

現代商業叢書

金融原理

高橋田謙



金融原理

第一章 現金與信用

英之高司誠卿 (Lord Goschen) 乃先天下之憂而憂之政治家，亦卓越之金融經濟家也。其聲名與倫敦金融市場共傳於不朽。其言曰：「英蘭銀行二千萬鎊之金幣，較於散在一般公衆私囊中之二千五百萬鎊者，其於信用組織之準備，實尤有強大之價值焉。」(See Lord Goschen, *Essay and Addresses on Economic Question*, pp. 102-113.) 又有巴佐特 (Bagehot) 其人者，乃國法學者，亦經濟學家也。其透澈卓越之見解，與英蘭銀行之基礎有同一不磨之價值焉。其言曰：「集中於一銀行之百萬鎊金幣，可得即時向需要之方面貸出之，社會公衆亦能審知其資金之所在，競趨而赴之，故得構成一種強大之金融勢力。然若以此百萬鎊金幣散在全國各地，則世人既不知從何處抑向何人求其資金，自無可構成其如許之金融勢力者矣。」(See W. C. V. Antwerp, *the Stock Exchange from Within*, p. 99.) 此二人之言論，對於金融組織現狀之存在理由及其結論，實不愧爲簡練明瞭之一見解，不特明示英蘭銀行在英國全部信用組織上所占之地位；卽倫敦市場在全國金融組織之優越位置，亦因其論而益彰著。若夫英蘭銀行之所以爲英蘭銀行，如英國現代

有權威之金融經濟學者尉德斯 (Withers) 氏之論曰：「英蘭銀行者，乃為世界唯一之『金自由市場』 (Free gold market) 之地位而生，且成功於『銀行之銀行』 (The banks' bank, the bankers' bank) 之作用耳。」而英國第一流之金融著述家琴司 (J. M. Keynes) 氏亦論倫敦市場之所以為倫敦市場曰：「吾人若知倫敦市場係從國際金融市場特殊之位置蛻變而來，及在國內金融界所以占有卓越關係之由來者，則說明金融之原理，須先探求溝通其中之事實，然後研究其犖犖大者。第一步之觀察，必須先注意於英國偏陬之金融界，其他一切之金融勢力，可暫置而不論。吾且希望讀者諸君，秋殘之日，至一地方銀行營業部，觀其多數往來顧客之各種金融的請求，而尋其影響之跡，以考究近世商業組織在此根本的重要商戰金融界之經營狀況。」[See Hartley Withers, *The Meaning of Money*, pp. 139, 291; J. M. Keynes, *The City of London and the Bank of England*, *Quarterly Journal of Economics*, November, 1914, p. 48.]

農業者以支票付與農業使用人，使其向銀行支取現金，若歲收豐盛，農場勞働之需要，因以增加；其支票發出，自亦加多；則多數農業者所向銀行支取之支票，其額當較多。更因農業佳况，衣食有餘，必計及修理房舍，而多數承辦工作之建築家，對於職工工資之支付，必須現金；且農民生活程度增高，地方貨物立形暢銷，每有商賈欲在鄉村推廣商業，而逕向銀行請求貸借者。此外尚有各種來往之人，俱係希望攜取現金而去；於是銀行之原存現金，自形空竭，其銀行之經理人，果從何處以圖充實其金庫歟？

在同一地方，其他之銀行，金庫亦呈窮乏之狀況，自無相助之能力。結果惟有電請倫敦總行，及素有交易

之銀行輸送現金，以爲救濟。蓋全國之通貨及保管全國支付準備金之地域，既如巴佐特氏及高司誠氏所云，完全集中於倫敦一地故也。綜觀各文明國，常有金融中心供給巨資，以充有利之用途，全國之資金，亦輻輳於此金融中心之地。若一旦各地發生資金之需要，遂復還其故土，以資週轉。英之倫敦，美之紐約，法之巴黎，德之柏林，無一而非爲金融之中心也。故約克舍農業者，向地方銀行支取現金，實與向倫敦支取者無異；又如禮卜拉塞加之採金者，以生金賣與地方之國立銀行，實與賣於紐約總行者無以異。綜上所述，吾人所欲研究者，卽商業交易一經增進，而貨幣需要，亦因以增進；及多數之貨幣，應仰藉於其國金融中心之兩問題。至於金融中心所受收回資金之影響如何，姑俟次章說明之。茲所欲討論者，卽前之問題，並加以若干之制限，先從而說明之。

假定甲向乙購買百鎊之商品，甲可以下列三種方法支付之：(一)以百個之一鎊金幣交付之；(二)以丙銀行百鎊額面之支票交付之；(三)由乙發出百鎊額面三個月支付之匯票，使甲承認支付之。

(註)第一方法中僅稱金幣，而不用通貨及現金之名詞者，爲避免一切疑義起見，實以五鎊之英蘭銀行鈔票二十枚爲支付者，亦無不可。

第一方法，用現金支付，自不生信用之問題；而第二方法，事實上雖與用現金支付者無異，但仍有一種之信用關係存於其間；至於第三方法，則乙明與甲以三個月之信用，其與第二項之信用，互相比較，實各有其特別之點。蓋前者僅有信認與同意，而後者不特僅有信認之意，更有承諾貸借之意思焉。質言之：第二項之乙，不

外信認甲在銀行尚有充分之存款殘額；及其交易銀行支付能力之確實可靠而已；至於第三項之乙，事實上不啻承諾與甲以三個月間百鎊金貨之貸借，並信認甲至期滿之日，必定償還其債務；若乙慮及何種事由，恐甲及其交易銀行不履行支付時，則乙直可要求其用第一項之支付方法為支付也。然而拒絕支票之交付，與拒絕以擔保票據為支付者，則對於現金及信用組織，有各種之影響，不可不加之意也。如乙不懷何等疑問，可將所受領之支票，即時繳存於銀行，自無絲毫發生貨幣之需要；若對於此點，心懷疑慮時，則甲當自向銀行支取現金，而乙受領此項支付，若仍存放於與甲同一之交易銀行者，無論甲提款之時間與乙存放之時間間隔，任何短促，而該銀行因甲之提款，一時必須準備百鎊之現金，故其準備上之位置，自因其提款，一時忽形同額之減少。反之，乙若並非疑慮甲之信用，而惟不欲支付之延期者，則甲可以支票為支付，而貨幣之需要，自亦不至增大。若乙匪惟欲即時支付，且不信甲之支付能力者，則一時直喚起現金百鎊之需要矣。由是觀之，信用 (Credit) 與信認 (Confidence) 之意義，若屬相同，則信用之拒絕，便有增進現金需要 (Cash, ready money) 之效果；反之，信用若視為貸付 (Loan) 之解釋，則信用之拒絕，自無如斯之效果。

貨幣之需給關係，因信用及信認狀態之變化，其所受之影響亦決不少，信認一旦增進，能減退貨幣之需要，反之，信認之減退，商業交易所生之變化，又可增大貨幣之需要，因此商業交易上增進之變化，而信認亦復隨以增進；如其變化一旦減退，而信認遂亦隨之減退。要之，貨幣需要之增減，乃依信用狀態之變化，以相抵殺；故可視貨幣需要，為未嘗變化也。據以上之所述，主張其商業交易額增進，而貨幣需要亦因以增進，固有一面

之真理；然寧可假定他事情不生變化，而交易額之增進，可以惹起貨幣需要之增進，或交易愈盛，而喚起貨幣需要之傾向亦愈大，如此主張之標題，較爲精確者也。

或曰：「右述之標題，若果有真理存焉，則觀察近世商業交易，悉以如斯支票等之信用要具，爲債務償還之用，而貨幣需要之增進，實極輕微，無可疑也。」然此說實陷於重大之誤謬；不特對於支票製造原料之活期存款額之貨幣數量，及必須保持一定比率之銀行經營之實際情形，未會有十分理解；蓋社會上一般之交易，未必全部俱用支票爲償還，而必然的尙多用現金交易之實際狀態，彼實亦忽視，而未加深究者也。銀行經營上，既有如是之法則，及如斯交易上之性質存在於其間，則交易額一旦增進，而貨幣需要上，自亦循同一步驟，喚起 *Pari passu* 之增進，此種傾向，蓋屬於必至之條理，無可轉移也。

(註)參看現時有權威之貨幣理論，如厄貢斐雪氏所著之貨幣購買力第三章第三節「銀行經營上之制限」及第四節「對於貨幣保持標準比例的存款通貨」，自能了解其詳細之理由。茲對於發行鈔票之銀行之正貨準備 (*Gold reserve*)，不復更述；至於存款銀行必須支付準備 (*Banking reserve*)，蓋因對於支票製造額，須加以自然的制限，而存款額與支付準備額之間，必須有一種所謂標準比率 (*Normal ratio*) 之存在。吾人更可觀察一般社會之支付狀態，各交易單位，俱從其經濟生活上之便利，而選擇現金交易與支票交易之孰爲適宜；且不論如何之交易單位，在現金交易與支票交易之間，及其在現存現金與銀行存款殘額之間，無不維持到多少確定之比率，而可得發現其中之標準比率焉。故英美兩國，存款通貨之行使極爲旺盛，對於上述所設之標題，常有偉大之效。參看 Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money*, pp. 46, 50.)

交易額一旦膨脹，則貨幣需要亦生膨脹之傾向，而如斯膨脹之貨幣需要，隨時可由其國家之金融中心

供給之，既如前述矣。金融弛緩，則貨幣集中於銀行庫中，地方銀行在不需要現金之時期內，可委託倫敦總行，代為運用於有利之途；若一旦金融吃緊之時，復向倫敦收回資金，此英國金融界之常用手段也。吾人須更進而觀察者，即不可不研究此種金融中心之貨幣需要之均衡問題耳。

(註)本書對於銀行及滙兌，說明其根本原理，雖極明確；但理論上並未敘述及於銀行之本質。茲用極簡明補述銀行之概念於下。著者所謂銀行，即根據英國向來之銀行觀，即所謂存款銀行 (Banks of deposit, Depositenbanken) 是也。——英國銀行之營業部，亦不外存款銀行耳。英人昔日以發行銀行，稱為銀行。——蓋摺斥票據認付商店貼現商店以及其他之金融於銀行之外。然則銀行之本質果何若耶？(See Bagehot, Lombard Street, pp. 214, 215.) 如意大利學者馬克羅 (Macleod) 氏所定銀行之概念：「若分別貨幣機關與信用機關兩種，銀行實為貨幣機關。」余首先排斥之。即如格阿爾克·阿伯司忒 (Obst) 氏所論：「銀行者，乃貨幣機關，而亦信用機關也。」之思想，余亦不能贊同。蓋余觀察近世銀行之特質，以銀行視為信用機關，較為適切耳。如 vid. Georg Obst, Banken und Bankpolitik S. 1, 2. 即演繹此種概念，謂：「銀行為自己之計算，而經營信用交易之企業也。」今更考究德國多數學者之主張，彼等分銀行業務為二大別：即正業務 (Reguläre bankgeschäfte) 及從業務 (Indifferente bankgeschäfte) 二種。是以信用業務 (Kreditgeschäfte) 屬於前者，彼等亦以信用業務為銀行根本的業務之一點，則與英國學者之主張，實無二致。由此觀之，銀行所經營之信用業務，有受信用業務 (Kreditannahme) 與授信用業務 (Kreditgewährung) 之分，學者稱前者為受動的業務 (Passivgeschäft)，後者為能動的業務 (Aktivgeschäft) [Siehe J. Riesser, Die deutschen Grossbanken. 4. Aufl. S. 164; W. Conrad, Technik des Bankwesens. S. 19, 20.] 而受動的業務，注重於存款及發行鈔票，能動的業務，乃重視貼現及放款，其理甚明，無須贅述。但受動的業務與能動的業務之間，有密切之因果關係，其條理固亦彰明較著者也。發行銀行，若負擔巨大「要求支付」之債務時，其大部分之資產，不可用固定不動產之理由，在吾人常識上雖易判定，但能以學理的說破其間之關係者，實以德國經濟學界之耆宿阿多夫·瓦格勒 (Wagner) 氏為之權輿。其言曰：「銀行經營所以能成爲健全鞏固者，必適應其所經營受動的業務之性質，並裁量其可得實行

之能動的業務，使兩者之因果關係，不致發生紛亂而後可。」近來盛唱所謂銀行經營之根本法則（Grundgesetz oder Grundtheorie）者，其意義不外是耳。（*vid.* Adolph Wagner, *System der Zettelbankpolitik*, 2 Aufl. S. 240.）阿柏司忒氏在其所著第三編銀行政策問題一章，開章即明揭銀行經營根本法則之意義，可謂最爲得體。（*vid.* Obst, a. a. O. S. 233.）彼以爲銀行經營之根本法則，並非僅應用於發行銀行之經營主義，而存款銀行，以及其他銀行，皆可認此種法則爲優良法則之一種。里沙（Riesser）氏祖襲其說，謂「銀行之受動的業務之性質，能支配其必須進行之能動的業務之性質。換言之，即信用銀行，不可授以一切與其所受信用性質相異之信用是也。」亦不外如斯意義而已矣。（*Siehe* Riesser, a. a. O. S. 164.）其意義與英國金融界之分業主義（*Arbeitsstellung im Bankwesen*），原則上實有不少相同者。本書第七章所述銀行資產流動價值之高低，亦可視爲完全實踐此種原則與否之一種反映焉。李加圖氏普論銀行之特質曰：「銀行之所以有銀行之機能，是從使用他人之資金始。」蓋通常帶有負債之性質，而以負債變爲資產之形態，故銀行日常必要使負債及資產之性質，成爲一致，亦其職責上不得不爾。（*See* Begehot, *op. City*, p. 21.）而銀行經營上應加慎重留意者，即在此點耳。其初康拉得（Conrad）里沙、阿伯司忒等敘述銀行之職責，嘗謂：「銀行在於經濟社會之職務，正與人體心臟之作用相類似。」此種比喻，可謂極其巧妙矣。（*Siehe* Riesser, a. a. O. S. 162; Obst, a. a. O. S. 3.）

第二章 理論上之金融市場

吾人於此，再就前章中所述之金融中心市場，而考察其在市場內開設營業所之模範的銀行之業務性質焉。欲達此種目的，先就股份有限公司之銀行因圖一般公衆之利益，定期公布其貸借對照表（*Balance sheet*）以爲研究之開端，使得考察銀行業務之綱領焉。但現今之貸借對照表中，實含有多數與本章目的所

不必要之項目，故於茲盡將其不關重要之項目刪去之，而調製最爲單純之貸借對照表，如左列之例，不外具其雛形耳。

(註)著者既標題爲理論上之金融市場，對於金融市場之意義，雖不加解釋，亦無背於目的，但既曰理論，亦不妨一補述之耳。所謂市場云者，法國數理派經濟學界之曉將庫耳諾(Cournot)氏曰：「經濟學者以爲市場(Market)之名詞，並非指財貨買賣之特殊的市場之謂，實爲同一財貨之價格，容易而且迅速發現其均一之傾向，而買賣者自由交通地域之全體之意義是也。」碩儒耶方斯(Journons)氏在其經濟學之原理中所定廣義之「市場觀」，其意義亦與此相同，蓋市場之意義，必不可不作如是解也。(Cournot, Recherches sur les Principes Mathématiques de la Théorie des Richesses, Ch. IV, Cited in Marshall, Principles of Economics, p. 324.)贊成庫耳諾氏「市場觀」之馬沙爾(Marshall)氏更追加其意見曰：「市場組織，日益完固，而市場之全部範圍，對於同一期限及同一財貨之支付，其希望歸着於同一價格之傾向，亦因以愈益強大，惟因市場範圍之廣大，而財貨交易之費用，可對於各異之買方，以相當斟酌徵收之。」吾人歸納此種意義，可知現今最爲完全之組織，厥惟此種大市場，卽生金生銀及國際的有價證券之市場是耳。(See Marshall, Principles of Economics, pp. 325, 327, 328.)然則現金及有價證券二者，在國際的市場之優點如何？不外二者能最完全體現貨幣之價值而已。更推馬沙爾氏之主張言之，可知方今乃貨幣經濟之時代，最有普遍的之需要供給者，當莫貨幣及信用者，而所謂貨幣(Money)者，非現實貨幣之意，乃「貨幣貸借」及「信用」(Loan of money or credit)之謂也。吾人所謂「金融市場」(Money market)及「貨幣價格」卽「利息比率」(Price of money or rate of interest)等意義，皆與此同，蓋金融市場云者，卽「可得以稍有均一之貨幣價格而借入貨幣之抽象的地域」之謂耳。若然，則倫敦也，紐約也，實可得稱爲抽象的一種之金融市場，同時又爲一國之金融中心市場，或稱爲金融中心地(Central money market, monetary centre)。若就國際的觀念言之，則倫敦殆可視爲世界金融之中心。(See Withers, The Meaning of Money, pp. 2, 3.)英國金融雜誌上對於此種問題，言之最審，當金融吃緊及恐慌之時，其雜誌上常有「市場移於英國銀行」(The market is in the bank)之一語，蓋卽表示倫敦一般金融市場(The City of London, the market, the outer market, the outside market)之金融停滯狀態耳。

貸借對照表

負債之部

各種存款二〇、〇〇〇、〇〇〇 鎊

計二〇、〇〇〇、〇〇〇

資產之部

現金四、〇〇〇、〇〇〇 鎊

有價證券二、〇〇〇、〇〇〇

放款一四、〇〇〇、〇〇〇

計二〇、〇〇〇、〇〇〇

試觀多數銀行間之交易，每多發生錯綜複雜之事實，今為研究此種之弊害，假定上例之貸借對照表，為金融中心地全部銀行之總貸借對照表之代表；更假定其各項目為累計總貸借對照表中之同種項目焉。是即全部銀行共有二千萬鎊之負債，而現金為四百萬鎊，有價證券為二百萬鎊；及各種放款為一千四百萬鎊，共計為二千萬鎊之資產。

(註)英國股份銀行 (Joint-stock banks) 亦與其他各文明國相同；惟其定期公布 (Regular publicity) 非如他國之為法律上義務，不外屬於其國之商習慣，法律上僅規定銀行應將提示於股東總會之貸借對照表，及損益表公布之而已，此亦吾人應加注意之事項也。(See Withers, The English Banking System, p. 85.) 同時並將資產及負債之狀態公布之。英國銀行界之股份有限公司組織主義 (Joint-stockism) 所以能大形發達者，實以此種公布方法為唯一之要素。今日頭腦靈敏之大銀行家，尚有提倡此種公布主義，應行更加顯壓者，其意亦在是耳。至於現金與負債之比例，亦用此法，將每日現金平均額，每於月末公布之，而倫敦各銀行中實行此種方法，能不在所謂『虛金』(Window-dressing) 之陋規，惟有『倫敦及 County』銀行耳。(See Withers, The Meaning of Money, pp. 113-117.)

茲從銀行及商人以外一般公衆之眼光，以觀察各種存款問題；蓋所謂存款者，不外保管遊資及儲蓄，並代理他人所受領支票之取款耳。於彼等有關範圍內之存款，雖名義上與實際上，均不失為存款，但彼等對於貸借對照表上所摘要記載之二千萬鎊金額，實誤信為實際從外來所寄存者，尤以依賴銀行供給之金融業者，在銀行交易時，較多發生此種謬見。今假定借主為一大企業家，其請求融通之額為百萬鎊，若銀行經理人直與承諾，則彼對於此項借受額，將如何處分之歟？雖要求即時提取現金者甚少，亦不能斷其必無，不外即有之，亦極少見耳；蓋銀行惟與以摺帳上之信用 (Book Credit)，彼若發生需款之必要，原則上可按其信用，以支票為交付也。茲就於此種交易之貸借對照表，而觀察其效果，若借主請求現金時，則『現金』科目，發生百萬鎊之減少，『放款』科目，卻發生百萬鎊之增加；例如下列之『第一』是。反之，借主若僅受摺帳上之信用，則『各種存款』及『放款』兩種科目，均發生百萬鎊之增加；例如下列之『第二』(下列二例，俱以百萬鎊為單位)是。

(第一)

負債之部

各種存款

二〇

計

二〇

資產之部

現金

三

有價證券

二

放款

一五

(第二)

負債之部

資產之部

各種存款

二一

現金

四

計

二一

有價證券

二

放款

一五

計

二一

由此觀之，銀行之放款，殆有同一步驟的 (Part passu) 存款增加之效果；故存款未必悉係遊資，及儲蓄所成立，實多從銀行所給與信用之週轉結果，而構成之者。

(註) 學者每稱前者爲「直接存款」，後者爲「轉帳存款」。茲姑就英國銀行實務上之慣例論之，彼分存款爲二大別：一曰「存款科目」(Deposit accounts)，一曰「活期存款科目」(Current accounts)。前者以定期存款爲主要，即與限期存款相當；後者即爲可得發出支票之存款 (Deposits subject to cheque) 是也。依上之所述觀之，讀者當能推知存款科目，是從直接存款而成立；反之，活期存款科目，殆亦從轉帳存款所成立者。英國倫敦各銀行之慣例，對於存款科目，通常雖附以存款利息；但對於活期存款科目，從無給與利息者；蓋倫敦銀行對於貼現商店，票據經紀人，及股票經紀人，可得經營存款利息以下低息之短期放款。此種放款之能力，自因附有利息，及無利息存款之比例，而受重大之影響。然則此兩者之比例，果何若歟？即如倫敦全部銀行之活期存款科目，亦僅有存款科目之二倍有奇而已。英國銀行中，貸借對照表上，將此二種之存款分開發表者，在股份有限公司之銀行方面，祇有倫敦金融界有權威之銀行，即「倫敦與斯密銀行」(The Union of London and Smith's Bank) 及四家兩合銀行是耳。其他之銀行，則均以兩種存款一同發表之。茲觀察以上

五行之比例，無一而非活期存款，較於存款科目有二倍以上之差異，其對於倫敦全體銀行之比例，亦可推而知之矣。以上所述，對於銀行理論及貨幣理論之研究，當能供給多少之材料，望讀者於此，先注意焉。(See Withers: *The Meaning of Money*, pp. 123, 124; do., *The English Banking System*, pp. 85-87; Fisher, *The Purchasing Power of Money*, p. 33.)

雖然吾人之說明，猶未達於交易問題之焦點，蓋所謂借主，仍不外指必須利用資金而受貸於人者，日夕對其貸出銀行，當然可得預定發出總計百萬鎊之支票，若彼對其銀行百萬鎊之信用，瀕於涸竭，則各種存款，亦難免發生同程度之減少，大抵借主所發出之支票，若係交付於住居同一金融中心地之人，則受領其支票者，可復存放該地之銀行，其銀行之『各種存款』自得發生百萬鎊之增加；若以此地全部之銀行視爲一家而考察之，吾人在其總貸借對照表上之『各種存款』亦可發現其仍爲二千萬鎊也。

若以上述借主所發出之支票交付於住居『他地』之人時，受領者以之轉存地方銀行，則何若歟？因貨幣常有流通於金融中心地之傾向，故此項資金，必復能還其金融中心之故土；蓋地方銀行均欲增加其在金融中心地交易銀行之存款殘額，以達其殖利之目的，故常將資金轉送於中心市場。此種支票，實與最初存放於金融中心地之一銀行者，有同一之結果也。若更三次轉移之，即借主利用其信用，欲以支票償還外國之債務時，則借主可以支票向外國票據經紀人，購買該外國之票據，而此種票據經紀人，亦可將其支票存放於素有交易之銀行，故於此時，『各種存款』之數目，仍能保持其同一之平行線而無所變更也。因此而知上述種種之假設，如百萬鎊之貸出，畢竟使存款能發生同額增大之傾向焉。

(註)貨幣之高低，如水之執下然。(See Antwerp: *The Stock Exchange from Within*, p. 99.) 金融中心地之利率，常低而

不高，蓋金融中心地，恰如大海，匯凡百之河流，容無數之水量，而能防備汎溢之患，其理由在本書開章所引巴佐特氏之主張，已略盡其梗概。如倫敦、紐約及柏林各地，實即爲助長此種傾向之一大勢力。其理由在銀行與股票交易所關係之間，亦當重視之。柏林之大信用銀行，一面亦爲大股票經紀人，其國學者里沙氏，大抵亦承認德國銀行之集中運動者，彼目擊銀行集中之一種表現，即大銀行支配股票交易所之實際狀態，而著一論文，題曰「交易所改正之必要」，其中盛倡不可喪失「此種傾向之經濟的全體潮流，即略爲完全之自働的調節機能」之職責，又如埃倫斯忒·羅埃卜氏反對厄生柏哈氏之「銀行及交易所實際上爲同一事物」之論斷，而自行論定曰：「銀行及交易所二者，實爲正反對之事物也。」世人對此兩者之論斷，每不知何所適從，若能觀察事實之存在，則自明瞭矣。又例如紐約股票市場間，計有二百六十億圓之有價證券之買賣資金，而運用於交易所特有之活期放款市場（Call-money market），此種市場，實際狀態均係銀行爲其貸主，則可知銀行與交易所之關係，實極爲重要而且密切也。（Siehe Riesser: Die deutschen Grossbanken, 4. Aufl. S. 629, 630; Antwerp: The Stock Exchange from Within, Ch. IV.）世人每讚賞美國銀行能超然高居於股票交易所之上，但事實上未必盡然。昔日英國銀行協會雜誌曾承認「倫敦股票交易所職業的投機交易，恰全部依賴銀行之資金，以經營其業務。」厄得雅·耶虎厄氏亦攻擊倫敦股票交易所曰：「以世界之大，哈無若倫敦股票交易所如許多數之欺詐的營業之計畫者，且曠觀其他任何股票市場，亦無有如倫敦股票交易所不惜蕩盡公衆如許巨大之資產者。」以及歐戰時，倫敦因戰亂，金融界忽呈恐慌之勢，一二股票經紀人之地位發生破綻，致使大銀行之基礎，瀕於劇烈之危境。由此種種議論，及實際事實觀之，銀行與交易所關係之密切，可以列然矣。（See The Journal of the Institute of Bankers, Oct., 1899, p. 409, Cited in Riesser, a. a. O. S. 444, 445; also see Keynes: The City of London and the Bank of England, The Quarterly Economics, Sept., 1914.）

由此觀之，借主若以取得銀行摺帳上之信用爲滿足，而受此借主所給付支票之人，復能存放於同一銀行，如普通商業界之慣例者，則信用創設之效果，不過「存款」及「放款」兩種科目；換言之，即貸借對照表負債部與資產部，得爲同一步調之增進，故初視其作用，似能爲無限之 *Ad infinitum*（永遠）進行者。銀行

方面，既可依信用而得利益，同時顧客方面，亦得恃信用而沾餘潤，此種作用，除被強大而且一般的或種勢力所壓制者外，皆可無限繼續其進行也。此種勢力之性質，雖在上述之制限中，既與吾人以暗示；茲爲欲使其性質更加明顯起見，特舉其勢力之實際上作用狀態之例證於左：

今試假定請求借受百鎊之一小借主，以研究其使用此種小資金方法之不同，其影響於銀行業務上，果爲何若？實際上使用資金之方法，有用爲購買花火煙炮者；有用爲購買工業原料者；用途極爲複雜，吾人於此，雖無演繹其所以「奢侈」與「必要」及「放資」與「支出」區別之必要；然以上述兩種極端之假想，進於推理之研究，尤爲適切。此種貸出之效果，最爲顯著者，即使存款額有同程度之增進，其理由吾人當已知之矣。茲先假定上述之小借主，以其貨幣消費於購買煙花之用，購買煙花，用支票爲交付，而業煙花之商人，直將此種支票，復行存放於其同一之交易銀行時，則其銀行所有之存款總額，依然無所增減，若煙花商人，向銀行直接支取百鎊之金幣，即假定其欲支取現金時，則「各種存款」及「現金」，雖有同額之減少；但如斯貸借對照表之地位，並非永久不變者；蓋煙花商人，若買賣所得之現款，復以現金百鎊存放於此交易銀行；於是「各種存款」及「現金」兩種科目，便可得同額面之增加，畢竟總貸借對照表上，實與支票之往來者，無何等之差異也。

反之，若上述之小借主，並非將貨幣消費於煙花，因對其耕作之土地，有整頓之目的，將此貨幣爲添僱若干勞働者之用時，假令彼增僱三人之勞働者，每人一星期之工資爲一鎊，以百鎊之借入金，充其支付工資之用，則彼因增加此項工資之支付，較於從前一星期，應增多三鎊現金之支出；然假定耕作整頓之結果，得按預

計而增加其收穫者，至少亦須將應向銀行支取之利息，以理還舊日之債務，而且繼續添僱其勞働者焉。故欲添僱勞働者，必不可不喚起現金需要之增加；因勞働者收入增加之結果，消費必亦隨之而增進，此種消費又無一而非現金。若考察勞働者收入之性質，及零賣店營業之狀態時，其工資及買賣金額之一部分，雖可得復歸於銀行，而其他一部分之資金，必停滯於一般流通界之事實，亦可推而知之。故『各種存款』及『現金』所生減少之數，即此種停滯於一般流通界之部分耳。

由此觀之，吾人可得預斷銀行貸出之資金，僅使用於非生產的者，則不生現金之需要；反之，利用於生產的者，則必喚起現金之需要；然銀行貸出之最大部分，實際上以供給生產目的之用為通則，故銀行『信用創設』之效果，必喚起相當現金需要之增高；但此種現金需要，或增高，或不增高，當對於銀行及顧客之利益的無限信用膨脹，劃為正當範圍；且對於無限之信用膨脹，更為強固之保障，即如後述外國匯兌作用之存在理由，亦不可忽視之也。信用膨脹，能惹起物價騰貴；且有助長現金流出海外之傾向。一旦現金流出海外，即能使發行銀行之銀行券負債，對於現金準備比率發生低落，故銀行為圖維持其適當之比率，可擡高其利息，因此一般銀行，亦對其存款之負債，皆圖維持其支付準備之比率，亦不得不擡高其利息，而信用之程度，遂因以下降矣。

(註) 因銀行信用之膨脹，喚起現金需要之增加，若信用膨脹至於過度時，則銀行誠有停止支付之危險 (Risk of insolvency of cash)，其理甚為明著，對於此點有懇切之辨證者，當首推威爾斯 (Witlers) 氏。至於匯兌之關係，依後章說明之。但討論金融問題之

人，實多忽視此種要點也。尼科爾孫 (Nicholson) 氏之言曰：「實業家注意外國匯兌市價之變動，若假定爲一人，則注意英蘭銀行價率變動之實業家，實有千人之比。」(See Nicholson: Bankers' Money, p. 34.) 彼即攻擊多數實業家，對於銀行利率變動，一方係反映現金準備之厚薄，一方現金準備之增減，可依匯兌市價之強弱，而下預斷之關係等，皆不注意及之，其所有事者，皆舍本而求其末耳。尼科爾孫氏又以爲「金」有一種偉大之魔力。其言曰：「英蘭銀行所保管之『金』，以其貨幣價值表示之，實較於三島王國，尤爲重要。」(尉德斯氏亦以爲銀行因鞏固其地位，擴張其貸出額，且利用「股票定期買入」所生現金輸入之旺盛氣象，冒匯兌上損失之危險，而輸入現金者。)

(Ibid., p. 33; Withers: Money-Changing, p. 161.)

其次應行研究之問題，卽爲信用收縮之效果是也。凡銀行經理人，如當年終之際，發見其銀行濫行放款時，當以拒絕其繼續放款爲愈；如前例之農業者，今年若無從借入資金之時，則對於前此因借入金而增僱之三勞働者，自不得不解除其僱傭契約，遂減少其工資支付額，因此零賣店之賣出額亦減退，而流通界所需用之貨幣額，自不得不呈減少之現象。此種除外之貨幣，復停滯於金融中心地之銀行，則銀行之現金準備額，因此又復膨脹；蓋此種放款緊縮之方法，必亦惹起交易之收縮，終有增大現金準備額之傾向耳。吾人於此應須注意之事項，卽世人往往稱放款緊縮，爲信用收縮，蓋因信用之意義有二，故每惹起此種之混淆也。所謂信用之收縮，有時亦卽放款緊縮之意義，一方既爲現金準備增加之間接的原因之一種；他方又能惹起非常的貨幣支付要求之恐慌，反成爲削減現金準備之一原因焉。

『現金』云者，卽現實存在於銀行金庫中之貨幣之謂也。而現金準備 (Cash Reserve) 實爲銀行完全可靠之唯一的準備物件也。一旦金融界發生恐慌之事端時，銀行雖不能盡將所有有價證券賣出；且一時不能

立即收回短期放款，而金庫中果準備有現存之貨幣，則不致減殺其價值，亦無傷其支付能力也。蓋世人判定某銀行之金融的實力，或判斷其金融之確實性，第一必先估量其『現金』與『各種存款』之比率。凡一銀行之經營，與其他銀行互相比較，其負債總額對於現金比率，雖時有不同；但凡屬銀行，皆有不得低落至於一定數字以下之標準比率，存於其間。故銀行之現金額繼續的下落時，不問其存款額亦隨以下落與否，而負債總額對於現金比率，皆可低落至最低危險點以下，於此銀行家遂不得不急激改變其信用膨脹之作用焉。故任何膽壯氣豪之銀行家，如值現金降至現金保有額之標準比率以下時，均不可不圖制止現金之貸出；反之任何慎重之銀行經理人，一旦目擊其現金充斥於金庫之中，亦必謀其所以擴張貸出之法。所謂『信用之最高基礎』(Credit superstructure, superstructure of credit)者，不但不可擴張至與其為基本現金之大量，成為無關係之狀態，即在信用狀態及一般商業組織之異同所發生自然的變更之一定範圍內，亦當從其現金基礎之大小，而隨以變化者也。(See Nicholson: Bankers' Money, pp. 70, 71.)

(註)所謂現金準備，即支付準備(Banking reserve)之意，各銀行金庫中現金以外，尚有可視為與現金有同一之價值者；例如英國之『英國銀行存款』(Cash at the Bank)及如德國之『我流銀行存款』(Noströ-guthaben)，雖可加以解剖研究，茲姑置之。惟其皆可稱為現金之點，吾人當先注意之。

前之所述，雖已說明銀行隨時可停止其放款之理由，然尚未可謂已盡金融現象之研究；蓋有確實之擔保，而銀行拒絕其貨幣之或種價格(A price of money)之貸出者，實極罕觀。惟銀行非經降下其貨幣之

價格時，亦不得擴張其與資金需要增進無所關係之貸出，實因價格若不降落，即謝絕借入，或收縮其借入之額，亦無不可。如斯貨幣之價格，雖從其貸出形式之貼現及貸付 (Loan or Lombard)，而有貼現比率 (Rate of discount) 或利息比率 (Rate of interest) 不同之稱謂，亦不外技術的稱謂之不同而已。若從理論上言之，則僅有單一之名稱，即以『利率』二字概括之而已；於是吾人可將上述之文句，改正爲「現金準備額低落時，可使銀行擡高其利率，現金準備額增進時，銀行則降落其利率。又如擴張貸出，而商業交易同時膨脹時，則收縮現金準備，並收縮貸出，可免市場同時發生不鎮定之情形，而惹起交易之收縮，遂增加現金之準備矣。」今吾人綜合此等之三要素，而觀察其相互之作用與反動，亦可知商業交易之膨脹，同時必惹起貸出膨脹之貨幣濫發與利率騰貴；又因利率之騰貴，而制限貸出之要求，不知不識可盡將貨幣復從流通界歸於銀行矣。

(註)對於利率之解釋，斐雪氏所著之經濟學要論中，曾有懇切之言曰：「利率爲資本 (Capital) 與所得 (Income) 之橋梁與鏈鎖；詳言之，資本及所得，俱以貨幣價值爲表示，而指示以兩者間之比率，即稱爲利率。商業學者間所以往往稱利率爲資本之價格，貨幣之價格，及現金之價格 (Price of capital, price of money, or price of ready money) 者，皆此意耳。蓋『現在貨物』與『將來貨物』能以定價相交換者，實所少見也。」(See Fisher: Elementary Principles of Economics, p. 103.) 祖述最近逝世之奧大利頓儒柏模·巴味克氏 (Eugen-Ritter Von Boehm-Bawerk) 所著時間間隔說 (Agió-theorie) 之斐雷氏之言曰：「資本之價值，不可不以所預期將來之所得，以爲計算。利率之觀念，即將財貨之將來價值依貼現而變成現在價值也；亦有或種資本之價值，係從利率之鏈鎖關係，從『所得價值』之蛻變而成者；故學者每以爲資本價值，是從『所得價值』蛻變而來，此類生物，即指爲利率；或稱爲資本化『所得』，亦稱爲『貼現所得』焉。」(Capitalizing income, discounting income, Ibid., pp. 107-108.)

此外尚有一種要素，與金融現象有重大之關係者，即一般貨物價格之平準 (General level of prices, prices level) 是也。今假定有一孤立社會之全體人員，專從事於一般貨物之製造，其全部勞力所生產之一般貨物數量，假定年額為『x』噸；又假定其社會全體，每年貨幣之所得，於當時現存之物價平準，為『y』鎊；更假定其社會在此時代，無儲蓄貨幣之習慣，一切所得均為所得者或借入者所消費，則全所得『y』鎊之貨幣，實盡提供於全部生產物『x』噸之中，故其物價平準，可以 $\frac{y}{x}$ 之算式代表之；若是年其社會全體銀行貸出之總額為『z』鎊，且許其以支票為轉帳存款，則提供於貨物全體之通貨總額，等於 $x + z$ 鎊；同時其貨物之總體，並無變化，其物價平準，可以 $\frac{y + z}{x}$ 之算式代表之。是故銀行增加貸出額，非受他日貨物生產額增大之抵抗，則惹起物價騰貴之趨勢。若減少其貸出額，而貨幣生產額上，未曾發生有相當之減少，則可為誘致物價低落之原因。

(註)上述理論實不免有過於簡單之嫌，但吾人祇應承認其有此種之傾向，即可告無憾；惟銀行放款轉為存款之事實，原則上祇限於活期存款科目以內，本章所敘述者，大體上雖無瑕疵可尋，然亦必要做照斐雪氏之說明，而加以制限。茲特明確之曰：「活期存款以外之銀行存款，與此種問題，並無關涉，但祇稱為銀行存款時，通常係指稱活期存款，即可得以支票向銀行取款之銀行存款 (Bank deposits subject to cheque) 是也。活期存款，即可為存款移轉單據之支票授受，而克盡通貨 (Currency) 之職責，故亦可稱為流通信用。」 (Circulating credit) (See Fisher: The Purchasing Power of Money, p. 33.) 讀者如欲研究更為精密之物價平準變動之原理者，可參考此書之第二、第三兩章。

若假定上述之社會，並非處於孤立之狀態，與他國有密接聯絡之時，則因擴張貸出所惹起之物價騰貴，

可以急求輸入之增加，而使物價得而緩和。由此觀之，可知一國擴張其貸出時，祇限於可得影響世界物價之範圍內，擡高其物價平準；依上述之公式考察之， $\lambda + \lambda^2$ （一國之物價平準）實際上成爲「不變數」(Constant)，而 x （一國所需要之貨物）乃隨 z （一國全體銀行之貸出額）之各種變化而爲變化者也。惟吾人觀察實際生活上之情況，未嘗發現 x 有如斯之急激而且重大之變化焉。

然所稱爲商業社會者，固無處於絕對的孤立之狀態，亦無不經何等之接觸，而完全能與他國相聯絡者；其真理即存在於此兩極端之間，可推而知之也。故物價之變動，雖不若孤立社會能精確的隨其貸出伸縮而生顯著且重大之變化，但擴張貸出，有使物價騰貴之傾向；及縮少貸出，有使物價低落之傾向，吾人則可信爲定論而無疑者也。

因此，吾人對於金融市場之四大要素——現金，交易，利率，物價——相互密接之因果關係，可得而知之矣。更詳論之擴張貸出，能誘致物價騰貴；因物價騰貴，可使銀行現金流出，而交易遂隨以膨脹，利率便亦因以擡高；利率一經騰貴，則請求貸出之額頓減，同時可使物價低落，交易自呈萎靡不振之狀態矣。商業交易上發生此種萎靡之狀態時，則現金復行歸還於銀行之中，而生現金準備之膨脹，致使利率降低，貸出因以增盛，遂復促進物價之騰貴焉。此種循環作用及反動，乃每日繼續進行，而無時或息者也。

（註）耶方斯 (Jevons) 氏之學友彌爾司 (Mills) 氏，爲一銀行家而又爲經濟學者。氏觀察當時市況之隆替，按略稱完備之循環規

律而研究其循環，演繹一般的原理，以研究銀行信用之伸縮，主倡信用循環說 (Theory of Credit Cycle)，其見解實極卓越。彼曾考究

十九世紀中葉以降，二次恐慌之由來，而利用其自身確信之生物學的說明，詳述信用循環之一代史焉。其中嘗云：「每十年之時期，商業信用均係經過其幼童之境，而發達於成年期，未幾便瀕於老病，力衰，行且死亡，恰如觀察人之一生全部變化者然。」柏爾與列卜氏在其經濟學辭典中曾讚賞此說能中肯綮。又如察浦曼 (Chapman) 氏於其經濟學概論中，亦祖述其說，而有同況循環律 (Synchronism)之說明，可知上述信用循環之週而復始性質，恰有一面之真理存於其間。而市况之隆替，恰亦無限制繼續進行，未嘗有一日之終息焉。

(See Nicholson: Banker's Money, pp. 80, 81; Chapman: Outlines of Political Economy, pp. 255, 261, 262.) 且信用循環 (Credit Cycles) 事實上為一切市况循環 (Trade Cycles) 之原動力，並為銀行業一切經濟活動之中心，皆有例證可尋。里沙、阿柏司忒等多數學者，嘗以社會經濟生活中之銀行的活動，比於人體中心臟之作用，此種比喻，適得其當，吾人須注意之。(Siehe Riese: die deutschen grossbanken, S. 162; Obst: Banken and Bankpolitik, S. 3.)

第三章 金融市場之水壓機的說明

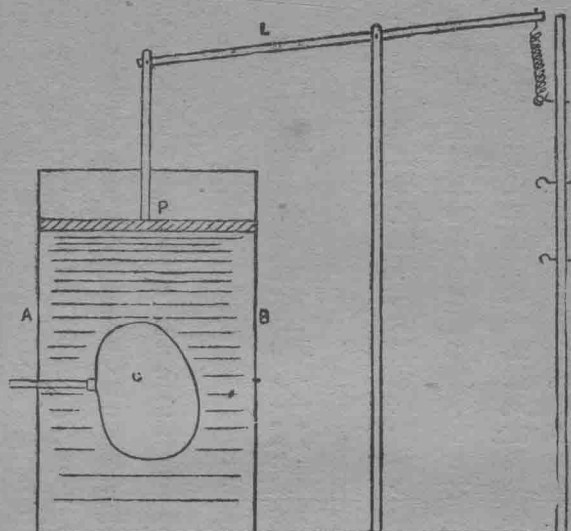
吾人今用機械學之圖解，以論證前章所述金融市場之各種要素。即以左列一種之水壓機械之模型，為說明各種勢力之因果的作用之例。本圖中 A B 之圓筒，係上端開而下端閉，一部分滿盛水量，且其上端接觸於水之表面，而用裝置緊密之唧子頭插入之，使棒桿 L 之前部附着於唧子頭，後部與發條 S 之一端相聯結，此發條之他端，又附着於數個鐵鈎之一，對於棒桿有一定上下拉引之作用。唧子頭上昇，則棒桿之末端便下降，因而發條之拉引作用，亦可減縮。又有浸入圓筒內部水中而得伸縮自由之袋囊 C，以空氣唧筒通過圓筒

之壁，插入於袋囊上之一孔，由空氣作用可使袋囊漲縮。吾人即以此種圓筒之底部面積，假定為代表英國國

內交易之全額；欲裝置一種機械，使圓筒得隨交易額之各種變化，而使其精確的伸縮，雖屬極難之事，然此種困難，不妨以想像而得之。圓筒內之水量，代表貨幣之數量；水高則唧子頭亦高，代表物價平準；伸縮自由之袋囊C，代表『信用要具』所使用之數量；更有發條上之拉引作用，代表銀行貸出之利率。

今想像此種模型為保持其均勢之狀態，吾人將此各種勢力一一攪亂之，使生各種動搖之變化，而考察其因此變化所生各部之種種運動；於是先使圓筒膨脹（即與國內交易增加相同），及其結果，水準降落，而唧子頭亦同時下降，棒桿之末端遂上昇，而發條之

第一圖



拉引作用，遂亦增大；若以此種機械的運動之說明，移而用於金融市場變動之說明，即國內交易額一旦增進，便使物價平準低落，同時利率便亦騰貴；反之，圓筒一旦收縮，則唧子頭上昇，發條之拉引作用便減少，則是表明交易額上一旦減退，同時物價因以騰貴，而利率亦因以低落。

然而精通市場情勢之讀者，或許對於此種說明，懷抱疑義，亦未可知。蓋實際上經濟現象，亦有物價高時之商況，呈活潑狀態，而同時物價低時之市況，反呈沈滯狀態。若然，則上述機械的論斷，得無陷於誤謬歟？吾人欲論證此種疑問，當時多數原因分離觀察之，應假定其各個機械，亦如其他之事物，有同一（*Ceteris paribus*）之獨立作用。而實際之經濟現象，發生此種狀態者，亦極罕觀，且吾人日常之直覺經驗，或有背於真理，然從理論上之結論言之，仍不失有一面真理存於其間。余按商況旺盛時，信用之膨脹，亦必隨以發現；且因此種信用膨脹之程度，不特與商業交易膨脹所惹起物價下落之趨勢，足相抵殺；即物價指數，亦必較於從前之程度為更高也。此種現象，可得上述之機械模型表示之，即圓筒表示交易額之增進而膨脹，同時欲表示信用之膨脹，須將空氣送入袋囊之中；若送入空氣愈加劇烈，則袋囊之膨脹力，遂與圓筒之膨脹力互相抵殺；而猶有餘剩者，則唧子頭上昇，而發條之拉引作用，因以減少。此種現象，即可以表示物價平準之騰貴與利率之低落兩者之關係也。至於市況停滯之時期，則不能祇以圓筒之收縮為表示，亦須以袋囊C容量之縮小表示之；蓋亦勢力之最終結果，則呈唧子頭之低落與發條拉引作用之增大之狀態，換言之，將以表示物價下落與利率騰貴之關係耳。

吾人若假定發條S拉引作用增強，則圓筒之周圍便減少。（恰如拉引橡皮管之兩端，而橡皮管之周圍便縮小。）反之，發條之拉引作用一旦薄弱，則圓筒之周圍便增大，因此可繪圖而說明利率騰貴之時，交易停止其膨脹作用。利率低落之時，助長其交易之膨脹。吾人再注視唧子頭昇降之運動，在其他不生變動之情形

時，第一可代表物價騰貴，同時亦可代表物價下落。由此觀之，可知經濟界之情勢；凡與其他事實處於不變狀態者，殆無從想像，不外利率之騰貴與低落，可以袋囊C之收縮與膨脹代表之耳。其結果實有大謬不然者，有時「信用要具」不但足以妨害物價騰落之運動，且成爲顛倒之事實，亦復不少。總而言之，即物價下落，便生利率之騰貴；利率騰貴，便生物價下落之事實，實亦屢見不一見者也。

袋囊C（代表信用要具）容量之變化，第一因賒欠交易；以及支票與貨幣代替物等之代替貨幣使用之程度上變化；第二因銀行所欲付與顧客信用數量上變化之兩種原因，而受其影響甚大。此兩種原因，有同時而且屬於同一意義發生之傾向，既可驅使世人以支票爲代替金貨支付之要求；又可因不信用之感情，而促銀行格外戒備其放款之貸出。至於信用感情，一面亦可得促進各種信用要具之行使；一面又可助長銀行貸出之擴張，故一旦發生恐慌及一般的不信用之時，則在此兩種變化所合成勢力之下，而袋囊C（指信用要具）便即崩壞，啣子頭亦低落，發條拉引作用因以增強，並使圓筒之周圍，發生狹少；質言之，即物價下落，利率便騰貴，可使交易額呈萎靡之狀態，是也。反之，信用完滿之時期，則袋囊C（指信用要具）膨脹，啣子頭上昇，發條因拉引作用縮小，可使圓筒之周圍增大；換言之，物價騰貴，利率便下落，可助長商業交易之膨脹，其理由亦不外是耳。要之，商況旺盛時，有因其反動而惹起不振作之傾向，此種動作與反動，實無實際限進行，而成爲市況隆替之循環律。

（註）本文所謂因信用要具之崩壞，使發條發生劇烈之拉引作用，即喻於遇有不論以如何價格，貨幣仍不能週轉之事端發生時，便成

恐怖 (Panic) 終呈恐慌 (Crisis) 之現象，而使全體之經濟組織摧殘殆盡。但以近世經濟思想及經濟組織之發達，對於恐慌似能未雨綢繆，早經滅絕其發生之機會，而其實則不然；一八四七年，一八五七年，一八六六年，及一九〇七年，歐洲金融界恐慌之性質，係從國際戰爭，或戰爭之恐怖 (Warscare) 而發生，殆有永淪萬劫，不可恢復之概。一九一二年巴爾幹問題之破裂也，倫敦，巴黎，柏林等市場，皆呈恐怖，即所謂巴爾幹恐怖；又如一九一四年七八兩月之間，倫敦，巴黎，柏林，紐約，皆遭古今未曾有之大恐慌，實足證明近代經濟思想及經濟組織仍有缺陷之點。而對此恐慌之救濟方策，於本書第九第十兩章詳述之。夫防備此種恐慌之金融政策，立論最為詳盡者，吾人當首推里沙博士之德意志大銀行論之第一編第二章第二節「恐慌時銀行之任務」及第三節「臨戰時金融之準備及金融的行動」，竊讀者加以參閱。(J. Riesser: Die deutschen Grossbanken, 4. Aufl. S. 11-24.) 戰爭以外，尙有可為恐慌之原因者，近世經濟思想之發達，及經濟組織之完美，雖不能完全免除信用循環律之支配，但其過而復始之運行，實已較為平靜緩和。至於企業利率一時超過百分之二十，而商業界忽然發生信用之崩壞，使市況頹廢，正如莊卜爾氏所謂「何事皆可忍受，惟百分之二十以上之利息，不能忍之」之事實，在今日殆可信其必無再現之日；然對於戰爭恐慌之準備，即里沙氏所謂臨戰的金融準備 (Finanzielle Kriegsvorbereitung) 者，在今日國民的競爭之時代，銀行家等，亦不可不常加以研究也。(See Nicholson: Bankers' Money, p. 81.)

第四章 外國匯兌之理論的說明

吾人於前章之所述，僅假想與他國金融狀態並無影響之孤立的金融市場，就其各方面之變化及原因，詳為說明之；但現今世界各處，決無如斯孤立之社會存在其間；故於此須更進而研究內國市場與外國市場，並外國市場與其他一切之外國市場之聯絡關係；惟欲討論此種事實，茲為研究便利起見，特加以或種之制

限；即吾人目前所研究之範圍，祇限於施行金本位制（Gold standard）且在於自由金市場（Free gold market）狀態之國家。於此種制限之範圍內，因整理國外匯兌，金之供給，適應各國金之需要程度之強弱大小，而自動的適當分配於各國之間，此實為一部分機械的作用也。至於國外匯兌行情，亦不外表面上表示其自行整理而已。如微風拂旗，示其風向，此匯兌市價，亦即表示貨幣流通之方向耳。

（註）現今世界文明國，不採用金本位及在匯兌關係上與金本位有同一效果之制度者，哈極寥寥；然所謂在於自由金市場（Free gold market, free market in gold, free market for gold）狀態之國家，亦非多數，僅如英之倫敦、美之紐約，仍採用此種制度；而法之巴黎、德之柏林，對於此種制度，均加以相當制限，此不可不注意也。然就尉德斯及厄車（Escher）兩氏關於自由金市場之爭論中，以為無論倫敦及紐約，據何種意義之解釋，亦不能謂為絕對而且完全之自由金市場。倫敦及紐約固不待言，惟如巴黎及柏林，「金」之買賣交易上所有之制限，亦有時喪失其效力，不外此種事實，不能推測理論的說明之基礎耳。（See Withers: Money-Changing, pp. 171, 174; Escher: Elements of Foreign Exchange, pp. 125-129; Straker: Money Market, pp. 126, 127; Pratt: Work of Wall Street, pp. 317-319.）

例如上海新聞報國外匯兌市價一覽欄內，載倫敦金幣三先令三辨士二五，合中國規銀一兩；若在中國支付一兩規銀，而在倫敦則可取得三先令三辨士二五之金幣。對於匯兌學問未有深造之人，一旦見此數字，未始無疑以中國銀幣為代替英國金幣之用者，其實不然；蓋匯兌市價，用大的貨幣單位時，自可發生種種不便之事實，因欲避免此種之不便，故以比較小的貨幣單位而定市價。實際交換時，對於中國一定量及一定成色之銀貨，而倫敦可以與此銀貨之定量，及成色不同之金貨而有相當價值者交付之。若有重量成色不同之

二種貨幣，而係同一金屬所鑄造者，在其未嘗變更其重量成色之範圍內，常有固定之實體比率存於其間；如英國貨幣之十先令金幣，及一鎊金幣（所謂英幣，即純指此一鎊金幣 *Sovereign* 之意義）間之比率，爲一對二，一鎊金幣與二十佛郎金幣（以下所稱法幣，即指示二十佛郎金貨 *Nepoleon*）之比率，爲二五·三三對二〇之比。又一鎊金幣與二十馬克（以下稱德幣，即指此種二十馬克金幣 *Adler*）之比率，爲二〇·四二對二〇之比。一國貨幣之成色，均從其國貨幣法之規定，故稱此種比率曰造幣平價，又曰法定平價（*Mint Par of Exchange, Mint Par, Legal Par of Exchange*）。實際上多省略此二〇之除數，而稱倫敦巴黎間之造幣平價，爲二十五佛郎二十二仙，稱倫敦與柏林間之造幣平價，爲二十馬克四十二布（*Pennig*）。

（註）克黎亞氏（*Clare*）論造幣平價之本質曰：所謂造幣平價云者，並非據事實上之金幣而定，乃據法律上之金幣而定；故英國之金幣與法國之金幣，不論如何惡劣，而英法間之造幣平價，凡未經當事國之貨幣法加以改正之規定者，在其未經改正之前，絕對無所變更；蓋國際間之支付，雖用金幣，並非按個數爲支付，而用估量價格爲交換也。（*See Clare: A. B. C. of Foreign Exchanges, p. 21.*）

造幣平價以外，尚有兩種緊要之匯兌市價；例如倫敦商人某甲向柏林現送英幣百鎊，假定柏林之代理者，將此項英幣向其地某銀行轉換德幣二十分之二千四十二個（二千四十二馬克），則某甲不可不擔負倫敦柏林間英幣百鎊之運費及保險費等。若假定此種費用爲十馬克，則柏林代理者所實收之數，祇爲德幣二十分之二千三十二個。又假定柏林商人某乙，欲於倫敦得英幣百鎊，則攜帶柏林銀行之德幣二十分之二千

四十二個，而現送倫敦，然後收領英幣百鎊，若此種貨幣現送費用，亦須十馬克，則於倫敦欲得百鎊金幣，而在柏林不可不支出德幣二十分之二千五十二個矣。

(註)上文所謂二千四十二馬克，二千三十二馬克，及二千五十二馬克，實即爲德幣二十分之二千四十二個，德幣二十分之二千三十二個，及德幣二十分之二千五十二個。反復述之，似有辭費之病，其實不然，蓋向德法諸國中央銀行支取金幣時，通常有加以多少之制限，故詳細加以解釋，即欲免除實際上糾纏之意也。(See Escher: Op. Cit., pp. 125, 126; Withers: Money-Changing, pp. 5, 6, 158; Withers: Meaning of Money, pp. 86-89.)

凡不問金之輸出與金之輸入，而金之輸送所需之費用，皆從貨幣平價上扣除之或增加之。匯兌市價上之此等標點，即所謂『金現送點』，亦稱爲『現金輸送點』(Gold points, specie points)。英德匯兌之『金現送點』，即上文中所暗示之二十馬克三十二布，及二十馬克五十二布；又如英法兩國間之現金輸送費，對於百磅約須百佛郎，其『金現送點』，爲二十五佛郎十四生丁，及二十五佛郎三十生丁。上述一對之數字，前者爲輸出英幣，而與柏林之德幣，及巴黎之法幣相交換，以住居於倫敦者所得最終之市價，稱爲『金輸出點』(Export point)；後者係倫敦輸入德幣及法幣，而換爲英幣所得之市價，稱爲『金輸入點』(Import point)。此種金輸出點及金輸入點之爲物，即供兩國間金幣自由輸出入之用，明劃匯兌市價高低之最大限界，且匯兌市價一旦接近於此種境界點時，便可察到金之流出及流入之傾向，蓋其目的固在斯也。

(註)『金現送點』之性質，雖如上文所述，然現金輸送所需現實之費用，因時因人而不同，即當事國是否完全在於自由金市場之狀態，於不能一概論之。故上述所謂『金現送點』，外舉其稍爲外似之性質耳。例如巴黎匯兌市價，從無降至二十五佛郎十四生丁者，若巴

匯兌低落之傾向，降至二十五佛郎十五生丁時，而英幣遂飛越多維海峽，羣集於法京，而巴黎之匯兌復得漸達於二十五佛郎三十二生丁之高價；蓋此種狀態變化之由來，純關係於倫敦及巴黎之自由金市場之健全與否以爲斷；又如世界四大金融市場之一，即紐約之匯兌市價，其「金現送點」之平價，對於一鎊約四佛郎八十七生丁，金輸出點「及」金輸入點，前爲四佛郎八十三生丁半，後爲四佛郎八十九生丁半。(See Clare: A. B. C. of Foreign Exchanges, pp. 36, 126, 134.)

住居倫敦之人，爲負欠布里斯拖人之債務而欲清償時，彼可向倫敦某郵政局購買郵政匯兌票，從郵局寄還債權者，使其向布里斯拖之郵政局支領匯金，以達其清償債務之目的。若倫敦商人某甲，負欠巴黎商人某乙之債務時，亦可用此法償還之。即某乙可向國外匯兌仲間人，按債務之額面而買入巴黎支取之票據，從郵局送於債權者，使其向巴黎之一銀行支取法幣。若住居倫敦之人，對於郵政匯兌之匯水，每鎊應需六辨士時，即可不用郵政匯兌，可向郵政局請求表載價額之信封，以一鎊金幣封入，而郵送於債權者矣。又如倫敦商人某甲，假定已知英幣百鎊，祇得購買二千五百佛郎向巴黎支取之票據，則彼自寧以百個之一鎊金幣，或相當之生金，送往巴黎，依同國之法定平價，尚可換得二千五百二十二佛郎；蓋此種送金方法，尤爲利益，可任人採擇之。採用此種方法，縱須擔負運費及保險費等，較於向仲間人交換法國支取之匯票，祇得二千五百佛郎；於此即除兩項費用外，尚可得二千五百十四佛郎，其孰得孰失，不待智者明矣。因此吾人可知巴黎之匯兌市價，從無低落至二十五佛郎十四生丁「金輸出點」以下者；同時巴黎之匯兌市價，亦無擡高至二十五佛郎三十生丁「金輸入點」以上者。蓋若匯兌仲間人，將市價擡高至此點以上時，則巴黎之債務者，將俱以拿坡崙金幣及相當之生金，送至倫敦，以爲償還倫敦債權者之用。

(註)英法及英德之匯兌，實際上往往有超過金輸入點者，其理由已如前段所述。

由此觀之，若金幣及生金，可利用為輸出之用，則一旦匯兌市價下降至輸出點，或擡高至輸入點時，而『金』立可輸出或輸入，故匯兌市價之漲落，從無超過此平價之上下兩種界限點也。

(註)以上所述，對於匯兌市價之一覽，均係以本國貨幣為基礎，表示其對於本國貨幣所得交換之外國貨幣，然匯兌市價一覽，亦以外國貨幣為基礎，對於外國貨幣表示本國貨幣，應行支付之額面者。前者謂之收入計算之市價 (Rate of receiving account, receiving quotation)，後者稱為支出計算之市價 (Rate of giving account, giving quotation)。近世歐洲各國，多採用支出計算制度，雖與學理的，尙能適合，但英國及日本原則上均採用收入計算制度，故本書對於克黎亞樹德斯等之著述中，並不加以何等之制限，凡所說明，均係指於前者。(See Clare of City, p. 76.) 此種收入計算之制度，在市價低落之時，載明外國貨幣名目之票據，用本國貨幣之名目，為買賣交易者，則其價格便騰貴，反之，市價騰貴時，則票據價格必低落。匯兌市價低落至造幣平價以下，即移轉於金輸出點之方向時，則稱其市價為『逆』或稱為『不利』(Unfavourable exchange, unfavourable, against us)。反之，保持其平價以上之市價而移轉於金輸入點之方向時，則稱為『順』或稱為『利』(Favourable exchange, favourable, for us)。匯兌市價低落時，票據價格便騰貴，而票據需要，亦因以增加，對於支付便增多，同時因票據價格騰貴，而票據供給亦因以增大，受外國之支付者亦大，故匯兌市價『逆』時，則金流出；『順』時，則金流入；且此種『利』與『不利』之匯兌市價，直接即為一國輸入商之『利』與『不利』。實言之，收入計算市價低落時，則輸入商不利，而在輸出商則為利；反之，收入計算市價騰貴時，則輸入商利，而在輸出商為不利；然金之流出流入，以利不利之名詞代表之之思想，雖有誤謬，而博那美·柏萊西氏在其所著通貨與銀行中，援引亞丹斯密之精神，盡行抹殺此種名稱之效用，則亦不免有過於燥急之病，吾人亦不能與其同意，仍以為克黎亞氏及尼科爾孫氏 (Nicholson) 等所補述之意義及思想，最能得運用舊名詞之肯綮。尼科爾孫氏承認經濟財(金)佔有特殊之地位。彼以為英蘭銀行所保有之金類，名義上固依貨幣價值以為表示，其實多含此種金額為英帝國所有之意義；且注意匯兌市價漲落之實業家，極其少數；希望銀行利率高低之實業家，實極多數；而匯兌市價及銀行利率之運動，與現金準備之厚薄，實有密接之因果關係。彼更以為現金流入流出之順逆說，在金融界實有重大之意義。吾人依此意義，可引克利

亞氏之言曰：「市價高則「利」市價低，則「不利」」以結束此種名稱之意義。(See Nicholson: Bankers' Money, pp. 33, 34, 4;

Clare: A. B. C. of Foreign Exchanges, pp. 53, 54; Straker: Money Market, pp. 128, 129.)

