



日本國庫券市場的論點

— 脫離金融低迷 —

（日商瑞穗證券投資戰略部部長高田創演講摘要，94.10.17）

（本文由瑞穗實業銀行台北分行經理杜俊秀整理）

各位女士、各位先生、各位金融界的先進，大家午安。今天，我想透過日本國庫券來說明日本的經濟情況。

現在日本國庫券（JGB）的餘額高達600多兆日幣，對日本政府而言，優先處理日本國庫券問題是當前最重要的課題之一。相信今天在場的貴賓都是關心日本經濟或是日本金融的先進們，可是我想有直接投資JGB的人應該不是很多，知道現在JGB利率水準的先進們也應該不多吧。今天藉此盛會我將說明的不僅僅止於單純的投資觀點而已，同時也想透過國庫券來回顧最近10多年來的日本經濟，甚至以回顧戰後時期的日本經濟來思考、比較現在的日本經濟狀況。有人比喻金融活動，就好比是身體血液的流動。90年代以後日本的低利率並不單純是由泡沫經濟所引起的結果，而是反映日本經濟體質問題的內科症狀。戰後日本經濟雖然遭遇了日幣升值及石油危機等外來的「外科」問題，但都能順利的度過。反之，二次大戰結束45年以後，日本經濟進入「壯年期」，顯露出所謂的「內科」症狀，恰是最近10多年來日本經濟的寫照。2005年可說是外國投資家對日本重新定位並恢復信心的時期，日本的銀行獲得信評公司調高評等的這件事，就被認為是日本已經脫離「後泡沫經濟時代」的象徵。

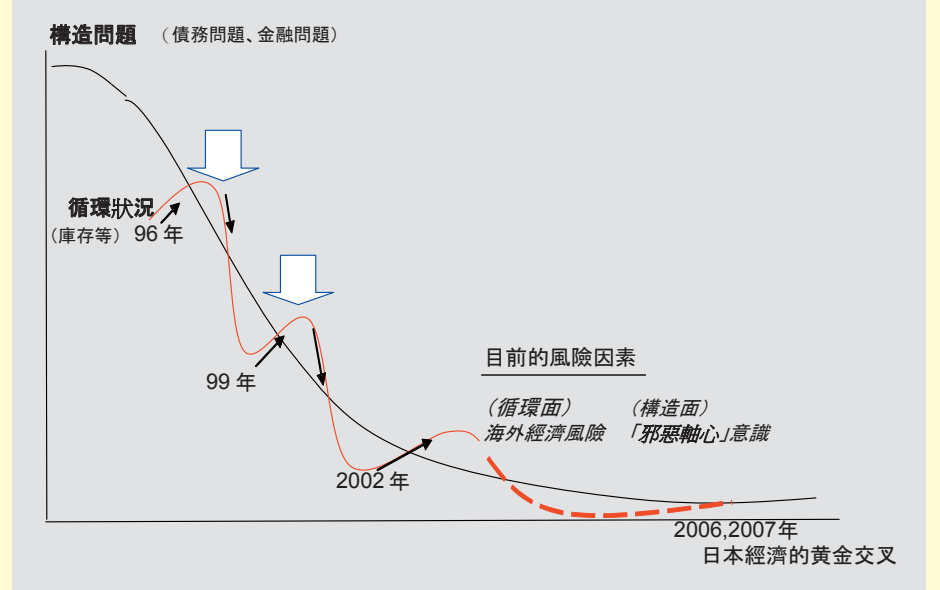
今年2005年，剛好是第二次世界大戰結束後的60年，我們如果將60年用15年為單位來區分的話，可分為4個時期，即「戰後」、「高度成長時代」、「石油危機及泡沫經濟期」、以及「泡沫經濟破滅」的這4個時期。如果大分類成2大時期，則是1945年到1990年最初的45年以及90年以後的15年的這2大時期。這2大時期一言蔽之，就是「資產價格神話」的時代，以及和它剛好相反的「邪惡軸心」的時代。日本將股票、不動產、有利息負債三者合稱為3惡，而「邪惡軸心」是今天話題的關鍵字。日本在過去曾經有幾次否定過去，重新創造新歷史的紀錄，戰後45年中的發展可能就是否定戰前的一切轉而專心致力於經濟發展的一種模式，90年以後泡沫經濟破滅則又是否定戰後45年的資產價格神話而生出「邪惡軸心」的意識，從那個時期之後到今天又已經過了15年，日本該是要開始進入另一個新局面的時候了。

