

交通銀行經濟叢刊第二種

# 金融市場論

交通銀行總管處理編印



法1323

597605

WD



001100580099

交通銀行經濟叢刊第二種

金 融 市 場 論

29.758 | J314

交通銀行總管處理編印





## 序

本行經濟叢刊之編輯，旨在選擇專題，彙集時論，以備同人之研究，並供社會之參考。此於本叢刊第一輯各國銀行制度發刊詞中，業已述及。該刊出版後，謬荷讀者讚譽，銷行甚廣，而各方函詢第二輯出版日期者，復廣至沓來，足見此類研究專門問題之論述，頗為社會人士所重視。本行自當依照原定計畫，陸續刊行，以答讀者屬望之忱。

茲以經建事業，萬緒千端，而實業振興，胥賴有完善之資金體制，以宏其運用。故建立長短期資金市場，以爲活潑金融擴展實業之樞機，實屬當前殷切需要。爰定第二輯爲金融市場論，全書共分三編，第一編總論，第二編各論，第三編我國金融市場問題，類皆權衡中外，各抒所見，或作事實之敘述，或作理論之研討，或則回顧既往，或則瞻望將來，其於金融從業人員與社會一般人士對產業資金問題，增進瞭解，感發興趣，當不無裨補也。

本刊作者既非一人，見仁見知，容有出入，切磋攻錯，實具同心。倘荷海內賢達，不吝賜教，俾我國長短期資金市場，得自理論之研討，進而躋於實際之推行，蔚爲一種完備之制度，則是編之輯爲不庶矣。是爲序。

三十三年六月錢永銘於交通銀行總管理處

第一編 總論

## 金融市場與實業

趙棣華

### 一 金融與實業

人類文明之進步，繫於近代實業之發展，而近代實業之發展，則有賴於金融事業之扶助。自產業革命以還，生產之規模日漸擴大，資金之需要愈益殷切，而融通資金之近代信用組織，亦復隨以成立。實業之盛衰榮枯，固賴乎資金供應能否與其自身發生調節，而金融之健全與否，亦視其資金去路，是否為扶持實業增加生產之用為依歸。二者如唇齒互依，相輔相成。自其靜態言，則在產業生產過程中，自出資購買原料，製成產品，復將產品除帳銷售，在在需要短期資金，以資融通。至於創業或以後擴充營業時所需要之設備資本，則賴長期資金為其挹注。此種長期資金之來源，端賴近代式之金融市場組織，或以放款投資方式，或則利用票據制度，或則以產業證券之辦法，多方面供應之。若自其動態方面而言，金融與實業更具交互感應之作用。苟市場之資金供應增加，則金融弛緩，利率下降，每致刺激信用之擴展產業之繁榮。良以利率低廉，則事業易於覓致利潤，信用擴張，則資金之供應必於充沛。在此過程之中，產業之利潤亦必隨以優厚，資本設備亦將隨以擴充。此乃金融活躍時影響於產業之情形。苟市場之資金供應不足，則資金艱窘，利率上騰，每陷企業界於困境。蓋金融既感緊迫，信用即隨之收縮，因緣而至者，為物價反常之低落，市況之蕭條，至此企業界勢須緊縮事

業之範圍，限制生產之數量。此乃金融呆滯時所予企業之影響也。

由是可見金融與實業，猶形影之相隨。金融依恃實業，始可盡助長生產，促進交換之功；而實業亦仰仗金融，乃能完成其迂迴之生產過程。質言之，金融市場之變動，固可影響於實業，而實業情況之推移，亦復波動於金融。健全之實業，固建基於健全之金融也。

## 二 金融市場之構成與運用

就廣義而言，金融市場應包括短期資金市場與長期資金市場。所謂短期資金市場或稱純正之金融市場，係集合下列市場而成：（一）商業票據市場，（二）承兌市場（三）抵押放款市場，（四）短期政府證券市場。所謂長期資金市場，或稱資本市場者，例應包括如下部門：（一）新證券市場，（二）證券再分配市場。

純正之金融市場，係短期資金匯集之所。此一市場以商業銀行與票據承兌貼現機構為中心，自全國乃至全世界吸收資金，同時復將此項資金分配與全國以至世界各地。是類資金既屬短期性質，自須覓致非常流動之投資途徑，而票據市場，押放市場以及國庫券市場，乃獲應運而生。此項短期資金，利用票據及押放市場，以資助其工商百業，復利用國庫券市場，以挹注其政府之財政。短期資金市場之重要，蓋可想見。

惟此一市場之供需雙方，未必需保平衡。每遇季節變動，經濟循環，以及市場通貨增減，即易引起供需之失調。當資金求過於供時，則利率騰漲，金融緊迫；反之，則利率下降，金融鬆弛。供需失



調之後果，恆爲企業之破產，經濟之衰落，其於整個國民經濟，影響彌切。故最近各國中央銀行無不採取適當方策，以平衡資金之供需，控制市場之信用。其主要方式有四：一爲利率政策，由中央銀行斟酌市場需要，適度升降重貼現利率，以糾正膨脹或緊縮之趨勢；二爲公開市場政策，中央銀行以公開買賣證券爲手段，調節市場通貨，維持供求平衡；三爲外匯政策，以管理外匯或設置外匯平準基金之方式，控制市場信用；四爲信用分配政策，係根據國家經濟計畫，作定量之信用分配。上列四種政策，性質不同，效能互殊，要當視事實需要，以爲機動之處理。惟無論採取何項政策，必須有一強力之中樞金融機構，籌畫運用，始能發揮最大之效果。

至若長期資金市場，係產業資金之淵藪，其於實業發展關係之密切，更不待言。長期資金市場之主要構成部分有二：一爲新證券市場，二爲證券再分配市場。前者之職能，係爲新創企業籌措長期資金。其所取方式，爲產業證券之發行承銷與經募；後者之任務，爲促進證券之交易與流通，以維持資本市場之繼續活動。查各國資本市場之組織形態，隨其經濟發展之程度而別，大體可分英國與德國兩大類。英國之新證券市場，係存在於銀行以外，其組織可分爲二部分：一爲證券發行機構，二爲投資信託機構。前者以代理外國政府，殖民地政府，暨國內外鐵路公司發行股票債券爲主。其對國內實業，則不負承募發行之責。後者則爲英國資本市場之核心，所營業務範圍甚廣，諸如企業公司之籌設改組與合併，公司債券之發行、承受或推銷，以至債券之資本付息等項，殆均屬之。其對英國實業之發展，頗多貢獻。惟投資信託機構提供長期資金之方式，係屬暫時性質故其對企業收益之估計，每具過高趨勢，而證券發行之成本，亦復甚昂。蓋投資信託機構，原以獲取純粹金融業之利潤爲目的，不

克負荷任何企業風險，以致新企業之股券價值，非依其預期收益能力為準，而以其轉售價格之差額而言，影響所至，難免助長投機風氣，而形成虛浮之繁榮。

德國之資本市場，則以銀行為樞紐。實業金融、業務，向由銀行兼營，其中尤以所謂四 D 銀行為代表。蓋因德國實業之發軔較遲，社會資金既非豐厚，人民復乏投資習慣，端賴銀行之扶助保育，乃能獲長足之進展。各公私銀行，對於一切新興企業，無不持有重大之經濟利益。此種混合信用制度，雖便於產業資金之供應，惟偶遇經濟波動，銀行資產即有凍結之虞。一九三一年德國達姆斯特國民銀行卒因北德羊毛公司之倒閉而擱淺，終且蔓延而成全國之信用恐慌，混合信用制之弱點，至此乃畢露無遺。

以上為資本市場之簡單說明。自一九二九年世界經濟恐慌以還，金融風潮波瀾壯闊，各國政府相繼採取干涉統制政策，以改善資本市場之設施。綜其要點，約有二端：一為政府直接創設機構，以參與長期資金之供應；二為政府加強對自由資本市場之控制。例如美國於一九三三年頒布之銀行法，(Banking Act of 1933)，禁止銀行附設證券公司，並規定會員銀行之職員與理事，不得充任證券公司之職員，又非經聯邦準備管理局之核准，不得與證券公司發生聯號關係；另方面禁止投資公司收受存款，或經營商業銀行業務。至在積極方面，則成立復興金融公司與進出口銀行等國營金融機構，以雄厚實力，投放與國計民生相關之實業，與過去實業金融制度之漫無系統可言者，不可同日而語。又如德國自一九三一年金融恐慌發生，政府即下令改組信用銀行，並加入鉅額資本，以加強政府之控制力量，同時設置「信用金庫」，及「金融公司」，分別接收各銀行凍結之工業放款與證券。至一九三

四年更頒布「信用法」實施嚴格之信用統制，明定各銀行之長期投資與不動產總值，不得超過資本與公債之總值。此外更創設「金貼現銀行」與「德國工業銀行」，以利便長期資金之供應。再如英國，其金融組織雖夙具分工色彩，但銀行與實業關係之疎淡，究為英國產業發展之重大障礙。英蘭銀行有鑒於此，特先後發起組織「證券管理信用公司」及「銀行家實業發展公司」以加強銀行與產業之聯繫。迨至一九三四年，英蘭銀行復根據麥美倫委員會之建議，設立「實業信用公司」，負責為中小型企業籌畫資金，以補救原有資本市場之缺陷。

綜上所述，可見近世各國之金融市場，雖其經濟之跡象不一，但基本上實具兩大趨勢：一為信用管制之加強，二為金融分工之厲行。今後吾國金融市場之改進，殆亦應以此為其歸趨也。

### 三 吾國金融市場之演進趨向

吾國現代金融事業發軔較晚，迄今約祇四五十年之簡短歷史。抗戰以前，短期資金市場，雖已規模粗具，而長期資金市場，則尚未形成。至若市場信用之調節，尤感力有不逮，以致金融風潮迭起，百業情形衰敗，國民經濟深受影響。軍興以還，金融建設推進甚力，諸如四行專業，發行統一，準備集中，票據清算，以及銀行管理，俱已分別實施。現代金融市場之要件，可謂粗具根基。惟為進一步之推進計，深感現有組織，仍待加強，用特提示二點，以供參考。

一、短期資金市場之健全 現代化之短期資金市場係以票據市場為基幹。吾國票據行使，既未普遍，短期資金市場，亦即無由健全。概結所生，當為票據承受性與流通性之嚴重限制。改進之道，

不外三種：（一）爲短期信用流通工具之創造。近年吾國曾試行銀行承兑匯票，惟成效尙未大著。當前急務，首爲鼓勵民營事業行使票據。其次應鼓勵民營事業使用票據。因營事業規模宏大，銷路率先固行，對於票據之流通，必多裨助。（二）爲票據中介機構之設立。票據之流通，其對票據流通之促進，造成繼續性之市場。倫敦之票據貼現所與紐約之商業票據所，卽屬此類組織，其對票據流通之促進極具貢獻。吾人欲期票據市場之繼續活動，供求相應，亦非借重此等機構，不足爲功。（三）爲信託調查制度之樹立。信用調查，爲推行票據之前提，亟須設置專門機構，利用科學方法，搜集情報，以供各金融機關之參考。

二、長期資金市場之促成。長期資金市場之最大效能，爲匯集國民儲蓄，以作生產投資之用。吾國產業資金，備極枯竭，資本市場之建立，理不宜緩。惟資本市場之創設，須具相當條件，非可一蹴而幾。試觀資本市場高度發展之國家，其金融與實業組織，類多規模宏大，設備齊全，而其人民亦具產業投資之濃厚興趣。至若吾國，此項條件，尙未完全具備。故吾國資本市場之建立，仍賴銀行界多負其責。爲今之計，似應由信用卓著之金融機構，首謀產業證券化之逐漸實現，對於代理發行公司股票及公司債券，應積極提倡誘導，俾企業信用，日就昭著，人民投資證券風氣，逐漸養成。至於國內各商業銀行及錢莊組織，可使之擔負承銷新發行證券之機構，俾新發行證券市場，得有嚴密完整之組織。復次，吾本市場之機能，有賴此一市場之繼續活動，始克高度發揚，故證券再分配機構，須於各大都市內次第加以提倡設立。惟應加以注意者，我國既以民生主義爲建設方針，自應力矯歐美過去各種流弊，對於產業證券之發行種類及數額，與夫產業證券之買賣等，故應切實監督扶導，以期逐漸發

屬之健全。

以上僅爲原則之提示。總之，吾國金融市場之演進，必須密切配合國家經濟政策。戰後國策，既以發展實業爲重心，則金融市場之設施，亦應以便利產業資金之供應爲主旨。同時金融市場之組織與運用，更須符合民生主義之原則與精神。此於建國前途，實有其重大之關係焉。

## 金融市場之構成

楊蔭溥

### 一 金融市場之概念

「金融」爲「資金之融通」；則金融市場卽爲「資金融通之一種區域。」驟視之，似頗易於明瞭。但設進而一問，何謂「資金之融通？」何謂「資金融通之一種區域？」則似又未易爲確切之解答。

甲、金融之意義 所謂「金融」，所謂「資金之融通」，係指市場資金，有無互通，供需調節之一種作用而言。

在現代貨幣交易制度之下，一切財貨及勞務之交換，均藉貨幣爲之中介；一切財貨及勞務之價值，亦均以貨幣爲其共通之尺度。因之，控制貨幣，卽爲控制一切財貨勞務之手段。通常產業商業界所需要控制之土地、工具、原料、人工、商品等，均爲財貨或勞務，均可以貨幣爲之衡量。此項產業商業界在完成其生產或販賣任務中，因控制財貨勞務而需要之貨幣或其代用品，卽謂之資金。故資金之目的，在作產業商業之運用；而其形式，則爲可藉以控制財貨勞務之貨幣或其代用品。

但事實上有此種可資運用之資金者，不盡爲產業商業界；而產業商業界本身亦不均能自備其所需資金之全數。於是方持有剩餘之資金，而無法運用；一方缺乏必要之資金，而無從獲得。此盈彼

繼，此少彼多，而資金固有調節之必要。凡產業商業界以外有剩餘資金者，不必問其為百萬元千萬元之巨額，或為數充數十元之小數，其為不願或不能自作運用之資金則一。此項不願或不能自作運用之資金，仍須另謀出路，用借貸方式，轉由他人代為運用。故此種持有剩餘資金者，無論其為存有百萬元千萬元之大富戶，或為月僅餘存款數十元之薪工階級，均為市場資金之供給者。而產業商業界，則為市場資金之需要者。此資金之供給者與需要者間，非有居間者為之中介，又有無自投合之否。此居間者即為銀行、為錢莊。銀錢業一方以存款方式，收集市場零星分散之資金；一方以放款及投資方式，分配此項集得資金於需要之產業商業界，資金供需相投合，而「資金融通」——即所謂「金融」——之作用以顯。由此可見資金融通之過程，有三方面之關係：其一，為資金之供給者，即儲有剩餘貨幣之個人或團體；其二，為資金之需要者，即產業商業中缺乏周轉資金者；其三，為居供需間而為之調節者，則以銀錢業為其重心，故通常即稱之曰金融業。凡此三方，交相為用，不可偏廢。其中尤以金融業之職責為重要。金融業之職責，普通皆以為以「挹此注彼」為惟一任務；實際並不以「挹此注彼」為已足；蓋所謂「挹此注彼」，雖已盡「通」字之責，尙未能盡「融」字之義。夫所謂「融」者，並非僅就固定有限之資金，為居間之受授；實應更進一步，融洽此固有資金，以創造更圓滑更富流動性之新資金，而善為運用。然後金融活潑，產業商業得其灌溉，亦可日滋繁榮。至創造新資金之途徑，要不外信用工具之運用。故現代金融之骨幹，要不外善於運用信用工具而已。

乙、金融之種類 金融可依需要對象之不同，而別之為三大類：（一）農業金融；（二）工業金融；及（三）商業金融。其中農業金融，則分散於全國縣鄉農村，資金供需，既不集中，因亦無所謂市場。

故普通所謂金融，係指都市金融而言。其中周轉最活潑，感覺最靈敏者，當首推商業金融。普通金融之狹義範圍，即專指此種商業金融而言。普通金融之廣義範圍，則指都市金融即包括商業金融及工業金融兩者而言。

商業金融之最大特點，即在其借貸時期之短促，為一種短期資金之融通。事實上利用此項資金者，並不限於商業；工業需要之流動資金，亦大部取給於此。其借貸時期最短期者，為一日，二日，以至半個月，一個月；較長者亦不出六個月；長至二年者，已屬極少數。因其時期短，故其流動量大，其反應性強。市場稍有波動，影響立見，故恆為一般金融緊弛之測驗器。

工業金融，則期限較長，如原料、成品押款，短則半年，長或一年。廠基押款，則三年五年不等。至若公司證券之買賣，則無異投資，更無一定時期可言。故工業金融，通常係指所謂「資本市場」之作用而言，其性質偏於長期。至工業短期流動資金之融通，其用途對象，雖為工業，而其性質則與商業金融無異，故通常恆以之歸入商業金融之內。

丙、金融市場之意義 經濟學中之所謂「市場」，並不限於通常商人集合之有形地區；而實為同類貨物，於同一時間內，為同一價格所支配之抽象區域。普通市場之有貨物，猶金融市場之有資金；普通市場之以貨物為供需對象，猶金融市場之以資金為供需對象；普通市場之有買賣雙方，猶金融市場之有借貸雙方；普通市場之有貨物買賣價格，猶金融市場之有資金借貸利率。以此例彼，是金融市場者，簡言之，即為資金借貸，於同一時間內，為同一利率所支配之抽象區域。誠如英作家意斯登氏於其所著「貨幣匯兌及銀行論」(H. T. Easton: Money Exchange and Banking)所云：「金融市場



之一名詞，實用以表示資金借貸之機構。有時亦用以表示藉借貸方法，以謀資金運用之人爲動作。此種市場，並無地域之限定。」又云：「其主要動力之足以影響金融市場者，厥爲可用爲放款之資金數額。資金之借貸，定有利率。此項利率，即爲借用該資金之代價。而此項借用代價，與其他貨物相同，亦全受供需之支配。資金之供給多，則放款之利率低。反之，資金之供給少，則放款之利率高。故市場上利率之高下，實足爲資金供需情況之表示。」每一市場，必有其中心之利率，以支配整個市場之資金借貸。如從前上海之「拆息」，今日陪都之「日拆」，均爲全市場資金借貸之一種標準代價。市場其他存息欠息，皆受其漲落之影響。受此種有效利率支配之抽象區域，即均在此金融市場範圍之內，並不受政治畫分地區之限制也。

## 二 金融市場之構成

麥登，那特勒兩氏，於其所著之「國際金融市場」(Madden and Nadler: International Money Markets)中，列舉構成廣義金融市場之機構，今舉其較普遍較普通者於下：

- (一) 純正之金融市場，主要者有：
  - (子) 商業票據市場 (Commercial Paper Market)。
  - (丑) 承兌市場 (Acceptance Market)。
  - (寅) 押放市場 (Collateral Loan Market)。
- (卯) 短期公債市場 (Market for Short-Term Government Securities)。

(二)資本市場，可分為：

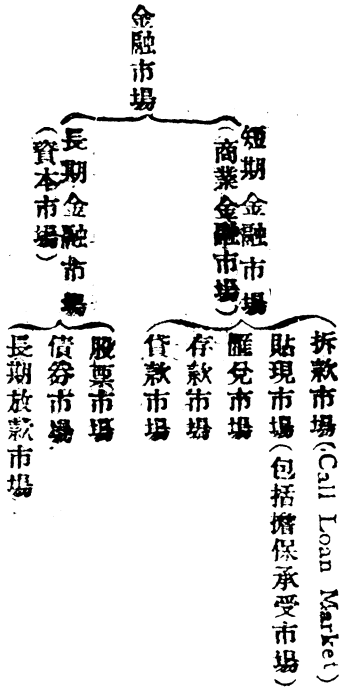
(子)新發證券市場 (Market for New Securities)。

(丑)證券交易市場 (包括證券交易所及場外證券交易。)

此外尚列有(三)各項商品市場，(四)外匯市場，(五)金銀塊市場三項；而以(六)海運市場，及

(七)保險市場二項，為廣義金融市場中較次要之機構。

日本銀行研究社編行之「金融辭典」中，金融市場一則，對金融市場之構成，有如下表：



狹義金融市場之範圍，恆限於短期資金市場，即商業金融市場；甚有更狹義以拆款市場為金融市場範圍者。至最廣義之金融市場，以商品市場等均行列入，似亦過於廣泛。故吾人似以採取廣義金融

市場之範圍，包括短期資金及長期資金兩種市場，較為適當。參見吾國金融實情，則在吾國金融市場之構成，其最主要分子，當如下表：

(一) 短期資金市場

(子) 拆款市場

(丑) 貼放市場

(二) 長期資金市場

(子) 證券市場

(丑) 長期押放市場

類，資金市場中之拆款市場，為一種最短期之臨時融通，代表市場資金最高、最真切、最急迫、最及時、最活動之部分，故其影響最為廣泛，亦最為深切。貼放市場，為短期資金貼放及放款方式融通之部分，代表銀錢業對工商業短期資金之融通。至若長期資金市場中之證券市場，則為公司股票、公司債券、政府證券等買賣集中之地，為工商業創立及擴充所需資金之主要來源，而長期押放市場，亦為工商業擴充設備獲得資金較簡易較方便之途徑。

### 三 短期資金市場

甲、拆款市場 在吾國戰前金融中心之上海，即有拆款市場之存在。此項拆款，向為錢莊同業，或錢莊同業受銀行之委託，在市場為銀款之拆進拆出，因此項拆款，大都採取票據方式，專備抵補常

日匯總會——即錢業之票據交換所——之清算頭親，故又名曰：「拆票」。常例，此項拆票期限，以兩日為度。昨日拆進或拆出者，至明日即行到期。其借貸成立時，所定之利率行市，謂之「拆息」，或「日拆」。此項拆息，為表示上海金融市場資金供需情況最正確之測驗器。拆息漲，為上海市場銀根緊急之表示；反之，拆息落，即為上海市場銀根寬鬆之表示。而上海市場上其他資金借貸利率之漲落，亦莫不視此項拆息之漲落為轉移。

從前重慶沿行之比期制度，實亦為一種十五天之短期拆款。不論為普通存戶所存，或為「外省銀行」同業所轉拆，此項經由川幫銀錢業出放之短期放款，頗有左右整個金融市場之勢力。其所定利率，亦最為敏銳，有控制市場上其他利率之力量。此項制度雖自三十二年一月起，實行廢止；但與比期性質相似之短期存放，仍極普遍，僅到期日已不限於月中（十五日）與月底微有不同耳。照比期廢止後之新規定，自後同業間存放，均以日拆為計算標準。此項日拆，由重慶銀錢業兩公會擬定，暫由中央銀行核行。則又與上海之拆票制度相似矣。

乙、貼放市場「貼」，指票據之貼現；「放」指銀錢業之放款。票據貼現，從前在上海雖經多方提倡，但仍未見普遍應用，故事實上從前上海方面無所謂貼現市場。至最普通之放款，在上海則向為六個月之定期放款，謂之「六對」，即六個月對月之意。從前例於每年陰歷三月九月為開做及結束之期，故又謂之「三九長期」。蓋長年商貨旺發之時，恆在陰歷三九兩月之後。苟於四五兩月間新貨登場需款，例於三月中預為做進；如於十月，或十一月間欲辦隔年商貨，其所需款項，亦須於九月中預為做進，庶可措置裕如，無臨渴掘井之虞。惟自十八年陰歷九月起，已改用國曆計算：規定以國曆十月

起做，至來年四月到期，四月起做，以同年十月到期。此外「四對」，「三對」等，亦間有之，但遠不如「六對」之普遍。

在今日抗戰將近八年之陪都，票據貼現，經各方提倡，流通已漸見普遍；其中尤以商業銀行及錢莊不兌匯票之流通為廣。惟事實上此項票據之產生，每未能盡如規定，其中一部分不無有幾相信用放款之嫌。運用既濫，溢弊隨生，故自三十三年一月一日起，重慶銀錢業有對票據承兌的對緊縮之消息。至商業銀行及錢莊放款，則大都限於一兩個月之短期。其以六個月為期之貼放，則集中於國家六行局，且為數較鉅，僅祇限於產業資金之融通，絕對不做商業放款。或謂今日後方之貼放市場，其重心實在四聯總處，亦不得視為過辭也。

#### 四、長期資金市場

甲、證券市場 證券市場，為公司股票、債券、債票、及政府公債、庫券之買賣場所。產業需資，于焉取給；市場游資，藉以集中；銀行保官，恃以周旋。其主要作用，在溝通長期資金之供需雙方，使有資者知投資之途徑；需資者得正常之供給。證券市場固具此項資本調劑作用，故通常又稱之為「資本市場」。

戰前上海及北平均有證券交易所；重慶亦一度有此機構。但所買賣之證券，均屬政府公債及庫券，與產業不生聯繫，實未能視為資本市場。上海西人組織之「衆業公所」，所開拍之證券，雖均為公司股票及債券；但大部為外商所發行，無補於吾國之產業。二十九年十二月，上海各信托公司所組

繼之「中國股票推進會」宣告成立。照三十年底之情形，列入該會市價表內之證券，除永安及華生電滯兩公司債券外，計有股票屬金融業者，二十四種；屬紡織製造業者，十種；屬交易所者，五種；屬百貨公司者，七種；屬新藥業者，九種；屬印刷書紙業者，五種；屬化學工業者，十種；屬公用事業者，三種；屬烟草火柴業者，四種；屬其他各業者，十四種；共為九十一種，均為本國公司所發行。三十年九月分成交之華商股票現貨數量，即有八千七百餘股。雖非交易所組織，交易不大，且不做期貨；但頗合「資本市場」之條件。

今日後方對建立證券市場問題，已自討論而漸入實現階段。聞其組織辦法，已在擬訂之中。其在場交易證券，限於產業股票及債券；其買賣，限於現期。大致於不久將來，定能見諸事實也。

乙、長期押放市場 長期押放，在戰前恆採以房地機器生財等作押之「廠基押款」方式。銀行方面，每派有工廠稽核。其期限或仍僅訂一年，而事實上則到期續轉，已成慣例。在銀行亦視同投資，每無收回之意。惟在今日抗戰後方，商業銀行及錢莊，經營此種放款者，為數不多。四聯總處系統下之四行兩局，間有承做者，亦祇限於最重要有關國防民生之產業。在抗戰未結束以前，限於環境，此項市場，恐未易有顯著之發展也。

## 五 金融組織在市場機構中之地位

金融組織，在吾國今日，已顯有確定之體系。中央銀行處「銀行之銀行」地位，輔之以農工商三大國家銀行（即中國農民銀行，交通銀行，及中國銀行），及國營信託儲蓄兩大機構（即中央信託局

及郵政儲金匯業局。此外分散各省區者，有各省地方銀行；分散各縣鄉者，有各縣鄉銀行。而在較大城邑，則有商業銀行及錢業共負金融調劑之責。市場資金，集中於此各級金融機構。藉此項資金之運用，最短期者，構成拆款市場；短期者，構成貼放市場；較長期者，構成長期押放市場。即在證券市場，金融業於平時利用之以作餘資之活動；於緊急時視爲現款供給之泉源。故整個金融市場之形成，實以金融業爲之骨幹，爲之支柱。且在金融制度健全諸國，中央銀行更有控制金融市場之實力。金融市場藉中央銀行之隨時調劑，而效能益著；中央銀行藉金融市場之操縱可憑，而力益愈顯。由是而金融組織在金融市場機構中之地位，亦益見重要。

## 短期資金市場

鄒宗伊

### 一 短期資金市場之概念

考資金融通之場所，普通可概別之爲二：一爲「資本市場」(Capital Market)，二爲「金融市場」或「現款市場」(Money Market)，前者爲長期資金融通之場所，後者爲短期資金融通之場所。嚴格言之，長、短期資金與短期資金之界限，殊難予以明確之畫分。但資本市場與金融市場之二概念，則顯有區別。日人牧野輝智在其所著「農業金融概論」一書中曾謂：「欲就微生物中區別動物與植物，固屬困難，但視狗與松木而區別其孰爲動物，孰爲植物，則極易明瞭。」譬如政府將建築鐵路，發行鐵路公債，償還期限三十年四十年不定，應向資本市場募集。實業銀行、勸業銀行、信託公司等，均爲資本市場之具體者。在英美二國，更有專設之投資銀行(Investment Bank)，爲各項公債公司債負承辦包銷(Underwriting)之責。如一銀行之資力不夠，則聯合多數銀行組織銀行團以包銷之，此類機構，卽爲資本市場。若夫普通商業銀行，其資金以迅速流通爲貴，爲工商業融通短期資金之場所，則爲金融市場。蓋銀行放款之來源，以存款爲主，短期存款祇能作短期放款，方能周轉靈活。長期存款供長期放款，則可免資金空欄之損失。若以短期存款供長期放款用，存款到期時放款尙未到期，不能收回，銀行卽將陷於周轉不靈。若以長期存款供短期放款用，在存款未到期前，資金時收時放之間，既空耗



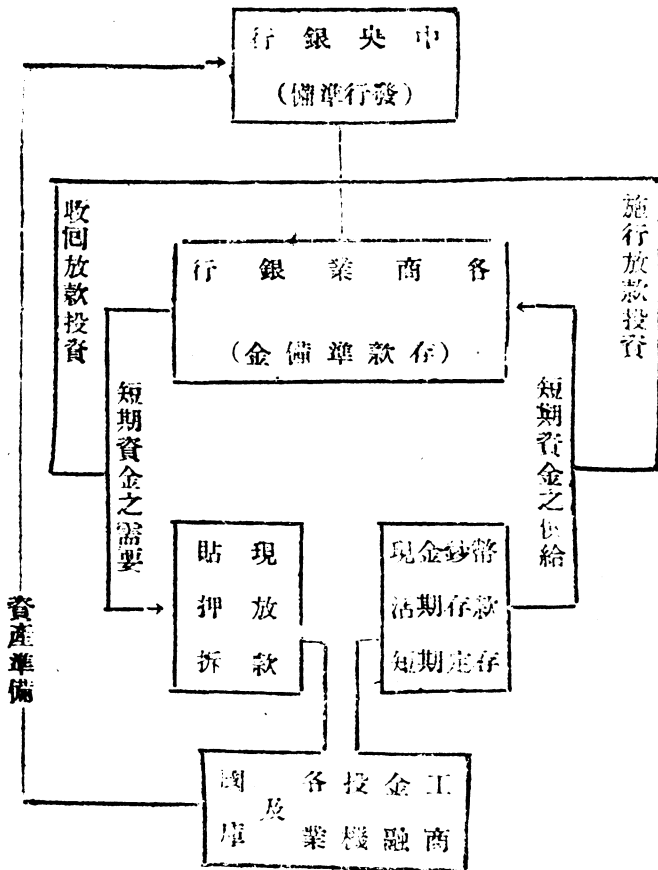
時日，手續又不勝其煩。故短期存款充短期放款，長期存款充長期放款，為金融業上之自然分野。在金融組織完備信用制度發達之國家，資本市場與金融市場之分野，顯然已有明確之界限。

短期資金市場，正如經濟學上所稱之一般市場相同，僅為一種抽象之觀念，非指某一固定之場所而言。但就大體觀察，短期資金市場，係以商業銀行為中心，而以中央銀行為後盾，一方將民間短期內無法運用之零散資金，集中起來而活用之。並藉資金集中之作用，商業銀行得以創造信用，中央銀行得以發行紙幣，以增厚短期資金之供給量。一方為調達工商企業營運資金，金融業投機業抵補短期頭寸，以及國庫方面融通短期收支缺額之場所。論其功效，可使短期呆板債權，化為流動資金；可使短期之將來價值，現在立即可以運用；同時使已集中於金融機關之資金，格外容易儘量發揮其使用效率。為求簡明了解短期資金市場之概念起見，茲姑以圖表示如下：（圖列二〇頁）

## 二 短期資金之需要

短期資金之需要，以商業方面為大宗。因商業買賣貨物，周轉期限甚短，故其所需之資金，大率為短期。但工業農業方面，亦有一部分短期資金之需要，如工廠購買原料，支付工資，以及臨時損失之填補等項。農業購買種子、肥料，支付工資以及農產物之販賣費等，其期限通常在三個月至六個月之間，亦常引起短期資金之需要。又國庫收支，因季節關係，短期內如有虧短，常發行庫券向金融市場募集短期資金，其期限通常不逾三個月至六個月者，亦所習見。至銀錢業為抵補頭寸，或票據經紀人、證券交易所之投機人，向銀行拆借「通知放款」（Call Money），其期限自一日至二三星期不

短期資金市場組織圖



等，尤爲需要方面融通期限之最短者。

以上所述，係就短期資金之用途分析，惟短期資金之用途，千差萬別，自難一一列舉。如就其融通方式言，大致可別爲三類：

(1) 貼現 凡以未到期之票據向銀行貼補利息，請求付給現款者，爲貼現。因票據之期限，通常祇三個月，三個月以上者絕少，發出票據立刻即向銀行貼現者亦少，故貼現期限比票據期限更短。此項貼現業務，以商業銀行與中央銀行承做之數額爲最鉅，因商業銀行及中央銀行收受之活期存款及發行紙幣，對外自有要求即付之義務，故其運用資金，多向貼現一途，取其不呆定且確實也。惟銀行經營貼現業務，必須附有確實之擔保品或經信用牢固之行號承兌，始允承做。否則孤注一擲，風險甚大。貼現之手續概況，大率如此。如有上海出口商向漢口棉花商定購棉花，棉花商收足棉花後裝運赴滬，向運送機關取得提單，同時向保險公司保險取得保險單，即可向上海出口商發一匯票，連同提單保險單送請銀行貼現。銀行對於棉花商所出匯票，固難憑信，惟轉運機關之提單及保險公司之保險單，則不能憑空發出。今既供爲匯票之擔保，當可信任不疑。按法貼現，扣除相當利息，將餘款付與請求貼現之棉花商，如此該商人出賣棉花之手續，已告一段落，餘爲銀行與買主之關係。貨到上海時，買主如欲提貨，必須向銀行付清票款，取得提單。故在貼現期內，棉花之所有權屬於銀行，擔保確實，尙可承做，若在上海本埠商人，因需短期資金周轉，隨意發出期票，請求貼現，並無裝運貨物等憑證，銀行無從知悉其基礎與用途，即不敢輕易承做。補救辦法，須有熟習商業票據情形之承受公司，出面承受，商人如存有棧單者，可憑之發出期票，請求承受公司承受，一經公司加印「承受」

(Acceptance)字樣，即可持向各銀行請求貼現，萬一該期票票款發生問題，惟承受公司最問，風險既少，銀行乃均歡迎。

世界各國之貼現市場，以倫敦為最發達，倫敦之貼現市場有三種機關：(一)票據經紀人(Bill Broker)專為票據買賣之中間人或稱掮客，此類經紀人對於票據之優劣，供需情形，極為熟習，其對利息漲落趨勢之觀察，深為各方所注意。市場貼現率之決定，幾皆聽取其意向，故銀行購進票據，皆願經此等掮客之手。(二)私立行家(Private Firms)，即以自己之資本，專為從事票據之買賣者，其資金概多投於國庫券，而將此庫券為抵押品，向銀行融通短期資金，以為買賣票據之經營費。(三)貼現公司(Discount House)即資本雄厚，規模宏大，專為承受貼現及買賣票據之大經紀人。因倫敦貼現市場之組織極完備，故國際短期資金之調撥，亦極稱靈便。

貼現市場之功用，對商人言，可使呆板之債權，化為流動之資金，考商人之所以願預扣利息以貼現者，無非欲將固定性之未收資金，變為流動之現款，或以之應緊急需要，或以為擴充營業之用。設使持有票據不能貼現，則必將其票據收藏之，以待到期，資金運轉不靈，其損失不可勝數矣。再就對銀行方面言，銀行運用資金於放款，實不如貼現為有利。因(一)放款利息到期始付，不如貼現之預扣利息較優。(二)放款資金之收回須俟期滿，不如貼現票據可向他銀行或中央銀行重貼現。(三)貼現多由已成之交易而生，放款每因未成之交易而起，萬一抵押品跌價，借款人不願贖取，銀行雖可虛分抵押品，但所得不償所失。(四)放款之關係人，僅有借款者本人或保證人，不如票據之有出票人，付款人與書人，同負清償責任。(五)在貼現市場組織完備之國家，票據經紀人對於各種票據之專門知識

及貼現率之決定，極爲熟習，銀行因有此等商號之存在，對於票據之融通，格外可以大膽承做，因此銀行資金運用之效率，亦得藉以增進。

(2) 短期押放 貼現市場之功效，雖如上述。但貼現業務，非金融組織健全，信用制度發達之國家，不能充分發展。所謂健全之金融組織，即普通銀行經營貼現業務，遇有急需資金之時，可以隨時轉向中央銀行重貼現，中央銀行因有發行紙幣之權，實力雄厚，可爲商業銀行之後盾，然後商業銀行始敢經營貼現業務。所謂信用制度發達者，必其社會流通之票據，其信用多數爲優良合格者，然後貼現市場，始能發展。然在貼現盛行之市場，亦不能常時有多量之良好票據，將銀行流動資金完全吸收，仍不能不暫放款之途，至於我國情形中央銀行既不營重貼現，票據信用尚未樹立，市場上又無專業票據買賣之中間商號，故我國銀行界應用流動資金，乃不得趨重於短期抵押放款一途。

短期抵押放款之抵押品，大抵爲動產，以貴金屬、公債、庫券、股票、債券、商品、棧單、提單、等爲主。貴金屬中，包括生金、外國貨幣、金銀器具、及裝飾品等。我國於二十四年施行法幣政策時，已將白銀收歸國有，抗戰發生以後，復施行黃金管理，於二十八年十月十九日公布「取締金銀業典當業質押金類辦法」，自後銀行錢莊各業，即不得承受以貴金屬爲抵押之放款。以公債庫券爲抵押品而行借款者，大抵當金融緊迫之際，需款殷切，而債市趨跌，復不願立即脫手，故向銀行抵押借款。銀行承受此項抵押品之後，萬一放出資金無法收回，可隨時將公債庫券向市場拋出，收回現款，故多樂予爲之。惟在戰事進行期間，公債停市，其價格之高低不易估定，故銀行在戰時承做以公債爲抵押之放款者絕少。股票原爲極普通之放款抵押品，但其價格漲落甚劇，折扣不得不高，事實

上以股票作押請求借款者，多為投機者流，如上海各投機者，常向交易所購進股票，即以股票作價質與銀行，同時復與銀行訂合同於下月贖回。其賣價買價均同時議定。此種交易，銀行界各稱爲「套利息」或「套頭」，而從投機者方面言，實爲一種短期抵押放款。英文交易所成語中所謂 *carrying over* 者，卽此也，公司債票利率一定，價格亦少變動，且對公司財產有優先權，以之作爲抵押品，實較股票爲優。票據本可以貼現，但亦有以票據作抵押向銀行借款者，此或因借款需要金額少，而票據金額過大，以之貼現，必付鉅額利息，殊不合算，或因票據期限比借款期限長，以之貼現亦不合算，乃請求抵押借款。商品時價漲落不定，且保管困難而費多，故銀行收受爲抵押，常以銷路甚廣不易腐敗破損及保有火險者爲限。棧單提單乃商品之代表及商品所有權之憑證，保管便利，實較商品本身作抵押者爲優。

我國短期資金市場，除動產抵押放款外，信用放款之數最頗占相當比例。信用放款，乃無抵押品之放款，全屬對人信用，故非信用昭著資金豐富之主顧，不能獲得融通。然我國錢莊放款，則以信用放款爲大宗，考其原因，蓋錢莊比銀行歷史較長，與社會較接近，其負責人多爲本碼頭錢業出身，對本埠之商務極爲熟悉，且錢莊之組織，多爲獨資或合夥性質，可由東家獨斷放手做去。在中國今日各種證券均未發達，此種信用放款因極重要。例如每年春夏間上海錢莊所做繭款，至乾繭上棧後，雖可將棧單作抵，而借款之始，則純爲無抵押放款。若錢莊不經營此種放款，必須於放款之前索取抵押品，則繭商乏資本而精商，鮮繭不銷售而病農，絲廠缺原料而病工，故上海錢莊之注重信用放款，實具有扶助農工商界之重大作用。

此外尚有一種短期資金融通方式，包括信用及抵押放款兩種性質者，為活期透支。此種透支，在我國各銀行中為數不少。即銀行對於存戶之活期存款已經提盡時，與締結契約，許其在一定之金額內，得隨時發出支票，借用款項，且得隨時償還。此種放款之借款人，大都為商人及政府機關，蓋彼等俸貨所得或領用經費之款，時有進出，每以活期存款存於銀行往來頻繁，遇緩急時得向存款行透支一定金額之款項，供短期之週轉，為情理之所當然。惟透支數額，常有嚴格之限度，務須不超過其償還能力。銀行對於透支為安全計，普通多徵收抵押品，但存戶信用素孚者，亦可不徵收抵押品，故透支實包含信用及抵押放款兩種性質，上海錢莊之透支放款，須顧客具備下列三條件：（一）在本業中有聲望、有信用，（二）為錢業中所熟知，（三）有介紹人或保證人。慣例每屆年初，錢莊開具莊摺，送交各商號或個人，受之者可憑此透支款項，至年終本息一概清償，但錢莊有隨時知照收回之權，借款人不得拒絕。

（3）拆款「拆款」為金融業同業間為抵補頭寸，互相拆借存放之短期款項，其期限通常為一日或二日，最長不到二三星期。如英美銀行界放款與票據商或證券交易所經紀人之「通知放款」（Call Loan），及我國銀行界之拆票，均屬此類。倫敦以放款於貼現公司及票據經紀人為主，即以票據為擔保品。紐約則多放款於股票經紀人，而為投機之用，即以其證券為擔保。此種放款，銀行有隨時通知收回之權，直與存放同業之往來存款無異。然銀行何以願以往來存款存入票據經紀人之手？蓋英美普通銀行對於往來存款概不付息，而票據經紀人則能打破銀行之習慣，對於往來存款概付利息，故就銀行方面言，因剩餘之資金過多，苦於無適當之票據可供貼現，或因準備金過多，可以於極短期

開內，運用其資金，而得相當之利益，資金又不致於固定，實爲便利之方法。就借主方面言，通知放款，可以得低利資金之融通。如票據經紀人可以利用此項資金，進而由自己出名還事貼現，更爲再貼現於銀行，取得貼現率之差以爲利。雖有隨要隨付之不便，亦不難再向他銀行依通知放款，融通資金，以充返還之用。

我國之拆款與通知放款相似，以銀行存放於錢業者爲多。所不同者，英美之通知放款，尙須徵收抵押品，而拆款則無之；且拆款利率，反由借款錢莊方面定之，銀行反居被支配地位；又拆款收回，通常以兩日爲期，或過期銀行無須收回，可轉帳，故借款期限亦可較長。至拆息之種類，可分爲三：（一）活拆。活拆者無一定之利率，今日拆進，即按今日拆息行市計算之，如翌日不能償還，則又按明日拆息行市計算之。（二）呆拆。由錢莊與放款銀行間約定一定之拆息率，於特約期限以內，皆適用之。（三）往來拆。此爲錢莊與銀行往來帳上計算利息之標準，其中又可分爲存拆及欠拆二種習慣。按照上海錢商公會議定，存拆再加若干卽爲欠拆。因存欠拆息之不同，故錢莊可從中漁相當利益，而銀行之拆款與錢莊，多因其有剩餘之資金於該時間，苦無處利用，故拆款與錢莊，以爲間接的放款。

### 三 短期資金之供給

金融市場上短期資金之供給，自以商業銀行爲主體，但商業銀行之短期資金從何而來，則發源於商業銀行收受之活期存款。而商業銀行活期存款之來源，又以商業方面爲最大宗。因商人銷貨所得貨款，逐日皆有收入，而進貨須待款項集有成數，方能覓批購進。故銷貨之款在未進貨之前，其資金一



部分不免空擱，不如存入銀行，以備隨時之用。既可省保管之煩，又可得相當之存息。有時商人出售貨物，進支票，如不立即需要兌取現款，即可以之存入銀行，轉入自己活期存款項下，隨時要用，隨時開立支票去取，又商人向銀行貼現所得之款，以及向銀行借用短期透支或抵押放款等款項，亦可轉入自己存款項下，隨時發出支票使用，故銀行活期存款之發生，有三種原因：

(一) 顧客以現金鈔票存入者。

(二) 代顧客收取支票票據及其他信用證券所得之款。

(三) 貼現或放款之轉帳。

以上三種原因之中，第一第二兩種存款來源，出於民間自有之臨時剩餘資，但第三種存款則為銀行創造之信用，因銀行放款貼現，借主不即時提取現款，仍以之存於銀行作為活期存款，待用款時，開立支票付與他人。是銀行放款貼現，僅給以帳簿上之信用。有時銀行投資(買入有價證券)，亦不支付現款，而竟開發本行支票或中央銀行支票，持票人復交由其往來銀行代收，變為往來銀行之存款，往來銀行與發出支票之銀行，經由票據交換所互相沖銷，其差額均在中央銀行過帳，是銀行投資，亦僅給以帳簿之信用，轉為他銀行之存款。故此項存款，並非出於民間自有之剩餘資金，而係出於銀行之信用創造。

在支票盛行之國家，銀行活期存款，除小部分係由存戶以現款存入外，大部分皆由銀行放款貼現轉帳而來，因支票使用已成習慣，大宗交易悉以支票支付，零星買賣始用現款，故銀行活期存款鮮有必須提取現款者。縱令提取現款，一旦流入商民之手，仍以之存入銀行。因此銀行祇須儲備小數之現

款，作為支付存款的準備金，即可應付裕如。此項支付準備金對活期存款之比率，在美國係以法律規定，因所在地之差別，最少不得低於百分之十三乃至百分之七。英法等國雖無法律之限制，然各銀行習慣上常能保持適當之比率，平均常在百分之十乃至十一之間。換言之，銀行保有十萬鎊之現款作為支付準備金（包括庫存現金與在中央銀行之存款），即可創造一百萬鎊可用支票提現之存款，其多餘之九十萬鎊存款，則為銀行之信用創造。銀行支付準備之現款愈多，其創造信用之能力愈大，支付準備之現款減少，創造信用之能力，亦隨之減低，故銀行對於市場短期資金之供給力，並不專靠顧客存入之現款，同時可以此項現款作為準備金，由銀行自身信用以創造之。其數額之多寡，直接與商業之盛衰同消長。但根本須受支付準備之現款數額的限制。

然而銀行支付準備現款之數額，常有增減，在中央銀行獨占發行之國家，幾全隨中央銀行政策之運用如何而定。因中央銀行施行放款貼現或投資，可以增加普通銀行之支付準備金，中央銀行收回其放款貼現與投資，可以減少普通銀行之支付準備金。譬如英國銀行投資十萬鎊於公債，其出賣公債之人，得到英國銀行所發十萬鎊之支票，託往來銀行代收，存入於代收之銀行，成為存款。該銀行將此項支票經票據交換所在英國銀行過帳，變為該銀行在英國銀行之存款。此項存款，該銀行庫存現金無異，可以作為支付準備金。因此銀行支付準備金增加十萬鎊，其創造信用之能力增加九十萬鎊。反之，英國銀行賣出公債，則可減少各銀行之支付準備，各銀行之信用創造能力，因之減低故，各銀行之支付準備金額之增減，大部分受中央銀行放款、貼現及投資之活動而定。

中央銀行放款貼現及投資，亦為銀行信用之創造，並非毫無限制的可以任意增加，必須受其發行

準備的限制，各國的發行法，雖有差別，然照各國法律規定平均計算，金準備約占三分之一，保證準備約占三分之一，此為一九三一年各國停止金本位制前的平均法定準備金率。在金本位制時代，銀行信用與國內物價以及對外貿易差與中央銀行之現金保有量，有一種自動調節作用，如銀行信用過度膨脹，引起國內物價之上漲。因物價漲有刺激進口阻抑出口之作用，常引起貿易入超。貿易入超使國際收支地位處於逆勢，引起現金之流出。現金流出過多，中央銀行之發行準備減少，中央銀行為維持其法定準備比率計，不得不收回其放款貼現與投資，以緊縮普通銀行之信用。反之，普通銀行信用過度緊縮，引起物價之跌落，因物價跌落刺激出口阻抑進口，引起貿易出超，因貿易出超，招致現金之流入，於是中央銀行之準備金，隨之增加，復可施行其放款貼現及投資之活動，以膨脹一般銀行之信用。在停止金本位之國家，此項自動調節作用既已消失，中央銀行發行準備制度亦有變動，但中央銀行之活動，仍須以安定物價為目標，不能無限增加其放款貼現與投資。

綜前所述，可知短期資金之供給，以商業銀行收受之活期存款為主。此項活期存款之發生，除一部分由顧客以現款存入者外，大部分為銀行信用之創造，其數量之多寡，受支付準備金現款數的限制。此項支付準備金之來源，除一部分為顧客存入之現款，尚視貿易季節商業盛衰而定者外，大部分由中央銀行放款貼現及投資之活動而定。然中央銀行之活動，在金本位制時代，則受發行準備現金之限制，其數量決定於現金之輸入，在停止金本位採用管理貨幣制時代，亦須以安定物價為目的，不能為無限之增加。故金融市場上短期供給之源泉，與資本市場上長期資金供給之源泉完全不同，後者必須出於民間自有之儲蓄，前者則大部分出於銀行信用之創造也。

#### 四 短期資金市場之波動

金融市場，由於短期資金之供需兩方，未能常時平衡，遂有金融緊迫與金融弛緩之現象，當市場求過於供之時，金融即現緊迫，利率高漲，當市場供過於求之時，金融即現弛緩，利率下降；所謂短期資金市場之波動，乃指此種供求關係發生變化之現象而言。考其原因，可得而述者有四：

(1) 紙幣發行數量之增減 現在各國通用之貨幣，大都中央銀行發行之紙幣。中央銀行膨脹紙幣發行之數量，可以增加普通銀行之存款準備金。普通銀行既以營利為目的，一旦存款準備金增加，勢不得不設法擴張其信用，或竟減低放款貼現之利率，以謀放款貼現之增加。普通銀行之信用擴張，自然增加市場短期資金之供給。市場資金供給增加，金融當呈寬裕之象，利率自然隨之降低。反之，中央銀行收縮紙幣之發行數量，可以減低普通銀行之存款準備金，普通銀行為自衛計，勢必設法收縮其信用，或竟抬高利率，以減少放款及貼現之請求。普通銀行之信用收縮，市場短期資金之供給自然減少，資金供不應求，金融當呈緊迫之象，利率自然隨之上升。且依照最近各國銀行業務之趨勢，假若無法令明文規定，則現鈔準備與活存之比，大約均在百分之十與百分之十五左右，而市場交易總額中現鈔與支票之支付成數，大約為一與九之比，故現鈔增加後，信用之膨脹力，當在五倍上下，現鈔之減少則反是。由此可見中央銀行紙幣發行數量之增減，對於市場短期資金供給力之脹縮，實具有重大之決定作用。

中央銀行紙幣發行數量之增減，對於市場資金供求關係之變化，雖具有重大之決定作用，但就常

情而論，中央銀行之營業，不以謀利爲目的；其活動主要係在調節市場金融之供需，以期穩定幣制。故中央銀行紙幣發行數量之增減，往往係爲調整市場資金之供求關係，乃市場波動之結果，而非造成市場波動之原因。市場之波動，必另有其本身之原因在。惟在戰時中央銀行爲援助政府財政，不免增加發行。此項發行數量之增加，既非爲適應市場需要而起，其結果自然足以引起市場之波動。大約在中央銀行增加發行之初，市場頗現寬裕之象，但久而久之，中央銀行繼續增加發行，促進一般物價之上漲；同時社會之物資一部分移供作戰之消耗，屆時中央銀行紙幣之增加，表面上雖然增加市場資金之供給，實際上每一單位紙幣所能代表之物資較前減少，故市場金融不但未見寬裕，反異常緊迫。德國於上次歐戰結束後，紙幣繼續增發不已，然市場上不但未見資金充裕，反呈異常緊迫之象，一九二四年一月間，市場利率，竟達百分之八七·六四，此不得不特別注意者也。

(2) 商業之盛衰 就金融市場之本身言，造成市場波動之主要原因，厥爲商業之盛衰。假定中央銀行紙幣之發行數量未變，則民間所可保有之現款數量有定。據凱因斯(Kenes)的說法：「市場上一般人民，大多數係將自己所有之錢，按自己一月內或一星期內消費上所必需之金額，保留在身邊，如有餘裕，或則用以購買貨物，或則存入銀行。」因此，假如商業蕭條，買貨無利可圖，則社會多餘之資金，盡都存入銀行。銀行存款增加，放款則因商業蕭條，無法擴張，資金苦無出路，惟有一面減低利率一面投資於有價證券。待證券市場因投資者衆，使證券市價抬高，投資之合息隨之下降，屆時銀行之過剩資金，大量集中於中央銀行，中央銀行因可運用各種政策，以消滅社會之剩餘資，但在資金供給增加之初，中央銀行尙未使之消滅以前，市場金融，當呈弛緩之象。反之，商業旺盛之際，一般

人民不但不將消費之餘資存入銀行，反須向銀行借款以供周轉，商業銀行之存款減少而放款增加，資金供不應求，利率自然抬高。如再有不敷應付之虞，則當求助於中央銀行之重點現以接濟之。當此之際，中央銀行固可採用各種政策增加資金之供給，以滿金融市場之需要，但在市場需要增加，中央銀行尙未能放出充裕之資金時，市場金融，當呈緊迫之象。

(3) 金融季節之變動 所謂金融季節，即金融之緊迫與弛緩，有一定之時期及一定之常軌。此種時期，大致可分為三種：

(甲) 決算期 中國商界舊日習慣，無論津滬漢各大埠或其他小市鎮，皆以舊歷年底為大清算期，債權債務，務須全數清結。平時則分端午、中秋兩節，為結清往來之期。此外又有比期，大都分十五與月底兩比。漢口向日習慣，更分大比小比，每月之十五月底為大比，初十、二十、二十五日為小比。現時大都改用洋曆，以每月中及月底為比期，而以年底為決算期。各地習慣，迄今未能完全破除。因商業習慣清算往來債權債務，既有定時，則當清算期近，市場對於資金之需要驟增，金融乃呈緊迫之勢；過此期間，金融又現鬆動。

(乙) 收穫期 即當農家收穫之期，商人須以現款赴鄉辦貨，市場上對於資金之需要驟增，故金融呈現緊迫；過此時期，金融又現鬆動。如上海市場，每當四月五月間為土產絲繭及茶收穫之期，八月至十月江浙棉花、漢口雜糧，東北豆餅，同時登場，為金融緊迫時期，過此期間，金融又現鬆動。

(丙) 徵稅期 政府徵收稅捐，亦多按照農場收割及商業結算期為標準。如每屆農家上下忙期徵收田賦，每屆比期則徵收營業稅，此項賦稅之徵收，必使社會大量之資金轉移於政府，市場資金之供

結減少而需要增加，勢必加強金融緊迫之局勢。過此時期，金融又轉鬆動。

以上所述，不過就大略情形而言。詳為分析，則工業生產上資本之運轉，亦各有定期。各地市場情形不同，物產之收穫及活動期互有差異，故各地之金融季節，亦各不同。金融業者對於各地金融季節，應詳加調查，以為調撥各地資金調節市場需供之參考。例如美國工商業大都集中於東部，而以紐約為中心。農業則偏居西部及南部。因此每當秋季收穫時期，則由東部移動大宗款項到西部南部，用以購買農產物。當此之際，銀行須預為準備，將各地資金調集於紐約，以應需要。但至年底聖誕節時期，農民又須購辦工業製造品，故在兩三個月之間，又復流回於東部。當此之際，銀行應預為布置，將資金調集於西南部，以應需要。各地資金之供需，始得調劑。

(4) 國際短期資金之移動 國際短期資金之移動，起源於國際貿易之需要。一國對外貿易之輸出與輸入，決難隨時洽相抵消，其間必有差額，但就長期趨勢觀察，必能保持一種均衡狀態。譬如一國之輸出，在上半年為出超下半年為入超，全年結算，雖能保持均衡，而在上半年必引起現金之流出，下半年引起現金之流入。此項現金之流動，直接影響於國內銀行準備金之增減，間接引起國內市場信用之張縮。自一九二九年以後，世界短期資金之移動，起源於國際貿易之變化者較少，起源於金融本身者較多。

第一、多數國家採行金塊本位制，以大國之外匯為發行準備金，因此須在大國內保有相當之債權，此種債權，隨其外匯準備之多寡而時有變動，自然產生國際之短期流動資金。

第二、金融勢力弱小之國家，為整理幣制改造金融，多借資於外國。此種短期之國際債務，亦當

產生短期之國際流動資金。

第三、經濟不甚氣與政局之不安，使長期投資之機會減少，危險過大，多資者乃用於短期投資，可以隨時收回。國際短期因此忽來忽去，對於金融市場自然發生重大之波動。

國際短期資金之移動，對於金融市場之影響，可得而言者：(一)資金忽自一個金融中心移到另一個金融中心，在輸入之國家，金融有膨脹之危險。其一部分資金投放於輸入國家之證券，則影響於其證券交易及其價格，間接影響一般之經濟。在輸出之國家，銀行存款減少，金融活動不免有停滯或低落之現象，甚至發生金融恐慌。一九三一年英國之放棄金本位，即係由於短期資金移動之結果。(二)資金移動，影響黃金之分配，美國黃金之不斷增加，由於國際貿易之順勢關係者小，原於外國資金逃入之關係者大。(三)影響外匯，各國之外匯基金力量有限，大量資金之移動，必促起外匯之發動。如一九三八年六月因歐局緊張，歐洲資金不斷大量向美國輸送，以致英美匯率跌落到一鎊等於四·六美元左右，開五年以來未有之紀錄，即其明證。

## 五 中央銀行對於金融市場之控制

短期資金市場，既因諸種原由不免發生波動，波動之結果，或致金融緊縮，甚致發生恐慌，或竟發生金融膨脹之危險，均與一國產業經濟各方面不利。勢不能不設法調劑並加以控制。現代各國中央銀行之職責，即在於此。考中央銀行調劑金融控制信用之方略，約有下列六種：

(1)利率政策 即當市場資金供過於求時，中央銀行提高貼現利率，以縮小一般銀行信用之供



給，並縮小一般生產之數量。其在限界以下之生產設備及一般商品，為避免高利負擔，均願及早脫售，一般物價乃趨下跌。同時因利率提高，則外資在本國市場之供給，將漸增加。而對外貿易，亦因物價跌落關係，有增加出口，阻抑進口之作用，可以引起外資之輸入。於是國內資金供給增加，需要則因利息負擔較重而減退，供給增而需要減，乃得恢復調節與均衡。反之，當市場資金求過於供，中央銀行則降低貼現利率，其作用適得其反，亦可恢復調節與均衡。惟中央銀行施行利率政策而見效，必須具備三個條件：（一）必須中央銀行之貼現率為市場之統制利率。如美國日本之商業銀行依中央銀行為後盾者，其市場利率多在銀行利率之下，此種政策不難立刻生效。（二）整個經濟機構，必須富於彈性。（三）銀行利率之變更，必能影響國外短資之輸出入。若夫近年來國際短期資金之移動，其目的以安全第一，則利率政策之效力甚微，中央銀行必須於利率政策之外，另想辦法。

（6）公開市場政策 公開市場政策（Open Market Operation）即由中央銀行直接參加市場買賣有價證券。當市場資金感覺過剩時，由中央銀行將所存公債庫券等，賣出現貨，購進期貨，由金融市場吸收其剩餘資金，同時即掠奪各銀行放款貼現之資金，使其在中央銀行之活期存款突然減少，致不得不抬高利率收縮信用。反之，當市場資金求過於供時，中央銀行即向市場買進現貨，其作用適得其反。故公開市場政策為執行利率政策之輔助工具，且對市場資金增減之調節力量，較之利率政策更為直接。

（3）外匯政策 中央銀行為達到穩定幣制，調劑金融市場，常對國外匯兌加以干涉。如英國設置鉅額之外匯基金，參加市場買賣，以伸縮市場通貨之數量，而為控制國內信用之手段。其他國家，有

匯對外匯集中管理，或取締外匯之自由市場，採取統制國際貿易等辦法，儘可能的使國際收支平衡，以輔助外匯價格之穩定。如在國際收支逆差，外匯基金不足之國家，則對進口貿易常加限制，而對外匯之供求亦採統制辦法。並禁止國幣與外幣之自由搬運。同時推行易貨及清算協定等辦法，使本國金融市場，不致因匯率不穩定而受損失，或因金銀之移動而發生波動。

(4) 債務組成之操縱政策 即藉增減政府之收支，因而變動公共存款之數量，以直接影響普通銀行存款之增減，間接左右普通銀行創造信用之能力。蓋中央銀行收受公共存款之數量既有增減，則一般人民在普通銀行之存款必為相反之增減，其結果，表現為政府之收大於支，通貨緊縮；或支大於收，通貨膨脹。惟須一國之租稅構成，富有彈性，而政府之支出，復能適應中央銀行之信用政策，始能收效。

(5) 信用限制及分配政策 上述三種政策，祇能對於國內信用之數量方面加以控制，對於信用之用途尙未能統制。信用限制及分配政策，乃中央銀行對於各種產業之信用需要，根據已定計畫加以適當選擇，使其信用供給與國家之基本經濟政策趨於一致。英國於十八世紀末，德國於一九二四年及三一年均曾採用此項政策。蘇聯之信用供給，則完全依照預定計畫分配，皆其顯著之例。

(6) 普通銀行存款準備率之變更政策 此種政策，首倡於美國。美國一九三三年銀行法，授權聯邦準備銀行管理局，得變更各銀行之存款準備率。其範圍以原法定準備率為最低限，以其一倍為最高。聯邦準備銀行管理局，曾於一九三六年八月十五日，一九三七年三月一日，及五月一日以及一九三八年四月十五日四次實行此項權力。蓋銀行信用之創造，既受存款準備率之支配，則中央銀行變

銀行存款準備率，自可達到控制銀行信用之目的。

欲期上述各種政策執行有效，必須中央銀行具備下列各種條件：（一）獨占發行權；（二）經理國庫及收存公共資金；（三）掌管商業銀行之存款準備金；（四）爲集中清算過帳之機關；（五）經營重貼現業務；（六）管理外匯之執行機關。我國中央銀行歷史短暫，各項條件雖未具備，但近年以來，統一發行，統一國庫，集中存款準備金，辦理票據交換，均已次第施行。惟重貼現業務，則尙有待於將來耳。

## 長期資金市場

余捷瑛

### 一 長期資金市場之意義作用及其範圍

長期資金市場，具廣狹兩種意義。廣義之長期資金市場，包括實業證券與政府公債等之交易在內。至狹義之長期資金市場，則僅指發行及買賣實業證券之資本市場而言。政府公債，在若干國家雖構成長期投資籌碼之一重要部分，但除政府事業機關所發之債券及政府為舉辦事業所發之公債外，實不能代表生產資本之籌集，故狹義之長期資金市場，不將此一部分包括在內。本篇所論為長期生產資金之籌集，故係指狹義者而言。

長期資金市場為長期性資金之取給場所。其所盡之作用，為使人民之儲蓄，能經由此一市場轉化為對於生產事業之投資；投資之憑證，即為股票債券等之取得。在昔工業未進化時代，各種事業均以業主個人之實力為基礎，固無產生公開資本市場之可能與必要。工業革命之結果，現代大規模之產業組織誕生，此種事業，已不能再以業主個人或少數人之實力為根據，公開資本市場之產生，遂成為必要，且成為產業發展之助成條件。而現代之資本市場，其職能即在使各種生產事業，能以人民廣大之投資力量為基礎。經濟先進各國，均已在長遠之歷史中形成此種市場，其人民之富力，多數即表現為股票債券之持有，而其各種產業組織，即建立於此種分散於人民手中之股票債券之上。

長期資金市場，泛指長期性生產資金取給之全個過程。自事業之規畫設立，以迄於證券之實際發

行，證券之推銷，以及分散於人民手中之證券之轉手買賣，均包括於此一抽象之市場意義之內。一般論長期資本市場者，常將其分為證券新發行市場及證券再分配市場兩部分。前者包括事業之規畫設立，證券之發行及新發行證券之推銷等。後者則指一切業已分布民間之證券之轉手讓渡之交易組織而言，此其主要者為證券交易所。完備之長期資金市場，應包括前後兩部分，而此兩市場事實上亦為不可分者。蓋必有完備之第一發行市場之存在，而後有證券之產生來源，亦必有繼續性再分配市場之存在，而後證券有公開發行之可能。經濟先進各國之資本市場，殆無不具備前後兩部分之市場組織。特後者以證券交易所為中心，具一定之組織形態，而前者則泛指一切肩負或協助實業證券之發行之機關之活動而言，並無一定之場所，亦無固定之組織形態。研究資本市場之組織，應同時注意及前後兩部分。長期資金市場對於一國國民經濟之重要程度，視各國產業發展之程度而異，而此一市場之組織活動及其所能發生之作用，亦視各國經濟進展之程度而不同。我國產業落後向無組織性資本市場之存在，因是論述長期資金市場之組織，不能以中國之情形為例。茲所論述者，係就經濟先進各國市場組織之一般情形而言。

## 二 證券發行市場之構成作用及活動

一種證券之發行，不問其為股票或債券，並非由發行機關印就後立即在證券交易所出售，亦非由發行機關立即售之於最後投資者。在使用發行證券以籌集產業資金之初期，證券發行不經由其他轉手機關而直接售於最後投資人，雖屬通例，但在目前經濟發達各國，則已占絕對少數。蓋採此方法，不

但接觸不廣難作大量之發行，且因活動範圍狹小之故，使事業易爲少數人所操縱。故近代之證券發行，大部分均經由代理發行證券之金融機關行之。此種機關，規畫證券之發行，執行證券之行銷，不但使證券可作廣大地區之散布，從而避免少數人之操縱，使巨額證券之發行有其可能；且亦提供兩種極有助於證券之發行之作用：（一）爲此種機關對市場接觸頻繁，情形熟悉，在其規畫之下，證券可於最有利之環境下發行，使發行證券之機關，可得較多之利益。（二）爲此種機關經理證券之發行，有形無形足以提高證券之信用，使證券易於推銷，且使證券之發行可得較高之代價。證券機關之代理發行股票債券，雖不一定負有法律上之保證責任，但如事業失敗，則代理機關之信譽亦將大受損害。故證券機關於代理發行之前，必須審慎選擇，經此選擇之結果，證券信用，自可提高。信譽卓著之機關，決不願爲不健全之事業發行證券，不健全事業所發之證券，極難自信譽卓著之機關分布而出，此爲東西各國之通例。故證券發行機關之代理證券發行，常有提高證券信用之效果。此現代之證券發行市場所以以此種機關爲構成中堅也。

證券之發行，爲一種專門之業務，由於時代之進展，形成一種系統完整之制度，亦形成一種以經營此種業務爲事之機關。此在英國則爲集中於倫敦之數十家投資銀號，在美國則爲發券銀號、證券公司、信託公司以及各種各類之分銷機關。在歐洲大陸，則爲各種投資銀行，信託公司，以及一般商業銀行。各國歷史背景不同，經濟進展之程度各不一致，故關於此類機關之性質形式亦極不相同。英國財富高度證券化，資本設備亦已高度飽和，且又爲資本之輸出國家，故英國之新證券發行業務，集中於倫敦之數十家投資銀號。此數十家銀號，除年爲國內產業界籌集巨額長期資本外，且在資本輸出自

