

伦巴第街：
货币市场记述

Lombard Street:

A Description of the Money Market

【英】
沃尔特·白芝浩
Walter Bagehot
著

汤铎铎
译

中国社会科学出版社

伦巴第街：
货币市场记述



Lombard Street:

A Description of the Money Market

【英】
沃尔特·白芝浩
Walter Bagehot
著

汤铎铎
译

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

伦巴第街：货币市场记述/(英)沃尔特·白芝浩
(Walter Bagehot) 著；汤铎铎译．—北京：中国社会科学出版社，2017.3

书名原文：Lombard Street: A Description of the Money
Market

ISBN 978 - 7 - 5203 - 0097 - 1

I. ①伦… II. ①沃… ②汤… III. ①货币市场—研究—
英国 IV. ①F825.612

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 058226 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 曦
责任校对 孙洪波
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版 次 2017 年 3 月第 1 版
印 次 2017 年 3 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 12.5
插 页 2
字 数 183 千字
定 价 66.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话：010 - 84083683
版权所有 侵权必究

译者序

面对不确定的未来，人们总愿意回溯历史，冀望从中得到灵感和启示。2008 年全球金融危机的侵袭，再次引发了人们对金融史，尤其是金融危机史的强烈兴趣。1929 年到 1933 年的大萧条总被拿来作对比。而最为人们所津津乐道的，是前任美联储主席伯南克正好是研究大萧条的专家。当然，还有更为久远的历史可以回顾。在 2009 年美国怀俄明州杰克逊·霍尔（Jackson Hole）的全球中央银行年会上，被提及最多的名字不是凯恩斯，也不是弗里德曼，而是本书作者沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot），原因就在于他写了这本书。如果说 20 世纪属于美联储和华尔街，那么，19 世纪则属于英格兰银行和伦巴第街。白芝浩的这本书，正是关于英格兰银行和伦巴第街的。

2007 年 8 月 9 日，法国巴黎银行宣布冻结旗下三只基金，是因为其在美国次级贷款市场遭受巨大亏损。这一消息令欧美股市大幅下挫，各大银行开始囤积现金，短期贷款利率飙升。市场人士不禁惊呼：“我们都没经历过这种情况。就好像从来都是只要拧开水龙头，水就会流出来，而现在却不出水了。”（尼尔·欧文，2015）欧洲央行召开了紧急会议，行长特里谢重申了中央银行作为“最后贷款人”的传统角色。当日，欧洲央行向银行系统注入大量资金，49

家银行共获得约 950 亿欧元。在大西洋彼岸的美国，美联储主席伯南克在和美国财政部长保尔森共进早餐后，给美联储货币事务部门主管发了封邮件，指示纽约联储在公开市场大量购进政府债券。收到指令后，纽约联储当日向金融系统注入 240 亿美元现金。

没错，水龙头又出水了，不过水是中央银行新注入的，而注水的进程其实才刚刚开始。为了应付此次全球金融危机，美联储实施了所谓量化宽松（Quantitative Easing, QE）政策，即美联储在市场上大规模购买抵押贷款来支持证券和政府债券，以释放流动性，压低长期利率。从开始实施到 2014 年 10 月正式退出，连续三轮的量化宽松政策使得美联储资产负债表规模达到 4.5 万亿美元，这是一个连伯南克都觉得头晕目眩的数字。在美国版量化宽松已经退出两年多的时候，欧洲的难兄难弟仍然难以脱身。欧洲中央银行的量化宽松政策还在继续，据估计，其目标会从 2015 年确定的 1.1 万亿欧元增长到 1.52 万亿欧元。

