

書叢小學科會社

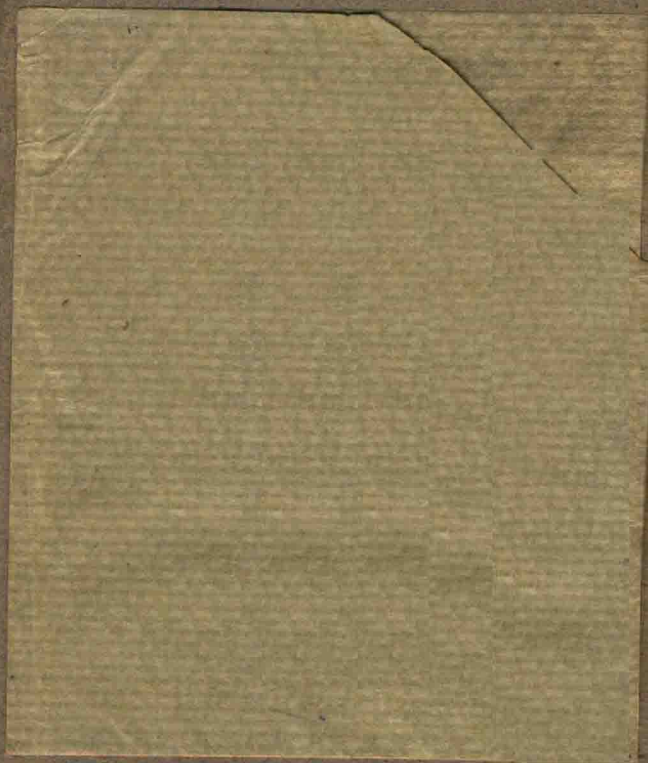
編主麟秉劉 松炳何

論 霸 爭 融 金 際 國

著 今 吉 愛  
譯 岑 曉 崔



行 發 館 書 印 務 商



書叢小學科會社

編主麟秉劉 松炳何

Paul Einzig  
著  
崔曉岑  
譯

國際金融爭霸論

商務印書館發行

中華民國二十四年十月增訂再版

中華民國二十二年  
四月初版

(36732.1)

社會科學  
小叢書  
國際金融爭霸論一冊

Fight for Financial Supremacy

每冊定價大洋叁角

外埠酌加運費匯費

\*\*\*\*\*  
\* 版 權 所 有 \*  
\* 翻 印 必 究 \*  
\*\*\*\*\*

原 著 者 Paul Einzig

譯 述 者

崔 曉 岑

主 編 者

何 炳 松  
劉 秉 麟

發 行 人

王 雲 五  
上海河南路

印 刷 所

商 務 印 書 館  
上海河南路

發 行 所

商 務 印 書 館  
上海及各埠

鎮

本書著者著作：

金本位之理論與實際

四角

國際金融爭霸論

三角

中央銀行論

精裝三元二角

# 先嚴西賡府君追念冊

April 14th 1874—March 18th 1934

公諱情田字西賡世  
居山東無棣縣生於  
清同治十二年三月  
十八日（卽民國紀  
元前三十九年四月  
十四日）光緒二十  
九年癸卯科舉孝廉  
清末改策論博讀維  
新書籍雅愛原富一  
書設帳鄉里民國以  
來從事於警政以簡  
任職國務院存記民  
國二十三年三月十  
八日在滬寓棄館舍

## 譯者小序

愛吉兮博士爲巴黎之經濟博士，擅長於國際金融。其著計有三書，一爲國際現金移動論 (International gold movements 1929)，次爲國際匯劃銀行 (The Bank for International settlements 1930)，最後爲是篇，係一九三一年出版，蓋其觀察各國金融爭霸後，用心之作也。其中所論以倫敦紐約巴黎三處爲主體而附及荷蘭瑞士及瑞典等處。亦可作世界金融市場之比較觀也。觀三巨頭金融中心之爭霸，極盡其鈎心鬪角之能事，無異於戰陣爭鋒。惟私利是圖，置公益於不顧，強其所難能者而力求之，則其影響所及，吾人固見今日各重要國家之停止金本位，外國匯兌市場騷然矣。

書中第一章導言乃述全書大意，第二章實爲著者由觀察所歸納之基本原則，所以衡量各金融中心之長短優劣者也。以下則比較戰前戰後之情形迥異。以倫敦爲主，與紐約巴黎較，各有長短。

最後結論於長期中，仍以倫敦爲勝以其技術之傳習精邃，人懷國際心性，地勢所處又非爲國際金融中心不可。今日英鎊固因停止金本位而跌落，法國之爭霸可以稱快矣。然將來幣制之變化，又爲一不可測之途徑。譯者附錄三中特論之。此種小挫，固不能謂長期如此也。英匯對外雖跌，轉而解決其實業蕭條，及失業問題。以英國財政金融制度穩健，固極少濫發膨脹之可能性。歐戰期中猶能力持，況於靖平之時乎。

且英國殖民地遍全球，其幣制固與英鎊發生連帶關係，彼此匯兌，自可維持穩定。英帝國版圖，不啻爲國際性質，是自然沿成小國際金融之形式。最近英方電訊傳來再唱帝國錢幣單位說，時勢所造，此說當益盛。至乎今日或竟變更戰略，而金融上戰爭固未嘗已也。溯自十九世紀初年，法固主張複本位而召集會議於巴黎矣。其時美雖右袒複本位而實無足輕重。惟英反對複本位而以金本位倡。吾人比較今昔則情形迥乎不侔。每閱經濟新聞，則法美論者多主張信仰金本位，而英之論者反多唱複本位矣。此殆立足之不同歟！

以吾華老大之落伍，固不足以言金融戰。然吾人既立國於今日之世界，則各方戰況又焉得不



問不聞。況乎世界金融爲整息之相通，幣制金融之轉變，最足以影響於金銀之比價。與吾人有切膚之關係。一隅之動靜往往受世界之潮波。吾人之於世界金融也，作旁觀研究，則富饒興趣；作決計參考，則足爲他山。故謹以此冊介紹於國人。願高明賜教爲幸。

一九三一年冬譯者崔曉岑（名毓珍）

## 著者第一版序

倫敦仍將保持爲世界銀行中心之首乎？此問題極有爭辯之餘地。本書之作即欲求一答案。因此乃首先比較倫敦紐約巴黎等處金融市場優劣強弱之所在，次述及後兩處之如何努力競爭，冀奪去國際金融之領袖地位。然結果所得，雖紐約巴黎各有長足之進步，而倫敦之情勢特殊，於長期中，當能穩持自立。

吾人固知後兩中心，或能與倫敦爭衡，或竟有超越之處矣。自一九一四年後，美國財富之聚積，其超過倫敦無疑。即巴黎之金準備與海外存款兩項亦優於倫敦，雖然此不能認爲國際金融爭霸之惟一條件。倫敦之金融組織完備，技術優良，地位適宜，傳統經驗，非一朝一夕之故。其銀行界富於國際性。凡此種種縱兩中心一時暫獲非常順利，然久必爲之折服。

著者之於金融爭霸戰也，純立於旁觀地位。盡力之所及考其原因，察其方法，完其結果，瞻其前

途。語則批評未懷僞私之見。對於某一中心下批評，固非謂其無此權利取倫敦而代之也。惟美法兩國之取得盟主也，僅成爲奢侈品。英國之經濟情勢特殊，其爲盟主遂成一必需品。紐約巴黎抱領袖之野心殊非事理所應爾也無疑。英國之爲領袖也已百餘年矣。故金融之爭戰在英爲守，在法美爲攻，其用費斷然。雖然吾人當以適宜不適宜爲原則，不能太重視道德觀念。以著者批評，所以反對紐約巴黎者以不若倫敦之有種種便利也。倘競爭一劇能以公益爲懷，則使與倫敦並駕前趨可也。若因競爭而反乎建設，則弊害所及，不只一方！乃更危害公益。勢將搖動國際幣制之平穩，使金融之復原愈行迂緩。

著者之目的在於提醒金融爭霸者須注意於密切合作。倘舍此真諦而不顧，實爲藏頭露尾之政策。輿論界猶須明識其弊害所在，促當局者能以合作之精神以競爭之惡化。

本書雖專論三處重要中心，但著者因次等市場亦有稱述之必要，故亦列於附錄中。其中稿件或已在各種雜誌發表，幸蒙各主筆允許，得以重新採用著者對銀行界及外交界友人之供給材料，統應致謝。愛雷君 (Mr. Geoffrey Eley) 與余以有價值之批評建議，湯姆孫 (L. P. Thompson)

助余校正，皆引爲感激。因其中材料皆極帶爭辯性質。故著者只對於書中所引者負責，特此聲明。

愛吉兮

## 著者第三版自序

自本書出版之後，世界恐慌狂瀾，遂使英國停止金本位。一時國際活動，爲之稍挫。本書下卷所論，非爲保持其領袖問題，乃其能否恢復問題。吾人答案仍屬肯定，六個月以前論者多以爲英鎊跌價，威信掃地，倫敦之國際領袖地位，將入萬劫不復之境。卽今思之，倫敦之東山再起，亦不過時日問題耳。蓋自一九三二年以來，其進步之速，有出乎逆料之外者。

本書新版增加五章成爲下卷，歷述紐約巴黎兩處皆不能取倫敦而代之，且責任重大，兩處皆不肯擔負，故運用國際信用之重任，一時缺如。豈將有待於倫敦歟！恐慌之前，紐約巴黎昔曾竭力與倫敦爭衡，然數月經驗所得，始知倫敦誠國際信用之支配者，不可摒棄。

由長期觀察，金本位之停止，猶勝於虛張聲勢。經種種奮鬥，其最後勝利可操左券。

一九三二年五月愛吉自序

The gift of international money market?

# 目次

譯者小序

著者第一版序

著者第三版序

上卷 恐慌未發生以前

第一章 導言……………一

✓第二章 國際金融界稱霸所應備之條件……………八

✓第三章 戰前倫敦之領導……………二一

✓第四章 大戰後之倫敦……………三一

✓第五章 戰後之紐約……………三七

✓ 第六章 戰後之巴黎……………四四

✓ 第七章 倫敦與紐約……………五四

第八章 倫敦與巴黎……………六三

第九章 法國之海外存款……………七一

第十章 法蘭西之運金之入口……………七七

✓ 第十一章 國際匯劃銀行……………八九

下卷 倫敦恐慌之由來

✓ 第十二章 金本位之停止……………九七

✓ 第十三章 倫敦與恐慌……………一〇三

✓ 第十四章 紐約與恐慌……………一〇九

第十五章 巴黎與恐慌……………一一四

第十六章 倫敦前途之瞻望……………一一九



附錄

✓	阿姆斯特丹之爲國際金融中心……………	一二四
二	論瑞士及斯德哥爾摩之爲金融中心……………	一二九
三	論世界幣制問題與國際合作（譯者合作）……………	一三五

*Amsterdam*

# 國際金融爭霸論

## 上卷 恐慌未發生以前

### 第一章 導言

今之人每取報章所載，政治家及金融家之餐罷演說詞，以爲各國當局工作一致，所以謀公共之利益，國際金融之和平者，一如想像所得。每披閱新聞報章，其中所載，多述國際金融之如何合作，或經手於國際聯盟之金融組 (Financial Section)，或由各中央銀行之聯合，或由國際匯劃銀行 (Bank for International Settlement) 幾無往而非樂觀空氣。然細心深察，則表面平靜而暗潮殊多。由金融上所發生外交之應酬，遂將國際金融之爭雄事實，湮沒不顯。方今倫敦、紐約、巴黎三處當局及利害團體正於幕後鈎心鬪角，以爭其領袖地位。於國際會議席上，因種種問題而裂痕益顯，

彼此現金之提回，國際債款之失敗，以及國際銀行會議時之風波，皆無解釋之餘地。

路人茫茫，固不知其爭鬪之烈，亦如疆場戰陣，更不覺其爭鬪之劇，幾如孤注一擲，國際金融已成三角形勢。各國之銀行家及銀團，或明知之，或於不知不覺中，隨其政府之幣制政策，以與對方相抗。金融式之外交，自戰後而益形重要，然殊不知各國國庫及中央銀行皆閉戶自籌，活動甚力，并嘗預測對方之步趨爲如何。此種金融戰後之勝負，豈世人所得聞。蓋金融之外交工作，幾未嘗公佈，知其事者僅少數人耳。祕密之宣洩於報章者亦甚少。關於國際把戲，或於新聞中所載，每包涵於字裏行間，世人不察，滑口讀過，殊不知金融之重要事項，接洽如何，協定如何，皆爲金融爭雄之標誌者也。此種情形之推沿，能以支配各國之幣制政策，更能映及政治，而造成歷史上一段文章，輿論從此注意，今其時也。今世外交政策之取捨，率以金融經濟爲要件，各國將復其戰前狀態，因經濟金融之利害關係，而造成政治上之合縱連橫。

由國際眼光觀察之，大戰以後金融之作用益形顯著。戰前時代物質財富與金融財源皆相提并進。物質財富既因大戰被摧殘矣，而同時膨脹之患，其摧殘金融財源更烈。諸國中受貨幣膨脹之

患最劇者其真實財富與金融財源，二者不相均衡。金融財源須仰給外國之援助，不特開發業須賴外國財源，即本國之活動資本亦須借外債以應急需。戰前各國財源之分配能略得其平，戰後則受戰爭之影響乃大為退步。戰前各國以資本盈利之差，能使資金移轉，今則相差殊甚，更不能使資金越雷池一步。時至今日放款者一，而借款者以百計。

戰前生產之擴張不須急極，戰後則增加真正財富益形急極重要。今日所謂生產過剩者，亦不過暫時不平衡所致，由長期觀察，非事實所應爾。今各國工人階級之生活程度增高，而國家負債獨纍纍，有數國如此。

各工業國家因工人聯合會存在而工資提高；因社會主義當政，所用於社會公益之費加重。但此皆非窮國所能擔任。即農業國家亦起均分地產之議，提高農工生活之說。吾人今日之消費殊過於盈餘。在此種情勢之下，欲不破產，只有兩途：或減低生活程度，或使真正財富之生產照比例增加。第一條，因民治普選於政治上為不可能，第二條則必須有適足之資金而後可，不然則惟有向外國借資。故將來之數十年中，必有若干國家奔求資金以發展其財富，而急求資金則惟有借外國資本。

以達到此種目的。

是以對外投款苟加以限制，則使需要資本者益急。國之能向外投款者乃立於獨尊獨佔地位。各金融中心對於建設活動，儘有餘地，固無庸侵蝕他國始可盡其能事。而奈計不出此，不圖通力合作以供世界金融所需求，得一滿意解決，同享其利，反而爲劇烈之競爭。

其實，於某種範圍內，各國亦曾合力共作，若干國家之幣制穩定，乃其合作之結果。倫敦，紐約，巴黎三處之領袖銀行團體，亦常合力經手國際債款。此三市場之金融聯合事實，亦不勝數。國際銀行團體由外國銀行投資信託公司等合成。然而貌合神離，其競爭之情形有甚於合作性者。競爭一事未必盡惡。倘爲一種建設性質，亦能邀吾人同情承認。其奈時或出乎限度以外，何！此種競爭非健全之道，乃直接破壞金融平衡耳。

倫敦於戰前時代爲世界之金融中心，夫人皆知之，無庸置辯。然自大戰以後，紐約，巴黎兩處皆趨於重涎其地位。紐約之所以力欲爲金融中心者，因其盈資高積，須向海外投出。巴黎之所以欲爲金融霸者，則爲其幣制平穩後之自然反應。

自歐戰停止以至佛郎平定，其間爲英鎊與金圓之決鬪時代。美國金融界希望金圓將取英鎊而代之，成爲國際間之支付品，以美國金融勢力之增進，此種野心亦頗合理。英國自戰後競爭日趨於劣等地步，但美國雖爲對手，然猶表俠義。紐約之銀行家與華盛頓之政界皆認清世界幣制上平穩之重要，有甚於英鎊金圓之爭勝者，故不特不與英方爲難，反從而助英使恢復當年之威名。英鎊之回復平穩，美國之幫助，與有力焉。雖兩國於國際債款及承答事業不無競爭之處，然兩國當局確能密切合作，於一九二五年英國恢復金本位，足資明證。自此以後紐約與倫敦之金融爭衡暫告一段落。一九二七年至一九二九年華爾街投機高潮（Wall Street Boom）使紐約由投款中心一變而爲借款中心。一九二九年至一九三〇年之衰頹，於是美國不得不將資源用於國內，而休戰因此延長矣。如情形復原則競爭或再起，未可料也。

一九二七年前巴黎未嘗參加國際逐鹿場。佛郎於膨脹時代，匯兌遭劇變，至一九二六年趨於平穩。自佛郎實際平定後（de facto stabilisation）而金融顯然恢復，於是法國當局於一九二七年春，發覺其在國際金融上之地位，開始注意買得大量現金。自此以後法國遂努力欲稱金融首領。

最初之戰猶未逾乎範圍，亦未曾與倫敦決鬪以領導全歐。自紐約投機衰頹後，巴黎乃進而與倫敦紐約兩處競爭，而成鼎足之勢。其競爭也不諒情，其所表示合作之意亦渺，故評證爲悍敵較紐約過甚。其所以遭批評者卽以其視國際爭雄之事過重，而於國際幣制之平穩反忽略之。

倘吾人考法國自己穩定其金融而不借外援，法國態度不合於衆，極易明了。每於中歐以金融上之援助，則法國爲金融爭雄故每出全力阻撓。如遇自身利害衝突，則法國置國際大義於不顧，此事之常，無足怪焉。雖強爲解釋，然未必爲世所諒。一九二二年至一九二六年期間，法無外助者非無因也，俟於後章述之。法國論者亦未嘗引爲憾事也。其幣制之平定也，靠自己努力，於精神上及物質上皆有莫大之利益。倘借外來幫助，不能致此。然而無論如何，縱不顧國際大義，但言本身利害亦非計之得者。其政策或得一時小利，然爲久遠計，則國際合作所可得之大利，又豈可忽乎。

大國努力以增進其國際金融地位一事，十分正當。因法國之儲蓄日增，貿易差（包括無形項目）優勢堅固，法蘭西之地位自應日進於重要，爲國際金融之操持者。然國際合作又何嘗不能達其目的哉；其發達也或不若斯之特出，但不必攻擊他國利益，亦能成功，久而久之，將證其有大利存

焉。

以下數章，吾人將述金融爭霸之戰爭並預測三處之機遇如何，於戰前戰後情形，作一度較比。雖自一九一四年後實力與組織均有重大變更，倫敦情勢一時稍挫，然仍於國際銀行中心，有極好機會，可領導一切。紐約與巴黎於國際金融上執行重要職分，但似不至取倫敦而代之。各處盡有發展之餘地，勿須侵奪倫敦。結論所得，倫敦自有其基本長處。紐約雖以富力稱，巴黎又以活動資源著，然長久期間倫敦當能勝之也。



## 第二章 國際金融界稱霸所應備之要件

於比較戰前戰後情形之前，吾人應首先考問爲金融首領之條件，比較兩處中心之金融實力，殊非易事。比較海軍之強弱，可計算其噸數之多寡。然金融無統計之基礎。其他要件，如經驗，舊傳，威名，心性諸端，絕不能以數量計。三處中心，或以技術超羣，或以資源豐厚，或以外國所存之準備金夥，而同時皆欲爲世界金融首領。

吾人所考慮之問題，乃各種資源相互間之重要，其所以支配一金融中心之現狀爲如何，將來之興隆爲如何。每一金融中心所以能致於重要位者，自不能無所恃，其原因甚多，不只一條，且各條彼此間有相互關係。

第一層，須有若干情勢多少帶永久性，乃能成該處爲金融首領之要件。如該國之中心與其他各國距離甚遠，則無此資格之足云。或者將來交通發達，使距離遠近無關重要。但方今論斷，則遠僻

地方，與金融首領之資格不合。苟非工商業繁盛，亦不能爲金融高崇地位。該處非立於大國富國（比較而言）亦不能致此。

以下數種條件，爲某一城所應俱有者，然後可以決定其能樹立金融中心。

- ✓ (一) 資本財源充裕，能向海外借出。
- ✓ (二) 銀行之組織適宜。
- ✓ (三) 金融市場自由。
- ✓ (四) 投資之民衆，樂於購買外國證券，並保存之。
- ✓ (五) 幣制穩健。
- ✓ (六) 金融市場優良。
- ✓ (七) 外國匯兌市場優良。

(一) 資本財源可以向海外借出者，包括兩種，一爲本國人士所有，一爲外國人之存款，是原主乃外國人，而以存款形式存之於該中心者。放款國本身所有之資本財源可分國民之永久財富非

永久財富兩種。所謂外國存款一源，或爲外國人永久性之投資，或爲流動性質，暫時用於該中心者。每一國家皆有一部分財富投之於海外。或由於往昔出口盈餘所致，或由於國民欲將其資本之一部委之於海外，認爲有此需要，且較高明。是以各國既爲債務國，而同時又爲債權國。一國之海外投資額大，則於國際金融場中必有活動之餘地。其作用固不只外債償還後再復投出，而更於偶有需要之際，將現存之國際投資轉移，以相調濟。此乃屬於國際銀行業之運用範圍，縱無新事業，亦足以使其金融市場忙不閑。國際金融中心基礎在此。

一國除本國對外投資而外，亦更有他國委於本國之活動存款，供作再向外投資之用。一國如貿易爲超出（包括無形項目及金屬）則此種額數常委之於海外，未必收回該國，如此成一活動形式暫存該處。外債之發行也，或代表資本自海外收回重復投出，或係將短期存款，變成長期投資。每次出超，時時增進，爲國際金融市場發展之良好基礎。外國債票之流入，亦所以助長國際銀行業中心之發展，其結果造成一海外準備，能渡過數年寂苦。

倘貿易差之逆勢，繼續不已，延長過久，則該國際金融中心之風光減色。其金融之首領地位亦

必遭打擊。國際貿易趨於逆勢，其結果使一班儲蓄降低，而對外匯兌亦入於逆途。繼至於利率較高，使外國借款者裹足。久而久之，則對外投資所恃以爲準備者必漸盡。是以貿易出超，時佔優勢，準備充實能支持一時逆勢，此乃金融稱霸之根本要緊條件，其理甚明。

嚴格言之，所謂金融中心云者，固不必以其自己之資源出借也。卽以社會中之普通銀行家而論，其職分乃一方借入他人之款，而復以高利借出，其於國際亦何獨不然。不過爲各國間之銀行家而已。每因信用卓著，組織完善，投資便利諸事，則該處雖以低利亦可吸收資金。外資之流入也，其方式或爲長期存款，購買本國證券；或爲暫時投資，或短期信用。由理論言之，惟以第一種用之於重投資乃穩堅。若第二種乃爲短期信用，短期通知卽可提走，倘以該種資金投之於長期，則不穩健矣。然而實際上該國既能自海外吸收短期資金，用其一部分再投之於長期投資，亦未嘗不穩健。蓋雖時常轉變，而終有一部分存於該中心，故視爲永久性。倘提款者重大增加，則猶可提高銀行率 (Bank Rate) 以謀規正平衡。

