

民國十七年六月十二日經

大學院 審定

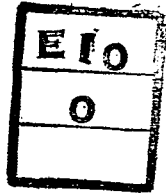
領到第四十七號執照

飯島幡司著
周佛海譯

新學制高級商業學校教科書
金融經濟概論



商務印書館發行



161
F830
22



3 0790 4404 0

新 學 制
高 級 商 業 學 校 教 科 書

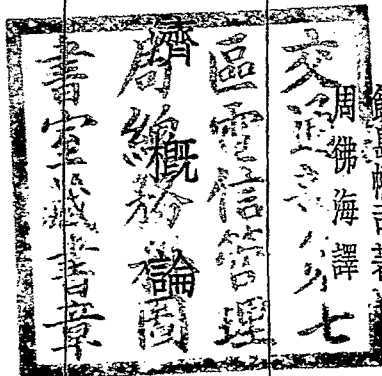
大 學 院 審 定

民國十七年六月十二日經

領到第四十七號執照

金 融 經

商務印書館發行



飯島幡司著

周佛海譯

金融經濟概論目次

緒言

第一章 通貨的需要供給關係

第一節 通貨之期節的需要供給

第二節 通貨之地方的需要供給

第三節 通貨之國際的需要供給

第二章 資金之通融

第一節 資金通融之效果

第二節 銀行資金的來源

第三章 銀行通貨的構成

第一節 相互的債務之原理

目次

一

八

八

一七

一九

二二

二二

二九

二四

二四

第二節	構成存款通貨的限制	四三
第三節	發行兌換券的限制	四八
第四章	正貨在金融組織中之職能	五一
第一節	正貨爲金融組織的基礎	五一
第二節	歐戰所引起的動搖	五九
第五章	通貨與物價	七一
第一節	物價平準之說明	七一
第二節	斐歇的交換方程式	七五
第三節	斐歇學說的批評	八六
第四節	通貨與物價之統計的比較	九五
第六章	利息的原理	一〇〇
第一節	利息怎樣決定	一〇〇

第二節	通貨的增減與利息	一〇九
第三節	利息和股票市價	一一五
第四節	利息和投資的選擇	一一九
第七章	市況的循環和利息的調劑	一二九
第一節	恐慌	一二九
第二節	大戰後的恐慌	一三四
第三節	利息的調劑	一四九
第八章	資金之國際的移動	一五八
第一節	國際金融的發展	一五八
第二節	資金移動的原理	一六二
第三節	國際投資和國際貿易	一七〇
第九章	支付的均衡	一七六

第一節	國際借貸的原因	一七六
第二節	戰亂與日本的國際借貸	一八五
第十章	外國匯兌	二〇二
第一節	清償國際借貸的手段	二〇三
第二節	決定匯兌行市的原理	二〇六
第三節	正貨輸送點不表現作用的時候	二一九
第四節	法定平價不能決定的時候	二二五
第五節	中國匯兌	二二八
第六節	印度匯兌	二三六
第七節	英美交互匯價	二四三
第八節	匯價與匯票的期限	二五五
第十一章	正貨政策	二六三

第一節	正貨的擁護	二六三
第二節	在外正貨制度	二七一
第十二章	分業銀行主義與兼營銀行主義	二八四
第一節	日本宜採兼營主義	二八四
第二節	兼營銀行應具的條件	二八八

金融經濟概論

緒言

金融之種類及意義 金融就是通貨——貨幣和其代用物等支付用具——的交換。通貨的交換，理論上可分爲下述三種：

- (一) 異時的通貨交換；
- (二) 異地的通貨交換；
- (三) 異種的通貨交換。

第一時間上的金融，就是現在的通貨和將來的通貨之交換。例如約定日後付息還本，由當舖借錢等類。銀行通行的票據貼現，也是屬於這一類。國家之發行公債券，公司之募集公司債，也屬於這一類。銀行營這種金融，以投合支付用具的

需要供給，而爲各種事業籌辦資金。

第二空間上的金融，就是甲地的通貨和乙地的通貨之交換。例如從東京拿出五圓及手續費五分，而購買匯到大阪的五圓郵政匯票，就是屬於這一類，又如在神戶拿出一萬圓，購買匯到倫敦的一千鎊英貨匯票，也是一樣。銀行營此種金融，以媒介支付用具的移動，而爲異地的人成立及抵消借貸關係。

第三種類上的通貨交換，他的最單純的形式，就是相當於兌換，往昔視爲重要的金融交易，而列爲銀行的主要業務；但是現在，差不多沒有經營他的了。（譯者案：我國銀行尙多有行此者，如套先令之類。）往昔銀行之所以發生，大都和兌換有關聯，中世和近世初葉的歐洲，許多小國分立，各自發行貨幣，其種類非常多，而且還有幣質低下的，毀損磨滅的，所以買賣交易上，極感不便。於是在商人聚集的都市，兌換業就成爲非常重要的商業了。因爲兌換業的職務，在鑑別這些駁雜的貨幣，而定其實價，拿來和一般可以授受的貨幣相交換。亞丹斯密 (Adam

(Smith) 說威尼斯銀行 (Bank of Venice) 熱那亞銀行 (Bank of Genoa) 安斯
特丹銀行 (Bank of Amsterdam) 漢堡銀行 (Bank of Hamburg) 紐冷堡銀行
(Bank of Nuremberg) 都是以兌換業務爲目的而創立的。尤其是關於安斯
特丹銀行，很說得詳細。就是一六〇九年以前，從歐洲諸國流入的毀損磨滅的貨
幣，流通於安斯特丹市場，新鑄的優良貨幣，都被鎔解或輸出；所以該市的通貨，和
法定的良貨比較起來，要減價百分之九。這樣的結果，就是富裕商人，也難得良貨，
以支付向他發行的匯票，於有匯兌行市轉逆，且呈激烈的變動。因爲要除去這種
不便，所以一六〇九年在都市的保證之下，設立了安斯特丹銀行。該銀行購買內
外的減量貨幣，其購買方法，是依照此種減量貨幣的純量實價，折算爲法定的良
貨。其折算的金額，則記入帳簿。該市應該支付的票據，則以帳簿上的轉帳而決算。
所以通商交易便之。○又德國今日股份銀行還沒有發達之前，大約都是個人銀
行。這種個人銀行，也是以兌換爲主要業務的。像佛蘭克府 (Frankfurt) 當交通

要衝的都市，這些小銀行是相當的發達的。◎日本在德川時代（一六〇三——一八六八，明萬曆三十一年——清同治六年）兌換業也是重要的金融業務。然而在貨幣制度統一的現代文明國內，兌換業差不多完全失去效用，現在已經是不足論了。

以上三種區別，不待說是從理論上區別的；實際這三種金融，不一定常常分離獨立的經營。並且有許多時候，以一項交易，而併行二種或三種金融的。例如銀行的匯兌，明明白是行異地的通貨交換；然而假設他的匯兌不是電匯，那末，從寄銀人在寄銀地支付現款以後，到受銀人在受銀地取出現款時止，其間常經過相當的時日，所以事實上就是併行異時的通貨交換。照這樣看來，異種的通貨交換，若就他的單純形式——兌換——來說，雖然是不足論的；然而他若和時間上的金融及空間上的金融相結合，而成爲外國匯兌的一種交易時，那就和國際金融相關聯，而成爲最重要的研究問題。我們此地所舉的三種金融，很少有個個孤

立而經營的，無寧是二種或三種相結合，而成爲一宗金融交易，以表現其在社會上的效果。所以我們研究他的時候，不可不常常考察聯結而生的作用和結果。要明劃起來分別的考究，實在是一件困難的事。

現代爲金融經濟時代。學者以交換的形式爲標準，分經濟生活的發展階段爲實物經濟時代和貨幣經濟時代。（此外，貨幣經濟發達到極點的時候，也可以這個形式爲信用經濟。）所謂實物經濟時代，就是還沒有使用通貨，只行物品對物品的交換——『物物交換』——的時代。所謂貨幣經濟時代，就是一切交換，都是由通貨的媒介間接而行，通行物品對通貨的交換——『物貨交換』——的時代。假設以各時代的主要交換形式爲標準，而定經濟的階段，那末，我以爲在上述的兩階段之後，還可以舉一個階段，叫做金融經濟時代。現在就是這個時代。所謂金融經濟，就是行通貨對通貨的交換——『貨貨交換』——的經濟。這種交換，若就他的數量說，實占現代社會各種交換的大半。詳說起來，就是不單是

離開「物貨交換」的物品買賣，常常獨立的行多額的金融交易，而且今日的商
品交易之中，常伴着同額的金融交易。所以金融交易的數量恐怕比商品買賣的
還要多。現代的工業和商業，若離開金融這種舞臺，恐一天也不能活動。農業也剛
入這種狀態。金融實在是現在經濟生活的源流。金融機關，好比人體的循環器。這
個比喻雖覺陳腐，然而實道破其中的真相。如果是這樣，那末，我們把現代看做金
融經濟時代，也非過言。

金融經濟論的內容 我們在本書中，打算從現在的國民經濟上，觀察這種
金融現象，而研究關於金融的各種問題。金融經濟論的內容，本可以由種種的標
準來分類的，縱分起來，就是：

(一) 關於金融的作用的研究；

(二) 關於金融的組織的研究。

前者是研究金融活動的狀態，以及關於他的因果和相關的理法；後者是講

究金融機關的組織和系統的。前者可以叫做金融動論，後者可以叫做金融靜論。但是若把他橫分起來，就是：

(一) 關於金融的現狀的研究；

(二) 關於金融的理想的研究。

前者研究「是怎樣」的問題，後者研究「應怎樣」的問題。若把「是怎樣」的問題和「應怎樣」的問題連結起來考察，就是政策論了。所以金融政策論的研究問題，就是講究金融活動，應據甚麼軌道，金融組織，應取甚麼形態，纔於國民經濟之維持和發達，非常有利。

本書主要只論究今日資本主義的國民經濟之下的金融活動，至關於金融組織，只述其一斑。

① Adam Smith: *Wealth of Nations*, ed. by Cannon, pp. 443.

② Luc Wiernik: *Die Depositenkassen, ihre Geschichte und ihr Rechtsverhältnis*.

nis zur Zentralbank mit einem Nachwort zur Depositenfrage, Berlin, S. 9.

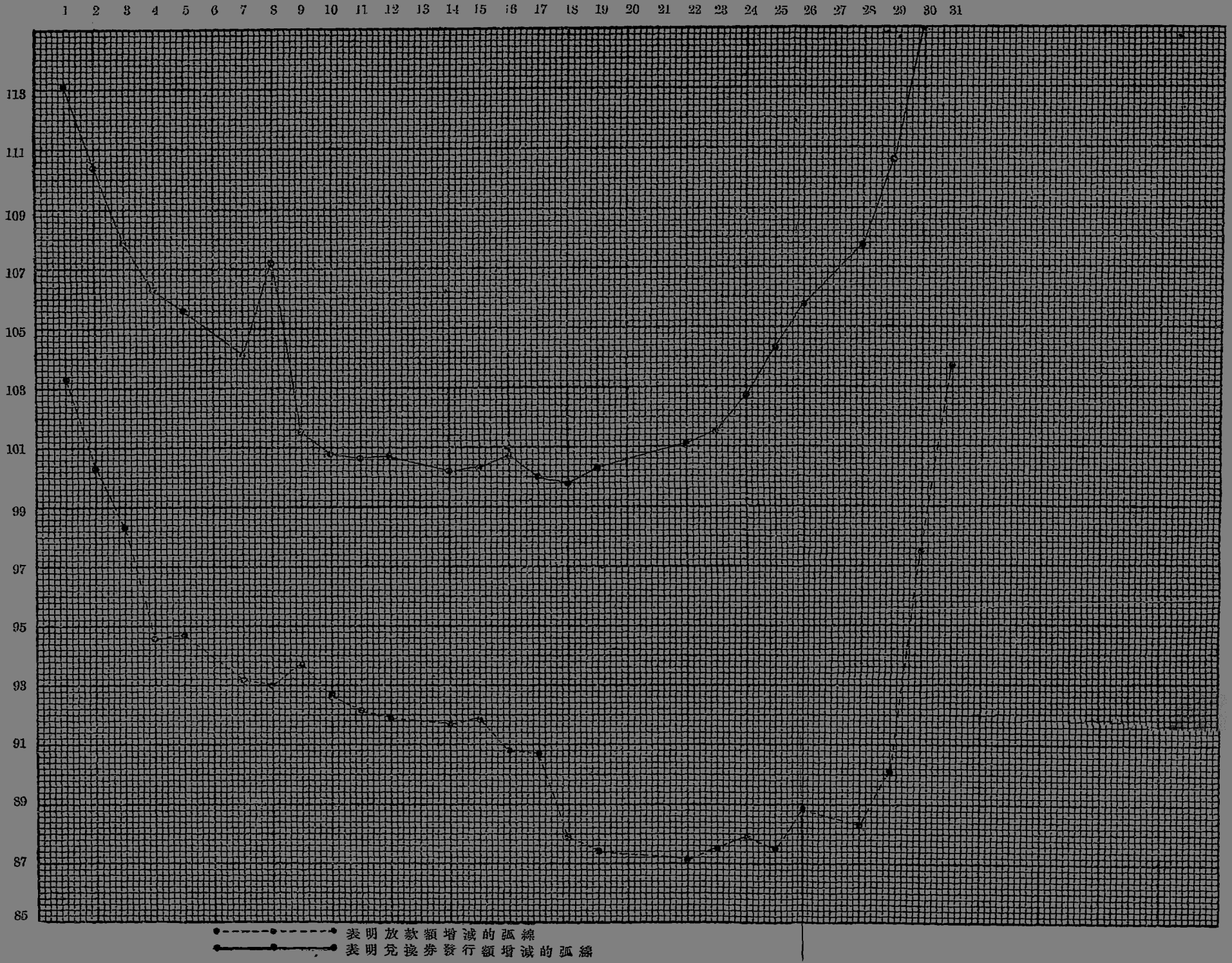
第一章 通貨的需要供給關係

第一節 通貨之期節的需要供給

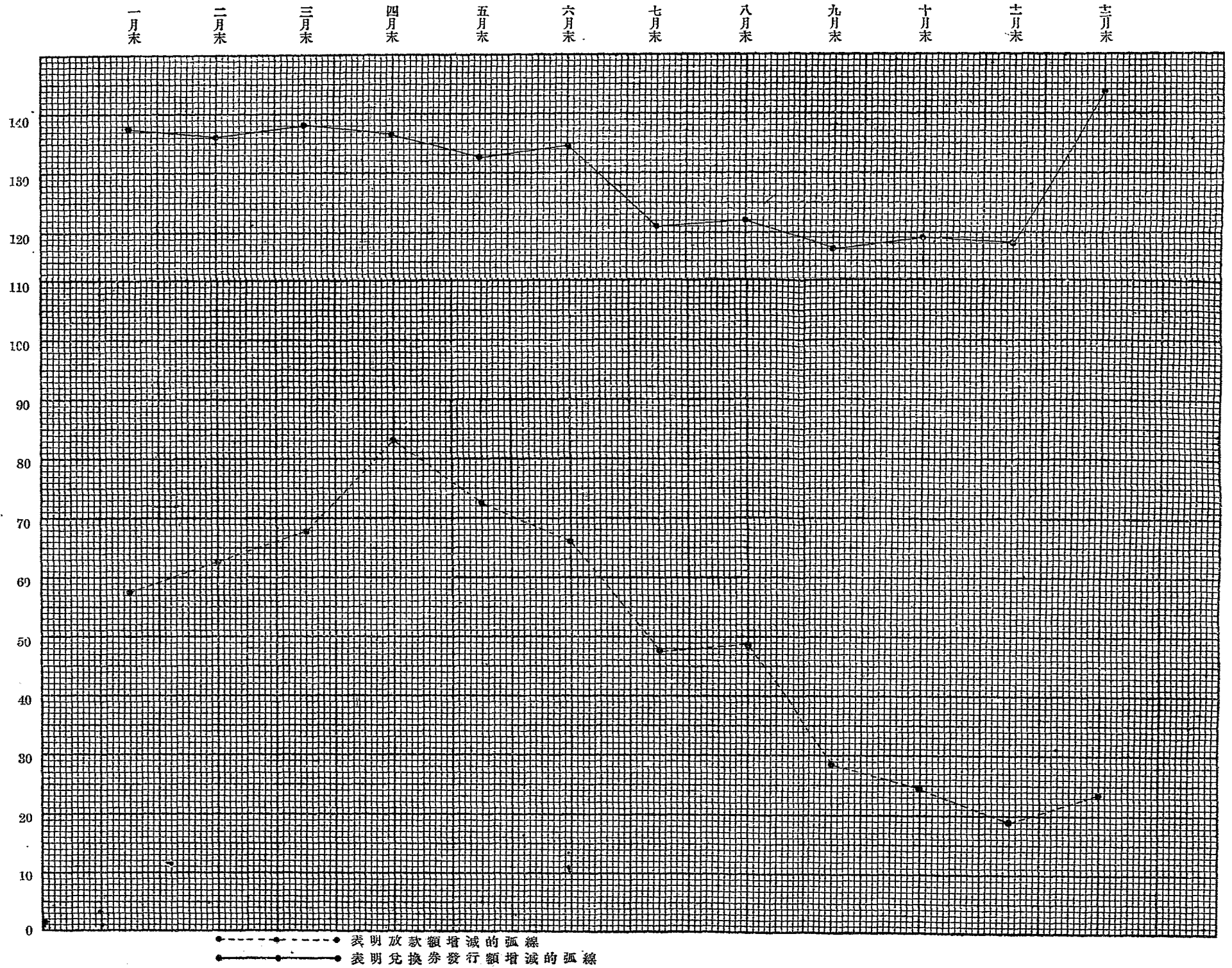
據上面所述，金融乃是通貨的交換，所以要金融成立，非先發生通貨的需要和供給不可。這種需要供給，是怎樣發生的，怎樣滿足的，我們從次章以下來詳說，這乃是本書的中心問題。本章只略說這種需要供給（尤其是需要）發生的原因，以綜觀金融關係的大綱。次章以下，再為細目的研究。

規則的需給和偶發的需給 先就時間上的需給關係來看。那末，就有兩種：一種是規則的去來，可劃為一定的弧線的；一種是偶然出沒，而成為不齊的波動的。屬於前者的，每月尾、每半年尾、每年尾等決算期的金融緊迫，就是最著的例。陰曆年尾的需要、納稅期的需要，以及以十年上下為一期而循環的市況旺盛和市

通貨需給的曆年弧線圖(一)



通貨需給の曆年弧線圖(二)



況蕭索，也都可以看做規則的需給關係。至於公債和公司債的募集和償還，股份的繳納和退還，因戰爭而收入賠款等，乃是在通貨的需要供給上引起偶發的波動的原因，是屬於後者的例。

通貨需給的曆年弧線 就月來說，清償期的月尾，通貨的需要最多；就年來說，上半年末和下半年末，尤其是一年中大清償期的年末，通貨的需要非常之多；這都是不待說的。當這些清償期的時候，爲一國金融之中樞的中央銀行——在日本則爲日本銀行——就增發兌換券，增加放款，以應全國金融界的需要，而供給通貨於市場。日本銀行兌換券的發行數和放款數的增減，明明白白的證明此理。就是原則上，每月首和每月末之間，畫成一個凹形弧線；（圖解詳後）這些每月的弧線聚集起來，就於一月末和六月末之間，以及七月末和十二月末之間，畫成每半期的凹形弧線；再括一年而綜觀之，也畫成一大凹形弧線，而以每年末日（或最近於末日的日）爲最高點，四、五月或九、十月爲最低點。

日本金融的實例 現在試將最近大正十年三月中，日本銀行兌換券發行額和放款額，表示如下：

	兌換券發行額	日本銀行放款額
一日	一、一三一、二四七 <small>(千圓千四)</small>	一〇三、二五〇 <small>(千圓千四)</small>
二日	一、一〇二、九二八	一〇〇、二八一
三日	一、〇七八、六二二	九八、三七五
四日	一、〇六三、五八六	九四、五七七
五日	一、〇五六、四九七	九四、七四二
七日	一、〇四一、一三五	九三、二二二
八日	一、〇七二、一四〇	九三、〇六八
九日	一、〇一四、六〇九	九三、七一六
十日	一、〇〇九、五〇六	九二、七〇三

十一日	一、〇〇六、〇一二	九二、二三六
十二日	一、〇〇六、四〇一	九一、九九五
十四日	一、〇〇二、〇七〇	九一、七八八
十五日	一、〇〇三、七八四	九一、八五五
十六日	一、〇〇六、八七二	九〇、九三二
十七日	一、〇〇〇、三四一	九〇、七八七
十八日	九九八、七五四	八七、九二五
十九日	一、〇〇三、二〇一	八七、四八四
二十二日	一、〇一〇、七九三	八七、〇八二
二十三日	一、〇一五、四〇六	八七、四八七
二十四日	一、〇二八、二七五	八七、八九一
二十五日	一、〇四三、六三三	八七、五三九

二十六日	一、〇五七、六六七	八八、九四二
二十八日	一、〇七七、一七一	八八、二〇七
二十九日	一、一〇六、一七七	九〇、〇九〇
三十日	一、一五〇、一五〇	九七、四六〇
三十一日	一、一七七、六六四	一〇三、八〇〇

年末、半期末金融的實例 我們現在取最近大正九年每月末的數字，來表示一年的弧線，那末我們就可以九月爲最低點，而於年首年末之間，畫一弧線。

	兌換券發行額(單位千圓)	日本銀行放款額(單位千圓)
一月末	一、三七五、一六九	五七五、八九二
二月末	一、三六〇、四五七	六二〇、三九六
三月末	一、三六八、〇五六	六七六、五〇二

四月末	一、三六六、五七六	八三三、八八二
五月末	一、三二七、八五六	七二七、四七四
六月末	一、三四九、〇六五	六六〇、二八〇
七月末	一、二〇二、四三三	四七四、九八〇
八月末	一、二一七、〇七六	四八二、七二四
九月末	一、二七〇、一四四	二八五、七三三
十月末	一、一九二、〇八一	二四三、〇八七
十一月末	一、一八〇、二一六	一九一、三七二
十二月末	一、四三九、二四〇	二三五、三八五

大正九年三四月之交，勃發大恐慌，在一年的中途，金融非常緊迫，通貨的需要非常增加；所以一年弧線的弦，比常態稍淺，然而還是作成上半期和下半期的二弧線；若更概觀一年，還可畫以年末為最高點的一大凹形弧線。（放款額上半

期之所以畫成凸形的，是因為日本銀行因恐慌而放出多額的救濟金，下半年仍復為凹形。這種形勢，差不多沒有例外，每年都是規則的表現的。現在再把最近十年間，每年兌換券發行額的最高日和最低日，表示如下：

年次	最高(單位爲圓)	最低(單位爲圓)
明治四三年十二月三十一	四〇一、六二四、九二八	四四月十五二六六、九二六、九八五
四四年十二月三十	四三五、五五三、一五八	三月十六二九二、七七三、六八〇
大正元年十二月三十	四四九、五六九、一八一	五月十六三〇八、八二五、九四五
二年一月四日	四三〇、〇二二、九七七	五月十六三〇〇、七七七、七六四
三年一月六日	三九二、七八二、五六五	十一月十七二八一、四三六、六四九
四年十二月三十	四三六、二八一、四三三	五月十四二七一、四七五、一三九
五年十二月三十	六一〇、五三九、〇三七	三月十七三二二、二七〇、八八八
六年十二月三十一	八三一、三七一、八五七	三月十四四一七、六五四、三〇三

七年十二月三十一	一、一四四、七三九、〇七五	五月十七	六、一三、三九一、五三〇
八年十二月三十一	一、五六三、八三一、四八六	五月十四	七七七、七九八、一九八

可見無論那一年，年末附近爲最高，上半期的中央和下半期的中央爲最低，舊節季和通貨的需給，陰曆年末（舊曆正月前）也是一個重要的金融期節。就是現在農家的大清償期，大概還是陰曆年末。（譯者案：這就日本而言，若在我國，一般的大清償期，都是陰曆年末。）因爲這個關係，鄉村和都市的交易，清償大概多根據舊節季。所以陰曆正月前，常引起不少的通貨需要，以致金融緊迫。

徵稅期和通貨的需要 從金融期節上來看，納稅期也是重要的問題。據大正九年度的施行預算，內國稅總數爲五億四千萬元。其中納稅期確定了的，約有三億元，其最著者，爲造酒稅一億二千萬元，田賦四千五百萬圓，第三種所得稅四

千四百萬元，營業稅四千三百萬元。不待說這些稅都是分做幾期繳納，不一定把通貨的需要，集中於一時；但是每年從一月到三月的三個月間，一月要繳田賦第一期分和第三期所得稅第三期分；二月要納田賦第二期分和造酒稅第三期分；尤其是入了三月，則須同時繳納所得稅第四期分，造酒稅第四期分，以及田賦第三期分。這些納稅所要的通貨，共爲一億三千萬元，又十月和十一月兩月，因爲同時繳納所得稅第一期第二期分，造酒稅第二期分，和營業稅第二期分，所以需要八千萬圓的通貨。然而四月、八月、九月和十二月，因爲沒有達納稅期，所以因納稅而需要的通貨很少。

市況和通貨需要 市況也可以看做一種大金融期節，我們在後章再詳說。財界的活躍、恐慌和沉滯，大約以十年上下爲一期，交互的循環，週期的來往。在活躍時期，事業勃興，交易頻繁，所以通貨的需要最多，尤以恐慌的時候更甚。然而到了沉滯時期，因爲事業萎縮，交易衰頹，所以通貨的需要減少。金融關係，呈一個長

而大的波狀，其起伏大約是有規則的。

發生偶發的通貨需給之原因 以上所述的，都是定期的表現的通貨需給之變動，此外還有許多偶發的變動之原因。例如公債和公司債，募集或繳納的時候，自然會應着金額的多寡，而喚起通貨的需要；償還的時候，金融的供給，就要因之豐富。金融鬆動的時候，政府或發行庫券，或提倡對外投資，都是順着這個道理而調節通貨需給的政策。股份的繳納和退還，其作用也和公債及公司債的募集和償還一樣。至於輸入超過，正貨流出的時候，或戰敗賠款的時候，通貨的需要，自然會增加；然而輸出超過或收得賠款，因之正貨流入的時候，通貨的供給，自然會增加。

第二節 通貨之地方的需要供給

前節詳述了時間上的通貨的需要和供給，本節試述地方的需給關係。通貨的需給因商品的移動而變化，通貨之地方的需給，多隨商品之地方

的移動而發生。威德斯 (Harley Withers) 說得好，他說金融本來是商工業的小使。因為是很討厭的小使，所以常常偷主人的衣服，裝主人的模樣，而使世人以為金融是萬能者。然而其實金融不過是助長生產，促進生產，因生產而生活的一個機械。生產商品和運搬商品的人，纔是供給金融以不可缺的原料的人。這個原料一斷絕，金融就要關閉店門了。金融的重心，集於這個原料輻輳的地方，乃是自然的趨勢。

通貨之地方的需給，在商工業地和農業地判然隔離的國家，最表現得明白。美國就是一個最著的例。美國的商工業集於以紐約為中心的東部地方，農業偏在西部及南部。因為這個原因，美國全國金融的中心，雖在紐約，而在每年秋季收穫的時期，則由東部移動大宗款項到西部南部，拿來做購買農產物的資金；因為到了年末聖誕節的時候，可以當做商業資金來活用，所以在兩三個月之間，又迅速的回到東部。因之一般金融界，秋季最感緊迫。一九〇七年的大恐慌，實因這個

周轉不靈，難堪緊迫而起的。美國今日的金融組織——聯合準備制度——實因這次恐慌的經驗而制定。

收穫期的通貨需要 日本的農業地方和工商業地方的隔離，雖不如美國人之甚，因之收穫期的資金移動，也沒有那樣利害，然而每年從十一月起到陰曆正月之間，因為要購買穀米的資金，所以都會的通貨，有移到鄉村的必要。日本的米產額約六千萬石。假設一石的價格為二十圓，總額也有十二億圓。如果一石價格為三十圓，那末，總數就有十八億圓了。不待說，這些穀米，不一定是全部都離開產地，移向別處，產地的農家，自己消費的量，也是不少。並且有許多地方，米的販買，是經小都會的米行的手而行的。這些米行，平日供給肥料和農具與農家。拿這些東西的價錢和秋季農家賣米的價錢相抵，所以收穫期的買米資金只要兩數相抵的差額就够了。然而因此發生的通貨需要，還是不少。

第三節 通貨之國際的需要供給

前節說了通貨之地方的需要供給；換句話說，就是述了時間上的需給和空間上的需給相結合而發生的事例。若說到國際的需給，那末，關係就更更複雜。因為國際的需給，乃是時間的需給、空間的需給、和通貨種類的需給三者相結合而發生的。

因貿易而生之通貨需給 左右通貨之國際的需給關係的原因，雖然有很多，然而其中最普通的，乃是商品的輸出入。倘若輸入和輸出不均衡的時候，因為清償時兩相抵銷之外，差額還是很大，所以這些國家之間的通貨需給關係，多偏於一方而緊迫；或需要太多，或供給過剩。

印度棉花輸入日本的實例 現就輸入舉一例來說明。日本每年從印度輸入大量的棉花，大正八年輸入了二億八千萬圓，大正九年輸入了三億五千萬圓。這是因為日本的主要工業，為紡織業，而棉花適為紡織的原料；此種棉花，多由印度生產的。然而日本輸到印度去的輸出品，沒有一定的大宗物件，所以日本對印

度的貿易關係，每年都是輸入超過。大正八年輸入三億一千萬元，而輸出只有一億一千萬圓。大正九年輸入三億六千萬圓，而輸出只有一億九千萬圓。因為有這樣大的差額，所以日本就需要印度的通貨匯往印度的匯票了。不過實際上，這種貿易差額，多以倫敦為媒介，而以英貨來清償。

日本絲經輸出美國的實例 現在再就輸出來舉一例。日本絲經的對美輸出，是最適當的一個例。絲經在日本輸出品中，是居第一位的，而大部分都是輸出到美國。大正八年為六億圓，大正九年雖因美國經濟界沉滯，大形減少，然而還超過三億四千萬圓。我們更要注意的，就是這種輸出的大部分，都集中於下半年。因為這個原因，所以日本的貿易，上半年雖然因棉花等物的輸入，非常偏於輸入，而下半年則照例輸出增加，挽回上半期的輸入超過。這種偏於一方的國際貿易，——或偏於輸出，或偏於輸入——在國際金融上釀成偏於一方的通貨需要供給關係，——或偏於需要，或偏於供給——乃是自然之勢。

國際投資與國際的通貨需給 國際投資，也是國際的通貨需給的重要原因。歐洲大陸諸國，因為籌辦大戰的費用，多在英國發行公債，英國又多在美國發行公債。其結果就是這些國家之間，生出大量的偏於一方的債權關係——或只為債權者，或只為債務者。每當這些公債募集、償還、或付息的時候，通貨之國際的需給關係，就要受他的影響，偏向一方移動的。

關於通貨之國際的需給，本還有許多問題要研究，我們等到以後論國際金融和外國匯兌時，再來詳論，現在不過只舉一二實例，來提起問題罷了。

第二章 資金之通融

第一節 資金通融之效果

資金通融的意義 社會上有些是富有企業上的才能，卻缺少必需的資金，有些是富有資金，卻不能善於運用，因之有時空無所用，這兩種人當中，前一種是

感覺資金的缺乏，後一種是感覺資金的太多，以太多濟不足，豈不是一樁最有利益的事情麼？所以銀行出來就做這種事情，他把社會上一般多出的資金吸收起來以借給需要資金的人，以便他們企業上的經營，這種就叫做資金的通融。

企業爲經濟社會的靈魂

佛卜蘭

(T. Veblen)

在他著的企業論

(The

Theory of Business Enterprise) 裏面說道：『現代文明的筋骨，是產業制度，而

使這個筋骨活動的，就是企業。』現在立於資本主義之上的國民經濟，離開企業，是一刻都不能存在的。因爲有以營利爲目的而活動的企業，所以生產要素，配合適宜，而生產可以充足我們慾望的財貨；因爲有企業，所以生產物運輸到適當的地方，而使用於適當的用途。企業不一定意識的以這種職能爲目的而活動，不過以其本來目的——營利——爲標準而活動，其結果就表現這種作用，而成爲維持和指導現代複雜的國民經濟組織的原動力。企業實在是經濟社會的靈魂，離開企業的國民經濟，是失掉靈魂的肉體。

企業的要素是意思和資金。企業的成立和存在，有兩個絕對必要的要素。時間上的金融，能以資金的通融而結合這兩個要素，助長企業的發動，而使經濟社會有生氣。茲先說明企業的要素，而後闡明金融結合企業的作用。

企業的要素是甚麼？從來的經濟學者，以土地、勞動、資本三者爲生產的要素。這種分類，其長處在簡單明瞭，然而決不能說是論理的，且沒有包括說盡。我以爲生產的要素，可以分爲精神的要素和物質的要素二種。

精神的要素，就是生產的意思或企業的意思。從來的學者，都只重視物質的要素，而忽視這種重要的要素。或者有以這種意思爲勞動之一種的；不過以企業的意思和肉體勞動同一看待，決不是論理的說明經濟現象的方法。

物質的要素，可從兩方面來觀察：若由外延的來看，就是資金；若由內包的來看，就是以資金（一）由勞動者購來的勞力，（二）由農業者和工業者購來的原料、器具、機器，和（三）由不動產的所有者借來的土地、房屋和工廠。做一句話說，就是

從來看做生產要素的勞動、土地和資本——為將來的生產而預備的過去之生產物。

但是從企業方面來觀察生產，他的要素是甚麼呢？我以為我們只須說是企業的意思和資金就夠了。因為土地、勞動和資本，是直接接在技術方面，為生產所必需，而在經濟方面，可以包括於資金之內。這兩樣東西結合的時候，企業纔發生，生產纔進行。

企業意思和遊金 然則在現代社會之中，企業的兩大要素，常能配合適當嗎？決不是這樣。第一，在一方面，有離開資金的企業意思。就是許多人雖有企業指導者（captain of industry）的智能和才幹，然而沒有資金，以致不能獲得生產之物質的要素。或者有企業的意思，并有某種物質的生產要素，然而因為資金不足，而難獲得別的要素的。例如工業家，雖有工廠、機器等固定資本，而感覺原料和勞力的不足；農業家雖自有土地，自耕土地，而缺乏種子或肥料；又如勞動者的生

產合作社難得原料、機器、建築物、和土地；諸如此類，不勝枚舉。然而在別一方面，又還有許多離開企業意思的資金。換句話說，就是有許多不運用自己資金的人，和不能運用自己資金的人。這一類的人，我們且舉出幾種來看看：

第一，商人或公司，有時不活用其經營資金的全部，而以活用其一部爲便利，有時或有放出的餘裕。例如他們賣出貨物，收入支票爲代價的時候，他們不卽刻拿支票去兌現，或把支票轉入自己存款項下，都是暫時停止自己資金的利用。在這個時期內，這個資金就離開了他的企業。由銀行借出資金，不卽運用。暫時轉入存款項下，也和上述的情形是一樣。這種狀態的資金，非常之多，商業銀行的活期存款，大部分是這種資金相集而成的。

第二，資金太多的人，自己不能有效的運用，因爲人的能力有限。事業的規模若超過一定的程度，很難各方面都注意到。并且一個人若占有莫大的財富，也不願自任勞苦來運用資本。在這個狀態之下的資金，大概以投資於有價證券的

形式而與企業意思相結合。

第三，資金太少的人，自己也不能利用。勞動者和農民所儲蓄的資金，數量太少，不能單獨經營任何事業。在這種狀態之下的資金，多經儲蓄銀行或合作社之手，而與企業意思相結合。

第四，此外，因職業、年齡、男女的關係，而不能運用自己資金的人，也是不少。例如醫生、律師等從事自由職業的人，和官吏、婦人、小孩，以及沒有運用的才能的人，所有之資金，都是這一類。在這種狀態之下的資金，多經儲蓄存款、定期存款和證券投資等手段，而與企業意思相結合。

銀行結合企業的二大要素 於是銀行就通融資金，以聯結遊金和企業意思，與企業者以活用生產之物質的要素的機會和手段，而幫助企業的發生。銀行雖不直接生產物質的財貨，然而間接幫助物質的財貨之生產，其效力實在不小哩！

銀行助長經濟社會的活動 銀行不惟以通融資金的手段而助企業的成立，并與企業者以繼續其事業所必需的資力，而使經濟社會的活動，不致停止。製造一個商品的生產者或購買一種商品的商人，一方面可以拿這個商品或代表這個商品的堆棧證券爲擔保，從銀行通融資金，一方面又可以尋覓該商品的顧客。如果這個商品已經賣出，就從顧客收得票據；這個票據，雖在指定支付的日期以前，也可以拿到銀行去請求貼現。企業家之所以不須等一商品賣卻，而收得其貨價，就可以生產下次的商品，或購買別種商品，以繼續其企業的，完全是靠銀行擔任通融資金的任務。設若沒有銀行以通融資金，那末，社會上商品的需要供給，就不能像現在一樣的圓活適合，供給會要大減退，大遲緩，而不足以養活現在的人口，以致發生飢荒。

銀行在企業之間行健全的淘汰 銀行更以通融資金的一職能，而在社會各種企業之間，行健全的自然淘汰，以助長利益多而成功確的企業。因爲那一種

企業利益多而成功確，銀行是很能夠判斷的，並且通融這種企業以資金，就足以確保銀行本身的安全，而增進其利益。道西克（Dobson）以為「銀行是產業界指導者中的指導者，」^①就是此意。這樣利益多而成功確的企業，大概總是生產的各要素配合得最適宜，利用得最有效，而供給滿足人們的慾望最切實的財貨的企業；所以銀行因為謀自己的利益，有許多時候，可以同時使社會的效果最大的企業發達。

第二節 銀行資金的來源

銀行為各種企業而通融的資金，他的來源究在那裏？這種資金，怎樣入銀行之手的呢？

自己的資本金嗎？第一，難道是由股東或投資者繳納的自己的資本金嗎？不錯。像以長期放款、證券投資為業務的銀行，大概也有以自己的資本金為重要的經營資金的。然在普通的商業銀行，資本金——以及公積金——就決不是運

用資金的重要部分。里加圖 (David Ricardo) 道：『銀行家特有的職能，要到他運用別人的資金時，纔會開始。』白芝浩 (Walter Bagehot) 附加的說道：『在運用自己的資金時，只不過是資本家。』① 詳細點說，就是普通商業銀行的業務，性質上不是以自己固有的資本金而經營的，乃是以存款或別種形式由別人手上收來的資金而經營。抽象的說，銀行假使除掉創業費、建築物，以及別的營業設備所必需的少額資金以外，自己一點資本金也沒有，也能夠以別人的資金，繼續經營，支措經費，並且獲得利益。銀行之所以準備資本金的，並不是拿來運用，不過是以博信用罷了。因為要經營銀行，須由公衆通融資金（儲蓄或別種形式）而由公衆通融資金，又須先得公衆的信用；要得公衆信用，就不得不有額定資本金，以表示事業基礎的鞏固，而買公衆的安心了。總而言之：商業銀行的資本金，乃是保證資金，不是經營資金。換句話說，這種資金，其主要目的在博得信用，并不在利殖。我們試就實際的數字來看：日本大正七年末全國銀行的放款總數，超過六十億

圓，而已繳資本金，不過九億圓，大約只占放款總數的七分之一。

發行兌換券嗎？第二，發行兌換券嗎？不錯。以前普通銀行發行兌換券的很多，就是現在，有發行兌換券的特權的銀行，可以貸出其所發行的兌換券，而供給資金與社會。然而這種特權，現在已爲少數特權銀行所獨占，而不許給一般商業銀行。日本能夠發行兌換券的銀行，不過只有日本銀行、朝鮮銀行和臺灣銀行三家。其餘如英、法、德等有中央銀行的國家，發券業務的全部或大部，都委給中央銀行獨占，普通銀行不得求資金的來源於這一方面。像美國沒有中央銀行的國家，幾年以前，雖然七千二百七十七家股份組織的銀行，各自發行兌換券，以製造資金，然而自從一九一三年制定『聯合準備條例』（Federal Reserve Act, 1913）一法律後，遂創立十二家『聯合準備銀行』（Federal Reserve Banks），在『聯合準備局』（Federal Reserve Board）的嚴重監督之下，獨占兌換券發行權。①

發行債券或用別法借款嗎？第二，發行債券，或以別的形式借款嗎？不錯。像

日本勸業銀行、日本興業銀行、和農工銀行等，以長期放款爲主要業務的銀行，運用資金的大部分，是仰給於債券的。然而以低利短期的放款爲主要業務的商業銀行，究竟不能發行比較高利的債券，以吸收資金。普通銀行有時也從中央銀行或總行借入資金，然而這決不占運用資金的重要部分。

現款儲蓄嗎？第四，利用顧客現款繳入之儲蓄嗎？不錯。儲蓄銀行，或以長期放款爲目的的特種銀行，是以這種儲款，爲營業資金的主要來源的。然而在普通的商業銀行，現款儲蓄，不過占儲款項下的一部分，只占放款總數的幾分之一。

轉帳儲蓄嗎？第五，那末，商業銀行運用資金的主要來源，究竟是甚麼呢？我可以答道：就是銀行利用自己的信用，以轉帳而成立的資金。換句話說，就是銀行自己造出來的存款通貨 (deposit currency) —— 活期存款。這就是商業銀行的主要資金。

搜集零碎遊金如何？一般人都以爲銀行的主要職能，是從一般公衆吸收

零碎的遊金而爲存款，再把這樣的營業資金，以放款及貼現等方法，通融與社會。這是對的。不過這裏所謂零碎的遊金，若看做現金，那就是大錯特錯。吸收農人或工人的小款，乃是儲蓄銀行的事業，不是商業銀行的事。儲蓄的現款不過是商業銀行營業資金的一部。而且這一部的資金，很少用做普通的運轉資金，大概用做準備金，以備兌現。然則商業銀行的主要運轉資金——由轉帳而生的存款通貨，究竟是怎樣發生的呢？我們於下章再述罷。

① F. W. Taussig: Principles of Economics, Vol. I, p. 1913, p. 358.

