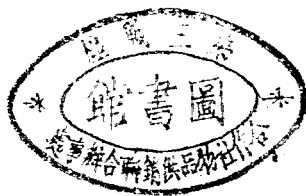


書叢學科會社

場市融金際國

譯 鈞 孔 劉



印局書中正

廣東財政經濟委員會
合作社工作指導委員會

書位號數-----

登記號碼-----

MG
F831.5

0307

書叢學科會社

場市融金際國

著編 鈞孔劉



行印局書中正



3 2167 4225 8

陳序

自去冬改革幣制以來，我國與世界各國之經濟金融關係，益爲密切，凡國際金融市場之動盪，在在足以影響我國金融財政，不得不爲吾人所深切注意，抑我國金融制度，正在改進之中，其勢亦有參酌各國金融制度之必要也。美國紐約大學教授 John T. Madden 及 Marcus Nadler 二氏，去年曾著有國際金融市場一書，對於國際金融市場之結構，及各國金融制度之組織，均有詳晰確切之敘述，允爲一種有價值之著作。劉孔鈞先生，積學士也，以吾國關於國際金融市場之著作，坊間迄無善本，因費數月之力，譯成漢文，凡二十餘萬言，以原文內容之佳，更益以劉君之譯文，其所以加惠於學子者，當非淺鮮也。是爲序。

民國二十五年十月陳光甫謹識。

原序

承平之世，國際金融市場所受壓迫，未有如一九三一年至一九三五年時期之甚者也。多數國家之銀行恐慌，英美及他國之放棄金本位，匯劃延付命令之宣布，外國匯兌之嚴厲限制，均足遺留不能消滅之汗點於世界主要金融中心。金本位在戰前數十年之運用，頗著成績，各國經濟財政，藉以獲相互利益之發展。戰後因受世界不景氣及無遠慮的經濟、財政、政策之影響而崩潰。

取金本位而代之者，迄無相當之本位。管理通貨，雖為多數之主張，然各國未見實行。金鎊集團與一九三四年之美國金本位，乃一時權宜之計，用以釋渡難關，使國際恢復通貨之常態者也。近數年來，國際銀行業及主要金融中心金融機構之革新，僅反映現時支配世界之基本經濟原理而已。

就金本位之廣義言，必須有國際勞務分工之先決條件，如貨物、服務、工作、信用資本之適度的自由移轉均屬之。國際金融機構，為各國經濟密切交通之結果，所以供其便利與投資也。但在極端經濟國家主義之下，國家努力離世界經濟而獨立，含有國際性質之貨幣本位，自無存在之必要，是故財政在今日，不過成為實業與貿易之工具，其因投資國際交易所創造之機構，勢不得不遭遇重大之變遷。

本書之宗旨，為分析戰後黃金任務之變遷及其崩潰之原因，研究國際金融市場與資本市場之天職及其

作用。總括言之，乃敘述主要國際金融中心之組織與運用，後者佔其大部分，雖囿於地位不得不刪繁就簡，但著者固已在可能範圍內，將主要國家之銀行制度，主要金融市場之機能與運用，及各市場國際金融之任務，努力加以詮釋矣。

本書承各友好供給材料，始底於成。紐約大學及國際金融學會之 Dr. Sipa Heller 與 Mr. Harry E. Santvain 援助調查工作，紐約大學之 Professor J. I. Hogan 與 Miss A. G. Corrigan 援助各種工作，第一波士頓公司之 Mr. W. A. Shoben 校閱關於外國部分並供給各種建議，Mr. Ernest Schwarzenbach 則擔任瑞士金融市場之撰述，其盛意均所當致其感謝之忱者也。

John T. Madden

Marcus Nadler

紐約大學 紐約

一九三五年二月

譯序

金融市場之由一國而趨於國際化也，其動態在在影響世界之經濟，國計民生，舉無不受其波盪。國際金融市場之主宰為中央銀行，中央銀行調整信用之方法，大別之不外二途，即伸縮貼現率及運用公共市場是也。所謂運用公共市場者，關於買賣證券，承兌票據及外國匯兌均屬之。各國中央銀行之實施政策，又各不同。美國聯邦準備銀行調整信用，係賴運用公共市場之力。德意志銀行則以貼現率為管理信用之不二法門。荷蘭銀行不從事於公共市場交易之運用，其投資額由法律限制，以資本與盈餘為限。瑞士國民銀行奉行嚴格之貼現政策，最初宣佈貼現票據限於以商業交易為根據而在到期前能備款償付者，此項政策，今仍堅守不變。該行拒絕以擔保品為抵押之票據，故該行以公定利率在市場購買及貼現票據，至為有限。英倫銀行管理金融之手段，兼用伸縮銀行利率，運用公共市場及與金融市場之會員銀行交換意見與合作等各種方法。法蘭西銀行除握有貼現票據及經營放款之廣大權力外，其對於公共市場運用權力，極為縮小。該行運用公共市場以操縱信用之惟一有效方法為外國匯兌之交易。該行有買賣外國匯兌及使用外國餘額之全權。買賣外匯在法國對於金融市場之影響，與證券交易相同。在美國除新近緊急法令另有規定外，恆授信於會員銀行及銀行承兌票據與政府票據之商人。英倫銀行多授信於票據經紀人及金融機關。反之歐陸中央銀行則多經營普通銀行業務，藉分行

制度以與公眾及銀行往來，故英美之中央銀行，不啻銀行之銀行，而歐陸如法比等國中央銀行，則對私人之關係較對銀行尤爲密切也。不寧惟是，美國聯邦準備會員銀行多直接向準備銀行告貸，而在倫敦則股份銀行罕有直接乞靈於英倫銀行者。所有中央銀行在金融市場之權威，恆操於票據經紀人之手。又美國準備銀行之活動範圍，係依據法律及聯邦準備銀行之條例及章程。英倫銀行則除取決於董事會外，不受任何法律之束縛，故對於外國股票之購買，以及其他國內外各種交易之爲聯邦準備銀行所禁止者，英倫銀行均得經營之。歐陸中央銀行之活動範圍，亦猶聯邦準備銀行之受嚴格干涉也。近數年來世界不景氣怒潮澎湃，各國政府籌前堵後，多謀集中政府或中央銀行對於各銀行之力量，或將銀行收歸國有，或收買其股票。今如德國政府握有國內大銀行之大宗股票，美國政府亦藉財政復興公司之手，而投資於國內大銀行之優先股票。吾國去年之改組中交等銀行，蓋亦順應世界潮流，不能謂之自吾作古，毫無成例也。本書作者 John T. Madden 及 Marcus Nadler 二氏，均爲美國著名經濟專家。當其編著是書，搜羅參考書及調查報告至數百種之多，出版後風行世界，其價值可以想見。譯者以吾國關於國際金融市場之著作，坊間迄無善本，不揣謏陋，費數月之力，譯成漢文，都二十餘萬言，藉供國人之參攷，或不無壞流之一助歟。

譯者二十五年九月

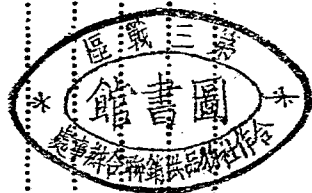
宋序

人類愈進步，則社會組織愈複雜，金融市場之結構，尤爲社會組織中之最複雜者。當國際貿易猶未發達之時，國際金融市場，尙屬簡單，迨至現代，國與國間之相互關係，迥異曩昔，隨世界交通之日密，國際貿易之日繁，一國經濟生活，乃莫不與國際發生密切關係，複雜之國際金融市場，由是生焉。歐戰以還，國際關係，愈形錯綜複雜，一國金融政策之變化，恆影響國際金融市場，而國際金融市場之變化，亦恆影響於各國，試觀最近國際金融市場之變幻多端，可以明乎此矣。中國爲世界經濟之一環，自不能不與國際金融市場發生直接間接之關係，尤自幣制改革後，吾國在國際金融市場之地位，其密切關係，更形昭著，惟關於國際金融市場之書籍，坊間迄乏善本，致從事金融業者恆感不便。劉君孔鈞，曩在中國銀行服務多年，雅好瀏覽，現有鑒於斯，乃彙譯紐約大學教授 John F. Mudden 及 Marcus Nader 二氏之近著國際金融市場一書，以貢獻於吾國社會，凡有志研究金融者，手此一篇，其得益匪淺，自可不言而喻矣。原著對於各國金融制度及其與國際金融市場之關係，條分縷析，羅列無遺，而譯者文筆之佳妙，益使原著生色，故樂爲之序。

民國二十六年六月宋漢章序於中國銀行

目次

第一章	黃金與金本位	.....	一
第二章	國際金融市場	.....	二七
第三章	國際資本市場	.....	四八
第四章	國際金融市場恢復與崩潰之回顧	.....	六〇
第五章	金融市場——一般比較上之分析	.....	七八
第六章	紐約——市場之制度	.....	九三
第七章	紐約——特殊市場	.....	一一七
第八章	紐約之國際金融中心地位	.....	一五五
第九章	英倫銀行與股份銀行	.....	一七五
第十章	倫敦——市場之其他組織	.....	二〇一
第十一章	倫敦——市場票據與其運用	.....	二二〇
第十二章	巴黎——法國銀行制度	.....	二四四



第十三章	巴黎——金融市場之運用與證券交易所·····	二七四
第十四章	柏林——德意志銀行與公共信用組織·····	二九五
第十五章	柏林——私人信用銀行與市場之運用·····	三二四
第十六章	阿姆斯特丹——荷蘭銀行制度·····	三五三
第十七章	阿姆斯特丹——金融市場與證券交易所之運用·····	三八七
第十八章	瑞士金融市場·····	四〇八

第一章 黃金與金本位

自十九世紀之末葉，以迄歐戰勃發之初，西方國家之貨幣制度，多與黃金發生關係。金本位之以各種方式推行於歐、美者，比較上亦多極人意，而白銀則不佔重要地位。就較狹的國家意義言，金本位之涵義有二：（一）自由金市場，（二）金票無限制兌現。然就較廣的國際意義言，金本位之涵義，尚不止此。金本位嘗為戰前國際經濟制度之一部，此項制度，係以分工及貨物、勞務工作之自由移轉為原則者。在此制下，黃金成為各種國家貨幣之普通單位標準，實際上猶之國際貨幣也。黃金之自由流動，不惟保證匯價之安定，亦且容許國際資金之自由移動，所有各國之利息物價，均得賴以平準，主要商業國家之國家經濟，亦得賴以調整也。

金本位之先決條件 一國之金本位制度，固國家立法所能制定，其國際本位之成就，則有賴於種種先決條件，為各國所當共同注意，其範圍不僅限於本國已也。第一條件為各國法律不得限制黃金之自由流動，例如黃金之兌換條例，出口禁令與買賣干涉手續，均當取消。蓋黃金流動之目的，為便利國際黃金之移轉，故關於外國匯兌各種交易，均不得加以束縛也。

第二條件爲國際經濟之平衡，其地位之維持，賴於貨物、勞務、資本之自由移轉，其趨勢足以創造國家在國際收支上之穩定平衡。國際賬目之平衡，由於資本交易，而長期資本自由流動之爲金本位要素，其效力與短期資本流動初無二致也。當國家之國際收支，處於有利地位，而不能或不願成立外國貸款或投資時，則債務國對其餘類，祇有以黃金償付，若黃金繼續輸出，則其結果勢非放棄金本位不可。

第三條件爲中央銀行之贊助黃金移動政策，若中央銀行利用公共市場，以抵制黃金移動所發生之影響，則黃金移動之調動機能失效，而不平衡之狀態將隨以造成。

第四條件爲政治關係。歐戰前金本位之成功，以其所受政治干涉，不如戰後之甚也。政治不安定，非惟阻礙長短期資本流入受影響之國家，且足以發生資本逃亡(Flight of Capital)，使一國之貨幣制度，爲之破壞，其惡影響且波及於他國金融市場。

國際金本位及賴以構成之國際信用制度，基礎薄弱，極易失調。戰後各國採取經濟自給政策，對於國際黃金、資本、貨物、勞務之移動，加以限制，其結果爲國際金本位及國際信用組織之崩潰。世人每以此歸咎於金本位本身之缺陷，實則在形格勢禁之條件下，而望金本位之行使職務，失敗亦固其宜，金本位不能任其咎也。

黃金之用途 在戰前國際金本位制度下，黃金嘗爲貨幣與信用之基礎，而用於國際收支上暫時邊際短少之結算則較稀。暫時之短少與永久之失調，又當有別。後者之平衡，恆不用輸送黃金方法，而乞靈於長期或短

期之放款，俾經過相當時期，主要短少原因能得矯正也。故戰前黃金不常用作支付國際債務之媒介，與其謂爲商業之貨物，無寧謂爲商業之工具，因當時主要國之國際收支，遠較戰後平衡；外國貿易趨於正軌，大債權國鑑於貿易之逆差，常使債務國以貨物償付，而債務國亦樂於利用外資，以啓發本國之天然富源也。

黃金之所以用爲清理債務，以其有世界市場，且有比較安定之價值，爲世人所歡迎也。不寧惟是，多數國家之貨幣單位，係以黃金解釋，黃金之流動，可以阻止外匯之漲落。若貨幣單位跌至某點以下，黃金輸出，卽能變更地位，然此項輸出，其例絕鮮，倘爲大量輸出，則足以使信用緊縮，利率高漲，外國短期資金，將源源流入，而貨幣之匯價，亦隨之高漲矣。

黃金流動之直接影響及於利息與匯價，引起國際金本位含有自動作用之議論。此說似是而實不盡然。蓋中央銀行之舉措，在在左右利息，因以促資金之移轉，固不問黃金之流動也。然在戰前，中央銀行鮮有運用公共市場政策，以左右信用狀態及抵銷黃金流動者，其操縱金融市場，大都精運用貼現率之力，但貼現率多決於黃金之流動，故中央銀行之黃金地位，足以決定貼現政策。卽在戰前，中央銀行能發揮其管理黃金流動之權能，黃金之輸出入，其影響亦多直接及於金融市場也。

世界大戰之前，金本位在歐洲多數國家及美國、澳洲、日本與南美之若干國家，有比較之成功。當時國際黃金，雖得自由移動，但實際輸送，爲數並不甚鉅；且世界黃金之分配，尙能適應各國政治經濟之需要，無偏頗不均

之患也。

戰爭時期 戰事發生，交戰國第一步工作，爲使貨幣制度與黃金脫離關係。此項普遍停止黃金支付，顯示金本位之依賴政治安定及國際經濟之正當交通；又可知緊急時期，黃金準備保護貨幣安定說之謬誤也。戰爭足以引起資本之逃亡，若中央銀行保持鈔票兌現與自由金市，則貯存之黃金，勢將轉瞬告竭矣。

世界大戰之時，私人及公司之輸出黃金，均在禁止之列，而政府與中央銀行，則輸出大宗黃金於中立國及美國，以作償付貨物與軍需品之用。故戰爭對於世界黃金貯藏發生二種嚴重影響：既驅多數國家黃金於流通之外，又造成國際黃金之不當分配。世人雖竭力以謀分配之改善，但在戰後經濟國家主義之下，其進步殊甚迂緩也。

戰後時期 戰事告終，歐洲財政入於混亂狀態。匯兌上之人爲安定方法停止，貨幣乃大跌，世界多數國家除美國外，均發生貨幣恐慌風潮。貨幣安定遂成爲戰後經濟復興之重要問題。因貨幣跌價與匯價變動劇烈，足以阻礙國家健全，財政之恢復，及世界貿易之復興也。

一九二八年，世界貨幣之以金本位爲基礎者，事實上又趨安定，於是乎各重要國之貨幣單位，復與黃金發生關係，然因金本位恢復之方式，大異曠昔，其缺陷爲異日制度瓦解之張本。蓋是項新頒貨幣法，對於金幣之流通，並無規定明文。除美國及若干其他國家之銀行鈔票，常得兌換黃金外，正金支付，不啻成爲歷史上之陳迹也。

至黃金之屏除流通，足使黃金集中於中央銀行，但是項發展，其重要性較之金匯兌本位制（The Gold Standard）之廣被採用，不逮遠甚。歐洲與南美國家採用金匯兌本位制，而金本位之運用，爲之大變，就法律經濟方面言之，其影響戰後世界經濟之發達，殊甚深刻也。

金匯兌本位 戰後金匯兌本位之特點，爲金本位國外匯之加入中央銀行法定準備金，及聽中央銀行之選擇，以黃金及外匯作兌換銀行券之用，故金匯兌本位實係堅守黃金爲價值標準之原則，用他國應付黃金之權利，以爲黃金代價，使黃金發揮其貨幣信用二重之功用也。是項本位之施行方法，各國不同。例如奧大利、匈牙利中央銀行全部鈔票及活期存款之準備，均係應付黃金之外國匯兌所組成。德意志、波蘭、比利時之中央銀行，則其準備百分之二十五爲外國匯兌。所謂外國匯兌者，係指著名銀行之即期與短期存款，及由商業交易發生之銀行票據，與金本位國中央銀行之鈔票。若干中央銀行則以短期政府證券，爲外國匯兌之一部，用作鈔票之準備也。

創立金匯兌本位之影響 創立金匯兌本位之初意，爲節省黃金之使用，此蓋誤信世界遭遇黃金缺乏之危險，謂其產額將日趨減少也。黃金缺乏之武斷，由於兩種不可比倫之數字比較，即以貶值表示之中央銀行負債與戰前黃金之準備比較。若以黃金表示貶值負債，或以貶值貨幣表示黃金，即可知黃金之並不感缺乏，而節省使用之大可不必也。查一九二二年之末——在各種貨幣安定之前——世界各國中央銀行與國庫之黃

金貯存量共爲八十四億二百十四萬一千美元，較之一九一三年終之四十八億五千六百七十一萬二千元，計增百分之七十三。而一九二二年終之各種生產品與貿易數量，則仍在戰前水平線之下。世之爲是說者，又因黃金之現存量分配不均，以致發生畸輕畸重流弊，殊不知缺乏黃金準備國家，取得金匯兌之困難，與取得黃金亦正相同，倘得金匯兌，即不難易得黃金。金匯兌本位下黃金之二重功用，釀成一九二四年至一九二九年之通貨膨脹及一九三一年金本位之崩潰。

金匯兌本位，足以阻礙國際金本位之正常機能，因黃金流動之矯正作用，戰前所賴以平衡金融者，將爲之消滅也。曠昔金本位國家之中央銀行，每當取得其他金本位國家大宗外國匯兌，以其不可充法定準備之故，例須將其一部易爲黃金。此項黃金輸送，可以增加進口國家之信用基礎，同時出口國家之信用，將爲之減少，而國際金融市場可利用之信用概數，則未嘗變化也。金匯兌本位國家之中央銀行，所得大宗外匯，則因其可與黃金同作法定準備，多不允取黃金，故獲得外匯之擴張國家信用基礎，與金本位國之輸入黃金相同。但他國以實際不輸出黃金，其信用基礎並不呈同樣緊縮反應也。故金本位國家之黃金，可用爲本國信用與貨幣之基礎，同時對於黃金之權利，可用爲他國貨幣與信用之基礎。

運用金匯兌本位之例證 金匯兌本位下黃金之二重功用，可用下列說明之。

與大利公司發行紐約長期放款所得之淨數，共一百萬美元。該公司需要與國貨幣 (contingent fund)，將

該項放款售之於維也納銀行。維也納銀行復將其紐約銀行之美元存款售諸奧大利國民銀行。因奧爲金匯兌本位國家，此項移動，直接增加中央銀行之金匯準備。假定準備比例爲百分之 $\frac{33}{100}$ （現時實際法定額則較低），則可使增發鈔票或活期存款三百萬美元或二千一百萬先令之譜。同時紐約金融市場，實際上不受影響。若奧大利公司係以新創立之銀行信用購買奧大利公司債票，或由他處投資家匯款至紐約購買，則紐約銀行存款爲之增加。他方面若該項公司債票購價，全係紐約投資家在存款項下提出，則全部交易之結果，不過紐約銀行帳上變更存主而已。故美國因無黃金之輸出，及信用數量之不受影響，其信用基礎，迄無變更，而奧大利國民銀行，則可增加通貨或存款負債三倍於放款之數也。

觀上例可知金匯兌本位，非惟延長世界黃金之不良分配，亦且足以促信用之膨脹。一九二七年至一九二九年美國銀行信用極度膨脹，則以受金匯兌本位之影響也，否則黃金出口，信用基礎亦當爲之收縮矣。

金匯兌本位之其他弱點 黃金二重功用之直接影響膨脹，可以預知。金匯兌本位之其他弱點，則須待實行後始可明瞭。此項弱點，對於金匯兌本位國及金本位國之外匯爲金匯兌本位國所保存用一部分金準備者，均有相當之影響。在說明弱點之前，須知金匯兌本位不無利益之可言。金本位主要之利益爲經濟，第一因外匯兌之準備，可以獲得利息；第二因黃金之貯藏及處理各費均可免除。不寧惟是，金匯兌本位又有心理上之利益。中央銀行貯存外匯之變動，事實上人民多不注意，黃金之流出，則常爲世人所掛慮也。

金匯兌本位國之主要弊害，爲貯藏準備之國，倘放棄金本位，則準備將有損失之慮；發生戰爭，則有被沒收之危險。一九三一年九月，英國放棄金本位，多數國家之在倫敦有大宗餘額者，均蒙重大損失，不得已停止黃金支付。再者金本位國中央銀行之有英鎊餘額者——例如法蘭西銀行及荷蘭銀行——所蒙損失之鉅，不得不乞助於該國政府也。

金匯兌本位與其對於金本位國之影響 自金本位國之立場言之，保存他國準備牽涉金準備增加是否利益問題。金本位國中央銀行之保存金匯兌本位國中央銀行準備者，常承認一部分之金準備係他國之信託物。一九二六年美國聯邦準備部年報，曾詳細加以說明，其言曰：

「紐約美元餘額之構成，不僅由於外國實業公司及商業銀行，亦且由於歐洲與南美洲之中央銀行。此等銀行，大多數係由法律授權，以貨幣安定國家外匯方式保存其一部分準備也。外國中央銀行之美元餘額，不論其爲投資，抑爲存款，須有流動性供隨時之提取。若係提取黃金之全部或一部，則需要黃金最先受感覺者，爲商業銀行或係會員銀行，或係非會員銀行，但轉瞬達保存惟一鉅額黃金之聯邦準備銀行，故此項餘額爲提取聯邦準備銀行黃金準備之有力原因，又爲他國銀行信用與貨幣間接準備之一部。美國之保有外國餘額，足以決定聯邦準備制度之信用政策，俾可維持國家之銀行制度，以應付外國之提取黃金，而不擾亂國內之信用狀態也。」

金本位國中中央銀行接受擔任金匯兌本位國之受信人地位，常用公共市場政策遏止黃金流入對於信用制度之影響。就金融上術語言之，黃金進口，須經過消毒（Sterilization）作用也。故當美國增加大量黃金之際，準備銀行被責貯藏黃金而為金本位自由運用之阻礙，其答覆則為黃金經過公共市場之消毒作用，係受他國之委託，隨時發生提取情事也。此項政策，當時遭世人之嚴格批評，但厥後事實足以表示準備銀行地位之善於運用也。

此項制度對於金本位國中中央銀行增加外國餘額之弊害，至一九三一年而益為顯著。當時各國相繼提取餘額，易為黃金，英國乃不得已停止金本位，此為國際貨幣與信用制度崩潰之近因。中央銀行營企圖制定方案，容許外國銀行準備之以黃金方式提取，但一致之行動，足以造成恐慌與不安空氣，而引起外國債權人之驚惶。現金流出，勢將源源不絕，黃金支付，不得不為之停止。

黃金用途之構造上變遷 金匯兌本位之大規模採用，為黃金用途之重大變遷，所異者世人對於黃金產量減少之疑慮，多表同情，百計千方以謀黃金使用之節約，而多數國家之中央銀行條例，反增加黃金在貨幣上之需要，殊令人匪夷所思也。

此項最重要之變遷，為廣採對於存款負債準備之最低限度。戰前荷蘭為規定中央銀行對於活期存款金屬準備之唯一國家。同樣規程採用於美國。聯邦準備條例條規定準備銀行，應保持黃金或法幣之準備，最低限度，

爲相當於其活期存款百分之三十五。戰後歐洲多數國家改革幣制，採用美國與荷蘭之制度。此項實施，不惟增加黃金之需要，亦且足以增加黃金對於信用基礎之重要性，中央銀行保存黃金之數量，不啻爲國家信用膨脹之表徵也。

增加黃金需要之第二變遷，爲發行鈔票準備之提高最低限度。戰前國家之推行伸縮性貨幣制度者，其最低準備限度，爲百分之 $\frac{33}{100}$ ，戰前貨幣改造，提高準備限度至百分之四十，半由受美國採用較高準備額之影響，半由政府保證貨幣之健全，示信於民也。亦有規定緊急時準備得減至限度以下者，然此項規定之價值，頗可懷疑，因金準備倘減至法定限度之下，貨幣信用，發生搖動，當不得已而施行外國匯兌限制，以阻止資本逃亡，及保持匯價之安定也。

金本位運用之變遷 除立法上對於金本位組織之變遷外，中央銀行之實施亦多變更，影響及於國際金本位，蓋戰前主要中央銀行如英、法、意等國之主要任務爲安定匯價，制止逾量之黃金流動，必要時調整國內金融市場，此外向不干涉金本位之自由運用，及藉公共市場之運用，抵銷黃金流入所發生之影響。今則此種手段，非但成爲管理國內信用之主要工具，且用以抵銷國際黃金之流動，及制止金融市場上之矯正作用矣。

黃金流入金本位國家，足以擴張該國之信用基礎，及增加中央銀行之銀行存款。若中央銀行出售政府證券，或任令所有承兌票據數量減少，則中央銀行之商業銀行存款，亦爲之縮少，而黃金流動，對於信用組織及金

融市場將不發生影響。反之黃金在尋常金本位運用下流出，足以促信用基礎之收縮。於是乎中央銀行放款增加，而商業銀行則不得不收回放出之款，終則利息高漲，影響及於商業及物價。但此項黃金損失，若由中央銀行購買政府證券，或承兌票據以資抵銷，則其流出對於金融市場之影響，又歸於烏有矣。

自中央銀行運用公共市場爲管理信用之主要工具後，戰前國際黃金輸送之自動調整作用告終。此項運用爲抵銷黃金流動所生之效果計，引起若干國家大量黃金之增加，而其貨幣信用狀態，並不利於資金之流出，結果釀成不景氣時期金本位制度之崩潰。雖戰後短時期多數貨幣與黃金發生關係，但未有國際金本位如戰前者也。

戰後經濟變遷之影響 戰後金本位與中央銀行實務之種種變遷，使金本位在國際方面之運用，雖非不可能，亦當發生困難。金匯兌本位之推行，及主要中央銀行之運用公共市場，使昔日黃金流動，對於金融市場之影響，大部分爲之消滅，美國聯邦準備銀行，其例之最著者也。

但此項要素，又爲戰後經濟發達所遮蔽，蓋國際金本位之運用，其成功端賴一國支付餘額之平衡。及黃金之僅用於國際餘額之結算。若支付餘額失調，則其國不得已以黃金支付，遲早將放棄金本位，或施行匯兌限制。施行匯兌限制與放棄金本位，曾無以異也。戰後國際金本位之主要先決條件，即國際貨物等務之自由流動，爲世人唾棄，國家主義反映於經濟範圍，政府竭盡心智以統制貿易，如施行提高關稅限制進口及發給補助金等

方法，皆所以謀國家經濟自給政策之實現也。此種對於貿易正當發展之阻礙，使多數國家進出口，不能適應經濟需要，支付餘額失其調整，於是保持平衡，祇有依賴外國長期之貸款。但當世界不景氣國際資本流動停止之際，債務國需要外國匯兌，超過供給，不得不提取貯藏之黃金，黃金源源外流，非至枯竭不止。

故近年來多數國家之放棄金本位，其原因非由黃金產額之減少，及金本位本身之缺點，乃上述各種情形，有以致之。因而國際金本位及金融市場之基礎，破壞無遺。如仍繼續不已，則戰前國際金本位之恢復，為不可能矣。

黃金短少之例證 黃金分配不均之原於多數國家支付餘額失調者，常惹起世人對於世界黃金短少足以影響物價及經濟狀態之疑慮。商業愈蕭條，及金本位國家物價愈跌，則黃金短少之議論愈為世人所深信。故吾人不可不研究黃金短少之實況，及其對於國家財政經濟組織之任務。

經濟專家加色爾教授 (Professor Cassell) 謂黃金每年產額應自百分之二增加至百分之三·一，方可應世界商業數量增加之需要。若黃金產額增加不達此數，則不足以維持貨幣信用之必要數量，而物價將趨於跌落。為證明此說之確實計，特指示一八五〇年至一九一〇年實業產額每年增加約百分之三·一，世界貨幣貯存額亦有同樣之增加，實業產額與貨幣貯存額因無世界精確統計，其差異自在意中。然就表面觀之，黃金供給與實業產額同量增加，係指物價繼續安定而言。在此期內，黃金產額實業發展及價格當然不乏變動，其理論

則以其全期之平均數爲依據也。

黃金短少學說之謬誤 分析黃金短少之論據，所當明瞭者，有數點：第一援引統計所包括之時期爲白銀漸失通貨資格，而金本位則廣被世界採用，以致黃金之需要激增。且該期內全世界工商業及農業均有驚人發展，多數歐洲國家經過經濟革命，自農業國變爲工商國，此項變遷，使信用與貨幣之需要增加，黃金需要，亦隨以大增，同時西半球開闢新領土，增加數百萬之移民，農工出產膨脹，全部商業範圍擴大，經濟發展之速，爲自有歷史以來所未嘗有也。雖當時商業銀行數目增加，銀行信用代替貨幣而流通於社會，中央銀行成立，信用經濟發展，在在促黃金使用之節約，但仍不足抵銷世界貨幣制度之增加黃金需要也。

若在此種情形下，黃金之供給能維持物價於比較安定，而謂將來供給不能適應環境則又何耶？歐洲美國之經濟發展，將來能否如十九世紀之末葉，及二十世紀之初期，同其速力，頗多疑問。即黃金短少，亦殊失其議論之根據。實則黃金產額，近數年來均見增加，最近之將來，其增加趨勢，當仍繼續不已也。

考世界黃金貨幣貯存量，每年應增加百分之三，以維持物價安定之論據，蓋因億斷將來世界貨幣金融制度，並不發生變化，以節黃金之用途也。吾以爲將來世界貨幣金融制度之變化，實爲不可避免之事。其最易見諸事實者，包括（一）廢棄中央銀行存款準備，（二）取銷或減低發行鈔票之最低準備限度，（三）白銀之恢復通貨資格。第三種矯正辦法，今已提倡於美國。該國爲擴大信用基礎計，乃將白銀加入金屬準備，此種可能之改革，今

特詳論之。

中央銀行存款之金準備 中央銀行存款之需要黃金準備，爲戰後之新發展，其理論之根據，係因存款與發行鈔票同屬負債，性質相類，鈔票既需準備，存款何莫不然。論者且以此項準備，爲制止中央銀行信用膨脹之工具焉。

惟其要點所當區別者，若于國家仿照美國制度，強迫商業銀行保存一定存款準備於中央銀行，而其他國家則無此項定額存款準備之規定。後者之商業銀行保存餘額於中央銀行，僅供交換之用，或爲便利保存現金資產，而撥存一部分也。

需要定額準備之銀行 在商業銀行例須繳存定額準備於中央銀行之國家，此項餘額，實際上並非準備，因商業銀行未有能減少準備至限度之下而不受罰者。其唯一利用準備之辦法，惟有減少本行之活期存款。例如美國制度，會員銀行須減少本行活期存款壹萬元，始能將其存入聯邦準備銀行之餘額減少一千元。此種事實，表示會員銀行向聯邦準備銀行所提之款，及聯邦準備銀行在平常狀態下應付會員銀行存款之數，至爲有限。在恐慌時期，如一九三三年初美國銀行發生恐慌，存戶一致行動，提取存款，易爲黃金之際，現金支付，往往停止。故準備 (Reserve) 一名辭，用之此項存款，殊非適當，因會員銀行不能全數提取現金也。實際上不過用爲便利中央銀行管理銀行信用之工具而已，此中央銀行之所以不須保持商業銀行存款之準備數。

不需要定額準備之銀行 在商業銀行不須繳存定額準備之國家，中央銀行之不需存款金準備更爲顯著。例如法國銀行，僅保持少額存款於法蘭西銀行，因法蘭西銀行，亦猶他國中央銀行不給利息於存款也。存款於法蘭西銀行，並非準備，僅用以便利交換。並各銀行之存款與其對於中央銀行交換之數量，發生多少之關係。故銀行如繼續經由中央銀行交換，則此項餘額，不能撤銷。惟當商業不景氣，則存款減少，商業發達而銀行信用膨脹，則存款增加。故就嚴格意義言，中央銀行亦無保持存款準備之必要也。

此項論據係指商業銀行存款於中央銀行而言，但事實上歐洲中央銀行多接受普通商號之存款。中央銀行對於此種普通存款，所以保持準備者，蓋因金本位國存款可隨時兌換現金，與鈔票無以異也。然理論與事實，往往不能符合。即如一九三二年六月之美國，各銀行之活期存款總數爲一百六十四億美元，理論上固可隨時兌換現金，但當存戶不信任銀行，紛紛提取存款，銀行組織即發生崩潰，因而不得不關門。以美國存金之鉅，而尙不能應付提款之風潮，其他可知。故存款不能易爲鈔票，與其不能易爲現金，固一而二而一者也。

鈔票之準備 發行鈔票之應需要定額準備，亦一疑問。蓋準備名辭，含有一種資金在緊急時期可以應付之意。例如國家對外支付餘額發生暫時不順利，理論上應將準備作安定匯價之用，然戰後中央銀行常悞認準備之最低限度爲不得動用，減至此限度，則其作用停止，政府常令中央銀行停止黃金支付，故實際準備係黃金或外國匯兌在法定最低限度以上之總量所組成也。

黃金之爲流通鈔票準備也，蓋泥於貨幣應有本身價值之古時金屬學說耳。鈔票發行，則其所賦與之本身價值爲自由兌現。金匯兌本位及金塊本位，均與此說相背馳。在金塊本位制度下，中央銀行應以一定價格出售最低限額之黃金，但此項交易大都限作支付國際債務，或當輸送黃金較購入外國票據爲有利時而作國外付差之用。此制度就國內用途言，實無貨幣具本身價值之觀念。在金匯兌本位制度下，則並鈔票兌現之絕對義務而無之矣。

故中央銀行對於發行鈔票與活期存款之法定準備，按照目下情形，實與初意相背。若金本位恢復，則準備辦法須加以改善，俾信用組織，不致爲生產不定分配隨國際情形變遷之黃金所束縛。信用與貨幣制度，應使富有伸縮性，與商業之範圍相適應，其增減須以市面情形爲轉移，不必顧及國內可利用之黃金數量。國家之有安定支付餘額，而在國際金融市場不佔重要地位者，無論國內之需要信用與通貨，其貯存量不必過大。反之國家爲國際金融市場所在地，則其黃金貨幣之貯存量須較鉅也。

論者謂定額準備，可以幫助中央銀行決定信用方案，不啻中央銀行之晴雨計。又謂中央銀行減低黃金，對於鈔票與活期存款之準備比例，不啻信用收縮及利息提高之表徵。此說按諸戰前情形，誠爲不易之論。但戰後黃金操縱中央銀行之信用方案，已不復如前之重要。除一九二八年及一九二九年美國提高利息吸收大量之黃金外，中央銀行之喪失黃金，大都由於社會心理之恐慌及不安定，而不由利率之差異也。且戰後美國準備銀

行支配國際金融市場，其貼現政策，並不決定於國內存金之數量，或黃金對鈔票與活期存款之比例，其所賴以決定者另有其他原因在。近年來各國中央銀行運用信用政策，亦多取決於黃金對負債比例之外也。

黃金之統計上地位 除修改準備條例，以節約黃金之使用為世人所屬望外，觀於黃金之統計上調查，可知現時世界黃金之貯存量，足以應付信用與貨幣之需要綽有餘裕也。查一九三三年之末，世界五十國中央銀行與國庫之貯存黃金數量，共計一百十九億三千萬美元，較之一九一三年年終之四十八億五千六百七十一萬二千美元，計增加百分之百四十八。●其增加之一部分為新出產，一部分為從前流通或貯藏者。黃金之收回，可使流通鈔票增加，因而供準備之黃金亦與之俱增，故中央銀行庫存黃金，至少可發行二倍以上之鈔票。不寧惟是，事實所不可忽視者，戰後支票制度發達，存款得因此而代替貨幣，黃金之需要乃大減。●故雖在美國放棄金本位以前，世界黃金並不感缺乏，其貯存量之豐富，足以維持實業之發達於不敝也。

實際上美元與其他貨幣之貶值，亦足以變更地位。今日之情形所研究者，非黃金供給短少問題，乃黃金供給過剩問題也。例如美國在一九三四年八月二十九日，準備銀行所存黃金證書（Gold Certificate）之數，有其發行鈔票及活期存款百分之七〇・二。同日國庫庫存黃金共為美金二、六七八、一七八、七八八元。若以之消費，可使賴以膨脹銀行信用之會員銀行準備餘額同樣增加，而會員銀行則已握有二十億美元之過度準備餘額也。故若未動用之黃金，及會員銀行之過剩準備餘額，儘量用以膨脹信用，則信用膨脹之範圍，行見超

軼美國歷史上之先例矣。

他國之情形亦復類是。一九三四年八月三十日，英倫銀行所存黃金，共值英鎊一九二、三三五、九九二，此係以法定價格七十七先令九辨士合一標準兩者，若按同日市價一百四十先令三辨士合純金一兩，則實際約值英鎊三一八、〇〇〇、〇〇〇，再以美元市價 50:1 合一英鎊，共值美金一、五九八、五〇〇、〇〇〇元。再則英國匯兌平準基金保存鉅額之黃金，外人寄存英國銀行之黃金，為數亦復不少。他日英鎊安定，信用恢復，則貯藏黃金勢將在公共市場出售，英倫銀行或其他中央銀行之黃金供給益增。此項存金合之英國領土之新鑄，與印度輸出之數，英國黃金之供給超過需要矣。法蘭西、荷蘭、瑞士之情形相類，可於下列第一表觀之。且英鎊集團國之法定貨幣貶值，及若干金集團國貨幣貶值之可能性，均可增加中央銀行黃金準備對於流通鈔票與活期負債之關係價值也。

表 一

法蘭西荷蘭瑞士中央銀行準備狀況

年 終	黃 金	鈔票流通數	黃金對鈔票比例
法蘭西銀行 (單位百萬法郎)			
1931	6,8863	85,725	80.3
1932	83,017	85,028	97.6
1933	77,093	82,613	93.3
1934 年 9 月	82,281	81,479	101.0
荷蘭銀行 (單位福羅林)			
1931	837	1,023	86.7
1932	1,033	962	107.4
1933	922	912	101.1
1934 年 9 月	864	882	98.0
瑞士國民銀行 (單位百萬法郎)			
1931	2,374	1,609	145.9
1932	2,471	1,611	153.4
1933	1,998	1,510	132.3
1934 年 9 月	1,808	1,400	129.1

觀此可知世界雖因國際收支失調以致黃金分配不均，但黃金仍有過剩之患，若儘量利用，難免發生信用膨脹之嚴重問題，況分配不均，並不足以釀成黃金之短少乎。黃金分配不均，蓋由戰後誤用經濟政策所致，其補

救則有賴於國際健全經濟情形之恢復也。

白銀之恢復貨幣資格 黃金貯存量雖因貨幣貶值，產額增加，窖藏者之行使種種原因，而大量增加，但美國仍不遺餘力從事於恢復白銀貨幣資格之運動，即在一九三四年六月白銀購買條例頒布後，其聲浪迄未稍減。主張者以爲黃金不足應國家信用與貨幣基構之需要，貨幣工具，應設法推廣，庶物價提高，商業繁榮可期。此項恢復貨幣資格之要求，不發生於黃金供給不多或使用大量白銀之國家如中國，蓋因其本身非產銀國，其得銀之困難，與得金無異也。故此等國家對於美國白銀立法，不感興趣，且無增加銀準備或用銀爲金屬準備之要求。反之歐洲大陸國家，則多因黃金枯竭而減少輔幣之白銀含量以輸出也。

世界用銀國家，尤其是唯一主要銀本位國家之中國，對於提高白銀幣值及恢復其貨幣資格之提議，向視爲無足輕重，獨此次中國以美國白銀立法提高銀價對於該國有收縮通貨之影響，特提出抗議，聲明美國提高白銀價值之結果，足使中國通貨收縮，國際收支失其常態，經濟上感受威脅，並足使中國支付餘額凌亂，因不得美國修正購銀計劃之保證，中國乃不得已採用出口平衡稅，蓋不啻他日放棄銀本位之先聲也。上海銀價原係根據世界銀市爲轉移，最著者爲倫敦銀塊市場，然自平衡稅實行後，上海銀價逐漸跌落，在平價之下，故美國白銀政策所生之不良影響及於用銀國家，而尤以中國所受損失爲最大也。

抑美國擁有二十五億元之黃金於國庫，其在國內數尚不在內，以之爲貨幣與信用之基礎，固綽有餘裕，而

乃不惜一元二角九分一盎司之重價，收白銀爲國有，殊令人莫測高深。查白銀條例規定白銀收買量以相當於金儲準備額百分之二十五爲度，其動機是否昧於近世經濟界黃金之任務，抑爲政治作用而出此，則不得而知之矣。

因此吾人可得斷語如下：

(一) 世界黃金的分配雖覺不均，但並無短少之虞，且因貯存量之鉅，目前所研究者，爲如何防止黃金之不成信用膨脹問題。

(二) 白銀之恢復貨幣資格，實非必要，除美國用銀係政治問題外，世界主要國家均無意於白銀立法之變更。

(三) 一九二九年以來之事實，表示黃金在多數國家不復爲貨幣與信用之基礎。若干大中央銀行且不顧黃金地位，以法定信用政策，故欲使國家信用基構脫離黃金生產及國際經濟不規定發展之黃金流動，則取銷中央銀行活期存款之金準備限度似爲適當辦法。

(四) 鑑於黃金之收回不令流動，及鈔票之不能大宗兌現，如美國及他國昭示之事實，中央銀行發行鈔票之金準備條例，似應加以修改，俾可適應國家之國際金融地位。

(五) 黃金倘失其爲信用與貨幣之原動力，則黃金短少之恐懼消滅，而黃金貶值及白銀恢復貨幣資格之

要求，亦將同趨沈寂，信用政策之決定，不以黃金爲根據，而由中央銀行或政府以爲之主宰矣。

黃金之將來任務 考美國頒布貨幣新法之宗旨，乃根據金本位足以造成世界經濟弊害之錯誤理想。其意蓋爲黃金之價格，與貨物之價格有相當之關係，美元貶值殆以此前提爲根據也。此前提是否正確，可於下節說明之。

黃金在近世貨幣與信用制度之下，功用有四：(一)可作價值之標準，(二)可作貨幣之基礎，(三)可作信用之基礎，(四)可作各種經濟政治單位中清理邊際餘額之媒介物。

黃金之爲價值標準，盡人皆知，無待贅言，其以此爲國家法定貨幣單位者，國家繼續維持其金本位，則以本位幣表示之價格繼續不變，是以世界貨幣彼此均有相當之關係，而以各貨幣單位所含之黃金質量爲決定要點。經驗所昭示，除黃金外無他種金屬堪勝此職責，完全放棄金本位，足以引起貨幣之混亂也。

黃金除爲貨幣價值之基礎外，亦可爲他種貨物與各種勞務之測量標準。此項任務惹起世人惑於黃金與貨物發生一定關係之觀念。物價高漲，則謂黃金跌價，反之物價低落，則謂黃金高漲。實則國家或國際交易鮮用黃金，黃金不過一表記，實際交易乃經由通貨或銀行存款以成立者也。近代社會下黃金價格之以他種貨物測量者，其影響僅及於黃金生產商，因黃金之於生產商，亦猶之其他貨物，而普通購買力則大都決於銀行存款也。原美國立法之初意，蓋亦深信各種貨物價格，係以黃金表示，減低貨幣單位之黃金含量，其結果可促物價之高

漲。就表面觀之，此種觀念不無論理之價值，但細加研究，即可知其謬誤也。

美元之貶值，當時並不增加國內貨幣與信用之流通數，故對於人民之購買力，不發生影響。多數人民如不瀏覽報章，當不知貨幣黃金含量之變更。購買力不變，貨物之需要自無變動，因之其影響不及於物價與勞務，故貨幣貶值之結果，所不可否認者，為獎勵貨物與證券之投機。此項心理作用，為時甚暫，蓋隨貨幣漲落為轉移。貨幣安定，不論其為事實或法律所造成，此種作用即歸消滅也。

物價之直接受貨幣貶值影響者為進口貨，其次則為出口貨，蓋貨幣貶值，則凡以外國貨幣表示之價值減少。同量貨物，須以較大量之單位償付，以外國貿易立國之國家，所蒙貨幣貶值之影響，尤為敏銳。美國之外國貿易，向不佔重要地位，故其所受貨幣黃金含量減少之影響不深也。至黃金所負貨幣與信用之基礎使命，及其對於購買力與經濟方面之關係，有可得而言者。

黃金為通貨之基礎 金本位國法律對於國內通貨數量與黃金或黃金代替物外國匯兌之一定關係，往往加以規定。此項黃金係中央銀行或國庫所保有者。黃金減少，除運用公共市場以資抵銷外，結果可使流通鈔票收縮，或商業銀行對中央銀行之存款減少，或中央銀行對商業銀行之放款增加。此蓋因黃金僅能得之於中央銀行，所以易之者，或以通貨，或以中央銀行之存款，萬不得已，祇有乞靈於其貸款也。於是利息高漲，銀行收縮放款，事業界乃大受影響，此戰前國際金本位運動成功時之情形也。

戰後黃金已不能行使對於貨幣與信用之權威，尤以一九三一年以來爲甚。每當國家喪失大量黃金，則以施行匯兌限制或放棄金本位爲不二法門，減少黃金貯存量，不復影響中央銀行之貨幣信用政策，德意志其著例也。德之黃金與外匯貯存量，雖自一九三〇年終之二、六八五、〇〇〇、〇〇〇馬克，減至一九三四年六月杪之七七、〇〇〇、〇〇〇馬克，但德意志銀行之鈔票，在同期僅自四、七七八、〇〇〇、〇〇〇馬克降至三、七七七、〇〇〇、〇〇〇馬克，其起伏由於商業情形而不由於黃金之流動也。事實上德意志銀行係由法律授權以債券代替黃金，作發行鈔票之準備，故在金本位運用常態之下黃金與通貨發生相當關係。若黃金供給枯竭，或大量減少，則二者之關係斷絕，因而此時政府當頒布法令，使中央銀行完全獨立於金屬準備之外也。

黃金爲信用之基礎 黃金在今日情形下，對於通貨之關係，既僅佔名義上之重要地位，其對於信用之關係更有甚焉。即在平時，黃金之用爲維持銀行信用者甚鮮。例如美國會員銀行，例須保持定額之準備於準備銀行，會員銀行存款一千元，其繳存準備銀行之準備金僅須三十五元，卽此額亦不必爲黃金，可以法幣代之。英國之中央銀行存款，並無準備金之規定，且中央銀行之存款準備，亦猶之鈔票準備，其維持比例，係在準備豐富之時。準備減少或告竭，則其比例亦因之停止矣。

黃金失其對於中央銀行信用貨幣與政策之權威，非惟在準備金枯竭之時爲然，卽在黃金充斥之際，亦無

不然，戰後黃金在公共市場運用下之消毒作用，及其移轉於英國之匯兌平準基金，與美國之安定基金，皆努力阻止黃金行使是項對於信用權威及中央銀行信用政策之絕好先例也。此雖為世人所遺憾，但不無利益之可言。蓋信用與通貨僅為工商業之工具，其在戰後之伸縮，不決定於中央銀行保存黃金之數量，而決於商業情形及中央銀行之政策。黃金對於物價變動之力量，幾等於弩末矣。

黃金為清理國際邊際之媒介 雖然國際收支餘額之結算，非黃金不為功。黃金者國際邊際餘額清算之主要工具也。國際交換機關，雖有最近將來成立之可能性，但其能否免除黃金輸送，頗屬疑問。黃金輸送，在不施行匯兌限制之國家，可使各種貨幣趨於平價，又可防止幣價之劇烈變動。

故黃金雖被剝奪對於通貨及信用之勢力，但其將來可為國際價值之標準，及清理國際餘額之媒介物。其功用之限制，須以恢復安定貨幣情形而不侵犯中央銀行之信用政策為度。根據此項基礎而恢復之金本位，為有限之國家意義，而非廣大之國際意義，因黃金流動，勢將停止對於信用狀態之作用也。然此種金本位，不過求適合於今日環境耳。曠昔世界經濟係以分工原則為根據，貨物與勞務，比較上自由交易，金本位國之國際方面，不啻世界經濟之平準也。但就今日之國家主義言，在經濟自給原則之下，金本位不能運用於國際範圍，求其適應國家觀念斯可矣。

【註】

黃金與金本位

- ① 戰前金本位之運用方式頗有多種。關於鈔票之兌換方式實有三種，即正金本位、金塊本位、及所謂跛行本位是也。後者之銀行鈔票兌換黃金，或兌換一種特別銀幣，如法國之五法郎銀幣。是關於流通鈔票之準備，亦有多種，其所包括者，有：(一)黃金準備百分之百，如秘魯及若干其他南美國家；(二)黃金準備之最低限度為百分之三十至四十，如德國；(三)規定信託發行額在發行額之外，全部以黃金保證，如英國；(四)規定鈔票發行額，並不問黃金準備之多寡，如法國；(五)金匯兌本位國家得以金屬準備之一部保存於金本位國家之外國匯兌（但鈔票之兌換僅限於黃金），如比利時、芬蘭、俄羅斯、及意大利。
- ② 以新貶值之美元表示此項存款，在一九三四年七月杪為二一、一六三、〇〇〇、〇〇〇元。
- ③ 例如美國黃金一元能供給聯邦準備鈔票二元五角，但其供給存款之數，約為二十八元。
- ④ 此種指用作流通鈔票準備之外國匯兌，並不包括全部外國匯兌。

第二章 國際金融市場

緒言 最近世界交通發達，貨物勞務之流轉頻繁，國與國間之關係益形密切，經濟組織上乃有所謂國際金融市場與國際資本市場 (The International Money and Capital Markets) 之發生。二者之任務不同，但有時亦不能嚴定明確之界線。今所論者則為國際金融市場。

國際金融市場之意義 國際金融市場 (International Money Market) 一名詞，就狹意言之，係指世界主要金融中心經營貨幣交易含有國際之性質者。是項市場互相調撥資金，關聯甚密。各金融中心之利率，得賴以調劑國際金融市場，並非獨立組織，但包括世界主要金融中心之全部金融機構。其經營方法，雖有種種，然移資金於需要較殷利益較厚之處，以增加其效用則一也。就廣義言之，國際金融市場，包括世界各國金融中心之相互關係，及其共同之活動。所有各種短期資金交易以之組成國際金融者，無不歸納其中，蓋不啻政治經濟之表徵也。政治安定，經濟平衡，則各中心之資金流動活潑，非然者國際之資金亦必呆滯，其影響世界之物價及經濟，殊非淺鮮也。

政治不安定對於金融市場呆滯之關係 釀成國際金融呆滯之原因，爲各國愈前愈後競相提取國外之資金，馴至匯價漲落靡定，黃金大量流出，且不僅自債務國流至債權國，卽在主要金融中心所藉以爲暫時利用之資者，亦將源源流出，補偏救弊，其結果非出於推行匯兌統制及停止金本位不可。不觀諸一九一四年歐戰勃發之初乎？國際金融市場，失其常態，銀行家與非銀行家對於國外存款，提取惟恐其不速。政府恐金貨之逃亡，乃頒布禁止出口命令，國際金融遂趨於呆滯。此項情形，至國際資本信用恢復常態始止。迨一九三一年之夏，金融恐慌，又復發生，歐洲大陸如德意志等國，數年來所利用之外資，大量被提，英國及若干其他國家，不得不放棄金本位，推行匯兌統制，延期償還外國貸款，藉圖救濟，國際金融市場，乃獲短時期之寧靜。一九三三年，美國銀行發生恐慌，資金源源流出國外，厥後狂瀾之挽回，則得力翌年一月三十日金準備條例之頒布也。

國際金融市場之先決條件 國際金融市場之先決條件有四，茲列舉如左。

(一) 須有安定貨幣 安定貨幣爲國際金融市場之唯一先決條件，此在一九三一年九月英國放棄金本位以前，爲舉世所公認，於今尤甚。蓋各國踵英國之後，放棄金本位，而成立所謂金鎊集團 (Sterling Bloc)，其貨幣與英國發生關聯。厥後英鎊與黃金之關係，事實上雖不如前之安定，但英國仍不失爲國際金融市場之權威，其故有二：(一)由於英國平準基金能統制匯市，使匯價不致發生劇烈變動；(二)由於金鎊並未喪失信用。反之美國雖有金準備條例之頒布，仍不能吸收國外資金，蓋英國放棄金本位，係應經濟上之必需，且並不採減低幣

值之政策。美國放棄金本位，就一般外國人之存款於美國及握有美金證券者之目光觀之，實非應經濟上之要求。再則美國頒布條例，吸收民間私有黃金於國庫，黃金交易須受國庫條例之束縛。英國則無是項激烈之規定，黃金得自由流通於倫敦金融市場。此英國今日之所以仍執世界金融之牛耳，而紐約不能不退居於後也。

(二)須有自由匯兌市場 所謂自由匯兌市場者，即對於以本位幣換取外國匯兌，以外國匯兌換取本位幣，完全不加以限制也。此為國際金融市場之第二要件。蓋法律固不能收禁止資本逃亡或出口之效，但匯兌之絕對自由，實為國際金融中心之先決條件，良以吾人之存款於外國者，必其有隨時提取之便利也，否則何樂而為之？今日之德意志，貨幣安定，利率較其他金融中心為高，然外國銀行多不願存放資金於德，無亦以其對於外國匯兌有種種之限制耳。

(三)須有良好銀行組織 良好銀行組織之有國際信譽者，為國際金融市場之第三要件。無此則外人不願投放短期資金於其國。例如承兌票據為目今國際金融市場之重要業務，而其運用端賴承兌票據銀行之信譽，蓋出口商或其往來銀行，非熟悉進口商往來銀行之良好信譽，不願收受其票據；同時銀行對二外國間之交易，非得其國良好銀行之擔保，亦不敢貿然從事投資也。

(四)須有貼現市場 貼現市場可以供給國際金融市場短期投資之便利，其信用工具為銀行票據或銀行承兌票據。歐戰以前，金鎊票據乃世界投放流動資金之最通用方式。戰後美元承兌票據崛起國際市場，而與

金鎊相頹。馬克法郎票據實際上幾致銷聲匿迹。迨英美放棄金本位後，各國銀行對於投放流動準備金之政策，爲之不變。普之放置大宗準備金於國外市場者，今皆主張保存現金於國內，此爲經濟財政不安定之一種畸形現象。時勢轉移，自必恢復常態，蓋保存現金不若投放國外之可得利潤，並可助長國際貿易與其他交易之發展也。各金融中心並非盡能發展強固承兌票據市場吸引外國之資金，但每重要金融市場，具有特殊機構，足以應付本國經濟與財政情形之需要。故紐約之通知放款市場，在平常狀態下吸收大宗外國資金。而德國則自一九二五年以迄一九三一年之中葉，大銀行之存款及外埠付款票據，構成外國資金投放該國之主要方式。

除上四項外，國際金融市場與政治之安定與否，有密切之關係，政治不安定，則國外存金勢必被提，非至貨幣市場爲之破壞不止。

國際金融市場之運用 國際金融市場之主要功用，不外移轉各金融中心之資金藉各地利息之高低以圖利。又如國際商業上之往來，經濟上之活動，自有資金移動，而個人之交易，國際之收支，均得了結。至其動機不論其爲貨物之輸出，職務之報酬，僑民之費用，及外國人之購買內國證券，匯款方法則一。蓋除實際運送現金或指定用途外，大都藉銀行票據或電匯以資了結，而由經營外國匯兌之少數銀行負匯劃之責。資金之自一金融中心移轉至他中心，不過在簿記上表示所有主之易人而已。

資金移轉之證例 今如倫敦某銀行欲將其存放紐約銀行之款轉入紐約通知放款市場，應即通知紐約

銀行照辦。紐約銀行代理匯劃後，對於經紀人之放款，於是乎增加。又如倫敦銀行令紐約代理處，出售其承兌票據國庫票據或國庫債務證書，所得之款，投放通知市場，則承兌票據或國庫債務因之易主。倫敦銀行昔為銀行（票據承兌人）或美國政府之債權人，今一變而為經紀人之債權人矣。此二例係指倫敦銀行均有款存在紐約市場，僅將其形態改變，所有交易與美人保有短期資金者初無二致也。至若倫敦銀行，無餘款存紐約，而欲匯十萬鎊至紐約，當時紐約對倫敦之即期票據匯價為美元五元，則應委託紐約銀行之擔任代理者，開立上倫敦之即期匯票十萬鎊，以五十萬美元，出售於市場，投之通知放款市場，備倫敦銀行之提用。購鎊票者則以之運用於倫敦。彼此劃帳，均無運送現金之勞。不過交易之前，美元之所有主為美人，交易之後，所有主為英銀行耳。故世人每謂紐約金融市場，常受外國資金流出入之影響，此說實非正確。關於國際交易，僅黃金之流出入，能影響紐約金融市場，或其他金本位國之市場。若夫黃金之流動其受影響者，不過金融市場中之各個特殊市場而已。

雖資金變動之經由銀行票據或電匯者，除達到黃金輸送外，對於金本位國家之信用機構，不發生影響，但足以左右匯兌市場，多數向倫敦支取之票據，係代英國銀行或他人投放資金於紐約金融市場，其支取數愈多，則鎊票據之供給愈大，若供給超過需要，則鎊之匯價下跌。

中央銀行與國際金融市場 資金之移動而止於易主，其於國際金融固不生若何之影響。若匯價距現金

輸送點過遠，以致現金源源流出，當是時中央銀行惟有經有公共市場之運用提高貼現率或收縮信用以阻資金之外流，反其道而行之，可以阻資金之流入。此項操縱貼現率及運用公共市場之政策，近世金本位國多採用之。至年來倫敦之有賴於匯兌平準基金，一九三三年三月十日以來，紐約之有賴於聯邦準備銀行，以統制國外資本之移動又爲彰明較著之事實也。

因黃金之流動，足以影響各個中心之金融市場，故在平時金本位國中央銀行之貼現政策，當爲其他金融中心通行狀態所左右。此等國際金融中心國家之中央銀行，其規定政策，在平時狀態下應不必考慮其他金融市場之地位。然事實上並不如此，重要中央銀行之不顧國際金融地位，常能創造其他重要金融市場之困難也。

貼現率與公共市場之運用 提高貼現率以遏止黃金之外流，在英國、荷蘭之例證甚多，美國亦有之。當貼現率成爲有效方法之時，中央銀行常依法運用公共市場以緊縮金融市場，俾利率發生變化，資金乃至黃金之流動因而反轉。是故一九二七年聯邦準備銀行在公共市場購買證券，是年黃金遂隨之流出。

準備銀行在一九二七至一九二九年之經驗，證明調和國內金融市場與國際金融市場之困難。一九二七年準備銀行減低貼現率，並從事公共市場之購買，其影響國際金融市場至爲順利，但人爲上促成美國利率低落，助長投機之風。反之在一九二八——二九年，準備銀行提高貼現率，其初意原欲緊縮國內信用地位，遏止逾量之投機，但其他中央銀行因而不得不提高利率，以阻止黃金之損失。各個市場與國際市場之衝突，大都由於

國際國內事業常避蔽外國發展之勢力也。

中央銀行之運用外國匯兌 當一九三一年世界金融貨幣崩潰以前，中央銀行除運用貼現及伸縮信政策外，類多經營外國匯兌，以統制短期資金之移動。此項方法，歐洲大陸中央銀行，行之頗著成效。蓋中央銀行出售外匯，可將本位幣之匯價抬高，外幣換本位幣之數量勢必減少，資金流入將無利可圖矣。茲舉例以明之，美元在貶值以前，與德國馬克之匯兌平價爲二三·八二分。假定德意志銀行將匯價抬高二三·八五分，則以美元換成馬克之數量減少，德人之借入美元者將蒙損失。反之，德意志銀行壓低匯價爲二三·七七，則借入美元者可獲較多馬克之利矣。

國際資金與資本之移動，足以影響國際金融市場國家之中央銀行政策，而於債務國尤甚。歐陸諸國，卽其例也。若德意志銀行，若奧大利國民銀行，若匈牙利國民銀行，自一九二四年至一九三一年間，大都依據短期資金流動之形態，以決定其方策。歐戰以前，各國政治經濟納於軌物，國際資金之移動，不過爲利息匯價之調劑。戰後情形丕變，資金流入財政經濟匱乏之國，故短期其名，不啻長期其實也。

迨一九三一年，國際金融市場發生崩潰，各國對於管理國際短期資金移動之方法，不得不隨以變更。多數債務國乃創立外國匯兌統制，置外國匯兌於政府或中央銀行管理之下。其在英、美二國，自金本位放棄，而中央銀行售金之義務爲之免除。自匯兌平定基金與安定基金成立，而中央銀行與短期資金之關係，不復如前之密

切。洎乎今日，各國中央銀行之貼現政策，謂其取決於國外市場，無寧謂其取決於國內市場。國際金融之呆滯，可以概見矣。

金融市場之短期放款 國際短期資金之移動，平時大都以利息之高低為轉移。假定紐約之利率較倫敦為高，則美人之有款存倫敦以及英銀行與其他之有餘款投資者，勢必提取，而存入紐約。歐戰後紐約、倫敦、沮利克、阿姆斯特丹、及巴黎之資金，均因利率高昂關係，流入德、奧、匈諸國。所有重要金融中心銀行，對於他國政府政治機關或公司之借款，亦無不以此為支配也。

自金融市場之立場言之，短期投資之要素為流動性，其備具是項性質者為承兌票據、通知放款、短期政府證券及投資於自能清償之交易。然短期放款與投機之有流動性，以其不為一國之必要營業資本也。若外國短期資金應需長期資金之交易，或成爲一國固定營業資金之一部，則其流動性消滅，債務國不能在短期通知下清償借款，德意志即其例也。

為保存其流動性起見，短期資金之投放於國外金融中心，發生中央銀行與重要金融中心對於黃金及外匯之關係。若外國短期資金投放某市場之數量，較某市場存在外國之流動資產為大，而該市場倘遇大宗提款，其結果則非放棄金本位，即出於短期資金之凝滯，債權人不得不與債務人成立契約。如德、奧、匈之債務停頓契約（Standstill）是也。在平時債務國之中央銀行變更貼現率，可以阻止大量外國資金之流出。歐戰後若干

國家資金之匱乏，及債權國與債務國利率高低之懸殊，政治經濟之發生恐慌，債務國之中央銀行，遂不克收貼現政策左右資金流動之效矣。

資金之反常流動 資金之流動除其原因由於利息之高低外，亦有由於政治作用。貨幣不安定，及匯兌之投機者，此為反常流動。歐戰之前，各國外交當局，類多利用以為發展政治之策略，戰後尤為數見不鮮。國際金融市場之崩潰，及一九三二——三三年之金融恐慌，皆國際銀行營業含有逾量政治作用之厲階也。

一九一九年楊格計劃 (Young Plan) 正在商議進行之際，法向德提取大量資金，以遂其威脅之計劃，即其一例。Dr. Schacht 為當時德意志銀行總裁及巴黎專家會議之德國代表，在其所著之 *The End of Reparations* 中，敘述法國當局在會議時提取德國資金以減削德國代表對於法國提議之反抗力量，其言曰：「德意志銀行加入巴黎會議之際，保有非常鉅額黃金及外國匯兌之準備，但不久即感覺外匯之被提取。其初情勢和緩，未幾提取之速度大增……自德備忘錄提議解決賠償問題後，即遭法國方面之反對，使會議陷於危機，外國匯兌之提取極速，德意志大銀行乃不得不提高貼現率。此一九二九年四月十五日事也。同時柏林大銀行接到法國金融機關之信……關於巴黎會議之條件，宣布信用之縮少，此項信用乃向在德國支配之下者。」