以上敘述匯兌市價之性質，係在兩種界限內，不斷繼續其動搖之變化。茲就此漲落運動之原因研究之，為圖避免兩國不同貨幣間所發生種種無關必要之糾紛；即如吾人於上述所假定倫敦及布里斯拖間之國內交易之例證，此兩都會相互之間，經營其商業交易；且假定此種都會為孤立之社會，祇得從都會之一郵政支局為其送金；於是倫敦郵政支局，可賣出郵政匯兌票，匯往布里斯拖之郵政支局，支取現金。而布里斯拖之郵政支局，亦能用同一之方法，匯往倫敦郵政支局支取現金。住居於各都市之債務者，皆可利用此種郵政匯兌制度，以清償於外國之債權者。(所謂外國，皆假定為相互孤立之社會。)再假定以一個月之期限，布里斯拖從倫敦購買十萬鎊之貨物，同時倫敦由布里斯拖僅購買六萬鎊之貨物，若此等買賣，皆須急速為支付時，則布里斯拖郵政局，在一個月期間內，可賣出額面十萬鎊之倫敦支取之郵政匯兌票；同時亦當受從倫敦送至額面六萬鎊之郵政匯兌支付之請求，結果其現金殘額，不過增加四萬鎊而已。而倫敦郵政局所賣出布里斯拖支取之郵政匯兌票，僅為六萬鎊；惟對於十萬鎊之倫敦支取之郵政匯兌票，應為支付；故其殘額當發生四萬鎊之減少。今假定此兩地郵政支局，將其現金殘額，各各儲蓄其所在地之一銀行時，則彼等現金殘額上雖發生變化，而布里斯拖及倫敦之金融市場則不受何等之影響；蓋此種變化，祇於銀行帳簿上，由一顧客(即郵政局)之帳戶，施行轉帳之手續，記入於其他之多數顧客——即受郵政匯兌支付之顧客——之帳戶

不外經過信用轉帳之形式而已。然若長期繼續，即假定住居倫敦之人，由布里斯拖所買入之郵政匯兌票，不如住居布里斯拖之人，由倫敦所購買郵政匯兌票之多，則倫敦郵政局之現金殘額，必至發生完全枯竭之危險。此時郵政局得選擇下述兩種方法中之一種，以補充其現金殘額上之缺點。即倫敦郵政局或以所有證券，繳押銀行而與銀行締結一定額之活期透支契約；或請託布里斯拖郵政局，將其所保有過剩之現金殘額，提出一部分，送至倫敦，以資接濟。若採用第一方法，則倫敦銀行之信用總額，復因郵政局之活期透支額，而生同額之增大。此種信用擴張，即如以上所論倫敦之物價平準，必因此而生擡高之傾向；次之，若採用第二方法，則布里斯拖各銀行所保有之金幣準備額，亦因布里斯拖輸送於倫敦之金額，而發生同額之減少，自使布里斯拖之銀行，因此而生信用之收縮；並使布里斯拖一般之物價降於水平線下之現象。究之，布里斯拖物價低落之現象，與倫敦物價騰貴之事實，畢竟有同一之因果；即一般商賈在布里斯拖便為格外多額匯票之購買；同時停止在倫敦匯票之購買，如吾人以上所述之假定，布里斯拖人從倫敦購買郵政匯兌票之額，較倫敦人購買布里斯拖郵政匯兌票之額為多，於茲適成其顛倒從前貿易差額關係之勢，遂使今日輸出入價額之不均，可得糾正其昔日差額不平均之勢也。

雖然，從銀行借入資金，或從一都會輸送金幣於他都會，無一而非有損於經費方面；故郵政局特用一種方策，以避免如斯之困難。其策維何？即對於希望購買郵政匯兌票者，加以阻礙；同時對於利害相反之郵政局，於郵政匯兌之發送，加以優越之條件，即郵政局可得變更其郵局匯兌之匯水。換言之，即變更匯兌市價是也。

例如上述兩都會間之輸出入價格，正相平衡時，假定布里斯拖郵政局對於倫敦郵政局支取匯兌票之一鎊，徵收一鎊一辨士，倫敦郵局對於賣出布里斯拖郵局支取之匯兌市價亦同。然於此布里斯拖購買倫敦支取之匯票，較於倫敦購買布里斯拖支取之匯票，其額爲巨者，則倫敦支取之郵政匯兌之需要，便因以增大，而布里斯拖郵政局，可即變更其匯兌市價。例如擡高其匯水爲一鎊二辨士，是也。假定此種需要，仍復繼續增進之時，則匯兌市價，亦可更行變更，更加騰貴；若倫敦與布里斯拖間一鎊金幣之輸送費用，必要三辨士時，則其市價之『金現送點』自達於一鎊三辨士；一旦匯兌市價達到如斯騰貴之『金現送點』，而倫敦支取匯兌之需要，仍不減少之時，則布里斯拖惟一之方策，繼續此種市價以應匯兌之請求；同時將匯兌票代價所收入之金幣，轉送於倫敦郵政局，以充實其現金殘額。因此從布里斯拖所輸出以供使用之金貨，存在於金融界，故匯兌市價，不能超過『金現送點』；蓋一旦郵政局更行擡高其市價時，則負有倫敦債務之人，可以不用買入匯兌票，得由自己選擇代替方法；或將金幣直接輸送於倫敦，代以清償其債務。但倫敦郵政局對於此種之趨勢，亦不能袖手旁觀，當圖所以轉移此種潮流之方向；換言之，即須實行操縱匯兌關係之政策，或用減價賣出布里斯拖支取之郵政匯兌票，以圖積漸填補其現金殘額之竭蹶，極力懇恫倫敦人購買布里斯拖支取之郵政匯兌。如前述所假定由布里斯拖至倫敦一鎊金幣之輸送費，必要三辨士，在此種狀態之下，可使郵政局減少其輸送之必要；若能將此三辨士之輸送費，概行犧牲，則人自能喜出望外，競爭購買。一鎊除此三辨士，則十九先令九辨士，結果可爲布里斯拖支取之匯兌市價矣。如斯匯兌市價，亦可謂曾經達到『金現送點』，不外與前述

所謂布里斯拖之匯兌市價，達於金輸出點者，有彼爲金輸出點，此爲金輸入點之差異耳。惟有輸入則必然的包含輸出之事實於其中。例如倫敦與布里斯拖間之匯兌市價，若布里斯拖在於金輸出點時，則倫敦之市價，必在於金輸入點之事實，昭然若揭，無待解釋而自明也。

(註)上文中所謂貼現(At a discount)一語，若在單純國外匯兌市價上，用此貼現或升水(At a premium)之語，往往發生不便宜之感；故克黎亞氏謂此種用語，祇可用於英國與澳洲，或法蘭西與比利時同一幣制之國家，此不可不注意也。(See Clare, Op.

City, p. 52.)

從以上所述者觀之，吾人可於兩國間互相比較之貸借上變化中，探求其匯兌市價變動之一大原因焉。尙有其他一種重要原因，可於貨幣比較價格，即利率之變化中發現之。今假定布里斯拖之商況一旦恢復，而貸出需要因以劇增，利率擡高至於六分，而商況停滯之倫敦利率，仍祇有二分之低利，則此時可將前此以二分貸出於倫敦資本家之資金收回之，以購買布里斯拖支取之郵政匯兌票，在布里斯拖兌換現金，因此現金可得六分之利息也。於是倫敦之布里斯拖支付之郵政匯兌，必因此劇增其需要，而匯兌票價格，(即匯兌市價)未有不隨而騰貴者。若布里斯拖之市況，未有如是之旺盛，則倫敦信用收縮，而惹起物價低落，與布里斯拖之信用膨脹所惹起物價騰貴之作用，乃相須而成之理，既如前之所述矣。於此復使布里斯拖之利率比例，消滅其比較的騰貴之趨勢，同時並使不生現金輸送之必要，而轉移匯兌市價於反對之方面焉。然此時縱能不生現金輸送之問題，而現金因以惹起移動之傾向，則無能或免。此種傾向，即依匯兌市價之變動表示之；蓋

匯兌市價不過實際上爲指示現金所應流動方向之一指南針耳。故現金潮流之變化，實卽爲匯兌市價上變化之直接原因。所謂匯兌市價上之變化，世人往往以之爲信用收縮之解釋，或解釋爲其他同一之金融的移轉之原因；但依精確言之，所以惹起信用收縮之真正原因，實在於現金之流通方向之變化。而匯兌市價上之變動，不外爲信用收縮之徵兆與信號而已。恰如或人視晴雨表下降，而攜帶雨傘者，其所以知雨將至之真正原因，卽存在於晴雨表上，氣壓變化之發現。信用收縮之理，卽與此同。銀行及票據經紀人常以匯兌市價低落，爲據高利率比例之原因，爲例證而言之，其實利率騰貴之真正原因，實亦存在於現金流通不利之方面。如斯說明，固有煩瑣之嫌，實因欲圖破除輕微之錯誤，故不無多少陷於街學之臭味。然吾人研究金融市場之複雜現象，如能記憶匯兌市價之爲物，乃結果而非原因之事實，則學問上實受不鮮之利益矣。

以上所舉倫敦及布里斯拖之例，似有違背於英國正統學派之主張；蓋所採用之手段，無論對於支付國內及國外之債務，常用惟一之方法，而使用金幣爲得計。然吾人可想像今日布里斯拖自治團體，若苦於貨幣之缺乏，終須效法南美諸共和國所常用之發行紙幣（不換紙幣）之手段。布里斯拖市政府，印刷巨額之紙幣，例如每紙均載明其有一鎊之價值，而發行之於世；且法律規定布里斯拖之各市民，負有一鎊之債務者，對其債權者，有可以此等一枚之紙幣償還其債務之權能。要之，以上說明，卽假定布里斯拖之自治團體，濫發其不換紙幣，而認其有法定貨幣之資格，以圖其流通於社會，是也。吾人若想像此種自治團體，因負有總額百萬鎊之市債，今印刷百萬枚之一鎊紙幣，交付於債權者，履行其債務，因此清償之結果，則同市流通界除從來所

流通之金幣以外，復增加此種新發行百萬枚之一鎊紙幣，而事實上又不必要此種交換媒介物之大增加，故此種之新紙幣或新紙幣之大部分，將使金幣視為不必要之部分，流入銀行金庫中，而膨脹其現金殘額；蓋此種新紙幣在布里斯拖，有一切支付之效力，銀行實際上視同金幣當然可入現金科目之中，而金融界因此種通貨供給之膨脹，自受幾多重大之影響。即如前述所謂現金殘額，本為銀行經營貸出之基礎；一旦現金殘額上大形增加，則必須實行擴張貸出；因貸出之擴張，便再惹起物價之騰貴，布里斯拖之市民，因物價騰貴，在市內必停止其購買，而發生直接向倫敦購買之結果；於是布里斯拖市民，向倫敦購買之額益多，而應行支付之金額亦愈多，屢向布里斯拖郵政局購買匯兌票，郵送於倫敦郵政局，以償還其債務，而布里斯拖郵政局之現金殘額，日形增加，而倫敦却日形減少，終至必要從布里斯拖郵政局輸送金幣於倫敦矣。因此現金輸送之結果，既如上述，必使布里斯拖物價低落，同時倫敦物價，却因以騰貴；故布里斯拖自治團體，所受發行紙幣之影響，及因布里斯拖將現金運往倫敦之影響，兩者相抵，亦無畸輕畸重之病。然此種自治團體，若繼續採用如斯簡易之債務履行方法，而發行其紙幣時，則其結果，果為何如？勢必按其新發行之額，從布里斯拖將現金流於倫敦；結果布里斯拖所使用之貨幣，惟有完全不兌換紙幣已耳。因此結果，必至市民購買倫敦支取之郵政匯兌票所繳納之貨幣，皆為紙幣，而金幣日以減少。然郵政局原則上金幣不欲收，即倫敦商人對於其人償還債務時，自亦不肯受領等於爛紙之外國紙幣；但在布里斯拖却認此種紙幣為法貨，有完全強制通用之效力；故布里斯拖郵政局，自不得對於購買倫敦支取之匯兌票，而主張必須使用金貨者，在此情形之下，對於倫敦郵

政局，非供給其匯兌資金，以應匯兌票之支取，其匯兌票雖屬一鎊之微，而倫敦郵政局亦絕對不能繼續維持其支付；故除現金輸送以外，尚須講求補充倫敦支局金庫竭蹶之方法。今就布里斯拖郵局對於此問題所得利用之方法考察之；即布里斯拖郵政局，可利用其過剩紙幣之一部分，以收買重要物產。例如購買大量之煤炭，輸送於倫敦，委託倫敦支局，代其販賣，所得實收之金幣，盡以充實倫敦支局之現金殘額。此種方法，不論其依郵政局局員之手直接行之；或間接由其代理者經營之。惟此種經營方法，其手續費，運費，保險費，以及其他之費用等，較於輸送同價額現金之費用，自必更大，故布里斯拖郵政局，因必要此項經費之支出，對於購買倫敦支取之匯兌票者，自不得不徵收較為多額之匯費；不寧惟是，布里斯拖郵政局，因濫發紙幣之結果，致使物價騰貴，若在布里斯拖收買煤炭，販賣於價格比較的更為低廉之倫敦，自發生販賣上之損失，亦不可不圖所以救濟補償之。今假定一噸煤炭，在布里斯拖之賣價為二十二先令，而倫敦之賣價祇為二十先令，輸送費每噸為一先令，則布里斯拖郵政局於倫敦僅得二十先令之貨幣，而在布里斯拖却須二十三先令之消費，故不能在二十三先令以下賣出倫敦支付額面二十先令之匯兌票。換言之，存有現金可以供給輸出之用時，匯兌市價，本不能騰貴至一鎊三辨士以上之『金輸出點』於此則亦不得不破例，而發生一鎊三辨士之騰貴矣。然此種狀態，實無制限；若紙幣不斷繼續其發行，則煤炭之價格，於倫敦為二十先令，而在布里斯拖實可倍之。假定煤炭為惟一便利之輸出品，此時倫敦支付匯兌市價，將成為二鎊一先令矣。要之一國一旦濫發紙幣，則弊竇百出，其匯兌市價，須據其重要輸出品在國內市場所販賣之紙幣價格，與在國外市場所能交換金幣價

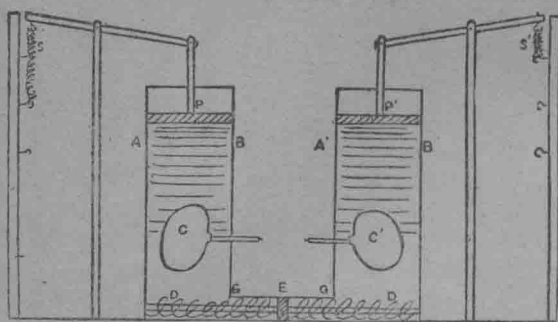
格，互相比較，然後始能決定也。

(註)巴佐特氏嘗有「閱讀通貨上之數字，實不勝其畏懼」之感歎，而尉德斯氏亦歎息各國通貨上之數字，以為欲行解剖各國貨幣間之比率，實不勝其煩難。吾人敘述至此，實亦有同情焉。(See Withers, Money-Changing, p. 1.) 讀者對於關係國家貨幣間之比率，應須牢記者，即匯兌市價一覽，有一種造幣平價而已。例如日金一圓，合英金二先令二辨士五八二，至於現實之匯兌市價，當然須附加手續費及利息；但大體上匯價比市價稍低者，有趨於「金輸出點」之勢，比市價票高者，有趨於「金輸入點」之勢。吾人可依據上述所謂因匯兌資金涸竭，不能輸出現金時，以輸出國內重要商品代之例證，而觀察近代國際貸借償還之實際狀態，其與小麥等國際商品之輸出，有同一代現金輸送之作用者，如確實的公債、股票、公司債票等，所謂國際證券者，亦不可忽視之也。方今為股份有限公司組織盛行之時代，利夫曼博士 (Liefmann) 以為貨幣資本主義以後，必趨於證券資本主義之時代。(Siehe Liefmann, Beteiligungs-u. Finanzierungs-gesellschaften S. 20, Fig.) 有價證券與一般商品，共同流通於外國市場，而實行其貨幣一部之職責者，固盡人所知也。吾人討論國際貸借之時，決不可忽視此種事實。近世英美之金融的著述中，詳細研究有價證券之問題者，有尉德斯氏之外國匯兌論，及康南特氏 (Conant) 之貨幣銀行原論，其文字皆足為吾人研究金融問題他山之助也。(See Withers, Money-Changing, p. 59; Conant, Principles of Money and Banking, Vol. II, pp. 354, 356; J. M. Keynes, War and Financial System, August, 1914; Economic Journal, September, 1914; pp. 460—486.)

第五章 外國匯兌之水壓機的說明

前章係假定使用同一種類金幣之兩方孤立的社會，而概論其現象，即使用不同種類之金幣為本位之兩國家間，實亦可用同一之方法說明之。吾人可再擴充前述之水壓機模型，以為討論外國匯兌問題之例證。

圖 二 第



使其理論的說明愈趨精確。即以一種金屬管與水壓機之圓筒，互相聯結，再另裝 A' B' 一圓筒，此金屬管之中，嚴密裝置一個唧子頭 E，沿於貫通其中心之鐵條，而能前後活動。此唧子頭之左右兩側，俱裝置有發條，若不加以外力之作用，唧子頭乃位於兩個圓筒之中間，即立於平衡之位置，若加以外力作用，外力既去，則復歸其原位置。圖中所謂平衡之位置，即表示造幣平價；E 之運動，以二個圓筒表示之，即代表兩國間匯兌市價上之移動；G 及 G' 之兩點，表示金現送點。若唧子頭 E，因受圓筒 A B 內之水量壓力，達到 G' 點時，則水自能自由流入圓筒 A' B' 之中；同時 E 達到 G 點時，水則亦可自由從圓筒 A' B' 流入其他圓筒 A B 之中；恰如匯兌市價達到金現送點時，則金立即開始其流動然；又圖中發條 D 及 D' 之強度，如從 A B 傳達於 A' B'，復由 A' B' 傳達於 A B，此即代表輸送一定量現金之費用。惟此兩個發條，其強度雖略相等，有時欲表示其金之自由輸出之中途妨礙，例如德國國家銀行，或法蘭西銀行現金輸出之中途妨害；故假定其一之發條，較於其他之發條，有稍為強大之能力更為便利焉。

(註) 英國銀行之現金準備及兌換政策，大體上係實行自由放任之主義，而法國

西銀行之兌換物件，可任人選擇，故常以與金幣有同一效力之本位貨幣即銀幣為兌

換者。又如德國國家銀行，於一八八七年一旦遭現金流出危險之警告，遂與一般銀行協定，在銀行利率以下，不得爲貸出之契約。事實上 (De facto) 即係用各種防壓之手段，以阻礙現金之輸出耳。(See The Reichsbank, 1870-1900, p. 41.)

第二圖之圓筒，雖裝置與第一圖相同之信用囊 C，唧子頭 P 及其他之附屬品；但目下爲說明便利計，盡除去其一切複雜之附屬部分，僅假定爲充滿水量且由於一種金屬管相聯絡之透明的兩個圓筒。若以圓筒底部之面積，表示交易額，以水代表現金，以水之高度代表物價平準，吾人即可得兩種重要真理之有形的圖解焉。其一，在信用不發達時，金之供給，乃係比例於各交易額，而爲分配於各國之間；其二，即金自由流動於兩國之間時，此等國家之物價平準，有適在同一水平線之傾向。曠觀全世界金本位之國家，其各種不斷之大變動，實與此等圓筒相同，不拘其直接或間接，可得觀察其一切均係互相聯絡者也。若對此等多數圓筒中之一部分（產金國）亦可觀察其水無間斷注入時，則又不絕復由原處流出於其他之國家矣。

(註)以吾人之見解觀察之，此所謂產金國云者，寧以指於倫敦之國際的生金市場爲最適切。(See Withers, Money-Changing, pp. 166-168.) 蓋全世界產金額之三分之一以上，均由美國之領域生產者；謂倫敦爲世界最大分配市場，亦理之當然，無庸否定者也。(See Escher, Elements of Foreign Exchange, p. 107.)

然茲所謂『水』云者，即謂其甚難即時歸於同一水平線之水量；故其水準，前者常較於後者爲高；一般物價平準，亦同此理，即產金國較於單純之金消費國爲高；故產金國若爲無何等有效的交通手段之國家，最宜低廉其物價之價格焉。

(註)若以產金國即指英吉利之見解，復應用於此種物價之理論，則應加以若干適當之制限；蓋倫敦生金市場及英國銀行，最能迅

速處分其生金而無所吝惜也。(See Withers, Op. Cit. p. 1714.)

反之，今更說明研究其裝置一切附屬品之兩種圓筒焉。而其各部分皆有因位置之變，更而發生各種之變化者。茲先說明信用囊C急烈之膨脹，因其膨脹之結果，而圓筒A、B之水平昇騰，發條S之拉引作用，復因以弛緩；且此種水平昇騰之結果，唧子頭E一方作用之壓力，較於他方作用之壓力，為強大，使唧子頭E可移動於圓筒A、B之方向；因此種運動，自使圓筒A、B之水面上昇，故須將其運動之原因，即差動的壓力，稍為減輕方可。更使發條D發生輕微之動作，俾為若干之抵抗；若信用囊C之膨脹過大時，則唧子頭E，遂被驅逐至G點，而唧子頭一旦到達此點之時，則兩個圓筒之交通，遂成為完全自由。而水在兩個圓筒歸於同一平準以前，極其迅速從A、B流出之，於是唧子頭E賴發條D之壓力，復歸於中心之原位置。吾人觀察此種變動之最終結果，即信用囊C，較從前為脹大，兩個圓筒之水平，亦較從前為高，發條S及S'拉引之作用，亦因此減輕等是也。今就此種機械之變動，以金融市場之用語，依機械的形式說明之，則吾人可得下述一貫之現象；其現象維何？曰A、B國信用膨脹時，即使其物價騰貴，及利率低落，物價騰貴與完全的金銀市場組織，（即金自由市場之意義）相須而惹起金之海外流出，並生匯兌逆運之移動；若信用膨脹之趨勢，繼續至匯兌市價之金輸出點時，則巨額之現金，必流出於A、B之國家，A、B國因得此現金之流入，便恢復其匯兌市價從前之水平，而生利率之低落，同時物價平準，遂因以昇騰矣。

此外尚有頗饒趣味之一種變化，係從信用囊急遽破壞之結果所發生者。今假定信用囊C為非常膨脹，

則 A B 之水平昇騰，而發條 S 拉引之作用，因以稍爲弛緩，啣子頭 E 便移動於 G 點之方向，若信用囊一旦破壞，則 A B 之水平大行低落，並可惹起發條 S 拉引作用異常增大，而 E 便突然從 G 之近旁，移到 G 點，水遂滔滔不絕逆流於圓筒 A B 之內；換言之，即因信用急遽之崩壞，產生重大之物價下落，使金融市場大受壓迫，匯兌市價急遽運動於金輸入點，而現金便廣集於其國之金融市場矣。此種之事實，如最劇烈之一九〇七年美洲合衆國所發生大恐慌，即其適例也。

(註)一九〇七年秋殘之日，美國紐約爲恐慌所襲；又如一九一二年之秋，巴爾幹戰爭之危迫，歐洲大陸如倫敦、巴黎、柏林等，均爲恐怖而激成所謂巴爾幹恐慌之變；蓋無一非由信用上破壞所演成之結果也。對於此種問題，叙述最爲詳盡者，當推安特衛普氏 (Antwerp) 之名著股票交易所之內部觀察之第六章焉。(See Antwerp, The Stock Exchange from Within, Chap. VI.) 爲信用崩壞之中心，即恐慌慘劇之背景，最爲雄健壯麗者，封於社會上實有希奇之貢獻，如此次八月歐戰初起之時，倫敦金融市場之景象，吾人常猶能記憶。對此事實之說明，最爲淋漓盡致者，莫如琴司氏 (Keynes) 所著之一九一四年八月戰爭與金融組織及一九一四年八月倫敦金融市場與英國銀行及一九一四年十一月金融之前途諸篇，一皆能道其肯綮處。(J. M. Keynes, War and The Financial System, 1914, Economic Journal, September, 1914, pp. 460-486; Do., The City of London and The Bank of England, August, 1914, Quarterly Journal of Economics, November, 1914, pp. 48-71; Do., The Prospects of Money, November, 1914, Econ. Journ., December, 1914, pp. 610-634.)

茲再觀察發行「不換紙幣」(Paper money, inconvertible currency) 所發生之影響焉。爲說明便利計，特在上圖水壓機模型上，增加其更爲複雜之構造，即將與兩個圓筒相聯接之金屬管，延長至圓筒 A B 之中，且金屬管在此圓筒內之部分，以或種半滲透性之薄橡皮製成之。此種金屬管，對於水雖能自由滲透，而

對於液體及膠質，則有絕對之防壁，不許其可能流通；於是吾人採用或種膠質液體（與水有同一之比重者）用抽水機將膠質液體注入圓筒 A B 之內，（此種抽水機在第二圖上並無表示）惟此種作用，當一面使唧子頭 P 上昇；一面又使唧子頭 E 移轉於 G 點之方面。若再將尤為多量之膠質液體，注入 A B 之中，及其結果，唧子頭 E 便達到 G 點而水便漏出半滲透性之薄橡皮，流入圓筒 A B 之內。在此運動時間之內，而此種運動均係繼續不斷；迨至除去 E 點之差動的壓力，則其唧子頭 E 便徐徐復歸於中央之位置；其結果一切之水均被驅逐於 A B 之外，此圓筒內僅充滿半滲透性之薄橡皮所遮蔽不能脫出 A B 之中之膠質液體而已。即使吾人數次往返試驗之，殆皆無不如此；一旦實現此種狀態，若更行注入多量之膠質液體，則唧子頭 E 可躍進於 G 點，而又繼續注入其膠質液體時，則唧子頭 P 可昇至吾人所欲使其昇上之位置矣。

上述係採用不能流出之液體，注入一圓筒之圖解。茲再說明與發行不換紙幣相類似者，即就上述模型上所發現運動之經過考察之。凡發行紙幣時，而物價騰貴，利率低落，及匯兌市價之逆運的運動等，亦必隨之而生。紙幣之發行愈多，而金之流出亦愈盛，當此之時，雖能一時的緩和和其壓迫，而誘致匯兌市價之改善，與物價平準之低落；若新紙幣仍復繼續發行之時，則愈助長巨額現金之輸出，結果惟有坐待無現金以供輸出之日而後已。金之輸出既如前述，即一面使物價平準發生低落；一旦又有防壓匯兌市價低落至金輸出點以下，此兩種效果，相互發生；若一旦無現金輸出之能力，則其匯兌市價，便呈無限之逆勢，不拘其物價平準達至如何高度，而物價之昇騰，乃屬無可倖免之事實。

(註)不換紙幣之事例，歷史上亦不在少。如英國之銀行制限時代之不換銀行券；美國南北美戰爭時代之綠背紙幣；法國西革命時代之 Assignats 及 Mandats，更如十九世紀末葉，搗亂奧太利經濟界之政府紙幣；及近年南美巴西阿根廷諸國之紙幣等，其數之多，誠不遑枚舉者也。然其不換紙幣在經濟上之效果，正如上述，實足使人危懼之處，則無不同。正如瓦格勒 (Wagner) 氏所謂國家實行國
家紙幣本位制 (Staatspapiergeldwahrung)，不使一國經濟界發生紛亂者，未之有也。

第六章 票據認付商店票據經紀人及貼現商店

外國匯兌之主要問題，即為匯票之簽製及買賣。此種票據，實為近世商業組織上最重要之武器，不特可利用以清償國外之債務，並可利用以免買賣兩方交易上之困難，即購買商品者欲在其商品未曾賣出以前，緩行支付，而賣者反欲即期支付是也。後者目的之利用，國內外交易上大半使用票據。例如甲賣與乙一千零十鎊之商品，甲雖欲即期支付，而乙若必須賣出其一部分之商品後，方能支付時，則甲當發行記載「金一千零十鎊，期限定三個月，此款支付於某甲，或甲之指示人」等文句之匯票，發送於乙，而乙收領此種匯票後，應在其匯票面簽押認付 (Accepted) 字樣，並署名之，即表示其承諾甲之條件 (又曰委託)。迨三個月之限期至時，應支付其票據上所記載金額之意，然後再將票據復送於甲。若甲不欲待至三個月之期限，而欲需用現金願行折扣者，則甲可將匯票向平日往來之丙銀行，願以額面以下之價格賣與銀行。此即謂之票據貼現 (Discount)。

(註)此種之事實，甲爲票據發行人，又曰出票人 (Drawer)，乙爲支付人 (Drawee)，既經承諾 (Acceptance) 後之乙，則稱爲認付人 (Acceptor)。若甲將票據折扣賣於丙，則丙爲票據之持票人 (Holder)，若丙在票據之背面署名以轉讓於丁，則丁爲持票人，丙便成背書人 (Indorser) 之資格，若乙不爲支付時，丙應負償還之義務。甲之往來銀行，對於此種票據之支付金額，固爲一千鎊，但經過三個月後，對於乙呈示之票據，則收回一千零十鎊之金額。蓋此種交易之本質，第一，對於甲爲三個月間一千鎊之貸出；第二，對於乙萬一不能清償其債務金額之危險；第三，對於下述其他之危險，而銀行特課以十鎊之報酬，是也。三個月間一千鎊對十鎊之比例，即謂爲年利四分之市價，應由甲支付之貼現利率是耳。此種利率，根據貸出之需要，與滿足貸出需要之資金供給之關係如何以爲斷，其理甚明，無待辯也。若因票據之貼現，而資金隨以增加時，則貼現利率便騰貴；若貸出資金之額增加時，則貼現利率便低落；惟此種利率，亦當依乙之金融上之地位如何以爲決定耳。若乙虛有其表，不可測知其何日將瀕於破產者，則銀行至其支付期滿之日以內，因預防不能收回代價之危險，固可課以極其高率之危險保險費焉。

茲就其正當之形式，更精確說明之，即原始之形式之匯票，是對於何種類之商品買賣，而特發出此票據於認付人。但方今多數之票據交易，祇爲資金運用之一手段而已，即甲若欲從其素有往來銀行輸送資金，則彼可用票據交易，實與真正買賣之交易，並無差異。關於票據期限到來，應行如何支付之問題，可預先與乙協定，將所需要之票據交付於乙，使向銀行請求貼現賣出，此種票據，稱爲融通票據，亦稱爲金融票據，或稱爲空票據 (Accommodation bills, Finance bills, or Kites) 外觀上與現實商品賣出，而獲得此票據，完全相同。即以真正票據，商業票據，商品票據 (Genuine bills, Commercial bills or Produce bills) 之名詞，與此融通票據等名詞，互相比較，其間實無如何之差異。祇有「認付價值」(For value received, value received) 一語之不同耳，蓋其惟一之差異，並非在於形式上，當於其實質之中求之。後者爲真正的 (Genuine) 約因

(Consideration)前者爲約因之假設的 (Fictitious) 而此種不同之點，並非表現於票據之表面，故對於或特定票據，欲甄別其屬於何種之階級者，則誠不易之事實也。

(註)上述例證中，甲與乙自多屬於同一家族，即所謂家族票據 (House bills)，多數流通於市場之時，則注意信用組織之人，便發生戒心 (See Withers: The Meaning of Money, p. 53.) 茲舉尉德斯氏之趣語曰：點賀忒一夜與僕共在驢背上假寐，適盜至，以櫓支僕腰，盜其驢而去，翌晨僕醒，由櫓而墮，大哭不止，點賀忒屢加勸慰，約將家畜之驢三匹與之，因書一票據，寄與其在內載：「應交驢三匹於僕，而同時應使僕支付與驢價格相當之代價。」以交其僕，此即爲空票據之一例。(Ibid., pp. 41-43.) 又如票據末尾之「認付價值」之文句，並非法理上之意義，及其要件，第表示約因之存在，而有沿革上之意義而已。

是故銀行受貼現之請託時，應調查其票據之性質，對於出票人及認付人之金融上地位，固不如是嚴格；若擔負票據支付責任者（即認付人）果爲誠實而且資力鞏固之人，銀行尙預防其票據屆期萬一拒絕支付，及無能力支付之危險，可徵收極其輕微之保險費，或徵收全部危險之保險費，同時對此危險之重大者，亦可課以禁止的保險費，蓋此種手段，乃自昔至今，爲倫敦金融市場所既經確立之慣例。即希望請託票據貼現之人，預先支付其少額之認付手續費 (Acceptance commission)，使最有信用及最有聲譽之商店，代其認付，則票據之貼現費自爲低廉耳。但票據既經認付以後，復使最有信用之商店行背書，而支付其少額之背書費 (Indorsement commission)，則此背書亦與認付有同一之效果，蓋背書之效果，即在票據到期之日，認付人若延宕其支付時，背書人便不可不代爲支付。彼等利用自己之聲望，以認付票據，及背書票據爲業務之商店，通常稱爲認付商店 (Accepting house)。此種認付商店之職責，即在決定某也有如何程度之信用，某也

之信用將瀕於危險，故彼等實為英國信用組織之前鋒。銀行對於實際上信用鞏固之認付商店所認付之票據，自樂與以貼現買入；故依票據貼現之方法，以為貸出者，而決定其可否貸出之權，事實上乃取決於認付商店，而銀行無與也。貼現市場之情勢，既已如斯；若認付商店濫行署名背書時，則銀行自不免超其正當之範圍，而為過量之貸出。即使不然，銀行之貸出需要，本為無效需要，而使其為有效需要，是全為認付商店勢力所左右；故討論外國匯兌問題者，對於此種事實，不可不加之意也。

(註) 凡執有國內外票據，尤其外國票據，欲得其迅速且有恰好之貼現者，當赴最有信用認付商店之柏林克兄弟商會，而請托其認付。商店對於請求認付之人，通常於此營業所中一定之場所，置有「請求票據認付之信箱」(Bills for acceptance)，任人投入，而認付商店於一定時間整理之。確查其票據事項，及其附屬文書，對於適當之票據皆與之以認付。一旦經此最有信用認付商店之署名背書時，則商業票據(Trade bills, Commercial bills)立即成為銀行票據(Bankers' bills, Bank Acceptances, Banks' bills)；恰如米達斯王有觸手成金之妙，一經貼現商店及銀行之手，便成為黃金矣。此種認付信用(Acceptance credits)在英國實佔「無形輸出」(Intangible exports)中之重要一部分。耐德斯曰：若以原始製造票據之人，視為商品生產者，而依嚴格之意義解之，則認付商店實給與此種票據與通貨有同一效力之特質，而可得流通於倫敦市場，無所妨害，誠不誣也。(See Withers: Money-Changing, p. 84; Do, The Meaning of Money, p. 162.) 票據認付業務(Acceptance business, Bank acceptance)之地位，既如斯之重要，惟稱為商人銀行家(Merchant bankers)之認付商店專營斯業，但觀近時之大勢，倫敦大存款銀行，似亦漸次欲謀兼營此種認付之業務。至於德國信用銀行，昔日亦曾實行之。若銀行亦能如認付商店之慎重，而自行兼營之者，則其信用界之變遷，實為良好之現象也。蓋如是則信用機關之聯絡，益加鞏固，而信用組織，亦愈趨於完備矣。况經此次歐洲戰爭初期，金融界恐慌之經驗，得知銀行與認付業務分離經營，應當反對，故耐德斯及琴司兩氏之希望及預言，遂為今日之圭臬，謂歐洲戰後，倫敦認付商店之地位，當經許多之變遷矣。(See Withers: Meaning of Money, pp. 163, 164; Rieccer, Deutschen Grossbanken, S. 235-243; Jacobs, Bank Acceptances

Keynes, The City of London and The Bank of England.)

經營票據業務者，除認付商店及銀行以外，尚有二種機關，即票據經紀人 (Bill broker's) 及貼現商店 (Discount houses) 是也。票據經紀人之目的，非如銀行之經營目的，在票據滿期日以前，票據為銀行所有。乃欲再行貼現而沾餘潤，如商店或個人之經營票據貼現業務者然。經營票據貼現業務者，不特對於出票人及認付人之金融上地位，必須有豐富特殊之智識，且此種知識，若非日新月異，消息靈通者，則亦無何等之效用；故銀行因業務過於煩雜，多將此等特殊之調查探究業務，委任於票據經紀人，而票據經紀人，又將貼現票據付於再貼現，而謀其安全之道。加以票據經紀人，持有各種性質之支付期限之多數票據，銀行可擇其所要之某期限日之某種票據，於是銀行買收票據上之一要件，即票據支付期限之配列 (Assortment of usances) 得而整理，且貸出之款，可自働的收回焉。但票據經紀人，為欲使銀行得充分選擇其恰當之票據，而不能付於再貼現之票據，為數當不少，故亦必須備多數之資本而後可。此種資本，係票據經紀人向銀行融通之活期放款 (Call-Money, Day-to-day Money) 或不超過一星期期限之短期通知支付之放款 (Money at short notice) 至短期放款所課之利息，在貼現市場，及股票市場之通常用語，稱為活期放款利率 (Rate for money, Call rate) 為決定銀行日常營業資金 (Till-money) 隆替之測驗器。

(註) 單純之票據經紀人，詳言之，即所謂跑街經紀人 (Running brokers) 祇賺佣金，在現今歐洲殆已絕跡，故今日所謂票據經紀人者，係指上文所述之票據商人 (Bill-merchant) 即厄西氏 (Jassé) 所謂之票據交易者 (Wechselhandler) 之意義耳。而此種票據經紀人，對於銀行最為重要之職責，即如耐德斯氏之結論，係受銀行之短期通知支付及活期放款之融通，而構成銀行之防禦

線，即現在現金及英蘭銀行之存款爲銀行之第一防禦線而此爲具有最高流通性之第二防禦線焉。(See Withers: Meaning of Money p. 156; Jaffé, Englische Bankwesen, S. 107.) 通常票據經紀人之職責，雖在於是，但經紀人所使用之活期借入金，則如前述克黎亞氏所言，與銀行之資金，完全不同，蓋雖一先令輕微之金，尙有利息，其餘之各先令，當然亦必要有利息，畢竟無餘剩支付準備金之日；一旦市場發生變化時，自不能向貸出之銀行一時請求收回巨額之活期金額，勢必待於英蘭銀行之救濟，結果使英國之單一支付準備制度之基礎，瀕於動搖。表現此種理由，最爲明瞭者，莫若一九一四年歐洲金融界之大恐慌時也。(See Clare: Money—Market Primer, pp. 134, 144; Bagehot, Lombard Street, pp. 296, 298; Keynes, War and Financial System, August, 1914.)

依上之所述，票據經紀人，再進一階段之發達者，端推貼現商店(Discount houses)；蓋此種貼現商店，不但以再貼現爲目的，向銀行票據貼現，更進一步；一方以票據附於再貼現，他方依自己之計算，保有其買入票據之重要部分，在票據滿期日以前，掌握票據之所有權。例如倫敦之國民貼現公司(The National Discount Company)，其最近之貸借對照表上，表示保有之貼現票據，約爲一千三百萬鎊，則其貼現公司之業務，較於保有少額貼現票據之票據經紀人，其資本金，自必要更爲雄厚，故彼等不但如票據經紀人，祇賴銀行之短期及活期借入金，以充資本，且對於一般公衆，附以較於銀行存款利率更爲稍高之利率，以招徠存款，而構成其經營之資本金焉。惟此種貼現公司一面極力向公衆吸收存款，以爲經營之大資本金，一面仍賴銀行供給其資本金需要之大部分焉。

(註)英國今日如斯之貼現商店，正如那瑟氏所謂：英國不用銀行之名而有銀行之實之貼現商店，在理論上實既爲銀行，即從大陸銀行觀言之，理論上及實際上，亦可列於純粹銀行之類。但巴佐特氏批評英國及大陸銀行觀之異同，曾有言及：「羅斯柴爾德商店吸收

存款，雖與大資本家無異，但未嘗具備英國銀行之要件，即收入百鎊之存款，約定其活期支付，亦無任意以支票交付於存款者，且其借入金，俱有長短一定之期限焉。」彼即斷定貼現商店並非銀行之意，此種銀行觀，在今日之英國，仍有效力，而否認貼現商店不得為銀行也。(See Bagehot, Op. Cit. pp. 214, 215.) 由此觀之，貼現商店與票據經紀人表面上之異同，即在貼現上程度之差異，而貼現商店特為「大交易之經營」耳。一旦市況發生變動，其單一準備制度，頗於危險之一點，實與票據經紀人之地位，無相逕庭。此次歐戰初期之大恐慌，歐洲金融界，備嘗困苦，亦可促進此種經營組織及企業狀態，得有相當之改善。英國曾有某銀行家攻擊「掃客」之票據經紀人，及貼現商店之票據經紀人，其發達之歷程曰：「銀行對於票據經紀人，亦如慈母之與愛兒然，竟以可使其愛兒他日之食餌供給之。」由此觀之，無論何人，皆可保證英國金融界將來必永久維持其銀行與貼現業務之分別經營也。(See Withers: Meaning of Money, pp. 139-155; Jaffé: Englische Bankwesen. S. 118.)

上述係說明匯票經過原始的階梯，而漸趨於發達之途徑者；商人賣出貨物，有欲買方即付貨價者，有欲買方在貨物未賣之前先為支付者，無一非用匯票為媒介，以達其目的焉。質言之，即研究匯票，係經如何階梯之發達，以至於今日之問題，如對於賣出之貨物，欲買方即付貨價；或欲買方在貨物未賣以前先行支付時，果依匯票之如何媒介，方克達其目的歟？票據一經大認付商店之署名，便可得為運用資金之有價證券，果何故歟？持有此種既經認付票據之人，如何以此票據賣於貼現商店，或如何將此票據售於票據經紀人，而票據經紀人復得轉賣於銀行上之所述，即說明此等之問題耳。然匯票之最終歸宿，仍在於銀行之票據類中，吾人非經理解匯票此種之地位，則大謬矣。

(註) 本章所謂銀行者，即指英國銀行觀所謂銀行之意義，雖有存款銀行 (Banks of deposit) 股份有限公司之銀行 (Joint-

stock banks) 及支票支付銀行 (Cheque-paying banks) 等之稱謂，而所謂銀行，則不外此種意義耳。此種銀行，均為票據之最終聚

集點，但倫敦市中銀行，原則上對於貼現票據，至少必須附以不能再貼現之性質焉。倫敦市中銀行對其存款科目 (Deposit accounts) 之銀行利率 (Bank rate) 通常雖定一分五釐之存款利率，但附有利息之存款額，從無超過銀行總存款額三分之一者，其對於三分之二以上之活期存款科目 (Current accounts) 完全無支付絲毫之利息，故銀行能以存款利率以下之利率，貸出短期資金於金融市場，而同時市場利率 (Market rate) 通常所以較於銀行利率為低之理由，亦在此點耳。且並無再貼現之必要。以上所述存款及活期存款間之利率，在其貸借對照表上，兩者分別公布之者，惟有倫敦斯密股份有限銀行一家，用此方法以為推算 (The union of London and Smith's Bank) 耳。克黎亞氏昔曾斷言此種推算方法，仍不失有一面之真理存於其間。(See Withers: Meaning of Money, pp. 123-124; Withers: English Banking System pp. 85-87; Olave: Money-Market Primer, p. 134; Keynes: The Prospects of Money, November, 1914, Par 11.)

第七章 銀行之貸借對照表

前述所揭一種極為單純之銀行貸借對照表，在理論的解說之目的上，雖非無甚效用；但以之應用於金融市場之實際事實，則不免過於抽象，而且有簡陋之嫌。茲再揭示稍為詳細之貸借對照表於左，以為研究銀行經營內容之資料，至於其他當讓諸專門的分類而說明之。

(註)可與本章之末所揭載倫敦斯密銀行之貸借對照表互相參照。

貸借對照表

負債之部

各種存款

110,000,000 鎊

合計

110,000,000

資產之部

現存金銀及英蘭銀行存款

4,000,000 鎊

活期放款及短期通知支付放款

1,000,000

貼現票據及放款

11,000,000

有價證券

11,000,000

合計

110,000,000

右揭之標本的例證，係倫敦某市中銀行貸借對照表，說明其最根本的而且屬於要領之實例。其最緊要之負債部分之各種存款，既如前述，並非由直接存款而成立，其大部分，實係間接之存款，即以銀行自己資金，及直接存款為基礎而貸出之。不外因賬簿上之轉帳，立時轉入活期存款之中而已。

觀其資產部分，最先即為現存金銀及英蘭銀行存款(Cash in hand and at bank of England)之

二科目；而所謂現存金銀者，即如銀行每日營業所需要之日常出納資金(Till-money)及其銀行之金庫中所保管之剩餘金是耳。所謂英蘭銀行存款(Cash at bank of England, Cash in bank of England,

Cash at the Bank)者，即日常營業上不需要之資金，及經濟界發生變化及恐慌之時，隨時可得提取之支

付準備金是耳。此種現存金銀及英蘭銀行存款，全體皆稱爲銀行之第一防禦線（First line of defence）。萬一銀行發生擠兌之風潮，則行東須先將日常出納資金及英蘭銀行存款殘額，以應人之支付要求。

銀行第二之防禦線，即以活期放款及短期通知支付放款構成之。活期及短期通知支付放款云者，即貸與於票據經紀人及貼現商會之資金，此兩機關，即依此形式而運用其經營資本之重要部分，此等放款，一部分係因借款者提供最優等之有價證券；一部分係因請求締結次第償還借款之契約；「此種放款即稱爲活期 At call」或締結定於請求清償後二三日以內清償之之契約。「此種放款稱爲短期通知支付 At short notice」其融通之利率較於定期放款等，尤爲低率。銀行對於此種放款，所得重大之保障，即其還款爲即期，或至遲不得逾數日，故得應付資金拮据之需要。

（註）世界最盛行活期放款者，首推美之紐約；英之倫敦次之。紐約特有之活期放款市場中（Call-money market）最大之需要者，爲股票經紀人，而倫敦需要活期放款則爲票據經紀人。倫敦之活期放款，有時亦有包括股票經紀人（Stock brokers）之放款，但倫敦金融市場，每日所發表之活期放款利率（Rate for Money）通常係僅指銀行及票據經紀人間之利率。（See Withers: Meaning of Money, p. 125; Answerp: Stock Exchange from Within, Chap. IV; Glave: Money-market Primer, pp. 146-148.）

休斯氏之交易所問題之調查報告，曾論紐約活期利率之騰落無常，事實上應歸罪於美國金融組織及國立銀行法之缺點，有以致之。至於倫敦活期利率，通常亦祇有非常低率之利息，其理由即如耐德斯氏所言，以爲此種利息，不外對於最優等之擔保品，具有最短期間最高信用之借款人，課以一種費用之市價而已。（See Pratt, Work of Wall Street, pp. 274-275. Appendix Hughes Commission Report, pp. 402, 403; Withers, Op. Cit., pp. 126-127.）

活期放款之利率，常因其如是之低率，故銀行之資金在一定比例以上，不能運用於活期放款之方面，勢

必不可不另覓其可取得更高利率之運用方法。此種方法，即前例貸借對照表上所揭載之科目，如貼現票據及放款 (Bills discounted and advances) 是也。至於所謂善良之貼現票據者，不但具有最優等之擔保能力，且一至支付期日，可無何等價值減少之虞，而能如數收回之。且其期限通常短促，在銀行放資條件中，實為最適合於理想的者也。然尚有兩種不確實之弊害存焉：其一，即係一切之票據關係者，每延誤其債務之履行；其二，即突然發生現金之十分需要，而收回活期及短期通知支付放款，尚不足應付之時，惟有以票據行再貼現，雖有貼現息與再貼現息差額之損失，亦勢之所不得已也。

(註) 上述「其二」之事實，所謂貼現息與再貼現息差額之損失云者，可從英閩銀行利率原則上較於市場利率為高之事實上考究之，其理自明。銀行對於此種危險，立圖救濟之方法，既如前章所述，一方可將其所有票據附以再貼現賣出之，即地方同時自行抬高其貼現比率，亦無不可。雖然，「其一」之事實，若票據關係者之一人，支付能力果屬充分之時，又如「其二」之事實，若銀行實力可以待至票據期限之到達，並無危險時，決不至似公債股票，公司債票等價值低落，而有如許之損失。

以前假設之貸借對照表，資產部之最後科目，即銀行投資於公債票及股票等之「有價證券」之一科目是也。證券投資，其所收之利得，最為確實者，莫如英國之整理公債。此公債投資，較於票據貼現所收之利得，尤為適當；且不須選擇善良票據之手續，亦不至受其為欲繼續的更新資金運用方法之損失。於是讀者於此難保其不無懷疑銀行何故不全棄其貼現之業務，而講其放資於所謂優等信用證券 (Credit secured securities) 類之策者乎？不知銀行事實上以巨額之資金，經營票據貼現之業，其明瞭無可疑之理由，不外欲保有其流動資產 (Liquid assets)，成為豐富之資金而已。既如前述，票據之性質上，若對於票據支付期限之配列，能加以

十分注意，則一部分票據之期限，必逐日而漸至，銀行可自動的保有其現金，或以票據到期收回之現金再運用於新票據之投資，至於公債證券等，既無按週期的平價之償還，若銀行一旦發生現金需要，不得不賣出其公債時，則不特對於股票經紀人必須支付手續費，即賣出價格上，亦須受有損失。銀行家所以必須適應現金需要之盛衰，以圖達到損失少而便宜多之目的，故寧保有其巨額之票據，不以有價證券為構成銀行資產之重要部分耳。

(註)按英國銀行，事實上亦與德國信用銀行相同，以信用給與股票交易所之事實，盡人而知之。即其銀行對於一般投機者，以公債股票為擔保，直接貸與其短期放款，間接對於股票經紀人及股票買賣人，與以貸借信用，以助長其股票交易，尤其助長其定期交易之進行。但如上述之有價證券，則不外指與理論上並無關係之投資業務耳。(Cf. Withens: Meaning of Money, pp. 131-133.) 是故攻擊投機之冒險者，雖非十分正當，但對此方面，若行巨額之投資時，則亦不特應遭上述之不利，即如前年歐洲因有價證券，尤以公債市價低落之結果，不能免於冒「評價上損失」之危險。倫敦市中銀行，凡到決算期之時，必將所有證券評價額，減至當時市價以下，或直接削減其證券資產額，於貸借對照表上，對於證券資產額，加以「市價以下」(Written down to market value)之註脚，或於負債部分，設相當額面之有價證券減價扣除之科目(Investment depreciation account)，即所以防止資產發生急速減少之方法也。平時如是，而戰時亦莫不然。凡恐慌卒然發生，破壞貨幣與實財之均衡，交易所若因以倒閉，則此種有價證券之投資，自亦受重大影響，其理甚明，無須贅述。(See Bankers Magazine, June 1914, p. 341, Keynes: War and Financial System, August, 1914.)

茲綜觀上例之貸借對照表，其中最堪注意之要點，當首推「各種存款」對於「現存金銀」及「英蘭銀行存款」之比率，蓋「各種存款」科目，乃表示銀行他日應受人要求返還之最大的負債，而「現存金銀」及「英蘭銀行存款」之科目，乃表示可得應付即時要求支付之資產。故此兩者間之比率，實足確示其銀行地位之強

度焉。

(註)此種比率係最高而且最完全之流動係數(Coefficient of Liquidity, Liquiditätsschlussel)按佛蘭克守爾他·罕易崇嗜報紙及德意志厄柯那密斯忒雜誌,向皆稱此為流動性測定法(Methode der Liquiditätsberechnung)計負債之部,包含票據認付債務,如活期存款科目之貸方殘額,各種存款未分派之贏餘等是。其資產之部,則有現金,定期交易,證券擔保放款,貼現票據以及有價證券等,所謂第一等流動資產(Liquide mittel, Easier ordnung)是也。後者對於前者,雖均以百分比率計算之,但上述所謂比率,乃純係現金對於各種存款之係數之意而已。彼此不可混而為一也。(Vgl. Rösser, Deutschen Grossbanken S. 451.)

是故銀行將貸借對照表公布於大眾之前,必要表示其現金對於負債之比率,一一相當之,以誇示其銀行自身地位之鞏固,因此銀行在營業報告行將公布之前,便收回其一部貸付,而採用所謂虛金政策(Win-dow-dressing, Schaufensterarrangien)之陋規矣。

(註)耶虎厄氏曾言英國金融雜誌上,嘗有「大銀行在於將公布其營業報告之前,每收回巨額之放款,而使金融市場發生資金滯澀之現象」(Vgl. Jaffé Englische Bankwesen S. 300.)語說。

收回資金,即使各種存款發生減少,或使現金發生增加,其營業報告上之數字,每能粉飾其外觀之慎重與穩健,以愚世人。以上所述,可依兩種之事實論證之:第一,即每月之末,與每半期之末,往往感覺資金運用發生比較的困難之事實;第二,即銀行祇圖每月中或特定之一日,公示其銀行之地位,而不知採用發表一月之平均狀態,尤能破除社會一般之疑慮;即知之亦寧舍良策不敢實行之耳。

(註)「第一」之事實,以上述耶虎厄之論斷,已闡盡無餘;「第二」之事實,在尉德斯所著貨幣之意義之第七章「存款銀行中」常用極明澈之文字,條述銀行營業報告公布之問題,今特介紹其一二要點,以饜讀者。其言曰:股份組織銀行之所以能大發達者,營業狀態之公

布，實爲其重要原因之一，更因欲圖助長銀行之發達，以期其完成，故每欲採用 Window-Dressing 之方法，以排除社會上一切疑慮，而倡行更爲頻繁公布習慣之必要。倫敦大銀行中，如倫敦及根特銀行 (The London and County) 從一九〇八年以來，曾實行每月公布平均現金保有額之主義；然一切銀行，則甚難望其一體實行，故數年前銀行協會會長，力倡營業週報說，攻擊當時銀行有年僅一次或二次，或月一次發表其營業狀態者，實有違背於真理也。(See Withers Meaning of Money, pp. 117-118.) 英國貸借對照表之公布，乃係一種之商業習慣，並非如日本以貸借對照表之公布爲法律上之要件，吾人不可不注意之也。(See Withers English Banking System, p. 85.)

以上吾人略述銀行與其主顧間之關係，今吾人更不可不研究銀行相互間之關係焉。例如各銀行與其主顧間交易之結果，依一日終結之計算，計柏斯銀行應支付於羅伊族銀行者，爲一千鎊，羅伊族銀行應支付於柏克黎銀行者，亦爲一千鎊，而柏克黎銀行，又應支付於柏斯銀行亦爲一千鎊時，若三行中間，未嘗對於支付方法有協商的決定，一旦發生此種事實，當然由三行各派代表互相支取其一千鎊之金幣或銀行券；若三銀行曾經相互間之決定，合三行之代表者，而互相返還其各自之債務時，雖有發生上述之事實，則不但可完全免除現金支付之必要，且可得節省煩雜之勞力與費用。此等決定，事實上多以大銀行間協定之，故倫敦之大銀行，每日將其所收受之一切支票，參加於償還債務之支票交換所 (Clearing house, bankers clearing house) 而加入各交換所之銀行 (Clearing bankers) 及交換所，皆在英蘭銀行公開活期存款科目，故不外依賴英蘭銀行帳簿上轉帳 (Transfers) 之方法，而清理相互間之債務而已。此種方法，銀行可以節省因應付其他銀行之支付要求 (Charges) 保存不需要現金之費用，而要求支付之銀行，亦可免輸送現金之

手續。但加入交換所之銀行，爲銀行相互間清理之必要，而保存現金之殘額，固亦不能完全解放，所以如上述所謂清理資金，及因其他目的委託英蘭銀行保有之相當殘額，兩者之全部貸方殘額，最低不能少於二千萬鎊也。

(註)英蘭銀行卽爲單一準備制度 (One-reserve system) 之領袖，又稱爲銀行之銀行 (The bank of banks, bankers' bank)。方今多數文明國之中央銀行，殆與英蘭銀行者同一性質，昔日德意志帝國銀行所行之方法，尤爲特別，卽德國之票據交換，俟帝國銀行採用多數之支行，用存款過賬 (Giroverkehr) 之方法行之。加入交換所之銀行，按每日之交換結算，均以存於帝國銀行轉賬科目殘額 (Giroguthaben) 之貸借以爲清理，但用爲轉賬之支票，除載有通常文句以外，常附加「可移爲支付人科目之借方」(Nur zur Verrechnung) 之語。(See The Reichsbank, 1876-1900, pp. 115-119.)

吾人試觀以上所述標本的銀行貸借對照表，當能理解銀行在經濟組織上所佔最爲重要之地位矣。蓋銀行能供給產業惟一需要之原料品，卽信用是也。銀行對於票據經紀人及貼現公司之放款，而定活期利率 (Rate for money)，間接卽係決定貼現利率 (Rate of discount)，同時銀行自身，亦經營貼現業務，故直接亦能決定貼現利率。吾人若從內外之情形觀察其趨勢，實敢斷定銀行將來必以更大之規模，進於直接經營貼現之方面也。加以銀行對其股票交易所之會員，每因放款而指導其投機交易之趨向，故亦得操縱公債、股票等之價格。究其銀行之一切經濟的活動，最重大而且最緊要之職責者，卽在現金之節約；詳言之，卽使世界一切之產業，脫離現金之束縛，而贊助此種屈伸自由之信用組織，在無限之範圍內，任意膨脹；然此種職責，較於現金之節約，猶居其次耳。

(註一)此章末段將有說明英國銀行之最大特質，及至高之職責，不外爲「支票交付銀行之事實」(Cheque-Paying Banks) 蓋以爲英國人之銀行觀，係始終一貫，以存款銀行制度爲正統，而排斥所謂大陸銀行制度，及德意志所謂兼營銀行與混合銀行 (Geni-sche oder Kombinierte banken) 之組織等，此即論述英國銀行制度與德國銀行制度之優劣也。今吾人先須承認英國銀行，在其金融界及經濟社會，實佔至高至廣之地位，然後進而研究其更深邃之理，甚望讀者能將威靈斯氏所著貨幣之意義之第七章閱讀之。

(註二)上述吾人就於假設之英國銀行貸借對照表上，說明其由來。茲再就英國銀行界最重要之一種實際問題說明之，即惟一之股份有限銀行，如倫敦及斯密銀行 (The Union of London and Smith's Bank Limited)，曾實行將活期存款與其他存款；現存金銀與英蘭銀行存款；貼現票據與各種放款；各各分離發表之。茲揭示其貸借對照表於下，以助吾人之研究。左表即係其銀行一九〇八年末之營業報告，其銀行之總理厄力克斯·蕭斯他氏 (Sir Felix Schuster) 不特可與倫敦市密得蘭銀行 (The London City and Midland Bank, Limited) 總理厄得滿得·何爾典 (Sir Edward Holden) 之聲譽，不相上下，且不惟爲倫敦銀行界最大之明星，即在實際界，其識見之廣博，亦無倫比，故能獨放銀行界經營之異彩也。(下列貸借對照表，以一鎊爲單位。)

貸借對照表(單位鎊)

負債之部

已繳資本金 三、五五四、七八五

公積金 (國家債，地方債，南非洲債，投資，參照資產部分) 一、一五〇、〇〇〇

活期存款科目 二五、一一六、四九二

存款科目 一〇、七五九、三七〇

認付及保證貸借 三五、八七八、八六三
三、四六一、三六一

外國票據背書貸借

二四、二六八

未付存款利息及未付贏餘

五六三、三五二

未滿期票據回扣

二九、〇七七

損益科目

前半期滾存金

一九三、八三九

後半期純益金

一七四、五〇七

合計

四五、〇二七、〇五六

資產之部

現存金銀

三、三五三、六三五

英蘭銀行存款

三、五二八、四三八

活期及短期通知支付放款

六、八八二、〇七三

有價證券

六、九三三、九六五

英國債及政府保證證券

二、九三九、三一二

印度債及印度鐵路股

三一三、〇九八

英國股份有限公司債及外國公債公司債

一、七四八、七五三

其他有價證券

九四、九一五

小計

五、〇九六、〇七九

公積金(英國債,地方債,南非洲債)

一、一五〇、〇〇〇

計

六、二四六、〇七九

六、二四六、〇七九

貼現票據

三個月以內

三、九七八、二四九

三個月以上

四五〇、五一一

四、四二八、七六一

放款及透支款

一五、四五六、七五九

認付及保證放款於舊主顧者(參照負債之部)

三、四六一、三六二

以背書放款於舊主顧者(同上)

二四、二六八

營業用地皮及建築物(原價或時價評定額)

一、四五五、八七九

有價證券利息未付金

一三七、九〇六

合計

四五、〇二七、〇五六

由此觀之，英國股份有限銀行界之營業報告上，誠可謂極其縝密矣。(See Withers English Banken

System, pp. 85-88.)