(1) 國際金融稱霸之第二條件爲銀行之組織須適宜，設置須完善，對於國際銀行業之經手，

須務技術與心性俱佳。有若干理財公所 (financial houses) 設立已久，資源豐富，名譽卓著，有老主顧，外國債票俱經伊手發行。凡此種種至為重要。如該中心之發行行所 (issuing houses) 永保有若干可靠之裏書人，與各處之大信託公司、保險公司及大投資家，發生良好之來往關係。則使發行外國債票之風險大減。對於市場之平穩，有所貢獻。信用卓著業已成功者，必竭力避免不可靠之債票，恐其有損於自己之聲譽，而所能援助於市場者則盡力而為。於長期中，對於市場之逆勢，偶而與以幫助，其重要亦同。但市場之逆勢為牢不可拔，若徒以證券填墊則誤矣。如條件相等，借款者必擇市場之有良好銀行織組者，以其較安全也。

必該中心之銀行能看利薄，然後該中心之銀行組織乃稱完善而合乎發達為國際市場之條件。論及國際競爭，亦惟取手續費輕者，能多召生意，週轉始廣。然所謂手續費輕者，固不能太低，不然則於各競爭者俱蒙其害矣。（按此指「承兌」acceptance 而言。）

國際中心之銀行須願與其他外國中心合作，借以分佈風險。有大交買時，非一中心所能勝任者，該中心之銀行亦須樂於冒點風險，而自以不太富投機性為宜。銀行之過於小心者，稍含風險之

創始工作，亦不敢爲，則似終於落伍。更有進者，即該銀行等須與執行業務人員以判斷之權，遇事負責。

(三) 金融中心欲於國際稱霸，應對銀行業之活動無何等忌禁。故對外國銀行欲在設分行及代理店者亦應任其自由。於匯兌勿加禁例，於資本之移轉勿與阻礙。金市於理論上及事實上均稱自由。關於國際債款亦應有一自由市場。(此層得容納相當之官方約束)。問題猶不在法律上無禁止之明令。當局之非正式之阻抑，其效率與公令同，俱能影響於國際事業。本地銀行、報章及公共輿論，倘有對外歧視態度，則皆足以損害市場之自由活動，防害國際之擴充。

惟市場中有真正澈底之國際心性，乃能起而爲永久之世界中心，超越一切。應歡迎外國銀行設立分行久之則可以召攬海外事業而助長市場之活動。不應有所歧視。因國籍關係而法令不同，例如徵稅上之差異是。本地銀行不應以非友誼態度，對待外國銀行分行，抵制之使其無立足地。報界亦不應敵視任何公司。該公司之發達有賴於廣衆之主顧關係，報界言論足有影響。雖然以上乃就原則言之，其中尚有某種優先權不能不除外者，如清算所之會員，及中央銀行重貼現之便利，皆

不能使外國銀行享受。除此之外，倘對於外國銀行業務多加禁止者，誤矣。雖如此與本地銀行不無競爭之處，但保持友誼之重要，似不當以敵對相加也。無論如何，外國銀行之設立，能吸收外來事業，使市場增進，則本地銀行因競爭所受之損失，亦可借此補足。

資本之輸出輸入（不論其所取之形式爲存款之轉移，證券之買賣，及現金之出入口）既受立法上之禁制，則該市場不能稱爲真正國際性質。自大戰以來，各國皆採有相當之禁制方法。解脫諸種禁止爲金融市場發展之主要條件。惟於外國債票之發行市場，保留有相當之禁止，然有時弊害又不能免。雖外國債票之禁止，應用於至急之時；但爲考慮公衆利益起見，當局者仍得保留其監督外債發行之權。因需要外國債票慾盛過於供給，則市場應保留其對方之最大利益。然倘以此爲政治目的則誤矣。此種態度認爲有損於國際金融市場之地位。

（四）雖然，一國資本豐富足供作海外之再投資，銀行組織亦完美而足以供運用矣，然而苟其本國一班民衆不樂於保持外國證券，則猶未足以云造成國際金市場也。銀行所立之地位僅能給外國主顧以短期債款，倘無一班民衆幫助力，則不能大量作外國證券。每舉行一債必若干小投資。

家購置，作為投資。計其盈餘，而不顧市價如何，持之到期，然後該種債票始能有銷路。不然殊非易事。造成一合適之銀行制度，使其能應付國際業務，則程序已長，而使公共民衆樂於購持外國證券一節，則需時猶久。必須幾世之獎勵經驗，乃能達此目的。倘有數次惡劣經驗，則可將數世工作一朝蕩然，欲圖再恢復信心，至為困難。

(五) 幣制平穩以金為本位則亦為國際金融中心所不可少之條件。其幣制必於法律事實二者俱為穩定者始可，並至少須為金條本位 (gold bullion standard)。雖金匯兌本位 (gold exchange standard) 亦足以維持幣制之平穩，然為金融中心者，其平穩須自立，不能依仗其他中心也。就其他方面言之，為國際金融稱霸者，固無須以金幣流通始稱為完美之金本位也。雖以金幣兌換票，偶或增國內之流通仰力，然海外信仰無所增也。事實上反解為劣次者。論者或謂金幣流通可為第二道準備金，時遇緊急，中央銀行可以提用，但吾人經驗所得，中央銀行到時自流通一途提出金幣，頗費時日，不足以應急需。

於法定之外，原集現金以為準備其欠費也，與金幣流通正同。於法定之外，保有相當富餘，以顧



安全可也。然此不過爲應付暫時逆勢之用。而保持非常大量之金貨，其欠費與發行金幣有何擇焉。回溯戰前英格蘭銀行其金準備之數額較小，然而倫敦爲世界金融中心，爲舉世所承認。

國之爲金融稱霸者，其重要處在於其金準備之防範。然此種防範以對外國之短期債權亦可達同樣之目的。如承兌票據及海外存款之類。

爲幣制平穩計，其所存之金貨外國資產數量之大小，甚依其幣制之申縮性及公衆之信仰心爲斷。而公衆對該幣之信仰可依該國之已往所載以爲斷。各國幣制史中亦皆有錢幣跌落一事，惟程度有所不同耳。更有種種不同，不只限於程度之一種。如恐慌已過而能恢復其舊日平價之類是也。且該種錢幣每有一次下落污點，不易爲一班人民所忘卻，則或留爲數世經驗。

(六)國之欲於國際金融稱霸者，不能僅以長期外國債款市場以自封，更須於短期投資設備適宜。外國債款市場俱獨立性質，不能自身常使資金之流入流出以維持市場之活潑，亦不能使理財公所之從事於國際銀行業者常得利源。爲國際中心之市場，必須有良好之貼現市場及良好之拆借短期債款市場而後可。有短期投資之便利似能吸收大量外資以供再投資之用。外國之借長

期款者亦嘗將其未用盡者存之於放款中心，以供自身支用之便利。一良好之貼現市場或短期債款市場，實能吸收海外資本，以供再向海外投資之用。

雖本國資源豐富，足以供海外放款，能使長期債款市場發達，然未必能使貼現市場發達。蓋貼現市場與長期債款不同，所賴於經驗技術者甚多，而銀行家之習慣心性，亦有居多焉。

(七)活躍之外國匯兌市場於國際金融中心亦甚重要。外國匯兌市場與貼現市場有彼此互相補益處，貼現市場之活躍能吸收外國資金之流入，以增進外國匯兌市場之活動力。而良好之外國匯兌市場能使資金轉移時，用費輕，危險少，如此能鼓勵外國投資家，以其短期資金來此貼現市場運用。良好之外國匯兌市場條件如下：

甲、於大數目之外國匯兌，不論其為現匯與期匯皆能處理活潑。

乙、對於各外國中心應有良好之海底電報及郵政之聯絡。

丙、該中心之銀行外匯營業人，應當有經驗與以營業活動之自由權，以處大數額之買賣。

為世界金融中心有種種利益，除銀行於國際銀行業運用所得之直接利益外，尚有增進出口

貿易之可能；因向海外放款之結果，可以增加輸出也。國家亦不借此得控制外國資源與企業，更可得國際上之尊嚴。最後於政治上勢力亦有相當價值無疑，然此固不能謂最底限度非此不可也。

最初使各銀行努力使其金融中心稱霸者，原動力在乎國際銀行業可得直接利益。此可構造該國無形輸出 (invisible exports) 之大部。除承兌業 (acceptance) 所可得之手續費外，則該國各銀行之所收益者為利率之差。外國之存款於該中心者其利低而該中心貸與外國其他借款者其利率高。二者之差即該中心所得之利益。如吾人以上所指出者，國際金融中心，除以其本國資金向外國貸放外，尚可吸收外國資金以供投資。有時復貸出之資本為同一國家存於該中心者。

由國際銀行業之活動，所得之直接利益，不能評定為極大重要。其所佔國民收入總額亦為渺小部分。故論恢復金本位之際，不能因銀行界之利益而危害工業，只為少數銀行家及經紀人打算。然以此而論國際金融中心者，乃捨其本而逐其末者也。第一國際金融中心之活動可以增加出口貿易。迷信海外放款則出口貨之增加相隨而增加者，程序神秘而無適當之解釋，難邀吾人同情。其所以借以外債而不必為貨物之轉移者，由於貸出國之匯兌低落，而結果現金流出。故貸款國之外

放逾乎其本身之資源，則一部分爲現金流出。然同時有不能否認者，即貿易常隨金融之流動而進行。如對海外放一筆款，則借款國常將一部分借款化消於放款國域內。且國之對某國放款也，常知該國將其大部借款用之於該國。或有出口商及建築人將幫助購貨人借得此筆外債。放債國之所以欲借款與該國者，以其欲借債國之訂貨也。總之借債國之購買力增加，皆直接間接有利於放款國之貿易者也。

銀行界之國際活動，其所裨益於一國之實業界者，因其可以借此控制外國之企業也。英國之於拉丁美洲諸國所以能干預其鐵路及其他公共事業者，由於有英國資本，由於倫敦金融地位之重要。其後所以一部漸入於美國之手者，亦由於紐約進而爲重要中心之結果，能獲得各種企業之管理權則自能於購貸合同俱有左右之勢力。

金融中心之能於國際稱霸，則於一國在海外之聲望裨益不少。此種聲望有使國際貿易增進勢力之處。非該中心加入，則國際銀行團視爲不完備，而該種團體常以該中心之代表爲領袖。國際銀行團每於重要事項，固難選其次等銀行角色爲幹部之首領也。

一國際金融中心負世界聲望，則於政治上之利益亦不少。流於金融退化之國，則常仰他國幫助而居於金融領袖國之附庸地位。時至今日，政治之聯合，金融之實力，其重要一如軍力。如美國一言，所以能於國際政治有所輕重者，其海軍之堅，陸軍之利，當不若其金融勢力之大也。於國際會議之際，金融力強之國雖小而言重，反之則雖大而言輕。每因金融上之交付，而獲政治上之利益。放債國常於借債國有一部分政治勢力。其所以然者，一則為已往之債務關係，一則債務國更有希望將來之借債餘地也。

是以金融稱霸一事，不只為金融自身計，亦為種種間利益計。英美之所以欲為金融霸者，雖為政治而主要之點仍在經濟。而法國之所以欲於金融稱霸者，雖亦計算經濟，而主要之點卻在政治。此種不同之處，豈因安格魯撒克遜民族與拉丁民族之心性迥異乎！

一國之所以於金融稱霸重要者，猶依本國之經濟組織以為判斷之標準。如國之能大部自給者，則金融爭霸為奢侈品，而國之不能自給者則成為必需。英吉利之所以於一九二〇年至一九二五年決意力圖恢復其國際金融領袖者在此，其所立地位以對他國之競爭者亦在此。

## 第二章 戰前倫敦之領導

吾人上章所述，乃國際金融中心所以稱霸居首之條件；其次將考核倫敦戰前所定於該種條件者爲如何，其他金融中心爲如何。

在大戰開始之前，倫敦居於世界金融中心地位，可謂毫無疑義。其他金融中心如巴黎、布魯塞爾、阿姆斯特丹、柏林、沮利克及紐約諸處，原非其儔，固不足以言競爭之對手。巴黎雖於國際放款亦頗活動，但規模狹小，其性質不足以喻國際金融市場。蓋巴黎貼現市場，雖名爲以金作底，而歷史相傳，竟非金子之自由市場。布魯塞爾雖活躍，但其影響於國際金融者遠不若其影響於本國之甚。阿姆斯特丹亦復如此。以上三處利率常較倫敦爲低，但竟不能發達成國際市場。一則三處利率低，再則紐約、柏林利率高，倫敦居乎中間，爲之調濟。瑞士亦若阿姆斯特丹，其國際金融市場之發達由於大戰及戰後情形變遷之結果。此數處者，皆比較狹隘，戰前形勢，如斯而已。柏林雖勃興，以資本市場

稱，但以金融市場而論，猶居於弗朗克福（Frankfort-on-main）之次。紐約雖漸發達，然喻其金融市場之貸借關係，僅俱雛形而已。

是以戰前之倫敦爲國際金融霸，可謂毫無疑義。其所以然者：

(1) 大不列顛貿易差佔優勢，事事以海外投資方式出之，得極大財源。戰前數額計有四十億（millards）此種種投資，時常週轉，到期後復行投出。縱暫時稍頓，亦足以使倫市流動，況遠非停頓乎。故每年出入口合計，常得盈餘。足以使鎊匯處於順境，加以操持南非洲之金產，是能維持銀行率低廉而以較優之條件貸出。

此外，倫敦更代其他國資本家投資。英政府之債票及其他證券，在海外視之，爲良好投資，他國政治之不安，常以其財源集於倫敦，益認大英爲最安全者。戰前倫市存有大量外款，是其貼現市場儘足以吸外來資金，以爲臨時投資。

英國原料不足以自給，故貨之入口者重，國際銀行業設立於倫市已久，其所經手於國際貿易之量甚鉅。故有貿易交貨不在倫敦，而付款則由倫敦經手者。

(2) 爲國際金融領袖之第二種條件爲銀行組織之適宜。倫市諸銀行行所（指貼現所及承兌所）皆於戰前早年設立，其所以經營國際銀行事務者，傳統深固，經驗豐富，信用之隆，爲世界知名。銀行之週轉多，故得以薄利經營。銀行行所各專向一方面活動，並與他國行所聯絡，故危險輕。倫敦戰前爲世界中心，其專門設備，固早爲世稱。倫敦銀行家之心性，最合乎國際銀行事務，此更難以數字表示，而其重要尤基於物質。英人富創造性，喜開拓新疆，但絕非投機。英國銀行分行之海外工作，戰前非他國所可及。其承兌銀行之主顧，無遠弗屆。報告良足，經驗豐富；故能採選他國之良好商家。雖該國情形不穩，亦得略免於風險。

且倫敦銀行家敏於決斷，與重要行員以因時制宜之權，此皆能以利其國際銀行業務處。

(3) 國際自由市場亦爲要件之一。倫市於戰前所以能居於領導地位者亦以此，其金融市場多表顯其自由精神，此由於自由貿易所致。因有此種精神，故歡迎外國銀行來倫設分行，英國法律不禁外國銀行設立，更不強迫其依英法註冊。用人自由，納稅平允。一切交貿自由，其於國外匯兌之形勢頗強。可以承兌票據，時或發行債票，於巧計匯兌業尤爲活動。他國或僅限其本國銀行接收存



款，英法不禁也。

所異者，外國銀行不得加入清算所作會員，然此點各殖民地銀行，各匯兌銀行，各家承兌所，亦復正同，固非單對外國銀行分行爲然也。再者外國銀行不得至英格蘭銀行重貼現之便利，除此而外，法律實際皆不阻其活動，雖未免對英國銀行有所競爭，然各英商銀行不以彼爲侵敵，而反深知其有功於倫市發達，造成國際金融中心。

經手外匯與國際資金之轉付，戰前無所禁也，此固各國皆同。設匯兌之法禁，惟大戰及戰後時代而已。倫敦之所以較他中心爲優者，要在放款政策不含政治臭味。巴黎則不然，當局之獎勵抑制，概以政治性質爲考慮。倫敦受自由放任主義之影響，對於外國債票之發行未嘗詰責，偶或與以暗示，然實不足以干涉其行動之自由。

倫敦之所以較他市爲優者，尤在其金子市場之自由。英格蘭銀行對金之移動完全中立，於金本位之自由作用，不加干犯。其所以採此自由政策者，由於英國國外準備多，而南非洲金產源源不絕，到倫後先任召致，其他金融中心往往抑金之出口，而獎勵其進口。英格蘭銀行所以影響於金之

移動者，厥惟增高其重貼現率而已。

(4) 戰前倫敦所以爲霸之原因，又在有富豪之投資家，樂於購買外國債票。英國投資家現習於對殖民地投資，故易於嘗試對外國投資。統計戰前而論，外國投資損失殊微，以倫敦各發售債票家之穩堅明察，故其經手發行之證券，率多良好，不至有無來由之風險。

更有進者，倫敦有一特種投資機關。戰前之投資機關幾盡操英人之手。資源富裕，管理精善，故於金融市場爲中堅。再倫敦爲世界保險業之中心，大保險公司林立，資金待投，此亦原因也。

(5) 錢幣堅穩一層，於領袖金融市場，最佔重要；戰前情形，他國難與倫敦比。金鎊堅穩，歷有年所。世界各國無論文野遠近，皆視英鎊爲良好之國際支付品。英國各銀行公司之放款發行外國長短債款時，只訂明英鎊，未嘗別註條文有金子字樣，蓋認英鎊與若干金量，實二名而一體者也。

然而英鎊之所以信用昭著者，固不能賴大量之準備金。倫敦爲國際貿易支付所在，然以準備金與他國較，其分數反小。其準備金較遜於法蘭西銀行，其金幣之流通額亦不如法。其信用在於金融完善，年代久遠，而持外國證券及短期可收之款，實佔大量，不啻第二道準備金。

(6) 金融市場完善亦爲要件之一。所謂金融市場包括日拆 (call money)、短期投款 (short term loans) 及貼現市場 (discount market) 等而言。此爲戰前倫敦所獨據之優勝，夫人皆知之。貼現所 (discount houses) 及票據經紀 (bill brokers) 之精技，基礎早立，故倫敦之短期借款投款最爲便利。票據市場高出一切，非他國市場可爭衡，故英鎊票據爲國際貿易之支付品，已含普遍性矣。

又以其票據市場之買賣週轉大，故買賣之兩種利率所差甚微，而價值公道。以金市之自由，又擔保提款之無阻礙。

(7) 外國匯兌市場之完善亦爲國際金融中心條件之一。此當爲戰前之倫敦，所待補充者。其他外國錢幣行市較少，而各銀行公所從事於外國匯兌者寥寥無幾。以倫敦地勢之適宜，郵政之聯絡，海外貿易之盛旺，銀行之活躍，是倫敦之於外國匯兌固應發達矣。然其所以留有餘地以待將來者，蓋由於英鎊爲國際支付品。此雖以示倫敦於國際金融之重要，然其外國匯兌之活動，因之滅殺矣。

今吾人更進而一察戰前之巴黎爲如何耶？其程度遠遜於倫敦，遑論乎能與倫敦爭衡，發生任何危險性乎，茲條論如下：

(1) 法蘭西雖於戰前持有大量資本財源，論對外投資列於第二，然其國外投資與英國較則甚少。其國外貿易亦不昌盛，而出超盈餘亦多。蓋法國爲自給國家，與英不同。其銀行之活動，無關國外貿易。然亦如英國攬有一切轉運經手事項也。法蘭西代存外資，以再爲投出者亦極少。其證券雖於外國市場中有行市，然而法境之外，固不能視爲一種投資也。巴黎無大貼現市場，其金融市場不能吸收外資者，以其利率常低故也。

(2) 巴黎雖有若干家銀行設立，然以國際金融眼光測之，則其組織反遠不如倫敦各行。因普通人民皆習於自己儲存，故銀行資財較少。專門事業（指承兌及貼現等而言）不十分發達。法人性質又與國際銀事業不適宜。此當於第六章中詳論之。

(3) 金融市場之自由原則，不如倫敦。法國政府對於銀行之活動，因未嘗抱不干涉態度。雖資金之移動一如倫敦，與其對外放款大部分受政治影響。此種不利處至歐戰始明顯。巴黎與倫敦相

較，則其短處猶在現金移動之自由。法蘭西銀行昔採集金政策，有時可行使其付銀代金之權，且可高抬金價，或以升水辦法，以獎現金之入口。

(4) 然而巴黎佔一優勝條件，即公衆之樂於投資是也。法國中產以上階級以村民皆富有資金以待投資。法國地主願樂於投資，持有外國證券。此皆足助法國銀行界發行之活動。然以一班投資家，因缺乏判斷力。戰前既屢遭不良之經驗，戰後復蒙損失。

(5) 法國佛郎於戰前固曾獲一班信心者也。雖於一八七〇年至一八七一年經普法之戰，而佛郎價值無大跌落。於是信用增加矣。法爲拉丁同盟之一，佛郎與他國錢幣發生關係，斯不無重要原因。但法之佛郎實不足以語英鎊，多數外債之發行必註明金佛郎。蓋法國銀行固未認佛郎之必爲金也。故信用一層不足以宣示法國巴黎爲國際金融之高位也。

(6) 巴黎之金融市場雖頗活躍，然利率較低，故主要爲借出方面由世界眼光測之，無貼現市場之存在，則又屬缺點。

(7) 最後有一事業，巴黎較倫敦爲勝者，即外國匯兌是也，而以歐洲大陸各國之錢幣之匯兌

爲尤甚。

其次吾人再進而論紐約。北美合衆國戰前只務國內經濟之發達，未嘗想到國際方面。且一九一四年以前美國爲主要之借債國，借同倫敦及歐洲大陸各處，雖於外債偶有所參加發行，然實未足以語與倫敦競爭也。

(1) 一九一四年以前美國幾無餘資向外國貸放，其投資海外慾亦薄。總之，其國內需要資本，以爲開源之用。

(2) 紐約之銀行組織，主要者爲經營國內貿易。國內需要資本，遠勝於供給，故紐約銀行不抱國際活動之野心。其於國際銀行事業，向無衣鉢，一班紐約銀行家之心胸，諸事皆備，惟缺國際性質耳。

(3) 以國際金融市場應自由方面言之，紐約亦不如倫敦之較爲自由。

(4) 戰前美國大多數人民獲得資本，則經營其自己事業，所存股票爲本國股票。其欲持外國債票者極少。

(5) 美國金圓未嘗切實作國際支付品。聯合準備制度以前，銀行制度至不適宜，不足以調濟節季恐慌。美金圓在海外之信用，遠不足以爲國際金融中心。

(6) 紐約金融市場既常爲借款市場，則於國際金融無所活動。

(7) 戰前之外匯市場亦不發達。

吾人由以上比較看來，紐約巴黎爲金融中心之資格，皆不如倫敦，其程度上之差別極其顯明，尤以紐約爲更甚。倘依常情發達，則其足以與倫敦爭衡，恐非數十年中事。歐戰發生，事出非常，戰後情形有出乎意料之外者，俟於下章論之。

