

銀行研究叢刊第一種

現代中央銀行發展論

R. S. Sayers 著
楊承厚 譯

臺灣銀行經濟研究室編印

銀行研究叢刊第一種 現代中央銀行發展論

中華民國四十九年四月出版
中華民國六十八年八月再版

著者 R. S. Sayers

譯者 楊承厚

編輯者 臺灣銀行經濟研究室

臺北市重慶南路

發行者 臺灣銀行

臺北市重慶南路

經售者 中華書局

臺北市重慶南路

印刷者 臺灣銀行印刷所

臺北市青島東路

著者序言

自從一九四八年開始，我曾就中央銀行之各方面的活動，對學生及銀行家作多次之講演；各方面頗有要求印行此類講詞者。這些講詞的一部分，已經先後印行，但並非全用英文出版。我曾被各方面（特別是其他大學的教師）督促，設法使這些論文易於取得；這本文集即係爲應付此類督促而提出。第一篇及第七篇論文，過去並未印行；並且祇有第二、第四、及第十諸篇，過去曾在英國流通。本書內容之半數以上，係撰寫於一九五五年及一九五六年。

過去曾用英文印行之諸篇，本書依照原文予以轉載，其中並無任何重要之修改。由於各篇撰寫早晚之不同，其客觀環境頗有變動之處，讀者不難予以體察。著者個人之看法，亦復略有變遷；唯並未加以文字上的修正，以求掩飾。一九五六年所加之註釋，係用方形括弧來表示。

若干雜誌 (Economic History Review, the Quarterly Journal of Economics, the Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, the Quarterly Review of the Banca Nazionale del Lavoro, and the Three Banks Review) 的編者，及倫敦銀行家學會 (Institute of Bankers) 等給予著者以轉載之特許，我願表示衷心之感謝。我也必須感謝各地 (Paris, Oxford, London, Basle, Zürich, Edinburgh, Glasgow, Princeton, Liverpool, Nottingham, Newcastle, and Cambridge) 的聽衆；他們所提具有啓發性的問題，使這些論文在最後準備付印之際，常常獲得改進

的機會。在散處各地的許多益友之中，我對於羅伯遜爵士（Sir Dennis Robertson）必須表示特殊的謝意；他對於某些原稿（包含許多年代）的耐心評閱，使我免於墜入數不清的許多陷阱之中。

賽葉士（R.S. Sayers）

一九五六年三月於倫敦經濟學院

現代中央銀行發展論 目錄

著者序言.....(一)

第一章 中央銀行活動之理論基礎.....(一)

第二章 巴佐特(Bagehot)以後中央銀行活動之發展.....(九)

第三章 英美兩國戰後初期之經驗.....(二三)

第四章 一九五三年之英格蘭銀行.....(四〇)

第五章 英國中央銀行之公開市場活動.....(五四)

第六章 二十世紀之銀行率.....(六八)

第七章 現金準備之變更.....(一〇〇)

第八章 銀行存款數量之決定：英國一九五五、五六、五六年.....(一〇九)

第九章 發展落後國家之中央銀行的活動.....(一二九)

(一)	中央銀行是普遍的需要嗎·····	(一九)
(二)	作為銀行家的中央銀行·····	(二七)
(三)	作為統制者的中央銀行·····	(一五)
第十章	倫敦眼中的紐約金融市場·····	(一五)
附錄	中央銀行之當前地位·····	(一七)

現代中央銀行發展論

第一章 中央銀行活動之理論基礎

中央銀行活動 (central banking) 之要義，係對金融制度實行判斷的統制 (discretionary control)。中央銀行活動之目的，曾有若干不同之界說：諸如維持物價水準之安定、保持經濟制度之平衡及其他等等。此類目的可能變化多端，較書籍所載者爲尤多：在某些情形之下，中央銀行活動之目的被視爲在於維持金本位，維持英鎊本位，或維持美元本位。但是這些變化是有目標的，中央銀行活動乃是一種制度上的安排，可以用來實現許多目的中之任何一種目的。目的（金融政策之目標）之選擇與方法之選擇具有相當之關係，在某些情形之下，一個社會也許（較之在其他情形之下）更希望其金融制度依照規則行事 (work to rule)，藉以實現其目的。而依照規則行事，則正好與中央銀行活動處於相反的地位。祇有在社會決定採取判斷方法之後，始感有需要中央銀行之必要。中央銀行家 (central banker) 乃是運用判斷的人，而不是依照規則行事的機器。