此後繼以外國匯兌之大量提回。迨一九二九年五月七日黃金與外匯準備為百分之四十一，幾降至法

定之最低限度。巴黎專家會議時，法國之攻擊德國貨幣，爲今日（一九三一年）全部經濟界喪失信用之原因。」

資金流動之由於政治而非由於經濟原因者，其性質極不健全，非但提取用作經濟目的之資金，亦且創造反常之金融市場，並足傾覆全部國際金融市場之功用。

投機所造成之資金流動 匯兌投機所造成之資金流動，歐戰後在國際市場頗佔重要地位。其動機在圖利，結果則爲各關係市場之匯價發生劇烈變動。匯兌投機，含有國際性質，係經有若干中心中之一個或數個實行，而以能供給較大利益爲依據。除德、奧、匈諸國貨幣戰後成爲投機之鵠的外，其顯著之例，爲一九二六年之法郎及一九三三年之美金。當一九二六年之夏，法郎行將崩潰之聲浪，甚囂塵上，美與歐陸各國之投機家，羣肆力於法郎之傾售。迨紐約金融界以一億美元貸法政府，從事救濟，風潮始已，而投機家損失已不貲矣。是年九月，法政府整理預算，安定法郎在三·九二美元之譜，投機家又羣料法郎之將漲，肆力於大量之收買。迨法政府頒布法律，授權法蘭西銀行，發行鈔票超過限度，得以現金外匯爲準備，法郎之漲風始止。

一九三三年之初，美國銀行界發生恐慌，美元源源流出，厥後政府頒布條例，使投機家坐享黃金停止支付之鉅利。查各國對於匯兌投機，盛行於一九三一年至一九三四之間，資金移動，不軌於正。一九三四年之中葉，其風始稍戢，其故由於各國施行外匯管理，英國設立匯兌平準基金，及金集團諸國中央銀行反對貨幣之貶值。但

好景不常，是年之末，金集團國之貨幣又露弱點。

資本逃亡所造成之資金流動 資本逃亡亦足以促資金之流動，對於國際金融市場，發生深切之影響。歐戰時交戰國如德、奧、俄諸國資本不絕逃亡。戰後逃亡加速，其影響多數交戰國至鉅。逃亡之原因，有由於權貨幣之跌價者，有由於政治之不安定者，亦有由於捐稅之繁重者，結果則逃亡國之貨幣或證券大量輸出，而所欲投放國之匯兌需要激增。戰後美、英、瑞士、荷蘭爲主要外資逃亡之尾閥。一九二六年之英國發生總罷工及煤炭罷工風潮，經濟異常恐慌，而英鎊不失其安定，則以法國資本逃亡，英鎊之需要大增也。

與資本逃亡所受之影響相反者，爲逃亡資本之收回。一九三一年之秋，英鎊跌落，蓋因法國之收回逃亡資本也。是年國際金融市場繼與德銀行恐慌之後而崩潰。資金之逃亡又起，各國多受其害，英、美尤甚。初則美爲英資本逃亡之尾閥，未幾形勢大變，美之資本，隨以逃亡。一九三四年一月三十日，準備金條例發布，金融界始獲寧靜。此項資本流動之大小，可以鉅額黃金之流動測之（參閱表二）。

表 二
美國流出入之黃金
單位千美元，純進口數(十)
或純出數(一)

	1932	1934
一	- 72,950	- 2,767
二	- 90,567	+ 452,571
三	- 24,671	+ 237,336
四	- 30,239	+ 54,784
五	- 195,514	+ 33,583
六	- 206,047	+ 63,705
七	- 3,437	+ 52,346
八	+ 6,103	+ 37,225
九	+ 27,897	- 18,670
十	+ 20,613	+ 10,837
十一	+ 21,740	+ 120
十二	+ 100,859	

資金普通流動與反常流動之異點。隨兌換機與利率高低，雖均能促資金之移動，而其經濟上所生之結果則迥然不同。蓋後者資金由需要不繁地方，而流入需要較殷之處，即如一九二八年及一九二九年美國投機狂熱之際，外國資金之流入，亦能行使其經濟上之任務，因用於證券市場之資金最後以事業為出路也。此種資金之流入，不免剝削國際金融市場之資金作他項用途，如投資外國貿易之類，但支取資金之國家，往往獲得暫時之繁盛氣象，並可使資金所有主獲得較高之收入。若夫前者資金之流入，非必應其需要，其所得之報酬極低，而經濟上之危險則甚大。例如楊格計劃會議時，法國之提取德國資金，一九三一年英國放棄現金支付以前，資金之流出，其結果則當時法國資金大量增加，無所用之，而流出之國，雖出高利，不能得應用之資。一九三二—三四年美國資金之流出入，亦此不經濟原動力所造成也。

匯兌投機所造成之國際資金流動，在經濟上爲不健全，而又有危險。當投機係以希望抬高貨幣爲根據之時，如一九二五年之英國及斯干的那維亞國家，常能引起不需要資金之流入，使貨幣急遽抬高，其經濟影響所及，至爲不順利，投機之賣空，並不引起資金之自一國流至他國，但在國際金融市場上，爲最危險營業之一種，對於匯兌之不規則尖銳變動，負其責任，並爲貨幣跌價之主要因素，不如證券交易所證券賣空之有平準作用也。其結果非但破壞關係國家之經濟組織，亦且如一九二六年法郎賣空之故事，促參加投機銀行與個人之崩潰。

資本逃亡亦爲資金不經濟流動之一種，往往與外資之提取同時發生。其移資金於不需要之途，亦無二致，非但剝奪影響國家之營業資本，抑且創造貨幣與匯兌之嚴重問題。自一九三〇年之九月，至施行匯兌限制之前，德國發生資本逃亡，大量資金流入瑞士、荷蘭及美國。是數國者其資金當時均有充斥之患，而德國則利率高漲，金融極感緊迫。一九三二年之末，至一九三三年之三月，美國資本逃亡之情形，雖不如德國之嚴重，但其加重銀行界之恐慌，而減輕人民對本國貨幣之信用則一也。

資金之反常流動，非必爲商業及政治狀態反常之原因，乃一特殊市場或國際金融市場全部發生政治與經濟不安定情形之結果。資金之流動，不過爲反映各國基本狀態之晴雨計，其由於利率高低而流動者，反映各市場之普通狀態。若其流動由於政治作用匯兌投機，則其所反映者爲一國或若干國或全部金融市場發生政治經濟之反常地位。

世界貿易之投資 國際資金流動之由於利率高低者，常吸引資金於獲利較厚之途，且信其提取之便利也。歐戰後以迄一九三一年國際金融市場之一部資金，流入柏林、維也納、布達佩斯，以投資各國之內國貿易與實業，但其大宗流動資金則投放於穩固金融中心，如倫敦、紐約、阿姆斯特丹及沮利克等處，以圖暫時安全之利用。此項資金之大部，連同各市場流動資金，構成世界之短期營業資金，藉國際金融中心以投資國際貿易及缺乏金融機關之生產原料國家。

國際金融市場之投資於國際，是猶一個金融中心之投資於國內也。其職務若銀行然，收入各國之存款而用之於世界經濟上之活動，一國銀行失敗則國內之實業貿易爲之破壞，而牽動他銀行之提款風潮，存戶將交受其害。國際金融中心崩潰，則不論其原因由於放棄金本位，抑由於推行匯兌限制，而其惡影響將波及於世界矣。故德行匯兌限制，而受其害者，不僅投資於德之國家，其與德有貿易之關係者，無不感直接之痛苦。英、美放棄金本位，而其反應及於法、希臘、與厄瓜多爾也。

外國貿易投資之重要 國際金融市場之經濟活動不一，而以國際貨物流動之投資爲最重要。使無國際金融市場，則國際貿易勢必以貨易貨，而成物物交換。一九三一年至一九三二年間，若干國家施行匯兌限制，國際上信用停頓，物物交換，復見晃動，於是乎有若干公司之成立，不假手銀行或信用之助，以辦理貨物之交換。

國際金融交易雖自一九二〇年至一九三〇年大量增加，但國際貿易之投資，仍爲國際金融市場之主要

任務。此種活動之數量，可於下列第三表說明之。觀此表可知戰後繁榮時期，世界外國貿易，每年總值為六百二十億美元至六百八十億美元之上，因是國際金融制度上資金之流動在所必需也。

表 三
世界外國貿易

(單位百萬金元)

年份	進口	出口	貿易總數
1913	19,465	18,332	37,797
1926	32,117	22,770	61,887
1927	33,740	31,308	65,048
1928	34,652	32,728	67,380
1929	35,606	33,035	68,641
1930	29,033	25,492	55,575
1931	20,847	18,922	39,769
1932	13,996	12,902	26,398
1933	12,485	11,694	24,179

上列數目，並不是表示外國貿易所擔任世界商業關係之重要任務。若將此項任務與下列第四表之應用國際支付餘額全部科目相比較，益為明瞭。由此分析，可知貿易之為流動交易因素，即在大債權國家如美國，亦無不然。以之與全部國際交易之總數相比較，其百分率自較低，但多數國家約有其總數三分之二。事實上除若干勞務如旅行費用慈善與外來移民匯款等類外，多數國際金融交易，均與貨物之流動有直接或間接之關係。

航業收入，保險銀行手續費及大宗外國放款，為國際貿易上貿易流動之直接結果。

表 四
各國支付餘額總數之貿易因素

	貿易佔全體流動 科目之百分率		貿易佔全體科目 數之百分率	
	1927	1930	1927	1930
美國	68.6	59.4	51.9	41.4
德國	75.0	78.2	66.6	62.9
法國	75.3	64.3	70.4	60.0
匈牙利	86.0	74.3	84.2	67.8
阿根廷	82.8	75.0	77.3	65.7

外國貿易之銀行承兌票據 外國貿易之投資，在國際金融市場中歷史最早交易亦最為安全，其發生多由於原料及農產品之輸出，其性質多為自能清償。蓋貨物之由一國輸出他國者，投資方法常用銀行承兌票據，使買主在三十天至九十天內得款以清償承兌銀行代墊之貨款。是項國際貿易與內國交易之由銀行投資，原無二致，不過其支付須用外國貨幣耳。平時資金自由流通，本國貨幣固可隨時換得外國匯兌，若遇國際金融市場潰崩，則以本位幣易外國匯兌之困難問題發生。

銀行承兌票據最大利益之一種，爲其能在公共市場自由買賣，而將其投資責任嫁於人也。用之國際公認貨幣，其效更爲顯著。例如阿根廷裝羊毛至德，平時可開紐約美元匯票售於阿根廷銀行，阿銀行售之於紐約市場，最後該匯票轉入準備銀行。準備銀行保存之以入法蘭西銀行之帳，是可知貸款投資之責任，經由阿根廷銀行，而美銀行，而準備銀行，而法蘭西銀行，以達其利用流動資金之目的也。

承兌票據信用之濫用 銀行承兌票據除用於國際貿易之自能清償交易，常能保持其流通性，及發揮其重要功用外，亦有濫用於營業資金之供給，以代替債票之發行者。此項濫用承兌票據之例，可於一九三〇——三一年之德國見之。當時德國因不能得長期放款，遂濫用承兌票據爲營業之資本。一九三一年 Darmstadt-ter und Nationalbank (Danat) 之發生困難，皆其濫用之厲階也。蓋債務人以短期借款用作長期營業資本，隨時有受債權人催索之苦，迫不得已，祇有收回自己之債權。然因其非自能清償之交易，其收回一時殊不可能。且當外國債權人提款時，債務銀行不得不向中央銀行借款以應付外匯，其結果則金融緊迫，利息高漲，中央銀行準備減少，國內資本逃亡，馴至放棄金本位或施行外匯統制以圖救濟。故承兌票據之濫用，不惟危及債權人與債務人，亦且足以危及一國之金融制度也。

投資國際貿易之選擇市場 國際貿易之投資，在平時由於國際金融市場如倫敦、紐約、沮利克、阿姆斯特丹、巴黎等爲之主宰。而其選擇標準，則視（一）各市場承兌票據利息之高低；（二）各市場金融機關與進出口商

之關係。若出票人或被出票人與各市場之銀行有相當之往來關係，則其選擇以銀行票據之利率或信用，供給之便利與否為轉移。

假如巴西出口商輸出咖啡於德國，需要上紐約或倫敦之匯票，出口商以之出售或貼現於巴西銀行，其選擇市場，將視各市場之利率為標準。蓋美元九十天期匯票與電匯之差數，原於紐約銀行承兌票據之利率，同樣英鎊九十天期匯票與電匯之差數，原於倫敦上等銀行承兌票據之利率，若紐約之利率較倫敦為低，則紐約九十天期匯票與電匯之差數必微，而出口商必樂於收受美元匯票，以其所得之款較英鎊匯票為多也。是知紐約利率低於倫敦，則紐約承兌票據之發生於投資國際貿易者，其數量必大增。反之紐約承兌票據利率增高，則紐約承兌票據之數量必減少。是項需要供給之相互關係，除有他種特別原因外，可以維持承兌票據利率之安定於不敝。

票據利率在在影響承兌票據，此中央銀行之所以操縱匯價變動之權也。今如英倫銀行提高銀行利率，則倫敦票據利率增高，而英鎊承兌之數量減少。同時美元之匯票隨以增加，其結果則英鎊匯票之供給減，而美元匯票之供給增。此項情形如不變，則英鎊對外幣之匯價又將隨以上漲矣。

勞務之投資 國際間貨物之流動，文化社交之關係，往往發生大宗資金之移轉。不寧惟是，長期資本之流動，亦足惹起短期資金之移轉，其方式為債款本息之支付。此項交易，分析之如左：

(甲)原於貿易者。

1. 水脚
2. 保險費
3. 電報電話等
4. 銀行手續費

(乙)原於文化社交關係者。

1. 游歷費
2. 水陸旅費
3. 僑民匯費
4. 教會慈善捐款
5. 影片租費

(丙)原於資本移動者。

1. 外國債票利息
2. 外國借款還本
3. 外國直接投資之利益或股息紅利之支付

上列各項交易之處理，有由於二國之間而不假手於第三國或國際金融市場者，亦有乞憐於第三市場之助者。例如希臘之船裝運俄穀至意大利，其在平時多不用希之特拉馬克，或意之里拉，而用英鎊或荷蘭之福綠林，以爲支付之工具。故出口商或進口商不得不在市場購買英鎊或福綠林。又如美國教會匯款至印度，須在英購盧比，而資金遂由美移倫敦，再由倫敦移印度矣。

文化社交發生之交易，在若干國家之資金移動，及國際收支上所佔之地位，至爲重要。例如一九三〇年美國游客在國外之費用總數達八億美元，與美在國外投資之收益總數不相上下。同年法國收入外國旅客游覽費達三億三千萬美元。此項資金移動，其影響於外匯與貨物之輸送及長期資本之流動相同。故美國游歷費之支出，創世界各國對美之債權。法國游歷費之收入，創法國銀行對各國之債權。但投資國際貿易與國際文化社

交易，其性質不無若干之異點。前者之投資責任負於國際金融中心之機關，或由一市場轉入他市場，以圖利息上之利益；後者係由國際金融市場聯合或單獨供給兌換貨幣或清算債權債務之便利，不牽動銀行之投資也。

債權之清算或抵銷 債權之清算或抵銷，向由大金融機關負其責。近數年來，各國中央銀行發展一種自行清算之制度。國際清算銀行之設立，足以激勵良組織國際金融清算制度之創造。若國際清算銀行對於此種方法獲得成功，則其結果，非惟國際匯兌之勞費可以避免，匯價亦可得安定矣。然其理想之實現，賴於各國國際支付餘額之調整，及政治經濟之納於正軌，舉一九三一年至一九三四年之紛擾陳迹而廓清之也。

資本交易與金融市場 發生於資本交易之資金流動，雖創始於資本市場，但歸入國際金融市場範圍內，外國債務利息之支付，其引起外國匯兌之需要，與輸入貨物或支付水腳費所創造之需要相同。故其影響外國匯兌無異於前述之交易，但不無差別之點。大宗外國債務為政府負債所用以支付之本位幣，係得自租稅或政府所有企業之收入。此種資金，常集於中央銀行。中央銀行須知每年應付之債款，常能準備必要之外國貨幣，俾不致發生不利之影響於匯兌市場也。

資金之用以支付利息者，普通於息票到期前三十天至六十天前，到達債權國。在分配持票人之前，暫時投資於市場。又發生於支付本息之資金，常有投資銀行處理，而不經由普通商業銀行之手。此種交易與資本交易

有密切之關係容下章論之。

國際金融市場

四七

第三章 國際資本市場

緒言 國際資本市場 (The International Capital Market) 與國際金融市場 (The International Money Market) 關係密切，性質上，殊難加以區別。資本交易如外國放款或外國直接投資，其影響及於借款國家，與貨物之輸出相同。放款國家所受之影響則與貨物之輸入相同。長期放款成立後，短期資金置於借主處分之下，其所能提取之狀態，與他項短期資金，亦無以異也。就他方面言之，金融市場之短期交易，常為長期放款之先容，債權人往往希望債務人他日成立長期放款，或出售證券於資本市場以資償還也。雖然，二者之功用不同，其機構亦復各自獨立。金融市場之任務，為投資短期交易，及便利國際短期資金之流動，資本市場之任務，則為投資長期交易，及便利國際長期資本之流動。

市場之運用 國際資本市場之交易，可分為二種：(一)外國新債券之發行，(二)舊債券在各國投資家手中之移轉或重新分配。就表面觀之，國際資本市場之資金，常自富庶國流入窮乏之國。論者多以此為資本市場與金融市場之絕大異點。此說似是而實非也。蓋當外國新債券發行之際，資金固由富庶國流入窮乏之國，但舊債券

之流通移轉其方向，苟得其反，窮乏國居民爲圖安全分散及貨殖起見，頗多購置富庶國發行之債券，而其原因由於恐懼貨幣貶值，或意圖避免苛稅，以致發生資本逃亡，羣趨於外國債券之投資者，亦所在多有。希臘、烏拉華等國人民之購買英、美、荷蘭所發行之債券，乃其著例也。

債務國支付債款之本息，爲資本由債務國流入債權國之第二原因。此項交易在國際金融市場與償付商品相同。所不可忽視者，此項資金常以之購買他種證券，而保留於資本市場，此外則國際證券套利交易，亦足促證券之繼續流動。故新債券之發行，代表資本之單方流動，而國際資本市場之其他交易，當爲資本雙方之流動也。

國際資本市場之批評 國際金融市場爲國際經濟正常關係之要素。此爲舉世所公認者。國際資本市場，則恆受世人之嚴格批評，與國會之嚴密調查焉。因此各國政府近數年來對於資本市場，訂定直接或間接之條例以限制之。例如美國政府向不干涉對蘇聯之短期或中等期限之放款，今則蘇聯證券之在美國發行者，均在禁止之列矣。然蘇聯短期放款多用於購買資本貨物之需，長短期徒有其名，經濟上殊難於劃分也。

國際資本市場之受世人嚴格批評，其理由不難想象得之。蓋短期外國放款，大都爲銀行所經營，其損失係銀行及間接之銀行股東或存戶所負擔。銀行失敗，其地位並不變更，因銀行之經營國際放款，多爲較大規模及較堅固之組織，其失敗蓋甚鮮也。長期放款，則其資金由於債券之發行，多數持票人實爲其主宰，倘因債務不履

行，或證券市價慘跌，而蒙損失，負擔者爲證券之持票人，而非發行之機關也。此外則政治關係，亦爲政府管理外國證券發行之重要原因。

資本市場之重要 雖然國際資本市場與世界經濟發達之關係，其重要不亞於國際金融市場與國際貨物勞務移動之關係也。使無國際資本之幫助，則經濟進展遲緩，若干區域必不能如今日之發達矣。曠昔之時，幾無國不需外國長期資本。今日之情形，迄未稍變。考英國實業與貿易之發達，多得力於荷蘭之資本。而英國則復供給資本以發展歐洲大陸諸國之經濟。十九世紀美國經濟之發達，則有賴於英國及歐洲諸國資本之流入。近日美國資本，則以之爲發展南美遠東及歐洲諸國實業之用也。

歷史所昭示於吾人者，各國長期資本之流動，發生不少惡例。如管理不當，濫量借款，濫用款項，官吏納賄等流弊。此等事件之在國際，與在國內長期投資，曾無以異。觀於曩時美人所感鐵路與地產公司失敗之苦痛經驗，較之外國投資失敗，有過之無不及，可以知之矣。

經濟發展與資本放款 新進國家經濟之啓發，與農業國家之工業化，其投資方法，不外依賴本國富源與利用外資二途。前者之進步，異常迂緩，阿比西尼亞屬之。卽就阿國言，其經濟進展，如鐵路事業，亦多得力於外資。次則蘇聯在共產政府統治之下，亦多以本國富源爲發展實業之用。此項政策足以促國內消費力之減退，因貨物之能覺得國外銷路者，無不儘量出口，以謀易得資本貨物也。反之加拿大、德意志之實業發達，一日千里，而其

國民之生活程度，絲毫不感窘迫，則以其能收利用外資之實效也。

一國在發展天然富源與實業過程中，所生之影響，不惟及於本國已也，亦且及於他國。蓋利用大規模之外資，常使進口貨超過出口貨。易言之，借款國之消費，勢必在生產額之上。此項消費，足以促出口國實業之繁榮。且天然富源開發後，生產增加，生活程度改善，出口亦必因之發達，其盈餘可用於外國資本本息之支付，而提高他國之生活程度也。

他方面當國家以全部或大部本國之力啓發富源或實業時，必要資本之儲蓄，常引起國內消費力之減退，及強迫之出口，而銷售國將感受不利之影響。世人皆知蘇聯輸出小麥、牛乳，及他種本國需要之消費貨物於國外，以易得外匯作購買資本貨物之用。此項強迫出口，不惟減退俄國之生活程度，亦且足以擾亂他國之貨物市場，與壓低世界之物價。故國際資本市場，移轉一國之資本於他國，既可助長世界經濟之發達，又可防止他國以國際傾銷政策啓發本國之富源也。

國際資本流動之善果，至政治經濟發生變化，流動因而停止時，而益顯著。當是時也，國家之依賴外資流入，而每年支付鉅大之債務本息者，不得不設法減少輸入，謀輸出之增加，德國自一九三〇年之秋，國際資本流入停止後，不得已以本國富源，支付對外債務，馴至輸入減少，乃採取種種方法，以增加輸出。此種趨勢，至他國爲自衛計，抵制德貨之輸入，於是乎德國對於外債，祇有出於不履行之途矣。

適量放款 有節制之國際資本流動，固利於借貸雙方國家，但其流動若為逾分激進，則結果適相反。故若干國家限制資本輸出，不得超過國際收支之贏餘數，以免危及本國之貨幣及銀行制度也。今如美國在某年國際收支之贏餘數為五億美元。其適當辦法惟有將該款安全投資國外，以應經濟上之需要，否則外國迫不得已，將採取抵制美之貨物及勞務，或運送現金至美，或不履行對美之債務矣。

若一國輸出資本超過國外應得之收益，則其貨幣與銀行制度勢將感受危險。此項情況之發生，蓋因制用外國短期資金於長期外國放款，短期資金隨時發生提取事情，而長期放款則不能收回也。至大宗外國證券，更不易在外國市場自由處分，即能勉強處分，其不致市價之慘跌也幾希。英國一九三一年之放棄金本位，其前車也。

適量借款 適量放款之不良影響如彼，須知適量借款，亦足使債務國發生困難地位，而不能履行其債務。就理論上言之，任何國家，皆能吸收無限量之資本，以供各種事業之用，經濟與非經濟所不問也。然為避免不履行計，其借款限量，須視其在經濟情形發生不利時，有償還能力方可。

外國債務之償還，所牽涉之問題有二：(一)積聚本位幣資金，(二)將此項資金易成債權國之貨幣。此二種需要，所以限制一國之借款力量也。當國家向外國借款之際，外觀上必有一種繁榮氣象，為外國所置信，故其限度殊不易確定。且適量借款之實況，非至經濟恐慌並臨不能知之。智利、秘魯、玻利維亞諸國，在一九二〇年間，負債

業繁，各種商業，均趨蕭條，事實上雖外匯能得儘量購買，而以國庫支絀，其償還殊爲不可能。例如波利維亞在一九三一年所負之債務，約當國庫收入百分之七十五，若悉舉以償付外債，則外匯雖有供給之便利，而國家之各種機構，將爲之完全停頓矣。

以本位幣易成外國貨幣問題，往往較之聚集本位幣資金尤難解決。歐洲與南美各國，多因先取外匯困難而致債務之不履行。匈牙利、德意志、奧大利所得之經驗，足以證此問題之複雜也。夫外國之貸款於政府、政治團體、銀行與公司，以其他日能聚積本位幣資金償付外債也。然債務國所需外匯數量之鉅，自一九三一年以來，中央銀行已失其供給之能力，外匯交易，遂有延期支付之宣佈。債務國雖欲償付外債，亦莫如之何也矣。不寧惟是，本位幣資金之增加，政府得以增稅或成立國內借款，或緊縮開支等種種方法行之。若外匯問題之解決，則除政府限制外匯外，無他道也。

國際資本市場之組織 國際金融市場之運用，繫乎世界重要金融中心之良好金融機關。反之國際資本市場資本之運用，則僅繫乎放款國之金融機關，以爲發行或分配債券之用，而不需借款國之特殊金融機關也。故敘述國際資本市場之組織，限於主要放款國，而放款國之金融機關，則又隨國不同，容於金融市場各章詳論之。

國際資本市場之主要金融機關，爲投資銀行。歐洲大陸諸國之商業銀行，亦爲債券之保證人。英國對於外

國債券之發行，則幾完全操於少數著名投資銀行之手。美國自一九三三年銀行條例頒布後，投資事業，限於商號之與會員銀行不發生關係及不經營私人銀行業務者。

此項經營外國放款與國際證券買賣之機關，為數極少。蓋因發行外國證券對於借款國之政治經濟狀況，及金融資本各市場均須有深切之研究故也。在若干資本市場，各種金融機關且分配區域以避免同業競爭，造成盡量放款之流弊。

然外國證券發行之集中於少數著名負責機關，乃經過若干時期遞衍之結果也。當其初各國經營外國放款，多數商號，資產既不雄厚，對於借款國之政治經濟狀況，復多不明瞭，而羨其投資國外利益之優，爭先恐後，以從事於外國證券之保證。十九世紀初葉之美國，戰後之美國，爲此例之最著者。終以設備之未周，國外情形之隔膜，對於借款國所承諾之條件，常過於寬縱，其結果均爲盡量放款，乃至債務不履行，迭經失敗後，經營外國貨款擔保之商號，遂大爲減少。

除投資銀行經營外國證券之發行及分配外，國際資本市場又包括若干組織，從事於國際舊債券之分配。此爲國際票據經紀人及商人。其任務爲實際分配債券，又爲經營套利交易。

證券套利交易 證券套利交易 (Arbitrage in Securities) 乃證券在二國以上市場所發生之交易也。其目的係在一市場購買某種證券，即以較高價格售之於他市場，或在一市場出售某種證券，即以較低價格補

購於他市場。此種方法，似極簡單。但因各證券市場習慣之不同，實施上殊多錯綜複雜。經營者既須熟悉國內市場情形，又須對於國外市場之技術運用，及各種證券之價格漲落，有深切研究，方能應付裕如也。

證券交易所之規程與習慣，各國不同。例如紐約市場交易逐日清結，而他國市場則多採二星期結帳制。經營證券交易者，須知交割日期，又須知本國證券對於外國證券之開價。今如美國羅安綠波股票一股，合英國股票四股。若美人在紐約出售該項美國股票一百股，而欲在倫敦補充，則應購買英國股票四百股。又對於股票之票面平價，亦應加以研究。若美國某項股票在倫敦售價為百分之一百五十，則其意蓋謂美元一百元股票在倫敦售價為一百五十美元，或等值之英鎊也。此外對於證券買賣之各種費用，亦須併計。然後交易之贏虧，始可決定也。

套利交易之標準，為同價之計算。所謂同價者，即某種證券以其價出售於外國市場，若在本國市場出售，應得何價，始可獲利是也。故經營者除稔知外國市場之價格，及各種費用外，應明瞭外匯之市價，因每種套利交易，均牽涉各種貨幣之兌價也。

共同經營之交易 套利交易之實行，可分單獨經營與共同經營二種。前者獨自負擔其危險與利益，對於外國代理店例須支付相當之手續費。後者係與外國機關共同經營，其危險與利益彼此平均負擔，無手續費之支給。經營者常提出的款以為套利交易之用。在一定期間，如每月之杪，造成帳目，除去各種費用外，所得利益或

損失，則按照契約平均分配於雙方。

地位之改變 在若干國家，證券之交割，例須繳納印花稅。若其慣例爲二星期結帳，則經營者往往在期前將其地位改變，以避免印花。例如美商在倫敦出銀，而補購之於紐約以圖利。倫敦實際交貨時，美商爲避免印花計，恆令倫敦代理店在市購銀而以之出售於紐約。此項變更地位所生之損失，若較繳納印花稅爲大，則交易多不進行。

套利交易之初意，原欲藉各市場價格之不同以圖利，但其宗旨則爲劃一各地之市價。其實行之前提，亦猶各種金融交易之需要自由無限制市場也。匯價之變動，不足爲套利交易之阻礙，變動劇烈，固可發生危險，但亦可增加利益。事實上，一方購入證券，一方出售，無所用國際資金之流動，卽有之，然爲數亦微矣。

國際之合作 戰前國際資本之流動，多爲私人借貸關係，絕鮮政府幫助他國舉債之例，而借主則常在擔保人保護之下。若多數國家集團合作以恢復他國信用，使其能在國際資本市場舉債，更爲絕無而僅有。故國家在國際上信用不佳，卽不能在國際資本市場借款。所乞靈者，惟有反求諸己而已。

戰後情勢大變，雖在國內外無信譽之貧弱國家，亦得以有利條件向國際資本市場借款。此蓋由於國際聯合會發行或贊助各種放款以恢復弱國信用之結果也。國際聯合會實行此項工作，其步驟先從調查預備借主之經濟財政實況入手，繼則預備復業之計劃，終乃派遣專家主持計劃之實施。其在奧、匈及布爾加利亞諸國，此

項監督實權，均操於派遣之高級委員。所有關於放款之用途，及抵押之稅收，皆由委員嚴密稽察。故國際聯合會之開始放款，爲國際事態之重大變遷。自有國際放款，而曩昔不能染指之弱國，皆得分其餘瀝。其大有造於弱國之經濟復興，殊非淺鮮也。

過去若干國際放款到期之不履行，國際聯合會威望，不免受一重大打擊。其影響直接及於弱國經濟復興計劃。投資者亦知債務國，雖償還有心，而以國際資金移轉，發生困難，不得不出於不履行之一途。財政監督等諸具文，將來國際放款之進行，當不如前之順利矣。

國際資本市場一九三一——一九三四 自一九三〇年以來，經濟不景氣怒潮澎湃。各國鑑於投資之危險，裹足不前。國際放款，遂陷於完全停頓。加以政府稅收短絀，外國貿易不振，多數國家，不能履行債務，外國債務，益爲世人所唾棄。此種大宗不履行之事實，發生於一九三一年之初。迨一九三四年之末，美國約有三十億美元之外國債券，或相當於美國全部外國放款百分之四十，不能按期履行。然多數債務國，則仍努力從事於一部分息款之償付，或以現金，或以債券，或二者兼用之。

購買外國證券所蒙之損失，造成投資家對於各種外國證券不良之印象。政府乃不得不訂定種種條例以限制之。美國約翰遜生條例，禁止對於外國政府不履行美國債務之放款。一九三三年之證券條例，則限制外國證券必須向證券匯兌委員會登錄云。

英國之情形，與美國亦復相類。據金德斯萊氏（Sir Robert Kindersley）之統計，英國國外投資之全部收入，自一九二九年之二三〇、九〇〇、〇〇〇鎊減至一九三三年之一五四、九〇〇、〇〇〇鎊。然英人處之，仍極泰然。一九三一年後，英國國庫非正式禁止外國放款。惟此項政策之實行，其宗旨非以保護投資家，乃所以保護英國收支之平衡耳。一九三四年，加以修正，允許某種外國放款之發行，及用以購買英貨，或增加英鎊集團資產之新貸款。此項限制外國放款之用於購貨，足以阻礙國際貿易之正常活動，實非經濟方面健全之政策也。

美國將來如何繼續完成其債權國之任務，今雖不可知，但欲求前途之發展，惟有設法使債務國打破不景氣難關，調整信用，分期償還舊債而後可。然茲事體大，恐非經數年後，美國資本市場不易接受大宗國際貨物。但為事實上着想，國際收支倘能維持順利地位，則美國各種資本之輸出，實為必要。至舊債之已否收回，固可不問也。

近數年來，國際新資本之發行，雖尚在停頓中，而舊債務則較前漸趨活動。國際市場中債券之由一國移轉他國，常為數見不鮮之事。而債務國之收回債權國債券，亦頗不在少數也。

據美國商務部之統計，一九三三年美國經由證券市場購入外國證券之數，為六億八千五百萬美元，由外人買回美國證券之數，約五億八千萬美元。他方面外人由美國持票人買回外國股票與債券，約五億六千五百

萬美元，又購入美國證券七億六千萬美元。在一九三四年之上半年，外人在美國購入證券約八億五千萬美元，就中國證券約佔四億九千萬美元。同期美人由外國持票人購入證券約六億二千五百萬美元，就中國證券佔三億七千萬美元。

觀此可知一九三三年與一九三四年之上半年，外人在美國所購之證券，較美人在外所購之數爲大。其趨勢將使美國債權人之地位，爲之減退。此項趨勢，按諸美國貿易差額之順利，及外人所負美國債務之鉅，足見美國之國際金融不軌於正也。蓋債權國在外之消費支出，應使超過在外之收入，或繼續輸出資本。若二者均不存，債務國祇有輸送黃金，以清理債務。美國之經濟地位，原以收回外國放款爲主。其所得外國證券之經驗，亦與債權之英相同，但英雖因債務國不履行債務，以致持票人大受損失，而其放款政策，則仍繼續進行。近日對於外國放款之限制，復加以修改，使資本輸出，回復原狀矣。

國際資本市場之將來，其關鍵繫於世界放款國家所取之經濟政策。放款國而以分工原則下之國際合作爲其政策也，則國際資本市場之復興，可翹足以待。若其驚於國家經濟自給之利益，閉關自守，則國際資本放款勢將爲之大減，其大部且將由政府機關以爲主宰矣。

第四章 國際金融市場恢復與崩潰之回顧

和約之影響

世界大戰破壞歐洲財政經濟之基礎，然若無和約之阻礙，雖則有人力、資本、貨物之損失，其恢復僅須短時期即可成就。但事有大謬不然者，協約國非惟無誠意以敏捷方法減少戰爭所發生之惡影響，甚且採取種種經濟計劃，以阻止世界之恢復常態。經濟單位之分裂，使商業不復完整，加以協約國要求賠款，使中歐戰敗國家，經濟恢復，爲不可能。此外則經濟自給主義之發展，及戰時與戰後各國政府戰債之成立，皆足爲召禍之源也。

此種因素一日存在，則歐洲經濟問題，一日不能解決。然戰後歐洲各國，亦當竭力恢復通貨，其成就當爲暫時，而非永久。蓋以戰前方法，用之於戰後情形，戰爭釀成之經濟結果及和約之阻礙，殊不易以此等方法征服也。

通貨恢復

問題之急待解決者，第一爲多數國家之恢復預算，及遏止貨幣跌價。其更重要者爲遏止通貨之膨脹。通貨膨脹之惡影響，曾由國聯財政委員會之奧國報告，加以說明如下：

「各種資產之以通貨表示者均被毀滅。人民之有一定收入者，均受絕大打擊，而變爲窮困。世人乃企圖設法反對克羅 (Krone) 之繼續跌落，不論放款或存款，僅成爲衰敗交易之代表而已。」

通貨膨脹與通貨跌價問題，爲多數國際會議討論之焦點。其最重要者，爲布魯塞爾 (Brussels) 及熱那亞 (Genoa) 會議。布魯塞爾會議承認此種危險，以爲歐洲第一步改革而爲其他免除禍患之方法所依賴者，爲遏止通貨之膨脹，迅速採取一種貨幣，以作價值之安定測量單位，在近世實業與金融機構上，實爲不可避免。蓋知通貨漲落，足以破壞貨幣與信用經濟，使實業與貿易含有投機性，並使古代物物交換制度，復見於國內外之交易也。布魯塞爾會議之建議，在一九二二年熱那亞會議決議中，施行一種更具體之安定通貨辦法。

熱那亞會議 熱那亞會議之建議中，關於恢復通貨及安定金融之說明，謂：

「歐洲通貨應以普通本位爲根據，而黃金實爲目前歐洲同意採取之唯一普通單位，爲謀公眾利益計，歐洲各國政府應宣布成立金本位爲其最後目的，並應同意於各種完成此項目的之計劃。」

該會議宣布通貨穩定爲經濟平衡必不可少之條件。在創立紙幣或銀行信用以彌補預算短少之情形下，通貨改善，實不可能。又中央銀行須獨立於政治勢力之外，現行通貨之應否貶值，須由各國政府自行決定。因國內情形可以決定能否返還戰前之黃金平價，或協定一種新平價也。所慮者，通貨如恢復戰前情形，黃金價值將因各國同時競從事於金屬準備之增加而抬高。爲免除黃金之不正當需要計，應設法節約黃金之貨幣上使用。

熱那亞會議，介紹金匯兌本位為救濟之良策。金匯兌本位——即在戰前已有若干國實行——能使一國維持其貨幣單位對於金本位國貨幣單位之平價，而不必保有黃金之貯存額。在此本位下，通貨不兌換黃金，而按平價兌換金本位國之貨幣。

各國安定通貨所遭遇之問題，為應否恢復平價，或減低幣值。當熱那亞會議代表決定戰前幣值之時，其困難為缺乏資財，以為實行此種大計劃之後盾，在喪失幣值三分之一以上之國家，恢復原有平價，非惟不能，亦且不必，因其反應及於社會及經濟至大且鉅也。其所牽涉者，為財富之重新分配，少數之債權人，將蒙利益，而債務人及納稅人，則負擔一蹶不振之重責。不寧惟是，恢復當初之平價，將發生下列結果：（一）逐漸抬高幣價；（二）以本位幣表示之價格低落；（三）出產減少，及（四）失業增加。近代事業之大部份係由借款投資，幣值抬高，出產減少，則足以促多數企業之崩潰，尤其是有定額貨幣負債之企業。交戰國中英吉利與日本獨能恢復戰前之貨幣平價，但就其結果所發生之財政與經濟禍患而言，此種政策，頗為世人所批評也。

通貨貶值，蓋指通貨在低水平上之穩定，或減少貨幣單位之黃金含量，此為掩飾之抵賴，因犧牲者不能直接明瞭政府舉措之結果也。貶值之成就，係以較少數之新鈔票，掉換舊鈔票，或採取代表紙幣在穩定時黃金價值之一種黃金新單位。第二項辦法幾為戰後減低幣值國家所採取之普通手段。

通貨穩定之缺點 吾人回憶研究穩定各種通貨之負責人，包括國際聯盟之財政專家，其關心穩定預算

及創設獨立於國庫之中央銀行，遠較國家經濟地位或國際收支地位爲尤切。蓋深信通貨穩定及成立外國借款以增強中央銀行之黃金與外國匯兌保有額，則在不依賴中央銀行供給大宗信用情形之下維持穩定，當不發生困難，世界普通經濟及國內特殊情形之變遷，自無甚利害關係也。故在熱那亞會議討論通貨穩定之時，所有賠償及戰債問題，均在擯除之列。關於此等問題之間接討論，該會議僅陳述受通貨膨脹損害及被迫支付大宗外國款項之國家，因支付餘額之不順利，外國借款實爲必要。「若無此種借款，則貨幣比較上穩定之爲平衡預算所依賴者，將不能達到矣。」此爲熱那亞會議所發見之事實。

若干歐洲國家通貨之穩定，係依賴外國之繼續放款，此種放款結果足以增加支付餘額，其停止足以危及通貨穩定之事實，並不使時人關懷。戰後歐洲之傾軋當爲戰前根深柢固之概念所發動，而反映於政治經濟之意見及行動，結果採取合於戰前情形而不適用於戰後之計劃及補救方法。其所抱定之信仰，爲一國之匯兌如已穩定，則提高貼現率足以促資金之流入，及支付餘額之重新整理。此種結論係根據戰前情形。當時各國之國際經濟地位有幾分之良好調整，變更貼現率，自足吸收外國之資金，但戰爭及和約所惹起之經濟影響，及賠款與戰債之存在，使其發展絕異。賠款與戰債係單方面之資本流動，並無經濟上之理由或交換物。二者之法律基礎雖異，但其經濟之效果則相同。就實質言之，戰債爲德國償付美國之鉅大款項，蓋德國支付勝利國賠款之大部，係由勝利國轉匯美國，以償付戰債，故戰債之償付，賴於賠款之收入。此一問題在債務國觀之，常認爲有連帶

之關係。歐洲之復興，當以此問題解決爲樞紐也。

穩定方法之謬妄 歐洲通貨穩定之實施，並不顧世界經濟組織之變遷，又不顧所牽涉之國際金融問題，此項問題乃使恢復尋常通貨與信用狀態爲不可能者。當其初世，人皆知所負賠款及戰債之國家，雖非完全經濟單位，仍堅持經濟孤立之政策。在資本富裕國家，願意供給必要之長期資金情形下，能維持匯兌之穩定，因有這種情形，尤其是在美國方面，投資鉅額於外國，使歐洲乃至世界獲得興盛氣象。數年間各種通貨之穩定，無非美國資本所造成也。

美國之崛起而爲世界最大債權國，攜帶糾紛以俱來，而於停止流出資本於國外之時，尤爲顯著。美國在昔時爲債務國，其政策係根據進口貨過剩足以損害國家之原則。國家地位變更，此項政策倘仍繼續存在，則將發生不利之影響。獎勵出口，及以高稅限制進口至最低限度之企圖，並不利於債權國，其結果足以引起債務人之不履行，信用地位之分裂，及貨幣之瓦解。蓋一國以高稅限制進口，使貿易餘額繼續順利，則債務人勢必無法償還債務。此種事實可以美國證明之。美國在戰前爲國際資本市場之債務人，以異常狀態之壓迫，而獲得債權人之地位極速。自一九一四年戰事發生，至一九二九年，十五年間，美國出口貨超過進口貨之數，共爲二百五十九億九百三十八萬一千美元。同期美國貨幣黃金存款之淨增數，爲二十一億六千六百另九萬六千美元。外國證券之購置美國證券之再購，外國之直接投資，及美國政府之放款，合共超過二百五十億美元。一九二九年，此項

運動停止。外國放款數量之減退，及美國在一九三〇年採用不健全之關稅政策，各國之相繼步其後塵，爲戰後穩定時期終止之強有力表徵。

短期資金之勢力 戰後其他重要發展，足以危及匯兌之穩定者，爲短期債務之大量增加。增加之動機，一部分由於各金融中心利息之不同，一部份由於各國，尤其是法國，不願經營長期放款，而願從事於短期放款。最後由於歐陸各國國內情形之不安定，殊不易獲得長期放款之故。此外則金匯兌本位之推行，使若干中央銀行以金本位國之卽期餘額充全部或一部份之必要金準備，亦爲短期資金增加之原因。

此種短期資金雖能盡有益之職務，但其提取或爲卽期，或爲經過最短期之通知，均足威脅債務國之財政平衡，及其匯兌之穩定。短期資金之所有主，不啻操一最有成效及最危險之武器。惟其武器爲雙面，用之不當，則受傷害者不僅債務人，卽債權人亦將同受其害。此等不易處置之短期資金貯藏所，其維持之結果，可得而知者，爲多數貨幣之跌價，外國匯兌之施行統制，債務停頓契約之成立，及資金本身之發生凝滯。

結論 戰後穩定之失敗，蓋因其基礎爲外國放款之流沙，而非國家經濟平衡之盤石，經濟與政治領袖各國預算不平衡之危及通貨穩定也，乃努力從事於公共財政之整理，惟其依賴中央銀行之政策太切，以致未能收調整支付餘額之用。當信用昭著之際，資本富裕國家，尤其是美國，極願投放資金於外國，以求維持通貨之安定，然一遇信用破壞，債權國停止放款，並將外國餘額提回，全部制度，遂不得不趨於崩潰。

一九三二——一九三三年之崩潰

嚴重事態之預兆，肇端於奧大利，其禍患牽涉政治與經濟二方面。一九三一年五月十一日，奧國最大銀行 Oesterreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe 發生破綻，要求奧政府及奧大利國民銀行予以援助。該行在一九三〇年決算損失之數，共達一億四千萬先令 (Schillings)，或相當於其全部資本額。 Credit-Anstalt 爲一著名老機關，自一八五七年以來，股息從未逾期，此次因大宗短期資金凝滯，發生困難，金融上之恐慌，所反映於國內經濟，至爲危險。奧國政府乃不得不設法救濟。該行必要之援助迅速給付後，不數日而該行困難之情形，爲世人所周知，同時宣布從事於該行改組之準備。

Credit-Anstalt 之危機，破壞奧大利國際財政復興計劃之結果，且可表示在現今歐洲經濟政治情形之下，維持奧國獨立單位，如非不可能，亦當感覺困難。奧國恐慌，又可使有歐洲短期放款者，咸具戒心，國際信用之樞紐，於是乎破壞。此爲信用恐慌之起點，亦爲得未曾有之先例。其風潮蔓延中歐，最後波及倫敦而至美國。

德國 爲受奧大利恐慌震動最早之大國。自通貨穩定後，德國設法增加大宗短期外國債務。一九二九年至一九三〇年間，大宗外國信用之被提者，共有二次，其結果使國內銀行對於國內外提款風潮，殊有不能應付之勢。據 Beale Committee of Inquiry 一九三一年八月二十日之報告，一九三一年前七月間，德國外國信用之被提出，及外國人之出售德國國內債券，與德國資本之逃亡，共達三十五億馬克。此種提款所發生之

影響可以一九三一年五月三十日至六月二十三日德意志銀行喪失金屬準備之黃金與外匯數達十億七千五百萬馬克之事實證明之。

德國銀行初以爲清理外國資產足以抵抗壓迫，且又有德意志銀行爲再貼現之再後信用泉源，自不難化險爲夷。此種樂觀主義，轉瞬爲事實所反證。因在六月十九日德意志銀行即遭遇困難之境，所躊躇莫決者，爲應否採取限制信用之極端計畫，或取消流通鈔票百分之四十爲黃金及外匯之最低限度也。

英國政府深知德國財政之危機，乃努力援助德國政府。此項發展至一九三一年六月三十日，而達於極點。是時美國總統胡佛 (Hoover) 提議將賠款及戰債延期一年。若胡佛計畫爲各關係國所容納，立即見諸施行，則金融恐慌，或可免除。不幸法國堅持無條件年金之支付，及楊格計畫之神聖不可侵犯。蓋當時法國所受世界恐慌之影響甚微，不了解地位之嚴重。除對於協約國之少數放款，及道威斯 (Dawson) 與楊格放款之小額參加外，法國禁止長期放款，而因有大宗短期資金之存放外國，使法國之地位極爲堅固。迨七月六日即延期支付之提議發表後二星期，始由法國與美國成立一種協定，但爲時過遲，殊不足以遏止國內外之提款。德國銀行之關門，遂成爲不可避免之事實。在德意志銀行限制信用政策之下，德國銀行不能獲得款項，以應付提款風潮。最後於國際清算銀行董事會開會後之同日，知外國援助之無望，德國政府乃不得已關閉銀行，——即以緊急命令停止現金支付及銀行間之交換。

當時德國雖無延期支付命令之宣布，但銀行之全數關閉，實等於全體延期支付。國內銀行之關閉，爲近世德國銀行史上之創舉。其手段之激烈，即在一九二二年及一九二三年金融極度恐慌之際，亦未敢輕於嘗試也。

英國 當中歐金融恐慌發生之際，倫敦——爲自昔相傳之國際大金融中心——曾竭力遏止風潮之延及他國。英倫銀行擴張信用二千一百萬美元於奧政府，以助其挽回緊急地位；旋復與法蘭西銀行、聯邦準備銀行及國際清算銀行聯合擴張信用一億美元於德意志銀行，英倫銀行獨擔任二千五百萬美元。其時大宗英國在中歐委託之一部，不復含有短期性質，且不能隨貨主之意自由提取。外國信用在中歐及德國之凝滯，引起世人對於國際金融市場流通性之憂慮，尤其是世界交換中心之倫敦，在德國之凝滯短期信用，共達一億金鎊之多。此項憂慮，繼續不已。世界銀行知欲增加其流動性，非收回存入倫敦之卽期或短期餘額不可，故在七月至八月間，倫敦之償付此等帳款總數共達二億金鎊。

雖外國餘額之在倫敦者僅代表其國外投資之小部份，但倫敦因不能將其外國長期放款或其短期投資之大部份，變爲現金，且外國債權人並不同時爲倫敦之債務人，而陷於困難之境。自一九三一年七月之中旬，至八月一日，英倫銀行黃金保有額，減少三千二百萬金鎊（一億五千五百五十二萬美元），其總數僅餘一億三千三百八十萬金鎊（六億五千零二十六萬八千美元），爲一九二九年以來之最低額。此項提回之款，其中一億美元之去路爲巴黎，餘爲阿姆斯特丹及沮利克。英倫銀行爲遏止黃金準備之提款風潮計，將貼現率自二厘

半提高至七月二十三日之三厘半，又增至七月三十日之四厘半，繼財政及實業報告（Macmillan Report）暴露倫敦市場在國際地位之弱點後，國會經濟委員會（May Committee）復於七月三十一日發表國庫預算，在一九三二——三三年短少一億二千萬金鎊。自經此等報告刊布，倫敦之提款風潮遂益烈。法蘭西銀行知英國金本位之停止，迫在眉睫，爲保全法國在倫敦餘額之安全着想（是時約有一億五千萬金鎊），乃不論數目之鉅細，吸收法國銀行所提供之金鎊，以阻止倫敦黃金之繼續流出。是時英倫銀行用種種方法，維持金鎊之安定。八月一日與紐約聯邦準備銀行及法蘭西銀行訂約，成立信用二千五百萬金鎊（每機關，以各該國之貨幣支付，希望是項協定，或可遏止金鎊之逃亡。同時英倫銀行得國庫之許可，按照一九二八年通貨與銀行鈔票條例，增加信託發行額，自二億六千萬金鎊增至二億七千五百萬金鎊。此種方法，殊不足以減輕債權人之恐慌，及促信用之恢復。上述信用所得之款，至八月杪即告竭。

英國並不甘屈服，仍繼續成立新借款，企圖救濟金鎊，八月二十八日，國庫自紐約、巴黎獲得信用八千萬金鎊，其結果僅維持現狀至三星期之久而已。九月二十日，內閣批准暫時停止金本位以六個月爲期之決議。該決議於次日實行。同時銀行利率提高至六厘，金鎊匯兌遂失其平準之地位矣。

英國放棄金本位以前之事實，昭示保持大宗短期資金於外國。當信用破壞之時，趕速收回，而不願喪失資金國家所受之影響，或所有主用以達政治經濟之自私自目的，均足發生危險。英倫銀行減少黃金保有額，不及百

分之二十，即強迫金鎊脫離金本位，更足表示國際金融中心之倫敦，安全界線，至為狹隘也。倫敦之流動性比例，係根據一國經驗而得，在平常狀態之下，固為適用，但當喪失世界各國信任之時，即使合於銀行機能之最高流動性，其能否救濟金鎊，自不能不認為疑難之問題也。

其他各國 金鎊之跌落，並不限於本身。自金本位停止命令宣布後，一部分國家之交易所，立即關閉。大多數國家之保持鉅大餘額於倫敦市場者，其貨幣基礎，隨以薄弱。此足證金融市場之互相依賴也。

繼英國放棄金本位之後而發生者，為各國採取同樣行動，馴至貨幣相繼跌價，其詳細可參閱下列二表。

英國貨幣之中，南非洲金鎊為唯一與黃金發生關係之貨幣。但此項關係，至一九三二年十二月二十九日停止。愛爾蘭自由州、印度、埃及、巴力斯坦及英國殖民地之以金鎊為記帳單位者，同與英國放棄金本位。加拿大禁止。

表 五

匯價與從前黃金之比例

歐洲貨幣	1931年1月	1931年12月	1934年6月
Austrian schilling	100.00	99.11*	78.27
Czechoslovakian korun	99.96	99.99	83.33
Danish kroner	99.72	69.36	49.93
English pound	99.76	69.32	61.59
Finnish mark	99.94	67.25	52.59
German reichsmark	99.79	99.15*	95.63
Greek drachma	99.73	99.24*	43.23
Hungarian pengo	99.92	99.83*	98.70
Italian lira	99.47	97.08	97.00
Norwegian kroner	99.73	68.97	56.17
Polish zloty	99.04	99.75	99.94
Portuguese escudo	100.00	73.02	62.07
Swedish kroner	99.87	69.82	57.64
Swiss franc	100.32	100.96	99.99

* 此種貨幣之急速跌落因實施嚴厲之外匯限制而遏止

表 六

匯價與從前黃金平價之比例

其他貨幣	1931年1月	1931年12月	1934年6月
Argentine peso	72.25	60.66	46.81
Bolivian boliviano	100.69	97.95	42.07
Brazilian milreis	75.83	51.83	39.85
Canadian dollar	99.79	82.71	59.52
Chelean peso	99.18	99.18	49.59
Indian rupee	98.45	69.48	61.34
Japanese yen	99.19	97.20	35.42
United States dollar	99.93	99.87	59.39

黃金出口，惟不放棄金本位。斯干的那維亞各國，因其貨物係以英國為尾閥，繼英國而放棄金本位。在短時期中，他國採納同樣決議，或施行外國匯兌之條例。除少數國家如法蘭西、荷蘭、瑞士、比利時及波蘭表示能有維持金本位之力最外，其他各國名義上雖仍保留金本位，但不得不施行外匯限制。與普通之趨勢相反者，為波蘭之恢復金塊本位。一九三三年二月九日，以波蘭銀行股東之表決，旋得政府與國會之批准，波蘭遂放棄金匯兌本位而採用金塊本位。其法定最低準備比例，自百分之四十，減至百分之三十，又最低準備比例，在舊法適用於流通鈔票加入即期負債，將來僅適用於流通鈔票，另加即期負債超過一億士羅笛 (Zloty) 之數。

美國 銀行恐慌之波及歐洲各國，美國自不在例外。金融崩潰使多數中央銀行及其他機關，大蒙損失，因而不提不提回存入美國之餘額。自一九三一年九月杪至一九三二年六月杪，美國黃金之流出，達八億九千八百萬美元，然在一九三二年之夏，黃金出口停止，而轉為流入，美元復為世界最寵愛之貨幣。其在各市場，均溢價出售，以致世人深信美國已能穩渡難關。惟此項進展，為時甚暫，銀行失敗之增多，發生其他信用恐慌，結果為黃金之大量流出，及黃金與通貨之窖藏。迨一九三三年三月杪，全國銀行以總統之命令而關閉。

美國銀行休假日結束銀行之恐慌，厥後貨幣之進展，世人耳熟能詳，無待贅述。黃金購買政策，美之貶值及關於白銀之立法，頗為多數專家所批評。雖美元在一九三四年一月三日法律上穩定為舊時平價百分之五九·〇五，然非最後之穩定。因按照農業整理條例，總統有權減低幣值至舊平價百分之五十也。此為威嚇美

元穩定之原動力，捷克斯拉夫繼美國之後，於一九三四年二月十七日減少克倫(Crown)之黃金含量，自四四·五八耗減至三七·一五耗之純金，但不放棄金本位耳。

國際金融市場崩潰之影響

此種發展，使國際金融地位，復返戰爭甫告結束時之狀態。但有重要區別，即在一九二四年世界更遭遇浩理一九三〇年前大宗長短期外國債務之新問題是也。假使債權人不受驚惶，或政治不擔任決定資金提取之重要職務，則國際金融市場之分裂，限於局部。但膽怯之債權人，昧於國際交易僅較小範圍之金額能得移轉，即在一國亦僅小範圍金額可由一種投資方式轉入他方式，始不發生危險之事實。須知一國可得利用以爲外國支付之數額，大都依賴經濟組織支付餘額，及在外國之流動短期資金，在範圍之外，未有無貨物出口之真正移轉，而不破壞債務國之通貨者。一九三〇年前，債務國多賴長短期信用之流入，以應付外國債務。一九三一年，國際信用之流動驟停，原料與農產品之跌價，更足加重債務國之困難。長短期之國際支付，除成立新借款外，應取給於貨物及勞務之出售，故貨物跌價，足以危及債務國，因須輸出較多貨物以獲得所必要之外國匯兌也。戰後最初數年，外國債務之成立，若以環債所出售貨物之數量計算，約有一九三一——三二年之二倍。其地位又因若干債權國之施行保護貿易政策而增加嚴重，尤其是美國曾企圖避免債權人所應有之進口剩餘。在此種情形之下，世界各國，尤其是債務國，不得不採用方法，以阻止債權人之收受正當債務。是項方法，爲外國匯兌之限

制，匯劃之延付，債務停頓契約，及最後方法未兌付外國債務本息之不履行是也。

外國匯兌之限制 政府遭遇外國劇烈提款，或嚴重移轉問題，所採取之第一步辦法，為外國匯兌管理之制定。此種辦法之主要目的，為保護國內通貨，遏止資本逃亡，及調整進口貨物。在施行限制國家，所有外國匯兌分配，係由政府或中央銀行主政，且僅限於絕對需要之進口貨。是項分配，常附帶障礙，以關稅或進口派額方式出之。如此可使貿易餘額平準，貨幣之對外地位有改善之望。外國匯兌管理，不僅限制外國貨幣之買賣，亦且調整所受影響國家與世界之各種財政交易。

其他國家組織「交換協定」(Clearing Arrangements)，以在同市場出口貨所發生之債權，抵銷進口貨債務，俾可克服外匯限制所造成之貿易障礙。交換協定雖能使兩國間貿易獲得暫時便利，但不免危險，以其阻礙三角式之貿易協定，足以減少國際貿易之數量也。匯兌管理之各種方式及程度，干涉經濟之自由，惟其手段，堪為緊急時期之助，然實非根本問題之解決，其趨勢僅限制資金貨物之流動耳。一九三四年之中葉，世界上多數國家，實行外國匯兌之限制。

債務停頓契約 一九三一年之信用恐慌，發生所謂債務停頓契約 (Standstill Agreement)，此即為德文 "Stillhalten" 之譯文，法律上可解釋為債權人與債務人雙方成立契約，將未了外國短期債務，准許緩付，蓋一種避免債務人不履行之權宜辦法也。大都適用於銀行間之短期債款，及銀行對於大企業與商業機關之短

期放款。在目前情形之下，此實最善解決方法，因債務人多為大組織，若所在地之通貨可得收受，則其有償付債務能力，可無疑義。然因最後債務之清理，需要移轉本地資金，變易外國匯兌，而此項移轉則為事實上所不許。自有債務停頓契約，而一部歐陸大銀行，得以免除技術上之破產矣。嚴厲外匯管理制度之推行於債務國，使人深信債務停頓契約之當事人，倘不獲得另外資本之償付，則契約外之債權人，亦無償還之可能。外匯管理之條例，並禁止債務國人民之輸出資本，以保護外國債權人之利益。

債務停頓契約凍結短期信用，不免使債權人受窘，然對於債務人與債權人，亦不無利益之點：第一可以遏止債務國償付債權人之抱侵略主義，或有較佳聯絡而與其他債權人為犧牲者；第二可使不完全剝奪債務國所賴以投資外國貿易之外國信用，而將債款逐漸清理，或變為長期債款。債務停頓契約所不能根本免除之弊害，為所受影響國家之逾量借款，及支付餘額之失調。

匯劃延付 政府保護匯兌之他種方法，為外國債務之匯劃延付（Transfer Moratorium）。延付之意，蓋指在一定時期內，債務人用法律授權延付到期之債務也。普通延付係在戰爭、國家危急或金融恐慌之際，由法律授權辦理。一部分延付之例，如瑞典政府對於 *Krauger & Toll Company* 之授權是也。延付命令停止全部或一部法律上對於債務人之求得賠償辦法，僅適用於本國人民之間，若係外國債務之單方面延付——即停止對於他國或他國人民契約上債務之履行——則為違背契約，不履行債務，等於不償還。一九三一——一

九三二年之匯劃恐慌，起因於大宗國際長期借款，及不平均之鉅額短期債務，物價隨以急遽跌落，乃發生一種特別延付，即所謂匯劃延付也。就匯劃字義所表示，此種延付影響，及於僅可以外國支付媒介清理之外國債務。匯劃延付之特點，即各國債務人以本國通貨償付債款，而將該款存於國內受託人之手，俟匯劃延付停止，或經政府特許後，始易為外國貨幣，匯寄外國。債務人一經付款，即解除債務之責任，但因政府施行外匯限制，不能按照契約之貨幣支付，故實際與不履行相等。有時外國債權人以所指定償還之存款，作債務國之特種用途，匯劃延付為政府獨占外國匯兌交易之論理上結果，造成嚴重問題，在國際資本市場恢復之前所當解決者也。

封鎖帳目 匯劃延付之制定，債務停頓契約之採用，其結果為封鎖帳目 (Blocked Accounts) 制度之發展。所謂封鎖帳目者，乃帳目之以本位幣表示，僅可在該國內使用，但不得用以匯劃外國也。此種帳目之外國所有主，雖有存款，不能利用，在他方面則常有個人或公司利用此種資金於國內，故封鎖帳目之買賣，常發生鉅大之折扣焉。

在此種制度發展之國家，通貨可分為二種。自由通貨可按照普通匯價出售，封鎖通貨則受極大之折扣。德國之封鎖帳目，因起源不同，而再分為若干類。封鎖通貨之急遽跌價，不僅使債務國能償付短期債務之大部分，亦且使其能以外國債權人為犧牲，而投資附隨出口貨。是故德國雖堅持穩定通貨，亦能與通貨跌落之國家競爭，然因出口貨之由封鎖帳目投資者，並不創造外國匯兌，結果僅減少外國之債務，其用度遂被逐漸限制，而在

匯兌市上之價值亦激減

因外國債務匯劃延付而創造之封鎖賬目，引起多數關於運用資金之重要問題。在推行匯劃延付之若干歐洲國家，各個債務人應將本息以本位幣繳存中央銀行之特種賬目內。若中央銀行不運用此項資金，則信用將隨以收縮。若在他方面中央銀行大量運用此項資金於商業或其他目的，則與成立新外國借款無異，國內信用勢將隨以膨脹。大多數係採取後者之辦法，故實際上多數不履行外國債務之國家，其顯著之恢復，係得力於所欠外國債權人資金之投資。輸出資本國家之債權人，其援助莫立新恢復及新事業之基礎，蓋非其本意也。

結論 上述限制及調整國際資本信用方面之制定，使國際金融市場之存在不可能。在此種限制繼續存在，主要貨幣繼續漲落情形之下，而欲恢復金融與資本市場於國際廣大範圍基礎之上，夫人而知其無希望也。然阻礙與困難，雖有加以克服之必要，但小規模之恢復，已露其端。倫敦市場今日正在擴張財政援助於金集團國家。美國政府之設立進出口銀行，足為承認國際資本流動含有重要性之表徵，各債務國漸知清理過期債務之必要。若干不履行債務之國家，已竭力設法，與債權國磋商解決辦法。惟所當注意者，在國際金融市場創造穩健基礎以前，世界國家應重新恢復國際分工原則，而將經濟自給主義放棄也。

