

私立東海大學社會學研究所碩士論文

指導教授：陳介玄 博士



國家退位，市場當道？
——以歐洲美元市場探討國際金融制度
的形成

研究生：陳季微

中華民國 一百零二年 六月

論文摘要

本篇論文旨在探討國際金融制度的形成過程並以歐洲美元市場的形成為例，考究制度形成的過程中市場力量、社會網絡與國家力量塑造金融市場的關係。在論述架構上有兩個面向，第一層面探討美元發展出境外美元的歷史過程，國家貨幣政策在美元的發展過程中相當重要，而境外美元的出現也是因為國家政策以及當時的歷史時空背景之下所生的產物，並非是歷史偶然的結果。在第二層面則直接切入論文核心即做為歐洲美元市場的創始，倫敦如何可能的提問上，倫敦為資本主義發展的領導者，經過二次世界大戰之後國力削弱許多，然而歷經百年發展下來的金融制度與自由市場氛圍，讓倫敦在 20 世紀中繼續地在金融制度上有所創新。

藉此，金融制度的形成過程與經濟制度截然不同，國家不再是制度的建立者、制訂者，市場力量與金融城的社會網絡在歐洲美元市場的誕生中充分發揮作用，這些因素不是國家來制定就能在一夕之間形成。歐洲美元市場在此的特殊性是少數的特例，因為隨著市場發展，國家霸權很快便介入該市場的運作形成與境外市場共生的特殊關係。本篇論文的貢獻便在於提出一個金融資本市場的形成特殊之處，國家權力與監控之中，歐洲美元市場的開展與其制度的形成確實有其市場特殊性，市場力量與社會網絡凌駕於國家之上，也是少數制度發展過程中會出現的情景。

關鍵字：境外美元、倫敦金融城、歐洲美元市場、路徑依賴

目 錄

第一章 導論

第一節 研究動機與問題意識.....	1
第二節 文獻回顧.....	3
一、歐洲美元市場與美元.....	4
(一) 歐洲美元市場.....	4
(二) 美元崛起.....	5
二、國際金融中心——倫敦金融城.....	7
三、理論建構之相關文獻探討.....	9
(一) 制度相關理論.....	9
(二) 國家與市場建構.....	10
第三節 研究方法與資料.....	12
第四節 章節安排與研究範圍.....	13

第二章 歐洲美元市場的起源——關鍵的美元

第一節 何謂歐洲美元市場.....	15
第二節 第一次世界大戰之後的國際金融——美元貨幣的嶄露.....	17
一、美元的崛起.....	18
(一) 美元的誕生.....	18
(二) 聯準會的出現.....	19
(三) 第一次世界大戰前後美元的角色.....	21
二、布雷頓森林體系與馬歇爾計畫.....	22
(一) 懷特(White)計畫與凱因斯(Keynes)計畫.....	23
(二) 馬歇爾計畫對美元的影響.....	26
第三節 1960 年代美元面臨的難題.....	27

一、黃金的外流與美元危機.....	28
二、發現境外美元市場.....	30
第四節 小結.....	31

第三章 歐洲美元市場的形成——英國如何可能

第一節 奠定當代金融制度——英國的金融革命與 19 世紀英國金融.....	32
一、制度產生的過程——政治與法律的基礎.....	34
(一)17 世紀政治的界定與啟蒙.....	34
(二)政府公債制度的形成.....	35
(三)南海泡沫的考驗.....	37
二、金融革命後的轉變——19 世紀的英國金融.....	38
(一)倫敦國際金融中心.....	38
(二)英國金融體制內的改變.....	40
(三)世界的倫敦金融城.....	41
第二節 歐洲美元市場的誕生——倫敦金融城的再次創新.....	43
一、歐洲美元市場的起源.....	43
二、歐洲債券市場與歐洲信貸市場起源.....	46
第三節 小結——金融的基因.....	48

第四章 歐洲美元市場的討論

第一節 銀行網絡與市場的力量——倫敦金融城的重生.....	49
第二節 歐洲美元市場帶來的資本模式改變.....	52
第三節 金融制度的形塑是國家還是市場？.....	54
第四節 歐洲美元市場制度的危機——貨幣信用戰爭.....	57

第五章 結論

第一節 研究結論.....59

第二節 研究限制與可能研究途徑.....60

參考書目.....63

表次

表 1.1 倫敦外國銀行增長數目.....8

表 3.1 歐洲市場的成長, 1958-1973年.....47

表 4.1 1950-1980 倫敦外國銀行數目.....50



第一章 導論

第一節 研究動機與問題意識

Polanyi 在其《The Great Transformation》一書中提到百年和平的概念，他認為百年和平是 1815 年到 1914 年之間歐洲列強在歷史相較之下較穩定的一段期間。這樣的情景有賴於國際金本位所帶來的國際信用機制，國際通貨與信用機制創造出超越國界的新型態商業利益。Polanyi 更認為金本位制的泉源實際上是自律市場(Self-regulation market)制度。也就是這樣的制度培育出特殊的文明。金本位制是企圖將國內的市場制擴展到國際領域上的一種制度，藉由局部的金本位操作使霸權均勢成為金本位制的上層結構；而自由主義國家制度則是自律性市場的產物。在上述的討論之下，我們可以了解到國際金融制度的形成仰賴自律性市場的運作，國際金融的穩定是和平的基礎。這樣的制度不是偶然產生的，Polanyi(1989)認為通往自由市場的道路是由政治不斷操縱所鋪設而成的。同樣的論述在《市場的構造》裡 Fligstein(2007)認為，從中世紀以來，一直是政府幫助創造金融市場，而世界上第一個金融市場是由英格蘭國王所創建，用來從事軍事戰爭的融資活動。Carruthers(1996)在《city of capital》書中的討論也論證了國家在金融制度上的推動力量。順著上述的脈絡，首先，對於當今的國際金融制度是否也同樣依循由政府推動國際金融制度的原則來執行？如果是，那麼在當今社會裡這個制度又是怎樣形成的？

此外，在政府所扮演的角色與市場之間的利益關係中，不管是金本位制度或是歐洲美元市場，我們都無法忽略民族國家在當代金融市場的關鍵角色。

Douglass North 認為資本市場的演變受政府政策影響，政府保障資產與排除交換的不確定因素，才有金融制度的演進以及更有效率的資本市場(1994;151)。因此

國家政策在歐洲美元市場的建立討論上也是極為重要的關鍵。

其次，歐洲美元市場(Euromarket)在政治經濟學學者 Palan 的研究中指出歐洲美元市場是 1950 年代開始以美元為交易計價單位的一個金融市場、銀行同業拆借市場。在歷經一段時間後，歐洲美元市場已經成為非當地使用的強勢貨幣為交易計價單位的市場(palan;2010:131-132)。學者 Burn(2005)稱這個市場為境外金融市場(offshore financial market)，在 Burn 的論述之下，英格蘭銀行(Bank of England)在 1957 年歐洲美元市場形成之初沒有制止這個市場的形成，反而使這個機制成為新的國際金融市場。學者 Helleiner(1994)則是聲稱這個歐洲美元市場是由英國所建立出來的。當時的金融制度是在布雷頓森林體系¹(Bretton Woods system)的嚴格監管之下，一個不受監管的境外市場——歐洲美元市場，在英國倫敦被創造出來，政治上如何容許它的存在。在這個討論範疇上本研究要進一步提問的是什麼樣的歷史脈絡使倫敦成為可能？

而誠如 Polanyi(1989)所說，國際金融是仰賴信用機制與自律性市場的運作。Block 認為在邊際學派的預設裡現實世界的市場中最接近自律性市場的是立即交割市場(spot market)²，所有的買賣發生在彼此陌生與短暫的基礎裡，也就是期貨、股票與外匯市場³的交易上(2004;114)。歐洲美元市場假使也在這樣的範疇裡，是否也會面臨自律性市場危機，即在金本位時期出現霸權競爭產生國際政治的緊張關係，保護主義使自律性市場受挫，無法調解物價及成本結構而導致信用機制的崩解。歐洲美元市場的機制是否只是曇花一現，亦或者是新的國際信用

¹ 布雷頓森林體系(Bretton Woods system)：為重建國際金融秩序，英國代表凱恩斯(Keynes)與美國代表懷特(White)在 1941 開始展開會議，最後在 1944 年達成協定。美元與黃金掛勾，以每盎司 35 美元黃金價格為依準。然而在 1971 年尼可森總統宣布停止美元與黃金的兌換，布雷頓森林體系也隨之劃下句點。資料來源：Eichengreen, Barry.2011.Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. New York：Oxford Univ Pr.

² 即期(spot)交易是指外匯或原物料商品的交易。由於貨幣和原物料商品經常是透過期貨與選擇權市場來交易，所以 spot 也可能代表被交易商品的標的或有形實體。資料來源：Kathy Lien《一口氣搞懂外匯市場》

³ 外匯(Foreign Exchange)表示貨幣之間的互換。外匯市場因各國貨幣不同，並因貿易、旅遊、移轉和投資等交易需求應運而生。國際間的交易數額龐大，銀行和貿易商需要一個機構來促成不同貨幣之轉換。行政院經濟建設委員會經濟研究處，1990，《新加坡金融市場與金融機構》。台灣：行政院經濟建設委員會經濟研究處出版。

與國際金融機制的再現。本研究企圖以歐洲美元市場的誕生為分析對象，探討歐洲美元市場的形成來說明國際金融制度的構成圖像。藉由討論歐洲美元市場制度的形成歷史將有助於解開上述之謎團。

第二節 文獻回顧

在討論歐洲美元市場的國際金融制度形成過程，首先要對美國發展出境外的美元做說明，因為境外美元的出現導致資金的積累，在市場機制的運作之下形成新的市場機制，這樣的機制在本研究當中指涉的正是「歐洲美元市場」。因此，在文獻的第一部分必須對美元的崛起與境外美元進行初步探討。境外美元在歐洲聚集與倫敦金融城形成新的資金市場，正當大家都認為二戰之後的霸權已經由美國取代舊有的大英帝國時，倫敦在這個歐洲美元市場的啟動上卻有著關鍵角色，也是美國所無法取代的地位。倫敦做為一個國際金融中心在歷史脈絡中有什麼樣的特殊之處，是第二部分的文獻所要探討之處。

最後，本篇論文在理論的建構上，是以 Fligstein 市場社會學討論當中「政治——文化取徑」的理論以及制度理論裡 Pierson 和 Douglas North 對「路徑相依 (path dependent)」觀點為主要架構，並且著重在國家權力對市場的互動之關係的資料探討。由於金融社會學的理論觀點相較缺乏，藉此以經濟社會學理論中對於市場建構以及國家和市場的相互關係論述中來作為本篇論文之理論架構。在此脈絡之下，國際金融制度在制度經濟學與市場社會學的觀點之下是否有理論的新出路亦或是在其架構之中，在尋求金融社會學的理論同時也是值得討論的方向。

一、 歐洲美元市場與美元

(一) 歐洲美元市場

近年來國內關於歐洲美元市場討論的文獻多半在探討以歐洲美元為計價之金融衍生性商品的操作(藍森田, 2012; 陳姿先, 2004; 林鳳珍, 2001; 方姿云, 2003)。在早期的文獻上白蓮(1976)的《歐洲美元市場與國際貨幣制度關係之研究》則論述早期歐洲美元的市場的成立特質, 並且在貨幣的需求與供給面上進行討論, 最後並呼籲歐洲美元市場必須要加以控管以防制全球貨幣的風險。另一個有關於歐洲美元市場的討論是謝文達(1975)的《歐洲美元市場之研究》, 作者闡述歐洲美元的市場概念與資金流動對經濟的影響, 並要求透過國際合作對歐洲美元市場進行管制。上述二者是早期台灣對歐洲美元市場的形成進行討論的研究, 然而本研究所關心的並不是貨幣或貿易的供給需求問題, 更不是要要求管制歐洲美元市場。對於歐洲美元市場的討論近年來陳介玄教授在〈從歐洲美元到亞洲人民幣: 論境外金融與國際金融之整合〉一文中論述歐洲美元市場興起的複雜過程, 他認為歐洲美元的產生, 是全球金融系統與社會系統一個新的整合模式。任何金融系統的轉變, 深入來看, 都是在社會系統不同的要素間, 有了新的組合才有可能。這關鍵在於金融是人類文明的極致, 制度安排的結果。因而, 我們看到歐洲美元之興起, 來自於政治、經濟、社會及文化等等要素對於其發展所產生的影響(陳介玄, 2010)。在陳介玄教授的討論基礎上, 本研究企圖要進一步的討論整個歷史的脈絡, 特別是在第二次世界大戰之後國際金融制度的復原之路, 歐洲美元市場的建立與英國倫敦城所扮演的角色之關係的論述。

在國外學者的研究上, Paul Einzig(1964)的《The Euro-dollar System: Practice and Theory of International Interest rates》詳細說明了歐洲美元系統早期出現的背景因素, 歐洲美元系統是指存放在美國境外的美元與信用市場, 他不受美國銀行的影響與支配。Paul Einzig 也指出歐洲美元影響各國的利率結構, 利用信用擴張使國際有

源源不斷的資金，而倫敦也因為其金融環境的高度自由使歐洲美元市場得以發展。另一方面，學者 Brian Scott Quinn(1975)討論國際金融市場的理論與關係，他認為國際借貸並不是近年來出現的現象，然而經過第二次世界大戰，國際間在 1958 年歐洲貨幣開始可以自由兌換後才開始發展新型態的國際資本市場。其中 Quinn 論述歐洲債券次級市場(Eurobond Secondary Market)與清算系統(Clearing System)的資本流動，而銀行制度在這市場中也有其重要的地位，雖然 Quinn 著重在討論歐洲貨幣市場上的借貸關係，與本研究的面向不同但是對於本研究的幫助也相當大，因為歐洲債券市場與清算系統都是在歐洲美元市場的基礎上所發展的機制。

同樣的，在學者 Gunter Dufey & Ian H.Giddy(1978)也對歐洲美元市場、歐洲債券市場進行討論，在信用擴張與資本發展之下，他們認為國際金融市場是需要控管的。相較之下，Gary Burn(2006)在《The Re-Emergence of Global Finance》的討論軸線與本研究較為接近。Burn 從金本位的結束開始談起，不斷以國家和城市的力量納入討論，特別在境外美元的演進上面 Burn 提到國際金融系統是英國和美國朔造出來的市場，英格蘭銀行(Bank of England)的角色在歐洲美元市場的建立上即為重要，身為國家的央行也是市場的掌舵者，在歷史機制的運作下英格蘭銀行使倫敦再次站上資本市場的至高点。跟隨 Burn 的討論架構本研究企圖將更深入討論國家建立出的自律性市場所面臨的危機的可能性。

(二)美元崛起

以美元崛起為標題也許不甚恰當，然而歐洲美元市場的起源卻是以美元為主要計價貨幣，因此在此有必要對美元的興起與相關文獻進行探討。Barry Eichengreen(2008)在《Globalizing capital》在描述國際貨幣體系。他從金本位的運行開始談論起，接著論述國際間貿易的不穩定與投機行為導致金本位的危機，1920 年代國際間企圖恢復金本位，然而國際間支付系統危機最終還是使金本位

走進歷史。而後，國際間以布雷頓森林體系(Bretton Woods system)重建國際貨幣體系，並實施資本管制。而在《Exorbitant Privilege》裡 Barry Eichengreen 對於美元的論述就較為鮮明。1785 年美國國會通過一項決議，也就是美國的貨幣單位是美元。1786 年 9 月美國建造鑄幣廠，其鑄幣的權力由國會掌握。接著漢彌爾頓(Hamilton)的推動之下 1792 年通過鑄幣法(The Coinage Act of 1792) (2011:11-12)。第二次世界大戰後美元取代英鎊的位置，成為國際流通貨幣。接著，馬歇爾計畫用美元援助並協助戰後的重建，更使得美元的地位提升。布雷頓森林體系(Bretton Woods system)雖然宣布終結，然而在 Eichengreen 的討論之下，美元一次又一次的危機並不代表美元的結束，他指出直到目前為止國際間還是以美元為主要交易媒介，國際清算銀行調查顯示截至 2008 年底全球外匯交易上 85%使用美元，約 45%的國際債券使用美元計價。石油輸出國家組織依然以美元進行交易，而根據國際貨幣基金的數據截至 2010 年第一季官方外匯存底美元佔 61%(2011:123-126)。最後 Eichengreen 認為未來是多元貨幣共存的环境，而美元的地位為終究不會被取代。在上述的討論裡，對於本研究將討論的歐洲美元市場上——本篇論文較為著重傾向於市場的制度建構過程，因此美元的興起與歷史在美元做為主要交易計價單位的使用上有非常有力的資料參考價值。

學者 Francis J. Gavin(2011)討論國際貨幣關係上也以美元的權力為主軸，他在《黃金、美元與權力：國際貨幣關係的政治》著作裡談論 1958 年到 1971 年之間美國與國際貨幣關係上的政策變化，他指出 1958~1971 年，美國對外經濟政策的首要目標就是找到一種途徑去控制美國的國際收支赤字，並遏制國庫的黃金流失。許多被用於或考慮用於解決國際收支問題並緩解黃金流失的政策都與美國對外政策、戰略和國內經濟政策的高層目標相衝突(2004:8)。也因為這樣的衝突美國政府在當時與西歐各國造成緊張關係。布雷頓森林體系的缺陷與困境開始爆發，影響這段期間美國的政策方針與美國政府的對外態度。較為可惜的是在此 Francis J. Gavin 並沒有對歐洲美元市場進行討論，而是著重在政治上美元與國際貨幣體

系的關係討論，並且以布雷頓森林體系的危機、轉變為主要關懷核心。

除此之外，中國學者秦義虎對於布雷頓體系與美國之間的討論他說美國以他的經濟實力與黃金儲備為國家信用並作為美元信用的基礎，從此，美元就成了國際清算的支付手段和各國的主要儲備貨幣，美國也正式取代大英帝國在國際貨幣體系和世界經濟格局的主導地位，成為第二次世紀大戰後國際政治與經濟格局的最大受益者和「遊戲規則」的制定者(秦義虎，2012:168)。這樣的觀點並不完全正確，因為在歐洲美元市場的形成過程還是會發現英國的優勢，況且在 Gary Burn(2006)的討論裡歐洲美元市場是英國和美國所創造出來的市場。而在 Palan(2010)所討論的境外金融市場中大英帝國的經濟網絡更是租稅天堂(Tax Havens)⁴的重鎮。因此，本研究的觀點仍然認為在國際金融上英國與美國依然是國際金融的共同制定者。

二、國際金融中心——倫敦金融城

關於國際金融中心的討論在經濟學家 Kindleberger 的著作中其認為國際金融中心的成立是市場的資本聚集效應。他認為所謂金融中心是擁有眾多銀行和金融機構聚集之地，金融中心有跨時間和跨空間的服務性質，Kindleberger 的論點也成為日後學者的依據之一(Kindleberger;1974)。英國學者 Thrift 則是認為國際金融中心的發展是因為商業資本(commercial capital)的擴大，而房地產市場、期貨市場、外匯市場、證券交易市場以及會計、法律、訊息業等相關服務是主要構成商業資本的機構(Thrift；1987)。

倫敦在 18 世紀海外貿易的增長取代 17 世紀的阿姆斯特丹成為新崛起的國際金融中心。布勞岱爾(Braudel)也提到倫敦在 1688 年至 1756 年的金融革命，18 世

⁴租稅天堂(Tax Havens)是有充分自主權，可以制訂租稅、金融等法規的地區或國家。他們利用自主權訂立法規，目的在協助非居民者的個人或企業，逃避非居住者在經濟交易進行地應遵守的法規義務。資料來源：Palan, Murphy, Chavagneux. 2010. Tax Havens: How Globalization Really Works.p.8.

