

最近
英德之
金融恐慌

黃蔭萊



76.91

MB
Fest. 615
1



3 1762 3844 6

最近英德之金融恐慌目錄

序言

第一編 總論

第一章 戰前後國際間現金實力之變遷……………一

第二章 英德幣制變遷史略……………一一

第三章 英德金融市場組織略述……………二五

第二編 一九三一年德國之金融恐慌……………四九

第一章 恐慌之蔓延……………四九

第二章 恐慌之原因……………五五

近因：(一)奧國之金融風潮……………五六

(二)政府救濟政策之失敗……………六二

最近英德之金融恐慌 目錄

(三) 國際借款失敗	六五
(四) 哈佛計劃之難產	六九
(五) 達姆城國民銀行之擱淺	七五
遠因：	
(一) 前二次擠光風潮	八五
(二) 德國金融政策之根本危機	九一
第三章 恐慌之結果	九三
第二編 一九三一年之英國金融恐慌	一〇三
第一章 恐慌之經過	一〇四
第二章 恐慌之原因	一〇七
(甲) 擠兌原因	一〇七
經濟的——國外債權人之不信任	一〇七
政治的——(一) 巴黎與倫敦間之競爭	一一一

(二)海軍叛變·····	一一四
(乙)取消金本位原因：	
(一)英國工資太高·····	一二四
(二)一九二五年磅價穩固之謬誤·····	一二五
(三)世界原料大跌價·····	一二七
(四)中國及南美洲諸國幣制之崩裂·····	一二九
(五)各國關稅之增高·····	一二九
(六)世界農業恐慌·····	一三〇
第三章 取消金本位之結果·····	一三四
給論·····	一四三

最近英德之金融恐慌

目錄

序言

自以物易物的交易方式淘汰，貨幣交易盛行後，經濟價值的進展，即分爲二方面出發；一爲貨物方面，一爲貨幣方面。前者係貨物本身數量之變遷，而影響于其價值者；後者係貨幣價值之增減，影響于一切經濟價值者。貨物本身數量變遷而使其價值有增減此理甚明，無須贅述；（物量變遷分爲絕對的與相對的；絕對的爲物本身變遷，而人口不變；相對的爲物不變而人口變）。貨幣價值變遷而交易一切經濟價值者，無非以貨幣爲價值之代表之故。不論在時間上，在空間上，或在人們經濟活動方面，貨幣均能代表一切經濟價值。貨幣之有此種功用，已爲學者所公認。其中原理，此處無詳述必要。故貨幣價值，發生變化，一切經濟價值即在無形中，發生全樣變化。變化如甚劇烈，如歐戰後歐洲諸國貨幣跌價，或金貴銀賤後之中國國幣等等，國民經濟即失落其穩固性，而前途發展定受大阻礙。貨幣與經濟既有如此密切關係，金融市場之重要性，豈復待言而後明。

更有進者，即貨幣之左右經濟價值者，較貨物本身數量之變遷而影響于其價值者有既快且大之可能。其故在貨物之生產程序較長，——生產技術愈發達，生產程序亦愈長，故生產程序日有較長之趨勢，——故其數量之增減，價值之變遷（絕對的價值）亦遲；反是者，貨幣之數量增減，易如反掌，更自紙幣實行以來，任何大量的貨幣，均能任意增加或減少。所以在此種情形下，貨物本身之變遷影響于其價值者，不如貨幣之影響于經濟價值者迅速。復次貨物之數量增加與減少，均有限度，而貨幣之增加又有無窮之可能，如德國戰後馬克紙幣之充斥市場。因為貨物之影響于其價值者，不如貨幣之影響于經濟價值者大。凡此一一，已將貨幣之左右經濟價值所以遠勝于貨物者證明矣。當然，為國民經濟計，政府定有極合理，極健全之貨幣政策，使貨幣無影響于一切經濟價值之可能。誠如是，貨幣固非絕對的危險物；惟其有危險之可能，故亦非絕對的非危險物；要在用得其當耳！

英德二國，為歐洲經濟最進步之國。二國此次事變，于其經濟價值上之影響，定極

偉大；而其事變原因，與經過，亦甚複雜；除經濟動機外，尚有甚繁雜之政治糾紛。故就事論事，切實直接受損益者，不僅二當事國而已。以世界經濟眼光觀察，任何經濟機體，均有若干直接或間接影響。我輩雖屬局外人，亦有知其究竟之必要，而文為發展我國金融計，為我國經濟前途計，于二國事件之原因，實為避免困難所不可不知者。故此書之作，不僅作者個人之意興，實為任何仁人君子所必須者也。所闕憾者，此書倉卒成編，于材料上，固甚確切可靠，此作者敢誇大自許；惟文字上，諸多草率欠通處，此作者深覺自愧，願讀者明達，以學術的文字目之，而不與一般專重文字之作品，相比較為幸。

最近英德之金融恐慌

序言

第一編

第一章 戰前後國際間現金實數之變遷

自金本位之貨幣制度推行于世界，黃金之功用即自裝飾品而推及貨幣。故凡貨幣價格之穩固與否，及國際貿易虧負之清償等，無不惟此現金是賴。更有進者，歐戰後亦有利用黃金以爲外交上之利器者；近年來奧國在世界政治累次失利，即爲黃金所困；可見現金之功用，更自經濟而及于政治矣！惟此功用之擴大，故其需要亦日見增加；不僅爲國民經濟之發展計，採用金本位幣制諸國，吸收大宗黃金，且爲其世界政治上之勢力計，而儘量充實其現金實力。此次英德二國之擠兌恐慌，即一黃金實力問題。

戰前後世界重要諸國現金實力之變遷如次：

戰前後英美德法之現金實數表（以馬克爲單位）
（每年年終數量）

年 份

國

別

最近英德之金融恐慌



(南)

最近英德之金融恐慌

11

	英 國	德 國	法 國	美 國
一九一三	四八〇〇〇〇〇〇〇	四一八〇〇〇〇〇〇	五九〇〇〇〇〇〇〇	七四〇〇〇〇〇〇〇
一九二四	三六〇〇〇〇〇〇〇	八二〇〇〇〇〇〇〇	二九〇〇〇〇〇〇〇	一九三〇〇〇〇〇〇〇
一九二五	三三〇〇〇〇〇〇〇	一一五〇〇〇〇〇〇〇		
一九二七	三五〇〇〇〇〇〇〇〇	一九〇〇〇〇〇〇〇〇	二九八〇〇〇〇〇〇〇	一八六〇〇〇〇〇〇〇
一九二七	三三〇〇〇〇〇〇〇〇	一九〇〇〇〇〇〇〇〇	三三〇〇〇〇〇〇〇〇	一八三〇〇〇〇〇〇〇
一九二八	三三〇〇〇〇〇〇〇〇	二六〇〇〇〇〇〇〇〇	五三〇〇〇〇〇〇〇〇	一七六〇〇〇〇〇〇〇
一九二九	三五〇〇〇〇〇〇〇〇	三三〇〇〇〇〇〇〇〇	六五〇〇〇〇〇〇〇〇	一七九〇〇〇〇〇〇〇
一九三〇	三三〇〇〇〇〇〇〇〇	三三〇〇〇〇〇〇〇〇	八二一〇〇〇〇〇〇〇	一九六〇〇〇〇〇〇〇
一九三一	二四七六〇〇〇〇〇〇 (六月卅三, 三五〇〇〇〇〇〇〇)	一〇五〇〇〇〇〇〇〇	一一三二〇〇〇〇〇〇〇	一八七〇〇〇〇〇〇〇

在上表中，即可看出戰前美國之現金已冠英德法三國，法國次之，英國又次之，德國為最小。美國以其較大之經濟區域，較大之人口，其現金需要自亦較多，故亦應有較

強之現金實力，此無疑義。而法國者，人口及經濟區域，既不較英德爲大，且工商業并不如英德之發達，而富于黃金者，自有其特殊原因，非出偶然也。法國之國民經濟，以中農階級爲重心，而此中農階級者，長于保守，凡事以穩健爲原則，故其經濟活動以儲蓄收息爲限；俱有危險性之大規模工商企業，悉非一般法人之所好。因此法國之儲蓄事業，極爲發達。僅有極發達之儲蓄，而無大規模之工商業投資，現金數量焉得不日見增加。假如法人亦如英人之從事經商，與德人之好工業投資，則此大量之現金，即變爲貨物與工廠矣。

英國在戰前爲世界惟一之富國，而現金之儲藏，并不十分雄厚者，亦有其故：英人一方面善于世界商業活動，亦作工業企業，故于國內外作大規模之投資；而一方面倫敦爲世界金融重心，世界諸債務國，無有能脫離英國之資本者。即此二端，英國之現金量，常爲減少。何況英國以其倫敦之金融能力，與美譽，苟有大量現金需要，儘可利用外國現金以資應用。（如法國有大量資本英倫可吸收應用。）故在事實上，英國實無儲藏現

金之必要。凡此諸因，均英國現金額之所以不十分充實也。

德國爲工業新興國；以富力言，已不如英，而其國民又好于企業投資，故儲蓄力亦不如法；加以經濟區域與人口遠不如美；其現金額，焉得不較其他三國爲落後，至於其他原因，致德國現金較少者，即德國之主要工業，大都爲重工業；如鋼，鐵，及礦工等。此等工業，所須要之資本既大，且投資後不易重變流通現款。此與商業投資之易于流通，大不相同。

大戰後四國之現金實力起一大革命；在法國幣價未正式鞏固前，——一九二八——美國居首，英國次之，法國居其三，德國殿其末。此種次第上之更易，尙無足道。須值吾人注意者，美國在數量上大爲增加，自七九四〇〇〇〇〇馬克，于一九二七年增爲一八三七〇〇〇〇〇馬克；增加一倍有半。其他三國，適呈反對現象，而大遞減，攷其原因約有二點：戰後各國貨幣跌價，而美國幣價無大變動，最爲穩固。故之三國之資本，爲免避本國貨幣跌價之危險而逃亡美國，因而美國在戰後數年爲世界現金之集

中處。此其一。其二，戰後美國一躍而爲世界之惟一債權人；在戰後數年間，各國雖未能清償其債務之全部，而現金之流入美國，爲數已不在少，其爲美國現金增加之一原因當亦無疑。

法國現金在戰後初年所以大退步者，一部份原因，固在法郎跌價，國內現金資本流入他國，以圖安全；而大原因，乃因法國爲歐戰戰場之中心，損失自較他國爲重，而戰費當亦較巨；其現金之消費，自亦較多。

英國現金減少之原因，除與法國相同外，尙有其特殊情形，即政府爲維持其英鎊價格于世界市場，故於大戰期內，除將其已有之大量黃金，運往紐約外，更將其自殖民地應得之金額，悉數運美，以資收買英鎊，并作英鎊之擔保品；（參觀第十五頁）由此而失落之現金，雖無實數可攷，要亦在可觀，——此亦爲美國現金增加之一小原因，——故英國之金額，在歐戰後初年大見減少。

至于德國者，在戰前現金力本不甚厚；而大戰戰費又較任何各國爲巨，加以大戰失

敗，協約國軍隊之佔領費，——如萊茵地方 (Rheinland) 等，——賠款等等，不一而足，其現金數額減少，較英法爲猛烈，復何疑義。

以上爲歐戰後迄一九二八年間之變遷耳。自一九二九年起，美國固仍居首位，而法國則又恢復其戰前原狀而居第二位矣，且在實數上，較戰前爲增加；其中原因，實值研究。

最明顯一原因，使法國現金得增加者，乃一九二八年法郎價格之穩固。自一九二六年十二月二十二日，法國國家銀行 (Banque de France) 代表在交易所中宣言；國家銀行，已預備將一百二十二另二五法郎值一英磅之價格，收買并出賣任何數量之外國匯票。自此而後，法郎之價格，在事實上，已爲鞏固；一九二八之正式鞏固，僅其形式耳。故自此日起，因法郎跌價而外溢之現金資本，源源回國。試觀上表(第二頁)，自一九二七年起，法國之現金，即大爲增加。

法國現金增加之第二大原因，在德國之賠款。法國爲賠款債權人中之主要份子；其

應得之款項，計賠款總數之百分之四十以上，例如一九三一至一九三二年。（參攷第七十一頁二表）自一九二四年起，陶氏計劃（Dawes-Plan）實行。故法國現金額即自此起按年上升。（參觀前表第二頁）。

第三原因，在法郎價格之低廉。因法郎自固定後，價格較底，故法國貨物在世界市場之價格，亦為便宜。其競爭力，因而加強，法國之出口為之增加；結果現金流入。當一九二六年，法國物價躉指數為六百二十紙法郎時，——等于金法郎指數一百二十四，——英國之指數為一百四十五，美國為一百四十八，可見法國之貨價較此諸國為廉，——百分之二十，——其出口自屬易易；且以其國內生活底廉，外人留遊法國者，亦為增加。（外人遊法費用，年以數萬百計，亦為法國收入之一。）法國之支付表平衡因而年有盈餘。

自一九二九年後，法國之國外存款及債款有一部份回國，是為法國金力增加之第四原因。其所以回國者，一以德國自一九二九年起，金融信用能力發生不良狀態，（參攷

第二編第八十六頁至第九十一頁。）而英國對德債權較多，英國之國際信用亦因此而搖動。以穩健爲前提之法國儲蓄者，爲免除危險計，將其英德二國之存款與債權取回若干。一以法國國內屢次發生銀行恐慌，如郁得司恐慌（Ouster-Krise）等。銀行累爲取信于儲戶與債權人起見，非有較厚之金力不可；故而除私人債權人外，銀行亦提回其國外債權。

以上諸端，爲法國金力增加之積極的原因；而其增加之所以如此迅速者，尙有若干消極的原因在，所謂消極者，即限制其輸出。此于其增加原因，極關重要；假如輸出無限制，恐增加雖多，亦難有此大量黃金之積聚。

戰後法國國債甚多，但一經法政府之新法郎價格鞏固政策，一經英美之諒解，無形中減輕負擔不少，法郎鞏固後之價格，僅戰前價格五分之一耳。在此一轉移間，以法郎計算之國債，頓然減去五分之四。即此一端，法國所節省之現金，已在可觀。此爲法國減少金額輸出之第一原因。

當法郎跌價時，法國之經濟情形頗爲險惡，出口不振，支付平衡表有大虧負；政府財政困難，對外信用不佳；其時情勢，大有一籌莫轉之苦。英美爲救濟其恐慌起見，願將其歐戰期內成立之債權，放棄一部份。故法國又得節省其現金之外流。凡此二消極的節省，于其黃金增加之迅速，大有關係者也。

英德金力之所以減少，悉由大戰爲之。（請參觀本編第二章全文。）

本章所述，固僅及于重要諸國現金實力之變遷；但許多國家之現金實力，并不僅限於儲存國內之黃金。在戰前各國之準備金，除黃金外，無有能與黃金發生同等效力者；戰後則外國匯票，亦用爲現金，作紙幣之準備金矣。（採用外國匯票準備金制度者，有立陶宛 (Lithauen) 奧國，捷克，丹席希 (Danzig)，德國，芬蘭 (Finland)，布加利亞 (Bulgarlien)，匈亞利，愛司蘭 (Estland)，右過拉夫 (Jugoslavien)，比利時，及立德蘭 (Litland) 等諸國。外國匯票不得充爲現金準備金者，有瑞典，瑞士，荷蘭，法國，及英國。）無論外國匯票之是否用爲準備金與否，其效力及功用，確與現金無異

最近英德之金融恐慌

10

；因持外國匯票者，即可用作現金，以清償其應付之金額。故比較各國之金力，須將其所有之外國匯票，併入計算，以上四國之外國匯票額如次：

	英國	德	國	法	國	美國
一九二九(十月廿二日)	不詳	四三四七〇〇〇〇〇	四二六三〇〇〇〇〇〇	不詳		
一九三一(六月六日)	不詳	三二四二〇〇〇〇〇	四三〇七一〇〇〇〇〇	不詳		

英美之外國匯票數量，固無得備載；就德法二國比較之，法國之實數，在一九二九年，尙未能十倍于德國；及一九三一年，德國因擠兌風潮，已不及法國十份之一；以黃金額合計之，法國之黃金實力，誠遠在德國之上，英國亦難與抗。

第二章 英德幣制變遷史略

英國爲金本位幣制之赤源地；自一七九八年銀幣之自由鼓鑄律取消後，英國之金本位幣制，雖未經法令版佈正式成立，確已俱備現代金本位幣制之諸重要點。首先繼英國而實行金本位幣制者，爲德國。迄今日止，英國之金本位已三經取消；一在拿破侖大戰，一在歐戰，又一在一九三一年之九月二十日。德國之金本位，自一八七一年成立以來，亦經一度之取消，即歐戰及戰後馬克大跌價期內。今日者，英行紙本位，而德仍用金本位。

英德固同爲金本位之先進國，亦爲金本位之重要國；惟其理論上之根據，二國炯乎不同，英國盛行實幣理論（Currency Theory），主此理論者，爲李加圖（Ricardo），路愛德（Samuel J. Loyd），（現代則有佛禧（Irving Fisher），凱式爾（Cassel），及密修氏（Mises）等）。按諸該理論；銀行發行紙幣，應有十足準備金，因紙幣流通于市場，其作用與實幣相同；紙幣如有增減，影響于市場者，正與實幣之增減無別。爲此之

故，紙幣須有十足準備金。在事實上，英國自一八四四年來，即根據畢爾氏條例(*Peel's Law*)，除一千八百萬英鎊(其中一千一百萬英鎊係英國國家銀行(*Bank of England*)發行之無準備金紙幣，餘爲由國庫券準備)，之無現金準備之紙幣外，餘均有十足現金準備。以英國金融市場範圍之大，此一千八百萬英鎊之不準備紙幣，正如滄海一粟，無絲毫輕重，實無害于英金本位之爲十足現金準備之金本位也。德國者，與有大別矣。亞頓穆勒(*Adam Mueller*)所創之信用理論(*Banktheorie*)盛行迄今。根據此理論，銀行因貨物交易而發行之紙幣，并不能使物價抬高，因真切之經濟行爲(*Wirtschaftsvorgänge*)，爲貨物之交付，而其價格之規定，已在銀行發行紙幣之前。故紙幣增加，并不能使物價上漲。十足準備無其必要。因而戰前德國之紙幣準備金，僅百分之三十而已。

英德準備金制度之不同，固爲二國理論立腳點不同所致；而在事實上，却已各有其可能與難能焉。英國爲世界富國，倫敦爲世界商業與金融之重心，于現金須要，無患不足；加以殖民地產金之多，故于十足準備金無何困難。而德國者，僅一新興之工業國；

其經濟富力，遠不如英，金本位之實行，全賴普法戰爭法國之賠款；其非出于經濟自由進展之需要甚明。十足準備，是屬難能。

自歐戰開始，二國即實行紙本位，戰後數年，仍恢復其金本位；其間變遷，二國迥有不同：英國取消金本位之經過，較德國爲複雜，但較有興味；德國之恢復金本位，不如英國之簡易。

當大戰開始後之數月間，英國市場上，現款需要，奇形增加；而英國國家銀行所有之紙幣與金幣，均不足應此需要；又爲顧全英倫金融界之聲譽計，國家銀行，雖困于現款之不足，不使頓將畢爾氏條例 (Peel's Law) 破壞，而增發紙幣。而市場之需要，又須適應。爲兩全計，政府發行流通券 (Currency Notes)。在名義上，與國家銀行無關，得保全金融界不破壤畢爾氏法令之苦心；在實際上，此種流通券，得向國家銀行兌換國家銀行發行之紙幣，復由此紙幣而兌取現金。故流通券之實際效用，與國家銀行發行紙幣全；而市場之需要，因以維持。此項巧妙辦法，誠屬兩全；無如英磅跌價，英國金

本位變爲紙本位，卽此自始，此爲吾人之所須注意者；在法律上，在形式上，畢爾氏法令仍存在，而經濟上，事實上，畢爾氏法令已經打破，因流通券既與銀行紙幣同一功用，故銀行之十足準備金，已爲不足。所以保持畢爾氏十足準備金之法令者，僅保持其具文耳。

自法定十足準備金無形消取後，迄一九一五年而國家銀行兌現之職，亦不能履行。惟兌現之法律依然存在，兌現之事實則已消滅。所謂金本位者，已成紙本位矣。蓋自該年起，英國財政已受戰事影響，感覺困難，不得已增發大量流通券。迄一九一九年十二月止，英國共計紙幣四二〇〇〇〇〇〇英磅，戰前僅二九七〇〇〇〇英磅，而國家銀行之現金并未增加，在此情形下，兌現當所不能。不能兌現，又其餘事耳，最關重要者，乃流通券增發之結果，貨物價格上升，且與此流通券之增加量成正比，由此而英磅跌價之慘劇，演于英倫；但在國際間，迄一九一九年三月止，英磅并未跌價，——偶有差別，亦僅百分之一或二而已——。此由于英政府特別維持之故：在戰期內，英政府

將其所有大批現金與殖民地運往倫敦之金額，悉數解運紐約之慕爾根銀行 (Morgan Bank)，作爲英磅之準備金與擔保品。于不足時，得由美國借款補充。及大戰告終，英政府爲辦理戰事結束，需財又殷，且財力上已較前更遜，實已無力顧及磅價；加以美國之借款襄助，亦與戰事同時宣告結束。故英磅之國際價格，亦即下跌。于是英幣跌價之悲劇，自國內而普及國際矣！至此吾人須鄭重申明一語：英幣之不足準備金，取消金本位，并國內外大跌價，悉由政府發行之流通券所致，國家銀行之紙幣無與焉！當一九二五年重行金本位前，國家銀行計有現金一五五七四〇〇〇磅，紙幣九二三四〇〇〇磅，而政府流通券共計有三八四〇八〇〇〇磅，故紙幣之準備金，——銀行的紙幣與政府流通券——祇百分之四十另五耳！磅價何能免于跌落乎！

