

中央銀行經濟研究叢書

英國霍曲萊著
譚壽清譯

中央銀行經營論

世界書局印行

THE ART OF
CENTRAL BANKING
R. G. HAWTREY

譚壽清譯

中央銀行經營論

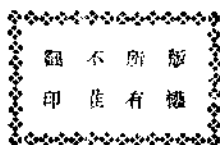
世界書局印行

中華民國三十六年六月出版

中央銀行經營論

定價國幣七元五角

外加運費隨費



原著者 英國霍曲萊

譯者 譚壽清

發行人 李煜瀾

出版者 世界書局

發行所 世界書局

譯者序

本書係自霍曲萊氏一九三三年出版的論文集節譯而來，那集子收有論文八篇，其中最長而最精彩的是這一篇，所以集名就叫「中央銀行經營論」。霍氏說，如將論文集比作聯邦國，則「中央銀行經營論」之於全集，就如普魯士之於德意志，其重要可知。

在本書中，霍氏先暢述十九世紀英蘭銀行業務之演變，次作理論探討，並就當時事實加以闡發。在理論方面，霍氏指出中央銀行透過信用管制，吸收現金或放出現金，從而擴大或縮小消費者收入與支出之作用。霍氏希望中央銀行運用這種力量，防止物價水準不應有的波動，若國際金本位存在，他更希望各國中央銀行通力合作，使黃金價值得到穩定，所論甚為精闢。

霍氏重要著述，除本書外，尚有一九一九年出版之通貨與信用（*Currency and Credit*）一九二三年之貨幣的改造（*Monetary Reconstruction*）一九二七年之金本位之理論與實務（*The Gold Standard in Theory and Practice*）一九三七年之資本與就業（*Capital and Employment*）一九三八年之英蘭銀行利率百年史（*A Century of Bank Rate*）一九四四年之經濟命運（*Economic Destiny*）及期貨購買之重要性（*Significance of Forward Purchase*）一九四六年之布里敦森林評價（*Bretton Woods For Be-*

譯者序

ther or Worse) 及經濟再生 (Economic Rebirth)。霍氏以政府官員而致力於經濟學之研究，成績斐然，其所著述均多獨到之見，蔚成一家之言。惟經濟學日新而月異，霍氏理論之經過修正補充者亦不在少，如對於商業循環中之轉捩點，霍氏係從信用政策方面加以解釋，但自邊際消費傾向觀念發展之後，轉捩點之解釋似已更為圓滿。吾人讀霍氏之書，務應擷其精華，而對於霍氏理論之已經霍氏本人或他人修正補充者，尤須注意及之。是為序。

譚壽清

中央銀行經營論目次

譯者序

一 最後貸款者·····	一
二 倫敦貼現市場·····	二
三 一八四四年以前的英蘭銀行·····	四
四 一八四四至一八七三年間的英蘭銀行·····	八
五 合格票據與担保品·····	一一
六 英蘭銀行與發行·····	一六
七 銀行率與外匯·····	一九
八 一八四四年後之銀行率·····	二二
九 吸引外資·····	二五
十 高利虎委員會·····	二七
十一 銀行利率學說需要修正·····	二八

十二	現金的支出與吸收	三〇
十三	國際機構	三三
十四	中央銀行控制信用的力量	三五
十五	借款人之反應	三九
十六	對於用爲固定資本與股票交易所的借款	四六
十七	信用內在的波動性	五〇
十八	金本位	五六
十九	外部投資	六二
二十	國際短期投資	六四
二十一	對國際貿易通融資金	六七
二十二	黃金的價值	七〇
二十三	金準備	七六
二十四	倫敦與商業循環	八二
二十五	一九二二至一九二八年間美國的穩定	八九
二十六	一九一四年以來的黃金與貨幣	九一

二十七	一九二九至一九三一年之不景氣	九五
二十八	一九三一年之危機	一〇二
二十九	各國中央銀行之互助	一〇九
三十	倫敦的特殊責任	一一四
三十一	美國的地位	一二二
三十二	不景氣和危機的責任問題	一二五
三十三	將來穩定的條件	一二九
三十四	再論金準備	一三八
三十五	無黃金鈞穩定	一四三
三十六	中央銀行與通貨膨脹	一四六
三十七	國際中央銀行	一五五
三十八	結論	一六〇
附註		一八三

中央銀行經營論

一 最後貸款者 (The lender of last resort)

中央銀行爲銀行之銀行，中央銀行以一般銀行供給顧客的種種便利，供給一般銀行。一般銀行彼此支付款項皆自中央銀行提存，并視業務需要，增減在中央銀行的存款，如存款太少，則向中央銀行借款補充。

