

五、紐約、倫敦、香港及新加坡金融中心發展之介紹

金融中心泛指各類金融機構薈萃之地，許多金融活動憑藉該地良好的軟硬體設施，得以較其他城市能夠有效率的進行。國際金融中心則更具有匯聚全球資本、進行資金配置之優勢。一般咸認，目前國際金融中心有紐約、倫敦、香港及新加坡等四大城市，其中紐約又居於首位¹。

紐約、倫敦、香港及新加坡因經濟強權移轉的歷史因素與當地政府側重金融業的產業政策，使渠等逐漸成為各類金融機構群聚之地，而廣大的經濟腹地進一步匡助此四大城市躋身為國際金融中心；彼此共通的英語環境與英美法系，以及全球化與電子化浪潮，更加鞏固彼等金融重鎮之地位。

金融中心之跨境交易往往擴大金融危機的外溢效果，對全球經濟金融造成衝擊；如 2008 年全球金融危機重創美國與英國的經濟活動並波及他國，1997 年亞洲金融風暴則曾使香港及新加坡陷入嚴重的景氣衰退，以致事後其政府皆深切檢討如何防範金融市場失序。由此可知，金融發展與金融穩定兩者是相輔相成，且匯率穩定又是防止金融危機的重要工具。對小型開放經濟體如香港及新加坡而言，匯率穩定更是其成為金融中心之重要因素。

以下謹先整理文獻對國際金融中心之釋義，再探討紐約、倫敦、香港及新加坡為何能成為國際金融中心，並說明金融危機透過金融中心產生的外溢效果，最後闡述匯率穩定對小型開放經濟體(如香港及新加坡)要發展金融服務業的重要性。

¹ 為方便說明，本文界定金融中心為各類金融機構群聚的城市，且國際金融中心在此則僅指紐約、倫敦、香港與新加坡；其中，紐約又為國際金融中心之首。

(一) 國際金融中心的意涵

1. 國際金融中心之定義

- (1) 諸多研究指出²，國際金融中心擁有匯集跨國金融機構與招納國際金融活動的磁吸能力，且其群聚效應可進一步創造更多樣性的金融服務內容；簡言之，**國際金融中心具有匯聚全球資本、進行資金配置之優勢。**
- (2) 目前各界多認為，**紐約、倫敦、香港及新加坡等四大城市堪稱國際金融中心**，而促成渠等位居此重要地位之因素，包括歷史淵源、腹地廣大等(相關說明詳本文第(二)節)。

2. 國際金融中心囊括多數金融業務

- (1) 一般而言，金融中心主要提供之功能有，**企業籌資、金融交易、結算服務及資產管理**等業務，**國際金融中心則往往承攬絕大部分的業務量³**。
- (2) 根據最新統計，紐約、倫敦、香港及新加坡等四大城市在上述金融業務之全球占比多名列前茅，說明如下：

- **企業籌資方面**：以股票初次公開發行(IPO)金額為例，上(2019)年**紐約及香港**分居前兩名，發行金額分別為**467億及403億美元**，**倫敦及新加坡**則分別為**120億及17億美元⁴**(下頁圖1)。
- **金融交易方面**：目前全球日均外匯交易量約6.6兆美元，而前述四個國際金融中心所在地之交易量占全球比重約**75%**，其中**英、美**兩地即涵蓋約**60%⁵**(下頁圖2)；另以股市成交量為例，上年**紐約高達55.11兆美元**，惟倫敦、香港及新加坡之成交量相對不大⁶。

² 參見 Le Leslé, V. et al.(2014), “Why Complementarity Matters for Stability—Hong Kong SAR and Singapore as Asian Financial Centers,” *IMF Working Paper*, Jul. ; Walther, Olivier et al. (2011), “Specialised International Financial Centres and Their Crisis Resilience: The Case of Luxembourg,” *Geographische Zeitschrift*, Jun.; 張麗玲及楊信(2007), 「評估香港的國際金融中心地位」, 香港金融管理局季報, 十二月; 沈中華及周秀霞(2009), 「臺北、香港與上海成為國際金融中心之條件分析—外國銀行設立分支機構的決定因素」, 遠景基金會季刊, 第十卷第二期等相關研究。

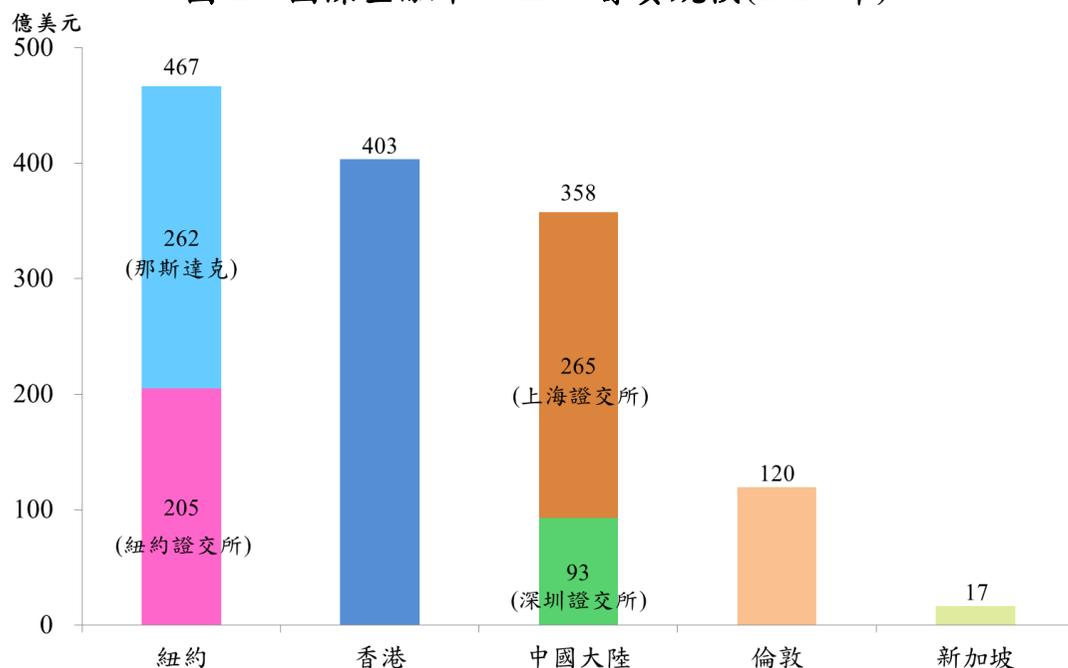
³ Gardener, Edward et, Peter Versluijs (2001), “Bank Strategies and Challenges in the New Europe,” Palgrave Macmillan.