由時代，掌握英國資本之輸出。國外政府或私人機關擬在英國發行證券，殆非假手於此等公司行之不可。美國銀行立法複雜，而因其資源蘊藏豐富，使其於進行開發後近速成爲資本累積雄厚產業高度發達之國家，因其以代理發行證券爲業務之機關亦至爲衆多複雜，且亦非如英國之總機關集中於一處。除紐約外，其他各大城市亦均有龐大代理發券機構之存在。而與發行證券有關之機關。性質亦至不一致。其中之最重要者，當爲專門性之發券銀號，其中有爲公司組織者，有爲非公司組織者，其任務常爲將證券一次吸入後再行分銷，如摩根公司，卽其一例。此類機關，在一九三三年以前，一大部分且操於各商業銀行之手，爲銀行之分支機關或聯繫機關。一九三三年之證券立法，始隔絕此種機關與商業銀行之關係。除此而外，各地又有各種性質複雜之分銷機關或零售機關，以盡將證券分散發售之責。此種機關雖不一定參與證券之原始發行，但證券之向最後投資者分布，大部分實經由其活動以實現。故其所盡之職能，亦極爲重要。除上述兩種機關之外，另有一種機關，其目的不在獲取發行報酬而在能以較低之價格取得證券，因而參與證券發行事務。此卽各種各類之保險公司，信託投資組織或保險公司等是。故美國參與原始證券發行之機構，可稱至爲複雜。歐洲大陸各國，與英美情形稍有不同，證券之發行推銷，類以銀行爲中堅機構。除專業性之投資銀行而外，其他普通商業銀行以及儲蓄機關等，亦多參與證券之承受分銷。歐陸各國銀行與國內實業之關係，遠較英美爲密切，自始如是。其參與證券之發行以及將其資金之大部分，運用於證券之投資，雖使其於經濟發生波動之時，極易於因資金呆滯於證券而發生風險，但其對歐陸各國經濟發展之貢獻，殊有足多。自前次世界經濟恐慌而後，德意等國雖擬設法使普通銀行與長期投資業務分離，但實際情形仍無巨大變更，蓋歐陸銀行

與實際之關係，根深蒂固，不易變更，而另形成一種專以證券發行爲業務之金融機構，使其代替普通銀行之地位，事實上亦非短時間所能實現。

國際間證券之新發行市場，大體由上述之各類機關構成，其任務在使新證券有發行之可能，而於規畫發行之外，又負責將證券向人民分銷。每年有巨額證券，經由此種機關分布而出，而實業界亦即由此中取得其所需要之資金。所謂證券新發行市場，事實上爲一泛指發行證券各階段活動之抽象名詞。參與此種活動者，則爲前述之各種機構。然每種證券發行所採之方式及所經之程序各有不同，故每種證券之發行，參與活動之機關及所必經過之活動各有不同。原始證券市場之職能，在使證券發出後能向投資者分布，故其任務亦每視發行證券所採之方式而異。按發行證券之方式大體可分爲四類：

- (一) 爲由原始發行證券之事業，直接售之於最後投資者，採此方式者爲數業已不多。
- (二) 爲由證券機關承受後，再售之於投資者。
- (三) 爲證券機關承受後，經由證券交易所，再分布之於投資者。
- (四) 爲由原始發行證券之事業將證券一次售與某家或某數家發行機關，再由此種機關組織發行銀團，其負責發行之責，銀團成員再聯合或分別組織推銷銀團，由此種團體分別推銷。其中有直接歸着於最後投資者者，有由帶投機性之短期投資者購進再經由證券市場歸着於最後投資者者。此全部過程，即名爲證券發行市場。證券市場（交易所），一般雖視爲第二市場或再分配市場，但在此場合，亦兼負原始發行或第一發行之功能，因有一部分新發行之證券，經由此一市場後，再分配於最後投資者也。證券發行市場之範圍，爲包括自證券發出以至分配於最後投資者之全個階段。凡在此程序以內者，均歸入原始發行市場之界限，下圖可以顯示其大要。



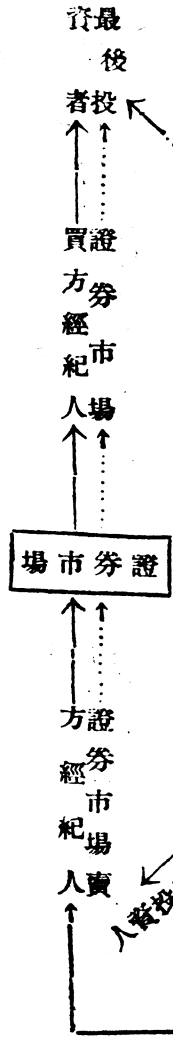
原始發行證券 → 原始承受或代發 → 發行 → 推銷 → 短期者

(人資投與售接直關機券發市)

人資投與售接直關機受承始原由

人資投與售所易交券證過經後行發關機行發始原由

(行發接間層多)



前圖所示，為證券發行市場之範圍及其構成分子。財產之證券化，即由此中實現之，故亦可視為

長期資金市場之最基本部分。生產事業之籌集長期資金，經由此市場以實現。而此市場之功能，亦即在使社會所有之資金，轉化爲對於事業之投資，參加各部門之經濟活動。至參與此市場之證券發行機關之活動，雖使經濟發展上所需之巨額證券，有發行之可能，但原則上彼等除在證券未出售前偶作短期之墊款外，並不將其所有之資金，提供生產界使用，其任務在使社會資金經由其活動轉歸生產界使用也。

以上所述，爲證券發行市場亦即原始市場之一般形態。任何完備之資本市場，均不能缺乏此一部分之組織。一般論長期資金市場者，每忽略此一基本之部分，實則此一原始市場之重要程度，並不在以證券交易所爲代表之再分配市場之下也。

### 三 證券再分配市場之構成作用及活動

證券再分配市場，又名第二市場，或稱繼續性市場。其所以名爲第二市場者，以示其與產生證券之原始市場之區別。其所以名爲繼續性市場者，以其經常存在，交易隨時均可進行，至名爲再分配市場，則係就其職能而言。蓋此一市場之作用，在使業已分布於民間之證券，能經由此一市場買賣轉讓，以實現其再分配。證券再分配市場之重要，不在其本身，而在藉有此一市場之存在，使證券有發出爲投資者所吸收之可能。證券之買賣轉讓，初與發行此種證券之事業無何關係，彼於證券發出，資金取得之後，目的已達，其所負之責任爲按照規定，履行還本付息或分紅任務，至於證券之再度分配，已不影響於原始資金之籌集。籌集資金之目的，早於證券發出之時實現之也。問題之關鍵，在於

倘無再分配市場之存在，則證券根本無發出之可能。投資者之購入證券，目的雖在於投資，但任何人均無一成不變之意。投資者之購入證券，均盡量求證券之具高度流動週轉性，俾於生活上或經濟原因上有所需要時，能立即變易成爲現款。倘無再轉手市場之存在，則購入之後，即成資金僵凍，生活上偶有需要，不能以之易成現款，經濟上倘有其他較佳之獲利機會，亦不能立予轉移，情形如是，則投資者均將卻步。故再分配市場之存在，實爲證券發行之必要條件。資金之籌集在於證券之發行，而不在于再分配市場證券之轉手，特無轉手市場之存在，則證券之發行亦無可能，再分配市場對於國民經濟之重要性，在於其對於證券發行之助動作用。

證券再分配市場之最重要組織，常爲各地之證券交易所。證券交易，與其他金融現象同，均有集中之趨勢，故各國每各有一集中之證券交易所，如倫敦之證券交易所，紐約證券交易所，巴黎證券交易所，柏林證券交易所等是。然除此代表性之中心市場之外，各重要城市猶有次要之證券交易所之組織，此尤以幅員廣大，事業分散偏於全國之美國爲多。除正式證券交易所之外，另有各種各類無一定組織或交易法規之市場之存在，一般名之爲場外市場。證券應具備一定條件經審查合格後始能入正式交易所交易。因是未取得入正式交易所交易資格之證券，均應藉場外市場以實行轉手。各國場外市場所交易之證券，種類及數額均甚可觀。實際上正式交易所，僅爲證券再轉手市場之一部分。

證券交易所之組織，伴隨各國生產事業之發展而發展，往往非人力所能憑空創造。人力所能爲者，爲利用既成環境，爲市場機構之建立。經濟先進各國，固均有完備之證券交易所，至於在經濟落後之國，在其他條件尙未具備之情形下，亦殊難憑空加以創造。蓋證券交易所交易者爲證券，而證

券則根據現代大規模之產業組織而產生，非經濟進步已具發行證券之條件，則證券交易所，即無由存立。世界各國之證券交易所，當推紐約倫敦巴黎柏林等，規模最大。而歷史最早之證券交易所，當推荷蘭之阿姆斯特丹。迨世界大戰以前，該處仍為國際間有數之市場。紐約交易所每年之交易額，為世界各市場中之最大者。以美國資源物力為根據之各大工商組織，實為此一市場之靈魂。倫敦交易所起源亦早，交易額僅次於紐約，其所根據則為英倫本土之各大工商組織及英人所控制之用以作海外投資之資金。倫敦市場，實為最具國際性者。巴黎、柏林等市場，則為歐洲大陸實業發展之表徵。各國因經濟背景不同，政府對於證券交易所之政策亦不一致，故證券交易所之組織，亦頗不相同，一般有股分組織與會員組織之分，而其與政府之關係，亦有英美之自治與大陸之干涉兩種分野。倫敦證券交易所為會員組織之自治性機構，該所享有高度之自治權，所有管理行政業規及成員進退等，均由該所自行決定，政府極少加以干涉。其自治之精神，殆為各國市場之代表。紐約證券交易所亦為一種會員組織，其受政府干涉之程度，雖較倫敦市場為甚，但政府所干涉者，亦僅為銀行與場中經紀人之資金關係，至於該所之管理、組織、活動等，則仍自有其自由。歐陸諸國之證券交易所，多數受政府之嚴密監督。巴黎之證券交易所，實為一官方機構，所中經紀人由政府任命，具有公務員之身分。德國證券市場，亦處於政府嚴密監督之下，政府且派員參與場內行政。大陸制與英美制不同，英美交易所保持自治精神，歐陸各國之交易所，則常受政府之嚴密監督。此係就平時之情形而言，至就戰時，英美證券市場亦同受政府之嚴密監督。新債券新股票之發行及開拍交易，均應取得政府之准許。證券市場，關係生產事業之發展，亦關係全體投資者之利益，政府加以相當程度之監督，事屬必要。至於外

國證券之在國內發行或交易，與一國國際收付及資金移動有關，政府採積極性之干涉政策，自更屬必要。

除正式證券交易所之外，所謂場外市場，英美德法例均有之。因其交易數額較小，所交易者又多為較不重要之證券，故政府少有對之施行管制干涉者。然證券買賣，以信譽最為重要，故此種市場，每自有成文或不成文之法規，業中人亦多能嚴守法規或習慣。故其存在，可以補正式市場之不足，於一國投資事業之發展，有其裨益。

正式證券交易所與場外市場，構成證券之再分配市場。賴有此市場之存在，使每年巨額證券之發行，有其可能，此為其最重要之作用。生產資金之籌集，在於發行市場中之證券發行，而第一市場中證券發行之所以有其可能者，賴有此第二轉手市場之存在；前後互相聯繫，相輔而成，缺一不為功也。經濟先進各國之證券市場，並非僅具一孤立之證券交易所，舉凡證券發行機構，發行市場以及場外市場等，亦必同時存在，與之配合。而意義完整之長期資金市場，亦即指此各部分互相配合之整個活動機構而言。

#### 四 結論

長期資金市場，包括原始發行市場與再分配市場兩部分，決非如一般所論之僅指證券交易所而言。前者之功能，在於組織事業，產生證券，而後者則在造成一種環境，使證券有發行之可能。此兩部分配合而成國民經濟中溝通生產事業與投資階級之機構。現代大規模生產組織之所以有其存在，實得益於此一機構之活動。數百年來生產技術之進化，促使人類之組織能力亦與日俱進，長期資金市

場，可稱爲人類組織能力之最高表現。人民零散之儲積，經此市場凝結而成爲各種各類規模巨大之事業，其對於經濟發展之功績，自不可磨滅。中國向乏此市場之組織，原因之主要者，在於經濟上之條件未備。今後形勢改變，工業化能逐日開展，條件當可日趨完備，籌畫此市場之組織，以配合經濟之發展，殆有其必要也。

## 國際金融市場

朱祖晦

何謂金融市場 (Money Market) 歷來經濟學者迄無相當解釋，正如價值 (value) 之定義然。歷來經濟學者亦迄無相當解釋也。(註一)大抵此等名詞本為商人所通用，歷時既久，相與習而不察，遂亦無人追求其定義矣。惟摩爾騰教授 (Prof. H. G. Moule) 於其美國金融組織 (The Financial Organization of United States) 一書，解釋金融市場為「貨幣發揮功能之場合」。(註二)此殆為金融市場之「The place where money functions 唯一定義，雖從退一辭言之，至少亦應視為吾人所能發現者也。然而試一考按此定義之內容，僅應視作無可解釋之解釋而已。所幸在此一定義之中提出「貨幣發揮功能」一語，則吾人亦可循此線索以追求金融市場之工作，且及循此線索以追求國際金融市場工作之特徵。

貨幣之每一功能，早為經濟學者所熟知，尙何待淺學之士贅詞費語以申述之。然若語及其功能之發揮，則至形繁瑣複雜，吾人或猶可試一探討之。關於此點，姑假斐立浦教授 (Prof. H. L. Phillips) 所舉之例，以為研究之根據；(註三)

一 一個孤立城市，在其金融活動之中，亦有各種業務，然其活動範圍卻僅以此區域為限；有時亦不免有資金從外加入，亦不過暫時增加此等業務之活動力量而已。及至為一個孤立之國家，則金融活動範圍更牽涉及於國內各地資金之吞吐與運轉，情形遂臻複雜。更進而為一個與全世界相溝通之國家，則其金融活動隨時牽涉為於世界各國之資金，此等資金隨時從世界各個國家以

與本國家相吞吐，相周轉，而此各個國家與本國家之政教法令不同、風俗習慣不同、貿易方法不同、貨幣單位不同，各個國家與本國家之距離空間又不同，於是其繁瑣與複雜更進一層矣。」

斐立浦教授於上段文字之中，並未條舉事實以爲證明，然吾人於此亦可大略了解貨幣功能之發揮恆隨其地與其他地方互相溝通之程度而增加其繁瑣與複雜之程度。此等程度，又顯然可分爲三個階段：第一爲具有地方性者，第二爲具有全國性者，第三爲具有世界性者，於是吾人遂有地方金融市場、國內金融市場、以及國際金融市場。吾人爲便利本文以後各段之敘述起見，不妨暫時對於國際金融市場下一定義曰：此乃最能與全世界其他地方相溝通之地，金融活動最形繁瑣與複雜者也。

金融活動不外資金之吞吐與運轉。資金之吞吐，即係資金之吸進以及放出。從國際金融市場言之，此項吸進以及放出之行動，恆起因於國際收付平衡之變動。此種變動之起因，一方面在於國際間之商業行爲，一方面在於國際間資本移動之行爲，必須合併此二方面而研究之，始能認識其全貌。吾人無待詳細討論國際收付平衡之理論，姑列舉國際商業聯合會 (International Congress of Commerce) 所擬定之國際收付項目，(此項擬定曾經國際聯盟同意)以說明其內容如下：

一、商品

(1)(a) 輸出商品，包括生銀。

(b) 船隻售賣

(c) 郵包

(2) 上項之調整



- (a) 船上交貨價值
  - (b) 改官價爲市價
  - (c) 貿易畸形(例如關稅)之調整
  - (d) 政府之出口商品(例如實物賠款不經海關冊記載者)
  - (e) 爲求符合政治區域而調整之統計(例如祖國除去殖民地)
- (3) 違禁品
  - 、生金銀及貨幣
  - (4) 生金及金幣之輸出
  - (5) 現金(除去生金)之輸出
  - (6) 未指明之貨幣輸出
  - (7) 調整(4)(5)二項使之爲船上交貨之價值
- 三、對於外國之商業服務
- A、運輸
- (8) 水腳船鈔及通過稅
  - (9) 碼頭捐
  - (10) 正在運輸之商品之運費
  - (11) 郵電

B、利潤及手續費

(12) 未包括於船上交貨之出品及復出口商品

(13) 未載明進出口之商品

C、銀行及金融

(14) 承包之手續費

(15) 外國匯票貼現

(16) 外國借款之手續費

(17) 外匯利潤

(18) 銀行利息

D、保險

(19) 保險費

四、利息

(20) 外國政府及地方公債利息

(21) 海外投資之利息及股息

五、其他

A、移民

(22) 入國外僑及返國僑民攜帶之資金

(25) 僑民匯回之款

B、從外國遊客所得之收入

C、海外之慈善及教育捐款

D、其他

六、政府帳目

A、外交領事及其他費用

(24) 外國政府

(25) 殖民地

B、直接付給祖國之公債收入

(26) 外國政府

(27) 使用同種貨幣之殖民地

(28) 使用不同貨幣之殖民地

C、祖國之賠款收入

D、其他

七、資本帳項

(29) 外國政府及地方借款之變易

(a) 到期債券

(b) 以償債基金償付之公債

(30) 其他借款之變易

(a) 到期債券

(b) 以償債基金償付之公債

(31) 國內債券售給外國 (包括本國人在外國所購之本國債券)

(32) 各國債券復賣出於外國

(33) 國內新債向外國舉借

(34) 國內不動產售與外國人

(35) 其他外國投資

八、平衡帳項

A、現在短期借款之增加

(36) 本國銀行增加之外國存款

(37) 外國人攜帶證券之增加

(38) 在外國舉行商業借款之增加

B、不明

上述八大類項目，對於影響國際收付平衡之每一科目羅列無遺。每一科目均有暫時變動之可能，於是此一個國際金融市場隨時吸進資金，並隨時放出資金；在同一時間之內，另一個國際金融市

籌辦保國時最難實金，並隨時放出資金。易詞以明之，在通常情形之下，各國彼此互為債權人，互為債務人，債權債務未必恰能相等，於是發生國際清算之事。自理論言之：國際資金本可自由流轉，故國際間之債權債務本可自由調節，但有多數人為的阻礙存於其間，遂使國際資金之自由流轉無法現實。其最顯著之阻礙，是為政治原因。此一原因包括政體之改革、國際戰爭之發生及其演變、以及關稅之改動等。每一情形，均使人民之心理隨即發生動搖，國際收支項目隨即發生改變，亦即將使國際彼此之間改變其債權債務關係，於是國際間之匯率隨即發生升降矣。其次之阻礙，是為社會之風俗習慣。每年各地回教信徒朝拜麥加聖地之季節，每年春季各國人士游覽瑞士之習慣，以及其他等等，均能使國際資金每屆某一時期必將發生某種變化。此一因緣，所以影響國際資金在長期中之自由流轉也。再次之阻礙是為貿易方法，此種阻礙可以為長期者，然不乏為臨時者。各國之付款習慣、收款方法、以及選擇之方法，均可以發生長時期之影響；然如係國家之經濟政策發生變動，例如任何國家對於其在各國之資金頭寸有重要之調撥，或者對於清算制度或輸出入制度有所改變，則每當此種事態發生之時，必將臨時發生影響矣。綜括一切阻礙，乃發生一個具體之現象，是為匯率之變化。匯率變化是其成果，國際收支變化是其原因，而此一原因卻又由於一切阻礙，且決非僅由於某一簡單之阻礙，若抱定一點而立說，是所謂管窺蠡測者也。

以上所述謂各國彼此互為債權人，互為債務人，專門討論國際資金之對流而已，實則更有直流之現象。此時一方面僅為債權人，另一方面僅為債務人，於是此則有吞無吐，彼則有吐無吞，是為國際資金之直流。例如在上次大戰以後，德國須付出大宗賠款於英法等國，現金不足，更須輸出貨物作價

抵充，於是德國僅爲債務人，英法等國僅爲債權人。在國際資金直流之時，繼續放出資金之國固然日益失去購買力，繼續吸進之國，卻亦因此日益感受物價上漲之威脅，若遂連及於以貨物作價抵充，則債務國固然必須繼續增加貨物之製造與輸出以及原料之吸收，債權國亦必須繼續增加貨物之輸入，轉而壓迫國內之生產，於是國際資金之再分配遂爲嚴重問題矣。國際資金如發生直流，其直流之時期愈長則問題亦愈嚴重，故在第一次大戰以後，因賠款問題，以致戰勝國與戰敗國交受其弊。

專從國際資金之吞吐言之，尙不足窺見國際金融問題之全貌，故吾人必須更進一步，研究國際資金之運轉。研究國際資金之運轉，即是研究控制國際金融市場之力量。此種控制力量，存在於調節國際金融籌碼技術之中。通常言之，共有三種技術：第一爲貨幣發行數量之調節，第二爲重貼現率之操縱，第三爲公開市場活動；此外更有二種技術，是爲信用管理與外匯管理發行數量之調節，以及重貼現率之操縱，其功能早爲人所共認，不必再由吾人喋喋費詞，但吾人仍不惜重申片語以說明公開市場活動之重要性。通常以爲中央銀行可以利用重貼現率之高低以操縱普通銀行利率，實則中央銀行仍須特別注意於公開市場活動，以與普通銀行爭取直接控制市場之力量，間接即係利用此種壓倒一切之勢力以求得控制普通銀行之真正勢力也。若僅恃重貼現率以爲控制之武器，則未必遂能使金融市場完全就範。此種事實，在英國十九世紀下半期以後，歷經證明。英商銀行本身亦已日益側重於公開市場活動矣。然設一個國家在事實上不能利用公開市場活動，則當如何？曰，此時惟有利用信用管理以爲節制之技術。設各銀行之信用得有規定爲制裁，自然不能任意伸縮，於是市場之發達資金仍可獲易之不同，其效果自然顯著，此乃第四種控制技術也。論者或以爲信用管理只應適用於最嚴重情形之下作

爲急救，於是有人主張第五種控制技術者，其爲管理外匯以控制國際資金流轉。此種技術，從前固可操縱乃至積極的管理，種類甚多無待贅述，吾人對於管理外匯所產生之功效，無庸加以否認。近代各國早已由事實方面說明其力效矣，然若因此遂否認信用管理之功效以爲以應進出口之政策實情形之下，則亦不敢苟同。設政府在不平當時代，對於信用之擾與，即已分記得宜，並常出以適當之限制，則貨幣之對內價值不致動盪不寧，更不致轉而影響貨幣之對外價值，於是資金之移入與移出自然入於調節，自然合於國家經濟政策，何必斤斤焉於其他種種資金之技術耶？總而言之，此五種技術皆具有調節資金之特效，至於究竟應當採用某幾種技術，抑或完全採用之，則應首先認該國所在之經濟環境，及其社會環境，更應認該國在國際間所處之地位。先從國際地位言之：在第一次大戰以後，德國國家銀行受國際限制之束縛，以致在事實上不能利用公開市場活動，以爲調節資金之技術，於是不得不乞憐於信用管理，然其所收之效果則甚顯著，可見信用管理之於控制金融市場，其功效亦不可否認也。若再從環境言之：英國銀行所在環境，無論從經濟組織方面，或社會制度，顯然與美國聯準會制度不同，故英國之控制金融政策，側重於貼現率之操縱，而以公開市場活動爲其有力之輔佐。美國聯邦準備制度則否；以其所處之環境不同也。更如近年來之國際金融情形，各國因資金有急劇外流之傾向，遂不得不於一般技術之外，採取非常手段，而匯兌統制之聲浪遂洋溢於世界矣。

以上各段所討論之國際資金吞吐與運轉，僅僅汎論一般情形，易詞以明之，僅僅論及在現金本位之下之國際金融市場。設一個國家脫離現金本位，則其國際資金之吞吐與運轉又當如何？吾人以爲足以引起國際資金吞吐之科目亦不能超出上文所述國際商業聯合會擬定之八大項以外。至於所有足以運

轉國際資金之技術，在原則上，當然亦不外乎上述五種技術。然則此時並無一個問題乎？曰，是又不然。在採用現金本位之時，各國之處理清算問題，當然以債權債務之抵補為主，然卻時時顧慮及於現金之輸送。故在決定國際匯兌率之時，亦有一個現金輸送點隱存在其中。若夫既在離開現金本位以後，根本無所謂現金輸送點，於是此時決定國際匯兌率之原理遂與一般之情形不同，此則吾人所急欲研究之新問題也。克梭教授 (Prof. Gustav Cassel) 遂主張購買力平價說 (Purchasing Power Parity Theory) 以說明之。此一學說在克梭教授前後各著作之中，亦多修正之點。吾人不欲於此多費篇幅。大概言之，即是兩國間之匯兌率恆依附於彼此物價指數之關係。此一學說胚胎於正統派之理論。在自由貿易時代，吾人不能否認此說之正確性。然設各國以統制手段建築經濟壁壘，則匯價與物價確有脫節之可能，於是彼此物價之關係，即不能正確地反映匯價之上，而匯價之決定亦不能以此為正確之依據。更進一步言之，物價指數應為如何？此一學說所當利用之物價指數又應如何？吾人實在無法確切指出。於是僅僅利用舊物價指數。然而舊物價指數遂真正可以供給此一學說之利用乎？學者至今恐尚無人可以肯定之也。由此言之，無論在自由貿易時代，或統制經濟時代，此一學說僅當視作美麗之理論，而無適當工具供其利用矣。凡此諸點，僅為此一學說之一般批評而已。至於詳細之論載，茲姑從略。

自吾人觀之，既已脫離現金本位，則匯兌率即是一個假定者。既已成爲假定者，即須採用種種技術以控制之，以操縱之，方可達到此一假定之維持。若將控制之技術置於第二，甚或置之不顧，而徒抱美麗學說以終古，有何益哉？故吾人以爲愈在離開現金本位之時，如何運用國際資金亦愈應講究。



然則各國遂可長久離開現金本位乎？曰，此一論爭至今未息，至今亦無定論。吾人以爲在各國之經濟情形未能恢復常態以前，在國際金融最弱之中心未能建築以前，仍亦無庸急急討論此一問題也。吾人更以爲在統制潮流未過去以前，似亦無法討論此一問題也。

國際金融市場本爲最繁瑣最複雜之市場，吾人於本文開始之時，卽已明言之。總而言之任何國家如欲處理國際金融問題，則必先確立金融制度，尤須確立一個制度以調度短期信用，否則終難指揮如意也。本篇僅欲以簡明方法從理論上討論此一問題，若欲更進一步討論，則應注意每一金融市場之組織，並應注意各該市場歷次運用控制技術之歷史演進，則吾人對於此一理論庶乎可以得有相當之了解矣。

企  
業  
市  
場  
論

第二編 各論

# 戰前之上海金融市場

王烈望

## 一 概說

上海、天津、漢口與廣州爲中國四大金融市場，而以上海爲總樞，蓋上海不但爲全國商貨集散之中心，抑亦爲全國最大之工業都市。就對外貿易論，上海占百分之五十以上，棉紡織絲與麵粉三大工業，上海亦占其半數以上。上海有現代之商品市場與證券市場，有規模最大之商號與百貨公司。外商企業與銀行即以此爲大本營，國家銀行與商業銀行之總行，均設立於此，而物質享受之繁華爲全國之冠，重以連年內亂，農村騷動，擁有資產者遂視租界爲樂土，資金愈益集中，使上海爲畸形之發展。

中國現代都市之發展，爲外來資本主義經濟勢力侵入之結果。中外互市，遠在明季，而集中於廣州一隅，並特設「商行」(Com)爲外商來華交易之所。鴉片戰後，增闢上海、寧波、廈門、福州爲商埠，經英、法聯軍之役，更增開天津、漢口等九城爲商埠。上海以地位適中，有良好之港口，爲水陸交通之所輻輳，故其後來之發展，不僅居全國商埠之首，即在世界各大商埠中，亦占一優越之地位。在列強支配之下，上海完全爲一國際化之都市。

當初中外互市，皆係以貨易貨，亦有攜銀元銀貨來華，作爲支付手段者，其初多屬西班牙本洋，中國自印度輸入鴉片，亦由廣州輸運銀洋至孟買，以爲支付，尙無所謂國外匯兌。自上海開爲商埠，

外商雲集，貿易重心，漸移於此。隨之而有外國銀行分行設立，而以英商麥加利銀行開其端，經營鴉片及棉布商之貼現，押匯等交易，時在一八五三年（清咸豐三年），距開埠時僅十一年耳。其次上自年（一八六七年），匯豐亦設分行於上海，原以溝通香港及其他英屬貿易金融為目的，初為中外合辦，其發起人包括英德美諸國之商人，嗣以全權落於英人之手，乃成為後來勢力最大之英商銀行，繼之而設立者有英國之有利銀行，法之東方匯理銀行，日本之正金銀行，德國之德華銀行，義和團事件後，有美國之花旗銀行，比利時之華比銀行，荷商之渣打銀行及日本之臺灣銀行等。自外商銀行設立以至前次歐戰以後，約七十年間，我國對外貿易全在外商之手，對外匯兌，即由各該國銀行分別經營，並各為資本國進出洋行融通資金。

自太平天國事件以後，本洋缺乏，上海外商乃採用一種記賬貨幣，其長五二五格蘭細銀，自一八五七年後，遂為上海對外貿易之計算單位，所謂規元是也。直至廢兩改元以後，對外匯價始改以銀本位計算，但外商交易仍有沿用規元者。

華商與外商間之週轉則以舊式金融組織——錢莊是賴。錢莊所出莊票頗得外商之信任。如華商向洋行定貨，洋貨自國外輸入，向其本國在滬銀行做進口押匯，貨到以後，即通知華商俾其預備付款取貨，華商亦可分批提取，將所提貨價，折合規元，以莊票交付洋行。洋行出一提貨證交堆棧，後即將貨銀行，銀行如對莊票不發生問題，即收入洋行之帳，一面再由銀行出一提貨證交堆棧，後即將貨照章由華商提出，而付銀行之帳，同時銀行即將外國寄來之外幣匯票，折合規元，付洋行之帳，收付相抵，其差額即係洋行之利益，至外幣匯票則由銀行以外幣匯付外國之出口商。至若出口洋行向華商

辦土貨，則付以外商銀行之支票，華商以之交錢莊代收，因此，外商銀行與錢莊發生取解關係。當進口多於出口時，錢莊應解多於應收之數，反之則為應收多於應解，其差數常以現銀清算。此外外幣銀行亦常以剩餘資金拆放與錢莊。惟外商以言語隔閡，未諳本國商情，故銀行及洋行皆僅有資產處實之華人為買辦，對於華商交易，由彼負責介紹，而取其佣金為酬。舉凡莊票之別擇，規銀之鑑定，匯票之買賣，皆由彼等經手，外商銀行對錢莊之拆款，別無抵押品，完全由買辦作擔保。故買辦實為最初溝通中外金融之居間人。

自太平天國以後，至光緒中葉，其間近四十年，外商銀行在滬設有專行者凡六家；而中國銀行除數十家資力薄弱，組織簡單之錢莊外，尚無新式銀行，光緒中葉後，始有中國通商銀行之設立。時在一八九七年，為吾國私立銀行之鼻祖。其後八年有戶部銀行之設立，戶部銀行者，即清季之大清銀行，為今日中國銀行之前身，其後四年，郵傳部提議之交通銀行成立，浙江興業銀行及四明銀行亦於是年成立。浙江興業銀行為全浙鐵路之金融機關。自民元以後，上海銀行事業，發展甚速，民國初至十年間，先後成立者，近三十家，民十以來又增三四十家，總計華商銀行之數，已達七八十家。在二八滬滬抗戰之役以前，華商銀行之勢力，尚不及錢莊。其間收解須委託錢莊，經由錢莊總行清算。華商銀行須在錢莊存放準備金，以供清算之需。自稟據交換所成立後，華商銀行雖然為上海金融界之中堅，而錢莊經民國二十四年金融恐慌以後，漸有式微之趨向。

中國金融制度迄猶缺乏統系，準備分散，發行分散，國家銀行未能完全擔負中央銀行之責任。以觀中國銀行雖有代理國庫及發行紙幣之特權，然事實上離開中央銀行之地位甚遠。民國十三年廣州有

中央銀行之組織，十五年復成立於漢口，十七年政府有中央銀行條例之頒布，正式之中央銀行遂於是年十一月一日開幕。而將中國銀行改定為國際匯兌銀行。但中央銀行在成立以後，仍未能集中發行與準備，為銀行之銀行，在法幣政策實施前一年，正當金融恐慌嚴重之秋，財政當局，以增加官股方式使中、中、交、三行，成爲一體，同時並將幾家發行銀行，以人事改組方式予以實力援助與實際監督，由是中國之金融機構漸有集中之趨向，至法幣政策之實行，始將發行加以集中。但準備尙未達到集中之地步。八一三前，立法院方有中央儲備銀行法之通過。抗戰軍興，中央銀行改組爲儲備銀行之事暫寢，而有中、中、交、農四行聯合辦事處之設置，爲統制戰時金融之中樞機關。惟自國軍西撤以後，上海已爲政府權力所不及，徒以租界及國際關係，成爲一無羈束之自由市場，集全國之遊資，成投機之淵藪，而外匯黑市，實爲中國戰時經濟體制之贅疣，直至太平洋戰事爆發，上海租界淪陷而始告終結。

綜上所述，上海之金融機關，可分爲三個集團：外商銀行，本國銀行與錢莊，錢莊與外商銀行之歷史最長，前者可以代表中國封建性之金融組織，後者爲外來資本主義經濟勢力之侵入機關。本國銀行則爲後起之秀，可以代表中國新興資產階級之勢力。茲分述其概略於後。

## 二 本國銀行

上海本國銀行，就其形式論，已屬名目繁多，應有盡有，究其內容，則各行所營業務，實無甚分別，就其地位論，可分國家銀行與普通銀行二大類。國家銀行包括中央銀行與特種銀行——中、

交、農，普通銀行包括商業銀行、儲蓄銀行、實業銀行、專業銀行及華僑銀行。此外尚有各省市銀行之分支行，茲分別略述於左：

(一)中央銀行 中央銀行正式成立於民國十七年十一月一日。由中央銀行條例，明定為特許國家銀行，由國民政府設置經營之，一次撥足資本二千萬元，二十三年四月資本總額增至一萬萬元，並規定設總行於首都所在地。其業務可分為特殊與普通二類。特殊業務為：(1)經理國庫，(2)發行法幣，(3)發行關金庫券，(4)募集並經理內外債，(5)掛牌公布標金、關金及外匯行市，(6)收存各銀行準備金。普通業務包括：(1)收受存款，(2)辦理銀行清算，(3)為國庫證券及商業確實票據之買賣貼現或重貼現，(4)辦理匯兌及發行期票，(5)買賣生金銀及外匯，(6)買賣政府發行及保證之公債，(7)以生金銀及公債為抵押之放款，(8)信託業務。中央銀行採分行制，全國主要各省市縣，均有分支行之設立。並得在國外重要金融市場，如倫敦、紐約、巴黎、大阪等處設立分行或代理處。同年八月，又撥資金一千萬元設立中央信託局，辦理購料、儲蓄、信託事宜。近年來，業務發達迅速，對於調劑金融，頗能為有效之措施。如二十四年之金融恐慌，對上海銀錢業放款達一千二百萬元，對川、湘、贛、皖、魯、閩各省，亦以鉅款救濟當地金融，使均能安渡難關。同年十一月四日實施法幣政策以後，中央銀行地位益加增高。七七事變既起，金融極度緊張，即由中、中、交、農四行合組四行貼放委員會以調劑市面。八一三後，按部定非常時期安定金融辦法，另組審核委員會審核程度以外之存款提取核准事宜。至二十七年三月十四日實施統制外匯，辦理聲請外匯之審核事宜，及組織內匯管理委員會審核國內匯款。二十八年九月八日設四行聯合辦事處，由中央銀行總裁擔任該處主



任職務，二十九年八月由經財兩部公布管理銀行暫行辦法規定，「銀行經收存款，除儲蓄存款應照儲蓄銀行法辦理外，其普通存款應以所收存款總額百分之二十爲準備金，轉存當地中、申、交、農四行任何一行，並由收存行給以適當利息。」此一法案，實爲集中準備之嚆矢。將來中央銀行改組爲中央儲備銀行以後，健全銀行制度之確立，必有水到渠成之勢也。

(二)國際匯兌銀行 中國銀行爲國府特許之國際匯兌銀行。以前總管理處設於北平，其分支行遍全國。在中央銀行未成立前，有經理國庫及發行兌換券之特權。十六年總管理處遷至上海，同時加入官股五百萬元，官商合股共計資本二千五百萬元。受政府委託，辦理下列各項業務：(1)經理政府發行海外公債及經理還本付息事宜；(2)經理政府存在國外之各項公款及收付事宜；(3)發展及扶助海外貿易事項；(4)代理一部分國庫事宜；並仍有發行兌換券之特權。此外並經營國內外匯兌及貨物匯，商業期票及匯票之貼現。民國二十四年三月財政部修訂該行條例，以金融公債加入新官股一千五百萬元，於是資本總額增至四千萬元，官商各占其半。該行在國外設立分行，始自民國十八年，是年在倫敦、大阪成立分行，二十五年又增設紐約及新嘉坡之分行。二十四年兼辦儲蓄業務。其地位與信用爲全國銀行之冠，所發兌換券，歷史甚久，流通亦最廣，最得民間之信任。

(三)特許實業銀行 交通銀行爲政府特許「發展全國實業之銀行。」該行成立於前清光緒三十四年，經營路、電、郵、航四政款項，並得「受政府委託，分理國庫」，及「受政府之特許，發行兌換券」；又得經營國內外匯兌及跟單押匯，及民國十七年十一月，國民政府重頒條例，規定爲發展全國實業之銀行，資本總額一千萬元，官股二成，商股八成，並於條例內規定該行承辦下列各項業務：

(1)代理公共實業機關，發行債券，及整理還本付息事宜。(2)代理交通銀行之公款出入事項。(3)辦理其他獎勵，及發展實業事項。(4)經理一部分之國庫事項。(5)經財政部之特准，得發行兌換券。新條例明定總行設於上海。民國十九年添設儲蓄部及信託部。二十四年四月，財政部修改條例，撥發公債一千萬元，增加官股至一千二百萬元，商股八百萬元，共計資本總額為二千萬元。其地位與中國銀行相伯仲。

(四)特許農民銀行 中國農民銀行，原為豫、鄂、皖、贛四省農民銀行，奉豫、鄂、皖三省勸匪總司令部特許設置，官商合辦以融通農村資金，復興農村經濟為目的。奉准總額原定一千萬元，於民國二十二年四月正式成立。其業務包括：(1)收受存款，(2)辦理匯兌，(3)買賣生金銀及有價證券；(4)動產及不動產之抵押放款及保證信用放款；(5)經營農業倉庫及放款於農產，農具之改良事業及農民合作社；(6)發行農業債券及農民流通券；(7)農業票據貼現。至二十四年春，以業務發達，分支行處遍全國，遂更定今名。二十五年添辦儲蓄部，又經財部特許發行鈔票，與中、中、交三行所發鈔票同為法幣。

(五)商業銀行 上海內國銀行以商業銀行占最大勢力，其著名者有中國通商、浙江興業、上海金城、四明、大陸、中南、廣東、東亞、中孚、國華、中國墾業、聚興誠及中國國貨等十餘家，其組織均屬股分公司，其主要業務為存款、放款、貼現、押匯、往來透支，及國內外匯兌；附屬營業有信託、儲蓄、堆棧、買賣證券及生金銀。資本類以百萬元左右為最普遍。上述各項業務僅依形勢變遷，究其內容，頗多特殊之點；就存款論，在抗戰前數年，以農村凋敝，金集中都市，各行存款均形

激增，尤以定期存款爲最。自劉軍南移，上海既爲自由都市，各地資金湧集上海，銀行存款亦隨之飛躍增加，尤以活期存款爲最。以時局不穩，貨幣跌價，及機械發行等故，到期定期存款亦改爲活期。於是活期存款此種，爲畸形之增高。且戰時存款因增加，多驟十足頭寸，而非因緣於銀行信用之擴張，此項游資，缺乏正當之投資對象，以所時又亦難轉往內地，於是各銀行有減息之舉。在戰前銀行投資，以中國產業之不發達，大多流於公債及地產，放款亦以對官廳爲多。對產業甚少，且限於紗廠及麵粉廠，其他各業，受惠殊鮮，放款抵押，以貨物爲擔保者，尤爲地產，廠基及證券等，利率在中分左右。票據貼現，非常幼稚，蓋中國尙無一點現票場，而中央銀行亦尙未負現貼現之責也。

(六) 儲蓄銀行 儲蓄存款業務大都由國家銀行及商業銀行另設儲蓄部經營。商業銀行兼營儲蓄業務之最著者，爲上海商業儲蓄銀行及四川商業儲蓄銀行。專營儲蓄業者，有新華信託儲蓄銀行。銀行儲蓄則爲鹽業、金城、中南、大陸四商業銀行所合辦，爲全國著名之儲蓄機關。民國二十三年政府有儲蓄銀行法之頒布，凡經營儲蓄之銀行，均須遵照辦理，對於儲戶利益，保障甚週。

(七) 實業銀行 實業銀行爲經營長期投資之銀行，以扶助農工企業之發展爲原則。在中國名義上此類銀行甚多，但其在實際上所經營之業務與商業銀行無甚分別。

(八) 專業銀行 如綢業銀行、鹽業銀行、煤業銀行等均爲各該業之金融機關。但其實際業務，亦與一般商業銀行相類同，實無所謂專業也。

(九) 華僑銀行 華僑銀行即爲華僑富商所創辦，其總行多在國外。例如中興銀行之總行在小呂宋，華僑銀行之總行在新加坡，資本一千萬元。南洋各埠及上海、廈門等處所設分行共十七處。此類

銀行計有九家，分支行達三十餘處，共收資本達五千萬元以上，在上海金融界頗占勢力。

(十) 各省市銀行 各省市銀行有在上海設立總行或分行者，如江蘇銀行、浙江地方銀行、河南省銀行等。上海市銀行，戰後已停閉。

除上述各類銀行外，信託公司亦為組成上海金融市場之一分子。普通銀行多有信託部之設立，至若獨立之信託公司在民國十年極盛一時，同時交易所亦如雨後春筍而起，數月間竟開至一百數十家之多；不旋踵而相繼倒閉，世所謂「信交風潮」者是。存者僅中興（今改稱中一）及通易兩家。此外如上海、中國、東南、通匯、國安、生大、東方等信託公司均係後來改組或新設者。信託公司亦經營銀行、儲蓄、保險及證券交易等業務。此外，保險公司之資金與金融市場亦有流通之關係。中國保險事業近年來亦頗稱發達，惜多為外商之附庸耳。（註）

（註）夏承禱氏：「中國的銀行」，頁二二四——二二六引黃濬私氏：「中國信託業之現在與將來」一文，見二十一年十月十日時事新報。

### 三 錢莊

上海錢莊之創設，遠在開埠之前，惟當時各莊規模狹小，以貨幣之兌換為主要業務。自上海開為高埠以後，始逐漸擴充。中國舊式金融組織除錢莊外，尚有山西之票號，其產生遠在錢莊以前，支號遍及全國，惟其主要業務為國內匯兌，對於各本地之商情，每多隔閡，營業既壞，照顧難週，於是本地錢莊起而分任其業。前者仍專營匯兌業務，後者則經營本地貨幣兌換及存放業務。上海開埠之初，尚

通用制錢，外商來滬者，必以所攜生銀及銀元，兌換小錢，始能為零星買賣，錢莊即以此項兌換為唯一營業。其後進出口交易日盛，錢莊營業，隨以發軔，南北兩市，創設益衆。經太平天國之亂，南市凋零；北市則因租界關係，未遭劫灰，錢業亦隨各業而日興，其重心漸由南市北移。南市以花米交易為主，故秋冬之營業特盛，北市以茶絲交易為主，故以春夏為旺季。因此當時南北市之錮拆，分為二市。民國二年以後，南市各大錢莊，為避免戰禍，相繼移入租界，自此上海錢業遂集中於北市，並統一銀拆。經「貼票風潮」與「橡皮風潮」以及「辛亥政變」、「五四」、「五卅」(註)諸事件，頗受打擊，但在上海金融市場，依然保持堅強之陣線，自廢兩改元及票據交換所成立以後，銀行勢力日趨膨脹，錢莊遂有相形見絀之勢，二十四年初以白銀流出過多，金融極度緊迫，錢莊處境尤危，賴金融當局之救濟，勉渡難關，而為錢莊領袖之匯畫莊已日趨減少，二十一年尚有七十二家，至三十年僅四十一家矣。惟自國軍西移，上海黑市繁榮以後，錢兌業，以經營生金銀及外幣之買賣，票據貼現與匯畫貼現等業務，獲利至厚，有畸形之發展。最初不過三四十家，旋增至一百家以上。

錢莊組織均係合夥或獨資經營，依資本額之大小，營業範圍之廣狹，分匯畫莊及元、亨、利、貞五等。匯畫莊資本多在二十萬元以上，最大者則在五十萬元以上，所出莊票，信用殊優，流通無阻，因其為匯畫總會會員一切票據收解，均以公單在總會互相抵札畫帳，故稱匯畫莊。與清算銀行之意義相同。元字莊資本較少，經相當手續，亦得加入匯畫總會。亨字莊又較元字為次，每日收解，須轉託匯畫莊或元字莊代為清算。利字與貞字莊以兌換貨幣為主要營業，前者為拆兌性質，故稱「拆兌錢莊」；後者為零售性質，故稱「零兌錢莊」；與金融市場直接有關係者僅匯畫莊與元字莊，其業務為

存款、放款、買賣票據、貼現、各地匯兌、買賣生金銀、代發鈔票及貨幣兌換等項。

中國經濟，除少數大都市外，尙未脫封建時代之性質，農村固不必論，內地工商業均屬小規模之個人或合夥經營，錢莊即爲適合於此類經濟之金融組織。吳承禧氏曾說：我國銀行對於工商之關係遠不如錢莊之密切，其理由爲銀行資金須爲大量之運用；而其信用之給予，必須建築在有所關係之上，即側重押品，不重人情。而此二種條件與中國之小工業，不無柄鑿之處。錢莊則否，其活動圍於一地，限於一行，顧客有定，交易數額不大，地方性質比較濃厚。且營業範圍狹小，信用調查甚易，故錢莊資金之運用，以信用放款爲主，重人情而不重押品。惟此種特質，隨各地經濟發展之情形而異，上海工商業已資本主義化，故上海之錢莊，亦有銀行化之趨向。(註三)上海錢莊以存放爲主要營業，但已往存戶與借戶，均須經人介紹，此雖屬謹慎辦法，要爲發展營業之限制。最近大部分錢莊已採用銀行方式，對於往來戶亦不再以介紹爲限，且有經營信託事業及房地產者。於此可知上海之錢莊，不復能故步自封，而將逐漸爲銀行所同化也。

(註一)楊廉溥氏：「上海金融組織概論」頁二六——二九。

(註二)吳承禧氏：「中國的銀行」頁二二——二三。

## 四 外商銀行

本國銀行與錢莊，雖歷史不同，組織各異，要皆處於同一陣線。與本國金融陣線處於對立地位者爲外商銀行，中國之外商銀行與倫敦、紐約等地之外商銀行，性質完全不同。後者純粹爲分行性質，

在金融市場上與各該地商業銀行處於同等地位，或且居其次，我國之外商銀行則長客為主，居支配地位。此固由於實力雄厚，遠足以壓倒內國銀行，而其在平等條件上更取得種種特權，藉領事裁判權及租界之護符，不受我國政府之干涉，儼然為上海金融市場之主宰。近年以來，本國銀行之發展頗速，外商銀行則已在停滯階段。但其勢力之足以操縱金融市場，尤其是外匯市場，則依然如故。

外國銀行在華設立分行之略歷，已約如上述。今存者計有二十五家。英商五；日商七；美商四；法商二；荷商二；蘇、比、德、意各一；意、法合資者一。其中以匯豐、麥加利、正金、花旗、大通等銀行為巨頭，茲述其概略如左：

(一)麥加利銀 (Chartered Bank of India, Australia and China) 為有限公司。總行設於倫敦，上海為分行之一，實收資本連公積約八百萬鎊。此次中英匯兌平準資金之英方一百萬鎊即由麥加利與匯豐分擔。

(二)匯豐銀行 (Hongkong and Shanghai Banking Corporation) 係由英商怡和、仁記、及德、美、波斯等商家所發起，初為中外合辦。其第一任總理為法人，嗣各股陸續退出，全權遂落於英商之手。該行除為週轉英商對華貿易金融外，並為我國賠款年金之轉匯。鐵路借款之收付，以及其他各業之投資；且有存放關稅鹽稅之特權，至戰前始改存中央銀行。資本為港幣二千萬元。總行設於香港。上海分行為本埠金融市場之領袖，外匯行市之掛牌，向為本埠匯市之標準。

(三)花旗銀行 (The National City Bank of New York) 原為 (International Banking Corporation) 一九二七年與紐約國民銀行合併後，乃改為該行之分行，一切業務照舊，中文行名亦未改。總行在紐約。

約。爲美國對遠東貿易之最大金融機關。其營業範圍甚廣，除一般商業銀行，不動產銀行，投資銀行等業務外，自兼營工商業之介紹，礦山及土木工程之承攬，及海陸運輸業務。

(四)大通銀行(The Chase Bank)原名 Equitable Eastern Banker Corporation 爲美國銀業公司所組織，總行設於紐約。資本連公積在美金三百萬元以上。大通與花旗爲本埠美匯之總樞。

(五)正金銀行(The Yokohama Specie Bank, Ltd.)爲股份有限公司，成立於一八九〇年。總行設於橫濱，上海爲分行之一，該行本係專營國外匯兌，自甲午戰後，該行專注力於對華經濟侵略。資本連公積約二萬萬日圓。自關軍西撤，關鹽二稅被奪，即存廢該行。

除以上五銀行以外之外商銀行，則如左列：

(一)空商銀行：

渣打銀行(The Chartered Bank, Ltd.)

有利銀行(The Mercantile Bank of India, Ltd.)

大華銀行(P. & O. Banking Corporation, Ltd.)

(二)美商銀行

海運銀行(The American Express Co.)

友邦銀行(Underwriters' Savings Bank for the Far East, Inc.)

(三)日商銀行：

三井銀行(The Mitsui Bank, Ltd.)



- 三菱銀行 (The Mitsubishi Bank, Ltd.)..
- 臺灣銀行 (The Bank of Taiwan, Ltd.)..
- 住友銀行 (The Sumitomo Bank, Ltd.)..
- 朝鮮銀行 (The Bank of Chosen)..  
上海銀行 (Shanghai Bank) ..
- (四) 法商銀行..  
東方匯理銀行 (Banque de L'Indo-Chine)..  
中法工商銀行 (Banque Franco-Chinois pour le Commerce L'Industrie) ..
- (五) 荷商銀行..  
荷蘭銀行 (Netherlands Trading Society)..  
安達銀行 (Nederlandse Indische Handels Bank) ..
- (六) 蘇聯銀行..  
莫斯科銀行 (The Moscow Narodny, Ltd.) ..
- (七) 德商銀行..  
德華銀商 (Deutsche-Asiatische Bank) ..
- (八) 比商銀行..  
華比銀行 (Banque Belge pour L'Etranger) ..

(九) 義商銀行：

華義銀行 (Italian Bank for China)。

(十) 義法合資銀行：

義品銀行 (Credit Foncier d'Extreme-Orient)。

各外商銀行之設立，俱含有推廣國外勢力範圍之意味，如麥加利之於澳洲、印度與中國；匯豐之於香港與中國，正金及朝鮮銀行之於東三省及朝鮮；臺灣銀行之於臺灣及中國南部；荷商銀行之於東印度與中國；皆各有其侵略之企圖。而以經營投資及貿易為手段。彼等除商業上之投資以外，尙有對政治上之鉅額投資，以控制我國國家財政、路礦大權。以至整個國民經濟。彼等又利用我國資金，以遂其經濟侵略之企圖。如稅款、租界公款、及中國軍閥、官僚、富翁之積蓄，均以最低利息存在外商銀行。彼等毀收我國資金而運用於下列各種途徑：

(1) 以打包放款融通出口洋行，俾後者得乘時收買土貨出口；又為進口洋行承兌匯票，以利其本國商品之來華推銷。

(2) 扶植其本國在華之工商業，如騰豐、麥加利之於英商紗廠，保險與航運；花旗等之於美商火油業及疋頭業；三井、三菱之為日商三井、三菱洋行之金融機關等是也。

(3) 直接或間接投資於中國鐵路及礦產。

(4) 經營租界房地產。

至於外匯市場之操縱，更為其分內事矣。

## 五 拆款市場

上海拆款市場可分銀行同業間、錢莊同業間、及銀行與錢莊間之拆放關係而言之。

以前拆款行市，集中於錢業公會。自上海銀行業聯合準備委員會成立以後，該會於處理各行聯合準備外，並承做拆放事宜。所謂「銀行準備會拆息」，即該會拆放款項時所開之拆息。分匯畫與國幣二種，自四行拆放會成立後，每日亦公布拆息。上海拆款市場，乃有三種不同之拆息。上海銀行業聯合準備委員會承做拆放，凡會員銀行缺乏現金項寸，得以公單十足拆借。商做拆放時間，每日下午二時止，其地點即在委員會辦事處；拆放期定為一日，利息按日結算，由常務委員會隨時議定之。此係銀行同業間之拆款利率，按照每千元日息計算，其變動隨銀根鬆緊而定。通常自一角至三角左右。銀行對往來戶存息大致照市拆九五扣計算，透支欠息照市加三元至五元不等，此係按月結算，亦即每千元之月息。故拆息為金融市場之標準行市。

錢業公會拆息向為上海金融市場之標準利率。以前本埠各銀行、各票號、各信託公司、各銀公司、及其他金融機關，均託錢莊在錢業市場拆放。故前以錢業市場之交易，實代表上海金融市場之交易，其掛牌行市，為上海金融市場之標準行市。錢業市場分早市、午市、晚市三種。早市於每日八時開始，午市於十二時舉行，晚市於下午三時至五六時舉行。拆息在早午二市開做，是為正市。晚市則僅為零星抵補之交易，俗稱「小總會」。凡於早午兩市交易後，尚有不足或多餘時，可在小總會市場，預為交易，以資調劑，在市場拆進拆出之款項，謂之「拆票」。此項拆票期限，以兩日為度，昨日拆

進或拆出者，至明日即行到期。俗稱「兩皮拆票」。其利率行市謂之拆息，按每千元日息計算。在廢兩改元前稱「銀拆」，廢兩後稱「洋拆」。今仍其名。拆息行市之決定，係於拆款借貸成立時，由雙方自行面訂。凡當日拆進者多，拆出者少，則銀根緊，而拆息有上漲之勢；反之，當日拆出者多，拆進者少，則銀根鬆，而拆息有下落之勢。銀根最鬆時，拆息可等於零，謂之「白借」；銀根最緊時，拆息最高不得過七角，此係錢莊同業所議定，以利商業。然即以每日七角計，千元月息已達二十一元之鉅，合年息至二分以上矣。

錢業市場之拆款行市除「兩皮拆票」外，尚有「轉帳拆票」與「獨天拆票」。凡「兩皮拆票」到期時，經雙方同意，不即清償，而仍繼續轉期者，曰「轉帳拆票」。轉帳利率，例用當日拆息行市之平均數。列如拆息早市開盤為一角，收盤為一角五分，則「扯盤」為一角二分五釐，然拆息及轉帳行市，俱以分為單位，則此五釐餘數，必須「趕進」或「趕出」。「趕進」抑或「趕出」，全視拆息市面之鬆緊而定。照前例，開盤價低，收盤價高，則大致趕進五釐，轉帳即以一角三分為標準。反之如開盤為一角五分，收盤為一角，銀根有鬆動趨向，則轉帳掛牌，必須趕出五釐，為一角二分矣。此項轉帳交易，祇於早市行之。以一日為期之拆票，謂之「獨天拆票」，其期限至為一天。與普通拆票及轉帳拆票之每一成交，限期兩日者不同。「獨天拆票」之交易，例於晚市「小總會」行之。係錢莊於每日往來戶頭收解後，視多缺以定進出。如有多餘，即去拆出，如有缺少，即去拆進，概歸次日清理，為一天拆息之清算。其行市隨普通拆息而定。此外如往來存欠息，亦視拆息行市而定，往來存息，以每日「轉帳」行市為標準，按月計算。如全月中合計「轉帳」總數為四元五角六分，則議決拆息，大約為四元五

角。此項利率公布後，錢莊即按九五扣除對各商號往來存款給付利息。如遇市拆低微，全月轉帳拆息，合計僅及數角，或一元左右時，須照「坐盤」二元按九五扣除計算。「坐盤」即最低存息之意。往來欠息亦定有「坐盤」，最低以四元五角為標準，仍另酌加欠息底碼三四元不等。長期放款，大部以六個月為限，名曰「六對一」，例於每年陰曆三月及九月，為開始及結束之期，蓋商貨之旺，厥在三九兩月以後，四五月間，新貨登場須款，例須於三月中預為做進；如於十月或十一月間欲辦隔年商貨，其所須款項，亦須於九月中預為做進，以免臨渴掘井。自十八年陰曆九月起，已改用國曆計算，規定自十月起做，至來年四月到期，通稱「四十七期」。比期者即結算之期也。長期存息另有「內盤」之規定，根據「內盤」行情，再行分別「加價」。「內盤」行情，常視往來存息為高；銀根緊時，大約可在五六元左右，至其「加價」，則五角或一元不等，亦有加至一元二角半者。大概經雙方同意，方得成約。如「內盤」行情為五元，則加價五角，為五元半，「加價」一元，為六元等是。至長期欠息，則錢業公會另有「大盤」行情之議出。例如公會開「六對」息價十一元，則每千元六對月之息金，即應為六十六元。雖實際欠息，可視顧客信用之優劣，略予減讓，然大致以此項議決之大盤為標準。（廿二）

從上所述，可知拆息為上海金融行市之中心，其他各種利率均依此為轉移，以前銀拆之變動受對外貿易之影響甚大。倘錢業收解僅限於往來，則雖盡抵抵之帳，全係公單，多缺相抵，收付未有不平者。如多家不肯拆出，則均衡之勢破。此因多家預至今日多餘公單，充作付還外商銀行票頭欠款，自不肯再行拆出，多家不肯拆出，缺家即難拆透，銀拆因以高漲。反之，缺家可收進外商銀行欠款時，自不願再行拆進，缺家不願拆進，則多家難以拆出，於是銀拆低落，錢莊或本國銀行之所以對

商銀行有收解者，由於進出口貿易，本國商人購辦洋貨，皆由錢莊或本國銀行代付，洋行購辦土貨出口，則由外商銀行代付。倘我國進出口貨值相等，則錢莊與本國銀行對外商銀行之收解，亦必相等。如出口多於進口，則收多解少，外商銀行現銀流入錢莊與本國銀行，市面銀根鬆動，銀拆低落，反之，如進口多於出口則解多收少，錢莊與本國銀行之現銀流入外商銀行，銀根緊急，銀拆高漲。就每日或每月計，進出貨值自難相等。即就較長時期言，進出口貿易亦難相等，而須以其他無形項目為抵補。故如進口多於出口時，外商銀行不放款與錢莊或本國銀行，銀根未有不緊急者，中國以長期入超之故，外商銀行更易操縱我金融市場也。（註二）

以前外商銀行對錢莊常做拆票，拆票即為外商銀行對錢莊之信用放款，盛行於前清，英文稱 *Clot* Loan，通常一日一結；銀行有緊要時，隨時可以要求付還，利息按銀拆計算，拆進錢莊，祇須出一莊票；外商銀行之剩餘資金，亦常以此為尾閘。（註三）且可由此推動內國貿易，以利洋貨之暢銷。並由比以操縱金融市場，使錢莊為一附庸。錢莊則藉此而週轉靈活，營業可以推廣，自屬樂於接受。嗣經清政府及辛丑草訂，各大錢莊，倒閉者半，外商銀行遂不敢再借信用拆票。以後向外商銀行拆款者，非有實質抵押品，不能得之。因此錢莊與外商銀行間之融通資金關係，已遠不如前，拆票往來遂由外商銀行而轉向本國銀行，此即本國銀行存款於錢莊之由來。

錢莊對於本國銀行之拆款方式，亦與以前對外商銀行之拆票同，即以莊票為擔保，間亦有物品抵押者，錢莊與商業資本之聯繫，較銀行為密切，故銀行一部分之資本，須懸乎於錢莊以求運用。

此種融通資金關係，在金融和緩時，固有相互爲用之利。卽遇局部緊急，亦可有無相迫，維持現狀。惟過全部恐慌銀行爲保障自身計必向錢莊拆款；而錢莊資金，多在商家，一時不能收回，對於銀行拆票，自難清償，於是銀行錢莊，始交爲困難。在民國二十四年之例，此一弱點，已盡情暴露矣。但銀錢業拆款，並非片面往來；錢莊亦有拆款於銀行者。拆款利息由錢業公會按照該月每日銀拆，平均酌定之。

（註一）根據溥氏經濟新聞讀法（再版）頁七——一二。

（註二）馬寅初氏：「中國金融制度之缺點與其改革方案」申報月刊第三卷第一號。

（註三）Wagel, S. R.: Finance in China, 1114, pp. 278-289.

