地位的回復，而是得力於寬鬆的法規與管制環境的提供，吸引為規避本國過多或過嚴的法規管制而至外地交易的國際金融業務 (international financial business)。<sup>⑫</sup>

總結而言，倫敦最初隨著英國在十九世紀工業與帝國力量的發展而興起為國際金

註⑧ *The Economist*, September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story\\_id=9753218](http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story_id=9753218); The Corporation of London, *London-New York Study: The Economies of Two Great Cities at the Millennium* (London: The Corporation of London, 2000), pp. 1-4.

註⑨ 位於法蘭克福的德國證券交易所 (Deutsche Borse) 曾於 2004 年向倫敦證券交易所 (London Stock Exchange, LSE) 提出購併計畫，倫敦交易所拒絕的主要理由之一即為接受併購將會對現行較法蘭克福寬鬆的管制架構帶來改變，從而影響倫敦金融中心的競爭優勢 (另一主要理由為價格過低)，參閱 *Financial Times*, December 14, 2004, <http://www.ft.com/cms/s/a4df0032-4d76-11d9-b3be-00002511c8.html>.

註⑩ 這份調查是 Z/Yen Limited 於 2005 年為倫敦金融區政府 (The Corporation of London) 所進行，係針對二十多國、數千名金融服務業人員所做的調查。結果顯示，法規環境因素與專業人員的可得性，並列為對一個國際金融中心的競爭力而言最重要的因素，企業領袖特別擔憂過度的管制以及由此而來的成本。在此項調查中，倫敦金融中心在法規環境的得分為 18.1，不僅明顯超出所有歐洲的中心 (巴黎 14.4 分，法蘭克福 15 分)，也領先紐約 (17 分)。參閱 Z/Yen Limited, *The Competitive Position of London as a Global Financial Centre* (London: The Corporation of London, 2005), pp. 21-22.

註⑪ *The Economist*, September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story\\_id=9753204](http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story_id=9753204); Terutomo Ozawa, "Japan," in J. Dunning, ed., *Governments, Globalization, and International Business* (Oxford: Oxford University Press, 1997), p. 399; Hamish McRae and Frances Cairncross, *Capital City: London as a Financial Centre* (London: Methuen, 1991), pp. 260-262.

註⑫ Neil Hood and Stephen Young, "The United Kingdom," in J. Dunning, ed., *Governments, Globalization, and International Business*, pp. 266-267; *The Economist*, "Friends and Rivals," September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story\\_id=9753293](http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story_id=9753293).

融中心，隨著該力量在二次大戰後的衰弱而衰退，在二十世紀的晚期藉由歐洲通貨市場的出現，以提供輕管制的交易環境轉型而為國際金融業務的境外中心而再起。與其十九世紀的發展路徑不同，亦與今日藉由美國與日本的經濟優勢而取得其金融中心地位的紐約與東京相異，倫敦金融中心今日的優勢純粹是二次戰後英國歷任政府人為創造的結果，依靠的是有利的制度與環境設計來吸引境外金融業務至倫敦交易，而非仰賴國內產業力量的復興與支持。其特色可由以下兩點分述之。

### 一、以原則性管理 (Principles-based regulation) 的輕管制模式

誠然，相較其他歐陸的競爭者，倫敦金融中心今日最大的競爭優勢即在於提供低交易成本的管制環境。此一低成本的管制體制係透過以原則管理方式的法規制訂為實踐。依據英國金融管理局 (FSA: Financial Services Authority) 所說明，此一原則性管理的法規主要由以下三項原則來體現如何輕管制：<sup>⑬</sup>

(一) 對金融活動與交易以概要性的行為準則取代細節規範 (broad-based standards in preference to detailed rules)：這些行為準則皆為高度一般性，質化性留有斟酌與適用餘地的概念，例如交易應符合公平、合理、合宜原則，而非量化、細節性的具體標準，例如明確規定在兩個交易日之內、交易額若超過兩千萬英鎊者等等。

(二) 以結果為取向的規範 (outcome-based regulation)：輕管制的另一法規特色在於不過問與關切金融交易與活動如何達到目標的作法與過程，只針對結果作規範。此舉係因 FSA 相信企業比管制者更清楚何種目的的達成需要配合何種的手段與過程，因此管制者應將此部分權限留予企業自主，而僅針對企業所達成的商業目標應符合哪些一般性標準作規範即可。

(三) 授權予企業高階管理階層對應如何從事金融活動自行規範的自律性規範 (increasing senior management responsibility)：在概要性、結果性的原則下，企業的高階管理者被賦予自我規範與管理的權限及責任。例如，何謂利益衝突？在倫敦金融中心輕管制的體制下是留待企業本身內規來規範，每一企業應該針對如何進行公平、合理、合宜的交易行為訂出其內部作業規則。

由以上三項特點可看出，倫敦金融中心的輕管制模式是建立在管制者與被管制者雙方對基本行為規則的相互理解認同與高度信任之上。誠如 Smith 所指出，為使這種高度自主與自治的管制模式有效運作，管制者必須與被管制者進行經常的對話與交流，以確保彼此瞭解其所共同遵循的價值規範與被賦予的期待及責任。<sup>⑭</sup>

此一建立在共同價值所形成的高度共識與典型的原則性管理模式在倫敦金融中心運作良好，然而此一模式在跨國家層次上卻相當難以實施，如果不是完全不可能。以

註<sup>⑬</sup> Herbert Smith, *Principles-Based Regulation: In Principle and In Practice* (London: The London School of Economics and Politics Science, 2007), pp. 4-7.

註<sup>⑭</sup> *Ibid.*, p. 21.



歐盟來說，在包含多達 27 個會員國的歐盟體制下，原則性的金融管理模式將會面臨到不同會員國依據其各自的價值觀與定義，對原則的內容，在所賦予的解釋空間與權限下，做出非常不一致，甚至是相互牴觸的詮釋與適用，從而破壞歐盟追求各會員國的法規與政策一體化（harmonization）的努力。<sup>⑮</sup>例如，針對歐盟指令中有關內線交易（Insider Dealing Directive, Directive 89/592/EEC）與市場機制濫用（Market Abuse Directive, Directive 2003/6/EC）的規範，何謂內線人士（insider）與內線消息（inside information）？英國、德國、法國、西班牙與荷蘭就有不相一致的定義與規範，<sup>⑯</sup>職是之故，歐盟必須對金融活動做出比較具體明確的細節規範。在針對因應歐元實施所帶來的單一歐洲金融市場，歐盟即提出了包含多達 42 項措施與細節規範的金融服務業行動計畫（Financial Services Action Plan, FSAP），具體與細部規範的程度從銀行應具備多少資本額、退休與信託基金應如何管理、到交易所如何管理股票上市等事宜。

歐盟以具體規則為金融管制模式（rule-driven regulation）因而明顯地與倫敦金融中心以原則性管理的模式兩者互不一致，有時甚至相互衝突。<sup>⑰</sup>根據英國國會下議院的估計，自 1998 年起，英國企業所承擔的管制中，有極大的比例（佔 80%），源自歐盟法規。<sup>⑱</sup>如何降低歐盟法規對英國企業，尤其是倫敦金融中心的負擔與競爭力的傷害，因而成為英國政府近年來與歐盟談判與磋商的重點。在英國的要求下，歐盟已同意針對十三項政策領域中的兩百多項法規，進行檢視並簡化與整合，預計在 2012 年以前，將歐盟管制法規所造成的企業成本減少 25%。依歐盟執委會估計，此舉將可為企業帶來高達 1,500 億歐元的實益。<sup>⑲</sup>

2008 年秋季重創歐美金融體系的全球金融危機則意外地為英國與歐盟在金融管制上的共識形成提供另一契機。儘管此次的金融危機源於美國次級房貸與衍生性金融商品投資的失控，倫敦金融中心卻因其輕管制所帶來的龐大國際金融業務，尤其是美國業務，受創最深。在本文撰寫之際，英國工黨雖未明言將改變或如何改變倫敦目前輕管制的模式，但亦直指有效的管制（effective regulation）將比輕管制對倫敦更有意義

註⑮ *Ibid*, p. 12.

註⑯ Jane Welch, Matthias Pannier, Eduardo Barrachino, Jan Bernd, and Philip Ledebuer, *Comparative Implementation of EU Directives (1) - Insider Dealing and Market Abuse* (London: The British Institute of International and Comparative Law, 2005), pp. 6~7.

註⑰ Lascelles 認為倫敦金融中心與歐盟在金融管制上的差異源自於兩者對市場經濟應如何管理的基本差異。歐陸強調的是傾向干預（interventionist）的社會市場模式（social market model），與強調市場價格機制、自由放任型的英美模式（Anglo-American model）係兩種不同的經濟管理思維。參見 David Lascelles, *The City and the EU* (London: The New Frontiers Foundation, 2005), p. 12.

註⑱ Neil Davidson, *Davidson Review Final Report: Implementation of EU Legislation* (London: HM Treasury, 2006), p. 3; David Lascelles, *The City and the EU*, p. 3.

註⑲ The UK Government Cabinet Office, "UK welcomes European Council agreement to cut red tape for business," March 9, 2007, [http://www.cabinetoffice.gov.uk/newsroom/news\\_releases/2007/070309\\_cut.aspx](http://www.cabinetoffice.gov.uk/newsroom/news_releases/2007/070309_cut.aspx); The European Commission, "Better regulation," [http://ec.europa.eu/enterprise/regulation/better\\_regulation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/regulation/better_regulation/index_en.htm).

與能保護其利益。<sup>②</sup>另一方面，首相布朗則在與歐盟執委會商議後，於隨後（10月16日）緊急召開的歐盟27國高峰會上，提出數項監督管理國際金融活動的建議措施，以防止金融危機與失序的再度發生。<sup>③</sup>這些趨勢發展如果不變，可預期的是倫敦與歐盟在金融管制上的落差將會再進一步拉近。

## 二、倫敦金融中心的溫布頓化

自從1960年代晚期的轉型之後，倫敦金融中心的本質從原先因為有強大國內經濟支撐，而作為國際英鎊的象徵，演變為歐洲通貨的境外集散地，其大部分的商業活動與收益都與英國經濟表現無關。倫敦的各項金融市場雖仍然對英國國內顧客提供服務，但是它們的交易極大部分卻是國際性的，服務的是為規避本國法規限制的國外客戶。其商業活動的境外性質可以藉由下列主要金融市場的運作進一步觀察：

### （一）銀行業

當英國本地的銀行數量在過去十年間遞減超過一半數量變成68個，外國銀行——多數是歐洲銀行——的數量卻在持續成長，在2007年達到252個，遠比任何金融中心為多。<sup>④</sup>倫敦銀行產業一半以上的資產是外國銀行所有。外國銀行大部分的交易是為其海外顧客服務，交易主要是以外國貨幣與批發市場的形式進行。全球跨國的國際借貸有五分之一是在倫敦發生的，此一比例是全世界最高，而其中外國銀行佔了81%的外部借款。整體來說，英國銀行部門的年度淨收入有約90%是來自海外收益。<sup>⑤</sup>

### （二）債券市場

儘管英國本身並不參與單一貨幣歐元，在千禧年初，60%的歐洲債券發行（eurobond issues）發生於倫敦，是世界最高的比例。此外，倫敦亦佔有世上70%次級

註② 英國金融監管當局（The Financial Services Authority, FSA）局長 Lord Adair Turner 在金融危機發生後接受媒體訪問時表示，輕管制的監管方式使得政府無法在事前獲得必要資訊以做到早期預警措施。在沒有發生金融危機之前，FSA 如果向倫敦金融城的從業人員表達任何有關希望瞭解交易活動的關切，比如說像對後來宣告破產的 Bradford & Bingley 與 Northern Rock 等金融機構當時的營運方式表示關切，都會被指責其過多的管制將傷害倫敦金融中心的關鍵競爭力。訪談內容參見 *The Guardian*, October 17, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/17/marketturmoil-banking>.