⁴ 世界交易所聯合會(WFE)統計資料; 2019年沙烏地阿拉伯交易所IPO規模因該國有石油公司Saudi Aramco IPO募資256億美元大增, 故此處不列入比較。

⁵ BIS (2019), “Global Foreign Exchange Market Turnover in 2019,” Dec. 8; 以 net-gross basis 計算比重。

⁶ 紐約成交量係將紐約證交所與那斯達克加總作代表, 另倫敦、香港及新加坡分別為4.2兆、2.0兆及0.2兆美元。WFE將電子交易(Electronic Order Book)、議價交易(Negotiated Deals)及申報交易(Reported Trades)三類數字分開列示, 本報告係將三者加總以提供概況參考, 惟不能完全直接代表各交易所的實際總成交量。

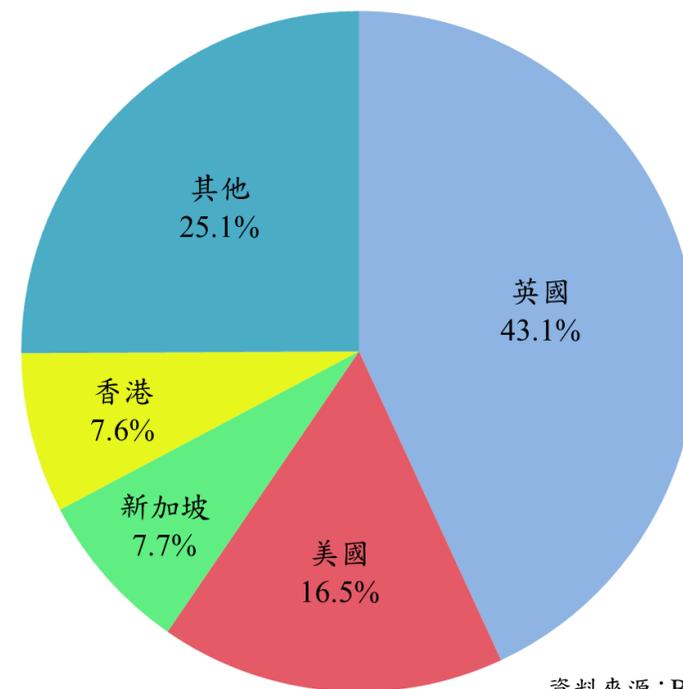
圖 1 國際金融中心 IPO 籌資規模(2019 年)*



資料來源：WFE(2019)

*紐約 IPO 規模係以紐約證券交易所與那斯達克合計數為代表，中國大陸 IPO 規模係以上海與深圳證券交易所合計數為代表。

圖 2 美、英、港、星之日均外匯交易量比重



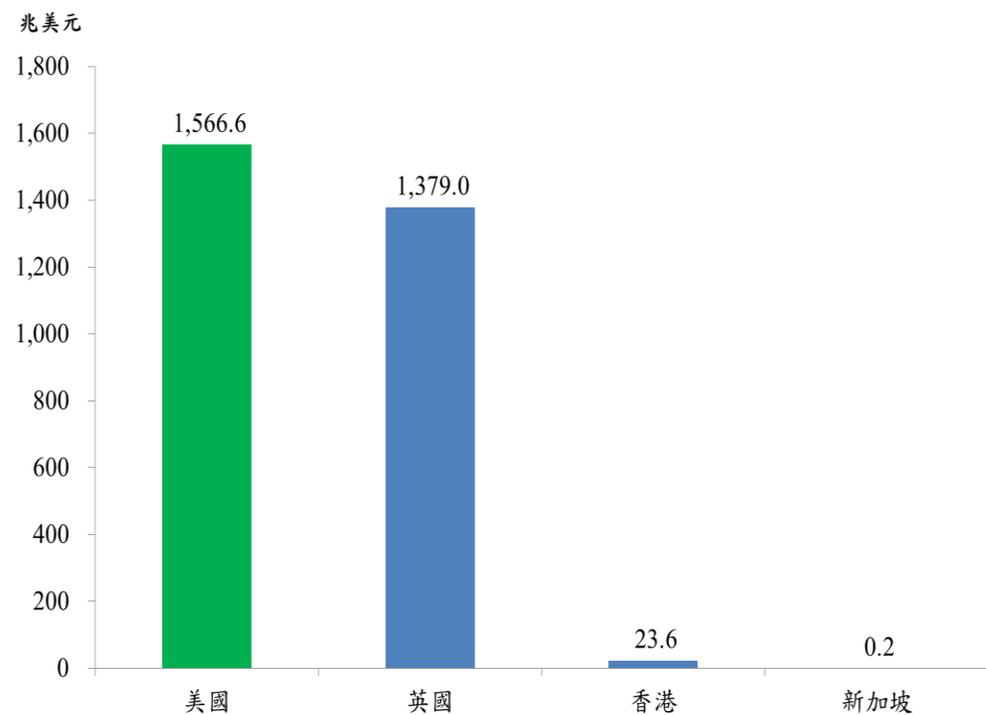
資料來源：BIS(2019)

- 結算服務方面：據國際清算銀行(BIS)最新統計⁷，2018 年美國與英國的結算規模分別達 **1,566.6 兆**及 **1,379.0 兆美元**(下頁圖 3)。
- 資產管理方面：美、英、港、星等地的資產管理公司所經營之資產規模分別為 **33.0 兆**、**11.6 兆**、**3.1 兆**及 **2.5 兆美元**⁸ (下頁圖 4)。

⁷ BIS 以集中交易對手機構的契約與交易結算資料(Total value of contracts and transactions submitted to the central counterparties)，統計主要國家從事有價證券、衍生性商品等相關金融商品之結算金額。

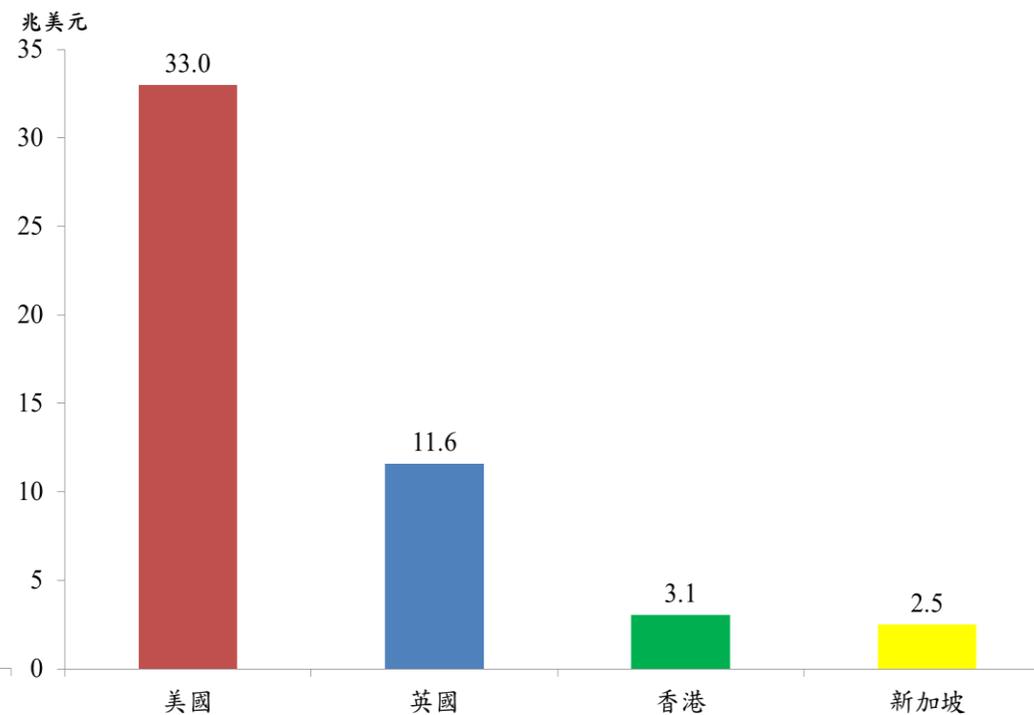
⁸ 分別係英國 The Investment Association、新加坡 MAS 與香港證監會公布之 2018 年統計資料；部分原始資料係當地貨幣計價，此處以同年底匯率折算成美元。