第五章 金融市場——一般比較上之分析

定義 一國之有銀行與信用制度，所以謀各種事業上投資之便利也。銀行發達，繫乎生產之欣欣向榮，分配消費之各得其所。信用發達，繫乎經濟組織之嚴密。二者互為因果，如響斯應。較近工商業之集中都市，使都市之信用機能，日趨複雜，以構成金融市場。

金融市場，乃短期資金貸借之機關，而亦一國或世界大部分金融交易所由清理者也。就廣義言之，金融市場包括各種事業上投資之全部機構。就狹義言之，則僅包括若干標準式之放款，如通知放款以及信用證券如承兌票據國庫票據等交易，而私人借貸關係不與焉。故金融市場有別於商業銀行制度，而又輔車以相依也。

金融市場之為短期資金尾閥也，其在一國，則聚國內短期遊費以為國內事業界短期之利用；其在國際，則聚世界之資金而供若干國家之通融。資金之性質為短期，故其投資亦須有高度之流動性，於是乎有所謂承兌票據市場 (The Acceptance Market)、商業票據市場 (The Commercial Paper Market)、短期國庫票據市場 (The Short term Treasury Bill Market) 及通知放款市場 (The Call Money Market) 焉。商業

票據市場與承兌票據市場，所以供國內外貿易之投資也。短期國庫票據市場，所以供國家財政之挹注也。通知放款市場，所以供證券流通之便利也。在平常狀態之下，金融市場常能發揮其絕大功效。例如倫敦金融市場之短期資金流通數，達九億金鎊之多，其大部期限均在三十天至九十天期以內，其富有流動性，可以想見矣。

市場之組織 世之論金融市場者，每意其為集中組織，其作用猶之物品證券交易所也。其實不然，蓋金融市場包括若干獨立特殊市場，直接或間接與主市場發生關係，其組織與技術，雖各不同，但有一共通特質焉，即經營短期資金之借貸是也。世界重要金融市場如倫敦、紐約，就廣義方面言之，係由下列特殊市場組成：

(甲) 金融市場本部包括：

- 1、商業票據市場
- 2、承兌票據市場
- 3、抵押放款市場 (紐約經紀人放款市場)
- 4、延期交易市場 (倫敦)
- 5、短期政府票據市場
- 6、聯邦資金市場 (紐約)

(乙) 資本市場可分為：

金融市場——般比較上之分析

國際金融市場

1、新證券市場

2、舊證券市場（包括證券交易所及櫃檯交易市場）

（丙）商品市場（如棉花、橡皮、穀、絲、咖啡、可可、金屬等交易所是）

（丁）外國匯兌市場

（戊）金銀條市場（倫敦）

（己）航業市場

（庚）保險市場

金融市場本部與商品資本及外國匯兌市場，表面上似若風馬牛之不相及，實則此等市場不啻金融市場之柱石，無柱石則金融市場失其投資之途徑，其本身將無存在之必要矣。

與金融市場關係最爲顯著者，爲證券市場。蓋證券市場如呈活躍狀態，則證券之價格上漲，而資金需要增繁，影響所及，金融市場之利率，勢必隨之高漲。事實上無金融市場，則無資本市場。此外則商品市場亦與金融市場息息相關，故在金融中心之直接或間接關係市場，數目愈多範圍愈大，則金融市場之資金需要愈殷，基礎亦愈固。世界金融中心如巴黎、阿姆斯特丹、柏林之所以不能與倫敦、紐約並駕齊驅者，無亦以其無商品航業與保險各市場爲之潤色宏業耳。

金融市場與資本市場之區別 金融市場與資本市場，性質不同，但事實上往往有共通之點。交易之發生於一市場，而完成於其他市場者，其例固不一而足也。今如證券之發行，資本交易也，而其投資則有賴於金融市場之短期放款。證券本息之支付，亦資本交易也，而其影響加於金融市場，與商業票據之償付，承兌票據之收回，初無二致，所異者其功用之各殊耳。蓋金融市場以短期資金為主，所投資為國內外之流動事業，及債券之分配流通，資金市場以長期資金為主，其來源為股票與債券之出售，其投資係供資本之用，或彌補國家財政之匱乏。

金融市場之技術上組織 世界主要金融中心之技術上組織及運用，因各地經濟狀況不同而各異其趣。例如紐約之經紀人放款市場，在一九三〇年以前，所佔地位之重要，無任何短期金融市場而上之。倫敦則以承兌票據市場為最煥赫。良以倫敦為國際貿易之中心，而銀行承兌票據實為其主要工具。歐戰後情勢大變，迨乎今日，紐約、倫敦之短期政府證券，已取經紀人放款市場及承兌票據市場而代之。歐陸如巴黎、柏林等金融市場，則仍以商業票據之具二三背簽者為最佔勢力焉。

金融市場之設置與組織 金融市場之組織，又可從經營短期資金借貸之金融機關方面分析之，但因借主往往為貸主，且其地位隨國而異，故不能下確切之斷語。下列分類不過舉其大較耳。

(甲) 貸主——(一) 中央銀行 中央銀行在平時為信用與貨幣之最後來源。其在美國，聯邦準備銀行除新近緊急法令另有規定外，恆授信於會員銀行及銀行承兌票據與政府票據之商人。英倫銀行多授信於票據

經紀人及金融機關。反之歐陸中央銀行則多經營普通銀行業務，藉分行制度以與公衆及銀行往來。故英、美之中央銀行不啻銀行之銀行，而歐陸如法比等國中央銀行，則對私人之關係較對銀行尤爲密切也。不寧惟是，美國聯邦準備會員銀行，多直接向準備銀行告貸，而在倫敦則股份銀行罕有直接乞靈於英倫銀行者。所有中央銀行在全融市場的權威，恆操於票據經紀人之手。票據經紀人遂成爲中央銀行與商業銀行間之緩衝矣。

(二)商業銀行 商業銀行爲貸主之最要者，在美國則同時爲準備銀行及聯邦資金市場之惜主。其放置資金於金融市場之方式，各國不同。美國在歐戰以前，經紀人市場及商業票據市場爲短期資金之最要尾閥，戰後承兌要據市場發達，漸成爲短期資金之投放中心。近數年來，國庫票據與債務證書取而代之。英國股份銀行之投資金融市場，大率以放款於票據經紀人與貼現公司以及購買承兌票據與國庫票據爲主。歐洲大陸諸國則除經營證券交易外，商業銀行大都購買商業票據之具二人背簽者，此項票據，經銀行裏書，可以貼現於中央銀行。

英與大陸諸國之銀行資產，大都集中於少數大銀行。此等大銀行賴其分行之星羅棋布，常能視金融之急，以調撥各地之資金。美國之銀行資產，雖亦操於少數大銀行，但其力量較弱，且因無分行制度，其調撥資金，不如歐洲之敏捷，縱有代理店以資救濟，然其效力亦僅矣。

商業銀行之法律上地位，各國不同。美國銀行之活動，均在政府嚴密監督之下，聯邦準備會員銀行則受制

於準備銀行。反之，英國銀行不受政府之干涉，而受習慣例之支配。此項習慣例之效用，不亞法律，較之美國聯邦法律，有過之無不及。觀於美國銀行失敗之歷史，可以知之矣。歐陸政府對於銀行之監督程度，亦復隨國而異。近數年來，世界不景氣，怒潮澎湃，各國政府懲前毖後，多謀集中政府或中央銀行對於各銀行之力量，或將銀行收歸國有，或收買其股票。今如德國政府握有國內大銀行之大宗股票，美國政府亦藉復興財政公司（Reconstruction Finance Corporation）之手，而投資若干億美元於國內大銀行之優先股票。世界經濟現雖漸趨轉機，然銀行收歸國有之聲浪固方興未艾也。

商業銀行之業務，各國亦不一致。英國之股份銀行，法國之信用銀行，固當從事於工商業之投資，但除流動交易外，不經營債券發行之保證及工業之創辦，故其資產及所得，並不依賴於資本市場及證券價格之變動。然在若干歐洲國家如德國、荷蘭之商業銀行，則採混合制，既從事商業，又從事工業之長期投資。美國亦然。降及近年，各國始擬更方針，謀工商業投資之劃分。若意大利，若比利時，若美國，立法上均有明白之規定，蓋二者兼營之危險至大。奧國 Credit-Anstalt 銀行與德國 Danub. Bank 之倒閉，窮源探本，原因雖有種種，然經營逾量之長期投資，以致資金週轉不靈，乃其致命傷也。

(三) 企業 企業如大公司及保險公司，亦為貸主之大者。當一九二八年及一九二九年間，證券市場活躍之際，此等公司經由大商業銀行以放給紐約經紀人及商人者，為數達數百億美元。迨一九三一年之末，紐約大

銀行始拒絕代理放款。近日法律乃有禁止代放之明文。其在倫敦，此等大公司與保險公司之餘資，多用於承兌票據之購買，因之承兌票據之需要大增。歐戰後國庫票據繼起。一九三三——三四年間，英倫保險公司鑑於國庫票據利息之低落，乃直接放款於商號及政治團體，以與投資銀行相競爭。荷蘭之大企業，則多將其餘款之一部，用於轉期之放款，以助長證券之投資。

(乙)借主 金融市場之重要借主，在紐約為證券交易所經紀人，投資公司，證券與承兌票據商人。在倫敦為票據經紀人，銀行承兌票據與國庫票據商人，及貼現公司。在歐陸主要中心，則為證券商人及小金融機關。

借主種類之不同，以及對於中央銀行關係之各異，此倫敦、紐約金融市場之所由分也。倫敦之票據經紀人及貼現公司，常自股份銀行借入通知放款，以從事承兌票據與國庫票據之投資。紐約之票據經紀人，則常以股票或債券為擔保品，向銀行借款，以供購買證券之需。此項借款當為短期通知，或訂定日期自三十天以至九十天不等。

倫敦之通知放款 (Loans at Call or Short Notice) 利率當與英倫銀行之貼現率發生直接關係，前者不得超過後者。蓋股份銀行無論何時索還經紀人放款，經紀人均可按照公定貼現率，以承兌票據或國庫票據向英倫銀行貼現。紐約則不然，經紀人所提供抵押之證券（除政府證券外），不得在準備銀行貼現或購買，故通知放款利息與貼現息不發生直接關係。每當證券市場活潑之際，通知放款利率恆較聯邦準備銀行之貼現率

爲大也。此種英倫銀行承受再貼現之事實，使倫敦金融市場發揮其重大流動性，爲紐約所望塵莫及。然因美國會員銀行可直接向準備銀行借款，紐約之金融，往往賴其調劑。

主要特殊金融市場與中央銀行關係之不同，在國際立場言之，其影響殊匪淺鮮。歐戰以前，倫敦金融市場常有大宗外國資金流入，以供票據經紀人之運用，但因票據之數量，不能同時自由增加，其結果爲票據利率之低落，不惟阻資金之繼續流入，亦且足以促其流出利率較高之處。紐約則不然，當一九二七——二九年之際，大宗外國資金流入市場，均以其供投貸證券交易之用，因之證券投機之風愈盛，資金之需要亦愈殷，外國資金雖源源流入，絲毫不能收減低利息調劑金融之效如倫敦也。

國際金融中心之特殊市場，近數年來發生極大變遷。歐戰前倫敦之承兌票據市場，紐約之通知放款與商業票據市場，爲特殊市場之最大者。今則此二中心之短期政府證券市場，超越任何特殊市場矣。一九三四年八月之杪，美國未付銀行承兌票據之數，爲五億二千萬美元，商業票據爲一億八千八百萬美元，而期限一年以內之政府債務數，則達五十三億九千四百萬美元之多。英國情形亦復相類。此項變遷，使金融市場之資金由商業以轉投政府證券，蓋經濟不景氣之結果也。其趨勢則爲政府限制匯兌，匯價變動靡常，外國貿易爲之收縮，國際資本流入亦因之停止，世界經濟如不恢復常態，則前途黯澹至爲可悲也。

政府 各國政府之爲金融市場短期資金借主也，美國所取方式爲期限一年至五年之國庫證券(Trea-

asury Notes)三十天至一年期之債務證書(Certificates of Indebtedness)及一年期以下之國庫票據(Treasury Bills)。英國自歐戰後亦以國庫票據爲籌款不二法門，故每當國庫票據收回時，金融市場即現寬裕之象，反之國庫票據發行，則銀根趨於緊縮。又美國在一九三〇年以前，短期國庫票據與債務證書固未佔金融市場之重要地位也，厥後國庫證券之發行數量大增，其重要性始躍任何短期信用證券而上之。世界重要金融市場除巴黎外，中央銀行多在公共市場從事於政府證券之交易，然其數量之大，未有過於美國聯邦準備銀行者。各種市場之關係 金融市場雖有若干經營特種信用證券或放款之特殊市場所組成，但各市場通行之利率皆有相互之密切關係。其在倫敦，英倫銀行之貼現率爲市場利率之最高者，上等銀行票據及國庫票據之利率，均隨以轉移焉。故英倫銀行貼現率變動，則各種利率，無不因之變動，如影隨形，毫釐不爽。歐陸各國之情形，亦復相類，其中央銀行之貼現率均較市場利率爲大也。

（紐約金融市場之利率構造，可分爲二種：（一）與聯邦準備銀行之貼現率發生直接之關係者，（二）與中央銀行制度不發生直接之關係者。承兌票據，商業票據，短期政府證券及聯邦資金之利率，屬於第一種。此項利率，多與貼現率一致，通常則較低，因各種交易，均可隨時轉移於聯邦準備銀行也。反之，經紀人放款照例不能轉移於準備銀行，故其利率與貼現率不發生直接關係，而完全獨立，但與紐約市場之他種利率，往往有相當之關係。假如經紀人通知放款利率較其他公共市場利息爲高，則放款人勢必趨於通知放款之投資，其結果爲承兌票

據，國庫票據及商業票據之需要減少，而此等市場所交易之信用證券利率將隨以上漲。若通知放款利率低落，則資金趨於他市場，而其他利率為之低落矣。

中央銀行與金融市場之關係 金融市場在在受中央銀行之支配，但二者之關係，因各國關於中央銀行之法律及條例不同而各異。美國準備銀行之活動範圍，係依據法律及聯邦準備銀行之條例及章程。英倫銀行則除取決於董事會外，不受任何法律之束縛，故對於外國銀行股票之購買，以及其他國內外各種交易之為聯邦準備銀行所禁止者，英倫銀行均得經營之。歐陸中央銀行之活動範圍，亦猶聯邦準備銀行之受嚴格干涉也。中央銀行之營業，各國慣例均不守秘密，其活動可於其星期報告或年報追求之。英倫銀行則為例外。蓋該行不造年報而星期報告亦甚簡略也。自平準基金 (Equalization Fund) 成立，以其與英倫銀行關係之密切，地位遂更為複雜。所可知者，平準基金不惟統制國外匯兌與黃金之買賣，其範圍亦且及於國庫票據市場，故在金融市場上殊佔重要之勢力。實則今日英國中央銀行之職務，係由英倫銀行與平準基金分任其責，前者調整國內之信用，後者調整國際資金之流動及防止國內資金不正當之流出入。若英之平準基金，與美之安定基金 (Stabilization Fund) 成為永久組織，則其國內信用狀態將與國際資金之流動分立，中央銀行支配信用，取決於國內情形可也。

中央銀行以貼現率支配金融市場，其影響直接及於其他利率，及公共市場上政府證券或承兌票據之運

用，公共市場常與貼現政策同時並用，以促貼現率之生效。運用之結果，各市場不同，美國準備銀行出售證券，除有他種抵銷方法外，常使會員銀行準備餘額減少，不得向準備銀行告貸，其結果則為貼現率之上漲。其在英國，則銀行餘額，常因英倫銀行出售政府證券而減少，股份銀行不得收回票據經紀人放款，票據經紀人不得不告貸於英倫銀行，但因中央銀行利率常較承兌票據為高，其結果則為承兌票據利率之上漲，而英倫銀行貼現率亦隨以增高。若干中央銀行，若法蘭西銀行，若荷蘭銀行，對於公共市場動用之權力，至為薄弱，或並此而無之，其支配信用，僅有賴於貼現率也。

公共市場之運用分二種：(一)普通運用以調劑季節金融抵銷黃金之流動為宗旨，(二)非常運用以伸縮信用謀商業狀態之轉移為宗旨。普通運用聯邦準備銀行與英倫銀行多行之，其目的在調劑金融，故為世人所稱道。非常運用，則行之者恆受嚴格之批評焉。

關於聯邦準備銀行之活動方面，聯邦準備部會員 Dr. Adolph 曾在參議院調查委員會前加以論列，其言曰：

「委員會如考察一九二七年聯邦準備保有之美國證券，即可知是年下半年保有額之增加。加以大宗承兌票據之購買，此為聯邦準備制度之最大又最勇敢之運用。以吾個人之判斷，其結果鑄成七十五年來之大錯。當時倘採取不同之政策，則今日情形自亦不同，此固不能據為定論，然委員會今正從事覓取如

何管理聯邦準備信用之方法，吾以為不無研究之價值也。

所應注意者，此項證券如為聯邦準備銀行自動購買而增加，則不啻聯邦準備投放資金於市場，非由會員銀行以票據請求再貼現，但係實行其固有之政策。其意蓋謂「吾人不待請求再貼現而供給資金，乃係履行吾人應盡之責任。」於是乎會員銀行之準備餘額增加……其在商業減退之際，商業上不需要資金，但銀行又不願呆攔準備。一九二七年遂為覓取準備用途之時期矣。」

美國在一九三二年及一九三四年之際，準備銀行從事於大宗公共市場交易，以圖銀行信用之擴張，但結果失敗。按照一九三三年之銀行條例，一九三四年之證券交易條例，準備銀行之權力大增。為防止利用信用以作投機計，所賦此等權力或較公共市場之運用效力更大也。至授權準備部以管理資金之流動，實為中央銀行開一新紀元。一九二七年德意志銀行會行之以防止證券之投機而成功。迨一九二九年聯邦準備銀行之失敗，但均非法律所授權也。聯邦準備部所得之新權力，可以增加其對於金融市場及國家經濟全部之責任。假使該部以經濟情況為依據，則對於防止信用之膨脹，不無裨益；若為政府勢力所左右，則其惡影響及於金融市場與國家，可勝言哉！

信用與通貨之管理 中央銀行之運用公共市場，實與國際金本位之原則相背馳，蓋中央銀行因此得不顧國際黃金流動之情形及國內存金之厚薄，而自由伸縮國家之信用。但世人猶以此項管理信用為未足而謀

進一步打破商業不景氣之難關，如美國之管理國際上通貨之價值是也。管理通貨政策之實行，足以阻礙金融市場之發展。管理信用之流弊為促成國際金本位之薄弱。管理通貨則其機構為之破壞淨盡，而國際資金之流動將不可能矣。簡言之，管理通貨之理論，係根據物價以變更通貨之黃金含量，物價上漲則增加通貨之黃金含量以抑之，物價下落則減低其含量也。

瑞典之戰勝不景氣，世人多歸諸施行管理通貨之功，其實不然。蓋自英國停止金本位後，瑞典之克倫（Kronor）與英鎊發生一致行動，可於下列第七表觀之。一九三二年至一九三四年間，克倫對英鎊之匯價，變動極微，故與其謂瑞典銀行界以管理通貨政策扶助商業，無寧謂由其中央銀行運用公共市場之結果也。瑞典中央銀行自一九三二年之三月至翌年之六月所保存之政府證券，增加二億五千六百萬克倫，其運用公共市場也，實非管理通貨，乃其管理信用耳。戰後之美國固已行之於先矣。

表 七

克倫之變動一金鎊匯價

(匯兌平價 18.16 克倫
合一鎊)

	1932	1933	1934
每年平均	19.11	19.20	19.40
一月	17.91	18.38	19.40
二月	17.96	18.77	19.40
三月	18.32	18.92	19.40
四月	19.72	19.06	19.40
五月	19.69	19.45	19.40
六月	19.52	19.46	19.40
七月	19.51	19.41	19.40
八月	19.48	19.40	19.40
九月	19.50	19.40	19.40
十月	19.40	19.40	19.40
十一月	18.81	19.40	19.40
十二月	18.32	19.40	19.40

管理通貨理論之不健全，盡人皆知，行之者無異施行經濟自給政策，國際金融市場勢必受極大之打擊，蓋國際資金之流動，以其能收回放款之本位幣也。若本國或債務國之通貨發生不斷變動，則國際借貸將成外國匯兌之投機矣。金條例在平時可以銷除通貨變動及跌價之危險，但自美國會決議刪除金條例後，雖有金條例，亦等於廢紙矣。

歐戰以前，及一九二五年至一九三〇年間，國際金融市場之運用，至為敏捷。國際資金均賴此以流入他國，或其他金融中心需要之較殷者。戰後歐洲之復興，此亦其原動力也。自短期資金濫作資本之用，金融市場，遂不得不隨以崩潰。

一九三三年之初，國際金融市場事實上陷於停頓。是年三月，美國銀行發生恐慌，繼之以美元跌價，情勢更為惡劣。各國鑑於前途之黯淡，羣謀國際金融市場之恢復，甚有提議利用國際清算銀行以便利國際資金之移動者。然國際金融市場之恢復，其前提必須各主要國家採用共同之貨幣本位，政治經濟趨於安定，各中心資金均得自由移動而後可。管理通貨政策，不足以語於此也。

金融市場之重要 特殊金融市場在國民經濟上所擔之任務，至為重要。一方面既投資國內外交易之為銀行單獨所不能舉者，他方面又供給國內銀行之流動資金，而為其貯藏所，故金融市場服務一國或一定區域，與銀行之為一地方服務，無以異也。

金融市場以其所增之資金，助長政府或公司長期放款之流通，其情形之變遷，影響及於長期資本之利率，而與資金之流入長期投資，往往有直接之關係。故資本市場之存在，賴於良好組織之金融市場。二者之合作，所關於世界經濟之發達至鉅。其重要性在國家財政匱乏之際，尤爲顯著。蓋金融市場能使國庫得款以應暫時之急需，而不必舉長期之公債也。

金融市場之效勞於政府，成績昭著，有可得而言者。使無金融市場，則政府需要短期資金，祇有出於發行不兌換紙幣，或直接向中央銀行告貸之二途。此等方法，足使通貨有膨脹之虞。其流弊勢非釀成一國貨幣與信用制度之破壞不止。自有良好組織之金融市場，而政府得以轉嫁此等責任於公共市場而不致危及信用或貨幣制度矣。故一九三四年之八月，英國市場保有短期國庫票據達八億五千萬鎊，美國市場，所存一年期以內政府債券亦五十億美元之多，二國之不乞靈於中央銀行及印刷所以渡財政難關，非以其有公共市場之存在歟！

非徒本國政府有賴於金融市場以得短期資金通融之途也，外國亦然。當國際金融市場崩潰之前與崩潰之秋，若干強有力之政府，藉外國金融市場而獲得短期資金，其例固數見不鮮。故國家財源賴金融市場以供社會之利用，國家社會，交受其益。過去金融之發生流弊，非金融市場本身之過，主持者實難辭其咎也。

第六章 紐約——市場之制度

緒言 紐約金融市場之歷史，雖不如倫敦及若干歐洲金融中心之久長，但近二十年來頗佔國際金融上之重要地位。一九三三年之銀行恐慌，及其後之放棄金本位，固不免使市場受絕大打擊，然仍不失其為世界重要金融中心之一也。歐洲金融市場之發展，已臻成熟時期，而紐約金融市場則須適應二十年來之變動情形。加以種種改善，一九三三年之銀行條例，同年之證券條例及一九三四年之證券匯兌條例，形成市場運用及制度組織之變遷，其結果殊難確切評價。蓋一國之金融機構，僅為工商業之工具，應求適合於需要。一九二九年以來，美國事業之非常變動，即除新立法之影響外，自能促金融制度之大改革也。

在目前狀態之下，關於紐約金融市場之觀察，係含有試驗性質。今所論者，為（一）規定及利用金融市場之制度，（二）金融市場各部分之運用，及（三）紐約在國際金融中心之地位。此外則說明新立法對於金融市場之影響及其將來之趨勢。

與紐約金融市場有關係之主要機關，茲列舉如下：

一、聯邦準備銀行爲會員銀行信用與通貨之最後來源，故擔任金融市場之重要職務。準備銀行爲始終不變之貸主。

二、商業銀行與信託公司，構成貸主之最重要單獨團體，有時爲聯邦準備銀行或聯邦資金市場之借主。

三、企業爲重要借主，但較大之公司在過去曾投資剩餘現金準備於金融市場。

四、經紀人商店爲抵押放款市場之主要借主。

五、投資銀行恆借入大宗資金以投資證券聯合之運用，但有時亦出貸資金於金融市場。

六、美國政府及州市政府爲出售短期票據及債務證書之大借主。

七、各種金融機關包括保險公司投資信託及貼現商店在內，有時爲借主，有時爲貸主。

聯邦準備制度

構成美國中央銀行制度之聯邦準備銀行，爲紐約金融市場之唯一主要原動力。準備銀行之政策，在在足以左右會員銀行之信用方針，故其影響及於信用流通之數量，及金融市場之利率至大。準備銀行之組織與運用，世人耳熟能詳，無待贅言。今將其特點與歐洲中央銀行之比較，及新頒法律對於金融市場之效用，加以論列，當亦讀者所樂聞歟。

分權制度 在美國共有十二聯邦準備銀行，並列於聯邦準備部(The Federal Reserve Board)之下。

在他國則僅有一中央銀行。小國如荷蘭，大國如蘇聯無不如是也。他國中央銀行有分行，有支行，有代理店，其數目不同，自英國之九，乃至法國之數百。聯邦準備銀行共有二十五分行與二代理店。就其作用細加考察，美國之中央銀行制度，雖採分權制，但立法與事實，往往未能一致，因準備銀行之政策，大都為聯邦準備部所支配也。故每一準備銀行制定貼現率，而其變動則受準備部之審查與決定。不寧惟是，準備制度下之運用公共市場，昔之認為聯邦準備信用政策之最重要工具者，今則為一委員會所管理。此委員會即一九三三年銀行條例所創造之聯邦公共市場委員會 (Federal Open Market Committee) 是也。按照該條例所規定，聯邦準備銀行非遵照聯邦準備部所採取之章程，不得經營公共市場交易。若準備銀行決定不參與委員會所介紹之公共市場交易，應將其議決案於三十天內通知委員會及準備部。

該條例又將準備銀行之國際關係集中於聯邦準備部。其規定者有下列各條：(一) 聯邦準備銀行與外國銀行之關係及交易，應受聯邦準備部之監督與其章程之束縛；(二) 聯邦準備銀行職員或其他代表，非得準備部之許可，不得與外國銀行磋商條件；(三) 準備部有自由參加是項會議之權；(四) 各種會議契約或協定以及有關係之主要事實，應以書面詳細報告準備部。故理論與立法上，美國雖採中央銀行分權制，實際上猶之一銀行而其下設多數分行也。

準備銀行管理信用之權力 聯邦準備部與準備銀行所有調整信用之權力，似較外國中央銀行為大，但

同時所受限制亦較嚴。最初聯邦準備條例與修正案之原意，係以貼現會員銀行之合格商業與農業票據及在公共市場經營政府證券或銀行票據爲管理信用之工具。準備銀行因而獲得對於金融市場之莫大權力，而其結果則不足以制止銀行信用之極度膨脹，以致造成一九二七——二九年之證券投機。厥後乃復制定新法律，增加準備銀行之權力，以管理含有投機作用之證券放款。

一九三三年銀行條例，修正聯邦準備條例，授權聯邦準備部以至少會員六人之決議，規定每聯邦準備區域銀行資本及盈餘之成分，得以證券抵押票抵押放款代表之。所定之成分並得隨時變更，惟須在十天前通知。該條例復授權準備部管理會員銀行，使不得增加期限一年以內之股票，或證券抵押放款，違者停止其在聯邦準備銀行再貼現之權利。

聯邦準備部管理抵押放款之範圍，因一九三四年之證券交易條例 (Securities Exchange Act) 而益爲擴充。該條例第七章規定聯邦準備部爲防止濫量信用之用於購買或保存證券起見，應制定章程，限制對於各種國家證券交易所登錄證券除免除證券外之信用額數。此項章程不僅適用於國家證券交易所之會員與經紀人，及經由會員居間之證券商人，亦且適用於他人之各種證券放款。惟關於非國家證券交易所會員或經紀人及間接商人之各種條文，不適用於(一)非在普通營業範圍內之個人放款，(二)免除證券 (Exempted Security) 之放款，(三)商人放款之用以投資證券之分配於顧客，及經由國家證券交易所居間者，(四)除平

衡證券 (Equity Security) 外之銀行證券放款，(五) 聯邦準備部免除之他種放款。

該條例之第八章，又規定國家證券交易所會員經紀人或經由會員居間之證券商人，以國家證券交易所登錄之證券借款，其對方限於 (一) 聯邦準備制度之會員銀行，(二) 非會員銀行而與聯邦準備銀行訂立契約，遵照會員適用之各種條例，從事於投資證券交易者，或 (三) 遵照聯邦準備部各種規章辦理者。

自此種條例頒布後，而聯邦準備部管理抵押放款之權力，爲之大增，因未經過相當時間，其對於金融市場之影響未著。但立法之主旨，則爲防止逾量信用之爲證券投機。一九三四年七月一日，準備部宣布此種法律不適用於工商業之放款，其擔保品性質，可置不問也。故其決定要素爲放款之目的，而非爲所提供證券之性質。該部又指示大宗證券係在條例規定之外，其權力因特許銀行債票放款而大減。

準備銀行權力之限制 除有管理證券投機之廣大權力外，聯邦準備銀行之營業範圍，遠較歐洲中央銀行爲小。英倫銀行得自由經營除商品外之各種正當業務，而聯邦準備銀行所經營之業務及所與交易者，則規定於聯邦準備條例。除若干例外，聯邦準備銀行僅可與會員銀行往來。他國之中央銀行，則通常不僅與金融機構往來，亦且與各種企業及私人往來。就金融市場之觀察點言之，其主要例外，則爲準備銀行在公共市場買賣銀行承兌票據與政府證券之權力也。

一九三二年以前，準備銀行之以貼現與墊額擴張信用，其範圍僅限於會員銀行。聯邦信用銀行及以證書

爲擔保之非會員銀行，自新近銀行法頒布後，放款範圍，乃稍形擴大。第一，一九三二年七月二十一日之緊急救濟與建設條例 (Emergency Relief and Construction Act) 規定在非常與緊急情形之下，聯邦準備部授權任何準備銀行，得貼現個人合夥或公司之票據與匯票，合於會員銀行貼現原則者。第二，一九三三年三月九日之緊急銀行條例 (Emergency Banking Act) 授權準備銀行按照聯邦準備部章程，墊款於個人，合夥及公司之以合衆國政府直接債務爲擔保者。同年三月二十四日修正該條例，規定在一年內，準備銀行得在某種情形下，放款於非會員銀行，此時期今已過矣。

最後於一九三四年六月十九日國會通過條例，授權準備銀行根據穩固合理基礎，放款於已成立之個人專業或商業，或購買其負債，該條例規定此項信用之擴張，限於(一)在非常情形下，請求人不能以合理基礎，得到普通來源之財政上必要援助；(二)作營業資本之用；(三)期限不逾五年，準備銀行復得按照以上必要原則，向銀行及其他金融機關購買所創造之負債，或以此項負債爲擔保而放款，惟將來倘蒙損失，售主或借主應負擔損失百分之二十。準備銀行之放款餘額，無論何時，不得超過二億八千萬美元。

此等聯邦準備條例修正案與聯邦準備銀行爲銀行之銀行原則大相背馳，而準備銀行之放款範圍，則因之大爲擴充。然其所擴充之信用數量，至爲有限。準備銀行所受借主種類之限制，實遠較他國中央銀行爲嚴也。

點現 聯邦準備銀行之貼現方法與他國中央銀行比較，亦有若干重要異點。

聯邦準備銀行供給信用於會員銀行，其道有二：(一)會員銀行得以合格商業票據向準備銀行貼現；(二)會員銀行得以本行期票向準備銀行商借期限至多十五天之墊款。惟是項期票須附加商業票據或準備銀行有權購買之證券為擔保品。一九三二年以前，準備銀行除若干例外，僅有一種利率，適用於會員銀行所貼現之各種合格票據，及十五天之墊額。反之，歐洲中央銀行通常有二種利率，即貼現率 (Discount Rate) 與抵押利率 (Lombard Rate) 是也。前者適用於銀行或私人以優等票據向中央銀行貼現，後者適用於各種證券為擔保之放款。然此種區別，為法定而非事實，實際上準備銀行亦有二種不同之利率，即在公共市場購買承兌票據之利率及貼現率是也。其在公共市場購買承兌票據之利率，與英倫銀行之貼現率相彷彿，至其貼現率尤其適用於政府證券擔保之墊款，則與英倫銀行之抵押利率，亦無以異也。

新立法強制放棄單一貼現利率之原則，在一九三二年二月二十七日定為法律之格爾斯蒂加爾議案 (The Glass-Steagall Bill) 修正聯邦準備條例，增添 10A 10B 二章。10A 章授權準備銀行經聯邦準備部之許可，得墊款於五會員銀行以上所成立之集團，而此等會員銀行限於無適當數量之合格資產以為向聯邦準備銀行請求再貼現或墊款之用者，10B 章認可在同樣情形下，放款於資本不逾五百萬美元之會員銀行，法律規定上列兩章之放款利率，高於普通貼現率，不得在百分之一之下。10B 章最初期限，定為一年，自一九三二年三月三日起，旋經兩次展延，於一九三五年三月三日滿期。

除 10A 與 10B 章放款，各有特殊之利率外，準備銀行復有下列各種不同之利率：(一)在一九三二年七月二十一日緊急救濟與建設條例下對於個人合夥與公司之貼現，(二)在一九三三年三月九日緊急銀行條例下，對於個人合夥及公司以合衆國政府負債爲擔保之墊款，(三)在一九三四年六月十九日條例下對於已成立實業與商業之放款與貼現。故聯邦準備銀行對於各種不同交易，各有不同之利率，但大部分適用於緊急條例之放款與貼現，而非中央銀行制度之固有本色。且此種特殊條例下所擴充之信用數量，至爲有限，其利率之影響金融市場，殊甚鮮也。

準備 準備銀行與會員銀行之主要關係，就金融市場觀察點言之，係發生於會員銀行必須保持存款於準備銀行，相當於活期與定期存款之一定成分。此種規定，與他國不同。其在歐洲，商業銀行例須保持餘額於中央銀行，但此非法律所規定。其保持之宗旨大都係充作現金準備及清算之用也。

聯邦準備條例準備章，分會員銀行爲三類，會員銀行之在中央準備市者——卽紐約與芝加哥——必須保持存款於聯邦準備銀行，其數額不得低於純活期存款百分之十三；其在準備市包括較大商業與實業中心，所保持之存款準備爲百分之十，其他城市則僅爲百分之七。至對於定期存款，各會員銀行均應保持準備百分之三於準備銀行，會員銀行之準備餘額，不給利息。法律對於是項準備，規定極嚴，準備倘低至法定限額以下，則受罰款之處分。

一九三三年五月十二日之農業調整條例 (Agricultural Adjustment Act) 授權聯邦準備部以至少會員五人之決議及總統之批准，宣布因信用膨脹而發生之緊急情形。在此緊急期間，得隨時自由增減定期或活期存款之準備餘額。此項聯邦準備條例修正案，益增強準備銀行管理金融市場之權力，因增加準備額與黃金流出，通貨膨脹，或由準備銀行出售政府證券有同樣之影響也。此在會員銀行有大宗盈餘準備餘額，及準備銀行不能或不願出售政府證券之時，其管理信用之效能，尤為顯著。

聯邦準備制度對於信用之管理 聯邦準備制度往日所依賴者，有二種管理信用之工具，即操縱貼現率及運用公共市場是也。準備銀行提高或減低貼現率，可使會員銀行多少感覺以借款增加準備餘額之不經濟。準備銀行購買承兌票據或政府證券於公共市場，則聯邦準備信用之餘額增加，而會員銀行之準備亦隨以俱增。出售政府證券或不履行補充已到期之承兌票據，則其影響適相反。

此等管理信用之工具，常有同時並用者。例如聯邦準備當局倘欲防止會員銀行信用之膨脹，可將政府證券出售，或減少承兌票據之保有額，而出售證券或票據到期，通常以會員銀行之支票支付。此等支票應記入會員銀行存款帳之借方，因而減少其法定準備。若準備低至法定限度以下，會員銀行不得不以借款補充之。當是時貼現率提高，則向準備銀行借款為不經濟，會員銀行祇得收縮放款，或清理一部分投資，以減少其存款，準備銀行之行動，在平常情形下，常能左右金融市場，故聯邦準備報告，常為世人所重視也。

聯邦準備信用

聯邦準備銀行信用未兌付數額之變動，可以其每星期表示聯邦準備銀行未兌付數額增減因素之定期報告觀察之。茲將一九三五年一月九日該星期報告所列之數轉載如左：

表八

聯邦準備銀行信用未兌付額之增減因素表

(單位百萬美元)(+)加(-)減

	一九三五年	一九三四年
	一月九日	一月十日
貼現票據	七	(一)九七
購入票據	六	(一)一〇七
美國政府證券	二,四三〇	(一)一〇七
實業貸款*	一五	(+)一五
其他準備銀行信用	九	(+)六
準備銀行信用總數	二,四六七	(+)一八八
庫存金貨幣	八,二五八	(+)一五
	(+)一五	(+)四,三三二

國庫與國民銀行通貨	二,五〇八	(一)六	(十二)〇六
流通貨幣	五,四二〇	(一)二四	(十二)三三
會員銀行準備餘額	四,二八三	(十二)九三	(十二)五〇六
國庫現金與在聯邦準備銀行之存款	三,〇九四	(一)七〇	(十二)七四一
非會員存款與其他聯邦準備帳目	四三六	(十)六	(十二)三一

★\$10,000,000之委託款不在內

上列報告茲逐條加以詮釋，俾可知聯邦準備信用之重要性焉。

(一)貼現票據 此科目代表會員銀行向準備銀行之借款。會員銀行之借款，所以作補充準備餘額之用也。借款增加之因素不一：如(甲)會員銀行存款增加，(乙)準備銀行出售證券或承兌票據，(丙)黃金出口或指定用途，(丁)通貨增加，(戊)非會員銀行在準備銀行存款之增加皆是也。報告上之其他科目，亦足以爲解釋會員銀行向準備銀行借款增減原因之助焉。

(二)購入票據與美國政府證券 此二科目反映準備銀行對於公共市場之運用，承兌票據或政府證券之保有額增加，則投放聯邦資金於會員銀行處分之下，反之其減少，則聯邦準備信用之數量，亦隨以低落。此二科目之變動，可以表示準備制度所採之公共市場政策。公共市場購買之增加，可知準備銀行安定金融市場之旨趣焉。

(三)實業墊款 此科目包括按照一九三四年六月十九日條例辦理對於私人企業之放款，就金融市場之關係而言，此種放款與貼現票據，並無區別。

(四)其他準備銀行信用 此科目代表若干細目，如所謂「流動」(Float)者，發生於準備銀行制度代理商業銀行收取之支票與匯票。「流動」與「未收款項」(Uncollected Items)及「遲收款項」(Deferred Availability Items)有別。易言之，即準備銀行所給商業銀行之信用，而商業銀行並未收到者。此科目又包括準備銀行保有之聯邦中介信用銀行債券、聯邦地產銀行債券、市債券及外國中央銀行之欠款在內。

(五)準備銀行信用總數 此為上列五科目之合計，乃聯邦準備銀行信用之未兌付總數。

(六)庫存金貨幣 此科目代表國庫保存之黃金總數。黃金之增加，或由於進口，或由於指定用途之免除，或由於新出產，均足以增加會員銀行之準備餘額。此蓋因黃金必須售於國庫或準備銀行，而其所支付之支票，係存入準備銀行之會員銀行戶下也。

(七)國庫與國民銀行通貨 此科目代表國庫發行通貨以補助金融制度而直接負其責任。此科目之增加，為國庫發行大宗貨幣之象徵，其結果則會員銀行所存準備銀行之餘額，因而增加。

(八)流通貨幣 此科目代表各種實際流通貨幣之總數。流通貨幣之數量增加，則會員銀行準備餘額之數量減少。因通貨係會員銀行自準備銀行獲得，其價付鈔票乃取之於其準備餘額也。反之，通貨數量減少，則其

結果爲會員銀行餘額之增加，因會員銀行歸還不需要之通貨於準備銀行也。

(九) 國庫現金與存入聯邦準備銀行之存款 此科目爲國庫可利用之資金，與其因出售政府證券而存入商業銀行之款有別。其所包括之黃金，有匯兌安定基金、普通基金以及國庫保存之貨幣與政府存入準備銀行之存款。此科目減少，足以表示國庫移轉現金或準備銀行存款於銀行界，其結果爲會員銀行準備餘額之增加。此科目增加，則可表示現金之付入國庫，或國庫移轉存入商業銀行之存款於準備銀行，而會員銀行之準備餘額，隨以減少。

(十) 非會員銀行存款與其他聯邦準備帳目 此科目包括多數細目，而以非會員銀行存款爲最重要。非會員銀行保持存款於準備銀行，係以供清算之用。此項餘額之減少，其結果則爲會員銀行準備餘額之增加，因非會員銀行所喪失之資金，移轉於會員銀行也。

根據前項簡單說明，以分析一九三五年一月九日之星期報告，何種因素應負會員銀行準備餘額減少一億九千三百萬美元之責，始可決定焉。

會員銀行準備餘額增加之因素

- 一 實業墊款之增加 1,000,000
- 二 其他準備銀行信用之增加 6,000,000

紐約——市場之制度

國際金融市場

三 庫存金貨幣之增加	一五,〇〇〇,〇〇〇
四 流通貨幣之減少	一一四,〇〇〇,〇〇〇
五 國庫現金與存在聯邦準備銀行存款之減少	七〇,〇〇〇,〇〇〇
增加合計	二〇六,〇〇〇,〇〇〇

會員銀行準備餘額減少之因素

一 美國國庫證券之減少	一,〇〇〇,〇〇〇
二 國庫與國民銀行通貨之減少	六,〇〇〇,〇〇〇
三 非會員銀行存款與其他聯邦準備科目之增加	六,〇〇〇,〇〇〇
減少合計	一三,〇〇〇,〇〇〇

會員銀行準備餘額之增加總數

一九三,〇〇〇,〇〇〇

新法下之信用管理 近數年來財政之發展，及羅斯福執政時代銀行與貨幣新法之頒布，使聯邦準備制度管理信用之權力，發生絕大變遷。在新法統制之下，舊時管理信用之工具，不復存在。準備銀行不再以貼現率及運用公共市場為操縱銀行信用之張本，取而代之者，另有新勢力在。

自一九二九年商業不景氣發生後，會員銀行開始增加準備餘額超過法定限度之上。此種作用，一部分由於銀行信用之收縮，一部分由於黃金之輸入，又有一部分由於準備銀行之採取穩健金融政策。一九三二年，準

備銀行開始購買大宗政府證券，數月間其保有額增加十一億美元。該項政策志在增加會員銀行之逾額準備，以遏止信用之收縮，而獎勵其膨脹，結果雖不能收效，但在一九三三年又復施行此政策。是時準備銀行更增加政府證券之保有額六億美元以上。其惟一效果，僅增加會員銀行準備餘額至空前之比例。一九三四年九月，逾額準備共達二十億美元之多。

在此種情形下，準備銀行之貼現率，成爲無足輕重。會員銀行將其準備銀行借款減至式微之數額。故在理論上雖其放款與存款擴充二百億美元，而準備銀行之信用，並不隨以擴充。準備銀行保存政府證券約二十四億三千萬美元，原可出售於公共市場，以消滅會員銀行之逾額準備，然此項計劃對於政府證券市場將有壓低市價之絕大影響。以國庫所負扶助政府實行復興計劃責任之重大，其不採取，固不煩言而喻矣。

就事實上言之，今日會員銀行準備餘額之管理權，大部分移轉於國庫。此項發展，大都由於美元貶值及國內庫存款貨幣重新估價，使國庫獲得二十八億美元之利益。就中二十億美元劃作安定基金，其餘加入黃金之普通基金。然就信用而論，其區別無關重要，重要之點，爲國庫消費黃金，除輸出黃金外，將使會員銀行準備餘額有同樣之增加。

國庫會利用一部分黃金，以應國家之流動開支，其方法爲存入黃金證書於準備銀行，此種作用，增加國庫之準備銀行存款，藉以開發支票，償還債務。所發支票，存入於商業銀行，最後復返準備銀行，請求支付。準備銀行

則常收入會員銀行之帳戶。因此會員銀行所增加之準備餘額，與黃金輸入相同。一九三四年九月十九日，國庫有三十億美元以上之自由黃金與存入準備銀行之存款，若將此款全數支出，則溢額準備，將自現時水平之二十億美元，增至五十億美元。雖此種發展，距事實尚遠，然會員銀行準備之地位，與其謂之操於聯邦準備銀行，無寧謂之完全操於國庫也。事實上因美元之穩定，準備銀行僅成爲國庫增加會員銀行準備餘額之工具而已。

國會條例規定國內外購買白銀，其總數以有庫存黃金貨幣百分之二十五爲度。此爲國庫能增加會員銀行準備餘額之他種原因，而以白銀係國庫所獲得，國庫乃有發行銀證書之權利。通貨數量，因以增加。通貨之增，非實際上所必需，於是復返銀行，而由銀行存入準備銀行，使會員銀行存入準備銀行之餘額增加。自有此種作用，而國庫得以干涉準備銀行之普通行動矣。

國庫對於金融市場之勢力既如是其大，然準備銀行非不能管理會員銀行信用之擴張也。第一，準備銀行根據一九三三年銀行法及證券交易法，有規定抵押放款之擴大權力，可以遏止證券放款之廣大，免致釀成投機風潮，如一九二八年至一九二九年之故事。第二，更爲重要者，乃一九三三年五月十二日農業整理條例，授權聯邦準備部，經總統之核准，宣布因信用膨脹而發生之緊急時期。在此期間，得以任意隨時增減法定活期或定期存款之準備餘額。此項權力，爲聯邦準備部關一消滅會員銀行溢額準備之途徑，使之復得管理金融市場。

然此外所應研究者，在日聯邦準備部遏止信用膨脹之行動，常遭政治與事業界之反對。其在一九二〇年

及一九二九年，無不如是，今則在國庫領導之下，其勢力較前大為增加。準備部遏止信用膨脹之絕大權力，其行使未有不得政府之核准與扶助者。故準備銀行管理信用之將來，成爲政治上之問題矣。

國庫之投資與金融市場 國庫除左右聯邦準備政策及利用自由黃金與發行銀證書以影響會員銀行準備餘額外，在平常狀態之下，復能以普通財政運用，左右金融市場。在每年三、六、九、十二月之十五日，國庫從事於徵收租稅，收回存款銀行之資金，以支付政府債務之利息，出售國庫票據、債務證書、長期債券及償還已到期之發生額。交易之數額雖鉅，然以國庫投資技術之發達，使金融市場不發生任何紛擾，利率亦不受暫時之震動也。

此項技術上投資之詳情及數額，逐季不同，其被支配之因素有種種，如國庫現金餘額，下季政府財政上之需要，租稅徵收之預算額，政府證券市場之情形，及債務到期之償還額皆是也。國庫季節財政之運用，開始於十五日，發放資金以支付公債利息，償還短期國庫證券及特種用途——如一九三一年三月十五日之老年將校放款。其支付係以準備銀行之支票，收受者即存入商業銀行，商業銀行復存入準備銀行，其結果爲會員銀行準備餘額之增加。同時國庫收入商業銀行之支票，乃用以繳納租稅及國庫新債務者。此項支票收歸，則記入會員銀行在準備銀行存款之借方，結果與支付相反。

若支付與收入適相符合，則會員銀行準備餘額不變，然實施上收入常較支付落後若干日。國庫在此期間，

以乞助於準備銀行爲清償債務之不二法門。借款方式，係採取特種一日期之債務證書，其數額有大至數億元者，每日轉期，隨收入之數額而減少。

此種借款收入準備銀行國庫戶下，以供國庫之支用，其結果足以膨脹聯邦準備銀行之信用，使會員銀行存款增加。在平常狀態下，並可使市場獲得暫時人爲上之安定。防止造成該項情形之方法有多種：第一，準備銀行出售所參加之特種國庫債務證書於會員銀行（大都在紐約），而將該款於準備餘額下支出。第二，準備銀行在公共市場出售政府證券，或減少承兌票據之保有額，所有到期票據，不加補充，使國庫借款之影響，得以抵銷。然此種方法，不易實行。例如一九三四年準備銀行出售少量之保存額，即發生不利影響於政府證券之市價，勢將與政府財政政策相矛盾。同時承兌票據之保有額，爲數極微，到期票據之不補充，不足以影響會員銀行之準備餘額。最後（第三種方法）允許紐約準備銀行之準備暫時低至法定限度以下。故在國庫運用以前之缺乏，數日後即有逾額準備以爲之矯正焉。

國庫運用之大部分，雖集中於徵收租稅季節及支付利息時期，但平時之與銀行家不斷往來，其影響信用情形，較之季節投資爲尤甚。按照慣例，國庫保存大宗現金，存入國內之商業銀行，而所開支票，則向準備銀行存款支取。至必要之時，始將商業銀行之存款撥入準備銀行焉。

故國庫之通行運用，使準備銀行與商業銀行間資金之流動，發生二種途徑。一方面國庫以支票提取準備

銀行之存款，該支票復存入會員銀行，最後仍收入準備銀行之該行存款內。他方面國庫自商業銀行提取存款以存入準備銀行，其結果爲支出準備銀行之會員帳。是故除收付之數額相同外，會員銀行之準備餘額，皆不免受其影響。例如一九三四年九月二十六日星期之末，會員銀行準備增加八千一百萬美元，大都由於國庫現金及存入聯邦準備銀行餘額之減少六千三百萬美元也。

商業銀行制度

美國商業銀行之地位，界於聯邦準備銀行與最後利用信用者之間。其直接投資於國內事業之數額至鉅。美國商業銀行制度與他國不同之特點，爲其含有二重性質也。歐洲銀行之創立，或根據一種普通銀行法，或根據管理普通企業之各種法律，並無所謂特種之銀行法也。在美國則有國家及州政府之特種法律焉。故美國既有國家銀行，又有州銀行（State Banks），受制於不同法律及不同之監督。

聯邦準備條例（Federal Reserve Act）規定國家銀行須爲聯邦準備制度之會員，州銀行亦可依照規程而入會，此爲統一銀行制度之先聲，然因州銀行之入會，係任意而非強制，遂不免爲集中銀行管理之絕大障礙。蓋州銀行固可藉口利害關係脫離聯邦準備制度，以免除國家法律之干涉也。論者以爲一九三三年銀行法限制聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation）自一九三七年七月一日起僅對於會員銀行存款之保險，足以促非會員銀行之參加準備制度。然銀行存款保險計劃之能否維持，殊難言之矣。

證券聯絡機關之消滅 一九三三年銀行法嚴厲限制國民及會員銀行之與他機關聯絡，使大金融中心之銀行組織，發生重大變遷。法律規定在一九三四年六月十六日後，代表國民銀行股票之證書，不得代表他公司之股票。其主有或移轉，不得以代表他公司股票之證書，主有、出售或移轉為條件。會員銀行，則為例外。法律又規定一九三四年六月十六日後，會員銀行不得與經營證券發行流動保證或分配之公司有管理上之聯絡。他章又規定一九三四年一月一日後，會員銀行之職員或董事不得充任經營證券行號之職員、董事或經理。會員銀行除得聯邦準備部之特許外，不得與此等行號發生聯絡關係。

按照法律之規定，會員銀行祇有清理或脫離證券之聯絡關係。一部分之聯絡證券公司，合併於他公司，一部分改組為獨立機關，其結果為商業銀行之退出投資銀行範圍。昔之為市價飛漲時期原動力者，今則限於代理顧客之買賣證券及本身之購買投資證券矣。

紐約金融市場之最重要金融機關，為紐約商業銀行及經營商業銀行業務之信託公司。此等機關為抵押放款市場之主要貸主，銀行承兌票據之主要創造人，又為短期政府債務之主要購主。多數紐約大機關係聯邦準備制度之會員。紐約銀行所佔國內銀行組織地位之重要，可以一九三三年終紐約告報會員銀行放款與投資數佔國內各銀行放款與投資總數百分之一六·七事實證明之。若將其他會員銀行非會員銀行私人銀行及外國銀行分行之資產，加以考慮，則紐約之重要更為明瞭。然銀行之集中紐約，其程度遠不及倫敦、巴黎之以

少數大銀行，藉廣大分行制度經營大部分銀行業務也。

除大銀行外，紐約又有多數較小銀行組織，不直接參與紐約金融市場。其主要任務，為便利本地貿易，其剩餘資金多經由大銀行以投放金融市場。就金融市場之關係言之，此等小銀行雖設在紐約，乃歸入外埠機關種類。過去數年，大多數消滅，半由於大銀行之吸收，半由於失敗。

投資銀行與私人銀行 往日多數金融機關世所稱為投資銀行者，經營證券之保證、分配、與私人銀行業務。以其具二重資格，故成為紐約金融市場之要素。其收受存款而投放資金於證券短期信用證券及抵押放款，與私人銀行同。此外則創造銀行承兌票據，發行活支匯票，及經營承兌票據商業票據與外國匯兌。至其對於證券起源及分配之關係，則有時為金融市場投資企業組合之借主，擴張短期信用於顧客，使其以出售長期證券償還。再則為外國政府國內外政治機關及公司之財政代管人，以扶助證券之買賣。因是在證券還本付息之前，自發行者收到大宗款項，暫時投諸金融市場，其影響之鉅，非由於本身財政力量之大，乃由於保有多數商業銀行之大宗股份，得以代表列席於其董事會，不寧惟是，其代企業界勸募證券，又可使對於多數最大公司，有陳述財政政策之權焉。

然近數年來，投資銀行業務發生絕大之變遷。多數投資銀行繼金融市場崩潰之後，小者清理，大者合併。但探本窮源，實一九三三年銀行法有以造成之。吾前已言之，該法強令會員銀行脫離證券聯絡。此等聯絡在一九

二九年曾經營大宗證券保證業務，而今則改組為獨立機關，或與其他組織合併矣。

此外銀行法又禁止經營證券保證或分配之商號，收受憑支票、存摺、存單或存主請求而支付之存款。其意蓋謂投資銀行不能同時經營證券及私人銀行業務。若選擇私人銀行業務，則所應考慮者，為法律條文規定。收受存款之商號應受州銀行當局通貨監理官及聯邦準備銀行之檢查，而造具表示資產負債之定期詳細報告。此項規定，使私人投資銀行不能保守從來業務之祕密，然商號之選擇私人銀行而含業證券業務者，實繁有徒。如 J. P. Morgan & Co. Drexel & Co. Brown Brothers, Harriman & Co., 及 A. Insim & Co. 等是也。他方面放棄存款而繼續證券業務，舉其大者，有 Kuhn, Loeb & Co. Speyer & Co., 及 Dillon Read & Co., 等數家。

資本發行與金融市場 投資銀行之影響金融市場，大都由於發行新證券於資本市場。出售新證券牽涉二種資金之移動。欲解釋資本市場對於金融市場之影響，應分別加以考慮。第一資金自證券購主移至保證者 (Underwriter)，第二此項資金自保證者移至發行者。

主要投資銀行之所在地為紐約及芝加哥。但大宗證券發行，多分配於全國，因是出售證券，足以促資金之向大金融中心移動。若保證者住居紐約，則外埠所存紐約代理店之款項，因而減少。若外埠銀行運送資金，補充其餘額，則紐約之存款及準備餘額增加，而金融市場有穩定之趨勢。

證券之發行，如係分配於本地，自無地理上資金移動之可言，其結果僅同一所在地存款之易主耳。然不論資金之是否移轉於設立投資銀行之金融中心，新資本發行，則投資家需要經紀人放款，以投資證券之購買增加，或由投資銀行之收買證券，均足以影響金融市場。

金融市場對於新發行所得款項之自投資銀行移轉於發行者，亦受同一之影響。發行者如欲將投資家所增之款移轉於其他都會，其影響亦無不同。假定資金保存於紐約，則紐約銀行所存他都會銀行之餘額減少。此項減少，勢將促實際上資金之移轉。反之紐約資金增加，則足以促資金之收回。證券發行者將所得資金保存於紐約，以供團體上之陸續利用，此為數見不鮮之事實。如是則其對於金融市場之影響不易見。

從事公共市場交易之特殊組織 除上述大金融機關外，紐約又有特種金融組織，以從事於公共市場之交易。其最主要者，為（一）承兌票據商店，以給與承兌票據信用為主；（二）貼現商店與承兌票據商人，買賣承兌票據與商業票據；（三）聯邦資金商人；（四）短期政府證券商人；及（五）外國匯兌商人，為外國匯兌市場之媒介。以上各種業務，亦有為一商店所兼營者，如承兌票據商店兼短期政府證券、聯邦資金，及商業票據是也。

金融公司 近年來新式金融機關崛起，對於金融市場，頗有相當之勢力。其著者如投資信託（Investment Trusts），如掌管股份公司（Holding Companies），如金融公司（Finance Companies），均以增加資金免取利值之途為任務。投資信託之主要作用，為出售證券，而重新投資於其他證券。管理上又可分為自由選擇

證券及條例限制購買證券種類二種。前者謂之普通管理信託(General Management Trusts)後者謂之固定信託(Fixed Trusts)。投資信託有時爲借主,但常爲貸主,而以在通知放款市場(Call Money Market)爲尤甚。

第七章 紐約——特殊市場

緒言 紐約金融市場，非一單獨同性質之市場，乃若干特殊市場所合成。每市場經營各種之短期信用，互有密切之關係。一部分特殊市場如抵押放款及商業票據市場有數十年之歷史，其發展係以應國家金融上之需要。其他如承兌票據及聯邦資金市場，則為聯邦準備條例之產物。

各個特殊市場，今猶在變遷之中。商業票據市場逐漸減少重要性，而承兌票據市場，則雖因近年來遭蒙損失，但仍表現顯著之力量，其隨國際貿易復興而發展，自無疑義。他方面抵押放款市場之擔任將來任務，當不如過去之重要。因一九三三年銀行條例及一九三四年證券交易條例之規定，足以妨礙此種信用之膨脹。如一九二八年及一九二九年之故事也。短期政府證券市場，近年來擴充至絕大比例，超越其他市場，然聯邦政府以短期國庫票據及債務證書應付一部分需要之政策，應視為含有暫時性質，如為金融市場狀態所容許，則大宗政府短期債務將有變換較長期之可能也。

金融市場之基本任務為使保有短期資金，足供投資之人能與此項資金之需要者接近。在市場能實行此

種任務之情形下，各市場運用短期資金之經濟影響雖不同，但對於全部市場之關係，曾無二致。然欲解釋金融市場之發展情形，須先明瞭各特殊市場之性質與運用。今將構成紐約金融市場之各種短期市場，加以簡括分析如下：

承兌票據市場

銀行承兌票據市場之在美國，為較近之新發展。自一九一三年聯邦準備條例通過以前，國立銀行不得經營承兌匯票業務，所有少數之承兌票據信用，乃若干州銀行較大投資銀行及私立銀行所創造者。準備條例制定人深知銀行票據為投資貿易之唯一方法，而擴充承兌票據市場，足以增加銀行制度之力量與伸縮性，故該條例授權會員銀行經營承兌票據，惟受聯邦準備部各種規章之限制。該條例又規定承兌票據得以按照必要原則向聯邦準備銀行貼現。準備銀行並得在公共市場買賣合格之承兌票據。

承兌票據為一種專門業務，其發展之迂緩，自為世人所置信。但在一九一七年終，美國未兌付之承兌票據，已有四億五千萬美元之多。而因銀行與商人對於承兌信用技術上漸有相當之認識，及聯邦準備條例之採寬大主義，迨一九二九年終，承兌票據數量遂增至十七億三千二百萬美元之最高峰。厥後數年受商業不景氣，物價慘跌與國際貿易減退之影響，未兌付承兌票據數量，逐漸收縮，至一九三四年十二月杪，其總數僅達五億四千三百三十八萬五千美元。承兌票據市場發展之情形，可於下列表九說明之。

表九

銀行承兌票據未兌付數額表(單位千美元)

年終	年終	年終	
一九一七	四五〇,〇〇〇	一九一八	七五〇,〇〇〇
一九一九	一,〇〇〇,〇〇〇	一九二〇	一,〇〇〇,〇〇〇
一九二一	六〇〇,〇〇〇	一九二二	六〇〇,〇〇〇
一九二三	六五〇,〇〇〇	一九二四	八二一,四一八
一九二五	七七三,七三六	一九二六	七五五,三六〇
一九二七	一,〇八〇,五八一	一九二八	一,二八四,四八六
一九二九	一,七三二,四三六	一九三〇	一,五五五,九六六
一九三一	九七四,〇五九	一九三二	七〇九,七三〇
一九三三	七六四,一一一	一九三四	五四三,三八五

承兌票據之分類 銀行承兌票據,原為投賣商品移動或貯藏之用。聯邦準備條例最初允許會員銀行承兌票據,以投賣進出口貨,旋經修正,遂包括他種交易在內。表十所列一九二六年及一九二九年終與一九三四年八月三十一日之未兌付承兌票據數,乃就其效用分類者。

年來投貨進出口貨之承兌票據，佔美國未兌付票據之大部分。此等票據以其含有自能清償 (Self-liquidating) 性質，多以健全穩固目之。所有投貨國內輸運貨物之票據，以其代表真正銷售，亦多受同樣看待也。

表十

未兌付銀行承兌票據類別表 (單位千美元)

	一九二六年終	一九二九年終	一九三四年八月
進口貨	二八三、五八七	三八三、〇一五	八八、五〇九
出口貨	二六〇、七一三	五二四、一二九	一三九、七〇四
國內輸運	二八、六八六	二二、八三〇	八、八七一
國內倉庫信用	一一五、八八二	二八四、九一九	一三七、八三八
美元匯兌	二六、一七九	七六、二八五	四、二四八
根據貨物之貯存於外國或由外國從此發送者	四〇、三一三	四四一、二五八	一四〇、八三三
總數	七五五、三六〇	一、七三三、四三六	五二〇、〇〇三

銀行承兌票據之用於投資貯存外國之貨物，或外國間彼此輸送之貨物，其數額增加極速。一九三〇年終，此項承兌信用之未兌付額共為五六一、四四二、〇〇〇美元。其在一九二六年終則為四〇、三一三、〇〇〇美元。世人皆知紐約居國際金融中心之重要地位，對於投資國際貿易及外國之內部交易，義不容辭。但非

有嚴格標準，則其實施易生流弊，而危及出票人及承兌人。大宗承兌信用因德國債務停頓契約 (German Warbondstill Agreements) 而發生之凝滯，足以昭示此種投貸之含有危險性也。

他種主要承兌信用爲承兌信用之以倉庫主要產物 (國內倉庫信用) 爲根據者。近年來商業不景氣，此項未兌付承兌票據額之減少，常不如他種之甚。蓋以倉庫內貨物，在輸運出售之前，用爲投貸之依據，不能不認爲穩健之方法。所慮者，用之不善，適足以長其投機之風耳。

承兌票據之用以創造美元匯兌，此爲美國之特色。乃出口貨含有季節性之國家，如中、南美等國，在輸出稀少時期，用爲創造美元餘額之主要工具也。出票人負到期償付承兌票據於承兌銀行之義務，惟該款係取諸輸出旺盛時期出售貨物於美國所得之貨價。而因此項承兌票據不以實際輸送貨物爲根據，聯邦準備部乃制定種種條例，以限制會員銀行之活動。

承兌機關 承兌票據市場之構成要素有三，即承兌機關、票據商人、與購買人是也。

聯邦準備制度下之會員銀行，爲票據承兌機關之最要者。聯邦準備條例授權會員銀行創造承兌票據，不超過其已繳資本與盈餘之半數。但得聯邦準備部之許可，會員銀行亦可創造承兌票據相當於其資本與盈餘之全數。此外按照聯邦準備部規定之條例，並可承兌創造美元匯兌之票據，相當於其資本之半數。除會員銀行外，尚有多數私家銀行、外國銀行、與外國銀行之美國代理店，從事於承兌票據之創造。