90年代以後日本國庫券餘額急速的擴大，2005年的餘額約600兆日幣，是名目GDP500兆日幣的1.2倍，這個數字跟其他國家比較起來算是相當高的水準。請各位把名目GDP500兆日幣、國庫券餘額600兆日幣兩個數字記下來，做為一個比較的基準。針對累積出這樣高的餘額，就曾有人提出日本政府財政將要破產的看法。的確日本國庫券的評等在2002年被Moody's調降為A2，甚至比非洲的波扎那（Botswana）評等還要低的事件，就曾引起很大的話題。此外除了日本國庫券價格是否會暴跌的議論屢見不鮮外，也有人提出日本利率會上揚的看法。4年前我寫了一本書名為「國庫券暴跌」的書，就是以分析這個不安的背景而寫出的。

日本利率的水準在90年代後期以後持續走低，2003年竟降至0.4%以下，

這個利率水準應該是世界利率史的最低水準。90年代後期在美國出版的「世界利率的歷史」一書中記載著，最低利率是在16世紀的義大利熱那亞（Genoa）的1.1多%，而日本在90年代就破了這個記錄，而且在2003年更創新低。從這點來看，日本在泡沫經濟破滅後的這段時期，可以說是一種異常的時期。如果以金融來表示身體內部現象的話，這裏的利率就像是表示身體狀況的體溫計一樣。現在的利率水準雖然已較2003年的最低水準提高了1個百分點左右，但現在10年期國庫券的利率依然只有在1.5%左右的低水準。這個身體的特殊狀況，是90年以後因泡沫經濟破滅而引起的。

圖1 循環構造概念圖



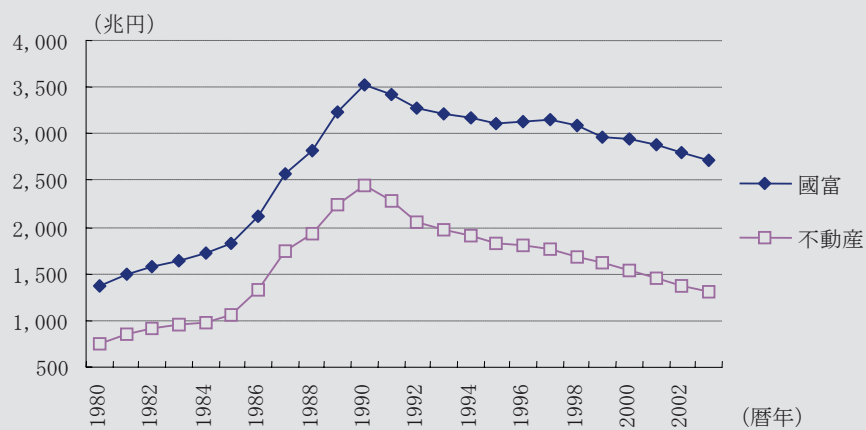
接著我們來看看它變化的過程。我將過去15年左右的狀況，用2個次元，也就是構造因素及循環因素來說明。圖1中以長斜坡及馬拉松比賽來比喻構造因素、而延著長斜坡上上下下繞著的是循環因素，90年是個大分水嶺，也是又長又辛苦泡沫經濟破滅的馬拉松比賽的出發點。在此看看現在的時刻，長斜坡應該是已經到了相對終點了，就算是還沒到底，這個斜坡的傾斜度也變緩了。現在就算是還有影響因素，那可能就是先前提到的「邪惡軸心」的意識。另一方面，循環因素就如同圖1上劃的一樣，泡沫經濟破滅後有幾次的上升波動，也就是96年、99年，而這次是處於從2002年來的上升波動中，這次的上升波動持續到去年年中時，日本政府曾發表日本經濟「已經脫離原地踏步泥淖」的宣言。

接下來我想從工礦業生產指數等來回顧循環狀況。的確這次的上升從2002

年開始啓動，2003年稍微拉回修正後又再度上升，2004年又再次修正之後就脫離原地踏步的泥淖並維持小幅度的起伏，這和以往清楚而明顯的波動情形有很大的不同，也是這次循環的一種特徵吧。以往所看到的幾個循環大多是因為受到來自美國或其他海外國家的影響，最近則較容易受到中國的影響。依個人所見雖然90年代的大趨勢已經接近尾聲，但「邪惡軸心」的影響力仍在；此外影響循環狀況的還有對海外環境所抱持的不透明感。在圖1中兩條曲線自90年以來第一次同時降至低點，據此推測，日本經濟的黃金交叉應該出現在2006、2007年左右，現在距離這個不確定性的轉折點已經越來越近了。