一般銀行既有此種種便利可恃，所以對於供給通貨無須負責，不過它們仍須使自身保持流動力，如果它們有充分的資產能向中央銀行押款，或重貼現，保持流動力的目的也就達到了。至於審視社會通貨供給，使之恰如需求，而不逾量的責任，則是專屬中央銀行的。

所以然者，並非如某部分人士想像的，由於中央銀行是發行銀行，享有發行鈔票創造通貨的權力。即令中央銀行無發鈔權，即令中央銀行能調度的通貨極爲有限，只要中央銀行對於按照慣例申請借款的人不加拒絕，（如按照慣例，條件不過於苛刻。）一般銀行總有門徑使通貨供給量增加。

中央銀行爲最後貸款者，其對於通貨所負責任的真正起根，即在於此。如果沒有發鈔權，通貨完全以金屬本位爲基礎（以硬幣爲日用通貨），中央銀行供應通貨的需求就唯有依賴其現貨準備了。十九世紀英蘭銀

行 (The Bank of England) 的情形大抵就是這樣。自一八三三年起，英國銀行的鈔票雖已成為法幣（實則早已等於法幣），但因為一八二九年以後鈔票的起碼單位定為五鎊，所以在大部分日用通貨中，鈔票仍然無法代替硬幣。結果，合股銀行 (the joint-stock banks) 仰賴英國銀行供給金幣，而由是產生的負債乃是真正的負債了。

這是白芝浩 (Bagehot) 比隆巴德街 (LOMBARD STREET) 所闡述的觀點。照白氏的見解，「自然的」銀行制度是由許多銀行各自保管着現金準備，但事實上由一家銀行保管全國準備的制度已在發育生長。「你可以將英帝國改為民主，你一樣也可以將現在建築在英國銀行之上的英國金融市場改為由各銀行各自保管準備的制度。」

二 倫敦貼現市場

英蘭銀行是最先成立的中央銀行，它的發展和以後成立的中央銀行多少有點不同。就歷史觀察，英蘭銀行對其他銀行的重貼現業務不及它對商人的繁多，在十八世紀中，倫敦商人都是靠私人銀行貼現，但若貼現票據太多，私人銀行不願多做，商人就直接乞援於英蘭銀行了。

這不是一種重貼現制度，卻具有重貼現的重要作用。英蘭銀行準備承做票據等到收進票據時，它的負債

便增加了。這種負債就是有形或無形的通貨，票據只是一種手續透過這手續社會便得到了更多的現金。

多餘票據流入英蘭銀行的制度如欲運用靈活，還需要一個票據市場。有時候，某一部分銀行能夠承受的票據通通都承受了，但另有一部分銀行卻感票據缺乏。如果商人被前一类銀行拒絕之後，知道還有銀行缺乏票據，那就毋須上英蘭銀行了。

形成貼現市場的票據經紀人，其主要作用在使拿票據貼現的商人找到一家想貼現票據的銀行。這樣，就只有真正超過其他銀行承做能力的票據，才會向英蘭銀行請求貼現了。

十八世紀末葉，英格蘭的鄉村銀行（The country banks）即倫敦市外，遍布於英國全國的私人發行銀行非常發達。這些銀行常為顧客貼現票據，而當時的倫敦已是市場中心，商旅輻輳，在貼現的票據中倫敦票據不少。鄉村銀行將倫敦票據寄往倫敦的代理銀行，代理銀行使之經過承兌手續，然後由鄉村銀行提出相當數額作為倫敦的準備（或者任其由代理銀行保管，或者在承兌之後仍然寄回），剩下的則售出後，用以清償倫敦的流動負債。

代鄉村銀行出售票據的辦法，對於擴充貼現市場的業務大有裨益。到一八二五——一八五〇年之間，貼現制度更呈日新月異之象。銀行存在倫敦的現金，如果隨商業界或金融界大主顧往來款項的起伏而不斷波動，而該行又不欲呆存大量準備損失利息，就必須不時買賣票據。為避免不時買賣票據的不便起見，遂有拆款，或經過通知後，短期即須償還的方式，給票據經紀人貸款的辦法產生。這樣，票據經紀人已非純粹經紀人，彼輩

自行購入票據，自行保存，而以較票據平均貼現率爲低之利息付給貸款銀行。銀行收回當天恰恰需要的款項，放出當天所恰能放出的款項，固然便利。就是票據經紀人，拿一般情形說，當一家銀行收回款項的時候，就另有一家以更多款項貸出，所以也沒有常常買賣票據的不便。惟有在整個銀行界都感現款不足時，票據經紀人所能借到的款項才會較被收回的款項爲少，遇到這種情形，牠們就只有乞援於英蘭銀行了。格萊(Grainger)在一八四八年國會委員會(The Parliamentary Committee of 1848)詢問案第一三四號提出論證的時候，票據經紀人不以中間人而以當事人的身分拿票據向英蘭銀行重貼現，還是一件新奇的事。一八五七年恐慌之後，英蘭銀行一度想恢復原來的辦法，將票據經紀人逐出再貼現制度之外，但事實指出無法辦到。(註一)依市場的組織情形看，重貼現的需求必先被票據經紀人，或用比較正確的稱呼，必先被「貼現店」(discount houses)知悉。忽視了他們，只有平添一些不必要的麻煩。因此，貼現市場就變成一般銀行透過重貼現，向英蘭銀行取得現金的常設機構了。