第八章 外國匯兌之實際

第一節 外國匯兌之種類

本章之所述，吾人即以一金幣本位國爲標準，分匯兌爲（一）與其他金幣國（Gold-using country）之匯兌；（二）與銀幣國（Silver-using country）之匯兌；（三）與不換紙幣國（Paper-using country）之匯兌；（四）與金匯兌本位國（Gold-exchange standard country）之匯兌。凡四項，依順序而研究之。

（註）採用此種編目，以論述外國匯兌之實際及技術者，當首推克黎亞之名著外國匯兌入門一書。彼於本書開章，便以金幣匯兌（Gold-exchange）爲主綱，分英法、英德、及英美各種匯兌，而一一闡明巴黎、柏林及紐約各市場之特色；次始說明第二之銀幣匯兌（Silver-exchanges）。第三始說明金紙幣匯兌（Gold paper exchange），以闡明一國與金匯兌本位國之匯兌關係焉。（See George Clare: The A. B. C. of The Foreign Exchange, Chaps. XVII-XXVII.）又如克黎亞氏所著金融市場提要之第二章，厄車氏所著之國外匯兌大綱之第六章，尉德斯氏所著之貨幣之國際變化之第一第二兩章，以及尼科爾孫氏所著之銀行家之貨幣之第二章等，皆能以最重要之資料，貢獻於吾人也。（G. Clare: A Money-Market Primer, and Key to the Exchange, Pt. II; Franklin Escher, Elements of Foreign Exchange, Chap. VI; Hartley Withers: Money-Changing, Chaps. I, II; J. S. Nicholson: Bankers' Money, Chap. II.）就中威爾斯氏所著之貨幣之國際變化與貨幣之意義兩書，皆其得意之作，在現代英國著作界，亦佔最高之位置。彼之著述，隨在皆顯露其強烈的自國的觀念；且注重於金融界虛偽之觀察，而其理論卻亦不無過於冷酷之嫌，如彼以爲世界唯一之自由金市場（Free gold market, free market for gold, free market in gold）祇有英國足以當之。

而輕視紐約自由金市場之存在；又以爲世界唯一之通貨，祇有英金票據（*sterling bills*）足以擬之，而輕視佛郎票據，馬克票據，爲不值一顧焉。至於琴司氏則貶責英國幣制躋於印度、墨西哥等金匯兌本位制國家之列。若吾人依貨幣之對外價值之在外正貨，以爲整理之時，則琴司氏之言，誠得其當；但在理論上不能不攻擊其有誤謬耳。蓋巨額之在外正貨，響集於倫敦市場，事實上可用此種正貨爲匯兌之資金；且依其運用而整理滙兌關係；若因金幣國一旦毫無金幣流通之事實發生時，固可啓人疑議，但前者屬於經濟上之趨勢，後者係幣制運用上之政策，並非組織制度；且亦無不用金貨對換保障之事實，故其說在理論上，實有費解之慮。吾人鑑於識見廣博之耐德斯氏仍不免陷於此種謬見，則吾人似可信仰康南特氏所著通貨政策與歐洲戰爭中之思想，其說明金幣發生不流通之事實，吾人常讚賞其說能適合於近世貨幣流通政策之思潮；至於在外正貨之制度，對於實際上之對外貿易關係，實有發生甚大之流弊，經過此次歐戰金融界大恐慌之後，當能速行廢止此種制度，然耐德斯氏之說，雖有微疵，而其價值實尙可貴。英國有名之金融學者佛克威爾氏（*H. S. Foxwell*）亦讚賞其書爲英國匯兌論中之傑出者，茲再引用一世紀半以前貨幣學家家斯圖亞特氏自問自答之「貨幣理論如此紛糾者，果何故歟？」蓋因義繁難解之謎語（*Jurgons*）屬入理論之中故也；」並讚歎「耐德斯氏必將謎語之阻礙，掃除淨盡而後已。」故氏之著作之價值，不論近代任何名人無不承認之。（*See Withers: Op. Cit., pp. 8, 171-174; Escher: Op. Cit., pp. 126, 127; Economic Journal, June, 1914, p. 257.*）今日學者間，對於外資輸入論與外債可否論之論爭，頗爲劇烈，而耐德斯氏所暗示吾人海外放資論之教訓，實足爲當頭棒喝，吾人應當傾聽之點，實爲不少。（*See Ibid., pp. 59-69.*）

第二節 金幣匯兌

金幣匯兌云者，即兩金幣國家之間，換言之，即價值標準及交換媒介物，均係使用金幣之兩國間所行之匯兌是也。吾人茲以英法匯兌爲例證說明之。所謂外國匯票，即一國國民，以此種匯票對於他國國民爲清理其貸借關係之手段是耳。假定住居倫敦之某甲，負同住倫敦某乙之債務，而欲清償之時，則甲可委託其素相交易之銀行，將應支付一定額之支票交付於乙；若住居倫敦之某甲，欲清償住居巴黎某丙之債務時，甲亦可

委託住居巴黎之某人，將應支付一定額之匯票交付於丙；故甲不可不向執有向巴黎支款之票據之某人，例如外國匯兌經紀人 (Exchange brokers) 及外國銀行 (Foreign bankers, continental banks) 購買之。世界之票據交換所，即倫敦外國票據之大市場，在歷史上，名之最著者，當推 The Royal Exchange，交換所，其經營票據買賣之外國匯兌經紀人，每星期於火曜木曜兩日午後，均集合於此交換所，而協定市價，下午三時會議告終，遂各歸其店鋪，而為市中重要之匯兌經紀人，即將會中議決之匯兌市價表 (Course of Exchange) 發表之。至於甲買入匯票之匯兌市價，乃由於匯價表之揭載。此市價不在市場中，票據需給之交互作用而後定之。且此市價亦由於分析需要供給之各般原因而決定之也。

(註) Royal Exchange 之沿革，及其交易方法，以斯特勒克氏及克黎亞氏，最能明確說明其梗概。(See F. Straker: The Money Market, pp. 132-134; Also Clare: A. B. C. of Foreign Exchange, pp. 37-39.)

外國票據，大半因商品之輸出，始行發行。換言之，即商品票據 (Produce bill, Warenwechsel) 常較金融票據 (Finance bill, Finanzwechsel) 之數為多，故法國取款票據之供給，不得受英國向法國輸出商品之價格所操縱，且與商品輸出之關聯，如「無形的輸出」(Invisible exports, intangible exports) (如運搬商品之勤勞等)。法國亦不得不支付其運費、保險費，以及其他各般之手續費焉。

(註) 英國所謂無形的輸出品，最有概括的研究之價值者，吾人可於謝德斯氏著述中發見之。尤其對於分紅單及利息單 (Coupons) 票據認付信用 (Acceptance credits) 等之記述，最為淋漓盡致。(See Withers: Money Changing, pp. 56-69, 70-90.)

注圖取款之票據之需要，實依據法國應負責務之多少，而受其支配，故從法國向英國最近賣出之商品價格，得操縱票據之需要者。

爲例不少也。若此兩國間之貿易狀態，法國負欠英國之債務，與英國負欠法國之債務，其額相同時，則法國取款之票據之需供，自可得精確一致，則英法匯兌市價，即以造幣平價爲準，便爲二十五佛郎二十二生丁。然國際間貿易，斷無發生如斯一致狀態之理，蓋貿易之差額，常能表示一國貿易之盛衰也。今若假定輸出入之差額，係法國處於有利地位時，則多數英國商人，必負欠法國之債務，因以法國支付票據之需要，必形增加。若向法國輸出之商品，比較的減少，則票據之發出從而亦少，於是法國取款票據之供給，當復受制限矣。若商業票據之供給盡被收買，而需要尚極旺盛時，則當依託外國銀行（Foreign banks）及票據商人（Bill-merchants），以充實其需要。所謂外國銀行者，即在國外各重要金融中心之地，曾有設立支行或滙兌代理處，不論何時，雖能在國外適應票據之需要，任意賣出之，但遇此種事實發生時，則國外支行及代理處，對於票據執票者，不可不支付其票面金額，故其票據價格，自因以擡高。然則外國銀行果當以如何方法而行之歟？（倫敦銀行凡屬於存款銀行及股份有限公司之銀行（Banks of deposit, joint-stock banks）之範圍內者，原則上無直接自行經營外國匯兌業務，——近來雖有三四之大銀行兼營外國業務，——惟所謂外國業務（Foreign business, Auslands-geschäft）者，通例均係委託於在倫敦有本行之內外共同銀行（Anglo-foreign banks）及有支行之外國銀行（Foreign banks）經營之。而匯兌業務，自亦包含於外國業務之中，此種制度，即爲英國與德國銀行不同之要點。（Riesser, Die Deutschen Grossbanken S. 344-354.）

前述對於金之輸出問題，已得最明確之解決矣。惟此種方法，仍必須不少之費用，故其實際上均係以匯兌市價所表示最有利益之條件，買入他國支取之票據，而郵送於匯兌代理處，以代債務償還之方法焉。例如上述外國銀行，買入德國支取票據，而郵送於巴黎匯兌代理處；於是巴黎支行賣出德國支取之票據，亦可以週轉倫敦支行支取之票據支付之資金，因此遂使德國支取票據，及法國以外之外國支取票據之需要程度增加，而擡高此等票據之價格。換言之，即英國對於此等各國之匯兌市價遂趨於逆境耳。（即收入市價之價格，低落於金輸出點。）及其結果，郵送票據與輸送現金之效果無所差異矣。

(註)甲乙兩國間輸出入之差額(Balance of trade)及一般的貸借之差額(Balance of indebtedness)若乙國趨於順境時，則在甲國之票據商人及外國銀行，自樂得購買丙國支取票據，以轉送於乙國，清理其差額，唯其所發生之影響：(一)甲丙間之匯兌市價，必僅轉成兩國之順境，(二)乙丙間必變化其匯兌市價，而成爲有利於乙國之勢。要之，一切匯兌市價之移動，蓋無一而非不利於甲國，而利於乙國耳。

然上述之票據商人，在不得已利用現金輸出之最後手段以前，尚有第二方法可得採用焉。而此種手段，在歐美之證券交易所中，常有敏捷的轉賣各國國債，及第一流之股票等，即所謂國際的有價證券(Inter-national Securities)是。蓋票據商人顧慮其利用匯票或致發生困難之事實時，則可得購買此等證券，以轉送於需要匯兌資金之支行，及匯兌代理處。而其支行及匯兌代理處，可將此種證券轉賣於其他之交易所，以備需要匯兌資金時週轉之用。然若使英國金融界買入此種所謂國際的證券，而法國卻繼續其賣出此種證券之時，遂一面使英國證券價格發生騰貴，一面法國證券價格，卻發生低落，結果票據商人，惟有用最後之手段，以輸送現金耳。以上所述票據及證券之買賣，以至現金之輸送，兩者在交易上，均須相當之費用，故外國銀行因買入匯票，必要此種費用之損失，故必將票據額面用造幣公債換算以後，對於此種損失費用，更必須償還之。但外國票據，通常僅限於相當價格以內始行買入，故其費用之損失，亦極其輕微；如法國支取票據之價格，亦須將其額面按造幣平價換算以後，所須償還之費用，亦極僅少而已。但此種票據之利用，一旦告盡，而外國銀行不得已須使用有價證券之手段時，遂不得不增大其償還之費用；同時法國支取票據之價格，乃亦因

以騰貴，最後惟有採用現金輸送之手段，以濟其急。惟因其附帶費用，一旦達到最高限度，同時遂使匯兌市價亦低落至於金輸出點，即票據價格，亦必發生同一程度之騰貴矣。

(註)按法國名家克爾諾氏以爲：「市場之意義，經濟學者並非指物之買賣之特定的場所之意，乃買賣者之自由交易，指示同一貨物之價格，欲其容易而且迅速趨於平均之全部地域之意耳。」而馬沙爾氏(Marshall)則亦以爲所謂最高組織之市場及最大之市場云者，即指貴金屬及國際的證券是也。此言實有萬古不易之真理，存於其間，蓋金銀及國際的證券二者，係國際的而且迅速趨於平均之價格，故也。(See Alfred Marshall, Principles of Economics, pp. 324-328.) 至說明有價證券之性質，謂其可任貨幣之職責，此說最爲明澈而且闡發無遺者，當推英國之尉德爾斯氏及美國之康南特氏(See Charles Conant, Principles of Money and Banking, Vol. II, Bk. VI, Chap. III.)

匯兌市價之變動，曾受兩國間貸借互相比較之影響，吾人已考究之矣。今更進而研究其貨幣價格互相差異之結果焉。惟在說明此問題之前，應先詳細討論短期票據(Short bill)支票(Cheque)以至數月期限支取之長期票據(Long bill)之各問題。假定住居倫敦之債務者某甲，對於住居巴黎之債權者某乙，欲用匯票之匯兌方法，而清償其債務時，則甲可選擇下述兩種之同一手段：即用見票付之支票，或用三個月支付之匯票，是也。甲若以支票爲支付者，則乙領到支票之日，即時便可得化此支票而爲現金。反之，若甲用九十日期限支付之票據，以爲支付者，則乙未至期滿之日，不能要求現金，故九十日支付票據之金額，比較於支票金額，必須較多。然則長期票據較於支票之金額，其較多之程度果應如何？若無特別說明，未必盡人皆知之也。上述兩種償還債務之方法均可用，而甲償還乙之同額負債，吾人可以左列之算式表示之。

還乙之支票價值 = 還乙之九十日支付票據之價值

甲若以票據為支付時，則乙不特欲受領現金，應待諸三個月以後（欲兌現款須付貼現），支付日期未到以前，票據之出票人，及認付人有破產之危險，不可不擔負之，故可將上列之算式，改之如次：

還乙之支票價值 = 票據額面

巴黎貼現利率三個月之利息

票據債務者之信用上所發生之危險保險費

依據此等算式，吾人可知欲定長期票據之價格，當以見票付市價表所定票據之貼現利率，與其信用狀態，而斟酌定之也。

（註）一切之匯兌市價，雖均以見票付市價及支票市價（“Sight” rate, cheque-rate）為決定之標準；但倫敦採用此種市價者，極其少數。蓋其大多數皆屬於長期市價（“Long” rate），尤以期限三個月支付之市價為最多，所謂短期市價（“Short” rate）中，祇有見票付以及八日支付兩種市價而已。（See *Clare: A Money-market Primer*, pp. 82-85.）次就於支票之意義而言之。在英國票據法上之嚴格意義，銀行雖有見票付票據，而英國商業界實際上則祇用要求支付而已。其支付人之為何人，亦不過問也。日本事實上昔日亦曾利用支票以代表現金匯兌；數年前改正商法時，規定支票之出票人可與匯票出票人，同以自己為支付人；是法律上，已承認支票可得利用於銀行之途金匯兌矣。

上述對於長期票據及其價格之問題，已略加研究矣。茲對於貨幣價格所影響於見票付匯兌市價上之問題，亦不可不論述之。其效果能使投資於他國支取長期票據之人，選擇其最適當條件之他國支取票據，而

希望其以資金運用於票據也。蓋此種票據，實能給與最高之報酬，而選擇貼現利率最高國家之票據實爲有利焉。若柏林之貼現利率，較於倫敦之利率爲高時，則倫敦銀行家，與其投資於英國票據，無寧運用資本於德國票據方面之爲愈也。然買入德國長期票據，亦不可不計算及於輸出入之差額；蓋因柏林貼現利率，比較的擡高時，每能誘致倫敦資本家購買德國長期票據之希望，轉移其貿易上之差額，而使德國得處於有利益之地位也。不寧惟是；國際貸借上之趨勢順適時，自能惹起英國對於德國短期票據需要之增進，而擡高其票據之價格，惟柏林銀行一旦利息騰貴至如斯之程度，直爲表示對於德國外國匯兌處於有利益地位之傾向耳。

如斯操縱匯兌市價之方法，固亦不外一時的緩和困難局面之手段而已。恰與債務者願承認高利之利率，而請求償還期限之延長者相同。雖能救濟目前之急迫，而因此所增加負債之額，將來必須償還之，固不待言。英國所買入票據之支付期限到期時，而國際貸借之差額上，仍屬德國處於不利益之地位者，則柏林之貼現利率，不特使英國資本家必須交換其支付期限到期之票據；同時若非擡高其利率使其買入更多之票據時，則國際貸借上之缺陷，除以現金輸送爲填補之用，此外實無他途。他方若票據期限到期時，而德國之輸出入差額，已入坦途，而柏林利率依然維持其比較的高率者，則繼續買入德國票據，自屬有利益之事。於是吾人可知投資物件，對於他國長期票據之吸力，便從其國利率之變更，在或程度以內，嘗有操縱之力；蓋如斯匯兌上作用之勢力，乃有兩種利用之目的：其一，即緩和國際貸借上之一時的逆運，可避免現金不斷輸出入之必要；其二，即拮据之恐慌，或輸出入之均衡，雖完全係別種之原因，然國家亦可利用此種匯兌作用之勢力，而吸

引現金，是也。

(註)第一利用之目的，自無說明之必要，至一九〇七年美國金融界之恐慌，英蘭銀行之貼現政策，實從十七國吸收美國所需要之金幣，概行輸送於恐慌中心地之紐約；又如一九一三年之大恐慌，其貼現政策，如英蘭銀行亦指定臨時現金儲存所，以爲吸收現金之用，此兩種事實，皆爲後者有力之實例 (See Withers: *The Meaning of Money*, pp. 292-294; Keynes: *The City of London and the Bank of England*, August, par. II.)

第三節 銀幣匯兌

凡認許金幣爲法幣，可得自由鑄造之國家，與以銀幣爲法幣而認許自由鑄造之國家間之匯兌，在今日已無足重輕。昔者中國、印度及日本之重要商業國，皆列於銀幣國之林。一八九三年三月印度始封閉其銀幣製造局；又如一八九七年（明治三十年）日本採用金本位制度以來，今日僅有中國爲銀本位國家而已。然英國及印度間之匯兌，經濟學者間，久經以古典的實例爲論證，故吾人目下說明其兩國間之匯兌關係，亦準一八九三年以前之英印匯兌爲例證焉。

銀幣匯兌最須注意之要點，即金本位國與銀本位國之貨幣間，並無何等造幣平價，存於其間是耳。所謂造幣平價云者，既如前述，即不外存於同一物質所製造，而其成色重量不同之貨幣間之物理的關係而已。凡此等成色重量，不經變更者，而造幣平價亦無所變化。若夫在於物質不同，成色重量不同之兩種貨幣間，自無平價之可言；其間祇有隨時變動不輟之商業平價，及市場平價 (Commercial par of exchange market par) 而已。

(註)事實上全世界定有銀塊市價，而決定其金銀間之商業平價者，在倫敦祇有四家之生金銀經紀人 (Bullion brokers) 蓋生金銀市場 (Bullion market) 即從此種經紀人造成之。茲述此等經紀人對於銀塊買賣之概況，即彼等每日集合於一家柴柏斯威爾琴斯 (Sharps & Milkins) 之店舖，各將所受世界各部預定單公表之，而決定該日銀塊之市價焉。此種銀塊買賣之大部分，雖屬於現物交易，但定期物之交易，亦屬不少。供給此種銀塊之最大者，當推美國墨西哥次之，惟所謂為銀塊市價，通常即指倫敦市價，而紐約市價，事實上不外以辨士改為先令而已。(See Withers: Money-changing, pp. 166-168; Fischer: Elements of Foreign, pp. 126-127.) 若一國有純量一兩之金幣，又他之一國，亦有同一純量之銀幣，假定在一定時期內，金一兩之市價，合銀一兩之市價僅三十五倍，則於此時期，金銀市場平價，可謂為三十五。若以此種金銀比率為標準，則銀輸出點及銀輸入點，係屬金之一兩合於銀三十五兩焉。匯兌市價之動搖，即可於其範圍內，明示其制限程度，故吾人對於金銀匯兌，全受存在於金銀價值間之比率所操縱，其兩國間之比較貸借，及兩國間所受市場金利率之支配程度，亦甚為輕微耳。

西曆一八九三年以前之英印匯兌市價，其金銀市場平價，假定銀一兩之價格為 x 片 (辨士)，可以 $\frac{1}{240}$

$\frac{2}{8}(x+1)$ 之算式代表之。換言之，一留比 (Rupee) 等於 $\frac{1}{240} \cdot \frac{2}{8}(x+1)$ 鎊，即等於 $\frac{2}{8}(x+1)$ 片。據一八七二年

銀塊市價一兩之價格，本為六十片，至一八九一年，則下落為三十九片，同時印度匯兌，亦從二十三片降至十五片。此種價格低落之影響，實極為重大也。吾人於茲須再簡單研究印度財政之問題，蓋印度政府，在印度一切之歲入，皆以銀幣徵收之，但對於英國又當繳納巨額之金幣。印度政府因必須繳納如許巨額之金幣，故須依本國計算 (Home charges) 將歲入所徵收之銀幣換為匯兌資金，蓋倫敦之印度事務大臣，實令印度財政部將支取印銀之印度票據 (Council bills) 賣與在印度有負債務者，將其賣出所得之金幣，以充為本國計算及其他金幣支付債務之用也。此種印度票據之賣出，正與賣出同額之銀幣者無異。銀價對金幣之價額

下落時，則票據賣價亦下落；故欲繳納同額之英國計算，便不可不賣出更爲多額之票據。假定英國計算爲一萬鎊，銀幣一留比合金貨二先零時，則印度事務大臣，須賣出額面十萬留比之印度票據；若留比銀幣一旦下落至一先零時，則票據賣出額不可不增加至二十萬留比矣。印度歲入之實際繳額，即本國計算雖毫無增加，而不得不重擔一倍之債務，因此印度財政，自大受其壓迫矣。

若銀幣日趨下落，而英國計算之負擔，自亦日益加重，而不知所底止。印度財政上之壓迫，亦自愈加嚴厲。印度政府自一八七八年以來，屢講採用金本位制之策，至一八九三年止，此種計畫，皆不得英國政府之承認。於同年六月下旬，始先由英國政府組織印度幣制調查委員會，即所謂哈詩厄爾委員會（Lord Herschell's Committee）者，是也。英政府一旦允許此種委員會之提案，遂毅然封閉印度造幣局，廢止銀幣之自由鑄造，而制限其供給；同時對於造幣局應輸納金幣者，可以「留比」銀貨交付之，對於政府一切之賦稅，皆以金幣繳納之。此時金銀幣之比率，法定金幣一鎊爲十五留比，即金幣十六片合一留比。然法律雖如是規定，而留比銀貨之價值，在一八九五年以前，漸次繼續其下落，一留比終至祇合金幣十二片半，然後始漸次恢復確定，從一八九七年以降，一留比遂定爲十六片，而無所變動矣。

由實際上觀之，印度此時雖既可視爲金本位制度；但尙未臻於完美，故於一八九八年，復組織幣制調查委員會，審議用如何之手段及方法，以備採擇而且施行之。英政府聽從該委員會之提議，於一八九九年九月，認留比銀貨與索佛令（Sovereign）金幣以一對十五之比率，爲法定貨幣；且印度政府佈告對於提出合此

比率之金幣者，可以銀幣交付之。惟提出銀貨者，則不須以金貨交付之，即政府不負以金貨兌換銀貨之義務。故也。印度因用此兩種手段之結果，財政界遂大形滿足，如一九〇七年秋末，竟有數日例外，其國匯兌常能維持於金輸出點以上；惟索佛令金幣，仍僅爲印度通貨之一部流通，無何等可觀之成績而已。故因金之輸出，而需要金幣時，不得從一般流通界羅集之；且因自己之權利，亦不能向政府交換。若依嚴格之意義言之，印度實可謂仍非金本位制度之國家也。然則依如何方法，可得內以完成通貨之伸縮自由，外以整理匯兌之關係耶？曰：惟有賴於金匯兌本位制之運用耳。其詳細理由，姑俟於第四節詳之。

（註）各國幣制改革最爲曲折而且最饒趣味者，當推德、奧、俄及印度。欲論印度之貨幣制度，當參看琴司氏所著之印度之通貨及財政一書（*J. M. Keynes, Indian Currency and Finance*）及尼科爾孫氏之關聯於金匯兌本位制之印度財政及通貨報告一書（*J. S. Nicholson, The Report on Indian Finance and Currency in Relation to the Gold Exchange Standard, The Economic Journal, June, 1914.*）

第四節 金紙幣匯兌

吾人於前節說明印度政府禁止銀幣之自由鑄造，而封閉其造幣局，使現今所流通之「留比」銀幣，得有些少之價值，其事業亦可謂告厥成功矣。此種「留比」銀幣之價值，較於單純一銀錠之價值，自爲較大。換言之，「留比」自被停止自由鑄造以來，並不受銀塊市價所操縱，其價值祇依貨幣需要之如何而生騰落。

（註）馬沙爾氏批評「留比」之言曰：「自造幣局實行封閉以來，印度之通貨，與政府所印刷之紙幣無所差異矣。」誠能窺破真相之至論也。（*See Report of Indian Currency Committee, Q. 11, 790.*）根據此種供給制度之方法，其所謂些少價值云者，不但指

於銀幣而言，蓋無論任何交換之媒介物，皆有如斯程度之信用焉。若假定英國政府，今規定英鎊銀行券，依然有法定貨幣之資格，則今日雖實行廢止金幣兌換，而其發行額，即使制限於適當之範圍內，然其銀行券，依然可按其額而流通之。例如因商業交易上之減退，銀行券流通額稍為超過於英國通貨之需要時，則此等銀行券之價值，勢必不免低落，一旦與通貨需要額相一致時，兩相比較，則與現金之交換，自更為少量焉。

歷史上事實與此狀態最相適切者，莫如西曆一七九七年乃至一八一九年英國之「銀行制限時代」(Period of bank restriction)也。

(註)銀行制限之意義，及銀行制限之批判，在昔日巴佐特氏嘗以峻烈之筆鋒，形容無遺矣。本書前述，雖亦記述其大要，茲再介紹其斷定銀行制限之意義，即當年英國宰相比得之至英蘭銀行也，面諭該行曰：銀行並非無兌換正貨之必要，乃不可行兌換耳。於是制限之意義，始得確切之解釋，而一旦禍患襲來，政府常對社會，鼓吹其救濟英蘭銀行之信念，此實以一七九七年英國政府所頒布之法律為之厲階。吾人試觀此次歐戰大恐慌之襲來，英國路易喬治首相，發揮其對於英蘭銀行之巨腕，吾人至今亦可想像之矣。(See Bagehot, Lombard Street, pp. 112-114-119.)

回憶一七九七年二月，法國艦隊出沒於威爾士之一海港也，因以發生金融界之恐慌，釀成民衆擠兌風潮，結果使紐履西爾之各銀行，陷於停止兌現之悲境；同時英蘭銀行之金庫，亦忽告空乏。此種慘況，實因此次恐慌之初期，英蘭銀行現金保有額過於薄弱，故不足應付一般公衆及銀行之正貨支取；於是英蘭銀行不得不請願於國會，求其挽救危局，國會亦能諒其苦衷，遂以比得首相之名義，公布三項法律：(一)英蘭銀行不可以正貨支付於債權者；(二)以銀行券清償債務者，與正貨支付有同等效用；(三)銀行券可按額面繳納一切租稅。此種法律施行以後，其發行額尙暫時加以制限，故英蘭銀行券，依然對於現金之相當純量，有同一價

值，而外國匯兌亦得維持其順利狀況焉。然數年以後，既無保有充分正貨準備之必要，遂亦喪失其制限發行之刺激性，當局者亦露其人性自然之弱點，遂使英蘭銀行濫行放款，而無所顧忌矣；蓋因此種法律政策宣布之結果，自必發現此種之現象，斷無或免者也。一八一〇年以銀行券測定現金之市價，一兩竟騰至四鎊十先零（造幣公價則為三鎊十七先零十辨士半），由是銀行券發生一成五分五釐之下落，同時外國匯兌，亦呈非常逆勢，巴黎匯兌遂降至平價以下之一成四分焉。

歷史上所謂金銀調查委員會（Bullion Committee）者，即承政府之囑託，而調查上述悲慘事實之原因，並建議其救濟之政策焉。英蘭銀行當局者在該委員會之會議席上，陳述金之市價高時，並非為銀行券價值之低落，而銀行券價值發生低落，卻因金價之騰貴云。蓋以為匯兌逆勢之原因，乃為輸入超過之結果也。且彼等更以為英蘭銀行銀行券之貸出，係準據於銀行當局者之主義及方針經營之。換言之，即商業票據之貼現，是從真正的商業之交易上，始得發生。且祇限於確實而且短期間內可得支付之匯兌票據，方有貼現之價值；故敢斷言英蘭銀行券在理論上，實無濫發之餘地焉。

（註）上文所謂銀行貸出上之主義及方針云者，即指所謂制限之原則（Principle of the limitation）是也。彼等即以為對於真正的商業交易上之需要（Bona fide demands of trade），若能適用高率而為貸出者，則必無銀行券濫發之現象。然尼科爾孫氏，則謂彼等實忽視積極的效果，且對於積漸增加數量之結果，致使一般物價因以騰貴，其中亦包含有金價騰貴之理由，彼等實亦未嘗注意及之。（See J. S. Nicholson, Indian Currency and the Gold Exchange Standard, p. 244.）然尼科爾孫氏在右述之論文中，雖均稱為銀行券價值之低落，實對於其中有關係於金價之銀行券價值之特殊的低減者，與關係於一般貨物之一般的低減，而說其

兩者之區別焉。惟通常多以前者包括於後者之中，然理論上則當分兩者而成各別觀念，不可不注意也。（*Ibid.* p. 245.）

然金銀調查委員會，在其報告中，對於英蘭銀行當局者之謬見，指摘疑義，實不遺餘力，其重要之點如次：

(一) 生金市價之騰貴，實因於銀行券之低落；蓋以同純量之金幣，測定金與生金之市價時，明與從前無所差異；

(二) 對於法國現金輸送之費用，本不得超過七分，故超過七分而生匯兌市價之低落時，不能歸咎於輸入之逆勢，惟其所殘餘者，便惹起銀行券價值之低減，無可免者也；

(三) 英蘭銀行當局者所稱整理發行以經營主義為準據，其實所謂經營主義者，乃不完全之主義；蓋金融界能恃為惟一安全之指導者，自不能逃於匯兌市價及生金市價之狀態耳。由此觀之，欲除一切之弊害，惟一之救濟策，祇有恢復正貨兌換之一方法，此外實無良策可圖，委員會於是毅然報告，力倡於此兩年以內，必須實行正貨兌換制度之復活焉。

然英國衆議院到底為謬誤思想所支配，不但不肯聽從此種之報告，且經過多數表決，批駁此種報告之根本主義，使英蘭銀行之發行政策，愈益增長其流弊焉。

（註）尼科爾孫氏在其名著貨幣及貨幣問題之開端，謂：「貨幣學研究之必要，在輿論政治之國家，及代議政體之國家，最為顯著。」此種主張，實為萬世不易之確論也。（See J. S. Nicholson, Money and Monetary Problems, p. 5.）

吾人於此亦可知濫發銀行券流弊之所至矣。西曆一八一三年中，生金市價竟生五鎊十先零法定以外之騰貴，是年果如理論上所預料，竟發生一種大投機事業之現象。結果使經濟界數年以來，未曾破綻之困難狀況，盡見於世。八十九之地方銀行，因此種破綻，致使地方銀行券之發行額，遽形非常之低減焉。

(註)當時之銀行無一而非經營發行業務者，固不待言也。

銀行券流通數量之急激減縮，致使金銀上之地位，不期而得改善。至一八一五年五月，紙幣合於生金之價格，忽低落至五鎊六先零；同時巴黎匯兌市價，亦騰貴至二十六佛郎十三生丁；然此種改善之狀態，不能長久維持，至一八一八年，英國之歐洲大陸匯兌，復呈逆勢，現金又滔滔不絕流出海外，而英蘭銀行當局者，猶不恍然，圖放款之制限，以保護其現金準備，依然繼續進行其不計算之政策，其遭遇非常困難，固意中事也。

迄一八一九年，英國上下議院，復網羅學識較富之議員，組織一委員會，重行討論金銀之問題；但真理究無二致，其調查之結果，亦不外與一八一〇年金銀調查委員會所提出之主義，同出一轍耳。因此一八一九年，始以法律宣布正貨兌換制度之復活，而規定以一八二三年五月一日，為實施之期；同時宣布金與生金營業之自由。

(註)時至今日，各文明國，雖已普及實行健全之通貨主義，平時亦不能目擊發行不換紙幣之變故；然歷史上此種事例，實屢見不一見，其中最劇烈而且最慘酷者，莫如法蘭西大革命時代不換紙幣之 *Assignats* 與 *Manulats* 之兩種；而流毒最久者，則莫如奧太利之政府紙幣，凡一國之幣制，一旦淪於此種狀態時，必釀成如瓦格勒氏所謂不換紙幣本位之制度 (*Staatspapiergeld währung*)，而必誘致所謂「商業交易消滅而代以賭博」之現象焉。(See Nicholson, op. cit. pp. 8, 9.) 此種財政政策，不必於古代美拉泊涅加之財政政策中求之，即今日吾人所目擊之歐戰大恐慌時，德法各國之不換紙幣政策中，亦曾發現此種現象也。而琴司氏所著一九一四年未推測貨幣之將來之論文中，對於此點最能推論盡致。(See J. M. Keynes: *The Prospects of Money*, November, 1914; *The Economic Journal*, December, 1914, Par. III.)

吾人既經研究英國銀行制限之問題，即可知其金紙幣匯兌，並無所謂造幣平價與市場平價者；蓋其匯

兌市價完全被國際貸借之關係所支配，而此國際貸借，亦完全被金幣國之物價平準與紙幣國之物價平準之關係所操縱；惟紙幣國之物價平準，乃據其紙幣數量對於商業交易額之比例決定之。若交易額一旦增大，則物價下落，同時紙幣之價值，便亦騰貴，而匯兌關係，自呈順適之景象。反之，若商業交易額，並無增大，而增加紙幣之發行時，則物價騰貴，同時匯兌市價自趨於逆勢之方面；蓋匯兌市價上之變化，乃以國際貸借差額為起因，而貨幣價值之變化，亦與國際貸借有密切之關係，故彼此不可分離者也。

發行不換紙幣之國家，對於外國匯兌，不能按照金幣國同一放任於自然之狀態，必須將與匯兌市價上之騰落有直接關係之紙幣發行額，慎重整理之而後可；至於擴張此種主義，則於次節詳述之。

(註)不換紙幣國家，欲整理其匯兌關係時，祇可用人為的伸縮其紙幣，適應於匯兌市價上忽騰忽落之趨勢，即採用所謂「有整理之通貨」(Managed currency)，而決不可用「放任之通貨」(Unregulated currency)是也。惟此種制度之性質，正如李加圖氏所謂「制限之法則」實行之，極其困難，却能逞其「集積的效果」之暴力，勢為盡舉一國幣制，投於紛亂之危險而後已。(See Nicholson, Indian Currency and the Gold-exchange Standard, p. 339.) 此次歐戰發生時，除英國以外，全體之交戰國，均化其銀行券為不換紙幣。琴司氏對此現狀，曾發譏諷之言曰：若現金準備之使命，即此而可，則無寧堆積黃金，鑄一出納局長之肖像，立於中央銀行之前，使人過之皆羨仰其神靈威力之為愈也。(See J. M. Keynes: The Prospects of Money, November, 1914, p. 622.)

第五節 金匯兌本位

吾人於前節曾說明維持不換紙幣表面價值之手段；換言之，即研究欲圖維持其國匯兌市價之適當的標準，必不可不依紙幣流通數量，及其國匯兌狀態而整理之也。故匯兌市價一旦處於逆勢之時，則必須收回

一部分紙幣，以爲救濟；若匯兌市價一旦趨於非常順勢之時，則必須增加多少之紙幣發行額，以增其勢；蓋其原則與上述相同，亦係適用實體價值與表面價值兩種不相同之定位貨幣也。

假定某國政府，對於國內一切交易之目的，除使用紙幣外，並無何物；且不許其紙幣兌現，悉按其表面價值，若係一鎊即有一鎊之價值時，則其政府欲圖整理其紙幣之發行額者，將可得按其紙幣之表面上價值，實質上與英幣有同一之價值歟？政府則可得規定一鎊紙幣之價值，如索佛令 (Sovereign) 金幣一個，或與此同量之金，合於金紙幣一枚，隨時得以兌換現金，而給與一鎊之紙幣焉。蓋即防止其騰貴至於一索佛令金幣之價值以上也。故一旦紙幣之價值，非常騰貴，而超過於金輸入點時，則輸入現金以與紙幣互相兌換，便可獲得利益；然實際上仍有制止之可能性，即須防阻其以現金爲準測定其紙幣價值，不使擡高至其表面價值以上耳。

上述之作用，實行之雖甚易；但欲阻止紙幣價值低落於適當的平準以下之方法，則必要更爲困難，而且複雜之作用焉。如英國流通界本有巨額之金幣，在其國內隨時可以銀行券兌換金幣，固能維持其紙幣之表面上價值；然金匯兌本位國 (Gold-exchange standard country, gold exchange country) 之政府，於國內殆未嘗保證其現金之供給；而事實上實亦不能保證者也。蓋其政府惟以現金供給外國而已；換言之，即祇願擔任賣出外國支付之票據已耳。

(註)所謂外國云者，必限定其屬於或特定之外國，方爲適當也。蓋此種制度，實質上之特徵，即可得確定其儲存匯兌資金及金匯兌

準備之地點是也。(See J. S. Nicholson: Indian Currency and the Gold Exchange Standard, The Economic Journal June, 1914, p. 240.)

賣出他國支付之票據，當定其票據之賣出價值，若希望買入票據之人，因不能買其所需要之票據，不得不採用輸送現金之手段者，則其所必須負擔之輸送費，其結果亦與對其國家供給現金之輸出，無所差異焉。票據若照此種價格而自由賣出者，則匯兌市價，因有現金存在，可得利用而輸出，勢必不低落至於金輸出點以下，其理甚明，不待辯也。

今假定某島國人向英國經營交易，而相互間約定輸送索佛令金幣一個，須一片費用，一旦此島國政府，因確立金匯兌本位制度，則應施行下列之事項：(一)對於供給現金者，按其表面價值，以國內紙幣交付之；(二)對於倫敦支付票據額面一鎊，以國內紙幣不較高於一鎊一片之市價，將其所需要之倫敦支付票據賣出之，是也。票據有屬於官廳經營者，有半由官廳經營發售者 (Official or demiofficial sale)。其最可注意之要點，即在或時期到達以前，所徵收此種賣出票據之代價 (即通貨)，普通不以之流通於金融界者，其理由說明之於下：蓋真正金本位制之國家，若一旦匯兌市價趨於逆勢時，因現金之流出，自致制限其通貨數量，同時因以釀成利率之騰貴，與物價平準之低落，遂必須防壓金之流出，更進而使足以轉移金之潮流方向之勢力，大加其作用，以資防壓焉。於是金匯兌本位國所賣出之外國支付票據，正與此種金之流出相抵殺，故與其緊縮通貨，亦不可不使其有同一之效果。然而欲圖完成此種作用，則不可不從一般流通界收回其所徵收

之票據代價（卽定位貨幣）及紙幣，由是對於多額國內通貨之需要，因欲與此兌換之目的，而依新的現金之供給，足以表示之，政府不外必須保管此項現金而已。

（註一）金本位國所謂本位貨幣者，並非定位貨幣之意義，不外實體價值在於表面價值以下之一切貨幣之意義是耳。

（註二）實際上此種「新的現金之供給」並非對於金匯兌本位國直接供給之，乃對於在存放金匯兌資金（Gold fund）之外國之一地點（Local point）供給於其保管者所賣出之金匯兌本位國支付之票據，以爲代價焉。此種票據，由住居金匯兌本位國之受領者呈示之，可得支取國內通貨，固不待言。如印度支付票據（Council bills）卽其最顯著之例。要之，卽依據英國支付票據（Sterling bills）而對英支付之，依據印度支付票據，而對印支付之耳。（See Keynes: Indian Currency and Finance, Ch. I, II.）

今以現代之制度爲例證，而解釋上述之原理焉。印度所謂通貨組織者，僅實行封閉造幣局及禁止銀之自由鑄造，而以所謂些少價值爲維持其表面價值之「留比」銀幣而已。印度政府以一鎊合於十五「留比」之比例，施行其對於金幣金塊以銀幣爲交付之規定，故可就其鑄造上撥付巨大之利益，以準備他日移於金本位制之用，卽所謂「金本位準備金」（Gold standard reserve）者是耳。實言之，卽將所得此種之利益，蓄積之以構成此種準備金，用所謂金綠證券之形式，存放於倫敦焉。

（註）自西曆一九〇七年及一九〇八年之恐慌以降，此種準備金之一部分，用短期通知支付放款之形式保有之，且移入英蘭銀行活期存款之部分者，亦不在少。此次歐戰發生，倫敦金融界起大恐慌之時，英國政府卽利用此種準備金，以爲救濟危險之用，此不可不注意也。此項資金之利用及選定存放之地點等，一惟英國政府之利益爲主，實亦此種制度缺點之一。吾人可參看尼科爾孫氏之議論，卽知其究竟。（See Nicholson, op. cit. p. 240.）然上述所謂金本位準備金者，亦可視爲金匯兌資金（Gold fund）耳。

印度一般公衆所買入之倫敦支付票據（London drafts）均由此種準備金支付之，同時此種票據之

代價，係由一般流通界收回而保管之；至於他日請求支取印度支付票據 (India drafts) 之日爲止。

菲律賓之通貨，亦用稀少價值之壁梭 (Piso) 銀貨，以充流通之用；並從定位貨幣鑄造之利益中，撥付一種之準備金（金匯兌資金）以存款之形式，存放於紐約銀行；而紐約對於國際支付票據，係從菲律賓財政部賣出之，其所收入之票據代價，即壁梭銀幣，亦係從流通界收回保管之，其方法與印度之制度無所差異焉。

埃匈國之通貨，以不認許兌現之埃匈中央銀行券構成之。

（註）埃匈國前此雖仍有完全法定貨幣巨額之克爾典銀幣，存在於流通界；但現已漸次收回，以爲改鑄補助貨幣 (Subsidiary coins, fractional coins, small changes) 之用矣。

埃匈國銀行，依一定之比例，兌換現金常交付以銀行券；同時銀行自身擁有衆多之現金準備，及巨額之外國票據。（多屬於倫敦支付票據）此等外國票據，雖適應隨時之請求，而且其賣出之市價，不高過於假想的金輸出點；但從無交付其可充輸出之用之金幣者。然埃匈國銀行，因自身買入所需要之外國票據，則往往將現金輸出，而無絲毫顧惜之意。

（註）埃匈國之幣制，實爲克那博氏之貨幣國定說之適例。其中雖多可得惹起貨幣上微妙爭論之資料；但本書爲欲簡明起見，姑置而不論耳。惟以埃匈國幣列於金匯兌本位國之列，則實有可議之餘地。而此種歷史上最爲著名之政府紙幣 (State paper gold)，代替埃匈國銀行券之用之事實，即係一九〇一年發現之。是年以後，埃匈國銀行遂銳意採用上述之方法，以整理匯兌市價，卒能告厥成功；然一旦實行此種幣制，尤其匯兌關係整理之方法，實未可告臻於完善，故其國表面上雖爲金匯兌本位國，而金匯兌之資金，卻存在於自國內；並不如其他金匯兌本位國之有在外金匯兌之資金，故存放金匯兌資金亦無一定之地點也。茲爲研究便利起見，姑稱其制度爲金

匯兌本位國家；但至少對於觀念上，不能與其他國家彼此混爲一談焉。今若用何等之分類法，加以編列，實質上雖屬大同，若依照尉德斯氏之例，稱奧匈國制度爲半金本位國（Semi-gold standard country）者，實亦無不可也。（See Withers, Money-changing, p. 13.）羅者，余曠觀近世通貨之情勢，所謂不換紙幣者，即一切政府紙幣之意義；惟銀行券而變成不換紙幣之事實，實極少見，如奧匈國之銀行券，即此極少數成例中之一例耳。（See Keynes, op. cit., pp. 33, 70.）

上述國家以外，尚有墨西哥及海峽殖民地，蓋亦施行金匯兌本位制者也。

（註）吾人雖即以上述之研究，爲說明金匯兌本位制之告終，亦無不可；但茲尙須一言者，即此種制度，雖施行之期未遠，而實可謂建設於健全之學問的基礎之上，試觀印度墨西哥各國採用此種制度以來所得顯著之成績，固有因其國經濟發達之程度，致難施行金本位制，而使外國匯兌上，將能確立與他國同一鞏固安定之基礎，畢竟此種制度之價值，實不可否認者也。此種貨幣制度，實爲吾人最堪注意之事。近代著述家，如曾克斯及查理士·康南特兩氏之貨幣及銀行原論，琴司氏之印度之通貨及金融；又如康南特氏所著通貨政策與歐洲戰爭之論文，爲琴司氏釋疑，以及尼科爾孫氏所著印度之通貨與金匯兌本位制度之論文，無一而非宣傳此種主義且讚揚其功效也。（See Charles Conant: The Principles of Money and Banking, Vol. II, Chap. VI, VII; Keynes: Indian Currency and Finance; C. Cunant: Currency Policy and the European War, The Journal of Political Economy, Oct., 1914, pp. 717-735; J. S. Nicholson: The Report on Indian Currency in Relation to the Gold Exchange Standard, The Economic Journal, June, 1914, pp. 236, 247.）

第六節 金匯兌本位與跛行本位

本節特就所謂跛行本位制（Limping Standard, étalon boiteux, Hinkende Währung）與金匯兌本位制比較研究之，實亦饒有趣味之問題也。此種跛行制度，昔日德法美各國之貨幣制度，均曾採用之；但今日可爲此種制度最顯著之實例者，祇有法蘭西一國耳。蓋法蘭西之五佛郎銀貨，與拿坡崙金幣，有同一完

全法貨之資格焉。此種銀幣，恰與印度之留比銀幣相同，禁止自由鑄造，以便限制其供給，即定其稀少價值，以維持其價值，或按同價而流通（Circulation at a parity of value）之定位貨幣也。按印度索佛令金幣與留比銀幣並用，均有完全法貨之資格，故印度似亦可得稱為跛行本位制；但印度亦有與法蘭西不同之點，存於其間，（不但印度而已，即其他一切之金匯兌本位國，亦無不同。）（一）印度政府採用法蘭西所視為不必要之巧妙方法，以整理其匯兌關係；（二）法蘭西國內有巨額金幣之流通；反之，印度金幣之流通額，極為稀少，故與法蘭西之情勢，實不相同也。今若主張法蘭西銀行行使其法律上之權能，而拒絕金幣兌換，代以五佛郎銀幣之完全法貨，以兌換其銀行券時，則希望輸出金幣之人，將於流通界隨時搜集所需要之金幣，以供輸出之用，實亦不難之事；惟此種手段，不能用於一般流通界金幣極少之國家，或完全無金幣之國家。（當然屬於政府內不負金幣兌換之義務者。）若他日印度金幣使用額非常增加，則印度政府亦可能撤廢其金本位準備金，於此即是從金匯兌本位制，而變為跛行本位制矣。

（註）金匯兌本位及跛行本位之兩種制度，在或程度以內，亦有同一之特徵焉。今假用康南特氏之定義，所謂跛行本位云者，例如銀幣喪失其自由鑄造之權利，而與定有價值本位之貨幣，「例如金幣」，互相並行，俱有完全法幣之資格；因其跛行於流通界之狀態，故以命名。即或一國依無意識的使用，具備最高評價之巨額的定位貨幣，而信仰此種貨幣制度之狀態之總稱是也。至於金匯兌本位云者，即其價值之本位，用金計算，而對其國內流通界上之需要，則採用最適當的通貨，即為有意識的且科學的銀之定位貨幣，蓋運用內外通貨之聯鎖關係，而成巧妙之匯兌方法焉。（See Comant: *The Principles of Money and Banking*, Vol. I, p. 278.）跛行本位制實為社會情形所束縛；反之，金匯兌本位，乃確立於學理的基礎之上。著者從或點觀之，他日印度之幣制，當亦成為跛行本位制。惟此種論

斷，雖不過一種假設，未必盡得其當也。印度金本位準備，所以有公積金者，一面即以此公積金爲匯兌資金，一面實爲準備資金，以爲他日移於金本位制度之用。康南特氏著金本位國及銀本位國間之匯兌論文中之一節，主張金匯兌本位之優點曰：「此種政策，即與各國政府以超越他國幣制而整理自國幣制之能力。換言之，即有自由選擇最爲適合於其國內經濟狀態之通貨是也。富足之國民，既可自由選擇金幣，而富之程度較低之國民，亦可自由選擇銀幣或紙幣；故各國國民皆能將各自國家之幣制，置諸金本位制度之上，據最有效果而且科學的方法，維持其外國匯兌上之平準焉。」(See *Ibid.*, p. 405.) 此說並非否認金本位制度之效力，適足證明單純之金本位制，實有如是之價值而毫無所妨害耳。然上述悉係賞讚金匯兌本位運用之功績，但近年尼科爾孫氏所著印度之通貨與金匯兌本位制一論文，對於金匯兌本位制，獨提出疑問之點，實堪爲此種制度之當頭棒喝；更如尉德斯氏以爲日本幣制實已施行金匯兌本位制者，亦誤謬之甚者也。即如索克斯威厄爾氏批判尉德斯氏之說，雖能入微詳盡，但仍忽略尉德斯氏之對於日本幣制觀察之誤謬；蓋日本幣制，亦決無如此不良之名譽也。(See *Withers, Money-Changing*, p. 8.) 尉德斯氏所以陷於此種誤謬者，因其誤認日本幣制之兩種特質中，係日本流通界之銀行券，及定位貨幣所構成之事實，而不知日本曾以廢止此種陳舊之通貨政策，即金幣流通政策，而從新採用康南特氏之所謂「凡在社會習慣所允許之範圍內，一切流通通貨，原則上悉係銀行券或定位貨幣所成立者。」之新的通貨政策，實與文明國之最近思潮，無相違背，自無變革之必要。惟日本以巨大之在外正貨，長久存放於倫敦之制度，果應完全撤廢之歟？抑當減至俄國之程度而後可歟？此爲日本經濟政策上，極爲重要之問題耳。(Cf. *C. Conant, Currency Policy and the European War.*) 讀者可將日本山崎博士所論流通金幣之空前未有事實，與存放現金準備之地點之關係，以闡明何者爲金本位國之決定點之理論，與奈司氏所著之日本幣制之金匯兌本位觀，互相比較參證之，自可得學問上不少之利益焉。(金貨不流通之金本位國，及 *Keynes, Indian Currency and Finance*, p. 28n.)

第九章 英蘭銀行

第一節 英蘭銀行之營業組織

英蘭銀行實爲近代世界最卓越之銀行，誕生於二百餘年以前；正確言之，即創立於一六九四年，吾人更翻閱西洋歷史，則可知英蘭銀行之創立，實距撒母耳·柏壁斯將巨萬積蓄之基尼(Guinea)用馬車運往鄉中，埋存於地下之事實，不過三十年後耳。而柏壁斯之事實打擊，果經如何之變化，而得實行銀行業之發達耶？是必有離奇之傳說存焉。若二十世紀之富豪，不將其蓄積金錢，存放於銀行，而亦埋沒於庭園之土中，則其影響於一國之產業發達者，當又何如耶？又如今日之中等階級者，不將其餘財存放於銀行，而置諸私囊，則其影響於一國經濟之發達，又當何如耶？吾人可知英蘭銀行史之大部分，誠有許多饒有趣味之事實，惟吾人之目的，乃欲了解其近世發達簡單之歷史關係，其餘之事實，均置之不論耳。

前章第三節中，略述銀行制限時代所發生事件之經過，當時英蘭銀行經理人，僅依據提供於貼現之商業票據數量，以整理其銀行券發行額；因實行此種發行政策，結果銀行券價值一時惹起二成九分之低降；至一八一九年中，遂承認金銀問題調查委員會所主張之發行主義，而政府始明令恢復其正貨兌換之制度。英蘭銀行經理人，對於發行銀行券，所準據之政策，可於西歷一八三四年中，其行之總理在下院秘密委員會所私行表示之正式陳述書中，證明之。其中表示英蘭銀行之理想的信條者，凡二種：(一)對其外國匯兌之平準，將其資金之三分之二，即以有價證券表示之；此外所殘餘三分之一之資產，用金銀幣及金塊之形態表示之；(二)就中有價證券之所有額，盡其銀行能力所及，維持爲同一水準，使發行額之伸縮，與所有金銀幣金塊之進退互相一致，以免喪失自動的通貨之性格也。

(註) 在昔德意志帝國銀行發行之最主要，即三分之一正貨準備 (Ein-Dritteldeckung, one-third cover) 之主義，實亦與英
 蘭銀行之主義，同屬一邱之貉，此亦必須注意之點也。(Vid. Obst Banken and Bankpolitik, S. 60.) 例如觀察左列之貸借對照
 表雛形：

負債之部

各種存款

一二五

銀行券發行額

二五

計

一五〇

資產之部

有價證券

一〇〇

金銀幣及生金銀

五〇

計

一五〇

表中之有價證券爲一〇〇，可知其金幣與生金，若無增加，則銀行券亦無絲毫增發之餘地；且以銀行券
 向其銀行請求兌現時，則銀行隨時皆須以金幣交付之。此種政策之弱點，不特銀行券之所有者，即存款者，亦
 可向銀行隨時提取金幣焉。例如存款者祇提取四〇之金幣，則上例之貸借對照表雛形，便當改爲左式：

負債之部

各種存款

八五

銀行券發行額

二五

計

一一〇

資產之部

有價證券

一〇〇

金銀幣及生金銀

一〇

計

一一〇

此種危險，更因英蘭銀行立於其他銀行之上，所收入存款之金額，日益加多，而擔負此種危險，亦隨以愈

益顯著。至一八三六年及一八三九年，遂發生現金之大流出，致使英蘭銀行欲圖保障其發行銀行券，竟無充分之準備；於是羅伯庇爾氏（Sir Robert Peel）出而力謀匡救。一八三二年發行法之缺點，希望英蘭銀行之發行部，與其營業部分離獨立，使存款者不得擅行提款，以維持銀行券發行所需要之金幣。當時發行主義中，通貨主義與銀行主義之兩大思潮，論爭甚烈（Currency Principle versus Banking Principle）遂於一八四四年根據通貨主義之精神，與綱領而製定銀行特許法（The Bank-Charter Act of 1844）焉。此種銀行法，通稱爲庇爾銀行法。（Peel's Act, Peelsakte, Peelschen Bankakte）不但爲多數國家銀行法之母法，即現今英格蘭及威爾士，均適用之。茲舉其綱要如左：

(1) 一八四四年八月一日以降，英蘭銀行（The Governor and Company of the Bank of England）之銀行券發行業務，從經營普通銀行業務之營業部（Banking Department）脫離獨立，由新設立之發行部（Issue Department）專管之。英蘭銀行同日以合於一千四百萬鎊價格之有價證券，（其中包含英蘭銀行之政府貸款）並將營業部業務上不必要之金幣金塊，交付於新設之發行部，發行部即按所收入之有價證券，及金幣金塊之價格，以相當之銀行券交付於營業部焉。

（註）耐德斯氏謂：「一六九四年中，威廉三世爲圖救濟政府財政之困窮，而創設英蘭銀行，在小學生之腦筋簡單者，雖無不知之，而成年人則莫不淡然忘之。」通常稱爲「針線街之老貴婦人」〔The "Old Lady of Threadneedle Street"〕之英蘭銀行者，入世已

有百五十年之壽命，於此遂明劃爲兩部，即一般銀行業務與銀行券發行之兩部，誠可謂採用精確之分業主義者也。

(二)從此以後，英蘭銀行發行部，若不準備金幣金塊，以資兌換，則完全不得發行銀行券矣。同時非與英蘭銀行券相交換，則不得交付一切之金幣，故超過一千四百萬鎊而發行銀行券時，須有同額之金幣金塊爲準備也。

(註)英蘭銀行發行法大精神之所在，即以貨幣數量說(Quantity theory, quantitätstheorie)爲信條，以通貨主義爲綱領，其義已盡於斯，無庸贅述者也。(Siehe Obst, a. a. o. s. 142) 以有價證券爲準備之發行，即謂之保證準備發行，與無準備發行(Kidnary issue confidential issue, uncovered issue)之金額，以法律直接限制之，故在準備額以上爲發行者，必以同額之現金，爲發行之準備，即所謂以正貨準備爲發行(Covered issue)之發行法，是也。耶方斯氏(Jevons)稱此種發行法，爲一部分準備發行法(Partial deposit method) 與德國之發行法(屈伸制限法 Elastic limit method) 相對而立。多數之德國學者謂德國銀行法之發行主義，原則上雖係制限保證準備發行額(Kontingenz) 若超過此額，均須有正貨準備(Barvorrat) 然因繳納法定之發行稅，即超過保證準備發行額，而不根據正貨準備者，亦可得爲制限外發行(Excess issue)也。若間接(Indirect) 從前者制限定額之事實觀察之，此種制限，可命名爲保證準備發行額間接制限法(Indirekte kontingentierung, indirect limitation of uncovered issue) 而英蘭銀行之發行法，則可稱爲保證準備發行額直接制限法(Direkte Kontingentierung, direct limitation of uncovered issue) 蓋德國之發行法，其屈伸性質(Elasticity, pliability) 之豐富，誠如所云，且爲圖鞏固其兌換性；(Redeemability, convertibility) 故加以右述之制限，所謂以三分之一正貨準備(Ein-Dritteldeckung, one-third cover) 之主義，即不可不有全部發行額之三分之一德意志金幣金塊，外國金幣，及所謂存置於史盤刀之朱理亞要塞內之金塊，所準備之政府紙幣(Reichskassenscheine) 之準備，是也。且德國對此正貨準備以外之保證準備要件，祇限於短期商業票據，此亦不可不注意之點耳。(Vid. Obst, a. a. o. s. 60 ff; The Reichsbank, 1876-1900, pp. 22-24, 69; Withers, The English Banking System, p. 12, 13; Jevons, Money, pp. 222, 226.) 英德發行法之差異，既如右所述矣。尤以德之發行法，在今日有青出於藍之概，當西歷一九〇九年德國改正銀行法之第二條，而規定三月，六月，九月，十二月之末一日爲清償期日，特從德國國家銀行之免稅保證準備發行額之五億五

千萬馬克，增至七億五千萬馬克，世之號稱發行之最完善者，彼庶幾近之。(See The Reichsbank, p. 358.) 此項爲本章第三節所研究英國銀行與恐慌鎮壓力之關係時，最堪注意之一要點也。

(三) 發行部所保有之生金生銀中，生銀不得超過於正貨準備總額之五分之一。

(註) 此規定之目的，爲圖英國對於大陸各銀幣本位國輸出其生銀之便利耳。從一八五三年以降，事實上所謂正貨準備者，Metal reserve, specie reserve) 直成爲現金準備(Gold reserve)之意義焉。(See Withers: The English Banking System, p. 12.)