多數經濟學者今日均視設立中央銀行係一當然之事，至少在每一個高度發展之經濟社會中是如此。然而中央銀行却是比較年青的事物。即使就英國言，中央銀行活動之歷史尚未超過二百年；而在美國及其他多數國家，則僅以二十世紀爲限。而且「中央銀行活動」(central banking) 一詞的本身，其流行期間則尤爲短暫。在我們把這個年青事物完全視爲當然之前，也許我們應當對其所依據之基礎

，加以嚴格的檢討。世界各國爲什麼取消允許其金融制度依照規則行事的辦法呢？

自動的金融制度自有其相當誘人的優點。在經濟制度之中，貨幣單位對於一切契約關係，均具有極大之重要性；而英國政治經濟學之一項悠久的傳統、係以下述觀念爲基礎：任何對於貨幣單位之干擾，即係對於債務人或債權人的一種欺騙。李嘉圖認爲：國家已經決定（且其決定甚爲正確）貨幣單位之價值。應以世界金價爲基礎，貨幣之供給量應與黃金市場之情況維持極爲密切之聯系，所以再無加以人爲干涉（不管用意如何善良）之餘地。任何判斷之行爲均係對於通貨施以拙劣之修補（tinkering with the currency）。某些早期學者曾經承認在某種可能情況之下，判斷行爲可以改善市場中之盲目行動的因素；但在目睹十九世紀最初二十年的經驗之後，其中一部分學者已經改變其立場，而認爲控制權在亞當斯密之「無形之手」（Adam Smith's Invisible Hand）的掌握中，比較在英國中央銀行（Old Lady of Thread needle Street）的手中更爲安全可靠。一八一〇及一八三〇年代之經驗並不更好；對於金融制度之有計劃的指導、被暗示爲對於貨幣價值的武斷干涉。李嘉圖對於指揮英格蘭銀行（Bank of England）之「商人集團」（company of merchants）的輕視繼續流傳，以致影響三〇及四〇年代之「通貨學派」（currency school）而形成反對任何形式之判斷統制的偏見。其中若干學者認爲貨幣之某些基本形式可以視爲一體，而由法律所定之嚴格規則統制其供給量。另外一些學者承認商業銀行及商業信用之發展所引起的問題，而希望它們不存在（註一）。就西歐言，有關之爭議透露了對於有計劃統制之同樣的不信任。特別是在十九世紀第三季中之際，法、德、奧諸國對於中央銀行活動與「自由銀行經營」（free banking）之一般問題，均曾由經濟學者予以熱烈之討論（註二）。此項討論之形式大都集中於銀行鈔券之發行是否應當由一個「中央銀行」獨佔之實際問題：但其理由

則與廣義的中央銀行活動之問題具有密切之關聯。例如，有人辯稱：單一的發行銀行其特殊地位來自政府之賜予，極易接受短視政府之壓力；而多數互相競爭的發行銀行，具有更大的規避能力，可以更加嚴格的遵守限制發行之商業上的智慧。又有人說：一個中央銀行經營之不善，可以遺留災害於整個制度；而在若干具有平等特權之許多銀行之中，某一銀行經營之不善、可供其餘銀行謹守其「爲民公僕」的立場。有人採取更廣義的看法，而謂中央銀行在準備金方面所冒之風險，較之任一銀行在多元準備制度（multiple reserve system）所冒之風險都更大（註三）。這些理由大都構成下述結論：不應賦予人類以判斷的權力；如果脫離金融制度之自動管理，早晚要引起非常惡劣的困難。在任一國家之金融歷史中，都不難找到支持此種態度的事實。就是最謹慎的國家，都有其急遽通貨膨脹的故事，有些國家同時尚有非常嚴重之通貨緊縮；而這些通貨膨脹及通貨緊縮，全部（或者大部分）都是人類判斷的產物。這樣看來，一個自動機械對於經濟進步不是更加有益嗎，同時也更加合乎公平原則嗎？

