

中華經濟學叢書 第三卷 銀行學

R. S. Sayers 著

汪祥春 譯  
錢榮堃

# 銀行學新論

正中書局印行

## 原序

本書之作，係以最新理論闡述現代銀行之運營；原為牛津大學銀行學課程之講稿，目的在使學生充分明瞭在經濟機構中處重要地位之銀行，今日究係如何運行者。寫作本書時最大之困難，為如何使全書之闡述，前後保持一致。作者對此並未獲得成功，且深信任何作者如欲使讀者從基本知識進窺堂奧，而又欲使全書保持前後一致，實至為困難。本書前半部與後半部之闡述，顯有不同；前七章限於較簡單之問題，初學者須充分理解前七章後，方可閱讀較為費解之以後各章。

銀行學本應多舉實例，使之切合實際，本書頗少事實之引證，或將引起讀者之疵議。作者曾一再企圖插入豐富之實例，使本書成爲一詳盡之銀行學。惟有關銀行組織細節及貨幣事實之資料，日有變遷，一內容無所不包之銀行學，是否有用，殊堪懷疑。故作者認爲銀行學中最好不斷有新著問世，隨時根據最新理論，綜述當前之銀行之業務與組織。本書之作，即從此義。

本書之析述，大都以英國之制度爲根據，但亦不時闡釋美國制度之主要特點。至其他各國之制度，則頗少涉及。爲補救此缺憾，本書專闢第十三章，對其他較重要國家之特有問題，作系統之分析。作者對於書中所引美

國情形之資料，頗不自滿。蓋在討論銀行制度之組織時，以羅斯福總統任內之情形為依據；而在討論此項制度之運行時，又不得不以羅斯福任職前之情形作主要之參考，吾人自不能斷言。聯邦準備制度之運行，將仍如三十年代之情形也。

本書第十四章關於銀行國營之討論，與全書之系統頗不相合。惟作者以為目前銀行學之書籍，實應對此問題有所發揮。然作者所提出者，僅限於若干重要之論點而已。

作者於書後並未編列參考書文目錄，亦未推薦進一步研讀之典籍，惟作者希望本書能成為幫助讀者研習高深貨幣銀行著作之初階，因此作者時於附註中舉列討論較為詳盡之標準著作。

本書大部份係簡述及複述多數經濟學者所一致贊同之觀念。作者於分析銀行制度時，極力避免歷史發展之敘述，尤以本書前半部為然，作者相信本書較諸過去之銀行學，已能運用較切實際之方法敘述基本之要點；但基本觀念則非新創。書中若干說明，當作者不能斷定其是否為其他經濟學者一致贊同時，即以本人之口吻敘述之。其所以如此者，因作者不知本人之見解是否足以代表其他學者之意見，或因對他人之意見根本不能贊同之故。至於未用本人之口吻敘述者，則讀者可視為作者對學術權威方面流行見解之敘述。

本書既係如此寫成，自不可能於每處均指明影響作者意見之源泉。就已出版之典籍而言，作者參考最多者為凱恩斯 (Keynes) 赫曲萊 (Hawtrey) 羅伯生 (Robatson) 三先生之著作以及麥克米倫委員會

(Adminiling Committee)之報告。至若于專門問題，則賀爾教授 (Professor N. F. Hill) 關於外匯平準帳戶之著作以及灰爾先生 (Becher White) 關於金本位理論之著作，對作者之裨益亦多（余受灰爾先生之影響尤大。）又余有幸獲讀牛津大學約翰翰學院哥德溫 (R. M. Goodwin) 先生未發表之論文，該文係研析一九二五年至一九三五年英國之銀行統計者。此外，余受益於劍橋大學諸業師及倫敦與牛津大學之諸同事者甚多，設本書如有獨到之點，亦不能辨認何處究為作者個人之創獲矣。

塞耶斯序於牛津大學班布洛克學院 一九三七年十一月

## 譯序

近世歐美銀行學之著作，雖甚繁夥，然求其體系謹嚴，立論精到者，實不多觀；以譯者所見，一般銀行學書籍之疵病，概有下述三端：第一，貨幣與銀行同具溝通社會經濟活動之機能，其關係密切而不可或分，以人身取譬，貨幣為流行全身之血液，而銀行則為吐納血液之心臟，故銀行學之闡述，應與貨幣學之理論融合無間，方能抉發其應有之義蘊；而在一般銀行學之書籍中，其內容非為銀行實務之分析，即為銀行制度之剖視，與貨幣理論極少有所關涉。其次，因一般銀行學書籍偏重於銀行實務之分析與銀行制度之剖視，故其內容往往僅為資料之陳列或法令之註釋；而對銀行在經濟機構中所處地位之機要，以及銀行之運行對於一般經濟之影響，則鮮有論及者；間或對當時情況有所平議，亦本諸健全銀行業務或保護存戶權益之觀點，而絕少着眼於社會經濟之盛衰。復次，一般銀行學之書籍，多為歐美學者適應其本國學子之需要而作，因本國之情況與讀者之關係最切，故內容多以本國之制度為背景，而對他國之情況，則多略而不論，此固有其專精之益，然尤多偏頗之弊。

作者於本書之撰述，頗能泯除上述之缺憾，尤可推稱銀行學中之佳構。本書之最大優點在從社會之觀點，指出銀行在經濟機構中之地位，闡析銀行之運行對一般經濟之影響，並進而尋繹若干銀行政策之原則，以作

左右社會經濟盛衰之指針；爲欲達成此目的，作者自不能不借助於最近二十年來學者對於貨幣價值理論、利息理論、滙價理論所作之貢獻。此種以貨幣理論糝糝銀行學中之嘗試，過去甚少先例，作者不僅首發端緒，且已獲得頗堪讚揚之成功。此外，本書主要取材，雖以英國情況爲準，然亦隨時提及美國制度，並作精闢之比較；又對經濟落後國家之銀行業務，作者特闢專章敘述，尤爲本書之特色。

本書作者塞耶斯爲英國頗負時譽之青年經濟學者，現執教於牛津大學，氏於一九三六年著 *Bank of England Operations 1890-1914* 一書，以內容精當，於經濟學界嶄露頭角。本書於一九三八年出版，原名 *Modern Banking*，望文生義，原應譯爲「現代銀行論」，惟譯者以其內容初不限於析述現代銀行之運營，且融合最新貨幣理論於銀行學中，爲銀行學闢一新徑，故譯書名爲「銀行學新論」。

本書共分十四章，前十二章論述現代銀行組織之運行，爲本書之主體；後二章論述經濟落後國家之銀行業務，以及銀行國營問題，可視爲本書之附錄。前一部分首從討論貨幣數量與物價變動之關係出發，說明控制貨幣數量之必要；次自分析貨幣供給之來源闡述銀行存款之重要；然後分章討論商業銀行增減存款之動機，分配資產之原則，與中央銀行控制信用之方策，及其運用之限度，並旁及外滙管理與國際貨幣制度問題。脈絡貫通，構成一謹嚴之體系。後一部分雖不能與前一部分密切聯繫，但闡析之確當，並未稍見遜色。自我國之立場讀之，經濟落後國家之銀行業務一章，尤饒興趣；因其所論列，頗可供抉擇我國銀行行政策之參證。

但本書間亦有二三小疵，如美國「聯邦準備制度之理事局」(The Board of Governors of the Federal Reserve System)之主席與副主席，據一九三六年二月一日法案，係由美國總統於理事七人中指定，而本書第四章第三節所述，則仍為參議院選舉，殊與事實不符。又第二章附註六最後一行「現金」係為「存款」之誤。又第七章第一節中解釋外匯率變動對兩國物價高低之影響，舉列英美匯率及物價為例，數字上亦有錯誤，最後一句「三十萬元合一英鎊」應改為「三·一·五美元合一英鎊」，始能與推理相合。惟此均係極瑣細之錯誤，原書之精彩，自不因此而稍有減色。

本書之遂譯，始於民國三十二年冬季，原為應「金融知識」雜誌特約之譯稿，預定每期刊載一二章，故時譯時輟，歷年始成。本書各章輪流由一人執筆，再由另一人校改，出版前並曾再度復閱，一一更正錯字及文義隱晦之處。本書因經二人一再校讀斟酌，故已無法辨認何章出於何人之手筆，譯者深信此為二人二年來朝夕砌礎之最佳紀念。

本書全部譯稿，曾連載「金融知識」雙月刊，承該刊主編人楊蔭溥馮克昌二先生惠允，另行單獨出版，譯者至為心感。又本書出版，荷蒙馬寅初趙蘭坪方顯廷三先生暨鍾淦恩兄之鼓勵與惠助，譯者謹以致謝。

民國三十四年六月錢榮堃汪祥春序於重慶沙坪壩南開大學經濟研究所









## 第一章 引論

### 第一節 貨幣供給與物價水準

銀行通常被視為「貨幣之供給者。」即以此供給貨幣之職能而論，銀行已與證券發行商行（*Issuing House*）及資本市場之其他部門，同受經濟學家之注意。蓋其溝通借款者與貸款者，因而影響投資方向，在經濟上，係為一極重要之過程。而事實上，銀行在經濟學中所佔篇幅，較之證券發行商行或財產抵押經手人，浩繁遠甚。推原其故，實因銀行不僅為「貨幣之供給者」，且為「貨幣之製造者」，後者尤為重要也。

吾人於此，首須對吾人所謂「貨幣」之意義，及吾人所以對貨幣之性質特加注意等等，獲得明瞭。所謂貨幣，係為一般所承受，用以清結債務之物品（註一）。貨幣對於實際消費，並無直接用途，而實際消費，則為一切經濟活動之最終目的。又貨幣對從若干貨品與勞務以生產消費貨品，亦無直接用途。但無論立即消費或生產消費貨品，吾人均可用貨幣購得貨品與勞務，以供使用。在吾人熟知之「貨幣經濟」中，人民從事一切重要生產過程，均係以貨幣購入原始的生產因素，將其製成貨品，然後以之出售，易取貨幣。彼等從事此種生產過程，純在



(南)

希冀獲取「貨幣利潤」而原始的生產因素，用於各種生產之方向，亦視貨幣之流動（flows of money）而定。貨幣之流動一經改變，消費貨品之生產，亦隨而改變。此種改變，無論其形式係為通貨緊縮或通貨擴張，或僅為貨幣流動方向之轉變，對生產均有影響。就貨幣供給之擴張言，其情狀並非如休謨（Hume）氏所述，人人之貨幣餘額（money balances）均成同比例之增加。蓋貨幣供給之增加，初係集中於少數人士，彼等因之可多購生產因素，以備使用。由是以言，任何個人或團體，如擁有管制貨幣供給之權力，則其在經濟社會中之地位，即極重要（註二）。

關於論述貨幣供給改變之影響，最基本之理論為貨幣數量說（Quantity Theory of Money）。貨幣數量說之內容，寬嚴不一。據較寬泛之說，貨幣供給之改變，必使一般物價水準，與之成同方向之改變。至較嚴格之說，則謂貨幣價值與貨幣供給成反比例的變動，一般物價水準，則與貨幣供給成正比例的變動。前一說法之優點，在較與實際觀察之事實相符。後一說法之優點，在於若干嚴格的假定之上，建立一簡潔的邏輯的推理，因而獲得一明晰的結論（註三）。

貨幣數量說之成立，係基於一種事實：即吾人對貨幣之需要，不在需要貨幣本身，而需要其購買直接有用之貨品之便利。一人持有貨幣之數量愈多，則其享受之便利愈大。（當然係假定其持有之貨幣係為極便利之形式——如並非一千鎊之三便士的小票）但一人保持貨幣，亦即失去增加其他滿足之機會。蓋彼如將貨幣

用於消費支出，即可獲得滿足，如將貨幣用於投資，即可獲得將來之貨幣收入。因之，當一人決定為便利起見，而保持貨幣餘額時，必願犧牲他方面可獲得之滿足。事實上，個人或團體，均有保持定額的平均的貨幣餘額之習慣，其數額之大小，係視彼等交易額之大小，以及支付習慣等等而定。如其他情形不變，而貨幣餘額增加至超過往常數額，則持有者必考慮增多消費或投資（註四），故當貨幣供給總數增加時，持有貨幣較多者，自較持有貨幣較少者佔居優勢。蓋彼等可增多消費或增多投資。增多消費即係對消費貨品之貨幣需要增加。就通常供需求情況而言，吾人可預料消費貨品價格，將因之有若干上漲，而消費貨品之供給，或亦有增加之趨勢。至於投資的貨幣需要之增加，則對物價水準之影響，並無如此顯著。但對若干物價，亦有促其上漲之趨勢。其初起之影響，為人民多購舊證券；但此等證券，僅能由轉讓而來，故其價格上漲。因之社會對各企業因擴充營業而發行之新證券，其需要亦較前旺盛。此種資本擴展之刺激，促使工商業者增加對原料與生產因素之需要，因使物價益形普遍上漲，故人民從事投資之貨幣增加，最終必入於工商業之手，而使其能增多對貨品與勞務之需要（註五）。由於上述，可知無論多餘之貨幣餘額係用於消費或投資，均有提高物價之影響。

就全社會而言，人民本不能減少其貨幣餘額。因個人之貨幣餘額雖可移轉，而貨幣供給之數額初未改變。但當物價上升時，人民對適量貨幣餘額之觀念，必須予以修正。蓋物價已漲，彼等前所保持之平均的貨幣餘額，相對於目前之支出言，已屬過微，故彼等終必感覺其目前持有較多之貨幣餘額，並非過高；同時，彼等對消費或

投資之支出之增加，亦必終止。如此，物價將停止上漲。

上述理論亦可說明相反之過程。貨幣供給總數之減少，使全社會貨幣餘額均形減低，於是支出緊縮，物價下跌。迨物價下跌，新貨幣餘額復成爲恰當之數額，因而一切均安定於一新的（較低的）物價水準與一新的（較低的）貨幣餘額。總之，如其他情況不變，在一定的貨幣餘額下（即一定的貨幣供給數額），必有一相當的物價水準；貨幣供給增加，必引致物價上漲；貨幣供給減少，必引致物價下跌。故當貨幣供給改變時，貨幣數量說之推斷，大致無誤。蓋貨幣供給之增加，平均言之，即人民貨幣餘額過剩；反之，則爲人民貨幣餘額不足。

物價之漲落，有若干不良影響：第一，爲對於分配之弊害。若干貨幣收入——如法官、牧師、地主——爲法律或習慣所固定，若干貨幣收入——如文官、醫師——之改變，不及其他物價改變之迅速，故當物價下跌時，此等收入者將坐享實際收入增加之利；物價上漲時，則蒙實際收入減少之害。但在另一方面，工商業者與股票持有者，其收入係來自利潤，其收入之上漲較物價爲速，蓋其利潤爲售價減去成本，而成本中若干部分係爲長期契約所固定也。至受雇之工資收入者，雖其工資率遲早終隨物價之變動而調整，亦因物價之下跌而獲益，物價之上漲而受損，此種實際收入之再分配，至不合理；蓋當物價有顯著之漲落時，在各種收入者之間，顯有極不公平之現象。

第二，爲對於生產之弊害。若干成本，尤其如若干生產因素之價格，係爲長期契約、法律或習慣所固定，故當

物價下跌時，企業家覺生產無利可圖，至一定限度時，必減少其出品。於是經濟活動與就業人數皆形衰退，可供有用生產之資源，遂遭閒置，而人民則受失業之苦。此種生產減縮，並非齊一播展，一工商業者收縮業務，第一步必為停止擴充裝置機械設備，因此，在經濟衰落時，製造資本貨品之行業（capital goods trades）特別蕭條。而在此等行業工作之人民失業，亦特別嚴重。但當物價上漲時，成本之膠着，使利潤增大，因而予企業家擴充業務之動力，於是經濟活動增加，失業減少，此種繁榮現象，與衰落同，亦以資本貨品行業最為顯著。蓋擴展業務，意即重新裝備，並隨時添置新設備。此種現象，一望而知係受物價上漲之惠，初見似甚佳勝；但據慘痛經驗所昭示，在有激增之經濟活動與新價繼漲之「繁榮」之後，往往繼之以衰落。且自理論的分析推斷，當物價激漲至相當限度時，不可避免之暴跌，將隨之俱來（註六）。繁榮固使人嚮往；但較之不致有衰落繼至之「充分就業」則相去遠甚。

物價之漲跌既有嚴重之弊害，而貨幣供給之改變又為物價漲跌之可能原因，因此，吾人必須研究在現代社會中，何者能管制貨幣之供給，其運用之方法又基於何種原則。

## 第二節 貨幣供給之來源

在經濟最進步之國家，貨幣供給之最大部分為「銀行存款」（bank deposit），或稱「銀行貨幣」

(Bank money) 所謂銀行存款，係銀行對個人或團體之債務。銀行於其帳冊上記入某君貸方若干數額，以與一定之權利交換。某君即可以其「貸方餘額」(credit balance) 或銀行存款之一部讓與他人，以清償其債務。一切較大之支付，幾均如此行之。將存款由一人轉讓他人之工具，即為吾人熟知之「支票」。當一人以支票付與另一人時，銀行對支付者（即簽支票者）之債務，減少支票上所簽之數額；同時，銀行對被支付者之債務，增加同一之數額。支付者對銀行之債權因之移轉於被支付者，由於銀行之債務流通（即公眾在銀行貸方餘額之流通），大部分交易賴以清結。

當銀行記載對某人之債務時，其手續即為登帳。銀行於其帳冊上登載負欠某君一定數額，此即真正的銀行存款。但如某君所需之憑據，係一較易轉讓之形式，則銀行記入此數額時，並非指定付予某君，而係付予持票人。然後銀行可撕下此頁，授予某君，彼即為第一持票人。可隨時轉讓此票據，即可隨時轉讓對銀行之債權，毋須經過銀行登帳之手續。此種自銀行簿冊扯下之票據，稱之為「銀行券」(Banknote)。故銀行券為一銀行之債務之顯明的憑據，可用以流通，以清結個人間之債務。此種形式之銀行貨幣，對於銀行與個人雙方互有利弊。在銀行方面，銀行券制度之利在可免去轉帳之煩；在個人方面，銀行券之利，在當其需支付時，不須證明彼在銀行確有存款，可供提取。支票之支付雖極便利，但承受者如非確知簽付支票者實有存款，必不願承受支票以清結債務，故銀行存款雖被普遍承受以清結債務，但個人支票之承受，僅以被付者知悉其後面確有存款者為限。

(註七)。另一方面，銀行券之弊，在銀行須慎防偽造。登帳之弊，可從查核會計員是否忠實以防杜之，至防止銀行券之偽造，則必須小心設計，慎選紙張，並考查印刷者是否忠實等等。至在個人，銀行券之弊，第一為銀行券之面額——如一元、一鎊、十先令等整數——常不能適與欲清償之債務之數額相等；第二為銀行券對任何人均有同等價值，而支票簿則僅對本人有價值，故使用銀行券以清償債務，易被他人偷竊。而使用支票則十分安全。如某人欲清償三鎊十先令之債務，彼可以支票支付，（設彼之債主確信彼對銀行有債權存在）僅須攜一支票簿，簽一支票即可；彼亦可付以銀行券，但須攜有四張銀行券，（三張一鎊券，一張十先令）且此銀行券如有遺失，即無回復之望。

政府可以法律限制銀行發行鈔券。此種限制之實行，國與國異，大都均係歷史發展之結果，但各國均有限制日嚴之趨向。蓋由於國家須管制貨幣供給之觀念蔓延之結果。英國紙幣之發行權，限於英格蘭銀行（Bank of England）；但在蘇格蘭則有少數其他銀行有嚴格限制之發行權，又國家可規定某幾種紙幣為「法定貨幣」（legal tender）。任何貨幣如為法幣，則以之償付債務，僅須數額無誤，債權人除清訖債務外，並無任何選擇。但如債務人以非法幣償付，債權人可拒絕接受，而無損於其對債務人之合法債權。在英國銀行存款並非法定貨幣，惟英格蘭銀行紙幣始為法幣（註八）。

除銀行創造之貨幣外，尚有國家創造之貨幣，此種貨幣，有時亦具紙幣之形式，與紙幣相似，但其有承受性

(acceptability) 並非由於對銀行之債權，而係由於國家法令賦予法幣資格，例如一鎊與十先令之國庫券 (treasury notes) 一九一四—二八年在英國流通者是。至國家發行小額之金屬貨幣，則更爲普遍，如一先令、二便士、三便士、廿五參 (twenty-five centime) (法國貨幣合法郎百分之二十五) 十分 (ten cents) (美國貨幣合美元百分之十) 等等，僅可作支付小額債務之法幣，社會均用作小額支付及輔助紙幣之零數支付。

由上可知，貨幣供給之直接來源有二，即銀行與國家；僅在極端非常環境之下，——如一九二三年德國之通貨膨脹恐慌，——其他團體始能製發貨幣。因此，如吾人欲知貨幣之供給如何管制，必先知引導銀行與國家之動機爲何。本章所論述者，係限於若干原則，至貨幣管制之全部技術，則將於其他各章述之。

### 第三節 貨幣創造之過程

在考察貨幣創造之過程前，吾人試先就來自二主要來源之相對的貨幣數額，一加考查。一九三六年底英國之數字，大致如左：

銀行存款（包括政府存款及英蘭銀行其他帳款）

二、七〇〇

紙幣流通額

四九〇

## 合 計

三、二七〇

上列係約計之數字，但其要點已極明顯。——銀行存款在貨幣之供給總數中，佔極大之比例，縱使吾人考慮英蘭銀行之特殊地位，視英蘭銀行之負債為國家貨幣 (state money)，銀行存款之比例，仍極鉅大。凱恩斯 (Mr. Keynes) 於貨幣論 (A Treatise on Money) 一書中，曾列舉數字說明，在美國，銀行存款亦十分重要 (註九)。

茲先論述普通股份銀行 (joint-stock banks) 之經營。吾人所遭遇之問題為何者誘致銀行對公眾之債務增至如許鉅數？蓋一切銀行存款，均係銀行之債務。銀行自願對各種人士之存款，記入其帳冊貸方，累積至數十萬萬鎊之鉅，究受何者誘引所致？銀行為營利之社團，彼之被誘致為人民之債務人，係與一定之權利交換。是項權利之資本價值，適等於負債總額，而負有利息。從此等權利之利息之支付，銀行獲取其收入，故銀行如經營得法，其資產必恆等於負債；銀行存款——即銀行對公眾之負債——恆等於其資產。是項資產，即人民送予銀行，以易取其對銀行之債權者。故銀行存款之「創造」過程，主要係債權之交換。人民提供某種債權——如有法償性之國家貨幣，或政府公債或僅一諾約——而銀行則提供帳面債務，即銀行存款。此種債權交換在經濟上之重要性，係在於對銀行之債權——前此並未存在之銀行債務——可用作一般之購買力。此購買力係

「貨幣」而其所交換者則非貨幣，是以此種運用之結果，為貨幣供給總數之增加（註二〇）。

在以下各章中，吾人將對商業銀行獲得之資產，作較詳之考察，此處所述，僅及綱領而已。銀行之透支制度（over-draft system）為衆所稔知者，當顧客提供擔保——通常為通行之證券（negotiable security）如顧客不能清償其債務時，銀行得自由處置——銀行即允許顧客透支。易言之，即顧客支款，得超過彼前在銀行帳上之存款數額，直至商定之透支數額為止。透支數額通常不超過銀行所保管之證券之市價。此種透支之便利，在代表貨幣之供給時，與存款無異。蓋當借款者透支後，其支票在承受者，即對貸款銀行獲得債權，因人民俱願接受是項債權以清結債務，故是項債權無異貨幣。當三月期滿，借款者從他人獲得各種貨幣——如國家發行之貨幣，對貸款銀行或其他銀行之債權——積至透支之數，然後付予銀行，以清償其積欠。此外，彼尚須付息——即於透支數額外，尚須支付百分之若干之數——以報償一定期內貨幣之融通。而銀行之存在，即有賴於此種利息。在此貸款與存款之處理中，如人人均能清付，則一切債務均可清訖。至銀行之收入，則為借款者之利息。借款之發生，或由於直接貸放，或由於透支，或由於間接自前手債權人獲得債權。

當銀行貸款於個人或廠商，不採透支方式而採貸放方式時，則其對貨幣供給之影響之過程，更為簡單。一俟借款者提供一定擔保，甚至如前述提供抵押品，銀行立以貸款數額作為借款者之存款，於是銀行債務增加同一之數額。因銀行債務即係貨幣，故貨幣之供給，亦增加同一之數額。同時，銀行之資產亦增加如貸款之數。因

是，其資產與負債同等增加。設此數額為一、〇〇〇鎊，而此借貸為銀行惟一之交易，則其資產負債對照表將為：

負債	鎊	資產	鎊
存款（顧客之存款餘額）	一、〇〇〇	放款	一、〇〇〇

此貸款之利息，即為銀行之總收入。在此總收入中，一部分用作支付較低之存款利息，一部分支付營業費用，如有餘剩，即為純益。

當借款者將此一、〇〇〇鎊以支票付與他人，則銀行之負債，非復對此借款之顧客，而為對此支票之被付者。至以後情形，則視被付者對銀行債權如何處理而定。

借款者除提供擔保向銀行借款外，尚可簽發一匯票 (bill of exchange) 以融通資金。關於匯票之詳情，以後將論及之。目前吾人僅須知悉匯票為一筆據，尤於將來某日支付定額款項，通常須由某一信用卓著之莊號 (financier) 擔保。任何人如有餘閒資金，可貼現此匯票，即彼現在付出一定數額之貨幣，較少於匯票上所載之數額。當銀行貼現一匯票時，彼獲取匯票，視為資產，以存款與之交換——即對顧客發生債務——因銀行之資產與負債同等增加，其資產負債對照表，仍得保持平衡。但因其對匯票支付之款額，少於匯票到期允付之款額，銀行之總收入，因以增加，此差額稱為「預扣利息」 (discount)。

銀行增加其資產之另一途徑，為購買證券——如政府公債——銀行為購買公債付出對本行之支票一張（註二）——即彼以債務與公債交換，於是公債即成為銀行資產之一部，此種改變，資產負債表有如左之表示：

負債

鎊

資產

鎊

存款（對顧客之債務）

一、〇〇〇

投資（政府公債）

一、〇〇〇

當銀行購買土地或房屋時，其過程亦與上述無異。

任何人向甲銀行提供對乙銀行之債權，甲銀行即可接受以為存款。例如存款於巴克萊（Barclays）銀行之某甲，簽付一支票予某乙，某乙將此支票授予米特蘭（Midland）銀行，如此行銀間之債務，僅有移轉，並無增加。設此二銀行原來之資產負債表如左：

米特蘭銀行 (Midland Bank)

負債

鎊

資產

鎊

存款（某乙）

一、〇〇〇

票據貼現及投資

一、〇〇〇

巴克萊銀行 (Barclays Bank)

負債

鎊

資產

鎊

存款(某甲)

二、〇〇〇

放款

二、〇〇〇

某甲簽付某乙五〇〇鎊支票一紙,某乙存入本人帳戶,其對二銀行之影響如左:

米特蘭銀行

負債

鎊

資產

鎊

存款(某乙)

一、五〇〇

票據貼現與投資

一、〇〇〇

同業存款 (Barclays)

五〇〇

合計

一、五〇〇

合計

一、五〇〇

巴克萊銀行

負債

鎊

資產

鎊

存款(某甲)

一、五〇〇

放款

二、〇〇〇

同業存款

五〇〇

合計

二、〇〇〇

合計

二、〇〇〇

但此非最後之結局,因巴克萊與米特蘭銀行間之債務,將由巴克萊轉讓資產於米特蘭,使之清結;巴克萊之資產將減少五〇〇鎊,米特蘭資產將增加五〇〇鎊。至於所轉讓者為何種資產,吾人以後將述及之。但貨幣

之供給並未增加，實甚明顯，所改變者不過貨幣供給之構成，即米特蘭銀行之債務增加，巴克萊銀行之債務減少；某甲之貨幣所有權移轉於某乙，同時銀行對某甲之債務較前減少，對某乙之債務較前增加；某乙較前有較多之購買力，某甲則較前有較少之購買力，至購買力之供給總數，初未改變。

另一極關重要之資產，銀行可以存款與之交換而獲得者，吾人尙未述及，此即「現金」是。現金包括「國家貨幣」（在英國現僅為銀幣與銅幣）中央銀行或「銀行之銀行」之負債（在英國為英蘭銀行。）中央銀行之負債，或為帳面負債（Book Liabilities）——即存款——或為吾人前述之紙幣。當一顧客存入一束紙幣及若干零星銀幣銅幣，合計三十一鎊一十七先令九便士，彼可獲得同額之存款；易言之，銀行對此顧客負欠三十一鎊一十七先令九便士之數，其資產負債表將加入左列項目：

負 債	鎊	先令	資 產	鎊	先令
存 款	三一、一七、九	便士	現 金	三一、一七、九	便士

當一顧客為自己簽發支票，持向銀行提取現金，或自他人處承受一支票，持向銀行取現時，則其過程與上述相反。——存款減少，同時現金亦減少。如吾人前述之理由，人民有時喜用現金，有時喜用支票，於是現金不斷在銀行櫃台出入，零售商不斷將現金存入（以現金與銀行存款交換）而工人之雇主及以支票方式獲得收入之消費者，則不斷提取現金（以銀行存款與現金交換）現金通過銀行櫃台，實為一種貨幣變為他種貨幣

——公衆手中貨幣之供給總數，並無改變。至貨幣供給之組成，則將於第二章述之。

一般銀行在中央銀行之存款（對中央銀行之債權）爲現金之另一形式。吾人於此暫時略去中央銀行可爲政府或人民之銀行之事實，而專視其業務如銀行之銀行。其他銀行所以保持在中央銀行之存款，則因在中央銀行轉帳以清結銀行與銀行間之債務，甚爲便利之故。如前所述，一銀行對他銀行負債，其債務可由中央銀行轉帳以清結之。債權銀行（吾人例中之 Midland 銀行）之存款，因之增加，而債務銀行（Bank of England 銀行）之存款則因之減少。但中央銀行之債務總額，仍未改變，僅較前多欠米特蘭，少欠巴克萊而已。

正如個人間之交易，引起銀行現金之流出與流入同。各銀行均以其資產之一部保持現金於手面，及存放於中央銀行。是項現金，稱爲「現金準備」(Cash Reserve)，在下列各章中，吾人將對其重要性，詳加論述。就銀行而言，「現金準備」之吸收引力，較其他資產爲小，因其不能獲得收入。銀行所以保持現金準備，原爲適應社會上之金融習慣，與銀行制度之構造而起（註一三）；如一旦社會之重要部門與銀行往來之習慣，已甚發達，則現金準備與資產總值之比率，可毋須甚高。結果，就吾人所知，銀行勢將增加對其他人民之債務（卽創造購買力）。吾人須慎記：銀行所創造之貨幣，並非立即授予人人，而僅授予少數人，彼等係能提供銀行所喜好之資產者。吾人可斷言，銀行之重要，不僅因其爲貨幣之創造者，而且因其分派貨幣於特定部門。生產流行之方向，繫於貨幣之供給，而貨幣之供給，則繫於銀行資產之流轉（註一三）。

【附註】

〔註一〕「債務」一詞，包括一切貨幣交易。設一兒童至一商店購買價值一便士之糖果，其因欲購蜜餞而發生之一便士債務，瞬即為付出現幣所清結。

〔註二〕銀行之債務為人民所普遍承受，以相互清結彼此間之債務，根據正文中「貨幣」之定義，則銀行存款亦為貨幣，作者所以採取此特殊定義，乃因其與普通用法相合。若干權威學者否認銀行存款為貨幣，但作者以為本書之分析正如貨幣理論之結論，並不受定義之選擇之影響，貨幣供給變動之經濟意義，在於對人民資產之流動性的分配 (liquidity-distribution) 有所擾亂，而當銀行存款變動時，亦發生此種擾亂。

〔註三〕下列各節不擬對貨幣數量說作詳盡之分析，讀者如作進一步探討，可參閱 Marshall, Fisher, Keynes, 及 Robertson 之作，特別為 Fisher 所撰之委文書及 Fisher 之 Purchasing Power of Money 一書。

〔註四〕從一較合實際之觀點，吾人應注意另一情形發生之可能性，即人民見目前支出有利，因而向銀行借款，對於此一貨幣供給隨需要變動之情形，正文中其他分析毋須修正。

〔註五〕舊證券市場與企業家對新貨品及勞務之需要之關係，遠較此為複雜，本書第六章對此有進一步之闡析。

〔註六〕對此困難問題參閱 Harrod 之 The Trade Cycle 一書。

〔註七〕由此區別吾人可謂銀行存款為貨幣，而視支票為非貨幣，無論如何，銀行存款為貨幣，乃顯而易見，而支票則僅為存款轉帳之合法工具。

〔註八〕 五鎊以上之大票僅在 *Bank of England* 與 *Bank of Scotland* 二地，爲法價幣。

〔註九〕 該書 *Vol. 3, p. 121*。

〔註一〇〕 除非人民以國家法幣存入銀行，因在此情形，人民僅變更其所持貨幣之形式。

〔註一一〕 或開發一向中央銀行提款之支票，其結果相同，因受款者立即存入其往來銀行，獲得對往來銀行之債權，於是全社會對各銀行債總額即增加此數，至於因此而生之銀行間債務之滯算，容後討論。

〔註一二〕 在若干國家，保持現金準備爲法定之義務。

〔註一三〕 不僅視銀行資產之總額而定，在第二章中，銀行資產組成（特別如現金與其他資產之分配）影響貨幣總供給之重要性，極爲明顯，關於此影響以後各章將予以闡述。

## 第二章 商業銀行

### 第一節 銀行組織問題

各國之銀行組織，互有差異，但近數十年來，皆趨歸於「中央銀行組織」(Central Bank System)，而以英國銀行組織爲範型。是項組織，包括三部分：中央銀行、商業銀行以及經營某數種信用之輔助機構。吾人將於第四、五二章中論述中央銀行，本章中論述商業銀行，至若干重要之輔助機構，則將於第三章中論述之。若干重復，恐在所不免。

中央銀行與商業銀行之區別，主要在於宗旨之不同：商業銀行重視牟利，而中央銀行重視其業務對經濟組織運行之影響。商業銀行如能放遠眼光，爲圖穩固計，或將捨棄若干目前利潤；但因與其他銀行競爭故，其遠見與利他程度，自不能超過其競爭者。中央銀行雖亦有股東，須於除去一切開支後，付給股東紅利；且事實上雖亦有爲避免收入之損失，而變更其常軌之情形，但此究有背於中央銀行之原則。商業銀行之家數可多可少，其營業對象爲公衆；至中央銀行則一國僅有一家，極少對公衆營業，其業務之主要部分，爲管制其他銀行組織之

活動。

英國之商業銀行，一般稱爲「股份銀行」(Joint-stock banks)。此種名稱不無可議之處。蓋英蘭銀行雖非吾人所述之商業銀行，但亦係一股份公司；而舊式私家銀行，雖屬商業銀行，但非股份公司，故以「股份銀行」代表商業銀行，顯有未妥。但此習慣牢不可破，且極便利，當吾人述及英國銀行組織時，吾人所用「股份銀行」一辭，可與「商業銀行」互代。至在現今之美國，商業銀行視同「會員銀行」(the member banks)，雖仍有若干商業銀行，(如若干依州法設立之銀行 State banks)——依據各州法律設立，係相對於依據聯邦法律設立而言)並非會員銀行，但大多數商業銀行均爲會員銀行，故如稱「會員銀行」時，係指「商業銀行」而言，當無刺謬(註二)。至在歐陸，稱商業銀行時，常用「信用銀行」(credit banks)一詞，以別於投資銀行 (investment banks)，然實際上此二種銀行往往混同，不易辨別。

時至今日，股份公司組織之銀行，在各國均已根深蒂固。多數國家，商業銀行之典型，均爲一極大之組織，有多數之分支行，散布全國，至少亦散布全國之大部分，此即分支行型式 (Branch system)。其著例爲英國、加拿大、南非洲及澳大利亞之銀行。以英國爲例，大部分之銀行業務爲「五大」(Big Five)所經營，——卽米特蘭 (The Midland) 銀行、威斯明斯特 (The Westminster) 銀行、巴克萊 (Barclays) 銀行、勞埃 (Lloyds) 銀行以及國民省 (National Provincial) 銀行，其餘銀行業務之大部，則爲較小之分支行組織所經營，較

有地域性（馬丁〔Martin's〕銀行與狄斯却〔District〕銀行即其著例。）美國仍保持與英相反而原始之型式——「單一銀行」組織（unit banking system）。在此種組織下，銀行業務通常限於一行，僅少數銀行在極狹小之地域內設有分行（註二）。美國銀行業務區域的法律限制，為傳統的恐懼「金融托拉斯」（Money Trust）之結果，特別是中部與西部對紐約銀行家業務之猜忌之結果。即美國之中央銀行，亦受此強大的傳統勢力之影響。——美國之中央銀行，為十二銀行之聯合組織，每一銀行各有其轄區。美國之單一銀行，正如十九世紀中葉英國銀行組織中之單一銀行，係為「聯行」組織（correspondent bank system）所聯繫。一地方銀行（country bank）將其現金準備之一部，存放於鄰近大城市中之銀行，而此等較大銀行本身，又存放資金於更大之都會，如芝加哥、聖路易，尤其為紐約。國內一地之資金，可經由「聯行」匯往他地——即在大都會將資金自一地方銀行之戶名轉入他地方銀行。由於聯行組織，單一銀行因能享受分支行組織之若干利益。在比較單一銀行制與分支行制時，吾人必須憶及，單一銀行並非完全各自獨立，而由聯行組織加以聯繫。

在討論比較單一銀行制與分支行制之利弊前，先簡述商業銀行之職能。商業銀行對公眾經營「普通銀行業務」。然則何者係「普通銀行業務」？按商業銀行事實上經營一切雜項業務，如代理保管及信託業務；惟此等輔助職能，並非吾人所言之「普通銀行業務」。所謂普通銀行業務包括：（一）將現金變為銀行存款，及將銀行存款變為現金；（二）將一個人或團體之存款轉入他人；（三）將銀行存款與匯票、政府公債、工商業者之期票

等等相交換。

銀行存款爲銀行帳冊上負債之記載。銀行存款之重要性，如第一章所述，係由於其具有如貨幣之一般承受性。某銀行之存款，所以具有一般承受性，全恃社會信賴。該行能於顧客提存時，支付其他形式之貨幣（直接的或間接的現金），此卽一銀行必須「流動」(liquid)之意。「流動性」(liquidity)通常爲提取存款，卽付現金（註三），故一銀行經營業務，必須保持「流動性」。保持「流動性」之成本愈低，則此銀行之效率愈高。一銀行保持其「流動性」之法，除將生利之資產（如匯票、放款等）轉讓於其他銀行外，惟有保持適當之現金準備——惟現金不幸爲無收入之資產，故如生利之資產愈易於轉讓，則必須保持之不生利之準備金愈可減少——而銀行保持流動性之成本亦可愈低。如其他情形不變，一銀行之生利資產最易轉讓，則其效率最高。又銀行如欲保持其「流動性」，爲維持其銀行之地位計，必須避免損失因發生損失，意卽資產貶值，其結果終必使現金準備爲之減少。

當吾人比較單一行制與分支行制之利弊時，必須注意銀行之職能以及影響達成銀行職能之「流動性」之考慮。單一行制與分支行制之比較，其主要爲小規模經營與大規模經營之比較。後者——設有分支行之銀行——獲有若干大規模經營之經濟，是項經濟，受需求銀行業務之市場之性質所限制。分支行制享有分工之利，若干高才之行員，可專致力於較廣泛之銀行管理問題，諸如資產之分配、施用於工商者借款時所提供之擔

保品之原則、職員之補充等等。至銀行之較低級工作，則因各分行之業務，事實上必須劃分，分工原則之推行，較受限制。在一小規模之分行中，分工可能實行之程度，與規模相若之單一銀行，同受一定之限制。又如吾人前此所述，現金準備之經濟，關係重大。因適量準備之保持，對銀行絕對重要。大銀行可在每分行內保持較低之現金準備，一分行可向他分行取現，——或為資產之移轉，或為挪借，——較之一單一銀行以同一方法而向他單一銀行取現，自為便捷。此種單一行之弊，雖因聯行組織而較減輕，但成效甚微。因存款於聯行，相互不計利息也。此外，因分支行制之便利，匯兌（即為顧客自一地輸送貨幣至他地）之成本，大形低廉。因分支行間之債務，至易調節，聯行之組織，雖可使單一銀行對顧客同等服務，但其成本究不若分支行制之低廉。

風險之分散於各地，亦分支行制之一利。經濟循環之存在，包括繁榮時期與衰落時期。如經濟循環為工商業虧蝕之唯一原因，則分支行制與單一行之間，誠極少可資取擇——因即在分支行制，各分支行亦必同時虧蝕也。但即係如此，單一行之制亦有若干弊害，因在經濟衰落時，資本貨品之工業（Capital Goods Industries）受創最烈，此等工業，大致局限一地，如若干銀行業務，限於此特定區域，則必被傾覆。而且除經濟循環外，若干特殊工業，往往因嗜好之變易，技術之改進等等，而有長期興盛與衰落之趨勢。（此種趨勢，時甚敏激。）在衰落中之工業所在之地域，單一銀行往往遭受嚴重之損失，因之隨而倒閉。至此地區內某銀行分支行之損失，則可以他處分支行所獲之利潤以抵償之。例如一九二九年以前美國農業區之長期衰落，為千百小銀行失敗之一因。此

項失敗，與彼時之普爾繁榮，極相矛盾。但英國之銀行，因彼在其他繁榮區域有他種業務，棉花之損失，不足使其破產。在戰後二十年中，苟英國有局限於衰落區域之單一銀行，而其整個銀行組織，能免於國內嚴重恐慌者，將爲不可思議之事。

以上所述，主要爲分支行制之優點。但吾人必須追憶亞丹斯密 (Adam Smith) 之名言：「分工受市場之範圍所限制」一語。銀行業務之市場，雖不必限於國界，但國界一經越過，卽有若干重大不利。因自一國至他國，商事法規，商業習慣，商業情況，均有極大之變異，同時貨幣單位與語文，亦有不同，故銀行之主要業務，通常均限於一國，如有海外業務，多由輔助銀行 (subsidiary companies) 經營之。此等輔助銀行，大致獨立營業。或以爲一國之內，事實上市場如此有限，單一銀行似較分支銀行更爲合宜；而且一地之銀行業者，對當地之工商業者之才能與信譽，較有親切之認識；例如，往昔英國之銀行業者，熟諳當地工商業者之家世，故熟知青年工商業者中，何人宜於濟助。此項論調，吾人可謂其適得其反：家世並非信譽之不變準則；且銀行家個人對親故之不肯子孫，往往亦不願拒絕貸放。今日英國銀行之分支行，已知對此二習俗善處之道，彼等鼓勵大職員與當地顧客混跡於高爾夫球場，就中注意物色。如此，當地分行經理對顧客及其家世，可獲得親切之認識，當不亞於往昔之私家銀行業者。同時，因總行之遼遠，分行經理於不得不拒絕貸款時，因有總行之隸屬關係，可使其拒絕貸放。如此處理，可無社會惡感。而此種惡感，在彼有決定之全權而不貸放時，則極易發生。蓋分行經理僅提供其對顧

客之個人的觀感，聽任總行取斷，因之在拒絕貸款之情形下，彼可以此不快之責任，謾諸遼遠之總行，而不致使彼與顧客之社會關係，有破裂之虞。

上述利益，係完全在分支行制方面，因此，吾人可預料世界上較陳舊之銀行組織，俱必趨此方向發展。在美國，其發展之正常途徑，被法律所阻抑，故銀行組織之改變，須視修正法律是否可能而定。在另一重要國家印度，銀行業務，幾全在單一銀行之手。同時，有其類似之特殊困難，使銀行之展佈，不能超越國界。關於此點，以後各章將討論之。至在世界其他部分，銀行組織之發展，逐漸與英國及其領地現存之商業銀行組織，趨於一致。是以此種組織，可視為通例。至美國之銀行組織，則可視為例外而別予注意。

## 第二節 銀行之清算機關

在前述之商業銀行職能中，銀行存款自一人轉至他人，亦其一端。在分支行制下，由倫敦行某甲存款轉為牛津行某乙存款，極為簡便，——全部手續，均在一銀行之內。至單一銀行，設若二地之銀行為聯行，則手續亦極簡單；但如支票之簽付者與收款人存款之銀行間，並無連繫，則無此簡便。當存款於巴克萊銀行之某甲，簽一支票付與存款於米特蘭銀行之某乙時，其存款如何自一人轉至他人，即無如此簡便。

此二銀行間之連繫，係由銀行之清算機關所構成。在倫敦銀行間債務之清算事務，均由倫敦票據交換所

(London Clearing House) 中之倫敦票據交換所分爲數部，各自處理倫敦市中心區 (Central London) 倫敦市區 (Metropolitan) 與鄉區 (Country) 之清算事務。各省之大工業城市，亦各有票據交換所。清算本地支票。此外，各國較大之城市，亦各有非正式之票據交換。茲就倫敦票據交換所加以敘述，但不擬詳及其內部之細節〔註四〕。

銀行存戶經常簽發其往來銀行之支票付給與其他銀行往來者。因此，各銀行均繼續收入其他銀行之支票。此等支票，構成該行在他行之存款。而此收受支票之銀行，遂成爲其他銀行之債權人。同時，其他銀行中任一銀行亦均收受其顧客存入之支票，此等支票，係向前述之銀行提款者。其支票上開列之數額，即爲該行對他行之負債，他行有依此數額取款之權。各銀行收受其他銀行之支票，每日彙集二次，持赴票據交換所。在票據交換所中（以巴克萊銀行爲例），其他銀行均提出向巴克萊銀行提款之支票，而另一方面巴克萊銀行亦提出向其他銀行提款之支票。當各種數額總結而互相對銷後，巴克萊可發覺彼所提出之勞合銀行支票之數，較勞合銀行所提出之巴克萊支票之數，多一百萬鎊。二銀行互相交換支票後，勞合尙負欠巴克萊一百萬鎊。設此二銀行與其他銀行之收支相抵，則勞合可簽發英蘭銀行之支票一張，以清結此數。實際上每日之清算業務，均較上述複雜，但主要過程，已甚明瞭。——由於個人間存款之移轉而發生之銀行間之債務，儘先互相對銷，如有差額遺留，則以移轉各銀行在英蘭銀行之存款，予以結清。

在上述實例中，於交換終結後，勞合銀行之存款，勢必減少一百萬鎊（因該行存戶于他行存戶之數較之他行存戶于該行存戶之數多一百萬鎊。）同時，另一方面，在該行資產項下，「存放英蘭銀行之現金」（*cash at the Bank of England*），亦減少一百萬鎊。至巴克萊銀行之存款，則將增加一百萬鎊。因此巴克萊「存放英國銀行之現金」亦增加一百萬鎊。上述舉措，對全國銀行存款總數暨「英蘭銀行現金存放」總數（通稱各銀行在英蘭銀行之存款）並無影響，其全部過程，不過為一轉帳，並無金融上之意義。在正常情形下，因一般銀行業務之進行，此種轉帳為暫時的，且為數甚微；但如人民多存款於米特蘭銀行，少存款於勞合銀行，為一顯著之趨勢，則勞合銀行之存款與現金準備均將逐漸減少，此二種數字之同等降低，隱含該行現金對銀行比率之降低，即此種顯著之變動，終必減削該行之放款業務，其中現金比率之變動對於業務之影響，尤為迅捷。

### 第二節 銀行對存款之控制

在第一章中，吾人已述及銀行存款僅為銀行帳冊上之記載，謂各個人與各團體對銀行各有某數額之債權。此等債權，持有者視為一般購買力之餘額。如銀行能誘致人民以其資產（包括其對將來貨幣之權利）與銀行存款相交換，則銀行僅須多多獲取資產，即可創造存款。銀行保持此等資產，作為對公眾負債之「保證」（*cover*）。在英美二國，銀行實際上保有之資產，其一般性質，可自下表中見之。下表為二國所有商業銀行資產

負債表之總結。

倫敦票據清算所數字之分析

一九三七年六月（單位百萬鎊）

負債

活期存款	一、二五三
通知存款	一、〇三二

資產

庫存現金及存放英蘭銀行之現金	二四一
活期放款及短期通知放款 (Money at call & short notice)	一七一
貼現票據	二五九
定期放款	九六三
投資	六五四

聯邦準備銀行對於會員銀行業務情況之報告

一九三七年七月（單位百萬美元）

負債

活期存款	一五、一八六
通知存款	五、二三五
政府存款	五四七

資產

放款（總額）	九、七六〇
投資	一二、五三〇
聯邦準備銀行準備金	五、四〇〇

第一表中資產與負債之不平衡，主要係因在負債方面，少列股本一項，在資產方面，少列銀行房屋等項。此等項目，在第二表中亦未列入。此外，第二表中巨額之同業存款項目亦未列入，是項存款，係由於聯行組織而發生者，上表所列，均為極易變動之項目，而有極大之金融意義者。二表中之存款，均按其性質而分類。英國之活期存款 (deposit on current account) 與美國之活期存款 (demand deposit) 均可立時以支票取現或轉帳。英國之通知存款 (deposit on deposit account) 與美國之通知存款 (time deposit) 則須先經通知，然後始可提取。在若干目的下，此二種存款，必須分別考慮。至此二種存款之詳細區別，則將在第十章述之。當銀行無所動作時，——存款之動作，僅影響存款總額——銀行存戶可使一種存款轉為他種存款。吾人討論商業銀行業務時，第一步先以存款總額為討論之對象（註五）。

在第一表中，並無政府存款項目。蓋英國政府存款，係存放於英蘭銀行，不在該表之內。當比較二表之資產項目時，吾人對英國之「庫存現金及存放英蘭銀行之現金」(Cash in hand & at the Bank of England) 一項，視同美國之「聯邦準備銀行準備金」(Reserve with Federal Reserve Bank) 一項，較為方便。嚴格言之，「聯邦準備銀行準備金」僅與「存放於英蘭銀行之現金」相當。因美國銀行亦有庫存現金 (till-money)（紙幣或金屬貨幣），並未列入表內。但美國銀行之「現金比率」(cash ratio) 受法律之拘束，為其在聯邦準備銀行之存款與存款總額之比，而英國銀行習慣上保持之現金比率，為其在英蘭銀行之準備金加上庫存

現金對於存款總額之比。因「現金比率極爲重要，故吾人爲便利計，將英國銀行之「庫存現金及存放英蘭銀行之現金」與美國銀行之「聯邦準備銀行之準備金」視爲可比較之項目。但如吾人比較二國銀行之營利能力時，吾人必須憶及美國表中所列項目，並未將其不生利之資產，包括無遺。因在此目的下，庫存現金亦須記入也。

美國表中之「放款」（總額）一項，可與英國表中「活期放款」（money at call）「貼現票據」（bills discounted）與「定期放款」（advances）三項總數相比較。