(四) 不論何人對於發行部以標準成色之金塊一兩，皆有請求交付合於三鎊十七先令九辨士比例之銀行券之權利。

(註) 銀行之買入公價(Statutory price, bank price)與三鎊十七先令十辨士半造幣公價(mint price)之差額爲一辨士半，蓋即英國銀行之貼現費用也。英國銀行既有此種利益，便使貼現政策更加強大。一方在於生金銀之市場形成英國銀行之特殊的勢力；一方對於金自由市場之維持，亦可與以強大之援助焉。(See Withers, The Meaning of Money, pp. 269, 270; Withers, The Money-Changing, pp. 169-174; Excher, Elements of Foreign Exchange, pp. 125-127.)

(五) 在西歷一八四四年五月六日以前，未曾發行銀行券之銀行，不論任何銀行，在此銀行法公布後，均不得發行銀行券，而英國銀行以外之現存各發行銀行之發行程度，以同年四月二十七日以前，十二星期之各行平均發行額爲準，不得爲超過此發行額之發行。

(註) 此種規定，即明確宣布英國發行業務之集中主義，及中央銀行統一主義耳；同時又以所謂保證準備發行額直接限制法之束縛的發行主義，爲整理通貨需給之用，即如謝德爾斯氏所謂：「近世英國之通貨，即爲支票」之狀態，亦受其不少之制限束縛也。(See Bahr, Gehot, Lombard Street, Withers's Preface; Withers, The Meaning of Money, p. 203; do., The English Banking

(六) 以上之銀行，一旦拋棄或喪失其銀行券發行權時，不得再恢復之，同時英蘭銀行可得即日繼承其發行權，在其銀行發行額三分之二以內，有擴張英蘭銀行之保證準備發行額之權限。

(註) 英蘭銀行保證準備發行制限額，雖係法令所規定，若非加改正英蘭銀行法，不得增加其發行額；但可依此種私立發行銀行拋棄其發行權之事實，而擴張其發行額。目下英蘭銀行所繼承之發行額，已有一千八百五十萬鎊之無準備發行定額矣。(See Withers, *The Meaning of Money*, p. 246.)

(七) 英蘭銀行應依法律所定之形式，用營業週報，將其發行部及營業部之狀況公布之。

(註) 此種營業報告之公布，不但英蘭銀行有之，即不負法律上義務之股份組織銀行 (joint-stock banks) 亦無有不實行之者。尉德斯氏謂今日股份有限公司之銀行之能大發達者，實受此種營業報告公布之助力不少也。對於此種營業報告之公布，有主張一年一次者；有主張每半年一次者；有主張每年分四季公布之者；有主張祇將存款及現金之狀況，於每月之末公分之者；但英蘭銀行實居於全國國民現金保管者之地位，故昔日之法律，祇規定其營業週報公布之義務耳。(See Withers, *The Meaning of Money*, pp. 113-118; do, *The English Banking System*, p. 85 fg.)

(八) 在倫敦六十五哩半徑之地域內，有營業所之銀行，不特不能發行其銀行券，且不得發行見票付匯票以及認付或背書之業務焉。

(註) 此種規定，與第五項之規定互相叫應，互相維繫，即欲將英吉利大中心地域內之銀行券發行權，盡舉以為英蘭銀行之獨佔事業之意耳。自此種法律實施後，倫敦及倫敦附近，除英蘭銀行外，不復見有其他之發行銀行矣。然近來股份有限銀行之存款業務，大形發達，而英蘭銀行，遂亦不得達到通貨主義之完全目的焉。(See Straker, *The Money Market*, p. 31; Palgrave, *English Banking System*, p. 153.)

右述曾經政府改正之銀行法，即形容貸借對照表雛形上反射之變化，亦可用以解釋庇爾銀行法之運用焉。庇爾銀行法施行以前之貸借對照表如左式：

負債之部

各種存款 一二五 有價證券 一〇〇

銀行券發行額 二五 金幣金塊 五〇

計 一五〇 計 一五〇

庇爾銀行法實施以後，其貸借對照表則改如左式：

發行部

負債之部 資產之部

銀行券發行額 四〇 有價證券 一四

計 四〇 金幣金塊 二六

計 四〇

營業部

負債之部 資產之部

各種存款 一二五 有價證券 八六

銀行券

計

右表之營業部，係在其存款銀行業務上，假定為需要二十四單位之金幣也。故營業部盡將所殘餘之二十六單位之金幣，及十四單位之有價證券，計為四十單位之資產，交付於發行部，而發行部亦將既已存在於一般流通界之二十五單位之銀行券，及十五單位之銀行券，計為四十單位之銀行券，交付於營業部。

(註)吾人於此正當一述者，即關於英蘭銀行之準備比率之概念，是也。昔之德國帝國銀行最大之債務為銀行券，債務之存款轉賬科目殘額 (Giro Guthaben) 次之。而英蘭銀行最大債務，及次於此之債務，固亦為銀行券及存款殘額；但英蘭銀行擔負銀行券之債務者，為發行部；負擔存款之債務者，則為營業部也。兩者各自獨立，故其準備比率之計算法，自亦不得無所差異耳。英蘭銀行發行部對於銀行券之債務，以金幣金塊為準備；即其銀行之正貨準備 (Gold reserve) 歷年以來，亦確保守行三分之一主義 (two thirds cover)。至於營業部，對於存款之債務，以金幣及銀行券為準備，即謂之支付準備 (The Bank's reserve, banking reserve)。比較前者，雖不免有變動較多之事實；但亦在三成三分乃至五成五分之上下耳。(See Withers, *The Meaning of Money*, pp. 265, 266) 此兩種準備比率之研究，皆足補助英國對內恐慌及對外恐慌政策之不及。至於支票製造力及金自由市場之影響等之研究，皆足給與吾人幾多重要之研究材料也。(See Withers, *Ibid.*, pp. 208-213.) 若對於英德兩國一般銀行之流動係數 (Liquiditätsabschluss, coefficient of liquidity) 兩相比較之，則以德意志信用銀行之流動率較高於英國存款銀行之流動率，但中央銀行之流動係數，則以英蘭銀行為較高率。德國帝國銀行對於銀行券債務之現金準備，通常不特祇有三分之一左右，即對於存款轉賬科目之債務，亦無特殊之支付準備；蓋因制度運用上，致使此種準備成為不必要耳。(Vid. Riesser, *Die deutschen Grossbanken* S. 451, 454, 443-447; *The Reichsbank*, p. 111.)

按西歷一八四四年英國制定銀行法之立法者，其初之計畫，本欲剝奪銀行要人對於通貨整理事業之專擅裁量之權，而以嚴格之法律規定運用之。然彼等對此問題所包含之兩種重大要素，曾無注意及之。第一，即因擴張英蘭銀行賬簿上之信用，換言之，即因增加轉賬存款之負債，而其銀行經理人等，以為增加銀行券發行額，恰易與以物價平準之影響，而轉使外國匯兌上受其惡結果；第二，存款者提取存款，得請求現金之提出，故未必即時惹起銀行券流通額上何等之收縮，而可得金幣供為輸出之用焉。因有此兩種要素之作用，使銀行特許法之兩大目的，不能完全達到。今述庇爾氏之見解：（一）積漸信用之收縮，以防止如西歷一八三六年及一八三九年所發生嚴厲而且緊急信用之收縮；（二）鞏固銀行券之兌換性；（三）使不因銀行券之濫發，而鼓動一般之劇烈投機心，以免發生助長非常投機之弊害。而（一）之希望，因一八四七年，一八五七年，及一八六六年三次循環的發生恐慌，遂終歸於泡影；（二）之希望，因彼以為物價祇受一般的交換媒介物濫發之影響，而不受濫行放款之影響，即支票濫發之影響，以此種謬見為基礎，故其希望終歸於空想而已。

（註）庇爾氏如此三項之主張，所克償其希望者，祇（二）之強大兌換性之一項耳；但此種成功，一面反致妨害及於銀行券其他之屬性（即風伸性），是其犧牲亦不為不大也。從巴佐特時代及其此時代以後，所謂國內恐慌之現象，皆指一國之內對於英蘭銀行券之要求之意義也。然英蘭銀行有「無準備發行額」之束縛，誠為一種強固之制限，故不免助長恐慌之激烈。加前述所謂三次之恐慌，其原因即不外所謂停止銀行法，而超過保證準備發行制限額，毅然發行無準備銀行券（Uncovered notes）之過也。（See Jevons, Money, p.

226; Withers, The Meaning of Money, p. 209; The Reichsbank, p. 23.) 蓋一切恐慌，皆係乘通貨主義之弊而發生耳。對於通貨主義之性質及誤謬之研究，最為適切者，端推耶方斯氏（Jevons）之說。茲摘其要點述之：「主張通貨主義者，每以為一切物價

變動之原因，盡歸於銀行券流通額之膨脹焉。」又曰：「兌換銀行券調節物價，具有助長其變動原因之特殊的勢力者，乃當時有識學者所懷抱之誤謬思想也。」(W. S. Jevons, *Investigations in Currency and Finance*, pp. 33, 107.) 學者雖極少數懷抱此種舊說之貨幣數量說，然以此少數者之意見，實已足操縱當時之立法，而有充分之勢力，遂因以產生所謂庇爾銀行法。在帕爾格累甫氏之英蘭銀行兩部分離史中述之，最為懇切，讀者宜旁涉及之。(See *Palgrave, The English Banking System*, pp. 153-156.)

第二節 英蘭銀行貸借對照表之解剖

今以西歷一八四四年之銀行法中所規定貸借對照表之雛形為標準，對於英蘭銀行每星期所公布之營業報告，更為詳細研究其銀行營業之狀態焉。英蘭銀行營業週報之雛形，即如左例：

(註)英蘭銀行除此種營業週報(Bank of England's Weekly Returns)以外，並無公布其他何等之貸借對照表，故所謂銀行週報(Bank Returns)者，即指此種之營業週報，吾人當先注意之也。此種營業週報，依法律上之規定，以該行之出納局長之名發表之，例如今日即以 J. G. Naine 之名發表之是也。今欲解剖研究英蘭銀行之貸借對照表，雖可隨意揭其任何一種之報告為研究材料，然吾人為研究之便利計，特揭其不受歐戰時倫敦大恐慌所影響之範圍內，且可觀察最近該行之地位者，較為適切。茲揭該行一九一四年六月十七日止之一星期內營業週報於下：(from *The Banker's Magazine*, July, 1914.) (以鎊為單位)

發行部

銀行券發行額	五五、四八七、四七五	政府證券	一一、〇一五、一〇〇
		其他證券	七、四三四、九〇〇
		金幣金塊	三七、〇三七、四七五
合計	五五、四八七、四七五		五五、四八七、四七五

營業部

股銀	一四、五五三、〇〇〇	政府證券	一一、〇四六、五七〇
公積金	三、一五三、七五三	其他證券	三七、四六二、二一三
政府存款	一七、六三七、〇三一	銀行券	二七、〇六九、四九〇
其他存款	四一、八六九、二六七	金銀幣	一、六四四、一二一
七日支付之其他票據	九、三四四		
合計	七七、二二二、三九四		七七、二二二、三九四

先就發行部週報觀其「銀行券發行額」爲五五、四八七、四七五鎊，均非存在於一切流通界及一般銀行之庫中，不可不注意之也。而營業部依職務上之慣例，應將日常營業上不需要之金幣、金塊，交付於發行部，而從發行部取得同一額數之銀行券焉。今就營業部週報觀之，其部亦保有相當於二七、〇六九、四九〇鎊之銀行券；其流通於一般公眾間之銀行券，與一般銀行日常出納資金之合計，亦不外二八、四一七、九八五鎊而已。其資產之部，第一項目，係依西歷一八四四年，銀行法所規定之保證準備發行定額之政府證券（包含政府貸借金），計一千四百萬鎊中之一部分而已。即爲一一、〇一五、一〇〇鎊是也。其次項目，即相當於七、四三四、九〇〇鎊之「其他證券」。今將其合計於「政府證券」之內，則成爲一千八百四十五萬鎊，而此一千八百四十五萬鎊之有價證券，即所謂保正準備物件耳。惟其超過銀行法原始所規定之一千四百萬鎊，而

約有四百四十五萬鎊之保證準備發行制限額之擴張者，實即爲銀行法所規定英蘭銀行，有繼承其他地方發行銀行發行權之結果是耳。目下英蘭銀行，業已全部繼承現存地方發行權，其保證準備發行額，雖可達於二千萬鎊左右，但其發行部之計算，通常亦祇在此種限制全額之範圍內，依保證準備以發行其銀行券 (Uncovered notes) 發行部實毫無發行之餘力也。第三項目之資產，即金幣金塊，以表示其銀行之正貨準備發行 (Covered issue, non-fiduciary issue) 耳。按其銀行券之文義，實與金幣有同一價值，故超過保證準備發行制限額 (Contingent limit) 而發行一切之銀行券者，實皆不可不有現金以爲準備也。一八四四年銀行法允許英蘭銀行經理人有可以現銀占正貨準備五分之一之權能，從一八五三年以降，遂無復利用此種現銀爲正貨準備矣。

其營業部之營業週報中，負債之部，第一項目爲「股銀」科目，固無何等解釋之必要。其次即爲公積金 (Reserve) 以未曾分派之贏餘之公積金形式表示之，常不得低降至三百萬鎊以下；故於每半期分紅期日行將屆至之前，須觀察其公積金之數目，從其金額除去三百萬鎊，然後方可得計算其半期之間，全體股東，應得幾何之分紅焉。第三之負債項目，即爲「政府存款」，即不外爲英國政府之活期存款科目耳。而英國所謂國庫存款組織者，即將民間所繳納一切之租稅，歸於此種科目之內，同時政府一切之支付，即從此種科目中支出之。〔愛爾蘭則以愛爾蘭銀行 (The Governor and Company of the Bank of Ireland) 與英蘭銀行此種之組織相同〕如消費稅之收入，每年雖有略爲精確之數目；但如所得稅，家屋稅等之數目，大約每年分

爲四時期徵收之。而政府之支出率，縱因薪俸、公債、利息支付等之期日屆至，發生急遽之增加；然大體上，全年殆皆稍爲均平耳。其國家之歲出，雖能如斯均平分配；反之，國庫收入，則每年一、二、三、之三個月間，最爲巨額；故此種「政府存款」於此時期中，自忽隨而呈巨額之增加。此種增加之事實，在倫敦金融市場上，殆無有不知之者。實際上此種項目之數量上發生重要之變化者，大約皆有規則的間隔；故概得預行推測之。彼銀行家等之眼光中，對於此種政府存款，實有一種理想的科目存焉。蓋其變化得預定於數個月以前，故能預行增減之，而爲一種之科目；且此種科目，能與毫無變化之科目，無所差異者，亦非少見也。因此所謂政府存款云者，即從英之財政部、郵政管理局、國債管理委員及贏餘科目等之形式，寄託於英蘭銀行之活期存款之總括的殘額，是也。

(註) 每年其收入本分爲四期，在其第一分期，歲入所以增加之故，蓋因英國政府會計年度，與日本相同，每年自四月一日起，至翌年三月三十一日止，致生此種現象。而法國之會計年度，每年則自一月一日起，至同年十二月三十一日止；德國及美國之會計年度，每年俱由七月一日起，至翌年六月三十一日止，其現象自與英日不同，亦可注意之事實也。(See Fiscal System, pp. 7, 55, 67, 75.) 茲再就國庫組織異同之點敘述之，未始無補於吾人之研究焉。霍布斯氏以國家爲最大動物 (Leviathan)，其生存上所需要之經費，不但必須絕對的巨宗之額；且根據羅舍氏之所謂：「財政膨脹之原則」，實其需要之經費，每益使增大其收支之數量，故近世國家因其國庫組織之善惡，抑完全與否？對於金融市場，有至爲重大之影響焉。其可稱爲最完全之制度者，當首推英國之存款組織 (Depository system) 而法國之存款組織次之。前者以英蘭銀行及愛爾蘭銀行爲存款所；後者以法國西銀行爲存款所。(See Fiscal System, pp. 14, 57.) 而德國則採用存款組織與金庫組織之折衷主義，一方在國家之各聯邦內，均設置一所之德國政府存款庫 (Regierungs kasse) 各聯邦之徵稅官吏，將一切租稅之收入，繳入德國政府之存款庫，但同時可用德國財政部支付命令書，將此種收入，以

供一切支出之用；他方德國國家銀行，另設德國財政部之特別存款所，將德國政府正金庫不需要之剩餘金，全部保管之；同時並爲『正當規則』之短期財政部證券之認付人焉。（*Ibid.*, pp. 69, 70.）然德國自西曆一九〇九年六月一日起，始以法律改正國家銀行法，該銀行法之第七條規定國家銀行不受何等之報酬，可委任其代辦德國財政部之出納事務，及各聯邦之同一事務；於是國家銀行遂單純採用存款組織矣。日本之制度，即與德國此種之新制度相類似。（*See The Reichsbank, 1876-1900, Appendix.*）而施行最爲束縛之制度，使金融界永久受壓迫，無自由餘地者，端推美國之特立金庫組織（Independent treasury system or sub-treasury system），其中亦因不能忍受此種制度之弊端百出，曾經數次擴張其某某國立銀行爲正當存款所（Regular depository bank）之制度；但其缺陷猶不能滅絕。迨至一九一三年之末，民主黨黨綱既成，遂實施聯邦之準備法；於是成立全國十二之聯邦準備銀行（Federal Reserve Banks）而專管一切國庫之事務，美國國庫遂亦進於存款之組織矣。（*See Banking Reform, edited by L. Laughlin, pp. 165, 207; Conant, The Principles of Money and Banking, Vol. II, pp. 374, 375.*）

若夫所謂『其他存款』（Other deposits）及『民間存款』之項目者，不但僅指個人公司及外國政府等之存款而言，實亦包括倫敦各銀行及地方各銀行之剩餘金（即支付準備金 Banking reserves, reserves）於其中；故可謂單純一種科目之下，復隱存複雜多數之科目焉。然而『其他存款』中，最重要而且最有興味之要素者，即不外一般銀行之存款殘額耳。英蘭銀行曾將存款殘額在提出於政府之定期報告書中，分離揭載之。至如上述之報告書雛形，從西曆一八七七年以降，均已廢絕不用，邇來復有討論用何等之形式，希望恢復之者。『其他存款』中，各科目之數目，雖無各別揭載，而對於一般銀行之存款殘額，則可按而知之。即『其他存款』之金額，若發生重要之變化時，通常皆可推斷其係歸因於銀行存款殘額上之變化；故此種存款殘額，因金融市場之變化，果受如何之影響，必要加以研究也。茲先從英蘭銀行所創設存款之作用上，說明之。若某甲

欲在英蘭銀行開始存款科目時，則彼可以銀行券及金幣；或以自己指定之支票交付之；故此後無論如何，英蘭銀行之『其他存款』中，必有若干金額係屬於某甲者。惟其關係於金融市場之點，則當視某甲所繳入之支票係屬於私人科目者，抑係屬於政府科目者，有重大之差異，存於其間，不可輕而忽之也。若某甲之支票額面為百鎊，係向呂爾幣銀行支取，而存款於英蘭銀行，則某甲之科目自增多百鎊，同時呂爾幣銀行之殘額，必減少百鎊，固不待言，而英蘭銀行之『其他存款』之總額，則並無何等之變化也。然某甲若為政府之一官吏，攜取薪俸支票向英蘭銀行請求移入存款額之部分時，結果某甲之科目增多百鎊，同時政府存款額，亦減少百鎊，因以『其他存款』之總額，自亦發生百鎊之減少焉。而『其他存款』在金融市場，不論何時，對於英蘭銀行，皆可支取現金；英蘭銀行亦隨時表示其必須支付之銀行券或金幣之總額；至於股份有限公司之銀行，可以英蘭銀行之存款殘額，視為與金幣有同一價值之資產，以此種殘額，加入現存現金，亦即構成其『現存現金』與『英蘭銀行存款』以之為其銀行信用上之基礎也。所以『其他存款』之金額，一旦增多時，則不問其性質之如何，皆可得經營其更多量之放款業務；故此種存款額，在於金融市場，常佔極重要之位置。例如假定一般銀行現金對於負債之比率，概行設定一成五分之平準，則『其他存款』雖祇增加百鎊，直可利用之而經營約七百鎊之放款業務焉。

(註)『其他存款』中，屬於銀行存款殘額之部分者，雖因金融市場之狀況，而常有繼續其進退之移動；但普通能在二千二百萬乃至二千三百萬鎊之上下者，則於銀行社會之間，必為一般所信用。惟『其他存款』不但其金額常屬巨額，即其伸縮移動亦極頻繁；故英蘭

銀行營業週報上，將此種存款與其他之主顧存款，分別發表之。蓋此種發表之方法，將來雖屢經學者讚揚，以為對於銀行準備上信用之地位，能得更多之效果；但實行此種方法，亦有二三困難之點，不可不注意也。謝德斯氏之言曰：「英蘭銀行，為各銀行信託上忠實之一公僕，故其銀行非經主顧一致之命令，斷無以各別的或集合的，將彼等所寄託之存款額，發表於一般公眾之前之權能。」其議論誠至當也。是故英蘭銀行他日必受一切銀行一致請求分別公布之，或從法律上規定其分別公布之，而英蘭銀行自當俯首聽命，不能否認者也。（See Withers: *The Meaning of Money*, pp. 222-224.）凡除半期之末，或一月之末，施行所謂虛金政策以外，吾人對於銀行存款殘額，普通若在二千二百萬鎊之譜者，雖無此種分別之公布，而其在一般銀行準備上之地位，已大抵可得推知其基礎之穩固矣。蓋英國所謂單一準備制度（*One-reserve system*）之運用，實最為完全而且最為熟練耳。本節中所謂「現金對於負債之比率，以一成五分為平準」云者，即屬於英國大銀行「非成文法」之一種，並非任意假設之數目字也。（See *Steele: Present-day Banking*, p. 14.）

【其他存款】之增加，既如前述，係由「政府存款」，用資金轉帳之方法所發生者；同時「其他存款」之減少，亦多因以政府存款為資金轉帳之用而發生者。此種資金之移轉運用，最為顯著之實例，即如徵收各種財產稅，政府存款，每大加犧牲，其他存款通常於每年四小分期之第一期中發生此種事實。而各種股份有限公司之銀行，當此之時，對其負債部分，為欲維持現金之適當的比率，亦不可不收回既已貸付於票據經紀人之或部分現金；於是票據經紀人迫於不得已，必須請求英蘭銀行救濟金融上之窘迫，向英蘭銀行借出現金，即擔負同一之銀行利率之金利，或銀行利率五釐之金利，亦所不惜。此種借款，雖可依再貼現之形式計算之，但為鞏固帳簿上之信用起見，亦必使「其他存款」之科目之額，因以增多。蓋英蘭銀行若允許請求貸付之人，給以一定額之帳簿上信用，承認其可得發出支票之權限時，則「其他存款」之金額，遂因以增加。若股份有限公司之各銀行在二個月之間，收回相當於百萬鎊之活期及通知支付之放款時，則票據經紀人所需要之原

料品，被其剝奪而去，自致勢迫不已，祇有向於英蘭銀行之貼現課請求同一額數之貸付；而英蘭銀行允許其請求時，則該行之『其他存款』部分，正復表示其百萬鎊之增額。至於銀行家增大其現金對於負債之比率，以圖鞏固其地位時，亦與此同；蓋可得察其係屬於市況不穩之時期，始有採用此種手段者。當此之時，銀行欲達其目的，必先對於票據經紀人及貼現商店，股票經紀人等，收回其短期放款，而此等商店及經紀人，一旦被其奪去資金之運用，則除求助於惟一市場之英蘭銀行以外，實無其他良策。當此恐慌時之『其他存款』部分，在通常社會上，實無何等信用之變化；祇施行信用之季節的收回，其所增加，乃係依同一方法而表示之耳。

（註）四分期之末日，為短期存款之季節的收回時，世人往往以『虛金』一種名詞，概論其一切弊竇，此種議論，雖不失有一面之真理；但如是之金融的政策，在今日銀行界競爭劇烈之秋，勢亦有不得已者。試觀倫巴得街常有之現象，即每月之末，多數股份有限公司之銀行，行將發表其營業月報之前，金融市場中，困於季節的金融壓迫之呼聲，所在皆是。依此事實推測之，即可知其季節的回收之方法，實勢之所迫，無可或免者也。正如近來費匿克斯·簡斯他氏之言曰：「諸君，若無何物可得供虛飾之用，則不能遂諸君虛飾之目的。」其言甚當，誠為無瑕可擊。然此種事實，固為競爭上必至之勢，雖不能使其超然獨立；惟在或程度內，亦不可不謀求所以救濟之之政策，固不待言。吾人亦做尉德斯氏之主張，以為救濟此種弊竇之最優救濟策，蓋彼即主張做倫敦及坎特銀行（London and County）之實例，各家銀行於月之末日，不必公布現金之狀態，而祇發表全一個月之平均現金保有額而已。（See Steel, Present-day Banking, p. 13; Withers, The Meaning of Money, p. 117; Jaffé, Englische Bankwesen, S. 300.）

『其他存款』之科目，實際上，有因以銀行所有之公債為擔保，向一般金融市場借款者，可使其存款之額減少，恰如英蘭銀行對於票據經紀人以及其他之金融業者之放款或貼現，可使『其他存款』科目之額之增

多，其理殆相同。此種借款，即所謂公債抵押借款 (Borrowing on consols) 者是。其借款並非事實上之借入，不外英蘭銀行將其『政府證券』之一部分，先行售出；同時又以一個月之定期復行買回，使一時市場之資金，收在掌握之中，因以可得支配市場之利率是也。

(註)關於本項之說明，以下舉之英文書說明甚透澈，可參看 *Clare, Money-market Primer, p. 42; Steele, op. cit., p. 104.*)

英蘭銀行經理人等，若圖增加『其他存款』而使市場貼現利率過低，且不及於公定利率時，則往往採用此種手段，以資救濟。質言之，即將『政府證券』以及『其他證券』之一部分，一時的賣出之，使『其他存款』之殘額，一時的低減焉。例如英蘭銀行祇將十萬鎊之公債證券賣出時，則收買人可將其平素往來銀行發行之支票交付之。因此，英蘭銀行所有此等銀行之活期存款殘額，必按此種支票之額面金額而生減少；『其他存款』之額，當然亦呈十萬鎊之減少，即如營業部之證券科目，必亦發生同額之減少，固不待言也。

『其他存款』科目能仿其發生增減之第三原因，即為貨幣需要之變化是耳。商業交易之數量一旦減少時，則貨幣需要，自亦因以減少；其過剩之貨幣，自應集於地方銀行，以及倫敦銀行之金庫中。而此等銀行，既如前述，並非保存其本行全部之準備金於各自之金庫中，通常多提出一部分，存放於英蘭銀行；故終至全國之過剩貨幣，皆集中於英蘭銀行，遂使英蘭銀行存款主顧之各銀行之存款額，大形增加；因此，英蘭銀行『其他存款』之額，乃頓形膨脹矣。

「其他存款」額變化之第四原因，可於現金之輸出入中探求之。現金之輸入者，若非得外國購金者，提出其更爲適當之條件，原則上常可將其所輸入之現金，賣於必須購金之英蘭銀行；而現金輸入者，將現金賣與英蘭銀行，英蘭銀行可以銀行券抵償其代價。此種銀行券，又可繳存於素有交易銀行；例如呂爾幣銀行，以爲活期存款。然因此種交易之結果，呂爾幣所有日常出納之資金，自因此增多；其銀行遂將此種銀行券，復存放於英蘭銀行；於是英蘭銀行中之呂爾幣銀行之活期存款殘額，乃亦因以增多。「其他存款」額，便亦膨脹。反之，若外國銀行向英蘭銀行購買現金時，其代價可以素有交易銀行或股份有限銀行之支票交付之；因此，英蘭銀行帳簿上，對於此種銀行之活期存款科目殘額，遂發生與此支票額面相同之減少，而「其他存款」部分，自亦生同一程度之減少焉。

（註）所謂英蘭銀行之購金問題，概括言之，卽倫敦生金市場——吾人當已知倫敦係世界最完全而無可倫比之金自由市場矣。——生金之買賣是耳。此種問題，雖屬於專門學問，言之殊難盡其奧妙。茲姑舉尉德斯氏所著貨幣之變化之第八章之「生金銀及匯兌」，維厄車氏所著之外國匯兌綱要之第七章「現金移轉之研究」，希望讀者諸君，能一翻閱其書，卽可得理解其梗概。（Withers, Money-changing, pp. 155-174; Escher, Elements of Foreign Exchange, pp. 106-129.）茲僅採擇其與本項有關係之部分言之。世界之生金以及新產金，殆皆輸入於倫敦，經過倫敦之生金市場後，始分配於世界各地之事實，此乃厄車氏所曾經說明者也。每年由地中所採掘之生金，必須經過英國之領域者，不僅半數以上而已；實際全世界金礦之所有權，殆盡屬於倫敦生金市場，吾人祇須考察世界依賴英國資本經營採礦冶金業務之情況，卽可自明。且英蘭銀行爲世界絕對之金自由市場，黃金之進出無限，尤可證明其爲世界金礦市場之霸主耳。然則，其生金市場之組織果如何耶？若謂爲生金銀市場（Bullion market），則當包含銀塊市場而言，固不待解釋而自明也。惟所謂生金市場，其中對於金銀交易較爲熟練者，僅有三四家之生金銀經紀人，卽 Sammel Montague & Co. Sharps & Wil-

kins' Micaeta & Goldsmith 及 Pixley & Abell 等經營之；此等經紀人，事實上係以英蘭銀行爲中心，將南非及澳洲所輸入巨額之金塊，重行發售於世界各地耳。茲就其大體述之，彼等由南非之輪船，於每週土曜日，輸入新產金於哥倫波敦 (Southampton) 時，立將其金塊從鐵路火車運入倫敦，保管於英蘭銀行金庫之中，翌日經過日曜日，至月曜早晨，此等經紀人，即行將所輸入之新金拍賣之，實際上購買此種新金者，皆爲外國銀行，及製金工人而已。若在一兩 (Ounce) 之市價購買者，不肯以英蘭銀行買入市價所定爲三鎊十七先九 (辨士) 以上之市價，而購買之者，則金塊所有者，可盡將其金塊售於英蘭銀行，而英蘭銀行即以合於買入市價七十七先九辨士之比率，用向本行支取之支票，或銀行券交付之。故此種市場之市價，普通皆較英蘭銀行買入市價爲高，而英蘭銀行，亦可在其不超過英國造幣公價七十七先十辨士半之程度內，提高其買入市價，此不可不注意之也。實際上用爲輸出之金塊，常較於金幣尤爲便宜，惟依市價需要狀況之變遷，而金及生金市場市價亦不無騰貴至於七十八先者。若然，則可知厄庫氏在其名著中，曾指摘攻擊「針線街之貴老婦人」(Old Lady of Threadneedle Street) 干滯市場之事實，而高倡紐約爲世界最完全之金自由市場，其論證實亦非無多之理由也。(Cf. Withers, *Ibid.* pp. 171-173; Escher, *Ibid.*, pp. 126, 127.)

吾人於此可知「其他存款」發生變化之原因：(一)因「政府存款」額之變化；(二)因帳簿上信用之增減；(三)因流通要具之伸縮；(四)因國際的對於金之需要之盛衰。

英蘭銀行營業報告中，有所謂「七日支付及其他票據」之項目者，通常其金額皆甚爲少數也。此所謂「七日支付票據」及「銀行郵政票據」(Seven day bills or bank post bills)者，即因圖郵政匯款上之便利，由英蘭銀行附以一星期後支付之條件所發行之短期見票付期票之一種類耳。此外尚有幾多匯款上之便利方法，惟今日需要此種方法者甚少，即用之，亦不過以充微末之負債科目，茲不贅述。

試觀貸借對照表中，資產之項目，其列載於最先者，即爲「政府證券」之款項，此種項目中，不特列舉英蘭

銀行所有之英國政府發行之公債證券而已；即對於政府之短期貸款，及財政部證券 (Treasury bills) 國庫債券 (Exchequer bonds) 國庫證券 (Exchequer bills) 等，所謂流動公債者，亦包括於其內也。質言之：『政府證券』之款項，乃包含英蘭銀行所有一切之確定公債及流動公債是耳。而上述所謂「對於政府短期貸款」之內容，於此亦有加以解釋之必要，第一以國庫金支付四分期之公債利息時，貸付於政府者，謂之「填補不足貸款」(Deficiency advances)，其次因一般歲入不敷歲出之用，而貸與政府者，稱爲「歲出入均衡貸款」(Ways and means advances)，實行此兩種之貸款，即由政府將所謂「填補不足票據」(Deficiency bills) 附以一定利率之短期證券，交付於英蘭銀行，其貸款金額亦有加以一定之制限。但自西曆一八六六年以降，遂廢止此種制限之規定，而利率却由當事者之自由契約定之。金額亦祇須經過會計檢查院長之承認，無論如何高額，皆得爲自由之貸借；故存款組織之基礎，於此遂告厥完成矣。反之，現金流出國外之時，『政府證券』之額，雖突然發生低落；但此種現象，既如前所述，英蘭銀行可於一般金融市場，擡高其金利比例，而防止現金流出之趨勢，即將所有公債證券現售之是耳。總而言之：除右述第一項所謂「填補不足貸款」以外，其所有『政府證券』額，有顯著之增減者，均甚少也。

所謂『其他證券』云者，即除英國政府證券以外，凡英蘭銀行一切之投資，皆包括於其內。如擔保普通之有價證券，貼現票據，優等信用證券等之票據經紀人，及股票經紀人之放款等，即放款於英國政府以外之一切放款及投資，皆屬之。不寧惟是，即銀行本行支行之地皮，建築物之價格等資產，亦無不包含於其中也。曩者

英國議會雖曾提議凡銀行營業報告中，應將各種放款，及貼現票據之金額，各別公布之之辦法；但此種形式之營業報告，從一八七五年以降，已歸於消滅；故從外界觀察之，英蘭銀行之經營，在今日似有比較的不明瞭之弊焉。輿論上雖常有主張，至少須就『其他證券』中，將投資放款，及貼現之各金額，各別的公布之，俾使金融市場之狀況，及其銀行經營上之基礎，得以明瞭；但歷時既久，尙未能見諸實行耳。恰如昔日輿論對於負債之部，主張就於『其他存款』中，將構成其大部分且性質上最爲重要之組合銀行，以及其他銀行業者，在於英蘭銀行之存款殘額，須與銀行以外之交易者存款殘額等，區別揭載之；亦終不易實行，此兩種辦法，可謂遙遙相對，均託諸空言耳。然其所謂『其他存款』之大部分，悉係銀行業者所寄託之支付準備金是耳。而包括於『其他證券』之項目中，蓋卽屬於英蘭銀行業務之主要部分，不外與票據經紀人等，以優等信用證券爲擔保之短期放款相類似而已。故股份有限公司之銀行，除迴避貼現市場之危險，及恐慌之時以外，其貼現票據，從無增加至巨大之額者。此卽爲英蘭銀行之放款，與德國國家銀行之放款，互相差異之一特徵焉。

（註）就於此點，固以德國國家銀行之經營爲優。

英蘭銀行每年在第一四分期之間，因徵收租稅，而『其他存款』之額，忽呈減少之傾向者，則市中銀行，必要收回貼現商店及票據經紀人等所融通之短期放款之一部分，以資救濟。惟受此融通上宣告斷絕之人，便不得不向於樂允放款之惟一金融機關，卽英蘭銀行，而求其金融上之救濟矣。因此，須將其借入款轉帳於英蘭銀行之活期存款，遂致促進『其他存款』額之膨脹焉。

(註) 昔日巴佐特氏曾在其名著倫巴得街中述：「平常無事之日，倫巴得街——一般金融市場——不能從英蘭銀行借取若干之資金，蓋若以倫巴得街一切之票據盡行貼現，實際上無如許之資金。」此種議論，在今日已失其價值，正與耐德斯氏所倡之高調同病；但當農產物出售之時期，即四分之末日，尤以各公司決算期行將屆至之時，市場現金之需要，頓形增大，即所謂「銀行之銀行」(The bankers' bank)之英蘭銀行，自亦不可不求所以應付此種之需要焉。(See Withers, *The Meaning of Money*, pp. 201, 211.) 然所謂英國之貨幣者，正如耐德斯氏於倫巴得街訂正版之序文中，曾經道破，以為英國之貨幣，實際上不妨謂為銀行信用耳。故如上述，現金需要頓形增加之時，英蘭銀行所供給於金融界者，並非貨幣及銀行券，乃不外帳簿上之信用，即可得發出支票之權利。(See *Bagehot, Lombard Street, Preface XV.*) 惟當此金融逼迫之時，所謂英蘭銀行帳簿上之信用云者，乃指緊急通貨 (Emergency currency) 而言是也。(Withers, *Ibid.*, p. 202) 耐德斯氏對於緊急通貨之意義，曾用最適切之一標語解釋之曰：「英蘭銀行擴張其帳簿上之信用，增大其現金之額，於金融逼迫之時，供給以緊急通貨焉。」其意義已包括無遺矣。(Ibid. p. 212)

金融恐慌之時，金融救濟惟一之場所者，厥為英蘭銀行；故該行之「其他證券」額，此時必因以急遽膨脹。如西曆一八六六年恐慌之際，英蘭銀行之「其他證券」僅經過一星期之時間，增加至一千萬鎊；又如一八九〇年中柏林克商會發生危險之時，亦僅經過一星期之時間，竟增加至七百萬鎊。蓋英蘭銀行已為社會所信用，一旦恐慌之趨勢，縱使危險達於極點，而大多數之借款人，並無發生立即提取現金，及利用其借入款之事實，殆多希望將其資金寄放於英蘭銀行；故英蘭銀行當此市況危急之時期，「其他存款」額，卻生膨脹，此即其惟一特徵也。

(註) 英蘭銀行當恐慌之時，不特「其他證券」額急遽增加，即「其他證券」與「其他存款」亦必依同一步驟，而表示其膨脹焉。關於此點，歷史上最為適合之事例，即如此次一九一四年八月之末，歐戰開始之時，此兩種科目，較於七月二十二日之科目，計「其他證券」額

超過平常之水準者，凡七千萬鎊乃至八千萬鎊，同時「其他存款」額亦超至九千萬鎊乃至一億萬鎊之增加數目焉。(See J. M. Keynes, *The Prospects of Money*, November, 1914; *The Economic Journal*, December, 1914, par. II.)

再次即爲「銀行券」及「金銀幣」之兩種科目併合之，可視爲「支付準備金」(Reserve)之一科目耳。其金額之增減，尤其對於政府及其他存款之比率，得支配英蘭銀行公定利率之騰落，而爲推測金融市場隆替狀況之測驗器也。英蘭銀行既如前述，祇能保有日常營業上所需要之金幣，此外凡有殘餘之金幣，盡交付於發行部，而與該部之「銀行券」相交換者，即爲英蘭銀行營業部永久之慣例也。故從表面觀之，英蘭銀行似爲「銀行券」所形成也者，惟其「銀行券」在英蘭銀行之支付準備上，實與以實質上金幣爲準備金者，無所差異也。蓋即營業部不論何時，得將此種「銀行券」返還於發行部，以與金幣相交換而提取其金幣焉；故營業部所有之支付準備金(Reserve)大體上亦不妨視爲金幣準備金(Gold reserve)也。吾人欲決定一種存款銀行地位之強弱，可以其「現存金銀」及「英蘭銀行存款」(Cash in hand and at the Bank of England)對於「各種存款」比率之高低，而推測之。決定英蘭銀行之地位，亦能爲同一之推定，前亦已略述之矣。即可以此種「支付準備金」及「政府存款」對於「其他存款」之所保有總額之準備比率上推定之。何則？蓋此等「存款」之金額，亦即表示英蘭銀行完全有支付之能力耳。然而若欲計算「其他存款」對於「支付準備金」之比率，則對於英蘭銀行之地位，更不可不爲真實之表示。其理由有二：(一)所謂「政府存款」云者，其性質上，常依季節的而爲增減，故可得比較的正確而預測其變化焉；(二)「政府存款」無如「其他存款」所謂信用之建

設基礎等是也。

茲爲研究便利起見，卽以『其他存款』完全視爲由各銀行之活期存款殘額 (Bankers' balances) 而成立。事實上各銀行活期存款殘額，雖不能超過其金額之二分之一以上；但若吾人腦中先具此種觀念，則不妨視『其他存款』之項目，爲各銀行活期存款殘額之變名，其理甚爲明著，無須贅述者也。蓋英蘭銀行所保有之金幣及銀行券之金額，可爲各銀行負債科目之『各種存款』之支付準備，亦可謂保有各銀行之支付準備金之重要部分，對於『其他存款』之支付準備金者也。此點極爲重要，讀者當注意之。蓋倫敦之市中銀行，既如本書開章所述，係居於承受全國地方銀行寄放其準備金之地位；同時英蘭銀行又居於承受此等市中銀行寄放其支付準備金之地位。要之，英蘭銀行實係集中國內一切之準備金而保管之，是也。故謂英蘭銀行爲單一準備制度 (One-reserve system, Ein-reserve-system) 之維持者，亦無不可。全英國各銀行之『各種存款』，據通常之概算，約在十億萬鎊左右，而對於此種巨額之要求，卽付及定期付債務，在各銀行於本行金庫中，保有約三千萬鎊之現金，及存放於英蘭銀行之『其他存款』，亦保有約二千萬鎊之現金云。

(註一) 各銀行之存款，大抵活期存款科目，佔存款科目之二倍以上，既如前述矣。(See Withers, The Meaning of Money, p. 124.)

(註二) 數年以前，據倫敦街談巷議，每以爲股份有限公司之銀行，本行保有之金幣，並不達於通常每日營業所需要貨幣以上，其所殘餘者，蓋盡存放於英蘭銀行云云。然西曆一九〇五年中，倫敦及斯密銀行總理蕭斯他氏，在曼徹斯特大學講席上，有題爲『英蘭銀行與國家』(The Bank of England and the State) 之一論文中述：『今日多數銀行之現金準備金，完全以放於英蘭銀行之活

期存款殘額準備之；且此種之準備金，以普通所稱爲日常出納資金之形式表示之，實名不符其實，寧以保有日常營業未曾使用之實際的現金準備金，恰爲真確。」吾人對於此說，然歎否歎？實無詳細之材料，以供解決；但在此多數市中之銀行中，曾將「現存金銀」及「英國銀行存款」各別揭載之者，惟有倫敦及斯密銀行耳。試按該行一九一一年末日之結數，其銀行約有三百三十萬鎊之現存金銀；且約有三百二十萬鎊之英國銀行保有之存款；惟倫敦市中銀行，多數皆無做此兩行各別公布之者，即活期及短期通知支付放款，亦沿襲其併合發表之習慣，惟倫敦及斯密銀行對此兩者，亦各別揭載之，其全額略與前兩者之合計相同，誠頗饒趣味之事實也。（See Withers: The English Banking System, p. 86.）

第三節 平時及恐慌時英蘭銀行在金融市場之地位

英蘭銀行屬於要求付者，計十億萬鎊，占全銀行之大部分，既如前節之所述。故一旦一部分之顧客，因發生恐怖心理，而要求提取金幣者，則金幣準備之全部，自必瀕於涸竭之危險焉。且各銀行在此狀況之下，恐其本行所保有之準備金，有不足之危險，自必早向英蘭銀行提取金幣，以應其初期之支付要求；及其結果，英蘭銀行便爲恐慌原因之惟一重要擔負者；且英蘭銀行之危險，尙不止於是，更因其他各銀行當此之時，爲圖擺脫自行之困難，對其素有交易之票據經紀人，及股票經紀人，貼現商店以及其他之短期放款，急遽收回之；於是票據經紀人及貼現商店，既經盡舉其所貸借之資金全部，運用於票據貼現之業務，一旦遭此收回放款之困難，自不得不另覓貸主，以償還其各銀行之債務，於是金融市場，遂復移於英蘭銀行；蓋此等經紀人及商店，均恃英蘭銀行爲最終之後盾，乃必至之勢也。英蘭銀行爲圖防止金融界劇烈之危害，對於彼等自亦不得不與以金融上充分之接濟；結果支付準備金之銀行券，必致轉瞬告盡矣。然他方又須依據西曆一八四四年

英國政府銀行特許法之規定，英蘭銀行非以同額之現金準備，不得發行超過於其保證準備發行定額之銀行券。此時欲圖現金準備之增加，自屬無望之事實。猶幸從一八四四年以降，英蘭銀行之經營，遭逢此種危難者，凡三次，每一次發生時，政府均認許其銀行總理，可得違反銀行法，以所有之有價證券為準備，而給與其發行所需要銀行券之權能，此種事實，顯為停止銀行法，以預防恐慌之危險是耳。西曆一八四七年及一八六六年兩次恐慌發生之時，一般公眾僅接到英國政府給與英蘭銀行增發銀行券權能之消息，即足充分鎮壓其恐慌心理，而防止準備金之流出，及其結果，亦不須違反法律，而不生發行銀行券之必要矣。然一八五七年之恐慌發生時，英蘭銀行總理，竟至不能倖免，卒以有價證券為準備，超過保證準備發行定額，而增發其銀行券，計為二百萬鎊焉。

前後三次之恐慌事情，使一般公眾得到許多之經驗與教訓，即當市場漸趨不穩，而釀成恐慌之始，公眾必競行藏匿金幣以及銀行券；結果為共同救濟危局，便亦毅然供給更為多額之銀行券，無所吝惜矣。依此理由，故英國從來亦提倡倣倣德國成例，允許英蘭銀行恰如德國國家銀行所得之法律上權能，即一方規定保證準備發行額；一方又規定年納五分之發行稅者，可得超過保證準備發行額，以有價證券為保證，而發行銀行券焉。他日英國若能採用此種制度，則市場不安定之時，一般公眾在希望停止銀行法之中，即可免除現行法規定之下所必生之心理的緊張之危險；且一面因有發行稅之規定，英蘭銀行自亦能盡其能力所及，迅速籌畫其充分之保證準備，將發行額移歸於無稅制限額以內。若然，則英蘭銀行處理其金融界非常事故之時，

當能因此得更自由而且有效之結果，此固意中事，無待吾人加以說明者也。

(註) 尉德斯氏以爲英國銀行，不但爲英國全體銀行支付準備金之單一保管者；且爲世界惟一金自由市場之中央現金保有者；故其支付準備比率，在條理上，實不可不高而且大也。蓋倫敦市中之六大銀行之支付準備比率，約以一成八分即可謂爲充分之準備；但英國銀行之營業部支付準備比率，常在三成五分乃至五成五分，平均約在五成之數，猶壓有不充分之虞者，卽正如尉德斯氏所述之理由耳。(See Withers, *The Meaning of Money*, p. 213, 59, 264, 265.) 英國銀行準備金問題，因有此種事實之存在，故不能祇研究其比率之高低，更當討論所以不認許其在絕對額以上，減少至於或程度之問題焉。巴佐特氏曾以最少危險限額 (Apprehension minimum or apprehension point) 爲題，而提倡其高調曰：「非冒衝其恐怖蔓延之大危險者，斷不能減少其準備金於絕對額以下焉。」彼更進而斷定曰：「現今英國銀行營業部之準備金，若低落至一千萬鎊以下時，則金融界之人心，所受恐怖之侵襲，當如病熱之狂態然。」巴氏又自行制限其論旨曰：「按現時之形勢爲標準，余所謂絕對額者，卽稱爲現時之最少危險點。」距名著倫巴得街公刊之後，約經過四十五年，英國金融之發達，尤以存款之擴張爲最著，致使此種危險點，自亦不得不因以騰昇焉。莊斯頓氏訂正倫巴得街之第十版時，加以註脚曰：「所謂最少危險點云者，其程度在今日自必更高若干。蓋英國銀行自己負債之額，日形增加，其受人要求之額，自亦隨以增加。其近年準備金所以不許降至一千八百萬鎊乃至一千九百萬鎊以下，而實際上，亦從無降至如斯程度以下之原因，卽在此點。故英國銀行今應在其準備金未低降於二千萬鎊以下之前，先施以有力之警戒，此乃余之所厚望者也。」由此觀之，其故亦可知矣。(See Bagehot, *Lombard Street*, pp. 324-328.) 復經數十年以至歐戰發生之日，其最少危險點，復昇騰至二千三百萬鎊，實際上英國銀行之公定利率，對於此種金額之標準，亦有變動，卽如巴佐特氏所主張之恐慌政策，謂：「因鎮壓恐慌之必要，竟將一種迷信之印象，廣行傳布於世間，卽無論如何高率之金利，一旦必要之時，亦須向銀行請求金融上之接濟焉。」(See Bagehot, *Lombard Street*, p. 86.) 當恐慌發生之時，英國銀行之「其他存款」額，反因以增大，其殘額亦必如巴佐特氏所論述：「有非常之重息。」(一)對於一切善良之擔保品，可得應其所需要之額而貸出之；「英國銀行若禁止貨幣之貸出，卻能使其恐慌趨於更大之危險。」(二)故到底鎮壓恐慌之最後責任者，遂英國銀行以外，實無其他銀行能肩此重任者。(Ibid. pp. 199, 318.) 英國銀行居於非常金融市場之地位，既有如此者；然則

巴氏所謂「若一般公衆可得等待一兩日之貨幣」正如上所述說明，可依英蘭銀行之銀行券發行法，即澤豐滋氏所謂「一部準備法」(Partial deposit method)德國學者所謂「保證準備發行額直接限制法」(das Prinzip der "direkte Kontingentierung")爲供給與否。蓋通常有高額準備比率之英蘭銀行，自第十九世紀中葉，遭逢三次停止銀行法之危險後，而此種事實，久不復見。迨至此大歐洲大戰之恐慌，其採用之政策與手段，實質上亦不外與此相同耳。即當西曆一九一四年八月倫敦恐慌達於極點之時也。此時立即宣布琴司氏所謂預備的手段，即爲銀行法之停止；(Suspension of the Bank Act.)於是英蘭銀行得超過其法定限制額，而增加其一千八百四十五萬鎊無準備之發行矣。蘇格蘭及愛爾蘭之各發行銀行，於此時亦可準備之。同時美國有一學者謂「英國貨幣政策上之革命，即實行通貨券 (Currency notes, emergency currency notes) 之發行，實際上不至違反法律之制限外發行者，試閱其「一九一四年通貨券及銀行券法」(Currency and Bank Notes Act, 1914.)即可知矣。」(See Keynes, The City of London and the Bank of England, August, 1914, par. VI.)倫敦向係立於特殊之地位，因支票通貨之發達，及準備金之豐富，乃至經營上之熟練，雖可免除一切之困難，但在平時金融緊迫之際，自不免發生多少之困難耳。英國識者間，謂欲避免此種危險，以爲歷來之恐慌，係從英國之發行法而生，極力主張做德國國家銀行之發行法，而採昔日澤豐滋氏所讚賞不置之屈伸制限法 (Elastic limit method)。德國學者所誇稱之保證準備發行額間接制限法 (Die indirekte Kontingentierung) 之主義耳。其法係施行發行稅，及發行總額之三分之一金幣準備主義 (ein Dritteldeckung, one-third cover.) 而承認各銀行可得超過無稅保證準備發行制限額 (Steuernfreie Notenkontingent, tax-free note limit) 之主義是耳。實言之，欲圖制限外之發行，能適合於法定之意焉。德意志銀行法，從西曆一九〇九年六月一日之改正以後，特於每年四分期之末日，其國家銀行，將平常之無稅保證準備發行制限額五億五千萬馬克，改爲七億五千萬馬克，此種制度，實可謂健全而且無憾矣。(See The Reichsbank, 1876-1900, Appendix.)由此觀之，日本英國之發行法，若欲謀其所以改正者，於此有所依據矣。

茲解剖研究恐慌事實之影響於英蘭銀行之地位焉。(一)因各銀行極力謀鞏固其各自地位，所受之影響；(二)因一般公衆非常希望取得金幣及銀行券所生之影響。

今吾人假定祇限於銀行業者有不安定之感情，而對於第一項之影響，加以研究焉。因此等銀行收回其短期放款，致使票據經紀人及貼現商店須將有價證券票據等，向英蘭銀行請求抵押其銀行帳簿上之信用，結果英蘭銀行之「其他存款」及「其他證券」遂因以忽現同一步驟的增加；於是票據經紀人，可將向於英蘭銀行支取之支票，償還其各銀行之債務，而各銀行亦祇依英蘭銀行帳簿上之信用形式，得受貸款之償還而已足。英蘭銀行在此種信用形式之範圍內，自不致發生金幣之需要。然美國當市場不安定之時期，惟有放款一策而已；且平常並無存放支付準備金之中央金融機關，故一旦銀行全體忽受恐怖之患所襲，而不得收回其短期放款時，則借主便無可得融通金融之市場，當然必須完全以金幣償還之。質言之，此時有償還之能力者，自不得不以金幣交付之，結果致使金幣需要發生緊急之增加，其中或部分之借主，必有不能得此現幣，而必至演成一般的恐慌之趨勢。蓋未有中央銀行之國家，一旦各銀行感受恐怖之危險時，不問其種類與程度如何，皆有惹起而且蔓延於一般公眾恐慌之傾向也。如西曆一九〇七年美國因恐慌所得之經驗，遂極力宣傳中央的金融機關之效用，以爲此種機關能防止金幣之需要；並能緩和初期的恐慌，使不致趨於危險云。

(註)美國，向均處於此種危險之地位，從一九一三年十二月二十三日公布聯邦準備法，(Federal Reserve Act, December 23, 1913.) 既經施行以後，始得完全匡救其危險地位，而登於安全之域。此應爲吾人所已知之事實也。即美國全國之十二家準備銀行，對於實際流通之銀行券總額，必須有四成之現金準備；又對於其加盟之銀行以及其他收入之存款總額，亦須有三成五分之二之金幣，或其他之合法貨幣爲其準備焉。前者其銀行券發行，係採用比例準備法，並折衷此法，甚類似於德國及日本之發行法；蓋即以所謂保證準備

發行額間接限制之主義(Das Prinzip der sogenannten "indirekte Kontingentierung")，繳納累進率之發行稅，在或種條件之下，得施行制限外之發行(Excess circulation or excess issue)是也。但如此之發行法，若無日德等國之定額保證準備發行額者，則不能謂爲有發行之餘力，固不待言。(See Federal Reserve Act, December 23, 1913, New York Bankers' Magazine, Jan., 1914 and London Bankers' Magazine, Feb., 1914; Laughlin, The Banking and Currency Act of 1913, I, II, Journal of Political Economy, April and May, 1914; Sprague, The Federal Reserve Act of 1913, Quarterly Journal of Economics, Feb., 1914.)

然而欲圖完成此種效能，而其國家銀行，當恐慌劇烈之時，須自由經營其放款；且其帳簿上之信用，亦當使各銀行確信其有金幣同一之價值，對於自行基礎之鞏固上，當圖維繫絕大之信仰而後可。所以國家銀行之內容，若無國家之信用爲其後盾，則欲圖博一般銀行之信用者，實甚困難也。

(註)如昔日俄羅斯帝國銀行，係官立者；如昔日德意志帝國銀行，實際上則爲半官立者；通常雖稱英蘭銀行爲私人所經營，即使法律上無公的關係之明條，但其常受國家之心意的支持，及實質的援助，則不可否定者也。且其中之實際的情形，於此次歐洲戰爭發生當時，已盡行流露，固亦盡人所目擊者焉。

其次因恐慌而影響於英蘭銀行之地位者，卽爲民衆因受恐怖而發生提取或藏匿金幣及銀行券之現象，此亦一重大之問題也。若一旦各銀行之主顧，向英蘭銀行提取金銀貨幣及銀行券時，則英蘭銀行便不可不提出支付準備金，以應付其要求，而對於此種要求之救濟手段，惟有供給金幣，及與金幣有同一價值之通貨而已。惟在此羣衆懷抱恐慌之秋，一般人自各有其自由之信仰，而對於各銀行選擇其最爲歡迎之銀行券，因此可知中央銀行之設立，愈感不可須臾緩矣。蓋一旦社會羣衆對於各銀行之信仰發生動搖，則不論發行

任何巨額之銀行券，皆不得防止其金幣之要求也。若人人均欲要求此種金幣，則結果銀行券之價值，因種種之因果關係，自不可不愈益低落矣。故國家銀行通常必有對其發行銀行券之強大擔保，且準備使世人所週知之現金準備額，而依賴國家絕大之信用，爲其後盾，然後方可告無虞也。

(註)歐戰時，歐洲全部爲恐慌所侵襲，本來負有此種大信用及大聲譽之英、德、法，國家銀行之銀行券，亦不免發生擠兌之風潮，其中德國國家銀行，及法蘭西銀行，卒至實行其停止兌現之手段；觀其原因，不但係因恐慌之急遽，倉卒不及應付，而遠因實爲長時間金幣流通政策之反響而已。讀者試閱康南特氏之通貨政策與歐洲戰爭之論文，即可知所以釀成此種恐慌之狀態者，實因長時間固執金幣無上政策之陳腐思想，使一般公衆不能理解銀行券之本質如何，且並不承認銀行券有法定貨幣資格之故耳。(See Conant, *Currency Policy and European War*, *The Journal of Political Economy*, Oct., 1914.)

以上吾人係研究現金對內流出 (Internal drain or inflow) 之影響；今就對外流出 (External drain or outflow) 之結果，亦必須說明之。所謂流出云者，往往因同時兩種原因之作用而誘致之：(一) 信用一旦過大膨脹，而使物價昂騰，因以現金流出於國外；(二) 因他國信用一旦急遽收縮，必須填補其信用崩壞所惹起之缺陷，遂使現金流出國外。但不問其原因如何，現金對外流出時，亦如上述所謂對內流出者然，必使英蘭銀行支付準備金，發生迅速之減少，且不能以銀行券供於輸出之用，故此時欲圖防止英蘭銀行非常而且急遽現金準備之減少，絕對必要施行強有力之政策而救濟之。其策維何？即亦如上所述外國匯兌章中所說明者：(一) 現金果當如何使其有流出外國之傾向？即他國之輸出額，較於輸入額有不足，欲填補其輸出額上之不足時。(二) 現金輸出費用，應如何使其節約？即施行其懲息外國人受領匯兌票據之政策。(三) 票據之賣出，應

如何使其低廉？即擡高貼現利率，以促其賣出額之增加。

由此觀之，欲圖救濟現金對外流出之禍患，畢竟惟有擡高貼現利率之一方法耳。然此種方法，實亦有困難之點，存於其間。何則？蓋受現金流出之惡影響者，祇有一人，即英蘭銀行已耳。而多數人如各股份有限公司之銀行，則不受此種影響，故必以為實施此種救濟方法，於彼等毫無利益，而得其利益者，卻為彼等競爭之仇敵（英蘭銀行）之利益耳。其甚為不喜於此種方法之施行，固不待辯而自明者也。

（註）如上所述，在德法及日本各國，凡以國家銀行為再貼現之市場者，雖與事實不符，但觀英國市中銀行，常攻擊倫敦市場以貼現票據，更附以再貼現為失自己之威信，則其故亦可推而知之矣。

若一旦發生此種現象時，英蘭銀行事實上雖必擡高其公定貼現利率，但股份有限公司若依然維持其較此更低之利率，即適用市場貼現利率，而自由繼續其貼現之時，則此種貼現政策，亦終徒歸於無效耳。實際上英蘭銀行所決定之銀行利率，對於外市場（股份有限公司之銀行及貼現商店）資金之供給，比較於貼現票據之供給，尤不充分；換言之，即票據之供給，須較於股份有限公司之銀行等之欲貼現為更巨額者，始有效果可言也。

（註）讀者欲了解其理由，可將英蘭銀行之公定利率及通常之銀行利率（Official rate or bank rate），比較於市中貼現利率及市場利率（Market rate），特為較高之事實，從而研究之，即可詳其真相矣。所謂市場利率，其性質上雖常隨要據之需給與資金隆替之變動而為變動，但銀行利率，則除非常之事故，例如西曆一九一四年七月下旬之恐慌事實以外，每星期之木曜日，按常例在英蘭銀行之經理定期集會席上，所決定公布者，其利率從無再加以更改也。且英蘭銀行公定之最低利率（Official minimum rate），可得適用

於票據之貼現——表面上至少——吾人當已理解之矣。近時銀行利率及市場利率間之關係，愈益微弱，正如尉德斯氏之說明：原則上平時銀行利率，能多少支配市場利率。——必不如巴佐氏之時代，其支配力如許之強大，固不待言。——如琴斯氏之論相同。蓋外市場絕對不藉英國銀行之助力，其結果至於金融融通無保障之狀態，不但不能以市中銀行之銀行利率較低之市場利率，而進行其營業；實因市中銀行對其保有存款總額約三分之一之存款科目，通常亦定有付與其減去銀行利率一分五釐之存款利息，故一旦金融緊迫之際，則銀行利率之支配力，更爲強大，其理甚明，不待贅述耳。(See Withers, The Meaning of Money, pp. 223, 224, 228, 123; Kyones, The Prospects of Money, November, 1914, Par. II.)