## 六 票據市場

上海短期資金之融通，除拆款以外，尚有票據，惟上海票據市場，以貼現與承兌機構之幼稚，尙未成爲一連續性之活動市場。作爲融通資金之票據，可以分爲二大類：期票與匯票。期票有二種：一爲商人所出之期票，一爲金融機關所出之期票，後者又可分爲錢莊所出之莊票與銀行所出之本票。匯票則可分爲國內匯票與國外匯票。前者有商業匯票，銀行匯票與錢莊匯票三種，後者又可分爲進口匯票與出口匯票。

商人所出期票卽爲購貨人對售貨人約期付款所出之憑証。售方如有相當抵押品或其他信用保證可持向在來銀行貼現，而自負償付責任。此類票據之轉讓性甚小。至於錢莊莊票與銀行本票，如係卽期

付款，與現金無異；如爲遠期，則隨時可向往來錢莊或銀行貼現其轉讓性極大。

錢莊所出莊票，向爲溝通華洋貿易之工具。例如有漢口商家委託滬市掮客代辦洋貨銀一萬兩，掮客與洋行接洽，照購完各貨，倘洋行信任掮客，掮客可出一期票與洋行，一面將貨物運漢，收到貨價，償還洋行，其事極其便；但洋行不信任掮客，不敢先交貨而後收款。於是有的莊票調劑之法，由錢莊出一莊票，（其性質即爲錢莊本票或期票），交與掮客。此項莊票通常以五日或十日爲期。掮客用以支付洋行，洋行以之存入外商銀行，後者到期向錢莊歸收。於是華商對洋行之債務，轉爲爲錢莊對外商銀行之債務。此項莊票於到期時，如漢款已到，則掮客以之還錢莊，錢莊以之贖回所出之莊票。如漢款未到，則由錢莊先行墊付，取回莊票，莊票付於從不誤期，故頗爲外商銀行所信任，於銀行本票反不願收受，今則銀行本票已與莊票同樣通行矣。

國內匯票 又可分爲本埠票據與外埠票據 前者之付款人爲本地之商號，銀行或錢莊，係售貨人對購貨人或購貨人之往來銀戶發出之匯票，經付款人承兌後，在信用上多一層保障，執票人可以之向銀行貼現。我國商人利用匯票以通轉埠際貿易，已有相當歷史。例如：一中漢兩埠錢莊，造派莊客赴江甯景鎮採辦瓷器。莊客到鎮之後，開出令申漢本埠莊兌付之票，賣與當地大錢莊。錢莊收進此項匯票，如備轉售與本地之綢緞布莊，洋貨莊等，後者正須此項匯票持赴申漢辦貨或郵寄抵家。至辦盜莊客願得之款，則請景鎮錢莊出票（即莊票），用以支付該鎮之出賣盜業者。①（註二）上海錢莊莊客抵景鎮後亦可對其往來錢莊開發遠期兌付之匯票（俗名申票）售與當地錢莊，取得現款，以供支付貨款。當地銀莊則可將此項申票加價售與赴滬辦貨之商人。申票即爲上海錢莊之承兌匯票，有廣大之流



通性，除由赴外埠辦貨之商人開出者外，尚有外埠錢莊開出之申票。蓋外埠錢莊多在上海錢莊有往來存款。外埠金融業在資金多餘時，即在當地購入申匯；反之，在資金缺乏時，則售出申匯，以吸收現金。杭州、紹興、寧波等地申匯與現洋同視，以別於當地之「貴洋」，現洋之升水與去水，即以申匯之升水或去水爲表示。漢口、重慶等處之申匯市場，亦同樣重要。蓋上海爲全國金融中心，各地金融業之現金準備，大部分集中於上海也。

中國雖已早有錢莊之承兌匯票如申票者，但新式銀行反付缺如。自二十五年三月起上海銀行聯合準備委員會成立銀行票據承兌所。由各會員銀行開出匯票經由承兌所之承兌，即可用以向同業爲轉貼現。蓋中央銀行尙未爲銀行之銀行，不能盡量接受商業銀行之轉貼現。故銀行聯合準備委員會之組織銀行票據承兌所，其目的在謀同業間資金之融通，亦可認爲轉貼現之一途。惟該所承兌之票據，其發票必須爲銀行，貼現票據僅爲抵押品之一種，與直接以貼現票據爲轉貼現者，雖效果相同，但未可與歐、美貼現市場，相提並論也。

國內匯票發生於進出口貿易，大部分屬於洋商。上海進口匯票即係本埠洋行或進口行家向外國廠家或出口商購貨，請往來銀行做押匯，後者承兌以後，即以電報或信件——委託購買證，通知外國出口商所在地代理銀行轉匯出口商爲本國進出口商發一匯票，連同運貨單據，交由通知銀行貼現。後者寄與本國發行銀行，銀行即將匯票送交進出口商承兌。此種承兌匯票即由銀行保存，到期向進出口商收款。故此項匯票並不上市流通，惟在週轉不靈時，亦有轉讓與同業者。出口匯票則係由本埠出口商憑外國進出口商之銀行開來之備用證書所發出之匯票，或直接對外國進出口商開發之押匯票。出口匯票，匯兌

銀行有掛牌行市，甚易出售。

中國票據市場尚未成爲一貼現市場。除莊票與本票外，商業押匯票缺乏流通性。各大商業銀行之貼現數目恐尚未到放款總額百分之十，此猶係包括莊票與本票在內，至若商業匯票之貼現，更渺不足道。中國貼現市場不發達之原因與整個經濟結構有連帶關係，如利率太高，運輸機關幼稚，與金融機構之缺乏等系，均爲主要因素。

貨幣政策實施以後，政府原有樹立金融統系之計畫，惜籌備未竟而滬戰已起，財政部除限制提存外，復令中、中、交、農四行，就各重要都市組織聯合辦事處及聯合貼放會，以便統一事權，共負調劑金融之職責。上海四行貼放會專辦同業抵押放款及商業票據之貼現，以貼放資頭款項爲主。至同業匯票款項之貼放，則由四行貼放會委託銀行聯合準備會與該會原有各項存放合併辦理。該貼放委員會辦理貼放辦法之規定，所謂貼放包括下列二項：

(甲) 貼現及再貼現：

(1) 中央政府債券之中籤票或息票在六個月以內到期者，照票面貼現。

(2) 商業票據在三十天內到期者，照票面貼現。

(乙) 放款及轉抵押：

(1) 貨物包括主要國產及進口物料照市價七五折計算。

(2) 中央政府債券照市價八折計算。

(3) 轉抵押款除應照(1)(2)兩項之規定外，並不得超過原抵押之金額。

放款及轉抵押之期限以三十天爲限，期滿得展期一次，至長亦不得超過三十天。

貼放數額經委員會審定後，由四行同共承受，其成分爲中央、中國各分之三十五，交通百分之二十，中國農民百分之十。

(註一)馬寅初氏：中華銀行論頁一六四。

## 七 匯畫與畫頭

上海所用票據，有匯畫與畫頭之分。上海錢莊所有票據無論其爲錢莊所出之莊票匯票，或顧客所出之支票，均爲匯畫票據。按錢業公會於民國二十二年十二月修正之上海市錢業規第十六條云：「凡收解銀元其票據上蓋有匯畫字樣之圖章，如當日持票取現，概須次日照付。」由此可知票據之爲匯畫與否，視票面匯畫字樣圖章之有無而定。匯畫票據之產生，蓋始自錢業之匯畫制度。錢業票據之收解均在匯畫總會互相核算，其差額則以拆款爲抵補。其票據不能在當日取現者，即因此項票據，在同業間以互相匯畫。亦類於到期日晚。方能收解清訖，業外人欲取現款者，自須於到期日之翌晨方能照付也。其後匯畫票據通行於銀錢兩界，本國銀行所出本票，亦多爲匯畫票據，其顧客所出支票，則匯畫與畫頭並用。

畫頭票據則係當日到期，當日即可取現，始創於外商銀行，因外商銀行均設於外灘，故有「外灘銀子」之稱。本國銀行之在外灘者，如中央、中國、交通、通商等亦專用畫頭票據。匯畫與畫頭間之取現，既有一天之差，故二者不能互相抵用。缺畫頭者，決不能以匯畫相抵，而須加算一天利息，始

能以匯畫掉其畫頭。此項利息，俗稱「畫頭加水」。加水之大小，隨銀根之鬆緊而定。通常與當日洋拆略同。

八一三滬戰爆發，財政部即於八月十五日公布「非常時期安定金融辦法」七條，通令全國銀錢業一體遵辦，限制存戶每星期祇能提取百分之五，而以提取法幣一百五十元為限，藉以防止資金逃避與存款擠提，而免發生金融風潮。惟市上通貨經此限制，不免過於緊縮，有礙正常商業需要之週轉。上海銀錢業公會乃擬訂補充辦法四條，倡行「同業匯畫」，以資調劑。此項辦法即呈由財政部於八月十七日核准公布。(1)銀錢業同業所出本票，一律加蓋同業匯畫戳記，此項票據，祇准在上海同業匯畫，不付法幣及轉購外匯。(2)存戶所開銀錢同業本年八月十二日以前所出本票與支票(不論匯畫與畫頭)，亦視為同業匯畫票據。(3)銀行錢莊各種活期存款，除遵照部定辦法支付法幣外，其在商業部往來，因商業上之需要，所有餘額，得以同業匯畫支付給之。(4)凡有續存或新開存戶者，銀行錢莊應請註明法幣或匯畫，支取時仍分別以法幣或匯畫支付之。此一「安定金融補充辦法」所定之匯畫票據，以其祇准在上海同業之間畫帳，不付法幣，並不得轉購外匯，其性質為封鎖通貨，與戰前之隔日取現之匯畫票據，完全不同。一二八滬戰時，上海錢莊所出莊票，亦曾一度停止隔日取現，祇准同業匯畫，蓋與此次情形，正相類也。

## 八 準備與清算制度

上海金融市場之可以分為三個集團，已如前述。此三個集團各有其不同之清算制度。外商銀行以

收現解現爲原則；但爲節省現金搬運計，於每日營業終了後，互送「橫帳」(即收解清單)，以應收甲行之款，盡充應解乙行之款，而僅將尾數以現金支付。以匯豐銀行收解數最爲最大，故以前外灘銀行之清算，隱以匯豐爲中心，中央、中國、交通、江蘇、通商四銀行，與四行準備庫在外灘銀行之列，加入同一清算集團。嗣後外灘銀行之票據收解，於彼此送票據以後，均用大英條 (clearing slip) 由中國銀行爲總匯畫，每日互相結出差額後，用寄庫或解現方法了結。自戰事發生後，已放棄其向所採用之大畫條辦法，改由各行每日派員於上午十一時半在匯豐銀行集中核對。又外商銀行與中國銀行向無存欠往來，戰後爲收解便利起見，中外銀行間頗多開立往來戶，由是中外銀行間應收應解票據，均可互相委託代理，在往來戶內轉帳。

錢莊之清算方法即在匯畫總會，互札「公單」。付款錢莊到滿五百元之整數，一律開給公單。當日應付公單金額，多於應收者，謂之「缺家」，反之則爲「多家」。缺家可在錢業市場向多家拆款，其應付利息，卽爲拆起，廢兩前稱銀拆，今稱洋拆。是卽以拆款平衡清算差額，而再以現金支付未開公單之尾數，則當日清算之事已畢。

錢業之匯畫總會，已有甚長之歷史。在銀行業票據交易所未成立以前，爲上海之唯一清算處所。彼時非特各會員錢莊往來之匯畫票據，俱在該會清算，卽非會員錢莊及銀行所行使之匯畫票據，亦均彙集於此，由會員錢莊代爲清算。自銀行票據交換所成立以後，雖銀行方面之票據，統歸該所清算；而錢業方面之票據，則仍全部集中於匯畫總會。一二八役以後，錢業仿照銀行業之辦法，於二十一年十月由錢業公會設立錢業聯合準備庫，收受準備財產，以供抵補清算差額之需。準備財產計有四種：

(1)貨物棧單，立時可變價者；(2)房地產，在本市內有估價者；(3)現金幣或現金條；(4)現寶、大條或銀元。該庫任務除收受準備財產外，尚有辦理同業對於銀行收解現洋事項，及辦理同業票據交換及轉帳事項。凡錢莊同業對本國銀行及外灘銀行票據之清算，均由錢業準備庫總辦。

至錢業之收解方法，戰後已略有改進，以前各莊派老司務分頭送驗票據與領取公單；戰後仿銀行交換辦法，改爲集中交換；由各莊派交員，於每日下午三時至四時，至匯豐總會辦理送驗票據及互打公單手續；至晚到六七時，各莊按照當日收付公單結出應收應付差額，送交錢業準備庫札帳，由準備庫於各莊往來戶內收付之。又向例滿五百元者打大公單，不滿五百元者打小公單，現已將大小名冊取消，不論數目大小，均打一紙公單，每日札清，手續已簡便不少。其次，以前本國銀行與錢莊間之票據收解方法；凡各銀行收到錢莊票據，彙總交銀行聯合準備會代收，而由付款錢莊出一錢業準備庫付款之支票。銀行聯合準備會即將此項支票與錢業準備庫札帳。至於錢莊收到銀行票據，即存入於其往來銀行，託銀行代收，或直接向付款銀行收取，由該款行出給銀行聯合準備會之撥款單，錢莊即將是項撥款單存入錢業準備庫。再由準備庫與銀行聯合準備會札帳。自二十八年七月四日後，由錢業準備庫以委託交換方式參加銀行票據交換，所列表換號次爲「第五十號」。泉」是各會員錢莊收入交換銀行行存款票據，可存入錢庫，轉交準備會提出交換；各交換銀行收入會員錢莊付款票據，亦可由各行在交換所向準備會提出交換。至錢莊同業間之票據交換，則仍在匯豐總會辦理。且自二十八年一月起已加入畫頭票據交換矣。

本國銀行在票據交換所未成立前，除上述數家列入外灘銀行者外，餘多委託錢莊代理收解，即依

附於錢莊之匯畫總會。本國銀行之有票據交換所，乃在銀行聯合準備委員會成立以後。該會成立於民國二十一年二月八日，時在歐戰期內，上海銀行公會為謀穩定金融，充裕實力，以資應付提存起見，特發起組織銀行業聯合準備委員會。入會銀行稱委員銀行。委員銀行應先將（一）在上海公共租界及法租界以內之房地產，（二）立時可變價之貨物，（三）在倫敦或紐約市場有價值之股票或債票，及在國外之存款，（四）現金幣或現金條，（五）其他經執行委員會許可之財產等，繳存委員會，為準備財產，由委員會聘請各業專家估計價值，由委員會填給保管收據，並按照評定價值之七成，發給公單四成，公庫證二成，抵押證明成。抵押證成數得經執行委員會決議，隨時改換公單，公庫證。公單記載受款人（即受單人）姓名或商號及發行年月日、到期日，（到期日不得遲於發單後卅日）金額，由領用銀行簽名發行，由委員副簽。公庫證及抵押證，亦均為記名式，轉讓時，應由抬頭銀行背書。公單以委員會為付款人，可以代替現金，在市面流通。公單持有人得隨時向委員會兌現；委員會付現後，即向領用公單銀行，收回現款，同時發給新公單。委員銀行可以所領公單，向委員會十足拆借現金。拆款期間以一日為限，其持有未到期之公單者，得向委員會貼現。拆放及貼現之利率，由委員會隨時議決公布。至應付公單及拆放之基金，由委員會以下列方法準備之：（一）收受委員銀行託收款項；（二）商由委員銀行認存款項；（三）向其他銀行或銀團借入款項；（四）執行委員會決議之其他準備方法所收之款項。公庫證原係用以充作保證準備，可向銀行領用鈔票；（法幣政策實施後，即已廢止。）並得為各銀行儲蓄存款之保證準備。抵押證得為委員銀行間借款之抵押品。此項聯合準備制度及融通資金方法，在中央儲備銀行未成立前，固不失為一良好之過渡辦法也。

## 九 外匯市場

上海外匯市場之組成分子爲外商銀行、本國銀行、匯兌經紀人、進出口洋行及商號、投機商等。而以外商銀行爲主腦。茲分述於後：

(一)外商銀行 外商銀行之歷史、組織、業務及其在上海金融市場所占之地位，均已詳述於前。各國在滬銀行均各經營對各該國之匯兌。如法商銀行之出售法匯，德商銀行之出售德匯，日商銀行之出售日匯等是。彼等同時爲經營各該國以外之匯兌，尤其是英、美、銀行。匯豐銀行掛牌包括上海有行市之各國匯兌，如英、美、日、法、德、香港、印度、新加坡、小呂宋、荷比等匯。此次歐戰發生以後，被德占領區域之匯兌，均已停市。外商銀行有國外匯兌銀行公會(Association of Shanghai Foreign Exchange Bankers)之組織，並於一九一六年七月四日加以改組，與匯兌經紀人公會互相提攜進行。會址附設於麥加利銀行內。我國銀行如中央、中國、交通及通商四家外匯銀行，亦加入爲會員。該會立有章程規定營業時間、經紀人之限制、佣金、匯票率、進出口匯、電匯匯費及電匯電匯之利息等項。

(二)本國銀行 近二十年來本國銀行多兼營外匯。自中國銀行指定爲國際匯兌銀行後，倫敦、大阪、紐約、相繼設立分行，對外業務，日形發達，各商業銀行之匯兌業務，亦漸開展。本國對外貿易，由國人直接經營者漸衆，故經營外匯之本國銀行，亦頗多押匯業務，尤以對南洋各地爲最。惟銀行承兌匯票，迄未推行。進口押匯，仍沿用委託購買證券爲多。除進出口押匯外，各行買賣外匯，以近遠期英、美電匯爲主，港匯亦多。日匯在前次歐戰後，曾爲上海標金結價之根據，交易頗旺。「九



一八一後，已見減縮。自軍興以來，日本一再加緊外匯統制，故日匯買賣，尤為稀少。英、美各匯，則因黑市投機狂熱與資本逃避，交易倍增。

本國商業銀行之兼營外匯者有中孚、上海、浙江實業、浙江興業、東亞、華僑、大陸、金城、國華、國貨、中南及企業等十餘家。民國九年，上海銀行公會設有行市委員會之設立，旨在畫一行市，共同遵守，外匯行市亦予列入。其後特設國外匯兌委員會，委員十四人。又由銀行公會核定本國之匯兌經紀員十六名，設有上海匯兌經紀員公會。

(三) 外匯經紀人 上海外匯經紀人，中外共六十九名。外商占五十三，華商十六。各有匯兌經紀人公會之組織。其初華商經紀人不得與外商銀行往來。至民國十三年三月，由上海外國銀行公會，上海銀行公會，及上海錢業公會發起組織國際匯兌銀行公會，華方代表八人，外商代表九人，藉以溝通中外金融業之意見，及統一上海之國際匯兌市場。自是年六月以後，凡該會所公認之經紀人，不限中外國籍，均可互為交易。外商經紀人，以英籍為最多，計二十六人；其次之，計八人。日籍五人；法、德各四人；荷、蘭二人，比、挪威、意、俄各一人。經紀人多無固定之辦事處，奔走於中外各銀行之間，以承攬本埠各種外匯之買賣，收取佣金為業務。佣金定率按交易之性質而異；銀行與商號交易，銀行與銀行交易，掉期及套匯交易，佣金於每月月底結算，概由外匯之對方支付。經紀人代金號向銀行訂立之外匯合同，須代負履行契約之責任。

(四) 進出口商 進出口洋行及本國進出口商為外匯之實際需求與供給者，而具有季節性，大致與商業之淡月、旺月相當。進出口匯兌交易，為數頗鉅，對於匯市有決定的影響。

(五)投機商 投機商概指無實際需供之買空與賣空以圖獲取匯價漲落之差利者。以前在銀本位時，匯市變動甚大，匯兌投機交易殊旺。其中包括金鎊、金融幫、棉紗幫、大連幫、滄太幫、外埠投機幫及散戶等。金鎊以標金市場與外匯市場有密切關係，故對於匯市情形甚悉，常以標金與外匯套做，或從事於外匯單方面之多空。金融幫包括錢莊、銀號及小銀行等，此幫於戰後昂市，尤為活躍。上海紗價向與外匯及標金有密切關係，(註一)故棉紗幫亦頗有兼做外匯多空者。大連幫包括遼寧、青島、天津、營口、芝罘等地之投機商。當上海標金以日匯結價時，此幫在上海外匯市場，頗為活躍。(註二)滄太幫即僑居上海之滄太籍投機商，以喬瑟夫兄弟(R. M. Joseph; S. M. Joseph)及沙遜為領袖，其勢力不小。外埠投機商如香港、天津、大連、孟買等地常利用上海匯市覓取抵補，或從事於單方面之多空。散戶則係一般市民而喜從事於業餘之投機者，因其為數甚衆，故亦頗有推波助瀾之勢力。

(六)套利者 當外匯趨緊時，常發生近賤遠貴之現象，其差率往往甚大。擁有游資者即乘機為購近售遠之套利交易，此在黑市發生以後為尤衆。

至於上海匯市之交易，當可分為商業需要、銀行需要、及投機需要三類。商業需要為進出口商之訂結遠期與做押匯；銀行需要則起於頭寸之抵補。投機需要則在獲取匯價漲落之差利。其交易方法，因限於範圍不復贅述，交易時間除星期日及銀行例假外，每日有早午二市。早市自晨九時半起至十二時止；午市自二時起至四時止。星期三及星期六下午無市。營業時間於暑期內，得由各行互商變更。市場無指定地點，與英、美同係銀行櫃上或電話交易。

(註一)歐愛德氏著蔡受百氏譯：「中國貨幣論」第三〇九頁。

(註二)潘世傑氏：「上海之外匯市場」。

## 戰時之重慶金融市場

龍輔政

### 一 重慶金融市場之發展

我國戰前之金融中心爲上海，而戰時之金融中心則爲重慶。蓋自抗戰軍興以後，我政府爲貫徹長期抗戰之大計，初遷都於漢口，繼復遷都重慶，諸國家銀行亦隨政府相繼西遷，以擔負其執行國家戰時金融政策之任務，原設上海之諸商業銀行亦紛紛向內地推展，並陸續將總行移設重慶，同時各省地方銀行爲謀地方與中央間通匯之便利，亦先後在渝設立分行或辦事處；重慶原爲西南諸省貿易之總匯，抗戰以後，隨政府機關與戰區人口之西遷，大量資金相率內移，商業益形繁榮，且遷建之工廠與新興之廠礦復林立市郊，因之新興之銀行與錢莊亦有如雨後春筍，紛紛設立，一般銀行之存放業務，亦均隨之發達。基於政治的與經濟的種種原因與需要，戰時重慶市之銀錢業遂能蓬勃發展，突飛猛進；於是重慶一地，非僅已成爲戰時全國政治經濟與文化之中心，抑亦已寢且形成戰時全國金融中心之所在地。而昔日全國金融中心之上海，自抗戰後即淪爲孤島，事實上早盡失其重要性。故我國戰前之金融中心爲上海，而戰時之金融中心則爲重慶。

就戰前重慶金融市場之演變觀察，民十以前殊鮮有變動；迨民十以後，因川省幣制與地方政治日益混亂，同時金融界與政府間之關係亦日益密切，銀錢行莊每多專爲某軍支撥餉需與調度政費而設，

故每值政局轉移，市場往往卽劇變隨之。民十六以後，政局稍獲安寧，金融市場因亦漸有轉機，且以地方軍政各費支應浩繁，動輒以厚利借挪鉅款，亦足以誘致銀錢機關之設立；惟是金融市場之活動完全依附於政治之背景與需要，殊未足以言正黨之發展。其後川政又陷入混戰狀態，以言幣制，重慶一地銀幣與輔幣卽共達十數種之多，此外各銀行之鈔票，各錢莊之畫條，各商號之期票，乃至二十一軍總司令部所發行之糧契稅券，莫不均齊然流通市面；且不論資本多寡皆得自設行號，濫發鈔券，並從事投機市匯，套做公債，高拾利息，及經營種種不當業務。二十一軍駐防重慶時代，爲調節金融及便利鑄款起見，二十二年五月間曾令渝市銀錢業成立銀錢業聯合公庫，發行定期公單，由需款行莊提供保證領用代替現金流通市面，以一比爲期，到期又得按市上之利率轉票。其後因公單發行過濫，價值日高，渝銀暴跌不已，計一月之間，申匯由每千元一百餘元陡漲至六百餘元，划帳洋與現洋間積水亦達每千元一百六七十元以上，金融恐慌遂於頂點，其後地方銀行鈔券亦以發行過濫，演成擠兌現象。二十四年二月四川省政府改組，爲整理地鈔，特約集渝市銀錢業組織抵解證券委員會，由各行莊以地鈔權同作抵另領抵解證券市面，由財廳給息予執證人，以期緊縮市面籌碼，平息擠兌風潮。翌月中央銀行在渝設立分行，經該行積極整理，申匯與洋水漸告平穩。惟其後市場仍迭起風波，計六月半至八月半兩月之間，復先後有交持證、保管證、承兌證、及匯票證等相替發行市場時呈恐慌。直至十一月新貨幣政策實施，始由中央銀行借款將匯票證收回註銷，至是渝市傳統已久之划條制度乃告消滅，各行莊亦克向中央銀行領鈔行使；中央銀行對地方金融既克盡扶持調劑之職責，同時四川省銀行由地方銀行改組成立，亦已逐漸健全茁長，於是渝市金融市場，遂亦漸臻穩定。

二十六年抗戰爆發，渝市市面曾一度波動，七月底比期銀根空前緊迫，利率陡漲一倍以上，八月間建設銀行且曾一度擱淺，惟旋即回復常態，且因滬埠資金陸續內流，川康、美豐及聚興誠諸行爲適應新的局面，均相繼增資改組，以加強信用，擴充業務，渝市銀錢業乃開始呈現蓬勃氣象。迨國府西遷以後，內遷之銀行踵至沓來，新興之行莊亦有如兩棧泰筍，金融市場空前活躍，重慶一地儼然戰時全國金融之總樞。戰時重慶市銀錢業之蓬勃發展，可於其統計數字見之，截至三十二年年底爲止，渝市共有各級政府銀行一十九家，其中國家銀行總行四，省銀行總行二，其餘十三家則爲各省地方銀行分設重銀之分行或辦事處；而戰前則僅有國家銀行分行三家及省銀行總行一家而已。次就商業銀行錢莊而論，渝市現有商業銀行五十家，銀號與錢莊三十四家，其中總行在渝之商業銀行計三十九家，錢莊中則僅有兩家係外埠分設渝市之分莊；綜計八十四家行莊中，戰前設立者十九家，抗戰以後成立者六十五家。如併入總行在渝之各行在本市之分支行處計算，則尤足以顯示抗戰以來渝市銀錢業蓬勃發展之一般趨勢。茲就其歷年之累計數列表如次，藉資比較：

重慶市銀錢行莊	歷年累計表									
	抗戰前	二六年底	二七年底	二八年底	二九年底	三〇年底	三一年底	三二年底	三三年底	合計
政府銀行	八	八	一二	一九	二六	四三	四九	五九		
商業銀行	一八	一九	二五	三三	四一	五一	五七	七五		
銀號錢莊	一四	一四	一六	一八	二九	五三	四六	三四		
合計	四〇	四一	五三	七〇	九六	一四七	一五六	一六九		

附註：(1)本表係編者各行會設本市之分支行總表內。

(2)三十二年五月十九日財政部銀行中，計國家銀行總行四、支行二，辦事處一八、分理處八、儲備處七、及省銀行總行二，辦事處一八。

(3)三十二年五月二十六日財政部銀行中，計總行三九，分行處二五，及外埠銀行分設渝市之分行處二一。

(4)錢莊改組銀行計二七年三十年各一家，三十一年三家，三十二年十一家。

金融市場之活動依附於政治之背景與需要，乃戰前重慶金融市場之特質，迨抗戰以後，金融市場與商品市場結為一體，其發展之方向及其內在本質與前始又完全不同。蓋抗戰以來，渝市商業資本畸形發展，商業資本活躍於市場上之傾向，與戰時物價上漲之趨勢如出一轍；在商業利潤極度膨脹情況之下，一般商業銀行與其作短期放款以博取蠅頭利息，自不如直接參加商業活動，其本身既有資金週轉之便利，復可免除物價上漲通貨泛濫之損失；同時一部分貨幣鉅商為謀吸收存款融通資金，以取得其經營上之便利並圖擴大業務起見，亦多醞資組設錢莊機構，因之又轉起以促收銀行錢莊之急遽發展。分析言之，前者為金融資本滲入商品市場，後者則為商業資本蛻化為金融資本；惟無論其為金融資本滲入商品市場，抑為商業資本之蛻化為金融資本，其為金融市場與商品市場之結合，則無二致；因之商品市場每有變化，金銀市場即隨而波動。總而言之，戰時之重慶金融市場與戰前已判然不同矣。

二十八至三十年間，乃渝市銀錢業之黃金時代，嗣政府鑒於戰時銀錢業之畸形發展之現象，且足為後方社會之擾亂因素，二十九年秋制定「非常時期官理銀行暫行辦法」一條，三十年冬為加緊官制

起見，復將前項辦法補充修正，並陸續增訂管理辦法多種，限制銀行之設立，並積極管制市場信用及資金之去路。比年以來，如發行之統一，清算之辦理，準備之集中，以及廢除比期制度，推進重貼現制度，與籌設票據聯合承兌機構等等。皆為政府為謀促進後方金融市場健全發展之積極措施。

三十二年七月財政部擬定各地銀錢業聯合準備委員會組織原則十一條，並指定渝市首先倡行。經三月之籌備，重慶銀錢業聯合準備委員會乃告正式成立；依規定各行莊必須隨時繳足所認定備繳之準備財產，由該會轉託中央銀行保管，即按所繳財產估價七成一次或分次填給公庫證，各行莊得以公庫證書後向中央銀行或同業申請按面額十足拆借，如拆款到期不克清償，委員會除得處分其所繳財產並追償外，不足之數，由當時領用公庫證之行莊負比例連環保證責任。該會成立後，公庫證之發行事宜尚在積極進行中，此項新組織之運用及其演變，殆將直接關係今後渝市金融市場之發展與前途。

## 二 金融機構之組織

重慶市金融組織之體系，係以政府銀行、商業銀行、及銀號與錢莊為主體。茲分敘如次：

(一) 政府銀行 重慶之新式金融組織，以遜清末年成立之大清分行與濬川源為最早，兩行皆為政府所創辦，惟未幾即傾倒室傾覆，遂告中歇。民國四年二月，中國銀行繼大清銀行之地位在渝復業，亦屬政府經營之銀行。由此概見渝市現代銀行之發展，實以政府銀行為導源。十二年四川銀行與四川官銀號先後創立，惟旋即相繼倒閉。二十三年，四川地方銀行繼之成立，其後因地鈔發行浮濫，價值暴跌，金融市場頓呈嚴重狀態。二十四年四月中央銀行重慶分行成立後，始取締商業銀行之發鈔，並

陸榮廷回粵後，從事整理川省金融。同年秋，中國農民銀行亦來渝設立分行，中央銀行繼復在渝設立發行分局，同時四川省銀行亦告改組成立；至是國家銀行之地位日臻鞏固，地方銀行亦已奠立初基，凡此均足為穩定渝市金融市場之中心力量。

二十六年抗戰爆發，次年一月交通銀行在渝設立分行。同年四聯總處亦由漢遷渝，該處之職能在使四行藉此一機擘之存在，共籌應付非常局面之方策；自遷渝以後，組織漸次加強，並賦有調達四行券料，集中運用資金，及審核四行聯合貼放與審核口埠匯兌等職權。二十八年八月，四行遵奉財部命令相繼將總行移設重慶，中交農三行並將總行改組為總管理處，以應戰時環境之需要。抗戰以來，四行陸續在後方各地，增設分支機構，以期逐次完成後方金融網建設之計畫；截至三十二年底為止，重慶一地四行之分支行處即共達三十九單位之多。同時四川省銀行亦有長足之進步，該行總行在渝，其在渝市之分支機構亦與年俱增。至各省地方銀行先後在渝設立行處者，計有安徽地方、江蘇農民、江蘇、湖北、湖南、河北、河南農工、廣東、廣西、甘肅、陝西、福建、貴州、及西康等十四家，三十三年春浙江地方與江西裕民兩行亦相繼在渝設立辦事處。(註一)茲將抗戰前後渝市各級政府銀行所設行處列表比較如次：(表列九八頁)

國家銀行在整個金融組織之體系中，實居於領導地位，中央銀行對一般銀行負有指揮控制之職責，過去四行業務混淆不清，三十一年五月，四聯總處始制定「中交農四行業務劃分及考核辦法」，初步規定中央銀行以策中發行、代理國庫、統籌外匯收付、表調劑金融市場為主要業務；中國銀行以辦理與國外貿易有關事業之放款與投資，並受中央銀行之委託經理政府國外款項之收付，及經



抗戰前後重慶市各級政府銀行統計表

行 別	中央	中國	交通	農民	四川	各省銀行
戰 前	二	三	〇	二	一	〇
戰 後	四	六	一一	一四	五	一四
複 有	五	七	一一	一六	六	一五

註：現有行處數字係截至三十二年底之統計

辦理出口外匯僑匯為主要業務；交通銀行以辦理工礦、交通諸生產事業之貸放與投資，及公司債與公  
 司股票之經理與承受等為主要業務；中國農民銀行則以農業生產之貸放與投資，及土地金融與合作事  
 業之放款等為主要業務。嗣更制定「統一發行辦法」五項，規定自該年七月起所有法幣之發行歸由中  
 央銀行統一辦理，中交農三行六月底止所發法幣之準備金全數移交中央銀行接收。四行專業以後，中  
 央銀行之地位顯已提高，其控制金融市場之力量亦已日見加強，遠非戰前之中央銀行所可望其項背；  
 中交農三行業務既已涇渭分流，自亦可各謀其有計畫有系統之發展。抗戰以來，諸國家銀行之業務飛  
 速進展，一般商業銀行與莊號雖亦日趨膨脹，然其實力之總和仍不足與諸國家銀行相頡頏，此殆為我  
 國銀行制度之一大特點。

(2) 商業銀行 民四年四月，聚興誠銀行創立，實為重慶市商業銀行之前驅，惟其時尚屬莊鼎  
 盛時代，一般殊鮮與銀行往還。其後民八至十二年間，大中、美豐等行先後繼起，然除美豐銀行因有  
 外股關係（十六年美股退出）信用較佳外，其餘各行均不旋踵而相繼閉歇。民十九以後，因市場發生

劇變，錢莊因經營不善，地位漸瀕動搖，新式銀行遂乘時興起，且乘機籠絡商號客家與之直接發生關係，不復再仰息於錢莊。惟當時川政紛沓，貨幣紊亂，一切經濟事業皆呈畸形發展，一般銀行因囿於環境，大抵均以投機申匯與套做公債爲牟利對象。迨川政統一，金融步入正軌，各銀行之業務經營始有一新的轉向；而各謀其正常業務與附帶營業之發展；各行且多直接參加進出口之經營，如聚興誠之設立貿易部專事經營桐油，其他各行亦均與各業有其特殊關係之往來，凡此均不失爲當時之良好趨向。惟抗戰以後，一般商業銀行仍沿習並陸續擴充此等貿易部代理部或其它附屬組織直接從事商業活動。又轉足以促致戰時物價之上漲，但各行對工礦投資等正常業務，亦尙有長足之進展。

戰前重慶之商業銀行，如併入二十六年九月合併改組爲川康平民商業銀行之川康、重慶平民與川市之分行。自國府西遷以後，原設上海之中南、四明、中國實業、中國國貨、中國農工、中國通商、浙江興業、新華、茂華、及鹽業等行先後來渝設立分行，其後中國實業、中國國貨、中國通商、新華、金城、茂華及江海等行且將總行陸續移設重慶，上海、四明兩行則在渝設立總經理或總行辦事處，業務重心均已內遷。其他由各地遷渝或在渝設立分行處者，計有山西裕華、與四川農工兩總行，及成都商業、雲南興文、復興實業、濟康等分行，此外新興之銀行計有大川、建國、中國工礦、長江實業、通惠實業、亞西實業、華僑興業、及華僑聯合等九家；由錢莊改組成立者則有二十七年之稱成，三十年之開源，三十一年之同心、永利與光裕，及三十二年之大夏、大同、泰裕、勝利、復華、復禮、福鈺、聚康、永成、永美厚及謙泰像等十六家。以上各行連同渝市原有之川鹽、川康、重慶、

美豐、聚興誠、及四川建設等大家，合計爲五十家，其中總行在渝者計共三十九家。

就總行在渝之三十九家商業銀行而論，截至三十二年底止，各行實收資本共爲二萬萬四千七百二十萬元，而戰前渝市八大銀行之資本總額合計不過七百四十萬元；就各行實收資本額之分布分析，實收資本二千萬元者二家，一千萬元者八家，五百萬元以上而不足一千萬元者十六家，其餘十三家均在五百萬元以下。抗戰以來，各行資本雖迭次增加，然如將各行資本與戰時飛漲之物價相較，其實力實均顯感薄弱。一般言之，川籍銀行之資力較雄厚，且熟稔市場情形，非一般「下江」銀行所可企及。三十二年春，匯豐與麥加利兩家外商銀行在渝註冊開業，惟除受我中央銀行之委託經理一部分外匯外，市場上殊少有活動，蓋今日之重慶與過去上海金融市場爲外匯銀行所把持操縱者，自截然不同。

(3) 銀號與錢莊 重慶之錢莊遠肇於山西票號，初以兌換及並營小額存款爲業務；道光二十年以後，川省商務勃興，錢業亦日有起色，及民初票號崩潰，錢業遂取其地位而代之。當民七渝市錢業最盛時期，曾共達五十餘家之多，其時銀行初創，欲與工商業往還尚須仰息錢莊，故當時之錢業實據金融市場之大權。民十以後，錢業漸入窘境，十九年重慶市場發生劇變，且幾全部牽連覆沒；惟一般錢莊因僅憑信用放款，且稔熟市場情形，故雖日就陵替，然仍能保持相當勢力。抗戰以後，各錢莊一面經營比期存放業務，一面經營商品買賣活動，獲利倍蓰，因之頓又轉趨繁榮。上海之錢莊代理匯畫，有如外匯銀行之附庸，而重慶之一般錢莊則僅代理收付，鮮有以票據流通市面，因其資金薄弱，存款有限，其資金之來源實大部仰賴商業銀行之短比拆借，亦即錢莊自居於經紀者之地位，代向資金

供需兩方調節融通，尤其利用商業銀行之過剩資金使輕放重，以套取利息之差額。一般錢莊對各業之聯繫較銀行爲密切之銀行常有積餘之存款資金假手錢莊以爲運用。此種銀行與錢莊間之轉貸關係，非僅重慶爲然，川省其他各地之融市場上之情形亦大抵相同。

就各錢莊之資本分析，戰前渝市各錢莊最低資本五萬元，最高亦不過七十萬元，抗戰以後各錢莊一再增高資本額，除已改組銀行者不計外，最高資本額五百萬元，最低五十萬元；資本五百萬元者計有永生與義豐兩家，三百萬元者計有安康、華康、聚豐三家，而以一兩萬元至二百萬元者占多數，計共二十四家，其餘五家不足一百萬元；三十四家錢莊之資本總和共計爲五千一百三十萬元。一般言之其資力顯見微弱，惟此係三十二年底之統計，三十三年春以後，各錢莊均紛紛擴充增資改組，惟一時尙少見諸實現。(註)年來財部鑒於一般錢莊資本薄弱，組織復欠健全，經營稍一不慎，必致波及整個市場，爰於三十三年春增訂錢業改組銀行辦法四項，並規定渝市錢莊改組銀行至少須實收資本一千萬元。工惟如涪併錢莊三家以上改組銀行者，得不受上述資本額之限制。就年來錢業發展之趨勢觀之，其與銀行合流非不可能，惟因錢莊之業務活動遠較銀行靈活，且在經濟環境與金融習慣未根本變革以前，錢莊之組織殊恐仍有其存在之背景與需要。

(4)其他金融組織 渝市信託事業之獨立組織，僅有中央信託局與中華實業信託公司兩家，重慶行附設之信託部，則共達三十八家之多；經營存於款及兼營商業貿易既爲法令所不許，而正常之信託業務戰時又殊不易開展，故一般仍以代理與保管爲主。三十三年元旦中央信託局曾發行第一期投資信託證券一萬萬元，以證券之投資爲主。保險公司亦爲金融組織之一，截至三十三年三月爲止，渝市共

有保險公司三十七家，除申信局壽險處、儲匯局、及中國、太平兩壽險公司等數家經營壽險外，其餘皆經營產物保險，川鹽銀行之保險部則專營鹽備保險。年來渝市保險公司之增設有如雨後春筍，且大抵均與銀行有特殊之關係，各公司承做保險業務，向國內外同業分保，以分攤風險。英商太古公司及白理洋行保險部在渝代理各英商保險公司，然業務殊清淡。此外重慶有銀公司三家，及儲匯局、市合作金庫、中央儲蓄會等，惟均與市場活動無多大關係。

## 三 市場資金之供需

金融市場原指在同一時間與同一利率所支配下資金借貸之抽象區域而言，正如普通市場之指貨物供需在同一時間與同一價格所支配下之抽象區域者然；普通市場以貨物之供需及價格之漲落為主體，而金融市場則以資金之供需及利率之變化為主要內容。銀行與錢莊乃金融市場上調節資金與創造信用之機關，其資金之來源不外股本、發行、及存款三者；銀行原為授受信賴之中介，以吸收存款為創造信用之必要手段，至股本則數額有限，發行則由中央銀行獨占，故三者中實以各種存款為銀行資金之基本源泉。戰前渝市各商業銀行錢莊均以政府存款為主，商業存款反居於末次之地位；抗戰以後，市場急遽變化，商業畸形繁榮，市場游資充斥，各行莊之存款增長甚速，茲就三十年十一月底與三十二年十一月底重慶市上海等二十四家行莊普通存款餘額列表於左，藉見一般：

重慶市二十四家行庫存款餘額表(單位千元)

行庫名稱	存款餘額表(單位千元)	
	三十年十一月底	三十二年十一月底
上海	一六、三二三	四九、四二一
金城	五、九〇一	四二、〇二九
中南	三、五七一	八、九二六
四川	一、七〇七	三五、六三九
大陸	七〇〇	二、八八七
中國實業	一、〇二一	二七、六六九
中國國貨	三、七四六	二七、一〇〇
浙江興業	二、〇〇一	三七、一八八
新華信託儲蓄	二、五三九	二〇、三七五
聚興誠	五、三八〇	四四、三七三
美豐	六、七二六	三四、四六九
川康	一、九六九	七三、七五二
川鹽	三、七七六	五八、五六九
廣西實業	七二七	三〇、七〇五

戰時之重慶金融市場

通	二、〇六一	三〇、九三二
嘉	七一九	一五、四五〇
實	一、一二七	八、〇四三
業	五三一	一一、六二〇
四	五六五	七、六六六
川	四六六	八、一〇五
建	二九	八、六五〇
豐	三一九	九、八〇二
源	三二四	六、〇二六
南	四、七三八	九、五二二
興	六六、九四八	六〇八、三一七
文		
裕		
慶		
豐		
計		

附註：(1)右表所列以各行在渝市之機構為限，以下各表亦同。  
 (2)同業存款未包括在內。

觀右表，可知渝市各行莊存款數字增長之一般趨勢，惟三十年十一月底之統計內大部分行莊之短期存款尚未包括在內，據估計渝市各行莊此項短期存款總數約在一萬五千元至二萬萬元之間，故三十二年十一月底各行莊之存款餘額平均較三十年十一月底增加三倍以上；惟在戰時物價飛漲之情況下，此項存款數字之增加，殊又渺不足道，且因資金之流動性日高，各項存款中定期及長期存款之數字甚小，而活期及短期存款之比例則續見放長。茲就手頭所有資料，就渝市十四家商業銀行之定期存款列表比較如次：

重慶市十四家商業銀行定期活期存款比較表(單位千元)

行別	三十九年		三十八年		月
	定期	活期	定期	活期	
上海	二、〇四九	一三、九七〇	八七·二一	二、一三四	八九·八〇
金城	九〇六	六、〇六七	八七·〇一	八八〇	八七·一五
中國	一、七七一	一、五三四	四七·一八	一、六一四	六〇·二八
中國實業	三	九七八	九七·六五	一	九九·八九
浙江興業	七四	一、一三八	六一·四四	六一〇	八四·八六
新華信託	二一五	一、九二五	八九·九	二一四	九三·三五
聚興	一、九四九	三、一二三	六一·五七	一、五〇五	六七·三八
美豐	六三八	三、五五四	八四·七八	五一二	九二·〇五
和成	八〇	一、一七六	九三·六七	八三	九七·三七
江海	六五	九〇〇	八三·三六	五二	九七·〇二
江國	七二	二七六	七一·八七	七二	八七·二六
大川	二	六三七	九九·七八	一	九九·九二
長江實業	八〇	七八八	九〇·七八	四五	九五·五七
雲南興文	〇	六〇	二〇〇·〇〇	〇	〇〇·〇〇
總計	一八、四九〇	三六、一二六	八〇·九七	七、七二三	八六·九三

附註：表內百分比係活期存款對定期存款總額之比率。

戰時之重慶金融市場



由上表觀察，三十年十月底，十四家渝市活期存款占總存款額之百分八〇·九七，僅以兩月之差即增爲八六·三九；一般錢莊活存之比例尤較商業銀行爲高。活期存款乃銀行要求即付之債務，活存比例愈高，則銀行對其所吸收之存款所能運用之程度愈受限制。戰前渝市各行莊以機關放款爲主，不甚注重商業放款，而抗戰以後各行莊資金之運用，偏重於商業資金之供給，所有放款又幾盡屬商業往來性質，銀行之資金隨時以商業資本之形態活躍於商品市場。一般言之，川籍銀行商業放款之比例高於「下江銀行」，就渝市川康、金城等十三家商業銀行三十一年三月底各類放款之餘額平均比較，商業放款約占放款總額百分之七四，工礦交通專業放款僅占百分之二二；一般錢莊商業放款之比例尤高，據同期之統計，二十家錢莊放款總額中商業放款約占百分之九五強。

放款對存款之比例足以顯示各行莊對其資金運用程度之高下，一般言之，渝市各川籍銀行之比例當較一般下江銀行爲高，而一般錢莊又較川籍銀行爲高；就時期言，則可以三十年代爲分水嶺，三十年代前渝市各行莊信用極度膨脹，放款對存款之比例甚高，三十年代以後，因政府積極管制之結果，市場信用轉趨緊縮，放款對存款之比例逐漸降低。惟雖則如此，各行莊放款之絕對數字仍續見增加，例如中南銀行三十一年十一月底之放款餘額僅一、一六四千元，三十二年十一月底則爲五、八二九千元，同期上海銀行亦由二二、八〇三千元增爲二七、二一七千元，浙江興業由一四五千元增爲一六、七一一千元，和成銀行由八、八四二千元增爲六五、九七二千元，四川建設由三、三七六千元增爲一〇、六七九千元，其他行莊莫不均有增加。抗戰以來，渝市幾無時不減銀根緊迫，資金供不應求，同時各行莊之放款又大抵均集中於少數有特殊關係之商號或廠家，據經濟部三十年底之調查，重慶一百

四十家興商業銀行錢莊有大宗往來之字號，其借款餘額共達一萬三千三百餘萬元，約占全部行莊及省地方銀行放款總數四分之一以上。由各行莊存款業務之梗概，不難說知市場資金供需之一般情態。

就各行莊放款之方式分析，三十一年六月底渝市六十二家行莊放款總額中，信用放款平均占放款總額百分之七十七強，抵押放款僅占百分之二三，三十二年底四十五家商業銀行之信用放款平均占放款總額百分之五〇，三十一家錢莊之信用放款平均占百分之六·五以上。(註四)信用放款係純然對人信用之放款，三十一年五月財部曾有發給銀行信用放款辦法之頒訂，惟事實上各行多未切實遵照辦理。至抵押放款，自政府當局積極管制後，漸趨正軌，目前下江銀行若干家，均經營以原料及機器作抵之廠礦貸款。過去各行莊每值憑經理手條即行支撥鉅款，利用行款非法經營商業，財部以其手續不合，易滋舞弊，特令銀錢業公會轉各行莊切實糾正，但經理人員私挪行款之現象，事實上迄未能完全絕跡。放款之真象不易完全明瞭。此外渝市各公司商號多直接吸收存款，據三十一年經濟部檢査渝市公司行號一七三家之結果，發現各公司行號均大量非法吸收存款，商業銀錢行莊之存款利率高於國家銀行，但公司行號付利率尤高，且最能反映市場資金供需之實際真相，惜以調查困難，本文不及論列。

國家銀行之利率既低於市場利率，因之諸國家銀行一部分存款頗有出籠現象，唯中交農四行之存款數字仍極龐大，這非一般商業銀行存款所能望其項背。就渝市而言，四國家銀行之授信業務實超出諸商業銀行錢莊放款總數數倍以上。如將各行單獨放款與聯合貼放併合計算，三十一年渝市四行之放款總額約為十五萬萬元，三十二年底增至將近七十萬萬元。因四行之放款利率低微，故委息之現

象目所不免，以四行放款之短期資金移作擴充設備之長期資本，甚且間或用作購置原料者，亦所在多有，致所借資金到期一時無法償還而一再要求展期，因而減損四行資金之流動性能。四行放款以方式分類，保證放款所占比例最鉅，次為抵押與透支，斯現數額不多。其性質均至複雜，中央銀行之放款以機關保證放款，平價購銷放款，鹽務放款及文化放款居多，中國銀行以復興公司等之貿易專業放款居多，交通銀行以工礦交通等實業放款居多，其資金投放之對象與一般商業銀行錢莊截然不同。

財政部為謀調適市場資金之供需，三十二年二月特製定「各地銀錢業組織放款委員會規則」十條，藉以加強銀錢業放款業務之管理。重慶市放款委員會經於同年四月由重慶四聯分處會同銀錢業同業公會組織成立，該會每隔日開會一次，審核各行莊放款業務；依規定，所有省銀行及商業銀行錢莊五萬元以上之放款以及中交農三行及郵匯信託兩局五萬元以上百萬元以下之放款均須先經該會審核通過後方得放款，至五萬元以下之放款，得由各行莊自行發放，事後報由該會查核，至三行兩局百萬元以上之放款，則直接由四聯總處審核。該會係由委員七人組成，內主任委員一人由重慶四聯分處主席兼充，副主任委員二人由銀錢兩業公會理事長充任，其餘委員由銀錢業公會推舉，故事實上不啻由銀錢業自行管理其本身之授信業務，政府僅從旁指導監督而已。

#### 四 比期存款制度

按重慶及川省各地金融市場上資金借需之傳統習慣，所有金融上之借貸關係，悉呆定於每月月半及月底交割，（註五）換言之，即以十五日為一比期，每屆月半及月底即行結算，惟如借貸雙方同意，

行情結本期利息後亦可較下期之市場利率一再轉期，是即所謂比期存放制度。渝市比期制度之創設遠肇於山西票號。迄今已有二百餘年之歷史，緣當時交通困難及匯兌不便，且集現既易，商人營實多屬有期。減某月中及月底辦理收交，相沿成習。一般咸感便利。民初錢莊興起，多兼營比期以拉攏存款，其後銀行業亦從其習慣。抗戰以後，外省銀行陸續遷渝，亦大多放比期於川籍銀行。若干行家且直接吸收比期存款，因之比期存放，遂為渝市市場資金活動之核心。一般錢莊尤惟賴比期存款為指注，普通存款業務反不重要。一般川籍行莊之放款，無悉以比期為主，而尤以錢莊為甚。比期放款之特點，為並無抵押，而純憑信用。（註六）茲就三十年十月月底與十二月底渝市美豐等十一家行莊之比期放款餘額列表比較如次，當可一目了然：（表列一一〇頁）

一 渝市普通利率，咸以比期存放利率為標準，蓋比期利率最為敏銳，實具有左右市場上一般利率之控制力量。比期利率係按千分法計算，換言之，即以每千元半個月內所給之利息為標準，例如某川籍銀行五月一日牌示「比期存款四月底至五季每千元十五元」，即即折合月息三分，其不在比期日之存款，不滿一比期，而言明至比期日始支者均照日拆行息。惟渝市過去之日拆與今日之日拆制度不同，過去之日拆利率係以比期為衡，例如五月二日重慶錢業公會所宣布之日拆，於一日拆利率拆至六半每千元二十二元」，由二日至十五日共為十四日，約合月息四分五厘。又如五月九日之日拆為八元，由九日至十五日共為六日，計合月息四分；其不到比期日即須支取之往來存款等多不計息，至於放款，則概以比期日為計息之截止日。過去錢業公會每日均公布當日之利率行情，此牌告利率即為渝市之標準利率。一般莊號收受存款，利息雖公會掛牌利率略低，至其對字號或私人所做放款，利息較

行 業	重慶市十一家行匯比期放款比較表(單位千元)			
	三 月 期	六 月 期	三 年 期	二 月 期
美 興	一七、一三五	二四、一四四	二一、六七〇	二五、四六五
聚 興	一三、六二九	一九、六二五	四、五〇〇	一一、三八三
和 成	六、四七〇	七、二六五	八、一一九	九、一九六
亞 西	八、四八五	一〇、九六六	一一、六四五	一五、〇八五
國 川	六三五	一、三八二	一、〇一三	二、〇〇〇
大 利	二、五六六	二、八〇一	一、七七四	一、九一九
復 興	一、七四八	一、七四八	二、四一五	二、四一五
和 濟	二、六九九	四、一四二	二、九四八	五、〇七八
泰 豐	五〇六	九二七	六五〇	七九二
同 生	二、八七八	三、二五八	三、二四九	三、八一九
福 生	四、八四九	四、八四九	五、六三四	五、六三四
總 計	六一、六〇〇	八一、一七〇	六四、六一七	八二、七二三
百 分 比	七五·八二	一〇〇	七八·一一	一〇〇

公會牌息略高，兩者與公會牌息之差額，一元二元或三元不等，視市場資金供需之盈虛而測其本身寸而定，其他一般川籍銀行亦大致以錢市之利息標準為依歸。

各行莊比期存款之數額，常以比期利率之高低為轉移，在二十九年三月以前，渝市之比期利率尚稱平穩，故各行莊比期存款之數額，亦尚無顯著之變動，迨二十九年三月以後，各川籍行莊開始高接比期利息，大量吸收市場游資，國家銀行一部分存款亦逐漸出籠，一般川籍行莊比期存款，數額之遞增，有如下表所示：

重慶川籍銀錢行莊比期存款餘額表(單位千元)

期別	比期存款	比期存款	百分比
二九年三月底	三三、〇〇八	二七、〇六五	一二二
二九年六月底	三四、七八二	二八、〇二八	一二四
二九年九月底	四三、九八二	五三、二一一	八三
二九年十二月底	五八、三六二	七四、〇〇三	七七
三〇年一月底	五八、三五三	八〇、五八八	七二
三〇年二月底	八〇、六〇九	九九、七三四	八一
三〇年三月底	九九、四三五	一一四、三四八	八七

附註：(1)上表所列字數，係包括川籍銀行十一家及錢莊三十九家統計。

(2)上表所列百分比係放款對存款之比率，藉示資金運用之程度。

重慶金融市場之利率向較滬漢等埠為高，惟在七七事變前四五個月內，渝市比期利率尚盤旋於一分四釐左右；迨抗戰爆發，七月底比期比息曾突漲至三分之高，惟其後即逐漸趨歸平穩，且因四行辦理聯合貼放，儘量承做放款，兼之川省出口貨物滯銷，資金需求尚非殷切，故利息多漲落於一分至一

分五釐之間；至直二十九年三月以後，因物價突飛猛漲，市面時感銀根吃緊，比期利率開始升至二分  
以上，且間有超出三分者。茲根據重慶市錢業公會牌示之各期比期利息，以每半月每千元之利息元數  
為單位，列表比較如次：

重慶市歷年比期利息比較表

年	別	最高(元)	最低(元)	算術平均	指數
二	三	八、〇	四、五	五、六二	一〇〇
二	四	九、〇	四、五	五、四二	九六
二	五	一〇、〇	四、〇	六、一六	一一〇
二	六	一五、〇	五、〇	七、二七	一二九
二	七	五、五	四、〇	四、七八	八五
二	八	六、〇	四、五	五、〇八	九〇
二	九	一五、〇	五、〇	九、一〇	一六二
三	〇	一六、〇	一〇、〇	一三、五〇	二四〇
三	一	一七、〇	一六、〇	一六、四二	二九二

附註：

(1) 上表所列指數，係以二十三年為基期。

(2) 二五、二六兩年因推銷省公債，故市場利率較高。

二十九年以後，因行莊資金供求失調，渝市比期利率陡漲達一倍以上，其基本原因，不外下述諸  
端：(1) 商業銀錢行莊類皆有其本身兼營之事業，並均以所吸收之資金投資於是項事業，而不以放

款爲專職，致市面資金供不敷求，利率遂以上漲。(2)工商業所需週轉資金之數額，隨物價之高漲而增鉅，因之市場資金之要求增大。(3)渝市資金有向外地逃避現象，資金因以短絀。(4)重慶向爲川省土貨轉口之集中地，現因土貨外銷呆滯，資金之來源因以減少，且重慶對衡、柳諸地貿易入超甚鉅，資金陸續外流。(5)重慶消耗之農產品較之傳予農村之日用品爲多，因之資金逐漸流入農村。(6)重慶票據流通不廣，票據交換未辦理前，一切往來多用現鈔，頭寸遂感短絀，且銀錢業無法大量融通資金，因之市場資金之供需益失其均衡。比期利息之不斷上漲，足以助長物價之漲勢，影響後方企業之生產與銀行存款之吸收；且比期清算既至中於每月中及月底兩日，金融及工商機構間之相互貸借關係必須於此兩日交割，頭寸調撥，自感困難，一旦任一環節發生破綻，則整個金融市場即難免發生波動。三十年十二月財政部爰核定「比期存放款管制辦法」六條公布施行，其內容要點如下：

(1)比期存款之利率，由銀錢業公會於每屆比期前二日分別報請中央銀行核定；比期後之日拆，按日計算，不得超過本比核定之利率。

(2)比期放款之利率，至多不得超過該屆比期存款利率二釐。

(3)每屆比期需要款項之銀錢行莊，得申報經由提供保證品向中央銀行請求放款；惟中央銀行如認爲其申請理由不充分或其所營業務不健全者，得拒絕之。

(4)中央銀行對申請借款之行莊得隨時派員檢查，如發覺有違反法令規定時，應報請財政部核辦。



(5) 中央銀行上項放款之利率，按該屆比期存款利率計算，以免套利。

上項辦法之目的，在增強中央銀行對金融市場之控制力量，以管制各行莊之比期存放業務，收取平抑比期利息之效益。此項辦法實施以後，市場頗見平穩，惟因重慶以外之其他各地管制較鬆，三十一年九月以後，內江、南充、及成都諸地黑市利息有高達五十元乃至百元以上者，渝市因受其影響，隨亦發生利息黑市。整個三十一年度重慶一地銀根迄無疲鬆之象，物價騰漲固為銀根緊迫之本原因，而外埠利率高於重慶，因而促成資金之外流，且一部分商人性於積習，不以金融機關為中介而為資金之直接借貸，亦屬重大關鍵。比期結算係集中所有金融上及工商機關之借貸關係於每月月半及月底兩日交割，已如前述，結算之日期既經固定，且期限復過於短促，因之各行莊對資金之運用遂大受限制，頭寸之準備，自亦受其影響，同時在高利引誘之下，資金大量流入比期市場，結果金融市場隨時均有波動之可能與畸形發展之偏枯現象。財政部有鑒於此，爰於三十一年底會同中央銀行召集重慶銀錢兩業公會商討廢除比期制度之實施辦法。旋經銀錢兩業會員聯合大會決議辦法八項，其要點如下：

- (1) 重慶銀錢兩公會聯合宣言廢除比期制度。
- (2) 重慶銀錢兩業所有有關比期之會計科目及對外存單，概予廢除。
- (3) 極力避免比期日到期之存款與放款。
- (4) 不做比期之對期匯兌。
- (5) 呈請財政部轉函中央銀行核定日息及長期存放款之利率標準。

(6) 呈請廢止財政部三十年十二月頒布之比期存放款管制辦法。

自三十二年元旦日起，重慶傳統已久之比期制度乃告正式廢除，而代之以新日拆制度，此後即由中央銀行按日核定公告日拆利息，自該年一月四日起，中央銀行牌息定為每千元日拆七角，並規定各商業銀行錢莊收受存款月息不得超過二分八釐，放款不得超過三分二釐。自比期制度廢除後，一般行莊最初尚勉能遵守上述利率最高額之限制，惟其後各行莊又復紛紛提高利率，且黑市利率尤較公告利率為高，蓋非此實不足以吸收存款，故提高利率，遂屬必要。綜計三十二年度內，市場利率變幻最多，存放款之利率並未因廢除比期而抑低，且因內江、南充諸地之利率尤較重慶為高，因之渝市資金之逃避現象層出不窮，少數行莊為貪圖高利，多以重慶為存款碼頭，而將所吸收之各項存款調撥至其他各地貸款，致渝市銀根緊迫異常，其後南充等地金融市場一度發生變卦，各行莊始又陸續將款調回渝市市場一緊一弛，變化至鉅。且比期之名目雖告廢除，而過去經營比期之行莊仍以吸收半月期或一月期之短期存款及期限較長之信託存款為主，事實上非變相之比期存款，即為按比轉期之存款，其與過去比期存款之分別，僅在收交日期之活動化，不復固定於每月月中及月底而已；且收交之日期雖已活動化，但每屆月中及月底舊習比期日，各行莊辦理收交仍遠較平日繁忙，錢業公會內之集市亦倍形擁擠。蓋商場習慣與金融習慣乃構成一地金融制度之基本因素，渝市比期制度沿習達二百年之久，今一旦廢除，自不免徒具形式；今日之重慶雖已蔚為戰時全國金融之中心，惟重慶金融市場之地方性的色彩，仍尚相當濃厚，此殆亦重慶金融市場之又一特徵。

## 五 拆款市場與貼放市場

狹義的金融市場之範圍，恆限於短期資金市場，本文所論，即只狹義的金融市場爲限。我國各地金融市場之組織均不健全，短期資金市場之構成分子一爲拆款市場，一爲貼放市場，範圍至窄。所謂拆款市場係指銀錢業同業間一天或數天最短期資金融通之方式及其活動狀態而言，貼放市場則指銀錢業對工商業短期資金融通之方式及其活動狀態而言。在比期制度未廢除以前，依傳統習慣各川籍銀行多以比期放款之方式將其多餘之資金轉貸予其特有往來之錢莊，同時一部分有餘資之錢莊亦將其多餘之資金拆予其特有往來之銀行，此種比期放款係各行莊轉貸予同業運用之一種剩餘資金，與滬埠之拆票制度純爲同業間獨天或對天抵補頭寸者不盡相同，惟其性質與通知放款（Call Loan）仍大略彷彿，實爲一種固定收交日期之十五天期之短期拆款。至於不在比期日拆做之放款，其借貸之發生雖不在比期日，但習慣仍以比期日爲辦理收交之結算日期，按錢業公會牌示之日拆利息計息；惟此所謂日拆利息係以拆至比期日爲準衡，與真正的日拆制度完全不同。渝市比期放款之市場在錢市而不在銀行，習例每日上午九時至十時與下午一時至二時各錢莊與銀行跑街均齊集錢業公會廳堂內商談當日匯兌、日拆及放款等等交易，每日上下午兩市均有行市，利率之決定係在市中，並即牌示爲當日之代表利率，各行莊對同業所做比放之利息，大抵即以此爲標準。

抗戰以後，原設上海之商業銀行陸續遷渝，各外省銀行均不直接經營比期存放業務，但若干下江銀行如金城、中南、中國實業等亦常以鉅額資金轉貸予其往來稔熟之川籍銀行，但與錢莊之間則鮮有

往還。此等下江銀行對川籍銀行之放款，或即按比期至月中及月底結算，或為三四日或五六日之短期拆借，大約較錢市牌息低去一二元不等，此種拆放之利息收益尚遠較其直接對工商業所做投資與放款為優，且期限甚短，不慮債權呆滯，故大部分下江銀行均樂以其一部分資金對川籍銀行作短比拆放。

三十年代財部頒布「比期放款管制辦法」，規定自次年一月起淪市比期利率由銀錢業公會於每屆比期前二日申報中央銀行斟酌市場情形核定，比期日以後之拆款利率不得超過該比所核定之比期存款利率，並規定承做比期放款之行莊需要資金時，得提供保證品向中央銀行拆借，惟須照該屆之比期存款利率給息，以免從中套利。其後三十二年元且比期制度正式宣告廢除，前項比期放款管制辦法歸於取消，改由中央銀行按日核定日拆利息。自該年一月四日起，中央銀行公告之拆息為每千元七角，此後未有更訂；惟事實上三十與三十一年淪市若干銀行所做獨天拆款，日拆均在八角至一元五角之間，三十年六月底且曾一度高達二元，中央銀行所核定日拆七角之標準自不免失之過低；且該行對拆放又極端嚴格，欲藉以抑低市場利率自不可能，故實際上銀錢業間之拆款並不以中央銀行所核定之拆息為標準，而係由錢市斟酌當日市場銀根之鬆緊以定其低高，普通約在七角至一元二角之間。三十三年春以後，同業公議日拆一元一角，不得隨意更變，藉以消滅金融市場之騷亂。日拆一元一角，折合月息在三分以上，短比拆借之拆息尤高，普通約在一元三角至二元五角之間。滬埠兩皮拆票過去遇銀根極鬆之時，借家往往可以不出利息，但淪市則絕無白借之可能。

除一部分行莊仍做近於比期放款之短期拆放外，普通多為獨天之拆款，且例均透過中央銀行票據交換科按日結算，如需轉期，結算後可再商拆。實際上中央銀行交換科乃淪市拆款市場之中心樞紐，

蓋交換科每日集中清算各行莊票據，經分別整理後即繕具提示票據通知書逕同原票據分送各付款行莊核對後於付款申請書上簽名蓋章，由央行在該行存款戶下憑以代付欠帳；對應付票據超過應收票據而存款戶之存款又不足以抵付交換差額之行莊，央行多儘先以電話通知各差款行莊設法調集頭寸抵補差額；差家於接獲通知後，即趕於下午五時前就其有往來之同業洽商拆通。每值市場銀根緊迫，各行莊均感頭寸短絀之時，若干行莊為奔走頭寸，往往須延至下午九時以後始能將帳送達交換科抵結應付差額。一般拆款均無須送解現金，而僅以本票送交交換科軋帳，例如五月三日下午四時半川康銀行接獲交換科通知其票據交換差額為九十餘萬元，依規定交換行莊之存款戶餘額不敷支付其當日應付票據金額時，應於當日下午五時半前補足之，但川康銀行庫存現金不足，當即向川鹽銀行洽商拆款，川鹽匡計其在央行之頭寸確屬寬裕，即開給一百萬元本票一張交川康銀行轉送央行交換科軋帳，於是該行在交換科之帳面歸於平衡，餘款則暫記入該行存款戶帳內；同時由川康銀行開立五月四日到期之同額本票與川鹽銀行，由該行於到期日向交換科進帳，雙方借貸關係遂歸了結。錢業公會內每日有早午兩市，早市以匯兌交易為中心，午市則多為零星抵補之交易，蓋各行莊每日均大略匡計其本身頭寸，如不敷甚鉅或餘款甚多時，往往預先於午市互商拆進或拆出，以資調劑。每屆比期日各行莊尤其川籍行莊間之拆進拆出，均較平日繁忙。

渝市各行莊拆放同業最鉅者，當首推四川省銀行，每值市面緊迫之時，該行往往放出鉅款融補同業，三十一年該行與川康、美豐、和成三行曾各提資產五百萬元作為特別準備金，專供同業週轉之需，此外聚興誠與中國工礦銀行對同業拆放數額亦鉅。中央銀行負有調劑市場之職責，依票據交換辦

法之規定，各交換行莊如感頭寸不敷支付其應付票據時，得隨時向該行拆款，但每一行莊拆借之數額不得超過其所繳保證準備之數，並規定此項拆款以一日爲限，次日即須清償，否則即依法自由處分其所繳保證準備並停止或撤銷其交換行莊之資格；惟次日如有不敷，仍得商請再拆，但央行得視該行莊營業及當時市面情形不予通融。年來中央銀行鑑於市場利率高昂，爲避免套息牟利並期收縮通貨起見，對同業拆放向採極端嚴格政策，對存放同業與同業存款向均認真軌帳，其當日所收同業支票如時間上不及立即收現者，必於次日即行提回，並儘量緊縮存放同業之數額。惟偶遇市場金融極端緊迫之時，中央銀行亦出面救濟，例如三十二年七八月間渝市銀根奇緊，八月十二日中央銀行特准各行莊以認可之保證財產作質抵押，當時接濟市面共達一萬萬五千萬元之鉅，渝市金融市場之緊張狀態，遂以解除。

重慶市銀錢業聯合準備委員會成立以後，現正策畫進行公庫證之發行事宜，依規定該會得按各行莊所繳準備財產估價七折一次或分次填給公庫證，公庫證用記名式，經背書後得持向中央銀行或其他委員行莊按面額十足拆借。渝市過去曾先後有銀錢業聯合公庫與銀錢業聯合準備會之組織，並曾前後發行與公庫證性質彷彿之公單與代現券應各行莊拆借之需，惟過去之組織既欠嚴密，公單與代現券復可代替現鈔流通市面，且漫無限制，遂致信用浮濫，金融市場遭受影響；而公庫證則僅用作拆借之憑證，且組織嚴密，不慮重蹈過去之覆轍。故預計將來公庫證發行之後，重慶之拆款市場必將較今日倍見活躍。

以上所述，係渝市拆款市場之梗概，至就渝市之貼放市場分析，其資金融通之方式不外抵押放

款、信用放款、活期透支、保證放款、押匯、及承兌貼現等類；前文曾就渝市各行莊放款之類別分析，得知三十一年六月底六十二家行莊放款總額中，信用放款占百分之七七以上，抵押放款不過百分之二十三，蓋渝市各行莊中除若干下江銀行經營穩健放款着重抵押外，其餘幾悉以信用放款為主。三十年代財部為管制比期放款曾令各承做比期之行莊必須向借戶索提押品，惟一般以狃於積習，迄未遵照執行。抵押放款之押品，普通以公債與股票為多，商品押款亦間有之。賣出預期匯款，亦為銀行對工商業融通資金之一種方式。例如重慶甲商號為向衡陽辦貨或抵付貨價之需，於三月二日向某特往來之乙銀行商請賣予匯款五十萬元，當即由乙銀行填給匯票，但甲商號並不立即交現，而係訂定至該月十五日或其他日期始將款償還乙銀行；至於應收之利息大抵即附於匯費之內計算，普通以預收匯費為多。此種買賣匯款事實上即為一種信用放款，在川籍各行莊中頗為普遍。至活期透支並有信用放款與抵押放款兩重性質，渝市若干商業銀行之放款總額中活期透支一項所占比例頗鉅，惟多集中於其有特殊關係之商號或廠家。例如上海銀行透支戶中之大業公司與申新紗廠等之活期透支，即幾占該行放款額半數以上。商業銀行之放款大抵以一二個月之短期為限，其以三個月或六個月為期之貼放，則幾完全集中於國家六行局，且數額至鉅，惟祇限於產業資金之融通，商業性質之放款殊絕無僅有。

票據貼現最合於資金流動與安全兩大原則，在金融組織健全之國家中，貼現市場乃短期資金融通之主要泉源，惟就重慶金融市場而論，因過去重慶與各地間之埠際貿易沿習放帳制度已久，債而呆滯，押匯已不可多見，貼現業務自亦無由發達。但渝市市場上有一種內地聯行委託代收之合票，各行大抵均以外埠期票處理；此種期票之買賣，有對期與預交兩種。對期匯票係雙方預約一定比期之期日

兩地同時交款之匯票，例如重慶商人二月五日在內江辦貨，雙方議妥二月半比期日交款，此時購貨商即作成一二月半到期之滙票，交予賣主，賣主即將票委託當地銀行收款，該行當將該票寄交渝市本行或聯號，俟到期即持票往付款地點收款，款項收妥後，即電知內江本行或聯號照章付款，是謂對交。至於預交滙票，則係先行交款，與對期滙票不同，例如前述內江商人將二月半到期之滙票求售於銀行，要求立即付款，銀行於承受付款後即將該票寄交重慶本行或聯號，俟二月半比期日持票往付款地點向買方收款；此種滙票係預先交款，銀行除照收滙費外尚須預扣利息，而以預交日期之長短為準衡。重慶為川省貿易之總匯，故各地對滙票需要甚殷，滙票之買賣亦特別旺盛。預交之合票因係先扣利息預期付款，性質上近似貼現，但其須着重買賣雙方之個人信用，非與銀行莊號特有往來者絕少預期兌款，故事實上又為一種信用放款，與真正的貼現又不盡相同。

二十九年一月四聯總處為推滙票據貼現起見，曾制定「推滙銀行承兌貼現業務暫行辦法」十一條，規定由四行合組承兌委員會辦理票據承兌業務，凡經該會承兌之票據，得向各銀行聲請貼現，並由四行共同辦理重貼現業務，重貼現率由四行議定。此項辦法公布後，因符合規定可以貼現之票據即絕無僅有，故實際上並未發生作用。其後三十二年四月為針對後方金融市場之需要，財部復有「非常時期票據承兌貼現辦法」之頒布，並指定重慶等地首先實行。渝市各銀行過去所承做之貼現業務。大部均為對行莊本票與商業本票之貼放，而上項辦法則規定票據種類以工商業承兌滙票銀行承兌滙票及農業承兌滙票為限，所有銀行本票商業本票均未列入承兌貼現範圍之內，以防信用浮濫。上述三種票據之貼現依規定須提付合法商業行為之證件及用途申請書，但無須提供貨物或提單棧單保險單等全部或一



部單據，此與四聯總處前訂辦法不同，故較易推行。

重慶市場上一般貼現之票據多以銀行承兌匯票爲限，除非與特有往來之行莊預先訂立承兌契約，以發行銀行承兌匯票，藉銀行錢莊之信用爲後盾，否則一般工商業自行發行之承兌匯票，一般行莊殊不樂爲貼現；銀行承兌匯票之期限，普通以二十日至一月者爲最多。至農業承兌匯票，除中國農民銀行偶有承受外，可謂絕所罕見。票據之承兌，依規定得因票據權利人之請求由票據義務人加兌保證人；渝市各行莊對承兌之票據通常除訂立合同外，申請承兌人尚須覓具兩家以上之鋪保，一部分銀行對所做承兌與貼現往往另索借據或貼現契約，與規定辦法殊不相符。票據承兌之手續費，依規定不得超過票據面額千分之五，各行莊因即以千分之五爲收費標準，但亦間有於額定手續費之外另索報酬者；因此項手續費收益頗豐，故多數行莊尤其一般資力較小之行莊雖不做貼現業務，但對承兌業務則力圖招攬，甚且假承兌之名，以貼現所套得之資金與申請承兌人分攤運用。故承兌人之信用至關重要，一般承受貼現之銀行，對承兌之行莊選擇頗嚴，並非一經承兌之票據即樂予貼現。

自三十二年四月「非常時期票據承兌貼現辦法」實施以來，除大部分錢莊及一部分銀行仍未承做貼現外，其餘各行莊之貼現業務莫不均有長足之進展。該年十一月底渝市經營貼現業務之二十一家商業銀行及四家錢莊之放款餘額中，總合平均計算貼現一項占普通放款總額百分之四八·〇五，（註七）足證貼現之數字在各行莊放款總數中之比例已逐步提高，祇以種種條件迄未具備，尙未能建立一連續活動之貼現市場而已。貼現票據到期後，貼現銀行例將票據送由中央銀行交換科軋帳，承兌行莊有履行付款之責任；渝市少數行莊過去因濫做承兌，票據義務人往往未能依期償付，承兌人代墊借款數額