先前以一場又長又辛苦的馬拉松賽來比喻90年以來的修正期，這個比賽到如今已經過了漫長的15年，這個馬拉松的特徵是起跑時參賽者並沒有想到是要參加馬拉松比賽，如果一開始就知道這是一場馬拉松的話，大家就會有一些覺悟、一些心理準備，可惜的是誰都沒想到經濟不景氣竟然一拖就長達10幾年。90年代以來日本處處可見各種政治的、社會的亂象，這就是因為大家在找不到出路的情況之下所產生的不安與混亂，最近日本國內開始有了安全感，這也可以說是因為看到了出路的關係，此外會演變成馬拉松比賽的另一個因素是90年代以來的「資產負債的調整」，而導致資產負債調整的原因則是國富消失的規模遠超過國民的想像。現在我要說明的是我在2年前寫的「脫離金融不景氣」書中一開頭就提出的看法，90年以來國富消失的程度、規模相對於GDP的比率有超越第二次世界大戰的可能性。所以有人說這10多年的情況簡直就像是第二個戰敗，這個說法可以說是一點也不誇張，但是它的衝擊並不像第二次世界大戰是來自於大家一看就知道的外在因素（即所謂的外科），這次單純是來自於日本國內資產價值減少的這種內在的因素（即所謂的內科），這也是這次國富消失的特徵。

圖2 以國民所得計算的國家財富及不動產的價格推移



接著是具體表示資產價值規模的圖表，如同圖2所顯現出的這裏的90年也剛好是一個轉折點，在國富當中占最大比率的不動產在90年高峰期是2,500兆日幣，而在2003年年底只剩1,300兆日幣，總共減少了1,200兆日幣，這相當於剛才前面提到的日本名目GDP金額的整整2年分。今年2005年國富及不動產在觸底後，已有復甦的跡象。

80年代不動產、股票以及提供資金的銀行借款均急速擴大，所以在80年代之後的景氣低迷當中就引發了資產負債表的調整。90年以來企業的資產價值因為通貨緊縮而大幅蒸發掉了，可是負債卻仍然留著不動，這就形成了所謂的過剩債務，有時候甚至會惡化到債務超過（也就是股東權益為負數的情況），對金融機構而言就是發生了不良債權。可是這個負擔又不能全由存款戶來承擔，因此金融機構就像三明治一樣被夾在中間。在這10多年來這種金融機構在削減資本的痛苦過程不斷地重複發生著，真是令人印象深刻、永難忘懷。

若要用簡單的資產負債表調整方式來做的話，只要像第二次世界大戰後將存款封鎖或把國庫券一筆勾消一樣，把各主體從中用一橫線消去就結了，可是在平常時期這個方法是行不通的。在泡沫經濟破滅後，如先前提到的90年代的國富消失程度超越第二次世界大戰，相當於2年分GDP的不動產1,000兆日幣不見了，每次對外國人說明這個狀況時，他們對日本並沒有因此而造成恐慌都感到不可思議。

日本在這次資產負債表調整的過程中，事實上是將擔任緩衝器作用的金融機構無法吸收的部分，由政府部門介入轉化成國庫券的一個結構，也就是說日本國庫券因為在資產緊縮中承接了企業的過剩債務，而成了一個愈變愈大的替身菩薩，在資產負債調整中的金融機構、國庫券問題、企業調整等是一體前進的。在這樣的過程當中如果一開始就能及早知道、及早提出對策的話也還好，

但是90年以來因為一直沒能及時提出可立竿見影、一針見血的方策，以致於日本經濟每況愈下，就在這種找不到方向的狀況之下讓全國國民陷於不安，這就是90年代日本的寫照，也是造成社會、政治亂象的根源，從這個角度來看現在日本政治、社會構造的基礎能夠安定下來，也應該可以說是以上的資產負債調整的終點已經指日可待了。