紀英國執行一項成功的借貸政策與改組英國的財政結構，英國利用信用機制建立長期公債制(556-557)。學者 Youssef Cassis 在《Capitals of Capital》書中談論 1780 到 2005 年之間全球的主要國際金融中心的變化，倫敦的發展更是這時期的關鍵。Youssef 認為英國的崛起主要是源於 18 世紀英國在世界中的經濟主導地位的建立，其貿易力量與大量的殖民地成為工業革命的力量。英國的技術創新也改變其生產方式，也決定英國的競爭優勢(2006:15-16)。在歐洲美元市場的出現討論上 Youssef 認為這是英國的重生，市場之所以會讓英國成為資本市場的中心有三個原因：倫敦的金融傳統、英國與歐洲國家貨幣當局的態度以及美國的銀行管制(2006:223)。英國擁有專業銀行家、專業人士與金融知識因此在歐洲美元市場的形成上有充分的人才和資源。在此範疇中有必要更深入從歷史脈絡中去論證倫敦設立歐洲美元市場的關鍵因素，也是本研究的核心關懷之一。

歐洲美元市場除了英國沒有其他地區可以建立該市場嗎？Youssef Cassis & Eric Bussiere(2006)考察英國與法國金融中心的地位差異，也提出英國超越法國的國際金融地位在於制度與金融創新上法國遠不如英國，更重要的，政治上對於金融的態度也截然不同。此外，書中也記錄倫敦的外國銀行數目的增長(如表 1.1)，倫敦從 1950 的 53 家外國銀行增長到 1990 年的 550 家，可見其國際銀行業務的擴張趨勢。倫敦的國外銀行數目增長與其歐洲美元市場的業務有其相關性，倫敦金融城做為一個國際金融中心的歷史脈絡將有助於了解倫敦持續在 20 世紀金融市場上創新與其優勢。

表 1.1 倫敦外國銀行增長數目

年代	1950	1960	1961	1966	1970	1980	1989	1990
數目(家)	53	77	82	103	159	351	521	550

(表一)資料來源：Cassis Youssef & Eric Bussiere, edited, 2005,《London and Paris as international financial centres in the twentieth century》筆者整理製表

三、 理論建構之相關文獻探討

(一) 歷史制度論與制度經濟學相關理論

在制度建構的文獻探討中，提出新古典國家理論的 Douglass C. North(1994)論述歷史的重要性，他說歷史重要的原因並不只在於學習歷史能夠以古喻今，而是因為社會中制度的連續性將現在與緊密的和過去接連在一起。今天與明天人類的選擇在過去就以立下雛形。而過去究竟是什麼，則唯有從制度的演進中去探求。因此，將制度的研究和經濟理論與經濟史結合，乃是提昇知識的重要步驟(1994: 1)。在 North 的討論之下制度的演進會創造有利的環境而有助於用合作的方式解決複雜的交換，並促進經濟成長。對於制度的討論 North 說制度是社會中的遊戲規則，制度是人為制定的限制，用以約束人類的互動行為，也因此制度構成人類的交換動機(1994:7)。另外，North 在《經濟史的結構與變遷》中提到一個政治經濟體制是由彼此間具有特殊關係的一套複雜的制度所構成的。憲法是這種體制最根本的組織現制。其目的是透過界定財產權與對強權控制的基礎結構而使統治者的效用及大化(1995:215)。

North(1994)對制度和經濟活動的看法其認為長期經濟體制的成就取決於制度變動的調適效率，而制度變動的產生是在於制度和組織之間的互動。制度是行為的限制，組織則是設立來利用制度帶來的機會，而形成經濟體系的發展。制度一旦建立就決定出政治與經濟活動的各種機會和成本，而組織不但在制度提供之下降低成本來促成交易，也會形成知識和創新技術，甚至改變談判力量而造成制度的變動(North 著，劉瑞華譯，1994：導論)。

關於路徑相依(path dependence)的概念，North 解釋各個社會的政治、經濟與司法系統如同一個交織的網絡，正式規則與非正式限制組成制度結構，並且引導經濟走入不同路徑(1994:136)。Pierson(1994)則是提出「政策回饋(policy feedback)」

和「政策遺產(policy legacies)」的概念，強調既定的政策對後來政策的影響，正式的政治制度會影響社會過程，制度的結構會影響政治的策略方向，國家的執行能力在其中則是一個變項，而政策回饋則會造成資源的分配來影響社會群體的活動。延續 North 的理論觀點，Pierson(1994)進一步論述其路徑依賴(path dependence)的概念並提出四種路徑為影響後來政策發展的關鍵。首先，政策的制度規則所分配出的資源會影響組織的活動和決策的過程。其次，政策導引行動者的行為，使行動者習慣投入時間和資源來從事特定活動，個人的行為將成為無法逆轉的路徑，組織和制度之間便產生「鎖入效應(lock-in effect)」。第三，對於決策者而言對過去的政策產生的學習效應形塑出決策者的認知架構，間而影響其對事物的界定和評估能力。第四，在大眾和政治行動者方面，過去的政策產生的訊息效應也影響到他們自身對於利益和策略的認知。倫敦也許就是在這樣的網絡中在自身的社會基礎上創造歐洲美元市場的環境，並且依循金融成長其歷史制度的演變——即作為全球資金的分配和貼現市場，倫敦繼續在 20 世紀中回到其歷史位置上。本篇論文雖然不是在探討制度的變遷或是經濟成長，然而 North 的制度理論以及路徑相依的觀點將是本研究重要的架構。

(二)市場社會學理論觀點

在國家與資本市場的論述裡，Commons(1995)的《資本主義的法律基礎》中提出一套法律與政府的經濟基礎理論。他認為國家通過法院的支持或保護一些形式的經濟互動，並禁止某部分的交易行為，而市場並不是可以用純粹價格機制的運作來分析的概念。現實中的市場是多重制度的權力結構，政府在其中設立各種限制。Carruthers(1996)在《city of capital》則是討論英國在 1672 年到 1712 年的政策，英國政府在倫敦的金融制度上控管經濟活動。然而在歐洲美元市場的建立上

卻形成很特別的現象，即在 1964 年到 1970 年英國執政的工黨政府對此市場的發展充滿敵意，保守黨政府對於此也莫不關心(Youssef Cassis & Eric Bussiere;2006)。這個市場的形成顯然不是政府推動的結果，政府在經濟上確實會實施法案，如租稅法或是外匯管制條例等等。在歐洲美元市場的形成上卻是極為不同的景象。在此，Helleiner(1994)的研究和其命題就顯得很有意思，他在其著作《States and the Reemergence of Global Finance : From Bretton Woods To The 1990s》有一個提問即國家在面對國際貿易與國際金融的態度為何會有所不同(1994:2-3)？也因為如此 Helleiner 分析全球化與戰後早期的經濟制度，以及國家如何在 1950 年末促進國際金融市場。政府對於金融與貿易的差異態度也是歐洲美元市場不同於國家控管之下的市場的特殊處。

另一方面，Neil Fligstein 對於市場的討論也是本論文探討的重點。在他的論述中市場是一種社會建構，反映出公司和國家獨特的政治——文化建構。市場的建立，意味著社會對於財產權、統裡結構、控制思維和交易規則的問題，已有解決方法。……我對市場的看法，集中在國家如何與市場互動，而建構出社會結構藉之得以形成的一般規則(2007:111)。Fligstein 提出的理論觀點認為市場不是一隻看不見的手，在其「政治——文化取徑」理論中認為市場是鑲嵌在動態的社會、政治和文化環境當中，雖然 Fligstein 提出市場社會學的架構是在廠商和國家之間的競爭，然而國際金融制度在某些層面上也在市場與國家導向的框架之下。

針對市場文化，Fligstein(2007)認為市場建立出在地文化並且界定上位者和挑戰者的關係以及如何界定其社會結構，在地文化也形塑出其市場的競爭方式，提供行動者認知和架構，使其詮釋他們的組織行為，也就是其控制思維(conceptions of control) (Fligstein, 2007 : 21)。市場的文化決定其市場行動者的思維這在本篇論文的討論中由為核心，倫敦金融城的市場文化之形塑來自於市場內參與行動者的思維和文化習慣，也是本論文所提出「市場力量」的觀點所在。

市場作為一個場域，Granovetter(1985)強調經濟的互動核心來自於社會關係與

連帶，也就是市場的鑲嵌性(the embeddedness of markets)。在此基礎上，Fligstein 進一步提出將市場視為場域的論點，場域的社會結構是文化建構出來，財產權、統裡結構、控制思維和交易規則是建立市場必要的社會制度，市場世界就是社會世界，市場運作原則和其他社會世界的原則相像，反映出在地文化、社會關係和如何詮釋他人行動的關係(Fligstein, 2007: 75-79)。Fligstein 在政治文化取徑的論點中利用資源依賴來進行對其理論的補述。而一旦這些場域制度化之後便具有獨立的地位來影響後續的市場互動。同樣歐洲美元市場也是社會建構的過程，制度被在地資本社會與行動者所形塑後便繼續影響後續的制度形成樣貌，並且是在英國特殊的政治體系和市場文化中形塑而成，這樣的市場形塑力量在歐洲美元市場的誕生中完全發揮，正當部分的市場建構理論把市場視為是國家所制定出其樣貌規則的同時，市場的文化和社會形塑力量則是不容忽視的關鍵面向。

第三節研究方法與資料

歷史制度主義是透過宏觀的觀點與範疇來對行動者的行為關係加以定義；並且著重權力之間的不對等關係，即在權力的差異關係裡行動者的選擇途徑會有所不同。並且在運用路徑相依 (path dependent) 的概念闡述制度如何受到歷史所影響而改變路徑，而歷史制度者也強調著重思想與理念對於制度的選擇之關係的影響(Hall Peter A & Taylor Rosemary C.R. , 1996；胡婉玲，2001)。在研究方法上，是以歷史制度的方法論為主要圭臬來進行制度的形成之分析。

作為歷史的資料分析研究，歐洲美元市場是 20 世紀中葉創立的金融制度，倫敦作為一個制度的創發地必定有其歷史制度的路徑可循，因此筆者以劍橋大學出版之《現代英國經濟史》為主要史料依據，其講述 1820 年到 1929 年英國工業、

農業與經濟之發展詳細歷史。在 20 世紀的金錢、權力與社會根源的討論上，阿銳基(Arrighi)的討論四個體系累積週期，其中也有歐洲美元市場的相關論述在歷史資料參考上也有所幫助。其次再以相關金融歷史——包括美元發展與倫敦金融城的發展歷史——與經濟書籍資料，以及諸多學者對於歐洲美元市場的論述資料作為輔助。

第四節 章節安排與研究範圍

在第一章主要敘述論文之問題意識，即歐洲美元市場在國家政策之下是如何形成？其次，倫敦做為創立歐洲美元市場的場域如何可能？最後提問這個自律性市場是否產生危機。本章第二節在文獻上進行探討，分為三個部分——歐洲美元市場與美元興起、國際金融中心——倫敦以及歷史制度主義和國家市場的建構理論之相關文獻的探討。第三節論述本研究之研究方法，第四節進行章節安排與描述研究範圍。

第二章一開始將直接探討歐洲美元市場的起源中關鍵美元貨幣的興起。歷史的軸線從美元的誕生作為背景鋪續，接著切入第二次世界大戰的國際金融秩序恢復上開始討論，特別是在布雷頓森林體系、馬歇爾計畫的歷史上，其有助於了解美元如何在歐洲形成資本的累積。接著要對美國 1960 年代的政策進行分析，此時其的美元控管是造成境外美元流動的主因之一。

在第三章將討論英國所扮演的角色，在透過對英國的歷史金融制度的考察，探究英國的金融知識是如何形成，其社會文化與經濟在歐洲美元建立上所產生之因果關係，英格蘭銀行在英國的金融上其關鍵的核心在於何處，致使整個金融城在 20 世紀中從新回到調節世界貨幣的市場的中心。第四章將著重於針對歐洲美元市場的相關分析，也就是歐洲美元市場的形成其特殊性，國家與市場的力量如

何在這個市場形成過程中磨合以及歐洲美元市場所獨特的市場特性，其有別於舊有的金融制度上的創新之處。接著探究歐洲美元市場與自律性市場的關係上，制度的危機與困難之處進行反思。而在第五章結論部分，除了對本篇文章作一總結之外，也將討本篇研究之限制和可能發展途徑。

研究範圍方面，歐洲美元市場為境外金融的一部份，歐洲美元市場的業務也擴大到與租稅天堂和境外世界(offshore world)的層面。然而，本研究只在研究歐洲美元市場之形成的制度結構的討論，對於其衍伸出的亞洲地區美元亦或是境外金融中心的討論上將會進行切割，因為亞洲美元的形成和歐洲美元市場的形成之歷史不同，在境外金融中心的討論內容過於龐雜，許多學者都進行研究過(Palan, 2003; Palan、Murphy、Chavagneux, 2010; Hampton Mark, 1996; Hampton M. P. & Abbott J. P. eds., 1999; 陳介玄, 2011)。此外，本篇論文著重討論國際金融制度的誕生過程中國家與市場的交互關係，並非在於批判金融制度的資本霸權和支配力量上的論述。歐洲美元市場在 1960 年誕生之後所衍生出的經濟問題、法律問題和貨幣供給問題在本篇論文當中也無法涉略之，由於論文的限制對於歐洲區以外之美元流動以及歐洲美元市場在境外世界的蓬勃發展之現象在此論文將不會多加詳述。上述諸多論文之限制顯示著國際金融制度研究過於廣泛，歐洲美元市場所牽涉到的層面也相當深遠，也是本篇論文最大的考驗與不足之處。

第二章

歐洲美元市場的起源——關鍵的美元

在本章中主要敘述在第一次戰爭之後國際金融制度的不穩，美元的崛起以致後來美元在歐洲迅速累積的歷史。在許多貨幣經濟學的討論裡金本位制度瓦解之後取而代之的是布雷頓森林體系(Bretton Woods system)，如 Barry Eichengreen(2008)在《Globalizing Capital: A History of the International Monetary System》裡談論國際貨幣體系在金本位之後便是布雷頓森林體系的來臨；日本學者 Noriko Hama(2012)則是從英鎊與金本位制、美元、歐元來談論世界經濟的發展歷史。本研究的觀點並不是從貨幣經濟學的角度談論貨幣的興衰歷史，也並不是在談論美元崛起的國際霸權地位。

本章的關懷之處在於美元崛起的背後一個新的金融制度的誕生，這個新的制度並不是上述學者們所論述的布雷頓森林體系(Bretton Woods system)，布雷頓森林體系(Bretton Woods system)只是國際金融制度中的短暫過程，是國際之間安排的結果。反之，歐洲美元市場(Eurodollar market)才是誕生於國際市場之中的金融制度，卻遲至 1960 年代美國才發現此市場的關鍵，究竟這個市場的獨特之處在哪裡，本章將從美元的崛起以及境外美元的出現來探究此市場的起源，美元重要的地方絕對不是國際霸權的轉移，而是作為新制度的起源其代表著是更關鍵的歷史角色意義。

第一節 何謂歐洲美元市場

討論歐洲美元市場，我們必須要先釐清它究竟是什麼。在文獻探討中台灣學者對於歐洲美元市場的研究相當稀少以至於大眾對於歐洲美元市場的知識相

當缺乏。歐洲美元顧名思義就是指涉在歐洲地區的美元，而歐洲美元市場則是 1957 年末誕生在英國倫敦的特定市場，它是以美元為主要交易計價單位的批發金融市場和銀行同業拆借市場，隨著時日的演變，歐洲美元市場也指涉非當地貨幣的強勢貨幣為交易計價單位的市場，有時人們也稱之為境外金融市場(Palan, Murphy, Chavagneux；2010：131-132)。在本研究當中主要還是探討以美元為交易計價單位的歐洲美元市場發展之歷史，對於歐元、日元或是英鎊等強勢貨幣在歐洲美元市場的發展並非本研究關懷的核心。

此外，行政院經濟建設委員會經濟研究處(1990)編印的《新加坡金融市場與金融機構》一書雖是討論新加坡的金融市場，其詳細描述新加坡的亞洲美元市場¹之發展，並且說明了歐洲美元市場的定義如下：

所謂的國際資本市場就是指由借貸美元與其他外國貨幣的金融工具所組成的資本市場。世界上的主要金融中心多位於歐洲，形成所謂的歐洲貨幣市場(Eurocurrency Market)。因為美元是世界上流通交易的主要貨幣，歐洲貨幣市場亦以美元的交易為大宗，所以通常又被稱作歐洲美元市場(Eurodollar Market)(行政院經濟建設委員會經濟研究處；1990：186)。