十五年來美國承兌票據業務集中於少數紐約主要金融機關之手，其次則為東部各大都市之金融機關。當聯邦準備制度創立之初，多數銀行被其吸引，以經營承兌票據業務。一九一八年至一九二一年間，共有五百機關，報告承兌負債之數，其中亦有在內地小城市者，厥後因其承兌數額不足以為維持必要便利之保證，乃相率放棄兼營。一九三四年八月三十一日，報告承兌負債者僅有一百十二機關。承兌票據業務之地理上集中於紐約，可以是日承兌票據未兌付數額百分之八十為紐約聯邦準備區域所創造之事實證明之。

茲將從事於創造承兌票據之機關，分別種類如左：

表十一

報告承兌票據之銀行類別表（一九三四年八月三十一日）

國立銀行	五九
信託公司與州銀行	五三
私人銀行	九
外國銀行	一
外國銀行之美國代理店	一〇
總計	一二二

票據商人 票據商人乃在金融市場經營居間人業務之私家銀行與金融商店所構成。其所經營大都為證券及承兌票據，亦有自為商業票據之經紀人，及投放抵押放款與聯邦資金之媒介者。大多數設立於紐約，經營大宗承兌票據之商業，共有十家左右。

票據商人之職務為自出票人承兌機關或其他持票人手中購入票據而分配之於投資家。票據商人對於購主，每日發寄清單，詳列承兌票據之日期、單位、號數、及所開之利率。票據商人直接購入票據，而以較高價出售，博得利益。售價常較購價高百分之一之八分一至四分一。其售於聯邦準備銀行之票據，須加背簽，但售於其他購主，若非特別請求，不加背簽。有票據商人背簽之票據其利率常較低。票據商人對於上等信譽銀行所背簽之合格票據，普通開價，多為一律，惟間有不合格及不著名銀行背簽之票據，則其所開之價恆較高也。

購買人 銀行承兌票據之主要購主為商業銀行、聯邦準備銀行，其次則為儲蓄銀行、保險公司，及其他金融機關。票據之按照聯邦準備銀行條例發行者，普通常視為最安全最流動之短期信用工具。商業銀行並得以承兌票據為其次要準備。儲蓄銀行與保險公司之投資銀行承兌票據，且得多數州政府立法上之認可焉。

聯邦準備銀行為承兌票據市場之主要分子，不僅以公定價格自行購買票據，亦且代理外國往來店購買票據及與票據商人成立再購買契約，訂定票據商人在十五日內重行購人所售出之票據。準備銀行之在清理期間購買票據，足以穩定市場，又可以減少票據商人保存財產之危險程度。通常準備銀行購入承兌票據，係在

銀行、票據商人或其他持票人保有該票數星期之後。其由票據商人購入之票據，約佔票據總數三分之一至二分之一，其餘則為由銀行購入者。若將再購買契約購入之票據除外，則其由銀行購入之票，約佔總數四分之三。準備銀行自行購買票據，僅為被動作用，蓋購入票據之一部或全部係按照公定價格辦理，並不在市場開價購買或將所保存之票據出售也。然由此所擴充之準備信用常受準備當局之嚴密監督，較之貼現為尤甚。因所定之購價，若低於市場票據利率，可以吸收大宗票據之供給；反之，購價高於市場利率，則票據之供給減少，票據到期，而準備銀行之票據保存額將隨以減少矣。

他方面準備銀行，代理外國往來店購買票據常為承兌票據市場中之自動出價者。準備銀行為謀迅速完成外國中央銀行所委託之使命，其所出之價，常較本身所購之價高百分之一之八分一。又其所加票據之背發手續費亦為百分之一之八分一。是項票據大部分係直接向票據商人購入，其對於市場之過去影響至大。準備銀行代外國往來店所保存之票據有多至未分付票據總額三分之一者。近年以來貨幣情形之混亂，外國中央銀行之購買票據，漸趨減退。一九三四年秋準備銀行代理外國往來店保存之票據數，不及一百萬美元。

準備銀行既為承兌票據之絕大購主，其購價在在影響公共市場，自無待言。通常紐約九十天期票之公共市場利率，與準備銀行利率相較，或相同，或稍高，但此種關係，常為準備銀行購買政策及他方面之需要所左右。若準備銀行不能自由購買，則應提高市場利率，以獎勵其他購主之需要。倘銀行需要票據甚殷，則市場利率低

至準備銀行利率之下矣。

銀行承兌票據之分配於各種購主，其決定大都繫於市場之通行情形，每當銀根緊急利率高漲之際，銀行減少承兌票據之保有額，以所得款充作他用。是時大宗未兌付票據，轉入準備銀行之手。反之，市場利率低落，銀行感運用剩餘資金之困難，多願購買所承兌之票據，銀行之票據保存額，遂因其在公共市場之購買而大增矣。故在一九二九年七月杪準備銀行之票據保存額（包括自己購入及代外國往來店購入在內），佔未兌付票據總額百分之四十七。反之在一九三四年七月杪，準備銀行之保存承兌票據額僅有一百萬美元左右，就中五十萬美元為自行購入者。同時承兌銀行之保存額，佔未兌付票據總額百分之九十一。一九三四年四月，市場票據之供給減少，票據商人制定不同之利率，以抵制銀行之向出票人購買自己票據。較近承兌票據分配之變動情形，可於下表得其梗概焉。

表十二

銀行承兌票據分配表（單位百萬美元，七月杪）

保存者	一九二九年	一九三一年	一九三四年
金額 對於總數百分比		金額 對於總數百分比	金額 對於總數百分比

聯邦準備銀行

紐約——特殊市場

國際金融市場

一二六

(甲)本行保存	七二	六·四	三九	三·二	(英)	.....
(乙)代外國往來店保存	四五九	四〇·七	二四三	一九·八	一	〇·二
共計	五三二	四七·一	一八二	二三·〇	一	〇·二
承兌銀行						
(甲)本行票據	二四	二·一	二三三	一八·九	二二三	四三·一
(乙)他行承兌票據	六六	五·九	四三六	三五·五	二五〇	四八·四
共計	九〇	八·〇	六六八	五四·四	四七二	九一·五
其他	五〇六	四四·九	二七八	二二·六	四二	八·二
總計	一,一七	一〇〇·〇	一,二二八	一〇〇·〇	五一六	一〇〇·〇

(英)在五十萬美元以下者

聯邦資金市場

聯邦資金(Federal Funds)乃對於準備銀行或美國國庫之即期債權，係準備銀行支票，與其本票及美國國庫支票所構成。準備銀行給直接存款信用於此等債權。故銀行短少準備，得暫時以其本票，易取有剩餘準備銀行之支票，增加其準備餘額。存入聯邦準備銀行之支票(聯邦資金)，立即增加借款銀行之準備餘額，而借款銀行之本票，則經過票據交換所，至次日始由聯邦準備銀行記入其帳戶之借方。事實上貸款銀行不必開具

向準備銀行支取之支票，僅須請求準備銀行，將其所放之款，自該戶支出，轉收借款銀行戶內。借款銀行實際得一日期，聯邦資金之放款，俟同額本票另加一日之利息，經過交換收入準備銀行之貸主戶內，即達清償之目的。若聯邦資金放款成立於星期六或在休假日之前一日，則借主之支票至第二日始能清償，而放款之實在期限為二日。

自聯邦準備制度成立以來，聯邦資金市場，因若干大金融機關擔任居間人，交換支票，收取小額手續費而發達於紐約。會員銀行，通常不願維持存款於準備銀行，超過法定限度之外，蓋以此項存款無利息之收益，故恆設法處分逾額之準備也。他方面若會員銀行準備低至法定限度以下，應即加以補充。增加備準餘額之最明顯方法，為直接向準備銀行借款，但會員銀行常不願爲此而寧乞助於聯邦資金市場，以獲得暫時準備餘額之增加。

聯邦資金之市場利率，普通較貼現率爲低。但當聯邦準備銀行企圖限制準備信用之數量，及會員銀行不願向準備銀行請求貼現或墊款之時，則較高。聯邦資金利率高漲爲金融市場利率高漲之表徵，若國內會員銀行，在準備銀行有大宗過剩餘額，則聯邦資金之需要消滅。

短期政府證券

與資本市場有密切之關係，但就財政上立場言，係金融市場之一部分者，是爲短期政府證券市場。國庫票

據 (Treasury Bills) 及國庫債務證書 (Treasury Certificates of Indebtedness) 屬之二者皆為短期信用工具，期限一年或在一年以下，免除聯邦與州之所得稅，但不豁免財產與遺產稅。國庫票據不附帶利息，其買賣以貼現為基礎。債務證書附帶利息，其買賣係以價格加入利息為基礎，與長期票據相同。此外一年或一年以下之政府較長期債務，有短期信用工具之特質，在金融市場上常歸入國庫票據與證書類內。

自美國加入戰爭以來，國庫發行債務證書，以應付財政上之暫時需要。在平時之未兌付額，逐年無大變動。國庫票據在一九二九年十二月以前，並不為投資國庫之正式工具。一九二九年六月十七日之條例修正第二自由放款條例，始授權發行，但厥後大量用為補充證書。此二種政府債務證書，係經由聯邦準備銀行，向公眾募集。證書附帶規定之利息以平價連息出價，票據不附帶利息，係售於最高出價者。證書之規定利率，以獲得全部籌募並使國庫出最低之費用，必須精密體察市場之情形。他方面則票據為一富有伸縮性之投資工具，國庫之提供競爭出價，蓋對於當時之金融市場狀態已籌之熟矣。

因國庫票據與證書有高度之安全與暢銷性質，故成為銀行與其他金融機關投資短期資金之良好媒介。近數年來商業銀行威安全專業放款機會之缺乏，多從事於購買短期政府票據，以運用其剩餘資金。全體會員銀行代表全國銀行資產總數三分之二，其保有國庫票據與證書，自一九三〇年六月三十日之二五八、六三七、〇〇〇元增至一九三四年六月三十日之一、四二七、三四三、〇〇〇元。各銀行在後者日期之總數，

約爲二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元

票據與證書，係合格於準備銀行之購買者。爲增進銀根寬鬆之政策計，此等機關增加其保有額，自一九二九年終之二一八、一六六、〇〇〇元增至一九三二年終之一、一三三、五七七、〇〇〇元。厥後變換一部分短期證券爲長期政府債務。迨一九三四年六月三十日，其票據與證書保有額，減至七四二、一〇五、〇〇〇元。緣票據與證書之未兌付額，在六月終爲三、〇三九、〇〇〇、〇〇〇元。可知銀行與準備銀行之聯合保有額，代表總數之大部分。表十三表示近數年來銀行對於票據與證書投資之變動情形。

表十三
銀行保有國庫票據與證書之數額

(單位千元)

年終	聯邦準備銀行	全證會員銀行	總數
1929	218,166	248,710	466,876
1930	339,209	368,994	708,203
1931	423,553	678,595	1,102,148
1932	1,133,577	795,093	1,928,672
1933	935,850	927,057	1,862,907
1934年6月30日	742,105	1,427,343	2,169,448

銀行與其他投資家之獲得大部分票據與證書，係由發行時之承募與投標。然此外又有未兌付發行之活動次要市場。投資家得願以購買證券或清理其保有額。商店之擔任短期政府證券分配商人，與其構成承兌票據市場相同。在發行之時，當承募大宗證券以分配於其顧客，預備以極少之價格差額買賣票據與證書於市場，其目的為以比較上小額利益，獲得大宗周轉。此種活動與有秩序市場之存在，對於國庫頗有利益。紐約聯邦準

儲銀行乃與若干主要商人約定在再購買契約之下，從事於購買彼等之證券，蓋以保護商人免遭暫時跌價之損失，並使其保持證券之適當財產也。

往時短期政府證券市場，常為抵押放款市場及承兌票據市場所掩蔽。然在不景氣時期，其地位反轉。抵押放款與承兌票據之未兌付額，自一九二九年之最高峯，急遽跌落，而短期政府證券則大增。降至今日，短期政府證券市場，遂佔各特殊市場中之最重要地位焉。

國庫票據與證書市場之擴充，為近年來聯邦政府預算短縮之直接結果。在不景氣之初期，國庫為應付政府財政上之需要，而不願付較大之勞費，乃乞靈於短期證券之運用。國庫票據之未兌付額增加極速，證書亦然。二者自一九二九年六月三十日之十六億四千萬元，增至一九三二年六月三十日之三十四億四千七百萬元。厥後一部分證書，以長期債務償還，但票據之未兌付額繼續增加。一九三四年六月三十日聯合總數，仍有三十億三千九百萬之多。

一九二九年以來政府短期債務之發展情形，可於表十四觀之。

表十四
短期政府證券未兌付額

(單位百萬元)

日期	國庫票據	債務證書	總數
1929年6月30日		\$1,640	\$1,640
1930年6月30日	\$ 156	1,264	1,420
1931年6月30日	445	1,923	2,368
1932年6月30日	616	2,831	3,447
1933年6月30日	955	2,200	3,155
1934年6月30日	1,404	1,635	3,039

國庫票據與證書之收益，因政府之優越信用地位及其免稅關係，常為金融市場各種利率中之最低者。雖國庫在一九三三年三月十二日，發行九月期債務證書，以銀行休假期內發生非常狀態之故，所出利息為百分之四·二五。然近年來證書之附帶利息低至百分之·二五者，常能得逾額之承募。其經由國庫票據借款之代價，更為低廉。九十一天期票據之平均價格，所生利益，不及百分之一之十分一。一九三四年，此種證券在市場之出

倍，所生利益，僅爲百分之〇七。

商業票據市場

商業票據市場爲美國固有之最老市場，經營信譽良好。商店之期票，常爲無擔保又無背簽者。商業票據之金額，多爲二千五百元及其倍數，期限多爲四月至六月，并具規定之利息。通常以出票人之信用爲根據，但亦有爲母機關或聯絡機關或富裕個人所背簽者，有時且附帶擔保品。

商業票據之使用，大都限於著名商店之從事於製造或售賣主要產品，而其資本爲二十五萬元至一千元者。較小之商店，則其信譽不足使票據之普遍流通。較大之商店，則能接近證券市場及銀行，不必乞靈於商業票據。其與他種商業票據及銀行承兌票據之異點，卽此項商業票據不用以投資特別售賣或交易，大部分係用以供給暫時營業資本，以應付薪給購買原料及在事業季節支付普通營業費。商業票據中，約有百分之六十，含有季節性質。是故商業票據補充發行人在銀行之信用，使其能以較在銀行稍低之代價，獲得資金。

商業票據之交易，係經由所謂商業票據商店 (Commercial Paper House) 直接向發行人購買票據。美國處理商業票據之商店，共有三十餘家，兼營他種短期信用工具，就中有七家，佔其業務總額百分之五十以上。此等商店，除少數例外，不背簽所出售之票據，但常審慎詳擇，以從事於限制出票人之信用地位，因其本身事業名譽，依賴所處理票據之性質也。其收益，取之於百分之一四分之一之分配票據手續費。

商業銀行尤其是鄉村銀行，爲商業票據之主要購主。雖商業票據不常合格於向準備銀行貼現，且不如國庫票據及證書之穩固，因之不及承兌票據之富有流通性，但以其收益之優，常爲銀行所歡迎。每當季節上放款之需要減少，多數鄉村銀行，往往投放一部分剩餘資金於此種信用工具。若干銀行之保有商業票據，係以分散地理上之信用危險。

多數商業票據商店，爲推廣營業計，分設支店於多數主要都市。其售賣方法有種種。若干商店僱用店員，親往各主顧銀行兜攬。其他則藉電話勸告之力。大多數通告顧客，以可出售票據之詳細情形，平常給與顧客五日或二十日之選擇期間，俾可從容審查所提供之票據。

商業票據之利率，隨金融票據狀態變遷而大相逕庭，但常爲公共市場利率之最高者。近年來期限四月至六月之上等票據利率，自一九二九年百分之六又四分之一，至一九三四年百分之一之四分三。是項利率並不一致，隨出票人信用地位而各異。

就要據未兌付數額之觀察點言之，商業票據市場在各個金融市場中爲最不佔重要地位者。不寧惟是，其重要性自戰後逐漸低落。根據二十家主要商業票據商店，對於紐約聯邦準備銀行之報告所列，其未兌付額自一九二〇年一月之最高峯十二億九千六百元，降至一九三三年五月之六千萬元。厥後因營業活動擴充之結果，有相當之增加。一九三四年八月杪之未兌付額爲一億八千八百萬元。此種變動情形，可於表十五觀之。

表十五
商業票據未兌付額

(單位百萬元)

年終	1922	1924	1926	1928	1929	年終	1930	1931	1932	1933	1934 8月
	722	798	526	383	334		358	118	81	109	188

此等數字，並不代表商業票據之未兌付額，因商業票據之一部，為商業票據商店外之商人所經營。一九三四年六月三十日商業票據之為會員銀行所保有者，其數達二億另四千元，而商人報告準備銀行之數，僅為一億五千一百萬元。

商業票據之減少重要性，由於戰後美國事業與財政之發展，其趨勢為事業之集中及較大事業單位之創造。同時證券市場，在一九二九年下半年以前之狀態，使普通商店能迅速暢銷。其新發行之股票或債券，由是構成營業資本，不必依賴外界之暫時資金。此外又有銀行承兌票據取商業票據而代之之趨勢。然在最近將來，商業票據或較近數年來為活動，蓋多數商店，因營業上所蒙損失之結果，感受營業資本減少之痛苦，又因證券市場之缺乏佳氣象，其以商業票據為投資季節上及其他暫時營業資本需要之合意媒介物，亦固其所也。

抵押放款市場

自社會進化，貸主要求借主以有價值之物爲借款之抵押品，俾可於本息償付不履行之時，取償於抵押品，此爲從來相沿之習慣。古時抵押品常爲不動產或動產，至今仍通行於世。然近代公司及政府團體公共借款制度之發展，發生一種新財產或財產權，較適合於借款抵押品之用，卽所謂股票與債券是也。此種證券爲美國信用機構最重要原素之一。

抵押放款市場(Collateral Loan Market)爲短期資金市場中之最含有地理上變化及自由組織者。就廣義言之，包括以股票與債券爲抵押之各種貸主及借主。然就狹義言之，爲對於經紀人及證券商人之抵押放款，或爲通知放款，或爲比較上短期之放款。短期資金市場之極度發展，皆此種抵押放款市場所造成也。

抵押放款之目的 自一九二七——二九年，美國證券市場飛漲以來，在世人心目中，皆以抵押放款或經紀人放款與證券投機有連帶之關係。當投機活動之際，大部分抵押放款，因多用爲投機證券之購買，然此不過爲其放款成立原因之一種。據參議院銀行貨幣副委員會之研究，在聯邦準備制度之下，抵押放款之目的，可概括分爲下列數種：

- (一) 商人保持證券留待分配於投資家。
- (二) 保持證券待高價出售，以售得之款償還借款。

(三) 保持證券作長期投資，希望以收入陸續清理借款。

(四) 無限期保持證券，作團體管理之用等。

(五) 作農商業之用。

(六) 作消費之用。

此外所應注意者，銀行常以證券爲抵押，獲得往來銀行之借款。

抵押放款各種目的之數額統計不易得，然上述參議院副委員會曾以此問題徵求各主要銀行之意見。據紐約十銀行之答覆，在一九三〇年之末葉，各種以保留證券爲目的而成立之抵押放款，其比例不同，自百分之四二·九至百分之九八。同樣作工商農業用途之比例，自百分之二至百分之五七·一。紐約以外其他二十銀行之報告，表示相類似之地位。

借主與貸主 因抵押放款目的之各異，抵押放款市場中遂有種種之借主，非但包括經紀人、證券商人、投資銀行及金融公司，亦且包括普通銀行及私人。他方面商業銀行幾爲唯一之貸主。曠昔利率極度高漲之際，非銀行之貸主亦投放大量資金於抵押放款市場。但近年來利率低落，尤其是在一九三三年銀行條例頒布以後，使此等其他貸主，趨於消滅。

在此種情形之下，國內銀行對於聯邦與州銀行當局之定期報告，使抵押放款之數額及性質，更爲明瞭。據

聯邦準備部公布之會員銀行報告，包括聯邦準備制度之全數會員銀行（約有國內銀行資產總數三分之二）在內，抵押放款可分為四類：（一）對於銀行之放款，（二）對於紐約經紀人與商人之放款，（三）對於紐約以外經紀人與商人之放款，（四）對於其他之放款。下表表示過去五年間每類放款之未兌付數額。

會員銀行抵押放款

（單位百萬美元）

日期	對於銀行放款		對於紐約經紀人與商人之放款		對於紐約以外經紀人與商人之放款		其他放款		合計
	金額	對於總數百分比	金額	對於總數百分比	金額	對於總數百分比	金額	對於總數百分比	
1928年12月31日 (*)	2,555.9		974.5		6,372.5		9,902.9+		
1929年12月31日 (*)	1,660.2		802.7		7,685.0		10,147.9+		
1930年12月31日	314.8	3.2	1,497.5	15.4	675.3	6.9	7,266.3	74.5	
1931年12月31日	455.2	6.2	574.7	7.9	391.0	5.3	5,899.3	80.6	
1932年12月31日	241.9	4.4	357.2	6.6	240.5	4.4	4,607.7	84.6	
1933年12月31日	157.5	3.3	339.6	17.6	166.0	3.5	3,605.7	75.6	
1934年12月30日	52.6	1.1	1,081.6	23.3	207.5	4.5	3,308.9	71.1	

* 對於銀行之抵押放款在此等日期不單獨報告

+ 對於銀行之放款除外

對於銀行之抵押放款 銀行間彼此借款，以應暫時之資金需要，為向來之慣例。因銀行常以證券交往來

銀行保管，故用此項證券以作借款之抵押品，手續上較為簡單。銀行間之抵押放款與他種抵押放款，有一重要之異點，即抵押品幾全為債券，蓋以銀行除在若干特殊情形之下，例不保有股票也。他種抵押放款則包括極大部分之股票。

抵押放款之趨勢，常自較大金融中心之銀行，放於較小地方之銀行。當需要資金之季節蒞臨，鄉鎮銀行向都市往來銀行借款。迨季節終了，則以顧客償還之款，情理對於他銀行之債務。鄉鎮銀行並不以借款達投機之目的，或放款於顧客作投機之用。故此種抵押放款，世人常認為用以投資農工商業也。

對於銀行之抵押放款，僅代表抵押放款總額之小部分，其數目大都隨內地需要銀行信用之程度而不同。

- 一九三一年終，會員銀行放給銀行之抵押放款，達四億五千五百二十萬美元，或有抵押放款總額百分之六·二。
- 迨一九三四年六月三十日，降為五千二百六十萬美元，或有總額百分之一·一。

對於銀行之抵押放款總額中百分之四十至五十，為紐約之銀行所放。二中央準備市紐約與芝加哥，在平時共佔總數百分之六十以上。下表表示會員銀行對於各銀行抵押放款之分配：

會員銀行對於銀行之抵押放款

(單位千美元)

	1932年6月30日		1933年6月30日		1934年6月30日	
	金額	對總數百分比	金額	對總數百分比	金額	對總數百分比
中央準備市銀行						
紐約	155,032	44.9	85,301	47.6	20,314	38.6
芝加哥	67,636	19.6	23,513	13.1	11,621	22.1
合計	222,668	64.5	108,814	60.7	31,934	60.7
其他準備市銀行	107,783	31.2	63,320	35.3	16,764	31.8
那漢銀行	14,916	4.3	7,233	4.0	3,943	7.5
總計	345,372	100.0	179,367	100.0	52,641	100.0

國際
金
融
市
場

對於其他之放款 對於銀行經紀人及商人以外之其他抵押放款，佔未交付抵押放款之大部分，近年來會員銀行之抵押放款中，約有百分之七十至八十五屬於此類。然是項放款，並非一種有組織之公共市場。每次放款為貸款銀行與單獨借主間之私交易。放款條件，依賴有關係之雙方及抵押品之種類為轉移。此種放款得分為二大類：（一）以事業為目的之放款，（二）以保持證券為目的之放款。通常商店，自銀行借款，以供暫時營業資本，在所謂信用界線（*Line of Credit*）之下，不需抵押品。然若借主信用不佳，銀行多要求供給抵押品；又當商店借款超出信用界線之外，額外之數，常以抵押品擔保。商店所得抵押放款，作何種用途，吾人固無從確定，但可臆斷其大部分係作普通商業之用也。

大部分抵押放款之用，以保持證券者，不於經紀人及商人，而放於其他。故當證券借主之目的非在短時期內抬高市價，以圖投機之利益，而保持證券至較長時期之時，常直接與銀行商定投資條件。不幸銀行所刊布之統計，不得表示其他抵押放款之用，以保持證券者所佔之成分，但可信其數額較大於放給經紀人與商人之款也。

經紀人放款 對於經紀人及證券商人之放款，雖佔國家信用機構中抵押放款之極小部分，但此種放款，為一有組織之公共市場，且僅經紀人放款市場，為構成紐約金融市場之唯一完全部分。經紀人放款市場經營一二種標準抵押放款：（一）通知放款，（二）定期放款。通知放款之成立，係以逐日為基礎。貸主有權要求借主在放

款成立之次日償還，若不索還，則自動延至他日，實際上通知放款常延期至數月之久。定期放款按照字義，係有特定期限之放款，通常三個月，借主應維持適當之抵押品，在期限之內，不得索還。

盈餘需要 (Margin Requirement) 貸主不能安全以抵押品之市價，全數貸放款項，因市價倘發生些微跌落，則其結果為放款抵押品之不足。因是抵押品之市價，必須較放款之金額為大，俾貸主獲得安全之盈餘 (Margin)。紐約證券交易所之章程，曾規定盈餘需要之最低限度，為會員之經紀人商店所當注意。但自一九三四年之證券交易條例頒布以來，所有盈餘需要條件，完全置於聯邦準備部監督之下。聯邦準備部按照該法於一九三四年九月二十七日，頒布章程，管理經紀人、商人及證券交易所會員之信用擴充與維持。此項章程定於一九三四年十月一日實行，但為預備關係人等熟悉條文起見，延至十月十五日始生效。該章程規定放款價值之最大程度，應以抵押品按照下列原則孰為較高者為度：(一) 抵押品現在市價百分之五十五，(二) 抵押品在本月一日以前三十六個月之最低市價百分之百，但不得高於現在市價百分之七十五。

然條例規定截至一九三六年七月一日止，抵押品之出售於一九三三年七月一日之後，但在本月一日以前之最低價，得視作該項抵押品前三十六個月之最低市價。不寧惟是，按照章程規定，在任何歷月可用之最低市價，得用於下月之前七日。債權人為決定某種抵押品之通行市價計，得任意選擇正式刊布行市單所列該項抵押品早一日之收盤售價，或收盤投標價。若早一日無售價，則債權人引用有記錄之最後售價或投標價，惟以

是項售價發生於本月或上月爲限。若此種價格不能得，則引用市價之合理價值。

此種普通原則有若干例外，第一債權人得根據登記抵押品以特別帳目擴張信用於其他會員經紀人或商人，其數類以是項抵押品現在市價百分之八十爲度。然（一）借主應服從章程，或僅有營業所在外國；（二）信用之擴張，僅使借主代顧客保持帳目；（三）不得不作借主或其股東購買或保持抵押品之用。

第二例外爲債權人得用特別帳目擴張信用於商人，以投資證券發行之分配，或爲另售，或爲批發，或擴張信用於團體聯合帳目，或企業組合，以保險或分配證券之發行。第三爲放款登記於特別帳目，且專用以投資真正證券套利交易，得免除條例之束縛，惟顧客應維持盈餘相當於該帳借方純餘額百分之二。

第四例外爲條文規定：證券交易所之任何會員或集合會員，得經正式組織之交易所委員會核准放款，以應其他會員或經紀人或經由此等會員媒介而營業之商人之緊急需要。緊急放款之維持及更訂，至聯邦準備部決定緊急停止時爲止。但委員會核准一九三四年十月十五日以後之緊急放款，應於十日內造具各種有關係事實書面報告，於交易所所在地之聯邦準備代理人。

最後若干證券完全不受管理經紀人及商人抵押放款條例之束縛。此種豁免證券，據章程之解釋如左：

（一）美國直接債務或擔保本息之債務。

（二）美國有直接或間接股份之公司，所發行或擔保之證券，由國庫長官指定豁免，以維持公共利益或保

護投資家者。

(三)爲下列機關直接債務或擔保本息之證券(甲)州或州之政治分機關(乙)州之代理處或補助機關或其政治分機關(丙)一州或多數州之自治市。

(四)其他證券經證券交易委員會認爲維持公衆利益或保護投資家，而無條件，或有特定期限，豁免證券交易條例第七章及第八章之實施。

聯邦準備部章程，爲一般財政界所歡迎。經紀人商店按照新章營業，比較不感困難。事實上若干條文，較紐約證券交易所所規定之盈餘需要爲自由。然法律含有伸縮性，聯邦準備部得隨時變更證券放款價值之最大限度，以遏止過量信用之用於證券投機。

貸主與借主 前已言之，商業銀行供給經紀人放款市場之全部資金，主要貸主爲紐約之大銀行。但大宗款項係其他城市經由紐約往來家而貸放。從前，尤其是在一九二七——二九年證券飛漲之際，鉅額資金乃銀行以外各方面之投資，於市場報告書上，以代理放款(Loans for Account of Others)名義出之。此種其他貸主，包括商業公司、投資信託、外國銀行，及私人在內。多數代理放款之經由銀行，與代理外埠銀行放款相同，亦有直接由貸主投資於經紀人及商人者。

過去經驗，表示此種其他放款，不僅爲金融市場，亦且爲國家全部信用機構之極不安定與極危險因素。第

一、此種性質之放款，不受聯邦準備當局之管理。當一九二八及一九二九年，聯邦準備部努力遏止投機信用之膨脹，對於會員銀行所放經紀人及商人之抵押放款數量，獲限制之成功，但其力量因銀行以外各方面繼續增加對於經紀人之放款，而大部分失效。準備銀行之不能管理此項放款，蓋因代理放款僅轉移貸主之存款於借主，並不膨脹銀行之信用，而銀行對於經紀人放款之增加，則其結果為存款之增加。又因會員銀行必須維持存款之定額準備於準備銀行，此種信用膨脹，受聯邦準備當局之管理，而代理放款則否也。

第二、此種其他貸主，完全缺乏對於有秩序金融市場負責維持之觀念。在非常高利刺激之下，紐約報告銀行代理他人之放款，於一九二九年十月九日，達三十九億四千一百萬美元。迨證券市場崩潰，證券價格驟跌，其他貸主即急遽收回放款。四星期中，紐約報告會員銀行代理放款之數，減少十五億四千二百萬美元。若非紐約銀行增加本身放款，以代替此項資金，則其惡影響及於證券市場，可勝言哉！

在此種情形之下，乃有各種方法限制代理他人之放款。一九三一年，紐約票據交換所公會通過章程，禁止會員代做抵押放款。一九三三年銀行條例禁止代理非銀行機關根據抵押品放款於經紀人及商人。最後一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二、十三、十四、十五、十六、十七、十八、十九、二十年之證券交易條例，規定在證券交易所營業之經紀人，僅可以註冊證券向會員銀行或非會員銀行借款，且以該行提出於聯邦準備部同意，遵照條例之規定為限，準備部如有他種允許，則不在此例。故其他貸主實際上幾排斥於經紀人放款市場之外。

經紀人與證券商人爲構成市場之需要原素。其借款之目的有二。第一，用以投資顧客之押金帳目。證券市場之投機家購買證券，常較手中之資金爲大，其購價之一部，係以所購之證券向經紀人借來。然經紀人商店之資本，多不足以應付此種大宗需要，因之以顧客證券向銀行抵押而借款。第二證券商人及貼現商店之從事於證券分配者，常向銀行借款，以保持證券，留待分配於投資家。

市場之運用 經紀人與商人需要財政上之融通，常直接向銀行借款，故在抵押放款市場借主與貸主之關係，較其他公共市場爲密切。此種關係足以影響放款之條件。銀行與老顧客往來，其對於抵押品及利率之優待，遠非暫時顧客所能及也。

金融寬裕之際，借主與貸主之直接訂立借款，並不感困難，然當投機活躍抵押放款之需要增大，爲應付環境計，乃有所謂貨幣經紀人 (Money Brokers) 之發展。貨幣經紀人居媒介人之地位，爲借主布置借款，而收入小額之手續費。彼等大都爲商店擔任其他短期資金市場之居間人，雖一部分經紀人商店亦間一爲之。曩昔證券市場之暢銷，貨幣經紀人，曾完成繁盛之業務，但在近年，經紀人放款之需要減少，其服務亦遂因而過剩。不寧惟是，其他放款之違法，亦足使其減少重要性於將來也。

貨幣經紀人所擔任之居間人職務，因紐約證券交易所及 New York Curb Exchange 之處理通知放款而增加便利。此二交易所設立營業櫃檯，銀行得直接或經由交易所會員，供給通知資金，會員商店並得請

求融通，惟彼等不處理定期放款。此種便利之主要任務，為調整資金之邊際供給與需要，使通知放款之利率變動，減至最低限度。逐日資金之供給與請求放款，足以確切表示市場狀態於交易所職員，彼等可以根據此種基礎定適當之利率於某種水平，以吸收必要數量之資金。交易所職員所定之利率，適用於營業權之各種放款，近年來營業權之任務，亦如貨幣經紀人之需要減少，其放款數量非復昔日之鉅大矣。

利率 經紀人放款市場利率之變動，較任何短期資金市場為烈。當證券市場不引起公眾興趣之時，放款之需要減少，其利率有低至一厘以下者。他方面若證券投機大形活動，則放款之需要非常增加，利率亦漲至極高水平。

經紀人放款市場之利率結構，極為複雜，實際上有各種不同之利率，適用於各種交易：(一)新通知放款利率，(二)通知放款轉期利率，(三)定期放款利率。不啻惟是，每種交易之利率，亦至不一律。此銀行所定之利率，往往與彼銀行利率發生細微之差異。各個銀行，對於不同顧客，常有不同之利率。紐約證券交易所公布之新通知放款及轉期通知放款利率，常用為公共市場利率。但此種利率，照銀行所定利率，常不一致耳。

各種利率欲使成爲一般化，殊非易事。通常九十天期之定期放款，利率較通知放款爲低。但在金融市場狀態不安定之時，貸主不願意以資金投於長期定期利率，遂漲至通知利率之上。近數年來，證券交易所之通知放款利率，常與轉期利率相同。然在昔日市場活動，此二利率之差異極大，如一九二九年之每月平均轉期利率，較

高於是年五個月之平均新放款利率，但在其他七個月則較低是也。下表表示一九二九年一九三三年通知放款轉期及定期放款之變動情形。

經紀人放款每月平均利率

	1929			1933		
	定期放款		通知放款	定期放款		通知放款
	九十天期	新 轉期	新 轉期	九十天期	新 轉期	新 轉期
正月	7¾	6.94 7.05	¾	1.00	1.00	1.00
二月	7½-7¾	7.47 7.06	½-1¼	1.00	1.00	1.00
三月	7¾-8	9.80 9.10	2½-3½	3.27	3.32	3.32
四月	8¼-9	9.45 8.89	1-1½	1.29	1.37	1.37
五月	8½-9	8.79 8.91	1-1½	1.00	1.00	1.00
六月	8-8¾	7.83 7.70	¾-1	1.00	1.00	1.00
七月	7½-8	9.41 9.23	¾-1½	1.00	1.00	1.00
八月	8¾-9	8.15 8.23	1-1¼	.98	.98	.98
九月	8¾-9	8.62 8.50	½-¾	.75	.75	.75
十月	7-9	6.10 6.43	¾-¾	.75	.75	.75
十一月	4¾-6	5.40 5.44	¾-1	.75	.75	.75
十二月	4¾-5	4.88 4.83	¾-1¼	.94	.94	.94

經紀人放款統計 若干機關定期刊布之經紀人及商人放款，未付金額及定期刊布之公共市場利率，足爲考察經紀人放款市場發展之主要基礎。不幸各種統計，均不包括市場之各種利率。其最包羅宏富者，爲聯邦準備部所發表之會員銀行通知放款報告。此報告表示會員銀行之抵押放款總數，按借主種類而區分爲（一）銀行，（二）紐約之經紀人及商人，（三）他處之經紀人及商人，（四）其他。

然爲謀目前適用計，較短期刊布之統計在所必需。紐約證券交易所每月一日發布會員銀行所締結之抵押放款報告。此項報告就貸主之種類，分放款爲二類：（一）放款之由於紐約銀行及信託公司者，（二）放款之由於紐約私人銀行經紀人，外國銀行代理店及其他者。下表爲一九二八年以來，每年十月一日證券交易所對於經紀人放款數額及分類之報告。

紐約證券交易所會員所締結之經紀人放款

(單位百萬美元)

十月一日	總數	由於紐約銀行及信託公司	由於私人銀行經紀人等	活期	定期
1928	5,513	4,647	866	4,689	824
1929	8,549	7,077	1,472	7,832	717
1930	3,481	3,057	424	2,830	651
1931	1,044	932	112	802	242
1932	380	292	88	270	110
1933	897	806	91	625	272
1934	831	769	62	531	300

第三種最短期之經紀人放款報告，為主要九十一城市報告會員銀行之每星期報告。此項報告，每星期二發行，表示報告會員銀行上星期三之地位。又有紐約報告會員銀行之獨立報告，發行於星期五，在全體報告會員銀行總報告之前。

星期報告，表示報告銀行對於經紀人及商人抵押放款之未兌付額。是項放款可分為：(一)放於紐約之經

紀人與商人。及(二)放於在紐約以外之經紀人與商人。現行報告方式，創始於一九三四年十月十七日。從前全體報告會員銀行之報告，僅表示抵押放款之總數，而紐約報告會員銀行之報告，則將經紀人放款加以詳細說明。後者之報告，從前所表示者為經紀人放款之屬於(一)本身帳目，(二)代理外埠銀行帳目，(三)代理其他帳目，及(甲)活期放款，與(乙)定期放款。但現行方式與全體報告會員銀行之報告相同。全體會員銀行及紐約報告會員銀行，在一九三四年十一月二十八日之報告數額，可於下表觀之。

會員銀行之經紀人放款(1934年11月28日)

(單位百萬美元)

對於經紀人及商人之抵押放款	全體報告會員銀行	紐約報告會員銀行
在紐約	60	525
在紐約以外	155	51
合計	815	576

紐約——特殊市場

影響經紀人放款之因素 近年來經紀人放款數量之起伏，直接由於證券市場狀態之變動。影響經紀人放款之主要因素，為證券市場投機活動之程度。若證券購主完全以其所有之資金，償付購價，則經紀人放款無需要之可言。但一般公衆，係以證據金交易，因而經紀人需要大宗資金，以投放於其顧客之帳目。一九二九年之事實，其著例也。

第二種因素為證券價格之水平線，與上述者有密切之關係。當證券價格高漲，則需要較大之金額，以購買同額之股票。所借證據金之數量，亦隨以俱增。例如美國電話與電燈公司之普通股票，每股售價一百美元。商人購入一百股票之購價，為一萬美元，所付證據金百分之五十為五千美元。其他五千美元，則向經紀人告貸。然若股票價格漲至每股二百美元，則假定以同成分之證據金，購入百股股票，須借款一萬美元。

新證券發行之數量，為影響經紀人放款未兌付額之第三因素。投資銀行之經營新證券發行，包括政府與政治分機關之證券在內。當證券正在分配之際，常依賴抵押放款之資助。若新發行有大宗之供給，則經紀人放款有增加之趨勢。第四因素為經紀人所願給予顧客墊款，對於證券市價之比例盈餘需要減少，則可使借主以同價證券獲得較大量之款。反之，盈餘需要增加，則借款之數額減少。

拋空出售及經紀人放款 拋空出售證券，對於經紀人放款市場之影響，過去聚訟紛紛。實際上拋空出售之影響，隨各個交易情形而不同。通例拋空出售，若需要售主或購主之投放新資金於市場，則經紀人放款之數

量將隨以減少。他方面拋空出售之結果，如爲提回從前用於市場之資金，則其趨勢爲增加經紀人放款之數。下列實例表示拋空出售如何及何時足以增加或減少經紀人放款或使之保持不變。此種實例乃假定購主及售主與經紀人有營業上之往來帳目者。

(一)購主與售主均不須預備新資金。甲拋空出售股票一百股，市價一萬元。甲之經紀人收入一萬元。彼或以股票貸彼之經紀人，用此款以償還銀行債務之一部。他方面購主乙之經紀人向其銀行借款一萬元，以投資購買。銀行放款之一方面償還，足以抵消他方面之成立新放款，其純結果爲經紀人放款保持不變。

(二)然甲之經紀人得向非經紀人借入股票，而以所售得之款交還。在此種情形之下，不能用以歸還經紀人放款。但乙之經紀人仍不得不借入一萬元，以投資購買，其純結果爲經紀人放款增加一萬元。

(三)售主與購主每人預備新資金五千元，出售經紀人向其他經紀人借入股票。出貸股票之經紀人能減少銀行放款一萬元。甲之經紀人亦能以甲所融通之款五千元減少其放款。然乙之經紀人不得不增加銀行放款五千元。其純結果爲經紀人放款減少一萬元。

(四)甲之經紀人向非經紀人借入股票，故購價不能用以減少經紀人放款。甲之經紀人因甲融通五千元而減少其放款。乙之經紀人則不得不借入五千元。其純結果爲經紀人放款保持不變。

(五)乙預付所需之全數，以購買股票。甲之經紀人向其他經紀人借入股票，因而不需要新借款，而以購價

減少放款。其純結果爲經紀人放款減少一萬元。

(六)乙預付全數，但甲之經紀人向非經紀人借入股票，不能以購價減少放款。其純結果爲經紀人放款之保持不變。

此種例證可增加數倍，但其原則所當注意者，無論何時，購主或貸主投放資本於市場，而出售經紀人或自有股票，或得之於其他經紀人，則拋空出售之結果，爲經紀人放款之減少。他方面當購主或售主無新資金之預備而出售，經紀人不得向非經紀人借入證券，則經紀人存款增加。最後若購主或售主預備新資金，而所售之股票或爲經紀人所有，或得之於其他經紀人，則經紀人放款未兌付額數量不變。

第八章 紐約之國際金融中心地位

戰前時期 | 紐約之躍起而爲國際之最重要金融市場，爲時最速，而因政治經濟之騷動，其支配時期又甚暫。故現在地位與將來之期望，殊難加以滿意評價。戰前紐約在國際金融擔任較次等之職務，自聯邦準備條例頒布以前，國民銀行不得創造承兌票據。所有銀行票據之爲州銀行及私立銀行所創造者，爲數極微。雖多數紐約大投資公司與歐洲有優越之聯絡，但其國際業務大都爲分配美國證券於外國，而不發行外國證券於美國。此等投資銀行之一部分，導源於外國，而爲外國銀行之分行，即在獲得獨立地位之後，仍繼續以外國資本營業。美國國際銀行業務在戰前之重要方面，爲國外私人之匯款。此爲歐洲大宗移民於美國之結果。然經營是項國際交易之大銀行，其數量遠不如大宗移民所在地小銀行之多。

故在戰前紐約在國際金融上之職務，爲便利資本之流入，以投資鐵路與實業，及處理外來移民之匯款，其爲長期資金之貸主，遠不如歐西各國之較佔優越地位。美國昔爲債務國，雖其資本亦曾開始外流，但此種資本大都直接投資於鄰國。紐約金融市場專從事投資國內貿易，而對於國際貿易之投資，則絕鮮參加也。

戰爭時期 聯邦準備制度之創立，金準備之集中，聯邦準備銀行，及銀行法之改正，俾國民銀行得以創造承兌票據，均為紐約在大戰破壞國際金融市場機構後所創造之問題。多數歐洲國家放棄金本位，交戰國銀行與國庫所努力從事者大都為投資戰爭之工作，國際金融與資本市場，遂漸為美國之資財所佔領。

當一九一七年四月，美國加入戰爭以前，協約國之在美國舉債，係經由普通私人投資銀行之手。迨美國加入交戰國，政府代負投資協約國之重責。美國大宗資本，以美國國庫之媒介，源源流入歐洲。同時美國之外國貿易，因戰時需要美貨之殷而激增，又因歐洲金融中心反常狀態之發展，投資是項貿易之重責，不得不由美國銀行擔負。美國主要金融機關，乃急遽擴充便利於外國貿易之投資，多數在外國設立分行。然此為不規則之變動。戰事告終，多數海外機關，即隨以關閉。

是故戰時之非常情形，實美國發展國際金融中心之莫大刺激。戰爭最初數年，代理外國政府之發行證券，使普通投資界知有外國債務。同時外國貿易之投資，鼓勵承兌票據市場之發展，並使美國銀行家了解國際貿易投資之複雜。而戰時之經驗，又足使銀行投資家及商人漸具國際思想，及美國以外之尚有商業金融機會也。

戰後時期一九一九——二五年 戰爭停止後，國際金融市場一時殊不易恢復一九一四年之狀態。繼政府停止穩定匯價政策而發生者，為多數交戰國之通貨跌價，因而增加紛擾。通貨跌價之影響，及於若干中立國，惟其受禍較輕耳。在此種情形之下，倫敦、巴黎及柏林之不能行使國際金融中心任務，自無疑義，紐約乃取而代之。

之。

當時非但美元爲世界最穩妥之貨幣，而且美國爲世界自由兌換黃金及不禁止黃金出口之惟一大國。此外則美國輸出極大量之資本，又爲戰後世界之唯一出貨資本國家。然因紐約之獲得國際金融權威，係歐洲金融中心崩潰之結果，故其地位不能持久。迨戰後歐洲之氣逐漸恢復，主要貨幣，逐漸穩定，倫敦與一部分金融市場之威望與重要性遂大增。

一九二五——三一年時期 一九二五年終，多數國家恢復金本位或採用匯兌金本位，其足爲國際金融市場阻礙之外國匯兌限制，事實上趨於廢止。加以道威斯計劃 (Dawes Plan) 之採用，及戰債資金之準備，均足改善地位。此爲世界大戰後國際金融市場按照穩定情形活動之初期。

然若以戰前時期爲平常標準，則此時期爲非常矣。其所表現者，爲美國投資界吸收數十億美元之外國債券，以致美國資本流出他國，又爲美國證券市場投機之狂熱，以造成發達與崩潰之局面，及因賠償與戰債而發生之國際鉅額資本流動。凡此皆足牽涉國際資本之移動，而加新恢復之金本位以壓迫。不寧惟是，緊張情形之創造，更因倫敦、紐約大宗短期餘額之激增而加重。激增之原因，由於金匯兌本位國及若干金本位國中央銀行，尤其是法蘭西銀行之擺存，故一九二五——三一年間，國際金融市場雖有顯著之恢復，以再入進步之新時期，但仍不免緊張之增加，而當世界經濟不景氣發展之時爲尤甚。其壓力殊非國際貨幣與信用基構所能抵抗也。

一九三一年以後時期 若稱一九二五——三一年爲非常時期，則一九三一年以至一九三四年可稱爲混亂時期。經濟不景氣加添，外國借款事實上停止，國際債權人對於現在委託之款，倍深憂慮。此種憂慮，發展而爲一九三一年五月奧國 Credit Anstalt 之金融風潮，乃競將外國短期資金收回。德國銀行曾締結大宗外國短期信用，當貸主一致要求償付之際，頗有德政府之強有力干涉，及外國中央銀行之合作，始免德國銀行與貨幣制度之完全崩潰。厥後恐怕波及英國，倫敦金融市場之資金，大量被提，使英國不得不放棄金本位。

此爲戰後貨幣穩定之末日，他國相繼步英國之後塵，而脫離通貨與黃金之關係。外匯價格，漲落靡定。外匯限制，廣被採用。外國信用，且因債務停頓契約而凝滯。資金之自由流動，成爲陳迹。自美國放棄金本位，而戰後恢復之國際金融市場，遂受最後之打擊矣。在此種情形之下，紐約國際交易之數量，逐漸衰落，其國際金融市場之最後生涯，於以告終。

結論 世界國際金融中心中未有擔任此等國際金融之艱鉅工作而不作種種準備如紐約者。國際金融，不僅需要良組織之機關，亦且需要有訓練與經驗之經營者。機關固可迅速組織，但其獲得經驗與知識，極爲迂緩。紐約之爲重要國際金融中心，其盛衰不及二十年，雖有新近之發展，然紐約將來在國際金融與資本市場，仍佔重要之地位，可無疑義。所不能確定者，資本流動之方式及政府所擔任之職務耳。

美國在國際金融市場之地位

美國在一九三〇年終之前，雖爲世界主要資本輸出國家之一，但同時在國際金融市場爲外國之債務人，卽外國短期資金之貸放或投資於美國，超過美國短期資金之用於他國也。然美國與其餘世界國家在國際金融市場之關係，近年來經過絕大之變遷。一九三三年終，紐約遂爲短期金融市場之債權人矣。

一九二八——二九年市場興盛之際，美國利率高漲，吸收大宗外國短期資金。一九二九年終，外國資金之用於紐約者，共達三十億三千七百萬美元。其後四年間，以美國利率之低落，及外國金融之發生恐慌，此項資金急遽提回。同時美國短期資金之投資於外國者，其數額亦減退，但其減退之比例較小耳。一九三一年終，美國在國際金融市場之債務餘額，幾全部清理。一九三二年短期帳上由純粹債務變爲純粹債權人之工作完成。一九三三年終，美國所負外國之短期資金，僅達四億八千七百萬美元，而存放外國之短期資金，則達十億八千二百萬美元，計有信用純餘額五億九千五百萬美元。此項趨勢在一九三四年初轉變。是年之上半年，信用純餘額減少二億五千萬美元之譜。其發展情形，可從下列美國商務部編製之表觀之。

美國國際銀行業帳目 1930—1933

(單位百萬元)

	年終				各年之增減			
	1930	1931	1932	1933	1931	1932	1933	
所欠外國人款項								
存款	1,640	1,025	715	389	-615	-310	-326	
儲蓄存款	36	26	30	20	-10	+	-10	
定期存款; 投資等	1,046	394	115	63	-652	-279	-52	
活期存款	15	20	10	15	+5	-10	+5	
合計	2,737	1,465	870	487	-1,272	-595	-383	
外國人所欠款項								
存款	294	113	144	250	-181	+31	+106	
儲蓄存款	212	521	377	332	+309	-144	-45	
定期存款; 投資等	417	156	190	129	-261	+34	-61	
活期存款	879	449	342	371	-430	-107	+29	
合計	1,802	1,239	1,053	1,032	-563	-156	+29	
國際銀行業之對外總額								
					-709	-409	-412	

變遷之原因 一九三〇——三三年間，所欠外國債務逐漸減退，其數量及速度，則因國內外財政之發展

而不同。一九三〇年，資金自美國逐漸提回，蓋因利率低落及隨一九二九年證券價格崩潰後商業活動減退之故。一九三一年中，葉奧德之銀行恐慌，繼以英國之放棄金本位，使外國短期資金之收回增進。是年外國資金之

用於美國者，約減少十二億七千萬美元。此項流出之一部分，由美國提回外國資金以資抵消，其數達五億六千萬美元。故美國負債餘額之純減數為七億另九百萬美元。

其他外國提款風潮發生於一九三二年五六月，其原因係起於世人對聯邦預算之懷疑，及美國通貨膨脹之恐懼。雖外國餘額在一九三二年僅減少五億九千五百萬美元，然此項減少已足使所欠外國之款較外國欠款之數爲小。是年外國之債務停頓契約及外匯限制，使美國短期資金之由他國提回，大受障礙，減少之數，僅爲一億八千六百萬美元。美國信用餘額在一九三三年更爲增加，蓋因是年一二月美國銀行恐慌時期，外人大宗提款，及美國資本逃亡，增加美國短期資金之故。然在一九三四年初期，其趨勢即轉變。是時美元之貶值與穩定，結果使大宗美國資金復由外國流入美國，在外國之債權，隨以減少。據商務部之調查，外國銀行資金在美國之增加及美國銀行資金在美國之減少，使美國在國際金融市場信用餘額之數減少二億五千萬美元之譜。

外國短期資金在美國之大部分，包括存入美國銀行之存款。此項存款代表外國商業銀行及商店之營運資本，用以投資對美國之貿易。其在昔日，大都爲外國中央銀行之餘額所組成，多數以之爲法定準備之一部。此等機關會一致將外國餘額易爲黃金，以致一九三一年外國存款之數，減少六億一千五百萬美元。自一九三一—三三年，外國存款由十六億四千萬美元減至三億八千九百萬美元。緣一九三三年終，美元價值之不安定，存款數額似爲投資商業之最低限度。短期放款投資等之最重要者，爲承兌票據短期政府證券及抵押放款。其減

少之數較甚於存款，自一九三〇年終之十億四千六百萬美元，減至一九三三年終之六千三百萬美元。

美國投資外國貿易任務之重要，可以承兌票據信用負債爲外國負債之最大科目表現之。此種重要爲華備銀行獎勵承兌票據投資及美國承兌票據市場發展之結果。近數年來，承兌票據數量之減退，蓋由於貨物之跌價，外國貿易之收縮，美國銀行之不願擴張承兌票據信用於外國，及外國進出口家之不願以美元承兌票據投資交易也。

紐約國際地位之將來 近數年來，外國短期資金在美國之銳減，及美國在國際金融市場之躍居債權國地位，由於經濟不景氣所發生之金融混亂，固爲顯著之事實，然此種狀態，不能持久。商業之逐漸恢復，結果將使通貨穩定，外匯取消限制，如是則國際金融市場之恢復常態可期。各國資本若能開始自由移動，則美國有返還短期資金債務國地位之可能矣。

紐約金融市場在常態下之成爲國際債務國，其理由有種種。第一爲供給外國短期資金安定投資之優越便利，多數歐洲及南美洲國家之中央銀行，向以準備之一部，存入或投資於主要國際金融中心。有時中央銀行且以可變換黃金之外國餘額，爲其法定準備之一部。在美國爲限制金本位國家情形之下，紐約爲運用此項餘額之理想中心。一九二七年聯邦準備部計算外國中央銀行保持在美國之餘額，其總數不下十億美元。自一九三四年一月三十一日以來，美國實行改善國際金塊本位，黃金須有國庫護照，方可出口。然因外人對於國庫黃

金出口政策及美元更跌價之懷疑，不敢以大宗資金存放於紐約。若此項懷疑免除，則外國商業銀行及中央銀行餘額之大量增加，可預期也。

紐約成爲短期金融市場債務國之第二原因，由於美國在資本市場爲數十億美元債權國之事實而發生。外國借主以有未了債務在美國市場，故保存餘額於美國，以資償付。而此種餘額之增加，常在支付債款之前數星期或數月，日積月累，蔚成鉅數。不寧惟是，美國爲主要外國貿易國家之一。外國人不得不保持鉅大餘額，以作投資對美商業之用也。

外國餘額在美國增加之他種因素，爲美國證券交易所市場含有國際性質，大宗外國資金之購置美國證券，以爲投資或投機之用也。因此外國投資家外國銀行及其他金融機關之欲在美國市場買賣證券者，應保持餘額於美國。此外紐約爲國際清算機關，尤其是南美洲國家，爲求實行此項清算計，外國銀行乃保持餘額於紐約之往來家。

紐約國際金融中心之組織

紐約國際金融市場之組織要素爲：(一)大商業銀行，(二)私人投資銀行，(三)外國銀行之代理店及輔助機關，(四)外國匯兌商人、仲裁人、及經紀人，(五)準備銀行。前三種最爲重要。外國匯兌商人在各種貨幣漲落靡常而有大利可圖之際，爲數較多，且較活動。匯價穩定，則此種交易之利益減少，匯兌商人之數亦大減。自一九三

一年之末葉以來，紐約外國匯兌市場之活動增加，外國匯兌商人之數，亦隨以俱增。

商業銀行 國際金融市場之最重要地位，係商業銀行所保持。商業銀行為美國之最大承兌票據機關，保管外國銀行存款，經營外國短期放款，及在資本市場為外國借主之支付及財政代理人，商業銀行又經由分行輔助機關及往來家，以從事於國際金融業務，其活動範圍至為普遍。

商業銀行國際銀行業務之發展，始於一九一三年聯邦準備條例之頒布，一九一四年美國銀行之設立分行及附屬機關於外國者，僅有二十六處。該條例授權有資本與盈餘一百萬元以上之國民銀行，設立分行於外國，或在外國組織聯絡機關。惟銀行資本及盈餘可得投資於外國聯絡機關之資本股份，至為有限耳。美國外國貿易在戰時之非常擴充，使美國在外國之銀行業務，大受激勵。迨一九二〇年，外國機關增至一百八十一處，而American Express Co. 所分設之三十八處，尚不在內。就中一百處為美國經營普通銀行業務之七銀行所經營，其他八十一處，則為美國與外國共立銀行之分行。

一九一九年制定新法以增進美國銀行對外範圍之擴充。第一 McLean-Platt Act 修正聯邦準備條例，允准國民銀行在一九二一年一月一日之前，以其資本與盈餘百分之五，投資於一外國銀行聯絡機關。第三 Edge Act 修正聯邦準備條例，規定組織特種銀行，以從事於外國業務，並由政府授權所謂 Edge Act Corporation 得以負承兌票據債務相當於其資本與盈餘十倍之最高限度。此項規定，較管理聯邦準備會員銀行之

承兌票據條例，更爲寬大。

然在戰後外國銀行業務銳減，此種立法無運用之必要。實際上已經設立之外國機關，不復繼續。戰前商業與盛外國貿易發達之際，美國在外國銀行方面，會有新發展，但商業不景氣使此項運動受大打擊。一九三三年六月三十日，六會員銀行共有一百一十處機關在外國。一非會員銀行有一處，一 Edge Act Corporation 有六處，及一州立外國銀行有十九處——共有一百三十六外國機關。

除分行及輔助機關外，大商業銀行又維持代表於各重要外國金融中心。此等代表並不經營銀行業務，而專留意新事業，使總行得藉以明瞭所在地之財政與經濟情形，並供給關於該行顧客之消息。

近日美國政府之從事外國銀行業務，係經由一九三四年所設立之第一與第二進出口銀行 (First and Second Export-Import Banks)。此二機關之資本，係國庫及復興財政公司所保有。第一進出口銀行之創立，以投資美國對俄羅斯之貿易爲宗旨。但當俄國所負美債發生糾紛之時，決定暫停營業，至有解決辦法爲止。第二進出口銀行之宗旨，爲投資其餘世界之商業，尤其是古巴，但其活動，限於比較上之少數交易。

投資銀行 投資銀行之主要業務，雖爲發行新證券，但其大多數在國際金融市場上頗佔重要地位。其活動範圍，爲創造承兌票據，買賣外國匯兌，投資外國顧客之資產於短期放款，及擔任外國政府與公司發行證券於美國之財政代管人。一部分與外國機關發生聯絡，或有密切之關係，猶之商業銀行，維持代表於主要外國金

融中心。若干投資銀行，並爲重要承兌票據機關。

戰前多數投資銀行爲私人股份組織，但在戰後商業銀行因組織單獨公司爲證券聯絡機關，而大規模侵入投資銀行之範圍。一九二八年及一九二九年，此等證券聯絡機關所創造者，約有新證券之半，以提供於美國資本市場。然一九三三年之銀行條例，規定會員銀行須脫離證券聯絡，而將證券業務與私人銀行業務劃分。多數私人銀行乃不得不放棄投資銀行業務，投資銀行之數，因而大減，所餘者與私人銀行構成組織，擔任將來之重要職務。

外國銀行代理店與輔助機關 外國銀行之設立機關於美國，尤其是紐約，亦猶如美國銀行之設立機關於外國，以便利外國業務之交易也。其主要業務，包括買賣外國匯兌，實行美國與外國之匯兌及投資外國貿易，是以對於國際金融市場之作用，較之其他機關爲專門化也。

外國銀行得經由代理店或輔助機關在紐約營業，但二者均應遵照州法律辦理。外國銀行設立代理店於紐約，應申請銀行監理官(Superintendent of Banks)頒發執照。申請書須詳列必要報告，包括詳細之財政說明書。執照之頒給，限於外國銀行之有二十五萬美元純價值者。代理店之業務，爲買賣收付匯票，發行活支匯票，傳遞外國貨幣及經營放款。茲將有紐約代理店之外國銀行，列表如左：

	總行
Anglo-South American Bank, Ltd.	London
Banca Commerciale Italiana	Milan
Banco di Napoli	Naples
Banco Nacional de Mexico	Mexico City
Bank of Chosen	Seoul(Chosen)
Bank of London and South America, Ltd.	London
Bank of Montreal	Montreal
Bank of Nova Scotia	Toronto
Bank of Taiwan, Ltd.	Taipeh(Japan)
Banque Belge pour L' Etranger	Brussels
Barclays Bank(D. C. and O.)	London
Canadian Bank of Commerce	Toronto
Chartered Bank of India, Austria & China	London
Dominion Bank	Toronto
Honkong & Shanghai Banking Corp.	Honkong
The Royal Bank of Canada	Montreal
Standard Bank of South Africa, Ltd.	London
The Sumitomo Bank, Ltd.	Osaka(Japan)
Yokohama Specie Bank, Ltd.	Yokohama(Japan)

因代理店不得收受存款及經營普通銀行業務之故，多數外國銀行乃組織輔助銀行於美國。此等機關雖為外國銀行所主有及管理，但係按照州法組織，一如國內之銀行。且以其為外國主有，不受特種之束縛。外國銀行輔助機關之大部分為信託公司組織。此種在紐約營業之主要機關，為 The Anglo-South American Trust Co., Banca Commerciale Italiana Trust Co., Bank of Sicily Trust Co., Bank of Athens Trust Co., 及 Hellenic Bank Trust Co.