在比較上述二表時，須注意二國銀行資產之分配，大有不同。英國各種放款在總資產中所佔之比例，遠較美國爲大，而現金之比例，則遠較美國爲低。此種差別，在某種程度以內，係由於近十年美國金融業務之非常環境，不能作爲標準。但即使吾人比較其正常時期之數字，亦可發見顯著之差異。又如吾人與澳大利亞及加拿大之數字，一加比較，可見其放款比例遠較英國或美國之數字爲高。揆諸實際，各國銀行資產之分配，均依其金融市場之組織（或是否存在），工商階級之富力，及其一般工商業之組織，而互有差異。但對於英國銀行業務之理論，只須加以適當之修正，必能應用於他國銀行之組織。關於銀行資產分配之主要問題，吾人將於第九章中述之。

茲回述英國之報表。「庫存現金」即存在商業銀行庫窖中之英蘭銀行紙幣及金屬貨幣。「存放英蘭銀

行之現金，即商業銀行在英蘭銀行之存款。於此須注意者，現金項目之總和，除金屬貨幣佔不重要之部分外，均為英蘭銀行之負債。因此，現金準備係以中央銀行之欠款為主。在美國表中，此一事實亦十分明顯：「活期放款與短期通知放款」(Money at call & at short notice)，即對本市某數廠商之放款，此等放款，可立即收回，或於通知後一二星期內收回。蓋銀行前曾予此數廠商以放款，取得其隨時還款或通知後短期內還款之諾約也。此數廠商至少已將此放款之大部分，付與他人，故當被催索還款時，彼等必設法取得他人戶下存款之支配權。「貼現票據」(bills discounted) 為銀行購買之借據（或期票），銀行獲得此等票據，必須予持票人以款項。至約定日期（即票據到期時），出票人有依票據而額付款與銀行之義務，故匯票不過為票據之一種特定形式，而貼現票據項目則表示貸予出票人之放款。「定期放款」(loans)——在英國通常為透支制度——為對工業者、專門職業者等之放款。銀行允許工商業透支存款，係因信賴彼等於三月期滿，或通知還款時，能獲得存款付還銀行。「投資」(investments) 為購入長期證券，特別是英國政府及他國政府之債券。當一銀行購入新政府債券時，即記入一筆政府存款，但如其自證券市場購入舊債券，則記入一筆出售債券者之存款〔註六〕。

除現金外，上述一切資產，銀行均可獲得若干收入，此種資產為「生利資產」(earning assets)。而經營目的在最大利潤之商業銀行，其動機端在儘量增加其生利資產。但增加資產之結果必為銀行存款總額之增

加——即貨幣供給之增加。銀行爲增加收入而增加資產時，究受何種因子之限制？此種因子（除一因子例外）均能以「流動性之願望」（the desire for liquidity）一詞概括之。最能流動之資產爲「現金」及英國銀行組織中之「活期放款與短期通知放款」，而「貼現票據」之流動性，亦幾與上述二種相若。蓋以其可轉讓於英蘭銀行以易取其存款（即現金）也。至其他資產——「投資」與「定期放款」——則較不流動，尤以「定期放款」爲然。因其欲向其他任何銀行轉讓，均極困難；且銀行亦不願使其貸款之廠家人於其競爭者之手；而英蘭銀行亦不願救濟擁有此種資產之商業銀行。

英國銀行實際上大致保持流動性之標準，並非由於法律之規定，亦非基於長期之傳統，而爲一種時尚。即商業銀行管理其業務，均可望其循習慣的流動性之標準所決定之途徑進行。此種標準通常有二：（一）現金比率應在存款之百分之九以上，及（二）「流動的資產」（liquid assets）（現金、活期放款與短期通知放款與貼現之票據）合計應在全部存款之百分之三十以上。在此二種標準中，第一標準較爲硬性，吾人如謂英國銀行當其流動的資產之總值在存款總額之百分之三十左右時，力求保持百分之九之在現金比率，較更近於實際。如流動的資產之總值降至百分之三十以下，則現金比率將稍稍超過百分之九。又如流動的資產之總值遠在百分之三十以上，則現金比率可容其稍低於習慣的百分之九。至第二標準，則爲第一標準稍稍寬泛的修正。吾人暫時可將第二標準略而不論，待後再考慮第二標準之影響，以修正吾人之理論。同時，吾人將暫時略去非

流動性的考慮。——銀行對於尚未獲得之有利可圖之資產之觀點。——此種考慮，在調節其存款之數額時，往往影響銀行之舉動。

茲論述商業銀行於保持一穩定之現金比率時，如何調節其存款之數額？當銀行為增加其收入而增加其生利資產時，生利資產以外之若干數字，因而改變。當現金準備數額不變而存款總額增加時，現金比率必隨存款之增加而下降。且當存款總額增加時，物價及交易總額隨之或速或緩的增加，因使社會對通貨之需要增加。此種事實，又將加重現金比率下降之趨勢。蓋如社會向銀行提取紙幣，吾人即可察覺。存款總額一經增加，現金準備之絕對數額即將下降，是以現金比率之降低有二原因，即存款之增加與現金之提出流通。設商業銀行手中有定額之現金，則相對的必有一適當的最大存款總額，始克保持現金與存款之習慣的比率。如此比率為百分之九，而現金準備為九千萬鎊，則銀行能維持十萬萬鎊之存款。設現金準備為九千萬鎊，而存款總額不及十萬萬鎊，則銀行（希圖較大之收入）可獲得較多之生利資產，使其存款自九萬萬鎊增至九萬四千萬鎊。同時，四百五十萬鎊之現金出而流通。反之，設現金為七千五百萬鎊，而存款為十萬萬鎊，銀行為遵守流動性之標準，須售出若干生利之資產，於是存款減少。存款減少，壓迫國內較不景氣之工商業，同時，若干流通市面之現金，將流入銀行（當存款減至九萬萬鎊時，六百萬鎊現金流入銀行，於是現金比率恢復至百分之九，而銀行亦告滿意）。如工商業繼續衰退，同時，工商業者繼續償還借款，則銀行將以「投資」或其他生利資產代替放款。——

如此，資產總額不致再減，而存款亦不致更少。商業銀行供應現金，而公眾需求現金，故商業銀行本能絕對控制存款之數額；但事實上，商業銀行須維持一定之現金比率，此決定存款數額之責任，遂屬於中央銀行。吾人於此，當可明瞭，如中央銀行能控制現金之供給，並供給流通市面之現金之需要，則中央銀行即能決定銀行存款之數額。蓋中央銀行如欲使商業銀行保持定額之存款，僅須使流通市面之現金之數額，適能與此定額存款配合。同時，使商業銀行所有之現金數額，恰能維持其現金與存款之習慣的比率，即可達到其目的。（假定商業銀行確能維持一定之現金比率，則中央銀行必須增加現金，始能增加存款數額。）惟須商業銀行確能不逾越中央銀行所設定之限度。

中央銀行管制商業銀行最基本之條件，為商業銀行始終維持一穩定的現金比率，如商業銀行儘量變更其現金比率，則中央銀行對商業銀行之任何管制方式，均將失效。因此，研究誘致商業銀行變更其現金比率之途徑，至為重要。

第一，吾人須涉及一種特殊之方法，即所謂「虛飾」（window dressing）是。此種方法使英國之商業銀行變更其真實的現金比率，而不致遠離其公布之現金比率。蓋參加清算之銀行所作之月報表，係各以不同之方法算出。據外間通常所信：米特蘭銀行所公佈之月報表，係每日資產負債表之真正平均數，至少亦與此數極為接近。但其他銀行中，至少有若干銀行所公布之月報表為該月四個星期二，或四個星期三，或四個星期四等

等數字之平均數。例如星期二為某銀行編製資產負債表之日，則該行提高星期二之現金比率，使超過其他各日。因此，該行在月報表中所表示者為其營業情狀之虛偽的描寫。

然則一銀行究如何提高其每星期中一日之現金比率乎？票據交換所差額之積結，習慣上將「存放英蘭銀行之現金」自一銀行戶名，轉入另一銀行，故甲銀行如調整其業務，使是日其他銀行在票據交換所中均對其負欠，則必能提高是日之現金比率。該行可轉讓資產予他行，俾在票據交換所中獲得應收差額。是項資產，類為在「活期放款與短期通知放款」項下之債權。甲銀行前曾貸款予在金融市場上活動之商行，是項放款，原為隨時可以收回，或經通知後，在極短期內即可收回者。甲銀行於星期二清晨收回是項放款，則其借款人屆時必須獲得其他銀行之款，以償還甲銀行，彼等乃向乙、丙、丁銀行借款，於是，甲銀行之「活期放款」減少，而乙、丙、丁銀行之「活期放款」增加。因借款人將向乙、丙、丁銀行新借得之款項，償還甲銀行之借款，乙、丙、丁銀行在票據交換所中發生應付差額，而甲銀行則在票據交換所中發生應收差額，乙、丙、丁銀行因各須按其應付差額簽發英蘭銀行支票，付予甲銀行，於是乙、丙、丁銀行之「現金準備」隨其「活期放款」之增加而減少。同時，甲銀行之「現金準備」則隨其「活期放款」之減少而增加。此種過程，事實上為甲行以「活期放款」資產與他行之「存放英蘭銀行之現金」資產相交換，全社會之存款分配，初無改變。至現金與存款之比率——現金比率——在乙、丙、丁銀行將下降，在甲銀行則將上升。

欲明瞭乙、丙、丁銀行何以願承受若干甲銀行之資產，而一任其現金比率之下降，則須對次日之事件，加以考察。正如星期二為甲銀行之「造表日」(making up day)（是日為編造每週資產負債表之一日，公佈之月報表為四週報表或五週報表之平均數），星期三為乙銀行之「造表日」，丙、丁銀行在星期三之情況與星期二同，但乙銀行則收回短期放款。同時，貼現商行 (discount house) 因甲銀行願重行貸放其前一日收回之款項，故能償還乙銀行之借款。於是在星期三清晨對貼現商行之債權——「活期放款與短期通知放款」——自乙銀行轉入甲銀行。同時，「存在英蘭銀行之現金」自甲銀行轉入乙銀行。此現金移轉，係因乙銀行在票據交換所中有應收之差額，而甲銀行則有應付之差額。是項改變，為貼現商行以甲銀行支票付予乙銀行之結果。同前所述，星期四可為丙銀行之「造表日」，乙銀行之「活期放款」等復將增至通常數額；同時，現金流入丙銀行。是以同一現金在四銀行之每週資產負債表中，均克盡其任務，各銀行於不同日期編造報表，使現金得在各銀行間流轉。

麥克密倫委員會 (The MacMillan Committee) 對「虛飾」之實行之敘述，可為以前各節之總結：「參加清算之銀行所公佈之每月數字，並非每日數字之真實平均數，而係該月內每星期中選定之一日之平均數。為使是日保持較高之數字，俾得表現較佳之外貌起見，多數銀行似均為處理是日在英蘭銀行之存款所苦，故進一步，某四銀行為實現此目的，各於一星期中選定不同之一日，並各於其選定之日向金融市場收回款項，再

於次晨放出，因彼時爲另一銀行「造表日」，而需此款項也。是以在銀行公佈之準備金中，以「英蘭銀行存款」形態出現之部分，恰如一旅行之隊伍，以同一流動資金流經每一銀行，完成四次任務」（註七）。

因此，月報表中所發表之現金比率，爲虛飾之比率。設虛飾數額之存在，並不關重要，則吾人不須對之作深切之注意；但一比較英蘭銀行統計提要所發表之數字，與參加清算銀行之月報表之數字，即顯示「虛飾」之數字，有重大之變異（註八）。在一九二五——三五年時期中，銀行每於現金比率下降時，即增加其「虛飾」之數額，於現金比率上升時，即減少其「虛飾」之數額。「虛飾」之實行，使現金比率變動之真相，爲之掩蔽，銀行所發表之現金比率，變動於百分之十至百分之十二之間，但真實之現金比率之變動範圍，則顯較寬廣。銀行與其聽任生利資產及存款有鉅大之變動，而不掩蔽現金比率變動之真相，則毋寧於貨幣之供給變動時，一任掩蔽中之真實的現金比率，發生變動。此種或增或減之「虛飾」之出現，實爲中央銀行發生困難之一因。蓋當中央銀行審慎的增減現金數額時，商業銀行之唯一反應爲增減其「虛飾」之數額，但據最近十年經驗所示，當中央銀行有所舉動時，商業銀行增減其「虛飾」之數額，僅能使其放款政策，得稍緩改變；但至最後，商業銀行終不得不減少其存款（註九）。

茲進一步論述英國商業銀行之流動性之第二準則之作用。吾人已知：一銀行可轉讓生利資產於他行，以增加其現金準備活期放款，短期通知放款，與貼現票據通常被視爲最富流動性之生利資產（註一〇）。流動性之

第二準則爲流動的生利資產與現金之和，正常應等於存款之百分之三十；如現金低於百分之九，則生利資產必須超過百分之三十；如生利資產低於百分之三十，則現金必須升至超過百分之九。商業銀行對其所保持之現金數量，顯然不能選擇，故其資產總額及存款總額，必受制於現金比率之準則，乃極易瞭解之事。但生利資產之數額，係在商業銀行直接控制之下，無論與現有準備金之數額配合之資產總額多寡如何，銀行均能獲得百分之二十一之流動的資產以適應之。流動性之第二準則之重要性，在於影響存款總額；而此重要性之大小，則視流動的生利資產——活動放款與貼現之票據——是否易於獲得而定。因種種原因，銀行不願過分違背安全之原則，故如匯票之供給相對於現金及其他生利資產而言，有鉅大之變動，則可使銀行資產之分配爲之改觀。設匯票之供給極爲有限，則「活期放款與短期通知放款」之出路，將極狹小（因此項資金之貸放，多以匯票作質押），同時銀行亦難以維持「貼現票據」之數額，於是，流動的生利資產勢必降至百分之二十一以下，而銀行爲遵循流動性之第二準則計，與其擴增其「不流動的」生利資產，毋寧聽任現金比率上升。一九三三——四年發生之現象，即一顯明之例證。彼時現金比率之上升隨匯票之缺乏以俱來，故雖銀行之現金仍舊，而存款數額，依然減退（註二）。

如相對於現金及其他良好之資金出路而言，匯票之供給異常豐富，則必發生相反之結果。在此情形下，銀行將收受異常多量之匯票，並大量貸放「活期放款與短期通知放款」予持有匯票之商人。縱使存款之增加，

超過其與現金準備之比例之限度，銀行亦所不顧。此時，流動的資產總額超過正常的百分之三十，而現金比率則任其下降。

在英國銀行組織中，優良的生利資產是否易於獲得，頗能影響現金準備與存款總額之比率，例如匯票之供給及社會對銀行放款之需要，均為產業情況或其他銀行不能直接控制之因子所限制，而銀行又不願貶損其安全之原則，則銀行惟有擴增投資，始能增加其存款數額。在任何環境（除非極端反常之環境）之下，銀行均似頗稍稍增加其投資；但如可資擴增之數額甚大，而銀行又恐「金邊證券」(Tinned securities) 意即上等證券) 價格不久即將下跌，則銀行因係營利組織，必不願於危險之市場中，增加其賭注。彼等與其獲得「生利」資產，因購入證券之價值下跌，而發生三四倍於孳息之損失，毋甯保持過多之不生利之現金。反之，如因產業之擴展，此等極有利之資產（「放款」）能大量擴增，則銀行為牟利計，雖現金並未增多，亦將準備擴增其生利資產，——於是降低現金比率。至如銀行以「虛飾」之方法，掩蔽其現金比率下降之一部或全部，則上述尤為將循之途徑。關於此點，一九二五年及一九二九年英國發生之現象，可為佐證（註一三）。又近年美國商業銀行現金比率之劇變，亦確受優良的生利資產供給之變動之影響（註一三）。

在美國，對商業銀行擴展信用之抑制，曾從另一方面加以注意。當一銀行獲得較多之生利資產時，其存款者所負擔之風險，因之增加。對此種風險，銀行之資本為保護存款者之緩衝器。因此，一審慎之銀行，必須顧及其

生利資產總額（間接的為其負債）對其資本之比例，如資產之未來價值愈可懷疑，則此點愈須顧及。又若存款對資本之比例，業已甚高，則增加現金不一定能增加十倍之生利資產。但近百年之銀行學書籍，認為銀行家對此觀念，頗富彈性，故此觀念對信用擴張之抑制，或微不足道。然近數年來，美國聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation）對此已加注意；該公司於一九三六年報告中述及已採取下述原則：「容許銀行保險並重建銀行之資本構造（capital structure of banks），使任何銀行之淨收資本至少須等於其存款之百分之十」（註一四）。

在美國及其他許多國家，現金比率受法律之限制，依照法律規定，各商業銀行（或多數商業銀行）在中央銀行之存款，均須與其所收存款保持一定之比例。同時，此等國家之法律，均僅直接注意存放中央銀行之現金；其商業銀行，就一般情況而言，似亦僅受此現金準備之影響，而並非如英國之情形，受其全部現金準備之影響，至其商業銀行存款依恃於存放中央銀行之現金，則與英國銀行存款之依恃其全部之現金準備，並無差異。其情形均如以前各段所述。

美國之法定現金比率，頗為複雜；就目前情況而論，一切會員銀行之定期存款，須在聯邦準備銀行存儲百分之六之準備金，其活期存款，則須存儲準備金百分之十四，百分之二十或百分之二十六不等。活期存款之百分之二十六之比率，係適用於紐約與芝加哥之銀行，百分之二十之比率，適用於其他「準備城市」（so-called

reserve cites) 至百分之十四之比率，則適用其他一切銀行。此種城市分類，係基於聯行組織之歷史。活期存款準備金比率，與定期存款準備金之差別，若干追蹤美國制度之國家（並非所有模仿美制之國家，）業經仿行。但英國並無此種差別，其百分之九之習慣比率，適用於一切存款。定期與活期存款準備金之差別，在此種原則施行之初，乃為保護公眾利益，預防銀行資金凍結而設。此種比率，如適合於公眾之需要，則對活期存款，較之對經通知後一月照付之存款，保持較高之現金準備，顯為合宜之事。但依今日之趨勢，管制現金比率之目的，不在銀行業務之流動性，而在中央銀行可藉此控制存款總額，為達到此目的，簡單一律之比率，或更有利；且如以後所述，定期存款與活期存款準備率之差異，實為中央銀行發生困難之一因。

商業銀行於營求最大利潤，顧及安全並遵守法律及習慣之餘，其分配資產之次要考慮，主要將為視其現金準備之數額，而調整其業務。此等現金準備之數額，係在中央銀行控制之下。關於中央銀行部分，吾人將於貼現市場一章後述之，迄第九章及第十章，吾人始回述商業銀行之其他問題。

### 【附註】

〔註一〕 並非任何時期均如此，正如私家銀行過去構成英國銀行組織之大部分，在一九三二年前，非會員銀行構成美國銀行組織之大部分，會員銀行為已參加聯邦準備組織之銀行。

〔註二〕 關於一九三三年前美國商業銀行，可閱 Gilchrist and The Changing Structure of American Banking 一書。

〔註三〕 對流動性觀念之進一步討論見第九章。

〔註四〕 作者之意僅在論述一般原理，細節可自 *Timmins* 之 *British Banks and the Money Market* 一書中得之。

〔註五〕 本章所述，即以「初階」而言，亦不能視為詳盡，本章所有結論，均應隨下列各章之討論而修正。

〔註六〕 此點有時甚為難解，故對其過程須加略述，勞埃銀行自股票市場購入債券一千鎊，只英國銀行支票支付價款，某甲售出債券，直接或間接收到一千鎊支票，存入巴克萊銀行，後者存款因之增加一千鎊，當其以此支票經票據交換所而送至英國銀行，巴克萊現金增加一千鎊，勞埃現金則減少此數，勞埃之投資增加，現金減少而存款則不變，巴克萊之存款與現金均增加一千鎊，如某甲與勞埃往來，則現金無再分配現象，僅勞埃之投資與「現金」各增加一千鎊而已（「現金」恐係「存款」之誤）。

〔註七〕 該委員會對金融與產業之報告 (*Cmd. 3597 of 1931 p. 156*) 又半年一次之資產負債表之「虛飾」無此重要。

〔註八〕 關於此點，作者係參考牛津大學聖約翰學院 R. M. Goodwin 之著作，氏之為 B. Pitt 學位而提出之論文（現尚未發表）對此種統計有極饒興趣之分析，作者以為其結論部分由於英國銀行每週報告不正確所致，報告歪曲當時情形，令人難以置信，中央銀行公布不正確數字之政策而毫無解釋，實屬至不合理。

〔註九〕 第五章中對虛飾之影響有進一步之討論。

〔註一〇〕 大部分投資均極易在股票市場中售出，故就易於移轉觀點而言，甚富有流動性，但投資與前述二種資產不同，移轉時可能受相當損失，而銀行則不能承擔此損失，關於流動性之意義，詳見第九章。

〔註一一〕 在任何地方如銀行間之互相競爭，有如英國銀行間之不完全競爭，則第一種動作則對存款數額之影響較小，小我佔據之銀行在金融市場之影響往往被估計過高，因每一銀行在金融市場中均佔重要地位，當流動的生利資產之供給減少時，各銀行保持之是項資產數額即形銳減，在一九三四年，如銀行更不注意其對金融市場利率之影響，則將獲取更多之流動的生利資產。

〔註一三〕 證據見上舉 Gougeon 先生之論文。

〔註一四〕 第九章有進一步討論。

〔註一五〕 本節根據 L. D. Fildie 之 Easy Money 書中之二節見 pp. 95—100

## 第三章 貼現市場

### 第一節 匯票

普通支票在理論上爲見票即付之匯票。吾人如將匯票當作定期付款之支票，必能立即明瞭匯票之性質。例如余對某甲發生債務，但現在不能償還，彼可接受余訂期付款之支票，此意義正與一債權人接受支票而允許於若干日內不向銀行支取相同。於是某甲對余銀行帳上有一要索之權，而到期即可支取款項。如某甲須早日取款，可在支票上簽字背書，將支票售與他人，而此人則獲取一筆報酬以抵償其延緩取款之損失。

上述訂期付款之支票謂之匯票，所訂支付之日期謂之「到期」(maturity)。將支票背書於到期前換取現金謂之「匯票貼現」(discounting the bill of exchange)，而所得現金與票面價值之差謂之貼現息 (discounts)。此種貼現息係根據匯票到期時之價值，乘以一定百分率計算而得。

假定某甲向某乙購貨，某乙需要取現，而某甲則須於貨物脫售後方得付款。此種場合，可經雙方同意，由債權人某乙向債務人某甲開一三個月到期之匯票（註一）。其形式如下：

債務人某甲先生：

倫敦一九三七年七月二十七日

請於三個月後付還余或余之指定人貨款一千鎊。

簽字債權人某乙。

債權人爲匯票之「發票人」(Drawer)。債務人爲「付款人」(Payee)。債權人將匯票送予債務人，由債務人在票面書寫「承兌」(Accepted)二字，承認到期付款一千鎊。票據一經承兌，債務人即結束其交易。彼僅須準備在三個月後對任何持有該票之人付款一千鎊即可。

此時債權人如欲立即取現，可將此已經承兌之匯票持向願以票據作抵押之放款人取得現款。但債權人並非向彼借款，而係將匯票出售。債權人須於匯票上背書，以示債權之移轉。到期時債務人如不能償還，則債權人（因背書之故）仍須負其責任。債權人出售此匯票時並不能取得一千鎊，而僅有九百九十鎊。此十鎊之差額，即爲九百九十鎊三個月之利息——此時貼現率係按百分之四計算（註三）。匯票之購入者以現在之九百九十鎊換取三個月後之一千鎊，十鎊之差額，爲其所得代價，而匯票則爲取得一千鎊債權之字據。

匯票爲一種便利週轉之工具，因在流通期內容易出讓，一如公司股票與政府債券然。購買匯票者於一月後如需用現金，可將匯票「再貼現」(rediscounting)。此時之匯票即代表兩個月後之一千鎊債權，而匯票之現價則將升至九百九十三鎊六先令八便士（如利率仍爲百分之四）。在再貼現時，持票人亦須背書，同時

到期如他人不能償還，彼仍須負責。但假定一切順利，則就彼而言，交易已告結束，而由放款九百九十鎊，在一月內獲得年利百分之四之利息（註三）。

## 第二節 貼現市場之組織

以上所述，係說明商業匯票爲一種便利之工具，獲有法律上之保障，可用以週轉需要相當時間以完成之貨物交易。輸入英國之棉花與小麥，大部以票據貼現融通資金，卽屬此類重要之事例。當貨物在轉運之際，出口商卽可得到現款，而進口商不必卽付現款。出口商所得之款項，事實上爲貼現市場所供給，直至進口商有時間以脫售其貨物。通常進口商出口商在貼現市場上如果信譽不足，則必須由有信譽之商行出爲保證。其所支付之佣金，卽爲得信譽卓著之商行保證而使匯票極易貼現，同時貼現率亦可以稍低代價。經營此種專業之商行，謂之承兌商行（*accepting House*），專以保證爲業務而取得佣金，並在國外之重要商業中心，駐有代理人，調查各種商人之信用。例如美國某進口商經倫敦承兌商行確定爲信用頗佳，該承兌商行卽樂於供給承兌信用（*acceptance credit*）。承兌信用額度之大小，則視進口商之交易量與承兌商行對進口商資產估計之大小而定。設承兌信用額決定爲二萬鎊，此美國進口商卽可在二萬鎊之額度內向英國商人購貨。如貨款爲一萬五千鎊，雙方同意使用三月爲期之匯票以支付貨款。美商卽可通知英商，告以倫敦某某承兌商行可作信用保證。於

是英商可對該承兌商行發一匯票。承兌商行既已允許美商二萬鎊爲限之信用，在匯票送到時，即可承兌。於是匯票立即可由英商或者代理人向市場貼現。匯票上既已簽有第一流商行之名字，在市場貼現時其貼現率即可較低。至承兌商行與美國進口商之間，則另有安排，由美商承認於債務到期時付款。至於匯票本身，則於到期時由承兌商行予以償付。承兌商行因名字被人使用，故必須取得佣金，此項佣金收入，即可用以維持海外商業中心之信用調查，而信用調查則爲避免呆帳之主要工作也。此承兌商行在倫敦被認爲擁有充裕之資金，足以應付一切債務；否則，其在匯票上之簽名，將失去價值，而對承兌商行發票之便利，亦將喪失無餘。

債務人與承兌商行間之安排，有時須間接經過債務者之銀行。例如債務人爲阿根廷之進口商，彼可委託阿國某銀行在倫敦爲之取得承兌信用，使債權人得向倫敦承兌商行開發匯票。阿國某銀行一面對承兌商行負責，一面與阿根廷商人另有安排。此種承兌信用，謂之「補償信用」(reimbursement credit)。承兌商行對於「補償信用」取佣特低（通常僅半厘），因承兌商行祇須審察阿國其銀行之信用，較諸調查個別阿國進口商之信用簡單多多也。至於阿國某銀行本身，自須向阿國進口商取費，但倫敦承兌商行與阿國某銀行對調查信用之分工，可使總成本爲之減低。

規模較大之承兌商行，除經營上述業務外，并兼營他種金融商務，例如在倫敦爲外國政府籌募長期借款等。此種承兌商行通常稱爲「商人銀行家」(merchant bankers)。其中若干家名聞世界，如 Baring, Roths-

childs, Kleinworts, Erlangers, Lazards 等規模較大之股份銀行 (Joint-stock banks) 亦有兼做承兌業務者，在大商埠中，此種承兌業務與普通銀行業務合做，甚為便利。

滙票一經承兌，即可在倫敦貼現市場上貼現。貼現市場中包含之商行，可以分成三類——(一)規模宏大之貼現公司 (三家股份公司)，(二)票據經紀人 (Bill Brokers)，與跑街經紀人 (Running-brokers)。跑街經紀人純為代理人性質，並不為自己貼現，僅撮合票據之買賣雙方及現金之借貸雙方，而居間取得佣金。實際上票據之貼現，係由貼現商行 (Discount House) 為之，其中包括上述之貼現公司與票據經紀人。此二類商行之業務並無根本之不同，均係向銀行或其他可融通短期資金之金融機構借入款項，用以購買滙票。二者之不同，在於貼現公司有時亦以銀行吸收存款之方式向大眾籌集一部分資金。彼等對此種存款，付以較倫敦一般銀行稍高之利息，但亦不給以同等之便利，同時其競爭在事實上當然亦僅以數目較大之存款為限。票據經紀人則全賴其可能向各銀行借款。貼現公司與票據經紀人所運用之資金，皆有一部份為自己所有，但貼現公司對總營業額而言，資本較大。在蕭條之一九三〇年後，貼現公司與票據經紀人均兼營貼現票據以外之業務，以圖增加其利潤。

由此可知債權人以票據易得之款項，係由貼現商行所供給，而此款又大部係向銀行所借得。銀行以存款方式將款項貸予票據經紀人，票據經紀人又以之付予持票前來之商行。此種銀行貸與貼現市場之放款，為銀

行活期放款與短期通知放款之最重要部分（註四）。於此吾人即可以明瞭票據經紀人與貼現公司謀生之道矣。彼等以低利向銀行借入活期及短期通知放款，以高利貼現匯票。當票據經紀人購取二月到期之匯票時，並非向銀行借入三月為期之借款，而係靠逐日逐週之借款周轉。到期重借之麻煩，與到期不能續借之風險等等，均因短期借款利率甚低，獲得補償。在票據經紀人購入一三月匯票時，如係利用二厘或二厘半計息之銀行借款，而貼現息則為三厘，則當然可以獲得利潤。然事後銀行之現金準備情況如有變動，而被迫減少短期放款，則短期放款之利率可能突然上升，或將升至四厘五厘或六厘。此種情形，如繼續存在，則票據經紀人將受損失。因此票據經紀人在貼現票據時，必須注意票據流通期內活期與短期通知放款利率之變動。是以今日市場上三個月到期票據之貼現率，非僅依今日之活期與短期通知放款利率而定，且須視三個月內之預期變動而定。

於此似有一問題，即如全體銀行均向貼現市場調回放款，則情形將如何？貼現市場是否可以負擔任何高利而向銀行獲取資金？實際上情形并不如此嚴重；蓋匯票每日均有若干到期，票據市場於舊匯票到期時，不再購入新匯票，即可獲取相當之資金（註五）。如仍不敷所需，則可向英蘭銀行商貸，英蘭銀行依照慣例，必將援助票據市場。英蘭銀行或用重貼現方式購入票據，或貸放一星期或二星期為期以票據作抵押之暫時放款。但向英蘭銀行重貼現時，貼現率為官定之「銀行率」（Bank rate），通常較市場利率為高，放款利率（advances rate）則更高出半厘（註六）。故貼現商行與票據經紀人向英蘭銀行取得資金，雖為絕對可靠之來源，但所費

甚大，因此願向該銀行或不願向該銀行重貼現，均將使市場利率上升。由此可知貼現市場雖以短期借款融通其資金，亦可向其他所在取得足夠之資金。

英蘭銀行雖為資金供給之最後泉源，但亦有限制。依照歷史事實，英蘭銀行因欲保障其地位，在重貼現或放款時，訂有合格匯票之標準。在一般匯票之中，英蘭銀行祇肯資助信譽良好之英人二人以上簽字之匯票，其中一個簽字須為英國之銀行——此種匯票，謂之「銀行匯票」(Bank Bill)，——或有名之商行——此種匯票，謂之「優良商業匯票」(fine trade bills)。——因貼現商行祇能以上述兩種匯票向英蘭銀行融通資金〔註七〕，故貼現市場上亦歡迎此兩種匯票，此可於其貼現率特低之事實證明之。匯票經有名之承兌商行或英國之銀行承兌，自然變成「合格匯票」(eligible bills)——合格係指有重貼現之資格而言。——承兌商行簽字之價值，於此可見。

貼現商行除可能轉讓英蘭銀行若干票據外，通常並不將所有票據持至到期之日，股份銀行常向貼現市場獲取匯票而大量保留之。為保持流動性起見，銀行恆喜執有先後陸續到期之匯票，使每星期均有若干匯票到期。銀行並不特別歡迎許多小額匯票，而好向市場購入大批 (parcels) 票據，依據數量與到期先後而購入各批匯票。票據經紀人持一批為銀行所需要之數量與到期日之票據，但並非向銀行以匯票作抵押借款，而係將匯票向銀行再貼現。票據經紀人因此得以將匯票出售與銀行，而易得款項。匯票售與銀行，匯票經紀人在票

上亦須背書，如承兌人出票人及任何前手不履行債務時，票據經紀人仍須負責。銀行向票據經紀人所計算之貼現率，恆較票據經紀人收購時之平均貼現率為低。其差額即為銀行付予票據經紀人之佣金，用以酬報其收集票據及背書之勞。此種差額，恆為票據經紀人收入之大部份。當吾人討論貼現市場之現在情形與將來展望時，吾人必須記取，上述收入之來源，係以市場中匯票之信用情形到期日與到期價值等參差不齊為條件。

由於牢不可破之慣例，英國之股份銀行獲得匯票後，決不再行脫手。匯票一入股份銀行，必俟到期方始取出。若無此種習慣之存在，銀行將不致甚願聽任票據經紀人精選有利之到期日。銀行在習慣上，恆喜收受兩月以內到期之匯票。因此貼現商行之重要作用，實在於能將匯票保留一個月，轉售予股份銀行。到期愈近之票據，愈為人所歡迎，通常二月期之匯票，其貼現率必較三月期者為低。此項貼現率之差異，使貼現商行有獲利之可能。試舉一極端之例證如下（註八）：假定三月之貼現率為五厘，二月之貼現率為三厘。貼現商行以九百八十七鎊十先令購入一價值一千鎊三月期之匯票。一個月後，貼現商行以之售予銀行，按三厘貼現率計算，獲得九百九十五鎊。於是貼現商行獲得七鎊十先令之利益，其本金為九百八十七鎊十先令出借一月，按此計算，則利率約等於年息九厘。較諸向銀行取得短期借款之利率，所獲差益，當然頗為優厚。如果在此第一個月之內利率下跌，則利潤更豐；反之，則利潤減少。總之，貼現商行借入短期借款收購獲利較高之匯票，而從中取得收入，將匯票分類並加以保證，以應銀行之需要，而在流動性最小之期內（第一月）將票據加以收執。票據經紀人由此獲得

之利潤，有時隨利率下跌而增加，有時隨利率上升而減少。吾人於討論貼現市場之將來時，當再有機會重提此項貼現商行收入之來源也。

### 第三節 國庫券與貼現市場之現狀

以上所述之商業匯票為融通異地間貨物轉移之工具。此種工具一旦普遍應用，人民必同時發現，即無貨物之轉移，匯票亦可作為借錢之用。此種作為借錢用之票據，謂之「融通票據」(Finance Bills)，其本質之優劣不一。有第一次大戰前外匯市場上十分重要之優良融通票據，亦有信用惡劣之債務人所發之不誠實票據，良莠不齊，差異甚大。此項票據，每易為需款孔亟者所濫用，致各主要商行對之發生歧視；更由於外匯市場結構之改變，使良好之融通票據需要大為減少，故普通之融通票據，在今日已屬罕有。但有一種與融通票據極相類似之票據，非特甚為普遍，且為貼現市場之重要支柱，此即國庫券 (Treasury Bills) 是也。國庫券僅為英國政府所出之期票；為易取英蘭銀行之存款，由英國政府出一字據，尤於三月後付給五千鎊或一萬鎊。國庫券在票面上留有債權人記名之地位；如不記名，則由持票人收款。市場上大多數國庫券通常均係對持票人付款。此種不記名之方式，在商業匯票不能適用，因商業匯票上簽字愈多則保障愈厚；而國庫券係英政府所出，貼現商行或銀行之簽字均不能增強其任何保障也。因此之故，使不記名之國庫券在市場上流通無阻，任何人如有錢出

借，均可毫不遲疑，購入此種國庫券。政府採取此種借款方式之利益，在於就平均言，所付利息，比長期借款為廉。債權人出借款項，為時僅及三月，且可確知將來可利用之款額。此種具有高度流動性之證券，其利率當然應較數年後到期者為低（長期證券雖亦可在證券交易所出售，但易致重大損失）。吾人於第五章中可知市場上因有大量國庫券之存在，使中央銀行之控制力量更為有效，因國庫券係中央銀行所可買賣之理想證券；而市場本身亦樂於有國庫券之存在，尤以過去十年中，商業票據（註九）之供給稀少時為甚。

國庫券之發行，一部分由政府各部門收購（謂之 *subscriptions*），另一部分則供應貼現市場（謂之 *redemption*）。前一部分由政府中有餘款之部門收購，包括普通政府機關之各部門，國營儲蓄銀行，失業保險基金，其他保險基金以及外匯平準帳戶（*The exchange equitization account*）該帳戶基金之主要資產即為國庫券與黃金，增加黃金即減少國庫券，減少黃金即增加國庫券。此外，英蘭銀行有時亦收購此類國庫券。此類國庫券之發行，純係政府內部之轉帳，故其貼現率並不公開，與貼現市場並無關係。至於供應貼現市場之國庫券，則係供應貼現商行、銀行，與通過此二機構之個人。政府要求各商行對國庫券提供一價格，定於下星期內付款，政府則於三月後在英蘭銀行付還。例如有一票據經紀人願按年息三厘收購國庫券十萬鎊，於星期五訂購，每百鎊以九十九鎊五先令之價格購進，定於下星期二付款取券。至下星期二，票據經紀人即須以九萬九千二百五十鎊付入英蘭銀行之政府帳戶內。在此星期二之後三個月，政府即須付還票據經紀人十萬鎊而收回國

庫券。

向貼現市場拋售之國庫券，係每星期發行一次，依照國庫每星期之需要而變更其數量，約自三千五百萬鎊至五千萬鎊不等。因此每星期均有到期之國庫券，其數量須視其三月前之發行額而定。如果到期之數額與本星期之發行額相等，則祇需市場改訂價格，使舊有數額繼續一次即可。（當然國庫券在市場上之分配可有變動。）此項國庫券每星期發行額之變動，一部分係有規則而可加預測，例如政府稅收與支出之季節性變動；是其他之重要因素，則為政府債務政策之變更（例如將短期債務轉入長期債務是）以及政府各部門收購國庫券數額之變動等。

其他大借主亦知利用國庫券方法，在倫敦貼現市場以低利舉債。例如殖民地政府常在倫敦發行國庫券，其他較大之英國地方政府亦有此種庫券之發行。但此種雜項庫券之總數，較諸英國政府國庫券之數量，實微不足道。

第一次大戰以前，貼現市場上主要為經營商業匯票，貼現市場之組織亦形成特別適宜於此種任務。但在第一次大戰後（尤其是一九三〇以後），匯票之數量大減。此種現象，大部份係國際貿易衰落之故，蓋國際貿易大部均以匯票週轉也。同時貨物在異地之移動，其融通之方法亦有改變。世界各地均以銀行放款或透支之方法與匯票相配合，以週轉貿易。由銀行放款方法之飛速發展與戰後國際間銀行電匯款項之發展，使匯票之

使用大受打擊。加之紐約市場興起，與倫敦市場競爭匯票業務，倫敦前所獨佔之棉花匯票，被紐約奪去甚多。而各國票據市場之發展，亦迫使倫敦市場失去業務甚多。

由於上述種種理由，倫敦市場之票據數額，已大為減少。一九一三年倫敦市場共有價值二萬萬五千萬鎊之票據，現在則僅有一萬萬鎊矣。現在之貼現市場已漸漸變成依賴國庫券之經營。其數值約有四萬萬鎊至六七萬萬鎊左右（註一〇）。貼現市場已由商業票據之市場變成政府票據之市場矣。

此種改變，對貼現商行發生不利之影響，吾人前已述及。貼現商行之職務，在於將商業匯票按其到期先後與品質優劣分成數類，以供應銀行之需要，並以背書為保證，藉以獲得一定之利潤。但國庫券則毋須分類，銀行可於適當時日選購適當到期之國庫券，並不需要貼現商行之背書保證。銀行可以直接選購國庫券，使貼現商行不能居間牟利。同時貼現商行又遭受政府債務政策之影響。在一九三〇年後之數年內，政府因能獲得良好之長期借款，短期借款減少甚多，尤以國庫券為甚。在一九三四年，雖猶有價值數萬萬鎊之國庫券，但其中須減去大量之政府收執部分（其中包括外匯平準帳戶），以及英蘭銀行與若干外國及殖民地中央銀行收執之數量，蓋國庫券為上述各中央銀行良好之英鎊準備也。上述各機構均願以任何價格收執國庫券。英國之銀行與貼現商行僅能收購剩餘之國庫券，因此在一九三四年銀行與貼現商行所收執之數量極少。同時又因經濟衰落之故，商業匯票之數量亦極少。結果，由於競爭之故，使利率跌至無利可圖之水準，貼現商行之收入，有一時

期幾全賴收執較爲長期之政府證券維持。

銀行與貼現商行於是不得不在某種程度內互相停止競爭，以勉力渡過困難時期。銀行同意不再直接收購國庫券，並允許票據經紀人可以合格票據作抵押，獲得利率極低之借款。貼現商行組織一聯合會，在每星期五之最後時間決定彼等在該星期內收購國庫券之利率。但外來貸款人之競爭，尤其是外國與殖民地之銀行在倫敦之所爲，常使此種協議遭受打擊。外來資金以低於銀行與貼現商行之利率供給市場，恆使此類機構握有無可使用之資金。例如見金融讀物所載某一星期五本已議定一利率收購國庫券，而結果則爲外來金融機構以更爲低之利率，收去該星期財政部所發國庫券之大部分。

自一九三四年後，情形稍有改變。一方面，海外各地在倫敦之頭寸增加，故對國庫券需要更增。另一方面，貼現率已不再下跌而微有上升。凡此均不利於貼現市場。但另一方面之改變，可抵消此等不利之影響：即因國際貿易之增加，匯票之供給亦增。而政府當時又難於到期償債，且因重整軍備，需要借款，不得不強使政府各機關收購長期之證券，同時再行增發國庫券。一方面更因黃金之流入（註二），迫使外匯平準帳戶（或間接經過英蘭銀行）放出國庫券，因此市場上之國庫券較一九三四年爲多。吾人展望將來，在最近五六年內，由於財政之困難，大概將使市場上之國庫券更爲增加。故就國庫券之供給而言，貼現市場不致遭遇困難。政府一旦如果減少發行債券，將發生如何結果？爲另一問題。吾人自有充份之理由可以證明，政府應注意勿使其政策消滅貼

現市場之存在；但未來之財相，在決定其政策之際，或僅考慮納稅人之直接利害，亦未可知。

但國庫券之充分供給，並不能完全解決將來之貼現市場問題。因在銀行與貼現商行之間，其職能（及收入）之分配仍爲一大問題。吾人已知貼現商行以經營商業匯票爲宜。但如貼現市場全靠國庫券維持，則貼現商行又有何事可做？商行又必須貼現商行加以分類與排列到期之先後，國庫券之信用亦毋須貼現商行加以背書保證。銀行可以直接向國庫收購國庫券，使貼現商行不能存在。但如此則將喪失貼現市場足以增加銀行「流動性」之功用矣。吾人已知銀行愛好近期之票據，特別喜購流通一個月後之票據。銀行愈直接收購票據，則其收存票據到期之期間，平均亦必相距愈遠，而「流通性」即爲之減少。於是銀行或將借出更多之活期與短期通知放款矣。此種情形，可使證券市場放款因以增加，但必將引起人民與貨幣當局之反對。增加活期放款之另一途徑，即爲票據市場，但欲使票據市場吸收此項放款，銀行必須使貼現商行有足量之票據可以經營。因此即使國庫券爲票據市場中之主要票據，票據市場仍必須繼續存在，除非銀行完全改變其「流動性」之觀念。當然貼現市場之範圍可能縮小，在最近十年已有兩三家商行關閉。但在國庫券充分供給之下，而銀行又不改變其「流動性」之觀念，則英國必能保留相當規模之貼現市場也。貼現市場之維持，須賴銀行給以相當之業務，惟有此種認識，始能使雙方互相合作，而保持貼現市場之存在。銀行屢已同意不再直接收購國庫券，而俟國庫券流通一月之後，方始收購。銀行並亦間或承認向市場收購國庫券之最低利率。上述之各種努力，均

以幫助貼現市場度過艱困之時期。

貼現市場之另一希望寄託於「國內匯票」之能否發達。近百年來，大量商業匯票之來源，均由於國際貿易。至國內貿易買賣雙方，已知使用銀行放款以週轉其交易。但國內主要商品之貿易，必有一大部分在倫敦市場上用匯票方式週轉。貼現市場本身極願有此種發展，因貼現市場由商業匯票所獲之利益，遠較由國庫券獲得之利益為多。此種發展之阻礙當然極多——例如對匯票之偏見與無知等。因國內匯票之發展，股份銀行目覩放款之減少，必極懊喪；但長期看來，銀行必須便利國內匯票之行使，俾得享受健全票據市場之利益。分期付款之購買，亦可助長貼現市場之業務，但分期付款，費時太久，其票據不足以吸引貼現商行之經營。然可由一居間之專業機構收購此項票據，例如 United Dominions Trust 是。此類專業機關所需之資金，至少有一部份可貼現其自己之票據以融通之。此種發展已經開始，當可能有進一步之發展也。

如果貼現市場之上述各項希望全部幻滅——即國際貿易之匯票繼續減少，政府減少國庫券之數量，國內匯票不能發展——則倫敦之貼現市場是否將形消滅？余以為似有「可能」。以吾人所知，屆時銀行將被迫改變其對「流動性」之觀念，而各行相互間以及各行對英蘭銀行間之關係，亦將稍有改變。中央銀行在恐慌時有維持之責任，既屬毫無疑問，貼現市場對股份銀行之功用，大部為調整各行間債務之差額。在銀行數目甚多時，因清算而發生之各行間之債務，或可極為嚴重；但在銀行數目較少時，則其嚴重性將減少。如果銀行完全

不作「虛飾」(window-dressing)，則余信貼現市場對股份銀行之功用即失去大半。各行間債務之調整，可用類似美國「聯合拆款」(Federal funds)之辦法(註一三)。在此種情形下「流動性」似形減少，但如各行均已明瞭中央銀行之職責，則「流動性」較諸現在未必減低。余並不以為此種激烈之變動或將在倫敦發生，但余信此種改變，對英國之金融制度並不有害。

但從政府之觀點視之，余信貼現市場之將來更為重要。在上章中，吾人已知當局已能用買賣國庫券之方法，裨助外匯平準帳戶之運行，雖然，吾人亦能發展另一種同樣良好之制度，以運行外匯平準帳戶，而毋需國庫券市場之助力；但現行制度之運行極為良好，值得加以保存，因此政府即使因其他理由欲減少流動債券(註一三)，仍願以大量國庫券維持貼現市場。故如倫敦貼現市場之一切希望均告斷絕，則政府應以適量之國庫券維持貼現市場。

#### 第四節 紐約金融市場 (註一四)

倫敦金融市場之組織，並世無二。世界各國，均無此健全發展之短期資金市場(數日數星期數月之資金市場)。歐陸之主要金融中心如巴黎、柏林、阿姆斯特多德等，雖亦有數種金融機構與信用工具與倫敦相似，且有相當發展之短期資金市場。但倫敦以外之最大短期資金市場為紐約市場，其業務與倫敦市場有值得特別注

意之不同點。

美國各地銀行之多餘資金，均匯流紐約。如各鄉村銀行 (country banks) 經由聯行制度 (correspondent bank system) 將資金存放城市銀行 (town banks) 或逕利用紐約之大銀行在紐約獲得短期資金之出路。紐約有四種短期資產，銀行可以多餘資金獲取之：(一) 對證券交易所之放款 (loans to the stock exchange) (二) 「商業票據」 (commercial paper) (三) 國庫券 (treasury certificate) (四) 匯票 (bills of exchange)。

美國國庫券相當於英國之國庫券，其數量與流通期之長短當然悉由聯邦財政部 (Federal Treasury) 決定。「對於證券交易所之放款」及「匯票」在倫敦亦有之，其比較的重要性隨後尚須重述。但「商業票據」一項則為美國所特有。美國信譽較佳之企業如需臨時性之借款，可在紐約發出「商業票據」。此種「商業票據」之持有人，僅對該企業之一般資產有留置權 (即該企業不能清償時，債權人對該企業之資產有留置權)。吾人已知匯票通常係某種交易之結果，匯票之價值即交易之價值。而「商業票據」之持有人，則僅對公司之一般資產有留置權，與公司信用債券相似。此種「商業票據」與英國之「短期債券」 (short term notes) 相似。「短期債券」係英國規模宏大之公司於需要大量資金而不願支付長期債券利息時發行之。但所謂「商業票據」在紐約有一市場，係一勉強之說法。因祇要銀行滿意其抵押，即可售與銀行。「商業票據」

一經售出，即不再流至市場。根據慣例，「商業票據」由銀行購入後，不再售出。通常亦不能持往聯邦準備銀行重貼現。其「流動性」與英國之普通銀行放款相同，兩者之主要差異點在於銀行放款在數額上彈性較大，並須視「銀行家與顧客」之關係而定。「商業票據」則可由有聲譽之公司將票據售予不熟習之銀行。

紐約市場短期資金主要之出路，為對於證券市場之放款。英國近數年來此項放款亦有增加，但與紐約市場相較，則仍微不足道。英美二國所以有此種不同，主要係由於美國華爾街（Wall Street）一切交易均係每日清理，在倫敦則祇有「金邊證券市場」（*unspeculative gilt-edged market*）為當日清理，其餘則均係每二星期清理一次（間亦有每三星期清理一次者）。對證券價格看漲之投機者（*bulls* 多頭），在紐約須連續借款，在倫敦則祇能每隔二星期重借一次。因此華爾街之「多頭」投機者，大部依賴紐約各銀行對證券經紀人之放款。此項放款，或係銀行自己之放款，或係代理外埠銀行貸放，均為活期與短期通知放款（*short notice*），銀行調回時極為易易。但如一般銀行均行調回此種「對於證券市場之放款」，則華爾街必將發生金融恐慌，因聯邦準備銀行並不承受證券市場放款也（註一五）。

一般人常以為華爾街之活期借款容易借得為引起證券不正當投機之一大因素。當第一次大戰前聯邦準備制度建立時，常有人以此作為設立匯票市場之理由。一九一四年後，美國之銀行能夠並亦願意經營承兌業務。紐約並無專業之承兌商行，故承兌業務全由商業銀行經營。所謂「銀行承兌匯票」（*bank acceptance*）

因可在聯邦準備銀行重貼現，故在市場上極受歡迎。此項「銀行承兌匯票」之數量，遠低於證券市場放款之數量，但可與倫敦商業匯票 (Commercial Bills) 之數量相比擬。紐約之匯票主要係國外貿易匯票（與倫敦同），棉花與糖之貿易，對匯票之供給尤為重要。