自一九二五年四月二十九日起，英國之幣制史，又開一新紀元，即政府實行幣制鞏固，恢復金本位。夫政府恢復金本位之動機，無非以倫敦曾執世界金融之牛耳，爲體面計，決不可永行紙本位。與此同一見解者，有英國之銀行界。在工業界方面，及一部份

經濟學者，如劍橋學派 (Cambridge School) 之蓋司氏 (Keynes)，及哈得留 (Harley) 諸氏，均反對政府此策。在工業界方面，惟恐磅價上漲，貨物出口爲難；而學者諸君子，簽設英國現金不足，而美國金力雄厚，如英國恢復金本位，英國之幣制斷不能獨立發展，而成美金之寄生蟲。故英國之貨幣命運，如欲不仰美國之鼻息，惟有舍此金本位制。且現金之功用，在內國交易，已經失落；國際間固仍用之耳。故與其重行金本位，不如採用低本位之爲善。蓋司氏 (Keynes) 曾爲政府作一紙本位計劃，惜未經採用耳！

至于其鞏固之法，則較簡易，即由美國聯邦準備銀行，借款二〇〇〇〇〇〇〇元美金，募爾根銀行 (Morgan Bank) 及其他諸銀行，借款一〇〇〇〇〇〇〇元美金，而英政府在秘密中亦集成美金一六六〇〇〇〇〇元，——政府此款之由來始終在秘密中無得查考——！美國之兩項借款，爲期二年，——自一九二五年五月一日起，——其利息較當時聯邦準備銀行之再貼現息高一釐，但至少不得底于四釐而至多不得高于五釐。以各種費用計之，英國如此恢復金本位之化費，在第一年計美金一二五〇〇〇元云！

英幣之所以如此易于鞏固者，約有數因：英國富力較厚，借款無困難；又以倫敦在世界金融市場中之重要地位，與信用美譽，自恢復金本位之消息傳出後，即有大批現金流入倫敦，爭購英磅，以圖金本位實現後，磅價上漲，而護利；此外尚有因跌價而逃亡國外之內國現金資本，與外國存款，均因鞏固而重返英倫。凡此諸因，倫敦之現金，——當時雖亦有大量外溢——，已足以適應當時之需要，金本位制度因此而重歸其英國之故鄉。

自英幣鞏固以來，迄一九三一年之九月二十日，金本位在英國之壽命，僅六年四月餘耳；而破產竟又不可免。其中究竟，當另以專編詳之。（第三編第二節第一百十五頁起）。德國之金本位，固未如英國之一再取消，而馬克跌價之慘史，確非英幣跌價所能比。自歐戰開始，馬克價格即于一九一四年之七月下旬下跌，迄一九二三年始行穩定。其國際最低價格，在一九二三年之十一月二十六日，每一〇〇〇〇〇〇〇〇紙馬克，值美金一角二分！或值戰前半金馬克！

德幣跌價之大原因，正與英幣跌價之原因相同，即政府發行大量紙幣，——當時名爲國庫券——，強制國家銀行貼現。因此市場上之紙幣大增。但其經過無如英國紙幣增加之曲折。因德政府發行庫券，僅爲其財政上之須要，并無如英政府之另有維持幣制條律或名譽之苦心。德幣跌價所以較英幣爲猛烈者，以德國之戰費須悉數由德政府單獨負擔。而英國者，因爲協約國之一，祇須擔負總戰費之一部份。即此一端，二國財政情形，洵有大別矣！何況德國之經濟力本不如英國之強，國家財政，因而易于破產。而破產之肇禍，尤爲悲慘。此外使德政府不得不多發行紙幣者，乃戰後初年客軍佔領費之支付，如萊茵地方等，及國際信用破產，外債來源斷絕。此類困苦情形，悉爲英國所不有。故德政府之國庫券，最高量計一九一·五八〇·四六五·四二二·〇〇〇·〇〇〇馬克，——一九二三年十一月——，而英政府發行之流通券，最高量計三八四·〇八〇·〇〇〇英磅。（值七·六八一·六〇〇·〇〇〇馬克）——一九二五年——。以紙幣數量上如此之大差別！焉得不有其價格上之大懸殊！

以德政府財政之困難，現金之稀少，（參觀前章第一百）國際信用之薄弱，其于穩固馬克價格是屬匪易。約言之：金馬克之再生，曾經二大過渡時期：在第一時期中，政府發行二種庫券；一為美金國庫券（Dollarschatzanscheinung），一為現金國庫券（Goldschatzanscheinung）或名現金債務（Goldanleihe）。一種庫券，均無切實現金準備，而所以名為美金國庫券者，以其以美金計算，與紙馬克完全脫離關係，其市價之漲落，以美金市價之漲落為轉移；雖無現準備金，而其效用却與美金等。因此而馬克跌價之恐慌，消除一部份。惟其發印額甚微，僅二五·〇〇〇·〇〇〇元美金，不能普及市場，因而發行現金國庫券。該庫券得于一九三五年九月二日兌現，年息六釐，但所謂兌現者，并非兌或取現金美金，乃兌換屆時市場上所流行之馬克。其兌現價格，不以票面為標準，須視一九三五年七月十五日與八月十四日間之平均正式美金市價而定。

以上二種庫券，為當時俱有固定價格之支付媒介物。無切實之現金準備，而能有固定之價格者，一則以其數量有限，再則以國民之信仰心致之。實以當時紙馬克價格上之

變動太大，已失落其爲計算價值之工具！以此項庫券之發行，交易中得一價格穩固之支付并計算工具，不得不謂非馬克固定之先聲。

第二過渡時期，即租息馬克（Rentenmark）時期。首創租息馬克者，爲當時國府總理祕書海爾富博士（Dr. K. Helfferich）。按海氏計劃，德國之職業團體，（農業，工業，商業，轉運業，銀行業等），合組一租息銀行（Rentenbank）。銀行之資本計四十萬萬金馬克；半屬於農業團體，半屬於其他職業團體。而當時之職業團體，并未出此大量現款，僅在各業之資產上，加一與此資本相等之現金債務。其年息爲六釐，而較其他債務有優先權。此債務之債權人，即爲租息銀行，該銀行以此債權爲資本，發行與債權相等而年息五釐之有利租息券（5% Verzinsliche Rentenbriefe）。將此有利租息券爲準備金，銀行發行新貨幣，——租息馬克——。無論何時，持有租息馬克者，得向租息銀行兌換有利租息券。租息馬克發行後，由政府認爲支付媒介物，而政府亦即停止發行紙幣。當時租息銀行之資本實數（即債權實數），并無四十萬萬，僅三十二萬萬金馬克。而其

發行之租息馬克，計二十四萬萬。當時紙馬克充斥市場，政府即于一九二三年之十一月二十日，規定紙馬克與租息馬克之比例。每一租息馬克，值紙馬克一萬萬萬！！（一・〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇）自租息馬克成立，紙馬克得一安生立命之所，而不再跌價矣。

按 Die Rente 一字，在德文中用意甚廣；在普通營業上，得謂之『利息』或『利潤』者；在債務上，關於農業者，得謂之『租』；關於工業者，得謂之『息』或『利息』；在社會保險事業上 (Soziale Versicherung)，得謂之『卹金』等等。Rentenbank 之資本，為農，工，商業所承受之債務。故以 Rentenbank 名。其發印之債券，與馬克，隨謂為 Rentenbrief 與 Rentenmark。此處所以譯作『租息』者，亦即以農工商業將其資產抵押于該銀行，而有債務行為也。

經過如此複雜之歷史，馬克價格雖得鞏固，而德國之金本位，金馬克，尚在五里霧中。因現金無着，無從實行用金。但金馬克一日不實現，租息馬克之辦法雖妙，德國之

幣制終不能認爲十分健全，且當時國際賠款專家會議，于此租息馬克之成立，未能滿意！咸爲租息馬克之功用，祇限于國內，不能普及國際。故租息馬克僅金馬克之過渡耳。

自賠款專家會議，認定德國有借外債八萬萬金馬克之現金，以實行其金本位之必要後，德國乃于一九二四年十月十日自陶氏國際借款中得有此項現金。于是金馬克重見天日于德國。而德國幣制，亦取信于國內外矣。此外尚有一事，值吾人注意者，乃一九二四年四月七日起，國家銀行實行放款限制（Kreditrestriktion）。限制放款與幣制鞏固有至密切之關係。貨幣跌價之惟一原因，爲貨幣數量增加，而貨物之數量如故。（不僅紙幣數量增加而幣價跌，即金幣數量增加而貨物量不增，幣價于內國市場亦跌。國家銀行，如濫于放款，在德國當時之情形下，惟一結果，即國家銀行增發紙幣。故放款如不加限制，則馬克之危險，并未完全解除。此又僅就德國國內情形而言。在上節已述明金馬克一日不實行，德國幣制終不十分健全。而金馬克之命運，悉以國外借款爲歸。而國外借款，又以此借款之穩固與否爲轉移，以德國當時之經濟情形，如與國外債權人以安

全，惟有國家銀行謹慎放款，凡信用能力薄弱者，嚴加阻止。如此則其放款之危險減少，其于國外債務自亦穩固。國家銀行對外信用因此良好。外國借款當然不難成立。外國借款成立，金本位，金馬克，僅一舉手之勞耳！可見對內，對外，以德國之情狀，國家銀行限制放款，實爲馬克穩固之緊要關頭。有心于金融問題者，不可不注意。

迄乎今日德國之金本位，仍然存在，惟其所經風波，實爲貨幣史中絕無僅有之一幕。而尤以一九三一年七月之事爲可懼。請以下編專文詳之。

約略言之，貨幣理論，可別爲二大流：一曰國家貨幣論 (Staats Theorie des Geldes)，一曰金屬貨幣論 (Metalismus)。前者以國家之威權爲貨幣價值之重心，後者視貨幣爲用作交易工具之一種貨物。故按諸國家貨幣理論，貨幣之價值，純出于國家之權力，與金屬無關；如不兌換紙幣與兌換紙幣之有同樣價值，紙本位幣制之能實行等等，均爲該理論強有力之證據。按諸金屬貨幣論，貨幣爲分工之產兒，金屬品以其較大之『出售能力』 (Absatzfähigkeit)，與其他特質，故戰勝其他物品，而爲交易工具或媒介物。

。如貨幣本身無價值，則決不能有其『出售能力』。不有『出售能力』，決不能用爲交易媒介物。故貨幣之價值，在其本身爲貨物，在其本身有價值。二派理論，大旨如此。考諸英德二國之幣制經過，二種學理，似乎均未能有其絕對的是，亦未能有其絕對的非。假使貨幣價值，由于國家威權，則英國之流通券，德國之國庫券，悉由政府發行，而終不免大跌價者，何故？假如貨幣之價值，誠由于金屬，則德國之租息馬克，并不能兌現，却亦發生效用！自客觀方面言之，縱如國家貨幣論所言，貨幣價值由于國家威權，但威權之效力與行使，有一定範圍，即權力所及之國土。故國家貨幣論，苟有絕對的是，亦以內國爲限，國際間之貨幣價值，仍不能不以金屬價值爲依歸。可見二種理論之或是，或否，各有其範圍。故以吾人觀察所及，以今日文明各國之經濟程度，在內國市場，金本位，紙本位，均屬可行！國際交易，又賴現金以爲清算耳。夫紙本位在內國市場所以能與金本位同一功用者，一部份固與國家之權力有關，而大部份國民經濟之發達有以致之。其中原因，甚爲繁複，此處限于篇幅，恕不能詳道。此外尙須補述一語者，

論實行金本位，或紙本位，貨幣之數量，與其價值，亦有極密切關係。吾人固非絕對的貨幣數量論者（Quantitätstheorie des Geldes），此處却須顧及其數量上之關係。

第三章 英德金融市場組織略述

所謂金融市場者，恒指貨幣市場（Geldmarkt），與資本市場（Kapitalmarkt），而言。前者係短期金融往來，後者為長期金融往來。故二者之分別，在乎時間之長短。但所謂短期者，亦以各種債款之不同而不同；在商業上之短期債款，恆不過三月，工業上不過六月，出口業不過九月，農業上不過一年。故貨幣市場之金融往來為期無有能過于一年者。過于一年為期之借款，不得謂為貨幣市場之金融活動，而須歸入資本市場矣。除此時間上之分別外。就債款之功用言，貨幣市場供給經濟界以流通資本，而資本市場則為固定資本之源泉。因短期債款，（至少在理論上）應用于貨款，工資，薪金等之支付，至于工廠之建設，大規模房屋及機器等等，不易于短時期內變作流通資本之設備，應由長期借款支付。（蓋非如此不足以避免債務擠兌之恐慌也）。在時間上，在功用上，

研究金融市場者，不得不將金融市場，別爲二大類，分別查考。但實際上，又同爲一貨幣的資本市場而已。（非貨物的資本市場）。

英國

貨幣市場

戰前之英國，富甲天下，倫敦執世界金融市場之牛耳，是爲世人所共知。就貨幣市場言，倫敦爲世界之墊款人，倫敦爲世界之現款放款人，倫敦亦爲世界信用介紹人。倫敦金融活動力之所以如此偉大者，當有其故。

倫敦爲世界墊款人：墊款者，代付現款是也。代付現款，約有三種可能。如銀行承允顧客若干現款借款，而此現款仍儲存銀行。顧客于支付現款時，僅出一滙票，銀行見票按期代客付款。在取款者觀之，出票人有存款在銀行。而實際上，却由銀行墊付。銀行墊款之第二種方式，卽爲貼現。貼現者，乃銀行自動的收買未到期之滙票。在形式上

銀行并未允諾出滙票者，任何借款，或代支付現款，但在實際上，銀行却已代出票人墊付現款。第三種墊款方式，即為再貼現。此即銀行購買已經貼現之滙票。在未再貼現之前，收買滙票者已代出票人付款，經再貼現後，代付款項者，非為收買滙票者，而為執行再貼現之銀行矣。故出票人即為再貼現銀行之債務人。所謂墊款者，約指上三種付款而言。

不論戰前後英國金融界之墊款事業，非任何各國所能及。專管此墊款事業之銀行（Akzotheuser），今日在倫敦大者計八十以上。凡國際往來之滙票，均能在倫敦貼現，而貼現率，與市場正式貼現率，決無大出入。此種滙票銀行，在巴黎僅有其二。即此銀行數量上之多少，亦可想見倫敦于國際墊款事業之發達。其故因英人熟悉各國商業情形；如南美洲原料產品之增加變遷，倫敦均先人而知之。而國際間之墊款，又原料之進出口為大宗。歐洲大陸諸國之銀行，因不明原料產區之情況，故寧經營其他長期放款，而不願代墊此種原料進出口款項者。美國在戰後金融勢力大為澎漲，惟于墊款放款，

終不敵倫敦。巴黎亦一再經營此項放款事業，亦以對於世界商情不如倫敦之爛熟，終不能如意發展。倫敦于世界墊款事業，迄今日止，誠屬天下無敵。

倫敦爲世界之現款放款人：世界短期現款放款，大都爲股票或證券等之短期抵押借款。倫敦在戰前，亦曾爲此項借款之世界惟一債權人。各國有以股票爲短期抵押借款者，均以倫敦爲重心。迄乎戰後，美國之金融勢力擴大，倫敦之短期現款放款地位，爲美國所佔有。故今日倫敦雖仍不失其爲世界現款放款人，而其重要性，已非昔比。

倫敦爲世界之匯票放款人，爲現款放款人，一方面固以其熟習世界商情，一方面與英國經濟界之能獨立自謀，無須銀行借款，亦有相當關係。假如英國之銀行界與工業界關係密切，則無論如何，亦必減少其世界性之一部份。銀行之所以能與國內工商業無深切關係者，因英國大地主甚多，富有金融能力；實業界爲有需要，大地主即取銀行之功用而代之。戰後，實業界需款更殷，似有非利用銀行不可者；但銀行已慣于世界活動，與國內企業界，大有格不相入之苦。

倫敦之所以能作大規模世界短期放款活動者，除上述二理由外，值吾人注意者，即其款項之來源。其放款之一部份，固由于本國之富力，一部份實係外國之自由存款。以倫敦金融市場之聲譽與實力，咸謂存款于倫敦與私自保持現金無異。因以倫敦之富，現金隨時可取得，故歐洲如德，法，俄，比，荷蘭，及匈奧（合辦的），六國國家銀行，爲維持其國外匯票之故，均有大量現金儲存英倫，——一九一〇年計三萬五千萬金磅——。此外歐洲諸國。私人銀行之存款于倫敦者，爲數亦在可觀。不僅惟是，英人得用作對外放款者，尚有爲維持其貨幣本位，而以現金儲存倫敦者；爲印度，日本，及其他英屬殖民地等。假如不有此項現款自由輸入，英倫之世界放款能力，定爲減色不少。

倫敦爲世界信用介紹人：倫敦吸收大量存款，轉作放款事業，上文已爲述及，而此處又專列項目者，蓋除此自動的存款外，倫敦利用其金融聲譽與金融工具，提高貼現率，并降低英磅市價，使外幣轉購金磅有利可圖。於是具有現金充餘之國，即可運輸其餘款至倫敦，倫敦以更較高昂之利息，轉借與需要現款之國。經此一轉移間，世界之金融需

要，既得平均，而彼此適合，英人復得收利息間差別之益。倫敦之所以能充此介紹人之職者，固以英人明瞭各國經濟情形，一遇任何國有現款剩餘或須要時，均能洞悉無餘；而此外亦以國際間之短期放款與借款，大都以私人之信用能力為標準，與國民經濟，當有相當關係，但甚淺薄。惟其以私人能力為主要，故非有一人或一團體出任介紹不可。倫敦既執世界金融市場之牛耳，信用自著，故亦適足以充此任。

綜上而言，英國之貨幣市場（Goldmarkt），一純粹世界貨幣市場也；服務于國際者多，于內國者少。且其放款款項之來源，大部份亦屬自國際間吸收而來，并非盡為英人固有之財產。此種情形，戰後未見改觀，惟在程度上，戰後已較退步。在一九二二年，據倫敦經濟週報『經濟家』（The Economist）載：英國之對外短期放款計二萬另八百萬金磅。戰後以一九二八年之放款數量為最巨，計二萬另一百萬金磅，一九二七年為最少，計一萬四千萬金磅。此又僅其表面的數量上之減少。以實際購買力言，則英國戰後之放款活動，退步更猛烈矣。因戰後英國物價指數，平均約在一百六十與一百七十間（戰

前爲一百），故戰後一百六十英磅之購買力，在戰前祇一百英磅而已。故英國對外短期放款，如欲維持戰前原狀，非增加百分之六十或七十不可。否則必爲退步無疑。

資本市場

在戰前英國之資本市場，正與其貨幣市場同，爲世界的而非內國的。戰後則減少其國際性，而增加其內國活動矣。其變遷程度，可以下表證之。

英國國內外戰前後投資百分數表

	戰前 (一九〇八至 一九一三)	戰後 (一九二〇至 一九二七)
國內投資	百分之十九	百分之六十七
國外投資	百分之八十一	百分之三十三
總數	一百分	一百分

戰前後倫敦資本市場機體上組織之變遷，觀此表即可明瞭矣。戰前之倫敦，實爲世

界資本之惟一源泉。故其所供給各國之資本，佔其總投資百分之八十以上；攷其原因，無非以戰前英倫富甲各國，與英人之善于作世界經營。此二條件，如缺其一，則其世界性決不如此濃厚。蓋不有英國戰前之富力，決不能供給國際間資本之需要，如僅有資本，而不能精熟各國經濟能力與其發展狀態，雖欲投資，亦無從下手。可見二者并行不背，彼此有相互關係。英人適備有此不可缺一之二條件，故能獨霸世界資本市場于戰前。

戰後對外投資減少，內國投資增加，英國之資本市場，移其重心于國內投資。此種變態，實為美國之勃起，與英國內國資本需要增加所致。美國進步之結果，英國投資市場受二種打擊：一為對美投資之減少，一為美國代英國供給國際間資本之要求。戰前（一九一三年）英國對美投資，計二千三百萬金磅，戰後（一九二七年）僅二十萬英磅（拆成戰前購買力），故英國對美投資已減少十倍以上。英國對外投資即此一項，已為減少不少。何況美國于國際投資之競爭，亦屬不遺餘力，故英國之世界投資，更為退步。二國

英國國際投資之大退步，觀上表即已瞭然。戰前英國獨霸世界資本市場，戰後有美國爲之勁敵；各國吸收之美資悉在百分之八十以上，美國既代英國而起，英國資本市場之世界活動自然減小。

倫敦資本市場一方面減少其世界活動，而一方面國內投資所以增加者，固由于英國實業界在戰後急需大批資金，以革新其生產工具與生產方法，（蓋非如是無以與美德二國競爭于世界市場）但政府之各種關於獎勵投資之條例，于英國資本市場之增加內國經營，亦有相當關係。所謂獎勵投資條例者，如貿易借款條例（Trade Facility act），托拉公司條例（Trustee act），及出口貿易借款計劃（Export Credit Scheme）等等，經此種法令實行後，英國資本幾有禁止出口之限制。在此情形下，美國縱不與英國競爭于世界資本市場，英國資本亦難能出口，而須失落其世界性矣。

