

蔡鐵郎編著

金
融
學
綱
要

商務印書館發行



4270

中華民國二十六年三月初版

⊕(38173)

金融學綱要一冊

每冊實價國幣壹元貳角

外埠酌加運費匯費

編著者 蔡鐵郎

發行人 王雲五
上海河南路

印刷所 商務印書館
上海河南路

發行所 商務印書館
上海及各埠

版 翻
權 印
所 必
有 究

三九五上

張

(本書校對者 龍旭光 王永榜)

顧序

經濟之學，經緯萬端，究其關係於國際問題者，應以交易一篇爲最要。夫如何而後能使交易得其當，而致國際經濟於平衡，此貨幣金融之學尙矣。

蔡君鐵郎治經濟之學，頗肆力於交易之研究，因本其心得，著爲金融學綱要一書。而對於貨幣安定問題，尤深致意。書成屬序於余，蔡君此書，固一應時要籍也。

當此世界經濟恐慌時期，各國當局，以及經濟學者，皆競謀所以救濟之方；然或認識未清，率爲對策，結果無補時艱，徒增困苦者，比比皆是。竊以爲經濟恐慌之原因，非徒屬於表面上生產消費之不平衡，或分配之不均，而實由於交易之失其當，因交易失當，而生產與消費亦自失去平衡，而社會收益與財富，遂無由達到公平分配之目的耳。

一般馬克斯派以及迷信國家萬能主義者，不注重貨物勞務之極度交易，惟主以人爲的強制手段限制交易，而圖生產與消費之局部平衡；並冀社會收益得以公平分配。結果徒令經濟社會日益貧弱。國際經濟爲之解體，而備戰聲浪，且日益囂塵上。有識之士，所以爲之深長太息者也。

欲恢復世界經濟之均衡，非注重交易使物資勞務得以盡量流通，則無由達其目的。交易之主要問題，厥爲貨

幣之如何安定；此書對於是點認識甚深，雖所引各家言論，容尙有可以補充之處，然不失爲今日中國言貨幣金融學之善本，凡對此學科具有興趣者，所宜手備一篇也。

此書對於金融學之綱要，固已條分縷析，總集大成。而持論以貨幣金融學爲討論經濟動態之學問，尤屬一針見血之論。今日世界經濟之最重要問題爲若何維繫一種全世界動態之經濟平衡。而一般經濟閉關主義者之主張，何以無補於實用——卽實行後徒使本國人民受損——卽因不了解國際動態經濟平衡之重要所致。目前英、美、三國已締結貨幣協定，並擬設法請各國逐漸放棄其人爲之種種限制，以解放國際經濟而使其恢復平衡。是國際合作已見曙光，進而加以調整，則人類相互慘殺，或可避免。而蔡君此書乘時而出，殆亦可使國內醉心馬克思主義以及俄、德、意諸國制度者有所猛省，而改變其思想於積極穩健之途歟。

二十五年十月顧季高序於廣東省銀行

吳序

金融爲國家社會之血脈，其盈虛活滯，關係於國民經濟者至鉅。自民國肇興，金融日趨於困厄，以致工商業不振，農村衰落，整個國民經濟大有陷於破產之勢。然考我國金融癥結所在，莫甚於資金不能暢流，都市與農村未能平衡分配。以我國金融現狀言之，因頻年內亂，匪共橫行，內地資金，偏集於都市。都市固有資金泛濫之弊，而農村反呈籌碼缺乏之感，此之過多與彼之不足，均非良好現象。蓋所謂過多者，即無法善用之意，資金橫溢，投機竊發，相習成風，社會金融，於焉紊亂。而所謂不足者，即週轉弗給之意，籌碼艱澀，生產困滯，財富萎靡。農村經濟，於焉衰落。由是表裏爲因，遂成工商頹蔽，農業崩潰交互之果。農民購買力日益薄弱，實業經營爲之一蹶不振。故金融問題爲我國最重要之經濟問題，已爲吾人所共認，又爲目前事實所證明。蓋自歐戰以還，世界金融幣制，數經劇烈之動盪，其間金銀價格更番漲落，貴賤時遷。我國外匯，適當其衝，俯仰由人，痛苦尤甚。緣金融爲百業之樞紐，而幣值之對外對內，均受制於人，太柯倒持，國民經濟，寧有順適滋長之理乎。比十年來，世界幣制金融之演變愈烈，貶值爲戰，管制從嚴。洎美國之擡銀潮起，而我國金融遂漸入山窮水盡之境。猶幸泰來否極，達變通權，引起白銀國有法幣制度之確立。年來法幣之外匯穩定，已稍免向者應付對外金融奔走駭汗之窘。迄茲我國方處國際視耽欲逐，密雲弗雨之會，而

政府對於金融問題之切注；對內如物價之撫綏，農村之調劑，投機之防閑；對外如各國匯價之穩定，國際信用之協訂等，益見刻不忘懷之勤。良以金融問題之解決，密切關係於國民經濟之復興故也。蔡君鐵郎前嘗研習經濟於本校法學院，察觀時世，即抱有此種見解，故對於貨幣金融之學，攻讀較多，興趣較切。積日既久，遂將其研討所得，分條部署，集爲系統的論述，名曰金融學綱要；書中舉凡金融之基本理論與政策，均有詳明之發揮。丁茲國內外金融問題日臻嚴重聲中，斯編之成，行將大有裨於一般人對此問題之認識。故樂而爲之序。

二十五年十月吳鼎新序於廣東國民大學

區序

今日之經濟社會，視昔已有超邁之進展，試以資源之開發，生產之擴張，企業組織之複雜，生活程度之提高各點自歷史上觀察之，均見其俱競遞升之跡。究其進步之由，雖要自源出多端，然而當中最重要之動力則莫過於交易之得宜。如交易方法之敏活也，交易範圍之擴大也，交易制度之完備也，交易手續之簡捷也，今昔相較，固皆顯有相當之進展。夫惟交易得以暢達自如，然後得以地盡其利，物盡其用，人盡其能，社會經濟始得最高度之效果，理甚明也。

交易之所賴以舉，則以有貨幣為標準之中介故。世界經濟自物物交換時代而轉於貨幣交換時代後，即日形進展，而貨幣之進步由硬幣至兌換券而至最近之管理通貨，其間之積漸改革亦多引起經濟發展之功。方茲信用經濟時代，貨幣之用已有時而窮，所資以為輔車之依者惟週轉運用之靈敏手段耳。目下事業界之資金類以貨幣計算，而資金之流動調劑，其理法則為金融學研究之範圍。是以當斯世變衝擊繁繁經濟之秋，金融問題實總握全經濟問題之中心。蓋經濟之進止，視交易之暢阻，而交易之如何，又殆為金融狀態良惡之馬首是瞻，理又甚明也。

自美國首牽經濟恐慌之幕以來，世界景氣銷沈，日甚一日，豈非各國勵行人為阻窒國際交易所應負其咎耶？

國際貿易阻塞之不已，益以金融操縱之相戰，於是兩大之間，年來殆無寧日，此吾人於矚目國內外金融經濟大勢之餘，所引爲長太息者也。余同學友蔡君鐵郎，夙留意於貨幣金融之學，鑒於當世金融問題之日趨嚴重，本其積年所得，以系統的方法編述爲金融學綱要一書。余覺其內容理論週澈，脈絡詳明，舉凡關於金融學範圍內之所應知者，引列殆遍，足助一般人對今日金融問題日形重要之認識，爰謹識數言以爲序。

區宜謙序於廣東會計師公會，二十五年十月。

弁言

溯自英儒亞丹斯密樹經濟學派之正宗，開後世研究之先河，迄今僅百有餘年，而經濟學之研究，涓滴浸灌，萌芽滋長，已如巨江行地，古木參天；且復支流蔓延，浩然匯滄海，鬱然成深林矣。當世海內外學者之所蒐討，若經濟思想史也，經濟史也，經濟通論也，經濟政策也，莫不窮蘊究奧，盡態極妍。至如經濟科學範圍內之消費論也，生產論也，交易論也，分配論也，亦皆探源竟委，駁繁抉隲，要其各家專書，所以能如山陰道上，滿目琳琅者，固由方今之世，實一經濟社會之舞臺而致。試觀熙來攘往之衆，輪蹄馳驟之途，直接間接，無非爲經濟所驅使；廟堂決策之頃，樽俎折衝之間，近因遠因，亦無非爲經濟而衡奪；可知公私百事，胥帶有經濟之意義，而爲求達到經濟之目的，故不得不競事向此中搜索其理法耳。

經濟科學範圍之內，分生產、交易、分配、消費各大端。關於其各個內容之分別研究，如生產論研究生產之要素及如何構成有利之生產，即生產能率之增大；交易論研究交易之所以成立及如何盡交易之利用，即交易之雙方最相投合及交易程序之最敏捷；分配論研究從事經濟行爲者利得之所本及如何得良好之分配，即分配之均勻程度最合於經濟社會之安全進步；消費論研究消費之真義及如何可致消費之效果，即使消費在最適合維持經

濟社會發展之條件下實行等；凡此均爲經濟學者所努力以赴，可姑不論。至關於整個經濟社會進展之統籌兼顧，則其設施昔嘗或主張側重生產以彌財貨之窮乏，或注意調整分配以減貧富之懸隔，或置慮宣導消費以濟生產之過剩，此皆各針對其時間空間之背景而立言，補偏救敝，原未可厚非者也。

主張側重生產爲早期經濟思想之基本概念，斯時地利未盡闢，生產技術未進步，供人充足慾望之財貨殊形缺乏。迨其後工業革命潮起，生產質量均一日千里，轉變過度之會，大企業大工業壓迫小企業小工業，勞動階級增大，勞資形勢顯殊，貧富懸隔，勞逸判絕，引起一般人之不滿，乃有調整分配之注意，如各種社會主義共產主義社會改良主義等是。近年世界苦患生產品之堆積難覓銷場，致引起連綿歲月之經濟恐慌，故又有宣導消費之置慮。然竊察紛紜衆論，究嫌目光過拘一隅。平心論之，實則生產、分配、消費，有一不能臻適當之處置，皆足以致經濟界之不振。而盱衡目今之世界經濟形勢，其尤形重要者則爲如何盡交易之利用焉。

自近年空前之世界經濟大恐慌發生以來，久遍各地，莫悉止境，時賢紛提救濟之議，各國競謀防遏之方，孜孜之所研討，汲汲之所實行，已漸知注意及從如何暢引交易方面着手。如商業政策之講求，貿易統制之試辦，胥其一端。而尤爲重要者，則競趨於交易媒介物——貨幣——方面着手也。貨幣之於交易，固如戶樞車軸，若欲措交易之妥適，當以從貨幣方面設施爲最直接了當。蓋貨幣爲一般交換之媒介物，爲一般價值之量度及貯藏、移轉、貸借之所憑藉故也。是以年來在貨幣學範圍內研究之出版冊籍，如雨後春筍，充塞坊間，律以注意經濟學識之理，針對時

病研求暢引交易之道，未始非可喜之現象。惟治學之道，應兼籌體用，貨幣僅爲一般交易中之中介物，其本身猶有如何流通交易之研求。貨幣本身之運用，藉價值之移步換形，信用之張弛靡定，變化倏忽，態象萬千。通常此種貨幣之流動，卽廣義的所稱曰金融是也。因而貨幣爲體，金融爲用，體用並策，始庶乎可語於如何暢引交易之道也。至於經濟之設施，須統維一切，始免偏畸之病，既如上述；然居今而言，當此國際貿易障礙日增，國際貨幣戰爭日激之秋，則應如何注重暢引交易之道，從而使貨幣金融之設施，適應潮流，更屬重要耳。

金融學研究之範圍，本極廣泛。一方面關於貨幣價值、數量、貨幣政策、金融政策與信用伸縮、物價與通貨關係、資本利率問題及其對投資、匯價等之影響、物價、利率變動與企業界之相互因果、金融資本之形成與金融組織之關係、國際收支、金銀比價與匯價、幣制之牽連等問題，屬於金融動態的研究者，固列入金融學系統內，卽他方面關於各種金融機關如各種銀行、信託公司、信用合作社、典當等之經營與業務，事實上各金融市場組織形態之得失利弊，各國銀行制度之異同優劣等問題，屬於金融靜態的研究者，亦構成金融學系統之另一部分。但此靜態金融之部分，普通多另有專書（如銀行學、銀行制度論、信託論等，均成專書敘述）。特別討論，隱然獨立門戶。故所謂金融學之系統內，無形中遂多爲動態金融之研究矣。動態金融研究之範圍，已如頃適上文所舉，夷攷其實，則與貨幣有處處相接之關係。是以研究貨幣，不可不兼察金融之理，以明其用。但今日坊間討論貨幣問題之書籍，雖已不尠，而關於金融學之系統的研究者，猶未多覩。處今日金融情勢之變多而劇，已使一般人深感金融知識之重要

中，對於金融理法爲一貫的敘述之初步書籍，自覺切需。筆者對於金融經濟素抱興趣，爰竊不自揣淺學，試行爲金融學綱要之編著，書成都十六章，編目如次。豈所以參作述之林，亦聊爲拋磚引玉之舉，冀循此邀海內鴻儒碩學之各出鉅著，俾便國人之研究云爾。

二十五年七月，蔡鐵郎識於南京財政部。

目錄

第一章	緒論	一
第一節	金融之意義	一
第二節	貨幣與金融	二
第二章	資金之移轉	五
第一節	資金移轉之性質	五
第二節	資金移轉之手續	七
第三節	資金移轉之原因	九
第三章	金融市場通貨之結構	一二
第一節	通貨與支付準備	一二
第二節	正貨重心與信用機能	一四
第四章	金融與企業	一八

第一節 現代經濟組織下之企業界……………一八

第二節 金融市況之變動……………二一

第一目 金融變動之意義……………二一

第二目 金融變動之起因……………二二

第三節 金融變動之週期性與景氣循環……………二六

第五章 物價……………二〇

第一節 物價變動之意義……………三〇

第二節 物價與通貨數量……………三二

第一目 貨幣數量說之要義……………三三

第二目 貨幣數量說之論證……………三六

第三節 物價與通貨貶值……………三九

第四節 物價上漲之長期趨勢……………四一

第六章 利率……………四五

第一節 利率性質之分析……………四五

第二節	利率之類別及其升降	四七
第一目	存款利率	四八
第二目	放款利率	四九
第三目	利率升降之普遍原因	五三
第三節	市場利率升降之通貨的反應	五四
第四節	利率下落之長期趨勢	六四
第七章	投資與利率	六六
第一節	證券投資	六六
第二節	地產投資	六九
第三節	事業投資	七四
第一目	利率變化與事業投資現價之漲縮	七四
第二目	事業投資現價變動之性質	七七
第八章	國內匯價	八〇
第一節	國內匯兌之緣起	八〇

81

第二節 國內匯兌之類別	八一
第三節 國內匯價之漲縮	八三
第四節 國內匯價變動之影響	八七
第九章 國際金融與國際匯兌	九二
第一節 國際金融之進展	九二
第二節 國際金融之阻障	九五
第三節 國際金融之調和與國際匯兌	九七
第四節 國際匯兌之類別	九八
第一目 銀行匯票	九九
第二目 商業匯票	一〇〇
第十章 國際收支	一〇二
第一節 有形貿易	一〇四
第二節 無形貿易	一〇七
第一目 外債還本付息	一〇七

第二目	僑民匯款	一一〇
第三目	海船運費及保險費	一一三
第四目	外交雜費	一一四
第五目	旅行者消費及留學費	一一四
第六目	政府對外事業費	一一六
第七目	對外投資	一一八
第三節	國際收支與國際匯兌	一二三
第十一章	國際匯價	一二五
第一節	國際匯價漲落之三重控制	一二五
第二節	匯兌平價	一二六
第一目	同金屬本位國間之平價	一二六
第二目	異金屬本位國間之平價	一二七
第三目	金屬本位與紙幣本位國間之平價	一三〇
第四目	紙幣本位國間之平價	一三三

第三節 現金起運點	一三四
第一目 現金起運點制限匯價之意義	一三四
第二目 禁止運現時現金起運點之代替	一三六
第四節 利率對於國際匯價之影響	一三八
第一目 匯價脫離限制之例外	一三八
第二目 常態下之利率與外匯匯價	一三九
第三目 變態下之利率與外匯匯價	一四一
第四目 外匯與利率之相互關係	一四三
第十二章 金銀比價與外匯	一四六
第一節 銀價下落之長期趨勢	一四七
第二節 世界金供給之稀少	一五一
第一目 絕對的觀察	一五一
第二目 相對的觀察	一五五
第三節 世界銀供給之增多	一五八

第一目	銀產之增加	一五九
第二目	銀需要之退縮	一六二
第三目	特殊銀供給之膨脹	一六八
第四節	近年金銀漲落及其需給之概觀	一七四
第十三章	國際匯兌與國際幣制	一七八
第一節	外匯變動與國際經濟之關係	一七八
第一目	貿易上之關係	一七八
第二目	外債上之關係	一八〇
第三目	投資上之關係	一八二
第四目	其他國際收支上之關係	一八三
第二節	外匯變動與國際幣制之騷亂	一八四
第一目	戰後國際金本位制之實際	一八五
第二目	近年國際金本位制之擱淺	一八六
第三目	國際幣制騷亂之原由及其實況	一九〇

第十四章 貨幣政策……………一九五

第一節 貨幣價值對內之安定……………一九六

第一目 物價安定之重要……………一九六

第二目 管理貨幣說之內容及其實驗……………一九九

第三目 金本位幣制對於安定物價功能之變遷……………二〇一

第二節 貨幣價值對外之安定……………二〇四

第一目 匯價安定與匯兌管理……………二〇四

第二目 匯兌管理之實際觀察……………二〇七

第十五章 金融政策……………二一一

第一節 現代金融與信用經濟……………二一二

第二節 信用之穩定問題……………二一四

第一目 正貨在信用經濟組織中之地位……………二一四

第二目 鞏衛正貨與穩固信用之關係……………二一七

第三節 信用之調節問題……………二一七

第一目	銀行授出信用之調節	二一八
第二目	銀行受入信用之調節	二二四
第三目	信用調節前途之展望	二三〇
第十六章	金融制度	二三一
第一節	資金吸集及其放散之途徑	二三二
第二節	各種事業資金融通之組織	二三四
第三節	金融機關節制信用之系統	二三八
第四節	近代銀行經營合併之潮流	二四〇
	外國文參考書目	二四六
	本國文參考書目	二五〇

金融學綱要

第一章 緒論

第一節 金融之意義

今日經濟界之生產，莫不需要資本以助成，所謂資本者，即爲供生產營利之用而備之財產也。自其性質上而區別之，有固定資本與流動資本之分。商業之經營，必須有營業用房屋傢具之固定資本，及買賣商品之流動資本。而經營工業，不能不備工場地基及其建築物與各種機器之固定資本，與夫購買原料支付工資之流動資本，皆不待言。至如從事農業、畜牧等事，耕地、農具、牧場等之固定資本，暨購買肥料、苗種、幼畜之流動資本，亦殆莫能免；從可知今日企業之如何需助於資本矣。

然時至今日，間接之交易行，有企業之意思而從事企業者，於其籌集資本時，固不必分別另爲固定資本及流動資本之要求也。僅爲貨幣或其代用物之要求足矣。在今日漸臻進步之經濟組織，經營事業者殆鮮不有藉於他

方資金之融通，蓋以交易之繁多，欲求資本之利用經濟及使資金轉動敏捷而無呆滯之患起見，有不得不然者也。企業者既需資金之融通，於是應其需要給以融通之信用機關如銀行者出。此種以通融資金與他人爲業之機關，初亦以自己之資金而經營；自與時進步，乃有吸收他人資金而運用者，於是資金之公開貸借藉以完成。

如上述資金之供需狀態，在市場上表現其短期之貸借作用者，即所謂金融也。故金融之意義，即指貨幣或其代用物（簡稱通貨）之交換狀態而言，此在一般簡略的解釋，稱爲泛指的意義。至嚴格的依經濟而解說的意義，則專指對事業之經營而爲之資金之通融也。市場上資金之移動，固稱爲金融，然若資金因借貸而投入於生產事業，成爲固定資本之時，則以其不復能爲市場短期運轉之用，而僅能在收回前一特定之長時間內收取相當利息之故，稱爲投資，以爲分別。

第二節 貨幣與金融

交易之所以能盛行，實因有便利之交易媒介物——貨幣。就經濟史上觀，自貨幣之用日顯，交易之事遂日繁。洎乎近世，貨幣之用，愈益進化，交易之事，已鮮有直接輦運貨幣互相授受者矣。因近代經濟發達之結果，交易之數量，每臻鉅額；交易之時期，延續不定，交易之地區，又輒相遠隔；故若賴貨幣居中直接授受而盡其職能，其道實有時而窮。是以因適應時勢之需要，乃有如銀行等金融機關者發生，居經濟交易之中介，以完成貨幣所未能克盡之職。

務；大量交易，可不必計數貨幣，憑銀行帳面債權債務之移轉可以清了之；延續異時之交易，欲使便利縮短其延續時間，憑銀行之貼現放款，即可使各得其所；至乎遠隔異地之交易，亦可賴銀行之匯兌而便利之。然則現代經濟偉大之發展，殆非貨幣經濟之力而為金融經濟之功。惟以上種種金融交易，究其實皆不離貨幣之基礎，其計算之標準，不問而知亦惟貨幣是賴；故所謂金融者，乃立於貨幣之基礎，藉信用之效力，使資金為異時異地或異種之流通交換也。

如上所言，構成金融者為資金之流轉，此所謂資金者自指短期資金而言，長期資金不與也。使資金因貸借而轉入長期固定性質之企業內，如以資金投入某項事業，或以現金購買股票債券等，即為使資金變作長期固定性質，如此即稱曰投資。以現金輾轉為短期之借貸，貸出者獲得一短期之債權，與事業之盈虧消長無涉者，則此種資金之融通稱曰金融，而為融通工具之現金，即所謂金融資本也。今日經濟事業所賴以週轉活動者，即為此種金融資本，而金融對於現代經濟之重要，亦盡於其中見之。

金融之現象，既係以通貨之移動構成，而所謂通貨則以貨幣為骨幹，故貨幣與金融二者，頗有處處相連之關係。近年世界經濟劇變，長期性恐慌日愈深厚，普遍不景氣無遠弗屆，直接間接因經濟銷沈之局面無法打破而引起之種種困難，如各項政治問題，社會問題等，使各國莫不苦於治絲愈棼，因而莫不急於用快刀斬亂麻之手段以求解決，其道即擬由金融之調整以彌縫經濟界之破裂。各國之所以共趨一轍者，乃因過於重視金融左右經濟界

之力量所致。此其故姑勿具論，吾人祇觀各國調整金融之術，雖盡五花八門之妙，要其殊途同歸，莫不從貨幣之本體規劃始，而復佐以運用上之統制也。貨幣本體之規劃，大抵為幣制中單位及價值之決定，而其運用上之統制，則就金融市場上為貨幣數量之吐納，暨以利率、物價、匯價之伸縮為其範圍者也。由此吾人可見貨幣與金融關係之密切。事實上金融與貨幣既處處交相為用，故學理上金融之研究，亦處處涉及貨幣之討論，惟所涉及者多限於動的方面耳。

本書研究範圍先從金融之根本性質及一般現象為綜合之討論，以明其在經濟界中所顯之作用。以次分析金融變化與物價、利率及匯價等之交互影響，復再說明對於金融變動一般的應付方針，增減幣值與張弛信用諸種金融政策之功能，常態穩定之必要，暨其運用機關在時移世異中銀行經營制度之變遷等，以期將金融現象中各項重要原則貫列為學理之探索，以明其綱要。雖其內容，對靜態金融如金融機關組織等討論較少，但動態金融實際上範圍之廣泛，事理之繁賾，均遠過之，故不能不詳略隨宜云爾。

第二章 資金之移轉

金融之本質，抽象爲資金之移轉說詳如上。然一察金融內含種類之繁，暨其事功之各異，則吾人對資金之移轉，實有詳爲分析研討之必要。以下試就其移轉之性質上，手續上，及原因上三端而分論之。

第一節 資金移轉之性質

市場上移轉之資金，係以通貨之形態而表現。而就移轉之通貨之性質言，可分析爲：一、異時之交換；二、異地之交換；三、異種之交換三者而說明之。

一、通貨之異時的交換 爲今日金融現象之最要者，其交換方式，乃現在通貨與將來通貨之互相移易也。通常爲資金借貸之形式，銀行存款放款，貼現票據，買賣證券，皆爲其實行之方法。蓋對市場通貨之需供，其關係人各不同，有擁持若干量市場通貨而暫無所運用者，有亟待通貨以應運用而預計祇有將來之剩餘通貨者，故異時通貨之供求，時發現於市場，必須依借貸之形式以互相投合也。其間供求之數量若有偏畸，即現不平衡之狀態而表顯於利率之上。現在通貨求多供少，利率遂上昇；利率上騰後，或現有通貨者覺利息之優而提供之，或要求現在

通貨者苦利息之太昂而停止其需要，於是需供關係，遂又漸臻平衡而適應乎市場利率，學者稱利率為金融市場之晴雨計，昇則示現在通貨需要之殷，降則顯資金現在供給之過剩，蓋有由也。此種異時通貨在市場上之移動，稱為時間上之金融，在金融市場上最為普遍而重要，凡公債之發行募集，票據之授受貼現，靡不含有此種金融之性質焉。

二、異地通貨之交換 自交通經濟開始，而經濟發展之範圍遂擴延各地間，交易往來，日益頻繁，相互間借貸關係生，而債權債務清償之必要起。初時隔地借貸均衡之維持，純藉運現，市場上異種通貨紛陳，乃引起貨幣兌換業之經營，以助商人鑑別各幣之成色而判定其價值。其後因異地交易之次數與量數增加，苦動輒運現之不便而悟債權債務互相抵消之理，乃引起銀行匯兌業之經營，以媒介異地通貨之交換，即居間為異地債權債務之創成及整理也。今日之國內匯兌及國際匯兌，與各地域間一方收付偏畸時之運現調節，即屬此類。今日以國際貿易之發展，國際關係之複雜，國際匯兌頓成爲一種重要之金融，其寬緊足決產業之進退。例如老資本主義之英國，歐戰時拼一十二萬五千萬美金之鉅大損失，一九三一年九月之毅然捨去久著歷史之金本位制，一則為行人工之釘住政策以維持對美四元七十六仙之匯價，一則因匯兌逆勢，致正貨長久劇烈流出，治窮於術，復因勢乘便，圖以低落之匯價刺激輸出貿易增加是也。此種異地通貨之交換（又稱空間上之金融），其重要蓋可見矣。

三、異種通貨之交換 在昔國民經濟尚未形成時代，地域間貨幣各別，種類龐雜，彼此買賣交易，至感不便。遂

有以判定幣材成色價值而從事兌換爲業務者起，以調劑異種通貨之需供。此項業務，迄今在世界各國市場上，已隨幣制之統一而過去。惟在貨幣複雜之國，本位有各地自爲計算之本位，輔幣有各種成色名價各異之輔幣，其間供求量數，因種種關係，殊不一致，於是此種金融，在市場上亦未嘗不仍佔相當之地位。昔年我國各地兩元並用，而爲兩爲元，又復易地而殊，輔幣之流通，亦每帶地方性，故兩元兌價，與輔幣行市之一漲一落，即表示此種金融之需供關係，一如利率之於市場通貨之異時交換也。

此異種通貨之交換，在幣制未劃一之國內，固有單純行之者，然在已建立統一幣制之國際間，則此種金融，每與上述二者（時間上或空間上之金融）相連而複雜行之，單純兌換之方式，殆鮮經營。其複雜相連而行之形態，爲各種外匯之買賣交易。就事實言，市場通貨之移動，非必單獨依時間之差，地域之差，或種類之差一方式構成，而往往複雜的由此二種或三種之方式聯結爲之。上述之分類討論，第爲理論上說明之便利起見耳。如普通之國內外匯兌，試一審其事實上之情形如何，即可知其往往治異時異地異類通貨之交換於一爐者矣。金融市場通貨之移轉，其性質既常常駁雜不純，是以由其交互連結而生之金融現象，亦常流動閃縮，捉摸不定也。

第二節 資金移轉之手續

就市場上通貨移動之手續而言，乃視其資金融通時借者須被徵收抵押品與否而定。其貸借之結成，立於抵

押品之基礎上者爲抵押金融，若僅憑債務人之信用而供給以資金者爲無抵押金融。就純理言，金融之成立，自應以信用爲主。蓋資金之週轉，所以能收靈活之功者，全貴有信用之授受在先，且亦惟如是，然後資本之功能乃益發揚，一也；資金之融通，以收回之確實爲條件，故銀行對借者放款，必須借者有能依期償還之信用，此條件之性質，無論如何必須具備，否則無論抵押品之變爲通貨，須多費手續，又無論抵押品或生價格之變動與否，而資金回收之不確實一點，已反足搖動別人對己（銀行）之信用矣，如此放資，可不已乎？二也。故金融之本質，實含信用，而其理想之現象，亦爲信用，銀行之所以有存款，亦由是也。顧事實上則金融之成立，轉大都以繳付抵押品爲主，如通常所行之商業金融之票據貼現，亦多須附繳各種有價證券，或其他物件爲抵押品。此種貼現，稱爲抵押貼現，我國、日本固甚流行，歐美諸國，亦多依此方式辦理。又銀行之出做押匯，亦爲此種抵押金融之類。他如對農業之使用而貸放資金時，成立於土地之抵押，皆其例也。推究金融機關（如銀行等）之放款，所以寧取抵押之途者，乃基於力圖債權穩固之理由，以防萬一放款到期不能回收順利之弊耳。故雖稱抵押金融，要亦不無含有相當之信用於其間，其信用即對物信用也。

借貸關係之成立，就表面之手續而觀，固可以對物信用與對人信用之別而區爲抵押金融與無抵押金融，然實質上則殆皆賦秉信用而致。所以爲之區分者，要亦有故，蓋論信用力量之偉大，即增益資本之效力，擴大資本之分量，發展生產之能率，及促進交易之靈捷數點，對物信用不如對人信用遠甚；而近代產業界之生產過剩，投機流

行，與經濟恐慌之釀成，多源於信用之膨脹，而此諸弊端造成之主力，對人信用又甚於對物信用也。兩者之所異如此，故為信用授受中介機關之銀行，乃每視察市場狀況而決其益損焉。

第三節 資金移轉之原因

市場上通貨移動之所以成立，一方以資金供給之存在為前提，而一方以資金需要之發生而完成。有資金之需要，必先有其使用資金之目的。通常市場上通貨移動之原因，莫不繫於此關鍵焉。如此按資金使用之目的而為金融之分類，首宜辨別其為本生產營利之動機，抑為秉公益消費之宗旨二點。根據生產營利之動機而起之資金需要，又可就其所經營之產業種類而分為工、商、農、礦、漁、牧、森林等事業金融；其緣公益或消費之故而使用資金者，通常可見於救貧院、孤兒院、平民夜校、日校等之開辦，及中下社會階級因生活費及家庭特別支出之一時週轉乏術者之舉借。自金融之本義言，乃指產業資金之融通，故前一種金融為市場通貨移動之主要原因，而後者特旁及焉耳。是以平常對此之討論，亦惟着重於前者，後者以影響較微，多略弗置論。

因產業經營之需要而起之金融，可就其產業之種類而分為工、商、農、礦、漁、牧、森林等事業金融，既如上述；然一細考之，則可知其實際上分類之標準，要亦與此略有出入，而其所以有行此區分之必要，乃立足於國民經濟上及銀行業務經營上之見地者也。按實際上言，工商業之流動資本部分，其資金之供給（存款）與需要（貼現放款），

皆可稱爲商業金融，甚而有時雖關於農礦等業之金融，若其交易之性質帶有商業買賣之意味，亦可歸入商業金融之類。例如農場鑛山，將其農產鑛產，出售於市場，再將其由此獲得之票據，向銀行要求貼現，則銀行通融資金，表面雖似對農礦業者，而其實因此項交易屬商品之買賣，銀行可於短期內向躉售農鑛產之商業公司收回此筆款項，故得目爲商業金融。要之，凡因商業而使用之資金，皆得包含於商業金融之類內。其他各業因其本身之經營而使用之資金，不帶商業性質者，即屬其各業之金融。例如工廠因欲擴展業務，而向銀行請求放款以增置新式機器時，此項資金之融通，因其純屬工業本身經營之用，故爲工業金融是。

由上而觀，各事業金融間，顯然有一最特異之點存在。即商業金融之本色爲資金數額之大小不一，期限短而回收速，能擔受較高之利率，抵押品以動產爲主等。而其餘農工等業之金融，則性質顯與此相反，即資金往來常臻相當鉅額，因而銀行之債權，有危險集中化之傾向；期限長而回收遲，因而資金固定化；不能擔受過高之利率，因而與其長期限相比照，實際有時利率反嫌較低；抵押品以不動產爲主，因而其資金化困難，不若動產資金化之靈便等是。蓋商業之經營，流動資本佔最大部分，而其餘事業則類多擁鉅額之固定資本也。是以因商業金融流動敏捷性之優宜，通常恆在金融市場上佔最重要之位置，其他金融則每相形見拙。

雖然，基於銀行業務經營上之見地，普通銀行固寧爲商業金融之供給，以免陷資金於澀滯之境；然若就國民經濟立場論，其他各業金融，亦宜使有相當活動，然後各項產業，始得平衡而健全的發展，商業之基礎始固，國民經

濟始得實質的充裕，惟以各業金融之有上述各項缺點，實非普通銀行之以短期存款爲運用資金者所願爲及所能爲；故其金融機關亦另爲興業銀行、勸業銀行等組織，其資金之來源則主要由於長期公司債券之募集，而因其對於普通產業界關係之重要，政府對之，皆有與以特殊之保護及便利而同時復予以特別之監督者。

至於因公益或消費等用途而起之金融，其存在多基於社會政策之見地，而少涉及經濟關係。其金融機關或爲不動產銀行或爲平民銀行等，可不具論。

第三章 金融市場通貨之結構

第一節 通貨與支付準備

由市場通貨之移動，以投合資金之供給與需求，乃成金融之作用，義既詳上。然資金之一供一求，其情形關係於金融市場通貨之結構如何，亦不可不略加觀察。而欲知金融市場通貨之結構，又不可不先進而考資金供給之來源也。

資金之供給，大概源出於社會上之遊資。社會上之遊資，又可分數種：一爲工農中下社會生活費剩餘所儲積之小額遊資；二爲鉅富者之過剩遊資，雖有相當大額而能運用之於事業，惟或以不願操心運用，或以不能爲有效之運用者；三爲因特別原由不能運用自己資金者之實際遊資，如因年齡之幼稚，或被宣告禁治產，或從事自由職業、軍隊、海員等職業者，實際皆不能爲自己資金之運用者；四爲工商業活期存款之暫時遊資，此種資金在最近之將來或支付其全部或一部，在未支付前成爲暫時遊資之狀態；凡此總稱爲社會上之遊資。

社會上既常有一部遊資向市場上尋覓其投合之所，於是遂有銀行業者出而代吸收之，以轉介於需要資金

週轉之企業界，以完成企業之創立及活動。當如此調合資金之供求關係時，即須爲通貨之移轉。通貨爲貨幣及其代用物之支付用具之總稱，故資金之借貸，其形式或爲貨幣之授受，或爲代貨幣用等支付用具之收付。

市場通貨既爲由貨幣及其代用物之支付用具而構成，而貨幣之授受，事實上檢點搬運，煩瑣而笨拙，故隨經濟之發展而使用之範圍日見狹窄，除此以外，惟代貨幣用之支付用具之收付耳。此項貨幣代用物之支付用具，爲信用通貨或存款通貨，前者爲支票本票，後者爲銀行帳簿上之債權，可據以爲現金之請求者也。今日所謂市場通貨，其主要皆爲此類之支付用具焉。

信用通貨之支票本票，因有銀行之存款爲基礎，故視爲貨幣之代用品而充爲支付用具。至銀行所造出之存款通貨，則爲銀行根據其自己所收入之存款，其資本金及公積金等而通融與資金需要者之放款額，此放款同時轉入銀行作爲活期存款，以便需要支付時爲開發支票之根據者。銀行依此轉帳之原理而與放款存款之對手方發生相互之債權債務，經一再重疊發生多額之貸借關係後，即頓增支付用具之數量，金融流動，遂較繁暢。然銀行由此製造出存款通貨後，其所獲之債權（放款）每爲一定之短期者，而其因此所負之債務（活期存款）則全爲要求即付之性質。故此種存款通貨，銀行不能憑空產生之，必須置便資金，以應支付之要求，即所謂支付準備金是也。因事實上常有有權向銀行要求付現而暫不爲此要求之人（如向別人受領支票，暫不兌現，而以之候充別項支付之用，或以種種形式而流入銀行者是），故銀行之此種支付準備金，其數額不必相等於其所負之債務。

(活期存款)但仍須憑其經營上之經驗，向市場上作各方面之視察，如金融季節之寬緊如何，市場交易之緩急如何，所在地別行緩急相通之可靠程度如何，存戶之種類及性質如何，社會上有無發生特別事故，銀行資產之資金融化難易如何等以決定其兩者間之適當比率。是以銀行之於存款通貨，亦不能無限制發出，而須以市場情況之隨時衡量為範圍，及以力所能勝之支付準備金額為中心所維繫也。

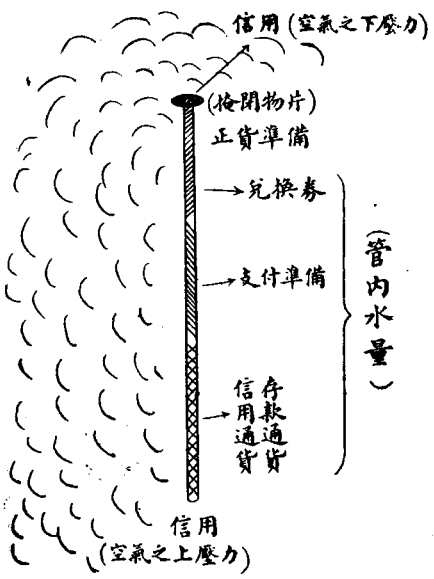
第二節 正貨重心與信用機能

存款通貨之所以得為市場上之支付用具，蓋貨幣之職能者，乃基於信用授受之理由而維繫於銀行支付準備金之下者也。然則銀行支付準備金又何所藉而維繫乎？曰兌換券是。而兌換券又以正貨——實幣或金銀塊——為其後盾者也。若設例以明之，則試以細長竹管譬之市場，其內藏水量譬之市場通貨，位最下者為存款通貨，及因存款而生之信用通貨如支票本票等，其上為兌換券及支付準備金。此竹管憑空豎立，其上端以物片用力掩之，則水量可維持於管內不致流降，蓋因空氣有上壓力以抵之之故。此空氣上壓力可譬之信用，其上壓力所以能收抵抗水量不由竹管下端流降之效者，乃由竹管上端之孔被人以掩閉物片遮蔽之力，猶信用之所以能維繫存款通貨兌換券等之流通授受不躓之藉最後支付之正貨準備存在之功也。

竹管上端之掩閉物片雖不除脫，但若有疏鬆，中藏水量亦視其程度而滴滴向下端潰出；正貨準備雖不致全

然空虛，然苟比率過少，小於市場上羣衆心理認為安全之點時，市場上之存款通貨、信用通貨、兌換券等之流通，必因正貨準備減少之數額而顯不能保持之趨勢；蓋一則空氣之上壓力為之消滅，一則信用之力為之傾壞故也。又竹管上端之掩閉物片，在某種程度內，不必賴人力壓住，可藉空氣下壓力之幫助，而盡掩蓋竹孔維繫水量使不下墜之功能；同理正貨準備之在某種程度內，亦可不必要足比率，靠信用之助力，即得完滿其維持市場各種信用通貨之流通不窒之職務也。此所謂某種程度者，在前例指竹管之長度與其口徑，在後例則指市場上信用通貨之性質及數量。竹管之長度與口徑，若在適宜之分寸內，則空氣之下壓力可顯，而竹管上端之掩閉物片可賴其助力而成掩蓋之功；市場上各種信用通貨之性質如起於真實財富之需要，其數量又已調節適宜者，則信用之力量可以施展，而使少額正貨準備得維持龐大之信用通貨流通完滿焉。

故更就市場通貨結構之原理引伸言之，此種信用循環壓力，實與正貨準備互相提攜，而共同扶持市場上諸類信用通貨、存款通貨、兌換券或其類似之代表紙幣



證券票據等之存在並流通者也。在今日之社會中，設無正貨準備，則整個金融組織將失其中心，一切貨幣代用物之通貨，及信用之授受，根本無從說起。然苟缺信用之循環壓力作用爲之輔，僅有正貨之流通，則一般經濟界之運轉進行，將感異常之澀滯困累，事業之合理的進展，亦決難企圖。是以觀實際情勢之要求，信用循環壓力作用之發生，並進而代一部分之正貨準備以支持市場上信用通貨之運轉，實有其自然而然之理由，且爲必然之結果。

總觀上述，金融市場上通貨之結構，經吾人之分析後，可釋爲如下各點：

一、點線分析 以幾何學上之點與線之連合原理，想像金融市場通貨之結構之初步形態，則可以設點爲社會上之各種浮遊資金，包括銀行之庫存準備金，社會上若干量之實幣流通額等。由此種點之連合，表出線形，即顯示各種遊貨之集中，成爲發券銀行兌換券之正貨準備，構造出市場上之資金基線。

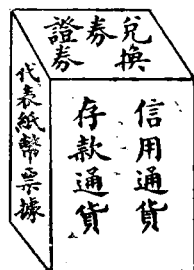
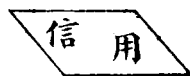
二、平面之形成 由線之連合而成平面，其理同於由市場之資金基線連合協同造成信用之平面。蓋社會上各種遊資既向有發行兌換券權之銀行及其他金融機關集中後，羣衆對之遂發生信用；因是資金愈雄厚，則其效力愈能發揮，凡輔助產業之經營，促進經濟之發展等力量，均隨資金集積數量之增加而愈顯其偉大功能故也。

三、立體的解剖 由平面之連合而組合成立體，一如市場上以信用之發生而孕育以來之各種信用通貨混合結成整個之市場通貨然。就立論之便利言之，此立體之組織，乃以邊緣之基線爲其骨幹，而以若干之平面聯接以成者；而進一步言，其邊緣之基線，又根本由虛點集積而成者也；故觀察市場通貨之結構，作立體的解剖，則可發

見其整個組織之條理，爲由全社會遊資所集中而成之市場資金所支持；而聯結信用之作用，因更產生種種式式之信用通貨、存款通貨、兌換券等支付用具以構造者。換言之，即以正貨爲幹柱，而以信用連合之者也。

社會上各種遊資

集中市場之資金



全部市場通貨之結構

第四章 金融與企業

第一節 現代經濟組織下之企業界

自產業革命發生之後，經濟組織即隨而變遷，往昔手工業之生產形式，小規模之「顧客生產」狀態，及生產數量之由行會束縛等，均一一廢棄而變為資本主義之經濟組織。資本主義的經濟組織，以個人私有資產制度為根據，以自由競爭、大量生產及營取利潤等要素為手段，以經營企業。由是因個人私有資產制度之根據，乃發生財富集中分配不勻之傾向；因企圖獲得利潤之目的及企業競爭之自由之故，生產乃務取大規模之經營，庶利於機器與分工之採用。而得以有利的迅速投合市場之需要也。現代經濟組織，大概屬於資本主義式。故處此種組織下之企業界，頗有種種特點，足資玩味者：

第一、企業之經營，必須鉅額之資本。現代之生產為營利主義之生產，欲圖獲利潤，必須實行大規模經營，利用機器之運用，分工之原則，以行大量生產，節約生產費用以減輕商品成本。惟此種種方法之實行，非厚集鉅額之資本不為功。

第二、企業之生產爲無政府狀態，因資本主義以自由競爭爲原則之故，企業之生產乃散漫不相聯絡，各秉營利之宗旨而競事擴張生產，以圖一己商品之以最低廉價格佔據市場販路，其擴張生產之標的，又皆羣集於市場價格最優利潤最厚之生產品，卽市況良好之商品。企業界從事生產，既如此純以市況爲指歸，同業間又毫無聯絡，以致市場上實際對於某種生產品之一供一需之數量，都無預定之全盤計劃，馴至生產品供給之種類與數量，均與實際之需要相左，而或患過剩，或感缺乏，此種無組織，無管理，無計劃，復散漫不成系統之生產方式，卽所謂無政府狀態者也。

第三、事業之範圍，擴張易而收縮難，因大規模之經營與大量生產而投下鉅額之資本，固定於高價之機器之生產工具後，復因市場販路之好淡不常而一旦感銷途壅塞生產過剩時，事業之範圍，雖有收縮之必要，而每因資金之流通，機器之運轉，勞工之僱用等問題而不易收縮。反是當市場景氣，利潤優厚時，誘於營利之慾，企圖生產量之更廣，生產費之更廉，以便競勝市場之故，輒易出於擴張事業範圍之途。然於其事業範圍擴張之後，終必遭逢銷場疲滯，使事業感莫大之困難，此卽事業範圍擴張易而收縮難之結果。

第四、各種企業間有連帶之關係，在目前經濟組織下之各種企業，其各自之生產，既不相間問，則何來彼此之連帶關係乎？不知此特一面之觀察耳。蓋自生產之性質從顧客預定而變爲市場販賣之目的，暨交換之方法由生產者與消費者直接施行，而轉爲商人居間媒介以間接完成之方式後，一切企業之經營，均須對難以逆觀之市場

之供需狀態，作預先之料量，以決定其事業之行止，於是由其各個之注意均共同射集於市場之原因，彼此間遂發生一種連帶關係。更有進者，今日各項企業之流動資金，莫不與金融界發生關係，或貸或借，存款放款，交互連接，金融市場上票據貼現移轉之融通，存款通貨等支付用具之流動，儼結成一信用之網；其廣被性包羅經濟界一切於其下，而其易感性則輒牽一髮而動全身；緣其此兩特性之作用，各種企業間遂亦為之發生有連帶之關係。此所謂連帶關係者，即指彼此有相互感受影響之可能也。試設例言之，如織造業因布匹類銷路阻塞，以致一方面苦於生產過剩，織製品壅塞而不暢其流，此種貨品原為可以售賣而獲得貨幣價格之流動資本，至是乃竟為呆攔；而另一方面則因信用網之利用，謀生產上之迅捷及增多，與金融界會發生融通資金之關係，以從事購買原料於事先而預計償還於事後者，至是貨品不能出售，此整個之預定計劃又無從彌縫完滿，資金之運轉於以阻滯不靈；復益以機器、勞工、管理等費用之仍須不絕付出；於是基礎不固者不得不宣告停閉，即不然亦須忍受困難而部分停工。由是因市場販路之關係，紡紗工廠之紗線，亦必然的推銷無路，陷入同一之窘境；推演至於染料業，布匹捲板業等，殆莫不受同樣之影響；種棉製棉為業者之無法維持，更不待言。又因金融緊迫之關係，信用網為之牽動而紊亂，信用收縮，各項事業之進行咸感艱澀；如此，則全經濟界皆將感應同樣之影響，然其起因，則基於各種企業間之連帶關係之波動，所謂牽一髮而動全身者，殆可斷言。若就反面立例，假定市況隆盛時，則見貨品之暢流，利潤之增厚，物價之騰貴，其連帶引起全經濟界之景氣，亦了無二致，可不復贅。

以上四點，大概爲現代經濟組織下之企業所同具者，故簡括的抽出其普遍之現象，實可謂爲一切之經濟行爲，皆具有幾分之投機性，蓋無全部之經濟的計劃，勢有不得不然者也。就其間交換之關係考之，尤可炯見；分業流行，交易以起；生產與消費雙方不能有意識的聯絡，爲媒介其兩者之投合之商人於焉出現。爲圖事業經營與進行之順利，不得不力謀交換之敏捷，而貨幣之用，於以盛行；更進而構成今日之金融經濟之局面，以長足的增進交換之活潑，資本之效能焉。此所以今日之企業界，與金融有息息相關之形勢，而不能或須臾離也。

第二節 金融市況之變動

現代經濟組織下之企業界，既立足於交換經濟之基礎，更發展至與金融界相連有密接之關係，則其兩者之必有交相應之作用，自不待言。就全經濟界之恐慌言之，事業之恐慌，無論其源出何因，必含信用破壞之現象。信用破壞，金融界爲之騷動而生金融恐慌。金融發生恐慌，事業愈益停滯，而蔓延至於全部爲之不景氣充盈。此即現經濟社會事業界與金融界相互連鎖之大概。其關係就實際言之，殆爲相互的；但就金融界爲現經濟組織下各事業之總輪一點而論，則企業界普遍之影響，乃食金融變動之賜，蓋可斷言，即猶物價之漲落，歸總因於貨幣價值之變動也。然則金融變動之意義爲何如乎？其變動之各種起因又爲何如乎？以下分次論之。

第一目 金融變動之意義

金融之成立，以資金之發生供給與需要為前提，而使市場上通貨因之欲移動之狀態者也。故設市場上資金之供求數量適合，或與適合點近似時，則資金之運轉，既不至不足而感艱澀，亦不至過剩而苦無用處，即成平衡而穩固之狀況。在此種狀況下之金融，乃所稱合理之常態也。是以若金融之此種常態一變，即或資金之供給超過於需要，市場之金融，表陸續寬弛之趨勢；或資金之需要遠駕於供給，市場發生金融短絀之傾向時；此等資金貸借之不均勻，皆為金融失調之徵。所謂金融變動之意義，即指此種徵象而言者也。

第二目 金融變動之起因

金融市場上之有資金之供給與需要，已為必然之條件；而因供求間數量上之未必盡符合或近似，以致通貨之移動失其平衡而生金融之變動，亦為事所容有。然則金融變動之起因，果何如歟？蛛絲馬跡，必有足供吾人考究者；金融變動之來源，既由於市場通貨移動之失其平衡，則其變動之起因，直可於此中求得之。茲試本此根據，分別作各方面之探討如下：

第一、緣於時間上之差異者 通常之市況循環，即經濟界盛衰相尋之週期的發現，固亦為金融變動之一種起因而屬於時間上之差異者；然此種金融變動，其範圍大都為普遍的，其期限亦比較延長，大概以十年左右為其轉變之期節，其關係較嚴重；故茲所欲置論者，惟通常短期的或一時的金融變動耳。其短期的金融變動，乃由於金融季節屆期，一般借貸及支付之實行清結而起；至於其一時的變動，則由於市場偶然發生種種引起通貨需供變

動之事實而致者也。前者之波動，頗有常規之往復性；後者之出現，則殆無線索可尋。舉例言之：前者如每年末半年末或月末之市場上借貸決算期，租稅支付之清結期，都在短期間引起通貨之異常需要，同時通貨之供給往往不能隨而增加，金融遂顯傾向緊張之變動；反之設值大宗公債之還本付息期，或海外投資利息之收納期，則市場上平添大量資金之潤澤，在短期間每引起通貨之供過於求，金融遂生寬弛之變動。

後者如公債庫券之發行，公司債票與股票之募集，貿易入超與海外投資，均一時的在市場上啓資金需要之增加，又如戰敗之賠款，外債之償還，亦具此略同之作用而致市場上資金之減少，因使市場通貨突形短絀而金融變為緊縮，反之若各種債券償還，貿易出超或借入外債，皆可一時的使市場資金供給增加，至於因戰勝而從外國收得賠款，或海外投資之收回，與旅外僑民大宗款項之匯返等，其令市場資金之忽為鬆裕，作用亦了無相異，以是市場通貨必驟感充盈而金融亦化為閑緩之態。

以上二者，雖性質上有定期發生與偶然發生之殊，而要皆緣於時間上之遞遷不同，以致金融為之顯現變動之狀況者也。

第二、緣於地域上之差異者 因金融與事業界之有密切的相連，故通貨之供求，每隨商品之移動而變更其關係；復因資金之流動，每向利率之高處而輸進，故通貨之需給，可以利息之厚薄而人工的決定其行止。今日經濟界之分業既行，各種產業之地域上的分佈殊異之事實，比比皆然，故一切生產物之成為商品之形式而由居間商

人移動之以行間接的交換，以滿足異地間之相互的供給與需要之慾望，殆屬必要。又因異地間經濟發達程度之懸隔，資本之盈絀，千差萬殊，即不然而各地因前條所述各種特殊狀況之發生，每召致各不相同之金融緩急程度，故資金之地域間之流動，亦屬金融調節上所必起之結果。是以緣於地域上差異之起因，每致金融之變動，而其變動之式樣，大抵出於以下二途：