註③ *The Guardian*, October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/executivesalaries-banking>; *The Guardian*, October 16, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/16/gordonbrown-economics>.

註④ 在倫敦金融中心的大型投資銀行中，目前僅有 Barclays Global, Legal and General, CGNU, Schroders 等為英國籍銀行。許多英國銀行在1986年柴契爾政府實施金融去管制化措施（所謂的 Big Bang），開放外資大量進入後，受到外國（尤其是美國）銀行的購併。參見 *The Spectator*, October 6, 2001, [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_qa3724/is\\_200110/ai\\_n8988637/print?tag=artBody:coll](http://findarticles.com/p/articles/mi_qa3724/is_200110/ai_n8988637/print?tag=artBody:coll).

註⑤ International Financial Services London, *International Financial Markets in the UK* (London: IFSL, 2008), pp. 5-6; British Invisibles, *Banking* (London: BI, 2000), p. 3.



債券市場的交易，其中亦包括以歐元發行的債券。<sup>④</sup>

### (三) 外匯

根據國際清算銀行 (the Bank for International Settlements, the BIS) 的統計，全球的外匯交易，截至 2007 年 4 月為止，34% 的每日外匯交易是發生於倫敦，其交易總額達 1 兆 3590 億美元，遠超過紐約與東京的總和，是世界最大的外匯交易中心。在倫敦所交易的美元數量超過美國市場的美元交易，相同地，在倫敦交易的歐元外匯總數亦超過所有歐元國家交易的總和。<sup>⑤</sup>

### (四) 證券交易

從國內交易額來看，倫敦證券市場 (London Stock Exchange, LSE) 遠落於東京、大阪與紐約之後，而位居第四。然而，以外國股票交易而言，它是全球最大的市場，2007 年它在全球外國公司股票交易市場中佔了 53% 的比例，對比於美國的 36%，以及法蘭克福的 4%。<sup>⑥</sup>

### (五) 保險

以總保費收益觀之，英國的保險產業是歐洲最大、同時也為全球第三大的市場，其總保費中超過五分之一的收益來自海外市場；倫敦不僅為全球最大的國際保險市場，也同時為世界再保險業務交易中心。<sup>⑦</sup>

對於倫敦高度依賴境外金融業務，以及外國公司取代英國本國公司成為倫敦金融城的主要參與者，論者稱之為倫敦金融中心的「溫布頓化 (Wimbledonisation)」：<sup>⑧</sup>意即倫敦金融城內英國本國機構數量的遽減，伴隨著外國——尤其是美國與德國——公司的顯著增加，正如同溫布頓網球公開賽一樣。它是世界四大網球比賽之一 (如同倫敦與紐約、東京並列世界三大金融中心)，每年由英國於倫敦近郊溫布頓主辦，但多年來比賽卻為外國選手所主導或奪冠。「溫布頓化」這個詞彙不僅適切地捕捉了倫敦當前作為境外中心的本質，也點出了倫敦金融中心雖就表面上而言，恢復了其金融中心的地位，然而其商業運作的內容與本質，今與昔之間已經產生了本質上的改變。有別於昔日由大型英國籍的金融機構主導倫敦金融市場的交易與運作，現今的商業活動與利益

註④ International Financial Services London, *International Financial Markets in the UK* (London: IFSL, 2008), p. 9.

註⑤ *Ibid.*, pp. 15~16.

註⑥ International Financial Services London, *Key Facts About The City of London* (London: IFSL, 2007), p. 2.

註⑦ International Financial Services London, *International Financial Markets in the UK*, pp. 7~8; International Financial Services London, *Key Facts About The City of London*, p. 2.

註⑧ David Kynaston, *The City of London Volume IV: A Club No More 1945-2000* (London: Chatto & Windus, 2001), pp. 771~772.



是取決於海外而非英國國內市場。「溫布頓化」下的倫敦金融中心不再掌握在英國本國企業之手，而受到更多外國機構各式投資行為與決策的牽動。<sup>②</sup>

表 1 國際各金融市場的市場佔有率 (%)

	英國	美國	日本	法國	德國
跨國借貸 (Cross-border lending) (Sept. 2007)	21	9	7	8	11
外國股票交易額 (Foreign equity turnover) (2007)	46	43	-	-	4
外匯交易 (Foreign exchange dealing) (2007)	34	17	6	3	3
衍生交易額 (Derivatives turnover)					
—指數股票型 (2007)	6	40	2	1	13
—店頭市場 (2007)	43	24	4	7	4
海上保險保費收入 (Marine insurance premium income) (2006)	24	10	11	6	8
國際債券一次級市場 (International bonds - secondary market) (2007)	70	-	-	-	-

資料來源：International Financial Services London, *International Financial Markets in the UK* (2008), p. 2.

理論上來說，此一「溫布頓化」的本質將影響倫敦金融中心對歐元的看法，以及此一新貨幣對這個溫布頓化之後的金融中心所造成的影響與改變。這些將是本文下節討論的主題。

註<sup>②</sup> 對於倫敦金融中心的溫布頓化現象存有正反不同的論點。持正面觀點者，例如前英格蘭銀行總裁 Eddie George、美林證券歐洲區 (Merrill Lynch Europe) 董事長 Stanislas Yassukovich，以及英國銀行公會 (the British Bankers' Association, BBA)，認為一個自由化的市場能產生極大化經濟效能並因而促進財富的創造。因此，藉由工作機會的增加、稅收與無形的收益，英國能夠從主辦外國金融公司的活動中得利。負面的觀點則主張，「只有所有權才能帶來影響力」，因為攸關英國本地銀行或證券業者福祉的關鍵決定將會是在法蘭克福或紐約做成。依此觀點，未來很可能發生的是如 Hamish McRae and Philip Augar 所述，軸輻模式 (hub-and-spoke model) 的形成：以紐約作為核心，伴之以若干在周邊輔助的中心。倫敦將成為這些輪輻端點的城市之一，並成為 David Kynaston 所述，「西方的香港 (Hong Kong West)」。廣義地來說，此一爭議，與一更廣泛的主題：即一國企業的所有權對該國經濟發展是否重要的辯論相呼應。以 Robert Reich 為代表的一方認為，公司企業的國籍並不重要，只要它們能為一國的經濟產生高收入與提供良好的就業。另一方面，論者如 Michael Porter 與 Lester Thurow 則主張企業所屬的國籍是重要的，因為一個依賴外國企業的經濟體只能對其發展享有有限的控制與權力，而不能掌握對關鍵事務的最終決策權，這可由多數跨國企業的董事會成員仍由本國人擔任看出，他們因此認為政府決策者應當鼓勵國內所有權 (domestic ownership)。進一步的討論，請參閱 Philip Augar, *The Death of Gentlemanly Capitalism* (NY and London: Penguin Books, 2000) ; David Kynaston, *The City of London Volume IV: A Club No More 1945-2000* (London: Chatto & Windus, 2001) ; Robert Reich, *The Work of Nations* (New York: Vintage, 1991) ; Michael Porter, *The Competitive Advantage of Nations* (New York: The Free Press, 1990) ; Lester Thurow, *The Zero-Sum Solution* (New York: Simon & Schuster, 1985) .

## 參、歐元對倫敦金融中心的影響與意涵

### 一、歐元的出現：

#### 對倫敦競爭優勢威脅的假警報與境外業務的新商機

自從歐元於 1999 年 1 月 1 日正式啓用，而英國決定不在第一波加入歐元開始，倫敦金融城內即有此一新貨幣是否將危害倫敦作為歐洲首要金融中心優勢的疑慮。倫敦金融中心的從業者一直警覺地注意任何威脅跡象的出現。但迄今，一般咸認倫敦身為歐洲最重要金融中心的地位並未改變，儘管它受到來自法蘭克福——目前歐洲中央銀行（the European Central Bank, ECB）的所在地——的潛在挑戰。<sup>⑩</sup>而在英國工黨政府的五項檢驗標準的評估報告中則指出，倫敦的競爭優勢雖未因歐元的出現而改變，但加入歐元將能進一步增進、強化倫敦既有的優勢地位。<sup>⑪</sup>

就數據觀察，歐元的啓用似乎只造成倫敦競爭優勢的一個假警報。根據 International Financial Services London (IFSL) 在 2007 年公布的數據顯示，相較於法蘭克福的 3%，全球 34% 的外匯交易額仍是在倫敦做成；全球 53% 的外國股票是在倫敦交易，而法蘭克福僅佔 4%；在全球店頭衍生性金融市場（利率交換與選擇權），43% 的成交量是在英國進行，相較於德國的 3%。<sup>⑫</sup>很明顯地，在這些領域中，倫敦仍遙遙領先法蘭克福，並維持世界最大市場的地位。唯有在國際債券發行一項上，法蘭克福以全球 18.4% 的佔有率高於倫敦的 9.5%。<sup>⑬</sup>另一項由 The Anglo-German Foundation 所進行的研究亦得出相似的結論，而大出研究者的意外。該研究指出，德國各界普遍相信，法蘭克福的地位將因為歐元以及德國經濟的規模而獲得提升，然而此一改變實質上並不如預期的大。該研究因而論定歐元的出現並未改變這兩個金融中心的相對地位，並承認倫敦的金融霸權地位並未受到挑戰。<sup>⑭</sup>