紐約市場中並無倫敦式之貼現商行，但亦有票據拆客 (Bill Dealers)，與倫敦之票據經紀人相類似。因此活期放款之市場祇能限於證券交易所。於是中央銀行與商業銀行必須直接接觸。假如商業銀行需要更多之現款，必須自向中央銀行設法——將「銀行承兌匯票」重貼現，或向中央銀行借款，在倫敦則每當商業銀行需用現款時，可向貼現市場調回活期放款，而由貼現商行向中央銀行設法。

最近二十年來，倫敦與紐約之金融市場在許多方面發展至相似之局面。以前倫敦市場以商業匯票為主要票據，最近則短期放款之貸予證券交易所者已甚普通。以前紐約市場以「對證券交易所之放款」最為重要，現在則匯票數量正逐漸增多。如果前述之對倫敦貼現市場之不利影響繼續發展，則倫敦市場之發展將更接近紐約市場。可想像的，倫敦可能與紐約日趨相似；諸如祇有少數之專業商行（如承兌商行與貼現商行）商業銀行與中央銀行發展成爲直接接觸，對於證券市場之放款之重要性遠過於對匯票市場之放款。當然人民與當局對於證券放款之發展均將反對，兩市場最可能之相互接近趨向，爲紐約市場減少「對證券市場放款」之數量。

紐約票據市場之設立，原在輔助新中央銀行制度之運行，故在其他各國——特別為英國各自治領——設立中央銀行之建議，常與在各該國商業中心城市發展票據市場之提議相聯繫。吾人於以下各章中當可明瞭中央銀行之健全運行，大部有賴於良好之金融市場。如無短期金融市場，則有時中央銀行將失其效用。但此種短期資金市場，在全世界尚不多見。加拿大短期資金之唯一出路為證券交易所。澳大利亞曾圖發展一國庫券之市場，亦未成功。南非洲曾試由中央銀行用低利政策以普遍推行匯票，亦告失敗。印度大體上為「單一銀行制度」，大可發展國內匯票，且在主要商埠已有良好之市場（孟買最為重要）；但距完備市場猶遠。吾人必須牢記他國票據市場之發展，遲早使倫敦市場之業務減少——例如紐約市場之興起是。在全世界，僅極有限之商業，適於開發匯票，以融通資金；他國之極力促進票據市場，以備中央銀行之活動，將使倫敦之模範趨於毀滅。但此言未免過早。現在吾人可就現存之組織為基礎，進而討論中央銀行問題。

## 【附註】

〔註一〕 倫敦市場之票據，期限自一至六月不等，但本書討論以三月期之票據為準，因倫敦大部分票據為三月期票據。

〔註二〕 數學家於此請注意「真正貼現息」(true discount) 與「商業貼現息」(commercial discount) 之差異，後者貼現率之計算，以到期後清付之數額為準。

〔註三〕 關於倫敦貼現市場之詳情，參閱 Trappitt 之 *British Banks and the Money Market* 一書，又 W. T. C. King 所作

History of the London Discount Market (書爲史實之作)。

〔註四〕 活期及短期通知放款有時包括對顧客從事證券交易之鉅額放款，但吾人對銀行資產之分類，仍不能完全知悉。

〔註五〕 銀行即由此實行其牛年一度之虛飾，參見第五章附註三十六。

〔註六〕 中央銀行爲最後貸款者之功能，第五章有進一步討論。

〔註七〕 貼現商行當然可持國庫券向英國銀行貼現，關於此點討論，可在本章次節見之。

〔註八〕 所舉數字極爲簡單，使讀者便於計算，於此或須註明者，貼現商行待薄利以爲生。

〔註九〕 「商業票據」(Commercial Paper) 在倫敦之意義爲由於商業交易而生之票據，與政府票據不同，但在紐約及本章第四節，「商業票據」一詞另有含義。

〔註一〇〕 此數額變動極大，欲確定可用於貼現市場者究有若干實甚困難，應不須減去政府機關(包括外匯平準帳)保存國庫券之數額，且須減去英鎊集團各中央銀行所保存之國庫券數額。

〔註一一〕 般一般情況及外匯平準帳所採之匯率政策不變。

〔註一二〕 短缺準備金之會員銀行可向有餘之會員銀行借得，於次日或次日以後歸還，故其方法爲「今日現金」與「明日現金」之交換。

〔註一三〕 Bradburn 爵士在其對麥克密倫報告之反對意見中贊同採取相反途徑(即減少流動債務，而不顧其對市場之可能壓迫)，但此爲外匯平準帳設立以前之事。

〔註一四〕 非初學之讀者最好於閱讀第四章後再讀本節。

〔註一五〕 最後一點現在(一九三七年十一月)已非十分正確。

## 第四章 中央銀行之組織

### 第一節 總說

中央銀行之任務，在於管理商業銀行，推行國家之一般貨幣政策。因此發生三個根本問題：第一、中央銀行不能如商業銀行然，以獲取最大利潤為目標。第二、對於管理商業銀行，必須有若干工具與方法。第三、中央銀行應受政府之節制。管理商業銀行之技術將於下章討論之。本章僅討論中央銀行如何受政府節制之問題，以及有關利潤處置與損失彌補之問題。

中央銀行之受制於政府，其理由非僅因理事（*Directors*）既為公民，應遵從政府之任何法令。且因依據習慣，無論民主國或獨裁國，政府對人民債務之清理方法，法令均有規定。當政府以法律規定「英鎊」（*Pound sterling*）為最後法幣及「英鎊」應含多少白銀（或黃金）後，任何銀行均須遵守。此係政府對貨幣管理最基本之規定，政府亦可更詳細規定管理之辦法，最近數百年來，政府往往規定某種貨幣為「法幣」，並規定「法幣」兌換黃金，與黃金兌換「法幣」之固定比率。在此情形之下，中央銀行之使命，即在管理銀行制度。法

貨幣可隨時按官定比率兌換黃金，及以黃金兌換貨幣，執行此項使命時，並應鄭重選擇其所用之方法，務使其對於社會一般福利最有裨益。又政府如或命令中央銀行供給政府以活動所需之資金，則中央銀行必須以最妥善之方法予政府以融通。

一九二〇年以後，中央銀行之「獨立」運動，曾經努力推行。但所謂「獨立」二字，吾人不可誤會。中央銀行必須絕對受政府管理，毫無疑問。所成問題者，僅係政府對中央銀行之管理，範圍廣狹應如何規定而已。各國政府對中央銀行之管理，其範圍差異甚大。有時政府僅規定一個貨幣單位應等於多少黃金，其餘則悉由中央銀行自行酌辦——甚至中央銀行如迫於情勢，可向政府請求暫時修改原來之貨幣法令。第一次大戰前英國之情形，大致如此，一般人甚至認為中央銀行與政府之正當關係確應如此。在另一極端之事例，中央銀行僅為政府之理財工具而已，一切日常政策均聽命於政府。但此種情形，極為罕見，除非在一國金融極端困難時有之，例如歐戰停止後若干中歐國家是。中央銀行應該「獨立」之論調所以風靡一時成為正統之教條者，亦莫非為當時此若干國家特別情形所引起之反動而已。一九二三年後十年之中，所有新創之中央銀行，均響應此種「獨立」運動。但在最近，則一般人已普遍的認為國家對中央銀行應有最後的控制。至國家控制中央銀行可至如何程度，而中央銀行不致為政府不正當之理財工具，則各方意見猶有不同。

中央銀行之所有權問題，當然與管理權問題相關聯。國家管理往往趨使國家對中央銀行保有某種所有

權。如果中央銀行之立法係根據最大可能之「獨立」原則，則中央銀行往往由人民所有或由商業銀行所有。另一方面，如立法者特別着重政府對中央銀行之管制，則大概均規定中央銀行為國家所有。但中央銀行即由私人所有，亦無絕對由私人無限制分配其利潤之先例，——往往規定國家可分享利潤，同時承認如有損失，亦可由國家負擔其一部份。各中央銀行組織中關於所有權與管理權問題差異甚大，並無一個型式可以作為標準。因此吾人擬擇其較重要者，逐國加以討論（註二）。各國情形之不同，并不能認為係各國對中央銀行觀點不同之結果，實為各中央銀行成立或改組時，當時世界流行之中央銀行形式之反映。中央銀行如組織上不合時宜，可以重行組織，例如最近十年美國與若干國家之所為。政府改組中央銀行，亦有以不成文之習慣之代替成文之組織法者，例如英國。茲就各主要國家之概況，加以論述。

## 第二節 英蘭銀行

英國之中央銀行為英蘭銀行（註三）。英蘭銀行為經由國會特別立法所設立之股份公司。蓋在成立之時，尚無一般之股份公司法也。英蘭銀行已經認購之資本，現已達一千四百萬鎊，係人民累年認購而成。任何人祇須在證券交易所購進該行股票，即成為英蘭銀行之股東（註三）。英蘭銀行之業務，由理事會（OFFICE）管理，理事會設總裁（GOVERNOR）一人，副總裁一人（DEPUTY-GOVERNOR），及理事二十四人，名義上均由股東大會選

出〔註四〕。表面爲一年選舉一次，事實上得無限制連任〔註五〕。在第一次大戰以前，依照習慣，總裁與副總裁祇能連任一年，在二年任滿之後（初任與留任各一年）副總裁即成爲總裁，又得任職二年〔註六〕。但在大戰之時，總裁竟留任五年之久；另一總裁任職二年，自一九二〇年起，諾曼（Mr. Montagu Norman）連任總裁，以迄於今。新理事之產生，名義上雖由股東選出，實際上則由理事會自選。依照戰前（一九一四）之習慣，新理事祇限於倫敦金融界之較年輕之金融家，現在則無此限制，無論何人，均可被選，並不限於本國之名人。普通之理事年俸僅五百鎊〔註七〕，所負責任，則頗爲繁重〔註八〕；但因充任英蘭銀行之理事，所享聲望甚高，故英蘭銀行得任意選任理事，而事實上近數年內亦在各界中選得著名人物充任理事。余以爲此種選法，甚爲良好〔註九〕。

至於總裁之選任，則無一定之慣例可循。現任總裁諾曼之被選，係根據戰前（一九一四）之辦法，即以年長之理事被推選爲副總裁。繼則擢任爲總裁。但現在對於選舉理事與副總裁之慣例均已改變，諾曼之連任總裁達二十年，以及其他種種因素使戰前（一九一四）之制度不復能實行。諾曼之被選爲總裁，亦並不能視爲標準，因彼在被任爲副總裁之前已致全力於英蘭銀行多年，此則爲以前各任總裁所未有者。現在對於理事之選任已有新制度確立，下次新總裁之選舉，當能爲今後樹立新慣例，約有下列各種可能：第一，現任總裁在理事會中具有莫大之權力，可能由其指定繼任人選。第二，理事會可以自行在理事中選出新總裁。第三，可能由政府指定人選，因政府於必要時可以改變其法律也。總裁之地位似非常重要，關係全國之福利，尤以在理事會中富

有權力之總裁爲甚。新總裁如由政府選出，當能獲得外面之有力支持。主張中央銀行「獨立」者，對此種措置，當然反對，但政府可能採取此種動作。實際上新總裁之選任，究竟取何方式，則須視當時政治情況而定。總之，法律如無多大變更，則最可能者，係由理事會選出新總裁，但彼等之選擇，必須取得當時政府之默許。

但總裁所由選擇之範圍，至爲寬廣。第一次大戰後所有兩次總裁之選任，均係將行內職員升任理事，再由理事而任副總裁，由副總裁而選爲總裁。表示英蘭銀行最能幹之高級職員有變成總裁之可能。英蘭銀行之總裁，由行內服務多年之職員充任，有人認爲不當；蓋如此重要之一般政策之決定，決不能委諸一銀行匠也。余以爲此種政策之性質，如爲貨幣政策，則上述理由，實不容忽視。但有人可以諾曼之業績爲之辯護。且另一方面，總裁對於中央銀行之實務，金融市場之特點等，必須有充分之認識，故又似最好由行內人員升充總裁。諾曼總裁對此種種情形，甚爲明瞭，彼之使其幹練職員多多獲得廣泛之知識與經驗，或爲其對英國最大貢獻之一。

另一問題，爲總裁任期之長短問題。即在第一次大戰前，已感任期一年，實太短促（註一〇）。根據經驗，即二年（當時慣例爲任期二年）亦嫌太短。由於諾曼之長期担任總裁，一般人對此問題之意見，極爲紛歧，余則以爲任期長久較佳。但此亦不過爲一種意見，並非定論。吾人必須加以討論。反對任期太短者，有兩種理由：第一，總裁之獲得信任，連續性與經驗知識，非短期內可以成功。第二，任期愈短，則在一代之中所需之總裁人數將愈多，而精幹勝任之總裁，又爲數甚少。另一方面，總裁之任期如無限制，則對如此大權可能委諸一不負責任者，亦可能

因一人任職太久，致在後數年內不能作最有效率之經營。余經權衡輕重之後，贊成總裁之任期應為無限期；但應規定一退休之年齡。對於總裁不負責之顧慮，可以慎重限制選任之範圍以避免之。不能勝任之總裁，可由國會罷免。至於退休之年齡，則頗難規定，因吾人所選出之總裁，其精力衰退之年齡，因人而異，且相差極大；最好之解決辦法，為規定一普通之退休年齡，如六十五歲，但經理事會動議，得國會之同意，得予延長，每次三年，以至七十五歲為止。凡此均係建議而已。但此等問題，遲早終將發生。

關於副總裁之問題，則比較簡單。吾人須知副總裁之地位極有權威，即使最獨裁之總裁在位時亦然。在第一次大戰以前，副總裁僅係總裁之助手，現在則副總裁之地位頗高。最關重要之決定，亦有在副總裁主持之理事會中決定者〔註二〕。第一次大戰後副總裁多由行中重要職員升任，已成慣例；此制頗有足取之處，蓋副總裁如能具有充份之專門知識與經驗，總裁所自產生之範圍即可推廣，不必限於銀行技術人材矣。但如欲此制運行有效，副總裁繼任總裁之絕對權利，必須取消。余以為吾人當然不能於選任總裁時根本剔除副總裁之被選資格，惟副總裁亦不應有繼任總裁之特權。至其任期，除總裁與諸理事對其職權之繼續認為不滿時應有權請其退休外，亦無加以限制之理由。彼顯然隸屬於總裁之下，吾人自可相信總裁為其本身之利益計，必能注意其屬員之皆能稱職也。

現吾人可討論利潤之分配問題。英蘭銀行為一股份公司，資本係私人所供給，其利潤之一部份自須付與

股東。但有兩點與一般股份公司不同：第一、中央銀行應時時表示資金充足。中央銀行制度之間滑運行，有賴於無條件之被人信任其負債足以由資產抵充，故中央銀行即有虧蝕，亦必表示其並未發生虧蝕。每年必須分紅，且紅利不能低於某一水準。如中央銀行因正當之經營而發生損失，則須以祕密準備彌補之，或由政府設法補助之。第二、中央銀行不能在經常業務中增加紅利，否則將被人指為以股東利益置於國家利益之上。故過分之損失與獲利均非所宜。最好之方法，即為各年支付平穩之紅利，運用祕密準備或政府帳戶以調整之。

現英蘭銀行已支付平穩不變之紅利多年，上次大戰結束時，紅利曾有增加，因當時一般利率與生活費用均已增加，英蘭銀行即決定以已增之財富，分配一部分於股東。在一九三一或一九三二年，根據同樣理由，紅利本應稍稍減低，當吾人回憶彼時財相與金融界之談話，余頗惜其實際未作任何之變動。惟如上述，紅利之減低在可能範圍內務必設法避免，即如一九三一年之情形，亦有遵守此規則之必要，雖顯然有欠公平之處。

與流行一部份人間之印象相反，英國政府享得英蘭銀行大部份之利潤。利潤分配之方法，係根據一八四四年與一九二八年之法案，即將英蘭銀行分成發行部 (Issue department) 與銀行部 (Banking department)。在許多方面，此種畫分並無意義——例如兩部之管理與一般政策均未分開。在傳統上此種畫分不過為一種方法，俾發行之業務與銀行業務完全隔離而已。吾人以下討論發行之管理時當再論及。但此種畫分對於利潤之分配有關。發行部在發行鈔券時，須獲得同額之資產。此項資產，係黃金與政府證券。發行部之利潤，即為此項

資產所生之利息，減去其印刷鈔券之費用。一九二八年之通貨與銀行鈔券法案（The Currency and Bank Notes Act of 1928）中規定，此項利潤，必須歸於政府。此項利潤之大小，須視三個因素而定（減去極少之費用）：（一）所存政府證券之數量，（二）證券利率之高低以及（三）英蘭銀行對此項資產之估價。此三者為英蘭銀行利潤變動之最大因素——故利潤之劇變，係由政府所承受。銀行部之利潤（通常為股東之利潤）則比較平穩。如果利率之變動甚大，行中存金之價值估計有高下，或發行部所持之證券量變動甚大——即保證發行（fiduciary issue）有變動——則政府即將獲得利潤或遭受損失。余並非以為吾人將中央銀行分為兩部之制度值得他國效法（註二），但對於利潤與損失之分配，確有方便之處。經過此種處理，股東所分得之利潤相當平穩。此項利潤額為外人所不知（註三），但亦有事實足以證明其數目極大：例如英蘭銀行有一非常糜費之重建行會計畫。

## 第二節 美國與其他國家之中央銀行

美國之中央銀行由十二個銀行聯合而成，謂之聯邦準備銀行（Federal Reserve Banks）。此項制度，創於一九一三年。但自一九一三年以來，對於中央銀行之觀念已有改變，故此制歷經修改，至今變成混和各種特點之制度。讀者如欲澈底明瞭聯邦準備制度之組織，則應參閱其歷史之記載（註四）。吾人之討論，則僅略述此

制之梗概而已。

聯邦準備制度 (The Federal Reserve System) 包括十個聯邦準備銀行，每行各以美國某一地理區域爲其業務範圍。準備銀行之資本，係由當地「會員銀行」(member banks) 認繳。「會員銀行」即所轄區域內之商業銀行，因有法律規定或因被利益所吸引而加入此制度，故美國大部份銀行，包括各種大小之銀行，均爲會員銀行。會員銀行對此制之運行，有極弱之控制力，因在個別準備銀行之理事局中會員銀行得選出若干理事。但所有一切中央銀行之基本業務，則由一中央機構管理，此即聯邦準備制度之理事局 (The Board of Governors of the Federal Reserve System)。吾人所注意者，亦即此中心機構之組織。理事局中有理事七人，由總統任命，須經參議院之同意，任期爲十四年。在此七人之中，有主席與副主席各一人，由參議院選舉，任期爲四年。理事局不但能控制整個制度之運行，並可指派各個準備銀行之主管人員。因此美國之中央銀行，係由任期較長且由政府任命之理事所管理，此項制度，全係新創，現在吾人尙不能對其有所批評。

依照法律規定，聯邦準備銀行應將利潤提出一部作爲準備金 (reserve capital)。股東每年可得六厘之累積股利。多餘之利潤，則歸與聯邦國庫 (Federal Treasury)。此種將利潤分作準備金、定額股利及餘數歸予政府之辦法，已爲二十世紀設立之中央銀行所共同採行。美國黃金準備，全被國庫收藏，故金價變動不至影響聯邦準備銀行之利潤。

法蘭西銀行(The Bank of France)與英蘭銀行同樣爲一普通股份銀行，但總裁與副總裁等則由政府任命，政府不滿意時並可更換。過去股東有權選舉理事及其他重要職員，故「二百家」(two hundred families)股東對行內之理事會有極大之影響。但近來則政府之控制力量日趨增加，政府有重大改組時，總裁亦隨之更換。總裁有時僅處於公務人員之地位而已。此種情形，一般保守之意見，或將以爲政治之干涉過甚；但就最近法國之經濟情形觀之，政府增強對中央銀行之控制力量，實能減輕法國當前之困難也(註一五)。

第一次大戰後所設立之中央銀行，其所有權歸諸普通股東，已極普遍；但亦有由商業銀行供給資本者。然無論如何，紅利均受法律限制，剩餘之利潤則歸政府。

中央銀行因執行任務而發生特別之利潤或損失，有時特經立法規定，須由政府享受或負擔。例如一九三一年之南非準備銀行(Reserve Bank of South Africa)因英鎊脫離金本位，致其準備金價值大減，此項損失，即由政府負擔。又如最近數年，中央銀行有因黃金準備漲價而致獲得特別利潤者，此項利潤，亦歸諸政府。

關於普通股東或商業銀行擁有中央銀行所有權之一般原則，有二重要之例外，此即加拿大銀行(Bank of Canada)與紐西蘭準備銀行(Reserve Bank of New Zealand)是。此二銀行之股本，本由人民認購。但因急進之政府登台後，欲對中央銀行增加控制之權力；紐西蘭銀行之全部股本，即由政府強迫收買；加拿大銀行則增發官股，使政府擁有多數之股權。

關於理事之選任，各國制度，相差甚遠。或則股東有控制權，在此情形下，往往發展成爲由舊理事會選出新理事之制度，例如英蘭銀行是。或則政府有權指派理事，理事之任期，以五年至七年爲普通。中央銀行法令中常規定理事應由何種階級中選出；例如一般規定若干理事應代表商業之利益，若干理事應代表農業之利益，若干理事則代表工業之利益等等。美國聯邦準備制度以前常依此法選出其大部份之理事——其遺跡現尙存在各準備銀行理事局中。有時理事之選舉，必須爲各地理區域之代表。此類規定，旨在使中央銀行於決定政策時，能顧及全國一切重要之利益。有人以爲理事如係代表各種利益，將使理事會之意見至爲紛歧，使各人固執各類人民之利益而不易獲得協調。美國最近已變更法律，削弱代表各種利益之色彩，頗有意義。英蘭銀行不拘形式。選擇理事之方式，其一大優點，即理事雖由各業選拔，但不須自覺的代表某部份人民之利益。於是各方面均能顧到，而各理事因非各業各地之正式代表，故易於獲得一致之見解。各國中間或亦有規定財政部長爲官方理事者，雖此種官方理事在理事會中不一定有投票權。

總裁與副總裁常由政府指派，任期七年或若干年不等。另一種方式則係由政府認可，印度準備銀行之制度，即屬此類中之較複雜者。總裁與副總裁間以及總裁與理事會間之權力雖有劃分，但一般言之，大權恆操在總裁之手。此種情形，或因各理事代表不同之利益，故不能組成一和諧之整體，或因理事係由遠地選出之故。例如若干理事來自孟買，若干來自加爾各答與馬特雷斯（Madras），理事會之集會極少，故大權不能不集中於總

裁與副總裁之手。各國政府對於總裁有較大之指派力量，對理事之指派權則較小，但實權又在總裁身上，此即表示各國政府對中央銀行有實際之控制力也。

以上所述，均係代表一九三七年之情形。但世人對於控制中央銀行之觀念，時有改變，而中央銀行之組織，亦即隨之而改變，今日各國政府對中央銀行之控制力相當可觀，而十年前則極為微弱也。

### 【附註】

【註一】 下文討論不擬詳及各中央銀行組織，讀者欲知細節，可參閱 Kiseh and Elkin, *Central Banks*。

【註二】 英蘭銀行不僅為英格蘭之中央銀行，且為整個大不列顛聯合王國及北愛爾蘭之中央銀行，英蘭銀行之對 *Other Banks* 之直接控制與對 *Scottish and Ulster Banks* 之間接控制，使吾人可認為英蘭銀行為英格蘭之中央銀行，當然此為簡便的說法，其意義如何，吾人不能確知，作者以為就國際貨幣問題之觀點而論，對英格蘭之銀行與其他銀行之關係作一研究，頗具意義，但須以有正確事實為條件，而此則甚不可能。

【註三】 資本為 *shares* 可以分割為任何小數，而 *notes* 則為不可分之單位，但此僅為形式上之分別。

【註四】 吾人不擬詳述投票規則，因此僅為形式問題，如股票持有人充分發揮其法定權力，則必即為立法機關所阻止。

【註五】 除非有一公認之退休年齡。

【註六】 學者尚以為（如 *Trippli: British Banks and the Money Market, p. 35*）總裁二年一選而無重選，實則不然，總裁被選任期一年，第二年須被重選。

〔註七〕 英蘭銀行有權任用一二青年董事爲專任董事，予以相當高之薪俸。

〔註八〕 除每週較正式之董事會外（如董事會開會一小時以上，則倫巴特街必有金融恐慌，尙有許多委員會，此等會議，至少對晚進之董事而言，爲繁重之例行工作。

〔註九〕 此並非謂現有選舉制度已臻理想，而僅謂目前運行甚爲順利而已。

〔註一〇〕 關於戰前經驗，可參閱作者所著之 *Bank of England Operations, 1890—1914* 在該書中，作者之結論爲：…技術上之遲疑不決，有時由於總裁之才幹，但大都由於總裁之未臻熟諳。

〔註一一〕 例如一九三一年九月要求政府停止金本位之決定，經過一星期金融恐慌之緊張，總裁體力不支，董事會由 *Ernest Harvey* 代理主席。

〔註一二〕 印度新成立之準備銀行稍較此爲複雜。

〔註一三〕 每年在公布之數字上列一數額，名爲公債金，但此係爲保持較穩定之紅利之用，英蘭銀行且可低估其資產價值以隱蔽其利潤。

〔註一四〕 關於組織問題，最佳之著作爲 *H. P. Willis, The Federal Reserve System* 關於此制度之運行，文獻極多，讀者可先讀 *Burgess, Reserve Banks and the Money Market*, *Rieffler, Money Rates and Money Markets in the U. S.* 及 *Hardy, Credit Policies of the Federal Reserve System*。

〔註一五〕 或以爲此爲政治管制之危險之佳例，蓋政治家常爲解救目前困難而招致將來更大困難。

## 第五章 中央銀行之業務 (註二)

### 第一節 英蘭銀行業務概況

英蘭銀行之基本任務，在行使中央銀行之職能。——即管制商業銀行，以支持政府之貨幣政策。至英蘭銀行之主要業務，可列舉如下：(一)發行紙幣，(二)為銀行之銀行，(三)為政府之銀行，(四)經營少數普通銀行業務，(五)為貼現市場資金之最後來源。就中央銀行立場言，上述各種業務，並非完全必要。其中有一二業務，甚至可謂為障礙。英蘭銀行若干業務，對外保守秘密，其他部分對外公開。根據一八四四年與一九二八年條例之規定，英蘭銀行每週須發表一資產負債表，名曰英蘭銀行報告(Bank Return)，茲試將此報告中之各項目一加分析。

關於銀行部發行部會計之劃分，本書前已述及。此種劃分，雖有其優點，但在決定政策時，吾人對於此種劃分，可以不加注意。

一九二八年之通貨與紙幣條例(Currency and Bank Notes Act)對紙幣發行有所規定。關於管理紙幣發行之原則，容後討論。此處僅述法令之規定及英蘭銀行帳面之調整。根據一九二八年條例之規定，英蘭銀

英商銀行每週報告 (1937年7月22日至28日)

銀行部		銀行部	
經營發行額	鎊	政府借款	鎊
在流運者	498,338,710	其他政府證券	11,015,180
在銀行部者	28,067,915	其他證券	185,134,969
		保證發行額	<u>3,835,808</u>
		金幣與金塊	200,000,000
			<u>326,405,625</u>
			<u>521,408,895</u>
資本	鎊	政府證券	鎊
公積	14,533,300	其他證券	114,410,022
政府存款	3,551,532	貼現與放款	5,811,909
其他存款	10,528,723	匯券	<u>20,855,435</u>
銀行存款	104,259,233	紙幣	26,627,344
其他帳戶	<u>37,322,366</u>	金銀幣	28,067,915
			<u>1,109,543</u>
			<u>170,214,824</u>

行在一定數額內，得以證券準備發行紙幣；逾額須有十足黃金準備。以證券為準備之發行稱為保證發行，其數額照條例所規定，計為二萬六千萬鎊。但財政部得因英蘭銀行之請求而增減之。如保證發行額超過二萬六千萬鎊歷時達二年，則須經議會審查。目前之保證發行額為二萬萬鎊。以黃金為準備之發行額，受英蘭銀行庫存黃金數額之限制。標金（standard gold，含純金十二分之十一）每盎斯價值三鎊十七先令十便士半。上表所列「金幣與金塊」三萬二千六百餘萬鎊，意即英蘭銀行存有一定重量之黃金，依標金每盎斯價值三鎊十七先令十便士半折算，供值三萬二千六百餘萬鎊。但如以當時市價折算，價值將遠在五萬萬鎊以上。英蘭銀行之保證發行額既為二萬萬鎊，而存金又價值（按法價折算）三萬二千六百萬鎊，則依法可發行紙幣五萬二千六百萬鎊。是項紙幣事實上業已印發，其中四萬九千八百萬鎊在市面流通（包括股份銀行庫存之紙幣），二千八百萬鎊存在英蘭銀行（存在「銀行部」）。後者為法定最高發行額中尚未使用之部分；英蘭銀行可增加流通額二千八百萬鎊，或減少存金二千八百萬鎊，而不必變更保證發行額或不與法令抵觸。

在發行部，資產方面之「金幣與金塊」一項，前已說明。其他項目，均為作保證發行準備之證券。第一項為「政府借款」，乃帳面上之記載，表示政府直接向英蘭銀行借款之數額。政府借款淵源甚早，往昔英蘭銀行須貸款一定數額予政府，始得發行同額之紙幣。「其他政府證券」亦為政府借款，但出於債券方式。至「其他證券」亦為債券，但為印度政府或其他信用卓著之借款人所發出。

在銀行部，「資本」係股東先後所認購之股本數額，「公積」為未分配之利潤，亦稱「資本準備」(serve capital)。上述二項，在金融上並不重要。「政府存款」一項，表示英政府存款，包括財政部存款、儲蓄銀行存款、國債佣金及利息帳等。此項目數額之增加，表示政府對人民之付出，多於收入，反之則否。在「其他存款」中(註二)，「銀行存款」極為重要，蓋此係商業銀行在英蘭銀行之存款，是項存款在英蘭銀行帳上，表示各行有權向英蘭銀行支款之數額。當討論商業銀行時，吾人已知商業銀行對於存在英蘭銀行之存款，視同現金準備，故如商業銀行以現金準備之多寡，為限制放款之標準，則英蘭銀行報告中銀行存款之多寡，即為其可能的貨幣供給總額之指數。「其他帳戶」表示普通存戶在英蘭銀行之存款，其中有其他政府(印度政府為最大存戶之一)、外國銀行以及不列顛帝國各地銀行(British Empire banks)——其中有若干中央銀行——此外尚有少數大公司與歷史悠久之商號，彼等與英蘭銀行早有往來。至中央銀行於本身業務外是否應兼營普通銀行業務問題，以後猶將論及，目前吾人須注意者，此項目既非中央銀行業務，且其數額變動甚微，故在金融上亦不重要。英蘭銀行現不接受新存戶，而舊存戶之存款，較之全國各銀行之存款，亦微不足道。吾人計算全國銀行存款總額，嚴格言之，必須於商業銀行之存款外，加上英蘭銀行報表中之「政府存款」與「其他帳款」。至英蘭銀行之「銀行存款」並非銀行貨幣(Bank Money)總供給額之一部分(註三)。就「政府存款」與「其他帳戶」而言，英蘭銀行與普通銀行無異，就「銀行存款」而言，則英蘭銀行為銀行之銀行。惟於此尚須

申一言者，即各商業銀行並不能變更現金 (cash) 供給之總額，而僅能在此總額中變更其組合 (composition) 而已；此正與社會各界不能改變貨幣供給之總額而僅能改變其組合相同。

至於銀行部之資產方面，「政府證券」一項，表示銀行部保存之英政府債票、國庫券等，大致與商業銀行資產負債表中之「投資」項目相當。英蘭銀行可經由證券市場或貼現市場買賣政府證券，或直接與政府往來，或以普通銀行之貸款方式，對政府作墊款 (ways and means advances) 以隨時變更此一項目。「其他證券」一項可再分為「貼現與放款」(簡稱貼放) 與「證券」二目。此二目可包括同一之資產，其區別在於「貼現與放款」項下之資產，為借款者所提供以請求貼放者；而「證券」項下之資產，則係英蘭銀行本身向市場覓購者。

對「貼放」與「證券」二項目之變動，作進一步之說明，將有助於對英蘭銀行業務之瞭解。「貼放」下有四項目，其細數吾人不知其詳，其中若干項目往往為零。此四項目中，有二項屬於英蘭銀行之普通銀行業務，即對其原有顧客之票據貼現與放款，後者或為透支，或為放款。另外二項目係由於其與貼現市場之關係而發生者。其區別並非謂貼現市場之分子不是英蘭銀行之顧客，貼現商行通常亦在英蘭銀行開列帳戶，但彼等對英蘭銀行之關係，與普通存戶對英蘭銀行之關係，其重要性完全不同。因普通商行及個人存款於英蘭銀行，實視其與普通銀行無異也。上述「貼放」之第三、第四兩項目為對貼現商行之票據重貼現與附有抵押品之放

款。英蘭銀行對貼現商行貼放之條件，較之對普通顧客者迥異。對普通顧客交易，其所提供之抵押品，以及貼現票據之等級與流通期間等等，並無公定規則；利率與貼現率亦然，每一交易均為直接磋商。英蘭銀行之一般利率之高低，雖受其他金融機關利率之影響，但因磋商而決定之利率，並不受其限制。至另一方面，對貼現商行之交易，則有公定之規則。重貼現之票據與放款之抵押品均須經信實之英商二家簽名，且其中之一須為銀行或其他信用卓著之金融商行 (financial house)；其流通期間，通常以三月為限，到期愈早則愈為歡迎。對票據之重貼現率即有名之「銀行率」 (bank rate)，每星期四由董事會議決定，在特殊情形下則由特別會議決定〔註四〕。「銀行率」通常高於市場利率，而放款（通常期限為二一星期）利率又較銀行率高百分之〇·五。貼現商行無論向英蘭銀行重貼現或借款，其所需支付之利率，均高於市場利率。——故銀行率無異為「懲罰利率」 (penal rate)。因之，當貼現商行向英蘭銀行融通時，市場利率即趨上升。蓋貼現商行出高利獲取之資金，自惟有提高票據貼現率，始足償其損失也。

「貼放」一項之增加，表示英蘭銀行對貼現商行之貸款增加。——表示市面全在英蘭銀行 (The Bank) 是 (ket is in the bank) ——亦即貼現商行被迫向英蘭銀行融通，或以票據重貼現，或請求貸款，致市場利率被迫提高。「貼放」之增加，大都為商業銀行以現金比率過低，向貼現市場收回放款之結果。蓋如各銀行均收回放款，則貼現市場惟有告貸於英蘭銀行，而英蘭銀行處於中央銀行地位，亦必隨時準備貼放，對貼現市場乞

援，決不能拒絕，英蘭銀行可課以任何其所認為適當之利率，但必須貸款，因其為最後之貸款者（the lender of last resort）也。

「其他證券」一項之第二部分為「證券」，包括其他政府之票據、債券等等，得由英蘭銀行自動選購。此外，英蘭銀行為協助新事業如聯合自治領信託公司（United Dominions Trust）銀行家實業發展公司（Bankers' Industrial Development Company）以及附屬該行之證券管理信託公司（Securities Management Trust）之建立而購入之股票、公司債券，亦包括在內。「證券」項下有時亦有普通商業匯票，但戰後商業匯票稀少，國庫券充斥，英蘭銀行極少購買商業匯票。其他政府之債券（如印度政府）不歸於發行部者，即屬於此「證券」項下。又英蘭銀行向其「普通顧客」（即該行原有少數普通顧客其中有若干規模宏大之股份公司）購入之公司債券，亦屬於此項。

在資產方面，「其他證券」之次項為「紙幣」。此項數額在發行部負債方面亦有記載，故為一「對銷帳戶」（offsetting）。以發行部與銀行部之會計合併，則此項在雙方均須銷去（註五）。在一定的保證發行額與存金額下，「紙幣」一項，表示英蘭銀行未用的發行權。最後一項為「金幣與銀幣」，數額極小，最近僅包括銀幣，係準備撥發於商業銀行，以供小額交易之需。

上述多數項目之數額，表面上視之，似非英蘭銀行本身行動之結果，而為適應顧客——商業銀行、英政府

及其他——之需求，以及盡最後貸款者之職責之結果；但有若干項目——最明顯如「政府證券」一項——即在表面上亦不能如此解釋。英蘭銀行並非純粹被動，唯顧客之命是聽之機關，蓋即使由行外發動之交易，英蘭銀行亦可寬嚴其條件以影響之。關於英蘭銀行主動之方法及其結果，吾人即將述及。

## 第二節 英蘭銀行爲現金準備之控制者

英蘭銀行之業務爲管制商業銀行，管制商業銀行須基於下列二點：其一爲商業銀行須隨其現金準備數額之大小，而改變其重要銀行業務；其二爲中央銀行對現金數量之控制。前者已在第二章說明，茲闡述英蘭銀行控制現金供給之方法。

現金可分二類，第一類爲普遍接受之貨幣，他人願以較不普遍接受之銀行存款與之交換。第二類爲商業銀行視同貨幣之資產或債權。所謂銀行之「流動性」即在存戶提存時，可付予第一類現金之能力。第二類現金所包括者，即商業銀行視其與第一類現金有同等之流動性者。此等定義，極爲粗率，但如應用於英國之情形，當甚熟悉。第一類現金包括一切法幣——銀幣銅幣及英蘭銀行紙幣——爲最普遍接受之貨幣。第二類現金包括英蘭銀行之「銀行存款」。數十年來，英蘭銀行對存款提取，均能付以紙幣，使「銀行存款」對商業銀行之功用，與英蘭銀行紙幣無異。

在英國，現金亦可作如下之分類：其一、造幣廠因英蘭銀行之請而供應之銀幣與銅幣；其二、英蘭銀行之若干負債——紙幣與「銀行存款」。在此二類現金中，第一類不甚重要，因其數額變動極微，同時，銀行與人民均欲將此笨重貨幣之存額減至最少；故銀幣與銅幣供給之改變，對貨幣總供給之改變，不發生重大影響。至紙幣與「銀行存款」，則情形完全不同，一旦如有增加，必使貨幣供給大增。在第二章所討論之條件下，商業銀行為獲取生利資產而創造存款，須視其現金準備而定。如其他情形不變，紙幣與「銀行存款」增加，必使各銀行之存款總額增加。反之則否。故英蘭銀行如能控制紙幣與「銀行存款」之數額，必能控制全國銀行之存款數額。在今日之經濟組織下，吾人必須承認一事實，即紙幣之數額，極似銀幣與銅幣，變動極微，英蘭銀行並不直接增加商業銀行保存之紙幣額，正如人民可存入紙幣或提出紙幣，以增減其在商業銀行之存款；商業銀行亦可存入紙幣或提出紙幣，以增減其在英蘭銀行之存款。當各商業銀行提出紙幣，英蘭銀行報告之表示為：資產方面，「紙幣」減少，負債方面，「銀行存款」減少；反之則否。

就商業銀行而言，紙幣一如在英蘭銀行之存款，均為不生利之資產。商業銀行需要紙幣，僅為應社會之需求，並保持適額之庫存。其保存紙幣之數額，習慣上約為存款之百分之四·五。如向英蘭銀行取出較多之紙幣，則或因社會需要較多貨幣流通，或因存款總額增加。（對於社會需要，暫置不論。）存款總額之增加，由於商業銀行增加資產而來。而銀行增加資產，又須先增加現金準備。當存款增加時，銀行所存紙幣低於百分之四·五，

其另一部分現金準備——在英蘭銀行之「銀行存款」——必需增加。故如英蘭銀行能決定「銀行存款」之數額，並能充分供應適合於此數額之紙幣，則必能控制商業銀行之一般業務。

如商業銀行現金準備之變更，係由於社會需要之變動，則情形稍有不同；但影響仍與前同。設社會需要較多紙幣流通，顧客向銀行提取紙幣，於是其存款減少，紙幣增加，商業銀行之情況則為：其存款與現金準備作同額之減少，於是現金比率降低，相對於新（較低的）存款數額而言，紙幣太少，而「銀行存款」則稍多。如英蘭銀行並無動靜，則商業銀行為適應現金數額計，將收縮生利資產，因而收縮存款。同時，將向英蘭銀行提取若干紙幣，以恢復其正常的現金準備之組合；而英蘭銀行之存款與紙幣，則同時減少，茲以數字舉例如左：

第一情況（單位百萬鎊）

英蘭銀行銀行部

銀行存款	一〇〇	未發行紙幣	八〇
其他負債	一三〇	其他資產	一五〇
合計	二三〇	合計	二三〇
商業銀行			

存款

二、二〇〇

存英蘭銀行現金

一〇〇

庫存現金

一〇〇

生利資產

二、〇〇〇

合計

二、二〇〇

合計

二、二〇〇

現金總額對存款之比率……………百分之九左右

在英蘭銀行現金對存款之比率……………百分之四·五左右

庫存現金對存款之比率……………百分之四·五左右

第二情況（社會紙幣流通額增加五千萬鎊後）

英蘭銀行銀行部

銀行存款

一〇〇

未發行紙幣

八〇

其他負債

一三〇

其他資產

一五〇

合計

二三〇

合計

二三〇

商業銀行

存款

二、一五〇

存英蘭銀行現金

一〇〇

中央銀行之業務

庫存現金	五〇
生利資產	二、〇〇〇
合計	二、一五〇

現金總額對存款之比率……………百分之七  
 在英蘭銀行現金對存款之比率……………百分之四又三分之二  
 庫存現金對存款之比率……………百分之二又三分之一

第三情況（商業銀行對現金準備之減少發生反應後）

英蘭銀行銀行部

銀行存款	七五	未發行紙幣	五五
其他負債	一三〇	其他資產	一五〇
合計	二〇五	合計	二〇五

商業銀行

存款	一、六五〇	存英蘭銀行現金	七五
		庫存現金	七五

合 計

一、六五〇

合 計

一、六五〇

生利資產

一、五〇〇

現金總額對存款之比率……………百分之九左右

在英蘭銀行現金對存款之比率……………百分之四又二分之一左右

庫存現金對存款之比率……………百分之四又二分之一左右

第三情況決不會實現，蓋商業銀行如深信紙幣將自社會流回，必不願收縮其生利資產。當社會復將紙幣存入，銀行即恢復第一情況。此種情形幾每日發生（在某種限度內）。每日清晨，支付者取出紙幣以應本日需要，此紙幣流入商人之手，下午三時前，各商行之出納員來銀行存入紙幣，若干紙幣或於次晨存入，故銀行每日上午十時三十分時約為第一情況，至下午二時三十分轉入第二情況，迄次晨開業後不久即恢復第一情況。每週未亦發生同樣情形。每星期五下午，各廠商出納員去銀行提取紙幣，於當晚或次晨發放工資，星期六下午晚間，工人及其眷屬付款予商人，星期一早晨則支付房租，於是紙幣又流回銀行。星期二與星期五晨，銀行係在第一情況，星期六晨轉入第二情況，然後又恢復第一情況。

前數段中所述之「紙幣」係包括銀行紙幣以及銀幣、銅幣在內，銀幣銅幣數額極微，但其作用完全相同。在討論紙幣發行之限制時，吾人可說知英蘭銀行應隨時保存有適量之紙幣與硬幣，以應付商業銀行之需求。

紙幣與硬幣之性質，頗為相似，二者之變動均微。

茲回述上舉之例。吾人已知銀行如安於目前現金比率之低落，可不轉入第三情況。但即使銀行認為必須恢復其現金比率，仍有可能避免轉入第三情況。現金比率之下降，係由社會需要較多現金流通，英蘭銀行純在被動地位。如英蘭銀行能提高「銀行存款」，則現金比率仍可保持。但商業銀行必感庫存現金短絀，須向英蘭銀行提存，以資補救。於是最後情況如左：

第三情況(甲) (在英蘭銀行已供給較多現金後)

英蘭銀行銀行部

銀行存款	九七	未發行紙幣	三三
其他負債	一三〇	其他資產	一九四
合計	二二七	合計	二二七
商業銀行			
存款	二、一五〇	存英蘭銀行現金	九七
		庫存現金	九七
		生利資產	一、九五六

合 計

二、一五〇一合 計

二、一五〇

現金比率與第一、三種情況同。

在此情況下，商業銀行並未完全恢復第一情況。蓋因社會提取現金，存款數額減少五千萬鎊。至人民手中之貨幣總數，則與第一情況相同，僅紙幣作同額增加，而存款減少而已。此種結果，或為英蘭銀行所希求者。但英蘭銀行亦可使商業銀行之生利資產，不受擾亂。欲達此目的，「銀行存款」須恢復原來之一萬萬鎊，同時英蘭銀行更須將三百萬鎊之紙幣，轉入商業銀行。如此，則商業銀行完全恢復第一情況，但英蘭銀行情況則與前稍異：

第三情況(乙)

英蘭銀行銀行部

銀行存款	一〇〇	未發行紙幣	三〇
其他負債	一三〇	其他資產	二〇〇
合 計	二三〇	合 計	二三〇

商業銀行

(與第一情況同)

至人民存入紙幣之影響，讀者可顛倒上例得之。

無論人民向商業銀行存入或提出紙幣，英蘭銀行祇須對銀行存款能操縱如意，即可控制其影響。吾人分析紙幣流出銀行之影響，意在指出：無論社會對現金之需求若何，商業銀行之存款額，實視其在英蘭銀行之「銀行存款」而定。然則英蘭銀行如何控制「銀行存款」？

讀者或已在第一情況與第三情況(乙)之差別中，獲得解答之線索。在上述二情況中，商業銀行之情形完全不變，英蘭銀行之負債方面亦然，惟資產方面之組合有異：紙幣減少五千萬鎊，「其他資產」增加五千萬鎊，從前述之英蘭銀行報告中，吾人已知「其他資產」包括「政府證券」「其他證券」以及發行部之黃金。其他資產之增加，或由英蘭銀行主動，購入證券或黃金，放出現金；或由商業銀行向貼現市場收回放款，迫使貼現商行向英蘭銀行請求增加「貼放」；或由人民售金子英蘭銀行。但如英蘭銀行有意供應現金以援助商業銀行，而黃金又無增購之可能時，則惟有購買政府證券。此即從事「公開市場活動」(open market operations)。「公開市場活動」一詞，亦包括與上述相反之過程——即英蘭銀行為減少「銀行存款」，因而出售證券。

英蘭銀行可由控制資產數額以控制負債數額，一如商業銀行獲取各種資產，界于賣者以存款，因而控制存款數額。英蘭銀行有時應顧客之請（彼等提供資產，如匯票黃金等），因而變更其資產數額，一如商業銀行允許某君透支或承受其期票。英蘭銀行每可往市場選購證券及其他資產，以變更其資產數額，一如商業銀行

自證券市場購入政府債券，或自建築公司購入新廈，以增加其資產。

控制資產固可使英蘭銀行控制其全部負債；但「銀行存款」（控制商業銀行之工具）並非英蘭銀行之唯一負債。在英蘭銀行負債中，除資本不致變動，可以略去不論外，尚有「政府存款」與「其他帳戶」。如英蘭銀行資產總額與負債總額不變，政府存款增加，即「銀行存款」減少。政府之每一收入均有此影響，政府之每一支出均有相反影響，故如英蘭銀行資產總額不變，政府收入大於支出，則「政府存款」增加而「銀行存款」減少，於是商業銀行之現金比率下降。根據近十年之經驗，因政府存款之暫時增加而引起之現金比率之暫時下落，商業銀行往往置之不問；但長期的變動所引起之現金準備之減少，則使商業銀行緊縮信用。至「其他帳戶」之變動，雖不顯著，或為時甚暫，但其對「銀行存款」之影響則一。當其負債之組合改變時，如英蘭銀行不願使商業銀行之業務因之擾亂，則可增減資產總額（同時增減負債總額），以抵銷「政府存款」變動對於「銀行存款」之影響。例如「政府存款」因稅收旺盛而增加，則英蘭銀行應擴增資產總額，使負債總額之增加，等於「政府存款」之增加。如是則「銀行存款」不變，而商業銀行之生利資產，亦可不受影響。（註六）故英蘭銀行如能操縱其資產總額，則「銀行存款」以外其他負債之存在，並無礙於其對「銀行存款」之完全控制也。

關於英蘭銀行對商業銀行現金準備之控制，本節所述者僅為一般原則；即以增減資產總額之方法，控制

「銀行存款」之數額。以下吾人將英蘭銀行控制「銀行存款」之機械作用 (Mechanism)，詳加闡述，以爲補充。

### 第三節 英蘭銀行控制現金之機械作用

「銀行存款」之變動，由於下列三種變動而起：(一)英蘭銀行在市場購入國庫券；(二)英蘭銀行向黃金商人購入黃金；(三)政府收入超過支出（政府存款增加）。前二種爲英蘭銀行資產增加之例，後者爲英蘭銀行負債組合變動之例。本節之討論，僅以如何直接影響銀行存款爲限。至商業銀行之反應，則於他處述之。又第一例第二例不可與下列情形混淆：(甲)英蘭銀行直接向政府購入國庫券；(乙)直接向匯兌平準帳戶購入黃金。此二情形將於以後述之。

茲先述英蘭銀行直接自貼現市場購入國庫券之機械作用。此例較第二例爲簡單，因發行部可不受影響，吾人祇須注意銀行部與商業銀行即可。設起初之情況如左：

#### 第一情況 (註七)

英蘭銀行銀行部 (單位一百萬磅)

資本與公積

一八一 政府證券

政府存款	一〇	其他證券	二五
銀行存款	一〇〇	紙幣等	三〇
其他帳款	三七		
合計	一六五	合計	一六五

商業銀行

存款	二、二〇〇	現金（包括在英蘭銀行存款及庫存現金）	二〇〇
		生利資產	二、〇〇〇
合計	二、二〇〇	合計	二、二〇〇

英蘭銀行因欲藉增加「銀行存款」以擴張信用，向銀行以外之其他金融機關購買國庫券（註八），為數達一千萬磅。於其所存之政府證券增加一千萬磅（國庫券為政府證券之一種）。英蘭銀行簽付支票予買者，賣者售出國庫券，獲得支票，存入商業銀行，於是商業銀行之存款負債增加一千萬磅，同時商業銀行存有同額之英蘭銀行之支票，其情況如左：

第二情況

英蘭銀行銀行部

中央銀行之業務

資本與公積	一八	政府證券	一二〇
政府存款	一〇	其他證券	二五
銀行存款	一〇〇	紙幣等	三〇
其他帳款	三七		
未付支票	一〇		
合計	一七五	合計	一七五
商業銀行			
存款	二、二一〇	現金	二〇〇
		生利資產	二、〇〇〇
		英蘭銀行支票	一〇
合計	二、二一〇	合計	二、二一〇