1. 貿易關係 地域上之分業既行，一國內遂每分有商工農業等地區，各地區所營之產業既相殊而需乎交換，則當其行交換之時，資金必起地域上的移動，而金融變動因以發生於異地域間。例如我國內地農業區域，當年春夏之間時，適值絲繭茶葉小麥等農產品上市季節，工商業區之資金遂大宗運付內地，供搜羅絲茶原料貨品之用；過此至於盛夏之時，則內地資金又復紛集工商業區而採辦各種農村缺乏之生活用品；迨乎秋後，大宗款項又由商工業區而散於內地農業地帶，為收買米棉等物之用；冬春時節，農業地帶現款又復流匯商工業地一如盛夏時，此例以上海與長江內地之貿易情形最能顯現。當資金之發生此種移動之趨勢之始，商工業與農業地間之金融，亦自必因資金之增減而現寬緊之變動焉。至如國外貿易，則又因各國之產業之特殊，輸出輸入之種類、數量與時間，均各有其特點，而出超與入超之情勢，在一年中亦大抵常起變化，故當出超與入超隨時生有力之表現時，首即影響於外匯之漲落，國際間金融之變動，亦同上理而生焉。日本於上半年因印棉之大量運入，於下半年因絲經之鉅額對美銷售，故一則形成入超，一則形成出超，而其與外國間所生之金融變動，亦因是而起，即其例也。凡上

所述，皆證金融變動之起因於地域上貿易關係之差異者也。

2. 投資關係 地域間之經濟狀況，無論其爲國外的或國內的，大都不能一律，不特事業經濟有殊，金融經濟亦不能無異；是以隨地域間金融狀況之判殊，投資關係之差異以起。此所謂投資關係，指一方因資金需要而引起他方資金之貸與。其形態或爲國際投資，或爲國內送現；其構成則大抵由於經濟建設，金融政策，及匯價平準作用等原因。自近代資本主義發達，經濟發展之國家，資本累積日富，在本國產業上漸苦無用武之地，因而利息有日漸低廉之勢。同時經濟後進之國家，資本大感貧乏，國內經濟之建設，產業之開發，均需財孔亟而資本復不足用，因而利息較高。於是資本剩餘之國家，即每有向需要資本之國家投資之舉。又有時一國雖非需要資本以從事經濟建設或發展產業，但爲金融政策上設施，亦每有輸入外資之舉者。例如因國際貸借差額之不利，致正貨將起過度之流出時；又如因鉅額外債償還到期，若驟以國內市場資金清結之，恐將引起金融之不安定時；政府策應時機，調節金融，恆預向國外求資金之融通等是。此外異地間因匯價平準作用而生之生金銀起運點，當兩地間匯價升降到達此點時，或國內各地因金融盈絀而運現時，地域間資金數額即有增減，供求關係亦有影響，於焉而金融之變動生。上所述國外投資，爲國際資金移動之起因，其性質屬國際金融。英國學者 H. Wither 氏於其所著之國際金融論 (International Finance) 一書中，嘗指明其意義爲一國資金之融通於別國；通常情形多爲資本國之金融界貸出與需用資本國之政府。故論國際投資，在近世實有其重大之意義與關係。我國清末民國初年之際，外

國銀行團之大借款，即其例也。吾人於茲所述，第略揭其與金融發生變動之影響耳；較詳細之敘述，當俟另章。凡上所提論，皆為說明金融變動之起因於地域上投資關係之差異者也。

第三節 金融變動之週期性與景氣循環

上節既已為金融變動之意義及其起因之簡括的說明，則關於金融變動與企業界之關係，於此可進而探索之，以完此章。金融之所以有變動，固緣於種種複雜之起因，如上所述者之搖撼需供之平衡關係而致；然就其變動之現象觀察，則不外為正負兩種性質者而已。假令市場通貨增加之變動為正變，則通貨減少之變動為負變。故歸納言之，金融變動與企業界之影響，大概可從此兩層分次討論之。

第一、資金之供給增加，則通貨浮濫，金融緩慢，利率下降；資金為急於求其出路計，每致刺激企業界之興奮，信用為之膨脹，放款為之增加。於是伴之而起者，為投機之流行，經濟情況之隆盛。蓋利息低廉，則事業易於覓得利潤；信用膨脹，則資金之運轉弗虞弗繼；此皆所以令企業勃興，而投機增長者也。又加以在資金浮鬆之過程中，恆引起物價之騰貴，與信用膨脹等條件以俱長。於是企業利潤益沾其惠而增大，而企業界因秉現代經濟組織之先天的賦性，從質的擴充資本之固定與從量的加增企業之數額，均不容自己。前者如現存企業之加增生產，增置機械等；後者如應運而新開設之企業之繁增等是。此即金融變動為正變時影響於企業之情形也。

第二通貨之供給不足以應需要，則資金短絀，金融緊急，利率上騰；因此之故，每陷企業界於困難之境。蓋金融既緊迫，信用即隨而收縮，銀行放款，舊者且努力設法收回，新者更不願再行出貸，企業界所恃以爲資金週轉之源泉，即告涸竭，一部分自不免因資本短少不能清結債項而破產。此時之現象，相緣而至者爲物價之低落，市道之蕭條。企業界一部分根基堅固資本雄厚者，雖或不至於倒閉，然以利息之騰貴，使商品成本較昂，物價之降落，使商品之賣價較低；處此兩方面交迫之下，亦令其企業利潤不堪聞問。於是不得不縮小事業之範圍，限制生產之數量，以應付目前情勢。金融緊迫，大抵隨經濟恐慌而俱起，在其變動趨於緊迫之過程中，每於不知不覺間在企業界中顯其自然淘汰之作用，使企業之健全堅實者益露其鞏固而存在，又使其帶投機性質內容窳敗者不能支持而廓清以去。物競天擇，優勝劣敗，乃自然淘汰之結果，所以促世運日進，文明日新者也；此理於企業界亦有同然。或謂不堪金融極度緊迫而致犧牲之企業中，寧無基礎堅固成功確實而僅屬一時週轉不靈者混雜於中乎？不知微論根底穩妥之企業，罕至於動輒破產；而金融機關當通貨運轉之要衝，亦常能加以鑒別而於信用收縮中予以通融援助，以間接增厚自己之利益，而無形中助長自然淘汰之功能者。凡此乃金融變動爲負變時對於企業之影響也。

總上所言，可見金融之與企業，其關係殆屬相互的如輔車之相依。簡言之，金融賴有企業，乃能施佐益生產，促進交換之功；企業賴有金融，始獲收生產便易交換暢捷之效是也。故金融變動，固可致影響於企業；而企業所形成之經濟情況之變動，亦可傳波動於金融焉。惟以金融界實處於衆企業之間而爲凡百企業之樞軸，故企業之一

般的情況，莫不直接間接受金融變動之影響。概觀景氣循環中之金融現象，在周而復始中之形影相隨之關係，蓋可知矣。通常景氣循環以「恐慌」與「全盛」之市況為其顯著之點，中附以「全盛」前之「興旺」期與「恐慌」後之「消沈」期，而此兩者間復嵌一常態之「恢復」期者也。普遍的金融之變動，其變動之各種情狀，亦分別穿插於其間而同成圓周的進行。故金融與企業有犬牙交錯之關係，恰如一雙層之圓，其外層與內層之間格，遙相對應而近相交接，一如下圖也。茲試就而詞釋之如下，以闡其要。

下圖之外圓，表示景氣循環，內圓表示金融之周始的進行，金融之常態為「平穩」，即通貨之需供略臻平衡之現象也。以此為起點，因現代經濟組織下之企業，一切買賣交易，乃立足於信用基礎之上，而應用機械行大量生產，以圖應其懸測之市場販路者；又因現代金融組織之特質，由金融機關以搜集社會各種遊資，以致常欲使資金在可能範圍內充有利之利殖；故終不免進行至「信用膨脹」之階段。此時企業界則承「恢復」常態之後而當興旺之期。「信用膨脹」則通貨增加，物價騰貴，企業通融資金易而利潤高，於是進於「全盛」期。然而企業擴張過甚，信用膨脹達飽和點。則銀行因放款增加而使準備金相形薄弱，於是金融露「緊迫」之狀，而企業界之「恐慌」隨起。「恐慌」之後，「信用收縮」專業「消沈」，金融「鬆緩」，次第



景氣循環與金融周始關係圖

演出。因而生產停窒，利息低落，復刺激企業之「恢復」。緣是而資金需要漸興，金融復踏入「平穩」之狀，物價漸回高，企業亦轉入繁榮「興旺」之途。以次而往，復實現一循環焉。此即金融變動對企業之影響及其相互關係之概略也。

第五章 物價

第一節 物價變動之意義

處現在之經濟社會下，一切經濟莫不立足於間接交換之基礎上，故生產物之生產與消費，未嘗有適相投合之把握。而一切生產物既以商品之形式而販賣之於市場，乃概以貨幣數目表示其價格，以為買賣之標準而便交易。是以所謂物價者，即指生產物在市場上交換時以貨幣而表示之價格也。

概觀物價之成立，必具一、交換經濟；二、以貨幣為交換之媒介之最低限度條件。而自生產性質變預定生產而為市場生產以來，生產物之販賣，不能必持有與消費力適應之判斷；同時經濟組織，日形複雜，故物價不獨時有升降，且變動極不規則而頻繁焉。臚列於市場上之生產物既夥，其各種之價格之漲跌，因其各個之需要供給之差異，每個別的顯出殊異的或相反的結果。吾人若就此各類物價之起落而觀察之，則徒知某物今貴而昔賤，或某物昔昂而今廉耳，於其變遷之大勢，毫無所得也。故必須總覽一切生產物之價格變動情形，概括的舉出其共同趨向，方能了然物價全局之究為漲為落也。英儒麻些氏（A. Marshall）嘗譬之如海上波濤，分別精細觀之，則波濤洶湧，

高下萬狀概觀其大局，則可析出其海潮才平線之比較的爲高爲低。是蓋以海面比市場上總物價，而以海浪比各個物價也。

由是而言，吾人所稱爲物價者，自指各種生產物之平均價格而言；而所謂物價變動，亦自爲各種生產物平均價格之漲落的表示也。然則其漲落之程度，果如何表示者乎？漲落爲比較而生之現象，故物價除以指數精確的表示漲落之程度外，尙須有時間的或空間的目標爲其比較的對象，始能獲得物價指數之效用。近世一切經濟現象，莫不引用指數爲其測量標準，物價之測量亦然；其構成若爲圖時間上之比較，則以某一時期爲基期而定其指數爲一百分；若爲圖地域上之比較，則以某一地爲標準；此外另一時期或另一地域之指數之表現或大或小於一百，卽示物價之比較的或高或低也。

物價之變動，既以指數之增減而表現之，一如上述矣；故指數之增減，實繫於多數物類價格傾向於上漲或下落之趨勢。各個物價雖以各個需供關係之複雜不同而差異，但一般物價之升降之大勢，則可斷言必不由多數物類之需供關係相似而趨於上騰或下落。蓋以今日經濟界生產物種類之紛繁，市場需供之瞬息萬變；多數物類之生產原料，生產方法，運銷方式及地域，消費作用等胥至複雜萬殊而甚至含有相反性質者；欲於其間解釋爲多數物類之需供關係相同然後影響物價指數之傾向增或減者，殆屬不可能。且吾人既知今日生產物之所以有價格，乃根據交換而以貨幣數額表示其價值而起，則貨幣既爲一切物品價值之公量，倘其自身之價值比較的低落，未

有不反映於物價之上而使之高漲者，理有宜然。故物價之變動，可將總因於貨幣價值之反比例的變動焉。

物價變動之原因，既大體由貨幣價值之變動而起，而貨幣迄於今日，份子已形龐雜，包括其代用物之支付用具如存款通貨、信用通貨等而統稱通貨，於一切貸借支付之場合行貨幣之任務；故物價之升降，亦謂大體由通貨之變動而起也。物價之漲落，一方面既源出通貨之變動，一方面又影響於社會經濟生活，於是遂與金融發生關係。金融現象與物價之間，兩有牽連者，蓋爲此也。而關於金融之研究，亦往往連帶討論及於物價，以考察其間之關係焉。

第二節 物價與通貨數量

物價之變動，大體以貨幣價值變動爲其原動力，已如上述。然所謂貨幣價值者何耶？蓋即其交換價值——交換一般生產物之價值也。亦稱曰購買力，其意義即指貨幣一單位所能購得一般生產物之分量也。至於貨幣價值之所以發生變動者：第一、依其自身之質而然，因貨幣以生金銀而自由鑄造，則視其質之如何，而隨生金銀價值之升降以變遷。第二、依其自身之量而然，蓋貨幣爲唯一之交換媒介物及支付用具，社會對之常保有相當之需要，然因經濟之進展，交易之頻繁，需要增加；或以金融組織完善，信用盛行等故，需要減少；而從側面觀察，貨幣供給，亦有種種原因而致增減；貨幣數量既有多少之變動，而對經濟社會之需要，或爲超過，或爲不足，於是其價值亦隨而或

爲下落，或爲上漲。然而經濟社會之所以需要貨幣者，乃因欲遂行交換之目的。而貨幣交換之對象，則爲一般之生產物。故苟一般生產物不增而貨幣數量增加，則顯有一部分數量之貨幣剩餘於需要之外，而致其價值之減降。反是則貨幣需要孔亟而價值增漲。而所謂貨幣價值減降，價值增漲者，卽由物價之上騰或下落而表現並決定者也。據此理言，則貨幣價值除以其自身之質與量的原因而變動外，尙須視一般生產物之量如何以爲衡。憑此觀點而論貨幣與物價之關係者，卽所謂貨幣數量說 (Quantitative theory of money)。

第一目 貨幣數量說之要義

貨幣數量說以挾出貨幣之價值與其數量之關係爲目的，其立論點爲根據貨幣與一般生產物間數量上之比例，以斷貨幣之價值，及其反映之物價。意卽在其兩者之比例上，若貨幣數量相對的增多，則其價值低落而生物價高騰之反響；若其數量相對的減少，則其價值上升而反示物價之下降也。故簡析此說主張之要點，爲「貨幣數量之脹縮，正比例影響於物價之高下，但以他之情形無變化爲條件。」然則所謂以必須無變化爲條件之他之情形果爲何如耶？大概爲以下之情形：第一、貨幣器材之價值無變化；第二、一般生產物之數量不隨貨幣數量以同比例而增減；第三、他種事項，不致操持貨幣之需要，隨貨幣數量而同比例增減。何以言之？蓋欲維持貨幣數量與物價行正比例之變動之命題爲真確，必須證明貨幣數量與其價值恆處相反地位；及其數量之增減，限定爲相對數量之增減始可。由前之條，最要爲令幣材價值不變；否則爲鑄造貨幣用之生金銀塊已起價值之漲落，爲自由鑄造之

貨幣（本位貨幣以許自由鑄造俾能具伸縮力以適應經濟情形爲原則，而事實上亦皆許自由鑄造者）因構成之品質的關係，自可脫離數量多寡之原因而逕令價值生變動也。由後之條假定一般生產物之量仍前，則貨幣絕對量之增減，即成貨幣相對量之增減，然後貨幣之供求關係始起差異，因而價值始生殊別，反照始能達於物價，而適成反比例之變動。否則一般生產物既隨貨幣爲同量的變動，貨幣供求關係即抵消無變，而其價值亦若前，物價自亦不顯波動也。但一般生產物雖起量的增減，苟其增減之率不適同一於貨幣量增減之率，則貨幣相對量亦能起相當變化而終極致有影響於物價也。由此申言之，貨幣相對量爲其一供一需間之比例。供者貨幣絕對量之供給也，需者經濟社會因交換而生之需要也。需要之增加，主要因生產物數量之增多，他如人口漸繁，交易日廣，亦爲一部分之原動力。其減少亦同此理，惟交通便利，金融靈活，信用盛行，則貨幣流通速度增加，而票據轉帳等貨幣代用物日多，亦使貨幣之需要，有爲之減退者。故貨幣數量增減所以能令物價起同比例的變動者，必以此種種如幣材價值及撓動貨幣需供關係等之他之情形無變化爲條件。然事實上他之情形不能絕對的毫無變化，是以但其變化之程度甚微，不能與貨幣數量上之變動程度頡頏，則貨幣數量之脹縮，亦得傳其波動於物價使顯升降之現象也。

以上貨幣數量說之理論，對於物價金融等現象之關係之解釋，雖尚有未到之處，然要亦具有真理，故自約翰·洛其（John Locke）首倡以來，遂開此種研究之先河。其後雖嘗一度沉寂，惟至近年又復重勞學者之討論。美國

數理經濟學派耶爾大學教授菲雪氏 (Irving Fisher) 即發揚此說之學理，改號新貨幣數量說，並創成一種「交換方程式」(Equation of exchange) 以縝密的反覆釋說現社會一切通貨移動，交易數量及物價等彼此盈虛消長之事理。其交換方程式乃以通貨及其流通速度為一邊，而以一般生產物為商品者與其流通速度乘物價為又一邊而構成。其所指為通貨者，不必為貨幣，即為貨幣之代用物如一切兌換券證券票據等亦可，然必須為在市場上流通供一切商品買賣交易作交換媒介者方可。其另一邊所舉之一般生產物，所以限定為商品者，因必如是然後始對貨幣發生交換關係也。此所稱商品，亦有其代替物，即商貨提單，倉庫證券之類是。其言通貨與商品而其流通速度者，因其流通次數之多寡，直接影響貨幣或商品數量之實際為多為少也。譬之在一定時間內流通五次之一圓銀幣，其作用即與流通一次之五圓幣相同。故菲雪氏新貨幣數量說之交換方程式，即由上述各根據點排列成如下：

$$MV + M'V' = P(CV + C'V')$$

其方程式成立之理由，因經濟社會中商品之買賣，必同時起通貨之移轉，而通貨授受之數量又必等於其同時行買賣之商品之價格故也。方程式左邊須包括一定期間內通貨支付之總量，而右邊則須包括同期內貨幣支付所據以起之商品交易總量之價格。故以 M (Money) 代貨幣， V (Velocity) 為其流通速度，相乘則成貨幣之支付量；以 M' 為一切代用貨幣之信用， V' 為其流通速度，相乘則成一切信用通貨之支付量；兩乘積之和即通貨之支付

總量也，又以 C (Commodity) 表商品， V 爲其流通速度，相乘爲商品交易量； C' 表商品之代用證券， V' 爲其流通速度，相乘則成商品代用信用之交易量；二積相加乃成商品交易總量；更乘以該期間之物價 P (Price) 即得商品交易總量之價格，與因之而起之通貨支付總量相對而成一均衡。此即此交換方程式之意義也。

第二目 貨幣數量說之論證

爲較簡括的顯出上目所列式之作用，可易書通貨爲 M ，其流通速度爲 V ，因爲通貨支付總量爲 MV ；商品交易總量爲 T (Volume of trade)，因而其交易總量之價格爲 TP 。列式如左：

$$MV = TP$$

由是吾人可知：1. 若商品交易總量 T 及通貨流通速度 V 不變，則通貨數量 M 之增減正比例影響於物價 P 。2. V 之變動與物價 P 爲正比例。3. T 之脹縮與 P 成反比例。此皆解釋現代金融與物價之關係之情形者也。然爲嚴密的闡說其理起見，更可自側面引伸論證之。試就方程式之關係而觀，欲使通貨數量與物價爲正比例一點真確，必須先立證：1. M 之增減，不使 V 隨起反方向之動力。2. M 之變化，不影響 T 隨作同比例之變動。3. 物價 P 常爲未定數，依 M 、 V 與 T 變動之結果而決定。分次釋說如下：

一、通貨之增減，決不致即引起其流通速度之反動力以相沖銷。蓋所謂通貨者指市場上供交易媒介用而流通之貨幣及諸種信用形式之信用通貨而言。故通貨增加，必然的爲與市況向榮，企業活潑，金融舒展成因果交互

之關係，否則通貨固無由而增加；然或外因金銀鑛產之劇增，生金銀塊被存入中央銀行作活期存款，或送造幣廠鑄成貨幣，復輾轉流通市場供交易用，則通貨亦可起增加。既如是則凡此通貨之增加，必有交易之需要為背景，流通速度何能減少？設生金銀塊不作活期存款而轉充工藝用，或雖鑄為幣而皮藏之，則自始即不生通貨增加之現象，更不有流通速度之討論。更下深切之觀察，假定一社會內貨幣之數量驟增若干，使不由各人貯藏之而轉提出於銀行作存款，或利用之經營企業，則全市場上通貨增加。如此之結果將令交易之次數更頻繁歟？抑更冷淡歟？通貨數量既多於昔，金融寬裕而企業受刺激以勃起，市況轉佳，買賣交易無反趨冷淡之理，彰彰明甚。從反面言之，通貨數量減少，金融艱澀，一定期間內如是，則交易之次數不能轉增，亦同此理。可證通貨數量之變動，不致引起其流通速度之反變。

二、通貨總量與商品交易總量無同比例變化之可能。通貨數量增加，其間絕無致商品數量及其流通速度為之增加之連帶關係，因下述二理由，頗可斷言。第一、商品數量之增加，其先必須以農產原料增加，工業製造發達，商業經營完備為條件。第二、商品之流通速度增加，首須交通機關完備，運輸便利，復無其他障礙方可。如在社會之普遍的購買力大，消費之慾望增強，及無法律之禁止與關稅之阻塞等情形下時，商品之流通速度乃得增加自如。準斯而論，可知通貨增加不能令商品量及其流通速度隨增。而通貨總量之變化即不致引起商品交易總量之同比變化也。

三、在交換方程式上，物價 P 常依通貨 M ，其流通速度 V 與商品交易總量 T 等變動之結果而決定；而非後三者受物價之影響而變化以維持方程式之均衡也。不然，則一旦物價下落，必使下諸現象隨起：第一、通貨減少；第二、通貨流通速度減退；第三、商品交易總量增加。但實際上物價下落，則輸出增多，貨幣流入；幣值高昂則別種金銀器皿鎔而鑄幣者多，鑛業亦受刺激而努力增加產額；通貨不致減少，第一案不能成立。又通貨之流通速度，大抵視經濟組織，社會習慣等而定，物價低落時，更予消費者以刺激，通貨流通速度不能因物價低落而生減退，第二案又不能成立。復次，商品交易總量由商品數量與其流通速度相乘而得，商品數量由農產物工藝品之增加而增加，物價低落，不能令商品數量即農工業品踴躍生產甚明，反是而每因商品數量之過多而引起物價低落焉；至商品之流通速度因運輸靈捷而增加，又非物價所得而左右者；故物價低落不能令商品交易總量增加，第三案亦不能成立。由是可知物價在交換方程式中不能為主動之變化原因，乃處於被動之地位而隨其他要素 M 、 V 、 T 等之變化而決定者也。

以上一、二、三點既經說明，則 1. 通貨數量之增減若他之情形無變化，則令物價隨生漲落一原則，大體可稱正確，此即新貨幣數量說之要旨也。其所謂他之情形者，乃指通貨數量以外之原因，使 V 、 T 發生例外之變化者而言。如此則通貨數量影響物價之力為其他複雜動力所添助或減散，物價將不受通貨數量之正比例的統制矣。故以他之情形不變為限，通貨數量始可同比例的升降物價。至於 2. 通貨流通速度增強，則無形中增加通貨數量，故

亦同理與物價成正比。3. 因商品交易總量，構成於商品數量之多寡，商品流通速度之強弱；故商品之數多，流通之速度強，則供給周到而物價落，反是則漲； P 之漲落受 T 之增減之反響，乃對 M 、 V 而作成均衡者也。

第三節 物價與通貨貶值

物價之漲落，雖有種種複雜之原因，然大體上要可視作貨幣價值漲落之反應，其詳已如上節所述，貨幣數量說者以貨幣價值之增減可由貨幣數量之伸縮得之，循此推演，則物價之騰貴可由幣量之膨脹而致，反是物價之跌落亦可由幣量之收縮期其然。如斯論調，通常自屬持有故而言成理，故通貨管理學說者競着眼於幣量之伸縮以圖安撫物價。然而貨幣數量之伸縮，對於經濟界所發生重要之影響為多方面的，決非僅惟一的對物價顯其反應已也，試臚列其說如次。

當增加通貨數量時如採放款方式行之，則輒引起事業界之擴張生產，其中因放款之趨向如何，又往往使事業界盛衰偏畸，因而致經濟進展之步驟不協調。又如採增加公共建設事業方式行之，若款項係由政府向銀行舉借而來，則隨之而起之結果為政費之膨脹，使償還時因預算上賦稅與經費之調整致財政經濟受相當之波動。若款項係由政府直接增發通貨紙幣而來，則此種增發之通貨隨一回之消費而停留市面，缺乏對經濟界伸縮之適應性，因又每召致金融過度鬆慢諸弊端。此猶就交通設備等建設事業之尙有助於生產事業者而言耳，若更因增

加國防軍事裝置等以募債而增發通貨時，或以直接濫發紙幣而增加通貨數量時，則其影響於金融之變化，信用之破壞，資本之逃避，事業之停頓，人民經濟生活之困難等，尤不可勝言。

至在施行減少通貨數量時，如採催收欠款方法，則每加重企業界之困苦而致其崩潰。如採拋售證券以吸收通貨之法，則常令證券價格減落，利率騰貴。又如當濫發紙幣之後，欲徐圖恢復原狀而採逐漸收回消卻之法，則此不自然之通貨收縮，其對於經濟界之種種影響，又必相因而至。若其收回紙幣之步驟為公開的預定策劃，則投機之風尤難遏止。

是故通貨數量之一增一減，雖亦有影響於物價，然常連帶而召致金融經濟各方面之變動，且其變動之深刻，亦常較先及較甚於物價之漲落。

如上所言欲圖物價之控制而從貨幣價值之增減得之，則貨幣數量之伸縮，尤為統馭物價之一法。但有時現在幣值與理想幣值相差較多，則毋寧直接增減貨幣本身之質值，庶免假途於增減通貨數量之周折而多費手續耳。此種方法乃將貨幣價值直接改定，或增或減以符貨幣政策之意趣。例如德國當一九二三年舊馬克紙幣價值極度跌落之際，為拯救金融市場破產起見，決行從新釐定幣值，遂將新馬克一單位規定等於舊馬克一萬萬萬單位。又如美國當一九三三年三月，因苦於金元幣值漲至過昂，為減輕經濟界所受幣值太高之痛苦計，將金元貶值約低至原值之百分六十，皆直接從貨幣價值上着手更改者也。惟其更改之趨向，今日各國均利用貨幣低值以圖

獎勵輸出振興產業，故尤以施行貶低幣值者爲多也。

直接從幣值上增減以控制物價，則當提高幣值時自可望物價之相應的立即降下，而當貨幣貶值之際，則物價未必卽有如響斯應之高漲。蓋以幣值提高則其購買力增大，新產貨物廉價推銷於市場，舊定物價因競爭關係不能不下降。若幣值貶下則其購買力減小，然市場所存舊時廉價貨物因競銷關係，社會購買力因大部定額收入階級收入不加之關係，均足使物價不必能卽受影響如數高漲也。故直接變更幣值或間接變更幣量以統馭物價，其所致之效果均同。且貨幣貶值與通貨膨脹其所致於物價之影響亦爲徐徐續漲，而其有利於財政之設施，亦無異殊。貨幣一經貶值，則原幣之溢值悉爲財政之彌補；通貨一經膨脹，則增發之數，亦可資爲政府之運用。惟貨幣貶值究有限度，通貨膨脹可至無窮。故通常物價受通貨膨脹之影響而高漲者較之受貨幣貶值而提高之程度尤甚，且其變化亦尤不規則焉。故當今日世界各國均苦於物價低落之會，勵行通貨貶值以刺激物價上漲者比比皆然。

第四節 物價上漲之長期趨勢

貨幣數量說經非雪氏整理而創出其交換方程式，其間所論各點，雖亦頗受一般學者所質議，然通貨數量之與物價有連帶追隨之關係，則要爲一般所承認；且通貨物價等之精密的解說，多涉於純理論究，然通貨膨脹使物價騰貴一點則有其事實之根據，不易磨滅者。蓋金銀鑛產年有增加，而信用組織又日益發達，於是貨幣數量漸多，

隨而存款通貨信用通貨亦漸膨脹。且文明愈進展，經濟組織愈發達，人口愈稠密，則通貨之流通速度亦日益頻數，故通貨數量長期上寢寢增厚。然同時商品數量則受天然富源所限，雖有生產技術之改良，亦遠不逮貨幣數量增加之多之速，且商品多因使用而消費以去，貨幣則充輾轉交換而仍存；又商品之流通速度，亦往往因種種經濟上法令上及關稅等人為力量所阻礙而不易增強；故商品交易數量長期上雖亦顯相當增加，但其增加率弱於通貨數量之增加。於是因此兩點事實之根據，物價在長期上乃現上漲之趨勢。物價逐年騰貴之事實，世界各國莫不皆同此感，但其受動於通貨數量之增進之關係究為如何，則非有長久精密之統計，不易正確的明瞭。關於此點，惟菲雪氏嘗搜集統計材料以闡出通貨膨脹與物價上騰之關係，時期為自一八九六年至一九一五年之二十年間，一九〇九年為物價基期，計算結果，排列於其交換方程式中如下：

年次	存款		其流通		貨幣		其流通		商品交易數量	物價	
	M'	V'	M	V	T	P					
1896	2.71	×	36.6	+	0.88	×	18.8	=	191	×	80.3
1897	2.66	×	39.4	+	0.90	×	19.9	=	215	×	80.4
1898	3.22	×	40.6	+	0.97	×	20.2	=	237	×	63.2
1899	3.88	×	42.0	+	1.03	×	21.5	=	259	×	71.6

1900	4.44	×	38.3	+	1.18	×	20.4	=	253	×	76.5
1901	5.13	×	40.6	+	1.22	×	22.8	=	291	×	80.5
1902	5.40	×	40.5	+	1.25	×	21.6	=	287	×	85.7
1903	5.73	×	39.7	+	1.39	×	20.9	=	310	×	82.6
1904	5.77	×	39.6	+	2.36	×	10.4	=	310	×	82.6
1905	6.54	×	42.7	+	1.45	×	21.6	=	355	×	87.7
1906	6.81	×	46.3	+	1.58	×	21.5	=	375	×	93.2
1907	7.13	×	45.3	+	1.63	×	21.3	=	384	×	93.2
1908	6.57	×	44.8	+	1.62	×	19.7	=	361	×	90.3
1909	6.68	×	52.8	+	1.61	×	21.1	=	387	×	100.0
1910	7.23	×	52.7	+	1.64	×	21.0	=	399	×	104.0
1911	7.78	×	49.9	+	1.61	×	20.9	=	413	×	102.2
1912	8.17	×	53.5	+	1.71	×	22.0	=	450	×	105.3
1913	8.15	×	54.0	+	1.78	×	21.0	=	455	×	104.8
1914	8.89	×	46.8	+	1.94	×	17.0	=	432	×	104.0
1915	9.39	×	53.6	+	1.79	×	22.0	=	512	×	106.0

金額單位十萬元

流通速度單位回數

商品交易總量以價格表現單位十萬元

物價以指數表示

百分之一為單位

觀此表可知物價之長期趨向為逐漸上漲，商品交易數量雖亦遞有增高，然不敵通貨數量茁長之暴，故物價遂亦為之牽起也。試簡上表首末二式以顯明其關係如下：

	M'V'	MV	(MV+M'V')	T	P
1896年	99,186	+ 16,554	= 115,73	= 191	× 60.3
1915年	503,304	+ 39,380	= 542,684	= 512	× 106.0
	存款通貨	貨幣	通貨總量平均	商品	物價
二十一年間增加倍數	5.07	2.38	4.69	2.68	1.75

存款通貨之增加為五倍餘，若混合貨幣及其流通速度就全部通貨觀，增加亦有四·六九倍；商品交易總量所增益僅二·六八倍耳，故物價受牽動而增漲一·七五倍。於上表觀之，顯然存款通貨之增長速於貨幣，可證在美國影響於物價尤大者，實為信用通貨之膨脹。

第六章 利率

第一節 利率性質之分析

資金之使用，爲在現經濟社會中經營事業所不可免，且其事業之是否蓬勃向榮，又多於資金週轉之是否靈活卜之焉。欲收此效果，非使社會資金有適宜之運用不爲功。金融機關即中介資金需供之投合，復從而製造額外之信用通貨存款通貨以發揮資金之效用者也。然一切資金之移動，莫不附有利息，從借者交付貸者，以作使用資金之報酬。大概言之，一切金融現象之張弛，亦取決於是。最普遍之狀況，即爲資金之向利率高處輸流是也。但亦以不含較大之危險及費較煩之手續爲限。蓋利率之高下，乃由在一定期間內使用一定額之資金所需之使用費即利息之多少而表現。而利息所以發生，乃基於資金價值之時差，因現在之資金，最爲確實，可供現在之使用，並可供將來之使用，因而隨時日之遞進，生產之利益更大，故較之將來之資金，其價值遂超過之。資金借貸爲現在通貨與將來通貨之交換，因時間之差異而生價值之大小，於是貸出價值大之現在通貨而收回價值小之將來通貨者，遂須受納相當利息以抵填此價值之差額也。此稱爲純利息。在同時期中於一定市場上各個貸借之利息均含有相

同之純利息，但實際上地域雖同，貸借期限雖同，而利息每顯不一。此乃因通常所謂利息，除含有純利息之成分外，尚包括手續費、保險費兩項費用於內也。因各個借貸之成立，其調查信用、估評抵押品、及金額大小等手續之煩簡不能盡同，而手續費之大小因而各異；其款項回收之確實程度亦不盡似，而危險較大者即須多取保險費也。同時同地之借貸，利率既因手續費與保險費之殊異而不盡同，故資金之望利率高處進行，亦以高利率而非含較煩之手續及較大之危險為條件。由是言之，通常所謂利息，其意義乃包括通貨價值時差之純利息、手續費及保險費而總稱者也。故利率之高下，亦因此三點之殊異而判別。

雖然，利率高下之因上述原因而定者，僅從借貸安全上而立論耳。故雖同屬無保險費之借貸，但金額小者利率常高，則因手續費非隨金額大小而正比例增減也。於是小額資金之借貸，以包含手續費幾等於距額資金借貸之故，其利息對本金之比率因以大，而利率即顯高昂。我國典當業者之受押物事而通融資金時，金額大者利率較廉，如十兩以下利率三分，五十兩以下二分；又如規模宏大之銀行，寧不為小額之放款，亦因其包含手續費而致利率太高，出乎尋常利率以外之故也。又或雖屬同額資金之借貸，手續費相同，而因借者信用程度之不同，保險費遂以相異，而利率之高下亦殊。如此從手續費與保險費差異之各種借貸而區別利率之高下，為決定利率之縱的原因。至於離開手續費及保險費而決定利率之高下者，或假定在一定時期中於同一市場內就手續費與保險費相等之借貸而決斷利率之升降者，則利率純視資金需供關係而上落，為決定利率之橫的原因。從縱的方面的原因

以決定利率，其對於金融之關係甚微，不若從橫的方面的原因以決定利率之關係之普遍而重大也。蓋手續費與保險費之差異，關係至為複雜，而其變遷又至無常規，且又非緣金融之原因而然。但利率決定之由資金需供調合之原因而致者，則其變動有軌可見，且復與金融之寬緊有密切之關係焉。

第二節 利率之類別及其升降

利率依資金需供關係而決定者，恆靜止於資金供求融洽一致之點；偶或供過於求，則利率降，求過於供，則利率升。故金融緊急，利率上漲隨之而起，與物價之下落，如南轅北轍也；反是金融弛緩，利率亦隨而低落。然此所謂利率者，亦有種種。自金融機關借貸科目而言，分為存款利率與放款利率。金融機關為存款放款之中介機關，滋息於資金之運轉，故存款利率恆較低於放款利率，營此兩者間差額之利益以資維持其經營之費。又存款利率恆較放款利率為規則的，蓋前者大抵於金融機關同業間設有存款利率之協定，雖其中以銀行大小而略有軒輊，使信用較遜之小銀行得以較高利率而招徠存款，然大體上要亦有相當標準以規範之不使自由高下，以期免去互相高利招攬存款之弊；而後者則隨各該金融機關所有資力與所持眼光及其顧客之信用如何而異，故放款之利率，殆無一定之標準也。惟就大體言之，放款利率亦未嘗無一定之準則，如各國之中央銀行公定貼現率及市場利率，即有各種放款利率之載列，以為各金融機關放款及欲求資金通融之企業界借款立相當之標準，第各金融機關多

視放款性質而予以伸縮耳。至存款利率則不然，銀行對於協定之存款利率，有絕對遵守之義務，鮮有更變，因反是則必致競相高利誘致存款，其結果將使銀行受高利存款之影響而經營日趨腐敗，同時放款利率亦連帶牽高而使企業生產費增加，非促企業界於困難，即令物價昂貴而致消費者不利，社會一般之生活不安。其關係之重要如是，蓋不止令銀行之利益削低已也。是以存款利率必固著於協定之點，泯銀行間之競爭，而求存款之穩妥的聚集。若放款利率雖有放任意味，銀行亦不致不顧自己利益及信用浮濫之危險而競相低下以放款；或即如是，亦有存款利率以爲限制，不致等此而下；更有其本身資力之限制，不能恣行供應放款也。

第一目 存款利率

就存款利率之內容別之，可按時期之性質而分爲定期存款，通知存款，活期存款，小額活期存款等利率。定期存款復有一年以下之短期的如半年、一季，及一年以上之長期的之別。在存款利率中定期存款因有一定之提回期限，利率最高；而期限愈長者則價值之時差愈大，故利率亦愈高也。如今日我國各銀行之定期存款，三個月者約爲週息四釐半，六個月者五釐，九個月者五釐半，一年者六釐，二年者七釐等是也。通知存款爲限於先行於一定日數前通知銀行，始得提回存款者，其期限不若定期之固定，故利率常較低於定期存款。小額活期存款與活期存款之別，一爲憑摺提款，款額較小；一爲可開用支票而款項往來較大者。因前者不便於繁複之收付及鉅額之清帳，實際上僅用於私人之儲蓄存款而預籌臨時支取之便捷者耳。故多付相當利息以爲獎勵儲蓄之計，其利率較低於

定期存款。至活期存款則主要爲便於交易之清理債權債務。日中往來頻數，手續煩瑣，故其利率最下，甚有全不付利息者。如在支票制度盛行而活期存款之便利爲一般人所欲得者之英美等國是。其仍保留低微之利率者，特爲欲多量搜集運用資金並使存款之在留期日增加起見而已。在我國活期存款利率殊不一致，或一釐或二釐，但大概最高爲二釐，每日結餘額不滿一百元者不付利息。

第二目 放款利率

一、中央銀行公定貼現率

放款利率，可分爲二支，一爲中央銀行之公定貼現率，一爲市場利率。中央銀行公定貼現率爲中央銀行制度之國中中央銀行所決定公示之貼現利率，如英蘭銀行貼現率，其著例也。英國各銀行之準備金皆集中存入英蘭銀行，故金融一生變動，英蘭銀行卽早能感覺之而籌應付之方，其手段雖亦有種種收放現金之方法，然主要則爲高下其貼現率。蓋英蘭銀行既爲銀行之銀行，故各銀行若急於資金之需要，莫不持票據至而求貼現，而貼現率之高下，卽足以阻止或喚起貼現之請求也。準備金浮壅，金融弛緩時，公定貼現率卽着着下降，以刺激資金之需要；反是而準備金減少金融緊急之時，公定貼現率卽逐漸上升，以圖減少放款之供給，此卽公定貼現率上落之理則也。然中央銀行秉扶植國民經濟，調節社會金融之目光，其供給資金之利率，未必盡依市場供求情勢而定，而常另有其中心之動機，以計劃的指導市場之趨向。是以公定貼現率常與市場貼現率有些微差異，歐、美諸國金融機關密佈，

資力亦雄厚，其市場貼現率常較中央銀行公定貼現率稍低；若日本及戰前之俄國則一般金融機關勢力不雄，其市場貼現率常略高於公定貼現率。公定貼現率，內容亦分爲數類：通常最低者爲確實的商業票據之貼現率，其以國債爲抵押或保證者之利率，復較以其他物事爲抵押或保證者稍低，次爲放款或票據貼現利率，若存款透支之利率則最高焉。

二、市場利率

至於市場利率，則爲市場上普通金融業者，視資金供求之大勢，純以謀利爲目標而取決之利率，其間可得分爲貼現利率與放款利率。就一般情形觀察，後者常較前者稍高；蓋銀行經營此項放資業務，若由貼現之方式行之，遠較由放款之方式爲優爲利也，因票據貼現利息之先扣一也，手續略簡二也，債權確實，有商品之買賣爲其後盾三也，資金化容易，能轉持到中央銀行或同業爲再貼現四也；而放款則無此諸優點也。故兩者之利率常顯相當差異，但若在商業票據稀少而不盛行之地，則貼現無從經營，銀行運用資金，不能不趨放款，則兩者之利率間自不生分別也。

中央銀行公定貼現率與市場貼現利率相對待而有些微差異，已如上述，而其究竟則亦常相追隨，不即不離者。至其與市場放款利率，雖亦往往有差別，然在一定範圍內，差別亦僅小而已。貼現率之高低，每按其地方經濟情形而對各項產業之票據顯有低昂，至視期限長短而生高下，則更比比然矣。放款利率亦類是，但可概分爲長期、短

期活期三種。長期放款利率自屬最高，其回收之期間在遙遠之將來，因而其關涉之期限長，利率升降亦取決於長期的金融大勢。短期利率大概適用於半年以下一月以上之借貸，因其期限較短，資金之活動性即較大，故其利率亦較低，此種短期放款之期限，大抵與商業票據之期限同，故其利率亦與貼現率略等，而票據貼現之風不盛之地，普通即以此項短期放款為其代替，以助商業資金之週轉者也。短期放款既為商業資金週轉之手段，同時亦為工業購買原料種子肥料等資金暫時週轉之方法，是以其利率之騰落，殆與市場狀況之消息息息相關。金融季節之變動，首即由此種短期放款利率之上下移動而表現者也。

就短期放款之運用資金之來源而觀察之，與長期放款之資源有相迥異者。短期放款大概根據活期存款一部分，定期存款，及若干分額之通知存款為準備；長期放款則幾盡出諸長期存款及由發行債券募集而來之資金。蓋長期放款債權，資金之固定性甚大，銀行為安全計，萬無以富於流動性之債務之普通定期存款活期存款等資金而應付之，以致無從防止擠提風潮之發生者也。故由是可以考悉長期放款利率與債券價格及其實際利率之變化殊有關係，而短期放款利率之漲落則多繫於一般市場之小節的波動與金融之季節的變動也。於此之中，長期放款與短期放款，資金之來源與利率變遷之關係雖互異，然其行止要亦有影相相隨之現象。大抵金融狀態一見緊張，短期放款利率即為牽起，再進則市場苦渴於資金之潤澤，有價證券之拋售者增而價跌，若更進一步，則證券之實際利率既長而長期放款利率亦不免受影響而遞升也。至活期放款一種，自借貸關係之成立以至清結，為

期不過三數日，間亦有稍稍延長者，至多一月爲止。大概此種貸借乃行於金融業者間，以彼此作暫時融通資金，移盈就虛以資週轉之計者，故因同業而相互有較確實之明瞭，及因金額之常臻相當鉅額，普通利息中所含之保險費及手續費，於此常不起若何作用；於是其利率在各種放款利率中最爲低下。此種活期放款利率，乃以日計算者，以其期限之異常短促，故金融現象雖有如何細微之變動，亦無不一一影響於其升降。其所以稱爲金融市場現目緩急之測量計者，蓋以此也。

金融業者當資金運轉之樞軸，市場通貨之盈虛消長，感覺至切，使資金漸患過剩，而對之復別無需要之喚起，則利率必陸續下落，而活期放款因借貸期限最促，流轉最急，又爲金融業者間相互通融之用，故對資金過剩之趨勢，感覺最先，而其利率亦下降最早。反是金融漸見緊迫，其利率之上升最早亦然。平時金融大致穩定，資金需供大略得其平衡；金融業者雖或此因經營放款貼現稍多而起資金之需要，但同時彼則見存款之稍增，或運用資金未見投放之途，則移彼就此，交蒙其益。如此在市場上盈虛相劑，則活期放款利率雖偶有些微起伏，亦必旋即平復。若一旦資金需要漸漸增加，而供給不應，則金融業者間活期放款利率，卽見邁進；苟此狀續演不止，則短期放款利率暨長期放款利率亦有隨而步高之可能。貼現率亦上漲，固不待言。

是知市場利率雖有種種分別，而低昂不一，但大致要亦有一定之標準，由活期放款利率之漲落之趨勢爲引導，因以形成市場利率之高低者。試察活期放款資金之來源，則可知大概爲金融機關中一時無從運用之資金，然

又不便在一期限中固定者，例如一部分之支付準備金是。暫時爲活期之放出，可獲相當之利益，而又能轉瞬收回，不虞不能應付驟至之提款，此所以金融機關每有將一部分支付準備金劃做活期放款，以資生息也。活期放款資金來源之情形，既屬如是，故其對金融市場狀況之感觸，異常靈敏，一旦市況興奮，金融微覺緊張，則金融業既羣謀鞏固支付準備，活期放款之供給自減，其利率不得不立見上騰。短期放款既受支付準備金之能力所制限，因準備薄弱而致放款之供給減少，設需要亦不減退，則利率將隨趨上漲，由是市場利率即普遍的顯增高之現象矣。故曰：由活期放款利率之繼續的同方向的變動導其源，而市場利率之進退隨其後而決定。

第三目 利率升降之普遍原因

總觀利率所以變動之故，莫不繫於金融市場之寬緊，市場放款利率固無論矣。即中央銀行公定貼現率，亦莫不然；蓋其立足點雖謂含有發展經濟調護金融之意味，似居主動以節制市場，然其貼現率之所以此時提高，彼時抑下者，乃由於市場已先有變動，而後籌以應付之對策也。又即存款利率，雖有協定，不如放款利率之參差互異，及變動之頻仍；然其所以決定在某一一定點上者，亦視金融市場上資金總量之豐蓄，事業發展之程度，即需要之平均額等如何以爲判斷。故金融資本富厚則存款利率低下，貧乏則存款利率較高；歐、美諸經濟發達之國，其存款利率低於東方諸國，即因此理。然是亦不過決定利率高下之大體的理法，實際上金融市場中資金數量雖不豐，惟若事業萎靡，需要呆滯，銀行資金苦無運用投放之途，則存款利率亦有低下之趨勢；反之若當市況全盛，投機狂熱之候，

則雖平素有累積甚廣之資金之市場，亦有患不足供應過度需要之可能，而使存款利率亦爲之提高，以爲誘聚資金鞏固準備之方者。前者之例如我國資金總額殊見貧弱，然因過度積集大都市中之結果，又加以政治之不安定，產業之落後，資金需要不廣，故都市中存款利率亦漸低下；後者之例如歐、美各國每當市況極盛時，投機流行，利息騰貴，存款利率亦頗受影響而漸見增高是也。惟事實上因有協定之關係，其變動遠不若放款利率之頻耳，是以論利率與金融之關係，亦以放款利率較爲密切，而與市場情況尤相接近者，則市場利率也。

第三節 市場利率升降之通貨的反應

利息生於通貨價值之時差，而其漲落則視資金供求之關係而定，故通貨之數量增而有膨脹之象，則供給多而價值減，利率亦降；不然若通貨收縮，供給艱澀，則價值增而利率亦增，然此亦不過簡單的從純理論上觀察者耳。事實上市場通貨之移動增減，對於市場利率之升降，其關係頗爲複雜，殊未可一概而論也。

第一種情形 通貨增減視其爲絕對的或相對的數量之變動而異其反應於市場利率。故在一定市場之中，即通貨有絕對數量之增加，然苟其通貨膨脹之結果，引起資金需要之增加，則通貨之相對數量仍前，不覺有增加之象，利率亦不致因供給競爭而生低跌。吾人觀察通貨所以膨脹之原因，雖有種種，然就普通情形而言，大抵因市況之轉佳，企業向榮，信用開始鬆濫等而致；故其結果，常伴放款之增加，即資金需要之增加而起。由是通貨之增加，

多隨而召致需要額之擴大，而使其在相對數量上無所增加，不能顯壓抑利率之效力。又縱通貨之絕對數量減少，但若其需要額亦縮小，則按之通貨之相對數量，亦不見變化，市場利率當不因通貨收縮而趨於上騰。考通貨之收縮，大抵因準備漸薄，為對市場施行警戒而生之舉動，故收縮之結果，常使事業因週轉不易而縮小範圍，節減資金之需要。是以通貨收縮，多隨使需要減退，結果通貨之相對數量不減，而利率亦無力上躍。

以上為就通貨之絕對數量生變動而相對數量不隨起變化之情形而言。至於與此相反者，通貨數量雖無絕對之變動，然其相對的見需要之減少，則利率自落；需要增加，相對數量即形縮小，而利率自騰。此特純就理論而言，事實上通貨之絕對的或相對的數量，一起變動而一仍原狀，或一無變化而一有變更者，殆所罕觀；而常為兩者皆有變動，但進行殊不一致之形態。茲分次述之如左：

甲、通貨絕對數量增，需要一時未能同長，則利率落。是因通貨相對數量亦增故。如廣州承一九三〇——三一年世界金貴銀賤之狂潮，在外華僑之乘機匯款返國者甚衆，市場通貨遂形浮增，而因政治尙未得安定之局之故，產業經營未見有利，事業資金之需要，頗現趨起不前之態，故通貨之相對數量亦見甚增，是時市場上利率即顯著的低落，即存款利率亦為影響普遍的降一厘至一厘半左右，是其例也。

乙、通貨絕對數量雖增，而需要竟寢寢超過之，則利率升，因通貨之相對數量反見縮小故也。如紐約當一九二九年時市場通貨雖見膨脹，然因正值投機漸長之候，資金需要亦繼長爭高，寢寢有凌駕通貨數量之供給能力而

上之之勢，故聯邦準備銀行迭次提高其貼現率，以圖警戒市場。然當其提高利率之際，歐洲各國之低利率市場之資金，紛紛運赴紐約，以圖較高利率之利益，故紐約市場通貨亦陸續有增加；無奈投機之熱度日高，資金需要亦頗超通貨數量而增加，是以利率亦一再上躍，至九月而高達六厘，較平常可二倍，而市場利率（活期放款）亦升達一分至二分，是其例也。

丙、通貨絕對數量減少，而需要不為同額之節約，則其相對數量亦見縮小，利率即昂。今日我國農村小鎮利率之高，有達一分二分以上者，即因資金之不自然的外逸而向大都市集中，致市場上通貨減少，而農業資金之需要，復不能盡量隨而節減之故也。

丁、通貨絕對數量雖減，而需要亦趨減退，並較通貨之減縮尤甚者，則按之通貨之相對數量，反現加多，利率即跌。如上例美國紐約當一九二九年時通貨膨脹，投機怒長，利率步騰，至九月而達極點；內因信用之過度浮濫，超出市場資力可能供給之限度以外，利息之過度昂貴，駕乎一切投機經營可能獲得之純益以上；外因歐洲各國之競相提高利率，若德、奧、英、荷，有高至七厘半，而俄羅斯與波蘭等資本較貧之國，且高至八九厘以阻塞現金之流向紐約；故轉瞬至十月而市場遂生反動，各銀行限制信用之供給，行通貨之收縮，通貨之絕對數量遂減，而股票行市之暴落，遂導恐慌之來臨；其結果投機之狂熱一時冰冷，資金需要有異常之消退，故利率亦如寒暑表之遇凍下降；至翌年（一九三〇年）五月，步跌至三厘之點焉。

由上所述，可知通貨數量之增減，未必即能影響利率之上下，要當綜合市場上資金供需關係而觀察，始能定奪通貨之相對數量之爲正的或負的變動，然後利率騰落之原因，始能從而考得也。

第二種情形 通貨增減，視其成爲市場上放款資金供給之變動與否而異，其反應於市場利率。因上條所說明者，所謂通貨之增減，猶僅限於必爲市場上銀行放款資金之供給變動之條件。不然則通貨之一脹一縮，既與放款資金之供給無涉，情形自又有不同也。蓋尋常在市場上見有通貨增加之象者，大抵即同時爲放款資金供給增加之性質，以通貨之實質的增加，每流入銀行而爲存款，於是放款之資金遂以擴大也；故利率由是而低落，但變態之通貨增加，則無使放款資金供給亦爲增加之性質，以其非通貨之實質的增加，不流入銀行而滯留市面，殊無增加放款資金之供給之意味，故通貨雖增而利率反上趨也。試詳析其實情與其因果如左，即可了然。

