

財政評論社譯叢第二種

中央銀行新論

第·考克著
陳·思德譯
陳·友三譯



中央銀行新論 目錄

浦斯麥序.....

原著者序.....

第一章 中央銀行之興起.....

第二章 中央銀行為發行銀行.....

第一節 中央銀行發行職務之演進.....

第二節 獨佔發鈔特權之重要性.....

第三節 通貨之彈性與安妥.....

第四節 政府鈔券與銀行鈔券.....

第五節 南非準備銀行.....

第六節 聯合準備銀行.....

第七節 英格蘭銀行.....

第八節 政府對發鈔盈利之分享.....

第三章 中央銀行為政府之銀行代理人與顧問.....

第一節 政府之銀行：對國家之墊款（第一次大戰前）.....

第二節 一九一四年後對國家之墊款.....

第三節 新中央銀行與國家之關係.....

第四節

第五節 政府之銀行業務.....

一

三

六

九

一〇

二一

二六

二七

二九

二九

二九

三一

三四

三四

三八

四二

四四

四六

3321
7562

第六節 政府之代理人與顧問

第七節 外匯清算協定與平準基金

第四章 中央銀行為商業銀行現金準備之保管者

第一節 現金準備集中之重要

第二節 現金準備法定集中於中央銀行

第三節 在美國倡議之新法

第四節 新法對其他各國之影響

第五節 關於商業銀行現金準備之結論

第五章 中央銀行對金銀金屬準備之保管者

第一節 聯合準備制度下金屬準備之法定規程

第二節 對其他各國之影響

第三節 對國際匯兌法免準備率之降底

第四節 以外匯兌作準備金

第五節 準備金之增減

第六節 關於中央銀行準備金之結論

第六章 中央銀行為再貼現銀行與最後貸放者

第一節 再貼現與最後貸放者職務之演進

第二節 再貼現之定義

第三節 再貼現之重要性

第四節 再貼現之權限

第五節 再貼現之範圍與程度

四七

四八

五一

五一

五二

五四

五六

五七

六三

六四

六四

六五

六六

六七

七二

七二

七四

七五

七七

七七

八〇

第六節	聯合準備銀行.....	一八〇
第七節	德國國家銀行.....	一八六
第八節	南非準備銀行.....	一八三
第九節	英格蘭銀行.....	一八五
第十節	結論.....	一八六
第七章 中央銀行爲中央清算銀行.....		
第一節	中央清算之意義及其重要性.....	一九一
第二節	爲清算銀行之英格蘭銀行.....	一九二
第三節	歐洲有些國家之特殊情形.....	一九二
第四節	聯合準備銀行之特殊職務.....	一九四
第五節	清算在其他中央銀行之地位.....	一九五
第六節	結論.....	一九六
第八章 中央銀行爲信用之控制者.....		
第一節	控制之必要.....	一九八
第二節	控制之機關.....	一九八
第三節	控制之目的.....	一九九
第四節	控制之方法.....	一九九
第五節	信用能有多效控制乎.....	二〇〇
第六節	物價水準之控制.....	二〇一
第七節	商業循環之控制.....	二〇四
第八節	匯率之穩定與金本位制.....	二〇九

第九節	管理貨幣制	110
第十節	金本位制	111
第十一節	信用控制之程度	112
第十二節	英美二國間之合作	114
第九章	中央銀行之貼現政策	117
第一節	英格蘭銀行貼現政策之演進	117
第二節	對戰前其他各國中央銀行貼現政策之影響	126
第三節	英格蘭銀行常常變動貼現率之理由	126
第四節	貼現政策之基本原理解	133
第五節	中央銀行貼現率與一般利率之關係	134
第六節	聯合準備銀行之地位	127
第十章	貼現政策(續)	132
第一節	戰後各國中央銀行之貼現政策	132
第二節	貼現率之必要功能	134
第三節	分別國內外利率之建議	137
第四節	分別商業與投機利率之建議	139
第五節	在金融市場缺乏組織國家之貼現政策	140
第十一章	中行銀行之公開市場活動	147
第一節	公開市場活動之演進	147
第二節	公開市場活動之意義	149
第三節	公開市場活動之重要性	149

第四節	英國之公開市場活動	一五四
第五節	美國之公開市場活動	一五七
第十二章	中央銀行之公開市場活動(續)	一六五
第一節	其他各國之公開市場活動	一六五
第二節	結論	一七〇
第十三章	信用控制之其他方法	一七三
第一節	信用之分派	一七三
第二節	直接行動與道義勸告	一七五
第三節	變更商業銀行之最低現金準備	一七八
第四節	變更證券放款之最高限額	一八一
第五節	公告法	一八二
第十四章	中央銀行與商業循環	一八五
第一節	商業循環之意義與性質	一八五
第二節	銀行與商業循環之關係	一八六
第三節	銀行信用與商業	一八八
第四節	中央銀行爲價用之控制者	一八九
第五節	信用政策	一九〇
第六節	中央銀行與商業銀行之合作	一九三
第七節	中央銀行與資本市場之合作	一九四
第八節	中央銀行與財政部之合作	一九五
第九節	公共工程政策	一九五

第十節 公共工程計劃與信用控制之配合.....一九九

第十五章 中央銀行之組織與管理.....二〇二

第一節 資本所有權.....二〇二

第二節 盈餘之分配.....二〇三

第三節 管理方面.....二〇四

第一目 主要行政人員.....二〇五

第二目 理事會.....二〇八

第三目 常務理事會.....二〇九

第四目 其他委員會.....二一〇

第十六章 最近各國中央銀行之趨勢.....二一四

第一節 政府之參預與控制權日漸擴大之趨勢.....二一四

第二節 限制與人民直接交易之趨勢.....二一七

第三節 公開市場活動廣被採用之趨勢.....二一八

第四節 法定集中現金準備之趨勢.....二二五

第五節 各國中央銀行間更臻合作之趨勢.....二二五

浦斯麥序

喬治·雷依 (George Rae) 在鄉村銀行 (The Country Banker) 一書之緒言內曾謂多數人皆以銀行原理——據彼錯誤之觀察——為缺乏興趣之學科。設彼尚在人世，則視當今一般人對於一切有關貨幣銀行問題之深感興趣，必大為驚奇矣。

大戰及戰後期間，各國政府處於非常之境遇，非常急迫之重壓下，及在普遍放棄金本位之掩護下，對貨幣方面所採用之各種權宜應變政策，直係違反前此財政金融上所公認之原則，而令人驚奇貨幣管理與信用控制下所完成之偉績。蓋至此，政府似已無復有受適用於私人之量入為出等各種條件嚴格約束之必要。一般人認為政府似可藉發行紙幣，或擴張中央銀行信用，或兼由此二者，而能強制增加其收入；並以爲貨幣管理如運用得當，則上述諸法實可予社會極大之利益而並無嚴重之損害。

一般人前此皆以「銀行爲缺乏興趣」者，今則要求政府多注意於對社會發生直接利益之貨幣政策之運用，並進而欲盡知一切有關銀行之問題。是故多數書籍乃應時問世。

自後各國人民干預國家貨幣政策之事，嘗有一度停息。其故，一因有等國家其通貨極度貶值，致有劇減其幣值者，或在事實上毀棄其原有之貨幣者；二因一九二五至一九二八年間國際金本位之漸告恢復，而有其內在之約束；惟後因世界經濟不景氣與普遍放棄金本位後，各國之幣制措施復又走離前此之趨勢，而人民干預國家貨幣事宜之積極與熱烈，更爲前所未有。管理貨幣制與所謂金本位制之鬆板較軟，其能得運用自如之優點，又被稱頌備至；且不顧戰後通貨膨脹與貶值之慘痛教訓，一般均抱幼稚之見解，復相信管理貨幣制能補救一般誤以爲由金本位所產生之世界經濟禍害。

近年來頗多書籍論文，說明管理貨幣之優點，與中央銀行對於信用控制所具之廣大權限，及其使用此項權限所能產生之利益。昔時完善之原則已遭廢棄，而另倡新理論，由條約之管轄替代自由經營；由控制當局從事企業之指揮；而許多因相信中央銀行得藉信用之控制，以控制物價水準與商業循環者，乃要求中央銀行担

原著者序

僅近年來，中央銀行始成爲科學研究之對象，而別于其他種類之銀行，單獨予以討論。

雖遠在一九一七年斯樓悅古(Sprague)已於野蘭(Dunbar)著「銀行之理論與歷史」(Theory and History of Banks)一書內增補「中央銀行」一章，而一般關於貨幣銀行之著作與報告中亦嘗論及中央銀行與其某種業務問題與方法等；但在一九二八年初克爾(Kisch)與愛爾靈(Elkin)二氏出版「中央銀行」(Central Banks)前，尚無一書以「中央銀行」命名者。惟在一九二八年前，已有多種著述，或闡述發行銀行之歷史，如康南(Conant)、諾依爾(Noel)、羅佛(Lavy)、壽維斯(Serrais)、第爾希克(Dierschke)與茂勒(Muller)等氏所著者是；或專論某一銀行，如佛蘭斯(Franz)氏、費立波維(Philippovich)、安特立阿德(Andriades)諸氏之論英格蘭銀行，席里(Thery)、古爾多瓦(Courtois)、裏倍(Loubet)、海琴(Hayam)、費生哈(Helsenhard)諸氏之論法蘭西銀行，謝立生(Gerritsen)氏之論荷蘭銀行，馮·依里維克(Van Eloyck)氏之論比利時國家銀行，及偉里斯(Willis)、布及斯(Burgess)、哥盾維叟(Goldenweiser)、甘末爾(Kammerer)、貝克哈(Beckhart)、哈定(Harding)諸氏之論美國聯合準備制度等是。

一九二八年後，關於中央銀行方面乃有下列諸書之出版：

- 木里諾斯基(Mlynski)著：黃金與中央銀行「Gold and Central Banks」(1936)
- 第考克(M.H.D. Kock)著：中央銀行之職務與活動「Functions and Operations of Central Banks (With Special Reference to the South African Reserve Bank)」(1929)
- 蕭(Shaw)著：中央銀行之理論與原則「Theory and Principles of Central Banking With special Reference to the Working of the Bank of England and the Federal Reserve System of the United States」(1930)
- 浩初來(Hawtrey)著：中央銀行術「Art of Central Banking」
- 克來登(Cleghorn)著：加拿大中央銀行「Central Banking in Canada」(1933)
- 克拉克(Clark)著：論聯合準備制度之中央銀行「Central Banking under the Federal Reserve System (With Special Consideration of the Federal Reserve Bank of New York)」(1935)

維拉·史密斯 (Vera Smith) 著：中央銀行之基本原理解 [Rationale of Central Banking] (1936)

佛里斯 (Willis) 著：中央銀行之理論與實踐 [Theory and Practice of Central Banking, (With Special Reference to American Experience)] (1936)

在此期間，更有專論某一銀行之歷史及其業務活動各書籍之出版如李特 (Reed)、華堡 (Warburg)、史柯爾 (Spahr)、培登 (Bain)、哈特 (Hardy)、勞夫林 (Faulkner)、哈里斯 (Harris) 諸氏之論聯合準備制度、塞萊爾 (Sayer)、愛克里 (Acres)、包曼 (Bowman) 諸氏之論英格蘭銀行、羅曼 (Ramon) 氏之論法蘭西銀行、拜却曼 (Parchmann) 與諾叔羅 (Northrop) 氏之論德國國家銀行、第·庸 (De Jong) 氏之論荷蘭銀行、第·白里 (De Bree) 氏之論爪哇銀行，及江舍 (Jelenczy) 氏之論澳大利亞聯邦銀行等是。

上述諸書，在中央銀行之學理上固極具價值，但其大部分或太偏重於某一中央銀行歷史章程及其業務活動之敘述，或太偏重於論理之探討，或問題之爭辯。且凡討論中央銀行原理原則之書籍，殆皆以倫敦紐約已成國際金融市場之英美二國為對象，實際上皆不顧及尚無金融市場或其金融市場尚之組織之其他多數國家。此外，彼等在討論中央銀行之目標與政策時亦未加充分考慮中央銀行執行其職務與政策時所遭過之心理上及技術上之困難。

由是，吾人不僅有通盤探討各國中央銀行精辦之需要，且應從中央銀行之理論、心理及實際情形等諸方面對中央銀行職務之演進與中央銀行之原理，作一整體性之研究。

余著此書之目的，即在適應此項需要，故較注重各國中央銀行之情況與方法，並較注意心理及技術方面諸複雜之因素。當今倡議幣制改革者多矣，一般對此問題之興趣亦日增，惟所擬計劃之假定與建議，皆未能適切考慮上項因素所加於中央銀行之限制性；故吾人應根據實際經驗多注意中央銀行之困難及其所受之限制，此點實甚重要。

然有須聲明者，余作此評論，並非卑視經濟理論家在中央銀行學理方面所完成之貢獻。反之，余謹於此對舉世諸經濟學家在中央銀行原理及其業務活動之理論研究上所盡之極有價值之貢獻，深致敬意。經濟理論本身雖不易假設一切可能發生之複雜因素，與其事前不能精確測定之影響與反應，但吾人認為當根據理論草擬實際

幣制改革計劃時，似應適切考慮種種複雜情形與在現狀下殆已含有正常性之反理論之現象。

總之，余之主要目的，係在由中央銀行之實際觀點，按各因素之價值及其重要性，對其作適切之衡量。本書與紐約聯合準備銀行副行長布及斯博士所著之準備銀行與金融市場 (The Reserve Banks and the Money Market) 一書採類似之觀點，惟後者僅應用於美國聯合準備銀行耳。

第考克於濼利托利亞 (Pretoria)

一九三八年十二月

中央銀行新論

第一章 中央銀行之興起

二十世紀前，關於中央銀行，尙無明確之概念。此在各國，雖已經長時期之演變，但其進程殆屬不自覺者；且有系統與一貫之技術，尙未形成。當時，凡為各國貨幣及銀行制度中心之銀行，其業務之抉擇與活動，殆皆賴乎各別管理上之調整與審度耳。

在較古老之國家，一銀行每因獲得唯一或主要之發鈔權，及經理國家之銀行事務而漸臻於一國中央銀行之地位。此類銀行原不名為中央銀行，惟通稱曰發行銀行，或國家銀行。其主要之職務，即在按國家所規定之保障下，管制鈔券之發行，與在實行金本位或銀本位國家，維持金銀本位之制度。迨及「中央銀行」一詞，已普遍採用，且殆有標準之涵意時，此類銀行，實已取得其他更多之職權。

有等最古老之中央銀行，係由當時之商業銀行蜕化而來。英格蘭銀行 (Bank of England) 即為由此而首就中央銀行之地位者，瑞典國家銀行 (Riskbank of Sweden) 繼之；此兩銀行，原亦為各該國最先成立之股份銀行也。英格蘭銀行不僅為最早之中央銀行；(註一)且迄今猶佔舉世各中央銀行中首要之地位，而英格蘭銀行之歷史，則皆一致用以為闡明中央銀行之原理與技術之演進者也。

英格蘭銀行對於英國政府之關係自始即取得特殊之地位，而為政府之代理銀行。事實上，英格蘭銀行係於一六九四年，墊款予政府由公募集資成立，而由立法予以某種特殊權益。此項特權，包括在某種限制下享有發鈔之特權。繼則三年以後，該行復取得普通所謂在英格蘭銀行特許權時期，該行在英格蘭有獨佔股份銀行之特權，由英國國民及外國銀行觀之，此項特權(註二)及其為政府代理銀行之職務實予英格蘭銀行極大之威望也。

一般私立銀行因經由政府銀行交易之媒介，皆與英格蘭銀行發生繼續密切之關係，不久彼輩即明瞭在英格蘭銀行開立帳戶之有利，尤因英格蘭銀行為當時之主要發行銀行，其鈔券之信用甚篤，而流通極廣也。其後，

各銀行在英格蘭銀行保有更多存款之趨勢，與日俱增，迄乎十八世紀末則各銀行在其錢櫃內僅儲備日常所需之現金耳。由此，英格蘭銀行乃被認為各銀行現金準備之保管者。

一八二六年法律准許其他股份銀行之設立。故此後十年間，殆有百餘家股份銀行相繼成立於英倫各地。其設在倫敦六十五哩以外者得享有發鈔權。惟英格蘭銀行仍保有一八三三年法律所宣告該行鈔券為法幣之特權地位。抑有進者，按照一八四四年銀行法案，其他各銀行之發鈔權僅限於一定數額，且規定在某種情形下，則喪失其發鈔權，因此，發鈔之部份獨占權，事實上仍歸予英格蘭銀行。該行原於一八二六年，已得設立分行之許可，故在此時期內乃普設分行於英倫各地。

在股份銀行興起前，一般銀行在英格蘭銀行保持存款之習慣，已根深蒂固，此亦復為以後新成立之各銀行所採用，其後復因一八五四年各銀行間採用在英格蘭銀行劃帳清算之辦法，故英格蘭銀行為英國銀行機構核心之地位乃更形鞏固矣。

當時英格蘭銀行誠如白芝浩 (Bagehot) 氏所云，已漸接受「最後貸放者」之地位，不僅負責維持一國之通貨，且從事促使全國信用制度漸臻於健全之基礎上。一八四七年因鐵道股票之過度投機，信用之膨脹與國內歉收，繼以不麥之大量歉收等，引起恐慌，致英格蘭銀行之準備金被大量提取，遂至英政府于預其事，准許英格蘭銀行，得打破一八四四年銀行法案中關於保證準備以上之發行必須以黃金為準備之規定。英格蘭銀行乃得超額發行，以適應一般人民之需要。

一八五七年，因商業與信用之過度膨脹，致又引起恐慌，此亦證明通貨與信用關係之密切，而促使銀行法案有再度停止實施之必要。一八六六年因對當時成立之許多新公司股票之過度投機，及大金融公司如阿佛蘭克爾納 (Overend & Gurney & Company) 等之倒閉，又引起恐慌，致銀行法案之實施作第三度之停頓。

在上述三事例中，英格蘭銀行，僅在一八五七年之恐慌，乃真實感覺有利用其權力以增加超額發行之必要。至在其他二次恐慌，則僅憑其於必要時有供應外界所需資金之能力一點，似已足以緩和緊急之局面。且在每次恐慌中英格蘭銀行曾提高其貼現率 (註三) (即銀行率)，以期減少向銀行融通之需要，收縮一般之信用。

與保護金準備，但因其行動每在恐慌開始之後，致為時過晚，不能迅刻奏效。

此項恐慌已證明投機與信用過度膨脹時所影響英格蘭銀行之程度，並明示英格蘭銀行須於適當時機，採取保護金準備之措施。以銀行率為信用政策之重要工具至此已屹然確立。故英格蘭銀行之管制功能，更收宏效，而英格蘭銀行為全英金融機構核心組織之領導地位，亦更為一般所公認。

一八七三年英格蘭銀行亦曾遭遇艱險，惟迅即順利解決，後於一八九〇年因對外國證券作廣大與過度之投機，致引起規模宏大之巴令兄弟 (Barings Brothers) 金融公司之倒閉，乃釀成極嚴重之危局。英格蘭銀行根據其以往處理倒閉與恐慌之經驗，深知此項倒閉，其可能反響之嚴重，乃企圖負責挽救，而與其他各銀行及金融公司合作，共同保證此倒閉公司一切到期債務之清償。英格蘭銀行遂能消除人民之驚恐與避免一般之恐慌，因此並無停止銀行法案之必要。

英格蘭銀行經此數度危局，其運用威力之成功，不僅予彼極大之威望，而終使其成為大不列顛之中央銀行，且鼓勵世界各地中央銀行之發展。

在十九世紀，各國或將唯一或主要之發鈔權授予一現有之銀行或另設一賦有特殊權益之新發行銀行，惟多少均須受國家之控制與監督。

瑞典國家銀行 (Riksbank of Sweden) 其前身為一私立銀行，該行成立後，於一六六八年經改組為國家銀行。嗣亦步英格蘭銀行之後塵，逐漸進展為一中央銀行。該行在初期已享有發鈔之獨佔權，並為一八〇九年之立法所承認，但在一八三〇年後成立之各無限責任銀行 (Banks) 亦得自由發鈔，其後並得立法之認可。至一八九七年，發鈔獨佔權始重歸於瑞典國家銀行。該行行長由政府任命，其他理事六人亦由國會 (Riksdag) 選出，然該行在其政策與管理上仍取得極大之獨立性，而在瑞典之金融組織上佔確實之領導地位。

法蘭西銀行 (Bank of France) 成立於一八〇〇年，其資本一部分由國家供給，大部則由私人認繳，自始即與國家有密切之連繫。法蘭西銀行為政府之代理銀行，在巴黎有發鈔之獨佔權，政府經由任命該行總裁及二副總裁而取得參與該行之控制權，至股東則由最大二百股東所選出之十五理事 (Regents) 所組成之理事會為

彼等之代表。一八四七年，因有九家具有發行權之省銀行改組成法蘭西銀行之分行，故該行之範圍與資本因是擴大。經過相當時期，法蘭西銀行設立許多分行，並獲得全國之發鈔獨佔權。至此法蘭西銀行誠如其創始者拿破崙之原意，已成爲名符其實之國家銀行，並亦如英格蘭銀行然，不僅爲法國政府之代理銀行與發行銀行，且成爲各銀行準備金之保管者，及爲金融危急時期信用之最後泉源。但法蘭西銀行有與英格蘭銀行不同者，即該行雖已成爲法國之中央銀行，但仍不放棄其大量商業銀行業務，對於多數經常顧客仍繼續經營貼現與担保放款等之業務。

荷蘭銀行 (Bank of Netherlands) 成立於一八一四年，適當亞姆斯特丹銀行 (Bank of Amsterdam) 因種種原因用破產以後。其時甚感有設立如上述在英法瑞典等國所發展之新式銀行之需要。故荷蘭銀行乃成爲唯一之發行銀行及政府之代理銀行，並發展爲銀行之銀行與準備銀行，而担负此項職務所依附之責任。荷蘭銀行係爲私有資本，但其管理部長與秘書則均由政府任命，而該部其他人員及理事會之理事則由股東選出。至該行之每年純益，凡超過資本額百分之三又二分之一時，則政府得分取其盈利之一部分。

奧國國家銀行 (National Bank of Austria) 係於一八一七年以一股份公司之方式成立，其目的在整理以前因濫發政府紙幣及因紙幣貶值所招致極度混亂之幣制。該行有發鈔獨佔權，並在環境許可下須將政府紙幣掉換該行鈔券。至一八四七年末，此項步驟業已完成。惟後因奧政府捲入一八四七年及一八六六年間之戰禍，致重新發行政府紙幣，而奧國國家銀行亦數度貸款予政府。一八七八年該行改組爲奧匈銀行 (Bank of Austria-Hungary)，即採取措施，收回政府紙幣，並將幣制建立於健全之基礎上。

挪威銀行 (Bank of Norway) 係於一八一七年由私資成立，但亦如瑞典國家銀行其行長由政府任命，而其他理事則由國會 (Storting) 選出。該行擁有唯一發鈔權，且爲政府之代理銀行，至其進展情形殆與瑞典國家銀行相同。

丹麥於一八一五年成立一國家銀行 (Rigsbank)，其目的在發行銀行鈔券用以收回貶值之政府紙幣，後於一八一八年另以私資成立一國家銀行於哥本哈根 (The National Bank in Copenhagen)，接收前行之業務。該行

爲唯一之發行銀行，且受命須改革幣制與收回舊國家銀行之鈔券。該行除發鈔外，自始卽爲政府款項之存儲處。以後並進展爲一再貼現及準備銀行。政府在該行經理四五人中，得任命二名以爲國家控制該行之唯一方法，至於全體理事則皆由股東選舉。

比利時國家銀行 (National Bank of Belgium) 創立於一八五〇年，爲唯一之發行銀行及政府之代理銀行。前此該國曾有四家發行銀行，然無一銀行之鈔券能有全國性之流通，且亦未能善盡其爲財政部代理者之責任。該行爲一私資之銀行，但其總裁則由政府任命。比利時銀行亦如法蘭西銀行，除爲銀行之銀行外，且與其他顧客經營大量貼現業務，甚且從事廣泛之外匯貿易。

西班牙銀行 (Bank of Spain) 其前身爲一創立於一八二九年之國家銀行，至一八五六年始因襲前名而成立。初與省銀行同享發行之權，至一八七三年始取得發鈔獨佔權。雖其資本由私人認繳，然該行總裁則由政府任命。

俄羅斯銀行 (Bank of Russia) 係於一八六〇年成立，爲俄國之國家銀行，其目的在整理幣制之流通與募集帝俄之公債。蓋俄國前因政府紙幣之貶值與缺乏適當之銀行便利，曾受害甚大。該行享有發鈔獨佔權，並受命穩定通貨及運用短期信用方法以促進農工商業之發展。其正副總裁悉由政府任命，並由財政部官員組織一參事會 (Council) 監督行務之進行。

德國國家銀行 (Reichsbank of Germany) 係於一八七五年由普魯士銀行 (Bank of Prussia) 改組而成，其資本之一部份由國家供給，大部份則爲私股。當德帝國形成時，在數邦中計有三十三家發行銀行，其中以普魯士銀行爲最重要。當時，曾協議各銀行均應在某種限制與一致之規定下，保持其發行權，惟其中須有一家爲中央發行銀行，亦卽作爲帝國政府之代理銀行，該行亦如英格蘭銀行然，須運用利率政策以保護其金準備與穩固德國之信用機構。普魯士銀行，後卽爲此類銀行之核心，而名之曰國家銀行 (Reichsbank)。至該行屬於普魯士政府部份之資本與公債金則皆歸還，其資本全部由私人認繳。然帝國政府仍保留有任命管理部門人員之權力，至各股東則由其所選出之委員會代表之。政府亦有分享該行一部份盈利之權利。

頗多老銀行因在發行上受限制之結果，其發行權乃多讓與國家銀行（Royal Bank），故在一八九三年時，除國家銀行外，其他發行銀行僅七家而已。而其發行總額與國家銀行相較亦為數甚微。且各鈔券中僅國家銀行之鈔券實獲有全國性之流通，故該行不僅為中央發行銀行，且其為準備銀行、再貼現銀行及中央清算銀行之地位，固已無庸疑議矣。

日本銀行（Bank of Japan）成立於一八八二年，目的在整頓因數家國家銀行濫發鈔券所造成之混亂局面。此數國家銀行按規定須在某一定期內收回其鈔券，而日本銀行則享有發鈔之獨佔權。該行為一股份公司，由正副總裁及其他四理事所組成之理事會全體皆由政府任命。該行之進展情形，殆與德國國家銀行及比利時國家銀行相若。

十九世紀中，諸如葡萄牙、羅馬尼亞、保加利亞、塞爾維亞、土耳其、爪哇、埃及、阿爾及利亞等國，皆有發鈔獨佔銀行之成立。

是故迄十九世紀末，在歐洲各國及東方之日本、爪哇、非洲之埃及與阿爾及利亞等國，殆皆有一具有特殊權益發行銀行之成立。此類銀行皆為各該國政府之代理銀行，且對國家須盡各項金融上之勞務，並在戰時或經濟不景氣時須接濟財政部。抑有進者，上述各中央銀行由英格蘭銀行首開其端，雖以程度上之不同，均皆逐一担任其他各種職務，如保管商業銀行大部份之現金準備，對商業銀行或其他金融機關作再貼現或作擔保放款，為商業銀行之清算所，維持國定貨幣本位，并肩負金融與信用機構上之一般事務之領導責任。

至就各國中央銀行對政府及對其他銀行之業務以外之活動而論，彼此間差異之程度甚大，如英格蘭銀行於十九世紀之末即已放棄大部份商業銀行之業務，而着重在金融市場上之活動；反之如法蘭西銀行，則擁有許多分行，彼與各項經常顧客進行大量業務，且兼及全國各地之許多商人。

至以其與國家之立法關係言，如英格蘭銀行，則為一私有機關，在管理與監督上，政府毫不參與；而德意志銀行，則為一國家機關，受政府指定入之管理，並受政府官員之監督，此可謂二大極端也。然不論各中央銀行之立法及業務範圍如何，由於經驗及錯誤試驗之結果，逐漸形成許多成規，而構成中

央銀行技術上之核心，此在二十世紀初三十年間顯有其極大之進展。

二十世紀初新大陸（註四）（New World）各國尚無中央銀行，且在多數國家竟無部分發鈔之集中。在最重之國家如美國（註五）凡依國立銀行條例（National Banking Act）所成立之各銀行，皆有發鈔權，惟須以等額之某種政府證券存放於聯邦財政部以爲其發行之準備，但其中無一銀行能作爲政府之唯一代理銀行或金融代理人或爲最後貸放者。他若南美與中美各共和國及加拿大、澳大利亞、南非、新西蘭等各國殆皆有同樣之情形。

一九〇七年之金融恐慌，使人深感美國分權銀行制度之顯著缺點，美國政府乃指定一特種委員會對較古老國家之貨幣銀行制度作徹底詳密之研究。其結果乃於一九一四年成立一中央銀行制度，設十二聯合準備銀行，各行在其特定區域內各有其職權，並在華盛頓（Washington D.C.）成立一聯綜性之聯合準備局（Federal Reserve Board）。此類聯合準備銀行，各有發鈔之部份獨佔權，且爲各該區內政府之金融代理者，再貼現銀行，與準備銀行，及爲最後貸放者，聯合準備銀行與歐洲中央銀行相較，雖在組織上有所不同，且聯合準備銀行之權力亦多由立法作較嚴密之限定，然事實上二者所執行之職務與所採行之慣例，彼此固無差別也。

關於政府參與聯合準備制度之管理方面，亦有規定。聯合準備局諸委員概由總統任命，而各聯合準備銀行之理事九人中三名亦由聯合準備局任命，且其中一人爲理事會之主席。其他六名理事，則均由各該區內爲會員銀行之商業銀行選出，其中三人得爲銀行家，其餘三人則須爲代表農、工、商、各團體者。且會員銀行必須認繳各該區聯合準備銀行資本之全部，並須將法定存款積蓄之最低準備金額存放於聯合準備銀行。因此各聯合準備銀行乃較其他國家之中央銀行更具有如銀行之銀行之性質。美國政府並於聯合準備銀行每年支付百分之六之累積股息後，參與其盈利之分享。

美國聯合準備銀行係建立於已經廣大發展之銀行機構上，此較在諸古老國家之中央銀行，係與商業銀行共同漸次發展者不同，因此聯合準備制度在建立之初，頗爲一部份社會人士反對與阻撓，然不久聯合準備銀行終漸踏入美國金融制度，且在大戰及戰後期間並已證明其對於政府及其他銀行有莫大之裨益與援助。在美國所盛

行者，保與分行制度相反之獨立銀行制度 (unit banking system)，且除聯邦銀行法外，尚有四十八州之銀行法，聯合準備制度，在此種種不利之情況下而能獲得相當之成功，此點對於正集中注意欲設一中央銀行之各國實予以莫大之鼓勵。

抑有進者，一九二〇年在布魯塞爾 (Brussels) 舉行之國際金融會議 (International Financial Conference) 曾通過一議案，凡未設立中央銀行之國家，即應從速籌設，其目的不僅在使各國貨幣銀行制度之便於統復，與維持其穩定，且亦所以謀世界合作之進行也。

自一九二一年南非聯邦準備銀行成立後十五年間，在歐洲諸新興國家及新大陸各國中央銀行之設立，猶如兩後者，茲列表於下：

- 1921 南非準備銀行 (South African Reserve Bank)
- 1922 祕魯準備銀行 (Reserve Bank of Peru)
- 拉脫維亞銀行 (Bank of Latvia)
- 立陶宛銀行 (Bank of Lithuania)
- 1923 哥倫比亞共和國銀行 (Bank of the Republic of Columbia)
- 1924 匈牙利國家銀行 (National Bank of Hungary)
- 波蘭銀行 (Bank of Poland)
- 但澤銀行 (Bank of Danzig)
- 澳大利亞聯邦銀行 (Commonwealth Bank of Australia)
- 烏拉圭共和國銀行 (Bank of the Republic of Uruguay) 改組為中央銀行
- 1925 捷克斯拉夫國家銀行 (National Bank of Czechoslovakia)
- 智利中央銀行 (Central Bank of Chile)
- 危地馬拉中央銀行 (Central Bank of Guatemala)
- 1927 厄瓜多爾中央銀行 (Central Bank of Ecuador)
- 愛沙尼亞銀行 (Bank of Estonia) 改組為中央銀行
- 1928 中國中央銀行 (Central Bank of China)

- 1929 玻利維亞中央銀行 (Central Bank of Bolivia)
- 1931 土耳其共和國中央銀行 (Central Bank of Turkish Republic)
- 1932 墨西哥銀行 (Bank of Mexico) 改組爲中央銀行
- 1934 新西蘭準備銀行 (Reserve Bank of New Zealand)
- 薩爾瓦多中央銀行 (Central Bank of Salvador)
- 1935 加拿大銀行 (Bank of Canada)
- 印度準備銀行 (Reserve Bank of India)
- 阿根廷共和國中央銀行 (Central Bank of Argentine Republic)
- 1936 巴拉圭共和國銀行 (Bank of the Republic of Paraguay) 改組爲中央銀行

因此，目前除巴西、(註六)委內瑞拉、愛爾蘭等國外，凡在新舊大陸經濟上重要之國家，莫不各設有自主之中央銀行。抑有進者，巴西與委內瑞拉中央銀行之設立亦在考慮中，且兩國皆已草成中央銀行法案提請立法機關審議，而在愛爾蘭則有銀行通貨信用委員會，曾於一九三八年建議將現行之通貨委員會改組成爲一中央銀行。其所以有上述之情勢者，實因一般皆認清在現代銀行商業情況下，任何國家不論其經濟發展之程度如何，金準備之集中、通貨信用之控制、應付託於一受國家支持與直接間接受國家某種方式之監督參與之銀行，且至爲有利。另一原因，即在認識中央銀行對於國際間銀行制度之溝通與合作上能供獻極大之便利。

上述各中央銀行，雖其組織與法定權力彼此頗多差別，但其職務與方法，實際上皆有趨於或漸達於同一方式之趨向。至各中央銀行所採用之方法，其程度上之差異，則視各該國有無一高度發展之世界金融市場，如倫敦紐約者，或次要之金融市場，如巴黎、柏林、亞姆斯特丹、斯德哥爾摩、渥列克 (Nisba)、布魯塞爾者，或竟無一有組織之金融市場如加拿大、澳大利亞、南非、紐西蘭、阿根廷、智利、哥倫比亞、墨西哥等而定。但雖在此等之情況下，實際上亦頗多一致之處，且各國中央銀行對於貨幣銀行方面之事項，多有相同之看法，而對於各該國之慣例，則多極爲重視。

中央銀行與商業銀行、投資銀行、實業銀行、農業銀行相較，其業務已成爲完全獨立之一部。中央銀行具

有其特殊之典則慣例，且殆已被公認為獨立之科學。中央銀行經長時期之演變，一般對此已具有明確之概念，皆認為中央銀行為「以全國經濟利益為鵠的盡最大之努力，以執行下列各職務之銀行：

一、按商業情形之需要發行紙幣，故中央銀行享有全部或至少部分之發鈔獨佔權；

二、為國家辦理一般之銀行事務及為其代理者之事務；

三、保管各商業銀行之現金準備；

四、保管全國之金屬準備；

五、再貼現予商業銀行、票據經紀人 (Bill Broker)、票據商 (Dealer)、及其他類似之金融機關所申請

再貼現之匯票、國庫券、及其他適當之票據；

六、負最後貸放者之責任；

七、辦理各銀行間差額之清算；

八、按商業之需要，並謀國家幣制之維持，從事信用之控制。

一真正中央銀行之另一重要前提，則為必須放棄全部商業銀行業務，如收受私人存款，及予通常商業顧客以貼現或放款是。故在冊籍與報告中，時有此項記載，乃以為法蘭西銀行，日本銀行，芬蘭銀行，澳大利亞聯邦銀行，爪哇銀行，埃及國家銀行等，并非為真正之中央銀行，蓋在其所執行之業務中有許多實「以商業銀行執行之較更適宜」也。一般認為中央銀行所需經營商業銀行之業務，僅限於為社會福利計所認為絕對必需者。蓋中央銀行如執行大量商業銀行之業務，則其為信用控制者及為各銀行現金準備保管者之職務，將與其為商業銀行之活動大相牴觸。抑尤有進者，近年以來，多數國家皆已認為中央銀行之成功，有賴於商業銀行之真誠擁護與合作者甚大，而欲達此合作之目的，其唯一有效之途徑，厥為中央銀行，除為國家經濟利益萬不得已外，在其普通業務上須避免與一般商業銀行直接競爭。

以上所舉諸較古老之中央銀行，其所執行之職務，類皆沿襲舊習；至各新成立之中央銀行，則有數種職務，多以特別法授與。各中央銀行之一般政策，多明載於其法案之緒言中。例如加拿大銀行法案 (Bank of Canada

Act) 在緒言中載明，加拿大銀行之目的在「調節信用與通貨，控制與保障國家貨幣單位之對外價值，並在可能範圍內盡量運用其力量以謀減輕生產、貿易、物價及僱傭等一般水準之變動」；又如印度準備銀行法案 (Reserve Bank of India Act) 之緒言中，亦明示該行設立之目的在「調節鈔券之發行與準備金之保管以謀英屬印度幣制之穩定，並為全國之利益通盤籌劃全國之通貨與信用制度」。

抑有進者，有許多新成立之中央銀行條例，對其職權規定之嚴密直不啻為對其何者所當為何者所不當為所下之定義。各國中央銀行之立法，雖因各國政治制度與經濟發展階段之不同致有差別，大致均趨向於同一標準之形態，此種明顯之趨勢實可謂一般對中央銀行已有明確概念存在之實際表示也。

至於何種職務更足以特別標誌一銀行係為一中央銀行，此問題曾經許多經濟學者之思考，如浩初來 (註七) 認為最後貸放者之職務為中央銀行之主要特徵，並謂發鈔權之授予一銀行，對其完成最後貸放者之責任上，實有莫大之便利，惟設無此項發鈔權亦能完成是項職務也。反之如維拉·史密斯 (Vera Smith) (註八) 則謂「中央銀行之主要定義，為在一銀行制度中具有完全或部份發鈔獨佔權之銀行」，並謂「由此種發鈔獨佔權演繹出現代中央銀行之諸種次要之職務與特徵」；而蕭 (Starr) (註九) 氏則主張，一國如欲得一自動調節之通貨，則鈔券必須由國家發行，如欲利用中央銀行者，則亦僅在為鈔券之分配耳。蕭氏並以爲「中央銀行之真正應有之職務厥為信用之控制」。

克齊 (Kisch) 與愛爾堅 (Elkin) (註十) 認為「中央銀行之主要職務為維持貨幣本位之穩定，其中包括貨幣流通之控制。」而江舍 (註十一) 謂「清算為中央銀行之主要工作」。反之，在國際清算銀行條例 (Statutes of the Bank for International Settlements) 中則對於中央銀行所下之定義，爲「在各國負責調節該國通貨與信用數量之銀行」。

此外有許多中央銀行現皆命名為準備銀行，如美國聯合準備銀行、南非準備銀行、祕魯中央準備銀行、新西蘭準備銀行、印度準備銀行等，此項事實亦即表明各國當局之意見，認為銀行準備金之保管實為標識一中央

然實際上吾人甚難任舉一職務以爲中央銀行之特殊標誌，亦難按其重要性而全數列舉之。蓋各職務間，實彼此關聯及互相補助者也。例如中央銀行之特種放款業務（卽其爲再貼現銀行之資格），可源於商業銀行需要更多之鈔券（致涉及中央銀行爲發行銀行），或需要外匯或黃金（致涉及中央銀行爲全國準備金之保管者），或爲補足其現金準備與清算差額（致涉及中央銀行爲一般商業銀行金準備之保管者及爲中央清算銀行），因此項資金在一般金融緊急之時，不能由其他方面取得之也（致涉及中央銀行爲最後貸放者）。而在實行再貼現前，中央銀行並得以信用控制者資格提高貼現率或加以某種之限制。

一真正之中央銀行，在其活動範圍內如當時之環境需要時，則必須隨時準備執行上述各項職務。中央銀行無論在何時執行何種或何數種職務不應以盈利爲目的，而須以公衆之利益與整個國家之福利爲其活動之指針。

（註一）意卽指英格蘭銀行係最先從事中央銀行之活動，而瑞典國家銀行則爲最早成立者。

（註二）此類特權因英格蘭銀行繼續貸款與政府，或因其他原因，時相繼續與擴大。

（註三）在一八五七年及一八六六年，銀行率曾提高至百分之十。

（註四）舊大陸（old world）中如中國、印度，亦皆無中央銀行之胚胎。

（註五）有擬議及者：美國第一銀行（First Bank of United States）（1792-1812）及英國第二銀行（Second Bank of United States）（1816-38），在許多方面殊有中央銀行之形式，後因英國第二銀行未能取得特許狀，致於國中央銀行之發展延遲幾達八十年之久。

（註六）巴國銀行除經營商業銀行業務外，亦執行某種中央銀行之職務，如保管其他銀行之存款，爲政府之代理銀行，但發鈔權則歸財政部掌握，而非爲銀行所有，且不能調撥爲對於整個信用機關具有特殊責任之「最後貸放者」。大體言之，該行以商業銀行之職務過多，實不能視爲中央銀行也。

（註七）Act of Central Banking P.131。

（註八）Rationale of Central Banking, P. 144.

（註九）Theory and Principles of Central Banking pp. v. and 78-80.

（註十）Central Banks (Fourth Edition). p.74.

【附十一】Australia's Government Bank, p. 166.

參考書

- 安德烈亞斯 (Andreas) .. 英格蘭銀行史 (History of Bank of England)
- 康涅 (Conat) .. 現代銀行發行史 (History of Modern Banks of Issue)
- 達爾 (Dunbar) .. 銀行之理論與實踐 (Theory and History of Banking)
- 德契茲 (Mckenzie) .. 英法德美四國銀行制度論 (Banking Systems of Great Britain, France, Germany States of America)
- 威爾斯 (Wills) .. 巴拿馬 (Bank Hart) .. 外國銀行制度論 (Foreign Banking Systems)

第二章 中央銀行爲發行銀行

第一節 中央銀行發行職務之演進

鈔券之發行，殆爲各國最先授予中央銀行之職務，亦卽爲其最主要職務之一。事實上，迄二十世紀初，一般固已週知中央銀行實爲發行銀行矣。

鈔券之發行，亦如其他通貨之發行，常爲國家之特權。在金屬貨幣之場合，國家固保留此項特權，當然銀行一如通貨本身，因便利財貨交換之需要而告成立時，則國家鮮有不將鈔券之發行權授予銀行者也。銀行在法律所規定之某種限制下，或受有發鈔權，或其已有鈔券之流通者，得可繼續發行。有等國家，因政府所發鈔券貶值過甚，致失公衆之信任，乃將發鈔職權交予銀行；亦有因銀行貸款予政府因而取得發鈔權者；亦有因一般認爲由銀行司發鈔之事，遠較國家爲相宜，因而取得發鈔權者。

其後，各國皆有更多銀行之設立，通貨亦因貿易之迅速擴展而爲用更廣，各國爲求發鈔之劃一與通貨之較便於監督及爲分享發鈔之盈利等起見，乃誠如維拉·史密斯 (Vera Smith) (註一) 所云，多將全部或部分發鈔獨佔權授予一銀行。例如荷蘭於一八一四年，英國於一八四四年，法國於一八四八年，德國於一八七五年，瑞典於一八九七年，美國於一九一四年，南非聯邦於一九二一年，哥倫比亞於一九二三年，澳大利亞於一九二四年，智利於一九二五年，義大利於一九二六年，新西蘭於一九三四年，加拿大於一八三五年等，均曾先後達此階段。有等國家，如英國、瑞典其最先受有發鈔獨佔權之銀行，亦卽爲在各該國最先成立之股份銀行；但在多數國家則此權多授予一根據特別法或特許狀所成立而其目的之一爲在求發鈔劃一之新成立之銀行。然無論在何種場合，凡受有全部或部分發鈔獨佔權之銀行，今皆爲各該國公認之中央銀行；而此發鈔獨佔特權，實爲使此類銀行成爲半官性職責之中央銀行之主要因素也。

至今，在多數國家，凡其中中央銀行享有全部發鈔獨佔權者，則其他銀行卽須依法隨時或於定期內收回其鈔券；如在瑞典、瑞士、南非聯邦、哥倫比亞、智利及新西蘭等國是，或由中央銀行在某種條件下，接收其他銀

行之鈔券：如在法國、西班牙、日本及義大利等國是。在英國，按一八四四年銀行法案之規定，其他銀行皆得保留發鈔權，但其數最僅限於各行時之發行額，且按規定各銀行在某種情況下，便喪失其發鈔權。迄至一九二〇年乃終皆喪失。德國在一八七五年國家銀行成立時，曾有三十三家發行銀行，後各銀行因受發行上之限制，故遠在一九二五年國家銀行收回僅存之四行發鈔權前，其餘各行之發行權早已讓予國家銀行矣。

目前，僅少數中央銀行尚無全部發鈔獨佔權。至美國及加拿大之中央銀行至少亦有部分之獨佔權。在美國，國立銀行 (National Banks) 之發行總額，僅限於可充發鈔準備之特種政府債券之流通額；後在一九三五至一九三六年因此項政府債券清償之結果，致國立銀行之發行亦告終止。然美國目下仍有政府鈔券之流通，如南北戰爭 (Civil War) 時所發行之「綠背紙幣」 (Greenbacks) 及在聯邦財政部存有十足白銀為準備所發行之銀證券 (Silver Certificates) 是。惟此項政府鈔券為數有限，而聯合準備鈔券 (Federal Reserve Notes) 殆佔貨幣流通總額之四分之三，故實際上聯合準備制度，可謂已有發鈔之獨佔權也。加拿大銀行亦有同樣情形，因按規定自一九三五年後各特殊銀行之發行額，須逐漸遞減至其實繳資本數之百分之二十五。

他若中國中央銀行，雖其財政部長已於一九三五年末宣稱於兩年後中央銀行將改組為中央準備銀行，并享有發鈔獨佔權，但至今有其他三國家銀行（註二）仍有發鈔權（自一九四二年七月一日起，所有法幣之發行統由中央銀行集中辦理，其餘三國家銀行之發鈔權，已被取消——譯者註）。根據一九三五年十一月之通貨法令規定，中國國民政府成立發行準備委員會 (Currency Reserve Board) 以中央銀行總裁為當然主席，并在各商業中心設立分會以期集中發行與鞏固法幣之信用。該會「并負責保管法幣準備金與管制法幣之發行及其收換事宜。」

第二節 獨佔發鈔特權之重要性

在理論上，若浩初來之分析，發鈔職務對於中央銀行其他職務之完成或非必要，然實際上此誠為中央銀行職掌中之極重要部分，故各國中央銀行在其各該國境內殆皆享有獨佔或主要之發鈔權。

發鈔獨佔極為重要，蓋因此不僅當今最盛行之通貨由是可獲得劃一，且因發鈔獨佔權授予一中央銀行後，

則其所發鈔券較諸在各銀行皆有發鈔權之情形下可有特殊之信譽。此在金融危急之時裨益甚大（註三），據經驗所知，此可使中央銀行有供應國內大量資金之可能，且同時可不致因請求鈔券之兌現而有損失巨額黃金之危險。更有進者，一般人皆知發鈔獨佔權之本身可使中央銀行能從相當控制商業銀行不當信用之膨脹（註四）。蓋在普通情況下，信用膨脹時顯需更多之通貨，而商業銀行如以鑄幣代替鈔券，則在經濟上或合法之使用上多受一定之限制。商業銀行因本身不能發行鈔券，故中央銀行之發鈔獨佔權可使商業銀行當商業與信用迅速擴張欲得更多之鈔券時必向其告貸也。中央銀行如發現一般商業銀行，係採不健全之信用政策時，則為權宜計，得拒絕再貼現或課以懲戒性之貼現率，此誠為中央銀行，當商業極度活躍之時，促使一般商業銀行趨於謹慎及使彼等追隨其在貼現率與利率方面之領導之一大力量也。

○有謂商業銀行為欲補救更多通貨之需要，則可儘量獎勵支票之使用；或增加通貨之流轉速度；或藉付息辦法，以獎勵其顧客在往來存款帳上保存較大之結餘，並以防止人民之儲藏鈔券等。然此項替代辦法所能活動之範圍甚小，且亦費時多而收效少。

第二節 通貨之彈性與安全

通貨除應對一外，并須具有彈性，以期適應一般及商業上合理之需要。通貨須能自動調節，並須能隨商業之擴張，工資支付之額增加，或因收穫期間及假期等季節性之變動致對通貨需要增加時，可自由擴張；反之，則可隨之自由收縮。偉里斯（註五）以為「鈔券流通之公認原則」為「鈔券之發行須隨商務交易者或給付工資者之需要而變動。」

自公眾信心之觀點言，通貨之安全亦即所謂鈔券須有充分之準備，亦甚重要。至通貨之彈性如何而不致危及其安全或不致動搖公眾之信心，此誠為百餘年來爭論之焦點。歷來關於發鈔調節方面，各立法者所應用之方法，約言之計有五種：

第一法，係一八四四年英格蘭銀行所採用者，此法之主要特質即為定額保證發行，即在一定限額以下所發行之鈔券僅須以政府證券充準備，凡超過此額者則概須以十足黃金為準備。

此法以缺乏彈性，會屢受抨擊，蓋若因國外或國內提取多量之黃金時，則通貨與信用將遭受過度之繫縛，且在金融恐慌或其他危急時期，亦不能充分供應通貨之大量需要。然反之，亦有認為此法在經濟繁榮期間對於通貨與信用之過度膨脹，在某種程度內，亦可有如制動機之功效。

英國通貨制度因缺乏彈性，故屢受抨擊，且甚至為政府之研究委員會 (Governmental Commissions of Enquiry) 所不滿，然其所以仍能繼續有效者，則大抵係因襲慣例之故。至一九二八年，始引用「彈性之規定，財政部得准英格蘭銀行於三〇,〇〇〇,〇〇〇鎊 (當時規定之保證準備發行額) 以上另增保證發行額至一特定之數額，然其期限自授權之日起不得超過二年。一九三一年八月英格蘭銀行因現金之被大量提取，為欲維護信用基礎計，乃首次將保證發行額自一〇,〇〇〇,〇〇〇鎊增至三〇,〇〇〇,〇〇〇鎊。歐陸各國，對此舉深為不滿，蓋以為是項措施不啻為通貨膨脹之開端，且勢將助長現金之被提取也。此種權宜辦法，其缺點誠如統計家雜誌 (Statist) 所示，即「彈性之取得，必將以信用之喪失為代價」，因此項行動將「引起最不希望之不必要之注意」也。麥克米蘭 (Macmillan) 財政工業委員會 (註六) 亦謂「英格蘭銀行向財政部請求增加保證發行額，即為該行衰弱之象徵，然此則正亦為該行焦思苦慮所欲避免者也」。

近年來，此項政策常加採用。如一九三三年三月因黃金之輸入，英格蘭銀行之保證發行，減至其原額二〇,〇〇〇,〇〇〇鎊，「一九三六年十一月因外匯平準帳 (Exchange Equalisation Account) 轉售黃金予該行，乃將保證發行額，減至三〇,〇〇〇,〇〇〇鎊，以相抵補」。

而在一九三七年十二月，通貨因聖誕節之關係，其需要呈季節性之增大，該行為欲保證金準備起見，乃將保證發行額增至三三〇,〇〇〇,〇〇〇 (註七)。保證發行額如此變動之最後影響，可以避免因抵消黃金之外流而增加通貨所引起之過度注意。

英國之制度，已為日本及挪威所仿行。亦曾為一九二六年前之義大利所採用。此三國之發行銀行，皆規定「正常之最高保證發行額，凡超過此額之發行，則除因墊款予財政部而發鈔外，概須有十足之黃金準備。至其他國家，亦有採用英國之制度而略加變更者。例如瑞典國家銀行，於一九一三年受權得發行二倍於其黃金持有

量之銀行券，此外并可增加二五〇〇〇〇〇〇克洛那 (Kronor) 之保證發行，旋按法律規定，若國家遇戰爭之威脅或任何其他嚴重之危機時，又得再增發三〇〇〇〇〇〇〇克洛那。一九三三年，瑞典會利用此規定將保證發行增至五〇〇〇〇〇〇〇〇克洛那。日本於一九三二年，挪威於一九三六年亦皆提高其保證發行額。近年來，波蘭亦已採用保證發行之原則，惟其發行額凡超過定額 100,000,000 茲洛的 (Zloty) 者，則至少須有百分之三十之黃金準備。

第二法，係一八七〇年與一九二八間法國所採用，即通貨之發行有一法定之最高限額。惟在一九二八年即告放棄，蓋此制誠如勒摩納 (Lemoine) (註八) 所云：「限制太嚴，不能隨今日金融市場之需要而謀適當之調整，」并因「此項限額，可由國會隨意提高，故亦不足以防範通貨之膨脹也。」

鑒乎上述，故麥克米蘭 (註九) 委員會曾建議，如英國之發鈔欲得較保證發行制度下更大之彈性，則僅須規定一最高之發行總額可也，此語實有深長之意義。據彼等之意見，以爲英格蘭銀行可按一般人民之需要，得自由增發鈔券至一最高之限額 (當時所主張之限額約爲 200,000,000 鎊)，且英格蘭銀行經財政部之許可，得暫時不受此限額之拘束。一九三七年，澳大利亞皇家貨幣銀行制度委員會 (Australia Royal Commission on Monetary and Banking System)，亦曾建議澳大利亞鈔券之發行，應由法律規定其最高限額 (如 40,000,000 鎊)，且澳大利亞聯邦銀行經財政部之同意，得超額增發一定之數額 (如 10,000,000 鎊)。故法國以爲法定最高限額制度失於太嚴或太寬而告放棄，而英澳各國委員會則反建議其政府採用之。

第三法。係昔時美國所採用，當時國立銀行鈔券之發行，必須有可作鈔券準備之某種政府債券爲十足準備，此項發鈔總額僅限於此項債券之流通額，且各行發行不得超過該行之實繳資本額。此制以限制太嚴，未能令人滿意。誠如布及斯 (註十) 所云，是項通貨雖較安全，但因「限制太嚴，致其發行既不能在銀根鬆動之季節或商業蕭條之年月而減少，復不能於於商業繁盛之時或金融危急之際而增加；」而甘末爾 (Kemperer) (註十一) 亦以爲美國國立銀行發鈔之彈性極小。此制亦曾爲他國所採用，如好望角規定其鈔券必須以政府證券爲十足準備，且其發行總額，僅限於發行銀行之實收資本及準備金之總和。

第四法，係一八七五年德國所採用，後美國在一九一四年聯合準備制度成立時，亦仿行之，惟略加變更耳。

。此法現已盛行於多數國家，其主要特質，即通貨之發行其現金準備須作比例之規定（如 33% 、 30% 或 25% 等），其餘一部分之準備，則可由商業票據及政府證券充之，且另更規定其金準備率，得按各種條件與法則，隨時降至法定最低限額以下。

此制之演進，實甚重要，蓋分析之，頗有科學上之興趣也。當其初行於德國時，曾規定通貨之最低現金準備為三分之一，並以爲絕對之限額；其後則更規定，在一定數額以上之發行，必須有十足之現金準備。後者之規定，實爲其真實之限制，而顯係受英制之影響，然其特點，即德國國家銀行，得發行限額以上之鈔券，惟須按規定繳付年率百分之五之發行稅。此制之本旨在補英制之缺陷，而亦通貨以彈性之發行，同時並藉超額發行稅以防止中央銀行採行過度膨脹政策。換言之，此制意在消除其營利之企圖，確能保證通貨除在危急之際及商業繁盛時期外，決不致超額發行。德國推行之結果，頗著成效，惟後因帝國經濟之迅速發展，致實施發行稅規定之次數太多，且在第一次大戰前，其固定最高額已數度提高。

德制之另一種特點，爲其鈔券之發行準備，除至少須有三分之一爲現金準備外，其餘準備部分皆須以三個月內之貼現票據充之。

美國則將德制之特色，採入聯合準備鈔券之發行制度中，惟在運用上，則已有變更，并加以簡單化。聯合準備制度，現已放棄超額發行必須有十足之黃金或現金準備之辦法，而僅規定聯合準備銀行，對其流通鈔券，須保有百分之四十之法定最低黃金準備，對其存款，則須保有百分之三十五之黃金準備。初，鈔券之發行準備，除百分之四十之最低黃金準備外，餘皆爲聯合準備銀行之會員銀行向其貼現之商業票據或農業票據。後因所謂純資產通貨（Pure Asset Currency）之需要，此項措施更得有力之根據。蓋一般以爲聯合準備銀行所貼現之票據之多寡，適足以反映美國商業活動量之大小，故其於是項票據所發生之純資產通貨，不僅爲極安定極健全之通貨，且其數額得隨商業量之增減而伸縮也。然實際上，並非如是，故有時聯合準備銀行欲供給充分之通貨，却甚感困難。

其後於一九一六年，乃採取第二步驟，規定鈔券之發行，得以會員銀行向聯合準備銀行借款用之短期擔保

借據，及聯合準備銀行在公開市場所購進之票據列為準備，故鈔券之發行基礎，由是擴大；及一九一七年，另又規定，鈔券之發行，須以黃金為直接準備，票據及擔保借據等，僅能充準備之一部分。其後於一九三二年因國內盛行儲現，並因外國向美提取黃金，通貨需要大增，乃准以政府證券充作聯合準備鈔券額外發行之準備。通貨基礎因而極度擴大，蓋亦所以為取得充分之彈性也。

美國所採取德制之另一彈性規定，為在緊急情況下，准許準備率降至法定最低額以下，而不採超額發行之辦法，並更規定聯合準備銀行，得暫停準備規定三十日，且每次得延長十五日，惟在法定最低準備以下所發行之鈔券，必須繳納累進稅，並同時須按降低之程度而提高其貼現率。

美國聯合準備銀行於一九一七年所制定之發行辦法，已為第一次大戰後多數新成立之中央銀行所採用，義大利於一九三〇年，法國於一九二八年，改革通貨制度時，均曾採用。甚至德國亦於一九二四年，轉而仿行美國之改良辦法，德國國家銀行於一九三三年亦受權得於貼現票據外，自行購買有固定利息證券，以充準備。

第五法，在荷蘭已施行多年，南非聯邦自一九三〇年始亦採行之。此法僅規定鈔券及存款之法定最低現金準備率為百分之四十，或百分之三十，而鈔券對中央銀行之資產，則有優先留置權。換言之，此類國家，已放棄以中央銀行特定種類之資產（如貼現之票據、購入之票據、擔保借據或政府證券等）充發行上保證準備之規定，其中中央銀行之行動，是可有較大之自由。其所以作如此規定者，蓋若當通貨之需要甚大，而中央銀行之資產未能合乎特定之種類時，則此項發鈔上之限制，誠屬累贅矣，且在存款通貨遠較鈔券為重要之國家，若過分重視發行之安全，似亦非為善策。故吾人所重視者，乃為中央銀行須按全國經濟福利之需要，從事信用之控制與調整，並須以整個信用機構為目標，以維持適度之現金準備。中央銀行固能如是，則一國發鈔上之調節，將為次要問題，而可由中央銀行斟酌辦理矣。

此誠如斯提德特（註十二）論及聯合準備制度時所指出：

「發鈔權之正當使用，應賴各聯合準備銀行審慎之管制，蓋為防止濫發所加之限制，亦每足以削減發鈔權能擴張信用之功效。」
且布及斯（註十三）亦認為：

（事實上，聯合準備鈔券如不用特種保證品，而祇同存款，作為聯合準備銀行之負債，而以該行全部資產為準備，則此類鈔券，亦可具有同樣之安全與彈性也。）

第四節 政府鈔券與銀行鈔券

實際上，現今各國多已將發鈔權授予中央銀行，并由經驗及事實所示，由中央銀行從事通貨之發行，較為適宜。然至今仍有認為政府為社會利益計，對紙幣通貨之發行，亦應如金屬貨幣，然須保有其特權者。蕭（註十四）氏甚至謂，政府基於十足價值發行鈔券，實為取得一不需控制而其本身又能自動調節之紙幣通貨之唯一方法，並以為政府如欲利用中央銀行，則其唯一任務，亦如其對於金屬通貨然，僅在作鈔券之分配耳。

下列引文足可說明蕭氏對於發鈔之理論：

「真正或理想之紙幣原則，為由政府按十足價值發行紙幣，由證券所構成之十足兌換基金為其擔保，自動發行，自動收回，自動調節且從不過多，亦不缺乏，對物價之影響係中和，按金融之緊迫而增加，其價值須由發行該券之政府，加以防範，非由購買或使用此券之社會所能左右；」