三一八四四年以前的英蘭銀行

英蘭銀行擔當最後貸款者的責任不是輕而易舉，或甘心情願的。十八世紀末葉，我們看到它通融款項還畏首畏尾。

一七九三年恐慌時，英蘭銀行承做的普通貼現業務，眼見不夠。商人被一時無法銷售的存貨所困，以致無買主可以做出票對象。於是政府以商品為担保，用財部借票（Exchequer bills）的方式墊出款項了。英蘭銀行雖不對商品放款，卻對財部借票放款。這種辦法的效果和由政府担保對工商業者放款極為類似。因為政府自身只有先從英蘭銀行借到必需的款項，才有款項可以放出。不過用這種方法有一好處，就是可以使英蘭銀行的放款數額儘可能減少。商人得到財部借票之後，已覺地位穩固；必要時，他有權利獲得現款，不過他運用這種權利，必以日常業務所需為限。一八一一年恐慌時，這種以財部借票放款的辦法也會使用。

一七九五年十二月英蘭銀行的確臨到了担負最後貸款者責任的關頭。當一七九三年時，因為遭遇困難的商人無法開出票據，重貼現制度瓦解了。一七九五年十二月雖有票據，但英蘭銀行的黃金又有大量被提之虞。英蘭銀行深恐按照慣例無限制不斷貼現，將使準備耗盡，該行理事遂決定對於貼現款項實行定量分配。即是說，如某一天申請貼現的票據超過當天英蘭銀行決定貼現的數額時，每一申請人的貼現金額即按比例減少，超過比例者駁回。這對於最後貸款者的地位等於局部放棄。

接着是一七九七——一八二一年的限制付現時期。在膨脹狀況之下，一般的商業利潤非常之高。一八一〇年金銀委員會（The Bullion Committee）指出，在那種狀況之下，限制利率最高不得超過五厘的高利貸法（the usury laws）有擴大貼現需求的作用。同時英蘭銀行在解除付出現貨的責任之後，對於貼現款項亦感覺無定量分配，或加以任何其他限制的必要了。

銀行率 (Bank rate) 因為商業利潤膨脹，提至五厘，還認為太低，但通貨回復平價之後，商業利潤的膨脹已成過去。其後，英蘭銀行貼現的票據較少，其資產乃以財部借票與其他政府證券為主了。

但在壓力發生之時，不問是由於產業特殊的活躍，還是由於信用動搖，對於英蘭銀行重貼現的需求總是立即恢復。而在緊急時期，英蘭銀行並不拒絕合格借款人借款申請的傳統，也就慢慢建立起來了。

英蘭銀行担当最後貸款者的責任不是明明白白或甘心情願的。在恢復付現之後，一八二五年的恐慌對於英蘭銀行的貸放政策是第一次考驗。黃金大量外流使當時英國的頭寸緊縮了，而信用極端的緊迫，與商品價格的下落更發展為金融恐慌，銀行擠兌的風潮亦相隨而來。英蘭銀行對於以往貼現的票據仍然不斷貼現，但於事無濟。銀行和金融行號 (financial houses) 必須應付存款人的大量提存，手頭可以貼現的合格票據瞬即耗盡。若要救濟，就只有讓牠們用其他資產担保借款了。

這些銀行都係私人合夥組織。其資本，即資產超過負債的部分就是合夥人的私有財產，資本之中是常常有大量的政府證券的。金融恐慌發展到頂點的時候，一八二五年十二月十四日英蘭銀行（與政府密切協議）突然打破慣例，不僅僅貼現票據，對政府證券亦予放款了。在今天說，那不能算是重大讓步，可是照英蘭銀行理事哈曼 (Jeremiah Harman) 先生在一八三二年委員會 (the Committee of 1832) 所說，英蘭銀行卻已盡力之所能盡了。哈曼先生說，英蘭銀行貸出款項是「使用各種可能的手段，和從來未使用的方法，我們將公債收作押品，又購買財部借票，又對財部借票放款。我們不但對於合格票據立予貼現，對於以匯票存入者亦曾