外國匯兌交易 多數歐洲國家之外國匯兌市場，為證券交易所之附屬物。而紐約之外國匯兌市場，則為櫃檯上之市場，其交易常成立於商業與私人銀行，外國匯兌商人，及在紐約之外國銀行代理店之間。其所用者為直接開價方法，即外國貨幣之單位，係按若干分合外國單位開價是也。例如一法郎之開價為六·六八分美國貨幣，除金鎊之開價另列六十天及九十天期之票據匯價外，普通開價僅有即期票據與電匯二種。

六十天期票據之匯價較低於電匯及即期票據，蓋因售主可運用資金在票據到期之前獲得利息也。九十天期票據又較低於六十天期票據。定期票據與電匯兌價之差異，係根據出票市場之通行利息，而不根據紐約之通行利率。例如吾人如根據金鎊電匯匯價決定九十天期上倫敦之匯票，須以倫敦上等銀行票據通行之利率按九十天計算利息，自電匯匯價減去即得。

紐約外國匯兌市場，包括歐洲各國，加拿大、墨西哥、中國、印度、斐律賓、爪哇、日本、海峽殖民地及南美洲各國。

澳洲金鎊或南非洲金鎊之交易絕鮮，以此等貨幣之主要市場在倫敦也。

準備銀行之國際活動 聯邦準備條例給與準備銀行以在國際金融市場活動之廣大權力。該條例之第十四條授權聯邦準備銀行：「在國內外公共市場買賣本國或外國銀行商店公司或私人之各種及到期……合於貼現資格……之電匯銀行承兌票據及匯票。」此外，準備銀行得按照國庫長官所頒章程，買賣國內外之金幣及金塊，得按照聯邦準備部之章程及得其許可，經營以黃金為擔保之放款，並得在外國開立帳戶，指定通信貿易員，設置代理店，及代此等外國通信貿易員或代理店開立及維持銀行帳戶。

準備銀行迄未充分利用此等權力，雖每準備銀行有法律賦與之同樣權力，但在事實上國際業務之經營，均經由紐約之聯邦準備銀行，或自行營業，或代他銀行辦理。而紐約聯邦準備銀行則僅與外國中央銀行及國際清算銀行有往來關係。唯一之代理店係 *Atlanta* 聯邦準備銀行，設立於 *Havana*，用以便利美國貨幣在古巴之流通者。準備銀行與外國通信貿易員所交易之業務，大部分為代理購買及保持承兌票據，收受及維持存款，此外準備銀行在公共市場購買匯票，有時在非常情形之下，及按照特別契約，以購買票據方法而擴張信用於外國中央銀行。紐約準備銀行代外國通信貿易員所購買之美元票據，其數量因金融市場及外國機關狀態不同，而變動極大。其在一九三〇年總數超過五億美元，迨一九三四年之末葉，減至一百萬美元。準備銀行購入票據之結果，為外國中央銀行在準備銀行存款之減少，而會員銀行之準備餘額，則有同樣之增加，國內之

信用基礎，於以膨脹。反之，準備銀行保有票據數量低落，則足以減少會員銀行之準備餘額，而外國中央銀行之存款，將隨以增加。然因外國中央銀行在準備銀行之存款，為數不鉅，且購買票據常由商業或私人銀行之存款移轉於準備銀行，以資清償，會員銀行之準備數量，並無純粹之變更。同樣外國中央銀行存款增加之原於票據到期者，常因移轉於商業或私人銀行而抵消也。

外國中央銀行在準備銀行之存款，及準備銀行在外國銀行之存款，僅為營業餘額之最低限度。準備銀行不給利息於此等存款，亦不引誘外國帳戶。當外國機關大規模清理紐約市場委託款項之際，外國存款常暫時急遽增加。如一九三一年之國際金融恐慌，總數自五月杪之七百七十六萬美元，增至八月杪之一億六千二百二十萬五千美元，然平時則常在三百萬美元至一千萬美元之間。準備銀行存入外國中央銀行之存款，為數較少，約在一百萬以下至五百萬美元之間。下列二表，所以說明近數年來該二科目之變動情形也。

外國銀行在聯邦準備銀行之存款

(單位千美元)

終月	1930	1931	1932	1933	1934
一月	5,732	5,753	73,672	40,003	3,952
二月	6,638	5,193	16,583	40,125	34,33
三月	7,296	5,145	390,630	16,384	5,941
四月	5,365	5,605	46,895	29,928	6,228
五月	5,711	5,760	74,405	7,848	3,743
六月	5,879	33,912	9,002	15,523	4,893
七月	6,956	113,995	8,922	19,023	7,159
八月	5,350	162,205	14,187	37,376	11,605
九月	5,242	95,135	8,261	13,504	9,810
十月	5,334	150,077	10,355	16,185	8,952
十一月	5,552	142,665	25,947	5,324	15,577
十二月	5,761	79,099	19,446	4,233	19,391

聯邦準備銀行在外國中央銀行及國際

清算銀行之存款(單位千美元)

終月	1930	1931	1932	1933	1934
一月	721	701	8,603	3,505	3,392
二月	721	699	8,607	3,515	3,485
三月	723	707	6,645	3,618	3,131
四月	711	697	5,692	3,656	3,131
五月	709	699	4,643	3,815	3,125
六月	706	1,425	3,655	3,729	3,129
七月	706	10,726	2,887	4,029	3,124
八月	703	23,782	2,668	3,710	3,127
九月	701	8,752	2,665	3,769	1,819
十月	702	9,297	2,873	3,732	811
十一月	707	8,724	2,851	3,523	803
十二月	704	8,662	2,976	3,333	805

聯邦準備銀行得購買承兌票據，而不區別所支付之貨幣。其所保有外國貨幣支付之票據數額，常較美元支付之票據為多。紐約準備銀行之向來政策，為在市場購買外國貨幣票據，以抵消在外國匯兌市場之季節影響。當外國貨幣票據大量供給以易取美元資金之際，準備銀行之購買，可以遏止外國貨幣匯價之暫時軟弱。

在緊急時期聯邦準備銀行經聯邦準備部之核准，得在特別契約之下，購買外國銀行所保有之票據，以擴充信用於外國銀行。此種交易係由紐約準備銀行處理，但所購票據常分配於其他準備銀行。例如一九三一年八月對於英倫銀行之擴充信用一億二千五百萬美元，乃以援助該行作維持金鎊在金本位之上也。

一九二九年以來每月終準備銀行所保有之外國貨幣票據，可於下表觀之。

聯邦準備銀行保有外國貨幣支付之承兌票據

(單位：千美元)

月終	1929	1930	1931	1932	1933	1934
一月	1,019	1,035	3,119	33,444	29,036	5,977
二月	1,029	1,018	23,958	33,478	28,997	5,887
三月	1,036	1,040	1,063	30,778	24,788	5,275
四月	1,036	1,054	1,074	30,736	7,181	5,070
五月	1,040	1,058	1,073	30,837	6,981	5,075
六月	1,043	1,061	10,551	30,62	7,089	5,075
七月	2,061	1,065	34,371	30,645	6,821	5,081
八月	12,346	1,071	145,215	30,834	6,199	5,079
九月	16,955	1,075	49,801	30,849	9,068	5,691
十月	17,064	21,583	33,591	30,659	5,686	5,495
十一月	1,027	31,587	31,386	30,652	5,841	5,499
十二月	1,030	35,983	33,429	29,489	6,033	5,501

準備銀行擴充信用於外國中央銀行，有根據黃金為擔保而放款之權。此種放款之成立於一九二五年者，為波蘭銀行及斯拉夫國民銀行，乃以援助此等機關作穩定貨幣之用者。其成立於一九三四年十一月者，為對於比利時國民銀行之放款。

外國中央銀行在美國獲得黃金，常暫時擺存於準備銀行，謂之指定用途（*Carnegie*）自一九三四年黃金準備條例頒布後，黃金之進出口及指定用途，須遵照國庫長官之章程辦理。黃金一經外國機關購買，雖尚擺存準備銀行指定用途項下，實際上已脫離美國貨幣制度。故指定用途黃金之出口，對於信用機構不發生影響。他方面黃金如取消指定用途，則與輸入黃金初無二致也。

聯邦準備銀行對於國際金融市場之影響 重要國際金融中心所在地，中央銀行之貼現政策，應含有國際性質。然紐約準備銀行之貼現政策，常不決定於國際情形，亦不決定於國際黃金流動，而決定於美國情形。國際原因之影響準備銀行貼現銀行政策，其例殊不多觀也。

世人每以為唯一國際原因足以影響紐約準備銀行之貼現政策者，為倫敦金融市場及英倫銀行之地位，然精密研究國際金融市場之發展，可知聯邦準備銀行貼現政策之足以影響倫敦，實為不易之論也。戰事結束後數年，其他金融中心如巴黎、柏林、奧米蘭失其常態，此等金融中心之中央銀行，其政策大都為本地情形所決定。例如法國貨幣穩定之後，法蘭西銀行遭遇外國鉅額黃金之流入，引起大宗黃金之進口，而黃金流動原因之

由於國內外信用情形者，常不如法國人自願收回資金之甚。此項資金乃從前爲避免法郎跌價之損失而投放於外國者，故聯邦準備銀行企圖干涉黃金之自美國流入法國，或使其信用政策爲政府所左右，自難免謬見之批評也。

復次，紐約聯邦準備銀行在戰前通行情形之下，殊不易考慮歐洲其他國家之信用狀態及中央銀行之地位。今如德國會感受資本短絀之痛苦，今日仍不能免除憂慮。德意志銀行之貼現政策，在一九三一年七月以前，大都爲外國資金之流動所決定。在此種情形之下，柏林之信用狀態及德意志銀行之政策，殊不足爲紐約準備銀行考慮貼現政策之根據也。其他重要金融市場如阿姆斯特丹、沮利克、及米蘭，其與倫敦之關係，較諸紐約，尤爲密切。

倫敦情形與準備銀行貼現政策之關係，常不易明瞭。世人每以爲國際金融中心地位之紐約，當爲表示利率趨勢之領導。但因準備銀行之政策，大都爲國內狀態所決定，故不適應國際之變遷情形。就多數實例而言，紐約準備銀行貼現率之變遷，係以英倫銀行貼現率之變遷爲根據。二者之關係程度如何，今尙在世人推測之中。自英國放棄金本位及美國成立改善國際金塊本位以來，聯邦準備銀行及其他中央銀行之貼現政策，不復受國際原因之影響，而受國內情形之支配矣。

第九章 英倫銀行與股份銀行

緒言 戰後情形之變遷，及英國之放棄金本位，使倫敦之國際地位，大受打擊，然仍不失其為國際金融中心之一。此種地位為大不列顛經濟財政發展之結果，其歷史亘百餘年之久。各種組織對於國際金融上交易之熟悉，雖間蒙損失，但仍視為活動之重要部分也。

紐約則不然，其國際地位，係新近發展，其國際交易，僅佔各金融機關活動之小部分。蓋美國之重心，為國內交易，國際事業不過視作一種附隨業務而已。此由紐約對於國際事實見解之離奇，當情形順利之時，大感興趣，迨困難發生，則棄之如遺也。

倫敦金融市場之優良機構，為大不列顛國際經濟地位之結果。在倫敦及若干其他英國都會，吾人可發見世界之最重要商品市場。如曼徹斯特 (Manchester) 之棉花，利佛浦 (Liverpool) 之穀物，倫敦之金屬是也。含有世界重要性之商品，均能在此等商品市場迅速出售，其交易則經由倫敦金融市場投資。在平常狀態下，大宗世界商品，以英鎊開價之事實，創造大量英鎊票據，並使世界重要商人，維持其對於倫敦之銀行關係。英國航業之

普及於世界，及商船之行動，形成英鎊票據之不斷供給，加以他國航業票據，常以英鎊表示。英國保險公司，遍設世界，均足助倫敦金融市場之活動。故倫敦為金融中心之力量，實賴商品及勞務之周轉，與美國在一九三三年以前之依賴證券周轉有別也。

倫敦金融市場之特點 倫敦金融市場顯著特點之一種為流動性。多致票據發生於短期交易，且以商品為依據。是項商品，能在極短期通知後清還，以其發生於商品交易，遂與英倫銀行有直接之關係。不惟是，票據市場在平時為倫敦之最重要市場，亦與英倫銀行有直接之關係，非但使票據經紀人接近中央銀行，亦且使後者之貼現政策生效。此種事實與紐約之地位不同。紐約之通知放款市場，在平時狀態之下，為其最重要市場，而不接近準備銀行，直至近日，亦不受中央銀行之管理也。

倫敦市場與紐約不同之他種特點，為其缺乏法律之束縛，及政府之監督。雖其作用宏大，與英政府暨國家全部有密切之關係，但政府對於市場及其關係之機關絕鮮加以束縛。然英倫銀行，藉其聲望與習慣之勢力，不僅管理金融市場，亦且管理長期資金之流動。世人皆知倫敦市場完全依據習慣及各個機關與英倫銀行之合作。此項習慣與密切合作，為銀行資產集中之結果。五大（Bank of England）股份銀行與其數千分行，散佈於英倫，及其在國內外之輔助與聯絡機關，控制國內銀行資產總數百分之八十五。私人銀行之數目，降至今日，大形減少。即投資公司之數目，亦復大受限制。組織愈大，則其責任及其堅持習慣之願望亦愈大。世之批評倫敦金融市場者，

常認爲極端守舊，但此種守舊與其各種缺點，爲美國銀行之大力量。因任務之區分，而各個機關成爲專門化，對於特種業務，有完全之了解智識矣。

在普通情形之下，倫敦爲世界執行職務，猶之大商業銀行爲地方社會而服務也。賴有輔助機關領土與殖民地銀行，外國銀行分行，及普遍往來家之力，倫敦得收取全世界之資金，而利用於貨殖較厚之途。倫敦在平常狀態下之地位，可爲世界金融情形之表徵。倫敦利率低落，猶言全世界利率低落，及投資國際金融交易之低廉也。然倫敦市場國際分派之廣大，非但構成大力量，亦且構成弱點。因世界重要部分之發生困難，立即反映於倫敦，或由於提回倫敦之資金，或由於英國所投資金之凝滯也。

雖戰後紐約與倫敦競爭世界金融中心之地位，及近年來倫敦之退居於後，然倫敦之仍不失其爲國際金融之中心，其地位殊未易變更也。

今將倫敦金融市場之構成要素及其組織與運用，加以分析如下：

英倫銀行

歷史 英倫金融市場之神經中心，爲英倫銀行 (Bank of England)。英倫銀行不獨爲世界最老之中央銀行，亦且爲戰前國際金本位之長城，雖係私人公司組織，事實上不受法律之束縛，但其政策大部份爲國庫所決定。

因有一百二十萬金鎊之放款，按八厘利率貸於威廉三世時代之政府，私人銀行家遂得由一六九四年七月二十七日之國會條例及皇家特許狀，授權組織股份公司營業，而以 The Governor and Company of the Bank of England 名義出之，此為英倫銀行之公定名稱。該項放款訂定十二年償還。厥後特許狀展期，適與該行另貸政府之放款符合。故後者對於該行之債務，今日增為一、〇一五、一〇〇鎊。一八四四年之銀行條例，將特許狀無限期延長，規定其停止須在一年前通知，及政府償還該行之債務，始生效力。一八二六年以前，英倫銀行完全獨佔股份銀行之營業，及一部份之發行鈔票權。此項權力，係一七〇九年條例所賦與。該條例規定政治團體或私人逾六人以上合夥不得借款負債，或以其六月以內隨時可付之票據，吸收貨幣。英倫銀行鈔票在一八三三年以前，非為法幣，其兌付係記名式而非憑來人付款。

在法國革命後之英法戰爭時期，政府大借英倫銀行之債，以英政府所欠該行款項之鉅，及英國軍隊在外之在在需費，其結果為黃金大量流出，使該行之流動性大受損害。一七九七年二月，法國侵襲之恐懼，惹起地方銀行之提款風潮。地方銀行乃不得退回英倫銀行枯竭之黃金。該行乞助於政府，遂有一七九七年銀行限制條例之頒布。該條例禁止該行之以黃金支款，但對於海陸軍支款及得樞密院之特許者，則為例外。同時許該行鈔票之用為繳納稅款。一八一九年，銀行限制條例廢止。自一八二一年至一九一四年八月六日，英倫銀行堅持自由兌換鈔票之原則，僅在一八三七—一八四〇年，曾向法蘭西銀行借款，始獲免現金之停付。

關爾條例 (The Peel Act) 一八四四年，通過銀行條例 (關爾條例)。該法之主要條文，今仍適用於英倫銀行之營運調整。該條例賦與英倫銀行以發行鈔票之特權。地方銀行發行之鈔票數量，則受限制。若遇一銀行與發行鈔票之股份銀行合併或股東數目增至六人以上，則該行發行鈔票權停止。英倫銀行得增加所停止發行總額三分之二之信託發行額，因此其他銀行之發行權，逐漸消滅。英倫銀行之信託發行額增至一九二三年之一千九百七十五萬金鎊。

英倫銀行依據關爾條例分爲二部，即營業部 (Banking Department) 與發行部 (Issue Department) 是也。後者之唯一職務爲發行鈔票。按照關爾條例，鈔票除信託發行外，須以百分之百黃金爲保證，包括有限額之銀條在內，並由該條例規定該行須以三金鎊十七先令九便士，合每標準兩之定價，購買所供給之黃金。該條例又規定該行須於每星期在倫敦公報刊布特定格式之報告。

戰爭之結果 一九一四年八月一日英倫銀行函致財政部大臣促其注意。

「歐洲二三大國間所發生之戰爭，致要求英倫銀行之援助，非常迫切……若非由政府授權該行得以擔保品爲準備，而發行鈔票超過法定之數額，則各種便利勢必在短期內剝奪……此項便利，乃國內商業貿易所必需者。」

一九一四年八月六日制定通貨與銀行鈔票條例。該條例第三條規定英倫銀行及蘇格蘭、愛爾蘭發行銀

行，得發行鈔票超過法定限度，其範圍由國庫暫時認可。此條例之實施，使一八四四年之銀行條例實際上等於停止。

然該條例之最重要條文，為授權國庫發行一鎊與五先令之通貨鈔票，其數額及方式由國庫斟酌辦理。國庫通貨(Bradburias)代替一鎊金幣而流通，一鎊金幣，遂消滅於世，股份銀行，又以其庫中所保存現金準備之一部，移轉於英倫銀行，而代以新通貨鈔票。一九一七年五月十日，宣布禁止黃金出口之命令。

一九一八年考利斐委員會(The Cunliffe Committee)考查戰後之通貨與外國匯兌情形，提議：(一)英倫銀行吸收國庫通貨，(二)堅守一八四四年銀行條例規定信託發行額之原則，及(三)保留一九一四年條例之彈性條文。該條文允許英倫銀行得經國庫之核准，暫時發行鈔票超過信託限度。該委員會並提議英倫銀行黃金庫存如達一億五千萬金鎊，應即恢復金本位。

恢復金本位 考利斐委員會之提議，大部採納，而具體表現於一九二五年之金本位條例，及一九二八年之通貨與銀行鈔票條例。一九二五年五月十三日金本位條例，介紹金塊本位，使英倫銀行負責，按照三鎊十七先令九便士半合標準純金一英兩之定價出售四百或四百以上英兩之黃金，又以三鎊十七先令九便士合每英兩之定價而購入黃金。金本位條例並取消黃金之自由鑄造。

一九二八年之條例合併二種流通鈔票，規定信託發行額為二億六千萬金鎊。此為英倫銀行實際信託發

行最高額，與一九二七年國庫鈔票之合計約數。然法律規定國庫得允許信託發行額之減少或增加至一定數額，但其期限不得逾六個月，其增減並得繼續延長同樣之時間。國庫增減信託發行之議事錄，應提出於國會。繼續改訂之延長期限，除國會另有決定外，不得逾兩年。所有一九二八年十一月二十二日流通鈔票（二億三千萬金鎊）移轉於英倫銀行，而合併於英倫銀行之鈔票；並由政府授權英倫銀行發行一金鎊與十先令之鈔票，無論數目之大小，均認為法幣。該條例又授權該行，要求大不利顯居民，將其所有一萬金鎊以上之黃金，按照制定之購價交出，外國人所有之黃金，則不受該條例之束縛。

一九三一年八月一日，信託發行額增至二億七千五萬金鎊，以抵抗中歐銀行恐慌所造成對於英倫銀行之非常要求。此項增加於一九三三年三月三十一日滿期。該行並不企圖改訂，乃復恢復平常信託發行額二億六千萬金鎊。

放棄金本位 因外國急遽提回倫敦資金，而發生金融恐慌之結果，為一九三一年九月二十一日國會之表決放棄金本位。議案之有關係部分，曾說明「除非君王發表他種命令外，一九二五年之金本位條例，第一章第二節應停止實行，惟同章之第一節可仍保留」云云。一九二五年金本位條例之第二節條文如左：

「英倫銀行得應任何人在總行營業時間之請求，按三金鎊十七先令十便士半合一英兩構準純金價格出售金條。此項標準純金乃一八七〇年造幣條例所規定者。但金條以包含近四百兩純金之方式為限，

其購價則以任何法幣支付。」

當英倫銀行免除定價出售黃金義務之時，並不頒布黃金出口之禁令。此種政策與戰時禁止黃金出口而維持兌換黃金不同，亦與多數其他國家停止金本位，既禁止黃金出口，又不兌換黃金絕異。因停止兌換，可以自動遏止黃金之自發行銀行提回。故禁止黃金出口，表面上係用以預防窖藏及新開採黃金之流出外國，大不列顛曾審慎詳擇禁止採用該項手段，維持黃金出口之自由，俾可保持倫敦世界黃金市場之地位，同時保護國內之存金。

組織與作用 英倫銀行享政府機關之威權，及私人銀行之自由行動。該行為私人機關，按照國會各種條例及特許狀而組織為股份公司，資本一千四百五十五萬三千金鎊，自一八一六年以來，保持不變。政府除管理發行外，對於該行採不干涉主義。該行得自由經營各種交易，法律上唯一之限制，包括於一六九四年之 *Image Act*。該條例規定英倫銀行，不得以資金經營商品或各種貨物。此種限制得由該行管理委員會之議決而變更或免除。該行僅刊布星期報告，無他種公布活動之報告。

該行管理權操於管理委員會之手。該委員會係董事二十四人，總裁，副總裁，查帳官，及現金出納長各一人所組成。查帳官創於一九一八年，係用以保證政策之繼續維持。董事為股東投票所選舉。投票資格限於保有股票五百金鎊以上至少六月之股東，每股限投一票。董事中保有四千金鎊股票者，始得當選總裁。保有三千股

票者，始得當選副總裁。其他董事定爲二千金鎊。大股份銀行之董事，不得當選爲英倫銀行之董事。通常總裁副總裁任期輪流二年，副總裁繼續總裁之位。最老董事之尙未任職者，常繼任副總裁。然當困難之際，則不按照慣例辦理。總裁任期往往較長（現任總裁 Mr. Montagu C. Norman 自一九二〇年任職以迄於今）。總裁爲主要行政官。管理委員會（Com.）每星期開會一次，屆時起草星期報告，並決定銀行利率。亦有總裁變更銀行利率，而不召集會議者，但須於下屆會議提請追認。

一八四四年九月七日英倫銀行之第一次星期報告，表示一八四四年銀行條例規定該行二部之地位，其方式繼續保持至一九二八年十一月二十八日不變。是時之報告，始發表關於金融市場之特別消息。此種變更可於下列二表觀之。

表二十四

一八四四年銀行條例頒布後之第一銀行報告

負債		資產	
		發行部	
發行鈔票	£28,351,295	政府欠款	£11,015,100
		其他證券	2,984,900
		金幣與金條	12,657,208
		銀條	1,694,037
	<u>£28,351,295</u>		<u>£28,351,295</u>
		營業部	
資本	£14,553,000	政府證券	£14,554,834
盈餘	3,554,729	其他證券	7,835,616
公共存款	3,630,839	票據	8,175,025
其他存款	8,644,348	金銀幣	857,765
七月與其他票據	1,030,354		
	<u>£31,423,240</u>		<u>£31,423,240</u>

國際
金融
市場

表二十五

一九二八年通貨與銀行鈔票條例頒布之第一銀行報告

負債		資產	
		發行部	
發行鈔票		政府欠款	£11,015,100
流通	£357,001,148	其他政府證券	233,563,551
在銀行部	52,087,797	其他證券	10,176,193
		銀幣	5,240,157
		信託發行額	<u>£260,000,000</u>
		金幣與金條	159,083,945
	<u>£419,088,945</u>		<u>£419,088,945</u>
		營業部	
資本	£14,553,000	政府證券	£52,180,327
盈餘	3,254,001	其他證券	
公共存款	21,452,051	Discts &	
其他存款		adv's	
銀行	£62,379,409	證券	£13,586,293
其他帳戶	£37,185,203		20,214,854
		鈔票	33,801,148
七月與其他票據	2,649	金銀幣	52,087,793
	<u>£138,826,313</u>		<u>757,041</u>
			<u>£138,826,313</u>

一
八
四

茲將該行星期報告之各科目，加以簡單說明如下。

(甲)發行部 流通鈔票包括在公眾手中，及各銀行庫存之鈔票，暨蘇格蘭北愛爾蘭銀行所保存鈔票，用以作國會規定信託限額外發行之準備者。營業部所保有之鈔票，並非流通，彼等僅代表流通鈔票總數與實際流通之餘額。用作鈔票準備之資產，可分為二部分：(一)信託部分，(二)黃金。信託部分大都以政府證券及銀幣為後盾，其數額不得逾五百五十萬金鎊。發行部所保有證券之種類，由該行斟酌辦理。此種證券之收益，係以應印刷發行及撤銷之費用，有餘則轉入國庫，作為公共之收入。政府債務，代表該行直接對政府放款之總數。

其他政府證券，包括政府債券、國庫票據等。其他證券包括商業票據、債券、股票，及外國匯兌。此二種證券之買賣，係依據銀行政策辦理，每星期為數各異，但其總額，除信託限度變更外，均保持不變耳。發行部所保有之外國證券及匯票，其確數雖不能知，惟此科目包括此等財產，其增減係以該行對於英鎊之政策為轉移，乃顯著之事實也。金幣與金條代表英倫銀行貨幣黃金之庫存，構成鈔票超過信託發行額準備百分之百。

(乙)營業部 營業部為該行之運用部分，執行多數方面之商業銀行職務。該部為英國政府之財政代理人，以公家名義收入國家之歲入，管理國債之帳目，代政府發行國庫票據。當國家支出暫時超過歲入，則以籌款法 (Ways and Means) 墊款於政府。

銀行存款專門代表在大不列顛營業之英國銀行餘額。此種餘額構成銀行現金準備之一部，其佔國家信

用機構之重要性，與美國會員銀行存入聯邦準備銀行之餘額相同。雖無法律上定額準備需要之存在，但各銀行保持英倫銀行之餘額，平均約有其存款百分之五。金融市場發生變動，輒反映於此科目。資金之需要增加，則銀行存款減少，股份銀行乃不得不收回市場之放款。

其他帳目包括在領土（包括愛爾蘭銀行）與外國營業之英國銀行餘額，外國中央銀行，殖民地銀行，商業銀行家與其他金融公司之餘額，及印度與殖民地政府，英國自治市，暨私人之存款。該行對於存款不給利息。七日與其他票據，或謂之 *Post Bills* 為英倫銀行發行之一種期票，金額自十金鎊至一千金鎊，期限為見票七日，付於特定之受主或記名人。此為古代之遺跡。英倫銀行之發明此項票據，蓋預防票據遺失，俾所有主有通知掛失之餘地也。

政府證券包括英國政府之直接債務（整理公債戰債等），國庫墊款，及該行自動獲得而非提供貼現之國庫票據。此科目堪與聯邦準備銀行星期報告之美國政府證券科目相比擬。英倫銀行從事於公共市場之運用，係以買賣政府證券為主。政府證券保有額增加，則其目的為抵消黃金之自倫敦流出，或用以安定金融市場。例如一九三一年七月之中旬，倫敦喪失大宗黃金於大陸，該行為抵消此項流出起見，而購買政府證券。此項證券，保有額自七月十五日之三〇、〇二一、〇〇〇鎊，增至九月三十日之六八、九一六、〇〇〇鎊。自經此購買，該行遂得遏止銀行存款之低落及股份銀行之收回市場放款。

貼現與墊款，代表國庫票據與匯票之由顧客向該行貼現及銀行對於票據經紀人與私人之放款。通常該行對於私人顧客之融通額，約為一千萬金鎊。若此科目超過一千萬金鎊過鉅，則可知股份銀行收回放款之一部，及票據經紀人被迫乞助於該行也。貼現與墊款及銀行存款之同時增加，足以表示銀行向票據市場收回資金，以增加其現金地位，或因預備發給股息，或在金融緊急時期，未雨綢繆。此等地位發生於一九三一年英國放棄金本位之後，時倫敦正遭遇大宗資金流出之風潮也。

證券包括該行自動購入雜項證券及國內外商業票據。此外又包括存入外國中央銀行與國際清算銀行之存款及對於外國發行銀行之墊款。

鈔票代表該行之鈔票，連同黃金與銀幣構成營業部之現金。此二科目合為「準備」。此項「準備」僅代表現金之用，以應通貨增加之需要，並不牽涉鈔票之可變換。一九二八年條例頒布之前，對於需要通貨之急遽發生，法律上無確定之程序。發行部根據黃金而發行鈔票，但黃金之輸入不如需要鈔票發生之速，故此種缺乏伸縮性之通貨制度，在平常經濟財政情形之下，固能滿意行使職務，若在恐慌時期，則法幣之需要增加，勢非增加信託發行額，不足以資應付。在一八四四年銀行條例頒布後之四種事件——在一八四七、一八五七、一八六六、及一九一四年，英倫銀行遭逢鈔票之需要超過該行黃金保存額與信託限度，其地位之應付，每次出於停止銀行條例，即政府授權該行發行鈔票超過信託發行最高限度，而不干涉可兌換之原則是也。此種缺乏伸縮性

由一九二八年之條例救濟。該條例允許信託發行額得以國庫之核准而增加。

準備為該行膨脹信用之基礎，在平常狀態下，又為銀行利率之關鍵。營業部所保有之鈔票額，乃其唯一通貨庫存之可用以應付現金提取者。此外更代表該行所能處分之黃金最大限度。故準備常為金融市場所注意，準備之地位，可以決定該行之貼現及公共市場政策。

在非常情形之下，尤其是在放棄金本位以來，該行之準備地位，失其為決定貼現政策之主要原動力。此種事實，可以一九三二年十二月十五日，英國政府償付戰債年金於美國，結果準備銳減而貼現率則維持二厘不變證明之。發行部所保有之黃金自一九三二年十二月十四日之一三九、四二二、〇九七鎊跌至一九三二年十二月二十一日之一一九、七八八、二八四鎊。

營業部所保有之鈔票黃金與銀幣或「準備」對於存款負債（公共及其他存款與七日票據）之比率，謂之比例（Proportion），與商業銀行現金之比率，頗相類似。但因國家信用制度依賴營業部之流動性，故其比例較高於尋常之銀行。此項比例，並非法律所規定，然在普通情形之下，不許減至百分之三十以下。實際上在一九一四年以前，平均比例為百分之四十三；自一九一四年至一九二七年平均比例為百分之十四至百分之三十四；一九二七年後，比例增高，迨一九三〇年之二月，竟達百分之六五¹³—¹⁶，為一九九六年以來之最高峯。

股份銀行

最初發展 股份銀行 (The Joint Stock Banks) 爲構成倫敦金融市場之要素。其重要性僅亞於英倫銀行。所與美國不同者，爲對於銀行之組織及管理，無特定之法規，所有銀行均在一九〇八年公司條例 [Companies (Consolidation) Act] (修正於一九二九年) 或特別例外 (如英倫銀行) 皇家憲章 (Royal Charter) 與國會條例 (Act of Parliament) 統制之下。一八二六年以前，英倫銀行爲唯一之股份銀行，因當時不許六人以上合夥之組織以從事於銀行業務也。一八二五年之恐慌，其惡影響及於私家銀行，乃於翌年通過法律，允許六人以上合夥銀行之組織，但禁止倫敦周圍六十五里內設立股份銀行。此項禁令廢止於一八三三年。惟倫敦及周圍六十五里以內之發行鈔票權利，則爲英倫銀行所獨占。股份銀行之發達，乃大受激勵。一八三四年 London and Westminster Bank (今爲 Westminster Bank Ltd.) 之組織，爲倫敦之第一股份銀行。厥後其他股份銀行相繼成立，進展極速，遂爲私家銀行之勁敵。私家銀行採取仇視態度，拒絕股份銀行加入票據交換所 (Clearing House)。迨一八五四年，始有少數股份銀行，加入該所爲會員，而以公司條例允許銀行之有限責任註冊。各股份銀行幾皆成爲有限公司，而將行名下加「有限」 (Limited) 字樣，以求合於該條例之規定。

合併運動 倫敦與附近股份銀行之剝奪發行鈔票權利，爲其存款支票業務發達之主因。當其初股份銀行採取合併計劃，吸收多數私家與地方銀行，其時經濟情形，頗利於是項發展。十九世紀英國經濟之突飛猛進，

需要金融之助力更殷。股份銀行因取公司方式，可以發行股票，加增股本，其適應環境之地位，尤為優越。不寧惟是，國人對於私家銀行之信任，因一八六六年之 Overend and Gurney，一八七三年之 Callie and Co，一八九〇年之 Barings 相繼倒閉，而破壞淨盡。股份銀行獨能力撐危局，穩渡難關，同時支票逐漸代替地方銀行之鈔票地位。一八五八年復有地方支票交換 (Country Cheek Clearing) 之組織，分行制度進展極速。分行制度不獨可助銀行營業之經濟化，亦且可使銀行視各地利率之高低，迅速調撥資金，以應緊急之需要。股份銀行愈大，則私家銀行抵抗之能力愈低，因之合併之風亦愈盛。一八九〇年，英倫與威爾斯共有股份銀行一百另四家，其分行共有二千二百另三家。迨一九一三年，股份銀行已增至四十三家，而其分行則增至五千七百九十七處。

合併運動因歐戰而暫時停止，迨一九一七年，始恢復原狀。惟其性質，大異曩昔，蓋一變而為大股份銀行之合併矣。推其初意，無非欲增強組織之機構，以應付戰後財政之失調，然公衆對於銀行集中之更進一層，力加反對，以其結果恐致釀成金融托辣斯 (Money Trust) 獨佔金融市場，專以銀行股東之利益為前提也。一九一八年三月，國庫組織委員會以研究應否頒布法律禁止合併之計劃，結果雖委員會所提議之法律，未能實行，但成立默契，凡在任何合併之先，關係銀行應於事前得國庫之許可，一九二四年二月，財政部長答復國會關於提議合併五大股份銀行政府所取之態度，其言曰：「更進一層之大銀行合併，似非吾人所敢贊同，」戰後股份銀行

之數目減少，自一九二八年以來，所餘者十六，迄無變動。此等十六家股份銀行（英倫銀行除外）一九三三年終在倫敦與威爾斯共有分行一萬另六十處。反觀一八九〇年，一百另四家股份銀行，共有資本與盈餘六七、八二六、〇〇〇鎊及存款三六八、六六三、〇〇〇鎊，而在一九三三年終十六家股份銀行有資本與盈餘一三五、三〇二、一三六鎊及存款二、〇二五、二三〇、七三二鎊。

大不列顛銀行資產之大部分，集中於五大銀行，即世人所稱之「五大」(Big Five)是也。此等五大銀行所佔英倫銀行組織之重要地位，可以其財產與其他十一家股份銀行及私家銀行比較而益為明瞭（參閱下表）。

表二十六

五 大 銀 行 1933年12月31日

銀 行	分行數	已結資本與盈餘	存 款
Midland Bank, Ltd.	2,105	£ 25,748,012	£413,752,673
Barclays Bank, Ltd.	2,080	26,108,217	378,759,772
Lloyds Bank, Ltd.	1,915	23,810,252	364,553,939*
National Provincial Bank, Ltd.	1,361	17,479,416	288,397,118
Westminster Bank, Ltd.	1,072	16,820,157	294,739,761
合 計	8,533	£109,967,051	£1,740,203,263

表二十七

五大銀行資產與其他十一家股份銀行及私家銀行比較

1933 年終	已指按本與盈餘	存款	資產合計
五大	£10,966,054	£1,740,203,261	£1,958,001,265
其他十一家股份銀行	25,38,082	255,027,469	330,036,627
四私家銀行*	2,425,000	16,451,840	21,757,792
	£137,777,136	£2,041,682,572	£2,310,694,684

*內有二銀行係 1933 年 12 月 31 日之數，一銀行係 1933 年 7 月 5 日之數，又一銀行係 1933 年 9 月 30 日之數。

觀上表可知一九三三年終，英倫與威爾斯銀行存款總數百分之八五。二、集中於五大銀行。除十六家股份銀行外，又有八家蘇格蘭股份銀行在一九三三年終，有已繳資本與盈餘三〇、九一七、一一八鎊及存款二八一、六七八、四一六鎊。更有三家北愛爾蘭股份銀行，其資本與盈餘為四、六五〇、〇〇〇鎊，存款為五一、一六〇、一四四鎊。

存款 英國股份銀行為模範存款銀行。此其與多數歐洲大陸銀行之異點也。股份銀行存款之種類有二：(一)活期帳目(Current Account)隨時可提，與美國之活期存款(Demand Deposits)性質相類。(二)存款帳目(Deposit Account)非在七日前通知，照例不得提取。在倫敦除有特約外，活期存款向不給利息。反之，在

倫敦以外活期存款所給利息，甚有高至倫敦存款帳目之利息者。倫敦區域交換銀行之存款帳目利率，常較英倫銀行貼現率低二釐，然在一九三二年六月三十日，銀行利率自二釐半減至二釐，而存款帳目利率則仍為半釐不變。定期存款(Timed Deposits)為期限數月之大宗存款，其利率較高，且經特別約定。近年來活期存款數量有減少之趨勢，而存款帳目數量則趨於增加(參閱下表)。

表二十八
倫敦交換銀行

年份	(每月平均)	
	活期存款 (百分率)	存款帳目 (百分率)
1919	67.2	32.8
1924	58.8	41.2
1925	57.6	42.4
1926	57.3	42.7
1927	56.2	43.8
1928	55.8	44.2
1929	54.1	45.9
1930	52.9	47.1
1931	52.7	47.3
1932	49.5	50.5
1933	51.3	48.7
1934 十一月	52.2	48.0

資產之處分 股份銀行之業務，法律雖無規定明文，但以歷年經驗所得，頗有若干原則，可為運用存款之依據。茲將倫敦交換銀行之資產，對於存款負責之百分率，就其流動性之次序，列舉如左：

現金	百分之	6
在英倫銀行之餘額	百分之	5
在他銀行餘額及託收未達額	百分之	3
通知款項	百分之	8
國庫券及匯票	百分之	14
投資 (大部為長短期英國政府證券之混合物)	百分之	16
貼現,放款,及墊款	百分之	48

上列最後條款即對於顧客之放款,其百分率自一九一九年之三十八,增至一九三一年之五十五,蓋因存款收縮,而銀行不願收回顧客之放款也。迨情勢順利,銀行即恢復尋常比例。在一九三三年終,貼現放款及墊款,共佔負債總數百分之四七·九,股份銀行對於存款之現金準備,雖不如美國之有法律規定,但常堅守舊習慣,保持現金準備相當於存款百分之十乃至百分之十一比例。當現金準備低至百分之十以下之時,銀行常拒絕新存款。英倫銀行因有壟斷發行鈔票之權,其伸縮股份銀行之現金保存額,為其行使信用政策之莫大勢力,故

股份銀行維持存款百分之十至十一之自動現金準備。其效力實不下於美國準備銀行之法定準備也。

股份銀行除以相當於現金準備之半數存入英倫銀行外，其與中央銀行無直接之接觸，五大銀行與英倫銀行之疎遠，自昔已然。推其原因，或由於英倫銀行之政策不選舉大股份銀行董事或職員充任英倫銀行董事之故也。股份銀行平時不向英倫銀行借款，與美國之習慣絕異。此為倫敦金融市場之特色。每當銀行現金準備低至普通百分率之下，則收回所投放金融市場之剩餘資金。若債務人不能向銀行或金融機關借款，乃被迫而乞助於英倫銀行，以其所得之款償還股份銀行之放款。股份銀行之現金地位，復為之增強。

利殖資產之分析 股份銀行之利殖資產 (Earning Assets) 可以其流動性之程度，分為二類。第一類乃將現金準備除外，其著重在於流動性而不在於利益，通知款項 (Money at Call and Short Notice) 及貼現票據 (Bills Discounted) 屬之。第二類包括投資 (Investments) 及對於顧客之放款與墊款 (Loans and Advances to Customers)。

通知款項構成次要準備，以其極易易為現金也。所有票據經紀人及股票交易商店，以匯票及上等股票交易為擔保之放款屬之。票據經紀人放款之期限，自一日至一星期；股票交易放款則長至二星期，最多以三星期為限。後者即世人所知之二星期股票交易放款 (Fortnightly Loans to the Stock Exchange) 是也。通知放款之利率，常較倫敦存款帳目之利率為高，而較銀行利率則低一釐之譜。銀行並以較低利率經營隔夜放款，

以運用營業時間終了後之剩餘資金。通知放款利率對於金融市場之感應，極爲敏銳，因放款逐日到期，銀行爲增強現金地位，往往拒絕轉期也。

貼現票據包括國庫票據及認可匯票爲私人顧客所貼現，或在公共市場向票據經紀人購入者也。歐戰後國庫票據佔各種票據之大部分。商業票據與國庫票據之期限，通常不逾三月，其到期多按次序排列，使一部分商業票據每日到期，國庫票據每星期到期。國庫票據之利殖，決定於每星期購主之競爭出價，照例較商業票據爲低。

銀行之投資，大都爲英國政府證券。一九三三年終，英倫與威爾斯十六家股份銀行之投資額，爲六一二、二九八、六六九鎊，就中五四四、〇五〇、六八三鎊或百分之八八·九爲英國政府證券，其餘六八、二四七、九八六鎊或百分之一一·一爲其他證券。銀行投資之變動，以商業情況爲轉移。工商業活潑，則向銀行通融之需要增加，而其結果爲投資之減少；反之商業呆滯，則投資隨以增加。

貼現放款與墊款 (Discount, Loans, and Advances) 代表對於顧客之放款，其方式或爲活期帳之透支，或記入放款帳之借方與活期帳之貸方。此種工商業放款，係以證券交易所押品或讓渡財產之文書爲擔保，或爲無擔保品者。其作用係供短時期之營業資本。銀行著重放款之目的與借主之信用地位，較之擔保品尤切。其利率常較銀行利率高半釐，最低限度爲四釐至五釐。

所與美國尤其紐約不同者，彼都之利殖資產構造，隨經濟情形而變遷，而股份銀行之資產組合物，則比較安定，可於下表觀之。

表二十九

英倫威爾斯十一家股份銀行之資產組合物 *

(資產總數之百分率 ** 六月終)

	1923	1929	1930	1931	1932	1933	1934
庫存與在英倫銀行之現金	13.9	13.0	13.3	13.0	13.1	12.6	11.9
通知款項	7.0	6.7	6.7	6.4	6.0	4.7	6.8
貼現	11.3	10.2	12.4	12.6	13.3	14.7	10.4
投資	12.9	13.1	13.0	15.4	18.6	26.1	37.2
墊款	46.1	48.8	46.6	44.6	42.1	35.0	35.8

* 包括五大銀行在內

** 房屋及雜項資產除外

股份銀行與實業 戰後多數英國實業，處境之困難，使世人感覺倫敦供給資本於外國，較之本國實業，尤

爲努力，而美德二國金融機關與實業之密切聯絡，益形英國銀行對於實業之冷淡態度也。此種情況，非銀行或實業採取政策之結果，乃歷史相沿之銀行實業制度也。

英國商業不惟較實業快着先鞭，其所佔地位，亦且較任何國家爲重要。此種事實，使倫敦金融機關極度發展，以適應國內與國際貿易之需要。反之，實業組織不需銀行之扶助，因最初爲比較小單位所組成，其主有與管理，均以家庭爲基礎也。十九世紀之發展業務，係取之於其贏餘，或由於主有人家庭財產之補助，鮮有乞靈於倫敦資本市場者；卽有之，亦惟求助於所在地之獨立或私家銀行。實業家之意，以爲乞靈於股份銀行以得資本，非惟有損體面，且恐啓銀行管理事業之端，故均竭力避免，以謀實業之獨立也。

多數實業領袖之反對股份銀行密切合作，及銀行之墨守成規，致二者之合作，爲不可能。股份銀行堅持存款銀行之原則，其惟一職務，爲保管存主之資金，而流動性又爲最重要之關鍵，故其對實業關係，限於投資自能清償之交易，及供給暫時之營業資本。然今之大股份銀行，亦管慷慨——就其放款與墊款百分率之高表現之——供給短期信用於實業矣，惟不願供作資本之用耳。股份銀行之大部分資產，爲活期及短期存款所構成，其排斥長期放款於活動範圍之外，亦固其所也。

股份銀行堅守商業銀行之業務原則，鮮有從事於公司證券之保證者（Underwriters），然其所放實業之款，常有疑滯情事，而以不景氣時期爲尤甚。例如一九三〇年至一九三一年間，英倫商業之活動激減而貼現與

整款之數量，則在一九三〇年反見增加，翌年雖較減少，然實際上不如存款減少之大也。

股份銀行對於實業放款，雖取冷淡態度，但倫敦人士，頗覺二者實有密切合作之必要。第一步計劃實行於一九二九年十一月二十日。是時證券管理信託公司 (Securities Management Trust, Ltd.) 得英倫銀行之贊助而成立。該公司之宗旨為調查報告關於財政實業與經濟各種問題，及幫助陳述與實行關於投資發展合併或改造公司之計劃，已繳資本為一千英鎊，借款數額不加限制。該公司實際上為英倫銀行之輔助機關，由該行總裁 Mr. Montagu C. Norman 充任董事長。一九三〇年，該公司參與蘭開夏鋼鐵公司 (Lancashire Steel Corporation, Ltd.) 之組織，投資五十萬英鎊。

第二步計劃實行於一九三〇年四月十五日。是時銀行發展實業公司 (Bankers' Industrial Development Company, Ltd.) 成立，該公司營業期限五年，期滿得延長之，其宗旨為研究國內基本實業所提出之合理化計劃。該公司所往來者，非單獨商店，乃整個實業，或按區域劃分之實業。該公司不經營直接投資，乃以幫助實業按照核准計劃獲得必要資本。該公司資本六百萬英鎊，分為甲種股票四十五股，乙種股票十五股，每股十萬英鎊。甲種股票每股有一投票權，為主要英國銀行及金融機關所募，乙種股票為證券管理公司所募，每股有三投票權。故英倫銀行所佔投票權，共有百分之五十。英倫銀行總裁被選為該公司之董事長，已繳資本僅有十分之一。該公司因非營利機關，董事均任義務，不支給公費。

此等公司迄不能解決英國實業投資問題。以麥克密蘭 (Lord MacMillan) 爲首領之財政實業委員會，對於倫敦實業之關係，曾在報告加以說明，其言曰：

「吾人固知銀行發展實業公司之創辦，原以幫助實業爲宗旨，而其計劃則迄未實現。吾人又聞英倫銀行當局嘗考慮此等事業非中央銀行輔助機關之久遠正當職務，故銀行發展實業公司應在相當時期脫離英倫銀行而獨立，以完成其依賴營利能力之私人組織，似爲適當之辦法也。」

該報告又云「世人皆知中小規模專業即能提出穩固擔保品，仍感籌集必要資本之困難。供給相當機械以徵募長期資本，縱非鉅數——自少額以至二十萬英鎊之譜，其困難情形，亦復相同。且公開徵募之費用，與所舉之資本比例太高，不能引起普通投資家之興趣。……其他代替辦法，惟有組織公司專以經營小規模之工業發行爲務。此種便利，實業機關如加以適當管理，其不成功，非吾人所敢信也。」

一九三四年三月二十二日，聯合領土信託公司 (United Dominion Trust Ltd.) 宣布實業信用公司 (Credit for Industry Ltd.) 之組織。該公司之大宗股份，曾由英倫銀行於一九三〇年二月購得。按照宣言，該公司初步資本爲二十五萬英鎊，待視需要隨時增加。該公司得發行債票或短期證券，專以供給資本於中小規模行號之不能以發行證券獲得資本者，其用途係作設備及營業之用，單獨放款限於五萬英鎊，期限自二年至二十年以上。

第十章 倫敦——市場之其他組織

私立銀行 (Private Banks) 英國私立銀行今仍存在者，爲數甚鮮，大多數爲股份銀行所吸收或清理。現存私立銀行中一部分成立於十七世紀，以其經營之得法，故能維持至今日。私立銀行之漸失其重要性，可於下表觀之。

表三十
英國私立銀行之觀察

(1895—1933)

年終	銀行數	資本與公積	存款	資產總數
1895	38	£11,834,400	£70,372,000	£85,483,700
1900	19	6,192,800	40,420,530	48,029,200
1905	12	4,393,930	28,775,000	33,270,400
1910	9	5,535,100	26,808,000	30,369,900
1915	7	3,180,707	32,890,739	37,158,216
1920	5	3,123,098	50,864,631	61,124,571
1925	4	2,625,000	27,280,929	36,157,277
1930	4	3,475,000	26,790,315	39,710,476
1931	4	3,175,000	22,246,034	36,681,061
1932	4	2,425,000	14,907,214	20,745,893
1933	4	2,425,000	16,451,840	21,777,792

此等銀行非但供給資金於金融市場，承做放款與墊款於工商業，亦且參加國內外證券之保險。其貼現與款對於負債總數之比例，較大於股份銀行，而投資之比例則較小。

領土與殖民地銀行 (Dominion and Colonial Banks) 此等機關經營領土與殖民地業務之大部分。

並設立辦事處於倫敦，以便利各該國之外國貿易及國際金融交易。除投資發生於外國貿易之交易外，又爲各該國在倫敦市場成立放款之發行機關及財政代理人。此等銀行不僅創造匯票，亦且爲票據之購主，大有助於市場之國際化，故佔倫敦金融市場之重要地位。戰前與外國銀行之倫敦分行同爲外國匯兌市場之主要原動力。迨戰時及戰事甫告結束之際，英國銀行之外國匯兌部，始大發展。戰後倫敦交換銀行擴大國外之活動，並創造外國承兌票據業務。

外國銀行 (Foreign Banks) 美國紐約州及其他若干州對於外國銀行之設立分行，有種種之限制。英國則無特種關於外國銀行法規之制定。外國銀行得在英倫設立分行，與英國銀行同樣經營業務，猶之領土與殖民地銀行。外國銀行之分行供給匯票於市場，經營外國匯兌交易，及投放剩餘資金聽金融市場之使用。倫敦之外國銀行分行，供給大宗業務於倫敦，因各該國外國貿易之大部分，均經由彼等投資也。此等分行之一部分爲在倫敦未清了放款之財政代理人，故有時能投放鉅額資金於市場。外國銀行分行昔爲各該國外國匯兌之分配者，今日情形亦復相同。戰時德奧銀行之分行關閉，即宣告清理。德國銀行對於德國外國貿易之獎進與投資，當時曾具絕大之勢力。

海外銀行 (Overseas Banks) 英國股份銀行僅設少數之分行於外國，其經營外國業務，係經由外國之往來店聯絡機關及特別組織之海外銀行。海外銀行之總行，常在倫敦，惟最重要銀行中之匯豐銀行 (HSBC)

kong and Shanghai Banking Corporation) 其總行則在香港。英國海外銀行之較重要者為：

1. Barclays Bank (Dominion, Colonial and Overseas)
2. Lloyds and National Provincial Foreign Bank, Ltd.
3. Hongkong and Shanghai Banking Corporation.
4. The Anglo-South American Bank, Ltd.
5. Bank of London and South American, Ltd.
6. The British Overseas Bank, Ltd.

此等機關原以經營國際金融交易為主。其在金融市場之地位，與重要殖民地銀行相類。此外復從事於分行所在地國內交易之投資。英國銀行集中倫敦之普遍活動，使金磅票據之供給與需要成爲一般化。此等機關供給世界之剩餘資金於倫敦，同時倫敦資金復賴以投資於大宗之世界貿易。

投資商店 (Investment Houses) 除上述經營商業銀行業務及投放資金於市場或創造承兌票據之銀行外，又有投資商店從事於國內外長期放款之發行。與美國在一九三〇年以前之多數投資商店不同之點，即倫敦經營外國證券保險之投資商店，爲數較少。所有業務集中於少數國際著名之機關，而此等機關實爲數十年來英國資本出口之原動力也。不啻惟是，其營業範圍，頗有良好之區分。此機關常不侵入他機關，一部分

投費商店，從事於創造承兌票據，投費短期交易，並投放大宗資金於金融市場，以供其處分焉。

英倫銀行雖無管理長期資本流動之法定權力，但任何外國發行之供給，常先與該行磋商。而當國家緊急時期，該行完全管理國內之發行，尤其是在政府將有較大運量運用之時。

承兌商店 (Accepting House) 此種機關在英國有久遠之歷史，且大有助於倫敦金融市場之發展。國內銀行尚在萌芽之時，一部分倫敦商人即從事於世界上普遍之商業。資本短絀者常感在外國金融市場樹立信用基礎之困難，思得有往來著名商店之信譽，以爲之代替。而倫敦富裕商人則以其與各國之商業關係，能得可靠之信用報告，常願利用其名義，易取手續費，即承兌 (Accept) 小商人之票據是也。積以歲月，承兌票據業務之利益，超越商業所得之利益，乃放棄商業，而從事於承兌業務，商人遂變爲銀行家，因有商人銀行家 (Merchant Bankers) 之名，及今猶適用於承兌商店也。

承兌商店之職務，爲承兌匯票，而保證其到期之償還。倫敦承兌商店之簽字，能使國際票據頃刻易爲現金，又因票據係售諸市場，故投費基本交易之責任，由購主或售主移轉於貼現市場。承兌商店所徵收之手續費不一，對於三日期票據常爲百分之一，四分一至二分，視出票人之信用地位及其所牽涉之危險性質爲標準。票據之出票人或創造人，通例及時存放資金於承兌商店，以資應付，然承兌人不論資金之已否供給，均應預備付款。出票人往往維持餘額於承兌商店，承兌商店則利用此項餘額於金融市場。

倫敦金融市場所供給之貼現便利，英倫銀行所採取之低利政策及專門機關之願意負荷外國危險，均足促世界商業之趨於倫敦，使金鎊票據成爲國際貨幣，不僅用於英國與外國間之交易，亦且用於其他各國間之交易。此等精密之機構及經營者之金融知識，造成世界過半數貿易經由倫敦投資之事實。實際上銀行手續費之收入及他種金融勞務，每年補助英國支付餘額之數，約有五千萬至六千萬金鎊。雖股份銀行深知承兌票據業務之利益，近二十年來，大規模參加此等事業，但大部分之承兌票據業務仍爲承兌商店所經營。參閱下列 MacMillan Report 可以得其梗概。

表三十一

外國銀行承兌之金鎊票據*

(單位百萬金鎊)

	12月31日 1927	12月31日 1928	12月31日 1929	12月31日 1930	3月31日 1931
由交通銀行及蘇格蘭銀行	31.7	51.3	40.0	35.7	32.3
由承兌商店等	108.0	149.2	135.7	125.7	120.6
合 計	139.7	200.5	175.7	161.0	152.9

* MacMillan Report, Page 43.

較大承兌商店並收受活期存款，購買票據，參加政府與公司外國放款之保險及擔任後者之財政代理人。一部分承兌商店且從事於金銀條之交易。承兌商店雖為票據之購主，但其主要職務，則為承兌。積多年之商業經驗，獲得出票人及基本交易信用地位之專門知識。此種知識使其經營鉅大業務不蒙損失，所蒙損失較鉅者，僅在大恐慌時期，如戰爭發生，或債務停頓契約（Standstill）之採用，或黃金自由流動之受限制耳。在此時期，承兌商店常乞靈於英倫銀行，而受其充分援助焉。

國際貿易之呆滯，多數國家之施行外國匯兌限制，及國際資本流動之停頓，對於承兌商店均有不利之影響。而此種承兌商店乃世所稱為倫敦金融市場之脊骨者也。自票據經紀人及貼現商店覺得國庫票據可為商業匯票之代替物後，新承兌票據業務之缺乏及創造新票據之含有危險性，使倫敦承兌商店之活動，大為減色。為維持其組織起見，一部分承兌商店乃覓取活動之新途徑，有着手從事於國內證券之保險者，但缺乏此項工作之必要經驗。亦有努力發展銀行業務，經營對於工商業之短期放款者。此種活動範圍，亦不適合於承兌商店。第一，承兌商店勢必與股份銀行競爭，而股份銀行則正苦不能覓大宗短期資金之出路也。第二，給與放款對於若干承兌商店之信用地位，將有不利之影響。

承兌商店對於倫敦市場之重要性，為世人所完全承認，乃有提議發展國內票據以資維持者。此種信用工具之擴充，不僅使國內交易之投資，獲得較低廉之利益，亦且使短期票據供給於市場，以代替逐漸減少之外國

票據，此其說也。

承兌商店之發展，基於外國貿易投資之經由倫敦市場。若各國採用經濟自給政策，繼續不變，則承兌商店惟有逐漸消滅或改變活動範圍之二途。

票據經紀人 (The Bill Brokers) 倫敦金融市場之特色，即在股份銀行與英倫銀行之間，有所謂緩衝物焉。此為居間人。其唯一任務，為貼現或購買市場所供給之票據。此等居間人或為個人，或為商店，以其對於承兌人信用地位之智識，形成金融市場機構之主要部分。票據經紀人為金融市場各會員間之連接物。其運用方法，大增市場之流動性。其業務包括向交換銀行及其他機關商借期限一日或一星期之借款，而用以貼現票據，貼現之利率常較高。利息之差數，即為利益。所謂票據，有商業票據（國內商業票據）、外國匯票（國際商業票據），及國庫票據之分。期限自一月至六月，多數係在三月以內。票據之售主為在倫敦承兌票據信用下出票之商人；外國與殖民地銀行自外國本行或顧客收來票據，以貼現於倫敦市場；及英國政府以國庫票據每星期供公眾之投標。

票據經紀人之分類 票據經紀人可分為三類：(一)跑街經紀人 (Running Brokers) (二)私人商店，及(三)公共及私人公司，謂之貼現商店 (Discount Houses)。跑街經紀人有八人擔任購主與售主間之居間人，惟非交易之領袖。跑街經紀人根據手續費而營業，其本身之資本極小，以其對於票據人名期限及各個承兌商

店委託之需要與供給，有專門之知識，故能成爲金融市場之有益會員。其對於金融利率趨勢之意見，常爲各關係方面所搜求。當鉅額票據提供處分之際，關於利率之貢獻，常被接受。銀行之購買票據，多利用跑街經紀人，因其以名譽關係，所授受者限於第一流票據也。

以自己名義買賣票據之私人商店，共有十七家，合計資本約八百萬金鎊，幾全部投資於證券，用以作擔保，而由銀行或其他短期資金之貸主，獲得借款；復以借款作營運之用。故在金融市場有兩種資格——票據之分配者與短期資金之借主。

大公共貼現公司共有三家，私人貼現公司共有四家。三公共公司爲 Alexander's Discount Company, Ltd., National Discount Company, Ltd., 及 Union Discount Company of London, Ltd. 其資本盈餘合計爲七百萬金鎊，貼現票據之數爲一一一、五一五、七〇一鎊，資產合計爲一四四、四三三、五五七鎊，（一九三三年十二月三十一日。）四私人公司之資本爲一百六十二萬五千鎊，與交換銀行不同者，交換銀行不出售票據或借款，而貼現公司則當需要或有利可圖之時，卽出售票據，並在公共市場借款，期限自一日至一星期不等。公共公司又收受公衆（尤其是由商賈與商人）之通知存款，其存息普通較股份銀行所給之存息高百分之四分一至二分。

因資本之用於貼現市場者，代表剩餘短期資金之大部分，故貼現市場之感應，最爲敏銳，立卽反映需要與

供給之變遷。若遇信用收縮，此市場最先受感應，乃由英倫銀行出而以銀行利率貼現票據，或成立期限一星期以上之墊款。銀行利率常較交換銀行放款利率高一厘。墊款利率則又較銀行利率高半厘。銀行利率與交換銀行對於票據市場放款利率之一厘差額，理想上構成票據利率之極端，其界限至狹。倘誤解狀態，或缺乏對於各種事實影響金融利率之智識，則票據經紀人非但不能獲利，且將有損失之虞，故關於國內外之金融狀態，票據經紀人常加以深切研究也。

倫敦金融市場所運用之資金，雖達絕大之比例，但其大多數交易，係含有自能清償性質；且市場與英倫銀行有密切之關係，使金融市場之作用，獲得平穩。實際上以倫敦市場之調整，平時僅需少數之黃金，作維持各種交易之用也。

倫敦銀行票據交換所 (London Bankers' Clearing House) 倫敦銀行票據交換所為世界票據交換機關之先鋒，其歷史溯源於十八世紀之末葉。直至十九世紀之中葉，私人銀行為交換所之唯一會員，不願股份銀行之參加，以共享此項權利。迨一八五四年，四股份銀行，始准加入。一八六四年，英倫銀行始為該所之會員。倫敦銀行票據交換所之會員，今日共有下列十一家：

Bank of England.

Martins Bank, Ltd.

Midland Bank, Ltd

Williams Deacon's Bank, Ltd

Barclays Bank, Ltd.

National Bank, Ltd.

Lloyds Bank, Ltd.

Glyn Mills and Co.

National Provincial Bank, Ltd.

Coutts and Co.

Westminster Bank, Ltd.