圖3 美、英、港、星之金融交易等結算規模(2018年)



資料來源：BIS(2018)

圖4 美、英、港、星之經管資產規模(2018年底)



資料來源：The Investment Association、MAS、香港證監會

(二) 紐約、倫敦、香港及新加坡成為國際金融中心的主因

1. 經濟強權移轉的歷史因素與側重金融業的產業政策，有利匯聚各類金融機構

- (1) 各界研究認為，**一個城市能成為國際金融中心並非偶然**，而是一連串**歷史因素造就當地的競爭優勢**，吸引國際金融機構進駐⁹。
- (2) 國際金融中心的發展**與當地經濟實力緊密相連**，而**政府的產業政策方向也是影響該城市成為國際金融中心的重要因素之一**¹⁰。(有關上述城市成為國際金融中心的歷史淵源詳附表 1)

— 紐約與倫敦

- 國際金融中心發展史與世界經濟中心移轉緊密相關，**19世紀英國因工業革命主導全球經濟**，英鎊成為最主要的國際準備貨幣，**倫敦進而取代阿姆斯特丹**成為國際金融中心之首。
- 在**兩次世界大戰後**，歐洲元氣大傷，**美元逐漸取代英鎊**成為最主要的國際準備貨幣，復以美國資本市場持續擴大，**紐約擠下倫敦**晉升國際金融中心首位。
- 儘管英國在二戰後不再主導全球經濟，但受益於**美俄冷戰所形成的歐洲美元(Eurodollar)市場**，以及該國**致力建立公平交易環境**，所產生的**溫布敦效應(Wimbledon effect)**¹¹，皆確保倫敦仍是國際金融中心之一。

— 香港與新加坡

- 亞洲小型經濟體香港與新加坡，因本身沒有強大的經濟實力做後盾，於**亞洲經濟崛起之際**，**側重發展金融業**，致力吸引外國金融機構進駐，藉由提供鄰國與全球客戶具競爭力的金融服務，建立起運作良好的國際金融中心。

⁹ Tschoegl, Adrian E.(2000), "International Banking Centers, Geography, and Foreign Banks," *Financial Markets, Institutions and Instruments*, pp. 1-32; Church, Adam (2018), "The Rise-and-Fall of Leading International Financial Centers: Factors and Application," *7 MICH. BUS. & Entrepreneurial L. REV.* 283; Kindleberger, C.P. (1974) "The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History," *Princeton University Press*.

¹⁰ Kawai, Masahiro(2009), "Chapter 5: Can Tokyo Become a Global Financial Centre?" in *Competition among Financial Centres in Asia-Pacific: Prospects, Benefits, Risks & Policy Challenges*, pp. 179-192.

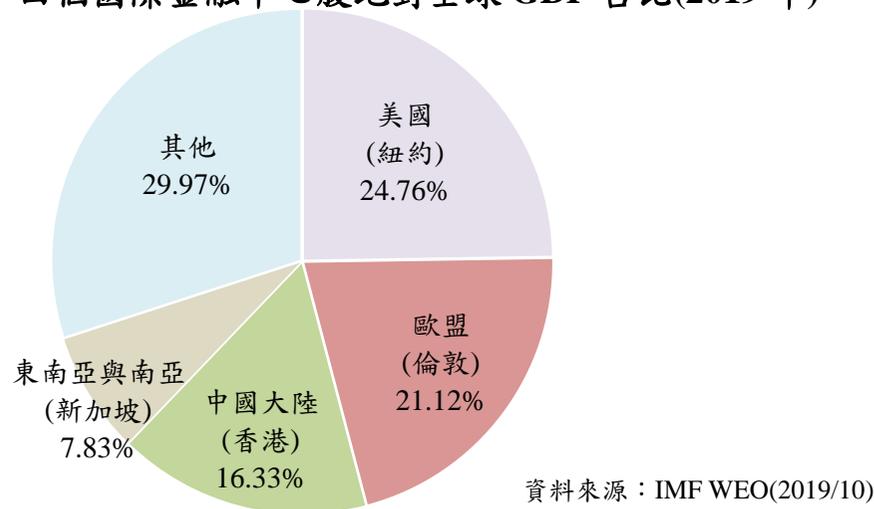
¹¹ 溫布頓網球錦標賽(Wimbledon Championships)每年在英國舉辦，且被全球網球界視為最高殿堂，但該賽事冠軍大多數是外國選手，而非英國選手；此現象被衍伸為溫布頓效應，即開放的經濟政策可促進一個產業或者國家的國際化，如英國前首相 Margret Thatcher 在 1980 年代推動英國金融自由化，使英國成為歐洲的金融中心，但在倫敦金融市場上最活躍卻是來自美國的投資銀行。

2. 紐約、倫敦、香港及新加坡尤其又受惠於廣大的經濟腹地，因而得以躋身國際金融中心

- (1) 受惠於地理位置，紐約、倫敦、香港及新加坡過去皆是重要的國際貿易港口；根據研究¹²，國際貿易的持續成長伴隨著基礎建設的快速建置與金融服務的相應配合，有助於塑造該城市成為金融中心。
- (2) 上述四個國際金融中心皆擁有廣大的經濟腹地，其各別為美國(紐約)、歐盟(倫敦)、中國大陸(香港)及東南亞與南亞(新加坡)(圖 5)。

- 目前(去年底)美國仍是全球經濟第一大國，占全球 GDP 比重達 24.76%，倫敦因享有歐洲單一市場牌照通行權(passporting rights)¹³，而擁有經濟規模占全球 GDP 比重 21.12%的歐盟作為其腹地。
- 至於香港鄰近的中國大陸，占全球 GDP 比重達 16.33%；新加坡鄰近的東南亞與南亞，占全球 GDP 比重則為 7.83%。

圖 5 四個國際金融中心腹地對全球 GDP 占比(2019 年)



¹² 同註 2。

¹³ 此牌照通行權為金融機構若獲得任一歐盟會員國的營業許可，即可對其他 27 個歐盟(EU)或歐洲經濟區(EEA)成員國提供金融服務，毋須取得每個會員國許可。

3. 共通的英語環境與英美法系，以及全球化與電子化浪潮，更加鞏固四大城市的金融中心地位

(1) 目前全球金融市場多為 24 小時運作，由於香港與新加坡過去皆是英國殖民地，英文為官方語言，且位於亞洲的時區優勢，便於串起與歐洲及美洲的交易¹⁴。

(2) 紐約、倫敦、香港及新加坡皆為英美法系(common-law system)，擁有相同的法律邏輯，且英美法系能以判例充當法源的補充，較大陸法系(civil-law system)更容易調整符合產業發展的法律規範¹⁵。