「此項真正之原則，可替代中央銀行執行鈔券之發行，及鈔券之控制等職務；」

「此項紙幣，既具備完善之形態，不致濫發與貶值，故可防範政府之操縱也；」

「政府如按十足價值，出售紙幣，則人民僅能按其絕對所需者，及實際所能支付之能力而購買之；」

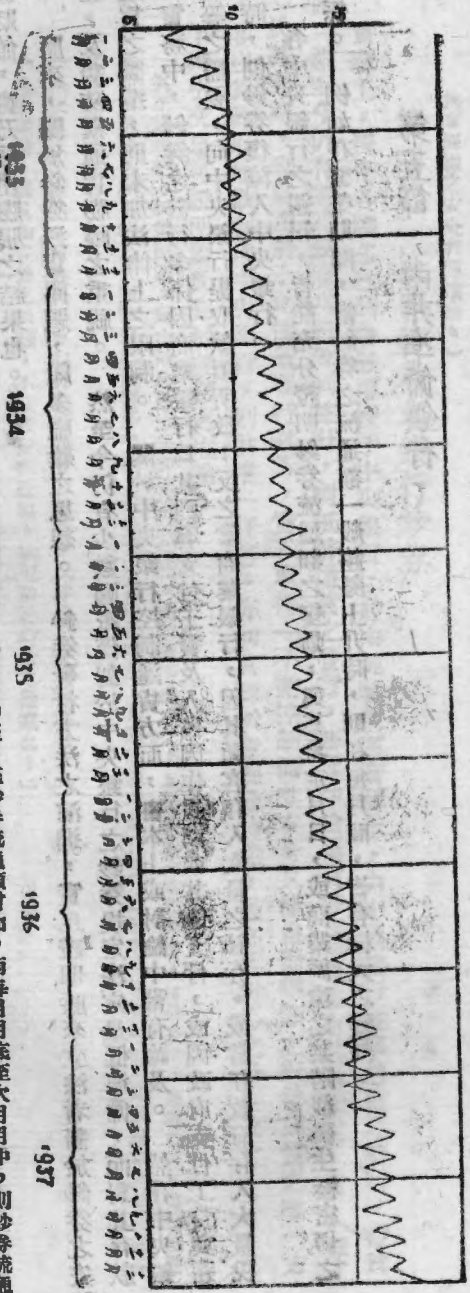
「歷來所知通貨貶值之事，皆係由於政府隨意命令中央銀行行動之結果。」

然一政府既能隨意強迫中央銀行濫發紙幣，不顧幣值之貶損，而當其自行發鈔時，則因其會按十足面值及人民之實際需要發行之故，即不致出此下策，此誠屬費解。蓋「需要所迫，不顧法律，」故一國政府當需款孔急時，常視平時之法令為具文，且自認其措施為得策也。歷史上由政府促使通貨貶值之實例甚多，不僅在政府有發鈔獨佔權之國如此，即在發鈔權已授予各銀行之國家，甚或發鈔獨佔權即「發行銀行鈔券之獨佔權」已授予中央銀行之國家，亦復如此。

通貨之貶值，確有由於政府強迫中央銀行之結果者，然若中央銀行堅拒執行，則政府必將謀其他方法籌措款項。此在中央銀行誠有兩害相權取其輕之必要也。中央銀行對於政府不健全之通貨政策應加抵抗，此至少為

1938——1937年非南準備銀行鈔券流通圖

(單位：百萬鎊)



圖示：每月因支付薪金取出鈔券，及因償還匯款流回鈔券，每月月中至月底鈔券流通額增加，而每月月底至次月月中，則鈔券流通額減少。

如南非準備銀行，其鈔券流通額在一九三二年十二月三十一日為八四三〇〇〇鎊，至一九三七年十二月三十一日增至一八〇三〇〇〇鎊，在一九三三年二月一日為六、三三〇、〇〇〇鎊，而於同月十三日則為七、二二〇、〇〇〇鎊。在一九三八年一月底為一七、三三〇、〇〇〇鎊，而於同月二十一日則為二一、四三〇、〇〇〇鎊。此項流通額，自月中至月底間鉅額之增加，及自月底至次月中大量之減少，其主要原因，為由於薪給之按月支付及商店帳款按月結帳之關係。

南非準備銀行鈔券流通額(單位鎊)

- 日期
- 一九三二年十二月十五日
- 一九三二年十二月卅一日
- 一九三三年一月十三日
- 一九三二年十二月十五日
- 一九三二年十二月卅一日
- 一九三三年一月十三日
- 六、七五〇、〇〇〇
- 八、四三二、〇〇〇
- 七、一三二、〇〇〇

項變動，未若在其他國家之顯著。例如，一九三七年一月六日，英格蘭銀行鈔券流通額為四百五十七萬、〇〇〇鎊，同月二十日，減至四百零五萬、〇〇〇鎊，二月三日又增為四百三十三萬、〇〇〇鎊，同月十七日又減至四百零七萬、〇〇〇鎊，至三月三日又增至四百零九萬、〇〇〇鎊，同月三十一日增至四百零七萬、〇〇〇鎊，四月二十一日則減為四百零三萬、〇〇〇鎊。

英格蘭銀行鈔券流通額(單位鎊)

一九三〇年十二月三日	三九九、二一九、〇〇〇
一九三〇年十二月廿五日	三九九、五七四、〇〇〇
一九三一年一月七日	三六三、五〇五、〇〇〇
一九三一年一月廿一日	三四六、四六二、〇〇〇
一九三四年二月廿一日	三七六、九〇五、〇〇〇
一九三四年二月廿八日	三七九、六八七、〇〇〇
一九三四年十二月五日	三八五、四四七、〇〇〇
一九三五年十二月廿六日	四〇五、一六四、〇〇〇
一九三五年一月九日	三八五、六〇六、〇〇〇
一九三六年十二月二日	四五二、一六四、〇〇〇
一九三六年十二月廿三日	四五七、三一一、〇〇〇
一九三七年一月六日	四五三、三三七、〇〇〇
一九三七年一月廿日	四六〇、九五四、〇〇〇
一九三七年二月三日	四七三、八三七、〇〇〇
一九三七年二月十七日	四六四、〇二四、〇〇〇
一九三七年三月三日	
一九三七年三月卅一日	
一九三七年四月廿一日	

由上表可知，鈔券之流通額，雖有增多之趨勢，然每月自開始至第三週，則皆趨減少，而自第三週至月底或至下月初，則皆趨增加。增加最多者，常在每年十一月第三週至十二月第四週間，蓋因聖誕節之需要故也。

。而在十二月底至次年一月之第三週間，則因鈔券之回歸，流通額有太量之減少。至於一週間之變動，則因缺乏日報，無由知之，故不能得如布及斯對紐約聯合準備銀行鈔券流通額所詳之研究。

中央銀行之鈔券，大多數國家，皆被認為「無須控制，本身能自動調節之紙幣通貨」，但發行鈔券之職務，固如蕭氏所云，亦同樣可由政府在實值發行十足兌現之條件下執行之，然信用之控制，現已公認應歸諸中央銀行，此點亦為蕭氏所承認；且由經驗所知鈔券之發行與信用之控制，實有密切之連繫，故必由單一機關執行此項職務，始克奏效；而此機關似應為中央銀行，而非政府也。

經濟界之一般輿論，皆堅決反對由政府發鈔，蓋如此甚易引起紙幣之濫發；並因政府為貨幣之最大支付者，在長期間頗易將鈔券強制流通也。如里溫斯基 (Levin斯基) (註十六) 有言：「銀行券殆無例外，皆因收款方面之需要而發行，」然政府紙幣，則可「由政府因欲得勞務或貨物，而付諸流通，」「固無須要基於事前任何其他之需要也。」克得與愛爾堅 (註十七) 二氏，更強調此說謂：

「政府控制通貨之危險，在與政府每以政治上之困難為其政策之辯護，而此項行動，固僅限於極度謀危險之款，始得實施也。」

「如有一獨立或類似獨立之銀行，政府除在真正之國難期間外，實際上甚難停償銀行之債務。」

第八節 政府對發鈔盈餘之分享

發鈔獨佔，常為各國中央銀行極有價值之特權，蓋此不僅為控制之目的，且亦為盈餘之泉源，故各國政府皆要求分享中央銀行之盈利。

初，發行銀行每年須繳付隨時特定之金額予政府，或按其鈔券流通額之平均數，除繳納普通稅外，再須繳納特種稅。普魯士銀行於一八四六年加入入股時，曾規定政府於該行支付股息百分之三又二分之一後應分享其餘利之半數。現今政府由分享中央銀行之一般盈利，以代鈔券流通稅或代僅要求分享發鈔盈餘之原則，除國有銀行外，已實行於比利時國家銀行、德國國家銀行、荷蘭銀行、日本銀行及美國聯合準備銀行，施更奉行於

凡直接間接以聯合準備銀行爲樞機所成立或受其影響而改組之各中央銀行。

至於盈利分配之方法現今各國所規定者有(甲)純利先行給付股息，其利率由百分之三又二分之一(如荷蘭銀行)至百分之六(如美國聯合準備銀行、比利時與捷克國家銀行、挪威銀行及南非準備銀行)不等，然後將餘額撥充公積金，并分給國家與股東，或僅撥充銀行公積金與分給國家，如美國聯合準備銀行。(乙)先將純利百分之五至二十作銀行公積金，再以百分之五至十二作股息，餘則分給國家及股東，如阿根廷、智利、哥倫比亞、愛沙尼亞、德國、匈牙利、立陶宛、波蘭、葡萄牙、羅馬尼亞、瑞典與巨哥斯拉夫等國之中央銀行是。至於英格蘭銀行，則其發行局(Issue Department)與業務局(Banking Department)，完全分開，前者之全部盈利，規定皆須交予政府。此項發行與業務兩局分立之制度，僅澳大利亞聯邦銀行、印度準備銀行、中國中央銀行、烏拉圭共和國銀行及哥斯德黎加(Costa Rica)國家銀行等所採用。

政府分享中央銀行一般盈利之原則，較諸取其全部發行利益者爲佳，蓋前者可使中央銀行在行動上有較大之自由。中央銀行在發行上，可於任何期間獲得鉅利，然在業務上則因緊急救濟或因信用控制之活動獲利極微甚或不免虧損；而中央銀行在任何方面之活動，自當不願盈利，擔負其職責，完成其使命，此則亟宜獎勵而不應阻撓者也。故對中央銀行股息或對其公積金之撥付，有時加以法定之限制者，實爲一大善策，蓋藉此可以防止其謀取鉅利之動機也。

(註一) *Rationale of Central Bankings* P. 148. 「部分獨佔者係指在多數發行銀行之場合其中一家買大部分鈔券發行之實，而其餘各家之發行則皆受嚴格之限制。」

(註二) 中國銀行，交通銀行及中國農民銀行在一九三八年五月底，其發行總額爲一、二、三三、〇〇〇、〇〇〇元，而當時中央銀行之發行額，則爲四七三、〇〇〇、〇〇〇元。

(註三) *Dunbar's Theory and History of Banking* (Third Edition), pp. 79, 80. 空位，空白公積金與中央銀行之

(註四) 如因黃金之流入，或因大量之出口或因外銷商品之漲價，或由於其他原因，致商業銀行在商業銀行保有極大量之貨差時，則爲例外。

(註五) *Theory and Practice of Central Banking* (Harper and Brothers) p. 264.

(註六) 該委員會報告 P. 140.

- (註七) 一九三八年十二月，如上年同一原因保證發行額增至三三〇,〇〇〇,〇〇〇鎊，一九三九年一月初因英格蘭銀行爲便利
 - ,〇〇〇,〇〇〇 噸移黃金 200,000,000鎊 (法定價格約爲每盎司八十五先令)，于外匯平準帳，保證發行額更增至四〇〇,〇〇〇,〇〇〇鎊。然同年二月，因按市價，重估英格蘭銀行剩餘黃金量之結果，保證發行額，乃減至三〇〇,〇〇〇,〇〇〇鎊。
- (註八) Foreign Banking Systems, edited by Willis & Beckhart, P.533.
- (註九) 該委員會報告P.12.
- (註十) Reserve Banks, and the Money Market, Revised Edition (Harvard Brothers) .P.73.
- (註十一) Seasonal Variations in the Relative Demand For Money & Capital in the United States,P.153.
- (註十二) 坎登Dunbar's Theory & History of Banking (Third Edition) 十卷外譯本P.208.
- (註十三) 同上卷P.76.
- (註十四) Theory & principles of Central Banking pp.30-40.
- (註十五) 見前卷pp.33-4.
- (註十六) Money, Credit and Prices, P.55.
- (註十七) Central Banks (Fourth Edition) P.27.

其... 中央銀行... 保證發行額... 黃金... 英格蘭銀行... 坎登Dunbar's Theory & History of Banking... 坎登Dunbar's Theory & History of Banking (Third Edition) 十卷外譯本P.208.

中央銀行... 保證發行額... 黃金... 英格蘭銀行... 坎登Dunbar's Theory & History of Banking... 坎登Dunbar's Theory & History of Banking (Third Edition) 十卷外譯本P.208.

第三章 中央銀行爲政府之銀行代理人與顧問

現今各國中央銀行，對於政府皆爲其執行銀行，代理人及顧問之職務。事實上較古老之中央銀行，當其未獲正式認爲一國之中央銀行前，實早已履行此項職務。惟在新成立之中央銀行，則此項職務之進行，大抵常與其一般業務之活動相配合。

中央銀行，以其爲政府銀行之資格，經管政府各部及各事業之銀行帳務，收存國家之歲入及資本收入，供給國家爲一般支出上所需之現金與其他銀行上之便利。如以國家將來之稅收與向人民舉募之公債爲担保，予以臨時墊款，至在戰時與金融恐慌之際，則作非常之墊款。他若供給外匯，以應公債事務或政府在外國購置用品之需要，並在國家募債之他國購買外匯。

中央銀行以其爲政府代理人及顧問之地位，有時須執行其他種種之職務，如公債之經理；政府股票與證券(Certificates) 移轉登記之管理；政府債務之舉募、掉換、與償還；國庫券之發行與償還；及外匯清算協定、外匯穩定 (Stabilisation) 或平準 (Equalisation) 帳務之管理等。

第一節 政府之銀行：對國家之墊款（第一次大戰前）

中央銀行爲政府銀行之職務，與其發鈔職權有密切之連繫，在較古老之中央銀行，其發鈔特權之取得或擴大，多係由貸款予政府之故。

例如英格蘭銀行，係於一六九四年由公開募集資金成立，其目的專爲墊款予政府，因此由立法賦與某種特殊權益。如在某種限制下得有發鈔特權，三年後，並規定該行在特許權時期，在英格蘭有獨佔股份銀行之特權。

英格蘭銀行原有資本1,100,000鎊，此數全部皆以年利八%貸予政府。一六九七年及一七〇九年，因政府缺乏經費，英格蘭銀行復貸款予政府，乃得漸增加其資本與鈔券之發行。故至一七二一年之際，政府欠英格蘭

七五年始，每當法蘭西銀行更換許狀及繼續取得發鈔特權時，皆附有須對政府作永久墊款之協定。一九二七年，永久墊款也增至1,000,000,000法郎，當時法蘭西銀行同意將此項墊款改為免息貸款。然據康南（註五）云：此項放棄之利息，事實上殆已由法國政府在該行存入同額之往來存款相抵消。一九二五年此項墊款，又增100,000,000法郎，其總額乃達1,100,000,000法郎。

荷蘭銀行則於一八八八年由法律規定，須對政府以往來存款墊付之方式，予政府通融特權而以國庫票據（Treasury Paper）為擔保，惟是項墊款，無論何時，不得超過1,000,000,000福祿令（Fluiter），且其利息須按普通存款利率計算。一九〇三年規定該行對國家墊款之最高額為11,000,000,000福祿令，並規定荷蘭銀行對此項墊款，不得取息（註六）。故荷蘭銀行亦如英格蘭銀行及法蘭西銀行然，其對政府墊款義務，似與其事有發鈔獨粘權有密切之關係。

德國國家銀行受權得直接為國庫或第三者貼現國庫券或國庫證券（Treasury certificates）但在第一次大戰前，該行甚少大量持有此項國庫票據。

故就大體言，第一次大戰前，政府與中央銀行之金融關係，可謂皆受慣例之支配。此慣例導源於英國，而法國荷蘭及其他諸國則繼之。其意以為，為健全之財政計，中央銀行除為獲得發鈔獨佔而對政府作永久或特別之墊款外，其他各項墊款，須僅限於政府能於短期內可由稅收或公債收入償還者。且此項墊款，通常僅能在每季青黃不接，入不敷出之時行之，如大量利息之支付與所得稅收入及其抽收入間之短絀時，或當財政部有困難原因，詢其他各銀行與一般人民，發行國庫券認為不方便或不甚經濟時行之。

此種慣例產生之原因，係恐中央銀行因墊款予政府，發放更多中央銀行之信用，使各銀行資金之供給量強制增加，因而將引起信用與物價一般之膨脹。此種結果尤因中央銀行之特殊地位而使然，蓋中央銀行不僅為發行銀行，且為政府與諸商業銀行之銀行，而與一般人民可謂無直接關係也。中央銀行墊款予政府，政府則以此項收入直接間接付與人民，而彼等則復存入商業銀行。此項存款或為中央銀行之支票，或為中央銀行之鈔券，其結果皆將使商業銀行之現金來源增加，因而使彼等有增加投資、貼現及墊款之能力。

收受此存款之各銀行或其他任何原始收款人，如原對中央銀行負有債務，則將以此抵償之，是即自動減少同類之中央銀行之新備用。其餘額則有增加各商業銀行現金準備之效果，亦即有擴大社會信用基礎之影響；若此項商業銀行新增之金準備，為數甚大，且有繼續增加性，則在某種環境下，即有膨脹數倍信用之可能。換言之，此即通貨膨脹之潛在泉源，而將轉趨削弱中央銀行控制金融市場之力量也。

但當政府需用款項，而因一時金融之緊迫，或以國庫券之發行與償付，未能配合政府之需要，致不願自金融市場迅速取得低利之資金時，中央銀行對於政府若以其未來之賦稅或公債收入為擔保，作暫時之墊款，實甚尤當。第一、如此項墊款，為期甚短，且以國家稅收或以政府股票或由以國庫券向人民募得之收入，作為擔保，則此舉本身，將不致成為信用膨脹之根源。第二、各國每當須支付大量股息或繳納賦稅時，常形成金融緊迫之局面，此尤在缺乏健全金融市場之各國為然，此時中央銀行墊款予政府，是不特可供政府一時需要，且因擴放大量資金於金融市場，可以解救緊迫之危局，換言之，即當通貨之流轉速度減低時，增加通貨之數量也。

故當一九一三年美國設計聯合準備銀行制度時，議較古老中央銀行之常例，對於政府僅限作短期之融通；蓋當時政府之借款，大抵係向商業銀行、票據商及一般人民發行股票與國庫券而來。至中央銀行對於政府通融之方式，或作往來存款帳上之墊款，如英格蘭銀行之籌款暫墊是；或直接貼現財政部票據或證券，如德國國家銀行是；或為以上三法聯合或變通之運用。中央銀行除應政府之要求而予以融通外，其本身亦常持有相當之政府股票與國庫券，或自動作為投資，藉以抵償一部分之開支及充作一部分鈔券之發行準備，或係由其再貼現及公開市場活動而來。然一般而論，中央銀行除予政府永久墊款外，在其資產中，甚少持有大量政府票據。

三、美國聯合準備法案，規定聯合準備銀行不得對美國政府往來存款帳之暫墊或為第三者再貼現國庫券或國庫證券。惟原法案准許各聯合準備銀行，得買賣美國政府之債券與票據；並得為會員銀行再貼現其顧客因持有或經營美國政府債券與票據而製發，且經會員銀行背書，而其期限最多為九十日之票據。惟後項權限，未有明晰之規定，僅採不禁止之形式，蓋亦不希望其在貼現活動中佔重要之地位也。至於買賣美國政府債券與票據之權限，其主要目的，在使聯合準備銀行得從事公開市場活動，藉以取得某種金融市場之控制權，此如其他較古

老中央銀行所爲者相同，但此法當亦可用以爲政府籌備。按中央銀行之權例，各聯合準備銀行原不欲藉政府債券之購買，以爲供給政府財源上便利之方法，其目的僅爲投資與開市場之活動，至於臨時借款則另有規定，數日期之財政赤字，可用一日期債務證券以爲清償，此種證券，由財政部製發，交聯合準備銀行以抵償某日透支之數額，且以後逐日可繼續換新債務證券，直至財政部以稅收、政府債券或政府票據，沖銷此項政府帳款時爲止。

第二節 一九一四年後對國家之借款

因世界大戰鉅額戰費及國家大量借款之需要，每每捲入戰爭之國家，其信用機構荷負極重。在此重負下，中央銀行爲適應戰時經濟之需要，其成規多已廢棄，而其慣例亦大有變更。戰時及戰後某期間內，凡交戰各國之中央銀行，皆直接間接負有給予政府大量財政上援助之義務。在一九三一年金融恐慌後，亦曾有數家中央銀行對政府作大量之墊款。至在其他各國，雖未直接捲入戰禍，但在上述金融恐慌期間，亦同受嚴重之影響，故其中央銀行亦皆墊款予政府。

英國在大戰期間，英格蘭銀行多以壽款暫墊方式，貸款予政府，英格蘭銀行並增加政府證券之持有額，及以此項證券爲擔保之墊款類。該行是項活動之結果，便上應商業銀行之現金增加，因而使商業銀行能購買更多之政府證券與增加以此項證券爲擔保之放款。英政府曾數次舉債鉅額戰債，並發行大量國庫券，惟大部分均爲一般商董銀行及其他金融機關與一般人民應購買。一般而論，英國與其他交戰國相，其戰費多出自賦稅及資本收入，頗少利用中央銀行之信用。一九二〇年英國實行通貨緊縮政策，英格蘭銀行漸恢復其原來地位，對於政府之墊款，乃僅限於在短期內，以未來稅收作擔保之壽款暫墊。

至以一九二一年之金融恐慌，及其所發生之反響論，則英格蘭銀行對於政府未曾作若何大量之墊款，惟利用各種時機在公開市場增購政府證券，以爲其貨幣政策與維持政府信用之方法。

在大戰期間美國殆與英國採取同樣之政策，各聯合準備銀行，皆增加政府證券之持有額，其對會員銀行

前所持有，且為代表大戰時以俄國政府債券為擔保之墊款。此種措施之結果，乃使法蘭西銀行，其地位與英、美、日等國之銀行，無異。其地位之獨立，而重獲其獨立之地位。

然當一九三〇年至一九三五年間，政府因預算之繼續不敷，且不易在有利條件下舉募長期票據方式，大量借債，其期限自三月至二十四月不等。至一九三五年初，各銀行及其他機關，均據有法蘭西銀行之國庫票據，致皆不願再行增購。通常法蘭西銀行僅對期限在三個月以內之票據作再貼現，際此緊急時期，財政部乃欲法蘭西銀行對其至五月期以內之國庫票據及國庫券，皆准予貼現及作擔保放款。初，法蘭西銀行未允照辦，其理由：一因按一九二八年之規定，政府向法蘭西銀行借款不得超過100,000,000法郎，二因在此種情形下國庫票據之再貼現，實無異間接貸款予財政部，是極易引起通貨之膨脹。後以法蘭西銀行總裁易人，方始照辦，惟其條件為以是項財政部債務為擔保之墊款。在法蘭西銀行週報中，須另以獨立項目發表，庶幾「國民藉此可知其數量是否增加過速，是否有變成通貨膨脹之威脅（註十一）也」。

法國以資金繼續逃避，金融困難愈趨嚴重，乃迫使政府對法蘭西銀行施行更大之壓力，該行遂貼現大量國庫券與商業票據為時逾逾一年以上。按一九三六年六月之規定，當時政府向該行之間接借款，計2,000,000,000法郎皆整理合併成為對政府之臨時免息墊款，並規定該行再予政府10,000,000,000法郎之貸款（註十二）。一九三七年政府與法蘭西銀行，再規定提高其對政府之借款額，增為15,000,000,000法郎。至一九三八年，其限額更另增10,000,000,000法郎。至一九三八年十月，此項臨時墊款之總額，已達50,000,000,000法郎以上。當時政府與該行，重新訂約按一法郎等於一鎊之價格，重估法蘭西銀行之黃金持有量，其盈利用於償還政府之臨時借款，並規定該行貸予國家之永久債務額，由3,100,000,000法郎，增至10,000,000,000法郎。

又曰：「法蘭西銀行與政府間關係之歷史，實為不斷之鬥爭，其間法蘭西銀行屢欲爭取獨立，而政府則總欲其屈從。」

法蘭西銀行於各恐慌期間，不難持其獨立，並避免政府之濫用或重注，實觀其他各國中央銀行更爲疲弱。其後政府亦持其獨立。

一般而論，法蘭西銀行之經驗，證明德意志在金融緊縮之際，由政府過度威脅中央銀行所生之危險與不利。

在德國，其國家銀行對於供給戰費及戰後政府之需要上，亦佔重要之地位。其所採之步驟，即由德國國家銀行，再貼現以每六個月舉募一次之債款爲擔保之三月期之國庫券，戰時財政部證券，而戰爭之初二年，土項債款收入，尚足償付德國國家銀行所貼現之國庫券。惟日後此項國庫券未量增發，遠超過所舉募之債款。一九一八年末，德國政府之舉債預計達至1,000,000,000馬克 (Mark)，其中大部分係由國家銀行直接貼現政府票據而來。

德國國家銀行隨政府財政上需要之增，其鈔券流通額亦大增。在一九一八年計爲3,100,000,000馬克。一九一八年末增爲3,100,000,000馬克。戰後政府與國家銀行之處境，均極艱困，而因德國國家銀行對國庫券之繼續貼現，及紙幣之繼續發行，故通貨膨脹進程，由是加速。迄一九二三年末，竟達天災地變之比例。舉凡西。

結果馬克貶值面告崩潰，乃另成立來學銀行 (Reichsbank) 以救濟之，并以一來學馬克 (Reichsmark) 或對馬克等於1,000,000,000馬克紙馬克爲基礎，穩定馬克之價值。來學銀行奉命予政府以200,000,000馬克，以爲國庫券。

其中200,000,000馬克登馬克，係用以償還前德國國家銀行所持有之國庫券，且規定以後德國國家銀行不得再貼現國庫券。

德國國家銀行於一九二四年藉道威斯借款 (Dawson Loan) 之助，重行改組，而政府亦維持其獨立。據法規定該行對政府通融之權，受嚴格之限制。該行得墊款予政府，但其最高限額爲200,000,000馬克。且其會計年度終結時 (一九二〇年改爲每年七月卅五日)，政府必須清償該行之直接借款。該行亦得以短期信用貸予郵政 (Post Office) 及鐵道 (Railways) 其最高限額爲110,000,000馬克。最後，德國國家銀行亦並受權得發

三者貼現國庫券，其最高額可達100,000,000馬克。

德國自一九三一年因外資之大量提取及向外借款與償債之困難，致金融緊迫，加之自一九三三年後，因政

廣大規模實施救濟與復興計劃，仍靠國家銀行按德國經濟之需要發放信用，但其所採之方式，係爲對商業銀行

及其他信用或金融機關再貼現 (共十五) 一、商業銀行發給之抵押品，德國國家銀行給予貼現及整齊辦理。在二〇九〇年

末爲二,三三,〇〇〇,〇〇〇馬克,至一九三七年末增高爲二,九三,〇〇〇,〇〇〇馬克。一九三七年末,該行所持有之國庫票據僅爲二二,〇〇〇,〇〇〇馬克,且此數爲該年中國之最高額。論國庫票據之管理,其詳見於前章。

第三節 新中央銀行與國家之關係

蓋由於戰時及戰後中英銀行處理政府票據不幸或慘痛經驗之結果,故戰後大參數額度並重改組之中央銀行,皆將其對國家通融或購買政府證券之權,有嚴格之限制。例如得利及評倫比亞之中央銀行,規定對政府債券及市政府債券之購買,貼現或以此爲擔保所作之墊款,皆不得超過各行實繳資本與公積金之百分之五十,且亦不得予以短期信用或透支。南非準備銀行則規定僅能購買政府證券與國庫券與再貼現國庫券,惟其期限僅限於六個月者,且對爲期兩年內之政府證券之投資,其總數不得超過該行之資本與公積金。秘魯準備銀行規定對政府證券及國庫券,僅於其他銀行以此爲擔保短期票作貼現時,始得收受,且期票之期限,最多爲九十天,而放款之最高限額爲政府證券市價之百分之五十,並不得對政府作往來存款帳上之墊款。捷克國家銀行,除將其準備金之半數投資於國家債券外,不得直接或間接予國家以任何信用,或爲其本身取得國家債券,但可對政府證券墊款,惟其期限不得超過三個月。奧地利與匈牙利之國家銀行,則禁止其與國家發生商業關係之如禁止貸款或以信用予政府等,但該行得對政府證券在三月內之墊款,並得貼現獨立經營,會計獨立之國營事業機關所出之三月期之票據。至於重新改組而成之德國國家銀行,則如前所述,此項權力亦受嚴格之限制。

一九二九年未之世界性經濟不景氣,復因一九三一年歐洲金融恐慌而更形嚴重。各國中央銀行在此重壓之下,多成爲政府壓力下之犧牲者。各國中央銀行不僅對政府融通之權大增,且各項限制至廢除而事實上均不得隨政府之需要,而予以金融上之便利。

在智利及哥倫比亞,其中央銀行持有政府票據之最高額,各均其實繳資本與公積金之百分之五十,最初在一九三一年,哥倫比亞增至百分之六十,智利增至百分之六十,其後此項限制,皆暫停止。中央銀行乃隨時由立法規定作特別墊款。

于國家。至在秘魯、厄瓜多爾、玻利維亞各國之中央銀行，則亦採同樣步驟。至南美各國之中央銀行亦皆立法及政府壓力之結果，皆大增其政府票據之持有額。

在歐洲各新成立或改組之中央銀行，亦有同樣之經歷。各國因預算之不足，及因救濟倒閉之銀行或不景氣之工業，乃迫使政府強令中央銀行作各種方式之融通，如在奧國、匈牙利、波蘭、保加利亞及希臘等國是。其結果乃使政府債務在各中央銀行之資產負債表上，佔鉅大之數額。

一九三〇年南非準備銀行之權限擴大，其目的在授權該行得在不超過資本與公積金之總額內，投資於各種期限之聯邦政府證券（前此則僅限於二年期內者），并得對各種期限之政府證券與國庫券，作三月期內之墊款（前此則僅限於其期限在六個月內者）。其所以如此變通者，因當時短期聯邦政府證券甚感缺乏也。至於對於政府票據之其他情形，則依然有效。

至於一九三二年後新成立之諸中央銀行，如新西蘭、薩爾瓦多、印度、加拿大與阿根廷等國之中國銀行，則亦皆受各種不同之限制。

加拿大銀行有權得對政府墊款，惟其數額僅限於會計年度內預計歲入之三分之一，且此項墊款，必須在下會計年度之第一季末前償還。加拿大銀行得購買或再貼現兩年期內之短期政府證券，或省政府證券，但如此項證券之期限，在二年以上者，則其持有量，不得超過鈔券發行額及存款債務總額之半數，如其期限在十年以上者，則其持有量，不得超過該行資本與公積金之五倍。

阿根廷與薩爾瓦多中央銀行皆得墊款予政府，其最高限額在阿根廷為會計年度內預計歲入之二〇%，在薩爾瓦多則為預計關稅收入之二〇%，至於政府證券，在阿根廷，其中央銀行得在某種限度內購買之，而薩爾瓦多中央銀行則不得對政府證券投資。

印度準備銀行對於政府墊款之數，未受限制，惟須在三月內歸還。該行並得購買任何期限之政府證券，惟在任何期間，業務局（Banking Department）持有此項證券，其數額不得超過該行股本與業務局之公積金及其存款債務等總額之五分之三，且更規定對於一年或十年後滿期之證券購買，亦不得超過某種限度。

新西蘭準備銀行於一九三四年所受之種種限制，在一九三六年及一九三七年亦大為裁減，該行得整款予政府，其數額可達會計年度預算歲入之全額，并得購買政府證券及由政府擔保之證券；或對之作墊款，無數額與期限上之限制，并得購買或再貼現三個月內滿期之國庫券。此外，該行根據主要生產品運銷條例（Primary Products Marketing Act）為供給新西蘭生產品運銷資金起見，得以透支方式，予政府融通，並得承銷政府債。

第四節 結論

鑒於以往百年間政府與中央銀行在金融上之關係，吾人察知政府為求直接間接之融通，其壓迫與依賴中央銀行之程度，有一增減交替之趨勢。十九世紀初政府對銀行進行過度壓迫之事例甚多，迄乎一八七〇年至一八九〇年間，則因金本位制已普遍採用，各國多採穩重之金融政策而予中央銀行較大之獨立性。然至一九一四年大戰爆發，金本位放棄，各中央銀行其情勢多仿廢棄而皆淪為政府之附庸。

然在一九二五至一九二八年間，因國際金本位漸趨恢復，政府所欠中央銀行之債務，亦皆減少或合併整頓，故多數中央銀行乃復擺脫政府之羈絆，而重獲自由。且此時期各國新成立之中央銀行對於國家墊款與對政府票據之持有量，一般皆受立法之限制。然自一九三〇年始，情勢丕變，此項逆轉，復因一九三一年年中之中歐金融恐慌而更變本加厲；繼之英國放棄金本位，其後世界各國亦皆隨之而放棄。各國政府為取得款項之融通，乃又開始壓迫中央銀行，故多數中央銀行之資產負債表上，不僅列有大量之國家直接債務，且列有鉅額作為投資或作為放款擔保之政府證券與國庫券。

金本位之維持或放棄，似與政府對中央銀行之壓迫及依賴之程度，有密切之關係。事實上金本位對於一國之經濟生活影響動加以最大之調整，且可使中央銀行不受政治上之牽制。然在金本位停止期間，則國家可毋須如前此之努力於收支之平衡；此時國家極易依賴中央銀行以為其取得無限制信用之便捷方法，蓋此使政府所遇之困難最少也。是故中央銀行由於發行及準備之集中，固可為一推行善政之強有力之機關，然同理，正亦可以為害作惡也。歷史上，因由於中央銀行為國家製造信用之結果，乃致通貨膨脹與通貨貶值之事例甚多。

事實上。由經驗所知，政府之大量借款，不問其直接借自中央銀行或間接由再貼現而來，實為引起高度通貨膨脹之最便易有礙為難之一路徑。故中央銀行因政府之關係，其信用膨脹之程度與其通貨貶值之程度間，實有極密切之關係。逆轉不久將回復正常，使政府減少對中央銀行之壓迫與依賴。於此吾人甚感欣慰者，即最近歐金蟻災希望逆轉不久將回復正常，使政府減少對中央銀行之壓迫與依賴。於此吾人甚感欣慰者，即最近塞爾銀廷，權利無多，和度，如拿大與新西蘭等國新成立之五中央銀行中，僅新西蘭中央銀行對於政府墊款及政府政策等，未受嚴格之限制。吾人亦同感欣慰者，即除新西蘭儲備銀行及加拿大中央銀行外，皆由法律賦予極大之獨立性。中央銀行須不受政治之羈絆，以期能抵抗政府不當之需要，此點實甚重要，且已屢為史實所證明矣。

中央銀行與政府之關係，為雙方利益計，在可能範圍內應建立在普通業務基礎上，宛如銀行業之對其主要顧客然，惟政府以其地位之重要及交易之繁多，故中央銀行應特別重視也。

當政府甚難自外界取得其需要時，常可商諸中央銀行，如何取得其所需長期或短期之款項，并亦可向中央銀行直接間接取得融通。中央銀行對於政府之需求，固常須予以同情之考慮，然其地位必須由法律或習慣加以保障，使其對政府之要求與建議，得按其利弊并從整個國家經濟利益之觀點，有自由衡量處置之權。

關於貨幣政策上之事項，則政府與中央銀行雙方應完全尊重彼此應有之地位，此點實甚重要。政府為制定國家貨幣政策及貨幣本位之最高當局，而中央銀行則為執行貨幣政策及維持貨幣本位之負責人，并須竭其才能以謀保障一國之經濟福利。故中央銀行在政府規劃貨幣政策時應受政府之諮詢，而在實行此項政策時，則應有較自由之權限，且政府須盡量予以協助。反之，中央銀行於國家在長期戰爭或在嚴重之經濟不景氣情況下，亦不應漠視政府所處艱困之境遇也。

總之，政府與中央銀行間有相互之利益與相輔之職責。政府為國家之代表，應得中央銀行之擁護、尊敬、同情與商議，中央銀行為一國貨幣與銀行組織之中樞，亦應得政府同樣之優遇。任何一方均不得對他方施以不當之壓力或作過分之要求。政府與中央銀行之目標，皆為各盡其能以謀公眾之福利，而唯有藉完全真誠之合作

與尊重相互之職責，始能得最大之利益，否則惟有弊害而已。

第五節 政府之銀行帳務

中央銀行經理政府（註六）各部及政府各事業之帳務，其關係猶如商業銀行與其顧客然。中央銀行將各項政府存款（註七），不論其爲現款、支票、或匯票，皆記入政府之貸方，而將政府因支付薪給，或作其他現款支付所提取之款項，與向該行所開之支票與匯票等金額，均記入政府之借方。政府各部門之帳務，通常皆由財政部管理，惟由獨立管理與獨立經營之政府企業帳務則不受財政部之統轄，而逕與中央銀行往來。

因政府財政事務之繁多，故其銀行帳務之經營，常需大量之事務工作與鉅額之經費。各國政府對此，多有補償之規定，有直接以帳務週轉爲基礎付與中央銀行一特定之金額或每年予以一議定之金額者，亦有間接由政府與中央銀行議定，政府必須在中央銀行備有最低限額之貸差者。然亦有根據特許狀或條例之規定，或由中央銀行與政府協定，免費經營政府之帳務者；此實常與中央銀行享有發鈔獨佔權及其他特權，發生極密切之關係，其情形在與中央銀行以永久貸款予政府者相同。

各國中央銀行所以皆爲各該國政府之銀行者，蓋此不僅對政府可較爲便利經濟，且因國家財政與貨幣事務有密切之關係也。在各國，政府爲最多之收入者，亦爲最大之支付者，而中央銀行則負有須以國家經濟利益爲目標，管制或調節信用之職責。蓋政府財政收支之活動極易影響金融市場、匯率及中央銀行之信用政策，故政府之銀行業務，由中央銀行集中管理最爲合宜也。中央銀行以其爲政府之銀行、代理人及顧問等之資格，故較能避免或抵銷因政府帳戶上之大量貸差，或因政府付息、償債、支付年金等，每季或每半年大量提出款項所引起金融市場之紛擾。

中央銀行替政府辦理之另一銀行事務，爲供給外匯以應國債事務之需要，或應政府在他國購買政府物資之用與購買政府在德國籌債所得之海關。許多債務國家，每年常須對國外支付大量利息與其他費用，而此等國家之外匯情況，有時甚爲惡劣，故中央銀行於此，必須事前明瞭外匯之情況如何。中央銀行亦須取得其所需之外

價之或在公開市場購入，或與商業銀行或主要出口工業訂立協定取得之，或兼用以上各法；同時中央銀行因負有維持一國貨幣本位之責，故對匯率，必須實施某種方式之管制也。

第六節 政府之代理人與顧問

一般而論，諸較古老之中央銀行，其所執行為政府代理人及顧問之事務，較新成立之各中央銀行所執行者為繁多。其主要原因蓋在新興之中央銀行成立時，各國財政部已有健全之發展與組織以執行此類職務也。然財政部之某種職務亦時有轉交中央銀行負責之趨勢，如新西蘭準備銀行及加拿大銀行於一九三六年皆受命須管理國債。

諸較古老中央銀行之代管政府財政事務，其過程亦係漸進。如英格蘭銀行於一七一一八年代財政部經營收集政府債款之責任。後如一七五一年經管國債付息事務，經相當時間後，則掌理有關國債管理之一切職務，包括舉募公債等。故英格蘭銀行乃從事負責國債證券之付息；經營政府證券之轉與登記；收集政府債款、處理公債之舉募、轉換與償還事務；管理國庫券之發行與償付；并向政府提供有關金融及資本市場之狀況趨勢，與有關政府新債發行及舊債轉換之條件，與其他方面之意見、情報等。

至於此項勞務之報酬，係由國會議案規定，其初規定英格蘭銀行每經理百萬磅債務，每年可得報酬三三鎊一〇先令。迄一七八六年減為每百萬磅為四鎊，及一八〇八年，規定第一個二〇〇百萬磅，每百萬磅為三鎊，超過此數，則每百萬磅為三鎊至一八九五年減至第一五〇百萬磅，每百萬磅為三鎊，凡超過此數者，則每百萬磅為二鎊。一八九三年更規定，英格蘭銀行因由立法授予種種特權之關係必須從政府應付該行管理債務之報酬中，每年減去二〇〇〇鎊。一八四四年英格蘭銀行因獲得鈔券免納印花稅之特權，故上項減額增為每年二八〇〇〇鎊。至一九一四年英格蘭銀行所付此項特權之代價，計每年為二〇〇、〇〇〇鎊。一九二八年後則該行發行局之全部盈利，皆須交給政府。

英格蘭銀行經理國庫券之責任，流通及償還，亦收受手續費。其法為以每年十二月一日所有國庫券額為計

算根據，每百萬鎊之手續費為100鎊，一八九二年（註十八）增至每百萬鎊為200鎊。二月一日前曾國庫法務會議
英格蘭銀行為政府代理人之地位，固已成爲各國中央銀行與其財政部間關係之楷模，但未爲各國完全仿行
。如在法國初以國債付息及有關其償還事務之管理委託中央銀行辦理，而予以1%之佣金。此項佣金旋即減
少，改爲定額支付，但政府仍嫌太高。彼此間亦不能取得合理之解決，故國債之管理仍歸政府負責。一八九七
年政府建議重將此項國債事務託法蘭西銀行辦理，惟此項建議未爲法蘭西銀行所接受，故財政部仍
決定自理國債事務。以後則議定，法蘭西銀行爲財政部之利益計，應義務負責經營公債及國債之付息事宜，
并免費助理國庫券之發行（註十九），法蘭西銀行曾多次協理財政部發行鉅額之債項，如在大戰期間是也。

美國聯合準備銀行，則如英格蘭銀行然，對於財政部及其他政府機關，亦處於代理人及顧問之地位。聯合
準備銀行代財政部經管有關各項證券如債券、國庫票據、或國庫券等之分配事宜；負責新證券款項之收集與股
票之分發；辦理記名式證券（Registered Security）與息票證券（Coupon Security）之交換或移轉；承付息票與債
還到期之債務；代財政部在市場買賣證券。代財政部保管大量已發行或未發行之證券，并爲「建設金融公司」
（Reconstruction Finance Corporation）之國民貸款公司（Home Owner's Loan Corporation）及其他類似之政府金
融機關執行其爲代理人之事務。如有進者，財政部於發行政府證券前，將其條件與聯合準備銀行之負責人磋商
商，蓋彼等與票據商、各銀行及證券之其他購買人密切接觸，故財政部藉此可明瞭市場之一般情形也（註二十）。

據布瓦斯云，總計各聯合準備銀行中專爲政府辦理銀行事務之雇員，其數約爲二千四百人，每年之經費或
在500,000美元以上。在一九二一年以前，此項經費之大部分，皆由財政部補償；惟以後則僅對有關新證券之
發行或處理建設金融公司及其他政府金融機關之特別費用予以補償，而殆有半數以上之工作，皆係代財政部免
費辦理。惟財政部在聯合準備銀行中常保有約達5,000,000美元之貸差（註二十一）。

第七節 外匯清算協定與平準基金

近年來，因外匯清算協定之成立，與外匯穩定或平準基金之設置，故各該國之中央銀行，俱以爲政府代理
人之資格負責此項協定與基金之執行管理；中央銀行乃另立帳戶並從事有關黃金外匯及國庫券等交易之進行。

(註一) Gilbert's History, Principles and Practice of Banking, Vol. 1, p. 36.

(註二) History of Modern Banks of Issue, p. 96.

(註三) Gilbert 前書 p. 45.

(註四) King's History of the London Discount Market, pp. 9, 13, 275-7.

(註五) 同書 p. 67.

(註六) Foreign Banking system, edited by Wills and Fieckhart, p. 738.

(註七) 然此處必須提及者，即財政部紙幣 (Treasury Currency note) 之發行，在戰時及至一九二八年與英格蘭銀行鈔券合併時止

，實際上，即代中央銀行之應用。此項財政部紙幣在合併時之流通額二八五、〇〇〇、〇〇〇鎊。

(註八) 此種係於一九一六年授予各聯合準備銀行。

(註九) Reserve Banks and The Money Market, Revised Edition (Harper's), p. 124.

(註十) 德法蘭西銀行對政府總款之增加，其儲券流通額，亦由一九一四年七月之六、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇法郎，至一九二六年七

月增為五六、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇法郎，此時期之存款額亦由一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇法郎，增至四、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇法郎。

〇〇〇法郎。

(註十一) M. Myers: Paris as a Financial Centre, p. p. 16-17.

(註十二) Monetary Review 1937-38 (League of Nations,) p. 83.

(註十三) 前書 p. 45.

(註十四) 未償付之國庫券額，在一九二三年十一月，計達一九一、五八〇、四六五、四三二 (單位十萬馬克) 馬克，而國家銀行鈔券

之流通額在一九二三年十二月，計有四九六、五〇七、四二五、〇〇〇 (單位十萬馬克) 馬克。(Parchmann: Die Reichsbank, pp. 27-39.)

(註十五) 德國政府在數年中，曾發行特別票據 (Sonderwechsel) 予訂約人 (Contractors)，以供其大部份之需要，此項特別票據，

得在國家銀行自由貼現。事實上，該行所再貼現之是項票據，為數亦甚大，然在一九三八年三月，德國國家銀行宣佈，此後

將停止發行特別票據，並將國家一切無稅款抵補之支出，皆將為公開市場穩定制度所取得之。(Monetary Review I, 37-38, pp. 56-71.)

pp. 56-71.)

（註十六）許多國家之中央銀行，不僅經營中央或聯邦政府之賬務，且亦有經營省或州政府之賬務者。

（註十七）在美國聯邦財政部保有大量現款，且有一部分存入商業銀行，此種款項或用於發行政府證券之收入，或為距離準備銀行城市甚遠區域之經常收入。

（註十八）Andreas: *History of Bank of England* (Second Edition), pp. 3-8, 40f.; 及 Gilbert, Vol. 3, pp. 36, 44, 51, 79, 91.

（註十九）Andread's, 前書 p. 400.

（註二十）Furgess: *Reserve Banks & the Money Market*, Revised Edition (Harper), pp. 106-8.

（註二十一）前書同節，p. 109.

第四章 中央銀行爲商業銀行現金準備之保管者

中央銀行屢經演變，業已爲商業銀行現金準備之保管者，其進程實與其爲發行銀行及其爲政府之代理銀行等諸職務有密切之聯繫。

例如十八世紀時英格蘭銀行，因代理政府之銀行交易，及因該行享有部分發鈔獨佔權，故各私立銀行皆與該行發生密切之接觸。不久，各銀行皆明瞭在英格蘭銀行開立帳戶之有利，尤因英格蘭銀行爲主要之發行銀行，故其鈔券有卓著之信譽與廣大之流通也。以後各銀行在英格蘭銀行保存貸差，其數額與日俱增，至十八世紀末，各銀行在本行內除儲備日常所需之款項外，皆不存放多量現款。自一八二六年後，法律准許其他股份銀行之設立，故在全英各地皆有此類銀行之成立，且皆奉行在英格蘭銀行保存差額之傳統慣例。由是英格蘭銀行乃漸成爲各商業銀行現金準備之保管者。

至在他國，凡其有一銀行已成唯一或主要之發行銀行，及政府之代理銀行者，則亦多有此同樣之慣例。在較古老之國家，因無法律之強迫規定，商業銀行皆自動存放一部份現金準備於中央銀行。

美國聯合準備銀行成立後，關於銀行準備金方面乃有新原則之應用，由法律規定各會員銀行必須以其存款債務之最低現金準備存放於聯合準備銀行內。此辦法之特點，其後在相繼成立於南美、中美、南非、新西蘭、印度等國之中央銀行章程中皆有類似之規定。

第一節 現金準備集中之重要

現金準備之集中於中央銀行，不論係由法律所規定或受習慣之約束，實爲一國貨幣銀行方面之重要事項，其意義在於同類之現金準備，若集中於中央銀行，則較諸散布於各商業銀行者能形成更大且更具彈性之信用基礎。其基本原理即在：銀行準備金若集中於一銀行而不分散於各行，且若其使用受合理與彈性之限制，則是項準備金常金融季節緊迫危急之時，可爲各銀行及一般商業之利益發揮其最大之功能。總之，準備金集中於中央銀行，在調度與使用上可得更大之效能也。

「集中」有助於現金準備使用之經濟，已為事實所證明。蓋現今凡設有中央銀行之各國，其商業銀行皆能於必要時降低其現金準備率，而不致損及其流動性與安全性。例如美國各商業銀行，曾降低其存款債務之現金準備率在一九一三年為二〇%，至一九一六年降至九〇%，至一九二六年又降至九〇%。在南非聯邦，一九一三年末為九〇%，至一九二六年末（中央銀行創立後五年半）降至七〇%，至一九二八年末則降至二〇%，至一九三一年（註一）年中又降至六〇%。

現金準備之集中，能促進其使用上之經濟，自與中央銀行之再貼現業務有關聯。若無中央銀行，則商業銀行為供應季節性或緊急時之需要，必須保有充足之現金準備；反之，若有一中央銀行為之週轉則少量之現金準備即足矣。故由是商業銀行得以同額之現金準備經營較大之業務，或以較少之現金準備可進行同額之業務也。

布及斯（註二）認為現金準備由會員銀行集中於聯合準備銀行之移轉，不僅為其地位上有形之之移動，即性質上與效能上亦起變化，而能盡其本來之功能發生更大之效果。布及斯又謂此點可應付兩種危局：其一、即當僅少數銀行需額外之資金時，則此項現金準備「可在任何時間移動至需要最迫切之處」；其二、即當一般銀行皆需要資金時，則此已集中之現金準備，可增加所能運用之資金總量。

前曾言及，舊大陸多數國家商業銀行現金準備之是否交由中央銀行保管，皆由各銀行自己決定，而其數量或百分比則大抵係受慣例之約束。此似為缺乏是項慣例之國家所以急需一個強固之中央銀行機構，以負責實施。如有些國家必保存最低現金準備於中央銀行也。中央銀行認為此項法制之規定，實有利於其一般業務之執行，蓋由此中央銀行至少可取得最低限額之資金，供其運用。至在沿用慣例之國家，則此項慣例，實亦為採用新法時之障礙。

第二節 現金準備法定集中於中央銀行

如前所述，一九一三年美國聯合準備法案關於現金準備採取一新原則，即由法律規定商業銀行必須在中央銀行存放最低額之現金準備。

按原案聯合準備法案之規定，會員銀行對於定期存款之最低現金準備率為 3% ，對於即期存款（註）則以鄉村銀行、準備城市銀行、及中央準備城市銀行（註四）之不同，各為 3% 、 2% 、及 1% 。會員銀行對於此項現金準備，必按最低比例之規定分存於其區內之聯合準備銀行及本行內，其餘則或存於前者，或存於後者，或分存於此二者。一九一七年，根據以往三年間之經驗，對上述規定有重要之變更，由法律規定會員銀行對其定期存款須在聯合準備銀行存放 3% 之最低金準備。對於即期存款則以鄉村銀行、準備城市銀行或中央準備城市銀行之不同，各須在聯合準備銀行存放 7% 、 10% 及 15% （註五）之金準備。至於其餘之準備金，各行應保持多少以供日常所需，及應存放何處，則悉由會員銀行自行決定。

一九二〇年，南非準備銀行會籌設時，即決定採用此項聯合準備法案之特點，規定商業銀行必須在準備銀行內存放最低額之金準備，其比率為各行在南非定期債務之 3% ，與即期債務之 3% （一九二三年減為 10% ）。此特點後亦為在其他諸國新成立之中央銀行所採取。

例如新西蘭各商業銀行在準備銀行必須保有之差額，不得少於其定期債務之 3% ，及其在新西蘭即期債務之 7% 。在印度，凡已列入表內之銀行須存放於準備銀行之最低金準備率，為其定期債務之 3% ，及其即期債務之 5% ；但印度與美國，南非及新西蘭之習慣不同，其即期債務係為於二十四小時內可提取者，非為三十天以內者也。在阿根廷，各銀行必須保有之現金準備率，為不少於其定期存款之 20% 。與即期存款之 10% ，其中則各以三分之二存放於中央銀行，是即須在中央銀行所存放之最低現金準備率等於其定期存款之 10% ，與其即期存款之 10% 。

至在其他各國，亦有由法律規定商業銀行必須保有之最低現金準備率者；其中有為僅對其即期債務作規定者，如：丹麥、墨西哥、葡萄牙、與羅馬尼亞是；有為對其定期與即期債務俱作規定者，如：玻利維亞、加拿大、智利、哥倫比亞、厄瓜多爾、希臘、與瑞士是；但在上述各國皆尚無強制商業銀行必須在中央銀行存放最低準備金額之規定。換言之，上述各商業銀行之金準備，類皆以鈔券、鑄幣或其在中央銀行之差額等充之。

而尚無如阿根廷之必須將一定比例存放於中央銀行之規定。惟一般慣例均已將金準備之大部份存放於中央銀行。

在哥倫比亞，一九二三年共和國銀行條例中，曾有一規定，似與聯合準備法案原來之規定相似。即會員銀行在共和國銀行所保持之差額其能作為法定現金準備者，僅限於會員銀行法定最低現準備金額之半數。然一九三一年，則規定會員銀行在共和國銀行之全部差額皆列為現金準備，在一九三〇年至一九三一年共和國銀行之年報中，對此修正曾謂此為「新立法中更重要之規定，以此有助於一國準備之集中於發行銀行也」。目前各國關於各銀行現金準備率之規定，在哥倫比亞對於會員銀行為定期存款之 $\frac{1}{3}$ ，即期存款之 $\frac{1}{3}$ ，對於非會員銀行則各為 $\frac{1}{2}$ 與 $\frac{1}{3}$ ；在智利，為定期存款之 $\frac{1}{8}$ ，即期存款之 $\frac{1}{3}$ ；在厄瓜多爾，各為 $\frac{1}{2}$ 與 $\frac{1}{3}$ ；在玻利維亞，則各為 $\frac{1}{2}$ 與 $\frac{1}{3}$ 。

在加拿大，關於法定準備金方面，未作定期與即期債務之區別。各商業銀行必須保有之現金準備率，不得少於其在加拿大境內存款債務總額之 $\frac{1}{5}$ ，但各商業銀行在加拿大銀行所存放之差額及其在本行庫內所存之加拿大銀行鈔券，均得列作為金準備。

第三節 在美國倡議之新法

當時在美國曾有種種討論與研究，欲使銀行準備制度建立於「較現行法律下所可能之更合理而有效之基礎上」。因此，一九二九年末，乃指定聯合準備制度之人員組織委員會，對此加以研討。據彼等意見，現行會員銀行準備金之規定，「未能使會員銀行按工商業之需要，擴大其信用，亦未能充分反映會員銀行信用量與其活動之變化」。彼等認為：

「聯儲券為定期存款之準備較低於即期存款，而銀行則又對於其存款之準備則又較低於其存款之準備。及中央準備銀行者，或可使對聯儲券之存款設置較高之準備金」

然實際上，吾人應注意其存款之週轉速度。且當即期存款轉作定期存款時，現行制度可使會員銀

行不必增加其在準備銀行中所應保存之金準備，而可大量擴張其信用總量。據彼等之解釋，

「由該國新示自一九一四年，尤自一九二二年始，會員銀行所保存之原始準備金 (Pr原始準備金) 及其存款量及其活動之

此，已大為減低 (註六)。」

為補救此項缺陷，故委員會認為對於準備制度應完全採用新法。彼等建議：

「計算現金準備之定則，應直接以各會員銀行之活動及其存款量為標準，而不問銀行之所在地點及該行提存之條件，以代現行法

之間接計算。」

故

「各會員銀行須保有之準備金應為：(甲)其存款總淨額之五〇%加(乙)其各項存款帳戶實際每日平均提取數之五〇%(註七)之和。」

此項建議，即在準備金方面，取消定期存款與即期存款、鄉村銀行、準備城市銀行與中央準備城市銀行之

分別，並在某種限制內，會員銀行得將其庫藏現金列作法定準備金。

該委員會認為彼等所建議之規定，能增加準備銀行控制信用之力量，而當信用迅速擴張投機盛行之時，則

存款之週轉速度或週轉率勢必加快或加多，此時會員銀行按公式(乙)節之規定，其須在準備銀行所必須保存

之準備金額亦必須自動增加，且在彼等所擬定之原則下，如即期存款改作定期存款亦不致使會員銀行增加信用

製造之能力，有如在原制度下之大。

一九三二年聯合準備總局 (註八) 發表意見謂：

「準備制度委員會所建議對於總額之速度與數量計算準備辦法之採用，實為加強準備制度健全備用狀況之重要步驟。」

此外亞特蘭大 (Atlanta) 聯合準備銀行總裁勃拉克 (Blair) 在一九三四年解釋證券交易所法 (Stock Exchange

Bill) 時，曾述及該委員會之建議謂：

「此項建議能使準備金額在商業與農時自動增加，在不景氣時期則自動減低。」

又云：

「此項建議更有其他優點，即準備金之增加非一律適用於全國各銀行，而僅適用於準備銀行區域內之各銀行耳。」

然該委員會之建議，卒未成爲法律。聯合準備制度仍沿用經一九一七年修正之規定。惟另通過一法案，權聯合準備制度總裁局（即前聯合準備局），得頒布條例變更會員銀行之準備率，以「防範不健全信用之擴張收縮」。惟此項準備率之變動範圍，不得小於一九一七年所規定者，亦不得高於此數之二倍。此項新規定，意在使聯合準備銀行另得一控制金融市場與可收縮或擴張會員銀行製造信用能力之方法。

一九三六年八月，美國因大量黃金流入之結果，致各會員銀行之金準備大增，聯合準備總局恐此爲擴張不健全信用之基礎，乃首次將金準備率提高一半。

因黃金之繼續流入，總裁局乃於一九三七年初決定分期將金準備率提高至法定最高限度，至一九三七年五月一日，總裁局作最後一次之提高時，鄉村銀行、準備城市銀行、中央準備城市銀行之即期存款準備率即各爲二四%、二六%、二八%，定期存款準備率則爲六%。

後在一九三八春，因欲藉金準備率之降低以爲挽救經濟活動停滯之貨幣政策之一部份，乃將最低金準備率降低至二%。即將即期存款之準備率分別減至三%、一七%。及二%；定期存款準備率則由六%減至二%。

第四節 新法對其他各國之影響

自美國採用變更金準備率以爲信用控制之工具後，已引起中央銀行正深感信用及金融市場控制困難之他其各國之極大注意。

新西蘭於一九三六年通過一法案，授權準備銀行總裁，經財政部長之核准，得變更商業銀行（*Private banks*）須在準備銀行存放差額之比率；惟此項差額無論何時不得少於原章程中所規定者，即爲各行定期債務之%。與存款債務之%。

澳大利亞尚無明文規定商業銀行必須在聯邦銀行存放最低準備差額（註九）。後澳大利亞貨幣與銀行制度研究委員會曾於一九三七年建議，澳政府應由立法授權聯邦銀行總局，經財政部長之同意，得令各商業銀行在聯

郵銀行存放六個月期定額之存款，其數額不得少於各行在本國之全部存款債務之一定比例，並得變更上項比例與展延其存款之期限至十二個月，惟存款期限之展延，在每兩年內不得超過十八個月（註十）。

此外瑞典於一九三七年由立法規定政府應國家銀行之請求，得准該行命令資本在五、〇〇〇、〇〇〇克洛那（Kronor）以上之各股份銀行須以現款或存放於國家銀行之貸差或外國銀行之即期債權形式保有對其即期債務（Sight Liabilities）百分之法定準備（註十一），並得准許該行自行規定各股份銀行須存放於該行之最低法定準備率（註十二）。

故其初，僅新成立之中央銀行依法得運用是項權力，而今則最古老中央銀行，亦有此種趨勢矣。

於此，有值吾人注意者，即麥克米蘭（McClelland）（註十三）委員會當討論倫敦清算銀行應在英格蘭銀行及其本行保有現金準備時，曾云：「會員銀行金準備額之決定，不能以其個別利益為標準，而須取決於整個信用制度之正當需要」；又云：「在英國，各銀行因受慣例之約束而毋須受任何特別立法之限制，此實有極大之便利，故上項建議似應由英格蘭銀行與有關各銀行協商執行，似屬較佳也」。

第五節 關於商業銀行現金準備之結論

吾人已知現金準備法定集中於中央銀行之原則，首先實行於美國，現已為新成立中央銀行之諸國所採用。起初，一般人深以為商業銀行流動力之增加，乃現金準備集中於中央銀行之直接結果。經過相當時期後，始漸明瞭商業銀行流動力之增加，由於中央銀行供給再貼現者居多，而源自最低準備法定集中於中央銀行者實少。惟此二者具有密切之關聯，蓋現金準備之集中，可增加中央銀行所能供給再貼現之範圍與能力也。總之，商業銀行流動力之增加，乃為現金準備集中後之一間接結果，而非直接之產物也。

近年來，一般人皆深以為商業銀行在中央銀行存放最低額之金準備，能使中央銀行得有最低限額之資金，以便運用，此則不僅能增強中央銀行金融上之地位，且至少能使其有另一些控制銀行信用之方法也。

據一九三一年麥克米蘭（McClelland）委員會之報告（註十四）稱：

「所以希望各銀行將每日所需之最高額以上之準備金存放於中央銀行者，已非如昔日之專為各銀行自身之安全與清償力，亦且為供給中央機關 (Central Institution) 以充分之資金，俾便其管理貨幣制度，及予各會員機關以種種便利，使會員機關得迅速變換其生利之資產，此則亦為各銀行決定現金準備額時所依賴者也。」

同年聯合準備制度準備委員會 (註十五) (Committee of Bank Reserves of the Federal Reserve System) 在其報告中亦謂：「法定集中金準備之主要作用，已非專為保證或保障各會員銀行之流動力。」又云：「現任銀行機構下法定集中會員銀行準備金之主要作用有二：其一、為藉變更銀行信用量之力量，以促進或抑制之貨幣流通；其二、為供給聯合準備銀行以充分之資金，俾便其採取有效之銀行政策與信用政策。」

此外格里果力 (Gregory) (註十六) 則以為：「中央銀行在特定時間內，能支配金融市場與否，乃隨法律或習慣對其他銀行所規定之現金準備量而定 (除其他選擇條件外)……」

在中央銀行較新興之國家，皆有法定最低金準備之規定，而在中央銀行成立較早之國家，則無是項規定。米蘭 (Medina) (註十七) 認為此項差異，一部份原因在欲使中央銀行握有充足之資金，俾便執行其控制之職務。

由現金準備法定集中後所取得之較有效之信用控制，現已引起各國對控制方法作種種之研究與改良，此已使美國及新西蘭採用變更準備率規定；此種趨勢在相當時期內當將有更大之發展也。

現金準備之集中，可使中央銀行取得必須之資金，並另獲得控制信用之工具；然因此，中央銀行亦須負有道義上之責任，即在商業銀行業務範圍內，中央銀行應盡量避免與之直接競爭，否則商業銀行或將向中央提出抗議，以為中央銀行乃利用彼等之資金而與之爭利，且因中央銀行對商業銀行存款不付利息，是其利率可低於商業銀行也。此種現象在有些國家固已發生之矣。

若持相反之態度言，吾人認為中央銀行因握有商業銀行之現金準備而能與商業銀行競爭之力量，實未若普通想像者之大。因各國中央銀行對其債務所須保持之準備金率，皆較商業銀行為高，如與商業銀行競爭點與

款等業務，則將使其債務增加，然同時不能自動增加其金準備，是其競爭力量有一定之限度。且中央銀行因與商業銀行競爭，而放出中央銀行信用，致其債務增加，其結果將使各銀行在中央銀行之存款增加，此外並使該行私人顧客之存款及其鈔券流通額亦有增加。不論此項結果為何，將皆增加外界對中央銀行之潛在債權；此在金本位下，即可向中央銀行提取黃金；如在匯兌本位下，可支取外匯；如在英鎊本位下，可支取英鎊。此項競爭所引起之信用過度膨脹，且將轉致國際貿易地位逆轉，或使資金外流，而此項外匯需要之增加，將不僅減少中央銀行之金準備額，且將減低其金準備率，蓋因債務不能隨之而自動比例減少故也。於此，有須鄭重說明者，即在現行貨幣情形下，關於現金準備方面商業銀行對付中央銀行在技術上之地位業已變更。在自由金本位或金塊本位制下，商業銀行如認為中央銀行有不當之競爭或不公平之態度時，得在其權力範圍內（註十八）向中央銀行要求以黃金提取其過剩之差額（註十九），藉以打擊後者之準備比例，以爲其防禦之方法。然自金本位停止或放棄後，商業銀行不能運用此種手段矣。

在許多國家，因有法律規定，黃金必須集中於中央銀行或財政部，故各商業銀行甚至不能取得由國內生產或由外國輸入之黃金。在美國，黃金之價格，係以美元表示，爲其金本位制之一要素；但黃金皆須集中於財政部。各銀行在某種條件下，始能獲得而輸出之。此外，在有些國家商業銀行固得將其於中央銀行之差額換取外匯，但因匯率係由中央銀行及政府當局所決定，故商業銀行購買外匯如超過其當時之需要量時，亦將冒匯兌損失之危險。至本國中央銀行之金準備，亦受此種限制。

故在現行貨幣情況下，各商業銀行存在中央銀行過剩之差額，事實上僅能換取中央銀行之鈔券；如此，中央銀行之金準備率可以不變（註二十），蓋其存款債務之減少，即同額鈔券債務之增加，故其準備金與總債務將不受影響也。

總之，自金本位放棄後，已使中央銀行更受制於政府，亦使商業銀行更受制於中央銀行，此亦間接所以使商業銀行更受制於政府也。整個銀行制度受政府牽制程度之增加，終將產生不利之結果。如欲得有利之結果，則中央銀行與商業銀行間之關係，亦應如中央銀行與政府間之關係然，必須建築在爲相互利益並爲整個國家福

利之自由與完全之合作上，及雙方道義責任之自願接受上。為共同利益計，商業銀行在道義上應將剩餘金準備存放於中央銀行；同時中央銀行亦應負有道義上之責任，固不可因其擁有各銀行之剩餘現金準備，而濫用其權力也。

總之，當今各國對於金準備之集中，不論其有無法制之規定，各國商業銀行除儲備日常所需之款項外，多例將其現金準備存放於中央銀行，有時甚至在中央銀行存有大量剩餘現金準備。通常商業銀行每月底向中央銀行提取款項，而於月初則存入剩餘，固不問其在中央銀行之差額是否已遠超過法定準備金也。換言之，目前商業銀行已完全承認中央銀行為其現金準備保管者之地位矣。

(註一) 近來，美國及南非聯邦因其國際收支往來帳及資本帳上屢有順差之關係，致銀行現金準備已有充溢之現象。

(註二) *Reserve Banks and the money Market, Revised Edition* (Harper's) p. 26-7

(註三) 定期與活期之區別，係在前者之支取須在三十天以上，後者則在三十天以內。

(註四) 按原法案之規定，中央準備城市有三，旋即改為二（紐約與芝加哥），準備城市銀行則設於其他重要工商業中心（50以下）
鄉村銀行則包括其餘區域內之銀行。

(註五) 聯由法律規定會員銀行對其定期與活期存款必保持其最低準備金率，且規定僅其在聯合準備銀行所保有之資產，始得計為法定準備。

(註六) *Report of the Committee on Bank Reserve of the Federal Reserve System*, p. 5.

