

投資組合：向歐洲各君主國放貸

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

1755 年的首批投資為此後四十年定下了模式。委員會購買了法國債券、英國年金以及維也納 *Stadtbank*（城市銀行）的票據。¹ 這三個市場各自代表一種不同類型的主權風險。英國年金是對一個國家的債權，該國的借款由議會授權並由議會負責償付，其公共債務自 1750 年代起已被整合為長期的“統一公債”（Consols）。法國債券是對歐洲大陸規模最大、最為精密、但也最為脆弱的財政體系的債權。維也納 *Stadtbank* 根據 1705 年 12 月 24 日的帝國特許狀設立，自 1706 年起開始運營，形式上是一家市政機構，實質上卻用於提高哈布斯堡君主國債務的流動性。它後來成為該君主國第一家發鈔銀行，最終在拿破崙戰爭的壓力下倒閉。² 蘇黎世委員會購買 *Stadtbank* 的票據，實際上是間接地向哈布斯堡王室放貸，同時持有的是對一家在維也納市控制下享有一定自主權的機構的債權。

英國始終是投資組合的支柱。後來的記述將英國政府年金描述為一個持續且重要的組成部分，其吸引力在於該國的政治穩定和議會對財政的控制，儘管其收益率不超過百分之三。由於委員會向私人存款人支付百分之三點五的利息，僅憑英國年金無法維持業務。它們是安全的核心，收益更高的風險資產則圍繞這一核心進行配置。儘管遭受過損失，法國仍不斷吸引委員會的投資，因為其金融體系是歐洲最發達的，其借款人支付的利息也更高。奧地

投資組合：向歐洲各君主國放貸

利佔資產的五分之一到四分之一，主要形式是維也納 *Stadtbank* 的債券以及以特定收入作擔保的國家貸款，其中包括哈布斯堡王室的銅務署和汞務署。³

早年最著名的單筆交易，是 1758 年向女皇瑪麗亞·特蕾莎提供的一筆 3 萬古爾登的抵押擔保貸款，委員會一直持有該筆貸款直至世紀末。⁴該銀行的傳統將這筆貸款與修復蒂羅爾的風暴災害聯繫在一起。⁵無論其用途如何，這筆交易都成為 Bank Leu 自我形象的一部分：一個由蘇黎世議員組成的委員會，在七年戰爭期間向中歐最大天主教君主國的君主放貸。瑪麗亞·特蕾莎的名字出現在該銀行後來的宣傳中，也留存在關於蘇黎世各銀行行號的民間記憶里。⁶對於研究這一金融中心的歷史學家而言，這體現了信奉歸正宗的蘇黎世在宗教信仰上的務實態度：只要擔保可靠，它向天主教君主和親王修道院長放貸毫無障礙。

另外兩個市場說明了委員會所獲得的技術經驗。在薩克森，它第一次接觸到附有可撕下利息息票的不記名證券，這種形式後來主導了十九世紀的歐洲債券市場。在丹麥，它購買了哥本哈根銀行的股份，該銀行在 1767 年需要國家救助之前一直派發豐厚的股息。⁷丹麥業務還牽涉到一個中間人網絡，下一節將對此加以討論。在德意志各地，委員會越來越多地以土地和收入作抵押，向諸侯、城市 and 修道院放貸。到 1782 年，僅菲爾斯滕貝格親王一人就欠委員會 33.7 萬古爾登，如此集中於單一借款人的風險，是任何現代大額風險暴露規則都不會容許的。⁸向南德意志修道院和教士團提供的貸款，延續了蘇黎世國庫本身的做法；如第一節所述，自十七世紀末以來，國庫就一直向這類借款人放貸。

委員會資產負債表的增長可以用整數來追溯。存款在 1758 年達到 18.3 萬古爾登，1762 年達到 48.2 萬古爾登。到 1770 年突破了 100 萬古爾登大關，1780 年達到 200 萬古爾登；到 1797 年，即革命前夕，總額約為 270 萬古爾登。⁹以阿姆斯特丹或倫敦銀行行號的標準衡

量，這些數額並不大，與第七節討論的伯爾尼國家寶藏相比也顯得微小。然而在蘇黎世，它們代表了該市各機構和名門望族流動財富中相當大的一部分，足以使 *Zinskommission* 成為蘇黎世儲蓄進入歐洲資本市場的主要渠道。

從這些零散資料中呈現出來的投資政策建立在四項原則之上，這些原則在當今公共投資者的指導方針中依然清晰可辨。第一是跨國家、跨借款人類型的分散投資，從英國議會到哈布斯堡王室，從丹麥銀行到施瓦本修道院。第二是對擔保的偏好，無論是議會擔保、特定收入還是土地抵押。第三是支付給存款人的利率與投資所得利率之間的利差，用以支付委員會的成本並積累儲備。第四點不那麼明確，即藉助各金融中心值得信賴的通訊代理人，由他們提供資訊、執行購買並收取利息。這一模式的弱點在於，主要借款人都是交戰國。十八世紀下半葉的每一場戰爭，尤其是 1792 年以後的革命戰爭，都威脅著委員會賴以生存的債務的償付。

1 註釋

1. Saller , “Rathausobligationen: Die Bank Leu, Teil drei”, 同上。
2. Wikipedia , “ Wiener Stadtbank ” , https://en.wikipedia.org/wiki/Wiener_Stadtbank (供參考) 。該條目指出，該銀行於 1811 年關閉，存款人損失慘重。
3. Saller , Ein kurze Geschichte der Bank Leu , 同上，關於英國、法國和奧地利在投資組合中的地位以及銅務署和汞務署；另見 Saller , “Rathausobligationen: Die Bank Leu, Teil drei”, 同上；關於英國投資百分之三的收益率上限，見 Saller , “50 Prozent Eigenkapital: Die Bank Leu, Teil zwei”, 同上。
4. Saller , “Rathausobligationen: Die Bank Leu, Teil drei”, 同上。
Saller 將該筆債務描述為有抵押擔保的債務，並稱其為委員會著名的投資之一。

投資組合：向歐洲各君主國放貸

5. 未署名文章 “Das Aus für die Bank Leu nach 256 Jahren” , St.
6. Gebrüder Dürst , “Namen alter und ehemaliger Bankhäuser in der Stadt Zürich” , https://www.gebrueder-duerst.ch/turicum/adressbuch/bank/ehemalige_banken.html 。
7. Saller , Ein kurze Geschichte der Bank Leu , 同上 。
8. Saller , “Rathausobligationen: Die Bank Leu, Teil drei” , 同上 。
9. Saller , “Rathausobligationen: Die Bank Leu, Teil drei” , 同上 。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至2026年9月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/zurich-the-portfolio-lending-to-the-sovereigns-of-europe