— 英美法系允許在無明文禁止之領域，進行金融創新，其較有利於金融多元化；

— 不若在大陸法系下，金融創新多需先經政府核准，且行政機關擬定新辦法常須先獲得立法機關的法律授權。

(3) 1980 年代開始全球化趨勢讓生產基地分散，常因涉及多國交易而需高度集中的管理單位，加以之後金融創新日新月異，更要求完整的金融設施與高度專業服務，此皆有助於擴大既有國際金融中心的優勢¹⁶。

(4) 電子化交易因為傳輸速度的要求與外部性效應，增加 IT 設備貼近國際金融中心所屬交易平台的重要性，以致近年大型交易商多前往具地緣關係的國際金融中心設址交易；以外匯市場為例，前述四個國際金融中心的交易集中度逐年增加，由 1989 年之 56% 升至上年之 75%¹⁷。

¹⁴ 香港與新加坡時區與東協、日本、南韓相近，可與倫敦同日完成交易，方便資金調撥；倫敦開市為新加坡、香港等亞洲市場收市之際，兩地交易員可進行盤後銀行間交易，而倫敦下午 2 點可與北美洲各大城市進行交易。

¹⁵ Beck, Thorsten et al.(2002), “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?,” World Bank, Policy Research Working Paper, 2904, Oct..

¹⁶ Sassen, S. (1999), “Global Financial Centres”, *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 1, pp. 75-87; Sassen, S. (2001), *Global City: New York, London, Tokyo*. Second Edition. Princeton, NJ: Princeton University Press.

¹⁷ Wooldridge, Philip (2019), “FX and OTC Derivatives Markets through the Lens of the Triennial Survey,” *BIS Quarterly Review*, Dec..

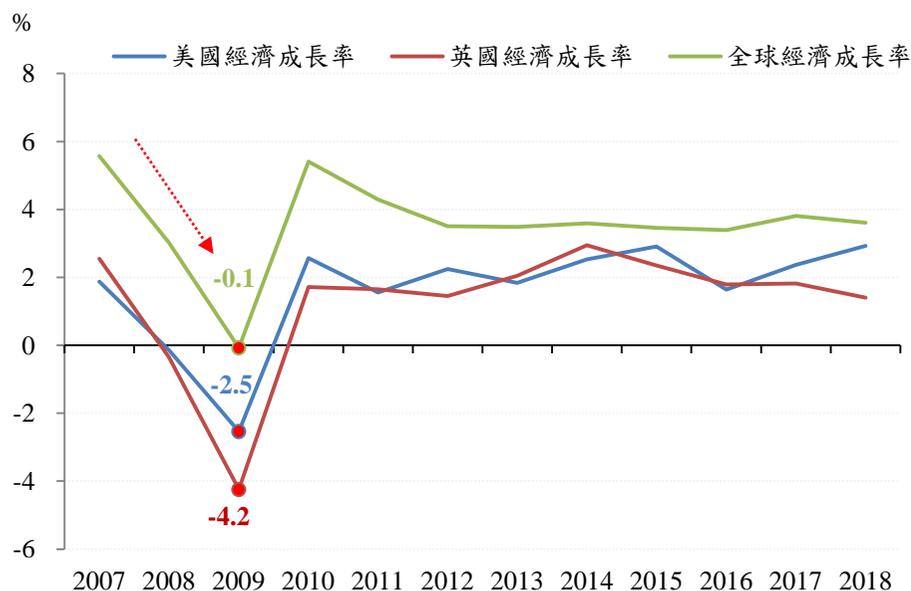
(三) 金融中心之跨境交易擴大金融危機的外溢效果，衝擊全球經濟金融

1. 次貸風暴劇烈衝擊紐約及倫敦經濟活動，並導致全球經濟衰退¹⁸

(1) 2007年美國次級房貸風暴演變為全球金融危機，不僅導致紐約及倫敦失業率分別由2007年12月的**4.8%**及**6.8%**，升至歷史高點**8.9%**(2009年11月)及**10.4%**(2011年11月)，且其外溢效應擴散至全球，使得**2009年美國、英國及全球經濟成長率**分別降至**-2.5%**、**-4.2%**及**-0.1%**，其中全球創下IMF自1980年統計以來首次經濟負成長(圖6)。

(2) 前述金融危機亦拖累**全球股市重挫**，如美國**道瓊工業指數**、英國**金融時報指數**以及**MSCI全球指數**，最多曾分別**下跌53.8%**、**47.8%**及**59.6%**(圖7)。

圖6 全球金融危機導致全球經濟衰退



資料來源：IMF

圖7 全球金融危機導致全球股市重挫



資料來源：Bloomberg

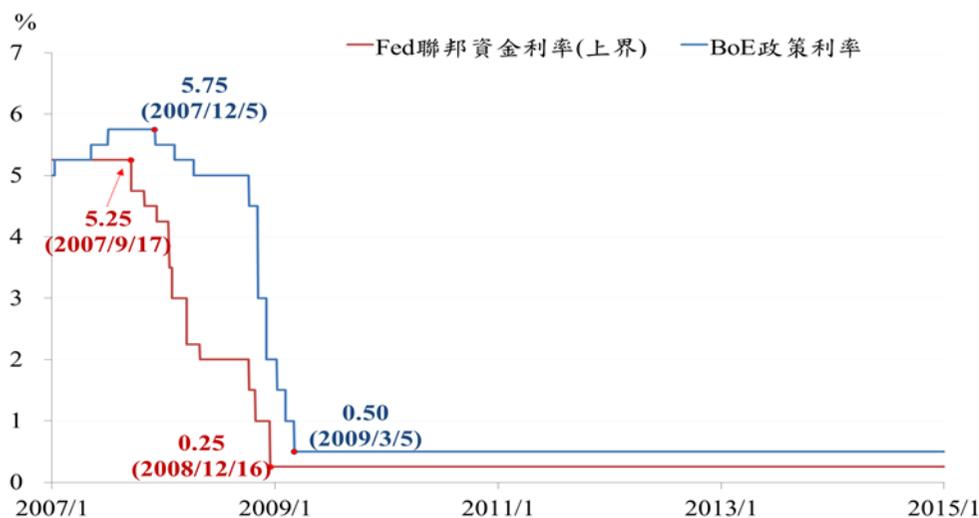
¹⁸ 本行曾於2010年3月出版「全球金融危機專輯(增訂版)」，整理當時各界對全球金融危機的檢討文獻，並依序介紹危機之起因與影響、歐美國家之因應措施與金融改革，以及當時主流總體經濟理論與國際貨幣制度所存在的問題。