復次；此處尚須述明者，爲資本來源問題。簡言之，資本之來源，國民財富之增加是也。戰後英國國民財富之增加，是否較戰前爲強大，各家之觀察各異，估計差別亦甚

大；據一般論，充其量祇能與戰前相等；可見英國內國資本之來源，并未能較戰前爲豐富。至于國外資本之流入英倫者，雖無却切統計可考，要亦無足輕重也。吾人所不可忽略者，即英人以其貨幣市場所吸收之國際短期存款，用作其資本市場之活動工具！換言之，英人以短期債務，作長期投資是也！戰後國際間之短期債款，約有五百萬萬馬克，而倫敦所吸收者，較任何各國爲多。推其原因，英人如不出此一策，實無以再插足于世界的資本市場。因英國內國之資本，既難于出口，以英人之好于國際經營，故又樂與美國競爭；如不吸收國際短期存款，則非特競爭無力，且此項存款定爲他國所收受，而他國之金融能力，因而增加；此于英國不益甚大。故實行此種政策後，非特增加英人已有的資本實力，且減少他國之競爭可能。爲此之計，英人曾改善其存款債款等條件與手續，以優待其債權人，使大宗款項易于流入。故國際短期債款亦爲英倫資本市場資本來源之一。

德國

德國在戰前爲一新興工業國，而其主要工業，又爲重工業，如鋼鐵廠等，其人民亦富于工業企業性。因其工業新興，故在在需要大量資本；因以重工業爲主要，故所需要之資本爲長期的。此爲德國經濟組織之主要點，亦即其金融市場之根本背景。

貨幣市場

戰前德國之貨幣市場，尙有相當世界性，除吸收大宗國外現款外，于國際放款，不無若干成績；據海爾富博士（Dr. K. Helfferich）估計，在戰前之十數年間，每年德國之資本出口不下一百萬萬至一百五十萬萬馬克間，其中一小部份，係短期放款。至于其內國活動力，則較國際活動力爲強大，但亦不如其資本市場之發達；其故因工業企業發達所需要者大都爲長期的投資；短期金融往來，非工業企業所十分緊要。故德國之貨幣市場較其資本市場爲不如。

于國際放款，德國之貨幣市場，固甚退步，但于國際借款，確較有重要性，據海爾富博士報告，一八九九年德國在英法所吸收之短期債務，共計八萬萬法郎（等于六萬四千萬馬克）；在一九一一年秋季據倫敦經濟週報『經濟家』（The Economist）記載，僅法國一國之短期放款，在德國者，計二千五百萬英磅（值五萬萬馬克）。

如此說來，德國戰前之貨幣市場，係一偏面的短期借款進口市場，此與西歐諸國所大不同也。其故因德國之資本市場，有國際活動，（參考後第三十九頁）加以德國富力薄弱，國民財產之增加，不足以充此國內外資本之需要；惟一妙法祇有利用外國短期借款，以爲補苴。

戰後國民經濟淪于怠疲，國際放款雖未完全停頓，但較諸所吸收之短期借款，爲數稍去甚遠；實以內國資本市場需要急切，而長期外債，又難于募得，爲適應此須要計，自亦惟有利用貨幣市場吸取短期借款耳。較其短期國際債權債務之數量，即可窺見戰後德國貨幣市場活動之趨向。

德國貨幣市場之所以須吸收大量國際短期債款者，上文已明之矣。其所以能吸取此大量債務者，實以德國利息高昂，外資有利可圖，易于流入，加以歐洲及南美洲諸小國，在戰前金融能力本亦虛弱，（如加拿大，阿近丁等）。而戰後亦步英，美，法，荷蘭，瑞士，瑞典等之後，相繼以債款輸出焉。德國之債務來源，因而較戰前爲又廣。債款輸入，自較易易。

簡言之，德國之貨幣市場，戰前後爲同一轍，國外債務較大于國外債權。其資本市場，即利用此入超之債務，而作國內外之投資。故就國際言，德國之貨幣市場，終爲國際貨幣市場之債務人；就國內言，實不失爲其資本市場資本之介紹人；就範圍言，與倫敦貨幣市場之有偉大的國際活動者，相去奚啻霄壤。

資本市場

以戰前德國國勢之強盛，國民經濟之興旺，德國資本市場，除作大規模之內國投資外，亦作國際放款活動。在當時倫敦之資本市場中，德國之長期放款，并不亞于荷蘭，

人者，在程度上，遠在此表面的數量以上。戰後德國經濟的與政治的情形，均欠穩固，外國長期債務，不易募集；故德國資本市場所負之債務，（如表）尙不足以歷其切實之需要；爲此之故，乃利用貨幣市場，吸收外國短期債款，以補其資本市場之不足；故資本市場實際負債，遠在此數量之上。（參考第三十七頁）至于在外國投資方面，與戰前實際相較，亦已大爲退步，（參攷第三十六頁）。而所謂『進口之半數』者，亦以資本市場實際負債，遠過此表面的數量，故應另作別論。戰前後相較，德國資本市場今日國際活動之退步，與對外債務之猛增，于至彰彰明矣。其故不僅限于戰後德國資本之缺乏，而資本需要之增加，亦大有關係也。資本之所以缺乏，約有下列二因：（一）戰後殖民地損失殆盡，國民財富來源已告竭蹶；且戰前在協約國之投資，均被沒收；而所謂戰後國外新建事業，又不若戰前之多。凡此數端，戰後自國外流入之國民所得，大大減少。在此情形下，資本焉能充餘。（二）內國資本之集成（Kapitalbildung），較戰前爲小。在一九二六年至一九二八年之三年中，每年所增加之資本，約計七十五萬萬馬克至八十萬萬馬克間，

而戰前（一九一一年）所增加之資本，約在八十萬萬馬克與八十五萬萬馬克間，故戰後較爲退步，其故由于國家稅務繁重，與經營之困難。至于資本需要之所以增加，亦有三因：（一）以大戰及馬克大跌價之結果，德國經濟界受有大損失，爲恢復工作計，自須利用資本，排除此物質上之損害，方能復業。故資本之需要，較戰前爲多。（二）歐戰賠款，致有大批資本外溢。（三）能操業之成年人口，較戰前增加。故資本之需要亦擴大。德國戰後資本之需要與供給，所以背道而馳者，不出以上數因。在此情形下，除停止國際投資外，惟有利用外資，以發展其內國市場而已。其爲國際金融界之債務人，復何能免。此外尙須附述一問題，即德國長期債務，債權，與短期債務，債權間之關係。其實

際情形如次：

年份	債務類別	數	量	年份	債權類別	數	量
一九二六	短期	四〇〇〇		一九二六	短期	三〇〇〇	
	長期	四一〇〇			長期	四〇〇〇	
	其他	三〇〇〇				三〇〇〇	

擔無爲空頭利息之苦。且在市場現款充餘，利息便意時，即可吸收此利息底廉之新債，以償還利息高昂之舊債，利息負擔即可因而減輕。此種便利處，誠非呆遲之長期借款所能及。但國際間爲發生政治的或經濟的糾紛，債權人得取回其債權，以擾亂債務人之金融市場，與國民經濟。故在債權人方面，短期放款，既可免除長期放款不測之危險，且可于必要時，用作政治武器；故金融能力薄弱之國，或外交上時有糾紛之國，不宜過事吸收短期國外債務。但如外國債權，亦屬短期者多，且與此短期債務相等，則此危險當易于避免。德國金融市場，（英國亦如此）既在利用貨幣市場，吸收外國短期款項，以充實其資本市場之活動力。故在戰前——一九一一年——曾受法國短期借款之打擊，柏林金融界，頓入困難狀態，無手措手。至于戰後所受之痛苦，更無論矣（參攷第二編第一章第一節目第四十九頁起）此爲金融界所不可不注意者也。

德國外債之經過，頗饒興味，略附述之。以大戰失敗，德國于國際政治失其地位；

馬克大跌價，幣制破產。故大戰後之數年，迄無外債成就。自一九二四年起，外債方開始流入德國。因該年秋季之倫敦會議，有良好結果，德國在世界政治上，得一安身立命之所。次而陶氏借款成立 (Dawson-Anleihe)、德國國家銀行 (Reichsbank) 護有大批現金，馬克價格，因得穩固。(參考本編第二章第二十二頁) 德國已破產之幣制，因而復活。因此二太端，德國之國外信用，自弱而漸次轉強，國外放款人，源源將款項借給金融恐慌之德國。而同時政府為鼓勵外款之流入，特別優待外國債權人，將外債免稅。此項免稅條例，迄一九二六年十月方行取消。政府又為外債進行便利計，特設外債諮詢處 (Beratungsselle fuer Auslandskredite) 執行外債批准事宜。至一九二九年九月亦即停職。

致諸外債數量上之進展，一九二五年與一九二六年二年之入口較大，自一九二九年起已見退步。其故因一九二九年巴黎賠款專家會議，發生難題，(參考第二編第一章第二節第八十七頁) 馬克價格，有危險恐怖，外國債權，有因政治關係而取回者

，亦有因幣價欠穩而將現款索取回國者。一九三〇年德國國會改選，結果國家社會黨 (Nationalsozialistische Partei) 及共產黨席次猛增，(參考第二編第一章第二節第八十八頁) 德國內政發生恐慌。因此亦有一部份外債索回。故一九三〇年與一九二九年雖有外債成就，而總結果無大增加。一九三一年大恐慌起，外債大批回國，又少新債成立，故德國之外債數量大為減少。

至于外債之來源，據一九三一年拜賽爾 (Basel) 專家會議報告：美國放款最多，英國次之，荷蘭又次之，法國在荷蘭之下而在瑞士之上，瑞典居其末。欲知其詳請參考 Das Basler Gutheben (der Laytor:—Bericht) 第三十頁。此處限于篇幅不能詳為引述。

總結上述各節，英德二國金融市場，戰前後均以外國短期債務，作長期投資。所不同者，英國之市場以國際活動為主要；而德國以內國投資為限。英國利用短期外債，轉借他國，得差利之益。故其活動與資本之販賣者無異。而德國者，在戰前亦尚有此類性

質，戰後則非外款無以維持內國經濟，國外投資，幾將停頓。二國金融市場之危機，即在以短期外債，作長期債權。因而德國有一九三一年七月之難，英國有一九三一年九月風潮。

第二編 一九三一年之德國金融恐慌

一九三一年，世界金融界發生劇烈之擠兌恐慌（Run Crisis），開世界金融史上罕有之奇觀。英德二國之恐慌，程度較烈，影響亦較大，（奧國之風潮，亦甚猛烈，但其直接影響于世界經濟者較淺，故僅于後節簡述之。參考第二編第一章第二節第五十九頁）願述其詳。

本文標題爲「最近英德之金融恐慌」，以次序言，應先述英國，次述德國。前編中謹守此則，惟德國之恐慌事實，較先于英，其間且有不可顛倒之線索。不得已背標題之次序，而先德後英。讀者諸君子諒之！

第一章 恐慌之發展

約言之，金融擠兌風潮可分爲二大類：一爲內國的，一爲國際的。如國內存戶，儲蓄者，或債權人，于任何金融機關之信用能力，發生懷疑時，即有引起擠兌風潮之可能

。救濟之責，常在該機關本身，但金融界遇有恐慌，于國民經濟，簡接或直接均有多少不利，國家銀行爲維持國民經濟之平穩發展計，爲維持金融界之健全計，于相當情形下，亦須分任救濟之勞。如擠兌風潮起于國外債權人，則爲世界經濟計，爲世界金融市場計，負此補救之重任者，除發生風潮之本金融市場外，全賴各國金融界之合作，互相維持。如有國際中央銀行，則救濟更爲輕而易舉。

此次英德二國之擠兌風潮，合上述二種性質而有之。國際中央銀行之職，應由瑞士拜賽爾 (Basel) 之國際賠款清算銀行任之 (Bank for international Settlements)。以理衡之，此次之世界金融大風潮，不難設法免除；而終于實現者，蓋有其原因也。

如欲詳細明瞭風潮之經過，最好須將國內與國外擠兌情形分別敘述，苦于材料無法如願。于此作者自覺抱歉者也！

自五月一日起，——奧國信用銀行 (Oesterreichische Credit-anstalt) 宣告擱淺之一日——，美國銀行界于德國金融界，經濟界，之信用能力，無形中已發生問題。迄五月

底而見諸事實，開始將其對德存款，債權等索回。當初英，荷蘭，及瑞士諸國銀行，尚持鎮靜態度，未曾提取債款。繼而美國提款日益劇烈，該諸國之銀行界爲自衛計，亦索回其到期短期債款與存款。德國負有外債之銀行與商號，紛紛籌集外國匯票，以備支付。故德國國家銀行（Reichsbank）之現金與外國匯票（Devisen），日有外溢。但該行在五月底結束，尚無大困難。惟其失落之金額（現金與國外匯票），已達二萬二千四百萬馬克。迄六月三日，又失去金額一萬六千四百萬馬克。約在一星期間，國家銀行已失去金額將及四萬萬馬克。此後市場上，于國家銀行之外國匯票，需要日見增加。六月五日利息率上升，而爭購外國匯票者并未因之減少。及十二日達其需要之最高點；國家銀行在此一日中，失去二萬萬馬克之外國匯票。如此大宗外國匯票失落之結果，國家銀行之準備金，降爲十八萬六千萬馬克；故該行即于十三日提高其貼現率爲七釐（本爲五釐），外國匯票之需要略爲減少。惟在此後之一週間，（即迄二十日止）國家銀行仍售去其外國匯票三萬六千萬馬克。一月來之總變遷，即國家銀行之準備金，（迄六月二十三日）降爲

百分之四十另四，在五月平均爲百分之六十三另七十五。當時市場流行之紙幣，并未增加，而準備金在此短時期竟減少百分之二十三有餘。國家銀行現金及國外匯票之失落，誠不勝其迅速，擠兌風潮亦不勝其猛烈矣。

在六月二十日，國家銀行已決定自二十二日起，實行限制放款（Kreditsrestriktion），于各商號及銀行之匯票，擇其優良者接受而支付之，以節制現金外溢，或免得增發紙幣。嗣以美國大總統于二十日，宣佈其緩付賠款及戰債等一年之提議，市場人心，頓轉良好。國家銀行限止放款計劃，亦即終止實行。此日者外國匯票之需要大減，簽謂美大總統之提議，定能平息此風潮。限制放款殊無實行之必要；孰知迄六月二十五日，哈佛（Hoover）提議似已失其效用，而外國匯票又有需要矣。不二日而國家銀行又支出外國匯票將及一萬萬馬克。故其所有總額自十五萬萬（在二十日）降爲十四萬萬馬克。自風潮發生以來至二十七日止，國家銀行之現金（國外匯票在內）實力，減少將在十四萬萬馬克以。換上言之，在四星期內，德國之現金力，失去其半。當時金融界之危險情形，卽此可

見一斑。幸於哈佛提議後之數日，國家銀行向英，美，法，諸國家銀行及國際賠款銀行護有一萬萬美金之短期債款（再貼現債款），德國現金貼現銀行（Golddiskontbank），（此銀行之業務專在對外貿易）得于必要時，亦得由該諸國家銀行債款五千萬美金，以濟此燃眉之急。無奈杯水救薪，難于濟事，六月國家銀行月終結算大為拮据。為維持法定準備金起見，不得已減小其須要準備金之紙幣（主幣）一萬三千六百萬馬克；而又為適應市場之須要計，以無須準備金之輔幣代之；又不足，乃將一萬萬美金之新債務，充為三萬一千八百六十萬馬克之現金。經此種種，而六月底之紙幣準備金，免強在法定百分數以上，而為百分之四十另。

迄乎此而擠兌風潮仍是繼長增高。德國銀行商號等兌換國外滙票者，紛至沓來，即在私人方面，鑒于本國金融界發生困難，惟恐德幣再演跌價慘劇，（因現金減少）為安全計，亦羣起購買國外滙票。故在七月之第一星期中，國家銀行又失去巨量之外國滙票。故準備金幾將不及十萬萬馬克。七月七日之法定準備金百分數，——百分之四十一——已

成爲問題。因此國家銀行總評議會 (Generalrat) 于五日開會，擬將變更此法定準備金百分數。但此時者，正爲法國與美國商議哈佛提議之時，當局甚望兩國商議有良好結果，平定人心而息風潮。日復一日，巴黎之好結果，似難即時實現。國家銀行在未實行其減底法定準備金比例之議決前，即行限制放款。此在國家銀行方面，固可節制現金，或國外滙票之外溢，而鞏固其本身實力，與維持法定準備金之比例，未始非計之得。但在一般銀行或商號方面，則斷絕其現款之來源，達姆城國民銀行 (Darmstädter und Nationalbank) 卒于七月十二日宣告停止支付。于此不爲無因。十三日全國大擠兌風潮起，(事實上十三日前，已人心恍惚，『馬克跌價』，『馬克跌價』，(“Inflation”, “Inflation”) 已成爲口頭語，公私大小各銀行，于現款支付，已應接不下，但尙未顯露于面)。全國銀行發生大困難。大總統遂版佈緊急命令，全國銀行，交易所，暫行停業二日。當時之緊張空氣，作者親歷其境；德國社會情形，確已入恐慌狀態。有責罵國家銀行司長路德氏 (Dr. Luther) 不得國外借款 參考本編第一章第六十六頁) 爲無能力者；有責路氏在外

國進票需要增加時，未將貼現率抬高至百分之二十，或十五，或至五十，爲應付失策者；有仇恨法人之故意阻礙國際借款及哈佛提議者；（參考本編第一章第二節第七十三頁）亦有以爲德國吸收如許大量國外短期借款爲無目光者。國民意見，報紙輿論，五光十色，備極豐美。以德人之有爲好勝，迄乎今日，亦祇有垂頭喪氣而已！

第二章 恐慌之原因

此次德國之金融恐慌，範圍如此其廣，（禍及全國大小公私銀行）影響如此其大，（全國銀行交易所一律停業）誠爲有史以來所罕見，其中原因，定甚複雜。爲便于敘述，易于明瞭計，擬分作近因與遠因二大類。前者爲（一）奧國金融恐慌；（二）政府預防政策失敗；（三）國際借款失敗；（四）哈佛提議之延擱；（五）國家銀行二大失望（六）達姆城國民銀行之擱淺等。屬于後者；有（一）前二次——一九二九年與一九三〇年——之金融恐慌；（二）德國金融政策之危機等。請一一述于後。

近因

(一) 奧國金融恐慌

奧國位于歐洲中心，在皇室時代，維也納曾為歐洲東南部諸國之金融要害，及商業重要市場。戰後國土分割，匈奧各自獨立，四境小國叢起，非特農產品無以自給，（每年進口之家畜及養料品計其總進口三分之一）且大宗煤礦因國土失落而轉屬他國。至于其工業生產工具，亦以其經濟區域與人口之縮小，并新興諸小國之關稅，而有過大之虞。簡言之；今日之奧國，在政治上，在經濟上，不啻一籠中孤鳥，前途發展，殊難樂觀。

在今日之世界經濟大恐慌中，奧國在經濟上之困難，自亦增加。近年來銀行倒閉，已屬司空見慣。故奧國金融界之對內對外信用，至為薄弱，恐慌不起則已，一起即難收拾，如此次（一九三一年五月）信用銀行（*credit-anstalt*）之擠兌風潮為患及于全奧。

而全世界之金融恐慌亦即此信用銀行之擠兌風潮爲之導火線。故此處所謂奧國擠兌風潮者，指此信用銀行之擠兌風潮而言。

奧國信用銀行，奧國惟一大銀行也。全奧經濟企業，在該行掌握中者，計百分之七十五；即東歐諸小國之企業團體，亦均與之有相當資本上之關係。該行資本之由來，係維也納五大銀行之合併：如維也納大銀行（Wiener Grossbank），盎格羅國際銀行維也納分行（Wiener Niederlassung der anglo-International-Bank），土地信用銀行（Boden-Credit-Anstalt），合衆銀行（Union Bank），及交通銀行（Verkehrsbank）等。奧國銀行制度，與他國有一大不同處，即銀行執有諸實業企業之大宗股票，且時時借與大宗款項。故銀行家，實際上亦即實業所有者。信用銀行之所以操縱全國實業百分之七十五者，亦即是故。而奧國銀行之一大危機，亦即在此。信用銀行與全奧經濟既有如此深切之關係，故該行停閉，全國經濟機體立即發生大危險。

信用銀行之歷史甚長，自法國革命後即行開辦。其職務之重心，在政府及國際政治

上之金融事宜。自聖十爾蠻 (St. Germain) 條約成立，政治上之活動，即被禁止，而以商業企業為專職。在今日所以如此發達，而在國際金融界如此活動者，以其與世界著名之洛喜德銀行 (Rothschild Bank) 有極密切關係故耳。孰知百年餘之歷史，世界之盛名，于一九三一年五月一日，幾將告一小段落。考其所負各國之債務，亦可窺見其國際活動之一斑。債務額如次：

國別	債額 (以美金為單位)	國別	債額
英國	二千七百萬	美國	二千四百萬
法國	六百萬	荷蘭	六百萬
瑞士	六百萬	德國	五百萬
其他諸國	二百萬		

信用銀行，迄本年五月一日止，共計虧耗一萬四千萬憲令，（此係奧國貨幣二憲令約值滬幣一元）。其資本計一萬二千五百萬憲令。經此大損失，非特消滅其全部資本，

且其歷年來之公債金，大部份亦化為烏有，——據一般輿論，其實際虧耗，尚不止一萬四千萬憲令，此數僅其主事者暫時之估計耳——。其失利之原由，一部份因其本身營業失敗，而一部份因一九三〇年歸併土地信用銀行(Boden Credit-Anstalt)之故。其營業損失計八千萬憲令，歸併土地信用銀行之損失，亦計六千萬憲令。土地信用銀行，本亦與國大銀行之一，且為信用銀行之勁敵，一九三〇年因經營不佳，即歸併于信用銀行。自二行合併以來，此為第一次公佈其營業平衡表。在此次賬目未發表以前，社會人士，咸知其營業欠佳，但損失如此其大，出人意料之外。故一經賬目公佈，市場人心，頓形不安，國際信用，大為動搖；各國債權人，存戶，提款索債者，紛至沓來；迄五月底共流出現款計四萬萬憲令以上；是為與國國際總債務四分之一。以與國經濟能力之薄弱，以與國銀行之欠現款支付能力，——銀行在實業活動，而且持有企業股票，則其資本變為長期投資，不能自由暢流，銀行之現款支付能力，因而減小——。在此短時期內，須提出如是巨款，當時市場自難免于恐慌。(各銀行均有擠兌之苦，與國國家銀行(Oste-

rieho Nationalbank) 之外國滙票，在四月二十三日，計六萬三千五百四十萬憲令，迄五月二十三日，降為五萬六千六百二十萬憲令，六月七日，僅計四萬六千三百八十萬憲令。