綜合上述二者說法已經指出歐洲美元市場的定義，其作為國際資本市場的一環扮演的是不同強勢貨幣與美元之間的資本轉換與運作的重要機制。這樣的資本市場多半會又被稱為境外金融市場。

而有關境外金融中心(Offshore financial center)、租稅天堂(Tax Havens)與國際金融中心(international financial center)的區分問題確實有些混淆，在此也必須加以說明之。依照時間上出現的先後次序，國際金融中心出現在 13 世紀的義大利佛羅倫斯，隨著貿易的增長產生對金融業的需求擴張，經濟的增長影響金融市場的

¹ 亞洲美元市場(Asian Dollar Market)在《新加坡金融市場與金融機構》一書中的定義是指存放在新加坡或東京的銀行中心的美元，金融機構可以藉強勢貨幣——美元本身以及可以兌換美元的國際化貨幣——在發行國家以外的地區收受其存款的市場。新加坡與亞洲地區在 1968 年形成相較於歐洲規模較小的亞洲美元市場。行政院經濟建設委員會經濟研究處，1990，《新加坡金融市場與金融機構》。台灣：行政院經濟建設委員會經濟研究處出版。186 頁。

需求進而影響金融制度的變化。17 世紀到 18 世紀期間，倫敦成為國際貿易中心，隨著貿易的蓬勃發展也衍生出結算與融資的需求，並奠定日後倫敦貨幣市場的基礎(楊長江、謝玲玲；2010：2)。在業務上，學者 Kindleberger 認為金融中心主要有三大類業務，即商業票據、抵押貸款、商業債券等貨幣市場業務，第二類為證券發行、流通的資本市場業務，第三類為外匯交易、商品期貨與保險等業務(Kindleberger；1974，9)。根據 Palan(2003；2010)的說法，租稅天堂(Tax Havens)出現在 20 世紀初，主要被用來逃稅與避稅，或是被用來進行洗錢。租稅天堂提供嚴密的保密條款，在業務上與境外金融中心很難區別。境外金融中心(Offshore financial center)是近代才有的概念，他被用來稱呼專門從事非居住者的金融交易的一個金融中心，特別是指歐洲美元市場的交易。最早的境外金融中心出現在 1957 年 9 月的倫敦，發展至今，世界上最大的境外金融中心是英國的倫敦、美國的國際金融業務機構(International Banking Facilities)，以及日本的境外市場(Japanese Offshore Market)。假使詳細區別上述三者的業務、歷史差異確實可以更清楚地了解三者是截然不同的概念，然而世人對於三者多半有些混淆，其區別的困難在於資本的流動快速，各個金融市場的業務重疊與互相模仿，租稅天堂(Tax Havens)又被賦予洗錢、逃稅的刻板印象，因此使人對於這些概念會略有模糊。

第二節 第一次世界大戰之後的國際金融——美元貨幣的嶄露

第一次世界大戰結束時，倫敦為了挽回金融城的名譽，以及重建金融雄風，英格蘭銀行總裁諾曼(Montagu Norman)在 1925 年 4 月不顧經濟學家們的批評而讓金本位再度復活，此事件日後還成為學者們的笑柄(Noriko Hama；2012)。究竟在第一次世界大戰之後國際金融局勢出現怎麼樣的改變，金本位的瓦解導致世界金融秩序的混亂，美元在此時所扮演的關鍵角色又是如何？美元崛起雖然意謂著霸

權的轉移(張振江；2007)卻也同時是新制度的開展，在本章節中將會陸續鋪成此段重要的關鍵轉折。

一、 美元的崛起

(一)美元的誕生

美國在獨立戰爭期間發行借據(IOWs)來支付軍費，也就是大陸票據(continental bills)或是短期的大陸幣(continentals)(Barry Eichengreen；2011：11)。每個殖民的還會單獨發行票據來彌補軍費的不足，票據交易價格與混亂的情況在 1785 年獲得改善。美國國會在 1785 年宣布美國的貨幣單位為美元，隔年 9 月美國國會下令建造鑄幣廠。而憲法(The Constitution)在 1789 年將鑄幣權授與國會，由國會來訂立美元交易價值。在 1790 年代，財政大臣亞歷山大·漢彌爾頓(Alexander Hamilton)進行財政的大改革。他推動了 1792 年的鑄幣法(Coinage Act of 1792)，將美國 13 洲的貨幣進行結合，並且實施複本位制，以 370.25 喱為美元存銀含量的標準，大額交易使用金幣，小額交易使用銀幣，最小面額發行 25 分、10 分及 1 分(Barry Eichengreen；2011：11-12)。亞歷山大·漢彌爾頓(Alexander Hamilton)進行的是在證券市場上大規模的發行債券，藉此來發行美元貨幣，也是日後美元發行的基礎。

根據學者秦義虎(2012)的說法，美國自由銀行法的的興起與美國民眾反對貨幣權力集中的意識有關，中央銀行代表金融資源和貨幣的權力集中，因此，建於 1791 年的美國第一銀行在 1811 年關閉，而建於 1816 年的美國第二銀行也在 1836 年關門大吉，各州政府也鼓勵銀行自由的發展。上述說法極為不完整，有關於美國在貨幣發行上沒有中央銀行的論述，Eichengreen(2011)詳細解釋了當時的情況。在 1791 年在費城成立的美國銀行(Bank of the United States)是由亞歷山大·漢彌爾頓(Alexander Hamilton)所成立，是唯一獲准在多洲營運的銀行。由於第一美國銀

行只接受以黃金或白銀為支付的銀行票據，在地方上取得貨幣存量和貴金屬供應的壟斷權。在 1810 年，美國銀行要更新特許證時得到其他黨員的反對，民主黨人士依據憲法堅稱國會沒有權力給銀行特許證，銀行容易受到政治人物或是股東的影響而有弊端，最後，法案沒有過關，美國銀行關閉。

緊接著，國有銀行大量發行貨幣導致通貨膨脹使得國會又重新特許美國銀行成立，也就是 1816 年，第二美國銀行仍然在費城成立，特許證時間一樣是 20 年。1823 年上任的美國銀行總裁彼得爾(Nicholas Biddle)擴張央行業務，增加放款和投資，增加分行數量並且約束其他銀行，這樣的作為立即得到其他銀行代表的不滿。1832 年國會雖然通過美國銀行的特許權法案，但是卻被總統傑克森(Andrew Jackson)給否決，其認為美國銀行圖利於銀行家和工業家的利益，對於美國東北部的發展有益，傑克森明確表示不會讓第二美國銀行得到許可證，而在美國紐約的銀行家也不願意讓費城成為金融中心，最終，第二次的美國銀行還是悄悄地走入歷史。

南北戰爭時期，美元的發展插曲就是林肯時期發行的綠幣(Greenback)。戰爭導致的財政崩潰，政府發行沒有金銀等金屬作為抵押的貨幣，這樣的法定貨幣使得北方的金融能夠得到調解。新的貨幣發行方法打破政府發行貨幣必須向私人銀行借貸並付高額利息的舊規矩，這樣的歷史插曲也導致後來美國出現貨幣發行的立場改變，也就是發行貨幣的基礎是綠幣模式或是金銀本位制的差異(Bruce G. Carruthers & Laura Ariovich ; 2010 : 33)。此段期間另一個重要關鍵事件就屬《1863 年國家銀行法案(The National Banking Act of 1863)》的通過。該法案使國家銀行發行銀行券，並且以政府債券(government bonds)作為銀行券的儲備金，也就形同美國貨幣的發行和政府債券連結在一起。

(二)聯準會的出現

1907年美國紐約的股市投機造成金融恐慌，美國在沒有中央銀行的情況下被迫依靠華爾街的領導人——摩根(J. Pierpont Morgan)來進行援助。摩根的巨大影響力以及其發揮的作用引起不少人的震懾，對於財團勢力的龐大與下次危機的發生可能的種種疑慮，政府開始重新重視建立貨幣管理機制的重要性。1908年成立國家貨幣委員會(National Monetary Commission)，並由參議員艾德里奇(Nelson Aldrich)擔任主席，針對國家貨幣管理機構進行研究解決之方法，建立一個強而有力的貨幣體制。艾德里奇(Nelson Aldrich)認為中央銀行有權影響金融條件，並且貸款給需要的銀行進行紓困。值得一提的是艾德里奇(Nelson Aldrich)到歐洲考察並聘請專家研討，其中私人銀行家保羅·華伯格(Paul Warburg)對於起草美國中央銀行貢獻良多。保羅·華伯格(Paul Warburg)出生於1868年，是MM華伯格公司(M.M. Warburg and Company)²的家族成員，也是日後歐洲美元債券之父西蒙·華伯格(Siegmund Warburg)的伯父³，其對於國際金融機制十分了解，與美國銀行業高層也保持良好關係。艾德里奇(Nelson Aldrich)與保羅·華伯格(Paul Warburg)等精英針對中央銀行的結構進行草案，然而在華爾街銀行家們手中起草的草案卻被人們抨擊，特別是明尼蘇達州(Minnesota)眾議員林白(Charles A. Lindbergh)，他認為艾德里奇的草案計畫無疑是另一個恐慌的開始(Barry Eichengreen: 2011: 25)。

1912年美國第八任總統威爾遜上任，強烈要求金融改革以及對銀行的監管。1913年12月國會通過《歐文格拉斯法案(Owen-Glass Act)》，也就是《聯邦準備法案》，並且在威爾遜總統的簽署之下生效。該法案將美國分為12個區，每個區設立一個聯邦準備銀行，紐約為聯邦準備銀行的中央銀行，這個制度必須受聯邦準備理事會(Federal Reserve Board)的監管，委員會的七名成員由總統選定(秦義虎，

² MM華伯格公司(M.M. Warburg and Company)是成立於1798年並活躍於德國地區的私人家族銀行。其中保羅·華伯格(Paul Warburg)是Moritz M. Warburg排行第三的兒子，其與紐約銀行家的女兒Nina Loeb於1895年結婚，1902年居住於紐約。而家族銀行主要是由Max M. Warburg(排行老二)掌管主要業務，Max是日後帶領歐洲債券之父Siegmund Warburg(1902-1982)進入家族銀行的重要人物(Niall Ferguson: 2010)。

³有關西蒙·華伯格(Siegmund Warburg)的資料會在第三章中補充說明。

2012)。聯邦準備銀行提供彈性的貨幣，擁有貨幣發行權，並且規範貨幣的貸款與供給，也就形同美國的中央銀行。

(三)第一次世界大戰前後美元的角色

美元開始在第一次世界大戰期間扮演國際貨幣的角色，美國除了通過私人銀行給協約國貸款之外，美國政府本身也提供約 100 億美元的貸款，協約國主要把這些貸款用來購買美國食品和軍火(R.R. Palmer, Joel Colton, Lloyd Kramer 著，孫福生、陳敦全譯，2008)。在此時期聯邦準備法(Federal Reserve Act)授權資本額在 100 萬美元以上的國有銀行在美國境外設立分行機構，並且供應以美元計價的承兌匯票買賣。在當時國際間的主要資本市場是英國倫敦，而一次世界大戰的爆發使美國得到金融的發展空間。戰爭使美國的出口大幅上升，美國儼然成為世界的工廠與糧倉。戰爭干擾了歐洲地區的貿易與信貸關係，融資的資金需求急迫，歐洲市場又無法提供完全的保障，德國與英國的銀行開始轉向紐約的金融市場，所接受的信貸是以美元為計價單位的票據。另一個吸引人的市場誘因是英鎊對黃金的激烈動盪失去市場信心，反之，美元緊盯黃金又無戰爭波及相對之下自然成為商人們的新選擇(Barry Eichengreen；2011：26-27)。

1913 年美國的 GDP 總量約占全球比重的 36%，工業製造占全球比重 40%，在 1920 年美國聯準會持有世界全部貨幣黃金儲備的 40%(秦義虎：2012)。美國的國際貿易增長使得美元被受重視，1916 年英國政府雖然一度讓英鎊穩住而緊盯美元，然而戰爭結束後英鎊價格急劇下滑，顯然英鎊價值已經被高估。根據 Eichengreen(2011)的說法，在 1920 年代後期，美國所有進出口有一半以上是使用美元計價的銀行承兌匯票融資，在紐約交易所支付的利率也比倫敦少一個百分點，實際上美元在 1925 年已經超越英鎊的國際貨幣地位。

戰後的復原上，美國聯準會調低利率來鼓勵歐洲重建，卻引發市場的投機造成股市泡沫化。1929 年美國大蕭條破壞銀行系統的穩定性，也影響美國的貿易

出口和稅收，1930 年代開始爆發美元的擠兌風波，並且蔓延至全世界。德國在 1931 年 6 月向全世界請求不支付戰爭賠款，世界貨幣競相貶值，英國也隨即放棄金本位制，美國則是在 1933 年放棄金本位制(Eichengreen：2010：33-36)。1920 年代的危機使的第一次世界大戰的復原工作更加遙遠，國際貿易萎縮、貨幣劇烈動盪貶值，國際間進行貿易保護政策，各國之間紛紛提高關稅要刺激國內消費，美元的融資趨勢也降低，雖然如此，緊接而來的第二次世界大戰則又讓美元再次站上了國際貨幣舞台。

二、布雷頓森林體系(Bretton Woods system)與馬歇爾計畫

1939 年第二次世界大戰爆發，戰爭的摧毀相當廣泛。美國史學家 Palmer 的著作中記錄著第二次世界大戰造成 6000 萬人死亡(其中有 2/3 是平民)，城市、工廠和鄉村都遭到巨大的物質損壞，大規模毀面性武器的使用以及種族大屠殺都是揮之不去的慘痛記憶 (R.R. Palmer, Joel Colton, Lloyd Kramer 著，孫福生、陳敦全譯，2008)。戰爭對於經濟的破壞也相當嚴重，在《牛津歐洲史》裡更紀錄戰爭對於當時英國經濟的影響：

不像歐洲其他國家，英國沒有遭到德國的侵略，然而這個島國也遭受了巨大的物質損失。到 1943 年，它 55% 的 GDP 被戰爭吞噬。戰爭時期的資金、人員、物資損失達到戰前財富的 20%。英國不再是全球的金融中心，戰爭結束後很長時間，英國仍然是世界政治和海軍大國。它的日不落帝國沒有受到觸動，但歐洲統治全世界的時代已經結束。英國在戰爭中取得了勝利，但卻變得貧窮(Robin W. Winks 著，任洪生譯；2009：3)。

戰後英國雖然損失慘重，但是在戰爭期間英國還是不忘其維護國際金融秩序的職責。戰火激烈交火之時，英國與美國也正在為重整國際金融秩序而奔波。

(一)懷特(White)計畫與凱因斯(Keynes)計畫

1941年8月《大西洋憲章》以及1942年的《互助協定》⁴的制定影響英美兩國對於國際金融體系的態度分歧以及後來布雷頓森林體系的形成。根據協定英國保證恢復英鎊經常帳戶的可兌換性，並接受非歧視貿易原則來做為交換，美國則允諾擴大條件金融援助，尊重英國對充分就業賦與的優先權(Barry Eichengreen；2008)。而凱恩斯是在1941年開始代表英國進行談判的代表人物，其目的是為英國的財政困境來向美國籌措經費。戰爭使英國經濟飽受摧殘，金融實力也大不如從前，英國官員了解如果他們想要制定戰後的國際貨幣體系，他們已經不能靠經濟力量而是思想的力量。

在此，凱恩斯針對全球央行計畫提出《清算聯盟(Clearing Union)》的構想。在凱恩斯的計畫中，各國的中央銀行各自獨立，並處理一切外匯買賣事務、管理對外金融與貨幣，各國之間的中央銀行必須透過清算聯盟，以此來達成貨幣的自由兌換。其次，凱恩斯拒絕回到金本位制，美國已經儲存近210億美元的黃金，如果以黃金為各國貨幣發行的標準必定會遭到反對。因此，凱恩斯提出班柯(Bancor)來作為新貨幣，清算聯盟給予每個國家以班柯(Bancor)為計價單位的信用額度，各國政府可以利用這些信用額度來購買商品。清算聯盟的資金總額預算高達260億美元，而成員國則依照各國國際貿易總額來作為分配資源的比例標準。為了平衡國際收支平衡，按照聯盟的規定，各國必須繳交所賺取之一定比例額度的班科(Bancor)和外幣給聯盟，外貿順差國與逆差國在國際貨幣穩定上有相同責任(Eichengreen；2010：45-46、張振江；2007：236-237)。作為創始國凱恩斯實際上希望與美國獲得一樣的特殊地位。在英國國內，凱恩斯的計畫得到不少批評，英國政府官員不願看到經濟主權交給國際組織，這使得凱恩斯與英國的立場更顯

⁴ 《互助協定》標示著美國圍繞戰後國際經濟霸權以及對英國經濟外交進入新的階段，他從法律上落實美國戰後的國際經濟原則，特別是針對帝國特惠制的“歧視”一詞納入協議中。此協定是英美外交的分水嶺，英國對於美國的外交從消極開始轉向戰後謀計，這也使兩國在國際經濟政策上出現分歧和矛盾。(張振江;2007:219)