至鉅，因之每週市場浮動之時，一部分行莊往往即暫時拒做承兌。三十二年底財部爲此特增訂銀行承兌業務管制辦法三項，規定各行莊辦理票據承兌必須逐筆過帳，並以各該行莊上期決算時實際資產總額四分之一爲其承兌之最高限額，票據到期時承兌行莊須負付款全責。政府當局嗣爲各銀行辦理承兌業務之示範起見，特令由重慶中、交、農三行兩局暨各商業銀行分認基金二千五百萬元，組織票據聯合承兌所，並附設徵信機構及聯合倉庫，現在積極進行籌備；該所成立以後，當有裨於渝市貼現市場之發展與健全。

欲一般商業銀行普遍發展其貼現業務，必須有中央銀行之重貼現爲其後盾，然後資金可無呆滯之慮，且賴中央銀行藉重貼現率之運用，以調節市場資金之盈虛。我國中央銀行過去迄未能展開其重貼現之業務，二十九年「推遲銀行貼現辦法」雖曾有辦理重貼現之規定，惟尙係由四行共同承辦，且未能付諸實施；三十二年「非常時期票據承兌貼現辦法」始進而規定「各銀行得以已貼現之票據向中央銀行請求重貼現」，並經中央銀行會同財部及四聯總處組設重貼現審核委員會，負責辦理一切審核事宜，該會即附設於中央銀行。重貼現率經中央銀行於三十二年一月四日核定爲六角，遠較各行莊二元至二元四角之市場貼現率爲低。依規定請求重貼現之銀行其重貼現之最高限額，由中央銀行出納金融市場之需要及申請銀行之信用狀況而核定；惟事實上過去均係按原票面十足重貼現。各國商業銀行所貼現之票據，非必要時殊鮮向中央銀行請求重貼現，以免損失利息；但渝市自中央銀行辦理重貼現以來，一般行莊幾盡以所貼現之票據轉向中央銀行請求重貼現。中央銀行重貼現審核委員會有鑑於此，爰於三十三年四月間重新規定重貼現之最高額不得超過原票面之七成，且申請行莊之資金足敷週轉者

即不重予貼現，以緊縮市場信用。自中央銀行限制重貼現後，一般商業銀行之貼現業務自大受影響。惟因貼現在手續上有種種便利，不若其他放款之備受政府限制，故多數行莊之放款仍着重貼現。

## 六 票據清算制度

票據之清算，是以活潑金融之週轉，乃行使票據推行信用制度之必要手段。渝市票據清算由來甚早，民紀前五年協心和錢莊始創「收條」清算同業間款項之往來，以收條核計每日應收應付之差額，而以現金交割，實為渝市票據清算之嚆矢；至新式票據交換機關之設立，則以二十二年銀錢業聯合公庫開辦之票據交換所為發軔，二十四年十月聯合公庫結束，票據交換所隨之改組，並改由新組織之銀行聯合庫與義豐錢莊分任銀錢兩業轉帳之責，其後又另組銀錢業聯合辦事處兼任銀錢兩業之轉帳機關。二十五年票據交換所再度改組，轉帳工作又改由中國銀行擔任。迨七七事變，渝市銀根驟緊，中國銀行以拆款發生問題，鑑於所負責任過重，遂於是年十月半停止轉帳，多數行莊對應付之差額多未克照付。經此風潮之後，地方當局乃另組銀錢業聯合準備委員會，由各行莊以財產作保領用代現券為抵解差額之用，並由四川省銀行與同生福錢莊分任轉帳工作。代現券係划帳簿之一種，因擔保品變現不易，貼水日鉅，二十八年一月，乃形取銷；交換差額因抵解無着，同時財部亦以四川省銀行擔任轉帳與中央銀行法規定不符，飭令停辦，至是渝市票據清算無形中遂陷於停頓。

自二十八年票據交換所停歇後，金融界及有關人士鑒於戰時重慶市之金融體系日臻整密，而票據

清算之組織反告解體。因屢次策畫恢復，惟一時未能實現，但在銀根緊滯之時，清算工作又難一日耽置，爲應此急迫之需要，二十九年九月因有四行現辦法之出現。蓋其時重慶銀根緊迫，籌碼奇絀，四聯總處根據環境之需要，因先後擬具「救濟重慶市目前市面銀根緊縮辦法」及「四行現辦法」，以謀補救，規定重慶中交農四行往來均暫行另戶記載，逐日集中中央銀行帳，必要時並得互商拆借，各地四行之存欠亦一概集中重慶帳算。嗣後四聯渝分處復擬具「四行現帳暫行辦法」一種，對現帳手續及送票退票現時間等均有詳密之規定。渝市四行彼此收付，即按照現辦法辦理，由四行各將收入之票據加蓋現收戳記後，即填具通知單及收據送交付行，付行當即根據通知單將金額逐筆填入現帳單之支出欄，根據收據逐筆填入收入欄，並於收據上加蓋印章交來行帶回，然後就現帳單核計抵帳進出之差額，送總帳行存查辦理。中央銀行收到各行現帳單後，即分別通知各行收現或付現；各行不能付現時，得將現欠之數開立寄庫證或本票交付收行，憑以轉入各行之新記戶，並照每千元日拆二角計息，惟收款行得於次日向出證行收現。

三十年冬財部以重慶乃戰時全國金融之中心，爲謀減少各行莊之清帳浮存，節省法幣之收支週轉，並提倡行使票據，以期「金融市場得以正常發展，而逐漸以銷比期存放之高昂利率」起見，亟應從速恢復票據清算機構；且鑑於渝市市場習慣以四行支票爲收交，中央銀行又爲四行總帳機關，使之負責辦理現帳全市各行莊之帳目，自屬習熟，同時中央銀行亦早規定「辦理票據交換及各銀行間之證據清算」爲中央銀行業務之一，因特函電中央銀行負責籌備渝市票據清算事宜。嗣經中央銀行擬定「中央銀行辦理票據交換辦法」及「中央銀行協設票據交換行莊保證準備估計委員會辦事規程」，積

極策畫進行。按照上項辦法之規定，票據交換之方式係採常川交換制度，藉以便利金融之週轉，並規定房地產不得作為保證準備，以免變現不易，重蹈過去覆轍；拆款期限以一天為準，並以所繳保證準備為限，此外又規定各交換行莊必須在中央銀行開立存款戶，其往來存款不足者均須於當日補足，以杜流弊。上述辦法係以全國各地為對象，故僅曾作原則之決定，重慶首先籌辦票據交換，經由中央銀行與銀錢兩業詳密商議，根據渝市情形另訂補充辦法。茲述其要點如次：

(1) 票據種類，規定為匯票、匯票收據、本票、支票、及公庫支票、經理國債銀行之還本付息憑證，及其他經中央銀行認可之票據。

(2) 保證金額，分一萬元、二萬元、三萬元三種。

(3) 保證金利率，定為週息八釐。

(4) 各行莊繳存之保證準備，暫以政府公債及儲蓄券為限，由估價委員會分別折扣估價。

(5) 各交換行莊得向中央銀行拆款，其數額以所認繳之保證準備為限。

(6) 除保證金及保證準備外，各交換行莊須在中央銀行開立存款戶，存款戶存款由中央銀行按週息四釐給息。

(7) 每日交換票據按上下午分批送達，上午以十一時前送到為限，下午則限於營業終了前一小時送達，如有應行拒付之票據，其最後退票時間定為每日營業終了後半小時之前辦竣，各行莊在新市區、南岸、江北之分支處，其最後送票時間為每日正午以前，最後退票時間為當日下午二時以前。

(8) 每日交換終了後，交換行莊存款戶餘額如有不敷，應於當日下午六時以前補足。

(9) 交換行莊違反交換辦法或其營業有不穩之形跡時，中央銀行得予以書面之警告，並得停止或撤銷其交換資格。

中央銀行爲辦理渝市票據交換業務，特於業務局內添設票據交換科，以專責成，並即於三十一年六月一日開始交換工作。當初參加交換之行莊，計有銀行三十六家與錢莊二十三家，共六十九家；其後各行莊陸續加入，同年十二月底增爲銀行四十五家，錢莊四十三家，共八十八家；三十二年十二月底銀行增爲五十八家，錢莊中因一部分已改組銀行，減爲三千二家，共計有交換行莊九十家。中交農三行重慶分行亦同爲交換行莊，惟因性質稍異，經另商定「四行票據發生差額時另開交換戶，仍按四行軋現新記戶辦法處理」，以謀四行兩局間票據收解之便利。

此次中央銀行集中辦理重慶票據清算，與渝市過去票據交換之內容與性質頗多不同。此次係由中央銀行集中清算，且採常用交換制度，自與過去另設票據交換所定時交換者有別。過去除由中國銀行擔任轉帳期外，均係以公單等划帳洋抵解差額，各行莊之參加交換，多旨在藉此融通頭寸，隨意濫發本票及空頭匯票支票，更有利用保付辦法而在交換前轉帳抵用者，而便利收解之作用反居次要，以致票據交換所遂爲信用薄弱頭寸短絀者所乘。現制對保證準備之品類限制較嚴，拆款以一日爲限，限制亦嚴，與過去以一比爲期者不同；且轉帳機關基礎穩固，不致因週轉不靈而重蹈過去之覆轍。自三十一年六月中央銀行集中清算以來，進展至速，該年六月分之交換總額計爲二十萬萬餘元，而同年九月即躍爲五十一萬萬餘元，概見渝市自二十八年票據交換所停頓以後，市場對票據清算之需要實至迫切。渝市票據交換係於二十二年六月開始，二十七年由四川省銀行轉帳時期交換之票據以匯票爲限，

於交換之數字大減，二十八年一月票據交換工作歸於停頓，直至三十一年六月方告恢復。茲將渝市歷年票據交換變動情形列表於后，藉資比較：

重慶市歷年票據交換統計表	交換總額(千元)	交換差額(千元)	交換張數
廿二年下期	三三〇、六四二	三七、三三三	
廿三年	七二四、六七一	九八、一四二	
廿四年	七九六、一四〇	一二三、三三五	三八二、二九六
廿五年	六七八、六七〇	九二、四九一	一五一、一三五
廿六年	七六九、五四七	一二八、三四八	
廿七年	八八、九五五	四〇、四一七	
卅一年下期	三二、八三五、三一五	七、〇五〇、九五〇	五四三、七五九
卅二年上期	四五、二八九、八六九	一〇、五三六、四七六	三五一、九〇五
卅二年下期	九三、八二〇、七一七	二二、三三九、四四一	四二五、七六一
卅二年合計	一三九、一一〇、五六六	三一、八六五、九一七	七七七、六六六

附註：(1)二十二年下期包括該年六月分之數字在內。

(2)三十一年下期包括該年六月分之數字在內。

觀上表，足見三十一年中央銀行集中清算以來渝市票據交換數字之龐大，不僅遠非民二十七年以前票據交換所時期所可比擬，即戰前與戰後之上海亦難望其項背。戰時通貨貶值雖為票據交換數字膨脹之主要原因，然近年來重慶金融及商業市場發展之蓬勃與交易之旺盛，仍為不可否認之事實。欲規

知市面票據流通之是否正常，尚須進而就其交換總額與交換張數之比例關係觀察，若兩者間能保持一相近之比率，且其增減升降之步調一致，則票據流通之情態正常健全，反之則否。三十一年六月以來渝市票據交換之總額空前膨脹，而交換之票據張數則不能隨交換總額作同比率之上升，致造成票據之交換張數不多而每張票據之面額則極端龐大之奇形現象。為便利比較起見，茲將重慶歷年票據交換額增加之百分比及每張票據之平均面額列表如次：

重慶市歷年票據交換比較表

期別	交換總額比率	交換差額比率	交換張數比率	每張平均面額(千元)
廿四年	100	100	100	2
廿五年	81	75	31	5
卅一年下期	4,124	5,717	227	96
卅二年上期	5,817	8,543	232	128
卅二年下期	11,793	17,294	380	220
卅三年	17,561	25,837	514	180

附註：三種比率係假定二十四年為100。

根據上表之分析，渝市票據交換總額三十二年較二十四年增加一七五倍有奇，交換差額增加二五八倍，而交換張數則僅增加五倍左右，足見大額票據在票據交換中實居於主要地位，就中尤以銀行開調撥頭寸與公庫款項之本票與支票為重要，銀行匯票參加交換者不多，至於郵匯局之匯票則迄未參加交換。此外尚有大批小額票據均未參加交換，一般往來戶向銀行取款之支票僅為提現備用，並不流通



市面，故亦未包括在交換範圍之內。渝市在比期制度尚未廢除之前，每逢月中及月底比期日，票據交換之總額差額及票據張數均較平日超出一倍乃至數倍。中央銀行於三十一年六月一日開始辦理票據交換，該月月中比期日票據交換倍形繁忙，故嗣後特將比期日之交換時間延長半小時；三十二年以後比期雖告廢除，然一般川籍行莊傳統習慣仍多集中月中及月底辦理收交，故票據交換之數字仍較平日為鉅。中央銀行自集中渝市票據清算以來，對於便利票據之流通，節省法幣之收付，並轉，與減除各行莊之清軋浮存，均有莫大貢獻，且中央銀行之地位亦顯已提高，足以加強控制信用並防止金融恐慌，對整個重慶金融市場之穩定與健全殆具有至重大之意義與作用。

(註一)三十二年五月財部規定省地方銀行之省外分行處以經營匯兌為限，不得兼營存放業務，因之渝市各外省地方銀行分行處之業務活動遂陷於坐停滯狀態，現僅財東省銀行一家因特殊情形仍得暫營存放業務。

(註二)江海銀行係川籍人士所創設，總行原在上海。

(註三)截至三十三年六月底為止，渝市錢莊改組銀行者僅仁裕、安慶、和濟及正和等四家，仁裕係改組為四川興業銀公司。

(註四)根據各行莊放款旬報表核計。

(註五)川省各地金融市場之比期日殊不一致，例如涪陵即習慣以每月十一及廿六為比期日。

(註六)渝市市場習慣借款均不願提供押品，比期放款尤純憑信用；三十年底財部曾令各行莊承做比期必須兼提押品，各行莊以此項規定窒礙難行而呈請修正通融辦理。

(註七)係根據各行莊放款旬報表核計。

# 倫敦金融市場

李崇淮

## 一 倫敦金融市場之特性

倫敦金融市場嘗執世界金融之牛耳。上次歐戰後，紐約金融市場雖起而爭先，然倫敦金融市場所處之重要地位，仍未至根本動搖。倫敦金融圈 (The City of London) 之情況，仍如世界金融狀況之指標，其金融變動瞬息可以波及全球。一九三一年世界經濟恐慌潮襲入英倫時，世人或以倫敦金融界勢將傾圮，然對倫敦市場有較深認識之學者，則堅信其不然。法人研究英國金融之學者 R. T. French 曾有言曰，吾人有一理由可以堅信倫敦金融界不致遭受致命危機：一乃倫敦金融界之優越地位係基於地理的、歷史的、經濟的及道德的原因，這些均非一時金融波動可以搖撼。一為其技術組織 (the technical organization) 之完密堅韌，遠非一般金融市場可比擬…… (見氏著 *British Banks* P. 21.) 果然，此震撼世界經濟之狂潮，使美國無數銀行倒閉，德國及中歐金融凋疲，法國亦有若干銀行慘遭顛覆，英國銀行則雖在歐陸及其他各國之債權，遭遇極大風險，然倫敦金融市場之地位，仍能屹立不動。英鎊之早期貶值，雖有其助益，然倫敦市場組織上之優越嚴密，使其能擔負風險，實為其更重要之原因。

考倫敦金融業務之起源，最早可溯自十一世紀猶太人之移入。惟倫敦金融市場有基礎的發展，卻

肇始於十四世紀之初。時義大利人不堪國內之分擾，避難來英，英王愛德華二世，開倫巴街(Lombard Street)供彼等居住。此際許多金融名詞，如「銀行」、「債權人」、「債務人」、「破產」、「現款」等——及其業務乃由彼等源源導入。其後，倫巴街金融業務日益發達，初以金匠銀匠(Goldsmith and silversmith)爲主，彼等逐漸經營存放款、匯款、及典當業務，並發行現款流通券，而成爲金匠銀行家(Goldsmith Bankers)，殆爲他日銀行之嚆矢。迨至十七世紀，英國已有私家銀號之設立，Child and Co.及Chas. Hoare Co.此時貼現業務已開始發達，一六九四年英格蘭銀行成立後，始爲英國銀行制度及倫敦金融樹一磐石。當時私家銀行漸趨發達。十八世紀，用支票支付之方式通行，在信用制度方面，畫一新開展。其後，合股銀行興起，展開合併運動，吞沒多數私家銀行，並互相兼併，遂形成今日之「五大」及其他各商業銀行；爲倫敦金融市場之中堅。緊隨銀行制度之進步及國際貿易之勃興，承兌制度興起，票據與其貼現業務益趨發達。降及十九世紀中葉，倫敦金融市場之機構及其關係，業已大備。今日構成市場之各種機構，既有悠久之歷史，環境變遷與經驗之累積，胎化而成倫敦金融市場穩健堅實之特性。

自工業革命而後，英國因具有優越之先天條件，如產煤之豐富，氣候之溫適，交通之便利等，以及政局穩定，對外軍事勝利，殖民地日漸擴展，使工商業因而突飛猛晉，國際貿易迅速開展。倫敦爲英帝國政治經濟之中心，加以就國際商務之觀點，具備地形與交通上優越之條件，於是遂成爲世界貿易之中心。國際商務，以倫敦爲中心，倫敦在國際金融上之地位，以及英鎊在國際收付上之地位，亦因而形成。由於商業上支付之需要，及英鎊價格之穩定，英國鈔券及英鎊票據遂成爲國際收付之工

具。世界各處之進出口商人，因之不得不與倫敦金融界發生關係。因收付之集中，造成資金之集中與借貸之集中，倫敦遂成爲國際金融之重心。

倫敦金融市場之能成爲國際金融之重心，除前述外在之原因外，尙有其內在之特點。舉其要者，爲其機構之集中，傳統保守之精神，處理業務之效能與互助合作之特性。此四點實爲倫敦金融市場之靈魂，爲研究倫敦金融市場者所應同時注意。

金融市場固無須有形之境界，然倫敦金融之業務，集中於倫巴街附近。此於提高業務效能及增進互助合作均有裨益；而其尊重傳統因習之精神，尤爲其能圓滑運行之重要因素。五百餘年來，倫敦金融之活動，不脫以倫巴街爲其心臟，此應歸功於英人尊重傳統習慣與實事求是的特性。英倫各行常以古老自炫，如馬丁銀行(Martins Bank)仍以其古老之「蚱蜢」(grass hopper)標幟自傲，克林米耳(Clyde Mills Co.)亦以錨(the anchor)爲榮耀，蓋均金匠時代之遺記也。各金融機關均設於倫巴街及其附近之地區約半方哩以內。皇家交易所，股票交易所，米得蘭及勞埃銀行之總行，以及被稱爲「針線街老太婆」(The old lady of Thread-Needle Street)之英格蘭銀行均圍集於此。威士特明士特總行之大廈聳立英格蘭銀行之後，巴克來銀行及國民省銀行與清算所均近在咫尺。小小區域之內，幾無往非銀行、經紀人、保險公司及其他金融機關。此外，尙有電話局、郵局、飯館、及其他便利交易活動之處所。在各銀行附近數條街口，或爲船公司，或爲紡織商人，或爲橡皮商人，或爲香料商人。所有各式各樣的交易市場，幾全集中於此方圓半哩之境內。各事業巨頭常出入此一金融圈子(The city)中之俱樂部或會所或承兌商號之餐室，利用往返途中或酒食交際之時以保持接觸。各經紀商每日按銀行換

門逐戶接洽生意，探詢商情；雖最廣散的洽商或交易，亦可於半小時內完成，機構之魚中，實有其不可磨滅之功用；蓋既可經濟時間及人手，減少現金及要件攜帶之危險，又可增加各方人員之接觸與合作。舉凡人專、時間、工作及經濟各方面之效率，均可提高。應付金融及商業之變動，尤重機警、靈活與穩妥。倫敦金融市場之集中化，為其歷史所賦之寶貴遺產。其次，倫敦金融市場平時亦無法律之限制與監督。其合理的運用，殆完全建築在傳統的信念與各機關對英格蘭銀行之融洽與合作之上。此一方面固為銀行系統集中之結果，一方面亦有賴人事關係之培植，抑亦歷史推演與環境蘊育之結果也。各大商號銀行之主持人員均具高深知識與經驗，經紀商及其他從業人員對國內外之政治經濟情勢，莫不精研稔悉。其尤足特書者為倫敦金融界之互助合作精神與遵守從業道德。在倫敦金融圈內，歷代之從業人員、銀行家、票據商、證券商，莫不具休戚與共之觀念。非但各金融機構中間能友好聯絡與互助，即對金融圈外之顧客亦能保持良好之聯絡。倫敦金融家對於同業競爭者之失敗，從不幸災樂禍；反之，都認為金融界之污點，足以危害整個之榮譽。因之養成一種緩急相連，合作防患之同業道德。英格蘭銀行為金融市場之台柱，對於策進同業安全尤能隨時盡其最大之努力。「五大」銀行雖與英格蘭銀行之關係甚為疏淡，但遇有重要事故，亦多能與之通力合作，且絕對遵守其決策。此種互助合作，遵守最高決策之精神，實為倫敦金融市場能固潛運行之要件。第一次歐戰及一九三一年之經濟危機曾予倫敦金融市場以最嚴重打擊，然卒能安穩渡過。總觀倫敦金融市場之所以能成為國際金融之中心，內外均有其特殊之條件，殆非偶然也。

## 二 倫敦金融市場之組織

倫敦金融市場之組織，乃歷史演變之結果，非由人工或法律所強制而產生，故自發性多於被動性，有機性多於無機性。又因其所交易者，悉為短期信用，故極富流動性。組成市場各分子，頗合乎分工合作之原則；各司專業，井井依然，而由票據及短期信用溝通其間。彼等保守性甚大，故能歷久而不紊。設論倫敦金融市場為一有機體 (organic whole)，以英格蘭銀行為控制血液流動之心臟，「五大」及其他商業銀行為骨幹，承兌及貼現市場為脈絡及神經，票據及短期資金為血液，則吾人對其組織，可以思過半矣。

### (1) 市場組織之機構

英格蘭銀行為全世界歷史最久之中央銀行；其在英國金融組織上之地位，確如一身之心臟，舉凡中央銀行之三種重要特性：發行銀行、銀行之銀行、及政府之銀行，英格蘭銀行皆備具備，且其發揚光大之。其對於倫敦金銀市場，一者操有發行獨占權，得以操縱全國通貨之供給；一者保有各大清算銀行之現金準備，得為全國信用之堡壘；一者總管政府財政收支及代理政府債券證券之發行，得為財政影響金融之中介。此三種權力掌握其手，遂使其對於金融市場之控制，能如用手使臂。至其控制市場之手段，則如一般所知為「銀行利率」與「公開市場買賣」之運用。英格蘭銀行每週發行公報，告其銀行部與發行部之財務狀況；其鈔票發行額，係證券保證額與金幣價值之總和。惟英格蘭銀行鈔票之發行與流通，並不足以代表流通金融市場之通貨。蓋英人之習慣，支票之運用可九倍於現金支付

也。銀行部資產以「政府證券」爲多，「其他證券」次之。其公開市場活動即假手此等證券。其他證券中之「貼現與貸放款」多半爲救援票據及證券經紀商之貸款，用爲金融市場之後盾。負債方面之「其他存款」中之「銀行存款」爲各清算銀行之準備金，其與「貼現及貸放」之漲落同爲金融市場備用鬆緊之晴雨計。

諸大商業銀行爲倫敦金融市場之骨幹。其中以十大清算銀行爲主體。此十家清算銀行爲：密得蘭銀行 (Midland Bank) 巴克來銀行 (Barclays Bank) 勞埃銀行 (Lloyds Bank) 威士特明士特銀行 (Westminster Bank) 國民省銀行 (National Provincial Bank) 馬丁銀行 (Martins Bank)、戴孔銀行 (William Deacons Bank) 國民銀行 (National Bank) 密爾公司 (Glyn Mills Co.) 及哥次公司 (Coutts Co.) 前五家銀行，號稱「五大」。一九三七年底，英倫十五家合資銀行分支行總數爲一〇〇九七處，而「五大」之分行占八五八四處，合85%；資本公積與存款總額達二、四九〇、二五五、二五八鎊，而「五大」占二、一四八、五〇〇、九〇〇鎊，合89%。此銀行信用之集中，殆爲英倫之特色。各大清算銀行均係典型的存款銀行，資金來源除資本與公積外，悉以存款爲大宗。銀行之負債，其屬於存款者，經常占百分之九十二三。此外，屬於英土者，尚有五合資銀行及三家私立銀行，八家蘇格蘭銀行及三家愛爾蘭銀行。而自治領及殖民地銀行與其他外國銀行在倫敦之分支行數額亦多，彼等之主要部分雖在國外，惟在倫敦市場中之地位，亦相當重要，除便利商業收付外，每兼充各地政府之募債、借款、還本付息、放款或投資之機關。彼等非但創造匯票，且亦購進或承受匯票，倫敦金融市場之具國際性者以此。

承兌商號 (acceptance houses) 爲倫敦金融市場之重要脈絡，一般稱爲「商人銀行家」(Merchant Bankers) 緣係商人演變而成。十九世紀初倫敦國際貿易發達，進出口商人以票據而爲支付，必需有殷實可靠之信用保證。初由資本雄厚之商人，擔當此任，從中獲取手續費，繼則因有利可圖，乃趨專業化，其使命悉爲承兌匯票，保證到期付款。彼等之簽名，足使國際之票據，立即變爲現款，而流通於市場。承兌票據時，通常徵收一半釐之手續費，是爲其主要獲利之所在。出票人通常皆有款項存於承兌商號以保證到期票據之償付。承兌商號則用以投諸金融市場以生利息。規模較大之承兌商號，兼收活期存款，收購票據，並承銷他國政府及公司所發行之債券，代理還付本息，及作工商業之投放。倫敦市場貼現組織之完備及利率之低，誘使世界各處承兌票據趨集倫敦，而使金鎊票據成爲國際間之重要通貨，此種商號，實與有功。惟自一九三一年後，國際貿易不振，國際間資本移動遲滯，多數國家又實行外匯統制，使承兌業務大受打擊。同時，因政府財政不能平衡，致國庫券大量發出，一般投資，轉以國庫券爲大宗對象，致使商業匯票出路遭受排擠，承兌商號之業務，因而趨於衰落。諸承兌商號可按其規模與營業性質分爲三大類：第一類，除以承兌票據爲主要業務外，亦兼營外國在倫敦之大宗放款；計有 Baring Bros Co., Hambros Bank, Lazard Bros. Co., Morgan Grenfell Co., N. M. Rothschild Sons, G. Henry Schröder Co. 六家。第二類以承兌業務爲主，以其他銀行業務爲副，計有 Brown, Shipley Co., Erlangers Ltd, Kleriwart Sons Co., M. Samuel Co. 四家。第三類包括其餘以承兌業務爲主之商號。足資代表者爲 Arbutnot Latham Co., Ltd., William Brandt's Sons Co., Antony Gibb's Sons, Goschens and Cunliffe, Grace Brothers Co., Ltd., Guinness, Mahon Co., Ltd.,



S. Japhet Co., Ltd., H. S. Lefevre Co., London Merchant Bank, Ltd., A. Ruffer, Sons Ltd., & Seligman Brothers Ltd 等十一家。以上二十三家承兌商行，泰半成立於十九世紀之初，而係由國際貿易商人演變而來者。其中初來自外國或由外商主持而後歸依英倫者頗不在少。

買賣或貼現票據之經紀商爲倫敦金融市場之重要一環。此等經紀商或個人或爲商號，或爲公司，彼等熟悉承兌人之信用、地位、及金融市場之形勢，藉短期資金之活動而溝通票據之流轉，予金融市場以極大之流動性，而爲連接金融市場各部之鎖鏈，尤爲英格蘭銀行與諸大商業銀行之橋梁。其主要工作，乃按日或按週向商業銀行或其他金融機關借入款項，或以存款用作利率較高之票據貼現；利率高低之所差，卽爲其利益之所在。所經營之票據，大別爲國內商業票據、國際貿易匯票、及國庫券三種。此等票據及其活動，悉爲倫敦市場短期信用所寄託。構成貼現市場之三種主要分子，可分述如下：一爲跑街經紀人(Running brokers)。卽單純爲票據買賣之中間人或掮客，爲數有八。彼等多不自居買賣當事人之地位，其目的唯在取得手續費。其本身無資本。——彼等固有「資本」，此「資本」乃其經驗與信用也。跑街經紀人對於票據之供需及到期時日，出票人，承兌人及買賣雙方之情況，知之甚稔；操之有素而行之穩健。故信譽卓著，成爲金融市場極重要之活動角色。彼等對於票據買賣及利率決定之意見，常爲各關係方面所重視。各銀行購買票據，常委託彼等經手。一爲私家商號(private firms)，本身具有資本以營票據買賣。惟其資本或悉數投資於有價證券，而以此有價證券作抵押品再向各銀行融通短期借款，以爲買賣票據之資金。此種私家商號共有十四家，全部資產共約五百萬鎊。一爲公司之組織：公設者有三家：爲 Alexanders Discount Co., National Discount Co., Union Discount

Co. of London 私設者五家 Cater Co., Fairfax Co., Gillett Bros., Discount Co., Reeves, Wilbur Co., Smith St. Anbyn Co. 均為有限責任。一九三七年三家公設公司之資本與公積為七百八十萬鎊，借款與存款約一萬二千萬鎊，所貼現之票據約一萬萬一千五百餘萬鎊。平時各公司購入票據，一俟有利可圖，即將票據拋出。其所運用資金來源一方面係於公開市場上按日或按週借款，多半為各大清算銀行之日拆及通知放款，一方面兼收公衆存款，特別是進出口商之活期及通知存款；通常票據公司給此等存款以複合資銀行之存息高約半一釐之利率。凡此，均為吸收市場之短期游資而來，故最富敏感性，市場短期資金之供需稍有微波，貼現市場立呈反映，喻之為倫敦金融市場之神經系統，實不為過。一旦市場緊縮，各商業銀行索還放款時，票據經紀商應立即施行緊縮，利率升高，如寸道緊，惟有以所有票據向英格蘭銀行轉貼現，或轉做押款。英格蘭銀行可隨時應票據商之請求而貸予款項，為期一二日者以較清算銀行利率約高一釐之銀行率計算；期限較長者以較銀行率約高半釐之抵押放款率計算，惟以七天為限，蓋為防止票據商之投機取巧也。

## (2) 市場之交易籌碼

敦倫市場上所授受流通之票據，可依其性質大別為二大類：一為本票(Promissory Notes)以財政部所發行之國庫券為主，一為匯票(Bills of Exchange)。此外尚有國內外公司團體所發行之他種票據(Fancy Bills)及舶來票據(Exotic Bills)。後者可再分為兩種，一為可持向英格蘭銀行再貼現之票據，具有二英人背簽，而其一為承兌此票據之銀行或大商號者，即所謂銀行票據或第一流商業票據是；一

爲不能持向英格蘭銀行再貼現者；包括外國銀行承兌票據，普通商業匯票，以及在倫敦付款之外國票據 (Foreign Domicles) 等。各項票據，就安全可靠言，以國庫券最佳；銀行票據次之，商業票據又次之。

國庫券起源於一八七七年，時財政部需款甚殷，又不欲增加長期公債，乃從經濟學刊 (The Economist) 主筆貝基浩 (Walter Bagehot) 之建議，而創行一種短期政府證券，卽所謂國庫券是也。其券面刊有「……憑此國庫券×××君或來人得於×年×月×日向英格蘭銀行自帝國統一基金下支取×××鎊……」等字樣，由財政部負責人簽署。國庫券可毋須註明持票人或背書簽讓。到期償付，從無遲誤。因此流通之廣，遠非一般票據所及，形成短期資金之理想出路。其發行與償還，均由英格蘭銀行經手。期限有三月、六月、九月及十二月四種，但以三月爲最多。發行方式係以投標出之，每屆星期五，政府於倫敦公報 (London Gazette) 以一定方式廣告下星期五發售國庫券之數額 (每次約四千萬鎊左右)，招人投標，凡有意投標者於標書上填就出價認購之數額，(不得少於五十鎊。)

由倫敦銀行，貼現商號或經紀人經手於下星期五下午一時以前送交英格蘭銀行。得標者，最遲於次日獲通知。中標人應於其承募庫券上註明之發行日期午後二時前 (如爲星期六則爲十二時前) 以現款或英格蘭銀行支票向英格蘭銀行繳款。三月期之庫券，可因月分長短而有九十、九十一、九十二甚或八十九天之分別。發行之際，乃按日數扣除利息以標價。如爲期九十一日，利率 $\frac{3}{4}$ %，於是一百鎊國庫券之標價爲九十鎊十七先令三便士。若利息爲 $\frac{3}{8}$ %，則其標價爲九十九鎊一先令十一便士。每百鎊內，開價之變動以一便士爲最小單位，一便士以內小數不計。因國庫券數量龐大遠非一般票據所能比擬，故其在倫敦金融市能占極重要之地位，尤以上次歐戰前及戰事期間爲然。一九一六年四月至一

九二一年四月間此投標制度曾一度廢止，而由政府改依定率發行三月、六月、九月各期庫券，數目無限制。此定率雖由政府規定，但常受市場情況之影響，惟當時市場殆完全處於政府控制之下，故並無妨礙。前此國庫券幾全部執於銀行及貼現商號之手中（因經手投標之故）。是時則對於一般購買大衆，大開方便之門，俗稱此爲「溢額發行」(“on tap” issues)。且政府以此方法迫使市場其他票據利率追隨國庫券利率而波動，藉以控制整個貼現市場，惟此制度，今已不復實行。但國庫券之領導地位，仍未動搖。一九二一年七月二十三日，國庫券流通量曾一度達一、二〇七、一八七、〇〇〇鎊，其後因政府緊縮短期債務而減少。一九二八年至一九三八年間國庫券之存在量盤旋於六萬萬至九萬萬鎊之間，每次國庫券之發行，投標之數目常較預備發行爲多，其未曾流入市場之剩餘國庫券移次週發行或由英格蘭銀行自購，或由其他政府機構如郵局等承銷；此亦「溢額發行」之一法。英格蘭銀行所承受者則列入「其他政府證券」項下。一九二八年鈔票發行合併以後，英格蘭銀行保證準備擴張，「其他政府證券」所包含之國庫券鮮有在一萬五千鎊以下者。國庫券之發行亦有季節變動，大抵十二月至三月較多，三月至十二月較少，恰與政府稅收之增減若合符節。就各年之長期趨勢言，一九二九年至一九三二年，國庫券發行數下降，一九三二年後因財政公債之收回及對美債務之償還均由發行國庫券出之，更加籌措外匯平準基金之故，其數大增。一九三三年外匯平準基金在美國放棄金本位後由一萬七千五百萬鎊增至三萬七千五百萬鎊，國庫券數額乃益增。流於公開市場之國庫券，在一九二七至一九三一年間其數常在四萬五千萬鎊與五萬五千萬鎊之間。一九三二年三月以後，由於其他票據之缺乏，市場吸收國庫券能力增大，其數更增。以前國庫券利率較其他票據利率約低壹釐，一九三五年後

因銀行與貼現商號間，及貼現商號彼此間之協調，使國庫券利率穩定於市場利率之上，一九三九年三月期國庫券利率約為〇、七六釐，而銀行三月期承兌票據利率為〇、七五，前者約高〇、〇一釐。惟自戰爭發生以後，銀行票據利率乃升高為一、〇三釐，國庫券利率亦升至一釐間或達一、〇一釐，惟為時甚暫。國庫券在倫敦之分布，殆以三處為大宗，一為英格蘭銀行，一為外匯平準基金，一為公開市場。

由於國庫之發行成效卓著，於是英國地方政府，公司團體，及外國政府與屬地政府為籌措短期資金計，亦依照國庫券之發行利用短期期票，向倫敦市場換取其所需要之資金。此種票據可依其發行人大別為兩種，一為外國政府、自治領及殖民地之理財票據，名曰舶來票據 (Import Bills)。一為英國本土公司團體之理財票據，統名之曰他種票據 (Tamey Bills)。

一九二五年以後舶來票據在倫敦盛行，大部分係由外國政府、自治領或殖民地政府委託英國銀行家——以承兌商號為主——直接向銀行發售，如 Hambros, Bant 之代理希臘、芬蘭、挪威諸國政府；Barings 之代理阿根廷，Schroders 之代理漢堡，Rothschild 之代理智利等。帝國所屬各邦發行此等票據時，有時亦出以公開投標之方式，如澳大利亞、紐西蘭、堪尼亞等之庫券是。印度政府亦按期以三月期票額額，惟係以虛耗計算，而在加爾各答發行。倫敦銀行家亦樂以其部分代向倫敦市場招募，蓋可藉以促進英鎊虛耗之買賣而獲利也。一九三一年以前，倫敦市場之舶來票據頗占相當地位，一九二五年至一九三一年間，計有阿根廷五百萬鎊，希臘一百五十萬鎊，匈牙利一百萬鎊，他如柏林、漢堡、佛蘭克福等城市，亦有相當小額流通。惟一九三一年智利及德國城市票據曾因無力償還而凍結於倫敦

市場，不無損於船來票據之信用。帝國自治領政府票據在倫敦發行者，以一九二九年為最巨。一九二九年九月起，澳洲聯邦動輒發行庫券，初以一年為期，嗣改為五月、六月、七月、最後改為三月期。迄一九三一年底，其數多在八百萬鎊以上，而在同年五六月間，一度高達一千八百萬鎊左右。新西蘭所發行者，在一九三一年亦有四百萬鎊，堪尼亞之一百萬鎊後改為長期債券。但若加拿大之新布倫希維克省於一九二八年十一月，經蒙特星銀行(Bank of Montreal)之手而在倫敦發行庫券九十五萬五千鎊，後改為六月與一年期兩種，迄一九三二年仍流通於倫敦市場。此外地方政府、團體、及公司發行短期票據者，有 Port of London Authority, Metropolitan Water Board, Liverpool City and Country Borough, Edingburgh, Glasgow Corporation, County of Ayr, Southampton, 及 Mansey Docks and Harbour 等，期限大都為六月或一年，為數亦曾達二百萬鎊左右。船來及他種票據(或庫券)，在一九三一年前銷路甚廣，信用至佳，普通貼現公司與票據經紀人均樂於應募，尤當購者踴躍競爭之時，可得便宜利率，值其他證券短少之時，更屬適宜之投資。一九三〇年底，曾一度達三千五百萬鎊，嗣由於世界經濟危機之影響，一九三二年後，一度大減，一九三四年後，復以低利率之故，各公司團體又利用此法籌款，於是又形活躍。

銀行票據乃倫敦市場商業性質票據之主體，悉國內各承兌商行、各合資銀行、或信用等於銀行之信用公司為賣主或買主所承兌的信用。因為各承兌機關的信用可靠，故流通甚廣，被稱為第一流或上等銀行票據(Prime or Fine Bank Bills)，可向英倫銀行貼現。在理論上，此等票據之貼現率原應一致，但事實上或有因承兌者之信用過於膨脹而使購者提高貼現率使高於正常約貳釐、貳釐或貳釐。

一九三一年銀行票據利率多爲〇·七五釐，戰爭發生以後升爲一·〇三釐左右。銀行票據除第一流者外，尚有所謂外國代理處票據 (Foreign Agency Bills)，爲外國銀行在倫敦代理處所承兌之票據，不能向英格蘭銀行再貼現；蓋因所負責任者之大部分資產在外國故也。因之，較前者之貼現爲遜，其率恆較高 $\frac{1}{10}$ 、 $\frac{1}{5}$ 釐，收買者承購票據時，如發現包中外國代理處票據超過10%，多半拒絕貼現，或提高利率。

商業票據可分第一等商業票據 (First-Class or Fine Commercial Bills) 及普通商業票據 (Trade Bills) 兩種。前者乃聲譽素著之商人間互發之匯票，爲具有兩英人之姓名 (其一必爲承兌人) 即可向英格蘭銀行再貼現，其貼現率恆較銀行票據約高 $\frac{1}{10}$ 釐至 $\frac{1}{5}$ 釐，但後者鮮見於市場之中。多由各存款銀行爲其顧客，直接貼現購買，使其到期收款，其出售於承兌商號、票據商或英格蘭銀行者，爲數甚微。一般商業銀行之貼現率恆較高於銀行票據。

所謂外國票據者，係出票人與承兌人均爲外國人，而在倫敦付款之匯票。此種票據之動機有二：一爲避免該國幣值漲落之損害；一爲分享倫敦之貼現便利與低利率。英國合資銀行及承兌商店等均不樂於對此投資，致不爲市場所歡迎。英格蘭銀行因其對倫敦市場無益，亦拒絕再貼現，故流通量極少，而貼現率亦高。

以上各式票據在倫敦金融市場之存在量，以國庫券爲最多。一九二七——一九三四年各年平均約在五萬萬磅左右。銀行票據次之，在二萬萬磅左右。其他票據最少，約在二千五百萬磅左右，總額約在八萬萬磅左右。最高曾達十萬萬磅，而最低未少於六萬萬磅。其中掌握最多者爲十大清算銀行及六

家蘇格蘭銀行，平均在三萬萬磅左右。次爲貼現市場，約在一萬九千萬磅左右，承兌商號約二千萬磅左右，英格蘭銀行部在五千萬——一萬萬磅之間。此外，尚有三分之一票據，約二萬五千萬至三萬萬磅係爲英倫銀行系統以外其他國外金融機關，如殖民地及自治領銀行所掌握。

### (8) 市場之資金來源

倫敦金融市場之信用泉源，爲英帝國新舊儲蓄及各國與海外屬地投入金融市場之資金。此等資金步入金融市場之第一道橋梁，爲通過各大商業銀行，承兌商號及貼現公司之存款。英國社會本屬富有，「銀行家信託公司」(The Bankers' Trust Co.)之費斯克君，(Harvey Fisk)曾於一九三〇年作一估計，謂英人每年平均收入爲四〇九美元，而法人爲二〇一美元，英人可二倍於法人。此種豐富收入，加以英人節儉遠慮之習性，故能使各銀行吸收大宗儲存以作金融之活動。據一九三〇年之估計，英國金融市場之信用以市值三萬二千萬磅之黃金爲基礎。鈔票流通不過三萬八千萬磅，而銀行存款竟達二十六萬萬磅，爲前二者總和之三·七倍；此廣大豐富之銀行存款係社會各分子以活期存款 (Current Accounts) 或定期存款 (Deposit Accounts) 存入各大金融機關者。活期存款隨時可以提取，固無利息。定期存款又分通知存款與固定存款兩種。通知存款需在通知後七日方可提取，其利率恆較英格蘭銀行率低二釐，惟當銀行率爲二釐時，則以三釐爲準。一九三二年後，迄今未變，固定存款存期較長，利率較高，但經雙方約定。活期存款與定期存款互爲消長，當經濟繁榮時，存戶希望週轉靈便，故多以活期存款爲對象。當經濟衰落時，存戶不甘冒險，樂於定存以謀薄利。故此二者之增減多少與金融市



場之榮衰有關。一九三一年前活存之數遠較定存爲高，一九三二年後二數恆相伯仲，存款總額占各大銀行資金總來源百分之九十以上，其餘不及百分之十者，以各行資金與公積及或有負債也。一九三九年底，倫敦最大之十一家清算銀行存款達二、四四一萬磅，戰事發生後，逐漸增高，一九四二年六月達三、二六三百萬元，占總負債百分之九十三強。

社會資金通過此第一道橋梁後，除有一部分爲各大銀行留作庫存頭寸（平均約 $6\%$ ），一部分存入英格蘭銀行作清算之用的現金準備（約 $2\%$ ）——是爲各大清算銀行與英格蘭行唯一而重要之連繫（前二者合計，倫敦十一家清算銀行在一九三九年十二月共爲二七四百萬磅，占總資產約 $1.02\%$ ）——及一部分存款同業外（約 $3\%$ ），其流入市場之方向大別有三途：（一）「顧客放款」。此乃對於工商業顧客之抵押或信用放款，倫敦各金融機關對於工業之長期資金例不感興趣；此款多半爲供給短期運轉之用者，其利率較銀行利率高，釐，爲各行資產之大宗，皆有及各行資產總額之半者，惟近數年來，百分率漸降，十一大銀行一九三九年十二月共爲一、〇一五萬磅占 $3.7\%$ 強。（二）長短期政府證券之「投資」。依照倫敦金融市場常例，此類約占各行資產 $20\%$ 左右，其額之大小，間接受市場景況所影響；蓋一般銀行係以此爲運用資金之鬆緊帶，設市場需要殷切，此額即將減少，以便移作市場放款之用。戰爭發生後，此數增高，十一大銀行在一九三九年十二月有六〇七百萬磅，占 $22.5\%$ 強。（三）「貼現票據」。包括銀行貼現購買之國庫券、銀行匯票、與商業票據，或爲顧客直接求貼，或爲經紀商代爲接洽者。國庫券與匯票之消長，頗足表示金融市場及政府財政狀況之一斑。蓋若政府擴充國庫券之銷售以增收入，或於商業不振時，則匯票之購買，即將減少。各大清算銀行購買匯票，多不若票據

經紀商之俟機再出售，彼等多保留俟其到期在一九三九年十二月十一大銀行其保有三三四百萬鎊，占13.40%。(四)「拆放與短期通知放款」(Call Loan and Short Notice Money)乃放於票據及證券經紀商之款項，雖占各行資產構成數約百分之六七，然都為短期資金輸入貼現市場之重要門徑，亦為市場動態之支配因素。蓋其感應最為靈敏也。一九三九年十二月十一大銀行，總數為一七四百萬鎊，占資產6.4%強。

貼現市場為金融市場活動之重心，其資金之主要來源，一方面係各經紀商，一如商業銀行之吸收國內外存款，其利率較一般商業銀行所付者約高 $\frac{1}{2}$ 至 $\frac{3}{4}$ 釐；一方則為借入之「拆放及短期通知放款」。供給是項借款者，以清算銀行為主，次為承兌商行、外國銀行屬地銀行、及其他金融公司等。各機關銀行於每日清晨計算頭寸之多寡，十時半左右當各票據商向借放款時，即按頭寸之多寡隨時酌量貸與。期限分一二日或一週，視借需情形而定。期限為一二日者，因歸還在即，不能多事週轉，故通呼曰「壞款」(Bad Money)，期限較長者，則為「好款」(Good Money)；新拆借之款項，名曰「新款」(Fresh Money)，轉期之款項，名曰「老款」(Old Money)。每日拆款為期限為最短者，二十四小時內即需歸還。借期逾長，利息愈大，普通較「銀行利率」低一釐左右，但因多半於隔日方可決定。各銀行於每日營業結束時尚存有餘款，即以之通知經紀商，用為利率較低之「一夜放款」(Over-Night Loan)。經紀人拆借此等款項時，多以數值較高之抵押品交付銀行，此款抵押品多為國庫券及上等匯票，其他證券則銀行多不樂意接受。倫敦金融市場之現金流動以拆款為大宗，而拆款之抵押品，係以短期國庫券與上等匯票為主，此純粹以流動性為前提之信用活動，殆為倫敦金融市場之特色。

倫敦市場之存款泉源，以各大清算銀行爲大宗，其短期信用之流出，亦以各大清算銀行爲大宗。是則各大銀行之行動，與金融市場休戚相關。各大銀行應付金融市場變動之第一道防線，如自身頭寸及存入英格蘭銀行之現金，次爲貸於經紀人之拆款，再次則如貼現票據。每當金融緊縮時，各行首先挪減英格蘭銀行之現金，次則催收放入市場之拆款，再次則爲出售國庫券及匯票，於是，金融市場之信用流通，亦由鬆趨緊矣。各大銀行衡度市場信用之鬆緊，恆以其本身現金準備率爲主。通常彼等頭現金與存在英格蘭銀行之準備，合計約占百分之十至十一，不及此數則信用看緊，超過此數則信用看鬆。

### 三 倫敦金融市場之活動

#### (1) 市場之變動指標

倫敦市場表示金融變動之指標，爲各項金融利率。市場上金融利率之最要者，首推英格蘭銀行之利率，通稱「銀行利率」(Bank Rate)，即英格蘭銀行對合格票據之貼現率，英格蘭銀行固爲金融市場之權威者，但並不欲一般金融機關平時羣趨該行貼現，藉與各銀行爭利，故其利率較一般爲高，固自視爲金融市場之後盾而已。此銀行率乃爲金融市場各項利率之中樞。各銀行之存款及放款利率向以此爲根據。如清算銀行之通知存款利率，每較銀行率低 $\frac{1}{2}\%$ ，放款利率常低 $\frac{1}{2}\%$ 。英格蘭銀行爲保障國家金融之穩定起見，竭力維持其穩定而低平，是爲該行一重要政策。平常銀行率之增減，恆順序而進，

增高時，每次遞增1%或1/2%，降低時每次遞減1/8。除銀行率而外，英格蘭銀行對於抵押放款又另用一種「抵押放款利率」(Lombard Rate)此常較銀行率為高。

重要性次於銀行利率者，乃「票據利率」(Bill Rate)，俗稱「市場率」(Market Rate)，即一般上等票據在市場之貼現利率。其變動範圍恆在銀行利率與各清算銀行對經紀商放款利率之間。前者為其上限，後者為其下限。其所以不能高於銀行利率者，蓋逾乎此則羣將直接求助於英格蘭銀行也。其所以高於放款利率者，蓋票據商需足以償付其成本也。苟金融鬆動，資金徧尋出路而票據供給少於需求時，票據利率即下降，倘下降至票據經紀商借款利率之下時，則票據商行將蒙受損失。又設票據流通過多或金融緊迫時，市場利率即行上升。倘各銀行頭寸看緊，則提高放款利率，或停止拆放，或向經紀商催款。於是後者一方面提高貼現率，一方面趨避英格蘭銀行求援助，向其借款或再貼現票據。各式票據利率亦非完全相同，尚可區分為國庫券利率、上等銀行票據利率、上等商業票據利率等，各視其性質與供需而定，但其趨勢大致相同。

除上述者外，其影響仍見重要者，尚有日拆及短期放款利率。即前述各行放於票據及證券經紀商之利率。各項利率按日拆利率、國庫券利率、上等銀行票據利率、上等商業票據利率、銀行利率、及英格蘭銀行抵押放款利率之先後而愈趨愈高。其中之一發生變動，其他亦即跟隨變動。歐戰發生，各項利率提高，一九四〇年後，日拆與國庫券利率，迄在一釐左右，銀行票據迄在一、〇三釐左右，銀行率迄穩定為二釐。抵押放款利率亦鮮有變更。

## (2) 影響市場之力量

通常支配倫敦金融市場變動之主要因素有三：一為短期資金之供需，一為票據之供需，一為英格蘭銀行之政策。當金融市場之短期資金減少或原有資金不敷需要時，則市場信用，開始收縮，各大銀行初則減少存於英格蘭銀行之現金準備，繼則對於放款謹慎，或停止新款拆放，或催促在外資金之償還。票據經紀商感覺短期資金之運用不暢，於是將所存票據拋售，或提高新貼現利率，如尚不足以應付週轉及償還各大銀行之拆款時，乃求助於英格蘭銀行以票據向之再貼現，或抵押借款。於是英格蘭銀行為經紀商之後盾，放出一項以救濟經紀商，藉資鬆動市場。短期資金自英格蘭銀行流出，於入經紀商之手中，經紀商再以之償還商業銀行，商業銀行之放款，收回既多，現款增加，則存於英格蘭銀行之現金準備亦提高，至正常準備率，市場乃得恢復原有之狀態。

市場票據之供需，常與短期資金處於相反地位。蓋短期資金多半用於票據之貼現；設票據之供給增加，則短期資金之需求增加，此時若短期資金不自動增加，即短期資金「相對的」減少，市場即現緊張。票據之供給如常，資金外流或由於其他原因如季節需要而短少，其結果均如前段所述之情勢。設票據之供給減少，即短期之需求減少，則短期資金之供給「相對的」增加。又若票據之供給如常，短期資金由於外資流入或季節原因而增加時，則市場信用均呈擴張，利率逐步下降。利率下降，資金週轉靈便，對於工商業的活動，頗有助益，惟若任其自決，則國內資金且將外流。直至國內資金又復短縮及利率提高為止。故英格蘭銀行為防止資金外流計，或提高銀行率，或實行公開市場買賣，以收

縮市場信用，而促使其他利率跟隨高漲故在承平之時，英格蘭銀行利率有如一水關，其啓閉可以操縱資金之國內外移動。

### (3) 英格蘭銀行對於市場之控制

或謂「設無英格蘭銀行之控制與保護，倫敦金融市場決無今日之優勢」，此語頗中肯綮。英格蘭銀行因掌握全國通貨之供給，又控制短期信用之供需關鍵，故能對市場施以有力的控制。其控制市場的主要手段，一為假手銀行率的變動以轉移市場利率，一為施行公開市場買賣，以收縮或放鬆信用基礎。兩種手段，殆互相為用。

英格蘭銀行之貼現率（或銀行率）所以能為統制金融市場之主要工具者，蓋因金融市場各種「指標」——利率——既以銀行利率為向背，則英格蘭銀行變動此利率之高低，即足以支配市場金融之動向。（市場情態如有失常，常有例外。）就通常狀態言，英格蘭銀行提高利率，可以促增其他利率之高漲，從而收縮市場信用，免使資金外流。降低銀行利率，可獲相反結果。利率低廉，資金充溢，可以便利票據融通及工商業之貸借，從而鼓勵工商業之發展。利率高漲，則票據流通及工商業之發展將受壓制。故銀行率之升降，視該行金融政策而轉移。惟利率政策之運用有時亦發生流弊，例如利率降低，工商業受其裨益，但資金卻易於外流，資金流出，又影響市場安定及本國財政。再如為防止資金外流或吸以外資內流而提高利率，則國內票據市場及工商業又受影響。職是之故，英格蘭銀行對於銀行率決不輕易變動。大抵銀行率提高係表示公開市場遭遇風險，而低廉時，則為平穩之象。一九三〇

年以前，銀行率時有變動，常盤旋四五釐左右，一九二九年竟有高達六釐半者。一九三一年尚及六釐；此際正世界經濟恐慌侵襲英國之時。一九三二年二月以後，方有下降趨勢，迨至六月底，跌至二釐左右，迄一九三九年八月二十三日，七年有奇，未嘗變更；對於國內經濟之平穩發展，頗有助益。維自一九三九年八月，國際風雲緊張，歐戰之爆發，勢若燃眉，英國爲綢繆計，乃於八月二十四日提高銀行率及於四釐，以防止資金逃避及抑制不必要之生產。其後政府對外匯施行嚴格統制，國內資金活動，並嚴加管理；維持高度利率，已無必要，乃於同年九月二十八日降爲三釐，十月以後又降爲原來之二釐。

搶銀行率之運用而外，英格蘭銀行實行其控制市場之另一法，乃爲公開市場活動，即英格蘭銀行於公開市場爲證券以及承兌票據與外匯等之買賣，以伸縮市面信用是也。當英格蘭銀行度市場通貨不足而須擴張信用時，即實行購進政策；反之，如認市場通貨太多而需收縮信用時，即實行賣出政策。倫敦市場之信用供需，以各大銀行爲最重要。而傳統相承，各大銀行之信用政策視其在英蘭銀行之現金準備而定。英格蘭銀行常視各行存款準備之多寡而施行其操縱之政策，蓋此項數額之增減，恆卽爲金融市場信用伸縮之指標也。當英格蘭銀行出售證券或票據時，金融市場以現金或向各行支款之支票繳交英格蘭銀行，於是英格蘭銀行本身現款增加，各行之現款及在英格蘭銀行之存款則趨減少，市場信用亦隨之收縮。設因季節關係或其他影響，使市場資金需要孔急，而又必得有效供給方能安定市場時，則英格蘭銀行每購入證券或票據，以增加市場現金及各行存款。此種方法實行之結果，往往爲英格蘭銀行行部之資產負債表中「其他證券」與「其他存款」之同時增減。

前述之利率操縱及公開市場活動，爲英格蘭銀行控制市場之傳統手段，惟隨時代之進展，已發覺僅藉此項手段之運用不足以產生滿意之結果，蓋銀行率之提高及降低的影響，對於國內金融市場及國際資金之流動發生矛盾之結果。此乃一九三二年以前若干年經驗之所得。故變動銀行率並非良好政策，而公開市場活動之結果，亦祇在迫使利率升高或降低。一九三一年九月由於國際經濟危機之壓力，英國首先放棄金本位，此後各國發生貨幣貶值戰爭，加以互施統制，致國際經濟局面迄難安定，而幣值暴漲暴跌中，又復滋長投機之風氣，對於國民經濟危害甚烈。英鎊幣值之漲落，泰半由於對國際變化之感應，際此時期，銀行利率及公開市場政策之運用，更難望其收效。另謀有效途徑，事屬必要，於是「外匯平衡基金」(Exchange Equalization Fund) 或外匯平衡帳(Exchange Equalization Account) 緣以設置。該帳於一九三二年六月二十四日成立，該帳以其一部分英鎊證券(主要爲國庫券)爲代價，自英格蘭銀行取得其庫存基金及外匯而單獨活動，如是可使英格蘭銀行得以集中力量，調節國內信用之伸縮，而不受國外資金進出倫敦之影響。該基金則藉外匯之買入及證券之售出，(資金流入時) 或外匯之售出與證券之買入，(資金流出時) 以中和資金流動對國內信用伸縮所產生之作用。基金之數額，初爲一萬五千萬鎊，後加入舊美金準備之餘額二千五百萬鎊，共爲一萬萬七千五百萬鎊。一九三三年五月四日下院通過增加二萬萬鎊，一九三七年六月二十一日又增加二萬萬鎊，共計五萬萬七千五百萬鎊。外匯平衡基金成立之後，一方面對於穩定外匯，調和資金流動所生之影響，頗著功效，他方面使英格蘭銀行率可以常川維持其低平之標準，對於國內之商業及金融市場之平穩發展甚有裨益。



英格蘭銀行控制金融市場之方法，除上述銀行率及公開市場活動而外，尙利用本文首章所述之倫敦市場的合作精神與從業道德，藉使各金融機關在「社會利益」之旗幟下，接受英格蘭銀行之指揮，但英格蘭銀行決不妄自尊大，反而兢兢業業以「金融市場之僕役」自居。是以英格蘭銀行之意向得毫無隔閡而傳向市場，此種精神上之領導作用，亦極關重要。

#### 四 非常時期之倫敦金融市場

一九三九年九月初英國再度轉入歐戰漩渦以後，倫敦金融市場驟然改觀。以往自由發展之光華外衣多半脫盡，轉換上了戰時嚴肅的軍裝。倫敦金融市場廣大的基礎，原建築於短期信用，而短期信用的需要，英國輸出入商務完全在政府控制與指導下進行，輸入以軍需民用爲限；輸出悉以換取對外購買力爲目的。一九三八年英國輸出總值爲五五二、二百萬鎊，輸入總值爲九一五、五百萬鎊。一九三九年前者降爲四八五、六百萬鎊，後者降爲八八五、九百萬鎊。一九四〇年更復下降，前者爲四二九、三百萬鎊，後者爲二〇〇、〇百萬鎊，一九四一年後英國不復公布其貿易情形。但其趨勢仍可卜知。以往英國對歐陸常維持輸出各約絕彩之貿易，自法國潰亡以後，此種關係殆已斷絕。大宗貿易悉隸海上與美洲及殖民地之來往，而海運又常遭敵人截擊，致前失甚重。國際貿易的險阻，乃造成倫敦市場商業之收縮。倫敦本又爲資金出入之要口及國際資金之集中地，戰事爲國際的行動，最易影響國際資金之逃避。英政府有鑒於此，故於戰事發生之前數日（一九三七年九月廿七日）預布取締外國證券條

例，以謀制止資金藉外國證券而偷逸。其中規定外幣證券有申請登記及於必要時移轉財部之義務，而由英格蘭銀行負責辦理。九月初對德宣戰後，英政府乃實行強制將其購買，計共有十一萬七千二百萬鎊。其中美元證券有十萬萬元之多，並以英格蘭銀行發行部庫存之二萬六千三百萬鎊黃金，移交外國平準基金（英格蘭銀行現僅存有廿萬鎊黃金），以充實英鎊之實力。外匯平準基金之總數遂由五萬七千五百萬鎊伸達廿萬萬零一千萬鎊之額。嗣英政府又根據九月三日修正之國防條例，實施外匯管理，一方面強迫徵購居住英國人民之黃金及外幣，一方面禁止一切外匯自由出入。於此，住荷倫敦金融市場資金之自由出入全被「關」住。國際貿易既遭險阻，資金出入又再被「關」住，倫敦金融市場之國際作用，遂告喪失，然倫敦金融市場之「功能價值」並未俱廢，轉而增加其對本國之重要性，政府為應付戰爭之需要計，利用其為推行金融政策之輪盤，以動員全國的資金，作為財政的後盾；而倫敦金融市場乃以其優越獨特的「有機組織」，轉而對於英國戰時財政問題之解決，盡其重要之助力。

英格蘭銀行原如倫敦金融市場之「心臟」，政府的銀行，戰事發生以後，英格蘭銀行乃以此兩重資格出現為政府金融政策之奉行著，及金融市場行動之指揮者。因此，其在英國戰時的經濟地位極為重要。開戰之初，因清算歐陸交易而發生之黃金交易及價值之決定，大半由英格蘭銀行負責辦理。黃金及外幣之動員與外匯之管理，亦由其協力完成。其尤足注意者，乃「協助資本發行」及「保護金融市場」二者。

一九三九年九月三日，政府為使資金能集中於國債之吸收及發展軍事民生所急需之事業起見，頒布「資本發行令」，限制自由資本之發行；一面取締非國防需要之投資；一面指導新資本之走入正軌；

而由資本發行委員會處理其事。該會實際負責人之一，爲英格蘭銀行之副總裁。按英國金融市場之特性，對於長期金融，例不關心。由於傳統之習慣，各大銀行對實業投資並不踴躍。近十年來，由於英國社會輿論之鼓勵及英格蘭銀行之指導，乃逐漸趨向長期金融業務。惟成效尙未顯著。戰爭發生以後，因軍需民用生產事業之發展，及長期公債證券之推銷，對於新資本之需要甚殷；金融市場之援手勢屬必要。由於英格蘭銀行實際上負指導監督資本發行事宜，於是倫敦金融市場與資本市場因此中介漸漸發生較爲密切之關係。對於政府之債務與證券英格蘭銀行自己承受之餘，乃運用公開市場活動及人事之協商，使各銀行儘量消納。對於實業金融，其視爲不必要者，藉資本發行委員會之權力予以抑制；其必要者，則與各銀行合作以資助。一九三九年至一九四二年英格蘭銀行先後所增加之保證準備六二〇百萬鎊，悉以政府證券抵充。倫敦十一大清算銀行對政府證券及實業投資之數亦有長足進展，計一九三九年底共計六〇九百萬鎊，一九四〇年底爲七七一百萬鎊，一九四一年底爲九九九百萬鎊，一九四二年夏爲一、〇五八百萬鎊。

此次戰事發生，使若干國際間之債權債務，無法清結，因之，倫敦之承兌商及貼現商均連帶發生困難。一九三九年九月三日戰爭爆發後，政府乃令各承兌商清理歐陸九月三日以前之票據。事出倉促，且償付到期票據又須付出大宗現款，英格蘭銀行乃依據政府之准許，給予承兌商以便利，融通貸借，以舒濟承兌市場之困。同時貼現市場所感受之困難，英格蘭銀行亦予以援助。一時緊張之空氣固得以平穩渡過。此後，票據承兌商多放棄原有承兌業務，而轉其目標於其他銀行業務。國際貿易及國內商業緊縮，影響商業票據驟減，但對於票據貼現業務尙無多大影響；蓋一般貼現商之目光，已集中

於備用確實之國庫券買賣；政府爲籌措戰時費用計，大量增發國庫券，而同時市場亦因使用資金之對象減少樂於承受，於是國庫券消納之數大增，票據市場中商業性質。票據之空隙遂爲國庫券所堵塞，且有過之。國庫券發行總額在一九三九年爲七六〇百萬鎊，一九四〇年增爲八四五百萬鎊；市場之各項利率，由於戰事之影響，一般較戰前略高。一九三八年夏銀行票據利率、國庫券利率、及每日拆款利率尙在〇·七與〇·八釐之間，戰事發生不久，卽行上升，一九四〇年六月至一九四二年六月間，銀行票據利率恆在一·〇三釐左右，國庫券利率恆爲一釐，間有至一·〇一釐者。每日拆款利率多爲一釐，各項利率，雖略上升，但仍能維持於一釐左右，而不再上升者，殆應歸功於英格蘭銀行對市場之保護政策。吾人前言，英格蘭銀行維持低穩之銀行利率，工商業及金融市場均獲其益。一九三九年秋，銀行率雖一度因緊急措施而變動，然其後又復降爲二釐，迄今屹然不動。英格蘭銀行率本爲各項利率變動之指導者，今既穩定不動，各項利率亦無法再升。至於一般存款利率，始終以一釐爲準。

戰事發生以後，通貨之需要增加，而負增發通貨之責任者，則爲英格蘭銀行。其發行通貨本有黃金及保證準備之限制；一九三九年底，黃金大部移交外匯平準基金，於是保證準備提高爲五八〇百萬鎊，其後更隨增發通貨之需要，而得保證準備數次提高，到一九四〇年底增爲六三〇百萬鎊，一九四一年底再增爲七八〇百萬鎊，一九四二年夏又增爲八八〇百萬鎊。流向市場之通貨自亦隨之增加。計一九三九年十二月二十七日爲五五四、六百萬鎊，一九四〇年十二月二十五日爲六一六、九百萬鎊，一九四一年十二月二十五日爲七五一、七百萬鎊，一九四二年七月二十九日爲八二四、一百萬鎊。

此種新增發之通貨所給予市場之影響，其反映最著者，爲各大銀行存款之增加。據倫敦十一清算

銀行之統計，一九三九年底存款總額爲二、四四一、一百萬磅，一九四〇年底爲二、八〇〇、一百萬磅，一九四一年底爲三、三二九、五百萬磅，一九四二年六月爲三、二六三、三百萬磅，此種新存款之增加，對於倫敦金融市場之影響甚微，反而有收縮之趨勢。吾人試一檢閱倫敦十一家清算銀行之資產概況，即可瞭然。各行對資產之運用，就舊有項目僅有兩項，一爲現金準備，一爲證券投資，前者在一九三九年底爲二、七四、四百萬磅，一九四〇年底爲三、二四、四百萬磅，一九四一年底爲三、六六、六百萬磅，一九四二年夏爲三、五五、五百萬磅；後者在一九三九年底爲六〇九、九百萬磅，一九四〇年底爲七七一、一百萬磅，一九四一年底爲九九、九百萬磅，一九四二年夏爲一、〇五八、八百萬磅。現金準備之增加，係因存款相對增加之故。證券投資之增加，表示各行消信政府長期債券及協助實業金融之努力程度。其他對金融市場，發生直接關係之「拆放及短期通知放款」、「貼現票據」及「顧客放款」均有減低趨勢。計「拆放及短期通知放款」，在一九三九年底爲一、七四、四百萬磅，一九四〇年底爲一、五九、九百萬磅，一九四一年底爲一、四一、一百萬磅，一九四二年夏爲一、四七、七百萬磅。「貼現票據」在一九三九年底爲三、三四、四百萬磅，一九四〇年底降爲二、六五、五百萬磅，一九四一年底爲一、七一、一百萬磅，一九四二年夏則增爲二、九二、二百萬磅。惟遠不敵一九三九年底之數。「顧客放款」，在一九三九年底爲一、〇一五、五百萬磅，一九四〇年底爲九二、四百萬磅，一九四一年底爲八二、三百萬磅，一九四二年夏爲八一、四、四百萬磅，總計各年前二項增加之數，遠不及後三者減低之數爲鉅。其所以如是，殆由於英國財部運用存款制度，有以使然。