信用銀行，歸併土地信用銀行僅一年，而有如此大損失，誠屬大不經濟。其損失原因，在股票價格。在歸併時，土地信用銀行之股票，計值一萬萬憲令，由信用銀行承受。不意于歸併後，此股票價格漸漸下降；本值一萬萬憲令之票額，縮減為三千萬憲令。相差竟在三份之二以上，殊為駭人所聞。

奧國聯邦政府，鑒于信用銀行與全奧經濟關係之重要；信用銀行擱淺，不僅信用銀行事，實全奧事。故于五月十一日立即宣告加入該行救濟事宜。并聲明關於該行資本金一節，應由國家銀行，洛喜德銀行 (Rothschild Bank)，及政府會合併理。暫時為救濟此行倒閉起見，首由國家銀行向國際賠款銀行，借貼現借款一萬萬憲令；而政府發行國庫券一萬五千萬憲令，充足政府股本，以償其已損失之一萬四千萬

令之虧耗。惟此項國庫券發行之惟一條件，須得國際債權人之允諾。因此發生困難；法國以取消德奧關稅同盟，并以捲煙稅作爲庫券抵押品爲交換條件。德奧關稅同盟，爲救濟奧國經濟衰弱之不二法門，捲煙稅收爲政府重要收入。奧政府如承受此項要求，大有得不償失之苦。喜出望外，雖有法人之留難，幸有英人之援助。英國國家銀行承借四百萬磅之臨時借款，以濟燃眉之急。（當時四百萬英磅，約值奧幣一萬六千萬憲令）。而同時得英人之斡旋，所有國際債務之尙未支付者，一律限長二年。一切困難，因而解決。奧國聯邦會議乃敢於五月二十八日，通過一議案，證許政府將信用銀行一切債務，自即日起，迄一九三三年六月止，負全責擔保。至此，法人之願望未得充償，信用銀行似已被救濟。殊不知時未三月，英國金融界發生恐慌；英人爲自衛計，須將其承借奧國之四百萬英磅之臨時借款索回。奧政府既負信用銀行之全責，故又發生四百萬磅現款之困難。終其事不得不迄援于法人，而取消其德奧關稅同盟！（其中經過甚長，即此處所述，似已出本文範圍，故不贅）。

世界經濟，一有機體也。任何經濟區域間均有密切關係。職是之故，一國金融市場如發生變動，其他各國之金融界，亦定以其各項關係之疏密，而受相當影響。今日之德奧，同為戰敗國，經濟上之困難，互相仲伯；且以二國歷史上關係甚深，與文字習慣相同，一般普通心理，目奧國者，亦即所以目德國。故二國之對外信用能力，得以相互影響。何況際此世界經濟大恐慌，以德國失業之日多，對外負擔之日重，國際金融界對德國金融界之信任力，當已不如往昔強。以奧國信用銀行，在國內及東歐諸小國之經濟勢力，尚發生擱淺恐慌，故于德國信用能力已發生懷疑之外國債權人，為安全計，自適取回其德國債款。于是恐前罕有之金融恐慌，自奧國而延及德國。

(二) 政府救濟政策之失敗

德國此次之金融恐慌，在戰後已為第三次。第二次恐慌，政府設法救濟，頗為有效。當與國信用銀行風潮暴發後，德政府鑒于五月下旬，外國債權之索回，已知第三次金

融風潮之危機已伏。乃用其救濟第二次風潮之故技，（參考第九十頁）于六月五日，版佈緊急命令，改革財政，使出入相衡，免除缺額（Deficit）外，并使工業生產費減底，以增加德貨在世界市場競爭力，謀外國貿易出超，而護有大量國外滙票，以償付國外債務等等。凡此設計無非鞏固德國之對外信用，免去外國債權人索債而已。因政府財政不能收支相抵，而有缺額，其結果須增加稅收，國民經濟之負擔，因而增加。負擔加重，則企業利益減少，甚至有虧耗之危險；此于投資有莫大不益。故爲鞏固對外信用計，國家政財務須上軌道。不僅惟是，如財政缺額過大，而公債稅收又不足以補此巨空，或困于情形，公債不能募，新稅不能增，則此缺額之結果，有引起政府增發紙幣，而貨幣有大跌價之恐慌。果如此，則財政不敷之禍及外國資本者可勝言哉！德政府之此項策略，正予外國債權人以暗示，聲明外資在德國之不致有此等危險也。其第二策減底生產費，增加工商競爭力，亦即示外人以德政府維持外債之決心。蓋國際債務之惟一條件，須視債務國之支付平衡表，或盈或虧；虧負之支付平衡表，即示人以國民經濟薄弱之清償力

。德國貨物之競爭力增高，則其出超是較易，其支付平衡表盈餘之可能較大，于外債清償力自亦同時上升。對德投資在此情形下，誠可謂安如泰山。此種政府設施，驟觀之，似屬平常，殊不知其用意至為深切。而在相當狀況下，其效用亦甚可觀（如第二次風潮）

無如事與願違，政府之三申五令，迄無有若何良好影響，大禍終未能免。此無他，以恐慌之『起因』與『時間』，均與第二次恐慌不同故耳。上次恐慌起于德國內政，于經濟上尙未示人以破碎現象。而此次由于國際信用破產；奧國信用銀行大虧耗之事實，彰彰在人目前；故前次恐慌僅出于心理的驅使，并無事實的背景。而此次事變，既有心理上之恐懼，（參考本編第一章第二節第八十五頁）又有事實的證明。故政府之救濟方策，祇能奏效于往昔，而不能免除今日之禍患。至于二次事變在時間上，亦迥有不同。世界經濟大恐懼，自一九二九年秋季開始，及一九三一年，而令人以一籌莫轉。一般人之心理，即不有任何劇變發生，已若驚弓之鳥，一遇任何事變不測，普通心理的判斷，與在其他時期絕不相同。德政府救濟策之所以奏效于前次恐慌，而失效于此次者。想于此時間

上之差別，亦有相當關係也。

假如政府之救濟工作能達到目的，則豈僅免除德國之困苦，即一九三一年之世界金融界，不知可省去若干時間與精力也。惜乎天不助人願，雖有政府之苦心挽救，而恐慌終所不免。雖有德人之精誠有爲，自名萬能，于外債之索取，仍無所施其技。

(三) 國際借款失敗

誠如本章第一節(第五十頁)所述；一國發生金融風潮，其他友邦宜盡附助之責；故德國國家銀行于國外滙票供不敷求時，行長路德博士(Dr. Luther)即乞商于各國。最初于七月九日乘飛機至荷蘭之阿姆斯特登(Amsterdam)，隨即轉飛倫敦，更由倫敦而巴黎。十日路氏與巴黎金融領袖商借長期借款；同時英政府正式照會瑞士拜賽爾之國際賠款銀行，本月十五號德國應繳付英國之賠款，英政府并不需要。十一日——星期日——路氏無結果自巴黎重回柏林。十二日歐洲重要諸國之國家銀行行長會議于瑞士之拜賽爾，互商救濟德國困難辦法；迄中夜發表一具文云：根據德國救濟金融風潮之請，除

國際賠款銀行竭力設法外，諸國家銀行亦採各種可能方法，以救濟德國之難云云。一定具體借款，并未有所聞。路氏飛行諸國之總結果，即本月十六日德國應償還國際銀行之短期再貼現借款一萬萬馬克得以延長三月。

當路德氏離倫敦時，英國國家銀行行長即赴拜賽爾，其結果如何，外人難于探悉，要與德國借款不無極密切關係。英人于此次德國困難，于國際借款上，不論其成效如何，誠盡其國際合作之勞；如七強會議即係英政府爲救濟德國風潮而自動的召集。當國際借款失敗後，英外交部于十五日深夜發出一通告云：英政府將于二十日召集歐洲重要諸國之國務總理會議于倫敦。于是所謂七強會議者，乃于是日下午六時預會，二十一日而正式會議成。會議公告云：『本會議考慮各國金融合作之方法，與鞏固德國之信用等等』。二十三日會議告終，二十五日德法代表返國。會議結果，不外三點：（一）二千萬英磅之短期借款應即延長三月；（二）各國金融當局，應採具體辦法，維持對德債權；（三）國際賠款銀行，應組織一專家委員會，研究德國即時之借款需要，與變短期借款爲長期借

款之方法等等。

當七強未集議于倫敦前，德國國務總理與外交總長及美國財政部長，——白履寧 (Bruning) 侃帝司 (Curtis) 梅倫 (Melon) ——于十八日同抵巴黎；德總理與外長首先訪法國國務總理賴法爾 (Laval) 與外交總長白里安 (Braund)；次而美財長會訪賴白二氏，商辦借款以救德難，結果毫無。

綜觀德國此次恐慌之經過，可知無大量國外債款，實難免除困難。如國外債務成立，非特德國得以支付舊債，且對外信用，因新債而加強，舊債亦得停止索取。國家銀行鑒于風潮之猛烈，與新外債之重要，復有行長路德氏之飛求英法，總理與外長之拜訪法當局。孰知一番心苦，付諸東流；國際新債先後均遭失敗；雖經英美之協助，僅有一二到期債務，予以限期。在此大困難中，即此區區一二債款得以限期，固亦得助甚多，但于消釋此風潮，終非有大宗新外債成立不可。新債無以成，恐慌亦無以免。故新債之不成，不失其為恐慌原因之一。顯新債之所以不能成立者，德法間之政治問題為之。英美

而樂于借款，無奈對德國國際借款，以法國之金融實力（參考第一編第一章第十頁）與政治勢力，不能無法國參加。法國于此次借款亦願接受，惟其條件非德人所能承諾耳。法國之借款條件，約有下列諸點：第一，德國關稅須作借款擔保品；第二，德追認一九三二應償之賠款，——已經哈佛計劃延期——；第三，德國停止國際政治活動十年。如此三條件，無異城下之盟，當為今日之德國所難承認。

英美之哀莫能助，亦有其固有原因；當奧國信用銀行擱淺時，法國即利用機會，實行金融壓迫政策，強制奧國。（參考前第六十一頁）而英國國家銀行，獨力借與四百萬英鎊，以維持困難，法國無以逞志。故而巴黎對于倫敦之空氣，已經仇視，假如英國此次再獨力借款與德國，則英國顯與法國為難。此當非英人所樂為。此在政治上，英國之所以不能與德國以借款。而在經濟上，英國實亦難于獨力承借；蓋德國之需要，不如奧國之微細；當時英國之金融勢力，恐亦難有大宗現款輸出。

至于美國者，對德借款須決之聯邦準備銀行，但在莫爾根銀行（Morgen Bank）態

度未決定前，聯邦準備銀行或任何其他銀行團體，均不能有所表示。而慕爾根銀行者，與法國金融上之關係至深；該行之存款，法國佔其大多數，且派格爾（G. Parker）其人者，——駐巴黎陶氏賠款委員會主席——，為該行主要人，而深知德法間之關係。故在德法政治問題未解決前，慕爾根銀行雖欲放款，亦祇能暫緩。因而聯邦準備銀行實有欲行不得之苦。

新債務不成立，一方面不能使風潮平息，而另一方面風潮亦因之擴大，因借款不成，表面上即德不能取信于友邦，一般心理對德信任力，將更為薄弱；甚至有若干本不欲索取債權之債權人，因此而索取款項者，亦未可知。可見新債不成，實為風潮蔓延之一大原因。

（四）哈佛計劃之難產

劈裂一聲，美國大總統哈佛氏之提議，于一九三一年之六月二十日，宣告世界；將國際間一切政治的債務，——賠款債務，救濟債款，戰時借款，及建設借款等——，自

該年之七月一日起，迄一九三二年之六月三十一日止，一律停付一年，哈佛氏提議之動機，一方面鑒于德國經濟之衰弱，一方面因德國之有擠兌風潮，故而採納其左右財政專家之建議，并遂從英國國家銀行行長之德憑，毅然出此偉舉，擬將解除德國之經濟與金融恐慌。（此處所謂英國國家銀行行長之德憑者，因當美國財政部長海倫氏在倫敦時，英國國家銀行行長力陳德國恐慌之危急，并敦促梅氏速電哈佛總統立即發表其債務停付計劃，故表面上梅氏之建議，實際上英銀行行長之催促也）。考哈氏提議之本意，在使德國停付賠款一年，以維持德國之信用能力。

按楊格賠款計劃 (Young Plan)，一九三一年七月一日起至一九三二年六月三十一日止，德國應付之賠款，共計十八萬另六百三十萬馬克。如下表分配各國：

國別	應得賠款數 (以馬克為單位)	國別	應得賠款數 (以馬克為單位)
法國	八四八八〇〇〇〇〇	意大利	一九二二〇〇〇〇〇
英國	三六二七〇〇〇〇〇	比利時	一二四八〇〇〇〇〇

日本	一三二〇〇〇〇〇	葡萄牙	一三二〇〇〇〇〇
美國	六六一〇〇〇〇〇	羅馬尼亞	一二三〇〇〇〇〇
波蘭	五〇〇〇〇〇〇	石過司拉夫	七九三〇〇〇〇
希拉	六七〇〇〇〇〇	陶氏借款利息	八六五〇〇〇〇〇

諸債權國在此應得賠款項下，須清償其戰時借款，故其實得賠款，僅如下表：

各國所得賠款實數表

國別	所得實數(以馬克爲單位) (百分數)	國別	所得實數(以馬克爲單位) (百分數)
法國	三八八一〇〇〇〇〇 (二一·五六)	意大利	四八二〇〇〇〇〇 (二一·八)
英國	五六三〇〇〇〇〇 (三三·二七)	比利時	九一四〇〇〇〇〇 (五三·三一)
日本	一三二〇〇〇〇〇〇 (〇·七五)	葡萄牙	六一〇〇〇〇〇〇 (〇·三五)

最近英德之金融恐慌

美 國	一〇四六一〇〇〇〇〇〇	羅馬尼亞	一三〇〇〇〇〇〇
	(六十・八七)		(〇・一〇)
波 蘭	五〇〇〇〇〇〇	石過司拉	六九八〇〇〇〇〇
	(〇・〇三)	夫	(四・〇六)
希 拉	負一五〇〇〇〇〇〇		
	(負〇・〇九)		

證諸上表，可知除美國外，法國爲惟一大債主，故哈佛提議之能否成立，法國之態度，舉足輕重。何況德法間有政治上之糾紛，法國即不介意于此區區，亦有作難哈佛提議之可能。

當美總統之計劃傳聞歐洲後，德國市場，頓呈良好景象，交易所人心看高，物價上升；當時深以爲憂而亦爲哈氏計劃焦點之德國國家銀行外國滙票，亦即停止外流；宛若德國之金融大困難，已可從此解決。孰知計劃之效力，僅能維持二日市場；第三日而外國滙票之溢出如故。一若哈氏提議無濟事實者。考夫擠兌風潮之所以未能根本消除，并非哈總統提議之不能消除此困難，乃哈氏提議之不能立時成立耳。假如法國之贊助，不

須經十七日久之討論，而法政府常即表示同情。則德國之擠兌恐慌，定不致擴大。觀夫二日內之平安市場，即可證明哈氏提議之確能消除風潮。但經十七日久之難產，則非特風潮不能平息，而且反爲此提議而更轉擴大焉。因一般心理，于德國之信用能力，固已懷疑，但尙無從證實其懷疑之是否屬實。哈總統出此偉舉，在一般人觀之，以爲德國經濟力，定已十二分虛弱，否則殺鷄焉用牛刀，哈氏無須用此劇烈手段。一若哈氏提議即爲予若輩之懷疑以證明者。故而本不欲提取債款者，因此而亦實行提款矣！本欲提取者，提取更迅速矣！可見哈氏提議固能救德于難，而其難產，亦適足以致德于更難！

哈氏計劃之所以難產，當由法德間政治之不睦爲之因。故美國之主張，不護法人同情。根據法政府之立腳點；德國之經濟困難，或歐洲之經濟恐慌，由于各國限制借款或索回債權所致；故其救濟，不在一年債務之停付，而須予以大量借款。法政府有鑒于此，早已準備將法國應得之賠款，（實數參觀前表）由國際賠款銀行轉借德國云。

爲與哈氏提議對抗計，法政府根據其上述之立腳點，而有下列提議：各國國家銀行

，應立即借款與德國，是爲過渡借款。此後國際間更募集一大規模之國際借款，其應有之擔保品，爲德國關稅收入，而另設一管理委員會專掌此事。委員會由國際賠款銀行招集。爲鞏固此項經濟的條件計，德國須實行政治的和平十年（*Politischer Waffensstillstand*），（即在此十年中，德國于賠款問題，和約問題，不予國際間作任何討論與提議，并即放棄德國已在製造中之海軍艦一艘，（計一萬噸容量）。

美法之提議，背道而馳，其謀解決是屬非易；故經十七日久之討論，美財政部長梅倫氏始與法政府統一意見。哈佛計劃迄七月六日方得法國贊同，而正式成立實行。

上述之美法根本觀點與提議，僅法國作難之表面文章耳。二國之根本衝突，在楊格賠款計劃。楊格計劃爲美國所不樂聞！（因美國在德國有大宗投資，如楊格計劃按年實行，德國國民經濟之負擔奇重，恐有發生大困難之可能。此于美國之債權，有莫大危險）。而爲法國之惟一珍寶！哈氏提議如實行一年，楊格計劃即失效一年。德德政府之批准楊格計劃，法國以萊茵地方（*Rheinland*）提前撤兵爲交換條件。

楊格計劃失效，則萊茵撤兵之交換條件安在？此誠法國在國際政治之大失敗。顧法國之歐戰勝利品，楊格計劃最爲主要！一旦失效，勝利品安在？且楊格計劃爲法國壓迫德國經濟之無上利器，因楊格計劃實行，德國之經濟難于發達，國力即難強盛。楊格計劃如取消，德國經濟得自由發展，不數年而富強可待。此時之法國，其復得如楊格計劃存在之高枕而寤乎！故楊格計劃者，德法二國之生死關頭。法國其能甘心任其失效乎！而又終乎同意者，惟恐英美諸國實行哈佛計劃，而任法國單獨實行楊格計劃，置法國于孤立地位耳。雖然，法國贊同之哈佛計劃，與美國之哈佛計劃，內容相差甚遠。

一九三二七月洛桑會議結果楊格計劃根本取消其中另有特別原因此處苦難詳道

(五) 達姆城國民銀行之攔淺 (Damstaetter Nationale Bank)

此次德國之擠兌風潮，起于國外債權人，而內國擠兌風潮繼其後。達姆城國民銀行，爲德國一極重要之商業銀行，影響于國內外債權人者至深且切；風潮之起伏消長，達

城銀行均不能離其中心地位。茲爲易于明瞭計，須將該行經過得失之與風潮有關者述之。

現今（一九三一年）德國之大銀行，除國家銀行外，共計四家；如德國銀行與貼現公司（Deutsche Bankund Diskonto—Gesellschaft），（此二大銀行自一九三〇年合併），德萊司敦銀行（Dresdener Bank），達姆城國民銀行與商業私人銀行（Commerz und Privat—Bank）。以四大銀行之資本言，達姆城國民銀行居第三位，計資本金與公債金各六千萬馬克（共計金力一萬二千萬馬克）。德國銀行與貼現公司（以後簡稱德國貼現公司），計資本金二萬八千五百萬，公債金一萬六千萬馬克，（共計金力四萬另五百萬馬克）。德萊司敦銀行，計資本一萬萬馬克，公積金三千四百萬馬克，（合計金力一萬三千四百萬馬克）。商務私人銀行，資金七千五百萬，公積金四千萬，（合計一萬一千五百萬馬克）。以賬務範圍言，達市銀行居四行之第二位，如下表：

四行賬務範圍表（以馬克爲單位）

年 份	德國貼現公司	達姆城國民銀行	德萊司敦銀行	商業私人銀行
一九元 十二月三十一日	四六四三〇〇〇〇〇〇	一〇六三〇〇〇〇〇〇〇	二一三〇〇〇〇〇〇〇	一四八七〇,〇〇〇〇
一九元 十二月三十一日	四七一九〇〇〇,〇〇〇	二三八四〇〇〇〇〇〇〇	三三七,〇〇〇〇〇〇〇	一五八,〇〇〇〇〇〇〇
一九元 八月三十一日	四四九四〇〇〇〇〇〇〇	二四一,〇〇〇〇〇〇〇〇	三三四〇〇〇〇〇〇〇	一五二,一〇〇〇〇〇〇
一九〇〇 十二月三十一日	四二,三〇〇,〇〇〇	三三九,一〇〇,〇〇〇	三三三,〇〇〇,〇〇〇	一四八,九〇〇,〇〇〇
一九三 五月三十一日	三九二,〇〇〇,〇〇〇	二,〇九〇,〇〇〇,〇〇〇	一,一三三,〇〇〇,〇〇〇	一三九,三〇〇,〇〇〇

