

外

國

匯

兌

世界

叢書

英國高申著

遼陽劉濬川譯

陶履恭校

原

理



序言

一八六三年出版的高申的外國匯兌原理是關於外國匯兌最早的著作。但是此書的價值並不因年代湮遠而貶損。高申所研究的是原理。影響匯兌的原素時時有變遷，匯兌的情形時時有改變，匯兌的價格時時有漲落。今日匯兌狀況當然與高申著書時所引之例迥然不同。即明日之匯兌狀況亦當然又與今日不同。但是本書所討論的原理仍然可以供我們的參考。高申在本書第二版和第三版兩次序文中亦曾聲明尋覓永久的例證的困難。他說，匯兌的變動極快，匯兌變動的範圍極廣。所以在某一時可引某國爲例，過了幾時，那個例直可變爲相反的。舊例證雖然現在不能適用，但是由那個例證尋繹出來的原理仍然可以應用。不過有心人須要注意於引起匯兌變動的原素和一般情形罷了。

關於現在國際匯兌的情形有幾樁事情，讀者須注意的。國際匯兌自從大戰開始以後發生了許多大變動。例如金融市場本在倫敦，現在因為種種關係（就中特以美國因為在戰時供給協約國方面軍需品及借款變為債權國）金融市場移至紐約。戰爭之際西歐的生產力銳減，都移到戰事或供給軍需的方面；戰後生產力未能恢復，又加以產業上不穩的狀態，故歐洲之匯兌變為一逆勢。同時歐洲各交戰國因銀價騰貴及濫發紙幣，亦不利於匯兌，特以對用銀國的匯兌為尤甚。現在西歐在匯兌上雖然不利，但是因為他們以先在海外的投資，還不是致命之傷。德國對外貿易因戰時之鎖港幾乎完全停止，現在雖然又開始貿易，但是因為馬克的貶值，生產力的薄弱，凡爾賽和約經濟條款的影響，海外經理員的缺乏等等原因，匯兌狀況一時尚有不能成立之勢。俄國推行共產主義在匯內雖然把生產事業，銀行及匯兌事業都收歸公有，但是將來一旦對外貿易開始，仍然要適用本書論的外國匯兌的

原理的，據說現在勞農政府已經屯積了許多現金，現金的大部分是從漢收貴族資產得來，專豫備與外國通商。現在俄國最需要製造品，但是沒有與戰前同樣的穀物的輸出，同時又有前政府遺留下的大宗的外債，所以將來要輸送現金到外國換取製造品也是當然的。大體看來現在國際匯兌已破碎不完，悲觀的人竟說現在國際貿易有返到原始的物品交換的狀態的趨勢。換一句話說，就是國際匯兌廢止了。無論如何，國際間經濟的互相倚賴是不可磨滅的事實。如今竟因為此次大戰，將此自然的事實改變，狂妄的政治家締結和約，施行政策更專與癡癩為然的事實相悖戾。但是世界上的人類，如果願意有共同的平和的生活，這個經濟的互相倚賴仍然要實現的。此後國際的互相倚賴必且較戰前為更甚。那時國際匯兌的運用更大，因為政治的經濟的，社會的種種情形，決定國際匯兌的原素也必更為複雜。

至於本書的體裁，高申曾在序言中聲明，他說，為不同的讀者起見，討論外

國匯兌可以有不同的方法，例如對於已知匯兌原理的，就不必重新絮煩原理，應該考察更有趣味的問題，和深一層的更有趣味的原理。假使對於那些於外國匯兌毫無知識的，就應該為有系統的完備的討論，使讀者一讀便曉。但是高申所採用的方法是為一般營商的人立論，因為他們一方面雖然熟悉外國匯兌的實際而一方面昧於匯兌上的原則，營商的人是不斷的受外漲落的情形，如各國的貨幣制度，生產狀況，社會的政治的情形，戰爭，航業等等常缺乏明確的知識。商人大概只注意兩國貨幣的漲落，稍高明的商人也不過只注意到兩國貿易上輸出入量的差，這種片面的觀察不能說明外國匯兌。本書第四第五兩章於說明決定匯兌上的要素是很有價值的。高申又說，本書雖主在為商人說法，但是研究經濟的和初學者亦可讀之有益。

著者高申 (George Joachim Goschen) 1831 — 1907 是銀行家，曾充

英蘭銀行董事十年他屢次被選為議員最初入內閣時為商部次長(一八六五)格爾斯頓第一次組閣時高申被任為教養部長(一八六八——七一)後又被任為海軍部長以後因格爾斯頓主張愛爾蘭獨立案脫離自由黨沙斯伯里候組閣時被任為財政部長他在任時最有名的功績就是償還國債的計畫(一八八八——九)一八九五年統一黨再組閣時被任為海軍部長他的著作除了外國匯兌原理以外還有關於經濟問題的論文演說集, (Essays and Addresses on Economic Questions 1905) 就有許多篇至今還有價值。

陶孟和 十，五，十六，在北京

外國匯兌原理目錄

中華民國卅六年二月廿一日收

- | | | |
|-----|-------------------|---------|
| 第一章 | 外國匯兌之定義與其所關係之交易 | 一—九 |
| 第二章 | 國際債務之分析 | 九—一九 |
| 第三章 | 外國匯票之種類 | 一九—三七 |
| 第四章 | 決定外國匯票價格變動之諸種匯兌原理 | 三七—八〇 |
| 第五章 | 外國匯兌之解釋 | 八〇—一二五 |
| 第六章 | 外國匯兌之調節 | 一二五—一四八 |

外國匯兌原理

第一章 外國匯兌之定義與其所關係之交易

欲研究關於外國匯兌上甚有趣味之原理，宜先將此名詞之含義解釋清楚。『外國匯兌』(Foreign Exchanges)一語，其意義本來含混不辨，時常為其所表明者，乃實際上匯兌之市價，並非匯兌之自身，即所表明者為價格(Prices)而非交易(Transactions)也。故術語上所謂匯兌漲，或落，或在於現款輸送點(Specie point) 其暗中意思，即指外國匯票之買主與賣主間，買賣契約上條件之變動也。吾人本斯義以論究外國匯兌問題之前，考察匯兌自身之要件為何，並認清匯兌上所買賣者為何，所轉讓或所給與者為何，實為必要焉。正式的外國匯兌，以外國匯票(Foreign bills)為要件。外國匯票者，對於外國發出之匯票也。此種專門解釋，不易了解，請給一普通之解釋。假如某外國人對

吾國某甲負債，債務者得在其本讓擔還。適有吾國之第三者，對於該外國之第四者，亦負債，欲在該國領取貨幣償還。第三者，對於債權者（或要求者）甲，支付定額貨幣債權者甲，遂將債務讓與之。第三者既取得移轉的債務，即可轉讓之於該外國之第四者。外國匯兌上之主要物件，即此外國人所負之債務也。此種運用，彌爾氏 Mill 解說甚明，茲錄其文於下：

「英國商人甲，輸出英國貨物，而委託於在法國之代理商乙。法國商人丙，輸出與英國貨物等值之法國貨物，於英國商人丁。於是英、法兩國彼此皆負擔債務。以此債務，償彼債務。法國之乙，無須寄送貨幣於英國之甲。英國之丁，亦無須寄送同額貨幣於法國之丙。則兩重運送之勞費，危險，皆可免除。甲將乙欠之債，向乙發出一張匯票。而丁因必須在法國償還同額之債務，於是購買甲之匯票，而寄送於丙。迨至該匯票支付到期時，丙即呈示於乙，求其照付。無一兩金銀之往返運送，雙方債務，皆如此清償矣。」（註）

依上之解說，則匯兌必藉一實在的匯票以爲工具始能成功。但吾人於研究初步，最好是視匯兌爲債務與債權（即要求權）之單純的交易。至其工具爲何，暫可不究。茲述匯兌上最普通之形態於次：

國際貿易之結果，社會上甲一部分之人（以下簡稱曰甲）對於外國商人負擔債務。同時，該外國對於社會上乙一部分之人（以下簡稱曰乙）亦負擔同額債務。若甲運現款至外國，則勞費、危險，在所不免。因欲免去勞費及危險，故尋出乙來，將外國對彼所負之債務，盡數購買之。買入後，乙對於外國債務者之要求償還權即移轉於甲。斯時，外國債務者即對甲負擔還之義務。甲再將此要求償還權讓與彼之外國債權者，則外國債務者即對之負擔還之義務。而甲所負之債務，於是消償矣。然則，買主對於賣主果支付若干金額，而買得其要求權乎？設兩國所負債務之總額，絕對相等——即金額相等，償還時期相

註 見彌爾氏經濟學原論，第二十章，第二節。

符，并償還時所支付之貨幣亦相等（或相同）——則買主支付於賣主之金額與其要求權所代表之金額相同，此不難斷定者也。即是，買主所支付之金額，不過與外國債務者對於曾經轉移的要求權所支付之金額相等（或相同），亦即買要求權者所需費之金額，與賣主所享有之金額相同也。故於要求權之買賣上，若買主所必須支付之金額與賣主所享有之金額相同，必兩國彼此之債務相等，同時必無使價格上發生變動之原因存在，而外國匯兌市價上不生變動，以術語表明之，即匯兌永遠在於平價（At Par）也。惟各國之債額未必相等，償還時期未必相符，各國貨幣間之關係未必相同，故各國之債務總額萬難絕對相等。如果債額不等，或償還時期不符，或各國貨幣間之關係不同，則匯兌市價上必生變動，故匯兌市價上實際發生之變動，即為各國債務不相等之必要的結果，與一定的指數，吾人討論之要點，即在於此。

若用相異貨幣間——如金鎊 *Sovereign* 對於佛郎 *Franc*，弗勞林 *Florin*

對於達拉金圓 Dollar —— 之匯兌情形，以說明匯兌問題，或能較為容易。且實際上之匯兌大率如此，故更宜如此說明之。各國貨幣不相同，則匯兌市價上易生變動，固矣。然假使各國皆採用同一之幣制，因為某時欲運送資金至外國者，較欲自外國收回債權者或多或少，即對於要求權之需要比其供給或多或少，則對於外國之要求權的價格上仍不免有變動，仍不免或為貼水 (At a premium) 或為折扣 (At a discount)。此需要供給之關係，為外國匯兌市價漲落之第一原因，最關緊要，不可忽也。各國採用同一幣制猶如此，若貨幣不同，更無論矣。譬如英國對法國負重債。於某一日，或一季，償還期已至，須運送巨額現款至法國，以清償債務。而同時，英國別項貿易之結果為法國對英國負債。惟此種交易為額甚少。故英國在巴黎享受債權得以移轉其債權者較少。以商人語說明之，即英國向法國發出匯票之人甚少也。英人在法國保有之金額本可轉匯於法國，必須運金至法之人，因匯票之供給甚少，而需要

匯票者甚多，結局則需要者皆爭先購買，不給高價者，即不免向隅，祇好忍受包裝、保險及運送種種煩勞而運金至法。否則，惟有不依期履行契約而已。彼購得匯票者，其給價必甚高。於是賣主即能賣得實在的票面價值 (Par Value) 以上之價值，因而獲得厚利。蓋賣主既在法國保有一定金額，而他人需要之，如不讓與，則斯人必須自己運金至法，勞費殊多。賣主有奇貨可居，必待善價而沽，故利益能全為其一己所得。如匯兌在於平價（即兩國之債務相等），則所有利益，買主與賣主將分而有之。若買主互相競爭，則賣主獨得方便，坐收其利矣。

於此供求不相劑之時，通常的供給與需要決定匯票買賣交易之情形。如前例，向法國發出之匯票供給少，需要多，故匯票為貼水。反之，若向法國要求償還貨幣者，較欲運送資金至法者為多時，則匯票之供給多，需要少，而匯票將為折扣。以上所舉者，皆為外國匯兌市價上變動之重要情形。吾人如欲明

識其真正的本質與起源，最重要者即為先屏除一切附屬情形，而專注意於一般的原則。所謂一般的原則者，即在自然的、簡單的匯兌交易上，在此處實際支付定額貨幣，以與在彼處與之同額的貨幣相交換也。其他最複雜之匯兌，皆由此最簡單者生出。最複雜的與最簡單的，二者之區別處，現在可先略述之。在最複雜的匯兌上，或現在立刻支付定額貨幣，遲三個月後始領取與其同額之貨幣；或所給與者為金，而所領取之同額為銀；或所給與之貨幣，乃立時支付，故完全確定，而將來領取同額之貨幣，須經過一定期間，因有此長期信用關係，故其事甚為可疑。於是，欲確定所受之金額，與所授之金額，二者相等，則當時金對於銀之相對價值，必須考察之。等待三月，其間所損失之利息，必須計較之。立刻支付現金，而取得表明允許三個月後支付同額現金之一紙文書，其中所帶之危險，必須考量之。凡此種種，皆足影響匯兌，而使匯兌問題異常複雜，最易令人無從捉摸其根本原理之所在。從來關於外國匯兌

情形之討論，有時專注重於各國貨幣之價值，各國所有金銀之數量，以及各國紙幣流通之相對的狀況，茲數點者，固最足影響匯兌市價，而使之發生變動，然仍不過為次要的，各國之相對的債務 (Relative indebtedness) 乃真為第一主要之原素也。若就外國匯兌之全體而研究之，最先宜對於國際債務 (International indebtedness) 之意義，構成國際債務之要素，及國際債務之種種現象，有一明瞭觀念，迨至將賅括外國匯兌原理全部之根本問題充分了解，并對於各國彼此負債之種種方式得一概念時，吾人即可進而考量在清結到期之時，與流動債務 (Floating debt) 用匯票以確定之之時，國際債務具有何種狀態矣。如此，則匯票之性質與形式，匯票之買賣，決定匯票價格之種種原因及價格上之時常的變動，外國匯兌順 (Favourable) 或逆 (Adverse) 之常用語的意義及效力，以及匯兌之狀態為國際交易 (International transactions) 之指數的價值，當然皆為吾人所須討論者。至於研究之順序，則先考究

債務之自身，而察知其終局必常由大量匯票代表之包括之。次則必須研究此等匯票 (Bills of exchange) 爲即時支付者，或爲定期支付者，代表最終的交易，或僅爲商業行爲之一部。并且利率，債務者之信用，債權者之信任，以及支付時所用貨幣之貶值，皆如何影響於匯票交換力。復次，則研究何種情勢能引起對於外國匯票之需要，并如何能使需要減少，或使之加多。再者，最近金融界所議論諸重要問題，如關於提高利率以防遏現金溢出之影響如何。外國資家持有英國匯票者（或持票人）對於英國金融市場之勢力如何，不待匯票到期逐漸兌現，而突然悉數擁入金融市場請求貼現，其結果如何，以及其他類似之事情。此等問題與經商者生死存亡攸關，極爲重要，絕非理論的，或抽象的。故最後就此等問題論述之，以爲吾人研究之結束。

第二章 國際債務之分析

如上所述，討論外國國兌問題所必須考究之第一原素即爲國際債務。實

際上之匯兌爲債權，或債務之交易，則是關於國際債務之起源及本質的探案，誠爲研究斯學之一助也。

欲對於兩國間相互負債之情勢得一觀念，必先精密考察兩國間之交易始可。彼想像債務之負擔僅由於外國貨物之輸入而發生，以貿易差(Balance of trade)僅爲輸入輸出問題，而視之爲輸出入彼此相超過之差額，乃人常陷之錯誤也。

如周密考察兩國間之交易，吾人將見國際債務之發生於兩國間彼此生產物之交易者爲少，而發生於兩國間，此國在彼國所需諸項費用金額合計之相對的總額(Relative Totals)者爲多，而諸項費用之金額，或爲支付生產物及製造品之代價者，或爲購買股票及公共證券而支付者，或爲給付利益金，手續費，或各種俸給者，又或爲給付寄居於外國，或旅行於外國之費用者，是故國際債務實由於各國彼此所支付(或允許支付)之總額而生也。吾人今

茲所論究者負債 (Liability) 而已，而實際上借入款項之觀念不與焉。負債之起源不同，然無論其起源為何，結果為負債則一也。

一國支付金錢於他國，無論其目的為何，其所支付之金額，與償還直接的輸入品之代價而支付者，有同一結果。故一國由他國輸入貨物雖遠過於其供給他國之貨物，而兩國彼此之總債務 (General indebtedness) 仍能約略均衡。例如，兩國間輸出輸入之差額為三百萬鎊，則輸出超過國對於三百萬鎊之超過額而為債權者，惟該債權國不必運金返國，可以其一百萬鎊充在債務國寄居者或旅行於外國而耗費金錢者之寄款之用，可以一百萬鎊寄之於輸入超過國以購買公共證券。設該輸入超過國為大航業國，債權國亦可以其餘之一百萬鎊償還積欠運費。如此，兩國間之平衡狀態，可以回復，雙方皆無逆差 (Adverse balance) 則債務相等。

就國際交易中之數項而詳究之，想亦非多贅也。茲即以研究外國匯兌為

宗旨，而詳論外債 (Foreign loans) 之効力。凡外債之發行也，對於供給債款之貸出國將有不利之勢，而對於受取債款之借入國則否。

債款終久必須償還，固矣。然於締結貸借契約之當時，外債對於借入國與輸出有同一効力，而對於貸出國則與輸入有同一効力。就實在情形言之，貸借契約既經締結，則借入國即輸出其證券，而貸出國之資本案輸入之。故自貿易差之方面觀之，一國締結外債之契約，即與增加輸出相同。是以當一國對於他國負債過鉅，雖運送金銀，或增加輸出，猶不能清償時，羅掘俱窮，無計可施，往往利用舉債方策，而輸出公共證券於債權國，藉以爲逆勢之調節也。俄國採用斯策，已非一次矣。

再者，假如有一國資金充裕，不賴他助而能自立，且領域範圍內有其必需品之大部分，是以輸入甚少，而輸出甚多。此種國家即有爲諸鄰國債權國之傾向。此種情形，與前所述者適相反。前所述者爲一國之債務過多，而在今茲

之假定，乃一國非徒債務不多，且幾無債務之可言，則此國與其諸鄰國間均衡之勢，難免破壞。故該國常收集外國證券，而為債票、股票，以及其他種種證券之投機買主與輸入者。該國製造品之代價，外國以鐵路債券支付之。他國對於該國供給之貨物所償付之金額，該國用之於外國京城股票交易所購取股票。如此，則平準狀態恢復矣。然當對外國證券之投機狂熱暴發時，其貿易差上必受無限影響，無疑也。蓋一國輸入外國產物超過其輸出時，必將危及其金融地位。若一國於外國股票為過量的購買，其影響所及，與前正同。則其金融地位亦必致危險。惟製造品與生產物之運送，或再運送需費浩繁，甚不便於再輸出，而股票則常較適於再輸出。二者異點，惟此而已。

由上述者觀之，凡言兩國間之相對債務，或貿易差時，一國對他國之永續債務 (Permanent debts) 並不在內。永續債務至少亦須於償還到期時，始考慮及之。而貿易差乃依當時即須清結之交易而定，非由互相承認清結期

得延緩於長期年月之交易而定也。例如大量美國證券為英人所持有，故美國對英負巨額債務，毫無疑義。然除證券上之利息外，此種固定債務 (Consolidated indebtedness) 無須結算，故對於流動債務 (Floating indebtedness) 殆不發生何等影響。而英美間匯兌市價之變動，乃由流動債務差額而決定者也。

美國證券為商品之一，英國由美國輸入，輸入時，其影響滙兌也，與由美國輸入棉花相同。及由英國再輸出於美國時，但只在輸出時，則於相反方向影響滙兌。質言之，即再輸出之證券，影響滙兌，與棉花已製成棉布後，由英再輸出於美之時，具有相同勢力也。夫惟英國持有美國證券者不能即時要求美國償還債務，而英國因輸入美國棉花及穀物所發生之債務則必須即時清結，不能以美國證券與之相抵。故英國擁有美國證券額數，縱遠過於貿易上之逆差，而貿易差仍可以完全不利於英。

股票上所附之息票，與股票自身不同。息票所代表之利息，爲一種既定的，重要的國債，爲借入國所負之一種即時的負債，且爲利於外國債權者之支出。凡每年須對於外國支付鉅額利息之國，必少輸入價值爾許之貨物，或多輸出價值爾許之貨物。反之，凡富庶之國，歲由他國有利息所得，即能以所得之利息支付同額超過之輸入。質言之，即該國以受取之利息抵銷超額的費用，而可視所得之利息爲與流出資金相抵銷之流入資金也。