2014 年年初卸任美联储主席后，伯南克在第二年推出了自传体回忆录《行动的勇气》。全书详细描绘了此次金融危机的爆发和蔓延，以及美联储的各种艰难应对。在书中，伯南克最多提及的已故经济学家恐怕就是白芝浩。他在开篇后不久就详述了所谓“白芝浩原则”，以及中央银行的“最后贷款人”角色。在描述正式就任美联储主席，进驻办公室的场景时，他有意无意地提及，“墙壁上的内置书柜构成了我的小型图书馆，许多书是从我的普林斯顿大学的办公室里搬过来的，其中一本是沃尔特·白芝浩所著的《伦巴第街》”。此后，在很多重大事件发生和重要决策出台的关头，白芝浩几乎都会被提及。比如，在前述法国巴黎银行冻结旗下基金的时候，在英国中央银行改变政策的时候，在雷曼兄弟倒闭的时候，以及在评价欧洲中央银行政策的时候，伯南克总会加上“遵从白芝浩的建议”，“这和白芝浩原则是一致的”，“白芝浩看到这些应该也会感到高兴”，“白芝浩从来没有听说过……，但我想他会理解……”，诸如此类，来为自己的想法和决策背书。在金融危机初

露端倪之时，英格兰银行行长默文·金（Mervyn King）反对采取宽松货币政策，但是此后很快就改变了主意。伯南克因此而慨叹，“散兵坑里没有无神论者，金融危机中没有空想家”。确实，面对严酷的环境，人们总是倾向于去相信某种超自然的力量，以求获得慰藉。显然，在此次金融危机中，伯南克从白芝浩那里获得不少的力量和慰藉。

伯南克并不是个例。还有一个例子，20 世纪大萧条期间全球最有权力的两位中央银行家——英格兰银行行长蒙塔古·诺曼（Montagu Norman），美联储纽约分行行长本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）——在跨越大西洋探讨经济政策议题时，互相引用的权威竟然都是白芝浩（Roberts，2013）。

—

白芝浩 1826 年 2 月 3 日出生于英格兰萨默塞特郡（Somerset）兰伯特镇（Langport），1877 年 3 月 24 日因肺炎病逝，享年仅 51 岁。白芝浩家族世代经商，其父是斯塔基银行（Stuckey's Bank）的高级管理人员。该银行的主管文森特·斯塔基（Vincent Stuckey）则是白芝浩的舅舅。斯塔基银行是一家私人银行，当时是仅次于英格兰银行的英国第二大银行。因此，白芝浩从小就生长在商业和金融氛围非常浓厚的环境中，这无疑使他能够更加深入地理解相关问题。

殷实的家境使白芝浩有机会接受良好教育。他 13 岁之前在兰伯特文法学校（Langport Grammar School）学习，当时该校校长是英国著名诗人威廉·沃兹华斯（William Wordsworth）的朋友。之后他又进入布里斯托尔学院（Bristol College），这是当时英国最好的中学之一。在系统地学习了哲学、数学、古典学和新兴的自然科学等课程之后，1842 年，白芝浩进入伦敦大学学院（University College, Lon-

don) 学习。之所以没有去牛津大学和剑桥大学，是因为白芝浩的父亲是独神论信徒 (Unitarian)，不信仰三位一体，而这在当时是绝对不见容于牛津和剑桥的。在 1846 年获得学士学位，1848 年获得硕士学位后，白芝浩又进入林肯律师学院 (Lincoln's Inn) 学习法律，并在 1851 年毕业，从而结束了学生生活。

1851 年，当法国总统路易·波拿巴发动政变的时候，白芝浩正好在巴黎。他写了一系列描述政变的文章并表示支持，但当时的英国社会对政变普遍持反对态度，这就引发了激烈的公开辩论。这件事情使白芝浩意识到了自己的才能和兴趣所在，从此即开始了贯穿其一生的时事评论和财经写作。从法国回来后，白芝浩放弃了自己的法律专业，进入舅舅的斯塔基银行，开始了自己的银行家生涯。白芝浩在本书中对当时的英国银行家有非常传神的描述。他认为私人银行家是世界上最幸福的职业，是富有和高雅的结合，有大量的空闲时间去思考或从事其他事情。这正是他这一时期生活的写照。作为一个“悠闲”的银行家，他写下了大量文章，内容除了政治和经济，也有很多关于文学和历史。