達姆城銀行以第三位之資本，而有第二位之賬務；僅此一點，已可想見其在銀行界中之地位矣。

達姆城銀行之歷史，本與本文無關，以其發展迅速，于銀行史中有相當價值，此處不厭其煩，擇要述之。

一九二〇年夏季，該行始告成立。在形式上，成立迄今——一九三一——僅十有

一年，但實際上，創辦已久；因其由白來門之德國國民銀行（Deutsche Nationalbank in Bremen）與商務實業銀行（Handel und Industrie Bank）（又名達姆城銀行）合併而成。故一九二〇僅其合併時期，真正創辦時期，遠在一九二〇之前。

德國國民銀行成立于一八八一年，創辦人爲蘭大无氏（G. Landau），計資本金四千萬馬克，曾有一時減爲一千八百萬馬克，嗣又漸次擴張，增爲六千萬馬克。營業以電汽，紡織，肥田粉，及煤礦等事業爲其重要顧客。在未與商務銀行合併前，尚不足列入大銀行之列。

商務實業銀行，創于一八五三年。故較德國國民銀行又早二十八年。自德國同志合作銀行（Deutsche Genossenschaftsbank）合併于德萊司敦銀行後，此行爲德國第二最老大大銀行。當初主其事者，爲蓋伯武（G. Kaempff）與宰司南（G. Kieser）二氏，因其營業謹慎，無大盈餘，迄戴白克（Dr. B. Deunberg）氏，應用美國銀行新式方法，該行乃一新面目，在各國及國內各省開設分行。但開其最新紀元者，一九三

一年七月十三日前之達姆城國民銀行行長過德司密氏也 (Jacob Goldschmidt)。以德國國民銀行與達姆城銀行合併，故有此達姆城國民銀行之名。當時主理合併事者，爲過德司密氏。合併後過氏復爲新行行長。自過氏主辦後，達姆城國民銀行，自一無關輕重之老銀行，躍爲全國大銀行之一。

過德司密氏者，本爲一私人銀行家；在合併二行前，任司握斯過德司密銀行之總理 (Bankfirm Schwarz, Goedschmidt and Co.)。生于一八八二年，迄一九三一年，僅五十歲耳。而其爲金融能手已久著當時。國際金融家均樂與過氏往返。夫達姆城國民銀行以較少之資本，而作較大營業者，實爲過氏聲譽所致。而又以過氏于德國經濟發展之樂觀，實行其所謂『擴張政策』者 (Ek-Pansionpolitik)；故各國銀行實業公司等，均爭欲與達姆城國民銀行相交易。簡言之，達姆城國民銀行行務之發達。并迅速，而在國際間有堅固之信用，——在未擱淺前——，悉爲過氏才能所致。此爲任何人所不能否認之事實。

該行自成立以來，最著盛名之經濟活動，亦即行長過氏顯其金融好身手最重要之一幕，爲主理一九二五年司帝內康采爾 (Stinnes Konzern) 之清算事務，其他如一九二六年鍊鋼廠之成立，與該廠債票之發印，達姆城國民銀行均爲極重要之主持者。此外凡德國大規模經濟企業之創辦，或大企業之合併等等，罕有能與達姆城國民銀行脫離關係者。至于平時與實業界之接觸，更不勝枚舉。以銀行界之習慣，(至少在德國)，銀行借款與經濟企業，或作資本上之參加，該銀行必須加入該企業之監察部 (Aufsichtsrat)，得監察員之一席，以切實明瞭該企業之經營真相。達姆城國民銀行行長過德司密氏者，一身兼任一百三十企業之監察員！最重要企業，爲顏料廠 (I. G. Farbe)，練鋼廠等達姆城國民銀行之經濟活動，于此不言而喻矣！

以上諸端，又僅其放款方面之活動耳；于吸收存款，該行亦極盡其能事，不遺餘力。以德國國內言，城市，或特別區，或鎮市之有達姆城國民銀行之分行者，計一百一十一處。而其中之十八城市，每城市均有達行儲蓄部一百所以上。以其分行之多，故其職員

亦多。迄一九三一年擱淺時止，共計在職行員七千三百人。

以達姆城國民銀行國內業務之擴大，其在德國國民經濟中有極重要地位，自無待言。故其措置得失，既為社會所注意，自亦有關於德國金融界全體之瞻視。如達城銀行擠兌時實力充餘，則儲蓄者，債權人等于其他銀行之信用能力，雖有疑慮，恐不致如此深切；而所釀成之風潮，恐亦不如此劇烈。可見國內總擠兌風潮，實起于達城銀行之停止付現。故達城銀行實為大風潮之負責者。

達城銀行之所以不能戰勝風潮，而反引起大風潮者，約有數點：行長過德司密氏，好作投機事業，與交易所發生密切關係，執有大宗股票；自交易所市場不佳以來，凡與德國金融界有若干往返者，無有不探聽達城銀行投機之損益者。故該行名譽日見其非，擠兌風潮一觸即發。除此投機事業外，影響該行之信用者，尚有白來門北德毛織廠之倒閉（*Norddeutsche Woll Rammerlei und Kamgangspinnerei in Bremen*）。自達城銀行成立以來，北德毛織廠即與有深切關係；達城銀行除本行與大宗借款外，并與介

紹國際債務。近年來該廠共消耗二萬五千五百萬馬克以上；而其資本僅計七千五百萬馬克，公債金二千五百萬馬克；故國內外債務之在損失中者，在一萬另五百五十萬馬克以上，在其銀行債務中，達市銀行之債權最大，計三千四百七十萬馬克；其次爲德萊司敦銀行，計二千五百萬馬克。自一九二九年八月，佛郎府普通保險公司（Frankfurter Allgemeine Versicherung A. G.）倒閉以來，德國私人經濟于國際信用，已大爲減色，以北德毛織廠歷史之久，聲譽之隆，（參考小註）并其與達城銀行關係之濃厚，故德國國際債權人以懷疑德國私人經濟之信用能力者，而更懷疑于達姆城國民銀行。以實力久虛之達行，何能再受此更深切之不信任。（該行自一九三〇六月十三日以來所支付之存款與債款，在九萬五千萬馬克與十萬萬馬克間，共計其賬額百份之四十。故其現金力，迄一九三一年夏季，已甚怠疲）。

當十九世紀之下葉，勞湖森（Larsen）家族，于德國之毛織事業，頗有聲勢；及一八八四年而即創設北德毛織廠于白來門地方。後經擴大，德國境內設有十三分廠，

在波門 (Bohmen)，在美國，在阿近丁，亦有支廠。此又戰前事耳。在德幣大跌價時代，又有數廠歸併于該公司內；其資本自二千二百五十萬馬克（一九一三年），增為三千三百二十萬馬克。自一九二七—一九二八二年後，以其護利甚厚，資本又增為七千五百萬馬克。當時該廠之股票價格，上升為二百萬馬克，在廠服役之勞工，一九二九年計二萬七千七百人。自一九二九年起營業退步。一九三一而終于倒閉。

以達行在國際全融市場中活動力之偉大，與聲望之高隆，一般國外債權人，定以測達行者，測德國金融界全體；以為達行實力不足，即德國金融力欠佳。故達行之信用能力，被人猜疑，即全德之對外信用能力，無形下降。何況實際上達行在國內之經濟勢力，確亦不在其他諸大銀行之下，故達行于此次大風潮，對內對外，均以其信用能力之虛弱與實力缺乏，始而不能克服其一己之禍患，繼而禍及全德之對內對外信用能力，終肇此巨禍。

在達行停止支付前，行長過德司密氏曾通知政府，請求救濟，如政府不能切實設法

· 即于下星期一(十三日)實行停止營業。政府明知達行關係之重要，深欲從速營救，爰于十一十二兩日，集合諸重要銀行家，通霄會議，商議救濟辦法。按政府計劃，擬將由諸大銀行實行合作，歸併爲一大銀行，互相團結保證(Solidarhaftung)，如有損失，悉由政府負責；同時政府努力募集外債，以資補苴；在此合併而成之大銀行方面，亦可利用較高昂之利息率，吸收已逃亡之現款之一部份；至于國家銀行者，加高貼現率，限止放款等。政府之策略如此。在此計劃未作最後決定前，會議殊屬良好，不意于十二日晚作最後決議時，大銀行中之最大銀行，——德國貼現公司——，突然提出反對，聲稱該公司能力充足，樂于自謀，無與他行合併之必要，更不必與達姆城國民銀行合併。其惟一理由，根據生存競爭，能力薄弱者，應自然陶汰；政府大可不必過問。內閣總理白履寧氏(Brenning)聞之大怒，拍案頓足，而與之再三爭辯。惜乎破壞容易成功難，終未得有結果。政府之救濟辦法，又是具文耳。達城銀行因而未免于難。

德國貼現公司，視達行爲惟一勁敵。達行如從此倒閉，則德國貼現公司獨霸德國之金融市場；加以過德司密氏與貼現公司常事人之私交，亦不相善；故敢冒不韙，極盡其破壞之能事。

遠因

(二)前二次擠兌風潮

自德幣鞏固以還，擠兌風潮（國內外的）已非僅見；以一九二九年三五月間爲第一次，一九三〇年九月爲第二次，一九三一年七月之事已第三次矣。經前二次恐慌後，德國國家銀行之現金與外國滙票，已爲減少。此二次恐慌，苟不演于前，則此次恐慌在程度上定可較爲和緩；一以現金實力充餘，一以社會心理上所發生之恐慌，定不如此其深切。累經事變，一般存戶債主并儲蓄者，于感覺上，異常靈敏，一遇風聲不佳，即故知重演，提款索債，不一而足。

前二次風潮影響于現金之減少者究如何？此爲此處應最先解決之一問題。觀歷年十二月平均金額，即可概見一斑。一九二八年，金融界無事，國家銀行十二月之平均金融（外國匯票在內），計二十九萬六千五百七十萬馬克；一九二九年第一次風潮起，大批現金外溢，國家銀行十二月之平均金額，計二十七萬五千四百五十萬馬克；一九三〇年因九月之選舉風潮，現金外流，十二月之平均現金量，計二十八萬二千五百三十萬馬克。更以有事三年正月之平均金額比較之，差別更爲豪大，一九二九年正月計二十九萬八千三百十萬馬克，一九三〇年正月減爲二十七萬八千二百二十萬馬克，而一九三一年正月僅二十五萬八千八百四十萬馬克而已。可見自一九二九年第一次恐慌以來，德國之現金力年有減遜，在此三年中，以一九三一年最爲薄弱，以最薄弱之金力，而應付最猛烈之風潮，其爲最強劇之恐慌是無疑慮。

一九二九年之風潮經過如次：國家銀行二月之平均金額，計二十九萬八千三百七十萬馬克，三月減爲二十八萬三千五百三十萬馬克，四月更降爲二十四萬一千五百三

十萬馬克，迄五月而僅計十九萬九千七百八十萬馬克矣。故在二月中，共失去一萬萬馬克上下之現金。當時之擠兌情形亦不可不謂不猛烈。

風潮之主要原因，爲巴黎賠款專家會議進行失利，一般心理，惟恐馬克再演跌價慘劇，內國資金，紛紛匯出國外；外國款項，亦有提回本國者。加以巴黎報界，製造空氣，人心益爲恐慌。

專家會議衝突之點，在原則上，按協約國意見，賠款數量，除清償諸國負美戰債外，須足戰地建設之用。在德國方面，簽謂賠款數量，應按照德國之經濟能力而定；戰債與建設費，悉不足爲標準。因此根本立腳點之不相容，故雙方所決定之數量，大不相同。協約國所要求者，分二部份：一爲固定部份，每年應付十七萬萬馬克，以二十一年爲期；一爲不固定部份，自十七萬萬馬克起，（九萬萬馬克用于清償戰債，一萬萬爲陶氏借款利息，七萬萬爲戰地建設費），年有增加，迄二十四萬萬馬克爲止；以三十七年爲期。故賠款之總數，不下四百萬萬馬克，爲期共三十七年，

(每年平均約二十一萬萬馬克)。德國代表所允支付者，年計十六萬五千萬馬克，亦以三十七年為期。可見雙方相差年在六萬萬馬克。此又僅在數量。大體上之差別，若再以支付方式比較之，則差別實數更為可觀。(此處為文題所限，不能詳述)。雙方各持己見，堅不讓步，迄四月十九日，而會議終于破裂。當時人心，備極恐怖；德幣價格，似將不穩；提款索債者，風起雲湧，而同時巴黎報界，鑒于德代表之堅強態度，即攻擊德總代表國家銀行行長加赫德氏(H. Schacht)。咸謂加氏一方面故意作難，使會議瓦解，一方面于大批現金外流，又不加高貼現率，以為制止；是誠有意置德幣于危境。巴黎各報同此論調，大書而特書者一週餘，以恍惚之人心，而加以空氣之製造，乃有一九二九年戰後第一次大難，(此外尚有其他原因，此處無詳述必要)。

一九三〇年之金融恐慌，為該年九月十四日國會選舉結果所造成。因此次選舉，極右黨國家社會黨(Nationalsozialistische Partei)，在國會中大得勢，而共產黨議

席亦增加。未選舉前，國家社會黨僅有十二議席而選舉後，激增爲一百另七；共產黨自五十四增爲七十六。選舉結果之所以引起大風潮者，有二大原因：國家社會黨于當時政府之對外和平政策，絕對反對；按諸該黨外交方針，德國須獨立取消凡爾塞和約，立即停付賠款，并收回已隔讓諸土地等等。吾人以普通常識判斷，此種策略，似乎不合時宜，一旦見諸事實，則法國定將出兵；此于德國前途，何等危險；加以該黨擬驅逐外人出境，——所謂外人者指猶太人言——，但德國重要實業，如銀行及報紙等，大部份在猶太人手中，故該黨得勢，不論于外交上，經濟上，均有莫大危險。一般資本家債權人等，均將在德資金，滙往外國，以維持其安全。此其一。其二，因共產黨與國家社會黨議席同時增加，亦引起資本之外溢。因該二黨爲極端反對黨；一重絕對的國家，一重國際。彼此水火不容；平時在咖啡館中，二黨黨員常發生毆打事情；諸報紙恆以『內戰』名之。在二黨未得勢前，已有此種不法舉動。選舉後，一黨勢力大增，而一黨并未減少，且亦稍爲增加；則勢力豪大之一黨

，定將利用其勢力，以壓倒其敵黨；而此議席稍增之共產黨，亦決不受其宰制，故當日社會空氣，一若內戰有不可幸免者。資本家爲自衛計，自當謀其樂土，將資本外輸他國。以上二大原因，實爲一九三〇年九月風潮之製造者。

風潮之總結果，國家銀行在一月中，（九月十五日至十月十五日），失去現金及外國滙票計八萬三千五百萬馬克，洽等于國家銀行金力之百分之二十五。

政府爲救濟此風潮計，除大總統與敦堡氏，及內閣總理白履寧氏，先後發表德國政府態度，及外交方針外，并有具體的財政改革案公佈世界。自改革案于十月一日公佈後，國家銀行之外國滙票即減少流出，而柏林諸大銀行護有美，英，瑞士，三國之借款。風潮亦從此得救。改革案之較重要諸點爲：政府職員減薪，與增高工人應納之勞工保險金等，——自百分之二增爲百分之六另半——職員減薪，足以補苴一九三〇年稅收之減少，——計四萬五千萬馬克——；勞工保險金增加，國庫即可節省三萬萬馬克之勞工保險費。一九三一年財政缺額（Deficit）約在七萬五千萬至九

萬萬馬克之間。經此改革案實行，此巨大之缺額，從此消除。但爲一九三〇年計，無大宗借款，無以免除困難，自政府有改革財政之決心後，乃有所謂四萬萬馬克之過渡借款者成立（國外的）。

政府之財政改革案，所以能取信于諸友邦，而毅然有新借款成立者。因國會諸重要政黨，于此計劃在國會未正式集合前，已表示贊成。當時之政府，在新國會中已非正式的護有多數。國家社會黨席次雖增，無以得逞而組織政府。市場心理，咸以此爲好現象；而現金及外國滙票均停止外輸。所謂選舉風潮者幸而中止。自履寧氏之改革案。誠舉足輕重矣。

（二）德國金融政策之根本危機

德國之金融組織，在第一編第三章中已詳爲述明，即以外國短期債務，用作長期投資，又爲萊敦（Layton）專家會議報告所載，德國銀行界所吸收外國短期債務，在一九二七年、一九二八年及一九二九年三年中，超出其外國短期債權者，計四十三萬萬馬克。

該報告又載，德國之金融弱點，在乎外國短期債務大于短期債權；迄一九三〇年止，共負短期外債計十萬〇三千萬馬克，而在外國之短期放款，僅五萬三千萬馬克云。

短期外債之利弊，前編第三章中已詳論之，此處無須重複。此處所須提明者，此種策略，實爲此次大風潮之醞釀。假如德國如此巨量外債，無有短期者，而盡爲長期的，則德國之信用能力，縱已掃地，而未到期之長期債務，債權人無可提取，風潮自無從起。在事實上，當無此可能，任何現代各國，均有若干短期外債。所可能者，而亦必須使之可能者，乃短期者少，而長期者多。果爾，則一九三一年之大恐慌，至少可縮少其範圍若干倍，此定爲識者所公認。假如在某種狀態下，長期債務實不可得，而又有非借外債不可之必要，因而短期債務超過長期者，則尚有一惟一補救法，即對外短期債權，務須與此短期債務相等，或無大差別。能如此則大恐慌決能免除；因在必要時，可索回其債權以償此債務也。二者出入既能相抵，又何恐慌之有哉。德國債權債務情形，適與此相反，在債權上，短期者少，（參考第一編第三章第三十八頁一表）債務上，長期者少。

(參考第四十頁一表)，故短期債權較短期債務少。此種金融組織，其欲免除困難，惟有借新債以補救。如新債不得，則斷港絕橫，禍莫大焉。一九三一年七月之禍，職是故耳。有心于金融政策者，萬不忽此危機之所在。

第三章 恐慌之結果

此次驚天動地之大恐慌，其結果如何，當爲吾人所急欲聞知。首先須注意者，即經濟上之實際影響。就銀行界而言，有因恐慌而受損失者，如四大銀行等；有因恐慌而得益者，如德國國家銀行。(參考一九三二年三月十六日柏林日報第一百二十九號) Berliner Tageblatt Nr. 129 Handels-Zeitung)。在其他經濟企業方面，當亦同此現象；爲恐慌而倒閉者有之，爲恐慌而護利者亦有之；但以國民經濟全體論，任何恐慌，均是有損無益；何況如此大金融風潮。蓋今日之交通經濟，以循環暢流爲第一義，一經停滯，則損失莫大，實以停頓後，生產終止，企業界已蒙極大不利；何況消費并不能因此停頓而稍減少。故在此停頓期內之國民經濟，成爲一絕對的消費經濟。其爲非健全的

國民經濟無疑。此次德國之恐慌，固未致全體國民經濟于停頓狀態，但如銀行界與交易所之停業，影響于國民經濟者，已匪淺鮮。銀行為資本與交易媒介物之源泉，交易所為價格之故鄉，此二機關為經濟之中心；中心既形停頓，其他經濟機體自亦失其歸束；雖未停頓，定亦不能保持其原有狀態；故以國民經濟全體言，此次恐慌之結果，德國國民經濟受有不可估計之大損失。金融界之舉足輕重，即此可想見矣。

四大銀行因恐慌所受之損失，共計六萬八千六百萬馬克；其中德國貼現公司損失，計二萬七千五百萬馬克，私人商業銀行，計九千萬馬克，其餘屬諸達姆城國民銀行與德萊司敦銀行。國家銀行一九三一年之盈餘率，為一分二釐，此與一九三〇年之盈餘率同。惟此盈餘之原由，乃為此大恐慌；因恐慌發生，貼現率抬高，國家銀行所儲存之外國滙票價格亦上漲；凡此種種，故該行名本年之盈餘為恐慌盈餘云 (Krisengewinn)。

除此不可估計的經濟實際損失外，恐慌之結果約有三事足述：(一)短期外債之限期；

(一) 國家與銀行界之關係更加密切；(二) 強制外國滙票。

(一) 國際債務之限期：德國之經濟企業，須要長期投資，而其金融界偏吸取大量短期外債，是為德國金融市場危機之所在，亦即此次恐慌之所以不免。吾人于前文（參考第一編第三章第四十四頁及第二編第一章第九十二頁）已明述此旨。故經此恐慌後，德國金融界在事實上，固已不能于此短時期內清償其短期外債。而需努力于債務之限長。乃于一九三一年之八月與國際債權人訂立所謂停止條約（Stillhaltenabkommen）。九月十七日，見諸實行。迄一九三二年之正月二十三日，此約復經修改，而新約于三月一日起實行。簽訂此次條約之債權人，為十一國之銀行，（條約中名謂停支債權人（Stillhaltleglaubiger），債務人為德國之銀行，商號，及實業公司（條約中名為停付債務人（Stillhaltloschuldner））。該條約之效力，僅限于以外幣計算之德國債務，而其到期期限在本條約有效期內者，——即自一九三二年之二月廿九日，迄一九三二年之三月一日——；至于以馬克計算之短期與長期借款，該與本條約無涉。此外德國政府或地方政府所

借之外債，亦不在本條文範圍內。在以上諸條件下，該條約之效力範圍，已普及于六千萬馬克之債務。在此一年內，停支債權人雖不能完全支取其債權，但得支取其債權百分之十。至于較為重要之利息問題，并未有明文規定。但債務人得要求儘量減底計算云。

除此私人商業債務之停支條約外，于一九三二年之四月，于政府債務亦有停支條約成立。德國為聯邦制，負有外債者，計八邦政府，及二十六市政府，其債務共計二萬八千萬馬克，（其中美債計三千六百萬馬克，七千四百萬馬克係瑞士債款，七千萬馬克為英款，餘屬其他各國等）。該條約之效力期亦為一年，——即自一九三二年之三月十五日起，迄一九三三年之三月十五日止——；該條約大致與私人債務停止條約相同；如在條約期內債權人得支取其百分之十之債權等。所不同者，商業債款停止條約未將息規定，而政府債務之付條約，將息率規定為六釐，（但債權國之貼現息高過四釐時，則債息不釐不生效力，而須按貼現率，外加二釐計算，但亦不得過八釐）。