(註七) 同節 P. 5

(註八) 一九三一年年報 p. 26.

(註九) 然一九二四年聯邦銀行法案規定各商業銀行必須在聯備銀行實行清算，由是前者須在後者保有相當數量之款項，至少須是其清算之用。

(註十) 該委員會報告 p. 228 及 229。

(註十一) 在瑞典亦如挪威芬蘭然，由法律規定最低之流動準備，可由短期票據及可在中央銀行貼現之證券，國內銀行之即期債權現款，在中央銀行之儲蓄，及在外國銀行之即期債權等組成之。

(註十三) 該委員會報告 P. 138 及 140。

(註十四) 同上報告 P. 15°。

(註十五) 同上報告 P. 5。

(註十六) Gold Unemployment and Ca. Italism p. 163.

(註十七) 見該行月報 issue of May-June, 1937;

(註十八) 然實際上此項權力頗成問題，且其運用亦屬危險，因此將削弱中央銀行及整個銀行機構之力量。

(註十九) 即應過用作清算或法定最低準備金以上之差額。

(註二十) 在少數國家，其中央銀行最低金準備額之法制規定，僅適用於鈔券債務者，當為例外。

此項規定之實施，將使中央銀行之資產負債表發生重大變化。中央銀行之資產負債表，在實施此項規定前，其資產一欄，除現金及存款外，尚有對中央銀行之債權。此項債權，係中央銀行向其他銀行及公眾發行鈔券時所產生者。中央銀行之負債，除現金及存款外，尚有對中央銀行之債務。此項債務，係中央銀行向其他銀行及公眾發行鈔券時所產生者。中央銀行之資產負債表，在實施此項規定後，其資產一欄，將不再包括對中央銀行之債權。其負債一欄，將不再包括對中央銀行之債務。此項規定之實施，將使中央銀行之資產負債表，由資產負債表，變為資產負債表。此項規定之實施，將使中央銀行之資產負債表，由資產負債表，變為資產負債表。

此項規定之實施，將使中央銀行之資產負債表發生重大變化。中央銀行之資產負債表，在實施此項規定前，其資產一欄，除現金及存款外，尚有對中央銀行之債權。此項債權，係中央銀行向其他銀行及公眾發行鈔券時所產生者。中央銀行之負債，除現金及存款外，尚有對中央銀行之債務。此項債務，係中央銀行向其他銀行及公眾發行鈔券時所產生者。中央銀行之資產負債表，在實施此項規定後，其資產一欄，將不再包括對中央銀行之債權。其負債一欄，將不再包括對中央銀行之債務。此項規定之實施，將使中央銀行之資產負債表，由資產負債表，變為資產負債表。此項規定之實施，將使中央銀行之資產負債表，由資產負債表，變為資產負債表。

第五章 中央銀行爲全國金屬準備之保管者

中央銀行之保有全國金屬準備及負有維持國家貨幣本位(註一)之責任，係由其爲一國主要之發行銀行，及其爲其他各銀行現金準備保管者之諸職務而來。

在英國，因政府由法律授特權予英格蘭，且因其他各銀行多將其現金準備存放於英格蘭銀行，故皆認爲英格蘭銀行在保障通貨價值上，有特殊之責任。後因一八四四年之銀行法案宣布英格蘭銀行鈔券爲法償貨幣，並規定其他各銀行鈔券之發行僅限於當時之流通額，且在某種情況下，即喪失其發行權；故英格蘭銀行事實上已取得發鈔獨佔權，而其保障通貨價值之責任更爲加重。此外，因英格蘭銀行之鈔券，已成爲全國性之紙幣，當兌換時須給付現金，故英格蘭銀行在任何情況下，必須持有相當充足之金屬準備，以備鈔券之兌現。且英格蘭銀行爲保障英國整個信用機構，亦須持有充足之金屬準備，故此項習慣之演進，實爲其職責之更進一步之發展耳。

英格蘭銀行以其爲全國金屬準備之保管者從事活動與執行職務所依據之種種成規，在相當時間後，即爲其他各國獲有發鈔獨佔權與負有中央銀行責任之銀行所採用。事實上此項成規已構成爲中央銀行活動上之重要根據。

在美國聯合準備制度成立前，各國對中央銀行發鈔準備方面，除規定其鈔券得兌換黃金或白銀外，有探超額發行者，如英國、挪威、日本、及義大利；有採比例準備制者，如荷蘭、比利時、丹麥；或有兼採兩法者，如德國與瑞典。然當時除荷蘭、比利時外，各國對於中央銀行存款債務之金屬準備，皆無法定規程。至於爲保障此項債務應如何維持適度之金屬準備，則皆由中央銀行自行決定。其時法國甚至對於發鈔準備亦無一法定規程，蓋當時法國可隨時由法律變動法蘭西銀行之鈔券最高流通額。

至於荷蘭與比利時，則在一九一三年前，已規定中央銀行對其即期債務——即期存款——與其鈔券，須分別持有 $\frac{1}{10}$ 與 $\frac{1}{5}$ 之最低額金屬準備。然以存款債務與其鈔券流通額相較，則前者常屬少數。

大陸多數國家，甚至在採用金本位後，尚准許銀幣或銀塊得充作金屬準備之一部分，事實上，在二十世紀前，白銀常佔各國金屬準備之大部分。在德國，德國國家銀行根據一八七五年法案，對其發鈔必須保有最低現金準備之規定，得以任何金屬之德國鑄幣，與帝國財政部鈔券（註二）(Imperial Treasury notes)，及金塊充之；在丹麥，其中央銀行得以在瑞典、挪威、德國等中央銀行之淨貸差列作金屬準備。

在準備金方面，僅有一大特點，於一八七五年為德國所創行，即德國國家銀行得將其發鈔之現金準備降低至法定最低額以下，意即德國國家銀行得超額發行也，惟其超額發行部分則須繳納年率五%之發行稅。此項特點之基本原則，可總括言之如下：第一、使通貨具有彈性，此為商業興盛或危急期間所必需；第二、使各銀行保有現金準備，以便應付危局，是即當危急發生之時，各銀行可有使用是項準備金之能力；第三、征收發行稅以防其營利之企圖，此可防範中央銀行採取過度之膨脹政策。

第一節 聯合準備制度下金屬準備之法定規程

美國經詳盡研討各國所採用之各種準備辦法後，曾將下列諸特點，制入一九一三年聯合準備法案中關於聯合準備銀行之金屬準備各條款內。

第一、鈔券之金屬準備，採用比例制，如德國、荷蘭、比利時、丹麥、與荷蘭等國然。其所選用之比例，為當時荷蘭所通用者，即四%是也。

第二、聯合準備銀行對其存款債務，亦須有金屬準備，如荷蘭、比利時然。其所採用之比例對存款債務為五%，對鈔券為四%，惟在荷蘭、比利時則無是項區別。

第三、鈔券之最低金準備為四%，且必須以金塊或金幣充之（註三），至合法貨幣（銀幣、綠背紙幣、國立銀行鈔券等）則得與金塊金幣，充作存款準備之一部分。

第四、採用前述德制之特點，惟加修改。聯合準備銀行在緊急期間，得降低其鈔券與存款之準備率至法定最低率以下。並規定得暫停準備規程三十天，且每次得展期十五天，惟對法定準備率以下所發行之鈔券，須繳

納累進稅，並須按其下降之程度，提高其貼現率。後項規定之目的，顯在使聯合準備銀行當其準備率達一定最低準備額時，採取信用緊縮政策也。

第二節 對其他各國之影響

美國聯合準備銀行之準備規定，不僅為以後新成立之諸中央銀行所仿行，且亦為少數較古老之中央銀行所效。事實上，美國之辦法，似最為其他國家所密切注意而仿行者也。

南非準備銀行在準備方面，殆全採上述美國聯合準備制度之各特點，但與美制所不同者，即對於存款與鈔券適用同一比例之準備率，均為百分之十，銀幣亦得列作存款準備，惟其數量，限於準備總額之五分之一，即僅為存款之百分之八。

智利、哥倫比亞、祕魯、玻利維亞、厄瓜多爾等國，對於鈔券與存款，則皆有較高準備率之規定，自百分之三十至百分之五十不等，但規定外匯亦得列作準備，例如在哥倫比亞，準備額中五分之二得以外匯充之。至上述各國對鈔券與存款之準備率則亦如南非準備銀行然，並不區別。在暫停準備規程方面，彼等亦採取類似聯合準備法案之規定，即須按準備金低於法定最低額之程度，繳納累進稅，且須按此以提高其貼現率。

比例準備制（惟準備金之一部分得以外匯充當）與聯合準備銀行在暫停準備規程方面所採用之各項規定，亦為大戰後歐洲許多新成立之中央銀行所採用，如奧地利、捷克、（註四）匈牙利、波蘭、（註五）愛沙尼亞、但澤、新西蘭、印度、阿根廷、薩爾瓦多等國是。並亦為某些較古老之中央銀行，如德國、義大利、保加利亞、與希臘等所仿行。在法國，法蘭西銀行之存款與鈔券皆須有百分之十之準備，以代前此最高額限發行之規定，惟此項準備，僅能以黃金充之，且無暫停準備規程之規定；在加拿大，鈔券與存款百分之十之準備，亦須為黃金，惟可暫停準備規程，且無納稅與提高貼現率之義務。

第二節 各國中央銀行法定準備率之降低

一八一
其
實
金
銀
幣
法
定
備
率
之
降
低
第
二
十
四
章

一九三〇年後，各國中央銀行之法定準備率，皆有降低之趨勢。其所以然者，第一、係由於一九三〇年一九三一年嚴重之經濟不景氣，與多數國家因有大量黃金與外匯之損失；第二、由於欲使貨幣及銀行政策方面得較大之彈性；第三、由於一九三三年世界經濟會議所議定，須採用 33% 之準備率。

近年來，中央銀行之準備率，已降至 33% 者，有捷克、保加利亞、丹麥、南斯拉夫、墨西哥及智利等國。在厄瓜多爾，其準備率於一九三二年降至 33% ，但於一九三五年復提高至 50% ；在哥倫比亞，其存款準備率降至 33% ，但其債券準備率，僅降至 20% 。此外加拿大、阿根廷、新西蘭、薩爾瓦多等國之新中央銀行，按規定僅需 33% 之金準備。至其他各國亦有降低其法定準備率者，如南非、秘魯、亞與但澤均降至 33% 。他若德國、義大利、祕魯與波利維亞等國，則或暫停準備規程，或未遵守準備率之規定。

第四節 以外匯充作準備金

大戰前，甚少有以外匯充作發鈔之直接與正貨準備者。菲律賓於一九〇三年採金匯本位制，按此制該國在紐約之貨差或投資可為發鈔準備，因菲律賓之通貨可換取向紐約開發之匯票也；印度採有限金匯本位制業已多年，此制之基礎，乃建立於印度之通貨之得換取黃金或向倫敦開發之匯票上。此外，如丹麥之中央銀行，自十九世紀末葉起，已將其與瑞典、挪威與德國等中央銀行之淨差（ 200 ）充作發鈔準備。至於德國、荷蘭與比利時等國之中央銀行，則雖皆不得以外匯列作法定之存款與發鈔準備內，但已例將大量之外國票據作為其通貨之第一道防線。

大戰以後，因求資金使用之經濟及為幣制與匯兌上彈性之需要，故各式之金匯本位制，乃流行一時，在多數國家皆以外匯充作鈔券與存款準備之一部分，如德國、義大利、比利時、奧地利、匈牙利、羅馬尼亞、波蘭、保加利亞、希臘、芬蘭、愛沙尼亞、智利、哥倫比亞、阿根廷、秘魯、澳大利亞、新西蘭、印度、墨西哥、波利維亞、厄瓜多爾、薩爾瓦多與但澤等國是。在上述有些國家，其外匯充法定準備之數量，僅限於準備總額之某一比例，自四分之一至二分之一不等，然亦有由中央銀行決定黃金及外匯在法定準備中所佔之比例者。

在先，各國皆由法律或條例規定，其能充準備之外匯則僅限於可兌取黃金之貨差、稟據與證券，有時甚至特別指定須在倫敦紐約二地者始為合格。但自各國普遍停止黃金支付後，則是項貨差、稟據與證券僅限於須在歐美各主要之銀行中心地，或在主要之世界市場，或在外國之金融中心可兌取外匯者；或規定凡得兌取外匯而不要匯價劇烈變動之通貨，皆得充作準備。

至在其餘許多國家，其中央銀行雖不得以外匯充作法定準備，但按例皆在與彼有重要商務及金融關係之國家，保有貨差。此等中央銀行外匯之持有，其目的不僅在作為其通貨之第一道防線，且每亦為其普通外匯交易上之貿易品。

故上述各項發展之結果，各國中央銀行之外匯活動已成爲中央銀行業務之一重要部分，但在大戰前，則多數國家皆以爲中央銀行不應該直接從事外匯交易。有以爲中央銀行應藉貼現政策、公開市場活動（即經由金融市場或信用狀況之控制）及鈔券兌換黃金等方法，以控制外匯匯率。惟近年來，因貨幣與外匯等情形之不正常，各國中央銀行在外匯活動上更趨佔日益重要之地位，且在有些國家，其中央銀行甚至已担負中央匯兌銀行之職務，在國際收支上從事調劑之工作。

現今英、美、法等國之中央銀行多在外匯市場活動，並多代政府管理平準基金帳或穩定基金帳 (Stable Equalisation or Stabilisation Fund) 從事匯率之控制；至於南美、中美、中歐、東歐與亞洲等多數國家之中央銀行亦皆由立法或章程規定，受命有控制外匯市場之職務；此外在有些國家，其中央銀行對外匯市場之控制，或經由與各商業銀行之合作與協定，如澳大利亞、新西蘭、印度及斯干的那維亞半島之諸國家，或經由與主要出口工業之協議，如南非聯邦，該國之中央銀行可取得全部新開採之黃金，其價值佔黃金輸出總值之百分之十以上。

第五節 準備規程之暫停

如前所述，大戰後新成立之諸中央銀行，甚至某些較古老之中央銀行，關於暫停準備規程方面均有類似美

國聯合準備銀行之規定，皆須繳納累進稅與提高貼現率是。然在一九三〇——一九三三年，多數中央銀行或感覺上項但書之極度牽累，或預料將來必遭遇此項困難。尤以但書中規定須按準備率不足之程度提高其貼現率一項爲然，蓋此在施用上似失之過嚴，因在某種環境下，如中央銀行必須依法提高其貼現率則或將危及全國之經濟利益也。

在有些國家，或劇降其準備率或准黃金與外匯以外之某種資產充作準備以避免上項之困難。然在德國、義大利、秘魯、波利維亞等國，或正式停用準備規程，而不必納稅與提高貼現率，或未遵守準備率之規定。

反之，如南非準備銀行，則其關於暫停準備規程時須繳納累進稅及提高貼現率之規定，已於一九三二年取消，惟準備規程之暫停，仍須得財政部之同意。新西蘭準備銀行及保加利亞國家銀行，按一九三六年之修正法，亦有同樣之規定；至加拿大銀行，則根據一九三四年加拿大銀行法案，經政府之同意，得暫停準備規定，但無任何附帶之納稅與提高貼現率之義務。墨西哥銀行，於一九三二年改組爲中央銀行，亦得降低其準備至法定最低額以下，而不負上項義務。

第六節 關於中央銀行準備金之結論

至今各國均已先後通過法律，規定中央銀行必須持有某數額之最低準備金。起初，準備規定僅適用於發鈔方面，以後由比利時、荷蘭開其端，美國等繼之，多數國家皆決定中央銀行對其存款債款，亦一如其對發鈔然，須持有最低額之準備金。此種發展，顯係由於各國日漸認識存款通貨，在各國家經濟上之重要性，蓋中央銀行之存款債務，一如其流通鈔券然，亦係代表外界對彼等之債權。且在有些國家，或由於法律之規定，或由於習慣，或爲便利計，商業銀行對其定期與即期存款多在中央銀行存放某一比例之最低金準備，是故中央銀行之存款債務常可視爲整個銀行制度存款債務之指標也。

迄今僅英國、瑞典、挪威、丹麥、瑞士、日本、拉脫維亞與立陶宛等國尚無規定，其中央銀行對於存款與流通鈔券，必須保有最低額之金準備。然實際上，此類國家之中央銀行多持有大量之金準備，遠超過法定之鈔

券準備額以上。

法定準備規定之所以加於中央銀行者，其目的，一方面，欲以最低額之擔保品，保證中央銀行之鈔券與存款，藉以便宜貨取得卓著之信譽，他方面則欲藉以限制中央銀行膨脹信用之活動，亦即所以間接限制整個銀行機構信用之膨脹也。然於此須鄭重聲明者，即法定準備通常須視爲最低限額之金準備也。

各國適當數量金準備之維持，必由各國中央銀行自行決定。至其變動之關係，常因調整匯率及爲維持一國貨幣本位而輸出黃金量所致，其變動之程度則與國異，一國內各時期亦不相同也。各國經濟發展之階段及經濟之形態，彼此迥異，且各國人民之習慣亦多不同，此項差異，大抵可用以決定其準備金之是否充足也。中央銀行根據其經驗與觀察，可約略測知在種種特定環境下，其準備是否充分，及此項準備所受世界商業循環變動，或國內歉收，或國際間政治糾紛，或不時對通貨缺乏信任等影響之程度如何，及其嚴重性如何。

在有些國家，貨幣與匯兌方面極不穩定，其故或因其經濟活動單純與其少數重要出口品之價格易起劇烈之變動，如阿根廷、巴西、智利、加拿大、澳大利亞、及新西蘭等國是；或因比等國家在國際金融市場上，有隨時可被擄取之大量外國短期資金之存在，如英國與美國是；或因政治之常不安定，故匯價常起劇變者，如法國是。

故在此等國家，其中央銀行常有保持大量黃金或外匯準備之必要，以期在貨幣政策上能取得較大之自由與彈性。此可自阿根廷中央銀行條例中觀之。該條例明設該行目的之一爲：

一 集中充分之準備，藉謀減輕因出口、外資之投資、通貨、信用與商業活動等方面變動所發生之影響，以期維持通貨之價值。一

此大概可以代表阿根廷、巴西、智利、加拿大、澳大利亞與新西蘭等國之一般情形。

迄今，英格蘭銀行所持有之金準備若與其在倫敦市場所辦理之商業量與金融交易量，或與其本國信用機構之程度相較，或與法蘭西銀行及美國聯合準備銀行所持有之金準備量相較，則爲數實小也。因此，英格蘭銀行爲保護其金準備計，常須運用貼現政策，故一般皆知英格蘭銀行爲最常變動貼現率之中央銀行。惟自一九三二年後，倫敦增有大量之黃金，或在英格蘭銀行，或在所設置之外匯準備基金。美國原有大量之黃金，近年來

則更爲增多。

吾人須注意者，即英美二國黃金準備之大部分，不僅係代表貨幣不穩定之法國及大陸上其他諸國逃避之資金，且亦爲凡中央銀行得以外匯充作準備各國之投資與貸差，此點已如前述，故縱使大陸上皆能普遍恢復其信用，大部分之逃資得以回歸本國，而倫敦與紐約兩地恐仍將爲多數中央銀行大量準備金之保管者。因是，英美二國之中央銀行必須持有大量之黃金準備，以防此項差額之突然被提取也。

近年來對於中央銀行準備方面，另有一引人深切注意之點，即欲使中央銀行在準備管理上得有較大之自由與彈性。此項願望業已反映於各國對準備金比率之低減，與准以外匯充中央銀行準備金之一部分，並反映於普遍規定中央銀行得經政府或財政部之同意，可暫停準備規程（註七）。

關於暫停準備規程，殆各國皆有規定，因一般均已明白準備金之保持，原係預備在恐慌或其他緊急時動用，故中央銀行當緊急期間須能迅速有效運用，且在運用時不宜引起過度之注意。一九三〇——一九三一年哥倫比亞共和國銀行年報中，論及緊急期間外匯之出售與黃金之輸出時，曾謂：

「一發行銀行之黃金準備，其主旨乃使在緊急情況下，得爲是項目的而自由充分運用，必要時，雖因此而使其黃金準備降至法定限度下，亦在所不顧。」

關於此點，麥克米蘭 (McCormick) 委員會 (註八) 亦云：

「實行保證發行制之結果，使英格蘭銀行不處爲其唯一之目的動用極大部分原爲此目的所保持或得運用之黃金。」

又云：「吾人所期待於將來者，……爲一具有更多資金與更大自由之英格蘭銀行。」

然暫停準備規程之原意，不在鼓勵中央銀行經常在其最低準備之邊緣上活動。反之，一中央銀行須經常維持其金準備於法定最低額以上，以期得較大之安全與彈性，如該行察知，因國內經濟之失衡致金準備有一明確低減之趨勢時，則該行在其金準備接近法定最低額前，即應實施矯正之措施。

在此方面，阿根廷與薩爾瓦多之新中央銀行更有新特點之引用。上述二國，其商業銀行均須認繳中央銀行資本之大部分，並由法律規定中央銀行對其鈔券與存款債務，須保持百分之最低準備，在薩爾瓦多，如其中

中央銀行之準備在任何年內低於百分之三者，在阿根廷，如其中中央銀行之準備在任何年內低於百分之三或連續六十天者，則商業銀行均不能取得其中央銀行之股息。而薩爾瓦多則更規定，其中央銀行之準備金如低於百分之時，則每降低一%，必須提高其貼現率百分之。

關於準備規程之暫停，有些國家均規定其超額發行之通貨，須納果邊稅，並須按準備不足之程度，提高其貼現率。其理實在：第一、欲藉特別稅以預防中央銀行採取過度膨脹之任何企圖；第二、使中央銀行在準備不足之緊急期間，提其貼現率以緊縮其信用。

然實際上，有些國家，當施行此項規定時，甚感其失之過嚴，並深恐在某種情況下因迫使其採取過度之信用緊縮政策，將牽累中央銀行。為免除上項困難，故有些國家或降低其準備率或擴大準備金之範圍，或暫停，甚或不遵守，或根本取消此項限制之規定。

一般均認為中央銀行於執行信用政策時，須有較大之自由，而不應為上述嚴峻之限制所束縛。蓋各國中央銀行之活動均以國家經濟利益為前提，此則甚有以明文規定者，故當其準備金低於法定最低額時，似無迫使其提高貼現率之必要。通常各國中央銀行當其準備金接近法定最低額時，為謹慎計，勢必提高其貼現率，但一旦若作硬性之規定，則或反使中央銀行受牽累矣。蓋因此，則貼現率自動之提高，繼之以法定之增加，或將遂一危險之水準。

且多數中央銀行，均有條例規定，須將定額外盈利之全部或大部分，繳付政府，故當其準備不足時，似無課征特別稅以除其營利企圖之必要也。

總之，吾人須鄭重聲明者，即多數國家，由於準備之低減，外匯之充作準備，由於危急期間準備規程之暫停，在信用政策上已得大之彈性，然此外尚有一因素，有助於此項彈性之增加者：一為在少數國家已施行之金貨高估法，二為受高價所刺激之黃金新產量。

(註一) 不論其為金幣本位、金塊本位、金匯兌本位、銀本位、匯本位或管理紙本位。

(註二) 一八七四年帝國財政部向德國各邦發行一定限額之鈔券，其目的在消除前此各邦所發行之紙幣。此項鈔券，可隨時向帝國財政部

(註三) 按一九三四年金準備法案 (Gold Reserve Act of 1934) 規定聯合準備制度之黃金，均須移交美國財政部，由該部發行金證

券代之。故目前各聯合準備銀行，僅有金證券。按一九三四年購銀法案 (Silver Purchase Act of 1934) 之規定，銀塊亦得

列入聯合準備制度之金屬準備內，但其總值不得超過以法定價格所計算之金三銀一之最高比例。

(註四) 捷克於一九三四年規定，不准以外國非法定準備。大皇及英法美等國，至一八六六年之憲法，限由一英

(註五) 被關於一九三三年廢除鈔券與存款須有四〇%之清償與外匯為其準備之規定，而改為凡超過一〇〇,〇〇〇,〇〇〇,〇〇〇 磅的

(註六) 按一九三六年之規定，在外國中央銀行之無息即期存款，經皇家銀行委員之許可，得代黃金充作準備，但其數額，僅限於鈔券備

用額之五%。

(註七) 在英國，則其所採之方式，為備置財政部之司庫，得增加其保證費。

(註八) 該委員會報告 P. 139, 140.

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

...

第六章 中央銀行爲再貼現銀行與最後貸放者

無論經濟界與銀行界，一般皆以再貼現（註一）爲中央銀行之主要職務，中央銀行亦大抵因此而常被稱爲銀行之銀行。然一般銀行或其他金融機關，除非已用盡其所有之資金或已無法自外界補充其資金，則鮮少向中央銀行要求通融。因此，中央銀行乃須擔任最後貸放者之職務，然此項職務之執行，則端賴再貼現之活動，故此二者可歸入一章內（註二）合併討論。

第一節 再貼現與最後貸放者職務之演進

據浩初來云（註三），英格蘭銀行在過去頗不願擔負最後貸放者之責任，迄十八世紀之末猶然也。換言之，英格蘭銀行雖執行其再貼現之職務，但其範圍至爲狹隘。經長期之演變，在金融緊急期間英格蘭銀行對於任何合格告借者從不拒絕通融之慣例，始告建立。

一八二五年恐慌時，英格蘭銀行之貼現，初僅限於其通常所收受之票據，惟在是年末，各銀行及金融市場皆囑其可供貼現之合格票據，故英格蘭銀行乃訂其「轉例」，對政府證券與國庫債票，其後，甚至對於商品，亦皆作放款。其初，英格蘭銀行所以不願大量貸放者，係因其黃金持有量之不足，以後該行改變政策，而自由貸放者，實有完全損失其金準備之危險。一八四七年恐慌時，英格蘭銀行按一八四四年銀行法案規定，其通貨之供給量僅限於定額保證發行額加金塊與正貨；該行恐打破此項規定，故不願自由貸放。旋政府以立法允准該行得暫不遵守上項規定，故英格蘭銀行得有自由貸放之能力；一八五七年有同樣情形發生，當時國會通過同樣之法案。一八四七年與一八五七年，英格蘭銀行之大量貸放係由政府主動，在一八六六年之恐慌則由「英格蘭銀行主動，向政府請求」，而「接受無限額貸放之責任」。然縱在一八六六年後，關於英格蘭銀行之責任問題，尙多討論，且仍意見紛紜也。

維拉史密斯（註四）曾指出英格蘭銀行在十九世紀初不願承認其在一國之通貨與信用上將具有某種特殊地位

之事實。如一八一九年：

「英格蘭銀行之理事曾向國會抗議，反對欲使英格蘭銀行負責維持全國通貨制度之建議。」

一八六六年恐慌後，

「英格蘭銀行總裁在股東大會前曾公開宣稱，該行已承受前此迫其支持銀行界之責任，因是該行在恐慌期間曾犧牲大量準備，作無限制之貸款。」

曾為該行前任總裁之某理事亦謂：

「希望英格蘭銀行與存款銀行極相矛盾之義務，即當公眾需款時予以無限制之貸款，實為一最有害之主張，吾人須告誡銀行界，當其本身資金不足時，即不應依賴英格蘭銀行以求援助。」

自一八七三年白芝浩之倫巴特街(Lombard Street)一書出版後，英格蘭銀行負有最後貸放者之責任始為一般人「明白認識」，而「最後貸放者」一名詞，實係由白芝浩氏所撰。

故再貼現活動之發生實較最後貸放者之職務為先，惟在後者一國之中央銀行已承受在其種情形下應盡力保障全國信用機構之流動力，固不僅為其本身之流動力而已。一銀行最後貸放者之職務，實與其發鈔獨佔權之獲得，與代理政府一般銀行事務，及與在緊急期間政府之支持有極密切之關聯。歐洲較古老之各中央銀行，殆亦經過同樣之演變，如法蘭西銀行、荷蘭銀行、瑞典國家銀行、挪威銀行等是。

最後貸放者之職務，終於一八七三年為英格蘭銀行所承認，其後不僅為已具有特權之各發行銀行所自動擔任，抑亦為新成立之諸發行銀行所接受。事實上，此已被視為中央銀行業務中一不可缺少之部分。美國聯合準備銀行成立時，關於此點亦無疑義。南非準備銀行成立後初二年內曾有一商業銀行處境困難亟須該行幫助時，該行亦坦然擔任最後貸放者之職務。

上項發展之趨勢至少可證明浩初來所謂最後貸放者之職務(註五)為中央銀行標誌職務之有相當根據也。各國在未有一正式之中央銀行前，是項再貼現職務或由商業銀行負責，如澳大利亞與阿根廷，或由財政部執行，如加拿大，或由城市銀行為其有代理關係之各鄉村銀行辦理，如美國。

第二節 再貼現之定義

就狹義言，再貼現僅指商業銀行或票據商或票據經紀人因暫時需款欲使其短期資產變換現金而將優等（First class）之商業或農業票據向中央銀行申請貼現而言。由是，吾人可用俾里斯（註六）之言曰「當再貼現發生時，……中央銀行之活動，主要係屬於純信用性質」；蓋如中央銀行僅收受基於在生產及分配過程中各財貨之優等票據，是予該項票據特別吸引力與獎勵，並能促使銀行與貼現所方面建立一較高水準之彈性與安全。

再貼現之原意，乃以為正常合理之商務交易（註七）不應因缺乏資金而受限制，或遭廢棄，並以為此項交易之資金通常皆可由匯票代表，故再貼現如限於大抵能完成是項交易期間之票據，可謂足矣。又以為如再貼現之規定太寬，不注意其間交易之形態或償還之期限，則將使各銀行與貼現所濫行貼現與放款，並將減損其信用之實地也。反之，如再貼現之規定較嚴，則各銀行與貼現所將藉優厚之利率或其他足以吸引工商業者之利誘取得大量優良之短期票據，以期在任何時間可自中央銀行獲得融通，此則可轉使一般金融情況較趨活動也。

大戰前，英格蘭銀行及歐洲有些國家之中央銀行，其再貼現活動，除在少數特殊之緊急時間暫時供應融通之需要外，通常僅限於相當短期內滿期之優良商業票據。此在一九一四年美國聯合準備銀行之情形亦然，蓋按原聯合準備法案，其再貼現之權限受極嚴格之限制。然在大戰及戰後期間，由於非常局勢之故，乃迫使各國中央銀行放棄其某種之限制而擴大其再貼現之基礎；至在再貼現已受法律限制之國家，或多經由法律之修正擴大其中央銀行再貼現之權限。

其後再貼現基礎擴大之趨勢依然存在，此不僅因大戰關係發生大量債務，致使信用機構有莫大之擴張，且亦因接濟工商業之透支與帳上信用（Open Credit）之辦法，有日增之趨勢。因此，商業票據、農業票據或期票之供給漸形減少，而不以為取得中央銀行信用之充分基礎。因是再貼現亦得適用於國庫票據，並對各銀行及其他金融機關以票據或期票或政府證券作抵作短期擔保放款。且各國在商業與農業票據方面皆有規定或延長合格再貼現票據之期限或擴大貼現之範圍。

故就廣義言，當今多數國家之所謂再貼現者，實為商業銀行之信用直接或間接換成中央銀行信用之謂也。在倫敦，再貼現之方式，係為間接，即各銀行需款時，通常皆向貼現所與票據經紀人索回其放款，而不直接向英格蘭銀行請求再貼現，而貼現所及票據經紀人則轉向英格蘭銀行請求通融。至在其他各國金融市場有組織之城市，如紐約、芝加哥、波士頓、舊金山、巴黎、柏林、阿姆斯特丹、沮立克(Zurich)、斯德哥爾摩等，則有時雖非銀行亦自中央銀行取得再貼現之一部份(註八)，但最普通之方法，即為由中央銀行直接予各商業銀行再貼現。至在金融市場缺乏組織之國家，則多由中央銀行直接對商業銀行再貼現。

第三節 再貼現之重要性

再貼現在貨幣制度上之真實意義，即為增強信用機構之彈性與流動力。此使銀行現金之供給量在任何特定時間內如需要即可得迅速大量之增加。再貼現可使各銀行及其他金融機關之某種資產得隨時變換現金，故再貼現能增強彼等之周轉力，並增加彼等應付提存或其他需要之能力。此亦可使現金準備得最經濟之運用也。

在一年內之某些時期，如每月月底須提取現金以備付薪時；或在每年年底或每半年之末須清償各項債務、支付股息、利息或納稅時；或在休假期間須支取大量現金以供零星購買，或充作娛樂費用時；或在主要農產品之收穫與運銷期間時等；各商業銀行之現金準備常有大量之減低。此外，在商業極度活躍，或當黃金外流致使銀行信用基礎薄弱時，則因上述經常循環發生之因素所造成之緊迫，將因是而更趨嚴重，或至於爆發點(Breaking point)而促成危機與恐慌之發生。設無中央銀行，則各商業銀行皆須備備充分之現金，始克應付是項金融緊迫或任何其他可能遭遇之危急；反之，在此時間如有一中央銀行以為後盾，則各行僅備少量之現金準備，即足應付矣。換言之，各商業銀行利用向中央銀行再貼現之方法，可使其活動更趨經濟，意即彼等可以同額之準備金與資本執行較大之業務，或可以較少之準備金與資本經營同額之業務也。

中央銀行再貼現之職務與其發鈔職，及保管各行現金準備之職，皆有極密切之關係，因後兩者集中於中央銀行後，則更可擴大其再貼現之範圍與能力。因發鈔特權，可使中央銀行能供應大量之通貨需要，而金準備之集

中則可增加中央銀行之一般貸放能力。

然再貼現所增加之彈性與流動性，概不可以濫用。即商業銀行不應過度減低其現金準備，致在正常商業活動之期間猶經年需要中央銀行之融通。若無季節性需要時（如每月第二或第三週或農產物收穫後運銷期間）則各商業銀行不應依賴中央銀行。否則各商業銀行不啻利用再貼現之便利以取得其永久資本，且如此，各銀行勢將不願儲備大量款項以應付非常之需要。抑尤甚者，中央銀行本身即在平時亦須保持雄厚之實力與周轉力，蓋如此不僅可供應季節性之信用需要，且亦所以謀有效應付危局與一般金融之緊迫也。

更有須注意者，中央銀行雖應具有廣大之再貼現權限，但在平時對於合格再貼現票據之種類與期限應加嚴格之限制；中央銀行在平時應僅收受相當短期之優良票據，以為在非常時期擴大再貼現基礎預留安全之餘地。

最後吾人須鄭重說明者，中央銀行固須明確認識援助在艱困中之各銀行而為各銀行之最後貸放者，乃其職責之重要部份，但此非即謂各銀行在任何環境下有向中央銀行取得無限制融通之特權也。如美國因有數千獨立單位銀行之存在，故對此問題之爭辯與分析，遠較其他各國為透澈，其規定為：

「當聯合準備銀行融通信用予一會員銀行時，須考其會員銀行放款與投資之一般性質及數額，並應注意其是否已供給會員銀行以適當信用，而使彼對證券、不動產、或商品作投機之經營或使彼違反健全信用之原則。」

並由官方說明，

「依法如一銀行其業務之經營已危及存款之安全或促使不健全信用之發展，則該行雖有合格之票據，亦不能自聯合準備銀行取得信用（註九）。」

一般而論，若商業銀行僅在技術上不能周轉時（即因一般緊急狀態之發生，致該行擁有過多之凍結資產，此時，若得中央銀行之援助，該行即能安然渡過此難關者），則中央銀行自當竭力援助，尤以一銀行之倒閉恐將影響其他銀行之地位時為然。但若一銀行不顧中央銀行之警告，繼續經營不健全之業務時，則中央銀行當不必援助，否則，亦自甘冒重大損失之危險矣。中央銀行若援助此銀行，直不啻以中央銀行優良之流動資產抵償一部分存款者之債權，而使其餘之存款者僅得凍結之資金，實至不合理者也。

於此，吾人不能歸納一明確之原則，以為中央銀行再貼現活動之依據。總之，每一事件均應由中央銀行考

慮一切有關之因素而權衡其得失。

第四節 再貼現之權限

就英格蘭銀行言，其特許狀對於該行再貼現或作擔保貸款之權限上並無限制。然該行於擔負最後貸款者之責任時已採取限於對某種票據作再貼現與貸款之原則，並按一般對通貨或信用需要之情形及商業活動之狀態，變更其貼現率；不採用分派信用之方法。經過相當時期，此項原則漸成慣例，且為其他各國之中央銀行所仿行。惟因各地情形不同，皆稍有變通耳。其後各國中央銀行皆僅收受某種票據，其再貼現與貸款之期限亦從不超過一一定限，且從不作無擔保之貸款。各中央銀行根據此項慣例，故僅再貼現最富於流動性之票據，以期能保持所謂極流動性之地位。

有些中央銀行則雖具相當廣泛之貼放權限，但有自動加以限制者，如英格蘭銀行；至其他中央銀行則再貼現之權限，多受特許狀或法律之限制，致其活動多被限於一般中央銀行通常所應執行者。

法蘭西銀行（註十）受權得貼現三個月之匯票、商業及農業棧單與票據，惟棧單須有二簽署者，票據則須有核定之擔保品，至於其他票據則須有三簽署者，該行並有權對政府、殖民地、市政府等之存款及其他特種證券作放款，其期限可至九十日並得延長之。

荷蘭銀行受權得貼現至少有二簽署者，而其期限不超過商業習慣所需要之匯票，匯款單（*Conto*）期票，及六個月內可償還且由貼現者擔保之債券；並得對證券、財貨棧單、幣材、金銀塊及合格貼現之票據作一月份之放款或墊款。

瑞典國家銀行受權得貼現六個月期內在瑞典付款之票據或對債券股票或其他證券作六個月期內之放款，或作三個月期內之通知放款，或對公倉中之商品或對有第三者可靠擔保之票據作六個月期之放款。

德國國家銀行受權得貼現基於其實之商務交易，或基於財貨而其期間在三個月內且有二簽署者之票據，但如有擔保品，或有其他之特殊之擔保則可無第三簽署者，並得貼現期限在三個月內且經信譽卓著之第三者背書之

國庫券，並可對一年內滿期之政府債券，或市政府債券（僅限於其市價之四分之一）、三個月期內之國庫券、匯票、及存儲於德國之商品（僅限於其價值之三分之一）等為擔保，作期限在三個月內之放款。

日本銀行受權得貼現經二位或三位以上有地位者之背書且在百日內清償之商業票據，惟商品或棧單亦可作為擔保以代替其中之一背書人，並得貼現政府所發行之庫券或票據，且在一定條件下亦可對公債票、政府所發行之票據或庫券及其他由政府擔保之證券墊款及放款，但其放款之期限，不得超過六個月，其數額不得超過其證券市價之八〇%。

簡言之，多數較古老之中央銀行，其貼放之權限在戰後均較擴大，但實際運用時則較諸特許狀或法律所規定者均為嚴格。雖然此類銀行可與任何持有合格證券者往來，但有些中央銀行在十九世紀末亦漸採用英格蘭銀行之慣例，各中央銀行除在金融緊急時及與國家之業務關係外，其再貼現活動須限於各銀行、貼現所、票據商、票據經紀人及其他金融機關，而不與商人、製造業者、原始生產者及運輸機關等發生直接關係。然法蘭西銀行、意大利銀行（註十一）及日本銀行則因種種關係仍與大量商業顧客保持直接之交易，故其中央銀行與各商業銀行發生直接競爭，因此各該行皆遍設分支行於全國各較重要之城鎮也。

美國於一九一三年決定設立一中央銀行制度時，一般皆認為聯合準備銀行之職務與權力應由法律限制其於歐洲各正式中央銀行所實際執行者。換言之，欲使美國之中央銀行之職務符合歐洲各中央銀行所奉行之慣例。因此聯合準備銀行有權得為其會員銀行再貼現，並得在公開市場及自各銀行、商店、公司、個人購買銀行承兌票據及購買其期限及種類合乎再貼現且或經會員銀行背書之匯票。其為會員銀行再貼現之權力僅限於經會員銀行及會員銀行之顧客所背書之票據與期票。

此外，並規定合格票據者，須為基於農工商業之真正交易所產生之票據，與期票，或係由是項票據所取得之款項必用於生產、購買、持有、或運輸財貨而非以用於固定性之投資或純投機性之投資或作轉貸放活動者，始為合格。且合格票據之期限除根據農產物之生產、運銷、持有及牲畜之飼養、繁殖與運銷所產生之農業票據外，一概不得超過九十日。農業票據之期限，得為六個月（註十二）。

然不久即發覺在非常情況下（如在大戰或在長期不景氣期間），聯合準備法案之各項限制，實不容其有充分創造中央銀行信用（聯合準備信用）之餘地。故一九一六年乃授權聯合準備銀行得對會員銀行以政府證券或由合格貼現票據為擔保之期票作十五日之墊款，並得再貼現美元為單位之銀行承兌匯票，一九二三年聯合準備銀行並受權得為聯邦中期放款銀行（Federal Intermediate Credit Bank）再貼現合格之農業票據。

一九二三年，在另一非常情況下，甚感對會員銀行更有擴大聯合準備放款基礎之必要；乃規定在非常緊急之局勢下，會員銀行若已無可供其取得充分信用之合格票據時，聯合準備銀行可對該行以聯合準備銀行認為滿意之擔保品為擔保之定期票據或即期票據，作四月內之墊款。同年首次規定聯合準備銀行於非常緊急之時，得對不能自其他銀行取得充分信用之任何個人、合夥公司、直接貼現其合格票據。聯合準備銀行更於一九二四年受權得對需要流動資本之實業公司直接或經由一金融機關之媒介作期限五年內之放款，惟規定此項貸款僅在各該公司不能以合理之條件自其他方面取得其信用時為限。

在一九二七年聯合準備銀行總裁局所頒布之關於聯合準備銀行貼現與墊款之新規程（註十三）中謂：

「聯合準備制度總裁局於決定票據合格性之規定時，若通貨一有收縮之趨勢，則聯合準備制度在不違反安全之原則下，應有極大自由之貸放權，此點實甚重要。」

因「在此種時期對於票據之合格與否之技術上之限制，恐將危害及銀行機構之安全」。

「本局深信，聯合準備銀行能供給有優良資產之會員銀行所需信用之保證，可鼓勵此等銀行轉而供給各社團所需金融上之便利。」

由是觀之，聯合準備銀行之再貼現權及貸放權力實屬必要。此使聯合準備法案更接近各較古老中央銀行特許狀與法律之規定。聯合準備銀行以往之經驗，已證明各國根據中央銀行平時之政策與活動對中央銀行之種種過度限制，實具有極大之危險。雖然原聯合準備法案大抵與一九一四年前諸較古老中央銀行實際所運用之慣例相一致，但與大戰時及戰後期間及一九二九年後非常情況下各國所執行者則不同，因較古老之中央銀行至此亦皆寬弛其規定（註十四），擴大其活動，換言之，均亦擴大其必需之權限矣。

大戰後新成立之多數中央銀行，其權限皆較當時聯合準備銀行所有者為大。多數新中央銀行之再貼現權限，大抵均係仿效聯合準備銀行，惟在前者有權得以可供商業銀行請求再貼現與借款之各種票據直接與一般人民往來。此項辦法殆為一九二〇年初期聯合準備法案與諸較古老中央銀行特許狀及法律所規定者之折衷。經相當時期後，各新中央銀行亦皆感覺其貸放權力之限制過嚴，尤在金融恐慌時為然，故其權力不得不擴大，其主要方法，即為擴大可作借款擔保之證券範圍。

如南非準備銀行按一九三〇年規定，不僅得對合格貼現之商業票據、農業票據及期限不超過六個月之政府證券（包括國庫券）作擔保放款，且得對長期政府證券、市政府證券以及十足保險且有廣大市場之大宗商品之票據為擔保之單名票據或期票及在股票交易所可隨時出賣之定息證券等作擔保放款。至合格商業票據之期限則由九十日展為一百二十日。

第五節 再貼現之範圍與程度

因合格商業票據及農業票據數量之減少，並因各銀行與貼現所向中央銀行舉借短期擔保借款等（註十五）之增加，致狹義再貼現之範圍與程度已大縮小。目前，多數中央銀行其最後貸放者職務之執行，除與國家之關係外，大抵採取對各銀行及其他金融機關給予擔保貸款之方式，而非假借匯票、與國庫券之再貼現。且僅法蘭西銀行、日本銀行、芬蘭銀行、澳大利亞聯邦銀行、埃及國家銀行等除再貼現外，尚直接與人民經營大量之貼現與貸款。

在每月月底，或半年末，或年底，或在假期與農產物收穫期間，各國中央銀行再貼現之重要性，可由其報表中察知之。

第六節 聯合準備銀行

下表列示十二聯合準備銀行在一九二六年（註十六）是年為較正常之年度）四個不同月份中第一星期中間

一九二七 八 二二

一九二七 八 二二

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

二、一八、〇〇〇

二、七九二、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

二、三五五、〇〇〇

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

一九二七 九 一五

金融機關，此則其大抵能決定銀行所持有票據量之多寡。至直接來自其他方面（商業、工業、農業、手工業及其他需要信用之各界）之票據，則無論在數量及期限方面殆皆無甚變動。

第八節 南非準備銀行

南非聯邦準備銀行當一部份商業銀行之現金準備將降低至法定最低額以下時，其再貼現活動，最可用以說明在月底信用擴張而自月初後信用收縮之現象，此項變動之主因，在前者，則由於支付月薪及其他支出而提取款項所致；在後者，則由於償還商店帳款及作其他開支後而使通貨流通所致。下表係示一九三一及一九三二年某期間內貼現（註二十二）與放款（對政府墊款不在內）額之變動。

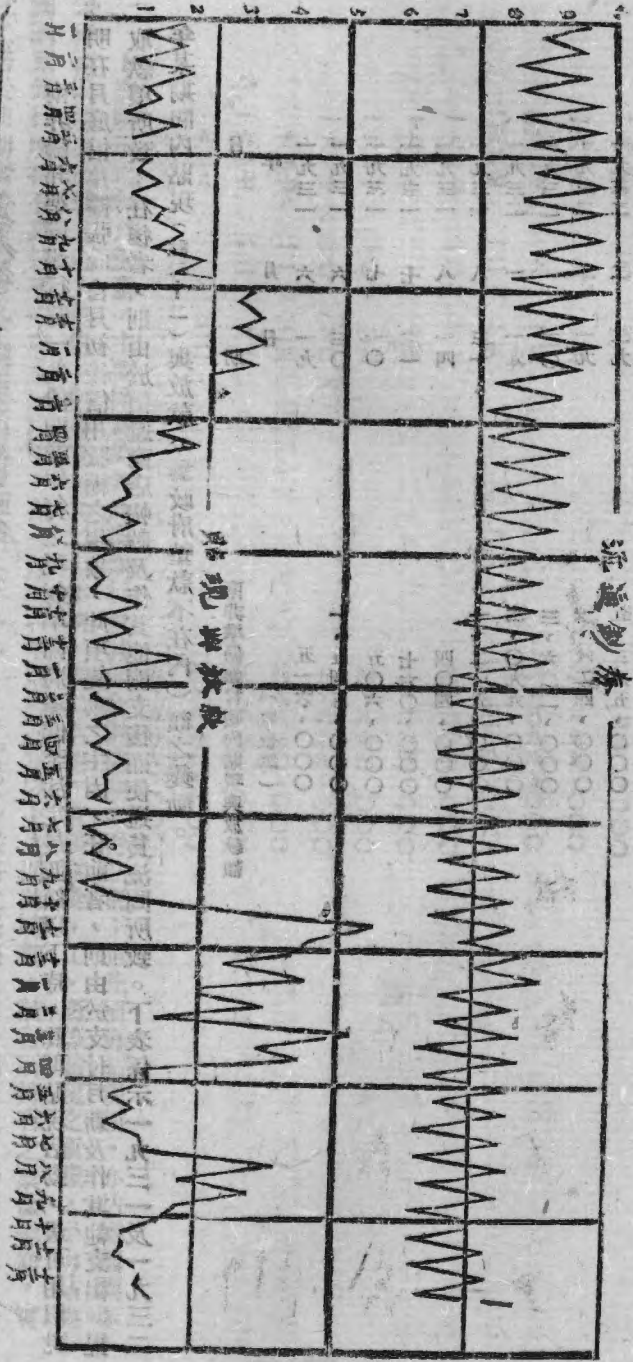
南非準備銀行國內貼現與放款額

（單位鎊）

年	月	日	貼現	放款
一九三一	六	一九	五二六、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三一	六	三〇	五四五、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三一	七	一〇	五〇六、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三一	七	三十一	七六〇、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三一	八	一四	四〇四、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三一	八	三十一	一、二一五、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三一	九	一五	二、〇九九、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三一	九	三〇	三、六二二、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三二	二	二九	一、八二四、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三二	二	二九	五、三六五、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三二	三	一八	三、五七〇、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三二	三	三十一	四、四〇五、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇
一九三二	四	一五	一、五八四、〇〇〇	一、五八四、〇〇〇

一九三二年南非準備銀行貼現放款額與鈔券流通額比較圖

(單位：百萬鎊)



貼現放款額每月變動與鈔券流通額每月變動相關之程度

1929

1930

1931

1932

第九節 英格蘭銀行

英格蘭銀行在平時再貼現額之變動，僅在六月與十二月較爲顯著，此則由於一般商業銀行半年一度之「飾」(Window-dressing)習慣所致，即一般商業銀行每當半年末結帳時，爲欲表示其現金充足，多向貼現所及票據經紀人收回其一部份之放款，是乃迫使後者每在半年末轉向英格蘭銀行告借也(註二十四)。

下表即示英格蘭銀行近數年來六月至七月及十二月至一月貼現與放款額(註二十五)之變動：

日	期	英格蘭銀行之貼現與放款額(單位：鎊)
一九二九	一一	八、八二八、〇〇〇
一九三〇	一一	四二、一七一、〇〇〇
一九三〇	一一	五、七八〇、〇〇〇
一九三一	六	九、六三三、〇〇〇
一九三一	七	三四、三一九、〇〇〇
一九三一	七	七、一〇二、〇〇〇
一九三五	一一	二四、一九五、〇〇〇
一九三五	一一	九、〇四一、〇〇〇
一九三五	六	五、七九五、〇〇〇
一九三五	七	一三、四八八、〇〇〇
一九三五	七	九、二七七、〇〇〇
一九三六	一一	六、四四八、〇〇〇
一九三六	一一	二七、四六七、〇〇〇
一九三七	一一	八、九〇六、〇〇〇

至在中央銀行較為後進，且其制度尙未爲一般人民所瞭解之諸國，其中央銀行之活動有何種限制，吾人亦將略加討論。若此項限制不過於嚴格，並符合諸真正中央銀行之慣例者，則此項限制在開導國民使其認識中央銀行何者當爲何者不當爲，頗有裨益。反之，若予中央銀行完全之自由，則因本國缺乏中央銀行之慣例，及一般人民不明中央銀行之性質與職務，人民或將使中央銀行實行某種危險性之改良，或使其從事份外之活動，其結果將以不當之壓迫加諸中央銀行也。由是觀之，對中央銀行之權力與活動所以加以限制者，似亦爲保障其安全也。

(註一) 本章所討論「再貼現」一詞，大抵取其廣義，係包括中央銀行給予各商業銀行，貼現所及其他金融機關各種方式之融通。

(註二) 在某種程度上，中央銀行對於國家之墊款，亦爲執行其最後貸款者之職務，但此已於「中央銀行爲政府之銀行」一章內討論。

(註三) Art of Central Banking, pp. 19-25.

(註四) Rationale of Central Banking, pp. 13, 125-126.

(註五) Hawtrev: 前卷 p. 131.

(註六) Theory and Practice of Central Banking (Harper), p. 116.

(註七) 有些中央銀行之條例特別標明其職務須包括對於商業與企業之融通，如美國聯合準備銀行，或規定須促進農工商各業之發展，如拉脫維亞銀行與立陶宛銀行。

(註八) 然在美國市場，此項交易通常不以爲再貼現活動，但認爲此係將承兌票據按聯合準備銀行所規定之購買利率，售予聯合準備銀行而已。

(註九) 此即明示再貼現爲控制信用實地之方法 Federal Reserve Bulletin, Oct. 1937, 917. 參見本書第十三章「直接行動」節。

(註十) 關於規定各中央銀行活動之特許狀與法律之詳細情形，請參考 Kisch 與 Eilkin 氏之 Central Banks 一書之附錄一，及國際

一九三二年所刊行之 Monetary and Banking Law

(註十一) 一九三六年義大利銀行改組，其目的在使其職務更與中央銀行之特質並重減少與一般民衆交易。

(註十二) 一九二三年延長至九個月。

(註十三) Federal Reserve Bulletin, Oct. p. 979.

(註十四) 有些較古老中央銀行之貸放權限亦多有擴大者。如法蘭西銀行於一九三六年受權得貼現或再貼現基於庫藏小彙所產生之票據，或由愛社會改良法案之影響製發而經國民銀行、中央金庫 (Caisse Centrale des Banques Populaires) 担保之票據，或由某些出口商在匯款限制國家受封鎖或尚未移轉之收入作擔保所製發之票據。

(註十五) 此項借款，僅在月底、年底或假期進行，紙幣數日之期限，且此法對於借貸雙方，均屬簡便，尤在以長期政府證券作擔保借款之場合為然，蓋因此時可使中央銀行代為保管此項政府證券也。

(註十六) 近年來聯合準備制度之公開市場活動已獲其再貼現之工作。例如在一九三四年其月底再貼現之最高數為八三、〇〇〇、〇〇〇美元，在一九三五年為一一、〇〇〇、〇〇〇美元，在一九三六年為九、〇〇〇、〇〇〇美元，而聯合準備制度購入之政府證券額，在一九二八年末為三〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元以下，至一九三三年末達二、四三〇、〇〇〇、〇〇〇美元，至一九三七年末達二、五六四、〇〇〇、〇〇〇美元。

(註十七) 其中二個月(三月與六月)之最後一個星期三，亦為各該月之最後一日，至於其他二個月之最後一個星期三則為各該月之二十九日。

(註十八) 此項數字取自 Annual Report of the Federal Reserve Board for 1926. pp. 43-49.

(註十九) Reserve Banks and the Money Market, Revised Edition (Harper) p. 78.

(註二十) 此項數字取自 Annual Report of the Federal Reserve Board for 1929. p. 57.