商業銀行對英蘭銀行支票之處理，與對其他銀行簽發之支票同一——送往票據交換所。如其他情形不變，英蘭銀行於是日票據交換結果，當負欠商業銀行一千萬磅。英蘭銀行於是收回未付支票，而將「銀行存款」增列一千萬磅。其情況如左：

第三情況

英蘭銀行銀行部

資本與公積	一八	政府證券	一二〇
政府存款	一〇	其他證券	二五
銀行存款	一一〇	紙幣等	三〇
其他帳款	三七		
合計	一七五	合計	一七五

商業銀行

存款	二、二一〇	現金	二一〇
		生利資產	二、〇〇〇
合計	二、二一〇	合計	二、二一〇

總之，英蘭銀行向市場購入國庫券，付予本身之負債（〇〇〇），此種負債係用支票之形式，由售出國庫券者存入商業銀行，易得商業銀行之負債（即普通銀行存款）。商業銀行以此種英蘭銀行之負債向其易為另一形式之負債，即以支票向英蘭銀行易取「銀行存款」。又國庫券為英政府之負債，故全部過程為負債之交

換。迄至最後，政府較前多欠英蘭銀行一千萬磅，少欠社會各界一千萬磅。英蘭銀行較前多欠商業銀行一千萬磅，商業銀行較前多欠社會各界一千萬磅。此一舉措，在金融上之意義為商業銀行之現金比率提高，從而可擴大信用，增加貨幣之供給（註九）。

如英蘭銀行減少「銀行存款」，則過程與上述相反：英蘭銀行售出國庫券，收入購買者簽發之商業銀行支票。英蘭銀行取現之方法，即將其帳上商業銀行之存款，減去支票上所載之數額。事實上，即由英蘭銀行通知商業銀行：「貴行存戶以支票一千萬磅付予敝行，敝行對貴行之負債，因之減去一千萬磅。」此為英蘭銀行售出證券以減少「銀行存款」之例。

茲述英蘭銀行自黃金商人收購黃金之情形（即第二例）。英蘭銀行依法有按標金每盎司三磅十七先令九便士購金之義務，有時購金之價格且稍高。但自一九三一年後，金價遠逾此數，故吾人現在討論之購金情形，近年並未發生。但如將來上述之法價提高，則購金情形極有發生可能。設起初之情況如左：

### 第一情況

英蘭銀行發行部

紙幣發行額：

證券（保證發行額）

二〇〇

流通額

二七〇

黃金

一〇〇

銀行部庫存額

三〇

合 計

三〇〇

合 計

三〇〇

英蘭銀行銀行部

銀行存款

一〇〇

政府及其他證券

一三五

其他負債

六五

紙 幣

三〇

合 計

一六五

合 計

一六五

商業銀行

存 款

二、二〇〇

現 金

二〇〇

生利資產

二、〇〇〇

合 計

二、二〇〇

合 計

二、二〇〇

茲設黃金商人攜金至英蘭銀行求售，英蘭銀行收購一千萬磅，付予支票一紙，其會計上之處理因銀行部與發行部之劃分，致甚複雜：銀行部收購之黃金，轉送發行部，發行部依法可多發行一千萬鎊紙幣，付予銀行部，以償黃金之值。故銀行部一面付出一千萬磅，一面收入同額之紙幣。黃金商承受英蘭銀行支票，即存入普通銀行，於是，其存款增加一千萬磅，同時銀行將支票送往票據交換所，其在英蘭銀行之存款亦增一千萬鎊，其結果

如左：

第二情況

英蘭銀行發行部

紙幣發行額：

流通額

二七〇

黃金

一一〇

證券（保證發行額）

二〇〇

銀行部庫存額

四〇

合計

三一〇

合計

三一〇

英蘭銀行銀行部

銀行存款

一一〇

政府及其他證券

一三五

其他負債

六五

紙幣

四〇

合計

一七五

合計

一七五

商業銀行

存款

二、二一〇

現金

二一〇

生利資產

二、〇〇〇

合 計

二、二一〇一合 計

二、二一〇

「銀行存款」之增加，與黃金流入英蘭銀行之數額同，於是貨幣擴張（monetary expansion）開始進行。

至黃金自英蘭銀行流出，以致「銀行存款」減少之機械作用，可顛倒上面之論述得之。綜合英蘭銀行向市場購入國庫券之情形（即第一例），與售出黃金之情形（即第二例之反面），吾人可覘知英蘭銀行如何抵銷黃金外流對於銀行組織之影響。由於公開市場之活動，英蘭銀行可使銀行組織不受黃金國際流動之影響。外匯平準帳戶即為大規模而又祕密的運用此方法之機構。

最後，吾人闡述第三例——即政府收入超過支出，增加英蘭銀行之政府存款之情形。其機械作用如下：人民在其商業銀行存款中，簽發一千萬鎊之支票付與政府。財政部將此支票存入英蘭銀行——政府存款增加一千萬鎊，英蘭銀行將支票交予商業銀行，一面將其存款減去一千萬鎊——「銀行存款」減少一千萬鎊。商業銀行之現金準備降低一千萬鎊，其負債亦減少此數（因將各支票之數額在其顧客之存款中減去）設起初之情況為：

第一情況

英蘭銀行銀行部

政府存款	一〇	政府及其他證券	一三五
銀行存款	一〇〇	紙幣	三〇
其他負債	五五		
合計	一六五	合計	一六五

商業銀行

存款	二、二〇〇	現金	二〇〇
		生利資產	二、〇〇〇
合計	二、二〇〇	合計	二、二〇〇

當政府之收入超過支出一千萬鎊後，其情況如左：

第二情況

英蘭銀行銀行部

政府存款	二〇	政府及其他證券	一三五
銀行存款	九〇	紙幣	三〇
其他負債	五五		

合 計 一六五 一合 計

商業銀行

存 款

二、一九〇

現 金

一九〇

生利資產

二、〇〇〇

合 計

二、一九〇

合 計

二、一九〇

第三例與前述之第一例第二例不同。英蘭銀行未作積極的行動，其資產並無變動，僅負債之重分配已足使貨幣緊縮。

「其他帳款」變動之機械作用與「政府存款」相同。英蘭銀行負債之重分配，通常均在「政府存款」與「銀行存款」之間。

#### 第四節 英蘭銀行為最後貸款者

上節已說明英蘭銀行如何增減其資產以決定「銀行存款」，但未考慮其「最後貸款者」(Lender of last resort) 之地位。最後貸款為健全之中央銀行業務之要件。中央銀行之使命在穩定社會經濟，故當人民對現金需要有所變動，而對經濟有不良影響時，中央銀行須力足以阻抑之。如社會欲多留現金少留存款，中央

銀行須準備多供應現金，其方法為變更資產（如前所述）。但此不一定由中央銀行發動，中央銀行之責任乃在社會需要借款時，承受資產，貸予現款。關於此點，僅倍奇霍特（Beesly）在其所作「倫巴街」（*Lombard Street*）一書中，曾加以闡述。

英蘭銀行為最後貸款者，係間接達成其職能。如第三章所述，倫敦短期票據市場十分發達，貼現商行通常向商業銀行借款，以購買匯票。商業銀行認此種貸款極富流動性；因其深知如需收回時，貼現商行可隨時清償。貼現商行本身雖無現款，但在商業銀行需款時，可向英蘭銀行重貼現或短期借款，以為應付。當貼現市場向英蘭銀行融通時，英蘭銀行因處於中央銀行之地位，有貸放之義務（雖在法律上，英蘭銀行並無此義務）。

就中央銀行之任務而言，此一職能，似係嚴重之障礙。蓋中央銀行既為最後貸款者，則對現金準備將不能控制。如英蘭銀行為減少銀行存款起見，拋出資產，則商業銀行可經由貼現市場，向英蘭銀行借款，因而補足銀行存款。設起初之情況如左。

## 第一情況

## 英蘭銀行銀行部

銀行存款	100	政府及其他證券	110
其他負債	70	貼放	10

商業銀行	合計	紙幣
	一七〇	四〇
	合計	一七〇

存款	二、二〇〇	現金（包括存於英蘭銀行者）	二〇〇
----	-------	---------------	-----

活期放款與短期通知放款	一五〇
-------------	-----

其他資產	一、八五〇
------	-------

合計	二、二〇〇	合計	二、二〇〇
----	-------	----	-------

嗣英蘭銀行欲緊縮信用，售出證券一千萬鎊。

第二情況

英蘭銀行銀行部

銀行存款	九〇	政府及其他證券	一一〇
------	----	---------	-----

其他負債	七〇	貼放	一〇
------	----	----	----

合計	一六〇	合計	一六〇
----	-----	----	-----

中央銀行之業務

商業銀行

存款	二、一九〇	現金	一九〇
		活期放款與短期通知放款	一五〇
		其他資產	一、八五〇
合計	二、一九〇	合計	二、一九〇

於是商業銀行因感現金準備減少，向貼現市場收回一部分放款。貼現商行向英蘭銀行貸得一千萬鎊（英蘭銀行因係最後貸者，不能拒絕融通），以英蘭銀行支票之形式，付予商業銀行，銀行存款於是又回增一千萬鎊，其情況如左：

第三情況

英蘭銀行銀行部

銀行存款	一〇〇	政府及其他證券	一一〇
其他負債	七〇	貼放	二〇
		紙幣	四〇
合計	一七〇	合計	一七〇

商業銀行

存款

二、一九〇

現金

二〇〇

活期放款與短期通知放款

一四〇

其他資產

一、八五〇

合計

二、一九〇

合計

二、一九〇

「銀行存款」如恢復原數，現金準備亦與前同，但目前情況與起初情況有四點差異，其中三點，詳細比較第一情況與第三情況，即可發現：其一，英蘭銀行資產之分配業已改變：證券減少一千萬鎊，而貼放則增加同額。此種改變，對非營求最大利潤之中央銀行，並無影響。其二，社會各界手中之資產，業已改變：貨幣（在商業銀行存款）減少一千萬鎊，證券（英蘭銀行售出）增加一千萬鎊。此種改變將引起利率變動（註一〇），但通常變動甚微，可以不加注意。其三，商業銀行之流動資產與存款之比例，業已變動：現金比例稍稍上升，但其他流動資產——活期放款與短期通知放款——所佔比例則下降甚鉅。如流動資產之減少由於市場上缺乏是項資產，則銀行為遵守流動性第二準則，惟有聽任現金比率上升。但照吾人所考慮之情形，銀行必設法減少其他資產，增加流動資產。但增減相消，仍為信用緊縮。其四，乃前後情況間最主要之差異所在：二者間不同之處在銀行率較前更為有效。此改變不能在上列數字中看出，但極為重要。當商業銀行收回放款，貼現商行須向英蘭銀行告貸。

貼現商行通常向商業銀行借款，利率低於銀行率百分之一或百分之一·五。但向英蘭銀行重貼現，須照銀行率付息如為借款，則利率且高出銀行百分之〇·五，故彼等亦須提高票據貼現率，於是市場貼現率向銀行移動。此時銀行率十分有效，英蘭銀行可提高銀行率，使市場利率更趨上漲。英蘭銀行既為最後貸款者，在社會需要時，當然須增加現金供給，但可按所定利率取息。

英蘭銀行為現金之最後來源，故銀行率不但可控制貼現市場之短期利率，且為商業銀行決定業務方針之基礎。商業銀行之業務為供應現在貨幣以交換將來貨幣，從中取息，以為經營代價。為保持流動性計，商業銀行歡迎短期資產，其業務主要為短期放款，故為短期市場之巨擘。就一般情形言，銀行率為各種短期利率之標準，如普通透支利率，雖當高於銀行率，但亦大致隨銀行率而上下。對貼現市場之放款，幾於完全隨銀行率而變動，而市場貼現率，亦完全受制於銀行率。又商業銀行定期存款之利率（亦短期利率之一種）因通知後短期內可取現，亦常受銀行率之影響。

由是言之，英蘭銀行盡其最後貸款者之職責，並不妨礙其對銀行組織之控制，不過使其控制貨幣供給之權力，暫受阻抑而已。但因其為現金之最後來源，仍可對利率之高低，有極大之影響。關於利率控制或「銀行利率政策」(bank rate policy)對經濟情況之影響，將於下章述之。

## 第五節 英蘭銀行紙幣發行之限制

在以上各節中，吾人已述及中央銀行之權力乃基於其「現金最後來源」之地位。在英蘭銀行之例中，賦予調整「銀行存款」總數之權，為其所必需。但人民手存紙幣及銀幣銅幣之習慣以及銀行庫存鈔券之慣例等等，足以構成「銀行存款」與紙幣輔幣發行間複雜之關係。

商業銀行因現金準備之變動，而增減其生利資產乃至存款數額。在存款總額調整以後，商業銀行尚須增減其庫存現金，使能適應新的存款數額。其法即視變動之為膨脹抑為緊縮，將「銀行存款」換作紙幣，或以紙幣換作「銀行存款」。此種庫存現金之增減，當因人民對於紙幣需要之增減而加甚。英蘭銀行在增減「銀行存款」之數量時，須牢記「銀行存款」之增加必將引起紙幣需要之增加，「銀行存款」之減少必將引起紙幣需要之減少。讀者在上述各節之例中，可知英蘭銀行須存有若干未使用之紙幣，隨時供應需要。茲將此項未使用紙幣增減之情形，簡述如下：

英蘭銀行紙幣之放出與收進，與輔幣（銀幣銅幣）之收進與放出相同。英蘭銀行必須隨時準備商業銀行提取輔幣，俾便商業銀行得以隨時準備人民提取輔幣。因此英蘭銀行須備有適量之輔幣，否則對於「銀行存款」之增減即受拘束。英國之輔幣鑄造制度，保證英蘭銀行經常備有適量之輔幣。輔幣係由皇家造幣廠

(Royal Mint) 所造，該廠爲一政府機關，向金屬市場購入幣材，雇工鼓鑄。其所需款項，向英蘭銀行在「政府存款」項下撥付（與其他政府機關同）。該廠隨時準備英蘭銀行購買新輔幣，如英蘭銀行發現其銀幣存量減少（由於商業銀行之領換），可向皇家造幣廠購進銀幣。英蘭銀行付給款項時，祇須將該廠帳戶之存款增加即可（因此「政府存款」增加）。同時，皇家造幣廠支付原料工資款項時，祇須將其存款（「政府存款」之一部份）撥付即可。此種情形與其他政府支出之情形相同——故當商業銀行因人民需要銀幣而向英蘭銀行領提時，英蘭銀行可向造幣廠補進，使始終保持適當之數額，且此類輔幣之供給並無限制。故英蘭銀行在增減「銀行存款」之數額時，對於輔幣能否充分供應，可以毋須考慮。

但小額紙幣之發行則並不如此。英蘭銀行聽任商業銀行存入或提出紙幣，雖與聽任提出或存入銀幣相同；（其交易爲以「銀行存款」換取紙幣或輔幣，或以紙幣或輔幣換取「銀行存款」）但當英蘭銀行付出輔幣時，知有皇家造幣廠可無限制供應，而在付出紙幣時，則並無此種不竭之來源。蓋皇家造幣廠並不供應紙幣也。英蘭銀行雖有發行部，但該部發行紙幣，不能漫無限制。一九二八年之通貨與紙幣條例對於發行部所加之限制，可重述如次：依照該項條例之規定，發行部發行三鎊十七先令十便士半之紙幣，須有一番司標金之準備。無黃金準備之保證發行額以二萬六千萬鎊爲限；但經英蘭銀行請求而得財政部批准後，限額可以增加。惟此種超過之保證發行額在兩年以上者，須經議會之核准。目前（一九三七年八月）保證發行額爲二萬萬鎊（註一一）。

表面上觀之。此種限制之效果，在使英蘭銀行對於增減「銀行存款」之數量時，須注意其未使用紙幣之存數如何。英蘭銀行如欲增發紙幣，須備有更多之黃金（註一三），或經財政部之批准後，始能增加保證發行之數額。當黃金商騰金前來時，紙幣發行將自動隨「銀行存款」之增加而增加，故對增發紙幣以適應「銀行存款」之增加，英蘭銀行可無所恐懼。但如並無黃金購入，而英蘭銀行欲增加「銀行存款」，或如有黃金流出而英蘭銀行欲維持「銀行存款」數額，則英蘭銀行將感束手無策。此時祇有向財政部增加保證發行額，最後又須得議會之同意。

此種發行上之限制，英蘭銀行在收縮過程中並不受正面之牽制；但亦有弊端。在一定量之黃金供給之下，「銀行存款」之減少，將使英蘭銀行之庫存紙幣大量增加。至如黃金供給增加，而中央銀行不欲增加「銀行存款」，則庫存紙幣亦必增加（此種情形常常發生）。當「銀行存款」增加時，中央銀行可出售證券以抵銷之，但其庫存紙幣之數量將大增。或以為此種情形並不有害于中央銀行——因對以後壓低「銀行存款」並無妨礙。而且，因有鉅額之庫存紙幣，如將來紙幣之需要增加，亦可以應付裕如，而不必求諸財政部矣。故積存大量紙幣，似為英蘭銀行擺脫財部桎梏之機會，而為英蘭銀行所樂為，但積存大量紙幣，其弊端有二：其一，中央銀行將犧牲收入。因英蘭銀行如以不生利之紙幣代替生利之資產，當然將減損若干收入。但如獲利已豐，則並無大礙。否則政府須有所動作以保障中央銀行之財富，例如減少保證發行額是（註一三）。其另一弊端更為嚴重

不易克服；工商界察知英蘭銀行擁有大量未使用之紙幣，必將預測有膨脹之貨幣政策發生，如果商人逆料有膨脹之貨幣政策發生，因而加速使用其貨幣，則英蘭銀行阻止一般存款增加之努力，將歸失敗。一九三六年秋季，英蘭銀行減少保證發行之數額，或為上述第二個弊端所促成。蓋當時投機正在發展，英蘭銀行實不應再加激勵也。此種未使用紙幣過多之弊端，在將來或可消弭；惟現今工商界仍囿於舊日之觀念，深恐英蘭銀行步入任何有風險之境地。

因此，英蘭銀行如欲增加「銀行存款」，固須獲得財政部之贊可；即欲減少「銀行存款」，亦應如此。輔幣之發行可以完全自由，而紙幣之發行則受嚴格之限制；其故果安在？完滿之解答須在貨幣史中求得，此處不能詳述（註一四）。但主要原因則在於貨幣當局認為銀幣與銅幣僅為貨幣總額中之一小部份，其供給之增加，不致引起人民之加速使用；而紙幣則被認為貨幣總量之重要部份也。使紙幣之供給受黃金供給之束縛，是即使貨幣數量受制於黃金數量——此為當時一般人民有斬求者。迄公認貨幣之大部分為銀行中之存款後，因果關係更為複雜。一般人認為銀行中之存款須視現金之供給而定。現金之供給又須視紙幣之供給而定。因此使紙幣之供給受黃金之束縛，即為約束中央銀行創造現金之權力。於是貨幣之供給受制於黃金之供給，仍為一般人之願望。此為第一次大戰以前之情形。人民仍舊固執此種「通貨原理」(Currency Principle)，及將此原理訂入法令之一八四四年之英蘭銀行特許條例(Bank Charter Act)後，紙幣之發行制度雖有改變，但仍未

脫一八四四年條例之窠臼〔註一五〕。當一九二八年發行制度改建之時，紙幣受黃金約束之一般原則仍被保留；但授權財政部在英蘭銀行申請時，可以增加保證發行之數量。此種修改後之制度，究如何運行，其始並不十分清楚；惟吾人現在即可明瞭，此種改革已遺吾人以一種特殊之制度。紙幣之發行與夫中央銀行之一般業務，通常仍受黃金之約束；但事實上則保證發行額極有彈性，吾人幾乎可以忽略黃金之約束矣。最重要之約束，現在於英蘭銀行必須獲得財政部之贊可，方可增減發行額。當法律規定英蘭銀行須維持金本位政策時，英蘭銀行之受制於財政部並不太甚；因財政部於核准保證發行額之變動時，須顧及英蘭銀行維持金本位之任務也〔註一六〕。另一方面，當政府之貨幣政策並不明朗時，則財政部對於增加保證發行額之不同意，即變成英蘭銀行業務之重要約束。如英蘭銀行意欲擴張信用基礎，發行額外之紙幣，而財政部不同意此種擴張政策，則可出而阻止。但財政部究竟是否決定之權力，法律並無明確規定。英蘭銀行與財政部間之齟齬，事實上如何調解，為另一問題。中央銀行不受干涉之傳統尊嚴，固足以使其漠視法律，而置財政部之否定於不顧。但另一方面，如財政部有強有力者主持，亦可充分發揮其法律上之權力。但在今日，局外人無從知悉英蘭銀行與財政部誰佔上風，大體上雙方意見或能一致。吾人偶或聞及雙方發生齟齬以及衝突如何解決之謠言，惟局外人究竟無從確知其詳情。

一九二八年之條例除規定紙幣之發行，英蘭銀行須聽命於財政部外，復規定中央銀行之利潤由英蘭銀

行與財政部分享——此項規定，大體上甚為有用。

吾人常謂中央銀行在國境內應有發行紙幣之獨佔權。惟英蘭銀行雖常被視為模範之中央銀行，而事實上則並無此種獨佔權，若干蘇格蘭之銀行亦享有一定限度之紙幣發行權，中央銀行應有紙幣發行之獨佔權，其理論根據，即在中央銀行，因有控制銀行組織之使命，必須具有「現金之最後來源」之地位。如果其他銀行亦可自由印刷紙幣，供給現金，則中央銀行之業務必歸失敗。以上所言，係指各銀行之紙幣，其功用與現金絕對相等而言。如果商業銀行之紙幣，不能代替現金，則中央銀行無發行獨佔權，亦無大關係。在十九世紀之英國，此項爭論，甚為熱烈；但時至今日，此問題在中央銀行制度甫經確定之國家，關係較大（註一七）。

中央銀行所供應之現金，包括其發行之紙幣與其對於商業銀行之存款負債（在英蘭銀行即為「銀行存款」）——如果任何商業銀行均有發行紙幣之權利，且其紙幣絕對可與他類現金兌換，則可任意增加資產，而不受中央銀行之抑制。所謂商業銀行所發紙幣絕對可與他類現金兌換，即指全國人民對於此種紙幣與中央銀行之紙幣，同樣樂於接受，他行亦樂於接受此種紙幣作為清償深算所中差額之用而言。此項條件，極為重要。如其發行之紙幣不合於上述條件，則當商業銀行擴張其紙幣之發行時，人民與其他銀行接得此項紙幣後，將立即向其兌換更為普遍接受之現金，於是該行之現金準備（中央銀行紙幣與存款）將為耗竭矣。純粹之地方銀行，例如十九世紀中葉英國之鄉村銀行，其紙幣發行勢必受中央銀行之控制。蓋如發行擴張過速，則將

耗去其現金準備之大部。至如全國多數商業銀行相率擴張其紙幣之發行（與相率擴張其存款同），則現金將源源外流而發行之擴張必受阻抑（註一八）。蓋其在中央銀行之現金（即「銀行存款」）與存款總額之比例，勢必降低；而此存於中央銀行之現金，係用以清結清算所之差額者。但各行如均願意接受他行之紙幣（即一行對他行之紙幣視同在中央銀行之存款），則各行可任其存在中央銀行之準備金，對存款負債，作相對之減低。故如法律（或習慣）上對「銀行存款」與商業銀行之紙幣，有所區別，則中央銀行所發生之困難即可避免。蓋法律或習慣可強迫商業銀行存入中央銀行之準備金，須等於其存款總額之百分之幾，以達到上述之目的。在現代銀行法規中，對於準備金之規定，已極普遍，因此反對商業銀行有發行權之理論，遂自然消滅（註一九）。依英國之習慣，商業銀行存在中央銀行之存款，應等於其存款總額百分之四·五，此種習慣，或已可使中央銀行不必依賴發行紙幣之獨佔權作為控制之力量矣。

如吾人感覺商業銀行之紙幣不加限制，將侵及中央銀行之權威，則法律可限制商業銀行之發行，一如限制中央銀行之發行（註二〇）。商業銀行有權發行某一定度之紙幣，但僅以此限度為限。於是商業銀行雖可獲得發行之利，但已不能採取違背中央銀行意旨之政策，因中央銀行可任意變更總發行額與現金總額至某一數額也。如立法者不願將發行紙幣之全部利益由商業銀行轉給中央銀行（註二一），又不願中央銀行之權力有所阻礙時，則上述之折中辦法，行之頗為有利。此種折中辦法，係皮爾（Pier）在一八四四年條例後所創以應

付過渡時期者，當時鄉村銀行之發行已漸被限制。最近在加拿大亦曾採用此法。此種折中辦法亦使蘇格蘭限制發行之制度得以保留。

## 第六節 美國中央銀行之業務

本章以上各節敘述中央銀行業務之一般原則，而特以英國之制度作為說明。吾人現擬敘述此種一般原則，如何應用於美國之銀行組織。為適應美國環境而特別設計之中央銀行經營方式，當可作他國中央銀行經營之楷模。但在若干新興國家內，特別在英國各自治領，其中央銀行之技術問題，與英美情形有異，吾人擬於本書之末章敘述之。

吾人首須討論前述中央銀行之基本原則，對美國情形之適用程度若何。美國與英國之中央銀行，其控制商業銀行之權力，均基於其「現金最後來源」之地位。美國之現金，計有存於聯邦準備銀行之「銀行存款」以及財政部發行之金券銀券 (Gold and silver certificates)。金券銀券即等於英蘭銀行有金準備而發行之紙幣。此外亦有若干他種通用紙幣，但其供給之數量，均受聯邦準備組織之控制（註二二）。聯邦準備組織可購入資產以增加現金之供給，並可出售資產以減少各銀行之現金準備。聯邦準備銀行行使「最後之貸款者」之職能時，可以隨意訂定利率。以上各項，美國均與英國相同。而其重要差異，則有下列兩點：其一，美國商業銀行

與「最後之貸款者」之中央銀行，其關係爲直接的，商業銀行通常對中央銀行負有債務。在英國則爲間接的，英國之商業銀行如欲向中央銀行獲得現金，必須經過貼現市場。其二，英國之現金準備比率源於習慣，且各種存款一律。美國之現金準備比率則視各種存款之性質而異，且爲法定最低比率，中央銀行得變更之。

在英國，當商業銀行需要補足其現金準備時，可向貼現商行調回活期放款，貼現商行則以「銀行存款」還與該行即可。在美國，當成立中央銀行組織時，未能立刻建立一貼現市場，故無上述之辦法。美國之會員銀行需要補足其現金準備時，祇能將某種資產（註二三）持往準備銀行直接告貸，正如英國之貼現商行向英商銀行告貸同。美國之會員銀行可將合格票據持向準備銀行重貼現，亦正如英國貼現商行之重貼現工作然。此時準備銀行當然可以自定利率，亦如英商銀行之所爲。

在此種辦法之下，平常總有若干會員銀行對準備銀行負有債務。準備銀行出售證券，可減少會員銀行之準備，但會員銀行可向準備銀行借進款項，以抵銷上述之作用。當然，各準備銀行可以厘訂利率以影響全國之短期利率，但與英國之控制方法不同。美國在短期內固然不能建立有如倫敦之機構，但美國已建立若干銀行慣例與英國相類似；即各銀行在可能範圍之內，不向他行借款；對他行負有債務，即爲示弱於人。因此會員銀行一旦發現對準備銀行負債，則必須立即減少其放款（因此亦減少存款），其理由固非僅由於準備銀行之借款成本太高而已。

聯邦準備組織之控制工作，實際上大部份依賴此種不樂意向準備銀行借款之心理。在過去，此種心理使準備組織得以抑制會員銀行借款之延長與擴大。將來究竟是否如此，則尚是問題。（註三四）在過去，每當會員銀行對準備銀行之負債有相當增加時，則必定立即有收縮之變動；紐約市場之利率上升最烈，其他金融中心則上升稍緩，偏遠之鄉鎮則更緩（註三五）。當準備制度意欲收縮銀行信用時，其第一動作並非提高貼現率，而係在公開市場上出售證券。準備銀行出售證券，即減少商業銀行之現金準備，並使商業銀行之存款額作同額之減低。會員銀行為維持其法定現金準備計，必須將準備銀行借款。會員銀行對準備銀行之負債增加，立即引起緊縮之變動，全國各銀行所定之利率遂趨上升——紐約市場上升最烈，其他市場次之。於是準備組織遂提高其重貼現率，使全國利率水準普遍上升。在英國，公開市場活動僅用以促使貼現市場上之官定利率變成「有效」(effective)。但在紐約，則公開市場活動常被用以促成利率之變動，官定重貼現率須在過程之末方有變動，不過表示既成之事實而已。信用膨脹之發生亦係如此：先由聯邦準備組織在市場上購入證券，會員銀行對準備銀行之負債遂趨下降，現金準備或將超過法定之限度。於是會員銀行將減低利率而增加其資產。市場利率確已下跌以後，聯邦準備組織方減低其官定利率。故官定利率為最後之變動，而與英國之最先變動不同。

在一九三三年之金融恐慌中，會員銀行不願對準備銀行負債之心理，發生不良之結果。當時人民不信任商業銀行之清償能力，紛紛提存取現。抑制恐慌蔓延之唯一方法為中央銀行儘速承受商業銀行之資產。而予

以自己之負債。在恐慌初期，人民當能接受中央銀行之負債。反之，如果僅由商業銀行向他行收回債權，其他各行亦是如此，則祇能全部關門。一九三三年之金融恐慌如欲其不再發生，則非僅中央銀行應充分認清其責任，同時商業銀行亦必須求助于中央銀行，而不應將其困擾累及其他同行。由於一九三五年條例之規定，聯邦準備組織所願接受之資產，其範圍已大為擴充，因此在金融緊急時，中央銀行得充分發揮其作用；但除非會員銀行願意迅速的利用此種便利，則「最後之貸款者」之便利，仍屬徒然（註二六）。

英美制度重要差異之第二點，在於銀行準備金之規定。在英國，商業銀行之現金準備本係根據習慣而定，美國則由法律規定。根據一九一七年修正之條例，美國定期存款（*time deposits*）之法定準備應為百分之三；活期存款（*demand deposits*）之法定準備率則為百分之七，百分之十與百分之十三不等，須依各該行所在地而定。紐約與芝加哥兩地之會員銀行，因同業存款較鉅，應有百分之十三之活期存款準備金。在所謂準備城市（*reserve cities*）之各會員銀行應有百分之十之準備金。在其他城市者則僅需百分之七之準備金。上述各項法定準備率，係指會員銀行依照存款數目應存入準備銀行百分之幾之準備金而言。會員銀行之庫存現金，並不包括在內。因此上述之法定準備率，相當為英國之百分之四又二分之一之比率（英蘭銀行中「銀行存款」與人民存款總數之比率），而不可與英國之百分之九之比率相比較。在其他若干國家，除存入中央銀行之存款外，其他形式之現金亦可作為法定準備金。

定期存款與活期存款之法定準備率所以有上述之區別，係由於人民提取定期存款，較受限制之故。由是以言，則存款準備之設置，目的在保證存款人民之利益，而並非為便利中央銀行之控制。吾人在下一章中，即可明瞭定期存款準備率低於活期存款準備率，實有礙於中央銀行之控制效率。在若干新中央銀行之章程中（例如新西蘭、阿根廷及印度），仍可見準備金之用以保護人民利益，抑便於中央銀行控制之含混不清。準備金設置之目的，如為便於中央銀行之控制，則存款準備率應為一律。蓋必如此，然後因公開市場活動而引起之全國存款總額之變動，始可預先料定也。

美國之中央銀行，有權規定法定之最低準備金，在英國則準備金由商業銀行自定，兩者自有不同。但此種對比，決不能加以誤會。美國之會員銀行，其現金準備額不能低於法定之最低限度；然如高於此最低限度，則法律並不加以阻止。吾人已於以上各章中述及，商業銀行為博取利潤之故，通常不致維持過多之準備金，但當銀行可獲得之生利資產並無多大利益時，則為例外。吾人已知英國在缺乏較為流動之資產時，或惟恐中期政府證券(Medium-term Securities)跌價時，商業銀行祇有聽任其現金準備率上升。在美國亦有同樣情形，黃金之內流，使銀行現金之供給大增。但在金融恐慌以後，商業放款之需求甚少，商業銀行對任何資產均不願染指，且手中已存有大量之政府證券，政府證券之利息極薄，且期限愈長，則將來價格變動之風險亦愈大。因以銀行寧可使現金準備超過原限之比率，而不願無限制的購存政府證券。在此種情形下，會員銀行之多餘準備金累積

甚鉅，以致準備銀行出售證券，不足發生收縮之作用。因此遠在會員銀行之準備金尙未減至法定最低限度以前，準備銀行之武器，可能早已用盡。此時，如經濟向榮，銀行信用之需求日增，則中央銀行對信用膨脹之抑制，實無能爲力。

爲應付此非常局勢，一九三五年之銀行條例授權聯邦準備局得提高任何或全體法定準備率以至原定比率之二倍爲限。經過三次之提高後，準備率已達到法律所能允許之最高限度——卽定期存款準備率爲百分之六，活期存款之準備率爲百分之十四，二十與二十六。在現行法律之下，此項比率不能再予提高矣。惟此比率可以壓低，以至原有之比率爲限。此種更動商業銀行準備率之權力，使中央銀行之控制力量爲之加強，因而在執行某種政策時，公開市場活動可以減少若干，即可達到目的。在新西蘭，中央銀行總裁在獲得財政部長之認可後，有權升降法定之準備率，但不得低於某一限度。但新西蘭當局未用過此種權力。在中央銀行運用大規模之公開市場活動而遭受困難時，變更準備率之武器確能增強中央銀行之控制力量。

吾人現仍回述美國之制度。英美二國之中央銀行，傳統相同而機構各異。故在美國，中央銀行大都首先運用公開市場活動，而英國則通常以變更「銀行率」爲發端。但此僅爲表面之差別；蓋兩國中央銀行銀之控制標的，均爲控制銀行貨幣之供給及其價格。而其控制是否有效，亦均基於其「現金最後來源」之地位（註二七），以及商業銀行受習慣（英國）或法律（美國）之約束，必須維持一定之現金準備。一國現金之絕對數量，係受制

於中央銀行一定數量之現金，與一定的商業銀行之現金準備率，決定全國存款之數額。

至此，吾人對中央銀行之基本職能已討論完畢，吾人且已說明中央銀行之業務，因紙幣發行法律限制其創造現金之自由，可能遭受束縛。以下將討論另一方面之問題，即中央銀行之業務是否僅限於上文五節之範圍。

## 第七節 中央銀行爲政府及普通顧客之銀行

中央銀行對於商業銀行之控制，端賴中央銀行具有創造現金之權力，及商業銀行必須維持存款之準備率。中央銀行創造現金之力量，又基於其負債（存款或紙幣）可作爲現金之事實。其負債創造愈多，則現金之供給亦愈大。中央銀行所有商業銀行名義之存款，實爲全國銀行存款之基礎。但如中央銀行在作爲商業銀行之銀行而外，又爲其他機構之銀行，則在負債之中有一部份將不能用作現金，而僅能作爲普通銀行之存款。因此，在中央銀行之負債中，如將「銀行存款」與「其他帳戶」兩項負債重新分配，即可變更商業銀行之現金基礎。此種重新分配與商業銀行中顧客間的存款重新分配同——如顧客以支票方式轉移存款額。當然，中央銀行之顧客如有此種變更銀行制度之現金基礎之力量，實爲中央銀行業務一種潛在之阻力。但吾人已於前節討論，此種阻力並不足以損礙中央銀行之控制；因中央銀行可以增減其資產以抵銷負債之重新分配作用也。事實

上中央銀行除作爲商業銀行之銀行外，如再作爲其他機關或個人之銀行，致增加若干不必要之業務，則此種業務之增加，實爲中央銀行不利之點。

無論政府或私人作爲中央銀行之顧客，其推理完全一致。英蘭銀行中「其他存款」（「其他帳戶」）之增加，對於現金供給之擾亂作用，正與「政府存款」增加之作用同。事實上「政府存款」之變動爲比較重要之擾亂因素——因「政府存款」爲數極鉅，而「其他帳戶」中則包括許多較小之存額。「其他帳戶」中任一項目如有百分之二十之暫時變動，可能爲一帳戶中其他項目之相反變動所抵銷。但政府存額如有百分之二十之變動，則對現金基礎將引起甚大之擾亂。由是以言，則政府作爲中央銀行之顧客，較諸人民作爲中央銀行之顧客更可反對（註二八）。

但有二項理由須加考慮：中央銀行如對顧客經營普通銀行之業務，則與商業銀行形成競爭之關係，如此將減損中央銀行控制商業銀行之威權；因商業銀行感覺毋須接受與其競爭之銀行之要求也。在英國早期之銀行史上，甚至有若英蘭銀行與商業銀行相競爭，則後者將不願再作英蘭銀行之顧客之論調。就商業銀行立場言，其在中央銀行存款並無利息，則中央銀行又何能以此項資金放給人民以取息！中央銀行與商業銀行間之對立與齟齬，弊害甚大。蓋欲期銀行組織能圓滑運行，則雙方隨時應有互相合作之精神。此爲中央銀行不應兼營普通銀行業務之一大理由。但此項理由，不能適用於反對政府作爲中央銀行之顧客。因中央銀行究係政

府所創立之機構，商業銀行並無理由反對政府與自設之機構作金融上之往來也。

由於上述之理由，大多數之中央銀行均已不經營普通銀行業務。但英蘭銀行因早期歷史之傳統關係，仍有若干普通顧客，但已不再接受新的顧客，以示不願與商業銀行競爭。舊有戶頭則任其繼續；但此項遺跡終將於時間之過程中完全絕滅。英格蘭銀行之「其他帳戶」中，亦包含印度與若干其他政府之存額，亦有外國與自治領之中央銀行之存額。但由於國庫券市場之大規模發展，上述各戶存額之變動不大——外國政府與外國中央銀行在英頭寸之變動可能為其收存國庫券數量之變動所抵銷。第一次大戰以前，國庫券市場尙未發展，英蘭銀行中上述頭寸之變動更大；但英蘭銀行常利用此種變動以控制市場（註二九）。

在銀行制度尙未十分發展之國家，或有其他情形使中央銀行之經營發生特殊之困難時，中央銀行亦有若干特殊理由得經營普通銀行之業務。此項特殊理由吾人將於十三章中敘述之。

吾人茲復討論中央銀行應否以政府為顧客之問題。吾人已知其反對之理由——即中央銀行如以政府為顧客，則銀行組織中現金之擾亂易於發生。但另一方面，亦為贊成之理由，政府之金融週轉對一國之工商業有莫大之影響。因此應當與中央銀行諮商。普通之工商界人士每擇一銀行經理，與之諮商資金之融通；同理，如政府隨時採納銀行家最妥善之意見，以為參考，當亦至有裨益。又政府之業務甚大，因此政府業務對於中央銀行原來貨幣政策之影響，必須考慮（註三〇）。再者主張由政府控制中央銀行之人士，以為中央銀行與財政部

之日常會商可以約束中央銀行。上述各種贊成中央銀行應以政府爲顧客之有力理由，已甚普遍流行（註三二）。因此吾人對於其弊害（對於現金基礎之擾亂）是否能避免或改革，值得一談。

英蘭銀行中「政府存款」餘額之變動，實由於政府總收入與總支出之不相等。政府之支出勢必集中於某些時間。例如鉅額戰債之利息，不能在一年之中每日平均支付。政費之支出亦屬甚不均勻。租稅收入亦不均勻，例如所得稅大部集中於正月與七月征收。政府之現行收入與支出根本不可能每日或每星期配合相等。但當現行支出（current expenditure）超過現行收入時，財政部如能使資本收入（capital receipts）超過資本支出，則政府之收支雖不相抵，亦不致使其在英蘭銀行之存款發生變動。當英國政府僅發行長期債券時，不能使資本收支作臨時性之調整，但自短期國庫券發明以後，情形遂大改觀。十九世紀之末，國庫券雖已使用，惟祇用以供應某幾類之政府資金。直至二十世紀初年，國庫券方變成政府籌集資金有求必應之工具。

第一次大戰時，政府對各種資金來源，無不儘量搜羅，國庫券之數量，因以大增。戰後國庫券之數量未減，主要因發行國庫券係獲取資金甚簡易之方式。現在所有國庫券均係三個月到期。每星期發行一次。流通中之國庫券總值達數萬萬鎊。每週之發行額約自三千萬鎊至五千萬鎊（註三三）。同時每週有三月前所發行之國庫券到期，政府對持券人之償付，使英蘭銀行中「政府存款」轉帳於「銀行存款」。同時新券之發出，又使「銀行存款」轉帳於「政府存款」。舊券還本與新券發行之差額，可加以調整，使能抵銷政府現行收支之差額，因此

財政部可使其在英蘭銀行之存額大致不變(註三三)。同樣，中期或長期債券之到期與發行所引起之擾亂，亦可運用國庫券以避免之(註三四)。因此英國國庫券之產生，使當局能避免中央銀行以政府為顧客之主要弊端。因之融通政府款項之國庫券方法，已被認為中央銀行組織中之要件，尤以英國自治領之中央銀行亟欲推行此種國庫券之制度。英國當局既可利用此法以克服弊端，同時商業銀行亦已熟知當「政府存款」變動時，所以自保之法。在一九二五年至一九三五年十年間，當英蘭銀行中「政府存款」或政府之「暫時墊款」發生變動，因而使商業銀行之現金準備膨脹或收縮時，商業銀行聽其自然，並不調整其生利資產(註三五)。銀行已熟知此種變動係暫時性質，故不予注意。現金比率之變動僅有一部份可於各銀行之報告中看出，但一部份則可由「虛飾」(window-dresser)之變動以隱藏之。甚至可謂中央銀行以政府為顧客以致擾及現金基礎之弊端，可由「虛飾」之方法克服之。但此種商業銀行以「虛飾」方法應付現金變動之利益，並不能掩飾現金比率之變動為中央銀行制度潛在弱點之事實。如果由於政府存款之變動而使現金數額發生變動，則最重要者，中央銀行與商業銀行應有合作，否則後者對現金之變動將處之泰然。

在商業銀行之現金比率由法律規定之國家，此種「虛飾」方法不易採行。當中央銀行之其他負債發生擾亂時，在法定最低準備率以上，商業銀行自可伸縮現金比率以為因應。但在放款需求旺盛之時，現金比率，趨近法定比率，則活動範圍極為狹小。在此種國家，更須依賴國庫券之制度。英國商業銀行之「虛飾」在將來可

能消滅；彼時銀行如須維持穩定之現金比率，則必全恃國庫券之制度以隔絕政府收支之變動對金融機構之影響。即在今日，倫敦金融市場之圓滑進行，大部須賴有大量國庫券之存在也〔註三〕。國庫券爲中央銀行經營之理想資產；既無倒帳之風險，又因流通期間極短，其價值甚爲穩定，任何利率之變動，均不致使中央銀行遭受重大損失。

總之，國庫券之設立，可以免除中央銀行以政府作爲顧客之弊害（當然還有其他利益。）故中央銀行應爲政府之銀行，確有其利益（諸如政府與中央銀行之諮商財務是）已如吾人以上所述。另一方面，中央銀行絕對不應以人民爲顧客，而經營普通銀行業務。中央銀行爲社會的非營利之機構，任何有礙其任務之營業，均不應輕易經營。

由於上述之技術工具，中央銀行可控制銀行貨幣之供給，因而控制短期放款之利率。中央銀行僅須具有適當之工具，即能執行已決定之任何「銀行率政策」(Bank rate Policy)。關於銀行率政策對於一般經濟情況之影響，則於次章述之。

### 【附註】

〔註一〕關於中央銀行之最重要討論見 Keynes, *Treatise on Money* Vol. II (特別是二五、三十一、三十三各章)及 Hawtrey, *The Art of Central Banking* (特別是同書名之一文)。

〔註二〕 爲簡單計，作者不擬論述其他可能性，爲政府向英蘭銀行借款，或將在其他銀行存款轉入英蘭銀行。

〔註三〕 銀行可提取「銀行存款」以清結銀行間之債務，但此並不使貨幣供給總額發生變動——銀行間移轉者僅爲現金而已。

〔註四〕 英蘭銀行之銀行率名義上爲「最低利率」，但目前英蘭銀行所課利率，從未高於法定銀行率者，關於與此稍有不同之戰前情況，參閱作者所著之 *Bank of England Operations, 1890—1914*。

〔註五〕 關於此種帳冊合併之例，參閱 *Report of the Committee on Finance and Industry (Cmd. 3897 (1931) p. 145*。

〔註六〕 此舉將使現金比率稍稍升高（當英蘭銀行之政府存款增加時，各銀行之存款減少），如英蘭銀行見商業銀行對此之反應爲擴充其生利資產，則可稍稍減少本身之資產，因此減抑「銀行存款」至適當之水準。

〔註七〕 在所舉各例中，爲簡單計，已將許多項目歸併，至對英蘭銀行及商業銀行資產負債表之較詳分析，參閱第二章第三節及本章第一節。

〔註八〕 規模宏大之股份銀行，從不再將匯票出售。

〔註九〕 另一遲早必將發生之反響爲各銀行現金準備之組成之改變，關於此點，本章第二節已曾述及。

〔註一〇〕 人民保持貨幣，必須犧牲目前消費或投資收入。故必在證券價格上漲過甚時，人民始願保持較多之貨幣與較少之證券，易言之，爲減少呆存貨幣者之犧牲起見，必須提高證券價格，減少利息收入。

〔註一一〕 關於紙幣發行之限制，許多國家採行與此稍有差異之制度，即使保證發行額與金準備成正比例之變動，下列各節對此二種制度均加評論。

〔註一二〕 提高法定金價尚有第三種可能方法，但此須修改法律，故須獲得國會之支持。

【註一三】 減低保證發行額意即銀行部將紙幣送交發行部，而發行部將證券送交銀行部，於是英國銀行之生利資產增加，而財政部則遭受損失（因發行部之利潤屬於財政部）。

【註一四】 讀者可從 Feaveyear, *The Pound Sterling* 及 Gregory, *British Banking Statistics and Documents* 中獲讀甚多故事。

【註一五】 一八四四年法案在一戰前之城市中成爲神聖不可侵犯，至可驚異，此城市爲一崇尙「銀行學派」學說之社會，且大致以銀行學派之方法運用法案規定之制度。

【註一六】 欲維持金本位，保證發行額必須不變，此爲「通貨學派」之原理之一，但現代理論家與主持中央銀行者均不否認金本位之圓滑運行，頗需改變存款數額與紙幣發行額之關係。

【註一七】 如在加拿大，商業銀行對中央銀行之成立，本有反感，蓋其以爲中央銀行將擷取商業銀行發行紙幣之全部，如中央銀行所需之紙幣發行權能爲商業銀行所瞭解，則商業銀行對中央銀行之計劃將較少恐懼。

【註一八】 但從信用擴張至現金外流（因使信用擴張停止）必經過相當時間，關於此問題，十九世紀前半期英國銀行學者曾有激烈論辯，Viner, *Studies in the Theory of International Trade*, pp. 154—165. 對此爭論曾有評述。

【註一九】 在銀行業務較不發達，銀行存款不佔貨幣供給主要部分之國家，則情形並不如此。

【註二〇】 准許商業銀行發行有季節性的變動，實無弊害。

【註二一】 紙幣爲發行者收入之一來源，因其可購買生利資產。

【註二二】 本書篇幅有限，對美國金融制度作詳盡敘述，殊不可能，讀者可求之於專書。

【註二三】「合格」之資產初限於匯票，自償往票據，但根據一九三五年法案，「準備銀行得以不合格票據為抵押貸款予會員銀行，但原據為期不能逾四月，且利率至少應提高百分之〇·五以為懲罰」（見 A. D. Geyer, 'The U. S. Banking Act of 1935', in *Economic Journal* 1935, p. 783）

【註二四】目前各銀行準備過多，故無須向準備銀行借款，故吾人對改組後之準備銀行制度對此點之態度，實難預料。

【註二五】此種各地利率之差異，非僅美國如此，大抵在金融中心，利率變動較多，在偏遠地域，利率變動較少。

【註二六】充分利用中央銀行之便利，自並不能使虧本之商業銀行之存戶免於損失，故美國仍需存款保險之組織，

【註二七】在英美二國，金融當局均有按一定價格收購黃金之法定義務，因使現金有一輔助來源，乃為中央銀行障礙之一，但此規定亦有其目的。

【註二八】英國政府存款之變動，或不如英商銀行週報上所表示之嚴重，蓋財政部企圖使政府存款不生顯著之變動。

【註二九】關於戰前情形，見 *Bank of England Operations, 1800—1914*, Chap. II.

【註三〇】或謂中央銀行須明瞭政府存款之變動而設法予以沖銷，故必須為政府之銀行，此論實屬謬誤，蓋如政府與商業銀行往來，則政府存款之變動並不影響現金，而中央銀行所應注意者乃為現金之擾亂，而非普通存款之分配。

【註三一】在美國，大部分政府存款存於商業銀行。

【註三二】作者將政府各部門收購之國庫券除外，因其不直接影響英商銀行存款之分配。

【註三三】財政部自亦可於國庫券到期前在市場購買國庫券。

【註三四】橫縱政府各部門資產數額，亦可發生重要作用，對此點最佳分析，見 Hall, *Some Technical Aspects of the Finance*

of Rearmament, in *Economica* 1937, p. 137.