(3) 美英當局推出大規模救市措施及後續金融監理改革，以穩定該國經濟與金融

- Fed 及 BoE 為緩和全球金融危機之衝擊，被迫**大幅降息**至接近**零利率底限(Zero Lower Bound)** (圖 8)、**提供市場流動性**，並實施非傳統貨幣政策的**量化寬鬆(QE)**壓低中長期市場利率，來振興經濟及穩定金融體系(詳見附表 2)，此舉亦帶動**全球央行降息風潮**及 **ECB、BoJ 等央行實施 QE**。
- 美、英財政部則提出**增加公共支出**、**挹注問題金融機構資本**及**擴大信用保證機制**等穩定措施，方使該國自前述衝擊逐漸復甦。另 20 國集團(G20)於 2008 年全球金融危機爆發後，為強化全球金融體系因應危機能力，要求國際金融組織**修訂多項國際監理規範**，美、英、歐盟等主要經濟體亦同步進行大幅度**金融改革**¹⁹(表 1)。

圖 8 全球金融危機導致 Fed 及 BoE 快速降息至零利率底限

表 1 美、英、歐盟等主要經濟體同步進行金融監理改革



經濟體	金融監理改革內容
美國	2010 年 7 月通過 Dodd-Frank 法 ，改革重點包括加強 系統風險監控 、改善 大型金融機構監理 、強化 消費者保護 及嚴格 管理衍生性金融商品 等
英國	<ul style="list-style-type: none"> — 重整金融監理架構，大幅擴增 BoE 監理職權 — 要求英國大型銀行分拆零售業務與投資銀行業務以隔離風險 — 建立永久性之問題金融機構清理機制
歐盟	<ul style="list-style-type: none"> — 設立專責委員會監控系統風險 — 建立單一監理與清理機制 — 實施 EMIR²⁰、MiFID II²¹法規以加強金融市場管理及投資人保護

*自 2008 年 12 月 16 日起，直到 2015 年 12 月 Fed 升息前，聯邦資金利率下界為 0.0%。

資料來源：Bloomberg

資料來源：本行「全球金融危機專輯(增訂版)」

¹⁹ 2008 年 11 月 G20 高峰會就**強化金融機構韌性**、**終結太大不能倒**、**建立更安全的衍生性金融商品市場**及**加強影子銀行管理**等四大改革方向，陸續增修多項國際金融監理規範，並透過定期評鑑以督促各國遵循。

²⁰ EMIR 英文全名為 European Market Infrastructure Regulation。歐盟於 2012 年開始執行 EMIR，旨在強化對店頭市場衍生性商品、集中結算機構(CCP)及交易資料庫(TR)之監管。

²¹ MiFID II 英文全名為 Markets in Financial Instruments Directive II，歐盟於 2014 年通過 MiFID II 且自 2018 年 1 月 3 日起實施。

2. 亞洲金融風暴曾使香港及新加坡金融市場劇烈波動，並導致當地景氣陷入嚴重衰退

(1) 1997 年亞洲金融風暴後，香港金管局(HKMA)強化聯繫匯率制度²²之流動性機制

- 1997 年亞洲金融危機爆發，該地區經濟體股匯市大跌，且經濟成長動能轉弱(表 2)。在聯繫匯率制度下，港幣相對強勢，**投機客**將香港金融市場視為**提款機**，**藉機同時放空港幣及港股**，以期從中獲利。
- 當時 HKMA 面臨資金外流及投機客攻擊，**被迫大量賣出美元、買入港幣**，致銀行間的港幣**流動性緊縮**，如 1997 年 10 月 27 日 1 個月期同業拆款**利率(HIBOR)曾攀升至 20.14%**(下頁圖 9)；恆生指數因金融情勢緊張，亦在**短期間重挫**(次頁圖 10)。前述風暴導致 1998 年香港經濟成長率為**負 5.9%**(表 2)。

表 2 比較亞洲金融風暴期間四小龍股匯市及經濟成長表現

單位：%

	台灣	南韓	新加坡	香港
該經濟體貨幣對美元匯率最大貶幅*	20.3	54.7	20.7	0.3
當地股市最大跌幅**	30.8	62.4	43.8	34.3
1998 年實質 GDP 成長率	4.2	-5.5	-2.2	-5.9

*以亞洲金融風暴前夕(1997/6/30)為基準，各貨幣對美元匯率最低點日期：新台幣 1998/6/10、韓元 1997/12/23、新加坡幣 1998/1/12 及港幣 1998/12/20。

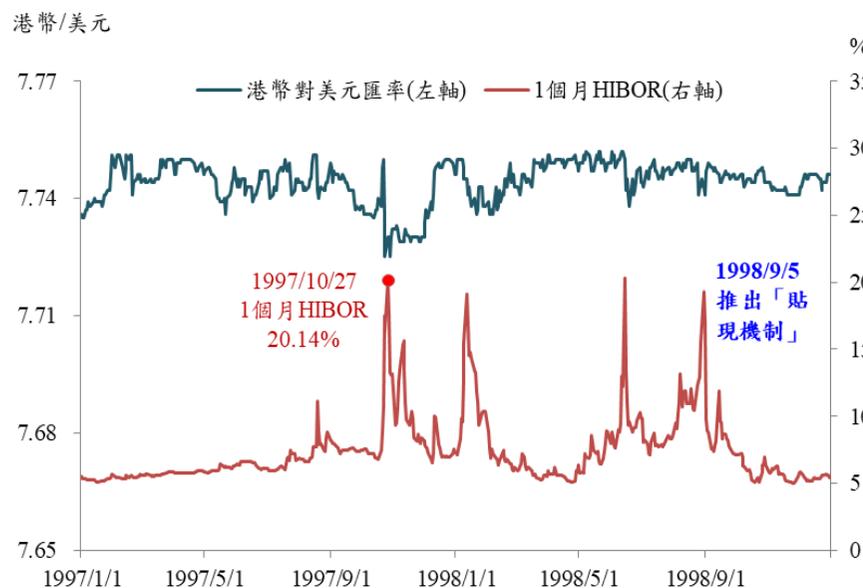
**計算亞洲金融風暴期間各國股市最低點與金融風暴前夕(1997/6/30)之變動。各國股市最低點日期：台灣 1998/9/3、南韓 1998/6/16、新加坡 1998/9/4 及香港 1998/8/13。

資料來源：中央銀行、Bloomberg、IMF

²² **聯繫匯率制度(Currency Board)**係指由貨幣當局保證，民眾可透過**固定匯率自由地將本國貨幣兌換為外國貨幣**(通常為美元)的制度。在香港的聯繫匯率制度下，港幣多由香港匯豐、渣打及中銀香港等 3 家商業銀行發行，發行銀行每發行 7.8 港幣，就必須存 1 美元至港府所設之外匯基金，並取得負債證明書後始可發行；當發行銀行欲兌回美元時，亦得以 7.8 港幣兌 1 美元予以兌回。