英國每年之輸出額雖甚鉅，而貿易差仍幾乎永爲逆勢。然他國每年對於英國支付之鉅額利息，則能減殺其貿易上之逆差。又英國貸出外債，在縮結契約之當時，英國債務增加。然以後由債額所發生之收入，則能減縮其債務。利息及於各國相互負債上之影響，已如上述矣。利益與手續費及於各國彼此相互負債上之影響，與利息適同。各國由船隻上所得之運輸費，亦可列於利益中。凡一國爲他國之運輸者，當然有要求他國給付運費之權利。既取

得運費，即可用以支付輸入品價金。且索償運費，與索償實在輸出生產物之價金有同一効力。是故專營海運之國，無須輸出生產物或製造品，只以代諸國運輸，足以清償其對於供給必需品諸國所負之債務。

特殊有利之地位，亦能使一國取得各種俸給與手續費，而使他國爲其債務國。因而可以獲得與利息、運費，或由輸出貨物所得之價金，額數相同之收入。例如，英國居特殊有利地位，而能媒介其他諸國之交易，且處於銀行及商業之中心地位，凡百業務之經營，英國皆予以輔助。由其輔助經營諸事業上，皆能取得利益與手續費。故英國由此種來源所得之收入，爲數甚夥。曩者，倫敦爲極大商品市場，且爲諸外國市場之中心點。大部分之大陸國彼時尙未與印度，或美洲直接互市。所需棉花、咖啡、糖、茶，以及東西印度之產物，皆由英國商人供給之。英國由此等居間行爲所得之利益，及手續費爲額頗鉅，而爲其自外國收入所得之一要項。然隨時勢變遷，經濟上之趨勢亦爲之一變。曩

近生產者與消費者日以接近，可以免除中人，及居間利益之費用，而為直接的連絡。而現在大西洋彼岸，或印度之生產者與大陸國消費者之直接交易日益加多，使此種趨勢，愈形顯著。是以大陸諸國之船主，及商人直接由生產最豐之國輸入貨物時，雖不能完全脫離倫敦金融事業之便利，然已脫離倫敦市場矣。現在趨勢，雖係如此，然列國今日對於英國資本家猶支付之利息，及手續費，實為英國歲入最顯著之一種，而可用以償還鉅額對外負債者也。

關於旅行於外國，或寄居於外國者之費用，前已述及。欲解明此種費用之効力，可於俄國求得最好之例。俄國貴族之旅行外國，或寄居外國者歲費須數百萬鎊。此項溢出之資金，使其貿易差上呈出逆勢。恰如俄國輸入外貨，而支付其價金然。其旅行之王公在外國兌換向聖彼得堡銀行所發滙票，其影響滙兌與法國輸出香賓酒於俄，而向聖彼得堡發出滙票以索取價金，確有同等勢力。夫惟第一，由旅行費用所生之負債為額過多；第二，是種負債外，俄

國內之消費常過於生產，故俄國特別覺其累重。

以上縷述事項以外，尚有多種國際交易，今欲遍述組成貿易差諸種事項亦宜列舉之。如輸入稅，通過稅，以及其他一切政府賦課是也。惟關於此等徵課効力之研究，屬於別種學科範圍，非本篇所及也。此外復有在遠處地方之軍備費，就中尤以在國外軍港之艦隊經常費為甚，亦為國際債務之一項，為吾人所不可忽略者。

欲斷定兩國間相對的交易，及其結局所現出之差額，以上所述諸重要原素之分析，已足以表明應注意各點之普通明瞭的觀念矣。其第一重要原素即為比較的輸入與輸出（輸入輸出按本意解釋毫無疑義。輸入輸出交易本甚明瞭，人皆知之，無須詳說。此外則須考量各國彼此間之他種需費，凡由給與外國補助金，貸出外債，以及維持需費孔多之國外軍備所發生之國家軍費，與由於漫遊外國，寄居異域，或對於外國股票投機所發生之個人耗費，皆

在其中，然國家對於外國自願的，或非自願的獲得俸給之能力，與個人欲由優越地位，資本，或勤勞以獲得國際商業上大部分利益之企業能力，亦須考量之。故於此錯綜複雜之事實中，而欲對於兩國間相對債務得一正確觀念，洵最難之事。雖然，關於債務差所必須根據之原則，與吾人必須索究之重要事實，前曾縷晰述明矣。望一般讀者悉心考察以上所論述者，而充分理解之可也。

第三章 外國匯票之種類

各國彼此負債之種類，已如上述，茲可考究債務與債權之清結方法，及其用具矣。大凡國際交易以轉移債務而清結之，而以外國匯票為之媒介。惟一般讀者不能實際經營匯票之買賣，故無考察匯票之本身，而確知其種類，以及各種匯票性質之機會。於此而加以說明，想亦非詞費也。

吾人研究外國匯兌時，所必須考量者，即各國間所結之債務在清算時期

是也。就實際上言之，在發行匯票，或寄送國款以清結未清之帳項以前，大抵先有信用之給與，吾人對於信用現在雖無直接討論之必要，然研究外國匯兌時，若於信用無一語道及，則不能為完全之研究。蓋吾人果熟知對於一定差額之拖欠曾給與信用，而此項差額遲早必須清理，則此知識於一定範圍內，恒足以影響匯兌。猶之在供求問題上，如確知供給將來可以無限增加，則此種確知，恆足使將來之供給與現時實際所有之供給發生同等效果也。信用對於匯兌雖不無影響，然吾人現在所欲論究者乃償期已至的債務之清償，實言之，即已屆清結期之負債而已。

各國間之債務已至清結期時，則就匯票所能包括者盡量包羅於匯票之中，而即以匯票為其清結之用具。凡一國對於他國所負之債務，就其可以取償於他國對於該國所負之債務者，皆適用此種方法以清結之。故如甲乙兩國之帳項，如果可以用簡單的轉移方法以清結之，而免除運輸金銀之危險，

勞費，乙國之債權者與債務者間在乙國直接清結之，而甲國之債務者與債權者間在甲國為同樣之清結，則匯票用途即常能推廣也。若一方，或他方之債權業已告罄，即仍有必須清償之債務差而無相等之債權與之相抵時，則用人為的方法至少暫時亦可用匯票清結其一部。關於此等複雜問題，容後詳究。現在首宜就包納債權債務，並可代表一種交易之匯票論究之。匯票所代表之交易者，即匯票之出票人 (Drawer) 或賣主，與匯票之買主間所行之交易也。詳言之，即出票人，或賣主，受取買主即時支付之金額，而將其對外國債務者之要求權，讓與之；買主得匯票後，即寄與彼之外國債權者也。

大多數之外國匯票，其起源與本質之憑證，皆載票面之上。凡習於講釋匯票史者，一覽即知。故詳細考察大批匯票，即可知一般國際交易之情形如何，與某時期國際交易之特殊情形如何也。大批匯票中有代表前此所述債務發生之種種原因者，而其大部分則代表生產物之輸出，在彼此相距遼遠，且

彼此之交易甚爲簡單之國，代表輸出產物之匯票爲尤多，而國家彼此相距愈近，鄰邦關係愈爲密切，則匯票所代表之交易亦愈爲繁複，故大陸諸國與英國間之匯票中，代表外國僑民之費用，彼等向本國銀行發出之匯票，以及代表股息或他種收入之兌取現金者，實居大部。此外復有無數之匯票基於股票之買賣而發者，與代表自一國移轉於他國之鉅額資金用以完成公債之貸借，或合資事業者。凡外債之貸借既經訂定，大部皆隨而發行匯票，如借入外債國一般商業交易上有必須清償之債務差，而急需匯款時，即可將締結之外債額，對於貸出國發行匯票。此種方法，極爲便利，蓋匯票在借入外債國相需極殷，匯票一經發行，人皆速購之而寄之於外國債權者。反之，如借債國無必須清償之債務差，則其所得之債額將爲現款焉。

一批匯票之中亦有對於債期已至之運輸費而發行者。在航業利益甚多，天然產物甚少之國，此種匯票爲尤多。例如瑞典、挪威、航業發達，其重要輸出

品惟木材耳。故其匯票非對於輸出之木材而發，即對於所得之運費而發。二者之外，殆罕有他種匯票。若自斯二國向他國匯款，欲求得別種匯票，殊為困難。斯二國自他國輸入商品，而不能寄送「人所悉知之上等匯票」(Acknowledge first class bills)以償其價金，故二國之輸入常有阻礙。夫各國情勢不同，是以由各國向他國匯款，其匯款上通常皆各有其特殊之性質。如中國與東印度之主要輸出品皆極有價值，若將此貴重產物運至市場，非有鉅資不為功。故該兩國之輸出事業咸集中於殷實商家之手，其集中程度他國不能與比。而與殷實商家相交易者，率為歐洲上等商店。是以中國及東印度之匯票大半皆為鉅額，且為對於歐洲上等商店而發者，其票面金額為萬鎊者，時常見之，而匯票之品質大抵皆甚優良。蓋匯票發行國如與被發行國相距遠，則匯票由發行國寄至被發行國需日孔多，於是買匯票者不得不給與長期信用。因此之故，將來匯票之支付必須確實，而付款人必為名譽卓著者。否

則賣主求匯票暢銷，不可得也。

大陸諸國則不然，其所受取之匯票性質與前迥異。蓋大陸諸國交通便利，交易頻繁，可以種種方式發行匯票，而且金額較小。故其匯票所代表者每日之零星買賣，以及商人銀行之大宗交易也。凡收受自大陸中部寄來匯款，一次所收金額達一萬，或二萬鎊者，必由於多數小額匯票集合而成。對於賣出之牲畜，雞卵，及乳油而發出之匯票有之。英國旅行者向倫敦銀行發出之匯票有之。對於德國玩物，法國玩物，酒，鮮菓，菜蔬等而發出之匯票亦有之。不寧惟是，現今多行零星買賣交易，故在對於通常大小商人，及輸入商所發出之匯票中，不能類別其付款人者，有之。其付款人屬於商業社會之下層者，有之。付款人爲勸誘德國製造家委託售賣貨物之代理商者，有之。付款人爲外國小商店欲嘗試倫敦市場之支店者，有之。付款人爲小商舖，婦女服裝舖，以及其他不屬於商界之人者，亦有之。實在言之，對於任何種類之人，凡其事業無

論如何能使其與外國貨物有關連者，皆可發匯票也。

美國之匯票，大抵基於以小量而值大價之棉花發行之。其金額甚鉅，而能代表大宗商業交易，與東印度之匯票頗有相同之點。然美國與利物浦間之貿易，較英國與印度間之貿易，其經營為敏捷便易，且棉花貿易上之輸出者，或輸入者，雖無資金亦有可以得經營業務之便利。是以美國之上等匯票，對於素無聲名之商店而發者，為數亦甚多。美國輸出商委託此等商店售賣產物，對之發出匯票，而此等商店資金不豐，非以美國輸出商委託之產物作抵押以借資，殆無資力以支付其所承受之匯票者也。

上文所述之匯票，皆假定能代表及清結直接的，真實的交易之用者。然尚有多種外國匯票，其功用與前文所述之匯票迥不相同。外國匯兌之經營若僅限於直接的，即時的交易，則無玄秘之可言。惟實際上大部分之匯票，乃代表間接的業務，且有他種匯票絕非代表從前之實在交易，即至少亦非用以

清結債務，而乃依迥異平常之方法而施作用者，亦有之。因此，遂致外國匯兌繁賾難明也。

茲先就外國匯票不代表承受人 (Acceptor) 與出票人 (Drawer) 間之通常的債務，而代表住在第三國之第三者對於出票人所負之債務，承受人不過居中間接代第三者償還之者，而縷述之。例如，中國輸出茶葉於紐約，輸出者索取茶價，通常對於倫敦商人發出匯票，而歸於美國輸入者之帳項是也。中國輸出者由倫敦對倫敦商人發出之匯票所得之價金，以償其茶葉之價金。而倫敦之匯票承受人，則向紐約輸入者索償焉。

吾人於此有須謹記者，即此種匯票與他種匯票不同，不能證明被發行國之債務是也。蓋匯票承受國（即被發行國）為第三國之債權者，向第三國要求償還之金額，恰與其對於匯票發行國支出之金額相等，故其對於匯票發行國支出之金額，仍可取償於第三國也。因一國常承受歸於第三國帳項之匯

票，故欲估計一國之負債額，至少亦須考知其自身所有之主要負債，與由於代理，或居間行為所生之負債的比例始可。彼僅根據流入匯票之數量，以估計一國之負債額，而遺忘其為第三國帳項所承受之匯票者，未有不錯誤者也。設例以明之，假如於一定時期考察英、美間相對的債務，而知美人向英人輸出之總額（以廣義解釋輸出，凡發生國際債務之附帶原因亦皆計算在內），超過其由英人所受取之額數，以及在英國所費用之額數的總計，兩額相抵後，英人尚對於美人負擔餘額的債務。英人當然須運現金償還之。美、美間之直接關係，固如是也。然美國對於由東洋諸國輸入之商品，將如何清理乎？東洋各國輸出商品於美，豈非可以歸入美國帳項為目的而對英發出匯票，因而有大量匯票流入英國，美國仍須匯款付償乎？不設此問，則必遺漏一重要之原素。對此設問而解答之，可見英、美間之債務差，與上文所推度者不同焉。

英國所承受代表間接負債之匯票，為其所承受匯票之總額中甚大之一

項。故考察對英匯票時，此等間接負債，最不可忽。

不熟悉此等問題者，或不易察知各國必須以倫敦為金融中心之原因為何。故如東印度之向美國輸出者對倫敦發出匯票，而不對紐約發出匯票；紐奧利安斯輸出棉花於俄，亦向倫敦發出匯票，而不向聖彼得堡發出匯票，皆不能令人無疑也。試考其故，而知一部分之原因乃在於倫敦銀行信用鞏固。倫敦商店名譽昭著，聲馳世界，對彼等發出之匯票，其價值遠勝於對於與彼等資本同樣充實，而名譽不甚卓著之美國銀行及俄國銀行所發出疑票價值。然此特次要之理由耳。如精密考察，將見英國所以為世界金融中心者乃別有主要原因在。前言之原因，不過為此主要原因之結果耳。所謂主要原因者，即在於英國輸出浩大，無時或息，世界各國皆常輸入英國製造品，因而皆須寄送金銀產物，或匯票於英國，以償製造品之價金。職是之故，雖各國向其他諸國輸出貨物，而其對於輸出產物所發之匯票，仍必達於英國。易詞言之，

即對倫敦銀行發出之匯票，常有需要；英國匯票較他種匯票容易銷行也。夫匯兌必對於有繼續不斷的匯款之處而爲之，對於無繼續不斷的匯款之處，必至鮮通匯兌。反之，對於有繼續不斷的匯款之處，匯兌事業即將確立，而無須有一共同中心點爲之居間媒介也。例如，英國輸出大量曼齊斯特貨物，即棉布類於東方，約定以銀支付價金，而以所得之價金在東方購買絲茶。假如英國所需絲茶之價值較少於英國輸出商品之價值時，將如何以清結其差額乎？其清結之法如下：

美國向中國輸出極少，而所需之絲茶較其輸出於中國之商品爲多。結果則出入相抵後，中國人尙有剩餘債權，即在紐約仍享有剩餘要求權也。惟中國人自英國輸入貨物之價值多，而輸出於英國之產物價值少。英國貨物既有剩餘價值，中國人當然對之而負債還義務。斯時也，中國人即將在紐約享有之剩餘要求權轉讓於英國債權者，易詞以明之，即中國人將其以歸於美

國債務者帳項爲目的而發出之匯票寄諸英國債權者，或逕令美國債務者將所欠金額運送現款至英國也。此不過舉一特別事件以作例解耳。如嫌其不甚切當，則援用諸多他種事件以代之，亦無不可。

英國工業上生產物爲數極夥，販路極廣，可以分布於全世界，上文所述之結果，當然常常發生。且英國之輸入額縱超過於輸出額，而吾人今茲之論旨，仍依然有效。蓋英國與世界各國皆有買賣交易，其他諸國則不然，甲國可以自乙國輸入貨物，而乃輸出貨物於丙國，設乙、丙二國無恆定的往來交易，甲國卽不能將其於丙國享有之債權轉讓乙國，以支付貨價。惟甲、乙、丙三國與英皆有商業關係，於是丙國可將其於英國享有之債權轉移於甲國，以償還其由甲國輸入貨物之價金。甲國既取得丙國轉讓之債權，卽可再轉移於乙國，以償其自乙國輸入貨物之價金。簡單言之，丙國對英發出匯票，而寄送於甲國，以償貨債。甲國復移轉該匯票於乙國，而乙國與英國有恆定的買賣交

易關係，故最易使用之。

試舉與前相反之例言之。設有二國，彼此間有繼續不斷的輸出入交易，則二國間之匯兌事業即將確立，可直接清結交易，而無須藉助於英之居間媒介。如爪哇 (Java) 與荷蘭，紐約與不來門 (Bremen) 里的熱內盧 (Rio de Janeiro) 與漢堡 (Hamburg) 卽其例也。在昔德國之輸出遠遜於英時，紐約商店運煙草，或他種貨物至不來門，乃對英國發出匯票，而歸於不來門之帳項，以收回輸出品之價金。而不來門則購買浩爾斯太因 (Holstein) 販賣牲畜商，或荷蘭，乳油輸出商之匯票，寄於英國，以清結債務。然現今德國輸出於美之製造品甚多，故德國對美發出之匯票亦甚多，而美國購買直接對不來門發出之匯票者亦常常有之。簡言之，卽今者美國輸出於德之煙草，棉花，率取價於德國輸出之製造品，而無英國居間媒介之必要也。如此，則牲畜匯票，及乳油匯票失去清結此種交易之用途，而另闢新用途。故現在此等匯票仍集於不來門，由

該處寄往英國，以清結別種交易。蓋紐約與德國間雖已確立恆常的互市關係，然德國與孟買（Bombay）間之往來交易猶未確立也。孟買現今仍與英國為大宗買賣交易，而由德國輸入之商品仍為數無幾。孟買商人直接輸出棉花於歐洲大陸時，因對不來門匯票之買主極少，故不向德國發匯票，而仍以歸於德國債務者之帳項為目的，對倫敦發出匯票。是以德國債務者仍須寄牲畜匯票，或乳油匯票於英，以清結債務。再者，設若孟買商人令其倫敦債權者向德國債務者索償欠款，則結局所發生之交易，與前亦復相同。即是德國債務者必須依孟買債權者之所令，對於英國商人而為支付，而由德國匯款至英，以寄送對英匯票最為便利。故德國債務者仍須購買對英匯票，而寄往英國也。由此觀之，如精密分析流動的外國匯票，可知其大部乃代表國際交易之間接的，及居間的清結，而非代表其直接的清結矣。大半國際交易皆在倫敦清結，故倫敦可為世界之票據交換所（The clearing-house of the world）也。

上述諸種匯票，皆為清結債務而發行也。此外尚有不代表清結債務之匯票，亦須研究。此種匯票術語呼為空匯票（Bills drawn in blank）。空匯票之承受人非對於出票人償還金錢，而出票人乃對於承受人發生債務之負擔者也。此種匯票與外國匯兌關係甚大，不可不特別注意。其中一部與內國貿易上之融通票據（Accommodation bills）性質頗相近。一國商人可以對他國商人，或往來銀行，發出空匯票，售之於市場而得其價金。在匯票滿期以前之期間內，出票人可取得貨幣之使用。其買主與融通票據之貼現者相同。且空匯票可以轉買賣，與融通票據適相同，而其便利處則尤過之。不代表實際交易之空匯票尚有他種功用，社會上知之者甚罕。然在許多情形中，空匯票之他種功用，甚為重要，且大有裨益。

夫一國之輸入輸出各有季節，不能在一年中同一時期內行之。輸出輸入之季節既不相同，故償還輸入品價金之季節，與索償輸出品價金之季節，亦

不能符合。例如，純粹產穀物之國，必在秋季收穫後始能輸出穀物，而由外國取得收入。然該國之自鄰邦輸入製造品也，乃終年行之。故於穀物匯票之發行及售賣以前，國內輸入者即須向外國匯款，而常需求外國匯票。如秋收之前，輸入者無從購買外國匯票，又無他種善法可施，即不得不逕現金至外國，以償付所購商品之價金。迨秋收後，輸入者已不復需用匯票，而輸出者始發出匯票，出售於市場。斯時，匯票既無需要，安得銷行，故輸出者不得不由外國運回與輸出品等值之金貨。因一國輸出，輸入不行於同一季節，遂致往返運送現款，而蒙兩重之危險，勞費及通貨之減縮，不便孰甚焉？若一國於無代表實質交易之實際的商業匯票 (Commercial bills) 可以購買時，其銀行對於他國往來銀行發出空匯票，迨國內貨物已輸出後，對於輸出品發匯票而在市場售賣時，再購買實際的商業匯票，寄之於承受空匯票之往來銀行，以清償負債，則上述之困難，即可免除。如此，輸入者於不能購得匯票之時，仍可由