## 第四章 大戰後之倫敦

歐戰數年，戰後情形，使倫敦爲世界金融之地位發生急烈變化。此種變化雖多爲逆性，然亦不無補益於倫敦爲世界中心之處。此章所論，卽所以比較今昔之兩種情勢。

(1) 歐戰期內英國對外投資之量大減，美國證券之在英者多爲政府搜索，以助堅對美之鎊匯。其他證券亦轉入美國之手。然英政府欠美政府之債務雖重，而其所以滅殺英國之投資者極稀，蓋英對德國及協約國之債權足以相抵消也。

英國存外國之資金益勝，於戰前。因金匯兌本位爲大多數國家所採行，其中央銀行概以準備金存之於倫敦。英國證券之記於美國報告中者爲數不少。倫敦貼現市場所以吸收之短期資金者無異往昔。

英國之對外貿易，較前增加，所須於金融者大。倘保護政策採行則或足以稍減。



出口入口貿易之差(包括invisible items)相較，仍每年出超一萬五千萬鎊，此皆可以向國外再作投資，助長倫敦銀行之國際活動。

(2) 倫敦銀行業，所以便於國際金融市場者，於戰後更顯進步。商業銀行因合併而擴大，資金益豐。乃注其一部分力量從事於海外事業，以前未有也。(毓珍按英國五大銀行皆設有所謂海外部經手國際貿易，作承兌票據事項)此種發展，就國內貿易論當不無異議，然由國際金融視之則所助長倫敦者良厚。其所經手於海外貿易之數量增加不少。昔者概由銀行承兌所經手國外貿易者，今則各股分銀行皆設海外部。大戰之影響並不足減卻倫敦銀行界之國際精神。戰前之智識未忘卻，新經驗轉增，而其技術上之設施已改良進步。

(3) 因大戰結果，自由放任主張，失其立足之地。戰時德國在倫敦之分行被查封，數年不能復業。雖禁令撤消，然從此外國銀行在倫敦設分行不若以前之自由矣。

願無論銀行家對於自由貿易或保護關稅之意見爲如何，而其對於倫敦爲國際市場之自由一層，殆無二致。對於國外銀行在倫敦設立分行，毫無歧視戰後諸外國分行在倫敦設立，已資證明。

而德國分行亦重新開行。不過其營業大減耳。

英國於戰前對外國匯兌之運用及國際資本之轉付，素無禁也。今日之形勢一如往昔（但非最近停止金本位期中事）。雖於外國債票之發行，不無非正式之阻力，然實未足影響倫敦特別不利。蓋其他如美法二國皆須經當局同意，其與倫敦正同。倘情勢許可，此種禁力固當廢止。蓋足以阻止事業之發達。

自一九二五年恢復金本位，而金之移動於焉完全自由恢復。（今日停止金本位又為變局）現金準備雖比較薄弱，然英格蘭銀行因不採任何干涉政策。南非洲運來之金供給，為獨立來源，供給倫敦金之出口。或謂不應由英格蘭銀行提取現金，然此不能認為有損於金之自由移動。論者蓋受各中央銀行集金自儲所致，其影響於國際利益尤甚於倫敦。以美國準備金之厚，亦尚有對紐約作同樣之批評。

（4）英國投資界於戰中戰後對海外投資受極大損失。俄羅斯之證券完全無效。土耳其及布加利奧地利亦同受損失。各通貨膨脹國皆受損失，而以德法為尤烈。雖英國民衆對國外投資之慾

念大減，然尤不甚劇。暫時對外國證券缺乏需要，固不獨英國爲然也。

(5) 以英鎊之平穩而論，已恢復戰前狀態（最近金本位停止情形略異）。雖戰後鎊價曾經跌落，然不如其他交戰國之劇烈。一九一九年至一九二五年之間，除瑞典、瑞士、荷蘭三國外，以英鎊之變動最微。一九二五年後恢復金本位則英鎊匯價由於現金輸送限制。雖現金輸送點較戰前有差，然各種外幣莫不如此，美國金圓亦包括在內，其變動不過百分之一，不能認爲逾規出常。自金本位恢復後，疊遭變逆。第一次於一九二六年英國大罷工。礦工罷工。一九二九年因美國華爾街之投機高潮，資金西奔。然英鎊雖受此壓迫，但終樹立，不停止金本位。雖大陸謠言時起，謂英國將脫離金本位，然英似不廢金本位。其準備金雖不如美法，然就別方言之，英人特有大量之外國證券亦足爲英鎊之第二道防線。因外國證券存於私人，不存於金融當局之手，故不能於短期中以爲防禦外匯之用，但如逆勢繼續則結果英人之持外國證券者當賣出於外人。

金準備已不似戰前之對鈔票，其作用亦不過爲國際支付而已。如匯兌變逆，則英格蘭銀行準備可以減低。且情形變逆，英可得美方幫助。蓋美亦深知英國維持金本位之重要也。

英鎊之恢復原價，實抱有重大犧牲。英國各銀行及投資家有鑒於此，故仍沿英鎊 (sterling) 不用金鎊。英國則加一金佛郎字樣。英國認為加一金字為蕪詞。戰前如此，戰後仍未改舊觀。

(6) 倫敦金融市場之便利，貼現市場之良好，縱無進益，亦不減當年。雖英鎊不能獨享國際支付，然仍不失為主要品。雖經紐約巴黎之競爭，而倫敦貼現市場之貿易未嘗稍減，其國庫票據仍成為投資之良好票據。概或貼現率易受國際外力所感動，較戰前尤甚。然此為普遍現象，不獨倫敦為然，皆由於國際資金流動非常所致。

戰後情形與戰前不同，金融市場之短期放款與存款漸以外幣為之。在倫敦固可以美金、馬克作存款放款，其便利一如英鎊。

(7) 外國匯兌事業於戰後之進步，益形順利。比較每日新聞所載，外國匯兌行市單，即略足以證明各種錢幣幾莫不羅列於倫敦行市單中。各種重要外匯之期匯尤為活躍。外匯專家作公正之言論認倫敦之外匯市場為世界最廣大。最完善者。南非洲及遠東諸幣之匯兌實際惟由倫敦交易，英屬殖民地諸邦尤為倫敦所獨攬。其於美金及歐洲各幣亦稱絕佳。雖於東歐及東南諸幣之匯兌

稍遜於巴黎，然就全體活動而論，較他國爲最。此皆由於英國之外匯商較他國爲自由隨意。巴黎及歐洲大陸各中心其所掛牌限於數額。倫敦能於定率作數百萬圓匯款。今爲瑞士銀行欲購美金則先趨倫敦，事後及巴黎柏林，職斯故也。

吾人既分析倫敦所以爲金融領袖之條件，其便利較戰前有增無減。倘非然者，則不由倫敦本身之墮落，乃由於其他兩金融中心之劇烈競爭，然任何鉅額之國際借款，苟無倫敦參加則財團難於成立。倫敦仍爲長短期債之借款源泉。英國之幣制政策至爲重要，可以決定其他各國之幣制方向者也。例如英國恢復金本位，則各國隨同相繼以金作基礎。如英國當局當年採通幣統制說 (managed currency)，則亦爲大多數國家所隨同。英國恢復金本位而不鑄金錢則各國中央銀行亦復如此。以英國之金融威名，如不採金幣流通，而仍其金條本位，則他國不至行用金錢。英格蘭銀行之貼現率，固足爲若干大陸銀行之先導。英國物價之超勢，所以影響於世界之物價者甚大。倫敦之貼現率及外匯行市皆足以影響其他市場。

## 第五章 戰後之紐約

紐約自本國市場一躍而爲世界金融之一等市場，此皆大戰中美國集富有以致之。戰前美國爲債務國，而戰後成各國之債權者。歐洲各國之黃金亦運集於紐約。此形勢使然，初固無野心而欲爲金融中心也。美國既一旦醒覺，於是盡力利用之，以增進其地位。一九二五年以前，美國金圓視爲惟一之檢定錢幣，幾代英鎊地位而爲普遍之支付品。雖英鎊恢復以後，美國欲保持其金圓地位，於是乃於紐約發達貼現市場。今吾人考其成分如下。

(一) 美國於歐戰期內及戰後以來，資本投之於海外者爲數可驚，而大部皆聯軍各國之負債。其每年向美國付息還本之數額乃一大宗款項。戰後年年出超，此種數額重新向海外投資，造成紐約銀行之國際活動。美國所以發達成爲國際中心者亦貿易優勢由以致之也。

美國對他國之債權已屬可驚，而復因他國資本之流入，而由美國再投出者。美國之頂盛時代，

實業鐵路等等股票皆爲世界之債權者地位，而他國反持有美國證券。雖所持數額自華爾街風潮而大減，但爲數仍可觀。

除外國資本投之於美國證券外，外國資金復以存款方式委之於紐約，或拆放與經紀人。當股票高漲之際，拆借利率至高，其活動資金自他國吸來。風潮既息，而資金又復回本國。但仍存於美國銀行者不少。除外國中央銀行存有美金票據外，紐約之貼現市場似不足以吸收外資，銀行當局似亦不獎短期外資在紐約投資。事實上對於外國公司之盈利課特別稅，以資金而論，可以供投資於海外者，紐約勝於倫敦及其他金融中心，此其易於爲領袖處。

(二) 紐約之銀行制亦大加變更以適應其時勢之需要。蓋戰前之主要工作在本國金融，戰後乃更進於國際。紐約各銀行之合併亦如倫敦。合併之結果，銀行擴大財源增厚。雖其主要工作仍在國內貿易，然各行多設海外部。各種金融行所對於海外事業亦較戰前爲盛。然美國一向缺乏此種衣鉢，素無此種國際經驗固明甚。此種經驗須經悠久之時日固非一朝一夕之可得。雖然數年來，未嘗無相當之進步，蓋皆自歐洲移入。美國銀行家須厚利，故不利於國際競爭，雜支開消較其他任何

中心爲高。各銀行既習於本國事業之實利，乃不願以薄利與歐洲競爭。然此固不能因薄利而斷定美國銀行家不爲。倘美國銀行家雖無利益亦準備作國際事業，則偶有損失，未嘗不可以國內營業所得以補償也。

(三) 紐約金融市場之自由可勿須過慮。其對於外國銀行之分行，無所阻止。雖代理店之註冊較易，而分行之限制事務較嚴。故外國銀行之在紐約者，并代理店亦同時設立，職斯故也。各國籍不同之殖民地亦所以助外國分行之發達，因可常保持定量之貿易。付於外國匯兌事業及資金之轉移，自無所禁限。惟發行外國債款，則不然，嘗須受國家批准，其自由市場或受不少干涉。時有政治及言論界反對海外放款，或指全歐，或單對某國。凡此種種嘗足以干涉市場，因美國投資界易爲此種宣傳所煽動。

以金準備之量言，則金市固應爲完全自由，然同時提取現金甚多，運送之目的地不經許可，反引起報界異議。

(四) 紐約爲國際市場之弱點，在乎無適當投資界。最近七年以來各發售債票行所未能訓練



美國投資家。使之重視投資外國債票之優點。一九二三年至一九二八年之間，盡其賣出之能事，於是成功，始將驚人數額售之於衆。然最後二年經驗，實未能認爲成功。蓋華爾街之投機高潮，持有外國債票者，百分之九十九，賣出而購進股票。數年努力，所散布於鄉間之債票，不數月後轉回紐約市場。更大量售之於歐洲，蓋因跌價之結果，而引起歐洲購買者注意。今者紐約之賣債票者皆擁有外國債票不能消售，於是活動停滯。有礙於對於新發債票之參加。故美國有大量投資於海外，而紐約之國際銀行活動，範圍頗狹，極言之，亦僅關於長短債款方面。

紐約市場亦嘗自知其短處，縱在外國發行債票極盛之秋，各發售所，猶急欲將債票在他國市場造一出路。外債以美國名義發行者，少部分賣與歐洲之小中心，如阿姆斯特丹，瑞士及斯德哥爾摩等處。年來嘗以其大部之金圓債票暗中委於英國。

美國銀行家所缺乏外國事業之經驗，未嘗不能於相當時間，定能勝過。而美國投資家之不願持有外國證券，恐此世一生所能有勝過之希望。

(五)美國金圓之穩堅可謂原無疑慮。今者其所居之地位猶若昔日之英鎊。殊難謂美圓與金

之關係斷絕，而發生跌價之事，苟無大變突則必無此事也。

(六)紐約之金融及貼現市場自戰後而大加擴張。由國際觀點看來，紐約市場之特質，仍為證券經紀人之拆借。吾人固曾於前章指出，因華爾街之高潮，致使外國資金流入於經紀人之拆款。雖遭去年之經驗，外國資金不再繼續西渡。然誰復能斷定其不舊劇重演耶。其他方面，各重要銀行以金圓名義對海外貸放亦頗活動。其活動較經紀人拆款為穩健。

誠矣為國際金融之作者，不可無良好之貼現市場。美國銀行界固極力發達紐約之貼現市場矣。所組織之機關，名謂「承兌公所」(Acceptance Council)其工作乃以宣傳手段獎勵承兌信用者也。同時有若干行號成立，類似倫敦之貼現所 (Discount houses) 以數量計，固可謂其已有若干之進步。然而此種建設究能助紐約之發達至如何程度，則殊難判定。蓋按國際眼光論之，其票據之品格較之倫敦通行者猶居低劣。倫敦之承兌信用不施之於國內貿易，而紐約不然，國內貿易之用承兌信用者居大半。近來趨勢紐約多用一種票據通融款項，其允許狀稱謂商業票據，純為地方性質無從吸收外資也。

(七) 紐約之外匯市場自戰後而大進。借海底電線及電報之便利與各中心通訊，其活躍日增。對於加拿大、南非及遠東匯兌皆有活躍之市場。美國各中心（除紐約外）可直接與外國中心發生關係，對於紐約之盛，自有減卻處。

如吾人取紐約、倫敦兩處而比較之，則兩中心各有長短。以資源論則皆甚豐富。以所持之外國證券論，政治債款除外，則倫敦居首，將政治債款計入，則倫敦居於紐約之次。以貿易差之盈餘論，則美國勝於英國，然他一方面，外國資金漸注於英國，足以供海外重投資之用。以銀行組織論，倫敦長於國際之銀行業，可謂無疑義。然同時應認清紐約對此有相當之進步。紐約與倫敦或條件相若，或有差異，似將旋即消釋。而倫敦仍多超越之點。以市場之自由而論，紐約與倫敦無所擇焉。以錢幣之平穩而論，紐約似當勝。以投資界對於外國債票之購持而論，紐約復不能與倫敦比，恐將長期如此。論及短期資金市場（指貼現市場）則倫敦之優勝，遠無疑義，但此種短處，紐約有補齊之可能性。外匯市場紐約原無意與倫敦競爭。

吾人不偏袒任何方面，作一結論曰，紐約似不能取倫敦之世界銀行中心而代之。雖最富國之

野心，欲事事出人頭地。然以美國之金融政策，恐尙未能致紐約於此。對於外國資金利息盈餘免稅一節，雖有一度宣傳而終未實行。庶可認美國當局之未能努力於此也。

## 第六章 戰後之巴黎

歐戰所影響於巴黎之國際地位有甚於倫敦。法蘭西之債務國多背約賴帳，結果使其國外資源一掃而空。雖戰後法國資金流出，然係因避免佛郎之跌價。此種程序因難於造成巴黎為國際銀行中心。戰後至一九二七年，法蘭西以債權國變成債務國，是無國際金融中心之可能性。其他喪失資格之原因尚多：如一九一九年至一九二六年佛郎暴跌，變動極大。戰後時代匯兌之投機最烈，幾成賭博性。因數年投機，致有若干禁止，阻止證券之出入口。禁令之廢黜也，猶為近數年事。

佛郎膨脹時期，情形暗淡，法蘭西因早放棄其國際金融之擴張；然實則正所以致佛郎穩定後，異常恢復之由。為避免佛郎之跌價而法國之資本流出，初非有意為之，然久後沿成有系統之擴充政策。法國政府包藏有野心，帶有政治臭味，以取擴充政策，捨其佛郎跌價，金融情形惡劣等事。法國政治勢力所及之國家，則從之建樹。如波蘭，羅馬尼亞，及南斯拉夫諸國之類。然法國之資本流出其

於非正式之逃避有足多焉。其所移注者爲各外國中心。及佛郎平定，則原主又復收回返還本國。其結果經法蘭西銀行手，積成大源，作爲海外準備金。

(1) 法國在外國所存財源現狀，應分爲長期與短期二種。因戰後法國之債權不能收回，於是對外之長期債款，顯然降低。但同時法國對其他各國之短期債款激增，殊屬可驚。雖以總數計，法國海外投資戰後遠不如戰前。然以其投資多爲短期債款也，故法國金融政策所影響於國際者甚大。誠矣，長期債款因時常到期付利還本，再或投出，但其程序爲漸進。短期債款所取形式爲活動存款者則不然，所代表之財源爲更有實力。活期存款變化無常，又轉注於其他中心，又由此種投資而轉成別樣投資，此其所以與長期異也。

法蘭西海外存款之特質，能助法國金融中心者雖小，而所能危害於國際幣制之平穩也甚大。凡此許多資金之遷移能擾亂外匯市場，能引起現金之流動逾常。對於此種問題全部於後章討論。同時自法蘭西經濟重建成功，國際貿易差年有盈餘，法國能增進其國際金融之重要，此必然之勢也。

然吾人須考此種順利之動力，其永久性究至如何地步。此種活動存款遲早終須再投出者，則其勢力即消滅。且法國之所以貿易佔優勢者，大半由於其佛郎之穩定，取率較低。此種優點不過暫時性質。迨法國物價工資以及生活費繼續增高與世界他國平衡，則貿易之順利處，即無形消釋。

(2) 法國改良其銀行制度以備作國際事業。并開始專門於外國貿易之經手。然以法國銀行家之心性不長於作國際業務，故其制度不能與倫敦及歐洲各小中心比。其合作精神薄弱。國際銀行團與法國銀行家供事極難。

除此之外，法國銀行習於小數額事業。習於保守，分佈危險至乎其極。倘有數十萬鎊之事業經手，則法國銀行家往往不敢獨自擔任，必集一打銀行成立同業聯合會，然後參加着手。戰後之佛郎，已非昔日之佛郎。百萬佛郎不過等於昔日之佛郎二十萬耳。雖其所代表者不過昔日五分之一，然法國銀行家仍眩於數額之巨，而忽於實值之微小。

法國銀行制度，於高級行員未予以發議決定之權，此為其缺點之一。如倫敦則不然，銀行之總經理，對於一大家款項事業之取決，有自由運用之權。巴黎則所限定之數目甚小，必須呈董事會議

決承認而後可。此種遲延於國際競爭殊爲不利。各種條件相同，則借債者必捨遲緩誤事者於不顧，而趨於敏捷者，以其能與適當之回答。蓋鴿候一星期之久，而其所借出者猶或不足所議數額四分之一。則借款者之失望爲如何也。

再者法國尙有一大缺點，卽巴黎市場充滿政治臭味。法國各銀行受政治支配處甚大。倘與某國稍不協調，則立即向該國收回債權，不再續借。此種事實不只一次。一九二九年巴黎之賠款專家會議成僵局，法蘭西銀行對德國票據增高其重貼現率。法國其他各行亦將其當時之債權收回。使借款人大感不便。一九三〇年九月德意志國家社會黨勝利當政，同樣之情形發生。如此使巴黎市場較其他中心爲不利地位，蓋他處所受影響僅以債權之保障爲標準。各種條件相同，則借款者將捨政治勢力過重之處而就他處，以免虛驚。

法國時與借款者以不快之虛驚，又不只爲政治性質。其於外國主顧向無召撫之舊傳，不知避免對方所受不便之苦。如一九二八年末，對於奧地利之放款，忽然召回以爲年終之需，而對方之如何不便，毫無顧忌。此須有長年經驗，然乃知考慮對方顧主之利益，乃最高明之政策也。



(3) 關於巴黎市場之自由，情形於近數年大加改良。外匯禁令及證券之出入口近年取消。一九三〇年并於外國證券之發行稅亦減輕。對於外國銀行設分行於巴黎市場已經公開，惟經驗所得，仍以依法設代理店視為事所必需。

外國債票之發行更須經當局之批准，恐將來亦如此。當局屢用其否決權，蓋伊輩所考慮者為保持法蘭西政治或經濟之利益至乎其極。法蘭西對於勢力所及之國家，極思參與其金融，如波蘭及各小國之類是。如該種國家發行債票時，邀請法蘭西參加，則置一條件，須以法國銀行作首領，并須在法國市場中發行。非然者則不參加，并以其政治勢力阻撓之。有諸多案件，其發行雖不在巴黎，然以其團體則處於法國銀行統制之下。由政治上着眼，法蘭西大得利益。再不然則當局之允准也，以訂法國貨物為標準。倘不如此，則大部金融理財家，永難得法國當局之允准也。

再者，對於戰前債務國否認償還者，不再放款，必使債務者承認舊欠而後可。此為各國中心之所同。惟法蘭西尤甚，更進而保護其人民所持有之債券。倘有不協意發生，如戰前債務究應以紙佛郎或金佛郎償還問題，則債務國亦不准在巴黎舉債。且不同意於國際法院判斷。因此局部問題，可

以影響於該國全國，持之以爲充分理由。如一九三〇年日本之兌現借款，法國因東京城不能以戰前數額償還法國債票人，於是拒絕參加。縱法國債票人與債務者私訂實際協同，而仍以爲未足。如一九三〇年維也納城已與法國債票人協議終結，而法國政府仍不准法國銀行家參加與政府國際借款。必欲維也納城改變已成立之協定，必施惠於法國債票人而後可。

此種政策雖可以保障法國人民之個人利益，但於巴黎市場之自由判然離矣。巴黎爲國際金融中心之重要程度於是滅殺。

(4) 法國民衆之對國際投資，自大戰後而趨於惡劣。如第三章所述明法國小資產階級昔之過於樂購外國證券，其結果外國證券盡遭損失，故今日購買外國證券之程度大減。因此法國市場之吸收能力有限。然此種變遷在法國及海外人士尙未深覺。蓋法國人士於外國證券所遭損失，有甚於佛郎之跌價。而需要法國新發行證券者期望甚殷。其實法國投資家對國際借款猶未深加嘗試。自巴黎對外國證券發行之障礙取消。世界市場對外國債票之發行亦頗順利。法國投資界之不願對外國債票投資者，或因舉世沉悶所致，其態度固不能視爲長久如此也。

(5) 關於法蘭西錢幣之平穩一層，須分爲長期與短期兩種看法。法國持有大量之準備金居於世界第二，且有外匯準備存於海外，則佛郎之地位因可勿疑慮。然由長久看來，則意見不易決定。雖民衆之記憶力不能永久，但佛郎跌價至一九二六年止，純爲膨脹結果其中變動至劇，平穩之後其價值僅當戰前五分之一。若無危急事變發生，則法國不至再踏覆轍。然長期視之則此種危急事變之可能性，難於完全消釋。人皆往好處着想，但歐洲第二次大戰再發生現亦不無問題。倘不幸而果成事實矣，則法國政策之穩健，果能信其如英否耶？以最近之經驗，則得一否定答案。縱戰爭之可能性太遠，不足以支配人民對佛郎相信之程度，如一有戰耗，可使法人及他國人民大批自法提款。