〔註三五〕 見 R. M. Goodwin 先生之前開論文。

〔註三六〕

近年以來，在每半年之末（六月三十日及十二月三十一日）倫敦市場運用國庫券制度之方法，可爲例證，商業銀行以安排國庫券到期日多手段，收回對貼現市場之放款，提高其現金比率，而造成鉅額之「虛飾」，結果使貼現市場向英商銀行舉借鉅款，但最近貼現市場已知「使政府爲之舉債頭」，每週發行之國庫券，通常於次週內一日爲買者購去，過三月滿期償還，設三月二十八日二十九日爲星期一及星期二，市場於星期五（三月二十五日）投標，可能於星期一星期二購盡所有國庫券（而非於一星期內勻購），國庫券於六月二十八日（星期二）及二十九日（星期三）期滿在，六月二十四日（星期五）市場對下週購買之國庫券已行投標，但其購買之期，可能延至六月三十日銀根緊急時期以後，而可能爲七月一日（星期五），於是政府須在星期二、三償還期滿之國庫券（設爲四千萬鎊），而迄至星期五始能自市場上收回此款項，至市場在三十日以前獲得此款，則作爲應付銀行提高現金比率之用，然政府存款不足以應需要，而須以墊款方式向英商銀行借款，此墊款記入「政府證券」項下，在此情形下，借款者爲政府而非貼現市場，在英商銀行帳上增加者爲「政府證券」而非「貼現與放款」，使「銀行存款」得能增加，以提高商業銀行之現金比率，在上述過程中，在三月與九月之末，市場金融積見緊張（於此項鄭重指明者，此方法之可能性，須視該星期中日期是否合適而定，又上舉之例，業已稍爲簡化。）

## 第六章 「銀行率」變動之理論 (註一)

### 第一節 利率與存貨

金融當局影響物價水準及經濟活動之最有效武器，即一般所概括以言之「銀行率」(Bank Rate)是也。銀行組織對利率加以壓力，尤能影響企業家之行動（因之影響經濟活動之大小）。關於運用銀行率之實效及其運行詳情，學者間意見雖至有參差，但對於銀行組織能藉運用銀行率以影響物價與生產，則為一般所公認。關於銀行率之如何運行，主要之意見可分二派，一派為赫曲萊 (Hicks) 所主張，彼以為短期利率對商業活動之直接影響，為物價與生產變動之最主要原因。另一派為凱恩斯 (Keynes) 在「貨幣論」(A Treatise on Money) 一書中之主張，彼以為最重要者為長期利率而非短期利率。上述二派意見雖有差異，而出發點則相同：皆以為銀行率所以有效，乃因其足以影響存貨費用之大小。儲存貨品之費用，除利息以外，雖尚有其他費用如棧租、折舊、保險費等；但利息究為存貨費用總額之一部，銀行既能影響此項費用，自能影響費用總額，因之可影響存貨之有利與否。如銀行使存貨較前有利，則物價與經濟活動必趨上升；反之，如銀行使存貨

前不利，則工商業者必減少存貨，因使物價下降，經濟活動衰退。

上述各點，赫曲萊與凱恩斯之觀點均屬相同。彼等觀點之差異，在於對於何類存貨變動着重點之不同。赫氏以爲利率開始變動時，商人言及製成品與半製品（亦即營運資本貨品與流動資本貨品）數額之變動，最爲重要。對此類貨品之儲存，短期利率影響甚大，故赫氏以爲短期利率之變動已足以說明經濟情況之變動。在另一方面，凱氏以爲對營運資本之需要爲一般經濟情況之結果而非其原因。經濟情況本身，係決定於企業家對固定資本貨品（fixed capital goods）之需要。在英國式的銀行組織，固定資本之融通，僅能由長期資金爲之（非銀行的借款。）因此，凱氏之說法必須旁涉長短期利率之關聯。吾人必須注意，關於銀行政策對物價與生產之影響，上述二派學說並非互不相容，短期利率之下降不但增加半製品與製成品之存貨，而且引使長期利率下跌，因而刺激對固定資本的投資，故二派學說之差別僅爲着重點之不同。赫氏以爲前一影響迅速而確實，後一影響則緩慢而不一。凱氏則以爲後一影響遠較前一影響爲重要，吾人對二派學說擬予以較詳之闡述。

## 第二節 赫曲萊之學說

吾人須先對赫氏之「販賣人」(dealer)一詞，加以解釋。所謂「販賣人」係指儲存製成品或半製品之人。或以爲販賣人即批發商 (wholesale merchant)，但作者以爲赫氏之意，不限於此，凡保有存貨之任何人，

均可稱為販賣人。存貨之儲備，純為便利着想——如隨時適應顧客需要之變動，以及避免因氣候勞資糾紛等而發生供給變動之影響。存貨之便利對販賣人有一定之貨幣代價。而販賣人存貨，亦必衡量其所得與所失，當存貨費用增加，寧願減少存貨。蓋為避免費用之增加，稍稍失去便利，當亦在所不惜。至因存貨費用之些微變動，而引起的存貨數額之增減，可稱為對存貨之便利之需要彈性 (The elasticity of the demand for the convenience of holding stocks)。此項需要彈性愈大，則存貨費用之一定變動對存貨數額之影響愈鉅。

當短期利率上升，存貨費用增加時，販賣人將使進貨少於售貨，以資減少存貨。彼等脫售貨品，吸收現金，或用以償還債務，或用以儲積成數。販賣人減少進貨，生產者感到銷貨減少，勢必削減價格，緊縮生產（註二）。於是通貨緊縮之徵象出現。當生產緊縮，生產因素之使用減少時，貨幣所得因之下降；貨幣所得之下降，起初為生產因素就業之減少，隨後則為報酬率之降低。貨幣所得之下降將引致零售商銷貨之減少，因而零售商之進貨減少，並使批發商進貨亦為之減少。上述整個變動或稱之為通貨緊縮之循環，其嚴重性因物價下跌一般人延遲進貨而加重，生產者既陷入不景氣，自將減少換置及添增資本設備，於是資本貨品工業亦被捲入衰沉之中。

反之，如短期利率下跌，存貨費用減輕，商人必增加存貨，亦即使進貨多於銷貨，於是對製造業之定貨單增加，生產擴張，就業增加，貨幣所得增多，零售價格上升……等。於是通貨膨脹的循環出現，伴隨而來者為物價與生產之增高。

利率之變動，必引起企業家行動之改變，向為一般人所公認。赫氏學說之特色，在視存貨成本之變動，為生產與物價變動之主要原因。此種說法是否有力，全視下列二因素而定：其一為利息與存貨費用總額之比例，其二為對存貨之便利之需要彈性之大小。就第一點言，存貨費用尚有棧租、保險費、耗折，尤其是存貨價格下落之風險。上述各種費用，因各種貨品之不同而有極大差異：如一貨品體積極大，易於腐壞，價格變化莫測，則存貨費用必極鉅大，在全部存貨費用中，利息僅佔極小之比例（註三）；利率上升百分之二十時，存貨費用總額或僅上漲百分之二，故除非企業家對存貨之便利之需要彈性極大，利率上升百分之二十（如自五厘升至六厘），勢不能使存貨大量增加。吾人如以為大多數貨品均係體積龐大，或易於腐壞，或價格時生變動，或甚至兼具三者，則當承認銀行率變動之即時影響並不甚大。但此一結論，並非廢棄赫氏之學說；蓋如前所述，經濟變動之過程為累積性的，細微之發端，每能引起重大之後果。

不幸吾人所知之各時期存貨多寡之資料，不足以證驗上述理論，反有若干間接之材料可證明與上述理論相反。銀行放款之舉動，係大部用於融通生產過程中原料與貨品之儲存；但在第一次大戰以前或以後，放款對於成本之變動並無顯著之反應；銀行放款之增減，在商業之盛衰起伏時，每為最後變動之環節。此種現象與赫氏之銀行率理論，並非絕無調和之可能，但對於謂短期利率直接影響物價與生產，則大相逕庭。茲進而討論凱恩斯之學說。

### 第三節 短期利率與長期利率

凱恩斯在「貨幣論」一書中所持之主張，影響較赫氏更廣。後爲一九二九——三一年之麥克密倫委員會 (Macmillan Committee) 所採用。凱氏以爲銀行率對國內經濟情況之最主要影響，係通過長期利率之變動。而此種變動，常與短期利率之變動相偕而俱來。在此種解釋銀行率作用之學說下，吾人不應以觀察長短期利率之關聯爲已足，而必須闡明何以短期利率一經變動，長期利率亦必作同方向之變動。

首先吾人須知利率爲一種價格——現在貨幣與將來貨幣交易之價格。每一價格均有其市場，吾人欲尋求二個價格之關係，必須注意二個市場之關係。易言之，吾人欲尋求長短期利率之關係，必須注意長期資本市場與短期資本市場之關係（吾人爲討論方便計，暫時假定資本市場係如此分類。其複雜情形，現不具論。）然則長短期資本市場之關係究爲如何？

當官定銀行率改變後，非僅新銀行率在票據市場上能夠奏效，若干其他短期利率如股份銀行之放款利率（爲透支與貸放之基本利率）以及城市存款利率（廣義言之，包括倫敦市區之定期存款利率）亦必隨之改變。至長期利率如何發生變動，則由於（一）過去向銀行借款週轉之個人及企業，現因借款利息較長期證券之利息相對上升，勢必將證券出售，以其收入償還銀行借款；（二）擁有餘資之個人或企業，本擬用以投資於

證券，現因存款利率相對增高，投資證券之相對利益減少，使彼等不願作流動性之犧牲，必多願意存款。如是，則證券之需要減少，加以出售之證券增多，結果證券價格下落，證券價格下落即利息增加（註四），於是長期利率上升。

上述為短期利率之變動對於證券市場之影響；但證券市場有時可受商業銀行之控制。為使銀行率之變動有效計，中央銀行必須操縱改變貨幣之供給，以資限制。假如現金比率不變，提高銀行率含有減少銀行現金總數之意，中央銀行可出售證券或黃金以求得之。商業銀行所受之直接影響為減少其富於流動性之資產。如銀行率與貨幣供給之變動為暫時的，則商業銀行所受影響即止於此；如上述變動非暫時的，則商業銀行為恢復其經常的流動資產之比例，必須脫手若干流動性較少之資產，如定期放款與投資。放款之數額往往非銀行可任意控制，因放款為獲利最厚之資產，銀行除遵守若干安全準則外，往往盡量放款。因是銀行勢必減少投資——投資中至少有一部分為長期投資。銀行售出金邊證券，為引起長期利率上升極重要之因素。相反的，當中央銀行推行低利政策，擴增貨幣之供給，如其他情形不變，商業銀行遲早終將增加投資（註五）。彼等自市場購入金邊證券，助成長期利率之下跌。一九三二——三六年之低利政策為一顯著之例。一九三六年之放款總額與一九三二年大致相等；但現金則自三萬鎊擴充至三萬六千萬鎊，投資自五萬二千萬鎊擴充至近七萬萬鎊。故如銀行率之改變較為延緩，則商業銀行之舉措將助長一般人民對於證券市場之影響。

資金自短期市場流向長期市場，並非謂長短期市場之利率即可相等，不過說明長短期利率有相互接近之趨勢而已。此種變動將至何種程度，殊難預料，要視一般人民對利率未來之預期如何而定。如一般人民均以爲長期利率在一年內將定於五厘，則無論短期利率下跌至如何程度，長期利率將不致遠低於五厘。若一般預期長期利率爲二厘半，而即將結息之長期公債（CONSOLS）之市價爲五十鎊，則縱使利率如何低落，一般亦必不願出價在五十鎊以上購買長期公債；如一二年内利率均爲二厘左右，則以五十八鎊之市價購入長期公債，較之利率爲四厘而以六十二鎊之市價購入長期公債爲有利。此外，如一般人民咸信在五年之內，金邊證券價格均將下落，則短期市場資金雖極充盈，金邊證券價格亦僅能略略上漲。換言之，長期利率將下跌甚微（註六）。是故金融當局如推行低利政策，則必先設法說服人民，使彼等深信長期利率將被抑於較低之水準，如投資者已被說服，則抑低長期利率至一新水準，至爲易易。吾人可舉一與上述相反之情形爲證：在一九三七年時，金邊證券之價格曾一度狂跌，其原因非金融市場情況所可解釋，最直接之原因，厥爲政府借入鉅額資金以供重幣軍備之用，而投資者與股票交易所反應過於強烈所致。當時報紙記者主張證券價格下跌應至證券利息爲三厘半之程度，實爲不顧事實之論。

是以金融當局欲變更長期利率時，極受人民意見之影響。在十年以前，經濟學者對金融當局控制長期利率以影響一般經濟情況之力量，容或估計過高。一九三二年調換戰債時，政府之宣傳雖極能影響人民意見，但

此究非一般之情況。然爲加強提高金邊證券之價格之效果起見，在運用抑低短期利率之銀行政策時，如一九三二年之宣傳，實爲必要。

在上述討論中，吾人假定各種長期證券之品質相同，且以金邊證券價格之上漲，表示企業家長期借款較前容易。此項假定，現在須予取消，各種長期證券品質並不一律，其類別有金邊證券、公司債券、優先股票及普通股票等，而每種證券又可分爲無數等級。但在任何時期，各級證券之價格，必有一定之關係，此關係即反映投資者對各級證券之喜好程度；如投資者之喜好程度不變，而某類證券（如本國政府公債）之價格，因短期利率之下跌而上漲，則其他一切證券之價格，亦必隨之上漲。易言之，短期利率與長期利率之關係，係基於假定投資者對長短期之資產與負債，有一定之分配。在此假定下，如某一資產之價格發生變動，擾亂長短期利率之關係，則其他資產之價格必隨之而調整。

提高銀行率對於普通股票價格之影響，可因投資者同時愛好普通股票程度之增高，而被完全掩蔽，自屬當然；但當吾人探究某一舉措之影響時，勢必假定其他情形不變，故準確言之，如銀行率提高，則普通股票之價格當較銀行率不提高時爲低（註七）。

#### 第四節 長期利率與固定資本之投資

正如短期利率之變動能影響企業家儲存半製品與製成品之意向然，長期利率之變動，亦能影響企業家購置資本貨品（如工廠、機器）之意向。當一企業決定擴充資本設備時——無論為購置新機器、建築鐵路、舖築飛機場、開鑿連河隧道——須視許多因子而定，其中若干純為技術性之因子，另若干則為經濟性之因子。技術因子包括資本貨品之產量大小，使用久暫，以及與原有資本貨品是否易於配合等等。至於經濟方面之問題，則有所增產品之價格如何，借款利率之高低如何等等。如技術因子不變，企業家對使用機器可獲得之收入之估計不變，則資本設備之是否擴張，當視借款利率之高低而定。利率愈低，企業家愈願擴充資本設備，利率愈高，企業家愈不願擴充資本設備。

茲舉下列二例以明之：例如一印刷工廠欲添購某種印刷機，印刷機每部價格一〇〇〇鎊，可使用二十年之久。該廠計算每部機器除去工資及修理、折舊等費用外，每年可獲毛利五〇鎊，因之，當利率低於五厘時，則添購印刷機可獲得若干純利潤（因一〇〇〇鎊利率五厘為五〇鎊）；當利率恰等於五厘時，添購印刷機無損益，即是時對於添購此機器為一邊際之投資（Marginal Investment）；當利率高於五厘，則添購機器將受虧損。於此須注意者，以上所謂毛利與純利，係指添增機器所增加之收入而言，與以前所置機器之損益無涉。又例如鐵路計畫電氣化，則公司經理必須估計電氣化後之結果，如運輸量、勞力成本以及電氣成本等之改變。假定估計結果，電氣化須耗資二千萬鎊，每年可增加毛利潤（或減少毛虧損）一百萬鎊，則無論此鐵路過去情況

如何，如二千萬借款利率不超過五厘，電氣化計畫值得採行，如利率超過五厘，則此計畫不宜採行，除非電氣化之成本減輕，或當局對電氣化結果之估計，有所修正。

不僅為資本設備之增添須經過上述考慮，即耗損之舊資本設備之置換，亦須經同樣考慮：一企業之折舊基金，必於無其他有利之投資時，始用於置換舊資本設備（註八）；如鐵路機車廢壞，鐵路公司可於置換不置換新機車間，有所抉擇，正如公司抉擇電氣化與否同。

上舉各例，均極簡單，意在強調其要點——即借款利率為決定資本擴張與否的主要因子。但吾人不能對利率政策之效果估計過高，蓋上述企業家之估計，不過為一種臆測；如上舉鐵路電氣化之例，吾人假定因運輸量增大，運輸費用減低之結果，毛利潤立即上升至一新的水準，而事實殊不盡然。運輸之增進為逐漸的，電氣化計畫是否有利，運輸增進之遲速極關重要，如運輸增進滯緩，自公司立場觀之，無異於額外之資本支出；而運輸增進之遲速，則為極難預料之事，因此種大規模資本設備之創新，為前所未有的，而負責人員之處事經驗，又各不相同；又在二十年之時期中，工資與物價之高低，又極難預料。企業家對於此等不確定之因素，須有利潤以為補償，而此利潤之大小，又時時變化，須視預期工商業是否景氣以為斷。因此，吾人不應以利率為惟一可變之因子，而尚須注意利率政策所生功效之界限！

吾人現以利率為影響投資決定之一因子，進而觀察當利率下跌，其他情形不變，企業家因之擴充資本設

備時之情況如何，是時企業家必購買較多之原料及原始生產因素——特別是勞力。因原料之需要增加，生產原料之企業亦將多購原始生產因素。上述原料需要之增加，最初當引起存貨之減少，但生產必迅速增加。如過去生產因素閒置甚多，則資本貨品工業生產之增加，當不致吸引消費貨品工業所使用之生產因素，故生產因素之報酬率可不致上升。在另一方面，如投資之增加係在充分就業達到以後，則資本貨品工業欲增加生產因素，必須提高報酬率始能獲得。在上述二種情形下，全國人民之貨幣所得必因之增加；或因就業人數之增加，或因工資率之上升（通常二種情形均極易發生，不過在經濟擴張後期，後者尤為重要。）所增加之所得，一部分用於儲蓄，一部分用於增加消費貨品之支出，後者使消費貨品工業之生產，因之擴張，於是更增加對生產因素之需要；而且，因物價上漲與繁榮氣氛之影響，對消費貨品工業之營運資本與固定資本之供應，亦較前有利，於是擴張循環又繼續開始；而經濟擴展之變動，已有火上加油之勢（註九）。

至利率上升之影響，則極易由上述推知。當利率上升時，如其他情形不變，資本設備之擴充較前不利，資本貨品工業之工人裁減，於是國民所得減少。消費者為適應所得之減少，一部分減少儲蓄（甚至發生負儲蓄），一部分減少目前消費支出，於是消費貨品工業之生產與就業亦減退，投資消費貨品工業較前不利，資本貨品工業生產再行減縮。

如生產與物價對於利率政策之反應，有如上所述之簡單，則政府及金融當局當欣喜不置。但據經驗所示，生

產情況對利率雖終必有反應，而反應極爲遲緩。當一九三〇年經濟大衰沉開始之初，由於經濟學者強調利率政策之重要，若干國家（英國卽一顯例）均以低利政策刺激生產；因環境之順利，英國於一九三二年利率降低極鉅；但經漫長之時期以後，經濟始逐漸復蘇。至利率政策刺激（或抑制）生產之限制究爲何？

對於此一問題之解答，讀者在以上論述中不難窺見。吾人可從短期利率政策之效果推斷長期利率政策之效果，長期利率政策之效果，視資本之需要彈性（elasticity of demand for capital）而定，需要彈性愈大——卽工商業者對利率變動之反應愈大——則此政策之見效愈速。但在一定時期內，對資本貨品之需要彈性，受下列因素之限制：第一，企業家在決定政策以前，許多估計多出於臆測，差誤可能頗大，故利率之輕微變動，在企業家視之，比較不甚重要，最重要者爲其對將來之預期。在經濟衰沉時，一切事物均呈灰暗，利率稍有下跌，亦不能使人作最大膽之冒險；在經濟繁榮時，一切事物均充滿希望，利率卽稍有上升，亦不致使人延遲投資，蓋此時投資失敗實爲不能想像之事。總之，在經濟情況極盛極衰時，企業家對資本之需要彈性頗小；衰沉時頗難刺激，繁榮時亦頗難抑止需要。此種情形，卽在今日政府控制下之企業之投資亦然；中央及地方政府，不但能以修築道路，建造房屋，學校醫院等等，直接影響資本之需要；而且可以是否爲借款人作保，間接影響半公營事業對資本之需要。在政府之投資計畫中，利率亦爲應考慮之部分。例如一市議會考慮建立公共浴室，必感如利率愈高，則融通資金所費愈多。但以數十年來經驗所示，當局決定從事公共建設，大都視城市是否繁榮，有無能力

負擔其經費而定，受利率變動之影響則甚小，因此，無論利率之高低如何，政府投資大都集中於私人投資活躍之時，因使經濟擴展之活動，爲之加甚。

是以無論經濟擴展或經濟緊縮一經開始，如無其他因子之協助，則受有種種限制之武器如利率者，頗難扭轉經濟變動之趨向。但在利率能影響一般物價之限度內，利率可由使資本市場失衡與使商業情形全部變更，而影響物價水準之高低。當吾人考慮是否運用「銀行率」以改變物價——貨幣——所得之組織 (Price-and-money-income structure) 時，吾人必須注意，即在利率能發生效果之限度內，利率政策之影響，亦必經極迂遠並擾亂經濟情況之途徑：如吾人欲提高銀行率以緊縮貨幣——所得之組織 (money-income structure)，則必由抑止資本發展，造成人民失業，艱窘政府財政，而形成經濟衰沉，結果終有一日因失業之壓力而引致工資率及其他貨幣所得之降低。至如降低銀行率，則情形與上述相反。在貨幣史中，運用高利政策以緊縮貨幣所得，尚無先例；但普遍的擴張貨幣所得，則較易發生；然此往往發生不公平之後果，麥克密倫委員會曾謂銀行率爲「一靈敏而精緻之工具。」就其他目的而言，此語是否確當，尚須待後再論，惟就改變一般貨幣所得而論，利率毋寧謂爲一遲緩而笨拙之工具。

此外，銀行率之變動，在國外匯兌市場亦將引起重要反應，關於此問題之分析與討論，將於次章述之。

【附註】

〔註一〕 關於戰前銀行利率說之分析，見 Keynes, *Treatise on Money*, Chap. XIII. 關於最近理論可閱 A. T. K. Grant, *Study of the Capital Market in Post-war Britain* 之第一編，氏之研究途徑與作者不同，而結論則甚一致。

〔註二〕 物價與生產下跌之程度，視生產者之成本曲綫之形態而定。

〔註三〕 Keynes 以爲此爲一般通例，又氏引證之 Tooke 文句雖與此或無關係，但對其要旨並無影響。

〔註四〕 如證券價格爲一〇〇，紅利百分之四，意即證券利息爲四厘，當證券價格下跌爲八〇，則利息變爲四厘。

〔註五〕 尤如對放款需要未遇見增加。

〔註六〕 關於此點，讀者請參考 Harrod, *Trade Cycle*, pp. 121—5.

〔註七〕 關於長短期利率之關聯，讀者如作進一步探究，可閱 Keynes, *Treatise on Money*, Chap. XXXVIII. 關於證券價格之性質，參閱本書第十一章。

〔註八〕 在極端情形，利息大小可能完全不同，一企業家如不重新裝置其麵粉廠，則可購存金邊證券，反之，如欲擴充其已有之麵粉廠，則需發行新股票，（人民購買股票之興趣較低）

〔註九〕 人民如儲蓄其增加之所得之一部分，則即少於烈火上加油，經濟擴展事實上趨向一點，在此點上，總貨幣所得增加極多，以致儲蓄之增加足以等於投資之增加額，關於「擴增倍數」(multiplier)之學說，見 Keynes, *General Theory of Employment, Interest, and money*; Harrod, *Trade Cycle*; 及 Clark, *National Income and Outlay*. K 氏在 *Economic Journal*, 1937 發表之 *The National Income* 一文。

## 第七章 銀行組織與國外匯兌

### 第一節 國內物價國際收支與對外匯率 〔註一〕

由於種種好的與壞的理由，過去及現在之中央銀行政策，大都與影響一國貨幣對他國貨幣之比值有密切關係。各國間之貨幣比值稱爲國外匯率，或簡稱外匯。一人可以英鎊購買茶葉，正如一人可以英鎊購買法郎。各國貨幣兌換之業務，爲外匯市場之工作。外匯市場爲若干經營外匯之經紀人所組成（在英國主要爲大股份銀行），散居世界各大金融中心，彼此以電訊取得聯繫。國外匯兌營業之發生，係由於普通商人欲買賣外國貨幣，以清結因國際貿易而發生之債務及其他對外之債務。外匯市場上某國貨幣之供需，繫於該國人民與他國人民間有待清結之債務之多寡而定。

國際間債務之發生，或由於貨品之進出口，或由於一國人民對他國人民所盡之勞役，或由於證券之進出口，前二類之交易稱爲「流動交易」或「所得交易」（current or income transactions），第三類交易稱爲「資本交易」（capital transaction），外匯之情況，視流動交易與資本交易之總額而定。

當一英國商人自法國進貨，彼對法國出口商即發生一債務。此債務如直接以法郎清付，則英商須售出英鎊購入法郎，此債務如以英鎊清付，則法國出口商須從外匯市場中售出英鎊購入法郎，因法郎對彼用途較大。無論以英鎊或法郎清付，外匯市場因之而發生業務，其性質初無二致，即均有英鎊之供給與法郎之需要；反之，英國貨品出口赴法，必引起英鎊之需要與法郎之供給。

當一英人於假日往瑞士旅行，彼須以英鎊購買瑞士法郎 (Swiss Francs)，以便支付在瑞士之宿費、車費等等。如瑞士允許彼以英鎊支付，則外匯交易因之移轉，但本質初未改變，即均發生英鎊之供給與瑞士法郎之需要。與上述相同，如美人赴英旅行，當引起英鎊之需要與美元之供給。國際銀行所發生之影響與國際貿易同，外國旅行者在英國之支出，為外人購買英人之勞務，通常稱為「無形的出口」(invisible export)。

資本交易之發生，與上述相似：對外人放款，亦須以本國貨幣購買借款國之貨幣，放款者獲得證券——公債、股票或期票。證券之進口正如貨品之進口，亦須支付價款（註二）。當債務償還時，證券退回債務國，借款人須提供其本國貨幣以購買放款國之貨幣。十九世紀英國對外放款，引起鉅額之外匯需要，此等放款之償還，為外匯供給及英鎊需要之一源泉。對外國投資利息與股息之支付，亦須發生外匯市場之交易。利息與股息之收入，在外匯市場發生之現象與貨品出口之收入同，即引起債權國貨幣之需要與債務國貨幣之供給。

一國航業公司及其雇員之收入，除去其在國外之支出，為該國勞務之收入。一國進口貨之價值，以進口後

之價值爲準，出口貨之價值，以出口時之價值爲準。英國進口商對外國出口商所付之款，僅爲貨品在外國港口時之價值。至於進口貨價值之其他部分，如海關所記載者，則係付予航業公司，如航業屬於英人，則以進口貨價值計算對外匯之需要，當嫌過高，故航運收入必須記入帳冊之另一方，以資對銷。出口貨之價值，係以在出口港口時之價值爲準，如外國出口商須付予英人若干運費，則除出口貨之價值外，運費亦爲對英國貨幣之需要，英國航運事業之淨收入，必須計入外匯之供需；或可視爲英國對外匯需要之減少，或可視爲外國對英幣需要之增加，二者均無不可。

此外，尚有對其他勞務之付款，如保險公司、承兌商行、影片公司、外籍官吏、外籍商人等等之勞務，亦可引起外匯之交易。對上述勞務之付款，如支付者所用者爲某國貨幣，而收受者所需者爲另一貨幣，則必引起外匯交易。但外匯交易之最主要項目，則爲前而特予闡述之數項。

由於上述分析，吾人可知如英國出口之貨幣與勞務等愈多，與資本之輸入愈鉅，則外國對英幣之需要愈大；如英國進口之貨品與勞務等愈多，與資本之輸出愈鉅，則外國對英幣之供給愈大。一國貨幣之供需，視前述各項國際收支之情形而定；但有形及無形之進出口及國際間之資本移動，究視何者而定乎？就貨品與勞務之進出口言，則視世界各國人民之嗜好（此爲對貨品與勞務需要之基礎），自然資源與生產設備、貨幣所得之水準以及國外匯率而定，關於嗜好，自然資源與生產設備，爲國際貿易書籍之專門論題，吾人不擬在此加以討

論。今假定此二者不變，如一國貨品與勞務之價格水準愈低（如生產設備不變，成本之高低決定於貨幣所得之高低，吾人爲簡略計，統稱爲物價水準），則出口之貨品與勞務必愈多；如物價水準愈高，則其人民購買外國貨必愈多。（換言之，國內物價水準愈高，則外國貨較之本國貨價格愈廉。）但國貨與外貨價格之比較，不僅視國內外物價水準之高低，且視外匯率之高低而定；例如美元折英鎊之價格愈高，則自美人視之，英國物價愈低；自英人視之，美國物價愈高。當五美元合一英鎊時，任何價值五美元之美貨較價值三十先令之英貨爲廉；但當匯率爲十美元合一英鎊時，三十先令之英貨即較五美元之美貨爲廉。

是以流動帳目（current account）之收支情形，視各國物價水準及外匯率而定；資本帳目（capital account）之收支情形，則視嗜好、資本設備以及各國之利率而定。如嗜好與資本設備不變，而國內利率相對國外利率愈低，則資本貸出愈多而借入愈少，反之則否。

因此，形成外匯供需之整個國際收支，視下列三因素——（假定嗜好與技術因素不變）即相對的物價水準、外匯率以及相對的利率而定（註三）。

外匯率之決定，爲外匯市場之職務。但各國物價與利率之高低，非外匯市場所能控制。當各國物價與利率在一定之水準下，如匯率決定，則國際收支亦即決定；但外匯市場如何決定匯率乎？匯率之決定乃在謀「廓清市場」（clear the market）；在一定的相對的利率與物價水準之下，外匯率之決定，係根據市場均衡之簡單

原理。

當某一外匯率固定時——如英鎊與美元匯率——任何物價與利率之變動，均將使市場為之擾亂。例如英國物價下跌，則必致對英鎊之需要趨於增加（因美人感英貨價廉，英人感美貨價昂，同時英人貨幣所得降低）；英鎊需要增加，必使英鎊價格趨於上升。一國物價水準降低（利率之增高相同），足使該國國際收支趨於有利，因此使該國貨幣之國外價格趨於上升；反之，則情形相反。是以銀行當局如欲影響外匯率（註四），可設法影響物價水準及利率。為達此目的，中央銀行可運用銀行率以為武器，以發生吾人於第六章所討論之效果。關於銀行率之運用對外匯之影響，將於本章第三節詳述之，吾人茲先對中央銀行控制匯率之目的，一加概視。

## 第二節 金本位（註五）

金本位具有悠久而不平凡之歷史，吾人必須明悉金本位之過去，始能瞭解金本位之現在。但吾人不擬於此論述金本位之應否存廢，而僅闡明金本位之機械作用，以及金本位之利弊。

金本位可謂為一種計畫（或一組計畫），此計畫在使一單位貨幣等於一定量黃金之價值；例如使一英鎊等於純金一一三克冷（Gold）等於〇·〇六四八（Gold）。時至今日，英鎊與黃金之聯繫，已不甚重要；英鎊與黃金之聯繫，僅在其他貨幣亦與黃金聯繫時，方有其重要性。蓋如一英鎊與一一三克冷純金維持等價，同時

五美元亦與一一三克冷維持等價，則一英鎊等於五美元。此即由於金本位之運行，英鎊與美元之匯率因以固定。今日金本位之主要吸引力即在於此；蓋如其他主要各國亦均採行金本位，則外匯匯率易於穩定。因此，吾人對於金本位之討論，乃視其為一國際金本位，而非為一國之金本位。

金本位之維持，視下列二技術條件而定：第一，貨幣與黃金之兌換，無論直接或間接，在一定價格下，須毫無限制。此項兌換，普通由中央銀行處理；但政府機關，如美國之財政部，人民可以黃金向之兌換成金券，存入中央銀行。直接兌換即以通貨兌換成金條或金幣，間接兌換則以通貨兌換成債權，此債權可依固定比率，在他處兌換黃金。如為間接兌換，則稱為金匯兌本位。第二，黃金必須自由貿易，即能自由輸出入——對黃金之進口與出口，既無限制，亦不課稅。

在任何二國家間，如上述二條件完全實現，則二國貨幣之匯率必極少波動。設在倫敦，一英鎊可兌一一三克冷純金；在紐約，五美元亦可兌一一三克冷純金；又自倫敦至紐約，現金輸送並無人為阻礙，則英美匯率，必極少離開五美元等於一英鎊之比率。如在此匯率，美元供不應求，則美元匯價有上升至四·九五美元等於一英鎊之趨向。在此情形下，即將有在外匯市場外獲取美金之情形發生。可能有一百萬英鎊向英蘭銀行兌換一萬一千三百萬克冷之黃金，經大西洋運抵紐約，以固定兌換率兌成五百萬美元。此數與四百九十五萬美元（此為以一百萬英鎊直接在外匯市場可購得之美元數）間之差額，須能抵償運輸黃金之費用。此項費用，即可決

定外匯率脫離「匯兌平價」(par of exchange)之限度，市場匯率可變動至四·九五美元等於一英鎊，在此匯率，自倫敦運金至紐約，尚無利可圖。匯率為倫敦之「現金輸出點」與紐約之「現金輸入點」。同樣情形，市場匯率亦可變動至五·〇五美元等於一英鎊，在此匯率，如由紐約運金至倫敦，尚無利可圖，則此匯率即為倫敦之現金輸入點與紐約之現金輸出點。如上述金本位之二要件始終維持，則匯率變動之幅度，不能超過現金輸送點(cold points or specie points)之外。金本位在今日之主要吸引力，即在於匯率可局限於此狹小之範圍以內。

上述二技術條件尚包括第三條件，即在金融當局手中，必須常存有充分之黃金準備或黃金債權，以應付一切可能之需要。蓋除非有適量之準備，即不能保證貨幣能兌換黃金。茲回述吾人對匯率決定之分析。吾人可謂：在國際收支平衡（現金移動除外）時之匯率，即在現金輸送點限度以內，雙方對黃金均無需要。在此種情形下，採用金本位之利，在於匯率可正確反映兩國相對的物價水準以及國際貿易之基本情況。但如情況改變，進口（無形及有形的）及資本輸出總額超過另一方之項目，則匯率將降至現金輸出點以下，現金將外流以維持國際收支之平衡。如果此僅為暫時現象，則中央銀行可處之泰然；彼雖有適量現金準備以應此外流需要，但可不必過慮。然黃金如源源外流，則金準備終必枯竭。為制止現金外流，中央銀行必須出而行動，影響國內物價與利率，使國際收支再度恢復平衡，而不須乞靈于現金出口。中央銀行之行動，即提高銀行率是，其影響有如

## 次一節之分析。

在另一方面，物價與利率組織如引致貿易出超，資本輸入等，則匯率升至現金輸入點以上，而黃金內流。如果此僅為暫時現象，則流入之現金正可用以準備將來情勢逆轉時黃金外流之需；但如黃金源源流入，則中央銀行容易用以推行低利政策，——（雖然除非考慮其他國家之金準備，中央銀行不必出此。——而事實上如一國欲穩定匯率，維持金本位，則考慮他國金準備，實有必要。蓋必須他國維持金本位，本國金本位始能獲致穩定之匯率。因此，每一金本位國對他國金準備之保持，必甚關切。

由現金流動與國內信用政策之關聯，可知一國紙幣發行與準備之聯繫，實有其優點。因此時紙幣發行之原則為：黃金外流，紙幣發行減少；黃金內流，則紙幣發行增加。吾人已知紙幣發行之最高額如何限制存款貨幣（Bank Money）之總額，此為中央銀行所能左右。當黃金外流時，減少紙幣發行最高額有減少存款貨幣供給之效。存款貨幣之減少，一部分係由於銀行組織之被動作用；即黃金出口商以普通銀行存款易取英蘭銀行存款，然後兌取黃金。如銀行存款之減少數額僅等於輸出之黃金，則銀行之生利資產仍維持原狀。但銀行組織之主動作用，勢必使銀行存款再度減少；蓋現金之提出必減低銀行之現金比率，根據流動性之原則，銀行須減少其生利資產。此種行動，必更減少存款，更提高利率。於是通貨緊縮因之開始。此係由於中央銀行減少發行而起。如中央銀行不減少發行，則可以其他資產代替黃金，使銀行組織不受黃金喪失之影響。但紙幣發行與黃金之

聯繫，使中央銀行此種隔離工作甚為困難。

反之，黃金之流入使銀行存款之供給擴增，同時使中央銀行可增發當時所需之紙幣。紙幣發行最高額增加，使中央銀行認識信用擴張之必要。因發行與黃金之聯繫，使中央銀行為維持金本位計，不得不增加紙幣之發行也。

當黃金流出或流入時，無論中央銀行是否立即變更銀行率，均不致使基本變動為之改變。現金流入，增加商業銀行之現金準備，因使市場利率立即下降，中央銀行除非設法抵銷此內流趨勢，不然即須承認市場利率之變動，而立即降低銀行率，以與市場保持密切聯繫。今日中央銀行大都迅速降低銀行率，以為市場利率之先導，而極少追隨市場利率之後（註六）。至黃金之外流，則使中央銀行無選擇餘地。蓋當黃金外流迫使市場利率高於銀行率時，商業銀行以向中央銀行提取較多現金為有利，如中央銀行欲緊縮信用，必須立即提高利率，實際上現今銀行率之變動，均為市場利率之先導。

銀行率之變動，能緩和黃金輸出入時之情況，故中央銀行於黃金輸出入時，常迅速運用銀行率以為武器，但銀行率之變動，對國際收支無深刻之影響，吾人須認清運用銀行率以控制國外情況，本在臨時救濟，而非根本辦法。

銀行率政策雖本用於支持金本位，但一國縱未實行金本位，銀行率亦為影響外匯之唯一重要武器。金本

位之放棄，並非謂中央銀行能忽視其行動對於外匯之影響。外匯之合理的而非膠着的穩定，可去除金本位之若干弊害，而部分保留金本位之主要利益。中央銀行即完全脫離金本位法則或發行之限制，亦必對外匯加以注意。吾人於分析銀行率政策對於國外情況之影響時，必須注意獨立的貨幣制度，以及金本位制度，雖吾人較着重後者。二種制度之基本差異在於：在金本位情形下，國際收支順轉對外匯影響有限，一俟匯率到達現金輸入點，黃金即開始流入；但在獨立貨幣制度情形下，匯率將繼續上升不受限制。反之，金本位之匯價下跌，受現金流出之限制（註七），而獨立貨幣制度則否。又在金本位情形之下，中央銀行之行動在發生或限制現金移動。而在獨立貨幣制度情形下，則在發生或限制匯率之變動。但在二種情形下，均使用同一之武器。關於此武器之效果，吾人即將述及。在次節分析中，吾人必須牢記銀行率對國內情況之影響。

### 第三節 銀行率與外匯

銀行率之變動對外匯市場之影響，須經過下列三途徑：（一）短期金融市場，（二）長期金融市場，及（三）貿易平衡。

一國銀行率之變動，直接影響短期金融市場。蓋該國之短期利率如較他國利率相對上升，則在該國短期市場上借款者將較為不利，貸款者則較為有利。因此，借款者將紛紛他往，而貸款者則紛紛聚集，結果資金內流，

如在金本位之下，則為黃金流入，或黃金停止流出（註八）；如在獨立貨幣制度下，則資金之流入，將使該國貨幣之匯價上升。

當短期利率之變動波及長期金融市場時，長期金融市場所受之影響與上述相同。以往若干金融中心始終借入長期資金，若干中心則始終貸出長期資金，故每逢新借款發生，長期資金均作同一方向之流動；例如戰前倫敦利率上升之影響，僅使外國及殖民地英之借款減少，但決不致使英政府在外國發行公債。但時至今日，因國際性證券數量之增加，各國長期利率之差別變動，極易引起長期資金流動方向之改變——至少在各大重要金融中心如倫敦、紐約與巴黎為然。此種現象既為長期利率變動——遠在短期利率變動之後——之結果，故極受外匯風險之限制（註九）。

銀行利率影響市場之第三途徑為貿易平衡。「貿易平衡」一詞，本書之解釋係包括流動帳（current account）中有形及無形項目，至資本交易（capital transactions）則不包括在內。當銀行率之變動，開始影響一國物價水準及其總貨幣所得時，貿易平衡方受影響。國內情況之變動（利率上升）起初使原料與資本貨品之進口減少，嗣以貨幣所得下降，食物及其他消費貨品之進口亦趨減少。如該國在世界經濟中地位重要，則信用緊縮政策將造成本國及全世界之經濟衰沉，因而出口貿易亦受阻礙。但因該國物價之下跌，出口大致將趨增加。因當一般貨幣所得下降時，出口貨之生產成本減低，於是出口將升至較高水準，進口將降至較低水準，

故利率提高對貿易差額之最終影響將為刺激出口，阻抑進口。但此種影響之發生，僅在國內情況受銀行率之控制，尤其在新的均衡尚未到達以前。

銀行率變動對於國際收支（不僅包括流動項目，而且包括長短期資本移動）之迅速影響，大致限於國際資本移動，尤其是短期資本之移動。對短期資本移動之控制，銀行率雖為一「佳妙之工具」。但吾人必須瞭解：控制短期資金之移動，以應付國際收支暫時的擾亂，其效果繫於下列二條件：即良好之短期市場之存在，以及人民對本國貨幣將來匯價之信心。此二條件，尤其是第一條件，常被各國金融當局所忽略。

所謂良好之短期金融市場，意即有借貸短期資金之機構或擔保人，彼等具有國際之信譽。倫敦票據市場顯然具備此條件。在倫敦，商業票據之擔保人為承兌商行，其國際地位毫無問題。至於國庫券，則借款者為英國政府。其他金融中心——如紐約、巴黎、阿姆斯特丹（Amsterdam）、柏林——之地位，亦大致相同。無論在大小金融中心，有國際信譽之借款人普遍均為領袖商業銀行，此等商業銀行不但須極殷實，而且須得國際之承認。拉脫維亞（Latvia）及聖塞維陀（San Salvador）之銀行，縱或信用良好，經營得法，但如未被外人所認識，而準備于利率稍高時隨時向其存款，則以銀行率控制短期資金之流動，必無效果。在一金融中心之各種短期利率中，何種利率控制國際資金之流動最為有效，須視何種途徑之借貸對國際商人最有吸引力而定。在倫敦，主要之票據利率最為重要；但在不甚發達之金融中心，商業銀行之存款利率常為有決定性之利率。

其次，第二條件爲對借款國未來匯價具有信心。如貸款者疑懼借款國貨幣之匯價將在三個月內下跌百分之廿，則三月爲期之借款，縱年利提高一二釐亦不足以吸引貸款者。貸款者此種恐懼是否合理，初無關要旨；但彼等之恐懼足使銀行率的運用歸於無效，則爲事實。對於此種限制，即最發達之金融中心亦難例外，而尤以非金本位之情形爲然。因匯率變動之風險甚大也。因此，銀行率控制國際資本移動之效果，在獨立的貨幣制度下遠較金本位爲弱；但即在實行金本位之金融中心，銀行率之功效亦有限制。關於此點之例證，近十五年來，不勝枚舉。當一九三一年夏，有所謂長期的「英鎊逃避」(flight from sterling)（即資金流出倫敦），倫敦短期利率劇烈上升，遠超過紐約及巴黎，但資金仍繼續外流。當時外人以爲英國生產成本太高，且財政情況惡劣，英鎊遲早必將下跌。無論彼等以爲英鎊可能下跌或必然下跌，此種風險之存在，足使彼等不願一二釐利率之相差。同年十二月，銀行率仍維持六釐之極高水準，英鎊對美元匯價下跌甚速，若干經濟學者主張盡量提高銀行率以挽回狂瀾，此種主張有何特見，吾人殊難窺知。蓋外人深信其資金將來仍將存放倫敦者，則其資金自仍留存倫敦，不需再加鼓勵；至外人惟恐金鎊匯價更趨下跌者，則即將利率提高三四釐，亦不足以抵償其所認爲之風險。就緊縮國內之物價及所得之組織而言，十釐之銀行率不能比六釐之銀行率更收速效；而銀行率之提高將增加國債之支出，因而加重平衡預算之困難。且本已甚高之銀行率，如再劇烈上升，極可能使外人認爲英國情況無法挽救，英國當局已甚驚惶。銀行率上升太高對國內信心之不良影響，于一九一四年八月亦有明證。

總之，銀行率之上升有一限度，過此則有弊無利。

運用銀行率一武器之限度，巴黎曾有不少往例。在一九二三——四冬季大賣空風潮 (Great Bear Drive) 之時，法當局於起始二星期即曾提高銀行率以制止法郎下跌。起初三日，匯價稍見上漲，嗣又回跌至原來水準，直至次一星期，銀行率再度提高，但其影響為加速法郎之下跌。又在一九三三——六年中，法國仍行金本位，但貨幣貶值已無法避免，法蘭西銀行曾幾度提高銀行率以增強法郎。一九三三——六年中之法國，正如一九三一年之英國，物價水準過高，同時預算赤字甚鉅，——英法之最重要區別，在法國預算虧短更為嚴重且更難救治，縱提高銀行率，有何效果可言？在一定政治社會情況以及銀行率之限度下，提高銀行率可能抑低國內物價與貨幣所得，但必經痛苦而緩慢之過程；在另一方面，提高銀行率使法國政府繼續增加龐大之期短公債之利息負擔，於是遠在銀行率發生信用緊縮效果之前，更加預算之虧短，此種有加無已的預算虧短，勢必使當局走入通貨膨脹。通貨膨脹為法人所畏懼，且由外人視之，亦與維持金平價互不相容，是以當吾人在報紙上獲悉巴黎再度提高銀行率時，即認為係接近貨幣貶值之象徵。

或以為在遠期外匯市場發達之今日，銀行率之上升恆能吸引資金。因放款者可從遠期外匯市場避免外匯之風險。此種看法忽略一事實，即遠期市場之作用原極為有限，倘人民均預期某一貨幣之匯價上漲或下跌，則其作用之有限更甚；如人人均預期一貨幣之匯價下跌，則遠期交易極難成交，因此，近數年「金集團」(Gold

(B) 各國貨幣之遠期市場，有多次須極高之貼水與升水。此種鉅額之貼水與升水，極易抵銷最大可能之利率差異。

經驗告訴吾人，各地利率之相對變動（設人民之信心不變），不致使遠期匯率自動改變，因之資金之移動，亦不致無利可圖，套匯之市場對於資金移動之作用，顯然極為有限，且各地利率之相對變動，僅能使遠期匯率發生若干變動，資金有若干移轉，因之即期匯率亦有若干變動而已（註一〇）。

即在控制短期資金流動之範圍內，銀行率雖為一「靈敏而精緻之工具」，亦非隨時隨地均可運用如意者。本用於正常情況之優良武器，自不能以之適用於任何情況；但吾人如能於遠期外匯市場之中央銀行業務內（註一一），覓一武器以補銀行率政策之不足，則自屬更佳。

吾人茲已檢討銀行率變動之對外影響，以為第六章之補充，現就此古典的武器——銀行率——之功效，加以綜述。銀行率可被中央銀行運用以發生對內與對外兩方面之功效：就對內言，其主要效果大致為間接干擾資本設備之創設及置換，其最後之功效雖可能甚鉅，但見效必甚遲緩。經濟學者現皆轉而注意直接影響國內金融情況之可能方面，即由政府投資作有計劃之控制。就對外言，銀行率之變動，足以影響國內外所得與成本之關係（因之影響貿易平衡），其更迅速有效之作用，為控制國際資本之流動，因使一國能抵銷一時之貿易失衡，而不致擾亂整個經濟組織。在吾人前曾詳述之條件下，銀行率之用途甚廣，其效果以倫敦在第一次大

戰前數年最爲令人滿意，但此時期之情況並無代表性，故欲恢復當日情況，實屬徒勞無功。銀行率雖有其用途，但作者深信其前途不過爲金融當局所使用之武器之一而已。

### 【附註】

〔註一〕 關於國際價格之詳盡闡述，讀者可參考最近國際貿易方面之佳作（如 Whaley, *International Trade; China, Interregional and International Trade*; Harrod, *International Economics; or Haberman, International Trade*）在本章中，聯合王國中財政獨立之區域，亦統稱爲「外國」。

〔註二〕 資本移動在國際收支中之地位，初學者往往混淆不清，如對外人之放款或稱「資本出口」，初學者即每將此項目置於「貨物出口」之同一方，作者以爲如將資本交易視爲「證券進口」，則上述錯誤極易避免，因「證券進口」正如貨物進口，亦須支付價款，比較相對的利率，自須估計各種通貨之可靠性。

〔註三〕 政府當然可限制外匯市場之活動以控制匯率，此種「外匯限制」于一九三〇年時曾廣被採用，其用意在使外匯之可能需求不致充分擴張。

〔註四〕 關於金本位之較詳盡討論，讀者多參考 Gregory, *The Gold Standard and its Future* (esp. Chap. I.); Keynes, *Treatise on Money* (esp. Chps. XXXV, XXXVI); Robbins, *The Great Depression* (Chap. VIII); Whaley, *International Trade and The Working of the Pre-War Gold Standard*, (*Economic*, 1937, p. 18); 及 Whittlesey, *International Monetary Issues*

〔註六〕 最好之例，莫如一九二九年秋季之情況。

〔註七〕 或以爲在獨立貨幣制度，銀行率變動之效果，受遠期匯率自動調整之限制，但此問題之權威學者巴里氏，在其所著 *Theory of Forward Exchange* 一書之指出：因套匯市場之技術的限制，遠期匯率不能自動調整，是則在金本位制度與獨立的貨幣制度，銀行率變動之效果初無大異，如貨幣制度非爲純粹獨立之制度（如吾人現有之制度）而極與金本位制度相近，則銀行率變動之效果當更相類似。

〔註八〕 普通以爲提高銀行率誘使黃金流入，足以招致物價上升，實爲誤見。蓋以其錯認黃金數量與貨幣供給同爲一物也。設貨幣之需要情況不變，如欲提高利率，則須減少貨幣供給，當黃金數量增加時，中央銀行可於減少其他資產與減低利率間，任擇其一。

〔註九〕 作者並非反對正統的觀點，否認進行國際貿易時購買力之重分配之直接效果，減輕資本移動對於之影響（關於此點，見 Roberson, 'A Note on the Transfer Problem' in Pignon and Roberson, *Economic Essay and Addresses*-p. 170）

但作者僅考慮立即發生之影響，且在短時期內，貸出國通貨受較大壓力之可能性將大爲增加。

〔註一〇〕 關於此較困難之點，參閱 Emlin, *Theory of Forward Exchange*.