發行空匯票之銀行購得匯票，輸入品價金已支付後，輸出者於不能覓得匯票買主之時，仍可將匯票售諸該銀行。是故輸出商逆料將來必輸出貨物，往往本此目的與外國購買商品者，或受委託代賣商品者磋商，得其允許於實際運輸商品以前，預先發出匯票。於是輸出商可以於社會上輸入者需匯票極般，買主或須加付申水之時，售賣匯票不待至大批商品已輸出後，有多數匯票現於市場，而市價低廉之時，始售賣匯票也。此外復有自一國對他國發出常時絕不代表實際清結債務之制度，稱為空信用制度(The system of blank credit)。英國破產法院，及不深明此種交易之效力諸地方，對於此種制度，頗有煩言。其原因蓋在於空信用制度上之匯票，易與融通票據相混淆也。夫空信用之存在於社會，乃純以徵集假資金(Fictitious capital)為目的，實由於票據交易所生之不良結果，則其能滋流弊，固無庸諱言。雖然，空信用亦未嘗不可用於正當有利之途，惟須嚴加監察耳。原來代表相互融通，以到期以前之

期間內徵集假資金爲目的而發行之外國匯票，與匯票之在實際交易以前預先發行，以濟輸入季節與輸出季節相距過渡期間內之窮者，本有區別。惟不熟悉國際銀行交易事項者，難知之耳。國內之貼現商能辨別內國匯票之真偽，以同樣方法鑒別彼兩種匯票，不亦可乎？故空信用制度雖常有流弊，然非至弊浮於利之時，亦不可絕棄也。

吾之所以列述空匯票者，不過表明其在流動的外國匯票中佔一部分，並對於外國匯兌上最能發生影響而已。關於空匯票之說明，可止於此。至其結果之良惡，現在無須深究。夫外國匯兌論中所論究之實在主要事件，乃外國匯票價格之變動也。欲充理解外國匯票價格之變動，非先確實洞悉匯票之本質，及匯票之種類不爲功。故於研究外國匯票價格之變動以前，吾人於前三章中，首述外國匯票起源於交易，而就交易上爲根本之探究。次述匯票代表國際債務，而對於國際債務爲詳密之分析。最後述實際發出之匯票的

分類，以及其特質，明乎此，即可爲進一步之研究。譬諸對於物料，機械考事已畢，今可研究其運用矣。

第四章 決定外國匯票價格變動之諸種價值原素

外國匯票之買賣，原來代表債務之單純的移轉。驟視之，似無價格變動之觀念在其中。然實際經營外國匯兌及各國實行清結帳項之時，將立見外國匯票之價值乃在於繼續變動狀態之中也。匯票市價每有變動，即各有其特殊的，實際的，說明。然所有種種變動，皆受確定一般的原則所支配，且皆可用科學方法分析之，則是觀舉決定匯票價格變動之諸種價值原素，乃可能之事也，故以下就此詳述之。

匯票價值上最重要之差異，或由於一國在他國享有債權之總額多於在他國負債之總額，或由於在他國享有債權之總額少於在他國負債之總額，關於此點，前曾言之矣。一國之債權多而負債少時，債權者皆發行匯票，然僅

有應在外國清償債務之人始購買匯票，故匯票之供給多，需要少，發行匯票者（凡在外國享有債權者皆可發行匯票，爲簡明起見，以下姑稱發行匯票者爲輸出者）不能覺得多數買主，足以買盡其匯票。於是輸出者互相競爭，匯票價格因而跌落，故結局以較少於虛額面價值（Nominal par Value）之貨幣賣出之，卽以折扣賣出之也。一國之債權少而負債多時，則輸入者對外國人負擔債務者應匯寄之數多，輸出者所供給之額少，因匯票之供給少，輸入者遂爭給高價，故結局加付貼水以購得之。凡自一國運送金銀於他國，必惹起種種犧牲，上述兩種情形中之輸出者與輸入者所希圖避免者，卽此等犧牲也。故匯票貼水與折扣之範圍，由此等犧牲之大小而定。假如輸入者預見可以購得之匯票不敷償還債務之使用，彼等卽立知必須輸送金銀以清償其不足之餘額。輸入者皆恐所餘之額，及己身，於是速給少許貼水，而欲以此少許之犧牲，獲免運輸金銀所需運費，保險費，及所失利息之較大損失。是以

貼水之數通常不過爲運輸金銀所需費用，或所生損失之幾分之幾。然運輸金銀手續煩雜，寄送匯票較爲便利，故對於匯票所付之貼水，雖與現款運輸費絕對相等，輸入者亦寧買匯票而不欲運現款。故貼水之數亦可騰至與運輸金銀所需費用，或所生損失相等之點。貼水既達此點，貿易差不能使之越此點再爲上漲。反之，設輸出者對外國債務者發出之匯票，不能銷行，遂不得不令外國債務者運送金銀，輸出者因而有所犧牲。故輸出者縱以折扣賣出匯票，而貿易差亦不能使折扣之數超過輸出者由他國運來金銀時所有之犧牲。夫輸出者所以賣匯票者，因欲早受償還也。則是受償還時間之遲早，乃爲重要原因焉。蓋輸出者售賣匯票，如能覓得買主，則即時受其支付。如無買主，輸出者不能賣出匯票，即須令外國債務者運來與輸出品等值之金貨。但非至金貨運到，輸出品之代價無從取償。職是之故，在匯票之需要消滅以前，各輸出者寧忍受犧牲，以賣出匯票，而折扣於是發生矣。然折扣之數，以輸出

者所估計由外國運來現金時所有之犧牲爲度，而不能大於所估計之犧牲也。因匯票供求不相劑，遂發生貼水與折扣之結果。若用實在數字表明之，此種結果最爲明瞭。若以白兩個商業中心點發出同樣貨幣表明票面價值之匯票作爲例解，則此種結果尤爲明顯。紐奧利安斯 *New Orleans* 與紐約未分離（此指南北美分裂之時）以前，兩處之貨幣尙未受各自發行不換紙幣之擾亂，分裂之時，該兩處之匯兌情形即可作爲此種例解。假定紐奧利安斯與紐約使用同樣貨幣，如在任一時期內，在紐奧利安斯所售賣之對紐約匯票數，與所需要供償還對於紐約所負債務之使用的匯款數相等——即該兩處彼此所負之債務在於平準點——則買主對於在紐約支付之金額百元見票即付的匯票（*Bill payable at sight*）所支付之價格（不計時間之差，與利息之差）恰爲百元。設紐奧利安斯對紐約負擔之債務額多，而在紐約享有之債權額少，則在紐奧利安斯匯票之供給少而需要多矣。彼必須匯款至紐約

者如不能購得匯票，則必須運送現金，而運送現金每百元之運費及保險費爲一元半，則運金百元時所付出之金額爲一百零一元半。若購買匯票，每百元加付半元之貼水，則對於金額百元之匯票所支付之價金，不過爲一百元零半元。則是購買匯票較爲有利。彼等深恐不能買得匯票，於是急速對於出票人給付此少數之貼水。故結局付一百元零半元於出票人，而購得金額百元之匯票也。由此觀之，買主需要匯票愈切，則匯票之供給愈形不足，以供給不足之匯票而賣出一部，則供給愈實際減少，而貼水亦愈上漲，直至賣主幾可獲得一元半之利益時而止。迨貼水之數，已騰至一元半之多，則匯款者購買匯票或運送現金，無所區別，於是有一部分之人運送現金，而其餘者購買匯票。當此之時，欠紐約之債務，既有一部以現款償還矣，則紐奧利安必須匯往紐約之匯款額數逐漸減少，即是因有現金之運送，則必須匯寄之剩餘超過額 (Surplus excess to be remitted) 逐漸減少也。斯時，匯票之供給需要不

甚懸殊。輸出者見情勢已變，故於其所有之匯票，不復持之太緊。若在需要完全滿足以前，以較少之貼水賣出匯票，因而獲得些許之利益，於顯已足矣。故卒至匯票價格漸次跌落，直至匯兌市價復返於平價或低於平價而止。反之，假如在任一時期內匯票之供給多而需要少，則匯票將以折扣賣出。出票人以爲如不能賣出匯票，即不免由紐約索取現金運回紐奧利安斯，其輸出事業因而負擔百分之一·五之費用。故出票人於折扣尙未與運輸現金所需之費用相等以前，皆欲以折扣賣出匯票。但折扣縱可逐漸增多，亦不能超過運輸現金所需之費用。而今茲所假定之現金運輸費，乃百分之一·五也。由上所述，吾人可以推知匯兌市價乃變動於最高、最低兩限度之間，但匯票須爲見票即付，並須爲以同樣貨幣表明票面金額者。加現款運輸費於平價，爲其最高限度。由平價減去同額之現款運輸費，爲其最低限度。匯兌市價之變動或騰漲，或跌落，即在此兩限度內。將騰至最高限度時，則用種種方法，種種勢力，

使之跌落，將跌至最低限度時，則用種種方法，種種勢力，使之騰漲，故實際上匯兌市價能達於最高最低兩限度者，甚罕。

然匯兌市價漲落超過於現款輸送點之事例，殆亦有之。但吾人不能依據債務差對於一國為順，或為逆，以解明此種匯兌市價發生之原因，故必須別求其解明之方法。

一八六一年春季，美國南北戰爭將起，舉國惶恐之際，美國對外匯兌市價曾跌至現款輸送點以下。

是年因美國政象不穩，致穀物及麵粉之輸出激增，而輸入品則較常年減少，故貿易差最為順利。以其債權抵其債務，在他國仍享有剩餘債權，則其匯兌市價必將跌至現款輸送點，乃自然之勢。然而竟跌至現款輸送點以下者，其故何哉？

輸出者收回貨價之方法有二：或以市價賣出匯票而立得其價金，或寄送

匯票於歐洲代理店，令其兌取現款運至美國。後一方法需費雖廉，惟輸出者欲即時取得資金，且當恐慌之際，汲汲收集資金尤為必要，故採用前一方法焉。是以輸出者寧忍受百之三、四之犧牲以售其對英國發出之匯票，即時取得其價金，而不待由英運金至美後，始取得現款也。故此種情形上之重要問題，即時間問題耳。夫戰禍將至，人人自危，輸出者手擁匯票，急求出售，雖有重大犧牲，亦所弗恤。美國對外匯兌市價之如此暴落，其原因正在此也。

平常之時，資本來家競購匯票，為自己之計算寄往歐洲，以冀博得所付之廉價與匯票之現款價值 (Specie Value) 相差額數之利益。易詞言之，即資本來家在現款輸送點以下之折扣購買匯票，將來至少亦能實得匯票之現款價值。自額面價值減去現款輸送費為現款價值也。然當商業恐慌之際，資本來家以在由歐運金到美以前數週內不得利用資金，且逆料在此期間內利率不免上騰，致所希圖之利益歸於烏有，故皆不欲冒險投機。設例以明之。假如資

本家欲由匯兌上獲得一釐五毫 (0.5%) 之純利益。彼等射利心切，必先百方計算。則自給付出票人時迄現金運抵美國時所損失之利息，亦必在其計算之中。假定此期間為一月。如以每年六釐計算利息，則一月之利息為五毫。設若買匯票後，現金尚未運到美國以前，利率驟騰為長年二分四釐 (24%)。如斯時資本家急需資金，則必須以月利二釐舉債充之。則是較原來所計算者，多一釐五毫。而一釐五毫，正為其所估計之利益，今乃失之，故不能由匯兌上獲利也。如上所述，可知緊迫不穩之金融市場，最足妨礙匯兌交易，致發行匯票者急切出售以冀速得現款，而一面苟非萬不得已急須匯款，必無以現款購買匯票者。但國際交易在於平準狀態之際，急須買匯票者與賣匯票者可以相等。貨幣雖貴，亦不過使買主暫緩匯款，賣主希望其從速匯款而已。故金融縱甚緊迫，對於匯兌亦不至發生重大影響。惟於貨幣甚貴，或已有恐慌之國，當輸出甚多而輸入甚少時，雖將來一定可以由外國收回現金，然當時人

皆需款孔亟，迫不及待，於是爭賣匯票，則緊迫之金融將實現其作用焉。雖然，輸入極少之國，大抵皆有剩餘資金流入金融市場，故此種不幸之事，亦罕有也。

吾人爲明瞭了解外國匯兌上之重要原理起見，以上皆就見票即付之匯票而立論。然實際上大多數之匯票有爲發行日後經過預定期間始支付者，或爲第一次呈示於承受人後經過預定期間始支付者。此發行日後若干日支付 (Payable at so many days after date) 與見票後若干日支付 (Payable at so many days after sight) 二語之所由昉也。於是又有兩種價值因素，爲吾人所應考究者：第一，關於買主以現款購買非經過一定期間不能支付之匯票，則由見票即付匯票之市價上必須減去某額始可，其減去之額宜爲幾何是也。第二，關於此等匯票支付到期時，其出票人，或承受人能否有支付能力，尙不可知，買主必考慮將來領取現款之是否安穩確實是也。則是兩國之信用，與

匯票承受國之利率，亦為決定滙兌市價之原素也。

當匯票發行國金融市場緊迫不穩之時，賣滙票者急欲出賣，買滙票者躊躇不前，遂致滙價上發生急劇變動，已如上文所述矣。然無論買主冒險購買滙票，或賣主不能賣出滙票，而將其滙票寄至外國兌取現款，在取得滙票之價金以前，必有利息之損失。此利息之損失，或為買主所負擔，或為賣主所負擔，乃依內國金融市場所定之利率而決定者也。然若買主因對外國負欠定額貨幣，而購定期付款之滙票，寄送於債權者，以清償之，則在此滙票支付到期以前之期間內，買主仍須依照外國利率對於債權者繼續給付利息。故在此種情形上，買主必更須考察被發行國之利率也。設有兩種滙票於此，一為見票即付者，一為見票後六十日照付者，則購買見票即付者，或見票後六十日照付者，其間必有按照外國利率計算之兩月利息之差異。如外國利率上騰，則買主對於見票後六十日照付之滙票，必至願出較少之金額。如外國利

率下落，則買主對於此種匯票可以付與較多之金額。故外國利率上騰時，購買見票後六十日照付之匯票，由市價上所減去之利息多，外國利率下落時，購買之，則由市價上所減去之利息少也。再者，假如資本家於金融緊迫之時，購買長期匯票 (Long bills) 寄於外國代理店，而令其將匯票兌成現金，代理店即須為之貼現，貼現費多，則資本家所得之利益少，貼現費少，則其所得之利益多，資本家恐匯票被發行國之利率上騰也，對於匯票將少付若干之金額焉。如預見被發行國之利率將下落也，則將多付若干之金額焉。由此觀之，一八六一年紐約資本家所以使對英匯票之市價跌至現款輸送點以下百分之三四者，蓋即因寄六十日期之匯票於英，在英貼現需貼現費甚多，彼等曾顧慮及之也。

見票即付匯票以外種種匯票之價格，以被發行國之利率為其最恆定，最有效之價值原素。然被發行國之利率與見票即付匯票之價格，則無大關係。

故見票即付匯票之市價變動範圍，祇於一定限度內受現款輸送點之制限，如非迫於必須速得現款，或兩國相距遼遠而不易往來運送現款，則其市價不能漲過現款輸送點以上，亦不能落至現款輸送點以下。簡言之，即非有特別緊迫不穩情形，則其市價之漲落皆不能越現款輸送點也。

長期匯票價格之變動，一面與承受國貨幣價值之變動相應，一面又與姓名現於票面之人支付能力之大小相應。是故長期匯票價格之變動，毫無限制。貨幣價值，或通行貼現率之種種變動，與外國匯兌之關係，至為重大，後當詳述之。

出票人與承受人之信用及償還能力影響於匯票價值及匯票賣出價格之程度，至易考察，不待煩言而解。購買上等商店之匯票，毫無危險，故商業專門術語謂上等商店能「製造最良之匯票」。次等匯票，無確實擔保，購買此等匯票，頗有危險。賣主必須索價低廉，藉以補償買主所冒之危險，始能誘致

買主購其劣等之匯票，故信用卓著之商人對外國發出之六十日期匯票的價格較昂，而信用薄弱者對於同一外國發出之次等匯票的價格較廉也。信用為匯兌率中要素之一；輸出商出售其匯票之率，常為其信用高下之有效的標準，凡從事於國際貿易者類能言之。且也，因信用厚薄不同，即同日發行之匯票，其價格上亦不免有差。確定長期匯票之價格，詎易事耶？平常之時如此，異變之時尤然。當商業恐慌，人心恟懼之際，信用關係未有不大有作用，而使匯票價格跌落者也。一八六一年春季美國之對外匯兌市價，即此類也。彼時，歐洲由美輸入之商品價格暴落，輸入商賠累甚鉅，故由美國發去匯票，債務者能否承受，尚在不可知之數。債務者如不予承受，買主即須向出票人要求償還，而出票人當時或且倒產，致買主無從取償，即使債務者已承受匯票矣，而到期能否照付，亦不可知，蓋與美國有關係之國難免不同陷於國境也。再者，若匯票被發行國全國喪失信用，則匯票價格，必大為折減，蓋平常之

時，出票人與承受人連帶負照付之責任，今也，承受人信用掃地，僅有出票人爲支付之保證。買主以出票人一方之保證，不甚確實可靠，購買滙票，殊多危險。若非賣主減價出售，誰肯購之？夫被發行國喪失信用，則滙票必將跌價，固矣。然亦不可以信用之喪失爲滙票跌價之惟一原因。蓋被發行國全國喪失信用之際，不免更有他種原因使滙票折價，如貿易差逆也，債務過多也，通貨貶值也，通貨貶值亦爲決定滙價變動之一要素，後當考究之。——凡此種種，皆足以減少滙票之價值，吾人不能分別斷定其影響之程度，孰多孰少。

支付定額貨幣於此處，而於他處領取與其等值之貨幣，乃使用滙票以清結交易之根本原則也。如英國商人甲，與法國貿易，法國商人對甲負債，英國某乙，付定額金鎊於甲，甲即將其在法國享有與乙所付金鎊等值之債權，讓與之。此即購買對法滙票時，所有之情形也。吾人前此反覆詳說者，皆爲對於各國皆可適用之原則，且即使各國皆使用一種共同貨幣，而免去滙兌上佛

郎與弗勞林，達拉與盧布等複雜的計算，而前此所述之原則，仍永遠有效存在，放乎四海而皆準者也。惟實際上各國幣制情形不同，故匯兌計算上不免有難易之分。如兩國皆使用金幣，則容易計算。如金幣與紙幣並用，則計算較難。如兩國之中，一國用金幣，而他國用銀幣，則計算更為複雜。如兩國中之一國有過多之紙幣，或不換紙幣，則其計算之難，殆不可以紀極，而計算之結果，亦萬難確實也。如某甲在倫敦付出定額貨幣，而欲在維也納或聖彼得堡領取其等值，欲確定何者為其等值，則非常困難。假如在倫敦支出百鎊，此百鎊在維也納價值幾何乎？此種匯兌情形，依何法則而定乎？吾人不能適用前此所述之原則，以解答此等問題。如前此所述，外國匯票價格之變動有一定限度，在此限度內，受供求法則所支配，非有特別情形，匯票價格不能逾所定之限界而為漲落。假如甲國中之對乙國發行匯票者多，而應向乙國匯款者少——實言之，即甲國中之為乙國債權者多，而為乙國債務者少——則對乙

國發出之匯票，難以銷行，賣主必欲售之，則必有所犧牲。若情形與前相反——即甲國中之爲乙國債權者少，而爲乙國債務者多——則購買對乙國匯票者，必須加付貼水。然此二種情形中，買主，或賣主所有之犧牲，皆不能超過運輸金銀上直接間接所生之損失。如在外國有要求償還定額貨幣權利之人發行匯票，賣出之時非徒無利可獲，而反蒙較現金運輸費爲多之損失，則是售賣匯票反不如輸入現金較爲有利，故將令其外國債務者運送現金焉。如對外國商人負欠定額貨幣之人，非蒙較金銀運輸費爲多之損失不能買得匯票，則是購買匯票反不如輸出金銀較爲有利，故立時輸出金銀，以償債務焉。雖然，吾前不曾言因各國幣制情形不同，匯兌計算上有難易之分乎？設甲、乙兩國相匯兌，而乙國爲匯票被發行國，假使乙國有不換紙幣充斥市場，毫無金銀以代之，或在乙國非以極大貼水，不能購得金銀，或乙國對於金銀之輸出，嚴加禁止，或乙國以金之貼水的授受，爲違法，上述兩種情形，又將如何

