

戰後繁榮、“蘇黎世地精”與歐洲貨幣市場 ——概述與總結

Dr Alexander Ressos, TEP

Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),

Solicitor (England & Wales)

第二次世界大戰結束後的四分之一個世紀，使蘇黎世成為遠超瑞士國界、家喻戶曉的金融之名。1939 年以前，這座城市只是歐洲大陸若干重要金融中心之一，以其大銀行、保險公司和證券交易所而受人尊重。倫敦或華盛頓的政治人物在描述左右貨幣走勢的力量時，幾乎不會提及它的名字。到了 20 世紀 60 年代中期，情況已然改變。一位英國內閣大臣可以把英鎊的困境歸咎於“蘇黎世的地精”（gnomes of Zurich），並且確信聽眾會立刻心領神會。到 20 世紀 70 年代初，瑞士三大銀行——各自在蘇黎世的主要營業場所都位於班霍夫大街（Bahnhofstrasse）和閱兵廣場（Paradeplatz）上或其附近——經手了全球新開採黃金的很大一部分。瑞士銀行也已成爲在倫敦和盧森堡發展起來的離岸美元市場中不可或缺的中介。與此同時，瑞士法郎已成為受驚投資者競相買入的貨幣。

本章追溯這一發展歷程，從 1944 年佈雷頓森林會議一直到 20 世紀 80 年代末。本章從一個影響此後一切的悖論講起：瑞士在近半個世紀里一直置身於國際貨幣基金組織之外，然而它管理本國貨幣的方式卻儼然是一個成員國，其銀行也從該基金組織本應守護的體系中獲益良多。第二節描述戰後繁榮以及蘇黎世作為國際資產

管理中心的成長；藉助《瑞士歷史詞典》（Historical Dictionary of Switzerland）中的數據，我們可以相當精確地追蹤這一發展。第三節考察在 1964 年英鎊危機期間附著於這座城市的那個說法、它此前在英國下議院的來歷，以及發現自己被塑造成反派的瑞士銀行家們的反應。第四節轉向黃金。1968 年 3 月倫敦黃金總庫崩潰時，蘇黎世三大銀行抓住機會直接收購南非的黃金產出，此後十多年間，蘇黎世成為全球領先的實物黃金市場。

第五節專門討論歐洲貨幣市場，以及將蘇黎世與之相連的兩種瑞士工具。其一是信託存款，它使外國客戶能夠通過瑞士銀行將資金存放於境外並賺取利息，而無需繳納瑞士預扣稅。其二是瑞士法郎外國債券，其發行在數十年間受瑞士國家銀行管控。第六節論述 20 世紀 70 年代。固定匯率的終結、1973 年 1 月瑞士法郎的自由浮動以及外國資金的湧入，促使瑞士當局對外國存款徵收負利息、禁止向非居民支付利息，並於 1978 年 10 月設定了對德國馬克的匯率目標。簡短的第七節概述蘇黎世證券交易所以及 1988 年 SOFFEX 的創立。本章最後討論這幾十年留下的遺產。它展示了蘇黎世作為全球資產管理中心和黃金中心的面貌——其聲譽始終未能完全擺脫“地精”的形象；隨後追溯一種避險動態，它在 2011 年和 2015 年重現，與 20 世紀 70 年代的模式幾乎驚人地相似。

對今天的從業者而言，這一時期之所以重要，是因為蘇黎世金融中心的許多詞彙和制度習慣正是在此期間形成的。當今市場的若干特徵，正是這些年間的創造或發展。其中包括瑞士國家銀行與各銀行之間的非正式協議（在瑞士的用法中以英語詞“gentlemen's agreement”即“君子協定”相稱）、作為標準產品的信託存款、大銀行作為債券發行和黃金交易銀團的角色，以及中央銀行面對資金流入時捍衛瑞士法郎的本能反應。瑞士銀行業在海外令人不安的公眾形象亦是如此；後續關於洗錢、休眠帳戶以及外國客戶銀行保密終結的各章，將展示其更為尖銳的形態。