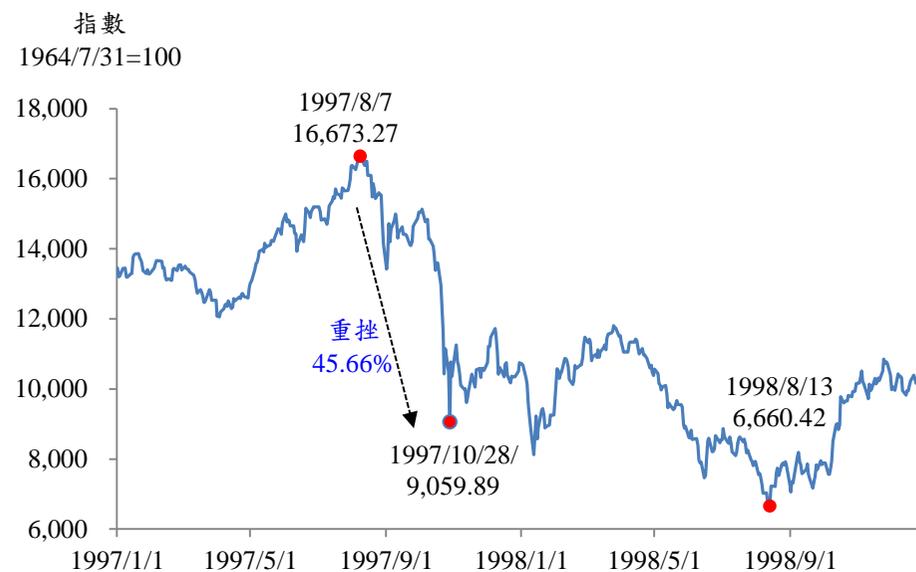
- 香港當局為維持金融穩定及聯繫匯率制度運作，於現貨及期貨市場同時做多股市，才使市場逐漸恢復穩定。HKMA 並於 1998 年 9 月推出 7 項措施以進一步鞏固聯繫匯率制度²³，其中最重要為強化港幣流動性的貼現機制，銀行得以所持有的外匯基金票據及債券²⁴透過 HKMA 貼現窗口立即取得港幣，避免利率過度波動。
- (2) 新加坡經濟金融亦受到亞洲金融風暴波及；亞洲金融風暴期間新加坡幣對美元最多曾貶值 20.7%，該國股市則最多下跌 43.8%，且 1998 年該國經濟成長率為負 2.2%(上頁表 2)。

圖 9 港幣對美元匯率及短期利率走勢
(1997/1~1998/12)



資料來源：香港金融管理局，Bloomberg

圖 10 香港恆生指數
(1997/1~1998/12)



*本處跌幅係由 1997 年 8 月 7 日高點起算，與表 2 自 1997 年 6 月 30 日起算不同，故兩者跌幅不同。

資料來源：香港金融管理局，Bloomberg

²³ 當時的背景為亞洲金融風暴餘波盪漾，市場傳言人民幣可能貶值，並懷疑 HKMA 維持聯繫匯率制度之決心，且市場放空港幣，導致資金緊俏及港幣利率大幅波動。

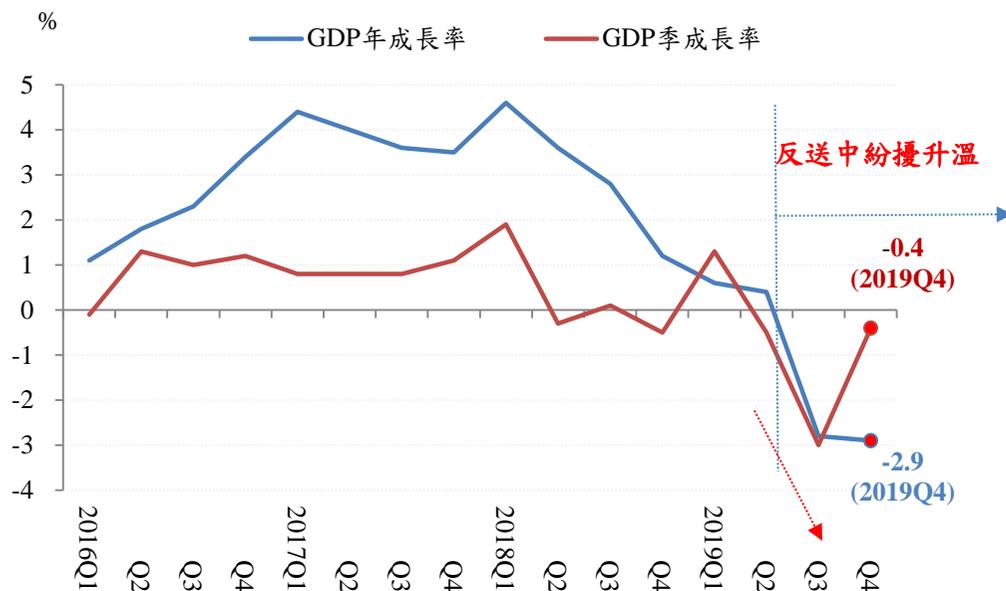
²⁴ 外匯基金票據及債券係 HKMA 代表港府所發行的港幣債券(即 HKMA 外匯基金的主要負債項目)，HKMA 透過公開市場操作發行此類票債券，以沖銷銀行體系的流動性。有關香港聯繫匯率制度之改革過程，詳見本行 2019 年第三季理事會後參考資料，「香港聯繫匯率制度運作機制之介紹」。

3. 近期香港因反送中紛擾，再度面臨金融動盪及經濟疲弱的困境

(1) 上年6月以來香港反送中運動升溫，不利當地消費且導致外國觀光客訪港人數大幅減少(上年全年較2018年約減少14%)，嚴重影響香港當地零售銷售²⁵及觀光業等活動，拖累香港GDP自上年第二季起連續3季季成長率呈現負值(圖11)，上年全年GDP減少1.2%，創下2009年首次負成長。

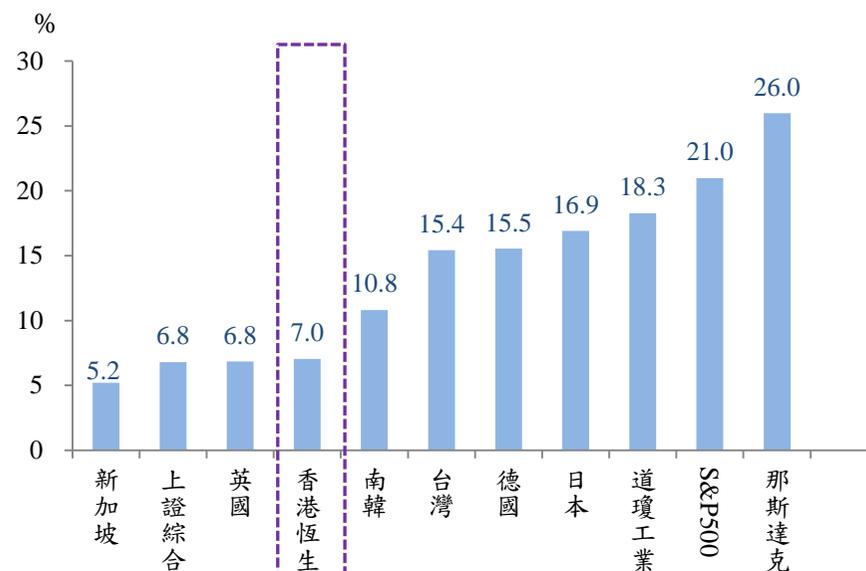
(2) 另統計上年5月底迄新冠肺炎疫情蔓延前(2020/1/20)，香港恆生指數表現多遜於其他主要國家股價指數(圖12)。此外，上年港幣對美元亦曾多次測試7.85港幣的弱方兌換保證，後因美中貿易衝突趨緩而回穩。