乎吾人已設諸種假定矣。在多數之現在假定情形中，現款運輸費不能爲匯兌市價變動之限度，顯而易見。向者，甲國中之乙國債權者欲收回債權，可於售賣匯票，與輸入現款二法，任擇其一。今也，乙國毫無金銀，故債權者不能由乙國索取金銀。如彼必欲收回債權，祇有售賣匯票之一法可行。幸而買主相需極殷，則因有其間之競爭，尙可以高價俾出。否則，賣主之犧牲，將不可紀極也。同理，假如甲國中之爲乙國債務者多，而爲乙國債權者少，但有貶值貨幣之國，其外國債務者多而債權者少，乃不可必期之事。於是甲國中需要對乙國匯票者多，而供給對乙國匯票者少。夫乙國通貨貶值，百物騰貴，金之價值當然亦增，故金應爲貼水。惟乙國以對金貼水爲違法，故甲國中對乙國負債者，即或運金至乙國，亦不能得正當貼水，故皆不運金焉。如債務者必須清償債務，祇有購買匯票之一途耳。幸而賣主互相競爭，價格或可稍廉。否則，債務者不得不隨賣主之所索而爲支付也。在上文所述情形之下，匯票價格固屬

變動無度，然若精密考察之，可知其畢竟仍有限度。且其限度之性質，與前此所述者相同。假如乙國因不換紙幣流通過多，致其通貨貶值，以紙幣易現金，須對金加付貼水，且金之貼水，不受人爲的手段之制限。試就現在之情形考察甲、乙兩國間匯兌情形，則可以確定此種限度也。蓋假如甲國中之債權者不售賣匯票，而欲由乙國索取現金，以收回債權，惟乙國中之債務者所支付者乃爲貶值幣。甲國中之債權者以領取之貶值幣兌換現金，必須爲之附加貼水。是以甲國中之債權者由乙國索取現金，於現金運輸費外，復受貼水之損失。故加貼水之數於現金運輸費可也。如由甲國中之債務者方面言之，假如甲國中之債務者不欲以高價購買匯票寄往乙國，而欲輸出現金於乙國，以清償債務。惟在乙國償還債務時所支付者，乃乙國之貶值幣也。以現金兌換貶值幣，即受得貼水。是以甲國中之債務者輸出現金於乙國，雖有運輸費之損失，然獲得貼水之利益。而所得之貼水，當然能減少其償還債務時之需

費也。故由貼水之數減去現金運輸費可也。如此計算雖不中亦不遠矣。由此觀之，甲國中之債務者畢竟較匯票之賣主處於優勝有利地位。易詞言之，即甲國中之爲乙國債務者，較甲國中之爲乙國債權者處於有利地位也。(一)

(二)譯者附註 按本節最後一部所論者不易了解。茲設實例解明之。

設甲乙二國互有貸借關係。二國貨幣皆以元爲單位。元以下有角分。惟甲國通用金幣，而乙國則不換紙幣充斥市場。乙國之不換紙幣因濫發之結果而貶值。故現款對於不換紙幣有二角五分之貼水。卽是，以現款一元可兌換紙幣一元二角五分。反而言之，以一元二角五分之紙幣始能易現款一元也。設甲國之子，在乙國享有百元之債權。卽，對於乙國負擔百元之債務。子由乙國收回債權時，所領取者當然爲紙幣百元。其在乙國清償債務時，所支付者當然亦爲紙幣百元。設若子不欲賣匯票，而欲逕由乙國索取現款。然乙國債務者所支付者乃紙幣百元也。子以

紙幣百元兌換現款，僅得八十元。 $91.25:1.00 = 100.00:80.00$ 於是子
費去貼水二十元。假如現款運輸費為百分之一，則運現款八十元需運
輸費八角。故結局子實得七十九元二角。又設若丑不欲買匯票，而欲
逕運現款至乙國，以清償債務，然丑對於乙國債權者而給付者乃紙幣
百元也。以現款八十元在乙國易紙幣，適得百元。則是丑運現款八十元
已足矣。於是丑節省二十元，而運現款八十元，需運輸費八角，故結局丑
實費八十元八角。又假如子對乙國發出金額百元之匯票，售之於市
場。惟以該匯票在乙國兌換現款，須對於現款附加二十元之貼水，故僅
可兌得現款八十元。而現款八十元之運輸費為八角。加貼水之數於現
款運輸費，則為二十元八角。再由匯票額面金額上減去二十元八角，則
得七十九元二角。此為對乙國匯票價格變動之最低限度。若匯票價格
越此限度再為跌落，子即不賣匯票，而將由乙國輸入現款焉。再者，由

貼水之數減去現款運輸費，得十九元二角。由匯票額面金額上減去十九元二角，得八十元八角。此為對乙國匯票價格變動之最高限度。若逾此限度再為上漲，即不購匯票，而將輸出現款於乙國焉。由上所述者觀之，子以八十元（不計現款運輸費）收回百元之債權，而丑以八十元（不計現款運輸費）清償百元之債務，故丑較子處於有利地位也。

吾人論究上述各種情形時，或僅由出票人方面觀察而立論，或僅由買主方面觀察而立論。於是詳此而略彼，或詳彼而略此。雖然，吾人所研究之問題異常複雜，此種立論方法，要不能完全避免者也。吾人僅由一方面觀察而為討論時，讀者自己由他方面研究，而求得其結果可也。

前謂對於通貨貶值之國發出之匯票，其價格變動之範圍非僅由前此所述之一切價值因素而定，並多由於金之貼水而定；此不過說明最終的結果耳，並未說明達此最終結果之程序也——即所說明者為極度，並未說明如

何演進而達此極度也。由金之貼水上推論之，得上文所述之結論。若再由紙幣貶值上推論之，亦可得與前相同之結論。金之貼水，與紙幣之貶值，一而二，二而一者也。對金貼水之觀念，理論上雖易知曉，然實際上究不如紙幣貶值（購買力減少）之彰明較著，易於察見。是故由紙幣貶值上推論，顯而易知。由金之貼水上推論，隱而難明也。

金銀可為交易之媒介，此其最重要之功用也。然在不換紙幣流通過多之國中，金銀即失去為流通媒介之重要功用，其普通商品之性質將益顯著，而將復返於普通商品之列。在若斯之國中，金銀與不換紙幣迥不相同。既有不換紙幣為通貨，則不換紙幣為價值標準，而金銀不復為價值標準，且其自身之價值反取準於不換紙幣也。不換紙幣既為新標準，則凡百商品之價格皆將變動。金銀與百貨齊列，則其價格上當然亦生變動。及至紙幣濫發，一般物價騰貴，以紙幣測金價，金價亦必隨而騰貴。故假如與政府濫發紙幣，貶其幣

值，則金在奧國中價值必常騰高，向之英金百鎊僅值若干弗勞林者，今則多值若干弗勞林紙幣矣。向者，英國在奧旅行者以一鎊僅易十弗勞林，今則以一鎊易十五弗勞林矣。故在倫敦匯兌市場（The London Exchange）以鎊易弗勞林者，亦必要求同樣有利之條件也。是以買對維也納匯票者，亦要求以定額鎊與較多之弗勞林相交換，而賣對維也納匯票者，亦必須多給若干弗勞林與買主，始能誘引買主以現金購其貶值之匯票。否則，買主與其買匯票，不如自己運金之為愈也。夫金利，債務額超過債權額，恐慌，兩國相距遼遠，以及其他諸原因，實際上皆能使匯價上發生些少之變動，即或諸種原因湊合一齊，使匯價上有百分之十之變動，亦屬特別稀罕之事。而此百分之十之變動，乃畢竟由於諸種原因偶然之結合而發生也。然吾人一述及貨幣之一因素，則立見維也納匯兌市價有百分之五十之變動的事實，與維也納匯兌情形相同者，則有俄國之匯兌。俄國紙幣充斥，皆為不兌換者，其匯價上急劇變

動，時常有之由是觀之，可知通貨貶值之影響於外國匯兌，較其他諸種情形倍形有力也。(註)

(註) 本篇草於一八六一年，自是年以降，奧、俄、匯兌皆有大變動，奧國匯兌跌落甚多，弗勞林之值較二年前爲大，俄國盧布之值曾達於平價，然所用種種手段提高盧布價值，使達於現款價值，皆無效果，故盧布紙幣今仍爲不換紙幣，與草斯幣時相同也。——(一八六三，十二月)

外國匯兌市價由種種原因發生變動，而其中由通貨貶值而起之變動爲顯而易見，惟由於他種原因而發生之變動，能引起損益，即價值上之差異，而因通貨貶值所發生之變動，則不能引起同樣之損益，即價值上之差異，何以言之？當匯兌市價之變動僅由貿易差以決定之時，即匯價變動於最高，最低兩現款輸送點之間，如買匯票者所費低廉——即買主以本國貨幣較常時能易得較多之外國貨幣——此多額之外國貨幣有實際較大之購買力，故

買主獲實利。然通貨貶值，一般物價皆趨騰貴。弗勞林未貶值時，英人以一鎊易十弗勞林。弗勞林既貶值後，則一鎊能易得十五弗勞林。後之十五弗勞林的價值，不多於前之十弗勞林的價值。故因外國貨幣貶值而致匯票價格低廉，買主購匯票時，表面上雖多得外國貨幣，而此多額外國貨幣之購買力較前少額外國貨幣之購買力並不增大也。

再者，買主既無所益，而在新交易標準確立後，賣主亦無所損。夫因弗勞林貶值之故，於是售對奧匯票者對於買主所支付之金鎊不得不多給與若干弗勞林，固矣。然賣主輸出產物於奧，適值奧國通貨貶值，則其輸出產物之價值亦必依同樣比例而增高，故能買得相當的多額弗勞林，賣主可以對此多額弗勞林發行匯票也。例如，在大變動發生以前，英國商人甲輸出定量之糖於奧，假定其賣得一萬弗勞林。甲即發出額面一萬弗勞林之匯票，以每十弗勞林合一鎊之市價賣出之，而實得一千鎊。嗣以奧國增發紙幣，遂致發生百

分之十之變動。一般物價皆騰貴百分之十，而英國對奧國匯兌市價亦漲百分之十。斯時，甲以一萬一千弗勞林售其輸出之糖，於是發出額面一萬一千弗勞林之匯票。惟斯時必須以十一弗勞林合一鎊之市價售此匯票，故甲仍實得一千鎊，與前正復相同。於此有須注意者，即吾人假定物價一般同等騰貴，並非謂此種事例實際上一定發生也。由經濟學中關於物價之著名原則上觀之，物價騰貴有多有少，如奧國製造家所需原料品，多自外國輸入，因弗勞林貶值，原料品之價格立時騰貴遠於極度。因生產費加多，製造家即可以與通貨貶值同樣的比例提高製造品之價格。然勞動工資則不與製造品價格依同樣比例而加多。勞力為生產要素之一，生產品既因通貨貶值而依同樣比例增高價格，而勞動工資反比較的停頓不增，故奧國製造家常因通貨貶值，坐獲巨利也。然此特暫時之情形耳。物價昂貴，勞動者對於生活必需品所費者必較前為多。故勞動工資，遲早必須增加。如對於勞動之需要不變，則

勞動工資必且增至足以購買從來所需生活必需品之類數。即此而論，雖假定物價一般同等騰貴，亦無不可。且由以上所論列者觀之，百物因通貨貶值而增值，匯兌因通貨貶值而發生變動，則匯兌變動之範圍不能逾百物增值之程度，可以明矣。一批製造品能賣得多額之弗勞林，而一英鎊亦能易得較多之弗勞林。終之，二者之購買力皆未加多也。

吾人前謂由通貨貶值而起之匯價的變動，其結果上並不發生何等差異者，乃就一定的變動發生以前所行之交易，與一定的變動發生以後所行之交易相比較，所得之結論也。設匯兌上之變動不發生於先後兩個交易之間期內，而發生於一個交易之開始實行時迄其終了時之中間期內，吾人可立見其結果與上文所述者正相反。假如英國之糖輸出者甲，於匯兌市價爲十弗勞林合一鎊之時，先運糖至奧，以一萬弗勞林賣出之。遲數月後始發行匯票。而在此數月內，匯兌市價變爲十一弗勞林合一鎊矣。斯時，甲賣匯票，其

額面上一萬弗勞林之金額必須以十一除之，故僅實得九百零九鎊有奇，非如由數月前之匯價可以實得一千鎊也。實在言之，奧國中通貨貶值，致英國對奧滙兌市價發生變動，則英國在奧享有債權之價值必減少若干，而英國清償對奧所負之債務時必有許多便宜——即奧國之英國債權者受損失，而英國債務者得利益也。故設若奧國輸入，輸出在於平準狀態，即債務與債權相等，由交易全體上觀之，匯價雖起變動，亦無損益之發生。但自各個英國債務者及各個英國債權者方面觀之，則有得失，幸不幸之分焉。蓋匯價由十弗勞林合一鎊變為十一弗勞林合一鎊，則各個英國債權者由奧國收回定額弗勞林之債權時易得金鎊之數較前為少，而各個英國債務者對奧國償還定額弗勞林之債務時，以一鎊能買十一弗勞林，非如匯價未變動時之僅能買十弗勞林也。

滙兌市價變動之性質及趨勢，已如上述，吾人現在可專考究變動之限度。

抑匯兌市價變動之限度，乃吾人現在所特別要研究之問題也。凡百可以購買之物——生金亦在其中——因通貨貶值而價格騰貴，故對通貨貶值之國發出之匯票其價值上亦發生變動，而其變動之大小，則以物價騰貴之程度為比例。易詞言之，即匯兌市價之變動，乃以紙幣之折扣，或金之貼水為比例也。通貨貶值，不能使匯兌市價越此比例再生變動。不然者，假使匯價變動之數較金之貼水為多，則有在通貨貶值之國中領取定額惡劣貨幣之債權者，如售賣匯票，須受較大之犧牲。若由該國輸入現金，則所蒙貼水之損失較少。故該債權者不欲受匯兌上較大之犧牲，而將要求債務者運送現金償還債務焉。

再者，假如使用貶值通貨之國禁金輸出，或以對金貼水為違法，或毫無現金，因而在該國中不克購得現金。此等事例，實際上常常有之。然則，結果上將發生何種情形乎？在該國享有要求定額貨幣之償還權者，將如何以享有之

貨幣額兌取現金乎？例如，當俄國禁金輸出之際，英國商人甲，以棉花供給俄國，甲將如何索償棉花價金乎？棉花既經售出，甲即享有在聖彼得堡索償定額盧布之權利，甲將如何將此定額盧布變成英鎊乎？試再由俄國輸入者方面言之，假如俄國紡績業者子，曾由英國輸入棉花，因而對於利物浦商人丑負擔定額英鎊之債務，子擁有充分之盧布紙幣，而無英鎊，子將如何以盧布紙幣易成英鎊乎？當此之時，子欲運金至英，則嚴受制限，故運金乃不可能之事。幸而斯時有輸出產物於英者，對於英國商店享有要求償還貨價之權利，子可以由該債權者買入其要求權（即匯票）而轉讓於丑，否則，子即須自己輸出產物於英，售得英鎊，將所得之英鎊付諸丑，子可以行者，惟此二途而已。惟當輸出停止之時，俄國於冬季數月，大半停止輸出，祇有銀行家，或其他種人，逆料將來必有輸出，或可對英國，或其他外國銀行中心地點發出匯票，子或可以購買此等匯票，如并此等匯票亦不可得，子即絕對不能匯款也，即使子能

購得矣。子迫於必要，賣主乘機居奇，則索價亦必奇昂，而子不得不隨其所索者支付之，此顯而易見者也。且就常有之事例觀之，假如俄國之對英負債者，無論蒙若干損失，亦必須於一定日期對於英國債權者支付英國貨幣以清償所欠之資金，則賣匯票者索價之高，殆不可以思議——易詞言之，即匯兌市價之變動，毫無限度。在此種情形之下，匯票價格僅由供求關係而決定。至於盧布紙幣對於生金之相對價值，殆可謂為毫無關係也。再者，假如俄國輸入超過輸出（此乃最普通常見之事），若用匯票償付輸入品之價金，則匯票需要多，而對輸出品所發出之匯票供給少，終之，仍有不足之餘額，必須清償。而清償此餘額，非有重大犧牲不為功。且實在言之，如非停止輸入，或減少輸入，或借入外債，則絕不能清償此餘額也。停止輸入，或減少輸入，尚屬可行。借入外債，不過為權宜之計，使債務國可以緩期清償債務差，藉以得有時間徐圖償還而已，究非萬全之策。

由前所述者觀之，吾人可以假定使用貶值通貨，并且禁金輸出之國大抵輸入多而輸出少。蓋假如斯等國家輸出多而輸入少，則對於該國負擔債務諸國將以金貨價還債務之一部，故金貨將流入該國，該國又何必禁金輸出？果爾，該國之通貨必趨於良善，而非趨於貶值矣。夫僅由於政府施政乖張，財政破產而致通貨貶值之事例固甚多，而直接或間接由於輸入過多之影響而致通貨貶值之事例亦多有之。且斯二種勢力往往湊合一齊，互為因果。即如政府有時為供自己浪費起見而增發紙幣，使通貨膨脹，物價騰貴，輸出品因價格騰貴，在外國銷路減縮，終之輸出必減。國內物價既騰，外國貨物輸入必多，故結果為輸入激增。此勢所必至也。或先有輸入增多之事實發生，政府以債務加多，乃發行紙幣促通貨膨脹，欲藉此以圖補救。夫輸入之所以增多，必有其根本主要之原因在。欲圖補救，必須為拔本塞源之計始克有效。今乃施行左策，希冀補救，冀南轅而北轍也。原來政府以為發行紙幣，可使支付價

務之用具加多，可以減輕債務之累，其究也，此種手段非徒不能阻遏輸入，反足獎勵輸入，於是輸入益增，債務益鉅，本欲除害，反以滋害，斯誠大錯也。曩者，金貨由英流出於美之際，舉國惶恐，急圖挽救，曼齊斯特與利物浦有建議，宜允許增發銀行券者，此種意見顯係欲促英國通貨之貶值也。然無論何國，如果通貨貶值，則物價必騰，結果則為誘致輸入之增多，並同時增加償付輸入貨價之困難。吾不知其最後的差額將何以清償。要之，斯種弊害皆為通貨貶值之結果，而為之厲階者，則增發紙幣也。故增發紙幣，絕非善策，萬不可行。夫一國之現款溢出，必其當時之貿易差為逆也。一旦現款告罄，則輸入減少，消費減縮，平準狀態未有回復者。

若一國之內毫無現款，或有現款而法律上禁止輸出，則對外國負債之債務者不能寄現款於外國。欲償債務，最好是購買外國匯票。惟賣主乘勢居奇，任意索價，故債務者完全在於賣主掌握之中。債務者如以賣主索價過高，不

買匯票，遂不得不另籌他法，而其惟一可行之法，即自己在國內購買產物以輸出於外國耳。斯時，債務者所處地位，極為困難，吾人因考慮債務者所處之地位，故引起對於濫發紙幣及增多輸入之結果的考究也。在前述各種情形中，匯兌市價之變動完全依供求之多寡而決定，如匯票之需要多供給少，以理論而言，匯票價格之上騰將毫無限度。

茲假定俄國之輸入，輸出一時在於平準狀態，然則其匯兌上通常的變動情形將何如耶？斯時，英國對聖彼得堡發出以盧布付款之匯票，其當然價值究合英國貨幣幾何乎？精密求之，而知斯時是種匯票之當然價值非盧布與英國貨幣之虛匯兌平價 (Nominal par of exchange) 亦非盧布為兌換紙幣并實在為銀幣時所有之價值，乃由此種價值上減去盧布在俄國國內貶值之數，所剩餘之價值也。假如斯時俄國紙幣充斥，而無充分現款可供兌換之用，則盧布即實際貶值百分之五——此百分之五之貶值，俄人或且不覺——

於是吾人即可以知盧布對於英國貨幣之當然價值，乃低於盧匯兌平價百分之五。惟現今信用及延期支付制度盛行，一國輸出輸入實際上萬難有相等之時。故吾人不能根據俄國輸出入相等之理由，而計算盧布之價值也。若俄國之債務差額愈加多，至少就外國匯兌而言，盧布之值必愈低下。

售賣以貶值通貨付款之匯票時，匯兌市價必生變動，前此所述之原則乃決定此種匯兌市價之變動的一般原則也。茲假定吾人在倫敦以一定價格購買對漢堡發出之以銀幣付款之匯票，而以英鎊付其價格。在是種情形，吾人又將如何以決定價值乎？此為金與銀間之匯兌，金與金間之匯兌情形，前已反覆詳述。如不考量金銀間之匯兌情形，則外國匯兌問題之研究不免掛漏不完。茲就金銀間之匯兌論究於次。