得艱辛。

哈里·戴克斯特·懷特(Harry Dexter White)出生於波士頓的勞工階層，是位機靈與極有才智的財政人才。1941年12月珍珠港事件爆發後，懷特開始代表美國進行國際金融秩序重建的談判。懷特計畫中包括成立兩個組織，一個是國際穩定基金(International Stabilization Fund)，用來穩定各國貨幣的兌換，而各國政府可以向穩定基金借出或存入本國貨幣，美國也將提供基金最大比重的資本額來反映美國的世界經濟中的力量。另一個組織是盟國間銀行(Inter-Allied Bank)用於戰後重建的資金提供以及資助成員國恢復對外貿易，是確保國際穩定基金運作的前提與保障。其他的主張還包括(一)基金組織有權否決一個國家可能造成其他成員國國際收支嚴重失衡的財政政策。(二)成員必須同意在加入組織一年後開始降低關稅的計畫，並且不得妨礙進口與貿易活動。(三)未經過基金的同意，成員國不得任意進行補貼出口商品的動作。有關銀行的主張方面，(一)銀行有權資助旨在增加基本原料供給或確保成員國可以合理獲得原料的國際開發公司。(二)銀行有權分配由戰爭導致的救濟品與物資。(三)加入之成員必須遵守聯合國大憲章(Magna Carta of the United Nations)。(四)銀行可以向政府提供長短期貸款或是在政府擔保之下銀行可以向成員國國內的企業貸款等等。最後，懷特甚至提出一種直接和黃金掛勾的國際記帳單位——尤尼塔(Unita)來作為國際之間的新貨幣，並且把凱恩斯提出的260億美元的國際信用額度預算刪減到50億美元(張振江；2007、Helleiner;1994、Eichengreen；2010)。懷特計畫在美國官員之間又進行多次的討論和修正。在1942年4月正式公布時仍是維持懷特的基本思想即建立一個以美國為主導的國際金融體系。

懷特計畫與凱恩斯計畫雖然使英美雙方爭辯許久，但是也有相似處，也就是在對戰後的復甦態度上，雙方都認為對於資本的流動必須進行干預與控制。雙方最終統一的版本與美國建議的方案較為接近。首先，建立世界性組織機構：世界銀行和國際貨幣基金組織(IMF)，世界銀行宗旨是向成員國提供長期低息的貸款，

主要貸款對象是開發中國家。國際貨幣基金組織總部設在華盛頓，宗旨是在進行國際間金融問題的協商，並促進國際貨幣的合作、保持成員國的就業、維持國際匯兌的穩定，基金總額由原先懷特提出的 50 億美元提高到 85 億美元。基金組織的最高機構是理事會，由成員國指派成員，投票權的大小由其繳納的基金額度決定，也因此美國便在其中佔主導地位(孫健、王東；2009)。

其次，是確立美元與黃金掛鈎的國際儲備地位。根據規定美元以 35 美元兌換一盎司黃金作為黃金基礎價格，而 1 美元的含金量為 0.888671 克黃金。各國政府或央行可以用美元向美國兌換黃金，也就形成美元與黃金的固定匯率制。而美元與黃金掛鈎，各國貨幣與美元掛鈎又形成「雙掛鈎」的制度。第三，只有當國際發生收支不平衡的情況之下才能允許貨幣貶值或升值，貨幣平價的變動也必須經過基金組織的批准。最後，會員國如果出現收支不平衡可以向基金組織申請貸款來進行調節(Eichengreen；2007、孫健、王東；2009、秦義虎；2012)。在此必須說明的是，舊有的金本位制為什麼回不去，根據美國學者 Jeffrey A. Frieden(2009) 的說法，在舊制度中政府不能利用貨幣來刺激經濟，不能利用貨幣貶值來改善工業競爭地位，而一些銀行家也認為恢復金本位制是不可能的，他們寧願接受改制後的美元本位制，美元可以成為其他國家掛鈎的貨幣單位。

1944 年 7 月在美國新罕布夏州(New Hampshire)的布雷頓森林(Bretton Woods)召開由 44 個國家參加的聯合國與聯盟國家國際貨幣金融會議，並通過《聯合國貨幣金融會議最終決議書》以及《國際貨幣基金協定》和《國際復興開發銀行協定》，統稱為《布雷頓森林協定》。依據協定在 1945 年 12 月正式成立貿易組織、世界銀行、國際貨幣基金組織來支撐世界經濟，也被人們稱為《布雷頓森林體系》(孫健、王東；2009、秦義虎；2012)。布雷頓森林體系的制定不僅使美國進入國際金融的高峰也使美元成為全球的關鍵國際貨幣。戰後一個新的國際金融秩序到來，雖然是在眾多限制之下的安排，卻也讓戰後混亂的國際經濟恢復軌道。然而在這樣的秩序之下能夠持久嗎？資本市場在國際間無法得到自由的兌換空間，布

雷頓森林體系因而在日後衍生出許多難題，而市場終將走出一條屬於自己的道路，這種高度監控與管制的制度，只是戰後金融制度恢復上的過渡期。

(二)馬歇爾計畫(Marshall Plan)對美元的影響

二戰結束後美國開始主導世界政治，其中，馬歇爾計畫(Marshall Plan)使美國為主導的西方政治體系和蘇聯為主的共產體系形成兩大分界。美國一方面援助西方國家的復甦工作並且實行政治上的拉攏、控制，另一方面，從經濟上來看，馬歇爾計畫無疑是對第二次世界大戰後的國際貨幣體系(布雷頓森林體系不足之處)進行補充(Eichengreen；2011:48-49)。藉由馬歇爾計畫美元的輸出和使用，對於日後資本市場上美元的兌換依賴無疑是一種補強的作用。

馬歇爾(Marshall)是二次大戰時期的美國將領，他在1947年被任命為國務卿。1947年6月在哈佛大學的一次演講中，馬歇爾對歐洲振興的計畫進行說明，也就是「馬歇爾計畫(Marshall Plan)」。

演講中，馬歇爾提到在未來三、四年中，歐洲對外來食品和其他關鍵性需求遠遠超過它的實際生產能力。它必須得到更多的幫助，否則將面臨經濟、社會和政治的衰落。……我代表美國承諾，一切幫助歐洲復興的政府都將得到美國的支持，任何阻擋其他國家復興的政府都不會得到美國的幫助，並且，任何政府、政黨、組織如果想通過人民的痛苦來獲得政治上或其他方面的收益，都將遭到美國的反對(Robin W. Winks；2009：11-12)。同年西歐各國也紛紛接受馬歇爾計畫的援助，並且在巴黎建立歐洲經濟合作委員會來協調分配資金。1948年4月，美國國會通過《對外援助法案》，馬歇爾計畫也開始正式實施，計畫執行期間(1948-1952年，1951年提前結束，並以《共同安全計畫》取代之)美國對歐洲援助達131.5億美元，贈款高達88%，其餘為貸款(孫健、王東；2009：254)。

馬歇爾計畫之外，在亞洲的日本同樣接受美國的美金援助，其名為「道奇計畫(Dodge Plan)」。

道奇是底特律銀行主席，1948年起擔任美國駐日本特別大使，

為防止日本現金短缺以及隨著冷戰的加劇之政治考量，美國也對日本進行金錢的援助工作(Eichengreen；2011:48-49)。馬歇爾計畫和道奇計畫提供各國美元資金來融資所需要的物品，使貿易出口可以更加舒暢。透過馬歇爾計畫的援助西歐各國利用自己的技術和管理技能加快復原的腳步，並且在 1950 年建立“歐洲支付同盟(European Payments Union)⁵”來促進彼此之間的貿易的順暢度(R.R. Palmer, Joel Colton, Lloyd Kramer；2008：748-749)。隨著貿易的穩定與各國的互相合作，歐洲在 1950 年代也已經開始累積外匯，其中多餘的美元資金存款所形成的美元市場在戰後嚴格控管的金融市場中漸漸形成一股新勢力，其也即將在 1950 年末期的倫敦資本市場中“嶄露光芒”。

第三節 1960 年代美元面臨的難題

與其說是 1960 年代美國招受的難題，倒不如說是美元黃金本位制的結構性難題的爆發要來的貼切。世界對於美元的需求到了 1950 年代末期以經不再短缺，然而這似乎對布雷頓森林體系的安排帶來警訊。在布雷頓森林體系的安排之下美元如同黃金一樣可靠，而外國持有的美元存量一旦超過美元的黃金準備，就會造成整個體系的信用威脅。1960 年外國持有美國貨幣負債超過美國黃金準備，同年便發生市場投機事件(Eichengreen；2011:50)。結構性的問題在於美國所準備的兩種資產，兩個同樣都有固定價格，美元是有供應的彈性，反之，黃金卻沒有供應的空間。

比利時經濟學家 Triffin(1947)就曾經向聯準會提出警告。Triffin(1961)在《Gold

⁵歐洲支付同盟(European Payments Union, EPU)成立於 1950 年 9 月 19 日，其宗旨是通過建立歐洲內部多邊支付機制以恢復歐洲國家之間的貿易，成員國來自貿易的收入和支付由國際清算銀行掌管，各國在同盟之間有債權和債務地位，差額用美元或黃金清算，美元由此正式成為同等黃金的歐洲國家之間的清算貨幣(秦義虎；2012：176)。

and the dollar crisis 》⁶中也針對美元與黃金的貨幣流量和供給提出看法，他指出美國如果不提供美元將會影響貿易的成長，而如果提供無限量的美元又將使美元兌黃金的信心減弱，無法繼續維持每盎司 35 美元的價格，不管如何美元黃金本位制的結構注定失敗。隨著西歐各國經濟的復甦，各國的經濟發展不平衡，美元的穩定與價格保持開始動搖，布雷頓森林體系的架構開始受到挑戰，很快的第一次美元的信心危機就在 1960 年代席捲國際金融市場。

一、黃金的外流與美元危機

從 1957 年開始黃金不斷從美國流出，艾森豪威政府也開始企圖阻止這樣的局面。此時期的國際收支開始出現變化，西方國家經濟普遍恢復，而美國的經濟則由於海外軍事支出與資本輸出的增加經濟成長緩慢，美國終究無法一直保持貿易的盈餘而出現赤字。1958 年美國損失 34 億美元的黃金和流動性美元資產，西歐則是獲得 37 億美元(Francis J. Gavin；2011：41)。1960 年，美國的國際收支逆差累計達 215.83 億美元，黃金儲備減少 27.5%，降至 178.04 億美元(孫健、王東；2009：259)。另一方面，1958 年主要的西歐國家開始對資本進行放鬆管制，允許各自流通的貨幣兌換美元，貿易和資金流動增加也助長國際貿易的收支失衡，失衡的原因則歸咎於固定匯率體制所帶來的現象(Francis J. Gavin；2011：31)。貨幣流動性的問題在 1960 年 10 月使第一次美元危機爆發，一盎司 35 美元的匯率價格再也維持不住而飆升到一盎司 41.5 美元的價格(孫健、王東；2009：259)。美元也從二次戰後的美元荒變成一種災難。

美國為了解決問題在 1961 年想出一個對策，就是黃金總庫(Gold Pool)⁷。此制

⁶ Triffin 在書中也對此問題進行建議，除了讓國際貨幣基金建立類似凱恩斯的班柯(Bancor)的國際貨幣單位之外，還有透過基金組織技術的操作和貿易組織的管制(Triffin；1961：102-120)。

⁷ 美國招集英國、法國、德國、義大利、荷蘭、比利時和瑞士七國，組成「黃金總庫」，簽署貨

度也並非完善，雖然其他國家願意持有美元並償還美國部份的損失，這個系統卻也使其他國家處於不利的地位(Eichengreen；2011:51-52)。美國雖然為了保衛美元進行許多的措施，以及尋求其他國家的經濟合作仍舊無法抵擋美元在市場上的貶值趨勢。1963年3月美元危機又再度爆發，一盎司黃金價格來到70美元(孫健、王東，2009：260)。之後，美元又陸續出現多次的危機與黃金擠兌潮，1971年8月15日美國總統尼克森實施「新經濟政策(New Economic Policy)」，宣布停止美元與黃金的兌換，也形同終結布雷頓森林體系(Eichengreen, 2011:76; Francis J. Gavin, 2011：248-249；孫健、王東，2009：260)。布雷頓森林體系的瓦解並沒有造成世界經濟的嚴重影響，各國貨幣也沒有因此而崩潰，反之，浮動匯率制度在貨幣市場上的調節進行得相當成功。在這樣的經濟歷史發展中美國史學家 Palmer 是這樣的形容：

戰後貨幣體系的解體並沒有嚴重影響世界經濟。各國貨幣並沒有因為失去與美元的可兌換性而崩潰。全世界都學會了主要依靠國際協商和迅速交流訊息而實現貨幣穩定，但是各國政府也發現，在跨越國界的全球體系面前，他們的貨幣和經濟政策是脆弱的(R. R. Palmer；2008：764)。

美元的信心危機雖然在往後的日子中依舊發生，但是美元的危機並沒有影響美元的貨幣使用，各國持有的美元依然不少。大量美元滯留於美國境外的原因不是因為美元與黃金的兌換瓦解，但是充足的美元供給卻是資本累積的條件之一。歐洲美元市場的開展正是為了迴避布雷頓森林體系的嚴格限制之下產生，市場無法在監控與管制之中得到發揮只能尋求新的場域，此時充裕的美元貨幣正好成為新的貨幣媒介來提供市場來運作。

幣互換協定，並建立14國的「互會貸款協定」，借款額將近200億美元(秦義虎；2012)。

二、發現境外美元市場

事實上，美元的外流因素不只是因為與黃金掛鉤的難題，以及美國國際貿易收支的赤字，更重要的關鍵還有美國銀行政策上的制度。1930年代美國「新政(New Deal)」底下的金融管制法案「Q法案(Regulation Q)」是對銀行提供的定期存款訂定利率上限，定存利息成本維持在很低的水準(Palan, Murphy, Chavagneux, 2010: 131-132)。此外，甘迺迪(Kennedy)政府在1963年徵收的「利益平衡稅(Interest Equalization Tax)」，其目的是為了防止美元外流而設計，而稅目是對投資外國債券所獲得的債息所得課徵15%的稅賦，但是政策實施的結果卻反而造成美國企業為了迴避稅賦而把資本流在海外的情形(Palan, Murphy, Chavagneux, 2010: 134-135; Gary Burn, 2006)。上述的兩項美國金融管制政策，使得美元在美國境內的活動受到約束，更助長境外美元市場的形成。

美國政策對於美元的限制，讓美國的銀行很快發現境外美元的市場。美國的銀行在1950年代末期便發現倫敦的歐洲美元市場利率與環境是尋求營運融資的好管道，倫敦未管制的境外市場可以讓美國銀行在倫敦的分行迴避美國的金融管制(Palan, Murphy, Chavagneux, 2010: 134-135)。銀行與投資者雖然很快發現歐洲美元市場的利用價值，然而市場發展初期美國政府官員卻對這個市場摸不著頭緒。1960年開始美國官員才注意到境外美元市場的出現，特別是在1962年紐約聯邦儲備銀行發現大量美元被轉移到加拿大銀行，即使知道境外美元市場的特色，美國官員對於市場的操作和執行的意義卻了解不多(Gary Burn, 2006)。

歐洲美元市場促進歐洲長期資本市場的發展以及推動歐洲債券市場。境外美元市場的發展讓美元尋求了新的發展空間，美國雖然無法控制境外美元的使用，卻可以管控美元的發行。歐洲美元市場的蓬勃發展對美國而言無疑是天上掉下的禮物一般，雖然制度發展的開始美國聲稱沒有故意要發展境外美元市場(Gary Burn, 2006: 169)。對於美國市場而言歐洲美元市場不僅為國際交易提供資金，

也為美國企業與國內交易融資，也轉移美元的貨幣、市場風險(Paul Einzig, 1964)。美國最終在 1960 年代發現境外美元市場的存在，在日後便嚐到此市場所帶來的好處，更為美國資金流動的問題得到紓解。

第四節 小結

在金融制度發展上，美元從一個地區貨幣一直到第一次世界大戰成為國際支付貨幣為止，我們可以看到國家扮演了一些關鍵政策制定的角色，另一方面，市場的供給與需求力量、市場上投資者的選擇、以及國際貿易的環境都是美元成為國際主要交易貨幣的原因。在布雷頓森林體系的形成到結束，我們更能夠理解真正的國際金融體系需要的不是管制與控管，而是一個自由以及附有彈性的貨幣空間。正當貨幣經濟學者們關注美元貨幣霸權形成的時候，我們應該更關心的是在此結構中的制度形成，新的國際金融制度的誕生之動力。歷史的經過使得美元供給得到國際資本市場的認可與廣泛使用，更在市場供給與需求面都到位的情況下使歐洲美元市場孕育而生，而境外美元的市場則是制度形成的核心要素。

歐洲美元市場在 1957 年建立於倫敦金融城，此平台提供大量的資金給市場需求者使用，初期發展雖然未得到關注然而此市場很快的便得到發展。美國官員關注境外美元市場是在 1960 年代，這與境外美元市場發展的時間差異的落差也呼應學者 Gary Burn(2006)所指出美國官員對於歐洲美元市場初期的發展沒有故意主導該市場的發展，如果不是美國政府之意，那會是英國政府的決定嗎？還是市場本身的結構力量使歐洲美元市場成為可能。緊接著在下一章節，我們將要討論英國金融環境，藉此來探究歐洲美元市場作為一個國際金融制度其形成的構成條件因素。

第三章

歐洲美元市場的形成——英國如何可能

英國倫敦成為歐洲美元市場設立的地點，其原因有許多包括英語的便利性、專業的金融技術以及人才的匯集、創新的機制、金融機制的長期歷史以及倫敦在資本市場上被視為多年來的貨幣市場、貼現市場以及外匯市場等等的因素(Palan, Murphy, Chavagneux, 2010; Cassis, 2006; Burn, 2006; Versluysen, 1981, 陳介玄, 2011)。然而，無論英國倫敦成為境外美元中心的最終因素是什麼，我們應該追溯英國倫敦的金融史變化過程，在歷史的考察當中找出金融城如何在 20 世紀中仍然扮演著國際資本中心的角色。究竟倫敦金融城的魅力何在？它可以在這幾世紀裡主宰人類的金融文明，即使大英帝國的影響力在二次世界大戰後已經不再，他卻還是扮演國際金融制度與國際資本市場的關鍵地位。

伯蘭尼(Polanyi)在《鉅變——當代政治、經濟的起源》一書裡談論到 19 世紀是英國的世紀，市場制度、市場經濟、自由貿易與金本位制都是英國發明的，要了解德國法西斯主義，就要回到李嘉圖的英國，並且要從工業革命開始討論起(Polanyi, 1989: 95)。在另一方面，史學家布勞岱爾(Braudel)指出 1688 年到 1756 年是英國的金融革命時期，最早可以追溯到 1600 年開始，直到 1756 年才結束，這個過程發展緩慢並且促成公共信貸的改造，這也使得資本不受國家限制而自由流動，英國人也深深相信公債制度的確立保證英國的強盛(Braudel, 2006: 656-661)。順著上述的脈絡，在本章的討論裡將要從英國 17 世紀的金融革命開始，探究英國奠基其金融基礎的過程。透過英國金融歷史的探討過程尋找倫敦城在 1957 年歐洲美元市場創立的條件，以及屬於倫敦金融城特有的金融文化。