與對倫敦拉起警報的預期相反，歐元的啓用似乎為倫敦金融中心帶來了新的商業契機。儘管自外於單一貨幣，倫敦仍然主控了多數與歐元有關的金融業務。是倫敦，

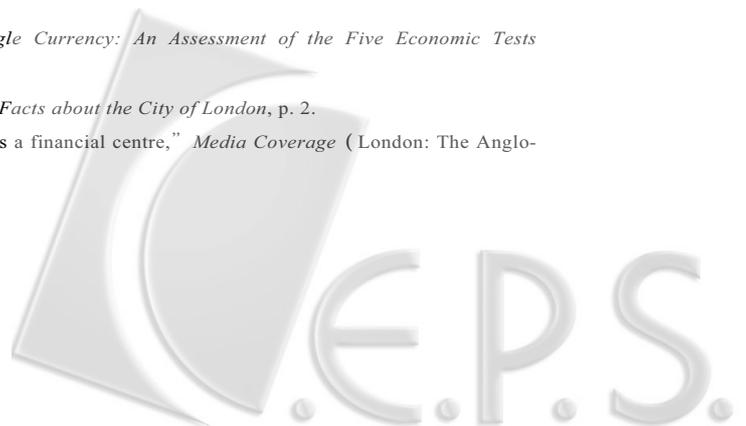
註<sup>⑩</sup> *Banking Times*, June 11, 2008, <http://www.bankingtimes.co.uk/11062008-london-remains-worlds-most-influential-financial-centre>; *Financial times*, November 19, 2007, <http://www.ft.com/cms/s/92d94ba6-24e4-11d8-81c6-08209b00dd01,id+071119000233,print=...>; *The Daily Telegraph*, June 9, 2008, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2791326/London-stays-top-in-world-cities-survey.html>; Michael Imeson, "Cities of Gold - What Makes a Successful International Financial Centre?" *London: Z/Yen Limited*, 2008, [http://www.zyen.com/Press/Press%20Coverage/Cities\\_of\\_Gold.htm](http://www.zyen.com/Press/Press%20Coverage/Cities_of_Gold.htm).

註<sup>⑪</sup> HM Treasury, *UK Membership of the Single Currency: An Assessment of the Five Economic Tests* (London: HM Treasury, 2003), p. 178.

註<sup>⑫</sup> International Financial Services London, *Key Facts about the City of London*, p. 2.

註<sup>⑬</sup> The Anglo-German Foundation, "Frankfurt as a financial centre," *Media Coverage* (London: The Anglo-German Foundation, 2002).

註<sup>⑭</sup> *Ibid.*



而非法蘭克福或巴黎，可被稱做歐元的金融中心。舉例而言，以歐元發行的歐洲債券（underwritten euro-denominated eurobonds issuance），有55%之承銷與70%的次級市場交易都是在倫敦進行；三分之一與歐元有關的外匯交易是在倫敦做成；歐元區的股票交易額目前在倫敦證券交易所的外國股票買賣中佔了三分之二；倫敦金融中心有58%的利率衍生性商品交易是以歐元操作，而歐元短期利率對主要歐洲衍生性商品交易的契約有98%是在倫敦國際金融期貨交易所進行（London International Financial Futures Exchange, LIFFE）；大多數歐元區所募集的避險基金與私募基金也選擇到倫敦註冊發行。<sup>⑤</sup>誠如時任英格蘭銀行的副總裁 David Clementi 所言，倫敦金融中心事實上已處於歐元區之內，儘管英國仍在歐元區之外。<sup>⑥</sup>

在針對歐元的出現對倫敦與法蘭克福兩者相對關係影響的調查中，研究者皆指出，<sup>⑦</sup>倫敦與法蘭克福之間是合作而非競爭關係；因為跨國企業與其作業規範的紐帶以及網路關係已將兩者連結在一起，彼此是互補而非對抗的。受訪談的倫敦與法蘭克福從業人員，皆認為兩者間的相互關係是「倫敦是歐洲的介面」而「法蘭克福漸增的力量是供給而非消耗倫敦（的實力）」。<sup>⑧</sup>因此他們認為所謂倫敦與法蘭克福之間因歐元而來的競爭對立的二分法，其實是誤導的。

如果回到前文對倫敦金融中心本質變遷的分析與理解，那麼有關倫敦的「不因英國自外於歐元區而能持續繁榮」、「歐元意謂新商機而非是威脅」、「與法蘭克福彼此是互補而非競爭的互動關係」等等有趣的發展與事實也就不令人意外。歐元的出現與啓用固然促進了法蘭克福作為一個金融中心的地位，然而它對法蘭克福既有繁複的法規措施，以及其與倫敦在這方面產生的落差並不發生任何變動與影響。如同實證研究所指出的，<sup>⑨</sup>法令管制規範是跨國商業流動的關鍵決定因素。當倫敦的主要優勢——提供金融交易輕管制的有利環境——持續存在，那麼與歐元有關的各項國際金融業務就有更多的可能流入倫敦而非法蘭克福交易。因此，研究調查所發現的結果：倫敦與法蘭

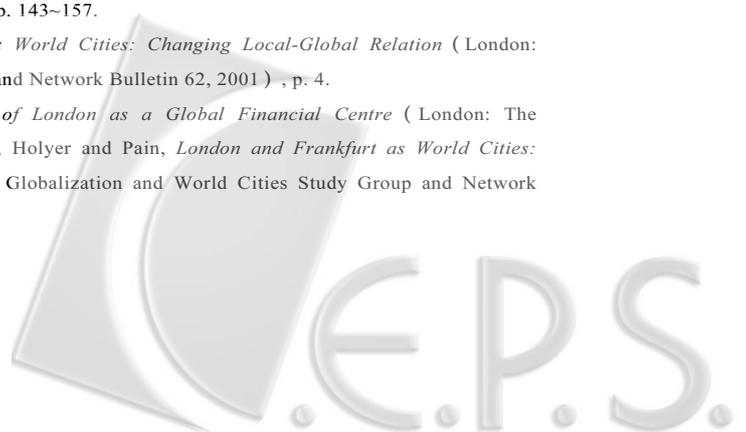
註<sup>⑤</sup> The Corporation of London, *The City's Importance to the EU Economy 2005* (London: The Corporation of London, 2005), p. 48; *Financial Times*, November 19, 2007, <http://search.ft.com/iai?referer=...>

註<sup>⑥</sup> David Clementi, *The City and the Euro: Innovation and Excellence* (London: The Bank of England, 2001), <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2001/speech112.htm>.

註<sup>⑦</sup> Michael Holyer and Kathryn Pain, *London and Frankfurt as World Cities: Changing Local-Global Relations* (London: Globalization and World Cities Study Group and Network Bulletin 62, 2001), pp. 2-4; Jonathan V. Beaverstock, Michael Holyer, Kathryn Pain, and Peter J. Taylor, "Demystifying the euro in European financial centre relations: London and Frankfurt, 2000-2001," *Journal of Contemporary European Studies*, Vol. 13, No. 2 (2005), pp. 143-157.

註<sup>⑧</sup> Holyer and Pain, *London and Frankfurt as World Cities: Changing Local-Global Relation* (London: Globalization and World Cities Study Group and Network Bulletin 62, 2001), p. 4.

註<sup>⑨</sup> Z/Yen Limited, *The Competitive Position of London as a Global Financial Centre* (London: The Corporation of London, 2005), pp. 21-22; Holyer and Pain, *London and Frankfurt as World Cities: Changing Local-Global Relations* (London: Globalization and World Cities Study Group and Network Bulletin 62, 2001), p. 6.



克福間互補且合作的關係，即可獲得解釋與理解：因為那是源自於這兩個金融中心所依據的非常不同、相異的本質基礎。相對於法蘭克福以境內途徑——開始是立基於德國經濟的規模與強度，而後基於歐元區內的經濟活動——發展成金融中心，倫敦自 1960 年代起即發現其作為金融中心的比較利益是在於經由寬鬆的法令而提供境外國際金融業務一個輕管制、低成本的設置地點。當倫敦金融中心在過去幾十年間，面對英國經濟與英鎊在國際貿易與世界經濟地位的衰弱，而自我轉型調整為一境外中心，那麼對它當前繁榮與發展的關鍵，就再也不是它所持有或開辦的貨幣（不管它是英鎊還是歐元）以及它所服務的本國經濟（不管它是英國經濟還是歐元區）為何，而是它所提供的法令與管制架構。此一境外、溫布頓化的本質解釋了何以倫敦能在歐元區之外繼續維持其金融優勢，並甚至從中獲利，並與法蘭克福合作互補：因為它扮演了歐元區國際境外金融業務的介面功能，正如同 1960 年代它的再起是因為它轉型成為歐洲通貨，尤其是歐洲美元的境外界面，而非是強勢英鎊的重現。

## 二、倫敦金融城對歐元議題的分歧態度： 不只是個商業議題

然而，非常有趣與矛盾的是，倫敦金融中心自外於歐元而能持續繁榮的事實，並未能使其內部成員對於英國是否該加入歐元的意見趨向調和一致。相反地，它使得這個爭議性的議題更趨複雜，亦使倫敦金融城內的從業人員對歐元的看法與態度更加分歧。

部分倫敦金融中心的主要企業人士，包括曾於 1998-2003 年間擔任倫敦國際金融期貨交易所主席 Brian Williamson、<sup>⑩</sup>倫敦證券交易所前任副主席與美林證券歐洲區董事長 Stanislav Yassukovich、<sup>⑪</sup>以及 Deutsche Morgan Grenfell Group 董事長 John Craven，<sup>⑫</sup>均認為既然倫敦金融中心的優勢未受到不加入歐元的影響，因此英國有堅實的理由繼續自外於歐元。他們主張，倫敦的重要特質——國際競爭力、創新與獨立的能力——僅能在英國處於歐元區外的情況下得到保護。倫敦金融中心仰賴的是一個與全世界各地保持緊密連結的開放環境，因此全球面向較歐洲面向更為重要。在這派的觀點與主張中，若倫敦有遭逢來自歐元的任何挑戰，那麼必然是加入歐元所可能帶來的法規管制的改變以及額外的金融管制負擔，而這些恰是危及倫敦最重要的競爭優勢——輕管制——的最大威脅。<sup>⑬</sup>一個最近的例子是歐盟擬開徵對跨國金融交易扣繳稅額

註⑩ *The Guardian*, April 13, 2003, <http://www.guardian.co.uk/business/2003/apr/15/futures>.

註⑪ *The Daily Telegraph*, April 22, 2004, <http://www.telegraph.co.uk/opinion/main.jhtml?xml=/opinion/2004/04/22/dt2203.xml>; *BBC*, June 28, 2001, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/1411692.stm>; *BBC*, April 15, 1999, [http://news.bbc.co.uk/2/hi/events/the\\_launch\\_of\\_emu/euro\\_latest/320127.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/events/the_launch_of_emu/euro_latest/320127.stm).