此項粗疏的理由，可以找到很重要的支持。我們對於金融歷史認識愈多，我們就可以更加清楚的看出，人類並非常常毫無思想的盲目前進；所可惜者，金融政策的本身却佈滿了許多陷阱而已。例如，及時採取適當決策一事，其本身即有先天的困難。中央銀行家（central banker）雖然必須採取「洞燭機先」的行動，但是其統計部門所採供之資料，在時間上往往落後於實際情況的數週或數月之後。當中央銀行家面對兩種選擇之際，如果其中一種在政治上不易獲得支持，則他對於要求採取此種選擇之理由，勢將採取遲疑之態度。換言之，他要延緩此項在政治上不易獲得支持之行動，而靜觀情況之更清楚的發展。反之，在另一方面，對於解除信用緊繫情況之工作，則常常匆忙採取行動；蓋此項行動在政治上易得擁護也。因之，由於早期判斷之困難以及人類的弱點，使中央銀行的活動，極易陷

入通貨膨脹之傾向，而損害貨幣單位之價值。

當中央銀行家在晦暗不明之環境中努力發掘危險趨勢之際，他的看法復易受商人（中央銀行家的義務之一，即爲與商人保持密切的接觸）觀點之影響。當樂觀空氣充盈市場之時，中央銀行家同時亦受感染，以致不會認爲有發出危險信號的必要；如果他的四週充滿了危險的感覺，除非他是超人，他就不會有提早開放綠燈的魄力。因之，中央銀行家也許竟會擴大經濟制度的升沉變化：在景氣下降之時，實行信用的抽緊；而在需要收縮信用之時，反而鼓勵商業的擴充（註四）。

由此可見，金融情況之判斷統制，其本身頗有擴大商業起伏變化及破壞貨幣單位之價值的危險。然而，商業循環之消滅與夫貨幣價值之保持，却正好是金融政策之最重要的目的。因之，我們是不是可以這樣說，在此一範圍之內，依賴人類判斷殊爲危險，而我們必須信賴某種自動的金融制度呢？個人的看法如下：就大多數國家言，此類中央銀行活動之先天的缺點，均可局限於可以控制的範圍內。經濟預測雖然不能完全可靠，但是統計技術的進步（以及經濟理論的進步），已使此項判斷工作不再是盲人的捉迷藏了。至於中央銀行家之易受商人看法的感染，亦因他們之重視其責任，而減少了危險性；中央銀行家並可以其冷靜態度，進一步影響商人的態度。而出身於學術機構（而非商人世界）之經濟評論家之興起，亦有助於中央銀行之採取優良的立場。二十世紀之經濟歷史，使我們相信下述意見：中央銀行家能够正確的判斷、迅速的行動，而使他們自己在幽靜的象牙之塔與喧嘩的交易市場二者之間，維持優勢的中間地位。而在中央銀行累積相當經驗之後，我們可以很合理的期待：其內在的弱點，可以逐漸的予以克服。在近代金融史中最惡劣的事例（若干深刻的通貨膨脹）之中，其顯著特點均爲中央銀行家受制於強大政治壓力的結果——沒有任何「固定規則」可以對抗此類壓力。

一九二九—三二年之情形，迄爲美國中央銀行家之污點；但是我們却不妨辯稱，在過去十年的經驗之中，中央銀行家已經學得了將來絕不會忘記的若干教訓。

此類支持中央銀行活動之理由的是否充實，各方可能有不同之意見。就那些恐懼人類弱點而不信人類具有控制其經濟環境的人們來說，他們可以抗議此類理由不够堅強。但是還有一種完全不同的理由，此項理由並非以人類個性之估計爲依據。其理由之基礎，在於任何合法的貨幣定義均屬人爲的定義。資產之貨幣特質 (money-quality of assets)，均係人類商業習慣所造成，它以不同程度，附屬於不同資產之上；就不同時期言，其附屬情況實處於不可預測的狀態。把某種事物冠以「貨幣」之名稱，並謂其供給量將隨合法當局所制定之規則而活動，無異是在流沙之上進行工程的建築。每一個教科書的作家，當其努力說明貨幣供給量的理由之時，都知道其所用以表現一國貨幣之說法，是如何的失之於武斷。定期存款應當包括在內呢，還是應當除外？儲蓄銀行之負債應當包括在內呢，還是應當除外？此類困難（其數目還有很多）之所以發生，乃因「何者爲貨幣」與「何者非貨幣」，其間初無澈底而顯明之界限。在日常生活之中，自然並未加以嚴格之劃分；而馬夏爾 (Marshall) 氏如能及時完成其貨幣經濟學之最後諸卷，則一定會在正文中說明此項理論。