(Coutts and Co.之股份，在一九一九年爲National Provincial Bank, Ltd.所取得，前者仍保留公司之名義。)

票據交換所之管理權，操於委員會。委員會爲每會員銀行之代表一人或一人以上，及英倫銀行總裁，副總裁所組成。倫敦交換之便利，事實上幾爲會員獨佔。此項便利，乃其他在大不列顛經營之銀行所不可缺者。除倫敦交換所外，又有十二家省交換所設立於英倫與威爾斯之最重要都會，但其活動限於每交換都會或其附近之銀行，其周轉總數較少於倫敦交換所。後者因國內重要銀行均設立機關，或維持聯絡關係於倫敦，故成爲支票交換之唯一中央組織，出票人之國內所在地，可不問也。在倫敦交換所會員銀行所保存之交換餘額，增加交換銀行之存款，倫敦金融市場可利用之資金，亦隨以俱增。

交換制度之主要宗旨，爲支票之有效收取，結果爲貨幣之節約。在英倫銀行加入交換所以前，交換所會員銀行與其他銀行之最後餘額，係由貨幣清結。今則每日之清算與美國同樣辦理，即每交換銀行維持帳戶於英

倫敦銀行將帳戶轉帳即可清結餘額也。

倫敦票據交換所之辦理交換，分爲三部分：城市交換 (Town Clearing) 包括舊城區；首都交換 (Metropolitan Clearing) 包括倫敦之其餘部分及郊外；國內支票交換 (Country Cheque Clearing) 包括全部英倫與威爾斯。城市交換當日清理票據與支票。首都交換在提示之次日支付票據與支票。國內支票交換按照字義，僅清理支票，其期限延遲二日。

城市交換數額在一九三三年，有周轉總數百分之八六·二，不能視爲國家貿易之表現，因其爲金融市場之鉅大交易，及倫敦之財政作用所左右也。首都交換科目，構成總數百分之五·二，代表倫敦之零售貿易。國內支票交換則佔周轉總數百分之八·六，實爲國家一般商業狀態之表現也。

表四十二

倫敦銀行票據交換所數目

(單位百萬金鎊)

	1928	1929	1930	1931	1932	1933
城市交換	39,311	39,936	38,783	31,816	27,834	27,714
首都交換	1,854	1,882	1,812	1,668	1,610	1,657
國內支票交換	3,039	3,079	2,963	2,752	2,688	2,767
	44,204	44,897	43,558	36,236	32,112	31,138

倫敦證券交易所

歷史 倫敦證券交易所與歐洲大陸及美國證券交易所不同，前者爲自治團體，脫離政府之管理；後者則受政府之嚴密監督。英國對於領土殖民地及外國有鉅額之投資，使倫敦證券交易所成爲卓越之國際市場。就其交易之證券數目而言，實爲世界之最大市場，其周轉數僅亞於紐約證券交易所。

倫敦證券交易所，濫觴於十七世紀最後十年之皇家交易所，政府證券，始見諸交易。一六九七年，政府企圖以國會條例調整證券交易，俾可遏止證券之投機。一七三三年，頒布巴納條例 (John Barnard's Act)，禁止投機，規定定期交易爲違法。該條例雖在一八六〇年始廢止，實際上並不實行。一八八四年之救濟倫敦經紀人條例，解除證券交易所所受倫敦當局之束縛。在此條例頒布之前，經紀人須繳納年費於倫敦當局，以易取執照云。

一九一四年七月三十一日，證券交易所關閉。一九一五年一月四日，根據緊急條例而復業，並由該條例規定各種交易，應以現金結帳。一九二二年恢復期限結帳，將該條文廢止，惟對於英國及殖民地與市政府之證券，仍適用現金結帳之條文耳。即在交易之次日支付與交割。星期六會議停止於一九一七年四月二十八日，復於十四年後之一九三一年九月十九日恢復，適與英國金本位末日同時發生。一九三一年九月二十一日及二十二日，證券交易所又告關閉，九月二十三日，再行復業。延期交易，則在禁止之列。

會員資格與管理 倫敦證券交易所爲私人公司所主有，其管理建築物係經由股東選舉之管理委員會

(Committee of Management) 無論何人，不得註冊而爲二百股以上之所有主。股票百分之十四爲非會員所有。委員會（九保管委員與經理）租借證券交易所會場及辦事處於證券交易所委員會，而徵收會員及辦事員所付之費，但與證券交易所之業務不發生關係。雖證券交易所之會員不限定數目，但常維持四千之數。會員限於自然人而非公司。會員不得兼充其他證券交易所之會員，自己或其妻不得經營其他事業。會員之候補人應由三會員介紹，如該候補人在四年內失敗，介紹人每人應負五百金鎊之責任。此外候補人應購買已亡故或退職會員之推薦權，其在一九三三年之價值，約爲九百金鎊（自一九二八年至一九三一年之間，推薦權價格之變動爲五十金鎊至一千八百五十金鎊）。彼等並應取得及保留主有證券交易所建築物及財產之公司股份三股——在一九三三年終，每股約爲二百五十金鎊。入會費（一九三三年終）爲六百 Guinea（按舊平價計算約爲三千另六十五美元），常年費爲二百 Guinea（按舊平價計算約爲五百一十一美元）。

候補人之服務於證券交易所，擔任書記在四年以上者，僅須繳入會費三百 Guinea，常年費五十 Guinea，取得股份一股，又覓得會員二人，每人願供給保證金三百金鎊，卽爲合格。大部分會員，係由書記中補充，因其有業務之經驗也。此外委員會每年指定若干書記爲會員之候補人，是年得補充會員，而不須經過推薦之手續。

每年三月二十日，會員投票選舉證券交易所委員（普通委員）。委員額定三十人，在選舉之前，必須擔任

交易所會員五年以上者，方為合格。委員會有管理各種業務之全權，制定及厲行章程，決定會員間之爭端，並有權拒絕選舉申請人或再選會員而不說明理由。委員會之決議為終結，不得上訴。會員不服從或違犯章程或委員會之決議，得由委員會施以停職或開除之處分。會員間之爭端，發生於場內交易者，應提請委員公斷，不得訴之於法庭。

會員任期一年，每年應請求更選。會員雖常得再選，但委員會有特權拒絕品行不良會員之再選。外國人無當選會員之資格。歸化人民得經委員會之核准，而為會員之候補人，惟以居住英國領土十年，並在領土歸化五年以上者為限。會員不得散布廣告，除對於顧客外，並不得散布傳單。委員會繼續通告關於個人委員不得發布廣告或通告於公眾，而掙客商店發布廣告並非證券交易所會員之事實。會員名單得由委員會書記應任何人之請求而發給。惟書記禁止授意某種經紀人之擔任某種職務。

證券交易所逐日發行兩種公定刊物——證券交易所逐日公定證書行市單及證券交易會逐日非公定行市之附刊。公定行市與在附刊之名義上行市，均為各市場掙客所定。附刊包括比較上不重要及不活動之證券，與預備加入公定行市單之新發行。

經紀人與掙客(Brokers and Jobbers)，證券交易所之會員可分為二類，即經紀人與掙客是也。會員之申請人，應選擇二者之一。此二類雖互相輔助，但係絕對獨立。彼等不得為合夥，其交易常為委員會所解釋，以為

經紀人經由捐客以服務公眾係爲公眾之利益着想也。經紀人僅擔任買賣證券之代理人，亦得以自己名義施行所委託之命令，但應宣示顧客。彼僅擔任領袖，所有交易，常經過捐客之帳簿，以證明交易之按照正當市價完成。基此同樣理由，抵銷交易乃經由捐客之帳簿而通過。經紀人間之直接交易，在禁止之列；各種交易，均須經由捐客辦理也。

經紀人之唯一酬勞，爲證券交易所章程所訂定之手續費。手續費乃一種服務之索價，因經紀人對於交易無直接利益，除關於顧客有清償債務能力外，不負擔危險也。經紀人倘在價格方面獲得秘密利益，則受開除之處分。經紀人不得與捐客分擔危險或利益，或將手續費分派於捐客。與非會員合夥，在禁止之列。經紀人不得分設機關。

捐客爲交易之主，專門從事於一市場及有限額之證券。捐客佔證券交易所會員之大部分，經營彼此間及與經紀人之交易，惟不許直接與公眾交易。然若得特許，亦可與非會員經營外國之套利業務。因捐客常以自己名義買賣證券，故市場之創造，多不願公眾委託之存在。捐客應不問經紀人之意旨及命令，而開買賣之價。經紀人須按照開價辦理。若無股票數目或債券金額之說明，則其數量以該特別市場之普通慣例爲主。買賣行市之差額爲捐客之利益或變動。變動因捐客之競爭而減少，又隨證券活動程度而不同。經紀人要求開價，並不以彼係購主或售主之事實宣示捐客，但應說明所交易之數量。

結算 倫敦證券交易所之大部分交易，每年結算二十四次。就中二星期一次者共二十次，三星期一次者共計四次。結算日定為星期四，約當每月之中旬及月終，其日期由委員會宣布之。結算之期間為四日。星期四結算日以前星期六以後之交易，及當星期六非營業日時之星期五交易，歸入次期結算。第一日——結算日前之星期一，——為結算延期日，專從事於結帳及處理延期至次結算日之事務。延期結算日表示市場之特有地位，並表示通行之長短期利率。延期利率為對於購主願意將證券收受延至次結算日之利息，其決定由於短期通知利率，及延期證券所需資金之數量。各種證券利率，視當時足以影響地位之特別情形而不同。當市場預料價格將跌羣起躉賣之時(Bear)，大宗證券瀉出，出售者需要交割之證券甚殷，則購主延期購買可以免付利息，或且以所購證券借給售主，而收入一種貼費（證券交付展期費）。若一致購買證券，提高價格，使延期結算發生困難，則實行清算，而脆弱帳目將被剔除矣。

次日——發票日 (Name Day 或 Ticket Day) 購主以名單 (Tickets) 交付售主，要求所購證券之交割。該單具證券受讓人之名字、價格、金額、及支付會員之名字。其在證券交易所內之通行，與現金相類。證券交易所結帳部，即所謂證券交易所交換部，扶助名單之通行。若及時不得通過，則收受之會員得令買賣部出售。此項命令由交易所職員以現金最優價施行。不履行之會員，應擔任該部之費用，及發生於售價與購價差異之損失。第三日 (Intermediate-day) 要求證券之名單，通過於結帳部。第四日——星期四為支付日 (Pay Day) (Ac-

count Day) 經紀人及掃客交換向交換銀行或英倫銀行支取之支票，以支付所購入之證券，發生於交易之餘額，及自延期結帳日至他延期結帳日結帳之差數。差數之付給，無恩惠日。會員不按照約定辦理，則通告報章，宣布其不履行契約。證券須在支付日支付，或在十日以內支付。若第十日不能支付，則購買之經紀人，有權在買入部購入證券，所有費用與危險，由不履行之會員負擔。此種制度，使結帳期內無證券或現金之移轉。

經紀人常向新顧客要求在帳上支付，或由銀行證明收到契約通知之立卽匯款或交付證券（如爲出售）。若銀行證明顧客能在次結帳日完成任務（付款或交付證券），則當購買之時，不須信用付款（證據金）出售之時，不須預交證券。延期帳目之證據金，應有證券市價百分之十至百分之五十，老顧客則無繳存證據金之必要也。

證券交易所交易之投資 證券交易所交易之投資，隨交易證券之數量及價格不同而變動。證券市場代表短期通知放款之附加競買，因之與票據市場競爭。然倫敦證券交易所期限結帳之需要款項，每年僅二十四次，且僅在指定之日期，發表於數月之前，使短期資金之有關係方面，預料趨勢，知所準備。此種兩星期結帳制度，可以節約資金之總計及周轉，與紐約證券交易所每日結帳不同。紐約證券交易所每日在通知放款市場競買資金，而倫敦證券交易所則約二星期一次。在此時期之中間，除根據現金基礎之證券外，皆以信用交易。倫敦證券交易所放款爲短期資金之流動及有利投資，其利率較低於銀行利率，自擔保品包括政府證券時之半厘，至

證券含有投機性質時之二匪。

帳目款項，即延期證券之資金，來自捐客經紀人、銀行及其他金融機關。然當利率高漲之際，則外間獨立方面之資金，將為覓取暫時之利殖途徑計，而源源流入市場矣。

第十一章 倫敦——市場票據與其運用

市場票據

倫敦金融市場之票據，可分為三種：即商業票據(Trade Bill)、銀行票據(Bank Bill)及國庫票據(Treasury Bill)是也。就安全觀察點言，國庫票據居首，銀行票據次之，商業票據又次之。經營是項票據，需要相當技術，及對於市場之深切認識。

商業票據 商業票據又稱 Fine Trade Paper，係一著名商人向其他商人支取之票據也。票上載明以貨物裝運為準備。若運單分離，則謂之光票(Clean Bill)。此項票據可向英倫銀行貼現及充作墊款之擔保品，惟須具二英人之名，其一須為承兌人。商業票據之交易，普通較銀行票據利息為大。就大體言，商業票據發生於純粹國內交易，其由國外貿易發生者絕鮮，且出售時須出較高之貼現息也。

大規模組織之發達（聯合販賣團體及商店分設機關於各國），形成一種特別商業票據，所謂 House Paper，是也。此係倫敦商店被其外國分店支取，或國內商店之分店支取，而為其他分店所承兌之票據。國外分

店向英倫總店支取之票據，常在分店所在地之國發售，而寄至倫敦。經過銀行之背簽，可與銀行票據同樣流通於市場。大商店國內分店支取與承兌之票據，雖係具一人名者，但可以較銀行票據稍高之利息貼現。惟市場對於 House Paper 常審慎選擇，以其易發生流弊也。是項票據之正當效用，為貨物由生產分店運輸至銷售分店途中，供生產分店之利用。並可以市場利率獲得營業資本，不必出高利，乞鑒於銀行貸款也。

銀行票據 銀行票據乃一倫敦銀行或承兌商店或大印度銀行殖民地銀行之倫敦分店承兌或背簽之匯票也。其發生不論由於國外或英倫，對於票據在市場之流通性，並無區別。最佳之銀行票據，係起於商業上自能清償之交易。其支配之利息，常為最低。世固有多種之銀行票據，實際上不能稱為上等銀行票據也。

財政票據 (Finance Bill) 術語上亦謂之通融票據 (Kite)，係以便宜利率作移轉資金或借款之用，其支取常為鉅額。再則票據本身並不足表示基本交易。倫敦銀行承兌之財政票據，從前因其危險成分，減至最低限度，利率常為最低者。戰後國庫被迫出售大宗票據於貼現市場，銀行與承兌商店同意於財政票據之停止創造，是項票據，幾乎絕迹。是為戰後金鎊承兌票據數量減少之一種原因。

外國代理店票據 (Foreign Agency Bills) 乃外國銀行之倫敦分行及代理店所承兌之票據也。此項票據，因不適合英倫銀行承兌人必須為一英人之規定，故不能向英倫銀行貼現。原其差別待遇，無非以對票據負責之承兌人，遠在異國，倘遇票據到期不付，其資產大部分不易得，若遇戰爭，其處分更完全非能力所及也。在平

時股份銀行常樂以上等銀行票據通行利率，收取定額外國代理店票據之請求貼現者。但實際上英倫銀行對於超過十分之一以上之外國代理店票據，皆拒絕貼現。而當外國代理店票據大量供給之際，其利率恆較上等英國票據高百分之1—16至1—8。

外國付款票據 (Foreign Draftable Bill) 乃外國出票承兌而由倫敦銀行支付金鎊之匯票也。此票之效用有二，第一在貨幣不安定國家，本國人民之內部交易，或與他國人民交易，可以免除貨幣跌價之危險，第二可以共享倫敦貼現市場低利之利益。但因英倫銀行對於是項票據，拒絕不收，且亦不為倫敦市場所歡迎，故其數額不佔重要地位，而以其項票據貼現，其利息亦較市面上等銀行票據為高。所與大陸銀行不同者，英國股份銀行與貼現商店不投資於外國票據。所謂外國票據，即以英鎊以外之外國貨幣表示之票據也。

倫敦市場未兌付票據之數量，足為國際貿易消長之表徵。但在平常狀態之下，承兌票據之消長，又以主要金融中心之通行利率為轉移，而尤以紐約關係為最密切也。

國庫票據 國庫票據發源於一八七七年。當時英國財政部長需款孔急，而不欲增加長期公債，因經濟雜誌生筆 Walter Bagehot 之建議，發行與商業匯票類似之短期政府證券，所謂國庫票據是也。票面文句如下：“This treasury bill entitles..... or order to payment of..... pound at the Bank of England out of the consolidated fund of the United Kingdom on the.....”其末由財政部長具名。自有國庫票據，而

政府始能在倫敦市場吸收短期資金，以應急需；同時並為市場開一游資之尾閘。目今英國流動公債，其方式大都以國庫票據表示之。

戰時國庫票據自比較不重要地位，推進為控制金融市場之原動力。英國與歐洲大部之斷絕商業往來，國際貿易之限制，投資內國貿易方法之由遠期變為現金或即期，結果銀行貸款代替匯票之功用，商業票據數量為之大減，國庫票據漸取而代之。

國庫票據之發行及支付，均由英倫銀行主持，其期限分三月六月九月及十二月數種，而以三月為最佔勢力。國庫票據每星期供給於市場，其數額多至四千萬金鎊，以出價最高者為得主。每屆星期五，政府在倫敦公報刊登廣告，宣布下星期五將有定額之國庫票據供給於市場，招人投標。有志投標者，填具申請書於英倫銀行，聲明願購數額及所出之價。申請書應在星期五下午一時以前交到，投資之數額不得少於五萬金鎊，並須經由倫敦銀行家貼現商店或經紀人之手。代理政府任務之英倫銀行，對於是項投標，可以撤銷一部或全部。申請人亦得要求特定之日，領取分配之票，但不同日期之投標，應分別填具。所有購價係用現金或英倫銀行之匯票，因此英倫銀行常公布國庫票據售出之價格及按季或按年之貼現利率。

自一九一五年至一九二一年，國庫票據發行方法，不以投標而以定價。是時市場完全在政府管理之下，登報定價出售，使公眾獲得購買國庫票據之便利。此在戰前幾全為銀行及貼現公司所操縱。現時票據仍有不用

投標方法發行者。此爲附加 (Additional) 國庫票據，係以較上星期五之平均投標價格稍低之一定價格發行，惟此項附加發行，爲例絕鮮。

然政府機關如郵政儲金銀行、公路基金公共受託人、會計長及法院常以定價方法，投買大宗剩餘資金於國庫票據。若夫英倫銀行獲得國庫票據，其經由投買或定價之程度，則不可知。再則國庫票據所生利益之厚薄，不足以使英倫銀行關懷，因庫票係發行部所保存，而發行部之利益，例須劃歸國庫也。匯兌平準基金爲國庫票據持票人之最大者，其所有國庫票據，亦以定價方法取得之。

英倫銀行與國庫常努力以使票據之供給與需要平衡。爲維持政府權威調劑各地利率，其供給恆能儘量吸收。票據之供給激增，則市場利息上漲，銀根緊急，可利用之商業賒欠額減少，反之票據之供給減少，則市場利息低落，游費增加。然市場吸收票據之能力，及收回票據時所得款項之利用，非無限制。當國庫票據大宗收回之際，流動資金供給增加，則利率爲之大跌。一九三〇年之春，其著例也。

國庫票據逐日流通額之變動，由於投標之參差分配，即需要下星期二起期之票據，恆較星期三起期者爲多也。因之星期二市上游資恆較次日爲多，又星期日或休假日到期之票據，亦足以影響市場之運用。而當票據收回超過發行，或發行超過收回，或收回係以一部付給局外人，其對於市場之影響，更不待言而喻矣。

季節之變動，亦足以造成不平衡之局面。此在會計年度終了各種捐稅繳納政府之時，尤爲顯著。國庫爲使

金融市場免受騷動起見，常設法收回大宗國庫票據，俾可超過發行之數。然資金仍不免有暫時短少之患。蓋英國銀行制度外之持票人，所兌得國庫票據之收回款項，未必即在市場支配之下也。此外國家預算之不足，不得已而舉債以資彌補，以及大宗借款之收回，均可影響票據市場。此項逐日與季節之變動，其糾正則有賴於英倫銀行公共市場之運用。

一九二五年英國恢復金本位以前，英政府毅力從事於短期公債之減少，國庫票據自一九二一年之十一億二千萬鎊，減至一九三一年之三月，僅餘其半（參閱表三十三）。

表三十三

每年三月三十一日之國庫票據流通數

(單位百萬英鎊)

1917	463.7	1926	564.9
1918	973.5	1927	559.2
1919	957.2	1928	526.9
1920	1,177.3	1929	700.3
1921	1,120.8	1930	583.9
1922	877.2	1931	569.8
1923	616.0	1932	604.4
1924	588.3	1933	775.9
1925	756.6	1934	799.8

減少之道，不外將短期公債換為長期公債。但一九三二年九月三十日之國庫票據流通數，達八億六千六百八十八萬金鎊，復返一九二二年之最後高峯。此數包括壹億五千萬金鎊，係以之發行作匯兌平準基金之用者。

國庫票據之需要最殷者，為銀行、貼現商店、他種金融機關及大工商企業。此項組織，需要一種極流動而又安全之投資，以為放置其一部資金及剩餘資金之用。國庫票據實足當之。

英倫銀行亦為國庫票據之購主，其發行部所保存之國庫票據，佔各種證券準備之大部。多數國家之採用金匯兌本位，益使國庫票據之需要為之大增。因若干金匯兌本位國之發行銀行，得以英國國庫票據為金準備之一部也。然自英國放棄金本位，金匯兌本位停止之趨勢，方興未艾，國庫票據之需要，非復如前之切矣。

票據市場之將來 我前已言之，外國貿易發生之商業票據，數量大減，其地位漸由國庫票據取而代之。匯兌平準基金之成立，雖足增加國庫票據之數量，但英國國庫之政策，則竭力使之急遽收回，不令流動。惟國庫票據逐漸減少，何者代替以為短期資金之出路問題發生。蓋在一九三三年之末與一九三四年初，資金之供給超過需要，結果利息均極度低落也。

多數國家之不安定狀態，使銀行票據之恢復，大感困難，因而惹起倫敦市場缺乏適當短期信用機構之問題。內國商業票據固可增加其重要性，但不能代替國庫票據或外國票據之作用。世人深信倫敦將增進其對於領土之關係。各領土中央銀行之新創，將加強倫敦對於領土與殖民地之財政關係。世人又推測紐約將不能恢

復其一九三二年前所享之地位，大宗外國商業昔之由紐約經營者，將趨於倫敦。此項發展，能否見諸事實，殊難言之矣。

金融利率

銀行利率 市場感受國家及國際情形之影響，反映於各種利率，就中以英倫銀行之貼現率最爲重要。英倫銀行利率，普通謂之銀行利率 (Bank Rate)，乃英倫銀行對於顧客以各種認可之票據，請求貼現之利率也。截至一八七八年止，英倫銀行常以銀行利率貼現所認可之匯票，及以所認可擔保品（商業債票）作押之短期墊款。是年英倫銀行採取顧客與非顧客分別待遇之辦法。顧客貼現則以較低之利率，所謂市場利率 (Market Rate) 是也。是項辦法，至今猶沿用之。英倫銀行買賣票據，若出於自動，則不以銀行利率，而以雙方所訂定之利率行之。

英國票據對於認可票據 (Approved Bills) 之解釋，並無規定明文。其鑑別之權，操於英倫銀行。英倫銀行所認可之貼現票據，至少必須具二個可靠之英國人名，其一須爲承兌人。因之外國銀行發生之票據，不能在英倫銀行貼現。各種糾紛之起於戰爭，或延付債款或債權人與債務人成立緩付契約者，均可以免除矣。

各種商業交易之以銀行利率處理者，雖爲絕無而僅有，但銀行利率仍不失爲金融市場利率之樞紐，此種利率，無不以此爲根據也。銀行利率代表市場乞靈英倫銀行所付之代價。市場所不能供給之邊際金額，英倫銀

行則以此項利率供給之，蓋不啻最後之貸主 (Lender of Last Resort) 也。惟其利率常較市場利率為高，故亦稱為管理金融市場之有效工具。不啻惟是，各銀行之存放款利率，係依據銀行利息。銀行利率之變動，可以決定他種利率之趨向。例如倫敦交換銀行所給付之定期存款利率，常較銀行利率低二厘，而放款則較銀行利率高一厘。每種利率雖稍有差異，但不外以銀行利率為轉移。下列之表三十四，所以表示過去七年間最重要利率之變動也。

表三十四

倫敦利率
(平均年利*)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933
銀行利率	4.65	4.50	5.50	3.43	3.95	3.01	2.00
銀行承兌票據三月期	4.24	4.16	5.26	2.57	3.60	1.87	0.68
國庫票據三月期	4.26	4.13	5.25	2.53	3.49	1.61	0.59
一日放款	3.65	3.51	4.47	2.27	2.93	1.58	0.67
銀行存款	2.67	2.50	3.48	1.44	2.12	1.27	0.50

*係由 Federal Reserve Bulletin 每月平均利率計算而得

英倫銀行爲保證國家經濟財政之安定起見，常勉力維持貼現息之穩固與低落。貼現息在平時之變動，決定於國內外各種原動力，而尤以銀行準備情形及英鎊漲落黃金移動爲主。所謂銀行準備情形，係指英倫銀行營業部所保存之現金數量也。在現金停止支付之時，此種原動力，失其重要性，貼現政策，完全爲國內情形所左右。銀行利率之增加階級，常爲百分之 $1-2$ ，其減少常爲百分之 $1-2$ 。除銀行利率外，英倫銀行對於抵押放款，另用一種利率，普通常較貼現息高百分之 $1-2$ 也。

票據利率 較銀行利率次要者爲票據利率，普通謂之市場利率（Market Rate）。此可以三月期之上等銀行票據解釋之。此項票據係倫敦銀行或承兌商店所承兌或背簽者。市場利率變動之範圍，係在銀行利率與交換銀行對票據經紀人貸款利率之間。銀行利率爲其最高限度。交換銀行放給票據經紀人之貸款利率爲其最低限度。最高限度確定於英倫銀行以銀行利率貼現提供之票據。若市場利率高於銀行利率，則出售人將以票據提供於英倫銀行。最低限度，確定於貸款利率，票據經紀人以此得款作營業之用。若票據利率較票據經紀人在公共市場借款之利率爲高，則公共市場收入之利息，不足償所付之利息，勢將蒙損失。當銀根緊迫，或信用發生動搖之際，票據之需要不繁，市場利率趨向銀行利率移動，英倫銀行得以控制市場，銀行利率，謂之有效的（Effective）反之游資充斥，票據稀少，市場利率由競爭而低至貸款利率之下，是時銀行利率，謂之無效的（Ineffective）。因英倫銀行失其控制市場之力量也。

英倫銀行得倫敦交換銀行之合作，常能變更市場利率，而不必將銀行利率變更。例如一九三一年之初，英倫銀行不願在商業停滯時期，提高銀行利率，以阻止法人之提取黃金。當時票據利率，提高至百分之二，而銀行利率則仍爲百分之三，繼續不變，因此以較動人之利率，吸引外資，而不影響存放款之利率。蓋此項利率如受影響，勢將加重英國商業之負擔也。

此外票據利率隨承兌人之財政地位而不同。上等商業票據之具上等商業名義者，售價常較上等銀行票據爲低，而利率則較高。本星期到期之國庫票據，所支配之利率，常爲最低。

票據利率所受影響，有二原動力，即短期資金之需要與供給，及票據之需要與供給是也。在平時此種勢力自能調整平衡，不必訴諸貼現率之變更。蓋平常狀態之下，票據利率以銀行利率爲根據，銀行利率之平準，影響及於向倫敦支取之票據數量。銀行利率低落，即表示票據利率之低落，勢將引起向倫敦支取及在倫敦貼現票據數量之增加。反之利率高漲，在平時足以驅承兌業務於其他金融中心。戰後外國短期資金，成爲各國際金融中心之主要原動力，維持銀行低利以利工商業，及吸收外國承兌業務之政策，常與維持較高利率以阻止外國短期資金外流之政策發生矛盾。英國對此，常覺進退維谷，利率高漲，其結果爲外國短期資金之流入，但英鎊承兌票據勢將爲之減少。利率低落，其結果爲承兌票據之增加，但同時足以促資金之外流。若銀行採用高利政策，則可以創造大宗剩餘資金，而不得適當投資之途徑。他方面低利政策，可以增加票據之供給及資金之外流，而

發生不利影響於英鎊矣。

一日放款利率 一日放款利率(The Day-to-day Rate)乃股份銀行一日期放款之利率，其性質與美國之通知放款利率(The Call Rate)相同。此項放款常放給票據經紀人，而以承兌票據、國庫票據及短期政府證券爲擔保，又用爲投資金邊證券之當場交貨交易。一日放款利率，不決定於公共市場，而決定於次日之特殊銀行借主。非至次日，不知昨日成立放款之利率。借主所付之利息，較高於他借主，爲數見不鮮之事實。然大多數之利率，常爲一致，因貸主視市面之情形，以定利率之高下也。此項利率普通常低，良以剩餘資金若不投諸市場，勢必存入英倫銀行，而該行對於存款向不給利息也。

短期通知放款 與通知放款關係最爲密切者，爲短期通知放款(Loans on Short Notice)，其期限例在七日之內，功用與一日放款相同，利率亦然。各種利率每日之漲落，以短期資金之需要供給，及票據之供給爲轉移，其漲落恆爲一致，銀行所付之存款利率，爲其最低者。至一日放款、國庫票據、上等銀行票據、上等商業票據各種利率及銀行利率，英倫銀行抵押放款利率，則較高。若其較銀行利率爲高之唯一利率，則爲銀行墊款之利率。然此種利率並不一律，且不公布也。

金融市場之運用

金融市場一名詞，乃一抽象之概念，其解釋可以其特質說明之。金融市場無天然境界，無交易之特定位點，

無成文法規，其行使職務，不依據法律，而以相沿之習慣及買主與售主（借主與貸主）之相互信念為主。所交易之商品為短期信用，其價格係以利率表示。市場可利用之資金，大都由股份銀行、殖民地領土及外國銀行之倫敦分行與大保險公司所供給。一九三三年之末，英國十六股份銀行報告通知放款之數，為一四五、二五〇、三四一鎊，貼現放款之數，為二九二、八一、一八一鎊。蘇格蘭八銀行所報告之同科目，則前者為二五、七一九、七二三鎊，後者為二一、九六八、五三二鎊。H. W. Greengrass 在其所著之 "The Discount Market in London" 估計金融市場（票據與股票交易市場），各銀行所用之貨幣總額，約為九〇〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，就中一日至十四日以內到期者，至少佔其三分之一，其餘幾全為三月期。此種事實足以證明倫敦市場之流動性。且此種流動性，並非如紐約通知放款市場（Call Market）之徒有其表也。紐約通知放款之流動，賴於證券之可出售。倫敦之流動性，大都為確實之流動，因其基本附帶之擔保品，係上等自能清償之商業票據所組成，大部分可以之向英倫銀行貼現或用為墊款之擔保品也。

市場提供可作普通放款之貨幣，係英國剩餘資金及在平時他國之大部分流動資金所組成，其中供給有新舊之分。舊者為取新用途，新者代表國內之儲蓄，或國外流入之資金。此項增添資金經由銀行以達於市場，其流入與流出，足以促市場之變動。至供給需要平衡之破壞，其原因有種種。暫時原因如股息紅利之支付，基本原因如工商業停滯，則大宗資金失其運用之途。外國政治經濟擾亂，則外資大量流入。再則游資充斥之範圍，所反映

者爲各銀行在英倫銀行存款之增加，其結果則爲利率之低落。吾人須知金融市場之騷亂，起於資金之逾量供給，常由於新資金之流入。因資金之由主要債主交換銀行所供給者，常爲比較的不變動也。觀於一九二五至一九三二年商業活動，變遷劇烈，而英倫與威爾斯股份銀行所保存之現金與卽期通知貨幣，其變動範圍僅在四一五、〇〇〇、〇〇〇鎊與四九四、〇〇〇、〇〇〇鎊之間，可以知之矣。

金融市場之決定原動力，就多數情形論，爲資金之需要。而資金需要則隨國內外之貿易數量而變遷。其所受國庫與資本投機各市場地位之影響，尤爲重大也。

英倫銀行之勢力

金融市場之變態，不惟依賴需要供給之原動力，亦且依賴英倫銀行之政策。英倫銀行管理金融之手段，不外伸縮銀行利率，運用公共市場，及英倫銀行與金融市場會員銀行之交換意見與合作等各種方法。不啻唯是，國庫票據爲金融市場之主要原動力。英倫銀行得國庫之合作，能增減每星期提供國庫票據之數量，以增減資金之供給。然此種方法，常因國庫爲彌補收支舉債而受其限制，大宗票據之供給，其結果足以促公共市場利率之高漲。

國際主要金融中心如倫敦，所受外國貨幣情形之影響，至爲敏銳，此盡人所知也。在平時其他重要金融中心，尤其紐約之利率高漲，勢必提取倫敦之資金。倫敦資金減少，利率必高漲。一九二九年倫敦市場利率高漲，英

倫敦銀行乃將其利率提高至百分之6 $\frac{1}{2}$ ，在和平之時，此為其最高者，則以受紐約之影響也。
 貼現政策 銀行利率在戰前為管理市場之唯一工具，提高銀行利率可以阻止外國新承兌票據之供給於市場，同時可以促外國資金之流入。反之減低利率，可以增加外國票據之數量，同時除促資金之外流外，復可吸收市面之游資。

表三十五

一九一〇年以來之銀行利率

年份	變動次數	最高	最低	年份	變動次數	最高	最低
1910	9	5	3	1923	1	4	3
1911	4	4 $\frac{1}{2}$	3	1924	無	4	4
1912	4	5	3	1925	4	5	4
1913	2	5	4 $\frac{1}{2}$	1926	無	5	5
1914	8	10	3	1927	1	5	4 $\frac{1}{2}$
1915	無	5	5	1928	無	4 $\frac{1}{2}$	4 $\frac{1}{2}$
1916	1	6	5	1929	5	6 $\frac{1}{2}$	4 $\frac{1}{2}$
1917	2	6	5	1930	4	5	3
1918	無	5	5	1931	4	6	2 $\frac{1}{2}$
1919	1	6	5	1932	6	6	2
1920	1	7	6	1933	無	2	2
1921	4	7	5	1934	無	2	2
1922	4	5	3				

倫敦雖較其他金融中心爲最易受國際之影響，但英倫銀行常竭力以謀銀行利率之穩定與低落，此可於上表觀之。而因倫敦市場感受國際貨幣情形之尖銳，英倫銀行貼現率之變動，遠較法蘭西銀行、德意志銀行、及紐約之準備銀行爲劇烈。然銀行利率高漲，其效力僅限於英倫銀行他種存款（*Other Deposits*）低落之時，此爲股份銀行不得已收回市場放款之表徵。若提高銀行利率之宗旨，爲保護準備，阻止黃金之外流，同時他種存款高漲，則市場利率受游資之壓迫，將不追隨公定利率之後。在此種情形下，英倫銀行除出售政府證券向市場吸收現金外，勢將失其與市場接觸之機會。是時銀行利率阻止黃金外流之功效，幾等於零矣。

國際情形 戰後貨幣貶值國家資本之逃亡，及金匯兌本位之廣被採用，創造大宗資金作倫敦市場之主要原動力。在戰前倫敦之短期資金地位，與世界各國之關係，幾等於平衡。戰後倫敦一變而爲短期金融市場之債務人，其對於外國短期票據與存款之負債，遠超過外國承兌票據之債權——倫敦不僅經營國際承兌業務，亦且經營大量國際存款業務，惟不能增加或維持其國際現金資產耳。

表三十六

倫敦代外國人保管之存款與英鎊票據及代外國人承兌之英鎊票據

(單位百萬金鎊)

	12月31日	12月31日	12月31日	12月31日	12月31日
英倫銀行兌換銀行與蘇格蘭銀行存款	1927	1928	1929	1930	1931
承兌商店	117	139	118	165	146
英倫銀行兌換銀行與蘇格蘭銀行保赤之英鎊票據	89	104	79	82	81
承兌商店	162	195	200	145	137
外國銀行分店及其他外人對於現存存款票據與英鎊票據	13	17	20	8	7
外匯銀行分店及其他外人對於現存存款票據與英鎊票據	38	47	34	35	36
英倫銀行與蘇格蘭銀行承兌之票據	419	502	451	435	407
承兌商店	32	51	40	36	32
倫敦之淨資產	108	149	136	125	121
	279	302	275	274	254

麥克米倫報告(The MacMillan Report) 第三〇一頁詳列倫敦國際地位之數額(觀表三十六)一九二八年以後外國資金之用於倫敦者,雖漸趨減退,倫敦代外國人保管之存款與英鎊票據(外國銀行自行保管

之(英鎊票據除外)在一九三一年之三月,仍達四〇七、〇〇〇、〇〇〇鎊,就中一五三、〇〇〇、〇〇〇鎊,係代外人承兌之票據,故倫敦負債額達二五四、〇〇〇、〇〇〇鎊。同日英國在外短期資金之債權無可考,但其數額之鉅,可以想見。其一部分則凝滯於德意志及其他歐洲國家,因之在德國銀行機構破壞以後,是項債權,不能收回,以供外國資金提取之用。英國雖有外國長期投資二百億英鎊,然因其不能清理,實無所用之也。

國際金融中心在平常狀態之下,原可因管理世界之流動資金而蒙絕大之利益,但當異常之時,外國短期餘額常足造成國家通貨之重大危險。即在平時,外國信用情形之變遷,往往使保存世界短期資金之國家,有喪失一部分之虞。此等金融中心為保持外國餘額,有時不得已維持一種貼現率,其不適合或損害國內之商業情形,所不恤也。

然變更銀行利率以伸縮國內信用,固不能謂之非正當,但若提高利率,其宗旨僅為吸收或保留外國資金,則除為國際支付餘額之暫時調整外,其動機實無所依據也。戰後紐約崛起而執世界金融之牛耳,英倫銀行常維持較高之貼現率,以阻止黃金之流入紐約。有時該行且被迫而經營公共市場交易,以維持金融市場之安定,而實非國內商業所必需也。

公用市場之運用 管理金融市場之第二工具,與銀行利率相連而獨立者,是為公共市場之運用,買賣證券,承兌票據,及外國匯兌屬之,其影響信用之數量性質,係以增減銀行存入英倫銀行之款為手段也。信用之性

質得以交換銀行資產變更之，故買賣政府證券，可以抵銷黃金之移動，長期證券（整理公債）又可以短期證券（國庫票據）交換也。

英倫銀行出售證券或承兌票據，其結果為信用之收縮，因其足以引起各銀行在英倫銀行存款之減少，而此項存款，實為信用之基礎也。銀行存款之減少，亦能發生於資金需要增加，而英倫銀行採取不干涉政策，或禁止運用公共市場之時。例如公司發給股息，或繳納稅款，或捐助新政府貸款成立，以向英倫銀行支取，資金之暫時需要起，若不以銀行在公共市場之購買抵銷之，其結果則為銀行存款之減少。同樣情形發生於公乘提取貨幣以作休假日或儲蓄之用。銀行或銀行之存戶對於英倫銀行或英倫銀行顧客之任何支付，皆能減少銀行存款及縮少銀行制度之現金地位。反之，銀行之現金地位，因英倫銀行或銀行外之其他顧客支付而擴張，各種政府之支付，可以增加銀行在英倫銀行存款之增加，因不論此種支付代表政府人員之工金薪俸或政府債票之利息，均將趨於銀行也。資金之移轉於英倫銀行，可以每日公共市場之運用抵銷之。自有此法，而金融得以趨於平穩矣。

英倫銀行出售票據及證券，係以各銀行支票償付，因之各銀行在英倫銀行之存款，隨以減少。各銀行補充準備之方法，並不仿照美國成例向中央銀行借款，乃收回票據經紀人放款，及將每日到期之承兌票據收回，不再投資也。於是票據經紀人祇有以票據按照銀行利率向英倫銀行貼現，或以抵押利率向之借款，而此項利率，

較市場利率爲高。票據經紀人爲避免將來損失起見，祇得提高承兌票據之利率。英倫銀行放給票據經紀人之款，可以增加各銀行在英倫銀行之存款，其結果則市場資金增加，利率爲之低落。

金融市場與英倫銀行之合作 除運用貼現利息及公共市場政策外，英倫銀行又得金融機關如票據經紀人、交換銀行、發行銀行等之合作，以盡其操縱金融市場之能事。英倫銀行與各銀行票據經紀人之代表，常聚首一堂，或報告業務，或交換意見，彼此聲氣溝通，無隔閡之弊，此倫敦金融市場之所以異於其他金融市場歟。

匯兌平準基金

一九三一年九月，英國之放棄金本位，非惟使英鎊不能防止由支付餘款暫時失調所發生之漲落，亦且使其豪投機作用之危險，漲落劇烈，足以損害一國之國民經濟，故不得不設法管理其運動。管理之法，不外買賣英鎊以借外國貨幣與黃金之用。最初英倫銀行發行部擔任此項職務，其時發行準備之大部分，爲外國匯票所組成也。

數月後英倫銀行所用於外國匯兌交易之財產，不足以壓平英鎊之漲落，其危險又非該行所能負擔，始信以公共利益爲主之外國匯兌市場管理，須以公共資金施行之，於是乎特種機構應運而生，所謂匯兌平準基金（Exchange Equalization Fund 又稱 The Exchange Equalization Account）是也。

匯兌平準基金，正式成立於一九三二年六月二十四日，最初限定一五〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，另加舊美

元匯兌準備餘額二五、〇〇〇、〇〇〇鎊。其經營之方法及數量，因守秘密無從知其內容，但根據官廳之發言，及金融市場發展之詮釋，可以得其梗概也。

吾人讀財政部長向國會提出之議案，可知匯兌平準基金，係黃金、外國匯兌、與英鎊資產（似為國庫票據）所組成。其資產之一部，得就英倫銀行之便利，易為他種資產。因英倫銀行乃被委管理匯兌平準基金之機關也。當初基金之大部資產為國庫票據，蓋總數非即時所需，乃以一部用墊款方式存入國庫，作隨時提取之用，或投資於國庫票據，亦如國庫之普通習慣，不願以游資存放於英倫銀行也。

匯兌平準基金，藉其獲得英倫銀行所保有之外國匯兌，開始營業，而以政府證券——大約為國庫票據——償還之。此種交易所成就者有二事，既可免除英倫銀行保有漲落不定之資產危險，又可供給基金之外匯準備。平準基金復彌補英倫銀行因償還一九三一年放棄金本位以前與法蘭西銀行及聯邦準備銀行成立之借款，所蒙實際損失八百萬英鎊，他種損失——大約二千二百萬英鎊——因償還一九三一年八月二十八日之美法二國借款八千萬英鎊而發生，亦由平準基金負擔之。

匯兌平準基金干涉外國匯兌市場，大都藉購買美元法郎而隨時易為黃金。其作用以之安定英鎊小變動而阻止其投機，頗著功效，但不企圖管理英鎊之大變動也。

一九三二年十二月十五日，平準基金自政府收入通貨二九、五〇〇、〇〇〇鎊，以之向英倫銀行按平

價購買黃金一九、五〇〇、〇〇〇鎊，作償付美國戰債之用，所獲利益竟達一〇、〇〇〇、〇〇〇鎊之多云。

觀於一九三三年二月二十三日，財政大臣答衆議院之間，可知大宗黃金之增加，係平準基金出售英鎊所致。照此情形平準基金非惟能阻止英鎊之劇漲，亦且能以出售黃金與外匯，阻止其劇跌也。

一九三三年四月，美國禁止黃金出口，平準基金遂停止出售英鎊易取美元之舉，其在禁令頒布之前，平準基金會變易美元餘額爲黃金，自無疑義，因財政部長向衆議院鄭重聲明，已經查帳官審查基金帳目，並報告若在一九三三年三月三十一日清算將不發生損失也。

一九三三年五月四日，財政大臣在衆議院提議增加平準基金二〇〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，並說明若非發生新現象，則當時基金已足應付裕如。所謂新現象者，即逃亡資本因其所有主鑑於本國情形之惡劣，覓取暫時安全之地，而源源流入倫敦也。衆議院投票贊成，平準基金總數從此遂增加至三七五、〇〇〇、〇〇〇鎊。

總而言之，平準基金管理英鎊，使英國貿易上獲得貨幣安定之利益，不可謂非有效方法也。就法國法郎表觀之，一九三二年英鎊漲落在九二與八〇之間，一九三三年爲九〇——七八，一九三四年爲八四——七四。

平準基金成立後所增加之短期公債，爲一五〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，對於金融市場，並無直接之影響。迨基金以國庫票據償付外匯而後短期公債之增加，始爲市場所注意，是以平準基金加於市場之影響，實以所投

市場之國庫票據數量爲依據也。

現時平準基金之活動範圍，法律上雖限定三七五、〇〇〇、〇〇〇鎊之數，但可以外匯易取黃金，及以黃金出售於英倫銀行，得英鎊以再購外匯，而超出其限度。理論上言之，若非英倫銀行發行部負保存平價黃金準備之法律義務，則此項方法，固可行之川流不息。故英鎊匯價跌落百分之三十五，蓋言平準基金如出售大宗黃金於英倫銀行，則其囊時所付之售價爲一、〇〇〇、〇〇〇鎊，而今所收入者僅爲六五〇、〇〇〇鎊。惟此係暫時簿記上之損失，結果可以市價出售黃金，或將英倫銀行之黃金準備重行評價銷滅之。然平準基金，可利用之英鎊，以再作購買外匯與黃金之需者，勢將爲之減少，因而平準基金居間輸入黃金之力量，受其限制矣。

一九三三年十二月二十七日，英倫銀行保存之黃金，達一九〇、七二五、八三三鎊，是爲該行有史以來之最高數，較一九三三年全年計增七七〇、九三七、五四九鎊。該行所得之黃金，係在是年七月以前，故可斷定後來所購入乃平準基金所保留也。一九三四年初，平準基金所有黃金數，約在二〇、〇〇〇、〇〇〇鎊與三〇、〇〇〇、〇〇〇鎊之間，亦由黃金通貨之前途，不足以爲投資之正當途徑也。

平準基金倘不得已出售黃金，以阻止英鎊之跌落，應將其自己所保存者出售，俾事實不致外宣。若英倫銀行行出售黃金，則反映於星期報告爲社會所週知矣。故倫敦今日共有二重黃金與外匯之準備，其影響至國內之信用情形者，爲英倫銀行之準備。至平準基金之準備，其變動以外國資金之流出入爲轉移，對於國內信用情形，

絕對不發生影響也。

今日之平準基金仍不能免除損失，因英倫銀行以法定平價向之購入黃金，其差額係由平準基金負擔也。查是項法定平價為先令合一標準英兩，而在一九三四年十二月之市價，則為一四一先令合一純兩。故其間損失，頗為不貲。然英鎊若以黃金合紙鎊之市價重新估價，以英倫銀行保存之黃金額一九二、〇〇〇、〇〇鎊，其價值增為三四一、〇〇〇、〇〇〇鎊，非惟舉平準基金之損失一掃而空之，國庫且有利息可圖矣。

第十二章 巴黎——法國銀行制度

戰前時期 世界大戰之前，多數法國實業機關之規模極小，其需要資本亦極為有限。法國工商企業之經營，大都採保守主義，而以所有主之私人財產投資焉。他方面因其富有儲蓄性及創造獨立收入之願望——此種特性深印於法國人民，使國內資本之供給，逐漸發達。大宗資本之增加，為國內所不能全數利用，對於巴黎金融市場之發展，乃有絕大之勢力。

自十九世紀之末葉，至一九一四年，巴黎金融市場之利息，素以低廉與穩定著稱於世。在一八九八至一九一三年之十五年間，法蘭西銀行之貼現率，非但較其他歐洲重要中央銀行之平均貼現率為低，其變動亦且僅有十四次，與瑞士中央銀行之貼現率變動五十八次，德國變動六十二次，英國變動七十九次，殊大相逕庭。此種比較詳情，可於下表觀之。

表三十七

主要歐洲中央銀行貼現率

	1898	1913	
	法蘭西銀行	德意志銀行	英倫銀行
變動次數	14	62	79
最高利率	4½%	7½%	7%
最低利率	2%	3%	2½%
平均利率	3.09%	4.59%	3.69%
	奧匈銀行	比利時銀行	荷蘭銀行
變動次數	25	39	31
最高利率	6%	6%	6%
最低利率	3½%	3%	2½%
平均利率	4.33%	3.74%	3.59%

巴黎之利率雖低，但在戰前仍不能佔國際金融中心之重要地位。外國短期資金之用於巴黎金融市場為數較小，其原因有種種。第一巴黎無國際金融市場之經濟基礎，蓋巴黎之異於倫敦，以其非國際貨物或證券貿易之重要中心也。法蘭西非大商業國家，故其金融機關專從事於投資本國之外國貿易，不啻惟是，巴黎幾完全缺乏發生於對他國航業及保險之金融交易。

第二法國貨幣制度，足為國際金融市場發展之阻礙。戰前法國採取所謂跛行金本位制，雖其通貨，係以黃金為基礎，但法蘭西銀行有權以五法郎銀幣兌換鈔票，而不以黃金兌換，故外國人不信短期資金之

用於巴黎者，能自由提取黃金也。

最後巴黎對於運用大宗資金在金融市場之便利，並不發展。此項缺乏便利，大都由於小家庭式企業之佔優勢，及墨守法國從來之慣例。通常法國公司之需要暫時財政上通融，多願直接乞助於其銀行，而不願向公共市場借款。他方面法國銀行亦樂以秘密基礎，擴充信用於顧客，而不願根據無主人格基礎，在公共市場交易。銀行厭惡投資於私人所不能監督之交易，為其不企圖發展國際承兌票據業務之其他重要原因。此外則法蘭西銀行之自由貼現便利，亦足使公共金融市場之需要大為減少。

法國銀行雖慣於投資大宗短期資金於鄰國，尤其是德國，但其剩餘資本之增加於法國者，多以外國長期放款為出路。戰前法國為世界主要貸放資本國家之一，其在一九一四年，外國長期投資之名義上價值，約為四百五十億金法郎。

總而言之，戰前巴黎並不努力發展為金融市場，除若干資金放於外國外，巴黎在國際短期資金市場，並不擔任重要任務。巴黎所擔任之國際金融中心任務，為國內儲蓄之增加，及投資此項資金於外國之長期證券。

戰爭及通貨膨脹時期（一九一四——二八年）法國金融市場，因戰爭爆發及金本位停止而形勢大變。軍費浩繁，使政府不得不借鉅額之債。資本市場對於外國資本發行，實際上遂趨於停頓。故在戰時法國銀行之重要任務，為蒐集全國資金，供政府之處分。戰事告終，蹂躪區域之恢復，在在需費。然在戰後，法國政府遭遇資本

市場中國內實業創立之競爭，此等機關多從事於改組及設備之增加。亞爾薩斯 (Alsace) 與 洛林 (Lorraine) 工業區之獲得，亦為需要資金之重要因素。

戰後以迄一九二六年之末，有二種重要發展，其影響於金融市場者至鉅，即（一）貨幣之跌價，及（二）法郎之逃避是也。戰時以得英財政之援助，法國貨幣常能維持安定，但當匯兌之維繫停止，法郎即開始跌價，法國人民相率以資金投放於貨幣安定之國家。雖在一九一六年頒布法律，禁止資本之自由輸出，大宗法國資本仍源源流出。在外國之短期資金，遂有大量之增加。

一九二六年之末，法國法郎實際上安定於折合美元三·九二分之譜。自法郎安定，人民於貨幣之信用，逐漸恢復。法國資本乃大量收回，資金之流入，緩和巴黎金融市場之地位，使法國公共財政之復興，獲得便利，國庫遂乘機以較長期之證券，償還短期債務。此項短期債務，乃從前構成財政安定之障礙者。法國資本之大量收回，並使法蘭西銀行增加貨幣黃金之庫存。一部分由於黃金之輸入，一部分由於窖藏黃金之購買，同時外國匯兌保有額亦為之大增。迨一九二八年六月之杪，其地位之強固，無復需要外國資本，以作法律上安定貨幣之用矣。

法律上安定以來之發展（一九二八——三四年）自一九二八年六月二十五日，貨幣獲得法律上安定之保障及政府之償還短期債務後，巴黎金融市之局面更新，有若干點與戰前相類似，事業之興盛及國際支付餘額之順利，使資本大量增加，超出國內利用之外。然法國並不同復戰前投資此項剩餘於外國長期證券之政

策。一部分放款，投於政治上與法國發生關係之國家。其對於德政府道威斯與楊格放款之一部，則由法國投資家接受。所有外國長期放款，仍在戰前水平線之下。

法國市場對於外國資本發行之停頓，其原因有種種。第一戰前法國投資家在俄國及歐洲中南部之委託，蒙重大之損失，即就廢棄之俄國債券一項而論，其損失約有一百一十億金法郎（舊時平價）。此種經驗之結果，使法國金融界除有政治上之特別利益外，多不歡迎外國新放款。第二政府反對大宗之外國發行，因其希望獲得最順利狀態，以較低利息，發行新公債也。因是戰前對於外國資本發行在法國交易所註冊之禁令，戰後仍繼續辦理。不啻惟是，政府繼續徵高類所得稅於外國證券。雖自一九二六年以來，稅率經幾度之減低，但仍較戰前為高。最後法國繼續利用外國放款，以獲取政治上之利益，此則為他國所不願允許者也。

因缺乏外國貸款之活動，法國順利支付餘額之結果，為大宗短期餘額在外國之增加。一九三〇年終，法國資金之暫時投於他國者，其總數為十五億美元，就中十億二千六百萬美元，代表法蘭西銀行之資金，其餘屬於國庫及各種金融機關。世人皆知，法蘭西銀行與法國國庫所保存之資金，幾全數投於倫敦與紐約。商業銀行則投於利率較優之國家。此二主要金融中心之碼數，雖不可知，但就嚴格計算，一九三〇年終，法國在倫敦之餘額約為五億至六億美元之間，紐約餘額無可靠之統計，惟其數額之大，可以臆測。自一九二八年至一九三〇年之秋，法國銀行恢復投於短期資金於德國之習慣，但其數額不如戰前之鉅。當初所投德國短期資金之數，約在

八億至十億金法郎，或一億六千萬至二億美元之間。而在一九三〇年夏，法國所投德國餘額之最高峯，不逾三十億紙法郎，或一億二千萬美元。

法國資金在國際金融市場數額之鉅，爲法郎穩定後發生不堅固之原因。法國銀行對於所投資國家政治上之發展，感覺最爲敏銳，而又不不得不顧及法國外交部之利益。一九三〇年秋，德國國社黨選舉之勝利，使法國大宗資金，自德國提回。厥後在一九三二年初期，德奧有關稅同盟之提議後，法國復提取德奧及中歐之資金。此種發展對於國際金融恐慌之影響，造端於一九三一年五月之奧國，波及於德國，最後結果，爲英國及多數其他國家之放棄金本位。其影響之程度如何，仍在世人推測之中。一九三一年之崩潰，使巴黎發展爲國際金融中心之努力停止。此後法國銀行（包括法蘭西銀行）之政策，爲趕速收回外國餘款。此項餘額收回後，以不生產之黃金方式保存，所不恤也。

法蘭西銀行

法蘭西銀行 (The Bank of France) 居法國金融界之優越地位。其對於信用狀態之影響，較諸英倫銀行與聯邦準備銀行，有過之而無不及。蓋該行不僅行使中央銀行之職務，亦且爲法國之最大商業銀行也。該行非如美國聯邦準備銀行之爲銀行的銀行 (A Bankers' Bank) 亦非如英倫銀行之所與往來者大都爲銀行。該行之大部分營業，係與私人及商店往來，爲謀普通銀行業務之經營上便利起見，法蘭西銀行設立分行及代理

店六百六十處。無論何人，得相當之介紹，即可向該行開戶，且可享貼現票據之權利。一九三三年終，該行共有往來戶三十八萬八千另二十四戶，然該行與商業銀行間，仍有密切之關係。商業銀行雖無法定準備之束縛，但常保持鉅額存款於法蘭西銀行，以圖再貼現及託收票據之便利焉。

故法蘭西銀行以其與工商業之關係，及與商業銀行暨其他金融機關之往來，直接操縱信用。較之他國，無相同之點。變更貼現率，其影響即及於信用之代價，又因法國無適當發展之支票制度，而以鈔票為國內交易之主要媒介，法蘭西銀行之權力，乃大為增強。是以法國銀行之依賴法蘭西銀行，視為通貨之唯一源流，較之英美尤甚。蓋英美之商業交易，大都為支票所了結也。

組織與管理 法蘭西銀行，成立於一八〇〇年拿破崙為法共和國執政時代。百餘年來，其條例屢有變更。猶之多數歐洲中央銀行，法蘭西銀行為私人組織，而在政府嚴密監督之下。其資本股份，共達一億八千二百五十萬法郎。法國證券交易所中，該行股票之交易稱盛焉。

法蘭西銀行之管理權操於參事會。該會係總裁一人，副總裁二人，理事十五人及監察三人所組織。總裁，副總裁由法政府任命，為該行之行政首領。理事監察由該行二百最大股東組成之股東總會所選舉。全體須為法國人。理事五人及監察三人，須為工商業之代表。理事一人代表農業，其三須為國庫官吏，均為股東。理事與恩格羅薩克遜國家之公司董事相同，對於銀行之普通管理，負其責任，組織若干委員會，各司其事，如貼現委員會，鈔

票發行委員會、帳務委員會等類是也。監察之職權爲監察銀行業務是否按章辦理，每年造具報告，提出股東總會。監察無投票權，但參事會開會時，至少須有一人列席。此外又有貼現評議會，係在巴黎經營事業之該行股東十二人所組成，乃監察就理事提出三十六人名單中派定者。評議會會員幫助貼現委員會顧問一切貼現事務。

貼現與墊款 法國商業對於國內匯票或商業承兌票據之應用範圍至大，因之此項票據之貼現，成爲法蘭西銀行之主要業務。該行章程關於貼現之規定，異常簡單，所必需者票據須爲記名式，期限不得逾三月，並須具有清償債務能力三人或商店三家之簽字。商業票據與銀行票據，不加區別。票據之具二個簽字者，須以法蘭西銀行股票或該行認可之他種證券爲擔保品，始得貼現焉。

所與英倫銀行不同者，法國中央銀行對於外國票據，並不差別待遇。該行貼現外國銀行承兌或提供之票據，與法國機關或個人所提供之國內票據相同。外國銀行每遇必要之時，輒利用此種權利。法蘭西銀行並得在參事會決議之下，貼現法國殖民地或外國支付之票據。

法蘭西銀行常保存大宗信用材料，又與國內商業情形發生密切接觸，俾貼現票據可得確實之評價。該行又有託收票據之種種便利，故法國銀行及商店常以票據到期前八日向該行貼現，以免除託收之費用焉。

猶之其他歐洲中央銀行，法蘭西銀行除貼現票據外，復經營證券墊款或抵押放款。當初此項放款，限於定期法國政府證券，但在一八三四年，擴充爲各種政府證券，並頒布法令，管理其作用。法令規定墊款不得超過抵

押證券市價五分之四，期限不得逾三月，如市價低落百分之十，應增加擔保品。厥後法律擴充證券種類，所有抵押放款之合格擔保品，包括法國鐵路股票，法國市、縣、殖民地，保護國及 *Credit Foncier* 與 *Societe Generale Algerienne* 之證券。惟市、縣、殖民地及保護國證券之充作墊款擔保品，事前須得銀行參事會之核准。除證券墊款外，該行又經營以金塊存款或外國金幣存款爲抵押之放款。

法蘭西銀行對於證券墊款之規定，雖漸採寬大主義，但仍不失其爲主要貼現機關。該行保存貼現票據之數量，約有證券墊款或抵押放款之二三倍。黃金與金幣墊款之數量，近年來始爲世人所注意，然平均僅有證券墊款之半。抵押放款之利率，常較貼現率高一釐半至二釐。黃金墊款之利率，則較高半釐至一釐。

信用之管理 與法蘭西銀行貼現票據及經營放款之廣大權力相對立者，爲該行對於公共市場運用權力之縮小。該行規定公共市場之運用，共分三種：(一)對於償還公債自治局 (*Casse Autonome d'Amortissement*) 債票之交易，(二)代外國中央銀行購買票據及短期證券，(三)外國匯票交易。

按照一九二八年六月二十三日會議之規定，償還公債自治局發行債票五十九億三千萬法郎，以了結法蘭西銀行在戰時借給政府之款項。一九三一年十二月該局復增發債票二十三億四千二百萬法郎，以償還該行因英國放棄金本位所受保存金鎊票據之損失。一九二八年六月二十三日之會議，授權法蘭西銀行得視便利出售該項債票於公共市場，或再行購入，以伸縮信用。此種權利造成法蘭西銀行管理信用之新工具。該行遂

得如英倫銀行或聯邦準備銀行之以公共市場政策操縱金融矣。然事實上該行並未出售債票，亦未嘗企圖從事於公共市場運用之發展，而以按期依法償還之結果。此項債票，逐漸減少，至一九三四年之中葉，尙餘五十九億五千萬法郎。

法蘭西銀行雖不能在公共市場自行經營償還公債自治局債票以外之其他票據與證券，然若係代外國中央銀行辦理，則不在此例。一九二八年六月二十三日政府與該行之會議，規定「法蘭西銀行有權代理所往來之外國中央銀行購入票據與短期證券。」該行得保證是項票據與證券，並以外國中央銀行之請求而再貼現。此種公共市場之運用，如爲大規模交易，足以影響法國之信用狀態。然其爲管理信用之方法，殊不佔重要地位，因其發端由於外國中央銀行，而不由於法蘭西銀行也。在平時僅以供外國中央銀行保持營業餘額於巴黎之便利，但當金融發生恐慌之際，常能使外國金融機關增高資金於金融市場，爲法蘭西銀行之臂助也。

法蘭西銀行運用公共市場以操縱信用之惟一有效方法，爲外國匯兌之交易。該行有買賣外國匯兌及使用外國餘額之全權。買賣外國匯兌在法國對於金融市場之影響，與證券交易相同。購入外國票據於法國所有主，其結果爲投放資金於金融市場處分之下。出售票據之結果，爲收回資金，此種作用之影響，不僅及於金融市場，亦且及於匯價。今如法蘭西銀行對於金鎊之踴躍出價，可以提高對倫敦之匯價，或致釀成黃金之流出。反之出售大宗金鎊票據，可以壓低金鎊匯價，或致釀成黃金之由倫敦流入巴黎，因之法蘭西銀行以運用外匯爲管

理信用之工具，其勢力乃大受限制矣。

在此種情形下，法蘭西銀行遂不得不依賴貼現率為變更信用狀態之張本。因法國金融制度關係，其效力乃大著。貼現率不僅為商業銀行向中央銀行借款之利率，亦且為金融市場乃至普通事業借款之利率。變更利率，發生直接影響。不啻惟是，貼現票據與墊款之數量，完全受該行參事會之支配。故金融市場與事業界之信用數量，常有嚴密之規定也。

鈔票之發行 法蘭西銀行之主要業務，不因從事於大規模之商業銀行活動而失其中央銀行之辨別力者，為銀行鈔票之發行。最初該行僅授權發行鈔票，而非獨占。自一八四八年，始為法國之唯一發行鈔票銀行。在一九二八年六月二十八日以前，該行發行鈔票之數額，受法律之限制，常有變動，然發行準備之數額及性質，完全由銀行管理，無法律之規定明文。法蘭西銀行鈔票為法幣，該行有隨時任意兌付黃金或五法郎白銀之義務。

當一九一四年歐戰發生，法蘭西銀行發行鈔票之最高數為六十八億法郎。是年八月五日期限提高為一百二十億法郎，並停止銀行鈔票兌換現金之義務。厥後法律逐漸提高，限額為五百八十五億法郎（一九二五年十二月四日）。戰時法郎因購買鉅額外國軍需品而受匯兌市場之壓迫，後以英美之財政援助，對美匯價，常穩定於美金〇・一七至〇・一八元之間。一九一九年，法郎復大跌。一九二六年法國國庫發生危機，法郎自戰前之平價〇・一九三元跌至〇・〇二元之下。

一九二六年六月二十四日，國務總理撲薩凱爾（Poincaré）發表整理財政計劃，增加租稅，創立償還公債自治局，以償還國防債券及其他短期國庫債務。一九二六年八月七日，授權法蘭西銀行發行鈔票，超過最高限額以上，俾可在公共市場，以勸人價格購買金銀及外國匯兌。

此種計劃，立即恢復世人對於法郎之信用。窖藏金銀，重復流入法蘭西銀行。法國資金，大宗收回。法郎之地位，急轉直下。於是乎法國財政當局之所籌劃者，非遏止法郎之低落，而為遏止法郎之急速上漲矣。一九二六年終，法郎匯價穩定於 $0 \cdot 039$ 元之譜。法律上之穩定，則至一九二八年六月杪，始得實現焉。

一九二八年六月二十五日，貨幣法規定法郎之黃金含量為六五·五毫之 $0 \cdot 900$ 純金，故其對於美元之平價為 $0 \cdot 0392$ 元。法律又規定，「此項解釋，不適用於國際上之支付。所有國際支付在現行法律頒布之前，已明白訂定於金法郎也。」易言之，此種法郎新價僅適用於國內支付，而不適用於國際黃金債務，蓋所以保護法國之投資外國債票，其大多數係訂定以金法郎支付也。

新法置法國於金塊本位。中央銀行以金或銀兌換鈔票之自由選擇權銷滅，法蘭西銀行今須以黃金兌換鈔票，惟限於總行，「且限於財政部長與法蘭西銀行訂定之最低額。」該項最低限額定為二十一萬五千法郎。從前發行鈔票之最高限度，遂不復存在。同時該行按照規定，所保存之黃金準備，不得低於鈔票發行額與其活期負債合計百分之三十五。

金本位之運用 自法郎得法律上之穩定，法蘭西銀行遂佔國際金融之重要新地位。昔之專以防止法國貨幣之崩潰爲務者，今一變而爲世界中央銀行之權威。德國賠款與大宗游歷費之收入，法國資本之自外國收回，其結果均足造成法國支付餘額之順利，而資本輸出則在低水平之下。法蘭西銀行之金準備，因之逐漸增加，同時保持大宗短期餘額於外國金融市場。

近數年來法蘭西銀行之政策，頗爲世人所批評，故其黃金與外匯保存額之發展情形，不可不加以研究。當一九二八年之下半年，法國資本收回，外國匯兌繼續流入法蘭西銀行。外國匯兌之保存額，自一九二八年六月二十五日之二百六十五億二千九百萬法郎，增至年終之三百二十七億六千萬法郎。同期該行黃金保有額增加二十九億法郎，然是年該行並不努力從事於黃金準備之增加。其增加額之大部分，係由於購買國內窖藏之黃金而得。易言之，法蘭西銀行對於國際黃金之流動，乃採取不干涉 (*laissez-faire*) 政策者也。

一九二九年之銀行營業 此項不干涉政策，在一九二九年上半年，暫時停頓。是時外國利率高漲，尤其是紐約，使法國資金源源流出，支付餘額，失其順利之効力。黃金與外匯之保存額，半年中減少二十二億六千萬法郎。法蘭西銀行當局始知增加黃金準備之不可緩。蓋在一九二八年終，黃金準備僅有發行鈔票及其活期負債百分之三八·五也。增加金準備之目的，終獲達到，一部分由於購買國內之黃金，而其大部則由於易外國匯兌爲黃金。故是年上半年，黃金準備增加四十六億四千八百萬法郎，準備比例增至百分之四四·一，而外國匯兌

保存額則減少六十九億九百萬法郎。

一九二九年六月，恢復不干涉政策，但黃金仍繼續流入法蘭西銀行，黃金庫存大量增加，準備遂超過法定限度之上。

一九二九——一九三一年時期 厥後二年——自一九二九年之中葉至一九三一年之中葉，法蘭西銀行堅持此項政策，乃至保持外國票據與餘額在同一水平之上。其時支付餘額之順利，因法國提取存放外國金融市場之資本，及外國資本之以法國爲遁逃藪，而益爲增強。結果該行黃金準備自一九二九年六月之三百六十六億二千五百萬法郎，增至一九三一年終之五百八十四億七百萬法郎。