註⑫ *Financial Times*, April 25, 2003, <http://search.ft.com/search?queryText=John+Craven+and+the+euro&aje=true&dse=&dsz=&x=6&y=9>.

註⑬ Eddie George, "Prospects For the City-In or Out of EMU," Governor's Speech, London: The Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1997/speech08.htm>.

(withholding tax)。英國政府明確表示反對，因為認為此舉將明顯地對倫敦的債券市場利益帶來傷害。<sup>④</sup>

然而，另一方面，儘管倫敦金融中心在歐元啓用後仍維持了過去的水準與優勢，甚至或許更加繁榮，但在其他倫敦金融區領導人物的眼中，如時任高盛證券董事長 Peter Sutherland<sup>⑤</sup>、前英格蘭銀行總裁 Robin Kingdown<sup>⑥</sup>、歐洲復興開發銀行首席經濟學家 Willem Buiter<sup>⑦</sup>，若干情勢的轉變與發展並不僅僅是巧合而已。這些轉變包括：在過去十年間，在倫敦證券交易所的上市公司減少了五分之一，而與此同時，在巴黎證券交易所的上市公司卻增加 19%，在德國證交所則增加 49%。相似的情況亦發生於交易所買賣的衍生性金融市場 (the exchange-traded derivatives market)。僅從歐元發行到 2000 年 3 月為止的一年之間，在倫敦國際金融期貨交易所完成的交易契約減少了 7%，巴黎證交所則是增加 28%，歐洲期貨交易所 (Eurex，由德國交易所股份有限公司與瑞士交易所集團合資組成) 則是增加 46%。由比利時、荷蘭、法國所合組的泛歐證券交易所 (Euronext) 更於 2002 年正式購併了倫敦國際金融期貨交易所。在他們的詮釋裡，這些現象所傳送的訊息與啓示是清楚而直接的：倫敦的歐元區競爭對手正在逐步趕上，儘管後者是從一個差距頗大的起跑點開始。<sup>⑧</sup>

這些情勢與發展促使上述的產業領導人士鼓吹英國早日加入歐元，他們並成立了一個壓力團體「倫敦金融中心在歐洲 (The City in Europe)」以促其實現。該團體警告，長時間拒絕加入歐元將導致倫敦金融中心在未來失去其商機、領導地位與影響力。<sup>⑨</sup>在其對本文作者的回覆裡，倫敦國際初級金融市場協會 (International Primary Market Association, IPMA) 秘書長 Cliff Dammers，以其資深從業人員的觀點特別強調歐盟關於金融服務法規的談判磋商與其對英國可能的衝擊。他指出，唯有加入歐元，英國的影響力以及倫敦金融中心的利益才能獲得進一步提升。<sup>⑩</sup>

至於對其他大多數倫敦金融中心的從業者來說，在競爭優勢沒有受到法蘭克福的立即威脅的情況下，他們對歐元議題以及它對倫敦金融中心利弊影響的態度與看法就如同英國社會大眾一般地分歧。依據民意調查機構 MORI 在 2001 年為倫敦金融區政府 (The Corporation of London) 所進行的，針對倫敦金融中心高階主管 (包括董事長與執行總裁) 的調查，贊成加入歐元的陣營大於反對者，但兩者差異很小。43%的受

註④ CNN.COM, May 23, 2001, <http://cnn.worldnews.printthis.clickability.com/pt/printthis?clickmap>.

註⑤ *The Daily Telegraph*, May 13, 2003, <http://www.telegraph.co.uk/news/uknews/1429891/Euro-verdict-delayed-as-Blair-and-Brown-continue-to-haggle.html>.

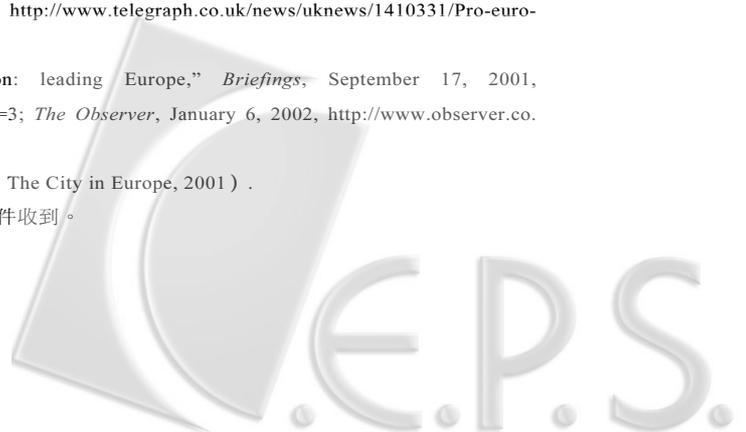
註⑥ *BBC*, June 25, 2001, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/1406101.stm>.

註⑦ *The Daily Telegraph*, October 16, 2002, <http://www.telegraph.co.uk/news/uknews/1410331/Pro-euro-heavyweights-press-Blair-for-poll.html>.

註⑧ The City in Europe, "City of London: leading Europe," *Briefings*, September 17, 2001, <http://thecityineurope.org.uk/briefings.php?id=3>; *The Observer*, January 6, 2002, <http://www.observer.co.uk/euro/story/0,10818,628150,00.html>.

註⑨ 參閱 Mattias Levin, *No Overtaking* (London: The City in Europe, 2001) .

註⑩ 此項回覆係於 2003 年 1 月 7 日經由電子郵件收到。



訪者同意，英國加入歐元符合倫敦的最佳利益，而 38%的受訪者反對。此項調查報告亦指出國籍對受訪者所持立場的發生影響。以非英國籍的外國公司而言，有 64%的受訪者持同意的態度，相較於英國籍公司的受訪者僅有 35%同意；相對的，英國籍公司的受訪者，有 43%的受訪者持反對加入歐元意見，相較於非英國籍的外國公司僅有 25%反對加入。<sup>⑤</sup>值得注意的是，英國籍公司的受訪者中，表示反對加入歐元者的比例高於贊同者達 8%。

其他的調查報告亦確認了此一與國籍因素有關的意見紛歧。The CityScan 在歐元紙幣與硬幣於 2002 年 1 月 1 日正式流通之後，針對倫敦 58 個主要法人機構投資者所作的調查中指出，<sup>⑥</sup>三分之二的受訪者相信歐元將對英國經濟帶來很少的影響或甚至沒有影響，而 22%的受訪者則認為英國金融機構將從英國處於歐元區之外得利。持後者觀點者，在 2000 年只有 10%的低比例。另一方面，倫敦金融中心的外商機構在歐元議題上似乎持更正面的態度。倫敦商會 (The London Chamber of Commerce) 在對 100 個倫敦外商銀行的訪查中發現，三分之一相信加入歐元對於倫敦金融中心長期維持其全球地位是必要的，儘管歐元議題在該調查的 23 項重要影響因素中只位於第 21 位。<sup>⑦</sup>

除了上述因國籍而顯現出的立場差異，倫敦金融中心在歐元議題上的意見分歧還同時存在於不同商業部門之間、存在於相同的產業之內，甚至存在於同一公司內部之間 (參見表 2)。

不同部門之間的立場差異可由以下事實說明：金融部門比較傾向英國加入歐元 (53%)；資訊科技／專門服務業則傾向持反對的態度 (51%)；英國保險業協會 (the Association of British Insurers, ABI) 的成員對此則採中立的看法，視加入歐元對保險業的成本與利潤是恰好平衡的；<sup>⑧</sup>而在 Information Group Reuters 的年度調查中，多數的英國基金經理人 (68%) 則是相信歐元對倫敦金融中心是有利的。<sup>⑨</sup>不同商業部門間的意見分歧在某方面來說是可以理解的，因為它們的商業利益並不是同質性的，而是根據其產業的本質而變化。金融部門與基金經理產業較傾向歐元，可以解釋為因為其大部分的業務與利益是與歐元相關；相對地，對保險業來說，因其業務市場是平均分佈於歐元區與非歐元區，故保險業者很自然地會在歐元問題上保持中立。相反地，IT 產業與其他專門服務業，例如法律與會計業者，通常與美國有緊密的工作關係，自然不會如同金融部門般傾向加入歐元。

註⑤ MORI-Corporation of London, "The Survey for Senior City Executives," February 13, 2001, <http://www.mori.com/polls/2000/corplond.shtml>; *The Times*, "Sometime Soon, Brown Must Remove His Euro mask," January 19, 2001, p. 14.

註⑥ *The Observer*, January 6, 2002, <http://www.observer.co.uk/euro/story/0,10818,628182,00.html>.

註⑦ *The London Chamber of Commerce*, "Press release," June 13, 2000, <http://www.londonchamber.co.uk/viewarticle.asp?areaid=19&subarea=50&page>

註⑧ The Association of British Insurers/Ernst & Young, *Economic and Monetary Union: Survey of Insurance Companies* (London: ABI/Ernst & Young, 1999), pp. 3-5.

註⑨ *The Guardian*, February 21, 2001, <http://www.guardian.co.uk/EMU/Story/0,2763,440809,00.html>.



然而，此一部門別的觀點僅能對倫敦金融區在歐元議題上的分歧態度提供部分的解釋，它無法有效解釋何以此一分裂的看法仍舊存在於同一產業、甚至同一公司之內。舉例來說，在投資銀行此一產業部門裡，高盛證券董事長 Peter Sutherland 是支持英國加入歐元，而美林證券歐洲區董事長 Stanislas Yassukovich 則持反對的態度。在摩根大通 (JP Morgan) 公司裡，國際業務諮詢委員會的賀維勳爵 (Lord Howe of Aberavon) 持贊成態度，而同公司的董事 Campbell Gordon 則表示反對。<sup>56</sup>當然，同一產業，甚至同一公司內的意見差異仍可被解釋為不同論者對該產業或該公司的商業利益所產生的不同解讀，然而，此一產業內部、甚至公司內部的差異卻凸顯出歐元所帶來的爭議已經超越了因業務的客觀利益所應產生出的最低共識，而涉及到更多論者本身的主觀價值與取向。這些觀點的歧異，可以整理為表 2：

表 2 倫敦金融中心對歐元的分歧態度

國籍之間的差異 (%)

	贊成	反對
不以英國為根據地 (Non-UK-based) 的公司 (2001)	64	25
以英國為根據地 (UK-based) 的公司 (2001)	35	43
總數	43	38

商業部門之間的差異

IT 與專門服務業部門 (IT/professional services sector) (2001)	反對 (51%)
金融部門 (Finance sector) (2001)	贊成 (53%)
保險部門 (Insurance sector) (1999)	中立
基金管理部門 (Fund management) (2001)	贊成 (68%)

同一產業或公司之內 (2001)

投資銀行部門 (investment banking sector) 之內	
高盛國際 (Goldman Sachs International) 董事長	贊成
美林證券歐洲區 (Merrill Lynch Europe) 董事長	反對
摩根大通 (JP Morgan) 內部	
Lord Howe of Aberavon (國際業務諮詢委員會)	贊成
Campbell Gordon (董事)	反對
高盛國際內部	
Peter Sutherland (董事長)	贊成
Lord Griffiths of Fforestfach (副董事長)	反對
美林證券歐洲區內部	
Stanislas Yassukovich (董事長)	反對
Adair Turner (副董事長)	贊成

註<sup>56</sup> The City in Europe, "Members of the Council of the City in Europe," *Briefings*, September 17, 2001, <http://thecityineurope.org.uk/briefings.php?id=3>; <http://www.thecityineurope.org.uk/membership.php>; SourceWatch, "Business for Sterling," [http://www.sourcewatch.org/index.php?title=Business\\_for\\_Sterling](http://www.sourcewatch.org/index.php?title=Business_for_Sterling).