經此二條約成立後，德國之公私短期債務，即行限長一年，如以第一次之商業債務停止條約合併之，已限長一年有半；是不啻將短期變為長期，假定不有此項條約成立，德政府固可版佈停付外債條例，將一切外債停付若干時期，無如以外債為生之德國經濟界，以對外信用為貴；政府版佈停付條例，常能救急于一時，惟來日方長，外國債權人既受瘡于今日，于他日對德投資，定頓足不前；德國經濟界之苦痛，恐將不可名狀，故此項條約告成，既可維持信用于將來，又可停付外債于現在，一舉兩得，其利不可勝用矣。考其外國債權人之所以毅然簽定條約，不索款以避免危險者，亦有其故，當條約未成立前，諸債權國國家銀行在拜賽爾（Basel）組織一委員會，專事研究德國之信用能力，以備訂立停支條約時所須要之參考材料。該委員會委員長為英人萊東氏（Layton），故其報告即名萊東報告（Layton Bericht）。據該委員會研究結果，以德國之生產能力，如許之外債，并不為過多；且近年來德國之出口年有增加，商業平衡表出超有餘，故外國債權之在德國者，根本上極為穩固；因德國之清償力，以有出超之國際貿易，確能

年事增加；如債權人不能忍耐若干時日，將其債權暫停支取，則不獨德國之經濟破產，而債權人亦定不能將其債權悉數取回，而無損失。爲兩全計，惟有保持德國已有之短期債務，維持其經濟界之活動能力耳。該委員會研究結果，主旨如此，根據此報告之結論，受有兩方停支條約之簽定。德國經濟界之基礎，因而穩定。

(二)國家與銀行之關係：德國國家，於私人經濟企業，較英美國家干涉爲多。經此次金融大恐慌後，于銀行一業，國家除更較嚴密監察外，并加入銀行企業。就中央政府及地方政府于諸銀行新加入之資本金言，德國國家已成爲一大銀行家。

當大恐慌破裂後，銀行界爲互相自衛計，乃於七月二十六日成立一滙兌及保證銀行 (Akzept- und Garantbank)，該銀行之重要任務，在平均諸加入銀行之存款，以增加滙票貼現之能力與可能。當時國家銀行，爲維持法定準備金起見，因現金缺乏，特將市場流行之紙幣收回一部份，且實行限制放款。故市場流通物，既見減少，而滙票之貼現，亦爲艱難。解除此種困難之方法，即在利用諸銀行已有存款，使之流通速率加高

。本不得貼現之滙票，得有貼現之機會，因流通速率加高，市場上之貨幣，在無形中，爲之增加。存款薄弱之銀行，得利用存款豐富銀行之存款，以適應其需要，不致爲國家銀行減少紙幣所累；滙票貼現機會，亦因而增加；故滙兌及保證銀行者，實一貼現市場之助理工具。其總資本計二萬萬馬克；中央政府除出資八千萬馬克外，并負該銀行保險之責。如將公立諸銀行，如中央信用公司（*Reichs Creditgesellschaft*），現金貼現銀行（*Golddiskontbank*）等等所出之資本，與政府資本合計之，則公家資本在在該銀行總資本半數以上。此外政府資本之投諸銀行業者，尙有在大恐慌後一月內爲維持德萊司敦銀行，中央政府出資三萬萬馬克，作爲優先股。而其原有資本，僅此數三份之一耳。迄一九三二年二月下旬，德萊司敦銀行與達姆城國民銀行合併後，政府爲俾益新成立之德萊司敦銀行起見，（二行合併後名爲德萊司敦銀行），兼棄其優先股資本一萬萬馬克，及普通股資本二千五百萬馬克，至于其他二萬萬馬克之優先股本，則作爲普通股；而新成立之德萊司敦銀行之總資本，僅二萬二千萬馬克，及公積金三千萬馬克而已。易辭以言之

，德國之四大銀行，經此大恐慌後，中央政府有其二。此又僅政府之直接投資耳。在簡接方面，政府于商業私人銀行，及德國貼現公司，均有相當資本投入。

除中央政府增加其銀行活動外，地方政府亦有同樣政績；如白萊門（Bremen）自由邦，除將司魯台銀行（Schroeder）收歸邦有外，更承擔該行一切已有之損失等，其他如薩克森邦（Sachsen）擔保薩克森邦銀行與普通德國信用銀行（Arten）之合併，均爲此次恐慌之產兒。

國家于銀行業之經營，固已較恐慌前大爲擴張；更有進者，爲指導全國銀行之信用政策起見，政府特設二委員會：一名全國銀行業委員會（Reichskommissar fuer Bankgl-verein）一名全國銀行董事會（Kuratorium fuer Bankgewerbe）。董事會指導委員會督察全國銀行之活動。委員會之職務，大旨在督察全德銀行事業與信用往來，而尤以對外信用爲主要；并以全國國民經濟爲前提，而操縱或影響普通銀行政策；故任何銀行之營業情形，得有報告于委員會之必要；而委員會得檢查任何銀行之賬簿及文件，并參加銀

行一切會議，且有發言討論權等等。委員會隸屬中央經濟部（Reichswirtschaftsministerium）。可見此後德國政府，除身為大銀行家外，并限制銀行界絕對的自由，而切實施行其指配政策焉。

(三)強制外國滙票：此次恐慌，由于國外債權人擠兌，及國內資本外溢；故政府除與外國債權人訂立停付條約外，復管理外國滙票（Devisenbewirtschaftung）。管理外國滙票之目標，在阻止國內貨幣或資本之外流，因外國滙票之功用，與現金同；外國滙票外流，即現金外流；結果準備金減少；而外國滙票確又為資本逃亡之一種工具。故政府為制止本國資本逃亡計，須設法人民停止掉換外國滙票。

德國自恐慌後，即強制外國滙票；政府版佈法令，凡欲購買外國滙票每月在二百馬克以下者，須得財政局外國滙票管理處之許可；持有此許可證者，方能向任何銀行購買滙票，或外國紙幣。而各銀行所出售之滙票，來自國家銀行；故國家銀行為外國滙票之惟一源泉，如不得管理處之許可，將外國滙票，或馬克鈔票移帶外國者，一經出境時海

關查獲，即行末收處罰，自外國移帶入境之款項，須于入境時報呈海關，取有憑照，則於再出境時，或在境內購買滙票，無困難。至於進出口商，所需要之外滙，亦須經管理處許可。簡括言之：凡資本出口與德國國民經濟無益者，悉有「行不得也」之苦。管理之法律甚為嚴備，資本之進出口，均有一定手續；即內國存款及儲蓄等，亦無不有明確之規定。經此管理外國滙票法實行後，今日德國之資本市場，已入閉關狀態。

第三編 一九三二年之英國金融恐慌

此次英國之金融恐慌，應別爲二段：一爲擠兌恐慌，一爲金本位恐慌，或英磅跌價恐慌。在表面上，先有擠兌恐慌，而後英政府放棄金本位，英磅跌價；宛若金本位之取消，磅價下降，僅爲擠兌風潮之結果，而無其他原因者。假使不有此次擠兌風潮，英政府是否亦須放棄其有關英倫體面之金本位，吾人固無從證明，恐亦爲一無可證明之事實，但以吾人研究所得，擠兌風潮，僅金磅跌價之導火線。二者之經過，誠屬不可分離，但其原因，却各不相同。如將擠兌風潮之原因，卽作爲英政府取消金本位之原因，則取消金本位之價值與意義，爲所忽視；而英政府誠有牛刀殺鷄之愚。反是者，如將取消金本位之原因，卽認爲擠兌原因者，則惟恐債權人之目光，并不如此其周遠。故恐慌之經過，雖有繼續性，而其背景，雖不能謂爲絕對的風馬牛不相及，要亦須分別輕重，斷不可混爲一譚也。

第一章 恐慌之經過

如第一編第二章所言，此次英國之金融恐慌，已爲第三次（參考第十一頁）。但此次恐慌之經過，與第二次迥不相同；前次現金缺乏之困難，非在一二月短時期間發生，而此次據財政部長司諾登（Snoden）報告，僅在最近七八星期內，倫敦輸出二萬萬金磅之現金。據梅克倫（Macmillan）專家委員會報告，英國迄一九三一年三月三十一日止，共負外債四萬另七百萬金磅；此項債務有轉借與外國者，有投資于內國者，（參考第一編第三章第三十五頁）不論其爲長期抑短期，縱能取回支付外債，但在事實上，于此短時間內，金融當局亦不勝其難矣。倫敦在三月中所償付之外債，——二萬萬金磅——，與德國一年來——一九三〇年秋季迄一九三一年秋季——，所償付之數相近。英國之債權人於六月中旬開始提取債款，吾人爲詳細明其經過，最好能將其每日所索回之實數，列成一表，以研究此次風潮之起伏。可惜作者查考所得，僅自七月十八日至三十日，與九月十五日至二十日諸日所失落之現金實數。七月上旬以前，并八月全月與九月上旬每

日之外債索取數一時難於稽考。茲將已考得諸日之實數，列表如次：

倫敦外債索取日記表

七月索取數 (以金磅爲單位)

十五日	九〇〇〇〇	十六日		十七日	一五五四三九三
十八日	一一五五八三六	二十日	一九八四五六一	二十一日	二八二九四九九
二十二日	三四五五六三四	二十三日	五二三二三一	二十四日	五二六〇九五〇
二十五日	三七七三二五〇	二十六日	一九七七八〇三	二十八日	九四九六五三
二十九日	三〇七七四〇	三十日	五八二一七二		

九月索取數 (以金磅爲單位)

十五日	二一五〇〇〇	十六日	三四三〇〇〇	十七日	五〇七〇〇〇
十八日	一七八一〇〇〇	十九日	九〇七〇〇〇		

觀諸上表，英國擠兌風潮，在七月二十三二十四日二日最爲劇烈；但十七日所支出

最近英德之金融恐慌

之債務，已將雙倍於十五日，蓋此時正在德國大恐慌之後，中歐諸國銀行，大都奉政府令，暫行支付；故倫敦困難亦達最高度。而同時倫敦貼現率增高，故而自二十五日起，風潮程度漸次下降；迄八月曾有二次美法救濟借款成立，一在八月一日，計英磅五千萬，一在二十八日，計英磅八千萬。倫敦之世界信用，似已因此加強，故所支付之外債數，亦較七月大為減少。

此次英國風潮中之活動者，為美，法，荷蘭，瑞士，瑞典，諸國之債權銀行。但自九月十五日起，除荷蘭之私人銀行及商號索取債權外，其餘諸國，該未預聞。假如在九月十五日後風潮平息，而英磅即因此不行跌價，則此次英國取消金本位之導火線，荷蘭私人銀行與商號為其負責人。以風潮全部言，荷蘭所提取之款項，亦屬最多，法國次之；但法國債權除直接自倫敦提取外，簡接由荷蘭，瑞士，美國，向倫敦提現云。

此次擠兌風潮，當然由於倫敦信用能力薄弱所致。倫敦金融界，曾作二月餘之抵抗

，亦經種種救濟；如提高貼現率，並法美借款等，不幸終於九月二十英政府有取消金本位之決議，全國交易所因而停業者二日，貼現率在二十二日達最高點爲六釐。

第二章 恐慌之原因

誠如上述，(第一百〇三頁)擠兌恐慌與金本位恐慌，在原因上，不可混爲一談，故此處首先擬分作擠兌原因，與金本位取消原因。前者又別爲經濟的，與政治的；經濟的如倫敦金融界信用力之薄弱；政治的爲巴黎與倫敦間之競爭等。請按目分述之：

擠兌原因：

經濟的——(國外債權人之不信)第一編第三章(第三十五頁)已述明倫敦以其聲譽，並爲保持其世界金融市場之地位，而吸收大宗短期借款；短期外債之危險，第一編第三章(第四十四頁)亦經詳述；故根本上倫敦金融市場已含有若干危機，此實爲擠兌恐慌之遠因。

一九三一年夏季，倫敦之信用能力已發生不鞏固現象。及擠兌風潮起，困難更不易解除。外國債權人所以於倫敦信用力發生疑慮者，原因不止一端：（一）歐洲中部諸國之金融大難：英國在戰後世界總投資，固已減少，（參考第一編第三章第十九頁）而於中歐諸國，則為增加，（戰前計一千五百萬英鎊，戰後——一九二七年——增為二千萬英鎊，——折成戰前購買力——）故一經中歐諸國，如德，奧，等停止支付後，英國之債務清償力，即為減底。此於其對外信用能力有極大影響。（二）澳洲及南美洲諸國之停止支付其外債與利息等：英德戰後國際投資，除中歐諸國增加外，在澳洲亦呈同一現象，在一九〇八年至一九一三年間之對澳投資，計其帝國總投資之百分之十五，而一九二〇至一九二七年間增為百分之四十五。據倫敦經濟週報『經濟家』（The Economist）載，迄最近止，（一九三一年八月）英國在澳資本計五萬七千二百萬金鎊。至於在南美洲諸國之英資，為數更屬可觀，（根據『經濟家』政府債務，與商業借款，計八萬三千九百萬金鎊，（其中一小部份係美國負英債務，苦不能分別除外），政府部份計一萬四千九百萬金鎊

（一）小部份亦為美政府之負債。如此大宗債權，一經停止其索取可能，英國之國外債權人，於倫敦之信用能力，焉能不有疑慮，而索回債款。

澳洲一九三一年政府財政缺額甚巨，國用雖經節省，稅收亦經增加，并改換國債（Konvertierung），以減輕利息負擔，（自五釐另四減為四釐），但預算決算，仍不能適合，不得不宣告停付對英戰期債務。

南美洲諸國之停付債務本息者，有智利（Chile），白來雪爾（Brazil），班羅（Peru），希爾維（Bolivia）等諸國。智利共負外債二萬五千萬金磅，其中英債計一萬萬金磅，美債計一萬二千五百萬；每年應還債本息計四千萬美金。智利之惟一財源為銅與肥田粉。自此種產物不得暢銷於國外後，智利之金融財政，即形不支，不得已惟有實行暫行停付債務本息二年，以輕負擔。白來雪爾自一九三一年九月一日起，亦實行停付外債本息。該國共負外債五十萬萬馬克其中三十五萬萬係倫敦債務，十五萬萬係美國債務，一萬一千萬係法債，五千萬屬於其他各國；受世界經濟恐慌之

影響，故金融竭蹶，幣制崩裂，將對外債務本息停止支付。希爾維現負英債四千三百萬美金，亦因財政困難，即停償外債本息，班羅之英債實數計一萬三千萬美金。

(ii) 英國諸滙票銀行 (Akzept Hausen) 信用欠佳：如第一編第三章 (第一百十五頁) 所述，戰後英國於世界滙票放款方面，尙得壟斷其事，而非美國所能敵。故倫敦諸滙票銀行或滙票公司，對外信用欠強後，英國全體金融市場之信用，即受不良影響；而在法國方面，恐懼又大；以爲滙票公司實力不充，英國難免不步德國後塵，實行停付債務。故巴黎諸大銀行，均向倫敦諸銀行提取其存款，或借款，并故意壓低諸滙票公司之股票價格。

(四) 英政府財政不上軌道：一國財政與對外信用，有至密切之關係，業已述明 (參考第二編第一章第六十三頁) 英政府一九三一年至一九三二年度之財政缺額，約計九千四百萬金磅。其影響於英國國民經濟者甚大，外國債權人因而於英國信用前途，頗覺寒心，爲自謀計，索回債權，以避免危險。英國之信用能力，本甚強固，但受此四大打擊，擠兌風潮終於難免矣。

政治的——擠兌風潮的政治的原因，約有二種：（一）巴黎倫敦間之競爭，此為國際的政治原因；（二）海軍叛變，此為國內的政治原因。

巴黎與倫敦間之競爭：——此處所謂競爭者，指二國競爭世界金融權而言。在表面上，此種競爭，純粹為經濟的，而此處列入政治的原因者，以其背景有政治意味也。法國在戰後，於國際政治上，可謂無處不獲勝利；但巴黎如能在世界金融市場中，護有更較重要地位，或竟能握得世界金融市場之牛耳，則法國大政治家於政策上之進行，更為易易；而英國方面之障礙，亦能免除，如一九三一年英國與奧國信用銀行之臨時借款等。故巴黎與倫敦所競爭者，明明為一經濟物，——金融霸權——，惟其有政治的動機，故此處目為政治的原因。

巴黎與倫敦之競爭世界金融霸權，可以三事明之：（一）國際滙票放款之競爭，戰前後倫敦利用法國大批短期放款，作國際滙票放款營業，且執世界金融市場之牛耳。法國如將其對英放款，自營國際滙票放款事業，則非特可得較厚之利息收入，且倫敦在世界

金融界之地位，法國得起而代之，戰後倫敦僅在滙票放款上有獨霸權，參攷第二十八頁）；因此法國曾創辦一專門銀行，如 *Banque Francaise D'acceptation* 以經營此國際滙票放款，并在一九二九年，版佈新條例，以獎勵此種事業。法人計劃如能成功，則倫敦市場定形衰落無疑；惟以巴黎于此項放款，既乏富足經驗，又缺少商業上適當之聯絡，故而仍歸失敗。（二）現款放款競爭：法國除在滙票放款與英國競爭外，於現款放款亦未能相安無事，而終為英國所戰勝，未能十分發達。此中原因之大者，法人在戰前於國際現款放款，曾遭有大損失；如對俄債權，經蘇俄政府一九一八年正月二十一日之法令，——蘇俄政府否認一切俄皇時代之外債——悉化為烏有。（迄一九一九年十一月三十日止，法國對俄債權計三十七萬四千五百萬法郎）。因有此種經驗，法人時覺國際放款之危險，而不敢大事活動；加以法國放款往往不脫政治意味；在法國市場能出售債票者，祇有波蘭，南斯拉夫，羅馬尼亞等諸國，因若輩為法國政治上之團結者。故而法國之國際現款放款，在無形中，又受限制，而難發達。（三）國際賠款銀行之競爭：在名義上，國際賠

欸銀行，爲德賠款設立；而英法之用意，不免同床異夢，英國擬利用之以固定其倫敦在世界金融市場之地位與勢力；故力爭國際賠款銀行，應在倫敦；此與法人之仇視倫敦之金融勢力者，已水火不容；何況法人擬利用而爲其政治上之利器。綜觀以上三大事實，法人與英人於金融權之競爭，由來久矣。而法人之大願終難得逞；惟其不樂於倫敦之心理，從未拋棄。故遇有機緣，衝突不難發生。一九三一年七月英國之信用風潮起，英國家銀行行長爲救濟事，於二十五日乞借款於法；在法人心目中，以爲時機成熟，而提出條件，以爲要求。條件內容，局外人無能得知。而英人確爲保持其在世界金融市場中之地位計，未能接受。借款因而決裂。（八月中二次美法借款所以成立，出於法人之自爲謀；因法國存有英磅甚多，一旦磅價下跌，則非特法國之大目的難達，且須受磅價跌落之大損失；故不如暫借若干欸項，以維持磅價爲善）。因借款未成，市場人心於倫敦之信用能力，更爲懷疑。不僅惟是，在七月中旬與九月中旬之間，法國存戶在倫敦提回之欸項，計在四千萬至五千萬金磅之間；按理法國國家銀行，與法政府，爲國際經濟合作

計，應設法阻止，而當時者，非特未見阻止，且法郎價格上漲，超出現金輸送點；因此大量現金，自倫敦流入巴黎。故此次英國之擠兌風潮，因巴黎之不樂於倫敦，而擴大不少。

海軍叛變——英政府爲減輕國民負擔，爲改善英國國際信用起見，特事節省國用，使預算決算相符合，故勞工保護金，海軍軍餉，教員薪水等，均形減底。此種良好計劃，惜未能得各方諒解，而引起教員罷課，職工會反對，海軍叛變等不測。而海軍叛變影響於外國債權人之信任心者尤大。

按政府計劃，海軍日餉在四先令者減爲三先令，二先令九辨士者減爲二先令，海軍人員，爲反對政府計劃，乃於九月十五日之秋季演操，相約罷工；參加運動者，約有一萬五千人左右。在事實上，海軍罷工，不應於金融界之對外信用有所影響，而一般不察，以爲今日英國之世界霸力，仍與往昔同；一在海軍，一在倫敦金融市場。故海軍叛變，簽謂國力頓形薄弱；英國內政，已達恐慌最高度。因此倫敦之國外信用力，頓爲下降

。此類無根據之惶恐，本不足理會，無如其時英倫金融市場之抵抗力已極薄弱，風波一起，更足引起外人之不信任；而外國借款本可護得以救濟其恐慌者，因而不能成立；美國即其明證。

取消金本位原因：

一九三一年九月二十日，取消金本位案決定於英內閣，二十一日而通過於下院。英國紙幣兌現，是此日始迄重行金本位日止，即行終止；因此金磅價格在世界市場下跌。以英國在世界經濟中之重要地位與金融勢力，各國不論債務上，貨物交易上，或薪金等，以英磅為計算單位者，為數不知凡幾。經此磅價下跌，凡俱有英磅收入者，無形中蒙有大損失，而須英磅支付者，護益亦大。故英國金本位之存廢，不僅英國事，實世界經濟之大事也。且北歐諸國，如拿威等，南美洲如布爾維（Bolivia）之幣制，均為英磅本位制英國之金本位取消，此等國家之金本位，亦相率廢除。故凡以諸國貨幣為單位計算