俄國通貨貶值時，英俄間匯兌情形以及決定價值之推論方法，已如上述矣。在倫敦與漢堡間匯兌情形上，亦可適用同樣之推論方法以決定價值。即

金銀二者間或金在於平價，或銀在於平價，而吾人所最普通習見之事實，則為金銀相比較，金為貼水，或銀為貼水者也。金在銀本位國僅為商品之一種，銀在金本位國僅為商品之一種。此種商品之價格因時而異，匯兌市價即依此種商品在一定期間內之價格而為變動。惟法國採用複本位制，情形與他國不同。故法國為上述原則之一例外。在倫敦售賣對漢堡匯票時，凡前此所述之一切價值原素，如兩國之利率，信用之狀態，相對的債務等，皆須考量之。而對於銀在英國之價值，或金在漢堡之價值，尤須特別加意考察。購買對漢堡匯票為得銀之一手段。蓋買主既買得此種匯票，則在漢堡享有領取定額銀幣之權利，買主即可以將匯票寄諸漢侯代理店，以兌取現款，而令其將兌得之銀運至英國。故當英國運送大批銀貨於東方時，銀在英國需要極多，而對漢侯匯票之需要亦因而甚多也。假如銀在英國為貼水，則在漢堡享有債權者售賣債權時，得擡高其匯票之價格，以向買主索取貼水。質言之，即買主

於銀未爲貼水之時買若干額之銀行馬克，須支出若干額之英國貨幣，今也，欲買與前同額之銀行馬克，必須支出較多之英國貨幣，亦卽斯時買主以一鎊易得較少之馬克也。例如，銀未爲貼水時買主付出一鎊能取得十三馬克零四分之一，而銀價漲時買主付出一鎊僅能取得十三馬克零八分之一是也。英國對漢堡匯兌市價，以一鎊所能易得馬克之類數表示之，買主以一鎊僅易得十三馬克零八分之一時，英國對漢堡匯兌市價爲下落，蓋斯時對漢堡匯票漲價，以較少之馬克能易得與前同額之金鎊也。試再由漢堡方面言之，假如漢堡商人甲欲求得金貨，寄往美國購買棉花，則對倫敦匯票適當其用。蓋甲購買是種匯票，卽在倫敦享有領取定額金幣之權利，而金適爲甲所需要者也。設漢堡一般商人皆欲在美國購買棉花，從而皆需要金貨；終之，漢堡商人必爭購對倫敦匯票，因買主互相競爭，賣主卽能以貼水賣出匯票，購得對倫敦匯票者，固然在倫敦享有定額金鎊，可以隨意使用之。然在今

茲之情形中，買主對於每一鎊必須付出較多之馬克，易詞言之，即斯時漢堡匯兌市價上漲，買主購買一鎊須支付十三馬克半也。雖然，匯兌市價縱有變動，而其限度則最易考察。設甲、乙兩國相匯兌，甲國使用善良之金幣，乙國使用貶值之紙幣，結局則貶值幣對於金幣須附加貼水，則該兩國間匯價變動之限度即以對金貼水之數決定之。英國與漢堡間匯兌市價變動之限度，正可以與此恰相同之方法決定之，即英國與漢堡間匯價變動之限度，即是金或銀之貼水的額數也。假如漢堡之持有對倫敦匯票者索取馬克過多，則急欲購金之人將不買匯票，而以運銀至英賣出之後取得現金，為有利矣。又假如倫敦之賣對漢堡匯票者索價過昂，則欲運銀至東方之英國商人，以賣主所索之價超過於當時銀之貼水額數，故皆不買匯票，而將在其他有銀之處加付相當貼水以購買現銀，或運運金至漢堡，按照當時金在漢堡折扣之數，以折扣售出之，即以實得之價銀購買銀貨運返英國矣。雖然，吾人欲為上述

之論斷，必須先有假定之前提。假定前提為何？即在漢堡賣金為永遠可能之事，在英國賣銀為永遠可能之事是也。金價有時異常低廉，於是對銀貼水之數甚多，故以金買銀者之負擔太重，銀價有時非常低廉，於是對金貼水之數甚多，故以銀買金者之負擔太重。然無論如何，吾人總可以假定賣金，賣銀為可能之事。夫惟賣金為可能之事，是以賣銀匯票者（如倫敦之賣對漢堡匯票者）不敢任意提高價格，以自絕其匯票之銷路。賣銀為可能之事，是以賣金匯票者（如漢堡之賣對倫敦匯票者）不敢任意提高價格，以自絕其匯票之銷路。是故金之售賣，與銀之售賣，足以限定用銀國與用金國間匯兌市價變動之範圍也。

假如子國以甲種貴金類為本位貨幣，而丑寅卯諸國以乙種貴金類為本位貨幣。子國商人迫於必要，對於乙種貴金類相需極般，為速得乙種貴金類起見，故購買對丑寅卯諸國之匯票。此乃真正之事實。吾人詳究自此種事實

上發生之交易情形，故求得上文所述之結果也。若專由債務者與債權者方面考察之，可見前述論斷中所含有之真理極爲顯著，不待證而自明矣。例如英國商人甲，負擔定額漢堡貨幣之債務，易詞言之，即甲所負之債務，必須用銀償還之。假如在債務償還到期時，英國銀價較尋常特別騰貴，然甲仍必須依期以銀償還其債務額，其償還之方法，則爲在英國市場以高價購銀運至漢堡，或以極不利之價格購買用馬克付款之對漢堡匯票寄至漢堡。惟銀價既漲，故用銀付款之匯票價格亦漲，於是買主付出一鎊，僅能取得較少之馬克。若賣匯票者所多索之價，較銀價所漲之數還多，則應以銀償還債務之人將不買匯票，而欲在公開市場給付貼水以購買現銀矣。由此觀之，因金銀間之價值上發生差異，故匯兌市價上發生變動，而匯兌市價變動之限度，乃最易確定者也。

英、法兩國，英國使用金幣，法國則金銀幣並用，欲決定英、法間匯兌交易上

之情形，亦無何等困難。假如種種原因同時並發，結合一齊，則英、法間匯兌上，即不免發生奇變。然此種結合極爲稀少，並且幾爲不可能之事。故除此種極稀有並幾乎不可能之結合以外，英國中之對法國匯票，其價格變動之限度，與法國中之對英國匯票價格變動之限度，皆不能越乎在使用同樣貨幣之兩國中所有匯票之價格變動之限度以上。易詞以明之，即英、法兩國之匯票，其價格上變動之限度，以該兩國所同有之貨幣決定之。質言之，即以金價決定之也。設若一張對巴黎發出之要求即付 (Payable on demand) 匯票，其售賣價值較其所代表之現金的價值加上山英國運金至巴黎所需之費用及手續費尤高，則此張匯票必不能賣出。蓋賣主索價過高，買主購匯票須付較多之金額，故不如逕直運金至巴黎之需費低廉也。

當銀在任何國內爲貼水之時，則僅可用銀幣付款而不能用他種貨幣付款之匯票，其價值必因銀之貼水而增高。當金在任何國內爲貼水之時，則僅

可用金幣付款而不能用他種貨幣付款之匯票，其價值必緣金之貼水而增高，此顯而易見者也。但設若對巴黎匯票可以用拿破侖金幣（合二十佛郎）支付之，亦可以用五佛郎銀幣支付之，則付款人必以需要最小之貨幣支付。即如銀對於金爲折扣，則以五佛郎銀幣支付。如金對於銀爲折扣，則以拿破侖金幣支付也。惟然，故購買對巴黎匯票之人不能因法國通貨有一部分爲貼水之事實存在，即容對巴黎匯票漲價也。故在此種情形之下，匯兌市價之變動必嚴受制限，猶之使用實在同樣貨幣之兩國間，匯兌市價變動之嚴受制限也。

吾人研究至此，可以結束本章矣。惟於此有宜再申言者，即吾人用種種特殊情形作爲例解，讀者不可重視所引用各種特殊情形，而信其爲實際上亦屬確實是也。本章所推衍者，乃討論各種問題之方法及其適用之原則而已。當分析研究一種特別事情時，正可以依據本章推衍所得之方法及原則，而

率爲圭臬者也。考求關於各種問題之研究方法，以精密爲宜，適用於各種問題上之原則，以周備爲善。關於售賣外國匯票時所應當考量之諸種價值原素的論究所以如此冗長者，正以此耳。若夫關於在任一特別情形中，諸種價值原素彼此間之比例爲如何，以及考量一國貨幣與他國貨幣異同時所應考究之詳細情形，則不在本篇研究範圍之內。

第五章 外國匯兌之解釋

外國匯兌由國際交易而起，其要件則爲外國匯票。外國匯票之價格時常發生變動，吾人爲考求匯票價格上恆定重要變動之諸種發生原因起見，故於前四章中就國際交易之起源與發展，由最簡單之形式，以至最複雜之形式，詳細論究之。夫外國匯兌與商業有密切關係，商業狀況與金融狀況之爲繁榮，或爲衰沈，皆可由外國匯兌上覘之。故研究外國匯兌問題，非僅由理論方面研究之，而考知其原理原則卽足也，更須由實踐方面研究之，而考察其

對於商業上之直接關係焉非僅熟諳決定匯兌市價發生變動之諸種原因即足也，更須由匯價之變動而推求其決定原因焉。吾人既已由理論方面研究之，而考知外國匯兌之原理原則矣，今可進而由實踐方面研究之，而考察外國匯兌與商業之直接關係為何如也。吾人既已洞悉匯兌市價發生變動之決定原因矣（由原因推到結果），今可以由匯價之變動而推求其決定原因為何（由結果推求原因），并可以考量外國匯兌何以爲商業與金融之爲繁盛，或衰沈之正確標準也。且外國匯兌非徒與商業社會以確定商業狀況爲搖動的，或爲平靜之手段已也，凡擾亂商業之潮流，其趨勢如何，外國匯兌能以顯明表示之。若恐慌潮流澎湃而至，即可以由外國匯兌上考察其由來，而急謀預防危險之方法，以緩和恐慌之洶勢。

至於匯兌市價之功用，一般人皆以之爲一國商業隆替（或金融鬆緊）之表徵，而用以表示此等意見者，則「匯兌在於順勢」或「匯兌在於逆勢」之

通常用語也。此種用語，在金融論著中數見不鮮，不可不注意研究其意義之爲何。關於此種用語在經濟學中之解釋方法，以及以匯兌之順逆爲決定國家盛衰貧富之標準，其錯誤不辯而明。夫以吸集金貨爲商業之目的，以金銀之流入某國卽斷定該國必將繁榮，因而視能惹起現款流入該國之匯兌情形對於該國卽爲逆與不利；此種主義，實屬錯誤。而「匯兌在於順勢」或「匯兌在於逆勢」之用語中，原來卽含有此種錯誤主義在內也。惟由金融或銀行方面觀之，此種用語亦未嘗非是。何以言之？在現在立法情形之下，凡一切契約之履行，皆含有金幣，或能與金幣兌換之紙幣的支付在內。商人支付債務時，用金幣或用銀行券，一任其自由選擇。而英商銀行受法律拘束，對於持銀行券要求兌現之人必須以金幣支付之，毫無選擇之自由。爲確保銀行界及商業界契約之正當履行起見，則足以滿足需要之充分金貨存在國中，實爲必要。

關於法律自體之良否，乃另一問題，姑不具論。但現行之貨幣條例一日存在，則充分金貨即有存在國中之必要。惟然，故商人或銀行家寧以能惹起金貨急劇減少之匯兌情形為逆與不利，而以能惹起金貨流入之匯兌情形為順利也。夫金貨數量過少，固足妨害社會之發展，而金貨過多，亦足妨害社會之發展。若金貨之數量已足敷流通使用而綽有餘裕，則猶以積聚金貨為務，即由銀行方面觀之，亦未見其可也。是故吾人適用「匯兌順」之用語時，必須明定其界限。界限為何？即金銀數量足以敷流通之使用是也。如金銀數量越此界限再為增多，而仍曰「匯兌順」，則錯誤矣。蓋金貨一時流入過多，則通貨膨脹，物價昂騰，非徒無利，反且有弊；是過猶不及也。金融界對於持銀行券要求兌現者，必須以現款支付，乃其法律上之責任。為求解除責任之手段，穩固確實起見，則支付用具，必須充實。假如匯兌上發生變動，而致引起現款之溢，則國內支付用具必因而減少，故斯時之匯兌為逆與不利。由此觀之，凡

現款有流入之勢，因而國內之現款無減少之虞，則匯兌為順利。凡現款有流出之勢，致國內現款有減少之虞，則匯兌為逆與不利。簡單言之，即能確保金融界正當解除法律責任之手段的匯兌情形為順利，否則為逆與不利。必如此嚴定匯兌順或逆之用語的界限始可。故實際上「順，逆」二字所表明者，即以上所述之事實，無他也。經濟學者以為國際貿易本為商品之交換，有所與必有所取，有所取亦必有所與。由一國之貿易全體上觀之，輸出輸入常相均衡。貿易上無所謂差順與差逆，匯兌上亦無所謂順逆，故「貿易差逆」與「匯兌逆」二語根本上即有錯誤。由彼等眼光觀之，此種說法固屬持之有故，言之成理。惟今日信用制度盛行，一紙空文即可代表大宗商業交易，然信用必以現款為基礎，信用證券支付到期時仍必以現款支付之。苟無充分現款，信用制度亦難推行盡利。夫惟有信用膨脹之關係，故支付輸入品價金之時期，與索償輸出品價金之時期，不能適相符合。是以一國之輸出品與輸入

品其價值縱然相等，而商人或銀行家仍常感觸在一定時間內由於輸入品所生之負債甚多，一時難於支付，而不得不汲汲收集現金或兌換紙幣以供用於債務之支付也。如上所述，可知現款一時流入過多固非有利之事，然在一定限度以內，畢竟以現款流入爲利，而流出爲不利。吾人於上述諸點必須充分了解，始可免除誤解，或意見之分歧。其實并非意見上實在分歧，不過適用匯兌順逆之術語的方法不同而已。要之，金融論著上所謂匯兌對於某國爲順者，即指該國對外國發出之匯票爲數甚多，難以銷售，而外國對該國發出之匯票爲數甚少，賣出之時須附加貼水，故終局現款不免流入該國而言也。同理，所謂匯兌對於某國爲逆者，即指該國中外國匯票供給極少，需要極多，因而匯票價值異常騰高，使買主不得不輸出現款於外國而言也。

解釋匯兌市價之前，還有必須注意之點，即決定金銀之運輸者，乃短期匯票之價格，非長期匯票之價格是也。短期匯票與長期匯票，其價格之決定上

有共同之價值原素。此等共同價值原素及於此兩種匯票價格上之影響相同。惟長期匯票價格，除依一般共同之價值原素而為變動外，尚依利率及信用關係而變動。是以利率及信用問題對於短期匯票價格上不發生何等影響，而對於長期匯票價格上則能發生莫大之影響。長期匯票價格既依一般共同之價值原素而變動，復依利率及信用關係而變動，故不可依據長期匯票價格上之變動情形以決定金貨之移動狀況。故如對某處發出之匯票，需要其多，則不論此等匯票為短期者，或長期者，其價必漲。此乃一般之傾向也。然若匯票被發行地利率甚高，則長期匯票價格斷不能與短期者依同樣比例而騰貴。蓋短期匯票寄至被發行地即能領取現款，而長期匯票非經過一定猶豫期間而到支付期時不能兌取現款，買主如欲速得現款，必須在被發行地貼現，因而負擔其貼現費，故必由長期匯票上扣除貼現費，然後買主始不受虧損。是以長期匯票較短期匯票價廉也。若買主所需之貼現費增多，則

對於長期匯票所付之價，亦必同樣低廉。再者，長期匯票須經過一定期間始能支付，在此期間內或且發生危險，亦未可知。買主冒險，以購長期匯票，故亦必支付較少之價，藉以補償危險也。

短期匯票價值之大小為貿易狀況之指數，故最為重要。長期匯票價格與要求即付之匯票價格相較，則長期匯票價格無關緊要。蓋以其所表現者，以被發行地之利率為主，且其一部分乃表現信用之狀態者也。

各國情形不同，如倫敦、巴黎間短期匯票行用最廣，而聖彼得堡因種種情形，長期匯票行用最廣。既知此種區別，可以進論解釋外國匯兌上所表現者為何之方法矣。由前此所述一切情形觀之，吾人有必須記憶者，即匯兌市價之變動，乃由於多種原因而起，非僅由一種原因而起也。若就一種變動而考求其原因，苟非先證明絕無引起此種變動之他種原因存在，殆不可僅執一個理由而斷定此種變動即由於此一原因而起。論究科學問題時，往往執一

個原因而斷定其足以爲一種現象之發生原因，而不知更須證明同時無有其他種原因亦可以引起同樣之結果，此乃普通皮相之見解，而爲人所常犯之錯誤也。此種錯誤在商業金融問題之研究上，尤易蒙蔽吾人之判斷。蓋以商業金融問題最爲複雜，最易混淆，苟能得一明瞭易解之解決，即認爲十分滿足，而不遑再適用他種左證。在匯兌問題之研究上，亦有此種執定一個解法，即認爲滿足之傾向。因有是種傾向，故可以自研究匯兌問題上獲得之利益，於不知不覺之中失去一半。吾人研究匯兌問題時，必須就種種情形詳細考察，繼巨靡遺，然後始能得一確實可靠之解決。故如僅根據貿易差以斷定漢堡、倫敦間之匯兌情形，而不考量漢堡與倫敦通貨不同——一用銀幣，一用金幣，——因而忘却由銀之貼水所發生之價值差異者，誠大錯也。同理，以俄國之匯兌市價僅爲表現其對於外國價權者所負擔之巨額債務，價不考察其通貨貶值之影響，亦非充分滿足之解說也。

考究匯票價格時，凡一切價值原素均不可忽。否則難得滿意結果。關於此點，最顯著之事例，以及關於外國匯兌市價之解釋的有價值說明方法，可於一八六一年初美國匯兌市價上之特別情形中求得之。是年，金貨由歐洲急劇流出於美，而探索其原因者持說各異，莫衷一是。直至數月後，社會上大部分之人始了然於金貨溢出乃純為債務之結果。當時或謂美國國內紛擾（勢將惹起恐慌）英國資本家又乘勢投機，故金銀由歐流出於美，乃其當然之結果。實則債務關係，當最先引為左證以求解釋。是時，美人對於在英享有之債權亟亟發行匯票，停止定購英國製造品，並且非歐洲所必需之物品的輸出。上有強逼及不自然的增加，馴致歐洲對美負債益多，而現款之運輸亦愈急迫。蓋是年，美國向歐洲輸出麥，麵粉過多，加以棉花異常豐收，故美國對歐匯兌市價之下落而致金銀流入美國，其主要原因即在於此。即或斯時美國無政治上之恐慌，歐洲各國仍須以現金支付債務差。欲考究金銀之繼續輸出，

或輸出終止，此實一最宜注意之要點。方現款之始由歐溢出也，論者或謂此不過為單純之投機而已。於是指斥輸出現款之商人為愚不可及，並預言現款之由某船運出者，必將由該船運回之。為斯說者，蓋祇知金貨之積聚於紐約，祇知對美國證券之投機，以及資本家之作用，而不知更有若精密考察則最易發現之廣大事實也。所謂廣大事實者，即斯時英國及其他歐洲各國不過輸出現款以償還由美輸入之商品價金而已。論者不察乎此，而妄為論斷，其錯誤不待言也。

英人以為金貨聚集紐約，而英國所有之金貨減少，若紐約聚金過多，勢必復返於英，一般人皆以此為不可免之事實，而常常鄭重言之。然若論者所預言之結果可以實現，則以下數事必有其一發生始可。第一，必須美人對英人負債，因而運金至英以清償之。第二，或美人新購英國製造品，或欲收回英人所擁有之美國股票，因而運金於英。第三，或美人預期將來貨幣在英之價值

必較其在美之價值爲高，因而運金至英以貸與英國資本家，彼主張現款必由美復返於英者，必須證明前述諸種作用有一種實現而後可。第一，爲事實問題，即美人是否對於英人負債是也。第二問題，爲或然的，即美人能否再有信仰力而與英人爲新商業交易是也。關於第三問題，意見分歧，約而言之，即紐約銀行家能否以金貨充滿金庫之故，而當國家危急存亡之秋，即行齎資於歐以謀運用之是也。