UBS Warburg 內部	
Lord Tristran Garel-Jones (企業財務部門總經理)	贊成
Robert Boas (顧問)	反對

資料來源：作者整理自 MORI-Corporation of London, "The Survey for Senior City Executives," 13 February 2001; The Association of British Insurers, "Briefing for CBI Trade Association Council Meeting on 'EMU: The Case For and Against'," 10 May 1999; *The Guardian*, "Go in, City says. And never mind the bottom line," 21 February 2001; The City in Europe, "Members of the Council of the City in Europe," <http://www.thecityineurope.org.uk/membership.php>; SourceWatch, "Business for Sterling," [http://www.sourcewatch.org/index.php?title=Business\\_for\\_Sterling](http://www.sourcewatch.org/index.php?title=Business_for_Sterling).

這些在倫敦金融區裡的意見紛歧——存在於不同國籍者、不同產業之間、同一產業或公司內部的——明確地指出倫敦金融中心對歐元議題並不僅僅只是商業利益的客觀考量，而是摻雜了更多非商業的主觀因素。時任英格蘭銀行總裁的 Eddie George 對此一分歧意見的解釋是，這些歧異反映了倫敦金融城「就（歐元對於）英國整體利弊的廣泛評估，而不僅僅是對倫敦金融區影響的權威看法」。<sup>57</sup>

### 三、對歐元的爭議：兩種途徑之間的選擇

倫敦金融區各部門對英國應否加入歐元的分歧觀點，確實與英國整體社會對該議題的分歧看法相似。<sup>58</sup>此一意見分裂的事實說明了歐元議題對倫敦金融城已經超越了商業利益的客觀評估下，所做的單純的理性選擇，而涉及到贊成與反對雙方就倫敦應如何發展為國際金融中心主觀的意識形態與價值取向的差異——主張依循全球境外途徑發展，與主張以區域境內途徑為基礎的兩種途徑間選擇的差異。

若論者的分析係從倫敦當前溫布頓化的本質以及其於 1960 年代因輕管制而得以轉型再起為出發，則誠如 Eddie George 所言，「金融活動的地點並不依靠當地的貨幣。它將發生並持續於任何能獲得最多方便、效率與利益的地方…倫敦金融區…將因歐元而繁盛，不管英國是處於『區內』或『區外』」。<sup>59</sup>依據此一境外發展模式的思考，邏輯上而言，倫敦金融中心應該繼續維持其外向的、全球的而不是區域的、內向的取向，置身在歐元區外，自主地保持其低度、輕管制的環境以持續吸引國際金融業務的顧客，因為這些已成為它今日繁榮的重要基礎。這些屬於一國經濟主權決策的範圍，一旦加入歐元，將面臨治理方式的改變。因為加入歐元意味著貨幣主權（monetary sovereignty）將由會員國層次完全移轉到歐洲央行。同時，在穩定與成長條約（the Stability and Growth Pact）的規範下，歐元會員國部分的財政主權（fiscal sovereignty）

註<sup>57</sup> George, "Prospects For the City-In or Out of EMU," <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1997/speech08.htm>.

註<sup>58</sup> 依 1994-2003 這十年間的民意調查（<http://www.mori.co.uk>）顯示，近三分之一的英國民意支持加入歐元，過半數的民意反對加入歐元。此與倫敦金融城內英國籍的受訪者有 43%反對加入，35%贊成加入的比例雖未盡相同，卻有相似之處，皆是反對者多於支持者。

註<sup>59</sup> George, "Prospects For the City-In or Out of EMU," <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1997/speech08.htm>.



也將受到限制，屆時制訂與掌管有關倫敦金融中心其業務與法規事項的治理權限將不再掌控於英格蘭銀行與英國金融局之手，而是移轉到法蘭克福（歐洲央行所在地）與布魯塞爾（歐盟執委會所在地）。如前所述，倫敦自由的交易環境居歐盟國家之首，對許多金融活動的管制程度遠遠低於歐陸其他金融中心，加入歐元所帶來金融管制自主權的移轉勢將對倫敦目前輕管制的優勢帶來立即的現狀改變，取而代之的是歐洲央行與歐盟執委會較為繁複的管制架構。在實務上，英國工黨政府尚能對執委會近年來推動的歐盟地區金融法規一體化的努力，提出排除適用的主張，而得以自外於歐盟部分金融監管之外。對目前依恃輕管制模式的倫敦金融中心而言，這些因素皆使加入歐元不僅不具有吸引力，更不具相容性。就如同倫敦國際金融業務機構（IFSL）的經濟處長 *Ducan McKenzie* 所描述的，對一個溫布頓化的境外金融集散地而言，歐元的意義，最好被視為在倫敦金融區所交易的「多種貨幣之一」。<sup>⑩</sup>

相反地，贊成加入歐元者並不認為此一輕管制的境外發展途徑足以確保倫敦金融中心的未來。對於倫敦將會把領導地位拱手讓予其歐元區對手的疑慮，促使他們採取境內發展途徑的思考，認為倫敦金融中心的長遠利益與優勢必須藉由成為歐元會員而獲得鞏固與提升。在此一思考邏輯下，歐元的意義並不「只是另一種貨幣」而已；相反地，歐元的出現提供了倫敦一個歷史性的選擇機會，藉由廣大的歐元區經濟體做為其「國內」的腹地經濟，而在後者工業與產業實力的支持下使倫敦重回一次大戰前作為內生性的國際金融中心的地位，如同今日的紐約與東京般。

如前所述，倫敦的發展經驗包含了這兩種途徑——它依據境內模式而興起，而依靠境外模式而重生——這證明了倫敦金融中心能充分地滿足任一模式的要求，並依循其一而興盛。然而，若干國際金融管制方面的變化卻不應被忽視，因為這些改變將可能對這兩種發展途徑之間其競爭力的平衡態勢產生影響。

隨著 1980 年代晚期以來金融全球化的加速，以及各國政府為因應 WTO 的要求，例如 1988 年的 *Basle Accord* 對會員國銀行業的規範，而紛紛展開金融自由化與管制規範鬆綁的政策轉變，以作為整體追求經濟自由化策略下的一環，世界各地已可見到在金融管制平衡上的漸進調整。大致的趨勢是解除瑣碎的限制，而朝降低交易成本的修正方向邁進。這些改變的發生對倫敦金融中心而言別具意義，因為儘管倫敦作為金融服務低成本提供者的優勢在當前似乎尚未受到威脅，然而法令管制移向鬆綁的新趨勢的出現卻意謂著倫敦輕管制的優勢並非永遠都不受挑戰。法令上的差異一向是倫敦優於其歐陸對手的關鍵要素之一，一旦他國政府開始修改那些迫使其本國公司轉移海外交易的不合宜的立法，那麼更多的企業與交易將會被吸引回到原母國。<sup>⑪</sup>此一觀點已在日本案例中獲得實現。在日本政府放寬衍生性金融商品的使用與選擇權之後，若干境外金融業務已從新加坡——本身亦為一個低度管制的境外金融中心——轉移回東京交

註⑩ 2003 年 12 月 19 日接受本文作者訪問。

註⑪ *McRae and Cairncross, Capital City: London as a Financial Centre* (London: Methuen, 1991), pp. 261~262.



易。<sup>②</sup>同時，美國的小布希政府亦於 2007 年成立專案小組，著手研究國際金融業務，尤其是歐洲美元業務，為規避國內繁瑣的法令規範而由紐約大量外移到倫敦交易的現象。<sup>③</sup>這些事實發展尤其應為倫敦所警惕，因為與新加坡相同，倫敦有相當大量的業務是得利於歐美各國，尤其是美國，對金融活動與交易上的設限，這些限制據估計約增加了 3%-4% 的交易成本，<sup>④</sup>從而創造了倫敦在國際金融業務的商機。如果這些法令修改的變革持續下去並發展成世界潮流，那麼對兩個途徑的取捨，將可預期地朝境內途徑作有利的傾斜，因為屆時更多的本國企業與交易活動將會被其母國從境外對手中贏回。這也是何以英國政府與英格蘭銀行如此密切關注各國金融市場去管制化以及國際金融法規趨同的發展。隨著這些金融管制改變的趨勢逐漸浮現，主要仰賴國際金融業務的倫敦金融中心，相較於紐約與東京而言，無疑地，將會受到最多的挑戰，因為後者所依恃的是國內經濟活動的保障而非單純輕管制上的優勢。

其它的實證則是來自香港的例子。與倫敦相似，香港係以過去英國治理下的輕管制優勢，成為亞洲各國在國際金融業務方面的境外金融中心。與倫敦相同，它依賴的不是本國公司而是外國機構在該地的營運。此一溫布頓的現象使得香港每逢經濟與金融危機時，尤其是 1997 年的亞洲金融危機，易遭到外國公司，尤其是日資，快速撤離的風險，而被批評為是相對脆弱的金融體系。<sup>⑤</sup>然而，在 1997 年香港主權移交中國大陸之後，香港作為金融中心的體質發生相當轉變，其金融優勢藉由對中國經濟的逐漸「上岸」(getting onshore) 而重新定位與鞏固。在過去的十年間，香港股市市值成長超過三倍，上市公司數目則增加了 78%，其中來自中國大陸的公司數目即佔了三分之一，其市值超過整體香港股市的一半。這些發展使得香港在 2006 年底超過紐約成為全球第二大的 IPO (initial public offering, 首次公開發行) 中心，同時超越法蘭克福與多倫多成為全球第六大證券交易中心。<sup>⑥</sup>如同香港中國銀行資深經濟學家 Tse Kwok Leung 所言「香港的未來在抓住成為中國金融中心的歷史機會，藉由以人民幣為主的金融交易進一步成為與紐約、倫敦並立的全球金融中心」。<sup>⑦</sup>香港此一體質的轉變明顯為其在金融危機發生時，帶來較佳的自我防禦能力。有別於 1997 年亞洲金融危機發生時，香港因其溫布頓化的體質承受外資迅速撤離的巨幅變動風險，在 2008 年秋季全球金融因美國次級房貸市場失控而引發的全球性金融危機中，香港以其「上岸」成為中國內陸經濟金融中心的內生實力，受創程度明顯較 1997 年為輕。香港庫物局副局長梁

註② *The Economist*, "The regulator who isn't there," May 18, 2002, pp. 12~16.