企業部門沈重的債務負擔主要集中在不動產、批發零售業以及建築業等3種非製造業的行業，這也是造成90年以後漫長馬拉松比賽構造問題的主要原因，在此以馬拉松比賽來比喻想一想構造因素及循環因素之間的關聯，3種非製造業的沈重負擔是造成馬拉松比賽的構造問題。90年以後日本雖然長期面臨著經濟的困境，但是日本的製造業即使有上有下，一般來說可以說是相當景氣的，而這些波動起伏主要是受到以美國為主的海外市場的影響。此外在衡量各種行業的債務狀況指標之一的是「債務償還年數」的概念，這個概念逐漸被大家所重視。所謂「債務償還年數」是指“需付利的負債金額”除以“現金流量”所得的商數，這個數字可以用來表示債務負擔的沈重程度，也是做企業評等時經常被使用的概念。從這個指標來看非製造業的3種行業的負擔還很沈重。包含3行業在內的企業債務負擔在90年代後半達到最高峰後，現在已經回到泡沫經濟前的80年代水準，可以說泡沫經濟的調整已經到了最後的階段了，也就是說90年代以後形成構造問題的過剩債務的處理已快要告一段落了。

同時讓我們來看看企業的獲利能力。首先是表示資產收益率（ROA）的概念，也就是表示企業投下的資產能夠創造出多少現金流量的意思。該項比率在80年代因泡沫經濟而膨脹，90年代以後雖然一路走下坡，但是從2001年觸底後已經逐漸在改善中。另外有一條折線的走勢和ROA很相似，那就是10年期的長期利率，看起來日本的長期利率走勢似乎伴隨著企業獲利能力的降低而走低，但是近幾年發生的乖離現象成為大家關注的焦點。一般的金融法則是企業如果有創造出利潤就應該將利潤還給出錢的人，出錢的人可分為提供資本的股東以及提供貸款的銀行等兩大部分，目前的情況是錢已經逐步地還給出錢的股東，可是還看不到開始還給提供貸款的人的跡象。

接下來總括說明日本經濟與日本企業的狀況。剛才提過構造問題的壓縮債務已經結束了，也提到企業獲利能力也在改善中，此外製造業就算是有上下波動，但依然維持著競爭力，過去雖然有構造成問題的問題存在，但它們的負擔也差不多快要解決了。在這種情況之下收購體質改善後的日本企業的想法逐漸崛起，也引發近期海外投資家對日本股票市場的期待。另一方面日本企業的獲利能力雖然已經大有改善，但在還不到完全明朗的狀況之下，在10多年間的資本市場上形成的今天研討會關鍵字的股票、不動產、借款的所謂「3惡人」，有著以「邪惡軸心」為家訓的偏見。但是如今被稱為「邪惡軸心」的「3大惡人」，其實直到80年代為止的所謂資產價格會永遠上漲的「資產價格神話」時代還被大家深信著借錢來投資土地和股票會是一個「成功的經驗」，90年代以後這個神話破滅，又經過了10年，絕對不可以借錢來買土地或買股票反而成為大家共同的「家訓」。所以金融機構盡量不碰股票、不動產，而企業則盡量減少借款。對企業而言在80年代時持有不動產、股票就等於坐擁未實現利益，但現在則變成是抱著一堆未實現損失，還得實施資產減損的會計處理，所以雖然沒有利息負債餘額已經降到80年代的水準，但大家仍想進一步的降低。因此就造成企業極力壓縮借款，可是金融機構方面卻沒有相呼應的狀態。在這種企業拼命地想要壓縮借款，而金融機構不把用錢的方向對準股票投資，卻拼命的集中於擴大貸款的情形下，自然就變成借款市場的供過於求而造就了低利率。相反的股價持續低迷不振，企業家莫不希望投資家能多買一些股票，所以就只好增發股利，因此就演變成負債與股本報酬率被扭曲的現象。

以上是日本傳統的「家」，也就是企業和金融機構部門的情形。但是最近誕生了沒有「家訓」的「新家」，這種新家就是在資產負債表的左手邊抱著不動產，而右手邊則由借款、資本組成的形態，例如J-REIT（日本不動產投資信託）或各種証券化商品。那麼關於剛剛所說的日本企業的變化，海外的投資家又是怎麼來看的呢？長久以來，海外投資家對日本企業的競爭力都一直給予相當高的評價。雖然之前有前面提到的構造問題的牽制，但隨著牽制勢力的減退，也再次的漸漸地意識到日本經濟的復甦。儘管日本企業在恢復當中，但依然存在著前面提到的負債與資本的扭曲現象，及以「邪惡軸心」為日本國內家訓的意識。海外投資家則以沒有背負日本國內家訓包袱的參加者身分，從日本經濟扭曲的現象中進行套利行為而受到大家的注目，海外投資家的買股成為日本股價回復的原動力。