〔註一一〕 前書第四編

## 第八章 國際貨幣制度之演化

### 第一節 大戰前後之金本位

在大戰期中及戰後數年，許多國家之貨幣制度，均陷入混亂狀態，此蓋各交戰國貨幣制度遷就財政需要之結果；而對貨幣理論之漠視與若干圖利者之推波助瀾，實助長通貨膨脹之狂潮。此種混亂狀態之惡果。歷時愈久而益烈（註一），終則引起一自然之反響，即對於戰前之情況無限迷戀。戰前各國貨幣制度多為金本位，故咸以恢復金本位為目標，而尤以經過極度混亂之國家為然。

由於若干原因，英國必須恢復金本位。英國對金本位之經驗，較任何國家為悠久。大戰以前，英鎊實際上為一國際性之貨幣，倫敦為世界最重要之金融中心，其貨幣制度極受各國之注意。英國在戰爭結束前，對戰後貨幣制度已加考慮；康立甫報告（Cunliffe Report）即代表官方之意見。同時英國金融家均信國際貨幣本位之恢復，足以刺激國際貿易之復蘇，英國因之可蒙其利，故對幣制混亂之國家，極願予以建議及協助。

英國政府對他國政府及本國人民之建議為：恢復金本位乃基本之要圖。關於一完善而有效之金本位速

行之方法，一九一八年康立甫委員會之第一次臨時報告曾有陳述。該報告之目的，在描述戰前貨幣制度之運行（註二）。就其大綱而言，此種制度似甚完善。蓋如英蘭銀行之存金，因國際收支之逆差或國內貿易之活躍而減少，則銀行率必隨之提高，此不但具有緩和作用（改變國際短期資本移動之情況），且有根本治療之功效（使利率普遍上升，信用緊縮，國內貿易減退。）反之，如國外黃金內流或國內流通貨幣之需要減少，則銀行率必隨之降低而擴張信用（註三）。根據此種制度，如未發行紙幣或黃金之庫存數額有所變動，則中央銀行須變更其銀行率（註四）。總之，國際黃金移動與國內流通貨幣之需要為二大指標，而銀行率則為武器。如未發行之紙幣額減少，則銀行率須提高以緊縮信用；如未發行之紙幣額增加，則銀行率須減低以擴張信用，此即金本位制度之法則。金本位為極簡明易曉之制度，由於此種制度之運用，一國內物價須自動調整以阻抑過量之進口。銀行信用之創造，須不受國家之干涉，此在較不嚴格之貨幣制度，則殊不可能。（引康立甫報告語。）

各國金本位終於先後恢復。一九二二年首先恢復者為澳大利亞，最後恢復者為日本（一九三〇年）與葡萄牙（一九三一年）；英國及大不列顛帝國之大部分於一九二五年恢復；法國在名義上雖迄一九二八年始行恢復，但實際上於一九二六年底已實施金本位。在十九世紀三十年代後數年，全世界大部分均已實施金本位。但其結果為何？結果則為國際金本位之崩潰；迄至一九三三年甚至一九三六年為止，若干國家雖仍維持金本位；但就國際本位而言，至一九三一年夏季，金本位可謂已告崩潰。關於金本位崩潰之原因，論者何止數十

〔註五〕其主要論據可歸納爲二端：（一）戰後金本位係處在過度緊張之情況中——如工資之固定性，戰債、賠款、匯價選擇不適當等等；——（二）各國中央銀行不遵守金本位之法則。關於第一點，其他書籍曾詳加論述，作者亦表同意；但作者深信對戰前戰後緊張情況之比較，似嫌過分誇大，故此點殊不足以說明戰前戰後金融情況之差異。

第二點理由較爲深刻；但如國際金本位之崩潰果由各國中央銀行不遵守金本位之法則，則必發生下列二問題：（一）金本位之法則，在英國康立甫報告及以後他國其他類似文件中，已有明晰之敘述，各國中央銀行究竟曾否違背？（二）戰前金本位運行較爲成功，其所遵守之法則是否確係此種法則？對於此二問題，吾人擬加闡述。

第一，各國中央銀行之所以違背此種法則，其關鍵在康立甫報告中之「但書」所謂：「但如外匯情況之逆轉非僅由於季節變動時。」該報告明白承認，對於黃金與通貨之純粹臨時性的移動，不必施行擴張或緊縮之金融政策。蓋如每週末現金自銀行外流，即須於每星期五下午施行緊縮政策，而繼之於次星期一施行擴張政策，則其乖謬程度，當無異於金融當局注意每星期日三便士錢幣流通速度之增加。但作者深信在農作收穫時社會所增加之現金需要，中央銀行應設法供應。又當農作歉收，引起國際收支逆轉，因使黃金外流，則國內似亦不容有信用之緊縮。故吾人如同意康立甫報告之論斷，則必發生困難：因無時不有若干原因，可視爲臨時性

的原因也。發生之困難可分二類：第一，永久的不均衡難以辨識；因無時不有若干臨時性的原因，可視為黃金移動之解釋。第二，一毋須注意之臨時性的原因，事實上可維持甚久，致使黃金外流國之中央銀行之準備，在其作用過程中耗盡。關於此二種困難之實例，可於一九二八——三〇年黃金向外流往巴黎時，英國當局之判斷中見之。在此數年內，黃金不斷流向巴黎，一般認為係由於臨時原因。例如有一時期由於純粹臨時性的交換所恐慌，使法蘭西銀行向倫敦調回資金，以增厚其在巴黎之現金數額。在此種情形下，英國似不宜採取緊縮政策。蓋對此黃金繼續流向巴黎之趨勢，可有下列二種看法：（一）法郎對金之比價過低，當黃金流入法國，其物價必漲，故英國可聽任黃金流法而坐視此種情況之實現。（二）在當時法國物價與匯價水準之下，法國之現金供給實嫌不足；而在其貨幣法令之硬性規定之下，惟有進口黃金始能增加現金，故英國應聽任黃金流法。因法國之現金需要一旦滿足，黃金移動即將中止。

在上述二看法中，無論採取任一看法，均不致採取緊縮政策。蓋以黃金之移動為暫時之現象，英國黃金之喪失終必能設法抵銷。作者承認此種看法未必盡當。但中央銀行顯然有時對金本位法則可如此解釋，而忽視若干黃金之移動。黃金臨時性之移動是否須加沖銷，應視對當時情況之診斷如何而定。診斷必須立即施行，不能俟諸以後各年各月之統計。吾人於事後指陳當時診斷謬誤，實至易易。但對目前情況立即正確判斷，則頗為困難。診斷之難求正確，往往使人較易重視臨時性之原因而稍忽視永久性之原因。作者以為主持中央銀行者

對當時金融情況之診斷，有時容有錯誤；但彼等如對康立甫法則有所違背，決非意存破壞，仍係深信彼等之斟酌確為制度所許可也。

第二，康立甫報告所描述者，是否確為戰前世界之景象？作者以為答案為否定的；而且以為由於此種對戰前制度之誤解，對於戰前金本位之成功與戰後金本位之失敗之對比，應負相當責任（註六）。在歐戰以前，運用銀行率政策大都極為謹慎，且在若干重要區域內——法國即為著例——銀行率政策極少施用，各國中央銀行運用各種方法以變更利率，往往並非為黃金移動之反應（註七）。而英美通貨擴張之結果，不但並非黃金之外流，而反為吸收黃金，以供應流通現金之增加。故各國銀行率政策之運用，極少用以保持黃金之供給。同時，各國亦極少運用銀行率——即當他國推行低利政策時，一國推行高利政策——以調協各國之物價變動。而各國價格之一致，往往由於各國銀行組織處於被動之地位（即維持利率與安全原則不變）。當經濟之繁榮與衰落，經由出口貿易自一國波及他國，所需要者為各國信用之彈性，僅在繁榮與衰落到達最高時，英法等國始變更利率以促進經濟狂潮之回復。

由上所述，可知戰前金本位之法則與康立甫法則大有殊異，在大戰前數年，金本位制度有近似康立甫制度之趨勢，且此趨勢在日益進展（註八）；但經大戰之後，一切均已改變，戰前中央銀行所用各種武器均已廢棄，所餘者僅有銀行率之變動。設戰後之緊張情況並不存在，特別如匯率能選擇適當，美國能施行一種國際投資

技術，運用其存金以代替戰前法國之存金，則新制度之運行，可無困難；但極度變動之各國銀行率政策及其他環境，造成鉅額之短期資金，此類資金極易自低利之金融中心流入高利之金融中心。國際短期資金為戰後金本位與跳躍式的銀行率之產物。在戰後第一次嚴重的經濟恐慌中，事實證明大量國際短期資金在各金融中心間之流動，實非任何國際本位所能負擔。

或有人反對作者過分強調主要國家銀行率之跳躍的與差別的變動，而過分忽視黃金之移動、各種抵銷作用，以及各國中央銀行之合作，特別是銀行率變動方面之合作，此種反對自甚正確。各國中央銀行之合作，確使戰後制度之運行，更近似於戰前制度。但各國中央銀行之合作，正被斥為破壞康立甫之法則！因此，吾人可以指出：金本位之崩潰，決非因各國中央銀行違反康立甫之法則；而主持中央銀行者對國際本位之最大貢獻，反在不顧康立甫之法則，高瞻遠矚，而密切合作。

金本位之崩壞，使領袖諸國處於不利地位，貨幣本位回復戰後初年之獨立通貨制度，特別非中歐諸國所願。此等國家對獨立紙幣本位，曾有極不愉快之經驗；且過去因國際的原因，不能立即恢復金本位，而採取滙兌管制之制度，由政府管制外滙市場，限制外滙之需要，以維持通貨之穩定。如外滙管制制度之運用，係在防止由於投機性的短期資金移動，致滙價不當的下落，則此制度實有採行之理由。滙率之高低，應由國際貿易之基本變動而調整；滙兌管制之計劃，應為克服臨時性困難之暫時計劃。一九三一——三三年澳洲管制制度之發展，

極接近此種理想，是爲將來更自由而合理之制度作準備。但在另一方面，官定匯率有規定過高之危險。此種過高匯率之維持，有賴於對外匯需要之嚴密限制。此種管制，必致增加一國對外貿易之干涉，增加政府對一切經濟活動之管制，有如蘇聯及德國之所爲，而尤以德國爲著例。

但在不甚恐懼獨立紙幣本位之國家，貨幣制度之發展，與上述大異；以英國爲例，英國回復類似一九二五年前之制度；但戰後金本位運行之惡果，使此制度亦同受嚴重之阻礙。其惡果即增大之國際短期資金。此項短期資金之移動，招致各種投機之影響；且使人民對恐慌之後各國通貨未來價值之預期，更覺變化不定。因短期資金之流出與流入，使任何紙幣本位之通貨之對外價值均發生劇烈變動。此種變動，與國際物價基本關係之變動，初無關涉。在此種情況下，從事貿易者立即感到外匯率之變動無常，實爲金本位放棄後之弊害。英國於一九三二年春間，因短期資金之內流，使英鎊匯價上升，結果使已受長期趨勢與循環變動影響之英國出口業，更受一大打擊。

戰後推行金本位之弊害，記憶猶新，勢不能立即恢復金本位以解決上述問題。英國當局爲應付此局勢，乃備擬一新制度，由一新機構名「外匯平準基金帳」(exchange equilization account)者從事活動。新制度之設計，並非保持匯率不變，而係求穩定匯率，儘可能隔離國際短期資金移動對國內經濟之影響。新制推行結果，頗獲成效，於是引起他國仿效；雖細節容有差異，而原則均與英國相同。故下節之討論，大體以英國之情形

爲準。

## 第二節 外匯平準基金帳

英國外匯平準基金帳創設於一九三二年春，附屬於財政部，其職能過去曾由英蘭銀行擔任，當時所以需要於政府中另設機構，經營此項業務者，係由於下列三種理由：第一，對投機之防杜，首須機密，而英蘭銀行依法須發表週報，勢不能保守秘密。（且在週報發表前，尙須有若干困難之會計問題，須先解決。）第二，關於政府與英蘭銀行間盈利之分配，勢將發生若干困難。第三，亦最重要之一點，據當時意見，基金之運用能直接控制英鎊之匯價，故此種職能至爲重要，須直接受政府管制。因此，基金之日常業務雖由英蘭銀行代理政府經營，然仍爲財政部之附屬機構。

基金之原始來源爲國庫券，財政部發出國庫券交付基金帳。國庫券發行額初爲一億七千五百萬鎊，嗣增至三億七千五百萬鎊，一九三七年復增爲五億七千五百萬鎊。是項國庫券與其他國庫券同，每三月換發一次。基金帳直接承受新發行之庫券。

基金帳之業務爲在外匯市場買賣英鎊，以穩定英鎊與主要國家通貨之匯率之變動。其既定政策爲消除匯率之暫時漲落；但對匯率變動之長期趨勢，則不加干涉。如因英國物價過高，以致貿易逆轉，英鎊供過於求，則

基金帳將聽任匯價下落。反之，如因基本經濟情況之改變，使鎊匯堅挺，則基金帳應聽任其上升。但在另一方面，如因法人向倫敦收回短期資金，圖用於華爾街（Wall Street）投機，以致外匯市場遭受壓力，則基金帳應購入英鎊，以阻止匯價之低落；或如法人預期法郎貶值，資金存放倫敦較爲有利，因而拋出法郎，購入英鎊，則基金帳爲阻止匯價上升計，應售出英鎊，以消除此壓力。如此，則國際貿易除非有嚴重失衡，可不致爲匯率變動所擾亂。

是以在外匯市場買賣英鎊，爲基金帳之日常業務。基金帳持有之英鎊資產爲國庫券，故須先在貼現市場出售，獲取銀行存款，然後可從事外匯市場之交易。基金帳初無外國通貨之供給；但因基金創設之日，適爲英鎊供不應求之時，故起始即獲得若干外國通貨（註九）。設如基金創設之日，爲英鎊供過於求之時，則須舉借外債，或利用英蘭銀行存金。此等舉動，均不能保守秘密，是則勢將加烈拋售英鎊之投機。

基金帳目不願冒外國通貨之風險，因此須將購得之外幣立即易成黃金。假如基金帳長期保存外幣，則與金匯本位類似，而其作用亦將與以下所述者稍異。但事實上基金帳所保存者皆爲黃金而非外幣。

英鎊對各種外幣之買賣，係在同一市場交易（通常且可以經由外幣之交易間接買賣英鎊），故基金可由對一種重要外幣或至多二種重要外幣之買賣，影響其他主要外幣之匯率。在一九三三年三月以前，基金帳買賣美元，美元與黃金，可按美國金本位規定在紐約兌換。自一九三三年三月至一九三六年十一月，基金帳亦

買賣法郎，法郎可向法蘭西銀行兌換黃金。當法國放棄金本位時，美國亦限制美元與黃金之兌換（註一〇）於是基金帳所得外幣，即不一定能兌換黃金。蓋當美、法、英三國從事激烈之貨幣戰爭時，此種兌換實不可能也。所幸者一九三六年十一月三國貨幣協定成立，此困難始告消除。三國外匯平準基金帳均保證於二十四小時前在外國基金帳購得之任何數額之本國通貨，均可兌換黃金。簡言之，英國基金帳如有穩定英鎊市場之必要，可購入法郎或美元，至明日清晨，即可將法郎與美元按當日金價兌成黃金。

但若干政策上之問題尚須解決。吾人既知英國基金帳為黃金之經常買主；但其是否注意不干涉長期趨勢，則頗成疑問。但本書並非討論外匯理論之書籍，故此問題可勿置論。惟以此種方法穩定外匯，顯然極為允當。由於三大平準基金帳之合作，任何投機者之組合均難籌集充足之資金，以破壞官方之目的。如有作此種嘗試者，則必受嚴重之損失與挫敗。此種合作行動，使短期投機者在標金市場亦無成功可能；因標金市場事實上亦為三大基金帳所控制之市場之一部分也。此種隨三國貨幣協定而來之平準基金合作之功效，須予大書特書。蓋如重見早年之不合作精神，則必招致極度之混亂。

吾人於此如將外匯平準基金制度與他國探行之外匯管制制度一加比較，當頗饒意義。外匯管制制度以限制市場一方之需求為手段，以維持其法定匯率；而外匯平準基金制度則對市場任何一方過量之供給或需要，全部予以承受，使其不致影響匯率。此二制度對於消除投機活動，均可發揮高度效能；但管制制度易使國家

對經濟生活之干涉日趨擴大，而基金制度則無此影響。至對維持外匯均衡之基本問題，則此二制度均不能解決。

### 第三節 外匯平準基金帳與銀行組織

凡前所述，皆限於基金之運用對外匯市場之影響。茲從另一重要方面，論述基金運用對銀行組織內部之影響。此係專就英國制度而言；各國機構在技術方面之差異甚大，作一共同之敘述，殊不可能。

設有短期資金流入英國，則英鎊必求過於供，基金帳如欲維持原來匯率，則必須購入外幣，而將其直接售於外國當局，兌取黃金。吾人爲簡化下述分析計，假定金銀商人以外幣在外國金融中心購得黃金，運至倫敦出售，由基金帳購入，付以英鎊。

基金帳在英蘭銀行可動用之存款，係在「政府存款」項下。基金帳須先從貼現市場售出國庫券，始獲得此項存款。外國人民售出黃金或外幣，自欲獲得英國銀行存款。基金帳即從政府存款項下開發支票，支票承受人以之存入股份銀行，該行存款因之增加——設增加數爲一百萬鎊，——而將存入之支票經票據交換所轉入其在英蘭銀行之帳上，於是英蘭銀行之銀行存款增加一百萬鎊，政府存款減少一百萬鎊。基金帳爲補足其存款，須再在貼現市場售出一百萬鎊國庫券。國庫券或爲貼現商行所承受，則貼現商行需向銀行獲得一百萬

鎊之活期及短期通知放款；或為銀行所承受（註十二）。無論為上述任一情形，英蘭銀行之銀行存款，均須有一百萬鎊轉入政府存款，因而抵銷基金帳自黃金進口商購金之影響，使政府存款與銀行存款均恢復原有數額。但商業銀行之情況，則頗有改變；其現金準備並未變動，但存款則因金進口商之存入而增加一百萬鎊。同時在資產方面，貼現票據或活期及通知放款，亦增加同一數額。關於此過程之分析，下列資產負債表可助讀者之了解。

## 第一情況

## 英蘭銀行銀行部

銀行存款	一〇〇	資產總值	一六五
政府存款	一五		
其他負債	五〇		
合計	一六五	合計	一六五
商業銀行			
存款	二、二〇〇	庫存及存放英蘭銀行現金	二〇〇
		活期放款等及票據貼現	四〇〇

合計	二、二〇〇	其他資產	一、六〇〇
	——	合計	二、二〇〇

第二情況

(當基金帳購入黃金後，售金者將承受之支票存入往來銀行，該行在英蘭銀行存款即增加支票上開列之數額。)

英蘭銀行銀行部

銀行存款	一〇一	資產總值	一六五
------	-----	------	-----

政府存款	一四
------	----

其他負債	五〇
------	----

合計	一六五	合計	一六五
----	-----	----	-----

商業銀行

存款	二、二〇一	庫存及存放英蘭銀行現金	二〇一
----	-------	-------------	-----

活期放款等及票據貼現	四〇〇
------------	-----

其他資產	一、六〇〇
------	-------

合計

二、二〇一 合計

二、二〇一

第三情況

(當基金帳將國庫券售於銀行及貼現商行補足政府存款以後。)

英蘭銀行銀行部

銀行存款

一〇〇

資產總值

一六五

政府存款

一五

其他負債

五〇

合計

一六五

合計

一六五

商業銀行

存款

二、二〇一

庫存及存放英蘭銀行現金

二〇〇

活期放款等及票據貼現

四〇一

其他資產

一、六〇〇

合計

二、二〇一

合計

二、二〇一

在第三情況，因國外資金之流入，存款總額較前增加，而商業銀行之現金比率則稍稍降低；但流動性資產

亦有增加，故現金比率降低並無關係。關於此種變動之反響，暫不置論；於此吾人須注意者，基金帳之業務，與英商銀行發行部頗相類似；當發行部購入黃金時，商業銀行之存款與現金準備，亦作同額之增加；當基金帳購入黃金時，商業銀行之存款及非現金之流動性資產（活期放款或國庫券）亦作同額之增加。發行部直接自市場購入黃金之影響為提高商業銀行之現金比率，基金帳直接自市場購入黃金之影響為降低現金比率，但流動性資產之比率則形上升。

平準基金制度雖不能完全隔離黃金移動對銀行組織之影響，但能相當隔離此影響。在基金帳未創設前，英商銀行將自動的感受黃金移動之影響，而商業銀行現金比率之擾亂，又將引起銀行存款總額之變動。當黃金移動為基金帳所抵銷時，現金比率變動極微，但為相反方面之變動。如僅顧慮現金比率，則商業銀行須稍稍縮減其生利資產及存款。但按諸習慣，銀行對純粹臨時性之變動，不甚措意，如臨時性之變動過大，則當運用「虛飾」(window-dressing)方法以掩蔽其一部分。但黃金亦被基金帳吸收，如有延長之趨勢，則單就現金比率設想，足以引起信用之收縮。然而吾人於此不可遺忘商業銀行流動性之第二原則。基金帳購入黃金，導使商業銀行非現金的流動性資產隨同存款而增加。當現金比率稍稍下降（由於存款增加而現金數額不變），則流動性資產總額對存款之比率上升更多。按照流動性之第二原則，在一定限度內，較高比率之流動性資產，亦可滿足商業銀行之需要。故上述第三情況可能為銀行資產負債表之最後情況。

如商業銀行因現金比率下降，而有緊縮信用之徵象，假定其他情形不變，則中央銀行購入證券以恢復商業銀行之現金比率，實為適當之舉措。但過去此項問題並未發生。過去若干年中，基金帳曾不斷收購黃金。一九三三——四年間，因財政部償還短期債務，使市場上國庫券極為缺乏，商業銀行之資金，因在活期放款與國庫券方面不能獲得充分出路，不得不遵照流動性之第二原則，使現金比率較往常為高，以補償其他流動性資產對存款比率之過低。嗣後數年，基金帳因購金之故，售出國庫券，同時外人購去金鎊，結果現金比率因存款之增加而稍有降低，其他流動性資產對存款之比率則迅速增高。基金帳拋售國庫券，使商業銀行資產之分配（現金，其他流動性資產及其他資產之分配），恢復較正常之情況。故對於基金帳之舉措，商業銀行係處於被動地位。惟此當然係偶然之情形，不能因此而使吾人忽視黃金長期內流之可能結果（註二）。

以上所述，吾人係假定商業銀行已達到上述舉例中之第三情況，故銀行之地位不致受到擾亂；但此假定是否合理，則仍有問題。商業銀行增加活期放款票據貼現之數，必適等於國庫券供給增加之數，故短期利率可不受影響。同時，銀行其他生利資產未受擾亂，故銀行普通放款利率及證券市場亦不受影響。但因基金帳拋出英鎊以應市場之過量需要，故銀行存款勢必增加。銀行存款之增加即貨幣供給之增加，對國內經濟情況是否將引起擾亂？

關於此問題之答案，須視外人獲得英鎊後如何運用而定；如其以為英鎊較本國貨幣或黃金穩妥可靠，將

其存入英國銀行，按期支取利息，則此種貨幣供給之增加，不致影響英國經濟情況。因新增之購買力並未加以運用（註二三）。在另一方面，如外人以之購入國庫券或在倫敦貼現市場作短期放款。在此種情形下，則基金帳脫售之國庫券將直接的（如外人購買國庫券）或間接的（如外人貸款於貼現市場，使貼現商行購買國庫券）爲此新需要所購買。在此情形下，因基金帳之作用，短期資金之流入，對倫敦毫無妨害。蓋如外人因本國貨幣有貶值之虞，而欲保持英國國庫券，則基金帳僅須發行國庫券，間接與其本國貨幣交換即可。既無須銀行收受國庫券，亦無須銀行貸款於貼現市場，而英國銀行存款又不致增加也。此種情形，與黃金流入英蘭銀行發行部，而同時爲外人吸收英蘭銀行紙幣時之情形相同，倫敦之銀行與利率，均絲毫不受干擾。所不同者，匯兌基金帳之情形，參加交易者有三方面：不信任其本國貨幣之外人，英國匯兌基金帳及外國金融當局。外人以本國貨幣售於基金帳，易取（間接的）英國國庫券，基金帳以外幣向外國金融當局兌換黃金。而在發行部之情形，外人係由外匯市場以黃金易取英蘭銀行紙幣。總之，如外人願購存國庫券，則對英國銀行組織毫無干擾，其影響完全爲基金帳所隔離。

如外人以其獲得之銀行存款，在倫敦證券交易所從事投機性的投資，則基金帳之功效將大受限制。蓋此新增之銀行存款使資本市場之資金供給驟增，於是利率趨向下落，而生信用擴張之影響。此爲美國曾發生之情況，美國匯兌平準基金之運用，雖可使其現金之供給不受黃金內流之影響，但不能防止外人在華爾街從事

## 買方之投機。

以上之論述，均為黃金內流之情形。至於黃金外流之影響，則可由相反之分析得之。讀者如自開途徑以分析其過程，自屬更佳。總之，匯兌平準基金除直接穩定外匯外，尚須有隔離短期資金移動影響之功效。

如金融當局欲追蹤一八四四年及一九二八年法案所規定之傳統制度，保持紙幣發行與英蘭銀行存金數額之關聯，則可變更基金帳與英蘭銀行間黃金之分配，以應付人民對紙幣需要之變動。在以往五年間，英蘭銀行為防止紙幣發行大量擴張及避免增加保證發行額之需要，均從基金帳獲取黃金，以變更其信用狀況。此即由銀行部先將國庫券（此為其一政府證券）之一部分，售於基金帳，以換取黃金；再將黃金送交發行部以易取紙幣（註一四）。銀行部庫存紙幣因之增加而證券則較前減少。英蘭銀行可以自市場購買證券之普通方法，使紙幣流通市面，而不影響存款總額。基金帳亦可因需要英鎊而售金於英蘭銀行。當基金帳因購金而耗盡所有英鎊時，可經立法程序發行較多國庫券。但如國會在休會期間，為避免立法程序起見，基金帳可售金子英蘭銀行以增加其英鎊。在此種情形下（如一九三六年秋季），如英蘭銀行銀行部庫券紙幣過多，則英蘭銀行可在其保證發行額中，減去向基金帳購金付出之數額。如此，則僅發行部有所變動而已。關於此種情形，試比較一九三六年十二月九日與同月十六日英蘭銀行週報，即可瞭然。在此時期內，發行部自基金帳購入價值六千五百萬鎊之黃金，同時其保證發行額減少六千萬鎊（左列數字係以百萬鎊為單位）。

	十二月九日	十二月十六日	增	加
黃金	二四八·七	三一三·七	(十)	六五·〇
保證發行額	二六〇·〇	二〇〇·〇	(一)	六〇·〇
紙幣流通額	四五八·九	四六七·七	(十)	八·八
銀行部庫存紙幣額	四九·八	四六·〇	(一)	三·八

匯兌平準基金帳之創設，使英蘭銀行能繼續遵守一九二八年之通貨與銀行券法案，而不致考慮國際短期資本之移動。但英國當局此種技術上之成就，如視為能解決貨幣政策之根本問題，則屬大謬。就隔離國際黃金移動時國內通貨需要之影響言，匯兌平準基金制度，較之戰前辦法，技術實已大有進步。至與一九二五——三一年之制度相較，則更有較大之改進矣。但此種新職能何以不由中央銀行掌管，並無必然之理由（註一五）。基金帳之另設機構，不過為達到穩定外匯隔離銀行組織之目的之可能方法之一而已。又此新制度之發明，對於各國間之價格與所得機構均衡之維持問題，及因黃金過多而發生之問題（註一六），均不能予以解決。但關於此等問題之討論，係屬新貨幣政策之範圍；本章之論述，僅為分析此新創之技術機構而已。

【附註】

【註一】此種混亂狀態，以中歐爲最烈，對於戰後之通貨膨脹，Bresciani Turroni 在所著 *Economics of Inflation* 一書中有透澈之分析，該書主要論述德國情形。

【註二】Gregory 所著 *British Banking Statutes and Currents* 曾轉錄該報告，見該書第二卷三三四頁以後各頁，特別是三三三六——三七頁。

【註三】關於此點，康立甫報告並未明述，但在其分析存金減少時，隱含有此種論點。

【註四】康立甫報告以爲中央銀行對季節變動，可不加注意，故其建議之制度缺乏自動機能。

【註五】關於此問題之討論，最佳之著作爲 Gregory: *The Gold Standard and its Future* 及 Gifford: *The Deviation of the Pound* 113。

【註六】參閱 Whaley, *The Working of the Pre-War Gold Standard*, in *Economics*, 1937 氏之理論雖未經證明，但似較合實際。

【註七】關於英商銀行所用方法之分析，參閱作者所著 *Bank of England Operations, 1890—1914*。

【註八】如大戰不發生，康立甫制度必將逐漸實現，關於此點，作者係受 Robarson 之啟示，參考 *Economic Journal*, 1936, p.696。

【註九】英商銀行昔因經營是項業務，故曾累積若干外國通貨，在基金帳創立時即行轉售。

【註一〇】美國財政部對於以一定價格售金之中央銀行，仍傳子黃金，其他則概予拒售。

【註一一】若干國庫券可能爲不參加票據交換之銀行所承受，而此等銀行願意降低其現金比率，此爲一較複雜之情形，但在數目上極不重要，故可不論。

〔註一三〕 一九三七年黃金不斷流入，商業銀行不願降低其現金比率，於是當局不得不在市場拋售證券，因現金並未增加，故迫使利率上升。

〔註一四〕 但如英蘭銀行不增加現金，而商業銀行又不願降低現金比率，則當局為抵銷黃金流入，勢須在市場上拋售證券（如一九三七年之情形），則此項國外流入資金之閒置，有信用緊縮之影響。

〔註一五〕 根據一八四四年法案之規定，英蘭銀行對每盎斯標金僅能付價三鎊十七先令九便士。但基金帳係以市價（約每盎斯七鎊）購入黃金，故基金帳每次將黃金轉售予英蘭銀行，必受極大虧損，大抵以一億四千萬鎊國庫券購入之黃金，轉售時僅得八千萬鎊。近數年因大批黃金傳予英蘭銀行之結果，基金帳之資本大為減少（但財政部在金價上漲時可自發行部獲得盈利）。最近基金帳資金增撥二萬萬鎊，幾完全作抵補此項虧損之用。

〔註一六〕 除非在技術上有保守機密之必要。

〔註一七〕 以上所舉之例，係假定基金帳所應付之黃金內流，係由於資金之移轉，而非由於產金地黃金之增產，如由於黃金之增產，分析之第一點仍與前同。此外，因黃金進口商所獲收入，須用以支付產金費用，故中央銀行之行動必受此事實之影響。

## 第九章 商業銀行資產之分配

### 第一節 資產分配之經濟意義

若干學者以爲銀行不能影響一般經濟情況，其理由爲：「銀行雖能決定存款貨幣之總數，但貨幣之如何使用，則爲人民所左右。」吾人於第一章中，曾述及此項論據本身含有矛盾。蓋如人民保存貨幣之心理不變，則對貨幣供給總數之控制，即能影響貨幣之使用。在以前各章中，吾人已述及銀行組織如何由控制貨幣之供給以影響利率，因而影響貨幣之使用。換言之，當銀行以其資產與人民相交換時——如以銀行存款易取現金，商業票據，政府證券，商業期票等等——即可使經濟情況發生變化。在任何時期內，人民對其積存之財富，以某一特定之比例，分配爲各種資產（註一）。如果銀行改變其資產之分配，增加人民之銀行存款，減少人民之其他資產，則整個經濟情況必起反應。關於此種反應之一般性質，在第六章已加分析。關於商業銀行分配資產之方法，吾人大都以今日英國之情形爲例；但現今英國之銀行制度，並不能視爲各國之典型，故吾人對於銀行分配資產方法之詳情，須加以進一步之考察。銀行資產之重分配對經濟情況之影響，視銀行願以何種資產與銀行存

款交換而定。商業銀行對各種資產之偏好程度，係基於何種基礎？此種偏好程度可能改變至如何程度？其對中央銀行效能之影響為何？商業銀行之將來如何？凡此均為本章應討論之問題。

## 第二節 銀行資產之流動性

商業銀行之目的，在為股東獲取利潤。利潤之來源為資產之收入，而此項資產之獲得則有賴於人民願以銀行存款作為現金。銀行資產之收入愈大，則獲利亦愈多。但如資產之價值下跌，則極易招致虧損。銀行獲利之可能既全賴於人民接受銀行存款，則銀行自須獲得人民之信任，使人民視銀行存款有如現金；但人民對銀行之信任，全在深信隨時可憑存款向銀行提取現金，故商業銀行隨時應付提存之能力，為獲利之先決條件。

銀行通常以「流動性」一詞，表示應付提存之能力。銀行如欲獲利，必須獲得人民之信任；而欲獲得人民信任，則其資產須保持適當之流動性。最富流動性之資產為現金本身，一銀行保存之現金愈多，則應付提存愈無困難；但現金為不生利之資產，其本身不能獲得收入。銀行為獲利計，必須保存若干流動性較低之資產。但所謂流動性較低之資產，除能生利外，其特質為何？在過去銀行家對此問題之解答中，多對「流動性」一詞無確切之了解，此蓋由於往昔銀行業務之狀況使然。銀行為滿足存戶之要求，須能將其資產迅速易成現金；但如欲滿足存戶要求，則銀行將其資產易成現金時，且須毫無損失。銀行家通常所企求之流動性，係包括以上二特質

而言。

關於英政府之長期證券究爲流動性較高或較低之資產，過去銀行家無一定之解答，此蓋由於對流動性之意義含糊不清所致。以倫敦之證券言，因有優良證券交易所之存在，可迅速易成現金；但其可易得之現金數量，則視當時之市價而定。市價可能高於銀行購入證券時之價格，亦可能低於購入時之價格。至證券之面值，則須至證券到期時，始能確實獲得，故證券之優點可隨時易成現金，如銀行能等至到期之日，且可免去損失之風險。而證券之缺點，則在如於到期日以前出讓，可能蒙受損失。總之，英政府長期證券雖有完全之「移轉性」(shiftable)（即隨時可易成現金），但即使假定英政府必如期償還，亦不能視爲具有完全流動性之資產。

關於移轉性與流動性之第二特質之區別，更可以著名實業公司——如帝國化學工業公司——之普通股票爲例以明之：銀行如持有此種股票，可隨時在證券交易所售出，獲得現金；但因有遭受損失之風險，故銀行仍視其爲不富於流動性。與此相反之例則爲：設有一旅行家，將去西藏或探勘戈壁沙漠，欲向銀行借款。其借款之償還，銀行相信毫無風險，絕對可靠；但銀行對此種放款，恐其猶豫。因當旅行者在戈壁沙漠中時，銀行極難以此債權向其他金融機關易取現金。此項資產雖毫無風險，但移轉極爲困難，故銀行視之爲不流動之資產。多數銀行對若干工商業者之貸款，大致與此相類。銀行明知其資產價值遠過於貸款數額，同時又極信實；但因借貸方式爲非正式的，故移轉甚爲不便。至於其他多數之商業貸款，且有遭受損失之風險，故銀行將工商業之透支

放款，歸入流動性極低之資產之列。

但構成流動性之二因子——移轉性與損失之風險——並非毫不相關，以英政府證券為例，銀行如能等至到期之日，則毫無風險可言，故銀行之極易移轉而又少風險之資產，如已對存款保持適當之比例，則無妨保存若干極易移轉，但移轉時有風險，或不易移轉但無風險之資產。至於既有風險又不易移轉之資產，則頗不受銀行所歡迎。總之，銀行對流動性之二特質，必須均加注意。銀行所保存之資產，有一部分須兼具此二特質；有一部分須極易移轉，但移轉時頗有風險。至其他資產，至少須不致虧損。凡此皆為健全商業銀行業務之基本箴則。

吾人茲對移轉性作較詳之討論。當其他銀行或非銀行願減少其現金時，一銀行始能移轉其若干資產，以應付票據交換所之逆差，或應付該行現金之外流。但如各銀行均需要現金，則情況較為嚴重。在經濟恐慌發生時，資金外流並非限於某一銀行。如銀行組織愈緊密，則現金需要將愈普遍。在美國，一銀行之震動，常經聯行組織之傳導，而波及其他銀行。至如一國家之銀行業務，如操於少數大銀行之手，則任一銀行之嚴重擾亂，必須波及他行，因而引起整個經濟之擾亂，故所謂移轉性應指對現金泉源之中央銀行之移轉性而言。在判斷任何資產之移轉性時，須視其對中央銀行之移轉性如何（無論係直接的或間接的），故中央銀行對於合格票據之規定，對於商業銀行之流動性，極關重要。

任何銀行資產，如極易移轉於中央銀行，即具有極大之移轉性，此全視中央銀行對合格票據之規章而定。

中央銀行對國庫券及具有一定條件之匯票，大致均予貼現。何以中央銀行對合格票據作如此規定，吾人將於次節討論之；於此所應申述者，即合格資產之種類，已有擴充之趨勢。而此種擴充遭受重貼現所未有之困難。就一般而言，國庫券及匯票因合於中央銀行之規定，故為最富流動性之生利資產。但在倫敦則並非如此。票據重貼現之可能性固使票據便於移轉而受人歡迎；但其期限——大都為期三月——則使其負有損失之風險。蓋如票據重貼現之利率較貼現率為高，則商業銀行將受損失也。因票據之期限愈短，重貼現時可能遭受之損失愈小，故銀行均喜好短期票據。總之，合格之票據為極易移轉之資產，當其離到期日愈近，所負之風險亦愈小。倫敦因有高度發展之貼現市場，中央銀行與商業銀行之接觸又係間接的，故使銀行可有流動性更高之資產，此即活期及短期通知放款是。蓋對貼現商行作為商業銀行放款担保之合格票據（註三），可隨時以之向英商銀行貼現也。且當銀行需要現金時，可向貼現商行調回放款足額及原議利息，而毫無損失之風險，故在倫敦，活期及短期通知放款，只須有合格票據作為擔保，其流動性僅次於現金。再次則為國庫券及匯票（在其他各國，國庫券及匯票之流動性僅次於現金），而國庫券及匯票之流動性之大小，又各視其到期之先後而定。至國庫券之位置所以列於同時到期之匯票之前，則因匯票之清償稍有風險之故。至其他資產則不如以上各種之易於移轉。在中央銀行制度相當發展之國家，銀行視高度流動性之資產對於存款之比例，幾與現金比率同一重要。吾人前已述及（註三），此種趨勢在英國如何形成流動性之第二準則，以及此準則如何影響現金數量與存款

總額關係。

### 第三節 自償性票據之優點

吾人前曾述及，中央銀行喜好之資產，當亦為商業銀行所喜好。吾人對此問題如欲得澈底之了解，必須探究中央銀行為何一向喜好某幾種資產。無論吾人注視美國、英國，或其他仿倣英美各國之情況，對於此問題之最終答復當為：中央銀行為預防損失並懲戒銀行業務經營不善計，偏好「健全之銀行資產」(sound bank assets)。但吾人對匯票（及對有信譽之商行放款且有票據作擔保品者）被視為「健全之銀行資產」之理由，仍未獲得解釋。

吾人茲從有關銀行之文獻中探尋銀行家之解釋。據銀行家所言，匯票為理想的自償性票據。所謂自償性之票據，乃指在實際商業交易中發生之票據——如澳洲小麥出口輸英——此種票據在極短時期（如三個月）終了時，將自動使債務人獲得現金。當小麥由澳運英之極短時期內，銀行家只須靜候於休憩室中，蓋債務人到期必能清償其匯票也。當然債務人須為一信實之人，而銀行亦須注意票據上有信譽者之簽名，保證其於交易結束之時必能收回放款。銀行家不僅在購入匯票時，腦中存有此種自償性之見解，即對商人放款時亦有之。故購買原料以製造產品之借款，較之大學生為完成學業之借款，實更為銀行所歡迎。匯票與非正式商業放

款之最大區別在於：前者有一可流通之合法工具，因此債權極便移轉，而後者則無此便利。票據方式所以使用較多之原因，係由於銀行家之設計，使其更易脫售之故（是項資產因有「自償性」之特質，本即較易脫售，蓋有自償性之資產，未必即為合法之票據也）。

在自償性之借款，債權人認為債務人必能償付其債務。蓋有文件（通常為棧單）證明其從事於實際商業活動，且於交易終結時必能使其獲得償債之款項。但當交易終結時，債務人是否必能償債？如仍以澳洲小麥出口商為例，其小麥在英國出售以後是否必能償債？是則須視小麥之售價而定。通常匯票數額均稍低於預期之小麥售價，以防麥價之意外下落。設在小麥運到市場以前，麥價慘跌，則此交易本身不能保證債務人到期清償之能力（註四）。為防止物價之慘跌，通常須維持貨幣之供給。如銀行家購進一批匯票後，拒絕購收新匯票，而僅安坐以待所購匯票之到期，則貨幣之供給將大為減少，而物價亦將慘落，因致債務人到期不能清償。故銀行須維持其資產數額，始能維持其重要資產之自償性。大部分銀行均為短期資本市場之主要直接貸款者，而此種短期債務到期時清償之可能性，則又將視銀行是否準備作新的短期放款而定。是以在整個銀行組織不緊縮信用之假定下，銀行購入匯票以待到期，必不致遭受損失。至於經濟恐慌不能抑止之時，則最穩健之銀行亦將破產。但在另一方面言之，銀行可運用其本身之權力，使到期匯票得能清償。

上述分析頗易引起懷疑。蓋如短期票據之可靠性係視銀行本身之行動而定，則銀行何以不同樣喜好長

期票據？例如英國政府證券即極穩妥，因其在到期時必能清償（註五）。但從銀行觀點，長期票據之最大缺點在期限過長，如在到期前脫售，則有因利率上升而受損失之風險。或以為如銀行多致力於長期市場，則長期證券價值之波動當能減免。此種說法忽視二項重要事實：其一為銀行組織為奉行國家金融政策（如金本位金融政策或經濟循環消除政策）計，必須使國內物價結構局限於一定範圍以內，因之利率必須時時調整，以適應技術之進步，商業信心之改變及其他有關因素之變動。故即使銀行為長期資本之主要供給源泉，長期利率亦必發生變動，而利率每一變動，對長期證券之價值之影響，自遠過於對短期證券價值之影響。

除上述理由以外，另有一重要原因，亦使銀行不願供給大部分之長期資金，此即判斷借款者清償能力之困難。在現今之英國制度，短期借款清償能力之判斷，一部分由承兌商行，貼現商行等辦理（如借款者以匯票借款），一部分由銀行本身辦理（如銀行直接放款予顧客）。設如銀行為長期資金之主要供給者，則銀行本身或其他專門性之中介機構（註六），必須判斷借款人之長期信用。但此為十分困難之事。吾人判斷一工廠三月內之清償能力甚易，但判斷其二十年內之清償能力則極難。利率變動之影響及借款者信用之不易預料，皆使長期放款含有甚大之風險，致使銀行家避免進入長期資本市場。短期借款所以受銀行家之歡迎，不但因為其有自償性，而長期借款則否，而且因其價值受利率變動之影響較少，同時預料三月內之清償能力遠較預料二十年內之清償能力為易。

上述對銀行家偏好短期放款之原因之分析，初視之似無實際上之重要性。或以爲吾人僅須了解：銀行家向有一定偏好，此種偏好影響現在各種資產向中央銀行移轉之難易，而目前商業銀行之流動性觀念，係基於此種偏好及向中央銀行移轉之難易，卽爲已足。吾人以爲如現今銀行組織已成定型，不復再行改進，則此種論調自屬合理；但銀行業務必須隨時變革，故對銀行家關於流動性之傳統觀念之根源必須澈底明瞭——由於中央銀行之成爲最後貸放者，——於經濟恐慌時，無限制的以其本身之負債交換商業銀行之負債——銀行對流動性之看法，不再限於損失之避免，而着重移轉之難易。一旦中央銀行業務澈底被商業銀行明瞭，則一切銀行資產均將以能移轉中央銀行爲依歸。中央銀行必須竭盡所能以抑止經濟恐慌，因之對合格票據之規定，有無限放寬之傾向〔註七〕。但如一切銀行資產均因此而可以移轉，則銀行家對資產之鑑定當較寬鬆。此卽銀行自由論者之最有力論據〔註八〕。銀行自由論者以爲商業銀行如常能依恃中央銀行之救助，以解救其困難，則必冒險以求厚利。反之，如完全依恃其本身資力，則必審慎從事，保留適量之現金準備，不致助長投機活動以致引起恐慌。作者不贊同銀行自由學派之一般論調，但亦認爲二十世紀中央銀行職能之充分發揮，將使商業銀行業務較不謹慎。爲阻止此種不良發展，吾人必須強調一事實，卽流動性並非僅基於移轉性。中央銀行於必要時應使商業銀行認清，雖有中央銀行可資依恃，但對有風險之資產仍不能大意收受〔註九〕。因此之故，作者希於前面分析中指出健全之銀行業務係與自償性借款之見解有密切之關聯。銀行家幸勿誤以爲遵守傳統

軌轍之健全的銀行業務，爲局限銀行業務之愚拙行爲。

#### 第四節 銀行對於資產之選擇

吾人茲從何以銀行選擇資產有所偏好，進而論今日銀行選擇資產之方法。關於英美商業銀行資產之分配，第二章已有初步討論，此處不擬復述，本節之敘述僅限於主要國家商業銀行資產分配及各國之一般比較，以及資產分配之循環變動及長期趨勢之討論。

各國商業銀行資產分配之互異，係基於下列二因素：即資本市場之組織及古典的健全銀行業務觀念深入人心之程度。前一因素在今日尤爲重要。英格蘭並不獨占健全銀行業務之觀念（且此種觀念係自蘇格蘭輸入），國外分行之設立，將古典的銀行業務觀念傳佈於經濟落後各國，各國商業銀行資產之分配所以與英國有異，主要係由於某幾種資產之無法獲得，以及遭受壓力時不易獲得救助。例如英國活期及短期通知放款大都貸予貼現商行，其流動性極高，幾與現金無二；但大多數國家並無貼現市場，故此種資產無法獲得。至在其他金融中心（例如 New York 與 Montreal）活期放款亦甚重要，但此種放款幾全貸予股票商人，通常不能移轉於中央銀行。就一般情形而言，政府證券之數量足供任何銀行之需求；但在南美，一銀行當不願大量保留下星期可能作廢之證券。南美銀行自可購買可靠之外國政府證券，但須負擔外匯匯率變動之風險。南美銀行甚

少保存政府證券，而印度銀行則大量保存政府證券，正如英國銀行對貼現市場放款甚鉅而他國甚少。政府之財政情況自非影響銀行願否保存政府證券之惟一原因；以澳洲為例，因銀行資金出路甚多，故銀行保存政府證券之數量，反少於若干政治机陞不安之南美之銀行。

當銀行獲得適量之最流動之資產（尤其是現金）後，一般均望獲得之資產為商業放款；或出於透支方式，或出於票據貼現方式。在倫敦，匯票須經若干專門機構之簽字，簽字者對債務人清償須負責任，在其他若干金融中心，亦多少有此現象。但匯票方式大都與普通放款方式相類似。至究竟何種方式佔重要地位，則為各地歷史發展之結果。中央銀行之建立，鼓勵匯票之推行，因匯票為一合法工具，較非正式的銀行放款便於移轉。但放款亦有一大優點，即較其他資產獲利稍厚。此蓋由於放款含有借款人個人之風險，一般人民對借款者無信用調查，頗不樂於投資也。即就銀行而言，放款亦有前述之缺點，但因其收益較高，可以抵補其流動性較低及所負之風險，故在相當限度內，銀行歡迎商人之借款，此種放款數額愈大，則銀行其他資產對總額之比例愈小。銀行甚至因有放款之機會，而降低其正常之現金比率者（即擴充資產總額而現金數額不變）。

高級匯票之貼現率，通度遠較放款利率為低。此種差異即因匯票有承兌者之簽字及其他簽字，較為穩妥可靠之故。承兌者負擔債務人不能清償之風險，其工作為調查債務人之信用。在銀行經營之放款，此工作係由銀行本身擔任。貼現票據雖收益甚低，但銀行因其易於移轉，亦願保存若干票據。票據平均收益低於中期及長

期政府證券，而後者之收益又較普通銀行放款為低。

商業銀行之資產通常分為現金，貼現票據，放款及投資（大部分為政府證券）數大類。任何銀行，均須存有若干現金；銀行保存若干票據，則因其便於移轉，足以補償較低之收益；從事放款，則受高利之引誘；至投資則為生利資產中之最安全者，可能在數年內不受擾亂。各國商業銀行除資產分配各異外，其最重要之差別在於應商人之要求而放款之情況。英國銀行通常願應商人要求而放款，但以通融營運資金為限（如購買原料，支付約定工資等）。英國銀行家腦中常存有一問題，自償性之交易，目前是否需要通融？因此，彼等不願周轉固定資金（如擴充工廠，購買新機器等）。除非一工廠在由其他來源（註一〇）獲得長期資金以前，需要臨時貸款，銀行始願通融。英國若干銀行對工業固定資金特具興趣（如棉紡業），但此為繁榮時期臨時融通過分慷慨之結果，並不足以代表一般情形。反對長期貸款之一般理由，係基於本章前面討論之自償性票據之理論。但討論銀行業務之箴規，應着重是否發生損失而不應着重交易時期之長短。銀行家以為短期放款必極安全且不致助長信用膨脹之觀念，往往使其對所冒之風險熟視無睹。

英國銀行貸款之準則，目前已有修正之徵象。英國銀行仍無長期通融工業固定資金之傾向，但甚願臨時通融固定資金，並願依據個人之未來所得作放款，惟須附優等之抵押品，如不動產及人壽保險單。一銀行貸款商人購買貨車時，商人存入人壽保險單以為擔保，只須保險單之「解約價格」(surrender value)大於放款

數額，銀行即無風險。至商人利用借款購貨車以供運輸，而不用於進貨，對銀行並無直接關係。不動產契據雖非優良之擔保品，但如不動產之市價遠高於放款數額，則銀行仍無妨放款。至銀行如認為顧客之信用毫無疑問，則放款甚至可無須抵押。此等放款在十九世紀時無疑即已存在，但為當時銀行家之言論與書籍所摒斥，視其為不健全之銀行業務。在今日之典籍中，此種交易已被視為合適之交易。蓋任何使銀行家集中注意力以權衡損失風險之變革，自較墨守成規為優也。

但吾人對銀行家受一般商業氛圍之影響，亦不可予以漠視。在經濟繁榮時期，銀行家低估損失之風險；而在經濟衰落時期，則高估損失之風險。十九世紀時，美國商業銀行常遭嚴重損失，其故不在作動產放款，而在視終將消逝之繁榮為永久繁榮。商業銀行對於此種危險之防止，迄無簡明易曉之箴規。

歐陸商業銀行與英國商業銀行業務之差異，過於現在英國商業銀行與十九世紀英國商業銀行業務之差異。歐陸商業銀行與工業有關係之深厚，向較英國為甚。此非由於銀行理論之差異，而係經濟發展程序不同使然。歐陸工業發展遠較英國為急劇，因大工廠勃興，對長期資本之需要，決非英國式點滴之累積所能供應，於是銀行往往為吸收儲蓄，便利新興工業而設。歐陸工業不僅需要銀行供應營運資金，且需銀行供應固定資金。以德國為例，銀行常供給工廠創業資金，迨工廠基礎漸固，然後再向人民推銷股票（註二）。在經濟較不發達之國家，銀行更常長期保有一公司股票之大部分。其在法國，則工業資本非由普通銀行供應，而由與商業銀行

性質迥異之特種銀行供應。

就工業家立場言，歐陸銀行制度自較英國制度爲佳。尤其是規模較小之工廠，在英國不易獲得長期資金，對歐陸同業自不免羨妬。但此種情形，並不致使英國銀行家效法歐陸。蓋銀行家察迴騰際者爲損失之風險，銀行如對特定工廠長期放款，則在長時期內，該工廠之命運必與銀行有極大之關聯，一旦銀行與工廠關係已深，則銀行家欲憑遠見以免遭損失，殊爲不可能之事。然銀行家除非遵從英國傳統所規定之限度，實無法不捲入漩渦，歐洲「混合銀行」(mixed banks)之經驗，並非盡可樂觀。最近(一九二九年後之一次)之大恐慌使銀行損失慘重，而此損失卽爲工業損失之結果。銀行之損失雖在任何情形下均可能發生，但各國當局認爲銀行業務之混合，增加金融恐慌之嚴重性，因而規定存款銀行之業務與工業投資信託之業務，必須予以劃分，實甚允當。故在今日，此二種業務已由完全獨立之公司經營(註二三)。此種存款銀行專業化之過程，當受英國銀行應付恐慌獲得成功之激勵。