(註二十一) 此項數字取自德國國家銀行之周報與年報，其中包括「國內票據與支票」及「擔保放款」各項。故此項數字，乃包括對於人民及政府之通匯及為商業銀行及其他金融機關之再貼現。

(註二十二) 此項貼現包括對一般人民商業票據與國庫券之貼現，惟在七月底其貼現與放款之大部份係對商業銀行之再貼現。

(註二十三) 此項鉅額數字，係反映每年二月底照例繳納之礦稅，即入準備銀行內政府帳戶之貸方。再此時期內平均高額之數字亦係因金鑄幣值資金輸出之影響所致。南非聯邦之金本位制直維持至一九三二年底而放棄。

(註二十四) 在一九二七年六月及十二月末與一九三六年六月末，因票據商與票據經紀人利用此項時機，即在國庫券之認購與繳納款項間，可有八日之間隔，故使彼等得避免向英格蘭銀行借借。蓋因一方面彼等在半年末之前數日內收進到期票據之款項，同時彼等可向銀行借得款項前無須繳納新認購之國庫券款。故英格蘭銀行必須將票據商與票據經紀人繳付國庫券款前，對財政部作

第七章 中央銀行爲中央清算銀行

中央清算之職務，現已爲各國中央銀行所執行，此或由於習慣與便利之故，或由於法律之規定。

此項職務約於十九世紀中葉首爲英格蘭銀行所推行，因其時該行爲主要之發行銀行，並爲政府之代理銀行，且其他各銀行在英格蘭銀行保有貸差之習慣，均已多年。據史樸悅克（註一）云，在一八五四年各銀行已採取在英格蘭銀行劃帳以清算各行間每日札算後差額之辦法。

此外，是項職務已殆爲多數其他擔負中央銀行職務之各銀行所自動執行。然亦有少數中央銀行由法律特定其應執行各銀行間清算之職務者。如智利中央銀行受命須「爲在聖地牙哥（Santiago）及在國內凡設有其分行之其他城市內會員銀行之清算所」；哥倫比亞共和國銀行亦有類似之規定。德國國家銀行與奧地利國家銀行由法律規定其目的之一「爲便利差額之清算」；而匈牙利國家銀行則規定「爲便利差額之補償」。在澳大利亞除規定澳大利亞聯邦銀行須爲中央清算銀行外，且由法律規定各銀行須以該行之支票爲清算各銀行間差額之工具。此外尚有許多中央銀行雖其特許狀或法律亦特別提及中央銀行清算活動，但僅採允許之形式，並無強制執行之規定。

然吾人須加注意者，在有些國家，其商業銀行已設有完善之清算所，而在有些國家則其商業銀行尙無是項組織，因是中央銀行之清算活動亦有區別。在前類國家，其中央銀行除爲當地清算所之一會員外，通常僅須執行各銀行間每一札算後或每日札算後差額清算之職務；至在後類國家，其中央銀行則常須監督清算所，並予以種種便利，並爲各銀行間差額之清算。

中央清算雖非爲一特別重要之職務，但可視作中央銀行之必然或自然之職務。蕭氏（註二）認爲此乃中央銀行「當然之職務」，並謂「一中央銀行作爲其會員銀行之清算所，直乃一機構或簿記之事」耳。簡言之，因中央銀行既爲各商業銀行現金準備之保管者，故其爲其他銀行之清算銀行或清算所實爲一便易且合理之步驟。克

荷與愛爾德(註三)二氏謂：中央銀行應負責「建立一便捷且極經濟之機構以便匯票之轉算及國際帳項之清算」，又云：因「中央銀行為商業銀行貸差之持有者，故特別能勝任此項職務」。

有人以為中央清算為中央銀行一極重要之職務，吾人可引江舍(註四)與偉里斯(註五)二氏之意見為證。江舍以為「清算為中央銀行之主要職務」，此外在論及澳大利亞商業銀行必須在聯邦銀行辦理清算之規定時，又云：「就對內言，當時澳大利亞聯邦銀行實已具備中央銀行最重要之特質」。偉里斯亦以為「清算則英國

清算職務」為中央銀行之最重要職務之一，且不能由其他辦法所代替者。」

雖然，吾人完全同意由中央銀行執行中央清算之職務，始能建立一完善之清算制度，但吾人不敢承認此項職務亦若借用控制與最後貸放等之職務然，為中央銀行之重要職務。而立則其目的在於英法兩國之銀行

第一節 中央清算之意義及其重要性

各國商業銀行或由於習慣之演進，或由於法律之規定，多將其現金準備之大部分存放於中央銀行，故彼等間內，一銀行由其存戶所開而由他行請求兌現之支票與匯票之金額，大抵與該行存戶取得他行之支票與匯票額相等，但各銀行間每日收付之差額或甚大，而此類差額之清算，莫善於在中央銀行實行劃帳辦法。設在任何一時期內，清算結果極不利於某些銀行，致其在中央銀行之貸差低於法定或習慣上所應維持之最低額，如彼等料其清算差額不久即能好轉，則此時可向中央銀行請求再貼現，作數日之融通。事實上，除因存戶提取鈔券致商業銀行向中央銀行要求再貼現外，此實為發生再貼現較普通之原因。

利用在中央銀行劃帳以清算各銀行間差額之辦法，其手續較為簡便，故予銀行界以極大之便利；且對節省貨幣之使用上，亦具有重大之意義，此尤在中央銀行已遍設分支行處之各國為然。同時此亦足以健全一國之銀行制度，如史模悅齋(註六)所云：「此可減少恐慌期間現金之提取」。

此外偉里斯(註七)亦以為由中央銀行所組織、管理及推動之清算制度

「不僅爲一箇實現款與資金使用之方法，且亦爲在任何時期內測驗一社會所有資產流動性大小之工具，——此實爲中央銀行隨時所必須知悉者。」

彼甚至謂「余之看法（在全書中均屬如此），認爲清算乃一測驗流動性大小之工具」，又云：

「中央銀行在完成其特殊之職務上，有權決定何項財產得進入交換界；而清算方法，即可表明其判斷正確性之程度或至少可表示其判斷與對社會生產過程中其他因素之判斷相一致之程度。」

偉里斯以清算爲測驗社會一般流動性之看法，似有過份重視清算功能之弊；但中央清算職務確可使中央銀行從觀察各銀行資產之流動性上，測知各銀行活動之趨勢也。

第二節 爲清算銀行之英格蘭銀行

在倫敦及英格蘭之十一省會皆有獨立清算所之組織，其中七省省會有英格蘭銀行之分行。在倫敦，英格蘭銀行係爲倫敦清算所（Clearing House）之一會員，而清算所與商業銀行則皆在英格蘭銀行開立帳戶。各銀行間每日之收付概皆在英格蘭銀行劃帳計算，而在清算所清算。在有英格蘭銀行分行之七省會，英格蘭銀行分行亦各爲清算所之一會員，清算所與商業銀行分行皆在英格蘭銀行分行開立帳戶，其每日差額皆在英格蘭銀行分行劃帳計算，而在清算所清算。至在其他四省會僅有清算所而無英格蘭銀行分行者，則各銀行間借貸差額之計算，皆由其在倫敦之總行代爲清算，其辦法如倫敦各銀行間差額之清算同。

在各重要城市設有獨立清算所之國家，如美國、法國、荷蘭、瑞典、丹麥、日本等其清算皆採用類似英國之辦法，惟因各國環境異殊，彼此略有不同耳。

第三節 歐洲有些國家之特殊情形

在歐洲有些國家因以支票用作兌付或轉帳或用作清算之制度，發展甚緩，故其中英銀行概須負責與政府協

議以採取有助於清算活動之辦法，此誠如勒麻納 (Lemaitre) (註八) 指法蘭西銀行所言者。據彼統計，法蘭西銀
 幣自一九一九年至一九二六年間勢力之結果，使清算所數目增加四倍，清算所之清算額與法蘭西銀行款項之移
 轉額增加三倍。事實上，法國因缺乏款項移轉之便利實為法蘭西銀行在法國各地遍設分行之一主要原因。
 (在德國亦有同樣情形，其國家銀行為獎勵全德轉帳支付辦法之使用，自始即利用其普通之分支行網(現有
 四百五十五處)，不僅對各銀行及其他金融機關免費辦理轉帳事宜，且對在該行有往來存款帳(Rechnung)之一般人
 民亦復如是；至對在該行無往來存款帳之人民則在辦理轉帳時，僅收若干極少之手續費耳。
 在一九三七年，德國國家銀行轉帳業務 (Giroverkehr) 之總周轉額如下：

科目	收		付	
	數	類	數	類
現金支付	1,846,000	(馬克) 22,322,711,000	1,953,000	(馬克) 22,445,913,000
匯票	2,052,000	144,322,119,000	4,278,000	146,405,108,000
本地轉帳	10,680,000	149,399,873,000	6,375,000	159,397,672,000
與外支行之關係	16,658,000	90,987,676,000	14,211,000	87,526,915,000
總計	33,246,000	426,826,377,000	26,817,000	426,790,811,000

由上表可知德國國家銀行之轉帳業務已極發達，且在一九三七年之總周轉額中殆有九五%未用現金支付。事
 實上節省現金之支付實為德國國家銀行極力發展往來存款業務之一主要原因。

此外德國國家銀行因鑒於各銀行間清算設施發展之遲緩，故在柏林之總行及在其他重要城市之各分行，皆
 設立清算所。

在荷蘭、比利時、匈牙利等國，則由國家郵電機關辦理轉帳之制度已極發達，且多已完成銀行支票之使用，故各該國之中央銀行原已可不必如德法二國之中央銀行負責辦理一般。本國之轉帳事宜。然經相當時期後，荷比、匈等國之中央銀行亦皆採取較積極之清算政策，獎勵轉帳制度，或免費辦理轉帳，或僅收取極少之手續費。

第四節 聯合準備銀行之特殊職務

美國在創設中央銀行制度前，全國各地已有數千獨立單位銀行之存在，此與目前盛行分行制度之多數國家之僅有少數大銀行者不同；致美國在支票之收兌方面費用甚大，且兌現費時。通常一付款銀行對其本行支票作異地之付款，必收取匯兌手續費。有時因各銀行間缺乏必要之協議（例如在較小城市之各銀行間）支票之兌現往往須轉讓許多銀行之手。此即所謂「支票之繞道」（Routing of Cheques）也。各銀行之所以須征收匯兌手續費者，蓋因支付城外支票（Out-of-town Cheques），彼等每須運現於遠地或須在他處保有貨款故也。

自聯合準備銀行成立後，該行即澈底改革支票、票據及匯票方面之收兌辦法。在二年內即成立一全國平價兌取支票之制度。聯合準備制度利用各聯合準備銀行及其分行之機構，並利用各會員銀行必須在聯合準備銀行存放準備差額之規定，乃構成一極便捷而有效之全國支票收兌制度。

按全國性之計劃，各聯合準備銀行或其任何分行皆須為商業銀行平價兌現在本行或在任何其他聯合準備銀行及其分行活動範圍內各地之支票。此在聯合準備銀行或其分行之帳上僅記收兌銀行於貸方，記付款銀行於借方，均不取費。雖彼此遙隔三千里，如紐約聯合準備銀行與舊金山聯合準備銀行，或如前者之布法羅（Buffalo）分行與後者之洛杉磯（Los Angeles）分行亦然，均係如此。至於聯合準備銀行間之收付差額則藉各該行在華盛頓（Washington D. C.）聯合準備銀行總裁局之國際清算基金（Inter-district fund）之轉帳，以為清算。如因款項之移動偏於某一方向而有運現之必要時，則此有關之聯合準備銀行則須設法運現，並負擔是項運費。按聯合準備法案規定，聯合準備銀行不得收受付款銀行須徵收手續費之支票。有些銀行（註九）因仍繼續徵

收是項手續費，故仍在聯合準備銀行平價收兌範圍之外，但極大多數銀行現皆加入。據布及斯（註十）估計，在美國支票之收兌約有百分之九皆係由聯合準備制度平價兌付。然於此有須聲明者，即按慣例對於收兌之支票，並不立刻給予信用，乃採取一延期信用制度，其期限則視支票收兌所需之時間而定。

此外聯合準備法案規定，凡會員銀行利用聯合準備制度電匯款項至美國各都者，如係為其本身之目的而需要移轉資金時則可平價電匯，但如係為其他銀行或公司及個人而電匯者，則須徵收補償電費之小額費用。在手續方面，電匯款項之手續與收兌支票者相同，即在準備銀行帳上與區際清算基金帳上實行劃帳辦法而已。此外，準備銀行對匯票、期票及承兌匯票甚至特別市息票與公司息票之收兌方面亦予會員銀行種種便利。

布及斯（註十一）謂：

又云：

「聯合準備銀行之於城外支票猶如清算所之於城內支票，其收兌能予以極有系統之處理，且能減少其費用、時間、與風險。」

「因聯合準備制度能使支票收兌所需之時間較前縮短一倍，故往往有並行銀行因其支票未能兌現而信用是項資金時所領支付之利息，因是得以大減矣。」

第五節 清算在其他中央銀行之地位

雖然美國因有一萬五千家獨立銀行之存在，其情形特殊，然聯合準備銀行之清算制度，對其他各國之中央銀行頗有影響，尤在多數係仿效美國制度，或其業務地域極廣大之各新成立之中央銀行為然。其他國家因係盛行分行制度，故無多數單位銀行問題；且在分行制度下因可利用同一銀行各分行間轉帳之辦法，故支票之收兌至為便利，惟自中央銀行集中清算之辦法實施後，乃更趨便捷矣。

在分行制度下，如各銀行已有多數分佈得當之分行，則中央銀行可不必為其他銀行收兌支票與票據，惟各中央銀行須為商業銀行亦所以間接為商業銀行之顧客平價移轉款項至各重要城市。是項職務業已為多數新中央銀行所執行。如昔時美國然，上類國家各銀行辦理支票之收付及款項之移轉，均曾收取匯兌手續費；各銀行

所持之理由，爲彼等常須負擔運現費用；至在支票之收兌方面，少數國家之各銀行認爲彼等不僅有遭遇空頭支票 (dishonoured cheques) 之危險，且因彼等先行墊款予其顧客，乃蒙受利息上之損失也。

故此類銀行與美國各銀行不同者有三：(1) 有一分支行網，其活動範圍不限於某一城市；(2) 立刻以信用給予支票兌取者，不探延期給付辦法；(3) 放款給予信用大抵採透支之方式而非爲期票或承兌票據之貼現。凡實行上述後二項中任何一項或二項之國家，其中央銀行皆不能建立一全國平價支票收兌之制度。然因各國中央銀行在各該國之重要城市均設有分行，故如商業銀行不能替人民辦理款項之移轉時，則各中央銀行亦可爲商業銀行及一般民衆免費辦理上述重要城市間資金之移轉。

如南非準備銀行初則對於各地爲其代理之商業銀行及其分行免費移轉鈔券與其他通貨（在一九三二年底南非聯邦暫停黃金支付前，包括黃金通貨），並爲各商業銀行平價電匯款項，俾商業銀行之資金得最經濟最有效之運用。繼則該行與各商業銀行協議，在有爲該行代理行之商業銀行所在地之各城市間，各銀行應替人民平價移轉款項，並規定取費最高不得過五先令。然在此等國家因透支及立刻予顧客信用慣例之盛行，各商業銀行認爲除非此項費用能得另一合理之補償則難望其取消對城外支票之徵收匯兌手續費之規定也。

第六節 結論

由上可知各國中央銀行，皆已用種種方法，以謀改進各該國內之清算制度，且各國皆由於中央銀行之推動及領導，故未來改進之成效，當相若也。

- (註1) 參見 Dunbar's Theory and History of Banking (Third Edition) 之註釋者，見該書 p. 37。
- (註11) Theory and Principles of Central Banking, p. 155.
- (註12) Central Banks (4th Edition), p. 144.
- (註13) Australia's Government Bank pp. 166 或 168.
- (註14) Theory and Practice of Central Banking (Hayes), p. 350.

(註六) 同 p. 31.

(註七) 同書 pp. 349, 350.

(註八) Foreign Banking System, edited by Wills and Peckhart, p. 530.

(註九) 一九三七年米巴魯六三國之其銀行及五七八非官員銀行加入平價收完制度，當時有二十七四三非官員銀行仍未加入，但彼

等殆多係鄉村小銀行。(見 Annual of Board of Governors of the Federal Reserve System for 1937, p. 29)

(註十) The Reserves Banks and Money Market, Revised Edition, (Harper) p. 99.

(註十一) 同書 p. 106.

一、儲蓄之來源

(一) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(二) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(三) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(四) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(五) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(六) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(七) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(八) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(九) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

(十) 儲蓄之來源，以有效之儲蓄為限。其來源有二：一、其來源於社會之儲蓄；二、其來源於個人之儲蓄。

第八章 中央銀行爲信用之控制者

欲討論信用控制，最好先行研究下列諸問題：

- (一) 在目前經濟狀況下，信用控制是否真正必要？
- (二) 如屬必要，則一國控制信用之責，將由政府之一部或由一銀行機關負責，抑由所有各銀行個別或集體負責乎？
- (三) 信用控制之主要目的究屬何在？以變動國內物價與商業爲代價穩定匯率乎？抑以變動匯率與貿易爲代價穩定國內物價水準乎？或以變動匯率與國內物價爲代價以消滅除常態增加外之生產、貿易與僱傭等諸方面之變動乎？
- (四) 信用控制之方法或工具爲何？
- (五) 如信用可以有效控制以實現上述任何目的，則其有效之程度又若何？

第一節 控制之必要

關於信用控制之是否必要，現殆已一致認爲在現在多數國家複雜之經濟組織下，信用之創造與分配應受某種方式之控制。其主要理由，以爲信用在各種貨幣及商業交易上，已佔極重要之地位，故已具有極大之力量。事實上，當今凡經濟上較重要之國家，多少均係建立於信用經濟上而非貨幣經濟上。如在英美兩國，據估計以支票爲支付工具者，約佔支付總額之 70% ；且在上述二國，除非常時期外，一般商業銀行之現金準備，皆僅等於其存款債務 10% 或 20% 耳。

因信用量之變動將引起貨幣購買力變動之程度，各種意見，容有不同，但已一致認爲此二者間實有相當之關係，而後者變動之結果將使經濟機構之各部份發生紛擾與失調；如借方與貸方，生產者與消費者，僱主與傭

工，固定利息證券持有人與股利均分股東 (Shareholders) 持有入等間，將發生無窮之糾葛。總之過去二十多年來因貨幣購買力激烈變動所引起社會上及經濟上之惡果，已明白表示信用控制之必要。

第二節 控制之機關

至於控制信用之責，究應由誰擔任問題，現已一致認為在任何國家，此責應僅畀予一機關，以期責任專一事權集中，且此機關應為一銀行而非為政府之一部。因信用之發放與收回，係為銀行之職務，是故由一銀行機關控制信用，似較政府之一部負責更為相宜也。但因信用活動，有其社會上及經濟上之重要性，故為信用控制者之銀行，無論直接或間接，通常均須受政府某種方式之監督與參預。一銀行負責信用之控制，除在執行職務上較政府之一部更為勝任外，通常被雖略受政府之控制，然終亦較少受政治上之影響也。

各方對此問題之意見，亦可以下列事實表明之，即迄今世界各國多特設中央銀行或將現有之某銀行改組為中央銀行，其目的之一，即在以全國經濟利益為目標謀信用之控制耳。

第三節 控制之目的

雖然，信用控制之必要與應將此責給予一具有種種特殊權益之中央銀行一問題，現各方面之意見已趨一致，但信用控制之主要目的究應何在，則彼此意見紛歧，莫衷一是。

信用控制之傳統目的亦即當今多數國家所執行者，即為在謀匯率之穩定，固不問實現此項目之之一方法所引起之任何反響也。

欲維持匯率之穩定，有時常使國內外之物價水準發生激烈之變動，且亦常使經濟活動經常發生擴張與收縮之循環變動。至如何穩定物價水準 (註) 及消除商業循環，在過去已有種種討論，尤以學術界為最，且亦曾有種種嘗試，如一九二五至一九二八年間美國聯合準備制度所為者即最顯著之實例；但就一般而言，此項嘗試受一公認原則之限制，即一國之銀行金融應維持主要符合本國與各主要國家間固定匯率之要求。換言之，一國匯

率之穩定最為重要，而商品價格、貿易及生產等諸水準之維持次之。如在不能兼顧之艱難情形下，則首須求匯率之穩定而放棄物價水準及商業活動之維持。

過去一般之所以主張固定匯率政策者，蓋因匯率變動國際貿易無法處理，故深信匯率之穩定，實為進行大規模國際貿易之無上要件，而後者實又為增進各國經濟福利之重要前提。

近年來自舉世各國放棄金本位制後，學術界、銀行界以及工商界均以信用控制應以穩定物價水準為目的。頗多經濟學者主張如國內物價與匯率不能兼顧時，則宜可先求國內物價之穩定而放棄匯率之維持，蓋彼等認為國內物價之穩定，最有助於一國經濟福利之發展。

第一、彼等認為物價水準之變動將使國內經濟結構之各部門發生種種變動與紛擾，此則轉將引起長期嚴重之失調，而予有關各國可怖之社會影響與經濟影響。第二、彼等認為物價水準之穩定，可避免上述種種之紛擾與失調。且彼等堅持謂欲維持匯率之穩定，將使一國受他國貨幣政策之支配，因如一國或多數重要國家發生通貨膨脹或收縮之變動，則常將影響凡與其維持固定匯率之諸國，反之如犧牲匯率之維持，而求國內物價之穩定則即可無是項影響之發生。

與上述二種之主張相反者，則認為信用控制之目的，應重在謀商業循環之消弭，蓋彼等認為商業循環之發生，並非純粹物價變動之結果。彼等以為匯率之穩定與國內物價水準之維持誠極需要，但信用控制之主要目的，應在謀商業活動之正常向上發展及防止其激烈變動之發生。總之，自全國之經濟福利觀之，彼等認為唯有此目的之實現，始可獲得最大之利益，縱使因而犧牲商品價格及匯率之水準亦在所不惜也。

第四節 控制之方法

中央銀行通常控制或調節信用所使用之方法或工具為：

- (一) 降低或提高貼現率與再貼現率，使一般市場利率隨之升降，並左右信用之膨脹或收縮；
- (二) 在公開市場買賣政府證券，或其他公共證券以期向市場投放或收回資金；

(三) 分派信用，以替代或補助貼現率之提高；

(四) 對於凡向中央銀行借款過多或借款時期過長之銀行或對以中央銀行信用為抵押或貨子非必需之工業或貨子消費等之各銀行採取「直接行動」；

(五) 運用道義勸告；

(六) 採用外告法；

且美國中央銀行當局最近受權得使用上述二新法，即變動商業銀行必須存放於中央銀行之最低準備率及變動購買證券交易所證券時之最高限額是也。前者之目的，在使中央銀行得有權擴充或收縮商業銀行創造信用之能力，後者之目的在使中央銀行得能控制用於證券市場之信用量也。

第五節 信用能有效控制乎

於討論信用是否能有效控制以實現上述之任一目的前，吾人須先考慮其他種種事項。

第一、為欲實現迅速有效之信用控制，控制當局即中央銀行須具有控制各式信用之直接或間接方法，換言之，中央銀行控制信用之範圍不僅以銀行信用為限，且須顧及生產與商業等各種方式之信用，如帳上信用、匯票與期票（註二）等。蓋因用以購買商品、證券或不動產之各式信用，皆具有如貨幣同樣之影響。

凡主張信用控制之目的在穩定物價或在控制商業循環之多數現代經濟學家，皆過分重視銀行信用，而事實上忽視其他各種方式之信用。

然在百年前，經濟學家嘗已適切注意非銀行信用之影響。例如托克（Tooke）（註三）謂：「握有資本及信用者所有之購買力，實遠較一般不熟悉投機市場實際情形者所想像者為大」，又云：「在商品大規模投機之開始或在其進程中，申購英格蘭銀行貼現之事，如有發生，亦極稀少」因是項交易之極大部份，若非全部分在開始時，均以各商業交易通常所需之時間為標準，而以信用進行之。此外約翰·穆勒（John Stuart Mill）（註四）謂：「人民多以其非現有之資金作購買」，又云：「一人能運用之購買力總量，係由其現有之資金及債權，暨其所

有之信用所構成」，且「在極多數場合，機構購買均非用銀行鈔券或票據，但多僅利用帳上信用耳」。

近代學者如里溫斯基 (Lewinski)、里夫 (Leaf)、安特生 (Anderson) 與杜克曼 (Dunkman) 諸氏；在討論貨幣政策時，亦會適切注意非銀行信用。英國銀行家里夫 (註五) 謂各銀行：

「與國內各貿易公司總資本額所支持之信用量——此項信用即為各工商業公司之帳上債權，可謂甚少或竟毫無關係。」

波蘭經濟學者里溫斯基 (註六) 教授謂「在物價初期高漲時一般對財貨需要之增加，大抵由於帳上信用、匯票等所造成」，並謂「美國在休戰後之極度繁盛，係受帳上信用之影響，而非由於銀行所助長」。美國銀行經濟學家安特生 (註七) 在批評費許 (Fisher) 之交換公式中遺漏帳上信用一點時謂：

「如買賣係如是計算，物價之上漲係由於貨幣或信用對貨物要求之增加，而物價之下跌係由於貨幣或信用對貨物要求之減少，則每一交易價格之決定必深受此二因素等量之影響。」

另一美國經濟學者杜克曼 (Dunkman) (註八) 教授謂：

「在以往實通分重視銀行之信用工具——存款與鈔券——而未注意商業上及私人之信用工具。」

又云：

「在銀行存款與鈔券方面，實均過分重視信用交易之具體代表物——鈔券、匯票與支票——而太不注意私人及公司等輪轉制度之潛在力。」

實際上，帳上信用、票據與鈔券，在供給農工商各業及商品與證券市場之資金上，已佔有極重要之地位，且所有銀行家皆已深知其對於物價、生產量及貿易量等所發生之影響。吾人或可認為此項信用並非完全與銀行信用無關，因其中有些信用係源自銀行信用，惟其關係之程度則當視商人之經濟狀況及一般商業情形而定。例如由批發商給予零售商之信用，一部份為其自有之營業資金，一部份係由製造商或經紀人所給予，其餘或為來自銀行之貼現與放款；而此類批發商自銀行所取得信用量之多寡，則大抵視當時之商業環境而定。在商業不景氣時期，彼等或不需向銀行借款；在商業復趨活躍時期，或僅作小額借款；至在繁榮時期，彼等或必向其銀行借取大量之款項。

雖然，帳上信用並非完全不受中央銀行活動之影響，然自信用控制之迅速有效之點觀之，或可視為中央銀行行動所及之範圍以外。在商業循環之大部份進程中，各銀行對於生產及工商界所供給之資金為數甚少，故彼等不能隨時直接左右商業及物價之變動，因是中央銀行亦不能經由商業銀行之媒介而間接支配之也。中央銀行之道義感召，對於一般商業及商業心理不無相當影響，有時甚至在多數商人即不需要商業銀行援助時亦然，惟其收效之程度，不僅各時期有異，且須視各國中央銀行之威望及各該國金融機構之組織如何而定。

因此，吾人可謂中央銀行控制信用之力量，至少因帳上信用及其他商業信用在商業與投機方面之影響而遭削弱。

雖然各種方式之銀行信用皆在中央銀行之勢力範圍內，但即或如此，中央銀行仍將遭遇種種困難與阻撓。有時一國內各銀行，未必皆與中央銀行發生直接關係，如：自動在中央銀行存放款項，或由法律規定存放其最低準備金，及當彼等在營業上可感覺資金不足時向中央銀行請求再貼現等是。如在美國有半數以上而擁有銀行資金總額五分之一之商業銀行，皆在聯合準備制度之範圍外。然此種困難可由習慣或法律克服之，固不宜聽任其妨礙中央銀行控制職務之執行也。

縱使一國內各銀行皆為中央銀行之會員，但中央銀行活動之效率，仍受一定之限制。商業銀行之能否與中央銀行合作，則須視商業銀行是否接受中央銀行在一般金融事務上之領導地位，或彼等在某項特殊行動上是否同意中央銀行之措施而定。因是，如一般商業銀行不與中央銀行合作，則中央銀行在信用控制上，必立即遭遇極大之困難；但縱使商業銀行與之精誠合作，其控制上之困難，固可較少，但在金融機構中非銀行部份因素之控制上及銀行信用之最後分配與使用上，中央銀行仍將遭遇極度之困難。美國聯合準備總局（註九）曾以為「影響商業活動之各種條件與環境」及「在某一時期內，不能立刻改變其趨勢之信用活動」均非中央銀行所能支配者也。

信用之最後使用，實為中央銀行控制業務中最不可捉摸之因素。第一、中央銀行常不能控制各商業銀行如何使用中央銀行信用，商業銀行可用真實之商業票據向中央銀行請求再貼現，但其所獲款項或可間接用以放款

于證券經紀人或商品經紀人。借款銀行雖將借得款項嚴格用於商業放款，但此項資金經數度轉帳交易後，或可流入其他銀行而被用作投機放款之基礎。此則，一般商業銀行亦常不能控制者也。如商人可向銀行貼現票據或藉口因正常商業交易上之需要向銀行借款，但是項資金或終致用於證券市場及不動產之投機方面或轉帳流入其他投機之途。此外經紀人或一般人員亦可將股息穩定之股票為擔保向銀行借款而購買投機性極大之礦業股票。因是，中央銀行縱能防止其信用使商業銀行用於商業以外之目的，但若欲防範商業銀行信用間接不再被商人、製造業者等用作投機交易、或投機放款者則仍至感困難也。

在信用控制之各項事務上，「人」的因素之重要，似已為多數幣制改革者所忽視。信用之控制者常遇上述人的因素之作用、反作用、及相互作用，此則未能正確測定者也。誠如美國銀行家麥克勞夫林 (McCaughrin) (註十) 云：「信用之主要因素為一心理狀態」，且謂：「……設不能控制輿論，則即不能控制信用」。在現代複雜之經濟組織下，中央銀行控制職務之執行，誠不能在任何時間任何環境下均屬有效，然吾人並非謂中央銀行因此不應努力於信用之控制。吾人之意旨，僅在說明信用控制上有許多限制，故以為中央銀行所執行之控制職務應限於憑其本身經驗所知者及其他中央銀行在順利環境下所能完成者。中央銀行如期望過奢，則或將遭遇失敗，其結果甚或適得其反也。中央銀行在貨幣方面失敗，將引起人民之不信任，而此實為中央銀行執行控制職務之致命傷也。

然欲藉控制信用以穩定物價或商業活動者，則此項計劃之實施，必有待中央銀行繼續執行有效之控制。

第六節 物價水準之控制

關於信用數量之控制，許多經濟學者皆以為中央銀行可按物價指數或可按由估計所表示物價上漲或下跌之趨勢，增加或減少必需之通貨量 (註十一)，以期迅速抵消此項趨勢，而能控制商品價格之水準；但吾人必先有種種假定，始敢同意是項見解。第一、吾人須假定物價指數之編製能十分準確迅速，而可用為上項目標之有效指針；第二、須假定貨幣數量與物價水準有一極密切與一致之關係；第三、須假定中央銀行能立即收縮或膨脹

貨幣數量並能正確達到其所期望之程度。但實際上，上項假定無一能完全實現者。

物價指數之編製，固隨時有極大之改進，但因其必須能包括各種代表商品，必須能對各商品作適切之權衡，且必須能迅速編製始能合適用，故無論如何，終將有若干細微之錯誤。且物價指數更有一缺點，即物價指數之上升，每僅因穀物歉收或其他暫時貨物缺乏之故使少數商品價格上漲所致，而物價指數之下降，每僅因技術改進，效率增加及生產成本低減所致。

更有進者，貨幣數量與物價水準，並非具有極密切或一致之關係，而此項相關性之缺乏，則有種種理由可資說明。因如前所述，銀行信用並非為購買商品之唯一種類信用，且銀行信用亦並不僅供購買商品之用，而可用於購買不動產、證券與勞務等。又如有時銀行信用量雖增加，但因證券與不動產價格之上漲，致物價水準反趨下跌；有時銀行信用量雖減少，但因證券與不動產之下跌，致物價水準反趨上漲。里溫斯基曾以波蘭為例，謂該國之通貨數量，在一九一三年與一九二五年間曾減少一釐，然其批發物價指數，則反增高 5% ，而股票交易所之交易指數與不動產價格則顯示大量之下跌。又如美國在一九二二至一九二九年間銀行信用大量擴張時，商品價格水準僅有細微之變動，但股票交易所內證券之價格與不動產之價格，則顯有極度之增高。

再者貨幣之流通速度係一變數；此已為有些貨幣數量說者在公式中所假定。此種公式，或可用以說明在貨幣數量及其流通速度間，及在商業量與物價水準間均有某種關係之存在。但對於欲藉控制貨幣數量，以謀控制物價水準之問題，則並未供給任何可資解答之真正線索，蓋公式中之其他二因素，即商業量與貨幣之流通速度，均屬變動之因素，不能任人控制者也。

鈔券或金屬貨幣或銀行存款之流通速度，大抵為人們活動反應之結果。通常在商業活躍與物價上漲期間，則其流通速度趨增，在商業萎縮與物價下跌期間，則其流通速度趨減。有時此項趨勢可藉利率之劇烈變動轉變之，但有時則不然。有時流通速度之增加亦可由銀行信用之收縮而抵消之，有時流通速度之減低亦可由銀行信用之膨脹而抵消之，但在各國發生之情形，多為銀行信用之收縮，大都被流通速度之更增高所抵消，而銀行信用之膨脹，則為流通速度之更減少所抵消。一般而論，中央銀行在決定其貨幣政策時雖可預測流通速度之趨勢

但通常不能使有效抵消之，蓋此不僅因流轉速度之增減率不能預先正確測定，且亦因決定物價之因素，除貨幣數量成本，及貨幣流通速度外，尚有其他因素之故也。

在各種時期，吾人已知非貨幣因素對於商品價格亦有極大影響。例如氣候與農作物之情形，戰爭，政治上或工業上之紛擾，生產方法之改良或生產式樣之變更，不信任與悲觀或信任與樂觀之思潮等，常能影響物價之漲跌，有時甚至使其與銀行信用發生相反之變動。有些經濟學者雖亦承認非貨幣因素對於物價之影響，但均認為無論如何此等影響可由貨幣措施抵消之。然實際上，有許多非貨幣因素經常發生作用，其對物價之影響不能精確測定，故實未能全由貨幣政策抵消之。換言之，一般而論，非貨幣因素係在中央銀行控制能力之範圍外，故中央銀行如其為所不能，則或將引起不良之結果也。

抑有進者，許多中央銀行對各該國金融市場，固已有極堅強之支配力，可用各種辦法擴張或收縮通貨，但因其信用控制上可能遭遇種種困難，致不能立即收縮或擴張，或雖能擴張或收縮，但不能達到預期之程度。故在過去多次緊急時期，中央銀行在此方面之努力曾因種種紛擾力量之存在，遭受嚴重之打擊。

中央銀行如發現商品、證券或不動產等之價格繼續上漲而認為該國之信用有過度之膨脹，且信用之供需間有失調之趨勢時，則在此時期可提高貼現率，並在公開市場出售政府證券，以謀阻遏此項趨勢；如仍無效，則可繼之更提高其貼現率與更大量出售政府證券，甚或提高會員銀行之最低準備率，如美國最近所採行者是。然亦有些時期，以上各種措施，或均不足以迅速對抗信用過度膨脹之趨勢。蓋如一般商業銀行若持有大量金準備，而金融市場亦有充足之資金時，則中央銀行之活動即不能促使真正之信用緊縮。有時利率之提高雖可促使相當之緊縮，但商業前途之樂觀與投機預測之樂觀，仍或足以引誘企業家及投資者不顧高利之壓迫，而更擴大信用之使用。

同樣，一中央銀行如欲阻遏物價之下跌與挽救商業活動之萎縮，固可降低其貼現率，購入證券與票據，甚或降低商業銀行之最低準備率；上項活動，確能增加一般商業銀行創造信用之潛在力量，且能降低一般利率，但有時未必即能造成真實之信用擴張及促進商業銀行之復趨活躍。事實上，當中央銀行從事信用膨脹之活動

時，信用與商業或更趨收縮，物價或更趨跌落。此蓋或由於一般人對於商業前途與物價變動之信心已極度動搖，且均持悲觀之態度所致。在一九三〇至一九三四年間，多數國家皆已目睹中央銀行欲消除不信任、悲觀、萎縮與倒閉等運用其信用政策與控制活動之完全失敗。

為求物價之穩定而謀信用數量之控制者，已由事實證明遭遇極多之困難，但不能即謂信用之實的控制可較有效。就理論言，頗多贊成信用之實的控制 (Qualitative Control) 較諸數量之控制更為科學而合理，且如在完全之計劃經濟中，則不難想像前法較後法能產生更積極之效果，但完全之計劃經濟不僅為目前各地所無，且即在將來亦難望其有產生之一日；然如欲以信用之實的控制，運用於一非計劃經濟或一不完全之計劃經濟中，則較諸信用數量之控制恐將產生更多判斷上之錯誤，恐予物價水準以累積與加倍之影響，並恐有更多之一般之限制 (註十二)。中央銀行由其本身之努力與活動，至少可直接控制信用數量之大部分，但在信用實的控制方面 (註十三)，中央銀行本身僅能完成極小部份，而主要則端賴商業銀行 (註十四) 之合作，商業銀行本身在控制其信用之最後分配與使用上亦有種種之困難。

雖然中央銀行之控制技術將來或能改進或能發明新法，且中央銀行與商業銀行間或亦能個別或集體研討如何在技術上改良其控制之方法。然就目前而論，除在特殊之環境與極短之期間外，尙未能獲得極有效信用控制之希望。

此點已為聯合準備制度總裁局委員瑞柴克 (Smead) (註十五) 所證實，彼曾言曰：雖然，

「在美國所可運用之各種信用控制之方法，似極完備而有力，但若認爲由此即可得一完善之信用控制，則誠屬錯誤。首先，此等方法之運用，既不能機械化，亦不能運循一成不變之定則。信用與經濟之關係極為複雜，且需要此項行動之環境亦常有種種程度上之不同與其特殊性。」

聯合準備局 (註十六) 亦嘗謂「欲將用以判斷種種不同信用情況之各因素，歸納成任何單純之公式」，實為不可能之事；並謂：「向來無統計分析可以代替人為之判斷而為信用管理指針者」。

各國銀行家由經驗所知，目前尙無自動之機構以代替人為之判斷，因其中須計及許多人的因素，而此則在

信用情況中最高爲捉摸不定者也。惟統計分析，對於人爲之判斷，可有極大之幫助。但無論如何，信用情況中不
定因素及不能預先測定之因素之活動，與因而欲控制此項任何所作之人爲判斷，均有錯誤之可能，故欲使任何
穩定物價之計劃於幾年內施行成功，幾爲絕不可能者。

假定信用能有效控制，足以穩定物價，吾人試問此項措施是否有益於一國之經濟福利，其解答決非如驟視
之簡單也。貨幣購買力之穩定固極有益；但有時或可有其他更利於本國或各國一般經濟利益之政策。

吾人須注意者，物價係便利經濟機構各部分調整之一工具，在經濟生活中佔有極重要之地位。在古典經濟
學家常強調物價機構之重要性，然現代多數經濟學家則於渴望物價水準之穩定中常多低估物價之功能，此外亦
有其他各國之經濟學者，極重視物價變動對於整個經濟機構之重要性。

如里溫斯基（註十七）謂：「物價機構在使生產調適於社會上佔重要之地位」，又云：「基於個人自由之經
濟組織，如物價之變動遽告停止，則即不能達其任務」。安特生（註十八）在說明經濟平衡失調爲不景氣之根源
時，謂：「經濟失衡之恢復，端賴物價之變動」；又云：「競爭雖有其缺點，但自由競爭市場決不致如政府或
其他大團體執行錯誤之政策之甚也」，因「在自由競爭市場所發生之早期價格變動，即不啻預示經濟平衡之失
調，而促使其及早採取矯正之措施也」。據瑞典經濟學家耶林（Olin）（註十九）教授云：

「爲調整經濟情況之長期政策，或須計及某種價格與其生產等之變動，而後者則爲進步之社會中，極自然且極有利之變動也。」
又法國經濟學者琴納（M. Jarry）（註二十）謂：「物價之變動並非無效用」，因「其能阻遏浪費與抑止過
度之慾望」等。

此外，英國經濟學家格里果（Gregory）（註二十一）與奧國經濟學家哈葉克（Hayek）（註二十二）皆謂由經驗證明
不斷發生之經濟混亂與嚴重之經濟失調，甚至在物價穩定之時，亦常出現於經濟機構中。如美國自一九二三年
至一九二九年年初，商品價格水準雖相當穩定，但發生股票與不動產價格之暴漲，銀行信用之膨脹及有過度生產
之趨勢，其後不僅證券與不動產之價格狂跌，即商品之價格亦然。至於以商品價格本身而論，雖一般物價水準
穩定，但各別價格間之變動仍不能阻止，而此則行將引起各種物價間關係之失調。

一般在討論物價穩定時，尚有一要素常被忽略，而為青島經濟學家格連斯（G. E. G. Green）氏所重視者，即在穩定之物價水準下，以一定量之財貨，作價權債務之清償，並非即為等量之犧牲，因如由於豐收，或由於技術上之發明與改進致工業出品增加等因素，使生產者得以較少之犧牲，供給等量之財貨；反之，若遇荒歉或在產品稀少之場合，則生產者須以較大之犧牲始能供給同額之財貨。

第七節 商業循環之控制

關於商業循環控制問題，吾人所遭遇之困難正與穩定物價時所遭遇者相同，即第一、生產量與商業量指數之編製，不能非常迅速正確足供上項控制目的之有效指針；第二、貨幣數量與生產量及商業量間並無極密切與一致之關係；第三、中央銀行常不能立即收縮或擴張貨幣數量，有時雖能立即收縮或擴張，亦不能達到其預期之程度；及第四、信用之質的控制，不能作廣泛或深入有效之運用。

現代經濟組織下，因生產、分配與消費過程之複雜，自原料生產至製成品出售時間之過長，及交易之繁多與複雜等，在使人們判斷上有許多發生錯誤之機會。故中央銀行或任何其他機關，如欲避免生產過剩或商業活動上之其他循環變動等，實極不可能者也。

第八節 匯率之穩定與金本位制

在穩定匯率方面，世界各國已有豐富之經驗，並已證明其所遭遇之困難除在大規模戰爭及戰後某一時期外，並非為不能克服者。且此為國際間曾運用之唯一方法。

雖然，匯率之穩定，多已為各國政府在黃金暫停支付期內之政策，但吾人可謂此在現代已與金本位制發生最密切之關係。因在金本位制下，匯率之變動，僅限於極狹小之範圍內，即僅限於所謂「現金輸送點」且金本位制迄乎一九三一年之六十年間，除因大戰及戰後之影響暫中止五年至十五年外，均為極大多數國家所維持，吾人可謂匯率之穩定，誠為當時各國實際貨幣政策之主要目的，並已獲極大之成功，僅在極度失常之環境下

曾告失敗，惟在此種時期實爲任何其他貨幣政策所不能奏效者也。

金本位制與匯率穩定政策過去厥功甚偉，僅在戰時及由於戰時緊急措施所造成之戰後失常狀況下，曾告失敗。此項事實似爲許多近代作家與立法者所忽視。誠如荷蘭銀行總裁謂：「不責備有違金本位制之經濟與財政政策……而徒責備金本位制本身，此實極不合理」；又云：

「金本位制並非一獨立之力量，並非不受能支配世界大局之諸因素及能防止或矯正許多經濟與財政錯誤之諸因素之影響」（註二十）。

吾人須注意者，即一國當從事大規模長期戰爭時，往往被迫採用在平時認爲極不健全而頗危險之財政措施。通常各國在此時皆發生大量之債務，且在國內及國際間發生不斷之紛擾。且每經大戰後多有社會改革之要求，其程度當視當時之政治情形而定，此則亦轉而增多政府之支出，加重賦稅之負擔。社會改革之辦法，多皆促使經濟機構更少彈性，更趨嚴密而終使其更不易作自動之調整也。

然每經戰爭、革命或其他大混亂後，一國必在其政治與社會之可能範圍內，設法作經濟上之調整，而謀金本位制之恢復，或以舊匯率爲標準，或認爲有貶值之必要時，則酌定一較低之匯率；甚少傳聞有實行管理貨幣之需要，而批評金本位制之弊害者。貨幣之常常貶值，勢將擾亂商業與銀行業，阻遏節約，終必自食其惡果。貨幣貶值必須視爲最後之手段，且在較其他方法弊少時始可行之。且僅當經濟機構上發生大紛擾或大失衡。爲求近代標準之社會福利與經濟機構之更趨嚴密計必須調整時，始得實行。

第九節 管理貨幣制

管理貨幣制之所以受人歡迎，大抵由於金本位制有其公認之缺點。雖然，就過去之活動言，金本位制並非爲一盡善盡美之機構，但世界經濟生活中嚴重混亂之發生，則亦不能盡歸咎於金本位制也。事實上鑒於戰後期間各國大量戰債之重負，商務上有種種限制或禁止之國家經濟主義之盛行，人爲限制出品之種種計劃，政府對商業及金融上干涉與參與之增加，及短期資金之大規模移動等，金本位制在此種情況下，尙能支持數年之久。

其成就實足驚人。

有人以為近年來管理貨幣制在英國、瑞典等國實行之結果，已證明在現代情況下實行之有效，故應儘未其範圍與加強其使用。但吾人須注意者，就時間、地點程度而言，此僅屬相對之成功，而非即證明其有確實之功效也。管理貨幣制，必須有繼續與有效之信用控制。但信用控制，如前所述，有其內在之種種困難。此在短期間或可克服，但在長期則難。此項困難或難似管理貨幣上之任何偉大之努力，歸於失敗，並或將加重其禍害。管理貨幣，在貨幣與銀行政策上雖有相當之地位，且當環境不宜於金本位制之過渡期間，亦有其施行之必要，然實際上則諸多限制。如布及斯（註二十三）所云：「在貨幣管理上無上好辦法足以免除人類在政治與經濟上之罪惡」。

第十節 金本位制

自實際觀點言，金本位制終極重要，其最大之利益，可據引吉伯生（註二十四）之言曰：「金本位制非為一國人的控制者或統制者，若必依賴選舉人而能阻止政府與銀行違反健全之金融原則」；又如法蘭西銀行（註二十五）於其年報中，謂金本位制為「一工業與商業活動之真正測量器，能及時顯露經濟上之幻象，並能指出方向之錯誤，有時雖不免過於苛利，但極有效力」。換言之，金本位制能自動約束一國之經濟生活，此制者與管理貨幣制相較，不僅可較少依賴人為之判斷，且較少受政治上之影響。此亦如格望里（註二十六）所云：「金本位制之背後有某種心理上之支持，此價值實不容忽視」。

雖然，在當前之金本位制並非如今日所想像之一自動之機構，但當時其能自動之程度，實較諸其在目前世界經濟政治情勢下所能運用者為大。惟目前多數重要國家實行封鎖經濟與控制經濟之環境下，一般所謂之金本位制乃較系統之金本位制更較活動，且更強較大之管理與受人為之裁決。簡言之，在過渡期間，當世界政治經濟狀況不允許多少能自動之金本位制實行前，則所謂金本位制者，實為一管理之金本位，而非為一自動之金本位也。

本銀地位之管理，猶如駕駛自動車。雖然按字義論，自動者，自己移動也；但在現代都市交通之情況下，欲能駕駛自如，則駕駛者須有極大之技能與審慎。惟自動車有一機件，其極有規律而正確之反應，熟練之駕駛員事前可以知之。是項機件時時需要調整，此則熟練駕駛員可以迅速為之，且其效率與可靠性，亦能日漸改良。然在管理紙幣通貨則猶如教師管束其學生。學生有某種幻想，有時甚反應每與教師所認為正當合理者相反，甚且有完全違反教師之善意者。

故從理論上與事實上言，金本位制在長期內可較管理貨幣需要較少之信用控制，此點實重要，蓋因由中央銀行控制信用業已證明在範圍上與程度上之均有種種限制。但各國中央銀行甚或在金本位制下如認為各該國之經濟利益，可由信用控制改善之者，則其中央銀行自當盡力為之，尤以在目前之環境下為然。

此外，中央銀行應隨時比較信用與非貨幣因素之活動情形，從而觀察信用在整個局面中所佔之成份如何，因在決定信用政策時，此二者間之關係，極為重要。此外有關信用政策決定之另一重要因素，為中央銀行應隨時觀察商業循環已進展至何種特殊階段，以期決定何時採取行動，採取何種行動及應行動達何種程度。

第十一節 信用控制之程度

任何國家中央銀行可以控制信用之程度，係取決於下列諸因素：第一、本國金融市場發展之階段及中央銀行與金融市場相互依賴與接觸之程度；第二、商業銀行佔中央銀行制度中會員銀行之比例及其因再貼現或擔保、借款依賴中央銀行之程度；第三、中央銀行與商業銀行間合作之程度；與第四、中央銀行對於各銀行、其他金融機關、金融市場及證券與商品市場等之道義感召力量如何。但中央銀行在國內極能造成更有力使其於其活動之環境。如中央銀行可補助金融市場使其更具彈性與效率，更能影響中央銀行之活動；至在多數後進國家或在少數先進國家，其缺乏組織之金融市場者，則中央銀行可扶助一金融市場之建立與發展。此外中央銀行應以其賢明之領導協助之態度與高尚理想之行動努力，取得各商業銀行之積極合作，並增加其對於一般金融與商業團體之道義感召力量。

中央銀行因其在銀行制度中之領導地位已屹然建立，並已爲一般銀行所承認，且各金融與商業機關因由經驗已知中央銀行之種種措施，大抵與彼等有利，故對中央銀行之行動與警告皆甚注意，故中央銀行之活動，亦半皆告勝利，且通常均能爲全國經濟利益完成其信用控制之職務，而無須訴諸任何強制之辦法也。

至在金本位制下之信用控制，其目的不僅在維持匯率之穩定，且應在可能之範圍內盡量減少物價水準與商業活動之變動，亦即所以避免極端之通貨膨脹與通貨收縮，或商業之極度繁榮與萎縮。

中央銀行爲此目的，應盡量隔離國內信用機構，使不受國際間大量短期資金（此已成爲戰後國際金融之一大特質）之流出流入，及往來帳或長期資金帳上收支差額之暫時移轉等之影響。如中央銀行，察知由於國內經濟機構或某種外來力量之故，致有失却平衡之趨勢時，則不應採取自動之政策；但可允許國際收支差額之變動影響狀況及利率與物價水準。吾人之意見適與少數經濟學家相反，以爲利率與商品價格之變動必須視爲恢復平衡之必要工具，因其能經由各方面矯正錯誤之趨勢也。換言之，國內信用機構永久與國際收支差額之變動隔離，將助長錯誤之趨勢與加重經濟上之不平衡。

近年來，在英、美、法等國，其政府控制外匯之活動，及少數其他國家程度較小之活動，以謀國內信用機構與國際間資金及黃金移動隔離之控制，在技術上已有更好之發展。例如在英國，因是項移動對信用情況之影響，通常已能設法加以避免，即當外匯平準基金帳購進黃金或外匯時，則出售等額之國庫券；或當黃金外流或出售外匯時，則購入或償還國庫券。美國在短期內，其財政部所管理之穩定基金帳 (Stabilization and Inactive Gold Accounts)，亦殆與英國之外匯平準基金帳採用同樣之步驟，即以國庫券收入購買黃金或爲其他目的而對存之黃金。英美二國在運用上唯一不同之處，乃在後者（註二十九）較前者更爲自動與嚴格。在一九三八年春，美國因貨幣政策與商業萎縮等關係，乃取消穩定基金帳，並解封該帳所有之黃金，當時計達 1,115,795,000 美元。

於此，吾人須鄭重說明者，卽此項外匯平準或穩定基金之設置，已大減輕中央銀行活動之重要性，而使政府決定或執行貨幣政策上負甚大之責任。

亦嘗有為欲控制信用與外匯起見，平準基金即在國際金本位恢復後仍有保留之必要。然若仍採目前之方式，則實極不相宜，蓋此使中央銀行與財政部之外匯管理機關分負其責也。

在「金本位制」下，中央銀行負有使國通貨對於外匯維持某種平價之職責，有時管理平準基金機關之措施或將抵消黃金或資金之移動，而此在中央銀行則或認為有聽任其影響國內信用狀況之必要。以獨立帳戶之形式，設置平準基金，容或有某種理由，因如在目前英美二國之情形下，為避免黃金與資金移動之活動或需極大之經費，此不應常由中央銀行負擔也，尤以中央銀行非為政府所有之場合為然。然為集中專權計，是項帳戶應受中央銀行單獨之管理與控制，如南非準備銀行為聯邦政府代負盈虧而運用及管理外匯穩定帳是 *South African Reserve Bank*。

控制之另一工具，或可廣為採用，並可發展以為加強中央銀行控制之技術者，即為授權中央銀行得增減商業銀行須在該行存放之最低準備額。美國聯合準備制度與新西蘭準備銀行近已受有此項特權。美國聯合準備制度並會使用此項權力至最高限度，即令商業銀行增加其最低準備率至原有之二倍，是故得致大量減少一般商業銀行以其在聯合準備銀行差額為基金之創造信用之潛在能力。

前曾言及，在目前政治與經濟之狀況下，各國如欲恢復金本位，則在運用上須與較大之彈性。前日討論將來黃金生產量之大增，實為便利新金本位取得更多彈性之一重要因素。

第十二節 英美二國間之合作

欲盡量縮小物價水準與商業活動之變動與維持匯率穩定之責任，端賴英美兩國共同負責，因彼等之中央銀行與金融市場能支配世界金融，且其活動經由金本位可影響及世界各地。大戰前，僅英國獨負其責。

或有建議國際清算銀行 (*Bank for International Settlements*)，必須使成為真正各國中央銀行之中央銀行，並能控制國際金本位之活動，如此議能付諸實現，則將使各國貨幣當局受制於國際清算銀行，此在國家意識如此濃厚之現狀下，實難存此奢望。且亦無人得知國際清算銀行甚或有接近此項地位之可能。然該行目前尚有擴大職權之餘地也。

因此，英美二國關於貨幣政策與信用控制方面密切之合作，實為將來國際金本位有效活動所必需，而金本位之成功與否，亦得視該二國在固定匯率能調和貨幣管理之程度而定。

(註一) 卽商品價格水準。

(註二) 此係指尚未被銀行發現之票據與期票而言。

(註三) Inquiry into the Currency Principle, p. 19 and History of Prices, Vol. II, p. 125.

(註四) Principles of Political Economy (George Routledge & Sons Ltd.), pp. 35-162.

(註五) Banking (Revised Edition), p. 92-3.

(註六) Money Credit, and Prices, pp. 66, 15.

(註七) The Value of Money, pp. 108-9.

(註八) Qualitative Credit Control, p. 37.

(註九) Annual Report for 1923, pp. 4 and 31.

(註十) American Banker's Association Journal, August, 1936

(註十一) 卽交易之媒介(紙幣、金庫貨幣與常被視為存款通貨或銀行貨幣之銀行存款等)。

(註十二) 杜克曼氏曾舉一例，認爲「信用數量控制之困難，不亞於信用之質的控制」，又謂：「事實上，其困難更多」，但彼承認，

「因鑒於信用之質的控制之困難，故在『非計劃經濟中，信用之能否控制，誠屬一極有趣味之問題』。如此彼引勃拉克脫(Sir Basil Blackett)之言曰：『設在其他經濟與政治方面或無計劃，則欲求一物價穩定之水準，實屬不可能者也』。

(註十三) 見本書第八章第一節「直接行動與道義勸告」，與同章第三節「證券放款限額之變動」。

(註十四) 見本書第十四章第六節中央銀行與商業銀行間之合作。

(註十五) American Bankers Association, Journal April, 1937.