接著我們來看看日本資金的流動。我說過金融活動就好比是身體血液的

流動，如果將資金的流動及金融活動當作是身體的血液流動的話，那和體溫、血壓相當的就可以說是利率了。雖然在2003年10年長期利率已從谷底的0.4%中脫離，現在的低利率（低血壓）在某種層面可以說明目前日本資金流動的情形，從出發點（也就是心臟）出發，也就是日本銀行供給的市場資金，到風險性資產（血管末端）為止。如果血液流動正常的話，身體也會很健康，但流經相當於大動脈的通貨發行額、貨幣供給額、銀行放款的途中，會有一些滲漏到系統外頭的國庫券或短期金融商品上，這也就是即使大量發行國庫券，也不會造成價格暴跌的原因之一。如果這個基本構造的起點的日本銀行政策或是資金流動終點站的借款能做全面性轉變的話，這種低利率構造也應該會跟著轉變，日本銀行雖然正在摸索著如何改變目前的寬鬆政策，但是仍然可以預見的是暫時仍會維持寬鬆的局面。另一方面在終點站這端，銀行雖也積極地推動放款，可是企業的財務活動依然很慎重。貸款餘額雖然在90年以來持續減少，但目前減少幅度正持續的變小，預估在2006年會轉正數，因此日本利率終於到了比較容易上昇的時期了。

以上所說的資金流動通常會出現在經濟學的教科書中，也就是總體經濟中的資金餘絀的概念（投資、儲蓄的均衡）。日本戰後一直是將家計部門的剩餘資金導向資金不足的企業部門的金融仲介體系，但是90年以後企業因資金轉為充足而導致銀行借款減少，所以自90年代後期以來資金最不足的部門變成中央政府，這也導致財政赤字以及國庫券餘額的擴大。日本的特徵是政府部門的不足都可以用國民儲蓄來補足，因此產生更多的剩餘這就是經常帳收支黑字（海外的不足）的原因。

以上說的也是在教科書中一定會出現的投資與儲蓄均衡（IS Balance）的概念，就是國內剩餘一定等於經常帳收支剩餘，而且國內剩餘也等於民間部門與政府部門的合計。日本的情形就算是政府部門有很大的赤字，國內民間部門也有超過這個赤字的剩餘，它的結果就是從戰後的60年代以來持續維持經常帳收支的盈餘。所以日本國庫券的狀況，可以用家中父親及母親的金錢往來來比喻，也就是說父親向母親借錢，借款餘額雖然不斷增加，整體來看日本這個「家」依然是無借款的狀態。這個跟美國的「家」或阿根廷的「家」的父親借錢、母親也借錢的情況不一樣，因此日本政府的負債在自己的家中就自行解決了，所以沒有問題，但這到底只是止於國內信任，也就是父親和母親間的信任。但是其他家的人對日本家的這種沒有問題的評價並不容易認同，所以日本國庫券的評等在2002年被Moody's降為A，也就是跟非洲的波扎那（Botswana）評等一樣的事件就曾引起很大的話題。在外國人的眼裡也許日本就像一對經常吵架，可是卻又難以分開的夫妻也說不定，這也是外人（Moody's）很難給好評價的理由吧。但是最近日本離婚事件不斷地增加，就不限於先前所比喻的母親會永遠在家，母親也可能因為不安而離家出走，這就是經濟的資本逃避（Capital Flight）。

倫敦金融中心簡介

華科（臺灣銀行松江分行 副理）

壹、前言

歐洲的金融中心主要隨著帝國的興衰而起伏，自羅馬帝國時代的威尼斯、佛羅倫斯、阿姆斯特丹等，以至於當今的倫敦或紐約等的興起和衰落，代表了這些國家過去輝煌和衰落的歷史。

這些金融中心除了交通要衝的地略位置、貨幣和律法等為其他地區所接受外，最重要的乃在於隨著國力的強盛，帝國版圖也不斷擴大，金融中心即為了服務廣大腹地所帶來的商業活動而產生。

目前倫敦在金融、證券和保險以及其他相關金融業務幾乎囊括了全球第一甚至唯一的地位。其所涵括的市場範圍，橫跨歐亞非各大洲，算是名符其實的國際金融中心。

在現代所謂全球化、資訊化下的經濟發展，資金的需求更加擴大也更為複雜，突顯出倫敦在資本市場上的主宰地位。就表面利益而言，能為該國帶來龐大的就業和租稅收入。就深層意義言，控制了資金也等於控制了一國家生存的命脈。在現代的歷史爭端中，許多例子即以資金凍結作為經濟制裁，招制被報復國的手段。