放出鉅款。總之，凡合於本行安全原則的種種可能手段均已使用，而且我們從不吹毛求疵。」

事實上，他舉出的貸款，在性質方面是極其穩健的。英蘭銀行業務轉變的重要性，在於它對有安全押品的借款人給與借款，而此類借款人過去則為規定所限，無法獲得通融。英蘭銀行的讓步，是真正讓步，這讓步使恐慌平息了。

不過那並不足以使事業恢復正常活動。一八二六年二月底政府為倫敦的局勢所迫，不得不仿照一七九三和一八一一年的辦法，發行財部借票以為緩和之計。但政府「敦勸英蘭銀行迅速担負全責，不以財部借票而以貨物為保證發行鈔票，因為財部借票本身還是以貨物為保證而發行的。」（註二）

對於商品貸款又是破例的，尤其是在由恐慌轉入衰落的時候。這種時候，所以需要借款，就是因為商品無法銷售。英蘭銀行這樣放出的款項實際數額雖屬不大，然而值得注意的是這種讓步乃在應政府之請。

在下次恐慌爆發以前，政府更以新權力授予英蘭銀行，使貼現利率不再受高利貸法的限制。到一八三九年，英蘭銀行為防止借款過多，第一次將銀行率提至五厘以上。銀行率雖未超過六厘，但那是因為英蘭銀行究應貸放若干款項的問題在當時並不嚴重。

以銀行率為控制信用的武器，因而管制貨幣流通狀態與外匯，此點下面我們還要論及。現在，我們只要知道銀行率是英蘭銀行担負最後貸款者責任之後，用以控制借款需求的一種措施就夠了。

四 一八四四至一八七三年間的英蘭銀行

次一階段自一八四四年英蘭銀行特許條例 (the Bank Charter Act of 1844) 將發行局 (the Issue Department) 從業務局 (the Banking department) 劃出，和建立固定保證發行制度 (the fixed fiduciary issue) 開始。依英蘭銀行解釋，和該行總裁對一八四八年國會特別委員會 (the Select Committee of 1848) 所陳述，英蘭銀行除業務範圍較大，並由於經理政府款項而居於特殊地位外，此條例之方針在使該行業務局「按照其他私立銀行經營之方法經營。」(註三)

依邏輯講，是必需貼放的時候，英蘭銀行所負責任似乎不應比「任何其他私人銀行」為多。當時，英國的通貨在供給方面就限於流通的硬幣，及英蘭銀行發行局所發行的數額極其有限的鈔票。英蘭銀行業務局要分得這一點通貨，須在平等條件上和其他銀行互相競爭。假使頭寸緊絀，英蘭銀行業務局所受的影響，與其他銀行所受的影響相同，而限制信用及最後停止貸款，以便自保的方法，亦無少異。

就條例說，與此項理論是毫無抵觸的。緊張時期——此次緊張於一八四七年春季開始，為當年危機之前奏，——英蘭銀行像一七九五年一樣，遵照規定限制貼現。但到當年十月由緊張入於危機，由危機入於恐慌的時候，政府乃重加干預。一八二五年英蘭銀行不願貸款，是由於它本身的存金減少，其後改變政策放寬貸款，則

是冒喪盡準備和再度停止兌付黃金的危險。一八四七年英蘭銀行業務局的準備也一樣萎縮了，但業務局的準備完全是由一八四四年條例所產生的一種法律概念。一八四四年條例規定鈔票發行額應為一千四百萬鎊之固定保證，發行與發行局金屬準備之和，而業務局用為準備的鈔票，就是上述法定發行額超過實際發行額，即法定發行額超過「流通額」的數額。

一八四七年英蘭銀行不願貸款，不是由於黃金不足（因為該行當時存金尚在八百萬鎊以上），而是由於法定限額低減。故所冒犯之危險並不在停止兌付黃金，而是在破壞法律。

這種時候，政府根據憲法地位，只要得到國會信任，就可以協助英蘭銀行。因為英蘭銀行違法，它可以用立法手段補救。

政府人員對於結局是了然的，若用立法補救，他們可以使英蘭銀行自由貸款。他們決定肩負這種重大責任，因而破天荒第一封「緊急函」(crisis letters)發出了。這封信由首相和財相簽署，建議英蘭銀行理事「在認可的押品上擴大貼放款項。不過為使這一種業務合理運用起見，利率必須提高。」就是說，利率不得低於八厘。函內同時答應，若法律被破壞，政府准予專案補救。

英蘭銀行並未要求政府發出此函，主動在於政府。政府干預的目的是敦促英蘭銀行「在認可的押品上擴大貼放款項。」所以重貼現是這件事的起根。這次恐慌發生在一八四四年條例，因為保證準備發行的限制使英蘭銀行放款不得自由，而補救之道就是將此項限制暫時撤銷。追暫時撤銷之後，恐慌就平息了。而一八四四