圖11 近期香港GDP成長率呈現負成長



資料來源：香港金融管理局，Bloomberg

圖12 香港恆生指數因反送中紛擾表現多遜於其他主要國家股價指數(2019/5/31~2020/1/20)



資料來源：Bloomberg

²⁵ 根據彭博資料顯示，2019年12月外國觀光客訪港人數較2018年同期減少51.5%，全年外國觀光客訪港人數較2018年減少14%；2019年2月至12月香港零售銷售年增率皆為負值，其中2019年12月年增率為負19.4%，全年零售銷售較2018年減少11%。

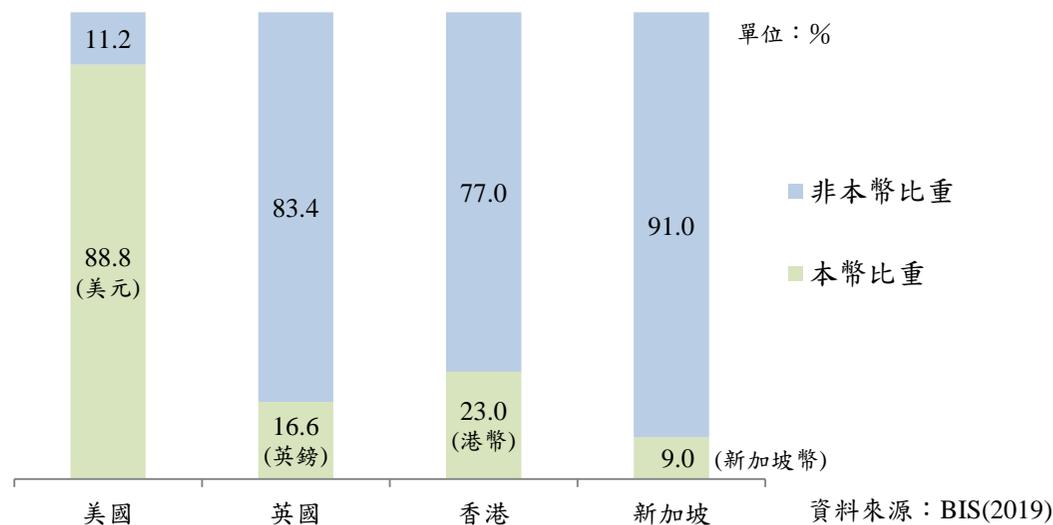
(四) 維持匯率穩定有助金融中心之發展

1. 本國貨幣匯率穩定是各國金融正常運作之基石，四大國際金融中心亦復如是

- (1) 以紐約、倫敦、香港及新加坡四個國際金融中心為例，該等經濟體央行皆對外強調，**維持其匯率穩定的重要性**²⁶。
- (2) 值得注意的是，除美國外，**英國、香港及新加坡之當地金融交易並非以本國貨幣為主**。以 BIS 數據為例，在美國涉及本幣之金融交易比重達 **88.8%**，反觀英國、香港及新加坡涉及本幣之交易比重僅分別為 **16.6%**、**23.0%** 及 **9.0%**(圖 13)。

— 美國多數交易是以本幣計價，此反映**美元為核心國際準備貨幣**，國際貿易與金融交易常以美元為計價基礎，故美元市場規模較大；儘管如此，美國**有足夠的政策工具**維持美元匯率的穩定²⁷。

圖 13 各經濟體之本幣與非本幣金融交易比重



²⁶ Federal Reserve Bank of New York, “U.S. Foreign Exchange Intervention,” *Fedpoint*; O'Brien, Fergal (2019), “Carney Can't See BOE Intervening in Market to Calm Pound Swings,” *Bloomberg*, Sep. 4; Yiu, Enoch (2019), “Hong Kong's New Monetary Chief Eddie Yue Vows to Defend Currency Peg, Says There's No Need to Change It,” *South China Morning Post*, Oct. 2; Monetary Authority of Singapore, “Singapore's Exchange Rate-Based Monetary Policy,” *Monetary Authority of Singapore Official Website*.

²⁷ 如每當 **Fed 調整貨幣政策**時，美元匯率多半隨之變動，另美國總統及其財政部亦可透過**口頭干預**、**匯率政策報告**等方式影響美元匯率走勢。

2. 對小型開放經濟體如香港及新加坡而言，匯率穩定更是其成為金融中心之重要因素

- (1) 匯率是影響一國經濟活動之重要管道，其穩定對小型開放經濟體至關重要²⁸。以亞洲金融中心香港及新加坡為例，前者採行與美元掛鈎的聯繫匯率制度，後者則採行釘住一籃貨幣的管理浮動匯率制度²⁹，兩者皆屬高度維持本幣匯率穩定之制度。
- (2) 以 2000 年至上年 BIS 編製之名目有效匯率指數(NEER)為例，新加坡幣及港幣之匯率波動度皆小於新台幣(表 3)；顯示長期以來兩國貨幣匯率亦相當穩定。

表 3 台灣、香港及新加坡名目有效匯率指數之波動度

單位：%

年份	台灣	香港	新加坡
2000~2009	4.88	4.85	3.92
2010~2019	4.39	4.34	3.48

*NEER 是指一國貨幣對其主要貿易對手國貨幣匯率的加權平均數。

波動度是根據該期間之 NEER 日變動率計算其標準差並予以年率化；波動度越小表示匯率越穩定。

資料來源:Bloomberg

²⁸ 參見 Borio, Claudio (2011), “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?” BIS Working Paper No. 353, Sep. ; Jeffery, Christopher (2018), “Switzerland’s Jordan on Extraordinary Monetary Policy and Sovereign Money,” Central Banking, Jul. 31. ; Farhi, Emmanuel and Iván Werning (2014), “Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows,” IMF Economic Review, Nov. ◦

²⁹ 新加坡採行之管理浮動匯率制度主要特點為：釘住一籃貨幣(Basket)、允許匯價在特定區間(Band)波動，並逐步朝所設定的匯率目標爬行調整(Crawl)，故外界亦稱其為 BBC 管理浮動匯率制。

(五) 結論

各界多認為，**紐約、倫敦、香港及新加坡**等四大城市囊括企業籌資、金融交易、結算服務及資產管理等多數金融業務，其規模之大**足以堪稱國際金融中心**。探究渠等能成為國際金融中心之因素，主要包括**伴隨新的經濟強權崛起、政府產業政策側重金融業發展及擁有廣大的經濟腹地**，益以**憑藉著共通的語言與法律體系**，相互加強彼此地位，並在全球化與電子化的推波助瀾下，進一步壯大。