接著說明造成資本逃避不容易在現實中發生的最大理由，亦即過去日幣持續升值的背景，它最大的理由就是在60年代以後日本一直持續的貿易黑字。過去20年來人們總是說這個黑字有朝一日總會消失，但現在卻依然持續著巨額的黑字，偏偏過剩的資金又不太願意流向海外，亦即「祖國情結」的作祟。當然除了這個過去日幣升值的歷史背景以外，日本是一個島國，不像歐洲一樣可以輕易地把資金流向鄰國也是原因之一；而且在這個全世界都以美元為中心的貨幣制度下，美國的美元貶值政策所產生的影響也很大。以上是現在的日本全貌，也就是日本企業確實已有很大的改善，但「邪惡軸心」也使得日本不易從過去的傷痛中很快的轉換到新的方向。

接下來所要講的是有關於企業的籌資，2004年是8年來第一次看到企業開始對外募集資金，但是先前討論到的「邪惡軸心」所導致的影響依然存在，所以壓縮借款的方針仍然不變，籌資的主體是以海外的關係企業或子公司為主，而日本國內依然維持著謹慎的財務活動。話雖如此，我仍然覺得有必要對日本國內的各種變化的徵兆作一評論。首先變化的是從一批不受困於所謂「邪惡軸心」家訓的人開始的，首先有海外投資家開始將眼光轉向日本，接著趁著這個機會開創一個遠離「家訓」的新家的結果是在日本國內出現了基金的這個新商品。現在東京形成一股不動產開發的風潮，這其中基金扮演著不可忽視的角色，此外先前提到的負債及資本市場被扭曲的狀況，其實也促成一些人開始重新審視企業的價值，在日本M&A案件的增加就是最好的例子。另外隨著政治的變化，改革意識似乎也在加速成形，在日本國內股票、不動產市場回復的帶動之下，「邪惡軸心」的意識也漸漸在轉變中。

最後我想做個總整理。2年前我出版的「脫離金融低迷」的這本書，今天的副標題也是從那裏選取出來的，在書中所討論的就是這次向各位報告的資產負債調整的進展過程，從它的過程來看現在已經不再是「後泡沫經濟時代」，但是過去15年所產生的「邪惡軸心」的家訓意識還是根深蒂固。日本有一句諺語叫做「病由氣生」，日本國民因經歷長達15年多的泡沫經濟破滅時代而失去自信，日本經濟可否復甦也許必須取決於日本國內自信心的能否恢復的這個精神層面的問題了。

當然在戰後的長期經濟發展中，日本的經濟結構已達成熟期的階段，國內投資機會變少，而且因為少子化、高齡化導致人口減少，也使得國民對未來感到極度的悲觀。另外由於日本對海外市場的依存度很高，對海外經濟的不確定性有著很大的不安也是事實。但是也有樂觀的一面也就是如同我在前面所說的馬拉松比賽，90年以來又長又辛苦的馬拉松比賽可能即將在2006年或2007年左右觸底反彈後出現黃金交叉，雖然仍然有著各種令人不安的因素存在，但可確定的是已經快到長距離馬拉松比賽的終點了，終於到了令人期待的日本版新經濟的新局面。

貳、倫敦的金融霸主地位

倫敦的金融地位，由以下資料可知：

1. 2004年平均單日外匯交易量7,530億美元，倫敦交易量佔全球交易量的31%。
2. 遠期衍生性金融交易平均每天交易量約佔全球交易量的43%。
3. 倫敦期貨交易所LIFFE（London International Financial Futures and Options Exchange，於2002年被Euronext.liffe 所合併）原以傳統的手語進行大量衍生性金融商品的交易所，終究敵不過資訊科技所帶來效率，已全面改由網路進行交易，並創造出單日交易量8,840億美元（2003年平均），成為歐洲最大的電子交易市場。
4. 以歐元計價之債券交易（Eurobond），倫敦交易量佔70%，高於歐洲中央銀行的法蘭克福。
5. 就債券的發行言，2003年內在倫敦發行的固定利率債券達2,450億美元，佔全球發行量的17%。
6. 全球國際性聯貸業務，有20%在倫敦成交撥貸。

- 倫敦地區受託管理退休基金，受託管理資產總額達約1兆4千億美元。另外，一般資產管理業務中，受託管理資產2兆7千餘億美元。
- 倫敦金屬交易（London Metal Exchange），仍以傳統喊價方式（Open Outcry）為全球提供非鐵金屬（Non-ferrous），買賣市場一年交易量達3兆美元。
- 海事交易所（Baltic Exchange）由全球主要海運集團所組成，負責全球2/3以上的海上貨物的運輸和交易，是世界上唯一船運交易所。
- 財星雜誌（Fortune）出版全球五百大企業排名中，75%在倫敦設有分支機構，其目的主要為了貼近市場。
- 倫敦金融圈中來自英國以外地區之銀行共設有分行達287家，加上其他銀行代表辦事處總家數約達500家。
- 在倫敦證券交易所掛牌之上市外商公司達351家，佔證交所總交易量的44%，其中有三分之一是以歐元計價的股票。