第一節 奠定當代金融制度——英國的金融革命與 19 世紀英國金融

英國的金融革命發展很緩慢、歷經一世紀，它促成英國對公共信貸的制度成形，並且建立政府融資的現代體系以及設立英格蘭銀行(Cassis, 2006: 16)。布勞岱爾(Braudel)認為英國金融革命的成功是因為它經過長時間的醞釀，又遇上適當的環境和持續成長的經濟才得以成功(Braudel, 2006: 656-657)。金融上的改變與英國光榮革命關係密不可分，在政治上光榮革命是開啟英國現代化之路的基礎，同樣的在金融制度上現代化的建立也在此時期，由國家支撐金融活動，在法律上給予其合法性，英國究竟是如何辦到？英國信貸系統的有效建立是透過金融機構的運作與國家對信貸系統的支持。在布勞岱爾(Braudel)的討論裡國家擺脫金融經紀人的束縛悄悄地完成革新的工作，最初的措施是在 1671 年和 1683 年分別把關稅與效法荷蘭而開徵的消費稅收歸國有，再者則是 1714 年設置財政署負責監督並向國庫輸入收入，以及英格蘭銀行的國有化和國會對於財政的決策權限之建立，都是此段時期英國金融制度的轉變(Braudel, 2006: 656-657)。英國公債制度的建立也是現代金融制度不可或缺的關鍵性發展，布勞岱爾(Braudel)是這麼形容的：

奇蹟不是憑空出現的。必須在開展的大論戰中駁倒反對大規模發行公債的種種論據。建立長期公債制的基礎是國家的「信用」和公眾的信任；公債的存在全靠國會開闢用於定期支付利息的新財源。……人們今天可能認為統一公債是穩定英國經濟的基礎，但當時的人卻以健全經濟秩序的名義拼命攻擊新的公債制度，這是十分自然的。其實，推行統一公債是在當時環境下實用主義的產物。

正是大商人、金銀器商人以及專門從事公債推銷的銀行家，總之，正是掌握國家經濟命脈的倫敦商業界，保證了借貸政策的成功(Braudel, 2006: 659)。

金融革命長達約一世紀的轉變過程，而這段歷史卻往往被世人所忽略，當代金融制度的確立以及倫敦作為一個歷史發展之下的資本市場、貼現市場，歷史的發展經過究竟為何？這是本節所要釐清以及關懷之核心所在。

一、 制度產生的過程——政治與法律的基礎

(一)17 世紀政治的界定與啟蒙

1620 年代的英國政治處於詹姆士一世與其兒子查理一世在位階段，國王詹姆士一世以「君權神授」的政治態度而聞名，其認為國王的權力受之餘上帝，不受世人法律的約束。當時的議會分為上下兩院，上議院由貴族組成並擁有否決權，而下議院掌握財政權，是由中產階級和新貴族所組成，他們為自身利益而團結一致對抗封建專制的王朝，也因此國王與議會處於長期的緊張狀態(陳曉律、王蘇琦，2002：154-155)。在歷經多年的政治紛擾與鬥爭的期間，政治思想家洛克(John Locke)的「天賦人權」思想開始在英國啟蒙。

國王不受一般法律的限制，國王可以解散國會且只需向上帝交代，無需對人民負責，導致皇室的權力腐化。典型的例子發生在查理二世身上，他從關稅和貨物稅的所得以及由殖民地經倫敦港而注入的金錢來充實自己的金庫，查理二世讓自己不以靠國會來統治國家。也因此，關於君權的權限在英國受到極大的爭論，輝格黨認為政治權力不是從神而來，而是人民同意並且由國王、貴族和平民協調而成；保守派則認為國王的權力是上天賦予的，並且由英國國教會來執行(Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：235)。思想家洛克(John Locke)在 1689 年開始撰寫其《政府論》，洛克(John Locke)認為人是生而平等的，擁有物和繼承權並不存在，當人口變多時土地的需要增加，金錢累積並且衍生出商業社會，因為商業的興起，才需要由大家同意的政府統治，以保護人民的生命、財產和自由(Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：239)。洛克(John Locke)的「天賦人權」思想主張政府權力是人民給予的，國王必須遵守契約，一但違反法規，人民有權力對暴君進行審判。

政治上的思想發展對於當代民主制度的建立有極大的影響，以至於後來在 1688 年間的光榮革命把英國「天賦人權」和「法律高於國王」的思想發揮的淋漓盡致(陳曉律、王蘇琦，2002：177)。來自荷蘭的威廉三世與瑪麗二世在 1689

年登上英國王位，並且由法律賦予國王統治的基礎。議院則頒布《權利法案》聲明國王無權廢除法律，國王不得干涉國會言論自由等條例，也正是確立了英國君主立憲制的體制(陳曉律、王蘇琦，2002：154-155)。政治上的動盪告一段落之後，威廉三世即開始陷入對外征戰的窘境，然而，正因為戰爭的拖延、財政的困境使得後來英國國債和信貸機制在此段歷史中被創造出來，豎立英國金融制度的領先地位。

(二)政府公債制度的形成

威廉三世在 1689 年五月對法國宣戰，並且帶領歐陸基督新教同盟對抗法國路易十四的專制與野心。威廉三世對外宣戰的外交策略使他更加依賴國會，國會必須支付其戰爭的費用，到了 1693 年政府的國庫開始吃緊，原本以為戰爭只是短暫的事卻持續多年，戰爭阻礙金融資金流入市場，可用的資金相當有限，借貸風潮與利率問題變得更加棘手。1690 年代私人銀行發行的貸款和相關業務逐漸普遍起來，1680 年代柴爾德(Francis Childs)在艦隊街(Fleet Street)開設銀行；1692 年康貝爾(Scot John Campbell)則是在河濱大街(Strand)開始展開貸款、收押金與發行銀行紙幣，也就是後來著名的庫斯銀行(Coutts Bank) (Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：307)。私人銀行業務的發展由於尋求資本的私人利益為考量，這也迫使英國政府尋求建立國家管理的銀行來管理國債。

金融家派特森(William Paterson)在 1694 年再次與同伴建議國會設立一個管理債務的國家銀行¹，並且到國會的支持在同年設立英格蘭銀行(Bank of England)來管理與承銷國家公債的業務(Carruthers, 1999: 76-77; Carl Wennerlind, 2011: 110-111; Cassis, 2006: 16)。倫敦史學家 Hollis 這們記載當時的情況：

國會抓住眼前的機會，立即籌到一百二十萬磅，利息僅百分之八。至少每個人受到愛國心的鼓舞，都很樂意借錢給政府，而這債務則由銀行來管理，它是

¹ 1691 年派特森(William Paterson)曾建議國會設立荷蘭式貸款銀行，但由於是屬於投機事業的銀行，因此遭到否決(Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：308)。

「永久利息」成立的，未得國會同意不得借款給國王，或用在商業貨品上，嚴格管控監督以銀行紙鈔做法定貨幣的交易制度。銀行於 1694 年 6 月 21 日開張，十天之內，國庫便滿了(Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：308-309)。

政府以借貸的形式發行法定貨幣的制度，背後是國會給予的信用支持，也使得英國的信貸機制成為歐洲最領先的循環信用貨幣(circulating credit currency)，正因為新的借貸模式與貨幣形式的出現建立英國金融革命(Financial Revolution)的根基(Carl Wennerlind，2011：109)。另一方面，英格蘭銀行作為資本家和商人組建的政府銀行，其主要業務雖然是向政府提供貸款並負責政府債券的發行，但是該行在 18 世紀的職責仍是為持股人獲利而營運(孫健、王東，2009：177)。而英國政府有了公債制度國家的借款機會增加，在 1697 年的公債為 1450 萬英鎊，1763 年成長到 1.32 億英鎊，而在美國獨立戰爭期間的 1781 年更是到達 1.88 億英鎊的增長(Cassis，2006：16)。英國公債制度的成功促進國家債券的市場，這也使得政府債券在 18 世紀成為證券市場的主導，而倫敦金融城在 19 世紀則又進一步成為外國債券的發展中心。

金銀不再成為流通的貨幣因此可以運往海外提供威廉對外戰爭的開支，這樣的運作模式很快的發生問題而導致現金危機。1690 年代中期白銀被大量運往海外提供戰爭的開支，國內的交易反而無法供應足夠金白銀來支付進口貨物。自 1689 年到 1695 年之間英國已經運送九十三萬八千磅的金銀到歐洲大陸，造成英國國內金銀價格飆漲，1696 年 5 月 6 日銀行便爆發貨幣擠兌危機(Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：309)。

1695 年和 1696 年之間由於英國金屬貨幣的缺乏使大家想盡各種方法想儲存金屬貨幣，甚至磨損鑄造的貨幣來取得金屬，對於這種違法行為英國政府也無能為力。許多討論也在這時期衍生來，大家開始質疑金錢的本質是什麼？洛克(John Locke)當時被任命為經濟部委員之一，負責監督殖民地政策和交易活動，他認為

貨幣有其「固有價值」，它的交易價值由所含的銀量決定，錢幣的價值在金屬的價值本身，當白銀存量變少價格便會提高；反之資本家巴蓬(Nicholas Barbon)則認為錢幣的價值不是金屬成分來決定，而是由法律來決定它的價值，任何東西只要政府將之合法化都可以成為錢 (Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：310)。英國國會最後採納洛克的想法並且開始全面重鑄貨幣，確立金屬與貨幣之間的連結本質。英國對外戰爭問題所引發的一連串問題，例如利率的調解、金錢的本質以及國家作為信貸的保證等轉變(Leo Hollis 著，宋美瑩譯，2011：311)，也成為當代金融最初的制度萌芽基礎。

(三)南海泡沫的考驗

英國金融革命(Financial Revolution)的最後階段的重要事件就屬「南海泡沫」。南海泡沫事件是對英國金融的投機行為的打擊以及對金融市場的考驗。南海公司(South Sea Company)是在 1711 年由羅伯特·哈利(Robert Harley)經國會同意所創辦，該公司以開發南美洲和南太平洋的殖民地為中心，然而，實際上該公司的創立則是和英國公債發展息息相關。1720 年南海公司提出除了英格蘭銀行和東印度公司的國債以外的英國國債由該公司承包銷售的計畫，債額高達 30981712 鎊，並從 1729 年開始政府支付利息 5%，之後調整為 4%，南海公司支付政府 300 萬鎊，之後又提高到 750 萬鎊(Carl Wennerlind，2011：234)。消息傳開各地便掀起南海股票的熱潮，投機的狂熱瞬間爆發開來，南海公司的股價不斷攀升，一些冒名的假公司也在投機之中騙取資金，許多投資人受害，假公司的惡行也開始使南海公司的股價下跌。憤怒的民眾開始尋求懲治這些不法投資者，國王於是委託羅伯特·沃爾波爾(Robert Walpole)整頓南海公司的股票，並將南海公司認購的最後一筆公債分給英格蘭銀行和財政部，使南海公司免於破產的危機(陳曉律、王蘇琦，2002：197-199；孫健、王東，2009：172-175)。南海泡沫使得英國金融受到震盪，也挑戰了信用與國家公債的體制穩定，歷史證明英國最終保住國家的信貸體制也

讓國家財政趨於穩健。

金融革命帶動資本市場的發展，其交易不單單是政府債券還包括大型的股份公司股票(例如：英格蘭銀行和東印度公司)，交易商人原本是在證券交易廳裡，後來在 1698 年搬到兌換街(Exchange Alley)，許多咖啡館也紛紛成為交易的場所，直到 1773 年才改名為「倫敦證券交易所」²(Cassis，2006：16-17)。在整個金融革命的漫長歲月中，英國的金融制度在國會的法制依據之下而確立了許多法規，金融投資行為衍生出的南海泡沫事件也給英國金融界一個震撼教育，危機不但沒有使金融制度瓦解反而讓英國對於金融的行為有進一步的認識。當國家公債制度與英格蘭銀行確立之後，英國的金融革命給予英國一個現代金融市場的基礎輪廓，這些根基也在日後幾世紀慢慢開始引發金融市場的制度改變與創新。在下一部分的討論裡我們將會看到整個英國在 19 世紀中金融產業的變化與制度的生成。

二、 金融革命後的轉變——19 世紀的英國金融

(一)倫敦國際金融中心

18 世紀中開始英國的金融業務已經漸入佳境也相當活躍，主要的銀行與金融業務和貿易的聯繫也相當緊密。倫敦的海運保險業早在 1688 年到 1689 年間已經存在，也就是勞合社海上俱樂部的起源，保險業在羅伯特·沃爾波爾(Robert Walpole)政府時期與 18 世紀中期過後得到很好的發展(Cassis，2006：17-18)。在銀行業務發展上，根據 Cassis(2006)的研究從 17 世紀已開始活動並由金匠們扮演的銀行家在 18 世紀後半年銀行數目快速增加，1750 年時還不足 30 家，1770 年成長為 50 家，1800 年則增長到 70 多家。這些私有銀行的業務主要為收集抵押品、

²倫敦證券交易所在 1802 年獲得英國政府批准(孫健、王東，2009：170)。

授權債券、貼現交易票據和發行可替代第一銀行券的收據。其次是倫敦西城的銀行，這些銀行的業務主要是為商人發行的交易票據貼現，並且為證券經紀人提供短期融資，18 世紀末開始這些銀行也扮演地方銀行在倫敦的代理人角色，並且負責銀行本身投資和交易的活動，其銀行數量從 1750 年的 10 多家發展到 1810 年至少 650 家。最後一種業務則是票據經紀人，其從事交易票據的經紀業務，為銀行貼現票據並從中賺取佣金，這些票據經紀人把農業地區的多餘資金轉調到急需資金的工業地區，這樣的模式也支撐了日後倫敦巨大的貼現票據市場(Cassis, 2006: 18-19)。

倫敦金融城在 19 世紀更顯得其國際金融中心的重要性，1818 年普魯士的第一筆債券發行是委託羅斯才爾德(Rothschilds)家族成員 Nathan Mayer 在其英國的銀行所發行與操作，普魯士的債券發行是以英鎊作為單位計價，利息也是在倫敦結算，該債券同時也在法蘭克福、柏林、漢堡、阿姆斯特丹和維也納發行，也是政府債券進入國際市場的新階段(Cassis, 2006: 22-23)。羅斯才爾德家族引進英國的債券創新模式很快的得到效應，1822 年到 1825 年，在倫敦金融中心發行的外國債券至少有 20 種，總數高達 4000 千萬英鎊。倫敦的國際金融業務在 19 世紀初便得到國際市場的支持，其開放的市場氛圍成功成為國際資本與國際債券發行的心臟，此階段的重要機制便是國外債券於 1823 年被允許在倫敦證券交易所掛牌買賣(Cassis, 2006: 23-24)，關於這個制度的建立並不是如此的順利，資本家的積極態度是讓制度被建立起來的重要因素，Cassis(2006)這麼形容當時的情況以及對此制度的建立和英格蘭銀行的角色進行說明：

這項制度遭到強烈反對，他是在很多委員會成員威脅之下才成功通過。英格蘭銀行開始扮演最後貸款人的角色，並且為貼現商的票據進行再貼現；而在危機發生時，它必須幫助捲入國內外事務的英國和外國機構(Cassis, 2006: 24)。

(二)英國金融體制內的改變

倫敦國際金融中心在 19 世紀初國際債券與資本市場蓬勃發展之後，1826 年倫敦本土的銀行體系也發生改變。為了進一步調整英格蘭某些銀行家的合夥關係，1826 年法律允許聯合控股銀行的成立，但是卻規定銀行必須設立在倫敦城外 65 英里之外營運，1833 年該項限制取消，改換成在倫敦設立的銀行不能發行銀行券或轉讓此項權利，到了 1844 年倫敦的聯合控股銀行高達 100 家(Cassis, 2006 : 43 ; Clapham, 2009a : 375)。聯合控股銀行的設立提高使用資本的額度，其發揮的效應在 20 世紀才開始獲得重要影響力³。而另一種聯合控股銀行則是海外銀行，主要活動區域在英國屬地或非英國地區，1860 年代英國總共有 15 家海外銀行，132 個分支機構，到了 1890 年則成長到 33 家，並擁有 739 個分支機構(Cassis, 2006 : 44)。

此外，1826 年英國政府希望英格蘭銀行的紙幣能廣泛流通於是設置條例(喬治四世，第七年，的 46 章)特許英格蘭銀行設立分支機構，這些分支機構不僅可以發行紙幣，還能按照低於地方貼現率的利率承辦票據貼現，英格蘭銀行的分支機構嚴重威脅到英國部分地方銀行的生存，反之，在倫敦城裡的銀行則非常滿意英格蘭銀行發行的紙幣，以及必要時為他們貼現、供給紙幣和黃金的便利服務系統(Clapham, 2009a : 376-381)。在這之後的十多年間，市場上出現一個現象即拿匯票或支票向地方銀行兌現，銀行則會問：「究竟要鑄幣、英格蘭銀行紙幣還是地方紙幣」，因為地方銀行在 1826 年到 1836 年間過度發行銀行券導致貨幣混亂的危機局面(Clapham, 2009b : 702)。

面對這樣的危機政府在 1844 年頒布《銀行法》，也就是紙幣發行的條例，此條例使英格蘭銀行發行的紙幣和黃金聯繫在一起，英格蘭銀行依據條例分為發行業和銀行業兩個部分，銀行業為商業銀行的主要業務為主，而發行業則是發行紙

³ 聯合控股銀行在 1860 年代開始收購部分私有銀行，其業務網絡不限於倫敦城內，可以自各地方將資金聚集到倫敦，而部分制度則是仿效蘇格蘭建立的銀行體系(Cassis, 2006 : 44)。