上述諸問題必先解決，然後現款運返之遲速，始可決定。吾人正宜就此等問題討論之。論者或謂一八五七年現款曾由歐洲輸出於美，不旋踵而復返於歐，此種結果必可復見於一八六一年。雖然，爲是說者，蓋忽略外國匯兌上相對債務之一根本重要價值原素也。一八五七年美人對於歐洲負擔鉅額債務，而一八六一年則歐人對於美國負擔鉅額債務。解決現在問題之關鍵即在於斯。一八五七年現款之由歐輸出於美也，乃不自然的人爲的。美人既

對歐洲負鉅額債務，歐洲不向美人索還，而乃復輸出現款以貸與之，適足增加美國債務者之負擔耳。一八六一年歐洲輸出現款於美，以償還對美所負擔之債務，故此種現款之輸出為自然的，不可避免的。惟美國債權者見政治上發生最危險之恐慌，皆欲亟亟收回債權，而以先期清結債權為快，不稍遲延，故皆速向歐洲債務者索還，不願常規。美國債權者，紛紛發行匯票，擁入市場，一若恐慌之發生，而一面因當時貿易減縮，不新自歐洲定購貨物，且因恐慌未發生以前，美國西部穀物豐收，人民異常富裕，於是從前對於歐洲所行之交易皆提前匯款清結，故當美國債權者發行匯票，出售於市場時，購買匯票以匯款於歐洲清償負債之人極少，當此之時，在紐約購買匯票者，皆非必須清償對歐洲所負債務之人，乃為甘願預先支付匯票價金，而欲於將來由英領取與其所付金額等值之現金者。紐約諸銀行之業務即如此，是以歐洲輸出於美之現款，其大部分即所謂預期領取之匯票價金也。假使當時無恐慌

之影響，英國如提高利率，必能阻遏匯票價金之輸出。阻遏之期間雖不能久，然至少亦可至匯票支付到期之時。設若由變賣匯票所實得之金額能常存留於英，則美國債權者必可以之貸與收受匯票之銀行家，或以之購買商品也。誠如是，則可以將現金與商品相交換，而將商品運回美國，無須復運回現金也。除此以外，復有何種方法可行乎？

貿易差以最單純之意思解釋之，既對於美國為順——即美國負擔債務少，而享有債權多——然則何故紐約復有恐慌之發生乎？自金融方面觀之，非特無引起恐慌之原因，反有使市面安定，信用鞏固之原因存在焉。當全世界對於美國社會全體負擔債務之際，至少於美國債權者深信債務者有償還能力之時，則社會全體對於金融市場，以及匯兌情形上固不能有何等恐懼。惟賣匯票者或且預知難以在現款輸送點以上之價格賣却匯票，故在將達於現款輸送點之價格皆急切將匯票擁入市場出售之。蓋彼等唯一之恐

權，卽在於將匯票寄至歐洲兌取現款而未得到與匯票金額等值之現款以前之期間內，恐不能得運用資金之便利也。故因政象不穩，遂致有匯票者皆爭以廉價出售，以冀速受買主之支付。雖買主所給之價，較彼等將匯票寄往英國在英兌取現款時所能實得之金額尤低廉甚多，亦予以承諾。且也，雖當時美國通貨膨脹，以致百物騰貴，而歐洲通貨減縮，致百物跌價，然紐約商人對於貨幣相需甚殷，故仍欲輸出種種產物於歐洲市場，而以低廉之價賣出之。由此觀之，可知一八六一年初美國所有之恐慌乃純由於政治上之原因而發生者也。夫在任何國家之金融市場，通常率於匯兌不利時發生恐慌，而當匯兌異常順利之時猶發生恐慌，有如一八六一年初美國所有之情形者，實屬罕見。

當現款必須由英國運送至美國時，則匯兌最利於美，而不利於英，由「匯兌順」一語之意義上觀之，此乃當然之解釋。然運送現款必需運輸費以及

其他種種附帶之損失，而現款運輸費及種種附帶之損失，率歸於輸入現款者所負擔。故當現款由英運至美國之時，美國之穀物及棉花輸出者必首蒙損失，而自英國債務者方面言之，吾人可以主張彼等絲毫不受損失。何則？平常之時，美國輸出商可以對英國債務者發出匯票，而將該匯票寄諸英國債權者。至支付到期時，英國債權者向英國債務者要求照付，而債務者必須依期照付。今也，美國債權者逕令其英國債務者匯寄現款於美，而英國債務者亦必須如期匯寄之。要之，債務償還到期時，無論債務者將債額交付於國內之人，或將所欠之債額匯寄現款於美國債權者，其間毫無區別。此二種方法之方式雖異，然債務者緣而清償其債額則一也。故至匯票支付到期時，無論債務者如何支付，其實對於債務者之自身並無何等關係。夫現款流入美國，則匯兌對於美國為順利，然美國輸出者乃首蒙現款運輸費及他種附帶費用之損失。現款由英國流出，則匯兌對於英國為逆與不利，然英國債務者並

無何等損失。由此可知「匯兌順」一語所表現者，乃為單純的金融上之事實，並非貿易盛旺之判斷。若非於此種限度以內適用「匯兌順」之用語，則其含混不明可立見。雖然，前謂美國債權者蒙現款運輸費之損失，其中亦不免有錯誤之點。何以言之？凡輸出者所需之費用，往往為其輸出品之消費者所負擔。自此點觀之，輸出者之利益，與輸入國之利益適相一致。蓋輸出品所需之費用如有增加，非歸於輸出者自己所負擔，即歸於輸出品之消費者所負擔。故費用無有增加，乃為輸出者與消費者連帶的利益也。現款運輸費之性質即與此相同。既有現款運輸費，則此種費用必為輸出者所負擔，或為輸入國之消費者所負擔。是故現款運輸費之發生，乃與輸出者及輸入國消費者之利益相衝突也。

如上所述，可知凡引起現款輸入於任何國之匯兌情形，即對於該國之輸入者及消費者為順利，而使該國輸出貿易上費用增多。然由前節中所假定

者觀之，輸出貿易上所增多之費用，終局上必歸外國所負擔，故吾人亦可以謂此種匯兌情形對於現款輸入國爲順利，而對於與該國有貿易關係之外國人爲逆與不利也。假如吾人現在假定（但此假定中僅有一部爲真）各國皆自他國購買所需之物品，易詞言之，卽假定一國之輸出貿易乃基於定購制度而經營之，則對於今茲所論究之情形可以得一明瞭觀念。例如，英人向美國商店定購棉花及穀物，則此棉花及穀物之由美輸出於英，非爲美國賣主之計算而爲之，乃爲英國買主而爲之也。設英國某甲在美國物品之生產地購買物品，而輸出至倫敦商店。若由美國輸出時突有特別費用發生，則此費用必爲甲所負擔，此顯而易見者也。故假若美國對英匯兌市價突然下落，則甲對倫敦商店發出之滙票，其價值必緣而減少。若滙票跌價過甚，甲卽不買滙票，而將由英國運現款至美，以償所購貨物之價金矣。而由英國運現款於美必需種種費用，此等費用必全歸甲所負擔。故此種匯兌情形非對於美國

爲逆，而對於英國乃爲逆也。反之，若當匯兌跌落之時，美人向英國製造家定購貨物，而以廉價購買對英匯票寄往英國以支付貨價，則可以節省現款運輸費。然在平常之時，現款運輸費大抵爲一部分之美國輸入者所負擔也。故就償還外國貨物價金之便利與節省費用上觀之，凡輸入者能以廉價購買匯票，且購買時極爲容易，以償還輸入品價金，則斯時之匯兌情形，正可謂爲順利也。

吾人於考究解釋外國匯兌之一般普通的方式時，因欲對於「匯兌之順逆」之用語的用法上爲透澈之研究，故涉於題外之說法甚多。題外文字，於此告終。茲復繼續研究外國匯兌之解釋，現在更與吾人以分析研究之資料者，則一八六二——三年之美國對外國匯兌情形是也。

一八六一年，外國匯票在紐約特別異常貶價，已如上述。自是年以還，情形爲之一變，經過一定之期間，匯票市價異常騰貴，且騰貴甚速。吾人將如何解

釋此種變動乎？此種變動究表現何等現象乎？

吾人前曾謂外國匯兌市價之變動，非僅由一種原因而起，乃由多種原因而起，一八六二——三年美國匯兌市價之變動，即足以爲此種說法最好之例解。通常外國匯兌市價之變動率由於根本重要價值原素——即國際債務——之影響而發生，並皆以現款輸送點爲匯價變動之限度。而一八六二——三年美國匯價之騰漲，遠過於通常現款輸送點之限界，可知此種結果斷非僅由於國際債務之影響而生也。夫資金突由美國運往歐洲，美國繼續需要由歐輸入之商品，而一面因美國南部諸港皆被封鎖，以致棉花停止輸出；凡此種種原因，固可於一定範圍內使當時所有之匯兌現象發生，然畢竟不能使匯價越乎現款輸送點之限界而更爲騰漲。故吾人不得不另探求一種有無限作用之價值原素，以解明此種匯兌現象發生之原因。試一求之，可立見其爲緣於通貨貶值而發生也。決定外國匯票價格之諸種價值原素中，

以通貨貶值之作用爲最大。通貨既經貶值，則匯兌市價之變動，即將毫無制限。斯時美國國會通過停止支付現款之法案，並賦與政府以發行不兌換政府紙幣之權。職此之故，遂致撤廢通常現款輸送點之限界，外國匯票價格遂緣以騰高而不可遏止矣。外國匯票價格騰高之程度，爲衆所討論而不能解決之問題。惟當時人皆逆料通貨貶值之影響必且盡量發展，外國匯兌市價必將漲至百分之五十，或百分之百，甚或至於百分之二百，亦未可知。而南部諸州對倫敦匯兌市價，則實際漲至百分之四百焉。通貨貶值之影響於匯兌市價，願不大耶？

據已往之經驗，以斷定匯價騰漲之實際可能的限界，毫無效力。惟既有紙幣之增發，必有匯兌漲價之結果隨而發生，故經驗雖不可靠，仍可依據理論斷定之。而依據理論可以斷定者，即每有一批不換紙幣之發行，則通貨即有一度之貶值，匯兌市價亦必以通貨貶值之數爲比例，而爲累進的騰漲是也。

由此觀之，美國增發不換紙幣，則其匯兌市價宜於紙幣發行之同時而騰漲矣。孰意北部諸州之匯價，實際騰漲甚遲，殊出乎一般人逆料之外，此實最奇異之事也。美人不詳察其原因所在，遂以爲雖增發紙幣，匯價亦不至急劇騰漲，故深信印發紙幣可以不失現金，並不至貶其餘通貨之價值也。

美國北部諸州之匯價騰漲甚遲，已如上述，其遲滯之原因，殊爲複雜。即考求之，亦難得確定之結果。然關於其遲滯之原因，畢竟有研究之價值。而其原因之最可取者，厥有二端：初發行政府紙幣之數月，美國諸私立銀行收回兌換券頗多，故通貨增加之總額不至如原來所逆料之多，一也。美國貨幣之流通區域甚廣，雖增發紙幣，其影響亦不至立時實現，二也。（註）不寧惟是，說者謂在增發紙幣以前，西部諸州通貨缺乏，增發紙幣適足以填補其罅隙，以增加之通貨補充原來通貨之不足，則貶值之事固無自而生。當此之時，雖有紙幣之增發，而幣值仍不甚跌落，故美人對於紙幣之發行，殊覺滿足。然此特暫時

之情形耳，未可遽抱樂觀也。按經濟學上之原則，凡物之供給增加，則價值必減。美政府既屢增發紙幣，果能逃避經濟原則之支配乎？果也，為時不久，美國匯兌市價上即發生從來未有之騰漲，為時不過年餘，匯兌市價竟由一一〇，逐漸漲至一八〇。吾人於前章中曾竭力推測因通貨貶值而發生之匯兌市價變動之可能的範圍，推測之結果，為如法律上對於金之貼水不加禁止，則外國匯票價格，必將依一般可購之物品——金銀亦在其中——因通貨貶值價格騰貴之程度為比例，以為騰貴，易詞言之，即外國匯票價格之騰貴，乃以紙幣折扣之大小，或金之貼水之大小為比例也。故通貨雖貶值，亦不能使外國匯票價格越此比例再為騰貴。是故若就外國匯票在紐約之價格，與金在紐約之價格而考察之，可見二者必恆在同時騰貴，並恆在同時跌落。美國通貨貶值以前，英、美間匯兌上之對英匯票，其實際匯兌平價為一〇九。關於一〇九表示對英匯票實際匯兌平價之說明，詳見次節。及美國發行政府

紙幣後，美金遂緣而增值。向之額面價值爲一元者，今則超過一元矣——即發行紙幣以後通貨膨脹，金貨須爲貼水，而不能與紙幣同價流通也。美金價值既增，同時對英匯票之價值亦增，而超過其實際匯兌平價（一〇九），且其增值之數乃恰與美金增值之數相同。故在平常之時，英、美間匯兌之虛匯兌平價上須附加適當之貼水，始爲英國匯票之實在價格。而此貼水之數乃爲百分之九，則是對於英國匯票所附加之貼水，適爲虛匯兌平價百分之九也。而美金變爲貼水後，英國匯票價格亦漲，而其所漲之數，亦必較美金貼水之數多百分之九。無論金價如何變動，此百分之九的差率永遠存在。惟此百分之九的差率，若以貶值之通貨計算之，表面上不免較前爲多耳。參照次節註二。

註 本書第二版出版後，有批評者，更揭出兩種原因。此兩種原因當時實在發生作用，毫無疑義。二者爲何？即當時信用收縮，及戰費浩繁是也。此兩種情形實能吸收大量通貨。

欲正當了解前節所述說者，必須說明美國計算英國匯票價值之方法而後可。計算之基礎爲美金四十元等於英金九鎊，故美金一元等於英金四仙令六便士，惟此假定之匯兌平價與美國金元含有之純金及英鎊所含有之純金不符。蓋英金九鎊中所含有之純金，較美金四十元中所含有之純金多百分之九（註一）故美金一元，實際上約等於英金四仙令一便士半耳。是以在美國購買英國匯票時，買主對於價值百元之英國匯票必須支付一百零九元。當英、美兩國皆使用金幣時，則紐約、倫敦間之實際匯兌平價約爲百分之九之貼水。以術語表明之，即匯兌在於平準狀態時，對倫敦匯票之價格爲一〇九也。此金幣中百分九之差率（或補正貼水）雖亦受債務情形，利率高低，供求多寡，以及支配外國匯兌其他諸種原因之影響，時而較高，時而較低，然此百分九之差率乃爲均平的現款點（Mean Specie Point）也。美國發行政府紙幣後，通貨貶值，一般物價不復以含有一定金值之金元表示，乃以貶值紙

幣表示之。英國匯票價格，亦必以貶值紙幣表示之。斯時也，計算英國匯票之價格，從前金幣中百分九之差率仍須計較。惟斯時此百分九之差率不復以金幣表示，乃以與從前之金幣額數等值之紙幣表示之。易詞言之，即此百分九之差率亦必恰以金之貼水數為比例而增多也。設例以明之。假如美國未發行紙幣以前，購買對倫敦匯票者須支付美金一百元及九元。迨發行紙幣後，美金變為貼水。若貼水之數增至百分之五十，則購買該匯票者必須支付美金一百五十元及十三元五十仙。十三元五十仙較補正貼水之數恰多半倍。故美金價值在於一五〇時，則該匯票之價格為美金一百六十三元五十仙。此價格正與美金未為貼水時一百零九元之價格相當。此種價格亦依匯票需供之多寡而為變動。需要多，則可以漲至一六五元。供給多，則可以落至一六一元。然不論如何變動，其均平點要可依上述方法而確定之者也。

註一 按英金九鎊所含之純金，實際上較美金四十元所含有之純金

約多百分之九·五爲研究起見，百分之九亦屬正確可用，故本書稱爲百分之九。

註二譯者附註）美金未爲貼水時，百元卽爲百元，故價值美金百元之英國匯票，其實在價格爲一〇九元（所多之九元卽補正貼水也）美金有百分之五十的貼水時，則美金百元值紙幣一五〇元，故價值美金百元之英國匯票，其實在價格爲一六三元五十仙，故美金百元有五十元貼水時，則價值美金百元之英國匯票，其實在價格較美金未爲貼水時增多五十四元五十仙，而五十四元五十仙較美金五十元之貼水，多四元五十仙；易詞言之，卽斯時英國匯票所漲之價，較美金貼水之數多百分之九也。由此觀之，一百元與一〇九元之差率爲百分之九·一五〇元與一六三元五十仙之差率爲百分之九·五十元與五十四元五十仙之差率亦爲百分之九。由此可證明上節後半所說者之確實不爽矣。

設若美國政府以法律干涉金貨之自由輸出，而對於金之買賣交易上課以費用，或加以障礙，偶然亦可使英國匯票與美金間之相對價值上發生變動。故如政府對於金貨之輸出課稅，因而使輸出金貨者費用加多，運送現款費用增多，人將不運現款，而欲購買匯票矣。故對於輸出金貨之課稅，即可制限金貨之輸出，而促匯票之需要加多。滙票需要既多，則價格必漲，而美金之貼水與英國匯票之貼水間的差率即將加大。

政府對於輸出金貨課稅，可以制限金貨輸出，而促匯票需要加多，已如上述。除課稅以外，更有他種制限方法。其法即，使可以買外國匯票亦可以買金貨之人，舍買金貨而買外國匯票，因而加多外國匯票之不自然的需要。例如，人常恐政府於任何時期可以直接或間接禁止金貨輸出，故皆將買匯票，而不欲買金貨，此自然之勢也。再者，若購金貨而儲藏之，或將來作為匯款之用而暫時保存之，金利不免損失。若以儲藏為目的，或以將來作匯款之用為目

的而購買匯票，則能獲得利息。蓋將來售賣此種匯票時，其支付日期較近，則所值必多，易詞言之，即賣主所售得之金額較其原來所支付之金額為多，而所多之額即利息也。不寧惟是，儲藏金貨需種種費用，且有種種危險。若保存匯票，則費用危險皆可免除。凡此種種情形（就中尤以政府之恆常干涉為甚），皆足以使英國匯票之需要加多，而美金價值與英國匯票價值間之差率即不免緣而加大。且此種種情形，於一定時期內足以使英、美間匯兌發生急劇變動，是種急劇變動，殆不能單純由通貨貶值以解明者也。

一八六二——三年美國之外國匯兌情形與常時迥然不同，諸種價值原素同時發生作用，並有時發生彼此互相抵觸之作用，吾人不能以單簡方式解明之。然此種變態的匯兌情形，與吾人以考究諸種價值原素所發生之作用的機會，故此種變態匯兌情形，對於研究外國匯兌者亦良有裨益也。美國發行「綠背紙幣」(Greenbacks)，致通貨貶值，其影響極大，使吾人難以考察

他種價值原素之作用。然而如果外國貿易仍然存在，則他種價值原素亦不能完全消滅。斯時美國政府發行綠背紙幣，致通貨貶值，各種金融投資全行折價，而以紙幣支付之證券亦消滅殆盡。對於證券投資，既不可行，而如上文所述對於金貨投資，因有政府之干涉及利息之損失，亦殊有危險。若將資金匯至外國，既屬安全，且可為有利之運用。故美人欲贖資於英，藉以避免資產累累折價之危險者甚多，因而對於英國匯票之需要亦常常存在。據稱美國代理店匯往英國銀行家之資金為額頗巨。蓋以此為最安全之道，可以免資金上發生損失，並同時可以博適當之利息也。夫寄資於外國，既可安然運用於有利之途，人非至愚，孰不為之。故美人為此種目的而寄至歐洲之資金，為額至有數百萬鎊之多。願由紐約匯出之金貨並不如原來所逆料之多，斯亦奇矣。其故無他，即寄往英國之資金非全部由紐約匯出，乃有一部分現款間接取徑於加利佛尼亞 (California) 也。採用斯法，由加利佛尼亞運現款至紐約

之重大危險，可以避免，而運往歐洲之目的仍可安然達到。假使不由加利佛尼亞輸出現款，英國匯票之需要必且更大也。何以言之？當時美國由英購買大批軍用品，必須匯款支付價金，且當時美人對於英國之貿易雖大為減縮，然美人仍必須購買英國製造品以充直接的需要，故亦須匯款償付價金。由此觀之，美人對於英國匯票乃有兩重的需要：一面需要英國匯票，以便寄至英國後，在英享有資金，而謀利殖。一面又需要英國匯票，以便寄往英國，償還英國貨價。且美棉之輸出，受封鎖影響，一時停止，故在紐約不能買得棉花匯票。當時歐洲收穫極豐，美間穀物貿易大減，故美國之穀物匯票亦最稀少。英國匯票之需要如彼其多，而其供給乃如此之少，則其求過於供從可知矣。幸而由加利佛尼亞有現款之輸出，可以稍稍減少英國匯票之需要，否則需要將更大。由是而言，雖有現款之輸出，英國匯票之需要必仍然甚大，無疑也。英鎊匯票之需要既大，則貼水之數亦必增多。雖然，貼水之數縱可以逐漸增