參、倫敦的銀行

一、倫敦商人銀行（Merchant Bank）的發展淵源

倫敦金融中心源自於英國為因應海上貿易而出現的商人銀行，這些貿易範圍涵括亞洲（中國的茶葉和瓷器）、非洲等地區。為了因應大量資金需求和風險的分散，這些商人銀行發展出籌集大量資金的能力。海上航行的路途遙遠，為了分散颶風、海盜等風險，也發展出現代的各項保險業務。到了17世紀，英國與法國間長年征戰，其中一商人銀行（即後來的Bank of England）利用以上優勢，以發行固定利率債券方式，為政府籌措戰爭所需經費，也為英國贏得了戰役。

二、倫敦投資銀行現貌

美國甘乃迪總統政府為防止資金外流，於1963年針對在美國舉債的外國借款案課徵稅賦的作法，更使得許多國際性的大型籌資業務移往倫敦，由1963年固定利率債券總敘做金額約1億4千8百萬美元，急速上升到1972年時的55億美元的規模。

但英國的商人銀行，自1980年以來，在金融市場的自由化國際化的浪潮下逐漸被外商銀行所併購。目前倫敦第一流的投資銀行如美系的Citigroup, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley，德系的Deutsche Bank，瑞士籍的Credit Swiss First Boston。英國原有的商人銀行僅剩下Cazenove和Rothschilds 2家，這2家銀行至今仍本持其優良的傳統，為全球頂級的有錢人或財富不願曝光的機構進行資金投資或管理的業務。

三、創新是投資銀行的動力

投資銀行為了確保本身的既得利益，及在壟斷市場收取高昂費用，除了將重要市場訊息封閉在少數人士之手，這些業務也在利用類似商業同業公會的方式，將所有業務限定在既定的會員中進行。雖然英國傳統商人銀行於1980年以來，逐漸被外商銀行所取代，倫敦卻因以上因素奠定了倫敦國際金融中心的地位。

投資銀行為享有豐厚利潤，必須投資大量資金於專業人才、資訊系統及市場知名度的建立，使得投資銀行業務費用居高不下，所承擔的風險也高於一般商業銀行。一旦市場反轉，許多投資銀行在入不敷出的情況下被迫大量裁員。

以1997和1998年比較，1997年因業務豐收，投資銀行年終獎金總額被估計高達10億英鎊。卻在1998年連續發生的亞洲金融風暴、俄國的公開宣佈不履行債務和著名的避險基金公司LTCM(Long-Term Capital Management)突然出現流動性危機所引發的市場大反轉下，全球金融體系受創嚴重，使得倫敦投資銀行業務快速萎縮。

投資銀行為了維持業務的源源不息，必須靠著創新來維持市場的活力，開發新的金融產品或創造新的市場。許多新的金融商品主要運用「合成金融工程」(Synthetic Financial Engineering)，利用不同金融工具特性予以組合和重新包裝，達到提升收益性的目的。高技術性和全球性的佈局，決定了投資銀行的存續以及收費的高低，這些高難度的門檻也成為保護倫敦投資銀行最好的屏障。

肆、英國的金融環境

一、開放的市場但執法嚴格的監理機構

為因應近年來批發性的投資銀行和個人消費金融業務間界線逐漸模糊等變化，英國於2000年將金融監理制度予以一元化，將所有金融監理集中由FSA施行至今成效甚佳。

英國金融監理機構FSA(Financial Services Authority)一向注重嚴格監理制度，但FSA總裁曾在許多公開場合的演講中提及倫敦金融監理主要原

則，宣示自由開放是倫敦金融市場一貫精神，但嚴謹的金融監理必須兼顧市場的開放性，提供市場的活力，以鼓勵市場的創新，達到創造價值的目的，進而帶動更多的市場參與者。

高效率的市場運作，有賴清楚的遊戲規則。每一市場參與者瞭解自己所應扮演的角色，也能預期其他人在一定範圍內的市場動作。逾越界線不但須面對嚴格執法者的調查，所衍生的後果也必甚為嚴重，所有在倫敦的投資銀行都知道逾越規定，將毫無因循苟且的空間。這些界定清晰的遊戲規則包括FSA訂定的各項規定和自律團體所制訂的各項市場作業習慣，由自律團體和金融監理機關落實執行，架構完整的倫敦市場得以發揮最大的效益，同時建立全世界對該市場的信心。