1 結論

戰後幾十年將蘇黎世從一個受人尊重的歐洲銀行中心，轉變為全球範圍內金錢的代名詞。這一轉變建立在一個悖論之上。瑞士直到 1992 年一直置身於佈雷頓森林秩序的機構之外，卻在該秩序內將本國貨幣掛鉤，通過瑞士資本市場向這些機構提供貸款，並在一個普遍實行外匯管制的世界中，從瑞士法郎的開放性中獲益。蘇黎世和巴塞爾的大銀行成為跨境私人財富的主要託管者，其對外負債在十年之內升至其資產負債表的一半以上。到 1964 年英鎊危機爆發時，蘇黎世已與四處流動的國際資金緊密相連，以至於一位英國大臣可以把責任歸咎於“蘇黎世的地精”，而且這一說法到處都能被理解。

黃金市場和歐洲貨幣市場擴展了蘇黎世的影響範圍。1968 年 3 月倫敦黃金總庫的崩潰，使三大銀行在兩週之內接管了南非黃金的銷售；此後十年間，蘇黎世一直是領先的實物黃金市場，並通過 Wozchod Handelsbank 吸引了蘇聯的黃金出售。與此同時，歐洲貨幣市場為瑞士銀行提供了一個出口，用以安置瑞士當局不希望進入國內體系的外國資金。通過信託存款，瑞士銀行代表客戶在倫敦和盧森堡存放了數千億瑞士法郎，且無需繳納瑞士預扣稅。通過受中央銀行管控的瑞士法郎外國債券，它們向世界各地的借款人提供貸款。通過 Credit Suisse White Weld 及其後繼機構，它們作為主要參與者進入了歐洲債券市場。

20 世紀 70 年代考驗了這一模式。佈雷頓森林體系的終結、1973 年 1 月 23 日瑞士法郎的自由浮動以及一波又一波的投機性資金流入，促使當局採取了一系列緊急措施：對外國存款收取最高達每季度百分之十的手續費、禁止向外國人支付利息、對新增外國存款實行百分之百的準備金要求，以及限制外國人購買瑞士證券和不動產。這些措施都未能阻止瑞士法郎升值。最終奏效的是 1978 年 10 月的匯率目標，其後盾是瑞士國家銀行（SNB）公開宣佈願意無限

量買入外幣。2011 年和 2015 年，瑞士國家銀行再次面臨同樣的抉擇，動用同樣的工具，結果也相似。到 20 世紀 80 年代末，隨著 SOFFEX 的創立和各項管制的取消，戰後模式逐漸讓位於一個更加開放、更具競爭性的金融中心。其遺產——資產管理業務、黃金精煉廠、中央銀行與各銀行之間非正式合作的習慣、作為避險貨幣的瑞士法郎以及揮之不去的“地精”形象——在今天的蘇黎世依然清晰可見。

2 五句話概要

1. 瑞士直到 1992 年一直置身於國際貨幣基金組織之外，但事實上將瑞士法郎與美元掛鉤；與此同時，其銀行，尤其是蘇黎世的大銀行，利用瑞士法郎的可兌換性和堅挺地位，成為全球領先的跨境私人財富託管者。
2. “蘇黎世的地精”這一說法，由 Harold Wilson 於 1956 年在英國下議院使用，並因 George Brown 在 1964 年 11 月英鎊危機中的使用而廣為人知，它塑造了一種匿名且充滿敵意的金融力量形象，自此一直伴隨著蘇黎世金融中心。
3. 1968 年 3 月倫敦黃金總庫崩潰後，瑞士聯合銀行（Union Bank of Switzerland）、瑞士銀行公司（Swiss Bank Corporation）和瑞士信貸銀行（Swiss Credit Bank）組建了蘇黎世黃金總庫，奪得南非黃金的銷售權，使蘇黎世在 20 世紀 70 年代成為領先的實物黃金市場。
4. 通過存放於倫敦和盧森堡、無需繳納瑞士預扣稅的信託存款，通過在瑞士國家銀行管控下發行的瑞士法郎外國債券，以及通過 Credit Suisse White Weld 的歐洲債券業務，蘇黎世與歐洲貨幣市場緊密相連。

5. 1973 年 1 月 23 日瑞士法郎開始自由浮動後，瑞士當局以對外國存款收取最高每季度百分之十的手續費、禁止付息和資本輸入管制來對抗升值，最終於 1978 年 10 月設定了對德國馬克的匯率目標；這一模式在 2011 年的最低匯率和 2015 年的負利率中再次重演。

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-post-war-boom-the-gnomes-of-zurich-and-the-euromarkets-overview-and-summary