甲、通貨增加之常態，乃由放款增加之形式表現，放款所以增加，因放款資金供給之累長，即存款之充積。而所以能致此者，或因貿易之出超而正貨流入，或因在外國市場出售有價證券及募集債款，或因其他無形出超如運費、保險費、僑外國民之工商業贏利之匯返，外人旅遊國內之消費等之收入，使通貨有實質的增加之故也。通貨如此增加，則市場上資金之供給即形加多，設所增加之通貨，不直接利用爲企業經營或其他運用，亦必流入銀行爲存款而後間接覓其運用之途，於是放款資金之供給累長，而銀行遂努力擴張放款，其實行時之形式即增發兌換券及擴大存款通貨之數量也。故市場處此種常態之通貨增加下，因放款資金供給亦增加，始能引起利率之跌落，

如上第一種情形甲項所述，是其例也。

乙、所謂變態之通貨增加，乃由政府救濟財政籌措經費而增發紙幣，或募集債款而由銀行購入公債以增發兌換券之形式表現。故如此之通貨增加，僅爲表面的而非實質的，因是非特不能使放款資金之供給增長，且實際的爲資金需要之增加而引起放款資金之減少焉。蓋因此種之通貨膨脹之結果，徒使市面頓感通貨數量之充塞，令其價值貶抑而物價騰貴，而所增加之通貨數量，其性質卽等於資金需要之增加額，可供爲放款用之資金之減少額；故反促利率之上升，如德、法等國方戰後之期，通貨膨脹，物價騰貴，通貨之價值下落而利率上騰，卽因通貨之增加，實際爲由戰費等之需要，憑空發行公債而間接增發紙幣之故所致。當時通貨之膨脹，純由維持財政局面之需要而起，非由於銀行之支付準備金增加而行之放款增加所發生。是以一方面因通貨數量增加而物價騰貴，事業資金之需要增加，而放款資金之供給不隨而增加，利率已有向上之勢；而一方面復因此而令通貨之價值日下，爲補償原來資金價值之虧損，利率更爲飛騰。觀此則通貨之膨脹，或令利率下落，或令其上漲，端視乎其增加之數量，爲市場上放款資金供給之同時增加與否而定。若然，則通貨增加所引起之物價騰貴，因市場資金之供給亦增，不致連帶令利率亦騰貴，反使利率因資金供給浮濫而下趨；不然，則通貨增加，價值低落，物價騰貴，其勢未已，利率卽因資金供給之澀滯而日昂。

丙、至論通貨之減少，亦同此理，若在尋常狀態之下，其減少卽爲放款之收縮，亦卽市場上資金供給之減少，而

放款所以收縮者，則大抵因承信用過度浮濫，銀行支付準備率下降之後，以致放款實力薄弱所致。故其現象爲企業金融週轉之困難，物價之[※]下落，通貨價值之增加。但通貨之價值雖增，物價雖落，利率亦不致隨降，因同時資金苦於缺乏，供給不足，故使其使用費（即利息）昂貴，對本金之比率（即利率）亦上升，如現代經濟界當市況趨於恐慌之交，銀行採信用緊縮之方針，即見利率之提高是也。

丁、但通貨之減少，若由一國之金融政策財政政策之觀點而行者，則與尋常狀態迥殊而屬於變態的。變態之通貨減少，其主要之特點爲與市場資金之供給脫離同時減少之關係。通常通貨收縮，同時即爲放款供給之減少。若於此則不然，大抵爲市面已先充斥有人爲的不自然的增加之通貨，價值跌落，物價騰貴，通貨制度爲之紊亂。然後着手恢復通貨之價值，使物價安定，及規復通貨制度所從事之手段。所謂通貨之不自然的增加，即不隨放款資金供給之增加而增加者，如上所述因財政上收支預算之不平衡，經費不足而增發紙幣，以致市面有通貨浮增之象，而同時因市面信用薄弱，銀行支付準備不足以擴張放款之供給，故此種通貨之增加，爲非實質的增加，其實施之後，利率反常而高漲，前已言之；是以若繼之而爲通貨之收縮，固可期通貨價值之轉佳而復原，亦可望暴長之物價回落於原來狀態。但此種通貨收縮之舉動，根本非依放款資金減少而來，故因已暴落之通貨價值之逐漸回漲，已狂漲之物價之逐漸還落，利率亦反常而低落。何者？因將來通貨價值之大於現在通貨價值，可以預見，故寧提供低值之現在通貨而收取高價之將來通貨者多，根據供求定理，貸款利率遂以下落也。亦猶通貨之在不自然的膨

脹之趨勢中，通貨之價值每況愈下，人皆欲得較高值之現在通貨而歸還較低值之將來通貨，故貸款利率，於以高漲也。由是以觀，通貨之減少，未必令利率提高，或反使之下降，須視其同時為市場上資金供給之減少與否而定也。

第三種情形 前所述通貨之增減若其屬於常態者，則利率固決於資金需供關係之平衡點；若其屬於變態者，則以非同時為資金供給之增減故，利率決於通貨價值升降之程度。設例言之，假如在某一市場中，通貨正行膨脹，其價值繼續低落，物價指數日現增加，若其增加之數為每月百分五，則通貨價值降落之程度亦為每月百分五。而此時之借貸利率，月息必較高於五分，蓋必如是然後貸出之原本，於貸出時之購買力即實際價值始能於一月後收回已跌落價值百分之五之本金時維持不變。所增高之五分月息，即所以補償原本減值之損失者也。反之若通貨傾向收縮，其價值逐漸回漲，亦按其漲高之程度而利率反應以低落。然此亦純就理論以推斷者，實際上因

1. 通貨數量之增減，非必恰合的適與其價值之變動相反照。
2. 通貨價值之變動，其性質下落易而上漲難。
3. 在通貨價值過度動搖之市場，貸借關係不易成立。
4. 通貨價值升降之程度不易精密預計而得。故利率變動之情形，與通貨反應之關係，頗不若是之簡單，試析言之如左：

1. 通貨價值之跌落，往往不適與其數量膨脹之程度相當；因通貨既有信用喪失之象，其流通速度亦倍形急速，價值之落常甚於其數量濫增之度也。大戰方完後之德國，通貨之異常膨脹與其價值之異常跌落，均有驚人鉅數，結果通貨數量雖膨脹甚大，然其價值跌落尤大，故通貨總額之價值低於戰前者約達二十倍；即戰前通貨

(馬克紙幣)總額值金馬克幣五十五萬萬(金馬克幣依鑄造平價二十又四十二分等於英國金鎊一鎊,成色〇・九〇〇含純金量五・五三一三三格蘭(Grain))而戰後一九二三年八月時通貨總額僅值二萬八千萬金幣馬克。此無論矣,即通貨之紊亂遠遜於此之法國,於通貨價值低落與數量膨脹不相比稱之點,亦有同感,觀下表可知梗概:

法國通貨數量膨脹與價值跌落關係表(單位十萬萬法郎)

年	月	通貨總額 (即法郎紙幣之流通總額)	根據外匯率 平均換法郎額	年	月	通貨總額 (即法郎紙幣之流通總額)	根據外匯率 平均換法郎額
一九二〇年	六月	三七・五五	一八・〇五	一九二五年	六月	四三・一八	一一・二四
一九二一年	六月	三七・四二	一五・六六	一九二五年	九月	四五・四三	一一・〇五
一九二二年	六月	三六・〇四	一六・三一	一九二五年	十二月	四八・九八	一〇・二〇
一九二三年	六月	三六・六九	一二・二二	一九二六年	三月	五一・二四	九・七四
一九二四年	三月	三九・四五	九・三三	一九二六年	六月	五二・九五	八・六一
一九二四年	六月	三九・九〇	一一・七九	一九二六年	九月	五五・四六	七・一一
一九二四年	九月	四〇・三〇	一一・〇四	一九二六年	十二月	五三・六一	九・四一
一九二四年	十二月	四〇・六二	一一・二九	一九二七年	三月	五二・四九	一〇・七一
一九二五年	三月	四〇・七三	一一・一九	一九二七年	六月	五二・四四	一〇・七〇

(註)金幣法郎成色〇・九〇〇，含純金量四・四八〇三格蘭，對外匯率在戰期中因求助於英美借款，得以維持弗墜，自一九一九年三月停止此種人爲的維持方法後，對外匯價即隨而狂跌；又自一九二一至一九二二年，因實施通貨緊縮政策，數額略有減少。一九二七年以後，經判加里 (Poincaré) 內閣之徹底整理，法郎價值即略定於戰前金幣法郎原值之千分之二百零四之點，其後於一九二八年六月並規定此爲新法郎之價值焉。

準上所言，可知在此種場合之下，通貨價值之起落，非必同率的受其數量脹縮之反應也。

2. 通貨之價值，一經變態的數量膨脹之後，即跌落甚易，然欲逐漸提高其價值則甚難。因通貨爲價值計算之單位，一切經濟活動，莫不與有密切關係；若其價值既落，物價既升之後，欲使物價回落，則一切農工商業經營困難，稅收減少而財政亦窘迫，同時失業數亦增加，經濟恐慌將以釀成也。更有進者，通貨數量既由政府增加而散發於市面之後，與之相對之該社會之財富總量即相形縮小而致物價騰貴，然欲行通貨收縮而增加其價值，則實難尋出犧牲一部通貨之途徑；若憑空增加社會財富總量以增通貨價值，則屬不可能，故通貨價值低落易而上漲難。戰後法國法郎之不恢復原值，卽爲此故。德國之舊馬克紙幣更不能語此，故有從新發行連登馬克，規定其價值爲舊幣一萬萬萬倍之舉。由是可知通貨價值跌落時，利率卽爲飛騰，而通貨價值上漲時利率卽爲之低落之現象，前者往往然而後者則往往難必也。且通貨價值漸落時，貸主固可無限制提高利率，否則寧以易物；然通貨價值漸高時，利率則不能無限制而下落，否則貸主寧貯以待將來。故通貨之價值跌易漲難，而利率之變動則漲易跌難，遙遙相對。

3. 通貨爲價值計算之單位，使其本身價值亦動搖不定則一切價值之計算，將失其公平之標準。而一切借貸關係，因屬異時通貨交換，通貨價值，又隨時動搖，則必因難得計算價值之標準而不易成立。蓋通貨價值過度動搖時之貸借，因對日後之結果絕對不能預料，故具有十分之投機性質，雙方均有蒙損失之危險。因而一切借貸關係，非藉利率高下之手段所能措於公平。通貨之價值既異常搖落，利率高漲之程度亦逸乎常軌而無從跡尋。

4. 通貨價值跌落之端一啓，則因信用之喪失，而流通愈速，無形中既增加其數量之膨脹，價值愈跌。前所設例，謂通貨價值之在一定期間跌落百分之五者，僅爲假定之情形，事實上絕不能如此精密的預計而得。蓋通貨數量之增加，理論上即反應於價值之跌落，其間關係，自可推算而知，然因其間尚有通貨流通速度，及市場投機交易等力量之推波助瀾，故通貨價值跌落之程度，實無從估計，上1.所述，即其明證也。又當通貨數量收縮，價值提高時，其高漲之程度，亦同屬不能預料。故增減利率之數目以圖符合通貨價值之降騰，事實上當屬不可能，而利率漲落之數目，自亦決不能謂爲等於反面的通貨價值跌下或提高之程度之表現也。

綜上所述，可知在此通貨之變態增減之情形下，通貨價值不必適與其數量行反比例之變動，亦不必適與利率行反比例之變動；故利率之高下，非必由適與通貨正比例增減而表現。換言之，即通貨之膨脹或收縮，非同比例的使利率爲之上漲或下降；故利率變動之程度，不能作爲測量通貨增減之指針，要亦緣兩者相互感應時，非同比例的關係耳。

第四節 利率下落之長期趨勢

利率之變動，大概由於資金供求之關係，即由於金融之寬緊而決定；金融張弛之程度，以時而異，利率之起落，因亦飄忽不常。通常金融現象之所以忽焉急迫，忽焉緩慢，大略可以歸因於通貨數量之減少或增加。故通貨增加，利率即低落，與物價之騰貴，成一相對之狀態；此在平常短期間之現象固然，在長期間之現象之觀察，尤顯著也。物價在長期間有日益騰貴之趨勢，前已闡述其大概，其原因即繫於通貨數量之日形繁增；此在利率之所以日見低下者，亦無不然。因通貨數量之增加，常駕需要之程度以上，利率遂不得受市場剩餘資金所壓迫而下抑，以圖刺激所需要之增加也。顧通貨之膨脹，其勢何以不衡諸事實上需要之程度而邁進無前耶？又何故不受利率行將低減之威脅而停止耶？是蓋緣此所謂通貨之增加，乃代表社會資金累積之增加，而社會資金之累積，其進行為正為負，初不全因資金需要之殷閒，利率趨向之高下等情勢而決定也。在現在資本主義的經濟組織之社會下，各項企業愈繁興，則經濟愈形發展，於是在分配上不獨從事各生產要素者之所得有所增加，而個人資本之居積，亦賴運用於機器生產而攫得鉅量之利潤以見膨脹，社會資本漸見集中而效力愈發揮，蓄積愈雄；他方面交通運輸之完備與便利，金融機關及其組織之完密的發展，且進而使零星散碎之社會資金集中，化無用為有用，凡此皆一面加增社會資金之總量，而又一面增益社會金融資本之力量，致使資金之供給增進而通貨之數量邁脹者也。故從

長期觀察，資金需要額之大小，大致不能爲通貨增減之限止，而利率之低落，亦有不能抑止資金增積之勢，因利率低落，則資金之需要將增；而資金所有者因謀利益之不致減少，更力求資本之增殖，於是社會資金之蓄積益不致停止。

概言之，在現在資本主義之經濟組織下，財產私有，資本處生產要素中獨呈偉大之效力，財產私有制度獎勵各人貯蓄心之強盛，以是私人資本之殖蓄無已時，其向集中之途而進行亦無已時，資金乃有日益豐厚之象。經濟上所得，分配至不均匀，其勢愈甚則社會普遍之購買力平均愈減，故大量生產之結果，時虞消費不前，生產過剩，而企業資金之需要，遂不能迅速無所牽制而增加。是以因財產之私有，資本之蓄積日廣，爲其代表之通貨，數量遂亦日增；而因資本主義經濟組織自生的矛盾，及通貨供給之增加常甚於其需要額之增加，於是資本之使用價格——利息——即減，而比於本金之利率即現下降。就節目而言，通貨增則利率降，降則通貨之需要增，漸而利率復升至其極，則通貨之供給，漸露捉襟見肘之態，不得不行收縮，同時需要亦受打擊而減少，利率又降；故利率之起落靡常，惟就大綱而言，通貨數量，屢有遞長，市場放款資金之供給迭增，需要額之伸展，僅乃得隨其後，故利率進行之大勢，趨於下落。然此固就大體而言，未可據爲一定之論，且利率之低落，最終要亦有其限制者也。

第七章 投資與利率

握有資金而籌運用之途，謂之投資；故運用資金於股票債券等有價證券，謂之證券投資；運用於土地房屋之購置買賣，謂之地產投資；運用於農業林業等生產事業，謂之事業投資。利息乃生於資金價值之時差，前已言之，故資金經一定時間以後，即須負擔若干之利息，銀行等金融機關及企業者之自別人借入資金者固然，即以自己之資金而運用者實際上亦莫不然。是以投資之目的，在取得利息以上之利益，而投資成立之基礎，亦在於利得之獲收之點，最低限度亦含有獲收利得之企圖也。然投資家對於投資之決定，事實上殊非僅趨於利得之條件，因為投資物件間利得之大小，不足以決投資之傾向，必更觀察投資手續之難易如何，投資本金回收之穩實程度如何，事件始能窺見投資取斷之原因焉。但數投資物件若其手續之便利程度與資金回收之確實程度相同，則利得之如何，實投資之所最縈懷者；而投資之利得多少，以利息為根據，故利率之變動，殊有影響於投資之進退行止也。茲試分論之如下各節。

第一節 證券投資

證券投資，與金融界之關係最爲密切，蓋證券爲物，富流動之性質，金融界遇資金偶見過剩之時，輒投資於此，既可使資金繼續獲得利息，而手續又至簡易，或有資金需要之時，亦可於證券市場中隨時脫售，化爲資金也。故金融變動，利率更變時，證券市價，即受影響而或漲或落。市場利率上漲時，大抵因流動資金缺乏，金融緊迫，於是平時得有證券者即多提供之於證券市場而求易資金，而證券之市價即跌；市場利率下落時，大抵爲流動資金浮濫，金融鬆弛，過剩資金即紛覓運用之途，購買證券者遂多，而證券之市價即漲。又利率之上漲，即不因乎放款資金供給之減少，而因通貨之不自然的膨脹，如政府不兌換紙幣之濫發者，證券之價格亦跌，蓋在此種場合之下，通貨之價值日跌，證券之票面金額，爲將來通貨之代表，以現在價值尙較大之通貨而計算，則其數目不得不大有折減；且同時復每有債票庫券等劇烈增加發行之事實，證券之供給多，而市價更不得不大跌也。利率之下落因通貨行不自然之收縮者，證券價格亦同理而上漲。故總而言之，可謂證券市價之漲落與利率之升降相反。

證券市價之漲落，既視利率之高下而轉移，則其兩者間必有反比例之數理關係，使之相互立於反對的地位，依一定程度而起跌也。茲設證券市價爲 P ，市場利率爲 R ，證券票面金額爲 F ，證券規定利率爲 r ，則證券在一定期間內所獲得之利息爲 Fr ，理論上依證券市價 P 之金額，以市場利率 R 而生息，所得之收益當等於持有證券而獲得之利息也。其方程式爲：

$$P \cdot R = Fr \quad \text{即} \quad P = F \times \frac{r}{R}$$

在此式中F與r均爲固定的，P與R則變動不常；觀其間之相互關係，可知市場利率R若增高，則相對的爲證券市價P之減低。今假定有面額一千元之證券，規定利率週息八厘，則持有此項證券者每年可得之利息爲八十元；若當時市場利率亦爲八厘，則證券之市價仍爲千元，所以使證券雖易爲流動資金之形式，收益仍維持於八十元之點也。式爲 $P = 1000 \times \frac{0.08}{0.08} = 1000$ 。若市場利率上漲，高至九厘，則證券之市價即跌落至八百八十八元八角八分之點，式爲 $P = 1000 \times \frac{0.08}{0.09} = 888.88$ ，反之若市場利率下降，低至七厘，則證券之市價即騰起至一千一百四十二元八角六分之點，式爲 $P = 1000 \times \frac{0.08}{0.07} = 1142.86$ 。蓋如此則證券與流動資金雖互易，而收得之利息仍無所軒輊也。不然，證券投資利得與市場利率有所低昂，則資金之投放，將競爭利得較高之途而運用，其終極亦使兩者間之利得臻於平準也。

但市場利率漲落對於證券市價之有如此之影響者，乃指在一定期間內得收取一定額之利息之證券而言，若尙有其他複雜情形之證券，如抽籤還本或附有獎金等等，則其市價之決定不全繫於市場利率之上。就證券而各別觀察之，其各個之信用之優劣，性質之異同，需供之關係，雖至不一，而令其市價隨而漲落各殊；惟就大概而觀察，市場上證券種類與數量之綜合，其行市價格之指數之爲漲爲落，必受市場利率之爲低爲高之影響，殆可斷言。故以一種證券而言，以他項情形無變化爲條件，如付息之仍舊，還本辦法之無更改等，則其市價之高下，固決於市場利率之升降，相互爲反比例之進行如上舉之方程式；而以市場各種證券綜合而言，以r代各種證券規定利率

之平均則證券市價指數之增減，亦得依上列方程式而與市場利率生反比例進行之關係也。

由前之說，觀測金融現象，既以市場利率為測候表；而證券之市價，對於利率之變動，感光又非常迅速，故證券市場可藉為金融界之觀察臺。就事實而論，證券價格之高下，多視其信用程度為等差，帶投機性而不確實之股票，本息無着而償付辦法尚在問題之債券，價格既低而其漲跌之差額亦常大。故此等證券價格之起落，原因要自尚有多端，未能以一概論也。但此種種原因，其波動於證券市價之範圍較狹而不重要；若除去此種特別的原因而觀察，則可發見一普遍而有力之原因，其波動於證券市價之幅員，最屬廣延者，即金融緩急之原因也。金融緩急，以利率高下視之；故證券市價，亦隱隱受制於利率。但利率之高下，雖大體上必影響證券市價為之變動，然如適上所舉之方程式之可精確計算而得者，則為事實上所不可能。蓋證券行市之旺淡，除金融變動為其最有力之原因外，尚有種種複雜的力量較小之原因致之也。若我國之證券市場，證券之種類，幾全為公債庫券，而就以往觀察，其信用不可謂佳，故一旦政潮發生，隨而掀起證券市價之劇烈變動之事例，斑斑可考，則是政局又為證券價格漲跌之原因也。惟政局變遷之際，大抵影響金融現象同時生變動，是以證券投資之消長，行市之升落，大概總可斷稱與市場利率之增減有相反方向而變動之關係也。

第二節 地產投資

地產投資，雖其資金化不如證券投資之易，然其價值於各種財富中，最為持久，較之證券亦為確實；且都市中之土地，需要大而價值鉅，勘查與移轉所有權亦較易，故亦頗成為投資之重要目的物，而與金融界發生關係也。我國之證券市場，公司股票之交易不發達，主要之買賣為公債庫券，而債券之信用，又因政府財政之困難而不佳，跌價時虞；故資金運用於地產投資，在都市中頗成一普通之現象焉。

地產之市價，亦如證券之與市場利率相對而漲落。金融急迫，利率高漲，則地產之價格下落；而金融鬆裕，利率低落時，地產之價格，上騰甚易，蓋市場上流動資金既苦短絀，則無復有空閒餘資以供地產投資之交易，且擁有的地產者，鑒於其收息既視市場之高利率為遜，則羣思易為資金以營較高之利得，因此地產成供多需少之勢，而市價遂不得不落。反之市場資金浮濫，既誘起地產投資交易數量之增加，地產價格即為上踊。然地產之性質究與證券相異；前者之數量一定，買賣之手續較煩，財富之價值最為確實；後者之數量可無限制增加，買賣便易，加以收放之操縱不難，其價值又全立於發行者信用之基礎上，其信用毀壞則價值有損失之虞。故金融緩急，利率高下，影響於證券市價者，較之地產市價為甚。且地產市價之起伏，尤有其特點，即其高漲之易與鉅而低落之難與小也。地產價格之上漲，於三數十年間常有臻於千百倍於原價者，雖最優良之股票，亦不能及。此固或為極端之例，然就普遍之觀察所得，亦無不然也。蓋都市之人口日繁，工商業日盛，建設日宏，則土地之需要與日俱長，而土地之供給，則限於各別之位置，未能如意增加，故地產之價格日漲。至於偶見金融之緊迫，地產雖現跌價，亦祇令買賣減少，低落之

度不甚。是以因地產有獨占性及需要之確實存在性之優勢，未可純以其利得即租金之多寡而隨市場利率之漲落反比例以決其市價之高下也。但金融緊迫，利率上漲之際，地產投資之數量必減，地產市價亦見低落或停滯；金融寬弛利率下落之際，地產投資之數量必增，而其市價亦見活動上躍，則可斷言。茲試根據上海普益地產公司自民國二十年一月至二十一年六月地產月刊所載，逐月上海市之地產交易數額，列表如下；並參照當時金融界之情勢，即可窺見市場利率對於地產投資之影響之一斑：

時 期	地產投資交易總額 (單位規元千兩)	時 期	地產投資交易總額 (單位規元千兩)
二十年一月	一五、〇〇〇	二十年十月	三、二五〇
二十年二月	八、五〇〇	二十年十一月	四、二五〇
二十年三月	一六、五〇〇	二十年十二月	二、〇〇〇
二十年四月	一五、二五〇	二十一年一月	—
二十年五月	一〇、〇〇〇	二十一年二月	—
二十年六月	一四、〇〇〇	二十一年三月	八五〇
二十年七月	一五、〇〇〇	二十一年四月	一、〇〇〇
二十年八月	一八、〇〇〇	二十一年五月	三、八五〇
二十年九月	八、二五〇	二十一年六月	三、〇〇〇

觀表二十年一月交易額雖達一千五百萬兩之鉅，然至二月因值舊歷年關，商業清結帳目時期，資金之需要繁，故地產投資轉疲，其交易額頓縮至八百五十萬兩。三月舊歷年關已過，金融當舊歷歲首市情閑豫之際，呈寬弛之態，因而地產之投資復旺，交易額亦倏增回二倍，為一千六百五十萬兩。其後交易數額屢進屢退，然因內地資金之流集上海，使市場資金浮剩，故地產之投資常保持其旺盛之狀，至八月而見高峯，交易額達一千八百萬兩。九月開始，地產投資亦繼續暢旺，計至月半左右，交易總額已達八百二十五萬兩，乃自下旬開始，交易即完全停頓，蓋因九一八日軍侵佔瀋陽事件之發生，人心浮動，市面蕭索，金融現象驟變緊急；又隨而英國及其他各國紛紛停止金本位，影響於世界金融頗鉅，金融益見逼迫故也。十月承市況反動之後，信用極度收縮，銀根奇絀，故地產成交數額大減，冷淡之態，綿亙迄年終。二十一年獻歲後，國際政局風雲愈惡，日軍且跋扈申江，人心愈為戒懼，地產成交，寥落無幾，二十八日日軍竟實行進攻滬閘北一帶，於是市場愈覺驚惶，金融更覺緊張，二月，地產投資遂完全停頓。三月日軍暴行停息之後，交易雖恢復，然數額較之上年同月，遠為縮小。此後直至六月，冷淡情形與去年九月以後相仿。蓋受信用收縮，市面流動資金缺乏，利率高昂之影響也。綜觀上海地產之成交數額，在此十八個月中，其盛衰之狀判然可分為兩個時期，每期均為九個月。前期自二十年一月至九月，交易總額共計一萬二千零五十萬兩；後期自二十年十月至二十一年六月，交易總額共計一千八百二十萬兩；其間相差至六倍餘，數額則驟減縮去達一萬萬餘兩。市情之大相逕庭若此，幾如雲泥之殊者何耶？同時就上海之市場利率而觀，二十年一月至九月銀拆最高不

過二錢，最低且爲白借；九月以後至年底最高爲六錢，最低亦八分；二十一年上半年嘗一度開至七錢頂盤（民國十年十月金融恐慌潮發，錢業共商救濟辦法，議決案中有限制銀拆之規定即：1. 銀拆最高不得超過七錢以外；2. 無論如何需用，雙方不得加高，有暗盤進出；3. 各戶欠拆，須照錢業公會會章，不得任意加增，致礙市面）尋常亦盤繞一錢內外，二三月間且堅守三錢上下，拆息之相殊，前後期間亦殆有天淵之隔。然則在上開時期內上海地產投資之前盛後衰，不可謂非與當時上海市場利率——銀拆——之前低後高有密切之關係也。

民國二十年及二十一年上半年上海銀拆逐月變遷表（單位錢）

時 期	最高價	最低價	時 期	最高價	最低價
二十年一月	二·〇	〇·三	二十年八月	一·九	〇·五
二十年二月	〇·八	白借	二十年九月	四·五	〇·五
二十年三月	〇·六	白借	二十年十月	六·〇	一·四
二十年四月	〇·五	白借	二十年十一月	五·五	一·九
二十年五月	〇·六	白借	二十年十二月	四·〇	〇·八
二十年六月	一·八	〇·二	二十一年一月	二·五	〇·五
二十年七月	一·四	〇·四	二十一年二月	七·〇	三·〇

二十一年三月	三・〇	二十一年五月	一・〇	白借
二十一年四月	一・七	二十一年六月	一・三	白借

第三節 事業投資

第一目 利率變化與事業投資現價之漲縮

運用資金於各種事業，而預期從之取得利益，謂之事業投資，如農林業、漁業、礦業等大概有一定收益之事業，皆其類也。各種事業，以能預計其收益為前提，則其收益額之多寡，收益期之遲速，在投資中至須分別斟酌；而市場利率之如何，尤為決定其趨捨之要件。市場利率高則宜於本利收獲速之事業，低則宜於獲益較遲者。其間取決之標準，則以計算該事業之現在價值為先也。現價鉅者為投資者所羣趨，現價之大小，又視利率之變動而轉移，故市場上若能行自由借貸以變更投資時間上所得之方式，則投資之形式，即隨現價之變動而平準。若無行此種貸借之充分自由，則投資之形式，即不易變動，其決定尚須參酌投資之心理。然投資事業之現價，其大小終不失為斷定各種投資之旺淡之條件；而從間接上之關係言，利率固亦事業投資之指針也。

僅從一定期間內按投資收益額之多寡而計算，則現價之發現甚易，即收益額大者其現價亦大。若利得之收

獲期間遲速不等，收益之數額大小不一，取得收益之手續方法不同，則不能單從收益額之鉅細而定現價之大小。須另從複雜之計算始得發現現價之額爲何如也。例如有兩種投資之方式，一種年可收益千元，一種年可收益八百元；若其時之利率爲週息五厘，則前者之現價爲二萬元，後者之現價爲一萬六千元，可一望而知，而投資之取捨亦必趨於前者。又設市場利率爲週息六厘時，有三種投資方式，第一種即時起按年可得收益六百元，第二種須俟五年後始有收益，永遠按年得七百二十元，第三種每年可得利一千三百二十元，從今起收足十年即不復有何收益。就收益額言，後者最大；而前二者則爲繼續性之收益，後者則過一定期限後所得即消滅；第一三兩種現在起計可得收益，第二種則須俟諸五年之後；其形式既複雜若此，故現價不能純視收益額之大小而判。行較繁之計算後，可知第一種之現價爲一萬元，第二種爲八千九百六十五元，第三種爲九千七百一十三元。在此場合投資於第一種方式，自爲最有利。

上例所舉三種投資方式之現價，雖以第一種爲最大，但亦限於當時之利率爲然。若利率變遷，或高或低，則各種投資方式之現價，亦隨之而一漲一縮，殊不一律。故市場利率變動後，向之認爲最有利之投資者，此即倏轉而爲彼矣。茲試據上例所列之三種投資方式之所得，假設在市場利率升至週息八厘及降至三厘時，計算其現價之變遷，表列於左：

（現價變動指數表示現價變動之程度，以利率六厘時之現價爲標準一百。）

市場利率	週息八釐時		週息六釐時		週息三釐時		週息二釐時	
	現價數額	現價變動指數	現價數額	現價變動指數	現價數額	現價變動指數	現價數額	現價變動指數
第一種	七、五〇〇	七五	一〇、〇〇〇	一〇〇〇	二〇、〇〇〇	二〇〇〇	三〇、〇〇〇	三〇〇〇
第二種	六、一二五	六八	八、九六五	一〇〇〇	二〇、七一〇	二三一	三二、六一〇	三六四
第三種	八、八五二	九一	九、七二三	一〇〇〇	一一、二三五	一一六	一一、八四七	一二二

觀表所載，利率六厘時，第一種方式現價最大，為一萬元。利率高至八厘，即屬第三種方式之現價最大，為八千八百五十二元。利率低至三厘時，現價又推第二種方式者為最大，即二萬零七百一十元。由此可知利率變動，不特影響使投資方式本身之現在價值忽生增減；抑且影響使各種投資方式之現在價值比較上之關係亦為差異。其特為顯明之點有二。第一點：即利率高則本利收回速之事業有利，蓋本利收回速則可享昂貴之利息；第三種投資方式收益額最大，即本利之回收最速者，故利率高至八厘時，其現價亦高於一切；同時須候五年後始得收益之第二種投資方式，其現價即最形低落。第二點：即利率低則宜於本利收回遲之事業，因本利收回遲之事業，通常其將來之收益額必較大，以作自然之彌補，於是寧俟將來較大額之收益，猶勝於現在迅速的收回較小額之收益而遭利率低落之暗虧也；上列投資方法之第二種，收益期較遲，而其收益額則較大於第一種，故利率降至三厘時，其現價即較第一種之現價高百分三又五五(3.55%)；利率更低至二厘時，其現價高於第一種者百分八又七(8.7%)；

若與收益期速而額大之第三種投資方式相較，則現價相差更遠，利率三厘時，不過較高百分之八四·三三；利率至二厘，竟成二百七十五又二七與一百之比，(275:27%:100%)，相去二倍七五有餘。

第二目 事業投資現價變動之性質

利率愈高則投資愈利於收益速之事業，前已述之。然關於事業投資現價變動之性質，尚有兩點須予注意者：

一、事業投資之現價，其增減與利率之高下相反，利率愈高則所投資本之現價，估算即愈低下，利率愈低則所投資本現價之估計，即愈增高。故利率騰貴，則使事業之資本價格減低，而令投資無形中生損失，事業即往往艱於經營而陷於不能維持之困境，例如某甲以六厘週息借入資金一萬元，投資於某事業，該事業每年可收益七百元，於是某甲除付利息六百元外，尚可獲利百元。但設利率忽漲至七厘半，則某甲於第一次借貸期滿後，第二次借貸期起即須負擔七百五十元之年利，該事業不特無利可圖，尚須負擔損失五十元。同時該事業之資本價格，亦自以利率六厘計之一萬一千六百六十六元六角六分之額減至以七厘半計之九千三百三十三元三角三分之數。前以一萬元之資金投於資本現價值一一、六六六·六六元之事業，故成有利之形勢；後因利率高漲，致使原已投資萬金之事業之資本現價縮為僅值九、三三三·三三元，故陷於困難之局面。此時某甲於第一年末結算後，若欲續行借款，即不得不承認利率七厘半之契約，明負五十元損失於次年末；若不欲繼續投資，則此現價僅值九、三三三·三三元之事業，亦至多能以此價轉讓別人為止，則須賠補六六六·六七元，始足原來資金之額，此即利率

高漲使投資現價減低而陷事業於困難之情形。反之利率低落，則使事業之資本價格增高，而投資即無形中獲得意外溢利，如上例利率若跌至週息五厘，則事業之現價即增至一萬四千元，某甲若結束其投資，則有增價部分之盈餘；若繼續投資，則利率較低，負擔利息亦減。由是觀之，因投資之現價為媒介，事業投資之境況忽順忽逆，都與利率有密切之關係。

二、事業投資之現價，與利率漲落相反而變動，已如上述。就其變動之程度而觀，則本利回收速者，其變動較微；和本利回收遲者，其變動較劇烈。試觀前目所列之表，因三種投資方式中第三種本利收回最速，次為第一種，最遲為第二種；於是現價隨利率之變動之劇烈程度亦同此次序而累進。在現價變動指數之一欄中，以利率週息六厘時所計算之投資現價為一百；利率高至八厘，各種投資之現價指數均減；利率低至三厘二厘，則指數普遍的增加。但其間增減之度則顯然各相殊異：第三種之指數增減最微，由九十一至一百二十二，相差三十一；第一種之指數增減遠為較大，由七十五至三百，相差二百二十五；第二種之指數增減之度更烈，自六十八至三百六十四，相差為二百九十六。由此種情形觀察，可見利率之變動，雖能影響事業投資之現價為之漲縮，然其影響之程度，要受該項投資之性質之限制；本利回收速者則其受影響之度不大，本利回收遲者則其受影響所及甚鉅。於是假定在非常之情形下，利率有逐漸低下之趨勢時，投資者不憚所投資本之固定，反以候將來之所得為得計；反之而利率有逐漸高漲之傾向時，則投資惟擇收回迅速者之途，但實際上在利率過於閃縮不定之場合，投資因防現價之起落差

額過大，每竭力求充分流動性之投資事業，以消極的限制現價受利率之影響之變動。平時市場利率雖亦常有上下波動之態，但漲跌不鉅，故投資者亦權衡金融情勢，以作因時制宜之計，不必務求投資收回最速之途，而運用其資金也。綜此諸點，皆以投資現價變動程度之高下為準則，而使事業投資或利於收回迅速，或利於回收較遲，皆視利率變動之情形如何為其先決者也。

第八章 國內匯價

第一節 國內匯兌之緣起

國內匯兌爲清結國內各地間債權債務之手段，其法由各地金融機關間行債權債務之轉帳，以代現款之輸運。國內各地間何以發生債權債務之關係乎？原因大概有二：第一爲商業上之原因，因各埠之產品種類各異，而互相貿易以圖需供投合之必要起，各以有餘之商品供給別埠，而復從別埠購買其所缺乏之物品，於是一買一賣間而資金卽隨生流動。若從事貿易時同時爲現金之運送，則交易立即清結，不生任何債權債務之關係於交易雙方之間；但貿易日繁而復臻於鉅額，輦運現款以行買賣，至屬不便而窒礙難行，故貿易時買主對於賣主應付款項，多不直接付現，惟向金融機關購買匯票以居中轉付賣主以款項；故當此時買主之地卽對賣主之地負債關係，而賣主之地卽對買主之地握債權關係，此各地間債權債務關係所由生也。第二爲公私款項轉解之原因，公款之轉解，如中央政府發給各地中央直轄官署經費，各地方政府解送中央稅款至國庫等是；私款之轉移如出外謀生者之家用款項之互寄，旅行者之往來需用之接濟，以及其他諸如此類之埠際間之資金移轉之需要等是；此等公私

款項之轉解，非藉匯兌之法，即須載運現金以應之；今賴匯兌之助，付款者方面乃得單純以款項交付當地金融機關，委託代匯交指定地點以滿其需要；但在營匯兌之金融機關方面而觀，起匯地與匯抵地即互生債權債務之關係矣。異地間既因人事往來，交易頻仍，常相互有債權債務關係之存在，則互相鞏運現款以行清償，未免不智，於是

有經營匯兌者起，而代理其此種相互之債權債務之轉帳清結。最顯著之例，如甲地應付乙地款千元，乙地應付丙地款亦千元，丙地又須付現與甲地千元，設由運現之法，則將千元輾轉移運，結果不過復回原狀；帳項雖得了結，而虛耗運現來往之勞費；若由匯兌之法，則憑匯票之移轉，結果現金不須運轉，帳項亦告清找。故因國內異地相互債權債務之抵消而節減運現之勞起見，國內匯兌遂緣以發生。若在我國年前之現狀而言，則國內匯兌之重要，尙不止因省互相運現之勞而已，更因各地銀兩互異，幣制紛歧，致令有移轉款項於異地之需要者，即不憚運現之煩，而間關載運之結果，此地錢幣到達彼地亦不能通行，不克收清償貸借關係或充支付之用，尙須設法改轉爲彼地錢幣，始達目的；故毋寧依賴匯兌之法以行之也。在顧客而言，匯兌固屬便利於其業務；在匯兌機關言，亦何嘗不因以爲利，蓋彼受委匯款，事實上不必運現，第憑相互記帳，即可抵消彼此之債權債務，而坐收匯水之利益也。有此種種原因，故國內匯兌遂以發生，且日形重要。

第二節 國內匯兌之類別

國內匯兌爲國內異地通貨交換之手段，其實施時按手續之不同，可得分爲種種。通常爲順匯與逆匯兩大類。順匯即本地匯兌機關收得匯款人之款項，而在別地付出此款於收款人；逆匯即本地匯兌機關支出一定金額與收款人，然後從他地自匯款人收回此金額也。故換言之，就本地而觀，順匯爲對外生債務，逆匯爲對外生債權。順匯之施行方法，普通有電匯、信匯、票匯三種：電匯爲異地間以電報密碼通知聯匯之金融機關，或更由匯款人通知收款人，以迅速完成資金移轉之法。信匯則憑信件通知聯匯機關以行匯兌，匯款人將匯款原信連同所匯金額交與銀行（或其他匯兌機關），銀行即爲編號及填成匯款報單，郵寄外埠之聯匯銀行或分行，使將原信及正副收條送收款人，俟簽押後付款，然後將正收條與匯款回單寄回起匯銀行，轉交原匯款人，以作經已妥匯到達之證明。票匯則憑一紙匯票以完成匯兌，匯款人持款向銀行購買匯票，票上書明在某地銀行收款若干，匯款人即可寄與收款人，使持向當地銀行收款，當地銀行將發匯銀行寄來之票根驗對後，即可照付；但匯票上特別註明收款人姓名者，通常須覓保證明，始得照兌。此外尚有所謂支匯憑信之辦法者，爲赴外埠購貨商人或旅行者所常用，即匯款人交款於起匯銀行後，起匯銀行將匯款人交來之支款印鑑票分寄至收款地各行，以爲俟匯款人至各該地需款時，持起匯行所給與之信用證及印鑑開支票取款時驗對之用。凡此諸匯兌方法，皆順匯所常行者也。

至於逆匯之方法亦有三種。第一爲押匯，即本埠商人輸售出貨物後，將該項貨物之發貨單、提單、保險單等交與銀行，由銀行先付與貨值，於其中扣回匯水利息等費用，然後此等單據即被寄至購貨商所在地之銀行，使向購

貨商易取貨價。第二爲買受外埠匯票，卽本埠商人持在外埠付款之匯票，售與銀行，銀行卽寄與外埠之聯匯銀行，使收回此款也。第三爲信匯收款，卽本埠商人以其在外埠之債權讓與銀行，復將事由通知其外埠債務者，銀行亦以信件通知外埠銀行，使向所在地之指定商號收款，雙方信件對照符合，收付關係卽爲轉移，而匯兌之手續卽完成。用於逆匯之方法，前二者較爲通行。

以上所述，順匯以匯款人先交款爲主，款項匯抵對方時，已遲若干日；逆匯以請求者先向銀行收款爲主，銀行自他方收回款項時，已遲若干日；然因特別約定，其情形亦不一致。順匯不先交款，該匯款到達對方之日始同時交付本地銀行者有之，謂之對交，或俟匯款交付於對方之後若干日，匯款人始繳款於本地銀行者亦有之，謂之遲交。凡此等匯率，以含有時日之相差，故較通常匯率因加減利息而致低昂互異。

我國幣制，年前兩元並用，故匯兌亦因之有銀兩匯兌、洋元匯兌、銀洋互匯之別，前二者爲單純的以銀兩或洋元爲匯兌之收付；後者則匯銀兌洋，或匯洋兌銀，收付之錢幣，雙方不同。此外又因異地間有無直接匯兌行市而有直接匯兌與間接匯兌之分，前者如甲地與乙地間有直接匯兌行市者，則可依此匯價以行匯兌；否則須另求與甲乙兩地俱有匯市之丙地爲其計算匯價之媒介，故謂之間接匯兌。

第三節 國內匯價之漲縮

國內匯兌，因貨幣之相同，故匯價之起落，大抵有其一定之限制。幣制完全同一者，則匯價決於現金輸送之運費、保險費等之限度內；幣制不統一者，則先須計算兩地錢幣之成色而定其平價，再於此平價內加減運現種種費用之數，其結果即為匯價上落之限度。此種限度謂之現金輸送點，即指輸入或輸出兩種情勢而言。在此現金輸入及輸出點之間，匯價之伸縮一視匯兌之供求如何以為斷。是則匯價之漲落，大體限止於現金輸出及輸入點之內。昔我國幣制當各地兩元並用時，又兼以平色各異，故匯價之計算，以錢幣之平價為先，一如國外匯兌金幣國或銀幣國間之根據貨幣平色推算平價焉。故欲明我國國內匯價之決定，不可不先悉異地間貨幣之平價，暨其現金輸送之點。但因我國各地幣制，無一固定之標準，即同地所用之銀兩，亦有分量輕重之別，成色高下之殊，雖其相差亦僅至微，惟平價之計算，因此不能臻於精確不二之點。至於運現之費用，大概為舟車運輸費、保險費、包裝及苦力搬移費與輸運期間利息之總和，其額亦伸縮無定。故欲確切求得異地銀兩平價與現金輸送點，當視其所欲移運之銀兩之重量成色如何，運現總費如何，及現銀至異地能改易該地之某種銀兩若干而定。至洋元之平價，若異地所行用之洋元同則其平價為一與一之比，其現金輸送點則在於平價加減運現總費之點也。

匯價之漲縮，限制於現金輸出入點以內，乃就現金可以自由輸運之情況下而言。若異地間對於運現出口之舉，有所禁止，則現金輸送點即不生效力。如我國各地常有枝枝節節之禁現出口令之頒布，因而匯價往往遠越現金輸送點以外是。又按事實言，運現之舉，手續既煩，復多稽時日，故即能自由輸送，而匯價復

已稍越出現金輸送點之外，亦往往寧從事匯兌以了結債務，不事運現也。

在可以自由運現之情況下，現金輸出或輸入點，大概為匯價漲落之相當限制，有時縱能稍有逾越，亦不過遠，然則匯價之漲縮不定，其故何如耶？試一推敲，當知乃繫於匯兌之需供關係之變動；匯兌之供過於求，則價落，求過於供，則價漲。設以甲乙兩地而言，甲地應向乙地收款之數多於應解往乙地之數，即乙地匯票之供給多而需求寡，則甲地匯款往乙地之匯價即落。反是而甲地對乙地負有之債務鉅於握有之債權，則人競相求乙地收款之匯票，因是而甲地對乙地之匯價即上漲。惟匯兌之需供關係，變動不常而決難平衡於一致之點，其供求所以發生消長之故，約言之概如下述各項。

1. 貿易 埠際之進出口貨物，各相殊異，因而互相發生債權債務關係，匯兌之需供關係亦起。故貿易之關係變，匯兌之供求亦必隨而更轉盈虛之狀態。例如甲埠輸出貨物一萬元於乙埠，對乙埠遂握有債權，在乙埠之甲埠匯兌遂起萬元之需要；若同時乙埠出口運至甲埠之貨物僅五千元，則對甲埠之債權亦僅五千元，而市上甲埠匯兌之供給，亦不過五千元；兩相抵銷後對甲埠之匯兌，仍有五千元之需要，於是對甲埠之匯價，遂告增漲，其程度則在平價以上現金輸出點以下也。若乙埠陸續輸出貨物於甲埠，則使甲埠匯兌之供給漸增，若其數超出前比對不足者五千元之數而為六千元，則反形成甲埠匯兌供給過剩一千元，而乙埠之對甲埠匯兌之匯價遂漸下降，其程度則降至平價以下現金輸入點以上也。

2 金融 各埠因其種種複雜之原因，金融之寬緊，各不相侔，因而金融緊迫之甲地，即向金融寬弛之乙地調款，而後者對前者之匯兌即增而匯價亦告漲。若甲地金融調劑之功用已竣，返還款項於乙地時，則匯兌供求之形勢，一反於前，而在乙地市面上甲匯之供給充斥，其對甲地之匯價亦遂下降。設如此關係之匯兌，牽連於多方面的，則匯價之漲縮，亦同時使各地各呈異樣，要視其從此而致之結果如何為斷。

3. 投機與投資 匯兌之供求，變動無常。當其供給浮濫，價格低賤，每啓金融業者或一般人牟利之機，於是對於匯兌，遂不必真正有埠際債權債務清結之需要，而或為投機或為投資者所左右也。從事實買賣匯票以作投機事業者，乃預測各地匯價之盈虛之趨勢，而先事作預期之匯兌交易以冀獵鉅利者也。例如甲地忽發生特別事故，宣佈禁現出口，投機者預料在最近時期內，本地對乙埠之匯兌需要必有若干鉅額，勢不能免，於是先期躉購乙埠匯票，以備禁現出口之令延長至乙埠匯票需要甚殷時操縱鉅利；設果如所料，則其預購之乙埠匯票，遂可高價售出；反是而禁現出口之令取消，則匯價不能漲逾現金輸出點以上，獵利即不鉅；又或臨時乙地大舉投資放款於甲地，則乙埠匯票之供給充斥，而投機者先事預購之乙埠匯票，反蒙跌價之損失焉。此種交易不能嚴確預斷將來所得者，謂之投機。至於投資則不然，擁有遊資者或銀行錢莊感於現款過剩時，每以廉價購市場供給過剩之匯票，以便到期本息俱收，或匯票無註明附息者則更可預先扣除，其所得之利益即購價與將來收得款額之差也。又有不如此直接投資購買匯票以計盈利者，則為行套匯之法，利用各地匯價之複雜不一，從而計算其各個匯價間之差額。

苟發覺有利之處，則用連環匯兌方法，此匯於彼，彼匯於另一地點，輾轉爲之，以圖其間相差之利益。此種輾轉買賣匯票以牟利之法，其利益亦可逆觀，亦屬於匯兌投資之一種。爲簡單示其內容起見，譬如在甲地市場上之匯價，匯至乙地百元，需繳交一百零五元；匯至丙地則需付款一百零六元二角；若同時查得乙地之對丙地匯價爲一百零一元，則從甲地匯款至丙地，若經乙地爲之介，以行間接匯兌之法，不過需一百零六元零五分，其間較之直接匯兌，即有一角五分之羨餘。故照匯價買乙匯，易丙匯，復售之，買賣之間，即可圖利。凡此種種匯兌之投機與投資，對於匯兌之供求關係之變化，固有其一部分之力量者也。

4. 公私款項之收付 公款之收解，與私人款項之調撥，及其他如旅行等需用之活支匯款，其收付之比稱，其數額之多寡，皆足以影響埠際匯兌之供求，而構成其變化之原因之一部者也。

除此以外，尚有種種政治上社會上之複雜之原因，一時的使匯兌之供求爲之更變者，難以勝述。然當種種事變突發之後，必令上述四項原因發生作用，乃使匯價隨生漲縮之象也。綜上各點而觀，對於匯價盈虛消長之理，自可略窺端倪，至於匯價變動之過渡期間及其結果，對於各方面之影響，究爲如何，則俟述之下節。

第四節 國內匯價變動之影響

國內匯兌，因行於隸屬同一行政系統下之區域內，其匯價之變動，當不能外於現金輸送點之限制，平常惟計

路程之遠近，運現費用之大小，以決定匯價上下之止點耳。但處於幣制紛歧，政治未完全安定，政令不統一之國家內，則匯兌之事至繁複，實行運現有困難，禁止現金之移動亦常見，於是匯價之變動亦殊劇烈。因之對於各方面之影響，亦頗形重要。茲一一分述之如下，藉明一斑。

1. 商業 埠際債權債務之發生，首由於相互之貿易，而匯兌之利用，亦以商業為主。故匯價而安定，則商業之販賣，能依確定之準繩以操奇計贏；匯價而變動過大，因縮靡常，則商業之結算，將失所根據，而一切損益，亦陷於不可捉摸之境。是以在兩地間匯價發生劇變之情形下，商業來往，即每為之停頓，因為避免不意之匯價損失計也。又在匯價起過度之變動後，雙方之錢幣價值，即顯低昂，商業之債權債務，無形中發生增減。其債務無形增加之一方，商業艱於維持其損益預算，不免倒閉；至無形中得債權增加之一方，雖表面初似佔有利之形勢，而其實則對方既無力清償而破產，已亦連帶受倒帳之損失，究竟亦屬有害也，是故匯價變動對商業之影響，使陷於凋零不振之局面。若變動不鉅，則其為害猶不致起明顯之作用。其間一似有反比例進退之關係者，即匯價之變動愈小則貿易之額愈增，而商業之貿遷愈盛是也。

2. 貨幣 埠際之貸借過偏於一方面時，匯兌供求之不平衡即甚大，匯價之漲落，即使從事匯兌之兩方，一居有利而一居不利之地位。在此種情形下，其流行之貨幣，即顯然有增加或減少價值之象。依匯價而獲貨幣之增值者，倘此等貨幣非不能自由鑄造，則依匯價而致貨幣減值者之貨幣，必為所吸收改鑄；於是一方見貨幣數量之增

多而一方見其減少。詳言之，匯價變化而居有利的匯價之地位者，即貨幣價值增大之一方，必致貨幣數量之增多；而處於不利的匯價之一方則見貨幣數量之減少。然此乃指現金輸送及鑄造皆能自由之情形下言，否則又當別論。若運現與鑄幣皆有障礙者，則因有利的匯價之一方，購買力增強，而不利的匯價之一方，自對方視之，物價減低之故，前者對於後者，或增加輸入其商品，或增加其投資放款，使貨幣之兌換價值，由偏僻的增減復歸平衡。故匯價變化每影響貨幣之量或值為之遷移。

3. 金融 匯價之變動，既使貨幣之數量與價值為之隨而變動，於是金融之張弛，亦不無受其波動。匯價不利之一方，現幣鎔運出口，通貨減縮，金融漸緊。反之匯價有利之一方，正貨源源集注，通貨增漲，金融不免驟形寬裕。至若埠際貸借關係，因匯價變動而起更移，則其間影響於金融變動者尤大。處債務者地位之一方，匯價不利，金融通常較迫。若禁現金出口，而各種有形無形輸出增加，使貸借關係轉變，則金融復轉寬和。輸出不增，貸借關係仍然惡劣，則不利之匯價繼續延長，必至各種收支漸趨平衡，然後匯價始復常軌。在此種狀態之下，金融即受其影響，而隨時發生變動。