當我們考慮貨幣供給量之變化時，在事實上，我們所考慮的乃是經濟制度之變現情況 (liquidity Position) 的演變；任何深入的研究，都必須注意每種金融機構的活動。如果世間有一種基本的貨幣，其供給量在任何時期均可（依照固定規則）決定每種金融機構的行爲，我們對於（依照固定規則）控制此種貨幣之供給量一事，即可獲得合法的立足點。但是事實上並無其事；甚至有關於金融機構之名單，尚在未定之列。新的金融機構不斷出現，以利用新機會；最初也許我們不承認其爲金融機構（在事

實上，也許它們最初並非金融機構），但是它們却逐漸取得了金融事務上的重要性。

金融機構演進之重要，可藉某些實際情況來加以說明。在十九世紀上半時期之中，統制貨幣供給量之問題，在英國經常都在辯論之中；唯關於貨幣係指何物一節，始終並無一致之意見——蓋任何定義均不免涉及武斷也。多數參加辯論的人，都承認某些資產的重要性。他們把這些資產或者視為貨幣的代用品 (money-substitutes)，或者視為複雜的貨幣供給量的一部份；不管採取何種立場，他們都必需考慮此類資產與貨幣本身之關係，或與貨幣供給量其他部份的關係。例如，鄉村銀行鈔票與英格蘭銀行鈔票具有重要之關係——但是對於二者關係之屬於何種性質（特別是因為此項關係正在變動之中），則各方意見殊不一致。同樣的，銀行存款與匯票 (bills of exchange) 對貨幣供給量（依照狹義的解釋）之關係，亦曾引起廣泛的爭論。吾人今日加以回憶，可以看出當時各類資產之間的關係，是在急遽變動之中：社會對於各類資產所賦予之貨幣特質的程度，正在不斷變化之中。就今日看來，銀行存款在金融情況中之地位日趨重要；如果法律單單管理鈔票數量，而企圖達到控制整個金融情況之目的，實屬毫無把握的作法。著名之一八四四年的「銀行特許法」(Bank Charter Act of 1844)，其設計即坐此弊；人們不久就找到了逃避的方法。但是對於那些相信自然或者法律對於「何者是貨幣」及「何者非貨幣」已經制訂一項區分的界限、並且相信一個自動機器能够充分控制金融情況的人們來說，此項法律的空殼，仍不失為一個紀念品。

就吾人今日之時代言，金融制度最重要的變化之一，厥為消費者信用 (consumer credit) 之成長，以及為便利此項信用發展之租賃購買融通公司 (hire-Purchase finance companies) 的出現。此項金融制度之發展，乃係足以影響人民之變現情況的最新發展。我們無法根據二十五年前金融制

度之構造與行爲、而制定可以應付租賃購買活動所造成之變現情況的實際規則。然而，對於金融情況的任何統制，如果要想其有助於充分就業之維持或貨幣價值之安定的話，都必須承認此類金融制度的變化。若謂人類也許能够尋得一項貨幣之最後形式、而奉之爲經濟情況的調節器（可以依照立法者之命令而活動的調節器），那也是無用之談。因爲我們的經濟制度不是那種制度（註五）。

因之，我們必須由中央銀行家對金融制度實行判斷的影響。同時，也沒有永久性的規範、可供他們的遵循。他們的措施必須適應經常變動中之社會金融習慣的形態。自然，通過比較的研究，我們對於中央銀行的行爲也許可以找到綜合的看法，而某些中央銀行的經驗也許可供其他中央銀行採擇；但是如果我們追求可以適用於一切時間及一切空間之法則，則我們一定會完全失望。我們之所以需要中央銀行，其理由所在就是因爲世間沒有這種法則。