二、倫敦完整的週邊服務業務

國際性投資銀行必須具備周全的法務與稅務能力，因此其敘做的困難度甚高，倫敦的業務因而提供全球頂級的會計師事務所和律師事務所最佳業務來源。

除此之外，倫敦的藝文活動包括200家歌舞劇院和2家正式的歌劇院，多集中於倫敦的柯芬園(Convent Garden)，全球知名歌劇團體也皆以能到倫敦公演為榮。

倫敦地區擁有5個大型交響樂團，以及國際著名的博物館和美術館，更是全球其他大城市無與比擬的文藝成績。倫敦的體育競賽如溫布敦草地網球比賽，傳統賽馬或馬球(Polo)比賽，皆是金融圈招待貴賓的重要選擇。而現代的英國王室包括現代的依莉莎白女王和黛安納王妃等，使得倫敦充滿了神秘的魅力。

倫敦豐富的人文或藝文活動，雖然未必是進行金融業務必須具備的條件，卻能讓這些在金融圈的頂級資金供給和需求者，在齊聚倫敦商談業務之餘添加許多愉快的回憶，間接吸引著他們選擇在倫敦進行各種交易的興趣。

銀行間傳統的互動方式包括拜會聯繫外，必須經常藉參加各種研討會或其他聚會進行互動，甚至利用下班後的空檔，邀請熟識的業者在銀行街口自己熟悉小酒館(Pub)裡，靠著英國另一種全民運動—喝啤酒，來建立相互間的信賴，許多業務機會即在這種閒聊的氣氛下逐漸成形。這些充斥在倫敦金融圈的Pub也因而被金融業者冠上Sub-Branch的稱呼。

在交通方面，英國在倫敦附近建立了5個國際機場，其中最忙碌的希斯洛機場(Heathrow Airport)，每天提供的班機飛往全球90個國家，200個城市。穿越英吉利海峽的火車「歐洲之星」(Eurostar)，更進一步將倫敦與歐洲大陸連結在一起，這些條件使得倫敦像一塊強力的磁鐵一樣，吸入了全球最頂端的投資機構。

三、倫敦結合了人力、資金和金融概念

倫敦的投資銀行提供大型基金經理機構或各國中央銀行資金去路的機會。因此，全球主要企業或國家如有大量資金需求時，皆願意以倫敦為重大籌資案的地點。

以國際聯貸為例，借款人可以在很短的時間裡，同時和多家世界級的聯貸主辦銀行、會計師事務所、律師事務以及可能參貸的銀行進行面對面的溝通洽談。

倫敦已經成為全球資本市場最頂端的交易場所，金額小則數千萬美元，大則數十億甚至接近百億美元的規模；所需幣別或應規避的風險，不論其複雜度和難易度，皆可在倫敦於很短的時間裡進行討論、簽約、進行撥款。

簡單的說，倫敦金融中心只不過將人力、資金和金融觀念集合在一起罷了，但這些條件卻無法在世界其他金融中心被複製。難怪去年倫敦市長訪問我國時，被問到他如何應付其他國家對倫敦的競爭時，他巧妙而幽默的回答說：倫敦有競爭對手嗎？這個回答雖嫌過於自傲，但以倫敦目前所擁有的條件看，其他金融中心似乎尚無法找到可以與倫敦相比擬的對手。

伍、倫敦金融地位面臨的威脅

歷史告訴我們，過去許多也有輝煌成就的金融中心，在環境的變遷下逐漸淡出，最後被其他更具優勢條件的城市所取代。

倫敦金融中心正面臨高昂的物價、昂貴的辦公室租金、可能的稅賦增加、交通設施的老舊等威脅。

2012年的世界奧運已選擇在倫敦舉行，為改善倫敦的交通設施，英國政府已計畫於未來投資100億英鎊用於交通設施的改善，此龐大的交通預算，也說明了倫敦交通目前嚴重失修的困境。

此外，2004年發生的地鐵和巴士內被人放置爆炸事件的恐怖經驗，對倫敦金融中心地位也必然會產生相當大的衝擊。英國政府也瞭解此一威脅的嚴重性，但此類地下組織的活動是否能被有效制止，成了英美二國極大的挑戰。