4. 農工各種生產事業 匯價之變動，既使商業衰淡，貨幣數量與價值變動，金融之情態變化，因而農工各種生產事業，亦直接間接受其影響。若本埠匯價短縮，則可為各種生產事業之刺激，使努力生產，而供商業輸出之資。若在變態之情形下，貿輸阻絕，則此種刺激不生，翻受金融逼迫之窘，以致生產減退。依平常情況觀察，匯價之旋漲

旋落，可視為收支平衡上之彼此畸輕畸重，而所以有此屢進屢退之事發生者，要為匯價與各種生產事業交互影響之故。蓋貿易必有商品，而商品所自來，則為農林工鑛等業也。貿易之輸出入，既為構成收支平衡之有力分子，而匯價又據此而定進退，則其各個間固有連環之關係也。

5. 地方財政 公款之調撥，常不能免，匯價變動之頃，即令匯兌之數，發生不能預期之損益，若匯兌頻繁，則所差自甚有可觀。至於因此致幣值變動時，更使預算實際不得平衡。蓋物價之漲落，生活費之增減，隨之而起。於是財政上之預算，非無形中獲羨而陷於浪費，即須牽羅補屋，從事追加，而結果則平衡為之擾亂一也。此外因貿易之盛衰，生產之旺淡，金融之鬆緊等之介，而影響於財政者，如各種賦稅收入之盈絀，公營事業營業狀態之良惡，經費支出額較原定額之增減等等，亦頗重要。

6. 經濟 匯價變動，則貨幣之價值隨而變動，因而關係雙方之購買力即見增減。匯價放長者購買力增大，經濟即形充裕，匯價短縮者購買力減小，經濟即形艱困。而物價之漲落，利率之高下，商業之盛衰，均受匯價變動之影響，換言之，即經濟界之波動，無不隨在與匯價之變化互為影響也。匯價之變動頻繁而鉅大，必因非常之事勢，致出現與鑄造不能自由而起，而同時經濟界感受惡劣之影響，即可斷言。此時匯價高漲之一方，所感受之痛苦為輸出困難，而匯價低落之一方，則購買力減縮。倘同時復有貿易運輸之障礙，則貨幣之對外價值更減，所有進口貨物，均須多付價錢，埠際之貸借關係愈益偏倚，而去經濟之平衡發展之期望更遠。

7. 投機 投機使匯兌之供求關係更變，前已言之，故由是而匯價有漲落；然匯價之變動，又刺激投機之興奮。就通常而論，匯價之旋漲旋落，一如風平浪靜時海面之微波蕩漾，若忽狂風怒作，則波濤洶湧，亦猶外界發生種種事故致匯價起鉅大之漲落也。波濤之洶湧，固受大風馳驟之賜，然水力乘風勢，相為擁擠，始有以作成其忽若高峯矗立，忽若深淵無際之狀；猶投機之風，乘經濟界混亂之勢而起，搖撼匯價為之猛烈降騰也。故匯價變動激烈之際，往往影響投機狂潮之增長，轉而使匯價變動之程度愈甚。反之匯價無甚漲落，投機者無可投之機，投機之風自亦不競。

第九章 國際金融與國際匯兌

第一節 國際金融之進展

自交通經濟演進以來，範圍日廣，由地方而至全國，復至全世界，國際之往來以起。而人事日繁複，國際間人口之遷移，貨物之互市，錢幣之相易，遂以隨而發生。然昔日文明未進，爭戰頻仍，又經濟發達之諸條件未備，故國際之交通猶未繁密。迄近世思想進步，國際能相對的保持和平，而各種機械之發達，又使交通容易，經濟振皇，故凡關於國際往來溝通之事，如人口之移殖也，貿易之相通也，資金之流動也，均有盛大之發展；其中尤以資金之流動為最顯著而重要之現象焉。

國際金融之成立，由於國際間資金之溝通，而國際間資金之所以能相通者，乃由於資金之尋覓高利性，利息較昂之地，即為資金紛至沓來之所。此外又由於政治上之着眼而致，如一國之投資外國，或因企圖伸長政治勢力，或因外交之機宜，更或因謀對外債權之獲得者是。其由利息之高下以移動資金者，有本金安全及回收難易之程度如何之限制。本金穩妥者利息常低，因其間不含保險費；而資本之回收較難者利息每高，因反是則流動容易，而

投合別個更有利之機會亦易也。國際資金之移動，綜合此種種條件，復參酌當時經濟界之情勢以決定之；如當市場艱脆之秋，資金之貸借，對安全之條件，疑慮實多，於是安全之供給少而需要多，形成羣趨安全之投資之狀態；而財界平靜之際，則情形適相反，此時投資求高利，與前之第獲安穩不嫌賤利不同。

國外投資雖因利率與一般經濟情況之差異而成立，然此種差異，古今則一，而國際資金移動之發達，則於茲為烈，顧何為乎。則由下列數因而致：第一、資本之累積。自產業革命以來，生產之技術日進，而施用機器，僱傭勞工，尤使生產數額臻於極端大量，生產費用達於極端節約，國內市場，資本累積日廣，於是海外市場之獲得，乃成用武無地之累積資本解決過剩之辦法。資本之累積，今盛於昔遠甚，故國外投資亦今雄於古。第二、交通之便利。輸運之交通，如陸運、海運，昔惟獸力挽車，人力或風力推舟是賴，今則鐵路輪船，一日千里；而空運之飛行機，邁越於古尤甚。至於信息之交通，有線無線電報、電話、無線電播音、郵政制度等，較之官書傳驛，私人遞送，相去愈逖。故能以此種種之便利之交通，助長國際金融之發展。第三、經濟政策之遞遷。古昔對於國民經濟之思想，以為金銀等正貨為唯一之財富，故設法使此等正貨源源輸入，即為國富增進之特徵，而當時之經濟政策，即在努力獎勵輸出商貨，以流入金銀現幣也。自此種思想衰落以後，經濟政策之措施，乃為丕變，蓋金銀之非為唯一財富之理既明，於是貿易之平衡現積極時，即出口超過入口時，其債權乃易為對外投資，以便收取利息。現代資本主義高度發展之結果，國內資本充盈愈溢，對外謀投資地之獲得愈急。經濟政策之歸趨，既在力圖國際貸借之表現積極的平衡，而債權增加之結

果，又使國際之投資增加。因此經濟政策之轉變，國際間債權債務關係日深而牽涉之範圍日廣；國際金融亦日形重要。第四、有價證券之發達。國外投資，雖藉交通之便利而易於從事，然使投資之方式拙劣，則其發展亦不可期。設投資而在在須親自管理或直接委託管理，則其方式之笨拙不便，可想而知；反之若投資憑法律之間接管理，投資者僅持一種證據以表其所有權，移轉既屬容易，尤不費管理之煩，則其便利，可使投資有無限之發展。近代有價證券之發達，實予國外投資以此種便利者也。以一紙之證券，代表若干之資本，若干之財產，使握有證券者，無異佔有若干之財產資本之所有權，雖證券與資本相離萬里，亦能遙制。即為固定資本如工廠鑛山林場等，亦可以證券為介而從事投資。要言之，因有價證券之發達，使資本之形式易於流動，而啓投資之便宜。觀此，可知現代國外投資之發達，實由上述四個原因結合構成。

自有價證券發達以來，國際金融之調劑，主要賴乎證券之移轉。然資金之流動於國際間者，則為流動資本。其流向之決定，視利率之高下為斷。故在平常狀態之下，外國市場利率高昂，則外國證券之現價低，而其市價亦跌，既跌價之後，利得因之增加，於是國內資金即紛紛購外國證券，而國內資金無形中遂流出外國。若國內之證券市價升長，則其背面為市場利率之低下，證券利得之減少，故國內資金亦每為外國市場外國證券所吸收。反是而外國證券市價高，本國市場利率漲，則資金為逐高利之故，即將轉而湧進國內市場，外國證券之售賣者多而本國證券之購買者衆，此種資金流動於國界間之形式，乃一方為證券之移轉，而一方為流動資金之易位者也。前者之表現，為

證券市場之交易買賣；後者之表現，則爲國外匯兌之運用。國際間資金之流動，無非藉金融機關之轉劃帳目而行。國際之貸借以完成。故國際金融之現象，可以國外匯兌之狀態代表之。試一觀察國外匯兌行市之漲落變動，則國際金融之寬緊盈絀，不啻盡露矣。

第二節 國際金融之阻障

國際間金融之張弛，爲態各殊，而國際貸借之盈虧，表現互異，使無別種障礙，則資金之流動，必爲移寬就緊，將盈補虧；其間所以必然者，亦因利率之顯有低昂，有以致之。至其流動之方法，則主要爲匯兌，卽匯票之買賣也。外國金融促迫，利率上騰，則國內資金，爲所吸引，而外國匯票之需要增，匯市漲。匯市之所以有跌勢者，必因國外匯兌之需要減，供給增，而所以致此者，則或由貿易之出超，或由其他增加債權之原因也。通常匯市之漲落，大抵有其自然之平衡力，國際金融偶生差異，則資金從低利率逐高利率而進行固矣；然其進行繼續不久，則原來低利率之國，卽因流動資金陸續輸出之結果，致市場流動資金短絀，而患金融之趨緊，此時資金供給之數已漸減至資金需要之數以下，利率自因需要增而提高。於是流動資金之流出止，而國外匯兌之需要停，設此時原來高利率之外國市場利率反低於此國內，則資金卽反而從外國流入，而國外匯兌之供給增。供給增則匯市跌，匯市跌則外國對於匯兌之利益失，而同時此國內得資金之流入，利率稍降，外國對於利息之差異之利得更不可期，於是外國資金流入之

途遂塞。循此種論斷觀察，則國外匯市之漲落，實有其自然平準之力；而萬國利率之高下，亦有其自然齊一之方。雖一時需供失其均勻，而致匯價與利率，皆有上下不等之態，但憑資金流動之結果，必能令不等者等，不平準者回復平準也。顧此種理論上之結果，持以鑒之實際，殊多不然，豈此種理論有錯誤之點歟？抑推理有未週歟？其實非是，蓋因國際間資金之移動，頗有障礙，而不能完全自由發揮其自然平準之特性故也。猶水之性就下，故在一盤之中，水面必平；惟若間格種種障壁於盤內，則同處一盤之水，分佈各個間格之間，水面雖各有高低之殊，亦不能流動而成同一高度之平面焉。

事實上對於國際金融之障礙，果爲何如耶？無疑的全因國界之關係，然若爲平面之界線，則資金之流轉仍無阻塞，雖有國界亦不致限制金融之平衡。必此種界線之上，復有立體之建築，高壘深閉，若防水之堤，而後各間格間高低各異之水面，始無從相溝通而成一大平面也。世界國界之存在，爲平面之界線，在此界線上之立體建築，則爲金融政策、貨幣制度、社會習慣、法律條例等之各殊。因此等差異表現立體建築之高低不同，於是國際金融之平準受其障礙而不能顯現。例如英、美兩國之匯兌率爲英國一鎊等於美金元四·八六六五，紐約與倫敦兩地利率均爲三厘，則在此兩國而言，匯價與利率，均成平衡，因四·八六六五之數爲兩國貨幣平價也。但若英國政府因金融政策之措施而停止兌現，禁金出口，則金融流通之障壁生，雖匯價之漲落異常，利率之升降不一，亦不能有自然回復平準之力。英國自一九三一年九月停止金本位以來，對美匯價跌至三元餘，不能回復平價左右，即因其停止金

本位之障礙也。英國停止金本位，對美匯兌，即成紙幣與金幣國間之匯兌，貨幣制度不同，又為一種障礙。金幣國與銀幣國間之匯兌，亦同於此。至於因社會習慣與法律條例之互異，使投資者在某種程度內不敢安心為放量之投資，於是資金之移動，亦不能絕對決定於利率之高下，匯價之貴賤也。凡此種種對於國際間資金移動上之障礙，皆所以使國際金融之未能如理論的自然歸於平衡者也。觀於世界匯率高下之離開平價，利率低昂不一之狀態之常常保持，即可知此中消息矣。

第三節 國際金融之調和與國際匯兌

國際金融既因種種原因而張弛之度各別，而國際投資與國際貿易又時有阻礙，遂致國際金融之調節失其所從之道徑。世界之經濟恐慌，亦於焉醞釀以起。由是可知國際金融調節作用之重要；而國際匯兌，乃其調節之方法，則國際匯兌在國際金融中居如何首要之地位，可想而知。國際匯兌為國際間債權債務相互抵消之方法，本國以在外國之債權抵消對外國之債務，通常為外國匯票之賣出與買入。易言之，即匯兌市場上外國匯票供給與需要雙方之投合。為其投合之中介者，即銀行等金融機關也。供給外匯者售其對外債權於銀行，需要外匯者向銀行購買對外之債權，於是銀行得以察供求之狀態，定匯兌之行市。外匯行市之所以時漲時落，要無非因外匯之忽而求過於供，忽而供過於求故耳。而外匯之供求，所以變動非常者，又因國際間以種種事故而發生之債權債務關係，

時有增減變化故也。外匯之供求，依上所述，因價格漲跌之限制，必能一增一減，漸復平準。但若有種種障礙，則供求之差額，不復能有歸向平準之力，結果使國際匯兌之債權債務長偏於一方，匯價亦為軼出常軌。然雖在此種情形之下，國際間所恃以調劑金融之道，仍不廢乎匯兌。直接貿易輸運之途阻，則匯兌益所需要；反是，則匯兌亦為平準異地間借貸關係之簡捷手段。匯兌之實行，通常以一紙證券為之，是謂匯票。票上必載有付款地及付款人，金額與滿期日，發票人發票地及發票日期等項。若非記名式載明匯付某人者，則可輾轉讓與他人，在市場上買賣流通，作為將票上之債權互相授受。匯票為一種信用票據，因收執此種票據者大抵以現金或資產付出，而惟待將來收回票上之債權。授受之間，時間之遲速，地域之遠近，必有不同，甚或貨幣之單位亦異，故不啻聯合時間上空間上甚而種類上數項金融而為一。使非收執匯票者能信賴日後票上債權之必有者，則匯票之授受，不致實現，故匯票實為一種以信用為基礎之票據。當付款人未照驗承認之前，執票者所恃以保障其權利者，為發票人；匯票既經付款人簽押承受之後，則付款人成為執票者之債務人，負滿期付款之責。此時執票者倘因便利上擬變換其所有債權之形式，即可提供市場，轉售別人，而獲其所欲獲之債權形式或現金資產等。於是匯票遂得流通市場而行匯兌之作用，銀行藉其買賣之行爲而抵劃國際間之貸借，並調和國際間資金之流動。

第四節 國際匯兌之類別

普通流行之匯票，雖其內容所載略同，顧其種類則不一。國內匯兌，前已言之，固可無論。至匯兌行於國際間者，爲國外匯兌。視匯票當事者之不同，又可分爲銀行匯票與商業匯票。發票者與照票付款者均爲銀行，則屬前者；皆爲商人則屬後者。至由商人出票，由銀行照付者，亦稱商業匯票，但於票據經銀行受入後，則交易雙方皆爲銀行，亦可稱爲銀行匯票。此外又按匯兌期限之長短，分爲電匯、即期、短期、長期等。

第一目 銀行匯票

銀行匯票一方爲銀行發出，一方爲銀行照付，以完成異地通貨之移轉者。其種類有三：一爲電匯。乃藉電報通信息，以實行收解款項者。本埠商人如需付款外埠商人，且須從速交付者，每利用之。其法交款與銀行，託其代匯往外國，以電報通知當地銀行使付款於收款人，故款項之給付，不憑匯票，因匯票須由郵寄，郵遞遲滯，迫不及待故也。此種匯兌，交易清結之期間最速，匯兌市價亦最昂，且匯款人尙須負通電報之費用焉。二爲即期匯票。款項之兌付，專憑一種見票即付之匯票，是謂即期。通常銀行受託發出此項匯票，爲正副兩紙，分頭付郵，以防或有遺誤。匯票寄達後，外國收款人持赴銀行照驗，即可當時得款，而付款銀行既承兌該票一紙後，其他一紙即作廢。此種金融交易之時差，爲自匯款日至見票付款日，其期間最少亦爲郵遞匯票所需時日，故銀行可佔若干利息之利益，於是匯價亦廉於電匯。三爲短期或長期匯票。短期與長期之分，繫於時日之多寡，普通以一月以下者爲短期，一月以上者爲長期。其附一定之期限然後付款則一。但此所謂期限，又可分爲兩種不同之根據，其以發票日期爲起算之標準者，

謂之板期匯票，而以照票日期爲起算之標準者，則謂之見票若干日付款匯票。是以按之實際，雖同爲一月之期付匯票，但依後之計算日數標準，必較遲延於依前之計算日數標準。其遲延兌付日數，至少必爲郵遞所需之時日也。例如上海銀行發出二長期匯票，一爲四個月板期，一爲見票後四月付款，發票日爲三月一日，付款地美國舊金山。上海舊金山間之水程，約需時三十日，兩票立即付郵寄遞，約四月一日始達。然四個月板期之長期匯票，自三月一日起扣足四個月，至七月一日舊金山銀行即須負付款之責；而見票四月付款之一票，則縱該票到達收款人而立，即持赴銀行照驗，自四月一日起算至八月一日始能向銀行兌款。與前一票相較，即兌付期較遲郵寄所需之三十日時間，若執票者不即交與銀行對驗，稽延十日之後，始行此手續，則兌付日期尙須展至八月十一日焉。是故此種有期限付款之匯票，因發票若干日後付款或見票若干日後付款之不同，實際期限之長短亦有等差。長期匯票通常爲三月或四月之期，亦有短至兩月或長至六個月者。銀行發出此等長期或短期匯票，因收付款項時日之差，較之即期匯票遙長，故其所佔利息之利益亦尤鉅，於是其匯價乃得更廉於即期匯兌。

第二目 商業匯票

商業匯票爲商業交易圖助長金融之便利而發者，發票人爲出口商，承付人爲進口商或進口地銀行。其與銀行匯票相異之點，爲銀行爲金融機關，信用較優；商人則當營業盈虧之衝，商貨價格之漲落，消費者時尙之好惡，市場之暢滯，甚難確料，且兌付之責任，能否必負，皆爲信用不如銀行之徵。故每須附帶抵押品者，不若銀行匯票之純

爲信用性質者也。然商業匯票亦有根於信用者，故兩者之相異，要視乎其爲商人發出或銀行發出而定。

商業匯票因抵押之有無，可分爲信匯或押匯。信匯爲信用匯兌，匯票不附種種抵押品證券，執票人但憑發票人之信用而收執，復憑承付人之信用而收款。承付人大抵爲外國之銀行，一經照驗，屆期卽爲兌付。

至於押匯則爲抵押匯兌，匯票常連有商業上各項抵押證券，如提單、保險單、貨單及領事之簽證等。執票人（常爲從貼現受入票據之銀行），屆期向承付人（常爲進口商）收款；若無以應，則以抵押品變賣，抵償其所持票票上之債權。其間承付匯票之進口商，若於照驗匯票批明見票日期後卽可取回各種抵押品單據者，謂之照票提貨之匯票。此時執票者僅執一紙匯票，並無抵押品之保障，故屬於信用匯票，不復爲押匯匯票之性質。執票者所以安心於此者，乃憑承付商人之信用也。實際上商人多託本地銀行代爲承付，故毋寧謂爲銀行承付之信用。本地銀行既經承付，則遲若干日後，卽須兌付，是以抵押品亦爲其所保存，進口商擬先提貨而與本地銀行磋商，則另爲一事。要之此時執票者與保存抵押品者異人，其匯票卽與信用匯票無異。若執票者必須承付匯票之進口商清付款項後始交與各項抵押品單據者，謂之付款提貨之匯票。執票者之保障，始終爲附帶之抵押證券，故此種匯票，乃可謂之純粹押匯匯票。此種純粹押匯性質之付款提貨匯票，對於執票人雖有極堅固之保障，不虞拒付或停付之損失，然對於進口商卽付款人則殊不便。蓋此種匯票多爲長期的，進口商若急待提貨出售，以免錯過販賣之時機，則不得不先事籌出一筆現款，於匯票未到期前卽清償匯票所負之債務，而提出商貨也。付款人既於未到期前清

付款項，雖執票銀行亦予以相當之利益，卽照提前付款之日數算回相當利息之回扣。然其所根據之利率，必低於銀行之放款利率，是以進口商若非流動資金充足而現金出於臨時貸借以來者，自必須負相當之利息的損失，故謂不便也。

以上對於匯兌市場上輾轉流通之匯票，略加論述，以明其種類之差異之大概。原以匯兌爲國際金融上最重要之基幹，而金融之流動，多繫乎匯票之買賣，然視乎買賣匯票之種類如何，國際金融受其影響之情勢亦殊不一致。是以對於種種式式之國際匯票，宜先有一簡明之概念，庶便以後之繼續討論焉。

第十章 國際收支

近代國際金融流動方向之決定，泰半繫乎國際收支之狀況。各國因相互交通貿易之故，彼此間即交互有債權債務關係之發生，而一國在其全國經濟之貸借對照表上，遂臚列有種種債權債務之項目。貸借對照表兩方之合計額必相等，而一國經濟之債權債務亦必相抵。是曷以故？蓋實際借貸不均，必有一差額，此差額在商店之貸借對照表為損益額，在一國之國際貸借則為現金之流動，投資之增減等。此項國際貸借，亦稱國際收支，收大於支時為順態，收不敷支時為逆態。國際收支表現為順態者，其維持收支均衡之手段，為現金之流入，或對外之投資。而表現逆態者所藉以維持收支均衡之手段，則為正貨之輸出，對外債權如保有外國證券之賣出，或向外借款募債。凡此種種維持收支均衡之手段，皆為國際間資金移動現象發生之原因。是故因有國際收支，遂發生國際間之債權債務；復因其借貸抵劃期於均等，乃構成一複雜之國際金融現象。然則國際收支，又何所自而發生歟？上已言之，因交通經濟之發達，國際間貿易之相通，人事之往來，日益繁雜，乃啓國際收支之發生。然使國際收支發生之各項事由，換言之即國際貸借對照表中借貸兩方所列之項目，究為何如乎？此種項目，自事實上論，殊屬龐雜繁夥，但簡言之則可分為有形貿易與無形貿易兩大類。

第一節 有形貿易

有形貿易即商貨之輸出輸入，通常爲國際收支上之最重要項目。古昔當重商主義盛行時，且復以此爲決定國際收支順逆之唯一之因素焉。其所持論謂商貨輸出與輸入之比較，若輸出超過則外國即欠本國商貨之價銀，因而現金即隨是而流入；若輸入超過則本國須運送現金以爲抵償外國貨價之需。是以貿易之出超即國際收支爲順態之表證，而貿易入超則爲收支逆態之顯現。因此種不完全的見解，遂連帶有種種偏誤之理論，如以金銀正貨爲國家唯一之財富也，貿易入超必致國家經濟之凋敝也，貿易出超之必啓同量正貨之入超也等均爲其類。凡此種種之論調，雖未嘗無片面之理由，然決非完全之理由也。其忽略在於誤認貿易輸出入爲導致國際收支之完全的原因之前提，前提既不完全，以後之推論，遂一無當。金銀正貨之非唯一的國富，事實證之，經濟學者率承認之。入超未必令國富減，出超未必令國富增，尤未必令金銀正貨等量進口，今古中外各國之事實，已一一有所證明，其例煩瑣，不勝枚舉。即以我國貿易狀態而論，自一八六四年海關開始記載以來，除第一年（即一八六四年）有二百七十一萬餘關平兩之出超及一八七二等數年亦略有出超外，均爲入超，且數量復與年邁長；迄民國二十年即一九三一年之入超已達五萬四千餘萬關平兩之鉅，照上所論國內現金，豈足供歷年累積入超之抵補？然而國內正貨除生金稍有運出外，生銀則反年有流入，是足徵入超之未必令正貨流出矣。顧商貨貿易之結果，輸入既超過，

而正貨不爲同額之輸送，則此種國際支付豈非將索填無所乎？是又爲事實上所無，故可斷定抵補商貨輸入超過額，必尙有其他國際收入超過額以應之；因而亦必更有其他國際支出額之存在也。

國際收支之其他項目，總稱爲無形貿易，與有形貿易對稱，同有輸出與輸入之分別。有形貿易之名，所以指一切商品貨物有形之輸入與輸出而言，包括商品、現金及一切金銀塊。其輸出爲增加國際之債權，故屬於國際收支中之收入部分科目；輸入則代表國際債務之增加，列於國際收支中支出部分之內。各國國際收支通常數額最大者爲貿易額，是以爲構成國際收支之最重要項目，同時亦不失爲決定國際收支爲順爲逆之最重要之因子，但非決定國際收支之唯一的原因而已。就我國二十年份之國際收支而觀，兩方合計額爲一、六九八、六二九、〇〇〇，而貿易額僅據海關統計報告，輸入爲一、四二七、五七四、〇〇〇，對合計額之百分比達八十四（84%）；即輸出之八八七、四五〇、〇〇〇，海關兩亦在收入部分佔有百分之五十二（52%）之勢力，可證貿易輸出入額在國際收支上佔有如何重要之位置，關於民國二十年份我國國際收支之數字，茲暫據日本三井銀行所估算者，可自下表得之：

民國二十年中國國際收支表

收入之部		支出之部	
項目	金額(單位關平千兩)	項目	金額(單位關平千兩)
輸出貿易額	八八七、四五〇	輸入貿易額	一、四二七、五七四
輸出貿易估價不足數	一七七、四九〇	私運入口貿易(軍火除外)	三〇、〇〇〇
私運及陸地貿易出口	一八、〇〇〇	外債關稅擔保	六八、五三〇
現由中央銀行運美	五四、八二九	本息其他	一八、二〇〇
運至香港馬尼拉及南洋	七〇、〇〇〇	政府對外支出	二八、〇〇〇
華僑匯款歸國	一一、二〇〇	現銀進口淨額	四五、一二五
國民保有外國有價證券之收入	二三一、〇〇〇	外人投資收回之本利	五六、〇〇〇
各國對華文化事業費	三六、四〇〇	外國留學費及遊歷費	一一、二〇〇
外國船舶停留費及修理費	五〇、四〇〇	海運人壽保險費及船費	一四、〇〇〇
外國軍艦停泊費	二八、〇〇〇		
外國軍艦經費	一六、八〇〇		
駐華各國公使領事館經費	二五、二〇〇		
	二五、二〇〇		

收 入	合 計	支 出	合 計
外國旅行者消費	二二、四〇〇		
各國對華商工業鐵路及航業之投資	二八、〇〇〇		
尙未結算及數目不詳者	一六、二六〇		
	一、六九八、六二九		一、六九八、六二九

第二節 無形貿易

在國際收支上之各項目，除前述之有形貿易類較形重要外，尙有所謂無形貿易一類，亦有相當之勢力，故常能令有形貿易之順逆與整個收支之順逆不一致，申言之即有形貿易額在收支上之勢力亦每爲所左右。是以以前重商主義者之理論，所謂貿易均衡說，斷定貿易出超入超即爲國際收支之順逆者，竟常與事實相反也。無形貿易之項目，包括一切無形即無物可觀之輸出與輸入而言，英文爲 *Invisible trade* 與有形貿易 *Visible trade* 相對。內分爲外債還本付息，僑民匯款，海船運費保險費，外交雜費，旅行者消費及留學費，政府對外事業費，對外投資等項。茲以次述之如下。

第一目 外債還本付息

外債之還本付息，總稱國際間之向外募債，應募、償還、收回與利息之支付收取。國家因經濟建設，或政治上之

必要，或金融政策上之見地等故而須向外募債時，國際收支即因而起變化。向外募債之國，其所募之債未必即為國家所募之國債，即地方所募之地方債，私法人所募之公司債股票等均包括在內。募集之方式為輸出證券，收回債本時亦然；應募外債之方式，則為輸入證券，對外償還時亦同。在付息期間則付息者輸入息票，收取利息者輸出息票。一國向外募得之債額，為一種國際收入，未收得部分債款亦然，因其性質為一種債權也，而同時復作為一種存外國現款之國際支出。在應募國言，則情形與此相反，應募額為國際支出，其中未交付額亦同此，因亦為一種債務也；但同時又為一種國際收入，因既輸入證券而尚未交款也。在債券付息期間則應募國得收利息，列作國際收入，負債國須交付利息，即為一種國際支出。至如償還期屆，收回債本者可作為國際收入，而償還外債者即須列為國際支出。凡因此外債之還本付息，即致有價證券之輸出輸入，同時復使國際資金無形移動，故須分別國際收支上綜合計算。

我國之對外債款，名目龐複，種種式式，雜而有之。其中僅就有確實擔保而按期還本付息者，計有九種，七種以英金鎊計算，二種以美金元為本位。最近二十一年度我國應償付之外債本息，表列如下者，皆有確實擔保而依期償付者也。

民國二十一年度我國應付外債本息表

債款名稱	單位	本年還本額	本年付息額	本息合計額	尚負債額	擔保品
英德借款(英發)	英金鎊	四六〇、四五〇	二二、〇二三	四八三、四七三	全數償清	關稅
英德借款(德發)	英金鎊	四六〇、四五〇	二二、〇二三	四八三、四七三	全數償清	關稅
英德續借(英發)	英金鎊	二四六、二五〇	一六五、八二五	四一二、〇七五	三、五六一、八二五	關稅
英德續借(德發)	英金鎊	二四六、二五〇	一六五、八二五	四一二、〇七五	三、五六一、八二五	關稅
英法借款	英金鎊	二五〇、〇〇〇	七八、七五〇	三二八、七五〇	一、五〇〇、〇〇〇	鹽稅
克利司浦	英金鎊	一一六、七四九	二〇八、五〇八	三二五、二五七	四、〇五三、四二三	鹽稅
善後借款	英金鎊	三六三、四四〇	一、二三二、五五一	一、五九五、九九一	二二二、二八七、五八〇	鹽稅
以上七種合計	英金鎊	二、一四三、五八九	一、八九七、五〇五	四、〇四一、〇九四	三四、九六四、六五三	
中法美金債票	美金元	七九八、三〇〇	一、九七二、一五二	二、七七〇、四五二	三八、二四五、六〇〇	庚子賠款法國退還部分(關稅)
中比美金債票	美金元	四〇〇、六〇〇	二四三、〇八四	六四三、六八四	三、四四〇、四〇〇	庚款比國退還部分(關稅)
以上二種合計	美金元	一、一九八、九〇〇	二、二一五、二三六	三、四一四、一三六	四一、六八六、〇〇〇	

觀上表所列，則我國本年償付外債本息數為英金鎊四百〇四萬一千〇九十四鎊，照二先令匯價計算，亦約須四千〇四十一萬一千兩規元；而美金部分則本息合計為三百四十一萬四千一百三十六金元，按三十二元匯價算，值規元一千〇六十六萬九千一百七十五兩；上兩項共計為規元五一、〇八〇、一七五兩，約合國幣七千

三百萬元。可知外債本息之還付，在我國國際支出中臻如斯之鉅額。在外國言，此項目亦甚重要；如美國在歐戰以前之國際收支，償付外債本息之國際支付額頗鉅，然因戰期中之承銷歐洲各國戰債，遂使戰後之收支中此項支付消滅而反獲鉅額之國外債權。外債本息，成爲國際收入之項目。同時英、法等國之情形則適與此相反，戰後須對美支付戰債本息。此問題之重要，迄一九三二年之洛桑會議，猶成爲世界經濟政治問題之癥結焉。

第二目 僑民匯款

僑民匯款爲本國僑居外國之人民以在外國經營事業或工作所獲得之羨餘款項匯回本國或外國僑居本國之人民將在本國由種種原因而獲得之利益匯返其各本國或外國。對於僑民匯款爲收受方面之國，則作爲國際收入，而處於匯出款項方面之國，則爲國際支出。我國僑居外國之國民，遍乎世界各地，復以勤儉經營之故，每年所得羨餘甚大。各地華僑，鄉土情深，辛勞所獲，率皆寄存祖國，備異日錦旋歸里各種用運之需。是以我國每年此項國際收入甚屬重要，常逾二萬萬元以上至三萬萬元之譜。至於國內外僑民雖亦略有散居各通商口岸，然以其生活程度與國人較，罕能任工役之苦，則勞工所獲，可稱絕無僅有。大抵外僑在我國所得，皆爲經營工商業而致，然其所得每不匯返本國而復在我國各通商口岸投資，故在我國境內外僑雖有所獲，而匯回其本國或他國之數，則不甚重要也。於是僑民匯款之一項目，在我國國際收支上遂成重要之國際收入。民國二十年因世界經濟不振之影響，華僑匯款之數較減，推斷所得，大概在廣州收到之華僑匯款約二千萬元，香港約四千萬，汕頭約三千八百

萬元，廈門約五千二百萬元，上海及其他各地共約三千萬至四千萬元以上，均以折合國幣計算。綜上各數合計在一萬九千萬元左右，視十九年之二萬四千萬元，已減五千萬元矣。然在我國去年國際收支上觀，猶不失為鉅額之無形貿易輸出也。

關於我國僑民匯款之國際收入之數目，推算之法不一，因而所得之數字亦殊覺紛歧。上述數字乃根據中國銀行二十年度之報告書而來，若照日本三井銀行外國營業部長土屋計左氏之推斷（即上第一節所列表）則為二萬三千一百萬關平兩，與上段所述一萬九千萬國幣約折合一萬一千九百餘萬關平兩之數相較，幾浮於二倍以上。於此可知確數之不易推求，而各家計算結果相去之遠也。就前數年我國僑民匯款之額而考之，有武培幹氏彙集外國學者 Wagel, Morse, Nelson，等各種估計而列成之中國國際貸借表所載，其間估計民十二至十三年之數為關平一萬萬兩，十四年至十五年之數為一萬三千萬關平兩。迄今垂垂六七載，若一切事情並無退步，則華僑匯款當不能少於此數以下。平情觀察，海外華僑數目，據六七年前調查所得，在七百萬人左右（見中國年鑑五三頁），而每年匯款數目，有估作平均每人四十元者，亦有估作平均三十元者，此數平均數，殊不能稱為確當，故億算所得，遂致各殊。但近年華僑人數日減，觀於回國者之恆多於出國者可知，而經濟之不振，世界各地已遍為不景氣所籠罩，華僑所得之不能大有增加又可知，於是僑民匯款數之日減一原則已可確見。但最近世界新聞社發表其根據某方面調查所得，則世界各地華僑總數約六百二十三萬餘，其分佈如下表：

華僑分佈地人數 (單位千)	
南	英屬馬來 (British Malay) 一、五〇〇
	暹羅 (Siam) 一、四〇〇
	荷屬東印度 (The Dutch East Indies) 一、二四〇
	法屬安南 (Annam) 四五〇
	緬甸 (Burma) 二五〇
	菲律賓 (The Philippine Islands) 六五
	北婆羅洲 (British North Borneo) 五〇
	薩拉瓦克 (Sarawak) 三〇
洋	布來 (Brunei) 二
其他各地合計 (美洲檀香山香港等)	一、二四七
世界各地總計	六、二三四

觀此表若姑作華僑人數六百萬計，平均匯款作四十元計，則其數當有二萬四千萬之譜。然有謂近一二年來金貴銀賤之潮狂湧，華僑歛於銀價低廉之便宜，多有悉索敝賦，甚至預支將來所得而匯歸祖國者，平均匯款之數額當較增，重以金貴之結果，匯款抵國後數當尤加，於是僑民匯款之額當不下二萬八千萬元至三千萬元。但按之

日人所算二萬三千一百萬兩，約合國幣三萬六千萬元以上者，相去仍有間，故日人所算或疑失之過多。以上種種數字，姑並存之，以待考證可耳。

第三目 海船運費及保險費

海船運費及保險費，在今日世界交通經濟時代，一切國際貿易往來，非藉海船之載運，保險制度之保險，不能完滿實行之情勢中，實居國際相互收支中之重要地位。戰前英國商船噸數，約當世界船舶總噸數之半，戰後亦有對世界約百分之四十之比率。故照域陀氏之計算方法（在其所著書 *Money changing* 五七——五八頁，根據世界各國貨物於輸出時裝入海船所報告之價格為不含運費與保險費之商品純值，而輸入時起卸之貨物除美國外其價格均含運費與保險費之理由，於是自世界各國輸入額總和中減去世界各國輸出額總和之差數，即可大概作為世界各國國際貿易中所耗之運費與保險費總額，更將各國所有之海船噸數為配分此運費與保險費總額之標準，即可粗知各國應有之此項之國際收入，）稱為海上霸王之英國，每年此項國際收入為十一萬萬鎊餘，英國累年之商貨貿易入超之逆勢亦多賴以移轉。對於此項海船運費與保險費，海運事業不發達之國家，凡商貨之輸出入，人事之往來，舉不得不賴外國海船之運載，遂不得不全處於支出之地位。如我國航運事業之不振，適為其例。最近世界各國海洋航行船舶噸數比較表，並無列名，概可知已。關於此項目之支出，我國去年估計為一千四百萬關平兩云。

第四目 外交雜費

外交各種費用爲駐外使館經費，臨時費如宣傳費特別活動費等之收支。本國派遣駐外公使或大使，及其他臨時特派之考察專員宣慰使巡閱員等，即須爲種種之國際支出，因本國處於支付方面而對手國爲收入方也。反之外國遣使來駐本國，則此項外交費用本國爲收入而外國爲支出。此項目之國際收支，數額通常雖不甚重要，然在國際交通發達之今日，國際往來繁密，外交無能或免，而關於因是而起之費用，亦成必要之支出。我國自海禁既開，進處國際社會之後，週旋於世界帝國主義者羣之間，頓增外交之費用，而因外交不善間接而致之國權損失，固已更僕難數，第非列作國際支出耳。民國二十年我國政府對外交支出爲二千八百萬關平兩，其中當包含種種外交費用在內。至於連屬於此項目之收入，則有一特殊之情態，爲通常獨立國家所無者在，如外國軍艦停泊費及外國駐軍經費是。前者之數目爲一千六百八十萬關平兩，後者則爲二千五百二十萬關平兩。各國使館領事館等經費亦爲二千五百二十萬關平兩，是關於外交費用之消耗於我國而成爲我國之國際收入者，三項共計六千七百二十萬兩。但吾人所當注意者，關於此項外交費用之科目，當去年九月十八日東三省被日本以武力壓境之秋，自較平時略有不同，暗中之特別費用或在無可估計中也。

第五目 旅行者消費及留學費

旅行者消費及留學費在今日世界文化相溝通之會，亦屬通常之現象。本國人民往外國旅行或留學因而支

出一切費用則對此費用額本國處國際支出之地位，對手國則作爲國際收入。反之外人入境旅行及留駐求學則本國收入其對方所支出之費用。歐洲瑞士有世界遊息地之目，每年各國來作旅行者萬計，故旅行者消費一項遂成瑞士國之大宗國際收入。今日世界各國對於外國移民入境，通例禁止勞工入國，尤所深忌；而獨對於旅行者留學者則招致之不暇，果何故哉？毋亦着眼於一國之經濟的利害所致耳。是故南洋猶在荆棘榛莽之際，我國勞工得以大量移入，以助成彼英、荷等政府之經濟發展策；迄乎今日則華工到處均遭排斥，如何設爲種種苛例以施壓迫，習見不鮮。然對我國留學者、遊歷者，則猶置例外，未嘗禁止入口也。

就經濟觀點言，旅行者消費固屬一筆國際收支之帳目，然使地方成爲旅遊者麇集之道，尤爲召致地方繁榮之途徑，故連帶每引起經濟之種種的開展，各國之歡迎遊客，用意固深且長。我國地大物博，歷史久遠，名勝古蹟，山川奇景，不可勝數，外國人士之慕名來遊者，歲繁有徒。不特此也，我國海通以還，即成各國競銷市場，熙攘逐利之所。於是調查我國內地出產之原料也。考察國人消費之能力與習慣嗜好也，旁及地理形勢，社會情況，政治概略等之鈎稽，均有爲各國上下所注意者，是以企圖爲種種之考察調查而遍遊內地者又佔一部分。試觀外人自考察歸去後所出版種種關於我國狀況記載之典籍之觸目琳瑯，即可默思大概。是以關於此項收支，我國收入方面遙超於支出。去年外國旅行者消費於我國之數約在關銀二千二百四十萬兩，而我國遊歷外國之支銷，連留學生所費在內合計亦不過一千一百二十萬兩。或謂私人遊歷費頗難統計，此數不能謂爲絕對確當。然國際旅行，欲免幣制差

異及攜帶之不便，其貨幣之使用多作成旅行活支匯票形式出之，且以外尚有海船及旅行社等之統計，從各方面推算，最低限度當亦能得其概略。而留學生則有教育部與留學管理處之登記，當亦粗可推算。是故此種數字，自可稱爲已示其概況。按之我國出洋遊歷考察者之寥落，則旅行者消費之支付少於收入，亦具相當理由。蓋從實際觀察，遠航異國作大規模之實地調查者，多組隊同行而抱有一中心目的者。爲達其目的起見，每預備多量之經費以便支銷；而實地調查時，又往往較普通旅行之開支遠鉅故也。是以國際考察之殷繁或疏少，爲構成此項目數字多寡之重要原因。

第六目 政府對外事業費

政府對外事業費爲一國政府因施行政策而對外有事業之經營時之支出，在對方之國境內而使用此項支出時，對方之國家即可視該數爲國際收支上之收入。近世帝國主義者之國家，在國際上抱侵略之目的，肆行政治經濟或文化等之侵略手段，其實施時即不免有此項之支出。資本帝國主義者既力圖拓展海外市場，尤注重既得市場之保持。其方法不外厚植其勢力，務成根深蒂固之局；其進行程式則爲在被侵略地經營種種經濟事業文化事業以至培植含政治性質之事業也。凡此種種事業之對外經營，爲近世所常觀，於是政府對外事業費之一項國際收支，亦常存記於各國之國際收支清帳內。原夫帝國主義者之對被侵略國爲此項支出，初非輦運國內資金以應，蓋以商貨推銷所得之利益，投資所得之剩餘，從中略分一杯羹，以爲鞏固其有利局面之用耳。老帝國主義者之

英吉利殖民地屬地遍全球，其所費於此項目之支出甚鉅。其餘各帝國主義者之國家，對於殖民地屬地之經營，亦莫不然。又除此以外，他若海外市場之維持費，對外國天災之慈善賑濟，在外國宣傳宗教，設立贈醫院及各式學校等所耗之費用，均屬其類。我國自清末之昏庸政府對外交經過，殆如一部國權喪失史，各帝國主義者競相向我攫奪市場，要取租借地租界，以爲勢力範圍之設定，作侵佔土地之起點。遂致國境之內，外人之租借地也，租界也，星羅棋布，散處內外，其間所設立教會、醫院，及其本國式教育之學校，分佈之廣，固尤遠乎租借地與租界之上，卽令窮鄉僻壤，邊荒小縣，常可見之。關於是項對外事業之用費，各國卽立乎支出之地位，而我則處收入方面也。至於慈善性質之賑濟捐助，在我國各地患水旱天災時，亦時有所聞，此固或非故示好感以爲別種企圖之意，而有純由國際間基於博愛同情互助等心理以作義舉者，如民國十二年卽西曆一九二三年日本大地震，難民無數，我國民間亦頗有賑助之者卽爲其例。然要之若出於政府之措施，則可歸入此項目論也。此外我國邊疆之爲外人所日日覬覦而積極圖侵略者，四處皆是；若西藏之於英，新疆之於俄，東蒙之於日，均屬彰著。東北三省於民二十年九月十八日爲日以武力攻陷，今猶未決；蒙藏內狀，頗著俄英企圖侵略之跡象；凡此各國政府詎無對之使用之費。特以此種舉動，關乎國際公理，多暗行出之，或夾雜別種項目之下耳。觀前表所列我國去年（民二十）國際收支數字，關於此類國際收支之記載僅列有各國對華文化事業費一項，數爲五千零四十萬關平兩。按其中或不包含關於政治事業之費，僅指關於文化事業而言，亦未可定。

該表係由日人估算而得，其中大部分似尙屬合理。惟關於各國對華事業費，祇列出文化事業一項，則其餘必尙有各項事業費夾雜於數目不詳一項及其他估算過多之項目內。如上所述，華僑匯款歸國一目，卽至少有數千萬兩之浮估。自實際言，國際收入此數之浮估卽爲彼數之估計過少；否則亦必爲負債（入不敷支之虧損額）額之估計過少也。要之政府對外事業費一項，因我國淪爲各帝國主義者之次殖民地，各國之對我支出，表現於我國國際收支上者，其量必殊重要。至就質的方面言，則一國如此之類之國際收入，爲國權被損害之表徵，自非佳象也。

第七目 對外投資

一、對外投資之重要

對外投資爲現代國際金融所盛行，蓋產業發達之國家，資金豐富，利率低微，資金爲覓高利起見，每流入需資正亟之產業落後國家以圖較高之利息也。重以有價證券使用發達之結果，資本證券化，開國際投資便易之途，對外投資更形發展。自資本主義發達，國外貿易盛行，對外投資，尤屬必要。資本充裕之國家，國內市場不足以完全銷售貨物，不得不以海外市場爲尾閘。商貨貿易，既得以大量輸出，資本主義之生產，乃不虞過剩。然其結果則發生對外之債權，使國際發生貸借關係。債權國若不收回資本以爲消費，則以之投資於債務國，於是國際收支一時不均等之差額，復得平準。債務國既借得外國資本之要求權，乃得繼續輸入外資；換言之，卽輸入外國一切商貨而國際貿易關係又連續。其結果又使國際貸借生差額，國際投資又起而平定此差額使之均等，但國際收支不全由國際

貿易構成，已如上述，故國際貿易之差額，綜合國際間各項目之收支結算後，其差額始成國際投資之標的。國際收支逆調之國，每引起外國之投資，以獲得外國資本之要求權，維持國際收支之均衡。國際收支順調之國，則每投資於外國，讓出暫時之資本要求權，而轉取將來之債權。是以就對外投資一項目而言，投資國為國際支出，被投資國則為收入。其所滋生之利息在投資國為國際收入，在被投資國則為國際支出。投資國所以應付此項國際支出，必有各項國際收入，如輸出貿易等項。通常投資國貿易每表現出超，即為其例。殆至投於外國之資本愈多，則每年收入之利息愈鉅，其時若利息之收入超過於新投資出國外之額，即每表現為貿易之入超。英國為資本主義之先進國，歐戰前總計對外投資額達三十六萬萬鎊，每年利息之收入亦達二萬萬鎊，而每年對外之新投資額不過一萬六千萬鎊左右，是即表示此項有四千萬鎊收回消費，英國之貿易入超額，即以此抵補其一部分。戰後英國對外投資，據一九二六——二八之國際貿易與收支備忘錄中（Memorandum on International Trade and Balance of Payments 1926—1928 Vol. II.）所載，其各年淨收入均為二萬八千五百萬鎊，至短期利息及手續費之收入則估計一九二六年為六千萬鎊，一九二七年為六千三百萬鎊，一九二八年則為六千五百萬鎊，此等數猶構成為英國之鉅款無形收入，由是可知對外投資在國際收支上處重要之地位。

二、直接投資與間接投資

我國自與各國通商以來，貿易之入超，年有進展，迄今猶方興未艾，各國以所得貿易盈餘，投資於我國者亦夥。

如工商事業及鐵路、鑛山、航業、銀行等經營之直接投資，與各種公私借債之間接投資，合計達二十餘萬萬元。遂至我國年須負擔萬萬元以上之利息，為國民經濟之重累，為國家生存之危機。外人投資所得，不能全數輦載以去，惟有繼續重新投資，而所投資又為直接投資性質，一切工商事業交通事業均歸其經營掌握；紅利所得，更不止區區數釐純利息之數，於是所獲愈鉅，收回本利及繼續投資又愈多。以致貿易之入超無已時，本國產業之發展無期，國民經濟之枯困，十年如一日，皆拜外國直接投資之賜。自上表觀之，去年各國對我之直接投資為二千八百萬關兩，因歷年之投資而收回之本利為五千六百萬兩，是知我國此項支出負擔之鉅大。

對直接投資而言，有所謂間接投資者，即投資國貸資於被投資國，僅保有一種債權債務關係，投資國不負事業經營損益之責任，純以收取一定利息為目的。此種投資非投資國直接經營事業，故稱間接投資。其形式同為初憑有價證券之移轉，終使商貨起國際間之輸出入，所異者利用所投資本之人耳。我國對外亦有投資，但其方式為保有外國有價證券，非如外國對我投資之直接在境內經營工商業、交通業，是其分別即為間接投資與直接投資之不同，然對於我國對外投資一層，或者謂我國資本貧乏，資金壅集大都市，工商資金雖頗能應付，而生產資金則異常缺乏，律以國際資本移動之常理，如工業國家之資本流入農業國家，地價騰貴利潤低微之國家輸資於地價低賤利潤較大之國家，豈不顯生矛盾？況以我國農村經濟之衰落，農業金融之艱澀，利率之高昂，奈何猶有多量之資本輸出於資本剩餘利率低廉之外國歟？此蓋因資金力圖安穩之故。上章於泛論國際金融時，固曾言之，在安全

條件希罕之市場，資金投放需要安全之條件彌殷，於是本金穩妥之貸借，亦彌覺可珍。於此種情形下，同時別市場之資金貸借，能供給此穩固之條件，則此市場之貸借資金必超越地方而為異地之投放。縱異地市場利率較低，亦所不惜。我國自鼎革以後，變亂侵尋，軍閥官僚囊括所得，每值一次變亂，咸紛紛願倒納倉租手續費而寄存租界外國銀行；此外即有資產階級亦往往風從為之，以致辛亥革命與歷次內戰爆發之際，外國銀行輒苦無餘地以壘存金銀珠寶之屬，即其概例。近年災癘匪共，瀰漫內地，警衛稍單之地，輒遭劫禍，市縣淪為邱墟，畎畝鞠為茂草，農村夷為瓦礫之場，即或不然，亦長在風聲鶴唳之中。以致內地略擁資產者咸易現款屬集都市，內地之資金日涸，生產事業愈蹙，人民生計日窮，治安秩序愈亂；等而下之者，亦不得不悉索其僅有之資金避居大都市中。內地之資金既貧，利率乃愈漲，然擁資者猶然不顧者何耶？毋亦懲於不合安全之條件耳。我國現款既多數聚集大都市中，於是利率亦低降，此何以故？蓋承帝國主義者傾銷貨物之下，洋貨大量進口，國產未能與之爭衡，國內工商業因而難有發展，一般人鑒乎其然，對於工商業之興辦，頗形趨避；銀行等金融機關洞得其態，深恐與其慎重運用資金之大原則有違，對工商業之放款亦不多；資金既少運用之途徑，壅塞不流，利率不得不降。然人既認大都市為安全，何以復有投資於重洋之外者歟？則由於比較上關係一部分認投資外國更為安全所致。蓋普通運用資金之道徑，除放款外，非投於商業票據，即其他證券如公債股票之類。而我國證券，輒受時局影響而跌價甚鉅，商業票據市場又未成立，於是少數有資產階級遂擇穩固之外國有價證券投資，以圖穩妥之生息，而我國一部分資金遂因此外國有價證券

之買受而遠渡重洋以去矣。

我國對外投資購買外國有價證券時，自成爲我國之一筆國際支出，但因此而獲得之利息卽爲我國之收入。我國去年之此項收入，表現於上表之數爲三千六百四十萬兩。此所謂外國有價證券，其類固複雜萬端，利得之豐，殊不一致，然若上表所謂保有外國有價證券之收入，係指利息之獲取，則按常情計，以週息約五釐至七釐爲率，所推算得我國此種對外證券投資，卽有自五萬萬兩至七萬萬兩之鉅。關於我國之對外證券投資，統計絕對缺乏，此數之確否，自不易遽予判斷。或有以爲此所謂收入，乃指利息及一部分還本所得而言。洵如是，則假定中國之對外證券投資，去年滿期收回本金者佔百分十，證券之利得爲百分五（卽年利五釐），證券之購入均在面價百分八十五上下，據此推算證券投資之總額，亦逾二萬萬兩以上。使上表所載我國保有外國有價證券之收入爲三千六百四十萬兩之數，及以上計算方法與實際相差不遠，則我國投資於外國證券市場之數亦殊可重視也。

第三節 國際收支與國際匯兌

綜觀如上所述，一國國際收支包含有形貿易與無形貿易兩大類之綜合結算，此截彼補，然後盈虧乃見，順逆可知。應收不敷應支之數則對外爲負債，非從外國借入資金則須以國內現款抵償。故國際收支之差額，卽因國際投資而平定。國際投資在國際收支中所顯之力量爲使國際之收支延期交割，復成均等之勢。按國際收支之性質，