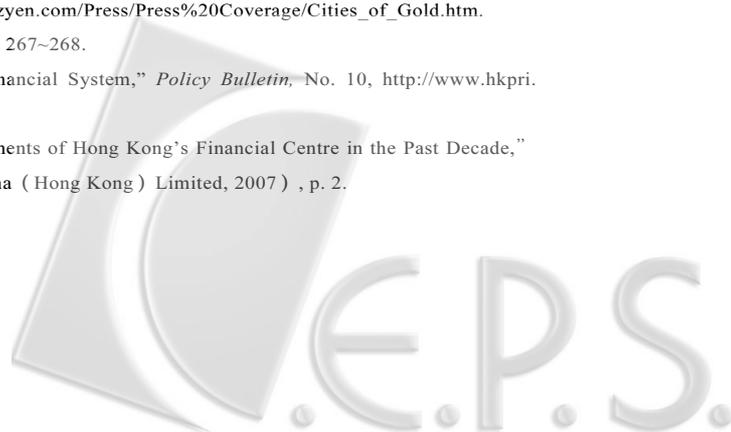
註③ 參閱 *The Economist*, "The Rules of the Game"; Imeson, "Cities of Gold - What Makes A Successful International Financial Centre?" [http://www.zyen.com/Press/Press%20Coverage/Cities\\_of\\_Gold.htm](http://www.zyen.com/Press/Press%20Coverage/Cities_of_Gold.htm).

註④ Hood and Young, "The United Kingdom," pp. 267~268.

註⑤ C. K. Law, "Weakness of Hong Kong's Financial System," *Policy Bulletin*, No. 10, <http://www.hkpri.org.hk/bulletin/10/ads-law.html>

註⑥ Tse Kwok Leung, "Recounting the Developments of Hong Kong's Financial Centre in the Past Decade," *Economic Review* (Hong Kong: Bank of China (Hong Kong) Limited, 2007), p. 2.

註⑦ *Ibid*, p. 5.



鳳儀在談論到香港面對此波全球金融危機的衝擊時表示：「香港銀行體系健全，有足夠能力應付此次的全球金融危機」。<sup>⑧</sup>

香港轉型的實例對倫敦尤其具有啓示性，因為倫敦金融中心，在 Kynaston 的形容下，本身即為「西方的香港」(Hong Kong West)。相較於香港在 2008 年的全球金融危機中展現出較佳的防禦能力，倫敦卻是在此波金融危機中與風暴中心的紐約，同為受傷最重的。由於倫敦金融中心的主要業務來自承做外國，尤其是美國的國際金融活動，因此當美國金融體系發生危機時，倫敦便首當其衝，甚至必須付出較紐約更多的成本。以美國第四大投資銀行雷曼兄弟 (Lehman Brothers) 為例，當該公司在 2008 年九月宣告破產前夕，倫敦子公司仍上繳紐約總公司 80 億美元的盈餘，然而，當該公司因操作美國次級房貸市場衍生性金融商品失當而被迫宣告破產時，馬上面臨失業的卻不是雷曼在紐約總公司的員工，而是倫敦分公司的 750 名員工，紐約總公司員工的當年紅利甚至被承諾將受到保障。根據英國金融人力資源專業機構 Morgan McKinley 最近的調查，僅在 2008 年 9 月當月份，倫敦金融城即有高達 42% 的從業人員面臨失業。<sup>⑨</sup>倫敦金融中心以其溫布頓化的體質顯然在面臨金融危機或金融市場發生重大變動時，不若內生型的金融中心可表現出較佳的自主與防禦能力。

也正是從這個自足的觀點出發，Hilton 主張倫敦必須利用歐陸的產業力量。<sup>⑩</sup>如他所言，資本的累積滋養金融市場的發展，而真實的經濟發展始會帶來資本的累積，如同歷史所證明的，金融強權總是從工業強權中發展形成。他的論點，加上近來國際金融法規上的變革趨勢，說明了在金融全球化的壓力以及 WTO 對金融自由化議題的要求下，僅靠專業知識技術與有利的制度安排並不足以保障倫敦金融中心的長期優勢，因為這些條件上的差異已在逐漸被調和中或縮小中。隨著各國在金融管制的修法上朝向更自由與較少管制的方向邁進，境外模式的比較利益將因此漸趨弱化，而境內模式則會因部分本國金融交易的回流而相對受益。另一方面，在金融全球化已成爲現實的今日，國際金融體系的動態變遷較之以往更爲劇烈與快速，對於人爲所創造的境外營運模式顯然將更形挑戰性，使其在面臨外部變動與競爭時，例如 2008 年全球金融危機發生時，顯得脆弱。相對地，一個自然的、內生的境內國際金融中心在面臨環境變遷時不僅能展現更多的承受力與防禦性，亦有自主能力進一步處理這些變動所帶來的挑戰

註⑧ 梁鳳儀，「必要時動用所有彈藥」，工商時報（台北），2008年10月13日，版A3。

註⑨ *The Guardian*, September 16, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/16/lehmanbrothers.marketturmoil>; *The Guardian*, September 30, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/30/lehmanbrothers.wallstreet>; *The Guardian*, September 17, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/17/barclay.lehmanbrothers/print>; *The Guardian*, August 31, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/aug/31/europeanbanks.banking/print>; *The Guardian*, October 15, 2008, <http://www.guardian.co.uk/money/blog/2008/oct/15/workandcareers>.

註⑩ Anthony Hilton, *City Within A State: A Portrait of Britain's Financial World* (London: I. B. Tauris, 1987), pp. 182~183.



與機會。

結構性的發展需要時間，正如同世界金融景觀的微妙改變常在數十年後才始被察覺。因此，基於歐元尚處於其初期的階段，它對倫敦金融中心所帶來的影響以及此一影響所衍生的爭議在可預見的未來將會繼續持續。當倫敦金融中心內部的意見分歧反映了它在這兩種發展路徑之間的爭議時，從全球脈絡下觀察的趨勢變遷分析或許能為其未來的思考方向提供若干啟發。易言之，倫敦在未來幾十年將如何發展，取決於它傾向於何種路徑，而此一路徑的選擇，從而決定了它與歐洲單一貨幣的關係為何——歐元作為倫敦金融中心的「另一種貨幣 (just another currency)」(境外模式)，或者以倫敦為歐元經濟區實體中心的「本國」貨幣 (home currency) (境內模式)。

## 肆、結 論

如果，如時任美國艾森豪政府國防部長 Charles Erwin Wilson 所述，通用汽車的利益就是美國的國家利益 (“what is good for General Motors is good for this country”)，<sup>①</sup>那麼，倫敦金融中心的利益是英國福祉的關鍵，會是更適切的說法。作為對英國就業、經濟成長與海外盈餘的最大貢獻者，倫敦金融中心對英國政府的決策很自然地具有無可匹敵的影響力。基於它在英國經濟中所佔據的策略重要性地位，當 2008 年全球金融危機發生時，何以它對英國整體經濟產生較諸其他歐美經濟體更廣泛的衝擊，<sup>②</sup>也何以英國工黨政府是歐美各國中第一個在危機第一時間投入最大規模金額援助金融體系的政府，即可以理解。同樣地，英國執政者獨厚倫敦金融中心將其單獨設定為評估英國應否加入歐元的檢驗標準之一，自然也不令人意外。另一方面，決策者通常亦必須在它的要求與期望範圍內操作政策。英國戰後的歷史說明了，英國歷任政府任何有關經濟、貿易、財政與貨幣事務的重要決定，不論是國內性質的或國際層次的，都與倫敦金融中心的影響有關。<sup>③</sup> Hilton 的說法或許顯得誇張，但事實上卻非毫無根據的：

註① Quoted from Robert Gilpin, *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order* (Princeton: Princeton University Press, 2001), p. 300.

註② 制訂英國利率政策的英格蘭銀行貨幣政策委員會 (monetary policy committee) 委員 David Blanchflower 預測，到 2008 年年底前，英國整體經濟恐將有超過 200 萬人因此次金融危機失業。國際貨幣基金會對英國經濟則由原本預期有 1.7% 成長，下修為 -0.1% 的負成長預測。參見 "The Guardian, October 13, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/13/economics-creditchunch>.

註③ 倫敦金融中心對政府決策的最實質的影響力來自其做為英國歷任政府國債的經理人以及政府債券 (the gilt-edged securities) 的主要融資業者。此一公債市場主要金融業者的金錢權力 (monied power) 反映在以下事實：自 1970 年代以來，倫敦金融中心是英國政府三分之二以上國內借貸的提供者。由於英國政府高度的財務依賴，Coates 與 Hilton 皆指出，除非倫敦金融中心願意購買政府證券，否則任何經濟政策都不可能做成。1976 年秋天與 1978 年 5 月的英鎊危機與公債罷市 (gilt-edged strike) 可為適例。倫敦金融中心藉由共同拒絕買進政府證券的方式展現其金錢權力，並迫使政府向其要求妥協。參見 David Coates, *The Context of British Politics* (London: Hutchinson, 1984), pp. 60-63; Hilton, *City within a State*, pp. 107-109.