發生此種事實時，若借方之或部分，向英國銀行請求貸款，自不可不按銀行利率而繳納其利息。如上所述之手段，若使市場利率與銀行利率騰貴至同一水準之時，必能防止現金之海外流出。此外如既經實施此種貼現之政策，而股份有限銀行，尙自由適用低率，而不變更其貼現之經營政策，致使銀行利率之擡高，而不發生何等效果時，則英國銀行既如前述，必須將所有公債等現售之；同時復行定期購回之，即必須從金融市場場吸收其過剩之資金，依從來之經驗，凡用此種手段者，必能得其所預期之效果焉。

(註)近來英國銀行吸收外市場之資金時，未嘗採用間接的 (Borrowing on consols) 之方法，悉係直接的向金融市場借入之；即所以使各銀行所有之「其他存款」類趨於減少之方法也。其方法維何？有直接從市中銀行借入其活期存款殘額者；或間接從票據經紀人及金融公司借入之者；蓋無一而非掠奪各銀行之貼現資金耳。間接從票據經紀人及金融公司借入之時，則票據經紀人等，可以向市中銀行支取之支票，交付於英國銀行，故各銀行之活期存款殘額，便按其所交付之額，發生同一程度之減少，因其貼現能力自亦忽形減殺，結果遂使市場利率，呈騰貴之現象焉。(See Withers, The Meaning of Money, pp. 229, 230.)

關聯於現金對外流出之問題者，又有如認付商店，將從海外各國向英國支取之票據，改爲已受銀行認

付之票據，更由票據經紀人及貼現商店，將此種銀行票據，遵行貼現；兩者皆足使外國人有蠶食英蘭銀行支付準備金之能力，此亦至堪注意，而且爲緊要事項之一。例如住居巴黎之某甲，欲向英國借入金幣時，彼先發出向倫敦支付之票據，提向極有聲名之認付商店，而繳納一定認付之手續費，請求其署名蓋印後，即將此種既經認付之票據，向票據貼現人，或貼現商店，請求貼現時，自可達其目的。此時票據經紀人，即以支票給與之，某甲即可向其所指定銀行提取金幣；若其所指定之銀行，在英蘭銀行存有活期存款殘額之一部分時，則自向該行提取金幣及銀行券，以資支付之用，結果便即使其減退支付準備金耳。而此種經過認付商店署名之票據，及經過票據經紀人署名之支票，互相聯絡，實際有命令英蘭銀行即時支付金幣之效果；若認付商店及貼現商店對於外國人所發出之票據，濫行與以認付或與以貼現時，雖與物價之騰貴及利率之低落無所關係，但實可助長現金之大流出焉。

上述之原因，而惹起現金大流出之一例證者，此並非因個人之行爲而起，乃係大戰爭中緊急設施所發生者也。即如西曆一七九三年，英國對於歐洲大陸所有之同盟國，因財政上欲加以援助之目的，使其資金週轉上有簡便之利益。故英國首相比得氏使政府不必經過議會之承諾，頒布其可向英蘭銀行借款之法律案。然此種手續，既經一六九五年之銀行法所禁止，而彼竟悍然不顧；一旦得受此種新法律所給與之權能，比得遂承認可從大陸同盟國政府發出一紙之票據，指定英蘭銀行爲其支付場所，不惜供給大陸同盟國以巨額之軍費，從一七九三年至一七九五年，僅三年之間，英國所支出之援助金額，竟達至九百五十萬鎊之巨額，結

果使英國之對外匯兌，呈非常之逆勢；金幣金塊，滔滔不絕流於海外，而無見其復歸英土者；終至一七九七年，國內發生恐慌之時，英蘭銀行因減低其準備金，竟不能應付金幣之要求，不得不陷於停止兌現之悲境矣。此種歷史上有名現金流出之悲劇，當時票據認付商店與票據經紀人，雖均不須負何等之罪戾；但彼等實亦難辭其咎，不外並非兩者獨當其衝；蓋此種慘劇，多半係當年英國政府與英蘭銀行同謀之過，惟其根本主義，實彼此無所差異耳。茲為尊重當時英蘭銀行總理之名譽，特附告讀者曰：彼當時對於既經政府認付之票據，要求支取時，縱無拒絕之者；而英蘭銀行遂因頑固首相之指示，無形中沉淪於政府債務膨脹之中；於是國民經濟上，遂瀕於大危機矣。

（註）英國既為最大之資本國，亦為最完美之金自由市場，冒金融票據之認付上所生之危險，蓋勢之所必至，無可或免者也。惟其對於短期票據之承諾，則當稍為慎重而後可；蓋若過於濫縱時，則認付商店便為新進德意志大銀行之傀儡，若給與德意志以低息資金，彼其與英國相競爭，直資敵以權，顛倒寧有甚於此者。尉德斯氏在當日猶謂德意志之進步，雖甚為迅速，但其果有剩餘資本，投於海外與否，實屬疑問。孰知時至今日，德意志銀行在國際金融上，實已佔多少重要之位置，亦不外其因金融家善用巴黎及倫敦之放款，與貼現市場所給與金融上之便宜，而不斷獲得低廉之短期放款，將其該款項，轉借於第三之金融融通者，而可獲其從中週轉之利息耳。要之，即德意志能善用他人之資金，而經營國際金融之政策，至受其所利用者，即倫敦認付商店耳。以上所述之情勢，雖為明日黃花，亦可促英國與日本銀行家之猛省也。（See Withers, Money-changing, pp. 66, 67.）

第十章 現金準備問題

第一節 現金準備之意義及其種類

倫敦金融市場，不但爲國內金融之惟一中心，且任集散與整理全國資金之責，而占於今日世界惟一自由金市場 (Free market for gold, free market in gold, free gold market) 之地位，對於生金之國際的移動上，乃實行其絕對的門戶開放主義；故關於準備金以及金利利率，自不免有最繁雜而且急烈之變動焉。

(註) 厄車氏嘗否認倫敦爲惟一之自由金市場，乃與歐洲三大金市場並較，而倫敦金市場之一，實不愧爲歐洲惟一之自由金市場 (Europe's only "free" gold market) 也。(See Escher, Elements of Foreign Exchange, p. 126.) 英國多數學者中，皆宣傳倫敦爲世界惟一之金自由市場，而宣傳最力者，端推尉德斯氏。(See Withers, Money-changing, 171.) 畢竟所謂「自由」之「Free」之意義如何？吾人暫不解釋；於此姑以盲目的承認英國多數學者所誇示之意義而已足。

至於所謂倫敦之金利利率云者，可用前述水壓機模型解說之，英國所立之地位，可以代表其他金幣國之多數圓筒所聯結之中央一個大圓筒代表之。然此等多數圓筒，其互相聯結之間，並無水管貫通之；凡欲補充其水量之不足，或排泄其水量之過剩者，均不可不依賴於英國。若一旦信用囊破裂，或某個圓筒發生水量之不足，則此種缺點，惟以代表英國之圓筒所感受者爲最速，而且最強。此種信用囊之崩壞，即更爲輕微之程度，亦復能從英國圓筒，將其所受之影響，波及於其他一切之圓筒。換言之，即或一國信用崩壞時，以英國之感受爲最先，而且最劇烈，立即惹起急遽之現金需要；同時其他一切之國家，亦均感受此影響，惟其程度較爲輕微耳。例如西曆一九〇七年，紐約發生恐慌之時，輸送於紐約之金幣金塊，約在二千五百萬鎊左右，其大部分

雖係直接從倫敦輸入者，其實英蘭銀行乘此時期，立即擡高其貼現利率，而自向十七國吸收其一千五百萬鎊以上之現金，其地位之重要，蓋可知矣。由此觀之，有某國交易額上發生急遽之減退，而信用亦隨以收縮時，則最先必喚起英國市場上搜集現金，以備輸出之必要，然後始漸次影響及於其他之金幣國焉。

(註)西曆一九〇七年紐約之恐慌，倫敦供給其現金之經過情形，敘述最為詳盡者，莫如尉德斯氏，其言曰：「事實上倫敦供給於紐約恐慌時所需要之現金，多數係從十七國之金融界吸收而來，其吸力實含有重大之強制的意義，一部分之吸力，係依英蘭銀行之銀行利率，即如擠水機之作用而來者；又其一部分，即美國凡可得賣出者，皆極力賣出之；而對於自國之買入，則又極其節約，此即所以促進現金經過倫敦，以便流入自國之手段耳。至其他之多數國家，以現金輸送於倫敦市場，迅速而且毫無吝惜者，果何故歟？實因彼等知倫敦立於金自由市場之地位，即使今日將現金投諸倫敦，而他日倫敦金融市場金融面滑時，即可得無條件且絕對的自由收回之。」尉氏之言，誠得其要領矣。(See Withers, *The Meaning of Money*, p. 292.)

英國金融市場之特質，既如上述，有最機微之感受性，茲分爲兩項略批評之。(一)英國今日準備非常時之需要，所保有之現金準備額者，若從其目的上觀察之，未免極爲微弱；蓋一旦市場發生危險之時，施行現金準備之補充政策，在防止現金流出，依賴他國輸入，不生效力之前，其現金準備額，不免有低落於最低之危險的水平線以下，或完全宣告空竭，亦未可知。(二)現金準備額有限，勢必使金融市場，成爲神經過敏之性質；誘致金利率必然的發生頻繁而且急烈之變化，而此種金利之變動，不特有礙於國內貿易，亦必妨害於倫敦金融市場在國際之優越的地位焉。以上之批評，即以爲信用之基礎愈強大，而倫敦市場在國際金融上之地位，亦必立於最有關係及最重要之地位耳。是故近年英國學者間，極力主張英蘭銀行現金準備必要充實，並

增加現金準備以外之現金準備，以爲保護金融上發生禍患時之費用，更主張當以較爲簡單且較爲緩和之金利率上之變動，而使英國金融市場得順應急遽之現金需要焉。

(註)此次歐戰之倫敦恐慌，金融界雖得極強烈之一種實際的教訓，而知金融政策有改良之必要；但在此次恐慌以前，主張此種論調者，金融界已有倫敦市及密得蘭得銀行之總理愛得華·和爾典氏 (Sir Edward Holden) 及倫敦斯密銀行之總理斐立克斯·蕭斯他氏 (Sir Felix Schuster) 言論界則亦有耐德斯氏，強烈提倡現金準備補充之必要，氣焰之張，可謂盛矣。(See Bankers' Magazine, July, 1913.) 惜此種主張，尙未見有何效果，忽逢歐洲戰爭發現於世，雖戰爭係一時的，而倫敦市場已淪於不可收拾之境。彼等前此徘徊於空洞的研究討論之間，致逸其改革機會，此並非英人之保守性質有以致之，實與西曆一九〇七年紐約恐慌之情勢相同，金融家過恃貼現運用之效果；且自負爲世界最大國際的有價證券之所有者，致鑄成大錯。英蘭銀行若欲發揮此種特質，而謀收其大效果者，當以英國以外之多數國家，仍維持其平和狀態爲前提；孰知此次歐戰一起，歐洲列強無一不捲入戰爭漩渦，海外之各種重要股票交易所，盡因戰爭而行鎖閉；遂使英蘭銀行之貼現政策，不能完全發揮其平日之機能，亦理之當然，勢所必至者也。然英蘭銀行雖不能積極的誘致現金流入於英國，而獨能不行停止兌現之手段，免致現金流出國外，且更進而爲政府在英國以外之國家，開設現金儲藏所。此種「儲藏所」，用英蘭銀行之計算，收納現金，得將現金酒酒輸入，迅速整理其外國匯兌之關係者，此實足爲英國在國際金融上佔有優越地位之一實證，而不可輕視之也。耐德斯氏之名著貨幣之意義，雖係在於歐戰以前公刊之，曾讚賞紐約恐慌時，倫敦金融市場所表示之實力，後乃轉其論調曰：「最近一九〇七年恐慌之結果，倫敦依然確有強大之現金吸收能力，吾人對之，雖可引爲滿意；然倫敦因此便完全疏忽其現金準備之問題矣。其所謂依賴英蘭銀行利率之抬高，有實力得吸收海外金融市場之現金，以此實力爲完全可靠，獨不知其結論之根據，實甚薄弱，而在飄搖不定之中焉。」彼更列舉三種之理由：(一)貼現政策效果之程度，少不得加以測定者；(二)若倫敦一旦爲恐慌之中心，則貼現政策之效果，遂不可信賴；(三)將有價證券商品賣出之，或向海外收回短期放款，以圖現金輸入國內，其影響必有極慘酷者，彼更提倡倫敦各銀行須謀現金準備之充分之高調，此實具非常之卓見，吾人不得不欽佩之。余願暫置「一九〇七年恐慌」之情況不論，特就「一九一四年恐慌」上所得之經驗，希望倫敦銀行家從戰後速宜猛力進行，以解決現金準備之問題焉。(See Withers,

The Meaning of Money, pp. 292-294.) 此種問題並非限於英國之一國，實亦世界各國所俱當研究之問題也。讀者若欲深切研究此種問題，當細心參考尉德斯氏所著之貨幣之意義中第十四章「現金準備」及第十五章「其他之準備金」(See Widners, *Ibid.*, Chaps. XIV, XV.)

研究此等問題，其前提要件當先理解現金準備 (Gold reserve) 之意義，但現金準備之意義，不特多數學者間，各有其解釋，即同一之學者，亦未嘗有特別注意之點，或加以制限的說明者；故在同一之著作中，常用各種不同之意義。茲說明其現金準備之各種意義：(一) 英蘭銀行以外之各銀行，除日常出納資金以外所保有之現金；(二) 英蘭銀行營業部所保有之金幣及銀行券；(三) 英蘭銀行發行部所保有之金幣及金塊；(四) 因防備危險及恐慌之目的，而平日由政府及各銀行共同出資，置於中央機關，即如在英蘭銀行保管之下，所謂第一現金準備金 (Secondary reserve) 者是也；(五) 為支持平日國民之信用，並因應付戰爭或危險發生時之急遽之金幣需要為目的，而平日由政府所提議搜集保存之，即所謂國有現金準備 (National reserve) 者是也。

(註) 以上五種中，第一種稱為各銀行支付準備金 (Banks' reserve, banking reserve)；第二種通常稱為英蘭銀行支付準備金 (Banks' reserve, bank of England's banking reserve)；亦有稱為現金準備或正貨準備 (Gold reserve, specie reserve) 者，不過甚為少見耳。然吾人考察英國之銀行準備組織，及英蘭銀行內部之組織，則所謂英蘭銀行現金準備者，究其極，即為全國信用組織之基礎，故本書說明上之立脚點，實自信能得其當，未嘗讀者以為何如？

然現金準備之意義，果應作何解釋，茲姑置而不論，吾人對於現金準備額，必須增加之問題，亦當從而研

究之；蓋無論任何國家，其金融界皆有共通之目的，即無一而不欲鞏固其現金之基礎者，是也。英國爲世界惟一之金融市場，其大目的，自亦不能外是。

若夫現金準備不充分之國家，即如上述之水壓機模型，可以信用囊表示其內部非常膨脹，再行僅含少數水量之一個圓筒，表現之；若一旦此圓筒急遽收縮之時，則其內部所包含少量之水，若非加以何種之救濟方法，則難保不被其排除淨盡；欲救濟此種危險，須及早比較圓筒之容量，減少其信用囊之大量，增加以同量之水量，而補充其缺陷，自可達到完滿之目的。然並不圖減少信用囊之容量，對於圓筒容量之比例，卻設置水量儲藏於此種圓筒以外，遇必要時，可得隨時注入於圓筒內，同時亦設定經過其必要後，立可排出之位置；於是對於突然而且急遽間筒內水量流出之危險，均有十分充足之準備矣。質言之，金幣國欲圖金融常得安全，亦同此理。茲舉其方法於下：（一）低減信用數量至於各銀行所保有之現金準備額之比率爲止；（二）銀行營業通常必要準備以外，更須準備非遇緊急時期，斷不能使用之，而成爲獨立的現金準備。此種方法，在或程度內，未始無保障之效力。如第一主義，可適用於前述現金準備五種意義前三項之現金準備之增加；而第二主義，則可包含於第四及第五兩項現金準備之計劃中，茲不贅述。

吾人今當進而更爲詳細之研究，即對於增加或強大現金準備之目的，如從來重要之提案，以及計劃者，亦不可不加以研究也。

第二節 英蘭銀行以外各銀行之準備金

吾人觀察銀行之貸借對照表上，「現金對於各種存款之比率」及「現金對於各種負債之比例」(Ratio of cash to customers' deposits, proportion of cash to liabilities) 其銀行之基礎是否鞏固確實，即可得而判明之矣。然觀察英國銀行經營之實際狀況，大部分之「各種存款」皆為無必要給與存款利息之活期存款殘額所構成者；且此種活期存款殘額之全部，殆皆為銀行獲利源泉之貼現及放款之實收現金構成之。若然，則「各種存款」又可為察知銀行獲利能力之正確標準焉。

銀行經理人，一方為輿論之力所壓制，須盡力保有其巨額之準備比率；一方又為利益慾望所驅迫，每不遺注意於現金保有額之如何，而祇願增加其存款額焉。

於是從來提議力圖一般社會之安寧幸福之方法手段，遂漸次增大其勢力而告諸實現矣。其所提議者，即欲使各大銀行表示其一月平均通算之地位，將現存金銀及存放於英蘭銀行存款殘額之詳細狀況，用營業月報發表之；同時欲使小銀行，於四分期發表其營業報告，俾得犧牲其多少營利之衝動欲焉。

(註)欲實行每一個月公布營業之報告，非將其一月平均通計之所有現金額發表之，則不能達其目的；蓋每一個月中，在特定之某日，其所表示現金保有額之計算書，實有播弄其虛金政策 (Window dressing) 之餘地，此種詭偽行為，在事實上即如耶虎厄氏在英國雜誌上，常宣告其目擊英國金融界之現象曰：「金融市場上之大銀行，行將公布其貸借對照表之前，每得收回其巨額之資金，以補充之。」此種事實，在倫敦市場實常所目擊，即耐德斯氏之著述，亦多攻擊及此。

一般金融界皆以為若實行較於今日更為詳細之營業報告之公布，其直接的效力，可使現金對於存款之比率，得而增加。然其結果，又發生如下述之一種現象焉。蓋現金之性質上，不能急遽增加，故不可不講求其

減少存款額之法，於是祇求其收縮信用，並擡高貼現利率之一法耳。由是觀之，現金從外國流入時，則各銀行可於英國金融市場之貼現利率，與他國之貼現利率未曾達到平衡狀態以前，儘得漸次增加其現金準備；而增加其信用之程度也。

(註)西曆一八九〇年柏林克公司受恐慌，因得英國各銀行之救濟，而歸於安全。明眼人之高司誠癩，於是時即希望銀行家等利用此種機會，實行增高其現金準備率，欲圖其永久維持此種之高率，以實行較今日更為詳細之營業報告之公布焉。氏之主張，即所以獎勵各銀行實行其營業月報之制度耳。倫敦之市中銀行，曾容納其議，近來業已實行營業月報之主義，惟此種月報主義，其一切弊竇尙未能剷除淨盡；然此非主義本質上之不良，實因各銀行於每月之末，行將發表報告之際，即收回其活期，短期通知支付放款，以增加其現金保有額，藉以愚弄世人；且各銀行皆坐此通病，故難收其良果也。迄今實行每月發表其現金平均保有額者，祇有倫敦及坎地銀行(London and County)耳。對於此問題提倡最力，而且識見超過時流者，當推尉德斯氏。(See Withers, *The Meaning of Money*, pp. 115-119.) 所謂營業月報之主義，即凡全一個月俱須將平均現金額公布之之方法耳。此法初以為銀行經營上，定有多少不便之點；然營業成績之公布，實為股份組織銀行發展之一原因；又為英國銀行業改善之由來，誠為有利無弊之策。若將來此種輿論，果能實現於世界，則虛金陋習，必可斷絕而無容疑者也。

營業報告發表之次數增加，一方既能增多其所保有之現金準備比率；而他方所保有之現金額，亦有增加之傾向，則銀行對此金幣，將保管於本行金庫內耶？抑存放於英蘭銀行耶？此誠難於解決之一問題也。攻擊第一方法者，謂恐慌發生之時，防止之善策，惟有一方擡高利率，他方實行自由之放款；但一般銀行為防備本行之危險，每不欲將本行所儲藏之金幣放出，故難達其目的。且當恐慌發生之時，能實行自由放款之惟一機關者，不外英蘭銀行一家，此盡人所知者也。由此觀之，與其保管於一般各銀行之金庫中，不如保存於英蘭銀

行之庫中爲尤適當焉。

然主張盡舉一切之剩餘金幣，存放於英蘭銀行之議論，亦有兩點可反對之者：第一，存放於英蘭銀行之一切金幣，遂使金幣有二重信用組織基礎之作用焉。例如寄託於英蘭銀行之金幣爲十鎊，則寄託銀行可以行七十鎊之放款；英蘭銀行若亦行二十五鎊之放款，則十鎊之金幣，而生九十五鎊之信用矣。反之，若此種金幣，由各銀行自行保有之，則其信用放款之金額，必不能過於七十五鎊以上。兩者互相比較，信用之基礎，實以金幣存放本行爲較安全。第二，以巨額之金幣存放於英蘭銀行，則市中銀行實無異運輸糧食，以濟其競爭劇烈之敵方，其所受之損害，實難以言語形容之者。但現金準備大集中主義，爲一般公衆之希望，與供給敵方過量利益之新計畫，爲各銀行之妬忌，因此生兩方利害之衝突，久而久之，於不知不識之間，遂生有『第二準備金』之問題。至第二準備金之概念，俟於第五節論述之。

上述兩種之方法，果孰爲適當？孰爲優劣？姑置而不論。茲所欲說明者，即當此英蘭銀行以外之各銀行，現金準備問題之說明，行將告終之際，更就美國關於國立銀行應保有適當之支付準備金之立法，即法定之存款準備金制度，亦不妨述及之，以爲本書之結束，對於讀者金融上之研究，亦未始無少補也。今述美國立法之要綱於下。美國區分國立銀行 (National Bank) 爲 (1) 中央準備市之銀行 (Banks of Central Reserve Cities)；(2) 準備市之銀行 (Banks of Reserve Cities)；(3) 地方銀行 (Country Banks)；凡三種。此三種銀行所在地域之不同，而設定其法定準備比率之差等。如地方銀行對其存款，應有百分之十五以上準備金；

準備市銀行及中央準備市銀行，對其存款，均必須保有百分之二十五以上準備金；同時各行不必將準備金之全部，自行保管之，如地方銀行，可將百分之十五準備金中之五分之三，存放於準備市銀行；又如準備市銀行，可在百分之二十五準備金中，提出二分之一存放於中央準備市銀行；惟中央準備市銀行，必將其法定準備金最低比率之全部，自行保管之。若國立銀行違反此種規定，將其準備金額降至法定比率以下時，嗣後非經恢復至此種比率以上，即不能任意營放款之業務。若三十日以內，不能恢復其法定之準備比率者，則監督通貨之官吏，可應金融界情勢之必要，而命其銀行自行宣告解散焉。按此種規定，既可使債務之擔保能力益增強大；且美國未嘗採用分設支行之制度，因有此種規定，亦能使其各地匯款有許多利便之效果；但銀行準備積漸降低至法定最低比率以下時，則一國經濟界，均被一團之疑慮與不信用所包圍，即使銀行未嘗違反其國立銀行法，亦絕對不能經營其放款；於此負有鎮壓責任之大銀行，對於防止初期恐慌之方法，不但無所措其手足，卻助長其恐慌之趨勢，其理甚明，不待辯也。

(註)分散準備制度 (Many Reserve System) 雖具有單一準備制度 (One-reserve System) 未嘗有之所長，但其所長不足補其所短，誠如本書開端時所引用之高司誠氏及巴佐特氏之論述。尤以康南特氏之論述，最為詳盡而且極為適切焉。(Counat, The

Principle of Money and Banking, Vol. II, pp. 80-84.) 美國久困於此種缺陷之中，為西曆一九〇七年恐慌之慘劇所刺激，

遂於一九一三年十二月二十三日，施行其聯邦準備法，在或程度之內，保存其分散準備制度之所長；同時並採用集中準備制度優良之點，以補助之。實言之，較於前此之銀行法，能減少其準備率之差等；但仍以所在地域為其決定準備比率差等之標準。其保管方法，仍用分散準備制度之原則，與前此雖無大異；但不特因短期存款 (Demand Deposits) 與長期存款 (Time Deposits) 之不同，而定其準備

比率之輕重；且其一部分剩餘準備金，必須存放於新設之全國十二行之聯邦準備銀行（Federal Reserve Banks）之中，即不可不存放於屬於各加盟銀行之聯邦準備銀行也。而聯邦準備銀行自身，對其一切存款，須準備百分之三十五之合法貨幣，而由自行保管之。美國自實行此種新銀行法以後，其銀行券發行，遂與存款準備金有同一之集中的傾向矣。（Vide, The Federal Act, New York Bankers' Magazine, Jan., 1914; Kemmerer, Putting the Federal Reserve Act into Operation, Econ. Journ., March, 1915.）

第三節 英蘭銀行營業部之準備金

英蘭銀行支付準備金，對於『政府存款』及『其他存款』之總計之比例，在百分之三十五乃至百分之五十五左右，比較於大股份有限公司之銀行準備比率，僅有百分之十八內外者，已覺其甚為雄厚矣。不支付存款利息之英蘭銀行，較於以存款總額約三分之一，附與其減去英蘭銀行利率一分五釐利息之各銀行，其準備金之保有更為巨額；但準備金額之問題，不能與貼現利率之問題，分別而研究之，此不可不加以注意也。蓋正確的而且圓滑操縱其銀行利率之事實發生時，向於公開市場借入資金，自亦與通常擁有巨大準備金者無所差異。惟實行此種政策，果有效與否，全視於外國金融業者對於英國金融狀態之信仰心如何，以為斷定。若能以高率之貼現利率，吸收外國之資金，則可得誘致外國投資家踴躍將其資金投買向英國支取之票據；但外國投資家，如顧慮票據屆之日，有停止支付之危險，則不論如何之英國支取票據，皆無吸引投資之能力。例如西曆一八六六年之恐慌時期，歐洲大陸國民之心理，其不信用英蘭銀行之地位，實達於極點，乃盡舉非常巨額之英國支取長期票據，返還於英國。彼等對於無論如何高率之貼現利率，皆願俯首低心，力向英國

要求貼現，而其所實收之現金，全用金幣輸出於海外；且此時英國之貼現利率，雖高至十分之一，而法國貼現利率卻低至百分之四，但見現金日從英國流出，無所底止；當此時期，即使擡高銀行利率，或擡高市場利率至於加何程度，皆難發生何等之效果；惟有充實其現有巨大之準備金額，始能挽狂瀾於既倒，作中流之砥柱焉。

(See Withers, *The Meaning of Money*, Ch. XV.)

英蘭銀行除保有準備金並操縱適切之銀行利率以外，一旦發生特殊事故，欲維持其地位，施行其他之手段者，亦所屢見不少也。例如西曆一八三九年，英蘭銀行發生現金準備額大形低落之事故，是也。同年七月十六日，其現金準備額，實落至三百萬鎊以下之低額。今日碩學如馬克羅得氏之記述中，曾說明其狀況，其名著銀行之理論及實際之第二卷，蓋即形容當時政策及經過之大要，而最爲淋漓盡致者也。(H. D. Macleod, *The Theory and Practice of Banking*, Vol. II, p. 144.) 英蘭銀行董事會亦察破其銀行行將沉淪於破產之悲境；遂於七月十三日公布將或種確定期限之年金證書賣出之；惟因其所定最低之價額過高，致完全不能售出，英蘭銀行遂投賣七十六萬鎊之公債，更承認巴黎金融業者，在英蘭銀行科目之下，有發出六十萬鎊票據之權限。此種手段，暫時固有防止現金流出之效果；然此種票據一旦期限屆至之日，英蘭銀行自當處於不能應其支取之地位，故欲償還此種債務，必要復向巴黎負擔新債務矣。當時英蘭銀行地位之危險，凡屬外國匯兌之商人無有不知之者；且預料是年六月，英蘭銀行在海外必不得維持其正貨兌換之能力，因此遂盡將向英國支取之長期票據，立時賣出，即盡力之所及，將代價之金幣迅速輸送於海外，英蘭銀行一方

既爲籌備現金之輸出；一方又須應付前此依英蘭銀行之計算所創設第一回信用之支付，於是年七月，遂不得不施行更大規模之政策，逕向柏林克公司（Baring Bros. & Co.）與巴黎之十二大銀行締結二百萬鎊以上向英蘭銀行支取之票據，更與漢堡銀行家締結同一性質之票據契約，計爲九十萬鎊；英蘭銀行即時將同一金額之年金證書，交付於兩管理人之手，其一卽爲票據發出人；其一卽爲票據認付人。於是第一回信用通融之結果所發生之票據債務，可以第二回信用通融款項償還之，採用此種方法以後，遂漸次奏其防止金幣金塊流出之效果焉。

次之，復發生一種不可思議之事實，卽英蘭銀行欲圖償還此種第一回信用之債務，竟致不可不復用非常手段，而又須藉重於柏林克公司之名義，是也。西曆一八九〇年所發生之恐慌，並非英蘭銀行遭其危險，乃柏林克公司最受困難也。吾人於此無詳細說明當年恐慌狀態之必要，但能知此次之恐慌，能使倫敦市場忽然發生強烈之現金需要，而英蘭銀行遂從法國銀行籌借三百萬鎊；從俄國銀行籌借百五十萬鎊；總計金幣之輸入爲四百五十萬鎊之事實，已可告無遺憾矣。由此兩種實例上觀察之，可知英蘭銀行一面賣出向金幣國支取之票據；一面又從他國之中央銀行籌借金幣，以爲該行準備金之資源，其手段誠足驚人。究其此項之準備金，亦卽包含於尉德斯氏所謂『其他準備』（Other Reserves）之中，吾人當知之矣。

世人往往輕置準備金額大小之問題而不論，而祇圖攻擊英蘭銀行準備金大部分係銀行券所構成之弱點；同時以爲此等銀行券之或部分，乃係擔保有價證券而發行者，斷不得視與金幣有同一之價值云。然吾

人欲攻擊此點，當以考察英蘭銀行發行部所有之金幣金塊之狀況爲前提，萬不能盲目囂張，無的放矢也。茲於下節討論之。

第四節 英蘭銀行發行部之準備金

前章所揭載英蘭銀行之發行部營業報告中負債之部，首先即表示銀行券發行總額，計爲一千八百四十五萬鎊，約占發行全額之百分之三十五，以公債證書擔保之。考英蘭銀行之保證準備發行制限額，原爲一千四百萬鎊，（其中一千一百零一萬五千一百鎊，係政府以帳簿上信用之形式，向英蘭銀行所借入之法定政府貸款也。）迨後西曆一八四四年，因銀行法規定之結果，英蘭銀行爲繼承其他發行銀行之發行權，遂擴張其制限額，爲一千八百四十五萬鎊矣。詳言之，即其保證準備制限額上之擴張額，爲四百四十五萬鎊，而從此擴張額所生之利息，須盡行繳納於政府，英蘭銀行不沾絲毫之利益，故常依發行部之計算，在準備制限總額以內，按保證準備，以發行其銀行券，此即與昔日德意志中央銀行互相差異之點也。且其發行部無論何時，皆無『發行餘力』(Tax-free Note Reserve, Tax-free Reserve)故一旦一般金融市場發生資金之需要時，必須以營業部所保有之金幣及銀行券支付之，此亦與昔日德意志中央銀行不同之點也。總而言之，不論其手段如何，適合於法律上之規定，即非經停止銀行法，皆不能爲制限外發行(Excess Issue, Excess Circulation)耳。

從來英國之輿論界，皆以爲上述之保證準備發行，及無準備發行 (Fiduciary Issue, Confidential

Issue, Uncovered Issue) 兩者實爲英國幣制上之一弱點，不可不極力減少其制限額。提倡斯說，雖有各種之計畫，就中爲世人所共知之計畫者，當首推西曆一八九一年，高司誠卿提議在英格蘭當發行一鎊銀行券，使其流通於世。蓋此種一鎊之銀行券，在今日雖通行於蘇格蘭及愛爾蘭，而英格蘭對此一鎊銀行券之流通，則已爲一八二六年英政府所施行之銀行法橫加禁止矣。茲略述高司誠卿之改正意見，彼以爲當時英國政府所賦予英蘭銀行之權限，卽爲超過當時之平均現金準備額與保證準備發行制限額，兩者合計之定額，可以現金準備五分之四及保證準備物件五分之一之比例，在或程度以內，得發行其一鎊之銀行券焉。嗣後因此種一鎊銀行券發行之結果，一鎊金幣自受英蘭銀行所收回，故英蘭銀行發行部之現金準備額，不轉瞬間竟超過二千一百五十萬鎊以上，則此時政府對於英蘭銀行可賦與特權，或加課發行稅率之條件，而承認英蘭銀行有超過保證準備發行制限額，發行其銀行券之權限，亦無不可。上述所謂二千一百五十萬鎊之金額者，係指西曆一八九〇年英蘭銀行發行部現金準備之平均額耳。迨後仍漸次膨脹不已，約增加至三千五百萬鎊以上；萬一此種計畫有效力可言，則二千五百萬鎊之一鎊銀行券，流通於一般之流通界，以後所生之影響，亦可依據假設的發行部營業報告上，而推測其大致焉。茲吾人假定當時五鎊銀行券之發行額爲五千萬鎊，則在一鎊銀行券發行以前，其營業報告如左（以鎊爲單位）

負債之部

資產之部

銀行券發行額

五〇,〇〇〇,〇〇〇

政府證券

一一,〇一五,一〇〇

計 五〇、〇〇〇、〇〇〇

其他證券 七、四三四、九〇〇

金幣金塊 三一、五五〇、〇〇〇

計 五〇、〇〇〇、〇〇〇

右表即表示對於銀行券之比例，即現金準備比率，略在六成四分左右；若其一鎊銀行券發行以後，則其營業之報告，應變化為左式：

負債之部

資產之部

銀行券發行額

七五、〇〇〇、〇〇〇

政府證券

一一、〇一五、一〇〇

計

七五、〇〇〇、〇〇〇

其他證券

一二、四三四、九〇〇

金幣金塊

五一、五五〇、〇〇〇

計

七五、〇〇〇、〇〇〇

一視右表，即知其現金準備比率，約增加為六成九分左右；而保證準備發行額之比例的數量，則較前甚為減少；因此其發行部之地位，遂亦可得增加同一程度之鞏固焉。反對高司誠氏之主張最為有力之點，即彼等以為若實行上述之計畫以後，例如一般流通界增加二千五百萬鎊之新銀行券；同時流通界自隨以減少二千五百萬鎊之金幣；若一般社會之通貨需要程度依然在於同一平準之時，則流通界所減少之金幣，不外五百萬鎊而已。高司誠氏對於此點，曾加以答辯，謂凡在於一般民衆私囊中二千五百萬鎊之資金，較於存放英蘭

銀行二千五百萬鎊之金幣，其支持信用組織之準備金上，實具有更爲偉大之價值與效力；其言實極簡明，特世人不細察之耳。

(註)如欲詳細討論此種問題，可參看高司誠氏之經濟問題論叢一書(G. J. Goschen, *Essay and Addresses on Economic Question*, pp. 102/13.) 按一鎊銀行券之問題，並非高司誠氏之提案爲其權輿，先是尼科爾孫氏所著之英格蘭之一鎊銀行券問題一書，即發當時學界思潮之端緒，亦吾人研究此問題之重要資料也。其說之旨趣所在，即係承認一鎊銀行券之主義；且以陳舊之金幣流通政策，爲英國社會之貨幣制度之理想與根基，希望此種政策不使發生其變動，而講求一鎊銀行券增加於流通界之效果，果爲如何焉。尼科爾孫氏亦與前此巴佐特氏之理論相同，雖贊成一鎊銀行券之利益，但對於實施上之困難，亦曾懷抱疑問，故其結論斤斤以維持現狀爲得計也。吾人考察英國人之保守的國民性，更推想其多數民衆從來未曾使用五鎊之銀行券；以及尼科爾孫氏關於幣制上所篤信之「靜而不動」(Quiesca Non Movre)之標語，則其態度，實未嘗有鮮明之表示耳。(See Nicholson, *One-pound Notes for England*, 1886.) 然時遷世易，思想日新月異之今日，更因最近十餘年以降，歐洲各國盛行銀行券之中心主義，一般公衆之貨幣思想，極受歐洲戰爭非常之影響，遂使英國之一鎊銀行券問題，較其從來之面目煥然一新，蓋以琴司氏及康南特氏之力，爲居多也。(See Keynes, *Op. Cit.* p. 73.)

高司誠氏所謂一鎊銀行券之發行，果可得收所預定之效果歟？其結果馴至英蘭銀行保有更爲多額之現金準備，若國內發生恐慌之時，得用繳納適當發行稅之手段，不須按於現金準備之規定，即施行所謂保證準備制額外之保證準備發行焉。此種所增發之銀行券，可交付於營業部，而認許其依此方法充實其支付準備金是也。高司誠氏又主張以此種發行稅，當取適當之發行稅率，氏謂：「凡屬救濟變故而增加銀行券之發行者，則此種稅率不可過高，實因一般公衆間接的擔負此種稅率之故。若以發行稅爲有利，而其稅率須在

不能助長其增加發行之程度以內，便可不必更行低落焉。」而吾人欲決定非常發行必要與否之標準，可依英蘭銀行之現金準備額低落至或平準之事實決定之，其對外匯兌市價，自以有利於英國者為前提；英蘭銀行現金保有額，若一旦行將低落至於一定平準之時，即可利用不按現金準備之規定，而根據制限外發行之權限，立即開始其作用焉。

次之欲以遞減保證準備發行額為目的者，政府須將構成英蘭銀行保證準備之重要部分之法定借款，返還之，為實行此種手段之基本的條件焉。至於供為償還此種資金之用者，或以增稅之方法週轉之，或將更為合理的國債償還基金 (Sinking Fund) 內週轉之，亦無不可。但不論施行任何方法，及其結果「政府存款」額，較於平時，必增加至一千一百萬磅；然一面因政府借款之返還，英蘭銀行帳簿上，須從政府科目之貸方，減除其同一金額。營業部為取消此種帳目，應以合於一千一百零一萬五千一百鎊之銀行券，交付於發行部焉。不過實施此種之計畫時，發行部之營業報告，須以今日現存存款之平均數為基礎，茲略示其例證，如左表之變化：

負債之部

銀行券發行額

五〇、〇〇〇、〇〇〇

有價證券

七、四三四、九〇〇

計

五〇、〇〇〇、〇〇〇

金幣金塊

四二、五六五、一〇〇

資產之部

計

五〇、〇〇〇、〇〇〇

右例金幣對於銀行券之比例，換言之，即現金準備之比率，約增加八成五分。若此時英國政府仍然認許英蘭銀行有與前此相同之一千八百四十五萬鎊之保證準備發行之權限時，則英蘭銀行當恐慌發生之際，自不須違反法律，而有巨額緊急發行之餘地焉。

(註)此種方法，以耐德斯氏之主張爲最力，其計畫亦較爲周到。(See Withers: The Meaning of Money, pp. 273, 274.)

英蘭銀行之發行部，因現金準備額之增加，必須發行緊急銀行券，或公衆對於兌換能力之信用上發生動搖之時，必然的促生對外現金流出之事實，吾人當注意之點也。若一旦金幣對外流出，則必漸向營業部提取銀行券，復轉向發行部支取金幣焉。而英蘭銀行營業部之支付準備金，通常超過於三千萬鎊者甚少；且發行部所有現金準備 (Gold Reserve) 降至二千五百萬鎊者，亦甚罕觀；故一旦發生現金流出之現象時，金融組織之全體，必受致命傷之苦痛，常屬於營業部，此理之至明，無須贅述者也。

(註)耐德斯氏嘗誇詡英國金融組織上專有之「其他準備金」中，得利用倫敦之爲世界惟一自由金市場之威名及實力，而實行其更爲有力之貼現政策焉。其中以營業部尤多依賴倫敦金融市場爲最優良之武器。然實際上與理論上，均不能偏重此種武器，以爲有恃無恐，竟致忽視現金準備充實之問題，正如耐德斯氏所謂此次歐戰之恐慌，實爲倫敦最優良之實地教訓。若英國不加猛省，以圖解決，其現金準備問題，則實愧對羅斯他及耐德斯氏等苦心孤詣，熱烈而且有價值之主張也。(See Withers: The Meaning of Money, pp. 290-294.)

第五節 第二準備金

前數節之說明，吾人祇就信用準備金比率之低減爲目的，而研究其改正方法焉。與此節所論設置第二

準備金主義之綱領，實異其趣；蓋所謂第二準備金云者，乃係完全向市場中奪取若干額之金幣，全供爲信用之基礎；而不以此金幣流通使之矣。但其計畫上詳細節目，因各學者間議論之不同，遂有種種之形式，其中最關重要之見解者，茲姑舉其兩種見解最相差異者於下：其一，卽準備金存置之費用，以何人負擔之耶？其二，準備金依何處保管之；抑又依何人管理之耶？其爭點卽在於斯耳。

一般銀行對於現金準備問題之態度，全爲自己計算其直接之利害關係者，實有過於冷酷之嫌；但此種銀行家，對於第二準備金之設立上，似亦當負擔其一部分費用之責任焉。次如政府，不但利用低廉之信用而得利益，卽對於郵政儲金及信託存款之巨額存款，亦未嘗保有何等之現金準備，自亦不能不負擔第二準備設置上之一部分費用也。實際上此兩種儲蓄之儲金，曾已超過二億萬鎊，而政府所有之準備物件，不過祇有合於儲金全額約三分之一之公債證券保有而已。論者以爲一旦發生戰爭而惹起勞動界重大之紛爭時，勢必不免遭遇提取政府存款之慘劇；若此時政府並無何等相當之現金準備，則不得不將所有公債卽時投賣，以資應付；若然，則第二準備金在金融市場上，實佔重要之地位，可斷言也。然世之論者，其旨趣並不在是，以爲對於現金準備問題，政府之任務，並非在於負擔第二準備金設置上所需費用之方面；係在於返還所負欠於英蘭銀行之法定借入金，使其行減少保證準備發行之定額，以鞏固英國現金準備上之地位，實尤爲當務之急也。茲就現行制度爲基礎而考察之，若此種計畫實施以後，一方英國政府既喪失其從無準備發行之增加額，約四百五十萬鎊之銀行運用上所生之納稅金；同時英蘭銀行亦喪失由六百五十萬鎊之運用上所生之

利益矣。是故後者之負擔，較於前者之犧牲，尤爲繁重；但兩者間負擔之比例，可依雙方任意協定之，不論其欲協定爲如何之平均比例，皆無不可耳。夫保證準備發行額之減少上所發生之犧牲，及其費用，若果如上述，盡爲英蘭銀行並政府所分擔之時，則第二準備金設置之費用，不可不使一般各銀行負擔之也。

關於第二準備金之存放及管理之問題，研究最爲澈底者，吾人當推西曆一九〇九年七月倫敦商業會議所公布之現金準備問題調查委員會報告（Report of the Gold Reserves Committee of the London Chamber of Commerce, July, 1909.）及一九〇六年十二月蕭斯他氏在倫敦銀行家協會總會之席上所演述之提案（Paper read by Sir Felix Schuster before the Institute of Bankers, Dec., 1906.）尤以蕭斯他氏之提案，最足喚起世人之注意；茲略述之。彼謂關於第二準備金之問題，應與英蘭銀行當局者協同辦理；且須置於各銀行代表所組織之少數常任委員管理之下，而由英蘭銀行保管之。無論何時何地，對於該特別準備金，非經常任委員會之承認者，不能使用之；又非經發生非常緊急之事故時，不能輕予承認也。

（註）當時蕭斯他氏之議論，並不惹起世人之注意；蓋因歐戰以前，英國金融界之輿論，以爲各銀行會已各保有適當之現金準備。所謂第二準備金設置之目的，尙有金額上到底不得測定之缺陷焉。迨至西曆一九一五年一月，和爾典氏將倫敦銀行家委員會之計畫發表時，其中提議市中銀行，可將現金三分之一及有價證券三分之二，存放於英蘭銀行發行部，而交換相當額面之銀行券，其意亦與此種輿論相同耳。余竊以爲一九一四年六月蕭斯他氏所發表之各銀行現金準備保有額增加之論文，及和爾典氏所發表之計畫，如能實行於歐戰發生以前，則此次一九一四年七八兩月歐洲之恐慌，當不至如是之劇烈焉。（See Sir Holden: The War and the World's Money Markets, Supplement to the Statist, January 30, 1915.）

上述兩種之計畫，皆指定英蘭銀行爲第二準備金之保管場所；惟其中對於保管方法之見解，各不相同耳。即一方之倫敦商業會議所委員會主張至少當以暗示的允許各出資銀行，對於各各所存放於英蘭銀行發行之現金準備，有完全支配之權限；反之，他方蕭斯他氏則主張盡舉現金準備之管理權，委於各銀行所選任代表委員會之手；蓋管理現金準備，本爲圖各銀行共同之利益，故不可任各銀行任意處理之，驟聆此種主張，似以蕭斯他氏之主張爲合理的，但他方反對之者，則以爲各股份有限銀行之經理，因不敢違反對於其股東所應負擔之義務，自亦不能拋棄屬其銀行資金之絕對的管理權焉。以吾人之眼光觀察之，欲圖規定將第二準備金盡存放諸中央管理之下，固難實行；若有與英蘭銀行當局者共同協作之各銀行，代表者所成立之常任委員會，則實際上必有保障英國金融組織之能力，無可否認者也。例如假定此種代表委員會議決凡加盟之銀行，無論如何，均不得在英蘭銀行利率一分以下之貼現利率放款時，則向所謂不便利之英蘭銀行借入政策，亦可置諸無關重要之列，棄之如遺，而明劃鴻溝，以設定銀行利率與市場利率間之界限，或時期亦可得防止助長投機熱之『低廉的金融之禍患』焉。

(註)英蘭銀行與股份有限公司之銀行間，若能互相調和協助，尤其能使銀行利率與市場利率之推移變動，得趨於同一步驟之平衡狀態時，其能助長一國經濟上形成健全之發達，固不待言；但其根本意義，凡銀行利率與市場利率，雖爲同一步驟之移動，然動多脫越軌道，故謝德斯氏對於此點，特舉例證，不勝其慨嘆，良有以也。彼述其目擊之情況曰：「西曆一九〇八年七月中，此兩種利率間之聯絡，完全宣告斷絕，銀行利率正爲二分五釐，而各銀行之存款利息，則僅爲一分；且地方銀行對於票據經紀人，亦以一分放出之；同時市場貼現

利率，仍不外一分二釐弱之低率，因使外國匯兌，立呈逆勢，盡舉南非所輸入於倫敦之生金，轉向於巴黎及柏林而去矣。(See Withers: The Meaning of Money, pp. 239-241.) 其言即以此種慘况，實係市場利率不按銀行利率之範圍所致之流弊耳。然欲圖所以救濟之道，正如耐德斯氏之主張，與本文之旨趣及精神，最相適合，即以爲須依據市中銀行之協定，無論對於票據經紀人，以及其他之人，各銀行均不能在應行支付於存款者之存款利率上所增加五釐以下，任意經營放款之業務也。若貸出之利率，一旦經過此種協定，則市中銀行之存款利率，雖有從銀行利率減去一分五釐不文之價例，但因銀行利率，常立於可得指導市場利率之地位，且外國市場藉追倫敦市場而使現金準備上發生危險之弊害，亦可因此以減少焉。但此種主張，並非專對倫敦而發，即一般銀行家，亦當三致意之。(See Withers: The Meaning of Money, pp. 123, 240.)

第六節 國有準備金及戰時準備金

中世紀各國家之一大特徵，即其國家自身，常保有巨額之貴金屬，然時至今日，銀行制度上尤以中央銀行制度，日加完備，而組織的公債制度，亦隨以發達，遂使所謂國有準備金(National Reserve, State Treasury)及戰時準備金(War Reserve)兩者必要之程度，亦愈益輕減焉。(Cf. Bastable: Public Finance, Bk. V, Chap. I.) 近世金融家之意見，已一致反對設置國有準備金，以爲應付國家非常費用之手段，同時他方遂因以產生所謂必要蒐集國寶而且保管之，以圖鞏固國家信用之主張，要之，一旦發生重大之恐慌及國際之戰爭時，欲以國有現金準備，應其大需要，固難達到目的。惟實際上有此準備金，亦足減輕其危險，對於危局上不無多少之貢獻，則可斷言也。

(註)試觀斯密亞丹之富國論中，最有光彩之一節，在彼之時代——西曆一七七〇年——尙能論斷以國有準備金，國王之戰寶

(War Treasures of the Prince)爲防備外征之用，誠無關必要，並舉英法戰爭時代之戰費運用爲例證，更加達微德·休瑛氏之主

張：「一國受外征時，若其貿易上或金融上，不能從海外運用其軍需品時，則其君主平日應積蓄巨大之金銀以備之。」又曰：「韃靼族之酋長，各蓄戰寶；哥薩克族之酋長，及古代法國西王公，均蓄其巨大之戰寶，其觀念皆以國土爲貴，國寶次之，無一而非有備無患之意耳。」繼又轉其語調曰：「現代除普魯士國王業已獨蓄戰寶外，若一切國家及國王，皆有自行預蓄金銀之習慣，則此等手段，在今日誠不足佔歐洲各國王軍事政策上之一部分矣。」其言即所以揶揄日耳曼民族與普魯士王室之軍國主義也。迨至西曆一八七五年德國戰備之規模組織，及其理想，大與昔日尤未可同日而語，斯密亞丹氏之歷史的眼光，灼灼如炬，實堪深佩者也。（See Adam Smith: *Wealth of Nations*, Routledge Ed., pp. 334, 337.）

茲如德意志史盤刀之朱理亞要塞內所儲藏之戰備，（*War Chest in Julius-Tower at Spandau, Kriegsschatzes im Julisturm zu Spandau*）悉屬於非經濟的國有準備金，或屬於國家通常債務之國有準備金，吾人必須明定其界限焉。以國家直接之經營，整理其紙幣發行者，則國家必須依據純粹之經濟的意義，而保有其擔保紙幣發行之準備金；例如印度政府對於紙幣之發行，每四留比之額，必準備約合三留比之銀塊及銀幣；又如英國政府對於郵政儲蓄之儲金者，雖擔負巨額之債務，而政府並無準備何等現金，以應付此種債務之支付要求，故從來輿論每加以激烈之攻擊。然郵政儲金，即銀行界中所謂「真正之遊資」（*Good Lying Money*）市况安寧之時期，較於市况活動之時期，其儲蓄尤爲旺盛；故郵政儲金局之擠兌風潮極稀，殆無見之者；此種獨特之現象，讀者務當注意及之。惟其發生取款之原因有二：（一）儲金者對於政府之支付能力，懷抱疑慮；（二）受外國之侵入，或發生重大之勞働問題，而儲金者階級爲窮困所迫，不得不提取儲金，以資救濟。由此觀之，此種風潮，實亦難保其必無；若因第一原因而提取儲金時，除以紙幣強制一般流通，

爲最後之救濟方法外，實無其他良策；若因第二原因而提取儲金時，則可停止銀行法之效力，以銀行券爲返還儲金之用，若其經營運用能得其當，亦爲無害有益之方法。惟如第一項之狀態，不免使現金準備發生不充分之弊，而第二項之狀態，則使現金準備處於不必要之地位；欲以國有準備金爲對於郵政儲金者提款時之保險要件，雖適切可靠；但對於一般的外國金融業者之信用，實有不少之保障能力也。若依據此種目的，而英國果能適宜蓄積其國有準備金時，將英蘭銀行無準備發行額中四百四十五萬鎊運用上所發生之利益，本應歸諸國庫所有者，以充此種準備金之資源而已足。對於此點，昔日季封氏曾經加以論述，彼以爲保證準備發行，確爲英國幣制上之一弱點；故此種發行所發生之利益，應歸於政府所有之部分，斷不可認爲國庫歲入，必以之充爲建設國有準備金之費用；此種之論斷，實足爲糾正英國貨幣制度上之缺點也。

(註)近時英國輿論對於可得擔保郵政儲金負債之國有準備金問題，皆以爲從郵政儲金局及儲金本來之性質上觀察之，實未必有如是之切要焉。試觀謝德爾斯氏之見解，彼以爲儲金局並非銀行，實即信託公司(Trust Company)，在英國即作爲投資公司(Investment Company)，有絕對的鞏固之性質。若一旦發生緊急需要之時，事實上因有全英之整理減債基金，以爲之備，足資應付，自無設置此種準備金之必要；若有之，徒使費用增加，成爲奢侈品耳。(See Withers, The Meaning of Money, p. 273.) 次如德意志國有之戰時準備金(Kriegsreserve)，乃擔任其國財政上戰爭準備(Finanzielle Kriegsvorsorge)之重要職責；此次歐洲戰爭，其國之軍隊動員所以能迅速完成者，實藉助於此種準備金之力甚鉅，事實昭然，非余誇大其詞也。十八世紀時代，普魯士王室雖受斯密亞丹之譏諷，嗾其沿襲韃靼之遺風，哥薩克之陋俗者，一經普法戰爭之後，遂將一八七五年從法國所得賠償金之一部分，計一億二千萬馬克，存匿於史盤刀之朱理亞塔下，至一九一三年，復以法律之規定，向民間吸收較此更加三倍之金幣；故在歐洲戰爭以前，德國實已儲有現金二億四千萬馬克，現銀有一億二千萬馬克，以充國有之戰備費，誠能表現遠大之理想，而有周密之組織，此吾人不可不注意之點也。

種戰時準備金，在平時僅以精神的爲德意志帝國政府紙幣 (Reichskassenscheine) 之準備以外，又爲一種之非經濟的準備金；但一朝禍患襲來，直可化此爲經濟的準備金，其效力與現金無所差異矣。德國依一八七六年三月十六日帝國銀行法之規定，以此種全部戰寶爲戰備費，一旦經過宣戰佈告後，即時將此種戰寶交付於德意志帝國銀行，而帝國銀行立即承受之，立即發行三倍之銀行券，卽爲十億八千萬鎊之緊急通貨券焉。曾如里沙氏之論述，以爲德國政府在戰時，實無強向帝國銀行要求借款，而壓迫一般金融之必要；至如募集公債，以充戰爭之費用者，亦可俟諸金融市場稍趨平靜之後，積漸施行之即可矣。若政府不願如是，則如赫爾胤力喜氏所著日俄戰爭中之金融中所謂「日本當開戰之先，卽以增加賦稅之手段，而得大部分之必要戰費；反之，俄國一方既節省經費，又復利用剩餘金，而他方堅守戰時公債之主義，其所增加之賦稅，祇限於足以應付公債利息之最少限度爲止，誠得其當也。而戰時特別稅所以能待於最後始實行」之者，實爲德國曾有戰時準備金之所賜耳。(S. ihe Riesser, Die deutschen Grossbanken. S. 22; Helfferich, Das Geld im Russisch-japanischen Kriege. S. 143.) 而日本之現狀，尙徘徊於在外正貨之可否問題，以存放於倫敦之正貨爲整理其貨幣之對外價值；同時又爲維持國家對外信用之要具。至於國有準備金及戰時準備金之設置，果爲必要與否之問題，當俟諸高深之學理與政策，以資解決，本書暫以此告終焉。

附錄

歐洲戰爭時之金融問題一斑

第一

西曆一九一四年八月倫敦市場與英蘭銀行

J. M. Keynes, The City of London and the Bank of England, August, 1914.

The Quarterly Journal of Economics, November, 1914.

(甲)

英國在國際金融市場上因負有特殊的關係，且倫敦市場在國際金融界亦占有優越之地位；一九一四年七八兩月，遂爲經濟的大恐慌之中心，恰如一九〇七年北美恐慌時之紐約；及一九一二年歐洲大陸恐慌時之巴爾幹半島諸國；然而英蘭銀行獨能不仰藉於巨大現金準備之援助，而得擁有古今未曾有之豐富現金準備，向爲歐洲各大中央銀行所不能爲力之偉業，彼獨能處之綽綽有餘裕焉。當各交戰國中央銀行均實行停止兌現也，而英蘭銀行不特未嘗停止兌現，且並無利用緊急發行之特權，其應付一九一四年八月之巨艱大險，實不感絲毫之困難，此正其難能可貴令人驚嘆者也。當此之時，英蘭銀行所變更其日常狀態者，祇有一般金融市場，再貼現票據之性質上得財政部填補損害之保障一事耳。其所以能得此種善良之效果者，一部分雖藉英蘭銀行幹部不屈不撓之精神，與周到圓練之手腕，而英國在國際金融市場上占有特殊地位之事實，實亦爲其緩和恐慌中重要原因之一，此理甚明，不待辯也。然倫敦大部分之困難，即因倫敦之威信及此種特質而生。

一般的金融界之恐慌，不問其原因屬於戰爭與否，吾人必須研究者，尙有其他之兩問題：(一)對於國內通貨，須立適當的準備；(二)對外支付，須有相當之準備；就中以後者實爲金融界難關之一。所謂國內通貨之問題，姑讓諸次節說明之；於茲祇觀察國際支付之問題耳。英國立於金融特殊的地位者，非指英國發生緊急之恐慌時，英國對於對外支付上之地位，實指其能維持其巨額之永久的海外投資，及增加其永久的國際

債權之國債貸借之關係，此外對於海外市場，尤以美德法各國市場能照常進行其巨額之短期放款及短期通知放款之意義焉。由此觀之，英國國民終不失其爲世界最大之債權國民耳。是故此種放款，若被英蘭銀行拒絕重新改訂時，則吾人隨時皆可轉移國際貸借之逆勢，使趨於順境焉。又特殊地位之第二意義，卽非爲債權者，乃係債務者之國家之中央銀行，若常以其現金準備，充爲償還其國際債務之用；或維持其國內通貨之同價流通，則其準備額縱一時處於債務者之地位；而隨時可得迅速轉移其方向，復趨於債權者之位置矣。但對於中央銀行之準備金，須有更巨大之金額，乃自明之理，無庸贅述。質言之，英蘭銀行一方雖支持其絕對之信用交易；一方卻保有歐羅巴大中央銀行中最小限度之準備金額；蓋其地位與聲譽，能保證其不生危險耳。換言之，此種理論，經此次歐戰大恐慌以後，始確信其假定之果爲正當。當其恐慌初起一二星期之初，英蘭銀行對於現金準備，其抱憂危，後經其當局者之毅力與手腕，卒能不特現金準備之援助，而凌駕恐怖之怒濤駭浪，使全國人心理得所慰藉無恐，真金融上一段之快史也。因此可知多數識者對於金融現象，懷抱憂懼，而攻擊倫敦現金準備之過少，加以嚴酷之評論者，一旦英國金融組織之全體構造，受最高度而且最深刻之打擊時，此種理論與事實，竟完全相反，而無充分之根據矣。

其中最爲顯著之事實，卽如西曆一九一四年七月二十八日奧大利向塞爾維亞之宣戰也，凡一星期之內，全世界各列強，便無一不負欠倫敦之債務；故任何國家，皆處於不能向英蘭銀行要求現金之地位，而他方之各中央銀行當局者，亦被驅迫而均須輸送現金於倫敦，以資週轉焉。是時某當局者在開戰之初，以爲英蘭

銀行必不免停止其兌現；而不知實際之事實，竟出人意表，無須採用此最後之手段。夫停止正貨兌換之手段，對於有充分現金準備之債務國，尤當寬待，不可採用；對於債權者不能應用之，更不待言；故開戰不久，而英蘭銀行能完全不受此特殊之危險也。

(乙)

英蘭銀行之危難，非因自身力薄所致，實從反對之方面而來者也。蓋其他各交戰國之中央銀行，在未開戰之先，已極力搜集蓄積其現金；及其結果，彼等雖有如許巨大之現金準備，而戰端一開，便不能不停止其兌現，不外以備平和後賠償金支付之用耳。如巴西及亞根廷諸國，因不理解鞏固健全的通貨政策之精神，而立時禁止其兌換局現金之兌出，其情猶可原也。其他列強，如德法奧等，號稱世界先進之國家，竟亦用此手段，誠不得不引為怪事耳。當時擁有巨額之現金準備，足資隨時之輸出而不實行停止兌現者，僅印度南非及美國之三國耳。然戰爭初期，此等國家，為圖現金之輸入，而因海上保險費之過重，殆有停止其現金運送之勢。

英國政府為欲擺脫此種危境，遂於英本國以外，分途開設現金儲藏所，以代英蘭銀行廣收現金；於是英國領土之各殖民地政府，於鄂大瓦，及約罕涅斯堡各地，依英蘭銀行之計算，有收集現金之權限。惟印度之現金準備，已係繳藏於倫敦，（雖與英蘭銀行之現金準備性質上有所不同。）實際與此種現金儲藏所，無所差異；故無設立之必要，如有必要，亦祇須於孟買開設一所而已足。

此等在外之現金儲藏所所收入之現金，依理論言之，自可計入英蘭銀行正貨準備之週報中，而英蘭銀

行法，乃並無規定其發行部所有現金之儲藏所。但其平日皆係儲存於銀行以外之鑄幣局內，英國於其他之場所，復開設其現金儲存所者，即擴張其平日之現金儲藏所而已。其對於現行法之規定，仍無違反可言，余誠深信而無疑者也。

英國現金移動之實際計算，最足加以注意者，即如一九一四年七月二十二日英蘭銀行之現金準備，約計四千萬鎊，可以代表其平常之狀態焉。是年七月二十九日，英金之輸出於歐洲大陸者，約為一百萬鎊；三十日，三十一日，亦各為一百萬鎊，皆輸出於法國；八月三日乃至六日，復經過銀行休息日之後，迨至八月七日，計為二十三萬鎊，亦係輸送於法國也。

此種現金輸出之現象，既經終息以後，乃一轉而為現金輸入之現象；從八月七日以後，無日不見銀行之購買現金者；從八月七日至月末，計其現金輸入之總額，達於一千八百五十萬鎊，乃係合計在外各儲藏所收集者而言，其中計美國之金幣為七百九十萬鎊，美國鑄幣局之金塊，計為七百二十萬鎊；存放倫敦之印度準備金中，提出流用之者，為英金二百萬鎊；其餘一百四十萬鎊之額，均係從巴西亞根廷及烏拉乖各地所收集者，此外更無向於其他之資源輸入之。迄於九月中旬，其現金之輸入，僅為少數，一迄九月十九日止，從美國所輸入之金幣，為二百四十萬鎊之金幣與三百萬鎊之金塊耳。

(註)英蘭銀行與生金市場之關係，以尉德斯氏及厄車氏之說明，為最適切；至於美國鑄幣局在於生金市場之地位，則以厄車氏及普刺特氏之論述最為詳盡。(See Withers: Money-changing, pp. 166-168; Escher, Elements of Foreign Exchange, pp.