一九三一年之國際金融恐慌，使全部局面發生變化。法國商業銀行及金融機關，爭先恐後，提取德奧及英國之餘額，足以釀成恐慌。但法蘭西銀行則與外國中央銀行充分合作，以防止金本位之崩潰。一九三一年六月，該行參與外國中央銀行團對德意志銀行之放款壹億美元，其所擔任之數，爲二千五百萬美元。八月一日推廣信用一億二千一百五十二萬美元於英倫銀行，由巴黎銀行擔任半數。同樣數額由紐約準備銀行墊付。該行又於八月二十八日與英倫銀行成立第二次信用一億九千六百萬美元，而以英國國庫出售國庫證券於法國銀行充之。

法蘭西銀行在維持金鎊之穩定絕望以前，並不從事於提取倫敦之餘額。該行外國票據與餘額之總數，在

一九三一年九月十一日爲二百六十四億一千六百萬法郎。其在七月杪爲二百六十一億六千二百萬法郎。九月十八日前一星期間，此項總數減爲二百五十一億二千萬法郎。該行「外國貼現票據」之自八月七日之七千九百萬法郎，激增至九月二十五日之二十四億八千八百萬法郎，足以表示其努力經營金鎊票據之貼現以救濟金鎊之緊張也。

自九月二十一日英國放棄金本位後，各國相繼步其後塵。法蘭西銀行乃決意清理大宗票據與餘額。自一九三一年十月杪至一九三二年十月杪，外國匯兌之保存額激減——自二百五十一億九百萬法郎，減至四十七億二千一百萬法郎。厥後清理逐漸進行。然在一九三四年終，總數減至九億六千三百萬法郎。關於此種運用，該行曾在一九三二年分報告，加以說明，謂係與外國中央銀行完全一致。「該行在各種情形下，應用此種專門程序，乃一極適當之辦法。外國匯兌市場，倘發生不安狀態，則該行採取不干涉主義。」該報告又云：「該行當一九三一年秋，美國被迫應付大宗外國資金提取之際，並不處分其美元餘額」等語。

大宗外國票據與餘額之清理，其結果爲該行黃金保存額之激增。自一九三一年九月杪至一九三二年十一月杪，黃金準備由五百九十三億四千六百萬法郎，增至八百三十三億四千二百萬法郎，然在一九三二年年初，法國國際支付餘額，突呈逆態，其因素有種種，如賠款之停頓，游歷費之減少，及貿易之逆差皆是也。該行黃金準備，雖在一九三二年繼續增高，然其增加數並不如外國匯兌減少數之大。是年年終，黃金與外國匯兌之總數，較

之一九三一年，約減少十八億法郎。

一九三三——一九三四年之銀行營業 一九三三年，法蘭西銀行地位，較之通貨穩定以來，任何時期爲緊張。美國之放棄金本位，美元之跌價，英貨幣政策之不確定，法國預算之短缺，及政治之不甯，均足造成法國貨幣之喪失信用，國際上發生一種法國勢將放棄金本位之空氣。然法蘭西銀行與法政府當局屢申誓言，維持法郎之穩定，中央銀行儘量供給黃金之需要。是年金屬準備自八百三十億一千七百萬法郎，減至七百七十億九千八百萬法郎，一部分代表輸出，一部分乃國內提出窖藏者。該行一九三三年分年報，宣言該行之不反對提取黃金準備，與過去之不加重或調整金屬流入法國相同，蓋悉依固有之方針進行者也。

法國法郎之嚴重試驗，以一九三四年二月爲尤甚。是年一月三十一日，美國總統羅斯福以法律減低美元幣值。美國資本之在美元跌價前及在跌價時逃避於金本位國家者，重復大量收回，加以外國資金之所有主以貶值美元較歐洲金集團貨幣爲安定，相繼投放資金於美國。世人對於法國法郎之信用，乃大形薄弱。法國預算，大量短少，國會不同意於平衡方策。政治不安狀態之所表現者，爲巴黎街市之暴動。

在此種情形下，外國匯兌市場之需要美元甚殷，以致美元對外國黃金貨幣之平價，發生貼水，而輸運大量黃金，成爲利數。二月分輸入美國之黃金總數，爲四億五千二百六十萬美元，其數額較之從來任何月份之輸入爲鉅。自一九三四年一月二十六日至三月二日，法蘭西銀行黃金保存額減少三十一億二千七百萬法郎，或以

新匯兌平價合值二億七百四十三萬美元。該行雖於一九三四年二月九日提高貼現率自二厘半至三厘，仍不能阻止黃金之流出。最後以資金流入美國之減退，法國政府之表示恢復政治經濟安定，世人對於法郎之信用，漸趨回復。此後數月間，法蘭西銀行之黃金保存額，遂逐漸增加矣。

此項法郎穩定以來，發展情形之考察，表示法蘭西銀行乃堅持國際金本位之原則者。自一九二八年六月至一九三一年九月，該行並不清理大宗外國貨幣之餘額，惟在一九二九年發生小額之減少，其動機係由於維持適當金準備，以應付所增短期負債之故。在此時期，該行對於黃金流動，採取不干涉政策，俾順利支付餘額，發揮其對於金準備之影響。就英國放棄金本位以後，一般貨幣安定情形而論，法蘭西銀行變換外國餘額為黃金，企圖減少損失之舉，無可非難。該行變換運動，亦且尊重外國金融中心之利益，雖牽涉極大危險，所不恤也。最後黃金開始自法國流出。該行復堅守不干涉政策，以容許黃金之自由提取焉。

商業銀行

法國商業銀行制度，經長時期之逐漸發展，比較上不受政府之節制或監督。其所包括之銀行組織，大別之可分為四類：(一)信用銀行 (*Banques de Dépôts*)；(二)投資銀行 (*Banques d'Affaires*)；(三)地方與區域銀行；(四)私人銀行 (*Hautes Banques*)。此外又有多數外國銀行在法國之分行，及儲蓄農業信用合作等銀行。

信用銀行 就金融市場而言，信用銀行最佔重要地位。信用銀行經營短期放款及貼現票據，以投資實業與貿易，與美國之商業銀行，英國之股份銀行，曾無二致。雖其大者從事於證券之分配，然並不供給長期資本於企業，且不與私人商店發生密切關係，如投資銀行也。

法國之信用銀行，為數頗多，舉其大者有下列六行：(一) Credit Lyonnais (二) Comptoir National d'Escompte de Paris (三) Societe Generale (四) Credit Commercial de France (五) Credit Industriel d'Alsace et de Lorraine 及 (六) Banque Nationale Pour le Commerce et l'Industrie。

分行與聯絡機關 信用銀行廣設分行代理店於全國，藉圖吸收存款，及投資銀行之企業，其較大者——即 Societe Generale 與 Credit Lyonnais，共有分行代理店千餘處。然信用銀行如 Credit Industriel d'Alsace et de Lorraine 則採取美國之連鎖銀行制度，蓋以獲得多數小地方銀行股份為代替設立多數分行之用也。Credit Industriel 與其他大信用銀行營業方法之主要異點，即前者利用地方資本，與本地事業界較有密切之關係，而後者則否。

戰後分行制度發展極速，即在商業不景氣之最初二年，亦無不然。但在一九三二年，銀行之活動衰落，使銀行不得不停止分行代理店之進行。六大銀行之分行總數，自一九三一年終之四千三百五十五處，減至一九三二年終之三千七百十六處，就中約有半數為永久機關，其餘僅在每年之某季，或每星期之某日，開始營業。表三

十八表示近年來六大信用銀行之永久及定期或季節分行代理店數目。

表三十八

大信用銀行之分行代理店表

年 終	永 久	定期或季節	總 數
一九二五	一、八〇三	一、三二七	三、一三〇
一九二九	二、〇六九	一、九五七	四、〇二六
一九三〇	二、一六六	二、一七	四、二八三
一九三一	二、二〇二	二、一五三	四、三五五
一九三二	一、八五七	一、八五九	三、七一六

法國大信用銀行除在國內設立分行代理店外，又開設多數分行於殖民地保護國及外國。不甯惟是，若干大銀行且於外國設立聯絡機關。例如 *Credit Lyonnais* 在法國殖民地及保護國共有代理店十九處，在外國共有分行十七處，又有外國聯絡機關一處——*Credit Franco-Portugais Societe Generale de Banque Pour l'Espagne* 倫敦與外國復設多數聯絡機關，就中重要者，為 *Societe Generale de Banque Pour l'Espagne et les Colonies (Spain)*, *Societe Francaise de Banque et de Depots (Belgium)*, *Banque*

Franaise de Syrie, 及 Societe Generale Marocaine de Banque, 並設分行於德國、瑞士、及塞爾。Comptoir National d'Escompte 在法國殖民地及外國所設機關共有二十九處, 又獲得法美銀行 (French-American Banking Corporation) 股份之一部。

資本財產 法國大信用銀行資本對於存款之比例甚低, 與英國之股份銀行相類。比例之低, 由於貨幣跌價之結果, 因而存款增加速度超過資本增額之上。一九三一年終, 六大信用銀行資本對存款之比例, 為百分之八。其在一九一三年, 則為百分之一九·六。近年來商業不景氣, 存款收縮, 比例增至百分之九·四 (一九三三年終)。同日英國五大銀行之比例, 則為百分之六·三。表三十九表示每信用銀行之資本存款及其比例焉。

表三十九

銀行資產與公共負債之比例

(承兌票據與雜項除外 單位百萬法郎)

年終	一九一三	一九三〇	一九三一	一九三二	一九三三
資本	四二五	一一〇八	一一〇八	一、二〇八	一、二〇八
存款	二二三一	一三、五六〇	一五、二三五	一四、九二四	一二、六九二
比例	一九·一	九·〇	七·九	八·一	九·五

其合於規定條件，又可以之貼現於法蘭西銀行。

貼現票據爲大信用銀行資產負債表之主要資產科目，普通約佔資產總數之二分之一。此科目包括國防（國庫）債券，銀行以之爲流動準備。一九三二年終，四大信用銀行所報告之貼現票據總數，共爲二一、九三二、〇〇〇、〇〇〇法郎，就中約有一三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇法郎代表國庫債券。是日以商業需要信用之不繁，及銀行之以維持流動地位爲政策，故其比例較平時爲高也。

信用銀行又以活期墊款供給財政通融於其顧客。此係無擔保之透支，約佔大銀行資產總數百分之二十至二十五。法國銀行運用小部分資產於抵押放款，與美國情形不同。是項抵押放款一部分包括證券擔保之延期證券放款（Report Loans），但大部分則爲棧單或他種貨物證書所擔保之墊款。除活期外之放款與墊款，僅佔信用銀行資產總數百分之三至百分之四左右。

存款 信用銀行收受三種主要存款。活期存款憑支票支付。即期存款，憑要求即付。定期存款訂定日期，或經正式通知後支付。活期存款佔大信用銀行存款總數百分之五十至六十，即期存款約佔百分之四十，定期存款則爲數甚微。

法國銀行三十天以內到期存款之利率，係由銀行聯合會訂定。該會猶之美國銀行公會，對於會員有廣大之權力，其組織不僅包括商業銀行，所有投資銀行及私家銀行亦均包括在內。銀行聯合會之會員，可分爲三類：

(一)上等銀行支付最低之利息，(二)中等銀行支付較高之利息，(三)三等銀行支付最高之利息。銀行如欲以高利吸收存款，常願列入較低階級，俾可支付較高之利息，例如 *Banque de Paris et des Pays-Bas* 雖為法國最大銀行之一，然其地位則長期列入二等階級。同業為避免不正當之競爭起見，堅持該行列入上等銀行，故該行不得不與其他大銀行支付同樣之利息。至定期存款利率，則由各銀行決定。

證券之分配 大信用銀行，因有大規模之分行代理店，以吸收國內剩餘資金，遂成為分配證券之絕好媒介。戰前信用銀行參加外國證券在法國市場之分配，戰事發生，則擔任政府證券分配之職務。迨政府在公共市場停止借款，法國銀行乃轉變而從事於商業公司證券之分配。銀行出售證券，常收取手續費，故此種活動，為銀行之利殖業務。證券交易所中，銀行不能直接交易，應雇用經紀人。大銀行往往設分櫃於交易所，其與證券市場之關係，較之多數其他國家為密切也。

法國商業銀行不參加企業，僅從事於證券之分配，此其與德國銀行之異點也。不啻惟是，信用銀行不經營對於公司之長期放款，然當市場不利於發行證券之時，法國信用銀行常假手多數輔助機關，以供給期限較長之信用於實業。此種方法，為移轉期限較長之信用於輔助機關，而保持本身之流動性。輔助機關設立之宗旨，為供給中等期限之信用於各種法國實業，至其證券出售於公眾而止。

輔助機關之其他宗旨，為供給期限較長之信用，以投資外國貿易。戰事甫告結束，較重要之信用銀行，即聯

合創造此種機關。一九一九年，Credit Lyonnais 與 Comptoir National d'Escompte de Paris 組織 Union Pour le Credit a l'Industrie Nationale 卽世人所知之 U. C. I. N. A. 者，資本二千五百萬法郎，旋增至五十萬法郎。一九二九年 U. C. I. N. A. 與上舉二機關組織一新輔助銀行 P' Omnium Financier Pour l'Industrie Nationale 卽世人所知之 O. F. I. N. A. 者，資本五十萬法郎。此二輔助機關均爲供給期限較長之信用於實業而設立。一九二八年 Societe Generale 得他銀行之合作，組織 Societe Anonyme de credit a l'Industrie Francaise (C. A. I. I. F.) 最初資本爲五十萬法郎，厥後增至一億法郎。

一九二九年 Credit Industriel et Commercial 與他機關聯合組織 Union des Banques Regionales Pour le Credit Industriel 資本四千萬法郎，此等機關除供給信用於實業外，亦有從事於外國貿易之投資者。其最重要投資外國貿易之機關爲 Banque Nationale Francaise du Commerce Extérieur，專以經營承兌票據信用爲務。

投資銀行 投資銀行，普通謂之 Credit Mobilier Banques 或 Societes Financieres 供給長期資本於企業，普通商業銀行業務僅爲其副業。其主要任務爲增進及投資新企業，供給新資本於現在公司，及調整商業之聯絡。投資銀行常組織企業組合從事於新證券發行之保證及分配。但當不利於公共發行之時，此等銀行亦有以組合名義保留證券，以待投資家之分配者。時或經營商號暫時墊款，取償於後來證券之出售。投資銀行業

務之固有性質，使顧客限於少數有密切關係及有直接之股份者。投資銀行之經理或董事，常被舉為往來公司之董事。但間接之管理或監督，多認為最適當之辦法焉。

此種銀行之最要機關，為 *Banques de Paris et de Pays-Bas*，創立於一八七二年；*Banque de l' Union Parisienne*，創立於一九〇四年；及 *Banque Francaise Pour le Commerce et Industrie*，創立於一九〇一年。此三銀行雖屬同類，但其業務頗多異點。*Banque de Paris et des Pays-Bas* 經營投資銀行業務，故不與公衆直接往來。該行扶助發展多數法國國內外之實業機關，戰前為外國在法國市場發行之主要媒介。他方面 *Banque de l' Union Parisienne* 即在戰前除投資銀行業務外，亦復從事於貼現、票據及普通銀行業務。一九三二年五月，該行合併於 *Credit Mobilier Francais*。

投資銀行以其資本及資本案所存大宗資金，從事於大規模之營業。近年來其資本與公債有其存款總數五分之一至三分之一，亦有高至百分之四十者。投資銀行與信用銀行不同，所有定期存款約佔各種存款總數之三分之一，故投資銀行不若信用銀行須維持較高之流動率。其直接參加與私人企業證券投資之數額，常等於銀行之資本。此外保存大宗之政府證券及商業放款與貼現。

各種投資銀行無國內分行制度之發展，但設立多數分行及輔助機關於外國，以經營國外業務。自通貨穩定國內發行額減少後，投資銀行開始從事於商業銀行業務。因無分行吸收必要之資金，此等銀行遂與各省多

數小銀行發生密切關係。後者亦願與投資銀行往來，以其無分行不能與本地銀行競爭也。他方面投資銀行供給本地銀行以巴黎總行種種之便利，故今日之投資銀行，蓋兼有投資與商業銀行之性質矣。

地方與區域銀行 大信用銀行藉其精密之分行制度，經營大部分法國銀行業務，但地方銀行之在巴黎及各省者，仍不失其為法國銀行組織之重要分子。法國共有區域銀行十餘家，及地方小銀行數百家。歐戰以來，以大信用銀行競爭之結果，此等機關之數，為之減少。信用銀行開設分行以與地方銀行競爭，而並不採取合併政策。地方銀行則與所在地之其他機關聯合，組成區域銀行，供給較完全之各種便利於顧客，以圖對抗。不甯惟是，地方銀行賴其對於地方情形之熟悉，及多年之聯絡，始能保持於不敵。近數年來，受商業不景氣之影響，有數家以失敗聞。

地方與區域銀行之業務，各有絕大之異點，其中頗多與所在地之企業及商號，發生密切關係，以完成投資銀行之天職；亦有限於普通商業銀行業務者。總括言之，常不如大信用銀行之維持流動地位也。

私人銀行 私人銀行包括巴黎有勢力之大商店，及巴黎與主要省會之較大私人銀行。私人銀行大都為舊時家庭商店之經營銀行業務者，活動範圍各不同，一部分管理家庭財產及富裕顧客之房產；一部分任分配證券之重要職務，與保有企業之鉅大股份，而列席於其董事會。較大之巴黎機關，經營商業票據，承兌票據，及外國匯兌，復放款於選擇之顧客，收受存款，創造承兌票據。大私人銀行，今雖仍操絕大之權威，然在法國金融組織

中，遠不及戰前之佔重要地位也。

不景氣時代之法國銀行

法國銀行制度經過不景氣時代，雖較多數其他國家為良好，但過去數年之緊張情形，頗有普遍之影響。法國銀行在此時期之主要特點，為（一）銀行信用之適度收縮，（二）銀行流動性之增加，（三）銀行失敗及傾向銀行集中運動之合併。表四十得之於法蘭西銀行經濟研究室，所以表示銀行地位之新近變動也。

表 四 十

四大信用銀行之主要科目

(單位百萬元法郎(法幣))

	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
1. 庫存現金及存放銀行等.....	2,735	2,827	3,957	12,599	9,945	6,514	5,448
2. 商業票據持有額及國庫債券.....	21,220	21,064	20,224	18,269	21,932	19,698	18,073
3. 存款及延期放款.....	2,347	1,935	1,577	1,100	1,044	1,280	1,360
4. 往來家及債務人短期往來.....	11,888	12,589	14,761	9,803	8,011	7,381	7,977
5. 證券與參加.....	182	196	212	233	233	234	234
6. 前期存款.....	12,974	13,554	14,837	14,672	15,313	15,827	13,048
7. 活期儲蓄.....	21,502	19,437	20,447	22,351	21,178	17,946	16,843
8. 定期存款.....	896	1,074	1,397	1,222	1,268	882	845

二月

9. 存款總數.....	35,372	34,065	36,681	38,245	37,759	32,635	30,736
10. 存款總數.....	884	1,275	921	57	295	273	334
11. 資本與公積.....	1,316	2,774	2,852	2,863	2,877	2,879	2,899

法國商業不景氣，在多數其他國家未趨於尖銳化時期，並無嚴重之影響。迨一九三一年，銀行信用始有顯著之收縮。因法國銀行報告之簡單，故銀行放款與貼現減少之精確，數目不易知。但如上表所列，四大信用銀行之存款總數，自一九三一年終之最高峰三百八十二億四千五百萬法郎，減至一九三三年終之三百二十六億三千五百萬法郎——約縮少百分之十五。此項減縮之百分率，較低於同時期之美德二國及若干其他國家。

四大信用銀行之票據保有額，在一九二九、一九三〇、及一九三一年逐漸減少，一九三二年復見增加，一九三三年再行減少，然此不足表示對於商業信用，經由貼現擴充之數額。因票據保有額包括國庫債券及商業票據也。四銀行之國庫票據保有額，在一九三二年約增五十億法郎，足以表示是年商業貼現票據之實際減少數，約為十三億法郎也。

「往來家及債務人活期往來」科目，代表對於顧客之放款及存放外國之餘額，故其變動殊難加以詮釋。此科目自一九三〇年終之一百四十七億六千一百萬法郎，激減至一九三三年終之七十三億八千一百萬法郎。大都由於外國金融混亂，因而提取外國餘額之故。活期帳目放款額之減退，更無疑義。信用銀行之墊款及延期放款，亦有同樣之減少。

過去數年來，大信用銀行地位之重要變遷，爲流動性之大增。此種發展，半由於企圖應付存戶之騰怯要求，半由於不能覓取商業放款及貼現之有利機會。此外則由於外國餘額之大量收回，四信用銀行之現金資產，包括存入法蘭西銀行、法國國庫及其他銀行之餘額，自一九二九年終之二十八億二千七百萬法郎，增至一九三一年終之一百二十五億九千九百萬法郎。其在一九三二年及一九三三年之減少，則由於銀行購買彌補預算短缺之國庫票據，因而反映票據保有額在商業貼現減少時期之增加。一九三二年終，信用銀行全部資產之年數，係現金資產及政府證券所構成。

多數較大銀行雖能穩渡不景氣之難關，但就全體法國銀行而言，並不盡然。若干機關，週轉不靈，不得不關門，或合併於較強銀行，或乞助於政府。法國國庫援助受窘銀行之通融款項，其總數在一九三一年及一九三二年，共爲三十二億法郎。

法國銀行制度之重大破壞，由於 Banque Nationale de Credit 之失敗。該行居大信用銀行之第四位，提款風潮發生於一九三一年之九月，立即宣布政府創造保證資金二十億法郎，以保護存戶。未幾該行宣告清理，其資產與負債，由新組織之 Banque Nationale Pour le Commerce et l'Industrie 接收。

投資銀行之著名合併，爲 Banque de l'Union Parisienne 與 Credit Mobilier Francais 之合併，實行於一九三二年之五月。前者居投資銀行之第二位，曾蒙存款之重大損失，後者有高度之流動性。故組之機關，

係以 *Banque de l' Union Parisienne* 名義繼續營業。

在區域與地方銀行中，失敗之事實，尤為數見不鮮。一九三〇年初布倫 (*Boulogne*) 之一區域銀行，被迫關門，影響所及，引起其他省銀行之提款風潮，以致增加更多數之失敗。一九三一年初重要之 *Banque d' Alsace et Lorraine*，不得不乞助於政府，最後由 *Credit Industriel et Commercial* 接收。 *Banque Nationale de Credit* 失敗之反響，為一九三一年秋多數地方銀行之關閉。而在一九三二年及一九三三年初，各省之銀行失敗，尤層見迭出。此種發展，使法國銀行之數目大為減少。國內銀行資產，遂集中於較少數機關之手。

第十三章 巴黎——金融市場之運用與證券交易所

法國雖操金融上之權威，但巴黎金融市場之發展，並不如倫敦、紐約金融市場之宏大，而含有伸縮性。巴黎之不能發展更精密之公共市場，半由於法律與財政之障礙，其基本原因則由於缺乏經濟之需要。法國商業之投資，大都乞靈於銀行之直接放款，及以商業票據向銀行貼現。而銀行則轉賴法蘭西銀行之財政通融。其與倫敦股份銀行不同之點，即能自由利用中央銀行之便利，以再貼現其票據是也。因有期限結帳制度之存在，故需要較少額之資金作投資證券交易之用，而商品交易之需要資金亦甚渺。

故巴黎金融市場與其謂之公共市場，無甯謂之短期銀行信用市場。放款與貼現，普通視作個人交易，係由銀行與借主私自商定，常保守秘密。各種不同之利率，適用於類似之交易，皆以借主與銀行之關係為主，因之刊布之金融市場利率，徒有其名而已。他方面紐約之通知放款利率，適用於全體經紀人。其放款之大小及經紀人商店營業之數額，可置不問。其在倫敦，一日放款利率，除極少數例外，適用於各種借主。易言之，其在紐約與倫敦之信用常視作標準商品，對於同樣地位之借主交易，有同樣之價格；而在巴黎則信用條件非標準化，私人關係

估極大之勢力。

金融市場之區分

巴黎短期金融市場之主要部分，可分爲（一）私人貼現市場，（二）一日放款市場，（三）債券貸放市場，（四）延期放款（Report）金融市場。至承兌票據市場，普通視作私人貼現市場之一部。但以其佔國際立場上之重要地位，另分章論之。

私人貼現市場 私人貼現市場，或稱 *Marché Hors Banque*，與紐約、倫敦之票據市場，大致相同。惟其對於商業票據或商業承兌票據之貼現關係，較之銀行承兌票據尤切耳。商業票據爲投資法國商業交易之一種平常流通證券，發生於貨物之脫售，期限三十日至六個月，數額常爲一萬法郎，亦有較多者。銀行承兌票據構成此市場流通票據之小部分，其貼現之基礎與商業票據相同。此外又有少數融通票據之交易。

較大企業供給票據，至銀行承兌票據，則爲進出口商店所供給。主要購主，爲大信用銀行，投資銀行，私人銀行，外國銀行之分行保險公司，鐵路及較大之工商業行號。此外法國西銀行代理外國往來家買賣票據。較大銀行係在市場之購買方面，因出售所保有之票據，實有背於法國從來財政上之保守主義也。

上等商業票據之私貼現率，常較法國西銀行之貼現率稍低，但在信用緊縮之際，往往漲至中央銀行利率之上。上等商業票據與銀行承兌票據之利率，無甚差異，融通票據之利率，則較商業票據之利率約高半厘。

私人貼現市場無居間人制度。持票人得直接與銀行或其他購主商定票據之貼現或利用 *Courier* 之服務。*Courier* 僅爲手續費經紀人擔任票據出售之媒介，並不背簽票據，或以自己名義買賣票據。彼僅代售主覓取購主而收入所售票據面額百分之一之三十二分一至十六分之一之手續費。在巴黎共有五六 *Couriers* 及多數較小商店。除 *Compagnie Parisienne de Recompote* 外，巴黎無居間人堪與倫敦之貼現商店及紐約之票據商人相比擬。*Compagnie Parisienne de Recompote* 與 *Couriers* 之異點，即前者之購買票據，係作投資原有資本之用，其所保有之票據，比較上爲少數是也。

因無強固之組織，巴黎貼現市場較之倫敦與紐約市場，遂不免相形見細。大別之可分爲二點：第一同一承兌人之大宗票據殊有投放之困難，爲維持形式之不同起見，購主常願分配票據保有額於多數不同之信用危險，故 *Couriers* 必須接近多數顧客，以處分大宗票據之供給。其在倫敦或紐約，則大量票據之爲貼現商店或商人所吸收，極稱便利迅速也。

巴黎貼現市場之第二缺點，爲貼現率之不一。利率之決定，由於各種購主之願意支付，具有同名之票據，有時其利率相差至百分之一之四分一。

一日放款市場 巴黎無短期抵押放款市場，一如其他金融中心之存在。此市場之發展，大受法律及財政上之阻礙。法律上之主要困難，由於商法第九十三條規定，抵押放款如到期不履行，債權人非在通知債務人八

日後，不得拍賣抵押品。此種條文，足以損害短期抵押放款之流動性。此外則民法限制抵押放款之嚴厲條文並不適用於普通商業交易。財政上之阻礙，為徵收放款之所得稅，其稅率迄今仍極高也。

此種困難，雖足阻礙巴黎抵押放款之發展，但法國銀行發明若干方法，使其能獲得短期財政上之通融。其最普通方法之一種，為支票之交換 (Echange de Virements)，與聯邦準備會員銀行之貸放聯邦資金 (Federal Funds) 相同。因此一銀行得以出納員之支票通融他銀行。借款銀行將支票存入法蘭西銀行或其他銀行，以增加其現金準備。同時借款銀行發給同額加入利息之遲期一二日支票於貸款銀行。第二支票付款，則放款了結。此種交易絕無抵押之短期放款，惟貸主不受利息所得稅之束縛而已。

然就多數實例言之，此種放款必須加以擔保，乃有第二種方法所謂年金 (Penalty) 交易者，供給抵押品於貸主。年金交易，即以再購買契約出售債券或票據。需要資金之銀行出售大宗證券，如短期國防債券、國庫票據或商業票據於其他銀行，而收受後者之支票。在約定期間之後，售主以同樣價格加入利息，再購入證券。此種運用，非但使貸主避免利息之所得稅，抑且免除拍賣抵押品八日之限制。

債券貸放市場 債券貸放市場，為第三種金融市場交易，與年金運用，有密切之關係。蓋言一機關以債券借給他機關，他機關則用債券為第三機關借款之抵押品，與美國出貸證券以清償短期售買相類。證券之貸主不取得抵押品，但獲得使用證券之報酬。

巴黎大銀行以從事於各種運用，獲得短期財政上之通融為損壞其威嚴，但常擔任短期金融市場之貸主。主要之貸主，為較小法國銀行及外國銀行之分行。年金交易，在數年前之規模甚大，因當時信用之需要膨脹，且有大量之未兌付短期國防債券，普通用作此項目的也。然自一九三〇年信用緊縮以來，發行期限二年以上之新債券，償還短期國防債券。此種貸放之運用遂大減。

延期放款金融市場 巴黎證券交易所之投機運用，大都經由延期 (Report) 放款之投資。延期放款與年會交易相類，蓋以其在再購買契約之下出售證券也。根據此項協定，購買證券之契約持票人，得延長其地位，自一結帳期至他結帳期，接受證券之交割而出售，並約定以同樣價格加入利息，在次結帳期再行購入。

在公市場 (Parquet) 中，公經紀人 (Agents de Change) 實行證券交易之投資。公經紀人直接自私人及商店收受供給，並依據資金之需要供給規定，延期利率於二星期內生效。然因資金之需要，有時較大於供給，公經紀人不得不以所需要之餘額乞助於銀行。其由銀行獲得之款，支付較高之利息。此利率決定於二星期之延期利率，又為巴黎市場延期利率變動之原動力。延期利率決定於銀行所開之信用需要利率，故不足表示金融市場之實在地位也。

走廊市場證券交易之投資，係直接由銀行辦理，並自行決定利率。因走廊市場之延期利率為一月期，故其束縛貸主之資金期限，較公市場之放款為長。又因走廊市場之股票含有投機性質，故其延期證券之利率較公

市場爲高。

承兌票據市場

銀行承兌票據之用以投贊國際貿易，在十九世紀通行於世，而法國銀行制度對於是項票據之利用，則發展甚緩。一九一三年法國金融機關之承兌票據，負債總數，僅有十二億法郎或二億四千萬美元，就中半數係六大信用銀行所創造。此種承兌票據，幾全爲投贊法國貿易，其用以投贊他國貿易者，僅佔極小部分而已。

通貨變動隨戰事及放棄金本位而發生，使法郎票據之用以投贊法國國外貿易，異常困難，承兌票據數量因而激減。一九一八年終，法國六大銀行之承兌票據總數，低至一億法郎以下，且限於國內交易。戰後以法郎之跌價，法郎所表示之承兌票據數，逐漸增加，但以金本位表示之票據數，則變動甚鮮。

通貨安定後之狀態 然自一九二八年通貨穩定後，各種影響承兌票據市場之狀態劇變。跛行本位，昔之爲法國在戰前發展國際金融市場障礙者，今已採行無限制金塊本位而取銷。加以法蘭西銀行黃金與外匯準備之激增，法郎遂成爲世界最安定貨幣之一種。

此外財政之整理，經濟之恢復繁盛，及法國資金之自外國收回，均足以促利息較其他金融中心爲安定及低廉，尤其是倫敦。即在一九三五年，英鎊穩定以後，倫敦利率仍較高，此巴黎所享之主要利益也。

法國銀行制度，對於發展國際承兌票據業務所處地位，極爲優越。多數機關能在金融混亂之秋，穩渡難關，

並能以適當資本扶助承兌票據信用，按照安定法郎計算，其數量至少與戰前相同。一九二八年法國銀行承兌票據之力量，最低估計約爲六十億法郎；厥後數年因資本財產之增加，其數在一九三〇年承兌數增至一百億法郎之譜。

法國與外國銀行之關係，在法郎安定時期，較戰前更爲密切。大信用銀行維持多數代理店於法國殖民地，保護國，及辦事處於外國，亦有設立外國聯絡機關者。他方面多數外國銀行，尤其是英美機關，設立分行代理店於巴黎。此種聯絡，使投資國際貿易得絕好之機會。

發展承兌票據市場之運動，巴黎處境之利於國際金融市場發展，在法郎穩定後，漸爲法國金融界所承認。又知此項發展須以擴充承兌票據市場爲主，而欲達此目的，應規定爲國策。法蘭西銀行爲此項運動之首領，復得金融機關與政府之合作，該行對於發展巴黎金融市場之態度，可以其一九二九年年報觀之。其言曰：「極大金屬準備，有大宗外國票據以爲保證，足證法國金融市場之備具優越信用狀態，與其前途之穩固及發達也。是故此種有利地位……之利用，應以國家及世界經濟利益爲前提。蓋巴黎市場既因地位而獲得絕好之機會，自應負參加國際信用分配之較重責任，以求與其他世界大市場合作也。」

擴充巴黎金融市場之動機，由於通貨穩定後法國與世界金融關係之變遷。貨幣跌價時期法國資本逃亡，結果增加大宗短期資金於國外。此項資金大都以短期放款，銀行承兌票據及其他短期信用等方式，投放於外

國金融中心，尤其是倫敦與紐約。實際上法國僅收資本供外國市場之處分，並不干涉其用途，與法國從來嚴密監督借款之政策不符。但國際承兌票據業務之發展，可以矯正其地位。蓋承兌信用由法國金融機關創造有管理利用之全權，而所開發之承兌票據，為投資國內市場短期資金之第一等媒介，且可免除覓取外國金融中心投資途徑之必要。其由承兌票據所生之利益，又歸法國金融機關，而不歸於利用大宗法國資金之外國金融市場也。

第二種動機為法國國際收支失調之改善。國際收支之失調，由於法國對外國之債權超過外國對法國之債權，使外國黃金源源流入法國，發生種種困難情形。即在一九二九年，法蘭西銀行存金激增，引起外國金融界之嚴厲批評，以為世界黃金供給分配之不勻，法國實尸其咎。大量長期外國放款，既不易得，短期放款之經由給予承兌票據信用者，亦可為慰情勝無之代替品也。

最後國家尊嚴與威望，亦為發展巴黎國際金融市場之原動力。戰後法國為歐洲大陸政治上之最重要國家。法人亦知穩固之貨幣與銀行制度及大量可供投資之剩餘資本，更可使國家佔國際金融界之卓越地位也。

發展巴黎金融市場之方法 法蘭西銀行為增進發展國際金融市場之業務起見，採取各種中央銀行之專門方法。根據一九二八年六月二十三日之會議，該行獲得代理外國往來家經營銀行承兌票據之權，遂與市場發生直接關係。但因本身無買賣承兌票據之權，故不足以獎勵承兌票據市場，如美國聯邦準備銀行之擔任

重要職務也。法蘭西銀行乃集中注意於改善承兌票據市場之財政基礎。

巴黎金融市場之根本缺點，爲無伸縮性。巴黎無活期及一日期放款市場。銀行倘急遽需要款項，祇有以票據向法蘭西銀行再貼現，或乞助於支票之交換，年金之交易。然法蘭西銀行定章貼現票據，須於午前提出於該行，俾便午後貼現委員會開會核准。銀行在上午估計一日所需要之款項，殊感異常困難，尤以有多數分行之銀行爲甚。是以每當資金需要變動靡常之時，如遇大宗商業票據之到期，月終之結算，暫時銀根緊迫，其影響常及於利率及外國匯兌之價格。

一九二九年十月杪，法蘭西銀行修正貼現規則，容許主要銀行在下午三時以前提出貼現。此項規定使銀行容易調整其現金地位，免除苛細之緊急放款，並使資金運用趨於合理化。第二種方法採用於一九二九年十二月十六日。法蘭西銀行擴充貼現權利於某種巴黎機關，使得以發生於商業交易之銀行票據貼現及其距離七日後到期前重新購買。此種成立再購買契約之貼現，普通期限爲七日，亦得延長五日，其利率較普通貼現率高半厘。

一九二九年法蘭西銀行年報有云：「此二種方法不僅爲便利及調整國內資本移動之助，亦且扶助法國國際承兌票據市場之發展，使巴黎今後得以擔任更重要之任務。」

法國政府對於發展巴黎金融市場計劃之合作，因一九三〇年四月減少承兌票據稅，而益爲顯著。前此票

據之在巴黎承兌或支付者，不論關係人之國籍，係按照票面百分之·一五課稅。承兌票據多為三月期，故所課之稅等於按年百分之·六〇。法國承兌票據業務所受該法之阻礙，可以英國、荷蘭、瑞士之承兌票據稅僅為百分之·二〇證明之。此種阻礙，免除於一九三〇年四月十七日之預算法。該法將外國人出票而在法國支付之承兌票據及在法國流通之外國票據稅率，減至每二千法郎徵收五十生丁，即等於票面百分之〇·〇二五，或三月期據票每年百分之〇·一〇。所有國內承兌票據則不變。就租稅觀察點言之，此種立法之結果，使法國承兌業務獲特殊之利益。其地位之優越，較之倫敦、阿姆斯特丹、及瑞士，有過之而無不及矣。

第三種要點為特種經營承兌票據機關之發展。大信用銀行及投資銀行待法蘭西銀行之保證，所擔任之職務，最為重要。法國原有若干經營投資外國貿易之銀行，其著者為 Banque Nationale Française du Commerce Extérieur 及 Banque Française et Italienne。一九二九年銀行聯合組織 Compagnie Parisienne de Racompte 以擴充貼現市場為宗旨，資本一千二百萬法郎。然專以便利承兌票據業務為宗旨之最重要機關，為一九二九年十二月法國承兌票據銀行 (Banque Française d'Acceptation) 之組織。該行資本一億法郎，就中四分之一為銀行團所募。該團包括四大信用銀行之投資銀行，一殖民地銀行及二比利時銀行組織之初意，為創造承兌票據，以投資法國與其他國家間之貿易，此外則扶助及增進承兌票據信用。在法國之信用，以其與主要法國銀行之密切聯絡，所處地位至為有利。此等銀行之代表，組成承兌票據銀行之董

事會。該會之每星期集會，使各代表獲交換意見之機會，以謀承兌票據業務合作之發展焉。

一九二八年以來之承兌票據市場 一九二八年及一九二九年間，法國銀行所給予之承兌票據數量激增，一九三〇年初幾達最高峰。六大信用銀行之承兌票據負債，自一九二七年終之四億四千二百萬法郎，增至一九二九年終之十七億四千二百萬法郎。同時三大投資銀行增加承兌票據負債，自一千七百萬法郎至二億一千七百萬法郎。假定大信用銀行所創造之承兌票據，代表法國銀行承兌票據負債總數之半，一如戰前之故，則一九二九年終法國承兌票據未兌付總數，約為三十五億法郎。

此數年數額之激增，不足以抵補因戰爭及通貨不安定期所發生之收縮。按照戰前金法郎之價格，一九二九年終，承兌票據未兌付總數僅值七億金法郎，而在一九一三年則為十二億金法郎。法國創造之承兌票據信用，總數且不足與英美頡頏。一九二九年終，法國未兌付總數，計值一億三千七百萬美元。而同日美國未兌付總數，則為十七億三千二百萬美元。

一九二八年及一九二九年，法國承兌票據信用之膨脹，其原於發展巴黎金融市場之合作運動者甚微。因此種計劃，至一九二九年下半年及一九三〇年初，始見諸實行也。故無寧謂之由於貨幣穩定商業活動價格增高之結果。雖法蘭西銀行、法政府及私人金融機關所採取之手段，足以增進創造及買賣銀行承兌票據之便利，但全部計劃，終歸失敗。當其實施之際，即遭逢世界經濟不景氣之絕大風潮。戰後所辛苦建築之國際貨幣與信用

基構，均因通貨收縮及經濟恐慌事實上趨於崩潰。

一九三〇年終，法國承兌票據信用數量已發生低落。是年六大信用銀行之承兌票據負債，自十七億四千二百萬法郎，減至十二億四千二百萬法郎。若以此代表其他信用銀行之趨勢，則其減少總數為九億法郎。此項減少，一部分由新法國承兌票據銀行之活動以為抵銷。該行報告承兌票據負債數，在一九三〇年終，為五億六千五百萬法郎，時距開業日僅一年耳。但此後三年收縮頗速。一九三三年終，六大信用銀行之承兌票據未兌付額，僅為三億二千五百萬法郎，其在貨幣穩定前之一九二七年，則為四億四千二百萬法郎。至投賞銀行之承兌票據業務，則較為安定。自一九三〇年終之二億一千七百萬法郎，減至一九三二年終之九千二百萬法郎。一九三三年增至一億四千七百萬法郎。然世人對於法國承兌票據銀行之希望，逐漸消散，因其承兌票據負債逐步減至一億一百萬之低額也（一九三三年終）。

下列表四十一，指示法國承兌票據信用自一九二七年終至一九三三年終之發展情形。

表四十一

承兌票據未兌付額（單位百萬法郎）	
年終	法國承兌票據銀行
	六大信用銀行
	三投賞銀行
一九二七	四四二

	一七

巴黎——金融市場之運用與證券交易所

一九二八	一、二二三	一、二五	.....
一九二九	一、七四二	二二七	.....
一九三〇	一、二四二	二二七	五六五
一九三一	七七八	二〇七	三三三
一九三二	三五七	九二	一七八
一九三三	三三五	一四七	一〇一

巴黎金融市場之展望 近年來國際金融組織之崩潰，使法國發展巴黎金融市場之野心，受一重大打擊。最近之將來，其計劃恐無恢復之希望也。法國法郎之權威，雖因金鎊美元及其他主要貨幣跌價之結果，而較前增加，法國利率雖然較他國有利，然各種動機足以促國際承兌票據市場之發展者，不復佔重要地位。法國在國外之餘額，幾全數收回，如何利用之問題，遂以消滅。加以法國支付餘額之不利發展，使覓取剩餘資本之出路問題，益無存在之必要矣。

今後情形如恢復常態，法國承兌票據未兌付額，自能隨其他金融中心之發展而增加。然最近十年，欲求與倫敦爭國際金融市場之地位，殊覺乎其難。蓋法國無適當金融制度，又無適當經濟基礎，以為大宗國際信用交易之助也。

法國銀行制度創造承兌票據之能力，限於比較少數之資本財產。一九三三年終六大信用銀行之資本與

公積數，爲三十三億七千二百萬法郎，按匯兌平價折合二千七百十五萬金鎊，或按時價折合四千另五十萬金鎊。其在倫敦五大銀行之資本，則爲十億九百九十六萬五千金鎊。除承兌票據銀行外，巴黎無特種組織，如其他國際金融中心之存在也。

第二弱點爲巴黎金融市場之狹隘及無伸縮性，以致不能保存大宗之票據。巴黎無良好發展之市場，中間人以收受票據而供應各方之需要，如倫敦之有貼現商店，紐約之票據經紀人也。然此等機關之作用，又須有抵押放款市場，俾可增加保有票據之效用。在一日放款市場發展於法國以前，所有法律，關於減少短期放款利息之稅率及取銷抵押品，非在通知債務人八日後不履行，不得拍賣之禁令，均應加以制定也。

較上列各種弱點更重要者，爲法國經濟組織缺乏國際金融中心之適當基礎。蓋金融市場之目的，非僅在本身，亦且爲投資貿易與商業之輔助機關。是故倫敦金融市場之權威，不依賴市場之組織，亦不依賴吸收短期信用票據及資金之力量，乃依賴倫敦爲國際貿易之中心及多數主要產品之世界市場也。倫敦爲一大債權國，收受債務國大宗款項，以支付債務，其財政力量之不僅依賴組織，從可知矣。

此種利益，巴黎並不享受。巴黎對於國際貨物交易，不佔重要地位。十九世紀之英國商業銀行家（Mar- chant Bankers）發展承兌票據業務，所以應投資國際貿易之實際需要，而法國銀行家企圖發展承兌票據業務，則僅爲覓取剩餘資金之用途。法國投資世界貿易，固不無參加之機會，然國際貿易如仍照目今之途徑進行，

而欲望巴黎之威齊倫敦代執世界金融市場之牛耳，蓋亦難矣。

巴黎證券交易所

巴黎證券交易所，爲世界第三最大證券交易所。在其各市場登錄之股票債券，約有三千五百種。法國其他都市如 Lyon, Bordeaux, Toulouse, 及 Nantes，雖亦有證券交易所，但其交易之數量較少。法國之多數交易多在巴黎也。

巴黎證券交易所包括三市場，互有密切關係，惟各自執行任務。(一)公市場 (Parquet) 在交易所之內部營業；(二)走廊市場 (Couloise 或 Marche in Banque) 及(三)自由市場 (Marche Libre Hors Côte) 概不在上列二市場開價之證券。

公市場 此爲三市場中之最重要市場。世界證券交易中，惟巴黎證券交易所之經紀人爲政府所派，法律上獨佔選擇證券之交易。此項獨佔，係一八九八年預算法修正案之結果。該法規定所有公定行市之證券交易，應由公證券經紀人所發之買賣爲據云。

經紀人 證券經紀人之名額，限定七十，係法國總統所派，其地位與官吏相同。此團體包括巴黎證券經紀人公會 (Compagnie des Agents de Change de Paris)。經由管理機關聯合公會 (Syndical Chamber) 管理公市場之運用，及刊布公定證券之行市，證券經紀人公會，係在法政府嚴密監督之下。其唯一特點，爲全體

會員對於各會員連帶負責。此種特點，與其獨佔權力及會員之限制，使該公會業休戚相關之高度，及其會員有財政與社會上之權威。

會員資格及其活動，故有嚴格之限制。證券經紀人須為法國公民，年齡至少二十五歲，經過若干時期之檢定，且須經過宣誓與官吏同。證券經紀人須繳存債券（Cauti-onnement）二十五萬法郎於政府，經聯合公會及財政部長之許可，得有隱名股東參加各種利益，其負擔損失以資本投資額為限。但證券經紀人本人須有代表會員資格及其債券四分之一。證券經紀人得合夥以其名義組織公司，關於公告及股東之辭職，得適用特種條例，並在某種情形下有移轉其職務於繼承者之權。

證券經紀人除為投資家及市場之居間人外，不得經營他種事業。彼等不能私自買賣證券，或投資本於外界之企業。彼等不能勸告買賣或介紹特種證券，並不得分設辦事處。其行動限於證券交易之媒介。所有報酬係由章程訂定。交易所之特別營業部，僅公開於七十會員或其指定代表及有限額之助理員。

證券之登錄 證券之登錄於公市場，係在聯合公會審查核准之後，法國政府資金則為例外。證券登錄之主要條件，為過戶之代理店及辦事處，須在巴黎，發行之目的，須為經濟，發行之價格與認股人名單，須正式供給於聯合會。

一九一六年頒布緊急法律，禁止全體外國及國內私銀行在法國證券交易所之交易，但有財政部長核准，

則爲外例。該法在一九二〇年廢止關於國內發行部分，惟關於外國發行，依然有效。若干外國證券今日亦有獲得核准者，但銀行家及商人不許從事於此種證券之分配。

證券之在公市場登錄者，今日共有二千五百種。其在一八一五年僅有五種。登錄證券可分爲二種，即以現金交易或以將來帳目交易是也。供將來帳目交易之登錄證券，不及百種。此類證券最爲重要。

走廊市場 公市場雖在法律上獨佔正式登錄證券之交易，但對於非在公市場登錄之證券，無限制之明文，因之發展一種活動市場，從事於公市場外之證券交易。此市場與美國之Curb Market相同，俗稱Coulisse。其交易係在交易所之走廊及階級上進行。

走廊聯合會 走廊市場之爲無機組織亦既有年，但在二一八九八年有二走廊聯合會之組織，採取普通章程，維持經紀人職業上之紀律。此二聯合會與現金市場及期限市場相同，所謂現金銀行家聯合會（Le Syndicat des Banquiers en Valeurs au Comptant）及信用銀行家聯合會（Le Syndicat des Banquiers in Valeurs à Terme）是也。此等聯合會今併爲一機關。

走廊聯合會之組織，與經紀人公會相同。選舉聯合會公會（Syndical Chamber）管理會員之營業及刊布行市單。然會員不如股票經紀人之負連帶責任。會員資格，並不嚴格，亦不限制事業。新會員之加入，操於會員，政府絕不加以干涉。將來之會員，須有最低限度之資本。近年來該組織審慎選擇新進，並要求現會員增加資本。

以增進該市場之吸引力。

走廊經紀人經營證券交易之範圍，較公市場之經紀人為大。公市場之經紀人，僅為顧客間之居間人。走廊經紀人，則得以自己名義交易，及為執行命令時顧客之對方。走廊經紀人得報告消息於顧客，並加以勸告，但關於顧客之事業，應守職務上之祕密。手續費之價格，係由聯合會訂定，所有交易均以此為依據云。

登錄 證券之能在走廊市場交易，賴於聯合組織之決議，通常包括公市場聯合會認為不適當之證券及不合於公市場登錄之規定者。猶之公市場走廊市場登錄之證券，可分為現金交易及合於將來交易二種。

外國證券之登錄，應得財政部長之核准。戰前法國政府不反對外國證券之登錄於走廊市場。此項證券，乃不能在公市場登錄者。故其交易有大宗之發展。戰時及在戰後政府，對於外國發行登錄之限制，使此項證券之交易，為之大減。

自由市場 自由市場乃證券在發行時期與登錄於公市場或走廊市場時期中間之交易市場，並兼營不能在其他二市場開價，又不活動之小公司股票。雖自由市場大部分操於走廊經紀人之手，但二者有特殊之異點。

戰前自由市場之交易甚微。但自一九一九至一九二六年戰爭狀態與普通市場之紛擾停止，自由市場之交易大增。然此市場之組織，極不嚴密。其營業在非常之時間與地方，其執行名義至為不定，而行市又缺乏確實。

除走廊經紀人在自由市場營業外，又有多數完全無拘束之掮客，其惡劣聲名，足以損害走廊經紀人之地位而有餘。

因是走廊經紀人決定組織特別團體，從事於非登錄證券之交易。此團體不排斥外界之掮客，使自由市場獲得組織，並用以保護走廊經紀人及其顧客。第一次試驗，因自由市場所交易之證券牽涉金融污辱而失敗。最後於一九二九年一月，信用銀行家聯合會與財政部長，成立契約，制定聯合會員在自由市場交易之章程。

通例此項契約所訂信用銀行家會員在自由市場交易之章程，適用於走廊市場。此外採用特別保護方法，在非登錄證券合格於聯合會員交易之前，應提出報告於聯合公會，包括發行公司之地位、董事之名單、最後刊布之資產負債表，及強制法定公告之剪條。同樣報告提出於證券交易所之警察官吏。此種需要如在組織二年以上之公司，特由聯合會免除之。但公司成立期限不及二年，則含有強制性質，無通融之餘地。

當此契約生效之時，特別地位分配於交易所內之自由市場，並供給便利於交易及行市之記錄。公布之行市登載於信用銀行家之每日行市星期增刊內。參考一九三〇年三月十三日之 L'Information Financière，以研究自由市場開價及讓渡之證券，可以表示一百三十二種證券刊布行市於走廊經紀人公告，七十九種證券係由走廊經紀人以外之交易。所代表之公司，大都為採礦、汽車、建築、殖民及不動產公司。

掮客 (Remisiers)

巴黎證券交易所機構之重要部分，為一羣居間人擔任證券交易所經紀人與私人

間之媒介。其重要職務，為收取委託命令而傳遞之於經紀人以執行焉。服務之代價為自經紀人收取經紀手續費之一部，謂之折扣 (Remise)，故名之為捐客 (Remisiers)。

此種居間人，各重要證券交易所均有之。但捐客在巴黎最為發達，因章程禁止證券經紀人，供給報告或勸告於顧客也。供給報告或勸告為捐客招攬顧客之主要手段。一部分捐客樹立信用，使顧客保持帳目，捐客常因處理帳目而獲得若干之利益。

捐客之等級不一，自收取小額委託命令之私人，至有多數辦事處者，以其顧客與才能，大增經紀人之便利。走廊經紀人久已擔任公經紀人之捐客，使其增加大宗業務。近來大銀行之自法國全部收取多數委託命令而移轉於銀行家，其他遂因之減色矣。

結帳 巴黎證券交易所之交易結帳，因使用將來契約而錯綜複雜。現金交易結帳，亦如紐約之僅交割證券及支付現金，但將來契約需要一種特別結帳制度。走廊市場與公市場之將來契約，應在合法結帳期間結帳，並應遵照二市場政府團體規定之手續辦理。在公市場每月有二結帳期，其一於十五日開始為期四日，又其一自月杪開始繼續五日。走廊市場每月僅有一結帳期，起於月杪，以五日為期。

二市場之結帳手續，大致相同。結帳時期之第一日，聯合公會定一價格，謂之補償價格，各種契約均照此結帳。補償價格常根據第一日現金交易之行市，但在特別情形之下，亦可自由規定。在宣布補償價格後，購主或買

主應與經紀人商定清結契約，或延期至下結帳日。第二與第三日——除公市場每月中旬結帳僅需第二日外，專從事於記帳及職務工作。第四日顧客之負欠款或證券於經紀人者，應結清帳目；若不清結，經紀人可不待通知即代為清算。最後日交換經紀人間之現金與證券，二市場均供給若干便利，以清理經紀人間之帳目。

延期清算 在結帳時期，顧客並無強制清結所委託之款計算利益或損失之必要。若彼願維持其地位至下結帳期，得以延期結帳（*Operation du Report* 或 *Carry-over Operation*）方法辦理。此項運用可舉例說明之。

購主成立購買證券之將來契約。在結帳期獲得交易之利益，但預料其價格將繼續騰高。乃接受證券在結帳期之交割，立即出售，並訂定契約在下結帳期，以稍高之價格購回。此種交易，實際為按照證券市價全數擔保之放款，其售價與再購價之差額為貸主資金之利息。投機家因此回復證券買空者（*Bull*）之地位；若市價在次結帳日增高，彼可以再購價取得證券而獲利。

證券買空投機者（Bear），可同樣維持地位，而為資金之貸主，或易言之與買空投機者居相反之地位。因之在結帳日買空投機者，常為將來契約之售主，交割證券而收入現金，立即以現金購入證券，訂定契約，在下結帳日，再以稍高之價出售。同時彼以購入之證券出售而得現金。結果倘價格如彼預料而低落，彼可以較低市價易得證券而獲利，並根據再購買契約之價格交付證券焉。

第十四章 柏林——德意志銀行與公共信用組織

戰前時期 自普法戰爭後，不多時而柏林金融市場成爲重要國際金融中心，其歷史幾亘六十年之久。德意志銀行（The Reichsbank）成立於一八七五年，越十年柏林遂佔國際金融市場之有力地位。柏林與歐洲大陸銀行之異點，爲其參與實業發展程度之不同。德國銀行對於實業之關係，遠較英、法、美諸國銀行爲密切，但不如奧匈之深也。

德國銀行與實業界之密切聯絡，其影響及於銀行之營業甚大，因不僅從事於短期交易，亦且以投資銀行自居，擴張長期放款於實業之創辦，與公司證券之發行也。爲維持對於特殊企業之更深接觸，德國銀行常保留此等企業之一部資本股票，其在簿記之科目，則以「參加」（Participations）名義出之。

德意志國民經濟之發達與財富之增加，使德國銀行形成投資外國政府實業與公共事業之主要工具。所有發展國外投資之責任，遂由德銀行負之。此項投資額在歐戰勃發時，達五十億美元之多，而以國內需要長期資本之殷，德政府與銀行深知非得財政上之必要援助，則德國政治經濟之勢力，不能普及於世界也。

德國財富增加，雖呈突飛猛進狀態，但德銀行之營業，則大都藉外國短期資金之助。此項資金因德國市場利息較高而被吸收，故在戰前德國為長期資金之債主，同時又為短期資金之借主。德銀行所用短期資金之確數無可考，在戰事將發之際，其總數約為十億馬克。

德國大銀行開設分行於不魯捨爾、巴黎、倫敦，又設分行及海外銀行於其他外國，尤其南美方面。銀行資產之集中，與若干特殊銀行之發達，此為戰前之特點。一八七二年，德國存款銀行數約有一百三十，但在一九一四年，國內多數流動資本與信用資產操於十餘銀行之手，就中尤以四銀行——The Deutsche Bank, The Disconto-Gesellschaft, The Dresdner Bank and the Darmstädter Bank (Bank Für Handel und Industrie)（亦謂之“D”銀行）為甚。其所擁資產與營業數量，且凌駕其他銀行總數而上之。

戰爭時期與一九二三年前之通貨膨脹 一九一四年，戰爭對於德國銀行發生不利之影響，外國分行代理店之在聯合國方面者，相繼關閉。其財產有數處且遭沒收。自美國加入戰爭後，德與西半球斷絕關係，國際金融市場僅有阿姆斯特丹、沮利克及斯干的那維亞諸國，與德國往來。德國以不能向外國借款，又須資助聯合國，故當時德銀行之唯一職務，為幫助政府發行戰債，以從事戰爭。

和約與通貨膨脹之惡影響，及於德銀行，較之戰爭為尤甚。在凡爾塞和約下，德國大部海外財產，強遭沒收。德銀行因之蒙絕大損失。通貨跌價，使其流動資產之價值大減。德銀行所賴以救濟剩餘資金之辦法，為購買不

動產或輸出資本

通貨之穩定 一九二三年十一月，德國馬克事實上始獲穩定。戰爭與通貨膨脹，釀成窮乏之原因，此後始為世人所明瞭。同年九月杪，德意志銀行鈔票流通總數達一、五二〇、五一一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克，其黃金之價值僅為三六一、六〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元。查戰前包括黃金在內之流通數約為六、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克，或合一、四三〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元。若按每人流通數計算，約合二一美元，在一九二三年僅合六美元。

表 四 十 二

私立銀行資產負債表 *

(單位百萬馬克)

	12月31日	1月1日
資 產	1913	1924
存款	3,743.2	227.9
銀行往來	965.1	784.3
證券	1,320.8	275.0
定期放款	10,209.3	1,360.5
活期放款	12,237.5	145.2
合計	31,176.3	4,044.6

柏林——德意志銀行與公共信用組織

指	數	指	數
實 債	100.3		13.0
公 債	4,158.3		1,131.3
盈 餘	986.3		286.0
債 主			
德國銀行存款	620.3		165.2
其他債主	10,088.6		2,045.0
承兌票據	2,637.4		2,208.2
所包括之銀行數	399		8.0
			500

* Statistisches Jahrbuch fuer das Deutsche Reich, 1929, pp. 316—319.

德國銀行所受戰爭與貨幣跌價之影響，可於上表觀之。該表宣示德國各信用銀行在開戰時與一九二四年初之主要資產負債項目。蓋自一九一四年以來，資產負債表之根據黃金基礎製成者，此為其第一次也。表內所列一九二四年初各銀行之資本與盈餘，較之一九一三年杪減至百分之二十八；對於債主之負債（大都為定期及活期存款），減至百分之二十一。承兌票據業務，幾完全銷滅。此種數字雖因製表時黃金估價較低之故，不足代表各銀行之實際地位，但由此可見其資產因戰爭發生劇變之一斑也。

一九二四年之秋，採用道威斯計劃 (Dawes Plan)，貨幣乃獲法律上穩定之保障。德國信用之恢復，及德國金融市場高利之通行，使大宗外國短期資金，源源流入。此後以迄一九三一年之中葉，柏林金融市場，幾完全

受外國短期資金流動之支配矣。

德國之依賴外國資金 德國由債權國變為債務國，其影響銀行實務，有可得而言者。德國因戰爭及通貨膨脹所發生之貧乏，賠款之支付，國內資本增加之迂緩，及改造實業之需要大宗資本，均為德國依賴外國資本之主要原因。此項依賴，可以一九三〇年終柏林六大銀行存款總數百分之三十發源於外國事實證明之。為預防大宗外國短期資金之隨時提取計，德銀行乃不得不增加其流動性，及保存鉅額流動資產之外國貨幣。外國資本之吸收，又可以柏林市場較其他金融中心通行高利情形證明之（參閱表四十三）。

表 四 十 三

德 國 利 率 與 外 國 利 率 比 較 表

年 份	三 月 期 平 均 利 率		德 國 與 外 國 利 率 差 額	德 國 與 外 國 利 率 差 額
	德 國	外 國*		
1925	9.13	3.74	5.39	5.49
1926	6.58	3.90	2.68	2.65
1927	6.67	3.49	3.18	2.90
1928	7.55	3.83	3.72	3.08
1929	8.08	4.79	3.29	2.62
1930	5.49	2.60	2.89	2.46
1931 六 月	6.84	1.45	5.39	5.31

* 倫敦和約阿爾斯特朗及坦利克之平均利率

柏林——德意志銀行與公共信用組織

自德國厲行外國匯兌統制，及在一九三一年末成立債務停頓契約 (Standstill Agreement)，外國資金移動，遂不復影響德國金融市場。柏林利率，大體以其他金融中心為轉移。但因政治與他種不安定關係，往往發生根本之差異也。

德國銀行制度 德國銀行就其職務性質之不同以分類，殊不可能，因其活動範圍至為複雜也。所可區分者，為公立銀行與私立銀行。前者係政府所有，或其營業含有公共性質，或由法律所嚴密規定及監督也。德政府及其他政治團體，代表管理銀行之機關。私立銀行係註冊信用銀行與私人銀行所組成。然自一九三一年發生銀行恐慌後，多數註冊信用銀行，因政府直接或間接收買股票，而受政府之管理矣。

根據此項基礎，德國銀行之詳細分類如左：

一、公共信用組織 Public Credit Institutions.

1. 德意志銀行 Reichsbank.

2. 黃金貼現銀行 Gold Discount Bank.

3. 其他發行銀行 Other Banks of Issue.

4. 州銀行 State Banks.

5. Reichs Kredit Gesellschaft.

6. 省與市鄉銀行 Provincial and Communal Banks.

7. 儲蓄銀行 Savings Banks.

8. 中央交換組織 Central Clearing Institutions.

9. 庶民抵押銀行 Public Mortgage Banks.

二、私人信用或商業銀行 Private Credit or Commercial Banks.

1. 註冊信用銀行 Incorporated Credit Banks.

2. 私人銀行 Private Banks.