1857 年，白芝浩迎来人生的重要转折，他结识了詹姆士·威尔逊 (James Wilson)。威尔逊是非常有影响力的国会议员，曾经做过财政部财政司司长。不过，真正让威尔逊闻名于世的，是他在 1843 年创办了《经济学家》(The Economist)，其影响力至今不衰。威尔逊十分欣赏白芝浩的财经评论文章，成为他进入伦敦政商圈的推荐人。1858 年，白芝浩和威尔逊的长女喜结连理，二人的关系从朋友变成翁婿。1860 年，威尔逊被派驻印度从事财政工作，不幸客死加尔各答。此后，白芝浩即全面接管《经济学家》，在直到他去世的十七年里，兢兢业业、笔耕不辍，将其经营得有声有色，成为世界一流的财经和时事杂志。

白芝浩一生最大的挫败可能是从政无门。他参加过四次国会议员选举，最后全部无功而返。失败的原因大概有两方面。其一，白芝浩是一位冷静辛辣的评论者，却不是一位热情洋溢的演说家，这

让他在选举中缺乏吸引力和煽动性；其二，他的独神论信仰在当时多少属于异端，这也让他在选举中不占优势。另外，在一次票数非常接近的败选中，白芝浩卷入贿选风波，该选区因舞弊而臭名远扬，这在一定程度上玷污了他的清誉（Roberts, 2013）。不过，这些挫折并没有让白芝浩变得激愤甚或沉沦，而是让他对英国的政治过程有了更加深入和客观的理解。而且，体制外的身份让白芝浩处在一种微妙境地。一方面，他与政商高层保持着亲密关系；另一方面，借助《经济学家》的舆论阵地，他又是时事和政策的辛辣批评者。可以说，白芝浩对英国经济和政策的影响甚至要超过普通国会议员和部长。比如，1876年，英国政府就接受白芝浩的建议，创制了短期国债（treasury bill）。

白芝浩是一位多才多艺的天才。除了在经济理论方面的贡献外，他的政治法律著作也是顶级的。他最负盛名的著作其实不是本书，而是1867年出版的《英国宪法》（*The English Constitution*）。该书至今仍是英国宪法专业学生的主要教材，也是英国女王推荐给王室成员的必读书目。1872年出版的《物理与政治》（*Physics and Politics*）也颇具影响，与《英国宪法》和《伦巴第街》一起成为白芝浩最重要的三部著作。另外，白芝浩还是一位文学研究者和评论家，在文学方面也有很多著述。

无论生前还是逝后，白芝浩从来都不乏拥趸。除了银行家和经济学家，很多政治人物也欣赏和倾慕他的才华。四度出任英国首相，在位时间长达12年的威廉·格莱斯顿（William Gladstone）视白芝浩为密友和心腹，常常向他咨询政策，这使得白芝浩一度被称作“备用大臣（Spare Chancellor）”。第28任美国总统伍德罗·威尔逊（Woodrow Wilson）也非常仰慕白芝浩，甚至视其为英雄和导师（Roberts, 2013）。

三

《伦巴第街》被广泛征引的主要原因，源自其对中央银行最后贷款人角色的探讨。严谨的经济思想史家，一般会把最后贷款人问题的提出追溯到亨利·桑顿（Thornton, 1802）。但是，白芝浩的论述无疑更加系统和明晰，于是就成为研究这个问题的权威起点，而“白芝浩原则”也就几乎成为最后贷款人职责的代名词。

白芝浩某种程度上是反对中央银行的。他对当时处于垄断地位的英格兰银行颇有微词，向往每个银行规模相当且都自己持有准备金的所谓自然银行体系。这应该和他在斯塔基银行的任职经历有关。但他同时也是一位实用主义者，深知彻底改变现有格局无异于痴人说梦，于是就积极寻求在现行体系下进行改良。在本书第七章，白芝浩明确指出了，在经济恐慌发生时，作为唯一银行准备金的持有者，英格兰银行应该如何行动。总结起来有三个要点：第一，慷慨放贷，满足一切符合条件的资金需求；第二，贷款以非常高的利率发放；第三，贷款必须以优质证券做抵押。这就是所谓白芝浩原则。这意味着在经济危机发生时，中央银行的贷款对象是丧失了流动性（illiquid）但仍然具有清偿力（solvent）的金融企业，即这些企业虽然没有能力即刻支付现金偿还债务，但是却拥有优质资产，并非资不抵债。收取高额利息的原因有二，一是对借款者“过度胆怯”的惩罚，二是阻止那些并无紧急需要的金融企业廉价获得资金。