(6) 縱使法國市場之於短期債款之良好，而其國際性質亦有限。最近二年來，努力發達其貼現市場。蓋認清非有良好之貼現市場，不足以爲國際金融領袖。因此法國當局對之盡加改良。此種努力最初爲發達巴黎之國際重要，繼而知對於國內金融制度亦極緊要。緣缺乏此種便利，以經濟短期投資，則法國各銀行常有準備金呆存，勢非委之於海外不可。如此則法國各行急需時則向其中心收回，而外國匯兌不安定矣。縱不爲國際方面着想，其於法國各銀行利益殊大，蓋取回款時，

須受匯兌上之損失也。發展貼現市場則本國之準備金無呆存之虞，可以投出於本國市場，所希望者在此。

一九二九年爲達此種目的，於是巴黎創設一特別銀行，名爲法國承兌銀行。(Banque Française d'Acceptation) 專致力於承兌信用，除自身而外，更爲法國各銀行間居中調處，諸銀行皆持有承兌銀行之股票者。然而事業因未可一蹴而能成功者。此種承兌信用之便利因未足以使票據豐裕而供巴黎市場之立顯活躍也。其次更有一弱點卽法國銀行家之習慣，其保持票據爲準備金之習慣，若他國。巴黎缺乏貼現所及票據經紀人。以此種種，故巴黎之貼現市場殊劣。其所擬定之利率亦差甚寬。同一票據，同一時日，而各家銀行所擬定之行市竟常相差百分之二分之一。是故巴黎之貼現市場難以吸收外國資金。

法國銀行家之心性，亦足爲巴黎貼現市場之障礙。對於大宗之承兌信用，或願或否，應立即快下決斷，對大宗票據之貼現亦然，此乃貼現市場發達之主要條件。如借款者或持有票據人，待法國銀行家之決定，必組織一聯合國體而後可，必無濟於事。缺乏經驗亦障礙之一，然或較心性之不相

近，猶易於補足。

(7) 以同樣理由，巴黎之外匯市場亦遠不合適。如法國銀行合出行市，則永難於合出一定買賣行市。倘叩以行市若何，則常答曰「據云若干」，所以不負行市之責任者也。法國銀行之營外國匯兌者常規無主斷大批交貿之權，必請事於管理者經其批准，此於經手人之活動殊為不利。其獨立性及自主性不如其他中心。法國銀行拘於繁文形式，至乎其極。每遇一事項其制成方式必經若干大員之手。法國銀行雖對小額支付亦須經兩位高級行員簽字，而顧主須等候長久之時間。此種制度雖於他種方面不無裨益，但於外匯市場之發達，則背道而馳。

據吾人所見，巴黎自戰後雖於他方進步，然於國際銀行業之活動則日趨於下。其較倫敦之長處有兩點：其流動存款富足可以供再投資，其佛郎在近中看較平穩。然而此種情勢不過暫時性耳。相當年後則此種差別可以消釋，信其不無理由。

其他方面倫敦仍較巴黎為優先。以外國證券而論，英國所存數是遠勝於法國之海外投資。倫敦之銀行組織較勝，論其國際事業種種皆勝於法。倫敦市場之自由亦勝過巴黎。倫敦投資界樂於

接收外國證券，故其吸收力量較勝於法國市場。以錢幣之穩定而論，短期雖以佛郎較勝，然長期則以英鎊較優。縱法國當局之竭力發達其貼現市場，然巴黎何足以語倫敦。且其外國匯兌市場亦較倫敦爲劣。故由種種方面看來，法國市場不無改良之餘地，能於數年內將兩市場之差別減輕，不至如今日之顯然。然而差異不能盡消，固常以倫敦爲優也。

## 第七章 紐約與倫敦

就戰後之短史而論，紐約與倫敦間之競爭，固不能稱惡鬪，途窮刃首以相搏也。如吾人第一章所述，紐約倫敦之競爭，尙循乎規矩。當共同利益之時，紐約因常助倫敦而爲之，是雖爲對手，而含有俠義者也。

兩方之金融當局，對於逐鹿無所表示。不特不競爭，而於大戰告終之後，反成密切之合作。其尤著者爲英格蘭銀行行長哪滿氏 (Montagu Norman) 及紐約聯合準備銀行行長司床氏 (Benjamin Strong) 之關係。其間至一九二八年司床氏歿後爲止。蓋司床氏懷抱寬厚，認清美國所應助歐洲金融之恢復者重大，而於造成美金代英鎊爲國際錢幣一層猶屬末節。伊更明悉，無英國倫敦之切實合作，則難於收歐洲大陸金融合作之效，而自紐約至歐洲大陸又非經手於倫敦不可。爲兩下合作起見，英國於大戰所遭之乖運須先圖恢復。

故美國當局於美金英磅之爭奪，純立於中立地。增進美金之用途猶屬次要。倘美國金融當局操之於野心家之手，從事於爭威政策，則將撤消其對英之贊助，以建樹其美金爲國際主要支付品矣。一九二五年美國許英國之幣制穩定之信用借款，是不採競爭之政策也。紐約之貼現率亦當以助英倫爲前題，此雖難於切實說明，然確爲美國西中部政治家所抨擊。紐約與倫敦間重貼現率之規定及貼現政策之取捨，紐約常以助倫敦爲前題。其酬酢屢矣。

兩地當局所存之情義關係猶多，其合作也基於一世紀之傳統。倫敦著名之銀行所與紐約行所之發生連帶關係，約在半打以上。紐約及倫敦各銀行自戰後而關係益加密切。戰前倫敦各股分銀行遠勝於紐約，今已無所差別，對待相同，而彼此互助。自發行奧地利重建債票後，英美銀行家屢次對於外債發行合作。蓋普通與美國銀行團易於共事也。

倘有時合作不能滿意，則由於兩方分數之難於分清。雖英債以英鎊表示而美國以金圓計，然而美國債票一樣輸入英國市場。兩國合力發行，倘美國部分以折扣發行則大感不便。

故合作則兩下利益。因如前章所述，美國之投資界對於海外投資力之薄弱，雖在華爾街投機



盛時猶然。美國之發行公所，常趨於招攬，而於其所期望數量不能銷售，以其切望於外債之發行也。故對於本國市場吸收能力反多疏忽，爲擔負其分配責任起見，於是盡力以大部置之於倫敦市場。紐約有若干大理財公司在倫敦設有分行及代理店。其主要工作乃與大保險公司及大投資家接近，借得召攬以銷售其金圓債票。此種私人間購置金圓債票之事甚多，雖每次單獨交買爲數平常，然合計美金圓債票之入於英者爲數頗鉅。

此種辦法違乎倫敦爲國際金融中心之利益者也。大戰後倫敦資源之可供外借者既已有限。鄰厚我薄，今以資源供并立之中心，其所以供給本國之利益者顯而易見。金圓債票購入倫敦，則資源之供老主顧者必減，此自然之理也。即在倫敦對於外債發行採非正式阻止時代，此種辦法亦未能稍減。此種辦法實即拒絕其主顧之請，而遣其主顧赴對手之紐約也。紐約所承諾數目之一部，既實際售之於倫敦，是何若間接在倫敦發行。在倫敦發行外債則可於倫敦貿易多廣招徠。如在紐約發行於英國貿易無所補益，然則何必多此一舉耶。

所以能購置金圓債票者自然限於保險公司，投資信託公司及大投資者之吸收量。一班普通

投資者固遠離乎投資之種類，不顧其利率之較英鎊證券爲高也。以此點而論，投資之公衆忽乎投資一事，猶勝於廣聞博詐之大投資家一籌。益經驗所得，倫敦所發行之外債，雖得利少，而因市場之平穩足以補償所失。持有金圓債票者皆因前數年之跌價而蒙損失。或辨曰：持其債票到期則何損失之有。然其說不足信。支持之以待期，則投資家將失其他機會矣。此種經驗皆足以警將來，發賣美國債票者可以休矣。發售美國債票一事，可以合乎美國公衆之需求，然以外跑招攬辦法，當不爲英國公衆所喜，固以前惟不可靠之證券始分此途，英國投資者不相信此種辦法也。

以金圓債票向英國出售并非兩國合作所必需。倘美國各理財公所，知其所擔任發行外債之部分，非其公衆所能吸收。惟一解決辦法只有將其所不能擔任者讓與倫敦，何須借倫敦通訊以私人交割也。

就普通而論，紐約之國際金融中心慾，并不攜帶政治臭味。北美合衆國之對歐洲，自威爾遜總統以來，即抱不干涉（*desintéressement*）政策。今舉一例以明華府對紐約市場不用政治干涉。夫裁減海軍軍備本爲美國政府所熱望者，然從未以金融勢力作武器以相逼迫。對於南美及遠

東諸邦，當局曾以紐約之金融力量以增進其政治利益。但其目的在經濟而不在政治。政治勢力亦不過爲美國利益以堅信約而已。由此觀之，美國與英國雖有時利益衝突，然大體上遠非惡戰苦爭。

關於英美經濟利益衝突之例，其惟對於波蘭借債一案乎！紐約金融市場曾以其勢力，幫助波蘭幣制平穩債款，係由國際團體發行，以美國某家作首領。并指定美人杜威 (Mr. Dewey) 爲金融顧問。彼以偏袒美方，否決英國各家之請，雖美方各家之條件無益於波蘭，彼不顧也。以是嘗引起英國各理財公所，各實業團體各工程家之抗議。更有一事足述者，米爾斯袍博士 (Dr. Mills-paugh) 自美國赴波斯，應財政顧問之請。雖當時聘任不合任何借款條件。然其在波斯所以有勢力者，因波斯政府希望將來向美國借一筆大款。米氏曾用其當時勢力，以削弱英國在波斯之利益，而於英波石油公司 (Anglo-Persian Oil Company) 爲尤甚。伊之行爲又謬爲事實，惟目的未能達到。其活動之效率，使波斯之金融進步，爲久遠計，反有益於英。

一九二七年爲造成紐約倫敦關係之一大轉，以前紐約之高傲不成問題，競爭合作俱有所表

顯。一九二七年後紐約之氣燄稍遮。最後一九二七年，自紐約聯合準備銀行降低其貼現率以助倫敦。當時銀行行長司床氏備遭非難，謂此舉也實捨己以從人，有損於美國利益。應對於華爾街之投機風潮負相當責任。其降低貼現率，所以救濟倫敦，免於貼現率之提高，是誠有之，然謂其半分率（ $1\frac{1}{2}\%$ ）之降低即足以肇二年之禍端，似不盡然。

以美國股票高漲之故，美國投資公衆益無意於外國債票。自一九二八年上半期外國之向紐約借款數額減至最低度。即在美國所發行之債票亦趨於退回歐洲。蓋以其價格大跌致召借債政府及投資公衆之大量收購也。美國各銀行同時對歐洲各市場亦停止放款。一九二八年以前美國短期資金來往於倫敦間為匯兌上一大動力。一九二八年後因紐約之交易所經紀人之拆率高，故資金儘行提回。不只於倫敦為然，柏林及其他中心亦莫不如此。更有甚者，歐洲各銀行及資本家，見放於華爾街拆息之厚，亦從事注放。於是流動資本滔滔西奔，莫可或止。昔紐約為放款中心，今一朝變而為借款中心。其為禍之烈，足以危及歐洲外匯之平穩，世界利率皆因此而提高，與有責焉。

經此一種變化，紐約不復能助其他金融中心者。其交易所經紀人拆借利率之上下，影響於國

際金融市場，固毫無疑義。雖紐約於該時仍能操縱世界金融市場，然非其健全之處置而去其弱點之所在。英格蘭銀行亦急起提高其貼現率。其主要目的即爲阻止資金向紐約西流。此亦爲美國當局所焦心煩悶者。

自一九二九年十一月以降，紐約所以支撐於國際金融者，爲之再墜。益自該次衰頹以後，金融當局忙於國內困難，不能多顧於國際事務。因美國各銀行之行動受限制，則不得不繼續其證券抵押放款。雖放款有擔保，然以衰頹所及其擔保之程度低落。惟恐證券價格將來再跌，遂存戒心。此次經驗證明經紀人拆款頗適於短期投資。照理論言之，雖有擔保，但其流動性，每值事急，則仍感缺乏。歐洲資本家之直接拆借與華爾街者自此經驗後而大爲沮抑。其拆借之經美國夜銀行手者，尙稱平安。

交易所傾頹矣，宜希望美國投資公衆轉向定率之證券矣（尤以外國債票爲甚）。而事實上不然者。其一，由於經此傾頹，繼之事業沉悶投資大部損壞。其二，美國投資界鑒於前途之暗淡，不肯輕於相委，此則各國莫不皆然。故紐約不再有外債之發行。其短期債款，亦少向國外貸放，美國銀

行仍以證券放款，是紐約大體上仍爲借款者而非放款者。其債票市場呆滯毫無希望，其新債票之發行，永遠困難。是以紐約目下不能與倫敦相爭，然亦無大助於倫敦。

以前兩年經過而論，紐約不能爲長久之國際金融首領，可以斷言。暫時之困難已過，其將重事於國際活動也無疑。然其於國際金融時作時輟，一暴十寒。美國於本國之發達也過多，而於國際金融上僅爲泛常之興趣。對內對外常爲紐約活動上之爭點，而仍以對內空氣較重。國內公衆對本國股票既富投機熱，則對於外國證券自難有永久興趣。

縱紐約時起爲國際金融之支配者，然其自身不足以作領袖。蓋爲國際金融之領袖，必專致力於此，而尚須有永久繼續性。時作時輟，則於長久期間不足成世界中心。如其他條件相同，則借款者定能向紐約乎！以其對內發達過甚故也。

紐約若干銀行團體有鑒於此，欲將紐約之本國市場變而爲國際性質。乃建議發達貼現市場，以代交易所之拆放。並變更紐約交易所之結帳爲每兩星期一次，以代當時結算。如此餘有資金以助長貼現市場。建議之人定未思美人之心性歟！如每兩星期結帳，則投機之賭慾必更烈。此將危及

紐約市場之平穩，而無益於貼現市場之發達。此種救濟似不能採行。紐約之貼現市場尙屬微小，足以損及倫敦貼現市場，因其地位優勝也。

## 第八章 巴黎與倫敦

戰後巴黎突起，法蘭西懷造成一等國際市場之野心，冀稱國際金融霸主，吾人既重視此事，故先須明了法人之政治心性。政治空氣最重者舉世莫若法國。英國及其他諸邦之對外政策多依經濟為考慮。法國則不然，其經濟之活動反以政治為轉移。其金融之爭伯並不計其金融上之利益，而僅計及其政治勢力。

法蘭西之為國際金融之把戲場數年。外匯市場以佛郎為主要之賭具。此為大國之屈辱，自將有以避其名也。軍諺有云以攻為守。為免國際金融之凌虐，法國乃對抗國際金融而自建一等金融強國。數年處於劣等地位，法國金融一旦恢復，乃欲乘機活動，以代被動。是非且不論，各國皆取反法政策。引起各國政府阻止法國之成功。此種說法，因非毫無根據不足信者。自大戰以來，德國自身不計外，其餘國家率多厚德而薄法。各國非厚愛德國，原因乃在重建歐洲金融之再造。法國佔領魯爾



爲金融重建之障礙，故各國以其勢力反對法國。

各國此種舉動之當否猶屬次要。其態度爲反法，足爲法國將來地位之障礙如法國力強足以統制一切，則將來或能禦之。

法國所以竭力想造成巴黎國際金融中心之優越地位，更因其佛郎之平定，全憑自己力量，未嘗借助於其他中心。彼德意志，奧地利，匈牙利，布加利，波蘭，希臘，比利時，諸邦皆受外國幫助，或爲幣制穩定債款，或爲借款。而法蘭西之成功未嘗受任何之外助。惟一九二四年英美兩國之銀行團，曾貨款與法國，以堅其佛郎匯價，除此而外，只有法國鐵路公司及實業團體曾自外國金融中心借款。法蘭西銀行未嘗接受他國中心銀行團之借款，法國政府亦無任何平穩幣制之外債發行。據云兩次法蘭西銀行將向英格蘭銀行請求幫助，但終未能規定妥協。其所以然者，固非英格蘭銀行之不樂於助法以平定其幣制，而實由於法國方面。茲於後章討論，其一九二七年後數年之態度。

幫助所以中止，不無原因，有待說明處。蓋法國初拒絕對聯軍各國債務之整理，至一九二六年始整理美英二國債款。至一九二九年始成立基金。英美二國採一普通原則，對於舊款不還，則不再

貸新款，故對法國亦不能特別通融；況法國之債款力有勝於他國乎。且當時法國之金融情形，自以爲無需乎爲幣制借款。至一九二六年下半年始努力於稅收，以平均預算。如有幣制借款，則法政府將無須用非常手段，以平衡其預算，而使佛郎再跌。倘非佛郎有傾頹之危險，則法國納稅人民，且不信有此犧牲之必要。故僞稱外國中心不肯相助。此種情形自多不爲他岸人所明了。

今因不置其是非當否於不論，佛郎實際穩定之時，法國當局惡國際金融思有以對待。得機報復，固人類之常情也。

一九二七年初法蘭西銀行第一步，急欲對英格蘭銀行之擔保債務。該項債款係起於大戰中，而已減至三千三百萬鎊。實有一千八百萬鎊金貨存英格蘭銀行作擔保。雖該款尙未到期，惟法蘭西銀行表示願漸集倫敦存款以付此債，而提取一千八百萬鎊之現金。蓋法國意欲修改協定。在法國所認定者以英曾用此款維持英鎊。故報三千三百萬鎊計息，爲不公平。照法國意見，只應由三千三百萬鎊減一千八百萬鎊。按所差之數計息。此爲英格蘭所不能承認。英格蘭銀行宣稱如三千三百萬鎊償清後，則此一千八百萬鎊之金存款自應退還。故不承認其說。此事之了結，爲法方所不滿，

乃於一九二七年五六月間法蘭西銀行疊向英格蘭銀行提取現金。法國在倫敦存款甚夥，此爲一班常識所知，縱付還此三千三百萬鎊，所剩數目仍不少。繼續提取現金，則大足以擾亂倫敦金融市場，故爲倫敦報章所抨擊。對於該種詳情，俟下章專論之。此處所應說明者，爲法蘭西銀行固嘗承認不直接向英格蘭銀行提取現金。一九二七年八月各中央銀行會商於華盛頓，其所採之原則爲各中央銀行彼此不侵犯政策。此殆謂如某中央銀行金準備減少，他行非得其同意不得提取現金也。

吾人因認爲法蘭西銀行能同意於此種原則，顯係表示合作。然此種意志究能見諸實行，抑係空理，則頗成問題。自該項協定後法蘭西銀行亦未嘗直接提取現金。但若干次提取皆出自法蘭西銀行之間接政策。名義上係純爲商業事務，而人多謂此種交付係特由法國當局授意。

巴黎市場既漸恢復成功，其第一步動作乃先爲破壞，以後始從事於建設性質。決定發達其貼現市場使之重要。此種計畫法國輿論且不盡以爲然。論者或謂倘法國欲恢復其戰前國際中心之地步，仍宜發展其長期債款市場，勿須急於發達其貼現市場。如吾人以前所述，法國戰前爲資本市

場 (capital market) 其於貼現市場無關重要。不此之務，而欲造成一貼現市場，其能爲力者，因遠不如長期債款市場。謂其如此能予倫敦地位一打擊者誤矣。各國市場皆自有權衡以增進此種便利，貼現市場實爲國際金融稱霸之基本條件。如法國當局採吸收現金入口政策，可謂世病，從而批評之。其發達貼現市場政策，固非大不韙。

巴黎貼現市場將來發達如何，雖難斷言，但不能成爲倫敦勁敵。如吾人第六章所述，其技術上原不適用，法國銀行之心性傳統似與此等迅速之擴張相背。

巴黎欲與倫敦競爭點又爲長期債款市場。雖於若干限度下合作，但其合作之時多爲英國遷就法國參加發行，而非法國遷就英國。一九三〇年間幾乎每次請求法國參加發行國際債款，誤遭失敗。如孫保洛 (Gan Paul) 一案，法國於十一個鐘頭之後，始行拒絕。蓋法國銀行所堅持者爲債票須爲國際性質，能由此市場移轉於彼市場。每與法國要求參加時率有同樣要求。是信爲由法國當局授意如此。其他分子概不能承認此種辦法，以其勢將以此市場之勢力擾及其他市場。倫敦銀行界之所懼者，恐巴黎之債票可在倫敦賣出而無所差別，則能由巴黎突然注入倫敦。

對於其他國際債款，法國每先提出若干饒恕之處，不願參加。其所表顯者似非法國爲首領不熱心參加也。如關於南斯拉夫債款一事，以當時國際銀團係由英國銀行家作領首，乃拒絕參加，且向南斯拉夫政府提出方案以示競爭。

法國市場對於外債之發行多以威榮爲考慮。法國當局所自宣者，以爲他國之爲法國政治附和者，則不須於巴黎外，更向其他金融中心有所要求債款。然同時他國之舉外債者，又多不願向巴黎請求通融長期債款。以其惟政治爲考慮，而未嘗急切願意放款，而其他之有政治背境者亦復如此。

統計一九三〇年內，法國市場於長期債款並不特別活躍，而法國仍繼續向海外發行。惟此種發行之目的乃將舊債換新，實際上固無所變動。故巴黎仍爲借款中心，此實有損於其國際金融地位。法國當局因不願減少其海外流動存款，故每事所表現者爲不急於外投，俟於下章討論，此種流動存款，因爲活動性質，故所俱勢力較同量之長期債爲大。法國當局意欲宿此武器，以其存款爲活動性質，俾收效較大故也。法國之國外貿易又大足以助其政府之政策。法國佛郎因據低率平穩

之故，法國貿易因受刺激而憤，至今未已。數年來結果法國之貿易差常保大量盈餘。其海外存款不特不減，反年有增加之趨勢。

法國當局每於外債之發行，力持債票須爲國際性質。其意似爲同樣目的。可於頃刻間將長期之投資，立即重新變爲流動存款。於賠款債票之第一次發行，英法代表起衝突。法國爲賠款之主要債權，宜期其多銷行賠款債票者也。然而磋商結果，法國當局盡其力之所及以定巴黎所擔任之部分於最低額。同時復力持債票應爲國際性質，能由各種計算，能自由移轉於各市場間。然英方對此，則態度堅決。力謂據楊案所載賠款債票應依發行國之錢幣爲標準。恐於倫敦市場英增此種債票，遺英鎊平穩無形之憂。事後法國當局亦承認此點，而債票成不交換性質。

雖證券之能來往於數處金融市場者亦所需要，然數量過多，則足以危及國際幣制之安全。如吾人所可引證者一九二九年美國紐約交易所之投機高潮，歐洲資金西流購買美國股票，其所影響於歐洲之匯兌者甚劇。賠款債票倘爲國際性質，焉知其不能發生同樣現像。數年後之總發行額高不可知，則危險之程度又何能料及。其他市場應謹慎從事，以防此種債票之汜入衝來，此理所當

然。惟法國則迥異乎此，蓋法國民衆最不願購買德國證券。是以法國固不患乎此種債票之流入也。賠款債票第一次發行，多爲銀行及政府當局所擔任，至今保持。一時不顧市價轉注於其他市場之事實，極爲可能。如英國當局承認此種債票爲國際性質，實不啻無形中增加法國在倫敦之存款。此種存款增加，實爲法國所樂聞。然法國存款過大，爲危險之源。何時移動皆足以影響倫敦之不安。關於此層亦可謂法國存款在紐約無形增加。雖以美國藏金之豐，然存款過多，足以使受影響，故亦非紐約之福也。