幣(Clapham, 2009b: 705-706; Cassis, 2006: 45)。自《銀行法》實施後英格蘭銀行無疑成為市場的組織者、監管者，也形同英國的中央銀行一般擁有國家賦與的權力。根據 Cassis 的說法指出英格蘭銀行直到 1914 年為止都一直扮演商業銀行和中央銀行的衝突角色(Cassis, 2006: 101)。該行一直到 1946 年才透過法案收歸國有正式成為國家部門，然而值得注意的是依照歷史上的發展來看英格蘭銀行作為以私人股東利益為優先考量以及商業銀行業務為主的銀行，在國家利益與市場利益之間的衝突與態度在日後歐洲美元市場的發展上扮演關鍵的角色，這也是 Gary Burn(2006)提出歐洲美元市場在倫敦發展與創立的特殊之處。

(三)世界的倫敦金融城

自 19 世紀初開始倫敦的金融運作更多的來源是國際金融的需求而不是英國國內(Cassis, 2006: 84)。因應國際資金的需求業務在倫敦的銀行出現兩種類型的銀行，一種是大型儲蓄銀行或稱為清算銀行，另一種則是從事國際信貸業務的銀行機構——商業銀行。在 Cassis(2006)的研究裡他認為正是這些銀行具有專業化、完整性和統一性的運作系統才得以讓倫敦維持增長，清算銀行為回購機構提供現金，這些現金又被用來回購商業銀行手中的匯票，匯票的收款人則可以通過向儲蓄銀行貼現來獲得流動資金(Cassis, 2006: 84-85)。商業銀行的發展在此時期尤為重要它也是日後國際金融業務上的關鍵角色。因為商業銀行的業務還包括從事向外國公司和政府發放貸款的業務，並且為國際貿易提供融資，1870 年到 1914 年商業銀行對外貸款業務佔倫敦對外貸款市場的 37%，而匯票承兌的業務也是商業銀行的主要業務之一，第一次世界大戰前夕商業銀行的交易量佔整個承兌市場的 70%(Cassis, 2006: 85-86)。

整個 19 世紀英國的銀行界和相關金融機構的發展已經相當成熟，20 世紀初聯合控股銀行開始合併一些規模較小的銀行，使整個英國銀行體系更加專業化，

大型銀行的出現也改變倫敦銀行的體質與運作模式。海外銀行在全球的網絡布局也成長不少，海外銀行數目在 1890 年到 1913 年大約 30 家，海外的分支機構從則從 739 家增至 1387 家，其中的前 10 大銀行存款從 1873 到 1913 年增長 10 倍 (Cassis, 2006: 93-94)。倫敦的金融市場的活躍也成功吸引其他國家的大型銀行進駐，1870 年里昂信貸(Crédit Lyonnais)銀行就在倫敦設立分支機構，1873 年德意志銀行(Deutsche Bank)也來到倫敦，1913 年在倫敦設立分行機構的大型國外銀行達到 30 家，分屬於 12 個不同國家，《銀行家》雜誌(Bankers' Magazine)在 1905 年寫道：

“In all probability, no other city in the world has such a cosmopolitan collection of banking institutions, and this fact in itself is a tribute to the standing of London in international business.” (很可能，在這世界沒有其他城市像倫敦一樣聚集銀行機構，這也有利於確立倫敦的國際商業的地位) (Cassis, 2006: 93-95)

事實上，1913 年倫敦共有 226 家銀行和準銀行機構營業，包括商人銀行(merchant banks)、貼現行(discount houses)以及主要的英國聯合控股(joint-stock)銀行和歐洲其他大型銀行的分支機構(Cassis Youssef、Eric Bussiere, 2005: 17)。倫敦金融城在 19 世紀累積的金融實力與基礎在 20 世紀是否也能持續成為全球資本的中心？經過二次世界大戰，國際的貿易開始受到管制與監控，在布雷頓森林體系之下，19 世紀英國資本市場的自由流動與融資活動在戰後美國的介入世界經濟之下沉寂許久，英鎊的優勢在 20 世紀已經不如以往，其大英帝國的實力也削弱許多，然而令人訝異的是倫敦金融城卻沒有隨著帝國沒落而退出資本市場的舞台，這樣的契機不只來自於美國與蘇聯的冷戰，也來自於英國倫敦本身的歷史條件因素而使然，在下一節的討論中將探討倫敦在 20 世紀中的新契機，也就是歐洲美元市場在倫敦創立的歷史脈絡。

第二節 歐洲美元市場的誕生——倫敦金融城的再次創新

一、歐洲美元市場的起源

關於歐洲美元市場的誕生經濟學者林燮寰在 1995 年出版《國際金融體系》一書，在書中作者指出歐洲貨幣市場的定義：在某種貨幣的發行國之外進行該國貨幣的借貸活動，即是歐洲貨幣市場。由於市場起於集中於歐洲而且主要以美元資金借貸故又稱為「境外貨幣市場(external currency market)」或「歐洲美元市場(Euro-dollar market)」(林燮寰，1995：328)。而其發展最初是由於在 1950 年代初期，蘇聯鑒於美國凍結中國存放在美國的全部資產事件，便將手中持有的美元轉存至蘇聯設在倫敦的莫斯科那羅尼銀行(Moscow Narodny Bank)和巴黎的度諾德商業銀行(Banque Commercial Pour l'Europe du Nord)的帳戶上，在 1957 年莫斯科那羅尼銀行透過倫敦一家民間銀行對外帶出一筆 80 萬美元的貸款，整個交易行為完全沒有經過美國，是在美國金融系統之外(林燮寰，1995：329)。

上述的說法並未把歐洲美元市場「境外(offshore)」的特性說明完全，在 Palan、Murphy(2010)的研究當中指出歐洲美元市場(Euromarket)的起源有幾種說法。首先，根據經濟學者 McClam(1974)、Oppenheimer(1985)和 Schenk(1998)的認為歐洲美元市場是指 1950 年代開始以美元為交易計價單位的一個批發金融市場、銀行同業拆借市場。之後此市場變成代表任何以非當地的強勢貨幣為交易計價單位的資本市場。另一種說法是蘇伊士運河危機導致英鎊投機危機之下，英國政府禁止把英鎊貸給外國客戶，此舉對於從事國際放款業務的倫敦商業銀行帶來的改變，銀行開始在國際業務中使用美元來交易。英格蘭銀行對於這種國際交易行為不加以干預，而且交易活動被視為不是在英國境內進行的交易活動。但是事實上這些交易還是在倫敦進行，其他國家的監管單位也無法管制，這樣的交易活動是發生在新的不受監管的空間，這個空間被稱為「歐洲美元市場(Euromarket)」或「境外金融市場(offshore financial market)」(Palan、Murphy，2010：131-132；Burn，2005)。

有別於上述學者們的說法，學者 Cassis(2006)和 Stefan(1980)對於歐洲美元市場的解釋則是把它視為 1950 年代末到 1960 年代初發展的特別市場，在這個歐洲市場(Euromarkets)上最先出現的是歐洲美元(Eurodollars)市場，再者是歐洲債券市場(Eurobonds)，最後則是歐洲信貸(Eurocredits)市場。當國際資本市場被各個國家制度給束縛時，歐洲貨幣市場(Euromarkets)提供新的資金流動方式來重新安排國際的資本需求(Cassis, 2006: 219)。根據 Cassis(2006)對歐洲美元市場起源的討論，他認為要追溯到 1950 年代，並且有許多原因促成這個市場，首先是大量的境外美元存款的不斷上升，特別是在倫敦的金融市場上。其次，冷戰的原因使蘇聯和東歐國家更加願意把美元存放在歐洲，以避免資金被凍結的情況發生⁴。第三，美國的投資，包括美國跨國企業在海外的投資、美國對其他國家的援助和海外駐軍，以及美國不斷上升的赤字。第四，Q 法案(Regulation Q)的自然結果，Q 法案限制美國銀行為存款支付的利率，英國的銀行能夠支付更高的利息，因此吸引許多資金進入倫敦(Cassis, 2006: 220)。

另外，1963 年美國甘迺迪(Kennedy)政府開徵的「利益平衡稅(Interest Equalization Tax)」對於歐洲美元市場的成長也提供推力⁵(Cassis, 2006: 222; Stefan, 1980: 32-36; Palan、Murphy, 2010: 132-133; Gary Burn, 2006: 166-169)。「利益平衡稅(Interest Equalization Tax)」是對投資外國債券所獲得的債息所得課徵 15% 的稅賦，企圖降低美國投資者對外國債券的吸引力，減少資本從美國外流，結果卻造成美國投資者把資金留在海外迴避稅賦，更助長歐洲美元市場的成長(Palan、Murphy, 2010: 134-135)。1957 年末到 1958 年之間歐洲各國貨幣陸續恢復自由兌換以及 60 年代早期逐漸放寬的資本流動限制，也是歐洲美元市場快速擴張的因素之一(Cassis, 2006: 221)。

針對這個市場第一次使用的機遇，學者 Cassis(2006)指出這樣的創新是來自

⁴根據 Cassis 的說法，他說據說這類型的資金是存在法國 Banque Commercial Pour l' Europe du Nord 銀行進行的，這家蘇聯銀行的電報地址是 Eurobank，於是就有了歐洲美元(Eurodollars)的說法(Cassis, 2006: 220)。

⁵ Stefan(1980)認為利益平衡稅(Interest Equalization Tax)影響後來歐洲債券市場與歐洲信貸市場的誕生(Stefan, 1980: 32-36)

於米德蘭(Midland)銀行，1955年6月，米德蘭(Midland)銀行為30天的美元存款提供1.875%利率，而在美國則只有1%。事實上，米德蘭(Midland)銀行要的是英鎊存款，於是賣出美元來換英鎊，在對美元進行回購，買賣的利率都比英格蘭銀行的貼現率低，這樣的「創新」其實只是市場的套利行為，而且這種方式很快就被運用到其他投資上(Cassis, 2006: 220)。在1957年時英國政府下令禁止使用英鎊為第三世界國家的貿易進行融資政策，導致倫敦城的銀行家為了不想失去客戶而轉向使用美元來替代英鎊，其中商業銀行(包括 Kleinworts、Samuel Montagu、Warburgs 和海外銀行)是最先使用這樣機制的銀行(Cassis, 2006: 220)。

最重要的，歐洲美元市場的起源的背後隱藏的是自二次大戰之後國際的資本供需以及流動性的問題，Stefan(1980)指出1960年代，官方透過國際貨幣基金(International Monetary Fund, 簡稱 IMF)所創造特別提款權(Special Drawing Rights)⁶的流動國際資金只有100億美元，這樣的資金對於國際貿易與國際的資金需求而言是相當不足(Stefan, 1980: 16-17)。另外，Paul Einzig(1964)和 Gary Burn(2006)都認為在布雷頓森林體系的監控以及國際流動資金需求之下，歐洲美元市場對於國際金融市場而言是遲早要出現的系統。Paul Einzig(1964)更進一步地說道黃金和其他國際流動資金的來源不足以應付成長中的國際貿易和融資需求，而歐洲美元市場所提供的資金正好可以彌補不足的缺口(Paul Einzig, 1964: 135)。

歐洲美元市場的起源討論有相當多的說法，綜合上述的多種論述，我們可以歸納出歐洲美元市場的起源是舊有的系統無法滿足國際金融資金的需求，在許多條件的配合、到位之下，一個國際金融市場的自由窗口——歐洲美元市場，才成為可能。歐洲美元市場也並不是一夕之間形成的金融市場，比較確定的日期是在1957年時英國政府禁止英鎊交易，而銀行才轉為用美元代替英鎊，並且是在境

⁶特別提款權(Special Drawing Rights, SDR)：是以國際貨幣基金為中心，經由國際金融合作的方式所設計出的新國際準備資產。其單位價值等於0.888671公克純金，自1974年7月開始，以是借重要貨幣「標準籃(Standard Basket)」為其價值。理論上，特別提款權是透過國際合作所創造，在現行的國際貨幣制度之下，共同承認其為國際標準的新資產。本質上其具有信用便利(Credit Facilities)的性質，而其具有黃金保值意義因此又被稱為紙黃金(Paper Gold)。參考資料：孫義宣、李榮謙，1999，《國際貨幣制度》。台北：金融研訓中心。頁47-48。

外(offshore)之下形成的交易活動(Palan、Murphy, 2010)。歐洲美元市場作為一個以美元為交易計價單位為主的一個批發金融市場、銀行同業拆借市場，在 1960 年代又陸續發展出歐洲債券市場(Eurobonds)和歐洲信貸(Eurocredits)市場。有別於歐洲美元市場的產生，歐洲債券和歐洲信貸市場涵蓋更多的資金流動技術與商品的創新，在下一個部分，本研究也將進一步探討歐洲債券和歐洲信貸市場的起源，以說明整個歐洲美元市場在 1960 年代初期形成的樣貌。

二、 歐洲債券市場與歐洲信貸市場的起源

歐洲美元市場出現之後很快的歐洲債券市場就出現，對於倫敦的金融家而言美元資金可以成為銀行存款的形式，那們也就可以用來發行以美元為面值的債券(Cassis, 2006: 221)。英格蘭銀行在 1962 年 7 月表示同意這樣的市場發展，第一次的歐洲債券發行則是屬於 Siegmund Warburg 在 1963 年 1 月和 IRI 的子公司義大利高速公路(Autostrade Italiane)債權的發行協議，並且在 1963 年 7 月 1 日以 5.5% 的利率為該公司發行 1500 萬美元的 6 年期貸款(Cassis, 2006: 221; Cassis Youssef、Eric Bussiere, 2005: 210-211)。而早在該年 5 月中旬，商業銀行 Samuel Montagu 就已經幫比利時政府發行一筆利率 5%，總額 2000 萬美元的貸款，但是由於該筆交易是各銀行進行認購，沒有向大眾銷售因而沒有得到公眾的關注(Cassis, 2006: 221)。

美國甘迺迪(Kennedy)政府在 1963 年 7 月 18 日之後實施的「利益平衡稅(Interest Equalization Tax)」是影響歐洲債券市場發展的原因之一。之所以稱為利益平衡稅，是指外國證券經過課稅後可以使當時較低的美國利率和歐洲較高的利率報酬相當，然而此舉卻減少了外國人在美國借款或美國投資人購買外國證券的活動，使這些投資人轉而向歐洲市場尋求借款或投資，雖然造成這樣的反效果，利益平衡稅卻一直到 1974 年才取消(歐陽勛、黃仁德, 1990: 603)。

歐洲債券能夠很快得到市場上的認可，主要對於貸款者而言他不需要提供說明書或相關訊息，不受任何國家管制；對於投資者來說，他們可以匿名，獲得的收入可以免稅，交易活動是在境外(Offshore)的環境之下進行(Cassis，2006：222；Versluysen，1981：212-217)。我們可以從下表 3.1 看出歐洲美元市場 1958 到 1973 年成長的規模，其中可以觀察到歐洲債券的成長在 10 年間成長約 16 倍。

表 3.1 歐洲市場的成長，1958-1973 年

單位：百萬美元

	1958	1963	1968	1973
歐洲美元(Eurodollars)*	1500	9000	25000	132000
歐洲債券(Eurobonds)	----	258	3942	4209
辛迪加歐洲信貸(Syndicated Eurocredits)	----	----	----	20826

*為市場淨額，除去銀行間的重複計算

資料來源：International Capital Markets Statistics, 1950-1995, Paris, OCDE, 1996, BIS；Annual Report. (Cassis，2006：221，Table5.3)

另一方面，關於歐洲信貸市場的起源則是在 60 年代中期，它是一種中期融資工具，期限 3 到 10 年不等，介於主要是銀行間的歐洲貨幣市場短期存款和長期歐洲債券之間。國際銀行貸款的資金完全來自於歐洲美元，而且通常是以浮動利率的方式貸出，借款人則承擔所有利率波動的風險(Cassis，2006：222；Stefan，1980)。根據 Cassis(2006)的研究當中中期的歐洲信貸開始於 1966 年 3 月，是由美國的第一國民城市銀行(First National City Bank)在倫敦發行的歐洲美元存款單，到了 60 年代後期銀行為因應龐大資金的需求，便將數個歐洲信貸組成辛迪加貸款(Syndicated Eurocredits)，第一批辛迪加貸款是倫敦和南美洲銀行在 1968 年 6 月發行的 1500 萬美元貸款，另外則是雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)和銀行家信託(Bankers Trust International)為奧地利發行 1 億美元的貸款(Cassis，2006：222-223)。

表 3.1 能看出 1973 年辛迪加貸款的數額已經超過歐洲債券 4 倍，歐洲信貸和歐洲債券都是歐洲美元市場的金融創新，同時也改變世界資金流動的運用模式和金融制度的全球樣貌。

第三節 小結——金融的基因

本章從英國金融史——特別是從 17 世紀的英國金融革命開始，討論歷經 300 多年的英國金融世界。在洛克、英國國會和英國精英的周旋之下英國確立法制的憲政體制，而在對法國的戰爭與威廉三世時期引進的金融制度確實對英國的體制影響不少，公債制度的確立連帶的銀行業務和金融機構的發展陸續在 18 與 19 世紀發酵與成長，20 世紀倫敦雖然面臨世界霸權的不在與國力消退的局面，在金融制度上卻還是孕育出歐洲美元市場，在此，Cassis(2006)指出這次的情況和 1920 年代以前是大不相同，倫敦金融城之所以願意接納這個市場是因為：倫敦的金融傳統、英國和歐洲國家貨幣當局的態度以及美國的銀行管制。在長期的金融環境之下倫敦銀行家的經驗豐富，對於國際上的金融事務、專業知識和金融市場的多樣性與人才方面，倫敦的銀行都具備其條件，英國英格蘭銀行對於該市場的發展也沒有敵意或反對(Cassis, 2006: 223-224)。假使一座城市能夠保持長達 300 年的金融領先與制度創新，那麼這座城市具備的金融基因卻時是不容小覷。