戰事發生以來，英國政府爲戰爭而支出之費用浩大，計一九三九——一九四〇會計年度內歲出十八萬萬餘磅，一九四〇——一九四一年度內歲出三十八萬萬餘磅，而前一會計年度財政收入僅十萬萬

除磅，後一會計年度財政收入僅十四萬萬餘磅，其不足之數，均應賴舉債以抵充。政府籌集債款之方法，通常有三大途徑；一為由英格蘭銀行作短期墊款 (Ways and Means Advances)；一為出賣短期證券如國庫券是；一為發行長期公債。英蘭銀行之墊款，勢必引起通貨之增發；而長期公債，必以人民之儲蓄為根據，緩不濟急，故最能適應財部需要者，為訴諸倫敦金融市場之籌款方法。即發行國庫券是也。戰後關於國庫券之發行，除用公開投標方法外，並強制溢額 (Og Tap) 派銷於各金融機關。惟推行以來，仍不足供政府大量急需之用。一九四〇年七月乃創辦「財政部存款制度」 (Treasury Deposit System) 以代替國庫券向各行之派銷。此制度係由政府於每星期五通知票據交換所各清算銀行及英格蘭銀行，說明其於下星期所需款之數額。而由各行酌量其所能提供之數額存入國庫，掉取財部所開之財部存款收據。利率按一又八分之一釐計息，期限六月。各行遇有緊急需要時，可以收回；但須照英格蘭銀行率計算貼現。此項政府借債在各行之資產科目，即為「財部存款收據」 (Treasury Deposit Receipts) 自此以後，英政府不需用溢額派銷國庫券之手段，即可隨時取得款項以應付需要。而且財政部因此與各銀行發生密切關係，從而得以直接控制倫敦金融市場。一九四〇年底，倫敦十一大清算銀行保有之財部存款收據共計三十一萬萬磅，占總資產百分之三強，在一九四一年底，增為七五八百萬磅，占總資產百分之三強。此種制度，對英國戰時財政之助益殊大，其意義則為動用倫敦市場已存在之資金，中間聯繫，為英格蘭銀行因政府及市場需要而增發貨幣。此新制度實為各大銀行之存款，此項存款，再由財政部假手財部存款制度撤去，用以應付財政支出。政府放出之購買力亦大於市場之後，又復歸回財部，應始相接，遂在此「有機組織」之倫敦金融市場之建造一層「血液循環」。

此種循環，既可以防止市場游資泛溢之害，又可以動員金融市場之力量。

綜上所述，吾人可知非常時期之倫敦金融市場。並不因戰時而喪失其機能及地位。反之，其機能更能緊張的予以運用。其在國內的地位，因為供應政府財政需要，及推行國家金融政策之故，反而更形重要。此殆亦為倫敦金融市場之健全機構及集體精神有以致也。

# 紐約金融市場

項冲

## 一 導言

在第一次歐戰爆發以前，紐約金融市場遠不及倫敦金融市場的足以舉足輕重。那時美國準備銀行制度尚未確立，控制金融市場信用張弛的機構也付闕如；而且，依法國立銀行概不得創造承兌票據，各州立銀行及私立銀行所創造的承兌票據，爲數極少，不能和歐陸諸國相比擬。迨一九一三年準備銀行法通過，市場上的準備金集中，同時並准許國立銀行創造承兌票據，紐約金融市場始漸見擡頭。大戰結束以後，美國由債務國一躍而爲債權國，各種金融市場組織，亦因準備銀行的成立而漸趨緊湊。在短期資金市場中，承兌票據和商業票據，已經慢慢繁榮滋長；短期抵押放款，則因國外資金流入美國甚多之故，十分發達。此外尙有新興的短期政府債券，在市面上亦具相當勢力。長期資金的集結，過去契約多仰給國外，現在則外國證券的分銷募集，不少都集中於紐約。所以紐約已由國內性而成爲國際性的金融市場，其地位已有駕倫敦而上的趨勢。至一九二九年，美國國內證券市價暴跌，工商業衰沉萎縮，一九三一年，奧德諸國復發生銀行恐慌，促成英國的放棄金本位，國外人士羣向紐約收回短期資金，各金融市場，都因之波動不安。政府當局遂通過了一九三三年的銀行法和證券法，一九三四年的證券交易所法，及一九三五年的銀行法，於是銀行制度和金融市場，都經過了相當質的改變。自



此以後，準備當局對於整個金融市場具有高度的控制權力，使信用的伸縮可與工商業的盛衰相適合，不致於泛濫無依歸。以下即將紐約金融市場之一般組織加以論述。

## 二 市場上的金融機構

金融市場上各種交易的發生和別種市場一樣，一方面有買戶，一方面必有賣戶，同時或許有介紹買賣的中間商人，而買賣的對象，即為信用，大凡在組織稍為嚴密的市場內，此種買賣的成交，必有賴於專門化的金融機構從事活動。

紐約市場上各種金融機構，名稱極多，且各機構對金融市場上所具的功能，亦不一致；有一種機關而兼營數種業務者，有數種性質不同的機關而具同一的功能者。其中大多數有時為市場上的貸款人，有時為市場上的借款人，亦有少數負居間拉攏買賣之責。我們若依機關業務重心為標準而加以簡略的分析，則可別為四大類：

第一、銀行類 美國銀行制度與他國不同，全國每一銀行區有一聯邦準備銀行，區內所有國立銀行都受準備制內的官員銀行、邦立銀行，則或為會員銀行，或為非會員銀行。紐約準備區內，亦有一個準備銀行，為主要的存款人；且為整個金融市場的總樞紐。其下即有不少會員銀行，非會員銀行，和信託公司。他們經營普通商業銀行的業務，為市場上主要的貸款人，但為準備銀行的借款人。其中會員銀行的勢力，遠非會員銀行為大。此外尚有外國銀行的分支行地位亦相當重要。其主要職能為便利對美貿易及自美國市場獲取短期或長期信用。

(2) 經紀商號類 所謂經紀商號，即指從事於買賣雙方居間業務的金融機構，亦可包括自身從事買賣以獲價格上差益的一類機構，其中最重要者，為證券交易所的經紀人 (Brokers) 及證券商 (Dealers)，他們為短期金融市場上的重要借款人及貸款人。次為承兌緊縮經紀商 (Bill Brokers) 及商業票經紀或行號商 (Commercial Paper Dealers or House)，有時銀公司 (Finance Company) 及私立銀號 (Private Bankers)，亦兼營此項業務。

(3) 投資銀號類 (Investment House) 自一九三三年銀行法將投資銀行和商業銀行畫分清楚以後，投資銀號始有確定的範圍。根據該法第二十二條的規定，投資銀號的定義：(一) 公司、會社、組合、或其他類似的機關，其主要目的專在發行、買賣或組織公司，用以分攤股票、公債、股票、公債、公債票、或其他證券。(二) 他裏面可包括私立銀號、證券公司 (Security Companies) 證券承售商號 (Small Dealers)，及交易所內的經紀人等組織。其主要職能在協助證券的發行，其運用資金，多屬使利證券發行的短期過渡性質，且有經營多種業務者，故為借款人或貸款人並不一定。

(4) 投資機關類 此類美國利型的金融機關，其業務為購買或承讓證券以享有持券人所應享的利為目的。其中主要機關可分為：(一) 以出售自發證券而將所得款項再行購買其他證券的投資托辣斯 (Investment Trust)。(二) 以購買各種不同的證券，藉以獲得各發股公司行政權的保險公司 (Holding Company)。(三) 兼有上述二種性質而同時亦兼營代理發行或買賣承兌票據的銀公司。(四) 專營保險業務，但亦為長期投資主要顧客的保險公司 (Insurance Company)。至於銀行、信託公司、各經紀商號等，亦可購買證券，但是不以證券投資為主要業務而已。

### 三 短期資金市場

#### (1) 承兌票據市場

在聯邦準備制度未成立以前，美國承兌票據並不十分發達，承兌票據市場也沒有正式的組織。那時國立銀行依法一律不准承兌票據，邦立銀行及若干私人組織的金融團體之承兌數量亦屬有限。自聯邦法案通過以後，會員銀行可以承兌因進出口貿易所產生的票據，但數額不得超過資本及公積百分之五十。後來復將法規修正，規定每家會員銀行所能承兌的金額，最高可和資本及公積總額相等，其中一半須是因國內進出口貿易所產生的票據。迄目前為止，會員銀行所承兌的票據，大致可分為三種：(一)以國內進出口貿易及倉庫中重要商品為根據而發出者；(二)以國際進出口貿易及他國儲於倉庫中重要商品為根據而發出者；(三)為創造美元匯兌而發出者。前二者有提單或棧單用為擔保，富有自償性，故在市場上的地位較為重要，而且也為一般銀行所歡迎。

承兌票據在美國，得以漸趨重要，全賴平廣泛承兌市場的成立，使買賣雙方可以隨時成交；不僅在到期時有自償性，且在未到期時有流通性(Liquidity)，形成一般人士作為短期投資的對象。這種市場的組織，可分三方面講：一為如前述製造承兌信用商各銀行，其間並有若干信託公司，也可從事該項業務。二為作票據中間買賣的票據經紀商，其中可包括銀公司、私立銀號等組織，利用各方票據貼現率的高低，以獲得微利。此種經紀商為造成承兌市場的柱石，大部分的票據多由他們手中進出，如果他們覺得手中票據過多，週轉不靈時，可根據短期的贖回協定(Redurchase Agreement)，將票據寄

準備銀行，而在十五天內，再行買回。三爲散在各處的買戶，其中可包括準備銀行、會員銀行、非會員銀行、信託公司、保險公司、一般投資者、及經紀商自身等。

紐約承兌市場的發展，既賴準備銀行制度的成立，而穩定該市場的中心機關，亦惟準備銀行是賴。準備銀行得隨時根據市場情形，規定承兌收購率（Acceptance Buying Rate），以便應投資者、會員銀行、及經紀商等的請求，收買承兌票據。這一種收買方式，完全是被動的，即準備銀行決不自行向公司市場去收買票據，也不將自己所有的承兌票據在未到期前向市場拋售。準備銀行在初期，往往將其收購率掛牌低於市場貼現率，尤以銀根緊迫及工商界不景氣的時候爲然。結果一方面可以促使承兌市場易於活潑發展，一方面則準備銀行手中往往獲有大量的承兌票據。有的時候，幾握有全市總額三分之一以上。一九三〇年以後，則已生相當變化。關於其間詳細的相互關係及準備銀行運用收購率的方法，留待後文說明，此處不過是指出準備銀行在承兌市場的重要性而已。

## (2) 商業票據市場

紐約商業票據，係指由信譽卓著的商號、或個人所出的本票，載明於若干期內，加以清償者而言。其市場的發達遠在承兌市場之先。在南北戰爭前二十五年，就有商業票據的經紀商人。其中較出名者爲克魯（Mr. Clew）銀公司，專門貼現購入商號所發的本票，然後再以較高的價錢售出；自身手續費用亦即打在裏面。其它經營此種業務者，多不負承銷的責任，專行代顧客買賣票據，而收取相當佣金。（註二）後來隨着國內工商市場的繁榮，商業票據市場也有正式的組織。其組織內容和承兌市場相彷彿：一爲出票的商家店說，因短期資金不克週轉，向銀行商借，有時不免受法律上的限制，所以

多數出其本票，向經紀商貼現。為從事中間買賣的商業票據經紀商或行號。此種組織兼營其他各種短期信用籌備的買賣，對於賣戶收取百分之一及四分之一的佣金，對於買戶，如貼現率較買戶為低，又可以獲得若干利益，所以它們以買手買賣為贏利目的，不以商業票據為投資對象。假使一時不易脫手，可將票據重押，向銀行商借現款。三商票據買戶的各會員及非會員銀行。它們經中間商的兜售，可以賣出若干天者短期間的優惠權，以時時套出買人的信用狀況，使所投資金不致發生危險。商業票據短期票據，通常計自一至六個月，金額以二千五百元及五千元者居多，所以多為一般銀行所樂予承購。

銀行買入商業票據後，往往等待到期以後，向出票人要求清償。如果頓寸緊急，根據聯邦準備法規，可以將商業票據的資格，向準備銀行行求來貼現。不過近年以來，商業票據雖具有上述的便利及優點，但由於各商備商業短期票據種類及短期銀行承兌票據的發達，並且銀行也不願相熟的顧客自行出票，某商向市場求售，而減少對再短期押放生意，所以駁形日就衰微。根據統計，一九二二年至一九二五年，美國銀行商業票據總額每月常達七八萬萬美元之多，以後日就降落，在一九三三年經濟恐慌時，每月甚至不到一萬萬元，一九三七年以後雖見恢復，然每月流通額亦不足三萬萬元，較前已降落一半以上。(註三)

### (3) 經紀人抵押放款市場

美國公開金融市場最重要而最有組織的市場為各銀行對於紐約證券交易所內經紀人的抵押放款，顧客委託交易經紀人買賣證券，只付一點點頭，其餘多向經紀人商借。然而經紀人的資金，是有保

的，不得以顧客的證券作押，向銀行轉借，有時交易所內的經紀人和經紀商，同時發售新發行證券承銷銀團的組織，當他們手中的證券尚未分銷於各投資者以前，如遇週轉不靈時，亦常向銀行借款，以資通融。

這種公開市場的組織，一方面為借戶，即交易所的經紀人，一方面為貸戶，即紐約的各大銀行。居間拉攏的，一度會由「拆款經紀人」(Money Brokers)所把持，後來銀行方面感覺這一種居間人是優待架虛的組織，於是在交易所內設有若干營業機構，以便隨時應付經紀人的需要。此種拆款，通常可分為二類，一為短期拆款(Call Loan)，借貸雙方隨時可以要求收回或歸還，照紐約交易所慣例，每日辦理交割，所以銀行對於短期拆款，以一日為習慣上的期限，如當用不加收回，即展期至次日。二為先期拆款(Time Loan)，期限由雙方預先約定，大約以九十日較多，其利率亦較短期放款為高。

上述二種拆款，以有市場上的證券作為擔保，若若押品市價下跌，銀行可向經紀人追繳押品，所以它的安全性較其他為佳。一般銀行多視為短期資金的一樞出處。若在不時，這種市場上押品的進出，不見得有什麼裂痕；然為證券交易內發生波濤，經紀人向顧客催繳保證金，銀行復向經紀人催納押品，以維持市價下跌的不足，甚或將短期拆款，同時收回，勢必引起嚴重的金融風潮。而且過去紐約銀行界還有代他人拆放經紀人借款的一種制度，紐約市內外的各種金融機構，因為貪圖放款之便利及安全，均以其過剩的游資，託紐約若干家大的商業銀行代放，以致形成經紀人拆款過度膨脹，交易所機關過度蓬勃，使經濟的安定性易受震撼。故自一九二九年恐慌發生後，美國當局鑒於此種拆款對整個市場影響之重要，乃於一九三四年證券交易所法案內，加以限制。據該法規定，交易所經紀人的

拆款，除了以例外證券作抵押品的借款外，不得超過他原有資金的二十倍。證券交易所委員會遇必要時，還可以減低這個限度。經紀人借款亦規定以下列幾種機關為限：

(一) 會員銀行或經會員銀行作中介的銀行。

(二) 非會員銀行，但須經聯邦準備總管理局的許可。

(三) 同一交易所的經紀人或證券商。(註四)

在第一種情形下，因為一九三三年銀行法規定，禁止一切會員銀行擔任拆放經紀人、抵押放款的代理機關，所以代放拆款，已經斂跡。在第二種情形之下，借款不得超過聯邦準備法所規定的百分率，這項百分率為借款者資金的百分之八十。且這項借款只能用為主顧購售證券，而不能為經紀人自己、及其合股者或僱用者等購售證券。此外，在緊急情形之下，交易所委員會可以批准一個或幾個經紀人，對他們作同等作例外放款，而不受上列條件的限制。但委員會須在十日內報告與聯邦準備局。由上看来，紐約拆款市場已由鬆散的組織踏上緊湊的統制途中。準備局手中，擁有張弛該市信用數量伸縮的權力，直接足以影響交易所成交數量的增大或縮小，間接亦足以影響整個經濟的活動。

#### (4) 一般抵押放款市場

一般性的抵押放款市場，和對交易所經紀人抵押放款不同。後者有一定的公開市場，有一致的利率，借貸雙方隨時可以成交。前者則與此相反。第一，貸戶因係為一般銀行，借戶則對象極為繁多，自較大的銀行、信託公司、工商機關及一般小市民，均可包括在內。第二，借貸關係的決定，沒有一定的標準，視當時的押品及雙方人等上的關係為取捨標準。第三，利率較有競爭性，在某一時期內，

各筆抵押放款利率，雖不若公開市場利率的一致，然因為各行競爭之結果，大致上大同小異。換言之，一般性抵押放款市場利率的感應力，視銀行與顧客二方面競爭程度如何而定。此種市場，在紐約金融市場頗占勢力。尤其是美國銀行採取一體度，各型大小銀行，分散各地區，每家銀行因地理上的便利，易與當地顧客接近，所以銀行對顧客的短期放款，容易發達，而如前述的承兌票據及商業票據市場，反而因為各家銀行不願意放棄以客為主的拉攏，受其影響不少。在美國參議院中「銀行於通貨小組委員會」所作關於國民及聯邦準備銀行業務之研究中，抵押放款的用途，曾經歸納如次：

- (一) 供證券商保持三向外分放的證券之用；
- (二) 供擬以出售證券所得償還借款，但又欲保持以待市價而沽之證券商之用；
- (三) 供長期購存證券而需籌款次以其投資收益償還借款之投資者保持證券之用；
- (四) 供日在操縱公司及其它無定期的信託證券者之用；
- (五) 供農工商業之用；

(六) 供灣之用。(註五)

由上可知，一般抵押放款與證券的投機及新發行證券的流通有極大關係。上節所述的經紀人抵押放款，雖可直接影響證券市場，然而貸款銀行因為此種放款利率較公開市場利率為高，且可隨時注意顧客的信用和財產狀況，所以數額反覆直接放款給證券交易所經紀人為多。據一九三三年、一九三四年統計，銀行短期放款總數，放給一般顧客者，恆在百分之七十以上。(註六)至於此種放款的抵押品，幾全係股票、公司債等有價證券美國各工商企業以房地產機業作押作為短期資金融通辦法者，實不



多見。至於信用放款，在銀行爲常而素習往來的工商機關，於一定的信用限度(Lines of Credit)契約內，可以暫時供給，但一遇信用緊縮或借款人財政狀況不佳時，銀行即可要求證券擔保品的提供。

(6) 政府國庫券及國庫債券市場

政府國庫券 (United States Treasury Bill) 及國庫債券 (Treasury Certificate of Indebtedness) 市場，在近幾年來已日見重要。在上次大戰中，國庫債券由政府大量發出，以應戰時財政上的急需。戰事終了之後，亦繼續推行。國庫券則於一九二九年，國會授權財部發行，並無利息，而以折扣方法買賣。兩者同屬一年或不滿一年的短期債券，利率在公開市場中最低，然因由政府擔保之故，信用卓著。此外尚有二種特點：一爲該二種短期債券可以免徵聯邦政府及州政府的所得稅，同時亦可用爲繳納一切稅款之用。二爲經營承兌票買賣的中间經紀人，同時亦兼營該二種證券的買賣。而且，因爲會員銀行可以將其向準備銀行請求作押，準備銀行，亦可依法購進該二種證券，流通性較大，所以其價格極爲穩定。三爲會員銀行向政府認購該二種證券，政府可將售得款項存於銀行，此種存款，依法不須提存準備金，所以銀行都樂於購買。故證券銷路較其它爲大。

政府國庫券及國庫債券既然具有上述各種優點，所以它在紐約整個金融市場內，歷史上雖爲期甚暫，而其勢力蒸蒸日上，有駕乎其它市場之上的趨向。在一九二九年世界不景氣發生時，各銀行對抵押放款均採取緊縮政策，承兌及商業票據市場亦因信用萎縮而日就衰落，政府證券就取而代之。根據一九三二年至一九三七年的統計，國庫債券發行數目，雖年有減色，而國庫券則有增加。一九三二年發行額不過六萬萬餘萬元，一九三四年超出十萬萬元以外，迄一九三七年三月止，已達二十二萬萬元，

兩者合計已較其他任何短期籌碼的流通款爲多了 (註七)

#### 四 長期資金市場

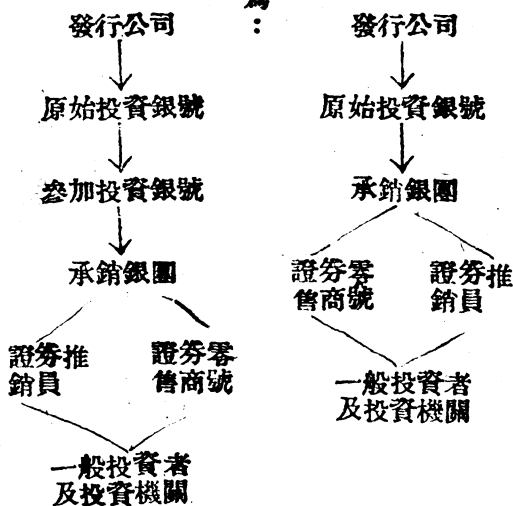
##### (1) 新發行證券市場

美國國內產業界，有限公司組織日增一日，而其集合資金的方法，多爲發行股票或公司債券，以便吸收社會各階層的儲蓄，使流入生產方面的途徑。在第一次歐戰發生以前，美國國內各種證券，大多數均爲少數大資本家或投資鉅頭所收買，新發行證券市場之組織沒有今日那樣完密。近幾年來，美國工業及公用事業公司債券及各種股票之發行數額，日多一日，發行者亦移轉目光，以一般社會人士爲受納對象，證券持有人人數，逐年激增。美國一般人民財力優裕，固然可使新發行證券容易推銷，而紐約及其它重要城市內證券發行市場的組織完密，也是促成財富證券化的一大原因。

紐約新發行證券市場的主要構成分子，爲從事發行的各種工商企業公司、代理發行的投資銀號、從事收買各種投資機關、和一般投資者。公司招募股本或公司債，由其自身直接發行，近年來雖有比例上的增加，然究不重要。大多數證券，多由投資銀號經手。投資銀號可分二種，一爲原始投資銀號 (Originating House)，大抵爲規模較大的投資銀行家；紐約全市不過四、五家。一爲參加投資銀行 (Participating House)，其中包括投資銀行家、證券公司、交易所經紀人、鄉村間的地方銀行等。至於投資機關則種類不一，其中可包括銀行、投資托辣斯、保險公司、保險公司、銀公司等。投資銀號自發行公司承受證券以後，一面利用分布各處的證券零售銀號及自身所雇用的推銷員向投資者直

接推銷，一面復在報端及無線電發表發行說明書，刊發發行宣傳書，以吸引投資者自動前來參加。有時因發行數額過於龐大，一家投資銀號不敢全部擔任承銷的責任，則邀請若干家同業組織銀團，共同擔負。其發行的方式可如下列：

或為：



右列二種發行手續大致相同，不過後者多經過參加投資銀號一層。所謂投資銀號，若者為參加

性質而若者為非參加性質極難加以查分，通常多兼營原始及參加二種業務。換言之，投資銀號可在各種發行過程中的先後，有時成為原始投資銀號，有時則成為參加投資銀號。至於其內部組織，大致可分為二：一為採購部 (Buying Department)，由經理一人負責主持，其下復有專家若干人，用以協助發行公司解決發行時若干財政及會計上的技術問題，以及估計公司各種的動產及不動產。二為推銷部 (Selling Department)，凡由推銷部邀請其它投資銀號。組立推銷團體時，該部經理即為銀團主持人。此種銀號，自身既沒有大量資金，又因依據銀行法，不能吸收存款，它們的活動全賴外界資金的提供，所以為保持其信用及確保發行公司能夠取得所需資金計，對於代理發行，不肯馬虎將事。大抵以代理健全而具有希望的公司所發證券為限，對於財政基礎不健全者，得拒絕承銷的請求。至於由它們經手所發行的證券，係入市場後，對價格上落的維持，尚且負有相當義務。如跌落過鉅，則大量收買，上漲時，則拋出一部分，即令沒有大宗平準款項，以安定市面，亦得以手中未克銷售部分的證券，向銀行作押，通融借款。投資者自銀號買進證券，既獲有保障，必定樂於承購；而美國國內產業證券化的加速促成以及新發行證券市場的日見重要，未始不是一般投資銀號的功績。紐約一市證券發行總額的數字雖不可考，而美國全國自一九二六年至二九年發行總額為二十萬萬元，一九三二年至一九三七年躍增至五十萬萬元，已達一倍又半。(註八)近年因軍需工業的發達，國營事業的增多，且多數享有政府特權，得發行超過資本總額若干倍的債券，所以長期新發行證券市場的突飛猛晉，自為意中事。

## (2) 第二證券市場

新發行有價證券自經過投資銀號及無數推銷機關及推銷員之手後，或為一般投資者作為長期投資之用，或即逐漸流入市面，此時若沒有一個可以有繼續性買賣的正式交易所，則賣主買主每不易脫手或購進，而價格決定也就漫無標準，所以產業資金證券化的結果，必促或有組織的證券市場的成立。紐約市的第二證券市場，即證券交易所，為會員組織，而非英國團體不取；所謂是「一個」多數人士私人、自動、及未經註冊的組織，凜凜的會員或經紀人，受該會自身所訂的條款的束縛。」（註九）它和公司組織相似的地方，為自身訂立章程，使會員遵守；而且，除開自動解散以外，因會員的退出死亡或開除而停止其一切業務上的活動。它和公司組織不同的地方，為：（一）不由政府依公司法規註冊；（二）對外不負任何債務上的責任；（三）會員們並不執有股票，一切權利由交易所依照章程給予。

美國各大城市，設立證券交易所甚多，而紐約市的交易所，因為居於金融市場首領地位，尤見重要。買賣方式，均採用每日交割辦法。星期五、六、兩日的交易，均延遲集至第二個禮拜一交割，這和倫敦交易所採用每隔二星期交割一次者不同。交易所內部，由會員推選十二個委員會，分別管理總務、入會、仲裁、糾察、佣金、專則、金融、退會、法律、市價等事務。掛牌等事務。所內除開正式入會的經紀人以外，還有零買證券（Odd-lot Dealers）及證券專商（Specialist）二種。前者經營買賣最低分類以下（普通在一百證券以下）的證券；後者專營買賣其一種證券，而每一種證券也只能有一種證券專商。它和經紀人不同，可以自身買賣證券，普通，多經紀人，購者或售者，都向這類專商接洽。

除開華武交易所以外，紐約尚有兩個「場外交易所」(Curb Market)凡未經交易所正式掛牌或尚未請求掛牌的不少油礦、實業證券，都在場外交易所買賣。尤其是許多銀行的股票，因為持券人須負雙重責任的緣故，不許在正式交易所掛牌，而在場外交易。對此種交易，每日成交數目不在少數。組織亦很完備。管理權都在一個代表會手中，另有和正式交易所相同的幾個委員會。許多正式交易所的經紀人，都派有朋友至場外交易；二者有密切的聯繫。假若某種證券，一經在交易所掛了牌，即須依法停止在場外交易。

自一九二九年證券風潮發生，一般人士都將所有責任歸罪於交易所；因為英國證券的購售，成了各邦間商業的重要部分。購買證券的人，往往和證券市場相距甚遠，更難投機者角逐其間，交易所的證券市價，容易掀起不規則的波動，直接影響到工商業所運用的信用數量。政府方面行鑒於此，於一九三三年通過證券法，一九三四年通過證券交易所法，於交易所組織上面，設立一個證券交易所法委員會(其中委員五人，都是由美國總統得到參議院同意而任命的。五人之中，一個政黨的黨員，至多不過三人。任期則均為五年。該委員會權力極大，舉凡證券發行的監督，發行公司和經紀人報告的審查，交易所、經紀人、發行公司犯規的懲罰，場外交易所經紀人及證券的呈報和組織的規定，均須經過該會通過。至於經紀人對顧客應需保證金的百分率，則由聯邦準備局執行督察之權。依據法規，顧客用證券作保證金時，證券價值的估計方法，或算作證券現有價值百分之五十五，或算作證券在過去三年中的最低價值的百分之百，但此項最低價值不得超過證券現有價值的百分之七十五。(註十)換句話說，買空賣空的保證金，可再證券價值百分之三十五變動到百分之四十五，如果比百分之二十五

還真少，就得受相當的懲罰。然而這規定也並不是永恆不變的，聯邦準備局如果認為必須增加工商業方面的信用數量，它就可以減低這個百分率。如果認為交易所方面把資金濫用，它就可以提高這項百分率。這項權力，在輕重緩急之間，酌量從事，頗可收管理交易所之效，而證券過度投機的風潮，也可因之稍殺。

## 五 各金融市場的機能

(1) 市場上各種不同利率的構成

紐約各種公開市場，都有個別的利率，高低不同，而彼此影響，關係殊深。先就聯邦準備銀行的掛牌利率來講，也不止一種。按照一九三五年銀行法的規定，準備銀行對於掛牌利率，須十四日決定一次，必要時得予提前。在一九三二年以前，紐約準備銀行祇有一個貼現率，這個利率適用於各會員銀行合格票據的貼現及以合格票據及證券為擔保的抵押放款。但近年來各種銀行法規已將此種原則取消。實際上有兩種比較重要的利率，一為承兌收購率，與英蘭銀行的貼現率相似；英蘭銀行的貼現率較公開市場利率為高，此則有時較承兌市場的承兌貼現率為低，惟一九三〇年以後，二者往往互相呼應，有時以收購率為高，有時以市場上的承兌率為高，情形殊不一定。二為普通貼現率，此則和歐陸各國的抵押。放款利率(Lombard Rate)相酷似，適用合格票據及政府證券的抵押放款。此外尚有下列四種不同的利率：

(一) 對於個人、合夥經營者、及公司的貼現率。

(二)對於五個以上會員銀行共同所出期票的放款利率，大概較貼現率高出一釐。  
(三)對於會員銀行單獨所出期票的放款利率，惟其抵押財產須經準備銀行認為滿意，利率至少須較貼現率高出半釐。

(四)對於個人以美國公債或庫券等直接債務為抵押的放款利率。(註十二)  
上述四種利率發生的原因，半由於新法規定准許準備銀行直接對顧客執行業務；半由於初期各會員銀行的合格票據太少，而合格與否的限制逐漸變通的緣故。

若以紐約整個金融市場來講，則各種利率的構成大致可分為四大類：(一)長期投資利率——股票債券收益利率，恆較一般短期公開市場為高，然在銀根緊迫的時候，亦不盡然。此種利率須將證券市價高下，和票面利率折算，所以精密統計，故不易為。(二)一般抵押放款利率——較公開市場利率為高，然亦受後者的影響。(三)承兌票據、商業票據、短期政府證券利率照一般的趨勢而論，商業票據利率最高，承兌票據次之，短期政府證券又次之。三者和準備銀行的掛牌利率發生密切關係；且商業票據利率，高出於貼現率。(四)經紀人抵押放款利率——此種利率具有獨立性質，不十分受準備銀行掛牌利率的影響。且對市場上信用伸縮量的反應，敏感性極高，利率變動亦最大。大概其中定期拆款利率比較穩定，和商業票據利率的高下差不多；而即期拆款利率，如遇信用收縮銀根緊迫的時候，可高至與商業票據利率相埒；信用寬弛銀根鬆動的時候，反較承兌票據利率和短期政府證券利率為低。

#### (2) 準備銀行的貼現政策



中央銀行以貼現政策。控制金融市場，已成慣例。尤其是以英倫爲然。在英國，中央銀行的貼現率高出於市場上任何一種利率，當中央銀行出售一部分證券時，各合資銀行現金因之減少，因而不得不收縮票據經紀人的放款，後者遂被迫以其手中票據向中央銀行請求重貼現，可是中央銀行的貼現率較高，須受到損失，於是不得不儘量減少自身的活動，而市場上的利率，先後可以隨之增高。美國情形與此不同之點甚多。第一，準備銀行的貼現率不是最高的利率，較諸商業票據及經紀人抵押放款利率固然爲低，即與承兌票據貼現率相比，在一九三〇年以前，亦見較低，因此會員銀行來請求重貼現時，不致蒙受損失。而貼現率影響市場的力量，也失其一部分的威權。第二，美國承兌票據和商業票據，沒有歐陸那樣發達，短期資金市場，以經紀人抵押放款市場爲最重要，而以一般抵押放款市場和短期政府證券市場之票據經紀人用爲借款擔保品的證券，除開爲政府發行的以外，不合向準備銀行要求貼現或收購；因此拆款利率和貼現利率，並不保有直接的關係，此形成貼現率不能左右整個金融市場的重要原因之一。第三，準備銀行提高貼現率，原欲會員銀行亦提高放款率，使信用成本增加，以阻止過分的膨脹。然而請求貼現的銀行，並不一定提高放款率，會員銀行向準備銀行請現的票據，祇爲其整個資產中的一小部分，對於放款成本，通扯起來，增加甚少；且一部分尚有實力雄厚的會員銀行及沒有加入準備制度的非會員銀行，並不急迫需要貼現，故貼現率的高低對它們不生什麼影響。

不過我們不能不將準備銀行貼現率影響於金融市場的能力，一試抹殺。「貼現率爲公開市場利率中的基本利率，它的高下，就長期的趨勢來看，足以影響各種利率的波動及各種市場的信用儲蓄。」

註十二)而且準備銀行的貼現政策尚有一種心理上的效力，因一般人民皆認為貼現率的變動，可以象徵聯邦準備當局所取的政策，一旦貼現率發生變動，全國報章經濟雜誌都將它詳細登載說明，金融市場即受其影響。尤其是關於承兌票據市場方面，準備銀行所訂的準備收購率，直接可以有極大的影響力量。準備銀行依公布價格購進求售的票據一部分或全部分，並不自行買賣，雖屬消極性質，然而為收購率較市場上的承兌折扣率為低，則必致有鉅額票據向其求售，高出則反是。在一九三〇年以前，收購率因準備銀行提倡承兌票據之故，收購率較市場利率為低，結果大部分票據，多流入準備銀行之手。嗣後因銀根較緊，準備銀行將收購率提高至市場利率之上，以致承兌票據多在會員銀行手中。截一九三七年止，準備銀行所保有的票據，已不足流通額百分之一。(註十三)

### (3) 準備銀行的公開市場政策

準備銀行控制金融市場的另方法，為實行公開市場政策。在美國銀行制度內，會員銀行須繳納若干準備金於一區域內的準備銀行，而此種準備金，為各銀行投放資金比例的基礎。假如準備銀行購買證券，須將支票支付價款，對方即以之存於其銀行，再由該行將其轉存於準備銀行。如該行對準備銀行沒有拖欠，則可藉此種準備的擴大而膨脹其信用；假如該行對準備銀行有相當債務，則可將此項支票退還，減輕債款。同隨它的投放政策，可較鬆弛。反之，當準備銀行出售證券，所得款項，大抵為會員銀行所經付的支票，會員銀行在準備銀行的存款，當經抵銷減少，而準備金即有不足之慮。此時，會員銀行不得不向準備銀行請求借款，或將其所存證券再行出售，或收回其向經紀人所放的拆款。於是各種利率高漲，存款減少，造成信用緊縮的狀況。

由是以觀，在通常的情形之下，準備銀行實足以左右金融市場。即金融市場上各種利率的趨勢，莫不以會員銀行向準備銀行的借款和貼現金額大小為依歸。借款和貼現額數龐大，表示準備銀行採取收縮通貨政策，各種利率，隨之上昇；縮小則反是。（註十四）即令紐約市場上有若干種利率，較貼現率為高，環境強迫會員銀行向準備銀行借債時，不致為歐陸諸國金融機關向中央銀行貼現那樣不利，然而會員銀行舉借的目的，是由於必需（Necessity），而不是由於獲得貼現率較市場利率為低的差益（Profit）。這種因公開市場政策所產生的必需性的壓力，可以形成為準備銀行控制全般信用的工具。尤其是對抵押放款市場方面，會員銀行對於準備銀行舉借過多或繳存過多時，就會自動調節其放款額的多寡，和放款利率的高低，較貼現政策易收管理之效。

#### （4）準備率的運用

近幾年來，準備銀行制度本質已有不少顯著的變遷。自一九三四年美金貶值，黃金大量輸入後，各會員銀行繳存於準備銀行的準備金，超過法定限額極多。一九三九年上半年五個月，美國全國過剩準備金估計達四十二萬萬元，一九四〇年十二月份的估計，則已飛騰到七十萬萬元。單以芝加哥一市的銀行而言，過剩準備達五萬萬元。此種過剩準備，可為各會員銀行擴張信用的潛在基礎，而使美國金融當局感到莫大的不安。會員銀行在準備銀行的存款多了，貼現率的高下，當然不必加以注意；即令準備銀行利用公開市場政策，亦難收信用收縮之效；因為準備銀行手中所有的證券，和過剩準備金額相差太遠，假使其大量脫售，不特於事無補，而且證券市價將因之下跌，準備銀行會員銀行及其他持券人將不免遭受重大損失。聯邦準備制當局早已有鑒於此，乃於一九三三年通過農業救濟法，其

最後一條規定，與整個貨幣金融制度及過剩準備處置都有關。該條載明在恐慌時，聯邦準備局得到五個聯邦準備銀行的同意，和總統的批准，可以減低，或提高各會員銀行的法定準備率。一九三五年銀行法更規定準備制度的理事會，如經其四票以上通過後，可不獲總統的同意，而改變準備率；但其最低額，不得低於該銀行法通過時各會員銀行所應保持的準備率；最高額亦不得超過原有準備率的兩倍。一九三六年八月，和一九三七年三月，準備當局實行這個法案，曾二度將準備率提高。其提高比率，可如下表：

會員銀行必需準備率

存款種類	一九三六年	目前	最高準備率
	八月以前		
活期存款	13%	22½%	26%
中央準備區	10%	7½%	20%
準備銀行區	7%	12%	14%
鄉村區	3%	5%	6% (註十五)
定期存款			

準備率的可移動，使準備銀行對於金融市場，獲得一新而有力的信用控制工具。準備率提高，

可使會員銀行過剩資金盡歸爲法定準備，使其不能作爲信用膨脹的基礎而發生過分投機的風潮，準備率減低，可使銀行從原有的法定準備內得到多餘的資金，以從事擴大信用，繁榮工商實業。所以準備率的變異，亦即構成聯邦準備銀行控制國內信用的一種手段。

(6) 短期資金市場和長期資金市場的關係

金融市場既可因資金取給及運用方式的不同，畫分爲長期資金市場及短期資金市場；而二者有關係，異常密切：短期資金的積蓄，可以便利長期資本的募集，長期資金的移動，亦可影響短期市場的波動。在紐約市言，短期資金市場內，承兌票據和商業票據實在不甚發達，尤以後者爲然。近年來政府短期票據在銀行數量上雖居首位，然而它的影響不過在金融當局出售或購回以及發付利息時，造成單個銀行與會員銀行間資金的移動以收公開市場政策之效而已。其中較爲重要而同時足以直接影響長期資金市場變動的，首推抵押放款市場。差不多第一及第二證券市場內的資金，都靠經紀人抵押放款來週轉。一般證券收益率，也受拆款率高下的影響。關於抵押放款市場對其他市場的關鍵，可分四方面來說：

(一) 紐約交易所內的經紀人及證券商，於新發行證券市場內，擔任重要的配角。投資銀號自發行公司內承購證券後，往往組織承銷銀團，而經紀人和證券商，有時參加銀團，負一部分承銷之責。他們資金的週轉，全賴向銀行以其一部分未克銷售的證券作抵押，商借款項，他們的實力有限，非借助於銀行不可。

(二) 同樣的理由，經紀人抵押放款可以影響到一般投資銀號。據一九三三年至一九三七年美國整

資銀號採取剛性承銷協定——即對承銷後的證券，資全部責任，不得將未克銷售部分退還原發行公司——者，達百分之八十（註十六）可知投資銀號所擔任的責任，相當重大。它們自身的資金，本屬有限，每次所承銷的證券額，又不能一經售罄；避免資金遭受凍結的方法，祇有將擬在手中的證券，向各會員銀行做抵押借款，以便從事承受其它新向發行，而第一證券市場也可以藉此不斷繼續的推進。

(三)抵押放款市場的利率，雖視準備銀行的公開市場政策及銀根鬆緊如何而定，然而長期證券的利率，也受到它的影響。(長期證券利率當然是指其收益率而言，即票面利率和證券市價的折合率。)假如抵押放款及經紀人拆款的利率增高，一般經紀人，證券商，投資銀號，及顧客因借款成本的加重，不得不出售證券；同時會員銀行也因為利率高漲銀根緊迫的緣故，將所購證券出籠。這樣大量證券在第二市場拋售以後，將引起證券價格的下跌，而證券收益率的增高。抵押放款及拆款利率低落時，則如前述相反的理由，可引起證券價格的上升，及證券利率的降低。所以，長期利率往往先後趨向一致，而拆款利率為變動全局的總樞紐。

(四)經紀人放款利率，對於一般金融市場亦有一定的關係。如拆款率高於其它公開市場上的利率，則貸款人必相率以其資金投放放款市場，結果承兌票據，國庫券，及商業票據的數量即形減少，於是此等市場交易的信用籌碼的利率遂見高漲。同樣理由，可以說到拆款利率的低落，足以引起資金的移往其它各市場，因而招致其他利率的低落。

至於長期資金市場的變動，足以影響短期資金市場的地方，可參見下列表。

發行數量的增加，以及交易所成交數量的擴大，均須乞援於抵押放款。尤其是拆款，數量顯然隨之提高，就廣義言，長期資金在國內埠際間的移動，足以影響一市整個短期金融市場。尤其是紐約，因金融最為發達，為較大的投資銀號集中地點，外埠各企業發行證券，多託紐約投資銀號代理發行，當證券出售時，外埠各金融機關紛紛解送資金，前來投資，引起紐約一般金融市場鬆弛的現象。等到發行完畢，投資銀行須將募集資金送往外埠的發行公司，金融市場又要受一度緊縮的波動。所以大規模資本的發行，影響於短期金融市場，是明顯而易見的。

## 五 結語

根據以前所述，我們可將紐約金融市場的梗概扼要述之如左：

(1) 短期資金市場中，以經紀人抵押放款市場及政府短期債券市場較為重要。承兌和商業票據的流通，準備銀行雖加以努力提倡，然而仍不十分發達。一般抵押放款市場，則以證券抵押為中心，並沒有一個公開市場組織。

(2) 新發行證券市場，以承上接下的各層投資銀號擔任中心工作，推銷辦法的嚴密，遠在其它各國之上。第二證券市場，受證券交易所委員會的監督，所訂證券立法的束縛，頗為嚴密。此外復有一場外市場，從事買賣未經政府掛牌的各種證券。

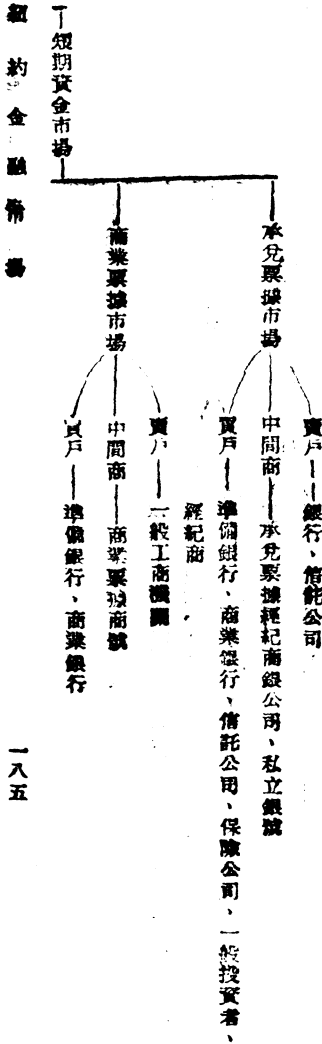
(3) 短期資金市場內的利率，大致以商業票據折扣率及經紀人定期放款為最高，經紀人拆款次之，承兌票據折扣率又次之，而以政府債券利率最低。長期證券的實際利率，往往受短期利率的影響。

響，而趨於一致。

(4) 準備銀行控制金融市場方法，不外乎公開市場控制及貼現政策二種，然前者較優者為有效。因為貼現率並不在一切市場利率之上，受貼現率影響的，僅有承兌票據、商業票據、政府債券三者，而尤以承兌票據市場折扣率與準備銀行的承兌購買率關係為最密切。一般長短期資金市場，則均受準備銀行的公開市場政策的影響。至於轉變更準備率以管制信用，則為美國所獨有，且亦為最有力之方法。

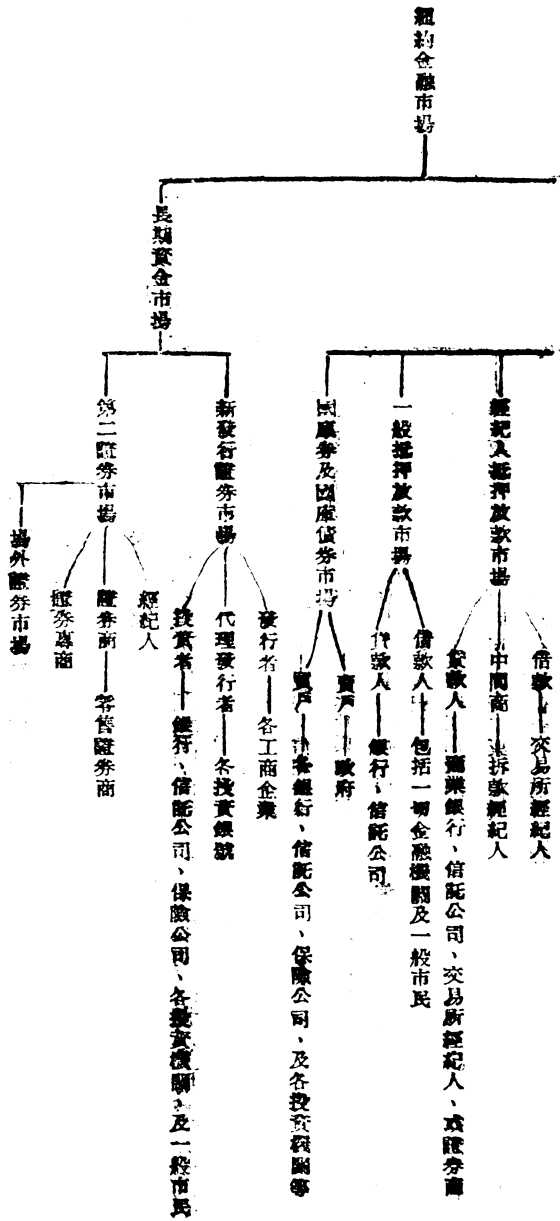
經紀人抵押放款市場，在紐約占極重要的地位。銀行對經紀人抵押放款的一張一弛，不特可以影響整個交割數量以及新發行證券銷售的成績，且可以利率的高低涉及其它短期資金市場資金的移動。

茲將紐約金融市場的結構，列表如左：



紐約金融市場





(註) L. E. Sussefeld, La Reorganisation Bancaire aux États-Unis et en Crise du Dollar, p. 127.

(註) radford, Money and Banking, p. 422.

(註) Bid., p. 425.

- (註四) Huebner, Stock Exchange, Appendix: Stock Exchange Act of 1934.
  - (註五) Madden and Nadler, International Money market (註本卷註), p. 227.
  - (註六) *Ibid.*, p. 230.
  - (註七) Bradford, Money and Banking, p. 430.
  - (註八) Michigan Business Studies, Investment Banking Under the S. E. C., Chapter II.
  - (註九) Huebner, Stock Market, p. 141.
  - (註十) E. F. Sussefeld, La Réorganisation Pancaize aux États-unis et la Crise du Dollar, p. 127.
  - (註十一) 萊柏芳, 「美國之貨幣」(註本卷註)
  - (註十二) Winfield W. Ritter, Money Rates and Money Markets in the United States, p. 5.
  - (註十三) Bradford, Money and Banking, p. 42.
  - (註十四) Winfield W. Ritter, Money Rates and Money Markets in the United States, p. 29.
  - (註十五) 萊爾, 「美國貨幣制度之演進」(註本卷註)
  - (註十六) Michigan Business Studies, Investment Banking Under the S. E. C., Chapter III.
- 萊爾與萊爾
- G. D. H. Cole, What Everybody Knows about Money.
- H. G. Hawtrey, The Art of Central Banking.

## 巴黎金融市場

梁慶椿

### 一 導言

巴黎金融市場之興起，爲時猶不過百餘年，其市場組織，雖可分爲短期及長期金融市場，但短期市場中，貼現市場並不發達，所可得言者惟非公開貼現市場；日拆市場及證券掉期市場三種；至於長期市場則實屬一種投資市場。至其金融機關，以法蘭西銀行爲法國之中央銀行，另有四大商業銀行，頗足左右金融市場之活動，以外，尚有專業之投資銀行及私立銀行，地方銀行等等。

在第一次大戰前，巴黎金融市場猶在培育成長之階段，故於國際金融界上不常見其活動，大戰之後，巴黎金融市場已逐漸繁榮，故法郎一經穩定，而即從事與倫敦之爭霸，願以其市場本身之缺點，實際上迄未能奪取倫敦之地步而代之也。茲將巴黎金融市場之演進經過、組織、特點及其在世界中之地位略述於後。

### 二 巴黎金融市場之演進

中世紀之末，意荷等國以對外交通起源較早，故工商業已極發達。威尼斯，阿姆斯特丹皆先後成爲國際金融之中心。其時法國方脫離封建制度之束縛，工商業猶未有顯著之發展。迨路易十四時代，

賴伯德 (Robert) 執政，以重商政策為施政之中心，於農業雖相當獎勵，而尤致力於工商業之拓展。內則增加工業生產，外則推廣國外貿易。蓋自拿破崙以後，國內歷年之安寧，經濟已逐漸趨於繁榮。此時在工業方面，奢侈品工業及織維工業固已甚發達，重工業亦大有進步。商業方面，則國內水陸交通已大形便利，對外尤極力開拓市場，增加國外投資。惟一七二七年約翰勞 (John Law) 氏設立之密西西比公司 (Mississippi Co.) 濫發股票，結果股票價值大跌，引起一七二〇年之金融恐慌，是為有史以來股票投機失敗之最顯著者。

一七二〇年法國金融恐慌之後，不特法國經濟又逐漸復興，且商業經二三世紀來之發展，已奠定相當基礎，巴黎金融市場亦已漸具雛形。及一八〇〇年拿破崙氏創設法蘭西銀行 (Banque de France) 於巴黎，規定該行之業務，除仿照其他國家中央銀行擔任調節各銀行資金之工作外，並得經營一般銀行之業務，於是金融體系中有一最高之機關，統制與調節市場之活動，而巴黎金融市場亦從茲奠定其基礎矣。

## 二 巴黎金融市場之組織

(一) 短期及長期金融市場

▲ 短期金融市場

(一) 巴黎之短期金融市場，一般書本可分為非公開貼現市場 (the Private Discount Market)、日拆市場 (the Day-to-Day Money Market)、及證券短期市場 (the Report Money market) 三種。

(A) 非公開貼現市場 巴黎迄今尚無正式公開貼現市場之存在，故貼現業務係經由銀行外市場 (Market for Discount) 即所謂非公開貼現市場融通之。經營貼現業務之機關，主要者如法蘭西銀行、各大儲蓄銀行、投資銀行、私立銀行及較大之商業機關。此外尚有一九二九年成立之巴黎重貼現公司 (Caisse Nationale Parisienne de Récompte) 及法國承兌銀行 (Banque Française d'Acceptation)，惟各銀行之經營貼現業務，多僅於市場上購進票據，甚少售出。凡執有票據者可直接向銀行或其他買主磋商貼現，或可委託經紀人 (Courtier) 辦理，此項經紀人僅代為介紹交易，獲取佣金並不自行為票據之買賣，貼現票據之種類，主要為商業票據或商業承兌票據，而銀行承兌票據，僅占極小部分，至於貼現率之高低則隨購者決定，同一機關所出票據，甚至貼現率亦有參差，此蓋巴黎貼現市場中其票據並不若倫敦之標準化也。

(B) 日拆市場 巴黎既無公開之貼現市場，而短期抵押放款市場亦不發達，故各銀行為相互間融通資金計，乃另行採用他法。其最常用者凡三，其一為支票之交換 (Echange de Virements)，銀由貸款銀行開付一支票予借款銀行，將其存入法蘭西銀行或其他銀行，借款銀行亦按所借數額另加利息，開一支票予貸款銀行，以作還款用，惟出票日期則較遲一二日。其二為恩給交易 (Gratification)，即由貸款銀行出售證券予另一銀行，取得購入證券銀行之支票，惟雙方事前言定出售者得於若干日後另加利息。重行將此宗證券購回之第三種方式，乃公債之貸放 (Location of Bonds)，即由某一銀行將公債貸予需款銀行，需款銀行再以此公債充抵押品向第二銀行借款，此項融通方式，巴黎之較太銀行不常採用，以其有傷聲譽故也。

(C) 證券掉期市場 巴黎證券交易資金之融通，大都仰賴於所謂證券掉期交易放款("reporting loans")。此項放款，即由證券之買方，於交割之時，將賣方交來之證券售出，但約定於下屆交割期按同價另加利息重行購回，故與恩給交易頗相類似。掉期利率之規定，係由證券交易所經紀人，根據資金供需情形，釐定後兩星期內所實施者。

### (D) 長期金融市場

巴黎之長期金融市場，為一投資市場，蓋法人性喜儲蓄，金融機關乃能有豐裕之資金，從事投資之業務也。投資對象大多為國內外公債與證券，尤以本國之外債為多，以其擔保可靠，比較安全，故巴黎遂成為世界最大之政府公債市場。經營投資業務之機關，除各信用銀行及私立銀行外，並有專業之投資銀行。其對外投資，早於十八世紀時即已開始。第一次大戰時，法國海外投資數額，已列世界第二位，惟其投資方式，則購買外國證券，實較之直接投資於外國為多。

巴黎之證券交易所(Paris Bourse)，成立於一七二〇年，為世界第三大規模證券交易所。其內部分為三種市場，即正式市場(Parquet)，非正式市場(Comptoir)與自由市場(Marché Libre)是也。各市場中間拍定股票公債，總計有三千餘種，法國其他各地雖亦有證券交易所之設立，但大部分證券交易，皆集中於巴黎，茲將其三種市場情形，略述於下：

(A) 正式市場 此一市場乃由政府以法律規定有買賣正式開拍證券之權，占權之市場中之經紀人，係由總統任命，具有公務員之身分，其任期為五年，且不得連任。在巴黎正式證券經紀人公會(Compagnie des Agents de Change de Paris)之組織，各會員須負連帶責任。此項經紀人除充擔負者居間人外，

概不得營其他任何事業，不得自行買賣證券，亦不得投資於工商業。因有此種種限制之規定，故正式證券經紀人在社會上及金融上極富威信。至於正式市場上證券之開拍，則規定凡任何證券須先經經紀人公會理事會之審核認可。惟法國政府證券係屬例外。此市場上開拍之證券，一八一五年尚僅五種，今則已達二千五百種左右，分爲現貨交易與期貨交易兩大類。

(B) 非正式市場 非正式市場一稱銀行市場 (Marché in Banque)。凡正式市場所不開拍之證券，皆可在非正式市場買賣。此市場之經紀人，遠較正式市場經紀人爲自由，可自行買賣證券，亦有公會之組織。證券之開拍，係由公會決定，所開拍之證券，大多爲正式證券經紀人公會理事會所不認可，及未具正式市場開拍資格者，亦分現貨與期貨兩類。

(C) 自由市場 自由市場所買賣之證券，或爲發行後尙未正式市場或非正式市場開拍之證券，或爲銷路不旺，不能於前二市場中開拍之小公司股票。此市場組織最初極爲散漫，雜有無數之投機者。及後乃由非正式經紀人組織一公會，始入正軌。

巴黎證券交易所各市場中除有經紀人外，尙有所謂傭客 (Reaisiers) 者，此在他處證券交易所中雖亦有之，但巴黎最爲衆多。彼等係充經紀人與買方或賣方之中介人，承受各方委託，轉交經紀人承辦，並由經紀人方面取得回扣 (Remise)。

(二) 銀融市場之各種機關

(1) 法蘭西銀行 (Banque de France)

法蘭西銀行爲一八〇〇年拿破崙氏所創設，賦有獨占之發行權。雖屬私人資本設立，但行政權操於政府，實卽法國之中央銀行也。

(A)組織與管理 該行資本爲一萬八千二百五十萬法郎，股票分散執於人民之手。其行政組織設總裁一人，副總裁二人，由政府任命，股東大會由全體股東組成，理事會設理事二十人，另有監事三人，理事大半爲政府機關代表，或由其選定，故法國政府對於法蘭西銀行控制力量極大，總行設於巴黎，分支行處遍設於全國重要城市。

(B)業務 法蘭西銀行除獨占發行權外，其重要業務有存放、貼現、再貼現、代理收付、代理國庫及爲政府代發公債庫券，並可受外國銀行委託，代爲買賣票據證券。故法蘭西銀行除辦理中央銀行之業務外，並經營一般銀行業務，可直接放款與工商業及個人，此乃與英之英格蘭銀行及美之聯邦準備銀行不同之處。茲將其貼現及放款業務情形分述於下：

(甲)貼現與再貼現 法蘭西銀行之貼現業務並不限於各銀行。對於工商業及個人所持有之票據亦可爲之貼現。其所貼現主要爲商業票據及商業承兌票據，關於貼現之規定，則凡期限在三個月以內，並具有三個背書之票據即可持向該行貼現。惟貼現者須在該行有往來帳戶。對於一般商業銀行，法蘭西銀行並爲其辦理再貼現業務。票據凡經核准貼現者，均採用同一利率並無參差之別。

(乙)放款 法蘭西銀行之放款，亦如其貼現業務，並不僅限於各銀行而對工商業及個人亦作放款。惟放款須有抵押品，如金條金幣或證券，而以政府證券占極多數，放款利率一般較貼現率爲高。

(C)與巴黎金融市場之關係 法蘭西銀行因組織條例中並未規定有自行買賣票據證券之權利，故



不若英格蘭銀行或聯邦儲備銀行之能利用公開市場政策，以操縱金融市場之活動。其控制金融市場之主要手段惟賴三法，即運用貼現政策、買賣外匯及代外國中央銀行買賣證券是也。

(甲) 運用貼現政策 法蘭西銀行再貼現業務雖不若英美之發達，但因該行除與商業銀行交易外，並直接對工商業賒放，故其貼現率一有變動，立即影響於市場各種利率；又法國支票之使用尙不發達，鈔票之發行係集中於該行，故該行乃能假手貼現率之上下控制資金之周轉，而該行之貼現率，遂成爲市場各種利率之進繩。惟法蘭西銀行之貼現率變動次數，在各主要國中央銀行中，實爲最少者。

(乙) 買賣外匯 買賣外匯亦爲法蘭西銀行控制金融市場之一種方法，按照規定，該行得自由買賣外國匯票及處置其存於國外之資金，此項外匯買賣對於金融市場上之影響，一如買賣證券。惟因對於匯價亦有影響，故其運用，乃有一定之限度。

(丙) 代外國中央銀行買賣證券 一九二八年法國政府規定法蘭西銀行得代他國中央銀行從事證券買賣之買賣，並可據外國中央銀行要求予以再貼現，惟此種業務並非出自該行本意，不過便於外國中央銀行在巴黎置放若干款項耳，對於金融市場影響並不巨大。

(2) 信用銀行 (Banque de dépôts)

法國之信用銀行，爲數甚多，其重要者祇有六家，皆設總行於巴黎，另設分支行處於各地。此六家即里昂銀行 (Crédit Lyonnais)、巴黎國民貼現銀行 (Comptoir National d'Escompte de Paris)、法國興業銀行 (Société Générale)、法蘭西銀行 (Crédit Commercial de France)、亞爾薩斯洛林實業銀

種 (Crédit Industriel d'Alsace et de Lorraine) 及國民工商銀行 (Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie)。其中前四行業務最為發達，其於法國金融界常有左右之力量。故有四大 (Big Four) 之稱。

以上諸各大信用銀行之主要職能，即為供給短期資金與工商業，其貸放方式，以票據貼現為主，其次為無抵押透支及抵押放款。對於長期金融，各信用銀行並不直接與工商企業，亦不放款與之，但代各企業銷售證券；或設立附屬機關，經營長期投資業務，如里昂銀行與巴黎國民貼現銀行共同設立之國民實業銀行 (Union pour le Crédit à l'Industrie Nationale)。

(c) 社會銀行 (Banque d'affaires)。

法國社會銀行與普通銀行在組織上並無二致，所不同者，惟在長以供給長期資金與工商企業為目的耳。其主要業務有發起組織新企業公司，並予資助，貸放新資本與已設之企業公司，聯合同業共同組織銀庫承銷證券，及暫時墊借款項與各企業公司俟證券售出後再行收還等等。投資銀行中最重要者有巴黎工商銀行 (Banque de Paris et des Pays étrangers) 巴黎聯合銀行 (Banque de l'Union Parisienne) 及法國工商銀行 (Banque Française pour le Commerce et l'Industrie)。

(d) 獨立銀行 (Hauts Banques)。

獨立銀行，大都係富家巨家所組織之金融機關，其所經營之業務，有經營財產，承銷證券，買賣票據等。彼等在法國金融史上，皆曾占重要之位置，今則已屬式微，巴黎現所遺存之重要獨立銀行有洛塞卡特公司 (Löffschid House)，胡廷格公司 (Hollinger et Cie.)，海因公司 (Heine et Cie.)