儘管紐約、倫敦、香港及新加坡頂著國際金融中心的光環，惟**彼等經濟更易受金融危機衝擊並產生明顯的外溢效果**，如 2008 年全球金融危機期間紐約與倫敦失業率攀至史上高點，1997 年亞洲金融風暴讓香港與新加坡景氣陷入嚴重衰退。為避免重蹈覆轍，四大城市所在地之金融主管機關於危機後皆**重新審視金融業管理規範，防止系統性風險再次發生，以確保當地金融穩定運作**。

發展金融業需要穩定的金融環境，而**匯率穩定係防止金融危機的重要工具**。以美國、英國、香港及新加坡為例，該經濟體之貨幣當局無一不強調匯率穩定的重要性；其中，香港採行與美元掛鈎的聯繫匯率制度，新加坡則採行釘住一籃貨幣的管理浮動匯率制度，**兩個小型開放經濟體皆選用高度維持本幣匯率穩定之制度**。另值得注意的是，除了美國因**美元為核心國際準備貨幣**，致本國貨幣(美元)市場規模較大外，**英國、香港及新加坡之當地金融交易並非以本國貨幣為主**。

附表 1 紐約、倫敦、香港與新加坡成為國際金融中心的歷史淵源

<p>紐約</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 1914 年第一次世界大戰後歐洲金融中心如巴黎與柏林等多數城市的重要性降低，且美國在 1914~1921 年對外貿易大幅成長，遂使貿易收支清算擴增，紐約躍升為的國際金融中心之一。 ● 兩次世界大戰後，美國是全球握有最多黃金的國家，使美元獲得充分擔保，再加上 19 世紀末第二次工業革命，美國躋身為全球工業最進步的國家。之後，美國透過布列敦森林體制(Bretton Woods System)，讓美元取代英鎊成為最主要的國際準備貨幣，更顯著提升紐約的國際金融中心地位。
<p>倫敦</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 倫敦一直是聯結歐洲、北海至冰島該區域的重要交通樞紐。 ● 倫敦憑藉著英國在 17~18 世紀建立的大英帝國，逐漸演變為全球貿易及金融樞紐，並在 19 世紀工業革命時期取代阿姆斯特丹成為國際金融中心之首，英鎊亦被視為最主要的國際準備貨幣。 ● 儘管隨後經歷兩次世界大戰而政經影響力下降，但在英國政府的努力下，進行貿易及金融自由化改革，加上古巴危機，俄羅斯擔憂被美國制裁，因而將外匯轉移至倫敦，且當時美國向外國人徵收利息的懲罰性稅款，加速資金流向倫敦，倫敦遂發展為歐洲通貨市場中心。
<p>香港</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 香港位於東西方交通孔道，維多利亞港是東亞少數的優良天然港口，並被英國作為與中國連結交易的殖民地。在中國戰亂不斷下，香港偏安一隅且深受西方文化影響，並因國際形勢的改變，地位逐漸加強，成為英國最重要的殖民地之一。 ● 在 1970 年代全球經濟繁榮及香港證券規模擴大之際，由於香港政府政策開放，因此金融體系可以配合經濟發展而調整服務項目，同時吸引海外金融機構駐足。
<p>新加坡</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 新加坡所處的麻六甲海峽向來是東亞與歐洲必經路徑。 ● 1971 年新加坡面臨英軍即將撤離之困境，而當時美國銀行(Bank of America)正尋找發展亞洲業務的合適地點，遂新加坡依據該行建議，以發展「國際性金融及勞務中心」為目標。 ● 新加坡政府以產業政策扶植當地金融機構，並建立亞洲通貨單位³⁰，隔絕國內金融市場、發展境外金融中心。

資料來源：中央銀行自行整理。

³⁰ 亞洲通貨單位(Asian Currency Unit, ACU)為新加坡設立的境外部門，接受非居民的外幣存款，為非居民提供外匯交易及資金借貸等各項業務，以境內境外區隔的方式經營境外金融市場(Offshore Finance Market)。

附表 2 美國及英國因應全球金融危機之貨幣政策與財政政策

美國	貨幣政策	<ol style="list-style-type: none"> 1. <u>調降政策利率</u>：由 5.25% 降至 0.0~0.25% (直到 2015 年 12 月才啟動升息)。 2. <u>提供流動性</u>：對象為銀行及非銀行金融機構、商業本票市場、貨幣市場借款人與投資者、房貸市場與個別企業與個人。 3. <u>實施量化寬鬆</u>：自 2008 年 11 月至 2014 年 10 月期間，Fed 共實施 3 輪 QE，合計購買約 3.96 兆美元。 4. <u>前瞻指引</u>：Fed 就未來貨幣政策動向提供指引及承諾，來管理市場對 Fed 貨幣政策的預期。 5. <u>換匯交易</u>：Fed 與主要央行承作換匯交易，以提供美元流動性，其流通餘額最高曾達 5,831 億美元。
	財政部穩定金融措施	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2008 年國會通過 7,000 億美元「穩定經濟緊急法(EESA)」，包含「問題資產紓困計畫」，<u>直接向銀行注資</u>。對美國金融機構債務提供 3 年的暫時性全額擔保等。 2. 推出「金融穩定計畫(FSP)」，包含政府民間合作籌措投資基金，來<u>收購不良資產</u>、<u>支撐房屋市場</u>，以及<u>防止房屋被查封法拍等</u>。 3. 推出「房屋持有者可負擔及穩定計畫(HASP)」，協助具有還款意願且負責任的房貸戶，透過換約或再融資方式改用較低利率，以繼續保有房屋。
英國	貨幣政策	<ol style="list-style-type: none"> 1. <u>調降政策利率</u>：由 5.75% 降至 0.5%，累計調降 5.25 個百分點。 2. <u>提供市場流動性</u>：增加附買回(repo)操作次數並建立永久性的長天期 repo 操作，實施特殊流動性機制(SLS)擴大 repo 操作之合格擔保品範圍。 3. <u>實施量化寬鬆</u>：自 2009 年 11 月至 2019 年 12 月期間，BoE 共實施 3 輪 QE，合計購買約 4,448 億英鎊資產。 4. <u>換匯交易</u>：與 Fed 央行簽訂 400 億美元換匯交易協議，提供國內美元流動性。
	財政部穩定金融措施	<ol style="list-style-type: none"> 1. <u>資本重整方案</u>：2008 年 10 月要求當時 8 大金融機構提高資本適足率，並對 RBS、HBOS 及 Lloyds TSB 合計注資 370 億英鎊。 2. <u>擴大信用保證機制及資產保護機制</u>：除了存款保證外，並擴及至非存款債務之保證；之後延長申請期限及擴大保證範圍。另對經認可之銀行不良資產提供保障。 3. <u>振興經濟方案</u>：2008 年至 2009 年期間英國財政部分別推出減稅及擴大公共支出、基礎建設計畫及房市援助計畫，合計 310 億英鎊。

資料來源：中央銀行，「全球金融危機專輯(增訂版)」，99 年 3 月；Fed、BoE 網站。