② Walter Bagehot: Lombard Street, A Description of the Money Market, Chap.

II, p. 21.

③ 欲知美國聯合準備制度的大概，可參看下列各書：

I. Henry Parker Willis: The Federal Reserve, A Study of the Banking

System of the United States, 1915.

2. Thomas Conway and Ernest M. Patterson: *The Operation of the New Bank Act*. 1914.

3. 高島及高垣調查，東京高等商業學校調查部發行：北美合衆國聯合準備制度調查。

第二章 銀行通貨的構成^①

第一節 相互的債務之原理

銀行通貨，是銀行造出的通貨。存款通貨和銀行兌換券，就是其中之最主要的。

存款通貨的意義 存款通貨，乃是把活期存款看做支付用具之謂。活期存款，因支票的使用，而完全盡商業上支付用具——通貨——的職能。支票不過是表示這種支付用具——存款通貨——之移轉的證書罷了。本章略述存款通貨成立的原理。

存款通貨由相互的債務而發生。存款通貨的成立，是由於相互的債務。甚麼叫相互的債務？字面上已表示得很明白，就是由當事者雙方的契約，甲對於乙，和乙對於甲，交換的負着債務。換句話說，就是銀行和顧客之間，交換的負着債務，有着債權。現在占文明各國通貨的大部分，是銀行通貨——兌換券和活期存款——都是以這個簡單的形式而發行的。現在設一例以明存款通貨成立之原理。

例證 假定現在有一家銀行，新開營業，商人某甲，存了現款一萬圓。這個時候，甲所有的現金，不過只變形為存款通貨，還沒有造出新通貨。這家銀行，要放款一萬圓與商人某乙，可以兩個方法來行。第一個方法，就是把甲存入的現款，借與某乙。這個時候，不過是甲借款給銀行，銀行借款給乙，還沒有成立相互的債務。第二個方法，就是把甲存的現款，還放在銀行的金庫，不借現款給乙，只與以帳簿上的債權，而把乙所借的金額，轉入乙名下的活期存款。這個時候，乙根據契約，對銀行負有債務，等到期滿時，要還銀行一萬圓；而銀行對於乙，也負有債務，因為乙有

一萬圓活期存款在銀行，無論何時，乙有要求，銀行就要支付的。由這個相互的債務，遂新生出一萬圓的存款通貨，這兩個方法，若比較起來，第二方法比第一方法要安全。因為若用第一方法，銀行對於甲的債務一萬圓，就沒有甚麼支付準備；用第二個方法，銀行對於二萬圓債務——甲存的現款一萬圓和乙由轉帳而存入的一萬圓——就有一萬圓現金，做支付準備。且活期存款，無論何時，都可以用為支付用具，所以乙也不限定要借一萬圓現金，倒不如把該款轉入存款之為便。銀行更進一步，對於丙丁戊也以放款或貼現方法，各借給一萬圓，丙丁戊也各把這一萬圓轉入活期存款，那末，由這個相互的債務，又可以發生四萬圓存款通貨了。我們現在拿這家銀行的借貸對照表，來說明上述的過程——因為說明簡便起見，和問題沒有直接關係的資本金，計算從略。

甲存款一萬圓現金入銀行時，銀行借貸對照表如下：

	借		貸
現金	¥ 10,000	甲存款	¥ 10,000

若把這一萬圓現金借給乙的時候，銀行的借貸對照表如下：

	借		貸
放款與乙	¥ 10,000	甲存款	¥ 10,000

乙把所借得的款項，不即領現金，而轉入活期存款的時候，銀行的借貸對照表如下：

	借		貸
現金	¥ 10,000	甲存款	¥ 10,000
放款與乙	¥ 10,000	乙存款	¥ 10,000
	¥ 20,000		¥ 2,000

這就是表示甲存入的一萬圓，用做支付準備金，而新造出一萬圓的存款通

貨。銀行若更對於丙丁戊，各放款一萬圓，丙丁戊又各以其借款一萬圓，轉入活期存款，銀行的借貸對照表如下：

借		貸	
現金	¥ 10,000	甲存款	¥ 10,000
放款(乙)	,, 10,000	乙存款	,, 10,000
放款(丙)	,, 10,000	丙存款	,, 10,000
放款(丁)	,, 10,000	丁存款	,, 10,000
放款(戊)	,, 10,000	戊存款	,, 10,000
¥ 50,000		¥ 50,000	

這個時候，銀行對於乙丙丁戊，取得債權，期滿可以索回總計四萬圓借款；丙丁戊也由銀行取得債權，可於任何時領取總計四萬圓的款項。由這個相互的債權或相互的債務，遂新造出四萬圓的存款通貨。而銀行則以甲所存的一萬元現金，作為支付甲乙丙丁戊所有的存款通貨總計五萬圓的準備金。

以存款通貨而清償帳項。照這樣，存款通貨一發生，甲乙丙丁戊之間的往

來支付，就可不用現金，以授受支票，轉帳存款而清償，然而就在清償之後，由相互的債務而發生的存款通貨的總數，仍沒有增減。不過甲乙丙丁戊各自的存款，有增有減，相互的債務之意義稍變罷了。就是相互的債務，已不是銀行對各個顧客的關係，而為銀行對顧客全體的關係。我們又假定這種支票，付與和這個銀行沒有往來的人。就是這個時候，經濟社會的存款通貨的總額，也不一定有變動。因為此時收受支票的人，可以拿到和自己有往來的銀行，當做存款存入。這個銀行，可以拿這種支票到票據交換所去抵銷，所以存款亦不過從一個銀行的帳上，轉到別個銀行的帳上罷了。不過這個時候，所謂相互債務的關係，要當做一社會內銀行全體和顧客全體的關係看。又假使支票就兌為現款，而存款通貨的總額，就大體說，也沒有甚麼大變動。因為商人所收入的現款，大部分還是存入銀行而為活期存款。

存款表示國民的負債 總而言之：存款通貨的大部分，是銀行對顧客具有

的債權的變形。由存入現款而發生的存款通貨，不過是一小部分。所以威德斯說存款既可以表示國民的富，也可以表示國民的負債。⊖

存款轉帳也是一樣。以上只就使用支票，把他當做表示活期存款之移轉的證書時而說明的。英、美、日多採用此種方法。此外德、法就不用支票，不過對銀行提出轉帳請求書，在帳簿之上移轉存款通貨罷了。然而其理也和使用支票時一樣。例如商人甲、乙、丙三人，均於某銀行有活期存款。甲要向乙支付款項，若採英、美的辦法，就是甲發出支票與乙，乙拿到銀行，存入自己存款項下。但是如果採用法國的辦法，就是甲自己作成轉帳請求書，直接交與銀行，請其將自己存款，轉入乙的項下，同時將此事通知與乙。這種存款轉帳的辦法，就是甲、乙、丙的來往銀行不同，也可利用各銀行之間的活期存款來行的。

兌換券發行道理也是一樣。就是銀行發行兌換券，道理也是大同小異。他也是由於相互的債務的。不過不同之點，只在存款的支付準備金，只要是法貨，無

論現金也好，紙幣也好；而兌換券的兌現準備金，則限於現金。例如發券銀行，若收入顧客某甲一萬圓的現金存款，就可以此款爲兌現準備，而發行數倍的兌換券，以借貸與乙丙丁戊。這個時候，銀行對於乙丙丁戊等人，就負有隨時都可兌現的債務，而乙丙丁戊等對於銀行，則負有到期還款的債務。這種現象，和造出存款通貨時是一樣的。所以馬克駱 (Marbleod) 說：『存款和兌換券，是一而非二。分銀行爲存款銀行和發券銀行，根本上是錯誤的。一切銀行，都是發券銀行。』◎不待說，由通貨的職能一方面看，存款通貨和兌換券之間，不得說沒有區別。因爲存款通貨是特殊的支付用具，而兌換券乃是一般的支付用具。前者要得受領者的同意，纔能流通，後者則和本位貨幣一樣，不須受領者的同意，可以強制流通。不過這個區別，不是本節的問題，故不多述。

銀行像乘腳踏車者 據上所述，我們就可知道銀行的業務，乃是以少數的現款爲支付準備金。以此爲種子，而造出許多通貨，以供給巨額的資金。玩這種把

戲，就是銀行的本質。這種把戲，於銀行有利益，於存戶也有利益。存戶須承認此事纔行。因為銀行不是單純保管存款的寄託所。假使存戶都起而向銀行支款，無論怎樣堅實的銀行，也只有停止支付。銀行譬如往來於熱鬧街市的乘腳踏車者，自己不待說要注意莫衝倒別人，而行路人也宜自己注意，莫和車馬衝突。無論是那一方的疏忽而衝突，彼此都要受傷。所以即使銀行的經營，無論怎樣慎重，如果公眾不了解銀行的作用，就會生出大事。

最後的放款者 向銀行借款，就是收受現在的資金，而還與將來的資金。給與現在資金的人，須等候將來的償還。放款這種行為之中，總含有「等候」的意思。供給資金就是供給「等候」(waiting)。銀行不過是安排和調節這些供給的中間人，並不是最後的供給者，終極的放款人。他的最後供給者有兩種：

(一) 由銀行的債務者收入支票，以充商品代價的人。

(二) 以種種形式，存款於銀行的人。

這兩種人都有向銀行請求支付現款的權利。受領支票，以充商品代價的人，是以現在財和對於銀行的現金請求權相交換。所以在他沒有行使這種權利之前，他乃是貸主（放款人）。換句話說：他就是供給『等候』的人。設若他更將這個支票，交付別人，以爲商品的代價；這個收領支票的人，就是給與現在財，而取得現金請求權，所以現在這個人，乃是最後的貸主。設若他不將此支票再交付別人，而拿到銀行來兌現，那末，這個時候最後的貸主，乃是存現金入銀行的存戶。又由銀行借款的人，將借款轉入活期存款，而不發出支票，那末他就是有請求現金的權利而不請求的人，所以他乃是供給『等候』的最後的人。商業銀行就是將這些散在於社會的『等候』——資金的供給——收集起來，再供給與需要者的機關。銀行的職務，不一定是聚集許多零碎的現金，而爲巨大的資金。商業銀行的主要資金，主要是集合這種『等候』而構成的。有請求現金的權利的人，不請求而等候，銀行就可將這個權利，供給別人。存款不過是『等候』的實現。銀行不是

無中生有的憑空創造存款通貨。

第二節 構成存款通貨的限制

以存款通貨而行的交易，分量甚大。以存款通貨——支票——為支付手段而行的交易，在現代文明各國的商業交易之中，實占一大部分。這種通貨，尤以英美各國使用最盛。據美國斐歇 (Irving Fisher) 教授詳細研究的結果，美國的支票交易額，約占交易全額的百分之九十二，英國及加拿大，大約也是一樣。^④又據亞爾諾勒 (Arnauld) 的計算，一九一一年巴黎市場的交易中，以正貨而行的，只百分之〇·四三，以兌換券而行的，為百分之七·四三，以支票而行的，為百分之九二·一二。不待說，這乃是法國市場的中心——巴黎——的狀態，在各地方，以兌換券而行的交易最多，以支票——存款通貨——的交易，不過百分之六·八。然而巴黎為全國最重要的市場，各地方的交易，多在巴黎清償。所以存款通貨，就在法國也是占很重要的位置。^⑤即就產業比較後進的日本看：雖然因為資料

缺乏，不得詳知，然而據日本銀行的調查，東京、神戶、京都、名古屋、橫濱、廣島、關門、金澤、函館、小樽、札幌及福島等地的組合銀行，每月尾所收的現金額和支票及別的票據的比例，最近三年間，票據爲百分之八十，現金只百分之二十。^②這乃是就重要都市的大交易而行的計算，不能表示全國各種交易的狀態；又因爲這乃是表示一般票據和現金的比例，不是只就支票說，所以不能明白表示存款通貨的授受，然而支票使用的範圍，決非窄小，我們是可以推知的。而且使用支票的比例，較之使用現金的比例，已逐年有增加之勢。斐歐教授推算日本的這種增加比例，爲百分之十。

總而言之：現在社會之中，存款通貨的流通額，非常巨大。然而銀行決不能無限的增加存款通貨，經濟上至少有兩種限制：

第一，由支付準備金而生的限制。支付準備金，是銀行預備存戶提用存款，常時保存於金庫的現金。像活期存款一類，提用時期不易預測的債務，銀行不能不

平時預貯現金，以備不時的提取。這種準備金的數量，應和存款的數量，保着一定比例，如果降低到這個比例以下，公眾就要不安心，銀行遂難免擠兌的風潮，而陷於停止兌現的悲運，於是存款通貨的多寡，就常爲這種支付準備金的多寡所限制。試就前節所假定的例來說，就是商人某甲所存的一萬圓現金，要限制銀行新造的存款通貨的總額——即銀行由乙丙丁戊所收入的活期存款的總額。所以銀行通融資金與乙丙丁戊時，其通融金額，須視甲之存款多少而決定。

然則銀行究竟應該預置百分之幾的支付準備金呢？從銀行的見地來看，這種比例，自然以少爲妙。因爲這種準備金，是不能生利，而睡眠於金庫的資金。然而如果太少，一旦遇着經濟界危急的時候，就恐發生擠兌的風潮。所以這種比例，雖不宜過多，也不能太少，須相當的決定。關於這一點，學說紛紜，莫衷一是，有些說要在存款額的四分之一以上，有些說要在三分之一以上，其實這些議論，都太過於固定。因爲支付準備金的多少，應視下列各要素的如何而調節，不能以一個主義

而規律一般。所謂各種要素，一爲存戶的種類，二爲季節與商業交易的關係，三爲銀行所在地的交易的多寡，四爲有無中央銀行或總行給與援助，五爲銀行所有的資產易否變賣，六爲經濟上、政治上的偶發事實。情形既然這樣複雜，所以應由銀行經營者的經驗和觀察而決定，決不能一概而論。然而銀行經營者任意決定的結果，就自然而然的會保着適時適所_的支付準備的比例，所以對於一時代一社會的存款，大抵都生出一律的準備比例，而限制存款通貨。

存款通貨，本來因爲經濟上的理由，當然由支付準備金而限制，然而有些國家以爲這種限制，是由銀行經營者任意決定，不十分可靠，故特以法律規定準備金的比例，於經濟的限制之外，再加以法律的限制。北美合衆國就是一個例。美國因爲有特別的情形和積年的因襲，這種政策是出於萬不得已，決非別國所宜學。準備金的比例，卽由法定，也不能十分中正，常常適合。因爲如果失之過低，則無法定的效果，如果失之過高，則累及銀行的利益。所以現在文明國中，由法律規定存

款的支付準備金的，只有美國一國。^④

第二，由顧客的資力而生的限制。銀行對於顧客，要有對物信用或對人信用，然後纔通融資金，決不是毫無根據，濫行放款的。就對物信用而言，顧客提出到銀行的擔保物件的價格，限定放款及貼現的金額。就對人信用而言，顧客的信用程度，限定放款及貼現的金額。至於對人信用的程度，是由顧客現在所有的資產及將來應有的資產而決定，所以放款的金額，結局是由顧客的資力而決定的。——若就社會一般而論，就是由國民公衆的富的程度如何而定的。存款通貨，不過是放款的變形，所以他也受這種資力程度的限制。換句話說，就是銀行若不得有資力的顧客的協力，就不能造成存款通貨。銀行是不能無中生有的。從這一點觀察，活期存款，雖然是負債的變化，不是實際的富，然而可以說他是表示潛伏其背後的社會的富。

第二節 發行兌換券的限制

發行兌換券之經濟的限制 上面所述的，是造出存款通貨的經濟的限制。銀行兌換券的構成的原理，既和存款通貨是一樣，所以他的發行上的限制，也和存款通貨的沒有甚麼不同。就是（第一）要預蓄兌換準備金，以備不時的兌現。存款的支付準備金，可以使用補助貨幣和紙幣，而兌換券的兌換準備，就非用正貨不可。這種準備正貨的額，就限制兌換券的發行量。兌換準備金，應為發券額的幾分之幾，不待說是因地而異，因時而殊的。不過在一定社會和一定時期，要發行一定額的兌換券，而不致於脅迫金融組織的安全，從經濟方面看，要置一定比例的兌換準備金。（第二）兌換券大概是因放款而發行的，而放款是以信用為前提，信用是以資力為條件，所以兌換券，結局和存款通貨一樣，是受借主的資力和社會的富力所限制。不過有一點和存款通貨不同。就是銀行的兌換券除這些經濟的限制之外，各國還設置法律的限制，若非遵守法定的制度，就不許發行。

銀行兌換券條例所加之限制 日本銀行兌換券條例第一條，規定銀行兌

換券，須由日本銀行發行，以金貨兌現。第二條規定須遵守下列各件：

(一) 發行兌換券若干，即須置正貨若干，以備兌現。

(二) 除前項外，在一億二千萬圓以內，得以政府的公債票、大藏省(財政部)庫券，以及別種確實證券或商業票據為保證，而發行兌換券。

(三) 市場的景況，有增加通貨的必要時，得經大藏大臣的許可，於前二項發行額外，再以政府公債票、大藏省庫券，及別種確實證券或商業票據為保證，發行銀行兌換券。不過這個時候，須納發行額百分之五以上的發行稅。

要設法律的限制的理由 關於存款的支付準備，除美國外，各國大抵都取放任主義，不設法定的限制。然而關於兌換券的兌現準備，都設嚴重的規定，嚴行取締。這種現象，一見似乎很奇怪，其實毫不足怪。兌換券和存款通貨，雖同為存款之一種，然而(一)兌換券是不能拒絕兌現的，所以乃是一種強制存款。(二)他的使用和通行的範圍，比存款通貨的要廣得多，兌換制度一生動搖，影響的範圍，就

非常之大。(三)而且存款多以兌換券做準備，兌換準備一不牢固，存款也就難望安全。因為這些原因，當然須以法律來干涉。

① 本章的參考書，有下列數種。這幾種都是論銀行金融及一般交換經濟的好書。

Hartley Withers: *The Meaning of Money*, Chap. V, pp. 55.

Irving Fisher: *The Purchasing Power of Money, Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crisis*, Chap. IV, pp. 33.

Horace White: *Money and Banking, Illustrated by American History*, Book IV.

Harry Gunnison Brown: *Principles of Commerce*.

② Withers, *Op. cit.* p. 73.

③ H. D. Macleod: *The Theory and Practice of Banking*, pp. 326-330.

④ Irving Fisher: *Why Is the Dollar Shrinking? A Study in the High Cost of*

Living, p. 216.

⑤ Aug. Arnaune: *La Monnaie, le Crédit et le Change*, 5 ed. p. 89 cité par D.

Duverger, *le rôle Économique du Chèque*, p. 109.

⑥ 根據日本銀行調查局的日本經濟統計。

⑦ 美國的銀行組織有許多地方和別國的不同，實在是比較研究的好資料。關於這個問題的參考書，已開列於第二章的補註之中。

第四章 正貨在金融組織中之職能

第一節 正貨爲金融組織的基礎

銀行通貨發生的原理，我們已在前章研究了。本章再來研究他的存在的基礎，而解剖現代的金融組織。

通貨爲經濟社會的血液。現在社會中一切的經濟行爲，都是以交換爲前提的。無論是生產、分配、或消費，都不能離開交換而存在。所以爲最重要的交換用具的支付用具——通貨，在今日社會之中，實在是國民經濟的最重要的機關。輪船火車固然是重要的交通機關、交換用具，然而通貨比他們還要重要。無論是商品的移動或資本的移轉，沒有通貨，是不能行的。就是輪船火車沒有通貨之助，也不能移動一步。現在假使一旦杜絕了通貨的供給，社會上的紛擾混亂，當更甚於運輸機關的全廢。經濟社會好比人的身體，金融機關好比循環器，通貨好比血液。這個比喻雖陳腐，實在能鑿穿真相。

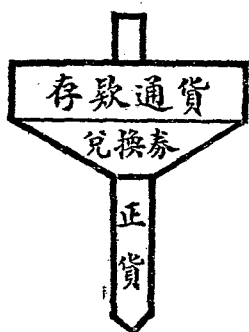
銀行通貨占通貨中的大部分。通貨之中，有本位貨幣——日本爲金貨，中國爲銀貨——和非本位貨幣二種，而其中的大部分，乃是銀行造出的兌換銀行券和存款通貨，本位貨幣不過占通貨全體的一小部分。例如日本內地大正八年的金貨現存額，有二億九百萬圓，其中的二億四千九百萬圓，爲銀行券的正貨準

備，所以純粹的流通額，不過是六千萬圓左右。此外尚流通有一億五千三百萬圓的補助硬貨。并且還有一億四千五百萬圓的小額紙幣，而為補助硬貨的代用。然而兌換銀行券的流通額，則有十五億一千五百萬圓。全國存款通貨——即活期存款——的現存量，大正八年末雖未詳，而大正七年末，則為十四億五千萬圓。東京以外六都市組合銀行的活期存款，這一年間，約增加了百分之三十，所以全國的活期存款，大約有同樣的增加。假設依此推算，則大正八年末至少總有十九億圓內外。如果這樣，則日本銀行通貨的總數，約有三十四億圓，大約有本位金貨流通量的五十七倍，就和銀行通貨以外的一切貨幣比較，也約有他們的十倍。

正貨為金融組織的基礎。然則這樣巨額的存款通貨和兌換券，是立在甚麼基礎之上的呢？[？]答道：他們乃是以正貨——金貨及金塊——為基礎的。許多國內，都以若干正貨為兌換準備而發行多額的兌換銀行券，更於這些發行的兌換銀行券之中，以一部分做支付準備，而造出巨額的存款通貨。前面已經說過銀行

爲顧客而貼現及放款，以通融資金，并不限定授受現金，多以通融的款項，轉入顧客的活期存款。換句話說，就是造出存款通貨。照這樣造成的存款通貨的背後，常須相當的支付準備金，而這個支付準備金的大部分，是由兌換券成立的。而發券銀行對於其所發行的兌換券，一定以正貨而設一定的兌現準備，所以全國流通的巨額通貨，結局都受正貨的限制，一國的金融組織，立於這個狹小的正貨的基礎之上，離開這個基礎，就一刻也不能支持。補助貨幣，也規定使日本銀行和兌換券交換，小額紙幣也規定以通貨來兌換，所以無論那樣，都是不能離正貨而存在的。總而言之：現代的經濟社會，是以由信用而造出的許多信用通貨爲支柱的，而信用的基礎，最後則爲中央銀行所保有的正貨，例如日本大正八年末的兌換券發行量，爲十五億五千五百萬圓，日本銀行連同生金塊，一起共有九億五千二百萬圓的正貨準備。這個正貨，若減少到一定限度以下，就要破壞兌換券的信用，兌換券的信用一失墜，銀行的支付準備金就要失其實，通貨也因其職能被奪，暫時

收縮，金融組織遂根本動搖，市場就發生恐慌。這就是白芝浩所謂的恐慌點（*apprehension minimum*）。英國的恐慌點，在白芝浩時代為一千萬鎊。現在號稱二千萬鎊。○英蘭銀行的正貨準備，若低降到這一點以下，人心就要生不安，市場就要起紛亂。日本這一點究竟如何，不能明白知道，但據田尻博士的推算，大約八千萬圓左右。○不過這乃是許久以前的推算，不適用於現在的市情。過去十年間，正貨準備，沒有降下一億圓的例。過去七年間，沒有降下過五億圓。



金融組織好似一座高樓。現在的金融組織，好似以狹小的地盤為基礎的高樓。地盤就是正貨。下層是兌換券，上層為存款通貨。地盤的一角，若陷落或動搖，千尺的高樓，就要崩倒而碎為瓦礫。所以地盤是特別要重視的。正貨之所以不能輕視的，就是這個原因。金融組織又似旋螺。現代的金融組織，又像以

鐵條爲柱而旋轉之旋螺。全體的迴轉迅速，故能直立；細小的鐵條，在全體的重心點，能够支持全體，故迴轉迅速。若果這個鐵條生了故障，迴轉就會馬上停止。迴轉一停止，旋螺就會倒下。這就是當中的鐵條須特別重視的原因，也就是正貨不能輕視的原因。

金融組織和社會的資產 有些人以爲銀行之造出通貨，并不是以正貨爲基礎，是以直接間接用以擔保放款及貼現的顧客的資產爲基礎，應着這個資產的價格，而造出通貨的。至於正貨，不宜這樣重視。這是大戰開始時，英國學者俄爾（Walter William Wall）在其著戰爭與金融組織①一書中曾力持此說，並由這個論據出發，而主張一種紙幣本位論。

這一說似乎是不錯。前面曾經說過，銀行要顧客的實力，足以信用的時候，纔與以資金的通融，決不是沒有甚麼根據，而妄行放款或貼現的，所以貸出的金額，結局是由顧客的實力而決定，廣義的說，就是由社會上富的程度而決定的。兌換

券及存款通貨，不過是貸出的變形，所以他們也是應這個資力而決定，以這個資力爲基礎而造出。因之斐歐也說：『凡持有不便交換之財富者，可以借銀行之力，以這個富爲基礎，而造出流通的用具。就是他只要以其財產爲擔保，而發出期票，因此獲得提用存款的權利就夠了。只要這樣一做，他所有不便交換的財富，就成爲流通自在的通貨了。淺顯的說，就是存款銀行，乃是把土地、火爐等一般不易用以交換的富，鑄成貨幣的組織。』⁽⁴⁾

不錯，但是我們在今日的金融組織之下，是不能輕視正貨的。因爲銀行無論有怎樣多額的資產作擔保，以爲兌換券或存款的基礎，假設沒有正貨作兌現準備，沒有現金作支付準備，還是不能得公衆的安心。公衆不是問銀行有無準備，將來能夠兌現兌換券及支付存款，乃是問有無準備，現在足以盡兌現及支付的義務。而要即時能盡這種義務，就非金融組織之根底，有正貨存在不可。假設沒有正貨，就不能造出博得公衆信用的通貨。

正貨是磴子又是酵麵。若以爲現代金融組織，是以正貨爲基礎而成立的，一說爲不當，就是說是以正貨爲磴子而成立的，也無不可。就是說基礎的地盤，乃是社會一般的資產，也是可以的。然而公衆的信念，若不繫於固定不動的磴子，就無論地盤是怎樣的廣大，究竟不能維持金融這種高樓。支持金融的怪力，都集於這個磴子之上。又譬如一國的正貨如酵麵，社會的資產似麥粉。以酵麵而藏於三斗的粉中，就會都要膨脹。只是酵麵過多，固然也是困難，然而如果不足，就是有些許資產，也是不能膨脹的。造出一國的通貨的祕鑰，就在這個酵麵之中。

有以銀行信用的根據是在誠實的經營的。論者又謂公衆對於銀行的信任，不因銀行金庫的正貨，卻因銀行誠實確固的經營。公衆安心授受銀行所造出的通貨，其根據就在這裏。

誠然是這樣。威德斯也曾說過，英國銀行之所以能以比較小額的現金而經營的，實因銀行業者以其人格和手腕所得的公衆的信任甚厚。換句話說，就是所

謂心理的準備 (psychological reserve) 甚厚。④ 因為有這種鞏固的心理的準備，所以纔能在少額的正貨之上，而建築巨大的金融的樓閣，然而決不能以此而為減少正貨的重要的理由。因為所謂誠實確固的經營，就是說能夠維持支付能力的經營，而銀行的支付能力，就不外是說即時支付現金的能力。

第二節 歐戰所引起的動搖

以上是由從來的金融組織下觀察，而述正貨不可輕視的原因。然而將來如何正貨中心的金融組織，事實上今後是否仍舊維持？理論上永遠不致廢除的嗎？這不待說乃是另一問題。

重金思想之今昔 近世初葉，當國民經濟發生的時代，各國的急務，在豐裕其財政，厚蓄其軍備，以完成中央集權，和充實正貨，以建設貨幣經濟。然而正在這個時候，正貨非常缺乏，西歐各國所有的金銀，無論如何，到底不足以應這個必要。這個時代所特產的重商主義 (mercantilism) 一學說之中，包藏有重視正貨的

思想，決不是偶然的事。所以一點也不足怪。然而時移世變，從重商主義時代，進而到重農學派（physiocrats）及亞丹斯密的時代，國民經濟既臻完全，中央集權也歸整備，所以重商主義的重視正貨的思想，已不能適合新時代。此時反抗重商主義，喚醒世界的呼聲，就是近世經濟學派之墮地之聲。照這樣發源於亞丹斯密，大成於里加圖的正統學派的學說，直至今日，均成爲經濟理論上的最高權威。於是重視正貨的思想，漸形消滅，而發生輕視正貨的趨勢。然而就是這個時候，實際家還是重視正貨，以之爲諸財之冠，而愛惜之。美洲大陸發現以後，金銀由新世界積載而歸，舊世界的狂熱，遂達極點，羣以爲當時舊世界所有的一切災厄，因發現這個黃金國。定可永遠終熄。同樣，歐戰時德國商用潛行艇，突破英國海軍的封鎖監視，航行大西洋，安抵美國波爾提莫的時候，德國諸新聞，爭傳該艇已售出其積載的商品，將帶回數百萬馬克的正貨。請看！正貨中心的金融組織，已於不知不識之間，使國民的腦中發生重視正貨的觀念，就是物資缺乏，飢餓臨頭的戰時德國，還

是歡迎黃金來臨！

然而破壞一切，改造一切，在世界歷史上劃一新紀元的歐洲大戰，也在金融組織之上，引起未曾有的動搖，而發生許多新事實，使正貨中心主義的存續，成爲問題。以下稍說明所謂新事實。

不用正貨而行的國際債務清償漸次增加 第一，由戰時的經驗，已證明雖然沒有正貨，交易也能够清償了。就國內的關係說，大概的交易，向來是不用正貨而清償的。以紙幣及支票而行的清償，自不待說，就是以票據及帳簿計算而行的清償，無論那國都是非常盛行的。就日本而論，以本位正貨而行的國內交易的清償，可以說是完全沒有。歐洲大戰一經爆發，各國的中央銀行即努力集中正貨，而吸收市場上的正貨。其結果就使不用正貨而清償的傾向，愈益顯著。就是國際間的交易，向來也是由匯兌而清償的，不過往來匯兌的差額，以正貨來清償罷了。然而大戰以後，英、法、德、意、俄以及其餘的交戰國，大抵都禁止正貨輸出，其結果就使

輸送正貨，以清償匯兌差額，事實上爲不可能，所以大抵不用正貨而輸送證券來代替。總之：交戰國的經濟，教訓我們一切交易，無論是國內的或國際的，就是沒有正貨的流通，也是可以清償的，因此重視正貨的觀念，就難免動搖。

由正貨過剩而發生的困難 第二戰時由輸出貿易而吸收許多正貨的中立國，也有一種經驗。這種經驗，就是教訓我們一國有時也苦於正貨過剩。就是許多中立國，尤其是瑞典、荷蘭、阿根廷等國，商品的輸出雖激增，而自國要用的商品，卻輸入的很少，而流入大量的正貨。因此，兌換券增加，通貨膨脹到必要的程度以上，而脅迫經濟組織的安定，於是遂不得不講求方法，以防止正貨的流入。例如瑞典的中央銀行，於收受現金的時候，要打一定的折扣，因之銀行券遂發生多少折扣。就是美國和日本就某種意義說，也苦於正貨過多，而努力於對外投資方面，尋求出路。

正貨保有率之激減及兌現制度之破壞 英國以外的歐洲交戰國，都於開

戰以後就停止銀行券的兌換，正貨中心的金融組織，事實上已經廢止。而且各國乘着這個沒有兌現的必要時，差不多無限制的增發銀行券。發券的數量，既空前度的增加，而各國的正貨保有率，卻非常減低，各國在戰後的今日，雖然力求兌現制度的復現，而事實上是不可可能。現在將戰前戰後各國主要發券銀行的存款量、發券量、以保有正貨對於存款和發券的比例，比較對照如下。⊖

	戰前					戰後				
	年月日	正貨 存量	存款 量	發券 量	正貨保 有率	年月日	正貨 存量	存款 量	發券 量	正貨保 有率
美	一九二七·三·三〇	一八九四	一四四	七四	八九%	一九〇〇·七·二六	四三六	三三四	六七三	四四%
英	一九二七·二	三七二	六四	二五〇	三元	二〇二七·二	二九六	一七四	一三〇	四一
法	一九二七·二〇	一八四〇	五四	二五〇	六〇	二〇二七·二	三三三	一四四	一四四	一四
意	一九二七·三	五七六	八二	八四三	六二	二〇二二·一〇	四四六	三四〇	五九六	七
俄	一九二七·三	一八四	一二三	一六四	六七	一九二〇·二	三六六	三三六	一八九四	一七

日	一四・八・一	二八	一五二	三六	四六	二〇・五・一五	九八	一五二	一八〇	三四
比	一四・七・〇	二三	四	四三	一五	二〇・六・二四	一六	六二	一九四	五
希	一四・三・二	九	九	八八	五一	二〇・五・一三	五六	五二	五六	五
羅	一四・三・二	八	一〇	一六	四	二〇・五・一	五六	八〇	一七五〇	三
葡	一四・三・三	五	一六	一〇	一八	二〇・五・五	五六	八二	八六六	六
芬	一四・三・三	一四	一〇	四六	二五	二〇・六・二五	一六	三四	四六八	三
聯合諸國合計	七二八	四三三	七三〇	六二	六二		一四三三	一三九四	五三四三	三
德	一四・七・三	八四	四〇	九〇	六〇	二〇・六・三	五〇	五二	二四五六	二
奧	一四・七・〇	六四	二八	八四	六四	二〇・三・七	二六	二五九	二四五六	一
土耳其	一三・二・三	四二	一四	一〇	二	一八・二・三	九二	一六〇	二六	五
保加利	一四・三・三	五〇	六	七	三	二〇・二・二	二〇	三四	一二三	一
亞										
中歐諸國合計	一五〇	七九六	一八四	九	九		七四	八六四	五〇七〇	一

交戰國合計	六六元	四九八	九二六	六		一五〇〇	三三〇〇	一〇三三	一三
阿根廷	四元	—	六八四	六	二〇·五·二天	九〇	—	一二五	七九
巴西	二五〇	—	三〇〇	七	一〇·五·三天	六二	—	一一六	六
丹麥	四二	—	八四	五〇	一〇·五·三天	三三	一〇	二七六	四
荷蘭	二五	四	二五〇	四	二〇·六·二天	五三	二六	八〇八	七
挪威	二元	八	六六	三元	二〇·六·五天	八〇	七六	三六	七
西班牙	四九二	一八二	七四〇	五	二〇·六·二天	二八六	四四八	一四九四	六
瑞典	五	五	一一二	元	二〇·六·二天	一四	一四	三三二	七
瑞士	六	一〇	一〇四	六	二〇·六·三天	二四〇	四六	三四二	六
非交戰國合計	一五〇	二〇	三三〇	五		三六二	八五四	五〇〇	四九
總計	一〇二六	五七	一二五六	六		一八三二	二三四四	一九五二	一四

我們仔細檢閱上面的數字，就可知中立國以及未參與戰爭的國家，如荷蘭，

西班牙、瑞士等國，存款額及發券額雖激增，而正貨更形增加，所以正貨保有率，也就增進。不過這乃是例外。若就世界全體來看，準備率約減退了五分之一，尤其是德奧的正貨準備率，幾近全滅。表中俄國的數字，是一九一七年的，最近的數字不明，然而從他的紙幣差不多毫無價值一點而看，足見他的正貨保有率，不待說是在德奧以下。而且除卻上列的銀行券之外，英國於一九二〇年末發行三億七千萬圓左右的政府紙幣，德國於一九二一年末流通約百十三億馬克的國庫紙幣。就是其餘諸國，大抵除銀行券之外，還發行多少紙幣。在這樣的狀態之下，想使兌現制度復舊，再建正貨中心的金融組織，差不多是不可能，至少也非常困難。

紙幣本位制度是否可能 上述的事實，自然引起世人及學者，對於向來的通貨金融組織，加以考慮和研究。英國的學者佛爾早已在戰爭之初，就提倡一種紙幣本位，此事前面已經提過。而且當德國濫發紙幣的時候，德國有一位教授李夫曼 (Robert Liefmann) 從更高深的經濟理論着眼，提出廢止金貨本位和建設

紙幣本位的主張，決非偶然的事，實鑒於德國紙幣的狀態而發。④若從純理而言，貨幣不一定要金屬，并且不一定要以正貨準備來保證。季特（G. E. C.）有言：「現代文明社會的貨幣的效用，全然和貨幣的材料沒有關係。」⑤他的作用，不過在表示一種權利，足以依一定的條件，受領社會中財富的一部。貨幣既然是表示這種權利的票券，那末，這種票券，無論是以一片的金屬來充，或以一張的紙片來做，其職能當無大異。不過在現在的社會，世人還是因襲的崇拜正貨，羣以為沒有正貨，通貨的價值就難支持，金融的安固，就不易確保；所以在這個時期，他們的觀念雖有錯誤，而政策上卻是不能輕視正貨。

如由國民經濟方面着想，廢止金貨本位，採取紙幣本位，實有不少的利益。如果廢止金貨本位，而以無用的正貨，投資於外國，其結果就和增加了這樣多的國富是一樣。不過如果萬國都一齊採取紙幣本位，那末，世界的正貨，都要歸無用，金的價值暴落，就會使上述的利益，無法獲得。所以若要廢除正貨中心主義，須先他

國而決行，不宜失掉有利的輸出剩餘正貨的機會。

廢止正貨中心制度，不待說是可以國際的實行的。不過外國尚爲渴慕正貨的思想所束縛，要求以金而清償的時候，就不能強迫施行。這個時候，就可採取金匯兌本位制度，國內承認紙幣本位，外國清償，則於一定的範圍內，應銀行券的兌現，以圖逐漸廢止正貨中心組織。

不過要廢止正貨中心主義，而採用紙幣本位，就有一個須嚴格遵守的條件。這個條件，就是紙幣要正確的應着商業交易的必要而發行，國家不許濫行干涉。不換紙幣的發行，對於國家很有利益，因爲他和發行無利息的公債是一樣。正因爲這個原因，所以不換紙幣，常有濫發的傾向。試通觀過去及現在，不換紙幣的歷史，就是濫發的歷史。如能想出一種方法來限制——例如以商品票據爲保證而發行紙幣——那末，廢止正貨中心制度，不一定是不可。不過據經驗來看，非常困難罷了。

然而我決不夢想現在的正貨中心主義，能够永久維持。就是資本主義的社會制度，現在且因不可抗的趨勢，將傾於破壞；金融組織不過是現在社會的一面。社會制度的全體，均將傾覆，而謂只有他能够保存安定的狀態，實在是個最大的疑問。

① Bagehot: Lombard Street, p. 328.