及馬萊特兄弟公司(Mallet Frères et Cie.)等。

(5) 地方銀行(Banques régionales et locales)

巴黎之金融活動，雖大部操於數大信用銀行之手，但其餘大小地方銀行，亦為巴黎金融業中之重要分子，彼等因資金薄弱，故其營業遂著重於大信用銀行所不為者。除一般銀行業務外亦有兼營長期投資業務者。

(6) 儲信局(Caisse des Dépôts et Consignations)。

此局在長期及短期金融市場上亦頗重要。以其除營信託保險業務外，並為法國儲蓄事業之最高機關，故運用資金極鉅。其投資對象規定為中央及地方政府公債、公用事業公債、及國內外實業債券，並得營長、中、短期放款

#### 四 巴黎金融市場之特點

(一) 短期金融市場之特點

(1) 貼現市場不發達 巴黎短期金融市場之最要特點，為公開貼現市場並不發達，而其主要缺點亦在於此。貼現市場所以不發達之原因，主要係由於數大商業銀行之習慣與政策所致，彼等對於票據交易，大都從事購進，而少售出，蓋彼等認為出售票據，乃表示該行資金窘迫而有損信譽也。其次則工商機關之借款方式，亦為一要因，蓋法國工商機關，每當需款之時，率皆直接與往來銀行洽商，而不喜於公開市場上以票據貼現告貸，同時法國銀行亦喜直接授信予其顧客，而不願經過公開市場為

之。故款項之貸放或貼現，每係私和洽商之交易，且富有秘密性。

(2) 抵押放款不發達 巴黎短期金融市場之第二項特點，為抵押放款亦不發達。巴黎並不若他國金融市場有一抵押放款市場，此實緣立法上阻礙有以致之，蓋法國之商法第九十三條規定凡抵押放款到期不能償還時，債權人若變賣抵押品，必須於八日前通知債務人。此項規定，使抵押放款之流動性大減，故各銀行多不願從事此種放款。同時法國工商機關亦雅不願提供抵押品借款，以其有損信譽也。

(3) 貼現率甚少變動 變動貼現率原為各國中央銀行控制金融市場之一種手段，法蘭西銀行亦習用之，惟就各國情形比較而論，則法蘭西銀行貼現率變動次數，實較其他國家為少，試以第一次大戰前各國中央銀行貼現率變動次數而論。在一八九八年至一九一三年間，英格蘭銀行貼現率變動次數達七十九次，德國帝國銀行為六十二次，比利時國家銀行為三十九次，荷蘭銀行為三十一次，奧匈帝國銀行為二十五次，而法蘭西銀行貼現率變動僅有十四次。(註一)再以第一次戰後情形論之，在一九一四年至一九二七年間，英格蘭銀行貼現率變動次數達二十七次，(註二)法蘭西銀行則僅變動十八次，(註三)法蘭西銀行貼現率較他國變動為少之原因，實由於法國國內經濟概況比較穩定，且放任自由之思想自昔即盛行於法國，故不甚主張用人為及強迫手段，以控制金融活動也。

(4) 市場利率較低 巴黎金融市場所通行之利率，比之其他各國金融市場常較低廉。例如在一八九八年至一九一三年間，法蘭西銀行之貼現率，其平均數為百分之三·〇九，同期內英格蘭銀行貼現率平均為三·六九，德國帝國銀行為四·五九，比利時國家銀行為三·七四，荷蘭銀行為三·五九，



儲信加，即奠基於此。此外法國尚有儲蓄協會及信用合作社甚多，故平民儲蓄，甚感便利。

(2) 有專業之投資銀行 巴黎之商業銀行，往昔原有兼營長期投資業務者。自法國動產銀行 (Cédit Mobilier Française) 經營失敗後，一般商業銀行遂不直接從事長期放款，僅代銷證券或設立附屬機關辦理投資業務，對於需要長期資金者至為不便，於是專業之投資銀行乃應運而生，此類銀行業務以長期放款為主，詳見前節。

(3) 對外投資直接投資少，購買外國政府證券多 法國對外投資雖數額甚多，但其投資方式，則直接投資於外國實業者較少，而多屬購買外國政府公債證券。此蓋外國政府證券有國家擔保，頗為穩固，是法國人民之要求安全心理；且公債證券較易脫售，不若直接投資之風險也。

(4) 對外投資視政治關係而定 對外投資原由於促進國外商務並疏暢國內過剩資金而產生，故其投資方向自應視國外經濟狀況而定，惟此在法國殊不若然。法國之對外投資率雖隨國際經濟情形而轉移，與法親善者則投資多，親劣者則投資少。第一次大戰前謹慎投資數額將有非數即係投於其同盟國或友好國家也。

(5) 發行公債有種種方式 法國發行公債通常並非均混於某一定定之形式，其常用者，約可分為由銀行包銷 (la négociation avec des banquiers)，由人民直接認購 (le souscription publique) 與在交易所發售 (négociation directes à la Bourse) 三種，(註六)茲分述於後，不備中合人認購公債，其法有二：(A) 由銀行包銷，公債一經發行之後，即全部交由一銀行或銀行團 (Syndicat de banquiers) 或與銀行訂約，或由銀行投標決定，此法之優點在於公債可全部發出，可即時取得款項之全部或一

部，銀行對市況極爲注意，彼此間可有競爭，乃能令發行者所得較高價格。但銀行索取手續費常較昂，此則本法之缺點也。此法當發行人信用不足及急需款項時較多採用。

(B) 由人民直接認購。此法係公債發行之後，由人民直接認購，不需中介人居間買賣，其優點雖在發行者得價可較高，然實際上亦未必如是，以發行者未必能全明當時行市，且亦易常爲銀行所大批購進，提價零售也。至於其缺點，則公債未必能全部售出，而亦不能即時取得全部或大部款項也。此法於信用較著及不急需款者恆常用之。

(C) 在交易所發售 凡國家澄平之時，或有公共建設時，發行公債多有採用此法者。公債如採用分批發行 (Series successives) 辦法，遇有急需卽以其一部在交易所中發售，有時亦可由銀行居間承銷。

## 五 巴黎在世界金融市場中之位置

### (一) 第一次大戰前情形

第一次大戰以前，英國以其歷史之關係，及在國際商業上之領導地位，而其金融市場之設備與便利又復超越乎他國，故倫敦迄爲國際金融之中心，紐約、巴黎、柏林皆無以與抗也。以言巴黎，自法蘭西銀行成立後，雖奠定其金融市場之基礎，但以金融市場設備不良，國外貿易之不旺，巴黎實未成爲一重要國際金融中心。

然法國自大革命後，國內經歷長期之安定，百業欣欣向榮，益以人民儲蓄習氣之盛行，資本蓄積

爲數已鉅，加以國內工商業規模較小，資本需要實有其限度，於是此項蓄積之資本，遂不能不另覓國外之出路。此種情形對於巴黎金融市場之發展，殊極有利，此戰後巴黎之所崛起而設法與倫敦、紐約爭霸也。

## (二) 第一次大戰後巴黎在世界金融市場之爭霸

大戰結束，協約國雖獲勝利，但各國在經濟上所受之損害，亦至爲劇烈，此於法國爲尤甚。法國於戰事結束之後，國內則通貨膨脹，法郎價值大跌，國外則昔日之債務國多背約賴帳，其國外之資源損失達於二分之一以上。在一九二七年前政府所致力者，爲國內經濟之重建，至於國際金融之爭霸，實無暇以從事也。

迨一九二七年後，國內經濟業趨復興，法郎價值實際穩定(*de facto stabilization*)，於是昔日逃避之資本先後流回於國內，而國際貿易又復形成有利之差額，金融地位既告穩健，法國政府遂有餘力於金融之爭霸矣。

巴黎之金融爭霸所採方式甚多。例如於國內則政府致力巴黎貼現市場之促進，有一九二九年法國承兌銀行之設立；於國外則大量吸收黃金之進口充實金準備，並聯合比瑞等國組織金元集團以與英鎊集團相拮抗。論其效果，於黃金之吸收，以及國際清算銀行之設立於巴塞爾(Basel)，皆獲致勝算。然就長時期而言，則倫敦固有歷史上之價值，而紐約亦具新興之努力，故巴黎終未易獲得世界金融之領導地位也。



### (三) 巴黎未能成爲世界金融中心之原因

國際金融中心之造成，新必有其應具之條件，論其重要者，則市場資本之雄厚，信用需要之殷切，金融市場設備之良好與自由，國外投資之衆多，以及幣制之穩定，皆其所應必備者。就此數項要件而言，巴黎金融市場所具有者，過去幣制尙稱穩定，對外投資亦屬不少，願其餘諸端皆有不及倫敦之處。

(1) 巴黎金融市場資本不甚雄厚，資本雄厚與否，可就國民所得及銀行存款以窺之。就此二者而論，則法國尙遠不及英國。

(A) 法國國民所得不及英國 國富爲金融力量之主要源泉，亦爲決定各國金融市場儲蓄與否之重要因素，一九三〇年德國之特別新替納銀行 (Deutscher Bank) 及銀行信託公司 (Deutsche Trust Company) 曾分別估計各國每人之國民所得，兩種估計之結果幾不約而同，英國約爲四百鎊，法國約爲二百鎊，是法國之國民所得僅及英國之半數也。

(B) 法國全國銀行存款遠不及英國 存款乃一國放款之資源，較之國民所得尤足表示金融市場之力量，根據一九三二年底之統計，兩國存款結餘頗有如下表：

英 國		法 國	
銀行名稱	存款數額 (英鎊)	銀行名稱	存款數額 (法郎)
英 格 蘭 銀 行 (Bank of England)	三三、七六〇、〇〇〇	法 國 銀 行 (Banque de France)	一五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇
米 得 蘭 銀 行 (Citadel Bank)	四一九、二八〇、〇〇〇	里 昂 銀 行 (Crédit Lyonnais)	一四、三一四、〇〇〇、〇〇〇
勞 埃 銀 行 (Lloyds Bank)	三八二、一四〇、〇〇〇	法 國 興 業 銀 行 (Société Générale)	一一、七三九、〇〇〇、〇〇〇
巴 拿 家 銀 行 (Banque Paribas)	三八二、八五〇、〇〇〇	巴 拿 家 銀 行 (Comptoir d'Escompte)	九、〇九二、〇〇〇、〇〇〇
威 斯 特 明 立 斯 特 銀 行 (Westminster Bank)	一、九八八、〇〇〇、〇〇〇	法 國 工 商 銀 行 (Crédit Industriel et Commercial)	一、九八八、〇〇〇、〇〇〇
國 民 省 銀 行 (National Provincial Bank)	二九一、八二〇、〇〇〇	國 民 工 商 銀 行 (Crédit National C.I.)	二、七三三、〇〇〇、〇〇〇
總 計	一、八〇七、〇三〇、〇〇〇	總 計	五四、七三四、〇〇〇、〇〇〇

以當時英法兩國匯率，每英鎊等於八十六法郎計算，則法國存款約合為六三萬八千〇〇〇、〇〇〇英鎊，僅當英國三分之一耳。(註五)

(2) 巴黎金融市場信用需要不殷切，信用供給亦屬薄弱，因而匯金市場漸漸變為基礎，然信用市場需要殷切，斯又金融市場發展之要件，且需票據之與商業銀行市場波濤，凡此商業波濤之因，實與英國相若。

即如是也。法國爲一農業國家，其工商業遠不若英國之發達，現有之工商業，規模皆比較狹小，資金需要殊有限度。且工商機關之習慣，借款恆不喜於公開市場中爲之，而常向私人或往來銀行融通，故在市場上，信用之需要並不見嚴切焉。

(3) 金融市場規模小且乏彈性 巴黎金融市場本身之缺點，主要在於市場規模狹小與缺乏彈性，公開貼現市場及抵押放款均不發達，短期資金之融通，惟賴非公開貼現市場，遇有大宗票據在手，每多不易脫售，蓋巴黎缺乏貼現所與票據商之故也。又於票據貼現之時，其貼現率亦漫無標準，同一出票者之票據，有時竟相差甚遠。反之，在倫敦市場，貼現商號衆多，票據脫售無虞；有國庫券 (Treasury bill) 爲一切票據之標準，故各種票據貼現率均各一致，既不至有所高低，並且得全球之追隨。

(4) 巴黎金融市場不甚自由，而常受政府干涉 金融市場活動之自由，實一市場充分發展之關鍵。在巴黎金融市場上，資金之移動，遠不若倫敦之自由。例如法郎穩定之後，爲吸收黃金之計，政府不惜提高黃金買價或採用升水辦法，以獎勵黃金之進口。又如其對外放款，尤常隨政府之態度而轉移，對於其親善之國則鼓勵投資，對於邦交欠睦之國則收回放款。

(5) 法國對外投資及國外貿易均不甚鉅 法國在第一次大戰前對外投資數額雖已漸增，但大戰之後，因受戰爭影響，對外投資喪失頗巨，故在數額上迄未能超越英美，國外貿易戰後雖年有盈餘，總額並不甚鉅。蓋法國乃一自治之國家，海外商業並不如英國之發達，既無大宗製造品之輸出，在航業上尤不占重要之地位。故巴黎在國際商業上，迄未成爲一主要市場也。

(6) 法國中產階級多，冒險性弱。凡海洋國家，或工商發達之國家，其國民性皆較富於冒險性，此可由英國見之。至於農業國家，則人民重保守觀念，富安全心理故海外商業淡，此可由法國見之，一般而論法國地主階級比較衆多，且皆相當富有，生活安定，彼等心理中惟求財產安全，及安居樂業，不願干冒風險以投資於國外。即於國內投資，亦多從事安全可靠之政府債券，凡帶有風險及投機性質者，法人皆不願參與也。

綜上各端而論，巴黎金融市場無論在資金之供需上、市場設備上、資金流動上、或對外投資貿易上皆遠不若倫敦之充實與健全。斯即巴黎所以迄今尙未能超越倫敦，而爭取國際金融市場之地位也。

(註一) 見 J. T. Madden and M. Nadler: "The International Money Market," 1935, p. 301.

(註二) 詳見 The Economist, Sept., 19, 1912. Banking Supplement, p. 12. "Bank Rate Since 1858" 表中數學計算應得 (註三) 詳見 J. H. Rogers: "The Process of Inflation in France 1914-19217," 1929, p. 180, Table 63 數字計算而得。

(註四) Georges, Deherme: L'Argent et la richesse, Paris, 1, 19, p, 139.

(註五) P. Soulaire et L. Denert: L'Etat et l'Epargne, Paris, 1919, p. 71.

(註六) 見 Paul Leroy-Beaulieu: "Traité de al Science des Finances," 1879, Pt. II, Livre II, Ch. 7, p. 320-325.

(註七) R. J. Tuppi: British Loans, London, 1935, p. 285.

## 柏林金融市場

陳餘年

金融市場一名詞，其英文爲“Money Market”，德文爲“Geldmarkt”。它的含義迄今尙未有定論。廣義言之，所謂金融市場者，乃指百業藉以融通資金之一切機構而言。但普通所謂金融市場，則專就短期資金之融通而言，與之相對待底長期資金市場，以通稱爲資本市場（Capital Market）。這稱區分二者實極與合宜，學者間頗有爭論，此處須多道言不遑，我們須注意者，即所謂長期資本市場間並非毫無關聯，它們彼此之活動實有輔車相依之作用。註一。尤其我們講到德國金融市場時，根本即不能作短期與長期之分。因爲德國的銀行制度是所謂混合式底（Mischbankwesen）與英美等國必單一商業銀行實完全不同。一個德國的普通大銀行總同時兼營下三業務，於是短期資金之融通，二泉證券交易所之經紀人，三是長期證券之代理發售。下文所述之柏林金融市場，即不擬分述其短期與長期市場，而將合併論之。（註二）

（註一）M. Sahl, "Money Market" in Encyclopaedia of Social Science.

（註二）本文所述多屬希特勒上台以前情形，納粹政權下之德國金融市場除爲國受統制外，無本不同處。又本文所引圖說均據第一

德國之完備金融市場之發展，較他國爲遲。在二十世紀初葉，國內有三大市場互相爭雄：佛蘭克府（萊茵河上），漢堡與柏林。到了一九一四年，柏林已成全國金融中心，但佛蘭克府之地位，仍很重要。柏林之所以成爲全國金融中心者，約有下列三大原因：

(1) 該城爲全國富邦普魯士之首府，同時又爲德國的國都，首都所在之處乃公幣聚散之所，全國各地都要仰仗該城資金之融通。

(2) 因國內各銀行競爭之結果，銀行的權力乃集中於柏林，從而該城各大銀行的政策乃能影響及於全國。

(3) 德意志銀行 (Reichsbank) 爲德之中央銀行，其總行亦設於柏林，更足表示該城爲全國金融之司令台。

第一次大戰後之金融復興與通貨之穩定，益增柏林地位之重要。到了一九二四年以後，柏林金融市場在德國國內之重要性，已與英之倫敦及法之巴黎相等了。

柏林金融市場主要是由下列三種機構組成底：交易所、銀行、與少數獨立之經紀人。柏林的交易所共有三種：第一是證券交易所，其交易對象爲貨幣、外匯、銀行承兌票據、商業票據、及一切有價證券等項。第二是物品交易所，交易物品爲五穀、咖啡、橡皮、等物。第三是五金交易所，除金銀外，一切金屬物均爲交易貨品。以上三種，就金融體系上言之，當以證券交易所爲最重要，下文所述

亦偏重此方面。再上文所謂銀行係包括德意志銀行以及普通及特種諸銀行而言。銀行與證券交易所間，就其職能言之，應彼此有別；但在德國，兩者則息息相關，對於其中任一者之業務，以分析，必須同時涉及他者，才能首尾清楚。這是專就參加柏林金融市場之活動而言，次就市場之種類論，柏林金融市場可大別為四類：第一類為承兌市場，其營業項目為銀行承兌票據。第二類為放款市場，第三類為抵押放款市場，第四類為外匯市場。證券交易所為柏林金融市場之中心機構，一切金融交易大都在交易所中為之，以下將先對柏林證券交易所加以分析，然後再分析柏林金融市場中貼現與放款業務。

### 三

柏林證券交易所中所交易之證券計有下列數種：

(1) 各種公債券。如國債、邦債、市及省債券；本國的或外國的均是。

(2) 各種不動產債券。在德國以耕地及都市改良地作抵押之借貸至為發達。以耕地作抵押之債券，是由土地銀行與農業合作協會，以農地（包括土地、建築及牲畜。）通批作抵，用各該銀行或協會之名義發行之。以都市地作抵之債券，則由抵押債券公司發行之。此外，尚有私營之不動產公司，專就某一不動產發行抵押債券；各邦市亦常發行抵押債券。

(3) 實業銀行、普通銀行、保險公司等企業之股票，此項股票都為普通股，在美習見之優先股，在德國則少見。

(4) 實業債票。在戰前此項債票之地位極不重要，因實業界均僅以發行股票方式吸取長期資金。一九二四年後雖有少許實業債票之發行，其目的則在吸引外國之投資。美國通行之兩種實業債票——convertible bonds 與 optional bonds——在德亦曾為少許大企業所採用，到了一九二五至二九年間，雖未完全通行，也逐漸習見了。

柏林證券交易所之證券買賣現貨與期貨交易兩種。一切證券均可作現貨交易，但期貨交易則有限制。第一能作期貨交易之證券僅限於在交易所中開拍之證券，第二能作期貨交易者，僅限於核准之公司商號，非人人可為。無論是期貨或現貨交易，其交易額之大小與資金之通融，幾乎完全靠銀行來決定與資助。德國「混合銀行制」之一特色，從銀行與交易所間之密切而不可分之關係上，即可見之。一個普通德國銀行總是兼營證券交易所中經紀人業務底。在交易所內，除少數獨立之經紀人外，幾乎全部業務都集中於各大銀行之手中。所以從業務活動言，銀行是交易所中的要角，而就資金之融通言，銀行也是唯一底供應與支持者。對於證券交易所之業務分析，必須說明下列三項關係：(1) 銀行信用與交易所之關聯，(2) 交易所中銀行之同業往來業務，(3) 普通銀行與交易所對德意志銀行之關係。柏林證券交易所為一官督下之私營組織，政府僅對其業務目的、開業之核准、交易之條規、交易之物品、及證券之種類等項，加以管制。凡一成人不論其本身為企業者或代表一合夥或公司，在原則上均可加入交易所；但實際能參加交易者須為該所會員。會員資格之取得須得殷實商戶之擔保並付可費五千馬克，再向主管機關呈請核准備案後即得。所中的天下幾乎完全屬於銀行。他們一面為自身營業，一面又代客買賣，所以有時常有大銀行同時在交易所中有四五十個會員權。證券交易所之業務



的分析，實爲資金融通之分析，說明參加活動者之資金的來源與去脈。現貨與期貨交易既多靠銀行之資金的通融，其通融方法乃是我們的另一分析工作。關於此方面，我們擬留待下節分析柏林放款市場時再詳爲說明；此處仍繼續對柏林交易所證券業務之機構的分析，再加說明。

在第一次大戰以前，一切有價證券之發行，什九是假手於銀行，而一種證券之能在交易所開拍，除須已正式發行外，尚須得交易所當局之認可，此種認可手續之辦理，又都是由銀行代辦。這不但戰前如是，即在戰後銀行與實業之關係，也是很爲密切。在德國，一個普通股份有限公司 (Aktiengesellschaft) 或股分兩合公司 (Kommanditgesellschaft auf Aktien) 之創立之發起，其股票之招募普通有二種辦法，一種是陸續發行法 (Successiv Gründung)，另一種是一次發行法 (Simultan Gründung)；前者乃通常招股方法，即由發起公告招股，俟認股足數股款收有成數時，即召開創立會，公司即可成立；後者是由發起人認購全部股本，公司先行成立，將來再將股票陸續售出。此兩辦法以一次發行法爲最通行；這完全由於銀行處於引導資金入投資之途的地位所致底，因採一次發行法，其股票之大半都是由銀行承受底。這是銀行對產業之主要業務之一——股票發行業務 (Gründungseshaft)，隨之而後底則爲股票銷售業務 (Emissionsgeschäft)，其辦法有三：一是以定價公開出售，二是送交交易所開拍，三是直接售與平日有往來之顧客或其他銀號。

除銀行以外，參加證券交易所之營業者，尚有少數獨立之經紀人公司。這裏我們須特別說明，即是德國的交易所中之經紀人，是有兩種不同形式，一種可稱爲訂價經紀人 (Kursmaklern)，另一種則爲通常所謂經紀人。所謂訂價經紀人者，顧名思義，當知其訂定各項證券之交易價格者；這是德國與

美國之不同處。在柏林證券交易所內，交易之股票能像美國那樣以自由價格買賣者甚少。訂價經紀人每日在交易所未開始營業以前，依據當日訂購與出售數，訂定各股票該日交易之官價，其訂價之標準，係在求需供相等，而得最大可能之交易量。每日自正午十二時至午後一時半，各訂價經紀人彙收各銀行及其他交易所交易者之購進與出售之訂單，在午後一時半至二時內，大家會齊，彙總各人所收之訂單，決定當日各股票之價格，二時正即公布。依證券交易所規程之規訂，此等官定價格即為最後價格。所有期貨交易之證券，均照此手續訂價。至於普通之經紀人，則以其本身之資本買賣證券，俾再轉售與顧客。他們也與銀行所營之經紀人業務一樣。現貨與期貨交易都做，所不同者，他們的買賣之資金融通，或出自其本身之資本，或借自交易所經營之銀行；而銀行則可以往來帳款(Kontokorrent)（註一）對顧客貸款，而使證券之買賣，他們所做的投機業，除證券掉期交易放款(Reportcall)外（關於這種放款下節中即特說明）外，尚做各種不同底Opport買賣。這共有四種：第一種是購進約定(Vorpromio)，即買戶購入於約定日以約定價格買進證券之權利，屆期若願照購，則除約定購價外，尚須加付酬金(Praemie)，但如不願購進，僅須繳納酬金，即行了結。第二種是賣出約定(Rückpraemie)則與上述者相反，係指於約定日照約定價出售。第三種為購售兩可約定(Stellajo)，投機者到期可購可售，任其擇定。第四種為增添購買或出售之約定(Zugrosstalt)，即投機者於約定期日增添其購進或售出證券之數。至酬金之大小，則視股票之種類，一般金融市況，約訂期間之長短等項之不同，由經紀人按日訂定之。此項約定交易之功用，在經濟上，有減少投機者之虧賠與增加其獲利之可能性兩大效能。但在另一方面，則促使證券交易之增加，與增加證券交易所中資金融通之需要。

最後，在證券交易所中營業底，尚有一些工廠機關；不過他們買賣證券之情形，不能詳悉。他們與證券交易所之關係的重要，是在他們以其餘資及庫存現金直接利用之短期資金市場之活動。在一個月內，有時他們大量地貸出日拆與月拆，但到月底時則紛紛收回供付工資之用。有的短期放款，其目的希望在每季發給股息與利息時收回；在放出之時，使市上銀風鬆弛，則有助證券交易量之增加，但到了收回時，則迫使銀風緊俏。所以從德意志銀對市上資金之管制立場言之，工業界之餘資不能流入銀行中，實增加中央銀行管制信用之困難。

柏林證券交易所之證券買賣業務，是在各大銀行之操縱之下底，這些銀行經營證券之買賣，彼此互作資金之通融，他們的業務之大半即係此項證券買賣。再柏林金融市場中，又有股票交換清算制（下節詳述），更易使銀行信用之擴張，益增其對證券買賣之關係。銀行與證券交易所之關係既如是密切，我們即要從其放款業務中，分析其關係密切之來龍去脈了。

（註一）德國銀行與顧客間之往來帳款與可開支票之活期存款（Scheckkonto）不同，因前者在法律上債權與債務人間之關係特殊，據德國法律之規定往來帳款關係之存在須兩方——其一方必為企業者（Kaufmann）——彼此互有存欠，雙方之存欠不按筆清結，而係按期彙總計算。一旦計算存或欠以後，舊的各筆帳款即均完全結清。借貸兩方均同時算息，最後計算結餘時，利息亦加入一併計算。在戰前各銀行往來帳款之利率，存款時則較德意志銀行利率低一釐或一釐半，欠款時之利率至低不得小於五釐，且較德意志銀行利率高一釐，結算計預為六個月但兩方均可隨時要求清算，交還結存或溢價結欠。

#### 四

柏林的放款市場中之資金的流轉，除供工商業所需外，最重要底，則為各大銀行在證券交易所中

之放款。此項放款有下列數種方式：(一)日拆(Tägliches Gold)。(二)月拆(Monatsgeld)。其中又分月底放款(Unterbau)與證券掉期交易放款二種。(三)定期放款(Festes Gold)。以下即將對此三種分別略予說明

(1)日拆 日拆乃以一日為期之借款，但於雙方同意時，可以按日轉期，每日下午一時前通知收還，次日午十二時以前償款，若是日適為例假日，則改於次日償還，凡柏林銀行公會之會員銀行，均可借得無擔保日拆，而非會員銀行則須繳入證券作為擔保品。擔保品之時價，不得少於借款之百分之一二五，日拆之成交，有在證券交易所之內者，有在銀行櫃上者。

日拆無公定之利率，各地習慣亦不同。在柏林則由借貸雙方自行商訂，次日如須轉期，則須重行商定。又如在佛蘭克府，利率係由票據交換所之會員銀行所規定；這是專指無擔保放款而論，至若有擔保之放款，亦由借貸雙方自行商定其利率。

日拆為期限最短之資金通融方式，銀行貸放此款，一面可得暫時運用餘資之效，一面又不致蒙貸放資金之呆滯的不便。所以日拆利率通常均為市上最低利率。日拆之需要，係來自銀行一時急需現款之用，銀行為頭寸之濟接，借入日拆，次日以其他方法(如以票據向德意志重現或變賣其他資產等)獲得現金後，即清償了結。此均指無擔保日拆而言。至於有擔保日拆，則為各經紀人公司及較小銀行借入以用於證券交易之經營者，因交易所中之現貨交易，須於成交之次日付款，此種款項，往往均自舉借日拆而來。承做此種放款者，主要為柏林各大銀行與公立銀行，日拆市場與證券交易所之關係，即在交易所中之現貨交易均以日拆為重要之資金之通融。日拆市場又可完全算為銀行同業間拆放之機

構，亦各銀行貸放餘資之尾閥。日拆市場與其他各市場，關係頗密，而尤與非公開貼現市場 (private discount market, 以下即將說明) 爲甚。

日拆利率普通均低於非公開貼現率，而各銀行反情願以餘資拆放於日拆市場，而尤以在票據貼現率看漲時爲然。其所以然者，乃因銀行拆放款項於日拆市場，可隨時收還而不蒙任何損失，否則銀行以其餘資投放於承兌票據後：倘因急需款項而不得不出售票據；且又適逢票據貼現率業已漲高，則蒙受損失了。日拆利率於每月月底及證券交易所交割時，總要升高，因借款者與其擔負一二月的較低利息借款，不如出一二日的較高利息借進日拆，反較合算。大宗之借戶，普通均莫不首先設法圖借日拆，苟日拆利率過高，即退而求其次，向德意志銀行商借，再若德意志銀行不允貼放，就再退而改向公開市場設法。

此外與日拆相類者，尚有一日期放款 (Einlagegeld)，其成交係由借貸雙方交換支票而爲之。放款將一立即取款之支票交借款人，而自借款人取得一紙另加一日利息之次日到期之支票。此項借款之目的，乃在清理票據交換所中之欠款；因交易所之規章絕對不容各銀行有拖欠。

(2) 月拆 月拆之用途甚廣，商業交易固賴其通融，而其要者則爲用諸買賣證券。月拆的期限當然是一個月，普通到期日都在月杪。證券市場中借入日拆者，均係營期貨交易者，月拆有二形式：

(甲) 月底放款 月底放款乃證券抵押放款 (Bourse Lombard Loan) 之一種 (註一)，其期限係自某月

(註一) Lombard 放款在德國係指以動產作抵之借款，至 Bourse Lombard Loan 則專指以證券及匯票作抵之借款，凡日拆月拆乃至掉期放款均可包括在內；此項放款又多供證券交易所買賣之資金通融之用。

底起至次月底止。我們前已說明，銀行在證券交易所之買賣，或為自身營業，或代客作經紀人。而銀行於代客買賣時，並同時對其作資金之融通。證券投機者於購進證券時，即以此作抵向銀行借款，定期一月。這是一種多頭底投機之借款，希望證券價格在月底到期上漲，結果除償借款本息外，尚可得利。普通向銀行商得此項資金之通融者，必為殷實客戶，委託銀行，代作此投機業務；但在銀行予以通融前，此客戶必先預留若干款項於銀行，其存額之大小則視顧客之信用、所營證券之市況、與銀根之鬆緊而定。銀行代其購進時，除以其存款抵用外，不足之數由銀行墊付。在一月期內，對方均可要求債務之全部清結，但通常均係每月清結一次。此項借款之利息，除月拆之利率外尚須加付銀行之經紀人費，且照戰前情形，均較非公開貼現市場之利率高，其原因有二：（一）因此項貸款不若票據貼現可以請求重貼現；（二）借款時期適為銀根最緊之時——月底。至銀行經營代客買賣業務，其所需資金或出自本身之資產，或轉向他銀行借入日拆或月拆，而以證券作抵。由此可見，銀根與顧客間及銀行同業間之借款，均基於證券；此乃因德國證券交換制發達之所致。遠在一八九六年，德政府曾頒布「存款法」，規訂銀行能以執有之全部押品作為通融信用之用；此項押品包括下列諸證券：（一）完全為銀行所有者，（二）託交銀行代為保存與管理者，（三）貸款之押品，（四）銀行代客購進者。柏林各銀行之交換與清算處則為柏林交換所（Berliner Kassaverkehr）。舉凡各在證券交易所內營業之銀行的支專、權利之交割（assignments）、以及證券之需要，均在該所內執清之。經紀人之收解，亦經由該所為之。各銀行持有證券之大半，均集中於該所，其提取、移轉以及用作抵品之方便，實與在中央銀行之存款一樣。提取用白色支票，由本身之證券往來戶轉入他行之往來戶則用紅色支票；若

隨時用作抵押品則用綠色支票。一銀行須向他行借款時，即開一綠色支票交貸款行作抵，其所開證券之市價，約當借款總額之百分之六六又三分之一至百分之九〇不等，貸款行即付以交換所或德意志銀行之支票一紙。各銀行在交易所之營業既有借有貸，他們的收解，大半都在證券交換所中軋清，如是現金與證券之需要均可減少，放款的數額更可增加。此項證券交換所之證券存款，對於證券市場放款總額之影響，猶如支票收解之清算與交換對於銀行存款使用之影響。

(乙)證券掉期交易放款 此項放款普通亦視為證券抵押放款之一，嚴格言之，則實非一種放款。就日拆、月底放款及證券掉期交易放款三者之性質比較之，日拆之高低乃表示金融市場之一般流動性者，月底放款則常有供證券投機之用者，至於證券掉期交易放款則純為對證券投機之資金融通。柏林證券交易所之期貨交易均屬投機性，其成交保買賣雙方先訂有契約，買方承諾於某時某價下承購某股票若干股，而賣方則保證於該期該價下交貨。其與英美習慣不同者，即契約中之交割期，係規定於交易所規程中，且永不變更，即月中或月底交割，而以月底交割為居多數，德金融市場之所以有月底放款者，即由於此。期貨交易之證券，須為公司股本在二千萬馬克以上者之股票，且須經政府與公司自身之認可。證券掉期交易放款之原意，是專指對多頭交易之放款而言，多頭投機者於訂定購進契約後，隨即將所訂購之證券轉售與銀行，同時再向銀行購進，惟其交割期則為下月底交割日，而非本月底交割日，「掉期」之意即在於斯。銀行購進價格與再售出價格之差，即為掉期交易放款之利率，亦即銀行之利潤。反之，在空頭交易時，投機者向銀行購進，再約定於下月底復行售出，銀行售價與再購入價格之差，即空頭掉期放款之利率。證券掉期交易放款利率亦係由交易中訂價經紀人訂定之，並印

載於公定行市表中，然事實上有許多交易常不照此項「官價」借貸。銀行之願貸放款須其利率至少與月底放款利率相等，但前者利率常有較高於後者之時，因銀行承做掉期放款後，須代付訂購證券之全部貨款（此係指多頭交易而言），而顧客並未繳有墊頭，這與月底放款比，危險性即較大。再掉期放款與月底放款尚有一不同處，在掉期放款情形下，銀行代購進證券時，在約訂一月期內，即為證券之所有人，因之可用作借款之押品，若為股票時，又可行使股票權利。至於月底放款，係屬證券抵押放款，則不能有上述之優點。證券掉期交易放款業務，分析言之，一方面是經紀人業務，一方面又是證券市場之放款，由此亦可見德國「混合銀行制」之一斑。

在第一次戰與戰後，通貨膨脹期間，柏林證券市場中之證券掉期交易完全停止，所有證券買賣均屬現貨交易。一九二四年通貨穩定後，為加強資金與信用之周轉計，期貨交易又復開始，並訂有新條例，成立一交易所清算銀行 (Liquidationsverein für Zeitgeschäfte an der Berliner Fondsbörse, A. G. 簡稱 Liquidationskasse)，其目的有二：（一）促使期貨業務之發展及其手續之簡便，（二）擔保會員之債務。凡銀行之營投機交易者，不論為其自身或代客買賣，均須加入該行為會員，會費為每行三千馬克，此外每加入行尚須在該行存有存款，其存額視各加入行之交易總值定之，至少為二萬馬克，至多為二十五萬馬克。此後按日照期貨交易之總值，至少須存入其百分之五；所存或為現金或為證券均可。但如為最小存款者，其每日存額則須為該日期貨交易總值之百分之十。該行當局又待於市價普遍下落時，囑各加入行增加其存額。在一九三〇年左右，加入此組織者，計有銀行與經紀人共五百家。



證券掉期交易放款，一面為銀行對顧客之放款，一面又為銀行同業間之拆放。一個證券投資者均由其往來銀行予以資金之通融，設在做多頭時，在交割日三天前，他必須通知其代理銀行，屆期願否承受所購之股票，抑是掉期。如願掉期，銀行予以掉期放款同時並代購進。此時若銀行本身已購有此項股票，至較簡單；若須真正訂約於交割日購進時，則須付現款。此款項或自身籌撥，或向他行借入掉期放款。至於交易所中銀行同業間掉期放款之借貸，通常均有第三者無關之銀行參加，即甲銀行將股票售與乙行，乙行再向丙行借入掉期放款以付甲行。

銀行對顧客所貸放之月底放款及掉期放款，在其資產負債表上均合併於往來帳款一科目內，並不單獨列出，而銀行同業及對經紀人關之掉期放款，在資產表上則均合併在證券掉期與證券抵押放款科目內計算，也不分列。德國之複合銀行制既使各銀行兼營普通銀行業務與經紀人業務，我們要想從銀行之資產表中去測知銀行信用之用於證券買賣之通融者究有多少，當非易事。一般地講，凡屬證券抵押與與證券掉期放款科目下之放款則均屬證券交易所業務下之銀行同業間之借貸。就銀行與顧客言，銀行代客買賣之業務為若干，則因所有銀行對客戶之往來均列於往來帳款科目下，自無從詳細分析；而在抵押往來帳款下，其大半放款則多屬銀行以經紀人業務對顧客之放款。

(三)定期放款 定期放款之期限至不一定，有曾為十九日者，又有曾為四十一日者，上述之月底放款與掉期放款也可視為定期放款之一，再長的期限有為半年者，在戰前此項放款為普魯士邦銀行利用普魯士邦政府之餘資的最喜用之途。普魯士邦政府需款之時期既有一定且可預知，如發薪、償付利息等，普魯士邦銀行為該邦之邦庫，當然不須日日儲備大批現款備邦政府之付，祇須在某特定時日籌

價即足。該行對此借款且特示優惠，其利息率與貼現率同，但貸放對象則均為銀錢同業。除該行外，其他做此項放款者，其利率則無一定，係隨定期長短而不同；通常均低於非公開貼現市場利率而高於德意志銀行之證券抵押借款率。

## 五

在德國無論國際或國內貿易，大半都以匯票為資金流通之主要工具，因之貼現業務亦為銀行之重要部分，所占成數亦很大。就其交易範圍論，德國的票據可分下列三大類：（一）銀行為常期顧客以優惠利率貼現之票據，大半為銀行自存，很少拿出在公開市場上買賣；在頭寸不濟時，大銀行都願以此為押品向普魯士儲蓄銀行（Preussische）或德意志銀行抵押借款，而不以之重貼現，（二）可向德意志銀行依其非公開貼現率而貼現之票據，此係該行直接對顧客或其他人貼現之票據，其貼現率較其公開貼現率低，主要為小額票據而有二個以上之簽名者。（三）證券交易中之貼現票據，即通稱為「真正底」非公開市場貼現票據，為柏林金融市場之一主要交易對象。前兩種票據不在交易所中交易，即失其活動之重要性，以下將略而不論，而專敘第三種之交易情形。

柏林市場貼現之票據，其金額須在三千馬克以上，期限至短四星期，至長為三個月。凡在三十日至五十五日者稱為短期票據，五十六日至九十日者稱為長期票據。收款不便之票據，無論保證都好，均不貼現，此乃因票據之貼現特別注重其流動性。能貼現之票據有下列六種：（一）上等貼現票據，即大銀行之承兌票據，還與倫敦或紐約市場之所謂主要銀行票據相同。（二）小銀行或無全國性

之銀行的承兌票據。(三)銀行擔保之貿易票據，此項票據之交易不大，因銀錢業均願承受銀行承兌票據；不過有許多公司竭力推行此種票據，在一九二四至一九三三年十年間，卻已日漸通行。(四)大實業公司以己名開出之票據，此在柏林證券交易所中之地位，亦日益重要，因各大公司均在合力求其資金通融可不假手於銀行，而可免去其支配。在戰前此等票據並不受歡迎，祇有少數公司能在公開市場上售出其己名之票據，但自一九二四年後情形變更，亦能與銀行承兌票據相埒了。銀行擔保貿易票據與實業公司發出之票據均不能向德意志銀行重貼現，故能貼現此項票據者僅限於在交易所中營業之大的公立銀行，如普魯士邦銀行與普魯士儲蓄銀行；與銀行承兌票據比，它們自非流動性較優之投資。(五)金融債券(finance bills)與(六)無利短期庫券，或為聯邦政府所發，或為邦政府發行者，但後者之重要性甚小。以上六種票據之貼現率彼此並不相同，有銀行之承兌票據能以較一般為低率貼現，在柏林以普魯士邦所付之貼現率為最低，次為抵押債券銀公司，再次為普魯士儲蓄銀行，最後則為各大銀行。凡以上各銀行之承兌票據均稱為上等貼現票據，其貼現率即為非公開貼現率，按日在交易所中公布，為當日該項票據之最低率。習慣上非公開貼現率雖專指上等銀行承兌票據而言，但非公開貼現市場則又僅指上等銀行承兌票據與聯邦國庫券之買賣而言。在戰前銀行擔保之貿易票據，亦視為非公開貼現市場之一種交易；到了戰後此項票據均可向各邦銀行（其最要者當為普魯士邦銀行）柏林商業銀行(Berliner Handels Gesellschaft)及德意志信用銀行(Reichs Kredit Gesellschaft)貼現。一九二四年德意志銀行法修正規訂。該行重貼現之票據之有三個簽名者，須占其重貼總值之三分之二，因之，所謂非公開貼現市場者乃專限於上等銀行承兌票據了。本文所論貼現市場則不採此狹義底定

意。

在戰前柏林證券交易所中並無訂定與公布非公開貼現率之機構，但亦有一公司非正式地作為經紀人，代訂貼現率以求需供之平衡。事實上因各大銀行所營數額特大故，貼現率之訂定總是由他們協商而決定底。不過實際成交之貼現率與各銀行協定者仍略有差異，因票據性質與期限之不同，而有高低。此外，除在交易所成交者，尚有很多貼現交易是在銀行櫃上按交易所貼現率成交底。一般言之，貼現率之訂定可算在各大銀行操縱之下，但並無一定方針，以為高下貼現之標準；而各隨方便與便宜。非公開貼現率普通都較德意志銀行貼現率低百分之一，因此凡能在非公開貼現市場貼現之票據，當然不會向德意志銀行去請求貼現了。

柏林各大銀行所承兌之票據，在戰前是不拿出請求貼現底，但到了戰後則成為習慣了。他們也常常彼此互以重貼現票據；各邦的銀行及其分行與聯行均以柏林之大銀行為其重貼現之所。全國所有之票據均拿到柏林市場請求貼現。德意志銀行重貼現之票據，規訂須有三個背簽人，凡由出票行承兌之票據，即無法向之請求貼現；所以柏林各大銀行都互為承兌，俾可向德意志銀行重貼現。

戰後通貨膨脹及整理期內，非公開貼現市場幾乎完全停頓，直到一九二五年德意志銀行着手使銀行承兌票恢復其舊日地位後，非公開貼現市場才算復活了。但戰後的貼現業務在金融市場上，其重要性則遠不如戰前；這是因戰後短期外資在德國金融市場上地位日漸重要，有左右市場之力，且不着貼現市場之可受德意志銀行之直接控制，戰前德國的國際貿易之資金之通融，完全假手於非公開貼現市場之匯票之貼現，戰後則不然。在一九二四至一九三〇年七年間，德國國際貿易之資金通融的大半均得

自於外資，而在戰前可算全用德國的匯票來作資金周轉之用。換言之，即在戰前外國常需要大量之馬克匯票，在戰後則無；因自一九二四年後在德之外國短期資金多存於銀行中作存款，而不以此購馬克匯票，此種外資留存於德國之方式上的變動，對德意志行管制金融之影響甚大，外資既不購買匯票而變爲銀行存款，則對此項外資之流動自無從加以控制了，在戰前德意志銀行之貼現政策，與其黃金與匯外政策相輔相成，有控制外資流動之效，戰後則失效了。據估計戰後德銀行貸放之融通金額，自通貨穩定以後，已很快地達到戰前之水準，但承兌與貼現業務之總值鮮有達戰前之百分之五十者；銀行承兌票據之貼現在金融市場占可利用資金融通數之成分既小，對統制此等票據之貼現率，予以控制，其影響於整個市場者必小，所以戰後德國有時不得求助他法以控制市場，如信用之限制與分配等。

德國聯邦國庫券在市場上之貼現，亦受限制，也有礙非公開貼現市場之發展與擴張。德意志銀行在一九二六年才被核准其對國庫券之重貼現，可達四萬萬馬克，但遲至一九二八年才真正實行，貼現市場自此也跟着擴張了一點，但此項庫券爲額不大，當對整個市場無大影響。德意志銀行普通不直接購入國庫券，而僅接受各銀行以此來作重貼現之請求，柏林市上庫券之大主顧多爲各大商務銀行。

分析一國之金融市場，除上述放款及票據承兌與貼現與證券市場外，似對外匯市場亦應加以說明與分析，才能睹其金融市場之全豹，但德之外匯市場自一九三一年秋金融恐慌期中開始被統制以來，以迄今日，可算全部在政府支配之下，根本無市場可言。德的外匯管制至爲嚴密，亦有參證之必要，但以不屬本文範圍內，茲姑不述，此處僅略說明戰後德國國外匯票之承貼業務，因票據貼現市場係包

括國內與國外匯票兩種而言。德國在國外各大金融中心地，均與各該地往來銀行訂有票據承兌合同，德國銀行即可與其顧客約訂，不論其為輸出或輸入，其顧客均可向其國外往來行開發匯票，此項匯票之貨幣單位多半為外幣，開出以後或由德國本國銀行承兌，或由其國外往來行承兌。其期限多半為三個月，但因貿易本身性質之不同，期限亦有長短。此項承兌信用之大小則純視國際貿易收支之變動而有不同；若與國內非公開貼現市場之國外承兌業務總值相較，國外承兌業務之總值則較大。戰後的情形日漸增大，一九三一年之恐慌即覆根在此。

## 六

德國的金融市場照上文之分析，大別之，則有三種主要不同之市場，即票據貼現市場，放款市場（尤以票據抵押放款市場為最重要）與外國票據與匯票等項之買賣市場；其中三者即所謂外匯市場，自一九三一年秋被凍結以後，已名存實亡。此各種不同之市場各受其利率所左右，但彼此亦相生相成。票據貼現市場係受非公開貼現率所控制，而最後則為德意志銀行之重貼現率所左右。證券抵押放款之利率則分就日拆，月拆及掉期放款而有不同，但最後亦受德意志票據抵押放款利率之控制。至於國外票據之貼現買賣，其貼現率之大小，就同一票據言，則隨國外各金融中心之高低而轉移。在第一次大戰以前，德意志銀行之重貼現率之高低，實能左右整個市場，非公開市場隨現率則德意志銀行之重貼現率低約百分之十，各大行銀對顧客之往來帳款之透支，總較德意志銀行之同類放款利率亦高約百分之十。德意志銀行之票據放款利率，習慣上總使它比其重貼現率高一點；而各大銀行之票據

抵押放款利率，在習慣上則比照德意志銀行票據抵押放款率，而時高時低，日拆率則較德意志銀行票據抵押放款率低，兩掉期放款率則較之為高。照其高低不同來說，戰前各項利率，以非公開貼現率為最低，較它高的則為德意志銀行之重貼現率，次為往來帳款之透支率，再次為日拆（證券抵押者）率，其次為德意志銀行之證券抵押放款率，以上即為月拆率（證券抵押者），而以證券掉期交易放款率為最高。這是戰前的大概情形，戰後則全不如是，但德之金融當局曾多方使此種關係恢復，結果都無效，戰前金融市場之各種利率之能保持上述之高低次序者，乃以票據貼現市場地位之重要，遠在證券市場與外匯市場之上。一九二四年以後，外匯市場則反居領導地位，且能左右證券交易之大小；而票據市場則反處於麻痺之狀態下，德意志銀行之重貼現率亦因之而失其左右市場之作用。

德國各商業銀行對顧客之貸放，計有信用貸款（即往來帳款）貼現、證券抵押放款、承兌業務及證券掉期交易放款。在證券交易所內之同業放款則有日拆、月拆、重貼現及掉期放款等。柏林金融市場內，一般大銀行均貸多借少，而中小銀行則都借多貸少，但此並非經常如是，因各銀行亦彼此相互解放。柏林各銀行雖承做各項貼現，其彼此間亦有分工，如各大商業銀行多承做日拆與掉期放款，普魯士邦銀行則為銀行擔保貿易票據之最大重貼現者，中央交通銀行（Verkehrskreditbank）則專做日拆放款，其他大的私家銀號如 Mendelssohn & Co., Lazard, Speyer, Ellison 則承做國外銀行承兌票據業務。

最後，我們想略述一點關於德國中央銀行對金融市場之控制。第一，德國的市場習慣，每月底是證券之交割日，而每季終之資金之需要亦巨，到了這個時期，各銀行都向德意志銀行請求重貼現或作

證券抵押借款，以應現金之需。所以證券市場中之投機交易額的大小，對於德意志銀行政策之影響頗大；這就是說，德國金融市場之銀風的鬆緊，德意志銀行有時不但加以控制，而反受其支配。再說德意志銀行對於證券市場並無直接關係，它不能自營股票與債券之投機買賣，自一九三三年九月起，才有權可在公開市場購買政府公債。該行雖可直接購買證券以作自身之投資或代客買賣現貨，但此項業務頗受限制，為數不大，對交易所之交易總額無大影響，該行可間接地以其票據抵押放款率來控制證券交易，因在每月底交割期，各銀行都要向該行商借該項放款，如欲限制證券交易則提高利率，反之，則降低；不過這僅是間接底控制，因須在銀風緊俏時，各銀行均紛向該行借款，提高票據抵押放款率才能使各銀行感受壓迫，此項放款率本身並無單獨使銀風轉緊之能力。再德意志銀行之票據抵押放款政策與其貼現率則密切相關。其次，德國的票據市場則差不多受德意志銀行之控制，因該行為票據之最後重貼現之所，票據市場完全靠它支持，來維持其流通性。所以金融市場中銀行信用之屬銀行承兌票據者愈多，則德意志銀行愈能控制整個市場。戰前德國票據市場之重要，雖不若倫敦票據市場在英國金融中之重要，但實為德國金融市場之骨幹，銀行承兌票據已成為國內貿易之主要資金融通工具，因之，德意志銀行的重貼現率才能控制整個市場。戰前的柏林市場中，銀行承兌票據之流通者約在二十五萬萬馬克之譜。戰後票據市場則失去領導地位，此點前已言之矣。



## 日本金融市場

陳穎光

### 一 日本金融市場概況

金融市場乃調撥資金之組織，亦用以表示藉借貸方法以謀資金運用之人爲動作。而在現經濟制度下，此等動作大都經由各種銀行及其他金融業者行之。誠如史屈萊哥氏（H. Steiner）所云：「不外指大幫資金經理人（dealers in money）如銀行家、票據經紀人之類。彼等在市場上爲資金之借入或貸出，並定市場借貸時應付之利率。」惟此所謂市場並無地域之限定，僅有抽象之範圍，即在同一時間內，爲同一利率所支配之抽象區域而已。

日本經濟發展，晚於歐美諸國。金融機構之建立亦稍落後，而國土既極狹小，沿海口岸又各有經濟基礎，雖不似瑞士金融市場之極端分散，然尚未有類同英國之倫敦、美國之紐約、或法國之巴黎等稱雄全國以至於國外之金融中心地。彼邦首都爲東京，維新以來，固係政治中心，但其工業並未居絕對優勢，常與大阪市並駕齊驅；而最大貿易港，則除大阪之外，尚有橫濱與神戶。金融方面，日本銀行（即中央銀行）雖設在東京，普通銀行亦多在東京，然特許設立專營匯兌之正金銀行，則設在橫濱。其他特許銀行亦分布國內各地及殖民地。儲蓄銀行更爲分散，本質頗似地方銀行。況大阪商業固繁盛，當場金融機構及其業務亦僅次於東京。東京現有銀行五十四所，大阪有三十二所。東京票據

交換所創立於明治二十年十二月，大阪票據交換所設立更早，遠在明治十二年十二月，以近二十五年來之存款、貸款、及拆款情形而論，大阪各銀行總額較之東京者，固常為三與二之比，而短期金融市場中，如拆款者，在一九二三年及一九三五年，數額幾乎相等，惟投資於有價證券者稍遜，僅在半數左右。詳如左表所示。

東京大阪二大金融市場之比較

年次	地名	業務		存款		放款		拆款		有價證券	
		定期存款	活期存款	特別活總額(計及其他存款)	證書押款	票據押款	活期透支	票據貼現	合計	拆	款
一九一七年	東京	四八五	四四八	一、九七三	八一九	五九	五、四一	一、二六	—	—	—
	大阪	三九六	一、八四四	三、六四	六三〇	三、七	六、九八	—	—	—	—
一九二〇年	東京	六六二	四三三	三、九二二	一、三三五	一、六九	八、七三	—	—	—	—
	大阪	六二二	三、二四	三、三一一	一、三六〇	一、九二	一、〇七	—	—	—	—
一九二三年	東京	八二〇	四、八六	五、七一一	一、八五二	一、九三〇	八、三九	—	—	—	—
	大阪	六六〇	三、四三	三、八〇	一、三三	一、四一	五、七二	—	—	—	—
一九二六年	東京	九八三	四、〇二	四、〇二	三、七〇	一、五八	八、六二	—	—	—	—
	大阪	七九〇	二、四九	三、六一一	一、五三	一、五九	六、九二	—	—	—	—
一九二九年	東京	九三三	三、三三	四、三九二	四、〇八	一、九〇	九、九二	—	—	—	—
	大阪	八四三	二、八八	三、三三〇	一、六〇	一、二二	七、九一	—	—	—	—
一九三二年	東京	一、〇三〇	三、六九	四、七二〇	四、〇三	一、三三	九、九二	—	—	—	—
	大阪	八三四	二、六二	三、三三〇	一、三三	一、四九	七、九一	—	—	—	—

日本金融市場



在二百數十萬圓左右，遠東京十分之二。金額常在二十萬圓左右，幾達東京之十分之一。神戶票據張數較京都稍多，金額則在四十餘萬圓至九十餘萬圓，各年不同，橫濱票據張數較少，而金額亦在二十萬圓左右。

日本國內主要都市票據交換額

年次	東京		大阪		名古屋		京都		神戶		橫濱	
	張數	金額	張數	金額	張數	金額	張數	金額	張數	金額	張數	金額
一九二三年	千枚	百萬圓	千枚	百萬圓	千枚	百萬圓	千枚	百萬圓	千枚	百萬圓	千枚	百萬圓
一九二四年	二,〇〇〇,〇〇〇	八,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九二五年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九二六年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九二七年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九二八年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九二九年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九三〇年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九三一年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九三二年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九三三年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九三四年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九三五年	二,〇〇〇,〇〇〇	九,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇

日本金融市場



傀儡溥儀建立偽滿洲國後，偽滿曾以公債之推銷，求諸日本金融市場。迄今數額亦達二萬萬五千萬元以上。但此等偽公債，大部分並非在金融市場買賣，自無所謂國際金融市場。況近年敵人對外貿易雖有非常發展，國外匯兌業務雖亦頗見發達，然其匯兌清算，在太平洋戰爭爆發之前，大都仍在倫敦與紐約。

## 二 日本短期金融市場

金融市場通常可分為短期與長期二者。普通銀行及其他金融業者，所擁有之資金，依其性質，大都僅適於短期之利用，而日本各銀行之放款業務，屬於純粹貸放之票據貸款與質押貸款又占其大半。此外，則有票據貼現與拆款 (call loan)。此三者，即貸放市場、貼現市場、與拆款市場。顯示三種資金需給狀態，亦可謂為短期金融市場之三大方面。貸放市場幾全以業務資金之融通為主，融通期限較長於貼現市場與拆款市場。而在短期金融市場之市況上，則貼現與拆款二市場更有力量。此二市場最為銳敏，短期金融流通之變化，大都由此顯示。貸放市場亦常為此二市場所左右。蓋此二市場為短期資金會合之場所，其變化常為金融之一般的標準。因是，吾人研討日本金融市場，乃首須研討此二市場之內容與情勢。

先論貼現市場。貼現市場亦稱票據市場。因所貼現者為票據，而票據之交易又多為貼現。其主要功用有二：一為調節金融界現金之出納，一為平準國內外利率之高下。惟此亦非一固定之場所，乃在廣大金融區域中，所有銀行界、工商界、以及票據經紀人、貼現公司、承兌所間相互運用票據貼現之一

集團。然其在日本，殊爲幼稚，遠遜於歐美，原因在於缺少優良之商業票據。而日本銀行之貼現率，在第一次世界大戰以前，又常未能較市場利率爲高。彼時貼現率亦不一致，且多爲私人間之融通。大阪市場上雖稍有紡織票據之交易，但尙未具備歐美貼現市場之實質。上次大戰發生後，日本銀行爲調劑匯兌資金及增進內地流通資金之供給數量起見，乃有承兌票據之貼現。但此種票據多係融通票據，並非從貿易而發生，僅爲一時資金之融通，流通範圍殊狹。在票據流通上無甚作用。故日本銀行於貼現前，須詳查票據關係人之資產信用狀況及其用途，認爲合格，方予貼現。迄第一次世界大戰結束，日本以戰爭中曾得種種便宜，發展輸出貿易，增進農工生產，因而經濟繁榮，金融圓活，市場利率亦多較公定利率爲低。於是，票據貼現市場始稍形活躍，但第一等之商業票據，除「紡織票據」外，仍感缺乏。紡織票據乃紡織公司購買棉花時對棉花商給付之代金。其第一流紡織業所發出者，信用極高，流通極易，供少求多，利息高漲，與一般商業票據之利率，曾有日息三四釐之差。次爲生絲票據。生絲亦日本重要產業之一。其在金融市場當然具有重大地位。至其他商業承兌票據，及銀行承兌票據，如有確實之商品，並著名銀行或商號之承兌，日本銀行亦樂於按最低率接受之。此項票據貼現後又可再行買回，其流通力量至大。故票據經紀人極願居間買賣，成爲一種標準票據。貼現市場乃因此漸見發展。此外，日本對於支付確實之證書，如公司股息單、或公債或公司債等息票，銀行亦得予以貼現。例如公司股東或持券人遠居異地，不便自行收取股息或其他利息，復以需用款項迫不及待，輒持息票或憑單向銀行請求貼現。其貼現費之計算，以實際郵遞之時日爲標準，且不必經背書手續。此亦日本貼現市場之一特殊現象。

次言拆款市場。拆款市場與貼現市場同爲短期金融市場之要角。其在日本，且較後者發達，並更重要。溯其肇端，則以一九〇一年，即明治三十四年諸井票據部辦理拆款爲嚆矢。時東京既有諸井氏創辦票據部，大阪亦有藤本氏創設藤本票據經紀商號。此時票據市場尙未發達，其所經營者多爲拆款交易之媒介事務，惟初十年間，金融尙未開展，拆款數額亦至有限。至上次世界大戰，始見迅速發展。當時日本輸出貿易極盛，在大出超中，特殊銀行需要拆款之運用竟多以之充爲匯兌資金或輸出資金之用，於是，票據經紀人物興，票據經紀銀行亦大肆活躍，拆款金額亦爲之激增。以一九二六年爲例，僅計其國內普通銀行，已達五萬萬八千五百萬圓日金。然此一時期，除匯兌銀行吸收拆款數量激增之現象外，大量拆款亦有挪用於一般放款之情形。因此不良之固定放款日益增加，週轉漸感困難，終於不得不收回此種拆款。尤其對台灣銀行者。一九二七年之金融恐慌（即昭和二年）終告爆發。影響所及，拆款市場立陷於困境，拆款經紀人及經紀商亦蒙受莫大打擊。拆款金額則從六萬萬元減爲二萬萬一千餘萬元。翌年更形減少。全國各銀行合計僅一萬萬六千八百萬圓，其中普通銀行計一萬萬六千四百萬圓。一九二九年後，續有增加，惟爲數甚微。如一九三一年仍祇二萬萬餘圓。嗣以票據界之活躍，拆款應證券業者之需要，數額增加較多。是年底，彼邦內閣改組，犬養毅爲首相，高橋爲財相，宣布「金再禁」，橫濱正金銀行獲得巨額外幣，又成爲大量之需要者。拆款交易乃更甚。一九三二年，達三萬八千萬圓，較之上年增加幾爲一倍。其後又逐年增多，一九三五年已達四萬五千萬圓左右。一九三七年更達六萬四千萬圓。僅普通銀行亦達四萬九千萬圓。翌年拆款交易稍減，但一九三九年，一九四〇年又見增加。全國拆放款額仍近六萬萬圓。普通銀行總額達五萬二三千萬圓，特殊銀



行亦在五六千萬左右，此巨額之拆款，大都仍為橫濱正金銀行所利用，其他金融業並無特別之需要。正金銀行之所以拆借者，因其多投資於國外匯兌票據，在市面金融緊迫之時，此項資金則仰給於日本銀行，金融弛緩時，則捨彼而轉向普通銀行拆借。至拆款利率，則已有協定，遠在一九一五年（即大正四年）東西部各大銀行在放款利息協定中，已對拆款利率之最低額。加以規定。迄一九三〇年，東京又由大銀行組成水曜會於放款利息外，更切實執行拆款日息之協定。大阪方面各大銀行亦組成同性質之二水會，實行日息之協定。

近年日本拆款數額概況（單位百萬圓日金）

年次	全銀各銀行 拆款總額(1)	全國普通銀行 拆款總額(2)	全國特殊銀行 拆款總額(3)	備
一九二六年	二一九	五八五	二〇六	(1) 該欄數字根據金融事項參考書及銀行局年報，各種銀行以營業所在日本本土，台灣及庫頁島者為限。此外不計及。
一九二七年	一六八	一六四	一四	(2) 該欄數字根據銀行局年報。以總行在日本本土，台灣及庫頁島者之普通銀行之業務報告編成。故間有數額較前欄稍多。
一九二八年	一八〇	一六五	一四	(3) 該欄數字根據日本全國銀行業務報告。包含興業，勸業，正金，拓植，農工等等依據單行法令而設立之銀行。
一九二九年	二五〇	二〇五	二五	(4) 一九四〇年各欄數字，僅係一月分者
一九三〇年	二〇五	一五四	五〇	
一九三一年	二八一	三一九	六三	
一九三二年	三七一	四二〇	六〇	
一九三三年	四三一	三六九	六四	
一九三四年	四四八	五九〇	五八	
一九三五年				

一九三六年	五一	三四一	一七三
一九三七年	六四一	四九〇	一五一
一九三八年	四八三	四四三	四六
一九三九年	五六八	五二五	四五
一九四〇年(3)	五九八	五三九	五九

### 三 日本長期金融市場

金融市場雖有長短期之分，然彼此間之關係，至為密切。實際上相依相成，發端於彼一市場之交易，常完成於此一市場。例如證券市場之發行證券，其資金每來自短期金融市場上之短期借款，而證券利息及利潤。支付所生之影響，與商業票據之償付，或未了承兌票據之收還，無何差異。惟二者所盡之職責，則不相同。長期金融市場所經營者，係以出售債券與其他證券所得之長期資金，供應資本之用，或借助政府及其他政治機關。其流通金融之效用，既便利事業資金之借貸，又調劑市面資金之盈虛。至於造成繼續之市場，代負企業之風險，指導投資之方向，促進經濟之發展，以及輕減恐慌之程度，保護各業之出品等，厥功亦偉，其對政府之效勞，又極重要，政府因之能在不妨礙信用及貨幣制度之正常使命，而籌措所需款項。且在現經濟制度下，一國財源之得依國家全體利益而移動並利用者，亦即賴乎此。其過去或亦誤入歧途，則非其本身之過，實為人所誤用也。

日本長期金融市場之主角為募債市場。募債界之先驅，則為國債。而此國債市場之確立，則自明治十七年中山鐵道公債之募集始，彼時金融機關組成公債承受團以承銷之。以尙有利益可得，頗感興

趣。其後通一般金融界之進步發展，而逐漸發達，並日見重要，迨甲午中日戰爭以至歐洲大戰結束期中，日本資本主義急速發展，彼政府又以國家財政加以援助，經費大大膨脹，國債隨而增發。募債市場乃因之呈現活躍與盛之貌。一九三一年九月，日本侵占我東三省，軍費日增，財政膨脹，歲收不足，赤字增加又急激增發國債以彌補之。是年底，國債總額已六十萬萬圓，次年增為六十五萬萬圓，翌年又增為七十八萬萬圓。其後繼長遞增，一九三四年為八十六萬萬圓，一九三五年為九十五萬萬圓，至一九三六年突被百萬萬圓大關，而為一百零三萬九千萬圓。一九三七年底且達一百二十萬萬圓左右。（一一、八九三、〇〇〇圓）而此突增猛漲之國債總額中，所增者又概為內債。一九三一年之外債總額計十四萬七千餘萬圓，其後反見減少。至一九三七年，僅有十三萬萬圓，餘一百零五萬萬圓則全係內國公債。彼邦財政金融界元老高橋財相曾力戒其國人，謂百萬萬圓國債足以亡國，然彼軍閥喪心病狂窮兵黷武，是年七月又發動侵略戰爭，侵華北，寇淞滬，繼而對我全面作戰。其戰費之籌資，更不得不依賴公債之發行。一九三八年底，乃突增為一百六十二萬萬圓。較五年前增加一倍。一九三九年底更見益晉，達二百十五萬萬圓，較上年增三分之一左右。一九四一年三月又增至二百八十二萬萬五千餘圓，是年尚預定發行國債五十八萬萬圓。太平洋戰事發生後，彼追加軍事預算，其來源十之八九仰賴國債。最近實額雖無從探悉，然確較前大大增加。據趙蘭坪先生估計，上年度若能順利發行，總額將達四百萬萬圓以上。此外地方政府亦多發行公債，日人謂為地方債，近年數額遞增，亦至可觀。一九三三年計二十三萬萬圓，一九三九年增至二十九萬萬圓。其中府縣公債占十一萬萬三千餘萬圓，舉債原因多半尚係興辦土木工程，市公債則占一十七萬六千餘萬圓，大部因市營事業

而借入。至此巨額國債之發行，募債市場所受影響殊大。但前後各期並不相同。一九一七年至一九二四年及一九二七、二八年，彼邦均採用公募方法募集國債，所設公募，即在一般金融市場直達向公眾募集。金融市場較為繁忙，其應募手續，係先由主要銀行組織銀行團，預約應募發行額之全部或一部。加入銀行團者，計有日本銀行、橫濱正金銀行、三井銀行、三菱銀行、第一銀行、與住友、安田、興業、朝鮮、台灣、愛知、名古屋、川崎、第百、等銀行，以及三井、三菱、住友、安田、等信託股分公司。一九三二年後，彼邦國債幾全由日本銀行承受，而後再將此國債，視金融市況而陸續出賣。金融市場頗受管制。然以竭澤而漁，民間資力有限，國債消化率日見低減。雖在積極獎勵儲蓄與統制資金運用之下，每期發行之債額，仍難全部售出。募債市場固曾相當繁盛，然仍不能發揮美滿作用。結果祇有釀成戰時金融之惡果而已。左表詳列日本國債現況，可見其惡劣情勢。

日本國債現況 (單位百萬圓)

種	別	一九〇〇年	一九〇一年	一九〇二年	一九〇三年	一九〇四年	一九〇五年	一九〇六年	一九〇七年	一九〇八年	一九〇九年
國債	總額	六、〇〇〇	六、〇〇〇	六、〇〇〇	七、八三三	八、六六〇	九、五一一	一〇、〇五五	一〇、八五五	一六、〇五五	二、〇〇〇
內	債	四、四六二	四、五五五	五、一五〇	六、四〇〇	七、二四二	八、二八八	九、〇三三	一〇、五八五	一四、〇五五	二、〇〇〇
	五分利公債	一、五五七	一、四四〇	一、八六九	一、八六九	一、八六九	一、八六九	一、八六九	一、八六九	一、八六九	—
	特別五分利公債	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	甲號五分利公債	四〇六	五七七	五七七	五七七	五七七	—	—	—	—	—
	第一次四分利公債	一七三	一六六	一六六	一六六	一六六	—	—	—	—	—
	第二次四分利公債	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—



滿鐵英磅公債	117	117	5元	次	次	6元	元	元	元
國庫證券	120	120	120	—	—	—	—	—	—
米穀證券	—	74	111	—	—	—	—	—	—
鐵線證券	—	—	—	—	—	—	—	—	—

備考：資料來源——經濟統計年鑑，昭和十五年版。

次言公司債。彼邦證券市場建立雖早，遠在一八七八年（即明治十一年）即有交易所條例之公布，且最先成立東京大阪兩處之證券交易所。然公司債之開拍，則晚於國債。大阪鐵道公司債乃其嚆矢，遲至一八九〇年始出現於市場。又歷十五年，迄一九〇五年，彼政府頒布公司債信託法，公司債乃呈活躍。其後，俄日戰爭結束，募債界非常不振，公司債亦少發行。但從一九一〇年左右，以至第一次世界大戰終結，各項事業突飛猛進，呈現畫時代之發展。事業界忙於增加資本，籌集資金，採用發行公司債辦法者至多，募債市場乃極繁忙。嗣因戰後經濟之反動，事業計畫每每遭逢挫折，又不得不從事整理。而從整理上之需要，須大量發行公司債。尤其在昭和二年（一九二七年）之金融恐慌後，募債市場更一掃過去金融之停滯，而呈空前之活躍。一九二八年公司債發行額已達十一萬九千萬日圓。嗣後因金解禁之影響，募債市場陷於一時之不振。但不久又宣告金再禁，募債界乃進入空前之低利息時期。至一九三三年以還，繼以高利債券之換還轉期，募債界之黃金時代於以呈現；募債方法亦漸次加以改善。既有擔保，又有減債基金。尤其是年平等擔保制之確立，在公司債界中開創新紀元。計其總額已達三十萬萬日圓。翌年增至三十二萬萬日圓。其後繼續增長。一九三五年為三十四萬萬



化學工業	一九三一年	九七.八	一九三二年	九八.六	一九三三年	一〇〇.〇	一九三四年	一〇一.〇	一九三五年	一〇二.〇	一九三六年	一〇三.〇	一九三七年	一〇四.〇	一九三八年	一〇五.〇	一九三九年	一〇六.〇
製造工業	一九三一年	一〇〇.〇	一九三二年	一〇一.〇	一九三三年	一〇二.〇	一九三四年	一〇三.〇	一九三五年	一〇四.〇	一九三六年	一〇五.〇	一九三七年	一〇六.〇	一九三八年	一〇七.〇	一九三九年	一〇八.〇
其他諸事業	一九三一年	一〇三.〇	一九三二年	一〇四.〇	一九三三年	一〇五.〇	一九三四年	一〇六.〇	一九三五年	一〇七.〇	一九三六年	一〇八.〇	一九三七年	一〇九.〇	一九三八年	一〇〇.〇	一九三九年	一〇一.〇

備考：資料來源根據日本興業銀行調查，刊於日本鑽石社編經濟統計年鑑。

日本募債市場上，尚有銀行債。彼邦金融市場，近似歐陸各國，而非倣效英美。銀行為長期金融市場之中堅組織，不如英國銀行之自處於市場之外。其特殊銀行，如興業銀行、勸業銀行、農工銀行、北海道殖產銀行、朝鮮殖產銀行、以及中央合作金庫又均發行債券，以籌集產業資金與農墾合作等專業資金。惟此等資金，需要長期之融通，債券之償還期限較長，近年戰爭期中，在金融市場並十分活躍。一九三二年總額已達二十三萬萬圓，其後逐年遞減。一九三六年僅有十九萬萬圓。翌年稍增。至一九三九年，仍不外二十九萬萬圓。其中，勸業債券額較多，達十二萬七千餘萬圓。另有代政府發行之儲蓄債券及復興儲蓄債券，前者達一萬二千萬圓，後者計七千四百萬圓。次為興業債券，發行額達八萬六千餘萬圓。殖產債券發行額亦四萬四千餘萬圓。再次為農工債券與合作債券，亦各達一萬一千餘萬圓。其近年市況，詳見左表。

附：近年日本銀行債券金額增減統計（單位百萬圓）

別	一九三一年	一九三二年	一九三三年	一九三四年	一九三五年	一九三六年	一九三七年	一九三八年	一九三九年
興業債券	11,111.0	11,172.1	11,000.0	11,000.0	11,000.0	11,000.0	11,000.0	11,000.0	11,000.0
其他	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0



金融市場

二四二

勸業債券	八七〇・九	八四六・六	七三三・三	七〇〇・〇	六六六・七	七二二・〇	六三三・三	一七五二・七
實業工債券	四〇〇	六六六・六	五〇〇・九	七六六・六	五〇〇	四九二・〇	五〇〇・〇	—
復興債券	九二	六六六	七六六	七六六	七六六	七六六	七六六	—
儲蓄債券	—	—	—	—	—	—	—	—
拓殖債券	二四二	三三三・七	二四二・〇	三三三・七	三三三・七	三三三・七	二九七	—
殖産債券	三六・九	三三三・七	二四二・〇	三三三・七	三三三・七	三三三・七	二九七	九六八
農工債券	三〇〇	四九二・〇	四九二・〇	四九二・〇	四九二・〇	四九二・〇	四九二・〇	一〇〇〇
合作債券	四一	四一	四一〇	四一〇	四一〇	四一〇	四一〇	一〇〇〇

備考 資料來源 日本銀行編 經濟統計年鑑 內公社債統計

**第三編 中國金融市場問題**

# 中國短期資金市場建立問題

褚葆一

## 一 中國的短期資金市場

在今日而談中國短期資金市場的建設，有一點，我們必須先行認識：即中國在目前，並非且沒有融通短期資金的機構，並非是沒有短期資金市場的組織，不過是因爲牠的組織不完備，效率不高，不能充分發揮短期資金市場的功用，負擔短期資金市場的任務而已。

所謂短期資金市場，是指融通短期信用，週轉短期資金的一種機構，一個區域。（註一）一個交易場所。在這場所之內，除了資金的原始供給者和最後需求者而外，還有許多幫助資金流動、轉手、分配的各種中介機關。中國在目前，以融通短期資金爲職務的新式銀行，在戰前已有一五九家，分布全國的分支行，有一千三百餘所（註二）其他分布在各地的錢莊、銀號、典當等舊式金融機關，爲數更數倍於新式銀行。銀行吸收短期存款、活期存款，出放六個月以下的放款，是一種短期信用機關，當然沒有問題。錢莊銀號的業務，在帳簿上有所謂「浮存」「浮缺」，也是偏重在週轉短期資金的機關。典當滿當期限，自六個月至一二年不等，所週轉的，也可歸入短期資金之列。此外各地的舊式獨資或合夥商店，往往接受店主親友的款項，各爲附本或存款，隨時可以提取，由店給付利息，也具有吸收及利用短期資金的作用。

中國雖然原已具備融通短期資金的機構，可是此種機構，是農業社會式的金融機構，呆板而欠靈活。僅僅祇能適合狹窄範圍，需求數額不多，週轉時間冗長的經濟社會的需要。言其特點，有下列數者：