「如果它（倫敦金融中心）願意，它基本上可使一個政府無法運作」。<sup>⑦</sup>

基於歐元議題自 1990 年代後，即成為英國歷任政府所面臨最重要的政策議題，本文企圖透過對倫敦金融中心目前競爭優勢與商業本質的瞭解，探究歐元的出現，與英國應否加入歐元對它的影響與意義何在。誠然，影響一個城市能否成為國際金融中心的因素很多，例如大量受過良好教育與訓練的專業人員的可得性、金融市場的規模與流動性、基本設施（諸如辦公空間、電信科技設備、交通、住宅品質等）的適當支援等因素，均為各式研究中公認的重要項目。<sup>⑧</sup>一國所提供的法規治理以及其所交易的主要貨幣為何，實為影響要素之一，而非唯一的關鍵。然而，基於英國加入或不加入歐元均會對倫敦做為國際金融中心的本質造成長遠的影響與實質的轉變，並因而受到政府決策者的重視，本文因此針對歐元議題此一面向進行探討。

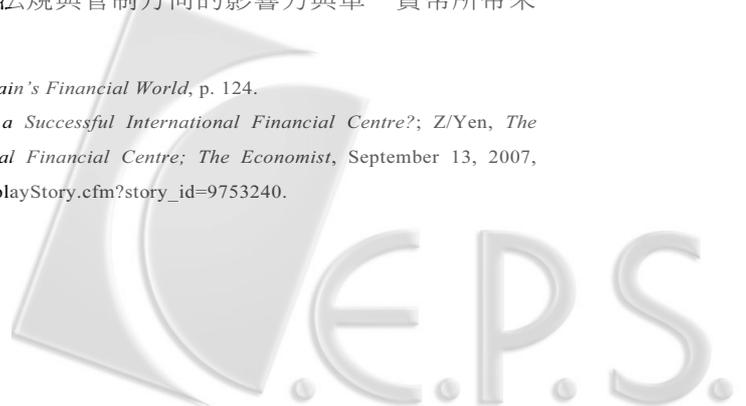
透過對金融中心兩種發展路徑——實體境內金融途徑與境外金融途徑的理解，本文說明了目前倫敦金融中心的商業利益本質在 1960 年代之後，已經質變為境外金融中心。它之所以轉型發展成為此一境外國際金融中心，所依恃的即為英國政府提供法規上輕賦稅、輕管制的交易環境，這是每一個境外金融中心，如新加坡、盧森堡等，發展的方式。因為不同於實體境內中心，境外金融中心沒有強大的國內工業經濟（如美國經濟之於紐約、日本經濟之於東京、德國經濟之於法蘭克福等），作為金融業務來源的支持，所能依恃的只能以輕管制的自由環境吸引為規避本國繁重金融法規規範的國際金融業務。

基於對其境外金融本質（亦即「溫布頓化」）的瞭解，本文繼而探討歐元對倫敦此一境外中心的意義。加入歐元意味著英國政府不再獨享金融法規的自主權。歐元會員國必須將完整的貨幣主權與部分的財政主權上交移轉上歐洲央行與歐盟執委會。此一金融主權的移轉意味著金融法規自主權的受限。當然，如果討論的是其他歐盟國家，那麼加入歐元所帶來管制成本的增加將不若英國來得多，因為倫敦輕管制的法規環境在各項調查與報告中不僅居世界之首，其管制成本更是遠低於法蘭克福與巴黎等其他歐陸的金融中心。因此希望倫敦繼續作為一個境外國際金融中心的論者莫不視加入歐元為對倫敦輕管制的競爭優勢的威脅，因而反對英國加入歐元。希望藉由不加入歐元迴避歐盟較為繁複的金融管制法規，保有原有的管制優勢與自主權。

另一方面，贊成英國加入歐元者，則憂慮歐盟正在進行的金融法規一體化的進程是否最終會影響到倫敦，以及法蘭克福與巴黎在歐元啟用後，金融業務出現大幅成長的事實。儘管不論是法蘭克福或巴黎目前都無法挑戰倫敦的優勢，但此派人士認為英國若長久不加入歐元，將失去對歐盟金融法規與管制方向的影響力與單一貨幣所帶來

註⑦ Hilton, *City Within A State: A Portrait of Britain's Financial World*, p. 124.

註⑧ 參閱 Imeson, *Cities of Gold-What Makes a Successful International Financial Centre?*; Z/Yen, *The Competitive Position of London as a Global Financial Centre*; *The Economist*, September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story\\_id=9753240](http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story_id=9753240).



的單一金融市場的參與契機，而倫敦輕管制的優勢長遠來看卻未必能確保倫敦金融中心的未來。因此主張英國應儘早加入歐元。

以上兩派意見雖不相同，但一個共同點都是同意加入歐元一定會造成倫敦管制成本的增加。反對加入歐元者看到的是歐元對倫敦輕管制優勢的限制，因而以自外於歐元來排除此一威脅。而主張加入者則認為，加入雖有管制成本增加的風險，卻可享有掌握歐元區龐大的金融業務的機會，不至受到法蘭克福或巴黎急起直追的威脅，同時，也認為唯有儘早加入歐元，才能影響歐元區金融管制的改革方向。在本文的詮釋之下，兩派論點的差異，可解讀為對兩種發展途徑的論爭。正因為對這兩種發展途徑的偏好與價值取向是主觀的、個人價值的，因此可以解釋為何這一次倫敦金融中心的成員無法像過去對任何重大的國際金融與經貿議題一樣，對歐元議題的衝擊達成客觀上最基本的共識。此一主觀價值偏好與取向因素因此也才能解釋為何倫敦金融中心的業者對加不加入歐元的態度，已經超越純然商業利益的角度可以解釋。另一方面，截至目前為止，倫敦作為國際金融中心的角色尚未被英國之自外於歐元所弱化，因而使得在這些主觀價值取向的因素之外，就歐元議題做出中立客觀的判準更形複雜與困難。

有別於它傳統上能即時與精確地評估一項國際或國內事件對其利益產生的利弊之辨識能力，此次在歐元議題及其影響評估上，倫敦金融中心無法達成最低的共識。如同前文所解釋，加入歐元並不只是一個貨幣變更的問題而已，它牽涉到倫敦金融中心內部本質的轉變。歐元可以意涵著倫敦將自身轉化為受歐陸工業產業力量所支撐的境內實體中心的一個歷史契機；同樣地，它也可以僅是在當前境外模式下另一種流通的貨幣而已。簡言之，歐元所代表的是兩種發展路徑之間的關鍵抉擇。

儘管從其發展與轉型的歷史可以看出，無論是採取境內或境外途徑，倫敦皆可展現出其做為國際金融中心的能力。然而基於以下兩點理由，本文認為倫敦作為一個賦稅與法規環境的低成本服務之提供者，其當前的競爭力優勢其實是倍受挑戰的。首先，在金融全球化以及 WTO 推動金融自由化作為其經濟自由化政策一環的趨勢下，全世界各國的金融管制正逐步修改並朝向更自由與去管制的方向邁進。在其它的競爭者亦可能藉由自身的自由化與減少管制以取得相同利基的情況下，境外發展途徑在面對外部的改變與競爭時將顯得脆弱。其次，2008 年全球金融危機已經證明了，當金融體系發生重大變動時，輕管制的境外途徑使得依賴國際金融業務的倫敦較之其他內生型的金融中心承受了更大的變動成本與風險，從而受創最深。倫敦金融中心在此次金融危機中所曝露出較低的自主與防禦能力的缺陷，不僅使得英國首相布朗在歐盟高峰會中提出效法 1944 年所建立的布列敦森林體系以重建國際金融監管體制的呼籲，同時也促使英國政府重新思考輕管制模式對倫敦金融中心的適當性。正是基於競爭力的保有與提高自主及防禦能力的觀點，<sup>⑩</sup>本文認為加入歐元將使得倫敦金融中心得以藉由歐元區的總體產業力量的支持，從當前的境外金融集散地轉型為一個內嵌、實質的境內金

註⑩ *The Guardian*, October 16, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/16/gordonbrown-economics>.

融中心，從而能在金融全球化的時代裡更具持續性與防禦性。

在倫敦金融中心還在爭辯其未來發展方向的同時，它對歐元的爭議也將持續——仍疑惑於何種利益與機會（境內的？還是境外的？）應該捕捉，與何種隨之而來的成本與義務它應該承受。就此意義而言，倫敦金融中心的猶豫不決反映的是英國整體在國際取向／全球化，與歐洲取向／或歐洲化之間的遲疑。2008年重創倫敦金融中心與英國經濟的全球金融風暴或可提供其新的省思。

\* \* \*

(收件：96年7月20日，接受：97年10月9日；責任校對者：莊家梅)



# The Implications of the UK's Euro Membership for the City of London as a World Financial Center: A Choice between Two Paradigms

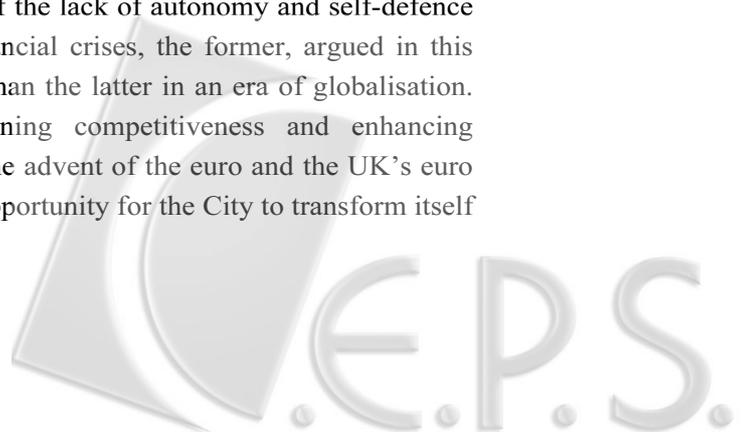
*Chih-mei Luo*

Assistant Professor

Department of Public Administration and Policy  
National Taipei University

## Abstract

This paper examines what the euro means, both to the current offshore-dominated City of London (the City) and for its future development. With its offshore nature, the City benefits more from the introduction of the euro than being threatened. Its competitive advantage as an offshore global portal of euro-related business, however, does not harmonize opinions within the City on the issue of the UK's euro membership. Rather, City practitioners' attitudes are divided. This finding thus challenges the conventional wisdom that the City's preference should be an indicator of the government's decision-making because of its economic and political significance. Such divided attitudes, explained by this paper, reflect the City's debates over two paradigms of how to develop a financial center—an 'offshore City' established through an international offshore approach on the one hand, or an 'euroland City' with onshore, European orientation on the other. With the trend of financial regulations around the world being liberalized/deregulated, and the offshore model's weakness of the lack of autonomy and self-defence capability being exposed during financial crises, the former, argued in this paper, will appear more vulnerable than the latter in an era of globalisation. From the perspectives of maintaining competitiveness and enhancing autonomy, this paper contends that the advent of the euro and the UK's euro membership could imply a historic opportunity for the City to transform itself



from the current offshore entrepot to an embedded, substantial onshore center by utilising the backing of the euroland's industrial strength, which, in itself, would be more sustainable and defensible in the long-term.