總之，商業銀行業務原則之應用，因時而異，亦因地而異。以英國現狀而論，銀行不願與特定工廠發生深厚關係，而願承做短期放款。銀行家大都拒絕幫助大工廠之創設，而安坐於會客室中，靜待已著信譽之顧客要求臨時借款。銀行此種有加無已之消極態度，引起社會上之斥責；謂大規模之股份銀行較舊式之私人銀行，反不願扶植小企業家。吾人以爲此種斥責，並不能使英國銀行業務仿倣戰前歐陸銀行業務，而作劇烈之變革。目前

英國銀行業務遺留之空隙，將爲新起之特種機構所墊補。此種機構現已續見出現，如英國之農業抵押銀行及其他各國類似之農業信用銀行。在工業方面，亦有工業信用公司及銀行家的工業發展公司。銀行不但對放款抱消極態度，且對經濟循環政策亦抱消極態度。關於後一問題，吾人即將於次節述之。

## 第五節 經濟循環中之英國銀行

關於銀行選擇資產之統計資料，吾人頗難獲得。雖然銀行學教科書中曾有若干意見，銀行亦曾發表若干統計，但發表之數字所能告知吾人者甚少，因資產之分類頗不一致也。然吾人綜合已發表之統計，銀行家之意見及個人之體驗，對於銀行家之態度，可得若干推論；尤其吾人觀察一銀行資產構成在不同時期（如在經濟循環之時期中）之變化，當能不無所獲。

但解釋英國銀行統計，另有其他困難：由於透支制度之存在，放款數額並非銀行承諾之數額，而僅係常借款者簽發支票付予他人時，承諾之放款始見於發表之統計。故銀行對工商業者之放款並非立即形諸統計，而須在工商業者運用其借款以後。反之，即在銀行緊縮新透支放款之時，因舊有透支放款之提取，放款數字仍能繼續上升。由於透支大都限於短期，故統計落後之時間不長，至多不過落後數月；但如有人欲以銀行統計準確判斷經濟循環之轉捩點，則必發生誤解（註一三）。

吾人利用戰前統計時，對統計數字性質之時時改變與迅速上升，當極易發生混雜之感。但即在戰前未完備之統計中，若干戰後顯露之特徵，亦已清晰可辨。

據已有之統計資料之顯示，放款對貿易變動之反應甚為遲緩，此乃屢見不爽者。在貿易開始上升以後，放款常仍繼續下降達數月之久（有時甚至達數年之久），然後轉而上升。戰前之經濟循環於一九〇七年達最高峯，其復蘇在一九〇四年顯已開始，但迄至一九〇七年末，放款始見顯著擴增。又一九二〇年春，貿易轉而下降，但是年下半年放款仍繼續擴增，迨一九二一年始行減縮。又在一九二九年，放款急轉下降，雖經濟復蘇已於一九三二年七月開始，但放款在一九三四年前毫無增加，迄一九三六年仍無顯著增加。最近經濟復蘇時放款上升之遲緩，相對於建築業之活動而言，實頗難以解釋。蓋通常以為建築業特別仰賴銀行之放款也。事實上，近十年來放款雖週期性之波動，但有長期下降之趨勢。

票據貼現與活期放款之變動，可能因銀行決定多貼現票據或多作活期放款而有差異。但此等變動大致均為臨時的，且大致同時擴張或緊縮。在第一次大戰以前，票據供給之多寡，反映國際貿易之盛衰；國際貿易之擴張，增加票據之供給。銀行一方面增加貼現票據之數額，他方面增加對貼現商行之放款，因使貼現商行亦能貼現較多之票據。戰後國庫券在票據總供給中佔一大部分，票據貼現與活期放款二項目在銀行資產負債表上之變動，乃為國庫券政策而非貿易變動之反映。

至於證券交易之活動，其影響甚為曖昧，且使其他變動亦為之模糊不清。蓋各銀行（甚至於同一銀行）對證券交易之放款之統計，處理方法甚不一致，有歸入活期放款者，亦有歸入定期放款者。就一般而言，一九一〇年此二種資產之增加，或與是年之證券交易活躍有關。戰後此等資產變動原因甚難斷言，但一九二八年活期及短期通知放款之激增，可能與是年證券市場之投機，有密切之關聯。

英國銀行統計最顯著之特質為投資變動與定期放款變動之關係。在第一次大戰前二十年間，投資對資產總額之比例，有顯著的下降之長期趨勢，但其循環變動則與戰後時期無二，即當定期放款擴增時，投資趨於減縮；定期放款減縮時，投資趨於擴增。至定期放款與投資之總和，當然非穩定不變，因銀行對生利資產總額之決定，係參照現金準備之多少，及獲得生利資產之可能性，故僅在一定之現金準備與一定之流動性的生利資產之下，定期放款與投資總額始大致固定。銀行在不違背穩妥原則範圍內，大致樂為定期放款，如有餘力，則從事於投資。當銀行定期放款尚有餘力時，可採取被動態度，靜俟貿易情況好轉，俾可增加放款；亦可採取主動態度，購入證券以墊補其資產中之缺額。在通常情形下，證券收益及證券市場情況對於銀行投資願望並無影響。投資數額之大小，完全決定於其他資產之情況。一九〇七年有一極端之例，可為戰前銀行家行動之說明：是年經濟恐慌爆發，銀行出售證券以提高現金比率，不願證券價格之低廉，亦不願出售證券必將加重金融市場之危機。在一九三〇年後利率低落之初期，銀行之現金準備大增，而社會上對放款之需要及票據之供給則銳減，

於是銀行大量增加投資。迄一九三五年後，放款之需要大增，而票據之供給亦稍見上升。彼時設無英蘭銀行增加現金之供應，則銀行爲適應此變化計，必將出售證券，而使證券市場大受打擊也。英蘭銀行隨時供應現金，使流通需要得以滿足，而不致擾及商業銀行。當經濟循環到達繁榮時期，放款需要之增加及社會對現金需要之增加，迫使現金比率下降。銀行既不願拒絕有利之放款，則必出售證券以維持現金比率，結果對長期利率當有重要影響。此時英蘭銀行之擴張通貨行動，將延長繁榮之時日。

定期放款與投資之互補 (complementarity) 性質，使吾人對銀行家對各種資產之態度，獲得二主要線索：第一，投資爲適應放款需要變動之緩衝器，表示銀行對具有合格保證之放款，無不樂於通融。蓋定期放款之收益既優於投資，自應首先考慮。第二，定期放款對經濟循環變動反應之遲滯，表示在銀行有機會鼓勵或抑制之前，循環變動早在繼續發展。故一般言之，商業銀行在經濟循環中完全處於被動之地位。

但如吾人能證明銀行對證券市場投機之影響頗大，則上述第二結論須作若干修正。因證券市場之變動爲長期利率之變動，而長期利率之變動必有刺激或阻抑生產事業之影響。但吾人爲材料所限，對此點不能作任何重要之推論。銀行家無時不強調其對投機者支助之微小，銀行業務中對經濟循環影響最大者，當爲從事投資以補放款之不足。當經濟衰落時，銀行增加投資，支持長期利率下降之趨勢；當經濟繁榮時，銀行支持長期利率上漲之趨勢。至銀行放款利率之改變，對經濟活動之直接影響，實微乎其微。

普通以爲銀行造成或加甚經濟循環，上述結論，與之適得其反。吾人已指出商業銀行大致爲被動的，其對經濟循環之最重要影響，在於投資與放款之相反趨勢。但此影響不僅不加甚而且減輕經濟循環。於此吾人應鄭重聲言，上述結論，僅指商業銀行而言，而非指控制現金供給之中央銀行而言。且此結論，係得之於英國之事實，其他銀行組織如其所使用方法愈與英國不同時，則本節之結論亦愈不適用。

## 第六節 銀行放款需要之減退

在上節中，吾人曾述及商業銀行資產分配之若干長期趨勢。例如在第一次大戰前，英國大銀行之投資比例顯有下降之趨勢；又在此以前，尚有定期放款增加與票據貼現下降之趨勢。但時至今日，戰前投資下降趨勢已見逆轉，而定期放款則趨下降。後一變動內容較爲複雜，須特別予以討論。定期放款之減縮，在目前不僅以英國爲然，其他國家，亦多少有此經驗，而尤以美國及加拿大爲甚。究其原因何在？吾人以爲有一事可以斷言，即放款之收益較大，在銀行營利不易之今日，吾人決不能以爲銀行有意減縮其放款；且銀行曾一再聲言，如能覓得適當之借款者，無不樂於貸放。又銀行對於放款抵押之規定，不但並未加嚴，而且業已放寬，亦爲吾人共見之事實。

故放款減少之原因，須從另一方面求之：即社會對銀行放款之需要如何。作者深信，社會對銀行放款之需

要，因下述五原因而有長期下降趨勢：此即產業之合併，特別仰賴銀行信用之產業之相對的衰落，特種信用機構之成長，證券市場之發展及零售商業中現金支付之增加（註一四）。作者於此須特別指出者，此種分析，係為揣測性質，且上述五原因之相對重要性，各國均不相同。

產業合併經由機率法則（Law of Chance）之作用，影響其對銀行放款之需要。工商企業與個人同，須保存若干現金以應付收支之差額。若干差額係受季節變動之影響，大致可以預測。此種季節性之差額，通常甚少需要保存現金。大部分現金之保存，乃備不易預知之差額。此種現金之分配為一機率分配（Chance Distribution），如合計之機率，分配愈多，則其總和之變動愈小。準此，一大企業保存之現金數量之變動，較十二小企業（每企業之規模為大企業之十二分之一）所保存之現金數量之變動為小，故如企業家保存現金之偏好不變，則一大企業之透支數額，當較十二小企業透支之總額為小。

此外，另有其他理由可以說明產業合併使透支數額趨於減少，吾人前已述及一事實：設收支差額並不過大，則其季節性之變動，將引起現金數額之相反變動。一小企業為應付季節性的支多於收，可在收多於支季節保存現金，或在支多於收季節透支款項。究竟在二者間如何取擇，吾人事先甚難斷言。但必有若干企業採取在支多於收季節透支之方式。在另一方面，大企業則無需有所取擇。在收多於支季節，大企業不必呆存大批現金，而可短期貸出款項，如購入國庫券，或存入貼現商行，或在優厚條件之下仍舊留存銀行或投資於即將到期之

債券。大企業所以能如此而小企業所以不能，乃因就投資費用而言，鉅額投資遠較少量投資為經濟。大企業因有運用臨時過多現金之能力，故可不必考慮支多於收時期透支之可能性。如規模宏大之帝國化學公司，即決無此種考慮。此雖為一特例，要可說明工業合併之結果，透支放款有減縮之趨勢（註一五）。

特別仰賴銀行信用之產業之相對的衰落，在美國與加拿大，或較在英國為重要。在上述國家，農業除受政府之有限幫助外，大部分資金由銀行供給；至在國民經濟中佔較重要之工礦業，其大部分資金則取給於證券市場。農業之相對的衰落，即銀行高利放款之相對的減縮。

商業銀行之農貸且受特種信用機構興起之影響。此種機構——如農業抵押銀行——大都受政府之資助而設立，其任務特別在經營商業銀行不願承做之放款。又工業信用公司性質亦與此相同，其業務供應小工業中期及短期信用。就銀行以往從不經營之業務而言，銀行自不受此種機構成立之影響。但此種機構經營之業務，一部分為銀行過去勉應信實顧客之請所承做之缺乏流動性之放款，故此種機構之成立，一方面固使銀行流動性增大，甚至或可避免呆帳，但亦使銀行之毛利為之減少。

證券市場之發展，對於產業對銀行放款之需要之減少，或亦有影響。在經濟繁榮時期，人民預期產業必能獲利，企業可發行普通股獲得較多資金，尤其在一九二八——九年華爾街經濟繁榮之時，人民多願購入較多之普通股。在此種環境之下，著名企業多發行股票以獲得臨時所需資金，而在收多於支時期，則存作定期

存款（此種存款通常可獲得若干利息。）美國近二十年因在證券市場容易獲得資金，使定期存款增加，商業銀行之放款減少（註一六）。

上述種種，據作者臆想，為銀行定期放款需要減少之原因。無論其原因是否確係如此，其結果則顯而易見。銀行定期放款為獲利最高之資產，定期放款對資產總額比例之降低，即銀行收益之減少。如欲使淨利潤不變，則下列四者必擇其一：資產總額必須增加，其他高利資產必須尋求，開支必須減少，或收費必須提高。

如資產之平均收益因高利資產在資產總額中比例之降低而減少，則增加資產總額可維持總收益不變。近十年來，英美及加拿大均大抵如是。但吾人須注意者，銀行資產總額受現金供給之限制，而後者則非商業銀行所能控制。現金供給事實上並非繼續不斷增加，設一旦停止增加，銀行實無可如何。英國銀行資產總額之擴增，或足維持銀行戰前之淨利潤；但如社會對銀行放款之需要繼續減少，則銀行須另行設法以維持其利潤。

銀行維持利潤之第二方法為尋求其他高利資產，此為十九世紀二十年代美國常用之方法。銀行為利潤之壓力所驅使，不得不放寬其穩妥之信條而開始冒險。美國銀行之從事地產投機，即其一例。雖然銀行尚有若干安全之出路有待開發，但就一般而言，利潤之壓力使銀行尋覓以抗拒放貸之顧客。

減少開支之方法有二，可任取其一或同時進行。銀行開支可分為存款利息及管理費用。銀行對存款付息原在鼓勵存款習慣之養成，現在仍基於此觀念。因此，此種開支仍有繼續之理由。當然存款習慣現已養成，利率

可能相當減低，但現行利率之低，已達極點，通常爲年息半釐及一釐，除廢除利率外，實已無減低之餘地。故銀行僅能於一般利率上升時，不提高存款利率以獲利。關於利率之將來，因離題太遠，故不置論。減少開支另一可能方法爲減省管理費用。此爲效率問題，吾人可譏評銀行在第一次大戰後設立分支行之數目，但同時不應忘記因分支行之設立，銀行購入大批房產。吾人皆知行員應因技術熟練而享受較高薪給，行員之誠實須予報酬，禮貌亦須付以代價，凡此均須付以代價，省無可省。在櫃台後而可能有更經濟之改進，但改進方法亦非在表面上所能察知者。

銀行維持利潤之另一方法爲提高手續費。銀行可提高之手續費（註一七）可分二種——透支利息及轉帳費用（爲顧客清算支票之費用）——（註一八）。任一手續費之提高，均將遭遇極大阻力。雖然銀行在利潤大減時，可能說服顧客提高手續費之必要；但銀行在提高透支利率時，須勿忘工商業者可能另謀出路。故透支利率之相對提高，可能加速社會對透支需要之下降趨勢。至考慮轉帳費用之提高，銀行必需時刻注意對於顧客與銀行往來習慣之影響。小戶顧客可能瞭解銀行多立帳戶所發生之費用，但彼等亦可考慮少用支票，或甚至不立帳戶。故銀行提高手續費，必須審慎將事。英國銀行雖或已成獨佔，但對於放款來源與清結債務方法，則尙未形成獨佔也。

美國商業銀行之利潤，更因提高現金比率倍於戰前而減少。在目前趨勢未改變前，其前途當無光明可言。

在加拿大與英國，情形並不如此無望。營利資產總額之擴增，多少可補償平均收益之低降。吾人欲確知銀行利潤情形，至少在英國甚為困難，因甚少可自銀行發表之損益帳中獲知也。英國銀行已有遭受壓力之徵象，新分支行之開設使之較為緩和，但仍有若干銀行提高收費，減低存款利率。同時透支範圍亦有放寬之傾向。在一定限度內，放寬透支仍甚穩妥。因英國銀行傳統標準實限制過嚴也。但目前英國之銀行家，對外國銀行冒險業務之不良結果，仍多銘刻在心。總之，今日之商業銀行，就吾人所知，未必常有利潤可圖。

### 【附註】

〔註一〕 各種利率之關係，亦視人民對各種資產之愛好程度而定。

〔註二〕 特別最近五年銀行即在不合資格票據之擔保下，亦貸款予貼現商行，此種流動較低之放款，係以較高之利率取償（利率為 $3\frac{1}{2}\%$ 或 $100$ 而非 $1\frac{1}{2}\%$ ）

〔註三〕 見第二章。

〔註四〕 作者為簡便計，未將期貨交易加以討論，但此種簡略對其所得結論並無影響。

〔註五〕 因實際上英國銀行從不拒絕對政府放款。

〔註六〕 關於「中期信用」之促進，中介機構已有發展之趨勢，但對長期信用則有極大困難，農業抵押公司不過為一特例。

〔註七〕 此點為最近美國銀行立法最饒興趣之特色之一。

〔註八〕 銀行自由論者反對中央銀行制度，以為一切銀行均應為商業銀行，任何銀行均不得有特權及為最後貸放者。

〔註九〕 例如一九〇六—七年英國銀行修正合格票據規則，以抑止商業銀行收受美國票據，時值美國經濟繁榮到達極點。（見作者著 *Bank of England Operations, 1890—1914, P. 68*）

〔註一〇〕 英國若干南方鐵路電氣化計劃之資金起始來自銀行放款，後由發行股票償還。

〔註一一〕 見 *Wahle, Joint-stock Banking in Germany*（特別是第三章）。

〔註一二〕 美國銀行將證券部分劃出，其情形與此相類，但原因則與此不同。

〔註一三〕 *Keynes* 在〔*Treatise on Money*〕一書中（特別是第一卷四一—三頁）曾敘述統計時間之落後，*Clay* 教授分析戰後繁榮與衰落（見氏著〔*Post-war Unemployment Problem*〕六三—四頁）對此點未曾注意，當然此並非其論據之嚴重缺點。

〔註一四〕 最後一點係採 *Greenly* 教授之意見。

〔註一五〕 *Keynes* 先生以為企業規模愈大，則運用透支愈多（見〔*Treatise on Money*〕第一卷，四二頁）果如其所言，則銀行放款統計更難解釋。

〔註一六〕 作者不願強調此點，因吾人對美國大經濟繁榮之知識有限，不能作確定的論斷。

〔註一七〕 債券利息，票據貼現息等不在其內，因非銀行所能控制。

〔註一八〕 後者之交換條件往往為顧客須有定額之平均或最低之活期存款，此條件可減少銀行應付利息，因如無此約定，則顧客可轉入定期存款，則銀行須付利息。

## 第十章 存款之分配 (註二)

### 第一節 存款之分類

吾人於上章中討論銀行資產，茲轉而討論銀行存款。銀行存款所以能夠存在，在於人民可持以購買實物。事實上銀行存款之大部分均係不斷為消費者及工商界購買實物之用。此項存款可稱為所得存款 (Income deposits) 及商業存款 (Business deposits)。二者總稱為現金存款 (Cash deposits)。因僅現金存款可繼續周轉以清理債務，於是若干學者僅視現金存款為貨幣，現金存款之外又有所謂儲蓄存款 (Savings deposits)，係供投資或儲蓄之用，人民保有儲蓄存款，並非為供應最近將來之需要，而係作為財產中之儲蓄或資本。

人民為達到消費與貿易之目的，對現金存款遂有所需要，吾人對此種需要之性質如能明瞭，則必能了解人民保有現金存款及儲蓄存款，實僅有程度上之分別。人民所以要保有貨幣，僅為預防偶然的支出大於收入之故。吾人無論為預防下星期內有意外之長途旅行，或為預防明年有鉅額醫藥費用，其所保持之貨幣，實無截

然之分別。吾人於本章之討論中，必須牢記此種程度上差別之事實。但在日常使用中，此種差別又十分明顯。人民以其所有貨幣之某一部分，留為日常支用，而以另一部分（儲蓄存款）獲取若干利息；如有良好之機會，則作為投資之用。

儲蓄存款並不作為周轉之用。人民如須以儲蓄存款支付醫藥費或購買政府公債，須先將儲蓄存款之一部轉入現金存款，然後方得支付，反之，如有人認為所存之現金存款過多，同時又無較佳之投資機會，則可將現金存款之一部分轉入儲蓄存款。儲蓄存款本為一種呆置存款（idle deposits）或呆藏（hoards）。吾人必須牢記一人之存款究為現金存款或儲蓄存款，係由其自行決定，而非由銀行決定。

現金存款與儲蓄存款之分別，與英國銀行實務中之流動帳（current accounts）與存款帳（deposit accounts）之分別，美國及其他國家之活期存款（demand deposits）及定期（或通知）存款（in time or notice deposits）之分別，大致相似；但亦非完全相同，因若干流動帳並非現金存款，例如流動帳戶常保持流動帳之最少存額，藉使銀行開戶而不取費，此項流動帳存額實即儲蓄存款。人民所以要保持此存額，係因可享流動帳免費之利，當銀行對定期存款之給息極低時，存戶即將呆置之存額（實際上本已變成儲蓄存款）作為活期存款，因給息既低，實不值得一轉再轉之煩，至收入甚少之人民，因不能開立流動帳，常開立一存款帳戶，而變動其每月之存數，使其手存現金減至最少（此種存戶全為方便着想，並非為得利息）。此項存款實際上為

現金存款，又在十九世紀二十年代，若干美國銀行之定期存款可任意提取，此項存款實與現金存款無異，但大致言之，活期存款（流動帳）可以作為現金存款，定期存款（存款帳）可以作為儲蓄存款，總之，活期存款對存款總額之比例之變動，可視為現金存款對存款總額之比例之變動。

## 第二節 現金存款對存款總額之比例

吾人已知，銀行存款究為現金存款或儲蓄存款，並非由銀行決定，而須由開戶之顧客決定。（當然，即使顧客不通知銀行，存款之性質亦可改變。）但此種改變大都均係自活期存款轉入定期存款，（或相反之改變）銀行接到顧客通知，當立即將某類存款轉移為另一類存款，故存款之分配完全由顧客決定。銀行可決定存款之總額，但人民（至少是直接的）則可決定現金存款與儲蓄存款之分配。然則人民對於此種分配之決定，究受何項因子所支配，則吾人亟待解答。

人民所以要保有現金存款，全在於求得便利。而保有儲蓄存款時，則須注意其獲得之收益是否大於投資之收益。由於儲蓄存款可獲得收益，故人民均願將現金存款減至最低數目，祇須滿足便利之目的即可。蓋消費與投資之誘力，不斷減弱，人民保有銀行存款之意願，因此人民保持之現金存款數僅為方便着想之最低數額，而此項最低數額又受收支之習慣及物價水準等之支配。在一定之社會習慣下，所得存款之數額可直接反映

貨幣所得與物價之水準，同樣，在一定之工商業習慣之下，在一定之支付與信用調度之商業慣例之下，商業存款之數額可直接反映商業活動之盛衰，原料及製成品之價格，以及工資率之高低，當商業繁榮，貨幣所得及物價上升之際，現金存款恆隨之擴增；當貿易收縮，貨幣所得及物價下跌之際，現金存款恆隨之減少（註二），吾人在此可謂在一定之商業習慣之下，現金存款之數額，大致決定於物價水準及經濟情況。

如存款總額已由銀行決定，現金存款總額已由經濟情況等決定，則儲蓄存款之總額即可求得，因依照定義，存款總額減去現金存款即為儲蓄存款。但儲蓄存款之總額並非直接由銀行之顧客所決定，事實上，在一定之經濟情況下，現金存款之數額即已決定。當銀行運用業務獲得資產時，即可決定存款總額，因而儲蓄存款之數額，即由銀行本身決定。

但銀行不能強迫人民存入儲蓄存款，亦不能任意取消存戶之儲蓄存款，是則銀行又如何調整儲蓄存款之總額？此項答案，第一章已有述及，即銀行可誘使人民改變其財產中儲蓄存款與其他資產（如政府債券，產業債票，股票等）之分配。其方法為由銀行變更其他資產之價格（特別是政府債券之價格），在人民對各類資產之分配有一定愛好之下，銀行如欲增加儲蓄存款，可將政府債券之價格提高（亦即減低其收入能力），誘使人民保持較多之儲蓄存款（其收入能力現與政府債券相近而其將來之資本價值為一定者）與較少之政府債券。反之，銀行如將政府債券之價格壓低至相當程度，儲蓄存款之數額即可減少。因政府債券較儲蓄存款

爲有利，故人民減少後者而增加前者也。上述分析之意義如下：在一定之經濟情況，一定之物價水準與貨幣所得水準，一定之人民商業慣例及人民對各類資產有一定之偏好程度之下，銀行購買證券即爲減低金邊證券（*Edge securities*）之收入，出售證券即爲提高證券之收入。以上所述，吾人在本書以前各章中已有觸及，惟本章之敘述較前更爲複雜與正確而已。吾人於第六章中，已說明金邊證券收入之改變，如何可以影響經濟情況與物價之變動。而經濟情況等之變動，又可影響人民對各類資產之偏好程度。如吾人視此二項因子，則吾人之分析即殘缺不全，亦即不能獲知銀行之動作，在破壞經濟均衡之時，有廣大之反響。吾人茲擬對此若干深遠之反響，稍加考察。

假定開始之時，所有直接有關之因子均處於互相均衡之狀態（即現金存款，儲蓄存款，人民對各種資產之偏好程度，經濟情況，物價水準，銀行組織之內部狀況等因子均處於均衡之狀態）。吾人前曾假定由於銀行內部狀況之變動，使各行購入或售出證券；茲假定各行處於內部均衡狀態，但由於銀行組織以外之變動，引起交易額之增加與物價及貨幣所得之上升〔註三〕，於是人民將需要更多之現金存款。如銀行資產完全不能變動，則最先需要較多存款之工商業者，遂將證券直接或間接售予人民，人民因見購入證券之有利，遂減少其儲蓄存款而增加其持有之證券。此項儲蓄存款由人民轉入商人之手，遂變成現金存款，此種現金存款將以貨幣所得與價格之形式分散於各處〔註四〕，因此，現金存款之增加，並不須銀行之活動以促成，此時現金存款對儲

蓄存款之比例增加，而證券之一般價格則下落，（吾人之敘述爲概括的，若干繁細之點將於次章述之。）對於此一變動，銀行實處於被動之地位。

一旦工商界步入繁榮之境，對於銀行放款之需要將有增加，銀行可以出售證券以充貸款之需，事實上此即銀行以證券售予持有儲蓄存款之人民，因以增加放款，使現金存款增加，於是工商界遂能獲得新增現金存款之一部分，工商界無論以證券售予人民而獲得存款，或向銀行借款而由銀行將證券售予人民，其對證券市場所施之壓力相同。現金存款既有增加，以應日趨龐大之商業需要，如各銀行之資產總額並無變動，則儲蓄存款當有同量之減少（此減少之數亦即投資人民新增證券之價值。）同時，因各銀行並未改變其總資產，則銀行存款中流動部分之擴增，勢必使利率趨於上升，又當工商業及所得擴展之時，人民對現金之需要亦必增加，如貨幣當局並不增加現金供給總數，則各銀行之現金準備勢將減少，即使各銀行之資產總額爲之減縮，又因現金存款之數額係由人民決定，故首先減縮者當限於儲蓄存款。儲蓄存款之減少，乃由於各銀行將證券出售予儲蓄存款之持有人，因此，人民對現金需要之增加，使利率之上升有加甚之趨勢。

反之，工商業之減縮，必引起現金存款之減縮，各銀行購買證券，引起儲蓄存款之增加，所購證券之價格將爲上揚，而利率則被壓低。由於本在流通中之現金大量流入各銀行爲準備金，將使銀行擴展儲蓄存款之活動更爲加強，利率下跌之趨勢亦更爲加甚。

在上述二種情形，利率之變動均將使一般經濟狀況作相反之變動。由於利率之變動，銀行存款總額之保持絕對不變，可阻制經濟向上變動或向下變動，雖然，經濟繁榮可能在利率高漲中繼續存在，而利率下跌亦可能久久不足刺激經濟之復興。

如果金融當局不欲阻抑經濟狀況之變動，則須隨人民擴展或收縮現金存款而相應的擴展或收縮銀行總存款額，在經濟擴展之時，如銀行組織願意購收人民之證券（此項證券人民願以之交換銀行存款，以應業務增加之需要），則證券之價格即不至壓低，反之亦然，當資產供給發生變動時，商業銀行因之而變更其現金比率，甚至中央銀行亦可因之而增減現金之供給；故人民直接控制現金存款之事實，並不能卸除銀行組織管制經濟情況之重責。

關於上述流動存款對呆置存款比例之變動，若干經濟學者每好作為銀行存款流通速率之變動，盡二者名異而實同，吾人如願意如此說法，則以商業活動認為貨幣流入市場交換貨物，亦極合理，如貨幣之數量不變，則其流通速率勢將增高，流通速率增高，將誘使人民降低其對非貨幣資產（non-monetary assets）之估價，無論銀行是否增加存款總額使流通速率歸於正常並抑低利率，吾人所得之結論，並不因所採用之說法不同而受影響。作者樂於採用前述之存款分類以解釋上述情況，因以如此說法比較合乎實際，吾人所採用之說法考慮到人民保有銀行存款二種不同之目的，並將私人財產分作現金存款，儲蓄存款及其他資產，如此吾人易

於明瞭銀行業務之真相爲銀行與人民不斷作債務之交換。

### 第三節 存款分類與法定現金比率之關係

依照美國與其他仿效美制各國（近例如新西蘭）之中央銀行制度，商業銀行對各類存款須依法保持現金準備。而此項現金準備率之高低，又隨存款之類別而不同，例如美國規定活期存款之現金準備率應爲百分之十四，二十或二十六，但定期存款之現金準備率則僅爲百分之六。此種隨存款類別不同而訂定不同現金比率之制度，其創立之初，並未被人視作中央銀行之控制手段，僅爲保護不健全銀行之存戶而已。其理由爲：定期存款之提現須於一定時間（例如一月）以前先行通知，其所需之現金比率自不如活期存款所需者大。此舉在保護存款者之立場上是否合宜，此處不擬詳加討論。吾人於此擬加討論者爲商業銀行政策與中央銀行政策間之關係。

如果活期存款對存款總額之比例並無變動，則上述之差別現金準備率並不致引起困擾，等於對存款總額應用同一之現金準備率（即兩種法定準備率之加權平均數），但如二類存款數額之比例發生變動，則差別現金準備率爲引起錯雜之因子。設一部分活期存款轉爲定期存款，則所需之法定現金準備減少；如銀行之現金準備不變，則將被誘而擴展存款總額。反之，設定期存款有一部分轉爲活期存款，則將引起存款總數之減

縮。此種因各類存款比例變動所引起之自動的結果，是否為現代銀行制度之優點，實有待吾人之檢討。

吾人如欲解答此問題，最好以存款分配變動之三種情形分別說明之：（甲）經濟循環之變動。（乙）人民對於儲蓄存款與其他各類資產偏好程度之長期變動。（丙）活期存款對定期存款比例之變動。（此種變動並不能表示現金存款對儲蓄存款之真實變動）

（甲）在經濟擴展之時期，儲蓄存款有自然移轉為現金存款之趨勢，於是平均現金準備率將需增加，各銀行不得不更減少儲蓄存款（假定現金數額不變），因使利率之上升，較無差別準備率時為甚。反之，在經濟衰落時，現金存款有自然轉移為定期存款之趨勢，平均現金準備率可以減少，於是利率之下跌亦較無差別準備率時為甚。因利率之變動，有校正經濟變動之效（如第六章所述）。故上項作用可趨於阻抑經濟循環之變動，此為其優點。但此項優點之價值如何，則須視吾人是否重視利率政策為對抗經濟循環之武器而定。

（乙）假定人民對儲蓄存款與其他各類資產之偏好程度有一長期變動。例如假定人民對銀行機構之信心日漸增加，同時認為防止公司發起人欺騙之法律並無多大效力，如此，則人民之財產當多以銀行存款（儲蓄存款）之形式保存，而少投資於證券。於是企業家並不能從人民購買證券而獲得現金存款以作資本擴展之用，現金存款反將持續的轉為儲蓄存款，企業家所需之資金，遂感不敷。如欲使經濟活動維持於均衡之水準，則銀行須依照儲蓄存款之增加數量，購入證券（或貸款予企業家）以維持現金存款。因人民如願利用銀行

機構以積聚財富，則銀行應不阻礙實物資本積聚之進程，吾人上述之差別現金準備率則足以助長此種進程。蓋當現金存款減少而儲蓄存款增加之際，所需之現金準備率減少，因此中央銀行所需供給之現金數量亦減少。但如現金存款不變而儲蓄存款增加，則所需之現金數量仍須增加，故差別現金準備率制度之作用，可使中央銀行維持經濟均衡所需操縱之現金數額為之減少，此與上述（甲）之情形相同。

（丙）最後吾人討論表面上的而非真實的存款變動之情形。吾人已述及儲蓄存款與現金存款之分別，及定期存款與活期存款之分別並非相同。在定期存款有增減時（總存款額未變），儲蓄存款對現金存款之比例，可能無真實之變動。以英國言，假如一旦銀行習慣改變，減低顧客流動帳戶上必須保留之最少餘額，即將發生此種情形。又如一九二四——九年美國曾因欲減少法定之現金準備，銀行可允許顧客對定期存款自由開發支票（意即作為活期存款處理），誘使顧客將活期存款轉為定期存款。在此種情形之下，差別現金準備率之制度實際所引起之變動，並不足以反映該國經濟情形之真實變動。在上述二例中，各銀行之現金需要均將減少，因而增加存款總額（獲取資產，壓低利率）。因此，差別現金準備率制度可使銀行擺脫中央銀行所施之約束。當然，中央銀行亦可按照維持原有存款總額所需現金數額之減少，隨即減少現金數額，以維持其所施之約束。但中央銀行不易明白察知此種變動（註五）。且即使察知此種變動，而運用若干武器（如出售若干證券），亦有小題大做之嫌。又如一國並無顯著的經濟繁榮，則中央銀行出售證券（通常視為緊縮的活動）以

抵銷現金準備需要之減少，必感左右爲難。總之，由於有上述變動之可能，使中央銀行對當時情形，不易獲得明確之認識。

故從管制商業銀行之觀點出發，差別現金準備率之制度，有正而及反面之理由。吾人對於此一爭論之態度，須視吾人處理此項爭議之相對重要性如何而定。作者對於運用利率以消除經濟循環之方法，認爲無甚功效，而極重視中央銀行正確之診斷，（故對任何隱蔽或迷惑真相之事，一概認爲不利，）故贊成單一現金準備率制度。其他學者如對利率糾正經濟變動之作用，予以較高之評價，則或贊成差別現金準備率制度。

### 【附註】

〔註一〕 Keynes 在其所著 *Treatise on Money* 一書中對此問題討論甚詳，特別爲第三章及第二十三章。本章即根據此二章撰寫而成。

〔註二〕 貿易情況與現金需要之關係，因一般人在貿易繁榮時輕易放款而減對，但因生產者在經濟衰沉時增加賒買而增強。此種考慮，亦影響經濟循環各時期中人民對放款之需要。

〔註三〕 任何經濟循環之理論，均承認完全屬於銀行外部之變動之可能性。作者係假定自然利率增加而市場利率不變（採用 *Wicksell* 之術語）。

〔註四〕 商業存款先上升所得存款繼之。

〔註五〕 中央銀行可能察知此種變化，但對於定期存款之變動，不能察知其受此一因素之影響幾許，受其他基本變動之影響幾許。

## 第十一章 證券市場之管制問題

### 第一節 問題之性質

吾人前已述及銀行提高或壓低「證券價格之一般水準」之活動，並在述及證券價格之變動時，假定各種證券價格之變動完全一致。吾人欲假定證券價格變動一致，須假定人民對各種證券之偏好程度不變，但此項假定十分牽強。蓋吾人已指陳任何促進或壓抑經濟情況之影響，均足以改變人民對各種證券之偏好程度。因此，吾人對此點須作更進一步之研究，並當討論由此而發生之政策問題。

吾人所討論者，將專限於在證券交易所中有行市之證券。因吾人之初步分析，極易適用於市場較小之證券，故此等證券無須詳論。而在證券交易所中流轉之證券，其市場有驚人之發展，因而引起政策上之問題，故值得於本章內討論之。依照吾人分析之需要，在證券交易所中流轉之證券可分為四種：政府公債，產業債券，優先股票及普通股票。此種分類，並非無所不包。證券交易所中尚有他類證券，此處擬忽略之。又對於經濟學者而言，吾人之分類亦不夠精細。但就吾人之需要而言，則上述之四分法已甚適當。茲先考察左右此四類證券價格之

主要勢力。各類證券之市價，視二種因子而定：第一為共同之因子，即人民對於現在貨幣與將來貨幣相較之偏好。吾人可謂之為利率因子——即對某一預期收入「資本還原」(amortization)時所用之利率。第二為個別之因子，即各種證券均有其預期之收入，其預期隨「不確定」(uncertainty)之程度而異，此因子吾人可謂之為收入預期因子 (yield expectation factor)。當然，利率因子之變動，僅能使各類證券之價格作平行之變動，而收入預期因子之變動，則能使各個證券之價格作不同之變動。銀行機構可以發揮作用者僅為利率因子。但實際上證券之市價則由利率因子與收入預期因子共同決定，而影響資源之利用者為各種證券之市價。吾人以證券價格水準作為齊一之變動時，僅考慮及利率因子。茲吾人作更近實際之分析，對收入預期因子之性質，亦加以考慮。

吾人在討論收入預期因子時，須對其與四類證券之關係，分別加以討論。關於政府公債，假定其並無不履行債務之風險，故並無「不確定」之因素存在。在債券存在期間，其收入為已知且不改變。故如債券之條款已定，則收入預期因子不再為一變數。公債價格之變動，僅為利率因子變動之結果，但收入預期因子對於產業證券（即其他三類證券）則須視各項極易變動之因子而定，如產業之獲利能力，以及投資者與投機者之樂觀或悲觀心理是。至各類證券受此項因子之影響，則須視三者對於產業利潤之權利次序而定，公司債券有優先權，公司如不能清付債息，則對其管理將有可怖之結果。其次為優先股票，剩餘之部分方予普通股股票享受。公司債

券與優先股票之分得利潤，僅限於其票面價值之百分之幾。由於上述諸理由，普通股票對於利潤之預期變動，常最敏感（註二）。至公司債券與優先股票之預期收入，須於預期利潤不足支付債息與優先股息時，方能變動。公司債券有優先收入權，故影響債券價格之預期利潤之下跌，當較影響優先股票之預期利潤之下跌為更低。以極端之情形為例，假如人民完全料定將來之利潤足以支付公司債息，則公司債券之價格將僅受利率因子之影響而變動。假如人民完全料定將來之利潤足以支付優先股息，則優先股票之價格將僅受利率因子之影響而變動。在另一方面，因普通股票之收入權為無限的，故由於預期利潤變動之結果，普通股票之價格，常隨之而變動。

人民對於經濟復蘇來臨之信心，或對於經濟衰落之恐懼，均能影響人民擔負風險之意願，及改變人民對於利潤之預測，因而影響證券之價格。在經濟極端衰落之際，若干公司對於普通股票不能支付股息或支付甚低之股息，若干公司則對於優先股票不能支付股息，若干公司或竟不能支付公司債券之利息。某種證券之價格究作如何變動，須視該證券屬於上述三類公司之何類而定。屬於上述第三類公司之證券，在預期經濟復蘇時，其公司債券之價格先漲，優先股票之價格次之，普通股票之價格，則須於經濟復興之預期漸漸普遍與樂觀之時，方始上升。屬於第二類公司之證券，公司債券所受之影響較小，優先股票之價格先趨上升，普通股票次之。屬於第一類公司之證券，則僅普通股票之價格能有鉅大之變動，其他二類證券之價格不受多大影響（當然

此處不提利率因子之作用。經濟之衰落愈甚（於是屬於第三類之公司亦愈多），則證券價格之變動將愈如下列之型式：首先爲公司債券之價格上升。其後，債券價格上漲稍緩，優先股票價格上升特甚，普通股票之價格稍見起色。最後，普通股票之價格作猛烈而持續之上升，優先股票與公司債券之價格則不再受收入預期因子之影響。如果人民對於經濟復興作過甚之預期，則上述之第一二兩階段將迅速消逝，而入於第三階段。但如人民預期之變動甚爲和緩而謹慎，則第一二兩階段將爲之延長。

反之，在人民懷有經濟衰落之恐懼時，其情況與上述情形相反。讀者不難推知其情形。受害最先與最烈者爲普通股票，其次爲優先股票，再次爲公司債券。

吾人茲已獲知四類證券價格變動分岐之充分理由。但尙未涉及新的政策問題。設如人民對未來經濟情況之預期甚爲分岐，則證券市場之活動必形增加，但表面上或不見增加。各種證券之價格，純隨收入預期之變動而調整。由於銀行之活動，政府公債之價格可能下跌，產業證券之價格（特別是普通股票）可能猛烈上升，反之，政府公債之價格可能上漲，而產業證券之價格可能猛烈下跌。至此有一嚴重問題發生，因產業證券之價格直接影響新發產業證券之銷售能力，故企業家於市場日趨便利時，可發行新證券籌集資金，而不顧利率因子之壓力。因此，如果吾人預測經濟情況將趨繁榮，則銀行組織須於發生經濟恐慌之前，早將利率提高。此點僅爲重述第六章中指陳之利率政策之缺點。

由於投資者與投機者之盲從附和證券價格之變動將爲之加甚，於是又有困難發生，此種困難導源於吾人無法抗拒市場悲觀與樂觀心理之感染，此爲經濟循環理論中一重要論題。當工商業衰落之際，吾人對將來之看法祇有悲觀。而當工商業繁榮之際，吾人又帶上玫瑰色眼鏡以矚望將來。吾人負荷風險之意願隨經濟之盛衰而變動。同一之期望，在繁榮時估價較在衰落時爲高。結果，當經濟復興由人民之預期而逐漸實現時，各種證券價格將作不同之變動，其差異之程度將超過吾人前述之範圍。風險較高之證券較風險較低之證券漲價較烈，在吾人前述之四類證券中，其價格之差異變動甚爲明顯。如依照風險之大小爲序，則應作如下之排列：政府公債公司債券，優先股票，普通股票，次序愈後則風險愈大。在經濟復興之時，歪曲吾人估價之盲從附和，將使上列各類證券中，任何證券之價格總較次序前列者相對上漲，而較次序在後列者相對下跌。在經濟衰落時則相反，更有甚者，在每一類證券之中，其所屬之公司，種類甚多，有優等，劣等及普通者，有謹慎，冒險及鹵莽者，有純正，信實及曖昧者。投資者與投機者之盲從，每使經濟復興期間鹵莽及曖昧之公司證券，較謹慎與信實之公司股票，價格上升爲烈。

由於上述種種理由，普通股票之價格在繁榮和衰落時相差極大（遠過於任何合理之差度）。其次，鹵莽冒險之公司證券之價格，在繁榮時上漲至不合理之高度，在衰落時又慘跌。在證券市場情況反常之時，證券價格即將發生劇烈變動，而投機之方便，更加甚其變動。在經濟繁榮之際，證券交易所中之過度看漲投機，將使金融

當局發生二項困難：第一，由於看漲者（Bulls）之借入資券，將引起金融市場上短期利率之過度上漲，使「正當工商業」所需之資金流為投機之用。第二，由於鹵莽冒險之事業發行證券反較便易，使一大部分資源流為該項事業之用。此二問題可視為一基本問題之二面，但據一般之瞭解，此二問題完全不同。第一問題討論證券投機侵奪實際投資所需之資金。第二問題討論資金自審慎的資源利用轉移為輕率的資源利用。關於前一問題，作者深信其為無稽，其詳將於次節說明之。關於後一問題，作者深信其為資本主義社會中之嚴重問題，將於本章之末節述之。

## 第二節 證券市場吸收資金問題

證券市場吸收資金問題之發生，係因有人認為在證券市場特盛之際，「看漲者」鑒於證券之迅速增值，足以抵償高利而有餘，遂以高利貸入資金作投機之購買。是以本問題之解決，須視「看漲者」是否需要貸款而定，此在紐約尤堪注意，因紐約市場每日交割一次，而倫敦市場則二星期交割一次。在討論此問題時，吾人不禁憶及一九二〇年後華爾街（Wall Street）風潮之經驗，當時拆款及其他短期資金之利率漲至驚人高度，結果美國各地及外國之銀行不願以資金貸予當地之借款者，而移至紐約市場貸出，以牟高利，美國之農人，製造商及小商人對此均抱怨不置，蓋其如欲獲得貸款作有用之生產，則必支付高利以與紐約市場相競爭，實不

勝其負擔也。此種輿論之力量，使聯合準備銀行當局不願提高利率以抑制繁榮。

由於美國當時若干「衰落區域」(Depressed Areas)之存在，以及「經濟機構之血液已壓入心臟」觀念之流行，使人忽視當時美國劇烈通貨膨脹之事實。以後事實使一般人之觀念改變，蓋資金流入華爾街，並不使「正當工商業」困乏，反之，每一事實均指明「正當工商業」極易獲取資金(註三)然則資金流入金融中心何以不侵奪「正當工商業」之資金，此問題亟待吾人之解答。

投機者購入證券時付去資金，則必有另一人(出售證券者)獲得資金。蓋有買必有賣，經由「看漲者」流入之資金，必經由證券出售者之手而流出，但此非圓滿之解答。蓋有人以為證券市場之交易量愈大，則其所需保持之平均現金存額亦愈大。正如在經濟擴張期間，由於國民所得之擴增，現金存款與流通現金額亦須擴增。但此種說法祇可適用於一定範圍。因證券經紀人與拆款市場經紀人在證券交易額增大之時，因需保持較高之平均現金存額，各銀行在交換所之差額為逆差時，亦須保持較多之現金準備。但由於金融機構在地點上之集中及交換機構之高度發展，事實上交易額增大後，金融機構僅須增加少許之現金存額，即可應付，故僅增加證券市場現金存額所需之少量資金，留存於金融中心，而大部分之資金，則經由市場經紀人而流入證券出售者之手，此項出售之證券開始時大概以舊證券居多。如證券出售者以為繁榮之發展已達極點，則將以所得資金存作儲蓄存款，如此則在證券市場投機盛行之際，真有若干資金流於閒置矣。但事實並非如此簡單，樂觀之

心理可相互感染，看漲之心理可由少數人而形成十分普遍（註三）。在此種情形下，舊證券將在漲價聲中頻頻轉手，而舊證券之原持有人則又因新證券之流入市場而被誘將舊證券所得資金購入新證券，且是時市場上必有大量新證券湧到。蓋由於所有證券之價格均趨上升，使企業家易於發行證券從事投資，而公司債券與股票之發行，成爲獲取資金最捷便之方法。假使當時流行之心理均爲「看漲」，則舊證券之價格必將充分上升，誘使新證券湧入市場，以吸收「看漲者」貸入之資金（註四）。此項新證券之發行，亦即企業家投資之擴展。（當然出售新證券所得之資金，有一小部分係用於付還銀行。）因此，發行新證券所得之資金，將變作企業家之現金存款，用於購買原料人工等，或用於增添資本設備，於是由於證券市場投機而侵奪工商業所用之資金，又須經過證券市場而流回工商業使用矣。故除金融市場因交易擴增而須增加少許現金存額外，證券市場吸收資金之說，殊與事實不符（註五）。

雖然，是項結論之成立，當以前數節所列之假定爲基礎。但作者深信，吾人不能僅從投機盛行一事，而抗言證券市場侵奪工商業之資金也。

### 第三節 濫用實物資源之危險

吾人茲再轉而討論較爲嚴重之問題，即由於證券交易之過度繁榮，將引起實物資源之濫用。吾人已知樂

觀心理日益普遍之時，人民負擔風險之意願增加，故對鹵莽與不信實公司經營之冒險事業估計過高。依據前節之分析，吾人可假定資金流經舊證券市場而入於新證券市場。茲更可假定在繁榮日盛之際，是項資金將大部流入鹵莽與不信實之公司發起人手中，於是此等商人遂可支配實物資源。此對社會之禍害有二：第一，如資源用於不當之鹵莽事業，則將有一部分實物資源浪費於無用之投資，於是社會之儲蓄因以浪費。第二，資源如流入不信實之公司發起人手中，則社會之儲蓄將被浪費於奢華之生活。在上述二種情形中，除投資者遭受損失與投機者獲利外，社會且將蒙受經濟上之損失。

實物資源之浪費，將使「正當工商業」可利用之投資為之減少。蓋當大眾愛好風險較大之投資時，較穩健公司發行之證券之價格不致迅速上升。故穩健之公司如欲借款，必須支付較高之利息。銀行組織如在市場上抬高利率，則穩健公司之困難當更加甚，因較高之利率對審慎之企業為嚴重之威脅。而鹵莽之公司則因人民對其證券之購買慾甚強，可以多出一二厘利息以爭取資金。故當銀行組織採取提高利率政策時，或聽任證券市場之活躍因使利率上升時，投機之活動必使穩健之公司不能獲得所需之資金（因而不能獲得資源）。因之，當經濟繁榮已在順利進展之際，銀行組織收縮信用與提高利率之普通武器，實難制止資源之浪費。

銀行組織能用亦常用限制信用之方法，以補傳統銀行政策之不足（註六）。此即對於從事高度投機事業之人民之貸款，絕對予以拒絕；對買賣證券投機者之貸款，拒絕或限制之，但此項武器亦有其限制。如人民以某

項正當用途爲各向銀行貸得之款項，亦可能用於銀行不贊同之用途。且如長期限限制信用，勢將產生貸款之黑市場，但在短時期內，銀行限制信用之政策確能奏效，而阻止不穩健之投機，亦祇需短期之限制信用足矣。

然則銀行阻遏不穩健之投機，本身究有何種利益？其答案爲：因不健全之投機性的繁榮遲早將引起風潮，而風潮又將引起若干時日之經濟蕭條。彼時即銀行認爲最穩健之貸款者亦將受累。銀行在經濟繁榮期間，固有利潤可圖，但對將來發生壞帳之可能，自亦極爲關切。故商業銀行須具有遠見，始能阻抑繁榮之過度發展，但在資本主義社會，此問題之解決極爲困難。

在經濟蕭條時期，社會上彌漫悲觀之氣氛，投資者與投機者過分審慎，因對較鹵莽之事業估價極低，大有望而却步之勢，故新興事業因之而減少發展之機會，經濟之進步遂亦因之滯緩。但在此情形下，並無資源之移轉問題發生。因各種資源尙未被充分利用也，故在經濟蕭條之際，政府如能適當增加支出，則大可避免未利用資源之廢置（註七）。經濟蕭條必減緩經濟進步之速率，銀行組織對此殊無能爲力。但從證券市場觀點而論，蕭條問題之於金融當局，究不如投機性繁榮問題之嚴重。在經濟循環之政策中，繁榮時與蕭條時同有甚多之困難，但證券市場之問題則僅限於繁榮之時。

### 【附註】

〔註一〕 但有例外情形，如預期利潤極低，不足以支付債券利息及優先股息是，關於優先股票價格之通則，亦有相似之例外。

【註二】作者以爲對美國經濟恐慌經驗之分析，尙未成爲定論。就經濟學者之一般印象而言，前文已有敘述。至下文之分析，則並不依傍任何對美國經濟景氣之解釋。

【註三】讀者將以爲作者對 Keynes 氏對於華爾街景氣之分析，未甚注意。作者深信氏之解釋是否允當，觀以後之事實，極可令人懷疑。同時，極度「看漲——看跌」之情況之發展，實極難想像。讀者對此問題如有興趣，可研讀 *Treatise on Money*（特別是 Vol. I, pp. 248-57. 及 Vol. II pp. 105-8）關於華爾街景氣，請同時參閱 Hawtrey, *Art of Central Banking*, Chap. II.