在白芝浩的时代，英格兰银行并没有完全按照白芝浩原则行事。在本书中，白芝浩屡次抱怨英格兰银行的行动总是犹豫而迟缓，不能迅速向需要资金的银行提供贷款。同时，当时的英格兰银行甚至都没有明确承认其担负最后贷款人角色，也没有相关法律规定或重要政治人物背书。在危机中，这显然会对市场主体的预期造成不良影响。

在最近的金融危机中，虽然中央银行家们不断提及白芝浩，并声称自己的政策遵循了白芝浩原则，但是，很多批评者却认为事实并非如此。例如，Humphrey, Thomas M. (2010) 和 Hogan 等 (2015) 都指出，美联储从来都没有明确阐明其最后贷款人政策，也从未严格坚持过白芝浩原则。在最近的金融危机中，美联储以低利率给那些没有清偿力 (insolvent) 的金融机构贷款，抵押品是垃圾债券甚至根本没有抵押，只因为这些机构被认为具有系统重要性，是大而不能倒的 (too big to fail)。Humphrey, Thomas M. (2010) 对美联储的政策抱悲观态度，认为伯南克应该回到正统的白芝浩原则。几年后，Hogan 等人 (2015) 的批评则要温和一些，他们认为，伯南克通过各种紧急工具也许确实阻止了更多的银行倒闭和更大的金融风险，但是，伯南克声称自己遵循了白芝浩原则，这也是完全不对的。

将白芝浩原则总结为优质抵押、高利率和慷慨贷款，这并没有错，这也确实是白芝浩在本书中明确提出的。但是，具体政策有其时代性，更何况即使是在维多利亚时代的英国，白芝浩原则也并未完全实行。当这一原则于 1866 年出现在英国的报纸上时，被一位英格兰银行的董事称为英国货币金融领域最有害的教条。因此，我们可以从更普遍的角度去解读白芝浩原则。首先，面对金融恐慌和系统性的金融危机，中央银行乃至政府应该有所作为，也有能力有所作为；其次，中央银行和政府金融危机中的作为，不应该以损害企业的日常风险控制为代价，这就是所谓道德风险 (moral hazard) 问题。目前来看，伯南克的美联储在阻止金融危机的恶化上取得了成功，并没有犯畏葸不前的错误。但是，其政策手段是否避免了道德风险却存在很大争议。本次金融危机后，华尔街经理人所面临的巨大指控就是，他们在平日经营中冒了太大风险，成功了，就“乘肥马，衣轻裘”，风光无限，失败了也不用承担责任，而是等着政府和中央银行来救助。所以，伯南克时时处处不忘白芝浩，声称美联储的政策与白芝浩原则一致，其潜台词是美联储的政策很好地防

止了道德风险，而并不是美联储确实不折不扣地践行了白芝浩原则。

四

抛开对最后贷款人的探讨，对现代读者而言，这本 140 多年前出版的《伦巴第街》还具有多方面的价值。

首先，它可以看作是一部别出心裁的货币银行学教科书。货币和金融领域无疑是经济学最令人迷惑不解，也最易引人去深思和探索的部分。但是，一些教科书的单调刻板往往令初学者望而却步。教科书是人类知识和经验的总结，其优点是全面系统、直截了当，其缺点则是缺乏过程，学习者往往囫圇吞枣，难以消化。弥补教科书缺点的一个办法就是阅读早期的经典作品，回到问题原初的样子去理解。一些对我们而言熟视无睹、感到理所当然的现象和结论，对当时的作者而言却都是新鲜事物，那种充满好奇、探索和争辩的视角，非常有启发性。而且，因为事物处在原初状态，作者在讨论时会大量举例。不像有些教科书，只有冰冷的概念和推导，枯燥乏味，不易理解。