② 田尻稻次郎著財政與金融第二十三版，坤卷第七頁。

③ Walter William Wall: *The War and Our Financial Fabric*, London, Chapman & Hall, 1915.

④ Fisher: *Why Is the Dollar Shrinking*, p. 62.

⑤ Withers: *Meaning of Money*, Chap. XV.

⑥ *The American Economic Review*, Vol. X, No. 3, Sept. 1920 中所列之表，以一美金換算爲日金二圓。

④ Liefmann 教授的貨幣論詳見其所著之 *Geld und Gold, ökonomische Theorie des Geldes*, Deutsche Verlags Anstalt, Stuttgart und Berlin, 1916.

⑤ Gide: *Principles of Political Economy* 第二篇第四章第一節。

第五章 通貨與物價

第一節 物價平準之說明

我們於前章說明通貨存在的基礎，本章再研究這些通貨對於物價有甚麼影響。

物價之意義 這裏所謂的物價，是概括的總稱一切物品的價格的名詞，不是指個個物品的價格的。只是米的價格漲高，不能說是物價騰貴；只是肉的價格漲高，也不能說是物價騰貴；只是布的價格漲高，也不能說是物價騰貴。這乃是個個商品的價格騰貴。概觀米、肉、布，以及一切商品的價格，其平均的水準如表示騰

貴，纔能叫做物價騰貴。米、肉、布，以及其餘一切商品的價格指數的平均，就是物價指數。舉一比喻來說，個個價格的漲落，就等於海面上個個波浪的起伏。物價的漲落，就等於因潮的漲落而發生的海面的高低。我們本章要研究的，乃是潮的漲落的道理，不是個個波浪的起伏。前者和金融有密接的關係，後者則可因金融以外的原因而發生的。

天動說的解釋與地動說的解釋。然則一般物價漲落，應該怎樣說明？這個說明有兩樣：第一個說明，以爲各種商品，個個漲落，其結果遂發生一般的物價漲落。第二說以爲和各種商品交換的通貨的價值下落，所以使一般的物價騰貴；通貨的價值騰貴，所以使一般的物價下落。這兩種說明，究竟應採那種？我們的常識，就會不躊躇的替我們採取第二種。因爲像第一種說明一樣，要想像一種原因，能夠使用途和生產方法，完全不同的各種商品，同時漲落，是非常困難的。我們試想，那裏有這種原因，能夠使書、酒、腳踏車、火柴、大豆、絹布、豬、珍珠等相互之間沒有絲

毫無關係的貨物，一齊漲落？季特（Ques）教授借用一個很巧妙的比喻說得好。他說：採取第一種說明的，就和說明天體的運行時，不用哥白尼（Copernicus）的地動說，而採取特勒米（Ptolemy）的天動說是一樣的愚蠢。天體的運行，也可以兩種方法來說明。就是既可以說是天空全體，由東向西移動；又可說是地球全體，由西向東移轉。這兩個說明究竟應該採取那個？不待說現在的學者，是採取第二說的。太陽、太陰、遊星、恆星、星雲等一切性質完全不同，距離非常遠隔的天體，決不能像閱兵式的兵卒一樣，保着一定的間隔而運行。這些天體其所以看起來似乎是一齊運動的，乃是一種視覺的錯誤，實際上是地球運動。同樣，物價之一般的漲落，也應該當做一種視覺的錯誤來說明。就是物價的一般漲落，乃是由向着反對方向而運動的通貨之實在的移動，所生的幻視的運動。

就嚴格的意思說，所謂價格之一般的、均等的漲落，事實上自然決不會發生的。諸種貨物的價格，各因其特別的原因而變動，所以某種貨物騰貴，某種貨物下

落，各呈各個特殊的運動。即退一步說，假定一定貨物，都一齊漲高或低落，然而由法律習慣而決定的貨物的價格，及由自由契約而決定的價格，其漲落會有遲速之差。所以無論如何，都是參差不齊的。然而如果這些參差不齊的各種貨物的價格，能夠適當計算，而尋出其一般物價的平準，其平準即表示物價的漲高或下落，那末，這個漲落，我們大概可以說是通貨向反對方向運動的結果。——各個恆星，雖各向不同的方向而移動，然而如測定這些恆星的運動之平均的方向，結果即歸於天空的一定點。天文學者說明這個一般的運動，是一種視覺的錯誤。因為太陽系向着和這個運動正相反對的一種星座移動，所以發生此種現象——物價平準除掉這種解釋之外，有許多時候幾無別法可以解釋的。

貨幣數量說 從這種見地出發，欲以貨幣為中心而說明物價的變動的，就是舊來經濟學者之間，議論最多的貨幣數量說（quantity theory of money）。這個學說的要旨，就是『別種條件如果不變，物價的漲落，是和貨幣數量的增減，成

正比例而變動的。』^①最近美國耶爾大學教授斐歇把這個學說大加修正，他發明一種交換方程式 (equation of exchange)，以這個為基礎，縱橫議論現在社會的物價金融的現象，而闡明其原理，其貢獻確是不小。以下稍述他的學說，并由此而研究銀行造出支付用具，對於市場有何影響？

第二節 斐歇的交換方程式^①

以下本節所述，乃是斐歇學說的大綱。

沒有存款通貨時之方程式 如果姑且把存款通貨置之度外，一個社會的物價平準，是由三個要素決定的。就是：

- (一) 該社會內流通的貨幣數量；
- (二) 該社會的貨幣流通速度；
- (三) 該社會的商品交易量。

這三個要素，以甚麼關係而決定物價？斐歇教授所創立的交換方程式，就一

目瞭然的表示出來。

交換方程式，就是一個社會，一定期間內所行的一切交易，用數學的方法來表示的公式。換句話說，就是合計個個交易的交換方程式而求得的。以下舉出公式來說明。

$$MV = \sum PQ$$

M表示貨幣 (money) 的流通量，V表示貨幣的流通速度 (velocity)，P表示價格 (price)，Q表示買賣的商品的數量 (quantity)，希臘文 Σ 是表示總和 (summation) 的符號。在這個公式之中，就是表示這個社會內所行的種種買賣交易的總和。就是：

$$\sum PQ = P_1Q_1 + P_2Q_2 + P_3Q_3 \dots + P_nQ_n$$

所以如果以P表示一切個商品價格P的平均——物價平準，以T表示一切個商品的數量Q的總和——交易總額 (Volume of Trade)，上列的交換

方程式，就可以簡單的表示如下：

$$MV = P \cdot T$$

交換方程式的左邊，表示一定期間對於商品所支付的貨幣總額，右邊就表示對於這個貨幣所賣出的商品價格的總和。貨幣M用流通速度V來乘，而造成貨幣一邊（左邊）的理由，就是因為在這個期間內，同一貨幣，可以用來支付許多次數，所以這個期間的貨幣支付總量，比社會的貨幣存在量要多些，茲就買賣來說，收受的商品的價格和支付的貨幣的數目，常常是相等的。再進一步說，支付的貨幣的數目，即是表示商品的價格的。其理甚明。交換方程式，乃是合計這樣個交易的商品買賣額和貨幣支付量而成的，所以這兩邊——貨幣邊和物價邊——一定相等，也是自明之理。這個方程式的均衡，一定要維持着。如果某一邊某二項內生了甚麼變化，將要破壞均衡時，一定要別邊的某項，生了與此正比例的變化，或同邊的某項中，生了與此反比例的變化，以回復均衡。

現在以算術式來表示這個方程式，以便易於了解。假定有一簡單的社會，這個社會裏面有五億圓貨幣，一年之間，每圓授受二十回。商品則只有米、肉、布三種。買賣的方法如下：

$$\begin{aligned}
 500,000,000 \times 20 &= 10,000,000,000 \text{ (米)} \\
 &+ 5,000,000,000 \text{ (肉)} \\
 &+ 15,000,000,000 \text{ (布)}
 \end{aligned}$$

這個式子，就是交換方程式。假設這個社會，貨幣增加一倍，到了十億圓，而流通速度和商品交易量，都沒有變化，這個時候商品一定要騰貴，到方程式回復均衡時止。

由上述的方程式，我們就可知道物價的漲落，(一)和貨幣的存在量成正比，(二)和貨幣的流通速度成正比，(三)和商品的買賣量成反比例。

有存款通貨時的方程式 以上是完全把存款通貨置諸度外，而論貨幣與

物價的關係的。然而實際上，存款通貨和金銀銅幣以及紙幣一樣，是支付用具，而且是重要的用具，所以決不能把他置諸度外。現在依據前例，一定社會內的貨幣流通額，以 M 來表示，流通速度，以 V 來表示，再以 M' 來表示存款通貨的存在量，以 V' 來表示其流通速度。那末，上述的方程式，可以更改如下：

$$MV + M'V' = \sum PQ = PT$$

這個方程式，纔是解釋我們現在信用經濟時代的交換現象時，可以適用的。依據這個方程式，我們就可知道在現代社會裏面，物價的漲落，是（一）和貨幣流通量成正比例，（二）和貨幣流通速度成正比例，（三）和存款通貨流通量成正比例，（四）和存款通貨流通速度成正比例，（五）和商品買賣數量成反比例。直接左右物價的平準的，只有這五個原因。因左右這五個直接原因，而間接左右物價的原因，本來甚多。不過這許多的間接原因，若不以這五個直接原因為媒介，是不能左右物價的。

別種條件能否不變 從來經濟學者所提倡的貨幣數量說，簡單的說，就是：『別種條件如果不變，物價的漲落，是和貨幣的流通量成正比例的。』他們欲以上述決定物價的五原因中的第一原因爲中心，而解釋物價的現象。斐歇教授的努力，在承認這個舊學說，而一新其面目。不過適用上述的交換方程式於現在社會，要使這個貨幣數量說得爲真理，非證明下述四命題均爲真理不可。就是：（一） M 的增減，和 M' 的增減成正比例。（二） M 的增減不影響及 V 和 V' 。（三） M 的增減，不影響及 T 。（四） P 爲被動的要素，而不成爲其餘要素變動的原因。換句話說，就是要證明『別種條件』是否不變。斐歇教授的學說之所以稱爲新貨幣數量說的，因爲關於這點，下了些新說明。他的議論是否正確，現在姑且不說。以下再介紹他關於這點的說明。

第一，貨幣與存款通貨的關係 在現在社會之中，存款通貨，是占通貨的重要部分的。所以物價也不免爲這種通貨所左右。如果這樣，在存款通貨沒有發生

以前的社會，在貨幣爲唯一的支付用具的社會，貨幣和物價之間，即或有一定的關係，然而在金融組織發達的現在社會，存款通貨發生，使這種關係攪亂，甚或消滅，所以貨幣數量說，在解釋現代社會的物價上，恐怕沒有甚麼效力。不錯，如果一國的存款通貨的總量，和貨幣的數量全無關係，那末，無論如何，貨幣數量和物價的比例，會要破壞，而貨幣數量說，要失其效力。但是斐歇教授根據下述二事實，說存款通貨的總量， M 和貨幣的數量之間，有維持一定的比率的傾向。

(一)前面也曾說過，銀行保存於金庫，以作存款準備的貨幣，在一定的社會之中，對於存款，得略維持一定的比率。

(二)商人和公司等所有的現金和活期存款之間，常有一定的比率。這個比率，是因交易的便宜和習慣如何而決定的。商人及公司的雜費和工資等小量支付，通例是用貨幣；至於商人及公司相互間的大量交易，通常是用支票。而商人及公司的交易種類，大約一定，所以他們所用的通貨的種類及配合，也都一定。換句

話說，就是現金使用和支票使用之間，自然有一定的比率。現金如果過多，就會將其一部儲爲存款；存款如果過多，就會支出一部，以補充現金。如將此理擴張到社會全體， M 和 M' 之間，就要生出大約一定的比率。而且一個社會之中，主要使用支票的階級，和主要使用貨幣的階級，大約一定；主要使用支票的地方，和主要使用貨幣的地方，也大約一定。勞動者和小商人，主要是用貨幣，大工商業家，主要是用支票。鄉村多用貨幣，都會多用支票。就從這一點看，一社會內的 M 的使用和 M' 的使用之間，也要生出約爲一定的比率。

總而言之：存款準備，和活期存款，以及貨幣三者之間，是有略爲一定的比率的。③ 所以就是在存款通貨使用甚廣的社會之中，貨幣對於物價，還是有比例的影響的，因之，我們可以說貨幣數量說不一定是錯誤。④

第二，貨幣增減與流通速度（貨幣的增減不影響及通貨的流通速度）非難貨幣數量說的人，以爲貨幣一增加，其結果流通速度就要減退，所以物價騰貴

的現象，會不致於表現。不錯，假設 M 增減的作用，必然的爲 V 及 V' 的變動所打消，那末，貨幣對於物價，是沒有比例的影響的。然而實際上卻沒有這種必然的關係。假設我們懷中所有的貨幣突然增加二倍，我們就把這個增加的貨幣隨身攜帶，也沒有甚麼用處，所以或拿來貯藏，或拿來購買商品，或存入銀行爲存款。(一)如果用來貯藏，通貨就要減少，所以最初就不致發生貨幣增加的問題，因之流通速度的增減問題，也不致發生。(二)如用來購買商品，就是使他流通，這只能引起物價騰貴，而不致減少流通速度。(三)如果存入銀行，銀行的存款通貨就要增加，因此要努力放款，而存款通貨，是爲交易所必要的資金而造出，所以當然用來購買商品。因之，貨幣增加，只能使物價騰貴，而不致減少流通速度。從此就可知無論就上述三項的那一項看， M 的作用，決不會必然的爲 V 及 V' 的變動所打消。

第三，貨幣的增減與商品的買賣數量。貨幣的增減，不影響商品的買賣數量。因爲商品的數量，是由天然的富源，產業的組織，技術的進步，慾望的消長，運輸

的便否，以及商業機關的完備與否而定的，和貨幣數量決沒有關係。貨幣即使增加，決不能直接使農產物或工業品增加，也不能使幫助這些商品移動的輪船火車發達。

第四，物價是被動的要素。物價是被動的要素，而不能為別種要素變動的原因。有些人說，物價 P 的變動，不一定是 M 、 M' 、 V 、 V' 及 T 的變動的結果。有時也因為物價先變動，其結果就使這些要素發生增減。所以不能斷定物價 P 常是被動的。果真這樣嗎？現在假定 P 增加了兩倍。這個時候，如果這個議論要成真確，那就非 M 、 M' 、 V 、 V' 增加， T 減少不可。然而這件事因為下述的理由，實際上是不可能的。

(一) 貨幣 M 沒有增加的理由。因為物價騰貴，就要促進輸入，其結果反使貨幣流出。而且金銀等貨幣材料的價值，也因此下落，使鑛業萎靡，金銀產額減少。

(二) 存款通貨 M' 也不致增加。因為決定 M' 限制 M' 的貨幣 M 沒有增加。

(三) 流通速度 V 及 V' 也不致增加。因為通貨的流通速度，是因人的習慣，社

會的支付制度，人口的密度，以及交通的便否而定的。這些原因若沒有生變化，一時是不能生變化的。

(四) 商品的買賣數量 T 不會減少。因為物價如果二倍，購買者雖然要支付二倍代價，同時販賣者卻收入二倍代價。收入的增加，就使人有增加支出的能力，所以購買不會因此減少。

總而言之：貨幣數量說主張『如果別種條件不變，物價是和貨幣成正比例而決定的，』現在還是有效。

不過這裏要說明一句，以免誤解。就是貨幣數量說也承認貨幣 (M) 即使增加，如果同時別の間接原因使存款通貨 (M) 通貨流通速度 (V 及 V') 或交易數量 (T) 發生變動，其結果也許使貨幣對於物價的影響加甚，也許打消他的影響。他不過是說只就貨幣而論，他的增減，是正比例的影響物價的。

復次，所謂物價的高低，是和貨幣的增減成正比例的，乃是從靜的方面觀察

恆常的、終極的狀態所得的議論；至於物價正在騰落的過渡時期，他的變動，就不能和這裏所說的正確一致。就是貨幣增加，物價騰貴，其結果更會使企業者的利潤增加，放款的需要增多，以致存款通貨增加到比率以上，生產受着刺戟，而使商品買賣量增加。斐歇自己也明白承認的。不過這是交換方程式恢復均衡以前之一時的、過渡的狀態，不能以此爲理由而破壞斐歇的學說。須知貨幣數量說，是說明物價變動的歸趨的學說，不是表示物價變動的過程的方式。

第三節 斐歇學說的批評

以上我們根據斐歇教授的著作，介紹了教授的交換方程式論和新貨幣數量說的大要。這個學說，對於解釋金融現象，雖供給以極便宜的標準，然而決不是完全的學說。尤以關於決定物價的各要素間的相互關係，教授的說明，有許多地方難得首肯。以下略舉幾個疑問。

第一，貨幣(M)和存款通貨(M')的關係。

斐歐教授的新貨幣數量說之中，最重要的一點，就是貨幣流通額（ M ）和存款通貨流通額（ M' ）的關係。詳細的說，就是在說明貨幣的增減，常常使存款通貨以一定的比例而增減。前者的增減，常為後者增減的原因。後者的變動，決不會和前者沒有關係。如果這一點不能明確的論證，就會使人懷疑信用并不是不能離開貨幣而影響物價，至少也使人懷疑信用并不是不能引起貨幣的增減，其結果致發生物價的變動。因此，就不能斷言支配物價水準的終極原因，除掉貨幣之外，沒有別物。於是所謂「貨幣」數量說，就會失掉基礎。那末，想以貨幣為關鍵來解決物價之謎的斐歐氏的努力，就會完全無效。所以就是貨幣數量說的戰將巴博（Barboul）也不得不說道：「從來用以攻擊貨幣數量說的議論，而且是唯一有力的議論，乃是以現在的信用大發達一現象為基礎的。他們以為物價主要由信用而決定，貨幣數量的增減，差不多沒有影響，或者可以說完全沒有影響。……所以闡明信用和貨幣的關係，對於研究數量說在實際生活中的作用的制限是非

常緊要的。』^⑤然而裴歐的說明，只闡明貨幣一有增減，信用一定要同時伸縮，卻未證明信用先伸縮，然後引起貨幣增減的現象。其實這個現象，卻是常常發生。

存款先變動貨幣纔變動的事例 例如由金礦山採掘的金塊，或由外國輸入的生金，不送到造幣廠，而存入中央銀行，以爲活期存款的時候，貨幣(M)的數量雖未增減，而存款通貨(M')則增加。以後這個存款的全部或一部以現金而支出的時候，以前的生金，要鑄造爲貨幣而流通市面，或銀行以這個地金爲準備而發行兌換券，貨幣的數量纔見加增。這就是和裴歐的說明相反對，存款通貨(M')先增加，其結果貨幣(M)纔增加。

此外，普通銀行常應顧客的需要，而爲多額的放款及貼現，以致感覺資金的缺乏，此時因欲謀充實存款通貨，遂轉向中央銀行請求再貼現。如果中央銀行應他的請求，而新發兌換券。那末，其結果也就是存款通貨(M')先增加，致使貨幣(M)也隨着增加。

總而言之：貨幣（ M ）和存款通貨之間，大體有相關的關係，和數量的併行。至少結局是傾向於併行的狀態的。不過我們不能因為有這個併行的關係，就說貨幣的變動常為原因，存款的變動常為結果。

第二，物價（ P ）不一定常是被動的要素。

交換方程式的各項之中，物價（ P ）常是結果，而不致成為原因嗎？物價絕對不會先受方程式以外的原因的影響而變動，結果遂使方程式中其餘各項生變動嗎？我卻以為不一定這樣。

斐歇教授以為一社會的物價，決不會直接影響別社會的物價，一定要藉別社會的貨幣（ M ）為媒介，而間接影響。詳細說就是他以為甲社會的物價高，乙社會的物價低的時候，甲社會就會購買乙社會的商品，因為支付代價，甲社會的貨幣就流入乙社會，乙社會的貨幣就會增加，其結果就使物價騰貴。但是如果沒有貨幣為媒介，物價是不會變動的。他又以為交換方程式中的各要素，除掉貨幣

(M) 和商品 (Q) 之外，是不能由一地方移到別一地方的。然而世界各地大金融市場之間，存款用電報及郵信由一地方移往別一地的實例，也是不少。存款就姑置不論。卽就物價而論，也以同一手段，常常移動。現在假設一例來說明。假定現在有一島國，棉花爲該島的重要產物。該島和海外的棉產地及棉市場，雖常通電報，而運棉的輪船，每三個月纔有一回。現在島內接到電報，說世界的棉價已經驟漲。島內的棉價，也會因此驟漲。然而輪船最近沒有航來，所以貨幣就無從流入。這個時候，該島的物價，果不會變動嗎？據斐歇的學說，則以爲只要貨幣沒有增加，棉花的價格雖然漲高，而別物的價格會以同一程度而低落，彼此抵補，物價的平準，不致發生變化。然則究竟甚麼貨物的價格下落，以抵補棉花的價格騰貴呢？輸入品的價格，決不會低落。因爲島內重要產物的價格騰貴，其結果就使島民富裕，而增加對於輸入品的購買力。土地的價格，也不會下落。而且因爲重要產物騰貴的結果，地租會要騰貴，因之地價也要騰貴。同樣，工銀也因爲島民勞動產物的價格騰

貴，會要騰貴。棉花的生產用具，不待說，也是一樣。這樣的好市況，定會使信用擴張，放款增加，因之存款通貨，就會增加，而且兌換券也會要增發。而通貨的膨脹，會要使一般物價平準上升。因為存款通貨及兌換券的增加，銀行也會感着增加準備金的必要，而致電海外，輸入正貨。此時船舶一來航，棉花就輸出，正貨也就流入，可見這個時候，交換方程式中各要素恢復均衡的過程，正和斐歇的說明相反，乃是：（第一）別社會的物價，直接影響一社會的物價，（ P ）這個物價的變動，成爲原因，（第二）而使存款通貨（ M ）變動，（第三）貨幣（ M ）纔行變動。所以我們可以說物價（ P ）不一定是和斐歇所想像的一樣，常爲被動的要素，有時也爲別種要素變動的原因。我們爲易於理解起見，所以假設極端的例來說明。但是像這種假定的事實，無論何處的市場，日常都是有的。倫敦紐約等市場的重要商品的市價，只要一封電報，就可影響別國市場的市價。而這個影響，更會影響該國的放款和貨幣。

第三，通貨不限於貨幣(M)和存款(M')

斐歇曾說通貨只包含貨幣(M)和以支票而流通的存款(M')兩種。然而此外如德法，尚有以轉帳而流通的存款。即使說轉帳存款爲存款通貨之一種，可以看做M'，然而此外還有期票、匯票、及帳簿信用。不待說，斐歇是沒有忘記這些信用形式。他說這些信用形式，只不過使貨幣的支付稍爲延期，而不能節約貨幣，所以不能直接影響物價。他以為這些信用形式，都是到了一定的期限，就要以貨幣或支票來支付的，所以不能成爲通貨的代用，只能增加流通速度，而間接影響物價罷了。然而這種議論非常可疑。第一，就是使用支票，其一部分也不過延期現金的使用。不能交換抵銷的支票的差額，就不得不從一地方到別地方，從一銀行到別銀行，移動現金來支付了。第二，期票、匯票、帳簿信用，以及其餘不以銀行爲媒介的信用形式，雖然不容易交換抵銷，然而決不是完全不能。例如互相抵銷帳簿上的信用，而省卻授受現金的事，實在不少。所以以這些信用形式而行的交易，和以存

款通貨而行的交易，決不能看做兩樣東西。他們的差異，不過是程度之差，不是種類之差。但是就和安特生（Anderson）所說的一樣，我們決不能以此為理由，而說斐歐的交易方程式不對。⊗

$M'V + M''V' = P \cdot T$ 一方程式，只不過表明一定期間，用來支付商品代價的貨幣及存款，和該期間對於這些商品所支付的金額相等，至於以別種方法而支付的別種交易及別種商品，則沒有計算在內。在這個範圍內，這個公式是正確的。這乃是自明的真理。我們的問題，是在照這樣局限方程式，是否得當。像美國、英國、加拿大等地，現金和存款，確是差不多占通貨的全部，所以斐歐的方程式，可以通用；但是像日本一樣的國家，就非包含存款通貨以外的信用形式不可了。就是：若以 M'' 為期票，以 V'' 為其使用次數，以 M' 為匯票，而以 V' 為其使用次數，以 M 為帳簿信用，而以 V 為其使用次數，以 M''' 為其餘信用形式，而以 V''' 為其使用次數，那末，交換方程式會要改書如下：

$$M^1 + M^2 + M^3 + M^4 + M^5 + M^6 + M^7 + M^8 + M^9 + M^{10} + M^{11} + M^{12} = P^1$$

但是在一切信用通貨之中，存款通貨的數量最多，代用現金的事實也最多，所以就是忽視別種信用形式的斐歇的方程式，也足以表示交換現象及金融經濟的大勢。

總而言之：斐歇的說明，很有許多地方令人不能同意的：第一，存款通貨的增減，不一定常是貨幣增減的結果，存款通貨的增減，反成爲貨幣增減的原因。第二，決定物價的，不一定常是貨幣，有時物價或存款先變動，貨幣纔隨着變動。第三，通貨不限於貨幣和存款，期票、匯票，以及帳簿信用，其使用的範圍雖較窄，然而還可以相當的爲通貨的代用。所以我們不能信奉貨幣數量說，斐歇教授所持的理論，未曾切中肯綮。然而斐歇教授所發明的交換方程式，是以一種確實的事實爲基礎的：就是商品的價格，常和當做其代價而支付的通貨的金額相等。這個方程式，乃是觀察及預測金融市場的運動之最便利的測量器。而且，如果別種條件沒有

變化，貨幣或存款通貨的增加，大體是使物價平準以正比例而高低的。通貨的增減，固然不一定常是物價變動的原因，然而通貨和物價之間，卻有相關併行的關係。這是我們不能否認的。就澳洲通貨膨脹和物價之關係，而為綿密的調查研究之可布蘭 (Copeland) 教授，論及斐歇的學說，而下結論道：「交換方程式，在澳洲雖沒有闡明甚麼因果關係，而在闡明相關關係的範圍內，卻是真理。」^④

第四節 通貨與物價之統計的比較

美國的交換方程式之統計的研究，斐歇教授關於一八九六年以降的美國物價的決定原因，行了最繁瑣的統計的研究，一一計算存款通貨 (M) 及其流通速度 (V) 與貨幣 (M) 及其流通速度 (V) 以及商品交易量 (T) 和物價 (P)，而歸納的證明其新貨幣數量說。今將其結果開列於後。(金額的單位，為十億圓美金，商品的單位，為一圓美金所購得的數量之十億倍。) ^⑤

$$M \times V + M \times V = T \times P$$

1896年	$2.71 \times 36.6 + .88 \times 18.8 = 191 \times 60.3\%$
1897	$2.66 \times 39.4 + .90 \times 19.9 = 215 \times 60.4\%$
1898	$3.22 \times 40.6 + .97 \times 20.2 = 237 \times 63.2\%$
1899	$3.88 \times 42.0 + 1.03 \times 21.5 = 259 \times 71.6\%$
1900	$4.44 \times 38.3 + 1.18 \times 20.4 = 253 \times 76.5\%$
1901	$5.13 \times 40.6 + 1.22 \times 22.8 = 291 \times 80.5\%$
1902	$5.40 \times 40.5 + 1.25 \times 21.6 = 287 \times 85.7\%$
1903	$5.73 \times 39.7 + 1.39 \times 20.9 = 310 \times 82.6\%$
1904	$5.77 \times 39.6 + 2.36 \times 10.4 = 310 \times 82.6\%$
1905	$6.54 \times 42.7 + 1.45 \times 21.6 = 355 \times 87.7\%$
1906	$6.81 \times 46.3 + 1.58 \times 21.5 = 375 \times 93.2\%$
1907	$7.13 \times 45.3 + 1.63 \times 21.3 = 384 \times 93.2\%$

1908	$6.57 \times 44.8 + 1.62 \times 19.7 = 361 \times 90.3\%$
1909	$6.68 \times 52.8 + 1.61 \times 21.1 = 387 \times 100.0\%$
1910	$7.23 \times 52.7 + 1.64 \times 21.0 = 399 \times 104.0\%$
1911	$7.78 \times 49.9 + 1.61 \times 20.9 = 413 \times 102.2\%$
1912	$8.17 \times 53.5 + 1.71 \times 22.0 = 450 \times 105.3\%$
1913	$8.15 \times 54.0 + 1.78 \times 21.0 = 455 \times 104.8\%$
1914	$8.89 \times 46.8 + 1.94 \times 17.0 = 432 \times 104.0\%$
1915	$9.39 \times 53.6 + 1.79 \times 22.0 = 512 \times 106.0\%$

據上表看來，就可知這個二十年間，美國的物價，是日趨騰貴的。而其重要原因，不在商品數量的方面，而在通貨數量的方面。這個事實，我們一看上表，即可明白。至於通貨數量增加的原因，大概是因為近年來金產額的增加，和信用的發達。

日本的貨幣和物價 關於日本的通貨和物價，因為資料缺乏，不能為這樣

精細的統計的研究。但是若把明治初年以來的貨幣流通額指數和物價指數，及工資指數——工資亦爲物價之一種——比較對照，就可見兩者之間有不能忽視的併進的關係。日本近來的物價騰貴，其主要原因，也因爲通貨數量的增加。

① 見李特經濟學原論。

② 關於通貨與物價之關係的斐歐教授的研究，詳見 Irving Fisher: *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crisis*。不過此書較爲高深，通俗的平易的說明此理的，有 Irving Fisher: *Why Is the Dollar Shrinking? A Study in the High Cost of Living*。此外主要採取斐歐的學說，簡單介紹，且附以補修的，則有 D. A. Barker: *The Theory of Money*。日本河上肇的金與信用與物價一書，也介紹斐歐學說的大要，次加嚴密的論難。

③ 關於這點，Barker: *op. cit.*, pp. 56 更有詳細的說明。

④ 關於貨幣數量說，有許多辯護論和反對論，本書的目的，不在研究貨幣數量說，所以暫不詳

論。想研究這個學說的人，於斐歐氏的著作之外，可讀下列各書：

David Barbour: The Influence of the Gold Supply on Prices and Profits; The Standard of Value 尤以第五、六、七章。

Edwin E. Kemmerer: Money and Credit Instruments in Their Relation to General Prices.

B. M. Anderson: The Value of Money.

Laurence Laughlin: The Principle of Money.

其中 Anderson 與 Laughlin 是反對論者，尤以 Anderson 對於斐歐的學說，加以詳密的批評。

⑤ Barbour: Influence of Gold Supply, pp. 17—18.

⑥ Anderson: Value of Money, p. 169.

⑦ D. B. Copeland: Currency Inflation and Price Movement in Australia (The

Economic Journal, Dec., 1920.)

② Fisher: Purchasing Power of Money, Ch. XII—American Economic Review, 1917, p. 457.

第六章 利息的原理^①

第一節 利息怎樣決定

利息是現在通貨和將來通貨的時差。利息是銀行於供給資金時，由資金需要者徵收的金錢的報酬。以前曾經說過，借貸乃是現在通貨和將來通貨的交換。將來通貨超過現在通貨的差額，就表現為利息。例如現在通貨百圓和一年後的將來通貨百零五圓交換時，將來通貨超過現在通貨的差額五圓，就是利息，此時銀行每年徵收利息五圓，以為借出百圓資金的報酬。

這樣的差額，是怎樣生出來的？這是因為人類通性，重視現在財，較甚於將來

財，對於現在財所認的價值較多於將來財的價值。換句話說，就是財的質和量都是一樣的時候，普通都願意現在即刻得到，而不願等待將來。

一定期間應有的利息，對於原本的比例，叫做利率。利率又因其期間為年、或月、或日，而有年利、月利、日利之分。例如每百圓每年利息為五圓的時候，就叫做年利五分；每百圓月利五角時，就叫做月利五釐；每百圓日利二分時，就叫做日利二釐。利率又因借貸是取票據貼現的形式或放款的形式，而分為貼現利率和放款利率。然而其本質都是一樣。不過因為票據債權比較放款債權容易移轉，而且法律上受特別的保護，就是不能兌付的時候，也能迅速而確實的得着救濟，[⊖]所以票據利率，通常比放款利率要低一些。

決定利率的法則 借貸是現在通貨和將來通貨的交換，而利息又是將來通貨超過現在通貨的差額，所以利率，就由現在通貨和將來通貨的交換比例而決定。而這種交換比例，實由兩種通貨的需要供給關係而決定，所以利息，結局是

由資金的需給關係而決定的。詳細說：就是現在資金的供給，如果超過其需要，那末，以將來資金而評估的現在資金的價值，就要低落，以一定量的將來資金，可以交換比較多額的現在資金；兩者的差額既減少，利息就呈低落的傾向。如果現在資金的需要，超過其供給，以將來資金而評估的現在資金的價值，就要漲高，所以利息就呈漲高的傾向。又如將來資金的供給超過其需要的時候，以現在資金而評估的將來資金的價值，就要低落，以一定量的現在資金，可以交換比較多額的將來資金；兩者的差額既增大，利息就呈騰貴的形勢。將來資金的需要，如果超過其供給，以現在資金而評估的將來資金的價值，就要漲高，所以利息就呈低落之勢。由上所述，我們就可知：利息是在現在資金的需要和其供給一致，及將來資金的需要和其供給一致之點而靜止的。

現在且以數字來說明：假定某市場的利息甚高，例如百分之二十。此時借債者必較少，而放債者必較多。例如借債者所需要的現在資金，不過百萬圓，而放債

者的供給，也會到一億圓。此時資金的需要，比供給少得多。而市場又不能不處分這個剩餘的九千九百萬圓；於是供給者——放債者之間，就生出競爭，而利息自落。利息一低落，需要者就漸次增加其需要，而供給者則收回其供給的一部。例如利息低落到百分之十的時候，拿來放帳的現在資金，會減少到五千萬圓，資金的需要，會增加到二千萬圓。然而就是這個時候，需要和供給，還沒有一致，故利息不能不更低落。例如利息低落到百分之五的時候，需要和供給就會一致，放款者想貸出三千萬圓，借款者想借入三千萬圓。於是利息就決定靜止於這一點——五分。資金的需要，超過供給的時候，也可以同樣的理由來說明。

支付準備金爲資金需給關係的標識 金融市場中資金需給關係的最重要的標識，就是銀行的支付準備金。銀行立於資金的需要者和供給者之間，使其需給一致。需要若增加，支付準備金就有減少的傾向。若借斐歇 (Irving Fisher) 的警句說，就是「支付準備金，好像存款入銀行的人和向銀行借款的人之間的

足球。』^①準備金若少，銀行家就提高利息，以保留之；準備金若多，銀行家就減低利息，以處分之。所以銀行支付準備金的增減，和利息的高低，有着反比例的傾向。利息的構成要素，不待說，上面所述的，乃是支配純粹利息之決定的法則，至於市場上的現實利息，不一定單由這個法則來決定。因為現實的利息，可以分解為四個要素：

第一，就是純粹利息。詳細說，就是一定狀態的市場中，現在通貨和將來通貨的價值的差額，再換句話說，就是拿出一定量的現在通貨，與將來通貨相交換，而要將來通貨到手，須『等待』一定的時期；純粹利息，就是對於『等待』所給與的報酬。這種純粹利息，在同一市場，同一時期內，就一切借貸都應該相等。

第二，是保險費。這就是對於借出的本息的損失危險而給與的報酬。

第三，就是規費。這就是對於借貸時所要的種種手續和煩累而給與的報酬。

第四，是借出期和還本期之間的貨幣價值的差異。這就是對於因物價騰落

而生的貨幣購買力的增減所給與的報酬。

四者之中，第二、第三，是使市場利息生出差等的重要要素。公債、公司債、票據貼現、臨時放款、擔保放款、信用放款等，其生息之所以各自不同的，實因為關於原本收回及利息繳納的危險程度各自不同。同樣，就是在公債和公司債之中，也因其發行者的信用如何，危險程度，各有差異；票據之中，也因其發行人、支付人、和簽字人的身分不同，危險程度，各有差異，所以利率也因此各有不同。臨時放款，是隨時可收回的借款，放款者如以為危險，就可立即收回，所以他的保險費較少，其比率也較低。借貸的時候，有時也採徵收擔保的方法，以為排除危險的手段；然而僅此常不足以排除危險。即使擔保品的價格充足以排除危險，然而因其性質，不便保管，也不能將利息十分低落到好像全無危險一樣。又如規費，有時也構成利息的重要部分。例如重利放帳的日借。日借的利息，如不每日徵收，就恐有延付之虞，所以重利放帳者，每日必臨債務者之門而索息，且須嚴密的注意債務者的行

動。手續既然這樣煩難，他所要求為報酬的利息，自不得不高了。日本的利息限制法，對於原本越少的借貸，所允許徵收的利息就愈高。例如對於千圓以上的原本，不許徵收百分之十二以上的利息，而對於百圓以下的借貸，反許徵收百分之二十的利息。他的理由，恐怕是以為金額的多少，不和手續的多少成正比例。對於經營二角內外的借貸關係的當舖，也許以年近百分之五十的利息。諸如此類，我們都應看為規費實占大部分。關於第四個要素，另節詳說。

因借貸期間而生的利息的差異。現在應該注意的，就是短期借貸的利息，和長期借貸的利息，其步調不一定一致。下述的理由為其主要原因。

第一 短期借貸和長期借貸，其資金的源泉，各自不同。銀行貸出的資金，大概和其借入的資金，種類既相同，分量亦復相等。兩者之間，一定要有適當的配合。詳細說，就是由短期契約而獲得的資金，務必以短期契約來運用。又如以長期的契約而貸出的資金，務必以長期的契約而獲得。這乃是經營銀行的人夢寐都不