(1) 在信用融通的過程中，並未產生可以轉讓的信用工具。即所謂票據，以替代法幣而在社會流通。在中國固有的信用機關中，無論錢莊、典當、商店，他們所融通的信用，都偏重於帳面信用。倘有莊票等信用工具，然而流通不廣，是以作為交易中介品的通貨，還是依賴硬幣和紙幣，票據並無地位。

(2) 因為在短期資金融通的過程中，並未產生大宗可以自由轉讓的票據，因此人民對於票據的性質還是很隔膜，使用票據的習慣，還未養成。一般人偶然接到支票一類的票據，唯一的處置辦法，便是向付款銀行兌現。甚至不敢作為存款，要求存款銀行代收。即使要存入銀行，也必先以支票兌現，取得法幣，再以法幣存入銀行。(註三)

(3) 在通都大邑的商業社會裏面，也有多種票據流通。最主要的，自然是銀行的本票，和錢莊的莊票。此種票據本質上是一種負債書據，往往用作備用借款(例如莊票之於外商銀行拆票)和信用購貨(例如莊票之於洋行購貨)的擔保品，並非是一種流通籌碼。

(4) 票據的數量既不多，而其使用又較特殊，因此普通工商業國家一項很普遍的銀行業務——票據貼現，在國內便很少發現。華商銀行和錢莊偶然也經營貼現的業務，可是數額很小。(註四)在其業務上當然占不到一個重要地位。英美等專門經營票據買賣的機關，如貼現商店、(英)商業票據公司、(美)等，在中國當然更無由產生。而中央銀行，也談不到利用重貼現業務以控制金融市場。

(5) 中國商店的信用買賣，都是三節結算的帳面信用，因此商業票據便沒有機會產生。至於銀行承兌匯票，也因為習慣沒有養成，商人不加利用，也是沒有；於是造成信用制度的呆滯，帳面信用既不能轉讓擁有債權的商人，如果需票款項，必須另行設法，不能直接以債權而取得現金。因此，很容易感到遲滯不靈的苦痛。再自整個金融市場說，以商品的移轉為基礎的商業票據和銀行承兌匯票，因其是含有自動變現性能的票面信用，所以是最良好的短期信用工具，資金市場裏缺少此種良好的信用工具，自然信用的流通就不易舒暢，就常常感到停頓擁塞的苦痛很易釀成恐慌及風潮。民國三十三年，上海金融市場感覺極度困難之季，楊蔭溥、章乃器、張肖梅三氏受中國工業總聯合會之委託，研究工商業金融問題。其研究報告書中曾明白指出：「目下工商業最大之困難，為帳面債權之呆滯，而帳面債權之所以呆滯，則由於信用買賣貨款之支付不知利用票據之授受。倘能將帳面固定之債權，變為可以流通之票據，則一轉移間，市上數萬萬元之帳面固定債權，即可依票據貼現之方式，而取得資金之通融……則其能挽救當前之危機殆無疑義也。為使金融業自身易於週轉計，銀行承兌匯票之創造，以及轉貼現方法之實行，均為必要。」

從上文所指出的種種特點裏，可以知道中國短期資金市場的缺點有二：一是缺乏良好的信用工具——票據；因此許多本質優良的信用，呆滯而無法活動，以致整個金融市場，生硬而欠活潑。一是缺乏適當的信用機關，以推動倡導票據的產生和運轉。

## 二 短期資金市場必須建立的理

一國的金融市場是一國的經濟結構的一部分，而一國的經濟結構，又是一國經濟發展的成果。所以，資金市場所表顯的狀態，也正所以反映一般經濟發展的階段。一國的經濟情狀，如果有新的發展，那末，資金市場自必加以新的改革以求適應。

中國的金融機構，原來是農村社會式和半殖民地式的金融機構，其對於農業社會的經濟活動，是不能適應其需要幫助其運轉的。可是在今後，中國走上工業化的道路的時候，這樣的機構，便感覺效率太低下，組織太鬆懈而不能適應了。

中國在抗戰勝利以後，必須從事經濟建設，興辦現代式的農業、工業、商業；同時也必然地要革新金融機構，建立現代式的金融市場，以爲輔助。在此新式金融組織之中，短期資金市場必須發揮如下的作用：

(一)使通貨具有較多之彈性 農業社會對於通貨之需求，具有顯著之季節變化，故其金融市場也具有顯著的金融季節。工業國家對於通貨需求的變動，尤較農業社會爲大，而且缺乏規律性，因此在金融市場上，往往波濤兇湧，不易捉摸。爲使經濟機構能滑潤運轉起見，通貨應具有充分性能，以適應金融市場上不羈的變動。換句話說，通貨必須具有充分的彈性，在票據使用未普遍的社會裏，通貨以硬幣及紙幣爲主，硬幣的供給，以金屬爲基礎，當然不能有充分的彈性。紙幣的發行，因爲有現金準備等法律限制，自然也不易有太大的伸縮性，因此工業國家就以票據代行通貨的職務。票據的產出

直接是工商業業務的結果，其流通數量之多寡，直接可以反映經濟活動的盛衰，其具有充分的彈性以適應金融市場的變動，自無疑義。可是票據的流通，必須依賴適當的機構，才能完成其作用。在商業票據構成通貨的主要部份以後，一國的短期資金市場，就以流通票據為其主要職務。英美等國的短期資金市場，也就因為這個原故，被稱為「票據市場」(Bill Market)或「票據貼現市場」(Discount Market)。於此可見短期資金市場對於彈性通貨的造成，是有很大的責任的，中國欲推廣商業票據的流通，那末，短期資金市場的改造，自屬當務之急。

(2)使商業銀行的資產增加流動性 商業銀行的負債，以活期債務為多。因此，牠的資產，也應該富有流動性，才能週轉裕如。英美等國的商業銀行，除以庫存現金及中央銀行存款作為準備資產，以應付活期存戶的日常要求外，並以商業票據為第二準備，以應付存戶的意外要求。第二準備設置之後，一方面可以補第一準備之不足，一方面也可以相對地減少第一準備的需要。商業票據期限很短，並且隨時可要求重貼現，以移轉於中央銀行，所以在銀行資產中，除現金以外，為最富於流動性的資產。並且，商業票據除富流動性外，較之現金，尚有一優點，即能生利，不若現金呆攔庫中，徒耗利息。中國的商業銀行，因為沒有利用票據作為第二準備的方便，因此現金準備常較英美等國為高。據調查，戰前上海各銀行的現金準備，常為存款債務之百分之十二至十五。以之較美國之百分之十(註六)與英國之百分之九高出甚多。今後票據市場建立，一方面可使現金準備數額相對地減少，一方面使商業銀行資金有一正當而穩健的出路，不必唯投機是務。

(3)使中央銀行有適當的控制信用的工具 我國過去的中央銀行，尚不能負起「銀行的銀行」的

責任。金融市場假如發生恐慌，中央銀行並不能出而救濟，以盡最後貸款者的責任。對於信用的擴張和收縮，中央銀行也無法加以主動的控制。因此中央銀行統率金融市場的力量，非常微弱。今後，我們要把中國造成一現代國家，那末，強有力的中央銀行的締造，就十分必要。要使中央銀行健全有力，就必須賦與中央銀行以控制信用的能力和工具。現代式短期資金市場的建樹，是實現這個目的的必要工作之一。爲什麼呢？現代各國中央銀行統制信用的工具，雖有多種，可是影響最廣泛而最深刻的，是重貼現政策，就是利用重貼現率的升降，以控制信用。現代式短期資金市場建立以後，票據成爲信用週轉的主要工具，票據貼現率的升降，就可以左右一切短期利率的變動，而重貼現率的變動，又有引起商業銀行所定的貼現率起平行變動的作用。因此，中央銀行重貼現政策的運用，便有如雷斯應地收放信用的效果，可是這效果的實現，是以票據市場的建立爲其必要的條件的。

(4)可網羅社會游資加以充分利用 資金市場本來是資金集散之地，資金市場效率的低下，就以牠能否使本來呆置而無法利用的資金，設法予以充分運用以爲斷。商業銀行這一類短期信用機關，牠的功用，本來就在吸收社會上短期內呆攔不用的資金，而加以運用，假如沒有此類短期信用機關的設置，那麼，有許多零星無用的資金，祇得任其呆置，其所有者或者因其數目太瑣屑，或者因其可利用的時間太短，或者因沒有設法加以利用的機會，而不想加以運用。商業銀行就專門吸收此種資金，積少成多，加以運用，把本來無用的資金，能使之對生產事業，對經濟發展作積極貢獻。可是商業銀行此種功用能否充分發揮，是否她對於所吸收到的資金，能否加以有利的利用爲轉移的，短期資金市場組織不完備，短期資金出路呆滯，商業銀行吸收資金的興趣自亦減少。太零星太短促的資金，她就不



願費手續加以吸取。同時，因為獲利減少，對顧客的服務，當然也將減少。因此減少資金的供給。總之，短期資金市場的效率提高以後，就可以將有效利用的游資範圍擴大，使生產事業所需短期資金的供給；較前充裕。這對於積極建設，為資金缺乏所困擾的戰後中國，關係當然是很重大的。

上面所指出的現代式短期資金市場的作用，也可以拿來作為我們所以必須建立短期資金市場的理由。

### 三 過去建立短期資金市場的努力

(1) 學者專家的倡導與研究 由於中國短期資金市場組織的落伍，近年以來，一般銀行家和金融學者都熱烈倡議籌組新式的短期資金市場。就中尤以吳金國寶(註七)章乃器(註八)二氏的言論。引起一般人的注意發生重要影響。楊蔭溥氏對於中國貼現市場不發達的原由，曾加以綜合的研究。認為中國金融界貼現業務之所以不能發達，主要原因有六：(註九)(一)由於工商事業之不振。(二)由於票據法成立不久，致成效未彰。(三)由於票據補助機關之缺乏，票據經濟人，重貼現制度，均未設立。(四)由於公債投機之流行，致貼現不能獲得金融界之重視。(五)由於商家記帳制度之固守。因之無票據存在。(六)由於貼現負險之較重，信用調查之制未立，故風險較大。

楊氏之作成於民國十九年，可是以今日視之，彼所列舉的六個原因，還是可以繼續存在的。不過，在這十餘年之中，專家學者的鼓吹研究，也已產生相當的效果。新式票據市場雖未實現，然已有相當端倪可循。至抗戰發生為止，我們對於現代式短期資金市場的建樹，已自鼓吹實行的階段，進而

至努力促成的階段。此中努力經過，自值得我們的重視。

(2) 信用調查機關的創設。票據貼現之所以不發達，主要原因爲貼現業務風險較大，出票人付款人不一定爲銀行所熟識，其信用情狀不易探悉，所以要推廣銀行貼現業務，必須先行舉辦信用調查機關，以科學方法徵集情報，供給銀行及商家，以爲出放信用的翔實參考資料，此種信用調查機關，於民國二十一年六月，首次在上海出現，名爲「中國徵信所」。由中國銀行、上海銀行、浙江實業銀行、浙江興業銀行、新華儲蓄銀行等負責人共同發起，由中外銀行及商家加入爲會員。該所業務，爲接受會員委托，負責調查工廠商號及個人身家事業的財產信用，並傳布市場消息，製成報告分送會員。可是該所成立以後，外籍商人倒常常利用這個機構，而本國銀行商店反而並不怎樣重視牠，這也許是在開創時期所不可避免的現象。

(3) 商業承兌匯票的試行。商業承兌匯票自經濟學者不斷加以提倡以後，逐漸引起社會人士的注意。民國二十四年春間，由於美國隱銀政策的關係，中國白銀大批外流，以致通商大埠普遍感覺籌碼的缺乏，工商業和金融業都很受打擊，上海綢緞業同業公會就在這個時候，爲增加交易籌碼，改善放款制度起見，倡用商業承兌匯票。同時商請上海綢業銀行，予以提倡，收受貼現，以利流通。此項承兌匯票，即由上海市綢緞業公會印發，由各商號備價向公會購用，此次試行商業票據，代替記帳制度，不無相當效果。此後，上海市商會更大規模的加以提倡，督促其他各業也起來採用這比較進步的制度，民國二十五年的申報年鑑，對於此次商業承兌匯票的提倡，有如此的記載：「自綢緞業倡導於先，各業紛起仿行，工商各業之週轉，賴以稍行活潑。」

(4) 銀行承兌匯票的推行 關於銀行承兌匯票的試行，在民國十八年的時候，經金國寶氏的提倡，上海交通銀行會一度辦理。雖然當時成就的數量並不大，可是已開風氣之先。在民國二十四年春間，上海綢緞業熱烈推行商業承兌匯票的時候，上海市銀行業同業公會聯合準備委員會也有組織票據承兌所推行銀行承兌匯票之意。可是因為有種種顧慮，終於沒有實現，到了二十五年，銀行業同業公會又重提前議，委托聯合會準備委員會，辦理承兌所。銀行票據承兌所終於在二十五年三月十六日開始辦公，採取會員組織，當時加入為所員的銀行，一共有三十五家，各認繳承兌基金自三百元至一千元不等。民國二十八出版之中國金融年鑑的記載，該所承兌基金，已有七百九十萬元。該所業務，在承兌所員銀行為發票人的票據。由所員銀行與承兌所訂定契約，以經承兌所審定的財產貨物為擔保品，交存所中，承兌所即可按照契約，承兌票據。發票人於票據到期之前一日，必須將票面金額，支付於承兌所，以便到期付款。經承兌所承兌之票據，即可在市面買賣貼現，並可商請中、中、交三行重貼現。

(5) 各項努力的成果 關於上述種種努力，事實上究有若何效果，自為吾人所當注意。楊蔭溥氏曾根據民國十六年底，有報告公佈各銀行，凡列有貼現一項者，將貼現數字與本行之放款數字編表一表，得交通浙江興業等六行，計貼現總額為一、六三〇、五四九元，放款（定期、活期、抵押）總額為一四〇、三七〇、七五二元。貼現等於放款之百分之一、一，現在就以這個數字為根據，和二十五年相比較，以觀其變動狀況。

二十五年年底各行貼現放款比較表(僅限於資產負債上分別列舉數字者)

行名	貼現額	放款(定期活期抵押)額
中國銀行	一八、九〇二、〇二九	六九一、四〇六、〇六四
中孚銀行	四、七五一、一〇四	一四、四九三、〇九一
中國農工銀行	三八三、五一〇	一八、六六八、五三七
交通銀行	一六、一二四、七一八	三一七、〇六九、二六七
永亨銀行	一六〇、二二四	一、一八六、八四〇
永大銀行	一六五、七二八	四、三五四、五七一
江海銀行	五六、六三三	一、九五一、五五七
浙江興業	一二二、四五八	二六、四六八、〇七五
郵政儲匯局	九二、〇一五	一五、〇四六、〇四〇
鹽業銀行	二二五、三八〇	六八、三一二、〇九〇
農商銀行	二三六、七一四	、四八七、三四三
中華勸工	九四、九五七	四、七九三、〇六四
二十五年十二家合計	四一、三一二、四六〇	一、一六四、九三五、五一八
十六年六家合計	一、六三〇、五四九	一四〇、三七〇、七五二

根據上列統計，在二十五年，將貼現和放款分別公佈數字的十二家銀行，他們的貼現額對放款額的比

例是三、五對一〇〇；較之十六年大家銀行的數字，百分之一、一，當然是進步多了（註十）這也許就可算是社會各方人士努力的結果吧！

#### 四 資金流通工具的樹立

從上節的敘述裏，我們已看到在抗戰以前金融界、工商界、學術界、對於現代短期資金市場創造的努力，和努力的成果。對於此種努力的成就，誠然值得我們贊美，誠然可以表示欣慰，可是我們並不能就此感到滿足。根據前節的數字，我們可以看到，即使是熱烈贊助票據流通的銀行，他們的票據貼現額較之放款額，還祇是一個很小的數字，無法相提並論。商家的記制度帳，習慣已久，根深蒂固，祇能逐漸改革，所以票據流通的推廣，是很緩慢的。可是為使中央銀行能有效控制信用起見，為使資金的迫切需求能早日解決起見，我們又不能不從速建造一現代式的短期資金市場，使金融市場的建設，能和其他部門的建設工作相配合，以完成戰後的建國偉業。

關於今後創造短期資金市場的工作，除繼續戰前的各種努力外，並應有新的開展。

活躍的短期資金市場的產生，自以有大量活期信用流通工具的存在為條件。如根本並無可資流通的信用工具，那末，信用工具的買賣，當然也就無從成立，無從推進。今後吾人欲創造大量的短期信用流通工具，使之流通市面，似可從下列三方面，分別努力：

(1) 國營事業買賣商品強制行使票據 票據制度推動之始，我人自必須設法產生大量優良的票據流通市面，以樹立票據的信用，祛除一般人疑懼的心理；這對於此後票據的順利流通，是很關重要

的。國營事業普通都是規模宏大，並且他的資本是由國庫撥來，不虞倒閉，他所簽署的票據，到期自可十足兌現。所以，以之爲優良票據，當不成問題。並且，在今後經濟建設途中，國營事業將占據極重要的地位，亦屬勢所必然。我人如能用法律規定，強制國營事業，買入原料，出售成品，必須簽署或接受票據，不得增加帳面債務債權，如事實上確有困難，必須專案呈准，方可變通辦理。假如此項規定，能得國營事業的主持人員衷心擁護，熱烈推行，那麼優良票據的大量產生，就可計日而待。

(2) 鼓勵民營事業行使票據 從民營事業本身着想，票面債權也比較帳面債權爲有利。他制之所以不能踴躍將掛帳制度革除，主要的障礙是千百年來的傳統習慣，舊習慣的缺點，未充分認識，新制度的優點，更沒有親切感覺到，當然不願輕易改革。過去推行票據，多注重在宣傳，這在開創新制的時候，當然也是必要的。今後推動票據制度，除普遍宣傳外，更應在事實上，使票據的流通獲得方便，以鼓勵票據的產生和流通。例如中央銀行實力充實以後，應確實負起金融市場最後貸款者的責任；接受商業銀行及其他金融機關轉抵押和重貼現的請求，而所規定重貼現率，應較抵押放款利率低一二釐，以鼓勵商業銀行嘗試接受貼現，勿以放款爲資金的主要出路。此外更應在機構方面予票據貼現以便利，這當在後節論之。

(3) 國庫券的發行 第一次歐戰以後，新興國家籌組中央銀行，因爲國內短期資金市場未建立，往往使中央銀行的作用，不易發揮。因此，就由國庫發行大量國庫券，流通市面，用這一種方法，來建設短期資金市場，很有成效(註十二)中國自亦可以仿行。中國政府在抗戰以前短期的短缺往往利用國家銀行的墊款以資週轉，這當然不是最可滿意的辦法。今後，在會計年度內，可以用國庫收入彌補的

短缺，應在市場發行國庫券，此項國庫券，除可作爲準備、擔保外，並應由商業銀行以及經營商業銀行業務的國家銀行接受貼現，並隨時由中央銀行重貼現。這樣，短期資金市場，就不難在短期內樹立起來。

(4) 銀行承兌匯票的繼續推行 銀行承兌匯票，一般人都認爲是最優良的票據，在戰前已開始加以推廣！此後這項工作仍應繼續。

## 五 資金流通機構的建設

資金的流通工具產生以後，就應該着手建設，補助信用工具流通的機構，這兩項工作，是相輔相成的，必須並行推進，方能實現建立短期資金市場的目的。

一個市場的構成，必定一方面有衆多的購買者，另一方面有衆多的出售者，於是交易才能成功，並且還須要有很多中間商經紀人，在供需雙方之間作媒介，調節供需，使各時期成交數目，不致有太大波動而市場得以連續不絕。我們所要建立的短期資金市場，其所流通的信用工具，依前節所述，有商業承兌匯票、銀行承兌匯票、國庫券三種，這三種票據，來源各別，性質不同，可是輔佐其流通的機構，大體是相同的。

在此票據市場上的票據供給者，也就是短期資金的最後需求者，是國庫和持有債權的商人，亦即承兌匯票的出票人。票據的購入者是商業銀行，然而他並非是短期資金的最後供給者。商業銀行是利

用存戶的存款以購買票據，所以資金的最後供給者還是銀行的存戶。可是商業銀行購入票據的目的，是持有此等票據作為第二準備，並不以之轉交於存戶。所以商業銀行的需求，是票據市場上最後的需求，他的需求可以決定票據市場上成交的數量，和成交的票據種類。資金的最後供給者，祇能間接影響票據的需求數量。

商業銀行購入票據是作為第二準備之用，因此在票據市場上流通的票據，必須能適合這一個用途。作為商業銀行第二準備的資產，普通應該具有三種特性，即流通性、安全性和獲利性；流通性是能迅速變成現金而不致減損其價值的性能。安全性是其價值能永久保持而不虞減少的性能；獲利性是按期有收入可獲的性能。在這三種特性之中，自以流動性和安全性最為重要。第二準備的資產必須充分具有這兩種特性，才能發揮第二準備的功用，才能以第二準備替代現金，才能以低現金準備的需要。至於獲利性，祇在同時有各種資產具有同等的流動性和安全性的時候，獲利性才具有決定商作用，獲利性較高者可以入選為第二準備。

就增加票據的流動性這一點而論，那末，造成票據的連續而平穩的市場是非常重要的。國庫券的產生，根據於財政的需要，承兌票據的產生，根據於商業的需要；這兩種需要都具有季節性，而商業需要更具有地域性。此種短期信用工具的供給，並不是各時期各地方一律的。再就商業銀行的票據需求而論，也往往有相當的波動。因此，各時期各地方的票據市場，難得能使供需雙方恰好適合，假如在這供結與需求之間，沒有中介機關的存在，就勢所必然地會產生兩種結果：第一是因為供需雙方形勢的變動，立刻反映於價格，因此使市場利率易起波動。第二是票據市場的成交數量，有時很多，有



時很少，連續而平穩的市場，當然就無從造成。因此就影響到票據的流動性。

爲補救此種缺憾計，票據市場上必需有一種中介機關。在倫敦的金融市場上，就有票據貼現所，票據經紀人這一類組織。在紐約的金融市場上，就有商業票據所 Commercial Paper House 的存在。這種種中介機關：一方面使買賣雙方容易接近，一方面就利用銀行的信用，購入票據而持有之，以造成票據的連續市場。美國的商业票據所，往往在紐約芝加哥等商業中心，購入票據而轉讓於小城市的銀行，更具有分佈票據的作用，這在單行制盛行的美國，自然更有特殊功效。

中國的銀行尙未十分集中，中日戰爭發生以前，全國銀行計共一百六十四家，以之比較英德等國，數目可謂不少，這些銀行大部分規模不大，各有其往來密切的主顧，銀行業務都帶有地方性的色彩，真正有全國性的銀行，至多不過十家。嚴格說起來，除四家國家銀行外，其餘都去全國性還很遠。因此，利用中介機關以接近票據供給者的需要，便不很殷切。同時因爲銀行都分佈在都市裏，尤其集中在上海、天津、漢口、等商業中心，因此也無須乎像美國那樣從中介機關的手裏，去接受商業中心的票據以前提倡票據的學者，如韋乃器先生等，常主張把錢莊改組爲輔佐票據流通的中介機關，其實錢莊的分佈，普遍全國，頗類似美國有地方性的銀行，他們在商業中心並無辦事處一類的組織，要負起中介的責任，事實上也有所不能。至於在大都市的錢莊，他們的資力和業務範圍，事實上和普通銀行已相伯仲，他們之和英美中介機關，祇有一點相似就是都是合夥或獨資的組織而已。然而這個並非票據中介機關必備的特質。

關於中介機關的創造，要視商業銀行制度的歸趨而後定。抗戰以來，由於物價的上漲，後方各地

新創銀行很多，同時錢莊改組爲銀行的也時有所聞。目下銀行的創設已加禁止，可是，抗戰結束以後，此項禁令勢將取消。在通常時期中，銀行單位增加到一定程度後，必彼此起猛烈競爭，經過相當長的競爭時期以後，就發生銀行合併運動，併成「幾大銀行」爲止。大銀行成立以後，由於管理權之集中，於是才產生一種需要，由中介機關以供給優良票據。中國的商業銀行，今後如果依照此途徑而發展，那末，將來對於票據經紀人這一類中介機關，自將有其殷切需要。

輔佐票據流通的中介機關，必須是和票據的出售者——承兌匯票的發票人或收款人——有密切往來的銀行，從此種觀點而論，我們金融市場上的專業銀行如綢業銀行、煤業銀行、川鹽銀行、之類，以及與某一企業家特別有關的銀行如中國企業銀行之類，便很適宜於負中介的責任。中國的錢莊，也各有其有特別關係的主顧，自亦可以負中介的責任。此等銀行與錢莊，本身當然有力量經營票據貼現的業務，據受有關企業的票據，可是要求貼現的票據太多的時候，自可居中介的地位，以介紹與其他銀行，或自較大銀行方面，獲得資金，以擴大其貼現業務，而從大銀行獲得的信用，即以票據爲擔保，期限極短，性質上與大銀行直接貼現，並無多大區別，在票據的使用還沒有很普遍發展的時候，經紀人和貼現所業務，可以有一個機關兼做，並無不便，到將來業務發達，恐祇能專任一種，到那時便要分家了。

輔佐銀行承兌匯票流通的機關，除上述的中介機關外，尚須有承兌銀行和承兌經紀人。承兌銀行的作用，是以銀行的信譽暫時借與信用不甚卓著的付款人，所以承兌銀行必須是在金融市場上信用卓著的銀行。除英國以外，其他國家都沒有以承兌爲專業的承兌銀行。即使在英國，近年以來，承兌銀

行的業務，也逐漸移轉於商業銀行。中國此後爲發展銀行承兌匯票計，似乎並不必另設承兌銀行，即以信用較著的商業銀行，兼營承兌業務，較之新創承兌機關，恐怕更能達到目的。中國的中國銀行，歷史較久，信譽頗佳，又經政府指定爲經營國際匯兌的銀行，以之擔負承兌的職務，是最適合的。至於戰前在上海組織的票據承兌所，所定的制度很妥善，可是究竟是金融市場上的新來者，要使他的業務迅速開展，恐怕並不容易。

爲票據的圓滑流通所必不可少的，是中央銀行的重貼現業務。商業銀行的第二準備，普通是用以應付存戶的額外要求的。此所謂額外要求，是對日常要求 *current demand* 而言的。當金融市場發生恐慌，銀根緊急的時候，銀行因爲信用動搖的關係，提存款額比平常增多，第一準備不足以應付，自必須以第二準備變成現金，以充實現金準備。可是在金融市場普遍發生恐慌的時候，即使有優良的票據，也很不容易脫手。這時候，惟有乞靈於負市場最後貸款者責任的中央銀行，由中央銀行以重貼現方法，接受票據，使商業銀行能安渡難關，使第二準備能表顯其作用。中國過去的中央銀行，因爲實力不足，一向未擔起最後貸款者的任務，可是自從三十年十一月修正非常時期管理銀行暫行辦法公佈，實行準備集中；三十一年七月國家銀行實行專業化以後，中央銀行已有充分能力擔負此種職務。抗戰初期，在四聯總處之下，原組有聯合貼放委員會，祇是該會業務，放款遠多於貼現。今後的中央銀行，在執行最後貸款者的任務的時候，應減少轉抵押，鼓勵重貼現，以促進票據的行使，輔佐票據的流通。

## 六 結語

中國短期資金市場的建立問題，應該是一票據市場的建立問題。票據市場是整個金融機構的一部分，其機構適應如何建立，不僅和整個銀行制度的建設有關，並且也和經濟發展的趨勢有密切關係。戰後的經濟狀況，我們現在還不易確切把握，所以，以上的討論，與其視為方案的提出，還不如認為原則的討論，較為妥當。

(註一)現代交易利用電報電話等交通工具，所以交易並非是在一個地點舉行，而是在一個區域內舉行。

(註二)此處根據中央銀行之研究：民國二十四年全國銀行年鑑，數字內包括實業銀行及農工銀行等在內，因銀行並未嚴格實行專業化，此等銀行大率均兼營商業銀行業務。

(註三)參閱勇規錄：說明金融市場的問題與前贈載金融知識一卷四期重慶三十一年七月出版

(註四)參閱勇規錄：楊著中國金融論頁二五三——二五四、貼現總額不及放款總額百分之一

(註五)楊蔭溥：力器張實錄：工商業金融問題報告書，載中行月刊第十卷三期，二十四年三月

(註六)美幣在一九一三年以後，大都市商業銀行之活期存款現金準備常為百分之十，惟自一九三五銀行條例公布以後，現金準備由聯邦準備銀行控制，用作控制信用之工具，與實際需要，關係已較前為疏。

(註七)氏等有「怎樣發展工商業」，「提倡商業匯票之商榷」，「為什麼及怎樣造成一個貼現市場」等論文多篇，俱見金剛寶若中國經濟問題之研究 中華書局出版。

(註八)氏等有「舊有的「貼現問題」——中國之票據市場」等論文多篇，俱輯入章乃器著中國貨幣金融問題 生活書店經售

(註九)楊蔭溥：楊著中國金融論頁二五四——二五五

(註十)這兩個百分數當然不是絕對可比的，不過我們假如認為沒有把貼現一項特別列舉的銀行，他們的貼現額，都是做不足道的。那末，這兩個百分數字是相當地可以代表變動經過的。

(十一)參閱 Meyers: Modern Banking  
De Kock: Central Banking

## 中國長期資金市場之建立問題

谷春帆

長期資金市場之建立，有兩個很少討論到而實事最根本的條件：（一）人民必須有剩餘資金儲蓄，可以充作長期投資之用；（二）實業經營大體上必須穩妥有利，引得起人民對於長期投資的興趣。一個產業資金市場之能否建立，及其活動範圍有多大，幾乎全受此兩個根本條件的支配。如其實業經營穩妥有利，人民有大量儲蓄，則即使不努力建立產業金融市場，而產業金融市場亦自能生長起來。此時所有建立產業金融市場的問題，無非在技術上予以種種方便，如順水推舟，使其更爲容易而已。如其人民謀生之餘，無剩餘資金可供儲蓄投資之用，或實業經營有種種困難，失敗多而盈利少，則長期金融市場根本無建立之可能。即使勉強努力，亦如揠苗助長，有害無益。當然一個國家一個社會決不至全無儲蓄，實業經營亦不至有虧無盈但說到長期產業金融市場，必係指現代相當大規模的市場。如我國儲蓄資金太少太分散，則此國家社會雖非無產業資金，却說不上建立一個產業資金的金融市場。這兩個根本條件又互有關係；儲蓄資金充盈，在平常情形下，可以刺激實業經營，而經營有利時，更可確實增加儲蓄投資。後面這一點尤爲重要。英美長期資金市場之發展，正是產業革命及美國經濟發展的結果，並非先有長期資金市場而後產業方得發展。在世界經濟恐慌及疲疲時，長期資金市場未嘗停閉，但其投資活動則大爲減縮。所以主從關係很明白。我們可以適應人民投資的需要來建立長期金

融市場，却不容易創立一個長期金融市場來開發及振興實業。這是「做了帽子等頭大」的辦法。

中國國內資本之節儲甚少。甚分散這是中國長期產業資金市場向來不能建立的原因。新式實業經營有種種天然的人爲的內在的外來的困難與阻礙，使其自身無甚盈利可轉爲資本增殖，更使其他方面的儲蓄不容易轉到此方面來投資。這兩方面所包括的問題是中國能否建立及建立多大之長期資金市場之根本問題。但此問題牽涉到整個中國經濟發展問題，通常不當作長期金融市場的問題來討論，這裏爲篇幅所限也不能討論到。以前我寫過中國工業化之國內資金問題及企業與組織兩文曾經討論到此問題之大部分，現在只將結論的意見摘彼一點。

綜括說來，中國過去產業經營之困難，由於（一）外國進口貨之競爭，（二）政治及社會情形之不良與不安定，苛捐雜稅等，（三）有些企業家缺乏現代企業之精神與道德，責任不分公私不分等等；（四）缺乏企業組織之人才眼光與學識經驗，（五）投機性太重而投資性太輕，其故又由於資金不充，（六）資本不充之根本原因是中國人生產力太薄弱。所以要增殖資本，振興產業，先得消滅上面（一）至（五）等種種阻礙。我會計算過中國新式產業資本的總額，覺得抗戰以後，不平等條約業經取消，中國有適宜的保護政策，優良安定的政治社會環境，則短期內補足抗戰的破壞與消耗，而使產業資金與生產力同時增加，並非全無希望之事。若加以外國投資的運用，企業家本身道德精神經驗學識之改良，則發展自更有望。將這情形作爲假定的出發點，我們方可以討論建立長期金融市場時的若干技術問題。

中國一般產業資金有兩種來源。舊式獨資或合夥經營的資金是一種，借款或存款是一種；而以股票募集的公司資本，普通應爲長期產業資金的主要方式者反不重要。

獨資或合夥的經營方式，即在公司經營發達以後，亦仍有存在及發展之前途。民國二十二年實業委員會調查全國二千四百三十五家合於工廠法之工廠，其中獨資經營者五六一家，合股經營者九九四家，共一五五五家，約占百分之六十四。採取公司方式者八一四家，占百分之三十三。在一九〇四年時，美國之製造工業百分之五二、七係屬個人經營，採取公司方式者亦只百分之二三、六。到第一次歐戰以後，其比例亦仍為百分之四七、六及三一、六。直到現在，個人及合夥的經營方式，仍是許多小企業的主要方式。許多大公司，如美孚油公司、美國鋼鐵公司、美國電話電報公司等亦係由小的經營方式演進而來。這是最自然亦最穩健的方式。我們看 Eileen Power 著 Medieval People 描述十六十七世紀英國棉紡織及羊毛業之家庭化情形而可知。直到現在英國工業尚有許多是家庭經理的工業，為新進的人所批評（見 Britain's Industrial Future by Various Authors, p. 42）日本的新式資本也是從家庭資本累積起來的。我們只看英美日許多廠家的名字而可知。例如摩根銀公司、福特汽車公司、卡尼基鋼鐵公司、柯達克照相器公司、三井、三菱、住友、這些熟習的名稱，全表示個人資本勢力。十八世紀末 Adam Smith 著 Wealth of Nations，尚說「公司組織只有經營手續可以成為日常刻板文章不須變易的事業方能適用。例如銀行保險航路維持供給市民用水等。公司經理所經營者係別人之資本，不能像合夥股東那樣深切注意其自己的利益。」鋼鐵大王卡尼基，亦以為合夥組織；維持人與人間之密切關係，為事業成功之要素，雖大事業亦當採用此種組織方式。雖至二十世紀之初公司組織在美國也仍是那樣不自然，沒有人以購買股票為投資。直要等個人及各夥經營的事業開闢好了發展的園地，創造出了多數人剩餘的儲蓄及投資的興趣，公司組織方能普遍，長期資金市場才能產生。

即在產業資金市場已經完備的國家，如要創辦新事業，亦不能全靠募集股票，全用別人的資本。至少發起人的一部分股票不用獨資或親友合夥的方式來籌措。所以建立中國長期金融市場的第一問題，尙不是如何建立此市場，而先是如何有相當鉅額的個人或合夥資本，可以用來作為市場活動的根基，可以從他們的活動與運用中使資本累積，使社會有儲蓄能力，使人民有投資興趣。從此方能建立一個長期資金市場逐步擴大而發展。

但現代大企業所需資本如此之多，到底不能不依賴公司組織，公開募集股票。以全社會零星之儲蓄集中為大企業之發展。獨資合夥之數目雖多，但其資本總額營業範圍均遠不如公司。現在中國公司組織的事業，其資本來源，據王宗培君搜集上海一百家公司的統計，平均股票及公積金占百分之五九、五，而借款存款占百分之四〇、五。借款存款兩項則前者約占百分之六四，而後者約百分之三六。一八九九年之時美國二五九家公司之資本，普通股占百分之六十四，優先股百分之三十，債券百分之六。其分配情形已比我們為好。一個公司不能籌全所需資本，而以借款存款維持，自不能說是健全狀態。但放款及出存之人或金融機關，何以對公司用此種方式投資，而不直截入股？吾人不知全國投資於股票之資金共有若干，但比之全國各地儲蓄之款定少。人民寧可相信銀行存款取息，而不以有餘的資本投放於產業；銀行寧可借與產業而不肯當作股本入股。沒有股票買賣市場或許是一種原因，但產業經營本身不能取得人民的信用，不能刺激人民投資的興趣，是主要原因。在抗戰前後上海外商證券很有中國人投資。可知中國人民並非沒有股票投資的興趣。中國人自辦的證券交易所亦非無有，但中國實業的股票就不能在市場開拍而活動。多數股票其市價遠在面值以下。如上市開拍很容易影響其信用，還是



藏拙爲妙。少數已有根基而市值堅挺的股票，又多爲人所持有，不願出售。在這種情形下，沒有法子建立一個西洋式的長期資金市場，以股票買賣爲募集轉移產業資金的手段。因之實業家不得不依賴借款存款的方式來維持，受盡了資本過少的痛苦。就零碎碎已有報告的若干實業者，可說其自初即未有妥當之資本，股票之募集方式，根本即不能說係自由的投資。即最初作爲募集股票的根基之發起人認股亦大不確實，如漢冶萍廠，如大生紗廠等。這種實業創立的方式，如在產業金融市場完備的社會，應當在糾正之列。所以中國而要有長期資本金市場，產業界自己本身組織管理的健全，最爲重要。

在現時要以股票爲募集資本的方式，因而建立一個股票交易的市場，實覺條件不備。承銷發行股票的 Investment House，在中國尚未成爲專業。戰前上海發行過數次洋商及華洋合資組織的股票，主要係由洋商銀行承銷。此種承銷股票之方式，就民間實業說，將來無多希望。因爲承銷銀行除非把得穩此項股券不久之將來可以推銷於一般民衆，則彼將不願承銷。即在歐美亦常有已經承銷而不能銷出之股票。如果承銷銀行本無意於向人民推銷，則事實上即係銀行承購，尙不如爽快由行銀投資之爲愈。戰前有數次銀團合組之鐵路投資，即係此種方式。將來新中國產業之發展，銀行資本之投資當爲一重要方式，尤其對於政股經營之事業，銀團合作投資大有推廣之可能。銀團於接購此項股票以後，持之數年，俟事業根基已固已有成績，再將股票售出市場，由人民真正投資。在此種方式中，承銷之銀行或銀團，責任甚大，比之在外國產業資金市場上承銷股票之同樣機關，可以在較短期內銷出，更可以隨時向銀行抵借者，其風險與責任均較大。因而對於股票募集與承銷必然十分謹慎，幾等於自己投資一樣。其調查保障之手續必將增加，增加承募股票之費用與困難。在歐美市場上發行額較少之股

票，已因費用關係，不值得交由 Investment House 代募。中國最近將來之民間產業當不至遠有多數大公司組織發行。較小之公司組織則無力利用此種承銷股票之組織。仍只能向銀行或銀團單獨進行借款。故此種 Investment House 發行及承銷股票之辦法，恐只能以國營公營及少數大資本之企業為主，非一般產業所能享用。

許多人主張即時創立證券市場。前已說過，上海非無華商證券交易所，對於工商業之長期資金並無幫助。且以少數股票而上市開拍易於爲人把持，對於產業本身有害無益。股票交易須有相當款額；雖有 Baby Bond 之制，究亦不宜太小。但中國之資本儲蓄小而分散，非先有一機關爲之集中，不易直接投資於股票。過於零星之小投資，在投資者及產業兩方均有危險。尤其當人民對於產業投資未有信用、興趣、及經驗之時，雖有證券市場，亦不易推銷股票。如將來產業發展順利，人民投資習慣已成，則股票市場可以幫助投資者，但現時似屬過早。

現在人民對於儲蓄存款的信用高於產業投資。此是將零星分散的資本先爲集中的過程，對於投資是一種方便。問題是如何將此等存放生息的資金使之轉入長期投資。如其要待產業界成績表現人民自己發覺而後改易其存款爲投資，或者尙須相當時候。在這種地方一個靈動的長期資金市場方有用處。我們觀察各國長期資金市場之特質及歷史，可知其各有特殊的事實背景。中國的長期資金市場亦當以中國情形作出發點。一般說來中國人對於產業股票的信用既不如銀行存款之高，則中國之長期資金市場應當利用此特點。我們不必定要心急建立一個證券交易市場，開拍數量無多，亦無多人買賣的市場；我們儘可利用人民對銀行的存款，使之轉爲產業投資。現在的情形，國家銀行商業銀行各種各色

名義的金融機關及儲蓄銀行信託公司等無不多少與工商業投資有直接關係。所以事實上人民零星分散之資本，正經由這種方式而轉為產業資金。所不妥當者，如此轉移之投資數目不多。產業界既深嘆銀行放款之不足，銀行之報告亦表示實業放款之少；且放款多屬短期，尤為產業界之苦。而真正投資者。與產業打成兩橛。人民之儲蓄資本只以存款方式與銀行發生關係。銀行自動移作投資存戶與產業無絲毫關係，故存戶不發生產業盈虧之興趣。雖有此種缺點，但集合人民零星資本以便投資，卻是事實。這種事勢的必然性，告訴我們以建立長期資金市場努力的方向。我們似可設立一種投資銀行或投資公司，與普通儲蓄銀行一樣接受人民存款，而明明白白以轉作產業投資為目的。有存款可由銀行自由選擇投資，或由存戶與銀行共同商定所投資之公司；存息可以較低而另給以投資分紅之利益，存款的期限與提取的便利亦須另設規定，其目的在使存戶與產業投資發生利益關係，在互相商定投資公司時，更對特殊之公司發生興趣。同時使存戶保留存款之方式及其便利之點，亦使產業界得長期資金之供給。銀行對存戶一面保證利息而一面教導其投資。同時具有選良去劣，分配風險，保護投資者，而兼教導產業界如何籌措資金之功用。若產業界之經營組織確屬健全，年有盈餘，則此種方式之存款，定比普通存款更易吸引存戶。從此進一步而使有節蓄資本之人，直接投資於產業，不須用存款之轉手方式，其事極易亦極順。平常人民餘剩之零星資本，除自己經營企業外，多存放銀行。發給此種存款便轉移為長期產業資金，短期內最多只可做到如此；尚且須要產業組織健全可保分紅方。若產業組織不穩，經營無利而虧折，則雖此種誘導式之存款投資尚不可能。至於更進一步而設立股票買賣市場，或承銷發行股票之機關當更後一步。待人民可投放之資本充裕，投資興趣濃厚時方可

辦到。

又此種誘導式之投資存款，如其創辦，則當由政府嚴格監督，一面保障存戶之利益，一面依國策指導投資之方向。

以上所說全是建立產業資金市場的平時問題。現在抗戰正殷，幣值日落。建立長期資金市場更多困難。但一方面游資充斥，正在覓尋有利之投資。如試採上文所述誘導式之投資存款，或者亦有部分效力，不過仍須視產業投資分紅所得之利益若何。且現在獲利之產業，目的只希望以依利借款取得營運資金，亦未必有重估資產價值添招新股之決心。事實上自然亦有困難。如此則係產業界不歡迎長期投資。產業界之希望建立長期資金市場大概希望由此出售公司債。我人以為產業界所需之長期資本只有股票。「一個創業的公司，想以債券或優先股來籌集資本，以期提高普通股紅利，是非常錯誤的。」債券不能認為主要之長期資本，何況短期借款。在此幣值急變時期，希望自己有盈餘而使債權人負擔損失，更難引人投資。不幸現在一般金融界之放款，及產業界所希望之接濟，均不合於長期資金之意義。幣值之變動又如此急速。各方面之利益又互相衝突。任何長期計劃，在此情形下均帶有不安定性，則遠大長久之市場自不能不俟之將來。

又上面所說均以國內資金市場為對象；其實在戰後國際投資開發中國時，中國極需要一承受此項投資之金融機關。即使投資時雙方均由政府主辦，亦需要金融機關為之居間。英美對於貸給出口信用均有特殊銀公司辦理。如投資而採取發行股票之方式，則更需要一聯繫之金融機關為之承銷發行。其初主要之金融工作自在出借國，但借入國方面對於借款之移入、利息之支付、本金之償還、所引起之

transfer problem)及國內金融、物價、利率、以及國內資金市場之影響均甚大。雖則不具國內長期產業資本，而國內長期產業資本市場之建立與此亦大有關係也。

若僅就眼前產業界之缺乏營運資金而論，則短期借款決不能滿足其需要，理由詳述於「通貨膨脹期中產業流動資金理論」一文。補救之法或者只有歸併整理，估值增股，化短期債務為長期存款之一法。雙方參雜利害關係太深，只能由當事者互讓互助而謀解決。若以俟之長期資金市場建立，則債河之清人壽幾何耳！

## 中國產業證券化與資本市場的建立問題

南開大學經濟研究所

### 一 問題的重要性

戰後經濟建設的目標，從遠大處看，雖在樹立一個所謂民生主義的計畫經濟制度，但其急須促進，同時亦為奠定該項制度基礎所必需的工作，實是全國生產事業的現代化；亦即所謂工業化的問題。工業化的涵義，從現代生產方法的特質看，就是希望儘可能的以大規模的機器生產，代替零散的手工生產；以間接的、迂迴的生產方法，代替直接的「從手到口」(from hand to mouth)的生產方法。換言之，以資本代替勞工，並加重產品中固定資本相對於勞工的比例。或更簡單的說，在加深各生產部門與整個生產機構的資本化程度。因為祇有在這樣一個現代化的、資本化的生產方式下，才能獲得巨大的生產力，提高全國人力與天然資源的利用程度，及增進全國國民所得與生活水準。所以戰後經濟建設急須實現的目標，析言之：第一、在使各生產部門（無論農工鑛交通運輸各業）的資本化程度加深，亦即普遍的以機器代替人工。第二、在增加資本化程度較深的生產部門，在整個生產機構中的比重；亦即使全國生產事業着重於需要機器較多、人工較少的生產部門。但這兩個目標的實現，都必須增加資本貨物 (capital goods) 生產（包括機器工具及其必需的材料如鋼鐵等）在整個生產機構中的比重。換言之，除了要增進全國生產總額外，還須加重總產額中「資本貨物」生產相對於消費品

生產的比例。通常所謂工業化的重心在重工業之首先建立，即係指此。

然而這樣一個現代化的生產機構的實現，必須有大量長期性的資本借給。這項資本的來源，最終說來，不外兩種：一是國內人民儲蓄的累積；二是國外人民儲蓄的利用。因為祇在人民（無論國內外）於消費外有所剩餘，於所得有所儲蓄時，才有未用之資財提供生產事業作資本之用。可見要戰後工業化籌集大量的長期資本，除了運用各種金融、財政、貿易政策，提增國民所得，並減少其消費在所得中間的比例，並運用各種政治、外交、經濟措施吸收國外資本的輸入外，我們更須要一套機構，以便利用國內外人民儲蓄有效的集中，並轉變為各項生產事業所需的長期資本。蓋在現代以私有財產制度為基礎而分工細密的社會中，握有儲蓄，對資本有支配權力者，與利用儲蓄對資本有運用能力者，不是一個人。換言之，資本主與企業經營者，（無論為公家或私人）已告分離。而且在現代大規模生產的特質下，企業經營所須運用的資本多半是大量的，集中的，但在現社會的所得分配形態下，人民的儲蓄，多半是零星的，散漫的，如果各個有儲蓄的投資者，對各種企業經營者個人的信用及其所經營事業的收益能力，都有極清楚的認識，自然他可以選擇，報酬最大風險最小的企業，直接供應其資本，然而在現代極度複雜的生產組織下，一般投資者對這種知識的獲取是極為困難的，因此要逾越這道由此形成的資本供需間的鴻溝，必須有一套擔當此項資本，運輸（transport of capital）工作的中介機構，有了它，才能使資本主與企業經營者結合，生產事業得以創設運轉，才能使資本的需要迅速有效地實現，並使其資本的供給更為靈活，而源源不斷。正和鐵路海岸運輸發展，對於市場貨品供需所生的影響完全一樣。

然而這套擔任資本運輸工作的中介機構性質如何？運用方式如何？要待今後進行工業化的途徑為何而定，依據國策的意向，我們說過最終在建立一個民主主義的計畫經濟制度，但以目下我國政治、社會、組織、技術、人事、基礎而論，在一個全面的，集中計畫經濟下進行工業化，是不可能的，其較妥切而實際的途徑，似為一以國營事業為核心的局部經濟計劃，而輔以民營事業發展的獎勵與控制，我們看這次十一中全會通過的戰後工業建設綱領的主旨，政府確已準備採擇這一個方向前進。因此我們就採取怎樣一種方式吸收國內外人民的儲蓄，使迅速而有效的變為生產的長期資本，亦即我們所要建立的，籌集資本供應，擔當資本運輸工作的中介機構，應具有何種性質，就隨上述工業化途徑中各種運行方式的不同而異了。

首先就國營事業說，其長期資本的直接來源：一、是政府所撥的建設專款，這項專款的來源或來自國家的稅收，或來自政府特種公債的發行，或來自政府銀行所發款，其終極的來源，自然仍是國內人民的儲蓄。可是將人民儲蓄集中轉變為國營生產事業長期資本的中介機構，主要是政府的稅收機關與發行國營事業公債的政府銀行；二、是國營事業本身的盈餘，在這種情形下資本供需同屬一方，自無需中介機構，至少需要一個銀行來經理其盈餘與資本的調撥；三、是國外政治借款，其在投資者與資本運用者間的中介，乃為兩國政府；四、是國營事業本身發行的長期債券，這就需要國內外的資本市場以為中介，這正是本文所要討論的問題之一面。

其次，就民營事業說：其長期資本的來源，視其事業所採的組織而定。如果是私人的合夥組織，那末長期資本的供給就靠企業經營者本人的儲蓄及其向親友挪借的款項，或靠其廠基生產設備向銀行



押款所得。自然這裏無須乎在資本供需雙方間成立中介機構。然而這種企業組織的形式，只適合於小規模或手工業的生產部門，我們戰後企求建立的，既是現代化的，資本化程度較深的生產事業，所需長期資本必是巨額的，自不能用上項組織去籌集。蓋若此項巨額資本，非經營者本人與親友自資力所可負擔時，必須向一般人民募集，然而一般投資者要對這種事業投資，就須負兩種風險：一是企業經營者，本人信用是否可靠，二是事業本身的預期收益能力是否可靠因此投資者，必然裹足不前，從而這種需要大規模資本的產業發展，自將受其阻礙。

倘若事業經營採取現代公司企業組織，以股票及公司債券方式籌集其資本的話，情形就大不相同。第一、在公司組織下以無所謂經營者個人借貸信用的風險存在，因為股票的持有人本身就是企業的主人。第二、投資者對事業將來收益能力所負的風險，亦將大大減低，尤其是債券的持有人，因為這種風險已大部轉移至資本運用者，而他們比較能正確估計這種風險的重要性，且知道怎樣去應付它們。因此，股票與公司債券（下統稱證券）這一工具的運用，部分的打破了投資者對其供給資本所具風險之不正確的估計，縮短了資本供需雙方的距離，而成為擔當資本運輸工作的中介機構之先在條件，它一方面使資本的供給者，比較安全的大量投放其資金，而尋求最高的報酬；一方面使資本的需者，有效的以較低的代價籌集其必需的資金；因而把小量的，私人的，散漫的儲蓄，集中為巨額的，可發揮其生產力的有用資本。所以我們甚至可拿一個（以私營企業為主的國家）產業證券化的高度，來測量這國家資本流動過程的是否靈活。這種工具的運用，不僅可以方便了資本的源源供給，同時可以刺激且有企業經營能力者供應的增加。

然而我們要民營事業所需的長期資金，普遍的證券化，以取得上項所述的利益，就猶需一套運用這一證券工具，以便利資本運輸工作的機構，正好像貨物運輸有了可以裝載貨品的火車、汽車、輪船，我們還需便利其行駛的鐵軌、公路和航道。尤其是創立一項新企業，想用證券方式公開的向大眾籌集其必需的資本，則爲使這種資本需要完全有效的實現，必須先使一般投資者信服此項事業將來的收益能力確屬可靠。但要做到這點，是很困難的。在現代錯綜複雜的生產組織下，估計一項新企業的收益能力和管理經營的效率是否高，都需要專門知識，可是一般投資者，在這兩方面的知識都感缺乏，往往對一企業真正風險估計歪曲，有時過分誇張，致使有利的企業不能籌得其必要資本，有時低估風險，致使資本流入，詐騙的公司創立人手裏，或流入不健全的並無收益把握的企業中。因此當一個新企業創設時，甚至就是原有企業在增資擴充時，在資本供需雙方間就更需有一套對各企業具有專門知識而能負責的中介機構插入了。因爲只有他們才能毫無偏私的審核各企業將來的收益能力，而證券經過這樣一個中介機構轉手後，無形中予一般投資者一個可靠的保證。換言之，這種中介機構等於以它們的信譽，取得投資者的安全感，而助成了新企業長期的資金的籌集，這個中介機構就是以證券爲運用工具的長期資本市場。

從上說來，在戰後我國工業化過程中，在適當控制下獎助民營事業的發展，既是必要的途徑，則爲便利這種企業吸收長期資本並靈活其資本之運輸集中，產業證券化的工作和長期資本市場的建立，自然是急要的步骤。即以工業化核心的國營事業說，除通過政府各種財政機構直接取民間資金爲資本外，其一部分亦有間接經由資本市場籌集的必要。然則這項資本市場的構成形體如何？且怎樣在資

本供需間擔當其運輸，集中分配的工作？在戰後我們所需要的資本市場及其運用方式，是否與歐美先進國家已有的資本市場性質相似？以及我國原有的金融機構在這急待建樹的資本市場構成中，究占怎樣的地位？所應着重的的工作是什麼？這是我們下文探究的幾個主題。

## 二 他國經驗的借鑑

一個完備的資本市場。至少包括兩個不同的構成部分。它雖然有一個共同目標均為便利轉移資本至各種生產用途所必需。但有着不同的職能。第一個構成部分是最基本的，也是資本市場的核心。那就是發行證券的市場。支持者或為銀行，或為發行商店 (issue houses) 或為特殊的公司發起人 (Company promoters) 及其輔助的經紀人、承募人、廣告商店等，這種新證券市場的職能，在現代新企業創設時發行股票或原有企業擴充時發行債券，或經募之，或承受之。其作用我們曾說過在使新舊企業的長期資本需求得以實現，在便利一般投資者與資金源源供應，而減輕其尋求投資所必需的費用與投資所冒的風險，終使其樂於儲蓄，並忍受延期消費所必須之「等候」(waiting)。經此，新舊企業取得資金的代價亦固減低。故其任務不僅在解脫投資者與企業者雙方在轉移資本所必須的一切經理工作而已。自然，在執行是項職務時這一新證券市場的支持者，常須負擔由一般投資者能否充分供應其代募資金而生的風險？因此爲了促起一般投資者的注意，又須負起很多繁重的推銷工作，這些風險和勞務，乃由委託的企業償以佣金，或其他方式的報酬。

資本市場的第二個構成部分是舊證券市場。多半以證券交易所的形式出現。其在資本運輸工作中

所擔當的任務，在便利新證券出售後，在證券的持有者間可有迅速而便捷的交易，有了這種便利，可以給承購新證券的投資者一個保證，就是在必要時，他可以按其所持證券的市價收回其資本，不過不再從原來他所供給的對方收回。而另自其他尋求投資者取得了，由於這一第二級市場存在，已發行的證券，可以繼續不斷的在各個投資者間隨其自的需要，而隨時轉移，因此投資者因投放資金於這些證券，所需負擔的風險與忍受「等候」的成本，更形減輕，從而各項企業為取得長期資金而付的代價，亦可減低，資金供需間的調劑由此更趨靈活。

然而上舉資本市場的構成與其所表現的功能只是一個一般的簡單說法，西洋各資本主義國家的資本市場，由於各自產業發展歷史背景的不同，各有其特殊的形態；這種市場對於國內新企業創設所盡的職能，其重要性亦各異，支持資本市場由機構與新企業間利害關係是否密切，又有程度上的不同，對於這些先由國資本市場不同形態的了解，應可予我國職後如何促進產業證券化和建立怎樣一個資本市場的問題，很多啓示。不過各國資本市場的形態。雖互有差異。主要者不外乎英國的與德國的兩大典型。其他或近英國或近德國。茲簡述這兩大典型的具體差異，及差異所由起的歷史背景，然後再從這兩者各自表現的優點缺點，以及最近各國資本市場發展趨勢中看今後我國推進產業證券化和建立資本市場的方針如何。

### (1) 英國——資本市場典型之一

英國資本市場的第一個構成部分即所謂新證券市場。是由銀行以外的機構組成的。這些經營新證券發行和銷售的機構，包括的範圍很廣，從少數信譽極高，專事證券發行銷售的商店，直到散布倫敦

及各省的無數小規模的臨時的公司發起團體 (Promoting groups)，但大致說來可以分作三類：第一類就是少數有著極高信譽的，正規的發行商店 (issuing houses)。他們主要的業務，在經理外國政府公債與鐵路股票債券的發行銷售。第二類是信託投資公司 (Trust and Finance Companies)。以及若干規模有時亦稱為發行商店的組織。他們都永久的經營金融業務，並且能對一般投資者，於其既經理發行的證券的價值，給以相當的保證；他們所經理的，國內外證券都有。第三類就是臨時性的公司發起團體。他們通常都是特為某一項創始企業發售證券，向一般投資者推銷而組織的。一俟目的達成即告解散。英國一大部分的股份公司，就是經由此類組織而創立的。

這三類團體可以說是英國資本市場組織的中心，自然他們所經營的業務，亦有由其他團體經營的，例如若干市政府和鐵路公司有自負其責在倫敦及各地方推銷工作的；許多股份公司在增發股票和公司債時，亦常自向股票持有人推銷，或在各地報紙刊登廣告，或雇經紀人向一般投資者推銷的。此外協助這三類團體經理證券發行之一部分工作的，較重要者，就是承銷行號 (underwriters)。這裏包括一部分銀行信託投資公司以及保險公司等。其次就是經紀人 (brokers) 抽取佣金承募一部分證券，轉向美國等處售。另外廣告商店可利用其專門業務，代發行證券的機關向各地散發企業創設的計劃書 (prospectuses) 以爲銷路。

然而這三類承辦證券發行工作的團體，對英國國內企業籌集長期資本的作用有着不同的地位和重要性。先就少數信譽極高的發行商店說，他們經理發行推銷的證券，差不多全是外國政府殖民地政府或較大州市政府的公債以及國內外鐵路公司股票債券。這類證券由於發行者本身信用的堅實，和發

行商店商譽之卓著，成爲倫敦市場第一流的高級證券（*prime-edged securities*）以這些發行商店資本的雄厚所得一般投資者的信仰以及所雇專家工程師、會計師、律師之衆。對於請求經理發行者各項條件如技術、管理、及收益能力等、儘可有縝密周詳之稽核能力，足資爲國內企業以證券方式籌資本的中介機構，然而在傳統上，這些發行商店向不經理國內產業證券的發行，認爲從事這種較小的發行業務，對他們非常不便，因此他們對國內企業創設的扶助，雖有力量，但並無重要地位。

其次，就第二類的主要組成分子，即信託投資公司說，雖然他們也經理國內產業證券，但爲數有限。不足以起較大的作用。因此英國大部分新企業證券的發行推銷，由於缺乏強有力而以之爲永久業務的中介機構的緣故，都落在前述第三類所謂暫時性的公司發起團體手中。關於原有公司企業增發股票或債券，則多半由自己發行推銷的。

然而這種發起團體所予新企業籌集資金的便利，只是一種權宜的辦法。實際上很不夠的，在其籌集資本業務中常會對新企業所能預期之收益有過高估計的趨勢；其推銷債券的成本亦重。蓋這些發起人並非一類固定的人，他或爲母公司從事於子公司或聯號公司之設立者，或爲新公司所購資產的賣主，或爲一些所謂金融業者，一待新公司成立，或歸其推銷的證券脫手後，其與新公司的關係，即告停止。但無論爲那一種人，其作爲一個「發起人」的利益與其創設公司本身利益是迥不相同的。尤其是那些金融業者，誘導他們作爲公司發起人的不是公司的產業利益，而是金融利益，換言之：他們只從公司創立的過程中，取得其報酬。這是倫敦資本市場的特色。他們只願短期的運用其資本，所取得的是一種純粹金融業的利潤，而不是由負擔公司企業的風險而來的利潤。除非他確知其值得從事，並可於

適當時機轉售於一般投資者，否則他決不與一個新企業的資財發生關係的，因此當一個新公司由這些發起人創立時，則其利益一般說來，不靠這項新企業最後的收益能力如何，而靠這公司資財購自賣主 (Vendor) 時所付價格，與轉售一般投資者所得價格間差額如何，在這種情形下，一個新企業的一切資產負債，技術管理，及將來的收益能力不可避免的要被他們高估的。固然，這種高估趨勢，在若干情形下因為發起人本身或與其聯合發起者的企業利益，而稍抑阻，例如出售給新公司。資產的舊賣主尚希保留一部分新公司的股票者，或其他團體之商譽與利益，與此新公司之成功與否，有關者，都是一種阻抑的力量。但大致說來尤其在景氣的時候，這種發起人出售於一般投資者的新公司證券，其價值常遠超過其預期收益能力所可保證者。因此有許多不健全的公司出現，而使一部分資源流於無利的用途，並足以影響投資者因受損的經驗，而裹足不前，因此證券推銷成本亦隨而增高。

綜上說來，英國的第一級資本市場即所謂新證券市場，縱協助國內新企業創設，便利其長期資本取給的立場說，並不是十分完善的，其有較大規模和較高信譽的發行商店所經營的，只是國外政府與大規模鐵路公司的債券，其國內較小的新企業之資金需要，雖然可以經由許多臨時性質的發起團體取給，但因缺乏強有力的中介機構，難免許多浪費和風險。

自然具有這樣一種形態的英國資本市場自有其產業發展的歷史背景。蓋英國的工業發展方式，是逐漸的、緩進的、沒有德國十九世紀七十年代的迅速而急驟，同時在十九世紀中葉英國人民財富正在迅速積累，不如德國工業發展初期之貧乏。而且那時英國工業單位的規模比較得小，且多半以一家族的資財作基礎，因此各項企業擴展所需的長期資本可說大部分由企業家私人財富撥充，或由其積累的

利潤投充的，很少需要其他金融機關的協助。且因英國產業發達較早，就有一羣投資階級的存在；他們比較得能獨自判斷其所欲投資的企業收益能力是否可恃，不必像其他國家完全靠他們的銀行，作為投資的中介。

但無論怎樣從歷史上去找理由，說明英國資本市場之所以始終沒有一個便利國內產業資本運輸的強有力之中介機構，而這種種構的缺乏。在以後英國的工業發展中確為阻礙力量之一。那裏無可否認的事實。儘管英國有一般比較靈潤悉企業界內情而能稍作獨立判斷的投資階級存在，但其直接投資的對象，一半原已存在，具有極好商譽的企業，所發的公司債，或者其收益能力確為市場上公認為可恃的企業股票。至那些不為士業知名的新創企業，只有靠上述發起團體籌集其必需資本。但上面說過這類新構機構，對一項新企業的預期收益能力常作不正確的估計，新企業的好壞與否，健全與否，實難決分。一般投資者對兩項資本的供給自有浪費及任意分配之弊。至於這一個資本市場機構之不能適應於第一次大戰後，美德工業迅速發展成為英國工業巨大競爭壓力所造成的情勢，也是很顯然的。一九三一年英國的麥基德報告(Macmillan Report)指出戰後英國工業之不能起色，是鑄估價太高固是一原因，而英國鋼鐵電氣造船各業缺乏強有力的金融機構為後盾，以之與美德實力雄厚經常取得銀行金融機關聯繫協助的鋼鐵工業相競爭，顯然處於不利的地位。並認為第一次戰後的世界經濟局勢，已有極大改變，生產技術亦有急遽進步，這些基本工業的原有技術基礎，已不能適應這種新形勢。如果工業界與銀行界取得充分合作，對這些在技術組織上業已落伍的基本工業，借金助學的財力或予合併，或予重組，儘可免險不少浪費，並有大大減低其成本的餘地，以增加其對外



競爭力量。然而工業界與金融界都因狃於舊傳統與各自的利益，未能見到這種適應新形势的必要，致格外加重了，一九三〇年前後數年英國工業界的困難。因此麥美倫報告曾呼籲：爲了解決英國工業界革與所遭遇的困難，爲了予一般投資者對國內產業證券投資更多的指導與保證，金融界必須與產業界充分合作並協助其長期中期資本的聚集。

## (2) 德國——資本市場典型之二

然而我們轉觀德國第一級資本市場的構成，就與英國完全不同了，我們見到銀行才是德國資本市場的核心，才是擔任資本運輸工作的中介機構。在德國的工業發展中，我們見到德國銀行與工業界的密切合作，以及前者對於後者的充分協助。這一特色，可從一九三一年英國麥美倫報告中轉引郭爾希米特博士(Dr. Goldschmidt)的一段簡潔扼要的話來說明：「不應忘記德國十九世紀六十年代九十年代以及本世紀最初十年的工業大發展，實可大部歸功於所謂當時銀行的『企業精神』(entrepreneurship)……銀行與企業公司的聯繫，奠定了後者的基礎，在德國很少有一個公司其創立時曾銀行的合作的。不論由一個私人店號改組成一有限公司，或者利用一新發明而建立一新企業，總須賴銀行的協助。銀行且要審查各種有關情形，必要時尚須聽取這一部門專家的報告……設在審查後，決定創設公司時，就起草投資的計畫，決定所須發行資本的數額及種類，有時還自受一部分股票，以待日後發行，這樣這一個創設公司的銀行，同時也就是發行證券的銀行了。……」

這種具有企業精神，協助新企業取得長期資本，成爲資本市場健方強有力的中介機構，就是現爲德國銀行系統骨幹的信用銀行(Credit Banks)。這類新金融機構的出現，正當德國工業急起直追的開

鑄。信用銀行的成立，其主要目的就在促進工業的發展。九十年前（一八五三年）當德國第一家正式的信用銀行，名叫買賣實業銀行（Bank für Handel und Industrie）在達姆斯他脫地方成立時（後稱達姆斯脫托銀行再後又改稱達姆斯脫國民銀行），在其組織章程上就說其業務在：

「促成或參加新公司之創立，舊公司之合併，以及工業生產事業之改組為股分公司組織，並得發行或承受此類新創公司之股票和債券。」

自然這種新型銀行的產生，亦有其歷史的淵源，十九世紀前半期德國工業因缺乏資本的投入，許多企業陷於衰頹狀態。因此一般以為德國當時資本的普遍缺乏，乃所以造成經濟落後的原因。然據德國研究當時史實者，認為那時德國工業之缺乏資本，與其說由於國內一般資本的缺乏，不如說因為在一般投資者與工業資本需要間，缺乏中介機構，而使資本投資方向錯誤所致。尤其在普魯士並沒有一般資本缺乏的現象，只是沒有流入工業部門而已。當時政府公債市場極為活躍，市價甚高，而購者收益至低。此外國外政府德國市場的債務，亦有極大數量。凡此都可證明上面的論斷：其擁有資金者，多半不願意亦不適於創辦新企業，而有能力創辦企業者，又得不到這些有資本金者之信任。因此當時急須有一種能取得投資階級信任，並能利用這種信任，募資本於健全的工業生產部門之中介機構，可是當時原有的一些金融機構都不能適應此一需要，其時在金融業中占最大多數的是資力甚小的私人銀行（private bankers），其主要業務在銀錢兌換並兼做一些公債買賣，他們固然亦向顧客放款，但既不是大量的，又非為長期的。至於一些大銀行，主要的業務，在應付一些重要政府的財政需要，向與那些正在掙扎中的企業絕緣。再次介乎上述大小兩種銀行之間的一些中級銀行，可能予工業界一些對

助，但大體說來，他們都很保守，極怕其信譽遭受風險。此外就是發鈔銀行 (notes bank) 了，可見爲數不多，且除番魯士銀行外，勢力均不大，這些銀行，忙於維持鈔券的流通量，尚無暇顧及人民資本之利用；至其自身之資金僅適於短期投資而已。在這種情形下，新型的信用銀行，乃應運而生，紛紛成立。