可分爲全部國際收支與現實國際收支。前者即指一國一切國際收支之綜合結算，其間自包含有將來始行清償之債務債權關係；後者則指一國對外收支現在即須清償之債權債務關係。自對外投資發展以來，此種分別，始形顯著。蓋對外收入大於支之國，其全部國際收支爲順調，然或因對外投資之故，須負交付資本於被投資國之義務時，其現實國際收支平衡可反爲逆調，因就現實之收支言，支大於收故也。一國國際收支，其現實交割部分，對於國際金融之影響最速。國際資金之流動，隨國際貸借之清償而變化，如影隨形之先後。而國外匯價又視國際資金之流動而轉移。此所謂國際資金之流動，應先有一概念，即非必爲現金之國際有形運送，而大半爲無形運送，國際貸借關係之清償，藉現金之實際輸運而完成者甚少，通常多不過藉國際匯兌機關帳簿上債權之移轉以完成之耳。此種債權之移轉，即表現爲資金之無形運送也。對於國際貸借之清償，普通既多以匯兌爲之，故國際貸借之須即清償之數（即現實國際收支之差額）爲順勢抑逆勢，常使國外匯市，表現爲有利的匯價或不利的匯價。一國現實之國際收入大，則國外匯兌之供給多，因而國外匯價跌，比較上外國貨幣之價值減，本國貨幣價值增，遂成爲此國之有利匯價，反之即得相反之結果，一國現實之國際支出若大於收入，致須購買多量之外匯以爲清償負債時，則外匯漲而匯價成爲不利之形勢。然本國貨幣之比較價值愈跌，跌至在實值（以一定金銀量爲本位之貨幣其定量金銀之價值）以下或外國人認爲應有之價值（即該種貨幣實際上可能購得之貨物，與外國貨幣可能購得之貨物相比較之價值，即購買力平價）以下時，即每誘起國內現金或貨物之急激出口，或引起外國之投資，使國際

收支復趨均等。一國現金，不能無限制出口；而一國貨物，又每爲外國森嚴之關稅壁壘所阻止入口，而不能盡量輸出；惟對外投資則少此種外界的限制。故匯價之漲落，常引起證券移動之對外投資，以作自然之限制，由此可見對外投資於國際收支及國際匯價均有深密之影響。

國際金融之流向，既多視國際收支狀態之風勢而定，則普覽世界各間國之國際收支狀態，自不難窺悉國際金融流動之大勢。申言之即國際匯兌供求之實況，亦可得其涯略。如當一八七一年時，法國新當戰敗，一九一九年時，大戰告和之德國，均因戰後交付賠款之故，致國家財政之預算失其秩序，國際收支失其均等，於是其該兩國當時之外匯均高漲異常，此即因該兩國之國際收支，處異常逆勢之下也。若如意國，昔嘗因移民至他地而致里拉（意國幣）匯值下落，蓋移民驟去故國，紛紛以里拉換兌外幣，意國之對外收支即現爲支大於收之逆勢，而外匯需要甚殷之情況也。比至其移民在外國經營種種事業後，將所得寄返祖國時，里拉之對外匯兌價值返漲，即因其國際收支轉順，而外匯之供給充塞之故也。觀此諸例，各國國際收支之順逆，與匯兌供求之消長，暨其間匯價起降之狀態，自不難思索其關係。由是而論，若能就一國之對外收支作綜合的觀察，則該國國外匯兌之供求，可大概瞭然，而其國外匯價之消長亦可大致推知。惟國際之收支，其範圍至廣袤，其區域至複雜，而其種類亦至繁瑣，是以關於其數目之完全的計算，殊不可能。而其逐項收支之起迄時間，亦千差萬別，是故外匯供求盈虛之預測，事實上殊屬渺茫。第從理論上言之，則有如是之因果關係耳。

第十一章 國際匯價

第一節 國際匯價漲落之三重控制

國際間因諸項有形無形之輸出入貿易之結果，而發生對外之收支，則在實行清償此種收支關係時，其所採用之手段，即爲匯兌。實行國際匯兌時，固爲國際間異種貨幣相易之金融，然若非電匯而爲即期、短期、長期等匯兌，則尤爲含有異時之通貨相易之性質之金融也。更有進者，自匯兌之本質言，爲異地間資金無形移動之方式，故使或其用有時而窮，則濟之者爲資金之實際有形移動。於此觀之，又爲一種異地通貨相易之金融也。國際收支之清結，既主要藉匯兌以完成之，則國際收支關係之變化，要即爲國際匯兌供求之變化，而其表面，則匯兌價格之變動也。國際收支之種類次數，既複雜繁瑣異常，其影響於匯兌供求之變遷遂無常規，因而匯價之漲落亦無定則。然自匯兌之金融性質觀察，既爲兼含不同時不同地不同種類之通貨之相易，則可見其與此三方面有相當之關係。

從國際匯兌爲國際不同種貨幣相易之點言，則國外匯價通常須受國際間貨幣平價之限制。異種貨幣各視其實際價值如何而定其與對方貨幣相比較之程度，是謂之平價，匯價漲落不能完全不顧平價，事實上第一層即

受平價之控制。惟是國際交易，區域遼闊，相隔遙遠，藉運送現金以抵當債務，固毋寧從事匯兌。但匯價顯屬不利益，不若輸送現金之爲得時，計其輸送現金，反較利於匯兌者，必以雖耗去運現費，仍得有平價以上之價值之異地貨幣爲度，是卽所謂現金起運點。於是匯價之漲落，縱因偏倚之供求情形而離開平價，亦不能不受平價加減運現費後之現金起運點之羈勒，故事實上匯價又有此現金起運點之第二層之控制。然而國際匯兌除電匯外皆爲兼含異時通貨相易之金融，若實際運現則運送時中之利息，卽歸損失，運出地與運入地雙方利率之比較如何，皆爲重要之先決條件，且嚴格言之，電匯交易，雖憑藉電報通消息而立即交割清結，其價格似無運送匯票稽延時間之運送期間利息關係，然匯兌兩地間其各利率之高下，實際上對之亦殊有不能漠視之影響。是以事實上匯價除受上述二層之制限時，尙因有利率之影響而發生第三層之控制。

第二節 匯兌平價

第一目 同金屬本位國間之平價

國外匯價既以種種原因而致常有漲落，而在其漲跌之進程中，又受有如上所述之重重控制，故其升降之能力，終有相當限度。首決定國外匯價之基本價格者爲匯兌平價。所謂匯兌平價者，卽指匯價適在異種貨幣實值相等之點而言。各國貨幣，或以金鑄造，或以銀製成，皆含一定量之金銀，因而其貨幣亦有其準合所含金銀質量之實際

價值。以一定量之金爲貨幣之單位者曰金本位，而以一定量之銀爲單位者則曰銀本位。金銀異質，故其相兌換之價格亦不外如百貨在市場上所售價格之受供求定例所影響而漲跌不常。是故所謂國外匯兌之平價者，乃指同本位之國家間之交易言，同爲金本位，則各以其貨幣所含之金爲比較，以定其相互間相當之率。例如英、美同爲金本位國，英國貨幣單位鎊所含之純金質爲七三·二二二三八一八釐（73.223818 Decigram），而美國貨幣單位金元所含之純金質則爲一五·〇四六〇三九釐（15.046039 Decigram），故兩國之貨幣平價爲一鎊等於美金元四·八六六五六三，或美金一元合英鎊〇·二〇五四八三八，即四·一〇九六七六先令或四九·三一六一一二辨士也。若同爲銀本位國，則其計算平價之法亦同於此，按所含純銀量折合。照此而論，國際間貨幣之平價，須以同一金屬本位爲其存在之先決條件，然後可藉其所含之金屬純質之量爲其計算之共同標準，以尋其相互之比較率而得也。

第二目 異金屬本位國間之平價

所謂匯兌平價者，照上目而論，自必以同金屬本位貨幣間始有成立之可能。然而現今世界各國，並非同採一種金屬爲貨幣本位，或金或銀，未能強同。而異本位國間之貿易往來亦殊重要，故其匯兌亦必有所根據之平價爲匯兌市價之基礎。然則異本位國間之匯兌平價如何推算乎？自理論上言，所謂平價者，專指同質錢幣之含量之折算率耳。若錢幣非同質，則其價值相異，固不能以含量爲折算標準，且兩者相對換易之價格亦時有變動，更不能尋

一適當之某量折合某量之價值算合率以參入計算，故殊無平價之可言。所可強稱者，惟暫時平價耳。暫時平價之名，對固定平價而言。同質本位貨幣，各以同金屬含量為折算標準。而一國貨幣之金屬含量，乃以法律永久規定者，其單位價值之大小，影響於經濟界之秩序至鉅。故除大戰後法國因通貨膨脹之惡果而減低金法郎所含金量之外，從無輕易變更者。故同質金屬之貨幣間所折算之平價，稱法定平價，或曰固定平價。若異本位國貨幣則因異質金屬之比對價格變動靡常，不能有此，而其平價則須隨異質金屬相換價格之變動而變動。例如兩國間之貨幣，一為金本位之美國，而一為銀本位之中國，則美兩國匯價，除如平常匯價之必須視供求關係而漲落外，尤須視金銀兩者間比價之高下而轉移。金價漲而銀價降，則中國對美匯價跌；若同時美匯供過於求，則對美匯價之跌勢即為之稍殺；惟若同時美匯求過於供，則對美匯價之漲風更勁。反是銀價上升金價下游，則中國對美匯價漲，蓋即中國銀幣對外兌換之價值增也。斯時若中國對美到期之債權多，則美金愈落而銀元愈騰；若需要美金者增加，則美金跌落之勢可稍挽。然而供求市況，乃所以推挽匯價之起跌。根本決定匯價之基金價格者則為其平價，此種平價，因金銀兩者間比價之時變，為流動性的，祇可稱為暫時平價。試設一例以明之，民國二十一年八月三十一日上海對紐約匯價為電匯之 $1\frac{1}{4}$ 。即規元百兩合美金三十一元一角二分五釐，其平價應根據紐約銀價及規元所含生銀數量計算而得，其式如下：

中美匯兌平價計算表 美金元（若干） = 上海規元兩 100.

規元兩 1 = 純銀 518.555 格蘭

純銀 479.52 格蘭 = 美金元 0.28625

$$\text{中美匯兌平價規元百兩合美金數} = \frac{100 \times 518.555 \times 0.28625}{479.52} = 30.955$$

上表規元一兩成色爲 .916666 重量據印度造幣廠檢驗之結果，合英衡五六五·六九七格蘭，折合純銀量爲五一八·五五五。紐約大條銀成色千分之九百九十九，當日紐約銀價爲美金二角八分又八分五合大條銀一盎斯即四百八十格蘭，折合純銀爲四七九·五二格蘭。由此推算所得，該日平價應爲滬規元百兩合美金三十元九角五分五釐，較之該日對美匯價之十一元一角二分五釐，相差一角七分（ $31.125 - 30.955 = 0.17$ ）。自理論上判斷，兩地之匯兌，供求適相符合，則其匯價即貼合平價。是故此處對美匯價稍高於對美平價一角七分，即不啻表示美匯之供給稍多於其需求，對美負有債務者既少於對美握有債權者，則後者爲欲獲得前者之購買其匯票起見，不得不出於競爭，以致寧在平價之上貼水若干，亦甘受之，匯價遂較平價稍高，而利於中國方面之匯兌需要者。反而言之，若對美負債者多於對美握有債權者，致匯兌市場上美匯求過於供，則美匯即須跌落，雖稍降下於平價點，猶有可能。其情形即表現爲三十元九角五分五釐之下，或爲三十元八角七分五釐，或更爲三十元七角五分。我國對美匯價，以八分一爲其起落之步驟，前者即匯市表之 $30\frac{1}{8}$ ，後者即 $30\frac{6}{8}$ ，通常作 $30\frac{3}{4}$ 也。觀此可知異種

金屬本位，卽金本位與銀本位間匯兌平價之決定方法。

第三目 金屬本位與紙幣本位國間之平價

異種金屬本位之國家間，其匯兌平價猶得以其金屬之價值相互比較而定。金本位國則以銀貨爲一種貨物而以金表其價格，銀本位國則以金貨爲一種貨物而以銀表其價格，憑此相對之價格乃可發見相互匯兌之平價。若在以紙幣爲本位之國家，則紙幣之在國內行使，純爲法令所維持，一出國門，卽爲法令所不及（此所謂紙幣，乃指不兌換紙幣而言，若兌換紙幣，則視其兌換爲金幣或銀幣而成金或銀本位矣），既不能行使，其本身復無何等之實值，故在外國獲之，徒視爲一紙片耳。不能如金銀貨之屬，得之可作商貨轉售，或逕以爲工藝首飾之用也。是以金銀本位國對此種紙幣本位國之匯兌，事實上更無平價之可言。且以紙幣之關係，表面上亦不能如金與銀之異本位間準金銀之比值而暫定平價。然則金或銀本位與紙本位國家間之匯價如何成立耶？

事實上以不換紙幣爲本位之國，普通多原爲金屬本位而以兌換紙幣兌換金屬本位幣者，因國家之非常事變財政困難等原由而變爲不兌換紙幣，亦有爲濟國用之窮而自始卽逕以不兌換紙幣發行者。就其不換之點而言則一，既稱不換，則不復能以金銀貨爲測度其價值之標準，一如兌換紙幣之以兌換之金屬本位幣爲其價值判定之基礎也。此種紙幣在一國之內，雖因不兌換而或有低落，然以法令限制之結果，猶得有強制流通之力，因是遂有購買貨物或勞役之效能，而其價值亦遂可以其此種購買力爲判定之基礎。在金屬本位之國，其金屬貨幣自亦

有其購買力，然金銀貨之購買力爲普遍的，在一國然，在他國亦然。而不兌換紙幣之購買力則爲特定的，僅限於一國內，在他國則不能自由流通也。故不兌換紙幣之價值，專以其購買力測定，與金銀貨之復有市價漲落者不同。

在紙幣國內，其紙幣之購買力，以物價之高低如何而斷其大小，物價高則紙幣之購買力縮，物價低則紙幣之購買力增。金貨本位幣對紙幣國之匯兌，其平價視紙幣之購買力如何以爲斷。紙幣購買力有增減時，於是平價亦隨生變化。在金銀本位幣之國家，持有此種實幣，所以願以之易外國之紙幣者，蓋因此種紙幣能供給在該紙幣國需要支付或購買貨物之人之用也。惟然，故實幣國對紙幣國間之匯兌平價，乃決於購買力之比較上關係之點，是卽所謂購買力平價也。紙幣國一定數額之紙幣所保有之購買力，比合於實幣國又一定數額之實幣者，則此兩種幣額之比率卽其匯兌平價，因其根據相互之購買力以爲比較，故稱購買力平價。貨幣之購買力，靡論其爲實幣，或爲紙幣，皆時有變化，因是此所謂購買力平價之點，亦時有遷徙。平價云者，第指一特定之短期間暫時所定者耳。推測貨幣購買力變化之法，由觀物價之漲跌得之。而社會上各個物價，此起彼落，變動繁瑣，推測其一般漲落之大勢，惟賴物價指數以馭之。各國政府，類皆編有物價指數，以爲推測本國物價漲跌之標準，故欲察貨幣購買力之消長，第觀物價指數之增減得之，指數增卽物價騰而貨幣購買力縮也。其觀測之法，以最近（本期）之新物價指數除基期之物價指數（卽一〇〇）卽得之。

關於計算國際間實幣與紙幣匯兌購買力平價之法，茲試舉例明之。設甲國爲實幣國，乙國行使紙幣，此種紙

幣原代表一二錢重量之純金，自停止兌換禁現出口後，已變為不兌換紙幣，而甲國之實幣，則為一錢重量之純金。兩國之物價指數，以一九一三年為基年，至一九二三年時甲國之物價指數升至一五〇，而乙國之物價指數升至二五〇。則兩國間匯兌平價之計算如下：

幣額	幣額	物價	物價
甲國	乙國	甲國	乙國
100	250	150	250
$100 : 250 = 150 : (?)$			
$15000 \div 250 = 60$			
即乙國之紙幣在甲國內跌價，僅得原率百分之六十。			
$60 \times 1.2 = 72$ 購買力平價。			

上式乙國因物價騰貴至二五〇（指數）之結果，致使其紙幣之購買力大減。若在最初狀態時，乙國之貨幣能易純金一錢二分，比甲國貨幣之能易金一錢者超過百分之二十。故在最初平常狀態時，在甲國內之乙國紙幣一元當值甲幣一元二角。惟在現時乙國物價漲高之結果，使乙國紙幣之購買力減低，其減低之度，以兩國之物價指數比較如上，則可知減低至百分之六十。而乙國紙幣在最初時對甲國貨幣之匯兌平價為一元換一元二角，故以之乘此百分率（即百分六十之百分數）乃得七十二。於是遂求得乙國紙幣對甲國貨幣匯兌之購買力平價

爲百元值七十二元。換言之，即在甲國匯兌市場上之乙國匯價爲七十二元購得一百元。由是而觀，乙國之幣值原較高於甲幣，惟因紙幣不兌換以至多量濫發及其他原因，致使購買力大減，表現於物價指數之高漲，乃不克保持其原值而致低跌，於是其匯兌平價亦根據其購買力之變動而轉至如上述之點。

從事實上觀察，紙幣之購買力，每較實幣易於低跌，於是行使紙幣之國，其物價指數每易高漲，而其對外匯兌，兌換價值亦續續低跌。蓋實幣自身可鎔鑄爲一種商貨，在行用實幣之國內，若物價漲則無形中金銀價縮，外國貨物乘機湧進，換售得金銀貨以去。金銀貨流出漸多，貨幣之數量漸減，物價即漸低落，外國貨物以無若何利益，即不復輸入。於是匯兌之供需得以自然調節，物價之升降得以自然限制。若在紙幣國則紙幣不能易國境而行用，僅能依其在發行國之購買力以計算。而紙幣之數量，無自然調節之可能，僅視政府發行當局之旨而定。當物價漲時，紙幣之購買力減，外匯隨之而漲，外國貨物因此不易湧進而圖利益，本國貨幣亦不能因此惹起需要之增加或數量之減少。而因外匯漲物價漲之關係，每每使國家財政愈陷困難，收入既不敷支出，輒從增發紙幣之最簡易方法謀救濟。紙幣之數量愈浮，則物價愈漲，貨幣購買力愈削，而外匯愈昂。其間因果互連，若不從中設法整頓，則循環相乘，靡所底止，此所以紙幣國之外匯常有高漲之勢也。

第四目 紙幣本位國間之平價

如上所述，乃紙幣國對實幣國之匯兌平價之計算，至於紙幣國間之匯兌，又復如何耶？自形式上觀之，雖不盡

同，然其根據購買力平價為基礎則實際如一，其計算亦復相同。紙幣之發行愈濫之國，物價愈高，因而匯兌上其幣之兌換值亦較弱。反之若紙幣發行適量，則國內物價不致因之提高，即紙幣之購買力不致減低，於是其對外匯兌之價值亦不退縮。故兩紙幣國間之匯兌平價，因兩國紙幣購買力之變化常甚大而變動亦頻。然不換紙幣之發行，在發行者方面如募集無息強制公債，是以常有濫發之弊。而紙幣購買力之變化，亦殆常為減低的趨向耳。要之不論紙幣濫發之程度如何，其匯率乃基於購買力平價。而此平價之計算，即從比較兩者間之物價高下，求得物價尤高者之紙幣跌值之百分數，以乘其原始匯兌平價（即紙幣均未跌落時彼此按所代表金銀質量而折算之平價）一如適所舉例即得之。

第三節 現金起運點

第一目 現金起運點制限匯價之意義

匯價之決定，先以平價為標準，後有現金起運點之限制。平價除同屬金或銀本位外，餘或異本位間，或紙本位間，均不能有一固定之點可言。現金起運點乃從平價加減運現費用而得，故平價不定之匯兌，其現金起運點亦不定。然在各種場合之下，平價雖失其固定之點，要亦可暫為搜出，如上所述之各種情形是，故現金起運點隨亦能求得。今無論其為如何之平價，設已得之，為甲國一元合乙國一元五角，則在乙國匯兌市場言，若對甲國運現之費用

爲每運一萬五千元（乙幣）須費二百元，則對甲國匯價若高至一百五十二元以上，爲一五三元，則乙國寧運出一萬五千二百元至甲國以清結甲國之萬元負債，猶勝於從事匯兌，須付一萬五千三百元以購萬元之甲匯也是。此一五二卽乙國之現金運出點（一五〇爲平價點）反之若甲國匯價跌落，至一四八以下，爲一四七時，則乙國寧使現金從甲國運入，付其運現費，萬元甲幣之債權猶有一萬五千元減去運現費二百元卽一萬四千八百元之獲，勝於售賣匯兌而得一萬四千七百元也，是此一四八卽乙國之現金運入點。簡言之，卽自平價加運現費爲現金運出點，減運現費爲現金運入點（此種計算法，乃專指匯價之登記，用正面討價法而言。匯價之登記法有二種：卽所謂正面討價與反面討價是。前者乃謂以外國貨幣爲單位，記載本國貨幣若干折合之數，如外幣百元合本國幣百五十元，或升或降至合本國幣百六十元或百四十元之類是。後者乃謂以本國貨幣爲單位，其數決定不移，僅記載外幣若干折合之數，以表漲落，如本國幣百元，合外幣百四十元，或升至百五十元或降至百三十元是。我國對外匯兌，若英、美、印、法等皆屬此種反面討價法；未廢兩改元時對香港、日本、星加波則屬正面討價法，兩種登記法，計算之性質相反，故現金起運點亦因其匯價登記法之不同而異其或加或減之法。因是若爲反面討價法之匯兌，則平價減運現費爲現金運出點，平價加運現費爲現金運入點。如斯結果，卽與上設之例用正面討價法者適相反對矣。）合此現金運出或運入兩點稱爲現金起運點，卽所以爲匯價漲落之限制者也。

現金起運點爲匯價上落之限制，固矣，然當恐慌發生之際（外發的恐慌或內發的恐慌，如天災戰爭或經濟

界之不景氣，現金之輸運困難，運費保險費等劇增，則現金起運點本身亦常顯甚大之距離，無形中失卻駕馭匯價漲落之效能。雖然，自理論言，現金運出點與運入點之間，雖因運現費用之增加而致距離擴展，匯價之變化，又因之可縱橫於較廣之範圍，而其究竟，當不能脫於此界限之外也。蓋匯價若起落之度，超出乎現金起運點以外，即令購賣匯兌者受不當之損失，於是人遂寧從運現之途徑以避免損失。如此，供需關係一轉移間，遂使匯價過高或過低之勢平復。

第二目 禁止運現時現金起運點之代替

現金起運點對匯價有相當之制限，如上所述，然當恐慌之際，或在非常之時，因人心之戒懼，一國平時之金融狀態，信用擴張交易繁忙者，往往一變而為信用收縮交易停滯；在此種變態之金融現象之下，現金為人所紛紛搜藏，一切正貨準備咸虞不足，國家因厚集現金起見，常禁止現金之出口。方歐戰時，各國均有禁止金銀貨幣金銀塊出口之令，即其例也。於是運現之舉，根本不能實行，而現金起運點之於匯價，亦遂根本消失其管制之效力。然則此時之匯價，當失其控制之具而任意漲落耶？又不盡然，蓋現金之起運，原所以避免不切實際之匯價之不利，使匯兌因供求關係之轉移而平復其極端之匯價。今若運現之舉不克實行，則必有輸運商品之舉以代之，由是在間接方面以商品之代價充兩地間債權債務之抵劃，原與運現實際無異也。據此理推而論之，則國際間其他種種之無形輸出輸入，其結果當與此略同。故使匯價之漲落，有現金起運點為之限制，固常在此限制之內，即值禁現出口之

秋表面似無之，其實亦有商品及其他無形輸出入以爲之限制也。因匯價漲落過甚，將以促現金之起運者促其他有形無形輸出入之增減也。然事實上他種輸運究不如運現之便利，抑禁運現時他種輸運亦往往頗爲艱困，此又爲不容漠視之事實而當另予討論者也。

綜上所言，可知現金起運點爲匯兌停止之點，卽匯價之漲落超乎此二點（運出或運入點）以外，將使匯兌自然減縮，而現金之輸運，乃起而代之。猶吾人製衣，毛價太昂則捨而用棉者將比比然也。若運現之途既塞，則現金起運點之用失，然尙得視兩國間國際收支之均衡程度何如而代之，猶上例棉價亦貴則斟酌氣候、習尚、經濟能力等情形而改用其他品質也。於是此時無形中之現金起運點乃爲其他有形無形輸出入之刺激點。外匯價漲漸越此點而騰，則使輸出增加，由外匯供給之增加而間接平減外匯上漲之勢，直至其降復近於此點爲止。反之外匯價跌漸墮此點以下，則使輸入轉盛，由外匯需要之增長而間接提起外匯之疲落，直至其升回近於此點而止。此點與現金起運點對照言之：現金運出點相當於輸出刺激點，現金運入點相當於輸入刺激點，綜稱爲現金起運點，卽同於輸出入刺激點。前者之計算，乃在平價加減運現費用而得；後者之計算亦略同，乃在平價加減輸出入耗費（卽運費保險費及其他耗費）而得。所異者實際上前者之計算多根據同種金貨間或異種金貨間之平價，而後者之計算則多根據購買力平價耳。至其及於匯價之效力，則現金起運點常爲直接的，而輸出入刺激點則常爲間接的。前者從減少外匯之需要而制止外匯之上漲，後者則從增加外匯之供給行之；前者從減少供給而提回外匯

之疲跌，後者則從增加需要行之，此其大別也。至於推算之煩難簡易，要亦有差。現金之輸運，體積小而價值貴，故比例之運費等較輕微；至其他之運輸，則種類龐雜，輸運之耗費亦不一律，然其比例於輸出入之價值，每較運現爲大。且若其根據之平價爲金屬貨幣間折算之結果，則現金起運點易於算出；輸出入刺激點根據購買力平價計算，其輸運耗費又難決定，故不易求得其確實之度。惟自理論上立說，則兩者之制限匯價，要具相同之作用耳。

第四節 利率對於國際匯價之影響

第一目 匯價脫離限制之例外

匯價之決定，除繫於平價與現金起運點外，其供給與需要之量，亦頗受利率之影響而轉移。理論上匯價常以平價爲中點，現金起運點爲其兩極端之限度，然事實上匯價亦常超越於此限度以外。所以然者，大抵因受人爲之阻力之劫持所致，以購買力平價論，則戰後初期英、法、德各國之對外匯價，其幣值均低於在國內保持之購買力之價值。自一九一九至一九二一之三年間，英幣低落之數約爲百分十；一九二〇年三月四月間德馬克低落之數爲二倍半；法郎一九一九年約低跌至百分七十。此種數目，換言之，卽其各幣在國內之購買力尙穩，而對外之匯兌價值已跌。更申言之，卽外人以外幣換得本國貨幣後，持之在本國內購買貨物，將較以此種外幣在外國購買貨物所獲尤多而尤有利也。照上述數目計之，其有利之程度德國最大，法次之，美又次之。以美金爲準，則持美金若干在

美國購貨，不若以之易爲英、法、德等幣而在英、法、德等國購貨之爲愈；在英購貨，則比在美購貨可多得百分之十，在法則多百分之三十，在德則竟多獲至二倍半焉。按理推論，此等矛盾之事實，應不能聯立存在，茲竟不然，是知其間必有交易不自由之障礙，使人不能因逐利而紛從德購物，而令匯價自然平復於購買力平價之上下也。查當時之情勢，德政府限制出口，設所嚴爲稽征，提高出口貨之售價。因是外人雖知馬克在其本國內購買力猶大，然因不能自由從彼將貨便宜運回本國，遂無法逐利，於是不能按其購買力而予以高值兌換本國貨幣，而馬克之對外匯兌價值乃不能不低落至購買力平價以下矣。此乃限制貿易之進出口致匯價失其常態之結果。限制出口乃使國外購貨者付較高之價始能得本國內之貨，或絕對不能得本國之貨，故使外匯高漲，超乎購買力平價暨輸出刺激點以上而不止。限制進口乃使國內購買者付較高之價始能得外國貨，或絕對不能得外國貨，故令外匯跌落，降於購買力平價輸入刺激點以下而不止。此外如政府管理匯兌以人爲之力量強定匯價；又如國際收支之不均衡，國內財政預算之不敷，羣衆心理之疑懼紙幣增發跌價，致盡情推出；均足使匯價之變動失常，非現金運點輸出入刺激點所能羈勒者。此種人爲的障礙，使國際交易不自由，甚或阻窒國際一切交易之運用，故凡一切關於國際交易之事如貿易、匯兌等之理論，均難持以爲之解釋。除在此種例外之情形外，平常利率升降之影響於匯價者，則頗有可資討論之處。

第二目 常態下之利率與外匯匯價

一國利率之高下，通常由最高金融機關即國家銀行或中央銀行先為市場表率，中央銀行公定貼現率之高下，常為金融市場中將晴將雨之暗示。一國外匯之起落，影響於國家之經濟甚大，而因是引起之現金出入口，對國內金融尤有搖撼之力。故國家為維持國內金融經濟於良好狀況之下起見，每藉中央銀行之力以為統制，將利率提高之或抑低之以左右金融界之視線，推挽匯價之漲縮。事實上英國之中央銀行（英蘭銀行）即常行此法，自一八七六年至一九〇九年之三十四年間，其利率漲落之次數為二百次。法國則非藉此法以轉制金融匯兌者，故其同期間中央銀行（法蘭西銀行）利率之漲落，僅約三十次耳。英國當外匯高漲，本國購匯票者不利時，即每提高貼現率，及用獎勵存款、發行債券等手段以吸集現金，防止現金出口作用之顯現。其每次提高利率，市面金融緊急，於是人民遂紛向各國利率較低之處提款，避免使用費太貴之本國資本。由是一轉移間，外匯之供給驟增，足應需要有餘，故匯價之漲勢得以殺，而不必現金出口之作用為之全力牽掣也。

反之當外匯漸落，外國購匯票者不利或本國售外匯者不利時，現金運入點之作用顯現，於是內外商人遂紛從外國運入現金。此時外匯之跌落，已至現金運入點之限制內，然國家因金融政策上之見地，亦每將利率減低，以助力於現金運入點，使限制匯價跌落之勢力益厚，即同時使現金不致無限制入口。蓋利率減低，則資金之流向即改而對利率高處進發，一般人寧多投資國外利率較高之處，於也資金外流之不暇，現金運入點之作用，亦為之漸衝散矣。利率減低之後，現金之運入漸少，對外之投資漸增，而外匯之需要即漸緊，故外匯之跌落反而回漲，此即

利率抑減後制止匯價下落之力量之表現也。

以上自國內言，利率之一增一減，使匯價之漲風與跌勢，均爲之阻抑。匯價漲，利率隨之而增；利率增，匯價遂落；匯價落，利率隨減；利率減，匯價又轉漲；漲落增減，循環牽挽。申言之，卽利率每隨匯價漲落而增減，而匯價則常反利率升降之道而行。但此乃假定外國市場利率不變時國內單方面情況而論。至若在本國金融狀態仍故，外國利率有變動之場合，設外匯上漲，而國外利率亦增高，則外匯之漲勢愈急，而本國現金將陸續出口；若外國利率降落，則外匯之漲勢因而受打擊，現金運出之舉，亦將躊躇不進，而多代以外國有價證券之輸出矣。又設外匯下落，而國外利率亦縮減，則使外匯之供給愈充塞市場，間接令外匯之跌風愈熾，國外現金，將陸續運入本國；但若國外利率提高，則誘於高利，國內資金，頗有轉購外國有價證券或投資國外者，奮興外匯之需要，間接能令外匯匯市轉堅，於是國外現金之運入，亦將停止。此所謂利率之提高或縮減者，雖指較其故常變動之趨向而言，要亦以國際間相對的比較之等差爲限。所謂國外利率增高，乃指相對的較本國利率爲高；國外利率設平時爲四釐至五釐，等於本國利率平時爲三釐半至四釐半，則本國利率現爲四釐，外國利率雖至四釐半，亦未覺較高，若至五釐或五釐半以上，始可稱顯爲提高，由是推論，苟國內外市場利率均有變動，則須比較觀察其雙方變動之狀態，乃能考知國內外利率之各爲漲爲落，從而始得根據以探討其與匯價之連環因果關係。

第三目 變態下之利率與外匯匯價

利率提高之後，因能引起外匯供給之激增，每使本國貨幣之對外匯兌價值增加，易言之即通常以正面討價法登記之匯價表示跌減，此層上已言之。然有須予注意者，此特在尋常狀態之下而論，若在全部金融組織發生變態時，則不能準此同觀矣。所謂變態者乃指發生恐慌時而言，包括外幣的恐慌如兵燹天災，及內界的恐慌如經濟界之生產過剩信用破壞等。本國市場發生恐慌時，若通貨有價值跌落之危險，則利率固飛漲，外匯亦隨之飛漲。並不如平時之與利率漲落相反矣。蓋通貨既有價值跌落之危險，則貸款者為預籌彌補此項損失計，不得不提高利率。而一般人鑒於通貨之時時跌價，為謀資金之安全計，亦紛紛將之兌換成爲外幣或外幣之形式。在此局面之下，無形中斷絕外匯之供給而源源引起外匯之需要，故外匯之匯價日有飛騰之傾向。又即令通貨並無濫發跌值之危險，利率之高騰，因銀根緊絀所致。則一般人宜將外匯出售，求得現金，而外國投資者，亦宜將聞風興起，投入資金，以攫較高之利息，而外匯即當有回跌之勢矣；然當恐慌之際，經濟界一切情況，皆出乎尋常意料之外，企業之倒閉也，信用之破壞也，支付之延期或停頓也，隨時均有發生之可慮；故外人之投資，常不可期。不特此也，其已到期或將到期或各種長短期之債權，且汲汲收回，由是外匯之需要，更有突增之可能。假令本國對該外國之國際收支常能維持均等之勢，則外匯之漲猶不甚；若常爲逆調之國際收支者，則外匯之漲風愈勁矣。是以當恐慌期前後，國內市場金融尚在搖動狀態之中，利率有高騰之傾向時，外匯之供給，未必增加，外匯之需要，未必減少，因而匯價亦未必回落。此時利率所能影響於匯價者，爲暗示金融界恐慌之程度；利率高騰之結果，市場空氣各相戒懼，外匯匯價亦

輒隨而上漲；至利率反跌，金融恐慌之度少舒，資金安全之慮亦減時，外匯匯價乃復遵常軌，承上漲之後，緩步回低。◎ 國外市場發生恐慌時，其情況亦與國內略同。本國商人，因恐外國債務者或漸至失其償還能力，每爭先出售其對外債權即外匯。競售之結果，每至匯價大跌。匯價跌落，寢至現金運入點以下。若在平時，則外匯之跌勢即停，轉而運入現金，以代出售匯票。惟在恐慌之期間，外國金融緊迫，票據貼現，利率高昂；而外商之負債者又多觀望，冀延遲還款，以免銀根緊迫之窘。此外更恐發生禁現出口之舉，實際運現，遂時虞急不及待，故外匯即銳降亦多拋售者。於此時節，國外市場已生恐慌，金融狀態搖動不安，外匯之購買，對於本金之安全，實屬可慮；故國內市場外匯之賣出儘多，而購買方面究難覓其人，於是匯價遂愈益跌落。雖國外市場利率固已高漲，亦鮮問津者。在此種情形之下，國外市場之利率有高漲之傾向，其匯價則有低落之趨勢，國外利率與本國對外匯價之影響為反比例的。設其恐慌漸過，利率下降，此時資金既少危險之慮，運現之可能，亦在意中，則外匯之拋售自止，而外匯匯價亦復常態，承暴跌之後，漸次回高。

第四目 外匯與利率之相互關係

匯價受利率變遷之影響，如上述者，僅簡單就一般匯兌而言。實際上匯兌因有長期短期之分，復有發票定期或見票定期之別，因而就匯票性質之相異，所受利率之影響亦殊。通常銀行對於短期匯兌因須較長期匯兌之支付期略速，故匯價較高。長期匯兌之付款期較遠，銀行可作取該定期間內之利息，故匯價較廉。而當市場利率有向

下或向上之趨勢表現時，短期匯兌因支付期近，受利率變向之影響，不如長期匯兌之甚。蓋承受匯票者為防利率步漲之故，對於長期匯票須定較高之貼現率，始予購受，因而其匯價較低。若當市場利率有步跌之勢時，則對於長期匯票之承受，雖較低之貼現率亦可，因而其匯價較高。

國內市場利率高昂（比較已往平均利率而言）之期間，外匯市價恒高。在金融緊張之際，利率已高，若猶需要大宗外匯，則銀根愈為短絀，利率更昂。若一國對外之國際收支為約略均等的，則必有相當數額之外匯，欲於市價之高昂而售出，使外匯需求漸劑，市價漸復其常狀。若該國之國際收支之順調的，則俟握有外匯時，動於昂貴之匯價而拋售於市場者更多，外匯匯價更瞬即平復。然若其國際收支為逆調的，則不惟市場難期大宗外匯之沖入，抑且更恐有大宗外匯之攫奪。蓋外匯之漲價，既屬習見而成為長期趨向，而事實上外匯又確有需要，則因市場人心之懼外匯更漲，紛謀購存於先故也。如民國二十一年春之後，廣州金融恐慌，省銀行之擠兌，紙幣之低折，商業之蕭條，在在皆為其象徵。然其對外貿易（以香港為居間）因屬於入超，而土貨輸出又大減退（最顯著者如大宗蠶絲輸出之零落，致南順各邑蠶桑業之完全停頓是）之故，對外債權與對外債務，相差甚鉅。外匯之需要甚殷，故匯市續騰。其中雖有經投機份子之數次賣空，沖淡匯市。然反見各行商之乘機購買外幣，以為清償對外債務之用，或預為此種用途之地步，以致香港紙幣在市面漲價不已，屢見新高峯是其例也。然如此情勢，推演而下，每能漸生一種反動力，使外匯之需要漸減，因而匯價亦終漸退縮者。此按之上文所述，提高利率以抑低外匯之原理，適相吻合。

國外市場利率高昂於本國市場利率時（假定在兩國金融市場靈捷溝通之狀態下而言，如英之倫敦與美之紐約是，蓋非然者，則兩金融市場之利率根本即因有種種隔膜而自生差異，不能準此而論也。）外匯亦常較平時為騰貴。其理由不特因人爭以資金投外國以逐高利，以致外匯需要增加所致；亦因國內銀行一方面收入現金（商人交付匯兌者），照國內市場利率僅得低廉利息，而一方面開始欠到外國當地銀行一筆同數之款項，則須照外國市場利率負擔較高之利息；由此相差而生之損失，銀行不得不提高匯費以為抵償，於是外匯匯價亦因之自然騰貴也。

第十二章 金銀比價與外匯

現世各國貨幣，類皆採用貴金屬爲本位，即以貴金屬爲衡量諸種貨物價值之工具也。貴金屬之中，初用白銀爲之，其後因交易日繁，而其數額亦漸鉅，白銀之價值猶嫌較賤，不勝運搬移轉之煩費，乃漸次轉而用黃金。自英國當一八一六年首先以黃金爲其英鎊本位以後，世界諸國，亦有使用金銀複本位者。然感於複本位之不便，及事實上以量小而價值高之貴金屬爲貨幣之必要，亦漸次孕育施行金本位之動機。一八七一年德國即倣英國之法，採用金單本位制。自時厥後，世界各國貨幣，皆紛紛移其步趨於金本位。十九世紀末葉以來，歐洲各國，大抵皆已成爲金本位之貨幣制度；其他遠東南美等國之表示此種趨勢者，尙比比然。於是世界各國貨幣，大多數皆以黃金爲本位。其餘仍用白銀者，僅我國及三數小國耳。

現今國際幣制狀況，既略如上述，則在共同以黃金爲貨幣基礎之情形下，其各個間外匯之變動，當不致受金銀比價漲落之影響矣。然因金本位之國，多自銀本位或金銀複本位蛻變而來，仍未能免與銀之關係；而銀本位國與諸金本位國亦有重大之貿易關係；故金銀比價之變動，對於國際匯兌仍有嚴重之影響；其相互之漲落，無形中左右外匯順逆之勢焉。舉其較著者而言，歐戰前銀價逐步下落，銀本位國對外匯兌，幣值日降；擁有銀貨者，其財富

無形中日削，其特以爲輸出及獲得國際收入者，數額上亦致抑減，於是外匯亦有不利之趨向。歐戰中銀價回漲，至其極峯，較前漲至四倍強，於是金本位國金貨之購買力大縮，銀本位國之外匯暴落，國際匯兌順逆之勢，與前適相反對。逮至戰後，銀價緩緩回順，然至一九二七年即驟降，約跌去百分之四十之譜。一九二九年以後，跌勢更銳，至一九三一年止，較之歐戰銀價最貴時，僅約當七分之一。換言之，歐戰後銀貴時之銀價爲現在銀賤時之銀價之七倍。以此金貴銀賤之狂潮，在近年經濟界中遂成爲一嚴重之問題。銀本位國之購買力固大降，而其因幣值對外跌落而生之經濟損失，亦固甚大；惟金本位國因金貴而致物價下落，生產停頓，失業增加，社會購買力減退，商業蕭條等所引起之經濟恐慌，暨擁有鉅額生銀者富力之減削等損失，亦殊非尠少也。

由是言之，金貴則金幣之外匯跌，而銀幣之外匯漲；銀貴則現相反之結果。而世界各國貨幣，尙分用金銀兩種，故金銀漲落每使金銀幣間之匯價隨而閃爍不定，或爲此方之外匯放長，或爲彼方之外匯縮短。然當金銀漲落過鉅之時，其對於外匯之關係，則概爲予以一惡影響而已。蓋金與銀本質相異，其各對於實際之需要供給關係，亦兩不同，因是其比價之漲落，殊不能得人爲之統制力以抑止之，非如同屬金本位國間匯價之有自然之節制，可免極度狂漲狂落之大動搖也。

第一節 銀價下落之長期趨勢

金銀比價之漲落，雖以時不同而變化靡定。然統觀歷年其比價變遷之趨勢，則金貴銀賤，幾已成爲長期傾向。以是世界各國之以銀爲貨幣者，無論其國際收支爲正爲負，每感對外匯兌虧損之不利。蓋金漸貴而銀漸廉，爲債務國者，須以本國低價之銀，易取高價之金以償結對外債務，吃虧固矣；卽爲債權國，不須對外付出（此指綜合國際收付二方後之差額而言），然每年收入之銀，轉瞬間或投資國外，或作對外支付時，卽須較收入時能兌換外幣之率貶價，易得較少之外幣，是不啻國家財富之無形抑損也，故亦深感其不利。以是近數十年來，各國改行以金爲貨幣者踵相接，試稽其改用金本位之先後狀況如下，以見貨幣捨銀用金之趨勢：

一八一六年	英國	一八四九	巴西	一八五四	葡萄牙	一八七一	德國	一八七三	美國、丹麥
	瑞典、挪威	一八七六	芬蘭	一八八〇	海地	一八八一	阿根廷	一八八五	埃及
	奧匈	一八九六	卡斯大瑞下	一八九七	俄國、日本	一八九九	印度（金匯兌本位）	一九〇〇	
	厄瓜多爾	一九〇一	聖多明各	一九〇三	菲律賓濱（金匯兌本位）	一九〇四	巴拿馬	一九〇	
	五 玻利維亞、墨西哥（墨用金匯兌本位）	一九〇六	海峽殖民地（金匯兌本位）	一九〇七	哥				
	崙比亞	一九〇八	暹羅	一九一〇	加拿大	一九三〇	安南（金匯兌本位）		

而關於金銀比價銀價之江河日下之觀察，可自下表而得之：

歷年金銀比價表（金一對銀若干之數）

年次	金一對銀—	年次	金一對銀—	年次	金一對銀—	年次	金一對銀—
一六八七	一四・九四	一六九〇	一五・〇二	一七〇〇	一四・八一	一七一〇	一五・二二
一七二〇	一五・〇四	一七三〇	一四・八〇	一七四〇	一四・九四	一七五〇	一四・五五
一七六〇	一四・一四	一七七〇	一四・六二	一七八〇	一四・七二	一七九〇	一五・〇四
一八〇〇	一五・六八	一八一〇	一五・七七	一八二〇	一五・六二	一八三〇	一五・八二
一八四〇	一五・六二	一八五〇	一五・七〇	一八六〇	一五・二九	一八七〇	一五・五七
一八七三	一五・九二	一八七五	一六・六四	一八八〇	一八・〇五	一八八五	一九・四一
一八九〇	一九・七五	一八九一	一九・九二	一八九二	二二・七二	一八九三	二六・四九
一八九四	三二・五六	一八九五	三一・六〇	一八九六	三〇・五九	一八九七	三四・二〇
一八九八	三五・〇三	一八九九	三四・三六	一九〇〇	三三・三三	一九〇一	三四・六八
一九〇二	三九・一五	一九〇三	三八・一〇	一九〇四	三五・七〇	一九〇五	三三・八七
一九〇六	三〇・五四	一九〇七	三一・二四	一九〇八	三八・六四	一九〇九	三九・七四
一九一〇	三九・三九	一九一一	三八・三三	一九一二	三三・三〇	一九一三	三三・九〇
一九一四	三六・九二	一九一五	四〇・四一	一九一六	二九・八四	一九一七	二二・八七
一九一八	一九・六五	一九一九	一六・三八	一九二〇	一五・一七	一九二一	二五・三四
一九二二	二七・二二	一九二三	二九・三〇	一九二四	二七・五六	一九二五	二九・一三

一九二六	三二·五五	一九二七	三五·八六	一九二八	三四·九一	一九二九	三九·〇七
一九三〇	五〇·九〇	一九三一	五九·一〇	一九三二	六七·三六		

上表數目字一八三二年以前據 *Southear* 統計。一八三三年以後據美國造幣局報告，一九一一年以後照

倫敦銀市每年平均市價求出。一九三一及一九三二年則轉用美紐約平均銀價算得（因一九三一年九月英國停止金本位，以英幣表現之銀價，不能完全代表金銀比價，故改依美金計算。倫敦銀市平均價一九三一年為一六·七八一二五便士，一九三二年為一八·四〇六二五便士。紐約則一九三一年為美金三角一分五，照英、美金平價計即折合一五·五三便士；而一九三二年為美金二角七分六二五，約合一三·六二四便士；可知英國因停止金本位故，其貨幣價值低跌，於是以英幣表示之銀價，亦較以未停金本位時之金幣表示之銀價為高焉。不特此也，銀價以金計算，有每況愈下之勢，一九三二年實低於一九三一年，惟倫敦銀市則一九三二年反高於一九三一年，此何以故？蓋全因英幣在一九三一年九月以前，尚未停止金本位，故其銀價因英金幣之表示呈現低落；而一九三二年則全年均在停止金本位之狀態中，英幣已脫離金之價值，換言之，較金之價值遙落，故其所表示之銀價乃得呈現較高之數字也。）

觀上表可知銀價之降落，實自一八七五年開其端，前此二百年來，均略固定於金一銀十五餘之間，至此即突

呈金一銀十六以上之比價。自是而後，各國貨幣改用金制者日多，而銀價之貶抑與金價之高翔亦日甚。不及二十年，即至一比三十之數，視前跌落一倍。迨乎今日，竟至一對六十餘之比價，亦常發現，而銀市尙每迭見新低價之盤焉。

第二節 世界金供給之稀少

第一目 絕對的觀察

關於金銀比價漲落趨勢之解釋，近年來金本位紛紛被採用施行，固爲其一大原因，然尙有其兩個重要之附件，乃足以助長金貴銀賤之風者也。此兩要件其一爲本節所述之金供給之稀少，其二卽下節所敘之銀供給之增多（尤以近年增多爲速）也。關於第一點，查世界金產量自有統計以來，就絕對數目觀之，雖見漸增，然近年（歐戰後）實有顯著之減少。

歷年世界金產量統計表（單位一千盎士）

年次	年	數	共計	產額	平均每年產額	每年產額之百分比
一八五〇止	至一八九三	三六八	一五二、七八八	四二七	—	—

一九二五	—	—	一九、〇三二	二・二四
一九二四	—	—	一九、〇二三	二・二五
一九二三	—	—	一七、七八六	二・一七
一九二二	—	—	一五、四四四	一・九一
一九二一	—	—	一五、九八三	二・〇二
一九二〇	—	—	一六、一二五	二・〇九
一九一九	—	—	一七、六二五	二・三三
一九一八	—	—	一八、五五六	二・四九
一九一七	—	—	二一、二四〇	二・七二
一九一六	—	—	二二、一〇七	三・一二
一九一五	—	—	二二、六七四	三・三三
一九一四	—	—	二二、〇三九	三・二〇
一九一三	—	—	二二、二四九	三・四六
一九一二	—	—	二二、五四九	三・六三
一九一一	—	—	二二、三四八	三・七二
一九一〇止至	六〇	五一七、一二四	八、六一九	二・七九

一九二六	—	一九、三二一	一九六
一九二七	—	一九、四三三	一九四
一九二八	—	一九、七七五	一九三
一九二九	—	一九、四九五	一八六
一九三〇	—	二〇、一六〇	一八九

以上自一四九三至一八五〇年之積存金額，據德國統計，約合一百萬萬金馬克，約當四萬九千萬英金鎊。又展至一九一〇年底止，存金增為共合五百二十萬萬金馬克，六十年中增加五·二倍，申算之，即每年世界存金量增加百分之二·七九。換言之，世界金產額自一八五〇至一九一〇年每年產額約當其年初積存金額之百分之七九也。由一九一一至一九一六年金產額大概每年尚有百分之三之增積，自是而後，即降至百分之二之譜。然與之相對之世界經濟之發展率，據加里氏 (Cari Snyder) 之計算，則大概依百分之三之比率增進，故近年世界金產額常在十七萬萬至十八萬萬金馬克之間者，每年不足額即約為三分之一，其數約達七萬五千萬金馬克。自一九一七年以來，金供給之不足額，累計達一百零五萬萬金馬克之數。此猶就以往金產額每年平均百分之二·八之率假定為足供世界經濟之需用，從而推算金產額若依此率進行，則世界金藏量至一九三一年末應達九百五十萬零九千一百萬金馬克，而實際此時總存額僅為八百四十六萬二千一百萬金馬克之數，於此而判斷其不足之

額耳。至於世界經濟之進展，是否確實每年增加百分之三，此乃莫能真切證明之事，僅大概從物價平準等推定者耳；故其所感之現金不足，所謂約差三分之一（即金產額應以年增百分三為足而今則僅年增百分二故云）年約七·五萬萬金馬克者，亦不外一大體估算之數而已。

關於此種金供給之計算，加沙教授於其所著社會經濟原理（Prof. G. Cassel: *Theory of Social Economic* Vol. II, London, 1923.）一書中，亦嘗有敘述。其大要乃搜集統計材料用統計方法計算世界存金量累積之速度與世界經濟進展速率相比，並觀察其相應時期世界物價之變動，於以推斷金供給量是否充足。其所持論據則以物價平準之高騰為金供給增大之表示，而物價平準下降則金供給稀減之反應也。金供給之充足與否，又以當時經濟進展之狀態判決之。若經濟情況停滯時，則金之新需要決不致發生，於是最低限度在貨幣需用方面不必金之新供給；即有因每年貨幣流通磨損之故而須予補充者，亦僅屬絕微之量耳。

加沙氏由以上之論據，觀察得一八五〇年與一九一〇年之物價，恰可相等，乃推斷此期間金產雖有較前為大量之增加，然因同時經濟進展亦速，其速度恰須需用此增加之存金量，故存金量之增加，不致影響物價之上騰。在此期間中，世界存金量由一八五〇年之一百萬萬金馬克，至一九一〇年累計每年之金產量及減去因貨幣流通磨損及其他原因致毀滅之數量（此等數量估算等於每年存金總量之千分之二），增至五百二十萬萬金馬克。其增加率六十年為五·二倍，即每年平均增加百分之二·八。於是可知與之相應之經濟進展率亦為百分之

二·八也。此點亦可從事實上證明，在一八五〇至一九〇七年間，世界生鐵增加率平均為百分之四·二，生鐵工業之發展為近世工業進步之主要動力，其增加率殊關重要；農業進步率每年約百分之一·二，與其範圍內人口增加率相吻合；設社會收入之三分之一用於食料，三分之二用於隨同工業之進展而增殖，則經濟進展平均率為百分三·二；若設社會收入用於食料與工業各半，則平均率為百分二·七，然實際工業進展必速於農業，故推定其率必在百分二·七以上至百分三·二之間，約為百分三弱。此數大概粗略計算而得，若能精密的除去近世關於貨幣用金之經濟等原因，則對於世界經濟進展率，在此期間實當在百分之二·八間。