以情形而論，紐約之與倫敦，以合作爲原則，而以競爭爲例外。巴黎之與倫敦以競爭爲原則，以合作爲例外。故法國所負於國際金融戰爭者重，應引起吾人特別急切注意。以下兩章詳論法國政策。尤注意其國外存款如何，其現金之輸入如何。

## 第九章 法國之海外存款

前兩章所論危害國幣幣制健全之原因有二：一爲華爾街之投機潮，一爲法國之海外存款。然前者爲暫時性質，而後者含有永久性。法國存款自一九二七年以後，在國際市場上已認爲重要。其重要之程度於最近之將來當無減低希望。故爲吾人所極欲考研之一端。此章所論爲存款之起源，其所發生之影響，以及其將來之減少與消滅爲如何。

世或謂法國存款，係在一九二六年至一九二八年中間外國一班投機家買佛郎，因是造成。於一九二六年第二期，佛郎價值由一鎊合二百五十佛郎，漲至一百二十四佛郎。故當時信爲續漲繼增，法國當局將恢復戰前之佛郎價值。投機爭相買進，結果佛郎之需要大，法國當局爲防止佛郎之再漲起見，只好買進外幣，以應此種需要，此種動作原所以集成大量之外匯準備金入於法國當局之手，可謂毫無疑義。法國佛郎雖實際穩定矣，然其距法律下之平定向有一年半之久。其所以然者



爲獎勵此種投機程序進行。蓋佛郎一日不經法律平定，則有繼漲之可能，外國投機家終有此種需要也。

雖投機一事有助於存款，然謂其因此造成，則言過其實。佛郎既經法律平定之後，固無任何漲價之希望，則此種存款將復撤回不應有此例外。蓋法國利率自一九二八年後不足以吸引外資。故謂一九二六年至一九二八年間投機所致之原因不過暫時性質。然佛郎既經平穩之後，並無大宗之款項提走，何也。所謂由於外國投機家造成者，不足信也。

倘國際投機對於法國存款果有一部分原因。乃在未平穩之前而不在平穩期中，時近一九二六年中季。佛郎似若隨馬克爲同一命運。於是各國市場皆投出，對佛郎之賣空幾到處皆然。國際投機家皆於一百七十五至二百五十佛郎合一鎊之價賣出，繼以佛郎價值猛漲。則只能於一百七十五至一百二十五合鎊價時買回。雖未能約計數額若干，投機家之賣出復買進者平均數若干，然此種數額確屬不少，其於法國存款增集之功不小。一九二六年以前國際投機家之爲害，今法國足以報之矣。除其勝利上之道德安慰外，其軋取佛郎賣空者得厚利，於實質上得有賠償。

然以上種種猶不能解釋法國之大量存款，其存款約在三萬萬鎊上下。其中大部分，係在佛郎膨脹期內，法國資本向外國逃奔，而造成大宗存款。如吾人以前所述，法國限制資本轉向外遷動失敗，未能阻資金之大量奔逃。此種款項雖存之於海外，而原主則爲法國人。既見佛郎之漲高，於是提回本國。此種情形有甚於外國投機家。如吾人所云外國投機家於匯兌平後，則將其資金取回消滅於無形，而法國資本則將其資金委之於本國，是永入於當局之手，造成海外存款。此種資金皆由若干個投資家轉入於銀行手，而法蘭西銀行，而國庫。此種資金原先多買成外國證券保存，俟後轉成流動存款，爲商業票據爲國庫票據，及定期存款等。

普通謂此種存款之造成，乃半由於當局精心籌畫之政策所致。雖其平定佛郎之功堪譽，然謂其能料及有數萬萬鎊之巨額，則不盡然。驟然間獲此巨額存款，良非當局所逆料。

所謂法國存款，應分清三種，法蘭西銀行存款中之國外存款，國庫存款，及各銀行存款。第一種最大且少變動。法蘭西銀行在倫敦之存款計有一萬萬鎊，紐約所存猶或過之。一九二八年法國國庫在倫敦存款甚巨，皆所以備償還戰債及政府對外債務之用。但其數額至一九三〇年劇減。存款之

爲法政償付債務之用者轉入於國際匯劃銀行。法國普通銀行之存款，變動甚大，無從估計。

如前章所述，持有此大宗存款所益於法蘭西者甚大。列舉其主要者如下：

(1) 使法國國際金融地位顯然有力，於匯兌平穩之後，使法國於國際金融界露頭角。

(2) 使法國佛郎之穩定恢復增加信心。自一九一九年至一九二六年所遭之經驗，國內國外對佛郎之殘災，在平常情形之下，恐非數十年中所能忘卻。今佛郎認爲最可靠之錢幣，此當謝法國大量海外存款之功。

(3) 恢復法國海外之金融威嚴。如借款者察之，則以法國持此大宗存款，立於貸款放債地位。

(4) 使法國當局，於金融及政治兩方皆增一種武器以對待他國。

雖爲利甚高而法國一班人皆願海外存款降低。伊輩以爲法國投資於外國至不需要。其理由如下：

(1) 近二年來短期投資利率減低。縱有時率高，法國當局亦不能全收利益，因非直接投與經紀人也。且自一九三〇年以來，利率大降，此種存款得利不過合每年百分之二。倘將此種存款投爲

長期債，則可年得百分之七。設此種流動存款爲數三萬萬鎊，則每年利息上損失一千五百萬鎊。

(2) 此種流動存款雖足以增巴黎之實力與威嚴，然同時反有助兩家之對敵。此種存款委之於英國、美國銀行之手，任其處置，則該二處轉以之借給他國，而取其利益。

(3) 此種存款之存在無益於法國貿易。如將此款借與他國，則可使之購買法國貨物，且可管轄外國之企業。

(4) 法國當局常保此大宗存款，則每對法國起誤會，發生不信任之心理。每當法英間匯兌佛郎優勝於英鎊，則或疑爲法當局暗中背後捉弄。雖法當局極力阻止國際金融市場之擾亂，然因其資本金之轉徙出於偶然，遂視爲國際擾亂之重要原因，乃紛紛議論。

因以上種種理由，故法國若干有勞力之團體力主以爲此種存款應早清理辦法。爲此種目的，一九三〇年法國條例，將戰後法國所發行之債票曾經政府擔保者一律償還。以該種債票利率在百分之六或七。今變爲內債則利率僅百分之四，所省甚巨。此宗款項於法國海外存款中，所佔之部分爲數甚高。

除此而外其餘額有兩種處理方法：一曰運金入口，二曰發行外國債票，引外國證券入法國市場，法國所採爲第一種辦法，吾人於下章述之。雖然吾人固不能想像法國非常之舉，將存款全額，盡以現金運法。但法國於最近之將來，所採第二種方法大概無大成分。雖於外國債票發行之障礙免除。但法國當行似不急於向海外放款，以減低其存款。此亦有一種利益處。設法國大規模向海外投款，則必大批的向倫敦紐約提款。英美兩國爲種種理由必不向法蘭西借債。借款者願出高利，並消費其一部借款於法國而後可。其結果必使借債國將英鎊美圓之存款提走，其擾亂市場之程度，無異法國直接自己提款。是以此大批存款必於數年中分期逐漸提取方可。

於此期內此宗存款於國際幣制之平穩仍帶有禍根。實爲一擾亂份子。每於匯兌變動難於解釋明白時，則謂由於法國存款之移動。其結果心理上之影響，大張其詞。

欲減消此種心理上之影響，最簡便方法爲英美二國向巴黎信用借款，存起以備萬一。以此種方法。則匯兌有非常之變，可以沖消。然爲威嚴計，倫敦紐約豈肯向巴黎借款耶？故此種解決方法不能實行。

## 第十章 法蘭西之運金入口

吾人由前數章所述種種，自一九二七年後，巴黎於國際金融市場中爲擾亂份子。此爲形勢使然，法國當局無可如何歟，抑出自精心造成之政策歟。此問題成爲爭辯焦點。

一九二八年六月以前，佛郎未經法律規定，外國投機家收買佛郎，冀其漲價，故佛郎購者甚衆。一九二七年五月及六月間，法國當局自倫敦提取現金，謂將使倫敦金融市場緊急，以截佛郎之收買。收買佛郎一事極使法當局煩心。但其說不足信，蓋一國不應直接用直接方法以干犯他國金融市場。法蘭西銀行爲截止資金之流出計，未嘗不可自減銀行率（Bank Rate 乃中央銀行之貼現率。）而乃計不出此，反以此種政策使他國金融市場緊急，何也。英國報紙批評此舉是矣。

當時法國內閣總理兼財政總長普恩嘉賚氏（M. Poincaré）之言實爲法蘭西銀行之政策，謂英國既恢復金本位矣，固足以當之。然他方英國當之反辯則謂金之自由市場，雖經重建，實僅足

供通常商業之需要，不能任各國當局之急於增加金準備。然當時法國鑑於時勢之需要，政策猶屬和緩。使其以全力提取現金則造成之形勢更嚴重，危及國際幣制之健全。故爲法國自身計，亦應稍留餘地。其與美國協約不再採提取現金政策，亦足稱述。

自一九二八年法國佛郎經法律規定後，對外匯兌，英鎊、美圓及荷蘭幣皆須加價，其結果使匯兌業者大量自倫敦、紐約及荷蘭京城運金赴巴黎。法國金準備增至四萬二千萬鎊，殊屬驚人。美國合計爲八萬萬鎊，而英國僅一萬五千鎊耳。吾人今進而考法國當局之精心政策所以增其金準備及對於現金進口如何。茲總述各方意見之概略如下：

(1) 謂法國當局時時以勢力施於匯兌，使現金輸入，其動作以政治爲考慮，此一說也。

(2) 法國當局意欲借現金之輸入使巴黎爲國際金融重要中心。

(3) 法國當局雖未曾切實着手獎勵現金入口，但亦未盡力截止此種動作。

(4) 法國當局於現金之輸入，實無能爲力，且方以此煩心。

信第一說者謂法蘭西之運金入口乃法國當局之政策，借以達其政治目的。是說根據於事實。

每當英國當局不睦時，則英法匯兌不利於英，而現金運法。如第一次一九二九年六月工黨於大選獲勝，財政總長斯諾登（Mr. Snowden）抗法之際，即為法國攜款運金出口之時。繼而一九二九年八月第一次海牙會議，英法代表衝突，現金之提出益重。斯氏在會議中，謂法代表沙龍氏（M. Chéron）所云為無意識，使英格蘭銀行犧牲百萬鎊，其次英法衝突為一九三〇年六月關於賠款債票之發行，法國主張國際性質，英因其俱危險而反對之，吾人已於前文詳述之矣。法國當怨恨英當局堅持賠款債在倫敦發行者由英國庫保存。故數星期內，法國提款運出大量現金，其額數與債票數略等。且法時報（Temps）登載讓奈（M. Frederio Jenny）自鳴得意曰：無論如何，現金已經提出，堅持保留賠款債票之發行，何益乎。

或謂不盡然者，每有事不協和，則市場嘗預計當局之所為，法國匯價之昂，並非出於實際之干涉。然無論如何，英國當局固未嘗困於此種政治壓迫。如情形至惡，可借援於美。除萬分緊急，英自不輕借外援。但如二者之間任其選擇，自應避重就輕。英已恢復金本位五年矣，倘再惟紐約是賴，則有損於倫敦威名。然為避免現金之損失起見，亦未似非計之得。



第二說謂法國當局雖使佛郎堅挺，致爲現金輸入之原因，然未嘗以政治爲考慮。法國於戰前即保持大量之金貨，此世所知者。於錢幣膨脹，外匯遽變之後，舊章老策一復往昔，固自然之結果。此恢復佛郎對內對外之信用計，自需大量之現金。縱保持外國匯兌準備，其足以保護佛郎之平穩者與現金無異，然心理上之關係，終不若現金可靠。

夫紐約既以大量之金準備而助長其國際金融之重要，法國欲達此目的，則似亦應爾，此法國之觀點如此。惟美國之集金爲大戰中及戰後諸種情形所演成之自然結果。而今日法國之輸入現金由於人工獎激。此其異也。

就吾人第一章導言中所論，國際金融之重要與否，固不能純按金準備數額之多少，金準備豐厚則信用卓著，其市場不受暫時短期影響。然爲長久計，該中心之能施展爲世界銀行家，則猶不在斯。以金準備之大小爲國際金融之逐鹿所在，噫亦誤矣。

第三說，謂匯價高漲，現金流入，雖非法國當局之本身所爲，然固未嘗加以阻止。此說與以前二說亦僅程度上之不同。實際上獎金入口，與不加阻止，皆出當局之取捨，其間所差，不過五十步與百

步之分耳。

世人既以法國現金之輸入，歸罪於法國當局之政策。法國當局亦自辯曰：法國市場組織之不充分，法蘭西銀行章程爲剛性難於變更，法當局雖焦慮欲救此種禍患，奈力有未能。夫法蘭西銀行章程，非由立法制訂者乎，如法當局果認現金輸入爲不安，則何以未能改正立法，以中止佛郎之高昂耶？所謂技術上之障礙，難於勝過者，未足以服高明者也。

法國海外存款之增加，乃由於法蘭西銀行逾量收買外匯之結果，實非必要，可反對處在此。實際上乃在若干團體贊助運金入口，以減少國外存款。夫今日所患者爲法國海外存款之可提取現金也。着實提取現金，更何別於現金提取之可能性耶？如此說不足信，苟如法國將現款由紐約轉移於倫敦，法國存款額無增減，然亦足以制止倫敦現金之提出。

按第四說乃出之法國當局之口，謂現金流入於法境一事，有害於法，而法國正莫能或止者。當局者曾竭力勸獎人民向海外投資。然國民之不願接收外國債票如故。法蘭西銀行之行動不自由，其立法上之限制，肇之於拿破侖一世。業務非若章程明定一律禁止。依同樣說法，法國金融市場之

便利不足以應求，此爲現金提入之一原因。巴黎無保持準備金爲活動性之投資，缺乏此種便利，故法國各銀行將其準備金一部存之於倫敦及其他各處。每有需要，如月底結帳及特殊形情之類，則必向海外提取存款。其結果，佛郎高價，而現金向巴黎流入。此說相視之似乎成理；細考之，則爲片面理由。未足以解現金之單向巴黎一方流動。如其說果信，則月終結帳之後，資金當復向倫敦流回，如此則佛郎趨於跌價。然情形何只一方面耶？至於因解國際匯劃銀行股本，而向倫敦提款，此種情形一去不回，固無疑義。

法國現金入口，由經濟上着眼，則無益於法。久而久之，長久期間法國物平價 (Price level) 必與世界物平價相均，推其極，則膨脹發生而投機盛行。卽爲法國計，亦應阻止現金入口，以資防範，方爲正當。

由國際觀點着眼，法國保持現金之害，顯而易見。世界物平價自一九二九年至一九三〇年而下降，其原因大半由於法國現金之流入，此所以造成舉世貿易之衰頹。世之著名經濟學論之者夥矣。世界物價降落現象，雖片面責成法國之輸入現金，言或稍過。然法國由他國提取現金實爲重要

原因，應對於國際經濟恐慌負大部責任，則法國無所辭其咎。法當局保持法郎堅挺，常有現金提入，有損於國際幣制之平穩，恢復原狀之效，益趨於遲緩。

自英國方面觀察，法國之保藏現金尤爲不利。蓋如此，則英倫嘗感此種擔負，二三年來英鎊對佛郎之匯價，常出於貼水狀態。然時猶不離現金輸出點。自一九三〇年六月以降，遠居平常現金輸出點以下。其特別情形有足詳述者。

一九三〇年六月初英格蘭決議對於純金條之付出停止。自此以後只付出標準金條（標準金成色爲916%），即當年鑄幣用之成色也。譯者按：此種決議所持之理由，厥爲純金條告盡。他方面法蘭西銀行之接收金條，其成色在900以下者則拒絕。其結果爲欲回英格蘭銀行提取現金，將運往法蘭西銀行，必須先經爐房溶鑄。用費增加而時日遲緩。因是現金之輸出點（英鎊對佛郎）自123.89 佛郎合一鎊，向下低降。其降低之數額按照溶化費計算。溶化費時常更改，於是新金點亦隨時變化。

更有進者，即此種新生之金點（亦可稱之謂相對關係金點）每日只限於三十萬至三十五

萬鎊以內。蓋合倫敦與巴黎之爐房所能溶化力量不過如此。如某日需要佛郎超乎三十五萬鎊以外，則英鎊對佛郎之匯價大跌。如此推論則似謂兩處無現金點之存在矣，一旦需要佛郎重且急，則英鎊對法之匯價將跌落於無窮矣。

然而以此遂謂英鎊信用之頗危險者誤矣。事實上英法間之現金點，於限額以外，特有三角匯兌作用，固非完全現金點也。例如德意志銀行一方接收標準金，一方對付出純金。如英對法之匯價過於低落，則可以擔任運輸費將現金運往柏林，然後再運到巴黎。此種繞道柏林辦法，合出匯價爲123.45佛郎合一鎊。自然此種辦法如大量施行，則足以使德意志之純金告盡。迫不得已，德意志銀行或停止接收標準金，或不再付出純金條。瑞士、荷蘭及比利士三國之中央銀行，事實上已恐其純金條之告盡也，乃採第一種方法。拒絕接收標準金。倘德意志銀行亦照樣辦理，則照理論只能運標準金赴紐約，然後運純金至巴黎。此種運用不特視爲嚴重，實太悖謬。雖然事實上英鎊不能跌落逾度，因此種辦法，可以無限實用。英鎊有絕對之現金點也。自六月六日以後，隱然有英鎊跌落之可能。此種情勢出乎尋常，結果使南非運到倫敦之純金條加水，其程度視對法匯兌以爲漲落。對法

匯兌又視溶化手續費爲轉移。溶化費自每盎斯金收費一便士半降至於四分之三便士。以後漲至一便士又四分之三。漸而繼續下降。佛郎既有急需，則對巴黎匯兌常趨於相對關係現金輸出點。所謂相對關係現金輸出點者可依溶化費而定。因只有一家爐房能大批溶金，於是英鎊與佛郎匯兌率以及純金價值，俱由此決定。佛郎之需要有鬆有緩，則溶化費不得不與匯兌率相適當，使匯兌商可運送現金。

他國照法國辦法，拒絕接收標準金條者，其匯兌率之變動亦與對法匯兌如出一轍。其中尤以比利時瑞士爲尤甚。其他方面，如美國、德國及瑞典仍照常接收標準金者，其與英鎊之匯兌關係較爲平穩。吾人進而考慮，因資金向巴黎流動，致使佛郎漲價。因此對德國、馬克、美國、金圓、荷蘭、格爾德諸幣有需要矣。然所費解者對諸國之匯兌不逆，何耶？倘不能得較好之答案，則此種現象，將推諸心理作用。即錢幣之以標準金爲底者爲一組，用純金者爲一組。純金優於標準金。

不幸而法蘭西之態度，堅持金色非 *gold* 不可，而英格蘭銀行之純金告盡，決議只付出標準金，遂使國際金勢益形複雜，更感困難。現金之輸入時，其中包括有金鎊幣。其戰後之標準金條多由

金鎊溶化而成。該種金鎊係自市面流通提出。同時會有大部純金運往美國。在一九三〇年五月三十一日以前十二個月中，英格蘭銀行賣出純金條，計有六千三百六十一萬五千鎊。而買進紙金僅一千八百三十三萬四千鎊。其他輸入現金多包括金鎊幣。此處須特別注意者，爲一九二五年之金本位條例，明白規定英格蘭銀行之責任，只限於付出標準金，如一八七〇年鑄幣例所規定者。是以英格蘭銀行固無交付純金之義務。更勿須將標準金條溶化成純金以擔負費用也。惟有匯兌商思欲運金出口，有利可圖時，乃擔任各種溶煉費耳。如長此以往，則凡金條在成色 599. 以下，皆漸溶煉矣。其中所包括者，不只標準金條，且有原來溶化之金佛郎、美金圓，其成色僅九成耳。此種行程似爲一長短性，其用費甚大。於建立國際匯劃銀行時，爲現金移動之不經濟，乃建議各中央銀行彼此記存現金辦法，以造成現金清算制度。此種辦法無他，惟能免除溶金費用，乃自然之邏輯推論，必使天下之金成色爲 599. 是多加費用也。其退化程度亦不過於崇拜金子者之徒，日見增加耳。

此種情形存在一日，亦不過使外匯市場中之現金點益形不穩，大足以損及匯兌之平。因此金條成色在 599. 以下者將被擯斥，每遇緊急之時，因用純金爲基礎之各國，因其不樂接收故不能

立即賣出。此種對於金色不純之歧視態度，對中央銀行，感覺不便者最多。因其庫存該種金條甚多故也。其於國際金融市場及世界貿易均感不便，因於匯兌變化難推算其限度如何也。法蘭西既拒絕接收次色之金條，倘短期間英鎊因此發生折扣，則法國之有英鎊存款者欲提存款亦同感不便。夫誰得謂擔保鈔票流通之力，低金能勝於標準金耶？標準金之成色爲 919‰，而法國當年之鑄幣固僅九成耳。由造幣方面言之，固定成色必爲 900‰，是無益也。法國當局使其外交代表宣稱，拒絕標準金乃爲造幣廠規定，必須如此云云。然其言不足徵也。此種規定不難變更，而此種解釋變更尤易。純金所佔之位置較標準金爲小，然以法蘭西銀行之金庫新建，其面積足以容納純金十億鎊。以標準金計亦能容納九萬一千六百六十萬六千六百六十六鎊。其面積足以供若干年而有餘，又何須如此過慮哉！

此種奇異形勢，解決之權固操之於法當局，此爲常識所易知。既無益於法蘭西銀行，及一班人民對此不正當之限制，實無堅持之理由。如不能於專門某點作一諒解，則何合作之足云。法國當局堅持此種態度，備召抨擊。其政策自易解釋爲有意破壞手段，以搗英鎊信用。然而不爲斯極端之說，



法國當局之不接收標準金，復不得有力之理由，此固無疑義也。

人有以爲法蘭西銀行拒絕標準金，將有益於英格蘭銀行，或以法蘭西銀行將以此策制止現金入口。此說誤矣。事實上法國之運金入口者，不取小數目，而每次爲三十萬鎊。縱使法蘭西銀行接收標準金時，則英格蘭銀行於金貨之損失，亦正相等，且每因現金提出之結果，倫敦之貼現率增高，期以制止輸出者也。而提運現金爲慢性，則不至使貼現市場感覺，能延長時間不使感動。是以在長時間內，今日非常制度較平常制度之提取現金尤劇。

卽吾人置獎勵金進口一層，爲非法國當局之故意行爲，然尤不能宣告法當局無罪。蓋既不能阻止現金移動，何必多此一舉耶？或謂，希望於法國當局如此助英格蘭銀行者未免太奢，法國當年困難並未嘗受英國之接濟也。雖然此說不足服人，吾人於前數章已詳言之矣。一九二四年至一則九二六年期間情勢視爲不必需。卽就法國眼光觀之，預算尙未平衡，何須急急平定佛郎。然在今日不然，保藏現金應立休止，其利益各國相關，卽法蘭西亦在內。縱如此有益於倫敦，所希望法當局之阻止現金流入，固至當也。