多，亦不能超過運送現款所需之費用，保險費，以及由於種種不便處而發生之不測的費用。蓋在美國政府尚未禁止輸出現款時，假如美金之貼水與英國匯票之貼水間所有之差率超過百分之九，並對此百分之九所附加之貼水，並運送現款所需之一切費用，則欲匯款於英國者皆將運送現款，而不購匯票矣。美國對英匯兌市價之騰漲，大體上實在山前此所述之數種簡單的原則決定之。雖當時種種錯綜複雜之原因同時並發，分別考察，殊為不易，然其中數種根本上之主要原因，仍顯而易見。至於對英國匯票緣於綠背紙幣之濫發而騰貴之數，吾人可以預測之。且所預測之數，乃絕對確當者也。

蓋太司保 (Geltysburg) 之戰，及密西西必河開通以後，美國對外匯兌市價跌落甚速，其原因為何，頗難說明。然外國匯兌市價之下落，為美金貼水低落之結果。故解明外國匯票跌價之原因非難，而解明美金貼水下落之原因乃難能也。原來在解釋外國匯兌時，金之貼水一層不過為旁枝側葉，無須十分

措意。惟吾人前既對於金之增值有所論究，茲復就其減值而稍爲考究，想亦不無意趣。夫美國發行綠背紙幣，致通貨膨脹過甚，金貨綠之而爲貼水。欲使金價跌落，則減少通貨，當然爲惟一之方法也。美政府曾經收回綠背紙幣之一部，其目的卽在於使通貨減少，而藉以促金價跌落。顧政府一面收回，一面更事發行，新發行者適足補收回額數之缺，故收回之效果歸於烏有。且在金價未跌落前，甚至在貼水方漲之際，美政府亦曾從事收回紙幣，則是雖收回紙幣，而金價亦不跌，甚至仍依然騰貴。由此觀之，美金之突然跌價，其原因固不在紙幣之收回也。斯時美國人民皆深信華盛頓政府有收縮通貨之能力，並有收縮通貨之誠意。人民對於政府既有此種信任，雖政府尙未實際收縮通貨以促金價跌落，而此種信任心亦可以促金價稍跌也。戰事方酣之際，北部諸州人民見紙幣發行過多，收回無日，對於政府收回紙幣一事咸抱悲觀。今也，人民以政府必能切實收回紙幣，或能以早日開始兌現，於是深信紙幣

必能實在減少。美金之驟然跌價，其原因正在於斯。人民既信任政府有收縮通貨之能力與誠意矣，故向之深恐通貨將來貶值加甚，因而儲藏金貨以圖避免損失者。儲藏金貨之人從前亦曾恐政府干涉儲存金貨之行爲，斯時屏棄金價再漲之觀念，而從速將儲藏之金出售於市場矣。而政府方面從前亦曾積蓄金貨，欲於將來放諸市場，以增加金貨之數量，藉以促金之貼水下落。斯時遂將從前積蓄之鉅額金貨放諸市場，欲以此人爲的手段促金之貼水早日下落。夫人民將從前儲藏之金貨出售於市場，政府又將從前積蓄之金貨放諸市場，故金貨之流通一時頓增。流通之金貨既增，且恐金價不免復呈反動。何也？濫發紙幣，貽害無窮，欲除其害，非收縮紙幣流通額不爲功。今乃欲以增多金貨之人爲的手段促金價下落，抑不知市場上金貨流通既多，非特不能使通貨收縮，反足使之膨脹也。以若所爲，求若所欲，豈可得耶？要之，爲權宜之計，以人爲的手段使金價下落，未始不可收效於一時。然苟非隨同暫時

的權宜之計，施行永久的改善方法，金價未有不立時復漲者也。（註）原來美國通貨之貶值，乃純由於內部的原因發生，並非由於外部的原因發生，欲施行永久的改善方法，何難之有？斯時，美人對於他國負債較前數年爲少，且在歐存款甚多，可以隨時收回其大部分，棉花貿易亦漸次恢復，美人頗有自歐輸入金貨之望，因而可以調節匯兌上之逆勢。至於棉花貿易之恢復，影響於匯兌之大小，以及歐洲運送金貨之早遲，必須考量下述諸情形始能知之。吾人今茲所考究者，乃時間問題，非債務問題也。英國固需美棉，而美國亦需大宗英國製造品，然則美國能否以棉花供給英國，較英國以製造品供給美國更爲迅速乎？由當時情形觀之，英人需棉極殷，而美人需製造品不甚急迫，惟英人需棉雖殷，美國未必能即時輸出，而英國如有輸出製造品之必要，可以即時輸出，雖然，英人需棉既如此之急，必設法促美棉早日輸出，而棉花貿易既經擾亂，信用一途不可利用，現金支付勢所難免，故英國方面殊有輸出生金

之必要。惟當此之時，美人能否以重立金關貨幣爲目的而急急乎吸集金貨，且美人對他國負債極少，彼等能否妄臆紙幣可以自趨善良，遂令其繼續保持戰後之流通狀態，此乃吾人最應考慮者。假如美人以爲紙幣可供國內流通之用，故不復需要金貨以供流通之用，且美人對他國負債極少，故亦不需要金貨以供償還外債之用，金貨對於美人將有何等價值乎？

註 此種見解之確當，在本書第二版出版以前，既經證實。從前金價累累騰貴，及金貨流通增多以後，金價雖屢有變遷，不久復歸於漲——（一八六三，十二月）

如上所述，可知美人當時未必需要金貨矣。然假如美人不即時由歐輸入大批貨物，英人仍必須對於美人支付金貨以償棉價，故大量金貨究不免流入美國。美國金貨流通額既增，則下述二種情形必發生其一。第一，金之供給既豐，其貼水必將大減，而與美國以整頓幣制之最好機會。雖當時美國無改

良通貨之誠意，亦可以促之乘機從速爲改良通貨之設施。第二，美人不乘機改良通貨，而仍令紙幣依舊流通，則可以促輸入增多。終之，物價必緣而騰貴，貿易亦緣而興旺。夫紙幣過多，必致輸入爲無限激增。輸入激增，則外債必累積，故結局由外債以吸收過剩之金貨。如第一情形實現，美國金融可以脫離困難，並不發生何等不良結果。如第二情形實現，此種情形較第一情形更易實現，則美國金融將來不免大爲破壞。

上述外國匯兌各種特別情形，實與吾人以分析研究之特別機會，故本章對於此等特殊情形加以說明。惟吾人之用意乃僅在說明一般的解釋方法，並非在於沿革的或詳盡的研究。外國匯兌上之變動乃緣於多種原因而起，前曾屢言之矣。多種之原因中，有主要者，有次要者，就一種匯兌情形而解釋之，必先考求其主要原因。若舍主要原因，而專置重於次要原因，則解釋之結果最易錯誤。故如解釋一八六一年美國匯兌情形時而遺漏一最重要之價

值原素，即相對的債務，則生出兩種錯誤：第一，對於金貨之完全自然的由歐溢出於美之原因，為錯誤之解釋。第二，對於金貨流出期間之久暫，為錯誤之推度。同理，解釋一八六二及一八六三年之美國匯兌情形，如求免於錯誤，必須對於通貨貶值特別注意。一八六一年美國之外國匯兌情形雖緣於相對債務之一重要價值原素而生，然同時非無他種價值原素存在也。一八六二——三年美國之外國匯兌情形雖緣於通貨貶值之一價值原素而生，同時亦非無他種價值原素存在也。故解釋斯二種匯兌情形時，除特別注意根本主要之價值原素外，對於他種價值原素亦須加以考察。總而言之，解釋外國匯兌時，必先求出一種實在根本上之原因。匯兌投機者雖有時可以操縱匯兌，然其能事不過為就已發生之自然原因設法變更之，或對於將發生之自然原因促之從速發生，或使之遲緩發生而已。外國匯票之價格，變動無常，因時而異。匯兌投機者廉價買入，高價賣出，從中獲利。若外國對於投機者之本

國發出之匯票，其價格一時低於現款輸送點，或即在於現款輸送點，投機者即運生金至該外國以購買該外國對於內國發出之匯票，此即匯兌投機者之業務也。然若視現款之輸出純為投機者所施行之匯兌經營，則不可也。何則？匯兌投機者（術語呼為匯票買賣商 *Change*）不過欲在一定地點存置基金耳。求達此種目的，與其輸出現款，不如寄送短期匯票較為便利。是以匯票買賣商苟能如數購得所需之短期匯票——即，當外國對於匯票買賣商之本國所負即須清償之債務為額甚多，債權者可將此等債務轉讓於匯票買賣商，匯票買賣商可以再轉移於他人之時——彼等將不輸出現款焉。假如彼等實際輸出現款，則當時短期匯票之供給缺乏，可知矣。故吾人可由現款自一國流出之事實上（不論輸出現款者為誰何證明以下諸種情形：一，在該國市場上外國短期匯票之供給告罄；二，當時該國得向現款運往國要求償還之金額極少；三，債務差當時對於現款輸出國為逆。

一般人常以爲輸出現款如無利可獲，人皆不爲之。由以上所說明者觀之，是種觀念，顯有錯誤。人有恆言，某國對我國之匯兌市價過高，向該國輸出現款必無利可獲。此種說法，最易使人誤會，宜審慎考察之。夫向匯價過高之國運現款無利可獲，固爲實在事實，然吾人知有此種事實之存在則可，若因有此種事實而遽謂輸出現款爲不自然的，或非必要的，則不可也。蓋假如對該國負債者至償還時期如不能購得匯票，即不得不向該國輸出現款以清償債務也。故現在所最宜考知者，即債務差是否必須清結是也。如果必須清結，雖匯兌市價在於現款輸送點爲時頗久，匯票買賣商輸出現款一定無利可得，然仍不得不恆有現款之溢出。惟確定現款之流出以前，必須考量應當清償何項債務耳。上文所述之錯誤爲一般人所常犯者，且即本應熟悉此種問題者亦常本於錯誤觀念，發爲論調。彼等之論調，理論上固可博人贊同，實際上乃與今茲所述之原則相刺謬。是以吾人不惜詞費，而對於此點如此殷殷。

致意，反覆詳說也。

如上所述，吾人已知匯兌之變動乃由於自然原因之作用而起。經營匯兌者，不過隨自然之勢，以博利益而已。故吾人對於匯兌經營上之利益問題，可於極狹範圍內研究之。苟越此狹小範圍，而為研究，對於問題之理解上殊無必要，徒使自然原因之顯明作用晦暗不明耳。匯票價格變動無常，匯票需要因時而異，當匯票供過於求之時，其價必跌，彼能預見將來必且求過於供者，預先以廉價買入之，迨將來需要匯票以作寄款者在市場購買之時，則以高價賣出之，因而獲得利益。設經營外國匯兌銀行，或匯票買賣商，在外國設立支店，並為謀向外國運款之便利而特設一種機關，則向外國運款時可免除手續費，並可減少運輸費，因而較普通商人或製造家之運款可以節省費用，故雖匯價在於現款輸送點亦可得少許之利益。蓋是等經營外國匯兌者以低廉費用運金至外國，對之發出匯票而售諸欲向外國寄資者，買主既免於

運現款之煩勞，當然與賣主以便宜，故賣主可以獲些許利益也。但由外國匯兌市價與決定外國匯兌市價之原則上而論，無論對外國負擔債務者——或輸入者，或商人，或消費者——自己運金至外國，或由匯票買賣商或金銀買賣商（此等商人運送大批金貨於外國，而零售其對於運出之金貨所發出之匯票於必須向外國匯款者）購買匯票，而與以少許之利益，其間絲毫無有區別。

若兩國相距極近，交通便利，往返寄款既速且易（如倫敦與巴黎）由一國向他國運金時，除由節省費用可以博少許差益外，殆無從更得他種利益。故僅有為謀運款便利而特設置一種機關者可以獲利，而斯種利益實即社會公眾所支付之手續費也。若兩國相距甚遠，由一國向他國運金者可以多得利益。蓋相距既遠，匯票由此國寄至彼國兌取現款，須經過數月。設賣匯票者需款甚殷，則能就地支付現款以買其匯票者，當然能佔便宜也。是以如甲、乙兩

國相距遼遠，乙國發生非常事變，發匯票者皆求速得現款，雖以極廉之價出售，有所不惜。若甲國中之識見遠大者，豫知乙國必發生事變，預先及時向乙國運送現款，因而乘乙國中賣匯票者欲速得現款之時，以低於現款輸送點之價格購買匯票，如此則可獲厚利。彼等之所得，即乙國賣匯票者之所失。故假如甲、乙兩國相距不遠，且乙國無非常事變，賣匯票者必且將匯票寄往債務者以兌取現款，靜待兌得現款之運返，而不令甲國之在乙國存置現款者取得利益。故惟在現款運往國發生非常事變，且該國與現款運出國相距遼遠時，運現款者始能獲鉅利。

匯票買賣商之作用，可以制限，亦可以激增。匯兌上之自然作用，如上文所述，其制限與激增之範圍，可以知矣。如距本國極遠之國，其匯兌市價逐漸跌落，如任其自然，或且落至現款輸送點以下。蓋該國中出票人需款孔亟，不能待至由外國索取規款而運返之。故即須賣出匯票，取得價金。若外國匯票投

機者預知該國必亟需現款，而預先將現款運至該國以充其需要，則一面自己得適當利益，一面使出票人免受重大損失。如此，可使匯價不至大跌。以上所述諸點，必須明白了解。解釋任何國在任何時間之外國匯兌市價時，上述諸點，皆須考量。但前述諸點永不能妨害原則上決定匯票價格之價值原素的確實也。

決定匯票價格之價值原素中，以廣義的債務差為最要。凡外國匯兌上之交易，皆受債務差之影響。若外國匯兌受債務差之影響而發生變動，其變動有一定限度。表現通貨差異之匯兌市價，與表現他種特別擾亂原因者不同。蓋匯價變動之由於輸入過多，或輸出過多而起者，常有限度。由於通貨差異而起者，能超過此限度，且其作用甚不自然，甚為偏頗也。信用，或不信用，亦足影響匯兌。當有恐慌，或一時的紛擾時，匯票不免以折扣出售。吾人不可視此折扣為貿易差逆，或通貨貶值之結果。各國利率之漲落，可使匯價驟漲，驟落。

非特於長期匯票爲然，長期匯票價格之變動，僅由於幣值及信用而定，與要求即付之匯票不同，即於要求即付之匯票亦無不爾。蓋其所表現者即當甲國利率高時，則資金由他國流入，甲國利率低時則資金又轉而之他。凡此種種，皆爲解釋外國匯兌市價之變動者所應切記勿忘者也。如外國匯票需要之度強，則價高，需要之度弱，則價低。故匯價所表現之最普通的事實，即對於外國匯票需要之緩急也。需要之起因不一，或由於欲匯寄鉅資於利率甚高之國，以運用之，或由於欲匯款以清償債務而起。由前一原因而起者固甚多，由於後者而起者亦不少。利率高，則由外國吸入資金，而高利吸引力之效果，立時現於匯價之上。吾人既知匯兌交易之根本觀念矣，既知外國匯票不過爲各國間清償債務之用具矣，從而可知由外國匯票價格上，吾人對於匯票價格曾切實注重，可以察知資金流動狀況，並可考知放任，或制限，或激增其流動勢力之結果，必由匯價之變動上確切表現之。故利率之變動，與外國匯

兌之變動有密切關係。此種關係，早經承認為重要原則之一，而為研究金融問題時所不可不注意者。

第六章 外國匯兌之調節

吾人既於前章考究外國匯兌之解釋矣，今茲發生之問題，即前章研究所得之結果究能施諸實用至於如何程度是也。前已言之，外國匯兌為「順」或為「逆」已成爲通常用語。而外國匯兌可以「調節」殆亦爲習用之語焉。惟此用語是否確當，不無疑義。究視論者觀察點如何，以定調節二字之是否適宜耳。然無論如何，吾人有須切記者，即實在須調節者，非實際匯兌情勢之自身，乃使此匯兌情勢發生之事實也。

如前所述，由金融上觀察，所謂外國匯兌之爲逆者乃由於一定的貿易情形，或一定的付款方法而發生。設此種貿易情形，或付款方法有所變更，則匯兌情勢當然轉爲與前相反之趨向。是故若能對於逆勢之發生原因上得有

正確觀念，於必要時，直接或間接施行補救，似亦非不可能之事。易詞言之，即設法阻止金貨輸出是也。前文已言，金貨之輸出，或為清理債務之結果，或為貨幣價值不同之結果，或為通貨差異之結果。若因通貨差異而致金貨輸出，即因通貨貶值而發生逆勢之匯兌，則考究其調節問題，必須同時考求貶值通貨之改良方法及其恢復平準之方法焉。顧此問題與外國匯兌之密切關係，已於上章述美國對外匯兌情形時詳言之矣。若於討論逆勢匯兌之調節時，而深論貨幣之全部問題，殊超出本篇範圍之外。故吾人僅列舉恢復貶值通貨之原價為調節逆勢方法之一，已足。而不進論其如何而後可以恢復原價之理也。本章僅就由兩國間之相互的債務情形，或由兩國間幣值不同之關係而發生之逆勢匯兌討論之。易詞言之，即專就由通常貿易差之變動，或由利率之漲落，而發生之匯兌變動討論之也。

此二種勢力，通常於相反方向，同時發生作用。即如輸入多之國，對外關負

債必多，現款不免外溢，故其貨幣必將貴而少。而輸出多之國，則貨幣必多。若現款由一國流出，以償外債，則其貨幣減少，利率上騰，利率既騰，頗足由他國吸入貨幣。

貿易上之逆差，充其勢力所及，足以使對負債最多之國發出之匯票難以銷售，而有迫該國輸出現款之勢，而當現款流出，或有流出之趨勢時，該國利率通常隨而增高，從而使他國對該國發出之匯票價要復增，價值亦增。蓋斯時他國資本家皆欲購買匯票，以寄資於金利最高之市場也。例如，一八六一年英國對美負債過鉅，英匯輸入美國棉花及穀物之結果，致在紐約之英國匯票跌價，英國有不免輸出現款於美之勢，英既輸出現款於美，故現款減少，利率上騰。於是，大陸諸國銀行家爭購英國匯票，而促英國匯票價格漲至現款輸送點，最後竟至運輸生金於英焉。

如上所述，可見當由債務差之關係，而致匯兌對於一國為逆時，其恢復平

準狀態之方法，不外以下二種：第一，增加輸出，減少輸入，第二，提高利率。

若對於輸入品價金之支出，超過於輸出品價金之收入，為時頗久，欲圖補救，祇有停止增加負債之一法。質言之，即變更從前之貿易情形也。蓋設若一國乘信用無限膨脹之際，使輸入及消費，超過輸出與收入，因而陷入債中，求免負債之累，舍節省消費，或增加生產，其道末由。假如此種紊亂情形不過為暫時的，即如一年中，前六個月消費多於生產，後六個月輸出浮於輸入，則如有預定收入之個人然，可暫時舉債，以渡過難關。如給予高利，可使債權者延長信用期間。一俟隨適然之勢，至輸出增多時再行清償債務。且既有高利之餌，亦或可誘引第三者貸與款項也。即或在上述情形中，一國之費用實在過於資力，稱貸濟急，亦徒使債臺高築，加重其累，且使真正危機一時隱而不見。然提高利率，以便稱貸，亦未始非至善之策。蓋貨幣價值能影響於一般物價（按照確定幣值與物價間關係之原則而言）幣值增，則物價跌。物價跌，則

輸入減，輸入減少，債務當然亦減少。然則，如一國逢歉年，或國家一時濫費無度，物價飛騰，或干戈擾攘，戰費浩大，因而發生一時的變動與不測之事變，提高利率，其作用又將何如耶？此乃常見之情勢，爲吾人今茲所最要研究者。斯時也，國家富源涸竭，債務累積，凡銀行，商家，以及一般公衆皆宜明曉提高利率爲最迅速，最有效之救濟策。而反對高利者，以爲苛重利率足以增多商界之損失，加重商界之困難。此種見解，殊多錯誤。何以言之？蓋由理論而言，事實使理論與實際相合。當上文所舉之任何非常事變發生時，金貨不免輸出，若恐溢出之金貨超過於國內所能撙節之額，並恐資金匱乏，通貨減縮，商人難以照常營業，除提高利率以吸收外資而補國內通貨之缺以外，殆無他種更有效之補救也。夫國家因有一部分之緊急而缺乏資金，固亟欲外資流入，以資挹注。惟欲吸集外資，必給與高利之利益而後可。實言之，卽國內利率必須較外資原來地之利率爲高，且足以補償資本公司由一國齎資於他國所需一