可忘記的大原則。例如普通商業銀行的主要資金，爲活期存款，由活期存款而得的資金，就應運用於短期的放款。如果把他運用到長期放款，一旦發生提款風潮，銀行雖有充分的資產和債權，然而不能收回，恐將陷於停兌的悲運。活期存款，是要和最近的將來的資金交換而供給的現在資金，不是要和較遠的將來的資金交換而供給的現在資金。所以長期放款的資金，應求之於債券發行和長期存款。日本勸業銀行及農工銀行，是以不動產爲擔保，而經營長期的放款的，所以他們的運用資金的源泉，主要求之於債券發行。其理由卽如上述。照這樣，資金的源泉既異，所以短期放款和長期放款的利息各自不同，也不足怪。

第二 短期放款和長期放款，多以市場資金需給關係的時期不同爲期限。就從這一點看，利息之所以有差異，也是當然的現象。就在同一日期締結借貸契約，應該在資金需要較大的時期償還的借款，比較應在資金需要較小的時期返還的借款，返還後，有利的運用的希望較多，所以利息要較低。不待說，從這一點觀

察，如果約定長期資金的借入者，在期限前不得償還，或約定雖可隨時償還，而期限前的利息，均須支付，那末，放債者在償還期的需給關係上，所占的地位，或可較短期貸出時的更爲有利，所以長期的利息，有時也可比短期的利息低；不過普通長期放款的契約，都是規定借債者隨時可以償還，受期限的拘束的，只有放債者，所以放債者在需要供給的關係上，難望占比較短期借貸更爲有利的地位。故長期借貸的利息，通常較短期借貸的要高。

第三 復次，長期借貸，因時期越長，發生事變的機會就越多，故比較短期借貸，危險要甚。即使借債者方面，沒有危險，償還非常確實，但是放債者是否能在未陷於不能利用原本的狀態以前——例如死亡前——得受償還，有時也不確實。即從這一點看，長期借貸的利息，要比短期借貸的高，也是當然的現象。

臨時放款的日息爲市場目前的晴雨表 短期的臨時放款，和比較長期的放款，貼現之間，利息之所以非常差異的，完全是因爲這個理由。所以臨時放款的

日息高低，可為測量金融市場目前的緊迫和鬆動的晴雨計；不過較遠的將來大勢，就須以長期放款的利率或公債的生息為標準來判斷。

存款利息的法則也和放款利息的一樣。存款的利息，也是金錢的利息，所以根本上受同一法則的支配。不過重要都市的銀行，同業之間，均已協定存款利率，對於違反者即加以制裁，所以存款利率，事實上沒有放款利率那樣變動得利害。此外，顧客對於銀行的存款，不單是比銀行對於顧客的放款，危險要少得多，而且存款的人，通常得着種種的便宜，所以存款的利率，比較放款的利率要低得多。並且有某種存款，竟沒有利息。④以存款的形式，賤價買入的資金，可以高價賣出，於是銀行就獲得了利益。

第二節 通貨的增減與利息

通貨的增減，是否能影響於利息？關於這個問題，許多人的思想如下：就是以為金錢借貸，乃是通貨的買賣，而利息乃是通貨的價格，所以通貨的供給一增加，

他的價格——利息，當然要低落，通貨的供給一減少，他的價格——利息，當然會漲高。但是這種議論，不一定正當。

通貨的增減純理上不影響及利息。誠如前面所說，如果別種情形不變，通貨增加，足以促起物價的騰貴。然而通貨的增加，不一定促起利息的低落。這是甚麼理？我們就假定因為通貨的膨脹，借貸資金的供給，因而增加，然而通貨膨脹的結果，如果物價騰貴起來，那末，一切事業所要的資金，都比從前要多，因之對於資金的需要，也要增加，彼此相殺，結局資金的需給關係，也不至變動。例如假定通貨增加了二倍，銀行的資金供給，也增加到二倍。此時物價也必二倍。於是事業家購買商品、原料和機器，以及支付工資，就需要從前兩倍的資金。其結果就是資金的需要，也增加到兩倍。果爾，利息就不能生變化。所以為利息要因通貨的增加而低落，就和以為提起自己的靴鈕，將因此而提起自己的身體一樣，同樣的不合論理。

此外，通貨膨脹的結果，通貨的價值如減少，那末，貸出爲原本的通貨的價值，就會減少，同時，支付爲利息的通貨的價值，也同樣的要減少，所以兩者的比率，沒有發生變動的理由。若以原本和利息的關係譬諸分數，那末，通貨膨脹，就是使分母和分子同時增加，兩者的比率，不會生甚麼變化。

復次，通貨的增加，不惟不成爲利息低落的原因，有時且造成利息騰貴的機會。就是通貨如果不應着膨脹的程度，流入銀行，只是流通於市面，那末，一方面物價騰貴，因之事業資金的需要增加，而別方面銀行卻沒有供給這樣多的放款資金的能力，於是利息就會漲高，直到需給關係得了調和的時候止。同樣，通貨的減少，也不一定引起利息的騰貴。我們據上理就可推論。

通貨增減過渡時期的利息，通貨數量，和利息高低沒有關係，已如上述。然而這只能就通貨增減在償還時候也和貸出時候一樣事例而言。詳細說，就是只在通貨的增減發生於借貸之前，償還時的通貨分量和借貸當時的沒有甚麼

不同的狀態之下，這種議論，纔算正當。如果在借貸期間內通貨發生了增減，換句話說，借貸如果在通貨增減的過渡期內實行，那末，此時的原則又自不同。通貨膨脹，促起物價騰貴，而減少通貨的購買力，所以在膨脹的進行中所貸出的通貨，其價值必漸次減少，即使到期返還同量的原本，而放債者不能收回與貸出同量。其結果就是要提高利息，以爲報酬。例如某社會之中，因爲通貨膨脹，一年物價漲貴百分之十，那末，今年貸出百元的放債者，明年若不得百零一元的返還，就不能收回與曾經貸出者相等之購買力，換句話說，就是不能收回和貸出去的同樣的貨幣價值。其結果就是：利息比通貨沒有膨脹的時候要漲高一分。同樣，我們可以推論通貨的減少，在其過渡期內，促起物價的下落，而增加其購買力，故引起利息低落。總而言之：在通貨正在膨脹的社會，物價就要騰貴。假定這種騰貴的程度能夠完全預見，利息就要應着這個程度而漲高。在通貨正在減少的社會，反對的現象，就要表現。但是實際上，這種購買力增減的程度，很難精確的預見。人類的通性，大

抵均以事物的現狀爲永久的現象。所以在通貨增減的過渡時期，利息的漲高，常不足以補償貨幣購買力的減少；利息的低落，常不足以抵消貨幣購買力的增加。故在通貨正行膨脹的社會，即物價正行騰貴的社會，借債者常得利益；在通貨正行減少的社會，即物價正行低落的社會，放債者常得利益。

通貨的增減實際上多影響及利息。上面所述的，乃是純粹的理論，就是把通貨的增減和放款資金的增減抽象的區別起來考察的。實際上的通貨增加，在其過渡時期，常隨伴着放款資金的增加，因此可以抑制此時期內因物價騰貴而發生的利息騰貴，利息反常有下落的傾向。尤以像日本一樣，銀行兌換券占通貨的重要部分的國家，增發兌換券的時候爲然。因爲增發兌換券，大概取增加放款的形式。所以在過渡時期，就成爲銀行的資金供給增加，而促利息的下落。存款通貨的膨脹，在其過渡時期，也會引起與此同樣的結果，自爲不言而喻之理。然而在政府取籌劃經費的形式，而增發紙幣的時候，或銀行取買入生金銀的形式，而增

發兌換券的時候，就不會引起放款資金的供給增加。因之，利息不致低落。又如兌換券的增發，即使隨伴着放款資金的供給增加，如果這種供給爲更大的資金需要所打消，利息也不致低落。總而言之：

一 通貨雖有增減，而利息卻和其增減前沒有不同。

二 不過在通貨增減的過渡時期，如果這種增減沒有隨伴着放款資金的供給增減，那末，通貨的增加，就促起利息的騰貴，通貨的減少，就引起利息的低落。

三 又在通貨膨脹的過渡時期，如果隨伴着放款資金的供給增加，利息就要呈低落的傾向。然而因通貨膨脹而發生的物價騰貴之勢，如果大於供給資金的力，利息漲高的傾向，就要制勝；反之，利息低落的傾向，就會制勝。大概第二個結果發生較多。

現在把上述的理論，以實際的數字來證明：

年次	通貨流通額	全國貼現日息		
		最高	最低	平均
大正六年	一、〇一四、五三六、一四三	二、七〇	一、七八	二、一七
七年	一、三八五、三二七、二二六	二、六四	一、八二	二、一五
八年	一、八七三、三四八、二二七	二、九四	一、九一	二、三一

據上表，就可知通貨流通額，各年末雖然表示大約十分之四的增加率，而各年中的利息，差不多毫未變動。但是到了半年後的大正九年六月，因受了由恐慌而發生的金融緊急的影響，貼現利率的一月平均，竟達到三錢一釐八毫，最高且到了三錢四釐三毫。

第三節 利息和股票市價

股票市價的漲落和利息的高低互成反比例而變動。股票、債券，以及其餘以得利息為目的而投資的物件的市價，如果別種情形沒有變化，其漲落是和利

息的高低成反比例的。就是利息若漲，股票市價就跌；利息若跌，股票市價就漲。若把投資所有的危險，及其餘的不便，暫置不論，那末，這些證券的市價，就在其年收所得對其買賣價格的比率和利率相等之點而決定。例如額面百元的五分公債：

在利息為五分的時候，他的市價就是百元，生息為五分：

利息漲到六分時，他的市價就要低到八十三元三角三分，其生息亦漲到六分；

利息若跌到四分，他的市價就會漲到百二十五元，生息亦必跌到四分。

這是甚麼原因？因為證券投資的利潤若高過市場的利息，放款就不如投資，於是資金都用來投資，而促進證券的需要，使其市價漲高，因此，其利潤遂不得不低落。又如投資利潤，若低於利息，證券的需要就會減少，而其市價亦必跌落，因此，其利潤就會漲高。

舉例說明 試舉實例來看：大正六年六月十二日，東京股票交易所忽呈諸

股均行跌落的慘狀，接着傳至大阪，跌落後復加跌落。第二天十三日，大阪朝日新聞夕刊說明這種現象的理由道：

『昨日開股價跌落之端的東京股價跌落，其間雖然有種種原因，然而市中銀行提高存款利息，實爲重要的原因。』

不待說，這一天的暴落實有種種的遠因和近因，例如美國之禁止輸出鐵料，禁止輸出正貨，日政府的船舶管理令，以及出兵歐洲的預想等。所以我們不能一概論定這是銀行提高利息所惹起的；然而他乃是重要原因之一，我們似乎也不能否認。

大正九年三月十五日的股價暴落，也是由於銀行之提高利息，這大概是大家還記得的。此後一年，一方面因爲銀行時加警戒，努力收回資金，別方面因爲事業界受了恐慌的影響，非常蕭條，所以市場遂漸次苦於遊資過剩，利息呈出跌落之勢，股價亦受其影響，動輒漲高。大正十年四月十四日的大阪朝日新聞登載

一種記事，題爲金融鬆動與股票，說明利息低落，引起股價漲高，以及別的種種事情。茲轉錄於下：

『股票市場，雖然是一高一低，不知端倪，然而至少大勢上還徬徨於衰微狀態。但是在另一方面，金融鬆動，利息低落的大勢，又動輒容易誘起證券市場之自然的騰貴。試回顧本年一月以來股票市場動搖的狀態，金融鬆動，促進股票價漲的事，實在不少。井上日本銀行總裁，似乎以此爲不安定的騰貴，而以爲因事業界的收益減少，紅利減少，故股票市價，還不容易騰貴。然而這不過單把金融緩慢及於股價的影響，和事業收益的多少反映於股價的二事截然區別罷了。事業收益，即使減少，然而因金融鬆動而引起之股票投資的增加，就會提高股價；並且利息低落他本身，也直接足以使生產費減少。所以不管各事業的生產品的銷行如何，不管事業的收益如何，有價證券市場，漸次會趨於繁榮，而鼓舞人氣。正如反動前的日本財政界，實質的雖頗惡化，而全無收益的虛業，繼續濫興，空頭交易，也極

旺盛，舉世都熱狂於空虛的好市況。於是掌握金融樞軸的日本銀行當局，在金融鬆動的時代，就不能不講相當的辦法，以防止股價狂奔於不自然的軌道。通讀井上日本銀行總裁在票據交換所大會的演說，似乎是說日本銀行不減低利息。然而如以為不減低利息就可匡正股價的不自然，未免大誤。』

土地的市價和利息。土地及其餘一切投資物件的市價，如果別種情形沒有變動，也以和股票市價同樣的理由，與利息的高低成反比例而漲落。不過土地的所有，多附帶有特殊的利益和名譽，所以土地的利潤，通常較證券的利潤稍低。

第四節 利息和投資的選擇

選擇現價最大的投資。如有數種投資方法可以自由選擇的時候，就於這些投資方法之中，將各自應得的收益，以市場現在的利率計算，而選擇其現在價值之最大者。所以利率和投資的選擇有極重要的關係。

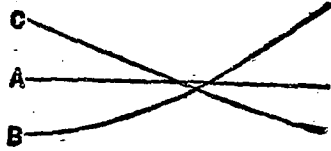
假定市場的利率是五分，某人有一定量的資金，而利用這種資金以圖利益

的投資方法，有下述三種：

第一為農業。這種投資方法，可以使他永久獲得有規則的所得。這就是生出

如上圖A線那樣的平準所得。所得年額，為四百五十元，如以當時的利率來計算其現價，就是九千元。

第二為林業。這種投資方法，最初數年，僅能生很少的收益，漸次增加，以後遂能生多量的所得。這就是生出像上圖B線那樣漸增的所得。所得年額，最初兩年，完全沒有，第三年為三百元，第四年為四百元，第五年以下，永久每年五百元。如計算其現價，就是八千八百二十元。



第三為礦業。這種投資方法，最初數年，有莫大的所得，以後因礦物消盡，漸次減少，終至於完全沒有。這就是生出像上圖C線那樣漸減的所得。所得年額，第一年二千元，第二年一千八百元，第三年一千六百元，以後每年減少二百元，十年以

後，完全沒有。如計算其現價，則爲九千一百零十元。

以上三種投資方法，如果可以自由選擇，結果就會選擇所得現價最大的礦業。

所得的形式可以不增減現價而變化。然而投資者有時也會不喜歡礦業所得那樣的漸減的所得，而願意農業所得那樣的平準的所得，或林業所得那樣的漸增的所得。這個時候，現價雖然有多少的差異，而投資於農業或林業，以獲取自己願意的形式的所得，不是較有利益嗎？

其實決不如此。就是這個時候，還是以獲取現價最大的礦業所得較有利益。因爲願意平準的所得或漸增的所得時，可將礦業收入的最初幾年的所得全部或一部，以市場的利率放出，後年收回，以變更時間上的所得的形式。就前例說，投資者如果願意林業這樣漸增的所得，就可把礦業收入的所得之一部，依據下表，以年利五分放出，而變漸減的所得爲漸增的所得。

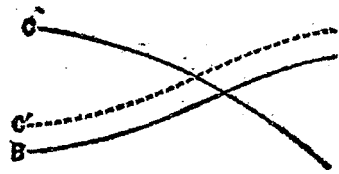
	礦業所得	其中之投資或回收之額	兩減後變形的所得	林業所得
第十年	二〇〇	三一六(回收)	五一六	五〇〇
第九年	四〇〇	一九六(回收)	五一六	五〇〇
第八年	六〇〇	八四(投資)	五一六	五〇〇
第七年	八〇〇	二八四(投資)	五一六	五〇〇
第六年	一〇〇〇	四八四(投資)	五一六	五〇〇
第五年	一二〇〇	六八四(投資)	五一六	五〇〇
第四年	一四〇〇	九八七(投資)	四一三	四〇〇
第三年	一六〇〇	一二九〇(投資)	三一〇	三〇〇
第二年	一八〇〇	一八〇〇(投資)	〇	〇
第一年	二〇〇〇	二〇〇〇(投資)	〇	〇

照這樣獲得的所得形式上雖和林業所得一樣，而現價則較林業所得的八

千八百二十元爲多，和鑛業所得一樣，可得九千一百零十元。上圖以C線爲鑛業所得，以B線爲林業所得，以C'線爲變作漸增的所得之鑛業所得。此時C'線形式上雖和B線完全一樣，而在比B線較高的地位。

照這樣，時間上所得的形式可以隨意變更的時候，投資者只要選擇所得現價最大的投資方法就可以了。但是這只可就當時的利息自由借貸的時候而言。如果不能借貸，就沒有方法變更所得的形式。所以此時即使所得的現價較少，還是要採取一種投資方法，足以使自己得到最願意的形式的所得。此時願意平準所得的，最初就投資於農業；喜歡漸增所得的，最初就選擇林業投資。

利息的變動影響投資方法的選擇。投資方法有幾種的時候，大概選擇所得現價最大的，其理由已如上述了。但是各種形式的所得之中，究竟那種現價爲



最大，全因利率的變動而異，不能一概決定。就前例說：利息五分時，鑛業所得的現價為最大，若以利息四分五釐來計算，則農業所得的現價為最大，若以四分計算，林業所得的現價，則成爲最大的了。列表如下：

任人選擇的 投資方法	利息五分時	利息四分五釐時	利息四分時
林業	八·八二〇	九·九二〇	一一·三〇〇
農業	九·〇〇〇	一〇·〇〇〇	一一·二五〇
礦業	九·一一〇	九·二八〇	九·四五〇

所以投資者於利率五分時，就會投資於礦業，利率四分五釐時，投資於農業，四分時投資於林業。

總而言之：利率既異，所選擇的投資方法亦隨之而異。而利息高時，則投資於回收較速的事業；利息低時，則投資於回收較遲的事業。因爲利率若高，事業家恐

怕利息損失，故不願等待將來的所得。

① 本章的說明，多根據 Irving Fisher: *The Rate of Interest, Its Nature, Determination, and Relation to Economic Phenomena.*

② 由銀行的地位來看，貼現比放款為比較有利的資金運轉方法。第一，如果是放款，銀行在約定期限之前，不能請求還本。銀行就是需要資金甚急的時候，也不能變賣放款債權。然而如果是貼現債權，就可署名於所貼現的票據，而移讓與別銀行或資本家，以再貼現的方法，而通融資金。這就是貼現不比放款常使資金有固定之憂。第二，票據訴訟，比較簡單，不兌付的時候，可以迅速的得着救濟。普通的債權訴訟，原則上要在債務者——被告有普通裁判籍的地方的裁判所提起，而且票帖送達和口頭辯論之間，在地方裁判所的訴訟，至少要二十天，在區裁判所的訴訟，至少也要三天。而票據的訴訟，可在支付地的裁判所，或被告有普通裁判籍之地的裁判所提起；如有幾個票據義務者共同受訴的時候，則由支付地的裁判所或被告各人，各有普通裁判籍之地的裁判所管轄。而且裁判所受理了票據訴訟，即刻就可

決定口頭辯論的時期；這個時期和稟帖送達之間，可以縮短至二十四小時（日本民事訴訟法第四百九十五條，同第四百九十六條。）第三，票據的債務者，除有可以直接對抗的事由外，不能以商法票據篇沒有規定的事由，而對抗提起票據上的請求的人（日本商法第四百四十條。）第四，如果是貼現，與票據有關係的人，如受理人、發行人、簽名人等，均有擔保之責，債務者甚多；如果是放款，就只有借主，或借貸契約上特別規定的保證人，負擔債務。

⑩ Fisher: Rate of Interest, p. 323.

像定期存款、通知存款等附有期限的存款，自然有付息的必要。這一點，大概沒有人加以疑慮。然而像活期存款這樣的短期且出入頻繁的存款，是否有付息的必要，則從來的議論甚多。

以為活期存款可以不付息的人道：（一）商人活期存款的主要目的，在安全的保管日常交易所必要的資金，於必要時，隨時提取，并使銀行代行清償自己和顧客之間的一切債權債務，以省去保管及授受貨幣的煩難，不一定以利殖為目的。所以銀行即使廢除利息，也不

致失卻活期存款。(二)銀行不能以由活期存款而得的資金全部用以利殖。一定要以其一部爲支付準備。而且存款的出入非常頻繁，所要的手續亦不少。(三)如果活期存款要付息，銀行就不得不運用該項資金，以獲取利息的報償，故易用於危險之途；一到金融緊急，存戶提款的時候，即刻就會陷於停付的悲運，不惟使自己的事業破產，信用失墜，且難保不累及公衆。所以活期存款的利息，以完全廢除爲妙。

以爲活期存款可以付息的人道：(一)付與利息，銀行不單可因訴諸存戶的利益，而增加活期存款，并且存款的期間也可延長；銀行就可因此安心運用豐富的資金，以謀利殖。如果不付利息，那就只有商人日日交易所應支付的資金，和沒有別的用途的一時遊金，纔成爲活期存款；如果付息，除這兩種資金外，別種資金，如沒有更爲有利的用途，就可以多少利殖的目的，存爲活期存款。(二)照這樣，多少固定的存款既增加，存放的時期又有延長的傾向，因存款之頻繁的出入而發生的手續，就自然可以節減，支付準備，也可不須多量。(三)活期存款如付息，銀行因急於利殖，自易投資於危險的用途；然而這不過是一面的真理。其

實這乃是程度的問題。即使活期存款不付利息，也難免銀行眩惑於目前的奇利，而爲危險的投資。因爲想利益越大的，乃是企業者的常情。反之，即使活期存款付息，如果銀行業者有爲企業謀永久利益的見識，而存款的利率，又不失之過高，就決不會採取使自己專業生出破綻的經營方法。

竊以爲銀行如有確實而有利的用途以運用資金，就以付多少利息而吸收活期存款爲妙。如一概的排斥利息，致使運用資金缺乏，決不是良好的辦法。不過在運用資金不致缺乏的範圍內，務以低利爲得當。又有些國家，商業交易非常隆盛，支票制度的便利爲一般所承認，商人欲得這種便利，爭爲活期存款，故資金的供給，非常充分，那末，就全然不要利息，也未始不可。總而言之：這乃是因時因地而不同的問題，未可一概論斷。如從日本的現狀看，則有付多少利息而招徠活期存款的必要。英、法、德的中央銀行，以不付息於活期存款爲原則。聽說紐約市的組合銀行，存款一天的最低殘餘額如在五千元以下，則不付息。此外有許多銀行規定最低殘餘額爲一千元，五百元。日本最低殘餘額如在百圓以下，也多有不付息的。

第七章 市況的循環和利息的調劑

第一節 恐慌[⊖]

利息是調劑金融市場的關鍵。銀行，尤其是一國金融之中樞的中央銀行，應常以利息的關鍵而調劑市場，以整理金融的秩序。利息政策，在市況激變的時期，尤其是在恐慌或將發生恐慌的時候，非常必要。故本章先解釋市況循環的法則和恐慌的性質，然後再說明應付市場的浮沈動搖的利息政策。

外來的恐慌和內發的恐慌 恐慌可以說是經濟組織的疾病。其病態千差萬別，不能一一列舉；然從其原因來觀察，大致可分為二種。第一種是因為不能預見之突發的原因，經濟社會的均衡狀態受了破壞的時候發生的；這可叫做外來的恐慌。第二種是因為經濟社會的進化行程中，常有一種勢力自然引起均衡狀態的破壞，這可叫做內發的恐慌。

外來的恐慌，不單因為戰爭、天災、凶年等原因而發生，並且因為新發明生產方法，從來的固定資本歸於無用的時候，因為採用新交通方法，市場的範圍激變的時候，以及關稅政策、通貨政策發生了變化，和流行的樣式及性質驟變的時候，都要發生。

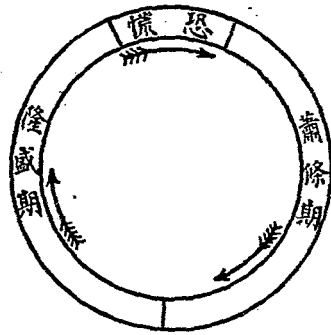
內發的恐慌的原因，在產業自由的制度，換句話說，就是在現代經濟組織的本身之中。所以這種恐慌，雖然不能說是常態的現象，至少也是規則的現象。在現在經濟組織之下，各種商品的需要供給，刻刻變動，沒有瞬時的停止。而在複雜廣大的今日經濟社會之中，要正確的預測這種變動，差不多是不可能。然而企業者各自對於這種不易預測的需給關係，若不加以甚麼考慮，就不能立定生產和交易的計劃。於是生產者的計劃，往往失敗，供給超過需要，企業家不能由所投的資本收入預定的所得，因此不能償還借入的資金及別項債務，以致信用紊亂，財界混亂。而且一旦固定於某種生產設備的資本，不易移用於別項事業。此種事實，又

使上述的禍害更趨激烈。現代銀行和交易所的發達，固然使資本的移動非常容易；然而這只能就流動資本而言，如就固定資本說，就是生產設備越進步，他的移動就會越困難。所以從投下資本的企業者的地位看，如果他的事業有利，利潤稍高，即刻就會引起流動資本的侵入，而使其利潤低下；然而如果事業不順，不能收平均利潤，資本就不能轉用於別途。不待說，這種誤算和失敗，決不會在社會各種生產事業之間同時發生；然而如果幾種重要生產發生了破綻，就會即刻波及財界全體，而形成所謂恐慌。因為現代經濟社會的組織非常複雜，不惟一隅發生了波瀾，即刻會波及全體，而一犬吠形，百犬吠聲，乃是社會心理的常態。

內發的恐慌之週期性 內發的恐慌，是週期發生的。關於恐慌的原因和過程，學說紛紜，莫衷一是；不過恐慌是週期的發生的一點，已成爲學界的定論。就是物價騰貴，市況興隆的時候，利潤率就會漲高，企業者就爭借資金，或建設新事業，或擴張舊事業，而資本遂固定。放款的增加和通貨的膨脹，愈使物價騰貴，市況因

之愈佳。鐵路海運，也因此隆盛，而擴張事業，使資本固定。然而這種盛況，早晚就會遭遇反動，企業者的利潤，也會減少。詳細說，就是一方面因為放款增加，銀行的準備金減少，遂不能不抑制兌換券的增發和存款通貨的增加；又因為物價騰貴的結果，以薪水財產等一定的收入而衣食的階級，和沒有沾市況隆盛之恩惠的人，就不能不限制其消費；於是物價的騰貴就停止，或且開跌落之端。在別一方面，一因物價騰貴所引起的原料騰貴，二因勞動需要增加所引起的工資漲高，三因為資金需要增加所引起的利息上騰，均足以使生產費增加。物價下落和生產費上騰同時發生，企業者就會苦於利潤減少，而不得預想的收入；於是失了履行債務的資力，如果求資金的通融而不可得，就要破產倒閉；因此信用組織，就要根底動搖，市況的隆盛，也因恐慌的侵襲，一時要歸於銷沈。恐慌之後，暫時信用縮小，放款減退，通貨也減少，物價也低落，於是事業就縮小，生產就制限。然而這種狀態，如繼續稍久，利息就會因金融鬆動而低落，物價也因供給減少而騰貴，事業於是漸為

有利，市場就到了來復之期。照這樣，信用、放款、通貨、和生產再行膨脹，隆盛之極，恐慌又生。照這樣看來，我們可以說經濟社會的隆盛、恐慌、和蕭條，是交互循環，而成爲週期的去來的。而其期間，大概以十年上下爲一期。①



現在試從金融上觀察蕭條、隆盛、和恐慌的三種形式。在蕭條時期，資金需要甚少，銀行的遊金甚多，故利息非常低落。到了隆盛時期，不獨銀行的放款膨脹，以致遊金減少，利息騰貴，如果物價騰貴，只限於該國，就更惹起輸入超過，生出正貨流出的傾向，銀行準備金，因之減少，而金融亦漸告緊急。更進一步，就是財界發生不安的狀態，以惹起恐慌，甚至於銀行又遇着擁兌的風潮。所以從金融上觀察，在資金的需要非常增加，而銀行的準備金非常減少或有減少之虞，以致其通融能力到了最小限度的時候，換句話說，就是在隆盛時期膨脹到絕頂的信用，

一時收縮的時候，恐慌就會發生。

外來的恐慌，是突發的，多不易預見，所以他的救濟方法，一般也不容易論究。然而規則的往來之內發的恐慌，其救濟方法，就有以法則來研究的餘地了。

以下說明大正九年的恐慌，以作恐慌的實例，並進而研究調劑利息的法則。

第二節 大戰後的恐慌

大戰前是蕭索時代。大戰前的日本財界，沈淪於蕭索時代。這種蕭索狀態，是繼續日俄戰爭後的恐慌的。然而歐戰勃發以來，數年來睡眠的財界，一旦驚醒，貿易、海運，以及其餘產業各方面，都漸行隆盛，於是通貨膨脹，物價上騰，事業勃興，日本經濟界實呈未曾有之盛況。但是盛衰浮沈之理，日本亦不能逃外，大正八年年底以來，銀行業者即加警戒，到了大正九年，因為三月十五日東京股票的暴跌，遂開了反動之端，及至四月，恐慌遂陷於不能救濟的狀態了。

大戰使市況隆盛。過去幾年間的隆盛，實由歐戰所釀成，而接着發生的恐

慌，也因反動的作用而勃發，所以不能依據單純的週期律而論究，不過如就戰前蕭索時代以來的數字來觀察，事實上也大略實證前節說明的市況循環的理法。

物價的漲落 先就日本銀行所調查的東京物價指數的趨勢來看，形勢大約如下。上段是以明治三十三年十月為基礎的指數，下段是以戰前大正三年七月為基礎而改算的。

大正元年十二月	一三四·七七	—
二年十二月	一三一·三四	—
三年十二月	一一九·八一	九五
四年十二月	一四二·一一	一一三
五年十二月	一七三·一一	一三七
六年十二月	二一六·九六	一七三

七月十二月	二七七·三八	二二一
八年十二月	三八一·五〇	三〇三
九年一月	三九八·〇〇	三一七
二月	四一四·五九	三三〇
三月	四二五·二五	三三八
四月	三九七·二五	三一六
五月	三五九·七〇	二八六
六月	三二七·六八	二六〇

據上表，就可見到大正三年開戰時止，是蕭索時代，物價趨向低落，四年以後，就漸次上騰，一入了大正九年，上騰之勢更甚，到了恐慌勃發的三月，已達了極頂，比開戰以來約騰貴了三倍半。然而一遇恐慌，即行驟落。

事業計劃的消長 物價驟長，自然促起事業的勃興。據日本銀行的調查，大

正元年以來，累年計劃新設及擴張事業的資本額如下：

大正元年	二年	三年	四年	五年	六年	七年	八年
五二一・一〇八・六〇〇	三八〇・三七三・二五〇	二五〇・七九七・〇〇〇	二九二・五八四・二五〇	六五七・七九七・〇〇〇	一・五六二・五三〇・〇〇〇	二・六七六・九〇一・三〇〇	四・〇六八・四七四・九〇〇

依據上表，戰前雖然也是蕭索狀況，然而以大正三年的二億五千萬元為標準，自大正四年以來，即不絕的前進，大正八年，竟到了四十億元，比大正三年有十六倍之多。尤其是八年七月和九年三月之間，可算熱狂時代，增加的程度，非常激

急。

大正八年七月	二六七·五三〇·〇〇〇 _四
八月	四三三·七七二·〇〇〇
九月	四二二·二三六·〇〇〇
十月	五九〇·九四三·〇〇〇
十一月	五五四·二一五·〇〇〇
十二月	六五四·九三〇·〇〇〇
九年一月	六七〇·三一三·〇〇〇
二月	九六三·二三三·三〇〇
三月	一·一四八·四八五·五〇〇

然而九年三月，恐慌驟來，於是遂形驟減。

大正九年四月	九三四·七八五·八五〇
五月	二七七·六三一·五〇〇
六月	一六九·七一〇·〇〇〇

恐慌襲來的九年三月，爲十一億五千萬元，此爲頂點，六月遂減到一億七千萬元，三個月之間，竟成爲七分之一。據此就可推想財界恐慌之狀了。在日俄戰爭的企業勃興時代，新設及擴張資本，約二十億元。如與當時相比較，則日本國民經濟的實力，實非常進步，然而富力的增加，卻不過三四倍。但是自從大正四年以來，直到恐慌當時，事業計劃，卻超過百二十億元，爲日俄戰爭當時的六倍。所以反動的慘禍，也自然應該倍加。

貿易的順逆 卽就貿易額看，也同樣表現盛衰的循環。

輸	出	輸	入	出	超	入	超	正貨現在量(年末)
---	---	---	---	---	---	---	---	-----------

大正元年	五三六·九九二 ^{千圓}	六八·九九二 ^{千圓}	— ^{千圓}	九三·〇〇〇 ^{千圓}	三五·〇〇〇 ^{千圓}
二年	六三三·四六〇	七九·四三三	—	六六·九七一	三七六·四九二
三年	五九·一〇一	五九五·七三六	—	四·六四四	五四一·二一九
四年	七八·〇七	五三三·四五〇	一七五·八五七	—	五二六·〇八三
五年	二·二七·四六八	七五·四三七	三七一·〇四〇	—	七四·四四五
六年	一·六三·四七三	一·〇四·七六二	五七·七〇	—	一·一〇四·八三
七年	一·九三·一〇二	一·六八·一四四	二九三·九五七	—	一·五八七·六七
八年	二·〇九·八七三	二·一七·四六〇	—	七四·五七七	二·〇四五·一四九
九年	一·九四·九五五	二·三三·一七五	—	三六·七五〇	二·一八三·〇〇〇

恐慌發生的大正九年上半期各月的數字如下：

輸	出	輸	入	出	超	入	超	正貨現在存量
---	---	---	---	---	---	---	---	--------

一月	一七六·三六八 ^{千圓}	二〇四·七六六 ^{千圓}	二六·四二〇 ^{千圓}	二·〇一五·〇〇〇 ^{千圓}
二月	一七四·二六八	二七〇·六四三	九六·三五五	一·九三三·〇〇〇
三月	一九三·五七〇	三三九·〇三三	一五·四五六	一·八七一·〇〇〇
四月	二二七·五七七	二九六·八三三	七九·三七五	一·八六〇·〇〇〇
五月	一九三·三六三	二五五·九六〇	一〇二·五七七	一·八七一·〇〇〇
六月	一八三·八二〇	三三〇·一八四	三六·三七三	一·九二二·〇〇〇

依據上表，就是戰前輸出入，每年合計不過十二億圓，而且每年是入超。開戰以後，急激的增加，大正八年，約加到四倍，超過四十二億圓，而且每年是出超。從大正四年到大正七年，四年之間，出超額竟達十四億圓。不待說，恐慌之兆，在大正八年就已表現。就是因為匯兌市價的關係和物價的驟漲，到了這一年，隆盛時代的出超，已逆轉而為連月入超。下半年除九月外，都是入超，就全年來看，入超竟達七千四百萬圓多，金融業者，因之大困。這種傾向，一入大正九年，更加顯著，連月入超

愈多，一月二千八百萬圓，二月九千六百萬圓，三月一億三千五百萬圓，逐月累進，最初三個月之間，竟達二億六千萬圓。正貨現存量，大正四年以來，逐年增加，八年底，竟達二十億圓。但也以此爲頂點，以後即轉爲逐月減少，九年三月底，竟減到十八億七千萬圓。五年之間，醉迷的隆盛的經濟界，不意有冷水澆身之勢。在愕然而不知措手足的瞬間，大正九年的恐慌，即行發生。

票據交換量、存款量、和放款量 卽就票據交換量、存款量、和放款量等金融基數來觀察，也是畫同樣的輪形的。

先就爲信用膨脹率的標識的全國票據交換量看，在歐戰之前，就是年底十二月，也很少超過十億圓。八年十二月，增加到九十六億圓，恐慌發生的九年三月，竟到了九十三億圓。然而自從這月以後，卽行激減，同年下半年，除卻十二月的五十八億圓外，每月均不過四十億圓左右。信用的收縮，怎樣急激，我們可想而知了。存款準備率的高低 六大都市組合銀行的放款量和存款量，戰時五年間，

增加了四五倍。即就存款準備率看，恐慌前的危險信號，也已表現。就是金銀和有價證券現存量對於六大都市組合銀行存款量的比例，大正元年底，爲四成左右，以後直到大正四年末，各年末，沒有降低到三成五以下，然而五年末減爲三成二，六年末二成八，七年末三成一，八年末雖然各銀行加了相當的警戒，然而也不過三成二。而大正九年最初的三個月，都降落到二成七以下。恐慌經過後同年年末，遂超過三成八，而恢復了戰前的狀態。

企業成本的騰貴 根據上述，就是自從開戰以來，一直到大正九年的初期，事業界非常隆盛；勞動和資金的需要既激增，工資和利息就自然騰貴；所以企業的成本增加，致使幾年來的市況隆盛之中，生出一個破綻。

工資漲高 日本銀行調查局發行的日本經濟統計之中，把以戰前大正三年六月爲一〇〇的職工工資指數，和以同年七月爲一〇〇的東京物價指數對照如下：

	工	資	物	價	兩者	差額
大正三年六月		一〇〇		一〇〇		—
十二月		一〇六		九五		△一一
四年六月		一〇〇		一〇一		—
十二月		一〇八		一一三		五
五年六月		一〇三		一一七		一四
十二月		一二〇		一三七		一七
六年六月		一二四		一五一		二七
十二月		一五一		一七三		二二
七年六月		一五一		一九五		四四
十二月		一八五		二二一		三六
八年六月		一八九		二三五		四六

據上表，就可知物價大約先工資而騰貴，尤其是大正六年到八年六月之間，物價騰貴最快，故企業家可以低廉的工資，生產高貴的商品，而立於非常有利的地位；到了大正八年年底，因為工資急激騰貴，這種利益範圍，非常縮小，企業利潤之上，漸感壓迫。

利息的騰貴 工資之外，利息亦為企業成本的重要項目，此時利息亦同樣的漲高。東京組合銀行的貼現日率，大正五年以來，一直到大正八年十一月，最高沒有超過三錢，到了八年十二月，漲為三錢二釐，九年恐慌勃發的時候，又漲到三錢五釐，此後五月以降，竟到了四錢。大阪組合銀行的利息，也是一樣，從大正四年到七年之間，貼現日率，一年平均，沒有超過一錢七釐五毫，到了大正八年，尤其是此年下期，就急激騰貴，九年三月的平均，漲到二錢七釐八毫，五月六月七月，竟到

了三錢三毫，但以此爲頂點，以後即行漸落。

恐慌的原因和路徑 總觀以上各種數字，可知大正九年的恐慌，其原因最初實由於貿易的劣勢。大正八年初，就已表現了這個徵候了。其結果就是到了大正九年，正貨現存量減少，而使財界寒心。和貿易金融有關係的銀行，在實際輸出入的前幾個月，就要調查貿易信用的狀態，所以最初即注意到貿易入超的情勢就是這些銀行業者。於是銀行業者，自大正八年，尤其是該年下期以來，不得不講自衛之策，因此漸次提高利息，而採緊縮方針。然而這種情形，卻沒有普及到一般事業界，故企業一遇着銀行的緊縮方策，差不多像突然斷了糧道一樣，錯愕之極，遂釀成不可收拾的崩壞。然而以上的數字，已替我們證明，事情決不是這樣偶然發生的。日本事業界的隆盛，實由於因戰爭而得的對外經濟關係的順勢和隨着發生的正貨現存量的激增，但是這兩種原因一消滅，爲他的結果的市況隆盛，當然也要消滅。銀行業者對於這種情形的感覺甚敏，故在窮於減低存款準備率之