第四章

歐洲美元市場的討論

在本章將要進行歐洲美元市場的相關討論。在第一節將針對歐洲美元市場形成的因素裡，倫敦能夠在 20 世紀繼續成為全球的金融中心，其金融城在長期歷史脈絡之下的金融環境醞釀與人才資源的眾多條件之配合，使倫敦金融城在二次戰後重生的歷史分析。第二節則是針對歐洲美元市場所帶來的資本市場改變的模式，究竟歐洲美元市場改變舊有制度的哪些面向，使得歐洲美元市場如此特殊以及對當今全球資本市場的深遠影響。第三節要回到本篇論文的核心題目，也就是一個國際金融制度的形塑究竟是國家還是市場的力量佔多數，亦或是互相關聯與共生，在歐洲美元市場的例子當中如何解釋這些力量形塑市場的交互關係。最後一節則是對歐洲美元市場的反思，也就是針對歐洲美元市場的形成所造成的危機，當一個新的金融制度形成聯帶所帶來對人類社會的改變，面臨這樣結構性的資本變化，貨幣信用的膨脹造成金融的危機，歐洲美元市場不僅僅是一個國際金融制度與金融市場，重要的是歐洲美元市場帶來的社會衝擊，在最後一節將會詳細討論之。

第一節 銀行網絡與市場的力量——倫敦金融城的重生

在 Mae Baker 與 Michael Collins 針對倫敦國際金融中心 1958 到 1980 之間的發展研究當中指出，此階段是英國銀行結構調整與創新發展的重要時期(Cassis Youssef 、Eric Bussiere，2005：247-264)。1955 到 1980 年間倫敦的外國銀行數量不斷增加，1958 年英鎊的全面恢復可兌換以及開放新興貨幣市場——歐洲美元

市場，都使得倫敦的外國銀行數目不斷增加，從 1950 年的 53 家外國銀行增長到 1980 年的 351 家外國銀行(詳見表 4.1)。在其他金融中心的外國銀行數量上，1971 年前的紐約外國銀行數為 73 家，東京 19 家，在 1976 年末時，直接在倫敦開設分支的外國銀行有 244 家，法蘭克福則只有 133 家，在 1974 年的瑞士(包括巴賽爾、蘇黎世和日內瓦)共有 101 家外國銀行(Cassis Youssef 、Eric Bussiere，2005：249-250)。

表 4.1 1950-1980 倫敦外國銀行數目

時間	1950	1960	1966	1970	1980
外國銀行數目	53	77	103	159	351

資料來源：Cassis Youssef & Eric Bussiere. edited .2005. London and Paris as international financial centres in the twentieth century，248-249 頁。筆者整理制表。

在此，我們討論倫敦的外國銀行增長數目的比較是非常具有意義性地，為何外國銀行會不斷在倫敦設立分行而不是其他國際金融中心，這代表的不只是倫敦在全球金融位置的特殊性也代表著倫敦金融城的市場力量之偉大。1960 年代的倫敦銀行大多數從事的是貿易融資的服務，其中包括了開展承兌和貼現服務，現金墊付業務等等，尤其是英語系國家間的貿易融資也得到非常好的發展，集中的業務則是屬於外匯和銀行業務領域的服務，而這些業務本身就是倫敦銀行長期發展之下的看家本領(Cassis Youssef 、Eric Bussiere，2005：250)。

針對外國銀行湧入倫敦的現象，Mae Baker 與 Michael Collins 進一步的解釋到一個重要的原因，即在當時倫敦的監管制度環境比其它金融中心還寬鬆，倫敦並未出現類似美國斯蒂格爾法案(Glass-Steagall Act)的監管制度，該法案規定美國的銀行不能同時從事商業銀行業務和投資銀行業務，這些規定在戰後的日本和法國都出現過(1966 年法國要求儲蓄銀行和商業銀行分開)，業務上受斯蒂格爾法案(Glass-Steagall Act)的約束，在各地的分支機構設立上則是又受到麥克法登法案

(McFadden Act)的制約。還有一條影響很大的措施即 Regulation Q 的頒布，這使得外國銀行紛紛把業務從紐約轉向倫敦，紐約市場對外國長期借款人關上大門，國際借貸在其他國家紛紛可以得到借款而且獲利也比美國本土豐厚(Cassis Youssef 、Eric Bussiere，2005：251)。倫敦市場雖然也有限制等措施，然而其一般都是勸說而非立法，倫敦可以說是世界上監管最靈活的地方，銀行家能夠很快適應當地的投資環境，並且不斷嘗試新的投資手段來獲得利益，在此我們可以從外國銀行數不斷在倫敦設立便可以觀察出倫敦市場的靈活與活躍性。倫敦銀行業務與市場的活躍是讓倫敦金融城經過第二次世界大戰摧殘後又再度重生的地方，銀行網絡與銀行家的力量除了在銀行市場的開放上顯現，更重要的還有銀行內部的社會網絡聯結。

倫敦對外國銀行的吸引力還展現在倫敦金融城的社會網絡和理念(Networks and Philosophy)幫助人們快速做決定之中，在自由及適應的環境之下倫敦不需要過度依賴律師，根據 Bateau 所說倫敦金融城所表現的特性既簡單又複雜，在倫敦金融城工作的人私下都非常了解彼此，他們也許都在同一個學校上過課，同時是某個俱樂部的會員，基本上他們都互相信任，這種親密關係和相容性的結果是他們可以很快做出決策，比需要匯集資料再做決策的過程加快許多，這也是在其它金融中心所無法達到的，特別是在貼現和貨幣市場中，幾百萬英鎊的合同都是通過口頭交易而非紙面交易來達成(Cassis Youssef 、Eric Bussiere，2005：252-253)。

另外，歐洲美元市場在倫敦重生並且快速得到市場的接納，Cassis(2006)認為有三個原因，分別為倫敦的金融傳統、英國和歐洲國家當局的態度以及美國的銀行管制。Cassis 進一步的指出銀行家的豐富經驗、對國際金融的專業知識、金融機構和金融市場的多樣性(diversity)與互補性(complementarity)，以及關鍵的物質和人才之條件，在倫敦的銀行都具備這些應有的條件。1965 年大約有 13 萬員工在金融城工作，其中銀行業和保險業各有 5 萬人，其餘的才是屬於證券交易和商品

市場工作的員工。其次，是歸功於英國貨幣當局的態度對歐洲美元市場起了正面作用，在此有個關鍵的差異性即英國選擇的是把英鎊為計價的國內金融活動和以外國貨幣為計價單位的金融活動分離開來，前者依然受到管制，而後者相對有較大的活動空間。這種差異就和歐洲其他國家貨幣當局形成鮮明的對比，在 60 年代初期，法國、瑞士、義大利和德國皆採用限制國外存款的措施，也因此倫敦佔據了大多數歐洲美元市場的業務，花旗銀行主席沃特·衛斯頓(Walter Wriston)說到：歐洲美元市場(Eurodollar market)出現在倫敦，因為人們相信英國政府不會關閉它(Cassis, 2006, 223-224)。

倫敦作為歐洲美元市場的創立之地，就第三章的討論當中我們追溯到整個金融城的長期歷史結構，在本節我們又講述了銀行機構的聚集和金融城的網絡關係，金融城的知識力量和對金融市場的敏稅性都不是一蹴可幾，英國的立法體制和金融習慣使得倫敦繼續領導全球成為新的金融制度創始之源頭，我們無法小看英國在 18 世紀金融革命的力量，以及英國銀行家和金融機構在全世界的影響。假使我們把每個倫敦金融城的組織、政治、經濟和司法系統解釋為一個交織的網絡，就 Douglass North(1994)對路徑相依(path dependence)的概念來解釋，即正式規則和非正式限制組成制度結構，並且引導經濟體系踏上不同的路徑，倫敦金融城的金融制度路徑也反映出深植於倫敦金融城的社會基礎的制度特性。

第二節 歐洲美元市場帶來的資本模式改變

二次世界大戰之後的全球經濟被布雷頓森林體系嚴格管控，在 1960 年代發展出來的資本模式可謂是新的階段。學者阿銳基(Giovanni Arrighi)在其著作《漫長的二十世紀——金錢、權力與我們社會的根源》談論 20 世紀資本主義的形態，其中阿銳基也談論到歐洲美元市場的資本模式，他指出 20 世紀 50 年代和 60 年

代像 19 世紀 50 年代和 60 年代一樣是構成資本主義世界經濟又一個物質擴張階段，剩餘資本以巨大的規模回流到商品貿易和生產，足以在資本主義世界經濟的各個政府和企業組織內部和互相之間創造出新的合作和勞動分工條件(Giovanni Arrighi, 1999: 285-286)。不過上述之間的差異轉折是在 1968 年到 1973 年之間，歐洲美元和歐洲貨幣市場的存款激增，也就是在那 6 年裡，在整個物質擴張階段一直使用的主要國家貨幣與美元以及美元與黃金之間的固定比價制度被廢除，取代它的是靈活的或浮動的匯率制度——有些人根本不認為這是一種制度，只把它看作是那種早已存在的制度在危機時刻採用的一種形式(Giovanni Arrighi, 1999: 286)。在這樣的制度改變之後金融的擴張更加巨大，以存款形式累積的世界流動資金越來越多，這種累積是不受任何政府的控制，也因此造成政府的壓力增加迫使政府不得不操控貨幣匯率和利率來協調國內經濟，其次，主要國家貨幣之間的匯率和利率的差異使得海外貨幣市場所擁有的資本通過貿易和貨幣投機得到擴張的機會增加(Giovanni Arrighi, 1999: 286)。

歐洲美元市場的擴張所改變的不只是創造新的金融運作模式，也就是創造了世界貨幣的新來源，另一方面他也創造出新的借貸模式，也就是歐洲美元市場之後發展出歐洲債券和歐洲信貸的系統，資本的流動更加靈活有彈性，短期、中期和長期的融資和資本的信用被創立和擴大，這些都是 20 世紀中期以前所未見的資本模式。在此架構之中貨幣不是一般的紙幣和交易媒介，創造貨幣的也不再是國家貨幣當局、政府。新的資產與債券模式直接反映出世界經濟的發展和顯現在持續不穩定的國際貨幣系統之中，資產的信用擴張導致經濟危機，也出現更專業和更加制度化的金融模式(Versluysen, 1981: 224)。新的資本模式雖然帶來更充沛的資金和靈活的資本運作模式，對於一些高度外向型的經濟體國家造成財源上的風險和不確定性，第三世界國家政府所遭受到的貨幣影響也比其他政府還要嚴重(Giovanni Arrighi, 1999: 296-297)。儘管如此，歐洲美元市場制度的創立所帶來的改變歷經多年，而且 1970 年代發展更加成熟，1980 年代又一全球性

的擴張，國際資本模式的創立和變化連帶著影響到國際貿易合作和國家的國內經濟政策，社會的金融基礎也在不知不覺中起著變化，國際間的資本信用擴張導致金融危機之時，全球化之下的各國以及老百姓無不身受其影響，鑑於此我們更加不能忽略歐洲美元市場的運作和其制度形成的原則。

第三節 金融制度的形塑是國家還是市場？

本節回到論文的主要問題意識的提問上，究竟國際金融制度的形塑是國家還是市場的力量為主導，這樣的提問在法蘭克林·艾倫(Franklin Allen)和道格拉斯·蓋爾(Douglas Gale)的討論範疇中會顯得不夠聚焦，因為在其討論國際金融體系的發展史當中把金融體系分為市場為導向的金融體系——英國和美國，以及由銀行為導向的金融體系——法國、德國、歐洲各國和日本。在市場為導向的金融體系裡美國和英國有著不同的歷史發展脈絡，卻同樣發展出以股票市場為導向的金融體制，英國雖然在 1694 年成立英格蘭銀行(Bank of England)來提供政府在市場上集資以供應戰爭支出，卻不同於其他由政府經營的銀行，英格蘭銀行是私有的銀行，主要以營利為目的(Franklin Allen、Douglas Gale 著，溫秀英譯，2010：32)。

在第三章當中我們討論到整個英國的金融發展歷史，銀行家與市場的關係相當緊密，英格蘭銀行成為國家資金的提供者。資金的強烈需求成為倫敦金融創新的來源，隨著倫敦證券交易所的設立，英國鐵路的建造和各國資金的需求增加促使倫敦證券交易量隨之增加。在 19 世紀的英國銀行體系發展成為兩大團體即倫敦銀行群和倫敦以外的城鄉銀行群。而英格蘭銀行的角色變是扮演國家的清算中心，城鄉銀行為此必須在倫敦設立分支，而倫敦銀行群則也需要在倫敦以外的地方成立機構，19 世紀時英國的銀行業已經形成全國性的網絡(Franklin Allen、Douglas Gale 著，溫秀英譯，2010：34)。

而 Gary Burn(2006)認為市場是有主權的不是國家的，倫敦在城市發展出來的自由金融體制之中創建歐洲美元市場，倫敦的金融體制承繼 19 世紀以來的不受管制的金融市場制度在 20 世紀被重新召喚，在公共(public)與私人(private)利益之間，國家(state)與市場(market)之間，英格蘭銀行在其中的選擇關係到倫敦金融城的發展和命運，最終英格蘭銀行還是明白其在歷史結構中的角色位置，作為全球資本中心以及投資人的利益之考量，利用金融制度來分配全球資金流動和供需也只有倫敦可以。

歐洲美元市場的形成最初的階段不是起於國家的借款而是銀行與市場之間的金融活動，也不是國家先制定規章才實施的金融制度，雖然我們無法否認在整個制度形成的過程當中免除不了國家的經濟政策和政治，例如 Q 法案、美國的稅法制度和蘇聯、各國的經濟態度等等條件因素，在 Commons(1995)中也指出資本主義在國家法律基礎之下的保障和允許，確保經濟活動的合法性，但是，歐洲美元市場的特性之一就是境外與境內的差異，為區分國內律法與經濟活動，英國的歐洲美元市場發展出境外的虛擬概念，在在挑戰了民族國家領土的場域概念，一方面造成國家權力的挑戰，另一方面則是給資本市場更加自由的環境空間，這樣的情況在境外世界(Offshore world)特別顯著，國家無法管控金融活動間接導致資金的擴大與資本危機，在這樣的範疇當中國家力量顯得更加渺小，市場力量則是顯得巨大。

整個歐洲美元市場的發展在 1960 年代中期美國當局開始了解到制度對其國家的作用與利益時，便開始進入整個制度的運作，而各國政府與央行在 1970 年代歐洲債券和歐洲信貸中也開始進入歐洲貨幣市場活動中，國家利用歐洲美元市場進行金融資本的調解、借貸，日益茁壯的資本市場卻也影響著國家體制內的財政政策，國家鑲嵌於國際金融市場之中，依附國際金融制度的運作模式和提供的便利性。雖然各個國家與學者都希望國際金融能夠受到管制，然而不同於國際貿易的形式，金融活動顯得複雜許多，能夠監管約束的範圍有限，國家力量與市

場力量在整個國際金融制度的形成過程當中互相交織，資本市場網絡與相關金融組織也交互其中，國家對於境外市場的約束力確實相當微弱，在整個國際金融制度中特別是境外金融活動可謂是資本市場的天下不為過。

此外，Fligstein(2007)在討論市場作為一種制度以及場域裡論和市場形成問題時談論到：

……穩定的市場是一個社會場域，在其中控制思維界定了賣方公司在上位者與競爭者之間的社會關係，並使在上位公司者能夠跨時間在生產這些關係。

……控制思維是一個市場內社會組織層面的傳達工具(vehicles)，指的是將行動者對於該市場如何運作的認知，以及對於該市場內真實存在的權力的社會關係的描述，結構化的認知共識。控制思維同時也是一種世界觀，讓行動者能夠詮釋他者行動，並反思市場是如何結構化(Fligstein 著，鄭力軒譯，2007：40)。

在上述的脈絡當中倫敦金融城的市場結構化行為何嘗不是順著其行動者的思維和世界觀來塑造並決定其市場樣貌。Fligstein 對市場的看法，集中在國家如何與市場互動，並建構出社會結構藉以形成的一般規則。市場的正當性是由國家授予的，就人口生態學而言，一個「穩定」的市場就像一個具有共同控制思維的市場，而市場的轉型則來自於外在的改變(Fligstein 著，鄭力軒譯，2007：111)。因此，國際金融市場的建構過程仍無法排除國家對市場的控制，這樣的形況在 1970 年代之後的歐洲美元市場越加明顯。

Carruthers(1999)的研究則是指出在英格蘭出現的現代市場相當程度是順著政黨路線組織所發展而成，政黨成員在其中則是利用市場來運作期資本。歐洲美元市場的形成初期英國政府認為其為一個自然發展的市場(Burn，2006)，其為市場為導向的建構模式，政府官員也沒有特別支持其發展，美國政府官員在歐洲美元市場發展初期也是對該市場摸不著頭緒，該市場形成的初階段確實看不到國家力量的介入，國家似乎在市場運作的初期退位，然而這不表示整個歐洲美元市場完全脫離國家體系——大部分交易都在境外制度體系之下運作，確實不在國家內的

規範。然而隨著國家的立法和參與系統的運作，國家便參與進其中，在監管與約束上雖然不如國家體制內來的嚴密，市場建構與國家制度之間的關聯仍然緊密。為此，國際金融市場的建構過程特別是歐洲美元市場的發展上，市場的力量比國家形塑的力量還要突出。

第四節 歐洲美元市場制度的危機——貨幣信用戰爭

歐洲美元市場在 1957 年創立之後並非一直都是倫敦的天下，隨著金融技術的傳播發展，倫敦很快便接受到挑戰，金融城的模式也受到仿效，即使倫敦金融城把英國經濟和貨幣分離開來，國內與國際金融事務切割，這種境外模式很快地其他各國也開始運行。制度受到挑戰還包含美國快速的加入與崛起也對倫敦形成的威脅，儘管倫敦作為歐洲美元市場的發起地，各國的銀行、美國的銀行也紛紛進入該市場，1959 年 12 月開始美國的第一國民銀行便通過他在倫敦的分支銀行機構收納存款，並且將資金轉向紐約作為美國貸款的支撐，60 年代中期美國國內市場受到約束，也讓其銀行轉向利用歐洲美元市場的便利性，美國銀行在倫敦與歐洲的活躍，很快便成為主導的地位，1963 年到 1972 年之間美國就有 8 家進入中介機構前 20 名當中(Cassis, 2006, 225-227)。