本篇註釋

（註一）在此一點上，我很有幸得與羅賓士教授（Professor L. C. Robbins）討論。羅氏行將出版之陶倫士（Robert Torrens）¹書，對於此一經過曾有相當之論述。

（註二）關於此類爭執，參看一九三六年倫敦出版之斯密司所著「中央銀行理論」（Vera C. Smith, *The Rationale of Central Banking*）一書，特別是第六章至第八章。

（註三）歐洲大陸此一方面之爭執，反映前一世代英國通貨學派對銀行學派爭執的理由，但其關係則不易予以區分。而就次一世代言，若干英國學者頗受歐洲大陸「自由銀行」學說之影響；其最著者，如巴佐特氏之『朗巴特街』（Walter Bagehot's *Lombard Street*）一書中之論調，即係受此種影響。

（註四）讀者可以找到下述歷史現象的證明：商業復興時期利率一直低下；而在商情逆轉之後，利率反面特別高昂。此類現象很顯

然的乃是缺乏進步的中央銀行之結果；它們代表（中央銀行家接受消滅商業循環義務以前之）經濟制度的自動反應。

（註五）即在吾人今日之時代，仍有經濟學者企圖利用貨幣之根本統一作為其金融改造之論據。參閱福萊德門（Milton Friedman）所著之「實體經濟學論集」（*Essays in Positive Economics*）一書。下文即引自該書之一三五頁：「一項金融及銀行制度之改革，由中央銀行當局同時消滅貨幣之私人創造或毀滅。貨幣之私人創造，可用百分之百的準備方法予以消滅，因而將存款自銀行制度之放款職能中分離出來^{註六}。我覺得此類建議頗有引入之處，但是它們係以對於貨幣來源之完全誤解為基礎。」

第二章 巴佐特 (Bagehot) 以後中央銀行活動之發展 (註一)

在十九世紀的金融歷史之中，中央銀行已經是非常重要的主題；而英格蘭銀行所發展之中央銀行活動的原則，到今天尚無令人滿意的敘述，其事殊足使人驚異。誠然，此一故事的若干部分，已經有人予以非常動人的發揮。例如，關於限制時期 (restriction period) 之敘述，克拉范爵士 (Sir John Clapham) (註二) 及萬諾教教 (Professor Viner) (註三) 已使他人無法予以更進一步的解釋；而豪士威爾先生 (Mr. Horsfield) (註四) 及故教授惠爾 (Late Professor Whale) (註五) 兩氏的論文，對於一八四四年以前階段的大部分，也都有了很好的交代。但是在另一方面，十九世紀的後半期却祇受到缺乏系統和不太深入的處理。自然，克拉范所著英格蘭銀行之官方歷史，曾經提供相當重要的線索；而浩特瑞教授 (Professor Hawtrey) 前此數年所出版之「銀行率之世紀」(Century of Bank Rate) 一書，亦有非常重要的貢獻——特別是其對黃金移動的分析。在此以前，克英先生 (Mr. Wilfrid King) 之著作 (註六) 及毛根教授 (Professor Victor Morgan) 之書籍 (註七) 亦曾以整個世紀為檢討之對象，但是他們却沒有 (像克拉范那樣) 參閱英格蘭銀行官方紀錄的優點 (註八)。

最需要予以補充注意的階段，乃是巴佐特以後的階段 (Post-Bagehot Period)，即一八七三年以後的三十年。雖然此種文獻並不包括有系統之討論，但是全新的研究，在此一時期仍非適宜。所以最好的辦法乃是：充分利用克拉范、浩特瑞及其他人士的貢獻，而從中央銀行之發展的單一觀點，來檢討此一階段。本文之目的，即在於此。