(註十六) Annual Report for 1923, p. 36

(註十七) Money, Credit and Prices, p. 70

- (註十八) Chase Economic Bulletin, June, 1931.
- (註十九) Svenska Handelsbanken Index, Dec. 1930.
- (註二十) Lloyds Bank Monthly Review, June, 1931.
- (註二十一) The Gold Standard and Its Future (Third Edition), p. 168.
- (註二十二) 民 Prices and Production and Monetary Theory and the Trade Cycle
- (註二十三) The Value of Money, p. 207-8.
- (註二十四) Annual Report of Netherland Bank, for 1931-32.
- (註二十五) American Banker's Association Journal, August, 1930.
- (註二十六) London Banker's Magazine, July, 1932.
- (註二十七) Annual Report for 1931.
- (註二十八) The Gold Standard and Its Future (3rd Edition), p. 120.
- (註二十九) 穩定基金帳之運用首於一九三七年九月發生糾葛，因當時有黃金三〇〇,〇〇〇,〇〇〇美元，以對聯合準備銀行發行黃金證券之形式自該帳移交聯合準備制度，而後者則將此帳記入國庫帳之貸方。

第九章 中央銀行之貼現政策

第一次大戰前，貼現政策多為各國中央銀行控制信用之主要工具。有時，雖亦運用其他方法，但通常均與貼現率連帶應用，而為其補助之武器。然此後以貼現率為控制信用工具之重要性，與其他方法相較，已相對減低。

第一節 英格蘭銀行貼現政策之演進

一八三九年，英格蘭銀行首次使用貼現率（稱為銀行率），以為信用政策之工具。

前此，銀行率或為百分之四，或為百分之五。當市場貼現率趨跌時，英格蘭銀行之慣例並不將銀行率隨降至百分之四以下，其時英格蘭銀行雖無人以票據向該行貼現，但因此得阻止市場貼現率更趨下跌之趨勢與減少貼現率之變動；他方面又因高利貸法之限制，銀行率不能超過百分之五，然自一八三三年始，此法較前鬆弛，三月期之匯票，得免受該法之拘束。數年後，則任何期限之票據，皆不受此法限制。

英格蘭銀行當其仍受高利貸法之限制時，其貼現率不能高過百分之五，乃採用其他方法以限制向彼通融之要求，以期保護其金準備與維持貨幣之匯價。其法，即為信用之分派（Rationing of credit），限制每一申請人之融通額，並縮短合格貼現票據之期限。但此二種方法，常引起嚴重之抗議。

一八三九年銀行率初度提高至百分之五。五，旋即增至百分之六。然其時並非全賴此控制方法，而另有縮短票據合格期限之辦法以為補充，在短期內曾將合格票據期限由九十日減至三十日。次年，會再度運用縮短合格票據期限之辦法。但此係更替銀行率之提高，而非為其補助者也（註一）。

在一八四四年之銀行法案尚未實施前，英格蘭銀行控制信用之主要工具，多賴銀行率之變動，而以貼現票據合格性之變動，或任何其他方法為副。且在金融緊急時期，並放棄以信用之分派為限制信用之可能方法。嗣後該行逐漸發展而就「最後貸放者」之地位，是則當金融恐慌之際，此種信用之分派，與縮短合格票據之期限

等方怯。其「最後貸放者」之職責相協調矣。……其計用之代為。……
一八四七年之恐慌，實以銀行率為防禦工具之首先真正測驗。是年銀行率曾提高至百分之八。渣初來氏嘗言：「高度銀行率之目的，在以自然之阻礙，代替該行前此所倚賴之貼現方面強制性之阻制」並「為協調該行最後貸放者之職務，與維持金本位之責任所不可或缺者也」。

英格蘭銀行由一八四七年之恐慌獲得二大教訓。第一，即信用限制政策之實施，不宜過遲。蓋一旦信用膨脹投機風熾後，此項趨勢一時殊難挽救，尤以此項趨勢已為低利政策所刺激者為然。一八四四年末英格蘭銀行乃打破其銀行率不隨市場利率降至百分之四以下之往昔慣例，而將銀行率自百分之四減至百分之二·五。自此時至一八四八年二月止，銀行率常在百分之二·五與百分之三·五間，致造成低利之局面與信用之濫用。其時英格蘭銀行雖欲提高銀行率以期收縮信用，但「直至一八四七年春險象環生時，始提高至百分之五，是年十月，恐慌已爆發（註三），而猶不超過百分之五·五」（註四）。是銀行率之提高，固為時已晚，未能立刻奏效。其後，恐慌愈演愈烈，英格蘭銀行之融通額愈大，準備金之喪失愈多，乃致英國政府干與其事，通過法律授權英格蘭銀行得暫時打破一八四四年銀行法案中關於「凡在保證額以上之發行，須以十成現金為準備」之規定。此政府所以鼓勵英格蘭銀行藉對合格證券之貼放，以供應人民之需要，惟此時限制銀行率不得低於百分之八。

第二、金融恐慌最易為不能取得融通之恐懼所造成，同時如能以一定之貼現率，確保融到款項之取得，則亦最易使恐慌渡過。一八四七年英格蘭銀行並未感覺有真正利用超額發行特權之必要。因自宣佈銀行法之暫停後，恐慌已旋告平息。

一八五七年與一八六六年之恐慌，證明英格蘭銀行並未善用其自一八四七年恐慌所獲得之教訓。其時英格蘭銀行雖迅即提高銀行率，以阻遏現金之外流，但對國內不當之信用膨脹與投機事業，已嫌遲緩，不及阻止矣。換言之，即銀行率對於資金之外流，雖能迅速反應，而對國內之提存則不然。終致英格蘭銀行業務部之準備薄弱，不足以應付當前之危機。

一八五七與一八六六年。英格蘭銀行又發現有暫停銀行法案之需要。一八五七年英格蘭銀行確須利用超額發行之特權。一八六六年則券如十八國電報英格蘭銀行可予一般通融之保證。似已足以解弛此危局。一八六四年與一八五七年銀行法案之暫停。係由政府主動。至在一八六六年之恐慌。則由英格蘭銀行主動。並擔負自由貸放之責任。在一八五七與一八六六年政府堅持銀行率須維持百分之十。直至無需暫停銀行法案時止。

上述種種恐儘可資說明英格蘭銀行之地位能受投機活動及不常信用膨脹影響之程度。及該行必於及時採取保護金準備之措施。英格蘭銀行率為信用控制之主要武器。今已屹然建立。且英格蘭銀行業區接受此項限制。即當商業興盛與投機盛行時。則必須竭盡全力限制信用之膨脹。當商業蕭條金融緊迫時。則決不應如世入四此等動之所為者。如直接收放或限制信用。反之。更應自由貸放。以解弛一時之緊迫。但利率則必須提高。以斷以盡量限制再貼現之請求。而僅貼放於需求最迫切者。以減少信用之最特需要也。Pruning Property

同時。在銀行率之性質方面。已發生重大之變化。在一八四四年前。銀行率非常穩定。常在百分之四至五間。且一律適用於凡可承受之票據。不獨票據之期限及其品質如何。自一八四四年後。英格蘭銀行開始採用彈性之信用政策。銀行率之變動。自一八四四年之百分之二。五。至一八五七與一八六六年之百分之十八。並於一八四五年。引用最低貼現率之辦法。是年。英格蘭銀行宣稱。此最低貼現率。僅適用於票據期限有一最高限額（在此時為九十五日）之最優等票據（First-class bills）（註五）。至於其他票據之貼現率。則按其品質與期限之不同。而有差別。此種貼現率之變動。原無定則可據。惟取決於環境情形與英格蘭銀行之裁奪耳。例如一八四七年之某一週期票據貼現率之範圍。實際上自百分之五。至五週用於期限最短之票據。遞增至百分之九。五（註六）。銀行率之伸縮彈性。及其差別率之辦法及最低率之原則。均為英格蘭銀行繼續維持並視為臨現政策之

重要部份

在十九世紀所確立之銀行率。以其另一特徵。即須常在市場利率之上。蓋惟當外界無法供給信用時。英格蘭銀行始能貼放信用之最後泉源。因是銀行率乃含有懲戒性之目的。且英格蘭銀行可引導市場利率使之上升。以示戒之警告。或謀信用之收縮。其下降則須視市場利率之跌落而定。其利率之變動。然因

通常銀行率固定於市場利率以上之真實價值，倘英格蘭銀行除在危急之時外，平時甚少貼現之業務，然因此亦使其顧客作合理之怨詬。英格蘭銀行乃於一八七八年宣布對彼自身顧客之貼現業務，不再依照公布之貼現率，而以市場率或接近市場率之利率，予以再貼現。然因此類顧客有限，故此舉並非為英格蘭銀行與商業銀行競爭貼現業務也。

「據某種意見，英格蘭銀行頗擬避免競爭，（如以1%或2%（註七）所言），但英格蘭銀行除非全部放棄貼現業務，否則即不能繼續使其貼現率遠離於市場利率；但有時對顧客予以不同之貼現率，則必使銀行率——公告利率——成為競爭性之障礙。」

同時，貼現市場亦明瞭無論在恐慌時或任何暫時之緊急期間，均可倚賴英格蘭銀行，請求該行予以融匯也。

英格蘭銀行為英國金融機構核心之地位，今已屹然確立，而其領導與管理金融市場之職責，亦經一致為認。一八四七、一八五七、一八六六年之諸恐慌，均為予英格蘭銀行獲得信用控制技術初階之良機。自一八六六年之恐慌後，迄一九一四年之世界大戰爆發前，英格蘭銀行縱非發現有暫停銀行法案之必要。

一八七三年英格蘭銀行又遭遇危局，乃將貼現率提高至百分之八與百分之九，並維持數星期之久，此事旋得迅速順利解決。其後在一八九〇年因對外匯證券普遍與過度投機之結果，引起巴魯兄弟（Barings Brothers）金融公司之倒閉，致造成非常危急之局面。此時，英格蘭銀行之貼現率，已提高至百分之六，並根據其過去處理恐慌之經驗，深知該公司倒閉之潛在反響甚大，乃與其他銀行及金融機關合作，銀證支付該公司一切到期之債務。幸賴此項措施，人民之驚恐兼告消失，一般之惶懼得以平息。一九〇七年之恐慌，係由美國之金融恐慌所造成，倫敦為世界金融市場之中心，且為一自由金市場故益增其嚴重性；於是銀行率在十日內乃自百分之四，而提高至百分之七，此舉非常有效，足以應付危局，而於短期內，平衡又告恢復。

在大戰前，英格蘭銀行於執行其控制職務時，亦常運用其他方法，如向倫敦市場借款，在相當程度上提高黃金之買賣價格，或與法蘇等國協商信期等是。然一般而論，英格蘭銀行實以銀行率為控制信用之主要工具。

第二節 對戰前其他各國中央銀行貼現政策之影響

英格蘭銀行運用貼現政策之經驗及其基本原理，歐洲其他各國在十九世紀中葉曾對此作廣泛討論。

一八五七年法蘭西銀行因高利貸法之取消乃採用英格蘭銀行之辦法，提高其貼現率以阻止金準備之提取，但規定在貼現率百分之六以上所得之收入，須撥充特種基金（註八）。其他國家亦羣起效尤，及經相當時期後用以貼現率為信用控制之工具，已漸趨普遍；但如英格蘭銀行之運用頻繁與變動之烈，則舉世無能與之比擬者。

例如，法蘭西銀行所採行之貼現政策，嘗求其變動之次數稀少，而變動之範圍，亦求其狹隘。據派爾格來夫（Palgrave）氏，在一八四四至一九〇〇年間，英格蘭銀行之貼現率曾變動四〇〇次，而法蘭西銀行僅一一一次（註九）。且在危急期間，法蘭西銀行之貼現率，通常亦遠不如英格蘭銀行之高。如一九〇七年之恐慌，在一星期內法蘭西銀行之貼現率自百分之三提高至百分之四，而英格蘭銀行則自百分之四·五提高至百分之七。又如一八六六年，英格蘭銀行貼現率之變動幅度為百分之三·五至百分之十，在一八七三年，則為百分之三至百分之九。

就大體言，英格蘭銀行可為一大極端，其貼現率變動之次數最多，變動之範圍亦最廣；反之，法蘭西銀行之貼現率其變動之次數最少，其變動之範圍亦最小，可為另一極端（註十）。在此兩大極端間，則有德國國家銀行、荷蘭銀行、瑞典國家銀行等，各有其種種程度不同之變動。

法蘭西銀行貼現率之較為一律，在英國常視為英格蘭銀行所應效法者，因在恐慌與危急時期，英格蘭銀行貼現率變動之頻繁，與利率之高昂，常被認為足以阻礙英國工商業之發展。此項爭端遠在一八三九年，當休謨（Hume）氏將此問題提出於下議院時，即已發生。一八四〇年 Toke 曾為英格蘭銀行辯護，其言曰：「法國之貨幣大部份係為金銀貨幣，且對外貿易所佔以此項貨幣為媒介所經營之交易之比例極小」，而英國則不然，「金銀貨幣在英國貨幣中為數甚少，而貿易額則如此鉅大」因此，「法蘭西銀行似較易維持較高之金準備率」（註

十二、彼認為在某種情形下，英格蘭銀行如欲矯正一趨勢或挽救一危局，如不提高貼現率，則其唯一替代之辦法，即為分派信用，或縮短合格貼現票據之期限。如當時法蘭西銀行及前此英格蘭銀行所採行者是，但此二舉所予了商業之損害，實遠較提高貼現率而同時保證在此貼現率下幾可獲得無限制之信用者為大。

一八七七年，法蘭西銀行乃規定凡存款之提取或以紙幣要求兌現者，即概須加收貼水。如康南氏謂此「是項保證金」之方法，銀行界常視為在金融緊迫時提高貼現率之替代，此法雖能保證法蘭西銀行之金庫儲備，但無英格蘭銀行差則貼現率與金融市場之利益。」（一八七七年）

鄧斯氏謂法蘭西銀行實行黃金貼水政策之結果，致糾奪巴黎在世界金融市場中所應佔之地位，此在法國亦早經承認，但認為：

「吾人如計及多數從事小規模之工商業者自當利權定之貼現政策所能獲得之利益，則前此所付之代價實不大大，而小規模之工商業仍一八六六年，為法國經濟結構之一最大特徵也。」（一八七七年）

彼又謂若美德等國「採行法國式之低利穩定貼現政策，則決不妥善，因各該國企業之活躍精神，已瀰漫於商業社會」，而不若法國之「停滯、節約，且就大體言，在金融上，仍為一保守之民族。」（一八七七年）

德國國家銀行則係採行英格蘭銀行式之利率政策，有時利率甚高，而非若法蘭西銀行之採較一律之利率政策。據斐倍（Fiebig）氏之統計，在一八七五至一九一一年間，德國國家銀行貼現率之變動共計八十四次，與法蘭西銀行同。

時期內英格蘭銀行為一百六十七次，法蘭西銀行則僅二十五次。且其貼現率甚高，在一八六六年為百分之九，一八七〇年為百分之八，一九〇七年為百分之七，五十年間。

第二節 英格蘭銀行常常變動貼現率之理由

英格蘭銀行常常變動貼現率之主要理由，簡述之如下：第一、因倫敦已成爲世界金融市場之中心，且爲自由金市場與極發達之貼現市場，貼現及承兌世界各地之票據，並供給短期外國資金投資之機會。在此種情況下，故爲倫敦金融市場核心之英格蘭銀行，每當世界任

何一地發生恐慌，其感應性必最靈敏，所受威脅亦必最大。英格蘭銀行常因外國存款之提取或其他理由而須應付大量突然緊急融通款項之要求，及輸出黃金。然在英國，一般輿論認爲英國，因倫敦成爲世界金融市場中心與自由金市場所得之利益，實多於由是而所受之損害。

第二、因迄乎近年來英格蘭銀行之準備金若與英國之信用機構及與經由倫敦處理之大量貿易額與金融交易額比較，仍極不充足。故在整個十九世紀，常以爲準備金之不充足乃英格蘭銀行貼現率變動之頻繁或有時貼現率極高之一主要理由。反之，法蘭西銀行準備金之充足，常認爲其貼現率之所以相對的不變與其對外界因素所以缺乏敏感性之原因。在十九世紀末與二十世紀初，英格蘭銀行曾努力於準備金之大量增加，且亦獲得相當成果；然同時因貿易量與金融交易額之激增不已，及信用機構之日益擴展，致英格蘭銀行之準備金就比例言仍屬甚小也。

第三、因在英國經濟上，對外貿易佔相當重要之地位，而英國資本在其他各國之投資，已成爲世界經濟上一極重要之因素。英國統治勢力之擴展於世界各部份，英國人之企業活躍精神及其在世界未開化與半開化各地經營企業獲利之機會等，經常大量吸收英國之資本，及其銀行之資金，終致造成過度投資、過度投機及工商業過度擴張之周期性趨勢，此則惟有盡量提高貼現率，始能有效阻止之。

第四節 貼現政策之基本原理

在戰前運用貼現政策以爲信用控制主要武器之基本原理，簡言之，即在中央銀行貼現率之變動，將使本國各地利率大致發生同種變動，而此種利率之變動將經由貨幣供求關係與外匯短期資金流動等之作用，漸使國內之物價、成本、生產與貿易等項之水準，有調整之效果，並可矯正國際往來帳上或資本帳上任何收支差額之不平衡。

此項理論特別適用於金本位制度，在此制下匯率移向現金輸出點與黃金之外流，即爲國際收支逆轉之最先具體信號，固不論此項逆轉，是否因過度輸出資本，或過度輸入商品所致，反之，匯率移向現金輸入點，與

黃金之內流，即爲國際收支好轉之最先具體信號，固不論此項好轉，是否因往來帳上或資本帳上收入過多之故。

如一國黃金之外流已成爲一定之趨勢，此即表示該國經濟已失却平衡，如此時不設法加以阻止，則將加重其最後之困難。此種不平衡通常係反映：（一）商品輸出之失調，其故或在國內生產成本較高，致獎勵輸入阻遏輸出，或在國內需要增加，因而大量購買並貯藏輸入之商品；（二）資本過度之外流，其故或因在國外過度投資，或因外國之提取存款，或因恐本國通貨之貶值或因其他關係致資本之逃避，職如在有些債務國家，因外國新資本輸入之停止；但無論在何種場合，殆皆難免有各種程度不同之投機發生。

不論此種失衡之性質如何，其最迅速而有效之矯正辦法，據第一次大戰前之經驗厥爲普遍提高利率與收縮信用，其結果爲：商品與證券之清理，國內需要之萎縮，投資與投機活動之衰退，物價跌落，工資下降等。在一國此一串事實之變動，通常均有獎勵輸出阻遏輸入之效果，而利率之提高，尤能直接吸引外國資本與抑制外國存餘之提取，或阻遏外國乘機之匯往該國請求貼現。經過此等因素之作用即可恢復平衡，其所需時間之久暫，則胥視環境而定。如矯正措施維持已久，不僅黃金外流將告停止，且漸流入，而先前所損失者亦將恢復；於是轉將懈弛信用之緊迫，減低一般之利率，而一般商業活動，又重歸活躍。

反之，大量黃金之繼續流入，經由輸入國信用機構之活動，將播下不平衡之種子。如此，必致利率降低，與鼓勵信用、貿易、生產、投資投機等，更趨擴張，此則轉將提高國內物價（註十五）及成本之水準，而鼓勵輸入，阻礙輸出，或鼓勵向外國投資，直至國際收支逆轉，黃金再向外流時止。

故欲求貼現政策運用成功之基本原理爲：第一、中央銀行之貼現率，在其活動範圍內，對於一般利率與信用狀況，須有一迅速與決定性之力量，尤當貼現政策之運用，希望能提高一般利率與收縮信用時爲然；第二、在經濟機構上須有較大之彈性，俾物價、工資、租金、生產與貿易等項，能隨一般利率與信用狀況而變動。

第五節 中央銀行貼現率與一般利率之關係

欲求官定貼現率（即中央銀行之貼現率），與市場利率之關係密切，則有賴於一完備而極活躍之金融市場在狹隘之範圍內活動，及在每一危急期間中央銀行必須能予以融通，或中央銀行之領導地位，由習慣已為一致所公認者。

在英國，特別在大戰前英格蘭銀行之貼現率，因上述因素之作用，奏效甚宏；雖然在一般討論中，常着重前者而忽視後者。一般人均視英格蘭銀行為倫敦金融市場之管理者與控制者，而後者活動之如此敏捷，組織之如此嚴密，致信用情況發生任何供需方面之變化，均迫使經紀人及票據商與英格蘭銀行直接發生密切之關係。英格蘭銀行對於倫敦金融市場隨時準備予以必要之融通，即在非常危急時，亦屬如此。然如英格蘭銀行認為此項融通要求之發生，並非源自暫時季節性之緊迫，而係由於經濟機構上因外來或內在之力量失却平衡所致，則此時英格蘭銀行即提高貼現率，以資調整，但貼現率究應提高多少，或是否繼續提高，則全視其對於不平等程度之看法如何，及金融市場之反響如何，甚或視其他市場或其他國家之反響如何而定。在此種情況下，亦一如其他價格方面，邊際理論 (Marginal Theory)，亦可應用於貼現率上，即英格蘭銀行之貼現率，為邊際貼現率，據此以決定一般之貼現率。

前曾言及英格蘭銀行之銀行率常高於倫敦市場之貼現率，且稍含懲戒性，英格蘭銀行僅在外界信用之供給枯竭時始為信用之最後泉源；但如一旦信用緊迫，金融市場須向英格蘭銀行要求融通時，則市場貼現率必被迫提高至等於或更高於銀行率。銀行率為最低之貼現率，僅適用於票據期限有一最高限額之最優等票據，至其他票據之貼現率，則由英格蘭銀行按票據之期限及其品質決定之。此外，英格蘭銀行對其給予金融市場之短期擔保放款，其利率則高於銀行率千分之五。

論及銀行率與市場貼現率之關係，則主要取決於金融市場之市況，及在此種情形下中央銀行所能控制金融市場之程度及其力量而定，至於銀行率與一般利率之關係，大部份係基於傳統之習慣，與對於英格蘭銀行領導地位之承認上。倫敦之清算銀行 (Clearing Bank)，在傳統習慣上一致規定七日期通知存款之利率，稍低於銀行率。在戰前，常較銀行率低百分之二·五（註十六），而通知放款 (Call Loan) 利率，常較存款利率高百分之

五、因銀行在給予存款利率與貸予金融市場之通知放款利率間，總須保持相當差額，以便取得利潤。至於各銀行對其顧客放款所取之利率則常較銀行率高百分之一，但至少不低於百分之五。

上述種種習慣，並非固定不變，亦非在任何環境下必須嚴格遵守者也。有時，亦有例外情形，但通常在銀行率與清算銀行所規定之存款利率通知放款利率與墊款利率間，均有保持傳統關係之趨勢。且因各銀行給予貼現市場之通知放款，通常佔金融市場所能運用之資金之大部份，故通知放款利率，頗能影響市場貼現率。

總之，在戰前因倫敦金融市場之組織健全，與活動之範圍較狹，並得傳統習慣之補助，致英格蘭銀行能運用貼現率政策以為信用控制之工具，而能完成其控制金融市場與管制信用之任務。在戰前，有時因大量外國存款或其他關係，致金融市場常在極動盪之狀態。故英格蘭銀行必採取某種公開市場之活動，以期吸收資金，並增進貼現率之效用；但此項活動僅能視為補助或補充之工具，而其主幹仍為英格蘭銀行之貼現政策。

抑有進者，在大戰前英國之經濟機構具有相當之彈性，致物價、工資、租金、生產及貿易等項，在相當限度內，均能隨利率與信用狀況之變動而得自動之調整；此外倫敦確為世界之精算場所，且為唯一真正國際金融市場，故英格蘭銀行措施之結果及英國金融狀況之變動，事實上皆能經由國際金本位制而最終影響於世界各地。

官定貼現率與倫敦市場一般利率之種種關係並不存在於其他各國，因該地貨幣與銀行之情形特殊，而為倫敦所獨具者。戰前，有中央銀行之各國，亦以貼現率為信用控制之工具，並亦設法使各該國之貨幣銀行情況，更能受貼現率變動之感應。然就大體言，各國中央銀行貼現政策之運用，均遠不如英格蘭銀行之有效。

第一、其他各國均缺乏一完備而極活躍之金融市場。例如，除英格外，舉世無一真正之貼現市場。一般情形皆為一般商業銀行貼現其顧客之票據，而中央銀行除貼現該行顧客之票據外，再貼現商業銀行之票據，此在法蘭西銀行與義大利銀行尤然。此等國家出口貿易之票據，常至倫敦市場請求承兌與貼現，因倫敦市場之承兌貼現業務，均較他處便利而又低廉也；故除因倫敦市場之信用奇緊時外，多不願在本國市場貼現。惟此等國家之商業銀行為環境所迫向中央銀行請求再貼現時，則各該國中央銀行之貼現率，亦可奏效。然一般利率之變

動，則遠不如在英國之迅速，因倫敦第一有組織之國際金融市場，故在利率高漲期間，得吸收外國資本與阻遏外國票據之在倫敦貼現；反之，在利率低落期間得租過外國資本之輸入與獎勵外國存餘之提取及外國票據之在倫敦貼現。關於此方面之另一要素，乃為英國之經濟機構具有極大之伸縮彈性是也。

第二、關於各種利率方面有些國家雖亦有某種習慣之存在，但絕不如英國之顯著，亦不如英國之具有半自動性。且其對於貿易、工業、與一般人民之心裡上之反應，亦絕不如英國之重要。

第三、在其他國家之中央銀行，以貼現政策謀保護金準備之需要，不如英格蘭銀行之迫切。其理蓋因其他各國中央銀行之金準備，若與其商業與金融交易類及其間轉率暨其國際地位之重要性而論，均較為充實；且其中許多中央銀行另有其他保護金準備之方法。例如，德國、荷蘭、比利時、丹麥等國之中央銀行，均持有外匯，以為維持匯率之第一道防線。第、庸在討論荷蘭銀行時，曾謂：「以外國票據穩定荷蘭銀行貼現率政策之效果，雖未能以正確之數字表示之」，但

「為說明起見，吾人可提及者，.....英格蘭銀行與荷蘭國家銀行之貼現率，在一四至一九一三年間，前者變動九次，而後者僅變動三次，但在同一時期內，荷蘭銀行之票據貼現率，則僅變動三十六次耳。」（註十七）

第六節 聯合準備銀行之地位

一九一四年美國聯合準備銀行開始營業時，頗趨向採用英格蘭銀行信用控制之技術，即：廣用貼現政策，有時為增強貼現率之功效起見，則輔以公開市場活動；鼓勵建立一活躍之金融市場，兼有如倫敦式之自由而組織健全之貼現市場，俾對信用狀況與中央銀行貼現率之變動，反應甚速，並以金準備率之微小為決定貼現政策之主要準則。

聯合準備銀行深知完備之金融市場為一國控制信用技術之基本要素，故竭力設法在紐約建立一完善之金融市場，分為四個不同部份，即：銀行承兌票據市場、商業票據（即期票，此為辦理國內商業交易之主要媒介）市

場、短期政府證券市場、與通知放款市場。聯合準備銀行特別着重於銀行承兌市場與短期政府證券市場之發展，為欲實現此項目的，聯合準備銀行宣布隨時向任何銀行、貼現所、票據商、票據經紀人等，以較優之利率購買已承兌之票據與證券。一極活躍之金融市場實為運用中央銀行政策之根據地，此在美國因地廣人衆，資源豐富，企業與投機活動範圍甚大，且因數千獨立單位銀行分佈全國等關係，尤為重要。經相當時期後，在有些聯合準備銀行之中心，如芝加哥、波士頓、舊金山等地，皆有補助性金融市場之建立；而紐約則發展成爲僅次於倫敦之重要國際金融市場，有時前者對後者影響極大。

因紐約金融市場之情形與英國不同，故其官定貼現率與一般利率之關係，亦與英國迥異。在英國，一般銀行存款時並不直接向英格蘭銀行請求融通，惟向貼現所或票據經紀人收回其通知放款耳，後者此時則向英格蘭銀行出售其票據，或設法取得借款；而美國之會員銀行，則直接與聯合準備銀行往來。且英格蘭銀行之貼現率爲最低之貼現率，僅適用於最優等之票據，此則相當於美國之銀行承兌票據；而聯合準備銀行之貼現率（註十八），則適用於經會員銀行背書之顧客之期票，或會員銀行本身之擔保短期借據（註十九）。因此，聯合準備銀行之貼現率，亦如英格蘭銀行之貼現率，總在銀行承兌票據之市場貼現率之上，但通常不一定高於商業票據（在公開市場買賣之商業期票）之市場貼現率。

然布及斯認爲由會員銀行請求聯合準備銀行再貼現之商業票據，絕不同於公開市場之商業票據，因前者已有銀行之背書，是具有拒付風險之擔保（註二十）。根據布及斯之解釋，吾人敢作如此結論，即吾人如計及銀行背書對於商業票據之價值，則聯合準備銀行之貼現率，並不能常視爲低於商業票據市場之貼現率，因此，美國中央銀行之習慣，與英國銀行率之必高於市場率之原則，亦無甚差別。他方面，布及斯認爲「稍高之貼現率大抵含有懲戒性——是否較好，實爲一真正之問題」，「蓋不然，則向聯合準備銀行借款似太容易矣」。

通常，紐約聯合準備銀行之貼現率，與商業票據及銀行票據之公開市場利率，頗有一密切之相關性，如布及斯云貼現率之移動，「限於商業票據利率與銀行承兌票據利率之範圍內」。在紐約，短期國庫債券之利率，亦一如倫敦，常低於銀行承兌票據之利率。

至於會員銀行對其普通顧客之通知放款利率或借款利率或存款利率，則並無一定之價值，亦無如在英國所流行之傳統關係。且在紐約，通知放款之利率方面，完全與倫敦不同。因倫敦之通知放款大都為銀行貸放于貼現市場，故其利率亦極為顯然，常在銀行存款利率與市場貼現率間；而紐約之通知放款則大抵為銀行本身或係銀行「代替他人」貸予股票交易場所者，因此其利率亦常與其他一般利率發生密切之聯系，蓋其大部份，須視股票交易所之投機活動量而定。

聯合準備銀行在初亦以金準備率為貼現政策運用之主要指針，此與英格蘭銀行前此所採用者同。其後在戰時及戰後期間，因情形特殊，各國黃金大量流入美國，致聯合準備制度之金準備率，不足為信用政策之準繩，乃不得不轉恃一般經濟情況之檢討，與某種特殊因素變動趨勢之觀察，據彼等經驗所知，此與信用情況及信用政策之關係，至為密切也。

美國在參戰期間及戰後相當時期內，聯合準備制度貼現政策之運用，亦殆以國家需要為依歸，一如其他直接間接參與大戰之各國中央銀行然。其時，聯合準備銀行須對會員銀行以政府證券作擔保之期票作大量之放款，並為便於擴大聯合準備信用起見，對於以政府證券作擔保之放款，其利率甚至等於或低於證券本身之利率。及一九二〇年採行通貨收縮政策，聯合準備銀行不久殆即恢復其正常之地位，而能實際上脫離政府財政政策之羈絆。

自一九二〇年後，聯合準備銀行對於貼現政策之運用已飽具經驗，但國內外之輿論，一致認為聯合準備銀行之貼現率，就大體言，遠不如英格蘭銀行者之有效。其中原因甚多，如官定貼現率與一般利率間缺乏傳統之關係；在其大部份活動期間，有大量過剩金準備之存在，在美國投機活動之範圍甚大，且甚狂熱；與聯合準備銀行在決定貼現率方面缺乏獨立性等等。

初，聯合準備銀行貼現率之變動，須經聯合準備總局之核准（該局現已改組為聯合準備制度總裁局）。聯合準備總局曾多次不准聯合準備銀行提高其貼現率之申請。據一九三二年紐約準備銀行總裁在美國參議院格拉斯小組委員會（Glass Subcommittee of United States Senate）之報告，在一九二九年五月十四日至五月二十五日每

第十章 貼現政策(續)

第一節 戰後各國中央銀行之貼現政策

在大戰期間及戰後各時期內，多數國家中央銀行，其貼現政策之運用，悉以各該國財政之需要為依據。自國際金本位恢復與中央銀行脫離國家財政之羈絆後，各國中央銀行之貼現政策，復為信用政策之一重要部份。但此時其重要性，較之其他之信用控制方法，如公開市場活動、道義勸告等，則已相對減低。

事實上，近年以來，許多中央銀行之貼現率，已無任何重要性可言。例如英格蘭銀行之貼現率，自一九三二年年中起，始終為百分之二；紐約聯合準備銀行，自一九三四年二月至一九三七年八月間，其貼現率為百分之二·五，而自一九三七年八月起，又自百分之二·五降至百分之二·一，此為任何中央銀行貼現率之最低者；瑞典國家銀行，自一九三三年底起，將貼現率自百分之三降至百分之二·五，迄今未變；德國國家銀行，自一九三二年九月起，其貼現率始終維持於百分之四；荷蘭銀行，自一九三六年十二月起，其貼現率自百分之二·五降至百分之二，迄今未變；瑞士國家銀行，自一九三六年十一月起，始終維持於百分之二·五；捷克斯拉夫銀行，自一九三六年一月起，即為百分之三；芬蘭銀行、匈牙利國家銀行與丹麥國家銀行，各自一九三四年十二月，一九三五年八月，及一九三六年一月起，其貼現率始終為百分之四。貼現率重要之性之相對減低，其主要原因係由於金融市場情形與經濟機構之根本變更，及公共政策重要性之增加。

第一、金融市場之證券與銀行經營之方法，業已發生重大之變化。例如在英國，國內貿易之辦理，漸以銀行之透支制度，替代匯票之使用，匯票之數量大減。又因英國銀行之合併，及少數大銀行之擴充其分行於全國各地，且因在銀行制度內利用各地之餘資供應他處之不足，以調劑異地間之供需，致更減少市場上之國內匯

票。前此，國內匯票在倫敦貼現市場上所佔之地位，較外國票據更爲重要，而今則反是。即以外國票據言，無論其爲經營國外貿易之媒介，或爲倫敦市場提供貼現之工具，其數額亦均趨減少。

不僅各銀行及其分行與其國外代理處，較前直接經辦更多之國外貿易，且其他國家之金融市場，此時亦漸趨重要。誠如愛因齊格 (Einzig) 所云：

「大戰前，倫敦爲短期放款市場之中心，實無容爭辯，但戰後，其他各國金融中心興起，且有迅速之發展，而倫敦之重要性則減低。」(註一)

紐約此時已成爲極重要之國際金融市場，且有一周轉率甚大之銀行承兌票據之貼現市場；此項銀行承兌票據，係代表各國間之貿易及美國進出口貿易。巴黎、阿姆斯特丹、滬立克等處，亦皆成立貼現市場，惟因種種關係，其範圍較狹，周轉率尙小；至於柏林、斯德哥爾摩、不魯塞爾及羅馬等地，亦曾改良其金融市場之組織。(註二)此外，國際貿易之衰落，亦爲倫敦貼現市場上外國票據減少之另一原因。

尤有進者，在近年來之非常情況下，倫敦與紐約兩金融市場，殆已成爲大部份來自歐陸之大量逃資之倉庫，及爲來自准以外匯充準備之各國中央銀行差額之庫房，蓋在後類國家，其準備金之大部份，經常多爲外匯而非黃金。因上述種種關係，加以黃金供給量之增加，與黃金價格之增高，致倫敦與紐約兩地之黃金量大增，或爲各該國之中央銀行所有，或由其外匯準備基金帳掌管，故該二地之金融市場，亦遂趨極活動之境地。

戰後金融市場之另一重要變化，卽爲短期國庫券之重要性已較匯票爲優越。例如在戰前，倫敦市場國庫券之流通額，通常約爲 10,000,000 鎊，而近年來，則增至 40,000,000 鎊與 50,000,000 鎊之間。此在貼現市場之機構上，已起一大根本之變革，而使國庫券對於市場，其影響力較英格蘭銀行尤甚。因此，財政部與中央銀行之合作，亦較前更趨必要。惟以財政部與中央銀行能協調一致，故頗能消除因國庫券在金融市場上佔優勢所發生之不利。

金融市場情形某數方面之變動，尤以由於資本與黃金之流入，或由於庫存黃金之重估價，或由於一時國際往來帳收支差額之好轉等關係，每使金融市場流動性增加，此則極不利於現政策之圓滑與有效之運用。且金

融市場之流動性，已為公共政策所維持，有時甚至更為公開市場活動而加強。此種低利政策，實與政府當局發展有利於生產與貿易之金融狀況，以期一般企業計劃與交易不因利率高昂或因銀行不願供給必需之資金而放棄之企圖，有密切之關係。至在資金外流，或在國際往來帳收支差額一時逆轉之國家，則政府之政策即在創造中央銀行之信用，以期解除信用之緊迫，其法或為直接由中央銀行予政府墊款，如法國是，或為間接由中央銀行再貼現代表政府支出之票據，如德國是。

貼現政策之範圍，復因經濟機構之更趨嚴緊 (Tightening) 而愈形狹隘。前曾言及，欲貼現政策之進行有效，除其他條件外，經濟機構必須具備充分之伸縮彈性，俾物價、工資、生產與貿易等項，得隨利率與信用狀況之變動而調整。華格曼 (Wagmann) 亦甚重視此點，曾謂貼現政策之運用，

「須先有一前提條件，即經濟制度中之物價、工資與利率等水準——至少大部分——須甚易變動，而企業家在其中活動之幅度又須甚狹，如此則對於成本與利潤細微之變動，必起極靈敏之反應。」(註三)

然在戰後，因種種關係，各國之經濟組織日趨嚴緊，近年來許多國家間之主要差別僅在統制經濟或閉關經濟 (closed economy) 程度之不同而已。各國自放棄金本位後，多採管理通貨制，並亦有實行計劃經濟者。關於此點，華格曼曾曰：「如一國經濟中之物價、工資、運輸費用等，愈受管制，如政府對於企業之支配力愈大，則利率之影響愈減少」；且「如賦稅負擔加重，則利息之影響亦減，或一般而言固定資本在總成本所佔之比例增加，則利率之影響亦隨之減少」(註四)。

在上述種種環境下，其趨勢乃在經由公開市場之活動以控制一社會所得運用之通貨數量，並在維持一相當低廉而一致之利率。

第二節 貼現率之必要功能

管理通貨之盛行，與成為公共政策之低利維持，使許多人同意凱恩斯 (Keynes) 之主張，以為在目前，貼現率已成過時之信用控制工具。

凱恩斯在其貨幣論(Theory of Money and Interest) (卷五) (初版於一九三〇年) 書內，分析銀行率之運用方法時，曾密切注意此項事實，認為銀行率之傳統理論，大抵以為銀行率為「調節銀行貨幣數量之工具」，且「因真由於對外貨放利率之管制，故為保護一國金準備之工具」；而從未明確充分注意銀行率對於「投資率與儲蓄率消長」之直接影響，亦未注意，因投資與儲蓄關係之變化所能予物價、生產、僱傭與工資之影響。凱恩斯認為浩初來氏雖已有接近以銀行率影響投資率之觀念，惟彼全着重於「某種種之投資，即由販賣商與經紀人所投於流動財貨之投資」——凱恩斯認為此種投資對於銀行率之變動可有某種程度之反應，但事實上並不存在。

前乎凱恩斯者，顯係忽視銀行率對於資本財投資率直接影響之重要性，反之，如凱恩斯，則似過分重視其對下列各因素之影響，如流動財之投資率，商品、證券、不動產之投機率，貨幣數量，個人及團體之心理反應等是。事實上，各因素均在活動，而其活動程度之大小，則視當時之環境而定，且彼此關係密切，交互作用者也。

凱恩斯在其近著中，更重視投資與儲蓄平衡之重要，以為此乃一般經濟平衡之條件，惟彼現認為欲求投資與儲蓄之平衡，除由中央銀行運用公開市場活動以調節貨幣數量外，可藉國家機關之投資(註六)取得之，如仍無效，則可輔以公共工程計劃(註七)，而不必採用貼現政策也。

基於上述種種理由，吾人雖承認貼現政策之重要性現已大減，而信用控制之其他工具，不僅日趨重要，且甚至絕對必需，但貼現率仍有其必須完成之職務。換言之，在目前情況下，貼現率之功效，雖屬有限，但貼現率與利率之變動，仍可視為恢復平衡之必需工具，因其變動，或影響一般貨幣之供需，或影響投資與投機率之變動，或影響人們之心理，故得糾正錯誤趨勢之發展也；而運用貼現政策之成敗，特別在制裁投機方面，其關鍵常恃利率之是否及時調整而定。

在某種時間與限度內，低利政策每可藉中央銀行信用，加以人為之維持，以為一公共政策，使俾益於商業活動與國家財政。至在收縮通貨與不景氣期間，若以此為貨幣政策之一部分，用以促進商業活動之恢復與通貨之回漲，每可奏效甚大，但低利政策亦有其限制，如在對於未來之物價、成本、匯率有不信任、恐懼及不穩

定時，則低利政策亦不能鼓勵企業之活躍，有時低利政策，雖可促進企業之發達，但易引起信用濫用、不健全之投資、投機過度與通貨貶值等之不良現象。

就理論言，人為之低利政策，常能鼓勵企業之活躍，但事實上，因初期之環境關係，尤以人們之心理作用為然，常易阻遏企業之發展，與促使企業家、投資者、投機家等欲加強其流動力之願望。低利政策之推行，終將發生信用擴張或膨脹之結果，而造成新的不平衡，此則若非提高利率，收縮信用，則實難加以矯正。有時，雖僅藉公開市場之活動，即有收縮信用之可能，但通常為加強是項信用之收縮以挽回已極膨脹之趨勢，或為緩和其趨勢，則較高之利率，仍屬必需。總之，因低利所引起之種種影響，僅高利能控制之。

至就資本與銀行信用之關係言，在某種情形下與一定時期內銀行信用可完成固定資本之職能，且對社會之神益甚大，但就長時期論，則固定資本之職能，僅能由來自國內外之儲蓄始能完成。同理，就長期觀察，資本之利率，則由其供需關係決定，固不論此項利率是否指「自然率」或「正常率」或「平衡利率」而言。

卡塞爾（註八）對平衡率之最近分析，着重於一獨立資本市場之存在，彼雖承認各種資本流動力之不同對於各資本市場利率之決定關係甚大，但彼認為資本利率之決定，不僅取決於各種投資之流動力之不同，且須視儲蓄之供需關係而定。彼曰：「凡懷疑資本市場之存在者，必亦不明銀行政策之必要，而後者實可將利率調適於該市場之平衡率」。換言之，資本之利率，絕不可視為全由交換媒介之供給所決定之貨幣現象，雖然，欲消除擾亂之因素，此項變動之結果，亦可暫時影響資本利率。

反乎凱恩斯之態度者，有羅賓斯（Robins），彼認為貼現率為「一不可或缺之工具，此工具如環境需要時，須隨時準備作迅速而有力之運用」，因「低利局面之延長，如超過投資自然停滯之時期，則必將發生不良之投資」，並因「任何方面對於投資需要之增加，必出乎儲蓄之增加」，否則，「利率必上漲」（註九）。

浩初來亦仍深信貼現率為信用控制之一工具，並認為凱恩斯及其他多數經濟學者，所以「拋棄由實際經驗演進而得之管制工具者」，蓋因彼等「假定錯誤，認為信用管制工作之進行，主要甚或必須經由長期投資方面之作用」（註十）。浩初來謂多數經濟學者，常低估由銀行所供給用以購買及貯存商品或作為營業資本部分之短

期信用之影響，因此彼等迄未適切注意，「短期利率對於商品販賣者之最後反應」。據浩初來稱，「經濟學者對於貼現率，並未想出適當之替代方法」，而僅「提出種種似是而非之建議耳」。

華格曼氏亦謂：「因貼現率能影響長期利率，故能左右生產，但同時，貼現率更能迅速影響供給生產資金極重要之短期信用」（註十一），而能左右生產。彼認為貼現政策，可經由金融市場，影響資本市場，但此種影響，通常須在四個月或六個月之後。

就實際觀點言，欲求貼現政策之有效，其重要關鍵皆在運用得時，因商業活動與投機交易之趨勢一旦形成後，即甚難挽回也。如欲判斷何時探取行動最為適當，則須經常觀察種種因素。目前，中央銀行不能再以金準備率或黃金之進出口量為信用政策之主要指針，在現況下，已無一自動工具或一呆板之公式，可作為信用政策之有效根據。中央銀行須隨時注意有關商情與投機活動之各因素之變動，並須根據其過去經驗，與利用歷史與統計之研究，加以審慎之裁決。

第三節 分別國內外利率之建議

常有入建議，中央銀行應分別國內外之貼現率，以免國內工商業在良好之國內信用狀況下，不致因外來因素所引起之利率高昂，而蒙受不利之影響。例如蕭氏（註十二）認為，在英國之商業銀行，應組織或聯合成立一總理事會（Central Board or Directorate），由該會「完全根據國內工商業之情況」，決定國內之銀行率，至於「黃金之流動情形與國外匯兌狀況，可置之不顧」。而「由英格蘭銀行所決定之國際銀行率，則與國內銀行制度之總理事會無關」。根據蕭氏之分析，「國內銀行率為百分之三，同時英格蘭銀行之國際銀行率則為百分之六之事，頗易實現」；並謂：「一九二九年，英國之國際銀行率應為百分之六·五，以資保護倫敦金融市場，同時，國內工業則應享受百分之三之國內利率」。

此種見解，係假定「國之信用狀況，可劃分成絕不相關之二部份，例如為避免黃金之外流與匯兌所受之壓力，則可以提高國際利率，而不致影響另一部份。在某種限度內，此法或可有效，如黃金之外流，係由於各國

素致國際收支差額一時逆轉者，則可。然若黃金之外流，如通常之源於國內經濟機構之不平衡者，則祇能經由國內利率之提高，以影響國內之生產、貿易、國內成本與物價水準等，始得加以阻止也。

史派爾定 (Spalding) 嘗謂，英格蘭銀行為俯順輿論起見，在大戰期間與論界力主國內利率須較低，同時為阻止黃金出口起見，對外資之利率須較高。乃於一九一七年十一月，採用分別利率政策，其初，對經由清算銀行而來之外資存款利率定為百分之四·五，同時國內存款利率則為百分之四。在一九一八年二月至一九一九年一月間，各為百分之四·五與百分之三，但經數度調整後，終於一九一九年十月，放棄此項政策。(註十三)

關於此點有須注意者，即通貨外匯委員會 (Currency and Foreign Exchange Committee) (註十四) 之臨時報告，曾建議停止此項政策，蓋以為維持此項分別之任何努力，必遭失敗，因事實上無法阻止人民以國內之低利借進，再轉讓以較高之外資利率貸出也。彼等認為，如欲阻止此項套利之發生，則對於投資之自由，必須予以嚴格之限制，但此則最阻礙英國工業與金融業之復興。國內低利之維持，將獎掖貸放之廣大與物價之上漲，此則將繼續獎勵輸入，阻遏輸出，此時即使提高外資利率，阻止黃金外流，亦徒增英國人之債務而已。

欲使國內工商業免受貼現政策不必要之損害，唯一可行之辦法，即由中央銀行保有大量黃金與外匯，然不採自動之利率政策。中央銀行可儘量隔離國內之信用機構，使不因大量短期資金之流出流入，或因國際往來帳上或長期資金帳上收支差額之暫時變動，而蒙受影響。然如國際收支差額之變動，係由於國內經濟機構上某種不平衡，或由於外來之影響，致有長期之趨勢時，則中央銀行應允許此種變動，影響及於信用情況及一般利率與價格水準方面。

此種政策，戰後英美二國，曾多次以種種方式採行之，且在過去五六年間，彼等在策劃新技術方面，已獲有豐富之經驗。據塞萊爾 (Seymour) 謂：「在大戰前，當英格蘭銀行之主要目的，係在保護金準備時，已屢曾顯示有避免妨礙國內貿易活動之措施之趨勢」(註十五)，且

「在相當狹隘之範圍內，英格蘭銀行嘗仿法國匯銀行及其他各國之方法 (註十六)，以期減輕金準備對於各金融市場不同利率之影響

英格蘭銀行亦「能使市場利率與銀行率脫離正常之關係，而得相當維持國內之信用狀況」。若就其實際言，即應用於國外金融與匯兌之利率，雖經提高，但同時並不增高銀行對於國內工商業之貼放率，或至少不作等比例之增加，此因銀行對於國內工商業之貼現率，向與銀行率保持傳統之關係，而不與市場貼現率聯系之故。但此種情形，其運用之範圍極狹，因「除在極端之場合外，如欲強使市場利率提高，至少必致減少英格蘭銀行之資產，此即公開市場活動」，「此項現金基礎之削減，自當誘致一般商業銀行減少其債務，此則轉而將使一般商業銀行減少其供給普通之通貨」。

第四節 分別商業與投機利率之建議

亦嘗有人建議，認為中央銀行既有供給工商業資金之責，故在過度投機期間，應竭力設法使正常之工商業不致蒙受高利與高貼現率之不良影響。然此項建議，亦正如分別國內外利率之建議，乃在不明一國之信用，終不能截然劃分為二極不相關之部分。

聯合準備制度，在十九世紀八至九二九年，曾擬將信用之充作投機活動者，則提高其利率以爲限制，但對於正常之工商業用途，則仍維持自由之低利政策。惟據事實所示，斷定在投機活動方面，有多方面之力量絕非中央銀行所能控制，若欲以人爲之方法，提高充作投機活動之信用利率，則因投機者能由其他方面取得資金，故此項政策終將爲從事投機活動之行動所挫敗。

投機之增加，僅爲日趨繁榮時期所發生之現象，而證券過度投機之趨勢則常與商品生產過剩及商品交易過度之趨勢大抵同時發生，惟其程度不同，且前者之開始與終結期常在後二者之前。此在中央銀行，似應在同時採取同樣之待遇，即限制信用與提高利率，或如環境需要，則可更提高利率。中央銀行除盡量採取直接行動與建議勸告外，應盡量勸導銀行界與金融市場之活動者自行處理其營業資金之移轉，及調整其各種利率。

一九二八年，聯合準備制度所應盡者，實須爲更敏捷更激烈之運用其貼現政策。紐約貼現率之提高，應

分二次，而每次至少須增加百分之二。不應分成三次而每次僅增加千分之五也。現在最後一次提高百累之數前，已逾十三個月之時日。在特殊情況下，此種措施對於阻遏投機與促進證券之清理方面，僅有微效，但即此微效，對於一般經濟狀況，已可有相當之改善矣。

第五節 在金融市場缺乏組織國家之貼現政策

大多數國家，均缺乏有組織之金融市場。但若就某種意義言，各國均有一金融市場，即在任何時間均常有願意借貸短期信用之某種機關與人員，從事於各種目的之活動。惟多數國家在金融市場上，均缺乏一種專以動員餘資調撥短期信用為職責之活動者。在上述場合，銀行及其他類似之金融機關即為短期信用借貸雙方之主要居間人，並與發行國庫券之財政部取得聯繫，實際上，即由此類機關構成金融市場。然此種金融市場，對於各種短期餘資之供需方面，雖能建立較接近之關係，但既不活躍，流動性又小，且不能完全包括各種可得貸放之資金，特別係期限極短者。換言之，此種市場，在資金之供需方面，既不能十分平衡，而其變動之幅度，普通又甚大，因此對於信用情況與官定貼現率之變動，通常不能自動調整。

前曾言及，即在有組織之金融市場，有時亦因失常之流動狀態，或其他因素，往往亦不能與中央銀行之活動相一致，但至少吾人敢言，除在極失常之情形外，此項金融市場之活動或自行調適於中央銀行之活動，或藉公開市場之補助而使其與中央銀行之活動相一致。惟在金融市場缺乏有組織之國家，其中中央銀行，通常即不能依賴此二者。

貼現政策雖有種種缺點，但事實上各國中央銀行均採用以為信用控制之武器，惟其運用之方式與程度，各有不同耳。且多數新中央銀行之條列上，均有規定中央銀行應決定並公布貼現率，並須經常牌示適用於最優等商業票據（其期限為三個月或四個月，且有一信譽卓著之簽署者）之貼現率，並牌示一同樣或稍高之貼現率，以適用於農業票據（其期限為六個月或九個月，有時包括以棧單作擔保之單名期票），或適用於以票據、期票、政府證券或市政府證券為擔保之擔保放款。

此類中央銀行貼現率之意義，共有三方面：

第一、中央銀行之貼現率，及以此為根據之其他利率，無異明告一般人民，在此種利率下，人民可以各種合格票據，向中央銀行取得款項。在多數中央銀行之條例中，各中央銀行，雖有較廣泛之權限而可與人民直接往來，但事實上亦不鼓勵人民與之交易，此所以遵守真正之中央銀行應儘量放棄普通商業銀行業務之原則也。惟此亦以一般商業銀行對人民之服務已能滿意，而對其顧客所規定之利率，能極合理且能以中央銀行利率為根據者為條件。

此類中央銀行，多數既居債務國之地位，故在平時，須保證各該社會能享受滿意之銀行服務與合理之利率為彼職責之一部份；因此彼等可根據人民直接與彼發生交易之多少，判斷其政策之有效程度。如人民甚少或竟不與中央銀行發生業務關係者，則中央銀行即可藉此而知一般商業銀行對於同種票據（註十八）所定之利率，與中央銀行所公告者殆皆相等也。因此，中央銀行之貼現率或其他利率，除在非常情形下，實為凡合乎中央銀行條例所規定可作擔保放款或貼現之各種合格票據之標準利率；故除票據之期限與其品質及墊款擔保品之不同而有差別外，其唯一能脫離中央銀行之利率者，即為中央銀行條例所禁止之各種方式之融通耳。

第五、貼現率係表示商業銀行可據此而取得中央銀行信用之利率基礎。在上述有些中央銀行，凡商業銀行之請求再貼現與借款者，亦按中央銀行之掛牌利率十足支付，然亦有允許比中央銀行所公佈之利率較低千分之五，百分之一，或百分之一以上者（註十九）。至於所以採取優待商業銀行之辦法者，其一部份理由，係因借款之商業銀行既代冒票據拒付之危險，則彼請求中央銀行再貼現或作擔保放款之票據，其價值自較一般人民直接提供於中央銀行者為稍高，另一部分理由，則因上項國家之商業銀行，通常殆為銀行信用之批發者。除少數例外，中央銀行對於商業銀行之關係，多採取製造業者與批發商之關係，故中央銀行如需作信用之發放，則端賴商業銀行之活動，商業銀行因此乃要求優待也。

以上所述，乃為適用於通常情形者，即中央銀行之信用在信用機構上常自動成為具有伸縮彈性之因素。然如中央銀行觀察信用狀況之結果，認為亟須收縮信用與提高利率時，則須提高其各種利率，並減低或取消前此

對商業銀行之優待，以警告一般商業銀行有收縮信用之必要也。

因此，在上述諸國家其中央銀行之貼現率尚無懲戒率之意義者，實不足驚奇。在金融市場缺乏組織之家，或在缺乏完善之銀行設施之國家，再貼現率在各該國所佔之地位，迥異於英格蘭銀行率在英國之地位。在此類國家中央銀行之貼現率，如低於商業銀行或其他金融機關對於同樣票據之貼現率，亦或有利，但誠如格里果（註二十）論及聯合準備制度之地位時所云：「如欲使貼現率與控制信用之任何辦法相協調，則中央銀行各種利率之提高，應在市場率提高之先，其降低應為預示市場利率之降低」。

第三、貼現率之心理價值，亦為信用控制之一工具，此於中央銀行，實至為重要。蓋貼現率至少可反映中央銀行對於信用狀況，有時甚至對於一般經濟情形所表示之意見。貼現率之提高，誠如吉伯生（Gibson）氏所云：「可視為自由財政經濟制度之淡黃色之警告光」（註二十一），或如愛的斯（Adams）謂：「此為危險之信號，乃警告商業社會前有暗礁之紅光也」（註二十二），而貼現率之低落，可視為「綠光，乃指示海洋正清明，商業之舟可以小心前進」。當布及斯論及聯合準備制度貼現率之影響時，當鄭重說明「貼現率變動之最強有力之影響，為一最難於測量者——即心理上之影響」，而在一九二〇與一九二九年，

「貼現率之心理影響實遠較其他直接影響重要，……因貼現率之變動，乃顯示一混亂信用狀況者當因其他原因所構造之變動，將開始或正在進行時所發出之公告也。」（註二十三）

貼現率之心理價值，除賴其他條件外，須視中央銀行之聲望如何，及彼能取得商業銀行合作之程度如何而定。惟中央銀行欲創造低利之局勢則較易，蓋僅須宣布，願以低利與人民直接交易即可實現；但如藉利率之提高與減少其對私人顧客之信用，而使一般利率均趨提高則較為難也（註二十四）。蓋若信用緊迫之趨勢一旦形成，而商業銀行請求中央銀行再貼現與貸款者，則中央銀行較高之利率，即可迅速奏效；但如當時因價格有利輸出激增，或因資本之大量流入，致一般商業銀行有充裕之資金時，則中央銀行緊縮政策之推行，必賴於一般商業銀行之自動合作（註二十五），及其對於商業社會之道德感召力量。

據經驗所示，此項合作之取得，最好由中央銀行貼現率與一般商業銀行之各種利率間，保持傳統之關係，

一如英國銀行界所遵守之各種慣例是。惟前曾言及因有些中央銀行對於某種票據與證券，能有權直接可予人民融通，故一般商業銀行顯示對同樣各種墊款有接近中央銀行利率之趨勢。至於其他各種融通利率之決定，則傳統關係實為最易取得理想之效果。當考潑蘭(Copland)論及澳大利亞之情形時，亦持同樣之見解謂：

「最令人滿意之辦法，莫若中央銀行之領導地位建築於許多慣例上，使一般商業銀行，據此臨時執行中央銀行所期望之銀行政策。」

註二十六

但「如欲取得此項自動之合作，則須經過較長之時期始能到達理想有效之水準」；皇家貨幣銀行委員會「認為若中央銀行具有潛在之強制力，則可加速此項合作之取得」。

少數新中央銀行，已能使其貼現率與一般商業銀行之利率間，建立相當之關係。例如南非準備銀行，在使一般商業銀行隨其貼現率之變動而改變其透支之利率，雖其變動之程度，未必一致，但變動之方向，則極同也。如該行於一九三一年十一月十三日，將貼現率自百分之五提高至百分之六，一般商業銀行遂於一九三一年十一月十九日，將其最低之透支率，自百分之六·五七，增至百分之七·五，又如該行於一九三二年十月七日，將貼現率自百分之六降至百分之五，一般商業銀行，亦於一九三二年十月十日降低其透支率至百分之六·六。又如該行於一九三三年五月二十日，降低其貼現率至百分之四，一般商業銀行，亦於一九三三年三月二十日，將其透支率降至百分之六（註二十七），但當一九三三年五月十五日該行又將其貼現率自百分之四減為百分之三·五時，一般商業銀行並不隨之即減，直至一九三四年四月，始將其透支率降低千分之五。

關於貼現方面，南非之商業銀行，常按本國中央銀行利率以貼現合乎準備銀行再貼現之票據；至對其他票據，則其貼現率係按票據之期限及品質而定。對於以優等證券為擔保而其限期不超過三個月之放款，準備銀行之利率為高於其貼現率千分之五，一般商業銀行通常亦即採用此種利率。

至於中央銀行貼現率與商業銀行存款利率之關係，各國亦漸建立其習慣。在少數國家，甚罕有以明文規定是項關係者，如阿根廷，規定商業銀行對即期存款(Sight Deposits)之利率，不得較中央銀行之貼現率低過百分之三，對儲蓄存款之利率，不得低過百分之一；在薩爾瓦多，則規定商業銀行對其定期存款及儲蓄存款利率，

不得較中央銀行之貼現率低過百分之一，但卽期存款利率，最高亦以百分之二爲限（註二十）。

總之，凡因中央銀行之領導，或其影響，致使中央銀行貼現率與商業銀行之貼現率，放款與存款利率間，已建立傳統之關係者，則中央銀行在以貼現率謀信用之控制上，對於活躍金融市場已無如何迫切之需要。然在金融市場缺乏組織之國家，其中央銀行兩應扶助金融市場之發展，蓋此不僅爲一能改良或加強其控制之方法，抑亦足以動員凡可貸放之短期資金，此在一方面，可給予握有資金者以投資之出路，同時亦所以使借入短期信用者能得更有利之條件也。

(註一) Investors' Chronicle, 23 May, 1931.

(註二) 雖然，其他金融市場之發展，有損金融市場之地位，但「倫敦金融市場無論其規模與聲譽，或就其技術設備言，或就其習慣與經驗言，仍居首屈一指」。(Prinz, 前書)

(註三) Wirtschaftspolitische Strategie, p. 75.

(註四) Wirtschaftspolitische Strategie, pp. 313—15.

(註五) Vol. 1, pp. 166—220.

(註六) 是項計劃之重要之責任，直接從事投資，以國家能長期根據一般社會利益計算資本之邊際效率也；蓋因各國不同方針資本之邊際效率，根據余前述之原則，所作之市場估計，其邊際率大，實非任何利率之變動所能抵銷者。卓內(前書) General Theory of Employment Interest and Money p. 164. 竊以爲欲以國家機關之投資，爲取得投資與儲蓄平衡之有效工具，僅在完全計劃經濟下，始能作此計劃，但此項完全計劃經濟，尚未存在，將來恐亦不易實現。

(註七) 見彼載一九三七年一月 London Times 之論文，同時參攷本書公共工程計劃一節本人之評論。

(註八) Quarterly Reports of Skandinaviska Kreditaktiebolaget, A.D. and July, 1937.

(註九) Lloyds Bank Monthly Review, May, 1937.

(註十) Capital and Employment, pp. 2-4.

(註十一) 前書 p. 36-17.

(註十二) Theory and Principles of Central Banking, pp. 178-9 and 199.

(註十三) London Money Market (Fourth Edition), pp. 103-5.

(註十四) 見 Spalding 著前書 p. 104. 所引。

(註十五) Bank of England Operations 1890-1914. pp. 123-7.

(註十六) 在一九一〇年前，英格蘭銀行曾多次提高黃金實價，而對於運金進口者則給放款及其他之便利，以期獲取黃金與阻遏黃金之提取。見 Sayers 著前書 p. 71-101.

(註十七) 然在有些國家，中央銀行對於農業票據與農業貸款所公佈之利率，反轉於商業方面者，以扶助與鼓勵農業生產者。例如在哥倫比亞，中央銀行「對於一般貼放之利率為百分之四，但對於以農業機器或以待售農產品作抵押所發行之證券作為擔保之農業放款其利率為百分之三」。(Annual Report of the Bank of the Republic of Columbia 1936-7).

(註十八) 一九三五年，新西蘭準備銀行之年報中，曾有一段說明：「在東據市場之發達中，貼現率並不十分重要，但能表示中央銀行之意見，即在此項利率下，一般人民可以最優等之票據，向中央銀行取得融通」。

(註十九) 如智利、哥倫比亞、秘魯等國中央銀行之條例中，事實上包括此項規定，即中央銀行對於商業銀行之貼現率，應與對於一般人民之貼現率，分別掛牌，而智利與哥倫比亞二國中央銀行之條例中更規定，凡商業銀行對彼顧客之貼現率，如超過各該國中央銀行對於同種票據所定特種再貼現率之百分之二·五（智利）與百分之三（哥倫比亞）時，則中央銀行應不再將貼現之便利。

(註二十) 前書 p. 137.

(註二十一) London Bankers Magazine, April, 1937.

(註二十二) Spalding 著前書 p. 100. 所引。

(註二十三) Reserve Banks and the Money Market. Revised Edition (Harper), p. 230.

(註二十四) 於此須注意者，上述國家之中央銀行，根本不能以公開市場活動為信用控制之工具。且其中央銀行，終不能對彼私人顧客，採用強制收縮信用之手段，以期達到信用基礎而求一般通貨之收縮。而中央銀行與顧客直接親自往來，則多

實質有關於供給社會法重要之責任，如中央銀行不守此項道義責任，則難望其能保持私人顧客。

〔註二十五〕亦有賴於各商業銀行與中央銀行合作之情形者甚多。

〔註二十六〕Economic Journal, December, 1937.