前，先行提高利息，以緊縮金融。熱狂的事業界，對於這種情形，觀察甚鈍。所以受了銀行業者的意外的打擊。銀行業者，尤其是中央銀行，沒有於事前努力把這種情形徹底使一般經濟界知悉，固然罪有攸歸，然而在恐慌前取警戒的態度，自爲當然之事，並且可以責其太遲。

股票的暴落 恐慌究竟是怎樣悲慘的現象，我們試看東京股票交易所的先期貨物的行市怎樣激變，就可知其一斑。

	大正九年一月		大正九年六月	
	最高	最低	最高	最低
東京股票交易所股價	五二三 ^四 ・〇〇	四五四 ^四 ・〇〇	一一二 ^四 ・〇〇	一五五 ^四 ・一〇
日本郵船會社股價	二五一・〇〇	二三〇・五〇	一五八・五〇	一二五・〇〇
鐘淵紡績會社股價	五四一・九〇	四五三・四〇	二六五・〇〇	一八四・〇〇

金融閉塞和不兌換票據的激增 財界混亂的結果，以前預想前途的佳況，

而從事於生產運入內地的商品之生產者，遂失掉了商品的銷場，就是預先得了顧客，訂有買賣契約的生產者，也因為顧客以種種口實，而不現買約定的貨物，以致現有商品激增，而苦於資金的收回不易。預想前途的隆盛，締結了輸入契約的貿易業者的狀態，也是一樣。在這個時期內，因為市價暴落，商品的擔保價格愈行減少，銀行對於所通融的資金，督促也愈迫切。不待說，這個時候，也有人欲輸出商品，以過這個難關，然而銀行顧慮財界的將來和市價的前途，不願意買進輸出票據。而且中國及其餘各國的買主，也預見行市的下落，恐慌前結了買賣契約的高貴商品，也都解約不購，所以輸出之途，也行斷絕。於是日本經濟界，四面均無出路，支付能力激減，而倒閉和破產，遂相繼發生。下列全國票據交換所的不兌換票據的數字，就可證明這種情形。

大正九年一月	一五〇・九八九 ^四	對於交換量的比率	〇・〇二一 ^五
二月	二二九・四二五		〇・〇二九

三月	二二三·六八三	〇〇二四
四月	八五七·〇二八	〇一三
五月	一·四三七·五八八	〇二一八
六月	八三二·三九七	〇一四七
七月	五三四·〇二六	〇一〇九
八月	四三九·二一六	〇〇九四
九月	三三八·一三五	〇〇七二

這個恐慌，不單是日本財界，并且波及美國，影響歐洲，致使全世界的財界，開始蕭索的時代。所以使全世界趨於熱狂的戰時市場隆盛，因為在日本方面發生了破綻，終至於閉幕。

第二節 利息的調劑

恐慌時的利息提高 前面曾經說過，恐慌是發生於放款過度的膨脹，銀行

的支付準備非常減少，或有減少之虞，以致社會感覺不安的時候的。所以要救濟恐慌，只有限制放款，增加支付準備，防止其減少，以鎮定財界的恐怖。財界的恐怖如歸平靜，存款也會停止提取，市場自會復元。然而限制放款的捷徑，就是提高利息。所以銀行於恐慌將行發生的時候，第一應取的手段，就是提高利息。不單在恐慌的時候，就在平常，當事業趨於放縱，投資過多的時候，就應該即刻提高利息，以警戒市場，而防患於未然。如果市場過於蕭索，事業不易振興，就應該適宜的減低利息，使資金的供給豐富，而促市場的隆盛。

恐慌的時候，銀行存戶之所以憂慮的，不在存款之全部損失，而在失卻隨時可以提款的便利。所以銀行如果表示增加支付準備，隨時足應提款的請求，公衆就會消滅疑懼之念，銀行遂可免羣起提款之禍。又如恐慌時所發生的放款的請求，也不一定都是由於真正的必要，其中實不少由於沒有理由的恐怖和疑慮。對於這種沒有理由的恐怖和疑慮，如提高利息，以當懲罰，就可以減少無用的放款。

恐慌中的自由放款 但是因爲恐怕支付準備減少，故過度的中止放款，無論條件如何，對於一切顧客，都拒絕通融，也決不是救濟恐慌之道。因爲經濟界的混亂突然暴發的時候，就是平日信用確實，資力豐富的企業者，也常因爲經營上發生障礙，資金無法通融，以致和資力薄弱的企業家同爲恐慌的犧牲。於是社會就愈益驚懼，恐慌的慘禍，就愈益激烈。所以銀行對於能夠拿出確實擔保的人，尤其是平日信用甚厚的顧客，應該表示願意以提高的利息，而自由放款，以免玉石俱焚。這種辦法，在銀行方面，也是擁護自己的利益的方法。銀行如能固守此策而不錯誤，恐慌反可促起經濟界之健全的自然淘汰，以轉禍爲福。

大正九年的恐慌和銀行 大正九年恐慌將發生的時候，銀行均提高利息，而出以警戒的態度，這本是銀行業者應付財界危急時機的必然方策，這件事本身，并不足怪。不過中央銀行以及其餘居於財界指導地位的各銀行，沒有努力使一般知道財界已瀕於危急，致使一般社會突遇金融的緊縮，未免是不忠於職責。

而且有些銀行，因急於自衛，致盲目的拒絕借款，眼見着素有往來，素有信用的顧客，瀕於破產，而不一爲援助，未免是平素以指導財界自任的人的最輕躁的行爲。并且聽說有些銀行，因通悉政界財界隱情，在恐慌發生之先，賣出股票，預知財界的慘禍而助成之，以獲利取息，這雖不能證其必有，然而道路相傳，也不爲無因，這實在是一件最令人痛心的事。如有人以爲這些痛心的事，不能單責當事者，實在是現代經濟組織的結果，所以不應咎彼而恕此，我那就無話可說了。無論怎樣，這大的大恐慌，雖然像我們前面所述，是狂熱於戰時市況的事業家所自招，然而沒有努力來阻止或緩和，當然是銀行業者應該負責的。

中央銀行的貼現方策

總而言之，如果銀行適宜的併用學者所謂的收縮政策 (restrictive policy) 和膨脹政策 (expansive policy)，一方面提高利息，以謀信用的收縮，別方面則以這種利息，對於有信用的顧客，給與充分的通融，關於恐慌，纔能防止於事前，救濟

於事後。這種職能，不待說，是各種銀行應盡的使命，然而普通的銀行，勢力微弱，不能左右財界的大勢。因為即使少數謹慎的普通銀行，鑒於市場的狀態，提高利息，如果別的銀行竟不附和，顧客就會離開前者，盡歸後者，結果不過是前者受損失，對於調節市場，卻不能收甚麼效果。所以財界的指導者中央銀行，就宜確立於當時市場最適宜的貼現方策，為全國財界表示歸趨。這就是中央銀行的貼現率非常重要的原因。

銀行率和市場率 中央銀行的貼現率，叫做銀行率 (bank rate)，或公定率 (Official rate)。中央銀行以外的各銀行，以及其餘的金融業者，對於第一流的票據的貼現率——最低率，就叫做市場率 (market rate)，或私定率 (private rate)。前者是中央銀行預先佈告於社會的，除了有特別情形之外，大概沒有變更；後者則是隨着金融市場的景況日日高低的。

銀行率，無論在那國，都是指導市場率的標識，像日本一樣，普通銀行的資力

薄弱，銀行率常比市場率較低的國內，^③中央銀行在金融市場的勢力，尤其是顯著，故其調劑利息的職能，非常有效。就是像英國以及歐洲許多國家一樣，普通銀行的資力充裕，市場率常比銀行率低的地方，銀行率也不至完全失去調劑作用。在這些國內，市場平穩的時候，尤其是金融鬆動的時候，中央銀行，即使提高利息，也不容易左右市場率。但是在金融緊急，或恐慌來襲的時候，因為普通銀行減少現金現存量，失去放款的實力，所以只有全國正貨集中所和信用發源地的中央銀行的公定率，^④纔能支配市場，調劑金融。如果這樣，那末，在實際感覺有調劑之必要的時候，中央銀行自然具有當此重任的實力。

政策之要在循乎自然 最後還要說的，就是中央銀行的利息政策，並沒有決定利息的效果，他的作用，只不過使利息向着應動的方向動，應就的地方就罷了。利息是根據前章所述的法則決定的，不是由銀行的意思而決定。即使一時能以人爲的方法，不自然的決定，然而不惟沒有利益，而且不能持久。比方說，中央銀

行利息政策的作用，好比輕敲晴雨計的圓板，使不易移動的指針，向着應動的方
向動，就能得和大氣的壓力均衡的位置。政策之要，在察自然的趨勢而遵從之。單
以手指迴轉晴雨計的針，自然不能得好天氣。

又，利息政策，亦可因防止正貨流出而施行。關於這一點，以後論正貨政策時
再述。

⊖ 關於恐慌及其救濟策的研究，實在不少，現在於著者曾經寓目的著作之中，舉其有參考之
價值者如下：

Edward D. Jones: *Economic Crises*, New York, The MacMillan Company, 1900.

Wesley Clair Mitchell: *Business Cycles*, University of California Press, 1913.

Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Chaps.

VI, VII.

Henry Dunning Macleod: *The Theory of Credit*, Vol. II, Pt. II, Chaps. XVII

and XIX.

Albert Aftalion: *Les Crises Periodiques de Surproduction*, Paris, Marcel Riviere et Cie. Werner Sombart: *Versuch einer Systematik der Wirtschaftskrisen*.

- ①傑風(Stanley Jevons)氏以為恐慌約以十年為一期，規則的反覆發生。他因欲證明這一說，從十九世紀初葉起算，舉了一八一五年，一八二七年，一八三六年，一八三九年，一八四七年，一八五七年，一八六六年，一八七三年，以及一八八二年等前後九回的恐慌。他以為這個十年一次的週期律，亦由於因與此類似的週期律而發生之農業的凶歉。而凶年又由於同樣以十年為一期而發生之太陽黑點。照這樣，把恐慌的原因和發展歸諸天文學的法則。所謂太陽黑點說，就是這一說。不待說，這種學說，現在差不多沒有一顧的價值。關於傑風的學說，請參看 W. Stanley Jevons: *Investigation in Currency and Finance*, Edited with an Introduction by H. S. Foxwell, London, 1884. 中所收之論考。

②從來日本的銀行學者，都以為日本的市場率，常較銀行率高。但是這種時代，現在已經過去。

了。據井浦教授的調查，自明治三十九年至大正四年的五百二十一週之中，銀行率比市場率低的，有二二七週，銀行率比市場率高的，有二二九週，兩者相等的，有六五週。銀行率比市場率低的時候，和銀行率比市場率高的時候，兩兩相半，並且第二個現象，事實上還較多。就是金融鬆動的時期，市場率自然會比銀行率低，因之市中的銀行，有時竟脫離日本銀行的支配。

④ 威查 (Withers) 氏列舉了四種情形，為英蘭銀行的公定率有效的左右市場的時候：(一) 市場非常活躍，市中銀行已盡量放款，若欲更求通融，就不能不倚賴英蘭銀行的時候；(二) 每年從一月到三月的直接稅繳納時期，大量的通貨，因國庫的財政處置，流入英蘭銀行的時候；(三) 四季之末，資金的需要增加，市中的供給不足，須由英蘭銀行以自己的條件放款而補足的時候；(四) 英蘭銀行，因國際金融的關係上，須調劑市場，借入大量自己不須用的資金，以提高利息，而左右匯兌市的時候。於此我們就可知，就和英國一樣，銀行率比市場率高的國內，如果實際上有調劑市場的必要，英蘭銀行還有實力盡他的職能。

第八章 資金之國際的移動^①

第一節 國際金融的發展

以上七章，主要研究時間上的金融，以下再就空間上，尤其是種類上，考察國際金融。

古典學派之對外投資觀。以前古典學派經濟學者，以為資金只在國內移動，而不能向國外移動。亞丹斯密 (Adam Smith) 說：「無論何人，總想在自己附近使用自己的資本，所以總想由國內產業以圖利殖。」^②里加圖 (Ricardo) 也道：「根據經驗，即可知資本不在所有者的手中時，就常感不安，而且實際也有不安定的事。又，無論何人，總不願棄其祖國和親故，強抑自己的習慣，而委身於外國政府和新法律。因為這些原因，資本的輸出遂受防止。因為有這種感情，所以許多資本家，不願將其資本用到外國非常有用的事業，寧肯在國內賺取低率的利潤。我

以爲這種感情如果衰微，實在是可嘆之事。」①這不待說，是道破當時世態的學說，然而總是囿於時代的議論，不是支配今日社會的原則。在里加圖的時代，現代這樣廣大的交通經濟，還沒成熟，而且受拿破崙戰爭的影響，國際間的障壁到處均高，像英國一樣，尤其是立於孤立的狀態，所以他有此言，亦不足怪。里加圖之後五十年，英國學者巴傑荷（Walker Bagehot），看穿潮流所趨，說道：『我們看見一切文明國，一切產業國，均能得相當的國際資金，然而應支付的利率，各自不同的時代，正在接近起來。』②現在更是巴傑荷之後的五十年，他所謂正在接近的時代，已到眼前了。里加圖的故鄉英國，戰前爲世界第一個海外投資國，除海外投資已有四百億圓左右外——超過當時日本國富的全部，——每年還投資十六億圓上下。所以資金之國際的移動，實在是不能掩蔽的事實。

古代中世的國際金融 其實，資金之國際的移動，并不是始於近代。無論在那一時代，資金常從有餘的國家流入不足的国家。其移動的事實，可以溯諸遠古。

莫塞 (Moses) 的法律中有道：『汝須留心守我今日命汝之言。汝須貸與許多國家，但不宜借人。如此，汝即能治許多國家，他們不能來治汝。』即此亦可見當時已用對外投資爲手段，以張政治的勢力了。其實古代斐里夏 (Phoenicia)、希臘 (Greece)、卡爾達果 (Carthage) 等國，都由盛大的商業交易，搜集財富，而移，出資本於殖民地 and 交易國。到了羅馬帝國的時代，羅馬與其擴大的屬領之間，也行資金的移動。西駱 (Seley) 曾說：在哥爾 (Gaul) 地方所交易的貨幣，無一不登羅馬市場的記錄。此言雖屬修辭的誇張，然而當時資金移動的範圍甚廣，亦可推想而知了。到了中世，匯票的創設者和普及者的倫巴底 (Lombardy) 人和猶太人，也在歐洲諸國之間，盛行資金的移送。到了中世，漢堡及別個銀行，和諸國的銀行有了往來，在幾世紀以前，就有了今日票據交換所的先驅。

現代對外投資發達的原因，然而古代中世的資金移動，實不能和今日盛大的國際金融對外投資相比較。現在不單是日本橋的水，和泰姆士河之流相通，

而且吹倫敦、巴黎、柏林、紐約等市場之風，也常吹及日本的市場。然則現代國際金融何以這樣盛大？其重要原因有二：（一）爲資本之證券化，（二）爲交通之發達。

資本之證券化 第一，有價證券的發達，爲十九世紀後半以來文明國民經濟生活的一個顯著的特徵。李夫曼（Robert Liefmann）分經濟發展的階級爲三：即實物資本主義的時代（Natural oder Sachkapitalismus），貨幣資本主義的時代（Geldkapitalismus），和證券資本主義的時代（Effektenkapitalismus）。而以現代爲證券資本主義的時代。⑥時在今日，代表財產的證券，代表資本的證券，完全看做和財產及資本本身一樣。握有這些證券的人，無異握有工場、礦山、船舶、或鐵路。所謂資本之證券化（Effektivierung des Kapitals），就是指這個現象而言。因爲這個原因，我們只要輸送一紙證券，就可輸送工場、礦山、船舶、鐵路，以及其餘可由證券代表的東西於千里之外，物件他本身，雖沒有動，而其影則常從世界一隅移向別隅。就和反映地球萬象的鏡面一樣，鏡若上下左右的移動，就可反映山，反

映河，反映雲，反映海。而握有這些影象的人，就和握有實物無少異。所以投資於證券，就可安心投資於千里之外，對外投資，非常容易。

交通機關之發達 第二，鐵路、海運、電報、電話、郵政等交通機關的發達，為國際金融發達的大原因，此不待多說而自明。

照這樣，一方面因為資本之證券化，要流動的資本，成為易於流動的形式，別方面因為交通發達，開通了適於流動的路途，所以資本自然在這個形式之下，循着這個路徑流動，而通達於世界各地。因此，現在國際金融的大部分，實在是證券的金融。對外投資，也是由移動證券而行的投資。而安排、調劑，并助成這種國際金融，融奏了偉功的，就是證券交易所，銀行，以及其餘的金融機關。

第二節 資金移動的原理

對外投資和國內投資 資金之國際的移動，原理上，和國內的移動沒有甚麼不同。決定對外投資之成立及方向的法則，和決定國內投資之成立及方向的

法則一樣。『對外』是政治上的用語；『投資』是經濟上的用語。經濟法則的作用，不會受政治的國境的妨礙。

決定投資的三要因 然則決定投資的成立和方向的，究竟是甚麼？不待說，是利益的有無大小。如果再細微的觀察，更可把決定投資利益的有無大小的要因分析爲三：（一）利潤的多少，（二）投資原本收回的安危，（三）投資物件賣卻的難易。資金常向着利潤較大，原本收回較安全，賣卻交換較容易的證券流動。然而這些條件，卻須代價。投資者如不給與代價，就不能得良好的條件。要希望利潤高，就須犧牲收回的安全或賣卻的容易。因爲危險較多的企業公司的股票，大概利潤較高。如希望原本安全，就不能不滿足於較低的利潤。最安全的公債，利潤之所以最低的，就是這個原因。而這三種條件，也都各受需要供給的作用。例如爲子孫置家產的人，大約希望原本安全，利潤稍低，卻不措意。然而欲一時獲得巨利的投資者，則只望利潤最高，而不顧其他。又如經濟界平穩的時候，對於利潤較高的證

券，需要必多；經濟界陷於不安的狀態時，對於安全的條件，必極注重。

資金的移動和利息 上述三要因之中，如從投資的目的——營利來看，最顯著的積極的要因，當推第一項利潤的多少。而市場的利率和證券的利潤，大約均向同一方向而移動，故對於利息較高的國家，當然供給利潤較高的證券；因此，如果別種情形沒有變化，資金是從利息較低的國家，移向利息較高的國家。內國的利息，比外國騰貴的時候，內國市場的證券行市，就要跌落，則利潤因之漲高，於是外國投資者盛行買進本國證券，其代價則為流入本國的資金。據特里 (Therly) 的計算，一九〇〇年法國市場的外國證券的利潤，平均四分二釐八毫，內國證券的利潤，則為三分二釐一毫。^④在這種狀態之下，法國資金之所以流出外國，自屬當然的結果。

這個時候的資金移動，不經有價證券的買賣而行，也可由金融業者之國際的借貸而實現。因為內國市場，金融緊急，利息騰貴的時候，也可仰給放款於外國。

歐美諸國之間，常由匯兌的運用，巧行此種放款。就是外國市場的利息低落時，則匯赴該國的長期票據價格，必較利息高時稍貴。所以國內的金融業者，遂賣出長期票據，而得資金，到了期限，再買短期票據，以爲彌補。匯兌行市和利息的關係，後章詳細說明，望與此項併讀。

總而言之：水性就下，故水準得平，資金流向高處，利率得平。

不待說，因資金流動而流出國外的資本，主要是流動資本，外國利息，無論怎樣高，國內的固定資本，差不多不能完全移往外國，至少也必非常困難。外國的利息，無論怎樣漲高，總不能把內國的工場、鐵路、灣港破壞，而移出外國。能夠移動的，只是還沒固定的資本，或新構成的資本；然而無論那種，都是流動資本。但是生產須固定資本和流動資本適宜的配合，纔能實行，而固定資本，又常消耗，如欲填補，須固定新的流動資本，所以如果因外國的利息騰貴，流動資本流出過多且過激的時候，國內就要感覺資金不足，而增加資金的需要，於是利息自會騰貴。其結果

就是資金的流出減少，或停止，且或進而流入。照這樣得了充分的流動資本之後，利息又漸低落，資金遂再流出。照這樣看來，我們就可知遊金，常向着利息較高的地方移動，而利率常爲內外各地資金需要的標誌。

內國投資和對外投資不同之點 內國投資和對外投資，雖然都以利息爲標準，而決定方向；然而兩者之間，並不是沒有一點差異。國際投資，至少有下列三點，和內國投資不同。

第一、政治的差異 研究對外投資時，不能看過的一種事實，就是列強之間的政治的競爭。具有領土侵略的野心而行的國際投資，實比世人所想像的多得多。例如以前英國對於埃及的投資，日本對於朝鮮的投資，以及現在列強對於中國、中美、南美的投資，大約都是以擴張領土或扶植勢力爲目的。近代的歷史，告訴我們強國民對弱國鐵路鑛山之私的投資，稍進一步，就是債權國在債務國建設勢力範圍 (sphere of influence)。從勢力範圍，進爲干涉外交關係；更從干涉

外交關係，變爲干涉內政。於是就破壞弱國的獨立，而至於併吞。這幾個步驟之間，相差自各有限。有時投資者私人，竟成侵略國的手足，進而幫助其帝國主義的活動。有時政府又以國民由單純營利的動機而行的投資爲口實，而行政治的侵略。復次，政治的親善，有時也對資金的移動，給與特殊的刺激。尤其是有同盟關係的各國間爲然。日俄戰爭之時，日本的外債，主要在英國募集，俄國的外債，主要在法國募集。又如歐戰的時候，英國美國都對其聯合國給與資金的通融。

第二、幣制的差異。內國投資和外國投資，就所投的通貨及表示其價值的貨幣單位一點，也多有差異。國內投資，普通都用本國本位貨幣的單位。例如日本則用其金本位的圓，洪杜那斯（Honduras）則用其銀本位「伯索（Paso）」巴西（Brazil）則用其紙幣「米爾勒斯」（milreis）。然而對外投資，往往用和國內不同的本位貨幣，而且常用和國內不同的單位的貨幣。即使投資國與被投資國的貨幣本位都是一樣，只是價值單位不同，而資金的移動，還有多少的障礙。英

國的鎊，美國的達那，日本的圓，都同樣是金本位，把鎊和達那，數學的換算爲圓，也不一定難事，然而在日本人看起來，這些外國貨幣所表示的價值，總沒有圓所表示的價值那樣的確。至於兩國的本位不同，貨幣價值各自動搖的時候，投資實在是非常投機，而且非常困難，我們如同時想想因爲歐戰以來的銀塊行市暴騰，中國貨幣的對外價值，怎樣騰貴，和事實上成爲紙幣本位的俄國貨幣的對外價值，怎樣低落，就可以容易了解這個道理。

由貨幣制度上看，對外投資，可以分做二種：第一種是投資者成爲所有者；第二種是投資者成爲債權者。（一）所謂投資者成爲所有者，就是說投資者獲得外國公司的股票或企業的股份。這個時候，由外國貨幣的價值變動——匯兌行市的變動——所發生的危險，投資者不能不負擔。例如銀價騰貴的時候，日本的對華投資者，同樣以千兩，可以換得日本多量的圓，因此可得利益。如果銀價跌落，千兩的利益，雖沒有增減，而換算爲日本金貨的錢數，就要減少，因此，就受損失。（二）

所謂投資者成爲債權者，就是說預定一種契約，規定債務者須於一定期限還本，且定期付一定的利息，而借出一定的款項。投資於外國的公債或公司債，就是屬於這一類的。有時也有不規定還本的期限的，例如永久公債。這種投資的原本及利息，也有以債務國的貨幣支付的，也有以債權國的貨幣支付的。如以債務國的貨幣支付，貨幣價值變動的危險，就和投資者成爲事業的所有者時一樣，歸投資者負擔。如以債權國的貨幣支付，匯兌行市變動的危險，就歸債務者負擔，不直接影響及投資者。

第三、社會的差異 國內和國外的社會情形——沒有別的適當用語，故此語來表示——不是一樣。所以由這一點看，內國投資和外國投資之間，也有差異。社會的差異，固有種種，國語的差異，也是其中之一。因爲語言不同，所以不易通悉外國情形，交易商議，也多不便。於是資金的流通，就不自然。此外，政府的組織，既各差異，法律及稅制，也各不同。而且各國又都有外國人不易了解的商業上、政治

上及社會上的習慣。這些都是使對外投資不安的要素。這種不安，最近數十年間，雖非常減少，然而不能說完全消滅。國際資金的移動，沒有國內的那樣容易的，多半是這個原因。國際間的利息趨於平準，沒有國內那樣迅速的，主要也是因為這個原因。不待說，先進的投資國，常用種種方法，以擁護對外投資，而免去這種不安。一國的投資者，組織團體，以調查債務國的情形，而取共同一致的行動，也是一個方法。不是政府認可的確實善良的外國證券，不許在國內交易所交易，也是一方法。然而即使用這些方法，而因社會的差異所發生的一切不安，還是不易除去。

第三節 國際投資和國際貿易

資金的移動和貨物移動的關係 輸入資金的國家，因為要以資金而購買貨物或勤勞，所以輸入；輸出資金的國家，因為資金充裕，可以不拿他來購買貨物或勤勞，所以能夠輸出。其結果就是資金的移動，普通就成為貨物或勤勞的移動。這個現象，就從匯兌行市方面，也可說明。貸出資金的國家，須匯款於借入資金的

國家。其結果就是根據一種原理——說明匯兌的那一章詳述——債權國市場中，匯往債務國的匯價，就要漲高。於是從債權國輸送物資到債務國，就可得到利益。如從債務國輸出到債權國，就要不利。前者被助成，後者被阻礙。所以從國際投資和國際貿易來觀察，一國對外的經濟關係，多經過下述的發展階段。

外資輸入貿易入超時代 產業開發的餘地甚多，而且新進氣銳的國民，可興的事業和可開的富源甚多，而感資本不足，所以盛行輸入外資。這種國家的外資輸入，當然常是入超。因為由外國所借的資金，結局可成爲在外國獲得貨物的手段，而以貨物的形式輸入。不待說，這些外債，都要付息，而利息亦多以貿易的形式輸出，但是這種國家，大約每年的外資輸入額，比支付的利息額要多，兩者間之差額，就表現爲入超。在這種階段的國家，固然是立於最有希望的地位，然而同時卻也立在最危險的地位，因爲一旦發生了事變，信用組織動搖，投資國不欲輸出資金的時候，這些國家，既不能重新輸入外資，而對於舊外債，又須付息，恐將受絕

大的打擊。

歐戰以來的狀態，不易律以常規，故暫置不說，如就歐戰前的狀態看，則日本、中國、加拿大等國，都是屬於這一階段的。

支付利息貿易出超時代，產業逐漸發達，外資的需要，不如以前之甚的國家，支付的利息額，比輸入的資本額要多，兩者間的差額，普通也表現為貨物的輸出。這就到了輸出超過的時代。

歐戰前屬於這個階段的國家，第一為北美合衆國，其餘有俄國、巴西和亞爾然丁等。不過美國因為這次歐戰的結果，已一躍而入於債權國的階段。

不待說，屬於這一階段的，是利用外資，而振興產業，增加國富的國家。如果用外資於不生產之途，而永久貧窮的國家，就非年年借新債以付舊債的利息不可，所以入超的狀態，永久繼續。無論飲食了多少滋養料，如果胃腸不能吸收，決不能使身體康健。像葡萄牙和土耳其，正是貪食外資而得痢症的適例。

收入利息貿易入超時代，國運更加發展，鐵路、灣港、工廠，以及其餘國內一切產業，都已完成，國富充實，資本漲溢的國家，就向着利潤較高的新開國的市場投資。其結果，第一就是貨物的輸出增加，但是這種國家，不久就會從出超的狀態，轉入入超的狀態。因如果繼續輸出資金，當然過去放出的資金所生之利息，比每年貸出的資金要多，兩者間的差額，有成爲貨物輸入的傾向。所以入超乃是這種國家的常態。

歐戰前屬於這一階段的國家，爲英吉利、法蘭西、德意志、比利時、及和蘭等國。其中的英國，戰前的對外投資，約有四十億鎊，每年的新投資，約一億六千萬鎊以上。但是舊債所生的利息，每年約二億鎊，和每年放出的新債比較，約多三四千萬鎊。這種差額，每年流入英國。^④

對外投資有時不助長投資國的產業，資金的輸出，可以引起商品的輸出，本節已經詳述，但是債務國不一定直接自債權國輸入商品。例如中國向日本借

款，而以其資金由美國買進鐵路材料。但是就是這個時候，投資國，例如日本的輸出貿易，普通還是增進。因為日本雖不直接輸出貨物到中國，然而卻輸出貨物，例如絲經，到美國。日本就可以把在美國的債權，移轉到中國項下，以作應付與中國的資金。中國就可以拿這個債權，而充購買鐵路材料之用。這就是日本不送資金到中國，而送絲經到美國，美國的鐵路材料，就當作這個絲經的代價，輸入中國。其結果就是因為向中國投資，而增進向第三國的輸出。這種事例，實不少見。不待說，有些時候，輸出的資金，用以購買第三國的商品，雖足以助成第三國的產業和債務國的產業，而對於投資國的輸出產業，不一定能給好影響。尤其是國內發生的資金，不行運出，只把從來的對外投資在外國所生的利息，轉投到別國的時候，但不會助長本國的產業，反有時育成競爭國的產業。戰前英法的對外投資，多少有這種傾向。如要避去這種不利，就要和戰前德國對外投資時常行的一樣，和債務國的產業結成關係，以監視和支配自國所投的資金。更進一步，就要設法自己

在外國經營產業，運用資金。不待說，由債務國方面說，外國輸入的資金，如附有外國的國民性，自己就不能自由，所以總設法求沒有這種拘束的資金。

① 關於資金之國際的移動之理論和政策，下列各書，爲最適當的參考書籍：

C. K. Hobson: *The Export of Capital*, London.

Hartley Withers: *International Finance*, London.

Émile Bécque: *L'Internationalisation des Capitaux*.

A. Satorius: *Freiherr von Waltershausen*.

最初兩本，以英國爲主。威查氏的論及戰時及戰後的大勢。伯克氏的，以法國爲主。沙托柳的，以德國爲主。以沙托柳的著作爲根據，而附加關於日本國際金融的研究的，有服部文四郎的國際金融論。此外，搜集關於美國在國際金融上的地位的論著的，有 *America's Changing Investment Market; The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. LXVIII, Nov. 1916.

① Cité Par Bertrand Nagaro: Préface a 'L' Internationalisation, des Capitaux, Par Émile Bécque.

② David Ricardo: The Principles of Political Economy and Taxation, Chap. VII. McCulloch: The Works of David Ricardo, p. 77.

③ Walter Bagehot: Economic Studies, Essays I, p. 91

④ Robert Liefmann: Beteiligungs und Finanzierungs Gesellschaften, Eine Studie über den Modernen Kapitalismus und das Effektenwesen, Jena, 1913. 2.

Aud. Kap. I.

⑤ Émile Bécque: op. cit. p. 84.

⑥ Hobson: British Oversea Investments, Their Growth and Importance.

第九章 支付的均衡

第一節 國際借貸的原因

前章說明了國際間資金移動的理法，本章說明國際間發生借貸關係的諸原因；換句話說，就是說明支付均衡的諸要目。

決定國際借貸關係的原因，非常複雜，簡直不能枚舉。但是其重要的原因，大約如下：

貨物的輸出入 國際貿易上輸出是貸方，輸入是借方，所以貨物的輸出入，為決定國際間借貸關係的最重要的原因，已為一般人所公認了。日本最近，單只就這個項目，每年發生四十億圓內外的國際借貸。但是如以此為國際借貸的唯一原因，那就是非常的錯誤。近世初葉，重商主義的學者，固守所謂貿易均衡說（theory of balance of trade）以為出超可促正貨流入，使一國的經濟勃興，入超則促正貨流出，使一國的經濟衰亡，故主張出超可慶，入超可憂，而沒有金銀鑛山的國家，富國之道，只有貿易。這種學說，是應着時代的要求而發生的，由當時的狀態看，自然不應排斥，但是在現在看起來，差不多等於只看見樹，而未看見林一

樣，難免爲偏狹的學說。如果這一說是正當的，如果國際貿易是國際借貸的唯一原因，那末，輸出入的差額，就應以正貨來支付，所以貨物輸出入的差額和正貨流出入的差額，就相當的長時期看，就應一致，至少也要相近。然而事實決不是這樣。例如大正八年的日本貿易，輸出爲二十億九千九百萬圓，輸入爲二十一億七千三百萬圓，出入相抵，入超七千四百萬圓，而同年的正貨流出額，爲五百萬圓，流入額爲三億二千七百萬圓，出入相抵，入超三億二千二百萬圓。卽就正貨現存量看，也反增加了四億五千七百萬圓。貿易入超額和正貨出超額之間，有很大的懸隔，貿易差額和正貨增減，非常背馳，都足以證明除貿易關係以外，還有左右國際借貸的有力的原因。這種事實，不限於大正八年，也不限於日本。試看從明治四十二年到大正二年五年間日本的貿易的統計。這五年間的貿易，乃是戰前的常態。⊙

年次	輸出	入出	超入	超
四十二年	四三・二・五一	三九四・二六・八四	一八・九三・六六	—

四十三年	四六·四三·九九六	四一四·三三·八〇八	—	五·八〇四·八二
四十四年	四七·四三·八八八	五三·八〇五·七〇五	—	六·七七一·八七七
大正元年	五二·九八·八四三	六八·九九二·二七七	—	九·二〇〇·四三五
大正二年	六三·四六〇·二三	七九·四三三·六四四	—	六·九七一·四三
五年平均	四四·八四〇·五三	四九·四九七·六九	—	四〇·六七〇·三

這個五年之間，每年入超，平均為四千萬圓餘，如果貿易是國際借貸的唯一原因，每年平均，就應該流出正貨四千萬圓內外，然而試看金銀的輸出入，事實卻和此正相反。⊙下面的表，明白的告訴我們這個事實。

年	次流	出流	入出	超入	超
四十二年	六·五四·三七	七九·五七·五〇三	—	七·三〇三·一七五	—
四十三年	一五·一七五·〇九七	一七·六七一·七九七	七·五〇三·二五四	—	—

四十四年	一四・三六・二六六	六・一六・二六六	一六・三〇・〇〇八	—
大正元年	二六・三五・一三五	二・五四・三五三	一六・六〇・八〇二	—
大正二年	二七・〇九・三四六	一・〇二・三三三	二六・〇二・九九五	—
五年平均	二三・三五・二四二	二二・一九・六五四	—	六三・四三三

據上表，就可知貿易雖是入超，而金銀則每年平均入超八十八萬圓餘。英法德等國的狀態，每年大約也是如此。試看沒有受戰亂影響的一九一三年的統計，英國貨物入超十三億四千萬圓左右，而正貨也入超一億二千萬圓左右。法國貨物入超約八億四千萬圓，而正貨也入超約二億五千萬圓。德國貨物入超約五億圓，正貨亦入超約一億七千萬圓。外國貿易的統計，無論那國，都不易正確，所以以上的數字，難免有錯誤，不過據此以窺大勢，卻也充分了。

總而言之：貿易均衡和支付均衡，并不一致。而且貿易均衡，也不是決定支付均衡的唯一要因。決定國際借貸的原因，除卻學者所謂有形的貿易（*visible*

trade) 以外，還有許多無形的貿易 (invisible trade) 以下略舉無形的貿易之主要項目。

外債的本息——外債的募集、應募、償還、及利息的授受。發行外債的國家，在所借之債未完全提取的期內，對於應募的國家，是立於貸方的地位的。因為發行國可以隨時提取債款。反之，應募別國外債的國家，如其應募額未完全交出，則在未交額的範圍內，對於發行國，則立於借方的地位。外債一到了償還期，債務國對於債權國，立於借方的地位，債權國對於債務國，就立於貸方的地位。又，債務國對於債權國，須付利息，所以就這一點，立於借方的地位，債權者則立於貸方的地位。這裏所謂的外債，不問其為國債、地方債、或公司債，是總稱一切公私的外債而言的。其募集、取輸出有價證券的形式，其應募和償還，則取輸入有價證券的形式。利息的收受，取輸出息票的形式，利息的支付，則取輸入息票的形式。由股票的輸出入而行的資金之國際的移動，也可準此考察。股票的輸出入，也和債券的輸出入

入一樣，成爲國際借貸的原因。

就這一項目看，日本在戰前所負之外債，將近二十億圓，每年應付的利息，將近一億圓。反之，英國的海外投資，將近四百億圓，每年受入的利息，將近二十億圓，而且每年爲十六億圓以上的新投資。再就戰後的狀態看，大正九年初，日本在外國發行的公債公司債的現存總量，爲十六億三千萬圓，每年應付的利息，應爲七千三百萬圓。同時，外國政府在日本內地發行的公債額，有五億六千萬圓，每年所受入的利息，爲二千二百萬圓。此外，戰前本爲債務國的美國，因歐戰以來應募外債，遂一躍而爲世界的大債權國。戰前爲第一流對外投資國的英法，戰後急轉直下，墮入大債務國的地位。這些現象，都是戰爭所引起的金融上的大變動中特別應注意的事實。

運費、保險費、和規費等 運費就是運載貨物旅客時所徵收的報酬，如日本的船舶，在外國的航路，運貨乘客時，即徵收一種運費，這種運費，日本對於外國，就

立於貸方的地位。利用日本的灣港或陸路而行通過貿易時，也是一樣。保險費是保險公司因爲承保危險損失等而向投保人徵收的報酬，如日本的運輸業者或商人，將其船舶或商品，向外國保險者保險的時候，以及日本人民加入外國的生命保險的時候，便要繳納一種保險費，日本對於外國關於保險費，立於借方的地位，關於保險金，則立於貸方的地位。至於規費可以說是一種手續費，如日本託外國商人買賣，必須支付規費，或在外國市場起債時，也要給債額幾分之幾的規費，又如間接匯兌，便給規費與中間國的金融業者，關於規費，日本對於外國，均立於借方的地位。

一國由外國收入的運費保險費等，很難算定。威查氏說，世界各國輸出總額和輸入總額之差，可據各國商船的噸數，以按分比例而算出。④因爲輸出統計，各國都以貨物在輸出港裝入船舶時的價格，不包含運費保險費的 F. o. b. 的價格爲標準而計算，輸入統計，各國——除卻美國——都以貨物抵輸入港時的價

格，包含運費保險費的 C. I. F. 的價格爲標準而計算，所以世界各國輸出總額和輸入總額之差，約略可以表示國際貿易中的運費保險費的總額。如把這個總額照各國船舶噸數來分配，大約可知各國所收入的運費。不待說，這不過只是知道大概，不能說是正確。威查以這個方法來計算，戰前英國的商船，約有世界船舶總噸數之半，故其每年收入的運費，約有十一億二千萬圓。即使除去殖民地船舶的收入及海運公司在外國所支出的經費，還有九億圓左右。據日本大藏省，於明治四十三年頃，關於海運公司的調查，日本的此項收入，約有二千六百萬圓左右。