本文所欲討論之時期，始自巴佐特浩氏出版其郎巴特街 (Lombard Street) 之一八七三年。吾

人所以採取該書之出版時間爲出發點者，乃因其代表一個時代的終結和另一個時代的開始——或者至少指出另一個時代的開始。關於英格蘭銀行在金融危機之中應採何種行動之問題，這本書提出了非常澈底的答案。此書係受漢開(Thomson Hankey)氏刺激而著作；雖然其後漢開氏繼續擔任該行董事二十餘年之久，但是沒有人再能把一八四四年的理論說得那樣坦白。在巴佐特之後，大家對於英格蘭銀行之特殊地位均視之爲當然。它不是「正和任何其他銀行一樣」，它是單一準備金的保管者，並爲困難時期支持全國金融構造的最後來源。此項責任牽涉何種事務，以及該行如何方能盡善盡美的肩負其重任，這就是巴佐特的第二個問題——他提出了此一問題，但並未結束它。整個倫敦的負債，最後都落在英格蘭銀行的身上；而巴佐特的主要觀點之一，厥爲此類負債業已大爲增加。倫敦國際地位之此項演變，採取漸進方式，可以追溯至數十年之前；但自一八三〇年以後（特別是一八五〇年代的末期以後），其演變尤爲迅速。鐵路及輪船縮短了現金輸送點(speeie points)，而電報又將金融市場密切的聯系在一起。海外銀行(overseas banks)之崛起於倫敦（以一八六〇年代最爲顯著），使作爲廣大英鎊區之銀行家的倫敦，其資產和負債都大爲增加。此一英鎊區(sterling area)之範圍較大英帝國之本身尤爲廣泛，因爲英鎊可在尚未承認英王之許多區域流通也。所有以上各點，均見於高士秦(Goschen)的早期著作之中，特別是在其「外匯」(The Foreign Exchange)一書之中，曾將銀行率對於國際短期資金之影響加以清楚的說明。在高士秦著作完成的數年之後，由於巴黎金融市場在一八七〇年戰爭前後之中斷，倫敦之重要性及敏感性大爲增加。最後，在巴佐特著作出版之後，由於若干重要國家金融法令之改變，形成了純粹的國際金本位的出現；此一制度維持了四十餘年之久，其間均以倫敦爲偉大的自由的黃金市場和偉大的國際領袖。

對於這些新責任所引起的問題，巴佐特本人所提出的解決辦法，乃是提高英格蘭銀行的準備金（在此一點上，所謂「準備金」究竟係指黃金握存總量，或係指未用鈔票之準備金——代表「自由」黃金——均無多大關係）。大量現金可能自該行提出（或爲對內目的，或爲對外目的），而應付此類負債之準備金却爲量奇少；故此項準備金必須增加。這就是巴佐特看法的一般理由；在一九一四年以前的許多有價值的討論之中，此項理由一直保持優勢。這種看法表面上雖似合理，但是它却不是可以找到解決辦法的方式——所謂解決辦法乃指鈔票之自由兌換、永遠不會發生嚴重的困難。此項解決辦法，實寄託於銀行率的武器之中。非常奇怪的現象，乃是：在此一期中的許多討論之中，主張採取較強銀行率政策的理由，與主張採取較大準備金的理由，常常同時並行不悖。並且似乎很少有人認識這種理由具有互相代替的特質——例如較大的準備金，暗示可以採取彈性較小的銀行率；而銀行率之更有效的利用，暗示較大準備金的重要性較小。

雖然在理論上它們是應付倫敦新增責任之互相排斥的方法，但是兩個方向同時併進的努力，却是正確的。就一八七〇年代言，沒有理由可以假定銀行率會成爲最重要的武器（在事實上，最後它終於成爲最重要的武器）；同樣的，由於準備金數額之繼續甚爲微末，也不曾有人批評該行充分利用銀行率的潛在能力。就後一過程（控制銀行率來保護準備金）言，該行之出發點殊爲軟弱及孤立。除非能够影響市場，則銀行率之控制殊無意義之可言。在吾人所欲討論之時期開始以前，該行發現事實並未依照此項便利方式發展。其理由有三：第一，倫敦合股銀行（joint-stock banks）最近之迅速成長，以及票據經紀人（bill broker）之依賴合股銀行的資金，已使英格蘭銀行不再擁有供給半數市場資金之地位；且不能（因爲可以支配市場半數貨幣供給總量）繼續擔任「價格領袖」（price-leader）矣。