〔註二十七〕此處須補充者，在一九三三年二月十三日，一般商業銀行已預料準備銀行貼現率之降低，乃將其透支率先降至百分之

六·二五。

〔註二十八〕有些國家，或以法律規定存款之利率，如丹麥、南斯拉夫、匈牙利、愛沙尼亞等是，或授權予中央銀行當局，由彼規

定期存款與儲蓄存款之最高利率，如美國是。

第十一章 中央銀行之公開市場活動

第一節 公開市場活動之演進

如前所述，大戰前英格蘭銀行曾以銀行率爲信用控制之主要工具。然有時因大量外國結餘或其他之關係，倫敦金融市場每處於極流盪之狀態，致英格蘭銀行深感銀行率有不易奏效之困難，故每次提高一般利率之時，甚覺有訴諸他法以減少市場流動性之必要。

大戰前所沿用之方法，係爲一般所知之「現款出售國庫債券 (Cash sale of Treasury bills)」及「向市場借款」藉以吸收金融市場之資金。前者之意義即在由英格蘭銀行出售國庫債券而收進現金，同時再以「除賬」方式購入之，——即除賬至股票交易所每月之清算日期止；——因此在股票交易所之欠帳未到期前，出售國庫證券所得之現金，即爲自市場中所吸收者。後者之意義則在英格蘭銀行以政府證券作擔保，向貼現所與票據經紀人借入資金。然無論採用何種方法，其實際結果則相同，蓋均在減少金融市場之資金總額與促進市場利率之提高；至於市場利率高漲之程度如何，則當視英格蘭銀行活動之情形而定。

據塞萊爾 (Sayer) 云，迄十九世紀末英格蘭銀行嘗廣用前法而不常採用後者，但自此以後至第一次大戰時止，其情形適相反。當時英格蘭銀行除運用此上述二法外，有時亦常運用其他方法，如以現款出售政府證券或向商業銀行借款，或向特別存戶借入等 (註二)。

塞萊爾於討論一八九〇至一九一四年間英格蘭銀行所採用之各種信用控制方法後，其結論謂：「英格蘭銀行會猶豫不定，採用多種方法，以期減少市場上資金之供給，而謀解決其市場利率控制之問題」，但「其解決之方法，多屬支離破碎而漫無系統，令人頗多不滿之處」，並謂：「英格蘭銀行所運用方法之多，實已暗示吾人，其中任何一法均不易獲得圓滿之效果」 (註三)。

塞葉爾又認爲英格蘭銀行之公開市場活動（註四）係受下列各因素之約束：即（一）英格蘭銀行「從不在公開市場購買票據」，且按英格蘭銀行之慣例，「票據一入英格蘭銀行之手，即保持至到期日爲止」；（二）英格蘭銀行總裁多遭受損失，「因政府證券之期限較長（註五），價格之變動較烈，故若英格蘭銀行隨時賣買政府證券，則常因價格之變動而冒損失之危險」；（三）「英格蘭銀行當流出黃金時，雖可利用銀行率採取有效之措施，但該行向爲習慣所拘，多避免採用」，故英格蘭銀行對欲抵銷因季節關係或因其他影響所引起之國內現金之提取，常不能自由行動；（四）有時英格蘭銀行雖向市場借入資金，然市場之利率僅在狹隘之幅度內變動，因「金融市場常視英格蘭銀行所借入之款項，仍爲市場所有」。

大戰前，德國國家銀行實爲唯一較能運用公開市場活動之中央銀行，該行除賣買外國票據外，有時常在公開市場出售國庫券，以期吸收餘資，與阻止市場利率之降低過速（註六）。

一九一三年聯合準備制度成立時，聯合準備銀行受權得買賣美國政府之債券與票據及期限在六個月以內之票據期票，並得買賣以政府稅收或以任何鄉（County）、區（District）、政治分區（Political Subdivision）及市政府所保證之收入爲擔保所發行，且其期限在六個月以內之歲入債券與保證書等。

在大戰期間及戰後相當時期內，英格蘭銀行、德國國家銀行與聯合準備制度等，其公開市場之活動悉以各該國戰時財政之需要或戰後調整上之需要爲依歸，除對政府證券作擔保放款創造中央銀行之信用外，且增加其本行對政府證券或國庫券之持有量，以補助政府財政上之需要（註七）。

戰後，國家財政在英美二國已非如往昔佔首要之地位，而英格蘭銀行與聯合準備銀行對於公開市場活動所取之觀點，亦不同於戰前。在戰前，公開市場活動僅爲增強銀行率作用之補助工具，在戰後則常爲信用控制之主要武器，有時竟單獨運用。戰後，亦嘗有多次仍如戰前而以公開市場活動補助貼現政策之運用，但近年來上述各國中央銀行多獨立運用公開市場活動以謀信用控制之趨勢，已與日俱增矣。

至於公開市場活動所以日漸重要之主要理由，可歸納於下：第一、由於大戰期間及戰後期間內之經驗；第二、由於如前章所述因市場之複雜性與變動性增加，致中央銀行以貼現率爲信用控制工具之重要性漸減。

三、因政府證券數量之激增，與種類之加多，尤以短期證券如國庫券之增加特多，致公開市場活動之範圍擴大；第四、因國家之需要日增，與政府對於金融市場之控制力日強，致中央銀行無論自動或被動，大多均須以國家財政之需要為依歸，其情形已非以前可比。

第二節 公開市場活動之意義

就廣義言，公開市場活動係指中央銀行在市場上對任何證券作買賣之活動而言，固不問此項證券是否為政府證券，或其他公共證券，或銀行承兌票據，或商業票據也。但實際上，近年來一般人所公認之「公開市場活動」，係僅指現款買賣長短期之政府證券（註八）而言。故若中央銀行，先自票據商及票據經紀人購入證券後，再根據「購回協定」於十五日內退回原出售者，則不在公開市場活動範圍內。此外亦不包括如戰前英國所採用之方法，即以「現款出售國庫債券」，「再以欠帳方式購入」與「向市場借入資金」等，此在戰後，均已為直接買賣所代替矣。

公開市場活動所以採用狹義解釋之主要理由，因政府證券之直接買賣，其主動權在中央銀行而不在市場，故此項活動可反映中央銀行之信用政策也。

反之，如美國之根據「出售契約」或「購回協定」購入政府證券或購入銀行承兌票據，則其主動權在市場；而聯合準備銀行所以隨時按某種利率與一定之票據期限購進證券與承兌票據者，其目的則在發展與維持一活躍之金融市場；且在某種限度內聯合準備銀行雖可藉利率之升降而增減其銀行承兌票據之購買額，但事實上通常皆不如此運用。普通買進承兌票據之利率，係隨市場利率而變動，且常使前者接近後者，其主要目的，蓋在保障一活躍市場之繼續存在。

第三節 公開市場活動之重要性

簡言之，公開市場活動之重要性即在其能增減銀行資金之供給量，此則在某種環境下可使利率與經濟情形

發生變動。

公開市場活動最初可影響商業銀行在中央銀行之存款。例如中央銀行出售證券時，設其他情形不變（註九），則中央銀行之銀行存款（同業存款）即作同額之減少，因此項證券之購買人，通常或為商業銀行（註十），或為商業銀行之顧客（註十一），其款項之支付，僅借入中央銀行之銀行存款帳上。反之，當中央銀行購進證券，則將其款項貸入中央銀行之銀行存款帳上，亦即增加商業銀行之現金準備，此則係代表一社會之信用基礎也。

公開市場活動之基本原理（註十二）即在中央銀行藉增減商業銀行之現金準備，而同比例增減通貨數量，致使利率與信用狀況作相對之變動，此則可轉使一般物價與商業活動，作適切之調整。因此，根據此項理論如中央銀行能迅速運用公開市場活動，則可用以穩定物價與穩定商業活動，至少可阻止物價與商業活動之變化使不致遠離於所期望之水準。然此項學說如能完全發揮效用，則須基於下列四大假定：（一）商業銀行準備金之增減，須悉按中央銀行公開市場活動之性質及其程度而變動；（二）商業銀行須根據其準備金之增減而增減其投資與放款額；（三）銀行信用之需要或其範圍之增減，須悉按信用基礎之增減與利率之升降而定；（四）銀行存款之流轉速度不變。然事實上，上述四項假定，殆無一能完全實現者。

第一、商業銀行之現金準備，並不常與中央銀行之證券買賣額成等比之增減，因有其他擾亂之因素同時作用故也。例如黃金之流入，鈔券之回籠，或因人民所貯現者之流回等，或可抵消中央銀行售出證券之一部分或全部，或更加重購進證券之影響；反之，如黃金之流出，及通貨之需要增加，或因人民貯現之故及對於鈔券之提取等則可抵消中央銀行購買證券之一部分或全部，或更加重售出證券之影響。

第二、一般商業銀行並不常按其準備金之增減，而增減其投資與放款額。換言之，信用基礎之變動，及按此所可造成信用量之變動，並不常與真正造成之信用量發生相同或等比之變化。因有許多貨幣經濟，或政治性質之環境，可使商業銀行在準備金增加時，不能十足利用以擴張信用，在準備金減少時，亦不能藉此而完全收縮之。

在英國確已有傳統習慣之存在，一般商業銀行對於存款債務，均維持百分之十一之現金準備率，在此相當限度內，商業銀行乃按準備金之升降而增減其投資額與放款額。然英國為唯一能多少遵守此項習慣之國家，但有時亦聽任是項準備率升高至百分之十一以上（註十三），如在一九三八年六月三十日，英國五大銀行之存款準備率為百分之十一·七；又在一九三四年倫敦清算銀行之存款準備率，平均每月為百分之十一·三。

反之，如在美國亦有另一習慣，即會員銀行當現金準備增加時，必將先用以減少或清償其積欠聯合準備銀行之債務，如債務全部清償後，猶有剩餘，則其運用與否，須視政府之政策與活動，國際局勢企業之預測，及匯率與物價變動之趨勢等而定。有時，商業銀行在準備銀行保持大量之過剩準備，如在一九三六年八月，有三、一〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元之多，在一九三七年末，會員銀行對其存款債務之現金準備率為百分之二二（包括庫存現金），而在一九二六年僅為百分之九·四，一九二九年則為百分之九·三。在其他新成立中央銀行之國家，亦有同樣情形發生。例如在南非，其商業銀行準備率之變動，在一九三一年年中為百分之十一·六，至一九三四年一月則為百分之三八。

至於信用基礎之增加與商業銀行信用創造間之關係上，尚有許多技術上之因素，須由各銀行考慮者。其一、在某種情形下如慣常之金準備率為百分之十，則一鎊之現金準備，可為十鎊國內信用之基礎，惟在其他情形下，如極需外匯或極需黃金出口時，則現金一鎊之準備，僅可充黃金或外匯一鎊之用耳；因此，銀行界必須考慮國內與國際間之局勢及信用膨脹所及於該國國際收支上之反響。同理，如信用膨脹之結果，致大量提取鈔券或硬幣以充儲現或其他目的時，則一鎊之現金準備，亦僅能發揮一鎊通貨之作用耳。另一因素，即為設非整個銀行制度採用膨脹之政策，則膨脹信用之銀行，將喪失其金準備而流入信用不膨脹之銀行，前者必被迫而再行收縮信用。是故除非一般情況有利於信用之膨脹，或對銀行信用有大量之需要外，信用基礎之擴大對於銀行信用最後之影響，實屬有限。

第三、有時不僅因一般商業銀行不願運用其所增多之金準備，同時亦缺乏適當之借款人。信用基礎之擴大，雖能使一般利率低落，但一般對於銀行信用之需要或其需要之程度並不常按利率之降低情形而作等比之增

加。在經濟或政治不安定時，即使銀行家願以低利增加貸放，然企業家往往裹足不前，不願冒險（註十四）。有時，則一方面企業家固不願借款，他方面一般銀行界及放款人亦不願放款。因放款冒險，故有時不僅缺乏借款人，尤在缺乏銀行認為合格之借款人。反之，當信用基礎收縮至利率高漲時，銀行融通款項之需要，或銀行信用之用途，並不常因此而減少；即有減少，亦不常按利率之提高而比例變動也。因對商業與投機之樂觀看法，可促使企業家、投資者與投機者，不顧高利之壓迫，仍大量運用信用。

第四、銀行存款之流轉速度，原不一定，且多為心理上反應之結果，故亦不能控制。通常，此項流轉速度，在商業日趨活躍時期，有時雖有高利之壓迫，亦常趨增加，反之，在商業日趨衰落時期，有時雖有低利之鼓勵，亦常趨減低；且此項增減之變動情形，事幾固不能精確測定，事後又不易設法加以有效之抵消。例如利率雖已大減，但因不穩定不信任與悲觀等因素之作用，其流轉速度反更趨低減。

雖然上述各假定實際上殆無一能完全實現者，但若其他各種條件不變，則至少可有上述各假定關係之趨勢。至其複雜性當常因上述擾亂因素之作用而增加，致其他條件不能不變也。而人的因素，尤為造成種種複雜性之主因，而減少公開市場活動為信用控制工具之效能。

至於中央銀行之公開市場活動，能抵消擾亂因素影響之程度究為若何，則為近年來爭辯激烈之問題。例如浩初來當論及因公開市場活動致信用基礎擴大時，深以為「增加大量之貨幣，即未消費餘額（*unconsumed balances*），其本身並無作用」，因「通貨之供給，若僅就市場上能感覺之意義上言，即為用以交換商品之貨幣之流入」，「商人放出現金，實為增加消費者所得之必要前提」，而「現金之被吸收，必致減少同額消費者之所得」。彼又認為「現金之放出或吸收，並非嚴格按照各銀行放款之增減」，又云：「或有其他原因可影響人民持有現金餘額之多寡」，但彼深以為「信用控制當局，必須計及此種其他因素」，又云：「彼等須努力調整其措施，使消費者所得與支出之擴大與緊縮，能發生預期之結果」（註十五）。

在某種限度與某種環境下，中央銀行如能「調整其措施」，實屬為有利，然於此有須注意者，即根據過去經驗所示，因非貨幣之因素，通常皆在中央銀行之控制範圍外，故如欲加以調整或控制，往往引起其他不必要

因素之變動。有時，中央銀行固可藉信用供給量之適當調節，以抵消非貨幣因素之影響，但有時中央銀行每亦因此而處於極不利之地位。關於此點其最重要之處即如浩初來氏所云，當中央銀行採行信用調節政策時，不僅須竭力避免行動過遲且須避免以對於不平衡反映甚慢之指數（如金準備率）為行動之指針，尤應避免行動之躊躇不決。

「惡性循環（通貨膨脹或通貨收縮）一旦中止，則必須迅速採行完全相反之措施，否則相反之信用變動，轉將發生危險性之劇激。」

浩初來氏雖相信中央銀行能中和非貨幣力量之影響，或能克服「信用不穩定」與「速度不穩定」之困難，但彼不信任藉公開市場之活動，即能辦事。反之，彼認為必須與貼現率連帶運用，始克有效。他方面凱恩斯及其他少數經濟學者認為公開市場活動，如能大規模組織運用，且有國家機關之投資或公共工程計劃，以為輔佐，則雖無貼現政策同時推行，亦可達到目的。

另一要素須考慮者，即一廣大而又活躍之長短期政府證券市場，實為展開大規模公開市場活動所必需，而世界上現僅倫敦與紐約二地為極能適合此等要求之金融中心。事實上，公開市場活動之根本原理實可謂係基於倫敦與紐約二地所有之各種條件上，尤以倫敦所有之條件為然。在短期證券方面可能發生之損失問題，並不常為經營此項證券之障礙，但一國設無一廣大而又活躍之長期證券市場，則中央銀行對於長期證券之買賣，必因恐懼其遭受損失而裹足不前，因此多數中央銀行惟有盡量經營短期證券也。

公開市場活動之另一限制，即當中央銀行尚未取得足額之證券，藉以吸收市場資金以期收縮信用前，中央銀行已在購買證券之過程中創造同額之信用。換言之，當中央銀行出售證券時，僅在抵消前此所創造之信用而已，故為求一般金融狀況之健全計，中央銀行之購買證券應僅限於信用奇緊之時也。在此種情況下，中央銀行創造信用之真正結果，或使一般銀行與公開市場上之活動者，得避免向中央銀行再貼現，或使彼等能償付或減少前此積欠中央銀行之債務；因此，其時中央銀行可持有較多之政府證券，與較少之匯票與擔保借據等。然中央銀行如在信用不奇緊時購買證券，則此項活動無異為創造人為之低利局面（註十六）。

約十二年前，各國中央銀行甚少藉信用管制以謀抵消某種變動之經驗，故常視信用管制爲屬於理論範疇內者。然近年來據英美兩國廣泛推行信用管制之經驗，已證明此爲可行之事，惟亦有其限制性，僅在某種場合下始能推行有效。至於在何種範圍內及在何種環境下，某項信用管制工作始能有效，此則無一定之公式可資遵循，惟端賴中央銀行以往之經驗及目前之觀察，加以取捨抉擇之耳。至一國在特定時間內，其公開市場活動之成效如何，則視下列諸要素而定，如：當時之經濟政治與社會等各種情況；人民之習性及銀行機構之組織；中央銀行之經驗、技能、與威望；國家之財政狀況；中央銀行與商業銀行及中央銀行與政府間之合作程度；證券市場之活動情形等是。

第四節 英國之公開市場活動

前曾言及，英國在戰後已隨時採用公開市場活動以爲信用控制之主要方法，有時甚至獨立運用之。此點已爲英國銀行界所承認。例如克立克 (Clegg) 氏謂，「英格蘭銀行可對各銀行之現金準備，採取直接行動而強使各銀行存款擴張或收縮，且曾一再爲之矣」，並謂，「故控制通貨數量之權力，已成爲推行中央銀行政策之工具，此實毫無疑議者也」(註十七)。

戰後，英格蘭銀行運用公開市場活動之主要目的，可概述如下：

- (一) 在使銀行率生效或爲變動銀行率之準備；
- (二) 在避免因政府款項移動或因季節變動所引起之金融市場上之一般紛擾；
- (三) 在抵消現金之流出與流入；
- (四) 在支持政府之信用，以使其發行新債或調換舊債；
- (五) 在創造與維持低利之局面，以補助商業之恢復。

戰後，當英格蘭銀行欲使市場利率密接於銀行利率，或將金融市場情況調適於發生變動之銀行率時，則該行亦仍如戰前，繼續運用公開市場活動，以爲銀行利率政策之補助。例如，在一九三一年一月之最後一星期，

當時英鎊之對外價值連續下跌，英格蘭銀行之金準備已減至一四〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，市場貼現率早已較銀行率低百分之三，至少低百分之一。於是，英格蘭銀行乃毅然參加市場活動，俾使市場利率較接近於當時之銀行率。英格蘭銀行為欲吸收市場餘資計，不僅在市場上拋出證券，並售賣國庫券，而其利率則遠較當時最優等商業票據之市場利率為高。此項公開市場活動之結果，遂使市場利率達於該行所預定之程度。就外匯方面言，利率之提高亦頗著成效。而對於紐約與巴黎二地之外匯匯率，皆脫離於對各該國之現金輸出點（即平八）。然自一九三二年後，因種種原因，從未有因欲增強銀行率效用而從事公開市場活動者。

至於公開市場活動中和季節變動方面，在戰後已演進成一較有系統與一致之技術，不若戰前運用時之躊躇不決矣。例如英格蘭銀行，經常在十二月購入證券（股票或國庫券，尤以後者居多），以期抵消因聖誕節及償付店帳之需要而對通貨之大量提取，次年一月間鈔券自流通外回歸時，則出售證券（註十九）。英格蘭銀行對於政府款項之移動，亦採此種穩定之活動（Stabilizing Operations），即當徵稅期間，大量款項流入政府帳時（註二十），則購進證券；反之，當政府撥付債息或因其他用途大量支付時，則出售證券。此種買賣證券之目的：當在盡量使金融市場及市場利率不因財政活動上暫時款項之移動而受騷擾。此外，英格蘭銀行在抵消季節性之秋季提存款項亦採用類似之辦法，而此則為戰前金融上之一大特點。然有時英格蘭銀行亦常放任某一特殊之季節變動者，其目的乃在使市場利率方面發生同樣之變動也。

如現金之流出入，在國際收支差額上，尤在大量通貨之移動上，係屬暫時性質或為非真正之變動，則此種變動和政策亦當同樣採用。一九三二年前，英格蘭銀行曾採取此項行動，用以盡量隔離國內信用機構，使不受外來力量之影響，並為避免凡非信用控制所必需之市場利率與銀行率之變動。即當黃金流出時，該行購進證券，當黃金流入時則出售之。然該行認為在當時之情況下，黃金之流出入應使其對信用基礎有一部份或全部之特殊影響，故該行為適應環境之需要並未會抵消或僅抵消一部份此項黃金之異動。一九三二年，英國財政部設立外匯平準基金帳後，則英格蘭銀行殆全為該帳執行此項活動，此帳由英格蘭銀行管理，受財政部之監督，而財政部亦因此轉與英格蘭銀行密切合作矣。

凡黃金與資金之流出入對於信用市場所發生之影響，可藉外匯平準基金帳之應用而得消除，其法即通常於該基金帳購入黃金或外匯時，則售出同額之國庫券，當黃金流出或售出外匯時，則購入或償付國庫券。在一九三八年三月三十一日，該基金帳持有純金四一、五六〇、〇〇〇鎊斯，按當時市價計算，其值三〇〇、〇〇〇、〇〇〇鎊。如英格蘭銀行不隨時向該基金帳購買大量黃金（註二十一），則其黃金持有額當遠較此數為高。英格蘭銀行所以隨時購買大量黃金者，其主要目的即在大量增加鈔券流通額，一部份原因則亦在使信用基礎維持至低利政策所要求之水準，而同時亦所以為保護平準基金也。

關於此點，當一九三八年五月法國之大量逃資自倫敦回歸法國時，英格蘭銀行首先採用一新公開市場策略。即英格蘭銀行不再購進國庫券，用以抵消銀行現金之暫時收縮，惟任何票據商或經紀人，如缺乏資金而無法自市場取得款項時，得以千分之五之利率，將票據出售於英格蘭銀行之經紀人，以替代直接向英格蘭銀行按官定貼現率或放款利率取得融通。此種辦法成效甚大，誠如當時經濟家雜誌（Economic）所載：

「此項公開市場活動之主動，自英格蘭銀行轉移於市場本身，有種種優點，蓋如此則其變動之大小，能儘量精確自動調整於市場上所需要之數額。」（註二十二）

公開市場政策之另一方面，即可支持政府信用以便政府發行新債或調換舊債。在大戰及戰後期間，英格蘭銀行曾以種種方法，襄助政府舉募政府所需要之大量債款，此後該行亦曾多次為種種目的而支持政府信用（註二十三）。其主要者即為一九三二年七月，政府將二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇鎊之百分之五戰事公債，調換成百分之三·五厘。當時設無英格蘭銀行之積極援助與合作，使一般信用基礎極度擴大與市場利率之一般降低，則財政部決不能實現如此低利而必要之大量調換也。

為表明多年來英格蘭銀行從事公開市場活動之範圍與程度及趨勢起見，吾人可引下列諸事實：即自一九二九年末至一九三二年底，英格蘭銀行持有政府證券總額自三一、一六六、〇〇〇鎊增至三六八、六〇〇、〇〇〇鎊。同時期內，該行之金準備自一五〇、五四九、〇〇〇鎊減至一二四、三〇九、〇〇〇鎊，其鈔券流通額與存款總額二者合計，自四九五、〇〇〇鎊增至五一六、三二八、〇〇〇鎊，此即表明英格蘭銀行

購進證券之目的乃在抵消現金之流出，並為擴大信用基礎。然自一九三二年末至一九三七年年底，該行所有政府證券總額自三六八、六〇〇、〇〇〇鎊減至三三四、三〇〇、〇〇〇鎊，其金準備乃按法定每基斯八十五先令計算，計自一二四、三〇九、〇〇〇鎊增至三二七、二四四、〇〇〇鎊，其鈔券與存款二者之合計，自五一六、二二八、〇〇〇鎊增至六七三、九〇九、〇〇〇鎊。此即指出英格蘭銀行在一九三三年——一九三七年間，雖仍採行其維持或擴大信用基礎之政策，但尙能減少證券之持有額（註二十四），因該行所購進之大量黃金（大部份購自外匯平準基金帳）其數額不僅足可增加一三四、〇〇〇、〇〇〇鎊之鈔券流通額，且亦足增加二三、〇〇〇、〇〇〇鎊之存款。

英格蘭銀行運用公開市場活動以擴大信用基礎，亦為該行謀扶助工商業復興之貨幣政策之一部分，其意蓋在藉此以創造有利於生產與貿易之金融狀況，至少可期其能使一般企業計劃與交易不因利率高昂或因銀行不願供給必需之信用而遭廢棄或停頓。然英格蘭銀行在此方面之公開市場活動，其範圍並不甚大，其力量亦不充足，如與美國聯合準備制度相較，則相差甚遠焉（註二十五）。

一般而論，吾人可謂英格蘭銀行既與財政部及國債委員會（National Debt Commissioners）（註二十六）密切合作，且又為外匯平準基金帳及其他許多國家中央銀行之代理者，故英格蘭銀行在英國乃有卓越之地位，而對於英國之通貨、外匯、黃金最優等之票據及資本市場等，皆具有強固之控制力量。但此處須鄭重說明者，英格蘭銀行在戰後對於此等市場之控制力所以較戰前加強者，其原因大部份係由於政府力量及其影響之增強，此則實由於下列各因素所致：（1）貼現市場上國庫券之充裕。（2）由政府機關所管理而投資於政府證券之預算外款項之增加。（3）金本位之放棄，及（4）外匯平準基金帳之活動等是。此項發展將使英格蘭銀行更受制於國家財政之需要，並使該行與財政部之繼續密切合作，較前更為必要。

第五節 美國之公開市場活動

就大體言，聯合準備制度公開市場政策之目的與英格蘭銀行相同，但在運用之範圍與程度或着重點上，則

彼此頗多重要之差別。

聯合準備銀行常運用公開市場活動，使貼現率生效，或為變動貼現率之準備，或在政府發行新債與調換舊債時支持政府之信用。且此項活動，亦如英國然，已成為公開市場之經常活動部份，藉以避免因政府款項移動與季節變動所引起金融市場上之紛擾也。聯合公開市場委員會 (Federal Open Market Committee) 近於一九三七年九月發表聲明如下：

「聯合公開市場委員會鑒於本國經濟之預期季節需要須向銀行要求通貨與信用，乃准該會之執行委員會隨時在公開市場購進足額之短期美國政府債券，藉以供給資金，以應季節性與其他季節上之需要。」(註二十七)

並謂，「當季節變動相反時，或因其他環境關係，使證券無保留之必要時，則該委員會即減少公開市場科目中證券之持有額。」

至於黃金移動方面，聯合公開市場委員會有時藉證券之買賣，用以抵消因黃金流出人所發生之影響，但此項活動僅限於黃金作特殊之移動時始如此，並非為公開市場之經常活動也。自一九二二年各聯合準備銀行首次採用是項公開市場政策後，其現金準備若與英格蘭銀行相較，常屬甚大而遠在法定需要之上；至英格蘭銀行之準備若與英國信用機構之規模及其商業金融上之交易額相較，迄近年來則常屬甚小。此二國中央銀行制度上關於金準備之差別，亦即說明各該國在謀消除因黃金流動所發生之影響上，其公開市場活動之程度乃所以有不同也。

一九三六年十二月美國採行與英國外匯平準基金類似之辦法，用以隔離國內信用機構，使不因黃金之移動而受影響，其法為連用財政部所管理之穩定黃金帳 (Stabilisation and Inactive Gold Account) 以出售國庫券之收入，購買自外國輸入及由本國出產之黃金且封存之，以備實際需要。一九三七年九月聯合準備制度自穩定黃金帳 (Inactive Gold Account) 購入價值三〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元之黃金，而付以等額之金證券，並將此款貸入財政部之帳上；一九三八年一月，財政部聲明該部以後取得之黃金僅以每季所得超過一〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元之數，始授予穩定黃金帳；一九三八年四月，因貨幣政策與商業萎縮之關係，乃決定取消穩定

黃金帳，並撤封該帳所有之黃金。

美國公開市場政策之主要方針，在藉證券之買賣以期消除極端商業變動之發生，即在商業衰落時期，購入證券，而在商業擴張時期則售出證券。遠在一九二二年聯合準備局即已採用以下之原則即：

「在聯合準備銀行購入證券所作之公開市場投資，其投資之數量性質方式與時間等，悉須取決於工商業之需要，並須顧及此種證券買賣對於一般信用之影響」(註二十九)。

聯合準備局迄未承認能以公開市場活動消滅商業循環，惟在盡量運用公開市場活動，俾使商業循環變動之幅度減至最低限度耳。

布及斯鄭重言曰：

「公開市場活動之目的，在於使聯合準備局得以爲創造穩定之最有效力工具」。(註二十九)

並謂「聯合準備政策對於商業之穩定方面具有補償之力量」，但「公開市場活動之成效如何，則端賴一般經濟情形而定」。彼以圖表表明一九二二年後美國公開市場活動之一般調節與工業生產量關係，證明「證券之購入均在商業萎縮物價跌落會員銀行債務甚多，及信用量減退或停滯之時」，並謂：

「購入證券之結果，常使會員銀行之債務減少，利率降低，信用量增加，物價趨穩或上漲，有時則繼以商業之恢復」。

「證券之售出，則在商業活躍，物價上漲，及信用擴張期間。其出售之結果，隨即使會員銀行之借款增加，利率高漲，並得阻止信用之膨脹，且常致商業趨於漸趨緩和。」

布及斯亦謂：「自一九二二至一九二七年，美國之經濟機構，對於聯合準備政策之變動，感應性極強，」但在「一九二八、一九二九年，及其後之經濟恐慌時期，聯合準備制度雖採用激烈之措施，亦甚少效果。其故蓋在「會員銀行之借款利率及銀行信用之增減，雖能相當調整於聯合準備政策之變動，但無奈不能轉而影響一國之經濟，」而「在一九二八、一九二九年，銀行信用雖不增加，但因其他貸款者之出現，及銀行信用「速度」或其周轉率之增加，故仍足以補充信用數量增長之不足。」

關於聯合準備制度應付一九二八——一九二九年大投機風潮之失敗方面，美國國內外一致之輿論認爲失敗之主因在乎下列數點：第一、一九二七年之低利政策（反映在證券之購入與貼現率之減低上），其目的不僅在

恢復此年春季後所發生局部性之商業萎縮，且擬輔助歐洲幣制與經濟情況之改善，因其目的廣泛，致推行低利政策之時間過長，終於助長過度投機之發生。

第二、在一九二八至一九二九年四月間，聯合準備制度雖曾出售證券達四〇五、〇〇〇、〇〇〇美元，並將紐約聯合準備銀行之貼現率，自百分之三·五提高至百分之五，但此項限制信用政策之執行，躊躇而不迅速，因循而不激烈。一般人認為當發現投機活動漸趨越軌時，紐約之貼現率應祇提高二次，每次至少須提高百分之一，不應分作三次，而前二次每次僅提高百分之〇·五，而最後一次提高百分之一，已與前次相隔十三個月之久。

第三、聯合準備制度對於充投機活動之信用須提高其利率，以限制其活動，然對於正當之商業活動則仍須維持自由與低利之局面。惟此項政策之推行，有賴於直接行動與道義勸告者甚大。但此在當時美國之特殊狀態下，實難辦到。

自一九二二——一九二七年期內聯合準備制度之公開市場政策相當成功，一部份人乃將此作為控制商業循環理論之根據，並以為此理論可隨時隨地均能同樣適用。但其後聯合準備制度運用之失敗，如前所述，已說明此項政策僅在某種限度與某種環境下始能推行有效也。且有須注意者，即在公開市場活動運用之成功期間，幾常與貼現政策連帶應用。

關於此點，一部份美國經濟學者亦認為公開市場活動僅能用作貼現政策之補充，且亦僅應作如此之運用。俾里斯氏謂：

「公開市場交易之舊法，——藉以影響各中央銀行所決定其社會應有之利率之方法——實為公開市場活動中業已證明較為合意之方法」。(註三十)

並謂，「此項活動可為其他運用中央銀行信用方式之補助或補充」，但「不能構成一種獨立之力量，或一種獨立之交易方式。」

克拉克氏謂：

「紐約準備銀行雖能藉公開市場之活動在阻止金融市場之短期紛擾免除利率之過高或過低與應付非常之危難上，獲得特殊之成功；但在信用之控制方面，則甚少成效可言。」（註三十一）

並謂「自信用控制之觀點言，公開市場活動僅可作為貼現政策之補充方法。」史派（Spahr）氏亦認為公開市場之運用，

「在供應商業之季節需要上，在抵銷因政府與社團之財政活動，及黃金流動等所發生之影響上，固為一有效之工具，但對於阻止商業循環或周期性之趨勢是否有效，則極成疑問。」（註三十二）

哈里斯以為「公開市場活動業已證明為次要之工具」，如「對此評價過高，則實由於不瞭解其意義及作用之故」（註三十三）。

至於公開市場活動與聯合準備信用量之關係，吾人須重視會員銀行之傳統習慣，即當聯合準備制度購進證券致會員銀行之現金準備增加時，彼等必先減少或償還對聯合準備銀行之債務。其意即為是項證券之購進，並不常使聯合準備信用作同量之增加，但如證券購買量甚大，則在相當時期後，自會引起聯合準備信用量之增加。反之，聯合準備制度出售證券，亦不常使聯合準備信用作同額之減少，因會員銀行通常均向聯合準備銀行借款，以補充其金準備之不足。會員銀行雖因此類方法而有抵銷聯合準備制度公開市場活動之趨勢，但一般認為，設無極不正常之情形，則公開市場活動，亦可引起會員銀行心理上之反應，此在再貼現率低減時，可有助於信用之膨脹，在再貼現率提高時，則有助於信用之收縮。

關於再貼現與公開市場活動之關係，由原聯合準備法案觀之，前者之活動較後者為重要，但自一九二九年聯合準備制度大量購買證券及黃金大量流入後，情勢乃為大變。起初，公開市場活動僅有趕上再貼現之趨勢，其後公開市場活動反較再貼現為重要，迄一九三二年購進證券一、一一〇、〇〇〇、〇〇〇美元及一九三一年購進證券五七〇、〇〇〇、〇〇〇美元後，公開市場活動竟根本替代再貼現活動矣。聯合準備制度之證券持有額，在一九二九年初為三〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元，至一九三七年末為二、五六四、〇〇〇、〇〇〇美元（註三十四），而再貼現額，則自一、〇五〇、〇〇〇、〇〇〇美元減至九、八六六、〇〇〇美元（註三十五）。

此項大量購進之證券額，已遠超過會員銀行所欠聯合準備銀行之債額，此乃貨幣政策之一部份欲藉以促進通貨之回漲 (Reflation)，與對抗通貨之緊縮及經濟之不景氣。聯合準備制度總裁局近於一九三七年九月，說明公開市場活動之目的，乃在「使會員銀行保有充足之準備，俾聯合準備制度足以繼續推行低利政策以謀經濟之復興」，而「聯合準備制度維持低利之目的，則在繼續執行一九三二年以來所積極推行之政策。」(註三十六)

低利政策之推行實無若何之成就，但過度之低利，終將有促成通貨膨脹之危險，此點似已為多數美國銀行家所深切認識。例如亞爾屈里 (Aldrich) 最近在論及聯合準備制度之低利政策及其與證券交易之關係時嘗謂：「真正之儲蓄猶如汽車中固有之汽油，如再注入大量膨脹之銀行信用，則將使此車狂奔亂行，」故「如通貨與信用膨脹過甚，則危險與不正常之現象將隨時隨地發生矣」。(註三十七)

(註一) 據 King 氏稱，此法首次採用於十九世紀初三十年間，且亦常被稱謂「國庫債券借入法」。

(註二) *Bank of England Operations 1890-1914*, pp. 27-36

(註三) 同前書 p. 128-9

(註四) 同前書 p. 19, 20, 27 46, 與 127

(註五) 大抵前可買賣之國庫券較少。

(註六) *Concise History of Modern History of Issue* (Fifth Edition) p. 217.

(註七) 在其他交戰國家，其中央銀行多以特種票款方式，幫助政府，而不採用購買政府證券之方式。

(註八) 如政府證券有廣大之市場，則中央銀行顯有種種理由，可不買賣其他公共證券。但如政府證券之供給不足或因其他關係，則中央銀行可經營政府所保證之證券或市政府證券，或其他公共證券；此項交易，亦當可列入「公開市場活動」內。

(註九) 然事實上其他情形，常不相同，因如「鈔券之流通額」，「政府存款」，「其他存款」，「金幣與金塊」等，有時亦常與「銀行存款」或作同方向或反方向或既有正反二方向之變動。

(註十) 亦有例外情形，如商業銀行以外之中央銀行之願在購買證券，直接由彼在中央銀行之存款帳上撥付，此則減少中央銀行之「其他存款」，致「銀行存款」一項之減少，較原應減少者為少。

(註十一) 如商業銀行顧客所購進或售出之證券，係由中央銀行買賣者，則商業銀行之存款債務與其準備額，將作同額之增減。

(註十二) 如公開市場活動之目的，僅在抵清現金或外匯之流出入，及一般政府款項之移動，與季節變動者當除外。

(註十三) 關於此點須注意者，即現金準備率之升高，有時僅為減少其他流動資產，如通知存款與票據等之結果。

(註十四) 誠如 Leonard Ayres 謂「願冒險(希望將來獲利之冒險)之意志，可以法律取締之，但不能使之產生。」「可設法誘導、鼓勵與便利之，但不能迫使其實現」；其理蓋在「願冒險之意志，必為一般情形與環境有利於企業活動及相當穩妥之結果」。

(American Banker's Association Journal May, 1938).

(註十五) Art of Central Banking, pp. 145-8.

(註十六) 關於低利政策之限制及其危險，已在本書第十章第二節中討論之。

(註十七) London Banker's Magazine, June, 1933.

(註十八) Economist 31 January, 1931.

(註十九) 此項交易並不代表市場上之真正出售，因有時國庫券滿期後，英格蘭銀行常不再調換等。此通常視為國庫券在公開市場活動方面之「大優點」。

(註二十) 近年來，政府事項方面因失業保險基金 (Unemployment Insurance Fund)、與外國平準基金 (Exchange Equalisation Account) 等之活動而益增其重要性。

(註二十一) 當一九三九年一月本書正付印時，按法定價格有二〇〇,〇〇〇,〇〇〇鎊之黃金(約四七,〇〇〇,〇〇〇鎊)，由英格蘭銀行移交外匯平準基金帳，此帳事實上代表英格蘭銀行自一九三二年以來所得黃金之全部。其所以有此項黃金之轉移者，因一九三八年間，倫敦黃金大量流出，主要係流至紐約巴黎，致外匯平準基金帳之金持有額，在一九三八年三月三十日為四二,五四六,〇〇〇鎊，至一九三八年九月三十日降至二一,六八四,〇〇〇鎊，更繼續銳減至一九三八年年底(此尚未披露)。

(註二十二) 28 May, 1938.

(註二十三) 萊格曼 (Wagemann) 認為如以公開市場政策支持政府證券，則當「銀行信用券與證券價格下跌時——則政府借款實為前此所未有之優等之流動投資」，並謂「可藉此或使儲蓄者、銀行、與儲蓄銀行等，以較前更多之數額，投資於政府證券。」

Wirtschaftspolitische Strategie, p. 138.

(註二十四) 關於此點須補充者，即在一九三六年十二月，英格蘭銀行之發行局將六〇,〇〇〇,〇〇〇鎊之政府證券移交外匯平準基金帳，同時減少六〇,〇〇〇,〇〇〇鎊紙幣之保證發行額，此則與外匯平準基金帳將黃金六五,〇〇〇,〇〇〇鎊移交與英格蘭銀行有關。然一九三九年一月六日，發生與上述相反之轉移，即英格蘭銀行將現金二〇〇,〇〇〇,〇〇〇鎊移交外匯平準基金

幅，同時該行發行局，自外匯平準基金匯收進同額之政府證券（國庫券），而其鈔券之保證發行額則自二三〇、〇〇〇、〇〇〇鎊增至四〇〇、〇〇〇、〇〇〇鎊。

此項移轉之結果，若自信用基礎之觀點言，事實上毫無變動。在同年二月英格蘭銀行之黃金持有量按市價計算增加九五、〇〇〇、〇〇〇鎊，其證券持有額，約作同額之減少，同時紙幣之保證發行額自四〇〇、〇〇〇、〇〇〇鎊減至三〇〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，其情形與上者相同。

（註二十五）英國公共市場活動較小之一理由。即在於前述之傳統習慣之存在，在此種傳統習慣下，一般商業銀行對於存款債務之準備比率，例在二〇——二一%之間，因此對於公開市場活動所促使信用基礎之變動，其反應必極迅速。

（註二十六）國庫委員會管理儲備保險基金（Unemployment Insurance Fund）全國健康保險基金（National Health Insurance Fund）郵政儲蓄銀行（Post Office Savings Bank）及信託儲蓄銀行（Trustee Savings Banks）等之投資，因此項投資總額甚大，故該委員會之行動，頗能影響市場上最優等之票據。

（註二十七）該委員會由聯合準備制度總裁及聯合準備銀行之代表五人組成之，該委員會之目的亦一如其前身（聯合公開市場投資委員會）（Federal Open Market Investment Committee）。乃在與聯合公開市場政策會（Federal Open Market Policy Conference）共謀協調十二聯合準備銀行之公開市場活動也。

（註二十八）Federal Reserve Bulletin, May, 1923.

（註二十九）Reserve Bank and the Money Market, Revised Edition, (Harper) pp. 249-54.

（註三十）Theory and Practices of Central Banking, (Harper) p. 190-9.

（註三十一）Central Banking under the Federal Reserve System, (Macmillan) p. 246.

（註三十二）Federal Reserve System and the Control of Credit (Macmillan) p. 130.

（註三十三）Twenty Years of Federal Reserve Policy, Vol. I, p. 11.

（註三十四）其中一、一五五、〇〇〇、〇〇〇美元為財政部票據，六五五、〇〇〇、〇〇〇美元為國庫券，七五二、〇〇〇、〇〇〇美元為政府債券。（Annual Report of Board of Governors for 1937, p. 78.）

（註三十五）在一九三七末，除再貼現額外，尚有一八、〇四九、〇〇〇美元為工業儲款。

（註三十六）Federal Reserve Bulletin, October, 1937.

（註三十七）Address on Stock Market from the viewpoint of a Commercial Banker, pp. 19-20.

第十二章 中央銀行之公開市場活動(續)

第一節 其他各國之公開市場活動

公開市場活動在英美以外之其他各國，僅近年來始漸趨重要。前已言及，在戰前除英格蘭銀行外，僅德國國家銀行為唯一能執行某種方式公開市場活動之中央銀行，該行有時常在公開市場出售國庫券，以期吸收餘資，與阻止市場利率之跌落過速。

按一九二四年之新銀行法，德國國家銀行不得為任何目的從事公開市場活動，後至一九三三年復又獲得此項權限。例如薩羅 (Saw) 氏 (註一) 嘗謂：「在一九三一年信用恐慌時德國國家銀行因其公開市場活動仍受禁止，故應付頗感棘手」(註二)。根據一九三三年之修正案，德國國家銀行得有權買賣特種證券「以期調節金融市場」(註三)，並得買賣可充該行發鈔準備之證券；是年德國國家銀行年報中曾說明此項修正案之目的乃在使該行「除運用其他方法外，可藉公開市場政策得有較大活動之自由以適應時代之需要。」

薩羅氏認為「在德國設無直接與間接之公開市場政策，則政府債券之大量調換 (Conversions)，與擴大備計劃所需資金之供給，將為不可能，」並謂，「直接公開市場活動之證券購買量，其最高額雖僅達四五〇百萬馬克，」然此在支持資本市場及便利政府債券之調換上，固已頗着成效」。(註四)

法國米葉 (Margaret Myers) 氏曾謂在一八五七年後之十年間，

「當法蘭西銀行仿效英格蘭銀行常變動其貼現率時，已發生該行是否亦應仿效英格蘭銀行之方式從事公開市場活動之問題。」

並謂：

「此項問題終遭否決，其故並非因法蘭西銀行缺乏必要之力量，乃在恐使法蘭西銀行有遭受損失之危險或有擾亂金融市場之嫌疑也」。(註五)

然戰後，法蘭西銀行通常並無真正權力從事公開市場活動，因該行條例中無特別規定該行得為其本行買賣政府

證券。

根據一九二八年法國財政部與法蘭西銀行之協定，法蘭西銀行接受償債基金 (Caisse d'Amortissement) 之無息票據 (註六)，此項票據之期限為三個月，但得繼續更換，其數額為五、九三〇、〇〇〇、〇〇〇法郎。該行並受權得向市場出售此項票據，「如該行認為此舉可影響信用之數量與維持信用之流通之控制。」該行「並得於未到期前購回原出售之票據。」據米葉 (Margaret Myers) 謂：

「一九二九年十二月及一九三〇年一月，巴黎金庫市場有通貨膨脹之趨勢時，即發生法蘭西銀行對金融市場應採取可能行動之問題，但法蘭西銀行因恐此項活動而受損失乃未採行。因上項票據在法蘭西銀行時雖無利息，但當人民購進，則該行必須給付利息也。」(註七)

一九三八年六月，法國總統命令特別授權法蘭西銀行對於國庫券、期限在二年內之國防債券、地方政之短期票據、及銀行承兌票據等，可從事公開市場活動 (註八)；因是，該行之地位已迥異於往昔。該命令鄭重說明所以授此權予法蘭西銀行者，其目的在使其藉此能「左右信用數量與調節金融市場」；又法國首相在其致總統之報告中亦嘗辯明此事之得當，蓋以為「近年來巴黎金融市場頗受資金流動之影響，故有授法蘭西銀行以較大之自由與較有效率之干涉力量之必要也。」而公開市場活動「可增強貼現政策對於金融市場之功效。」

在荷蘭，當一九三六年立法機關審核荷蘭銀行特許狀之更換時，對公開市場政策曾加討論。按原特許狀規定該行不得從事公開市場活動 (註九)，惟全恃貼現率以為調節信用之方法，但根據新特許狀該行得買賣國庫券、票據、及銀行承兌票據等，惟有一限制之規定，即國庫券或票據僅能自第三者購買。並規定該行自公開市場活動及外匯交易所得之收入，其半數須撥充特種公積金，直至等於核定資本額之半數為止。

在挪威，按原銀行法之規定，挪威銀行是否有權經營公開市場活動實頗多疑問，為除去此項疑竇起見，乃於一九三六年將原法加以修正。新法規定挪威銀行得買賣政府債券，或挪威抵押銀行 (Norwegian Mortgage Bank) 之債券，或其他有利息而又能隨時轉讓之各種證券。並規定設置一證券調整基金 (Securities Adjustment Fund)，其經費以該行盈餘支付股息百分之六後之一部撥充之。而買賣證券所發生之損益，則

「概借貸入該項基金帳內。挪威銀行總裁曾謂：公開市場活動「實爲挪威銀行執行信用政策上所必需之補充工具」；並謂，「此項辦法須與其他方法同時運用則可增強其他工具之效能」。(註十)

在瑞典，因金融市場之流動性極強而國家銀行所持有之政府證券額又較小，故最近該行乃與國債局

(National Debt Office) 成立協定，於必要時得發行國庫券(註十一)，或其他政府證券可向公開市場出售，其目的則專在吸收游資耳。(註十二)

比利時亦於一九三七年准國家銀行除經營商業票據外，復可賣買國庫券與長期政府債券，但對於該行購買政府證券方面仍有相當之限制，以便阻遏國家之過分要求。財政部，則以招標方式發行三月期之國庫券，用以扶助公開市場之建立。

其他各國新成立之中央銀行在現狀下亦欲採用某種方式之公開市場活動，以爲貼現政策之補充，此固與上述各較古老中央銀行，具有同感也。然多數新成立之中央銀行之公開市場政策之範圍，頗受限制，其故不僅在各該國之證券市場較狹，且因條例上對經營政府證券之權力多有限制。

此種限制之規定，如前所述(註十三)乃係於大戰及戰後期間各中央銀行接受政府票據(Government Papers)之不幸經驗，蓋藉以欲保護中央銀行使免受國家之不當之要求也。在一九三〇—一九三三年不景氣之嚴重壓力下，各國確曾解弛是項限制，但關於購買長期政府證券方面，事實上仍多限於作普通之投資，而此則爲多數中央銀行收益之來源也。此外，如印度、阿根廷、薩爾瓦多、加拿大、與新西蘭等國，自一九三四年後始成立之五新中央銀行，僅後二者——即加拿大與新西蘭之中央銀行——在購買長期證券方面，不受極大之限制。

各新中央銀行除在購買長期政府證券方面受相當限制外，復因是項證券缺乏一廣大而活躍之市場致其公開市場活動之範圍更狹，其情形亦一如某些較古老之中央銀行。近如挪威銀行總裁曾曰：「吾人切不可漠視吾國證券市場之各種缺點，蓋此頗多能限制公開市場之活動；」並謂：

「有時吾人可購進證券，但其難大量拋出，因市場甚狹，如大量出售，將使其價格低落，或可發生有害之影響」。(註十四)

澳大利亞聯邦銀行，在論及澳大利亞之公開市場活動時，聞亦曾謂，「此項活動甚難，因證券市場之範圍狹隘

威應敏銳，且有影響政府證券價格與收益之危險」。(註十五)

但國庫券與其他短期政府證券，則可使中央銀行之公開市場活動有較好之機會。此問題之核心乃在建立一國庫券之公開市場並且據經驗所示，中央銀行與財政部之積極合作，實為建立及維持此項市場所必需。故中央銀行若宣佈可隨時以適當之利率自第三者購進國庫券，則收效當甚大。在此等國家，其國庫券經中央銀行此項保證後，實可成爲發展一金融市場最有效之工具，蓋因商業票據與銀行承兌票據爲數不多，且凡可供貼現之商業票據則多由各銀行直接對其顧客貼現後存放本地或海外各分行直至票據之到期日爲止。(註十六)

上述有些國家在此方面之活動已獲極大之成效。例如，加拿大已採用招標制度發行三月期之國庫券，且加拿大銀行極願購買國庫券，故此項票據市場之範圍乃得擴大。關於發展加拿大之票據市場方面，加拿大銀行總裁於一九三六年會謂：此項目的之實現，須有三大條件：(一)須有充足數量之國庫券；(二)須有分配國庫券之健全機構；與(三)商業銀行間須有視國庫券爲第二準備金之習慣。(註十七)

在以公開市場活動爲調節信用之工具方面，一九三七年加拿大銀行之年報會謂，加拿大銀行因增加各特許銀行現金準備一五、〇〇〇、〇〇〇美元，乃得保持信用寬弛之局面，雖然當時之通貨亦因此而膨脹二三、〇〇〇、〇〇〇美元；並謂此次所用之主要工具，即爲購進二五、八〇〇、〇〇〇美元之國庫券，與其他自治區域 (Provinces) 或省政府之證券。

該報告又鄭重說明：加拿大銀行證券持有額之增加，常在每年之最後數月，因該行之政策，僅在藉此「供給通貨，以應一般人民對於鈔券之季節需要」，並因「此時適爲各特許銀行欲增加其現金準備之時」。

「當每年未發生市場變動時，加拿大銀行之短期投資額即隨增加，假無中央銀行之資助，則國庫券與其他短期證券之市場，決無力吸收各特許銀行所欲暫時拋售之此項證券，且將使資本市場發生不必要之極大混亂。」

近年來印度亦採用招標制度，由中央銀行發行國庫券，且印度準備銀行現正竭力從事於國庫券市場之發展。據該行一九三七年之年報謂，「該行亦正致慮在商業票據方面是否有造成公開市場活動之可能」，但「困難殊多，其一即爲票據之印花稅(註十八)」，此稅在現行稅率下除煩雜不堪外，對於吾人之企圖，尤有極大之阻

擬。

在澳大利亞、南非聯邦、及新西蘭等地，亦曾努力於國庫券公開市場之建立。例如南非聯邦準備銀行，曾於一九二七年與聯邦財政部成立協定，由該行代為發行三月期之國庫券，俟國庫券已發行十四日後，而持券人因需款欲出售者，則由該行負責購回，但此時利率須較發行利率高百分之二五。然在一九二八年，該行即廢止此項協定，一則因該行認為彼有隨時以預定之利率，購回大量國庫券之義務，其地位即因此而受損害；二則因當時其他各銀行競相爭取國內餘資，如當時其他各銀行皆提高定期 (Fixed) 存款之利率至等於國庫券之利率，並如對期限在二個月以內而其提存須一個月前通知之一〇、〇〇〇鎊存款尤予給息等是。故該行乃採取隨時決定貼現率以貼現國庫券之政策，其貼現率則視市場情形及財政部所付之利率而定。因此，該行即完成其職務而擴大國庫券之市場。在一九二八——一九二九，及一九二九——一九三〇兩財政年度內，由該行貼現之國庫券，通常為期均甚短，其周轉額各為七、〇〇〇、〇〇〇鎊及四、一七〇、〇〇〇鎊。然在一九三三年財政部因種種關係，不需短期資金，故未繼續發行國庫券，此種情形迄一九三八年年中仍如此。

在澳大利亞，聯邦準備銀行嘗於一九三六年欲發售國庫券 (註十九) 予人民，以為發展票據市場之初步準備，並欲廢除此僅售予銀行之習慣，但亦因各銀行競相決定，將三個月期之存款利率提高至國庫券利率以上，致其嘗試乃告失敗。一九三七年皇家貨幣銀行委員會之報告稱，該委員會願能建立一國庫券之公開市場，其方式為經常向人民招標，其利率則由投標者決定之，聯邦銀行對於國庫券之招標額，則有自由決定權。彼等又認為如公開市場業已建立，人民及商業銀行已慣於國庫券之買賣，則聯邦銀行得藉再貼現率之運用與國庫券之買賣，更可增強其控制之力量。(註二九)

在阿根廷，因其中中央銀行在成立之初即持有百分之三之統一財政部債券 (Consolidated Treasury Bonds) 四〇〇、〇〇〇、〇〇〇比沙 (註二十一)，故在建立一公開市場與運用公開市場活動上，實獲得極大之便利。故在一九三五——一九三六年，因國際收支好轉及黃金重估價之故，致金融市場之流動性極強，該行欲減少此種流動性，乃想出一極好之方法，不僅可解決流動性問題，且在奠定公開市場之基礎上亦皆告成功 (註二十二)。其法

即以長期定息之財政部債券爲基礎，發行參與證券（Certificates of Participation），此爲利率不固定而其期限爲三個月之票據。起初，先決定此項證券之數額及價格，然後向銀行募集，但經過數月之試驗，該行即改變此項辦法，定爲二星期招標一次而將此證券分配予出價最高者。「此法除有其他優點外，使能與金融市場之變動密接（註二十三）。且此項證券，可按各票據之最低再貼現率隨時向中央銀行貼現。至一九三七年末，此項證券之流通額，已達三一〇、〇〇〇、〇〇〇比沙。

阿根廷中央銀行，除每隔二星期招標發行一次參與證券外，復爲政府本身之需要，每月招標發行國庫券一次。此種國庫券在一九三七年之流通額爲三二、〇〇〇、〇〇〇—五七、〇〇〇、〇〇〇比沙。阿根廷中央銀行並發行其他國庫券，代外匯基金，支付一部分購買外匯之用。此項國庫券之發行係由中央銀行申請，而經財部核准。其目的乃在增強該行吸收餘資之能力，其利息則出自買賣外匯之附加佣金，而非由財政部負擔。據一九三六年該行年報稱：

「此法經短期之運用，已證明至爲有效，故在本國國際收支繼續好轉之時，當將繼續施行也。」

第二節 結論

由是觀之，目前真正能大規模運用公開市場活動者，雖僅英格蘭銀行與美國之聯合準備制度，然其他各國之中央銀行近來均努力從事於種種方式之公開市場活動，以期輔助貼現政策，或爲中和季節變動及政府款項移轉之影響，或爲隔離國內之信用機構使不因國際收支之暫時突變而受影響等。

多數此等中央銀行之迫切問題厥爲：第一、須建立或發展一國庫券之公開市場，此在有些中央銀行缺乏規模宏大而又極活躍之長期政府債券市場者，與缺乏經營是項債券之權力者尤爲必要。第二、或因金準備之重估價，或因資金之流入，或因國際收支一時之好轉，致產生過多之游資，必須設法吸收之。

欲建立一公開市場，則下列諸條件均屬必要：（1）數額充足之國庫券；（2）國庫券之到期日，不能太無規則；或（3）國庫券之向人民及銀行發行，須以每週或每二週或每月之招標爲根據，尤應允許中央銀行參

加投標；(4)一般銀行須視國庫券爲第二準備金；(5)中央銀行須隨時準備貼現第三卷之國庫券，其貼現率則不能遠離於此券發行時之利率，至於票據商或票據經紀人之存在，雖非公開市場所必需，但亦有莫大之補助焉。

中央銀行因有分行分佈於各重要城鎮，故爲理想之國庫代理者，中央銀行代理財政部辦理國庫券之招標而發售予給價最高者；有時並對財政部作籌款暫墊或爲避免國庫券發行之滿期日太平平均，或補助財政部渡過不宜招標或款項不足之困難。反之，中央銀行如欲取得下列各條件，即如國庫券之發行，須以投標爲根據，國庫券之到期日，須相當平均，及國庫券之數量須相當充足等，則財政部之積極合作，亦極必要。有些國家爲維持相當數額之國庫券計，財政部甚或須以新國庫券之收入，償還到期之長期借款，而不以新債抵償舊債。

關於吸收游資方面，一部分中央銀行除爲收益計持有最低額之國庫券外，因更無多量國庫券或其他政府證券可供賣買，故其處境甚爲艱難，蓋此等中央銀行雖願犧牲收益而出售其證券，亦僅能吸收一小部分之游資耳，此固屬杯水車薪，無濟於事也。在瑞典，曾由財政部發行特種證券，而由中央銀行向市場出售以期克服上述之困難；在阿根廷，除中央銀行持有大量政府證券外，再由財政部發行特種證券，以爲吸收游資之補助。然此項措施，實係勉強，故其結果終將使問題更趨複雜而已。且財政部如發行此項證券，通常皆不願支付此項證券之利息，是則必須由中央銀行負擔，如瑞典之規定是，或由中央銀行之佣金或其他收入項下付之，如阿根廷中央銀行以購買外匯而發行國庫券時所得之佣金作支付是。

(註一) Oegenastpolitik zur Konjunktur gelung, preface.

(註二) 當 Mildred Northrop 引德國國家銀行在危急時常放棄銀行率(一九三三年前)藉以證明「德國國家銀行本身認爲貼現率已不足爲中央銀行控制信用之有效工具」，曾謂：「德國國家銀行所以採此種態度者——一部份係由於德國國家銀行之貼現率不能依賴公開市場活動補助之故。」Control Policies of the Reichbank, 1924-33, p. 306

(註三) 由德國政府或德國之任何一邦一市或某種政府信用機關所發行之債券，或由德國政府或德國之任何一邦所保證之債券；或爲德國鐵路股票。

(註四) 前書序言，及 p. 88

(註五) Paris as a Financial Centre, p. 29.

(註六) 萬種票據即代替法國銀行當時所持有之國庫票據，亦係代義法蘭西銀行大戰期間給予法政府以俄國政府債券作擔保之票款。

(註七) 前書，p. 30.

(註八) 但法國銀行不得直接自財政部取得證券，僅能在公開市場上活動。惟因法國私有銀行團體沒有貼現公司執行類似倫敦市場上貼現所之職能，此項活動遂得不少之便利。他方面，如自動償債基金 (Caisse Autonome d'Amortissement)、委託基金 (The Caisse des Dépôts et Consignations)、公債穩定基金 (The Rentes Stabilization Fund) 等國家機關之活動，對於證券價格與金融市場均有重大之影響，設此等機關仍不與法蘭西銀行聯繫，而單獨活動，則後者對於巴黎金融市場之控制，仍難免如往昔之受損害也。

(註九) 多年來荷蘭銀行常持有外國票據，其主要用途即在保障匯率之第一道防線。

(註十) Monthly Report of Bank of Norway, February, 1936.

(註十一) 因此項證券專為該行發行，故該行須給付利息。

(註十二) 為同樣目的計，瑞典國家銀行受權對於定期 (Time) 存款與即期 (Demand) 存款皆得給付利息。

(註十三) 見本書第三章第三節。

(註十四) Monthly Report of Bank Norway, February, 1936.

(註十五) Report of Royal Monetary and Banking Commission, 1937 p. 68.

(註十六) 由中央銀行再貼現者當除外。

(註十七) Midland Bank Monthly Review, July-August, 1937.

(註十八) 據稱印度政府已允准備銀行之請求，減低國內票據之印花稅一律為 1,000 盧比征稅二安那 (Annas)。(Economist Banking Supplement October, 1938, p. 16.)

(註十九) 出售該行所持有者。

(註二十) 見原報告 p. 234-5

(註二十一) 此種債券並非常為政府新發行者，僅為調換國家銀行 (Bancote la Nation) 及換債基金 (Caja de Conversion) 所持

有之國庫券及其他政府證券，該行成立時此項證券即移交該行。

(註二十二) 吸收游資之另一法即以一九三六及一九三七年發行政府債券與國庫券收入及外匯之盈利償還阿根廷政府之外債，計三五七、

〇〇〇、〇〇〇比沙 (約三四、〇〇〇、〇〇〇鎊)，此法於一九三四—七年，亦為南非聯邦政府所採行，用以償還約三〇、

〇〇〇、〇〇〇鎊之外債。

(註二十三) Annual Report of Central Bank of the Argentine for 1936, p. 6.