自一九一〇年以後，迄一九一六年，金產量對積存量之比率，均超過百分之三，以是物價上騰。然一九一七年以後，金產額絕對量固顯著的減少，而其積存量則較一九一〇以前增加，故其產額增加率每年均不及百分三遠甚，約在百分二之譜。由此觀察，吾人應知若欲維持金產額於百分三之率，因世界積存金量之日厚，必須金產額絕對數量與年俱增方可。一方面若因科學之進步，文明日進，人口累增等等原故致使經濟進展率超過百分三之率時，則金產量尤應更增始能謂為供給充足。然而實際金產量則如何？自歐戰後以來絕對量較前減少，其增加率低落尤甚，以是金之不足額，年年遞增，此最為金本位貨幣制度之一大困難問題也。

第二目 相對的觀察

金供給之稀少，既如上述，雖現在各金鑛產金數額，今後是否漸漸枯竭減少，各專家竟見論斷不一，亦不得遽

予決定。然就事實上之經驗，若非有重要新金礦發現，則金產之激增，亦屬不可能。以前對於發現新金礦，類均須長時期之探查，故發現新金礦一層，亦殊屬困難異常者。金供給之前途，其茫茫既若是；然各國為順應國際貨幣制度之趨勢，及圖國際匯兌之安定起見，又莫不紛紛實行採用金本位制度，其情形復如上述，於是金供給之稀少，其勢愈甚。試觀戰後十年來世界金產額貨幣用之日增及其他用途日減之變遷如下表，可見一斑（單位美金百萬元）

年次	金產額	貨幣用額	工藝用及東洋消費額
一九一九	三六五	六一	三〇四
一九二〇	三三六	一二六	一一〇
一九二一	三三一	二六五	六六
一九二二	三一九	一〇一	二一八
一九二三	三六七	一七九	一八八
一九二四	三九四	六〇	三三四
一九二五	三九四	一七八	二一六
一九二六	三九九	二四五	一五四
一九二七	四〇一	二五三	一四八
一九二八	四〇九	二四六	一六三

上表所謂貨幣用額；大概指鑄造金幣及充金準備而言，所謂東洋消費額則大概包含東洋嗜藏現金人民所皮藏之額在內（印度自轉行金匯兌本位制度後，因用金之故，人民藏銀之風，頗漸變為藏金之習。）自此而觀，可謂世界產金額泰半用於貨幣方面。然以各國做行金本位者之衆，每年金產額，果足供世界貨幣用乎？戰後各國之因大戰而停止金本位者，均急急謀恢復之以安定物價，然因金之饑荒之限制，所恢復之金本位，已非本來面目，蓋昔則對於金幣之鑄造、兌換、輸出入均任自由；今則多種種之限制，或防止輸入，或禁止輸出，或廢止金幣之流通等等，不一而足。其目的大都汲汲於金準備之充實。試觀世界各國中央銀行或國庫所存金額之變遷，並對於金產額之關係如左（單位美金百萬元）

年 末	美 國	法 國	英 國	德 國	日 本	世界合計	遞年增(+)或減(-)額	該年金產量	足用(+)或不足用(-)
一九一三	一、二九〇	六七八	一七〇	二七八	六五	四、八三〇	—	—	—
一九一九	二、五二四	六九四	五八三	二五九	三五〇	六、七三一	(+)一、九〇一	—	—
一九二〇	二、四三四	六八九	七六二	二六〇	五五一	七、一四〇	(+)四〇九	三三六	(-)
一九二一	三、二二一	六九〇	七六三	二三七	六一〇	七、九五三	(+)八一三	三三一	(-)
一九二二	三、五〇五	七〇八	七五一	二三七	六〇五	八、三一三	(+)三六〇	三一九	(-)
一九二三	三、八八三	七〇九	七五四	一一一	六〇〇	八、五八二	(+)二六九	三六七	(+)

一九二四	四、〇九〇	七一〇	七五七	一八〇	五八五	八、九一六	(十)	三三四	三九四	(十)
一九二五	三、九八五	七一	七〇三	二八七	五七五	八、八九〇	(一)	二六	三九四	(十)
一九二六	四、〇八三	七一	七三五	四三六	五六一	九、一六三	(十)	二七三	三九九	(十)
一九二七	三、九七七	九五四	七四一	四四四	五四一	九、五一四	(十)	三五	四〇一	(十)
一九二八	三、七四〇	一、二五三	七四九	六五〇	五四一	九、九八〇	(十)	四六六	四〇九	(一)
一九二九	三、九〇〇	一、六三三	七一一	五四四	五四二	—	—	—	—	—

可見世界各國所貯金準備，與年俱進。有時該年度所增加之金準備，即全舉是年之金產量供給之，亦形不足，但每年用於工藝方面者尚須若干量之金，則此種情形，驟視之豈非似乎悖理而不能成立乎？惟實際則因金之需要孔亟，逐漸價格騰貴，於是昔時埋藏之量，亦被誘而出脫於市場，為首飾用之金，亦鎔化而成為金塊，故世界各國搜羅金準備之額，超乎金產額以上之現象，亦竟能發現也。雖然，世界需要金準備之數，既日益增加，而金產額復少，故金供給相形日稀，價乃迭漲，近年尤甚。觀於各金本位國苦於金絀之壓迫，物價跌落，經濟恐慌，從而焦頭爛額，對於貿易匯兌，施行管理制限之術；對於金融幣制，頒發修改訂正之條，以謀自救者，可概得其中消息矣。

第三節 世界銀供給之增多

所謂世界銀供給之增多者，可分為數層言之，一為銀產之增加，二為銀需要之退縮，三為變本加厲之現銀特殊供給之膨脹；數流交匯，遂構成現銀本身之價值跌落，茲分別說明之如次各目。

第一目 銀產之增加

查世界銀產量統計，銀之產額逐漸增高，近年出產愈盛。下表自一四九三年起，記錄歷年世界銀產額，以一千盎士為單位。

年	次年	年數	銀產額	平均每年產量	遞期連環增產率指數	以一九〇〇年為基期之增產率指數
一四九三——一六〇〇	一六〇〇——一七〇〇	一〇八	七六一、一二四	七、〇四七	一〇〇	一〇〇
一六〇〇——一七〇〇	一七〇〇——一八〇〇	一〇〇	一、一九七、〇七〇	一一、九七一	一七一	一七一
一七〇〇——一八〇〇	一八〇〇——一八五〇	一〇〇	一、八三三、六六九	一八、三三七	一六六	二六二
一八〇〇——一八五〇	一八五〇——一九〇〇	五〇	一、〇五二、〇五七	二一、〇四一	一一七	三〇〇
一八五〇——一九〇〇	一九〇〇——一九〇五	五〇	四、〇七八、九一九	八一、五七八	三八八	一、一六五
一九〇〇——一九〇五	一九〇五——一九〇六	五	八七六、一九二	一七五、二三八	二二五	二、五〇三
一九〇六——一九一〇	一九一〇——一九一五	五	一、〇四六、二一一	二〇九、二四二	一一九	二、九八九
一九一〇——一九一五	一九一五——一九二〇	五	一、〇七八、七三九	二二五、七四八	一〇三	三、〇八二
一九一六——一九二〇	一九二〇——	五	九二六、七四三	一八五、三四九	八六	二、六四八

一	九	二	一	一	一	一七	一、八七三	九三	二、四五五
一	九	二	二	一	一	二一〇、五三三	一二二	三、〇〇七	
一	九	二	三	一	一	二四〇、一六九			
一	九	二	四	一	一	二三八、七七九	近十年期內銀	增產率較一四	
一	九	二	五	一	一	二四五、六九七	產每年平均約二	九三——一六〇	
一	九	二	六	一	一	二五三、二七八	五〇、〇〇〇千	〇之基期爲三、	
一	九	二	七	一	一	二五四、六三八	盎司, 增產率爲一	五七一, 即增三十	
一	九	二	八	一	一	二五七、九〇〇	一九, 即每年平均	五倍零百分七十	
一	九	二	九	一	一	二六〇、九〇〇	較一九二二年增	一。	
一	九	三	〇	一	一	二四六、八〇〇	產百分之十九。		
一	九	三	一	一	一	一九六、一〇〇			
一	九	三	二	一	一				

觀之上表, 近年世界每年產銀額較十六世紀時爲三十六倍, 較十七世紀時爲二十三倍, 較十八世紀時爲十四倍, 較十九世紀上半期爲十二倍, 下半期爲三倍餘; 故銀之出產額漸增, 自十九世紀末年起, 往往爲數倍之激增。然單純觀察此種絕對數量, 固不能即謂爲增產率甚大; 蓋以近年生產技術之進步, 各項工業品大量生產, 固不待

言；即鑛產亦增加甚多，如銅錫鉛之類，每十年大都遞增一倍，若以貴金屬言，則金之增產率亦彌旺於銀，茲照以上表列歷年銀產之分期法，揭示金產額與其增加率如左，俾便對照參閱。

年	次	年	數	金	產	額	平均	每年	產量	遞期	連環	增	以一九〇〇年為基 期之增產率指數
一九九三	—	一六〇〇	一〇八	二四、二六五	二二五	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇
一六〇一	—	一七〇〇	一〇〇	二九、三二八	二九三	一三〇	一三〇	一三〇	一三〇	一三〇	一三〇	一三〇	一三〇
一七〇一	—	一八〇〇	一〇〇	六一、一〇四	六一一	二〇九	二〇九	二〇九	二〇九	二〇九	二〇九	二〇九	二〇九
一八〇一	—	一八五〇	五〇	三九、〇九一	七八二	一二八	一二八	一二八	一二八	一二八	一二八	一二八	一二八
一八五一	—	一九〇〇	五〇	三三四、一七四	六、六八三	八五五	八五五	八五五	八五五	八五五	八五五	八五五	八五五
一九〇一	—	一九〇五	五	七八、〇三三	一五、六〇七	二三四	二三四	二三四	二三四	二三四	二三四	二三四	二三四
一九〇六	—	一九一〇	五	一〇四、八五七	二〇、九七一	一三四	一三四	一三四	一三四	一三四	一三四	一三四	一三四
一九一一	—	一九一五	五	一一一、八五九	二二、三七二	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七
一九一六	—	一九二〇	五	九五、六五三	一九、一三一	八六	八六	八六	八六	八六	八六	八六	八六
一九二一	—	一九二一	一		一五、九八三	八四	八四	八四	八四	八四	八四	八四	八四
一九二二	—	一九二二	一		一五、四四四	九七	九七	九七	九七	九七	九七	九七	九七
一九二三	—	以後	每年	平均約計	一九、二四〇	一二五	一二五	一二五	一二五	一二五	一二五	一二五	一二五

金產額於十九世紀後期較前期激增至八倍有餘（每年平均）交二十世紀之初五年，亦平均增二倍餘，以後復有增進，故一九一五年之產額，已較十六世紀時高出百倍。以視銀產之在十九世紀後期平均增加三·八八倍，至近年產量最豐時亦不外三十六倍於十六世紀時者，誠相去遠甚矣。可知若就增加率而言，銀產實不如金產，不過從數量計（出產及積存之絕對數量）則銀產實多於金產耳。今日世界積存銀量，大約爲八十餘萬萬盎士，其中中國佔有二十五萬萬，英屬印度保有四十五萬萬，各國貨幣用約佔十萬萬（過去四百四十年間，世界累計達一百五十五萬萬盎士，然估算用於工藝磨耗而去者，共達七十餘萬萬之譜，故現存銀僅約八十餘萬萬盎士）而每年出產之二·五萬萬盎士，除去約五千萬用於美術工藝等消費，其新供給爲二萬萬，約合積存銀之百分之二·五。又歐戰中銀產之減少者，至今日因出產爲從來最盛，相形增加遂甚，與金之出產反稀於戰前者迥異。故就歷史的增產率言，銀雖有不如其他金屬，然於貴金屬中，其產量實豐於金，且其出產率亦屬漸增的，是銀產之增加，確屬顯著之事實也。

第二目 銀需要之退縮

關於銀產額供給方面，已略如上述，至於其需要方面，則大抵可分爲中國與印度之消納，世界各國鑄幣用及美術工藝暨以其他原因磨滅毀損而去之四端言之。中國爲用銀國，惟國內不產銀（絕少），故每年均需自外輸入大量銀塊，爲貨幣用及人民財富蓄積之用，其輸入額約佔世界年產額之百分四十餘。印度之輸入，亦臻鉅額：蓋

印度人民有愛好白銀之癖嗜。財富之蓄積，託於銀塊，裝飾玩物，以銀鑄成，此固不待言。其所保有之銀塊，往往埋藏地土之中，以爲不虞之備，又卽已鑄成貨幣之銀，亦常被深藏地窟中。凡此風氣，固亦民智蔽塞，銀行事業不發達有以成之者。印度人民既嗜於藏銀，故每年輸入，泰半以此爲去路，估算印度人蓄存之銀量，至少在三十五萬萬至四十五萬萬盎士之數。今其每年輸入額，仍約佔世界年產額百分之三十餘也。合此二途，已佔世界產銀之十分八，其對於銀需要之重要可想。此外各國鑄幣用者如俄國、荷蘭、香港、波蘭、北美等亦有因鑄造銀輔幣而買進多少，其數約佔銀產額百分十餘。至於美術工藝及其他原因消耗之數，亦約佔銀產額百分十餘之數，以上卽世界每年銀產銷途之大概也。

然而如此之銀去路，今則何如乎？就中國言：內地連年匪共擾亂，水旱洊臻，對外則向所恃爲大宗出口貿易之茶絲等業，海外市場亦已不堪聞問。於是佔全國人口十分之八之農民，因農事凋落，生計日困，購買力日減。從而工商生產事業，亦舉現停滯之狀，對於銀之需要，自亦減縮。試觀以上海一隅而積攔銀塊至二萬萬餘盎士之鉅，可概見中國對銀需要之疲塞矣。蓋在往昔常態下，農民以其農產出售，復以所得款項爲轉購各種用品之資，於是其間乃需要多量之銀以爲交易週轉之用。故上海市場輸入之銀，轉瞬流入內地，以應各處交易之用。待至相當時期，或放款屆償還期，或各處向上海購買應用物品，於是銀流轉回。如是銀之流動通暢，乃證交易之繁榮。然年來上海存銀，合銀元及銀兩計，常在二萬萬盎士以上，並無些微之變動狀態，則內地生產之呆滯可想，而交易之停頓亦可知。

則其對於銀之需要，自無刺激增加之象矣。故中國一九二九年輸入純銀一萬三千六百七十萬盎士者，至一九三〇年亦退化至僅輸入一萬二千三百萬盎士，一九三一年更縮至五千九百萬盎士。

上海歷年年底各銀行庫存現銀及銀元之數比較表

年次	實銀千兩爲單位	銀元千元爲單位	共伸合銀元 (單位千元)
一九一〇年年底	一二、二一〇	五、五九〇	二二、四二三
一九一五年年底	三八、六三〇	一七、五〇〇	七一、一五三
一九二〇年年底	三三、六一〇	二八、〇七〇	七四、七五一
一九二五年年底	五三、六一二	六四、八〇〇	一三九、二六一
一九二六年年底	七〇、五一七	六八、九八〇	一六六、九二〇
一九二七年年底	五七、二一〇	七八、四五〇	一五七、九〇八
一九二八年年底	六一、二二一	一〇二、二二〇	一八七、二四九
一九二九年年底	九一、五一三	一三九、九〇一	二六七、〇〇二
一九三〇年年底	九五、七六〇	一四三、七四〇	二七六、七四〇
一九三一年年底	五三、二二三	一七七、五一〇	二五一、四一七

猶有進者，中國之國際收入，僑民匯款亦爲一大部，然近受世界經濟恐慌之賜，華僑所獲漸減，每年匯款均有

節節退縮之況，則中國經濟能力之低折，亦屬明甚。對銀不特不引起需要，抑恐尚須放出存銀，以爲清結對外債務之用焉。

就印度言，印度本爲用銀之國，復加以人民窖藏之習，銷納銀之能力亦頗大。惟自一九二五年準備着手改革幣制以來，對銀之需要即漸減。復經印度幣制改革委員會之決議，實行於一九三一年用金本位制，於是政府對銀，不特無所需要，反更漸處分其所存之銀準備，而增厚金準備焉。上稱印度對於世界現在累積銀量，約佔有四十五萬萬盎士，其中除三七·六萬萬爲民間窖藏及裝飾等種種原因而保有外，其餘約七萬萬餘盎士之銀，即爲印度政府所保有以爲銀準備者。印度政府既決定改金本位，即舉其所有銀量，漸售之市場以易取金塊，其數目雖多祕密不宣，恐惹銀價之無限下落，現正因是乃予銀價以恐怖之威脅焉。印度政府既出售存銀，而人民對於銀之需要，雖無若何激減（習慣一時不遽除），然因印政府以一部售之國內，故僅就輸入額觀，亦有減低之勢，其純輸入額則更有激減之狀矣。以下列舉近年來印度對銀之輸出入比較二十餘年前對銀輸出入之數，以見印度對銀需要之退化（單位一千盧比）：

年	份	銀輸入額	銀輸出額	銀純輸入額
一九〇三—一九〇四		一八三、七八一	四七、二五五	一三六、五二七
一九〇四—一九〇五		一七六、九六二	四四、三四七	一三二、六一五

一九二六——一九二七	一三四、〇〇〇	九、七六四	一二四、二三六
一九二七——一九二八	一〇七、六五二	一四、八三〇	九二、八二二
一九二八——一九二九	一〇三、六八一	三九、八六〇	六三、八二一

若舉其近數年來對銀之純輸入額，亦明見其遞減之勢。

七年來印度對銀純輸入額（單位百萬盎士）

年	份	銀純輸入額	年	份	銀純輸入額
一九二四		一〇八·二	一九二八		八九·〇
一九二五		一〇六·七	一九二九		八一·八
一九二六		九一·六	一九三〇		九四·五
一九二七		九〇·〇	一九三一		五七·〇

此外對於鑄造貨幣用之銀，亦大形減少，本來經濟日進，貨幣用銀應日多（指各國鑄造銀輔幣言），何今反形減少？則因各國銀輔幣新鑄者大抵減低成色至極劣，而大部分輔幣或更以銻銀白銅等低金屬為之，於是銀之鑄幣用途，亦阻塞難行，其需要亦有日減之勢。大概自統計觀察，從一七〇一年至一八五〇年，平均每年鑄幣用銀

佔每年銀用用途之百分三十六，即每年世界所消費之銀，佔百分三十六用於貨幣方面，由一八九六至一九〇〇年尚佔百分三十三；殆由一九一一至一九一四年即激減至百分十七；近年更減至百分十左右，如下表所示，其歷年累減之況，可見一斑。（單位百萬盎士）

	一九二八年		一九二九年		一九三〇年		一九三一年	
	數	百分比	數	百分比	數	百分比	數	百分比
世界銀消費總額	二九六·九	一〇〇·〇	三一九·〇	一〇〇·〇	二九九·一	一〇〇·〇	二〇二·一	一〇〇·〇
鑄幣用銀額	二四·四	八·二	三七·〇	一一·六	二八·一	九·四	三〇·六	一五·一
美術工藝用銀額	五九·五	二〇·〇	六三·五	一九·九	五三·五	一七·八	五五·五	二七·四

次之美術工藝用銀，昔年亦常佔銀消費額之百分三十左右，即如戰前四年中（一九一一至一九一四）平均銀消費全額為二〇七·八百萬盎士，而美術工藝用銀為七〇·三百萬盎士，其比率亦為百分三十四，但至近年則降為百分十餘之譜。其所以減少者，初非因美術工藝退化之故，亦非因美術工藝對於用銀減少之故，祇因科學進步之結果，對於用銀可非常節省耳。假如美術工藝用銀最繁者，莫如照相影片。製造影片者塗於影片感光膜上之臭化銀，乃於硝酸銀上混合可溶性臭化物而成。因此種臭化銀與光線相遇，即能發生化學作用，顯影及定影而成影片。凡照相及影片，既必須此物，其銷費銀量之可觀可知。計此種銀之消費，即年需達六千萬盎士之鉅。惟是

因化學之進步，能以技術的處理，將廢片中之臭化銀，從新提鍊而出，可得回八成之譜。由此則是項六千萬盎士需要之額，因之可省回四千八百萬盎士，即實際僅消耗一千二百萬盎士耳。故美術工藝之用銀，隨文明之進步而增加，然因使用之節省，其消費率（對銀全部消費額之百分比）近年反見減低。（參閱上表）概觀以上數端，銀需要之減退，蓋屬顯然。

第三目 特殊銀供給之膨脹

銀之供給除上述每年之銀產額外，尚有特殊之供給。此項特殊之供給，自昔有之，即各國改行金本位時出售其存銀之供給是也。例如一八七二年德國準備改行金本位，停止銀幣鑄造，變復漸投售其歷來存銀於市場，計自一八七三至一八八〇年之八年間，即共賣卻一萬三千萬盎士之純銀。近年此種特殊銀供給對銀價影響最鉅者，厥為印度及安南之相繼改行金本位，盡量拋售其存銀。此外各先進金本位國之改鑄銀輔幣，將減低成色後所售出之銀，繼續投資，亦為近年特殊銀供給之大宗。此兩種特殊之銀供給，異常膨脹，世界銀市受其侵襲與威脅，遂致價格續續狂落不已。以下略敘其膨脹之實況，以明世界金銀需供漲落之來蹤去跡。

先述各國改鑄銀幣之概略。各國改鑄銀輔幣之原因，實由於戰前銀價步跌，至歐戰中突呈反常之銀貴狀態所致。戰後一九一九至一九二〇年間，其漲價尤甚；一九二〇年二月極峯之八十九辨士半每盎士銀之值，較之一九一五年最低時之二十二辨士三分之一之值，騰貴至四倍；平均亦約漲至三倍之多。是故各金本位國之銀輔幣，其

中所含之銀，在戰前銀價廉時所代表之金價值低於其所能持以行使之面值者。至是因銀貴而變爲價值驟增，高於面值。於是人之持有此種銀輔幣者，與其持以行使，不若照銀價出售其中所含之銀爲有利。例如金一元所含之金爲一分，銀輔幣半元代表半金元行使，即面值半金元，然此半元輔幣實以銀十分鑄成，當時銀價金一易銀四十，則此含銀十分之半元輔幣，因可作金半分或銀二十分行使，故能安於流通；然若銀價貴至金一易銀十六，則此含銀十分之半元輔幣，雖仍可作金半分行使，然照時值則僅抵銀八分，於是人咸不讓之流通，鎔毀之以圖利。例如若持有此種輔幣百元，鎔毀之可得銀二千分，復按金一銀十六之市價，可易得金一百二十五分，即相當於一百二十五金元，較之照常行使僅值百元者可多獲二十五元之利矣。大戰方停時之銀價騰貴，即有如此種情形影響各金本位國銀輔幣之紛紛被鎔，使交易頓形滯滯，各國政府爲應付事勢計，不得不改鑄銀幣，減低其成色，摻劣其品質，使牟利之徒，不復能施以鎔毀，此乃大戰中銀貴影響於各國銀幣改鑄之遠因也。其後各國因利乘便，一方面感於戰後財政之窘絀，一方面感覺輔幣既以面值高於實值行使爲原則，實無優良其品質之必要；若粗劣其品質，反收經濟之效果；於是咸紛紛改鑄銀幣，將所節省之銀，盡舉而投賣之，以裕財庫。因大戰中各國集中金準備，不讓流通，嘗添鑄大宗銀輔幣以應需要，故此舉甚收效果。如不列顛之一九二〇年改鑄銀幣，將成色九二五之銀輔幣減低至五〇〇，據其財政大臣卻蒂爾所稱，可省出之銀值三百萬金鎊。事實上於一九二〇至二二年中，歐洲各國投資銀共達九千萬盎士，其後循此故轍，每年均有是項之特殊銀供給沖進銀市焉。試觀下表，可概見各國紛紛從事改

鑄減低銀幣成色之一斑（按日期先後序列。）

國別	銀輔幣原成色(千分之)	減低後之成色(千分之)	減色	改鑄日期
荷蘭	九四五	七二〇		一九一九年十一月二十七日
爪哇	九四五	七二〇		一九一九年十一月二十七日
海峽殖民地	九〇〇	五〇〇		一九二〇年一月九日
英國	九二五	五〇〇		一九二〇年三月三十一日
澳洲	九二五	五〇〇		一九二〇年三月三十一日
新西蘭	九二五	五〇〇		一九二〇年三月三十一日
洪都拉斯 (Honduras)	九〇〇	七二〇		一九二〇年四月三日
錫蘭	八〇〇	五五〇		一九二〇年八月二十九日
巨哥斯拉夫	九〇〇	無銀幣		一九二一年六月二十八日
墨西哥	九〇〇	七二〇		一九二一年九月二十二日
秘魯 (Peru)	九〇〇	五〇〇		一九二二年一月二十二日
立陶宛 (Lithuania)	九〇〇	五〇〇		一九二二年八月九日
拉脫維亞 (Latvia)	九〇〇	八三五		一九二二年十一月一日

法 國	捷克斯 洛佛克	希 臘	芬 蘭	愛 沙 尼 亞	意 大 利	波 蘭	厄 瓜 多 爾	比 利 時	匈 牙 利	智 利	奧 地 利 亞	德 國	士 耳 其	丹 麥	巴 西
九〇〇	八三五	九〇〇	九〇〇	九〇〇	九〇〇	九〇〇	九〇〇	九〇〇	八三五	八三五	八三五	九〇〇	八三五	八〇〇	九〇〇
六八〇	五〇〇	無銀幣	無銀幣	無銀幣	八三五	七五〇	七二〇	無銀幣	六四〇	七二〇	六四〇	五〇〇	無銀幣	無銀幣	五〇〇
一九二八年六月二十五日	一九二八年六月二十二日	一九二八年五月十四日	一九二八年四月二十七日	一九二八年一月一日	一九二七年十二月二十二日	一九二七年十月十八日	一九二七年三月四日	一九二六年十月二十五日	一九二五年十一月二十一日	一九二五年九月十六日	一九二四年十二月二十日	一九二四年十月十一日	一九二四年四月一日	一九二四年二月十五日	一九二三年一月二十四日

印度支那	九〇〇	七二〇	一九三〇年三月一日
羅馬利亞	八三五	無銀幣	一九二九年二月十四日
布加利亞	九〇〇	六八〇	一九二八年十二月三日
摩洛哥	九〇〇	六八〇	一九二八年九月五日

各國經此一次改鑄銀幣潮之後，所節省之銀頗多，乃成爲銀市上之特殊供給，據漢地及哈爾門之銀市年度報告，可列成如下之表，以示戰後歷年來其供給之狀況（單位純銀一百萬盎士）。

年份	英國銀幣 減色餘銀	歐洲其他各國 鑄化銀幣餘銀	印度出售 存銀量	安南鑄化 銀幣餘銀	總計
一九二〇	—	一八〇	—	—	一八〇
一九二一	—	三一〇	—	—	三一〇
一九二二	二四〇	一九〇	—	—	四三〇
一九二三	二五〇	二〇〇	—	—	四五〇
一九二四	二〇〇	一八〇	—	—	二〇〇
一九二五	七〇	—	—	—	七〇
一九二六	〇七	—	—	—	〇七
一九二七	一二	八〇	九二	—	一八四

觀此則由如是來源之銀特殊供給，其膨脹情形，由一九二八年起，特形顯著。統計十一年來，英國即供給至七千餘萬盎士，歐洲其他各國共提供幾達一萬八千萬盎士之數，兩者合計共達二萬五千萬餘，其在世界銀供給地位上之重要可想。

此外提出銀之特殊供給之大宗者，為印度及安南改金本位後之努力拋售存銀而攫取金塊，印度自一八九九年採用金匯兌本位制以來，即已停止銀幣之自由鑄造，並同時計劃將政府保有之銀準備約七萬萬盎士除留回二萬萬盎士作輔幣用外，一概賣出：一部分售於國內以應人民需要，一部分售之國外。其出賣之方法，因不能立即拋售至數萬萬盎士之鉅額，故採暗中漸漸零賣之法，截至一九三〇年底止，已售出共九千六百二十萬盎士之鉅，其餘尚有約四萬萬餘盎士之銀，仍在待沽之中焉。

在遠東商務上有重大關係之印度，既已實行金本位制而繼續處分其鉅大存銀，銀市受其壓迫而價格日落，凡仍用銀本位之國家，靡不由是感外匯昂騰，物價騷亂，對外經濟能力抑損之苦，為自求解放於國際匯兌之壓迫，

總計	七五·四	一七八·〇	九六·二	三二·〇	三八一·六
一九三〇	—	二二·〇	二九·五	二〇·〇	七一·五
一九二九	一〇·〇	一〇·〇	三五·〇	一二·〇	六七·〇
一九二八	五·五	一八·五	二二·五	—	四六·五

國際幣制孤立之阨鎖起見，乃亦奮起競求爲金本位之實施，如安南是也。其事實上不能一蹴而幾者，亦努力着手準備，如我國是也。安南於一九二九年底即廢止其銀本位幣「披鴉士打」(Pisater)之自由鑄造，着手改行金匯兌本位制；同時於上海努力購存金鎊匯兌，拋賣其廢銀幣，以謀鞏固其金匯兌本位之金準備，其數額計達純銀三千萬盎士餘。一九三〇年一月十一日起即實行金匯兌本位制，一安南元相等於十金法郎之匯兌率。

以上因各國改鑄銀幣，將所節省之銀拋售，使近數年來銀供給頓增萬萬盎士以上；復因印度安南之幣制改革實行，並陸續處分其存銀，銀供給再突加亦萬萬盎士以上，於是使銀市一時頓現供過於求之象。且此種銀之特殊供給來源，尙存有強大之供應能力，可隨時並陸續提出豐富之銀量於世界銀市（如印度尙有大宗待沽之舊時銀準備銀）；抑不特有此可能性，更似有必然性者（因印度用金本位制，則其存銀實無所用之，而必然的歸結於售出）於是已實現提供於銀市場之有形銀供給，其數量固鉅；而欲發將發之已存銀量之無形銀供給，其數量尤鉅。銀市受前者之壓迫與後者之威脅，姑不論由此並引起銀需要者之觀望不前，欲得更便宜之價格，事實上僅此特殊銀供給之膨脹，已足令銀價爲之萎靡不振矣。

第四節 近年金銀漲落及其需給之概觀

總上而言之，嘗爲人採用作幣材之金銀兩種貴金屬，因其相互需求與供給之變動，價格常生漲落。然因金之

用作幣材，有尤優於銀之點，於是漸多爲人所採用。但其產量不甚豐足，因求過於供，故金貴銀賤，已成爲歷史上之趨勢。歐戰中雖一度銀價昂騰，惟未幾即異常低降。其中實由於大戰各國集中金準備，需要多量銀補充及鑄幣用，且各用金國因大戰而生產停頓，輸出大減，反而銀本位國則輸出旺盛，各國以是需多量之銀，以支付對用銀國之債務等故，而致銀需要一時反常突增而起。殆後戰事既漸解決，常態漸復，銀之跌落，又故態復萌矣。近年銀需日減，供給日增，反之金需日亟，供給日絀，故金貴銀賤之風，近年愈吹愈厲。銀價日落，用銀國鑒於對外匯兌之損失，莫不紛謀實施金本位制或金匯兌本位制。推原世界各國外匯競相轉變於金制之故，不可謂非金漲銀落之潮有以成之也。

在近今金貴銀賤之狂潮中，近數年來世界銀之需要供給情況，實爲金融史上之重要資料，茲特表列其概況如下，以便明瞭世界近年銀需供之變化（單位百萬盎士）

一、近四年之銀供給

銀鑛新產量						
地	名	一九三一年	一九三〇年	一九二九年	一九二八年	
墨	西	八八·九	一〇五·三	一〇八·七	一〇八·五	
美	國	三一·四	五〇·六	六一·二	五八·四	

各國舊幣融銀及存銀出售額				
加拿大	二〇・四	二六・二	二三・四	二一・九
南美洲	一九・七	二三・五	二六・八	二八・九
歐亞非澳各洲及中美	三五・七	四一・二	四〇・八	四〇・二
共計	一九六・一	二四六・八	二六〇・九	二五七・九
印度	三五・〇	二九・五	三五・〇	二二・五
暹羅	二〇・〇	—	—	—
墨西哥	四・五	—	—	—
安南	—	二〇・〇	二二・〇	—
法國	—	二・〇	一〇・〇	五・五
英國	—	—	一〇・〇	五・五
比國	—	—	—	一三・〇
共計	五九・五	七一・五	六七・〇	四六・五
總計	二五五・六	三一八・四	三二七・九	三〇四・四

二、近四年之銀需要

種別	一九三一年	一九三〇年	一九二九年	一九二八年
A 中國純輸入連香港	五九・〇	一二三・〇	一三六・七	一二四・〇
B 印度純輸入	五七・〇	九四・五	八一・八	八九・〇
C 鑄幣用				
德國鑄幣用	二八・二	八・〇	一二・〇	一〇・八
美國鑄幣用	二・四	六・一	二・五	四・一
香港鑄幣用	—	一四・〇	一六・〇	—
俄荷波等國鑄幣用	—	—	六・五	九・五
鑄幣用合計	三〇・六	二八・一	三七・〇	二四・四
D 藝術及工藝用				
美國加拿大	三〇・五	二九・五	三七・〇	三三・五
英國	一〇・〇	六・〇	六・五	六・〇
其他各國估計	一五・〇	一八・〇	二〇・〇	二〇・〇
美術工藝用合計	五五・五	五三・五	六三・五	五九・五
E 市上存貨	五三・五	一九・二	八・九	七・五
總計	二五五・六	三二八・三	三三七・九	三〇四・四

第十三章 國際匯兌與國際幣制

第一節 外匯變動與國際經濟之關係

現代國際經濟關係，固屬異常複雜，而國際金融之流動，因國際匯兌之交互錯綜，亦閃縮靡定。就外匯之變動與國際經濟之關係觀察，外匯之變動常為結果的，其所以變動之原因，則繫於國際經濟狀況之移易。而外匯變動之後，又常影響於國際經濟之榮枯，其間有可得而言者，約如下之數點。

第一目 貿易上之關係

國際貿易決不能彼此輸出入均適相抵，或此出超而彼入超，或此入超而彼出超，其間輸出入超過之差額，即成爲國際間債權債務關係發生原因之一。於是出超之國，卽有相當於出超額之外匯供給之剩餘。而入超之國，則有相當於入超額之外匯需要之不足。如別無其他有力之原因處於其間，則前者之外匯恆低，而後者之外匯恆高。其高低之度，在普通用金屬本位幣之國，則處於現金起運點及平價之間也。外匯高漲，通常具有獎勵輸出抑壓輸入之性，以自然回降外匯高漲之度。外匯低落，則常具有引起輸入增加及輸出減少之可能，以自然提回外匯退落

之度。但當特別情形之下，一國之輸出品，無忽然增加之可能；又或雖能增加輸出，然因各對手國限制輸入，致使不能自由輸出者；則雖外匯高漲不已，亦不能受刺激而繼續應情勢而增加輸出貿易也。如是則惟有運送現金，乃可避免匯價之不利。若此舉亦有阻礙，則匯價無從平復，惟一視需供狀態為漲縮耳。故在國際貿易自由之狀況下，匯價之漲落不鉅，亦能自然循環平復。若貿易有障礙發生，則匯價之升降亦不自然，影響於貿易之不振亦大。

所謂貿易之障礙或以法令禁止，或高課關稅以無形禁止。徵課關稅，固有藉種種名目而行者，其中對於匯價為抵制者，尤為近年所常規，即「防止匯兌傾銷稅」是也。查各國資本主義的生產，偶陷於過剩時，為維持國內市場價格計，往往將剩餘商品不問價之廉貴，悉數用最低價格（甚至在生產費以下）銷售於海外市場，蓋藉此更可競勝獲取外國銷場也。亦有自始即意圖如是者，以壓迫被傾銷國之國內產業及外國商品銷路，以企圖獲得最後之獨占。關於此種傾銷政策，被傾銷國民雖一時可得廉價物品使用之些微利益，然其後患害不堪設想。故各國政府均隨時嚴密查察，若進口貨之出售價格在生產費或本國生產費下者，即認為有傾銷意味而課以相當關稅，使其貨物成本加重，不能施行傾銷之功效。

所謂匯兌傾銷者，即自國際間匯兌率有大變化後而發生，對外匯兌幣值低跌之國，即使商品照原價出售，然因貨幣價值跌落之故，運銷至外國時，以並無跌值之外幣計算，當然可以少付，因是無形中即等於廉價出脫，而有傾銷意味。近來國際外匯之更變甚大，有因外匯之漲價（本國幣值對外跌落）無形中輸出品有傾銷之狀態者；

亦有故意升漲外匯抑壓本國幣之對外價值以圖輸出品巧得傾銷之實者。故輸入商品國對此情態，乃課以「防止匯兌傾銷稅」藉圖防止。其法即按輸出商品國匯兌幣值跌落之度徵課關稅，以打銷其匯兌幣值跌落之傾銷利益也。例如甲乙二國之匯兌平價為一元比四元，今若變為一元比三元，則甲國之輸出，在理必增；然乙國於此課以防止匯兌傾銷稅乙幣一元，則甲國一元之輸出品，在乙市場仍須乙幣四元始能出售，蓋既經負擔稅金乙幣一元，故不能以乙幣三元之數出售復按匯率得回本國幣一元之數也。（實例如美國一九三〇年下議院共和黨議員提出關稅法案中，即有關於防止匯兌傾銷之法案。其內容略云：輸入品之課稅價格，用輸出國之貨幣表示時之稅額當為「1. 照平價將其價格換算美國貨幣時之額」與「2. 照當時之紐約匯兌市價將其價格換算美國貨幣時之額」兩者所較之差額。又賦課現行法之關稅時，當以依前述之方法，照平價將輸入品之價格換算美國貨幣額為課稅價格而計算其輸入稅，依據現在之匯兌市價，目前須受前項課稅之主要國為英、日本、挪威、丹麥、芬蘭、葡萄牙、西班牙、瑞典及印度）或乙國逕行禁止輸入，此外各國對於輸入亦多限制，則甲國無法輸出以取得對外債權，惟有連送現金。然現金流出過多，不得不禁止出口，於是甲國之對外債務，更懸而不脫。而其外匯之高漲，亦將維持永續於一相當長久之期間而不降。如此偏畸一方之貿易關係，每致外匯為之失其平衡，從而每釀成國際經濟之不振。數年來世界經濟之頹蔽，國際匯兌之失常，未嘗不因到處關稅壁壘之爭相高築所致也。

一國或因財政之窘蹶，或因特別之支出，或因經濟上之建設，每有舉借外債，以爲支付者。故國際上因此種借貸款項而成立之債權債務關係，亦甚重要。握有大宗對外債權之國，外匯之供給，常形充斥市場，尤以已屆償還期爲然，因是外匯低跌。負債甚多之國，外匯之需要，常形甚殷之象，每屆償還期尤甚，因而其外匯每苦高漲。於時負債國自然避免匯價不利之道，必爲輸出外國證券，增加出口貿易，運出現金等手段。若此等方法亦窮於施行，則外匯之漲，必續進不已，止於其他國際收支比對之點。蓋債務國外匯之漲過甚，必有利於其多少之有形無形輸出；而反對方面債權國之外匯，卽爲低跌，低落過甚，亦必有利於其多少之有形無形輸入；如此兩相推挽牽繫，其中和點卽爲國際匯價之決定點。其匯價之是否過於偏上偏下，則視國際債務之現實收支是否側重一而而定。國際間之債務，有若干爲到期償付者，同時亦有若干爲重新貸放者，則國際匯兌之供需約等，外匯當然平和。不然，則因債務之清結，外匯隨而需要劇增，匯價卽騰，國際經濟之安定狀態，亦爲動搖。自大戰以來，國際間因大戰而起之債權債務關係，影響於國際經濟者甚鉅。美國當歐戰期間，對於歐洲爲種種貨物製造品之供給，就對英國之輸出言，亦綜計達十四萬八千三百萬鎊之鉅，美國遂成爲國際間之惟一債權者。而當大戰後對內金融復採現金集中之政策；對外貿易，又厲行保護關稅政策，於是現金陸續流注國內，外匯低落。各國因現金缺乏，金本位無法維持。而到期債務過鉅，應付維艱，對美匯價（完全金本位）因而高漲。而欲清結債務，則因外匯之漲價，更須多費本國貨幣數目；損失尤大，履行尤難。年來歐美間戰債賠款問題之糾紛不息，懸而不決，致使國際匯兌亦爲之失其常態，因而釀成世

界經濟恐慌者，職是故也。

第三目 投資上之關係

現代以資本之證券化，及交通機關之發達等原因，使國際資金之流動，組成一世界金融網，彼此息息相關。而資本對於安全性及謀利性之誘惑，又感覺最敏，因之資本空間上之分佈，每決於各地方此兩條件具備之程度如何。若各地方所藉以維繫資本之此兩條件有變化，則資本即每隨而起移動，即國際間之投資是也。目今國際投資，姑不論其性質上已成爲老資本主義國向外作經濟侵略之具，事實上確爲國際金融中重要之份子。鉅額資本之國際移動，以作新事業開發之需用，已成普通習見之現象。故由此種資金之國際移動，常引起國際匯兌供求之變化，而外匯匯價之漲縮，亦不無受其影響矣。一國對外投資時，如非有他種國際收入抵補，常引起外匯之上騰。投資期間過後，收回資本時，又常引起外匯之下降。但按之普通情形，一國每以國際收入之剩餘，而即投之國外，則現實之國際收支無驟然鉅額之差，匯率當亦變化不大。然若新從國內投資外國，則外匯自因需求增而上升；投資收回期屆，不復重作新投資，則外匯自因供給增而下降。凡此胥視當時對於匯兌之供求如何以爲判，然投資情況如何，能令匯兌之供求情況爲之變改，故投資常能令匯價變動，而外匯變動，又每致影響投資之正反向流動焉。

在外匯步漲之情形中，通常當然不利於投資國外。蓋外匯高漲，本國即處匯兌不利之地位，國幣之對外兌換，即須較平時多遭損失。此項損失，殊非以圖利爲動機，而投資國外者所欲任受者。然在特別情形之下，則外匯雖漲，

反成爲激起國外投資增加之有力原因焉。所謂特別情形者，卽貨幣匯兌貿易俱失其自然調節之自由之狀態是。此時之貨幣，已脫離金屬本位之節制。貿易因輸出之不振，輸入之激增，負差甚鉅；致外匯長現上漲之傾向，現金外流不已，完全金屬貨幣本位，無法維持。淩而現金愈缺，紙幣漸多發行，物價騰貴，對外收支，虧欠更鉅。此種趨勢，若愈演愈劣，則貨幣價值日落，整個金融組織已淪於不可收拾之境。貨幣爲資本計算儲藏之工具，貨幣之價值若日呈低跌，則資本之寄存，已無安全之保障。擁有資本者爲謀避免無形之剝削損失起見，自紛紛將之遷託於安全地帶，以爲避地求存之計。此所以貨幣價值續續低落之國，每苦資本逃走之患也。故申言之，外匯高漲，由於幣價低落之趨勢構成者，國內資本卽將逃避國外，不復置意於外匯之高昂矣。

此外國際間對於資本之需要而招致外國之投資，或金融緩急相通之資金流動，亦均一時的可引起匯兌供需之變化，使匯價爲之變動者也。

第四目 其他國際收支上之關係

一國在其國際收支上，若係收入超於支付，則爲順態的形勢，外匯常有低落之趨向；在國家經濟上處於較有利之地位。然若支付多於收入，則處逆調的狀況，外匯上騰；經濟上處於不利之地位。貨幣之對外匯兌價值，亦必搖落。所謂國際收支，貿易與投資固佔最重要之位置。然其他項目如僑民匯款、運費、利息、保險金、政府對外事業費、旅客消費、留學費用等亦常能結合成爲左右國際收支之一種力量；因其對於外匯之影響，亦殊不可輕視。關於其

他國際收支，設勻計收大於支，對於匯兌自有有利之影響；反之則國際收支惡化，接連而財政之窘迫，外匯之不利，金融不安以致幣制之動搖，均續暴發矣。平情而論，當外匯不利時，其他國際支出必自然現緊縮之態，蓋當此時一般國際支出均感外匯不利之損失故也。而當外匯低落時，其他國際收入亦必因外國經濟能力縮減（匯價之縮小）之故而現減退之象。是故其他國際收支固常影響外匯為之變動，然外匯之漲縮亦常致國際經濟中彼此貸借收支關係之消長變化焉。

由是言之，國際匯兌率若有重大變化時，其他國際收支必現停滯之狀況，而國際經濟自亦不景氣瀰漫充盈。其中之收支一消一長，若能漸次轉變外匯之畸形匯率，則國際經濟亦能漸次復原。惟其中若有特別原因，使國際收支絕不因外匯之偏僻而自然轉變者，即雖對外匯兌不利之國，其支出絕不克減；而外匯低落之國，仍須維持其收入額者，則外匯之畸形發展，將堅定於一期間內，或將繼續進行。由是國際經濟頹蔽之勢，亦將隨外匯之失常而綿延其消沉之情況。年來各國因國際經濟關係之惡劣，致一切國際貸借均顯偏僻不均衡之象，而相互間外匯價率之紊亂狀態，亦由是而生。迄今國際經濟關係，尙未轉佳，外匯之變態，尙未復原；在此兩相期待之局面下，遂使世界經濟仍處於嚴重的恐慌之濃霧下，迄未得恢復繁榮；則外匯變動與國際經濟關係之密切，可概見已。

第一目 戰後國際金本位制之實際

金價之騰貴，足以使用銀國之對外匯兌蒙大不利，故用銀國為避免外匯損失起見，多紛紛改用金制，其情形已如上章所述。惟事實上以金量之稀少，不能充足的供給世界各國作貨幣用，故一旦現金之流動略呈偏畸之狀，則一部分金本位國必感現金之不足，窘於維持其貨幣制度。故各金本位國對於其金準備，平時莫不汲汲保持之，若遇非常之時，保持更形甚力。蓋純粹完全之金本位貨幣制度，因金量之稀少，實脆弱異常；加以現金最富感覺力，事變一起，逃匿最先而最密，故完全金本位制之施行，殊非輕易也。

戰前所謂金本位國，以英國為鼻祖，倫敦所以成為世界金融中心，即因擁有金自由市場，金之輸出入，一任由也。金本位國以金為一切價值之尺度，故金幣之鑄造，兌換，及國境之輸出入，均以自由放任為原則，惟其如是，乃使貨幣之價值伴隨於黃金之價值也。大戰發生，各金本位國類皆集中金貨，禁止兌現及輸出，以絕對擁護金準備。戰後各國對於原日金本位制，多思恢復之。其後除巴西、新西蘭、西班牙尚繼續停止金本位外，悉已復回金本位制。雖其所謂金本位制，已多異於戰前金本位制之點；如英國於一九二五年所恢復之金本位制，即與戰前所行者名同而實有微異，蓋其此時所行之金制，實可稱為金塊本位制，即廢止金幣之流通，停止金幣之兌換，若有請求兌換者，惟以生金塊按數換與；然大概究亦金本位之類也。各國所以亟亟恢復金本位制者，蓋因大戰中停止金制之結果，貨幣價值脫離黃金價值，一方又因貨幣之流通膨脹（紙幣流通額增加），使貨幣之價值跌落，如此反對方面

之物價，又起搖動而上騰；通貨之價值既失卻金價值之駕馭，自身之變動亦大，物價受其影響，亦搖盪靡常。各國爲安定物價起見，乃弗顧實際能力之不足，作枉尺直尋之計，將金本位制之原義稍變，卽迅捷的回復幣制於金本位，不復久候能力充足之時始實行原義之金本位制矣。

第二目 近年國際金本位制之擱淺

戰後各國既矯揉強復於金本位制，又因世界經濟受歐戰之大破壞，致國際貸借成長期畸形的狀態。黃金亦開始作其不自然之移動，造成世界金偏在之現象。如此之金流動，乃漸使多數國家困於應付金之不斷流出，從而利率開始變化，外匯漸生凌亂，其始各國猶努力壓抑此金融紊亂之勢之發展，故世界外匯變動之進行尙緩。殆至其後應付之法已窮時，外匯之變動，金融之紊亂，遂如潰堤決防，一發不可收拾矣。當金之偏流進行中時，世界多處地段已渴於黃金之潤澤，金之價值日翔，使用銀國之外匯漸縮，從而揚湯止沸以爭先採用金制者日多。於是求金者更衆，金之價值愈有高漲之傾向，凡此種種事實，均隱隱伏世界幣制外匯騷亂之動機。殆相當時期過後，多數國家國際貸借之惡化已至極點；金之枯窘亦已降至最低限度；準備減低，金本位亦有岌岌難於維持之勢。一方復因金價日高，無異貨幣價值日高，於是使物價迭降，如水就下。其結果使生產停頓，失業增加，各國忙於自救經濟之困難，率捨棄國際協調之精神，轉從自固吾圉之策。於是貿易之限制也，關稅之高壘也，匯兌之管理也，紛紛出現。在此情形之下，金本位不特有難於維持之勢，事實上亦與其固守舊觀而蒙種種困難不若捨棄之之爲愈。故自一九二

九年紐約華爾街燃發世界經濟恐慌火線起，世界金融匯兌變動轉劇，金本位制之弱點畢露，被迫而捨棄自來之金本位制者，又紛然四起矣。其自一九三一年九月英國之停用金本位制起，即已引起不少之響應者。或有形式上不即脫離金本位制者，因實際施行種種方法之管理匯兌，亦未可視為係金本位之堅定維持也。故截至一九三一年年底止，尚可謂為金本位國者僅美法兩國及其餘數小國耳。茲將各國幣制之狀況，分別為停用金本位制，表面仍未完全脫離金本位制，但已施行管理匯兌，及尚維持金本位制之國，列示如下。以明瞭年來金價狂漲，外匯劇變，對於國制幣制之影響，及金本位制之擱淺。

(甲) 停用金本位制之國

國名	停用日期	停用狀況
巴西	歐戰以來繼續停止	
新西蘭	歐戰以來繼續停止	
西班牙	歐戰以來繼續停止	
澳洲	一九二九年十二月十二日	禁止現金出口
墨西哥	一九三二年七月二十七日	轉採用銀本位
英國	一九三一年九月二十一日	停用金本位
哥倫比亞	一九三一年九月二十一日	禁止現金出口

英屬印度	一九三一年九月二十四日	停用金匯兌本位
葡萄牙	一九三一年九月二十四日	停用金本位
埃及	一九三一年九月二十六日	禁止現金出口
愛爾蘭	一九三一年九月二十六日	停用金本位
漢里維亞	一九三一年九月二十六日	停用金本位
丹麥	一九三一年九月二十八日	停用金本位
挪威	一九三一年九月二十八日	停用金本位
瑞士	一九三一年九月二十八日	停用金本位
芬蘭	一九三一年十月十三日	停用金本位
坎拿大	一九三一年十月二十日	限制現金出口
日本	一九三一年十二月十四日	禁止現金出口

(乙) 施行管理匯兌之國

(一) 並不限制進口者

1. 智利

一九三一年七月三日

2. 烏拿圭

一九三一年八月七日

3. 英國

一九三一年九月二十二日

4. 英屬印度

一九三一年九月二十四日

5. 希臘

一九三一年九月二十八日

6 意大利

一九三一年九月二十八日

7. 阿根廷

一九三一年十月二十三日

8. 南非聯邦

一九三一年十月二十三日

(一) 限制進口匯兌者

1. 澳洲

一九三〇年七月 日

2. 捷克

一九三一年十月三日

3. 巨哥斯拉夫

一九三一年十月七日

4. 巴西

一九三一年十月九日

(三) 限制特定種類商品管理進口者

1. 布加利亞

(四) 僅許可必需品進口者

1. 匈牙利

一九三一年七月三十一日

2. 芬蘭

一九三一年十月五日

3. 拉都維亞

一九三一年十月八日

4. 奧大利

一九三一年十月九日

(五) 管理進口或國營出口者

1. 俄羅斯

2. 波斯

一九三二年二月二十五日

3. 土耳其

一九三二年二月二十八日

4. 西班牙

一九三一年五月三十一日

5. 愛沙尼亞

一九三一年十月二十四日

(六) 已頒延期支付令者

1. 葡萄牙

一九二四年

2. 哥崙比亞

一九三一年九月二十一日

3. 濮里維亞

一九三一年十月一日

(七) 由政府管理者

1. 德國

一九三一年七月十五日

以上所列限制貿易或管理匯兌，亦有漸漸施行者，

故所記其開始之期日，不過示其大略而已，此外尚有雖無法律明文之限制，然銀行已於實際上加以某程度限

制者，亦有多國。

(丙)努力維持金本位制不變之國

1. 美國
2. 法國
3. 荷蘭
4. 比利士

5. 波蘭
6. 羅馬尼亞
7. 利沙尼亞
8. 爪哇

第三目 國際幣制騷亂之原由及其實況

一、金本位制攔淺之解釋

由上目所述，可見世界除三數國外，莫不對於其素所施行之金本位制，或停用或加以種種限制變更則金本位制在今日貨幣制度上含有種種之缺點可知，其不能勝任為良好之幣制亦可知。顧自近世紀以來，各國幣制從其施行幣改革之經驗指導，紛紛由各種款式一致移其步趨於金單本位制，舉世認為絕良好之幣制者又何耶？則因以大戰為分界，戰前經濟狀況不如戰後近今數年來經濟狀況之劇變之故也。