這些信用銀行和工業界所發生的關係。雖然是多面的。但大別起來不外三種。第一種關係就是「往來帳」(current account) 的關係。這與普通顧客與銀行間可開支票的流動帳不同。這一往來帳意義，就是一個廠家與銀行，彼此間都有許多應收款項。但不各別的清理，而是到一定期間後，再軋帳，如有餘額即爲一方之債務。與另一方之債權。前者即有利息負擔。這軋帳期限通常爲六個月一次，但雙方都隨時有權要求結帳，支付借方差額。這個往來帳的重要性，就在許多廠家當由此而獲得銀行的放款，不但用以調劑其營運資金，而且往往用以補充資本設備，如廠房之建造，機器之購進等，然後再以發行股票或債券所得償還之。因此往來帳往往是股票或債券發行的先聲，銀行與許多企業所發生的關係，非起自承擔公司發起人之際，而係始自與原廠家開立往來帳之時，不僅如此，即在公司創立以後此項往來帳之關係依然保持，故銀行可由與該公司的往來交易中窺得許多資料，足以幫助其估計所投資本之風險，因而此項往來帳，可謂銀行與工業間一切交易之樞軸。

第二種關係。乃作公司發起人。爲其籌集長期資本。本來德國公司發起亦有兩種方式：一與英國所行者相似，即由發起人設法招集一般投資者認購，此公司的資本，連合之即告成立，第二方式，就是全部資本，首先由發起人全部承受，在開頭若干鐵路公司的發起都採第一種方式，但其後幾乎所

有公司的發起，都採後一方式了，照德國當時法律規定，發起一新公司至少要五個人，如果這新公司是由一私人廠家改組的，則原有主人或為發起人之一，他若仍希望控制這公司在自己手裏的話，他可承受大部分的新股票，但若希望大部分股份交給一般投資者時，則通常極大部分的資本，乃先由銀行（一家或數家）承受的。其他發起人可能認購最低限度的一股。這種公司發起方式在德國十九世紀後半期的普魯應用，正足以說明這期間德國信用銀行對企業長期資本籌集，所發的功績，及在德國工業迅速發展史上所占的重要地位。其後一八八四年一八九六年幾次關於公司創設與證券市場的立法，更加強了公司發行的證券必須依賴信用銀行的程度。且公司的成立，與承受其大部分或小部分的資本，只是擔任發起人的銀行第一步工作。在其整個交易，尚須將其所承受的股債債券推銷至一般投資者手中，普通具採取的辦法約有三種：一是以一定價格招致一般投資者認購；第二不必招人認購，而取得證券市場當局許可後，送往一個或幾個證券市場開拍。第三則與此發行銀行有友好關係之顧客銀行，直接出售，此外必須一提者，為流體單額銀行之風險，並使發行易於完成起見，常由數家銀行聯合負擔負責公司之發起，及與證券之發行。為此目的，銀行間常有一個聯合組織叫做 *Kontorsium*。

第三種關係。就是銀行派代表參加其或組成公司的監事會。(The Board of Supervisors, *Supervisors*) 監事會的目的在代表股東利益，監督公司行政，有權觀察公司及其分支機構之業務，有權查公司資產負債平衡報表，及提向股東大會之建議等，更值得注意的這信用銀行（本身也是股份公司組織）的監事會，亦有工商界的領袖參加，這通常都是由銀行方面邀請的。由此以進一步堅固與其工業界的關係，穩固其利益的獲得。這種交換監事會的參加代表，實是銀行與工業界又一重要的連

環。

經由這三重關係，可以說德國的工業從生到死，從發起到清理都有銀行金融力量參與其間，他們協助了工業，從工業取得了利潤，然而信用銀行因與這些新創的企業，自始至終發生特殊密切關係，故有極重的風險。在一八七〇年以前，這些銀行因參加企業活動而遭受很大的損失，乃至營業。尤當經濟恐慌與衰沉的時候，許多實力較小信譽差的銀行或倒閉或清理或被併，只有一些大的銀行才能維持。因此這種與企業其命運的信用銀行，都必須第一有強大的實力，足以承擔重大的風險，如維持實收資本對於存款負債較高之比率，第二有很高的商譽與很廣的業務關係，足使其迅速有效的推銷，其承受的證券於人民。第三，有審察新創企業實情之機構，凡此三者差不多德國較大的信用銀行都備具。這是所以造成一八七〇年後（尤在十九世紀末二十世紀初）銀行有力協助德國工業急速發展的重要因素。

然而德國的信用銀行，並非專一的從事長期產業資本之調劑工作的。他們還經營所有一般商業銀行的業務，如存款業務，銀行承兌業務，短期放款，證券交易，對外貿易投資等，這類商業銀行業務，到十九世紀末，已很可觀。直至第一次大戰爆發，這類商業銀行業務的發達，反顯得長期資本的供應業務近乎從屬的地位了，這個趨勢到一九二四年馬克穩定後更為變本加厲。其持有證券的金額在總資本中所占的比例，已大大減低。但比相對此重之降落現象，並不說信用銀行已逐漸放棄企業證券的發行業務，而是因其承受之證券已可較快的轉售一般投資者所致，然而其他商業銀行業務重要性的大大增加，也是事實。各銀行資本及公積對負債總額保持的比率之大大減低，亦可說明這點。

然而這一逐漸顯著的供給長期資金與商業銀行一般業務混合兼營的特色，正造成了德國資本市場的重大弱點。蓋在這種情勢下，很容易將吸收而得將短期資金凍結為長期資本，這在經濟恐慌程度，不大嚴重，短期存款業務與往來帳餘額在負債總額中的比重不太大，資本與公積對負債總額所保持的比率尚高，銀行如有困難，均猶可以應付。然而在第一次歐戰後，這些條件都漸喪失，尤其是在馬克穩定後，德國銀行又負起了外國向德投資媒介的任務，在國內資本急切需要時壓方下，又多採取吸收國外短期資金而投作長期資本之用，於是又加重了德國銀行內含的不穩定因素，削減其應付愈趨愈深之經濟恐慌的力能，因此到一九三一年為德國最大的四D銀行之一的達姆新托脫國民銀行，終因一家很大的與其有深切關係的北領羊毛公司(Norddeutsche Wolkenmerle)之倒閉而擱淺，且竟釀成全國的金融恐慌，所以這一混合兼營制度。不僅是德國資本市場的弱點。也是德國整個銀行系統的弱點。而在那一次恐慌裏終於暴露無遺了。

### (3) 其他國家

上述英德兩國第一級資本市場的形態，可以代表西歐資本主義國家資本市場的兩個極端，這兩個極端的差異，表現在銀行組織在長期資本運輸工作中的地位上。第一，英國第一級資本市場存在的銀行以外。而德國以銀行為第一級資本市場的核心。銀行是擔任資本運費工作的強有力的中介機構，第二英國銀行業務利益在商業。尤在國際間的商務上。但與國內企業關係極淺。而德國銀行自然至終。與企業界發生極密切的關係。甚至可以同其命運。

至於其他較重要國家的資本市場形態，不外介於這兩極端之間。以美國說，在外貌雖似英國，並

無以經理發行產業證券爲主要業務的長期投資銀行，在其銀行系統中，大多數還是商業銀行，都並不直接從予公司發起業務，然而銀行與工業界的關係卻不如英國之漠然無關。許多大工業與鐵路一般說來都有其特殊關係的銀行，許多美國大公司的合併，銀行常有着領導作用。此外許多著名公司的股票、債券發行都可以說由銀行主持的，不過這種銀行與公司創立增資所發生的關係，不是直接的而是間接的。在一九三四年新銀行法（一九三三年通過）施行前，多半經由其所附設的或有聯繫的證券公司，通稱爲證券聯號者（security affiliates）進行的。自然美國銀行，與工業界發生的關係，不僅在間接主持公司發起與證券發行而已。其向一般投資者及投機者直接間接（經由經紀人）貸放以各種產業證券爲抵押的放款，以及銀行自購證券以運用資金等業務，都可直接間接變爲產業資金的一部分。因此美國銀行界與工業界的關係雖不如德國的深切，但比英國則密接多了。美國的資本市場雖如英國，存在於銀行組織之外，但實際仍以銀行爲核心，是所採的是間接方式，不如德國之直接罷了。

再如法國的資本市場，每以銀行組織爲重心，但與德國不同的，這類銀行並非如德國信用銀行的業務，採混合兼營制的；那是專業性的，反與英國的發行商店有幾分類似。擔任這類長期產業資金調劑的銀行，在法國工業發展的初期，是一此私家銀行（La Haute Banque）其後其地位爲一些在舊法戰爭（一八七〇）後興起的實業銀行（The Banques d'affaires）所代替，這類銀行資力雄厚資本及公債對負債額所保持的比率極高。其業務（無論存放款）都屬長期性質。除以承受保有新創設公司的股票至渡過初創階段之風險後再轉售人民外，並以長期放款的方式，供產業界的需要。其間的關係雖不於德國之密，但遠過於英國。此外法國資本市場還有許多輔助機構而異於英德者，如其地方銀行，對

各地方較小規模的企業亦承擔一部分籌集長期資本的任務，而各大實業銀行在各地配銷證券，亦須借於他們。再如法國商業銀行遍布全國的分支行，在配銷各大實業銀行代為發行的產業證券上，尤具重要。這一輔助機構在吸收零星投資者的資本，集中轉移為長期產業資本過程中，亦所不可少的。此外法國儲蓄信託局 (Caisse Des Depots et Consignations) 常吸進巨額，產業證券供應長期資金，在資本市場上的地位亦堪注意。

#### (4) 最近各國資本市場的發展趨勢

以上已大致將幾個主要國家資本市場的特質，及其在構成與運用上的異同，簡述一過，但自一九二九年世界經濟恐慌發生後，各國陸續幾次的金融風潮，使各國政府不得不採取許多措施和立法，多少引起各國資本市場在性質上的改變。這種改變，所蘊含的趨勢，最主要的，最顯著的有兩個：一是銀行的專業化。使商業銀行的一般業務與長期投資業務分開。後者另由專業的金融機構去承擔。增加了各國資本市場的單一性，二是政府或中央銀行附設機構。直接參與產業長期資本的供應活動。並予資本市場以適度的控制。這兩個趨勢互相關聯相輔而行的。

例如美國於一九三三年公布的新銀行法 (Glass-Steagall Act) 規定自一九三四年六月十六日以後，任何銀行不得附設任何經營證券發行承銷業務之公司或機關。凡代表會員銀行之股份。一概不得同時代表其他任何公司的股份。此外，並規定自一九三四年一月一日以後，會員銀行之職員或理事，概不得充任何經營證券公司的職員。非經聯邦準備管理局之核准。會員銀行不得與任何經營證券公司發生代理關係。此後會員銀行僅能代理顧客經營債券，自己經營必須遵照準備局之規定，並對一種證券之



投資（除公債外）不得超過資本與公債之百分之十，此外銀行更不許登記購買新發的證券。在另一方面又禁止投資公司商號等接受存款。兼營商業銀行業務。經此規定，各會員銀行附設的證券公司及各投資商號公司乃分別清理，改組或分出或合併，各成獨立機構。一方面清除了商業銀行的純投資業務，一方面經營證券發行承銷的公司也成了一個專營的機構。至此，固然普通的銀行業務與資本發行的業務有了隔離，短期資本金凍結為長期資本的弊端，與銀行從事過度證券的投機的危險，因以免除了；但是隨恐慌而來的經濟蕭條，及隨上項措施而來的產業資金之枯竭局面，謀怎樣去打破，美國政府的辦法除了舉辦大規模的公共工程（public works）外就是由政府設立各種金融機關，以供應產業界的資金需要。其最重要的，有復興金融公司（Reconstruction Finance Corporation），華盛頓進出口銀行等。他們的目的，雖不限於長期資金的供給，且多以放款的形式出的，但已可見政府為促進國內生產投資起見，正積極的參與產業資金調劑的活動，以補自由資本市場之不足了。

其次這兩種趨勢，在德國亦甚顯著，當一九三一年達姆斯托國民銀行倒閉後，政府吞併德國信用銀行大加改組，除將上項倒閉的銀行併於柏林四大銀行之一特拉斯納銀行（Deutscher Bank）外，剩下的三個大銀行，都一方面查除其已損失的資本及公債，一方面另由政府及金貼現銀行（中央銀行所附設）加入鉅額的新資本，增加了政府對他們的控制，此外政府又設置信用金庫及金融公司（*Finanzwirtschaftsinstitut*）分別接受各銀行僵化之工業放款與證券。一九三四年又頒布信用法，施行信貸制，規定各銀行保有之證券在德國交易所無行情者，不得超過負債總額之規定比率。其長期投資與不動產總值，亦規定不得超過資本與公債的總值。凡此措施在表面上雖未直接要停用銀行業務專業

化，但都具有使銀行的長期投資業務與一般銀行業務分化的用意。而且經此經濟恐慌的嚴重打擊，和政府迫令改組後，一方面其受政府約統制和依賴日嚴，一方面其對長期產業資金的供應力量亦日蹙。在這情勢下，更加上國社黨上台後公共事業和重軍備的雷厲風行，政府不得不自行設置各種金融機構，以籌措其必需資金，加速各部門生產，配合其軍備的擴展。其中除原有帝國銀行附設之金貼現銀行外，最重要的地位是德意志工業銀行（Die Deutsche Gesellschaft für öffentliche Arbeiten A. G.）簡稱 *offa* 負責大部公共事業及有關國防建設之生產部門的資金調劑供應，這一類的政府借用機構在德國經濟復興與擴軍計畫之金融方面所起的重要作用，已遠在一般信用銀行之上。

再次這兩種趨勢在一九三一年之意大利資本市場的變革中，亦甚顯明。在一九三一年前，意大利各大銀行的業務也屬混合兼營制，一般商業銀行業務與長期投資業務渾然不分。但也經不起一九二九年後的世界經濟恐慌及由巨額投資呆滯演成的信用危機。政府乃於一九三一年撥資設置意大利動產金融公司（Istituto Mobiliare Italiana）特許發行十年期之債券，換進各銀行保有之僵化的產業證券，以後即成了意大利產業資金，取給的中心機構。一九三三年復設置意大利工業復興公司（Istituto per la Ricostruzione Industriale）負責十年以上新企業創設資金的供應業務。這兩公司的設置一方面代表意大利銀行業務的轉趨專一，及一般商業銀行業務與長期投資業務之分化，一方面代表政府金融機構在國內資本市場上活動的加強。

最後就英國一九二九年後的情形說，我們在上文提過英國的銀行界原與工業界極為疏遠的。各大銀行從事的業務一向偏於短期存放的商業銀行業務，所有長期產業的調劑工作，由銀行以外若干組

織承擔的，因此英國的金融組織傳統上就有專業化的特徵，可是在前文亦曾說過，在第一次歐戰後，英國深感其資本市場的固有弱點，有識人士都認為惟有銀行界與產業界的充分合作，才能解決當時英國產業界的困難於一部分。然而各大銀行原有的業務傳統，不能輕易打破。他們雖擁有雄厚的實力，而因混合兼營業務制，缺點的顯然，也不容這傳統的打破，乃陸續有存在於銀行之外，但可直接使銀行界與產業界發生關係的新機構產生。而這些組織都由與政府關係密切之英蘭銀行領導組織的。方式雖與美德意不同，但所表現的精神和趨勢是一致的。一是一九二九年英蘭銀行領導發起的證券管理信託公司 (Securities Management Trust Co., Ltd.)，其主要業務即在協助各產業公司籌措資金，該公司成立後，即投資造船業。次年又投資蘭開夏之紡織公司，並協其改組。同年 (一九三〇年) 該公司又斥資與其他各大商業銀行合組銀行家實業發展公司 (Banker's Industrial Development Co., Ltd.)，麥美倫報告曾建議以此公司為產業界與銀行界密切合作之核心，但認為必須與英蘭銀行分離，而成獨立的私營組織。一九三四年英蘭銀行又照麥美倫報告之建議，成立實業信用公司 (Credit for Industry Ltd.)，專為融通不適於採用發行證券方法取得資金的中小型生產事業，這公司可以自發債券所得，轉貸上項企業，這些機構都在表示政府或其中央銀行自動的，積極的推動設置專業性的金融機構，以彌補原有資本市場的弱點。

(5) 他國經驗所予吾人之啓示

上文關於各主要國家資本市場構成形態的分析，其歷史背境的追溯，優劣之點的比較，以及各市場最近發展趨勢的簡述，對於我們今後產業證券化與資本市場的建立問題，特別有所啓示的，約有下

列幾點：

第一，要協助並促進一國工業的迅速發展。必須能有一個擔任長期資本運輸工作的中介機構。一方面能取得一般投資者信任源源吸取人民零散的儲蓄一方面能穩健的、大量的、及時供應並分配於各產業的長期需要。

第二，這種中介機構。必須能與產業界共利害。冒較重的風險。因此必須有雄厚的資力。其資本與公積對負債總額能保持很高的比率。此外又需能詳查各項企業實際情況包括技術、工程、管理、勞工，效率財務稽核等各方面的專象機構，以爲其扶助創設各企業時的重要依據。

第三，這種中介機構的核心。以銀行組織（無論利用原有的或新有的）爲最妥適。但必須儘量能使其業務專營化。不與一般商業銀行的業務混淆。可是爲了開闢其資金來源。又須能使他間接而穩妥的利用一般商業銀行的資金。或付予其他自籌長期資金穩妥來源（如發行債券等）的權力。以補自有資力之不足。

第四，這一中介機構的最近趨勢。漸由政府領導主持。或直接設置。或參加資本。或間接推動。蓋近代企業無論創設，改組，合併，都是大規模的，所需資金爲數甚鉅，私營組織鑒於過去經驗懼冒風險，都較畏縮不前，故不得不由政府出而主持，以應產業界的實際需要。至若政府有計畫的促進國內投資生產之復興改進，則這種自主產業金融調劑的措施，更屬必須了。

## 三 戰後我國建立資本市場的途徑

在本文開頭我們就說過戰後工業化的加速推進，必須有鉅額長期資本的供給。供給的最終來源不外是國內外人民的儲蓄。可是要吸收這鉅額儲蓄為生產資本之用，必須有迅速便利的運輸工具。在現代生產組織下最適當的就產產業資本的證券化而要發揮這工具的效力，須有一運用這項工具以便資本運轉的機構。這機構就是前述的資本市場。然則在戰後我國亟須建立的資本市場應該具有怎樣一個特質呢？

(1) 戰後我國資本市場的核心理須為國家銀行。我們認為戰後我國資本市場的構成，必須以銀行為核心，而且以國家銀行為核心。這不僅是因為它可能具有前面論討各國資本市場後，所啓示的幾個原則上的優點，而且也適合於我國的實際環境。

(甲) 我國目前金融界的情況，與德國廿九世紀六十年代產業發展初期相似。產業界所需鉅額資本的籌措工作，殊非原有的一些金融組織所能承辦的。資力薄弱的錢莊錢號固不必說，即以現代式的銀行而論，不論名稱怎樣，所經營的都是些商業銀行業務。這是盡人皆知的事實，而且資力都不見雄厚。對於長期性的產業投資，一向是保守的，可是希望像當時德國那樣另外建立一套信用銀行，以應需要，平心說來，俄國的金融家尚缺乏經驗融家那種「企業精神」。因此恐只有現在的國家銀行（雖然需要改造）才能負起建立資本市場核心的任務。

(乙) 我國人民直接投資證券的習慣尚未養成。對於企業界的情況，都甚茫然。要他們對各企業所發的證券，是好是壞，何益與否，作一較正確的獨立判斷，自然不可能。可是要他們的資金源源流向生產用途。又非使他們覺得證券投資的穩妥可靠不可。因此，假若這種證券的發行承銷，由信任的金

融組織經手。則無形中等於給他們一個保證。而眼前我國能獲得人民信任的金融組織是銀行，尤其是國家銀行。

(丙) 人民投資證券的習慣，不是短期內，所可養成的。然而戰後長期資本的需要是鉅額的，急驟的。因此作為資本市場核心的機構，僅僅用代理發行及承銷等方式，給一般投資者以無形保證的話，是決不夠的。而必須能先自行承受。或保有大部分的資本發行不可。前一任務，不過消除了一般投資者投放資金及企業家發行資本時一部分的困難和風險，而後一任務則負擔了投資者投放資金的全部手續和風險，（這等於以銀行存款與儲蓄方式的間接投資）同時亦可以最迅捷的方式供給產業資本的需要。然而要負擔後一任務，（a）必須有雄厚的資本（b）必須有較大的資金來源（無論由本身業務而來，或是政府賦予的特權）；而具備這兩個條件的，在我國又是銀行，而且特別是國家銀行。

(丁) 配合我國戰後急速推進工業化的資本市場，其核心組織必須具有企業精神。換言之，必須能以產業界的利益為自身的利益決不能像英國那些臨時性的公司發起人，目的祇在公司發起過程中取得其金融利益，所注目的，只是盤進原廠家的資財價格與出售給新公司的股票價格間之有否差額。至於這項企業成立後的收益能力是否穩健可靠，不在他們考慮之列。我們所望的決不是這種組織，而是能與產業界共利害肯冒重險的組織。若以我國目前金融界而論，具有上項特質的恐又是國家銀行了。

(戊) 戰後我國實施工業化的途徑，前文說過將為一種以國營事業為核心的局部經濟計畫，而輔以民營事業發展的獎助與控制，但怎樣使全國的資源在國營事業與民營事業間有一個適當分配。怎樣使民營事業的發展不違背國家的建設方針。並無礙於國營事業的發展計畫。都有賴於民營事業（在獎助

外)投資方向的控制。因此我們需要的不是一個完全自由的市場。而是一個能對長期資金在各企業間供應分配，具有方向控制作用的機構。而且必須能經常與國營事業的計畫當局，與主持工業政策的當局，有密切聯繫。然則能負這項特殊任務者，又非國家銀行不可了。

(2)交通銀行負荷前項核心任務時各方面應有的改造。基於上述五點理由，我們認為今後我國資本市場的建立，必須以國家銀行為核心，在日下幾個國家銀行中，交通銀行既經政府指定為發展實業的銀行，則以該行負起建立資本市場的使命，比較恰當，但要肩負起這項使命，並能符合前節所得的幾個原則，目前交行在組織上，資力上，業務範圍上，均尚不夠，而須各方面的改造！

(甲)必須徹底專業化。這一專業化的意義有兩方面：一對待一般商業銀行的業務而言：則所謂專業，即交行必須逐漸放棄短期性的存款業務，成爲一個真正調劑長期資本供應的實業銀行。二，對待中央銀行一部分的業務而言，過去交行還負一部分發行鈔票的業務，這對於一個產業金融機關是不適合的。固然一國產業的發展，在未達充分就業之前，信用的創造足以刺激生產的，可是一個產業金融機關供應長期資金需要較穩妥的方法還是在用各種方法吸收集中人民的儲蓄轉投生產用途。如果賦予發行鈔票的權力，即極易使之避重就輕，藉發鈔以爲融通。如管理不當，不但可使喪失原來的資本運輸集中任務，且可導致通貨濫增的惡果，三十一年政府明令集中發行於中央銀行，確是使國家銀行專業化的賢明步驟，然而與發行鈔票業務的隔離，尙是後一專業化意義的第一步，更緊要的，要隔離政府超出國營事業資金調劑以外的借貸關係。換言之，這種專業化的實業銀行，不能因其爲國營機關而爲財政收支不平衡的尾閘，其資金決不應該用以彌補國庫的支絀（無論是短期長期，有擔保無擔保的借

體)，而使全國產業資金（無論是國營民營）的運用遭受嚴重的影響。所以只有在這兩重要專業化的意義下，交行才能致全力於國營事業長期資本的調劑工作。專業化後交行的投放業務範圍，應包括如下數項：

(一)關於國營事業（包括工礦交通等各部門）資金的籌集調劑

- a. 集中保管政府預算中的建設專款，按照政府既定計畫投放各項國營事業，
- b. 籌畫並經募政府為國營事業創設或增資而在國內外發行之特種建設公債，
- c. 集中保管前項公債募得之資金並經理其本息之償付
- d. 主持國營事業盈餘提存累積之調撥；
- e. 經募或承受國營事業機關自身發行之債券；
- f. 對國營事業作長期性的放款。

(二)關於民營事業資金之籌集調劑——由交行增闢一部。或另組一投資公司。經營下列各項業務。

- a. 私營企業公司之設計創立；
- b. 私營企業證券（包括各類股票及公司債券）之發行，經募，接受，及推銷
- c. 對私營企業長期性的抵押放款；
- d. 私營企業之直接投資與公司行政管理之參與；
- e. 投資信託證券的發行，



(乙)必須雄厚自身實力。作為資本市場核心的金融組織。必須有雄厚的實力，在正文已一再闡述。目前交行的資本不過二千萬元為數顯屬太小，但究竟要增加到多少，還得看戰後的貨幣價值，戰後進行工業化時每年所需增加的固定資本額，才能大致估定，這裏要討論的是國庫將以何種方式籌措其必要添增的資本，很顯然。到戰後百奉待興，政府支出的浩大，是意想中事，稅額稅源的增闢不是一蹴而幾的，可是為了便於戰後幣制的整理或維持業經整理過的新幣制之穩定，政府一切支出也不能再靠紙幣的發行。所以由國庫發行特種公債，指定專撥交行增資之用，恐是惟一的路了。而且在戰後從許多戰時投機事業（包括貨品囤積等）撤退下來的，大量的社會剩餘購買力，正是這種公債，最恰當的消納對象。因此只要選擇的時機妥適，用特種公債為交行增資，不僅在減輕國庫之負擔，而且可以收通貨收縮的效果，引游資為生產資金的供給後盾。

(丙)必須廣闢資金來源。銀行自身的資本無論怎樣雄厚，總不能僅恃此以供應鉅額的生產資本，我們要雄厚其資本主要目的，尚在接受一般投資的信任，以為自身負債額的確實保證。而要供應社會鉅額生產資本需要，主要的還得靠他處廣關外在的資金來源。這來源最適當的，自然是在接受長期儲蓄，與定期存款，並辦理各種信託業務等。但是這些業務的擴大要靠分支機構的廣布，這對於業務性質單純，營業地點須集中於幾個產糧都市的實業銀行，是不經濟的。所以這些自辦的通常業務應是資金來源之一，但勢必不是鉅大的來源。因此政府應另付若干特許的權力，以廣資金來源；

第一，國營事業（包括各部門的交通事業）的建設專款、公債、盈餘及折舊，準備集中交行，統籌撥查運用；

第二，規定全國公司銀行收受之儲蓄及長期存款（包括郵政儲蓄）以一定之成數轉存交行。

第三，戰後社會保險事業將積極推進，政府似可規定此項保險金，由交行保管運用，其他公共團體的基金保管，亦應有同樣規定，至其他公私經營的保險公司所收受的保險金，另規定以若干成數轉存交行。

第四，政府應時許發行於必要時，發行產業債券，以本身之資本之若干倍為限。這如日本興業銀行之特許發行興業債券，意大利動產金融公司及產業復興公司之有權發行十年二十年為期的長期債券，此外，如美國新設的實業信用公司，德國的金現銀行貼等均有同樣的權力。這種籌措生產資金的方法，在一般投資者對各項產業證券當無直接習慣時，尤為重要。蓋以銀行之信用自發債券，吸收他們的資金，轉投各項生產事業，其效果是相同的。

以上各項規定，要在充實資本市場核心組織的資金來源。俾便對戰後工業化過程中鉅額產業資本的急驟需要，能應付裕如。

（十）必須樹立「徵信」機構 以產業投資為業務的銀行，不用說必須對產業界的情形十分熟悉，它的任務不僅為新創公司籌集資本，而且是它的金融顧問。在創設時內外各項設計，須要它協助，這事業將來的收益能力如何，須要他作精密的估計；這不僅是事業本身的前途問題，也是銀行考慮是否值得協助，其創設是否冒鉅大風險的問題，因此對於各種企業在資源的取給上，技術的利用上，內部的管理上，會計財務的處理上，勞工的福利上產品的銷路上，都須要有精密的調查研究，並經常與產業界及技術界保持密切的聯繫。所以交通銀行要負起資本市場的核心任務，必須有一個包

經濟、工程、會計、法律、經濟各方面專門人才的調查研究機構成爲全國產業界的一個完備的組織。任何新企業的創設，由此取得必要的報章和設計。有了它，實業銀行的資金在各種生產事業中才有個合理穩健的分配，有了它，新產業的創立，才不致成爲投機的事業，而自有其收益能力的穩固基礎。

(戊)必須參與投資方向控制的文章。說是在我國工業化的途徑中，國營事業的發展，必須輔以民營事業的獎勵。但爲生產資源的妥善分配，政府經濟計畫的順利實施，國營民營事業的確切配合。對後者的投資方向，必須於獎勵中有控制。某項生產應鼓勵，某項生產應限制，應完全以國策和計畫爲依據，因此就不能像自由資本市場上似的，只憑將來確有穩固的收益能力，就可發行資本創設公司了。這種私營事業投資方向的控制是我國戰後基本的工業政策應該有一個專管機關去主持。一切私營企業的創設，股票債券的發行，必須先由這個機關審查核准。這個機關的組織，自然需要政府的建設計畫當局，工業行政當局以及國營事業當局的主持，而尤其需要負責協助企業創設，供給長期資金的交通銀行的參與，因爲他與一般企業界經營有聯繫，熟悉企業界的實情，它有完備的「徵信」機構，可以查究新企業的創設，除須配合計畫與國策外，是否有實際上的需要，在資源取給技術管理等方面，是否有其穩固的基礎，因此交行的參與，可使政府控制投資方向政策的施行，更爲切實，更爲合理，而不致有與產業界隔閡的流弊。

(己)使爲利用外資的中介。戰後大規模工業化所需的鉅額資本，大部分必須仰賴外資的利用殆無疑。但利用外資的方式有種種：一是我國政府向國外政府借款；二是我國政府在國外資本市場發

行債券；三，是戰時我國會加利用的出口信用借款，及租借法案中的實物借款；這幾種利用外資的方式，都是由政府經手的。所得資本一經分配定妥，自將以各項國營事業專款的方式，由交行統籌調撥；四，是外人在華直接設廠投資（自應受前節所述投資方向控制的規定）；五，是中外合資經營，或由政府指定若干事業特許外資經營；這幾項方式中，外資的利用多半由國外投資者自在各國資本市場募集，無須借手中國的金融機關；六，是由國內私營公司自向國外資本市場發行債券，然而這一利用外資的方式，必須以公司本身組織規模宏巨，信用卓著為條件，否則在國外直指舉債是很困難的。這時就須要國內一個強有力的調劑長期資金為業務的金融機關為中介了。關於這點一九二七年至一九二九年間德國信用銀行為外國在德投資所擔任的中介任務。值得我們借鑑。當時德國規模較小的企業甚至較大的企業也一樣感到直接在外舉債的困難，於是在國內資本需要的重大壓力下，較大的信用銀行，乃起為中介，起先他們以自己的名義直接舉債。如一九二七年秋德意志銀行（Deutsche Bank）在紐約舉得一筆五年期的債款二千五百萬美元；不久德國另一大銀行叫做商業私營銀行的（Commercial Private Bank）經由美國蔡斯國民銀行（The Chase National Bank）借得一筆十年期的債款，二千萬美元，都用以轉貸國內產業的，但這些只是臨時救急的辦法，其後這些信用銀行，乃與國外金融組織合組特種投資公司，在國外舉債轉供國內產業之需。例如一九二八年前述商業私營銀行仍與美國蔡斯國民銀行合作，發起組織「一般抵押信用公司」（General Mortgage and Credit Corporation）同時其他德華銀行則合組德意志中央實業銀行（Centralbank Deutschen Industrie A.）一九二九年下半年德意志實業行，又與美國的 Harris, Forbes & Co. 合組一較大的投資信託公司叫做美國海外公司（The United

States and Overseas Corporation) 他們的業務，都在吸收外國資金對德企業投資。

前項利用外資的方式，如果可能，是值得採用的。在戰後我國公司企業想在國外市場直接舉債，自比德國更爲困難，設政府轉許交通銀行與國外金融組織合組投資公司，以證券或其他方式在國外吸收資金轉投國內產業，以交通銀行的國營地位及雄厚實力當能取得國外金融組織的合作。而以國外金融組織之熟悉國外人民的投資習慣。及其一般人民之信任。吸取一部分資金轉投中國。亦不是困難之事。所以戰後交行能負起這項利用外資的中介任務，對於工業化的推進，自爲一極大的貢獻。

(3) 核心組織外他項輔助機構的建立與運用

交通銀行如果具備了前述幾項條件，在今後推行產業證券化和建立之資本市場的過程中自然是一個強有力的核心，然而戰後工業化所需的長期資本，是鉅大的。交行即使有雄厚的實力，廣大的資金來源，能在資本市場上發揮舉足輕重的地位，但要負全部長期資金供應的責任，顯然仍是不夠的，因此第一級資本市場的構成，除了核心組織以外，還須要輔助的機構，以協助推進資本的集中與轉運，這些輔助機構，在我們環境下可製實現並能履行任務的，有如下數項：

(甲) 由交行領導國內各大商業銀行合組永久性的產業投資公司，我國商業銀行多附設儲蓄信託業務，尚擁有不少數量的長期性的資金。設由其各別的對產業界投資，所負的風險自大，且易於遭致混合銀行制可能發生的種種流弊，但爲糾正這些大商業銀行過去以其鉅大資金作不正當的地產抵押等投機業務起見，自有代爲另闢資金的正當出路之必要，故由交行領導各銀行出資合組產業投資公司，運籌各大銀行長期性的資金（除一部分已按前述規定轉存交行者外）投放各項企業，並規定各行不再營

別經營長期投資業務，自是妥善的途徑。第一，這公司的組織並不違背專業化的原則；這公司屬於專營性質固不待言，即商業銀行與長期投資的關係亦不再是直接的，而是間接的。第二，這公司既由各大銀行出資，其所收資本自甚雄厚。可望對其負債保持較高之比率。第三，各大銀行原有的長期投資業務，既已集中在這投資公司，其投資自不致集中於某一產業部門，或某一家企業公司，其對象必是普遍的、分散的，其業務可合於風險分散的原則。而即使有風險或損失，亦由各大銀行分擔，不致集中於一家，而使影響商業銀行的信譽地位，及其資本的流動性，第四，這公司承受或經募的各項產業證券，可利用各出資銀行在各地之分支行網推銷，可望於適當期間轉售一般投資者。

(乙)對於大規模的種種生產事業，交行尚可領導各大銀行合組臨時性的投資銀團，其原則與前項同，所異者前項投資公司是永久性的，一般性的，而銀團是臨時性的，特殊性的，這項組織我國銀行界，曾有過經驗，如廿四廿五年交行會同上海金城等各銀行組織銀團，辦理西北棉業投資，成績即頗圓滿，且交行為領導起見，並可先行購存若干股分後，再交銀團承銷。

(丙)各大商業銀行對於資本市場間接可盡之任務，不僅前述兩項而已，例如各大銀行廣佈各地的分支行處，可為交行或前述投資公司與銀團所承募的證券之推銷機構，一如德國商業銀行分支行對實業銀行所盡的勞務然（各地的郵政儲蓄金局可發揮同樣作用）。此外可以仍准商業銀行辦理以證券為抵押的放款。這可同樣發生調劑一部分產業資金及推廣證券銷路的作用，至如商業銀行所收長期存款與儲蓄信託存款等。除規定若干成數存交行，並調劑前項各行合組公司之資金需要外，必須規定投資於公私債券，自然也是必要的。

(丁)協助籌設投資信託公司 這在一般投資者還沒有養成直接投資各項產業證券的習慣或對各項產業證券之價值及其所代表的企業收益能力，不能有較正確的認識與信任時，這種公司出為一般投資者的媒介，極為必要，一般投資者購買這公司所發的投資信託證券，等於間接投資了各項產業證券，故在投資者方面，因此中介機構的出現，投資對象就變單純而便利。並因這種信託投資最合於風險分散原則（包括地域上的分散、產業部門的分散、證券種類與形式的分散等）又可放胆投資，至在企業界及其證券的經募機關方面，因此中介機構與間接投資工具之存在，證券的推銷更見便易，而且源源吸收各地各階層的零星資金，轉為生產之用，所以這項組織已具資本市場必須的輔助者。

(4) 設置證券市場的功能步驟及其應有的控制

最後我們討論三級資本市場即所謂舊證券市場的建立問題，這一市場通常以證券交易所 (stock exchange) 的形式出現，其最主要的功用，在增加已發行證券的可銷性 (marketability)。一般說來，證券交易所的產生乃一國證券化程度較高後的自然產物。發行的證券種類數量一多，人民投資習慣亦普遍，集中證券買賣的機構，自會應運而生，然而在一國產業尚未高度證券化的國家，如果在第一級資本市場推進之日時，有一證券交易的機構出現，亦可積極促進產業證券化的程度，加速資本市場的建立。在前文我們說過，新證券市場——溝通資本持有者與資本運用者的聯繫者。目的在便利他們間資本的轉運。而舊證券市場是資本主（投資者）與資本主間的中介組織。目的在便利資本主自身之間，隨個人需要，隨時投放或收回其資金。因此它的作用，可以使每個投資者隨時轉移其風險和「等候」的負擔，從而資本的供給價格得以輕減。同時又使原屬小量的短期的資金，在繼續不斷的交易中，集中

爲大量的長期資本，故證券交易所的設置，應爲整個資本市場不可少的一環。

不僅如此證券交易的另一個重要作用在使各項證券的交易價格能符合其真實價值。蓋若一個投資者僅僅爲了賣進或售出證券而不顧其他，則儘可不必借手這種中介機構，只要能定一足可吸人買賣的價格，其目的即可實現，而在事實上並不然，每個投資者都希望在一個可能與證券真實價格符合的價格，買進或出售這裏所謂證券的真實價值者，即指投資者合理的，預期因此取得一相當於下列兩項總和的報酬：一爲其所出資金的純利息，一爲其負擔企業風險與管理經營時所盡勞務之報酬，而證券交易所的功用，就在使各種證券能按與其真實價值接近的價格，迅速而便易的買賣。至於證券交易所所以能有此功能者，第一有了這組織，可以直接增加從事證券交易的人數，因爲它可以中間人的地位使不同地點不同時間內的一般投資者，得以發生交易，而交易人數的擴大亦可以使每個投資者需要出售，或購置證券時，可立即獲得其售主或買主，不必很大的變更其出價，如此原由銷售困難而起的證券價格與其價值間的差歧，即可因交易人數的增多而減小了。第二，一般投資者對各項證券真實的收益能力，都不熟悉，故易受不正常的樂觀空氣或悲觀空氣支配，乃使證券市場價格與證券的真實價值，發生很大的差異，一般投資者，並由此而遭受損失，但市場內的各級經紀人，都是熟悉內情，比較能正確估計各項證券的真實收益的，因此有了他們，至少可以減殺投資者一部分的盲目衝動，和受不正常空氣支配的買賣行爲。因之又可使證券價格與其真實價值差歧，不致太遠，凡此二項作用，都可間接增加證券的可銷售性，及加強資本市場吸取民間資金轉供生產用途的能力。

一個完備的證券交易市場，大概包括兩種人物：一是證券買賣人，在倫敦證券交易所，稱爲**Jobber**



是，一是證券經紀人，在美國都稱為 *brokers*。證券買賣人是證券交易市場的核心人物，每個證券買賣人經營若干種類的證券，各自形成一個小市場，而通常所謂證券交易所者，即由此若干小市場合組而成。證券買賣人並不直接與一般顧客買賣證券，而只與證券經紀人，與其他證券買賣人發生交易，他們乃為自己而買賣證券，並不是代顧客而買賣 (*buy and sell on their own accounts and not for clients*)，因此他們不是中間人，而自為買賣主。至於證券經紀人則純代顧客向證券買賣人買賣證券，而從中抽取佣金，他們憑其經驗技術，為一般顧客的交易顧問。使與證券買賣人處於同等議價地位，不致因證券買賣人關於各項證券的優越知識而使顧客處於不利地位，其所得佣金可謂這項勞務的報酬。證券買賣人經由經紀人循顧客之需要，賣出買進證券時有賣價與買價的不同。此二價格的差額，即其利潤。但證券買賣人通常規避證券價格波動的風險。因為每天買出買進的證券數額未必相等，則在此差額尚未有另一筆反方向的交易以資軋平 (*undo*) 前，(亦即如係賣多於買，則在尚未補進之前，如係買多於賣，則在尚未拋出之前)，這一段時間內，如果證券價格發生波動，他即有受損可能。故其賣買價格的差額，可謂所冒風險的報酬。不過這一賣買價格，不致差得太遠，因為證券買賣人彼此間的競爭；使其出價僅與其對近期內的價格波動預期相當；亦即謂其利潤通常不致超過所盡勞務的價值之上。

如果一個證券交易市場要發揮其應有的功能，那末上述兩種構成部分都是必須的，不過這樣一個市場組織和其構成分子的形成，都不是一蹴而就的。它須靠產業證券種類與數量的增加，與人民投資習慣的普遍，才能發達。故立即成立一個大規模的證券交易所（自然不僅是指形式上的組織），容有

困難，但不妨先由有關產業投資的機關，合設一個證券交易公司，代替前項證券買賣人的地位，而使證券的買賣有一個集中地點，並使各項證券有一個市價，以便利一般投資者的買賣，有了這組織，證券經紀人，自可因投資者的需要而產生，經由這一證券交易公司的階梯，再待適當時機擴充為近代式的交易所。

但有一點必須注意的；就是有了證券交易所，就難免有投機的活動發生，一般說來，第一，如果證券的投機活動，使證券的價格大大超過其投資價值（即前交所謂真實價值），則足以不當的鼓勵新證券的發行與購買，從而產生資源與資金之浪費。第二，投機活動也使證券價格與其真實價值差歧後，足以增加購買證券及保有證券者之風險。第三，如投機活動使證券價格波動太劇，可能因風險的增加而使投資者卻步；而在另一方面同樣因風險的增加，反吸引了更多的投機者，這三者，可以說是證券交易所中投機交易產生的不利影響，一九二九年美國證券投機的狂潮及其惡果，足夠我們警惕的了。

不過不是一切投機活動都有壞影響的，有技術的投機活動（*skilled speculative operations*）與無技術（*politic*）的投機活動有着很顯著的區別。如果是有技術的投機活動，亦即能運用，其專門知識，預測證券的投資價值，而行的交易，且不受市場投機景氣支配者，必可使證券價格循着正軌變動，其結果自能增加證券市場的效能。如果證券本身的投資價值變動不定的，則這種有技術的投機活動就有好壞兩方面，如果他們運用他們的知識，發動或向某一投機景氣，則其效果一定使證券價格與其真實價值差歧愈遠。但在另一面他們如能運用其專門知識，糾正一般人的錯誤估計，例如在景氣時反而拋售（*long bear sale*）或在景氣崩潰後反購進跌價的證券等，都又發生好影響的，至於無技術

的投機活動，即或各自單獨在市場上發生，一般說來也不會產生好效果，而足以增加證券價格的波動性，從而降低證券市場的正當效能。再若此種無藝術的投機活動，大半受非理性的羣衆。盲目衝動支配的話，其對證券價格的影響，絕對是壞的，而且必將使社會遭致重大的浪費。

因此雖然不是一切投機活動都有壞影響的，但對富有危害性的證券投機必須予以及時的抑制，否則不但降低證券市場應有的效能，而且足以影響整個市場吸收資金，與協助生產正常發展的能率。所以對於證券交易政府應有若干彈性的統制，尤其對於投機者資金來源，須加控制，例如美國聯邦準備局對於各準備區的會員銀行只許用資本與公積之百分之多少從事於股票或公司債的抵押放款，可隨時規定。目的即在防止銀行顧客利用銀行資金從事證券投機，造成具有危害性的局面。

#### 四 結論語

上文已略就產業證券化與建立資本市場對於戰後迅速推進工業化的重要性，歐美各主要國家資本市場的職能，構成形態，歷史背景，優劣的比較，以及最近發展趨勢業分析一過。並由此尋得一健全資本市場應具的若干條件，更從而推斷在戰後我國的特殊環境與既定的建國目標下，建立資本市場，必須以一國營業銀行爲核心的理由，並建議如以現下之交通銀行負荷此項核心任務，其須在機構，業務，實力，及權限等各方面應有若干基本改造。以後又論及在核心組織以外但爲資本市場構成必須幾個輔助機構及其任務，最後並考究證券交易所的功能，戰後組設的步驟及其應有的統制等，此處已無簡要複述的必要。但必須重申的，就是戰後我國建立資本市場的任務，除希望它能做到資本

市場應有一般功能外。尤其着重它協助政府施行生產投資方向控制的職責。因為生產投資方向控制。乃戰後國營民營事業不能配合發展。以及政府的經建計畫能否如願實現的關鍵所在。

此外，我們必須提起注意的產業證券化，並非是籌集長期產業資本的惟一途徑。資本市場供應產業資金的方式很多。除為企業界承募證券外，長期抵押放款是極重要的一種。這種供應資金的方式由最近各國產業金融發展的趨勢看，益見重要。如美國之建設金融公司，英之實業信用公司，德之金貼現銀行等，抵押放款已為融通產業界資金的重要方式，第一，正如英國一九三一年「麥美倫報告」中所云許多中小型的企業，或以發行成本高或以信譽不足都不適合以證券方式募集其必需資金，這就另需抵押放款來接濟，第二，亦如該報告會着重的企業界，除長期資本的籌集外，尚有許多中期性的（一兩年至五年）資金需要（intermediate credit）。如分期付款的售貨（instalment sales），延期付款的售貨（advances against deferred payment）及長期契約的訂貨（long contracts）等，其貨品製造過程需要較長期間，但一部分貨款或全部貨款，均須至交貨時方能取得，在此期間，所須運用的資金，即需銀行信用之通融。但長期性的證券發行，並不能適用這種需要。這又須借助抵押放款的方式了。這兩種情形，在我國今後工業化過程中，自然常會遭遇到的，尤其是第一種情形。再者，產業高度證券化的最後憑藉，在人民證券投資習慣的普遍，但此習慣的養成，決非短期內的事，即如建立前述性質的資本市場，若使臻於完善境界，並發揮其對長期資本供應較大的效能，也非二三年內所可達成的。所以在這過渡期間前述長期投資機關，無論交通銀行，或各大私營銀行組織的永久性產業投資公司，或臨時性的投資銀團，除努力推行產業證券化的工作外，更應注意以長期中期放款形式融通產業資金的重

# 國際貨幣基金與國際建設開發銀行

金大錫

## 一 國際貨幣金融會議

在論國際貨幣基金與國際建設開發銀行之前，擬先一述國際貨幣金融會議。該會係於本年七月一日在美召開，而於同月二十三日閉幕。此次會議之醞釀，早在去年四月美英分別發表懷特氏國際貨幣平準基金建議書與凱恩斯氏國際清算聯合會建議書之時。其後加拿大及新西蘭計畫，另擬國際應兌聯盟計畫，但就大體言，該計畫實與美國計畫較為接近。嗣經有關諸國磋商，並由各國專家集會討論，乃於本年四月二十日正式發表聯合國專家對於國際貨幣基金聯合宣言，始奠定此次國際貨幣金融會議之初階。去年十二月美國繼續發表懷特氏聯合國銀行計畫書，此為同氏國際貨幣平準基金建議書之姊妹篇。本年五月十九日白宮會議，決定由羅斯福總統在最近期內召開國際貨幣金融會議，二十四日正式公布會議日期為七月一日，地點在新罕布什爾州之布里敦森林。參與會議者共有美英蘇中法等四十四國，歷時凡二十三日，海為空前盛會。大會主席為美國財政部長摩根索。我國代表團共三十三人，由孔兼部長率領。大會為分別解決各項重要提案起見，成立小組委員會八個，其中有關國際貨幣基金者四個，國際建設開發銀行者一個，其他三個。孔兼部長在會議中被推對羅斯福總統來書致答詞內稱：「此次會議之主委任務，在設立永久團體或機構，以考慮國際貨幣合作之各問題，適應臨時之需

要與調整，而作種種調整。」至會議之性質，則為美財長所引羅斯福總統之言，「我人並不負擬定東總任何國家之確定協議之責，但此次會議中所決定之建議，將送交各國政府，由其決定，予以接受，或加以拒絕，乃為就某種基本方案，進行會商，擬取諒解及協議。」故最後付諸實施，恐尚須再開一次會議，始可完成各項應有之工作。

國際貨幣會議之主要議案有二：一為國際貨幣基金，一為國際建設開發銀行。此外，白銀問題，國際清算銀行之解散問題，侵略國在各國攫奪金銀充作貨幣及各國非法貨幣之處置問題等，亦在討論之列。國際貨幣基金一案，係就聯合國專家對於建立國際貨幣基金聯合宣言，作具體之討論，對於基金攤額及其他等，均分別有所決定。國際建設開發銀行一案，則以美國聯合國銀行計畫書為討論之依據，並由此擬定國際建設開發銀行章程。大會決議書，包括國際貨幣基金計畫，國際建設開發銀行計畫及其他計畫，已分送各國立法機關予以批准，尚未公布。故本文所論，暫以基金聯合宣言與銀行章程綱要及報紙所發表者為依據，但與決議書不至有甚大之出入。

## 二 國際貨幣基金

國際收支，在金本位制度之下，就理論言，藉其自動調節作用，自能趨於平衡。金本位制崩潰以後，各國分別加以人為之控制與調節。德國等欲將國內通貨脫離國外通貨之聯繫，而由政府直接經營進出口貿易，嚴格控制國際匯兌，以求收支之平衡。此為一法。英國則於一九三二年採用匯兌平準基金計畫，利用基金，買賣外匯，以維持匯價之穩定。此為又一法。一九三六年英美法三國復成立貨幣

協定，利用外匯平準基金，分在倫敦紐約巴黎買賣黃金，以平衡外匯頭寸，穩定外匯匯率。此次國際貨幣基金計畫，即係根據過去平準基金運用之經驗，參酌最近國際經濟情形及各方意見，草擬而成。

國際貨幣基金聯合宣言，係以懷特計畫修正案為藍本，但亦不少參酌凱恩斯計畫之意見。我國提出之建議，亦有數點被其採納。懷特計畫較凱恩斯計畫，更與舊時金本位制相接近。蘇聯根據勞動價值理論及為產金國之關係，希望回復舊時金本位制，故對懷特計畫表示甚大之同情。凱恩斯計畫，以實行國際清算為目的，對借差貸差雙方均不付現，故無設置基金之必要。懷特計畫，則規定各國須分攤二十億美元之基金。聯合宣言仍取懷特原意，設置基金，並增加其總額為八十億至一百億美元。凱恩斯計畫曾規定以「班柯」為國際貨幣單位，懷特計畫則以「優尼塔」為國際貨幣單位，均對黃金保有一定比值。但聯合宣言並未提及國際單位，僅稱各國貨幣應保持平價，並以黃金價值表示之。依照懷特計畫，會員國貨幣對黃金比值之變更，必須經會員國五分之四之通過。聯合宣言則較寬大，凡會員國欲變更其貨幣對黃金之比值者，如不超過百分之十之限度，僅須基金會當局同意即可。聯合宣言又稱，各會員國於戰後過度時期，及繼續施行外匯管理，並儘速解除此項限制。此點係凱恩斯與懷特兩計畫原案所無者。英國 Norman Crump 曾謂，聯合宣言之最大優點，即在富有彈性。雖鼓勵用金，但並不強迫，調整匯率，各國具有較大之自由，並承認戰後過度時期之存在。茲將聯合宣言重要各點及此次會議決定事項分述如左：

(1) 基金之宗旨 依聯合宣言所載，在於促進國際貿易之擴大與平衡發展，藉以維持國民就業及

實際收入於高度水準；增進匯兌之穩定，維持會員國間有秩序之匯兌關係；縮短各會員國國際收支不平衡之期間，並減輕其程度。簡言之，即在促進國際貿易，增進匯兌穩定，並協助調整國際收支之不平衡。

(2) 基金之攤認 基金總額暫定八十八億美元（若世界各國全體加入，約為一百億美元），由聯合國及其贊助國四十四國攤認。根據懷特計畫，各國攤額，應參照一國保有黃金與外匯之數量，國際收支之數額與其幅度，以及國民收入等決定之。此項會議決定：美國攤額為二十七億美元，英國十三億美元，蘇聯十二億美元，中國五億五千萬美元，法國四億五千萬美元，印度四億美元，加拿大三億美元，荷蘭二億七千五百萬美元，比利時二億二千五百萬美元，澳洲二億美元，其餘各國分別有差，最少者為巴拿馬與利比里亞，僅有五十萬美元。此次美英蘇三國公布之攤額，均較原定攤額（美二十五億元，英十二億五千元，蘇十億元）增加，我國則較原定攤額（六億元）減少。攤額之多少，與向基金會透支之多寡及投票權之大小有關。我代表會提出保留，後經美財長之解釋，即自動將保留撤回。其他附有保留之各國亦採一致行動。上項攤額，除一部繳納黃金外，其餘概繳會員國之貨幣。黃金部分，須占攤額百分之二十五，或該國保有黃金或能兌換黃金之外匯百分之十，擇兩者中之較小者為準。凡遭敵人大量破壞或占領之會員國，繳納之黃金，得減為上列數額四分之一。為依前一法計算，我國應繳之黃金為一億〇三百餘萬美元。我財部表示，此數決能擔任。據懷特氏稱，黃金將分存紐約倫敦重慶等最便運輸之處，各國貨幣則分存各該國中央銀行。

(3) 基金之運用 並非完全代替國際收支之原有方法，惟於原有方法之外，作為輔助之用。該會



僅與各會員國之財政部、中央銀行、平準基金會及其他財政機關來往。例如中國與美國之國際貿易及信用往來，仍照過去辦法，利用匯兌銀行進行。如一時因對外貿易失去平衡，收支不能相抵，可由中央銀行以法幣向基金會訂購美元（實際等於透支），以平衡其國際收支，而於一定期間繳還。如是可給收支不平衡之國家以調整之機會，不至引起匯價波動，擾亂國際貿易。惟基金會所有之法幣，將因此增加，而所有之美元，則將減少，故特設限制：中國向基金會購買美元等外匯之數，每年不得超過其撥額百分之二十五，即一億三千七百五十萬美元，且其逐年累積總額不得超過撥額百分之一百二十五，即六億八千七百五十萬美元，如將撥額內所積百分之七十五之法幣合計在內，則為不得超過撥額百分之二百。再者，透支額三個月後應付利息百分之五，一年後應付百分之一，二年後應付百分之五，三年後應付百分之二，又透支額超過百分之二十五者，應加利息百分之五，超過百分之五者，再加百分之五。亦所以示限制也。會員國如一時缺乏外幣，而他時有剩餘外幣，即其保有之資金及可兌換資金之外匯總量，若原來保有額已有增加，則於年度終了時，基金會可要求將其增加額之半數以下，作為買回美金或所存該國貨幣之用，如美金與外匯復可同至基金會，但不得因此使基金會所存該國貨幣低於其撥額百分之七十五（即原額之貨幣額）以下。再會員國之資金或可兌換資金之外匯超過該國之撥額以上，則基金會得與該國外匯時，得要求半數在本年度內以黃金償付。至出超國（如美國）之貨幣，因各國需要多而於統籌時，基金會應將是項情形通知各會員國，建議平等分配該貨幣之辦法及改正之辦法，並授權各會員國，在與基金會洽商後，暫時限制此項貨幣之匯兌交易自由。會員國利用基金，應與基金會之宗旨相符合，不得以之應付大量或長期資金之輸出。除上述授權

外，並不得管制資本流動，以限制短期交易之支付。

(4) 會員國貨幣之平價 各會員國貨幣應與黃金訂定平價。基金會與會員國間之交易，均以平價計算。懷特計畫修正案規定各會員國之外匯比率，應以一九四三年七月一日對美匯價為準，但中國希臘通貨極度膨脹之國家則爲例外。基金會得以會員國貨幣按平價向該國購買黃金，或以黃金按平價向該國購買其貨幣，各會員國間亦得按平價（此項平價不得超過平價百分之若干）互作黃金及貨幣之買賣。故論者謂爲此項計畫，實係建立國際管理金本位制。會員國除改正其根本不平衡狀態外，不得提議變更該國貨幣之平價，以致影響國際貿易。但爲改正不平衡狀態而與基金會協商後，得將平價變更，惟以基金會成立後所有變更不超過百分之十爲限。此外如再有申請而所請變更不過百分之十時，基金會亦得於接到申請後三日內予以決定。

(5) 基金之管理 基金會由各會員國所派董事及候補董事各一人組成之，另設執行委員十二人，其中五人應爲攤額最多之五個國家，即美英蘇中法，兩人屬於美國以外之美洲國家，餘五人則由其他各國按比例代表制選出之。各會員國均有基本投票權二五〇票，另按攤額，每十萬元遞增一票。該會總管理處，設於攤額最多之美國。

(6) 過渡辦法 聯合宣言訂有過渡時期辦法，即在戰後會員國對於國際清算辦法，尙難有滿意之措施前，仍可繼續實施戰時之外匯管理，惟須按環境之變更，予以適當修正。如基金會認爲應予撤廢時，得提請該國注意。基金會成立後三年內，如仍採管理者，應就其應否繼續，與基金會協商。此項規定，對於中國實屬必要，因中國須俟國內物價穩定後，始可訂定正式平價。

要之，基金之建立，在於實現國際貨幣合作，恢復貨幣流通自由，避免匯兌貶值競爭，消除外匯不當管制。各會員國在一定條件下，均得利用基金，平衡其國際收支，以維匯價之穩定，且有相當時間，設法增加輸出，改正其收支之不平衡。但基金之運用，僅供國際收支短期不平衡之彌補，至長期不平衡之調整，則須利用國際建設開發銀行，而非本基金所能為力矣。

### 三 國際建設開發銀行

去年美英加三國先後公布其貨幣計畫後，倫敦泰晤士報曾作如下之批評，「除非將國際投資亦作為整個計畫之一部，臨時國際匯兌之問題，恐難得有合理之解決。其實出超即為對外投資實物之表現，入超即為向外借債實物之表現，故國際貿易與國際投資實無法分離。但英美加所擬之計畫，對此均無妥善解決之辦法。」誠然，三個貨幣計畫，係為國際貿易短期不平衡覓取調整之法，而對因投資計畫書所引起之長期不平衡，尚無解決辦法，未免為一罅隙。美國因於去年十二月另行公布聯合國銀行計畫書，以填補此罅隙。該計畫建議設立國際銀行，其主要任務，即在以擔保國際間私人投資與貸款之方法，促進私人投資與貸款，但亦得參加或直接貸款，以協助會員國之建設與開發。蘇聯實施第一次五年計畫時，英國對蘇輸出貿易，即曾採用信用擔保制，由政府設立之輸出信用擔保部，擔保欠款全數百分之七十五，欠款到期不付時，出口商得請政府償付全部欠款百分之七十五。初僅限於短期，後復擔保長期。美國之輸出信用擔保，在一年至五年以上者，由政府進出口銀行直接辦理之。欠款之五十至六十，由該行予以保證，如到期欠款不能收回，祇由進出口銀行償付。美國聯合國銀行計

畫則將此項擔保，由政府之輸出信用擔保部或進出口銀行移歸聯合國銀行辦理。此次會議通過之國際開發銀行章程，即係根據美國聯合國銀行計畫而產生者，國際銀行計畫，原為補充國際貨幣基金計畫，故為國際銀行之會員國，必須為國際貨幣基金之會員國。茲將國際開發銀行章程（綱要）要點及此次會議決定事項分述為左：

(1) 國際銀行之宗旨 依據章程規定，在於協助會員國領域內之建設與開發；以保證或參加私人貸款與私人投資之方法，促進私人對外投資；利用鼓勵國際投資發展會員國生產資源之方式，以促進國際貿易之長期平衡發展，並保持收支差額之平衡。

(2) 國際銀行之資本為一百億美元。依照美國聯合國銀行計畫，各國認購數額，以其國家收入及國際貿易為標準。由十四國之總額共計八十八億元，其中以美國占三十一億七千五百萬美元，英國十三億美元，蘇聯十二億美元，中國六億美元，法國四億五千萬美元，為最多之五國，而以十二億美元留供四十四個與外國家之認購。筆國總額特多。據為凱恩斯所稱，大部借款僅能來自少數國家，尤其是美國。上項總額分為下列二部：(a) 百分之二十，於銀行開辦時先行繳納；(b) 百分之八十，則俟銀行業務上有增加資金需要時，再行繳納。第一次繳納時，每股應繳黃金或美金百分之二，其餘百分之十八，俟銀行需要時，以該國貨幣繳納之。但在本次戰爭中，會員國本土曾被侵佔或發生戰事者，得先繳四分之一，其餘延至五年為繳納之。依此計算，我國第一次僅須繳納黃金或美金五百萬元。再會員國之黃金準備，如因戰爭結果而仍被凍結或無法動用者，並得由銀行另定繳納日期。

(3) 國際銀行之業務 國際銀行之資金及便利，除在特殊環境中外，應用於會員國建設或開發之

特殊目標。該行對於各國建設及開發計畫，同樣予以公平之考慮。各國借款多少，與其權額並無關係。據凱恩斯稱，國際銀行初期，大部將從事於復興工作，以後則從事於增加生產，尤致力於開發落後之國家。借方如並非為會員國本身，中央銀行，或銀行所能接受之某種相當機構時，會員國必須保證其償還本金；支付借款之利息及其他費用。保證人不能履行契約時，如銀行願意購買其公債或其他保證之債務，得中止其責任。銀行貸款時，即以借方之戶名在該行開戶，而將貸款總數核成一種或數種所需之貨幣（銀行收入之貨幣，得兌換其他會員國之貨幣），作為存款，銀行按其實際需要，准其隨時提取。銀行亦有權獲取其所需之貨幣，以備履行契約上之義務。實行貸款或便利貸款之方式，計有下列三種：（a）以在會員國市場上所籌措之款項或由銀行以其他方法借得之款項，實行直接貸款或參加直接貸款；（b）以銀行之資本及其他資金作為貸款；（c）對於私人貸款，負整個或一部分保證之責。最後一種為該行主要業務，占銀行資金百分之八十。其餘百分之二十（亦即第一次繳納之權額）及營業盈餘，則作前述兩種直接貸款之用。借款者如以合理條件而尚不能獲得私人資本時，該行始直接予以貸款。該行保證私人貸款時，須接受可以抵補風險之適當擔保。保證貸款之手續費，在開業最初十年內，每年以百分之一至百分之一·五為限。保證貸款及直接貸款之總數，不得超過銀行全部收入之資金及盈餘之合計。借款之利息，分期償還辦法及借款之到期，均由銀行決定之。

（4）國際銀行之管理 國際銀行設董事會，總攬一切職權，下設常務理事（不必即為董事）十二人及總裁一人，負責處理一般業務，並執行董事會所授予之權力。常務理事中，五人由持有股票最多之美英蘇中法五國擔任，其餘七人，由各董事依照比例代表制推選。對於貸款之審查，另設貸款委員

會辦理，該會由借款會員國之專家一人，及銀行之技術人員一人或數人組織之。該行總管理處，設於持有股票最多之會員國內。

國際銀行固為協助各國建設開發之用，但其結果，足以發展產業，以增加輸出，促進收支之長期平衡，故與國際貨幣基金實屬互相為用。

#### 四 對於我國之影響

國際貨幣基金與國際建設開發銀行之建立，對於我國經濟金融，均有重大之影響。

我國為產業落後之國家，以致連年入超；同時，又為缺少黃金之國家，其差額無法以黃金償付。自基金會成立後，我國僅須繳納一億三千七百五十萬美元（實際僅繳一億〇三百餘萬美元）之黃金，即可獲得五倍即六億八千七百五十萬美元之信用，每年亦有一億三千七百五十萬美元之透支限額，以應付各年國際收支差額，應有餘裕。根據 *Remer* 調查，我國自第一次大戰後之一九一四年至一九一八年通貨膨脹前之一九三〇年（此時東三省尚未被敵侵占）止之十五年間，平均每年應支出國幣（包括商品白銀等輸入與政府債務等）十五億六千九百萬兩，收入國幣（包括商品黃金等輸出與華僑匯款等）十二億七千九百萬兩，收支相抵，不敷國幣二億九千萬兩，約合美金九千萬兩，較上列透支限額尚少四千七百餘萬兩。我國既得基金之協助，在相當期間（至少應有五年）內，當可設法增加輸出，減輕收支不平衡之程度。或謂戰事結束以後，我國原有產業大部破壞，需要國外物資甚殷，收支之不平衡將較過去為鉅，恐非上項透支限額所能彌補。此種顧慮不無理由，惟政府現正策畫實施工業化，戰

後最初數年，或須遭遇相當困難，但生產發達以後輸出入之情況定可逐漸改善。至工業建設所需之長期資金，固有國際銀行之協助，並無利用基金之必要。

● 如爲改正根本不平衡狀態起見，我國可商准基金會，將法幣對於黃金之平價貶低百分之十乃至百分之二十，以爲補救。惟事實上，我國因通貨膨脹物價高漲之故，戰後最初數年內，尚須適用過渡辦法，與基金會商訂一試驗匯率，再觀其對於物價、國際收支與其他經濟情形之影響，酌加修正，以便訂定正式平價。在此時期內，我國必須努力平衡預算，穩定物價，始可撤消外匯管理，恢復貨幣流通自由。

我國本位制度，聚訟已久。自二十四年實行法幣政策以後，已脫離原有之銀本位。國際貨幣基金建立後，各會員國之貨幣將共同與黃金訂定平價，成爲國際管理金本位。孔兼部長在美宣布，中國政府對於幣制本位，願與其他聯合國持同一立場，將來重建幣制時，擬以銀銅爲輔幣，具見我國無意恢復銀本位，將順應世界趨勢，與各國共同採用以黃金爲基礎之國際管理金本位制。

國際建設開發銀行計畫，原可視爲國際貨幣基金計畫之一部，但在中國，國際銀行實較國際基金尤爲重要。如前所述，我國爲產業落後之國家，年有入超，國際貨幣基金僅可彌補國際收支一時之不平衡，且逐年透支，亦有其最終限度，如不利用國際建設開發銀行，吸收國外長期資金，從事建設與開發，即無法增加輸出，保持國際收支之長期平衡。

據 Remer 調查，我國過去外資輸入之方式，以外商直接在華投資爲最多，約占外資總額四分之三，貸款與我政府者次之，投放與我民營事業者又次之。但欲大量吸收外資，必須採用最後方式。

我國各公司過去因信用未著，外人不敢貿然參加。國際銀行成立後，各國私人對外投資與貸款，均可由我保證，我政府又可為接受開放之專業向國際銀行提供擔保，投資者將不至有何顧慮，而因我國信用較高，外資必可源源流入。

國際銀行對於各國，實行貸款與保證貸款，並不依照權額比例分配。我國定購專損失最重，貸款尚共兩款者亦最多，自可獲得較多之貸款。惟該行資本現僅一百億美元，而籌募者甚眾難免有不敷分配之虞。我國截至二十一年為止，外人投資總額達三十餘億美元，已占該行資本總額三分之一。又據翁長估計，預計的一個五年計畫，各員建議共需資金一百億美元，除由我負擔促進生產增加國外債額的可得三十至五億美元外，其餘六十五億美元，則須利用外資。此數與之經濟界外人投資總額更多一倍，約占該行資本總額三分之二，似非該行實力所克負擔。惟該行另有增資之規定，經總投資權百分之三之通過，股本得予增加，其增加額仍由各會員國依照比例分贖。此或可為將來經濟之時之補救也。

依照該行章程，民營事業之借款本息，應由借款者之會員國政府保證。如是我國政府，遂以此項保證，可對各列強嚴真開發，俾有計畫之推進，不至因外資之流入，而使國家整個建設計畫，遭受破壞。

總之，國際貨幣基金與國際建設開發銀行之建立，對於我國幣制之穩定，經濟之建設，實際之開發，貿易之發展，均有莫大裨益。惟我國亦須努力平衡預算，穩定物價，增加生產，促進輸出，以為配合，始可使境後經濟迅速步入安定與繁榮之途。



交通銀行經濟叢刊第二種

中華民國三十四年六月初版

定價國幣伍元整

編輯者 交通銀行總管理處

重慶 化龍橋

發行者 交通銀行總管理處

重慶 化龍橋

印刷者 正中書局

代售處 正中書局

封底