⑤ 現在船舶的噸數既增加，運費也漲高，這種收入，較前增加了許多。

海外僑民的匯款 在外僑民在僑居地賺得金錢，匯回本國時，關於這點，本國也立於貸方的地位。反之，如果由本國寄款與僑民，本國則立於借方的地位。中國每年這項收入，卻也不少。據前述大藏省的調查，總計海外營業純益，海外勞動者匯款及攜回之款，日本的收入，約四千萬圓餘。

政府的外國事業 屬於這一類的，例如日本經營滿洲，英國經營印度（日人把滿洲當做印度！譯者），所須的經費，及各國駐外使臣和其餘官吏的薪俸等。一國政府在外國支出經費，就使該國關於這種經費，立於借方的地位。反之，外國政府在本國支出經費，就使本國關於這一點，立於貸方的地位。據日本大正十年的預算，只就日本外務省在外使館費，已在千二百萬圓以上。

以上所述的，爲決定國際借貸關係之重要的原因。此外還可加上外國旅行者的消費、償金、及貢獻等項。

第二節 戰亂與日本的國際借貸

前節說明構成國際借貸的重要原因。本節從這些國際借貸的諸項目來觀察，以研究日本在國際經濟上占怎樣的位置。

戰前之日本的國際經濟 先從過去的事實述起。

貧窮國的日本 就大戰前的狀態說，如把日本的經濟，和世界各國的比較

觀察，無論何人，都不能不承認日本貧窮。究竟日本的國富有若干，自然沒有正確的統計。多估的人，以為有三百億圓，或四百億圓；少估的人，以為不過只二百二十億圓。假定是三百億圓，來和世界的列強比較。第一美國，他的國富，號稱二千六百億圓，為日本的九倍。第二，英國本國，為一千六百五十億圓，約日本之五倍半。第三為德國的一千五百億圓，約日本的五倍。無論就以上那一國看，日本均非其敵。美國的國富，每年至少可增加百億圓，日本民族三千年來所儲蓄的富，美國人只要三年的功夫，就可儲蓄，次就日本國民活動之表現的貿易看，戰前最近大正二年的輸出入總計，約十三億六千二百萬圓，以此與列強比較，英國為十倍，德國八倍，美國六倍，法國五倍半。不是日本同格的國家，而為日本所輕視的和蘭及比利時，貿易總量，也較日本多。就是前者為日本的三倍半，後者兩倍。再就物產看，日本雖為『豐葦原瑞德國』，而每年的農產物，不過美國的十五分之一。至於工產物，則不過三十五分之一。

借債國的日本 日本不單是貧窮國，而且是借債國。日本之所以成爲借債國，因爲雖然這樣貧窮，還要和列強一樣，整理軍備文物，以撐持門面。

日本近代的外資輸入，始於德川幕末諸藩向外借款，至其數量，則不明悉。到了明治政府的明治三年四月，因謀一般經濟發達起見，在倫敦發行九分利息的外國公債。這可算是外資輸入的嚆矢。這種資金，主要用於建築日本最初的鐵路品川橫濱間的線路。六年一月，又在倫敦發行七分利息的外國公債。這主要用爲因廢藩置縣而發生的士族就業資金。此後政府的外債，雖也有一上一下，然而大體的傾向還是增加，尤其是日俄戰爭的戰費和戰後的經營費，多仰給於外債，所以明治三十八九年以後，非常增加。戰前大正二年末日本政府的外債總計，合長期短期，已達十五億二千五百萬圓。此外，內債流出海外的，約有七千二百萬圓。

以上單就政府的公債而言。此外還有地方債，如東京市的電氣事業公債，大阪市的電鐵和水道事業公債，也有一億七千七百萬圓左右。又如南滿鐵道株式

會社的公司債、日本興業銀行的公司債、以及其餘公司外債，約一億六千七百萬圓。又外國人投資於日本內國公司的資金，約三千一百萬圓。

合計上述長期短期的國債、流出海外的內債、地方債、公司債、和外國人的內國公司投資，大正二年末日本輸入外資的現存總數，實超過十九億七千一百萬圓。此外還有多少借入的外債，若一併計算，日本的外債，至少約達二十億圓。[⊗]

每年應對外支付的債務 日本既然是貧窮國和借債國，其當然的結果，就是每年對於外國要付巨款。其最重要的項目如下：

第一、入超額 入超爲日本戰前貿易的常態，上面已經說過。其超過額，每年呈增加之勢，到了大正二年，幾達九千七百萬圓。卽就從明治四十四年到大正二年之間，三年的平均，也有八千五百萬圓餘。[⊕]這乃是日本每年非支出不可的款項。

第二、外債利息年額 日本有二十億的外債。既然借了債，就不能不付息。日

本外債的利率，大約是四分到六分，平均可看做五分。據日本大藏省的調查，大正二年末未償還外債的年利額，僅就國債、市債和公司債言，已爲八千四百萬圓餘。此外，還有流出海外的內債利息、臨時借款的利息、外人投資的利息等，所以總計至少有九千萬圓，概數約一億圓。津村博士道：『日本這個一家的家族，無論何人，每人每年均須支付一圓八十五錢。若以三百六十日來分配，只要是日本國民，無論老幼男女，甚至於幼童、三歲小童、食乳的小孩，每人每日均須支付五釐利息。』^⑨

僅就上述兩大項目言，日本每年應付外國的款，至少也達一億八千萬圓左右。然而日本應付的款，決不僅此，此外還有許多。例如日本政府的海外經費，以及貿易統計中沒有記載的輸入價格，如兵器、軍艦、皇室御用品的輸入價格等。但是就把這些細目略去不算，尙達一億八千萬圓。

每年對外支付的能力 然則日本戰前，每年有支付一億八千萬圓的能力

嗎？先看是否能以輸出國產而支付。前面已經說過，貿易每年是入超，所以他只能爲負債的原因，而不能爲還債的手段。於是日本就不能不於貿易以外的方法，而求還債資金的來源了。然則貿易以外，有甚麼來源？大約有下述的四項：

第一、日本船舶運費 據大藏省明治四十三年關於海運公司的調查，日本在國際經濟上所收的運費及保險費，除去支付外國的外，約爲三千六百萬圓。①如果這個數字大體正確，則從明治四十三年到大正二年之間，日本船舶的噸數及貿易港的出入船舶，約增加百分之三十，運費也漲高百分之三十，所以戰前最近日本的運費收入，年額會到了四千萬圓，或四千五百萬圓。總不得比此還多。

第二、在外日僑寄回及攜回之款 日本海外僑民約三十萬人，其寄回及攜回日本之款，每年總計約二千五百萬圓內外。

第三、外國人在日的消費 外僑在日的消費和日僑在外的消費，兩抵之後，尚有二千萬圓左右。外人來日旅行者日多，日僑在外的消費，也有增加的傾向。

第四、正貨的輸出。正貨的輸出，也是清償對外債務的一法，但這乃是最後的手段。戰前兩三年間，日本入超甚巨，故每年實際流出的正貨，在二千萬圓左右。但是日本以這項資金，繼續對外支付的能力，究有幾許？換句話說，就是日本的金銀年產額，究竟有多少？這乃是連年增加的。不過大正二年，金只有七百二十五萬圓，銀只有五百六十四萬圓，合計不過一千三百萬圓左右罷了。除上數外，如還要輸出正貨，就要先從外國借入，然後輸出了。

每年對外出入兩抵外尚須借入八千萬圓。合計以上四項，日本的支付能力，不過約一億圓。如總括戰前最近日本的收入狀態，每年的情形，大約如下：④

對外支付債務	
輸入超過額	八五 <small>百萬圓</small>
外債年利額	九五
合計	一八〇

對外支付能力

船舶運費

四五百萬圓

僑民收入

二五

外人消費

二〇

金銀出產

一三

合計

一〇三

兩抵外尚差

七七百萬圓

以上數字，實際把應還的債務，估計過小，支付能力，估計過大。然而日本的借入，已超過支付能力約八千萬圓。我們還須注意，以上的數字，沒有把應還借款計算在內。不待說，日本的外債之中，也有像大阪市的築港公債，在大正七十年以前，不須償還的。國債之中，也有長期借款，還本期在大正五十九年的。然而短期的借款，卻也不少。究竟何時全部還清，自然不得明白知道，但是借來的款，自然非償還

不可。如不償還，則永久須每日絞取老幼男女人民的五釐血稅，每年須支付將近一億的利息與外國。如不支付，則埃及土耳其的運命，正在等候日本。即使在四十年之後，償清二十億的外債，每年還須支付五千萬圓。若把這種巨額加上，則日本每年應支付的款項，實達一億三千萬圓。戰前日本的正貨，不過三億五千萬圓內外，如以正貨支付這種巨款，日本的正貨，不出三年，就要用完。即使不還外債，四五年中，也會用完。如不欲用完正貨，就不得不反復借款。所以日本當時的狀態，實在非常危險。幸歐戰爆發，日本因此得免於難。

歐戰救了日本。以上所述的，是戰前日本國際借貸的概要。然則世界大戰的三年，對於日本的支付均衡，給了甚麼影響？一言以蔽之，就是好影響。日本和美國，乘着歐洲混戰，不暇他顧之機，經濟上占在中立的地位，在財政經濟上得了非常的利益。日本因為這次戰亂，支付均衡上所受的好影響，都是由於貿易順勢和海運隆盛。

第一、貿易的順勢。日本的貿易，一聞開戰之聲，同時就暫時陷於非常沈寂的狀態，輸出輸入，都大減少。這因為航路危險，海上保險暴騰，外國匯兌也差不多不通的原故。其結果就是輸出品大宗的絲經，於開戰前七月下旬，呼價約近千圓，到了八月，遂跌到七百六七十圓。棉線、茶等項，均陷於同樣的運命。而輸入品的染料、藥品、紙，漲高到數倍，數十倍。所以大正三年的輸出，比較二年的，減少了四千萬圓，輸入則減少一億三千萬圓。然而輸入減少，較輸出減少更甚，所以前年入超將近一億圓，而這一年入超祇四百六十餘萬圓，對於支付均衡，實在是可喜的趨勢。

從大正三年底到四年，歐洲交戰國，因為忙於供給軍需品，限制或禁止某種商品的輸出，而沒有餘力供給物資於別國，復加以運費漲高，船舶不足，以致貨物運輸困難，故輸入更形減少；然而輸出卻不然，一方面對於本在歐洲諸國的商權之下的印度、澳洲、南洋等市場，乘歐洲商品斷絕之機，進而補充其缺，別方面因盛行供給軍需品於英俄，其結果就是出超一億七千五百萬圓。五年以後，輸出品

產業既勃興，原料品和半製品的輸入遂漸盛，故輸入也非常增加。輸出方面，因銀塊騰貴，對華輸出非常順利，以及美國財界隆盛，對於日本商品的需要，隨着增加，所以非常增進。因為這些原因，日本的貿易，遂漸入佳境了。今將開戰後五年半至大正八年末截止的大勢列表如下：

	輸 出		入 出		超 入	超 出
	輸	出	入	出		
大正三年(自 八月至年末)	二二二·六六六 ^{千圓}	一六七·四〇一 ^{千圓}	五五·二六五 ^{千圓}	—	—	—
大正四年	七〇八·三〇六	五三二·四四九	一七五·八五七	—	—	—
大正五年	一·一二七·四六八	七五六·四二七	三七一·〇四〇	—	—	—
大正六年	一·六〇二·四二七	一·〇三四·七六二	五六七·七一〇	—	—	—
大正七年	一·九六二·一〇〇	一·六六八·一四三	二九三·九五六	—	—	—
大正八年	二·〇九八·八七二	二·一七三·四五九	—	七四·五八七	—	—
合 計	七·七二一·八八四	六·三三三·六四一	一·三八九·二四一	—	—	—

總而言之：歐洲大戰，因為（一）重要輸入品的輸入減退，（二）新販路的獲得，（三）舊販路的擴張，（四）軍需品的輸出，使日本的貿易，呈未曾有的盛況，出超約十四億圓，即戰前日本外債的百分之七十。不待說，這個時期內貿易額的膨脹，多由於輸出入品的價格漲高，大正八年的貿易，價格雖增加到戰前的二倍以上，而數量上的增加，不到百分之三十。然而戰時中十四億圓的出超，卻為不能否認的事實。

第二、海運的隆盛。開戰之初，日本的海運，因為海運危險和貿易減少，一時陷於萎靡的狀態，但是不久就呈非常的發展，運費不斷的漲高。如據日本郵船會社的調查，比較戰前和開戰三年後的狀況，就是定期船和命令船的運費，也都漲高，尤以臨時船為最甚。歐洲航路漲高百分之百九十，美國航路漲高百分之九十，澳洲航路漲高百分之百十三，孟買航路漲高百分之二百六十，卡爾卡塔航路竟漲高到百分之一千六百。這乃是世界的通勢，英國運費市場的狀況，也大約一樣。

備船費，也準此暴漲。

然則戰時的運費，何以這樣驟漲？這因為世界海運的輸送能力非常減少，而這個減少的重要原因，不外下述三端：

第一為船舶不足。戰前世界全體，總噸數在千六百噸以上的航洋輪船，約有三千五百萬噸。然而戰爭期中，英法方面的船舶，半數供為軍用，德奧的汽船，則蟄伏於本國港或中立港中，雙方扣留，捕拿以及擊沈的，也不在少數，所以在海運界活動的船舶噸數，不達戰前之半。而且一方面英法急於製造軍艦和軍需品，沒有餘力新造和補充船舶，別方面德國的潛航艇，相傳每星期平均要破壞十萬噸的船舶。

第二為航路的迂回。例如向來由地中海赴歐的船，須繞喜望峰而行。其結果就是輸送同量的貨物，須多費時日，多要船舶。

第三為卸貨遲滯。因為鐵路供為軍用，以及因招兵而發生之勞力不足，致使

交戰國的商港，貨物起卸，非常遲滯，多數的船舶，都不得不空費時日，等候起貨。

但是別一方面，對於運輸能力的需要，甚至於和軍事沒有直接關係，也因戰爭非常增加。這個增加的主要原因，不外下述二端：

第一為貨物移動系統的變化。例如意大利、法蘭西等國，向來均經黑海輸入五穀，因為黑海封鎖，同樣的貨物，遂不能不仰給於南美、北美等遠地。又如戰前從德國輸入商品的英、法、俄等國，現在遂不能不求其代用品於日本和美國。所以物資都從比前較遠的地方輸送，因而商船的工作也就增加。

其二為移動貨物的性質的變化。交戰國因多數壯丁從軍的結果，一般產業，尤其是農業，不能照舊繼續。尤以土地為敵軍所占領的法國為然。其結果就是原料品須從外國輸入，而輸入的分量，要比以前大。這一點就增加了對於船舶的需要。

但是就世界全體言，輸送力雖減少，需要雖增加，而日本所有的船舶，因製船

隆盛的結果，開戰以來，倒反增加了。^⑤於是日本的海運，遂呈空前的發展，在世界各地，開闢新航路，收得很高的運費。戰爭中，日本的海運界，在支付均衡上，究竟獲得了多少運費，自不易精確算定，但如以日本汽船的噸數和三大汽船公司的運費收入等爲資料，而推算其概數，日本至大正八年末截止，由海外獲得的運費，至少和貿易出超額一樣，不下十四五億圓。

僅就以上所述的貿易和海運兩項算，戰爭中日本的支付均衡，概算將近三十億圓。但是這個期間內，日本的所得，尙不止此。此外如貿易以外的軍需品販賣，至少也有二億或三億圓。綜合起來看，日本乘着歐戰所獲得的款項，至少也在三十億圓以上。所以日本的正貨現存量，逐漸增加，開戰當時不過三億五千萬圓，戰爭中約加了十七億圓，大正八年末，突增到二十億圓。而且在這個期間，一方面償還了將近三億圓的外債，別方面英、法、俄、華在日本發行的政府公債，也在六億圓以上。此外，在海外，尤其是東洋諸國，有了幾億圓的事業投資。

① 大藏省主稅局大正二年外國貿易概覽第三頁。

② 據大正二年外國貿易概覽第一二九頁之表而算出。

③ Statesman's Year Book, 1916.

④ Withers, Money-changing, pp. 57-58.

⑤ 津村秀松著社會與經濟六六〇頁。

⑥ 大藏省金融事項參考書，大正三年四月調查。

⑦ 據大藏省大正三年外國貿易概覽的數字為基礎而計算的。

⑧ 據大藏省金融事項參考書，大正二年末未償還外債的年利額如左：

種	類	未償	還	額	年	利
國債		一・四九五・三一八・五四二		四	六五・七二六・七八五	四
海外流出內國債		七一・八七五・五〇〇			?	
政府短期證券		二九・二八九・〇〇〇			一・五三七・六七三	

市債	一七七・一四七・一八五	八・八九八・九四二
公司債	一六六・八八四・四〇〇	八・〇五一・三三〇
借入外資	?	?
外人投資	三〇・九三〇・〇〇〇	?
合計	一・九七一・四四四・六七七	八四・二一四・七三〇

④ 津村秀松日本國民之經濟的自覺（神戸高等商業學校開校第十周年紀念演講及論文集第九八頁。）

⑤ 據大藏省的調查，明治四十三年貿易關係以外的正貨收支額如下。轉載津村秀松社會與經濟六六〇頁。

收入之部		支出之部	
內國運費內國保險公司保險費	二六・七四二 <small>千圓</small>	外國船運費	五九二 <small>千圓</small>
外國船艦及外國船公司內地消費	一四・一一八	內國船及內國船公司外國消費	一三・五八三

第九章 支付的均衡

外國人內地消費	三三·四二〇	日本人海外消費	八·二八八
海外事業及投資的利息	四三·七三九	外國人在日本的企業利益	一八·八五〇
外國人在日本的投資	一〇·三九〇	與貨物貿易有關聯的支出	一五二
日本政府收入款及外國政府支出款而收回者	二二二·〇一二	日本政府及公共團體支出	一五一·七二二
外國保險公司保險金	一·六七三	海外投資金	二二·四六二
總計	三五二·七一一	外國人投資於日本而收回者	二九·三四一
兩抵外入超		總計	二四四·九九六
			一〇七·七一七

日美年鑑之中，估計一九一三年僑美日民寄回及攜回之款約二千萬圓。

⊕ 這個計算，決不是精密的。第一，小項目均被省略。第二，所載數字，不過是估計的。貿易統計，在這些內裏，算是最近以正確的，然而還難免有秘密貿易，報告的虛偽，及遺漏等。但是據此，實足以察我們要研究的日本國際借貸的大體。

⑤ 伊東米治郎講演戰爭與海運界

第十章 外國匯兌

第一節 清償國際借貸的手段

前面兩章，考察國際間發生債務的原因。本章研究清償國際債務的手段。清償國際間的債務，也有支付和債額相當的物品和有價證券的，也有支付正貨的。但是最普通的手段，就是匯兌。

匯兌的意義 匯兌 (exchange) 就是遠地的債權，而之以供通貨之用。買賣這個債權，以償還遠地的債務，就叫做匯兌。這種債權，普通以叫做匯票 (bill of exchange) 的一種證券來代表。銀行買賣這種票據，以媒介通貨之空間上的移轉，并為異地的人成立或抵消借貸關係。

國內匯兌和外國匯兌 匯兌有國內匯兌 (domestic exchange) 和外國匯

兌 (foreign exchange) 的兩種。前者是國內各地間的匯兌，後者是國際間的匯兌。原理上，兩者並沒有絲毫的差異。但是國際間不單是貨幣制度有差異，於場所的金融之外，還有種類的金融，而且資金的移動，也有難易之差，所以外國匯兌，常附隨種種的複雜事情。

直接匯兌和間接匯兌 外國匯兌，由其匯兌的方法看，可分為直接匯兌 (direct exchange) 和間接匯兌 (indirect exchange)。前者是債權國和債務國之間直接匯兌，後者是經過一個或幾個第三國而匯兌。此外又可分為寄款匯兌 (remittances, selling exchange) 和逆匯兌 (draft, buying exchange)。前者是債務者買進在債權者所在地付款的匯票，送與債權者的方法；後者是債權者作成以債務者為付款人的匯票而賣出的方法。如由這種買賣的對手匯兌銀行的地位看，寄款匯兌，也可叫做販賣匯兌，逆匯兌，也可叫做購買匯兌。

長期匯票和短期匯票 外國匯票，因其期限的長短，可分為短期票據

(short bills) 和長期票據 (long bills)。短期票據，像支票，見票即付等票據，須即付款的。電匯 (telegraphic transfer) 雖非用票據，也是短期匯兌。長期票據，爲比較長期的票據的總稱，最普通的，是見票後三月付款。

擔保匯兌 逆匯兌又因擔保的有無，分爲普通逆匯兌 (clean bills) 和擔保匯兌 (documentary bills) 兩種。擔保匯兌，是繳納載貨證券或保險證券與銀行，而以送與票據付款人的貨物爲票據的擔保。擔保匯兌，更可分爲 acceptance bill (documents against acceptance 即 D. A.) 和 payment bill (documents against payment 即 D. P.) 兩種。前者是票據付款人受入票據，同時就可取回擔保物件或代表物件的證券；後者是要等到票據付款人實行付款之後，纔能取回擔保品。此外，逆匯兌之中，又有附有信用證及否的。所謂附有信用證的票據，就是由銀行所發行的信用證 (letter of credit)，而保證其付款。

銀行票據和商業票據 外國匯票，又因票據當事者的不同，而分爲銀行匯

票和商業匯票。銀行匯票，就是發票人和付款人都是銀行；商業匯票，就是發票人和付款人都是商人。發票人爲商人，而付款人爲銀行的票據，在銀行受入該票據之後，也稱銀行票據。寄款票據，通常是銀行票據。

第二節 決定匯兌行市的原理

匯兌行市的意義 外國匯票的票面，通常記載付款地的貨幣，所以匯兌時須把發票地的貨幣，換算爲付款地的貨幣。即如附息票據^①一樣，票面記載發票地的貨幣，但是須付付款地的貨幣，所以付款時，也須把發票地的貨幣，換算爲付款地的貨幣。發票地的貨幣和付款地的貨幣之換算率，換句話說，就是國內貨幣和外國貨幣的比率，就叫做匯兌行市。

匯兌行市的確定法 匯兌行市，有兩種確定法。第一，以本國的貨幣爲基準，而以與此交換之外國貨幣的數量增減，表示匯兌行市。這叫做收款結算的行市。例如：

匯赴倫敦

銀行電匯費	(Bank T. T.)	$2/0\frac{3}{8}$
銀行票到即付匯兌	(Bank Demand)	$2/0\frac{7}{16}$
銀行四個月後付款賣	(Bank 4 m/a)	$2/0\frac{9}{16}$
信用四個月後付款買	(Credit 4 m/a)	$2/0\frac{7}{8}$
信用六個月後付款買	(Credit 6 m/a)	$2/1\frac{1}{16}$
擔保匯兌六個月付款買 (Documentary 6 m/a)		$2/1\frac{1}{8}$

此時是以日貨壹圓為基準，而以與此交換之英貨表示行市。以日貨壹圓，可買英貨匯票二先令○便士八分之三。壹圓是不動的，其行市則為英貨二先令○便士八分之三。這假行市，有時漲為十六分之七，有時跌到十六分之五。壹圓是不動的，所以不必在行市中表示。第二是以外國貨幣為基準，而以與此交換之本國貨幣的分量增減表示行市。這叫做付款結算的行市。例如：

匯赴香港

銀行票到即付匯兌賣 (Bank Demand) 99

個人十日後付款買 (Private 10 d/a) 92- $\frac{3}{4}$

此時以香港的百圓爲基準，而以與此交換之日貨表示行市。購買香港銀百圓，需日貨九十九圓。這個行市，或漲到百圓，或跌到九十八圓。百圓是不動的，行市表中不必表示，另以別例來說，例如東京地方，以一圓幾升幾合表示白米的零售市價，大阪地方，則以一升幾拾幾錢來表示。前者等於收款結算的行市，後者類似付款結算的行市。收款結算的行市，如從對手國看，就是付款結算；付款結算的行市，如由對手國看，就是收款結算。日本的匯兌行市，匯赴歐美各金本位國，自不待說，就是匯到銀本位國如中國，也是以收款結算而行的。不過匯到中國和香港，而以銀圓支付的匯兌行市，則用付款結算。

在日本的匯兌市場，無論是收款結算，或付款結算，通常的習慣，只要是行市

的呼聲增大，就叫做匯兌行市騰貴，若是行市的呼聲減少，就叫做匯兌行市下落。所以主要行收款結算的日本，匯兌行市的漲落，和普通物品行情的漲落，意味完全不同，匯兌『行市』的高低，和經濟學上所謂的匯兌的『價格』大抵不能一致。就是匯兌行市的漲高，在付款結算，則和普通的商品行市漲高一樣，是匯兌價格漲高，如在收款結算，就是匯兌價格跌落。又如匯兌行市的跌落，在付款結算，則和普通的商品行市跌落一樣，是匯兌價格的跌落，在收款結算，就是匯兌價格漲高。然而日本的行市，多是收款結算，所以匯兌行市的進退，普通和匯兌價格的漲跌，正相反對。所以『貴買賤賣，票據越好，行市越低』一語，乃是匯兌的通則。

匯兌行市表的讀法 上述匯兌行市表中，所謂『銀行』(bank)，就是表示銀行票據，銀行賣出的匯票，換句話說，就是貿易業者欲寄款時所買入的匯票。所謂『信用』(credit)，是表示對於信用證所發行的票據。例如日本商人，要輸出商品赴英國時，先從英國的顧客，徵求英國銀行所發行的信用證，輸出手續完

了時。即將此信用證，并附以票據，持至日本的銀行，請其購買，而提取輸出商品的代價。此時所用者，就是「信用」。『擔保匯兌』（documentary）就是附有船貨證券而作付款擔保的匯兌。『個人』（private）是對於「銀行」的名詞，總稱商人所發行的票據，例如「信用」和「擔保匯兌」等。票據上所附的期限，大概是見票後的期限。

匯兌行市變動的單位 上表之所以以 $\frac{1}{16}$ $\frac{1}{10}$ 等分數來表示匯兌行市的，是因為一國貨幣的計算單位，和該貨幣的匯兌行市高低的單位，不一定一樣。換句話說，就是匯兌行市，是以貨幣單位的一定的分數為一單位或一點，據這個單位而上下。

對於匯兌的需要供給 決定匯兌行市的原因，如概括的說，就是對於匯兌——外國債權而供通貨之用者——或代表匯兌的票據的需要供給關係。換句話說，就是我們前章所研究的國際借貸關係。不待說，國際借貸，不會直接影響匯

兌行市。決定匯兌行市的，乃是其中須即刻付款的，滿期的借貸關係，做一句話說，就是現實的支付均衡。如果日本對於外國的債權，已經滿期的總額，比日本對於外國的債務，已經滿期的總額要大，那末，要在日本發行匯票的人，例如日本的貿易業者，就不易尋覓顧客購買其匯票。因為需要這個匯票的人，一定要是外國的債務者，就是對於外國有付款之必要的人；而這個時候，這種需要者當然減少。於是匯票的賣主，即輸出商相互之間，遂發生競爭，匯票的價格就跌落。反之，如果日本應對外國支付的債務總額，比應收回的債權總額要大，那末，對外國負債，須匯款償還的人——匯票的買主——就不易求匯票的賣主。因為供給這種匯票的人，一定要是外國的債權者；然而這個時候，這種供給者當然減少。於是匯票的買主——輸入商——相互之間，遂發生競爭，匯票的價格就漲高。

總而言之：在一定的市場之中，如果對於外國的通貨債權的供給，比需要大，匯兌的價格，就會跌落，如果需要比供給大，匯兌的價格，就會漲高。但是匯價雖時

漲時落，卻有兩個要素限定匯價的變動。這就是法定平價和正貨輸送點。

法定平價 法定平價 (mint par of exchange) 是比較對照各國貨幣法所規定的貨幣的品位重量而得的相當價格。例如據英國貨幣法，一鎊之中，含有百十三克倫〇〇一六純金，而日本貨幣法，則規定一圓與純金二分相當，即十一克倫五七四二。如據此法計算，則英幣一鎊，等於日幣九圓七十六錢三釐，日幣一圓，等於英幣二先令〇便士十六分之九。這就是英日間的法定平價。因為國內交易，貨幣制度統一，所以對於千圓的債務，付款千圓，即可了事，事情非常簡單，而和外國交易，則因貨幣不同，對於千鎊的債務，即付款千圓，亦不能了事。一定要算定本國貨幣若干，和外國貨幣若干，其價值相等。於是就發生了匯兌行市的問題。而此地所謂的法定平價，實際就是匯價變動的歸趨點，或中心點。以下稍加說明。

正貨輸送點 輸出者和輸入者之所以買賣匯票的，實欲由此節省輸送正貨之勞。換句話說，就是匯兌的實益，在節省正貨輸送所必要的運費、保險費、及利

息等。所以如果匯價低落，比法定平價減去正貨輸送費用所餘的殘額，還要低廉，輸出者就會不賣出匯票。因為這個時候，如使對手國的債務者輸送正貨，即使自己負擔運費，還比賣出匯票較有利益。如果匯價漲高，比法定平價加上正貨輸送費用的總額，還要高貴，輸入者就會不買匯票。因為這個時候，如運送正貨與對手國的債權者，即使自己負擔運費，還比購買匯票要有利益。所以如果匯價跌到法定平價及正貨輸送費之下，匯兌的供給，較之需要，就要減少，這種廉價，不會持久。又如匯價漲高，超過法定平價及正貨輸送費以上，匯兌的需要，較之供給就會減少，而這種高價，就不會永續。不待說，普通的商人，不一定有十分的便宜和知識，等到匯價一超過正貨運輸費而上下，即能實行運輸正貨，也沒有巨額的債權債務，以輸送正貨兩相抵消；但是銀行一定會馬上實行。就是匯價非常跌落時，銀行就一方面賤價買進匯赴外國的匯票，別方面就由外國提取正貨，將賤價購入的匯票寄到外國，作為提取正貨的代價，以便從中漁利。又如匯價漲高的時候，一方面

就高價賣出匯赴外國的匯票，別方面則輸送正貨與和自己往來的外國銀行，以之充自己高價發行的匯票的支付金，而從中漁利。總而言之：法定平價減正貨運送費，爲匯價的最低點，法定平價加正貨運送費，則爲其最高點。前者爲正貨的輸入點 (specie import point)，後者則爲正貨的輸出點 (specie export point)。一言以蔽之：就是匯兌行市，以法定平價爲中心，以正貨輸送點爲上下界限，在這個範圍以內，因國際間支付均衡的關係而變動。法定平價和正貨輸送費，爲匯兌行市的限定要素，支付均衡的關係，爲其變動要素。而正貨價值愈大，其容積重量就愈小，因之運費也就愈小，所以匯兌行市變動的範圍，原則上比較狹小。

匯兌行市的上下界限 因爲易於理解起見，假定寄款地和取款地的流通貨幣是一樣。例如從神戶輸送現款一萬圓到東京，要費六圓運費，兩圓保險費，并失去運送中正貨的利息。此時由神戶匯往東京的匯價的最高限度，就是

正貨運送費

運費	Y. 6
保險費	Y. 2
利息	Y. 2
總計	<u>Y. 10</u>

兩項合計正貨輸出點 Y. 10,010

最高限度爲一萬零十圓。最低限度爲九千九百九十圓，如下表：

法定平價 Y. 10,000

正貨運輸費

運費	Y. 6
保險費	Y. 2
利息	<u>Y. 2</u>
	<u>Y. 10</u>

兩項相減

正貨輸入點 Y. 9,990

決定匯兌價格的法則和決定商品價格的法則 照標題看，似乎是匯兌行市的決定，另有複雜的法則，其實不然。匯兌的價格和普通商品的價格，都由同一原理決定，不過說明這個原理的術語不同罷了。商品的價格之中，也有與法定平價和正貨輸送點相當的要素。

舊派的經濟學者，以爲一切商品的價格，都可分爲自然價格(natural price)和市場價格(market price)的兩種。⊕所謂自然價格，就是與生產費相當的價格。詳細說，每種商品的價格，如相當於生產該商品所需之地租、工資、利息、和平均利潤的總額，這種價格，就相當於自然價格。所謂市場價格，就是商品現實買賣的價格。市場價格，有時較自然價格高，有時較他低。這完全是由需要供給的關係決定：市場上商品的供給，如超過需要，價格就會跌落，降到自然價格以下；需要如超過供給，價格就會漲高，而超過自然價格以上。但是自由競爭，能夠完全實現的商

品，其市場價格有和自然價格一致的傾向。因為市價如漲高到生產費以上，一方面生產者的利益增加，生出競爭者，以致供給增加，別方面生出消費減少之傾向，以致需要減少，兩種原因相結合，市場價格，就會向自然價格的方向跌下。反之，如果市價跌到生產費以下，一方面生產者的利益減少，致使生產縮小，供給減少，別方面則促成消費增加的傾向，使需要增加，兩種原因相結合，市場價格，就會向自然價格的方向漲高。總而言之：市場價格，是以自然價格為中心點，為歸趨點，而上下動搖。如以此理適用於匯價，法定平價，是由貨幣的純分——生產費——算定的，所以是自然價格。由國際債權通貨的需要供給關係所決定的市場價格——匯兌行市——就以這種自然價格為中心點，為歸趨點而上下。商品的市場價格，雖然因需要供給的關係，上下動搖，但是他的變動，自有一定的限度。例如今日，米的零賣價，是一升三角五。如果米價漲到每升五角、七角，許多人會要不吃米，改吃蕎麥等雜糧了。米的需要，就因之減少。同時，農家為利益過多所驅，穀耕增加，米的

供給遂加多。於是米價自會跌落，不能漲到七角以上。反之，如果米價跌到二角、一角以下，許多農家，就會中止種穀，而耕種蕎麥等雜糧。於是米的供給減少，許多人因爲米價低廉，增加消費，增加需要。於是米價自然會漲，不能跌到一角以下。這乃是經濟學上所謂的代用法則的一應用。如就上例說，七角價錢，在米的需要者爲代用點，一角在米的供給者爲代用點。如以此理應用於匯價，則正貨輸出點，就是對於外國負債務的人，到了不買匯兌，而送現款以代之的一點，所以這乃是匯兌需要者的代用點。正貨輸入點，就是對於外國有債權的人，到了不賣匯兌，而輸入正貨以代之的一點，所以這乃是匯兌供給者的代用點。以這個上下的代用點爲界限，在這個範圍內，需要供給的關係，使匯兌的市場價格——匯價——上下變動。

總而言之，決定匯兌價格的法則，也和決定其餘一切的商品的價格一樣，另外並沒有特殊的法則。

這種法則有時無效。以上所述的，是在同本位的國家之間——例如金本位國和金本位國或銀本位國與銀本位國——決定匯兌行市的原理。而這種原則，有時不會實現。就是（一）正貨輸送點不表現作用的時候，（二）法定平價不能決定的時候。第一乃是因爲恐慌、戰亂、或禁止輸出正貨等原因，匯兌市場，失了常態的時候。第二就是對於不換紙幣國或銀本位國匯兌的時候。自從大戰以來，世界各國，都實行禁止或限制正貨輸出，到了最近，只有美國解禁，而且許多國家，事實上已成了不換紙幣的國家，所以實際上，可以說現在沒有依據本節所述的原則的匯兌市價。以下所述的例外，卻是支配目下匯兌行市的實際情形。

第三節 正貨輸送點不表現作用的時候

不能等待正貨輸送的時候，以及正貨不能輸送的時候，正貨輸送點，不能表現限定匯兌市場的作用。所以匯價會超過輸送點的界限而上下。其最著之例，卽恐慌或戰爭的時候，以及正貨輸出被禁止的時候。

恐慌與匯價 恐慌前或恐慌後，匯兌行市，有衝破正貨輸送點的界限而低的傾向。例如甲國發生恐慌，乙國的輸出者，恐甲國債務者失去還債能力，想早收回原本，故急於賣出匯赴甲國的匯票。他們如稍有玩忽，恐怕完全要失去收帳的機會，所以匯票的價格，即使非常跌落，他們也想即刻賣出，不願等待輸送正貨。但是乙國的銀行，若買進匯往甲國的匯票，也恐怕將來不能兌現，所以輸出者賣之愈急，銀行愈不欲購，於是匯價益形跌落，竟會跌到正貨輸入點以下。又發生恐慌的甲國，因為金融驟緊，商工業者，都想多保留現金，其結果就是輸出者不論行市如何，都急於賣出匯票，沒有等待正貨輸入的餘裕，而輸入者則希望還款延期，故不急於購買匯票。於是匯價遂非常跌落。

假設平常的時候，這種跌落的傾向，一經表現，銀行和別的金融業者，都會爭買匯票，持此到付款地取款，因買入價格和提取的款項相差，即由此差額而得利益，但是恐慌的時候，很難行這種票據投資。因為恐慌的時候，利息的變動，不易預

測，一日半日之間，也會漲高數倍或數十倍，如果金融業者輕率投資於票據，將來即有更爲有利的投資機會，也會因資金缺乏，不能利用；而且恐慌激烈的時候，因欲使自己的經營安全，有時還要借入利率最高的款項，而其利率，有時且超過以前由票據投資所得的利益。所以匯價即使大跌，他們也不敢投資。

戰爭與匯價 戰爭已發或將發，市場狀態失常的時候，他所生的結果，也和上述的恐慌時候的一樣。——戰爭對於市場的影響，就不外是恐慌。因爲戰爭的時候，或發布支付延期令 (moratorium) 或停止紙幣兌現，一國的信用組織，根本動搖，甚或正貨以外的支付用具，都減少了流通能力，所以一般人都努力獲取現款，尤其是正貨。如又加之以交通危險，正貨的輸出，有時差不多完全不可能。於是銀行輸出者以及其餘對於外國有債權的人，都會不問匯價如何，爭相投資匯兌。因之匯價就要驟跌。尤其是匯赴敵國的匯兌爲然。

歐洲大戰爆發時，匯兌市場之受攪亂，實爲歷史上未曾見過的現象。茲據

Economist 雜誌，把開戰前後倫敦匯兌市場的短期匯兌行市，和法定平價及正貨輸送點比較如下。一切都是收款結算。

	平	價	正	貨	輸	送	點	戰	前	最近	一 九 一 四 年 八 月
匯巴黎	二五·二二	法	二五·二二	法	二五·二二	法	二五·二二	二五·一八	二四·〇〇	—	二五·〇〇
匯柏林	二〇·四三	馬	二〇·三三	馬	二〇·三三	馬	二〇·三三	二〇·五一	賣主二一·〇〇	買主沒有	
匯紐約	四·八六七	圓	四·八九	圓	四·八二七	圓	四·八八	六·五〇	內外		

據上表，就可從倫敦匯赴世界重要金融市場的短期匯兌的行市，戰前都在正貨輸送點的界限內，一聞戰爭之聲，就同時一律衝破這個界限。試看上列數字，開戰當時世界重要市場的金融關係，自然就會表現。匯赴柏林和紐約的匯兌，都是價格跌，而呼價高，惟有匯赴巴黎的匯價，則正反對。這也決不是偶然的事。

匯赴巴黎的支票，戰前每英幣一鎊，約為二十五法十八仙。但是戰爭一發生，同時法國就盛行在倫敦市場賣出證券，并持出匯赴倫敦的匯票，以求兌現，而謀

正貨的充實。於是倫敦市場中匯赴巴黎的匯兌，大行跌落，竟衝破每鎊法幣二十五法十二仙二分之一之正貨輸出點，而跌到最低二十四法。因為同樣的原因，紐約市場中匯赴巴黎的匯價，更加跌落，每一元美金僅三法二十五仙。