戰前英國為世界唯一債權國，倫敦為世界唯一金自由市場，用能為國際債權債務轉帳清償之場所。國際帳

目抵結後，仍常有鉅數之差額，須運現抵償者，則自然之結果，必致大量現金流入或流出，一時引起金融之激劇變動。惟英蘭銀行居中策劃，所以調整金融者，每於現金勢須大量流入時，抑減金融市場之利率，誘動外國之借款及本國之對外投資；而當現金勢須大量流出時，則提高金融市場利率，抑阻外國之借款及鼓勵本國吸收回海外之短期資金。於是市面現金不致有劇烈之增減，各國國際間現金保存額亦不致常有鉅額之變化。此種狀況所以能成立者，因各國對於其在國際間流動國際帳目所存有之貸方差額，以現金收回與否，純視本國現金準備之需要增加與否爲衡，若實際不需增加現金準備，通常卽以之投入市場充作放款資金，以供給債務國種種之向外借款；如是則債權國國際貸借現在所剩餘之餘款，移作債務國國際貸借對外收不敷支借款之用，故債權債務國兩皆可獲經濟上之實益也。國際金融既能如是借貸圓通，國際現實收支平衡常能均等，各國現金保存額不致常有大大變化，對於金本位制，自未致遽感覺窮於維持之困難也。

世界大戰之後，各國類皆陷於通貨膨脹之漩渦中，經各國復回金本位制後，大事緊縮政策，雖已將搖動之物價，復歸安定。然觀其所恢復之金本位，爲勉強的，修改原義的，各國金準備率已弱於戰前可知，益以轉採金本位制者接踵而來，僅少之金，更不足以消解各國對金之煩渴，對於金之取得之劇烈競爭於是焉起。國際金融市場上既已演成金之攘奪狂，風氣瀰漫中，債權國受其侵染不敢復出貸其餘款，債務國遂不得不陸續輸出現金以抵償債務。債務抵償不已，現金之流出亦源源弗止，債權國之吸收現金，又復來者不拒，多多益善。於是債務國現金準備日

稀而信用日縮，所負債務又不斷須輸出現金抵償，乃不得不急於出售其貨物或勞務以求易得現金；愈急於出售而價格愈低，物價乃有下落之傾向。如是反面即貨幣價值之上騰及外匯之上漲，是項情形，雖略有刺激輸出之效，然外國物價亦同此低落，則輸出不能發展可知；其物價低落較微之處自亦不任外國貨物之便宜輸入，坐視現金之緣是而外流也，則輸出貿易絕不能因物價低落而有所發展，又成必然之勢，在此狀況之下，現金決難籌措，金本位即難維持。勢窮則變，變以求通，故在戰後近數年間世界經濟變態之下，金本位貨幣制度不能完善施行，各國困於物價與外匯之動搖，不得不變通辦法，或停用或加以種種更改與制限也。

二、國際金偏在之實況

茲為明瞭戰前後國際經濟變態之實況，國際現金移動偏在之特點，特簡列世界各國現金保存額之變遷如下，以見一斑。查下表美國自戰前至戰後（一九一三——一九二五）期中，現金增加特多，其率為百分之三百零九，即三倍餘。法國則自一九二五至一九三一期中始見現金之劇增，其率為百分之三百三十八，即三倍又三分之一有奇。其餘各國有增加少許者，亦有反見減少者。美國存金之所以增加，因大戰時生產之發達，輸出之旺盛，造成雄厚之債權所致；法國存金之所以增加，則因大戰後向德奧之壓榨，及其中央銀行之努力施行吸金政策所致。故至一九三一年底，美法兩國所有準備金額已超過世界準備金總額之半數以上，換言之即兩國現金準備額共計多於世界其餘各國現金準備額之共計也。

各國中央銀行及財政部之現金準備額變遷比較表

(單位伸合英金百萬金鎊)

國別	一九一三年底	一九二五年底	一九三一年底
美國	二六五	八一九	八三三
法國	一四〇	一六四	五五四
英國	三五	一四五	一二一
瑞士	七	一九	九三
西班牙	一九	一〇一	八九
荷蘭	一三	三七	七三
比利士	一〇	一一	七三
俄國	一六二	一九	六七
意國	五九	四五	六一
阿根廷	四六	九〇	(推定額) 五五
日本	一四	一一八	五〇
德國	六一	六二	四八
共計	八三一	一、六三〇	二、一七

其 他	一五八	二二七	一七六
除印度與埃及外 共計	九八九	一、八五七	二、二九三
印度與埃及	二八	二六	三七
世界總計	一、〇一七	一、八八三	二、三三〇
美法兩國所佔對 世界之百分比	三九·八	五二·二	五九·四

按此，各國現金準備額增減不一，速率亦有差，然自總數觀之，則最近與戰前之年比，固已增加倍餘。即一九二五與一九三一比，六年來所增亦為自一〇〇至一二四，約當四分之一之增加。然各國能增加金準備者不過美、法、瑞、士、荷、蘭、比、意、俄等國，其中俄國且係較戰前遠減者。此外各國均感現金準備之低減，其他各國在世界金準備不居重要地位者所保有之金額，亦共自二二七減至一七六（百萬鎊），則金移動之偏畸，及各國現金日稀，信用日縮之狀，可概見矣。

第十四章 貨幣政策

金融爲現代經濟界運行之血液，其流動之狀態佳良，可使工商一切事業進行順利；否則經濟之運行，必致或過或不及而變態橫生；顛倒異地之財富分配，增損生產者預期之利益，擾亂社會之經濟生活，助長投機行爲之張盛，抑壓經濟事業之發展，偏畸資金之流聚等，靡不優爲之。是故現代政府爲防止經濟界之動亂，扶助國家經濟之安全進展起見，莫不隨時留意決定金融政策以圖直接穩定金融，間接達此目的。金融發生騷亂之狀態時，卽成金融恐慌，同時經濟界亦必隨而發生異常之變動，經濟恐慌亦伴隨而起。於時所可自而徵見之顯著之現象，爲物價、利率、匯市之突然的及劇烈的變動，其背景如通貨之伸縮，生產之暢滯，貿易之繁閑，均呈現非常的狀態。因是調整金融之步驟，亦每從如何安定物價，如何決定利率，及如何穩定匯價等處着手。就事實上觀察，期望達到此等目的之手段與方法，固自有多端，然其間要亦有一致之條理，足資分別論述者焉。

原夫金融政策之設施，旨在安定金融，其重要固不待言；然金融之成立，乃置於貨幣之基礎上，而貨幣因當交易之媒介，價值之尺度，其自身價值相對的常有變遷，於是欲圖金融之安定，根本尤不得不先求所以綏定貨幣價值之端也。如何達到此種目的，爲貨幣政策之設施。按貨幣價值之變動，概出二途：卽對內及對外是也。對內價值之

變動，爲物價漲落所反映而表現；對外價值之變動則爲匯價消長所回照而顯示者。二者之關係，皆殊重要。物價之動亂，足以破壞國內經濟；匯價之搖盪，足以阻絕國外貿易；凡此皆足以窒止現代經濟之繁榮者，故無論物價匯價，均以安定爲理想之狀態也。貨幣政策設施所着眼之點，即在於是，平時固常籌所以防止其發生不安定之變化，若至已入於動亂時期，更切切於如何求穩定之之法焉。本章敘述貨幣政策，卽以此兩點——對內價值及對外價值之安定——爲其目標者也。

第一節 貨幣價值對內之安定

第一目 物價安定之重要

貨幣價值乃針對物價而言，其價值乃自物價之高下而徵見者，蓋貨幣供一切商品交易之媒介，其能交換得貨物之效力，卽其價值也。然因國境之分界，使貨幣國各不同；復以相連經濟環境之雜殊，遂使貨幣價值亦國各相異。於是貨幣價值乃有對內及對外之別，前者卽自物價而表現，後者則託於外匯匯價而顯露者也。

現今既爲交換經濟之時代，一切經濟事業之活動，不得不藉交換而圓活之；而生產之結果，亦不得不藉交換而分配之；凡此胥非有交換之媒介物爲工具，交換將無法實行。貨幣卽交換之媒介物，故換言之，卽若無貨幣，交換勢將停頓，隨而一切經濟活動，亦須停頓也。除此以外，貨幣之功能，亦爲支付之工具，及爲價值貯藏之手段等。是以

現經濟社會之偉大機構，不可謂非建築於貨幣之基礎上。基礎若有異動，則建築物之危險可知；貨幣若發生價值變動之象，則經濟社會之不穩又自可想。

貨幣價值暴漲暴落，或長期漸次高騰或低跌，則貨幣價值已成不安定之狀態。當其價值跌落時，工商業者為抵制此種損失起見，物價即因而逐漸提高。接連而投資者提高利率，勞工者要求加給。其間物價仍漸次上騰，每刺激生產之勃興，漸至引起信用之過度膨脹，促進生產過剩，召發經濟之恐慌。反之貨幣價值騰漲，物價跌落，又每增加工商業生產者之困難，促起消費之減退，失業之增加，經濟社會之秩序，亦為擾亂。貨幣價值之不安定，其害如是。或謂貨幣價值之一漲一落，表面雖使社會經濟狀況起相當程度之擾亂，然究之社會之財富，此移於彼，實無所損益也。不知社會財富之消削或增加，全視生產與消費雙方面進行之情形如何為判。生產或消費之過多，固非社會之福；若消費大於生產，更成為社會財富之減削。故論理想之經濟進行狀態，除必須生產與消費相當調和之外，更須按人口之增加率，生活程度之進展率，適應的剩餘相當的生產品，以為資本之增殖（此外分配問題固亦重要，然非本題，可暫置勿論。）由是言之，社會生產力之消滅，奢侈浪費的消費之增加，已蓄殖資本之剝落，均為社會財富富力之抑損，而為社會經濟之大危機也。貨幣價值之不安定，無論其為漲為落，或條漲條落，即均能召致斯種之惡果。

貨幣價值跌落時，已貯積之資本，因憑貨幣為價值貯藏之工具，即因而生價值減少之損失，無形中已蓄積之

資本即爲之銷蝕若干部分；此銷蝕去之部分，又無形中轉介於因物價騰貴而獲得意外利益之企業者，即另成新富力。就此表面觀察，社會原來富力，誠屬無所損失。惟是一般人鑒於貨幣價值之跌落，貨幣之不可靠，貯蓄之風即因是而冷淡；獲得意外利益之企業者以取得之容易，常陷於消費之浮浪；由此結果，社會財富即受消滅。

至於貨幣價值騰貴時，能對債務人加重壓迫，使其所負擔之債務加重，實際利率暴長。物價跌落，使企業無法維持，不得不減少生產甚或停止經營。投資者或勞動者之固定所得，名義上雖無所增加，實質上確有意外之增加，蓋物價跌落貨幣價值騰貴之結果，使其同額所得擁有較前多餘之購買力也。雖因是等無形增加之收入之故，未能引起其對社會各種生產品消費之增加；惟投資者與勞動者之利息工資收入，大抵賴企業者生產利得之最後支付，企業者首當貨幣價值騰貴之衝，即陷於窘境，於是對於工資支付，自必設法減至最少，而失業者於以增加；對於繼續經營，購買高價原料，製成物品以後在物價續跌之時售出之虧本生意，自不願做，款項之借入，亦自減縮至極點。故從普遍的觀察，一部分投資者及勞動者所得雖增，然又一部分則減或至於零，是就全體言，要未可言彼等已擁有較大之購買力也。物價跌落，企業困難，市場上難覓借款營業者，固矣；此時即或雖有借款者而因經營之每失利，多無法償還，金融市場之放款資金，亦自不輕授出而現緊縮之態（因難找得確實可靠之借主也），故投資者之收入亦必減。在此不景氣環來之秋，一般人鑒於物價日跌，又鑒於將來收入之可慮，故消費不特不能增加而反致減退。如此令社會之生產反常而過剩，致生產反現退化之率，則社會財富之受影響而減低，亦屬事有必致。

者。綜上所論，貨幣價值之不安定，即物價之不安定，致使社會上一切生產交換消費等經濟活動失其常序，社會財富之發展，亦蒙其惡影響，可見其關係之重大矣。

第二目 管理貨幣說之內容及其實驗

貨幣價值之對內表現，既爲物價，而物價之變動，雖難測量絕對準確，惟其變動不常，殊可斷言，故貨幣價值亦以是表現常變之態。由是欲求貨幣價值之絕對安定，殊非事實可能，若所謂安定者，乃維持物價使不生巨大之變動耳。物價高漲及有高漲之傾向時，設法抑止之；物價低落及發生低落之趨勢時，設法提高或固定之；乃安定貨幣對內價值法所講求之目的也。此種方法大抵根據貨幣數量說之理則而行，所謂管理貨幣制度之說，卽其類也。關於安定貨幣對內價值之學說，因近世物價變動之激劇與遺患之鉅大，引起多數學者研求之故，本有種種，惟多有缺點，徒成一種理論之談；管理貨幣說在其中可稱略爲完滿之論，雖亦含有缺點，究嘗一度實驗也。其要旨假定社會羣衆常須保留能購買若干消費物品（卽以 K 代稱）之貨幣額於手中，又另存款若干於銀行預備隨時能購買預算若干額外之消費物品 K' ，因此種社會習慣，隨富力與經濟之決定，決難常變，而銀行之對於有款準備，亦略有一定之準備率 (R) ，故假定此等數量必有一定之數，相乘當時之物價 (P) ，卽等於當時之貨幣總流通額（現幣紙幣支票等） N 。

$$\text{公式 } N = PK + PK'R \quad \text{卽 } N = P(K + K'R)$$

由此式觀，社會羣衆保持購買力對消費物品之數，決難常有變動，於是 K 或 K' 不變，物價 P 即隨貨幣流通額 N 而增減。如是欲圖安定物價 P ，可從 N ， R ，或 K ， K' 等處着手，即可收管理貨幣之效果。當社會羣衆所須保有之購買力 K ， K' 增大時，貨幣流通額 N 不增，物價即落； K ， K' 減少時，貨幣流通額 N 仍舊則物價漲。當 K ， K' 增大時，握金融市場權威之中央銀行即可減低利率，獎勵借款，膨脹貨幣之流通額，以制物價之下落；當 K ， K' 減少時，則相反而提高利率，一方面發生增加 R 之作用，一方面收減少 N 之功，抵消 K ， K' 減少之作用，以壓物價之上騰。當銀行信用過度膨脹，社會感通貨擠擁時，直接提高準備率 R ， N 即漸次縮小，使物價不致遽受騰貴之影響。反之則減低 R ，使金融市場放款增加，擴大 N 之流通額，則使物價下落之勢停止。戰後美國金本位雖毫無變化，不如歐洲各國之或變爲紙本位，然因金貨之壅塞，貨幣膨脹，物價昂騰，亦頗感貨幣價值安定之必要，聯合準備局於此所從事調節之法，即連同各聯合準備銀行斟酌貨幣流通量之管理，使社會羣衆所保持之購買力隨時與實際生產成相當比例；並查察物價漲落之來源，分別各種信用張弛之狀態，隨時決定方針，對於貨幣數量，流通速度，或收或放，或緊張之，或擴弛之，以減輕物價變動之程度。

管理貨幣說之缺點，理論方面第一爲通貨膨脹，未必致物價之騰貴，蓋信用之發放，若施於生產方面，則生產增加，實際消費力不調和，或反致物價之下落。第二爲貨幣數量雖不見增減，然其流通次數之疏密，要亦影響其相對數量之增減。事實方面在金融組織疏散統計欠缺之處，對於通貨數量，消費統計，物價指數，生活費指數等件難

於找出。或縱能具備，然事實上殊難精確，故貨幣之管理，不易行之完善。以是各國應用貨幣之管理，莫不推陳出新，適應情形而化用之，在嘗試之下求其功效也。

第三目 金本位幣制對於安定物價功能之變遷

大戰之後，各國多苦於通貨膨脹，物價騰貴。通貨之所以膨脹，乃因離開金本位之統制，在市場上常有膨脹之暗示，而事實上流通速度較大。以是各國安定物價之法，皆亟亟恢復金本位，一時動盪之物價，復歸於安定者有間。其後以國際政治經濟關係之不佳，國際間信用漸次薄弱，金移都乃失其自由調節之機能。往常金流入國物價騰貴，金流出國物價下落者，一轉瞬因輸出入之作用，金流復返，物價復相平定。然自近年國際信用搖落後，金流入國，懲於信用膨脹，投機盛行，多慎重放款，徒厚窖藏；金流出國，準備涸旱，信用緊縮，物價下落；愈演愈烈，乃成經濟恐慌之潮，世界物價，普遍下落。其中原由，蓋因金之移動不自然，金價鵲起，金本位貨幣隨金貴而價值亦騰。金價近年昂騰不已，金幣價值亦續續高升，相對形成物價之續續下落。物價既生降跌之勢，種種弊端，遂不一而足。各國政府為安定其貨幣價值起見，乃不得不追本窮源，摒棄價值不安定之黃金，使不復與貨幣發生相連之關係，由是貨幣價值，遂不能追隨金價而上騰矣。

於此可以國際聯盟所發表英國停用金本位後一年間之物價與各金本位國同期間之物價比較表觀察證之。

國名	批發物價			零售物價		
	一九三二年七月	同上	年比較低落率	一九三二年七月	同上	年比較低落率
英國	八二·七	八六·〇	三·八	一四三·〇	一四五·〇	一·四
德國	九五·九	一一一·七	一七·四	一一一·五	一三七·四	一一·八
美國	九一·五	一〇三·二	一二·一	七六·六	八五·九	一〇·六
法國	八七·三	一〇一·五	一四·三	一〇七·〇	一一七·〇	七·八

近年世界金價貴物價跌之風潮，由於金量稀少不足供交易償付之用。金量不足，即金幣之不足，貨幣緊縮，是以物價疲落，欲救濟物價之疲落，故各國政府多有擬施行膨脹貨幣政策者。然金本位制貨幣與金有相連關係，貨幣增減多受金供給厚薄之限制，多數國家無法致金供給之加厚，而欲貨幣數量之增大，遂不得不脫離金與貨幣之連鎖，從而停止金本位制，以安定貨幣之對內價值矣。然貨幣脫離黃金之統制後，在國際間即失去匯兌之固定公共標準，申言之由是貨幣對外價值又落於動搖之局面。貨幣對外價值動搖，極予國際貿易以不良之影響。於是各國又不得不苦心焦慮以謀挽救之方。在理論方面，貨幣價值以對內安定為根本，若各國皆能做到此着，則世界各國之貨幣皆價值安定，其互相兌換之率亦自必安定，此乃戰後管理貨幣學者所同具之眼光，所同持之學說也。然試窺其實，則可知其持說之未能完滿，蓋各國貨幣其各自對內價值均屬安定，以何表示之耶？則非以金屬即以

物價指數。近年世界黃金偏流，造成空前金貴狂潮，金價不安定，則貨幣以金計算價值自不安定，此即更無談論必要。若以物價指數。則貨幣價值以購買力之安定為準，各國貨幣對內價值安定，即不啻各皆含有固定之購買力。各國各以其貨幣所含購買力而兌換，在國際貿易絕對自由兼且國際收支完全均等之狀態下，固能即收外匯亦皆安定之效果。然而國際貿易未必絕對自由輸出，貿易結果未必輸出入彼此各皆適合，入超之國，未必其他國際收支獲有盈餘適可抵貿易入超之對外債務；通常國際經濟關係，殆必為有若干國國際收支盈餘（順調的），有若干國國際支出大於收入（逆調的），於是收入盈餘之國貸出其盈餘額，作為暫時的對外投資，如此則國際收支現實的貸借乃成均等。若債權國不願貸出其國際收入餘額全部或一部，則相應的全部或一部之現金即以流入而抵消其債權。由是而觀，在國際收支發生彼此不均之狀態下，各國貨幣之需供乃亦不能適合，債務國如何能得債權國貨幣以償其債務耶？非債權國暫出放信用，則必須即以商品贖售，然債權國限制商品入口，不復需此，則必待債務國之多方設法，緩緩獲取外幣以償其負債。如是國際匯兌既永無需供平衡相合之狀，匯價即不免漲落；又失去黃金之公共統制，即不免異常動搖；復不能自由無限運售商品，以迅捷的完結國際債權債務，則外匯之動亂，自無法制止；雖各國皆能對內安定其幣值，然於對外幣值之安定，亦唯是風馬牛之不相及耳。

近年世界經濟恐慌中，國際債權債務，暨國際收支國際匯兌即皆墮入此種狀態中，故各國於停止金本位安定對內幣值之餘，復焦頭爛額於撫綏其貨幣對外價值之動亂，急轉直下而行用匯兌管理制。

第二節 貨幣價值對外之安定

第一目 匯價安定與匯兌管理

現今國際間貨幣各不相同，其根本相異如本位之不同者無論矣；即同本位者亦各不同單位；各國貨幣單位或爲鎊，爲元，爲馬克，爲法郎等，名稱互殊，計算不一，所含價值亦各異。在同屬施行金本位之國家，其貨幣價值之相兌率，自一依各幣所含金量而定，因黃金之媒介，可互相決定一平價，其匯兌率無論如何不能在此平價加減運現費之現金起運點以外漲落。但在異本位國間，其貨幣價值即無一公定之標準，純視匯兌之供求而變動，變動之度亦不如同本位國間有現金起運點之明顯的限制也。是以爲求國幣對外價值之安定起見，各國靡不努力使本國幣制符合多數國家之本位；過去一二世紀以來各國之紛紛改行金本位制，固以避免外匯之變動不居爲其最要之目的也。蓋在此資本主義經濟時代，生產之運行，工商企業之繁榮，皆賴大量生產製造販賣；惟其如是，原料之採集，販賣之運輸，以至貨物之零售消費，其間經歷不同之時間與空間，不知凡幾，惟賴有確定價值之交換媒介物（貨幣）於中盡勞，始能按步就班。經營有緒。若貨幣價值閃縮不定，以時不同，以地各異，則企業之經營，將陷於異常困難，而經濟之進展亦將停滯不前矣。

貨幣對外價值之變動不常，其弊既甚，故即在同屬金本位國間，匯價不虞漲落超乎現金起運點外者，亦常施

行種種方法，以減少外匯之變動。例如當外匯騰貴時，中央銀行即提高貼現利率，以誘資金之來歸；或政府募集外債，出售海外存金，以促起本國貨幣在匯兌市場之需要，間接平定外匯騰貴之勢，皆屬其類。此外亦有由政府或其特設機關，實際參與匯兌之買賣，以行匯兌之調節政策者，其法常時查察外匯之升降，每當某種外匯繼續漲時，即盡量拋售外匯，使匯市該種外匯供給增加，平定其高漲之勢。若當某種外匯下落時，則盡量購存之，使不致繼續低落。如是忽買忽賣，可使外匯一漲一落之時期，需供得其調節而不致變動甚大，而貨幣對外價值亦略抵於安定也。

金本位國間匯兌，運現之舉，恐有時而窮其法，政府乃不得不出而施行種種自由調節之政策，如上段所述者。然自由調節政策，當外匯有異常之變動時，亦常窮於應付，於是又一變而施行強制干涉之管理匯兌政策。蓋一國當外匯迭漲之秋，環顧經濟情況，本國貨幣價值對外跌落，已成必然之勢者，則購買外匯者自紛紛四起。此時政府若行自由調節政策，提高利率，則效力絕微；募集外債，拋棄外國證券，或令直屬機關盡量出售外匯，則利之所在，投機購買外匯者自更形擠擁，買方氣餒愈張；政府自難繼續無限出售外匯，使國庫資財，無形轉落於少數購買外匯者之手中也。且在此種非常之時，行匯兌自由調節政策，更能致資本逃走，國際收支惡劣之結果。其終極金準備漸竭，國內經濟愈形紊亂。故為期匯價安定於始者，反令匯價之動搖，終陷於一發不可收拾之境焉。

顧外匯迭漲之時，何以能引起資本之向外逃走乎？因資本之流動，輒向最有利最安全之地帶進行。所謂有利，根本以安全為基礎。安全可慮，則利益亦不確實，故安全性有動搖之地帶，資本即首先避地圖存。外匯迭漲之地，即

不啻其貨幣價值日降，資託本存於此地，即因貨幣價值之續落而無形損縮。如是為避免此種損失計，兼為牟套匯之利計，短期流動資金即紛移於國外之安全地帶，或藉匯兌方法轉購外匯而流出，資本之向外逃走現象，遂以發生。

資本之逃走國外，在今日金融經濟時代，實使國家經濟受絕大之不良影響。此種現象若持續盛行；第一，金準備即因金貨之流出而漸薄，相連使信用緊縮，通貨短絀，有害經濟之發展；第二，國際收支因是愈加逆勢，支付因之膨脹，無法維持均衡；第三，外匯因之漲勢愈挺，匯價無法安定。於是尚行金本位制之國家，不得不因而停止金本位，已停止金本位之國家，終必至陷於極度金融恐慌之漩渦，急轉直下於經濟大紊亂貨幣總毀滅之境。

故為防止上述外匯搖動之弊起見，政府不得不努力施行匯兌管理政策，禁止匯兌之自由買賣，防範民間資本之超越國界逃走。其法即由政府授權特設機關，統一匯兌之買賣，嚴密干涉存有外匯者，使盡售於管理機關；稽核欲購外匯者之理由，限制外匯之購買，並從而對於能促起外匯需要之事項嚴予禁制，如對外貿易之輸入，及對外投資等是。故為求匯兌管理之完密，各國政府每相伴並行貿易管理，斟酌國內對外國商品需要之程度，對於一切不必要之商品，或本國能生產之商品（雖生產費較外國商品售價尤高，亦常所不顧），皆嚴禁不許輸入，以努力減少外匯之需要。蓋如是則外匯無從不斷漲價，資本無從逃走，金準備亦不致流竭，國際收支能有統制，量入為出，不致有收不敷支之患。經此強制之管理，民間不能收藏外匯，如外國貨幣，外國有價證券等，則外匯之供給較裕；

不輕易准許外匯之購買，則外匯之需要大省；外匯得有統一的需供調和，外匯匯價自不致異常動搖，而貨幣價值對外安定之目的，亦於以達到。

因外匯情勢之變化，為防止匯價之大動搖，施行匯兌管理者，不惟已停止金本位國為然，即尚行使金本位之國亦然。金本位國恐匯兌之自然變化，將使金貨續行流出，國際收支轉逆，亦往往施行管理匯兌，以便節約外匯之需要，防免國際收支之惡化，鞏固本國之經濟。至已停止金本位之國，貨幣失黃金之統制，國際信用薄弱，價值時處跌落，其外匯之起落，純視其貿易、投資、投機等之變化而不一。為安定外匯計，更須努力調和其需供，一以免匯價之動盪不定，二以抑遏外匯變動之諸弊點。觀於最近世界經濟恐慌之狂潮中，外匯起異常之變化，安故守常者終至應付俱窮；如一九三一年七月以後德國之被各國提出短期資金達一百七十餘萬萬馬克，遂鬧金融恐慌；英國之短期資金不斷流出達二萬五千萬鎊，致不能維持金本位；可見外匯變動關係之重要。而觀於英國自停止金本位行管理匯兌以來，一時各國風起雲湧，紛紛效尤者之衆，尤足見匯兌管理對於安定貨幣對外價值之重要也。

第二目 匯兌管理之實際觀察

匯兌管理之目的，在強制的統轄外匯之需供調節，以綏定匯價之變動。然事實上因受匯價不利之影響程度輕重各異，故各國對於施行匯兌管理之方法，亦寬嚴不同。關於管理人或機關；有委之財政總長，有統一於中央銀行，有託於匯兌管理委員會，亦有授權於特定銀行者。關於買賣匯兌之限制；有完全禁止者，有限制為進口貿易之

匯兌者，有僅禁止輸入某種物品成立匯兌者，及有獨許對於某項必需品輸入之匯兌者。對於管理外匯之種類：不加分別者，有分別對於特定國家禁止買賣匯票者。此外對於民間留存之外匯之處分：多有實行登記制或申告制收買者。對於匯價則大都強制執行法定匯價，對於對外債務則多施行延期支付，以緩和外匯之需要。

在一九三〇至一九三一年世界經濟恐慌激烈國際匯兌劇變之期間，紛紛施行匯兌管理之各國，已臚列上章外匯變動與國際幣制之騷亂一節。至於其施行之狀況，為簡賅的明瞭其實際計，可試舉英德日三國言之，以見一斑。

英國之匯兌管理，目的僅在防止資本之逃走，故其施行管理之步驟，較覺簡單寬放。自一九三一年九月二十一日停止金本位以後，即實行輕度之匯兌管理。其匯兌管理命令之內容為：1. 普通正當貿易所發生之匯兌。2. 是年九月二十一日以前訂立契約發生之匯兌。3. 因旅行而發生相當額旅費之匯兌。合予以上之條件之情形得准許英國國民及僑居英本國之外國人民購入外匯，否則無論直接間接意圖行資金之移轉而購入外匯者，均在禁止之列。

德國之匯兌管理，胚胎於一九三一年七月之金融恐慌，大成於英國停止金本位事件發生以後。其目的既在防止資本之逃走，更含有改良國際收支及鞏固金準備之意味。故其管理之範圍最廣，管理之方法最嚴。先之以八月一日大總統頒布之匯兌管理令：1. 設立匯兌管理局，一切匯票買賣須經該局之允許，以使用於輸出入貿易為

原則。2. 經營匯票買賣業務之機關限於德國國家銀行或該行認可之金融機關。3. 對外支付手段及外幣債權外國有價證券之取得，讓渡，處分等，必須經管理局之許可。4. 政府公定外匯市價。根據此命令復附帶有種種施行細則。

殆英國停止金本位後，形勢愈加嚴重。乃繼以九月二十六日之政府命令：1. 國內債務銀行或債務者與外國債權銀行或債權者間之債項關係，須受國家銀行之監督。2. 未經國家銀行之許可，禁止以有價證券賣與外國人，或轉換為外國人名義所有。此蓋含有整理對外債務，及防止資本藉有價證券移轉而逃走之意味。

其後國際貸借愈形惡劣，於是終乃頒布十月二日之緊急命令：1. 凡居住德國國內居民，持有外國貨幣合二百馬克以上者，須於十月十日以前呈報國家銀行。2. 未經國家銀行或其認可之銀行允許而獲得外國匯票者，無論金額大小，均須限三日內呈報國家銀行。3. 持有上述之外國匯票者，經國家銀行之要求，須即售賣與該行。4. 一般輸入商每月欲為二十五萬馬克，或個人每月欲為二萬馬克以上之輸入時，匯兌管理局必須經國家銀行之允許，始得實行。此即德國現行之匯兌管理，其意義已不祇防止資本之逃出，更進而絕對強制統轄民間外匯之買賣，與保留中之外匯；限制外匯需要之發生，從而改順國際收支與鞏衛金準備矣。

日本自一九三一年末再行禁止現金出口，已實行停止金本位。加以甘為戎首，開釁中國，國外貿易一落千丈，國內經濟岌岌可危，金融市場空氣陷於極度不安。是以外匯飛漲，國內資本紛紛向外逃難。日本貨幣日元對美元

之金平價本爲每日元合美金四角九分八五，但在一九三二年内陸續狂跌，竟至僅值一角八九分間；換言之，其貨幣對外價值跌落之度，較前僅得回百分三十餘之值，故其對外經濟力無形喪損去三分之二矣。日本外匯，既成必然高漲之勢，而經濟之不景，金融之不安又日甚，故微論資本不斷外流，即憑空買賣，藉預購外匯而圖利者亦衆，於是投機之風盛行，日幣對外價值之跌落，更續見低峯。因此兇猛之跌勢，愈益促起資金之外流，經濟情況愈劣。

政府爲圖補救計，一面先行調查匯兌管理情形以便準備施行匯兌管理，一面立即制定防止資本逃走法案於一九三二年七月一日由議會臨時會議通過頒行。其內容要略如下：1. 政府因衡事勢，認爲有取締資本內外移動之必要時，對於 a. 買賣外幣及外國匯票，b. 對外寄款，c. 授予居住外國者以信用，d. 外幣存款，交易及貸借，e. 外國有價證券或債券之買賣及輸入等行爲，得以命令禁止之或限制之。2. 根據政府上項命令，關於其所禁止或限制之前條開列等事項，政府得徵集報告，及施行帳簿或其他之檢查。3. 政府得令持有外幣或外匯及外幣證券者將其所有售與政府銀行或其他指定機關，其賣價由外幣評價委員會定之，委員會之組織及權限以勅令定之。4. a. 凡違反根據本法頒佈之命令所禁止或限制等事項而行交易者，處以三年以下之懲役或監禁，及一萬元以下（若該交易價格三倍之數大於一萬元者則改處該交易價格三倍以下）之罰金。b. 不服從本法規定而售賣外國貨幣或其他者，處以一年以下之監禁，及該外幣或其他價格二倍以下之罰金。c. 違反本法規定，不爲報告，或偽造報告，及拒絕檢查帳簿者，處六個月以下之監禁及五千元以下之罰金。5. 法人之代表者，法人或人之代理人，使

用人及其他從業者，關於其法人或人之業務有前條之違法行爲者，除罰其行爲者外，并課其法人或人以前條之罰金。6. 在本法施行地有本店及主要事務所者，其代表者代理人，使用人，及其他從業者在本法施行地以外之行爲，本法之罰則亦適用之。

關於貨幣方面之金融政策，對內價值安定物價，對外價值安定匯價，均屬重要。對內價值之安定，爲貨幣根本之安定，對於國民經濟之進展，關係甚大。蓋貨幣爲一切價值之權度，若權度自身，尙且變幻無端，則一切衡量之凌亂無序可知，而經濟之運行，不能安定發展，亦可概見。故近年以來，各國所以安定物價者，至不惜放棄金本位制以隨。然各國放棄金本位制後，因國際匯兌失去黃金之共同計算標準，乃又使匯價爲之變幻靡已。匯價不安定，使現代築於國際貿易上之世界經濟，日益蕭索，同時引起若干國家對外匯兌之損失日鉅。卒至於各國各自爲政，厲行此鎖國經濟主義式之匯兌管理，以自固吾圉。現今各國之匯兌管理，實爲一種統制經濟運動，使本國之對外收支，能合理的發展，不致無形有形中陷入於別國經濟侵略之陣線。然究其實，則成爲互築壁壘之狀態，泯絕國際協同合作之精神，使國際經濟深陷於無政府狀態下之弊端。在以前國際間尙有若干關於經濟方面之自由活動（如貿易投資等）之餘地時，世界經濟雖亦一種無政府之組織，然因各國並無如今日之嚴厲的人爲的干涉，故能循其自然回環往復，無形中如有國際協調和衷共濟之象，不致如今日之一若互相孤立。由是言之，則匯兌管理一種政策，乃純以自國利害爲出發點者也。

第十五章 金融政策

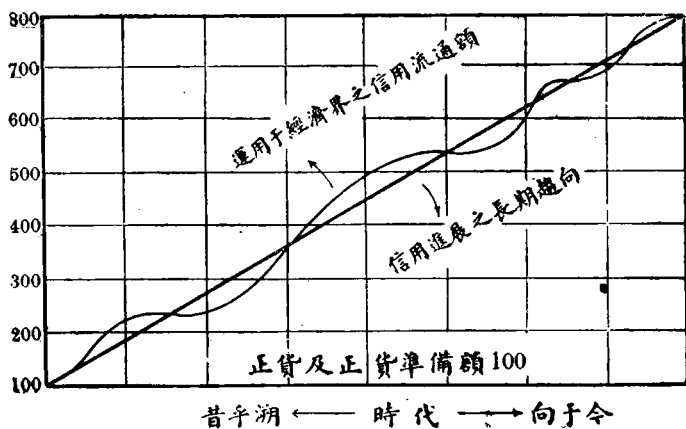
第一節 現代金融與信用經濟

現代龐大之經濟現象，繁雜之金融市場，其所自而構成，固賴交換之暢達，惟交換何以能流暢，則純賴交換媒介物之能盡其用也。交換之運行，初賴貨幣之流通，繼亦有流通不暢之感，乃依信用而發行代表幣，使輕便之紙幣替笨重之硬幣之使用；復慊於代表幣之不經濟，乃更進而宏大信用之效力，作成鈔票，僅置若干成之準備，交換媒介物由是繁增，而其授受運轉，由是便利，馴至今日，一切交易收付，對於鈔票之使用，且嫌瑣碎，皆根據銀行存款而發出支票，憑支票之授受移轉，在銀行帳簿上為債權所有之遷易，以了結種種交易收付之結果。是故因現代信用經濟之極度發揮，使財富之交換流轉，異常圓活，可稱此巍峨之金融經濟組織，全以信用為其結構之幹程。

雖然，自金融史上觀之，信用運用之程度，固日有進展，現向上之趨勢，但今猶曲折其程途，表現屢仆屢起之狀態者。此曷以故？蓋信用之基礎，始終猶繫於正貨（金屬塊或其鑄幣）故也。因信用施行之便當與利益，信用常有增大之趨向；信用之向上進行，常一時的發生過度膨脹之態，即不免反動而緊縮，乃表現降下之進行，反動之力既

過，又漸回復向上行。上行不已，終又偶蹈入過度膨脹之機，乃又復如前降落。此即信用長期趨向膨脹，而間歇的或脹或縮之故也。如圖所示，斜直線為信用進展之長期趨向，曲線為信用膨脹進行每偶然入於過度及反動而緊縮之行程，橫底線表示相對其時之信用額之正貨及正貨準備額，此額假定常時不變（下圖所用之數字，僅為一種假定比率，以說明因時代之日進，信用之流通額，雖藉同額之正貨及正貨準備，亦可逐漸增加。事實上世界或一國之正貨及正貨準備總額，與信用流通額之確數，當不能曉。不過從史實現象大體觀察，信用交易實日繁，其對正貨準備之比率亦日大而已。故從理想上作成此圖，以揭其大勢。）

今日歐美各經濟發達國家，信用流通額較之其所存正貨及正貨準備額，已不啻數千百倍。是因信用交易膨大之結果，正貨之用已微至數千百分之一。如此狀況，較之信用未發皇時代，經濟之發展，當亦以數千百倍計。然今日經濟之進展，已至如此地步，非有千百倍於所存正貨之金額，不足以供交易收付之需要，則一旦摒除信用，雖有鑄造貨幣，其



不能應付經濟上之需要而圓滑交易可知。故謂日今崇樓傑構之金融經濟組織，實賴信用從中支撐建合之功所成，亦不爲過。

第二節 信用之穩定問題

第一目 正貨在信用經濟組織中之地位

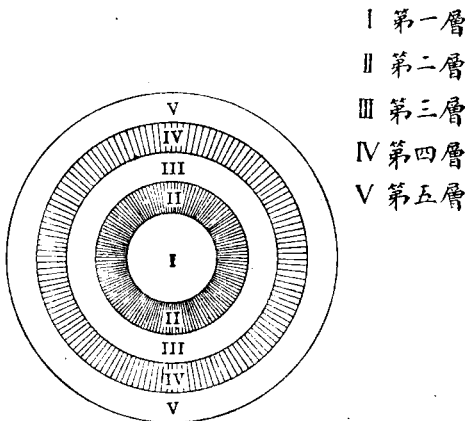
在現代金融中信用所以能夷然施行者，又時不免搖動而收縮者，不可謂非繫於正貨之狀態爲如何也。試一究信用果何自而生耶？則曰：隆厚之正貨準備，社會心理注其視聽於正貨準備，銀行未有能離正貨準備而發放信用者也。就曆史趨向觀之，因信用之用日宏，正貨準備之率日減。在今日直接之正貨準備，對兌換券鈔票言，雖仍有達三二成之率；惟夾雜其他之信用工具，如各種有價證券等及所行使之存款通貨支票而言，則間接上之正貨準備，僅得千百分之一之率，則事實上信用之需於正貨準備者可日少。然其漸減之趨向，其終點能達到完全所需正貨準備之一步歟？則事實上殊難解答。蓋自理論言，一切交易，可無須正貨，即完全以發行紙幣爲基礎，尤收經濟上之便益。但因紙幣無限制通貨膨脹之力量，故政府每遇財政困難，即不免濫發。濫發之結果，使通貨數量一時浮大，社會財富之增加，遠不相應，即不免使貨幣價值跌落，愈跌落而愈濫發，終至使經濟完全擾亂，社會深受其害。事實上如能設法限制發行，使應企業之需要而伸縮，則可免濫發之弊而能行之完善。但如此限制之法，在今日尙屬無從

着手故羣衆心理不得不皆倚賴正貨準備以爲簡捷了當之限制濫發鈔券方法也。既如是，是以正貨準備之需要與否，將來不可知，現在則尚有若干之力量，而信用膨脹之度，偶超出於羣衆認爲當時正貨準備所能任受安全之度外，則信用即不免動搖，因而發生反動緊縮。其反面，正貨準備率回高，於是人心漸鎮定，信用始復。即此而觀，可見正貨準備實爲現代信用經濟之基礎。

關於現代金融經濟組織及其間正貨準備與信用之關係，可由下圖表示之。圓心層爲正貨準備，第二層爲根據正貨準備發行之兌換券鈔票，第三層爲因其內心之支持而穩立之各種債券、庫券、股票、及商業票據等有價證券，第四層爲以各種有價證券爲抵押或擔保而生之銀行貸放信用，外層即由銀行貸放信用而通融之商業也。

由第二層起至外層，均連接的因信用之維持而穩立，而信用之所以發生，又繫於其圓心層之正貨準備。是以若正貨準備有變動，輒能令各層變動。正貨增加時，信用可隨而膨脹，鈔票增發，證券升價，商業可得充足或充足以上之融通資金。因此每能激起投機，遙種信用一時過度進展之恐慌因子。信用既過度膨脹，無形中即形成正貨準備

第一圖 正貨準備與信用經濟組織

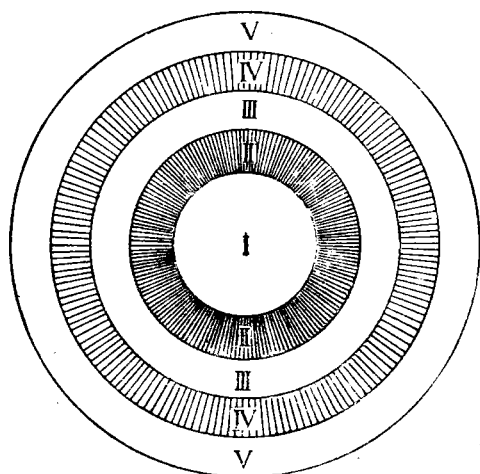


備之縮小；或因對外償付，現金外流，致引起同樣結果者；無論其原因如何，正貨減少時，信用即不免受影響而收縮。鈔票回籠（即返回發行銀行）者多，證券跌價，商業乃拮据萬狀，飽受週轉不靈之苦。利率高昂，又每種下正貨回增，信用恢復之因子。此種經濟循環之理，姑置不論；然正貨準備之為現代信用經濟之基礎，則蓋可明矣。

惟然，故在較長期間觀，

雖因社會之進步，能漸以較少之正貨，支持較繁之信用交易；然在短期間觀，則正貨一旦之增減，實使現代之信用

第二圖 正貨增加與信用膨脹

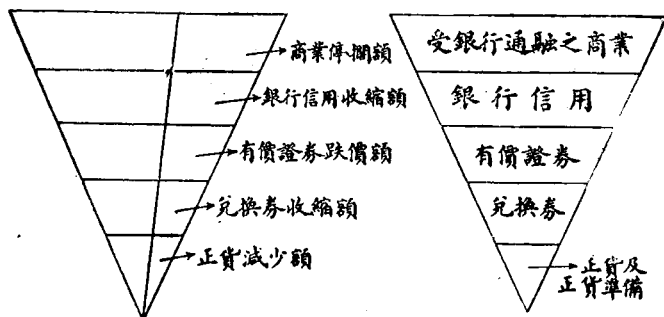


- I 第一層
- II 第二層
- III 第三層
- IV 第四層
- V 第五層

第四圖

第三圖

正貨準備與金融張弛關係



經濟，隨而起休戚與共之變化也。試細察上第一二圖，可知正貨及正貨準備之脹縮，使信用經濟隨而脹縮之關係。更一勘第三四圖，當愈明正貨及正貨準備縮小所及於信用經濟崩潰之影響矣。

第二目 鞏衛正貨與穩固信用之關係

基上所述，信用有支持現代經濟繁榮之功，故金融政策不能不講求鞏固信用及調節信用之一着。而正貨乃唯一維繫信用之根據（原夫徹底言之，則雖正貨亦非能維繫信用，徒以正貨之充作交換媒介物，及被認為本身有優美之價值，已經長久歲月之歷史；人類深染數千年習慣之惰性，羣衆無形中悉存有根深蒂固之思想，確信「正貨為不易得之有價值物，更且能為無論何人所歡迎，故持有之者，無論何時皆能遂其因交換而獲得別人經濟財以充自己慾望或需要之願想」，故正貨遂因人類之共予以堅確之信仰而得為維繫信用之根據耳。）故求穩固信用，莫尚於擁護充分之正貨準備。自昔以至今日，各國皆嘗汲汲遑遑於防止正貨之流出者，良有以也。至其方法，或由中央銀行提高利率以吸收現金，或在海外募集外債，或輸送外國有價證券以代現金之輸送。因正貨流出，其理不外由對外支付引起外匯需要增加，匯價昂騰所致，關於凡此種種，以上皆略有敘述，茲可不贅。如此保留正貨，國內乃不致患正貨枯竭之恐慌，羣衆心理因有雄厚正貨準備而鎮定，信用乃於以穩固。

第三節 信用之調節問題

金融政策須設法保護正貨準備以穩固信用，已如上述，然同時對於信用之調節，亦須兼顧，始能完滿的使信用臻於穩固也。蓋金融機關若對於信用之發放，不能調節適當；對於信用之收受，未能調節妥合；則整個信用經濟於營造上即發生破綻。如是，雖正貨準備充足，基礎穩固，然構築上有缺點，易生動搖，此輪奐之金融經濟樓閣，終未能稱爲穩固也。例如最近（一九三三年三月）美國發生鉅大之金融風潮，致令全國銀行皆須陷入停止支付一途，信用大大搖動，雖推究其故，自源出多端，然終不能不謂信用失於調節，亦居重要之關係也。

所謂信用之調節者，以在金融機關之立場言之，較便說明。銀行對於信用之調節，可分授出與受入兩方面討論。授出信用方面之討論，乃斟酌各種用途上之分配適當。受入信用方面之討論，乃考求如何減少羣衆埋藏之正貨。換言之即如何使社會之無用資金，漸皆俾銀行受入以利用之增加社會財富也。

第一目 銀行授出信用之調節

對於銀行貸放信用，欲求動應機宜，必須於以下信用之三種用途，斟酌妥適方可：1. 投資信用，功能爲直接助長生產事業者；2. 商業信用，效力在於圓活財富之流轉，使交易暢達者；3. 消費信用，目的在扶持合理的消費，使社會生活程度不致降，間接維護工商業之繁榮者。

一、投資信用

從其數額鉅細觀，可分爲大企業或中小企業兩種。從其種類上分，又有農、工、礦、鹽、漁、牧等業之別。金融政策上

對於如此種種之投資信用，應視一國經濟發展之需要，分別充分發放，以便社會生產有平衡合理之發展。故對於投資信用若有嚴密之統制，即不啻對於生產有統制，如是乃可免生產過剩引起經濟恐慌，銷斲社會元氣之患。蓋今日所以有生產過剩之患者，大抵為類別的生產偏畸所致。社會投資經營事業，盲目的趨於高利潤之餌，偶受利潤較大之誘，即不免紛紛注其全力於是項生產；於是卒至超過消費之需要而致生產品跌價，跌價不已，乃使全部經營均不能維持，召發恐慌；其時已銷磨社會之資力於無用之處甚多矣。假能隨時於投資信用善為斟酌，妥為分配，對於生產之類別，慎為審察，毋令社會資本，虛耗於投機之某種生產，而兼顧社會對於別種生產之需要以利用其資本，則社會資力得合理之扶植，社會財富亦能日益繁增矣。

對於投資信用所以亦須兼顧貸放於大企業及中小企業者：因企業大規模經營，常較小規模經營為有利，且大企業因資本鉅大，本身信用較強，故對於大企業之投資信用，銀行常樂於貸放，於是其供給亦不虞缺乏；惟小企業之狀況則反是，是以通常中小企業資金，因信用之短絀，輒感枯澀。誠如斯，則且令較有利之大企業經營可矣，中小企業之艱困，庸何傷於社會經濟之發展乎？不知生產事業之經營，雖頗多適於大規模經營者，然以小規模經營為宜者亦不少，是以投資信用之發放，不可斷絕對於小企業方面之供給。且基於社會政策方面而言，大企業經營之結果，每致壟斷市場，使多數人付出較實際應出為高之代價，始得物品；於是無形中掠奪多數人以自肥，使社會經濟之分配惡化，從而更誘起因此而生之種種劣象，致令金融經濟實質上亦攙雜不良之成分。故投資信用之發

放不可專助大企業，而有兼向中小企業潤澤之必要。

二、商業信用

現代生產品之分配消費，全賴交換以完成。使財富能交換流轉敏活者，商業也。故商業愈發達，財之價值愈增，使地無棄貨，時無棄財，人類對於各種用品無彼此或感過剩，或感不足之慮。是以生產發達，尤須使商業發展，方能使生產品悉盡其用，而完成社會經濟之繁榮也。商業之經營，在乎介紹貨財時與地之流轉，及種類上之交換，其目的則在乎敏活週轉，始能一方使貨物之價值愈增，一方於經營上獲利也。自貨幣出，而交易便，商業以轉邊買賣，使貨物以時地之移變交易而增加其價值並從中計其價值較差之利益為目的者，故有貨幣盡價值權度之職能，商業實遷，已見便利。然自信用之盛行，一切大小交易，愈加便捷，商業始愈見週轉靈活。及乎今日，商業之股繁，幾已完全繫於信用之力上；蓋一切頻數的，大宗的，遠距離的，或異時間的經濟交易，殊非昔日人事簡單時一方輦運貨物，一方攜帶貨幣以相交易之狀態可比，其間必須賴信用為之彌縫扶助，始能一一圓滑的施行故也。

商業信用可分為國內貿易及國外貿易兩種。前者包含對內地之販運，及同市場內批發零售之交易；後者則指對外輸出而言。前者以同在一國法律及政治社會之內，資金之投放，常較安全，於是信用之供給，亦常較裕。後者以地域之遠隔，政法風教之互殊，若非多數人民有對外投資習慣之國家，是種信用之供給，輒常較形缺乏。而因內地貿易信用及對外輸出信用厚薄之狀態，遂可判然一國於國際貿易上所佔之地位。我國國外貿易國外匯兌殆

全握於外人之手，本國對外輸出信用，異常缺乏，以致輸出貿易，不特不能有長足的發展，而以前大宗出口品，反致逐年退化焉。

對於輸出信用之發放，通常藉國際匯兌之押匯而行。輸出信用因遠隔重洋，亦偶有因貨物之滯市跌價，或其他原因如退貨等致陷發放信用者之債權於僵局者。在此場合，適逢其會之債權者未免即須獨蒙損失。爲使輸出信用授出者之債權有所保障起見，又有輸出信用保險之制度，用保險之方法，以安穩輸出信用之發放，庶免其因慮危險而減少供給，致間接窒礙輸出貿易之發展也。