## 第十一章 國際匯劃銀行

籌備建設國際匯劃銀行，又爲英法當局，因金融爭霸而再衝突。夫建設國際匯劃銀行原所以助長各國之合作。結果如此，寧非怪狀。原議出自英國，所希望於國際銀行者，將以此種基礎，使各國更易於合作，盡力維持國際幣制平穩，及物價平穩。然而各簽如約，誰知法國竟認此爲爭霸工具，可作法國先爲歐洲約，繼而爲世界金融約。

以此之故，最初法蘭西竭力反對國際銀行設於倫敦，固無論倫敦如何適宜，法國不顧也。倫敦一市，爲該銀行活動上，最適宜之地點，條陳如下：

(1) 倫敦仍爲當今世界最重要之銀行中心。其銀行之組織固非他市所可比倫。其所經手之國際業務皆國際銀行之所須爲者。依此立論其他中心莫可與比。吾人於前數章所述巴黎紐約各有缺陷，阿姆斯特丹得有國際銀行業之組織，俱有雛形，其資金與活動力尙未足以語倫敦。柏林較

有國際事業，布魯塞爾亦復如此。而米蘭（Milan）及任何之意大利中心，皆不值一顧。瑞士亦曾經營國際業務大部，然分佈於沮利克（Basle）、日內瓦及百倫（Bern）。四處。

（2）倫敦之外國匯兌市場其經營於外匯事業，較任何中心為適宜。該種事業亦國際銀行所應着手者。吾人於第四章所述賣買美國金圓以倫敦市場為最易最好。其他各國錢幣亦復如此。倫敦所立之地位幾於拉丁美洲及遠東匯兌成獨佔性，而於大英帝國下各殖民地匯兌之獨佔尤屬切實。固不論國際銀行向何方設立，然此種事業須轉經倫敦，如此何若簡捷了當，即將國際銀行設於倫敦也。

（3）倫敦得有金子市場，常得金子供給以為中央銀行金準備之用。當今立論，雖其金貨於法定之外，其富餘不廣，不如紐約巴黎，然此不過暫時短期事耳。國際銀行之設立，將以為永久機關，固不能只計數年數十年，應為長期打算。苟長期間推論則英格蘭銀行必能一如他國銀行無疑，所謂出其金貨而於市場不妨也。固不論國際銀行將在何市設立，然金貨仍照常運來倫敦。以政治上商業上及金融上與倫敦所發生關係密切，運輸上之便利，南非之新金出產，仍先到倫敦市場。

自大戰以後英格蘭銀行金貨之流出得一大經驗，然以他中央銀行存有大量之金者，吾恐其對金貨之去捨不能若斯其自由也。

(4) 倫敦之票據市場勝過一切，此舉世所習知，故無庸置辯。實爲世界最優之票據市場。吾人於前數章所述，巴黎紐約皆次於倫敦，其市場似永不能與倫敦平立者。阿姆斯特丹在歐洲大陸中爲最良之票據市場，其週轉數是不能與倫敦比。其他如瑞士，其國家銀行對於國外貿易之票據採分別辦法，致使票據市場之發達，爲不可能矣。

(5) 或謂倫敦地位不若大陸中心如瑞士者，對於大陸各國較爲便利。但以歐洲對其他各洲而論，如對於美國則特別適宜。倘以國際銀行業只限於歐洲者誤矣。縱謂該行主要目的以歐洲利益爲先，然後及於美國日本，然而原計固將使之發達成爲世界銀行也。倫敦爲世界之清算所，其地理上形勢至佳，歐洲各中心及紐約固非其儔。東西兩半球之郵政路線以及無線電等皆經過倫敦，其他中心不如也。

且以道義而論，亦應請國際銀行總行設於倫敦。倫敦爲世界金融中心數世矣。其地位，其優先

權，其肩任，其個人財產，皆足爲正當之請求。設國際銀行於其他中心則足以弱倫敦之勢力。然設立國際銀行於倫敦未嘗弱其他中心。蓋原未得者不能謂之損失也。是以他中心因設立該行之所得適乃奪自倫敦。該行設立於倫敦於英無他特別關係，反乎其原意。英之得爲國際中心，固有其原因，實無理由使其較他國更犧牲也。如該行設立於倫敦，不過使各種事務確立。今已設立於瑞士，是不啻對該國之一種贈品，然瑞士之得此種禮物，較他國無強勝之理由。

楊格委員會 (The Young Committee) 專家對於該行之地址問題未能協同，於是委之於來日；此事第一次討論於海牙會議，仍未得結果。蓋斯時斯諾登及英國當局皆未重視該行地址之真正特質，未嘗力謀其設立於倫敦，使其當年能得各有力國之協力同意，則未必不能設立於倫敦，此英論之引爲追悔者也。該行之組織委員會於一九二九年十月至十一月會議於巴登巴登 (Baden-Baden) 決議擇定巴塞爾爲該行地址。英國之請該行設立於倫敦爲時已遲，復經法國代表竭力反對。當時以爲法國不同意於倫敦地址縱將楊格及銀行計畫完全推翻不顧也。該行設立於巴爾塞爲次優解決辦法。然倫敦之請未能置議於最先，殊屬可惜。雖今日因該行設立於其他中

心，倫敦所損失之事業不甚顯明。然此爲永久性，國際銀行之發展固未可料，數年後法當局採妬嫉政策，使之進於重要，則倫敦市場所損失必益劇。

國際銀行之設於巴塞爾也，使倫敦之金融爭霸爲之一挫。法國當局乘得勝之餘，力申張其地位，進而管理該行。按楊格計劃所定，法國當可派兩位理事，而英國當局委派兩位理事。且法國得總經理地位。然此種地位之重要不能太甚。理事會每年十次會議，是兩會議之時間相距不過四星期。因章程粗草，故管理上大有活動之自由。此種委任總經理，不利於德國。德國察覺後，堅持以中立國當選此席。然此種反對潮流終於置諸一旁。而英國亦未得此地位。是未嘗不可堅持英國佔此席，以補償銀行未設倫敦一事。然而此種機會可復措遇，英當局竟以由英人克幾位次等角色而滿意矣。

棋局中之又一把戲，爲理事會暫限於歐洲。而將大英帝國下之各殖民地及拉丁美洲各邦除外。此數邦者皆多傾英而背法。且將該行造成爲歐洲銀行而非世界國際銀行。此種理想亦正與白里安之歐聯計劃適相吻合。法國亦頗自深知，其立於歐洲聯合之上，較立於世界聯合爲優。然而此與計劃之原意違背矣。卽以分佈危險而論，銀行之活動應遠達乎世界，至爲重要。

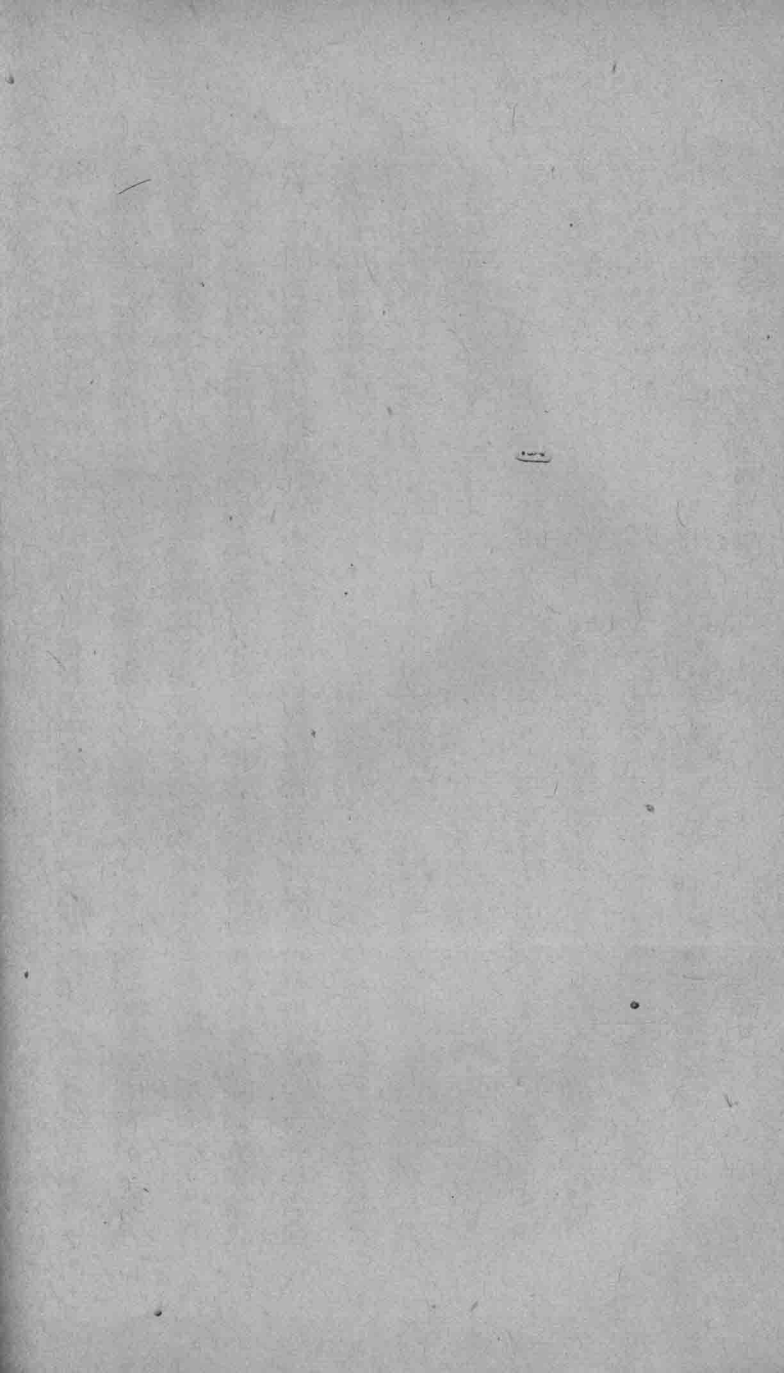
法國更試圖一計劃冀博勝利。於組織委員會集會之際，法國代表建議一種國際記帳單位，稱之爲「格蘭蒙」(Grammor)適等紙金一格蘭姆。法代表當時未提議發行格蘭蒙通幣。以其事實上楊格計劃不合，該計劃固曾表示國際銀行不爲發鈔銀行也。其所提議之「格拉蒙」乃一種記帳單位，適用於該銀行各種帳。據其建議書所呈，各中央銀行須依格蘭蒙帳存之於國際銀行，而國際間之清算事項，亦以格蘭蒙單位表示。

此種辦法不過銀行記帳益形糾紛。因各項皆須變成「格蘭蒙」也。其他同樣可明白反對之理由尙多。難得若何利益以補償此種糾紛。然而此種計劃包有法國增進國際金融地位之先聲。籌劃精巧，此爲第一着。蓋國際銀行如採用該種單位後，則法國當局將從而改正其幣制單位爲「格蘭蒙」。此說也雖無正式報告，然極富可能性。當今之法國錢幣單位無歷史上牢不可破之舊傳，不與他國發生聯帶關係，拉丁幣制同盟已矣，不可復建。如法國改行此種單位極爲簡易，頗可引起他國從而仿行，以其同時爲國際銀行之單位也。或更可使歐洲及歐洲以外各國同採「格蘭蒙」矣。於是將與法國錢幣連成一氣，強而有力。然其他方面英國因難棄其英鎊，美國亦不能捨其金圓，以

從『格蘭蒙』此毫無疑問。此時世界幣制將成若干團體，其大者爲法國等之採格蘭蒙諸邦爲一團。英國因與其殖民地成一團，美國合其勢力所及之各國爲一小團。法國立於同採格蘭蒙各國中優越支配。其經濟及政治地位較優，而英美則遜乎其後矣。

是以法國之提案於巴登（Baden Conference）會議上未得接收者無足怪也。曾遭大多數代表一致反對，爲之否決。雖然此固不能謂法國當局將從此投棄其得意計劃。似於日後再作同方向之冀圖，此遲早事耳。





## 下卷 倫敦恐慌之由來

### 第十二章 金本位之停止

事出預料，英國於一九三一年九月二十一日放棄金本位矣。事實上倫敦因鑒於外國存戶之羣起提款，乃停止其國際放款之活動。既停止金本位之後，則一時對於領導國際金融自決然放棄。本章（下卷）雖不欲延長篇幅，盡量加以描寫，然倫敦為國際銀行中心，於數之內，變化殊甚，舉足有所輕重，故不得不略述其停止金本位之前因後果。

論者多謂英之停止金本位，豈足以證明倫敦金融基礎之薄弱乎！然而一九三一年九月之崩毀，乃由於橫逆頻仍所致，試觀金融中心之能當此風波而無虞者無幾也。雖然英國固亦有其本身之過失。夫倫敦既為外國存款中心，提運出口，亦指顧間事耳。英當局所存現金準備過低，自信過深，

以爲英鎊威信，能擔當任何情勢，未嘗洞鑒法國之集金政策，足以影響於英鎊之命運，獨自知一九二九年至一九三〇年期內，因法國提取存款，英鎊匯價常降至現金輸送點以下，現金大量輸出輸進。吾人於本書第十章曾述及一九三〇年末及一九三一年初，英鎊之對外匯兌益降，常至現金輸送點以下，當時情形，一如一九三一年七月間倫敦受大陸波及之外來影響。其所力謀敵抗者正同。

英鎊之平穩命運，可謂操之於法國當局。已深入人心，如以前各章所述，歷來經驗每因倫敦與巴黎之形勢緊張，則英鎊之匯價跌而現金運送出口。一九三一年六月於奧國信用銀行 (Credit state) 倒閉之後，因而英法當局之關係緊張。世之人惟恐事再發現，於是外國乃爭提英鎊存款矣。

辯者或謂英國之幣制恐慌，由於其自身問題。其一爲英對德放款超出限度，其二爲倫敦之外籍存款屬於短期，不應對外作長期放款。其三未能於事前因時制宜，提高銀行率（英格蘭銀行之貼現率）以衛護英鎊防範跌落。諸如此類，屢見不鮮。吾人乃就此四點，加以討論，判其當否。

其一，爲英對德之短期借款數額曾至六千萬鎊。英對外國放款總額不過兩萬萬與兩萬五千萬之間（按照馬克米蘭報告書 (Macmillan Report) 所估計僅一萬五千七百萬鎊。但未將

他種一切放款包括在內)是以對德放款所佔過鉅，倫敦之此種放款何異於置卵於一危巢乎。惟吾人平心而論，此種過失之程度，尙未足成爲停止金本位之主要原因，蓋對德放款之國家衆矣，不只英國。如美國及瑞士各銀行之對德放款，數額均較英國銀行猶鉅，法國當時尙非一九二九年因政爭而索回，則其對德放款，固與英國相若也。六千萬鎊數額雖堪注意，但在英國各銀行資產及英國對外投資總額中並不顯著。倘大多數之海外投資停滯，則此六千萬所影響於倫敦之地位至有限也。一九三一年所遭之風波，爲以前所未有，此款所影響於當時，亦爲逆料所不及。

③ 其二，謂倫敦吸收外籍之短期存款，而再按長期放出一層，可謂毫無根據。誠然據馬克米蘭報告書稱倫敦對外之短期負債超過其短期資產。然不能因此卽謂其作長期放款也。倫敦各銀行於長期放款一層較任何國家爲嚴格。此爲稍明銀行實際情形者類皆知之。倫敦吸來之外國存款或轉放與本國主顧，事誠有之。然此種放款並不呆滯。倫敦各銀行固能應付外籍存款之提取而不感困難，倘倫敦銀行將不克應付提款，必與奧國信用銀行及德國諸銀行遭逢同樣命運。財務公司時或不免於告借求助，而倫敦各大銀行及大多數之財務公司，均能憑本行力量，付還外籍存款，數月

以來，此實宣傳作用。美國紐約各銀行所以利用外籍存款，轉而放給德國者，又何獨不然。

其三，謂倫敦之國際金融中心地位，於一九三一年夏所以遭危運者，由於英國之工資過高。工資高，則成本貴，不利於對外之輸出。工資過高之不利於英，誠無疑義。而其影響所及，不過直接先影響於貿易差，然後影響於英鎊之穩定。按一九三一年之貿易差，雖為逆性而程度所增不劇。似未足為金本位之致命傷。斷定為幣制恐慌之主要原因。蓋世界物價均趨於跌落，遂使英國貨物之成本益顯昂貴耳。以英國獲得大量之國外準備，數月緊張，猶能支持，不意事變突來，外國投資不能周轉，凡事如此難為預料。

其四，謂英國未能提高其貼現率至適當程度。國內及海外輿論均對此抨擊。夫所謂銀行中心提高銀行率，以防禦逆勢者，要不外以高利引誘外籍存款者，使有所貪戀不肯提運。然此種方法對於平常情形之施用，又須經過相當期間而後可。於一九三一年事變直不適用。倫敦所以高利吸誘外籍存款不提運者，必須存款人相信而後可。倘存款者已覺其存款之危險，雖誘之以高利不顧也。今設有一銀行焉，忽遭擠提風潮，於是立時將存息提高，殊不知所提利率愈高，而存戶之信任心愈

減結果於風潮無補。一家銀行之於社會也如斯，一銀行中心亦何獨不然。論者更謂提高銀行率之效，所助於外國匯兌者尤不只此。且又可以影響物價，有益於國際貿易差。然以一九三一年之事變倉猝，銀行率之效，何能立刻對於物價發生影響，更何能隨時改正貿易差額，欲以貿易差補救資本之奔逃者誤矣。蓋統計數月期內外籍存款之提運出口者以兩萬萬鎊計。是以於風雲險惡中，能出超徒增數倍，方能補償所失。焉能一時奏效。況當恐慌緊急時際，提高銀行率過甚，足以陷國內事業於危境，人心滔滔，禍殆甚焉。

夫一九三一年恐慌嚴重性既若是之鉅，任何金融中心，均難以常策處非常之變，所謂非常手段恐係夢想，不生實效。（若據一九三一年之經驗，即武斷謂倫敦銀行中心之無效力者殊非確論。）從此以後銀行中心皆莫敢自信其貨幣之健全穩定矣。然而徒存大量之活動準備，所以表示拘謹，不足以語國際銀行中心。夫銀行事業乃吸收存款，先聚後散，並非一味埋藏金銀者流。設有國焉，其銀行中心，一意惟保衛幣制平穩是求。將其資產各項聚為十成清償性質。殊不知如斯辦理銀行中心之作用，早已停止矣。蓋銀行業本含有幾分危險性質。設倫敦於外籍存款不復借出，只以金條及

匯票庫存，其能應付一九三一年之危局，固無問題。然此種態度豈銀行中心所應取。惟倫敦因負世界銀行中心之使命，遂陷於一九三一年之危途。以其領導國際金融中心，故付以重大貸價。倘據一九三一年之經驗，卽武斷倫敦金融中心之無效力者，噫！已誤矣。

倫敦與恐慌之事實  
國基

### 第十三章 倫敦與恐慌

雖然英國停止之金本位實與倫敦之銀行中心地位一打擊。考之往史英鎊一向穩定，惟拿破崙戰役及歐洲大戰曾有短期跌價，除此以外，二百年來均以平穩著稱，今不幸遭此慘變，一九三一年九月當時景況，似乎於數十年內，倫敦之領袖地位有危害之可能。吾人於第二章推論國際金融中心之主要條件，曾以貨幣安定為條件之一。蓋某中心之貨幣不安定，則存款借款兩方均抱有風險。倘國際貿易以該種貨幣計價，直成投機賭博性資。雖匯兌上有期貨交易，得避免風險，但期貨交易至久不過三越月，未能作長期之保障。

況兩年以來，風雲險惡，投機潮裏，諸事穩堅，世界同情，銀行家更不敢圖利冒險。夫期貨買賣之動機，由於人心投機。無投機者參與買賣，何能望期匯市場之活動，是需要期匯正殷之際，反為期匯市場消沈之時，蓋當初金本位突然停止，期匯市場已不復存矣。



當時鎊價既上下不定，外籍存戶競來提取英鎊，同時外國英鎊欠款，亦力謀早日歸還，還款與提款正好互相抵消，頗足以減殺現款外流之勢力。由倫敦銀行中心地位觀之，其補救非淺，然從此銀行之優等票據，數量頓減，貼現市場中之票據，所餘者惟國庫票據一種及少數外國停滯票據而已。

英國停止金本位於倫敦地位所發生之影響，道德方面遠勝於物質。雖英鎊離平價跌落，非第一次，而貨幣之跌價者，亦不只英鎊。然以前皆受戰爭影響，今乃發生於澄平之世。舉世瞻望之英鎊，忽而跌價，此誠歷來所罕見。以英鎊之一向之威信隆重，故失望亦特深。各國之中央銀行及商業銀行等等大半皆在倫敦存款，鎊價一跌，損失奇重，初則表示失望，繼將不復信賴，經驗所得固應有之反響也。

大陸輿論爲之譁然，大不以英國停止金本位爲然。以感情作用發出種種之攻擊論調，理論家未諳實際情形，羣然和之，不知當時種種情勢嚴重，勢非停止金本位不可。巴黎方面復揚言曰：英國負有保持金本位之義務，倘一時不能防止外資之流出，則何若仿德國成例，一律宣佈債務之停付。

耶。倘使英國不停止金本位，而果宣佈停付政策，顯然與法國政治金融以莫大利益。蓋法國銀行存英各款雖一時不能動用，而仍無所損，開始支付不過時間問題耳。英鎊之穩定與否全操諸法國掌握，法又借此以支配英國之外交政策，更可阻止英國對法國貨物不能加稅，爲法國計，可謂得矣。然爲英國計，宣佈債務停付至屬不當，實無須乎如此。不如決然停止金本位較爲得計也。論者指德國爲例，殊不知德國當時不採停付手段，乃因德國各銀行不能擔擋外籍提款，故毅然宣佈停付，其勢不得不爾。迺英之情形迥異，除一、二家外，各銀行均能應付外籍提款，無庸官方協助。事不必需，何須出此下策哉？就停止金本位與宣佈債務停付兩事相提並論，其滅殺倫敦之威信雖同，但權其輕重。後者殆尤甚焉。況宣佈停付，鎊價仍照平價計算，鎊價不減，英商出口仍不能佔優勢，入超激增仍無已時，終也必強迫英國當局停止金本位，不幸而宣佈債務停付之後，或更加以政治條件，向法國借款，免強維持金本位，然債務停付涉及猶廣，全國銀行之信用，將爲之掃地無餘，爲害之烈，較幣制不穩，殆有甚焉。蓋英國銀行與幣制，均不能取信於世界，斯真斷送倫敦於窮途，成萬劫不復境矣。因貿易入超，而向海外投資之財源竭蹶，外籍資本亦相繼提走。故曰縱宣佈債務停付，不特不足以保障