【註四】作者深信此說明極爲正確，但此說明不適用於 *Mr. Keynes* 氏所舉之情形。

【註五】當證券投機盛行之際，貨幣供給之一部分必用於此等交易，但吾人不知其數額究有若干。

【註六】在一九二〇年，英國銀行曾運用此一政策，可爲佐證。

【註七】多數經濟學者均持此一觀點，但工商業者常覺難以接受。

## 第十二章 政府財政政策與銀行機構

本章所敘者爲將本書已有之分析加以應用。而此種應用極爲重要，因在現代經濟社會中，政府爲市場上最大之主顯。在英國，全國最後所得之係由服務政府而支出者，幾達七分之一。其他進步之國家，此項比例亦與此大致相同。從另一方面觀察，政府又爲長期與短期資金市場中之最大貸款者。至政府行爲在經濟方面之重要性，亦至堪注意，因政府可使銀行機構服從命令，以滿足政府之要求也。由於上述種種理由，政府之財務活動，至足以影響銀行活動，其途經有二：（一）政府可直接將銀行機構作爲財政之工具；（二）政府行爲可普遍影響一般經濟活動，因此間接影響銀行機構而產生較被動性之活動。以下各節當分別討論此兩種影響。而仍以美國制度作爲討論之對象。但其一般結論依然可適用於其他高度發展之經濟社會。

### 第一節 政府利用銀行機構膨脹通貨（註一）

假如不能以課稅、發行公債或國庫券之方法，以應付其目前支出，則可利用銀行機構以膨脹通貨，而不必直接發行政府紙幣。其方法即由財政部向英蘭銀行籌借墊款（ways and means advances）。純粹臨時性質

之墊款常用以彌補政府收支之臨時差額，但亦可系統的作為政府收入之一種。此種情形大致於戰時發生，而中央銀行在戰時則有無限制墊款之傳統責任。如英蘭銀行僅能於平時拒絕墊款（註二）。吾人已於第四章中指出，政府對此實有操縱之權，政府之需要如有法律上之支持，則中央銀行不能拒絕之。

在英蘭銀行之報表中，墊款列入銀行部之政府證券一項中。當墊款增加時，帳戶之他方「政府存款」一項亦同額增加，當政府支付貨款及工資等時，「政府存款」減少，「銀行存款」增加（如吾人在第五章之所述，當政府支出之收款人將支票存入銀行時，不僅「銀行存款」增加（因各銀行以支票送交換所軋帳），商業銀行之存款負債亦增加，於是達成通貨膨脹之第一步。故如政府之支出超過其收入，遲早必有提高物價與促進經濟繁榮之結果，在貨幣供給增加之數額中，人民將以現金方式保留一部分。在人民提取存款保留現金之部分，「銀行存款」與紙幣將作同額之減少，通貨不致再行膨脹。但新增通貨中以存款之形式保留之部分，則將隨原來之通貨膨脹而作第二次之倍數的膨脹。蓋原來之通貨膨脹使銀行之存款增加，於是商業銀行之現金準備增加，現金比率上升。現金比率過高，必使銀行獲取新的生利資產。為政府之利益計，此項生利資產最好悉由政府供給。設銀行不欲改變原有資產分配之比例，則必依原有比例，增加票據之購買，活期及通知放款，普通放款及投資。政府如於此時向市場及各銀行發放國庫券，則由於銀行之購買國庫券以及貸款予人民購買國庫券，政府可以掌握由此而發生之銀行存款。又政府如於此時發行長期之政府公債而使銀行承購，則可掌

擬由於銀行擴充投資而發生之銀行存款，而不致擾及利率之變動。至政府對於各銀行新增放款之吸收則較難。在第一次大戰時，政府吸收放款係採間接之方法，即勸諭各銀行勸告顧客多購公債。購買公債之顧客不必保持存額，如有意外之需，銀行可予以貸款。

政府如能依照上述方法處理，則不僅可掌握墊款所得之通貨，且可掌握由於現金增加而作倍數的擴張之通貨，當政府又將此項通貨支出時，則銀行存款自入於人民之手，於是人民又掌握擴增之通貨矣。如人民願將掌握之存款之一部分用於購買公債，則更於財政部有利。又財政部自亦可利用賦稅機構將是項存款收回一部分。

人民需要較多現金流通市面，初視之似將妨礙政府之收入，實則不然，蓋政府本身即能創造現金，在英國現行制度下，由於墊款所引起之通貨膨脹，將立即用罄英蘭銀行銀行部未使用之鈔券，但可用二種方法以補充之（英蘭銀行毋須變更黃金數額。）（一）政府可發行鈔券，名之爲法幣，法幣毋須直接向人民發行，而可送交英蘭銀行，同時將數額記入政府存款帳內。於是政府可依印發鈔票之數量，掌有銀行存款，以備支用。當政府支用時，則由「政府存款」帳戶轉入「銀行存款」（即各銀行在英蘭銀行之存款）帳戶。於是各銀行遂獲得額外增加之現金以流通市面，此係第一次大戰時所用之方法。（二）政府可准許英蘭銀行增加保證發行額（fiduciary issue），此即由英蘭銀行自行創造所需鈔票，但其發行部須收入等量之新發行之政府證

券，於是財政部即獲得一筆「政府存款」（例如以國庫券售予英蘭銀行。）其結果與第一法相同。在上述增加現金之二種方法中，採用何法無關宏旨，大致預測人民之心理反響而定取捨，甚或決定於偶然之因素（例如一九一四年之情形。）

吾人知政府由其巧妙之理財方法，可直接或間接獲取大量收入。財政部如對於因現金增加而擴張之通貨吸收愈多，則其全部活動之收穫亦愈豐。在英國，一千萬鎊墊款之發生，最後可使政府借入一萬萬鎊以上而不影響利率。但在事實上，即最有能力之財政部，亦無法享用所增通貨之全部，因政府支出之大量增加，將發生物價上漲與經濟活動增加之通貨膨脹現象，而增加向銀行貸款者（即對銀行放款之需求特別增加。）在通貨膨脹之現象出現之前，與政府訂有契約之廠商即須向銀行要求貸款，以作活動之資金（註三）。而當產業界對現金存款之需求增加時，財政部所增存款總數中所能吸收之比例將形減少，當然，通貨膨脹發展愈甚，則財政部對商業利潤課稅亦愈易，但此須在後方能實現。

至就整個工商界言，則對通貨膨脹或通貨緊縮，均有加厲之作用，物價上漲愈烈，則財政部之需要亦必愈多，而對於所增通貨之掌握則愈少。財政部為滿足其需要起見，必須獲得更多之墊款，因而通貨膨脹亦必愈烈。但如物價上升與商業繁榮之現象並不出現，則財政部之需要當不致如此迅速擴張，而吸收新增通貨之困難當亦愈少。故從滿足本身財務需要之觀點出發，財政部最好阻抑通貨膨脹之發展。然通貨膨脹之發端，財政部

實負其咎，且通貨膨脹愈烈，財政部愈將促進通貨膨脹而不能自己。

## 第二節 政府膨脹通貨與物資利用

在上節之結論中，吾人已知政府膨脹通貨之惡果愈少，則戰時所遭受之財政問題愈易解決。但所謂財政問題實為戰時所需物資問題在財政上之表現，政府所以需要貨幣，其目的無非獲物資。人民所欲掌握之物資愈少，則政府獲得所需之物資亦愈易，由於作戰之故，政府必須擁有物資，如無其他方法，則須膨脹財政以吸收物資；但如政府能採取其他方法阻止人民競購，則財政問題較不嚴重，通貨膨脹亦不致太甚。

在第一次大戰中，英國對此即具認識，且施行若干政策。其中有二政策頗堪注意：第一，政府限制人民在倫敦發行長期證券，此法一方面為便利政府發行公債之直接方法，使其不必提高利率以與私人發行相競爭；他方面為阻止政府與私人競購物資之方法。第二，為防止商業銀行對次要用途貸款起見，規定商業銀行得隨時以多餘之現金準備存入英蘭銀行，由後者計給較高之利息（大約為年息四厘半左右）。此法可視為針對熱款之飛速增加，而使銀行率（Bank Rate）發生效力之措置。政府之目的本在吸收所增通貨之全部，如此目的不克實現，亦必使競購物資者不能以有利之利率獲得貸款，故規定各銀行在英蘭銀行之多餘存額可獲得四厘半之利息，則其他顧客如不能出四厘半以上之利息，自不能獲得貸款。政府為限制人民競購物資，尚可採取

銀行政策以外其他政策，但如一一加以研究，則將牽涉戰時經濟之範圍。與吾人之討論有關者為：由於政府運用金融及其他政策以限制人民競購物資，尚可限制現金之增加，以免由此而生之一切通貨膨脹惡果。但引起通貨膨脹與物價上漲之最重要原因，並非現金數量之增加，而為政府支出之擴增（註四）。工商界對於銀行信用需要之增加，並非由於銀行準備金過多因而取息低廉所致，實由於政府支出大量增加因而刺激經濟活動之故。政府創造現金以應付一部分之支出，自將促進通貨膨脹，使其不致感覺通貨之缺乏，但其原動力當為政府支出之擴增而非貨幣供給之增加。

此項結論對於經濟循環政策有重要之意義。下列事實可為佐證：一九一四年八月後物價上升甚速，而一九三一年——三五年之經濟復興則甚為痛苦而滯緩。蓋因前者有政府支出激增之刺激，而後者則僅受低利政策之鼓舞。對於經濟復興之刺激，政府支出政策自較低利政策有效，其理由如第六章之所述，但此項原則，邇來常有人以不愉快之口吻述之。蓋其以為吾人僅於作戰或備戰之時，方能享有經濟之繁榮。因據十九世紀穩健財政之觀念，惟有戰爭與大規模軍備擴充二事，始能誘使政府拋棄預算平衡之傳統政策也。政府果如遵循傳統之財政政策，則在經濟蕭條之際，由於收入之減退，不得不削減支出，因使經濟情況更趨惡劣。而當繁榮日盛之時，政府因收入增加而增加支出，於是又使通貨膨脹為之加甚。因政府係物資市場中之最大買主，故政府之活動，常加甚經濟循環之變動。

但政府如願在私人投資活動開始減少之際增加其支出，則經濟蕭條即使不能消滅，亦當爲之緩和。當物資之需求減少之際，政府如增加物資之需求，則可穩定就業之數量。同樣，在經濟繁榮時物資已全部利用之際，政府如減少支出，亦將緩和對物資之競爭（物價之上升自亦將較緩）。戰時通貨膨脹之經驗，時被引爲證明控制現金數量可緩和經濟循環之實例；但戰時經驗之真實昭示：惟有控制政府支出，始可緩和經濟循環。

或以爲所謂政府支出，應指相對於社會經濟而言之政府支出。政府在支出之際，如同時有同額之租稅收入或採用其他政策減少人民對物資之需要，則對於物資之總需要並無任何增加。故在作戰之時，政府常限制人民對於物資之需要，使本身可以較低廉之價格購取物資。又在經濟活動增加之際，如儲蓄之增加愈速，則政府愈能增加資本支出不致刺激物價上漲及壓迫銀行機構。英國對勞工之僱用課征重稅（近年此項稅收增加極速）而用以付給患病及失業工人。在經濟活躍之時，失業工人減少而失業保險基金及其他保險基金則積聚甚多（此項基金爲工人階級強迫儲蓄之一部份）。又假如郵政機構存儲極爲便利，則在經濟繁榮之時，勞工階級之儲蓄存款可供應政府大批資金。總之，如繁榮時強迫及自願儲蓄增加愈多，則愈能多建資本設備（如戰艦或橋樑）而不致壓迫貨幣制度。由於此等儲蓄之累積，使財政部於公開市場以外，增一資金之來源，以作重整軍備之用（註五）。此即說明繁榮時各金融機構所能羅致之儲蓄愈多，則在銀行組織被迫阻抑繁榮之前，所能建設之資本設備亦愈多（註六）。財政部如能利用此項儲蓄資金，則英蘭銀行決定究應擴增現金

數額抑容許利率猛漲之日期即可延緩。現因財政部之干涉，英蘭銀行大都不得不繼續其低利政策，以有裨於政府之公債活動，此實爲一莫大之利益。

由於上述機構在繁榮時可以激勵儲蓄，吾人易於贊同類似賓洋氏（D. E. B.）所建議之政策，即增加政府儲蓄以維持經濟繁榮之政策。〔註七〕又吾人前曾述及，政府負儲蓄（dis-saving）（即預算不足）政策爲對抗經濟蕭條之政策。此一政策對銀行機構不但無可怖之影響，反之，且足以解救銀行機構所受於經濟循環之壓力。吾人於本章之前部述及銀行機構供給政府以理財之便利，使其不必乞靈於賦稅。然亦因膨脹通貨之便易，故政府常不能自拔。但事實上，僅在戰時及戰爭之謠言流傳之時，政府始利用通貨膨脹之理財手段。在其他任何時期，政府絕對不肯採取此種便捷途徑。

### 【附註】

〔註一〕 關於此問題，讀者從 Hartley Withers, War and Lombard Street 1 書中，可獲得進一步之啟迪。關於德國政府通貨膨脹，見 Bresciani-Jurroni, The Economics of Inflation, 關於法國，見 Dulis, The French France, 1914-28.

〔註二〕 英蘭銀行於一九一九年九月所發一函，建議數額較鉅，期限較長之墊款，應僅爲戰時之便宜舉措。時至今日，該行是否將提議此函，實未可必。

〔註三〕 如此種需要予以滿足，則流通之紙幣必增加，同時，若干顯見之反響亦將發生。

【註四】及供給之真正缺乏，在戰爭開始前，糖價即上漲一倍，因其供給之三分之二來自中歐。

【註五】整軍之負擔大部由此等特種資金負荷。見 Hall, Some Technical Aspects of the Finance of Rearmament, in *Economics*, 1937, p. 137

【註六】資本貨品之飽和將迅速抑止景氣之發展，但如資本貨品係為戰艦與炸彈，則無此情形。

【註七】見氏著 *Problem of Credit Policy*，特別是 pp. 230-2

## 第十三章 經濟落後國家之銀行業務

### 第一節 新興銀行組織之特色

本書之大部份，係討論英國式或美國式高度發展之銀行組織。但吾人須再鄭重聲言者，本書之偏重英美情況，並非以爲英美情況已臻理想，他國之銀行組織，不應與之乖離，而因：第一，本書係以英文寫作，多數讀者對英美銀行情況關係最切；第二，他國銀行組織之發展途徑，事實上與英美相同，且亦不得不與英美相同也。雖然，其他銀行制度亦有其特殊問題，此等問題不但對所屬國家甚爲重要，且可說明一般銀行業務之原理，故亦有討論之價值。本章之敘述，主要將以印度、澳洲及南非爲例，而南美各國、日本及若干歐洲小國，情形亦相類似。

新興銀行組織之主要特點爲：（一）銀行習慣尙未養成，銀行家數甚少，且距離甚遠；（二）短期金融市場不發達，甚或不存在；及（三）有效之中央銀行尙未樹立。每一經濟落後國家雖未必均具備此三特點，但均缺少一優良之金融市場。在若干國家——加拿大最著，澳洲次之——銀行習慣極爲發達，銀行林立，多如過江

之鯽，至於有效中央銀行之樹立，現亦日趨普遍，但大部仍僅有一中央銀行之存在而已（註二）。

至在銀行業務不發達之地域，如中國、印度及南美諸地，多數交易須以現金清結，現金構成貨幣供給之大部分，故貨幣供給變動之最主要原因為現金供給之變動。所謂現金，或為金屬貨幣，或為政府紙幣，通常為二者之混合。現金供給之變動，或因貴金屬之開採，或因貴金屬之輸出，或因政府發行額之變動。在此種情況下，銀行業務之變動雖非不能影響物價，但此影響，必不甚大，且不能持久，除非現金亦與之作平行的變動。例如銀行增加農業貸款，必有刺激物價之影響，但如現金不能立即大量增加，以適應交易總值之增加，則物價上漲將被抑止。又在上述之地域中，銀行大都集中於少數貿易中心（例如孟買、廣州，或上海）與銀行往來者限於此少數都市中之商人，銀行擴張信用不過增進此少數都市之投機及投資而已（舉一陳舊而明顯之例，如一八六〇年之孟買）。因都市與內地貿易關係之存在，都市之信用擴張，極易使都市之現金流向內地（註三）。此現金之外流迅即抑止銀行之擴張政策（在一銀行組織高度發達之國家，特別如無分支行者，上述趨勢自亦不免），但流通之現金不致大量外流，故除非銀行極端審慎，否則因不能應付提現而失敗者，當比比皆是。因此，在此等國家，當局多關注銀行流動性之保持及銀行資產之調整。考諸歷史，上述情形屢見不鮮，故政府對於商業銀行之管理，歷來皆在於流動性之保持，而非使商業銀行依附於中央銀行。

銀行業務不發達國家有別於發達國家之第二特質，為良好短期金融市場之缺如。加拿大銀行之短期資

金，雖可在國內股票市場獲一出路。但股票市場甚為有限，對中央銀行制度實無用處。澳洲情形與此稍有不同，現此二國均謀發展國庫券市場，但因為時甚短，故成效未著。至在南非與南美實無短期資金之市場；印度雖有之，但因市場間之界限（如原有市場與歐式市場之界限）極難打破，故對中央銀行與商業銀行之聯繫無甚裨助。蓋各金融市場之相互獨立，意即銀行業務散漫而欠統一，不足以語銀行組織也。在歐洲各大金融中心。短期金融市場發達之程度不一，但非盡如英國之型式，故關於中央銀行技術之討論，不能悉以英國金融情況為根據。吾人在第三章中，曾述及歐洲各國可發展短期金融市場，以促進中央銀行業務之施行，在本章之次節，吾人將論及新成立中央銀行運用另一新技術之可能。

經濟落後國家常見之第三特質為缺乏一有效之中央銀行。現今中央銀行幾無國無之，但小國之中央銀行，大都根基未固，且其重要業務限於外匯之買賣，此固為有用之職能——特別在十九世紀三十年代之時期，——但與管制商業銀行之業務迥異。在不久以前，此等國家大都未設中央銀行，商業銀行均按照黃金之移動及其國外借貸差額之變動而調整其業務。因最後貸放者之缺如，若干保守之大銀行，為本身利益計，有時必須變更其現金比率，因國外借貸差額之臨時增加，決不能使國內存款自動作倍數增加，在此方面，銀行組織較發達之國家，因有無營利動機之中央銀行，而蒙受若干利益。遠見之商業銀行，有時亦可如中央銀行之所為，但必須一銀行或意見一致之數銀行能控制一國銀行資金之大部份，銀行始能不圖近利（註三）。易言之，一銀行所

遭遇之競爭愈烈，則其反對競爭者之鹵莽以防衛本身利益之機會亦愈少。此即任何國家必須建立一中央銀行之堅強論據之一。吾人現欲討論者，即一國設無如倫敦之金融組織，中央銀行應如何施行其有效之管制？

## 第二節 缺乏短期金融市場之中央銀行業務

吾人試先考慮，設一國之銀行習慣業已普及，現代商業銀行亦已遍佈全國，則其中央銀行之技術應爲如何。此可以加拿大爲著例，澳洲及南非情形亦大致如是。在此類國家，中央銀行資產之變動，極易使商業銀行就範；但須有下列三條件：（一）商業銀行之紙幣發行權已被取消或受嚴格限制；（二）商業銀行須將其存款之百分之幾，存入中央銀行；（三）中央銀行須爲最後之貸放者。在此三條件中，第三條件及第一條件之較不嚴格部份（嚴格限制發行權）尤絕不可少，至第二條件及第一條件之較嚴格部份，就管制目的而言，不過爲一種裝飾，但中央銀行可藉以獲得收入，中央銀行之爲最後貸放者，使商業銀行在社會極需現金時，可不負供應之責。因之，商業銀行可將現金準備減至最少，以營求最大之利潤（註四）。其次，商業銀行須在中央銀行保持最小比率之存款，除上述利益外，乃在使其現金準備與存款保持一定之比率。至商業銀行發行權之限制，係禁止商業銀行添印紙幣以增多現金（吾人假定貨幣無自由鑄造之權，如有之，則必有穩定的外匯政策，中央銀行由於自由鑄造而遭逢之阻礙，與由於既定之外匯政策而遭逢之阻礙同。）

在極發達之金融中心，具備上述三條件即已足夠。蓋其銀行存款受中央銀行資產之影響，故中央銀行可運用其資產以管制銀行存款之供給及短期利率之高低。但在此類國家，中央銀行運用資產並不如此簡單，因其缺少良好之票據市場（倫敦因有良好票據市場，故管制銀行存款極易），中央銀行之資產通常為政府證券，外匯，黃金及對商業銀行放款，假如最後一項數額極鉅，則中央銀行可由取息之高低，以影響商業銀行對人民之放款，因之可以控制基本的短期利率（有如英蘭銀行之所為）。但事實上，當一中央銀行建立於已有之銀行組織之上，短期內不易使商業銀行對中央銀行負債。此外，商業銀行因外匯情況關係，必有若干時期對中央銀行並無負債，而此時期往往為中央銀行亟欲實施管制之時。

銀行對保存政府證券之數額，可以任意選擇，故新成立之中央銀行，可能增減其保存政府證券之數額，藉以部份控制現金。但此武器之使用，有其嚴格之限制，縱今此等國家之證券市場具有倫敦或紐約市場之規模，但其完成鉅額交易之能力必仍甚有限。例如澳洲聯邦銀行（Commonwealth Bank of Australia）可在梅爾邦（Melbourne）售出政府證券以減少現金，但該地市場之容量有限，過分鉅額之證券出售，必使證券交易中止，因買者短期內不能購進大量證券也。反之，中央銀行之大量購入證券亦然，且即使交易可以完成，亦必以證券價格劇烈漲跌為代價，然證券價格變動亦非無利，蓋中央銀行可藉以直接影響長期利率；但政府須戒懼輿論之反響，因證券價格劇烈變動，可能刺激投機，並可能使政府證券之出路永久縮減。此外中央銀行如不

願證券價格之漲跌，隨時拋售證券，必有鉅大損失之風險，如中央銀行愈欲變更證券交易之種類，以避免證券價格之劇變（或為擴大範圍，購買工業股票），則其所冒之風險亦愈大。雖政府可能負擔一切損失，以鼓勵中央銀行買賣證券，但此種情形極為罕見，故吾人認為中央銀行雖能買賣證券以影響現金，但受極嚴格的限制（註五）。

吾人茲從缺乏短期金融市場之情形下，討論中央銀行運用黃金及外匯以控制現金之可能性。保持相當數量及外匯本為中央銀行之職責，中央銀行自可時常買賣黃金及外匯。茲為簡單計，吾人僅論述買賣黃金之效果。無論中央銀行是否改變其國外借貸差額，其購入黃金並不影響國內經濟情況（註六），而有二極端的可能情形：一為中央銀行在固定之金價下，購入或出售黃金（此為金本位下之情況），二為中央銀行固定國內通貨數量，而聽任金價（外匯率）漲跌。在前一情形，中央銀行因購入黃金而增加國內金幣（或因售出黃金而減少國內金幣）之數量，符視國際收支差額而定，中央銀行完全無能為力。在此情形，無論僅能由中央銀行單獨鑄幣，或貨幣可自由鑄造，均無多大差別。因現金之供給均與中央銀行之意旨無關也。雖然，如中央銀行能於國際收支順差時積聚黃金，以備國際收支逆差時應用，則屬甚佳。但如中央銀行於收進黃金時，即自動增鑄貨幣，與商業銀行收進黃金時無異，則中央銀行之存在，實無作用（註七）。

在上述二種極端情形中，後者並不合於常規；一國既有中央銀行，自不致聽任外匯率自由上下，但無論中

中央銀行須干涉外匯以穩定外匯匯率之論據，對反對金本位如何堅強，一旦中央銀行如準備干涉，則必須放棄若干對現金之有力控制。蓋中央銀行之干涉（除匯兌統制外）僅能以國幣易取外幣，或以外幣易取國幣也。如中央銀行確如此干涉，則為維持一定之外匯匯率計，銀行組織之現金必致供過於求（或供不應求）在金本位之情形下（此為十分普遍情形），中央銀行為維持固定匯率（金價）計，須按此匯率吸納外幣或國幣之過多供給，但無論一國是否採取此種極端政策，中央銀行因吸收黃金或外匯而增加之現金之數額，必為外匯政策所決定。

設此類國家之國際收支變動甚微，則以上論述自不關重要。但事實並不如此，本章所討論之國家，大都生產及輸出少數第一級產品（primary commodities）——礦產品或農業品。故其出口總值均變動極大，「蓋農產完全須仰賴氣候。故一切第一級產品之價格幾均變動極大，」又因其出口品甚少變化，某一市場之喪失往往為影響整個國際收支之原因。此外出口總值變動對國際收支之影響，因長期資本移動之趨勢而加甚，後者大致與前者平行變動，雖有時間上稍見遲緩。一國在經濟繁榮時，必有長期資本流入，而彼時適為國際收支順差之時（註八）。

在國際收支變動極烈之情況下，如欲安定外匯匯率，中央銀行須於順差之時收進大量黃金（或外匯）再於逆差之時放出，此即此類國家擁有中央銀行之利。但在金本位無此利益，除非中央銀行能於黃金內流時減

少其他資產以收進黃金，於黃金外流時增加其他資產以放出黃金。由此吾人可得一結論，中央銀行不但不能由外匯及黃金之買賣以操縱現金，反之，其外匯政策之執行，且需其他資產之調整。

再就其他資產而言，中央銀行調整之權力實際上亦極有限。由是可知在繁榮時期，吾人不能期望商業銀行將對中央銀行負債。蓋彼時國際收支順差，中央銀行購進黃金，放出通貨，商業銀行將以之償還對中央銀行之欠款，中央銀行對此舉動之控制，視其沖銷黃金移動之能力而定。而在此類國家，公開市場政策又罕能達成此項任務者。

然則中央銀行究有何功用？作者以為在金本位下，中央銀行有二重要功用，如金本位已放棄，則更有另一功用。「吾人已就公開市場政策探討中央銀行控制現金之可能性」此外，中央銀行尚可改變其債務之組合以資控制，作者建議中央銀行可利用其政府的銀行之地位，當黃金內流時，如其他資產不能減少（或企圖減少現金）則可提高政府存款以限制（或減少）現金，此即政府之支出必須少於收入。中央銀行因權力之限制，自不能單獨如此施行，但可與政府合作達成，此亦為中央銀行須與財政部密切合作之理由。

但政府存款之變動，必須由於國庫收入之剩餘或短絀，而非由於政府以公債為手段。如政府提高政府存款係由於發行公債，則不如由中央銀行出售其所存公債之一部分。無論出於何種方式，市場之銷納能力均為一定。反之，如政府償還公債以減少政府存款亦同。蓋如人民手中之公債有增減之可能，則中央銀行儘可直接

設法，無須乞援於財部；且吾人前曾述及，通常人民所存公債數額甚少變動。作者此處所提出者，非公債之調整，而為庫收之剩餘或虧短。此方法之值得注意，另有一原因，如前章所述，財政虧短促進通貨膨脹，財政盈餘促進通貨緊縮。故當中央銀行企求抑止通貨膨脹時，最好政府收支有盈餘，增加政府存款；而當中央銀行謀抑止通貨緊縮時，最好政府收支有虧短，減少政府存款。此種預算政策與中央銀行業務之關聯，更強調中央銀行與財政部密切合作之必要。但預算不能脫離政治，故此理想的中央銀行技術之施展，憲法問題將為一嚴重之阻礙。

中央銀行對調整總資產或負債之構成，雖有上述之困難，但仍有他法可施行其權力，此即變更商業銀行之強迫的現金準備與存款之比率（此法新西蘭已採行，澳洲已有建議）。當現金增加時，可適當提高法定準備率，使貨幣之總供給不受影響，而於現金減少時，則可適當減低法定準備率。此方策除對商業銀行之營利有影響外（但其影響通常為穩定利潤），並無可反對之理由。故在多方受限制（如本節所述者）之中央銀行，必須當以此為武器。中央銀行如被賦有此權力，則能完成商業銀行不能完成之功能。

上述種種，兼能應用於金本位及非金本位國家。如一國既非金本位而又無中央銀行，則具有若干中央銀行職能之特殊機構，終必建立，蓋如無此種機構，商業銀行為經營業務計，必存有黃金與外匯，而為外匯市場之主要交易者，而政府為企業活動之利益計，遲早必與外匯發生關係，而管制外匯匯率。管制匯率不能無商業銀

行之合作。如變更匯率使商業銀行蒙受鉅大損失，則必遭其反對。故政府或新設之機構，必須集中一切外匯準備，並負穩定匯率之全責，此即新西蘭在十九世紀三十年代初年之情形。澳洲之狀況亦與之相類，此項步驟一經實現，則管制外匯之職能須歸中央銀行，其理由更爲明顯。且一國如非金本位，則爲控制其通貨之對外價值計，亦須有中央銀行之設立。——吾人仍假定政府當局不願使外匯市場完全受外力影響。

作者以爲若干中央銀行之輔助職能，如外匯政策之執行與建議，關於財政政策對於經濟影響之建議，以及與政府合作限制長期資本之輸出入。雖然，最重要者，中央銀行必須有權（即使僅爲現金比率變動之權）控制貨幣之供給，但吾人不能對之過存奢望。蓋僅在經濟情況受利率之影響時，始能由控制貨幣之供給以控制經濟情況；但利率對經濟情況之影響，又極遲緩而軟弱無力。在本章所討論之國家中，如無中央銀行之阻抑，在出口旺盛季節，貨幣之供給必形擴增，但促進通貨擴增之真正有力影響，爲出口貨生產者所得之增加，而政府支出之突增（此爲繁榮與樂觀心理之自然結果，尤爲常見。如中央銀行欲阻止貨幣供給之增加，則須迅速提高利率；尤有效者，或爲提高國幣對外價值，以減緩出口貨生產者所得之上升。政府租稅與支出之調整，亦有極大影響。此外，限制資本之輸入，亦可減緩通貨膨脹，達到此目的，爲中央銀行之重要任務；但在經濟衰落時，中央銀行則須努力採取相反行動以促進擴張政策。

由於上述原因，作者以爲經濟落後國家不應僅以建立美國式或英國式之中央銀行爲已足，而須賦予中

央銀行適當權力（特別是變更現金準備率之權），以控制貨幣之供給。此外，且須為金融管制建立一套機構，包括控制信用供給外匯之中央銀行，管制海外借款之機構，及注意預算政策影響一般經濟之財政部。澳洲在此途徑上成就最多，加拿大與南非則相差尚遠。預算政策與政府活動直接有關，至中央銀行職能，則與人民一般福利有關，故必須討論各機構之相互關係及如何從屬於民意機構之組織問題，始能適當建立金融管制。關於此等組織問題之解決，須求之於未來之政治創造。

### 第三節 原始銀行組織中之中央銀行業務

上節之討論，僅限於有優良商業銀行組織而無優良短期金融市場之國家有關中央銀行之特殊問題。吾人茲進而論述商業銀行未臻發展國家之中央銀行問題，對於此類較落後國家——如中國、印度及南美之大部分——上節所述大都可以適用，特別為上節最後一部分（此部分幾可適用於一切國家。）吾人茲作進一步之檢討。

本節所論國家有別於上節所論國家之主要特質，在於前者之中央銀行，無銀行組織可資管制，其貨幣之供給主要為現金（如金屬貨幣）所構成。中央銀行之最主要職能，或為其對外匯市場之影響，蓋僅能由此影響貨幣之供給也。但作者以為中央銀行可另有他法以應付此特殊情況；如供應或補充國內之普通銀行業務，

或促進商業銀行組織之發展，如情況特別有利，則可一面經營普通銀行業務，以補已有商業銀行之不足；一面促進商業銀行之發展。在通常情形，經營普通銀行業務與促進商業銀行發展為不能並存之政策。前者之目的在建立一組織，使中央銀行能直接控制貨幣（即銀行存款）之供給，後者之目的在發展一組織，使中央銀行得為間接之控制。

反對中央銀行經營普通銀行業務，係基於中央銀行應讓其他機構經營商業銀行業務之主張。此論據須假定一國大部分地域已設商業銀行。其理由之一為商業銀行既須存款於中央銀行而不計利息，則中央銀行自不應與之競爭放款。蓋商業銀行之存款須付息也。其另一理由為如中央銀行經營普通銀行業務，則一商業銀行顧客與一中央銀行顧客之收付，將擾亂貨幣之供給。然如一國並無商業銀行存在，則此二理由完全不成立。又如一國僅少數地域已設商業銀行，則此二理由亦大部失效。又前述第一理由尚包含另一命題：中央銀行之侵越，將妨礙商業銀行之發展；如吾人以普通商業銀行為可取，則中央銀行應促進其發展，而不應侵入商業銀行之範圍。此命題涉及銀行組織之合併（Integration）問題。

贊成銀行組織完全合併之有力論據，厥為合併的銀行組織，可以直接管制一切銀行業務。此理由是否充分，須視間接管制與直接管制之效率之比較而定。設如商業銀行能正確反應中央銀行之行動，則間接管制並不遜於直接管制。但如本書前所論述，任何對商業銀行之管制，均難保有確切之反應，商業銀行即使不能將現

金比率降至低於法定最低限度，但可時常先升至超過最低限度，然後降至最低限度。中央銀行政策有時需要商業銀行擴增（或縮減）某種生利資產，但間接管制則對此無能為力。倫敦自一八九〇年後，已知若干間接管制之缺憾，可由銀行組織中各分子之非正式合作以克服之。如各分子合作愈密切，則銀行組織愈與合併之組織相近似。合併的銀行組織之最大弊害在於一銀行因負有最後責任，對於商業放款過分審慎。如一國之商業放款愈重要，則此弊害愈為嚴重。如社會對商業放款之需要，有減少趨勢，則銀行組織合併之弊害亦減少。在本章所討論之國家——例如印度——商業放款為數最鉅。因此，從某一觀點視之，此類國家之中央銀行較之英國更不應經營普通銀行業務。中國與印度雖不願其銀行過分鹵莽，但有能力而無優良擔保品之人民之企業活動，則須賴銀行予以支持。

在另一型式之銀行組織中，中央銀行似應發展普通銀行業務。南非為一極端之例，其一切銀行業務全在二大銀行之手。此二銀行業務既不限於南非，又非絕對受政府之控制，且因競爭之有限，有成為獨占之可能。如此二銀行協同一致，則當使中央銀行政策完全無效。設此二銀行確如此作為，則中央銀行極有理由於全國普設分行，以打破此二銀行之獨占，並直接控制若干銀行業務。此並非不可能，但亦非妥善之道；如中央銀行能善與二商業銀行合作，則發展普通銀行業務絕非必要。

茲討論中央銀行如何促進商業銀行之發展，此有二途徑可循：較重要之途徑為供應重貼現之便利，其次

爲對新興之商業銀行，予以津貼。

在一新興之銀行組織，重貼現之發達甚爲重要，蓋可使銀行減少庫存而不致增加風險。因現金並非生利資產，節減現金準備無異增加生利能力。重貼現之發達不僅有津貼之意，且能增進銀行組織各部分之聯繫，使中央銀行易於實行其政策。自新促進重貼現之發達，中央銀行須選擇本國已有之適當信用工具（例如印度之 *hundis*），而予以低利之優待。有時如可能減低此信用工具之印花稅，則中央銀行應建議政府，爲促進銀行組織之發展，應不惜犧牲稅收。至在中國及印度，中央銀行須廣設分行，俾使各地新設銀行迅可獲得支援。不幸銀行有一普遍之偏見，以爲重貼現爲資力薄弱之表徵，故中央銀行應使銀行明瞭重貼現並非不吉之行爲。

如政府願意擔負費用，則可實行津貼政策，而中央銀行則應爲管理津貼之機關，因可藉此對銀行取得檢查之權。在對新舊銀行作差別待遇時，如欲避免鼓勵單一銀行制度（而非分支行制度）之發展，自不免困難，但此困難可以克服。爲節省篇幅計，對此細節不擬討論。總之，在吾人論述之國家中，通常有許多急迫需要，須予滿足。政府之少數資金，自無能爲力，故惟有接受中央銀行之建議，減低特定信用工具之印花稅。

作者以爲如中央銀行決意扶植商業銀行之成長，則可無需鉅額費用而能多所成就。一旦適當之商業銀行組織已告發達，則中央銀行所遭逢之管制問題，將如上節之所論述。

### 【附註】

〔註一〕 關於此數國家之銀行制度，甚少佳作。國際聯盟對商業銀行之備忘錄，對一切銀行均曾涉及，關於印度銀行業務，L. C. Jain 所著之 *Indigenous Banking* 及 *Monetary Problems of India* 二書，甚為有用。此外，印度尚有許多書籍及篇幅浩繁之 *Indian Central Banking Inquiry* 出版。關於加拿大，見 *Report of the Royal Commission on Banking and Currency in Canada*。澳洲最近亦發表一類似之報告，關於南非亦有官方報告。又 *Beckhart and Willis, Foreign Banking Systems* 亦甚有用。

〔註二〕 其進行情形，極如 Senior 在 *Transmission of the Precious Metals, Value of Money, and Cost of Obtaining Money* 書中之所述。

〔註三〕 此種可能極少，因現金比率提高之時，往往即為銀行貸款需求旺盛之時。

〔註四〕 當然有本書前幾章所述之例外情形。

〔註五〕 加拿大銀行能大量變動其保存證券之數量，而不引起大擾亂，頗值注意，但目前甚少此種經驗。

〔註六〕 現今規模較小之中央銀行，大都兼存黃金與外匯。黃金之優點，在於其價值不受某一外幣價值再變動之影響。在另一方面，如一國之債務大部分以某一外幣為準（如英鎊或美元），則保存外匯較黃金為有利，因此某外幣為準之金價可能變動也。以加拿大為例，該國保存若干英鎊美元及黃金。而澳洲及印度則大半保存英鎊。

〔註七〕 且可能有弊無利。如前所述，在無最後貸款者時，若干大銀行可能放遠眼光，在情況良好時增加其黃金對存款之比率。

〔註八〕 若干國家已知繁榮時向外儲款之弊害。例如澳洲之 *Federal Loan Council* 即極欲阻止向外借款，以避免加重貿易收支之變動。此種特殊機構，顯有存在必要，不與中央銀行密切合作下工作。

## 第十四章 銀行國營問題

本書主要係闡述銀行組織之相互作用，而不涉及政治問題；但以「銀行學新論」(Modern Banking)爲名之書籍，如不涉及某一政治問題——卽銀行應國營或公營之建議，則爲美中不足。然作者又以爲以本書性質而論，對此問題亦僅能簡略討論。讀者欲知細節，可從銀行國營之擁護者與反對者之言論及著作中得之。本章所述，僅限於經濟學者所敷陳之主要論點，而特以英國制度爲背景。

吾人對中央銀行國營之建議，不擬多所論列，因其主要論點已成陳跡。對公共福利如此重要之中央銀行應歸國家節制，幾已爲一般所公認。蓋國家對金融政策須有最後決定之權也。現在一般人認爲尙未解決者，乃國家之節制應至如何程度？但此問題亦爲中央銀行組織之細節問題，其原則亦已解決。至中央銀行形式上是否國營，則爲各義之選擇，與細節問題之解決無關。但關於組織之細節問題，吾人已在第五章論及，此處不復贅述。

吾人茲考慮商業銀行國營之建議。關於此建議，主要爭論之點有五，作者以五命題說明之，此五命題之全部或一部，必爲擁護國營者所贊同；但以此方式從事討論，並不能認爲作者擁護此五命題。此五命題爲：

(一) 現今商業銀行之工作效率不如國營銀行（此可謂為效率的論點。）

(二) 中央銀行不能適當管制各自獨立之商業銀行（此可謂為合併的論點。）

(三) 貨幣之創造為國家之特權，商業銀行既為貨幣之創造者，自應脫離私人控制（此可謂為貨幣創造的論點。）

(四) 當經濟組織從資本主義形式轉向社會主義形式時，獨立的銀行必為國營事業之障礙（此可謂為社會化的論點。）

(五) 由上述(一)至(四)點，可知銀行國營利益極大，故即使在銀行國家化過程中，可能發生任何金融恐慌，亦屬利多於弊（此可謂為過渡的論點。）

如上述已將主要論點包括無遺，作者相信擁護國營者必贊同(一)至(四)命題中之一個或數個命題，以及第五命題。如其贊同(一)至(四)命題中之任一命題或全部，而不贊同第五命題，則可能反對國營。又反對國營者必正式否認第五命題。但如彼否認(一)至(四)命題之任一命題或全部，則其否認第五命題，可能係由於不信在國家化過程中，將有金融恐慌發生。

效率高低問題非辯論所能取決。第一命題之要點為：銀行在私人管理之下，其處理放款分配與存款轉帳之效率，較遜於公立機關。贊同此命題者，必須指出現制之顯見的浪費，在銀行國營後必可免除。為達到此目的，

須指出商業銀行利潤過高，或費用過多，或兼具此二情形。關於利潤之高低，僅說明少數銀行協議利率，因而可能獲得獨占利潤，實嫌不足。市場之不完全競爭，並非必有過分高利可圖（如英國鐵道情況），不過可能獲得高利而已。故問題之癥結在於：銀行是否正在獲得過分高利？或似在獲得過分高利？因現今各銀行發表之損益帳過分簡略，吾人對目前利潤水準殊難下一斷語。就銀行公布之利潤言，並未予股東以過多之紅利，且銀行股票收入與金邊證券收入之差額，實不足以補償銀行由於商業需要趨減而冒之風險。吾人在未悉若干極關重要之事實以前，實難得一確定之結論。

至於費用減省之可能性，吾人必須承認：商業銀行企求最大利潤，本有減省費用至最少之動機。若干巧妙之論辯，指摘商業銀行缺乏效率。商業銀行有時因不免失誤（如拾補行員之失誤），但政府機關亦未必能免。問題在於究竟何種制度可能少犯錯誤？此問題為一切經濟活動之公營私營問題，並非銀行方面之特有問題，故此處不擬置論。但有二點吾人須加注意：第一，在設有銀行之每一地點，是否均有設立四五小銀行辦事處之必要（每一辦事處均為大銀行之分支機構）？第二，是否各地均需有銀行辦事處（及其所備之「自由」服務）？就前一問題而論，如各大銀行合併，則必有大規模經營之利益。究竟有何種利益，則為一技術問題，銀行經理可予吾人以確切之答案目前（註二），政府政策不許銀行合併，如准許其合併，則即不國營，銀行業務亦可較為經濟。故此問題不止為現有制度與國營制度之比較，而為可以自由合併之現有制度與國營制度之比較。後

一問題關涉人民真正需要之服務數量，在現有的不完全競爭之下，如銀行取費一律，則其競爭僅限於服務之質與量。顧客已知各行取費一律，自然選取最佳之服務。彼所往來之銀行必為最近便而行員招待最殷勤者。因之，銀行辦事處自然增多。每一銀行為維持其地位，其供應之服務之質與量，必須與他行相頡頏，在各行取費一律之情形下，顧客可比較各行之服務，自由取擇其往來之銀行。但在較高取費較多服務與較低取費較少服務中，顧客則無一定之取擇。可能偏好前者，亦可能偏好後者。銀行國營自不能除去此種選擇；但人民可藉此表示其喜好費用較低之銀行組織。此一論辯證明私人企業制度恰能滿足人民需要之假定，僅能應用於完全競爭之情形，而不能應用於不完全競爭之情形。

合併之論點須視中央銀行已有之武器是否充分，或是否與商業銀行私營相協調而定。對此問題有關之討論已見以前各章。因中央銀行事實上必為一政府機關，為保證完密管制計，銀行組織之合併，必包括商業銀行之國營。

第三命題題係基於堅固不拔之傳統，即創造貨幣為國家之特權。任何私人不應准許其創造貨幣以牟利，此為十九世紀普遍接受之意見（註二）。吾人自可不必同意此意見，若干反對國營者接受此見解，但又否認商業銀行應歸國營。其理由或為否認商業銀行能創造存款，或為否認銀行存款為貨幣。在本書前面各章中，吾人已指出銀行確能創造存款。此點為任何經濟學者所承認。至於第二問題，銀行存款可否視為貨幣？作者在提

及，無論吾人是否稱銀行存款爲貨幣，實無關重要。如爲分析之目的，則此僅爲名詞問題，可略而不論。但如吾人從討論國營而涉及貨幣之定義，則應考察其是否確爲名詞問題。有人以爲銀行與投資信託公司間並無畛域可分，二者均從存款者或股東取得資金，貸予各種借款人。故就某種意義而言，銀行存戶可與投資信託公司債券之持有人相比較。如銀行利潤應被國家沒收，則投資信託公司之利潤爲何不沒收之？此種說法實忽視銀行異於其他企業之基本特質，此特質使貨幣一詞可適用於銀行存款。銀行與其他企業之不同，在不必使資產配合負債，故能獲得利潤（註三）。銀行不必使資產配合負債，乃因其負債可爲人民普遍承受以清結債務。質言之，其負債卽爲普通意義之「貨幣」。關於此問題自可有其他意見。但無論如何，對第三命題之正確性而言，其他皆爲次要問題。

關於社會化的論點，僅在贊同社會化政策者視之，始爲重要問題。任何人可基於（一）（二）或（三）任一命題贊同國營，而未必爲一社會主義者，其是否爲一社會主義者，係視其是否贊同（四）命題及其一般政治地位而定。設吾人欲使經濟活動之主要領域逐一社會化，在此過程中，銀行究應早歸國營抑晚歸國營？此爲銀行國營之時間問題，而非國營銀行與私營銀行之比較問題。主張銀行應早歸國營者之理由爲：如在過渡時期，銀行仍爲私營，則銀行將拒絕貸款予公營工業，至少亦予以歧視，因之阻礙社會化之進行，但銀行未必即將如此。因公營事業有國家保證，銀行必極願放款。又銀行固可取息甚高，但決不能與政府抗衡。蓋政府既有執行社會化之

權，可以立即將銀行收歸國營爲威脅也。故銀行必承認政府之管轄權，而適當的經營其業務。吾人皆同意在社會主義制度下，無私營銀行之地位，但吾人認爲在社會化過程中，銀行必須及早收歸國營，則並無顯著之理由。至恐慌的論點，則視人民之反應而定。當銀行國營迫在眉睫之時，是否必將發生恐慌？此須視銀行存款之所有者是否贊同國營而定。如贊同國營政策，則無任何困難。故如銀行國營獲得普遍支持，則不致發生弊害；反之，如僅獲得非存款者或少數存款者之支持，則可能發生風波。蓋存款者或將因不明真相而疑懼，而意圖阻礙此制度之推行。存款者之可能手段，爲向銀行提取英蘭銀行紙幣，但如彼等正確明瞭當時情形，則必知中央銀行之負債並不優於商業銀行之負債，因後者即將成爲國家之機關也。且即使存款者提取紙幣，英蘭銀行可用一九一四年之方法，提高保證發行額，擴大重貼現，亦足以應付。

但如民意欲獲取黃金或外匯，而將銀行存款出售於外匯市場，則情形較爲嚴重。是時英鎊在外匯市場中勢將下跌，同時外人目擊保證發行額增加，亦必拋售英鎊，故英鎊下跌趨勢可能更爲激烈。此爲在富裕階級反對下實行國營政策可能發生之最嚴重的後果。對於防止英鎊之拋售，臨時之外匯限制，爲一有效之方法。但如政府能出售黃金與外匯以維持匯率，則更爲安全。如外匯限制一旦採行，則對他國有嚴重影響。因倫敦爲英鎊集團之中心，且存有其他貨幣制度之準備金。故在倫敦擁有價值一十萬萬英鎊之黃金時實施銀行國有政策，當較倫敦僅有價值一萬萬鎊之黃金時爲穩妥。至銀行國營政策如爲富裕階級擁護，則恐慌當可較爲嚴重。

故保守黨政府推行國營政策，必較勞工政府爲易。正如保守黨政府近十年來能順利推行各種社會主義的計劃。總之，銀行國營是否將引起嚴重之金融恐慌，全視當時之環境而定。故吾人無法斷言此種恐慌是否爲銀行國營之嚴重弊害。

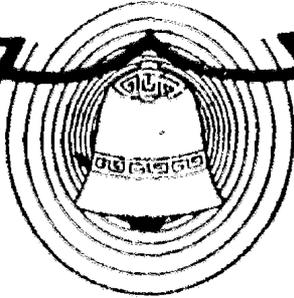
在上述討論中，作者業已闡明，在本章開始時提出之五項論點牽涉之種種問題，任何人如研究銀行國營問題，必須一一予以考慮。銀行是否應歸國營，最後決定應屬於政治家，而非屬於經濟學家。但人民對銀行組織相互關係之了解，當可有助於對此問題之認識。如本書對銀行組織之了解有所裨助，則作者著述之目的即已達成。

#### 【附註】

【註一】 自銀行合併委員會於一九一八年報告以後。

【註二】 此爲 Sir Robert Peel 所支持，氏爲英國最注意金融之政治家。

【註三】 此點作者採自 Barnett White，但此點用於貨幣之說明，自應由作者負責。



版權所有  
翻印必究

中華民國三十六年八月初版

銀行學新論

(Modern Banking)

全一冊 定價國幣六元四角

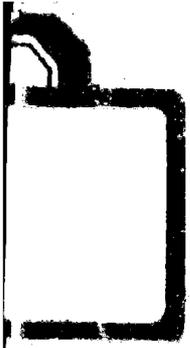
(外埠酌加運費匯費)

發 行 所	印 刷 所	發 行 人	譯 述 者	原 著 者
正 中 書 局	正 中 書 局	吳 秉 常	汪 錢 榮 堃	W. S. Sayers

(2177)

校  
整  
：  
魯  
海

30/07



6:40