其次，它也是一部英国金融史。19 世纪是英国的全盛时期，伦敦是全球金融中心，英格兰银行具有无上的权力，伦巴第街拥有无尽的资金。同时，金融体系天生的脆弱性在当时也显露无遗。危机和恐慌反复出现，1866 年奥弗伦和格尼公司倒闭的阴影挥之不去。白芝浩在本书开头即开宗明义地指出：“刻画伦巴第街最直接、最逼真的方式，就是将其视为世界上迄今为止经济力量和经济脆弱性的最伟大结合。”可以说，全书就是围绕着力量和脆弱这一对矛盾来铺陈的，各种历史细节在作者笔下有条不紊地徐徐展开，为我们了解那一时期的英国的金融发展提供了珍贵资料。

最后，由于作者的独特经历和敏锐洞察力，深邃的思想和精辟的警句在书中处处可见。比如，在谈到英国崛起时的假冒伪劣产品问题时，作者发现，“当我们仔细考察英国商品不良声誉的原因时，

发现错在银行贴现造就的那些自有资本很少的新人。这些人追求速成，于是就制造低劣产品。他们依靠廉价取得成功。”而且，作者的思想并未停留于此，而是进一步分析，“英国商业的粗糙低下结构，正是其生存的秘密，因为它包含了对变化的偏爱，人类社会和动物王国同样的进步法则。”又比如，在谈到对现有信用体系是改良还是革命时，作者指出了信用的本质：“信用是一种生长的力量，它不能被建构。”而且，信用是无须证明的。因为，“每个银行家都知道，如果他必须去证明自己的信用，无论该证明多么无懈可击，他实际上已经丧失了信用：只因为我们所拥有的无须证明。”再比如，在论及政府的作用时，作者明确表达了其基本立场：“没有什么能比下述事实更加确定无疑，即政府干预一个行业是在伤害那个行业。政府可以对货币市场做的无可争辩的最好事情，就是让它自己照顾自己。”

五

原著没有注释，本书正文中的注释均为译者所加，大多是关键人物的生平和重要历史事件的简介。同时，每章前面的引文也是译者所加，选取的标准是全章提纲挈领的句子或思想闪光点。这样做是为了让读者能更好地阅读和理解本书。

翻译本书是一项艰苦的工作。由于年代久远，很多专用名词的含义需要仔细厘定，一些句子和段落含混晦涩，需要反复斟酌。这都给翻译工作带来很大困难。作者水平有限，错谬之处在所难免，恳请方家不吝指正。

最后，感谢中国社会科学出版社的同人给予的帮助，没有他们的辛劳，本书是不可能付梓的。

汤铎铎

2017年1月于北京

参考文献

[美] 本·伯南克：《行动的勇气：金融风暴及其余波回忆录》，蒋宗强译，中信出版社 2016 年版。

[美] 尼尔·欧文：《炼金术士》，巴曙松、陈剑等译，中国人民大学出版社 2015 年版。

Hogan, Thomas, Linh Le, and Alexander William Salter, 2015, "Ben Bernanke and Bagehot's Rules", *Journal of money credit and banking*, Vol. 47, No. 2-3, pp. 333-48.

Humphrey, Thomas M., "Lender of last resort: what it is, whence it came, and why the Fed isn't it", *Cato Journal*, Vol. 30, pp. 333-64, 2010.

Roberts, David H., "Walter Bagehot: a Brief Biography", www.victorianweb.org, 2013.

Thornton, Henry, 1802, "An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain", edited by Friedrich A. Hayek, New York: Rinehart and Co., 1939.