第十三章 信用控制之其他方法

第一節 信用之分派

中央銀行在採行有系統之貼現政策，與無條件接受「最後貸放者」之責任前，信用之分派，已為其控制信用之方法。

十八世紀末葉，英格蘭銀行，每當請求貼現之總數超過其每日之供給額時，常對任何「貼現所」之貼現額予以限制，或對每一貼現申請額，削減其一部分，（註一）此即利用信用之分派。控制信用之方法也。

當英格蘭銀行因受高利貸法之拘束，其貼現率不能超過百分之五時，勢必另求他法，以便金融緊迫及準備款之限制其放款，其時英格蘭銀行所採用之方法，不僅以信用之分派限制每一申請者之貼現額，且限制貼現票據之種類，僅屬於短期者。此三法之運用，有時不免過於激烈，或有失公平，且在信用緊急期間，此項措施亦每易引起恐慌，故此種方法，頗招致各方之激烈反對。

一八三三年，高利貸法限制較寬，當時三星期之匯票，已不受此法之限制，數年後則任何期限之匯票均不受此制限制。直至一八三九年，始用銀行率以為控制信用之工具；而自一八四四年銀行法案實施後，英格蘭銀行更藉此為信用控制之主要機關。其時，英格蘭銀行因已漸接受「最後貸放者」之地位，故在恐慌時信用分派政策，顯係違反此職責，故英格蘭銀行遂毅然放棄以信用之分派，以為替代或補助銀行率之提高。

當時中央銀行凡以貼現政策為信用控制之主要工具者，其發展情形，殆皆如英格蘭銀行同。信用之分派現今除少數大體國家之中央銀行，在戰爭，或其他非常之情況下偶爾運用外，已不多觀。

近年來少數國家之中央銀行，又為欲應付上大大戰後直接間接所招致之非常艱困情況，亦常採用種種方式之信用分派。據華格曼 (Wagemann) 氏：「因此，信用分派之運用，可謂重被發現」，彼并列舉德國信用分派之史實，如一九二四年，當「來登馬克 (Reichsmark)」所穩定之通貨發生危險時，如一九二九年，當「奧國

幣之史實，如一九二四年，當「來登馬克 (Reichsmark)」所穩定之通貨發生危險時，如一九二九年，當「奧國

格計劃有關之巴黎協議引起外資之提取而打擊德國之通貨」，及「德國國家銀行欲以信用限制，使各銀行竭盡勞力對抗此危機」時；如一九三一年，當「德國國家銀行欲以信用之限額分配，以挽救各大銀行之崩潰」時，書先後採用此法。(註二)

諾叔羅 (Mildred Northon) 氏對於一九二四——一九二六年，德國國家銀行限制信用與分派信用之技術，曾作有趣之分析，以為：「中央銀行之統籌得動，實屬必要，蓋此時來登馬克之投機，已趨狂熱」；並謂：「凡諒知德國一九二四年四月時之實情者，斷不敢言僅以貼現率之提高，能阻此投機之狂潮也」。彼認為「德國國家銀行採用信用分派政策之堅定與一致，實為其後數年內，德國能比較繁榮之一最強有力之因素」；但「如謂德國國家銀行之信用限制，與分派政策，已克奏全效，則未敢贊同」，因「其中頗多重要之工業，因缺乏信用，致處境艱難，甚或因而倒閉也」。(註三)

在蘇聯，中央銀行之信用分派，已成為一般經濟政策之重要因素。開氏 (Katzencellengbaum) 謂，蘇聯國家銀行（即中央銀行）之貼現率「既非放款額之供需指數，亦非為放款供給額之調節者」，惟

「國家銀行之放款項，須遵循另一原則，即須按一定計劃，分配於需要迫切之正當要求者。」

并謂：「有總之信用之管理，應遵照國家銀行之供給量時……，則國家銀行，不得不按照一定方針分配於需款之各企業。」(註四)

事實上，信用之分派，實為極權國家計劃政策之必然產物。信用之分派，確為信用控制上一果斷之方法。華格曼氏謂「在經濟情況較為落後之國家，信用之限額分配實為中央銀行阻止商業信用過度要求之妙策」。

(註五) 惟於此吾人須注意者，一國設無如集體經濟 (Body Economic) 之有效控制與周密之管理，則此法之實行，殊易引起種種濫用，與不公平之處，(註六) 且亦有違中央銀行為最後貸放者之職責，况上述之條件事實上幾為不可能，或僅少數國家可能耳。

總之，信用之分派，僅可作為權宜應變之策，或作為無辦法之辦法，或為國家整個經濟計劃之一部分。

第二節 直接行動與道義勸告

直接行動與道義勸告，運用之方式雖不一致，然常為各國中央銀行用以代替或補助貼現政策及公開市場政策之辦法。廣義言之，直接行動可包括道義勸告；即認道義勸告，為直接行動之一種，曾有少數學者作如此主張。惟就大體論，二者實有分別之必要，所謂「直接行動」，（註七）係指中央銀行決定或被迫對某一商業銀行，或其他金融機關採取強制措施而言，而道義勸告，則係中央銀行，對有關機關作某種適當之表示，或建議，以達其目的，至於成效如何，則須視其勸告之道德感召力量與威力而定。

中央銀行採取直接行動之方式，可有下列數種：即當中央銀行認為請求再貼現銀行之信用政策，有背於中央銀行之信用原則時，則拒絕其再貼現。或中央銀行，認為請求再貼現之銀行，其中申請額已超過該行資本與公積金所應申請之數額，或該行較其他銀行請求獨多時，則拒絕其再貼現。在此種情況下，中央銀行，雖不願放棄其「最後貸放者」之職責，亦可不必拒絕其再貼現，惟須對此等銀行，課以較官定貼現率較高之貼現率，以示懲戒。

然如在上述之同樣情形下，中央銀行願以道義勸告，代替直接行動，則中央銀行僅須勸告有關銀行，減少對於投機或其他不必緊活動之放款即可。

直接行動或道義勸告，在理論上所以認為重要者，因其能與一般商業銀行之活動，直接發生人事上之關係，故有使中央銀行在銀行信用之質的分配上，可收較好之效果；反之，如貼現政策與公開市場活動，通常僅能作為信用數量上之控制。

然實際上，直接行動，在信用之質的控制方面，其功效，一部份因直接行動，僅能發生消極作用，一而無積極之效果，一部份因商業銀行本身，亦不易控制信用之最後用途，（註八）且對必需與非必需工業，生產與不生產活動，投資與投機，及正當投機與不正當投機等，不易作明確之區別。抑有進者，顯矩漏網者，亦不

所爲之直接行動。有違中央銀行爲「最後貸放者」之職務，且亦僅在其他銀行缺乏資金而又無法自其他方面取得補充而必向其申請時，始能實施。

直接行動在美國聯合準備制度之報告與公告中，及在美國之一般討論中均極爲重視，尤當一九二九年時爲最，蓋當時美國投機狂熱，紐約聯合準備銀行雖極願再度提高其貼現率，但聯合準備總裁局則願以直接行動代之。然據聯合準備制度過去之經驗，認爲直接行動決不能替代貼現政策，且在爲其他目的而應用上，其價值與重要性，亦屬有限。誠如布及斯所云：「直接行動僅對少數使用聯合準備信用數額過巨或時間過長之銀行，始可實施，但如欲廣泛應用，則將引起無窮之爭論」，（註九）蓋「如證券、不動產、商品等之經營或投機，何者爲正當使用銀行信用，何者爲濫用，或何者爲濫用銀行信用，而有違健全信用之維持，誠皆難區別者也」。（註十）且如是，則將使各準備銀行，負管理會員銀行之責矣。

一九三三年與一九三五年之銀行法案，授予聯合準備制度總裁局以廣大之權限，使其不僅能統馭十二聯合準備銀行，且能控制會員銀行之貸放業務。該法規定每一聯合準備銀行，須隨時知悉各該區內會員銀行之投資與放款數額及其一般之情形，藉以察知銀行信用是否有充證券、不動產，及商品等投機之用，聯合準備銀行，並須根據是項情報，決定是否給予放款，再貼現，或其他信用。如總裁局認爲某會員銀行濫用銀行信用從事上述不正當之活動者，則得令其停止使用聯合準備信用，而不問其有關之聯合準備銀行之願否也。該局並可令飭任何會員銀行不得再增加期票在一年以內，以股票或債券爲擔保之放款，否則將停止聯合準備銀行供給其再貼現之便利，以示懲戒。此外，總裁局受權得隨時按每一準備區內會員銀行之資本類與公積金，決定其得對以股票或債券爲擔保之放款百分比。

就理論上言，如美國現行之聯合準備制度總裁局，既賦有如此廣大之權力，似足以執行信用之實的控制與維持健全之信用狀況，惟事實上，則誠如布及斯所云，有二大基本困難，即中央銀行如何能隨時察知與決定某一銀行係濫用信用，而有違健全信用之原則，且運用此權之結果，則將使中央銀行負管理一般商業銀行之責矣。中央銀行當局，既能制定上項種種辦法，並有強制執行之權，終其極，或將養成一般商業銀行之懈怠疏

忽，而推諉其責任，或促使彼等想盡種種方法，謀如何逃避規定。目前，商業銀行之業務，如此繁複而專門，爲求其貸放業務之健全，中央銀行與商業銀行，應各負專責，不應混淆，而一般商業銀行對於各種章程，亦應一律遵循不能逃避，否則將徒增紛擾危害社會之金融福利。

至於道義勸告，雖有如直接行動之某些缺點，但因無法律上或行政上之強制性與懲戒性之恐嚇行爲，故可得較好之心理之反應。縱使道義勸告，含有某種強制性，此乃道義上之責任，有時容或帶有某種恐嚇性，但亦屬友好之警告耳。且如道義勸告，爲直接行動之一種，則此爲中央銀行，獲得一般商業銀行密切合作之唯一妙策；設無此種密切之合作，則中央銀行，在信用之實的控制方面，終不易取得具體之結果。

布及斯認爲「有時準備銀行對於一般銀行所作非正式之建議，頗能影響一般信用情況」，并謂「此種建議之效果，可遠在法定的正式行動之上」。但「運用時，須極度審慎，且如使用過度，即無功效之可言」。(註十三)

根據聯合準備制度過去之經驗，有些美國學者，認爲道義勸告，除非用明文規定其干涉與控制外，甚少實際功效可言，故彼等極贊成授種種權力予聯合準備制度。例如克拉克謂：「以勸告爲信用控制之方法，迄未成功」；而「警告之功效亦屬甚微」，「蓋勸告與警告之運用，雖不無約束或阻遏之效，但有時信用膨脹之力過強，究非毫無強制性之道義勸告所能抑制」。(註十二)

按一九三一年紐約聯合準備銀行，向參議院中銀行與貨幣委員會所提出之報告稱：「欲以道義勸告，限制或控制聯合準備信用之膨脹與運用幾不可行」，且「如聯合準備銀行欲以道義勸告，或其他方法禁止銀行信用，用作投機或投資活動，事實上，亦不可能」。該報告復稱：「雖有些銀行家願與準備銀行合作，且不惜任何犧牲，以實現上項目的」，然「有些則憎惡對其業務方面，作任何之建議，故除採激烈之辦法外，彼等頗不願聽從他人之意見而變其營業之方針」；且「如道義勸告，能發生實效，亦僅能使願與合作之各銀行恪守忠告，無奈其他銀行，依舊如故，直使後者業務益趨發達耳」。抑有進者，彼等認爲：

「與銀行人員，直接接觸，便利良多，且如某一銀行之借款額特別豐者，則直接交涉，尤屬必要。」

惟「此法至爲迂緩」，又如有關之銀行甚多時，則「其效果，決不如運用貼現率之神速、有效、與公允也」，且運

用後者之結果，「可遮蓋全部之趨勢，而轉向貼現率所指導之方向」。

然於此亦須提及者，即美國因有數千獨立之單位銀行存在，龐雜紛歧，且中央銀行制度之確立，又為時甚暫，故道義勸告之收效較遜，實非與其他歷史悠久之中央銀行及與有分行之少數大銀行者可比。例如英國、瑞典、荷蘭等國之中央銀行，其道義勸告，已公認有相當之成效。即在一部份新設之中央銀行，因其國內有完密之分行制度，道義勸告之運用，亦已頗著成效。

德國國家銀行亦曾多次採用道義勸告，諾叔羅嘗舉德國國家銀行使用道義勸告之情形謂，「凡在該行控制範圍外一般銀行所為之不正當活動，該行先予勸告，繼之以公告」，而「警告之後，則繼以將採激烈措施之恐嚇，除非此危險之趨勢已屬好轉乃止」。（註十三）例如在一九二七年春，德國國家銀行為「迫使各銀行增加其周轉力」及為「阻遏股票市場之投機」，嘗警告一般商業銀行，「不得濫借外國之短期借款（多充股票市場投機之用）」，「亦不得再繼續依賴中央銀行，以清理股票交易之債務」。其初，各商業銀行皆置之不理，旋該行即通告各行如「不再遵命，則將限制信用以資懲戒，於是該行之目的遂得實現」。

總之，直接行動與道義勸告各國中央銀行頗有運用之餘地，但同時亦須認清其各方面之限制性；且如以此為控制信用之工具，則通常祇可補助貼現政策與公開市場之活動。就大體言，直接行動，僅能適用於特殊場合，尤在民主國家為然，然此亦如信用之分派，固極適合於極權國家之情況也。至於道義勸告，其範圍較直接行動廣泛，尤其當一國貨幣方面之流動性極大，而該國之中央銀行又不能大規模運用公開市場活動以阻止不當資金之流動者，則道義勸告，雖有其限制性，實極應採用。至其成效如何，則胥視金融組織之機構如何，中央銀行之威望與經驗何如，及中央銀行與商業銀行合作之程度等而定。

第二節 變更商業銀行之最低現金準備

近年以來，各國政府為便於增減銀行現金之運用量起見，多授權中央銀行當局，得增減一般商業銀行必須

存放於該行之最低現金準備。

一九三三年，美國首採此法，復於一九三五年，略加修正，其時政府以法律授權聯合準備制度總裁局得頒布條例以變更會員銀行之法定現金準備率，以期「阻止不當之信用伸縮」，但其最低率，不得低於當時之法定準備率，其最高額，亦不得超過此率之二倍。此法之用意即在予聯合準備銀行另一工具，俾能控制金融市場，與伸縮會員銀行創造信用之能力。

一九三六年八月，大量黃金流入美國，致會員銀行之現金準備大增，聯合準備制度總裁局，深恐彼等用以擴張不當之信用，乃首次將會員銀行之現金準備率提高百分之五十。據當時總裁局稱：

「若任此過剩之現金準備擴大信用，然後收縮之，則不若當其未使用前，封其一部分也。」（註十四）

一九三六年，紐約聯合準備銀行年報稱，提高現金準備率之主要結果，「不在限制現有通貨之運用量，乃在限制將來信用之潛在膨脹力，蓋信用之能否膨脹，終以銀行所持有之現金準備之多寡而定」。

金準備率提高百分之五十之結果，使會員銀行之剩餘準備差額，（即超過法定最低額者）自三、一〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元減至一、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元，經此大量吸收後，總裁局認為，「即可運用公開市場政策，控制此項過剩準備金之活動，蓋其時聯合準備制度之公開市場活動帳，握有二、四三〇、〇〇〇、〇〇〇美元之美國政府證券」。換言之，如銀行信用，漸趨不正當之膨脹時，聯合準備制度，即可在公開市場售出大量政府證券，以吸收會員銀行之餘資矣。一九三六年紐約聯合準備銀行年報中，亦認為有使中央銀行能「有效控制金融市場」之必要。

一九三六年底，因黃金繼續流入美國，致會員銀行之剩餘準備金又大增，計共逾二、二五〇、〇〇〇、〇〇〇美元。由是，一九三七年初，總裁局乃決定將現金準備率，分二次提高至法定最高限度，即為一九三六年八月前最低準備額之兩倍。當一九三七年五月一日，現金準備率增至最高點時，會員銀行之過剩金準備已減至八七五、〇〇〇、〇〇〇美元；當時總裁局曾發表下列聲明，扼要說明運用此法之動機與成效：

「當會員銀行之準備金繼續超過法定額時，則業為信用政策工具之公開市場活動，與貼現率，全歸無效……吸收三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元準備金後，即使聯合準備制度與金融市場密接，并能以公眾利益為前提，隨時在公開市場，買賣政府證券，調整信用情況。如此，則聯合準備制度，即可運用較具伸縮性之公開市場活動，以達制信用市場。」（註十五）

一九三八年四月，海關局將現金準備率減低百分之十二又二分之一，此為一政府債務與商業計劃之一部分，計共放出準備金七五〇、〇〇〇、〇〇〇美元。(註十六)
是故聯合準備制度當局，已運用現金準備率之變更，連同公開市場活動，以為抵消商業方面循環變動之工，具至為明顯。

自美國採用此法以為信用控制之方法後，各國中央銀行，凡深成難於控制信用狀況與金融者，均已深切注意及之。

新西蘭曾於一九三六年以法律授權準備銀行之總裁，在經財政部長之准許後，得變更商業銀行必須存放於該行之現金準備率，但以任何時期不得低於原條例所規定者為限，即為定期債務 (Time Liabilities) 之百分之五，與存款債務 (Deposit Liabilities) 之百分之七。澳大利亞現雖尚無規定商業銀行必須在聯邦銀行存放現金準備，但貨幣銀行委員會曾於一九三七年建議澳政府，應以法律規定，不僅商業銀行於一定時間內須存放一部份現金準備於聯邦銀行，且應授權聯邦銀行總局，經財政部長之許可，該局得在財長所定之範圍內，自由變更此種準備率。按上述二國之基本觀念，似認為中央銀行一旦操此變更準備率之大權，則中央銀行之聲勢盛，商業銀行之氣勢衰，而道義勸告之力量宏，終至或無須運用此權力也。

瑞典，於一九三七年通過法律授權政府於一定時期，得應國家銀行之請求，可准該行得自由規定商業銀行必須存放於該行之最低法定準備率。

變更準備率之方法，今後或將廣被採用，且進而在公開市場活動不能廣泛或有效運用之國家，用以代替或補助公開市場之活動，俾在貨幣狀況極流動，或信用奇緊時，得增強中央銀行控制信用之力量。

當布及斯氏論及現金準備過多時，謂「剩餘現金準備之分配，在各銀行間極不一致（有極多者，有較少者，有全無者），故在準備率提高時，則一部份銀行，必受影響較深」，但其結論謂：

「此種雖有種種缺點，然仍不失為聯合制度控制信用之一優良工具，亦在因不景氣之非常局勢所造成之大量準備金而欲謀解決時為最有效。」(註十七)

然此法除布及斯所述者外，尙有其他缺點。蓋現金準備率之變更，亦一如公開市場活動然，固能影響銀行現金之運用量。但實際上，信用之創造量，並不常與此成等比或呈同樣之變動，其故或商業銀行之放款與投資額，並不常按銀行現金量之增減而變動，或因銀行信用需要之增減及其範圍之廣狹，並不常隨銀行現金量之增減而變化，故亦不按照因此所引起利率之升降而變動。

亦有進者，現金準備率之變更，對於一般商業銀行創造信用之潛在力之影響，直接而迅速，且其所予一般銀行與整個社會之利害關係至爲重大，故操此決定變更大權之中央銀行，有時須負莫大之責任；因此，通常每以何損失或紛擾，歸咎於中央銀行措施之失當；且同時欲求此法之有效運用，尤貴有超人智慧。

總之，就理論言，此法固可使銀行現金供給量發生預期之變化，且爲一迅速而有效之方法；但實際運用時，亦有其技術上與心理上之種種限制，減低其價值，且非在極失常之情形下，不應輕易使用，而運用時尤應非常審慎。

第四節 變更證券放款之最高限額

按一九三四年之證券交易法 (Securities Exchange Act) 之規定，聯合準備制度，另有一控制信用之方法，用以加強控制證券投機之信用量。該法授權總裁局，得訂定種種章則條例，規定各銀行所能對已在國家證券交易所登記之證券爲擔保而用作買賣是項證券之貸放信用額，及規定經紀人可貸予其顧客之證券放款最高限額。(註十八)

一九三六年，總裁局規定，當顧客購買股票交易所之證券向銀行與經紀人作抵要求放款時，其放款額最多爲證券價格之百分之四十五，至一九三七年十一月，因證券市價跌落，其限額乃增爲證券市價之百分之六十。同時，並規定對短期拋售者之放款，最高額爲百分之五十，以期限制空頭之活動。(註十九)

按一九三三年銀行法案之規定，會員銀行不得代公司或私人作證券擔保放款，即所謂「代他人放款」是

也。此項業務在一九二八年——一九二九年股票交易狂熱時，卽爲證券經紀人放款業務中之重要項目。聯合準備總裁局經此規定後，乃對控制信用與阻遏投機活動之力量更增強矣。

當布及斯論總裁局變更證券放款最高限額之權限時，嘗謂：

「此種控制方式，略嫌武斷，且限制過甚，但鑒於證券投機，如此損害本國經濟之安定，此種激烈方式之控制實屬必要。」
(註二十)

自技術上之觀點言，此爲限制證券投機最有效而最神速之辦法，但事實上，此法亦如變更現金準備率然，使中央銀行所負之職任過重，且最易爲衆矢之的。布及斯論及變更證券放款額時，亦極承認此點，嘗謂：

「法律所予聯合準備制度之職責，實屬艱難而艱鉅，因聯合準備制度有時須依照環境之需要，採取適當之措施，但在在足以直接影響多數人之利益或其清償力也。」

然吾人須知美國過去投機風潮之層出不窮，及其情況之嚴重，與美國人民因此而遭受之損害，實較任何國家爲甚，且證券交易常予一般商業活動極大之影響，故無怪美國須採種種辦法，以應付此「如是危害國家經濟安定之現象也」。

第五節 公告法

多數中央銀行，皆以公告法爲信用政策之工具，彼等經常定期公布，每週之資產負債表，每月之信用與商業方面之報告，每年則報告其一年來之一般業務活動及金融市場、銀行界等之動態，與夫財政、貿易、工業、農業等諸般情形。

公告法之採用，以美國最爲普遍，除總裁局刊布聯合準備制度周報及一般商業與信用方面之月報外，十二聯合準備銀行亦各刊印各該區情形之月報。此外，總裁局復發表各重要城市會員銀行之活動情形，與美國各重要金融市場銀行交易額等之周報，且有時，聯合準備制度之官員，對於金融市況所發表之意見，亦刊登於公報上，或以其他方式公告之。

然就大體言。以公告法爲信用控制之工具，其功效如何，實難斷言。因各國中央銀行，對此態度不一。有以爲公告僅屬中央銀行職責之一，甚少重視其影響信用之價值者；反之，亦有非常重視其對信用控制之價值及其重要性者，如布及斯氏認爲聯合準備制度官員意見之影響，「有時實與採用特別行動所得之效果相等，同爲信用政策之工具」，聯合準備制度各刊物中，所載之種種消息，「如貼現政策或公開市場政策，亦爲促使金融安定之一重要因素」也。（註二十一）

德國國家銀行，亦嘗廣用公告法。諾叔羅氏謂：在一九二四——一九三三年間，德國國家銀行「隨時隨地，盡量公布德國經濟生活各方面該行認爲邪惡、不健全、不應當之事實」，並明告德國人民，關於「公共支出濫用之危險，德國經濟本質之貧弱，及利用外資之不經濟」等，但結論則謂，「德國國家銀行仍絲毫未能阻止或糾正此種基本弱點」。（註二十二）

因一般人民對於貨幣與銀行政策方面之興趣及參預之機會日增，故中央銀行之某種公告，實屬必要。一般而論，此誠可爲信用控制之另一工具，惟運用時，須加審慎耳。

（註一）見 King's History of the London Discount Market, pp. 13, 71.

（註二）Wirtschaftspolitische Strategie, p. 321.

（註三）Control Policies of the Reichsbank, 1924-33, pp. 336-361.

（註四）Foreign Banking System, edited by Wills and Beckhart, pp. 933-4

（註五）Ibid., pp. 321

（註六）德國國家銀行行員論及一九二四至一九二六年該行信用分派時，認爲信用分派實爲一發行銀行權不完善與不應爲之行動，「但德國國家銀行事實上確有運用此法之必要，蓋非常時期必須用非常之對策，決不能循常態下所沿用之原則也」。

（Schacht's Stabilization of the Mark, p. 203.）

（註七）直接行動之意義，係指中央銀行與一般銀行，個別的直接來往之關係而言，貼現政策，係一般客觀運用於凡向中央銀行借款之任何金融機關，而公開市場活動，則以無人事關係與間接發生影響爲其特質，此外信用之分派所不同於直接行動者，則在前者能隨時施行於全部，或至少某一部份之信用機關。

(註八)參閱本書第八章第五節，「信用之因滯」。

(註九) Federal Reserve Banks and Money Market, Revised Edition, (Harper) p. 256.

(註十)參閱聯邦準備法案之規定。

(註十一)前書 p. 257

(註十二) Central Bankings under the Federal Reserve System (Macmillan) pp. 268, 271.

(註十三)前書 p. 369, p. 377-8

(註十四) Federal Reserve Bulletin, August, 1936.

(註十五) Federal Reserve Bulletin, May, 1937.

(註十六)前公報, May, 1938.

(註十七) Reserve Banks and Money Market, Revised Edition, (Harper) p. 260.

(註十八)條例上規定，某種證券可除外，如政府證券及債券。

(註十九)各銀行對於證券商與證券經紀人之放款，及經紀人對於其他經紀人或證券商等放款，其最高額，自前此之百分之四十減至百分之二十五。

(註二十)前書 P. 263-4.

(註二十一)前書 P. 288.

(註二十二)前書 P. 380-1

此種規定，係指銀行對於其他銀行之放款而言，其中中央銀行之放款，實屬重要。一類
出類拔萃之銀行，其放款之條件，或係以其資產之不減為一類，或以其備用金之一類，或以其存款之
類，或以其公積金之類，或以其存款之類，或以其資產之類，或以其備用金之一類，或以其存款之類，或以其
類，或以其公積金之類，或以其存款之類，或以其資產之類，或以其備用金之一類，或以其存款之類，或以其
類，或以其公積金之類，或以其存款之類，或以其資產之類，或以其備用金之一類，或以其存款之類，或以其
類，或以其公積金之類，或以其存款之類，或以其資產之類，或以其備用金之一類，或以其存款之類，或以其

足額之存款，或以其公積金之類，或以其存款之類，或以其資產之類，或以其備用金之一類，或以其存款之類，或以其
類，或以其公積金之類，或以其存款之類，或以其資產之類，或以其備用金之一類，或以其存款之類，或以其

第十四章 中央銀行與商業循環

第一節 商業循環之意義與性質

「商業循環」一詞，係導源於「商業變動之循環性」。據密索爾 (Walter Dill Willoughby) 所下之定義，謂商業循環，乃商業活動擴張與收縮之任何單一連續，即自一繁榮時期，至另一繁榮時期，或自一蕭條時期，至另一蕭條時期之商業活動，而不問其自繁榮期間過渡至蕭條期間，是否發生恐慌或僅有萎縮之現象也。此一連續，則任何商業循環，均須包括繁榮 (Prosperity)、萎縮 (Retraction)、蕭條 (Depression) 與恢復 (Revival) 四連續現象；一覽多數國家以往長期間之商業紀要，或經濟統計，即可知此種連續性，實有規則律之存在。

抑尤有進者，根據密索爾、叔曼波 (H. S. Manly)、米爾斯 (M. S. Mills) 等諸氏所屬分析之各國商業紀要，可知極大多數之商業循環，在各國於同時期內殆皆發生同樣之情形，各現象均連續發生，毫無間斷，且各循環均受非商業之影響，但因各國環境有異，故其程度與持久性，在各國皆不相同耳。例如，有恐慌極嚴重者，有僅為萎縮者；有極度與盛者，有僅為繁榮者；有完全停頓者，有僅呆滯者；有回復極速者，亦有須長期開始能恢復者。商業循環之一興一衰，周而復始，雖非為自然法則，但因多年來，在各國經常發生，已有其規律性，故頗多視為自然法則。

自然界及其變化，對商業活動之變動過程中確有甚大之影響。例如農業國家，一旦穀物歉收，則該國人民之購買力薄弱，從而其商業活動，必漸趨萎縮；或因其他原因，其已趨萎縮或蕭條者，則更將加重其程度及延長其期間。反之，如該國頓告豐收，則可促使或加速其趨向繁榮，若已甚與盛者，則或更可造成極度之繁榮也。惟一般而論，氣候與商業循環之相關度，並不甚大。換言之，因氣候之變化而影響農產之豐歉，雖為商業循環變動之一重要因素，但促成此變動之主要動力，則在吾人所謂之商業因素，而此項因素則源自社會革命後世界各地複雜之現代經濟組織，且其複雜性與特殊化之程度，形將與時俱增。

關於構成商業循環之種種商業因素，其相對重要性如何，經濟界之意見，紛紜不一，迄無定論。有關商業

循環，全由借用政策或貨幣現象所造成者，有謂商業循環，全係悲觀與樂觀之商業心理交替而成者。亦有特別重視周期性之生產過剩，以為恐慌發生之要因者，亦有以消費不足，或過度儲蓄為其主因者。事實上，凡此種種現象，均與商業循環有關，且彼此關係密切互相影響者也。因是，商業活動之循環變動，實不能歸綜於一因素，以此為種種經濟與非經濟因素錯綜複雜交相作用之結果也。

瓦爾克 (Valk) 嘗以商業循環之複雜性，喻為「猶具有千百面之金剛鑽」，「欲描繪此寶石之圖像，如僅能顯示百面，則仍嫌過簡」，(註二) 雖然瓦爾克之語，未免過甚其詞，但商業循環，事實上確係一極度複雜之現象，當吾人欲消弭此項變動時，尤應注意者也。

第二節 銀行與商業循環之關係

論銀行與商業循環之關係，吾人雖不承認商業循環全係或主要為貨幣現象，但通常信用政策與銀行活動影響於商業循環者實甚大。吾人固不問銀行之行動是否係受不正常之悲觀或樂觀之空氣，或其他方面錯誤判斷之影響，或係受因現金之進出口或因工商業擴展過速，致信用奇緊等等之影響所決定；但自商業活動之狀態與趨勢之觀點言，其所有之影響，則屬同樣重要者也。

在商業繁榮期間，一般人心理樂觀，事業自趨擴張。此時獲利至昂，商業團體為尋求更多之利潤計，嘗欲增加其周轉，乃請求銀行作更多之貸款。銀行受此影響，亦願願貸款於工商業者，而後者受此繁榮現象之鼓勵，亦皆願較自由放款於其顧客。在此種低利擴大借用之情況下，商業周轉與資本之比例、交易額、消費財與生產財之生產量等，均與日俱進，增加甚速。於是，投機活動，乃乘時以起，景氣心理，亦流行一時。致企業之利潤更多，工商業擴展更速，投機更趨活躍，土地、商品、證券等之價格，更形高漲，然此種行情，決不能繼續進行。(註三) 一旦相反之趨勢形成，則前此繁榮狂熱之高漲，將向相反方面進行矣。

經過相當時期之擴張與繁榮後，則商業活動即將急轉直下，形成諸種恐慌或萎縮之現象。

第一、因工商業之極度擴展，故信用之需要必較多，且較迫切，致形成信用奇緊之局面。換言之，因信用

膨脹之結果，一般商業銀行與中央銀行之現金準備率漸降低，終於到達過去經驗所示之危險點。有時，信用之奇緊，或因充幣材用之黃金外流，致一般信用基礎收縮而形成者。此種黃金外流，則或因資者輸出，或因商品輸入過多，致國際收支逆轉。至於入超之形成，則或因本國之物價高漲，生產成本之提高，致獎勵輸入，阻遏輸出；或因其本國主要出口貨物之世界市場價格之低落；或因本國荒歉等關係。然此種信用奇緊與金融緊迫之局勢，無論由何種因素所造成，其通常之結果，即為提高利率，收縮信用，限制投資與投機，此則予工商業企業家、經紀人、販賣商及其他有關者，不啻為一致命之打擊；彼等乃不得不脫售商品，拋出證券，於是物價低落，銷售失利，債價無力，限制生產而失業清理等現象，均將接踵以起。

第二、在企業擴張期間，一般物價之上漲，較工資及其他生產成本為速，故雖消費財之供給量，增加甚多，但因工資、薪金、利息等收入，並不作等比之增加，致消費者之購買力，未能配合物價與消費財之生產量，換言之，即使一般消費者之購買力，心有餘而力不足。（註四）一旦經濟組織如此失卻平衡，則終必招致商業活動之萎縮。如此時一般銀行再提高利率與收縮信用，或此時因工資與物價之脫節，發生罷工或其他不安事件，則必更促速其發生或加深其程度。反之，如勞動者因求過於供，其所提要求之全部均為資方所接受，則生產成本必提高，而生產成本之提高，即削減企業之利潤，此亦為商業活動之一大障礙。

第三、過分儲蓄之趨勢必將形成，此不僅為民所得之極大部分，從事資本財之生產，繼而大量製造消費財，此與有效之消費需要相比，則將屬生產過剩，且一般人多欲保持資金以便隨時動用，或在將來商業與物價發生變動時，得有相權措置之便利。後者即閒置國民所得之一部分，不作投資，亦不消費，即形成所謂投資不足與消費不足者是。際此複雜之經濟機構中，儲蓄與投資之不平衡常列為商業循環變動之一潛在因素。

第四、在企業活躍與物價上漲期間，常易引起貨物之大量預購。如工業家亟欲預購大量原料，商人與販賣商亦亟欲預購大批商品，此則不僅在預防物價之繼續高漲與貨物之需要日增，且有時深恐交通梗塞，運輸失常，不易經常獲得必需之原料與商品，或恐不能在規定時期內按定單交貨。設如一旦發覺此項屯積將發生危險時，則商業活動，必漸趨萎縮。此時若再加以銀行信用之限制，與市場利率之提高，或發生大規模之罷工，

或工資之大增，則必將造成極度之萎縮，或竟引起恐慌也。

最後，關於生產過剩與消費不足之影響於商業循環者，究竟孰重孰輕，學者間迄無定論，惟生產與消費之失調；實為現代商業經濟制度下之任何國家所不能避免者。而此種失調之形成，其原因不一；或因生產者與居間業者，關於商業之情報不足；或因彼等一般判斷之錯誤；或因心理之樂觀與投機之活躍；或因銀行利率之過低及銀行信用不當之膨脹與收縮；或因生產者與分配者間欲增加商品之周轉力與節減製造費用，以期減低成本，或運用巧妙之售貨術與廣告，以為增加銷貨等所造成之劇烈競爭所致；或因過分投資於生產財，致生產力大增，使購買力不能與之配合；或因工資之土漲較物價為後，致發生消費之不足；或因國外市場之喪失，致輸出貿易銳減，或因世界物價之跌落等等。要之，生產與消費之失調，固無論由何種因素造成，實為商業循環變動中最重要之一因素。

在現代經濟組織下，生產分配與消費間之過程，既非常複雜，而原料之生產至製成品之出售，又為時甚長，且交易種類之複雜，與次數之繁多等，在在使人們有判斷錯誤之機會。此項錯誤之判斷，實為銀行家、原始生產者、企業家、工業者、商人、販賣商與投機者等所難免者也。

於此，一般銀行之信用政策與業務活動，就其本質言，當皆與商業循環有關。然此處須特別注意者，即一般銀行之活動，有時雖為造成商業循環之一要素，但通常均係反應商業方面循環變動之結果，而非為促成此項變動之主因也。

第三節 銀行信用與商業

銀行信用在商業理財上，並不常佔重要之地位。多數商業交易皆由商業公司之營業資金所辦理，且在少數國家商業公司之營業資金，與商業周轉率相較，有日增之趨勢。有幾商業公司經營業務所需之資金，其部份為其本身之營業資金，一部份則為其債權者，憑其營業資金所貸予之帳上信用，或其他方式之商業信用；亦有除其本身之營業資金與他人所貸予之帳上信用外，尚有銀行信用者，有時其債權者所貸予之帳上信用，一部份

保根據銀行信用爲準則。而銀行信用本身之一部分，則係根據存放於該行之商業公司之流動資金而貸與。

銀行信用，在供給企業資金上所佔之比例，頗不一致，不僅國與國異，同一國家內之公司與公司異，而種時期之不同，尤有顯著之區別。如在不景氣期間，商業呆滯，多數商業公司，自無需銀行之通融，彼自身或竟有大量之信用貸差，當商業活動已漸恢復，則彼等或向銀行請求放款，如一旦繁榮時期降臨，則商業公司，因商業之周轉加速，貨物交易額之增多，以及物價之逐漸高漲，其營業所需之資金必大，故有賴於銀行融通者，亦必增加矣。

在供給企業資金上，銀行並非居主動之地位。通常，先由商業願主向銀行請求貼現與融通，如銀行認爲此項要求確屬正當，且在其財力範圍內者則可由銀行貸放之。故一般商業活動之狀況與銀行信用最有相當之關係，而銀行信用則常爲商業活動之反應，而非爲其主因也，其主要理由，即在於此。有時，銀行信用，亦偶採取主動，則其結果，或加深商業循環變動之程度，或發生抵消作用，而後者實爲擬定矯正信用政策之根據，此點至爲重要。

第四節 中央銀行爲信用之控制者

一般銀行對於人民均負有相當之職責，但以全國之經濟利益爲目標負信用控制之重任者，則在多數國家，皆爲中央銀行。在有些國家，多予中央銀行種種特權，以爲補償，亦有予以種種權益，俾彼更有效執行是項任務者。此外，有些中央銀行，所以擔負此項職責者，或由於法律之規定，或由於政府之要求或命令，或由於社會輿論之要求。然不論其方式如何，一般人均已公認中央銀行應以全國經濟福利爲目標，負有調整或控制一國信用之職責也。

多數人以爲一旦若能消滅商業循環，而使商業活動能按常態穩定發展，則有時雖不免有物價與匯率上之波動，但終必裨益於國民經濟福利者不淺。亦有認爲中央銀行應藉信用成本、與信用數量之控制，以控制商業循環之變動，彼等並深信中央銀行能完成此項任務。

中央銀行或其他機關控制信用上之種種限制，前已詳述。(註五)因商業活動與投機方面，多大量運用銀行信用，此則實非中央銀行所能控制，故在信用控制方面，又增複雜性與困難，故中央銀行信用之伸縮亦不能迅奏速效。況在銀行信用範圍之內，中央銀行在控制上所遭遇之困難與阻撓，亦復不少也。

前曾言之，銀行信用與商業循環間，不無相當之關係，惟據分析各國情形所得之結果，則證明銀行信用之成本或數量與生產量、交易額、僱傭量等間之關係，並不密切，且不一致。故不能僅以銀行信用之控制一項即為商業循環控制之基礎。且銀行信用之流通速度，殆全係心理反應之結果，故非人力所能控制，此外尚有種種非貨幣之因素，經常發生作用，其所予商業市場之影響如何，亦不易精確測定，而又不能全由貨幣作用所能抵消者也。

麥克米蘭委員會嘗以戰後之經濟困難，主要歸咎於「所謂非貨幣現象，大量迅速之變動，而此項非貨幣現象之變動，復造成貨幣方面之變化」。(註六)所謂非貨幣因素者，詳述如下：(1)因大戰而招致之種種損失與障礙，致資本之需要極不穩定；(2)因戰債之發生，使債權國與債務國間既存之關係發生變化；(3)農業技術方面之日新月異；(4)因勞務供需與工業產品供需間之失衡，新式工業供需與舊式工業供需間之失衡，及工業供需與農業供需間之失衡等，發生需要之移轉性；(5)工資率之缺乏彈性。

雖然，因經濟上與心理上種種內因之影響，使吾人對於商業活動，不易完全控制或全部加以調整，以期消滅商業方面之循環變動，此亦確為現代商業經濟組織之下任何國家所共有之現象，惟至少中央銀行可與一般商業銀行密切合作而謀盡量減小此項循環變動之幅度，並應竭盡所能以謀消除之也。換言之，中央銀行如擔負控制與調整信用之職責，至少可防止商業活動方面劇變之發生，如極度繁榮、景氣狂熱、金融混亂、極度恐慌、嚴重危機、非常蕭條、廣大之失業及一般其他之禍害等是。

第五節 信用政策

中央銀行為應付商業循環所採用之信用政策，其中有一點，至關重要，即中央銀行須隨時鑑別商業活動已

進展至何種特殊階段，以便決定其何時採取行動，採取何種行動，及實行至何種程度。

各國中央銀行深知欲信用政策實施有效，誠如里溫斯基所云必須「及時行動」。(註七)蓋信用與商業活動之趨勢，一旦形成後，即甚難挽回，故中央銀行，如欲其警告及活動迅速有效，則必須及時干涉之。為欲達此目的，中央銀行必須觀察種種因素之變動。此則由研究或經驗所得關於此等現象之統計與其他資料均可作為經濟活動方面相當可靠之指標，故吾人須經常及時據此以分析商業動態，並推測商業活動之一般趨勢。

近年來，如紐約全國經濟調查局、哈佛經濟學社、倫敦劍橋經濟研究所、柏林與維也納商業循環研究所及國聯之經濟組等，已完成許多有關商業循環方面有價值之研究工作，並已制定種種統計方法，應用於經濟現象上，且深切研究一國五十年間不同時期內，或在各國同一時期內商業活動變動之原因與趨勢，且根據過去經濟現象預測商情。此外多數中央銀行往往自設研究統計部門，其中亦有每月出版月報者，刊載關於貨幣、銀行與商情及商業發展等之情形。

關於各國過去之經濟現象，如貿易額、生產量、就業、商品價格、證券價格、不動產價值、一般利率等，行債務、所得利潤、建築計劃、鐵道交通等間之種種關係，或其相互之影響，現在已有大量資料，可供參攷。且如生產、貿易、投機與金融市場動態等各種指數編造之經驗，亦與日俱增，關於指數中各構成分子輕重權衡之錯誤，已時加糾正。至於季節變動亦業經注意及之。至在某種因素間常有差異與時差之發生，此亦應注意，蓋如能發現此種不一致，在各循環中，有相同或連續之關係者，則在預測上實為最有價值之線索。

在商業循環原因之解釋與瞭解上面，吾人確已獲得不少之進步，但如認為中央銀行即可按一呆板之公式或採一自動之工具，能完全控制商業循環者，則實屬錯誤。根據統計與歷史研究之結果，及經驗之所得，銀行家均已深信商業活動之變化，雖有其循環性與規律性，但其方式不一，持續之久暫亦不相同，且因生產技術與分配方法之日新月異，政治意識與國際關係之變化靡常，與心理反應之不可捉摸，致每一商業循環均在有其不同之處，故若以機械方式應付商業循環誠有極大之危險也。

總之，過去商業循環之分析與教訓，確可供銀行家決定信用政策時之參考，但當決定何時採取行動，採用

何種方法，應實行至何種程度以期膨脹或收縮信用，則仍須賴銀行家慎重之考慮與精確之判斷也。

中央銀行除須觀察商業循環已進至何種特殊階段外，並須約略測定該階段之商業變動受銀行信用之影響若何，非貨幣因素之活動情形又若何，蓋此二者間之關係，在決定信用政策時至為重要。有時，中央銀行可根據行信用之適當調節，以抵消非貨幣因素之作用，但此點不易實現，通常費力多而收效少，因非貨幣因素，概在中央銀行控制範圍外，故中央銀行如欲加以調整或控制，往往引起其他因素之變動，結果常利弊多利少。故除非中央銀行根據其經驗與判斷，認為確可採取適當行動以謀抵消者外，應運用道義之力量以期按當時之實際環境，擴張或收縮經濟活動。(註八)

至於商業方面之銀行信用，中央銀行如欲加以控制，不無種種困難與障礙，但至少尚在中央銀行活動範圍之內，故可運用其權力，竭盡其所能，以期調整貨幣數量，以謀維持健全之商業活動。

最近皇家國際問題研究所報告中，曾以信用政策為觀點，分別經濟萎縮為：「原始萎縮」與「演繹萎縮」，彼等認為「原始萎縮」之發生，係由於經濟活動之失調，或由其分配之不當所致，此時純貨幣之措施，僅能加劇其萎縮之程度，而決無矯正作用可言，故中央銀行於此不應有所行動，以免加深其失調及阻止其趨於重調整之趨勢，但中央銀行應竭盡其全力抵銷「演繹萎縮」之發生，即應阻止「原始萎縮」進展至「演繹萎縮」之貨幣方面之崩潰也。(註九)

他方面斯樸悅古強調主要商業變動與次要商業變動分別之重要，並謂貨幣政策之實施能抵銷商業變動之影響復前者，蓋「一社會之經濟活動，決不因信用之無限制之膨脹或收縮，即可獲得調整也」。(註十)

關於信用政策之特別指導原則，美國三天經濟學家之共同意見如下：

「信用之提供給量，除隨人口變動而變化外，須經久不變，如人口增加則信用量應以等比增加，如人口穩定不變則信用量亦應維持常態。」(註十一)

此種以人口變動率為根據，而伸縮信用量之辦法，實未呆板，而未計及單位生產成本之變動，生活水準之變動，及國內外貨物需要之變化等各因素。其唯一之優點，即在運用簡單，且可相當限制信用之膨脹與阻遏生產

過剩與投機狂熱之趨勢。

哈萊克則以貨幣原理，解釋商業循環，彼認為通貨供給量之變動，實為商業循環變動之主因，據彼稱，「如銀行存款總額，能完全穩定不變，則此實為消弭循環變動之唯一妙策」。然彼旋即鄭重聲明「經濟制度之穩定，形將犧牲經濟之進化」，且「人類趨求進取心，亦將因此喪失，此點固不能僅以經濟之利益衡量之」。其結論謂：

「銀行家須審度擴張信用之利弊得失，並應考慮信用之需要，以便預防信用膨脹。」（註十二）就大體言，吾人贊同此結論，但彼似過分重視貨幣因素，而以為貨幣供給量之變化為循環變動之主要因素，並低估非貨幣因素之作用，此二者，實不敢贊同者也。

關於信用政策之實際問題，一九三三年之倫敦經濟會議曾建議如下：即中央銀行在國內情形許可之範圍內，應盡量採用管制信用之措施，以防一般商業活動趨向不正常之變動，如一般商業活動之擴張，顯係不能持久時，則此時中央銀行，亟應採取緊縮政策，以便收縮信用，如一般商業活動，趨於不當之衰落時，則中央銀行應採寬大措施，以便擴張信用。但其困難，即在如何決定其所謂「不正常之變動」耳。此外，如少數中央銀行條例中，及許多經濟學家之提案中，常謂信用之控制或調整，當以商業之需要為依歸，或如豐·尼羅滋（V. B. Nicolson）之建議稱，「應使交換媒介數額之伸縮不超過，或少於正當之需要」，但決定此項信用政策時，亦有類似之困難發生。即究竟何種需要為正當，何種需要為非法乎？（註十三）

此項決策之最好指針，為由長期觀察商情及投機活動所得之經驗，及個人之慎重考慮；同時中央銀行，如能取得一般商業銀行密切之合作，則尤屬便利良多。

第六節 中央銀行與商業銀行之合作

就銀行與商業活動之關係言，一般商業銀行實置身於最前線，直接與企業家、投資者、投機家發生接觸，故商業銀行與中央銀行間之密切合作，不僅為中央銀行精確判斷商情、投機動向、及商業趨勢等時所必需，且亦為其措施成功之要件。

近年以來，此種合作之需要，已引起各方面之慎重考慮，例如麥克米蘭委員會曾建議，英格蘭銀行應與清算銀行加強合作與諮詢之關係，並謂一般商業銀行須供給中央銀行較詳之月報表，及特種銀行墊放額定期分析表，銀行帳款之周轉數字（以地域劃分為單位者最佳）以及其他有關之統計材料與報告紀錄等。此外一九三五年米蘭銀行年會上，該會主席曾謂：

「中央銀行與金融市場間之合作早達密切之地步，但商業銀行與中央銀行間仍少合作，有者亦僅在特別之場合。在此種情況下，中央銀行之貨幣政策，往往不為商業銀行所知悉，故在推行時不易生效。」

彼復於一九三七年年會席上稱，一般銀行「可根據議定之條件，得有權直接限制充投機活動之信用數量，以便阻遏投機」，如此則正當之商業需要，並不常因過度投機之趨勢而遭受影響。

關於此點，經濟學者克力克 (W. F. Child) 嘗有扼要之警語，謂：

「銀行家之日常經驗，即為說明往來賬與存款賬變動之最有價值之資料，彼在營業之過程中，最熟悉係以何種款項給予顧客。……因此，余以為，當中央銀行制定並執行積極之貨幣政策時，商業銀行方面人員與中央銀行人員間之合作實屬必要。……蓋中央銀行，雖具有控制信用總量之一切權力，但不易得悉信用之如何分配，及其中有何種之變化也。」（註十四）

換言之，中央銀行雖可運用種種方法，實施銀行信用數量之控制，但在銀行信用之質的控制方面，或質的分配方面，則必須取得商業銀行之密切合作而後可。

於此，吾人引為欣幸者，即一般商業銀行與中央銀行均已認識彼此有合作之必要。且商業活動如能健全發展，極度之繁榮與蕭條，如能完全消滅，則一般商業銀行當獲益非淺；故彼等應竭力協助中央銀行，俾完成控制信用之任務。故在中央銀行制度方面，將來更大之進展，或為設計種種辦法以期中央銀行與商業銀行間之合作與諮詢更趨密切與有效也。

第七節 中央銀行與資本市場之合作

因商業活動與投資之關係原極密切，故吾人亟盼中央銀行與資本市場間，能獲得某種方式之協調，以期盡

最避免過度投資與投資不足等二大極端之發生。如最近凱恩斯曾謂：

「如欲長期享受繁榮之利益，則必須使全國資源之從事於投資者，盡量保持一適當之比例，不多亦不少。」（註十五）

當一九三一——一九三二年，發生金融恐慌時，多數國家之資本市場多少均受各該國財政部與中央銀行之控制。此項控制迄未完全解除，但如國際金本位一旦恢復，則至少英美兩國及其他少數民主國家資本市場，將不受此種嚴格之控制。在此種狀況下，則中央銀行與資本市場間之密切合作實互有裨益。

第八節 中央銀行與財政部之合作

因政府財政與貨幣方面之關係，頗為密切，故吾人亦甚重視中央銀行與財政部間之合作。關於此點克力克氏曾謂：

「如中央銀行與財政部之行動不能協同一致，則完美之貨幣政策將永為其他方面之行動——關稅、賦稅、公共借款及舉債等——所遮蔽。」

並謂：

「吾人決不能不計及政府之行動，故置其他理由不論，即以政府在各方面之活動言，以彼為銀行之最大債權人為最大債務人，為最大之收入者，為最大之支付者。」（註十六）

近年來，各國政府多直接間接經由國家信用機關，負責貨幣政策，匯兌統制，及貸款予農民合作團體、工業家與銀行等，故益增中央銀行與財政部間協調一致之重要性。此項政府責任之擴大，在有些國家乃為恢復金本位時暫時之現象，但在有些國家，亦有成為其新政治觀念極重要之一部分者。總之，無論在何種場合，中央銀行與財政部間之合作與諮詢，實屬必要者也。

第九節 公共工程政策

在理論上或公開討論中，常極注意以公共工程為消除商業循環之方法，故此亦為中央銀行與財政部必須協

謂之另一理由。

遠在一九一九年，包來 (Borley) 曾向大不列顛救濟委員會 (Poor Law Commission of Great Britain) 建議謂：當工商業活躍期間，公共工程必須延緩，以待工商業漸趨萎縮時再行舉辦；一九一九年，在華盛頓舉行之第一屆國際勞工會議，曾通過一建議，即每一會員國家，「當其公共工程政策之執行必須求其協調，即應將此項工作，盡量保留至失業期間作為以工代賑」。但各國迄未予以重視。及至近年來，瑞典始以公共工程政策為貨幣金融政策之一部分，而經濟學者，如凱恩斯等亦特別注意公共工程計劃，視此為實際貨幣政策中所必需之一部分。

當凱恩斯分析商業循環時，以為儲蓄與實際投資之不平衡，為商業活動循環變動之主因。(註十七) 彼不同於前輩 (若波尼欣 (Buniatina)、何勃生 (Hobbes)、福斯脫 (Porter)、開頓斯 (Caldings) 等) 之主張，以「儲蓄過度」與「消費不足」為造成商業循環之主要原因，彼不以為社會貨幣所得，凡不充作目前財貨與勞務消費之全部，常皆投資於新資本財之真正生產。又彼之前輩學者，以商業循環之衰落趨勢，歸咎於資本財之生產過剩，因而造成消費品之大量剩餘超過當時物價下一般人民之購買力，但凱恩斯則認為其癥結乃在儲蓄之一部分，未能真正從事於投資耳。

根據此分析之結果，凱恩斯曾作建議如下，即吾人欲控制商業循環，政府與公共團體通常必須按商情之緊急情況，作適度之資本支出，以資調劑。即當工商業活躍時，延緩其投資，當工商業衰頹時，則加速其投資，如此則公共團體可藉此以恢復儲蓄與投資間之平衡，此項責任在政府機關自當較易實現，如欲由生產界全體負責，則較為困難。誠如凱恩斯最近所言：

「吾人所能希望實現者，即以能較易計劃之投資（即政府與公共團體之投資）作為秤量之標準，盡量使投資總額，穩定於一正常適切之水準。」(註十八)

欲以公共工程，解決商業循環之理論，最近已在舉世各地，展開討論。牛津派之經濟學者如麥克格羅 (Mac Gregor)、沙爾脫 (Salcer)、柯爾 (Cole)、亨特生 (Henderson) 等主張公共團體與工業界，均須及早

備重要之資本工程計劃，以備將來工商業之萎縮或衰頹時期實施。（註十九）羅賓斯（Robbins）認為公共工程如便於舉辦，則亦贊成以某種公共工程計劃，消除商業活動之循環變動，惟以為事先須為計劃，庶可避免浪費之支出。（註二十）美國聯合準備制度總裁局之主席，曾謂：「政府在商業經濟方面須視為一補償作用機關，其行動，須反乎私企業及個人所為者」，「因後者之動機，在獲利」而「前者須以社會責任為目標」，且「政府如罄其收入，尚不足解決失業問題或阻止信用之收縮者，則常須作預算不足之準備」。（註二十一）

此外藉公共工程及預算不足之計劃以消除失業及商業活動衰頹之觀念者，嘗於一九三〇——一九三五年間為瑞典政府所實施，（註二十二）並用以為預防未來商業之萎縮；（註二十三）反之，在商業繁榮期間，公共團體，甯可預算盈餘，而延緩其公共工程。據一九三七年美國財政部長之報告，美國政府於一九三七年「曾善用預算之不平衡，以應付此項危機」。芬蘭於一九三四年，設置預算平準基金，其目的，在消除商業活動之循環變動。預算如有剩餘，則撥入該基金，用以投資於黃金外匯，或存放於中央銀行。瑞典於一九三八年初，亦設置預算調節基金，財政部長擬將該年度預算上估計之剩餘一、〇〇〇、〇〇〇鎊撥入該項基金。

在挪威，公共工程計劃，似亦曾引起當局之注意。蓋在一九三六年挪威銀行之年報中，曾有下列之說明：

「吾人所盼望者，即國家與市政當局之定貨及舉辦工程，切不可隨普通工商業之興衰而變動，蓋此則更加重商業方面已有之困難。換言之，政府與市政當局，應作長期打算保其工程，以便於一般商業衰頹時再舉辦之。」

此外，一九三八年初，英國之衛生部長，嘗對各地方政府作巡迴之講演，彼極為重視：

「各地方當局將來資本工程之計劃，須預留餘地，以備將來情形改變時，可以修設或加以調整，如此則地方當局對於在一相當時期內工業狀況之穩定，貢獻甚大。」

「當工業資源不甚缺乏，而舉辦必需工程極為有利之時期，此項政策之採用，最為有利，并亦有益於納稅人。」

最後，根據一九三七——一九三八年澳大利亞聯邦銀行理事會之報告，「理事會之意見，認為在繁榮期間，公共工程之支出須較少，在蕭條時期，公共工程之支出須增加」。因：

「公共工程計劃之支出，如能視環境之需要，可增可減，則有助於資本支出及時調節，且有助於就業之漸趨穩定。」

自一國之經濟福利觀點言，完美之公共工程計劃，對於商業循環變動，確可發生良好之抵銷作用，因由經

驗所示如僅以信用之調整爲工具，其成效至爲有限也。通常，政府與市政當局如無預定之計劃，亦同樣易受樂觀悲觀心理之影響，即當工商業者從事擴展計劃時，政府亦常有大量資本支出之計劃，當工商業者因利潤與銷路減少，收縮其資本時，政府亦常計劃減削資本之支出。誠如史坦潑 (Tosiah Samp) 所云：政府與市政當局除受「集體樂觀」與「集體悲觀」之心理影響外，亦確受事實上之影響，即如商業萎縮，則其收入減少，如商業繁榮，則其收入暢旺是。政府與市政當局，執行公共工程計劃如在商業衰頹時，則必發生公共之借貸，與財政之不足，在商業擴張期間，則預算必有剩餘，可以償還公共借款矣。

然欲以公共工程計劃爲抵銷商業活動循環變動之要素，亦頗多缺點。第一、政府當局已負責大部份之近代運輸與交通，及水電等之供給，而此等事業在與商業動態及有效需要之增減發生密切之關係。有時，政府與市政當局，固可保留一部份公共工程，以備將來商業衰頹時舉辦，且亦不致妨礙正當之商業活動；但亦有多種事業，因恐不能充分供給商業上及其他消費者之合理需要，故亦有不能延緩者。他方面有多種計劃，在商業萎縮時，確可即日舉辦，蓋預料將來商業擴展時，其需要必增加，但亦有不能預先舉辦者；蓋恐發明之層出不窮，技術之日新月異，與夫需要性之變化莫測，致冒莫大之危險也。惟吾人可得而言者，即政府當局如能預先妥擬公共工程計劃，使盡量能消除商業活動極端之趨勢，則其裨益於國計民生者良匪淺鮮矣。

第二、當商業繁榮時，欲使政府當局實施預算剩餘，與償還舊債之政策實非易事（尤以民主國家爲然）。蓋一旦發生剩餘，政府與公共團體對於公共支出膨脹之控制力即告削弱，因財政部及其他公共團體之財政當局，已喪失其簡易而有效之工具，即已不能藉口「缺乏經費」而實行緊縮政策。蓋此時，一般民衆已浸染樂觀之心理，以爲無需有償還公債以防商業衰頹來臨之必要。是故欲推行此項政策，則強有力政府與財政當局實屬必需。

第三、如政府當局因延緩工程發生剩餘，但因債務又未到期，不能依法償還時，則此項剩餘之如何應用，頗成問題，誠如羅賓斯所云，如在商業繁榮期間，將此款投資證券或票據，則當時之利率，將趨過低，而助長私企業向上擴展之趨勢，如必待商業蕭條期間，始作投資，則目前之利率，或嫌過高。關於此點最近芬蘭採

用之方法，即以預算之剩餘購買黃金、外匯或存放於中央銀行，頗值吾人注意；尤以在預算之剩餘，常與國際收支好轉一致之國家爲然。至於儲藏黃金與存放款項於中央銀行所損失之利息，可視爲防止商業極度繁盛與蕭條之極端變動之保險費耳。

第十節 公共工程計劃與信用控制之配合

吾人雖承認，以公共工程計劃與信用控制爲消除商業循環之方法，其功效範圍有限，但政府當局與中央銀行，在此方面仍應積極負責，當竭盡所能，採取單獨或聯合之行動，以期有成。蓋二者雖有上述之缺點，但如能配合運用，則不無相當收穫。

以公共工程計劃，補中央銀行信用控制之重要性，乃導源於因繼商業萎縮而起之心理因素，此心理因素，能減低貨幣之流通速度，並能阻遏企業家與投資者之冒險行動。據經驗所示，在此種情況下，如中央銀行僅創造低利放款之局面，仍不能放出大量信用。此時，雖因中央銀行之主動，信用基礎已擴大，但一般對於信用財貨與勞務之有效需要，並無若何增加。是時，公共團體若能出其儲款或借款，舉辦公共工程，且如此項支出之目的正當，事前之計劃，又能周詳毫無浪費，則正可擴張大量信用，從事正當之活動也。

(註一) *Business Cycles: The Problem and Its Setting.*

(註二) *Conjuncture Diagnosis* p. 13—14

(註三) Hayek 承認「暴風 (Storm) 之特別作用，其本身即含有不可避免之反應」，見 *Monetary Theory and the Trade Cycle*, p. 183.

(註四) 在一般物價之上漲期間，各物價之上漲程度與時期並不一致，而各物價關係之改變，造成物價內部之紛亂。

(註五) 見第八章。

(註六) 見該委員會報告 p. 93.

(註七) *Currency, Credit and Prices*, p. 70.

(註八) 同時中央銀行本身須具有雄厚之周轉力，此即暗示一般商業銀行與人民，彼在繁榮與擴張期間，則採用信用收縮政策，在危
急時期，彼能供給合法必需之商業交易上之信用。

(註九) The Future of Monetary Policy, p. 50-1.

(註十) Address before Royal Statistical Society, June, 1931

(註十一) Phillips; Mc Manus and Nelson: Banking and the Business Cycle, p. 212

(註十二) Monetary Theory and the Trade Cycle, pp: 193-2.

(註十三) Economisch-statistische Berichten, 6, July, 1932.

(註十四) London Banker's Magazine, June, 1933.

(註十五) Article in London Times, January, 1937.

(註十六) London Banker's Magazine, December, 1933.

(註十七) Treatise on Money, Vol. I. pp. 172-84.

(註十八) Article in London Times, January, 1937.

(註十九) Letter to London Times, June, 1937.

(註二十) Lloyds Bank Monthly Review, May, 1937.

(註二十一) American Banker Association Journal, February, 1937.

(註二十二) 一九三三年七月起，開始應用新原則。「前此時期失業政策之目的，在創造最大之就業量，自前之企圖，則除此項目的

外，尚欲刺激生產，以期獲得最大之效果。其法，一為運用公開市場工資率，一為借款舉辦公共工程。」(Supplements to

Swenska Handelsbankens Index) June, 1938.