(丙)

英蘭銀行現金準備之地位，既如以上之所述，一旦歐戰發生——考察事變之經過，其起因並非不自然的。——倫敦金融市場亦捲入漩渦，遂呈大紛亂之狀態，而世界一般人之視聽，悉集中於此。而一般之學者及實際家，遂顛倒於科學的研究，且對此問題懷疑問而加以研究，如所謂：「一旦英之外國債務者，均不能清償英國之債務時，則可發生如何之現象耶？」及「此種恐慌之事變，對於英國國內金融組織之全體，將惹起如何之反動耶？」之兩問題者，實無一人計及之也。

(註)實際上對此問題能給與吾人強烈之暗示，而提倡平日必須充實銀行現金準備之高調者，惟尉德斯氏一人而已，其爲人深堪欽佩者也。(See Withers, *The Meaning of Money*, p. 293.)

實際英國之金融市場，在宣戰以前，已處於危險困難之地位；不特交戰國之國民不能履行其債務，即南美洲各國之商人，政府，及其殖民地自治團體，亦常用此手段，不願償還其債務；更甚者自國無恐慌之危險，而且資力雄厚，未曾捲入戰爭漩渦之美國銀行家，亦因海上運送現金之困難，及禁止的保險費之阻害，亦不能援助英國，而違反其信用支付之契約焉。但倫敦實際上所採用之救急手段，能使因輸送現金義務之外國人，不能履行或懈怠其債務，使倫敦金融市場之全體組織，竟不瀕於危險之境，誠可謂微妙者矣。要之，倫敦金融界之停滯原因，發其端緒者，實係國內金融組織，橫遭國際匯款方法之破壞，因以發生其反動耳。此外因平日由

經紀人之手，與外國人所締結短期信用之金融業者之窮迫狀態所致也。

倫敦之外國債務，其主要部分，概屬於短期間應行清償之債務，如倫敦之認付商店及外國銀行之倫敦支店，在倫敦認付之匯票科目以及外國主顧所遷延之股券交易之計算是，此外外國銀行倫敦支行之交易，係直接貸款者，亦非少數，就中尤以德意志二大銀行，即德意志銀行及貼現公司兩者，為最顯著。此種貸款，固不得謂為即期支付，惟其支付期限之短迫者，有海外投資之年賦繳納，及永久的投資所生常例之利息兩種；更有美國金融業者之投資中最為重要者，亦係締結漸次償還之契約，但一至年末，本不能不清結，其巨額之短期貸款也。

就此等債務之償還上觀之，償還期限一旦到期之時，外國債務者，或按前次同一之條件，更繼續其債權債務之關係者；或改短期債務為永久債務者；或以英蘭銀行輸出商品及國際的有價證券，為償還其債務之用者，在平時固無不如此，而聽債務者之自由選擇；但西曆一九一四年歐戰之範圍，日益擴大，故無論如何短期；或支付如何高率之利息，請求其更行繼續倫敦滿期之債權，或改為永久債務，自難得英蘭銀行之允許，其理甚明，無待辯也。

至於輸出商品之抵還，縱能即時製造商品而且不因戰爭之危險，受海上運送不便利之制限者，但與債務同額之大量商品，欲在債權國發見商品銷售之市場，自為難事，且此種緩慢的作用之貿易救濟策，始終不足以救濟金融家之危急耳。

外債既不能更新繼續其債權債務之關係時，則其他可爲救濟金融之方法者，惟有國際的證券之賣出，及現金輸送之兩方法耳。然前者因世界之重要股份交易所盡行封閉，不得不完全停止其作用；後者之方法，亦因上述之理由，受非常之制限，殆亦不可能之事實。於是外國之債務者，雖其自國資力極爲充實，而且償還債務資金之周轉，亦不生困難，但戰爭一日未止，而亦一日不能履行償還其義務焉。（See Marshall: Principles of Economics, pp. 325-328.）

茲姑讓一步言之，若上述匯款之事實及技術上之困難，盡已排除淨盡，而外國債務者猶有不能償還其債務；例如敵國及交戰國民之債務，有非俟平和克復之後，不能償還之者，又如預定新債務之成立，方能償還舊債務之計劃是也。

（註）歐戰之時，二三交戰國在開戰以前，即已規定其停止兌現之法令（Zahlungsverbot），且對於敵國及交戰國民，亦停止其債務之履行，此事可爲注意之也。

英國金融界受歐洲戰爭影響最顯著而且重大者，半因於戰爭必至之事實者；半因倫敦金融市場全部機關之平衡均勢，瀕於危險，突然急遽轉移其制動機之方向者。此外金融市場之各要素中，陷於最大之困難者，必爲在外國有債權之階級，可無疑也。此種階級受金融之壓迫，非獨此階級陷於危迫境况，而其結果乃漸次影響於倫敦之金融界焉。

（丁）

英國一般之公衆商人，及商業公司，可得利用通知支付及要求支付存款之剩餘資金，常將此項之剩餘資金，直接存款於英京有本行之內外共同經營之銀行（Anglo-foreign Banks）及外國銀行（Foreign Banks）之倫敦支行者，其額亦不少。蓋外國銀行及準外國銀行之存款利息，常較於英國之貼現商店及股份有限公司之銀行有幾分較高之利率，故彼等皆樂趨之。例如要求支付存款之年利爲二分，通知支付存款之年利爲四分，可知其利息特厚矣。然一旦因歐戰發生，此等外國銀行，遂相繼關閉，其存款暫時不得提取，乃影響於市場成爲不穩而且不信用之現象，此理之必至也。

然上述之事實，尙非市場紛亂之主要原因。而英國最大部分之流動資金，固係存放於股份有限公司之銀行，此等銀行在當時之資產，概算約爲十億萬鎊，近來英國一二股份有限公司之銀行，亦自行直接經營一股之外國銀行業務，而開設『外國營業部』亦有兼營美國之銀行業務者；但大多數之股份有限公司之銀行，並無直接向海外供給其資金，悉係經過一二之業者，而經營其對外之業務焉。

（註）以上所稱爲股份有限公司之銀行者，固爲股份組織銀行之意義，而倫敦市場上，素常單稱銀行者，即指此種股份有限公司之銀行而言也。（See Withers: The Meaning of Money, pp. 112 ff.）

此等經紀業者中最爲重要者，即票據認付商店，彼等之營業，即對於股份有限公司之銀行從貼現所取得之大部分票據，而保證其期限到日，必爲支付是也。彼等固係受領英國人之請託，而經營本國票據認付之業務；但對於票據當事者之雙方，俱爲外國人所經營外國交易而發生之票據，營其認付之業務者，尤爲發達；

即保證爲顧客之外國人滿期之日，定能送來票據支付資金，而徵收其一定之認付手續費。惟此種認付業務以及保證業務，與所謂對於以票據爲代表的資產，營貸與資本之銀行業務，完全異其性質，其理甚明，無須贅述。(See Withers: *The Meaning of Money*, Chap. IX.)

國際匯款組織一旦發生破壞之慘劇，首先受資金壓迫之困難者，即爲經營認付業務之人，蓋一方外國顧客，既不能即時履行其債務；而他方經營認付業務者之債務，卻非常超過於其資產之額，自使彼等亦絕對不能履行其票據之契約矣。

於是股份有限公司之銀行，凡平常將最可信賴之所有票據，計入流動資產之計算中者，因此遂不得不變爲非流動資產之性質矣。歐戰當時，倫敦票據資產之總計爲三萬五千萬鎊，與貼現商店及準外國銀行之所有票據，分別計算之，計股份有限公司之銀行所有票據之額，雖不及如是之多，依余之推算，第一流銀行之所有貼現票據，實在於一億萬乃至一億五千萬鎊之間，當佔其資產總額百分之十五焉。

以所有票據爲保證而貸出金額以外，銀行亦間接與貼現商店有短期放款之關係，而受其所生之金融壓迫之影響，誠爲不少也。帖現商店雖擁有巨額之貼現票據；但其大部分多係受銀行之活期放款及短期通知支付放款之資金，而供爲經營其貼現業務之用；故認付商店一旦停止支付時，當然必影響及於貼現商店之支付能力，若銀行對於貼現商店欲急遽請求其償還之時，則惟有實行倒閉，萬無其他救濟之良策也。

股份有限公司之銀行，向來所抱定經營上之要件者，即對於此種貼現商店之放款，其次具有流通性之

原存現金及英蘭銀行存款焉。但在平日此種組織，固常能表示其圓滿之運用。銀行全體對於貼現商店之放款總額，較於各各銀行所得放款之金額，相差甚多。凡一銀行所收回之資金，即以他銀行之放款填補之，若各銀行無此種聯絡之組織，則到底不能充分運用其資產，一旦發生恐慌之時，一切銀行均不得不收回其短期放款，則此種制度之特長，無所作用矣。學者間對於此點，自昔已特抱杞憂，不過此次歐戰之恐慌，即為昔時憂慮之實現而已。至於貼現商店之窮迫，乃因認付商店之困難所惹起之問題，曾經金融批評家明白指摘，茲不贅述。

(註)巴刺氏曾對此問題，加以批評，以警告當世。(See Barker: Cash and Credit, p. 115.)

認付商店因外國顧客方面不能匯來款項，遂使股份有限公司之銀行受非常嚴酷之打擊；蓋認付商店對於保證及認付之業務，直接或間接係經由貼現商店估量其貸出資產之價格。近來銀行亦往往襲用其不確定之經營方針，蓋仍囿於最高流動性之資產的習慣故也。實際上倫敦存款銀行之大者，向來當恐慌緊急之時，所得迅速收回之資金，卻屬於外國人債務者之部分較為的確焉。(See Withers: The Meaning of Money, p. 292.)

證券交易所亦與認付商店相同，因受外國顧客不能匯款之影響，感非常之困難。即如經營巨額之外國交易，以外國人之計算，盛行投機交易之證券經紀人，亦屬不少。彼等均受甚大之影響，尤以經營德國貿易經理之德倫柏爾喜公司在七月三十日，即受違約處分，而被其除名，至其翌日，倫敦證券交易所，雖多數尚不欲

實行其倒閉之手段；但終因外國顧客不能支付，不得不倒閉焉。因此經營外國貿易商店既經宣告破產，遂使多數有貸借關係之股份有限公司亦捲入漩渦，不但受其恐怖而已，即銀行對於放出口項，亦不得不施以收回資金之手段，一切發出證券而得受貸款之借主，亦感劇烈之資金逼迫，欲圖救濟其危險，遂不得不繼續投賣其證券，結果全體證券交易界，淪於極其紛亂之狀態。然此種慘酷之景象，卒因施行最極端之救濟方法，始得避免之。其策維何？茲僅舉其事實說明之；至其方法之適當與否，姑俟諸後日之批評。其事實即係停止一切新訂之交易，而將一切舊交易之清償期，改爲無期延期是也。此種方法，使銀行所受之影響，即如上述所謂銀行劃入於流動資產中巨額之資金，即放款於證券交易約八百萬乃至一千萬鎊之金額，不可不因以成爲無期固定之資金耳。

(註)學者間對於倫敦之大銀行，以巨額之資金，貸與證券交易所，俾助其內外投機交易之常用手段，久已不甚滿意；更加此次歐戰恐慌之慘劇，愈益暴露其弱點，故攻擊之亦愈力，如此次英國之銀行家協會雜誌，竟以爲：「倫敦證券交易所所施行之職業的投機交易，殆全部均恃銀行資金經營之。」又如厄得雅·耶虎厄氏亦對於此點下以譏評曰：「世界上皆無有如倫敦證券交易所經營如許多數之詐僞的業務，亦無敢浪費如許一般公衆之巨額資產者。」兩氏皆對於銀行過濫之投機交易，及放款之弊竇，下以澈底的攻擊，其言固中肯綮，惟因各種緊急問題發生，施行其救濟方法，所以股份有限公司之銀行亦不致流露此種之弱點焉。(S. Kriesser, Die deutschen Grossbanken S. 444, 445; Olare, A Money-Market Primer, p. 145, ff.)

(戊)

英蘭銀行對付一九一四年歐戰時金融上恐慌之救濟政策，其性質果爲何若？茲述之於左：

歐戰時，因絕對的停止交易，發生一般的弊害；固爲重大。但從銀行之立腳點上觀察，證券交易所之問題，尙不甚關緊要，蓋認付商店及貼現票據之問題，實較爲重大而且緊急也。是年八月三日第一次支付延緩認可宣言 (Moratorium Proclamation) 八月六日尙有第二次之一般的支付延緩認可法令出現，故名此爲第一次。祇限於票據業務適用之；於是經營認付業務者，立即可得免除其履行契約之義務；然此種法令，尙不足救濟貼現商店及股份有限公司之困難，反使彼等對於認付商店成爲無期延期而且不可得收回之放款焉。因此彼等既不能坐待收回之時期，便不得不別開流動信用之新源泉；而銀行在當時，有與其鼓起勇氣；爲事實上所能爲之事，無寧採用第一方法，靜觀形勢之變化。但歷時未久，所謂鎮靜之態度，及勇敢之精神，亦不得不發生破綻與動搖，彼等遂高倡政府及英蘭銀行，應迅速救濟銀行之危局，而鎮靜態度盡拋擲於無何有之鄉矣。

此種之問題，可分兩方面觀察之。一方卽爲流動信用之供給；一方卽爲將來經營認付業務者因停止支付所發生倒閉之事實是也。而銀行所以求援於政府及英蘭銀行者，其目的果在於前者歟？其實不然，乃完全欲圖救濟各銀行後者之危險耳。

英國政府當此危急之秋，與其徒對於銀行任煩瑣之交涉，實不如迅速恢復其信用組織及銀行經營之通常狀態者，尤爲有利；於是遂容納彼等要求，便以無制限之信用，卽如下舉之兩種方法，任各銀行及貼現商店自由經營之。其一，卽新發行所謂通貨券 (Currency Notes) 供爲放款之用；其二，卽準據政府及英蘭銀行

間之協定，使其銀行將貼現票據再加以貼現耳。而此兩種信用，俱給與五分之低利焉。

政府不但將平素受英蘭銀行差別的待遇之外國銀行支店所認付之票據再加以貼現，即如貼現商店及股份有限公司之銀行所有一切之票據，亦無不加以再貼現焉。惟此種事實，不但係英國政府及英蘭銀行共同協定之；即使票據結果不能支付，則為最後之執票人之銀行，亦可免除其法律上義務；因此所生英蘭銀行之損失，政府均須償還之耳。此種損失總額，在戰爭未終結以前，固無明確之推測，全視戰爭終了後，德國第一流金融機關之支付能力如何，以為決定。然政府代替銀行及貼現商店所擔負之國家債務，而經其倒欠之總額，終不及於三千萬鎊。至其結局，或較於此額，尚更減少，亦未可知也。

英蘭銀行最初之規定，凡英蘭銀行再貼現票據，期滿之日，不能支付之部分，其較於銀行利率高二分利息之故，再使原始認付人，更行再認付之手續。但不久又改訂新規定，即英蘭銀行可將充為此種票據支付之資金，以較於銀行利率高二分之利息，貸與認付商店；同時認付商店對此貸款，他日可得從請託認付者，收回其資金，而漸次償還之。此種規定，可使票據之出票人，及背書人，免除一切之責任，固不待言。且可得經營新來之交易，而迅速恢復其經營認付業務者之信用，誠為極其寬容之特例也。因此英蘭銀行在戰爭終了之一年內，不得請求認付商業者返還其從交易者所不能收回之金額；一方在此期限滿期以前，英蘭銀行之請求權，一旦恢復效力之時期，實際更後於從支付延緩認可法令以後所認付新票據 (*Post-mortatorium Bills*) 之交易上所發生請求權焉。

股份有限銀行及貼現商店利用此種新規定之程度，果為何若耶？其理由可於左揭英蘭銀行營業週報上記載其他證券（Other Securities）及其他存款（Other Deposits）之遞增的數目中，觀察而知之。蓋其貼現票據之總計，為該行之資產，以「其他證券」表示之；一般金融界即各銀行及貼現商店所得利用上述所謂票據之實收現金總計，為該行之負債，以「其他存款」表示之。

其他證券

其他存款

七月二十二日	三三、七三一、七六二	四二、二八五、二九七
二十九日	四七、三〇七、五三〇	五四、四一八、九〇八
八月七日	六五、三五一、六五六	五六、七四九、六一〇
十二日	七〇、九八六、五九六	八三、三二六、一一三
十九日	九四、七二六、〇八六	一〇八、〇九四、二八七
二十六日	一〇九、九〇四、六七〇	一二三、八九二、六五九
九月二日	一二一、八二〇、六九二	一三三、八一八、八二六
九日	一一六、九二二、七五九	一三〇、七〇四、四六二
十六日	一一三、七九二、五二五	一三五、〇四二、〇七一

右表係表示西曆一九一四年七月二十二日之數目，亦可代表其通常之狀態。埃甸國當是年七月二十

八日，對塞爾維亞宣戰後，翌日之七月二十九日，其計數之增加，實因股份有限公司之銀行從貼現商店收回活期放款，遂使貼現商店不得不將所有之票據賣與英蘭銀行，以為防備緊急之手段。迨至八月七日之營業報告，其進步與七月三十日乃至八月一日之程度相同（銀行休息日從八月二日延長至六日止）。八月十三日，宣言支付延緩認可法令發表以前，認付票據（Pre-moratorium bills）得在英蘭銀行受再貼現之特典，因此種之影響，於是八月十九日止之每星期報告上之計數，遂呈驟增之狀態，竟驅迫可得請求再貼現之銀行及貼現商店之多數行員，羣集於英蘭銀行之中。若使英蘭銀行行員之技術及實際上（Technically or physically）能處理更多數之票據，則此星期增加之額，當尚不止此數。此種變動現象，至九月二日始告終息，倫敦金融市場至此時，始盡將其懷疑不可靠之票據，大部分發出之；因此結果，存款銀行始感覺將如許巨額之資金，不支利息，徒存放於英蘭銀行，殊為不利；致使一般金融界短期資金之利率，亦因此種巨大流動資金之壓迫，不得不大為低落，乃勢之所必至也。然在票據未經再貼現以前，凡期限將至之票據，尤能妥為維持而無危險焉。此種未曾再貼現之票據，每年尚有節省五分再貼現費用之利益，因此等原因之存在，遂從同年九月二日乃至九月十六日止，英蘭銀行所收到再貼現票據之全部金額，較於期滿之舊票據之全部金額，計少八百萬鎊左右，而其他證券之總計，亦因以減少，不難推測而知之也。

回顧同年七月三十日之英蘭銀行利率，雖從三分擡至四分；但股份有限公司之銀行，因急遽收回其活期放款，雖受利息之重大犧牲，亦將其所有票據賣出，以防其他金融之恐慌，故在英蘭銀行利息擡高三四日

以前，資金之要求，已極劇烈，僅依賴此種利率之稍高，實不足以緩和之。於是翌日之三十一日，銀行利率竟擡高至於八分；迨至八月一日，遂爲十分，發生古今未曾有之高利率，尙難達其何等有效之目的，終至惹起金融界完全動搖之恐怖，而激成重大之恐慌焉。未幾從八月二日亘至六日，經過銀行休息日後，銀行遂重行開市，銀行利率始形稍爲下落之現象，計八月七日爲六分，八月八日爲五分是也。

(註) 銀行利率急遽抬高之真正原因，並非如上述所云，實係英國政府施行緊急救濟之政策有以致之。其詳細理由，謹於附錄之第二說明之。

此次歐戰金融界之恐慌，影響於個人之利益，及經濟界之主觀的信認者，茲姑不具論。至銀行利率上精密的平準上所發生之變化，卽如八月中旬，全失其平時之意義及其關係焉。銀行利率運動之意義，原則上卽支配經營票據貼現之貼現市場之動作；並糾正匯兌市價或活期之國際貸借均衡上之不良傾向焉。然在八月之中，則並無需要此種間接的強制力；蓋因貼現市場全然廢止其營業故也。至如所謂存款科目 (Deposit accounts) 之利息，及一般金融界之銀行票據所賦課之利率 (市場利率 Market rate 之意義) 當此時，對於銀行利率 (Banks rate) 並未嘗有維持其普通之關係；故銀行利率，不過係國庫代理者之英蘭銀行，對於存款銀行及貼現商店之貼現票據，更行再貼現時，賦課此票據之貼現價格而已。

(註) 銀行利率 (Banks rate) 對於市場利率 (Market Rate) 有指導之職責；至於兩者間之關係，卽如股份有限公司之銀行存款利率 (Allowance for deposit accounts) 與銀行利率及市場利率之關係，本書已述之於前矣。(See Withers: The Meaning

英蘭銀行之「其他存款」若非在「其他證券」科目發生膨脹之票據，及對於認付商店之英蘭銀行放款不能支付時，亦不至有若干之減少。至於其他交易，若非關係於英蘭銀行之正貨流出，惟單純係諸種存款科目之貸方人名有所變更而已。歐戰當時各銀行對於此點，增加以極端之注意者，即彼等希望將來不必依賴英蘭銀行所給與之膨脹信用，而建設過大之信用基礎耳。

(二)

以上之所述，直接或間接與倫敦之國際的金融上之地位有所關係者；今吾人轉而研究英國國內通貨之問題焉。

大不列顛及愛爾蘭之銀行本支行，約有九千上下。當歐洲開戰之初，此等銀行超過於日常出納資金之所有現金額，據余之推算，當不能超過二千萬鎊，或更爲少數，亦不可知；是以各銀行轉用其行內之準備金，以圖增加其出納資金者，各銀行之平均，每行亦不外增加至二千鎊以上之少許資金而已。當歐洲開戰時，英蘭銀行之準備金總額，約爲二千七百萬鎊，即每銀行之營業所，不過約爲三千鎊之數耳。是故一旦存款者，擁至銀行要求提取現金時，則除發行緊急紙幣外，實難應付，事實昭然無可爲諱者也。但事實上英國存款者，對其素有交易銀行，必不至發生如此冷酷之狀態；蓋因新聞紙曾力行勸告彼等，道破提取存款實爲卑鄙，而且非愛國之行爲，致使英人固有的冷靜之習慣及公共的心理，得以不至越出常軌，遂能以少數之準備金，應付通貨上之非常需要，猶綽綽有餘裕。即郵政儲金局亦不受何等特殊之困難，從是年八月一日乃至七日之臨

時銀行休息日以後，便反成存款增加之勢，誠奇事也。

至於股份有限公司之銀行，雖亦稍稍立於不利之地位者，實因彼等並無善意處理存款提出。七月三十一日，各銀行即自行開始向英蘭銀行提款，心理倉皇，唯以保護自行爲目的，不拘其交易銀行困難與否，強將五鎊之銀行券，要求兌換金幣，竟至一團羣衆，殺到英蘭銀行要求兌現，而英蘭銀行，亦盡其技術上之能力及，迅速的以金幣，與此等銀行券相兌換焉。

八月二日爲星期日，而八月三日又爲銀行八月之常例休息日；但觀察其前後之金融狀態，必要發布而且施行或種形式之緊急發行通貨券之法律，以濟其急；又因準備須費時日，且爲欲緩和銀行家之恐懼，遂將銀行休息日，延長至八月七日，及各銀行重行開市之時，彼等存款者，已有呈不時恢復存入之趨勢，乃足資保護而無恐。——觀察各種情況，可知銀行家之恐懼，不外徒抱一種杞憂耳。——其第一之原因，係宣布一般的支付延緩認可之宣言而起；第二之原因，係兩種形式之緊急發行通貨券，以資供給之規定而起。第一原因既如前述，茲所欲討論者，第二原因耳。

發行通貨券之規定，並非新發明之方法，亦不外允許英蘭銀行可得超過保證準備發行制限額而爲發行之權限是耳。換言之，即可得超過法定制限額之一千八百四十五萬鎊，以爲無準備發行焉。此種手段並非認可正貨兌換之停止，銀行對於要求以銀行券兌換金幣之義務，依然存在，並無喪失其效力，世人往往稱此種法令爲『銀行條例之停止』。此語雖任如何之解釋，其在觀念上，切不可有所誤解。要之，此種非常手段，祇

能稍稍緩和英蘭銀行發行法根本上之保證準備發行額直接限制之規定，此外實無能為力焉。

從實際上之結果與經過情形觀察之，英蘭銀行實未嘗有行使或利用此種特許權能之必要，蓋因其保證準備發行額未曾超過九百萬鎊，尙能維持其在於通常限制額以內耳。是故所謂銀行條例停止 (Suspension) 云者，祇為預備的而已。但英國之議會，能於最初預行計畫此種之手段，實亦不無價值之可言也。追溯過去之歷史上事實，亦有與此相同者：例如昔日英首相及財政大臣，對於限制外發行所生利益之償還方法，嘗與英蘭銀行總裁締結契約，即其適例耳。此次歐戰恐慌之初，一星期內，英國政府亦有特許英蘭銀行總裁以或種之保證及條件，推其內容極秘密，吾人不易探求，而此次「一九一四年，通貨券及銀行券條例」(Currency and Bank Notes Act, 1914) 之中，即可以下列一段而包括無餘矣；即謂：「英蘭銀行及蘇格蘭愛爾蘭各發行銀行之當局者，臨時得於財政部所認可之範圍內，以遵守其權限所附帶之一切條件為限，得超過法律所確定無準備發行制限額，而發行銀行券焉。」由此觀之，其所祕者，亦可類推而得之矣。

然銀行券之制限外發行，所以不及實現而竟中止者，實因復以同一法律，認許其緊急通貨券 (Emergency Currency Notes, Currency Notes) 之發行，故耳。此種發行，全以新奇之形式應用之，惟五鎊之銀行券，在國內祇為流通證券，而不能代表金幣，是故所可能代表金幣之流通證券者，惟有一鎊券及十先零券耳。故曾經研究此種問題之學者間，雖對於一旦發生劇烈之時，能理解一鎊券尤為需要，而對於此種紙幣之印刷方法，並應以何人發行之問題，以及應採用如何之方式，從未有加以研究者。故一旦發生印刷紙幣之缺乏，

遂不得不遷延其施行之期，迄於通貨券發現之日，仍不外用郵票紙料，以充印刷之用耳。其體裁亦極粗俗，好事者，每欲遺留一二紙，以作紀念品，特巧爲模倣之，印刷之。

緊急通貨券之計畫，正與一般人所預料者相同；蓋非以英蘭銀行爲發行者，乃係英國財政部自欲發行其一鎊及十先零券耳。故此種通貨券，並不經英蘭銀行出納局長約翰內隆 (Sir John Cairne) 氏之署名，却以財政總長約翰·布拉柏里 (Sir John Bradburg) 之署名發行之。關於通貨券本規定爲無制限之法定貨幣，祇限其可向於政府代表者之英蘭銀行本店要求兌換金幣而已；故對於羣衆之交易上，皆極信用，而不生何等之疑懼。其初因羣衆好奇心理之動機，及新聞紙上鼓吹贊助之結果，遂使通貨券之需要，非常熾盛，一時竟超過其需要印刷機器之供給能力焉。

通貨券完全立於英蘭銀行條例之範圍以外，故與英蘭銀行之銀行券發行，及其準備金，並無何等關係；是以英蘭銀行營業週報上任何部分，皆無發現通貨券之計算；蓋通貨券純係政府財政部自行獨立報告之也。然歐洲戰爭時，英國通貨券之發行額，僅數日之間，竟超過於英蘭銀行準備額上銀行券可得增發之額，故英蘭銀行之制限外發行（依銀行條例所認可者），早已不生必要，誠可謂通貨政策，完全迅速克告成功者也。然此等通貨券最饒興味而且具有特色者，並非在於此點，乃存於發行整理之方法耳。英國財政部依一九一四年通貨券及銀行券條例，曾給與此種通貨券以非常廣大之自由權限，其第二條之規定曰：「通貨券者，對於財政部所指定之擔保物，得以指令之方法發行之。」若夫對於支配通貨券所必須保有準備之特別

規定，於此曾無一言解釋；茲舉英國財政部所實施之實際的發行方法，約如左述：

所謂通貨券者，政府為貸與於英蘭銀行，以至一切股份有限公司之銀行，蘇格蘭，愛爾蘭，之發行銀行，郵政儲金局；及信託儲蓄銀行等之政府貸款特發行之也。此種貸款，除負擔五分之利息外，依法律之規定，並不要求有特別之擔保，惟對於借款銀行業者之全部資產，可視為優先於其他一切債權之流動債權耳。因此無論任何銀行，其貸付請求之額，均以各行所有之活期存款，及存款科目之十分之二為限。

通貨券之發行，同時得達到種種重要之目的，即如銀行對於存款者方面，有確實的能力得應付其存款之支付，存款者又可得充分法貨之供給，而保障其小交易之清償。即在英蘭銀行方面，不但現金準備，依然得以保全無缺，且銀行營業週報及兌換準備金之公布上，亦可免惹起一般社會不安寧之惡影響，而所謂制限外發行之方法，亦無須採用焉。

應用此種新方法，惟一之危險，即在於濫用；然事實上通貨券之增發，本不成問題；蓋其通貨增減之趨勢，極為輕微，略如下揭而已。此外即使更有若干之新銀貨，乃係造幣局所增發者，無揭載之必要，惟其中郵政匯票，亦曾賦與法貨之資格耳。（以鎊為單位）

由英蘭銀行流出國 內之正貨為(+)又 流入英蘭銀行正貨 為(—)以表之	英蘭銀行券之 增發為(+)又 其收回為(—)	通貨券之發行 額為(+)	總計
七月三十日	十八,三三〇,〇〇〇	十六,三九九,〇〇〇	十一四,六〇〇,〇〇〇
至八月七日			

八月八日至	十二,六五四,000	十一,0八一,000	十一六,六六六,000	十二,四三三,000
八月九日				
八月二十日	一,一二七,000	十一,六五,000	十四,八三九,000	十二,00七,000
八月廿七日				
至九月二日	一,二九四,000	一,二八四,000	十三,六二二,000	十,三八八,000
九月三日				
至九月九日	一,一五五,000	一,六六,000	十一,九五七,000	十,三四六,000
九月十日				
至九月十六日	一,一〇,000	一,五九,000	十,三四,000	一,二八五,000
	十五,一六四,000	十四,九一六,000	十二七,四二七,000	十三七,四九七,000

右表所舉者,係在同一時期之內,從海外輸入於英蘭銀行之現金,其總計為一千九百二十五萬四千鎊耳。

上揭之統計,係混合計算,因圖鞏固九千家銀行營業所之日常出納資金,致使各銀行所吸收之現金與流出於一般流通界之現金數目,不能明白區別,殊引為遺憾也。然三千七百五十萬鎊之總計中,其大部分當然藏置於各銀行之庫中,較於通常之原存現金,必為多額焉。其他增發之一部分,乃係充為陸軍部巨額現金支付之用,而私人所藏匿之金額,必不至於甚巨,可於上揭統計表中,檢覈而知之。

如前之所述,最初所謂通貨券者,為放款於銀行業者,特發行此券而充為貸借之用耳。然經過數日之後,因得財政部之保證,凡支付延緩認可法令未頒布以前之認付票據,得受英蘭銀行之再貼現者,實達於巨額,因此銀行業者存放於英蘭銀行之存款額,乃大形增加;於是一般銀行,請求通貨券之貸與,漸次不感其必要

焉。從此各銀行多以英蘭銀行存款之自己科目內之款，轉帳於政府存款，以償還所借入之通貨券。要之，英蘭銀行之「其他存款」額日形遞減，而「政府存款」額乃日漸增加，甚至一般銀行及郵政局，凡直接發出於一般公衆之通貨券者，皆殘留於流通界矣。

然則，政府以無上之自由裁量權力，對於英蘭銀行之「信用」，即所謂存款殘額，應如何處分之耶？實一問題也。當第一次通貨券報告公布之日，計爲一千一百四十萬鎊，若據轉帳之方法償還之者，政府即記入於所稱爲英蘭銀行之「通貨券償還科目」(Currency Note Redemption Account)之貸方焉。然經過一星期以後，復公布其第二次報告之時，其中之一千一百萬鎊，乃爲援助國庫收支之整理，遂以「政府證書」之名目代表之。更因一般銀行之償還，繼續不輟，故英蘭銀行之「通貨券償還科目」之貸方，所殘存者，仍爲五百九十萬鎊，而無所變更。更次一星期以後，又實行「加以分離符號」(Earmarking)之重要方法，從英蘭銀行準備金，以三百萬鎊之現金，轉記於獨立之科目，此即謂爲「英蘭銀行之獨立現金準備」(Gold "Earmarked" at the Bank)科目也。茲摘錄一九一四年九月十六日，英國銀行界之一種通貨券報告之貸借對照表於左：

通貨券現在流通額 二七、四一六、九三二 鎊

銀行放款

一、五一四、二〇〇 鎊

郵政局及信託貯蓄銀行放款三、六〇〇、〇〇〇

銀行之獨立現金準備

三、五〇〇、〇〇〇

政府證書

一〇、九二三、五四六

英蘭銀行存款

七、八七九、一八六

二七、四一六、九三二

最近之將來銀行科目，必因金額愈多，而必要用『加以分離記號』之方法；於是通貨券亦必漸以現金為擔保，所謂無準備發行之性質，自可告消滅焉。

(庚)

茲述國庫及英蘭銀行對於其他金融市場及倫敦金融界之關係，並關於所受影響之重要的各種要素，甚簡單說明其性質。凡屬細目枝節，皆從省略；甚至證券交易所之變動，亦不過略述其一二而已。

總之，倫敦之金融市場，在歐戰恐慌時，能經受空前之大打擊，而應付尚能綽綽有餘裕，當為盡人所不能否認者也。其中政策，亦有陷於誤謬者，推在開戰之初期而已；蓋是時之金融組織，實際上本有極鞏固而且確實之程度，當然足為一般公眾所信賴，而無危險之虞；卻因膽怯無恥之輕舉妄動，暴露其醜態矣。至可謂為曾處於惟一之艱難重大之地位者，祇有貼現市場與認付商店兩者而已。其餘大部分所用之緊急的手段，其主旨皆不外欲圖緩和金融界之恐怖；且當時受此恐怖之當局者，若更能奮發其較有知識與勇敢之精神，自行所無事，即此輕微之恐慌，亦不至發生焉。

多數識者之見解，皆以為對於此點，鑄成大錯，而應負最重之責任者，斷不能不歸於股份有限公司之銀

行，即爲大存款銀行之當局者（其中自亦有爲之辯護者）。吾人於此，不須溯及關於歷史的人格，及行動之要素，以探究其根本的原因；可一言以蔽之曰：一九一四年八月中之第一期，倫敦市場五光十色，徒使銀行家應接不暇，致不知其義務之所在，而惟利益之是求，正嘆其缺乏有才幹有勇氣如皮亞夢忒摩爾其人耳。然事實上亦未必盡然；蓋以英蘭銀行之堅實而且鞏固，並不須何等隨機應變，祇因襲倫敦金融市場從來之手段，而得財政部有實際的常識，及毅力之互相協助，乃足防止永久的慘劇於無形之中，以遂其英功偉績，英國金融界之前途，實極樂觀，受人之信用亦當愈益堅固，可斷言也。

第二

西曆一九一四年八月歐洲戰爭與金融組織

J. M. Keynes: War and the Financial System, August, 1914.

The Economic Journal, September, 1914, pp. 460-486.

(甲)

茲就西曆一九一四年八月英國金融界之變動及其現象，而敘述其梗概焉。蓋其事在吾人腦中仍爲一種新印象也；英國金融組織，係代表一般之利益，英國政府對其關係，果爲如何，以及其變化之結果，應惹起如何現象之問題，茲姑不具論。惟就三個月以前之英國沉靜之金融界，觀察其恐慌之原因焉。其一，即英國政府及倫敦市場之動作，無一而非利用其金融的技能，速圖恢復其通常狀態之方法。吾人欲研究彼等所施行之

手段，不可不先假定英國金融組織爲妙奧之金融機關，以完成通常之技能，除對於應須即時整理而且修補之英國金融組織，曾受強暴的打擊以外，並無發生其他事實，可得淡然處之。無論債務者及債權者，或銀行貼現業者，認付業者，及證券經紀人等，無不藉助於政府，爲其融通調劑，遂使一切之組織，克復其通常狀態焉。

倫敦金融市場在歐戰初期，經過一星期無謂的敷衍，及過度的恐怖之現象以後，忽然自覺其有無限之固有力，對於維持市面，不得不與財政部及英蘭銀行之當局者，謀適當處置此種之大恐怖。換言之，當賴於財政部方面，有卓越之常識，英蘭銀行當局者，有非常之毅力，以應付之。但彼等所施行之非常緊急手段，不但能收積極的效果，實亦能考慮且批判一般的恐怖，以爲緩和恐慌之方法焉。

歐洲戰爭時，全部金融市場初期所受之影響，其多數之點，皆中識者前此所預料者，然以余之觀察，則此等預料，皆有誤謬。茲舉兩點證明之：其一，即因外國債務者對於英國不能履行其債務，因以倫敦金融界發生拮据的效果；其二，即英國股份有限公司之銀行（存款銀行）當恐慌之初期，曾亦發現其缺乏勇敢與毅力之弱點。

（註）可爲學問的預想之一實例者，即如尉德爾斯氏及琴司氏兩人之主張。（See Withers: The Meaning of Money, Chap.

XV; Keynes, Indian Currency and Finance, Chap. II.）

據以下之論述與辯證，則可知爲倫敦市場恐慌之導火線者，並非英國對於外國之債務者無能力履行；以及一般民間藏匿貨幣而使國內擾亂之兩原因；蓋其原因，乃在於開戰之時，外國人對於英國債務不能履

行之故，此種理由，多數經濟學者，早已預料及此，不數日而全世界對英之匯兌關係，即可得趨於順境之事實，即其明徵也。

(註)又有學問的預測之一實例，即爲尉德斯氏之近著，吾人可參照之。(See Withers: Money Changing, Chap. VIII.)

(2)

最初受恐慌之打擊者，卻爲證券市場。西曆一九一四年七月二十八日，本爲火曜日，埃甸國之與塞爾維亞宣戰也。歐洲大陸各證券交易所，立卽準備最堅固之決心，以防恐慌之襲來。至七月三十日木曜日止，除倫敦、紐約、巴黎之公立市場（所謂公立市場云者，卽 Parquet 之謂也，巴黎之一般市場 (Coultze)，在七月三十日木曜日以前，卽先行閉倒）以外，一切之大證券交易所，皆相繼閉。至金曜日，巴黎交易所，亦決定實行延期決算，「至八月一日止」與巴黎有親切關係之倫敦證券交易所，乃亦不得不告倒閉。卽紐約之證券市場，亦立卽倣效歐洲交易所之例，而不久宣告關門。八月一日爲土曜日，德與俄宣戰；及八月四日德與英宣戰；巴黎除柏爾克證券交易所（柏爾克市場至九月二日法蘭西政府從巴黎撤退止，其間曾附幾分之制限而仍行開市）以外，一切之證券交易所，一聞戰爭發生，均在列強宣戰以前，卽實行其閉鎖焉。（因此巴黎交易所決算延期，復延長至九月末日止。）

世人皆以爲倫敦證券交易所所以採用閉鎖之手段，實因海外輸入過多之證券爲厲之階。實際上柏林、巴黎以及其他歐洲金融中心市場，無一而非爭欲不計價格，而賣出其有價證券，盡其能力所及，將所有之任

何國際的證券，運集於倫敦；但僅以此種國際的證券之輸入，爲倫敦市場發生危險之全部原因者，則非適切也。故倫敦證券交易所，當此之時，自無迅速停止其一切交易之必要。縱使證券市場，繼續開市，不論以何人之能力，皆不能強要不欲購買證券之證券買賣人而買入之；惟證券交易未曾完全停止之時，發賣上之便宜，藉以減殺之事實，則可斷言；且欲買入者，猶得隨時任意買入之。由此觀之，其不急遽實行此證券市場絕對閉鎖之非常手段者，蓋亦有故耳。

然而驅迫倫敦證券交易所致於閉鎖；及所以使其閉鎖之勢力，實有特異之性質焉。其勢力凡有兩種：一，在戰爭恐慌以前，從外國購買方面之交易所發生者；即因負欠倫敦交易所債務之外國人而已；（並非戰爭恐慌後，依外國發賣方面計算所生之外國人對於倫敦交易所之債權而起）二，即因股份有限公司之銀行之行動而起焉。

此種事實與恐慌前數日之間，因外國人之發賣所發生之危險者，完全不相同也。其危險實係正反對之原因；即從前所經營定期交易之外國買者方面；或前次交易延長而來之外國買者焉。倫敦證券交易所，亦爲世界證券市場之一；故倫敦專爲外國證券市場經營證券之買賣，自能觀察世界多數大股份有限公司，每於定期交易期日之末（證券之定期交易，皆以二星期爲一期），自可發生獲得外國請託者之巨額的債權。縱使清償上，外國市場對於倫敦市場，並無必須支付何等之債務，但個個之證券經紀人，及倫敦證券市場全體，從一個外國請託者所收領之金額，與應須支付於其他外國請託者之金額，互相抵殺，誠亦非易舉之事耳。歐

洲大陸晴天霹靂，竟將全部交易所盡行閉鎖，有戰爭關係之各大國，亦相繼宣布其全部或一部之支付延緩。認可法令，最後巴黎市場，始決定交易延期清償，遂使從外國請託者所獲得之債權，一時皆不得收回矣。其時恰當十九日爲『定期貨物』(A nineteen-day account) 之末日，倫敦證券市場上，除上海以外，皆施行其非常手段，故與外國有交易關係之多數股份有限公司，即時對於必須支付之金額，完全陷於不能週轉之地位。經營德國證券交易最盛之一大商店，曰德倫柏爾喜者，至木曜日，亦陷於支付停止之悲境，遂使多數證券交易所會員，感覺其地位，已處於非常重大之困難；且應從巴黎或柏林收回之金額，亦不能立期收到，因此數十家證券公司，遂於翌日之金曜日，所謂應受違約處分，應被除名等之風聲，傳播於社會間；且與外國有關係之股份有限公司，本必須待海外支付停兌者之匯款，以資救濟，一旦海外各公司亦遭此危險，自不得不惹起其餘無數會員亦受違約之處分，證券界殆無一人能維持其安全無恐之地位者矣。

證券交易所委員會，目擊證券界一般既處於不能支付之狀況所壓迫，遂不得不講求或種手段，以爲救濟，故彼等最終不得不選擇最極端之救濟手段，盡將全部證券市場加以閉鎖焉。

股份有限公司之銀行之行動，與證券市場有密切之關係，前已述之矣。茲再略述其一二，俾更見其明晰。證券賣者與買者間，在交易所內所行之合意的買賣交易，在理論上此種交易，自與當事者以外不生利害關係；故此種交易可得牽涉於第三者之問題，但其事實卻全不然；蓋交易所內，實際買賣之情形，不能完全作如是觀耳。茲解釋之於下：夫銀行以證券爲擔保，貸出其巨額之資金者，此種擔保已充分保證其貸出額，通常

皆係根據該證券之證券交易所公定市價表上之價格計算之。是故市價下落時，則銀行可得請求其顧主減少借出之金額，或增加其擔保額，若借款人不能承認此種要求，則當然視為無支付之能力，此時銀行可將其所保管之證券賣出之，以其所收入之賣價，充為借款人負債償還之用。故交易所公定市價，通常可為有價證券概算價格之精確的指南針，習慣上亦皆以此為標準，但發生非常事故時，則此種標準，實不能謂為至當；蓋大多數債權者之地位，實際上以此等價格為買賣之數量者，係受其完全無關係之價格，即證券交易所任意呼價之名義的價格所影響而已。

若證券交易所依然開市，則對於或種之證券，尚可得決定一種公定之市價；故銀行一旦察到其擔保所有證券之名義的價格，漸次低落時，則多數顧主，未必能保其不陷入於無能力支付之窮途。因此等顧主之倒閉，則信用此顧主的經紀人之人，自亦不得不失其信用。結果其危險乃漸次從一階級擴大至於其他階級矣。證券交易所之倒閉，可據兩種理由，而預防其作為擔保價格銀行之跌落，若先缺乏新公定市價之根據，則證券之價格，不得不從慣例的，以最近市價為標準而計算之而已。如證券在證券交易所開市時，事實上其價格雖不高，而銀行亦必不注意其價格低落之發生與否？是故銀行不但不能將自己所有證券賣出之，即強制顧主賣出其證券之事實，亦非易事也。

由此觀之，證券交易所所以閉倒之理由，實因國際匯款之斷絕，致其必須履行債務之多數會員，陷於不能償還之地位。若價格履行繼續下落之時，則銀行請求其增加擔保時，直為顧主發生倒閉慘劇之導火線；即

使證券市場能依然維持開市，而因或銀行之強制的賣出，亦必發生更爲重大之惡果，而激成普遍的恐怖之心理矣。

然他方亦有多數可得否認交易所全部閉鎖之最大理由，事實昭揭，無庸爲諱也。惟吾人所欲研究者，祇就銀行方面，應當毅然對於事件之緩和政策上，依協商的行動，更須多大之努力，加以說明而已。至於或種更爲寬大而且溫和之方法，不問其匡救此種危急之難局，果爲適當與否，皆不具論。英國銀行業者，歐戰恐慌之初期，當挺身任保護證券交易所之責，且盡其力之所及，保護證券界安全，即對於舊借款人，亦當善爲酌定增加其擔保焉。若銀行因擔保之目的，例如根據是年七月二十七日之市價，承認其繼續的計算證券之價格時，則彼等自較於交易所完全閉鎖所感受之困難，當爲輕微；但銀行於恐慌之初期，實未嘗有絲毫援助交易所之態度，與行動，傲然自處於痛癢不相關之地位，無論以如何高率之利息，皆拒絕其新行放款；且當七月末日清償之時期，對於所發出之證券，不特加以過度之警戒與檢查，即銀行既經放款，或既經協定貸出之資金，當恐慌風潮達於極點之時，亦完全實行收回或停止之手段焉。

證券交易所一經閉鎖，而英國金融業務之一大部分之資源，即形停滯而且涸竭，迨至八月十三日止，英國公債及最可靠之二三證券現交易，僅行其極少數之非公式交易而已。此種私的交易，其初雖有若干之增加；但不久復歸於消滅，而英國證券交易所委員會，又滿望財政大臣結果必能挪移國庫資金，以資補助，代爲保障，遂寧甘遷延其證券交易所再開市之期，以爲奇利可居也。

(丙)

償還日期漸次到期之短期海外貸款，於茲再略述其一二。吾人試計算其吾人保證外國應支付於英國之資金，及外國應支付於英國以外之其他外國之資金之數目，即知多數外國人對於英國實負欠巨大之債務焉。夫英國銀行及貼現商店之對於外國票據貸出短期資金者，大半即與英國商店對於票據滿期日擔任第一償還請求 (First recourse) 之義務，而為貸出者相同；間接即對於外國供給資金是耳。倫敦金融市場所保有外國票據之一部分，雖係直接向於外國銀行之倫敦支店支取之票據，但其大部分，即使皆係雙方當事者之外國人輸出入交易上所發出之票據，實可謂為對於英國之認付商店發出此票據，即因認付商店一方受認付之手續費；一方信賴外國請求認付者，在相當時期中，必可履行其契約，而匯來此票據之資金，保證其票據到期之日，必能支付，而負擔第一償還之義務者是也。

吾人如欲明瞭歐戰恐慌之真相者，須將保證票據而不貸出資金之認付商店之地位；及恃此保證而貸出資金之銀行及貼現商店之地位，兩者明為區別。蓋票據貼現之業務，係銀行及貼現商店經營之，固不待言。近年以來，銀行雖亦經營少額之保證及認付業務 (Guaranteeing or accepting business)，而且有漸次增加之勢；但其經營，仍不能脫出英國國內之顧客範圍以外耳。銀行使用一部分之存款為貼現資金，而貼現商店亦與一部分之銀行相同，將其銀行所收入之存款，以充資金之用；同時一部分利用其少額之通知支付放款，即由銀行借來通知即行償還之資金，以經營其貼現之業務耳。

歐洲戰爭一旦爆發之際，倫敦市場果發生如何現象之問題耶？據從來著述家所發表之見聞錄，多以為外國債務者對於倫敦所有之負債中，不問其果屬於負欠倫敦認付商店之部分，抑或負欠於外國銀行支店在倫敦曾經認付之票據，係倫敦所有者之部分，票據到期之日，均須漸次償還之，其中得請求中止支付者，不外一部分而已。因此之結果，乃使一切之外國匯兌關係上處於有利益之地位者，仍歸於倫敦市場，而英蘭銀行之地位，乃大加鞏固矣。惟戰爭開始之初，英國金融界外國輸入現金之組織，完全破壞無遺；且負欠倫敦之認付商店及外國銀行支行之外國債務者，復大規模淪於不能履行其債務之悲境，事實若揭，特一般人在是時未能識破之耳。

國際匯款組織發生如斯之破壞，自必惹起更為重大之影響。即如前述，銀行係依賴於認付商店及貼現商店，而貼現商店又係依賴於認付商店；若認付商店處於不能輸送現金之地位，則惟有依賴於外國之一策耳。當時倫敦市場未經償還之票據總計，計達於三億五千萬鎊，其中期限按日着着到期者，約為數百萬鎊，其大部分究屬於外國人之負債焉。而認付商店之流動資產，較於未經償還之保證債務，實不及其萬一，故一旦外國債務者大模規處於匯款不能之地位時，彼等遂束手無策，面面相覷而莫如之何矣。

匯款組織一旦發生破綻，結果致使認付商店不能履行債務，即平時號稱最為流通的之認付商店以外之金融界，具有各種要素之資產，本係凝固而且具有團結力之部分者，竟於列強間之戰爭未曾破裂以前，即影響於倫敦金融市場，使其發生動搖焉。由各方面考察其實際上發生之事實，決非從不自然之經路而進也。

然則吾人首先必須研究者，即潛在於恐慌悲劇之無形中，所謂輸金不能之理由是耳。

要之外國債務者，償還債務之方法，可大別爲四項目，茲舉示於下：(一)輸送貨物；(二)匯兌現金；(三)發售有價證券；(四)採票據貼現之手段，而週轉新的短期信用；但當時因各國間開戰之期，迫於眉睫，故此等方法至少在一時的不能實行焉。惟債權者若向於債務者要求其速行償還，則輸送貨物之方法，究極其緩慢，且此等方法，不特不得以救濟恐慌，使其敏速實行，而歐洲開戰之初期，各國間均有拿捕船舶之危險，貨物之國際的運輸，自不免受其重大之妨礙耳。

(註)歐洲人往往謂現金，有價證券，小麥三者，最合於理想的之國際商品，馬沙爾氏之主張，對於此點，言之尤爲明晰，讀者可參照之。
(See Marshall, Principles of Economics, p. 326. fg.)

匯兌現金與輸送貨物，亦有一部分相同之理由，實亦能發生極困難之事也。歐洲戰爭破裂以前，大西洋上對於輸送現金之保險費，殆有禁止之傾向；當時紐約多數之大銀行，雖一方面負擔極其迫切之倫敦債務；而他方面復擁有巨額之現金，竟亦處於不能匯兌，而莫可如何之地位焉。此外海上運送現金之困難，尙有其他之理由存在。例如南美各國，不特其輸送期間失之過長，即其國通貨事務之主管官廳，當歐洲恐慌之際，準備鉅額之現金以資輸出者，實屬寥寥無幾。嗣後多數之國家，雖擁有巨大之現金準備，而對於現金施行合理的政策者，亦極少數。由此觀之，彼等平時雖有預防恐慌時急需之目的，寧犧牲巨大之費用，而準備其巨額現金，孰知一旦恐慌襲來，因採用誤謬之通貨政策，遂使與未嘗有絲毫現金之準備者相同，而處於無現金週

轉之地位矣。迨經日累月，巨大之現金，遂盡流入於英蘭銀行及英蘭銀行之海外各處之現金貯藏所；但其國內資金，雖甚爲充實，而急速輸送現金，爲外國之債務者，難能之事。故歐洲戰爭時，可斷定其現金輸送，竟處於一時斷絕之狀態，而斷定其現金完全不能輸送則不可也。

第三爲發售有價證券之方法，惟此種方法，在證券交易所完全閉鎖之時，斷難即時施行之也。第四爲發售匯票之方法，其與輸送貨物之法方，有密接之關係，固不待言。要之，所謂票據，即依訂定將來貨物引渡之契約而發生；故一部分既因輸送貨物之困難；一方面又逢認付商店處於不得經營新的業務之地位；乃使票據之發售，亦不得不被其杜絕而無絲毫活動之餘地焉。質言之，所以使貨物輸送發生如許妨礙者，即因倫敦金融市場對於應須認付之匯票之發出，甚爲困難耳。〔目前所討論者，並非金融票據 (Finance bill, Finanzwechsel) 之問題，乃討論所謂商品票據 (Produce bill, Warenwechsel) 之問題，固不待言。〕

據前之所述，不論根據如何之理由，並不問其支付能力如何健固之外國債務者，對於英國所負欠之債務，均不免暫時的處於匯兌現金困難之地位焉。至於敵國之債務者，更無論其支付能力如何充裕，抑如何不充裕，其償還之期限，自成爲無期延期之狀態。又有其他之債務者，因要求支付，過於緊迫，即以漸次償還之方法，以資應付，而金融組織終亦難免遭完全之破壞；或顛覆不可振拔，如巴西政府及亞根廷政府，毅然閉鎖其兌換局之門，以保藏其現金，爲惟一之救濟策者，即其適例耳。當時惟有印度之通貨組織，在恐慌初期最爲熾烈而且壓力最強之時，獨能與此種禍患相抵抗而綽有餘裕也。

(註)據琴司氏之論述，以爲印度幣制，實具有金匯兌本位制之特質；蓋其既在倫敦保存極爲豐富之金本位制準備金，而此種準備金，更足爲維持或整理貨幣對外價值之基本的要件；以此種穩固之制度，其所以能挽恐慌之狂瀾，作中流之砥柱者，固意中事耳。總而言之，印度在此時期，不特無發布支付延緩法令之必要，即留比之匯兌市價，當恐慌達於最高程度之時，既能不抬高至金輸入點以上，亦不低落至於金輸出點以下焉。(See Econ. Journ. September, 1914, p. 507.)

按以上所述，負欠債務之外國人，既陷於匯兌現金不能之地位，證券交易所因以遽形紊亂之現象，而一面銀行及貼現商店對於貸出海外之資金，雖必須收回以充實其資金，亦致間接的受影響，不能達到目的，與彼等一向之計算，遂完全互相齟齬，莫可分割焉。然彼等對於此種問題，實各以不同之形式表現之。其中除極少數之例外外，銀行皆得英國認付商店之保證，而間接向外國人貸出其資金，是故直接從此種事實上觀察之，實係此種認付商店不能履行債務，爲真正之原因。當最初恐慌發生之時，其中因支付無能力必須公然受人救濟者，在金融階級中，自當屬於認付商店。其最先之救濟方法，卽爲一九一四年八月三日日曜日所宣布之一部分支付延緩認可法令之形式，但僅限於匯票，始有受此種法令之恩澤。認付商店一旦獲得此種法令所認付之權能，遂於是年八月三日以前，施行其認付之業務，對於期限行將屆滿之一切票據，延長其一個月之票據支付日期；不外對於此種票據課以遲延利息，年爲六分之利率耳。

認付商店因此種法令之宣布，一時的固能救濟其恐慌危局；然銀行及貼現商店之從來所號稱最富於流通性之資產部分，卻因此反成爲無期限之固定性的資產矣。換言之，卽昔日本能以自動的在短少時日內

取得現金，素爲彼等所藉作第三防禦線之票據，於此事實上，竟突然成爲長久的不定期間中，不得收回之貸款矣。

茲再轉而觀察貼現商店在此時期中之狀態；蓋其大部分之資產，不但不能採用票據之形式，以資週轉；反致負欠活期放款及短期通知支付放款之巨額債務，終致支付能力瀕於危殆之境地焉。

(註)倫敦金融市場中，個人貼現商店，素無公布其營業狀態者，自當別論；茲觀察倫敦號稱三大貼現商店——Alexanders National Discount, Union Discount——一九一四年六月三十日所公布之營業狀態，其中資本金及公積金爲三百六十萬鎊；貼現票據則爲五千八百二十萬鎊，其中一千一百四十萬鎊，係付銀行再貼現，而必須負擔背書之義務者。(Ibid. p. 468.)

事實上此次之恐慌，銀行之支付能力，結果實不受如何損害；即其所有票據，曾遭遇巨大之損失，而其實力亦足應付，而不生動搖焉。

(註)股份有限公司之銀行所有之貼現票據額，並非與放款分離發表之；故甚難明瞭其正確之計算，但爲研究便利計，姑假定倫敦第一等之銀行所有票據金額，約在於一億萬鎊乃至一億二千五百萬鎊之間，則可知其實未嘗超過於全部資產之一成五分焉。(Ibid. p. 469.)