目 录

译者序	1
第一章 导论	1
第二章 伦巴第街概览	12
第三章 伦巴第街的起源与现状	39
第四章 财政大臣在货币市场的地位	52
第五章 伦巴第街的定价方式	58
第六章 伦巴第街的平静与活跃	63
第七章 银行准备金的管理	82
第八章 英格兰银行的治理	107
第九章 股份制银行	124
第十章 私人银行	136
第十一章 票据经纪人	143
第十二章 银行准备金的调节	154

第十三章 结论	168
---------------	-----

附 录	171
-----------	-----

第一章 导论

刻画伦巴第街最直接、最逼真的方式，就是将其视为世界上迄今为止经济力量和经济脆弱性的最伟大结合。

冒险将此书命名为《伦巴第街》，而不是《货币市场》或类似名称，是因为笔者想要对待的是具体现实，而且要表明笔者在这一点上是认真的。有一种流行的说法：货币市场如此不可捉摸，以至于只能用抽象的语言来讨论，而关于货币市场的书都必定异常艰深。然而，笔者坚持认为，货币市场与其他任何东西一样具体和真实，可以用平实的语言来描述。如果语焉不详、晦涩难懂，那一定是作者的问题。不过，笔者也要承认自己可能拥有一个不公平的优势。有关货币市场的那些所谓“困难”，大多源自针对《皮尔法案》(Peel's Act)^①的争论，以及针对该法案背后的所谓理论的抽象讨论。但是，在下文中笔者会尽可能避免涉及这一1844年的法案，如果涉及了，也仅止于其实际效果而不是其优雅的理论基础。

这是由于如下原因。如果谈论1844年法案，那么其他问题就变得毫无意义，因为没人会关注这些问题。大多数评论者会紧紧抓住关于法案的部分，或者攻击或者捍卫，就好像这才是重点。关于议

^① 英国在1844年颁布的一个银行特许法案。规定英格兰银行为国家发行银行，其他银行不得发行钞票。自1844年8月31日起将英格兰银行划分为发行部和银行部，使商业银行业务与发行银行业务分离。规定英格兰银行的钞票发行额度为1500万英镑，这部分无须黄金准备，且准备金中白银比例不得超过1/4。罗伯特·皮尔(Robert Peel, 1788—1850年)是时任英国首相，力推该法案，所以被称为《皮尔法案》。也译为《比尔条例》。

会的这一法案有如此激烈的争论，而且仍然存在如此强烈的敌意，以至于对很多人来说，有关法案的每一句话都要比整本书的其他内容更具吸引力。激烈辩论的两方阵营会问每位新作者一个问题：支持我们还是反对我们？他们并不关心其他问题。当然，如果1844年法案果真如同普遍认为的那样，是英国货币市场的原动天（*primum mobile*）^①，对某些人来说是一切利益的根源，对另一些人来说则是一切祸害的根源，那么，就不能因为发表意见会激起强烈的愤怒而放弃发言的自由。任何议题的作者都不能因为害怕遭到攻击而忽视主要事实。不过，在笔者看来，1844年法案只是货币市场中的一个次要问题，相关讨论太多了，和它相联系的现象也已经被放大到与其自身不相称的重要程度。不要忘记，自1844年以来已经过去了四分之一个世纪，这一时期物质进步异常迅猛，银行业的发展也是日新月异。因此，即使1844年被反复讨论的那些事实在那时确实很重要，笔者依然认为它们被夸大了。新世界会有更重要的新现象出现，这不足为怪。在笔者看来，自1844年以来伦巴第街的变化如此之大，我们必须将其描绘成一个充满活力的成熟世界，而此前它是渺小而脆弱的。因此，本书希望能尽可能避免涉及1844年法案，而将篇幅放在“后皮尔时代”上，如此则可以激发很多厌倦了那些陈腐争论的读者的兴趣，也可以让那些被忽视的新现象呈现出本来面目。

刻画伦巴第街最直接、最逼真的方式，就是将其视为世界上迄今为止经济力量和经济脆弱性的最伟大结合。伦巴第街经济力量之大毋庸置疑。货币就是力量。众所周知，英格兰是世界上最富有的国家，大家都承认英格兰拥有比任何国家都多的可以随时支配的现金。不过，很少有人知道这一现金余额——可以就任何目的出借给任何人的贷款基金——在英国比在世界其他地方多多少。很少的数

① 又译为第十层天，指2世纪希腊天文学家托勒密的天动说中的最外层天体，带动所有天体转动。