英鎊之穩定，反而使鎊價虛懸矣。爲倫敦計不難以低度平價維持平價，漸進而恢復其優勢。

英國停止金本位之後，倫敦尤曾參與國際銀行之活動。三月間雖有匯兌禁制條件之頒佈，而倫敦之外匯市場仍有所活動。如黃金市場仍保持常態。大部現金自印度運到，活躍激增。印度及南非之現金，固亦運往巴黎及阿姆斯特丹等處，但大宗數目仍來倫敦求售，銀市場雖一時不免稍挫，然以金本位停止之後，銀價突漲，倫敦之金銀經紀，及遠東各銀行曾大肆活動。

倫敦銀行中心能抵抗恐慌最力者莫若其貼現市場。雖銀行承兌之票據數量減少，而票據固照常買賣也。以市場技術組織而論，世無其儔。故仍得以善價出行市，雖市場須以高率吸收呆滯性票據，然倫敦之工作順利，固自能表顯於一班。票據在銀行率以下，無不得主而售。國庫票據 (Treasury Bill) 更無影響，雖戰後之數量有增，然未嘗有劇烈變化也。

除以上所述種種外，英國銀行制度之完善，至堪稱譽。恐慌之來，訖不爲動。觀夫三年間（一九三〇——一九三二）法國銀行之倒閉者以十計，美國銀行之倒閉者百無其一。或有時不免求他銀行救濟，然此種救濟，不出於英國當局，而由於銀行界之共同合作。銀行公司 (Banking House)

於恐慌之際，求助於其素有往來之清算銀行（Their own Clearing Banks）英國除英格蘭銀行外有清算銀行十家，五大銀行在內，鮮有直接向英格蘭銀行請求扶助者。是以遇有恐慌即能救濟，不至擴大，此殆英國銀行制度之所以勝於一切乎！

英國各股份銀行（指五大銀行）於恐慌之際並未嘗增進其資產之清償性，大陸方面則不然。法國及瑞士各銀行惴惴然爲其清償之堪憂，遂犧牲其老主客利益於不顧，一九三一年英國各銀行之現金準備比例與一九三〇年相若，未嘗增加。致此之由，端在銀行與存戶間彼此相信，在存戶以爲銀行存款絕對安全，無提取之必要，而銀行亦明知存戶必不擠提，故不必杯弓蛇影庸人自擾。九月二十一日，英國停止金本位矣。外國人士隔岸觀火，以爲倫敦各銀行必發生擠提風潮，庫存告盡，孰意當事者安然未受重大影響，而鄰邦如法美兩國反因虛驚所致，存戶擠提。英國雖遭外籍存戶之提運，然所現於資產負債者，殊微乎其微。

英國銀行家與民衆間信賴之心，足以擋此大難而無所搖動。益見歷來相傳非一朝夕，銀行制度之完善穩健，足爲國際金融中心建設之良好基礎。一九三一年之經驗，倫敦之所以優於其他對

手中心，其事實足徵。

倫敦因金本位之停止，喪失其一向威信是誠有之。然以後防止膨脹，力圖恢復，遂力謀預算之平衡，受重大損失者，納稅人而已。一九三一年世人皆視英爲石沉大海，至一九三二年春數月之恢復，世乃驚其毅力沉着。英鎊因威信之逐漸恢復，英鎊需要增加。當局有時不欲鎊價上昇，不得不出而干涉。停止金本位六越月，防止鎊價跌落所借一萬三千萬鎊之借款，早已還清，英當局更集成本宗外匯準備，從此倫敦復於國際金融逐鹿場中，再露其頭角矣。

## 第十四章 紐約與恐慌

一九三一年下半年，倫敦於國際金融場中，既不能握霸矣。當時問題，取而代之者，將誰屬乎？歐洲各小中心，無論荷蘭、瑞士所受德國影響特深，瑞典受火柴大王（Ivar Kreuger）案之影響，均不足道。能繼倫敦之後，惟紐約與巴黎耳。然究以何方較優？國際金融界尙議論紛紛，莫衷一是也。

時至一九三一年十月，大半趨向於紐約方面，以爲美國於長期蕭條中，猶能支持，足徵其勢力雄厚。且不論美國存金豐厚，以其金融而論，亦較法國爲優。美國庫存金貨一九三一年九月曾達五十億金圓，較法國倍之。美金在當時無跌價之虞，而法國佛郎則戰後幾經跌價，最終始以低值平定，較原價減少五分之四。美國一向穩定，以是世人信其安全可靠。況在美國未停止金位時代，美金已代英鎊地位之大半，成爲國際貨幣。雖無詳細統計，而國際契約，按美金計算者，較英鎊爲勝，如倫敦與德國之信用契約，大半以美金計。若佛郎地位，瞠乎其後。僅於英國金本位停止，始稍露頭角耳。甚

美商... 紐約... 恐慌... 國際... 金融... 蕭條... 支持... 勢力... 雄厚... 存金... 豐厚... 金融... 而論... 較優... 法國... 爲優... 美國... 庫存... 金貨... 一九... 三一年... 九月... 曾達... 五十... 億金... 圓... 較法... 國倍... 之... 美金... 在當... 時無... 跌價... 之虞... 而法... 國佛... 郎則... 戰後... 幾經... 跌價... 最終... 始以... 低值... 平定... 較原... 價減... 少五... 分之... 四... 美國... 一向... 穩定... 以是... 世人... 信其... 安全... 可靠... 況在... 美國... 未停... 止金... 位時... 代... 美金... 已代... 英鎊... 地位... 之半... 成爲... 國際... 貨幣... 雖無... 詳細... 統計... 而國... 際契... 約... 按美... 金計... 算者... 較英... 鎊爲... 勝... 如倫... 敦與... 德國... 之信... 用契... 約... 大半... 以美... 金計... 若佛... 郎地... 位... 瞠其... 後... 僅於... 英國... 金本... 位停... 止... 始稍... 露頭... 角耳... 甚

至於巴黎對外之商業交易亦半用美金或英鎊計算。法國雖藏金豐富，而法德衝突隨時可虞。故世人信仰佛郎之心，不若美金。凡此種種，論者多謂紐約將繼倫敦爲國際銀行之領袖，固無足怪也。

凡稍諳紐約情形者，皆知其從事於擴大政策，有繼倫敦之志。然美國各銀行於蕭條之前，既從事於國內事業興奮，而蕭條之後，方惶惶內顧之不暇。故事實上考慮其本身之清償性，以收束其海外事業爲必要手段。如一九三〇年向巴西收回放款，使該國陷於困難地位。一九三一年春對德國及中歐各國之債權，更大量收回，造成德國一九三一年七月之恐慌。雖各國皆收回債權，不獨美國爲然。但考其始源，發動於美國，他國僅效顰而已。債權既收回，一時不便放出。此種事實，縱使常情恢復，亦不利美之國際銀行業。

一九三一年七月以來，中歐債權停滯，美國各銀行乃益增進其資產之清償性，不復欲問鼎於國際事業矣。雖曾對英格蘭銀行及法蘭西銀行一時因放款安全，而其放款數額未嘗逾於兩銀行之庫存現金，對中歐放款直不肯參加，鎊價跌落，因是損失，美國各銀行咸有戒心，國際活動，裹足不

前矣

是以英國停止金本位，倫敦之承兌事業衰萎，美國乘此疲弊，宜乎擴充矣。然於此期間，紐約之承兌事業應增而反減，蓋紐約市場之貼現便利遠不如倫敦。其不能取倫敦而代之無足怪焉。自一九三一年秋以降，中歐各中央銀行需要承兌事業甚殷，乃大感不便矣。倫敦雖自有困難問題，以其貼現市場技術之精，固勝紐約一籌也。

幾年來因免貼印花稅結果，中歐各國之中央銀行大事買進美金承兌票據。但自英鎊跌價，備遭損失，一次教訓，即生戒心，於是一任票據到期存為活期，不復買進美金票據矣。外籍不復買進票據，頓使一買主減少，市場生氣毫無。此一九三一年下季景況也。而倫敦則不然，縱無外籍主顧，猶能維持市場活動。

自英國停止金本位後，世人對美金亦發生疑心。且一九三一年十月始，各國相繼提取其紐約存款，運金出口，或為美金將不堪提運，頓生戒心。雖一時暫止，然不久再來，加以國內預算不平衡與貨幣膨脹派之盛倡，法國乃提現存款，使美金匯價常降至輸出點左右。縱使所疑非實，而美金之信仰程度，已不復如昔。是紐約勝過倫敦之特長為之大減，且當時美金之所以平穩半由於英國之買



進。英國最初準備償還，財政部及英格蘭銀行之借款，以後又不願英鎊之騰漲，於是買進美金。統計一九三二年春五越月，英當局買進美金約在四萬萬與五萬萬之間，倘非英國當時如此買進，則美國必須如數運出金條，雖當時金子出口較此數猶鉅，然以歐洲各中央銀行之提取，其勢有易使紐約發生困難未可料也。

紐約之弱點，仍在國內本身經濟事業之忽盛忽衰，使其資金不克從事於國際金融業之發展，民衆對銀行缺乏信心，美國銀行制度不良，遂難獲穩健之基礎，必俱穩堅之銀行制度，然後克盡世界銀行之職責。美國於此成爲永遠憾事矣！

夫恐慌突來，難爲逆料，紐約雖資力雄厚，難保不遭損害，於是紐約有戒心，不復敢照倫敦一向慣例對外放款，斤斤自守，冀保持其資產之清償性質。每有大量現金提運出口，則影響於一班人心，在此種狀況下，雖國際銀行中心，保持十成清償性，未必能保安全，於是立法倡議力主限制將來外國存款，視爲危險款項，雖此種排外舉動，不能持久，然恢復原狀之後，紐約於世界銀行業必不若以前之熱烈。南美各國債務已成呆帳，上議院曾加以討論，謂外債須經國會通過。凡此種種，都足使紐

約將來爭霸爲之減色。縱俟原狀恢復，紐約再從事逐鹿，定將遭政治家及輿論之反對耶？

夫紐約之所恃者，惟其資源雄厚，有力向外放款，得操縱國際金融。今國內資本既遭逢不景氣，頻受損失，數年恢復，當從事於國內建設之不暇，恐慌之後，向外投資必減，保護政策各國通行，美國之出超必減，戰債不能收回，則無形收入取消，誠矣。同時本國向外遊歷，及外僑之寄出匯款亦減。然兩兩相消，所餘能外放者當寥寥無幾矣。總之紐約以暴富突起，各銀行將盡力於本國建設，從此國際活動，一落千丈矣。

## 第十五章 巴黎與恐慌

前章所論，紐約似不能於倫敦疲蔽之餘，進而爲世界銀行中心領袖。或謂巴黎勢力殆有過乎紐約。孰意自十月以降，此種論調已成誤解。英國自停止金本位以後，世界風潮轉變，由倫敦更直奔紐約。使紐約發生金融恐慌。昔日倫敦所遭受之種種經驗，今紐約亦備嘗之。各國中央銀行相繼大量提取存款，使美金匯兌逆，而現金向巴黎運來，故一九三一年十月以降，法國佛郎爲世界共認之安全錢幣。英國現金及南菲印度運銷市場之金貨皆轉入法境。法蘭西銀行雖遭英鎊存款之損失，而庫存現金與日俱進。

巴黎於是異想天開，作其國際銀行主要領袖之迷夢矣。吾人於第七第八曾討論法國於數年來如何設法於巴黎市場，吸引承兌事業，英國停止金本位後，頭等承兌事業可立而待也，然其承兌事業未見如何之發展。一九三一年九月以降，承兌事業反而降低。考其原因由於法國銀行家過於

拘謹。一九三一年終至一九三二年春，雖出於獎勵手段，而其使用範圍仍以十二分安全爲限，至巴黎顧客非有可靠之擔保品，不能得到承兌信用，其餘概入寶山而空還，意興嗒然。蓋法國各銀行方力圖清償性之增進也。

法國之懷疑態度，出於其存戶之無信賴心。爲本身計，未始非計之得也。然而一九三一年秋，法國各銀行不幸忽遭擠提，其嚴重情形爲以前所未有。幾乎各家銀行統遭大量提款，若干銀行以是倒閉，雖頭等銀行，亦由官方出而干預，加以整理，始免於難。其中國家信用銀行全由法國當局協助，改銀行名稱。各大銀行素稱穩健，此種擠提風潮，毫無來由。民衆之杯弓蛇影，不應出此。法國各大銀行爲世界知名，然猶不能取信於國人，橫遭擠提。此種缺點爲法國銀行所詬病。其欲有爲於國際銀行業，殆已絕望。不觀乎英國存戶之信賴，使倫敦各銀行安然處常。以是能於危急之秋，無內顧之憂，得以放心從事於國際業務。此英制之優良，非法美二國所可望其項背也。本國國民性浮躁者，一時謠言即成推波助瀾，造成風潮，銀行家遂不得不小心顧慮，欲求救濟，恐非數十年不爲功。倘紐約與巴黎均不能補此缺陷，徒欲稱霸，豈又得乎。

其次，巴黎之貼現市場與紐約同病，不特不因倫敦退出爭場而增進，反於恐慌之後，情勢益非，

巴黎貼現市場之交易，每次皆若交涉性質。技術組織均屬幼稚，同等票據，同一時間，而行市不同，一九三一年終，變本加厲。據幾位銀行家若干經驗之談，以銀行票據之可靠，面額數百萬佛郎之微，嘗須奔走數日，始能出售。每一交買成爲交換條件之交涉，誤時失事莫此爲甚。時或賣者不易售脫，則千方誘說；時或買者欲買進而不能應其所求，總其貼現市場之效力問題，尙有待於將來之改進也。

其次，巴黎所欲奪取之金市場，亦未見成功。法當局爲金融之利益計，曾處心積慮詳爲設計，建設煉金事業，冀其便利與倫敦爭衡，以里昂阿拉芒(Comptoir d'Escompte de Lyon-Allemant)爲領袖，然不幸該銀行以停辦聞矣，雖法國仍設法欲將南非及印度本運往倫敦之黃金移轉於巴黎。而計劃徒勞無功，運往倫敦之黃金，中途在巴黎卸貨者無幾也。考其成績，不過僅爲零售生意，供給一班人之私莊而已。於是小金店勃興，統計巴黎及外省者以數百計，伊輩皆由紐約及倫敦運進英美金幣，以高價出售，邊遠省份售價之高，出於原值百分之五。大金條非一班人所無力收莊，伊輩乃由海外或法蘭西銀行整批買得後，再分化小條，以投所需。以是觀之，巴黎金市純爲本地零售性質，其不足持久

也明矣。

當恐慌之際，巴黎市場，除由法當局，因政治作用對匈牙利，南斯拉夫，及捷克斯拉夫曾允許借款外，幾無國際貸借市場之可言，以其資力之優越，及清償性之濃厚，而其於國際貸借仍然停滯，無異於倫敦。發行債券之活動，惟限於本國及殖民地而已。蓋法當局惟恐因此損失其庫藏現金也。昔時曾參與南斯拉夫幣制穩定借款，及波蘭借款，然發出本息債券，多不能向民衆推銷。蓋法國民衆非由政府擔保，不肯購買外國債券也。

法國雖聚金以自棄，然以此遂認爲佛郎之絕對平穩者，未敢以爲信也。蓋法國國民性喜私藏金幣，寧願以高價買來，視爲古玩奇珍，已述之如前。法國國民性喜手存大量鈔票，據估計所得，不下三十兆佛郎。此雖解爲國民相信鈔票之明證。澄平無論矣，倘不幸國際間發生衝突。則國民大可行使權利，以其鈔票兌取現金。法蘭西銀行如仍不願損失其準備金三分之一，則勢必出以停兌手段。由國際眼光觀之，佛郎之安定，似未必盡然。論者或謂法國海外尚有大量之存款，足爲匯兌之用，然倘因國際政治之結果，外籍存款之提走，與本國資本之向外逃避，則竟可抵消其海外準備金，進而

大量之現金出口。加以本國之兌現私藏，則可使法當局，判斷去就，停止金本位。自英國停止金本位後，世人皆以巴黎勝於倫敦，以此種種，雖佛郎於恐慌之際，幸能平穩。然吾人觀之，能無疑乎？

## 第十六章 倫敦前途之瞻望

存時不覺，歿則成憾，此種試驗，於人然，於物亦然。倫敦之專長，所以分配國際信用，亦於其罷手時見之。恐慌之前，世人多謂倫敦地位易爲其他中心攫取以去。自停止金本位之後，宜由其他中心代爲執行矣。然而經驗所得不如斯也。昔者法美兩國氣焰不可一世，以爲金融霸權可期也。今則漸識倫敦未可屏棄。夫紐約巴黎皆倫敦對手，思繼之以爲世界銀行中心。今首先識倫敦有其功用，在歷代相傳，根深蒂固，不可抹煞。

以前結論，倫敦之東山再起，爲世界銀行中心，亦不過時間問題耳。自一九三二年初，正途前進，益復樂觀，雖諸凡待舉，然仍無不可戰勝之大障礙。

吾人於第二章曾詳論國際金融爭霸所須俱備之條件，今時變景遷，倫敦果合乎此種種條件否耶？



第一、世界銀行中心須有豐富之財源，足以向海外投資放款。此條倫敦不減往昔，雖外國債務到期不還，外國證券跌價種種原因，使英國投資頓減，然英之海外投資以億萬計，英國固債權國家，恐慌所及，投資停滯，事屬暫時，將來恢復原狀，則倫敦將仍豐富之投資活動。今之萎縮，乃一時小挫。縱謂貿易衰萎，英國海運、保險、銀行等等之無形收入頓減，然同時英鎊價跌，輸出順利，關稅提高，進口既加限制，則英國之有形收入超亦必減輕。故原狀恢復，則財源可期，能以向外活動。

第二、金融爭霸第二種要件，為銀行組織之完善，此條倫敦之擅長，遠勝各國固無庸置疑，吾人於以前各章曾屢述倫敦於風潮險惡中，渡險若夷。其銀行制度之完善，可知矣。當時承兌業所受影響特甚，將來數年或使承兌所趨於合併運動。倫敦亦若其他中心，患銀行之過多，合併之後，彼此競爭可免。抵抗風潮之力亦強。就英國銀行制度而論，能安渡恐慌，獲信與譽，足以逐鹿於國際金融，豈終為羣雄之長乎？

第三、金融市場之自由，亦為不可缺少之要件。倫敦當恐慌之際，曾有匯兌禁制之令，不如巴黎紐約之放任。然考禁制之令，尚不如他國之嚴格，雖於風雲險惡之中，英當局對於外籍存戶之提款

力避干涉。任其自由。是種限制之設。不過防止本國資本向外奔流而已。況當各國禁令正嚴之時。英之禁令已弛。英之禁令不過六越月。其較諸名義金本位。而實際嚴格禁止者。優勝多矣。雖遭恐慌。固不能謂倫敦成永久變更。其對外籍銀行及外國資本之種種便利。固一如昔也。今日倫敦對於外籍存款利率較之本國存款稍遜。但亦受恐慌教訓。視外籍存款可以任意流轉。暫時視為危險物 (bad money)。將來原狀恢復。則倫敦各銀行將一視同仁。獎勵外國來倫存款也必矣。

第四。國民投資習於購買外國證券亦為國際銀行業活動之要件。此條倫敦遠過巴黎及紐約。於今依然。不因恐慌而改變。美國對於外國證券之經驗不為順利。投資家對於外國證券之買進。不如本國證券之熱烈。法國外債之發行屬於政治活動。仍繼續壓仰投資界對外國債券之興味。英國國民之購買外國債票者。曾因停付及跌價。遭遇損失。但權衡利害。持有實業股票者。所受之損尤甚。以是謂投資家態度對於外國證券特別不歡迎者。敢信其無理由也。

第五。本國錢幣平穩亦成國際金融爭霸之要件。英國於一九二五年之恢復金本位。仍採用老平價以穩定鎊價。當時估價過高。使鎊價難以維持平穩。將來政府重新穩定。未始不以此為理由。採

取較低之新平價。結果低平價易於維持，必更能博得信心，有利於倫敦地位也明矣。辯之者或曰：鎊價低估，是使英鎊永遠跌價，有礙倫敦威信，易使一班人對該幣之平穩發生疑慮，但以法國經驗爲證例，自一九一九年至一九二六年八年之間，佛郎匯價之變化激烈，既其平定也，僅當戰前老平價五分之一。英鎊以重大犧牲始得恢復其戰前平價，此僅數年事耳。然世人健忘，不復憶及。以是推論，法律平定鎊價，一二年後將博得信譽，一如戰前矣。況英當局從此得一教訓，將來準備金之限度，較昔增加，所以防患於未然乎。

第六，良好之金融市場尤爲要件之一。此條倫敦遠勝於巴黎及紐約。雖於恐慌慘淡之日，亦未嘗落後。將來恢復原狀，孰謂敦倫市場將落於其他之後哉。今雖大部票據代表停滯性質，不能視爲優等銀行票據，然遲早將來德國及其他債務國能清償其債務，則該種票據立即變成自能清償性質。因承兌事業之競爭，已不如以前之劇烈。頭等事業，招來倫市，可立而待也。

第七，良好之外匯市場成爲最後之要件，當鎊價漲落無定之時，倫敦外匯市場發達。信其將來不至有逆性之變更。數月以來，敦倫之外匯市場，能於短期內補救匯兌風險及銀行之需求。以此種

種便利，倫敦雖於鎊價未穩定之前，亦不失其重要性。縱使英國採錢幣對國內物價平定之策。鎊價對金價，與外匯行市任其自然變動，亦未必能為倫敦金融霸權之障礙，蓋有期貨匯兌之便利，人固能以預定期貨方法避免風險。無論如何，倫敦不能在屏棄之列，況各國之穩定外匯，多以英鎊作標準乎。

方今國際風雲變化莫測，凡事如此，難為預料，惟倫敦經此次金融戰爭，勝勢益顯。暫時失敗，尤勢於虛張聲勢。鎊價跌落，長期間實有益於倫敦。自倫敦放棄之後，對手兩中心，反自感其功薄能鮮，不能勝任。蓋為世界之金融領袖者，責任重，風險大，為彼輩所不願擔擋，故經驗所得，反使其他兩處空氣緩和，領袖慾不如以前之熾，益樂與倫敦合作，以此論結，當不視為河漢也。

## 附錄

### 一 阿姆斯特丹之爲國際金融中心（註）

此書所論雖原以三大中心之爭雄爲主，而戰後次等角色繼起，今略一及之，當不爲蕪詞。阿姆斯特丹易爲其中之最要者，其貼現市場爲歐洲大陸冠，雖巴黎貼現市場自佛郎平定後而大發展，然無礙於阿市。其外匯市場之佳勝，一如大陸他市。而其對外放款猶稱便利。

巴黎與紐約之發達也，已彰彰在人耳目矣，而阿市之發達，幾無人覺察。蓋阿市爲漸進，而巴黎紐約爲突然。阿市之野心遠不似巴黎紐約之熾也，阿市之發達，乃由於戰後德國及其他外資之流入，成不得不爾之結局。經手於資金之運用，必須爲國際銀行業之活動，而貼現市場因之發達，此亦必然之勢也。其資金之大部多爲流動式，一遇通知即須轉交，雖在常情之下，短期投資足以適應荷