切費用也。

此種誘引之能否奏效，可由外國匯兌上所現之表徵覘之。假如對於高利國發出之匯票，其價雖漲，而需要仍有增無已，即為高利吸引力發生效力之表徵。當金貨由英運往美國之際，每週輸出甚多，英人見情勢不佳，心懷恐懼，幸而大陸匯兌，對英為順，足資慰藉。蓋英國運金於美，致資金減少，利率增高，大陸資本家皆求齋資於英，故紛紛購買英國匯票。英國匯票需要既多，價格必漲。票價愈漲，距現款輸送點愈近，終至不以匯票供寄款之用，而逕直運金於英焉。如此，資金由大陸流入英國矣。由實際上而言，以在英設置基金為目的而購英國匯票，其結果與運輸金貨正同。當大陸資本家擁有英國匯票，即在英國有提取金貨之權利也。

如上所述，是直可謂提高利率乃不啻以人力使貨幣價值增高也。但前已言之，鉅額現款，既經流出，則國內通貨減縮，依自然之結果，利率必趨於高。金

融機關不過爲私利起見，其實金融機關之私利與社會公利將歸一致，竭力助成此結果耳。然則由金銀輸出而致稀少，由提高利率而能吸入者，果爲資金歟？抑貨幣歟？現在如深究此問題，必至妨礙立論程序。要之，無論其爲資金，或爲貨幣，因利率提高則可以得運用於有利之途之機會也。一國輸出現款以償債務時，卽爲運出國內資金之一部。外國銀行家運送金貨至英以購買英國票據，卽爲一時以資金供給英國，以補足運出之缺額。一國實際輸出生金，則減損其貨幣，而同時由外國輸入之金貨則補償所失之貨幣。二者之中，其實在能自外國吸收金貨者，卽由高利率所生出之得爲有利投資之機會也。

自英蘭銀行採用變更最低貼現率較從前更爲急劇之制度以來，吾人對於以抬高利率調節逆勢之效力，爲切實之試驗。惟吾人不可以爲英蘭銀行能任意使貨幣貴賤也。一八四四年之銀行特許條例通過議院以前，該行有

無限發行之特權，其能影響於金融市場良非淺尠。今也，該行之實力與其他銀行，同樣嚴受制限，故其低昂幣價之權能，亦不能越乎所有銀行券額數以外。即或請求貼現者過多，本可提高貼現率，而該行乃以低率貸放銀行券於公衆，惟其發行額既受制限，當然不能爲無限發行，故僅能於數日或數週間維持幣價之低落耳。

英蘭銀行最低貼現率之變動，其重要不在能左右金融市場，而在於爲金融市場現狀之表徵。蓋英蘭銀行爲銀行之銀行，其貼現率常較市場利率爲高。雖該行定爲最低之貼現率，實際卽爲社會上最高之率也。凡信用佳者常可按較低於銀行貼現率之利率借得資金，非至金融緊迫已極，殆無向英蘭銀行稱貸者。故貨幣之需要雖增，該行乃最後感覺其壓迫。若銀行貼現率提高，可知貨幣需要已達極度，其他金融機關皆不克應付貼現之請求，而不得不乞靈於最後之金融機關也。英蘭銀行有時爲內部原因，或預防恐慌而拍

高貼現率，顯此乃特別情形。吾人由貼現率之提高上可以推知者，乃上述之情形也。職是之故，外國資本家率置重於英蘭銀行最低貼現率之變動，而視之爲幣值變動之表徵，並非以之爲操縱幣值之結果也。

銀行貼現率提高，匯兌對英將轉而爲順，銀行貼現率低落，則匯兌對英將轉而爲逆。蓋提高時，外國資本家欲乘機在英存置資金，而以英國匯票供其需資之用，故貼現率增高，卽爲英國匯票需要之表徵。低落時，則呈出反動，卽外國資本家欲收回資金，故英國中之外國匯票發生需要也。易詞言之，卽貼現率提高時，外國債權者欲在英國多得利息，務延展債務者匯款償債之期間。債務者既無須卽時匯款，故在英購買外國匯票者極少。貼現率低落時，外國債權者以爲雖不由英收回債權，亦無厚利可得，故務如期清結未清之帳項焉。

提高利率，足以吸入資金，及其對於外國匯兌之影響，卽不熟諳銀行實務

者亦易知之。除以上述明者外，提高利率之效果尙有更爲專門之性質焉。

一國之債務總額中，其大部分通常包納於定期匯票之中。此等匯票，一部供即時寄款之用而寄往付款國，一部爲銀行，或資本案所購置。銀行，或資本案對此等匯票投資，可取得由發行日迄滿期日期間內之利息。定期匯票價格較廉，買主所得之利息，卽在於價廉也。銀行購買發行日後三個月支付之匯票，其價格與要求卽付之匯票減去三個月利息所餘之金額相等。而所減去之利息非按發行國利率計算，乃按付款國利率計算。蓋要求卽付之匯票寄至付款國卽能領取現款，而發行日後三個月支付之匯票必須經過三個月始能兌取現款。買主如欲速得現款，必須在付款國貼現，而貼現費乃按付款國通行利率計算也。且出票人既予外國承受人以三個月猶豫期間，在承受人實際付款清償債務以前，出票人領取與匯票減價額數相同之利息。故出票人雖減價售出匯票，亦無所失。是故以投資爲目的而購外國匯票，買主

之用意即爲在外國取得較內國爲高之利息。無論何國，如信用不受障礙，利率極高，則他國資本家即將對於該國匯票爭先投資。夫匯票投機買主之所以能獲利，即在於購買地利利率與被發行國利率之有差異也。惟利之所在，人爭趨之，故買主必多。因買主間之競爭，於是賣主亦可獲利。設如德國利率爲三釐，英國利率爲五釐。在德購買三個月期英國匯票有利可圖，買主必多。而售賣三個月期之英國匯票，原則上宜有五釐之折扣。然因買主之競爭，賣主可不受五釐之折扣。彼德之欲得較內國利率多一釐之利息者將要求四釐之折扣，而不求較四釐爲多之折扣。即是，買主向賣主要求由見票即付之匯票價格上減去百分之四即足，而不要求減去百分之五也。於是買主得一釐之利，賣主亦得一釐之利。惟於此有宜注意者，即折減之大小通常不以利率表明，而以價格表明——即，票價賤若干，或貴若干也。今爲明白了解利率對於匯兌之關係起見，故權用所謂原始的方式以說明之。

無論何時，銀行，或匯票買賣商(Exchange-dealer)擁有鉅額各種外國匯票，其目的半為對於票價之漲落而為投機，亦半為求獲利息。此種事實，最宜知之。設英國匯票上之利息較大陸國利率為高，則在外國對於英國匯票可為有利之投資。是以巴黎，柏林，弗蘭克佛特 (Frankfort) 漢堡，以及其他大陸城市之銀行與股分公司所持有之英國匯票甚多，金額常達數百萬鎊。其大部分存留於此等銀行與股分公司手中至數月之久——實在即自發行日迄滿期日。假如在任一時間，英國利率較大陸利率為低，英國匯票所有人必且立時將匯票悉數寄至倫敦，按較低之率貼現。貼現後，即將所得金貨運返大陸，再以較高之利率對於內國證券投資。反之，當倫敦貼現率較他國貼現率為高之際，外國銀行家即將保留匯票至於滿期時焉。此等英國匯票，乃包納債務者也。無債務，此等匯票，無由而生。顧其所包納之債務，遲早必須清結。而清結時間，於一定限度內，以英國利率之高低而定。利率高，則匯票存留於外國，

非至滿期，金貨不能流出，利率低，則鉅額匯票一經發出，即立時寄往英國，請求貼現，而金貨立時由英輸出，不待三月後也。

試舉實例言之，設現款由英國向美流出時，英國提高貼現率，則足以誘引外國資本家一面保存英國匯票至最後之日，一面寄款於英以爲高利投資。此二種情形，均能使英國匯票需要加多，故價格必漲。同時，英國中之外國匯票，價格必相當跌落。蓋在英設置基金之便利方法，爲令英國商店向外國往來銀行發出匯票。此等匯票，一經發出，即將擁入市場，於是外國匯票供給加多。惟資本家欲將資金存在英國，而不欲收回，故購匯票者必少。供多求少，票價必跌。夫國際交易之清結方法有二：或債權者對債務者發出匯票，或債務者寄匯票於債權者。凡使債權者難以有利售出匯票之情形，必且使債務者亦難以有利買入匯票以供其必須寄款之用。即如英國匯票在外國減值時，在倫敦之大陸匯票必增值。當英國利率提高，致資金流入英國時，在外國之

英國匯票需要多，價格漲。同時，英國中之外國匯票需要少，價格落。是故在外國之英國匯票漲價，永遠與英國中之外國匯票跌價相同。

由以上之觀察，可知一國缺乏資金時，其利率將趨於高，外資即將急劇流入，以補其缺。然則，英國利率與大陸國利率仍有時差異，其故何耶？倫敦利率為六釐，而漢堡，或他大陸城市之利率乃為二三釐，其故何耶？英國利率往往超過大陸國利率甚多，致多數人不能探索其原因之所在。然此種問題，最易解決，并無玄妙難明處。

就漢堡而論，則有通貨差異之事實存在。漢堡資本家運用其蓄積之貨幣，僅得利息二釐。倫敦利率為六釐，較漢堡多四釐。驟視之，一若漢堡資本家必運其剩餘貨幣於英焉。惟漢堡資本家所持有者為銀幣，故其能否運往英國，以其能否將銀貨運至英國有利售出為斷。按漢堡資本家寄資於英，其自然手續為先將銀貨運往英國，照市價售出之，以所得金額按照英國通行之高

利率爲票據貼現。迨至用金鎊支付之英國票據滿期時，欲收回資金，則將所領取之金鎊易爲銀貨。設當時銀價高，或須附加貼水。既易成銀貨後，即將所得之銀貨運返漢堡。此乃完全理論上之手續也。簡言之，漢堡銀行運銀至英，變賣後，得相當之金貨。以所得之金貨對於用金貨支付之票據投資。票據滿期，再將銀貨運返漢堡。在此種運用之結果上，可見漢堡利率與英國利率相差四釐。漢堡銀行家似若得四釐之差益然。但漢堡利率爲年二釐，英國利率爲年六釐。設漢堡銀行家對於三個月期之票據投資，祇能享三個月利息，故僅得差益一釐耳。而該銀行家往返運銀，先由漢堡運至英，後又由英運返漢堡。所需一切費用須取償於此一釐之差益。且運銀抵英時，銀價或低，不免以廉價出售。及後需用資金時，以金買銀，銀價或高，故以高價買入。因此，亦不免發生損失。此項損失，亦須取償於此一釐之差益。運銀之運費，及由買賣銀貨所生之損失，或且較一釐爲多。則是漢堡銀行家本冀得一釐差益，而今反受

損失也。故在諸複雜混合情形中，雖英國貼現率與漢堡貼現率間有四釐之差異，漢堡剩餘資金亦未必即流入英國金融市場。然若英國貼現率繼續增高，與漢堡貼現率相差更多，則達某一點時，可以償漢堡銀行家運銀至英之費用及損失而有餘。則在英購三個月期票據時所得之差益，足以償其失而有餘。若購六個月期票據，則於補償費用，損失外，餘裕尤多。故英國貼現率高時，漢堡銀行家往往在英定購鉅額六個月期之票據。六個月期票據所以優於三個月期者，蓋購買前者可多得三個月高利，而運送生銀之費用，危險與前相同，故獲利機會，幾倍於前。即不為倍，至少亦可立得較多差益，藉以為補償危險之資。

自一國齟齬於他國，有種種困難。當內國金融市場緊迫而亟待外國銀行家救濟之時，提高利率，便足以戰勝齟齬之困難，實為有利之策。上文舉使用銀幣之漢堡為例，即為此種情形最確當之例解。不獨通貨差異之兩國間利

率可以有差，即在通貨相同之兩國間，同時利率不同，亦爲可能之事。在此種情形中，宜注意之點，即往返運輸生金之費用也。按兩國距離之遠近，利率上亦能有多少之差。如倫敦、巴黎相距極近，往返運金，需費極少，故利率絕難相差過多。惟利息，按每年之百分率計算，購買三月期票據，則買主可以獲得之利益，須以四除之，而運金費用之百分率乃完全爲一次交易所負擔。故雖極少費用，亦足爲重大障礙。此不可不知也。設運金費用爲百分之五，則必須有按年利計算百分之二，即三個月爲百分之五之利益，始可免於損失。故假如巴黎資本家計算其運金至英如需百分五之費用，按照常時匯價可以將金貨由英收回而不受損失。設若巴黎資本家齎資於英，意在取得高利（即較內國爲高之利率），則必須倫敦利率超過巴黎利率之數在百分之二以上，始能如願以償焉。

在某種情形之下——實言之，即發向英國之匯票供給不足時——英國

貼現率提高少許，亦不足以由大陸吸入金貨。上文所言，乃簡單解明其所以然之理也。英國貼現率必須提高達於某點，而後他國運金至英者，始能獲利。彼謂如英國年利爲六釐不能吸入金貨，即或稍微增高，而至於七釐或八釐，亦不能吸入金貨者，顯屬錯誤。惟當銀行貼現率騰至八釐時，常發生下之問題：即如七釐不足吸入金貨，增多一釐，即足以吸入金貨乎？由上之觀察，可見此種情形，最爲明瞭易解。如上所述，金貨之能否吸入，以內國利率與外國利率間之差額，及由外國運金至內國所需費用之多少，爲斷。設運金之費用爲百分之一，則內國之三月期票據上之年利必須較外國利率多四釐，始能補償百分之一之費用。如貼現率爲七釐，儘可補償運金之費用，則增至八釐，固可以吸入金貨也。是故從前之數釐，僅足補償運金之費用；而當運金之費用（或負擔費用之危險）此種費用實在約與通常所謂之匯兌損失相同。既取償後，貼現率每增一釐，即爲確定的利益。故如內國需求金貨，貼現率必須提

高遠於運金者可以獲利之點，始能吸入之。不達此點，則於某種情形之下，必歸無效。

對英國匯票之供給無窮，故實際上可取與前所述相反之方式運用之。然其趨勢，則與前仍然相同。英國利率漲時，大陸資本金家皆欲乘機齎資於英，以爲一時有利之投資。如可以購得匯票，當然以匯票供其齎資之用。持有英國匯票者方欲待價而沽，而見於其所有之匯票需要驟增，故能資得善價。對英匯票，需要既增，因買主互相競爭，故抬高票價，競爭愈烈，票價愈漲，終至用匯票以作寄款之所費，與運輸生金之所費約略相等。於是原來能按尋常之匯價，購買匯票寄往英國爲高利之投資者所獨得之利益，今則賣匯票者亦分得一嚮矣。若需要甚強，終至購買匯票之所費，與運輸生金之所費維均。且匯票需要既多，故其供給漸形不足。終之，實際運輸現金焉。是故當任何國家普通利率增高時，對該國發出之匯票，其價格亦必飛騰。上文所言，乃其專門的

解釋也。

匯價之飛漲，緣對於最現成，最便當之寄資媒介物之競爭而起，而競爭之起，乃為利率提高之結果。是故利率下落，則匯票亦必跌價，充其勢力，與影響所及，必致金貨溢出，最有效力之補救方法，莫過於提高貼現率。故求將失之金貨弗失，已失者復得，其惟一方法，即為提高貼現率也。夫貼現率之提高，乃貨幣稀少之結果，絕非為貨幣減少之原因也。貨幣缺乏，則貼現率緣而提高。貼現率提高，則予他國以運寄資金，或貨幣，於金利最高市場之機會。因此可藉外資之挹注，而補救貨幣之匱乏焉。

茲再就絕非代表實際債務之特種匯票的功用而略述之。此種匯票，不受決定實際債務之法則所支配，而乃於相反方向以影響於匯兌者也。蓋當一國對他國所負之債務將至完全清了之時——實言之，即當兩國之匯票幾乎悉數發出，寄送，並且照付之時——則在市場上所殘餘尚未寄至外國，尚

未支付之少數匯票，價必奇昂。致金貨有流出之勢。若與外匯銀行約定信用往來，因而基於信用往來可以發行非代表商品交易之匯票。此種匯票發行後，出票人須預籌款項，備滿期時清償其對於承受人所負債務之用。夫惟出票人知乎此，故不敢濫發，從而可以稍制限其發行額。否則其發行額將無限度。此種匯票既可以為大量之發行，故能於與前相反之方向發生作用。質言之，即促匯票跌價也。是故此種匯票發行後，在未滿期以前，實能減殺金貨之流出。此種作用，必在未滿期以前始有者，蓋以匯票滿期時，出票人即須往外國匯款，因而匯票之需要增多，價格復漲，致從前之效力立時消滅也。原夫基於信用往來而發匯票者之動機有二：一，出票人為正當目的，或非正當目的，欲於匯票假定為二月期者未滿期以前之二月內得匯票代價金額之使用。質言之，即出票人欲在支出貨幣購買匯票以前之期間內，取得貨幣之使用也。二，或出票人預知至匯票滿期時，市場上外國匯票之供給必較今為多，價

格必較今爲廉。今以善價售出匯票，將來能以廉價購入匯票，因而獲利。抑尤有進者，對於信用往來，非對於債務，而發出之匯票——卽此種匯票之出票人發生債務，而非受他人之償還也——能使發行國中對外國負債之商人一時免於運送生金之必要，或彼等欲寄款時能以廉價購買國票。且此種匯票可以救濟輸出入季節相距過渡期間之窮，而能免除生金之兩重運送，故裨益亦良多也。發行此種匯票之能應付急需而救濟一時之窘迫，固矣。然將來滿期時，向之得藉以融通者必須返還之，則困難仍必有增無已也。就此而論，發行此種匯票，亦容有危險結果相伴而生焉。

大陸國往往以此種匯票爲自英國吸收金貨之一手段。實在卽爲在倫敦市場借款之一方法也。施行此種運用時，先發出發行日後三個月支付之匯票，寄往倫敦貼現。以貼現所得之金額購買金貨，輸出於外國。當匯兌不利於大陸國時——卽英國匯票較尋常多值若干達拉，或弗勞林時——發行此

種種票，即以人力增加匯票之供給，以防止種價漲至種款種送點。

除上述者外，尙有其他種種人爲的手段及金融上之操縱方策，匯兌款機者——即於外國匯票漲落之際從事投機者——可藉以影響或抵制匯兌上自然的變動。惟於此殊無詳究之必要。茲須揭出者，惟此等投機行爲及相因而生之事實之存在耳。若并此亦不揭出，且恐匯兌上暫時的及不自然的變動，與恒定法則支配匯兌之自然不可免的結果一經混淆，輒生謬誤也。本篇目的，在於闡明外國匯兌上最重要數種原則，而最複雜之匯兌交易繁雜難明，故尤竭力陳述其起源與其當然的解釋。此等原則，本非難深難明。若以淺顯通俗文字敘明之，可見其大抵皆係當然的，不難理解。惟以極淺顯通俗文字敘明之，則困難殊多焉。

若細讀上文後，對於外國匯兌問題較前更爲茫然，吾知種者必不以斯學爲艱深難明，不能衡以普通的科學研究方法，且其中繁務紛繁，複雜無比，曠

從事研究之，亦難得滿意結果也。著者頗自信斯學並不難明，若既讀斯篇，而猶不免於茫然，諒讀者必且讖著者工於自信而拙於明白教人，並責其不文，因而不能盡脫金融市場及匯兌上習言慣語之累也。

對於外國匯兌問題顯然無須為論辯式之討論，祇須用心切實分析之而已。關於匯兌經營起源上之原則，國際債務基礎上之原則，種種匯票上及決定票價變動上之原則，由票價變動所推得之結論上之原則，以上皆述明矣。此等重要原則之敘述中雖含有複雜之真理，然皆為自明的。惟研究逆勢匯兌調節問題時，煞費苦心，故論戰之點亦惟此耳。夫對於一種問題，往往有許多互相抵觸之學說，欲對於一種問題為滿意之論斷，並對於諸學說之價值上為相當的注意，最宜先暢曉該問題本身為何。是故研究外國匯兌問題時必須對於最普通之原則，以及考究外國匯兌上之法則時所發現之根本事實上，得有明確觀念。苟斯篇對於最普通原則，及根本事實之明確理解上能有所裨助，則斯篇目的完全達到矣。