匯赴柏林的匯兌，完全相反。戰前英幣每一鎊，約有德幣二十馬五十一布。戰事甫發，即超過每鎊二十馬五十三布之正貨輸入點，而漲到二十一馬。而且就是這樣廉價，還找不出買主。這是因為德國對於英國平素立在債務者的地位上，而倫敦市場，又恐德國不能兌現，故投資匯赴柏林的匯兌之所致。

匯赴紐約的匯兌，正貨輸入點平素每鎊為四元八十九仙，突然漲到五元，六元，且進而為七元，這實在是未曾有的市價。這是因為雖然美國對於歐洲有多額的債務，歐洲各國在紐約股票交易所投賣大量的債券和股票，美國應付的款項，一時增加，但是海上航路的危險，使正貨的輸送，非常困難。然而戰爭一繼續，美國承銷了許多英國公債，其結果就是英美的地位完全移轉，英國變為債務國，而美

國變爲債權國。大正九年二月，英、美間的匯價，跌到美金三元三十仙。

不待說，戰爭的時候，因爲運費和保險費都形漲高，正貨運費因之增加，所以匯價變動的界限，當然也會擴大。不過上例所舉的匯價的漲落，並此擴大的界限也衝破了，這是由於因戰亂而發生的信用組織本身的破壞，自不待說。

禁止輸出正貨與匯價 正貨輸出，被禁止或限制的時候，正貨輸出，就完全不可能。所以匯價只由需要供給的關係所左右，脫出正貨輸送點的界限而上下。

美國戰時政策之一，就是發布命令，規定自一九一七年九月十五日以後，除卻得了特許外，禁止輸出金銀貨幣和金銀塊到外國。當時日本的對美輸出，非常增加，對美債權，非常加多，所以這種政策，實在足以使日本對美匯價跌落。

不單美國如此，英、法等國，都在戰時禁止或限制現金的自由輸出。加之海路危險，正貨輸送，也形困難。然而日本的貿易，卻是每月出超。於是日本市場的票據供給增加，匯價就不能不跌落。

不待說，匯價如因恐慌、戰亂及禁止輸出正貨等原因而漲高，假使兩國間的借貸關係保持均衡，也不會極端的變動，而且不會長期的漲高。因爲此時有匯兌的賣主，同時就有買主，兩者間的需給關係不過因賣主的急賣和買主的遲買，暫時之間，不能調和罷了。但是借貸關係不得均衡的時候，滿期的債權，偏於一方的時候，極端的匯價，總要維持相當的長期，纔能移動正貨，調和匯兌的需給。

第四節 法定平價不能決定的時候

法定平價不能決定的時候，匯價就失卻了足爲標準的中心點。而正貨輸送點，是於法定平價外，再加減正貨輸送費而劃定的，所以此時也不能決定正貨輸送點。於是匯價失了高低的界限，單任需給關係的變動，無制限的漲落。其最著的例，就是流通不換紙幣的時候，及金幣國和銀幣國之間匯兌的時候。本節專論不換紙幣國的匯兌，關於銀幣匯兌，再改節研究。

匯赴紙幣國的匯價 兩個有匯兌關係的國家，如有一方流通不換紙幣，金

和紙的純分，既不能比較，法定平價就不能決定，所以匯價只由支付差額的關係而決定，失去變動的界限。不待說，我們自應區別兩種情形來考察：（一）不換紙幣，適當的發行，金紙之間，沒有差異；（二）濫發不換紙幣，就在國內，價值也比正貨低落。

紙幣的發行適當，還沒有比正貨低價的時候，支配匯價的，就祇是支付差額的關係。如果紙幣國對於金幣國負多額的債務，金幣國匯赴紙幣國之匯兌，就會無制限的低落，紙幣國匯赴金幣國的匯兌，就會無制限的漲高。但是如果紙幣國對於金幣國，也有相當的債權，兩國的支付平衡，能夠相當調和的時候，這種漲落，就不會這樣利害。因為這個時候，金幣國內，一面有匯赴紙幣國的匯兌的供給，別面就有需要，紙幣國中，一面有匯赴金幣國的匯兌供給，別面也就有需要。又如紙幣國匯赴金幣國的匯兌非常漲高的時候，紙幣也可和輸出正貨一樣，輸出商品或勤勞，以償還對金幣國的債務。若果沒有可以直接輸出金幣國的商品，就可把

輸出第三國的商品的代價，付與金幣國。總而言之：如果這個紙幣國的對外支付差額沒有失掉均衡，對於這一國的匯兌，就不致跌落到怎樣利害。

但是不換紙幣，在政府差不多像無息的強制公債，非常便利，一旦發行，就常有濫發之虞。紙幣一濫發，一跌價，對於紙幣國的匯兌，就不單由支付均衡所左右，同時也爲紙幣的跌價所支配，所以要二重跌落。對外匯價漲高的紙幣國，似可輸出商品，以償還金幣國，但是紙幣如果濫發，國內的一般物價，也要非常漲高，所以輸出商品，也和輸出匯票一樣的高價。因此這種國家，結局如不在外國發行公債，就無法償還匯兌差額。

俄國的紙幣跌落 因濫發紙幣而匯價驟跌的顯著的實例，可於戰時俄國見之。俄國自開戰以來，濫發多額的不換紙幣，其價大跌。戰前俄國一盧布，約日本一圓三錢二釐多，日俄間的金貨法定平價，每百圓爲九十六盧八十九哥。開戰後三年餘，俄國通貨的價值，跌落到五分之一，以至六分之一，每百圓變爲四百四五

十盧了。這種驟落的原因有二：一爲由日本輸出軍需品，因之支付差額增加；二爲紙幣本身的跌價。尤其是紙幣本身的跌價，爲重要的原因。以後俄國的紙幣，更加濫發，所以到了戰後，貨幣差不多毫無價值，因之匯兌行市，也不能確立。

德國的紙幣跌落，德國匯兌，也是不換紙幣匯兌的一個顯著的例。德國紙幣，較之戰前增加到三四十倍，成爲不換紙幣，所以日本對柏林的匯價，戰前每圓約爲二馬克，到了大正十年七月，竟超過三十五馬克。

以上所述的，只限於匯赴紙幣國的匯票，以該國的法貨不換紙幣兌付的情形。對紙幣國的匯兌，如果以兌付金幣爲條件，自然和匯赴金幣國的匯票無異。

惡幣和匯價 某國如幣質低下或流通磨損的貨幣，也可準發行不換紙幣時的情形而考察。

第五節 中國匯兌

銀幣匯兌，也是不能決定法定平價的一例。因之也不受正貨輸送點的制限。

我們試舉中國匯兌和印度匯兌的例來說明。

在金幣國中，銀不過是普通一般的商品。在銀幣國中，金不過為普通一般的商品。金價和銀價，各由其固有原因而決定，兩者之間，沒有甚麼一定的關係。所以金幣和銀幣之間，不能建立比較純分而決定的法定平價。因之金幣國和銀幣國之間的匯兌，不能有像同本位國間的匯兌一樣的正貨輸送點。⑥所以異本位國間的匯價，不單受支付差額的關係支配，且因金銀比價的高低而變動。而且最重要的變動關係，還是金銀比價，匯價的變動，差不多和金銀比價的變動，常保着並行的關係。就是金幣國匯赴銀幣國的匯票，不過是代表銀的證券，所以只要別的情形沒有變化，銀塊價漲，匯價就漲，銀塊價跌，其價就跌。如從銀幣國的地位看，其結果和此正相反對。

銀價之世界的中心，首推倫敦市場，所以日本對華的匯價，也受倫敦銀價的左右。日本各報的經濟欄，差不多每日都報告倫敦銀價的，實因為和日本對華匯

兌有這種關係，並可影響日本的對華貿易。近來紐約也逐漸重要，與倫敦並爲世界金融的中心市場，所以紐約市場的銀價，也不能不重視了。倫敦的銀價，是決定品位二百四十分之二百二十一的銀，即標準銀 (standard silver) 一盎斯，價值幾便士。紐約的銀價，則爲純銀一盎斯，價值幾仙士。行市高低的單位，倫敦爲十六分之一便，紐約爲十六分之一仙。因倫敦銀價的激變，而發生對華匯價的激變，在這次戰亂中，常見實例。

戰時銀價的漲高和對華匯兌 戰前不久的倫敦銀價，爲二十三便或二十四便，戰端一發，倫敦市場，非常混亂，例如銀塊市場，一時不能不停閉，八月一日到七日之間，完全停止。八日開市，銀價就爲二十六便餘，以後即刻漲爲二十七便，十二日竟達到二十七便四分之三。戰前非常跌落的銀價，戰事發生，即漲高了四便左右。其原因大約因爲預想交戰國各將擁護正貨準備，極力保留金貨，並購置銀塊，以增發補助銀幣，而謀補充之所致。但是這種預想，半中半不中。因爲各國雖都

努力吸收金貨，然而發行不換紙幣以爲補充，開戰當初就沒有取增發銀貨的政策。其結果就是銀價再跌，八月末，竟恢復了戰前的原狀。試觀這兩三旬間正金銀行的對華匯價，明明追隨倫敦的銀價，全陷於黑暗狀態。八月中完全不建立行市，八月初旬，且停止匯兌。但是一般對於停止匯兌，甚加非難，所以到了八月十一，開始匯兌。但是附有條件，將匯價變動的危險，使匯款人負擔。其條件即『對於確實的輸出品，雖爲相當的匯兌，但是到期所領收的中國貨幣——銀塊——須由正金銀行保管，以此爲擔保，借出金幣，等到對歐匯兌復原時，再行決算。』正金銀行正規的建立對華匯價的，實在入了九月以後。

經過一年餘，到了大正五年春，銀價突然漲高。他的原因，約有五端：（一）大正四年銀產額減少，（二）歐洲交戰國增加銀貨的需要，以爲國內及交戰地方的補助貨幣，（三）侵入麥素波達米亞（Mesopotamia）的英軍有使用銀貨的必要，（四）英國因駐印度兵於埃及，而以印度的盧比銀貨爲埃及的法貨，（五）預想銀

產額將因墨西哥的內亂而減少。除上述五因外，市場上的狂買，更使銀價愈漲。於是日本的對華匯兌，也隨着變動。現據大藏省金融參考事項書，比較對照大正五年各月的倫敦銀價，金銀比價，匯赴香港之票到即付匯價，匯赴上海之票到即付匯價的平均數字如下：

	銀	價金	銀	比	價	香港票到即付	上海票到即付
一月	二六·九六二〇	三四·九七五〇	九二·九四六	八〇·一三〇			
二月	二六·九八一八	三四·九四九三	九三·三五四	七九·四四八			
三月	二七·五一一〇	三四·二七五八	九四·五四八	七七·一八三			
四月	三〇·五四一七	三〇·八七五七	九九·一五六	七一·八七五			
五月	三五·五六〇二	二六·五一八三	一〇七·六一一	六六·五〇九			
六月	三一·一三二二	三〇·二九〇〇	一〇〇·二三一	七一·五三九			
七月	三〇·〇五五三	三一·三七五三	九八·二四〇	七四·一五四			

八月	三一·四二三一	三〇·〇〇九六	一〇一·二四〇	七一·七一二
九月	三二·五四七五	二八·九七二九	一〇三·六二〇	六八·六三〇
十月	三二·三六七二	二九·一三四三	一〇四·四〇六	六八·一一五
十一月	三四·〇八〇七	二七·六六九五	一〇八·一〇四	六三·三八五
十二月	三六·四一一一	二五·八九八六	一一一·八六五	五九·六一五

由上表，我們就可知付款結算對香港的匯價，是隨着銀價的變動而高低，收款結算對上海的匯價，是隨着金銀比價而漲落的。

戰後銀價跌落與對華匯兌 此後，倫敦銀價，因中國和印度的需要增加，時漲時落，但大體是駸駸上漲的，尤其是大正九年二月十一日，竟漲到八十九便士二分之一。這實在是銀價統計紀錄上未曾見過的高價，如與戰前的最低行市比較，約當其四倍。而此月香港票到即付匯價，驟漲到二百二十三圓，上海票到即付匯價，驟跌到二十八兩。然而以此為頂點，以後逐漸跌落，到了年末十二月，遂跌到

三十八便士餘。對華匯價，也隨着激變，香港百二圓，上海六十八兩四分之三。跌落的原因，不外下述數種：（一）中國方面，因貪高價而投賣，而且本年因輸入貿易蕭索和飢荒，對於銀的需要，實際減少；（二）印度方面，也賣多買少；（三）本年初夏之交，墨西哥政府更迭，國內秩序恢復，銀產額增加；（四）銀塊價漲，超過銀貨的法定價格，各國都有鑄解銀貨的危險，所以英國及歐美各國政府，都把從來的銀貨，改鑄為品位重量較低的銀貨，而以舊銀貨投賣市場，以表示沒有購買銀塊的必要。現比較對照這個暴跌期內倫敦銀價，金銀比價，香港票到即付匯價，和上海票到即付匯價的平均數字如下：

	銀價	金銀比價	香港票到即付	上海票到即付
大正六年中	四〇 ^兩	二三・〇八六〇	一一三・四三六 ^兩	五五・一九九 ^兩
七年中	四七 ^兩	一九・八四五〇	一四六・八一七	四五・七四一
八年中	五七 ^兩	一六・五二五七	一六八・二四一	三八・八四七

九月	八月	七月	六月	五月	四月	三月	二月	九年一月
五九 $\frac{7}{8}$	五九 $\frac{7}{8}$	五三 $\frac{7}{8}$	五一 $\frac{7}{8}$	六〇	六八 $\frac{7}{8}$	七四 $\frac{7}{8}$	八五	七九 $\frac{7}{8}$
一五·八四八七	一五·七四九四	一七·五八五〇	一八·四四四九	一五·七一六六	一三·六九一四	一二·七一〇	一一·〇四一九	一一·八一五一
一五〇·六八〇	一五五·六〇〇	一四六·五八〇	一四九·九八一	一七一·七八九	二〇五·四二〇	二二一·四四四	二二三·一〇九	一九八·九一三
四六·六四〇	四四·四四〇	四八·〇〇〇	四七·五三九	四〇·六八三	三四·一四〇	三一·〇七四	二九·六七四	二九·九一三

可見匯價是隨着銀價的變動而高低的。詳細說，就是付款結算的香港匯價，和銀價的呼聲並行的變動，收款結算的上海匯價，和金銀比價的呼聲相並行而高低。

銀價既然這樣支配銀貨匯兌，所以和銀幣國貿易，實呈一種匯兌投機之觀，其不便實多。貿易業者，因貨物的價格變動和匯兌的價格變動，須冒二重投機的危險。不待說，輸出者於貨物發送後，可即刻行擔保匯兌，將危險轉嫁於銀行；但是銀行看穿此種危險，只願以賤價購買匯票，所以輸出者依然難免不便。如果中日間的匯票，記載日本的貨幣，日本商人，就可不負匯價變動的危險，祇是對華的金貨匯兌，大約不用信用證，所以結局還是由日商負擔危險。

第六節 印度匯兌^④

大戰與印度匯兌的動搖 大戰中的對印匯價，事實上也是不受正貨輸送點的制限的一例。不過印度本是金匯兌本位國，不是純粹的銀幣國，所以他的匯價，多受人為的政策調劑，因之，不像中國匯兌一樣，直接反應銀價的影響。據一八九九年的法律，印度的本位銀幣盧比和英國本位金幣鎊之間，規定金銀的比價，每鎊為十五盧比，每盧比為一先令四便士。截至一九一七年止，近十八年間印

度政府，制限盧比銀幣的製造，將實價較低的銀幣價值，提高到法定比價，國內同時通用金幣和銀幣，對於外國，則以金幣清償，在國際匯兌的關係上，和金幣國同樣的交易。但是戰爭中銀價驟漲，銀幣的實價，超過其法定價格，於是遂難得維持從來的貨幣制度。因之對外關係，從來以一盧比等於一先令四便士的法定比價為基礎的金匯兌制度，就發生動搖，盧比的匯價，也不得不和銀幣國的匯價一樣，受着銀價漲高的影響而變動了。

印度的國際借貸清償方法 印度如不遇飢荒、凶年及其他異常的事，本為出超的國家。所以印度諸銀行賣出之輸入匯兌票款項，常不能與購入輸出匯票的資金相抵補。於是印度諸銀行，遂不能不設法求這種輸出匯兌資金。這個方法有三：第一就是輸入在印度可為法貨的英國金幣。但是大戰以來，除卻根據政府的計算而行之外，禁止英幣的輸入，所以事實上不能採用這個方法。第二為金銀塊的輸入。這也是戰時除卻由政府的計算而行之外，嚴加禁止的。第三就是在倫

敦購買英國印度部發行的政府票據 (Council Bills)。金銀輸入禁止，雖於一九二〇年解禁，但是各國大約都限制正貨的輸出，所以今日只用這種方法，是不易償清匯兌差額。加之英國和印度之間的借貸關係，非常密接廣汎，而成印度對外借貸的一大系，其對手英國，又是世界金融的一大中心。所以其間的清償制度政府票據，自爲支配印度對外匯兌關係全體的制度。以下稍爲說明：

政府票據的意義 政府票據是英國政府的印度部，向印度政府的財政部所發行的盧比匯票。英國政府，在倫敦以英幣將他賣出，而以賣得之款，充清償印度政府應對英國支給的政費及其餘的債務。支付地爲孟買 (Bombay) 卡爾卡塔 (Calcutta) 馬達挪斯 (Madras)。政府票據，雖係爲政府支付及清償而設的制度，但是戰爭以來爲貿易金融而賣出的數量甚多，從左右印度的匯兌關係一點看，愈益重要。除卻普通的政府票據之外，還有一種電匯 (telegraphic transfer or T. T.)

政府票據的賣法 戰前政府票據的賣法，係英蘭銀行於每星期三規定出賣總數和最低價值，招人投標，次週星期三，即以投標的方法而賣出。電匯比政府票據，每一盧比要費三十二分之一便至十六分之一便。星期三以外，也可賣出，此法叫做特賣 (intermediates or specials)，但比前星期三的行市，至少要貴三十二分之一便。但是一九一六年十二月以來，印度部因取戰時匯兌政策，自行決定行市，不由投標決定。而且只能賣給印度部所指定的一定的買主——主要為英國的銀行——又由印度部決定各買主間的分配額。出賣日改為星期二。開戰後不久，因避去由郵政的故障而發生的不便，又開始出賣發行後第十六日兌現的延期兌現 (deferred transfer or deferrals)。以後實際上只是出賣延期兌現和電匯，政府票據，差不多完全沒有賣。

政府票據的漲貴 截至一九一六年止，政府票據的最低價格，規定每盧比一先令三便士三十二分之二十九，電匯每盧比一先令三便士十六分之十五。又

政府票據的行市如在一先令四便士八分之一以上，電匯的行市，在一先令四便士三十二分之五以上，就無限制的賣出了。但是到了一九一六年十二月，印度部限制一週間的賣出爲八百萬盧比，并規定電匯爲一先令四便士三十二分之七，延兌和政府票據爲一先令四便士八分之一。限制出賣額的結果，政府票據和市場匯兌之間，自然就發生不同的行市。以後銀價一騰貴，政府票據的最低行市，就隨着提高如下表：

決定行市的月日	電匯	延兌及政府票據
一九一六年十二月二十日	一·四 ^先 _便	一·四 ^先 _便
一九一七年一月三日	一·四 _先	一·四 _先
一九一七年八月二十八日	一·五	一·四 _先
一九一八年四月十二日	一·六	一·五 _先
一九一九年五月十三日	一·八	一·七 _先

一九一九年八月十二日

一·一〇

一·九五

一九一九年九月十五日

二·〇

一九一九年十一月二十二日

二·二

一九一九年十二月十二日

二·四

銀價和日本的印度匯價 印度對外匯兌關係的基準之政府票據的行市，既然隨着銀價的漲高而變動，而其發行額又受限制，不能滿足需要，所以印度的外國匯兌，遂失掉了金匯兌制度的特色，無論對於那國，都受銀價變動的影響而變動。例如孟買對倫敦的匯價，一九二〇年中，在最高二先令九便士二分之一，最低一先令四便士四分之三之間而上下。第一章第三節曾經說過，日本每年須由印度輸入大量的棉花，而向印度的輸出則甚少，對於印度常立於債務者的地位，所以僅以對印度的直接匯兌，究竟不能清償債務。因之日本的銀行，遂將對美及其餘各國的債權，集中於倫敦，在此購買政府票據，以此作成印度的匯兌資金，而

購買匯赴印度的匯票，以清償對印的債務。但是政府票據的出賣量受了限制，而其行市又激變，所以日本的對印債務，在匯兌市場，須由當時的行市而清算，匯價遂發生極大的變化。以下比較戰爭以來對孟買票到即付匯價和倫敦銀價如下：

平均

孟買票到即付(每百圓)

倫敦銀價

大正三年	一五二・一四〇 ^{盧比}	二五 ^分 %
四年	一五四・六四六	二三%
五年	一五七・五二一	三一%
六年	一五〇・七八七	四〇%
七年	一三八・二二一	四七%
八年	一三〇・〇八九	五七%
九年一月	一〇八・六三〇	七九%
九年二月	一〇一・九七八	八五%

九年三月	九七·五一九	七四姦
九年四月	九九·五〇〇	六八姦
九年五月	一二二·〇七七	六〇
九年六月	一三二·八〇八	五一姦
九年七月	一四一·五〇〇	五三姦
九年八月	一四八·五〇〇	五九姦
九年九月	一五五·四六〇	五九姦

截至大正六年左右止，盧比銀幣的實價甚低，所以金匯兌制度得以保持。因之匯價不為銀價所支配。

第七節 英美交互匯價

交互匯價 (Gross Rate) 是間接匯兌的時候清償債務關係的對手國和金
融中心市場之間的匯價。例如巴達維亞 (Batavia) 市場所謂交互匯價，普通就是

倫敦、安斯丹丹 (Amsterdam) 間的匯價。這是因為安斯丹丹對於巴達維亞是借貸關係最深的市場，而其間的匯兌關係，又多經倫敦而清償。日本所謂交互匯價，普通是指英美間的匯價而言。因為倫敦紐約都是國際金融的中心。而與日本有極深的借貸關係，而且日本的支付均衡，多經英美而清償。

英美債權關係的變動 前面曾經說過，英美交互匯價，在戰爭初期，超過平價，非常漲高，竟到了每鎊為六元五十仙左右，但是此後漸次低落，常在平價以下，尤其是到了一九二〇年，竟跌到三元二十一仙半這樣未曾有的廉價。這種現象，就是表示英美間債務關係的變動。就是戰前歐洲，尤其是英國，對於美國有莫大的債權，所以一經開戰，即急於索還，其結果就是英國對美匯兌的供給激增，美幣的價值低落，而交互匯價遂漲高。但是以後歐洲諸國，尤其是英國，因為籌備戰費，在美國發行大量的公債。現據克恩斯 (Keynes) 教授的計算，將戰後一九一九年末期歐美主要聯合國間的公債列表如下：(單位百萬鎊) ④

債務國	債權國			合計
	美國	英國	法國	
英國	八四二	—	—	八四二
法國	五五〇	五〇八	—	一〇八五
意國	三二五	四六七	三五	八二七
俄國	三八	五六八	一六〇	七六六
比國	八〇	九八	九〇	二六八
塞爾維亞優哥斯拉夫	二〇	二〇	二〇	六〇
其他聯合國	三五	七九	五〇	一六四
合計	一・九〇〇	一・七四〇	三五五	三・九九五

據上表，我們就可知僅英國對美已負了八億四千鎊的公債。如就歐洲全體看，對美公債，約有二十億鎊。如以利率為年利五分。每年須對美支付一億鎊的

利息不待說，在美國政府繼續承受歐洲公債，而援助對歐輸出金融的時期內，歐洲各國，可以新公債的入款，充匯兌的資金，所以匯價不致極端跌落；但是自從一九一九年的末期以來，美國政府，中止對歐貸借，所以以後的對歐輸出，完全恃美國商人和銀行的通融。但是商人和銀行的通融，不能像政府承受的公債那樣長期固定。其結果就是美國運歐商品的欠帳，暫時增加。這種流動債權，在一九二〇年的下半年期，約達三十五億元美金。這就是到了本年交互匯價跌落到三元二十仙半美金的理由。

交互匯價爲歐洲匯兌的標識。這裏應該注意的，就是英國對於美國，代表全歐洲的債務關係，交互匯價，不單表示英美間的匯兌關係，且廣汎的爲歐美間匯兌關係的標識。前表所載英國對美公債八億四千萬鎊，其實不是英國爲自己借的，乃是以自己的信用，爲法蘭西以下的聯合國，而通融美國的資金。我們只要看英國對大陸諸國的放債，超過十七億鎊，就可知道。卽就滿期的流動債權看，歐

歐洲大陸諸國的債務，大抵集於倫敦。因為倫敦向來為國際通貨，尤其是歐洲匯兌的一大市場，紐約的銀行，如購買對於法蘭西、意大利、希臘等國的匯兌，即刻轉賣於倫敦市場，將對於這些國家的債權，集於倫敦而清償。紐約市場對於歐洲大陸的通貨的吸收力，較之倫敦，還非常狹小。所以美國的方法，是把這些通貨即刻變形為鎊，或倫敦的美金債權。於是英美的交互匯兌，實在是紐約對全歐的匯價，倫敦為大陸諸國當金融之衝，吸收美國的資金，以直接間接潤澤歐洲的財界。前舉的三十五億元美金的對美債務，其實不過是全歐對美的流動債務，集中於倫敦罷了。因為這種理由，紐約的對歐洲大陸的匯價，常反映於交互匯價，而交互匯價，自然左右大陸匯兌。

交互匯價與日本的對歐匯兌 以上所述的，可以移到日本對歐匯兌和交互匯價的關係來考察。紐約為今日唯一的金的自由市場——雖然還有多少限制，——日本和紐約的匯價，為日本對外匯價全體的基本，大體可以看做恆定的，

所以歐洲匯兌對於美國的關係，略可以和對於日本的關係同樣的考察。就是以美幣估計，歐洲匯價上漲，以日幣估計也是上漲；以美幣估計下跌，以日幣估計也是下跌。不過美國的歐洲匯兌，是付款結算，日本的對歐匯兌，是收款結算，所以行市的呼聲，反對的變動，就是交互匯價上漲，法意德以下之日本對歐匯價，就要低落，交互匯價下跌，就要漲高。

交互匯價與銀價 還有一點要說的，就是銀價和交互匯價的關係。因為倫敦銀價，就是英幣與銀塊的交換率。他的變動的原因，有在銀塊方面，也有在英幣方面。就是銀塊本身的價值，雖然沒有甚麼變動，而英幣的價值一高低，倫敦的銀價，就會隨着上下。詳細說，就是英幣如漲高，以此可以購買的銀塊，就會低落；英幣如跌落，如欲以此購買一定量的銀塊，須要較多貨幣。而英幣的高低，是由交互匯價來表示，所以交互匯價如高，倫敦銀價就要跌，交互匯價如低，倫敦銀價就要漲。交互匯價和倫敦銀價成反比例。現就實例來看：戰前交互匯價，為美金四元九十

仙內外，與平價將近，到了戰後大正十年，約跌落了三分之一，而在美金三元六十仙內外。而倫敦銀塊，戰前爲二十六便，戰後大正十年，遂漲到二十九便左右。如單就數字的大小說，似乎銀塊已經漲高，如把英幣的跌落（即交互匯價的跌落）也加以考察，就可說銀塊的價值約如戰前。所以倫敦銀塊，雖然這樣漲高，而以美金計算的紐約銀價，戰前戰後，都沒有甚麼大差異。總而言之，倫敦銀價的變動，不待說，有對於銀塊本身的需給關係，以及其餘種種雜多的原因，然而交互匯價的變動，也是一個原因。而倫敦銀價的變動，其原因如在交互匯價的高低，以美金計算的紐約銀價，就不變動。不待說，交互匯價變動的原因，如在美幣方面，英幣的價值，沒有變動的時候，倫敦銀價不動，而紐約銀價，就會隨着交互匯價而高低。然而戰後大正十年，只有美國，纔是金的自由市場，而英幣的價值，又因歐洲諸國的債務關係，時常高低，所以上述的情形，實際甚少。

交互匯價與日本銀幣匯兌 上面說過，倫敦銀價，有時和銀塊本身的價值

沒有關係，只因英幣方面的原因而變動，所以此時的倫敦銀價的變動，對於以日本通貨而計算的銀價——因之對於日本的銀幣匯價——沒有比例的影響。所以在倫敦銀價發生變動的時候，如要判斷這種變動，對於日本對華匯兌和對印匯兌，有無影響，先須考量交互匯價和紐約銀價的狀態，而考察倫敦的銀價變動，究竟是由銀塊方面的原因發生，或由英幣方面的原因發生。如果交互匯價沒有變動，而倫敦銀塊和紐約銀塊，向着同一方向變動，這個變動的原因，就在銀塊方面，所以對於日本的銀幣匯價，就要發生影響。反之，如果紐約銀價沒有變動，而交互匯價發生變動，倫敦銀價又和這個變動成反比例而高低的時候，這個變動的原因，就不在銀塊方面，而在英幣方面，所以對於日本的銀幣匯價，沒有影響。不待說，一般人常離開這種理論，相信倫敦銀價影響對華匯兌和對印匯兌。所以銀幣匯價也單因一般人推測的作用，而發生變動。然而這是別的問題。總而言之：銀幣匯兌之所以隨着倫敦銀價而高低的，只限於銀價的高低和交互匯價沒有關係。

的時候。而要判斷倫敦銀價的高低是否由於交互匯價的漲落，一定要注意倫敦銀價、紐約銀價和交互匯價三者的步調。本章第五節和第六節所述的，常爲這個原則所制約。

交互匯價與華歐匯價 然則英美交互匯價的變動，對於銀幣國的匯價，全然沒有甚麼影響嗎？是又不然。英美匯價的漲跌，就今日的狀態而論，大體表示英幣價值的漲落——因之表示英幣所代表的歐洲諸國的貨幣價值的漲落——所以英美行市的漲跌，對於英國對銀幣國匯兌的影響，就和對於倫敦銀價的影響一樣。例如交互匯價漲高，倫敦銀塊跌落的時候，紐約銀塊，即使沒有甚麼變動，而以英幣計算的華英匯價，就要跌落。同樣，歐洲諸國的對華匯價，也一齊跌落。不過這種變動，由於表現於交互匯價之英幣價值的變動——因之歐洲諸國貨幣價值的變動——所以對於中日匯價和中美匯價，不會有甚麼直接的影響。下面轉載一文，可爲現在所說的原則的一實例。

『最近上海的對外匯兌關係，與其說為銀價漲落所左右，毋寧說有為日英和英美匯價所左右的傾向。英美匯價戰後的最高潮，為五月二十的美金四元二分之一仙，此時的倫敦銀價，為三十三便四分之三內外。試比較當時和現在的各國對華匯價如下表。

	五月二十	八月上旬	比較△低
倫敦銀塊	三三· $\frac{3}{4}$ ^便	三八· $\frac{1}{2}$	四· $\frac{1}{2}$ ^便
英美匯兌	四·〇· $\frac{1}{2}$ ^便	三五·八	△四二· $\frac{1}{2}$ ^便
中日匯兌	七三· $\frac{3}{4}$ ^兩	七二· $\frac{3}{4}$	△一· $\frac{1}{4}$ ^兩
中英匯兌	三二· $\frac{1}{2}$ ^便	三三· $\frac{1}{2}$	六· $\frac{1}{4}$ ^兩
中美匯兌	六四· $\frac{3}{4}$ ^兩	六六· $\frac{3}{4}$	二·〇 ^兩

銀塊不過漲高四便八分之七，而英美匯兌，竟告四十二仙餘的大激落，倫敦的對華匯兌，遂漲高了六便多。然而日本的上海匯兌，比較當時，不過只跌落一兩

多。因之最近日本綿製品的對華輸出之所以漸形杜絕的，第一固因內地市價漲高，而因上述匯兌關係，輸入英國貨，較之輸入日本貨甚爲有利，也是一因。六月下旬以來，英國貨輸入的協議，已次第成立，就充足以表示內中的情形。』

據上表所載，英美交互匯價和倫敦銀塊，表示同方向的變動。中英匯價，也表示很大的變動。這主要是英幣跌落的結果。反之，中日匯兌和中美匯兌，變動甚小。這是因爲此時所表現的交互匯價的變動，不是由於美幣價值的變動，主要由於英幣的跌落。就是因爲中日間和中美間的貨幣價值的比例，沒有非常的變動。其證據就是以美金計算的紐約銀價，在這個期間，只從六十一仙多跌落到五十八仙多。這種變動，較之倫敦銀塊的變動，非常輕微。

結論 現在把上面關於英美交互匯價和各國匯價的關係所敘述的事項綜合起來，而約言交互匯價變動的結果：

第一，先考察對於金幣匯兌的影響：他對於日美匯價，沒有甚麼直接的影響；

第二，日英匯價，和交互匯價成反對的方向而上下；

第三，日本與歐洲諸國間的匯價亦然；

第四，美國和歐洲諸國間的匯價，也隨他漲落，不過（一）像對意大利希臘那樣以美幣計算的匯價，和交互匯價成同一方向而上下，（二）像對法那樣以歐幣計算的匯價，則和交互匯價成反對的方向而上下；

第五次就對於銀幣匯兌的影響看：他對於中日匯價，沒有直接的影響；

第六，中美匯價亦然；

第七，中英匯價，係以英幣計算，所以和交互匯價反對的變動；

第八，中國和歐洲諸國間的匯價亦同；

第九，就對於銀價的影響說：倫敦銀價，和交互匯價反對的變動；

第十，對於紐約銀價，沒有甚麼直接的影響。

以上各項結論，要有兩個條件：第一是英美間的支付均衡，要和現在的狀態

一樣，第二是僅有美國爲金的自由市場，也和現狀一樣。這兩個條件一變動，結論也自然要變動。在戰後的今日，日美匯兌，差不多是恆定的，但在戰前，中日匯兌卻當做基本。我們不能斷言將來絕不能回復戰前那樣的狀態。萬一能恢復戰前的狀態，我們現在所述的英美的地位，就要變更，而彼此顛倒。復次，以上所述的，是在「別種情形沒有變更」的假定之下的原則，實際上原則的作用，常受人爲的政策及別種情形所制約，而生出複雜的結果。

第八節 匯價與匯票的期限

以上因說明的便宜上，把匯票的期限置之度外，而說明匯價。但是匯兌除電匯和票到即付匯兌之外，都有一定的期限。就是票到即付匯兌，形式上雖然沒有期限，而發票時和付款時之間，至少要經過輸送匯票所必需的時日，所以實質上卻成爲有期限的，所以匯兌事實上同時是空間上的金融和時間上的金融。因之不能視與利息無關。本章所曾述過的匯價決定的原理，實在抽象的純粹匯價的

決定原理，市場上實際的匯價，除掉電匯外，常是這個純粹匯價和利息的混合物。因之匯價就難免因期限的長短而生高低之差了。

長期匯價因利息關係比較低廉，利息大抵包括純粹利息和保險費兩要素。（此外雖也包括規費，然而數量常少，姑且置而不計。）所以匯價因期限的長短而高低的現象，就受下述二事的影響：

第一，長期匯票的付款期，比短期匯票的，要在較遠的將來，所以他的匯價比短期的要低廉，而其低廉的程度，恰相當於該期間內的利息。因此即在短期匯票的匯價沒有變動的時候，長期匯票的匯價，卻能因利息的變動而漲跌。然則此時所謂的利息，究竟應據發票地的利率，或付款地的利率？竊以為匯票輪送時期內利息，自應依據發票地的利率。此為自明之理，毋待多言。純粹匯價和票到即付匯價的差額，應相當於根據發票地的利率的利息。但是除掉匯票輪送期間以外的期間的利息，換句話說，就是匯票上明白記載的形式上的期間的利息，則應依據

付款地的利率。因為這個匯票的所有者，如欲和利用票到即付匯票一樣，利用這種匯票，在滿期之前兌取現款，就須於付款地實行貼現。^②

第二，匯票的期間若長，其間因失敗、恐慌，以及其餘事情，匯票付款者的支付能力，陷於危險的機會甚多，因此長期匯兌的匯價，比較低廉。這可看做對於這種事故的一種保險費。

長期匯兌和票到即付匯兌的比較公式 總而言之：長期匯兌匯價和票到即付匯兌匯價的關係，可以以下的公式來表示：

收款結算的時候

六十日後付款之長期匯兌的匯價

＝ 匯兌的匯價

十依據付款地的利率應得的六十日間的利息

十對於事故的保險費

付款結算的時候

六十日後付款之長期匯兌的匯價

= 匯兌的匯價

— 依據付款地的利率應得的六十日間的利息

— 對於事故的保險費

匯價的順逆 某國的外國匯兌的匯價若跌落——收款結算的匯價漲高，付款結算的匯價跌落，——匯價對於該國，就說是順勢的，或是有利的（For or favorable）。反之，就叫做逆勢的，或不利的（against or unfavorable）。這個用語，如從參預匯兌的個人的見地來看，卻不易說是合理的。因為匯票價格的跌落，在購買匯票的輸入者，固然是順勢，而對於出賣匯票的輸出者，則不能不算是逆勢；匯票價格的漲貴，在輸入者雖不利，而對於輸出者則有利。然而如從國民的見地看，匯價漲貴，和正貨輸出點相接近，就是表示正貨流出的傾向。正貨的流出如甚，

就要使兌換券的信用危險。兌換券的信用一薄，銀行的存款準備，就要失去意義，存款通貨的職能，就要受妨礙，終究就會使國民經濟根本動搖，所以匯價的漲高，就叫做逆勢，也不一定說是無意義。況且適當的正貨流入，常促成準備的增大，誘起資金的供給，幫助產業的發展。不過這種用語，原來發生於重視正貨的重商主義的思想，所以國情一異，時代一變，他的本來的意義，就自然要隨着失去的。

○ 關於外國匯兌和前章所述國際借貸的原因的參考書，英語之中，以下列各書為最好：

(1) Hartley Withers: *Money-changing, An Introduction to Foreign Exchange*, London, Smith Elder & Co., 1913.

(2) Franklin Escher: *Elements of Foreign Exchange, A Foreign Exchange Primer*, New York.

(3) George Clare: *A B C of Foreign Exchange, A Practical Guide*, London, Macmillan & Co.

- (4) Harry Gunnison Brown: Foreign Exchange, A Study of the Exchange Mechanism of Commerce, New York.
- (5) C. F. Bastable: The Theory of International Trade with Some of Its Application to Economic Policy, London, Macmillan & Co., 1903.
- (6) Viscount Goschen: The Theory of the Foreign Exchange, ed. H. London and Effingham Wilson, 1910.
- (7) William F. Palding: Foreign Exchange and Foreign Bills, in Theory and Practice, London.

初學者可照着上列的次序閱讀。Escher 的，是以美國的市場爲中心而說明的。Brown 的近著 Principles of Commerce, 1916 的第一篇，就是上列 Foreign Exchange 的重印。日文關於外國匯兌的書籍，理論方面有水野重也的外國爲替，實務方面有水島鐵也的改訂銀行及外國爲替，和小林綠的實踐國際爲替。前者簡明，後者詳細。

① 外國匯票的款數，普通以付款地的貨幣記載，少有以發票地的貨幣記載，付款人於付款時，對於票面款數，附以利息，以當時的匯價換算而支付。日本叫這種匯票爲附息匯票，又因其貨幣的種類，有英幣匯票、美幣匯票、和法幣匯票之分。關於附息匯票之法律上的效力，請參看法學協會雜誌第三十四卷第九號松波博士的附息匯票論。

② Adam Smith: *Wealth of Nations*, Bk. I, Csnap. VII 及 David Ricardo: *Principles of Political Economy and Taxation*, Chap. IV.