國際經濟往來上之價格者，在無形中亦蒙有損益。英國此種舉動之影響世界經濟者，可謂驚天動地。

英國金本位存廢之關係已爲上述，復次尙須證明者，擠兌風潮，并不足爲取消金本位之原因，（僅爲導火線）（參攷本編第一章第一百〇三頁）假如英國在經濟上無取消金本位之必要，則恐恐慌更劇烈，倫敦亦必維持之。在第一編第二章已知英國金本位備有十足準備金，（無準備金之紙幣爲數甚少），此次因擠兌風潮，大量現金外溢，於十足準備金固難維持，但英政府儘可改訂法定準備金額，使已流出之現金，於金本位不發生影響，因十足準備金，并非經濟上所必須。故與其放棄金本位，何如放棄此十足準備金定律。其間輕重，不言自知。如英政府萬一不願改其數十年來之習慣，而認此十足準備金爲有絕對保存之必要者，則亦可採用其在大戰期內既維持金本位，而亦維持其十足準備金之故技，發行政府流通券。（參攷第一編第二章第一百〇二頁）以代無準備金之一部份紙幣，而此無準備金之紙幣由國家銀行收回。如此一舉二得，輕而易舉。而英政府偏不出此。即此

已可證明其取消金本位之別有用意矣。何況當歐戰期中，英國現金亦極缺乏，恐其缺乏程度，較此次更烈，金本位在事實上已不能存在，而英政府確有維持之決心，更將大批現金運美，以維持其國際磅價。（參攷第一編第二章第十四頁）此次事變，國家財政并不如戰期之困難，以倫敦之金融能力，此次現金之失落固多，於維持其金本位恐無若何大影響。（英國除準備金一萬三千萬英磅外，尚有大宗外國證券等可資應用）。故以英國之實力言，如無其他原因金本位決不見棄於其赤源地之英倫。當然，取消金本位與擠兌風潮，在事實的本身上，不無若何關係，如磅價跌落，因國際擠兌上之損失，提款者有停止進行之可能（參攷第一百〇四頁）等等。此種現象，雖為取消金本位後之必然結果，但并非英國取消金本位之主要目的。一國幣制之變更，為國民經濟之大事，擠兌風潮縱甚劇烈，究係暫時性質，而當時情形，亦尚不致陷英國金融界於斷港絕橫，須置國民經濟於不顧。（如其他救濟方法，均經採用失敗，則英政府誠無所措手，非取消金本位不可，但上述諸端，均未經試驗，即此於證明英政府當時尚未一籌莫轉）。更有進者，金融

力薄弱如德奧二國，風潮劇烈又如二國，而尙未以取消金本位阻止索債聞。可見英政府實無取消金本位以停止提款或吸收現款之必要。故取消金本位，雖能排解困難，而英政府縱亦明明利用此種關係，以取消困難，但擠兌風潮，決非英政府放棄金本位之主要動機。綜上以觀，英國毅然取消金本位者，決非由擠兌風潮與現金缺乏，而別有原因也。

英政府取消金本位之惟一原因，簡言之，世界經濟恐慌是也！英政府以取消金本位爲救濟其經濟恐慌之工具耳！欲知此理由之是否屬實，須先知其恐慌之性質，故不得不將英國經濟恐慌情形略言之。

研究一國之經濟恐慌，須視其經濟機體之組織而定研究之資料。英國爲商業國，其人民之經濟活動範圍甚廣，如僅以其勞工失業情形而定其恐慌程度，則英國較重要之世界金融活動未能顧及，而此又爲不可不顧及者；如以國民所得爲攷查資料，則英國工人之工資甚高，亦難得一恐慌之真面目；最適當者，須將各種與恐慌有密切關係之資料一一研究之，惟此種研究方法，用於此處未免小題大做。故僅以英國之支付平衡表，與國

際貿易表爲敘述之工具；即僅支付平衡表，亦足以明瞭英國經濟之進展爲如何。但其中『入超』一項，與此次經濟恐慌極關重要，故復以商業平衡表補充之，以明此『入超』之究竟。

英國之支付平衡表（以金磅爲單位）

項 目	一九二八	一九二九	一九三〇	一九三一
入 超	負 三二〇〇〇〇〇〇〇	負 三二〇〇〇〇〇〇〇	負 三六七〇〇〇〇〇〇〇	負 三六七〇〇〇〇〇〇〇
現金貿易	負 六〇〇〇〇〇〇〇	盈 十六〇〇〇〇〇〇〇	負 五〇〇〇〇〇〇〇	
船運收入	盈 一三〇〇〇〇〇〇〇	盈 一三〇〇〇〇〇〇〇	盈 一〇五〇〇〇〇〇〇〇	盈 八〇〇〇〇〇〇〇
投資利息等	盈 二七〇〇〇〇〇〇〇	盈 二七〇〇〇〇〇〇〇	盈 二三五〇〇〇〇〇〇〇	盈 一八五〇〇〇〇〇〇〇
備金及其他收入	盈 八〇〇〇〇〇〇〇〇	盈 八〇〇〇〇〇〇〇〇〇	盈 七〇〇〇〇〇〇〇〇〇	盈 六〇〇〇〇〇〇〇〇〇
國家收入	盈 一五〇〇〇〇〇〇〇	盈 二四〇〇〇〇〇〇〇	盈 二二〇〇〇〇〇〇〇	盈 一五〇〇〇〇〇〇〇
平衡數	盈 一三七〇〇〇〇〇〇〇	盈 一三六〇〇〇〇〇〇〇	盈 三九〇〇〇〇〇〇〇	負 四七〇〇〇〇〇〇〇〇

最近英德之金融恐慌

近四年來英國之總收入，均見遞減，迄一九三一年，而入不敷出；主要原因無非收入方面，各項均見減少；而『入超』反見增加，增加量且甚可觀；支付平衡表之自盈而負，幾將以『入超』增加為大原因。

吾人尚須推攷者，『入超』增加，在支付平衡表上固有不益，但於英國實際經濟上是否亦發生恐慌！英國為世界之『入超』國，而亦為世界富國。此為吾人所常聞。故此處須特別將此『入超』之性質與影響辯明之。為此又非攷其對外貿易情形不可。

英國對外貿易情形如次：

英國對外貿易平衡表 以英磅為單位

	一九二四	一九二八	一九二九	一九三〇	一九三一
進口	1,174,000,000	1,195,000,000	1,110,000,000	1,084,000,000	2,611,000,000
出口	2,010,000,000	2,113,000,000	2,170,000,000	2,437,000,000	3,291,000,000

再出口	15000000	11000000	10500000	70000000	60000000
出口	9000000	60000000	60000000	60000000	60000000
總數	30000000	35000000	30000000	30000000	30000000
入超	30000000	35000000	30000000	30000000	30000000

註(四〇九〇〇〇〇〇〇〇，此數與前表不符因統計方法不同但於此處之需要無礙)

由此表，試以一九二四年爲準標，英國之進口與出口無年不在退步中；但出口退步又烈；故『入超』量年有增加。但英國之商業平衡表恆有『入超』，故驟觀之，此『入超』量增加，無損於英國之經濟。無如近年之『入超』與往昔之『入超』，在意義上迥不相同。在往昔之商業平衡表中，進口固大於出口，但出口數量年有增加；偶有減少，爲數定甚微細，且爲偶然的，而非恆常事。故『入超』由於進口增加而來，并非由於出口減少所致，而此進口之所以增加，亦係出口增加之故。(因出口年有增加，事業發達，爲推廣其來年之出口，故先有大宗進口貨——原料——增加)。可見往昔英國之『入超』愈大，經濟愈發達。而今日者，出口年年減少，一九二九年與三〇年間，退步較一九二八年與一九二九

年間又大；迄一九三一年已不及一九二四年之半數。而在進口方面，一九二九年較一九二八年尚有增加，自一九三〇年起進口即見減少，但爲數遠不如出口退步之多。故近年來之「入超」，由於出口退步，而進口反進步，或退步較出口爲少所致。在此種情形下，如支付平衡表之其他項目下，不年有相當之盈餘增加，則一國之經濟富力，如僅以國際貿易爲標準，必爲下降。其爲不健全之經濟復何疑義。而英國爲世界商業國，近年來之支付平衡表，除一九三一年外，固年有盈餘，無如此種盈餘，年復一年，屢見遞減。迄一九三一年，而自盈餘轉爲虧負矣！故英國今日之「入超」愈大，國富愈弱，此爲今昔「入超」之大不同，關心英國經濟者，不可不十分注意及之！

英國經濟之衰落，由於「入超」恐慌，上文已爲證明。更將英，美，德，法，之國外貿易增減百分數比較之，即可見英國之恐慌情形，較諸國爲如何。

英美德法國際貿易增減比較表

年 份 國 別

	英國 (以金磅 為單位)	美國 (以美金 為單位)	德國 (以馬克 為單位)	法國 (法郎為 單位)
一九三〇進口實數	104500000	326100000	1039000000	5334000000
一九二九(一九三〇)比較數 (百分數之增減)	減百分之十四另四	減百分之二十八另八	減百分之三二另七	減百分之十另九
一九三〇出口實數	658000000	3641000000	11030000000	42830000000
一九二九(一九三〇)比較數 (百分數之增減)	減百分之三二另八	減百分之三六另七	減百分之十另七	減百分之十四另六

僅以出口論，美國最為退步，其減少量較三國為大，英國次之，法國又次之，德國減少最少，(德國如無大宗賠款——貨物支付——退步定不止此)；但以出口減少百分數與進口減少百分數相比較，美國之進口減少百分之二十八另八，而出口僅百分之二十六另七，——進口退步較出口大；——而英國適相反，進口僅減少百分之十四另四，而出口則二十一另六，——出口退步較進口大！——故在商業平衡上，美國雖出口最為退步，而其結果，仍有益無損。而英國則不然！德國與美國相同。法國與英國無大別，惟其

最近英德之金融恐慌

程度稍遜于英。可見英國國際貿易情形，較諸國更爲不益！

復次，英國之國外貿易非特較諸國爲不利，且與世界總商業之進展，未能并駕齊驅。以一九二九年言，世界商業之總量，（以一九一三年物價計算），在價值上，較一九一三年增進百分之三十；而英國者，減少百分之十七。以國際貿易于英國之重要，而既不與上述三國同一趨向，又不能與世界總商業并行進展，其經濟前途與國富之變遷，誠難令人樂觀！

綜上所言，英國之經濟恐慌，由于對外貿易退步，爲救濟計，惟有促進其對外貿易而已。而英政府以取消金本位爲工具者，蓋亦有其故。

（一）英國工資太高：英國工資較他國爲高，是爲關心經濟者所共知；因而英國生產費不如他國廉，英貨之世界市場競爭力，以致薄弱，當無疑義。此種高昂的工資，當不能謂爲取消金本位之惟一原因，確爲一重要原因。在德國，在義大利，工資之決定權，操在政府；其決定之標準，當爲當時之生活指數。英國者，職工團（Trade union）之亦

源地。凡勞働條件之訂定，無有不在此職工團之掌握中。職工團惟勞働之利益是謀，不言自明。至于工資高出當時之生活指數，而有不利於出產，不利於貨物競爭力量等，悉非職工團所顧及。英政府雖明知工資過高，無如權在工團，積重難返，無法挽救；何況工資內閣，亦爲勞工代表，不得不以勞工之利益爲前提。但在另一方面，國家經濟情形大退步，又不能不謀補救之法。在此狼狽情況中，爲兩全計，須一方面維持勞工原有之工價，（至少在數量上，不使減少，實際購買力，又當別論），而護如許工資；而一方面，使國內生產費下降，增加其國際市場競爭力。此法惟何？除使英鎊之國際價格跌落外，無他道！因鎊價下跌，外國貨幣之購買力上增，（對英鎊言），英貨之國際價格，因鎊價下降而亦低廉，競爭力較英鎊未跌價前，自爲加強。勞工之名所得，確未爲減少。由此即可證明英政府爲免除降底工資，而又增加英貨之世界市場競爭起見，非取消金本位不可。

(二) 一九二五年鎊價固定之謬誤：爲維持國內產品之國外市場競爭力起見，除減底

一切生產費外，尚須使貨幣之國際價格保持原狀，不致上漲。如此則國貨價格與世界市場中之購買力，得持其衡。假使貨幣價格上升，生產費雖仍如故，而貨物之國際價格，無形中即形昂貴，難與世界市場之購買力相適合，是無待言。結果無他，即以外幣計算之出口品價格上漲，競爭力當然下降。英國在大戰後，磅價下跌，（參攷第一編第二章全文）故其時英貨價格能與世界購買力相符合。迄一九二四年後，英磅價格（平均的）自美金四元二角九分，（每磅）與四元四角二分，升為四元八角六分。英貨價格與世界購買力，因此失其均勢，此為當時鞏固政策之謬誤處！當時英國工業界所反對政府穩固政策者，亦即為此。終于實行恢復金本位，而使磅價上漲，不惜犧牲英貨之世界競爭力者，一以銀行界為維持其倫敦金融重心之信用；一以政府保持其帝國之尊嚴而已。際此世界經濟大恐慌，英國對外貿易大為退步，國家經濟實力已入危險時期，故金融界之信用，與帝國之尊嚴，均所不能顧及，斷然將一九二五年鞏固政策之苦心，付之烏有。假如不有此一九二五年之實行鞏固，英貨之競爭力定為較強，一九三一年九月事或不致實現。

(三)世界原料大跌價：原料產地，工業品之尾閭也。原料產地人民之購買力增加，賄工業品之銷路暢；否則銷場呆滯。而此原料國人民之購買力，又以其原料價格之漲落為轉移。此理甚明，無待贅述。攷諸近年來原料價格之變遷，真是一落千丈！請作下表觀。

原料價格變遷表

物品	年份	本年每噸平均價格	以馬克為單位
小麥	一九二六	一九三〇	一九三一
糖	二百五十八	一百五十九	九十六
咖啡	二百三十七	一百四十一	一百二十二
棉花	二千另五十	一千二百十九	八百六十
	一千六百二十八	一千二百五十七	九百二十六

最近英德之金融恐慌

最近英德之政融恐慌

一三八

黃麻	八百另二	四百二十四	三百十九
生絲	五萬七千五百	三萬三千三百三	二萬三千九百七十
樹膠	四千四百三十六	一千一百	六百四十三
煙煤	二千二百八十八	一千八百四十九	一千七百九十五
石油	八百六十五	六百四十七	四百三十八
銅	一千二百九十六	一千二百二十七	八百六十

如表所述，一九二六年以來，原料價格跌落，平均約在百分之四十五至五十間，此又僅價格上之不良現象；在銷路上，際此世界經濟恐慌中，亦大為減少。故今日之原料市場，價格既跌，銷路又滯，原料地之購買力，至少因而減底一半以上。在此種情狀下，工業品之銷場自為大大呆滯。工業國為維持其市場計，務須減底貨價，使與此下降之購買力相適合。故有以減底生產費，使貨價下降者，如實行企業合併，與合理化等，有以政府命令使貨價下降者，如德國大總統之緊急命令。而英國更採用更較輕便而且奏效迅速

之手段；即取消金本位，磅價下跌，英貨之國際價格，當亦同時下降，而其競爭力隨即上升，原料地之購買力，無形中能與英貨價格在某種程度內相適合。

(四)中國及南美洲諸國幣制之崩裂：中國及南美洲諸國，均為世界原料大產主，自原料跌價，其購買力已損其半，加以幣制崩壞，購買力更形縮減。中國用銀，自『金貴銀賤』以來，人民之財產與所得，在國際間；僅受此幣制之影響，已損失其半！(因銀價跌落將一半)，其購買力當亦失去其半！再加以原料跌價影響，中國四萬萬以上人民之購買力，不知依已于胡底！南美諸國，有用紙本位者，如白來齊(Brazil)，有用金滙兌本位者，如智利，及班魯(Peru)等。此數小國之幣價亦均因對外貿易破產而崩敗。其國民之購買力，亦轉而薄弱！世界工商品之推銷于中國及此數小國者，均因此幣價跌落而亦退步。救濟計，惟有使工業品價格下降，英政府之取消金本位，磅價下跌，亦即惟是。

(五)各國關稅之增高：自世界經濟恐慌以來，各國為保護其內國工商業計，無有不

儘量利用關稅，以拒外貨輸入。英國近年來外國貿易之大退步，受損于此者，雖無確切之統計可證，要亦在可觀，（戰後東歐小國叢興，關稅線因而增加一萬一千羅啓密達，英貨所受之影響，即此亦可想見一二）。爲抵制此繼長增高之關稅計，英政府亦惟有實行幣價傾銷（Valuta - Dumping）爲不二法門。金本位致命于此者，不得謂爲無因。

（六）世界農業恐慌：農工二業，相附并行，不可須臾或離。此爲俾士麥建立德國之根本主張。而在實際上，工業之依賴于農業者，較農業之依賴工業者爲大。迄今日止，任何各國，農民較工民爲多。如農業衰落，農民之經濟能力薄弱，工業品之市場發展即受限制。而近年來世界農產物之總售價大爲下降；一九三〇年較一九二九年減去二百萬萬與二百五十萬萬馬克間。而同時農業上所需要之工業品價格僅降底百分之五或百分之十。故世界農業，在此一年間（一九二九年一九三〇），失去其實際購買力，約在一百萬萬馬克以上！其影響於工業品者約在三十萬萬與四十萬萬馬克間！世界工業經濟能無因此而亦退步乎！前段（三）已述明世界原料價格下跌，而此處又述及農業恐慌者，似已

重複。其實前段所謂原料者，僅農業品之一部，而此處所謂農業品者，除指世界農業品全部外，并重視諸工業國之農業購買力。爲明悉計自當表明工業國農業退步情形，因英國商業不以諸農業國爲限，而亦及於各工業國也。

歐美諸工業國農業購買力退步情形以百分數計之，一九二九年較一九三〇年德，法，英，減去百分之十與十五之間，美國減去百分之十五與二十之間。以工業諸國農業購買力之退步，工業之發展亦爲阻遲不少。補救之道，惟在工業品降價，英政府之取消金本位，於此大有關係焉。

由以上六端而言，英國金本位取消之惟一大原因，確爲鼓勵出口以改善其「入超」，而解除現今經濟恐慌。但改善「入超」，除鼓勵出口外，尙須阻止進口。如僅事增加出口，而無益於出口之進口增加更多，則不良之「入超」如故，永無改善可能。故此處爲證明英政府以取消金本位爲救濟此「入超」恐慌之工具者，尙須證明金本位取消，於進口方面是否亦有相當作用，或英政府另有其他設施，以補救此取消金本位功用之不足。

金本位取消，國幣跌價，外幣漲價。未取消金本位前，每枚外幣，僅能購得若干枚國幣，而取消金本位後，多於此若干枚國幣矣。所以往昔以國幣計算之外貨價格，較今日以國幣計算之外貨價格為廉；其故在以外幣計算之外貨價格雖未有變動，而經國幣跌價，其以國幣計算之價格，無形中即已上漲。此與以外幣計算之國貨價格下降者，適相反。因此之故，取消金本位之結果，內國市場上之外貨，頓減其競爭力；而國貨之競爭力即行增加。在此情形下，外貨進口自感困難。在理論上，如國幣跌價極為猛烈，外貨有絕跡于國內市場之可能。此次英磅跌價，尙未至此猛烈程度。但取消金本位之功用，不僅限于鼓勵出口，而同時亦足以阻止進口，已無疑義。故英政府以取消金本位為救濟『入超』恐慌者，至此已在進口與出口二方面確切證明。雖然，此次磅價跌落未十分猛烈，其影響于進口者，是否已足夠救濟此『入超』恐慌，尙為問題。為補救計，英政府乃實行增加關稅！

此次英國新設之關稅，經四次法令行之：第一次，應于一九三一年之十一月二十五

日起實行，第二次在十二月一日版佈，第三次在耶穌節版佈。第一次之稅則限于家常日用之工廠製造品，第二次推及半製造品，第三次更將此半製造品之範圍推而廣之。稅率爲百分之五十之從價稅。而于必要時，得加至百分之一百！按一九三〇年之製造品，及半製造品之進口量，及其價格，今後須負擔英國關稅之貨物，有五千三百萬金磅之多。故經此三次稅法，除英國缺乏而且必需之原料品外，其餘輸入品無有能逃出此關稅之羅網者！惟自第四次稅法版佈後，將自一九三二年三月一日起，凡一切輸英貨物，須納百分之十之從價稅！

此種關稅，是否爲永久的政策，抑僅臨時的設施，此處儘可不問，要其爲限制進口，斷無疑義。取消金本位，既已有限制外貨入口之能力，惟恐其不足，又以新設關稅補充之。英政府取消金本位之動機，除救濟此不益之「入超」外，別無他道，至此已證明無疑矣！故擠兌恐慌，祇能爲取消金本位之導火線，而非其原因。其原因惟「入超」恐慌而已！

第二章 取消金本位之結果

取消金本位之結果，應分二層言：一為英政府之願望，——鼓勵對外貿易，——是否充償；一為關於其他影響。自金本位取消後之英國對外貿易情形如下表：

金本位取消後之英國對外貿易進展（以英磅為單位）

時 期	進 口	出 口	再出口	出口總量	入 超
一九三〇九月	七六五〇〇〇〇	四七四一〇〇〇	五三三〇〇〇	四八三四〇〇〇	三〇四五〇〇〇〇
一九三〇十月	九〇六七〇〇〇	四九三三〇〇〇	七二〇〇〇〇	五六一三〇〇〇	四六七三〇〇〇〇
一九三〇十二月	七九四二〇〇〇	四四〇五七〇〇〇	六二四八〇〇〇	五〇〇〇五〇〇〇	二八五〇七〇〇〇
一九三一九月	六八三二八〇〇〇	二九八四六〇〇〇	三七六二〇〇〇	三三六〇七〇〇〇	三四七二一〇〇〇
一九三一十月	八〇六六五〇〇〇	三三六三三〇〇〇	五七一〇〇〇	三九一〇六〇〇〇	四二五七六〇〇〇
一九三二十月	八三三三〇〇〇〇	三三六二〇〇〇	四九六七〇〇〇	三六八三〇〇〇〇	四六四〇一〇〇〇