(註二十三) 一九三八年二月瑞典國會，因恐商業活動繼續萎縮，乃通過「全能法案」(Enabling Act)，成立非常預算二五〇、

〇〇〇、〇〇〇克隆，以備商業蕭條時，由政府舉辦公共工程。

瑞典政府又通過一法案，欲推廣此項政策於私企業方面，即在蕭條期間，政府以免稅辦法，鼓勵工業投資，其規定為凡以純
益充投資，而其目的在減輕商業之蕭條者，一概免繳所得稅；但建購物之投資，以每年純益之百分之二〇，或資本額之百分
之二為限，生產用具及存貨之投資，以純益之百分之二〇，或資本額之百分之四為限。此項投資額之免稅年限，由政府規
定期在藉此以消滅商業循環，至其投資於建築機械等物免稅，則僅限於在政府規定之年限內所添置者。(見 London
Times, 25 May, 1938.)

第十五章 中央銀行之組織與管理（註一）

第一節 資本所有權

關於中央銀行之資本所有權，約可分為七類：其資本或係政府；或私人股東；或商業銀行；或政府與私人股東；或政府與商業銀行；或政府商業銀行與私人股東；或商業銀行與私人股東等。

其資本全歸政府所有者：爲瑞典國家銀行、蘇聯國家銀行、芬蘭銀行、丹麥國家銀行、保加利亞國家銀行、拉脫維亞銀行、澳大利亞聯邦銀行、新西蘭金準備銀行、加拿大銀行、中國中央銀行、巴拉圭共和國銀行、烏拉圭共和國銀行與哥斯達黎加國家銀行等。

上述諸國之中央銀行，原亦有非爲國所有者。如丹麥、新西蘭、巴拉圭等國於一九二六年，加拿大於一九三八年，始改爲國有。其收回原有股票之辦法，在丹麥爲以股票面值二倍之政府債券給予股東；在新西蘭爲由政府按股票之市價，予股東以等額之現金或政府證券，二者由股東自由選擇；在加拿大則由政府，按股票之市價，以現金向股東購回。

中央銀行之資本所有權仍全屬於私人股東者（註二）：爲英格蘭銀行、法蘭西銀行、荷蘭銀行、挪威銀行、比利時國家銀行、德國國家銀行、日本銀行、西班牙銀行、葡萄牙銀行、瑞士國家銀行、匈牙利國家銀行、印度準備銀行、波蘭銀行、立陶宛銀行及但澤銀行等。

至於中央銀行之資本，全由商業銀行認繳者，則僅有美國之十二聯合準備銀行。當聯合準備制度成立之初，即規定凡國立銀行（註三），必須爲該制度之會員銀行，而州立銀行（註四）之具有某種條件者，亦得請求加入之。所有會員銀行（註五）應各以其資本額與公積金之六%，認購各該區內聯合準備銀行之股票，先繳三%，餘三%由聯合準備銀行需要時補繳。因此聯合準備銀行之股本，隨時因會員銀行資本額與公積金之增減而變動。

義大利銀行自一九三六年，改組成「公法」之機關後，亦可歸入美國聯合準備銀行一類。因在一九三六年前，該行資本全為私有，但自後法律規定，由根據「公法」所組成之信用機關，儲蓄銀行、保險公司與種種儲蓄會等認購新股，并清償舊有之資本與公積金之一部份。

中央銀行之資本，由國家及私人股東共有者，則有愛沙尼亞銀行與墨西哥銀行。在後者其股票之五一%為政府所佔有，至於愛沙尼亞銀行，其資本全部，先由政府墊出，然後將股票轉售於人民。當一九二九年，該行向公眾發行股票時，據稱股票之三分之一已轉售予人民，但其大部分，仍歸政府掌握。

希臘銀行與羅馬尼亞銀行，由法律規定，政府及國營企業機關所能佔有各該銀行之股票，無論直接間接不得超過各該行資本額之一〇%，南斯拉夫國家銀行則規定不得超過二〇%，捷克國家銀行則規定不得超過三三·三·%，而在波蘭銀行則由法律規定，其增加之資本，先由政府墊出，然後須轉售予人民（註六）。

中央銀行之資本，為政府商業銀行與私人股東所共有者，則有哥倫比亞共和國銀行、智利之中央銀行與祕魯之中央準備銀行。哥倫比亞共和國銀行，其資本由政府認繳五、〇〇〇、〇〇〇比沙（Pesos），在該國營業之國立銀行與外國銀行（註七），得准予認繳各該行已有資本與公積金之一五%，餘則向人民募集。智利之中央銀行其資本由政府認繳二〇、〇〇〇、〇〇〇比沙，在該國之國立銀行與外國銀行，必須（非為准許）該行之會員銀行各認繳其已有資本與公積金之一〇%，餘額亦歸人民認繳。在祕魯則規定凡祕魯境內之本國與外國銀行均須以各該行已有資本與公積金之一〇%，繳充該國中央銀行之資本，其餘額則概由政府及人民應募。

然阿根廷中央銀行之資本，全由政府及商業銀行繳出，人民並無認股之機會。該行資本，固定為三〇、〇〇〇、〇〇〇比沙，其中一〇、〇〇〇、〇〇〇比沙出自政府，一〇、〇〇〇、〇〇〇比沙出自在該國之國立銀行與外國銀行，而其已繳資本，至少在一〇、〇〇〇、〇〇〇比沙以上者，餘額一〇、〇〇〇、〇〇〇比沙，則留為國內將來成立新銀行與舊銀行增資時認繳之。

至若中央銀行資本，由商業銀行與私人股東所有者，則有南非準備銀行與薩爾瓦多之中央準備銀行。南非與薩國之商業銀行，均須供給中央銀行資本之一部分，餘額則歸人民認繳。然在南非，其商業銀行根據一九二

三年之修正案，已無必須保持某一定額準備銀行股票之義務；當時雖會規定一銀行之股票持有額一旦少於一〇、〇〇〇鎊後，即不能再行增加，但各商業銀行仍紛紛大量出售準備銀行之股票也。

第二節 盈餘之分配

國有中央銀行之盈餘，除提充公積金，或作其他用途外，概歸政府所有。如瑞典國家銀行規定以純益之一〇%撥充公積金，直積至二〇、〇〇〇、〇〇〇克倫(Kronor)為止；拉脫維亞銀行規定以純益二五%撥充資本，以積至二五、〇〇〇、〇〇〇拉得(Lats)為限，另以一〇%充作公積金；保加利亞國家銀行規定以純益二五%撥充公積金至相等於原資本額時為止，另以五%充作年金。芬蘭銀行至少得以盈利之半數，撥作資本與公積金，直積至三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克時為止，再以三分之一充公積金。澳大利亞聯邦銀行除以盈利之半數分充公積金與抵押銀行部資本帳(Mortgage Bank Department Capital Account)外，餘半數則撥作國債之償債基金。

至於其他各類之中央銀行，不問政府有無資本，均有政府分享中央銀行盈餘之規定；但以英格蘭銀行論，英國政府僅要求該行銀行部之盈餘，其他國家，則類多分享各國中央銀行之一般盈餘。在政府握有中央銀行一部份之資本者，則除如其他股東收受應有之股息外，再按條例之規定，取得一部份之盈餘。

政府分享中央銀行一般盈利之辦法，計有下列二種。第一法，即規定純益，最先撥付股息，其股息之高低不一，自荷蘭銀行之三·五%，至美國聯合準備銀行、比利時國家銀行、捷克國家銀行、挪威銀行、南非準備銀行等之六%^(註八)，然後再將盈餘分配予政府，私人股東與提存公積金，或如美國之聯合準備銀行與加拿大銀行，僅分配予政府與提存公積金。

例如荷蘭銀行之盈餘，係按下列各方式分配：自純益中先提出相當於資本額之三·五%，充作股息以剩餘之一〇%，提存公積金，直積至等於資本額四分之一，以三%、三·五%充作管理理事會、顧問委員會之紅利；其餘，則以四分之一予政府，四分之一予股東，直至股息積滿七%時止，倘再有剩餘，則以八分

之一予股東，八分之七予國家。南非聯邦銀行，則規定純益中，最先扣除累積股息六%，其餘撥充公積金，直積至等於資本額之四分之一；如有剩餘，以四分之一予國家，以四分之一予股東，至股息最高額一〇%爲止，以二分之一再充公積金，直至與資本額相等，其餘則概歸政府；又當公積金提存至與資本額相等時，則所餘盈餘，除發足股息一〇%外，悉數撥歸政府。美國聯合準備銀行，規定發給累積股息最高額六%，餘數撥充公積金，直至與所認資本額相等如有盈餘，以一〇%再充公積金，其餘則歸政府。

第二法即規定，先將純益之五——二〇%提充公積金，其次發給五——一二%之股息，其餘則分給政府及股東，如阿根廷、智利、哥倫比亞、愛沙尼亞、德國、匈牙利、立陶宛、波蘭、葡萄牙、羅馬尼亞、瑞士與南斯拉夫等國之中央銀行是。

例如，智利中央銀行，規定以純益之二〇%提充公積金，直至等於已繳資本之半數後，減至再以純益之一〇%提充公積金，直至其等於全部之已繳資本額，如再欲提存公積，則非得大總統之准許不可，又以純益五%，撥充職工福利金；有餘再發給累積股息八%；其餘則以半數予政府，半數撥作股息，或充股息平準基金，直積至股息一二%止；如再有盈餘，則以四分之三予政府，其餘四分之一，則按理事會之決議，或撥充股息；或充股息平準基金，或充公積金。德國國家銀行規定先撥盈利之一〇%充公積金，直至等於已繳資本額時止，再發累積股息八%；其餘則按情形，以七五——九五%分予政府，以五——二五%作額外股息，發給股東或充作股息平準基金。葡萄牙銀行先提盈利五%作公積金，直至等於資本額之半數，以五%充特別公積金，以二%作爲職工年金，再發給股息六%；其餘則以九〇%予政府，以一〇%分給股東（直至總股息達七%時止）、政府與該行。

一般而論，政府所能分享中央銀行盈利者，乃在其給予中央銀行獨佔發鈔權益，此常爲極有價值之特權，不僅能增加中央銀行之控制力量，并亦爲其盈利之泉源，且政府參預盈利之分配，頗多以爲遏止中央銀行牟利之方法，此所以條例中常限定股息之發給與公積金之提存也。

政府分得之盈餘，未必盡屬財政部之一般收入，有以抵償政府所欠中央銀行之債務者，如南斯拉夫是；有

以補充政府鈔券之準備金，或減少政府以債券作抵之債務者，如美國是；有以撥充債債基金者，如澳大利亞是。

總之，吾人須注意者，即自一九三三年後新成立之諸中央銀行，其所定股息之最高限額，較前此為低，各國顯有逐漸減低其中央銀行股息之趨勢，如加拿大銀行其股息之最高額限為四%，阿根廷中央銀行與新西蘭準備銀行（在改組為國有前）則限為六%。

第三節 管理方面

第一目 主要行政人員

各國中央銀行之主要行政人員，大抵均由政府任命，或基於政府本身之意見，或根據理事會之提請，或經由立法機關之同意。

直接由政府任命者（註九），其實例如下：如法蘭西銀行，其總裁與二副總裁，皆由法蘭西共和國之大總統任命；德國國家銀行，其總裁及管理部之其他人員，根據一九三七年之修正案，皆由國務總理任命，並直接對彼負責；日本銀行，其正總裁係由天皇指定而由政府任命，其副總裁須經天皇之同意，由政府任命；比利時國家銀行，其總裁由比王任命，而管理部之其他三重要職員，係由常年股東大會選出；瑞士國家銀行，其正副總裁由聯邦會議（Federal Council）指定；捷克國家銀行，其正總裁由大總統任命，其副總裁係由大總統就股東所推選之理事六人中任命之，葡萄牙銀行，其總裁與二副總裁均由財政部長任命；羅馬尼亞國家銀行，其總裁由勅令任命；愛沙尼亞銀行，其總裁由政府任命，但管理部之其他人員由理事會任命；至於南非準備銀行、新西蘭準備銀行、澳大利亞準備銀行，其正副總裁，概由總督任命。

由政府根據理事會或管理部之提請而任命者，其實例如下：荷蘭銀行，其總裁與秘書長由荷王就管理部與理事會（Kommissarissen）聯席會議所提出之每二名候選人中任命之，而管理部之其他人員，由股東就上述之

聯席會議所預備之候選人名單中選舉之；挪威銀行，其正副總裁先由理事會 *Supervisory Council of the Bank* 陳述意見後，由挪王指定，管理部之其他三要職員，係由國會 (*Storting*) 選舉。希臘銀行，其正副總裁及助理總裁，由內閣會議，根據理事會之提請任命之；印度準備銀行，其總裁與二副總裁由總督會議，經考慮理事會之建議後任命之。

至以阿根廷中央銀行論，其正副總裁，係由阿國行政首長，就股權銀行大會所選出之每三位候選人中，經徵得國會 (*Congreso*) 同意後，任命之；芬蘭銀行，其管理部之主席，與其他人員，經國會中銀行監理委員指定後，由總統任命之。

以上所述，為政府任命中央銀行主要行政人員之一般情形，然亦常有許多例外：其一，為英格蘭銀行，其正副總裁由理事會選；另一，為薩爾瓦多之中央準備銀行，其行長由常年股東大會選舉，但須得政府之同意。其間尚有種種不同之情形：如美國各聯合準備銀行，其正副總裁，在聯合準備制度總裁局之同意下，由理事會任命，瑞典國家銀行，其正總裁由理事會就理事會中選選而任命之，副總裁則由理事會或就理事會中，或自外界抉擇後任命之；加拿大銀行，其正副總裁須經總督會議之同意由理事會任命；智利中央銀行與秘魯中央準備銀行，其正副行長由理事會互選，或由理事會自外界選任之，哥倫比亞共和國銀行，其正副總裁，由理事會選舉，但正總裁至少須得七票，副總裁至少須得六票，始能獲選。

至於中央銀行主要行政人員，與理事會之關係，條例中類多規定中央銀行之總裁或行長為理事會或行政會議 (*Council of Administration*) 或監事會之主席，兼股東會議或常年股東大會之主席，中央銀行副總裁或副行長為理事會議或行政會議之一員，并在總裁或行長缺席時，為代理主席。但亦有其例外，如澳大利亞聯邦銀行，其理事會之主席，由理事會互選之；瑞典國家銀行，其理事會之主席，由御前會議 (*Riksdagen*) 就理事會中任命之，在美國聯合準備制度下，每一聯合準備銀行理事會之主席，由聯合準備制度總裁局，就聯合準備銀行所推舉之三理事中，選其富有銀行經驗者任命之。然於此有應注意者，即總裁局係由美國大總統所任命之七總裁所組成，該局之職務除擔任協調十二聯合準備銀行之活動外，并自一九三五年後在中央銀行一般政策有

面，復受有廣泛之權限。

一九三五年前，關於聯合準備制度各部門職責之如何劃分，彼此意見分歧，莫衷一是。其時，常有以爲美國實無真正之中央銀行制度。然一九三五年之銀行法案則：

「一方面維持各區準備銀行在各該準備區內，其與會員銀行間之關係及交易，得因體制宜自作主張，并決定各區準備銀行須選派代表參預全國貨幣信用政策之制定。」

而子總裁局以執行全國信用政策之最大責任（註十）。自政府授權總裁局得變更會員銀行法定準備率，定期修改聯合準備銀行之貼現率，並經由十二人（其中總裁局佔七人）所組成之聯合公開市場委員會控制公開市場活動後，美國之貨幣信用政策已大部分取決於總裁局，至在一般政策方面，總裁局之地位，類似其他國家中央銀行以總裁或行長爲主席之管理部或理事會或常務理事委員會。

一部分國家之中央銀行，嘗以法律規定管理部之組織，其中包括正副總裁或行長，與二至六位專任之其他人員，并以正總裁或行長爲主席。例如，德國國家與芬蘭國家銀行，有管理部而無理事會；反之如荷蘭、比利時、日本、挪威、丹麥、南斯拉夫、波蘭、愛沙尼亞、拉脫維亞等國之中央銀行，除管理部外，尚有一理事會（註十一）。

此外，有些國家之中央銀行條例中，常有關於正副總裁人品之規定；如加拿大之規定，須具有「豐富之金融經驗者」，或如新西蘭之規定，須「有實際銀行經驗者」，或如阿根廷之規定，須有「卓著之金融銀行與經驗者」。

關於中央銀行主要行政人員之任期，各國至不一致，如英格蘭銀行、智利中央銀行、祕魯中央準備銀行各定爲一年；瑞典國家銀行爲三年；德國國家銀行爲四年；比利時、匈牙利、捷克等國家銀行，日本銀行、希臘銀行、愛沙尼亞銀行、南非準備銀行、印度準備銀行、美國準備銀行等爲五年；羅馬尼亞國家銀行、葡萄牙銀行爲六年。荷蘭銀行、保加利亞國家銀行、新西蘭準備銀行、加拿大銀行、阿根廷中央銀行等爲七年；聯合準備制度總裁局之總裁，其任期爲十四年。除總裁局之總裁外，其他各主要行政人員，於任期終了後得連任（註十二）。

第二目 理事會

除少數例外如德國國家銀行與芬蘭銀行（註十三）僅有管理部外，其他每一中央銀行，均有理事會或相當於此之其他組織，如比利時、羅馬尼亞、南斯拉夫等國稱謂行政會議（Council of Administration），或如法國、日本、波蘭、西班牙、瑞士等國稱爲行務會議（General Council），或如挪威之理事會（Supervisory Council）荷蘭之監察委員會（Board of Commissioners），或如立陶宛之顧問局（General Advisory Board）等。

中央銀行理事之數目，自立陶宛之六人至瑞士之四十人，各國均有不同。如瑞典、愛沙尼亞爲七人，新西蘭、澳大利亞、保加利亞爲八人；比利時、希臘、南非聯邦、美國爲九人，智利、祕魯、哥倫比亞、葡萄牙、羅馬尼亞爲十人，拉脫維亞、加拿大爲十一人，阿根廷、波蘭爲十二人；印度、匈牙利爲十三人，荷蘭、挪威爲十五人，法國爲二十九（註十四），西班牙爲二十一，英國與南斯拉夫爲二十四，丹麥爲二十五人。

至於政府參與理事之任命情形，則全爲國有之中央銀行與其他種類者，顯有不同。全爲國有之中央銀行，如澳大利亞與新西蘭，其全部理事，皆由總督任命；加拿大則由財政部長，經總督會議之同意任命之；拉脫維亞則由內閣就財政部長所提出之候選人中遴選之；瑞典則由國會任命之，但理事會主席則由國王任命。反之，如丹麥，理事二十五人中，八人由國會就其議員中選出，二人由貿易、工業、造船等部部长推薦，其餘十五人，則由全體理事選舉，保加利亞理事四人，由正副總裁所組成之常務理事會任命，其餘四人，則由總商會、交易所、農業局等指派之。

其他中央銀行理事任命之情形，可分爲兩大類。其一，即理事會全由常年股東大會選舉者，如英國、比利時、荷蘭、匈牙利、葡萄牙、波蘭、南斯拉夫、希臘、愛沙尼亞與立陶宛等國。上述各國政府，除英國外，僅有權任命正副總裁，通常總裁兼理事會主席。

其二在政府或無或僅有一部分中央銀行之資本所有權者，則政府所能任命理事之人數不一。在阿根廷爲理

事十二人中僅一人（註十五）；西班牙爲二十一人中三人；智利、祕魯、哥倫比亞、羅馬尼亞等國爲十八人中三人；捷克、南非聯邦、美國（註十六）等爲九人中三人；印度爲十三人中五人；法國爲十二人中九人（註十七）；瑞士爲四十人中二十五人；挪威則全部理事，均由國會選舉。羅馬尼亞條例中規定，理事二人，由政府任命，但受任者，須爲從事於工商、金融或農業者；祕魯之規定，則爲政府所任命之三理事中，須須熟悉祕魯之勞工狀況，并同情勞工階級之願望者。

至於上述各中央銀行之理事，除由政府任命者外，其餘概由股東（包括股權銀行）選舉，如阿根廷、哥倫比亞、捷克、印度、羅馬尼亞、南非、瑞士與美國是。至若智利、法國、祕魯、西班牙等國，則規定一部份理事，直接由某種代表團體選舉，或間接就彼等所提出之候選人，加以任命或選舉之。

例如智利，由全國農業總會與全國工業促進會聯合推選理事一人，由全國硝酸廠聯合會，與全國總商會聯合推選一人，由勞工總會推選一人。如哥倫比亞，由全國農業者團體推選一人，全國商會推選一人，全國工業團體推選一人。如法國理事六人，由財政部長，就商業、工業、農業、勞工等六團體，每一團體所提出之三名候選人中任命之；此外，由全國經濟會議指派一人，由法蘭西銀行職員選舉一人。

有些國家中央銀行之理事，除由政府任命者外，雖由股東選舉，但往往亦有規定，其中少數理事，須具有某種經濟上之資格，或爲代表國家之某部分者。如比利時，雖直接由常年股東大會所選出之六人，須爲在商業、工業、或銀行等界之領袖人物，另三名由股東就工業、商業、農業、勞工等各團體代表所提出之候選人名單舉之。如哥倫比亞理事中三人，必須爲農業界人士、商業界人士、或自由職業者。如希臘，理事中五人，須爲從事於工業、商業、農業方面者。如匈牙利，理事中必須包括農業、工業、商業、與銀行等業之代表。如南非聯邦，由常年股東會選舉之理事中，三人在商業或金融方面一人，在農業方面二人，在其他產業方面，須爲曾從事或現正從事者。如美國每一聯合準備銀行之理事中，三人須爲從事於商業、農業或其他工業者。

如南斯拉夫，其理事必須具有商業、工業、金融或農業方面之智識。如阿根廷，其中有理事四人，須一爲農業界，一爲牧畜業界，一爲商業界，一爲工業家，此四人係由股權銀行按理事會之提請，并經理事會代表團

體之協議後始選舉者。如印度理事八人，係先按地域之分佈，劃成五組不同之股東，再由股東大會選舉之。

有些國有之中央銀行，亦有類似之規定，即一部分理事，須能代表某階層，或能代表某地域，或須具備某種經濟方面之條件者。如澳大利亞之規定，其理事（除財政部長之）須會為或現任從事於農業、商業、金融或工業界者。如保加利亞，則規定理事四人，須由商會、交易所、與農會選舉者。在丹麥，則由舊理事會選出之十五理事，均須能代表全國各區域及各行業者。

凡在商業銀行須認繳中央銀行股本之全部或一部份之國家，股權銀行常有指派其理事或職員為中央銀行理事之權限。如美國，每一聯合準備銀行之理事六人中，三人係由會員銀行選舉，同時，亦即為此等銀行之代表。如智利、哥倫比亞、秘魯等三國，其中央銀行全部理事十人中，三人得為或須為其會員銀行之理事經理或其他人員，二人由國立銀行指派，一人由在各該國之外商銀行任命。如阿根廷，於理事十二人中七人須為銀行家，其中一人，由阿根廷國家銀行（Bank of the Argentine nation）指定，其餘六人由該行按類分配即由國立銀行任命三人，由在該國之外商銀行指定二人，由省立銀行或雜派銀行推舉一人。

反之，各國頗多，至禁止商業銀行之理事或職員，充任中央銀行之理事者，如澳大利亞、比利時、加拿大、捷克、希臘、印度、日本、羅馬尼亞、南非聯邦與瑞典等國是。如南非聯邦，當一九二一年創立南非準備銀行時，一般商業銀行，均須認股一部份，同時亦得指派代表三人，充當該行理事，其他股東，亦選舉三人。但根據一九二三年之修正案，其他銀行之理事或職員不得為準備銀行之理事，理事六人皆由常年股東大會選舉，但商業銀行之表決權則限於一萬英鎊。此外已取消強迫商業銀行認股之規定。

關於商業銀行或農工商、勞工等各團體或機關，指派中央銀行理事之規定，在原則上與反對者。克賓與愛爾堅二氏嘗竭力反對各種團體之代表參與中央銀行之理事會，其言曰：

「由各特種團體，如商業銀行、工會、農會等指派一部分理事，最易在理事會中形成派別之危險。其一體之代表，必極端注意各該團體之利益，期能取將將來之選選，故在決定常用政策時，彼常於不知不覺中，僅考慮該項政策所影響於各該團體之利害者何，固未適作全國通盤之衡量。雖然此項代表容或對各該團體所知較多，而貢獻甚大，然若明之規定，一部分理

事須具備某種特別之智能，蓋仍由股東選舉，則彼等對全體股東負責，固不必僅眷注某一團體之利益，更有前者之利，而無其弊，如南非聯邦之現行制度是。(註十八)

格里果 (Gregory) 亦嘗力主，「中央銀行之理事，須不偏不倚，無域門戶之見」，并謂：

「任命在某一種特殊部門上具有經濟活動豐富之經驗者為理事，與任命彼等以充各該特定團體之代表，二者固有天壤之別。(註十九) 因是，澳大利亞貨幣銀行委員會曾建議澳政府謂：「聯邦銀行理事之選舉，須擇其常識豐富，經驗充沛，才能卓越者，但並非為各業或各團體之代表」。此外，如羅馬尼亞前於國家銀行條例中規定理事二人，由股東大會就全國總商會、總工會、總農會提出六候選人之名單中選舉，但一九三五年之新條例，對此已加修正，僅規定理事之選取，須就「農、工、商、銀行、經濟、財政或法律等各方面才能之士中選拔之」，又祕魯中央準備銀行條例中，每一條文，謂「每一理事，固不問其選自何處，由何人任命，均為國家之代表，而每一決策，必須以公家利益為前提」。

有些中央銀行，對於理事與理事會中之關係亦常有種種規定。如澳大利亞與新西蘭，財政部長為理事之一，且有表決權，如加拿大財政部次長為常務理事之一，又如印度，由政府指派官吏一人為理事，但均無表決權。如波蘭，財政部之錢幣信用司司長，為行務會議委員之一，如拉脫維亞，行務會議中亦有財政部之代表，如阿根廷由政府首長指派政府官吏一人為理事。至於法國前曾言及，法蘭西銀行之理事會中，除財政部之代表外，尚有全國經濟部、殖民地與六個政府財務機關之代表。反之，如美國，自一九三五年將聯合準備局改組為聯合準備制度總裁局後，財政部長與金融監理官 (Comptroller of the Currency) 原為當然理事者，今則被摒除矣。

多數國家，通常不准政府官吏與立法人員，為中央銀行之理事。但丹麥與瑞士二國，可謂例外，前者規定，理事二十五人中八人為國會議員，後者於聯邦會議所指派之理事二十五人中，國會議員可佔五名。

克霄與愛爾登二氏嘗云：

「無論中央銀行理事會中，有否政府任命之人員，吾人總期盡量避免凡與政府或政府或政治有特殊關係之人員參與中央銀行之理事會，致影響，或固有影響，或決策，有失公正之可能。」

第三目 常務理事會

有些中央銀行有常務理事會組織之規定，如保加利亞、加拿大、捷克、法國、匈牙利、羅馬尼亞與瑞士等國是。常務理事會通常由正副總裁或行長或副行長及其他二名或二名以上之理事組成之。例如加拿大銀行條例中規定，「常務理事會，得辦理理事會權限內之一切事項，但每一決策，均須向下次理事會提出報告」；又匈牙利銀行條例，亦授權予常務理事會，「凡為理事會應辦之任何事項，均得採取緊急措施，但須向下次理事會報告」。

第四目 其他委員會

有些中央銀行，除理事會外，尚有監事會等其他組織，如比利時監事會 (Board of Censuro) (註二十) 共監事十人，均由股東大會選舉，如羅馬尼亞共監事七人，四人由股東大會選舉，三人則由政府指派；法國設有檢查委員會 (Committee of Control) 由行務會議所選定之委員組織之，以檢查法蘭西銀錢之鈔券、現金、簿冊、報表、證券等，捷克 (註二十一)、波蘭及蘇聯則有稽核委員會 (Audit Committee)；荷蘭有顧問委員會，顧問五人，由股東就監察委員會，由指定二位候選人中選舉之，定期謁晤管理部門人員，以備重要事項之諮詢；南斯拉夫則有監察委員會 (Supervisory Committee)，共有委員七人，由股東大會選舉，以期監督該行之活動，與檢查銀行每年之資產負債表與報告；至若阿根廷、比利時、保加利亞、捷克、愛沙尼亞、法國、希臘、日、南斯拉夫、拉脫維亞、立陶宛、波蘭、羅馬尼亞、蘇聯、薩爾瓦多等國，則有貼現委員會之組織。

通常此種貼現委員會之職責，大抵如阿根廷銀行條例中所規定，「審核該行所欲購人之證券票據，或審核請求再貼現及充墊款擔保等各項有文件」；或如比利時之規定，「審查請求中央銀行購進之證券，并向管理部門提出意見」。各國貼現委員會之委員，事實上，均由理事會指定，惟有時亦偶有但書之規定，如阿根廷、愛沙尼亞、希臘、波蘭等國之規定，凡貼現委員均須熟悉各該國之農、工、商各業之狀況；或保加利亞與羅馬尼亞等國一部分貼現委員須先由總商會提出候選人名單，再由理事會選任之。

(註一) 於此須要明者，作者於適當處時，曾舉閱 *Bank and Finance* 與 *Central Banks* 中各處銀行條例之摘要。與一九

(註二) 私人股東中，亦有有權銀行或其他銀行，但因並非為條例規定所應必須認股者，故與下列商業銀行之與中央銀行資本所

(註三) 凡根據各州之法律或特許狀所組織與經營之銀行。

(註四) 一九二七年底共有其銀行六三四一，其中五二六〇為獨立銀行，一〇〇一為州立銀行，一〇〇一為州立銀行。

(註五) 波蘭政府為波蘭銀行增加之增資部份，雖未發費于人民，惟於一九二六年，波蘭銀行將此增資部分退還政府，同時該行亦該

(註六) 波蘭政府為波蘭銀行增加之增資部份，雖未發費于人民，惟於一九二六年，波蘭銀行將此增資部分退還政府，同時該行亦該

(註七) 為外國銀行則接其在該國之營業狀況，分認其應繳納之股份數，驗與智利亦有同樣之規定。

(註八) 即其任命按法律無須經其他團體之指定，是謂諮詢者。

(註九) *Annual Report of Board of Governors for 1935*, pp. 4-5. 本則稱為 *Councilors Administrators' Regents*

(註十) 有些國家中央銀行管理之人員，稱為理事，而英國則由所聘理事，則稱為 *Councilors Administrators' Regents*

(註十一) 之管理則則稱為 *Administrative Board*

(註十二) 本節論及理事等，正副總裁或行長除外，前曾言及除少數例外，正副總裁或行長概為理事之一。

(註十三) 然勞動銀行之管理與經營，由國會銀行監理官，根據國會之訓令指揮監督之。

(註十四) 理事 (Councilors) 二十八人，倘有監事 (Censors) 三人，由股東大會就工商界股東中選出，後對法國西銀行行務會議之決議，有諮詢權，且該行一切活動，均須受其監督。

(註十五) 另有理事一名，由一國有之銀行 (阿根廷國家銀行) 任命。

(註十六) 並不直接由政府任命之，乃由總統任命之，七總裁所組織之總裁局指定之。

(註十七) 三人為財政部、全國殖民部、全國經濟部等各部員之代表，其餘六人由國家會議選出，其職務與總裁局之總裁

(註十八) *Kisch & Eklund, Central Banks* (Fourth Edition), p. 63.

(註十九) *Gold, unemployment, capitalism*, p. 183.

(註二十) 監事有權監督銀行之一切活動，檢查任何領冊及證明資產負債表等。

(註二十一) 查克之稽核委員會，共有稽核委員五人，概由股東大會選舉。隨時檢查該行之業務狀況與資產情形。

第十六章 最近各國中央銀行之趨勢

第一節 政府之參與與控制權日漸擴大之趨勢

近年以來，有些國家，皆有擴大參與中央銀行管理及其在中央銀行之資本所有權之趨勢，此適與第一次大戰後之情形相反。

在丹麥與新西蘭，其中央銀行原為私有，但近年來於一九三六年，全部改為國有。巴拉圭亦於一九三六年，將一私有之商業銀行——巴拉圭共和國銀行——改為國有之中央銀行。義大利中央銀行，原為私有，於一九三六年始由根據公法 (Provident societies) 等團體，繳集資金，將該行中私股之資本與一部份公積金償還，而改組成為一「公法之機關」；因義大利政府對上述各團體，已擁有相對的所有權與控制權，故間接亦能參與義大利銀行之管理，復取得其資本之所有權也。同年，加拿大政府已佔有加拿大銀行之大部份資本，迨一九三八年加政府全部償清私人資本時，則加拿大銀行改組為國有之步驟，即告完成。

至以各國中央銀行之管理論，在新西蘭，曩昔政府於理事七人中（總裁副總裁，財政部長除外），僅能指定三人，今則全部由政府任命，現為理事之財政部長，自一九三六年始，并有表決權。

此外，新西蘭準備銀行之新組織法中有明文規定「財政部長得隨時令知該行，盡力協助政府貨幣政策之推行」。在加拿大，按原銀行法之規定，於理事九人中，政府僅能任命二人，今則全部亦由政府任命（總裁副總裁除外）。在丹麥，其中央銀行總裁局由總裁三人組成之主席，現由國王指定；理事二十五人，由國會就其議員中推選八人，貿易、工業、造船業等各部長推選二名，其餘十五名，則由舊理事會互選；前此則所有理事，除二名由貿易部長任命外，悉數由常年股東大會選出，而該行之經理，什九由理事會任命。

不僅此也，且如美、德、法、希臘等國中央銀行之所有權，雖未變更，但政府對於各該行之管理與控制，

亦已取得較大之權限。如美國各聯合準備銀行之正副行長，原皆由各該行之理事會獨立任命，今則須得聯合準備制度總裁局之認可，而該局之七總裁，則全由總統任命。關於中央銀行政策方面，該局若與前聯合準備局相較，則現亦已有較大之權限。例如，該局不僅得拒絕批准各聯合準備銀行所申請之貼現率，且可限期修改之，并得經由十二人中總裁局佔七人組成之公開市場委員會以控制公開市場活動，又可能變更會員銀行之法定準備率，及規定銀行與證券經紀人對於證券放款之最高限額。換言之，聯合準備制度已日漸侵蝕各準備銀行之獨立，而取得其前此所缺乏之集權也。

在德國，一九二四年之德國銀行法會規定，「德國國家銀行，為不受政府管轄之銀行」；後被一九三七年之修正法所廢止，從此德國國家銀行之管理，乃直隸於國務總理。又按舊法規定，德國國家銀行之總裁由行務會議 (Central Council of the Bank) 任命，但須經總統之副署。當行務會議取消後，乃規定由總統根據該行管理之意見任命之；至於管理之其他人員，經該行行長指定後，由總統任命，然一九三七年之修正案，則規定，德國國家銀行行長與管理其他人員，概由總理任命，并直接對彼負責。

在法國法蘭西銀行之行務會議，原由二百大股東所推舉之十五理事 (Reger) 所組成，降及一九三六年，行務會議之組織不變；無論就其直接或間接關係言，政府參預該行人員任命之權力甚大。第一，行務會議之理事二十人中，三人為財政部、全國經濟部、殖民部等各部部長之代表，六人為國家金融機關中具有特殊地位之官吏，依法為當然理事，此九人係代表「國家之集體利益」者。此外，六人由財政部長就商業、工業、農業、勞工等六團體，每團體所提出之三候選人之名單中遴選而任命之。三人由全國經濟會議、儲蓄銀行之中央委員會及法蘭西銀行之職員等三團體指定或選舉之。其餘僅二名，由常年股東大會選舉。

在希臘，其中央銀行之總裁、副總裁及助理總裁 (Sub-governor)，現由內閣 (Cabinet of ministers) 根據理事會之提請任命之，但在一九三二年前，則全由常年股東大會選出，再經政府之認可。

但他方面有一與此相反之情形，如在阿根廷銀行——阿根廷國家銀行，——在一九三五年前已執行多種中央銀行之職務，嗣後，一般商業銀行加入股本，與政府資本相埒，彼等於理事十二人中，不僅能就彼等代表中

任命六人，復可根據理事會之提請，並經理事會與某種代表團之協議後再任命四人，但該行之正副行長，須由阿根廷行政首長，於徵得國會同意後，就股權銀行大會所推選之每三名候選人中指派之。

在中國，其中央銀行亦為一國有機關，一九三五年十一月中國財政部長聲稱，中國之幣制改革計劃中，曾規定：

「中央銀行將改組為中央儲備銀行，其資本大部份將由各銀行及人民積蓄，或成爲一獨立之機關，致力於全國通貨之穩定。」

然因故生障，此部份之幣制改革計劃，迄未實現（編者按：廢除廢幣政行此幣制改革業已成功，而集中發行，亦於一九四二年未實現。抑尤有進者，薩爾瓦多，於一九三四年創立中央銀行，不僅其資本由一般商業銀行與人民繳募，且中央銀行之總裁、副總裁亦由常年股東大會選舉，僅須政府之認可耳。

除上述少數國家情形較特殊外，吾人可於最近各國中央銀行條例之變革中，不難窺知各國政府對中央銀行管理之參與與資本所有權之取得已有日漸擴大之趨勢。而最近新成立之諸中央銀行如新西蘭準備銀行與加拿大銀行（在成立後三年內），及諸最古老之中央銀行如丹麥國家銀行等，在其條例上皆有是項變更，此中意義，實甚重大。

國聯經濟情報局（The Economic Intelligence Service）（註一）亦曾注意此項趨勢，謂：「在近年來各國所新訂或修正之中央銀行條例中，吾人可知政府參與中央銀行所有權及其管理之力量，業已一致加強」。又云：

「此項趨勢適與首次歐戰前及戰後年內之情形相反，尤以各國志在保持或加強中央銀行之獨立時爲然。」

其時，甚至在新設或改組之中央銀行條例中，插入「尊重中央銀行之管理權及所有權獨立之條文」。

政府控制與參與之加強，不僅見之於各中央銀行條例中，且事實上，政府逐漸干涉幣制與銀行政策，并迫使中央銀行對政府作直接與間接之通融。當一九三〇年經濟不景氣，瀰漫全球，各國政府首創干涉中央銀行之事例，而一九三一年之中歐金融恐慌，及其後各國相率放棄金本位制，乃益加深其干涉程度。事實上，多數中央銀行，皆須按國家之需要，予以種種金融上之便利，且若檢視當今各國中央銀行之資產負債表，則其科目中，不僅有政府之直接借款，且有鉅額政府證券與國庫券作爲銀行之投資或爲墊款之擔保品也。

金本位制之維持抑停止，似與國家對中央銀行之干涉壓迫及依賴之程度，不僅有一致性而已。蓋金本位制能自動給予一國經濟生活上以極大之約束，并促使中央銀行不受政治之羈絆，但在金本位停止時期政府即無須如前此之努力於收支之平衡。政府自極易依賴中央銀行，以爲其取得無限制信用之泉源，蓋此可使政府遭遇之抵抗最少，而收效最大；史乘所載因政府創造信用所誘致之通貨膨脹與貨幣貶值，先例滋多，而中央銀行直接間接因政府之需要而膨脹信用之程度與通貨貶值之情形，其關係尤至爲密切也。

考克迪氏 (Keady) 討論政府控制中央銀行之危險時，曾謂：

「敢問諸君，過去財政政策既受制於政府財政之需要而有害健全財政之危險，其尙不足爲訓乎？」(註一) 氏並指出，政府控制貨幣政策之另一危險，在「使從事於工商、金融業者，將失其經營業務之方針」。蓋「前此國外匯變動情形指示國際貿易狀況者，今則外匯之變動全爲政府運用外匯平準基金得之反映耳。至若將來匯兌之趨向何在，利率之變動若何，均取決於政府之政策，已非遵循自然法則。」

今後吾人甚盼能一反前此之趨勢，減輕政府干涉與控制中央銀行之力量。蓋史實昭示，中央銀行務須脫離政府之羈絆，始能抗拒政府之不當要求。中央銀行對於政府之要求，固應予以同情之考慮，然其地位無論從法律上或習慣上言，應能對政府之各種請求有按其得失自由衡量之權；同時，亦應對全國經濟作整個之壁劃。一般而論，中央銀行之獨立與否，不能僅憑條例上之規定。頗多國有之中央銀行，平時能獨立自主，即在財政困難時，亦甚少受政府之干涉者，然亦有在表面上政府雖甚少參預或竟不參加中央銀行之管理與資本，但其干涉與控制之程度，反較前者爲大者，換言之，中央銀行之特定章程，固足重視，政府對於中央銀行之態度如何，尤屬切要。故政府應建立或保持中央銀行不受政治影響之習慣。

雖然，中央銀行資本之私有，固不足以語保障，惟事實上，確可增強中央銀行獨立之力量，且得協助政府維持對中央銀行獨立之任務。

第二節 限制與人民直接交易之趨勢

近年來，多數中央銀行，逐漸放棄其商業銀行之業務，而致力於中央銀行職務之完成。

在義大利，當一九三六年義大利銀行改組爲「公法」機關時，其所有權亦移歸予根據「公法」所組織之銀行、儲蓄銀行、信用機關與保險公司等，並明文限制其貼現業務，爲僅對銀行與信用機關之再貼現，至其與私人間之貼放，必須限期清理之。但對私人與銀行，仍得作以證券爲擔保之墊款，并經特別之許可，仍可繼續其貼現業務，以供應全國生產界某幾部門之非常需要，但最多以三年爲限。

在中國，一九三五年十一月，其幣制改革計劃，擬將國有之中央銀行，改爲中央儲備銀行，將其所有權之大部份移歸人民與各銀行，并規定「中國之中央銀行，將改組成銀行之銀行」，「中央儲備銀行」將予其他銀行以再貼現之便利」，并「將放棄一般商業銀行之業務」(註三)。

在墨西哥，其一九三六年銀行法規定，墨西哥中央銀行——墨西哥銀行——，僅限於與會員銀行往來，而不許與人民交易，但其後政府允將此項條文及該法之其他規定，延展至一九二八年八月施行。假定此時「一般情況能再度符合該法之規定」(註四)。

在澳大利亞，當歐戰期間及戰後數年內，澳大利亞聯邦銀行之一商業銀行業務，擴展甚速，即自一九二四年正式擔任中央銀行職務後，猶繼續如是，關於此點，一九三七年，貨幣銀行委員會之報告如下：

「聯邦銀行認爲中央銀行之活動，最爲重要，彼自知欲發展成爲中央銀行，必須限制其商業活動。至少，自一九三〇年該行在商業活動上已非一般商業銀行之勁敵，該行亦未願意通用商業活動以爲伸縮信用之方法……在一九三一年前私人總受與政府借款之每季平均數額皆不分別公布，但自後據幣，聯邦銀行已不重視商業活動方面之數字……聯邦銀行并不拒絕私人之信用額，但當商業銀行願能滿足顧客之需要時，則該行決不予供給。」(註五)

在法國，關於票據貼現與證券放款方面，法蘭西銀行已久爲一般商業銀行之勁敵，但據聞已減少與一般商業銀行競爭，并已停止新商業性業務之爭奪。

在希臘，其以前之中央銀行——希臘國家銀行——，直接與人民之交易甚多，致希臘政府於一九二八年決定另設一中央銀行——希臘銀行——，因希臘國家銀行爲「最重要之商業與存款信用機關」，若「一旦停止其商業活動，則有礙國民經濟者至大」(註六)。

在阿根廷與印度，阿根廷國家銀行與印度帝國銀行，除執行數種中央銀行之職務外，實與一般商業銀行無

異，故二國政府，亦擬另設新中央銀行，限制其直接與人民交易。如印度準備銀行法案規定：印度準備銀行，僅在為印度之農工商貿易等業之利益計必須管理信用時，始能直接貼放款項予人。

此種另設新中央銀行以代改組現有商業銀行之方法，自屬較佳。雖然，如澳大利亞、墨西哥、玻利維亞、巴拉圭等國，因均原有一商業銀行，與政府關係甚密，地位又較特殊，并能執行數種中央銀行之職務，故當各國政府思及建立真正之中央銀行時，即願將此等商業銀行改組而成。但實際上，其地位誠如玻利維亞中央銀行所言：

「管理如我國之中央銀行，實屬事之至難，蓋在改組前，該行原為商業銀行，至今尚有多種不易置棄之職務，不若一般新設立之中央銀行，決無非真正中央銀行所應負之責任或活動。」（註七）

通常，少數中央銀行，仍經營大量商業銀行業務者，亦有其特殊之需要或特殊之環境關係。拉脫維亞銀行會謂該行「必須以短期信用昇于工商業，因此外別無其他機關供給故也。又不能拒絕，對私企業作直接短期之融通，蓋若全由私立信用機關供給，則將使借款之代價過高。」（註八）。澳大利亞聯邦銀行會語貨幣銀行委員會謂，其商業銀行業務之活動，實

「可增加該行左右利率之力量，必要時，更可藉以擴大貸放，并供給一般商業銀行所不願或不能供給之便利，此確為增強中央銀行控制力之最良助力。」（註九）

前曾言及，法蘭西銀行之直接與人民交易，實為其信用控制術之一部，因法國金融市場缺乏如英國之自動控制工具，故益增其重要性。且在法國，有組織之貼現市場，既付闕如，而少數之國家財政機關，若自動債債基金（Caisse Autonome d'Amortissement）、委託基金（Caisse des Dépôts et Consignations）、公債穩定基金（Caisse Stabilité Financière），又復各別獨自活動，真與法蘭西銀行不相聯繫。

抑尤有進者，法國與澳大利亞拉脫維亞等國情形相同，一般人皆希望中央銀行，不僅能確保金融上之便利，與維持適度之利率，且欲該行將此等利益推廣於全國各地。米葉（Myers）氏會謂：「法蘭西銀行，不僅在游資充沛之巴黎，再貼現有二三影響者之商業票據，即於巴黎極外國之鄉鎮，亦以同樣利率再貼現之。」（註十）

且「法國窮鄉僻壤亦得享低利之便」。而每當法蘭西銀行更換特許證時，必須增設其新分支行。

拉脫維亞銀行會有如下之說明：

「在本行活動之初，大部分備用儲蓄手續金業團體，其後各種立信用機關，漸成爲分配本行信用之媒介。」(十一)

此種改組，雖表示該行漸知一國之中央銀行應擔任銀行之責任，與再貼現銀行之責任，不宜直接與人民交易也。

各國新舊中央銀行，無論其因條例之規定或受習慣之拘束，均有限制其與人民直接交易之趨勢，此係根據

下列諸事實：

(1) 在平時，中央銀行應志在保持雄厚之實力與週轉力，俾能供應信用之季節需要，與應付一般金融恐慌；

(2) 如中央銀行，亦大爲經營一般商業銀行業務，則其週轉力亦如一般商業銀行與其他信用機關勢必減弱，終致損傷其非常時期之再貼現力，而其削弱程度，則視其捲入普通銀行業務之情形而定；

(3) 如以與人民直接交易爲中央銀行信用控制之一手段，謀替代或補助公開市場活動，則其範圍至廣，收效殊少，且二者既與借款人直接交易，不無人情之關係，自亦有與僑合作團體之關係，因此中央銀行對彼顧客，不易採行緊縮信用之手段，亦即不易收縮一般信用之基礎；

(4) 爲整個銀行與信用機構之健全計，極盼一般商業銀行，將其應辦之現金準備(除日常所需之零用金外)，存放於中央銀行，以爲中央銀行控制信用之工具，但若中央銀行一旦侵佔商業銀行之業務，則在無法定現金準備集中於中央銀行之國家，決難希望一般商業銀行能自動存放，其雖有法律明文規定者，亦難免一般商業銀行，譴責中央銀行之一食人自肥也；

(5) 且有些中央銀行職務之完成，端賴一般商業銀行之精誠合作，若非中央銀行自限於普通銀行業務範圍外，不與一般商業銀行競爭，則殊難獲得彼輩之合作，故非至爲謀全國經濟利益萬不得已時，中央銀行不宜與

人民直接交易也。

第三節 公開市場活動廣被採用之趨勢

除英美二國外，其他國家之中央銀行以買賣政府證券為信用控制之手段者，僅在近數年來始漸佔重要。而在英美二國於過去十年內，其中央銀行之公開市場活動，不僅為銀行率之補助工具，且有時為信用控制之主要方法，單獨運用，故其重要性已日增。事實上，近幾年來，英美二國顯以公開市場活動為控制信用之一獨立工具。

公開市場活動所以日漸重要者，綜合言之：第一、因金融市場情形之變革，經濟機構之日趨嚴密，國家控制與干涉之真，金本位制之放棄，與夫管理貨幣之探符等，使以貼現率控制信用之效力漸減。第二、由於政府證券數量之激增與種類之日多，尤以短期證券如國庫券等充溢市場，故公開市場活動之範圍，得以擴大。第三、因政府之需要日多，控制金融市場之力量日大，終使中央銀行，無論自願或被動，均逐漸遷就財政當局之要求，其情形已非戰前可比。

在目前，各國之中央銀行，真正能擴大公開市場活動者，僅英格蘭銀行與美國之聯合準備制度，因僅倫敦與紐約兩地，有活躍之長期短期政府證券市場之存在，至於其他國家之新舊中央銀行，現均致力於種種方式公開市場活動之建立，俾能補助貼現政策之運用，或用以中和季節變動，與政府資金之移動，或隔離國內信用機構，使不因國際收支之突變而變化。

然少數古老之中央銀行，設非修正其條例，受權得買賣政府證券、國庫券及其他類似之證券，即不能從事公開市場活動。故如德國於一九三三年，荷蘭、挪威於一九三六年，比利時於一九三三年，法國於一九三八年，均先後修正條例而授權予中央銀行矣。

至於許多新設中央銀行之公開市場政策，一方面因政府證券市場狹隘，受事實上之限制。同時又鑒於歐戰時及戰後數年內，中央銀行收受政府票據之創鉅痛深，故復多受法律上之限制，但當一九三〇至一九三三年，舉世經濟不景氣時，上項限制，頗多廢弛，但長期證券之購買，仍限於作普通之投資，藉以增加銀行之收入。

目前多數中央銀行最感迫切之問題，首在謀國庫券公開市場之建立或發展；此為健全證券市場，與中央銀行缺乏經理此項證券權力之國家所必需者；其次則因金準備之重新估價，或因資金之流入，或因國際往來帳之好轉，致發生大量之游資充溢於金融市場，亦當如何謀吸收之。

關於前者，加拿大、印度、阿根廷等國，在中央銀行之積極援助與合作下，正努力發展以國庫券為主之金融市場（註十二）。中央銀行如能宣佈隨時願以適當之利率，自第三者購買國庫券，則可影響國庫券之前途者甚大，此種援助，實為建立并維持國庫券之公開市場所必需者也。

關於大量游資之吸收，有些中央銀行除因收入關係保有極小額之證券外，并無大量國庫券或其他政府證券，可資運用，此等中央銀行即願犧牲收入，將此極小額證券售出，亦僅能吸收一小部份之游資，固猶杯水車薪，無濟於事。

一般而論，根據近年來英美二國中央銀行擴大公開市場活動之經驗，業已證明公開市場活動確為信用控制之一有效工具，惟亦有其限制性，在某種特殊環境下始能奏效。至在何種限度內，與何種環境下，始能作某種特殊目的之信用調整，而收效至宏，是則無一定之公式可循，端賴中央銀行根據其過去之經驗，與當前之觀察，然後取捨抉擇之耳。至一國在某一時某種情形下，其公開市場活動之成效如何，胥視下列諸要素而定：若當時之經濟政治與社會等諸般情形；人民之習性；銀行機構之組成；中央銀行之經驗技能與威望；國家之財政狀況；中央銀行與商業銀行及中央銀行與政府間之合作程度。中央銀行可得買賣之證券類與證券市場之活動情形等。

第四節 法定集中現金準備之趨勢

法定集中現金準備之規定，首見於一九一三年美國之聯合準備法案中，該法案規定一般商業銀行，必須在中央銀行存放最低現金準備，此項原則逐漸為戰後新成立中央銀行之國家所採用。

在南非聯邦、新西蘭、印度、阿根廷等國，其中央銀行條例，對此點亦有如美國之規定，其存放於中央銀行之現金準備率，自印度之定期債務 (Time Liabilities) 11%，與即期債務 (Demand Liabilities) 5%，至阿根廷之五、三三三%，與一〇・三三三%不等。在玻利維亞、加拿大、智利、哥倫比亞、希臘、瑞士等國，亦有法律明文規定，一般商業銀行對其定期債務與即期債務須保持一最低之現金準備，但尚無須存放於中央銀行。此項現金準備包括鈔券、鑄幣與在中央銀行之存款，然彼等一般之慣例，皆將大部份準備存放於中央銀行。餘如在瑞典、挪威、芬蘭等國，一般商業銀行，則須以最低額之流動準備，代替現金準備，其項目為「再兌現之票據」，「容易變現之資產」，「外國之流動資產」與鈔券、鑄幣及在中央銀行之存款等。

在瑞典，於一九三七年由立法規定，政府在一定時期內，得循國家銀行之請，准許國家銀行，作下列之規定，即凡股份銀行之資金在五、〇〇〇、〇〇〇克倫以上者，必須保有其即期債務之二五%之法定準備金，內中包括現金，在國家銀行之存款，與外國銀行之即期債權等，并得自由規定法定準備中，必須存放於中央銀行之最低百分率。考法定集中現金準備之權，前此僅給予新中央銀行者，目前連此最古老之中央銀行亦併有之，此點實至足重視。

同年，澳大利亞之皇家貨幣銀行委員會，曾建議澳政府應以法律授權予澳大利亞聯邦銀行局 (Commonwealth Bank Board)，在財長之許可下，得強迫商業銀行，以其全部存款債務之一固定比額，存放該行。其時期初為六個月，但得延長十二個月，惟在任何二年內，不得超過十八個月。法定集中現金準備之趨勢，係基於下列諸事實：

(1) 現金準備集中一處，而不分散於各單位，且其使用，若有合理與彈性之保障，則季節間與非常時期，可為整個銀行業與企業界之利益，發揮其最大之效能。

(2) 現金準備之集中，與中央銀行再貼現便利之聯合運用，更能促進現金使用之經濟，且增強一般銀行之週轉力。

(3) 法定集中現金準備之規定，至少可保證整個銀行制度，獲得上述之最低利益。
(4) 法定現金準備之集中，使中央銀行取得相當數額之資金供彼運用，此不僅增強其金融地位，且使中央銀行能相當控制銀行信用情況。

此外，另有一新發展，與法定集中現金準備相關聯者，即為各國政府授權中央銀行得隨時增減一般商業銀行存放於中央銀行之最低現金準備率。一九三三年，美國首創其例，後於一九三五年，復加修正，即由聯邦政府通過法律，授權聯合準備制度總裁局，得以條例，變更會員銀行之法定現金準備率，「以防杜不當之信用伸縮」，但其最低額不低於當時之準備率，其最高額不得高於原準備率之二倍。一九三六年八月，聯合準備制度總裁局，初次將法定準備率提高一半，復於一九三七年初，先後變動二次，提高至最高限度。一九三八年四月，復將準備率減低一二二分之一，蓋此舉原為「政府鼓勵商業復興計劃之一部份」。

在新西蘭，於一九三六年亦仿效美國之先例，授權予準備銀行總裁，在財政部長許可下，彼得變更商業銀行存放於該行之法定現金準備率，但不得低於原條例所規定者為限；在澳大利亞，於一九三七年貨幣銀行委員會亦曾建議澳大利亞政府，讓在財長之同意下，聯邦銀行局，不僅能規定商業銀行在一定時期內必須存放於該行之最低現金準備率，且須有權在財長所定之限度內，得變更之。

變更法定準備率之方法，今後或將廣被採用，或在公開市場活動不能廣泛或有效施行之國家，則以此為其代替，或用以補助公開市場之活動，俾在貨幣狀態極流動，與信用奇緊時，得增強中央銀行控制信用之力量。亦有以中央銀行一旦握有改變商業銀行法定準備之權限，則商業銀行之勢力衰，中央銀行之地位固，而道義勸告之力量宏，淺至或無須使用此權力也。

然吾人亦應注意者，就理論言，此固可使銀行現金供給量發生預定之變動，且為一迅速有效之方法，但實際上運用時亦有技術上與心理上之種種限制，致減低其價值，且非在極失常之情形下，不應輕易使用，而運用時尤應非常審慎也。

斯特丹 (Amsterdam) 等地私立銀行，已允代比國政府承辦穩定幣制債券二〇、〇〇〇、〇〇〇英鎊，此項信用，乃所以扶助上述各國中央銀行執行是項承銷義務。此乃證明私立銀行業有賴於各中央銀行間合作之重要。

其他各中央銀行國，曾以同樣信用，於一九二七年給予義大利、波蘭，一九二九年給予羅馬尼亞，用以穩定各該國之幣制。羅馬尼亞與比利時，亦如英國終未動用此項信用，但彼等深知，此項信用之給予，在完成幣制改革與穩定通貨價值上，厥功甚偉。

一九三一年中季，因奧國恩斯特 (Credit Anstalt) 銀行之失敗，外國短期資金之大量提取，乃招致一九三一年至一九三二年之世界金融恐慌，奧國受創最深，後亦由其他國家之中央銀行，予以援助。英格蘭銀行以夫魯國家銀行，並以實數款予但澤銀行。

「國際清算銀行為擴大物資之援助，與加強各國中央銀行間之緊密合作計，乃組織中央銀行團，實以普通建設所需之信用。」(註十四) 因此，當國際清算銀行，以一〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元，貸予德國國家銀行時，英格蘭銀行、法蘭西銀行、紐約聯合準備銀行(註十五)亦參與其事，各分擔二五、〇〇〇、〇〇〇美元，又當以二六、〇〇〇、〇〇〇美元，貸予匈牙利國家銀行時(註十六)，除國際清算銀行外，尚有十二個中央銀行分任其責。稍後，因外國積存金 (Foreign Balances) 陸續自倫敦提回，致英格蘭銀行資金極感缺乏，旋經三國協議，乃由法蘭西銀行與紐約聯合準備銀行各以二五、〇〇〇、〇〇〇鎊之本國貨幣，貸予英格蘭銀行，計共五〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，曾被英格蘭銀行全部動用。

各國中央銀行間之合作，除共同貸款用以穩定他國幣制或充作其他用途外，尚有其他種種之合作方式，例如在本國領土內，一國中央銀行互為其他國家中央銀行之代理處。英格蘭銀行與紐約聯合準備銀行(註十七)活躍於國際金融市場。一方面為各國中央銀行及國際清算銀行保管帳項，代為投資，購入國庫券，買進銀行承兌票據；代為寄存黃金，代辦在倫敦紐約兩地辦理之普通銀行業務，如收受匯票、兌付支票、移轉款項、保

管證券等是。且各國中央銀行間有一默契，即各中央銀行，非經他國中央銀行之同意或代理，決不在他國作任何活動，而國際清算銀行之活動，亦以各國中央銀行為媒介。

且各國中央銀行間業已定期利用電報函件報告、訪問、會議等，交換情報與意見。各重要國家之中央銀行，均為國際清算銀行之股東，且各有其代表，充任該行理事，故國際清算銀行之理事會議，實為各重要中央銀行之最高當局晤談一堂之最好機會。誠如克爾與愛爾堅氏所云：

「自國際清算銀行創立後，各重要國家中央銀行之首長或其代表，不僅須經常自動舉行會議，並常有非正式之討論與私人間之接觸，其所予國際關係上之貢獻，豈可概謂哉。」（註十八）

(註一) *Money Review*, 1937—38, p. 81

(註二) *London Banker's Magazine*, May, 1938.

(註三) *Central Bank of China Bulletin*, March, 1936.

(註四) *Commercial and Central Banks*. (League of Nations) 1936—37 and 1937—38.

(註五) Page 69 and 215—16 of Report.

(註六) *Protocols*, London Banker's Magazine, July, 1938.

(註七) *Annual Report for 1930*, pp. 15—16.

(註八) *Activities of Latvian Banks (1922—32)*, p. 50.

(註九) *Report of Commission*, p. 216.

(註十) *Paris as a Financial Centre*, p. 21.

(註十一) *Activities of Latvian Banks* p. 47.

(註十二) 在國庫証、其金融市場上除國庫券外，尚有中央銀行所持有之統一國庫債券之參與證券 (Certificate of Participation in the Consolidated Treasury Bonds)。

(註十三) 該銀行團包括英格蘭銀行、法蘭西銀行、德國國家銀行、紐約聯合準備銀行、荷蘭銀行、瑞興國家銀行、瑞士國家銀行、

日本銀行等。

(註十四) *Annual Report of Bank of International Settlements for 1931-32*.

(註十五) 紐約準備銀行之國際放款，仍如前，按比例分攤於其他各聯合準備銀行。

(註十六) 一九三七年七月，匈牙利國家銀行請求第三次撥款，再延至三年。

(註十七) 根據一九三七年之報告，紐約聯合準備銀行，保有四十二個中央銀行之帳戶，其存款總額在一九三七年年底，計共為一七

一、九五〇、〇〇〇美元。

(註十八) *Central Banks* (Fourth Edition), p. 169.