③ *Moratorium* 爲戰時或事變緊急之際，因救濟不能兌現的債務者，由法令規定債務滿期後，清償再猶預一定時期。大約可譯作支付猶預令。這乃是突發的恐慌時的財界鎮靜劑。歐戰勃發時，七月三十一日法奧兩國發布此令，給與一定期間支付猶預的特典與債務者，以後英國做行，其餘差不多一切交戰國和中立國都行實施，其影響實波及全世界的經濟界。

④ 異本位國間的匯價，不能有正貨輸送點。不待說，我們并不是不能以一定時期的金銀比價爲基礎，算定一定時期的平價——就是所謂 *commercial par* ——再加減正貨輸送費，

而劃定正貨輸送點；但是這不過是當時銀價之下的輸送點，決不像同本位國間的那樣能夠永續。

⊗ 印度的貨幣制度和匯兌制度，大戰時根本動搖，現在尙不知如何安定。我們在本節，不過例示戰亂中的印度匯價沒有受正貨輸送點的限制罷了。讀者如欲研究戰時戰後的印度匯兌，請參看下列各書：

G. Findlay Shirras: *Indian Finance and Banking*, 1919.

V. Rushforth: *The Indian Exchange Problem*, 1921.

Report of the Committee Appointed to Enquire into Indian Exchange and Currency.

⊕ I. M. Keynes: *The Economic Consequences of the Peace*, 1920 p. 254.

⊖ 不待說，這只限於付款地的利息較發票地的利息低廉的時候。付款地的利息，如較發票地的利息高，在發票地投資於這種票據的銀行，就會將匯兌送赴付款地的有往來的地方，保

管到滿期，以計算較高的利息的行市，而兌取現款。因為這樣，他們所收得的利益，可以比在本國運用自己的資金時所得的較多。這個時候，就會促起一般投資家投資於這種長期匯票，而誘起買主的競爭，所以他的買賣價格，比由本文所述的原則所規定的要稍高。不過世界各重要金融市場，利息平時都較日本為低，所以在日本不會發生這樣的事。

第十一章 正貨政策

第一節 正貨的擁護

前章研究了清償國際借貸的手段的匯兌。本章再進一步，對於清償最後的匯兌差額所用的正貨加以研究。

正貨擁護之必要的理由 前面屢次說過，正貨為現代信用組織的基礎，正貨缺乏，一國的金融就會紊亂，國民經濟也要動搖，所以有正貨不足之虞的時候，就須即時講求救濟之策。

論者或謂：正貨的重要，或者如此。但是一國所必要的分量的正貨，自然會流入，沒有特爲擁護的必要。假定國際借貸的均衡破壞，正貨終至流出。正貨的流出，促成貨幣價值的漲高，其結果就是物價跌落；物價跌落，外國人來購內國品，自然有利益，於是輸出就因之振興。同時，外國人販賣商品於內國，利益甚微，內國人在內國市場，卻可得廉價的商品，所以輸入因之被抑制。因爲商品不能由高價的市場趨赴廉價的市場，和河流不能溯流至發源地一樣。所以正貨流出，結局促成輸出的增進和輸入的減少，其間自然生出救濟之途，正貨就會因之復爲原狀。國際間的支付均衡，一時雖失掉平準，然有不久即復原狀之自動的作用。輸出輸入的潮流，就和海潮的盈虛一樣，不能永久偏於一方。迴轉之期，早晚必到，正貨流出之後，即聽其自然，一定會有正貨流入。這乃是里加圖的貿易論。①

不錯，如把上說當作一個純粹的理論，我不一定要排斥。但是愛國的經濟學者李斯特 (Friedrich List) 曾經說過，② 此說之完全實現，只限於世界各國均守

同一法律，國際間沒有關稅的障壁，戰爭不會攪亂市場，各國銀行也不取排外的政策的狀態之下。換句話說，就是只限於統一世界，成爲一大國家的時候，此說纔能完全實現。在大小各國，割據稱雄，各汲汲於利己排他的政策之今日，決不成爲事實。假定就大體說，正貨的流出，結局必引起正貨的流入，然而即使暫時默視正貨的減少，而不設法救濟，也難保不釀成危險的機會。

擁護正貨的政策，有積極的圖謀吸收正貨的手段，有消極的防止正貨流出的手段。現列舉其重要者如下：

正貨輸出的禁止或限制 第一爲防止或限制正貨的輸出。法意德奧各國，都於戰爭一經勃發時，即行禁止正貨的自由輸出。倫敦在平日，雖以世界唯一的金的自由市場自誇，一到戰爭發生，其對外支付均衡，驟生變動，不能保持金之自由市場的地位，所以英國政府，遂禁止正貨的自由輸出。美國也於參戰後不久，採取同樣的政策。四周的情形如此，所以日本也感於自衛的必要，於大正六年九月

十二日，以大藏省令規定「欲輸出金貨幣或生金者，須得大藏大臣的許可。」此外，即使不直接禁止或限制正貨的輸出，如果提高輸出正貨的運費，也可得同一的結果。傳聞大正四年，因為匯價的關係，正貨流出甚形利害時，日本當局曾暗命各輪船公司提高輸出正貨的運費，而提高了五成以上。

兌現的停止或限制 第二爲停止或限制兌現。停止兌現，爲英國以外之歐洲交戰諸國所採用的政策。發券銀行，一經集中正貨，停止兌現，正貨流出的道路，自會閉塞。中央銀行集中正貨的方法固多，而其最主要的，就是對於以正貨存入的存款，附以高率的利息，或以高價買金。此外還可徵收兌現的規費，以限制兌現。這乃是平時法國所常行的方法。法國銀行，利用複本位制，以銀幣兌現，對於請求以金幣兌現的，則課以一定的折扣。

有價證券的輸出 第三爲有價證券的輸出。所謂證券的輸出，就是政府強制的或半強制的徵集本國民所有的外國證券，輸出外國，以清償對於外國的債

務。這次戰亂中，英國極大規模的行了這個方法。前面也曾說過，開戰當時，英美間的匯價。對於英國，非常順勢，由每鎊美金六圓五十仙內外，漲到每鎊七圓美金，這確是破天荒的騰貴。但是以後英國常從美國輸入軍需品穀米等，遂漸次立於負債者的地位，匯價一變而為對英逆勢。如從事物的次序看。以後接着就要發生正貨的流出。於是英國政府，遂購買或暫為保管英人所有的美國公債、加拿大公債、鐵路公司，以及其餘的債票股票，送赴紐約出賣，或以之為擔保，而通融資金，以清償對美的債務。此後更擴張這種方法，不單是增加了證券的種類，而且把購買及存託的條件，弄得非常有利，以吸引證券，對於不應徵的人，則課以重稅，以強行證券的輸出。照這樣辦法，在相當的程度內，調劑了匯價，省卻了正貨輸出的必要。

外債的募集 第四為募集外債。正貨有流出的傾向時，也可以即刻在外國發行債券。一變支付均衡之勢，以擁護正貨。戰時歐洲交戰諸國，在日本及美國所發行的外債，多出於這個意思。

以上所述的禁現出口、停止兌現、證券輸出以及募集外債等方法，雖然都是有效的正貨擁護策，然而決不是根本的辦法。這乃是非常的手段，不是常用的手段。戰時固可一用，平時如果實行，經濟社會上，就難免引起動搖，以致得不償失。各國平時所行的正貨擁護策，大約有下列數種：

匯價的調劑 第五爲調劑匯價。匯價可加以人爲的方法，使其不接近正貨輸送點。日本正金銀行常受政府的密令，對於匯價，加以調劑。政府使日本銀行以低利借二千萬圓於正金銀行，主要因爲要行此種政策。然而這種方法，有時也爲外國銀行的自由經營所破壞。

金融票據的利用 第六爲利用金融票據。一國的輸出入，一年各季，難保平均，某季輸出過多，某季輸入過多，所以匯價常生高低的波瀾，而發生正貨的出入。此時如利用金融票據（Finance bills），就可保持平衡。就是內國銀行，預得外國銀行的承諾，在輸入超過，匯票漲貴，正貨有流出之虞的季節，自行發出對外國銀

行的金融票據。而賣之於輸入者。以後到了輸出超過期，匯票跌落的時候，就購買輸出者所發的匯票，以之送赴外國銀行，而清償以前所發出的金融票據。採用這種方法，出超期的正貨流入和入超期的正貨流出，可以兩相抵消，并可預防由通貨的增減和匯價的高低而發生的種種弊害。而且這個方法，由銀行的見地看，不外是廉價購買匯票，高價出售，所以在銀行自然也有利益。不過這個方法，在一年各季都是入超的國家，就不能利用。因為後來不能購買輸出匯票，以清償以前發出的金融票據。日本除卻戰時外，平年上半年因重要輸出品甚少，常為輸入超過，下半年因絲絨等輸出品上市，常為輸出超過。所以可以利用金融票據，以兩抵正貨的出入。此種金融票據，能連接及融合出超期和入超期，所以俗稱橋樑票據 (bridge-over-bills)。

利息的提高 第七為提高利息。一國的利息漲高，資金就有向該國流入的傾向，匯價對於該國，為順勢的，能防止正貨的流出，而促其流入。提高利率，是提高

利息的最普通的方法，最自然的手段。因爲正貨的流出，如果失度，中央銀行的兌現準備，普通銀行的支付準備，都有減少之虞，所以即使把擁護正貨的一點置諸度外，只由銀行經營的方面來觀察，提高利率以收縮放款，本爲當然的事。不過日本去世界金融中心市場的地位尙遠，在國際金融上的勢力尙弱，所以即使施行此策，其效果也沒有歐美諸國那樣有效。

產業的助成 第八爲助成產業。以上七策，都是擁護正貨的有效方法，而且是能見速效的手段，然而都不過是敷衍一時的策略，不是根本的計劃，正貨的流出，實由於支付均衡的不順，而決定支付均衡的最大原因，結局還是一國的產業狀態，所以充實正貨的本源，畢竟在產業。如果如此，則擁護正貨，須俟產業發達，纔能澈底，而倚賴貿易及海運的發展的地方尤多。但是產業的發展，非一朝一夕所能辦到，一方面固須常常注意於根本的培植，別方面也不能不利用臨機應變，敷衍一時的各種方法。

正貨之急激的流入也有弊病。正貨流出的可憂，已如上述。但是正貨流入，如果過於急激，也非可喜的現象。北歐中立諸國，戰爭末期以來，已苦於正貨過多。美國及日本，就某種意義說，也是受了正貨激增之禍的國家。因為正貨的激增，促成通貨的膨脹，和物價的騰貴，引起貿易的梗塞，其結果就會釀成恐慌，所以他的弊病決不小。但是現在防止正貨流入，較之防止正貨流出，大概容易。或操縱匯價，或利用金融票據，或減低利息，都可以救濟。尤其是對外投資，是防止正貨流入的最適當的方法。

第二節 在外正貨制度

在外正貨的意義 在外正貨，是國際借貸的清償上，存置於外國，以清償債務，而代直接輸送正貨的資金。國際借貸的清償，普通本特匯兌，但是最後的匯兌差額，就不能不支付正貨以清償。如果有在外正貨，此時即可不輸送正貨，而以外正貨來清償。在外正貨，其目的不在利殖，而在清償國際借貸，這一點與對外投

資不同。在外正貨，有時也用以利殖，不過這乃是一時的、附隨的作用。如以利殖爲主要目的，則已失去在外正貨的本質，而成爲對外投資。

在國際借貸上，立於債務者地位的國家，自不待說，即立於債權國地位的國家，在現實的清償上，暫時也有支付差額。所以在外正貨，不惟於債務國有用，即於債權國亦有用。不過債權國——投資國——可以對外投資，以充清償差額，債務國則不能得此便宜，所以他利用在外正貨的必要，比債權國更爲切迫。因之債務國較之債權國，多要求在外正貨。

在外正貨應具的條件 在外正貨，要能應清償支付差額的目的，須具備三個條件。第一，在外正貨的所在地，要在清償國際借貸的中心市場，或由所有這種正貨的國家，特別多受支付的市場。所以日本於戰前，主要在倫敦所有正貨，最近在倫敦和紐約都有。戰前須付巨大的利息與法國的俄國，在巴黎所有在外正貨，開戰以來，英國在紐約所有，法國又在英美所有。第二，要保持一種狀態，隨時可以

支付。詳細說，就是須保有現金，或以能夠應着必要，隨時收回的方法而保有。日本在外正貨的大部分，相傳爲在外國銀行的存款和外國政府的公債。第三，要屬於政府或中央銀行這類以公益爲目的的機關。保有不以利殖爲目的的巨額資金，決難望諸私人。私人因清償債務，也常在外國保有相當的資金，以作準備，然而計算上如果不利益，他們決不以此代輸送正貨。這就是不能把此法利用爲政策。

在外正貨的弊害 在外正貨的目的，既如上述，然而以設置正貨爲不可的議論，也不是沒有。現試舉非難之點如下：

利息受損失 第一個非難之點，就是說利息受損失。戰前日本在外國市場發行公債所得的現款，卽以此充在外正貨。所以即使把該宗款項存入外國銀行，或投資於外國證券，而得多少的利息，然而公債應付的利息，較之由此所得的利息，不待說，要多得多。這乃是對於不能在內國利用的借款，支付利息，明明白白成爲日本的損失。

有沒收押留的危險 第二個非難點，就是說有沒收或押留的危險。就是若和存置在外正貨的國家宣戰，就有被沒收之虞。即使不致於沒收，然而在陷於危險之先，須預行收回正貨，或移赴別處，那末，外交上、政略上的態度，就容易被人看破。這種危險，就是以中央銀行的名義，保有在外正貨爲銀行的私有財產，也不易免去。因爲國際法上雖有私人財產不能侵犯的原則，而戰亂一旦勃發，常設種種口實，蔑視國際法。

在外正貨的便利 對於在外正貨制度，雖然有這些批難，然而同時卻有種種便利。這些便利，或在不輸送正貨，而能清償國際間的借貸差額一事實之外，或基於這種事實而發生。以下略述其幾個重要的利益。

第一，保持匯價的平準，助長輸出 在外正貨的第一個利益，就在保持匯價的平準，使貿易圓滑，尤其是助長輸出貿易。輸出超過的結果，可使匯兌順勢，而順勢的匯價，常有使輸出不便，輸入便利的傾向。因爲外國匯兌的行市跌落，收回輸

出品的代價，實屬不利，而支付輸入品的代價，卻反有利。這種形勢，到了正貨輸入點，遂達其極。所以輸出超過的狀態，難望永續。但是在正貨輸送點沒有達到之先，即購買在外正貨，以之代正貨的輸入，亦可防止此勢，相當的謀出超的永續。便於輸出的匯價，與正貨的流入，雖不兩立，而與在外正貨的增加，卻能兩立。

第二，防止因正貨急激流入而發生的弊病。發行外債時，如將現款一時輸入國內，就會攪亂國內市場的秩序，而發生可怕的動亂。因為正貨一時流入，通貨就會膨脹，物價就會漲高，惹起生計困難，助成投機流行，甚至於發生恐慌。如將外債轉為在外正貨，應着必要，作為清償對外債務的資金，就可免去這個不便。

第三，維持外債的時價。在外正貨，為維持外國公債時價的手段。外債時價的跌落，對於自國政治上、經濟上，釀成種種的弊害。減少國家信用，此其一。使將來發行公債比較困難，此其二。如果外國市價跌落，而國內市價不十分跌落，那末，特意在外國募集得的公債，就逆轉到國內，而沒卻募債的效果，此外還促成正貨流

出的恐懼，此其二。但是所有在外正貨時，就防止外債市價跌落的一點上，便利甚多。其理由有二：（一）如有在外正貨，就可拿來運用，以買進外國市場的本國公債，應着必要，以人爲的手段提高市價。這個方法，如果用之不得其道，暫時雖能提高價格，後日重行賣出時，市價定必跌落，或因此受損失，或固定巨額的資金於外國。然而如果行之得宜，就不單能達到提高市價的目的，有時且能賤買貴賣，以利得其差額。（二）如將資金存置募集國，公債所有者就會相信以這個資金付公債的本息，對於公債的信用既增加，他的市價就可提高。

這樣看來，在外正貨制度，雖然有利有弊，而各國多以此爲便利，設置此制者亦不少。尤其是戰前日本這樣的債務國，另有不能不設置此制的理由。因爲就在外國市場發行公債，應募國的金融業者，也不欲正貨一時流出，致市場紊亂，故明白的或秘密的希望正貨輸出的限制。

在外正貨不可以之充正貨準備 在外正貨制度的本身，本是利便很多的，

尤其是對於戰前日本這樣的債務國，更爲必要。不過日本在外正貨的運用方法，卻有非常的弊害。就是以外正貨爲發行紙幣的正貨準備。不待說，大正十年二月以來，日本銀行所有必要以上的在內正貨，爲紙幣的正貨準備，這種弊害，自然除去，而多年從法律上及經濟上屢經議論的日本金融上的一大問題，暫歸消滅。不過曾經發生過的事，以後不一定不會重新發生。如果將來日本的正貨狀態成爲逆勢，不限定不復返從前的狀態，重生弊害。以下暫錄本書舊版起草當時的舊事實，而說明這個問題。

據大藏省的調查，大正六年九月十五日日本的正貨總額，爲十億八百萬圓，其內容如次！

所有者的區別

政府所有

三〇五・〇〇〇・〇〇〇圓

日本銀行所有

七〇三・〇〇〇・〇〇〇

所在地的區別

內地現在

四六二・〇〇〇・〇〇〇

海外現在

五四六・〇〇〇・〇〇〇

十億八百萬圓之中，五億四千六百萬圓為在外正貨，在內正貨，為四億六千二百萬圓。同日日本銀行帳簿如下：

紙幣發行額

五八八・〇〇〇・〇〇〇

正貨準備額

五八八・〇〇〇・〇〇〇

保證準備額

一一〇・〇〇〇・〇〇〇

發行餘力

限制外發行額

對於五億八千八百萬圓的紙幣額，就有與此相當的正貨準備，此外沒有以保證準備而發行的紙幣，所以日本銀行，即使不再增加正貨準備，而發行餘力，尚

有保證準備發行限度的一億二千萬圓。但是這一天日本的在內正貨，不過四億六千二百萬，就把他當做全部歸日本銀行所有——因為有種種理由可推察政府所有的正貨，大部分為在外正貨——而日本銀行的正貨準備所在地的區別如下。而其中之一部分，還係在外正貨。

正貨準備額

五八八・〇〇〇・〇〇〇

內容 內地現存額

四六二・〇〇〇・〇〇〇

海外現存額

一二六・〇〇〇・〇〇〇

於是問題發生。就是在外正貨，是否可以之為正貨準備？

試閱兌換銀行券條例第二條第一項，其規定如下：

日本銀行發行兌換券時，須應着發行額，置同額的金銀幣及生金銀，以充兌現的準備。但銀幣及生銀，不得超過兌現準備總額的四分之一。

第六條文規定如下：

有請求兌換銀行券的兌現者時，日本銀行本店及支店，須於營業時間中，隨時兌現。但支店在本店準備金沒有送到之前，可以酌量延緩兌現。

據上述條文，無論從文理看，或從精神看，以在外正貨充正貨準備，當然是遠法。現在暫把法律論放開，而從經濟上來立論：在外正貨，在雲山萬里之外，決不能充兌現準備，以供咄嗟間之用。如果一旦和設置在外正貨的國家發生戰端，敵人不用一兵一矢，就可制我國民經濟的死亡。況且戰爭中，各國都禁止正貨的自由輸出，所以在外正貨不能為正貨準備，已無議論的餘地。

論者或謂：『正貨準備，在今日的經濟社會，一面為兌現的準備，一面又為清償國際借貸的基礎，而且有時尚以清償國際借貸的基礎一事為尤重。所以應該把他放在遂行這個目的上最適當的地方。如果這樣，那末，像日本一樣，多在倫敦清償國際借貸，就至少也應以正貨準備的一部置於倫敦。如以為正貨準備一定要置於發行銀行的所在地，未免是拘泥於理論之論。』^①我不能遽服此論。第一，

此論混同了用以兌現紙幣的正貨準備的職能，和用以清償國際借貸的在外正貨的職能。正貨缺乏，不能充分置兌現準備和清償資金時，或者有以同一正貨而兼正貨準備和在外正貨的二職能的必要，但是日本的在外正貨，當作清償國際借貸的資金，已充分有餘，毫沒有強為兼任的必要。第二，此論看過了一重要點，就是在外正貨，事實上不一定是正貨。日本在外正貨的大部分或一部分，不外是外國證券，乃是周知的事實。我以為這乃是政府所有的正貨，日本銀行所有的，決不會不投資於證券。至少充作正貨準備的一億二千六百萬圓，沒有保存為正貨。然則這個正貨，究竟保存在甚麼狀態？在海外沒有一家支店的日本銀行，如不存入或暫寄在橫濱正金銀行支店或外國銀行，就沒有保存的方法。存為存款，就是移轉所有權，所以就不能說是日本銀行所有的正貨。如果寄存，則須規費。付規費而寄託，和得利息而存款，計算上大有差異，誰肯去寄託？即使寄存，日本銀行，究以何法監督這個寄託的正貨？日本銀行不能監督外國銀行，是不待說的。既然不能監

督，那末，寄託和存款，實質上究竟有何差異？這乃是出沒於各人胸中的疑問，而一切是祕密主義。即使正貨準備的在外正貨，當做正貨寄託，而且嚴重的監督，但在寄託的地方和監督的方法都不明瞭的狀態之下，自然不能信賴為正貨準備。況且寄託和監督，還是疑問。

在外正貨可以之為保證準備，然而我不是說在外正貨不能為一切兌現準備。把他當做正貨準備，自然不行，但是兌換銀行券條例第二條第二項及第三項規定有「政府發行之公債證書、大藏省券、以及其餘確實的證券或商業票據」等語，如把他廣義的解釋，就可包含外國證券和外國票據，以他們充保證準備，供紙幣兌現的副準備，亦未始不可。如根據這個解釋而計算，前載大正六年九月十五日日本銀行的帳簿須改書如下：

兌換券發行額

五八八・〇〇〇・〇〇〇。

正貨準備額

四六二・〇〇〇・〇〇〇。

保證準備額

一、二〇、〇〇〇、〇〇〇

發行餘力

制限外發行額

六、〇〇〇、〇〇〇

就是對於五億八千八百萬圓的兌換券發行額，正貨準備，不過在內正貨四億六千二百萬圓，以證券爲準備的保證準備，超過第二條第二項所規定的一億二千萬圓的限度，所以完全沒有發行餘力，六百萬圓，成爲第三項所規定的限制外的發行。這個限制外的發行，不待說，須得大藏大臣的許可，且納發行稅。利用在外正貨爲兌現準備，除此以外，別無他法。證券就是在國內，也不能看做正貨準備。而且要以萬里海外的證券和存款，作爲流通國內的兌換券的正貨準備，那更不成問題。如果以爲可以，那末，日本銀行，就可拿着由外國銀行借入的資金，投資於外國證券，或存入外國銀行爲存款，而以這個「在外正貨」爲「正貨準備」，隨意的，無稅的增發兌換券。那末，日本發券制度之伸縮限制的妙用，就要全被破壞。

① Ricardo: Principles, Chap. VII, McCulloch, Works of D. Ricardo, p. 77.

② Frierich List, Das Nationale System der Politischen Ökonomie, 23 Kap,

Sammlung sozial-wissenschaftliche Meier von H. Waentig, S. 387—388

③ 河津暹論在外正貨處分問題（國家學會雜誌第二十卷第一號一四五頁。）

第十二章 分業銀行主義與兼營銀行主義①

第一節 日本宜採兼營主義

英國式與德國式的對立 試觀現代金融組織和銀行經營，有極顯著的二大主義相對立。一為英國式，一為德國式。英國式如從金融組織上看，是分業主義，如從銀行經營上看，就是存款主義。德國式如從金融組織上看，是兼營主義，如從銀行經營上看，就是投機主義。

日本宜效德國式 日本的銀行制度，大體從英美傳來，而屬於分業主義和

存款主義的系統。就是普通銀行之外，有日本興業銀行，日本勸業銀行，農工銀行，橫濱正金銀行等特殊銀行，各以工業金融，農業金融，貿易金融等特殊金融爲主業而活動。普通銀行則將以短期契約而受入的資金，以短期契約而運用，以從事於所謂商業金融。但是日本經濟界的狀態，不甚像老成圓熟，資金豐富的英國，卻和新進氣銳，未成未熟的戰前德國，多有相似之點。所以灌溉日本事業界的銀行，以做照戰前德國式的爲便。所以特設此章，提出關於日本銀行制度之將來的重
要問題，以和學者商榷。

英國式的銀行，其運用資金的源泉，主要在存款，自己的資本，不過爲債務的保證。其運用資金的方法，也以授與短期商業信用——貼現及放款——爲主，至於工業金融一類的長期金融，則讓諸以此爲專業的特殊金融業者。然而德國不像英國一樣，他不立商業金融機關和工業金融機關的區別，不採分業主義，而行兼營主義。德國的大銀行，即使行使存款銀行的業務，然亦兼營起業金融的業務，

由買賣、承受、及發行證券，對於工商兩界，通融資金。

資本之證券化使兼營主義容易。然則銀行這樣兼掌工商兩界的金融，經營上利弊如何？我們可向銀行借款的人怎樣利用這種借款的一點觀察，而分銀行資金爲二種。一爲經營資金，一爲設備資金。經營資金的授與，方法甚多，或貼現以商品買賣爲基礎而發行的票據，或貸與購買商品的代價，或放款於倉庫證券，船貨證券。這種資金，普通都是短期收回的。反之，設備資金的授與，就是永續的通融經營某種企業永久必要的資金。這種資金，多用於企業的創設、改良、和設備。而以之充經濟學者所謂的固定資本，因之他的收回，也非短期的所能辦到。所以運用資金的源泉，主要求之於活期存款以及其餘短期存款的英國式的普通銀行，專門供給經營資金，而不能供給設備資金。這乃是銀行經營上的一大原則。因爲貯蓄銀行供給經營資金的時候，其所受的資金，與所授的資金，均爲短期，借貸之間的一致調和，不致破壞。但是如果供給設備資金，就是將以短期契約而得之

資金，拿長期契約來固定，一旦發生擠兌風潮，銀行雖有資產，卻不能不陷於停兌的悲運。而設備資金，卻是工業上最重要的資金，所以工業金融，決不是普通銀行所能擔任的。然而像現在一樣，固定資本大部證券化，具備了股票債票的形式時，情形又比較不同。因為資本的證券化，一經實現，許多企業，就發行股票和債票，以求其設備資金，所以銀行所供給的設備資金，均化為有價證券，因之銀行雖供給設備資金，只要把代表該項資金的證券一發賣，該項資金，都可隨時收回。至少只要肯受一點損失，多少廉價的出賣證券，資金隨時都可以收回。例如當新設或擴張企業時，銀行如承受該企業公司的股票和債票，日後見有適當的時機，即行賣出，那末，銀行雖供給設備資金，實際上卻免掉了固定自己運用資金的不便。所以資本證券化的結果，就是專營短期存款的銀行，也未始不能供給設備資金，參與創業金融。至少供給設備資金的危險，非常減少。從這點觀察，德國式的投機銀行主義，也不能一概排斥。而且德國事實上也收了很好的成績，對於國民經濟的發

達，有了至大的貢獻，所以因國情不同，有時採取英國式，不如採取德國式。而日本的國情，卻正如此。

第二節 兼營銀行應具的條件

對於兼營主義的批難 對於德國式的兼營銀行，從來就是在德國國內，也有反對的論者。瓦枯勒 (Ad. Wagner) 教授，也是極力主張兼營銀行制度危險的。一人。然而這自始就是以觀察英國式銀行的眼光，而觀察德國式的銀行。德國式的大銀行，其經營方式，根本上性質和英國的股份銀行不同，他的資力和勢力，俱行集中，減輕危險的設備，比較充分，所以從德國式大銀行的見地看，兼營主義，不一定危險。

然則怎樣做去，纔能在兼營主義之下，爲減輕危險的設備呢？

經營銀行的二大準則 銀行經營上，由減輕營業危險一點看，有兩個最重
要的原則。一爲借貸調和的原則，二爲危險分散的原則。

借貸的調和 第一，先說借貸的調和。銀行的重要業務有二：一爲「自動的業務」，二爲「被動的業務」。自動的業務，例如放款，銀行因此授與資金，而立於金錢上債權者的地位。被動的業務，例如存款，銀行由此受進資金，而立於金錢上債務者的地位。換句話說，就是自動的業務，乃是銀行授信用與顧客的業務，被動的業務，乃是銀行由顧客受信用的業務。而吾人所謂之「借貸調和的準則」，就是關於這兩種業務配合調和的法則。瓦枯勒教授說得好，銀行之被動的業務，是決定其自動的業務的，而被動的業務，又鑑於自動的業務而選擇。再以別句話來說，就是前者的期間，要和後者的期間一致，前者的交易額，要和後者的交易額一致。詳細說，就是基於自動的業務的債權之清償期，須鑑於以被動的業務爲基礎的債務之清償期而選擇。又由短期的被動的業務而得的資金，一定要利用到短期的自動的業務，由長期的被動的業務所得的資金，須利用於長期的自動的業務。一言以蔽之，就是銀行所授的信用與其所受的信用，大體上，種類要相同，分量要

相等，兩者之間，須有適當的配合調和。這就是借貸調和的準則。銀行如果犯了這個準則，即使資金超過債務，也有發生停兌的危險。

危險的分散 第二說危險分散的準則。銀行如把巨額的資金運用於一種事業，或放款於一個地方，實在非常危險。因為如果該項事業不十分有利，或借主陷於破綻，一時就要受莫大的損失，以致不能復起；即使不會因這個損失即行破產，然而因自衛上，不能不努力救濟對方，於是和對方更結成惡因緣，以致資力固定，不能運用於別種有利的方面，結果，營業還是不能持久。所以銀行須努力分散資力的運用方面，以負多種多樣的危險，即使一方面受了損失，還可以別方面的利益來補償。這就是我們所謂的「危險分散的準則。」

兼營銀行的條件 然則兼營銀行，怎樣防備，纔能不背這二大原則。從這一點看，兼營銀行應具的條件如下：

巨大的自己的資本 第一，自己須備巨大的資本。兼營銀行，以買賣有價證

券爲目的，投機的性質既多，事業遂不安定，所以不能僅倚賴由存款而吸收的外來資金。因之須預備豐富的資本金及公積金，以之充營業資金。而且這種銀行，須將其所承受的證券，保存至適當時機，然後賣出。此外，因爲和工業有密接的關係，有時且進而自己經營工業，所以也常經營工業資金的放款，使資本比較長期的固定。無論從那一點說，都要自己的資本金巨大。原來這種銀行的業務，和以存款的利息與放款貼現的利息之差爲利潤的貯蓄銀行的業務不同。他常常經營工業、鑛業，以及其餘事業，而行所謂「投機之上的投機」(Fine Speculation and die Spekulation)，所以即使增加自己資本而爲營業資本，如果經營得法，可以收業務本來的性質上所生的利益。里加圖所謂「銀行家特有的職能，始於運用別人的資金」，不過是英國式貯蓄銀行的大原則，如就兼營主義的銀行說，殊屬不當。總而言之：兼營銀行，多長期的投資放款，所以從借貸調和上看，自己的資本須大；而且個個交易即使失敗，如欲營業全體不受打擊，結局且能獲得利益，就不能

不擴大自己的資本，而圖危險率的分散。即徵之事實，德國式的銀行，較之英國式的銀行，自己的資本，大約較大。億以上的甚多。而且德國銀行，大約額定資本的大部分，俱已繳足，而英國銀行，不過繳足公稱資本的四五分之一。從營業資金構成的比例看，日本銀行的經營方式，與其說類似其原型的英國式，還是接近德國式。試舉大正八年末東京組合銀行和大阪銀行集會所組合銀行的資金構成狀態的一斑。

	資本金及準備金%	存款%	合計%
東京組合銀行	一九·七	八〇·三	一〇〇·〇
大阪組合銀行	一一·六	八八·四	一〇〇·〇

總括東西組合銀行的數字看。資本金及公積金爲百分之十六小數二，存款爲百分之八十三小數點八，現在再把戰前一九一三年下半年期英德代表的普通銀行的狀況拿來比較：

英國銀行		資本金及準備金%	存款%	合計%
London City and	七·九	九二·一	一〇〇·〇	
Milard Bank	七·五	九二·五	一〇〇·〇	
Lloyds Bank	七·九	九二·一	一〇〇·〇	
Barelay & Company	一〇·二	八九·八	一〇〇·〇	
Union of London and Smith Bank	八·二	九一·八	一〇〇·〇	
London County and Westminster Bank	六·九	九三·一	一〇〇·〇	
National Provincial Bank of England	八·一	九一·九	一〇〇·〇	
平均				
德國銀行		資本金及準備金%	存款%	合計%
Deutsche Bank	一六·五	八三·五	一〇〇·〇	
Direktion der Diskonto-Gesellschaft	八三·六	一六·四	一〇〇·〇	
Dresdner Bank	二一·四	七八·六	一〇〇·〇	

第十二章 分業銀行主義與兼營銀行主義

Darmstädter Bank	133.9	76.1	100.0
Bank für Handel und Industrie			
平均	36.4	63.6	100.0

徵諸上列計算，日本普通銀行的自己資本金和準備金，對於重要資金全體，實占比較的大部分，其狀態恰位於英國諸銀行和德國諸銀行之間。因為如此——至少從這一點看，——日本的銀行，就很容易由英國式的銀行，轉化為兼營銀行。不過就個個銀行的資本金額看，日本的銀行，比德國銀行要少得多。

以互相聯合而集中——銀行企業，以互相聯合為有利益。托辣司 (Trust) 及卡特爾 (Cartel) 的組織，為現代企業的共通現象，所以銀行業也自難獨外。然而投機銀行方面這種運動更顯著，例如德國，大小數十銀行相集而張「銀行網」，以數個「銀行網」而蔽全國。這種現象，根據下述的理由：

(一) 創業金融，就是一筆，其額也甚鉅，所以須由許多銀行分擔，或應着營業資力的大小，將其交易單位的大小比例縮小，以謀危險的分散。由這一點看，就

有以互相聯合而擴大經營的必要。

(二) 發行證券的公司之所以不和公衆直接交易，而要倚賴銀行的創業金融的，實因爲與公衆直接交易，不如使銀行爲中間人，立於保證者的地位，而利用公衆對於銀行的信用，較爲有利。而公衆的信用，大銀行較厚，小銀行較薄，自不待說。所以由互相聯合而集中擴張銀行企業，從經營創業金融的方面看，不但便利，而且必要。

(三) 銀行因起業金融而承受的證券，僅只一筆，爲額亦鉅，所以無論公衆的信用如何，如非資力豐富的大銀行或銀行網，絕不能當此重任。

(四) 小銀行不能獨立經營創業金融，因之不能分沾這種有利的事業的利益，因欲分潤所承受的證券，遂進而自請附屬於有勢力的銀行網。

進取的調查研究 第三要完備關於事業界的調查研究機關。英國式的銀行，和日本從來的普通銀行，絕不是沒有調查研究的機關。大抵的銀行，均設有

credit department，或調查部。然而這大概是主要以自衛爲目的的調查。他的目的，多在調查顧客的信用，以防放款落空。然而兼營銀行，不單自己發起事業，有時且派代表赴既設的事業，擔任管理，所以僅只調查顧客的身分，還嫌不足。須周到綿密的調查研究經濟界的情形，以尋積極的活動於事業界的機會。貯蓄銀行的調查，是爲防止而調查，投機銀行的調查，是爲進取而調查。所以無論範圍和規模，後者的都要比前者的大。

經營上要有上述的準備，然後纔能爲兼營銀行，纔能爲創業銀行，纔能爲投機銀行。如果資本、組織和設備都是英國式的銀行，而經營德國的業務，是無異於乘車渡海，自難免沉覆。不幸有許多銀行，竟行這種不慎重的舉動，以致陷於破產的悲運，而社會遂因此以爲創業金融他本身，爲非常危險之物，實在是種憾事。我們在下這種斷定之前，須詳細研究德國的銀行制度。

須兼營存款業務——設置存款處——最後還要說的，就是創業金融，須兼營

存款業務，投機銀行，纔是兼營銀行。創業金融，因時期而業務有旺淡之別，如欲補救以保利益的平均，須兼營大規模的存款業務。而且把存款業務的範圍推廣，即從銀行尋求賣出證券的應募者一點着想，也覺得便利。至於由此可吸收巨大的營業資金，自不待說。從來德國的大銀行，均設多數存款處（Depositarkasse），以努力搜集存款。存款處是一種業務，範圍較狹，獨立程度較低的附帶經營。只能在本行所授與的權限內營業。增設存款處，可以扶植銀行的勢力，廣與公衆接觸，將本行所承銷的證券，販賣與願主，以補助本行的創業金融。一九一〇年，柏林七大銀行，擁有三百十二個存款處。就是平均一家銀行，擁有四十四個存款處。此外又設立中央存款處（Depositenkassenzentrale），以爲統一及監督存款處的機關。中央存款處，對於全體存款處，代表本行，關於存款處的經營，對本行負責。①

① 詳細說明金融組織及銀行經營，并非本書的目的。如欲詳細研究此地所述的德國式的金融組織及銀行經營，請看下列各書：

- (1) Adolf Weber: Depositenbanken und Spekulations-Banken, Ein Vergleich deutschen und englischen Bankwesens, Leipzig, Duncker. und Humboldt, 1902.
- (2) Robert Liefmann: Beteiligungs- und Finanzierungs-Gesellschaften. Eine Studie über den Modernen Kapitalismus und das Effektenwesen in Deutschland, den vereinigten Staaten, der Schweiz, England, Frankreich und Belgien.
- (3) Riesser: Die deutschen Grossbank und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland.
Weber 的書如其標題所示，是比較研究英德的銀行制度的。一九一四年出了增補訂正的新版。Risser 的書第三版的英譯，由美國國立幣制調查會（National Monetary Commission）發行，故名（The German Great Banks and Their Coconcentration in Connection with the Economic Development of Germany）。高垣寅次郎的銀行集中論，也是研究德國銀行企業集中的傾向的著作。

⊖ 關於存款處，請看下列參考書：

Luc. Wiernik, Die Depositenkasse ihre Geschichte und ihr Rechtsverhältnis zur Zentralbank mit einem Nachwort zur Depositenfrage.

資料帶出票

記號 0

資料名

金融終極概論

新學制
高級商業學校教科書
金融經濟概論

此書有著作權者必印必究

中華民國二十五年七月初版

每册定價大洋壹元貳角

外埠酌加運費匯費

原著者 日本飯島幡司

譯述者 周佛海

發行所 上海商務印書館
上海寶山路

發行所 上海商務印書館
上海及各埠

本書於民國十七年六月十二日經
大學院審定領到第四十七號執照

New System Series
MONEY AND FINANCE
For Higher Commercial Schools
Approved by the Ministry of Education and Research
(Certificate No. 47)

By
I I J I M A
Translated by
C H O W F U H A I

1st ed., July, 1926 2nd ed., Apr., 1931
Price: \$1.20, postage extra
THE COMMERCIAL PRESS, LTD., SHANGHAI
All Rights Reserved

N
九
七
四
張

55