平日特爲週轉上惟一要件之巨額資金，一旦成爲固定性而喪失其流動能力者，一方面既使收回應支付於存款者之現金資源，因以發生多量之減少；而他方面目前所經營之外國貿易，必須供給於新票據貼現業務上使用之財源，亦告杜絕，此不得不然之趨勢也。

一九一四年八月七日，英政府之發布第二次支付延緩認可之宣言，第一着在一個月間，一切債務者之

階級，皆受其保護而得無恐，而銀行及貼現商店之方面，一方其資產正變為非流動的；他方即眼前各存款者要求支付之首先的危險，亦得其救助，安然渡過難關矣。

恐慌時第二之問題，即貼現市場原狀之恢復，更感困難而且問題尤為複雜；當此之時，外國貿易，已盛行復活，故解決此種問題，實為焦眉之急。蓋一旦輸入潮流回復其通常狀態時，英國自當起而講求適應現時之需要，及獲得食品與原料品之方策焉。是時外國人對於英國所負欠之舊債務，已有償還之能力與機會，英國與外國金融上之地位，重行清算，即可謂從此開始，寧非重要而且緊急之問題哉！

上述兩種問題以外，尚有兩個難題相對立，正待解決者也。其一，對於新票據可否與以滿足之認付；其二，既經認付之票據，可否與以滿足之貼現？是耳。當彼之時，雖有幾多之方法，實無全部敘述之必要；茲所欲說明者，祇限於英國政府所採用之現實的方法，要即屬於第二問題；至於第一問題，則姑置而不論焉。第兩者實際上並非明有鴻溝之分，一言而蔽之曰：第一問題可視為第二問題解決上之間接的效果耳。所謂第二問題之方法者，即銀行及貼現商店對於自身所擔負者，每希望其變為現金，遂買入在支付延緩認可法令以前之既經認付票據 (Pre-meratorium bill) 之權限，(詳言之，適用年五分之利率，行再貼現之權限) 委任於英蘭銀行而已。

(註) 所謂支付延緩認可法令前既經認付票據云者，即一九一四年八月四日以前既經認付票據 (Pre-August 4th bill) 之意義耳。日本大藏省(財政部)譯稱此票據曰特典票據，此種票據可得行再貼現，凡經英蘭銀行所承認者，謂為承認特典票據。(Approved)

若係經過英蘭銀行者，則再貼現之人，對於未來之義務，均得免除。至於認付方面，萬一到期不能履行其債務時，則按當時銀行利率更行增加二分之利率，可得待再認付焉。最後英國政府關於英蘭銀行所保障者，因認付商店將來未必即無支付能力，故其票據交易上所發生一切之結果的損害，皆實行填補之或賠償之。

(註)是年九月五日，英國政府對於此種方法更進一步而宣布票據到期之日，認付人若無支付之能力時，不須再行認付之手續，可得按所必要之金額，以同銀行利率二分之利率貸與之；蓋此種方法，更能免除出票人及背書人之不必要的債務也。

此種方法，實不愧為最冒險之政策；其最後所得之效果，即在法律範圍以外，能救濟銀行及貼現商店之地位耳。蓋英國政府此種之動作，不特以極平常之貼現利率，足使一切之票據成爲現金；同時若不能如是動作，自當歸其負擔，遂盡舉票據所發生一切之倒帳，轉嫁於英國國庫焉。而一般社會中，銀行之活動，乃大受裨益，因此既可得應付存款者之支付要求；並得收回充分之資金，以充實新的交易之用；即對於金融界，亦有利用新票據貼現資金之餘地，社會一般之希望，均告完全達到矣。然則據上之所述，凡受國家保障之銀行，果均按所預期而得滿意耶？其實未必皆然。

對於銀行及貼現商會有關係之社會全體，其受心理的救濟，誠亦甚重要而且偉大，吾人斷不可輕視之也。蓋英國政府採用此種非常的施設手段時，實受新聞界及雜誌界狂熱的讚助焉。惟當時政府採用此種非常的手段，第一着所發表之方法，自與一般言論界之調子有所隔閡，其程度如何，茲姑置而不述；然英國國庫

實因此而受巨大之未來負債焉。其貼現市場雖能舉其恢復原狀之偉績，而其中政府所援助之部分，則事實昭彰，盡人而知之矣。銀行方面一旦得利用政府此種之施設，所受利益固多，孰知他方既經其手所收回之資金，復充於新票據貼現使用之部分，亦為極少之額焉。其原因雖基於一部分銀行之大警備，其實銀行方面融通上各種類票據之缺乏，尤為重大之原因，惟此種事實，亦不無曾經預料者，蓋此次英國政府採用非常的手段，正如上述所謂兩種難題中之第一問題，其一般局面，實質上完全未曾解決而放棄之而已；至對於認付商店之信用復活上，誠未見其有何等之作用也。現今認付商店中多數人對於票據認付業務，較於通常皆無何等特色，其結果亦難越破此種難關，但此亦屬於時間問題耳。由此觀之，為製造外國票據之最先要件（認付業務）實已極其不完全矣。

（註一）西曆一九一四年九月之第一期止，英國銀行再貼現額未嘗超過一億萬鎊，其中最終的損失，屬於國庫之負擔者，約計三千萬鎊左右。

（註二）西曆一九一四年九月四日，英國國庫對於認付商店信用之恢復上，更與以尤為雄厚之保障。

吾人於此雖不能推定英國金融界之票據認付業務，將來能恢復至分業的舊制度之如何程度，亦難預知能否恢復至前此所稱為重要之程度。惟將來當依賴某種機關（即對於必須負擔之認付債務的資產，而未嘗加以壓制的手段之強大的金融機關）經營之，則無容疑之餘地也。近年來英國銀行較於從前，為圖主顧之便利而兼營認付業務者，日形發達，將來此方面尤當浸浸日上，進步不已，更屬顯而易見，不難預測而知。

之也。惟歐戰恐慌之際，製造票據之機關，甚受拘束；因以貼現市場之運用上，亦甚感缺乏圓滑周轉之不便；故跨於認付與貼現兩種業務間之銀行，自不得不毅然活動力圖減少此種拘束之困難，而引為其銀行自身重要之職責矣。

(註)倫敦金融市場常稱經營認付之業務者，為商人銀行家 (Merchant Bankers) 事實昭揭，不待詳解而自明也。居留倫敦之外國輸入商人漸次發達，而成特種化，即屬為尉德斯氏所謂倫敦市場之貴族階級焉 (A Sort of Aristocracy in the City)。英國銀行重要人員過半均係從此種階級所選出者；且認付商店與銀行分歧之點，在今日因認付信用之單位，及總額，愈益加多，平時所引為不滿意之銀行分業主義者，亦信用之而奉行惟謹矣。股份有限公司銀行在今日雖一方面受經營認付業務者之嫉視；他方面主張運用一般存款於危險的業務，殊為不當之議論者，亦橫加以攻擊，而彼不顧也；不特未嘗消聲匿跡，而且兼營此種業務之趨勢，且變本加厲，邁進不已焉。其初不外歐洲大陸各銀行無不經營之，嗣後美國，事實上亦甚多提倡銀行有兼營此業務之必要，西曆一九一三年末，頒布聯邦準備法時，遂確定採用此種主義矣。(See Withers: The Meaning of Money, p. 161, fg.; Rieser, Deutschen Grossbanken,

S. 232-243; Jacobs, Bank Acceptances; Laughlin, Banking Reform, p. 96 fg.) 以余個人之見解，萬一此種兼營認付業務之運動，於此次歐戰恐慌以前，在倫敦市場已大為進步者，則至少經過此次恐慌初期以後，而經營認付業務者，必能立見復活，而無可疑，即琴司氏所謂「貼現市場之第一雜題」者，當亦藉以獲得不少之解決焉。願經營認付業務者之勢力，實培植於巴佐特之時代以前，早已根深蒂固。試觀英國金融史上有名之事實，即「路斯柴爾德商店之一職員，常充當英國銀行董事會之一董事，外國人見之，以為銀行家本不得充當英國銀行之董事，而疑此種事實，有抵觸於銀行之不文律。然此種見解，乃因未嘗明瞭歐洲大陸與英國銀行觀互相差異之點，而致生此誤會；蓋路斯柴爾德商店者，雖係受公眾存款之寄託，明為一大資本家；但仍未嘗認許支票之發出，故按英國銀行觀言之，並非可謂為銀行家耳。」由此觀之，英國人富於因襲性質，欲圖驅逐此種老舖之路斯柴爾德商店於該市之外，誠非易事也。然如美國河邊之法蘭克福之路斯柴爾德商店，既已趨向於銀行集中之運動，而被併吞於集司康忒·喀摩爾謝夫特，猶幸此次歐戰大恐慌，給與倫

「倫敦金融界一種大整理之機會，而英國各銀行亦毅然因襲此等貼現商店之故智，實行兼營認付業務，而步其後塵矣。」（See Baughot

Lombard Street, New Ed., pp. 214, 215, 241.)

(丁)

股份有限銀行之行動，以前屢有述及之。但一切銀行——除金融市場中最有名之二三股份有限銀行外——在歐戰恐慌之初期，皆無敢蹶起而擔負此重大之責任者。當宣戰前後金融界非常狂亂之際，不特不善運用其勢力，以鎮壓其恐慌，即其嗣後之行動，亦祇圖自己目前之安全，而計自身金錢上之利益，所謂一般的利益，及將來遠大之計畫者，皆付諸不關痛癢，而且反貽金融界種種之妨礙，亦不之顧；甚至各銀行在倫敦金融市場之聲譽，及將來之地位，亦不持其尊重確立之態度焉。蓋擁護倫敦市場聲譽者，並非英蘭銀行獨任其責，乃在各銀行共分其勞，孰知歐戰恐慌當時，倫敦各銀行之行動，至少亦為其自己謀一部分之利益；且彼等之觀察點，小而且近，無遠大之氣宇，宜其貽誚於世也。

股份有限公司之銀行中，每根據其存款銀行之信條，以為存款者對於彼等，有取得優先之權利，因懷抱此種見解，一方既傾向其他金融市場及股票市場收回資金；同時他方復對於存款者及主顧，與以充分之優待；蓋有時因考慮金融界全體之利益；即使一時或不能兼謀一般顧主之便宜，亦確信寧忍一時之小不利，而極力支持倫敦金融界之大局焉。惟倫敦雖有二三之銀行，實行前者之方法，而博金融界一般之信用；但多數銀行並無同時實行上述兩種之手段，將其金融市場所收回之資金，充分散布於一般之社會耳。彼等事實上

乃將一般金融界所收回之資金，藏匿甚固，其策之陋，與私人之藏匿現金者同出一轍，自亦不免受人攻擊。以下就其與股份有限公司之銀行之態度有所關聯而且較為重要之事件者畧為敘述之。

西曆一九一四年七月二十九日水曜日，實即為埃國與塞爾維亞宣戰之日，恰又為英國證券交易所清算之期日。證券交易所之主顧，當此危急之秋，自無餘力運用其如何新穎之方法焉。當時銀行對於彼等，應加以如何參酌之辦法，亦茫然不知所以應付，實際上竟出乎意想之外，全部放款，均發生非常之緊縮，雖其緊縮之程度不甚顯著，而證券市場因此情形已覺悟其欲求銀行之多大援助已絕望矣。

此星期之木曜，金曜，土曜各日，倫敦各銀行始向貼現商店收回其巨額之放款，結果貼現商店不得不將巨額之貼現票據，轉致於英蘭銀行，請求資金上之救濟矣。木曜日銀行利率從三分擡高至四分；金曜日則為八分；土曜日遂成爲一成之高率。迄土曜日早晨止，此等股份有限公司之銀行之行動，竟使貼現商店幾陷於完全無秩序之狀態；蓋彼等一旦目擊此種銀行利率之暴騰，皆相顧失色，每懸念英蘭銀行或亦將行拒絕再貼現之請求，而生其恐慌心理。要之，實因英蘭銀行以勇敢膽壯之行動，反致激成彼等曾經鎮定之恐怖心耳。

(註)通常以自己所有之票據，向英蘭銀行要求再貼現者，其不利益之點，不特因銀行利率較於市場利率為高之一點；且英蘭銀行對於貼現商店所賦課之利率，通常又較高五厘，是不利益之上，復加以不利益焉。(See Withers: The Meaning of Money, p. 148.) 但其全利率，雖擡高如許程度，而一旦金融市場發生變故，則正如巴佐特氏所謂：「英蘭銀行在平時雖僅為多數貸主中之惟一雄厚者；若一旦發生恐慌，則更爲倫敦市場之惟一的貸主矣。」蓋歐戰恐慌發生時，一切貼現商店，無一不請求英蘭銀行之再貼現，乃勢之必然也。(See Bagehot, Lombard Street, p. 208.)

西曆一九一四年七月三十日至八月一日，僅爲三日之間，銀行利率之暴騰，從三分而擡至一成之高率，一部分之原因，雖實係股份有限公司之銀行驅迫貼現商店向英蘭銀行請求巨額票據之再貼現；惟其原因之最著者，則因股份有限公司之銀行向英蘭銀行提巨額之金幣銀行券有以致之耳。吾人平日雖時聆理論上所謂大股份有限公司之銀行通常有自行私蓄者，即私的現金準備之藏儲，以備金融界發生恐慌時，不特不必向英蘭銀行提取金幣；且能補充英蘭銀行之存款，將所私蓄之金貨盡提供於英蘭銀行云。孰知實際金融界恐慌襲來之時，此種理論與希望，全歸於泡影而不能實現焉。不寧惟是，彼等股份有限公司之銀行不特不肯將自己私蓄之金幣放出一鎊；竟於歐戰恐慌最初之二三日間，向英蘭銀行提取數百萬鎊之金幣，誠出人意料之外。於是英國通貨制度，並不因一般民衆向於股份有限公司之銀行取款所影響；卻因英蘭銀行受各股份有限公司之銀行之取款而生動搖，且瀕於危殆焉。

(註)倫敦及斯密銀行即爲藏匿上述所謂私的準備金之一銀行，其銀行總裁蕭斯他氏於西曆一九〇五年在曼徹斯特大學之講演，題曰：「英蘭銀行與國家」，其中對於私的準備金之問題，不特有所暗示，即於一九一三年五月十三日，彼在倫敦銀行家晚餐會席上之演說中，對於此點亦曾主張之，於此可見其目標之所在，而其重視此點，亦可想見矣。(See Bankers' Magazine, June, 1914, p. 908.)

股份有限公司之銀行採用此等私利的手段，固有損害於倫敦金融市場之利益；但銀行力排萬難欲擁護存款者之利益，則此種之手段，實仍不失爲正當焉。英吉利叢爾三島而有九千以上之銀行營業所，在一九一四年七月二十九日，英蘭銀行之準備金，初不過約在二千七百萬鎊左右；是故盡將此種準備金以充各銀

行日常營業之資金，每營業所之所得，亦僅爲三千鎊之少額而已。一面欲圖補充此等一切營業所之出納資金，到底股份有限公司之銀行全體之資源，便不得不宣告枯竭。且吾人素所深知者，卽萬一存款者方面紛爭提款，則非藉助於緊急通貨券之發行，實無其他良策，足資應付，其理甚明，不待辯也。

(註)茲所謂準備金云者，卽英蘭銀行營業部所保有支付準備金之意，固不待言。

股份有限公司之銀行從金融市場所得之資金，對於存款者，實未嘗懷有自由返還之意思。如一九一四年七月三十一日係金曜日，多數股份有限公司之銀行對於希望五鎊十鎊少數之存款者，亦極力以銀行券支付，而採用對於全國均不支付金幣之自殺的政策焉。其行動之庸劣，識見之短淺，實堪一嘆。彼且更進而挑撥一般民衆之恐怖心理，無一而非養成一般民衆藏匿古代貨幣之本能。實際上股份有限公司之銀行，在恐慌初期數日之間，一般人誠有與其以五十鎊存放於股份有限公司之銀行，無寧置諸私囊，淡然忘之，以備不時之需尤爲愈之概。迨至七月三十一日之金曜日；及八月一日之土曜日，以銀行券向其往來銀行要求兌換現金者，遂如軍隊之堵列，聲勢洶湧，英蘭銀行之前，竟無日不陷於傷心悚目之景象矣。但金曜土曜兩日，英蘭銀行雖提出日常資金以上之金額，而一般公衆之態度，雖反形沉靜，終至一般的毫無開始提款之徵兆；至於郵政儲金局，雖在股份有限公司之銀行休息日中，亦繼續開業，並無停止辦公，亦不見激烈的提款之情形。

八月三日之月曜日，爲英國常例之八月銀行休息日，故銀行於土曜下午卽行閉門，以此二日之休息日，爲磋商應付及計畫之餘地。當前一星期之末，股份有限公司之銀行家皆迷惑於恐慌及失望之中，某領袖以

爲英蘭銀行之資產，因承襲古來傳統的關係，及將來之聲威，並未一受打擊。但雖不感何等動搖，吾人當擁之而使其實行停止正貨之兌換云。

至八月三日月曜日，英國政府遂以宣言之形式，宣告銀行休息日更延長至次日之木曜日爲止；此種休息日之延長，一方既給與各銀行緊急通貨之準備期間；他方又使倫敦金融界得磋商考慮上之餘裕的利益焉。同時自八月一日至於八月七日，凡八日之中，一般公衆竟與銀行斷絕關係，聲息不通，自亦受種種之不便。倫敦市場約一星期中，不問對於何種類之負債，皆間斷其履行上之義務。要之，銀行券兌換之困難，固係小錢之不足，而且瀰漫於全體市場之故。此種事實，在金融界雖無何等重大之意義，但銀行再開市之日，誠亦有誘致一般民衆不信用與藏匿貨幣之危險；猶幸事實上全與此種預想相反，而成爲無謂之杞憂；蓋一般公衆爲體貼英國全體之利益，而各守其極爲冷靜而且溫和之態度，讀者於此當亦讚嘆英國國民，頭腦沉靜竟有如此者。

股份有限公司之銀行至所延長之銀行休息日終止之日，受英國政府認許兩種重要之特典；其一，根據八月二日第二次支付延緩認可法令，銀行對於存款殘額所發出之支票，請求提取現金者，有拒絕之選擇權；即彼等希望提取巨額之現金者，或因藏匿之目的而提取現金者，銀行可得拒絕其要求焉。且此種支付延緩認可宣言，在五鎊以上之一切貨幣的債務，皆適用之。此種宣言之範圍所以廣汎而包括一切部分者；蓋完全爲防備存款者提款之過當，無一而非銀行家要求政府之結果耳。惟一方銀行既防備其存款者之提款，而他

方存款者當然亦須擁護其債權者之地位，其理明甚，不須贅述。

第二種之特典，即與新發行一鎊及半鎊通貨券之條件有所關係。所謂新通貨券者，並非由英蘭銀行發行之，乃係英國財政部發行，而有完全法貨之資格，以英蘭銀行爲財政部之代理者，隨時可向該銀行兌換金幣；更經由英蘭銀行而廣行放款於股份有限公司之銀行，郵政儲金局，及信託儲蓄銀行，然後入於一般流通界焉。股份有限公司之銀行所得向英蘭銀行要求此種通貨券貸出之額，以合於其銀行活期存款科目上之負債十分之二爲限；且對於此種貸付，不用繳存何等特殊的擔保。試觀英國財政部公布之說明書曰：「對於各銀行所發行之通貨券金額，每日依活期之銀行利率，計算其利息，且在與其金額相等之借入銀行資產上，視爲有遊離的債權屬於財政部貸出者處理之。借入銀行無論何時，可得償還其貸付之全部或一部；若既經償還之金額，復因發生或種之必要，無論分爲幾次再行貸出，亦無不可也。」此種改正之方法，實使借入銀行暫時的受利益；蓋銀行一方面得請財政部許其在英蘭銀行借出通貨券；及領出得爲英蘭銀行存款之倉庫證；而他方面此種借款之利息，惟對於倉庫證所得利用之金額，擔負繳納其利息額而已足矣。

此等通貨券發行之效果，可得代爲國內流通用之金幣，而鞏固英蘭銀行準備上之信用；同時更能使股份有限公司之銀行，隨時皆得應人之提取存款焉。

歐戰恐慌之事端發生時，英國存款者對於銀行要求提款者，極適合於中庸之道，前已證明之矣。一九一四年八月二十六日，其通貨券發行流通額爲二千一百五十萬鎊；而財政部帳簿上所記載貸出於銀行方面

之金額，僅爲六百三十萬鎊而已。其初所貸出大部分之金額，迄八月二十六日止，皆完全償還之。迨至九月二日，其流通與繳還之金額，一爲二千五百五十萬鎊，一祇爲三百七十五萬鎊而已。

迨至其次之星期（八月十三日）各銀行所得金錢上之利益，卽爲獲得政府所給與最重要之特典是耳。政府對於八月四日以前各銀行所認付之匯票（因八月三日卽已宣布一部支付延緩認可法令）上發生損失者，皆代爲填補，而將此種票據轉致於英蘭銀行，該行立時與以再貼現焉。此種方法，普通之意義，已如前述。要之，股份有限公司之銀行等因此得免受金錢上之損害，而得巨額流動資產之供給耳。

英國政府對於大多數之銀行，在一九一四年八月，爲其建築非常鞏固之地位；但一面對於彼等運用此種信用上之態度，亦加以極端之戒備。其初政府本希望毅然給與各銀行低利而且巨額之信用，彼等必能運用於一般產業界及金融界，使全體經濟機關得因以活動無礙，孰知實際上則大謬不然，致財政大臣路易喬治氏對於股份有限公司之銀行甚露其不滿之意焉。

當時英國金融論上最有權威之某雜誌，大唱其高調曰：「股份有限公司之銀行之第一任務者，卽保全自己之任務耳。」（The banks' first duty is the duty of self-preservation）彼且主張其無論如何情形，皆不能採用有害於此種第一目的之手段。英國財政部之目的，欲助長英國全體之商工，金融業最廣汎而且普遍的利益，將國家之信用與國家之資金，委諸彼等銀行家之手，而毫無吝惜之態度者，卽爲欲達到此種目的。其中某大銀行之態度，果可讚揚，抑可攻擊，實吾人莫從而決之也。

(戊)

歐戰恐慌突然發生之日（一九一四年七月二十二日），英蘭銀行營業部準備金計為二千九百萬鎊；金保有額（Aggregate gold-holding）計為四千萬鎊；而銀行利率尚能維持其三分之二之常度焉。迨至七月二十九日之水曜日，英蘭銀行在歐洲大陸遂喪失約在百萬鎊左右之金幣，一星期終了，復被股份有限公司之銀行及國內流通界提去百萬鎊金幣；但此種現金之流出，固屬輕微，不足為病耳。於是英蘭銀行因再貼現，致使票據之大風潮驟然而發生。試觀七月二十九日該行之營業報告上，『其他存款科目』計為一千二百二十五萬鎊；『其他證券科目』計為一千三百六十五萬鎊，其增加之事實，甚為顯著，因此銀行利率遂擡高至於四分矣。

此後英蘭銀行金幣之流出者，計七月三十日之木曜日流出於海外者，為一百萬鎊；同月三十一日之金曜日流出於法國者，亦為一百萬鎊金幣。但其自始至今，金幣之流出額，亦不外少額無大害耳。迨至八月，殘餘部分對於輸出用金及金幣之需要，完全告其缺乏。更因國際貸借之均衡上，英國實處於順利之地位；故因通信及運輸一旦重行開始之日，現金之流入，遂亦着着進步；即如八月一個月之中，無日不目擊銀行之購買現金之交易，實其確證耳。從八月七日以降，迄於同月之末日，現金流入之總額，為一千八百五十萬鎊。故英蘭銀行以所購入之現金，再以散布於股份有限公司之銀行及一般流通界之金幣補充之，無虞現金之缺乏。試觀英蘭銀行一九一四年八月二十六日之營業報告，較於一九一三年同月同日之現金保有額，較為巨額，則可

知當日英蘭銀行際此恐慌之時，其成績誠出人意料之外也。

上述英蘭銀行所以能有此成績者，亦不外與一切有根據之預想互相一致而已。且在最短期間內，能支配世界之匯兌關係者，實存在於英蘭銀行資金實力之中；故平時所謂以少額現金準備，即足恃而無恐之主義，於此復得證實其確有效果矣。恐慌初期之數日間，各銀行所懷抱之憂慮，皆以爲因發生戰爭之特殊的狀況，必致妨礙銀行吸收海外資金之業務，而有巨額流出海外之危險，竟得完全不發現之。

一九一四年八月初，英蘭銀行吸收海外資金，事實上感其困難者，厥有兩種原因：其一，對英國立於債務者地位之大多數國家，或在戰爭初期，即停止其現金兌換；或準備決定停止其現金兌換。多數國家皆棄其現金準備之手段，寧甘藏匿無益之現金，而置國際債務於不顧；或因戰爭之不安定狀態，而採此種方法；或因倫敦市場急遽停止其金融活動，遂不得不採用此種手段者。其二，希望以現金履行其債務之國家，而因海上運送之不安全，及海上保險費之騰貴，而阻礙其決心焉。

當此之時，欲圖排除第一之困難，實完全無適當之方法；而一方因英蘭銀行對於現金之供給，甚形缺乏，他方不能履行債務之國家，亦不能再向英國提取現金，故兩者相抵，亦可無所損失焉。至於第二之困難，則依銀行之勇猛行動，亦可以排除之。但英蘭銀行法中，關於正貨準備之所在，並無何等之規定；是故平日往往指藏儲於英蘭銀行以外之現金，即藏儲於造幣局之生金，爲英蘭銀行之現金準備；蓋一向皆守此慣例耳。近年以來，英蘭銀行大加擴張此種方法與政策，因代本國收集金幣及金塊，於加拿大鄂大瓦開設英蘭銀行現金

貯藏所；更於南非之約罕涅斯堡亦設立同一之現金貯藏所，以任收集現金之責；蓋無一而非爲圖免除上述兩種之困難也。英蘭銀行在倫敦市場對於鄂大瓦所提供之現金，凡標準成色之生金一兩，合於七十七先令六辨士之比；且規定英國金幣一兩，須支付現金七十六先令二分一辨士。其次對於南非所提供之現金，銀行通常以七十七先令九辨士換其一兩；契約成立時，須先交其金價之九成七分，所餘之殘額，待生金到達倫敦時補還之。就於此種海外現金準備之問題，政府公文上雖未嘗就於現存倫敦之現金，與藏置於加拿大及英領南非之現金間，明劃其本國與殖民地之界限；但英蘭銀行之營業日報及營業週報上，則以銀行購金之項目揭載之。此種之手段，他日遇有必要之時機發生，或以此手段擴張於印度，亦未可知。但印度政府之會計上所謂『印度金本位準備金』自昔至今，均係存於英之倫敦，實與海外現金儲藏所無所差異，自無急速設立之必要焉。

此種方法與政策，不特有避免海上運送危險之利益；且銀行在事前之數星期，亦得推定南非現金輸入之到達日期焉。換言之，若南非一旦準備現金輸出，銀行之準備金，同時自可得加增，且南非金鑛在七八星期間之金產額，在此種新施設開始之最初二三星期內，亦可以加算於銀行準備金之中焉。尤其鄂大瓦之現金準備，更能充爲英美間匯兌資金之用；故英國對美之匯兌整理，於此實有不少之貢獻也。

從以上所述之結果觀察之，英國各銀行所資以填補銀行之現金準備者，殆全部皆屬向於美國及南非金鑛收集而來也。茲舉一九一四年八月七日以降至同月之末日止，其收集額爲一千八百五十萬鎊，其中計

八百萬鎊，係爲美國之金幣；七百二十萬鎊，係爲南非及加拿大之生金；二百萬鎊係從「印度金本位準備金」中移置於英國之英國金幣；所殘餘之一百四十萬鎊，係從南美（阿根廷、巴西及烏拉乖）所收集之金幣；此外其他之方面，則未嘗有從事於收集者。

以吾人眼光之觀察，一九一四年八月初旬英蘭銀行若即行停止其正貨之兌換，則至於今日，將以若何鞏固而且健全之理由維持其兌換耶？但英蘭銀行因現金之流出，雖破露其信用上之危險，而目前尙有充分之準備金以資利用；若即時拒絕兌現，英蘭銀行之慣例上，實引以爲恥，故不採用之。蓋英國人所受之教育，已深印於腦海之中，堅信停止兌換乃非最初可採用之手段，而實爲最後之方法耳。（A suspension of specie payments, the English have been taught to believe, is a last, and not a first, resort.）英蘭銀行因固執此種傳統的見解，而持以不屈不撓之精神，遂使倫敦金融市場之國際的地位，賴以安定。但當恐慌初期，即敗露一二弱點，對於將來之信用上，亦不無多少之影響耳。

其初觀察實際的狀況，以爲喪失海外巨額之資產，殊可憂懼；孰知此種謬見，乃因未悉英國之金融的地位，致陷於錯誤耳。蓋世界各國皆處於不能向英國要求貨幣，而必須償還英國債務之地位；故英國雖因外債輕微的拒絕債務之償還，而無損於英國將來永久之威名與信用之事實，則昭昭在人耳目，不待辯解而自明也。彼英蘭銀行之當局者，斷然決定對於一切之債務，皆以金幣支付之；以英蘭銀行準備之鞏固，應付突然發生之變局，竟能絲毫無過失，安然渡過，亦多賴於財政部當局者，有識見而且有經驗，對於一切建議停止兌現

之論述，皆不傾耳相從，按其信念，行若無所事，卒能竟此偉功，亦足尙矣哉！

以吾人之見解，英蘭銀行所以處於不能以現金應付兌換債務之恐慌地位者，必以爲係現金大流出於國內流通界爲其最大之原因。固然；蓋西曆一九一四年七月之最末一星期，倫敦股份有限公司之銀行均受異常之恐怖，國內九千餘家之營業所，均欲補充其日常出納資金；彼等所要求之金幣與銀行券之金額，實甚巨大。至八月七日止，一星期內，僅數日之營業期間，其貨幣及銀行券流出於國內之流通界者，計有一千四百六十一萬鎊之多，準備金本爲二千七百萬鎊，忽低減爲一千萬鎊。銀行休息日一過，銀行復行開市，則一般公衆之行動，果呈如何之現象耶？實難預測也。現金之海外流出，自能影響於英蘭銀行之實力，而藏匿貨幣爲圖滿足非社會的本能，致使現金流出於全然不受利益之國內流通界，實亦不可忽視之。關於此種現象均當施以何種之明確的方法，誠爲必要也。

避免此種危險之方法者，計有三種：其中二種之方法，吾人已陳述之於前；卽因圖對抗存款者方面之極端請求提取現金，而依據第二次支付延緩認可宣言，賦與各銀行強有力之防護政策；及在財政部保護之下，得發行通貨券之兩種方法，可謂爲新穎之方法是耳。而所謂第三之方法者，卽爲昔日非常手段之一形式而已。凡受英蘭銀行所保障者，他日若發生必要之時，其銀行得不拘守其銀行法之規定，隨時可超過其保證準備發行制限額，而自由發行其銀行券焉。

事實上屬於比較的正常之一鎊及半鎊之財政部通貨券發行額，固適應於一般公衆平常程度以上之

通貨需要數量。此種通貨自當完全屬於政府會計事項，從無歸入英蘭銀行報告中之任何項目。是故就於英國全國紙幣之總發行額，詳細討論之，則股份有限公司之銀行庫中之紙幣，皆係對於一切流通通貨之銀行券與通貨券之合計總額而言。一九一四年八月七日乃至同月十九日，僅數日之間，（八月十九日以降，乃大形遞減，）雖超過於英蘭銀行無準備發行制限額；但正式廢棄銀行法之時機尚未到達，故英蘭銀行單獨之發行額，尚能維持其法定制限以內焉。

上述所謂「銀行條例之停止」(Suspension of the Bank Act)之意義，學者間之意見甚不一致。茲舉其兩種疑義：(一)「銀行在特定事故之下，受政府賦與可得超過制限額，為發行之假設的權能時，即可謂為銀行條例之停止歟？」(二)「依此種權能之發動，祇限於實際上超過保證準備發行制限額而為發行者，始可謂為銀行條例之停止歟？」若以第二之見解，則此次歐戰恐慌之時，英國銀行法，實可謂為未嘗停止，余信此種見解為正當焉。蓋一般社會關於授與此種假設的權能之行動，實際上毫無所知，乃政府與銀行當局者間之私的協定故耳。

此次歐戰恐慌之時，英國政府所施行之非常發行法，有或一點與從來之緊急發行法互相差異者，不可不加之意也。茲從歷史上之事例言之：昔日英國政府對於恐慌時之救濟，多以緊急命令之形式，嗣後請求議會追認，以解除其責任。反之，此次則僅用「一九一四年通貨券及銀行券法」(Currency and Bank Notes Act, 1914)一種法律而已。財政部預先特許發行銀行可得超過其制限額，而與以正式之法律上權能也。同

法之第三條第一項明文曰：「英蘭銀行之當局者，及蘇格蘭、英格蘭之發行銀行當局者，經過財政部之認可，隨時可得行使其權限內之條件，而超過法律上所規定之制限額發行其銀行券焉。」然而英蘭銀行則獨未嘗利用此種非常的權限之事實，已如前述，茲不復贅。

對於通貨券發行條件之問題，實際上完全任財政部之自由意思處理之。英國財政部使用此種廣大之權力時，固能以光明之旨趣與慎重之態度出之，且對於緊急立法，亦能顧及小目細節；以及規定行政官吏之權限上，雖不能無微不至，仍不失其正當之規定；但此種通貨券常占英國通貨組織之重要部分，則亦非英國金融界之福，故須另設更為明確之規則，以資制限，實尤為適切焉。當時英政府對於此點之規定，極為簡單，僅以同法第二條所規定，已盡之矣。其明文曰：「通貨券者，對於財政部所指定之人，且根據其所規定之方法而發行之。但其所發行之金額，得根據此種法律，對其借受人之資產，較於其他一切之債權，有優先之浮動的債權之權利焉。」因政府施行此種法律，至八月二十六日，未償還發行額，計二千一百五十萬鎊，通貨券之資產中，對於股份有限公司之銀行、郵政儲金局，及信託儲蓄銀行之浮動的債權，竟達至一千萬鎊焉。其殘額計一千五百萬鎊，係由最初所發行之各種機關償還之。（此等通貨券猶在一般流通界循環流通不息。）英國財政部總長名擔保此等債權為『通貨券償還科目』（The currency note redemption account），以此種科目委託英蘭銀行辦理之。至於此種『通貨券償還科目』與各種之『國庫科目殘額』（Exchequer balances），自當區別，而不能一概論也。但此兩種科目，在形式上皆為政府存款（Public deposits）耳。若夫

郵政儲金科目與國債償還科目等，雖係概括的共同公布之；但其內部則互相獨立，以爲通貨券未償還金額之保障焉。要之既均爲政府存款，則或以財政部證券，以「通貨券償還科目」發行之；或利用此種科目，以填補國庫科目殘額之不足，對於財政部既無所掣肘，固不待辯而自明也。

英蘭銀行未逢恐慌之發生時，對於金融市場上金融之接濟，自能處之裕如；一旦因巨額再貼現之請求，與股份有限公司之銀行之提取金幣及銀行券，於七月三十日，遂決定擡高其銀行利率爲四分；三十一日又漲至八分；八月一日更漲爲一成，亦既如前述矣。

銀行利率竟暴騰至一成者，實爲英國政府施行非常的救濟政策之預備條件；蓋非擡高銀行利率至於一成不爲功耳。其中能影響於慣例的規範者，雖可恃財政部官吏之壓力，以資彌縫；但此種急遽的公定利率之變動，實爲完全謬誤之政策焉。夫一旦當恐慌之際，擡高銀行利率，雖不失爲一種正當之手段；唯此次歐戰恐慌發生之時，英國政府對於特殊的事實，不免欠充分之考慮而漫然運用，深堪引爲遺憾耳。詳言之，擡高銀行利率，可得收集海外之現金；至少亦有保留其國內現金不至流出國外之效果；一方面更有恢復中正的公定利率上信用之能力，亦甚爲顯著者也。是故英國政府對於此等對偶的勢力，必圖有以調和之，整理之，上述所謂擡高其銀行利率之事實，對於第一目的不生效力，自無所用；同時唯對於信用恢復上之必要，以此爲最高而且最重要之目的耳。是時發生此一成之銀行利率，一般公衆間，竟惹起一大恐慌；同時貼現商店亦因如斯高率之銀行利率，而淪於自殺的地位；蓋無論其態度如何鎮定，皆不免懷抱金融上之周轉行將宣告斷絕。

之疑懼焉。

(註) 銀行利率抬高一成，誠爲疾風奔馬所向披靡，故英國政府實迫處此，非施以非常的救濟政策，運用其傳統的壓力，終無排難解紛，登倫敦金融界於安全地域之一日。一方正如尉德爾斯氏所預料，倫敦既一時處於恐慌中心點之地位，因此以輸入現金爲目的之貼現政策，歸於無意義無效用之列；而他方在恐慌之初期，又正如昔日巴佐特氏說破英蘭銀行之非常貸出政策：「金利雖然可得抬高；若其中有善良之擔保者，猶可謂爲適合於金融上之大法則焉。」其言中之真理，在常人當亦能知之，而實行上尤爲易事耳。(See Withers: *The Meaning of Money*, pp. 293, 294; *Bagehot, Lombard Street*, pp. 198, 200.)

然而此種誤謬，英國政府亦不久即行覺悟，而立加以改正焉。即英蘭銀行於八月七日再開市之時，即將銀行利率降爲六分之低率，翌日更降爲五分矣。依吾人眼光之觀察，此種低降銀行利率之現象，亦不外避免一方趨於極端之弊，而不知卻復走於他方之一極端焉。如六分之公定利率，在大戰爭恐慌之狀態中，自失於過低；即因支付延緩認可法令之規定，而得延期其債務之償還；而債務上支付之利率，實亦有過低之嫌。

從實際上觀察之，向其素有往來之銀行而受通常金融上之接濟者，固可得容易償還之；但若能更行利用此種支付延緩認可法令之規定者，當可得尤爲利益之效果焉。凡受支付延緩認可法令之特典者，其債務之金利，必較於銀行家之活期透支之利率較高幾分，方爲正當。而英國因支付延緩認可法令之公布，致使負債上發生過度之低息，固爲英國政府之謬策，且據一九一四年九月二日之宣言，匪惟繼續維持此種法令之效力，且更加重焉；吾人誠不能不引爲遺憾耳。

銀行利率一旦低降至如此程度，金融市場上自當以充分之資金，俾爲保障。其保障之方法，即如前述所

謂英政府對於支付延緩認可法令以前既經認付票據 (Pre-moratorium bills) 特與以保障與援助，而規定英蘭銀行在支付期日到期以前，當與以再貼現是耳。於是各銀行及貼現公司，競將此種票據向英蘭銀行轉入同銀行之存款科目。夫盡舉如斯巨額之資金，而為遊資，一方各銀行既因以受損失，而他方英蘭銀行自因以獲得利益，但英蘭銀行僅得五分之金利，亦不能謂為屬於非常的例外。試觀下列之英蘭銀行貸借對照表上雙方所表示之『其他存款』及『其他證券』係按同一步驟而增加，可供吾人研究之資料者，誠非淺鮮也。

	其 他 證 券	其 他 存 款
七月二十二日	三三、七三二、七六二 鎊	四二、二八五、二九七 鎊
七月二十九日	四七、三〇七、五三〇	五四、四一八、九〇八
八月七日	六五、三五一、六五六	五六、七四九、六一〇
八月十二日	七〇、七八六、五九六	八三、三二六、一一三
八月十九日	九四、七二六、〇八六	一〇八、〇九四、二八七
八月二十六日	一〇九、九〇四、六七〇	一二三、八九二、六五九
九月二日	一二一、八二六、六九二	一三三、八一八、八二六
九月九日	一一六、九二二、七五九	一三〇、七〇四、四六二

九月十六日 一一三、九七二、五二五

一三五、〇四二、〇七一

在表中巨大金額之流動資金，凡在與自己安全上有關係之範圍以內，對於一切正當交易，完全自由給與金融上之援助，而形成股份有限公司之銀行營業之基礎焉。彼等邁進於信用濫投之方面，且因此等信用擴大而生膨脹，惟不能於目前發現之耳。然亦不能以此斷定將來未發危險之必無。夫信認之程度一旦恢復時，銀行利率平準與其低降，無寧擡高，尤為愈焉。

「其他存款」之增加事實，自不能視為對於股份有限公司之銀行利用其資金時，加以不正當限制之左證。無論彼等貸與巨額之資金，必因此種貸出而誘致現金之輸出，（在今日則可完全無須慮及此點）且誘致國內流通界使用尤為多數之金幣及銀行券。（財政部通貨券不在此限）但現在英蘭銀行所有票據期限到期之日，以不致誘發支付心理為限，對於英蘭銀行之存款總額，必不生何等之影響焉。

吾人於此一方既可發現英蘭銀行之最近營業狀態，實表示其向來未曾有之膨脹狀態；同時他方亦可發現從其平常經營而隔離獨立者，實極為輕微而已，誠不禁為英國金融界慶也。蓋一方既恃其實力之雄厚，而他方復得從十九世紀慣例傳統的保守修正，而助其成為偉大事業焉。夫英蘭銀行之確立其基礎，適應其本來性質而糾正其市場之手段，並非脫離通常經營方法而別樹途徑，乃半在睡眠狀態，半具活動精神，以和緩之，剛心毅志而得應付變局，仍綽綽有餘裕耳。

英蘭銀行幹部組織方法，甚為奇異，於一九一四年八月大恐慌時，亦破露其不適當之弱點，事實昭揭，無

庸爲諱也。從十七世紀以降，慣例上無論銀行（股份有限公司之銀行）任何之代表者，皆不得列於英蘭銀行之董事會（Court of director），此亦盡人皆知之事實也。其大多數之董事，均係倫敦市場之最陳舊而且最鞏固之經營認付業務者占領之。此等認付商店當恐慌初起時，自亦不免陷於困難之窘境，乃不得不極力奔走呼號，以圖對其目前履行債務困難之事實，獲得救濟之手段焉。於是平日號爲關係最爲密切之英蘭銀行與認付商店，兩者間竟成爲互相妨礙，彼此仇視，旁觀者誠亦引以爲憾耳。但余亦不能遽信上述之事實，卽爲真確無誤，不外一部分倫敦市場之傳統的關係，裨益於此次恐慌時之救濟者，誠亦非尠；且英蘭銀行實際的經營之習慣上，皆僅藉總裁，副總裁，以及一二人之前任總裁，行員等之手主持之，而其他多數之通常行員，皆無關預其間，此種事實，亦不失爲救濟恐慌之一潛助力耳。

此次歐戰恐慌，英蘭銀行獨能處之裕餘，絲毫不感困難者，實當歸功於英國財政部當局者之手腕。蓋其在時局紛糾之際，困於各方面種種之壓迫，請託，及誘惑之重圍中，而能斷然不屈其素所信仰，毅然不失通常之態度，決然循正軌進行，不稍躊躇瞻顧，實堪令人讚嘆不置也。昔日余對於英蘭銀行之銀行利率政策之爲功爲罪，懷疑不定，一部分以爲財政部當局者對於銀行利率政策，有加以或種勢力之嫌疑；一方面對於如斯廣汎的支付延緩認可法令政策之存在理由，亦懷疑不置。夫可得利用支付認可法令之支付利率，固至少可不與活期透支之利率相同，卽必較於六分爲高而後可耳。且必須選擇更爲明確之手段，早速使支付延緩認可法令漸次趨於減止焉。至於保障支付延緩認可法令以前之認付票據之方法，不特稍有過於粗笨之嫌；

且使國庫之負擔過重而且過多，乃不勝其弊害。蓋必須更加以特別注意者，即認付新票據之問題耳。至於舊票據在英蘭銀行有兩種之利率，——其他之票據當事者，最終不履行支付之義務時，則付與最後所有人之『償還請求權』(With recourse)，而決定其票據再貼現之利率，及同一事實之最後所有人之『無償還請求權』(Without recourse)而取得票據之利率焉。即根據後者之條件而賦課其較高於銀行利率二分之貼現利率，此二分之利率，即為填補損害之保障資金。以上所述，皆為任何國家政府處於恐慌變故之日應行採用之非常的政策，其實行之日愈早，而收效亦愈速，惟在當局者善用之耳。

然總觀以上之所述，其所舉各點，皆為細目之談而已。此次歐戰，倫敦金融界之恐慌，端賴英國財政部揮其高尚猛進之手腕；故其政策之效果，甚為顯著而且偉大；但仍能處之不失中庸大道，實尤難能可貴。要之，英國政府當局之施設，一方既發揮其迅速而且勇敢之手段；而他方之動作，亦未嘗有背於實際的常識；而且尊重有組織之學說與理論，其收效之偉大，固亦其宜。

茲再回溯已往之事實而言之：一九一四年七月之最末木曜日，以至八月之最初木曜日，僅為一星期之時間，倫敦金融市場慘淡不安寧之狀態，誠如病人之頭暈目眩，體溫突高，行將發狂也者，因欲檢診自身之病狀，以便對症下藥，遂不得不延名醫診治，但無論如何名手，而病入膏肓之倫敦大商店，大公司，實亦難斷定其果屬何症，抑其病狀之程度如何？且倫敦市場大多數之領袖，皆因自身之財產與聲譽瀕於危險狀態，不禁驚惶莫措，自顧不暇，自不能關照及於一般社會之利益與安全。當此危急存亡之秋，手握國政，不受此恐慌影響，

心如冰清玉潔，無絲毫私利念頭之閣員與其他重要官吏，於此遂獨能公平處理難局，而發揮其特性，超然立於金融市場之外，而整理市場內之事，使吾人又不得不欽佩英首相魯爾喬治之巨腕與絕人之眼光矣。

(己)

倫敦市場因此次歐戰恐慌所受之全體損失，吾人於此尚無精密之計算；惟倫敦市場自經過歷史上向來未曾有之黑暗時，計一星期後，雖未曾完全登於安全之域，但亦未遭何等組織的及致命的傷害，而生存上仍無所妨害也。但銀行休息日雖加延長，以及支付延緩認可法令之宣布，而倫敦市場在國際上之地位，亦終不免發生動搖；嗣後倫敦市之街上，遂淪於雜亂無章之現象矣。

茲不根據社會的及國家的見解，而特按個人的觀察點上言之，即無論何人，當推算歐洲此次大戰爭所影響於財政上之損失，往往主張悲觀論，而過甚其詞焉。

世界之富（除知識技術等以外），係由天然之資源，以及田地、道路、鐵道、建築物、工場、機械等要件構成之。至於戰爭，一時的對於此等要件，雖能減削其利用上之效力；但遭其害者，亦不直接接受影響之國家之一小部分而已，並非此等要件因以永久滅絕也。例如加拿大鐵路，因缺乏資金，不能竟其功，則其已竣功之部分，亦將歸於無用；巴西之咖啡，在歐洲市場斷絕其販路時，則運費之收入因以減少；若製造品失其販賣市場時，則工場閉鎖，機械停止作用，而輸出業者或受倒閉之累；或債權一時不能收回，而贏餘利息之分派，自不免因以低落。然而此種種之事實，乃所得之損失，而非資本之滅絕。要之，吾人永年之間所貯蓄之成效，並不因此種事

實之發生而喪失耳。故戰爭者一面既可集合流通所得，他方又能吸收流通儲蓄，必須盡舉所蓄積之消費財而消費之，自當復告匱乏，但其所消費之蓄積，亦不外占世界中之全部蓄積中極爲僅少之一部分耳。

金融界所受戰爭之影響者，固不外屬於吾人流通所得之部分而已，而影響於資本者，則甚爲有限，亦既如前述矣。但因證券價值之滅絕，亦足誘致一般人發生種種錯誤紛亂之見解焉。夫證券價值所以絕滅之根本原因，實係於三種經濟財，即如資本財 (Capital goods)，貨幣 (Money)，及消費財 (Consumable goods) 等，即時的發生交換價值上之激烈的變化，而所以發生此種激烈變化之原因，亦有兩種不同之勢力存於其中：其一，乃係從金融狀態發生者；其二，係從消費狀態發生者；兩者遙遙相對，互相牽引而成爲此種現象焉。

若夫金融業者，一方面根據必須償還一定金額之契約的形式而負擔其債務；他方面又取得依各種票據，有價證券，及動產，不動產之形式之資產，以充於經營商業之用焉。若一般民衆，一旦對於金融業者之地位與信用，發生警戒或恐慌之心理，而請求償還債務，祇望其提取貨幣，此外資產皆所不要，則此時資產之將來貨幣價值，必較於現在貨幣爲大，此盡人所知，無庸贅述。金融業者於此，乃不可不以如何程度之價格，而變換此等資產成爲貨幣焉。歐戰恐慌時，英國政府及英蘭銀行對於此點所採用之手段，實際上有一部分即採用立時增加製造貨幣及通貨之手段，（如增加鑄造通貨券，銀行券，定位貨幣，以郵政匯兌票充爲一時的通貨之用，並英蘭銀行信用之創設等皆屬之），極力將此種貨幣應付非常之需要。（對於製造此種新通貨，其損害必須不超過於最終的利益之程度，固不待言。）其他之一部分，即根據支付延緩認可法令之施行，使一般民

衆對其貨幣償還之履行契約，稍爲和緩其要求之心理是耳。但英國政府當時採用此等各種之手段與方法，完全不能奏其功效；且固定的資本財與貨幣之比較，其交換價值上所發生之一時的大變動，毫不見其有防止之效果。是故個人間富之分配，因以惹起重大之變化；而金融組織亦釀成根本的多少之破壞；唯其資本財之方面，則絲毫不受毀傷，其理由已於前述屢言之矣。卽如倫敦銀行家雜誌所記載一九一四年七月二十日，乃至同月三十日之間，歐洲以及其他各國，計三百八十七種之代表的有價證券之貨幣價值上，竟發生一億八千八百萬鎊之下落。吾人就於此種事實上觀察之，不能認爲世界富之滅絕，亦不外認爲金融社會上貨幣緊急之需要發生貨幣之缺陷已也。

與貨幣有聯絡關係之比較的變化者，則完全與此差異；唯其資本財及消費財之比較的交換價值上之變化，對於與金融的利害無直接關係之一般市民，其變化之現象尤爲重大焉。蓋資本財及貨幣之比較的價值上發生騰落者，可得以一部分之人爲力匡救之；然而吾人若排除貨幣，而就於一定量之資本財較從前之購入減少其十分之一之消費財時，則前途更有一般重大之變故，卽依此可得推定之。

假定在或特定之時期內，某一定量資本財之價值，用消費財之名義表示之，其中一部分係屬於消費財之所得，卽資本財所生之價值，其他一部分係吾人對於現在所得及將來所得之權利，感覺其必要，而以比較的緊急之程度爲起因焉。戰爭所必需之目的物，獨對於貨物之權利，卽在於現在立時可得消費之貨物所有權是耳。至於所謂收穫及收穫手段，須俟諸十年以後利用之，非吾人今日之所希望也。吾人雖知現在及將來

所得之比較評價有如斯急遽之變化，例如昔日對於現在貨物之百單位，在三年後可得百二十四單位之同一評價，但與其選擇三年後可得百二十四單位之貨物，實不如眼前祇求現在貨物之百單位尤爲愈耳。此即所以表現金利率及將來各年度所得之年買 (Years' purchase) 之係數上一種傾向耳。以上之所述，將來所得及對於將來所得源泉之現在評價額，即使一旦發生低落，世人無不知之；但若實際上係由資本財所產出之實在的將來所得時，則依然不至發生何等之變化，讀者對於此點之事實，當特別加以注意焉。

歐戰時對於貨物之需要，已達於極點，故當時亦難料定其災厄以及生活窮困當至如何程度而後止；蓋世界各列強均捲入戰爭漩渦之中，竟使過去數十年來物質的效用瀕於枯竭，吾人殊不能不引以爲憾耳。

當歐戰爆發之時，德國有一家新聞，曾揭其一問題曰：「經濟上如何可得支持德國海陸軍長期間之戰爭耶？」實因德國政府曾考慮及於德國人民之貯蓄金額，達於一百五十億馬克，故敢悍然對世界宣戰耳。然德國相傳有幾萬億之儲蓄額者，實包含德國社會之總儲蓄而言，如家屋，鐵道，以及船舶，皆概括之；此種論調，僅爲皮相之觀察，未足引爲根據也。嗚呼！德國之軍隊，自難恃鐵路，船舶，工廠，以充饑腸；經此次之失敗，物質上之損失，其不使德國人沉淪於九淵，莫可振拔者，幾希。

第三

西曆一九一四年十一月戰時金融之前途

J. M. Keynes: The Prospects of Money, November, 1914;

The Economic Journal, December, 1914, pp. 610-634.

(甲)

著者曾於前著西曆一九一四年八月歐洲戰爭與金融組織之問題中，蒐集一九一四年八月中歐戰恐慌時金融組織，尤其倫敦金融組織上所表現之各種現象，而下批判的論述焉。茲乃復繼續說明戰時金融之政策，且調查金融現象中或種特殊的局面，而推究其將來可得發生之現象，而對於金融及通貨之問題，下以預想的研究耳。

要據認付商店受歐戰恐慌之影響而瀕於危險，致使倫敦金融市場之地位發生動搖，於是英國政府施行緊急的特殊政策以圖救濟，竟使英蘭銀行之地位，亦因以發生極端之變化，事實昭然若揭，世人當無不知之也。質言之，英蘭銀行營業報告中各項目之意義及解釋，以至英蘭銀行利率之勢力及影響，皆因此喪失其通常之態度，故平日所根據以爲金融上一般之通例者，一切皆喪失其價值矣。更因英國預先向海外急遽收回其所貸出之巨額資金，或正謀所以收回之；一面復獨立於英蘭銀行發行部以外，發行通貨券，歸於國庫之計算。其所發生之間接的影響，竟致從前慣例的準則之適用上，亦受其不少之制限，故吾人於此必須再就於金融界第一義之問題而加以觀察焉。

吾人欲明瞭英蘭銀行之現狀者，必須先從說明認付商店之地位始；蓋所謂認付商店者，不特可視爲歐戰恐慌時金融市場難局之根本的原因，且認付商店一方既爲倫敦市場之特殊組織，而他方在倫敦市場，又

占特殊之地位；故一旦遭逢國外輸金之斷絕，及倫敦國際金融急激趨於停止狀態之時，必依何等之形式而呈現其效果。吾人若信此種問題爲必至而無可移易者，要亦不外假託認付商店問題之形式表現之而已足矣。

關於認付商店之問題，可分析爲下列之三種差異要素：（一）西曆一九一四年八月中，認付商店中有對於目前期限行將到來之票據，處於不能支付之地位；（二）嗣後一二月及三個月之內，期限着着到期之票據，果能否支付之問題，乃生與（一）同爲不安定之狀態，結果致使票據處於一時的不能貼現之地位焉。（三）認付商店或其中一二之商店對於將來之支付能力，亦與（二）項所云之不安定狀態相同，致使彼等新認付之票據，不能得貼現之便利；或較於從前之貼現，尤爲困難是耳。

歐戰時英國倫敦金融市場之恐慌，誠如疾風奔馬之勢，英國財政部常用各種之政策以救濟緩和之。第一，先就於票據支付期日，許其有選擇的延緩之方便而緩和之；計英國政府規定此種支付延緩之布告，前後凡三次，吾人姑觀察其綜合的效果焉。英政府對於一九一四年八月三日乃至九月三日間，期限到期之票據，給與兩個月零十四日之延緩期間；屬於九月四日乃至十月四日間之支付期日者，給與其一個月零十四日之延緩期間。此外其他一切之票據，皆認許一個月之延期。於是十月十八日（實際上爲十月十九日之月曜日）者，即爲八月四日以前既經認付之票據；與支付延緩認可法令前既經認付票據，在其原滿期日之九月四日以前到期者，一切皆有強制力，當然不可不支付之最初之日耳。十一月五日，亦與此同，即爲八月二十二

日，九月二十二日，及十月五日之票據滿期日到期之日；而支付延緩期間中，應行支付之利息，則以當時英蘭銀行公定利率爲標準，以資計算焉。

右述英國政府之布告，一方面對於認付商店，既與以延緩之期間；而他方面對於支付期日未曾到來之票據，亦得利用其期日既經到來票據之方法；故停滯於銀行及貼現商店手中，而不貼現之票據額數，因以大形增加。其結果遂使前述『第二項』之困難，亦不得不更見其難焉。更因恐慌之程度，愈加愈厲，一切之認付商店，實際發生需要之時，實未嘗顧及其支付期日到來票據果有支付之能力與否？而最初無一而非競行利用所謂支付延緩之權限，而不履行其支付之義務；於是繼續的利用此種支付延緩之權能，結果其期日到期之時，自發生票據上種種紛糾之狀態，英國政府乃不得不預加以或種之計畫與設置矣。英國政府因實施此種目的，遂毅然拋巨額之經費，以充設施之用，其事實當猶在世人耳目之中。詳述之，即英國政府認許英蘭銀行對於一九一四年八月四日以前所認付之票據，及經過其銀行承認之票據認付人，可得依請求之手續，在票據期限到期以前，無論何時，增加銀行利率二分之二之利率，而貸出其支付票據上使用之充分資金；同時英蘭銀行，對於票據認付人最終無支付能力所發生一切之損害，當負其賠償；又支付者支付無能力發生之時，對於票據之他關係者應當取得之一切償還請求權，亦必須拋棄之。（日本譯稱英國八月四日以前既經認付之票據（Pre-moratorium bills），即享受適用支付延緩認可法令權利之票據，爲特典票據；質言之，承認此種票據，可向英蘭銀行請求貼現之票據耳。總而言之，可將 Approved pre-moratorium bill 譯稱爲『承

認特典票據，實亦無不可。

英國政府之此種設施，一方面既可使銀行及貼現商店免脫一切未來倒閉之危險，而他方面又使一四一四年八月四日以前既經認付票據可得容易轉售焉。然因此前述之「第三項」之困難，乃愈增其難，無庸爲諱也。蓋八月四日以前既經認付票據之科目，係屬於認付商店負債之部分，不外延緩其支付期間，並非給予不用償還之權利；故一旦對於從新交易上所發生，即八月四日以後認付票據未嘗享受特典之新票據，亦須加以援助，彼等之認付信用上，自因以大受損害，蓋亦難免之事實耳。而對於善後之緊急方法，以完成其救濟之目的，實亦有必要不可缺者存焉。若以從英蘭銀行所借入之資金，以充票據支付之用時，則認付人須按前此計算經營其認付業務，而將其所向於舊主顧隨時收回之資金，以充償還此種借款之用。然而認付人若處於不能收回其主顧放款之地位，政府則以英蘭銀行爲其代理者，任救濟市場之職責，限戰爭終了後一個年之間，對於右述認付人之資產，不能爲貸出現金之要求；且此時英政府與認付人彼此在此期間內所認付之新票據，對於認付人資產之請求權，常較於政府之請求權有優先之效力焉。

吾人驟見此種新票據之償還方法，似與歐洲戰爭以前彼等利用認付商店之信用而經營之者相同；然吾人最初卽不能信此種救濟方法爲完善。蓋根據英政府之救濟政策，徒對於一九一四年八月四日以前之交易加以保障，而認付商店新加認付之票據，則實際上難享戰爭以前之優待；不寧唯是，銀行認付票據之貼現上，且較於從前更賦課其尤爲多額之危險保險費焉。茲按其理由，得分析爲三種之解釋於左：（一）票據之

購買者專屬於交換所組合銀行 (Clearing banks) 及股份有限公司之銀行 (Joint-stock banks) 與歐洲之戰爭，實際無所關係；蓋彼等覺悟從來認付商店中之一二公司，有信用過大之弊；(二)不欲以年七分高利，向英蘭銀行請求金融上接濟之認付商店；故對於一九一四年八月四日以前認付票據之支付，亦不少使用自己之資產者，因以致使償還新票據之現在資金，感能力不足之困難；(三)金融市場之目標，太過偏重於認付商店目前地位之考慮；而經過戰爭終止後一年間，彼等實際上必須償還認付債務之時期到來時之將來地位，亦不加以正當的評價，及明劃目前與將來兩地位之區別也。於是綜合此等勢力，而發生既如上述所舉各種之結果矣。

(乙)

吾人於茲，又當討論英蘭銀行之原始位置矣。蓋吾人不特對於上述所舉各種政策中，任舉其一種不能理解其果根據如何之理由，而使英蘭銀行營業報告上受重大影響之問題；即在票據之最終的期限到期以前，認付商店所以向於英蘭銀行承受其莫大援助之理由，實亦莫明其妙。按余個人之私見，此等方法所以能使英蘭銀行營業報告上受如斯重大之影響者，殆基於一部分思想之混亂焉。即以票據實行其貼現時，其實的貼現之行爲，形成其混淆之原因耳。

若夫銀行所有之票據，皆受政府之保障歟？換言之，銀行所有一切之票據，皆可視爲英蘭銀行之承認特典票據者歟？此次歐戰恐慌之發生，必須確定一切票據可否無論何時與以再貼現；但銀行當此之時，凡在不

需要資金之範圍內，實際上雖喪失其再貼現費，而將所有票據賣出之者，亦不得謂爲屬於當然之事理也。如交換所組合銀行之營業方針，大半對於既貼現之票據而不與以再貼現，此方針視爲永久不可侵犯之不文律，誠不合於自然之條理焉。其對於多數支店所保有之平常出納資金，若因各銀行認爲必要增額時，常惹起或數量之過量的現金需要，如英蘭銀行之現實的票據再貼現額。欲適應此種之目的，其需要現金之額，實爲巨大，事實昭然，無可掩飾者也。總而言之，倫敦金融市場當恐慌之時，供給資金以運用於有利益之途，較爲巨額耳。夫處於英國政府保障之下，且後日可得擇其以同一條件而爲再貼現之票據，年納五分之利率，而請求貼現；同時他方未嘗享受英國政府保障之票據，每年僅賦課其三分之二之貼現費而買入之，亦可得資金之週轉。吾人驟視此種現象，似不能理解其旨趣，不外於歐戰恐慌時，曾目擊當時銀行及其他金融業者之經營上，常發現此種現象而已。究其現象在於交易上毫無利益可言之事實，則不待贅述而自明也。

(註)所謂倫敦組合銀行，即倫敦市中銀行之一種，即對於一旦既經買入之票據，並無再行轉售於其他金融機關。近代歐洲大陸學者，目擊倫敦大貼現商店之勃興，觀察貼現商店之通常營業狀態，實與銀行無所差異。英國多數學者之主張則反是，以爲貼現商店與銀行兩者之間，當劃一種明確界線，以爲銀行不外周旋於此種貼現上之慣例與活期存款科目之間，以完成其作用是耳。(See Withers:

The Meaning of Money, pp. 155, 156.)