一九三一年	一七九,000,000	一三五,000,000	三三九,000,000	一五九,000,000	一,一九〇,000
至四月					
一九三二年	一四六,000,000	一七九,000,000	一〇七,000,000	一四六,000,000	九八七,000,000
至四月					

由此表看來，一九三一年九月份之進口較一九三〇年九月爲小，——六八三一八〇〇〇對七八五九〇〇〇磅——，而出口更小，——三千三百六十萬對四千八百十三萬磅——，故一九三一年九月之入超，較去年九月爲大。（三千四百七十一萬對三千另四十萬磅），但自金本位取消後，入超較未取消前又大。（四千二百五十七萬餘對三千四百七十一萬餘磅）。表面上，金磅跌價于英國出口無益，但實際上，一九三一年十月之入超，已較九月之入超不相同，因一九三〇年十月之入超，較一九三一年十月之入超爲大，可見假如金本位不取消，一九三一年十月之入超，有更較現有入超爲大之可能。故一九三一年十月貿易，不能不謂不得益于金本位之取消。一九三一年十一月份之入超，則較十月份爲又大，其故由于進口增加較多，自八千餘萬磅增爲八千三百餘萬磅；而出口減少，自三千八百餘萬磅減爲三千六百八十餘萬磅。但出口之退步，并不如進口之增加爲大，

（因出口減少約一百二十七萬餘磅而進口增加三百五十五萬餘磅，可見進口增加將三倍于出口之減少）。故十一月較大之入超，大部份由于進口增加所致。而此增加之進口，并非因金本位取消之不能限制。乃由于新關稅之設施，（十一月二十五日起實行第一次關稅新法令），一般工廠或商人，因新關稅實行後，外貨價格將貴，故在未實行前，儘量預購，因此進口較爲增加。以上情形，已不能不爲非取消金本位之良好影響。但上述諸端僅取消金本位後之暫時情形，其影響之究如何尙不能十分確定。更觀一九三二年一月至四月間之入超，與去年同時之入超，則可得一較爲明瞭之結論。根據此表，一九三二年一月至四月，計入超九千八百七十萬磅，而去年此時之入超，計一萬一千九百九十萬磅。分析言之，此入超之所以減少，不僅因進口退步，亦因出口增加。惟進口之退步，在數量上較出口之進步爲多。（比較上表）其中原因，恐因關稅功用僅在乎進口而不及乎出口。但僅有新關稅，而磅價不跌。進口退步定不能如此其大。惟二者相互并用。方能較大量之退步。故金本位取消後之作用，于英國入超之救濟，不爲無益也。英政府

之期望，縱不能十分充償，確亦已部份的達其目的。

至于其他影響，此處擬分爲國內市場影響，與國際債務影響，此二種影響，因不爲取消金本位之固有目標，但于英國內國經濟，與政府財政均有休戚關係也。

金本位取消後影響于內國市場者，千頭萬緒；足爲此處研究之重心者，即物價指數，與生產指數。金本位取消前後之英國物價指數如次：

英國物價指數表

物 品	一九三一 九月十八	一九三一 十二月九日	一九三一 十二月三十	一九三二 一月二十七	一九三二 三月九日
穀物及肉類	六十四另五	七十另二	六十九另六	六十九另七	七十四另三
其他生活品	六十二另二	六十六另三	六十五另七	六十六另二	六十八另二
紡 織 物	四十三另七	五十五正	五十二另八	五十二另五	五十二另四
礦 物	六十七另四	七十五另四	七十六另七	七十六另二	七十三另四

其他原料	六十五另八	六十七正	六十六另二	六十四另六	六十五另二
總指數	六十〇四	六十六另六	六十五另八	六十五另四	六十六另三

貨幣跌價之惟一結果，即物價上漲。此次英國事變，能否有此結果，試以上表證之。九月十八日之物價指數僅六十另四，而此後無有不在此數以上者。可見物價確因磅價下降而上升。但其上升程度并不如幣價下跌之甚，金磅價格跌去百分之二十與二十五之間，而物價上漲僅百分之十左右。故金本位取消後，物價（以紙英磅計算）較廉百分之十以上。再以取消前後之生活指數比較之，更可見其物價之總進展爲如何。根據英國勞工部報告，自一九三二年九月迄一九三二年正月，英國生活費用，自一百四十五升爲一百四十七，（一九一四年計一百），故如以金價計算之，金本位取消後英國生活程度，定有百分之二十以上之退步。物價下降之結果，即國內市場有相當良好進步。

金本位取消後，于外國貿易，于內國市場，均有良好現象，故于生產方面進步甚多，觀諸下表，可明一斑。

英美德法牛產指數表（一九三一—一九二八年爲一百）

時期	國 別	英 國	美 國	德 國	法 國
春季		九十另二	七十六另六	七十另二	一百另四
夏季		八十七另二	七十八另七	七十四另九	一百另二
秋季		八十四另七	七十一另五	六十八另七	九十五另三
冬季		九十一另八	六十四另九	六十二另三	九十正

僅以英國本國言，一九三一年冬季之生產指數，已較前三季大爲進步。如與美、德、法，三國相比較，則英國之進步，在意義上較此數量上又爲重要，因三國均在減少生產，而獨有英國增加，可見英國之生產界，已較三國之生產界處特殊境遇。故其進步之數量，雖不甚大，而其意義則甚重要。此實金本位取消，物價下降，國內外貿易上進，有以致之。

誠如前章所言，（第一百十五頁）金磅跌價後，凡有金磅收入或支出者，在國際滙兌上必受大損益，國際債務之以英磅爲計算單位者，雖無切實統計可證，但與英國金融上之往返，大都均以英磅爲相位。英國吸收大量外資，故即以英國言，因金本位不存在，而發生之損益，爲數已屬可觀。

英國之債權人，如將其資本取回，則須受八折與七五折間之損失，（因磅價跌落在八折與七五折間）。英國在無形中，護有大利。債權人如欲免除此損失，惟有停取其債款。故債權人在可能範圍內，決將停止支取。果爾，則熱烈之擠兌風潮，即爲取消金本位所平息。英政府誠亦以此爲其救濟風潮之副產物具乎？此與德國之阻止索債方法大不同也。（德國首以法令，繼以條約，而英國以此經濟方法行之，經濟方法輕而易舉，條約方法歷時既久，且手續複雜，但二國情形不同，不能一體論耳，英國採取此經濟方法另有大目的也「參考第一百十八頁」）此在英國之債務上，英國有護益之可能。但在其債權上，則亦有損失之危險，因英國之債務人，如利用機會，將其英國債務償還，則英

國亦受無形損失。無如以今日之世界經濟情形，罕有能利用此機會者，一則英國之主要債務國，如歐洲之德，與，南美洲諸國，及澳洲等，均宣告停付債款與債息若干時期。苟有能清償其債務者，為數定不在大。故在事實上，英國無受大損失之危險。且以當時情形，英國現金缺乏，如有債款償還，必為所歡迎，可見取消金本位，亦屬索債之妙法。其功用正與增高利息率，得以吸收大批現款相同。以上二點，又僅就債本而言。在債息方面，其影響亦復相同，英國之債權人，如將利金滙入本國，則所受損失與資本滙入本國等。英國在數量上，雖支付與未取消金本位前相等之息金，而實際上，已有謾益。因此英國應付之利息，亦有逗遛倫敦之可能。至于利息收入方面，英國亦須受損，但以諸債務國之停付，此項損失暫時尚不致實現。何況戰後英國負債較多，此項損失，即使實現，亦定不如其在支付方面得益之多。故英國仍是有利無害。

復次尚須附帶討論一問題，即英國以取消金本位使提取債權者有無形損失，為截留外資索取方法，于英國將來之金融信用能力，是否有損？以理衡之，英政府此種手

段，大有使外資絕跡于倫敦之可能。惟事實上，倫敦以歷史的關係，與金融工具之完備，并英國金融界之爛熟于世界經濟情形，即倫敦不須利用外資，而外資是非利用倫敦不可者。假如倫敦不有其特殊卓越地位，戰後之倫敦早失其為世界金融重心矣。夫美國勃興，而紐約尚不能絕對完全宰制世界金融市場者，亦以英人在金融事業上之經驗與成績為之。故倫敦如能一日保存其此種壟斷地位，雖有此類引起不信任之金融政策，倫敦仍能一日利用如許外資，而外資亦有非流入不與者。

結論

金融事宜之難乎爲政，觀夫英德之金融發展可想見矣。而又以健全之金融組織，與強有力之金融市場，爲發展國民經濟先決問題之一，故金融問題，實爲不可或忽。解決此問題之條件，約有數端：（一）政府財政須健全，（二）幣價須穩定，（三）支付平衡表須有盈餘，（四）投資與債務在期限上須相互。呼應此四條件如能一一適合，則任何金融市場，均能安如盤石矣。

切實言之，金融問題無他，即信用問題與資本集合問題（*Kapitalbildung*）是耳。以上四條件，除第四端外，與此二問題均有休戚關係，故爲強有力金融市場之根本基礎。第四端者，爲免除擠兌風潮所不可或忽，故亦爲強固金融市場所必須，其中詳細，請觀下文。

政府財政須健全：政府財政與國民經濟，在表面上，似爲二獨立經濟體；而實際上

，二者息息相通，爲一混合體；在任何狀態下，萬不可分離。因政府收入，來自國民經濟，而其費用又爲國民經濟。——當然，國用之一部份，直接爲國民經濟之發展；如社會事業，及經濟設施等；一部份，爲國家之安全；如軍備，司法等，似與國民經濟無關；其實國家安全，爲國民經濟之重要先決問題；社會不安全，根本無所謂經濟的發展！故有名此類無形物爲高級資本者（Kapital hoher Ordnung）。（如奧國經濟學者司邦氏 O. Spann）——。政府財政失度，政府爲補償缺額計，各按此缺額之大小程度，或增發紙幣，如戰後歐洲諸國，或募集公債，或增加新稅。任何方法，均于對內對外信用發生不良影響，當以增發紙幣爲尤。其中原因，在第一編第二章第十八頁已爲述及，此處恕不贅。于資本之集合，三種方法亦均有害；而增發紙幣則非特阻止新資本集合，且將已集合之資本與國庫財產無形消滅。此種不良現象，當僅在過量的增發紙幣時有之，原因後詳（「幣價須穩固」）。減集公債，雖僅簡接影于資本之集合，而其作用，確在不少；因政府募債，不論其爲長期爲短期，總之其爲奪取國民經濟之生產資本無疑。蓋

在金融市場上，除經濟企業需要資本外，政府加入市場吸收大宗資本。故經濟企業求護資本之機會減少，而在市場資本缺乏時，政府即為經濟企業之資本競爭者。簡言之，政府募債愈多，人民之生產資本愈少，國民經濟之生產力愈弱，結果國民經濟之剩餘日減，國民所得漸次退步；故而資本之集合日益艱難。故公債者，減少國民經濟生產資本而影響于資本之集合者也。（但國家公債如用於建設經濟事業或其他與國民經濟有益設施，則仍增加國家財富，國民經濟之生產資本雖減少，仍無害于國富。反是者反之）。至於增設新稅，在任何國民經濟情形下，在任何賦稅程度下，（國民經濟或興旺，或恐慌，賦稅或底廉，或過高）。其直接妨害資本之集合者甚大；因政府收稅，即國民經濟失去若干巨款；資本之集合量當為減小。（賦稅有直接稅與簡接稅之分，直接稅影響於資本之集合與簡接稅不同；直接稅直接影響于資本之集合，簡接稅簡接影響于資本之集合，其所以直接與簡接的影響者，并非因直接稅與簡接稅關係，蓋另有特殊原因也；此處苦非其所，故不贅）。總結一語，增發紙幣，募集公債，增設新稅，不論在程度上，（

或猛烈，或和緩）在形式上，（或直接，或簡接），均有害于資本之集合。資本之集合，既受影響，金融市場之資本，或紙幣來源，當亦受影響。金融市場之實力自為虛弱。而一經實力虛弱，又轉展禍及信用能力。在此情形下，金融市場其能健全而強有力歟？故健全而無缺額之財政，為健全而強有力金融市場所不可或忽！

幣價須穩固：幣價與金融健全問題之關係，更比政府財政為明顯。幣價不固，無對內外信用之可言；因幣價不穩，國民財產與國民所得，在國際市場中，時有增減，國民經濟之生產力雖強，一經幣價跌落，則國民財產與國民所得，非特不能增加而進步，且有減少之危險。因此國民之生產力與國民財富不得一確定標準！此于國際信用不益孰甚。不僅惟是，即國內資本，亦將為避免跌價危險計，逃亡外國；英，德，法，在戰後均因幣價下跌無常，而內國資本大量逃亡國外，即其明證。幣價不穩，而禍及國內外信用，既阻止資本之流入，并促進資外溢，至此已明其大概。至于資本之集合，在跌價的幣制下，罕有可能。如幣價跌落不猛，則尚為部份的阻止資本之集合；因國民所得之剩餘

，僅有一部份失其價值。如幣價跌落甚盛，則國民所得有不得剩餘之可能，因其所得之價值，盡為幣價跌落而失落。如幣價跌落極盛，如戰後德國之貨幣大跌價（Inflation），則非特無新資本集合，即原有國民財產與生產工具，將為此大跌價而化為烏有，或受其大損失。德國即係此例。故幣價不穩，禍及資本之集合或金融市場資本或貨幣來源者，大則將國富盡化為烏有，國民經濟不堪收拾，小則部份的阻止資本之集合，（貨幣大跌價，大都由於政府增發紙幣所致，如其增加量尚不十分過多，則其跌價亦不過烈。除政府增發紙幣使幣價跌落外，本位問題亦屬至關重要。如近年來金貴銀賤之結果，銀本位國之幣價跌落一半，此外當尚有其他改幣價跌落原因，重要者，以此二端為最）。略如上述數端，已可明瞭幣價穩固為金融市場健全之先決條件矣。

支付平衡表須有盈餘：支付平衡表，固非絕對的國富測量表，（如俄國在皇室時代，為維持其金本位計，故努力出口，而國民經濟并無好現象。又如今日蘇俄不顧國民實際生活，而專事出口，以資償付其向外國購買之生產工具，而維持其支付平衡表）。但

爲金融市場之對內對外信用計，與輔助內國資本之集合計，非有盈餘之支付平衡表不；因對外支付有餘，則內國金力富足，否則缺乏。金力富足，則國際或國內之信用力固，毫無疑義。而資本之集合亦爲迅速而穩定。故金融市場之國內外資本，與貨幣來源充餘。果爾，金融市場其復能不強固歟。

債權（或投資）與債務在期限上須相互呼應：以上三端，爲組織金融市場之基本原則；除此原則外，尚有關於金融界活動技術方面所不可忽視者，即債權與債務在期限上須互相連絡呼應。換言之，須避免以短期債務作長期投資。英德二國均犯此嫌。擠兌風潮因而易於擴大，難爲妨範。以今日世界經濟之恐慌情形，以今日世界政治之欠合作性，金融能力較薄弱之國，而國民經濟又須仰求外債者，尤當謹守此則。最好須募得國際長期債務，以資國民經濟之須求。不然者，一旦索債風雲起，金融界即有無所措手之苦。全國經濟混亂，又爲難免。至於其中原因前文已爲臚述，故不贅（第一編第三章第四十
四頁）。

勘誤表

頁數

(二)目錄

(三)目錄

(三)序

(三)序

(三)序

九

七

六

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

一

前二次擠兌恐慌

結論

專重文字之作品，相比較

而又為發展我國金融計

實為任何仁人君子所必需者也

作

價格較低

且以其國內生活低廉

大有一籌莫轉之苦

幣制之赤源地

雖未經法今版佈正式成立

二國炯乎……

(Peel's Law)

……無形消取後

(Cambridge School)

如採用低本位之為善

但至少不得底于……

僅為其財政上之需要

(Dr. K. Helfferich)

……得一安身立命之所

(Staat Theorie des...)

不有出售能力

又原料之進出口為大宗

……或須要時

……英磅折成……

雖無却切統計可考

為適應此需要計

相去奚啻霄壤

于至彰彰明矣

即息率較低

即可吸收此利息低廉之……

無所措手

因此二大端

(Beratungstelle...)

批准准事宜

(...Settlements)

(Golddiskontbank)

無奈杯水車薪

不得已減小其需要……

減底法定準備金……

(...ionabank)

大總統遂版佈……

(Wiener...)

Nationalbank

(Rothschild Bank)、

及政府會合併理

一律延長

通過一議案；證

終其事不得不乞援于法人

當與國信用銀行風潮爆發後

于六月五日，版

家財政務須上軌道

其第二策減底生產費

之恐懼

……宜盡扶助之責

不論其成效如何

……得以限期

英美之哀莫能助

不讓法人同情

……銀行召集

達姆城國民銀行之擱淺

(Deutsche...)

全上

(...Goetschmidt...)

……在未擱淺前

練鋼廠等

以其獲利甚厚

以達行在國際金融市場……

……克服其一己之禍患

陶能

不一而作

差別更為宏大

并收回已割讓諸土地等等

……銀行護有美……

正式的護有多數

全上

(...Goetschmidt...)

前二次擠兌恐慌

結論

專重文字之作品，相比較

而又為發展我國金融計

實為任何仁人君子所必需者也

足

價格較低

且以其國內生活低廉

大有一籌莫展之苦

幣制之策源地

雖未經法今頒佈正式成立

二國迥乎……

(Peel's Law)

……無形取消後

(Cambridge School)

如採用低本位之為善

但至少不得低于……

僅為其財政上之需要

(Dr. K. Helfferich)

……得一安身立命之所

(Staat Theorie des...)

不有出售能力

又原料進出口為大宗

……或需要時

……英磅折成……

雖無確切統計可考

為適應此需要計

相去奚啻霄壤

于此彰彰明矣

即息率較低

即可吸收此利息低廉之……

無所措手

因此二大端

(Beratungstelle...)

批准准事宜

(...Settlements)

(Golddiskontbank)

無奈杯水車薪

不得已減小其需要……

減底法定準備金……

(...ionabank)

大總統遂頒佈……

(Wiener...)

Nationalbank

(Rothschild Bank)、

及政府會合併理

一律延長

通過一議案；准

終其事不得不乞援于法人

當與國信用銀行風潮爆發後

于六月五日，頒

家財政務須上軌道

其第二策減底生產費

之恐懼

……宜盡扶助之責

不論其成效如何

……得以延期

英美之愛莫能助

不讓法人同情

……銀行召集

達姆城國民銀行之擱淺

(Deutsche...)

全上

(...Goetschmidt...)

……在未擱淺前

鍊鋼廠等

以其獲利甚厚

以達行在國際金融市場……

……克服其一己之禍患

淘汰

不一而足

差別更為浩大

并收回已割讓諸土地等等

……銀行護有美……

正式的護有多數

全上

(...Goetschmidt...)

前二次擠兌恐慌

結論

專重文字之作品，相比較

而又為發展我國金融計

實為任何仁人君子所必須者也

作

價格較低

且以其國內生活低廉

大有一籌莫轉之苦

幣制之赤源地

雖未經法今版佈正式成立

二國炯乎……

(Peel's Law)

……無形消取後

(Cambridge School)

如採用低本位之為善

但至少不得底于……

僅為其財政上之需要

(Dr. K. Helfferich)

……得一安身立命之所

(Staat Theorie des...)

不有出售能力

又原料之進出口為大宗

……或須要時

……英磅折成……

雖無却切統計可考

為適應此需要計

相去奚啻霄壤

于至彰彰明矣

即息率較低

即可吸收此利息低廉之……

無所措手

因此二大端

(Beratungstelle...)

批准准事宜

(...Settlements)

(Golddiskontbank)

無奈杯水車薪

不得已減小其需要……

減底法定準備金……

(...ionabank)

大總統遂版佈……

(Wiener...)

Nationalbank

(Rothschild Bank)、

及政府會合併理

一律延長

通過一議案；證

終其事不得不乞援于法人

當與國信用銀行風潮爆發後

于六月五日，版

家財政務須上軌道

其第二策減底生產費

之恐懼

……宜盡扶助之責

不論其成效如何

……得以限期

英美之哀莫能助

不讓法人同情

……銀行召集

達姆城國民銀行之擱淺

(Deutsche...)

全上

(...Goetschmidt...)

……在未擱淺前

練鋼廠等

以其獲利甚厚

以達行在國際金融市場……

……克服其一己之禍患

陶能

不一而作

差別更為宏大

并收回已割讓諸土地等等

……銀行護有美……

正式的護有多數

全上

(...Goetschmidt...)

版權有所翻印必究



中華民國二十一年十月初版

最近
英德之金融恐慌

(全一冊)

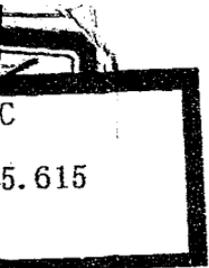
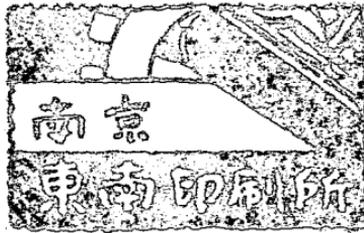
每冊實價大洋陸角

著者 德國經濟學博士黃蔭萊

發行者 超谷學社

印刷者 東南印書館

(4)



34