在業務上倫敦受到挑戰之外，歐洲美元制度本身也引發各種評論，在全球化的討論當中，歐洲美元市場被視為金融全球化的展現，弗朗索瓦·沙奈(François Chesnais)就把歐洲美元市場視為金融全球化的第一個階段(Chesnais 著，齊建華譯，2001：42-43)。資本的全球化帶來對於國家體制內的挑戰和國家財政的影響，在 Versluysen(1981)的著作當中也有相當多的討論，國際市場的通貨膨脹以及歐洲美元債券的發行機制造成國內經濟的不穩定性，Versluysen 也建議開市場應該發展出監管制度，如國際金融的政治經濟政策來約束這個市場的發展。實際的運作又受制各種利益的考驗，資本家不願意放棄他們的利益而國家則又想保衛其民族國

家的權力，央行與國家在某些層面上也仰賴該市場所提供的流動資金，之間儼然形成一種共生的曖昧發展關係。

最後，歐洲美元市場作為一種自律性市場的模式存在，以及交易計價單位貨幣的運用，當各國都使用美元來計價作為交易單位，美國可以不斷發行美元來進行調解，連帶的以美元為計價的商品就會影響到其他國家的貨幣價值，而在境外的銀行業務假使不斷擴大信用，讓資金的流量倍增，表面上提供充沛的資金來源，另一方面則會造成資金的信心危機，一旦人們於歐洲債券和信用性資產失去信心時，全球性的金融危機便會開始蔓延開來，然而任誰都不願看到金融危機的到來，鑑於此，當境外金融市場約束力不足時各國便會設法管制其國內金融制度與貨幣流量，貨幣之間的信心戰爭受到國際金融制度的發展之影響而進行著，當然貨幣的問題在此並不能做如此片面的解釋，他還包括更多複雜的經濟制度、國際貿易和國內財政等因素的影響，本篇論文所提出的反思僅僅在於國際金融度的演進造成國際貨幣的交易上價值的變動，也就是貨幣學上的浮動利率問題。看似平凡的國際金融制度所帶來對於社會基礎之影響是相當廣泛及深遠，金融危機的災難也是每個人都不想見到的悲劇。

第五章

結論

第一節 研究結論

本篇論文的研究主要以歐洲美元市場作為國際金融制度之形成過程為研究案例。在分析歐洲美元市場的形成過程中，發現國家力量與市場力量、社會歷史網絡的交互作用，三者在全體制度形成過程當中互相交織影響，其中，歐洲美元市場發展初期，也就是制度剛形成的階段是以市場的力量對於整個制度的作用影響較大。因為市場的運作制度往往受到國家制度的安排，在歐洲美元市場的形成之時國家訂立制度的能力變差，原因歸咎於兩個面向，第一，國際金融制度不同於國內經濟，牽涉到更加複雜的國際政治經濟關係，第二，歐洲美元市場屬於境外金融的業務範疇，許多業務被分散到租稅天堂(Tax Havens)並形成境外金融的強大網絡(Palan, Murphy, Chavagneux, 2010)，不是單一國家可以介入。

本研究從美元的誕生過程發展到境外美元的歷史過程進行第一層面的鋪敘，美國作為英國過去的殖民地之一，在政治制度上受到英國制度的影響，卻也發展出具有美國特色的制度社會。關於美國如何在兩次世界大戰中崛起成為世界霸主的地位和境外美元的出現、跨國金融機構的設置都息息相關，但是本篇論文無法詳細談論美國崛起的因果關係，單單只選擇從境外美元的出現與本篇論文所關懷核心相扣。境外美元的出現到 1960 年代形成歐洲美元市場的金融制度，這樣的設計並不是出自美國官員或是英國政府單位，而是來自於市場運作和許多國際政治、經濟的需求和導向使然，它並不是歷史的偶然結果。1957 年歐洲美元市場就在倫敦形成，起初的規模很小但是很快地便蓬勃發展起來，美國官員也在 1960 年代初期才開始了解這樣的境外金融市場對自身的利益在哪，之後該市場的運作上美國政府便順而介入其中，並且藉此擴張美元與美國勢力對全世界的影響力，

1968 年亞洲地區的亞洲美元市場也在新加坡由美國銀行推動設立，在在顯示美國對於全球金融的企圖心，這也不是美國單方面就能形塑這樣的霸主地位，還要有制度的配合和金融體系的到位才能使然。

倫敦的金融環境與金融歷史在 300 多年的歷史發展，使得倫敦城的金融基因在 20 世紀持續發揮作用，為國際資本的流動、分配進行調節。布雷頓森林體系 (Bretton Woods system) 並不能為國際資金需求進行有效的分配，在此，歐洲美元市場提供制度化與專業化的金融平台，提供全球資金的來源與有效的資源利用空間。英格蘭銀行作為長期以投資人利益為主的銀行，和世界其他國家中央銀行的體制確實不同 (Burn, 2006)，英國的社會發展出屬於英國所特有的金融文化和社會制度，在 20 世紀中葉發展出歐洲美元市場的業務也只有倫敦能成為這個制度的創立者，倫敦百年來的金融制度和市場文化不是他國可以短時間模仿或取代的，雖然隨著歐洲美元市場隨著發展，倫敦金融城在業務上有相當多競爭者，美國銀行在其中取得優勢地位，英國的金融制度發展過程作為資本主義的金融核心地區仍然是相當重要的關鍵。

歐洲美元市場其制度發展特殊的地方，不只是其誕生為市場所導向發展起來的金融制度，更重要的是該制度開創許多舊有制度中所沒有的規則，包括把金融業務區分為境外與境內的運作，顛覆民族國家監管與政治力量介入的可能性，國家對於經濟活動、國際貿易的介入和管控在當代社會是習以為常的，反之，歐洲美元市場卻是一個稅賦優惠不受國內律法限制的金融活動天堂，這樣的發展確實相當特別。此外，歐洲美元市場作為跨區域金融機構與國家央行、組織之間的資本借貸市場，歐洲美元市場短期借貸、歐洲美元信貸市場的中期借貸與歐洲美元債券市場的長期借貸，皆都提供新的金融資本操作的彈性和配置方式。信用藉由貨幣信用的借貸不斷地被擴張，部分金融危機的爆發與該體制內擴張過快導致的金融泡沫有所相關，由信用所創造出來的財富也倍受社會大眾質疑與挑戰 (Versluysen, 1981)。

在現今 21 世紀初，我們已經很難清楚計算出在這個境外金融的交易平台中交易額度究竟是多少？單就外匯交易的成長上，1970 年代的日均約 150 億美元，到了 1982 年是 600 億美元，2004 年是 18800 億美元；歐洲銀行的資金借出從 1982 年的 9830 億美元，到了 2004 年暴增為 99000 億美元；在國際債券(包含歐洲債券和外國債券)的發行上，1982 年時是 820 億美元，2004 年是 15600 億美元(Cassis, 2006: 256-257)。歐洲美元市場所衍生出的國際交易平台，每日的交易額度更是超乎想像，這個國際金融高度不透明的場域裡，無形之中已經是掌控著全球資金調配的地位，這個市場的建構其樣貌更是我們必須去深入挖掘的地方。

然而本篇研究在此不針對歐洲美元市場所造成的制度好壞進行評論，畢竟結構影響制度的生成，制度也無法盡善盡美，討論制度的優點與缺失會顯得沒有意義，重要關鍵是這個制度形成與社會發展的交互關係為何？金融制度的生成不是突然間就能形塑出來，在國際金融制度的形塑上，本研究以歐洲美元市場的誕生為研究而發現國家力量在形塑過程不如市場與網絡力量的影響還深遠，這不表示制度的運作完全脫離在國家體系之外，而是強調市場自身所創造的市場氛圍是金融制度創立的關鍵之一。最後，制度帶來便利與充沛的資金也同樣帶來金融災難和金融泡沫，如何與金融制度取得平衡共處才是社會和諧穩定之道。

第二節 研究限制與可能研究途徑

有關於歐洲美元市場中國家與市場的作用關係，在本篇論文僅限於歐洲美元市場形成的初階時期，市場的影響力大於國家制度的影響，然而隨著歐洲美元市場的發展，國家與市場之間在整個歐洲美元市場的發展上更顯得其二者的特殊結合關係，這必須進一步探討整個歐洲美元市場在 1970 年代之後的歷史發展，限制於研究範圍，本研究無法具體對整個系統的國家關係做深入考察。其次，在境外金融市場的討論範疇相當廣泛，牽涉到租稅天堂與各種租稅優惠制度的業務，

這與境外／境內的法制區分相關，在本篇論文當中無法詳細討論整個境外金融網絡對歐洲美元市場的影響——特別是以大英國協為核心發展出的境外金融網絡 (Palan, Murphy, Chavagneux, 2010)——也是本研究所無法涉略的部分。

此外，在歐洲貨幣市場探討中，本篇文章主要談論歐洲美元市場的形成，對於歐洲債券和歐洲信貸，以及整個市場之後的發展對於人類金融文明的影響都無法詳細討論，雖然該部分不是本研究的核心卻也是值得挖掘的層面。最後，在 1970 年代亞洲發展出亞洲美元市場與亞洲的金融發展之間的關係也是值得探討的議題，在金融全球化的過程將歐洲美元市場作為一個金融平台給全球帶來的變化是相當具體的，也是社會學者在研究金融全球化當中較少談及的部分。而身處在台灣的我們對於國際金融市場的了解相當陌生，卻在不知不覺當中受到其制度的宰制，本研究欲以歐洲美元市場的發展來反思台灣金融全球化的現象也是一大方向。金融社會學的研究領域廣泛也相當複雜，希冀未來能有更多研究層面被挖掘與考察，而本研究所提供的只是一個範疇作為後繼者啟發，此議題仍然有相當大的討論空間。

參考資料：

中文參考資料：

方姿云，2003，《市場模型於歐洲美元期貨選擇權之評價》。花蓮：國立東華大學企業管理學系碩士論文。

白蓮，1976，《歐洲美元市場與國際貨幣制度關係之研究》。台北：國立政治大學國際貿易研究所碩士論文。

行政院經濟建設委員會經濟研究處，1990，《新加坡金融市場與金融機構》。台灣：行政院經濟建設委員會經濟研究處出版。

林鳳珍，2001，《美國國庫券與歐洲美元期貨間動態關係之探討-根據美國股市崩盤前後資料》。台南：國立成功大學會計學系碩士論文。

林燮寰，1995，《國際金融體系》。台灣：商務出版。

胡婉玲，2001，〈論歷史制度主義的制度變遷理論〉。新世紀智庫論壇第16期。

孫健、王東，2009，《顛慄金融史 II 金融霸權與大國崛起》。台北：海鴿文化出版。

秦義虎，2012，《看懂世界是部金融史：教你掌握金融規律、看透景氣循環、破解財富密碼的財經簡史》。台北：上奇資訊。

張振江，2007，《從英鎊到美元：國際經濟霸權的轉移（1933—1945）》。中國：人民出版社出版。

楊長江、謝玲玲，2010，《國際金融中心理論研究》。上海：復旦大學出版社。

歐陽勛，黃仁德編著，1990，《國際金融理論與制度》。台北：三民書局出版。

陳介玄，2010，〈從歐洲美元到亞洲人民幣：論境外金融與國際金融之整合〉，發表於「第五屆，金融、技術與社會」學術研討會，北京：北京大學。

陳介玄，2011，〈流動的國界：境外金融之崛起及其歷史意義〉，發表於「第六屆，金融、技術與社會」學術研討會，台中：東海大學。

陳姿先，2004，《美國國庫券與歐洲美元利率期貨價格間預測關係之探討-根據時間序列與人工智慧模型》。台南：國立成國大學財務金融研究所碩士論文。

- 陳曉律，王蘇琦等著，2002，《大英帝國》。台北：慧明出版。
- 謝文達，1975，《歐洲美元市場之研究》。台北：國立政治大學財政學研究所碩士論文。
- 藍森田，2010，《無模型設定隱含波動度之實證研究：以歐洲美元期貨選擇權為例》。台中：東海大學財務金融學系碩士論文。
- Block, Fred L 著，鄭陸霖、吳泉源校譯，2004，《後工業機會——一個批判性的經濟社會學論述》台北：群學出版有限公司。
- Braudel, Fernand 著，施康強、顧良譯，2006，《15 至 18 世紀的物質文明、經濟和資本主義(卷二)》。台北：左岸文化出版。
- Clapham J.H.著，姚曾廩譯，2009a，《現代英國經濟史——上卷一冊》。北京：商務出版。
- 2009b，《現代英國經濟史——上卷二冊》。北京：商務出版。
- 2009c，《現代英國經濟史——中卷》。北京：商務出版。
- 2009d《現代英國經濟史——下卷》。北京：商務出版。
- Douglass North 著，劉瑞華譯，1994，《制度、制度變遷與經濟成就》。台北：時報文化出版。
- Douglass North 著，劉瑞華譯，1995，《經濟史的結構與變遷》。台北：時報文化出版。
- Fligstein, Neil 著，鄭力軒譯，2007，《市場的構造：21 世紀資本主義社會的經濟社會學》。台北：群學出版。
- Francis J. Gavin 著，嚴榮譯，2011，《黃金、美元與權力：國際貨幣關係的政治》。北京：社會科學文獻出版社。
- Franklin Allen、Douglas Gale 著，溫秀英譯，2010，《金融體系之比較分析》。台北：聯經出版。
- Giovanni Arrighi 著，姚乃強、嚴維明、韓振榮譯，1999，《漫長的二十世紀——

金錢、權力與我們社會的根源》。香港：牛津大學出版社。

Hollis, Leo 著，宋美瑩譯，2011，《倫敦的崛起：知識份子打造的城市》。台北：貓頭鷹出版。

Kathy Lien 著，陳昌儀譯，2012，《一口氣搞懂外匯市場》。台北：城邦文化出版。

Noriko Hama 著，孫玉珍譯，2012，《從貨幣讀懂世界經濟》。台北：商周出版。

Palmer R.R, Joel Colton, Lloyd Kramer 著，孫福生、陳敦全譯，2008，《現代世界史——1870年起——》。北京：世界圖書出版。

Polanyi 著，黃樹民、石佳音、廖立文譯，《鉅變：當代政治、經濟的起源》。台北：遠流出版。

Winks, R.W.、Talbot, J.E.著，任洪生譯，2009，《牛津歐洲史(卷四)》。長春：吉林出版集團有限責任公司出版。

英文參考資料：

Brian Scott Quinn.1975. *The new Euromarkets :a theoretical and practical study of international financing in the eurobond, eurocurrency, and related financial markets.* New York :Wiley.

Bruce G. Carruthers& Laura Ariovich. 2010. *Money and Credit: A Sociological Approach.* UK : Polity.

Burn, Gary. 2006. *The Re-Emergence of Global Capital.* Palgrave Macmillan.

Carruthers, Bruce G.1999. *City of Capital: Politics and Markets in the English Financial Revolution.* Princeton University Press.

Cassis, Youssef. 2006. *Capitals of Capital: A History of International Financial Centres 1780-2005.* Cambridge University Press.

- Cassis Youssef & Eric Bussiere. edited .2005. *London and Paris as international financial centres in the twentieth century*. New York: Oxford University Press.
- Commons, John R., 1995, *Legal Foundations of Capitalism*. USA: Transaction Publishers.
- Eichengreen, Barry. 2008. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry.2011.*Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York : Oxford Univ Pr.
- Einzig,Paul.1964.*The Euro-dollar System: Practice and Theory of International Interest rates*. New York : St Martin' s Press Ing.
- Granovetter, M. 1985. *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*. American Journal of Sociology 91 (3): 481 – 510.
- Gunter Dufey, Ian H. Giddy.1978. *The international money market*. Englewood Cliffs, N.J. :Prentice Hall.
- Hall, Peter A & Taylor, Rosemary C.R. 1996. “*Political Science and the Three New Institutionalism*” Political Studies, Vol.44: 936-957.
- Hampton, Mark. 1996. *The Offshore Interface: Tax Havens in the Global Economy*. New York: St. Martin' s Press.
- Hampton, M. P. & Abbott, J. P. eds. 1999. *Offshore Finance Centers and Tax Havens: The Rise of Global Capital*. West Lafayette, Ind.: Ichor Business Books.
- Helleiner, Eric. 1994. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Kindleberger. Charles P.1973. *The formation of financial centers: a study in comparative economic history*. International Finance Section, Princeton University (Princeton, N.J).
- McClam, Warren D. 1974. *Monetary Growth and the Euro-Currency Market*. In *National*

- Monetary Policies and the International Financial System*, ed. Robert Z. Aliber
Chicago : Chicago University Press.
- Oppenheimer, Peter M, 1985, Comment on Aliber, Robert Z. *Eurodollars: An Economic Analysis*, in Eurodollars and international banking, ed. Savona, Paolo & Sutija, George eds. Basingstoke: Macmillan.
- Palan, Ronen.2003. *The Offshore World: Sovereign Markets, Virtual Places, and Nomad Millionaires*. Ithaca: Cornell University Press.
- Palan, Murphy, Chavagneux. 2010. *Tax Havens: How Globalization Really Works*. (Cornell Studies in Money). USA: Cornell University Press.
- Pierson, Paul.1994. *Dismantling the Welfare State?: Reagan, Thatcher and the Politics of Retrenchment*. London : Cambridge University Press.
- Schenk, Catherine R. 1998. *The origins of the eurodollar market in London, 1955—63*. Explorations in Economic History 21:1—19.
- Thrift, Nigel.1987. 'The fixers: the urban geography of international commercial capital' , in Henderson, Jeffrey and Castells, Manuel(eds), *Global Restructuring and Territorial Development*. London: Sage Publications Ltd.
- Triffin, Robert .1947. *National Central Banking and the International Economy*. Postwar Economic Studies, 7, 46 – 81.
- 1961. *Gold and the Dollar Crisis: The future of convertibility*. USA : Yale University Press.
- Versluysen, Eugene L. 1981. *The Political Economy of International Finance*. Westmesd, England: Gower.
- Wennerlind, Carl. 2011. *Casualties of Credit: The English Financial Revolution, 1620-1720*. USA : Harvard University Press.