倫敦市中銀行之經營，若果如上述，則其理由如何，亦不可不一說明之。歐戰恐慌之時，無論何種票據，實際上果皆按承認票據而處理者乎？蓋因票據並無貼現，而不得不感覺確認真僞之困難矣。若果然實行此種

方法，則英國財政部及英蘭銀行必首先當受人攻擊之衝。若英蘭銀行一旦取消其增加利益之目的，則可將既經買入之票據轉賣之，以防歷倫敦金融市場，遂致一方面既不能達到其他何等之目的，更對於任何票據，可否承認其實際上無須購買之問題；而英蘭銀行或使其稽查票據，或發表公平明淺之規則，皆未必有困難與阻礙之可言也。惟英蘭銀行與其施行如彼最後應採之方法，實不如經營再貼現而且施強制的壓制金融市場之傾向者，尤為便利；故以一九一四年八月二十四日期間，揭示於英蘭銀行之營業場，以暗示其所取之態度焉。其文曰：「政府為圖避免可有之失望（Possible disappointment），故特希望利用英蘭銀行關於支付延緩認可法令以前認付票據再貼現之特典；而獎勵票據貼現之要求，能無滯遲而且迅速進行之；若延至三日以內，支付期限到期之時，雖欲將票據請求貼現，則無可為力矣。」按文中所謂「可有失望之語者，」果即指於具有長久支付期間之票據而言歟？抑僅限於具有「三日以內之支付期間」之票據，始可得適用之歟？實莫能明解其究竟果為何若也。總而言之，寧忍受無論如何之異常的銀行利率，即無論以如何不利益之代價，皆須放棄其善良的票據資產，必致脅迫其怯懦票據所有人之事實，無庸為諱者也。然而英蘭銀行若果對於曾享受英國政府保證損害之年附五分利息之承認特典票據，而急思其所以購入之者，且事實上英之財政部自然的放任英蘭銀行被營利的衝動，（實際上，英蘭銀行在一九一四年歐戰恐慌初起之最近數月以內，就其所表明之事實，欲確定其何時均為真正之國家的機關，抑又何時係與其他一般銀行相同，因單純為利益而營業之營利機關，兩者皆難察知之耳。）在外觀上，似係屬於對外市場之必要而採用此種方法者，

其實乃係英蘭銀行爲利益而出當時之行動，可以證明者焉。從理論上言之，大多數屬於一九一四年八月四日以前之認付票據 (Pre-August 4th bills, pre-moratorium bills) 乃在於必須承認之票據範圍以內，故如上述巨額之票據，當然均屬於承認特典票據 (Approved pre-moratorium bills) 之範圍以內，吾人如欲正確決定之，祇須以一種樣本，向英蘭銀行爲再貼現之而已足，然事實上則不能有如是之簡單耳。

(註) 所謂外市場 (Outside market, outer market) 二者，亦有單稱爲市場 (Market) 對於英蘭銀行使用外市場之名詞時，則係抽象的包含銀行及貼現商店而言，讀者須特別注意此點。

凡金融市場不論其理由如何，實際的有必要增加資金以供給於市場，則事實上市場必將其必要以上之巨額的票據轉售於英蘭銀行；故不論何時何地，在間接的或種保障之下，若非採用給予或種助力於一般銀行之方法，而卻直接對於認付商店給予其金融的助力之時，則必致助長如斯濫縱過剩之狀態，吾人所以欲特別喚起讀者對於此點加以大注意之理由，亦不外是耳。

英蘭銀行之『其他證券』與『其他存款』呈同一步驟的膨脹之實例如左表（以鎊爲單位）：

	其 他 證 券	其 他 存 款
七月二十二日	三三、七三二、七六二	四二、二八五、二九七
七月二十九日	四七、三〇七、五三〇	五四、四一八、九〇八
八月七日	六五、三五一、六五六	五六、七四九、六一〇

八月十二日

七〇、七八六、五九六

八三、三二六、一一三

八月十九日

九四、七二六、〇八六

一〇八、〇九四、二八七

八月二十六日

一〇九、九〇四、六七〇

一二三、八九二、六五九

九月二日

一一一、八二〇、六九二

一三三、八一八、八二六

九月九日

一一六、九二二、七五九

一三〇、七〇四、四六二

九月十六日

一一三、七六二、五二五

一三五、〇四二、〇七一

九月二十三日

一一〇、七三二、六五八

一二五、二六七、三一六

九月三十日

一一六、八一九、七九九

一三七、二八七、一七三

十月七日

一一三、八九四、一四八

一四六、六四六、七六八

十月十四日

一〇九、七一五、四〇二

一三八、八二八、七〇二

十月二十一日

一〇八、七八七、九七八

一四三、〇五八、三九〇

十月二十八日

一〇四、八六八、四六三

一二六、七三六、五二六

十一月四日

一〇四、九〇四、九二五

一四〇、二九三、一二三

十一月十一日

一〇五、〇九一、三六九

一三七、二八六、六七一

十一月十八日

一〇七、一〇三、四四二

一四七、三三四、七二五

從上表觀之，「其他證券」實超過平常之水平線，約七千萬鎊乃至八千萬鎊；而「其他存款」亦超過約九千萬鎊乃至一億萬鎊。詳言之，「其他存款」不特先以巨額各種發行之財政部證券繳納之，然後表示其消費上之異同；即因向海外收回投資之結果，從海外各國輸入巨額之現金，亦受不少之影響焉。至於此種儲金殘額，在於銀行及一般公衆掌握之中者，計從歐洲戰爭開始以後所增大之法貨，即通貨（金幣，銀行券，及財政省通貨券）之類，約爲四千八百萬鎊以外，均係準通貨膨脹之事實，吾人不可不特別加以注意也。

（註）歐洲戰爭以後，流出於銀行及一般公衆掌握中之通貨數量，其額之巨，實可驚人。茲列示如下：計財政部通貨券之發行額爲三千四百萬鎊，不特並無惹起英國國中對於英國銀行相當金額之金幣上之逆勢；却於一九一四年九月中旬以降，從英國銀行流出金幣於國內各銀行，及一般人之手中，不外其額少，而且循正確規則進行之耳。吾人於此遂不得不感說明上之困難矣。是故既無確實之憑證，又乏如是之事實，則非因各銀行或一般公衆大規模藏匿其貨幣者，必係對於國外秘密輸出巨額金幣之事實，吾人可類推其非誣；蓋亦自然之理耳。然而此種事實，亦不能僅以想像而加之辭；蓋英國銀行對於現金之輸出，並未嘗加以秘密的妨礙，則現金之輸出，自亦無取其秘密的行動之必要。由此觀之，吾人說明此點，雖甚覺困難；要之，無論如何，對於此種細微的金幣之減少，在英國當時金融界，實無重大影響，故亦無須獨抱杞憂也。

上揭表中「其他證券」及「其他存款」之膨脹事實上各種結果之中，可擇其較爲重要者凡三種，論述之於左。其中第一種雖非絕對重要，而後之兩種，實屬於非常重大之現象，讀者宜注意之。

（甲）英蘭銀行之贏餘利息，因延長其多數銀行員之辦事時間，一方面既可遭何等危險，亦無須增加其費用，故其額發生莫大之增加。實際上英蘭銀行最終的填補損害，乃有恃而無恐；蓋立於英國政府保障之

下，賦與其賬簿上之信用，有適用相當於年利五分之利率之特權耳。英蘭銀行既得此種異常的賬簿上之信用金額，於一九一四年九月以及十月，僅兩月之間，均維持其約爲八千萬鎊之水平線焉。此等放款，可據下述（丙）項之理由，而知其未嘗有提取現金之事實；蓋賬簿上之信用（Book Credit），應長久殘存於英蘭銀行。故一九一四年以後，仍維持此種狀態至一個年間，則英蘭銀行實際上可得四百萬鎊之贏餘利息。孰知當時此種狀態難於維持，吾人自不能以臆造之預想，而推定英蘭銀行果能得其若干之贏餘利息。但觀察其銀行所締結之或種契約，若非約定國庫可得分派此種贏餘利息之一部分時，則探源索因，可知英蘭銀行之贏餘利息，實際上曾經超過一百萬鎊以上，則斷無容疑之餘地者也。惟吾人用公正之眼光考察之，英蘭銀行或百分之贏餘利息，實約定須爲補償英國國庫之用，而充用於資本損失之危險上，所謂保險基金者，亦屬信而有徵。總而言之，英蘭銀行之利息，以充於金融市場各種要素損失上經營之用者，亦確有其事，未可遽下否定之辭耳。英蘭銀行一方面既利用一部分銀行及貼現商店等金融上之疲困，而獲得巨大之贏餘利息；其他部分實際上銀行及貼現商店等之混雜無序，易於上下其手，事實昭彰，亦不委爲虛構也。是故銀行及其他金融機關，先前目擊此種之必要，於較爲多數之支付延緩認可法令以前，既經認付票據之再貼現業務，特設置一種備考錄，以資參考，誠亦行得其當，令人欽賞不置焉。

（乙）所謂外市場云者，卽在或種理由之下，因銀行及貼現商店正當的需要資金，而英蘭銀行一旦若供給之時，則英蘭銀行利率，立即喪失其通常之意義矣。蓋銀行利率之勢力，因時因地而有忽大忽小之差異，在

通常之時，多能支配市場利率 (Market rate)。概括言之，所謂市場，即指外市場 (Market or outside market) 而言，其活動至於最終之時，雖不必依賴英蘭銀行而能經營其金融上業務者，實不能使一般人絕對的確信之，故每對其營業以較於銀行利率更爲低下之貼現比例爲交易，實因其信用有令人發生疑慮之點耳。所謂銀行利率者，原則上亦支配交換所組合銀行及貼現商店所必須給與之存款利率。然而銀行利率，在最近時代，不特喪失其第一意義之勢力，且其結果實並第二意義之勢力，亦喪失無餘矣。一九一四年八月四日以前，買入認付票據之時，銀行利率實際上支配英蘭銀行所賦課之利益金額；且有支配因欲利用緊急的各種規定，而從各人所支付之利率能力；此外則未嘗具有何等特殊之意義與勢力焉。從一九一四年歐洲金融界發生變故以後，銀行利率便不能爲市場利率上之中心的支配力，而市場利率因此亦無真正的標準，以資根據者矣。

(註) 銀行利率之第一意義，世人雖無不知之者；至其第二意義，則一般社會不能理解者，當亦不乏其人焉。實際上倫敦各銀行對於大部分存款之活期存款科目 (Current accounts)，並無規定何等之利息；但原則上由定期存款等所成立之存款科目 (Deposit accounts)，則必附以利息，不外其利率並非一定不變，通常皆附以銀行利率以下一分五釐之存款利息。由此觀之，其理由即係一方面市場利率常較於銀行利率爲低；而他方面銀行利率，常可得支配市場利率是耳。(See Withers: The Meaning of Money, pp. 133, 134.)

時至一九一四年十一月，倫敦各銀行受危害之事實尙甚少見，銀行雖不至助長其濫用金融上緩慢之地位，實際卻若其利用金融上地位並未充分，而且委於自由的處分方法；故一般銀行及民衆皆極力藏匿

貨幣，而不顧金融界全體之困難矣。然而凡事進行趨於極端，每慮他日亦必逆轉於其他之一極端，蓋神經每嚮往於此點也。於是市中銀行遂漸次覺悟將巨額之資金，死藏於英蘭銀行之非計，必將謀移易其作用之方法，而置諸有利益科目之部分焉。

（註）當一九一四年時，英蘭銀行一方面對於各銀行活期存款殘額既不能用為再貼現費；而他方面英蘭銀行之活期存款殘額亦未嘗附以一毫之利息。由此觀之，則上述著者推測的主張，乃屬於自然之勢，無可或免者也。

嗣後聯合軍方面，一旦戰爭上得數次之勝利，便為樂觀的精神所支配，銀行家等每變更其態度，不免唱其高調，以為：「吾人昔日攻擊銀行家未嘗經營自由放款之業務，此時已足證明吾人之批評，失其正鵠焉。」此種見解，實忘其危險與禍患即在眉睫之間也。蓋當時英蘭銀行大部分記載各銀行貸方上之存款額，實係真正之人為的生產物故耳。要之，當恐慌發生之時，英蘭銀行欲圖使其金融機關之活動作用能得圓滑之利益，而自由使用此等資金，固為至當之手段；但恐慌一去，恢復其平靜狀態之時，若復自由使用此等資金，則必致釀成信用膨脹之弊竇。彼等銀行家若係識時務而具有靈敏之頭腦者，則當一般社會氣象頹唐之時，自由貸出之；一般社會氣象旺盛之時，稍稍採用取締之態度，調劑於其間；是故有時提倡擡高市場利率，或因極其輕微之或種心理的影響之作用，以至希望他日銀行利率更能擡高之事實等，與其低落其利率，無如使其騰貴之，尤足使一般社會發生信仰，則金融界之地位，因此可得更為安全之保障矣。

歐洲戰爭恐慌當時，一般社會對於銀行利率支配當時金融界全體之地位，雖盡忘其根本的考慮，但亦

能發現一種新事實。其事維何？即組合各銀行無論對其主顧經營任何巨額之貸出，（下述對於此點說明，尤爲詳細，但在或種條件之下爲貸出時，則不在此限。）而彼等所存放於英蘭銀行之存款殘額，皆絲毫不生減少，不外存款殘額之存款者姓名發生變化而已；故以「英蘭銀行貸借對照表之平均」(That the Bank of England's balance sheet balances)之方法，即係表示英蘭銀行之正面；且爲英蘭銀行誇詡信用鞏固上之最適當的告白焉。是故一家組合銀行，若自恃在英蘭銀行有雄厚之存款殘額，而對其主顧方面經營放款過於放縱之時，則其所發生之結果，未必能使英蘭銀行之資產呈減削之現象；不特英蘭銀行之賬簿上全部存款額能絲毫無所變化；且各組合銀行全體之賬簿上，卻發生增大其存款額之事實。總而言之，所謂銀行存款者，以之作其存款之產物解固可；即謂其存款爲銀行之產物者，實亦無不可；蓋兩者皆有真理存於其間耳。實際上銀行在未嘗減少其資產範圍以內，則銀行之負債（即存款）斷無發現減少之作用。

（註）上文後段之記述，即暗示市中銀行大部分存款之活期存款，一切皆係從存款及貼現之實收現金所移轉而生者也。英國銀行奉行存款銀行主義 (Deposit-banking System) 之時間最久，經驗亦最富；試觀倫敦及斯密銀行之實際事實，其活期存款占全部存款額三分之二，其故蓋可推而知之矣。(See Op. Cit. p. 124.)

（丙）吾人於茲，特研究其第三問題；即認付商店、股票交易所，及外國人之債權者，若發生困難，因增加其從前存放於英蘭銀行之存款殘額，即藉供給新存款殘額而救濟之者，則其所影響於其他存款及其他證券之結果者，與依他種方法以爲救濟之者，其性質上，完全不相同，惟與政府發行紙幣之影響效果，頗相類似而

已。

一家之市中銀行或貼現商店，用票據而轉致於英蘭銀行者，從表面上觀察之，不外單純一種類資產變化爲他種資產而已。換言之，即以滙票變更爲英蘭銀行賬簿上之信用的資產。然實際上並無發生如斯之變化，蓋新資產有兩種重要之點，與舊資產不能相同故耳。第一，即資產必須根據通貨計算之，故各銀行家心理在於經營新交易之時，每希望票據之供給，以充實其更爲鞏固之基礎；惟各銀行家對於所負債之收領票據之比率，加以考慮時，常注意於存放英蘭銀行存款之比率；換言之，即根據資產之流動性，凡票據皆不如存放英蘭銀行之存款爲愈也。第二，存放於英蘭銀行之存款，並無一毫之利息，即所謂流動之資產，反之，票據則能獲得適當的資本報酬；故各銀行對於英蘭銀行發生信用之膨脹時，不特英蘭銀行會將可爲經營新的交易適當之材料，供給於股份有限公司之銀行，且常勸誘其利用之；蓋若不利用之之時，則股份有限公司之銀行便不得不受損失矣。

所謂滙票云者，係代表對於某人貨幣之貸出，固不待言。假定股份有限公司之銀行，持有額面五千萬鎊之票據，實際上此種貨幣，曾經貸與某人，萬一股份有限公司之銀行又將此種票據轉讓於英蘭銀行，移轉其賬簿上之信用，而某人仍立於借入五千萬鎊金幣之地位；若股份有限公司之銀行因依賴其英蘭銀行有五千萬鎊賬簿上之信用，而更爲三千萬鎊之新放款者，則合從前五千萬鎊之額，而有八千萬鎊之未償還放款額矣。由此觀之，其初不外祇以一紙片經營交易，驟見之極不安全，於此則其放款額便可視爲極其安全矣。

發生此種狀態之時，可將銀行資產分解使用之，實不愧爲一種特殊之方法；詳言之，即當一九一四年八月恐慌之時，倫敦金融市場所需要者，不外祇圖可得販賣票據已足，其所以將上述之資產施行其現實的販賣之手段者，亦此意耳。猶幸英國財政部係將各銀行之所有票據，及一九一四年八月四日所現存之票據，兩者互相混雜計算，而無分別之弊，雖對其資金之利率，亦必須待至真正的需要發生之時，始得依年利五分之比例發賣之；不寧唯是，彼對於承認特典票據，亦曾加以保障，故其地位乃得安全矣。

實際上能發生如此現象者，乃依據兩種之理由，並非通常之方法所能爲力也。所謂兩種之理由者何？第一，英蘭銀行賦課以年利五分以上之高率，而擁護其地位，實因此種理由亦不能緩和票據之膨脹與過濫；故不能包容其銀行『其他證券』之保有額，及『其他存款』之保有額達於非常高度之水平線；第二，市場利率之程度，若不能稍爲接近於銀行利率時，則外市場雖定年利五分，而亦不得經營巨額票據之貼現業務焉。

吾人於此，再就於未曾發現劇烈而且顯著之危害以前說明之；蓋各銀行因保存巨額之票據，雖超過平時發行額以上，而增發一億萬鎊之紙幣，尙自信不致發生何等之危害；但銀行一旦處於此等地位，而自身實含有危險之要素，必須慎重經營之，其爲理至顯，無庸贅述。夫一九一四年倫敦金融市場能保持其平靜之現象者，實係真正之人爲的能力之功效，並非有賴於巨額之票據，以資活動者也。就中股份有限公司之諸銀行利用存放於英蘭銀行所膨脹之存款殘額而生影響者，並非因減少此等貸方殘額而起，卻爲增大股份有限公司各銀行之存款額爲厲之階。讀者關於此點，不可不特別注意之也。

關於上述最後之一點，余已一再說明之矣。今特再加以詳細之敘述，即英蘭銀行貸借對照表之性質，本係處於平均之狀態，故一種科目非隨他種科目之相當的變化，而單獨變化之時，乃到底不可能之事實也。茲舉一九一四年十一月四日英蘭銀行之營業報告概況如左，以資觀察焉。（以鎊為單位）

資本金及公積金	一七、七〇〇、〇〇〇	政府證書	一七、二〇〇、〇〇〇
政府存款	一六、五〇〇、〇〇〇	其他證券	一〇四、九〇〇、〇〇〇
其他存款	一四〇、三〇〇、〇〇〇	準備金	五二、四〇〇、〇〇〇
計	一七四、五〇〇、〇〇〇	計	一七四、五〇〇、〇〇〇

若夫「其他存款」所發生之變化，（一）果使「政府存款」增大歟？（二）使「政府證書」減少歟？（三）使「其他證券」減少歟？（四）使「準備金」減少歟？此四者之現象，若無發生之之時，則「其他存款」亦必不能發生減少之變化也。今假定英蘭銀行將在於公開市場現賣「政府證券」之事實除外，則因英國政府借入之結果，發生（一）（二）本項之問題者極少，即政府借入之事實，亦祇限於活期之借入超過於活期之支出時，始發生「政府存款」之增大與「政府證書」之減少等現象焉。至於第（三）項，亦祇限於受資金貸出之認付商店，以及其他處於須償還此種貸付之地位者，始能發生「其他證券」之現象。第（四）項，即支付準備金減少之現象，若非因金幣供給輸出之用，而向銀行提現者，殆無大規模之發生焉。

是故各股份有限公司之銀行，往往自特存放於英蘭銀行有大宗之「其他存款」總額，而經營新的貸

出及新的放資者；惟其新貸出之業務：（一）果係對於政府經營之歟？（二）果因負欠英蘭銀行之債務，而欲償還此等債務，特對於一般貸出之歟？（三）其貸出之實收現金，果對於希望輸出金幣於國外之外國人經營之歟？三者若非居其一，則所謂其他存款之總額上，對於減少之方向，實不能發生何等直接的影響。然一切銀行所經營多數種類之貸出業務，實際上皆不在於右述三項目之範圍以內。即政府貸借金之事實，其最終之效果，亦不外將其所貸出之實收現金，殘存於政府之貸方，一日未償還，亦一日不加以抹數耳。不問此種貸與政府之金額支付與否，而『其他存款』之部分，亦不拘各銀行或其主顧擁有多額之政府證書，其與從前之程度則必能維持其同一之水平線焉。

然則從國民經濟上之見解觀察之，所謂貸與政府金額，暫時的不能償還時，多數之證券投入一般各銀行之票據中，移轉於英蘭銀行之事實，何故俱稱爲簿記上之交易，即紙上之交易；蓋因此種交易，即所謂貨幣（Money）創造之意義耳。至於票據再貼現之效果，雖有助長貸出擴張之可能性；而茲所謂貸出擴張者，其成熟必經長久之時間，故其來也，並不削減市場外觀上之平靜狀況，故亦不至妨害信用膨脹之機會焉。

德意志亦曾襲用英國之金融政策，其政策之大體上雖爲正當，但可得攻擊之點，亦與英國相類似，茲不復加說明，蓋可從英國金融政策類推而得之也。夫倫敦金融市場若以九千萬鎊之商業票據，轉移於英蘭銀行；同時復將此票據之實收現金買入九千萬鎊之財政部證券時，其結果倫敦金融市場實際上依然保有商業票據，而財政部與直接向於英蘭銀行借入九千萬鎊者，實質上乃無所軒輊於其間也。從吾人之見解上言

之，各股份有限公司之銀行日圖脫離其恐慌以前之票據關係之思想，實爲不當；且彼等因迫於目前必要，實際上將其資產分解之，變形之，以利用於交易之途，實亦非必有利益可言也。然而彼等爲樂觀主義之反動所刺激，故極力圖恢復其損失，以致手足無措，莫衷一是焉。至於恐慌時存放於英蘭銀行之存款殘額，斷不能以觀察平常存款殘額之立腳點考慮之；不然，則吾人真正需要存款時，適逢銀行信用擴張至於極點，殊非人力所能維持其不超越安全之界限，而無端擴張之者。

試觀一九一四年十一月四日，卽爲倫敦金融界支付延緩認可法令期限屆滿之前一日，英蘭銀行之貸出業務上，如貸出於證券交易所者，及與外國人之債務有互相關聯之貿易業者等，一切皆依英國政府之意思而定，其貸出額亦不在於通常之程度以內，而因給與認付商店救濟上所發生之緊急狀態，特增重其趨勢耳。凡此等貸出，皆係漸次償還之，吾人甚希望英蘭銀行『其他證券』之科目，一星期較於一星期爲減少，當以自然的救濟政策漸次收其效果，卽減少『其他證券』之總額，亦不可一日緩也。

吾人今進而對於西曆一九一四年末英國有責任之多數大銀行安適自誇之狀態，加以理論的考察焉。蓋歐戰恐慌時，倫敦金融市場仍得維持其平靜之狀態，並非祇賴於人爲的能力，茲特舉其一種確定的主張，以爲研究此問題之資料焉。

(丙)

吾人一旦目擊英蘭銀行營業報告之現實狀況，實可喚起吾人對於其他問題之注意；蓋其事實足以誘

致吾人之推考的興味，此外多數金銀學家之思想，對於此點能更迅速體現其重大之實際的要件亦未可知。所謂其他問題云者，即指英國以及世界各文明國金幣及現金準備之將來的問題是也。關於此問題，茲先略加以廣汎而且推考的辯證之研究以外，然後再當論及英蘭銀行之地位焉。

歐戰前之十五年間，可供爲貨幣用之世界現金保有額，較於以前之概算，實增加十分之五，而此種巨額之產金，即爲多數國家建設新貨幣制度之基礎；且可得適應其時代之潮流對於世界之物價平準，並不至發生革命的影響，而得從容吸收之也。此種新貨幣制度成立以後，即如各文明國之中央銀行及具有中央銀行職責之財政部（例如合衆國），對於銀行準備上，不得不大加蒐集現金，而保有蓄積之，英蘭銀行關於此種準備之保有總額，在一九〇〇年約爲五億萬鎊，迨至一九一三年，開戰當時，約增大爲十億萬鎊之巨額矣。

由此觀之，堆積如許巨額現金之目的，亦不外因各國中央銀行爲漠然莫明其妙之意識所支配，而一部分盲目的國家，遂亦相率模倣之；其他一部分之國家，亦崇信現金供給之豐富，以及現金之輸入，爲最有利益之手段之方法；一旦入於新貨幣制度之時代，此種拜金思想，始成爲自動的結果，而莫可移易者矣。實際上各國中央銀行對其現實之現金準備額加以深切之考慮者，甚爲罕觀；其大多數之中央銀行對於現金準備額必須以數目字確實表示之理由，亦視爲無充分理由而不注重之；以及現金對於負債之比率亦因國家之異同不能一概論也。故對於此等國家與常時變遷之情勢相關聯之事實，欲以合理的解釋之，實難乎其難；蓋所謂準備比率者，除偶然之機會以外，實無其他理由以爲標準，故因時代變遷之經過，而成爲神聖不可侵犯之

理由矣。但一國忽然遭遇恐慌變故之襲來，如一九一三年中，德意志等國家，竟將其平常認為適當之理想，一旦拋棄之，而無所吝惜；蓋當時德國銀行家雖具有獨特之眼光，以測定德國在於國際的短期貸付市場之地位，極力主張德國國家銀行現金準備上之實際狀態，尙未能達到可得向世界宣戰之程度；且舉種種事實與理論以證明之。孰知德國參謀本部之眼光，並不知信用制度之如何，祇以自國豐富之彈藥為可恃無恐，毅然主張必須周轉迅速戰爭上所需要之金額。然吾人對於當時德國之精確的現金保有額之數目字上算術的意義，尙不能明瞭耳。

歐戰當時德國之現金準備保有額，係屬於未來負債之部分，其性質未免過於渺漠，故欲決定其適當的準備比率之問題，在極廣大之界限內，仍然不能確定，故銀行家欲實行其最終之職責，除願守其受動的態度，惟遵循機械的慣例；否則乘金融界之潮流，取得利益而已足。然而一九一四年之現金準備平準，一切皆非可謂為合於理想的而且十分完善者，可斷言也。往者歐洲各國每以最少額之現金準備而得高枕無憂；時移世變以至今日，金融界四圍之情形，較於前此迥然不同，自難以最少額之現金準備，而得高枕無憂也。

茲就於中央銀行現金準備保有額之目的上，下以概括的觀察焉。約言之，即因必須鞏固國外滙兌之關係時，則中央銀行隨時解放現金，以資維持國內價值平衡之用；此外對於國外交易上緊急之交易，不能以現金以外之物為支付時，則中央銀行立即從現金準備中供給其資金。要之，其目的即在於此兩點而已。

凡危難發生之時，若非利用現金準備，則現金準備直成爲無用之長物。此等理論，係英國正統學派之主

張，其條理甚爲明澈；但世界其他大多數國家，特不贊成之；蓋彼等以爲現金準備之爲物，不外與或種靈驗素著之符咒相等。其集中於一銀行與散布於各地，兩者價值上觀念，完全不能相同，與其謂現金準備爲支持聲譽之樑棟，實不如謂爲外觀上之裝飾品，尤爲適切；是故欲圖順應此種思想而無或違背者，不如盡舉銀行之現金準備投諸鎔爐，鑄一中央銀行出納局長之大金像，炫示於衆，誇詡多金，其有裨於信用之程度者，誠非淺鮮也。一旦其國家金融界若發生不安全之現象時，祇須一般民衆羣赴此種大金像之前，作一番之瞻仰，則一國信用組織之地位，必能恢復其鞏固之原狀；萬一信用組織仍不能如願恢復時，則立可證明此種金像之大量，尙未達於十分充分之域焉。其立論與用意之滑稽，誠足令讀者捧腹不已。

以上所述，係均從歐戰以前之事實討論之，雖仍不失有一面之真理；但此次歐洲戰爭，一方面既供給吾人崇拜偶像的觀念之多數實例，而他方面實亦爲四周情況之猛烈的勢力所驅迫，使此等崇拜者之心理，對於所崇奉之菩薩，即柏拉斯·亞忒尼之神像（Pallas Athene），可否剝其黃金之衣及象牙之袍之問題，徬徨不知所措焉。吾人於此，便可發生兩種疑問：其一，一旦入於此種時期，果可得發生如何之事實與現象耶？其二，歐洲各國他日若開始使用其現金準備時，則可得發生如何之現象耶？但此種疑問，尙未能下的確答案，殊不得不引以爲憾耳。

試觀英國貨幣本位價值之安定與否，係被一般無智民衆一手所支持因而發生此種偏頗理論之根本原因也。若英國人不能排除此種無智識之武斷，而欲保持永久的安定之地位者，殆屬無望，亦惟有爲四周情

形之大勢力所驅迫，而沉淪於反對之方面已耳。

某一國之國民使用其現金準備，其所生之利害關係，固不外有關於其自身之利害而已；若係其他多數國民散用其現金準備時，則其利害關係，自不限於各個人之一身，其理甚明，不待辯也。多數國民所使用之巨大金額，果將移動於如何之方面耶？蓋戰時較於平時現金之需要為多；若一旦歐洲各中央銀行不得已盡將所保存巨額之現金放出時，則無論向於任何方面，皆可得吸收其現金焉。

茲將一九一四年七月末日世界重要國家之中央銀行現金保有額概示之於左：（以鎊為單位）

英蘭銀行 三八、〇〇〇、〇〇〇

法蘭西銀行 一六六、〇〇〇、〇〇〇

俄羅斯銀行 一六〇、〇〇〇、〇〇〇

德意志國家銀行 六八、〇〇〇、〇〇〇

德意志邁流斯要塞內之戰寶 一〇、〇〇〇、〇〇〇

奧匈國銀行 五一、〇〇〇、〇〇〇

北美合衆國財政部 二四五、〇〇〇、〇〇〇

阿根廷政府金庫 四〇、〇〇〇、〇〇〇

巴西政府金庫 一〇、〇〇〇、〇〇〇

當歐洲戰爭行將開戰之際，世界各重要國家，以現金準備機關，除英蘭銀行及美國財政部以外，皆正式停止其銀行券及紙幣之兌換；至於英領加拿大亦停止其正貨之兌換焉。美國之通貨制度，雖擁有巨大無比之現金保有額，獨行阻止現金之自由輸出，且不認許利用金佛郎爲維持國際滙兌上之平價者。

總而言之：此等國家將現金儲藏而不動，謀遂其保有現金準備之目的，故極其慎重而不肯放出現金，以充其他之利用。換言之，彼等以爲若盡舉現金利用於鞏固國外滙兌關係之用途時，則必須隨時放出現金，因以須保持國內貨幣價值安定之目的，歸於泡影焉。不寧惟是，阿根廷及巴西兩國，對於現金準備，實並利用之目的亦無之；至於法國銀行及俄國銀行所保有之現金準備額，實在於英蘭銀行以上，而且遠過之。孰知此兩國寧甘容忍貨幣價值低落之痛苦，而廢棄國際的契約，冒重大之危險，更舉其國金融財政之運命，投諸混亂之中而無所顧惜者，實如英國古昔最不健全之金融政策上所屢屢發生國民的拜金之性質，其思想之誤謬，固不待辯而自明矣。南美各國所採用之手段，亦與此同，而亦不能視爲正當之手段也。

然而對於此諸國以外之各國家，果當如何觀察之耶？蓋凡屬交戰國之範圍以內者，而現金準備之第二目的，即當除現金以外，不能以他物充爲支付使用者，則以準備金爲充於緊急購買貨物之資金是耳。

試觀斯密亞丹氏所著之富國論中，最爲透澈之一節，則可知在彼之時代，尙能論斷一國與外國宣戰之時，蒐集金融之手段，實無關於勝負上之必要，其言曰：「過去之英法戰爭，英國之戰費，實際上實超過於九千萬鎊……然而此戰費三分之二以上者，實係海外各地域如德意志，葡萄牙，亞美利加，地中海諸國，東洋諸國，

及西印度等負擔；當年大不列顛之王公，在平時實未嘗蓄積戰寶。」其言實能察破英國在第十八世紀之中葉，不恃戰寶而得支出如許巨額戰費之事實；且不待巨額金融之幫助，而有長時間周轉如斯戰費之能力，誠可注意之事實也。然而依此種事實，即可斷定其他交戰國必需如何程度之戰費，皆可不恃自國之現金準備，而得周轉圓滑之效果焉。

(註)吾人可聽用斯密亞丹氏歷史的考證之見解，以讀賞英國對外支付上之地位焉。(See Adam Smith, *Wealth of Nations* p. 384.)

斯密亞丹氏更自行制限其論證曰：「休謨氏往往主張古代大不列顛之諸王公，不能自由向外爲長時間之軍事上侵略焉。當時英國人在異域不特對於軍裝、軍需品，以及軍隊其他之必要品，無資金以充購買之用；且減削國內之消費品，而輸送於戰場，致使農產物發生非常之減少；至於半製造品之供給能力，亦不十分充實焉。且輸送此等物品，必須巨額之經費……是故英國君主對於此種緊急之需要，乃極力聚集惟一資財之金銀，恰如韃靼各酋長皆儲蓄戰寶之事實，實無二致。」斯密亞丹氏之獨特的識見，尙不止此；彼更以爲現代若除普魯士國王之儲蓄戰寶以外之國家君主，亦有預行蒐集金銀貯藏之之習慣，則金銀在今日實不能佔歐洲諸國王軍事經費之一部分焉。其歷史的眼光如炬，實不覺令人起景慕之心也。嗚呼！所謂善謀的戰寶 (War treasures *Kriegsschatze*) 之蒐集問題，距今已一百五十年，普魯士國王猶以此種之手段，爲建國理想之繼續的例證焉。至於其他之君主，對於中央銀行支配之能力，其儲蓄戰寶之手段，皆足完成其侵略的

功效焉。

(註)當年斯密亞丹氏之言曰：Every tartar chief, accordingly, has a war treasure. 卽係諷刺普魯士王室之蓄積戰寶主義；蓋今日在國際支付關係上，並未處於優越的狀態，故須排除戰爭，實卽譏笑德國政府，而且擲揄德國人所矜詡之戰時準備金制度焉。(See Adam Smith, Op. Cit. pp. 334, 337.) 然著者下以最終之論結曰：戰時的中央銀行支配之組織，其中實以德國國家銀行之組織及經營之優秀，故能得如此效果，讀者當加以注意之也。(Vide Riesser, Deutschen Grosbanken. S. 22, 23.)

據斯密亞丹氏之見解，其所表現往代及低級文明國之狀態有如斯者；嗣後此種狀態，雖曾加以適當之改良，而在今日仍能影響於近世國民之生活；且戰寶之準備，在近世之戰爭上果爲有用與否，亦不可不研究之也。按近世戰爭，以商業的封鎖爲最完全之手段，尤其徵兵制度之國家，必因戰爭之結果，而生產業的活動之非常的減退；若戰場在於本國境域之附近時，則事實上絕對的必要向海外輸入或種重要的原料品及食料品等，而戰爭若在比較的末期之日，則一國非以現金，絕對的不能受外國原料品及食料品之供給也。

例如德意志、俄羅斯、奧匈國、歐戰當時之情形——一方面法國之通貨價值未曾低減，縱使將來必定更加非常之重要；但在當日尙非一種比較的重要之問題。——吾人於茲，可得兩個之概括的結論焉。

俄、德、奧三國，雖皆保有其巨額之現金準備，在平常此種現金準備之貯藏，以爲兩種合理的目的中之一種，故廢棄之而稍無顧惜之意；彼等在歐洲開戰以後之短期間內，其國之貨通，若以滙兌行市測定之，則其在海外支付之目的上所低落之額，實不下十分之一也。如德國之現金準備，因其國上下在歐戰以前，卽具有遠

見卓識與勇敢之政策，其額之增加甚為顯著之事實，世人殆無不知之者。由此觀之，德意志所以保有如許巨額之黃金者，除可得一切心理的利益以外，且此等現金準備之堆積，必有或種實質的目的存於其間，可斷言也。蓋戰爭一旦入於末期之日，則必須向海外輸入必要品；若除黃金以外不能達其目的，則不得不毅然行現金準備而後可。

(註)上文所謂其國之通貨，係匯兌行市測定之，則海外支付之目的上發生十分之一之低落者，即如尼科爾孫氏所謂貨幣價值之比較的低減(Specific depreciation)是也。並非對於一般貨物之一般的低減(General depreciation)之意義，前者即包含於後者之中，固不待言。(See Nicholson, Indian Currency and the Gold Exchange Standard)

假令再退一步言之，此等國家之當局者，在當時雖無如斯明確而且合理的之思想；但四周環境之時勢，實具有無上之大勢力，亦必至驅迫彼等不得不捲入戰爭漩渦中也。總而言之：匯兌行市一旦發生低落之時，不但毀損國家之聲名與信用，及銀行界之不利而已，實使向海外輸入原料品及食料品上，愈生困難；若制限不得以任何物充支付輸出之用者，則事實上完全不能輸入，匯兌行市上往往因此發生現金輸出點 (A gold export point) 之弊；一旦發生此種情形，則除現金以外，不論何物皆無所為用矣。然而事實上德國無論其物質的及地理的之關係，可藉以獲得物品資源者，誠有多數國家之存在，吾人自不能以商業的封鎖之效力誇示於彼也。但德國無論如何，可得完成其支付上之能力，若匯兌狀態非以現金輸出之者，則彼對外交付上之地位，必日益趨於困難之境也。

總而言之，一九一四年世界空前之大戰爭，各交戰國當交綏伊始，無不希望盡舉所儲蓄之現金以充戰。即有一二國家並不希望如此，但爲內外情勢所強制，亦不得不提出其現金焉。

當歐洲戰爭之初，歐羅巴各國巨額之現金準備，實不久即開始其規則的流動，如俄國於是年十一月即得知俄國內將輸送七百萬鎊現金於倫敦市場，以資救濟；同時德國亦決定輸出巨額現金於土耳其；又如亞摩斯德登亦有輸送現金之謠傳，此皆事實，並非捕風捉影之談也。歐洲戰爭各交戰國，即因此現金活動之接濟，而延長其戰鬪能力，蓋無論何國，無不處於同一之態度也。

此種現金，果係何人取得之耶？抑流落於何處耶？當此之時，世界各國實際上容納現金而成過量之弊；於是世界所需要者，並非金幣而乃貨物也。由此觀之，歐戰以前之十五年間，世界上新生產之現金，並不惹起如是巨額之貨幣價值上革命的變化，若用自然的新需要無障礙吸收之之同一方法，以圖吸收此巨額之現金者，殆不可能之事實也。

(註)歐戰前後之巨大產金額所以並不至惹起物價上之大革命，而安然吸收無遺者，其第一理由固係各國幣制之改革，故能收此效果，但尙有其他最重要原因之一，即印度人常有愛金之性癖是耳。琴司氏及尉德斯氏關於此點之說明最爲詳慎焉。(See Keynes,

Indian Currency and Finance, pp. 99, 100; Withers, pp. 167, 168.)

以上所述，係說明現金需要上之可能的資源，並非空洞而且不關痛癢之文章也。今日如美國之新銀行制度，完全以節約使用現金爲目的，祇求對其適當的貨幣制度之需要使用上有充分之現金保有額，即告滿

足，在此保有額以上之現金，則不需要之。至於加拿大及南美各國之吸收現金能力，尤其南美各國之能力，乃受海外所可得借入之力量如何爲其操縱，自不關重要，特從略焉。要之，世界真正之流動資本，因戰爭上之需要而被吸收，且發生減少之現象，此等債務國在歐戰後之最近將來，必處於不得借入巨資之地位，其理由實彰明較著，不待辯也。惟從外觀上觀察之，祇有流動資本過剩之國家，尙得處於人爲的金融活動之地位，而有對於外國起債之可能性已耳。試觀埃及及一九一三年以來，紙幣之流通始甚廣汎，而採用節約現金之方法，土耳其於此則到底不能成功。印度在世界金融上雖頗爲重要，不能吸收較於平常更多額之現金，即從中國之現狀上觀之，亦不能採取何等有效之手段，而實行金本位制度焉。且當此之時，世界各國，殆皆加入戰爭範圍，惟世界之全部金鑛，其新生產現金雖不及從前出口額之多，而繼續採金之每年額數，依然合於九千萬鎊之比例，吾人於此，可以理想之斷定，以爲當此之時，必有某種大勢力，將巨額之現金驅逐於何處是也。因以市場發生過度吸收之害，而達於亘古未有之巨大數量矣。實際上此時正爲世界真正資本 (Real capital) 最爲缺乏之時期，結果表面上遂呈向未曾有之金融緩慢狀態；蓋一方面既有極端豐富之貨幣，他方面貨物有非常之需要，兩者同時連帶發生，而貨幣購買力上發生非常的減退之現象，乃屬於必然的趨勢，無可或免者也。

吾人推測此種重大複雜之事件，當出以慎重之態度。蓋歐洲各國，殆必各盡其力之所及，維持彼等所景慕不置之大金像；且非至其最終之時期止，必不肯放鬆一步；萬一戰局不至延長過久，則彼等殆能保持其現金全部之保有額；縱使自國爲戰敗國，處於不得不支付賠償金之地位，彼等仍以維持其現金準備之目的焉。

然而他方面未曾捲入漩渦之大部分金融市場，亦因產生人爲的金融緩慢之觀念，致現金流出於海外，事實如此，非余過甚其詞也。至少其『未加整理之金本位制』(Unregulated gold standard) 一日存在，而其地位之危險，亦一日不能排除而去之也。

(註)吾人有此種傾向之思想，而著作中往往採用李嘉圖之紙幣流通政策，得揚金匯兌本位制之優良，以爲金幣實際上流通之事實，畢竟不外前世紀之遺物而已，其見解比較於亞榜克威舍氏之提案，更有興味，故特表而出之。(See Keynes, *Indian Currency and Finance*, pp. 31, 72.)

(丁)

從李嘉圖時代以降，多數之經濟學者，皆以爲世界各文明國貨幣本位所以發生動搖之原因，係在其國家支配權不能對於貨幣加以適當之制限，而放任其自由散漫，致成爲無利益的攪亂其社會及經濟制度焉。縱使不能達到完全之域，尙有比較於目下吾人所有者更爲善美之貨幣本位，以充整理其價值使用上之方法，實亦不難研究而得之也。質言之，欲圖革新各種通貨問題，必先使一般民衆確信現在貨幣制度以外尙有其他更爲完善者，然後實行革新，則無阻梗之弊。對於此種問題，論理上及學問上既經解決，所不可知者，惟意思與確信兩者而已。然而此種大事業，本非政治家及金融家社會之素願，故對於革新問題，亦與大多數民人相同，未嘗一日在彼等耳目之中也。

(註)威舍氏亦力主此點必須注意，即馬沙爾氏亦曾論述欲圖經濟的設施之改善，須依漸進之態度出之，彼三次所謂『自然不超越一切』云者，卽不啻提倡不可被自然界現象所制限之高調，亦此意耳。(See Marshall, *Principles of Economics*, p. 249.)

向來關於通貨革新之議論，大多數皆係偏僻之見解，方法既庸劣，而且危險，不足採爲標準者，比比皆是，多數人士對於此種問題，未曾下以特種研究者，更難明分其真僞。然而使金本位制發生根本的搖動之一種重大的變化，吾人當有區別其正當與否之必要也。

貨幣本位若從國際的協商，然後可得支配世界各重要之國家焉。實言之，黃金於此，必至廢棄其在人類上之專制的支配權，而退落於立憲君主之地位；萬一國民的戰爭之結果，果發現此種之事實，則有光輝之貨幣史，在貨幣制度上，始可謂爲別開一新紀元也。吾人人類當本其各自之希望，對於支配資產之勢力，更進一步，舉而獻諸自治團體之中而後可。

(戊)

以上所述對於金幣及現金準備之將來加以理論的辯證，未始不無近於臆測之嫌，茲特就較爲狹隘之範圍，即目擊之確定的事實更有具體的根據者，加以推論而辯證焉。

吾人從過去之經驗，欲發現金融界行爲之規律，其最重要之一點，即現在金融上之地位絕對無先例可援之一點，必須加以注意是耳。換言之，歐洲各國，負擔外國債務，或購買外國貨物，必須輸送現金，正在極其緊急之時，而最足驚人之事實者，各國均擁有巨額之現金，以預備爲最後必要之需送，此實爲從前恐慌時期所未嘗目擊之現象也。至於歐戰當時以種種形式表示信用通貨之數量，亦較於前此任何時代，其量爲大，然而歐洲戰爭以前過去二十年間，各銀行之施設手段，皆藉豐富之黃金，以爲支持，特供給集中的巨額之現金準

備；故世界大部分之信用通貨，皆建築於鞏固基礎之上，實際上此次歐戰大恐慌各國所可得利用現金之蓄積額，即係此種手段之效果所生者。何則？蓋在恐慌之時期，固得依據舊式之方法，擴張其信用通貨，而他方面雖同時沿襲前代比較的不鞏固之方策，但隨時間之經過，更能迅速恢復其鞏固之基礎焉。是故吾人於此可確信凡過去之時期，並非表現其次期之恐慌期現金不足之現象，卻發生現金之過剩；且當此時期，金融界當局者必傾注其全部精力以蒐集過剩之現金，對於緊急狀態必須改革之點，反不加以注意也。例如歐戰恐慌之前期，所表示之信用的制限，英國以及歐洲各國，南北美，英領殖民地等，殆全部發生信用通貨激增之現象；迨至時期漸次過去，受金融上困難之各列強，從現金準備中提出現金以資填補之事實，尤呈其過剩之狀態焉。

前之所述係對於一般的加以考察，希望其應用英蘭銀行之地位及政策是耳。歐洲戰爭開始之時，英蘭銀行之現金準備，雖在於平常水平線之上，孰知卻因此引起各方面之戒心。夫一九一四年八月間所發生之恐慌經過，前已盡述之矣。茲從開戰時至是年十一月十八日止觀察之，計從海外各資源轉賬於英蘭銀行貸方之金幣額，若再將印度政府科目上未經印記 (Farnark) 之金幣加算其中，則實際已達於五千五百萬鎊，其中一千二百五十萬鎊係通貨券還本基金 (Currency note redemption fund)，曾經英國財政部加以印記者，迨至十一月十八日英蘭銀行之現金準備額正達於七千三百萬鎊，實為亘古未曾有之巨額也。

吾人可信英蘭銀行在於將來之時期，準備金絕對無低落至於平準以下之危險；而其重大之真正的危

險者，卻存在於反對之方面焉。詳言之，即現金之利率，必須維持其適當的水平線，難保不無膨脹至足使英蘭銀行董事會發生困難之巨大金額以上是耳。是故最近將來英蘭銀行之當局者，必須不再向海外吸收現金而後可，蓋即不可助長利率膨脹之意也。無論如何，英蘭銀行當局者之任務，必須對於利息維持其適當之高率；且對真正資本之不足時，容易惹起貨幣過剩，市場崩壞之傾向，亦當力圖所以滅絕之方法焉。要之，現金輸入之額愈多，而英蘭銀行當局者所感受之困難亦愈甚，故對於此點，須特別注意之也。

金融市場之人爲的安定，或亦可得補償的利益，固不待言。例如助成其政府之財政趨於便宜之途；又如一且其自然的傾向過於敏捷迅速之時，亦能助成一時的信仰之感情；當戰端終息之時期，可得助成產業上之調查與整理，以及無意中可得緩和一時的失業無職人數之增加等，皆其適例也。然而此等事實，仍不免有重大之危險潛存於其中，其利實不足與其弊相敵也。

(己)

吾人於此總觀本文之重要論點，可知其他交戰國亦與英國相同，即增加通常以上之人爲的信用貨幣，完全採用英蘭銀行賬簿上之形式表現之，因以創成英國金融市場過度緩慢之現象，並增大其樂觀的根據信用膨脹之危險矣。此所謂金融緩慢云者，因英蘭銀行所收領現金之額過巨，實有推波助瀾之勢；惟此等現金，對於信用膨脹之事後影響，殆無弊害可言；質言之，因促進現金之海外流出，乃可得免除英蘭銀行之危期。然而他方面同時因超過實體資本之貨幣需要額，而釀成資金貸出激急增加之危險；且有延長實體資本與

貨幣不適合所生有害之影響焉。

現金向英國流入及信用膨脹之危險，實際上亦受其他一種勢力之影響；即英人所喜經營海外金融業務，而發生激急變化被其影響是也。英蘭銀行當此之時，不特向外國要求債務之償還，且一切要求貸借新債者，皆拒絕之。此種事實，即為釀成金融市場各方面困難之主要原因；惟欲澈底的說明之，則此種原因，實際上仍欠明瞭；蓋其國內之過剩資金，亦與平常相同，不喜應外國之募債也。前述停止海外投資之政策，在或程度內雖有相當之必要；但依原著者個人之意見，則以為此種政策，不無失於過當之嫌；若有善良之擔保品而且條件亦優美者，則英蘭銀行欲圖鞏固其金融的基礎，當處以適宜之手段而貸出之。此種政策之利益，略舉於下：

(一) 實行此種政策，始能完全恢復國外匯兌；且不能向海外輸送現金之外國人所感受之困難，亦可得因以排除淨盡。

(二) 戰爭一旦延長過久，則英國金融界難保不無收回昔日貸與外國資本之必要；但英國收回之資金，若超過於仰給外國物資之必要，則於特定期限以內，斷非英國金融市場之利益也。若英國政府祇對於有相當價格之貨物不甚需要，而特行收回貸付之之時，則惹起容納過度現金之弊，乃弄巧反拙，不特無益，而且有害之也。即英蘭銀行使其債務者處於不方便之地位，亦不外更增加自身之弊害已耳。反之，英蘭銀行若祇於其債務者對於英國供給貨物之必要時收回其貸出，則彼等明係處於輸送英吉利需要物品之地位，猶幸事

實上並不如此，既爲英國之利益，亦爲各債務者之大幸——特指美國及英帝國之各領土——證諸歐戰當時恐慌之狀態，正相符合焉。

(二)在不得持久的程度以內，凡國內外利率間之急遽而且極端的分裂，甚至斷絕關係之現象，實亦不能謂爲安全無恐也。若英蘭銀行在英國未曾需要貨物之時期中，即急遽停止國外貸出，或按金幣收回貸出，以及一方面姑使國內利息降於極低率時，則英蘭銀行不轉瞬間必陷於地方的信用膨脹之悲境，而反助長其他現存勢力之作用矣。若現金過剩之現象，一旦發生，則至少此種現象所發生之不便，須分配於全世界，斷不可集中於一國或一地焉。

由此觀之，吾人可得主張對於第一項之理由與利益，不可不對於金融界以有效利率維持其高度之平準；第二項不可增大其過度之現金保有額；第三項若擔保品既已善良而且條件與平時相適合之時，則當再給與外國金融上之救濟，尤其不可採用拒絕短期資金供給之下策焉。吾人需要物資之時，自當向海外充分輸入之；但有損於吾人能力之時期與方法，亦不可變更其海外金融業務，及海外投資之手段，固不待言。至於拒絕放款及再放款之請求，致助長現金之流入者，亦非善策也。要之，態度慎重之金融業者，大半雖希望維持其高度之利率，但亦不外視此種手段爲助成本來目的諸手段中之一種；換言之，徘徊於壓抑現金輸入之途者，實不乏其人。關於此點，英國之政策雖較他國爲優，但每以爲與倫敦金融市場有關係之現金輸入愈多，則利益愈大，其見解之謬誤殊甚，第排除此種謬見者，亦屬極少數也。蓋英國金融家之心理，每視現金輸入之事

實，爲社會安全鞏固發達及富之所繫；故其思想與信仰根深蒂固，且發育繼長不已，欲一朝破除之，實難能之事也。

真正貨幣政策之範圍，實極狹隘，人類之思想，在拜金主義及膨脹主義之兩種類中，必偏重選擇其一焉。質言之，非採用黃金之充分存在，信仰其能療治一切之金融的禍害，即所謂拜金主義 (Mercantilists)，亦必採用饒有低廉之信用及紙幣，信仰其能無限發達，即所謂膨脹主義 (Inflationists) 是也。古往今來各派之學者，關於此點，皆以爲雖能影響於其時代之金融社會，但皆無真理之可言，僅有斯密亞丹氏對於拜金主義者下激烈之攻擊，惜後世無繼其後者；故信用膨脹派之主張，始終未能得多少有力之經驗焉。要之，處相反對兩派間之勢力，此消彼長，變動不已，至今日遂爲拜金主義派最爲跋扈之時代；換言之，今日信用制度非賴黃金主持其間，則無所爲用；蓋全世界各文明國之貨幣政策，無不以黃金爲最重要之基礎也。

(庚)

予草上文行將告終之時，恰值英國政府公布軍需公債之條例，特附加說明如左：

巨額之軍需公債，一時的固對於極端金融緩慢現象有絕大之影響；但爲時甚暫，亦無傷也。蓋公債實收額，爲對於外國及殖民地爲貸出時，須使用之；或實際上消費於海外者；或以充購買海外物資之用者，軍需公債對於其國能防止巨額現金輸入之效果，與應募外債之效果相同。然而英蘭銀行中，各銀行以及其他之活期存款科目殘額，不外一時的發生減少；且制限於公債之分期繳納，支付通常費用以上之時期中，始能發生

減少之現象焉。此所謂英蘭銀行活期存款科目殘額者，除英國財政部之借入金，從英蘭銀行科目償還之，其影響程度甚為輕微者外，且其間接的效果，雖未知其如何，但無論用如何方法，除依此種公債供給於向英蘭銀行借入之認付商店之償還方面外，皆無永久的影響之效果也。

英蘭銀行因此發表銀行利率一分減少之利率，經營擔保新公債證書之放款業務上之規定，於本問題實有深切之關係也。此種規定，誠能使新公債在金融市場及一般商人間得踴躍應募之效果；且至少在最近之將來，為維持市價上最適宜之一種方法焉。至於間接的影響，不特難以意測，實有不明瞭之病；但可謂為非良好之影響耳。

通常以銀行利率之效果，為維持市場利率之用，其效力實極輕微也。銀行利率無須維持市場利率時，年利約定為一分，乃發生填補新規定之必要；若通常貼現商店以及其他金融業者，擁有銀行利率一分絕對的可得信賴之巨額公債時，則銀行利率欲圖對於市場利率常為有效，則必須擡高其公定之貼現率為十分之一，此亦論理上必然之結果也。若然，銀行利率之為物，實際上即銀行利率一分減少之意義耳。

又從他方面觀察之，上述所謂新規定者，在歐戰當時，固較優於銀行利率；但最近將來必依銀行利率一分減少比例之方法為較有效，何則？蓋對於金融市場，與其謂為匯兌票據而生，無寧謂為因應募軍需公債，致助長其收回活期及短期通知支付放款等之關係，尤為適當也。然而，不問歐戰當時倫敦金融界之事實上如何，而此種目的上匯兌票據，常有固有之適合性；故遭逢此種恐慌之變化，便難自由解決，但活期放款若運用

於安全之途，得無限之方便，故英國財政部當局採用如斯施設上之手段，一方對之既使其昂騰利率，其他方遂亦不得不擡高匯兌票據之利率而與之對抗焉。換言之，卽此等利率用於年利四分以下，其公債市價亦不得超過其發行價額，在此兩種限制利率以內，皆可得自由伸縮或騰落其利率也。此等利率一旦騰貴至四分以上時，必突然變化其全體之地位；蓋利率在歐戰當時之實際狀態，與政府公債之純粹所得，實互相聯結而且極其密接故耳。一旦市場利率超過四分，卽銀行利率忽然擡高至五分以上時，則新公債對於金融市場必立時喪失其吸引力；故一旦擡高銀行利率，必發生新公債市價直接低落之傾向。由此觀之，政府之表面的信用，與銀行利率之有效的水準之關係過於密接之時，結局亦非可喜之現象也。

英國政府對於新軍需公債自身，並不受何等損失；且具有幾多有利益之特質，對於各階級之投資者，實有吸引之能力；惟此種公債，完全實係於必須銀行加以認付之公債，讀者對於此點不可不特加注意者也。余對於上述所謂新軍需公債之問題，尙欲一言者，卽其報償及利益專屬於一般銀行家及金融業者之階級而已；且此等階級，政府甚希望其應募大部分之軍需公債，及實際上之必要，不得不爾耳。英國政府當第一次募集此種新軍需公債時，亦不外欲圖吸收一般公債存放於銀行之巨額的資金卽告滿足。當開戰後閱時未久，英國政府卽極力吸收所謂金融市場資金（Bank money）之部分，實際上並不關於消費之必要；故其以特典的貸出之權能給與英蘭銀行者，亦不外吸收此種資金之手段耳；其策之劣，莫此爲甚。英國當此之時，軍需公債尙未具有單純投資之性質，卻爲直接應募者，因借入之基礎而利用無窮，實不啻獎勵其應募軍需公債。

矣。

(辛)

論者對於本誌前號，曾加以批評曰：子之論斷存款銀行實際經營之狀態，實過於嚴峻；且關於一切論點，皆未必與事實真相相符；更如倫敦銀行家雜誌，曾慨歎對於不可預測之恐慌事變，必有不可避免徬徨失措之態度，未嘗加以何等之斟酌云云，恐亦非事實所許。然余所抱之失望，即英國大銀行實未嘗自覺其地位，並無通常以上見解之人格，亦不外春秋責備賢者之義，果何所用虛揚其美耶？英國銀行組織，極其錯綜紛亂，實佔其金融市場之全體組織，而發現其所謂實業之生命，此即為英國國民之天才及智德之最善而且最有特徵創造物之一。倫敦大市場之制度及組織，實為人類最高之製造物；蓋英國金融組織雖受極端之打擊，猶能充分抵抗之，如一九一四年八月恐慌之潮流達於最高度之時，英國金融界能處之如常，絲毫不生驚駭狼狽之現象，其基礎之鞏固，構造之精巧，以及金融上之實力，內容所有物及遺產之雄厚等，實足驚人，故英國能鑑對外一切之債務，而得向全世界輸入多量之物質的資料焉。但結果使英國股份有限公司之銀行陷於危險之境地，且貽害其股東之永久的利益，舉國人民當此國家危急之秋，竟缺勇敢果斷之氣概，殊引以為憾耳。

(註)大陸銀行制度與英蘭銀行組織之優劣比較，遠如巴佐特氏之研究，近如馬沙爾氏之主張，兩者若合符節，蓋無一而非褒揚自

國制度之所長，而抑他國之所短，此誠非學者態度所宜。歐洲大陸，惟德意志學者之論證能舍短採長，以濟其美，正如馬沙爾氏所謂經濟的組織之改善，乃漸進的而非急進的，與人種改造之歷程相同，馬氏所謂自然不超越一切，反對革命之態度者，亦此意耳。(See Mar-

shall, Principles of Economics, p. 249.) 倫敦金融市場未嘗採取革命手段，故能達到進化之目的。一九一四年歐洲恐慌之時，英德法之金融中心，實以倫敦為最鞏固，柏林次之，巴黎最下，學者間殆不能否定之也。但不能以倫敦金融市場之鞏固，即謂為英國金融組織之完美，亦不外英國金融上之地位及實力過人一籌耳。至於巴黎市場所以居於最下乘之理由，可於瑪塞爾·拉波對爾氏所著「一八六〇年乃至一九一四年間法蘭西之海外投資機關與其結果之中探求而知之。」(Marcell Labordere, The Mechanism of Foreign Investment in France and Its Outcome, 1860-1914, The Economic Journal, December, 1914; The Future of International Banking, The Bankers' Magazine, No. 748, p. 21.)