所謂輸出信用保險者，始作俑於英德兩國，採行爲國家事業。其意義即由政府擔保輸出商品貨款匯票之必能照付，以便出口商之努力出口貿易也。其方法或對出口商所發之匯票，擔保付款，若遇外國進口商不能支付，或拒絕支付時，政府填補其因此所受之損失。有此保證，乃令銀行更安心經營貼現收受此種票據，或對曾通融資金與出口商經營出口事業之銀行，擔保出口商之償款，遇出口商因種種貿易損害至不能償款時，政府即填補銀行因此所受之損害。然爲防止出口商特有保險而不充分調查外國進口商之信用，暨某種輸出之是否適宜等弊端起見，政府並不負擔票據全額之損失；在德國即採三分制度：政府、保險公司及出口商自己，各負三分之一之責任，如此，遇有因進口商不能償付等損害時，出口商仍須遭遇該貿易額三分之一之損失，出口商即必加意慎重從事，而貿易乃可期健全之發展。由是觀之，此種制度，實大有造於輸出信用之發達者也。

至於內地貿易信用，則常寄於貼現市場及票據清算所。貼現市場所以令各種商業票據現金化，使一般商業之買賣，不必一一以現金爲之，亦得同於以現金爲之之效。由是以僅少之資金，因票據之現金化，亦可輾轉爲數多之交易，週轉靈活，財貨流暢，而經濟之繁榮，於是乎致。歐美各國，內地商市，盛行商業票據，貼現之風亦甚。惟我國則反是，所有買賣、債權、債務，均憑各個帳面之記載，鮮以票據出之，是以貼現之習亦未成。坐是商人之債權債務，均成固定的，欲求自由迅捷的彼此移轉抵劃，尙且不可，若欲提出其債權證據以求銀行貼現而貸放信用，更屬不能。於是商業之週轉呆鈍，交易遲滯，萎靡狀態，十年如一日，更牽連而致生產事業亦爲阻塞不得敏捷之發展焉。

票據清算所爲同一商業地區中各金融機關所發出以供商業週轉用之票據互相清算之場所。原夫票據經發出流通之後，即輾轉交錯入於各人之手，終必以存款或其他形式而流匯於各金融機關，經一定日期（每日或三日五日不等）乃各提出集於票據清算所而互相抵劃，以清了彼此債權債務關係。故票據清算所之組織，亦爲助長信用經濟之一重要方法，舍之則金融市場上一切信用流通支付用具必不能暢達而盛行其用也；換言之，若無此等組織之扶助即信用之爲用，亦不得大展其能。

三、消費信用

指對於消費行爲貸放信用而言。此種信用之發放，行之不當，極易引起市面一時虛假的繁榮，以致反促今後來之經濟恐慌，愈加劇烈。惟行之適當，則可消除社會不當之緊縮，扶持社會合理之消費，一方有助於羣衆生活，一

方維持工商業之繁榮。美國前數年鑒於市面生產品之堆積，有生產過剩之慮，乃發起分期付款購買之法，以提高一般人之購買力。對於各種貨品，努力獎勵勸誘羣衆之購買，並設詞謂：吾人須盡力購買種種貨物，始能一方面提高生活程度，以求社會經濟生活之進化；一方面減少市面存貨，以求工商業貨如輪轉之繁榮現象。然實際上羣衆實無如是之購買力，自分期付款制起，羣衆遂因有各商號授予之信用，得僅付極少數之款項，即可享受種種較高物質生活之貨物，如汽車也，留聲機也，無線電收音機也，電扇電爐電話也，暨其他華貴傢私精美用具等。所以然者，生產品有堆積之勢，商人爭欲銷脫其貨物，故務爲招徠之法，設分期付款制使顧客現付少許貨價，其餘俟將來逐漸攤還故也。然一轉移間，商人之貨物銷售而去矣，羣衆雖提高物質享受，似爲經濟生活進化之徵，惟其將來工資收入，則無形中受抵押充現時之用矣。於是因如此消費信用之朦蔽，商人徒見貨銷頓暢，顧客徒貪現目一時之享用，乃使生產品更繼續製造應市，市面一時頓現繁榮之象。而不知稍歷歲月之後，羣衆一則對於各種貨物，已略有購置；又一則感於收入減縮之苦（因其收入係充以前預購物品未付價之抵押，照分期付款法實行，對於以前未付貨價，須逐漸攤提一部償還，若其購入暫未付價訖之貨物愈多，則受扣除之金額愈大，而所餘以資應用之金額愈少，而因生活程度之提高，有限之收入復經扣除一部者，豈能尙感充裕乎），私人經濟入不敷支，不能不力求緊縮，由是社會之購買力較前更弱。此時工廠製品源源出市，亦少問津者，生產過剩之弊復大露。商人覩貨物之積壓，不得不減價，停買工廠銷貨不出，不得不限制生產，停工；工人及受僱者因亦受影響而失業；失業者衆，商人以前貨

放銷費信用之金額，更多無法收回；而自己所負債務，又不得不償還；週轉不靈，倒閉紛起；如此互相牽連，物價愈落，失業愈衆，商業倒閉愈多，於是信用見大破壞。此所以自一九二九年以來，經濟恐慌，綿互未艾也。

是故對於消費信用之利用，須慎重出之，始可免使市面因挪移將來之景況堆疊於現目一時而發生忽然的空虛的繁榮之弊。設譬喻之，消費信用之出放於社會，猶人類之吸食嗎啡鴉片等之刺激奮興劑，適當吸食後，精神未嘗不振奮逾恆，工作能率常特增，然未幾則精神萎頓亦特甚。故偶然一度輕微用之，因可收奮興之效果，常用之或連續用之，必深受其害也。由是言之，消費信用之貸放，須立足於有確實價值之擔保，且須視消費之性質爲合理的而非陷於超過其能力之奢侈浪費者，方可施行，其事蓋甚明也。事實上對於消費行爲而貸放信用，較之對於生產行爲而貸放者常少，蓋後者能在信用之授受上獲得償還之資，而前者則否也。然人事上有時有卽須實現之消費行爲，而與將來之某項確實收入，在個人預算上相銜接而在收支時間上不相銜接者，在如斯場合之下，卽不得不賴消費信用之貸放之助，此所以消費信用亦每自有其重要性者也。

第二目 銀行受入信用之調節

一、通貨浮濫時之吸集處理

銀行受入信用之消長，實根本決定其授出信用之資力，蓋銀行之爲金融機關，其職能在授受信用以活動社會之資本耳。故今日銀行之真正意義，在利用社會羣衆存款而審慎用之貸放於社會，俾善導資本之用也。是以銀

行受入存款增加，在銀行之意義上，在其經營之利益上，均努力求貸款之增加以相應。反是而受入存款之數減少，則不得不停減放款。惟然，當市場上正貨增加，銀行受入信用膨大時，每易發生放款浮濫之現象，致使信用繼續膨脹，從而誘發種種投機，令信用膨脹至於過度而呈破綻。而當恐慌來襲，不景氣濃佈之秋，羣衆心理變化，信用破壞，人類不知不覺復出現其拜金主義之本能，相率度藏現金，於是信用愈劣，緊縮愈甚。若信用破壞之程度，每況愈下，則輒使銀行等之金融機關對於信用之調節上，陷於無所措手之困難，銀行授出遠期信用，無法使之變爲即期信用（現金）以應存戶之提取，即不免於倒閉。金融機關倒閉之端一啓，在此息息相關之複雜經濟社會，即不免牽連多數基礎薄弱之金融機關亦不能維持。其數既多，信用益壞，而恐慌更形嚴重矣。

以上所謂當一國正貨流入激增時，常使信用太過膨脹，容易惹出投機之風，使社會一時的呈現虛僞之佳景氣，其市況之超躍愈高，其後跌落之損失亦愈大者，可見一市場之需要正貨，亦自有其飽和點，要不容過多也。政府有鑒於是，常設種種與防止正貨外流過多相反之方法，以制止正貨之流入過多。其法通常所尚者，爲減低利率，努力對外投資，輸入外國有價證券等，凡此種種戰前之古典經濟學派之持說，已散見於前文之論述，茲可不贅。

由上之說，關於銀行受入信用方面之調節，表面似應爲一方於正貨擁擠，通貨充塞時截止信用之受入（即停止收受存款）而一方於正貨藏匿或減少時設法招徠存款之增加，努力吸收信用矣。其實不然，正貨擁擠，政府自另有防止流入之政策，不必銀行之停止受入信用以爲調節也。當是時銀行即出於如是之手段，暫時或一部的

或能達到自衛之目的（不收過多之存款以免空付利息。）然終使羣衆因資金之鬆浮，急於尋求其運用之出路而不免爲盲目之投資，或成爲投機之動力，是銀行放棄其指導社會資本運用途徑之責，殊背社會需要銀行之旨也。故無論金融市場資金充塞時，或資金隱匿時，在金融政策之見地而言，銀行均須受政府之指揮監督，或自行同樣的盡責於信用之受入。由是關於銀行受入信用方面之調節，當僅在如何吸集社會之資金在其指導之下而運用一點，並不須籌維如何停止收受存款一點也。

銀行對於市面通貨充塞金融甚爲緩慢時，除一方須於貸放信用上慎重調節，注意防止投機之滋長外，一方於受入信用上不必停減。反之當必要時，且須由政府銀行聯同各銀行以其鉅大之金融力量，提高利率，吸集資金，緊張市面金融，與停減放款（收縮貸放信用）之法，雙管齊下，以遏投機之萌焉。美國自戰後從債務國一轉而爲世界唯一債權國後，因貿易之出超，外債之收入，正貨源源流入，資金充塞，卒使泛濫橫決，成爲助長投機之資。待至一九二九年投機熱升至最高度時，投機之狀已大露，美國聯邦準備銀行乃忙於鎮壓，屢次提高利率，緊縮放款，以圖抑制，即施行此種調節信用之方法也。然因美紐約爲世界金融市場，其利率之感應力所達之範圍亦大，故紐約利率提高之後，立即影響歐洲資金之向美流入，繼續使美國資金更形充塞。雖經各國隨而提高利率，然資金之向美流入，尙續有相當數額，故投機事業之高熱度，仍直維持至十月始告下降。一九二九年十月起之恐慌，股票市價慘落開其端，可知其先種因實爲生產事業受資金鬆泛，及分期付款購買制之一時空虛的增加之消費所推動，誤

認爲市面真實之繁榮，皆競爭狂熱之擴張，一旦發生反動之故。此乃關乎貸放信用方面之調節，前已述及，於此可不深論；惟觀於提高利率緊縮資金以制投機一點，則可知雖當現貨浮濫時，銀行亦有努力增加受入信用之必要耳。

二、信用破壞時之救濟辦法

至若在信用破壞之期間，銀行多有因擠提而不能維持者。於時正貨隱匿，金融奇絀，銀行對於受入信用如何增加，尤屬必要之圖。事實上擠提之潮，每起端於一二銀行之不能應付存戶大宗提取，適當恐慌之時，羣衆心理如一犬吠形，百犬吠聲，遂相率各提回其血汗金錢，以自避損失耳。羣衆提取之結果，因多非有需用之原由，大抵以爲儲藏之用。而銀行之所以多不能維持，又大抵非因經營虧損，純以出放之遠期信用，不能悉數立變現金以應存戶提取而已。羣衆所以相安於平日，紛紛提取於一時者，則信用破壞之故也。是以在此種事態之下，信用之破壞愈大，則金融市面愈不可收拾，而經濟恐慌亦將長期綿延未已。救濟之方，端賴恢復信用，使羣衆不復儲藏貨幣，再存入銀行以供市場流通之用，則擠提者亦自止矣。其法維何？通常大抵初用緊急處分之手段，停止銀行支付擠提之義務，待相當期間（三日或至五日）過後，政府對於銀行之各個資產負債，略有審核；羣衆恐慌之心理，受此一沖散而擠提之盛氣稍消；於是用聯合集中準備法，構成一大力量之金融中心，爲各銀行之後備，對於被擠提或現金週轉不靈之銀行，融通資金，即以該銀行之種種債權資產爲擔保而貸以信用也。銀行既得聯合機關之貸放信用，

其債權或資產乃立能成爲活動之資金，足以應付其存戶之提取，羣衆一時恐慌之心理，受此種信用鞏固之暗示，漸覺提存爲徒勞，且所提回資金，多屬無所用之，不免或擇認爲信用最佳資金寄託最爲安全之銀行，再復存入。故由各金融機關如此聯合集中資力，增加一重雄厚準備以發放信用之辦法，每能防止信用破壞之進行也。至風潮息後，各銀行存款乃生此消彼長之狀態，此雖能引起小銀行之合併，成爲資力較厚之大銀行，然自全體銀行對社會受入信用方面觀之，則無二致也。

信用破壞時，通貨緊縮，人民收入亦減，所視爲最有價値物，莫貨幣若，以是物價跌落，資產呆滯，債權擱淺，金融市場流通之象停減，於時銀行授受信用之業務亦異常冷淡。蓋羣衆對於一切財物債權既損其信仰心，銀行受入信用自減，益以銀行鑒於市面信用不佳，更弗敢冒昧爲信用之貸放故也。是故信用緊縮，資產凝滯，常伴經濟界不景氣而起。其救濟法，澈底言之，固有待於經濟制度之改造，然此問題尙成問題，故不得不適用治標之應付方法，恢復信用，活潑資產之爲用，使金融復轉流暢也。恢復信用之法，係使羣衆對於一切資產財物，復有濃厚之信仰心，而不僅寶視貨幣，以收藏貨幣爲能事也。如此，若貨幣能漸爲頻繁之流通，則商業經濟復得活潑之資，市面一切呆滯現象，逐部融解，經濟界已破壞之信用，亦返入於恢復之途徑。然有須注意者，欲使於信用破壞經濟蕭條時，信用轉於恢復，經濟回於繁榮，雖可自救濟信用啓其端，惟其根本最重要之事，實爲使生產與消費，不致畸輕畸重，然後貨無滯流，亦不感不足，經濟有平衡之進展，始能免一時之高景氣，或一時之不景氣，使信用爲之劇烈伸縮也。否則經

濟景氣衰頹時，施行救濟信用法，亦不過暫奏效於一時而已。美國自一九二九經股票之暴跌引起經濟恐慌後，市場上信用日崩，恐慌之勢日益嚴重。至一九三一年末，信用經兩年長期破壞演進之結果，資產停滯，百業衰頹，金融梗塞，市場上全無活潑流通之現象，惟是一片恐慌緊縮之空氣耳。政府鑒其然，嘗施行信用救濟法，特設「信用擔保銀公司」，額定資本金十萬萬元，使各銀行按其所有存款數百分之二認購此公司股票。公司集得股款，亦用之貸放於受放款難收之影響之各銀行，從而收受其前放款所受抵押之商業票據等擔保品。因景氣衰落，多數商業上之抵押品，價值均在風雨飄搖之中，聯邦銀行爲經營上之安全起見，不復對之作貸款，於是各銀行之存有是項物品於前者，無不受資金呆滯之影響，自銀公司出而吸收此項擔保品後，各銀行前此所受之資金凝滯之苦，至是遂得如釋重負，金融界亦漸有活動之機。其後復接續發起「建設銀行」，額定資本金二十萬萬元，其中四分之一由國庫直接認撥，四分之三由該銀行用債券募集，募集法先由政府用國庫券購買之，該行乃將所得國庫券向聯邦銀行抵借款項。所得款項，卽用以預備向各種金融機關如銀行、保險公司、生蓄放款公司等及鐵道公司出口商等貸放信用，以解放彼等受市面金融短絀信用緊縮之束縛。未幾，一九三二年二月更由國會通過斯葛格拉司案（Steagall-Grass），使聯邦系各銀行中之全部浮遊資金共達八十萬萬元者，均爲通融各抵押品輾轉抵押之用。經此種種計劃設施，市面金融，雖已漸見活動；然而會幾何時，卒演一九三三年三月之金融風潮，致美國之貨幣金融，亦爲之劇變者，其故蓋可深長思矣。

第三目 信用調節前途之展望

總上所言，可見信用之調節在金融政策上之重要，以及其與經濟景況高下之關係。關於信用調節之產物，如票據清算所，貼現市場，信用調查機關，信用保險制度等等，至近代日益繁雜，良有以也。然事實上信用進展之途程，猶不免有深度之曲線者，則信用調節之程度，尙欠完善故也。欲圖信用調節之適宜，使金融合理化，第一固須有有力量之金融中心機關，運用其對信用之統制力；第二尤須有學識經驗宏富之人才，以爲管理，方能使呼應靈通，伸縮中節也。凡此自歷史觀之，雖已略見有相當之進步，中央銀行對於信用之伸縮收放，大致已有相當之力量。然於理想上對於信用爲類別的調節，能動應機宜的週旋妥貼一層，則相去尙遠。微論金融經濟事項，甚爲繁雜，管理之方，難期週密；而民間擁有巨大金融資本，國際間金融流動不常，則信用統制力亦乏絕對堅強之度也。雖然，金融政策對於信用調節之進行，事實上已漸見重要，終當能有嚴密之發展，使達於完善之域者也。

第十六章 金融制度

信用經濟爲現代金融之特徵，已如前章所述。夷考信用發達之由來，實與銀行之發達相伴隨。銀行自居交易之中介，助長交換經濟之發榮，即已成爲經濟社會之唯一信用機關。因是其對於信用之收放舉止，予經濟社會以甚大之影響，微論金融之流動生變化已也。故一國策金融之安定，以謀經濟之健全發展者，除先決施貨幣政策之方針，並繼而穩定信用調節信用外，尤不得不於此種運用上之設計以外更求制度上之規劃也。所謂制度上之規劃者，即本章所欲置論之金融制度，其意義乃指：1. 資金吸集及放散之種種途徑；2. 各種事業資金融通之組織；及3. 金融機關節制信用之系統等而言。本章所述，即就此以次伸說其共通原則。除此以外，并敘述近今銀行經營上合併之趨勢，以見金融之集中的及統制的傾向。

蓋論乎制度，世界各處，因地理上之不同，社會環境之相異，莫不千差萬殊。此推而至一切政治制度，社會制度，經濟制度皆然，不祇金融制度已也。各國金融制度，以是頗形複雜，一一詳爲敘述，殆屬無意義的；若論其優劣，更無絕對之議。所謂良好之制度，莫非相對之判語。要之適合金融之自然理法，更融洽乎其所處環境，則所謂適者生存之理，此種制度，既能行之事實，應付無礙，即爲良好之制度無疑。是故有時日月遞遷，環境漸變，原爲良好之制度者，

亦漸覺於新事實不能應付裕如，致變爲不良之制度矣。坐是本章對於各種金融制度，僅簡述其概略，而惟注重撮其普通一般趨勢之要領，以明其演進之跡而已。

第一節 資金吸集及其放散之途徑

資金之吸集，在構成一國鉅大金融資本之結果上，功能甚屬重要。而其放散之關於一國經濟之發展，社會分配之改進，亦有重大之關係，固不待言。原夫論資本之累積增加，殆皆由儲蓄而致。社會儲蓄之風氣佳，則蘊藏之富力大，經濟之發展，亦得日以邁進。法國人民儲蓄之風最盛，故民間深藏之富力甚偉，對外投資每年所獲亦夥。觀其歷史上普法之戰暨其他對外戰爭，民間經濟力量之宏，輒出乎人意料之外；戰敗後對外賠款之迅速完結，國內經濟之敏捷的恢復原狀，殆莫非民間儲蓄有素之功也。然則社會儲蓄之心強，直接固可增進資本之實力，而間接對於一國經濟之舉步發展，抑防禦忽然發生之經濟破壞，胥有極大之力量，於茲蓋可見已。

然而欲圖社會儲蓄之風鼎盛，自必須對於吸集零碎資金之途徑，有一種優良之制度方可。此種制度蓋即儲蓄機關之完成也，關於儲蓄機關之設備，通常有種種組織以縝密的吸集社會浮遊散碎資金，使能成爲一相當鉅額以增加一國金融資本之力量。所謂儲蓄機關，首稱專營儲蓄之儲蓄銀行，此外又有商業銀行兼營儲蓄之儲蓄部，郵政儲金制度之郵政儲金局，及合作主義組織之信用組合信用合作社等。此諸種儲蓄機關，星羅棋布，各盡其

搜集資金之能力，以招致社會浮遊資金之儲蓄，然後始從而運用放散之於社會，以供應對於資金之需要，由此即無形中增加社會資金之效力也。

儲蓄機關在吸集資金方面之特點，第一為存戶之衆多，第二為存款之小額，第三為現金之存入，第四為期限之較長，第五為提存次數之較疏。蓋儲蓄機關之顧客，類多為勞工或自由職業或其他職業僱員等，其存款之目標在儲蓄節儉之費，非若商人之存款商業銀行多為由放款轉入而成者，故其數額小而復為現金之存入也。存戶既以儲蓄為目標，則非若商人之藉存款轉帳而週轉者可比，故其往來不頻而存款之在留於銀行之期限亦較長。儲蓄銀行為吸集大量資金故，固不得不努力招致多數存戶，而儲蓄銀行因旨在扶助儲蓄，其存入額類皆定至最低限度。以求普遍，於是存戶之數，遂致形成極緊衆之象矣。

儲蓄機關吸集資金之後，即須籌謀放散之道，始完成其經營之任務。其貸放或投資之法，通常須本安全、分散、流動的，及高利益的四定義，以決所適從去取。所謂分散即分散投資之路，以免危險之集中而策安全；而所謂流動的即指所投資額之容易收回，至於高利益的則自為必然的，資金之流動，除安全外蓋皆歸趨於利息最高之途者也。此不過儲蓄銀行投資所本之條件，實際因其資金之來源繫乎社會多數貧苦人民之血汗金錢，政府對於其投資或貸放，多有嚴密之限制及監督。更或設立法律，規定限制，以謀保障之安全。其投放之途，通常多限於不動產之抵押放款，良好商業票據之短期放款，及穩妥確實之債票之投資等。凡此諸途之資金投放，除注意安全外，更須

籌資金化之容易與防跌價之危險也。

對於資金之吸集，除上列種種儲蓄機關外，有時政府大概爲此而發行之小額公債年金公債等，常能引起一般人本儲蓄之旨而購存，故亦可視爲吸集資金之一種手段。政府於此種公債，大抵另設機關專司其事。若對於所吸集之資金能作生產的有利的利用，則最初人民儲蓄以長養經濟力之目的，自可達到，否則令公債之基金無着，不特消耗若干之已成資本，更且崩壞一部分之信用，使社會之儲蓄心減其熱度，而吸集資金之孔道，亦一部被阻塞。由是而觀，對於社會零碎或浮遊資金之吸集或放散，如何須有良好之制度，始能鞏固社會之儲蓄心，間接護持信用之安穩，扶植國民經濟力之隆厚，可概見矣。

第二節 各種事業資金融通之組織

在昔社會經濟尙未發達之時，銀行事業亦殊幼稚。各種事業其經營之規模類皆甚狹，資金融通之要求，不特爲額甚小，抑且常不致有此種需要，蓋自信用經濟發皇，工業革命以後，一方面事業經營之規模突宏，所須資金亦鉅；一方面因有信用之幫助，實際上殊無自備多額流動資金之必要，抑亦常無此能力，始不得不利用銀行信用之給予，以圓滑資金之週轉，敏活事業經營之進行也。是故以前事業範圍尙小，銀行事業亦未興，對於各種事業融通資金，殆鮮爲之；即間有之，亦不外小額資金之融通耳。自近世各項經濟事業大量生產大規模經營以來，須賴資金

之融通之處甚多，其額亦鉅，銀行業務，亦於以隨而發展。然各種事業，按其性質，殊複雜相異，因而所需金融，亦略不相同。銀行居於其間，供應信用之授予，自亦必須分別為種種信用之貸放，方能各相恰合，其間銀行對於各種信用之授給，即關於各種事業資金融通之組織，遂顯然判分為兩種制度：其一為兼營銀行制度，又其一則為專業銀行制度也。

所謂兼營銀行制度者，即指每一銀行，均可為種種信用業務之經營；不問其銀行之性質為何，對於商業信用之週轉，如短期放款，票據貼現，發行鈔票，皆得經營；而同時復得收受商業存款，儲蓄存款，出放不動產抵押放款，信用放款，買賣外國貨幣或生金銀，購售外匯及有價證券等；總之其所營業務，混雜總攬，不遑分別性質者也。大抵在經濟尚未發達時期，各種事業類皆規模狹小，銀行兼營各種事業之信用業務，事實上並無大礙，抑亦有其必要性。蓋每次交易資額較小，對於銀行資金之呆攔或不安全等慮，影響亦微；而因每種信用交易之數額甚小，銀行在其經營之成本上，實不得不混合兼營之也。此在經濟落後之社會中，今日猶可見之，其地銀行事業不發達，緣信用業務之冷落，自無從為之分類經營。此所以自史實上觀，昔日銀行往往為兼營制度，而及今在多處經濟落後之地，猶有兼營銀行制度之存留也。

雖然，為圖金融組織之嚴密起見，金融機關實應漸按其經營業務性質之不同而分為種種區別。故昔日銀行舉為兼營種種信用之業務者，今則多已判然劃分為商業銀行，農工銀行，投資銀行，儲蓄銀行，信託公司等，以各自

專營性質相同之信用業務，而成爲專業銀行制度。蓋以信用經濟異常發達之後，其運用甚爲複雜，欲使處理適當，必賴經驗嫺熟，而欲得豐富之經驗，又非使銀行龐雜其業務，分散其心志所能奏功，此蓋非徒經濟發達後各種事業繁增而所需資額又較大已也，故銀行專營之必要，隨經濟進化而益顯。又其專業之度，亦日以遞進，今日在金融經濟發達之市場觀之，種種式之各類事業之銀行，頗爲繁夥，然簡括的可分爲投資銀行，商業銀行，儲蓄機關，信託公司等別。其發放投資信用者，爲各種投資銀行，經營各種長期及性質較固定之信用；其業務或爲不動產或動產之抵押放款者，如農業銀行及墾殖銀行等是；或爲機械設備，工廠創立等資金之供給者，如勸業銀行，興業銀行，工業銀行等是。其發放商業信用者，則爲各種商業銀行，經營普通商業週轉者，有普通商業銀行，經營對外輸出入者，有貿易銀行。其着眼於搜集社會浮遊資金者，爲儲蓄銀行。其專營財產之代理保管者，爲信託公司。如此種種不同之金融機關，在社會各種金融上，分道揚鑣，各司專業，久之自能對於其業務有專深之經驗。此在各部信用之調節上，暨在金融組織上，均殊有重要之關係者也。

投資銀行，因每無形中自己加入農礦工等業（其所投資之業）之經營，放款多爲長期的，資本亦爲陷於固定。通常此諸種事業之創辦，需要資金之融通時，每藉發行債券募集。而爲圖募集之簡易起見，又每先使銀行承受債券。銀行既大宗的投放長期信用，其受入信用方面，自亦須爲鉅額而長期者方可。申言之，即自己之資本額須大之意耳。至商業銀行則主要之目的並業務俱在週轉，故經營上正與投資銀行相反；因是其自己所擁資本金，第爲

取得公衆信用之手段，其繳足資本額，常僅爲公稱資本額之一部分，其營業資金大部藉運用羣衆之存款而成，觀此則因信用業務性質之釐然判別，銀行更有分業經營之必要。

銀行之分業經營，固有必然之趨勢。惟就大別觀之，投資銀行因資本固定，其所冒之危險及金融上之不利較大；商業銀行資本流動，危險較小而金融利便，故通常人多寧爲商業銀行之經營。但投資銀行關乎一國產業發達之根本，換言之，一國國民經濟實質的繁榮，乃間接視投資銀行是否有充分之發展爲準。一國產業發達，然後商業始得實際滋長之基礎，故商業銀行對於商業之迅速發展，雖甚有其重要性，然在一國金融政策上觀，終不能不充分留意投資銀行之扶植也。是以欲使金融組織合理化，對於分業金融機關之如何調和發展，實爲最應首加研究之問題。世界各國，通常商業資金皆豐富於其他事業資金，蓋因於資金之流動性而然。都市爲商業薈萃之地，遂又每成爲金融中心點。此種現象，於我國亦甚顯著，內地資金，紛以通商口岸爲其逋逃藪，其結果商業資金雖有，而一切農工鑛牧等產業資金則甚爲枯竭。其原因亦繫於投資銀行之缺乏，遠視商業銀行爲少也。在各國產業已有相當發展者，尙感覺產業金融欠乏之不佳，故在我國產業異常落後之情形下，識者莫不認資金充聚於商業信用之現象爲亟需改善，以圖豐裕產業金融之供給焉。由此對於各種事業資金融通之組織，如何策劃適宜之結構，實與金融有基本重要之關係，概可想見。

第三節 金融機關節制信用之系統

銀行經營上對於信用授受業務之調節，必須調和其借貸之時間上及性質上之異同，固無可疑。蓋銀行不能受入短期信用而放出長期信用，亦不能受入商業資金而授出以爲農工業之用也。然在此自由競爭之經濟社會中，銀行在其一己之計算下，雖能調和其借貸；惟對於社會全體金融之統籌兼顧，則往往未能着手調和，如上章所述者。故有由政府斟酌損益，變理均勻，俾經濟有平衡健全發展之必要。所謂由政府調節信用者，就事實觀，固未能如理想之分別調劑妥適，前已言之，然究亦漸向此目的邁進不已。此姑不論，自其調節之機關觀之，通常皆託於強有力之金融機關；在英、德、法等行中央銀行制度之國，則由中央銀行任之；在加拿大、澳洲等行分立特許銀行制度之處，則由資力最大之數特許銀行任之；在行聯合準備制度之美國，則由聯合準備局任之。凡此種種爲各該金融重心之銀行，皆或憑藉歷史之優勢，或由法令得總集準備之地位。以自成爲一國金融界之領袖，隱然爲各銀行之指揮者。用能隨時考察金融市況，決奪政策之設施，以盡其對社會之職務也。

原夫金融市場之進化，由無組織的變爲有組織的，在成爲一系統的金融組織之下，其中心機關乃可收手臂相應之效，對於協同安定金融一點，殊爲重要。且在節制信用上，各金融機關亦往往自成一系統，彼此間廣通聲氣，劃一行政，整齊其調節金融之步驟。如行中央銀行制度之處，則以中央銀行爲全國各銀行之領袖，英國之英蘭銀

行即爲其類，因歷史之優勢，各銀行之準備金，類皆大部存入於英蘭銀行，以故彼所保管之準備金，因集中而見異常雄厚，用能爲銀行之銀行，於營業上指導各銀行以適宜之方針，且可於各銀行緩急不濟時施予種種助力也。

又如行分立特許銀行制度之處，則以數大銀行協同調理金融。加拿大之銀行，總行僅有十二，而分行則遍佈各地。分行之直接受其總行指揮，成爲一系，固不必言。至於各大銀行間之聯絡系統，則由加拿大政府所組設之「聯合保證基金」以爲各銀行資金週轉上之調劑。此種制度，雖不如中央銀行制度之顯明的有系統的統制金融，然其間各大銀行之隱然居於一方金融之領導地位，且各大銀行間除有聯合保證基金之關係外，復有各行經理之互相聯絡，票據清算所之居間接洽，則各金融機關之亦成爲有系統的組織，固彰彰也。

至如行自由銀行制度之美國，則成立聯合準備之法，分全國爲十二區，每區各設一聯合準備銀行，由聯合準備局總其成。其職權爲選舉各聯合準備銀行之政府董事及規定其職員薪金，訂定各區之管理業務規章，考核各聯合準備銀行之貼現率與提出彼同業間之再貼現率，暨監督各聯合準備銀行之準備金，以防止其降至法定數額以下等。加入聯合準備制度之下爲會員銀行者，初僅限於國民銀行，其後各州立銀行及信託公司亦有加入。於是自聯合準備制度確立以來，其銀行界遂造成一有系統之局面，在節制信用上亦彷彿有如中央銀行制度之機能。所尚有缺憾者，則聯合準備機關未能擁有如中央銀行之權力，故對於金融統制之力量亦自較弱耳。

總觀以上各種銀行制度之大概，可見其中實有一共同趨向之原則，即事權之集中化與組織之系統化是也。

蓋事實上關於金融之調整，對於信用之統制，與經濟界之盈虛，至有深切之影響，不可不慎重出之，以求措施得宜。然欲求致如此之效果，殊非在金融界上有一中心勢力，其舉措足以使四方望風景從者爲之不爲功，類別言之，金融變動之中，凡物價之升降，利率之漲落，外匯之騰跌，靡論對於公私經濟，均有重大關係。欲於適當之時，施以適當之處置，以爲救濟，則必須有集中事權之中央銀行或其類似機關領導各金融機關爲同一步驟之進行，始易收效。而欲各金融機關之能齊一行動，又非金融組織之系統化不可。此外爲圖銀行事業經營之經濟，以及信用保障之安全，亦爲令銀行制度不得不生此種趨向之原因。蓋銀行若在各自爲政之局面，則在準備方面，須呆擱較多之資金，對於資金運用之經營上不經濟；彼此緩急不相通，則最易引起一部分銀行之發生破綻，從而信用破壞，牽連所至，難免玉石俱焚。是以因事勢之需要，銀行之經營，漸趨於組織化，且更進而系統化其組織，以集中事權爲手段而使有偉大力量之金融機關節制信用，率衆共行調變金融之任務也。

第四節 近代銀行經營合併之潮流

因銀行制度有上節所述之傾向，於是在銀行之經營上言，亦遂發生一種趨勢，以適應事實之需要。此種潮流所趨，卽銀行經營之合併是也。銀行爲授受信用之機關，無論其爲投資銀行或商業銀行，均以堅實其信用爲前提，然後始能從容盡其職務於社會。而就社會全體觀之，現代既爲信用經濟時代，則欲使經濟安定，首宜謀信用之穩

固，所以表示信用之穩固者，固爲羣衆心理對債權資產等之信仰不疑，然使銀行類皆組織堅實，資力雄厚，信用卓著，則羣衆心理亦無由變遷，社會中信用亦無由崩壞也。近今遠至古昔，經濟界恐慌之發生，莫非因信用之破壞，而其導火線又無非由銀行之倒閉爲始引。用是一方面社會鑒於堅實信用機關內容之必要，一方面銀行經屢次之淘汰之結果，資金乃發生集中之傾向，而銀行亦呈現合併之趨勢。原夫資金之效用，以集中而愈益宏大；銀行之規模，又以愈宏偉而益得社會之信仰。故自史實上觀，各國銀行間數，莫不漸減；而銀行之平均資額，又莫不漸加（除少數金融資本極貧乏，銀行事業尙在開始發展者外）。至近世金融組織漸周，金融界爲謀金融之安定計，時有須銀行彼此協調一致之步驟者，爲指揮之簡易與進行之迅速起見，小銀行尤有合併以擴大其規模之必要，故銀行之合併運動，及今其勢猶張也。

銀行之合併，雖得有上述之便益，然亦非無其弊點。蓋資金過於集中，銀行數過少，則小企業金融每漸感供給之減少，而地方金融之分配，亦不得均勻。其結果將助長大企業之跋扈，壓抑地方經濟之平衡發展，及令全國金融資本委於一二金融機關之挾制。因限制銀行間之自由競爭過於嚴厲，則終使一國之公共經濟命運，舉繫於一二銀行領袖私人之手也。然則其爲害於公衆福利，又豈下於產業大合併之托辣斯乎？

銀行之合併，在英國最爲盛行，緣英國爲大工業國，欲求大量生產及工業之大規模經營，與擴張產銷範圍等事進行便利，不能不賴偉大之金融資本以供應之，而求資金之能鉅額使用，又非合併國內細碎之銀行資金使成

鉅額不爲功也。英國大規模之股份銀行，勢力雄厚，每使小銀行之經營困難，因而常被大銀行所合併。戰前當一九〇〇年時，英格蘭及威爾斯大小銀行共有七十七間，分行共有三七五七所；至一九一三年即逐漸合併變爲四十三間，但分行反共達五七七七所。就此觀之，可見銀行因合併而家數減少，資力增大，每多設支行，以構成其支行網。蓋小銀行之合併，即令資金之運用權力較爲集中；而支行網之密佈，即便利總行之利用其宏大之信用，隨處易於吸收較多之資金故也。

就全英國觀，一九〇〇年有大小銀行共一百四十二家，至一九二四年併爲三十九家，至一九二八年更併爲二十八家而已。其中合併之結果，遂構成英國之所謂「五大」。此五大銀行爲：倫敦中陸銀行（Midland Bank）、路易銀行（Lloyds Bank）、巴格來士銀行（Barclays Bank）、倫敦威明斯脫銀行（Westminster Bank）及倫敦國民地方銀行（National Provincial Bank），共計擁有支行達八千處。其存款額占英國全體普通銀行存款總額約百分八十七，放款總額亦占全體之百分八十八；簡言之即全國普通銀行業務十之九爲此五大銀行所佔，可見英國百年來銀行合併之隆盛之成績。

然而社會人士，觀此無限制之合併狂熱，莫不責難紛起，對於銀行合併過度之不良，亦漸次發現，故政府卒有干涉之舉。一九一八年三月，由財政部長先組織委員會研究銀行合併運動問題；結果斷定：「銀行以後倘再續行合併，則將發生危險，銀行業務與全社會福利有密切之關係，政府對此不可不制定計劃以施行管理之。」其後委

員會復為政府訂定一原則：「凡合併內地小銀行之計劃，或任何合併計劃，旨在謀公眾之便利，或在謀推廣其銀行之業務範圍者，則政府得許行之；若合併計劃實施後，不能得此實利，或反使大銀行得佔過分之優勢者，則政府得制止之。」另設一常務委員會，以審查銀行之合併計劃，貢獻意見於政府，以憑裁決。觀此則銀行之不絕合併，殊非理想之金融組織甚明。

施行大銀行主義之英國，銀行數本已甚少，合併之結果，金融資本更形集中。然因過度發展之弊，卒有政府之取締而停止。但反之素行小銀行主義之美國，國內銀行林立，大都規模狹小者，雖使地方金融能普遍的潤澤，惟其力量薄弱，不堪恐慌事變之激蕩；故美國銀行之倒閉數，以前年均有數百家，一九二九以後，恐慌正烈，每年銀行倒閉更超出千數以上。

年 份	國立銀行倒閉數	州立銀行倒閉數	總 計
一九二一	五一	四五〇	五〇一
一九二二	四五	三〇九	三五四
一九二三	九〇	五五八	六四八
一九二四	一二二	六五四	七七六
一九二五	一一八	四九四	六一二
一九二六	一二五	八三一	九五六

一九二七	九一	五七一	六六一
一九二八	五七	四三四	四九一
一九二九	六四	五七八	六四二
一九三〇	一六一	一、一八四	一、三四五
一九三一	四〇九	一、八八九	二、二九八
一九三二	二三八	九六一	一、一九九
十二年來共計	一、五七一	八、九一三	一〇、四八四

因是銀行本身鑒於資力之薄弱，基礎之不穩，乃不得不亦趨於合併經營之一途。且美國企業界因現今合併與大規模經營者甚多，因之每有資金之需要，數額甚大。而美國之銀行法規，不准銀行對於一人或一公司等法人放款至超過銀行本身資本金十分之一之額；故銀行若非努力膨大其資本金，即不得經營此等大宗放款，於此更促成銀行合併之盛行。自一九二一年六月至一九二八年六月之七年間，銀行數因合併而減少者四千零六行。一九二九年二月保證信託公司 (Guaranty Trust Co.) 與國民商業銀行 (National Bank of Commerce) 合併，為大銀行合併之開端，結果資產達二十萬萬美金。從此又引起紐約國民城市銀行 (National City Bank of New York) 與農業貸放信託公司 (Farmer's Loan Trust Co.) 之合併，成二十一萬萬美金之資產。規模之

宏較前更進一步。其後一九三〇年四月奢士國民銀行 (Chase National Bank) 更與 Equitable Trust Co. 及 Interstate Trust Co. 兩信託公司合併而成二十八萬萬美金資產之銀行，其資力之雄厚，直凌駕英之五大而上之，竟為世界最大之銀行。然則素行小銀行零星分立主義之美國金融界（今日尚有銀行數二萬之譜）如何亦發生合併造成大銀行之趨勢，追隨自始即以大銀行為本位之英國金融界（自今世紀開始全國不過一百四十二行）之後，由是可見一斑。

此外如在德國亦有此種現象，國內所謂四D之四大銀行（即 1. Deutsche Bank 2. Dresdner Bank 3. Disconto Gesellschaft 與 4. Darmstädter und National Bank）在 1930 年一月時亦有兩行合併（即 1. 與 3.）合併後成為 Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft，資本金有二萬八千五百萬馬克，存款有四十二萬萬馬克，其資產額折合美金達一十三萬二千七百萬元，與上述英美各大銀行同列為世界十大銀行之一。

由上觀之，各國金融現象舉有資金集中銀行合併之傾向。所以然者：1. 濃厚社會之信用，2. 適應大規模產業之金融，3. 增加資金之效用等原因有以致之。惟資金之集中與銀行之合併若至過度，亦未嘗無其流弊，如：1. 地方金融分配偏畸，2. 易釀金融之獨霸，宰制全國產業，3. 使資金之運用額膨大，絕中小企業經營之路等是。於其間如何適應機宜，斟酌益損，乃關於金融制度之實際規劃上應有之事也。

外國文參考書目

1. Kilborne, R. D.—: Principles of Money & Banking.
Chicago. A. W. Shaw Co. 1927.
2. Zee, K. T. I.—: Monetary and Banking Topics concerning China and Other Nations. 1924.
3. Johnson, J. F.—: Money and Currency in Relation to Industry
Boston, Ginn & Co. 1905.
4. White, Horace—: Money and Banking
Boston, Ginn & Co. 1895. 3 cop.
5. Wright, Joan—: Readings in Money, Credit and Banking Principles
N. Y. Harper & Bros., 1926.
6. Keynes, J. M.—: Monetary Reform

- N. Y. Lincoln, Brace & Co., 1924.
7. Robertson, D. H.—: Money
London, Nisbet & Co. 1922, 2 cop.
8. Cannan, Edwin—: Money: its connexion with rising and falling prices
Westminster, P. S. King & Son Ltd., 1923 2 cop.
9. Cassel, Gustav—: The Worlds Monetary Problems
London. Constable & Co. 1921.
10. Westerfield, R. B.—: Banking Principles and Practice
N. Y. The Ronald Press Co. 1928.
11. Tood, J. A.—: Mechanism of Exchange
London, Oxford University Press. 1925
12. Jevons, W. S.—: Money and the Mechanism of Exchange
London, K. Paul, Trenob, Trubner & Co., 1908.
13. Shaw, W. A.—: Currency, Credit and the Exchanges during th Great War and

- Since 1914—26.
 London, George G. Harrap & Co. Ltd. 1927.
14. Cassel, Gustav—: Money and Foreign Exchange after 1914.
 N. Y. Macmillan Co. 1923.
15. Fisher, Irving—: The Purchasing Power of Money.
 N. Y. Macmillan Co. 1920. 2 cop.
16. Fisher, Irving—: Stabilizing the Dollar.
 N. Y. Macmillan Co. 1925.
17. Lebfeldt, R. A.—: Restoration of the World's Currencies.
 London, P. S. King & Son. 1923.
18. Kemmerer, E. W.—: High Price and Deflation
 Princeton, Princeton University Press 1921, 2cop.
 England and the New Gold Standard 1919—1926,
 London P. S. King & Son, 1929.
19. Brown, W. A.—:

20. Kisch, C. H.—
 Central Banks
 London, Macmillan & Co. 1928.
21. Myrarski, Fejke—
 Gold and the Central Banks.
 N. Y. Macmillan Co., 1929.
22. Cross, J. B.—
 Domestic and Foreign Exchange Theory and Practice
 N. Y. Macmillan Co. 1923, 3 cop.
23. Minty, L. Le Marchant—
 English Banking Methods
 London, Sir I. Pitman & Sons Ltd. 1926.
24. Marshall, Alfred—
 Money Credit and Commerce
 London, Macmillan Co. 1924.
25. Phillips, C. A.—
 Bank Credit
 N. Y. Macmillan Co. 1928.
26. Munn, G. G.—
 Encyclopedia of Banking and Finance
 N. Y. The Bankers Publishing Co. 1927.

本國文參考書目

(甲)關於金融一般理論與實際之敘述者

- | | | | |
|--------------|--------|-------|-------|
| 1. 金融原理 | 高島佐一郎著 | 高書田譯 | 商務印書館 |
| 2. 金融論 | 牧野輝智著 | 徐文波譯 | 民智書局 |
| 3. 金融經濟概論 | 飯島幡司著 | 周佛海譯 | 商務印書館 |
| 4. 最近貨幣金融學說 | | 戴藹廬編 | 黎明書局 |
| 5. 楊著中國金融論 | | 楊蔭溥 | 黎明書局 |
| 6. 中國金融論 | | 張輯顏 | 商務印書館 |
| 7. 中國金融資本論 | | 王承志 | 光明書局 |
| 8. 中國農業金融概要 | | 中央銀行編 | 商務印書館 |
| 9. 農業金融概論 | | 王世穎編 | 黎明書局 |
| 10. 貨幣與金融(一) | | 楊蔭溥等著 | 中華書局 |

11. 貨幣與金融 (二)

周伯棣

中華書局

12. 金融經濟大綱

鄒宗伊

中華書局

13. 農業金融新論 小平權一著

歐陽瀚存譯

中華書局

(乙) 關於匯兌方面之討論者

1. 國內匯兌及押匯業務

周仰汶

商務印書館

2. 外國匯兌詳解

吳應圖

泰東書局

3. 中國國外匯兌

馬寅初

商務印書館

4. 國外匯兌之理論與實務

資耀華

中華書局

5. 匯兌統制 (Paul Finzig: Exchange Control)

劉望蘇譯

商務印書館

6. 國際匯兌 Franklia Escher 原著

李百強譯

世界書局

7. 國際匯兌與貿易

傅文楷丘漢平

民智書局

(丙) 關於貨幣之研究者 (包括金銀比價物價通貨管理等項)

1. 貨幣學

王怡柯編

商務印書館

2. 貨幣論 橋爪明男著

顧高揚譯

民智書局

3. 貨幣論

王效文編

4. 貨幣之購買力

(I. Fisher: The Purchasing Power of Money)

金本基譯

5. 貨幣銀行學

(J. T. Holdsworth: Money and Banking)

張伯箴譯

6. 貨幣銀行原理

陳振驊

7. 貨幣銀行學

朱彬元

8. 甘末爾貨幣論

向耿西譯

9. 現代貨幣銀行及商業問題

唐慶永

10. 貨幣學原理

朱佛樂

11. 各國通貨政策與貨幣戰爭

趙蘭坪

12. 中外貨幣政策

彭學沛

13. 白銀問題與中國貨幣政策

周伯棣

14. 白銀國有論

黃元彬

15. 中國銀價物價問題

實業部銀價物價討論委員會編

16. 銀價變遷與中國

谷春帆

- | | | |
|---|------------|-------|
| 17. <u>世界金貨分配論</u> A. Aftalion 著 | 樊季子譯 | 商務印書館 |
| 18. <u>國際現金流動狀況</u> | 前工商部工商訪問局編 | 作者書社 |
| 19. <u>金漲銀落問題及其救濟</u> | 李大年 | 啓智書局 |
| 20. <u>金貴銀賤問題叢刊</u> | 前工商部工商訪問局編 | 作者書社 |
| 21. <u>銀之發炎</u> | 谷春帆 | 作者書社 |
| 22. <u>銀價之研究</u> | 邵金鐸 | 作者書社 |
| 23. <u>銀價研究</u> (Y. S. Leong: Silver: an analysis of factors affecting its price) | 楊先塈譯 | 商務印書館 |
| 24. <u>金本位之理論與實行</u> (R. G. Hawtrey: The Gold Standard in Theory and Practice) | 崔毓珍譯 | 商務印書館 |
| 25. <u>世界幣制問題</u> | 壽勉成 | 商務印書館 |
| 26. <u>白銀問題與中國幣制</u> | 張素民 | 商務印書館 |
| 27. <u>中華幣制史</u> | 張家驥 | 作者書社 |
| 28. <u>中國近代幣制問題彙編</u> | 陳度編 | 作者書社 |
| 29. <u>中國貨幣論</u> (Edward Kann: The Currencies of China) | 蔡受百譯 | 商務印書館 |
- (丁)關於金融組織與銀行制度之敘述者

1. 上海金融組織概要

楊蔭溥編

商務印書館

2. 上海金融市場論

施伯珩

作者書社

3. 最近上海金融史（係由民十六年敘至民二十年）

徐寄廎

作者書社

4. 四川金融風潮史略

重慶中國銀行編

作者書社

5. 東三省金融概論

侯樹彤

作者書社

6. 倫敦貨幣市場概要
(W. F. Spalding: 'The London Money Market')

金國寶譯

商務印書館

7. 美國聯合準備銀行制述要

吳宗燾

商務印書館

8. 各國銀行制度考
(Kenneth MacKenzie: 'Banking Systems')

黃澹哉譯

作者書社

此書內容敘述英美德法蘇格蘭愛爾蘭等金融機關組織管理等共分三十四章，世界書局亦有譯本出版，但名「歐美銀行制度」李達理譯。

9. 銀行制度論

謝霖

商務印書館

10. 世界信託考證

程聯編

作者書社

11. 信託及信託公司論

細矢祐治著

資耀華譯

商務印書館

12. 最新銀行論

徐鈞溪

中華書局

13. 銀行論 高垣寅次郎著

顧高揚宋家修譯

民智書局

14. 錢莊學

施伯珩

作者書社

15. 中國錢莊概要

潘子豪

華通書局

16. 中華銀行論

馬寅初

商務印書館

17. 中央銀行論

崔曉岑

商務印書館

18. 中央銀行概論 (C. H. Kisch & W. A. Elkin: Central Bank)

陳清華譯

商務印書館

19. 中央銀行之理論與實務

陳天表

中華書局

20. 銀行信用論 (C. A. Phillips: Bank Credit: a Study of the Principles and Factors underlying Advances made by Banks to Borrowers)

張先德譯

商務印書館

21. 銀行業務總論

李偉超譯

黎明書局

22. 合作金融論

侯哲菴著

合作學社

(戊) 其他可備研究金融學之參考者

1. 國際經濟總論 堀江歸一著

王首春譯

商務印書館

2. 國際經濟政策 (W. S. Culbertson: International Economic Policies)

潘源來譯

商務印書館

3. 歐戰以來世界經濟大勢

傅无退編

作者書社

4. 世界政治經濟概要

柳克述

商務印書館

5. 世界經濟危機

沈志遠編

中華書局

6. 世界經濟之機構與景氣變動

(Ernst Wagemann:
Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft)

孫懷仁譯

商務印書館

7. 經濟常識 (第一二三四五集各一冊)

楊蔭溥主編

經濟書局

8. 「資本問題」利息問題 (分訂二冊同著者及出版處)

吳應圖

中華書局

9. 全國銀行年鑑 (二十三年二十四年份已出版每年一冊)

中國銀行經濟研究室編

10. 中國重要銀行最近十年營業概況研究 (按敍至民二十年底止)

中國銀行經濟研究室編

11. 各國貨幣銀行法規彙編 (每國分述各訂一冊)

中國銀行經濟研究室編

12. 中國逐漸採行金本位法制草案附理由書

財政部甘末爾設計委員會擬

(已) 各定期及無定期刊物

1. 銀行週報

上海銀行週報社

2. 中行月刊

上海中國銀行經濟研究室

3. 錢業月報
4. 銀行雜誌
5. 銀行月刊
6. 中央銀行月報
7. 中外商業金融彙報
8. 金融統計月報
9. 物價統計月刊
10. 經濟統計月誌
11. 統計月報
12. 經濟學季刊
13. 經濟旬刊
14. 經濟評論
15. 交大經濟
16. 中國經濟

本國文參考書目

- 上海市錢業公會
- 漢口銀行雜誌社
- 前北京銀行月刊社
- 上海中央銀行經濟研究處
- 上海中國銀行
- 上海中行經濟研究室
- 南京實業部統計長辦公處
- 上海中國經濟統計研究所
- 南京立法院統計處
- 中國經濟學社
- 江西省政府秘書處統計室
- 漢口中國經濟評論社
- 上海交通大學經濟學會
- 南京中國經濟研究會

17. 社會經濟月報
18. 國際貿易導報
19. 工商半月刊
20. 實業雜誌
21. 中國實業
22. 商業月報
23. 浙江商務
24. 香港華商總會月刊
25. 時事月報
26. 時事類編
27. 中央時事周報
28. 申報月刊
29. 東方雜誌
30. 國聞週報

上海社會經濟調查所

實業部上海商品檢驗局

實業部國際貿易局

長沙湖南實業雜誌社

南京中國實業雜誌社

上海市商會商業月報社

杭州浙省商務管理局

香港華商總會

南京時事月報社

南京中山文化教育館

南京中央日報社

上海申報館特種發行部

上海商務印書館

天津國聞週報社

31. 建國月刊

32. 正風半月刊

北平神州國光社

天津正風社

本國文參考書目