*Amsterdam*

蘭所需，而不足以應一時例外情形。故阿市反嫌資金過盛爲擾，因此荷蘭銀行乃誘導各商業及私家銀行擴張其承兌事業。戰前德國銀行在敦倫分行以經營此種事業者，今則大部移轉於阿市矣。德國銀行之與荷蘭聯絡其與阿市承兌業之發達，與有利焉。況過勝之流動資本復形溢出後，已無再行擴張貼現市場之必要。荷蘭銀行不促獎此種事業之發達，而事實上恐其有礙於幣制之平穩，對於不正當之擴張加以制止。對於票據之數量有所限制，凡票據之含通融性及不必要種種皆與以嚴格之辯別。幸賴各銀行仗義合作之力，終乃收絕對控制市場之效。凡知名之各家銀行，每於承兌之始，必先呈於荷蘭銀行，請其批准。荷蘭銀行即覆示告該種票據合乎重貼現與否。阿市亦如倫敦，票據之直接向中央銀行貼現者甚少，故此種覆示固對於呈請銀行不發生若何之拘束。然荷蘭銀行之一言足以使該種票據之易於銷售。在倫敦方面，票據之由外國銀行分行承兌者，雖不合乎重貼現之例，然在市場之上仍甚活躍。阿市則不然，如此票據幾無銷路，而知名各銀行亦無承兌或貼現此種票據者。

(注) 阿姆斯特丹 荷蘭京城 (Amsterdam) 以下簡稱阿市。

是以荷蘭銀行之重貼現雖爲數甚小而精神上之制裁殊無遺憾。因環境如此，故中央銀行當局乃能採較自由政策。在荷蘭境內，所設立之外國銀行，所受重貼現之待遇，與本國銀行無異。其所同等待遇者，不特因外國銀行能助阿市之發達，而鑒於權利相等，當局者更易於管轄其活動。荷蘭境內所設立之德國銀行實力甚強，縱不與重貼現之便利，其承兌票據亦能自成市場。而此種市場將出乎荷蘭銀行管轄之外矣。所可注意者，雖其承兌票據今已爲合法重貼現，而貼現率在市場中較微高耳。

幸矣，荷蘭銀行所立之地位，能控制市場，使票據貼現率低下，裨益於國內營業。亦不致惹得外國承兌驟進，使貼現率激高，凡票據之因兩國真正商業而發生者，則對之並不歧視，雖票據之起於商業與否真偽難辨，然當局者態度之寬嚴，則足以決定票據之數量。

但以荷蘭銀行之保守政策，有使阿市擴張之可能性，蓋本國各銀行常有受售票據之需要。即荷蘭銀行本身亦常代他國中央銀行買票據，法國在阿市之存款，一部分出於持有票據形式。雖然就一班言之，阿市對於外國票據之需要，不若倫敦之成章。故其票據市場之性質，欲稱之爲國際不

若本國之爲愈也。

以上所述，殆阿市之發達，所以不至召倫敦紐約之忌。其他方面，巴黎雖突進，亦阿市未嘗存忌意。阿市之銀行界亦深知巴黎之發達不已，則不久即駕乎其上，而領袖大陸，但如巴黎不真正下手奪阿市事業。此種襲奪尙未發生。阿市自有召來生意之道，無須乎努力爭奪，如此情形，則阿市在大陸之居首居次，荷蘭銀行界固無意於其間也。

因中歐各國逐漸恢復，則所需於荷蘭承兌信用者亦降低，而阿市之銀行界並不以此爲憂。時至一九二四年，中歐各國雖幣制諸漸平定，而紐約及倫敦對於直接允許承兌信用，尙踟躕不前，阿市遂居乎其間而處於媒介地位。至平穩情形能與兩巨首中心直接發生關係而後已，此種變化阿市固未嘗以此受挫折。縱承兌之事業稍衰，而他種事業更可擴張補充。雖各國幣制穩定，德法比之存款諸漸取回本國，亦未足影響阿市，其對於票據之需要如故也，最初雖因外國存款之流入而促進票據市場之發達，於此期內荷蘭銀行界，認將其活動資產之準備金，以保存票據出之，甚爲有利。故一方面外帳之需要票據減，他方面本國之需要票據激增。蓋當局事實上於外款驟來，復又歸去，



所處之道爲救濟之策，此所以增益票據與外匯之兩市場也。

方今天下一方面頭等之承兌信用減少，他方對於短期投資之需要增加，此種枯局，阿市固與其他貼現市場情有同感也。但信其一旦均衡恢復，則阿市之貼現市場必有相當之擴張無疑，荷蘭銀行界深曉其財源之有限，而當局者之切實穩重精神，對於驟長激變，防範紛擾，必能保持於將來，一如其宿昔所爲者。固亦嘗欲其擴張，但謂因事業之增加則可，非爲爭國際虛榮也。

當外匯投機盛時，阿市之外匯市場特別活躍，實爲諸外匯市場之最烈者。其時德國佈外匯禁例，德國各銀行乃轉而移其活動力至阿市，以其無所禁也。阿市遂成爲專營外匯投機業者之聚會地點，以各種外幣周轉之量大，幾使其財源不足以應之，幸而阿市之外匯投機熱消滅，外匯市場終復常態，阿市猶能保持外事業之相當成分，於外匯市場中將仍佔重要地位。

自一九二四年至一九二八年其間阿市之發行活動，甚爲順利。因其殖民地之興旺爲空前所未有。母國資金充裕以供海外投放。故阿市能對於國際舉債數次參加。事實上，國際借款之在倫敦或紐約發行者，莫不稍有阿市參與其間。而荷蘭投資界之食有國際心性較英人殆有甚焉者。英人

絕不能容以外幣發行債票而荷蘭不以此爲意。故更能邀得國際銀行團易於向荷蘭各銀行就商。引外幣債券至該中心，事實上反生不良結果。當華爾街投機高潮之際，美金債票之不易銷售於美國者，轉而來阿市。及國際債票跌價（一九二八年至一九三〇年）而以荷幣發行之債票所受影響較微。紐約與阿市間美金債票之轉變，完全視紐約方向爲斷。荷蘭制度之弱點於此已然暴露，將來更可生重大不利。是倫敦之發行債票而須英鎊表示者，非無故也。

阿市除參與紐約倫敦之發行外，亦嘗與瑞士瑞典攜手，作小規模之發行。於一九二八年至一九二九年期內，當諸領袖市場就於發行外債之際，阿市曾以領袖地位，與瑞士瑞典，合手發行。

自一九二九年至一九三〇年，因殖民地生產跌價之結果，阿行之吸收能力亦降。雖殖民地生產漲價，將來可以轉吉。但以阿市之範圍較狹，任其發達，亦無與倫敦或其他中心，對手競爭之危險。而阿市之當局者亦不抱此種野心。彼等安於次等地位，阿市之於國際金融，似不作頭等中心想也。

## 二 論瑞士及斯德哥爾摩之爲金融中心

歐戰而後國際金融之逐鹿場中，於荷蘭而外尚有瑞士瑞典足稱述者。該二處者未嘗與以上三種競爭而自能安然建設為二等國際重要中心。瑞士之金融市場之為國際性較其他為優，此一班人所信以為然者，噫亦奇矣。此種信仰之起源，由於該國本身富含通常國際性人民說四種不同之言語。各種國際機關多在瑞士域內設立。該國以地理上位置之優勝，歐戰期內及戰後瑞士為各國資金逃避之所。若干國際銀行家，外國匯兌營業人皆原為瑞士國籍而散處於各國。以上種種皆瑞士為國際中心之處。然而無論如何，瑞士之金融市場仍為本國性質。以此點而論，瑞士遠不如荷蘭之阿姆斯特丹。阿市之為國際性或較倫敦為尤甚。荷蘭關於外國銀行及外國理財公司設分行一層，極表歡迎。而瑞士之立法與實際皆有限制。荷蘭於外國債票之發行無所反對，而瑞士輿論則常壓抑外債之發行。瑞士銀行為外國舉債而公衆發行尤遭抑力。荷蘭當局關於貼現市場不加干涉，其票據起於其他兩國貿易之清理者，只要為真正交貿，則不與異視。瑞士之中央銀行對於此種票據則採歧視手段。

吾人於附錄一中所說，荷蘭承兌票據之所以不能過勝行用者。由於荷蘭各銀行每事願呈交

荷蘭銀行核准。瑞士則以異樣方法而得同樣目的。瑞士國家銀行定章，只對於清理本國貿易之票據，始為合法票據。准其重貼現。因瑞士之國外出入口貿易不甚昌盛，則票據之能來瑞士市場者亦少。國家銀行之此種舉動能壓抑由其他兩外國清理而發生之票據，使之不流入瑞士市場。此種辦法，使外票無重貼現之便利。亦正所以力防空頭通融票據。蓋其票據之起於本國貿易買賣瑞士貨物者，易於識辨；而起於兩外國者則否。披諸倫敦市場之經驗，常有通融資本之票據。是以瑞士國家銀行所採之禁制辦法，一方面雖減少票據之量，然他方面則增加票據之質。

雖然，國家銀行所採之政策為對於兩外國貿易所起之票據，不能同樣待遇，然仍不能盡使瑞士銀行不承簽此種票據，不購買此種票據。在阿姆斯特丹則不合格票據，便不能在市場買賣，而瑞士之貼現市場則異乎是。對於國家銀行不合格重貼現之票據，仍甚活躍。何者，不獨各商業銀行有購買此種票據，即各州銀行持有大量之流動資金，亦欲購買票據。其流動資金為外人存款者不在少處。故單單合格票據不能滿足此種種需求，遂使不合格之票據亦易於銷售市場，惟利率略高。凡購買票據者常欲自存以待到期。如中途變計，亦常能賣出。且合格票據與不合格者異，而期近者較

遠爲合宜。

同爲三月期票據，合格者與不合格者貼現率相差至少爲半厘（ $\frac{1}{2}\%$ ）。其長處足以使外國人不來瑞士之低利市場取巧。此種制度雖於華爾街投機高潮，國際利率上昇之際，瑞士所以猶能保持低率者賴有此耳。結果所得爲瑞士本國貿易享受低率之利益，而外國之來借款者須付高利，亦轉所以增加銀行之盈利者也。由瑞士眼光觀之，外人來瑞士借款不應增加國內商業之利率。兩者利率之差，視瑞士資金之豐薄而異。如資金供外借者豐，則二種利率之相差微，如資金不豐，則相差巨，蓋瑞士當局不欲大造瑞士市場成爲國際重要，故其理想制度如此而已。倘因不合格票據之利率降低，至使此種票據之量大增，則不必影響於本國商業所付之利率。不合格票據之貼現率漲，而合格票據之貼現率不受影響，則其結果不過二種利率之相差度數加劇耳。

雖然，瑞士國家對於不貼現兩外國貿易所發生之票據一層，固無剛性規律之限制。如欲對此種票據重貼亦未嘗不可爲，全在其自擇耳，實際上亦對於此種短期票據亦時與優遇。倘欲增加金融市場之國際性，則瑞士固隨時可以自與解禁。然至今尙未嘗抱此種野心之企念也。

瑞士之金融市場實不集中，計其金融市場有四。沮利克（Zurich）爲主要銀行中心，百倫（Berno）爲國家銀行之所在地，巴塞爾因國際匯劃銀行設立於此，益形重要，日內瓦爲法國意大利之聯貫處。此種不集中處有害於交易所之重得發展，但無礙於貼現市場短期債款市場及外匯市場之發達。因四處比鄰，相去不遠，電話通訊，亦極便利，四處各銀行之彼此交易無異於坐落一處。由國際眼光觀之，四處不集中，於金融市場無礙；外國銀行與一處接頭，亦不難得到各種利率。因市場之活躍，故易於着手較大數量之事業。但瑞士當局偏於守舊，不然瑞士之金融能起而爲巴黎及其他市場之硬敵，亦不必於國際稱霸。

當匯兌變化時代，瑞士之金融市場極忙，且於此時獲得若干永久性事業。事實上爲歐洲中部及東南各國之西方中心。瑞士發行市場尙欠活動，其所以然者爲外國債票之未能通行，而尙有一部分反對故也。不然則瑞士於此層當更重要。

國際匯劃銀行設立於巴塞爾也，於瑞士發達成國際金融中心之功不小。亦所以助長巴塞爾之優勝，及瑞士其他中心。然謂如此卽能舉瑞士爲國際金融中於頭等地位者誤矣。總之，該銀行之

活動乃在他國錢幣而非瑞士佛郎。其大部運用在乎外國市場也。因國際銀行之所在地，召來若干國際公司，久之巴塞爾或進而如阿姆斯特丹。以該國之資源有限，其爲競爭未足以危害倫敦。

斯德哥爾摩（瑞典）之所以成國際金融中心者，大部分由於瑞典有若干特種工業擴充於國際間。結果遂使斯德哥爾摩比較重要。曾參加大量之發行債票，亦曾單獨發行。

然而無論如何瑞典當局固無大慾，造成斯德哥爾摩爲國際銀行業之領導中心也。其野心亦不過僅欲發達而成斯干底那維亞半島及北歐之中心而已。此種目的近幾得達。斯干底那維亞諸邦及巴爾幹諸國皆自然依靠斯德哥爾摩爲金融中心，銀行業亦聯絡親密。瑞典各銀行不思發展貼現市場於斯德哥爾摩，此所以無意於國際爭霸者也。伊輩深知造成瑞典幣承兌票據市場其範圍必有限，於投資者及借款者皆無適當之便利。因此各瑞典銀行不直接允許承兌信用。對於本國及北歐諸國之主顧，乃代爲轉向倫敦及其他中心規定妥協。以彼等聲譽著於海外，故能以最小低度之手續費，獲此信用。（最小限度之手續費乃各中心對於頭等銀行所收之手續費。）如此伊等爲顧主以廉價得承兌信用，而自身亦得利。

斯德哥爾摩之外匯市場頗爲北歐洲之市場而非國際性。國際銀行業中最重要之一爲股票轉套買賣 (Stock arbitrage)。因瑞典之實業證券較多皆引用於外國股票交易所。故斯德哥爾摩在歐洲大陸中稱巨擘。

斯德哥爾摩之發達不似頭等競爭者甚明，其地位猶遜於荷蘭瑞士各處。三國之金融中心有自知之明，知力之有限，故與三巨頭中心，思有所攜手合作。阿姆斯特丹及斯德哥爾摩頗與倫敦接近。瑞士則與倫敦及巴黎二處之關係略等。三處之當局至爲明智，對於巨頭中心之國際爭霸，完全立於中立地位。蓋彼等深知任何方得勝，於彼等無所損益也。

### 三 論世界幣制問題與國際合作 (譯者合作)

最近九月二十一日英國停止其金本位，歐洲斯干底納維亞諸邦和之。英國殖民地遍全球，其幣制與英鎊相連，故除南非洲聯邦尚保持金本位外，其餘皆隨英鎊停止其金本位。世界金融爲之騷動。十月二十一日英倫布賴凱提伯爵再唱英鎊自定之說 (Managed Sterling Currency) 是



幣制不依金爲本位，而統制鈔本位以穩定物價者也。並謂如英鎊能統制自定，則英鎊亦將按英鎊以平定其幣制。又自十月後紐約傳來各電，法國總理拉瓦氏 (Laval) 赴美與胡佛總統會商國際問題。於金融問題，則欲借兩國雄厚之積金，以維持金本位。太平洋學會此次開會於上海，關於幣制之討論，亦建議國際採行複本位。自銀價暴跌，複本位之說倡之屢矣。吾人今日所遇到之疑難問題，即世界幣制將何所取捨耶？將恢復金本位乎？抑將捨金本位而採鈔本位以統計之說行耶？抑再陷於十九世紀金複本位之爭耶？世界幣制之難關，究何在耶？

茲爲清晰條理起見，第一步先將複本位之說加以斟酌。複本位之說可否行於今日，應就其已往成效，及現在大勢兩點觀察。世界幣制史，由銀本位進而爲複本位，至複本位失敗，而金本位之基礎始立。複本位以定率規定金銀兩種金屬之比價者也。兩種金屬統作爲本位幣，以濟一種之窮，以收外國匯兌平穩之效。其理論未嘗不通。而其弊在金銀比價之難定。兩種金屬之生產不同，則法定比價難與市價相符。故在複本位盛行時代，亦往往只餘單獨一種金屬流通。金銀轉變不堪其擾。雖於銀金比價之平穩，不無助力。然終不可行。巴黎所召集之兩度會議（一八七八年及一八八一年）

以各國之利害不同，意見遂紛歧，此其一。

再以形勢而論，當時主持復本位者爲法蘭西及拉丁同盟國。法國在彼時代頗有勢力，其後復本位失敗，而仍爲跛行本位，保持若干之銀幣者也。自戰後而拉丁同盟無形解散，舊有銀幣亦皆流出無存。今方以聚金自豪，試問能轉而採復本位否耶？夫復本位之老巢，今已無存，將借何種基礎建設耶？

美國爲主要產銀國，或易爲復本位之說所動。然而吾人深信銀礦主在政治上之勢力已非往昔。況戰後美國之所以握世界金融之牛耳者，半由於其持有大量之金準備。如採行復本位，則局勢變遷，吾恐彼金融當局鑒於大勢，不作如此之取捨也。

再就英國而論，有達林氏倡復本位之議。然其主要之點，在統一帝國之錢幣單位，在合組帝國銀行。至於各殖民地之意見如何，則未計及。其不可行固在帝國會議席上決之矣。夫今日列強當以三國爲最。然對於復本位之採行，皆極少可能性。此其二。

吾人再以廢黜金本位而論。主斯說者莫如英國經濟大家肯絲氏，(Mr. J. M. Keynes) 肯絲

氏於一九二五年英國恢復金本位前，攻擊金本位最力。其說自成一家之言。雖金本位之終於恢復。而其錢幣自定說 (Managed Currency) 則早名於世。氏之言蓋鑒於金本位受金供給之支配，未能平穩物價，百弊叢生。金本位雖足以平外匯而未足以平物價。氏以爲二者相較，平穩物價更屬重要。故主張用錢幣統制之策以收平穩物價之效。而一任匯兌之自然。所謂統制錢幣之說，無非增減通幣之量，以冀物價之平。蓋氏固宗數量說者。然而鈔本位之理論雖極圓滿；惟實際上則殊感困難。所謂統制云者則必有主宰者善爲管理。夫誰能斷定主宰者之不濫發也。倘誤之於主宰者之手，則流弊更不堪問。況歷來膨脹之禍，多起於停兌紙幣盛行之時乎！行之不善則物價與外匯兩兩俱失矣。且實行鈔本位之說，必須有健全之銀行制度而後可。英國於停止金本位之後而國內金融依然如常者，其銀行制度之完善有以致之也。然猶難必其長久如此。

金本位未能盡平穩物價之責誠如所云，然非無人工救濟之策。

(1) 美國費熙教授有補償幣之說。其法不呆定幣值之金量一成不變，而卻按物價指數之高下，以增減金量之兌換。是增減金量以求錢幣購買力不變動之策也。其策倡之已久。然兌換難行，故

## 無庸作世界幣制之討論

(2) 南非洲教授列福氏 (R. A. Lehfeldt) 曾主共管金產說。照金剛石管理辦法，以管轄金產。金產既經控制，自無跌價之患。倘金產逾量則控制不使外出。固可以免錢幣膨脹，物價上昇。然方今非患金之多而適患其少。故其策不適用。無已，其向反面着想乎！

(3) 增減金準備，以調濟金產之盈虧，以申縮信用之量，以冀物價之平。此說由瑞典教授凱塞爾氏主張最力。一九二二年日內瓦國際金融會議，所議決各案即本於此。最近國聯金代表會議其報告中所建議者亦以此爲本。似成一貫之說，頗值吾人考慮。戰後各國金本位已無金幣之流通。其流通國內者，惟中央銀行鈔票，而準備金則存於中央銀行。金準備與鈔票成相當之法定比率關係。故金之供給可以支配支付品之多寡（鈔票及支票）。今既感金供給之缺乏。其自然之結果，自趨於錢幣收縮。 (Deflation) 但爲補救此種缺陷計，則各中央銀行爲將金準備之百分率減低。如此金準備變動，而支付品之量不受影響。不使金融作用對物價發生影響。反之若金之供給過豐，亦可增加其準備之百分率。其說至爲可通，而無事實上手續之煩難。

吾人細按第三說，亦可杜撰一名詞，稱之爲金本位下之錢幣統制說。且與費熙教授之說有相通之處。蓋雖爲金本位，而通幣及信用之張弛，不因金供給之多寡而受影響。換言之，金之供給少，則各中央銀行減低其準備，供給多則增加其準備金。然支付品之量無所謂增加。此種辦法，非金本位制下之錢幣統制而何。

再按此說與費熙教授說有暗中相通之處。費氏之說乃增減每錢幣單位之金量，以穩定幣值者也。今雖不增減每錢幣單位之金量，而增減錢幣總額所依傍之金準備。如錢幣數幣不變，金準備有增減，則每單位所依傍之金量，實亦無形中增減。故其理與費氏說有溝通處而無兌金時增減之煩。以上所論理頗曲折，願讀者細思之，證其然否。

就以上諸說而論，自以後說爲最可通。在金本位之下，則各國間之外匯平。更從事於統制方策，則物價平。然增減金準備百分率一層，則必各國中央銀行採取一致行動而後可。倘單祇一國自減其金準備則或影響於對外信用。故必待中央銀行合作而後可。而難題所在，即國際合作。夫豈但不合作且復爲金融市場之爭雄。此殆世界幣制所以難解決歟！

夫採行複本位，必有待於國際協同。然世界幣制問題，歷來皆發生於國際協同之困難。國際能合作，則金本位何嘗無統制之策。縱主張複本位者，豈信複本位之激起國際合作甚於金本位耶？抑其金銀比價之難定，更事紛擾耶？雖然於補救銀價，固非無他策調濟。如以銀副幣代小數額鈔票，及如中央銀行漸增一部分銀準備。此二策者皆足以助銀價而救金荒。事頗可行。複本位必以法律規定金銀比價，吾不知其可也。以吾國情形而論，故極願國際複本位之成功。然吾人處事論斷，應進而考其能不能，不應只顧願不願也。

總結以上所論，複本位殆爲事實上所不能復。鈔本位猶患乎主宰之難於信託。國際匯兌失其準憑，無已，其惟金本位下之統制策乎！而國際之不合作，遂成僵局。今英既因金底薄弱，而停止其金本位，法美持世界幣制存金之大半，且勢若聯合保持金本位。英國之主張繼續以英鎊自定者有之，統一帝國單位者有之。勢若對立。故今日世界幣制問題，恍如立於十字街口。至於金本位之恢復與否，必依英國之態度爲轉移。若不恢復金本位，則無以濟匯兌之平。英倫爲百餘年來之世界金融中心，匯兌平爲金融中心之要件。倘欲恢復金本位，則其存金遠遜乎美法。未免時受威迫。此爲英國自

身考慮之點。然英國海外投資甲天下，且帝國版土至廣。倘相率而爲英鎊本位，則足以影響金本位之本身。美法積金將無所用。故爲美法計，利在英國恢復金本位。然此種大舉雖不能盡求國際合作，亦必三國有相當之諒解而後可。至於今日猶少可能性。是以國際之行動，實隨時皆耐人尋味者也。