**Keywords:** the euro; the City of London; international financial center; offshore entrepot; light regulation



## 參考文獻

- 梁鳳儀，「必要時動用所有彈藥」，工商時報（台北），2008年10月13日，版A3。
- Augar, Philip, *The Death of Gentlemanly Capitalism* (NY and London: Penguin Books, 2000) .
- Banking Times*, June 11, 2008, <http://www.bankingtimes.co.uk/11062008-london-remains-worlds-most-influential-financial-centre>.
- BBC*, December 1, 1998, [http://news.bbc.co.uk/1/hi/events/the\\_launch\\_of\\_emu/the\\_uk\\_and\\_emu/225432.stm](http://news.bbc.co.uk/1/hi/events/the_launch_of_emu/the_uk_and_emu/225432.stm).
- , April 15, 1999, [http://news.bbc.co.uk/2/hi/events/the\\_launch\\_of\\_emu/euro\\_latest/320127.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/events/the_launch_of_emu/euro_latest/320127.stm).
- , June 25, 2001, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/1406101.stm>.
- , June 28, 2001, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/1411692.stm>.
- , October 13, 2008, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7666570.stm>.
- , October 13, 2008, [http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk\\_news/politics/7666695.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/politics/7666695.stm).
- Beaverstock, Jonathan V., Michael Hoyler, Kathryn Pain, and Peter J. Taylor, “Demystifying the euro in European financial centre relations: London and Frankfurt, 2000-2001,” *Journal of Contemporary European Studies*, Vol. 13, No. 2 (2005) , pp. 143~157.
- British Invisibles, *Banking* (London: BI, 2000) .
- Brown, Gordon, *Statement on Economic and Monetary Union by the Chancellor of the Exchequer to the House of Commons*, 27<sup>th</sup> October 1997, Parliamentary Debates, Sixth-Series-vol.299, col.584-6.
- Clementi, David, “The City and the Euro: Innovation and Excellence,” Speeches, The Bank of England, <http://bankofengland.co.uk/publications/speeches/2001/speech112.htm>.
- Coates, David, *The Context of British Politics* (London: Hutchinson, 1984) .
- CNN.COM*, May 23, 2001, <http://cnn.worldnews.printthis.clickability.com/pt/printthis?clickmap>.
- Davidson, Neil, *Davidson Review Final Report: Implementation of EU Legislation* (London: HM Treasury, 2006) .
- Financial Times*, April 25, 2003, <http://search.ft.com/search?queryText=John+Craven+and+the+euro&aje=true&dse=&dsz=&x=6&y=9>.
- , December 14, 2004, <http://www.ft.com/cms/s/0/a4df0032-4d76-11d9-b3be-00000e2511c8.html>.
- , November 19, 2007, [http://www.ft.com/cms/s/0/92d94ba6-24e4-11d8-81c6-08209b00dd01,id+071119000233,print=.](http://www.ft.com/cms/s/0/92d94ba6-24e4-11d8-81c6-08209b00dd01,id+071119000233,print=)
- , November 19, 2007, [http://search.ft.com/iai?referer=.](http://search.ft.com/iai?referer=)
- , October 13, 2008, <http://www.ft.com/cms/s/0/74f83bf4-98fe-11dd-9d48-000077b>



- 07658.html.
- George, Eddie, "Prospects For the City-In or Out of EMU," Governor's Speech, The Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1997/speech08.htm>.
- Gilpin, Robert, *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2001) .
- Hilton, Anthony, *City Within A State: A Portrait of Britain's Financial World* (London: I.B. Tauris, 1987) .
- HM Treasury, *UK Membership of the Single Currency: an Assessment of the Five Economic Tests* (London: HM Treasury, 2003) .
- Holyer, Michael and Kathryn Pain, *London and Frankfurt as World Cities: Changing Local-Global Relations* (London: Globalization and World Cities Study Group and Network Bulletin 62, 2001) .
- Hood, Neil and Stephen Young, "The United Kingdom," in J. Dunning, ed., *Governments, Globalization, and International Business* (Oxford and New York: Oxford University Press, 1997) .
- Imeson, Michael, "Cities of Gold - What Makes a Successful International Financial Centre?" *London: Z/Yen Limited*, September 29, 2008, [http://www.zyen.com/Press/Press%20Coverage/Cities\\_of\\_Gold.htm](http://www.zyen.com/Press/Press%20Coverage/Cities_of_Gold.htm).
- International Financial Services London, *UK Financial sector Net Exports 2005* (London: IFSL, 2006) .
- , *Key Facts About The City of London* (London: IFSL, 2007) .
- , *International Financial Markets in the UK* (London: IFSL, 2008) .
- Kynaston, David, *The City of London Volume IV: A Club No More 1945-2000* (London: Chatto & Windus, 2001) .
- Lascelles, David, *The City and the EU* (London: The New Frontiers Foundation, 2005) .
- Law, C. K., "Weakness of Hong Kong's financial system," *Policy Bulletin*, No. 10, <http://www.hkpri.org.hk/bulletin/10/ads-law.html>.
- Leung, Tse Kwok, "Recounting the developments of Hong Kong's Financial Centre in the past decade," *Economic Review* (Hong Kong: Bank of China (Hong Kong) Limited, 2007) .
- Levin, Mattias, *No Overtaking* (London: The City in Europe, 2001) .
- Lombard Street Research, *Growth Prospects of City Industries* (London: The Corporation of London, 1998 & 2003) .
- McRae, Hamish and Frances Cairncross, *Capital City: London as a Financial Centre* (London: Methuen, 1991) .
- MORI-Corporation of London, "The Survey of Senior City Executives," February 13, 2001, <http://www.mori.com/polls/2000/corpland.shtml>.



- Morison, Ian and Ian Shepherdson, *Economics of the City* ( Oxford: Heinemann Educational, 1991 ) .
- New York Times*, October 14, 2008, <http://www.nytimes.com/2008/10/14/business/economy/14treasury.html?hp>.
- Office for National Statistics, *National Accounts: The Blue Book* ( Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007 ) .
- Ozawa, Terutomo, “Japan,” in J. Dunning, ed., *Governments, Globalization, and International Business* ( Oxford and New York: Oxford University Press, 1997 ) .
- Porter, Michael, *The Competitive Advantage of Nations* ( New York: The Free Press, 1990 ) .
- Reich, Robert, *The Work of Nations* ( New York: Vintage, 1991 ) .
- Smith, Herbert, *Principles-Based Regulation: In Principle and In Practice* ( London: The London School of Economics and Politics Science, 2007 ) .
- SourceWatch, “Business for Sterling,” [http://www.sourcewatch.org/index.php?title=Business\\_for\\_Sterling](http://www.sourcewatch.org/index.php?title=Business_for_Sterling).
- The Anglo-German Foundation, “Frankfurt as a financial centre,” *Media Coverage* ( London: The Anglo-German Foundation, 2002 ) .
- The Association of British Insurers/Ernst & Young, *Economic and Monetary Union: Survey of Insurance Companies* ( London: ABI, 1999 ) .
- The City in Europe, “City of London: leading Europe,” *Briefings*, September 17, 2001, <http://thecityineurope.org.uk/briefings.php?id=3>.
- , “Members of the Council of the City in Europe,” *Briefings*, September 17, 2001, <http://www.thecityineurope.org.uk/membership.php>.
- The Corporation of London, *London-New York Study: The Economies of Two Great Cities at the Millennium* ( London: The Corporation of London, 2000 ) .
- , *The City's Importance to the EU Economy 2005* ( London: The Corporation of London, 2005 ) .
- The Daily Telegraph*, October 16, 2002, <http://www.telegraph.co.uk/news/uknews/1410331/Pro-euro-heavyweights-press-Blair-for-poll.html>.
- , May 13, 2003, <http://www.telegraph.co.uk/news/uknews/1429891/Euro-verdict-delayed-as-Blair-and-Brown-continue-to-haggle.html>.
- , April 22, 2004, <http://www.telegraph.co.uk/opinion/main.jhtml?xml=/opinion/2004/04/22/dt2203.xmln>.
- , June 9, 2008, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2791326/London-stays-top-in-world-cities-survey.html>.
- The Economist*, “The regulator who isn't there,” May 18, 2002, pp. 12~16.
- , “Friends and Rivals,” *The Economist*, September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story\\_id=9753293](http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story_id=9753293).



- , September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story\\_id=9753218](http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story_id=9753218).
- , September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story\\_id=9753204](http://www.economist.com/specialreports/PrinterFriendly.cfm?story_id=9753204).
- , September 13, 2007, [http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story\\_id=9753240](http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story_id=9753240).
- The European Commission, "Better regulation," [http://ec.europa.eu/enterprise/regulation/better\\_regulation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/regulation/better_regulation/index_en.htm).
- The Guardian*, February 21, 2001, <http://www.guardian.co.uk/EMU/Story/0,2763,440809,00.html>.
- , April 13, 2003, <http://www.guardian.co.uk/business/2003/apr/15/futures>.
- , August 31, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/aug/31/europeanbanks.banking/print>.
- , September 16, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/16/lehmanbrothers.marketturmoil>.
- , September 17, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/17/barclay.lehmanbrothers/print>.
- , September 30, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/30/lehmanbrothers.wallstreet>.
- , October 13, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/13/economy-gordonbrown/print>.
- , October 13, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/13/economics-creditrunch>.
- , October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/marketturmoil-banking/print>.
- , October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/europe-europeanbanks/print>.
- , October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/ftse-market-turmoil>.
- , October 14, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/14/executivesalaries-banking>.
- , October 15, 2008, <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2008/oct/15/labour-gordongrown>.
- , October 15, 2008, <http://www.guardian.co.uk/money/blog/2008/oct/15/workandcareers>.
- , October 16, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/16/gordonbrown-economics>.
- , October 17, 2008, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/17/marketturmoil>.



- banking.
- The London Chamber of Commerce, "The Press Release," June 13, 2000, <http://www.londonchamber.co.uk/viewarticle.asp?areaid=19&subarea=50&page>.
- The Observer*, January 6, 2002, <http://www.observer.co.uk/euro/story/0,10818,628150,00.html>.
- , January 6, 2002, <http://www.observer.co.uk/euro/story/0,10818,628182,00.html>.
- The Spectator*, October 6, 2001, [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_qa3724/is\\_200110/ai\\_n8988637/print?tag=artBody;coll](http://findarticles.com/p/articles/mi_qa3724/is_200110/ai_n8988637/print?tag=artBody;coll).
- The Times*, "Sometime Soon, Brown Must Remove His Euro mask," January 19, 2001, p. 14.
- The UK Government Cabinet Office, "UK welcomes European Council Agreement to cut Red Tape for business," March 9, 2003, [http://www.cabinetoffice.gov.uk/newsroom/news\\_releases/2007/070309\\_cut.asx](http://www.cabinetoffice.gov.uk/newsroom/news_releases/2007/070309_cut.asx).
- Thurow, Lester, *The Zero-Sum Solution* (New York: Simon & Schuster, 1985) .
- Welch, Jane, Matthias Pannier, Eduardo Barrachino, Jan Bernd, and Philip Ledebor, *Comparative Implementation of EU Directives (I) -Insider Dealing and Market Abuse* (London: The British Institute of International and Comparative Law, 2005) .
- Z/Yen Limited, *The Competitive Position of London as a Global Centre* (London: The Corporation of London, 2005) .