德意志銀行

德意志銀行乃德國銀行與信用制度之中心，不僅居國家中央銀行地位，為黃金準備之保管人，亦且為信用之最後來源。德國資本之缺乏，及依賴外國短期信用之殷，使德意志銀行之重要性，為之大增，非惟乞助於德意志銀行之信用數額，超越戰前，即其對於外國匯兌市場所擔任之職務，亦較戰前為重要也。

德意志銀行成立之歷史，遠在一七六五年。時 Frederick the Great 創立 Koenigliche Bank 於柏林，以作州立機關。一八四六年，改組為 Preussische Bank。一八七五年三月十四日復以法律重新改組，即今之德意志銀行是也。德意志銀行之條例，幾經修正，其根本變遷，係在一九二四年。當時依照道威斯計劃之條款，將

該行完全改組。一九三〇年，楊格計劃 (Young Plan) 實行，復經一度之修正。其最後之修正，則在一九三三年之十月。

一八七五年以前，德國私人銀行之享發行鈔票權利者，共有三十三家。是年德意志銀行成立，私人銀行之發行權，仍准存在，但大加限制。德意志銀行則賦與發行之富有彈性制度，發行小銀行遂逐漸銷失其發行權。一九〇六年，舊有三十三家中，僅四家保留發行權，即 The Bayerische Notenbank, The Württembergische Notenbank, The Saechsische Bank and The Badische Bank 是也。惟其發行鈔票之流通數，非復重要。一九二四年八月三十日，法律限定爲一億九千四百萬馬克。是項鈔票，既非法幣，各州法律亦不得以法幣認定之。一九三三年十二月十八日，頒布法令，停止此等銀行之發行權，自一九三五年十二月三十一日起實行。

德意志銀行依據道威斯計劃，奉令改組，於一九二四年十月十一日實行。該行遂成爲特殊法律地位之公眾組織。蓋該行係私人股東所有，但在政府監督之下。按照一九二四年之銀行法該行管理權操於理事部及參事會之手。理事部係銀行總裁指派，而由參事會核准之會員二十一人所組成。參事會會員十四人，德國人與外國人各佔半數。參事會以會員九人之多數——就中六人應爲德國人，選舉銀行總裁，經由共和國總統批准。參事會復選舉外國會員之一人爲貨幣委員。

一九二四年十月十一日之銀行法，幾經修正，其實行期爲一九三〇年五月十七日及一九三〇年十二月

一日。此項修正案所規定者，爲免除外國人對於德意志銀行之管理權，及減少參事會會員名額，自十四人減爲十人，全數應爲德國人。向由外人擔任之貨幣委員，今亦改由德人充任。然變更一九二四年銀行法之提議，按照一九三〇年一月之海牙會議條約，應由德政府提出於國際清算銀行之董事會，請求核准。此項禁止德國片面變更銀行法之國際契約，至一九三二年洛桑條約 (Lausanne Agreement) 批准始失效。國際清算銀行對於一九三三年十月二十七日之銀行法修正案，加以默認。依照此項修正案，總統以德意志銀行理事之建議，任命德意志銀行總裁，任期四年。又以德意志銀行總裁之推薦，指派銀行理事，任期十二年。在某種情形下，總統得罷免德意志銀行總裁及理事之職。

德意志銀行之職權 德意志銀行之職務，爲調整通貨之供給，準備清算之便利，及管理信用之流通。爲達到此項目的，該行由政府授權以發行鈔票，貼現商業票據，經營抵押放款，及從事公共市場交易。法律上對於該行業務之規定條文如下：

- 一、買賣金銀與外國匯兌。
- 二、貼現或買賣匯票之發生於真正商業交易，其期限在三月以內而具至少三人有清償能力之簽字者。
- 三、貼現或買賣期限三月以內，而經有清償能力第三者背簽之德國國庫票據。
- 四、經營放款之附帶下列擔保品者：

(甲) 金銀，

(乙) 某種規定證券，

(丙) 匯票，

(丁) 商品。

德意志銀行亦得貼現發生於商業交易而具二人簽字之票據，惟須另供擔保品。德意志銀行收入此項二人名貼現票據之總數，不得超過該行貼現總額三分之一。故三人簽字之票據總數，所佔德意志銀行票據總額之成分，實不在三分之二以下也。

二人名貼現票據三分之一之限制，所以折衷恩格羅薩克遜與法蘭西中央銀行之原則也。德意志銀行既與銀行及銀行家往來，又與公眾往來，其所需要之第三簽字，常由銀行擔任。該行本身與國內商業界之間，於是乎有緩衝，以保持其流動性矣。

票據之由銀行向德意志銀行貼現者，其期限常為二十日至三十五日。其非銀行所貼現者，期限常在五十二日與五十六日之間。然德意志銀行之慣例——即允許農業票據之二次展期，實際上亦有貼現期限九月之票據者。對於俄國商業承兌票據，德意志銀行往往展期至十八月之久。該行之貼現利率適用於各種票據。數在五千馬克以上之票據，其貼現期限不得少於五日，五千馬克以下之貼現票據，其期限不得少於十日。

德意志銀行由貼現或購置或收作放款之擔保品所得之國庫票據，其總數在一定時間內限爲四〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。此爲一九二四年之銀行法所規定者。國庫票據之總額，須在星期報告公布。國庫票據不得充作發行鈔票之準備金。此項條文，足以縮少德意志銀行公共市場交易之範圍。但是德意志銀行因有聯行 Gold-disconto-bank 之運用公共市場，以爲救濟，雖加限制，不復爲其障礙。一九三三年修正銀行法，乃將該條刪除。

放款與墊款 除貼現商業票據外，德意志銀行復經營抵押放款 (Lombard Loans)，其期限不逾三月，亦有短至一二日者。但德意志銀行可在到期之前，隨時收回放款，借主亦可在到期前償還。是項放款利率常較貼現息高一二厘，適用於各種放款，惟以黃金爲擔保之放款，其利率則較低。一九三一年發生銀行恐慌，貼現利率與抵押放款利率之差額，竟達五厘之多。

德意志銀行承認可作放款擔保品之證券種類如左：

- 一、德國鐵路公司之完全收足普通或優先股票，按市價百分之七十五計算。
- 二、德國公共地產信用機關及德國抵押銀行之債票，按市價百分之七十五計算。
- 三、德國政府與各州市之無記名債票，期限在一年以內者，惟是項放款限於有信譽之銀行，並按債票市價之四分三計算（一九三〇年十二月一日修正銀行法，德意志銀行遂得經營以政府州市及公共信用

機關期限一年以外之債票爲擔保之放款。

四、外國政府或鐵路之有利債票，後者須由政府擔保，是項債票按市價百分之五十計算。

匯票亦得按其市價百分之九十五爲放款之擔保品，惟其出票人與被出票人須爲有清償能力者。此外則儲藏德國境內之商品，亦得按其市價三分之二作放款擔保品。德意志銀行禁止經營之業務，爲匯票之承兌及以不動產、鑛產、油地或股份爲擔保之放款。除本身所需用外，並不得收受不動產。

德意志銀行所收受之各種放款擔保品，以證券與商業票據爲最重要。一九三三年終，德意志銀行之抵押放款總數，爲一八三、二七八、九〇〇馬克，就中一五〇、八七〇、三〇〇馬克之擔保品爲證券，二二、八八八、三〇〇馬克爲國庫票據，六、三〇九、一〇〇馬克爲商品，三、一五七、〇〇〇爲商業票據。而以金銀爲擔保品之數，僅爲五四、〇〇〇馬克。抵押放款利率雖常較貼現息爲高，但銀行則寧願借款，而不願貼現。因借款期限可短至一二日，而貼現之期限則較長也。

德意志銀行得買賣充作放款擔保品之債票，得爲顧客之收支代理人，得收入存款而不給利息，得放給聯邦政府款項，惟其期限不得超過三月，總數不得超過一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。每年七月十五日，德政府不得對於德意志銀行負債。德意志銀行亦得放款於郵政局，其總額須不超過二〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。

一九三三年十月二十七日修正銀行法第二十條，准許德意志銀行在公共市場自行買賣有利證券。各種實業及外國債票則除外。此項公共市場之運用，法律上雖不限制其數額，但事實上若非發行以在公共市場購買證券為準備之通貨，則為德意志銀行之存款數額所限制。而因各銀行無保持準備於德意志銀行之法律上義務，及其餘額之常為少數，公共市場之權力，至為有限也。

德意志銀行為政府及郵政局之財政代管人，不僅與銀行往來，亦且與私人往來。一九二八年八月七日，商號及私人之賴德意志銀行通融款項者，共有四一、五〇一家。其在一九一二年十一月十五日，則為六一、六八三家。德意志銀行對於無往來之商號票據，亦與以貼現之便利。第四十四表示商號及個人在一九一二年十一月二十五日與一九二八年八月七日受德意志銀行信用之狀況。其分類係以職業及信用數額為主也。

發行鈔票 德意志銀行發行鈔票之保證準備，按照一九二四年銀行法，最低限度須有百分之四十為黃金及外國匯兌。外國匯兌所佔之成分，不得超過準備額百分之二十五，故鈔票準備中實際上有百分之三十為黃金也。可作鈔票準備之外國匯兌，為外國發行銀行之鈔票，發生於商業交易，而其限期不逾十四日之外國匯票，及向重要金融中心著名銀行支取之即期匯票。法定準備以上之保證餘額，包括期限不逾三月之國內外外現匯票。一九二四年銀行法規定，準備額倘低至法定限度以下，德意志銀行對於超過之發行額，須繳納一種漸進稅於政府。同時須提高貼現率至少相當於應付稅額成數三分之一，以五厘為貼現息之最低基礎（此在準備

表 四 十 四

德意志銀行所授之信用

業 界	受 信 總 數	總 數 之 百 分 比						
		30,000 以下者 (馬 克)	30,000 以上而在 100,000 以下者 (馬 克)	100,000 以上者 (馬 克)				
	11月15日 1912	8月7日 1928	11月15日 1912	8月7日 1928	11月15日 1912	8月7日 1928		
一 商人與商業公司	22,137	10,423	74.4	69.3	19.5	23.9	6.0	6.8
二 實業家與實業公司	19,671	14,983	55.6	46.4	27.4	32.6	17.0	20.9
三 農業家與農業團體	9,121	11,463	85.4	84.2	12.2	13.6	2.4	2.2
四 銀行與銀行家	2,201	1,891	20.6	28.0	30.4	28.8	49.0	43.2
五 公共儲蓄銀行		725		80.1		16.3		3.6
六 合作社	1,014	1,205	44.5	63.2	37.7	23.2	17.8	8.6
七 其他——工匠等	7,539	811	82.3	88.2	14.0	11.2	3.7	1.6

備低至百分之四十以下時，必須保持。是以一九三一年七月十六日法定準備低至百分之三五·八，德意志銀行將貼現率自七厘提高至一分。一九三二年九月十九日，總統頒布命令，暫停鈔票準備低至百分之四十以下，貼現率不得低至五厘以下之條文。以迄一九三四年之九月，此項命令之頒布，盡在國際清算銀行同意反對變更銀行法之後也。

一九三三年十月二十七日之修正案，取銷關於漸進稅及在準備低落時期，貼現息低至五厘之條文，又將銀行法第二十八條加以變更。於是乎德意志銀行所得之證券，及所有每日到期放款之擔保品，均得以爲發行鈔票之準備矣。百分四十之準備原則雖仍保留，但修正案則規定德意志銀行股東與理事之中央委員會決議，能授權該行，使金屬準備額低至法定限度之下。

故修正案准許德意志銀行事實上以政府州市鐵路公共信用機關政府管理機關之債票，及政府擔保之債票爲準備，而發行鈔票。其金屬準備可置諸不聞也。觀於波雷教授 (Professor Pilon) 在一九三三年十一月二十四日所發表之言論，可知德國發行情形之一斑矣。其言曰：「自德意志銀行在公共市場所購置之證券，法律上認其與票據有同等作鈔票準備之效力，及黃金與外國匯兌準備事實上之失其重要性，鈔票之發行，遂無所限制矣。……故德意志銀行非復曩時之發行銀行，乃一代表政府籌款之銀行也。」

一九二四年銀行法第三十一條，規定德意志銀行必須以金幣或金條或聽該行之選擇，以外國匯兌按市

價計算，為收回鈔票之用。此項條文之實行，例須得德意志銀行理事部與參事會之聯合會議決。一九三〇年四月十五日，經該會議決，該項條文與湯格計劃同時實行。故德國自一九一四年戰事發生以來，此為第一次恢復金本位之日期。但實際上德意志銀行自一九二四年改組後，常自由以黃金一定價格及外國匯兌兌換鈔票也。

呆滯馬克 與外國短期債權人成立之債務停頓契約，各種管理外國匯兌阻止資本逃亡之條例，及一九三三年六月之准許緩付命令，造成單一之通貨地位。而因貨幣單位之並不變更，德國貨幣乃分為「自由」(Free)與「呆滯」(Block)馬克(Spermark)二種。自由馬克係按照一九二四年銀行法得以一、三九二馬克合純金一鎊之法定價格，易為黃金或外國匯兌之餘額也。德意志銀行分配自由馬克(即出售外國匯兌)之次序，第一為國民政府，第二為核准進口貨之輸入商，第三為償付一部分債務之用。

呆滯馬克為馬克餘額之不能由所有主自由使用，而其出售須受折扣之損失者。其折扣之大小，則隨限制利用之程度而不同。吾人就其跌價之階級，及其用途之限制，可分呆滯馬克為左列各種主要細目：

- 一、舊存款馬克 (Alte Guthaben)
- 二、呆滯通用馬克 (Notenpapiermark)
- 三、呆滯信用馬克 (Kreditpapiermark)
- 四、呆滯證券馬克 (Effektenspermark)

五、登記馬克 (Registarmark)

六、呆滯兌換馬克 (Konversions-Sparmark)

一九三四年六月登記馬克之折扣爲百分之四十，呆滯信用馬克爲百分之五十五，呆滯證券馬克爲百分之七十。呆滯兌換馬克代表外國債票不可移轉部分之利息，自一九三三年七月一日至一九三四年六月三十日，由德意志銀行定爲百分之五十。呆滯馬克中有數種非得德意志銀行之特許，不得使用，因其拒絕許可，其價值幾等於零。呆滯馬克之所有主多爲外國人。此項限制之初意，所以阻止外國之提款及收取全數之利息也。

存款準備 聯邦準備制度對於一九二四年銀行法之影響，可以其採取美國中央銀行維持活期存款準備之法定最低限度原則知之。蓋舊時德意志中央銀行本無維持存款準備之義務，一九二四年銀行法第三十五條，始規定德意志銀行之活期存款 (Giro Guthaben)，以流動資產百分之四十爲保證。所謂流動資產，乃國內外之活期存款，向他銀行支取之支票，逐日應付之放款及期限不逾三十日之外國匯票所構成。此項條例並不如若若干中央銀行之嚴厲，因彼等常以即期負債與流通鈔票並重，使之受同樣準備制度之束縛也。

國內銀行商店與個人之維持存款餘額於德意志銀行及其四百五十五處分行，其宗旨係供清算之用，非如美國之以法律規定其存款數額也。此項清算帳戶存主之非爲銀行者，其最低餘額爲一百馬克。反之存主爲銀行而又爲德意志銀行總行所在地之票據交換所 (Abrechnungstelle) 會員者，其最低餘額爲一千五百

馬克。一九三三年終清算存款共有四二、〇五三戶，其在一九一三年終則僅爲二六、一四八戶。因德國營業資本之缺乏，各銀行現時所存德意志銀行之最低餘額，遠較戰前爲低。其所佔存款總額之成分，約爲百分之二至百分之三。德意志銀行對於活期存款，按照銀行條例，不給利息。該行活期存款每屆月終最爲低落，厥後逐漸增加。其最高峰在第三星期之末，蓋以應月終之需要也。德意志銀行活期存款之變動趨向，常與其流通鈔票之變動相背馳。其所反映者，爲各銀行之需要資金乞助於德意志銀行也。

清算職務 德意志銀行天職之一種，爲依據一八七五年之銀行法，發展德國財務清算之較佳方法。其在英美二國，已有支票制度之發達，而德國則繼續以現金清理帳目。德意志銀行之帳戶移轉 (Giroverkehr)，在德國較支票制度尤爲適用。且其先進之普魯士銀行及漢堡銀行，成立於一六一九年，卽有清算部以移轉帳戶方法，便利本地之支付也。

德意志銀行第一票據交換所，成立於一八八三年四月二日，在柏林開幕，其名稱爲「支票公會」(Check-Verband)，蓋根據同年二月十四日德意志銀行與柏林十六大銀行及銀行家所締結之契約也。是年德意志銀行組織交換所於六重要都市，然自一八八四年至一九〇九年間，所增加者僅有九處。一九〇八年三月十一日，支票法之制定，及一九〇九年一月一日郵政支票制度之實施，益予交換制度以絕大之便利。郵政支票制度，係以供中等小規模商業及私人之用者。自一九一一年郵政支票局加入爲本地德意志銀行票據交換所會員，而

德國之二種交換制度，彼此交換，遂不復以現金支付矣。

票據交換所之辦公處，係德意志銀行所供給，並由該行派職員一人主持該所之管理事宜。交換會員在德意志銀行，須開立存戶，其所授權之代表，每日不論有無交易，均應列席交換會議。票據交換，包括會員間之各種金錢權利，所有起於證券交易及債票利息等權利均屬之。交換之餘額，在德意志銀行之會員存款內，分別劃收或劃付。故現金支付，可以完全免除。一九三三年終，德國共有票據交換所（Abrechnungstellen）七十四處。是年該所交換件數（支票據等），共爲三七、四六三、〇〇〇，金額共爲五二、一九九、四〇〇、〇〇〇馬克。其在一九三〇年之交換件數，則爲四三、九一三、〇〇〇，交換總額則爲三四一、七〇〇、〇〇〇馬克。歐戰後德意志銀行與多數外國中央銀行締結國際交換契約，其最初成立者，爲一九二七年，與奧、匈、但澤、瑞士、捷克所結之契約。一九三〇年德意志銀行已成立之交換契約，共有二十餘國。

貼現政策 戰後德意志銀行之貼現政策，爲調整信用流動，以阻止過度投機及維持德國匯兌之穩定。自通貨穩定時期，以迄一九三一年之銀行恐慌，此項政策，大都決定於世界主要金融中心之情形，及其對於德國之信任程度。除外國原因外，德意志銀行行政政策之趨向，爲減低通行高利，及在短期金融市場安定之時，將短期資金轉入資本市場。後者之實行，蓋得力於黃金貼現銀行之助也。德意志銀行實施政策之方法有三：（一）貼現率（The Discount Rate）（二）限制信用（The Rationing of Credits）（三）直接行動（Direct Action）強迫主

要銀行依據德意志銀行所定之方針進行。此三種方法，固不乏全數實行之例。但限制信用及直接行動，非萬不得已不敢輕於嘗試也。所與聯邦準備銀行不同者，自一九二二年以來，聯邦準備銀行之調整信用，多賴運用公共市場之力，而德意志銀行則以貼現率為管理信用之不二法門也。

貼現率 自通貨穩定後，德國利率遂趨於高漲。一九二四年一月間，一日放款平均利率為百分之八七·六四，貼現率為百分之十，抵押放款利率 (Lombard Rate) 為百分之十二。所有商業利率，在一九二四年全年及一九二五年之大部，急遽跌落。貼現利率則仍較公共市場利率為低也。

一九二四年，貼現率與公共市場利率之差異，使各種銀行與工商業機關之向德意志銀行借款者，蒙絕大之利益。事實上德意志銀行經由貼現與抵押放款以承諾信用，其數量在一九二四年一月七日至一九二四年四月七日，自六九六、一〇〇、〇〇〇馬克，增至二、〇九三、一〇〇、〇〇〇馬克。此項德意志銀行放款數量急速增加之結果，在普通情形下，為貼現率之增加。所可慮者，貼現率增加，對於德國經濟復興，將有不利之影響。故德意志銀行決定不增加貼現率，而以限制信用方法代之，並以一九二四年四月七日之放款與貼現數，為將來承諾信用之最高限度。此種政策下，德意志銀行所擴張之信用，非以請求人之數量與價值為根據，乃以一九二四年四月七日每類借主對於德意志銀行所負之債額為限。而以貼現率與市場利率相差之鉅，在德意志銀行貼現之特權，乃至收其補助金矣。

一九二四年之末，德國金融市場始感覺外國資金流入所發生之影響。德意志銀行乃將限制信用之嚴厲制度，略加修正。一九二六年初，限制信用廢止，德意志銀行於是乎復以貼現率為管理信用之主要手段矣。厥後德意志銀行逐漸減低貼現率，至一九二七年一月十一日，其利率為百分之五。

外國資金之影響德意志銀行貼現率，在通貨穩定之初，以至一九二六年八月二十三日尤為顯著。在此時期，德意志銀行維持馬克，常在四·二〇馬克合美元之價。銀行與實業機關需要資金，得以高利向德意志銀行貼現，或以較低利息向國外借款，而將外國匯票售諸德意志銀行，俟資金之需要停止時再行購入。因美元匯價安定，銀行無匯兌危險之可言。此德意志銀行國內票據貼現之所以減少，而黃金與外國匯兌保額之所以大增也。

一九二六年八月二十三日，德意志銀行中止維持美元馬克之定價。此後買賣外國匯票之經由德意志銀行者，遂蒙匯兌漲落之損失，而德意志銀行貼現率與抵押放款利率之效用，則為之大增，尤以月終結帳之時為甚。因銀行為應月終結帳之需要，不得不恢復舊習慣，乞靈於德意志銀行之貼現及抵押放款也。美元匯價之不安定，使銀行一部分放棄其藉出售外國匯兌以得馬克之方法。

一九三〇年九月選舉之後，資金大量流出，德意志銀行被迫將其利率增至五厘。此一九三〇年十月九日事也。但此項增高並非奇特，因戰後五厘利息，固為司空見慣也。一九三一年初，德意志金融市場，發生空前之提

款風潮，資本逃避，隨以發生。在二星期中，德意志銀行喪失一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克之黃金與外匯，不得不提高利率至七厘。然因失外國借主之信任，柏林與主要金融中心利率之差異，不惟不能吸收外國資金，亦且不足以阻止德國資金之繼續流出也。

一九三一年七月十五日，德意志銀行準備比例，低至百分之四十以下，全國銀行關門二日。德意志銀行提高貼現率至一分。是時採用小規模之信用限制，使銀行得以應國內外現金之增加需要。銀行恐慌期間，延至八月五日。德國銀行始恢復全數支付。蓋德意志銀行之唯一宗旨，為阻止資金之外流及維持匯兌之安定也。八月一日，該行提高貼現率至一分五厘，抵押利率至二分。加以得政府管理外匯之助，馬克乃免崩潰。銀行重開後，德意志銀行繼續二次減低貼現率與抵押放款利率。一九三一年之銀行恐慌，外國匯兌之嚴厲限制，大部外國餘額之凝滯，及外國信用之不易得，形成德意志銀行以外國情形為根據之調整貼現率政策，失其效用。自一九三一年後，德意志銀行之貼現政策，遂完全為國內情形所左右矣。

信用限制 自一九二四年至一九三一年之中葉，德國金融市場與國際金融市場，關係密切。德意志銀行之貼現政策，大都以外國金融中心之財政狀況為轉移。是時柏林得外國市場之信任。柏林利率增高，則外國資金源源流入。德意志銀行之柏林金融市場，與其謂之領袖，無甯謂之追隨他人也。自外國金融市場失其對於柏林之信任，非惟拒絕新放款，亦且提取舊放款之一部。信用限制方法，遂發揮其效用。德意志銀行行之於一九二

四年之四月，以迄一九二五年之末。一九二九年之春，又一度行之一九三一年七月之實施，則取較寬大之方式者。信用喪失之結果，一方面足以引起外國人之提款，一方面則國內銀行公司之需要外國匯兌，爲之大增。故在此種情形下，德意志銀行遂不得不喪失其外匯及黃金之一部。貼現率等諸具文，因其不能促資金之流入，復不能阻止其逃亡也。

信用限制之需要，蓋起於國內銀行公司以稟據向德意志銀行貼現，得款購買外匯之事實。德意志銀行乃限制每借主定額之信用，其餘則令其另行設法。銀行與商店需要款項，祇得以外匯售諸德意志銀行。自有此法，德意志銀行不僅阻止以黃金購買外匯，且可強迫銀行公司出售所保存外匯之一部於德意志銀行也。

信用限制之影響 信用限制對於國民經濟金融市場與銀行，均有重大之影響。商業上因而插入一不定因素，即工商業不能預知可得之信用是也。此種中央銀行政策，與信用可以價值取得之原則，大相背馳。中央銀行遂不復爲信用之最後來源，而各銀行之流通性，亦不免爲之減少矣。中央銀行既限制借主之貼現稟據數額，借主需要資金，祇得在公共市場出售所保有之稟據，或將放款收回，或出售外國匯兌於德意志銀行。銀行爲維持其流動性，又不得不縮小信用之範圍，其結果則市場之全部信用，將隨以大形收縮。是以知信用限制爲一種過激方法，德意志銀行非不得已，常禁止此種方法之實施也。

直接行動政策 直接行動政策(Policy of Direct Action)，乃德意志銀行政策之新元素，施行於一九

二七年之五月。是時德意志銀行總理迫令柏林大銀行減少證券放款（延期與抵押放款），以阻止短期資金所投資之證券投機，並以防其價格之上漲。蓋證券價格上漲，足以減少輸出，增加輸入，壓迫德意志銀行所保有之外國匯兌也。貼現率為中央銀行自昔相沿之武器，然以之抵抗證券之飛漲風潮，失其效力。信用限制，亦不能發揮效能。因就信用之源流言，不啻有二德意志銀行，即德意志銀行與外國金融中心是也。

停止證券飛漲風潮之唯一方法，為中央銀行對於商業銀行之直接壓迫。此為沙嚇德氏（Dr. Selach）所主張者。其意以為將來德意志銀行之承諾再貼現於銀行，須視銀行之流動性以為斷。查德意志銀行之審查貼現票，向以票據之性質為標準，借主之地位與流動性所不問也。今德意志銀行既變更方針，則借主希望得款，勢必增加其流動性，而將抵押放款收縮。工商業於是乎受其壓迫矣。

公共資金與貼現政策 戰後尤其在通貨穩定之後，公共資金對於德意志銀行貼現政策之關係，至為重大。管理公共資金之在德國，亦遠較英美為重要。此蓋因公共資金數額鉅大，不僅包括聯邦政府與州市所管理之資金，亦且包括政府所有之公司資金。如鐵路公司，如郵政局，如各種政府保險金，皆其類也。而以德國鐵路公司為世界鐵路管理單位之大組織。德國郵政局擁有大宗之存款。公共資金範圍之大，不煩言而喻矣。

一九二六年德意志銀行總裁沙嚇德估計鐵路郵政與普魯士州政府所管理之資金總數，共為二十五億馬克。其在一九一三年之末，流動資金總數共為八億五千萬馬克。此外，則各保險公司之流動資金為數亦鉅。其

所包括之衛生保險金，在一九二六年終，共有流動資金四九三、〇〇〇、〇〇〇馬克。以德國國民經濟之窮乏，此等公共資金對於金融市場影響之大，從可知矣。

資金之管理 戰前公共資金之管理權，幾全操於德意志銀行及普魯士州銀行 (Seehandlung) 之手。後者所保存之數尤較前者為大。其管理係以市場之利益為主。然自一九二四年通貨安定後，政府機關競謀管資金，而不以市場為前提，因之其運用常與德意志銀行之政策相背馳。德意志銀行總裁乃設法將資金集中。一二機關，使德意志銀行政策發生效力。目今德國公共資金，大都係德意志銀行、普魯士州銀行及 Verkaufs Kredit Bank 所管理。至私家銀行，僅佔其小部分而已。

其他公共信用組織

除德意志銀行外，德國有所謂公共信用組織 (Public Credit Institutions) 者，乃德國聯邦及州政府所羽翼而成也。此等銀行有在戰前成立，亦有在戰後創辦，其宗旨蓋以為復興德國經濟之助也。

黃金貼現銀行 (Gold Discount Bank) 該行成立於一九二四年三月十九日，係在德意志銀行改組之前，其宗旨為供給外國短期資金於德國，實為外國交易之中心組織。該行得發行金鎊鈔票，但此項權利撤銷於一九二四年銀行法之第二章。

黃金貼現銀行資本，定為一〇、〇〇〇、〇〇〇鎊，分A B二類。A類為德意志銀行所供給，B類則國內

主要銀行組織銀行團所籌集也。在德意志銀行改組與一九二四年馬克穩定之後，德意志銀行購得他銀行所有之黃金貼現銀行股份。該行遂爲德意志銀行之輔助機關矣。

黃金貼現銀行供給外國短期信用於德國商店，除運用其資本外，又成立循環再貼現信用（A Revolving Rediscout Credit）五、〇〇〇、〇〇〇鎊於倫敦，及五、〇〇〇、〇〇〇美元於紐約。後者在一九二八年增爲五〇、〇〇〇、〇〇〇元。迨一九三一年七月危急之際，幾全數動用。該行最初僅能貼現美元及金鎊票據，但在一九二七年四月一日，始由政府授權以貼現馬克票據。

黃金貼現銀行受德意志銀行之管理，而不禁止存款給息，故常代理德意志銀行經營業務，尤以法律禁止德意志銀行移轉短期資金於資本市場之業務爲甚。故在一九二六年，黃金貼現銀行以期票向市場借得短期資金，而以之購置德國農業中央銀行（The Deutsche Rentenbank-Kredit Anstalt）三年至五年期七厘農業抵押票據，共有三六〇、〇〇〇、〇〇〇馬克之多。

黃金貼現銀行之活動範圍，因一九三〇年十二月一日所頒之法律而大加擴充。該項法律授權該行發行五倍於資本及公積之債券。現時該行之主要業務，爲投資外國貿易及管理呆滯馬克，以扶助外國貿易，而尤注重外國貿易之長期信用，如與俄國、土耳其及其他各國之貿易是也。黃金貼現銀行又於一九三二年擔任改組銀行之重要職務。

州銀行 (State Banks) 除德意志銀行外，德國之其他四家發行銀行，爲州銀行，卽 The Bayerische Notenbank, The Saechsische Bank, The Badische Bank and The Württembergische Noten-Bank 是也。此外之其他州銀行，則不享發行鈔票權利。又其營業不以贏利爲目的。此等銀行之主要職務，爲代理政府收付款項，而受各州之嚴密監督。就金融市場觀察點言，其最重要之州銀行，爲普魯士州銀行 (Preussische Statebank)，成立於一七七二年，卽世人所知之Seehandlung是也。

普魯士州銀行，爲次於德意志銀行之德國最大與最重要州銀行，又爲德國最大政治單位普魯士州之唯一財政代管機關，並爲其他公共資金之貯藏所。該行之資本全係普魯士州所有。法律禁止德意志銀行對於存款給息，但普魯士州銀行得自由給息於存款。以其存款總額之鉅，該行在短期金融市場，乃大佔勢力，借主或貸主，不啻兼而有之。該行又爲證券市場抵押放款之主要貸主，其營業足以促市場之安定，因其不僅放款，亦且吸收剩餘資金也。普魯士州銀行在戰前營業於柏林，戰後與 Frankfort, Hamburg, Cologne, Munich, Dresden 等處之銀行發生密切關係。一九二六年前，該行又從事於私人企業之投資。是年蒙私人交易 (Barnat-Alfair) 之損失，該行遂將其活動範圍，限與銀行往來。普魯士銀行各種業務，係由普魯士州政府擔保，所有利益，亦由州政府收受之。

Reichs-Kredit-Gesellschaft, A. G. 此機關爲政府間接所有，世人所視爲商業信用銀行者也。資本總

額四〇、〇〇〇、〇〇〇馬克，係 *Viang* (*Verainigte Industrie Unternehmen. A. G.*) 保證，所謂 *Viang* 者，乃一完全政府主有之公司，以管理政府參加之事業也。*Reichs-Kredit-Gesellschaft* 繼承 *Reichs-Kredit and Kontroll-Stelle, Y. M. B. H.* 之後，創立於一九一九年。其初為一信託公司，一九二二年名稱改為 *Reichs-Kredit-Gesellschaft, G. M. B. H.*，一九二四年始易今名。

該行經營各種私立商業銀行業務，為柏林主要銀行之一，無分行之設立，能吸收大宗公共信用組織與銀行之存款。蓋此等銀行常願與該行往來，而不欲維持大信用銀行之聯絡關係，以大銀行常藉其分行之力量與之競爭也。

Deutsche Verkehrs-Kredit-Bank A. G. 此機關組織於一九二三年，其宗旨為投資延付運費之用。一九二四年改在德國鐵路公司管理之下，因該公司所獲得該行之資本，共有百分之七十五也。該行之職務，為代理鐵路公司之貯藏所，故實際上不啻鐵路公司之財政科。其存款自一九二六年以來，平均數為五〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。此項大量資金之集中，成為金融市場之主要原素，一部分轉存於他銀行，其他一部分則投資於票據。因其資金投放係以利益為前提，故常與德意志銀行之政策相衝突。一九二八年一月，德意志銀行與鐵路公司成立契約，加以矯正。根據契約，所有資金以 *Verkehrs-Kredit-Bank* 名義存於德意志銀行，其投資須得雙方同意行之。

除上列各種重要機關外，又有若干公共組織，對於金融市場僅有間接較微之影響。就中以省銀行市鄉銀行與公共抵押銀行爲最著。

省銀行與市鄉銀行 此爲在省市鄉營業之小信用組織，其業務與小州之州銀行相類，所有本地儲蓄銀行中央交換組織（Giro-Zentralen）及地產銀行亦屬之。交換組織係用以便利本地儲蓄銀行之支付，及以之與國家二大交換組織相聯。此二大交換組織，即所謂德意志銀行交換組織及郵政局交換組織是也。此等銀行復爲本地儲蓄銀行之準備銀行，投資大部分保證準備於儲蓄銀行之承兌票據，及國庫票據與各種證券之在。一九三三年十月銀行法修正案下能爲德意志銀行所收買者。抵押銀行之主要業務，則爲長期抵押信用之承諾。

第十五章 柏林——私人信用銀行與市場之運用

私人信用或商業銀行

德意志銀行雖直接與公眾往來，但其勢力大都經由私人商業銀行表現。商業票據 (Warenwechsel) 爲德國投資商業之主要信用工具，乃貨物售主向購主支取之匯票，售主常以之向商業銀行貼現。若票據備具第三簽字——銀行之簽字，即具向德意志銀行貼現之資格。事實上，德意志銀行多數貼現，係此種票據所組成。商業票據未兌付之數量，實德國工商業狀態之絕好表徵也。

商業票據之可向德意志銀行貼現者，其期限不得逾三月。德意志銀行除在限制信用時期外，向不限制借主貼現之數額，惟對於銀行或其他顧客之是否濫用貼現特權，當加以注意。商業票據之特種市場，因德意志銀行不願吸收全數貼現票據而發展。此種票據之主要售主，爲中小規模之銀行，Seehandlung 及 Reichs-Kredit-Gesellschaft A. G. 爲最大購主中之著者。

德國私人信用或商業銀行，可分爲二類，即聯合銀行與私人銀行是也。就法律上言之，聯合銀行或爲公司

(Aktien-Gesellschaften [A. G.]) 或爲 Kommandit-Gesellschaften auf Aktien。後者之特點，除股東 (Kommanditisten) 之責任限於所出之資本外，又有股東以其私人財產負公司債務之責。私人銀行或爲普通合夥，或爲有限公司。

德國信用銀行與英美商業銀行不同。前者之活動範圍，遠較後者爲廣大。德國信用銀行爲混合種類，因其兼營商業與投資銀行業務。易言之，即對工商業所給付之信用，既有短期，又有長期也。各種銀行業務，信用銀行實際上均經營之，惟不從事於不動產抵押信用之給付。每信用銀行保有多數實業機關之股份，所有實業機關之長短期交易，均惟所投資之銀行是賴。銀行之純粹投資業務，如普通與優先股票證券之發行，近年來大形減少。信用銀行又兼營經紀人買賣證券之任務，或代第三者辦理。銀行常派遣高級職員一二人駐交易所，以增加辦事上之便利。代理第三者買賣證券之手續費，爲德國銀行收入項下之重要科目焉。

商業銀行之活動，與他國商業銀行相類。所有收受存款，擴充短期信用，貼現，商業票據及投資證券交易之抵押放款，均屬之。分行制度在德國有良好之發展，除 Berliner Handels-Gesellschaft 及 Reichs-Kredit-Gesellschaft A. G. 外，德國重要銀行均分設多數分行於國內，亦有設立分行於國外者。然德國銀行在國外之活動，多經由海外銀行或聯絡機關，而不假手於其分行。戰後德國銀行在荷蘭開設多數聯絡銀行，營業稱盛。迨一九三一年七月恐慌發生後，銀行採取緊縮政策，國內分行及國外聯絡機關相繼結束。

近年來德國銀行合併之風大盛，牽動者不僅小銀行，亦且包括最大銀行。自經一九三一年七月之恐慌，銀行基構，重新改組。所餘之最大銀行，在柏林者，僅有 Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft, Dresdener Bank, Commerz und Privat-Bank Aktiengesell. Schaff, Berliner Handels-Gesellschaft 及 Reichs-Kredit-Gesellschaft A. G. 五家。Reichs-Kredit-Gesellschaft A. G. 爲柏林最大商業銀行之一，但世人往往以公共組織目之。除上列五大柏林銀行外，又有三省銀行——在 Munich 者，爲 Bayerische Hypotheken und Wechsel-Bank 及 Bayerische Vereinsbank；在 Leipzig 者，爲 Allgemeine Deutsche Credit-Anstalt (ADGA)——亦可歸入大銀行 (Grossbanken) 系統內。

外國資金之影響

柏林大銀行之資本與盈餘，在戰後收縮頗鉅，而存款則在一九三〇年，有戰前之二倍。此項商業銀行存款，在交通穩定後之激增，大都由於獲得外國短期資金列入資產負債表存款科目之故。外國存款在一九二八年終，約有商業銀行存款總數百分之四十五。一九二九年終，約有其百分之四十。一九三〇年下半年外國存款提回之數，共達七億馬克。是年終仍有商業存款總數百分之三十五。德國銀行特在外國維持大宗餘額，以爲外國存款之準備。依據德國國會貨幣信用及財政委員會之調查，德國銀行在一九二六年終至一九三〇年中葉之國際地位，可於表四十五表現之。

表 四 十 五
德 國 銀 行 之 國 際 地 位
(單 位 十 億 馬 克)

柏林——私人信用銀行與市場之運用

日 期	外 國 數	外 國 欠 款		淨 負 債	
		包 括 德 意 志 銀 行	德 意 志 銀 行 除 外	包 括 德 意 志 銀 行	德 意 志 銀 行 除 外
1926 年 終	3.5	2.7	1.8	.8	1.7
1927 年 終	5.7	2.7	2.3	3.0	3.4
1928 年 中 葉	6.0	2.9	2.3	3.1	3.7
1928 年 終	7.6	3.7	3.2	3.9	4.4
1929 年 中 葉	7.2	3.8	3.3	3.4	3.9
1929 年 終	8.6	4.4	3.6	4.2	5.0
1930 年 中 葉	9.2	4.7	3.7	4.5	5.5

外國短期存款與國內短期存款絕異。金融市場倘發生騷動，國內存款固難免提取，然除存主將所得款窖藏外，常以之存入其他機關，銀行制度下之存款總量，依舊不變。反之，外國存款一經提取，其結果為中央銀行之喪失黃金及外匯，影響所及，信用將有短絀之虞矣。

除外國存款外，德國銀行又獲得大宗外國承兌票據信用。此種信用，卽世所知之術語 *Selbena Dar Kredit-schaft* *Beirritken* *Benutzte* *Kreditie*，其意蓋謂顧客所用之第三者信用也。一九二九年終，柏林六大信用銀行之外國承兌票據數量，共達十八億七百四十萬馬克。德國各信用銀行之總數，共為二十三億五百二十萬馬克。一九三〇年信用之需要雖減，但全體信用銀行所得外國承兌票據信用，約增加一億馬克，足以表示大宗國內商業交易，係此種信用所投資也。

德國銀行之存款，多為短期。經短期之通知而提取，故德國銀行應維持高度之流動性。此在外國喪失其對於德國之信任時期，尤為不可避免。如一九二九年之四月，一九三〇年之九月，一九三一年之六月，皆其例也。

柏林大銀行流動資產對於存款（國內及外國）與承兌票據之比例，在一九三〇年六月為百分之五十四，而 *Darmst Bank* 之比例，則為百分之五六·二，蓋較高於平均數矣。流動資產包括現金存入國內及外國銀行之餘額（*Notrogruhaben*），票據、延期證券放款，抵押放款及商品墊款在內。分析資產負債表中之主要科目，即可知流動性之本質也。

現金 馬克穩定後，柏林大銀行之現金與存入德意志銀行之餘額，在流動性最高時期，僅有存款與承兌票據百分之二左右。其在一九一四年七月，現金比例則為百分之七·二，并經德意志銀行總裁與各銀行協商之結果，將比例提高至百分之十（英國股分銀行平均現金準備額）云。

票據 主要柏林銀行所保有之票據，在一九三〇年六月，約佔流動資金百分之四十，總資產百分之二十三，然其中有六分之一，為不能貼現之政府及各州國庫票據。銀行之獲得是項票據，或為自動，或為被動，其可用以向德意志銀行作抵押放款之擔保品者，為數極為有限。而因國庫票據到期可轉期之故，一九三一年六月杪，各銀行所保有之數，達四億三千七百萬馬克，或相當於票據總數四分之一。大銀行保有票據之實際流動性價值，頗不易知，因在信用恐慌之前，及一九三一年恐慌時期，活期信用（透支）多改為承兌票據，自能清償之票據，與融通票據，極易混淆，或竟無從區別也。德意志銀行乃通告各銀行（一九三一年七月十七日之三星期前），限制每行之承兌票據貼現額，以防止劣等承兌票據向德意志銀行貼現數額之激增。

外國銀行餘額 銀行外國債務之增加，使外匯準備之維持，無可避免。近數年來，外匯準備係以存款於外國銀行方式保存。此項餘額，佔 *Zentralreserve* 科目之大部分，然不足以應付外國之提款風潮。據勒頓報告（*Layton Report*）之計算，一九三一年上七月外國債權人所提取之三十五億馬克中，約有十億馬克係銀行供給。銀行所存外國餘額，減至五億二千萬馬克。此項外國餘額之大部分，不能提取，因銀行必須保持所約定之

存款於外國，以作承兌票據信用之準備也。

延期證券放款與抵押放款 證券交易放款（延期證券放款與抵押放款）之流動性，頗為世人所懷疑。其實該項放款之流動，超越等倫，至恐慌發生交易所停閉時，而益為顯著。迨一九三一年七月杪，延期證券放款與抵押放款減少半數。翌年自二億五千四百萬減至三千九百萬，——較之恐慌發生時已清理者計有百分之九十三，未有他項資產變換現金若證券交易放款之易者。此蓋因證券交易所管理此種放款規章之嚴厲，及有證券交易清算所（Liquidationskassen）之保證也。

商品墊款 以商品為擔保之墊款或承兌票據信用（Reimbourskredit），發展於通貨穩定之後。迨一九二六年性質大變。是年以後，外國銀行之給與承兌票據信用於德銀行，其需要確實擔保品，僅為例外。結果此項信用與無擔保之放款無異。因其獲得外國承兌票據信用之易，德國銀行所取業務方針，遂不復如昔日之嚴格。一九三〇年六月，商品墊款中，僅有百分之八為提單及棧單所擔保，其無確實擔保品者，佔百分之四十五。一九三一年春，因外國銀行收縮及取銷承兌票據信用，德國銀行乃從事於墊額之收回——不幸發生困難。一九三一年六月，墊款數共為十七億五千萬馬克，僅較最高峰減少二億馬克。故此種放款，關於流動方面，並不較公眾信用（Debitoren）為優也。

活期放款 大宗活期放款之轉入定期投資，此為世人所知者。一九三〇年六月杪至一九三一年六月杪，

柏林大銀行所成就者，僅減少活期放款 (Debitoren) 五億二千三百萬馬克——此數並不大於一九三〇年上半年所成立之新放款。一九三二年七月三十日，此種放款又減少十億馬克，就中有數億代表因銀行改組關係之削除，其大宗則由於帳簿信用之變為商業票據。

一九三一年銀行恐慌對於商業銀行之影響 一九三〇年九月，德國關於左右傾之選舉，引起外國之恐怖。外國註銷信用，提取資金，相繼發生，而於宣布德奧關稅同盟後尤甚，因而造成一九三一年五月之提款風潮。是時與奧 Credit-Anstalt 之不穩情形，始為世所知。德國信用組織在一九三一年七個月所感受之緊張，可於表四十六所列一九三一年倫敦會議任命之 Wiggin Committee 報告觀之。

隨二十九億馬克之提取而發生者，為外人在外國投資之大量出售及德國資本之逃亡，使資金外流達三十五億馬克之多。

表 四 十 六
德 國 短 期 債 務

(單位十億馬克)

	12月31日 1930	7月31日* 1931
公共機關短期債務	1.1	.8
銀行短期債務：		
活期帳目及承兌		
票據負債	7.0	
其他負債	.2	5.1
其他短期負債	2.0	1.5
合計	10.3	7.4

* 德意志銀行及黃金貼現銀行之外國信用
\$ 150,000,000 除外

六月二十五日德意志銀行自國際清算銀行、聯邦準備銀行、英倫銀行及法蘭西銀行獲得二十天期信用一億美元。此項信用連同七月七日美國銀行團所給與黃金貼現銀行之信用五千萬美元，轉瞬告竭，並不足以恢復信用，及遏止外國人之提款。德國最大織物商店 Notivolle 之倒閉，使德國事業界之健全信用，受一大打擊，以致受 Notivolle 牽累之 Danab Bank 發生國內提款風潮。以柏林銀行界缺少遠大眼光，及不完全明瞭風潮之含有傳染性，種種救濟辦法，終歸失敗。七月十七日，該行停止支付。數小時內國內銀行均發生擠提風潮。

政府擔保 *Danub Bank* 之存款，仍不能減少人民之疑懼。政府因未來國際清算銀行幫助之絕望，遂採取一九二二年及一九二三年金融恐慌時代所不採取之激烈辦法。七月十三日發布緊急命令，停止七月十四日及十五日之現金支付，及銀行間之交換。政府利用短時期之休業，發布各種緊急命令，以保護銀行制度之受國內外提款風潮，及遏止德國資本之逃亡。七月十五日，頒布命令，集中各種外國匯兌交易及外國支付於德意志銀行及其所指定之代理機關。七月十六日，允許銀行恢復有限制之付款。八月一日，所有商業銀行存款之國內提取限制，完全取消。七月二十九日，英美銀行代表與德國債務人代表在柏林成立暫時契約，以遏止短期資金之再行提取。九月與外國債權銀行成立 *London* 契約，規定未了信用繼續六月（厥後轉期）。

促成銀行強固之方法 在銀行恢復無限制國內支付以前，二機關成立以增進銀行組織，尤其弱小銀行之力量。新交換聯合會 (*Uebereinsungs-Vorhand*) 之創設，包括國內之最重要銀行，所有重要私人銀行，勞工銀行及省交換所均屬之。聯合會之宗旨，為抵銷銀行存款之喪失，其方法係由存款增加之銀行，貸款於存款減少之銀行。其他機關，為柏林承兌保證銀行 (*Acceptance and Guaranty Bank of Berlin*)，資本二億馬克，德政府直接擔任八千萬馬克，並由政府管理之五銀行間接擔任四千六百萬馬克，黃金貼現銀行擔任二千萬馬克，其餘由柏林五大銀行保證承募。該行設立之宗旨，為承兌不能向德意志銀行再貼現之票據，及作私貼現市場恢復之準備。其對於銀行匯票之承兌，及貼現不合於德意志銀行貼現規章之票據，使一部份公共信用變

爲承兌票據，及以此項承兌票據貼現。故該行供給第三簽字於不能向德意志銀行再貼現之票據。昔之銀行，曾行使此種職務，但強者不願爲弱者效力耳。自有承兌保證銀行之承兌，而各銀行交換承兌簽字之辦法，不復通行。由此所創造之承兌票據，極爲主要銀行所歡迎，因其有參加機關所擔任資本額之保證也。一九三一年終，該行取得承兌票據之數超過十六億馬克，大部分以之再貼現於德意志銀行。該行之名稱，在一九三二年之春，易爲承兌銀行，同時修正條例，使其範圍，更爲擴大。一九三四年三月，該行董事決定不從事於新業務，並將舊業務加以清理，足以爲一九三一年恐慌以來銀行組織進步之表徵也。

銀行之監督 一九三一年九月十九日，頒布政府監督銀行之命令，設置銀行委員及銀行部。銀行部會員五人，即德意志銀行總裁、副總裁、銀行委員、經濟部長、與財政部長是也。德意志銀行總裁擔任該部之主席。銀行委員爲一行政官，對於經濟部負責，其任務爲在公衆利益立場上，監督銀行之政策；在法律及該部條例範圍內，委員得因銀行、儲蓄銀行、合作社及其他金融機關不同意關於存款及利率之單一政策，而另行規定章程，並有否認或停止不滿意契約之權。委員得令銀行造具業務報告，必要時得稽核其帳簿。所有股東總會及管理部會議，委員均得列席，又得要求此種會議之召集。

銀行之改組

上列緊急方法，對於免除災難之擴大，俾銀行得以執行業務，頗具効力。但是，除 Berliner Handels-Gesellschaft 及政府所有之 Reichs-Kredit-Gesellschaft 外，其他多數大銀行之缺乏流動性，使

徹底改組，爲不容緩。一九三二年二月二十二日，政府宣布改組計劃，其大旨係以推行準備制度，減少資本，及由政府擔任大宗損失爲恢復銀行流動性之張本。

該計劃規定新資本與準備，Danat Bank 由 Dresdner Bank 吸收，新機關沿用後者之名。Dresdner Bank 股份三千三百萬馬克及 Danat Bank 最初股份三千五百萬馬克之爲兩銀行所保有者，全數取銷，所餘合併銀行之資本，自九千二百萬馬克，減至二千萬馬克。一九三一年七月政府所助 Dresdner Bank 之優先股票三億馬克，減爲普通股票二億馬克，兩行之準備六千四百萬馬克則銷去。此外政府發給國庫票據一億一千五百萬馬克於合併銀行，以彌補資產之損失及跌價；又發國庫票據八千五百萬馬克以供給流動資金。政府復以所保存之 Dresdner Bank 股票五千五百五十萬馬克，無條件讓付 Dresdner Bank。後者出售四千八百萬馬克於黃金貼現銀行，而收入五千另四十萬馬克，所餘七百五十萬馬克，用以交換私有之 Danat Bank 股票，其比例係以十與三計算。政府又保證 Danat Bank 之外國債務，其數額爲四億馬克。然政府對於該行國內債務之保證，則因後者爲 Dresdner Bank 所吸及而停止。

Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft 之改組，並不受政府之助。該行所保有之股票一億五百萬馬克中，有三千三百萬馬克，係在取銷之列。流通在外的股票一億八千萬馬克，則按五與二比例，減爲七千二百萬馬克。連同該行保存餘額七千二百萬馬克，合成新資本股份一億四千四百萬馬克。黃金貼現銀行自該行購

入股份五千萬馬克，以每百馬克按一百十五馬克計算。該行準備自一億六千萬馬克減至二千五百二十萬馬克，加以資本減少一億四千一百萬馬克，故該行資金之短縮，共爲二億七千五百八十萬馬克。

Commerz-und Privat-Bank A. G. 與 Parner Bank-Verein Hinsberg, Fischer & Co. Kommanditgesellschaft A. A. 之改組與合併，則得政府與黃金貼現銀行之助力。Commerz-und Privat-Bank A. G. 所保有之本行股票三千七百二十萬馬克，由政府以平價收買。該行資本總額七千五百萬，按十與三之比例基礎，減爲二千二百五十萬馬克。就中政府收受一千一百二十萬之股票，所給之價，爲三千七百二十萬馬克。厥後資本增加新股份五千七百五十萬馬克，合共八千萬馬克。五千七百五十萬馬克之新股份中，以四千五百萬馬克，按一一五移轉於黃金貼現銀行，其餘一千二百五十萬馬克，以一與一之比例，易取 Parner Bank-Verein 之股份。後者所保有之股票二千三百五十萬馬克，則予以註銷。表四十七與四十八所以表示改組規模之宏大，及政府對於私人商業銀行之巨大勢力也。

表 四 十 七

主要銀行之改組(1932年1月1日)

柏林——私人信用銀行與市場之運用

	(單位百萬馬克)				政府保 有之股 份	黃金貼 現銀行 保有的 股份	政府及 黃金貼 現銀行 保有的 股份之 百分率
	最初之 公積資 本	最初發 表準備	新資本 公積資 本	新準備			
Deutsche-Dis- conto Bank	285	160	144*	25,2	.....	50	35
Dresdner Bank	100	34	} 220*	} 30 +	} 151*	} 48	} 90
Danat Bank	60	60					
Commerz Bank	75	40,5	} 80	} 30	} 11,2	} 45	} 70
Barmer Bank	36	18					
Adca	40	11	19	6	.....	13	68
	<u>596**</u>	<u>323,5</u>	<u>463</u>	<u>91,2</u>	<u>162,2</u>	<u>156</u>	<u>69</u>

* 因1933年自黃金貼現銀行再購買及註銷一千四百萬馬克而減為一億三千萬馬克

+ 1933年七月一日資本減為一億五千萬馬克準備減為一千五百萬馬克政府保有股份減為一億另三百一十萬馬克

** 政府在Dresdner Bank 與 Danat Bank 合併以前購入 Dresdner Bank 優先股份三億馬克使總數增為八億九千六百萬馬克

表 四 十 八

德政府及德意志銀行對於銀行改組之援助

(單位百萬馬克)

	政 府 (直接)	府 (保證)	黃金貼 現銀行	合計	國際 金融 市場
Dresdner Bank and Danat Bank	567.8	400.0*	50.4	1,027.2	
Dentsche-Disconto Bank	.....	.....	57.5	57.5	
Commerz-und Privat-Barmer	77.2	.....	51.8	129.0	
Adca	16.0	.....	15.0	31.0	
Norddentsche Kreditbank	35.0	880	.....	123.0	
Landesbank der Rheinprovinz	120.0	.....	.....	120.0	
Dentsche Orientbank A. G.	15.3	7.7	.....	23.0	
B. rliner Bank fuer Handel & Grundberitz	12.3	20.5	.....	32.8	
Clearing Center of the German Civil Service Bank	.....	1.3	.....	1.3	
Industrial Cooperatives	.....	47.6	.....	47.6	
Dentsche Girozentrale	.....	100.0	.....	100.0	
Cooperative Shops		8.5	.....	8.5	
Handelsbank A. G. Berlin		.5	.....	.5	
Gewerbebank A. G. Jreves		.5	.....	.5	
A c. ptance and Guaranty Bank	80 +	66.0	...	146.0	
Other Banks		7.9	.....	7.9	
	<u>932.6</u>	<u>743.5</u>	<u>174.7</u>	<u>1,855.8</u>	

* 代表 Danat Bank 之外國債務

+ 由政府所有銀行間接添塞四千六百萬馬克

黃金貼現銀行，獲得改組銀行股份所需要之資金，係由德意志銀行供給。該行投放二億馬克於黃金貼現銀行處分之下。黃金貼現銀行則發行「丙」種新股份二億馬克，交付德意志銀行，以資償付。

德意志銀行於一九三一年年報中，解釋該行參與改組銀行職務之正當理由如下：

「德意志銀行深知所採取手段之含有非常性質……若德意志銀行——在分配過去平常之股息後——不按照報告所述之方法，運用此項資金，則同樣之類額，勢必用之於準備，或將資產創價。德意志銀行甯願增加德國銀行制度之力量，以創造健全之經濟地位，而不欲僅以改善資產負債表之科目為務也。」

茲將重要商業銀行之最近情形，列表如左：

表 四 十 九

柏林五大銀行及私人信用銀行資產負債科目

國際
金
融
市
場

資 產	(單 位 百 萬 馬 克)			
	柏林五銀行 *		刊布月報之私人信用銀行	
	2月28日	7月31日	2月28日	7月31日
現金及現金項目	132	159	61	53
國庫票據	462	491	49	184
其他票據	1,274	1,349	460	431
存入銀行餘額 (Nistroguthaben)	235	140	114	147
延期證券及抵押放款	28	20	5	5
商品放款	941	526	98	95
投資	621	668	330	278
聯合與參加	313	279	69	61
債務人 (大都為有擔保 與無擔保之活期債)	4,427	3,843	981	912
資產合計	8,674	7,704	3,717	3,801
負 債				
資本	512	428	664	654
準備	115	82	158	163
代辦顧客對第三者所開 之信用	1,073	552	68	42
德國銀行存款	1,257	1,067	226	283
其他存款	4,828	4,694	1,257	1,204
七月期存款	2,853	2,648	571	719
三月以內存款	2,550	2,514	456	502
三月以外存款	682	600	456	270
承兌票據	746	737	85	81
長期放款	122	86	1,207	1,276

* Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft, Dresdner Bank, Commerz- und Privat-Bank A. G., Berliner Handels-Gesellschaft, Reichs-Kredit-Gesellschaft A. G.

除聯合信用銀行外，又有多數重要私人銀行，所營業務與信用銀行相同。此等銀行之最要者，在柏林有 Mendelssohn and Co, S. Bleichroeder，與 Dabrunck, Schickler & Co. 在 Dresden 有 Gohrner Arnold，在 Koeln 有 Sal. Oppenheim, Jr. & Cie.，及在 Essen 有 Simon Hirschland。私人銀行不刊布資產負債表，故其財政地位無從調查也。

銀行公會 柏林銀行聯合組織銀行公會，即世所知之 'Vereinigung von Berliner Banken und Bankiers'，亦謂之 Stempelvereinigung。該會成立於一八八三年，蓋因當時德國發生印花稅爭端而發起也。除最初目的外，該會又從事於排除柏林大銀行之不健全習慣，及遏止無謂之競爭。此種計劃，引起利率手續費及各種影響銀行業務與政策之協定。最後所述者，為該會今日之最重要職務。該會對於國內銀行方策之權威，常為德意志銀行所承認。德意志銀行變更信用政策，常先通知該會，所謂直接行動是也。一九二七年五月十二日，該會應德意志銀行之要求，決定減少證券交易放款，為此例之最著者。

Stempelvereinigung 為規定承兌票據及延期證券放款之主要原動力，其影響及於證券交易所者甚鉅。昔日該會會員十二家，今減為 Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft, Dresdner Bank, Commerz- und Privat-Bank, A. G. Berliner Handels-Gesellschaft, S. Bleichroeder, Dabrunck, Schickler & Co., 及 Mendelssohn & Co. 等八家。該會會員所借一日期放款及長期資金，照例不需要擔保品。

除 *Stempelervereinigung* 外，德國境內又有多數銀行公會，各在所在地經營與該會相同之職務。自通貨膨脹時期終了以來，多數 *Kassenvereine* 相繼成立於德國。最初此種組織之宗旨，為供給本地交換之便利，今則兼為證券交換之主要因素矣。其最重要者，為 *Bank des Berliner Kassenvereins*，成立於一八二三年。其於發展交換便利，頗佔活動地位。該行所發明之清算證券交易工具，有相當之成功。證券交易，多藉此以為清算焉。

一九三四年之銀行法 一九三四年十二月五日，頒布銀行法，擴充一九三一年九月銀行管理法之範圍。該法適用於各種信用組織。僅有德意志銀行，黃金貼現銀行，郵政支票局 (*Reichsbank*) 及家庭投資機關除外，所有國內信用機關及外國在德信用組織之分行，均受該法所創造有司之監督。

信用管理部 銀行之監督操於信用管理部 (*Aufsichtsrat fuer das Kreditwesen*) 及政府信用委員 (*Reichskommissar fuer das Kreditwesen*) 之手，蓋代替一九三一年九月所設置之銀行部與銀行委員也。信用管理部附屬於德意志銀行，係會員七人所組織：(一) 德意志銀行總裁為主席，(二) 德意志銀行副總裁為副主席，(三) 聯邦議會議長指派一人，及(四) 內務、財政、經濟與食物等部部长。政府信用委員非會員，但得以顧問資格列席於會議。

決定與發布命令之權，屬於該部主席。其他會員之任務，僅備諮詢而已。然疑似之案，或主席決定而經會員一人之反對，則提出於內閣，請求決定。委員之決議，銀行得向該部上訴。此種上訴，以會員投票多數決定之。

除關於資本組織、流動性及交換制度外，法律又賦與該部以管理銀行營業之權。該法第三十二章規定該部之職權，為消除營業上之弊端，採取適當辦法，以應付銀行發生之困難，及自由稽核各種信用機關之每年資產負債表。該部得發布規章支配銀行之管理，及在一九三五年終以前，應信用制度之必要，停止任何信用機關之行動。

政府信用委員 政府信用委員為聯邦議會議長商得德意志銀行總裁同意而任命之行政官。除其前任銀行委員所擔任之職務外，信用委員又依法被委執照制度之管理。

法律規定新銀行、分行、代理店及交換機關之設立，必須取得信用委員之營業執照。但現在信用機關不需執照。其成立於一九三四年六月三十日以後者，則須依照新章辦理。拒發執照之理由，為（一）管理人選之不宜，（二）資產不能在德國利用，（三）一般經濟情形不足證明組織新銀行之正當，信用委員得因下列原因關閉銀行，（一）執照申請書之報告不實，（二）管理方面之不足恃，（三）違犯公眾利益，及（四）存款與投資安全保證之不適當。不服拒絕或撤銷執照及停止營業之處分者，得上訴於信用管理部。

流動條款 法律訂定信用機關之負債總額，減去頭二等之流動資產，不得超過資本之一定百分率。此項比例，因各種信用組織而不同，但銀行得維持五倍於資本之數。法律解釋「頭等流動資產或現金準備」為庫存現金，及所存德意志銀行與郵政支票局之存款。第二等流動資產，為九十天期商業票據及德意志銀行可收

受作擔保之證券。存入銀行之餘額，非為流動資產。所有現金準備，不得低至法定負債總數減去儲蓄存款百分率之下。該部所定百分率，隨各種銀行而異，但不高於百分之十。第二等準備，亦同樣由該部訂定，但不高於百分之三十。

股票之保有，除代表永遠參加之公司及不在德國證券交易所登錄者外，限於負債總額減去存款之一定百分率。此項百分率係該部訂定，但不得低至百分之五以下。不動產投資及永遠參加，不得超過該機關之資本。放款 無擔保信用之超過五千馬克者，借款人須將其財政狀態宣布；又對於單獨借款人所給付之信用，不得超過銀行資本之一定比例。此項比例，係該部所訂定。法律認定各聯絡機關為單獨借主，如一借主在一信用機關之負債額，一月中超過一百萬馬克，謂之鉅額信用 (Großkredit)，應於每月報告信用委員。如同一借主在若干機關獲得信用，信用委員應將該借主之負債總數，及所往來之機關數，通知該機關。

儲蓄存款 法律解釋儲蓄存款為用作投資之存款，其提取限於提示儲蓄存摺。經由票據交換所或以支票支取，均在禁止之列。不先通知之提取額，每月每存摺以三百馬克為限。該部有發布命令規定儲蓄存款投資之權。

金融市場

柏林金融市場有良好之組織，包括多數特殊市場，各營相當之任務。此等市場，大別之可分為四類。第一類

爲承兌票據市場，包括銀行票據與商業票據之交易。此市場普通謂之私人貼現市場，所交易之票據謂之 *Privateconten*。第二類爲放款市場，短期資金由此自一銀行借給他銀行。此市場又可分爲（一）一日放款或通知放款（*taegliches Geld*）（二）一月放款或期限不短於三十日之放款；（三）月終放款，代表自某日至交易所交割期之放款；（四）延期證券放款，代表用於證券交易之短期放款——常將證券自一交割期延至次交割期。此等放款，或有證券作擔保，或無之。*Steinplatzvereinigungs* 會員之借款，常無擔保品，非會員則常令其提供擔保品焉。第三類爲抵押放款市場，定期抵押放款由此自銀行放給借款人，戰後德意志銀行頗佔此市場之重要地位。第四類爲外國匯兌市場，或稱 *Disban*，因有外國匯兌上之限制，目前停止作用，故無重要之可言。自一九三一年銀行發生恐慌以來，外匯業務，事實上完全爲德意志銀行所獨佔矣。

柏林各種市場，雖無法律上之限制，但常受大銀行之支配，尤其是 *Steinplatzvereinigung* 之會員銀行。各種交易之利率，多由其釐訂焉。是項利率謂之 *Bankzinsen*，與自由利率有別。然除德意志銀行之貼現率與抵押放款利率外，其他利率，皆不得稱爲公定利率。柏林金融市場之交易，多由電話中接洽。各種市場關聯密切。利率之趨勢，大致一律，惟各特殊市場之利率，不足以決定銀行投放資金於某一市場之方策。例如一月放款利率，較之銀行承兌票據或一日放款利率爲高，而銀行則甯投資於後列二市場，因其流動性較大也。

承兌票據市場（私人貼現市場） 私人貼現市場，爲上等銀行承兌票據之市場——即大聯合銀行與

私人銀行承兌之票據，其銀行背簽之商業票據及短期國庫票據，認爲上等簽字之行號，在德國不及百家，就中僅有五十家擔任正式承兌人。銀行承兌票據之在柏林金融市場交易者，分爲二種：（一）短期票據（*Kurze Fische*），期限自三十日至五十五日；（二）長期票據（*Langes Sicht*），期限自六十六日至九十日。此二種票據之交易數額，皆爲五千馬克或較多。

戰後德意志銀行所佔承兌票據市場之重要地位，有驚人之發展，因該行爲市場之主要保證人及擁護人也。事實上票據利率係由德意志銀行與大銀行協商而定，德意志銀行所需要者爲備具三人名之票據，故直接向承兌銀行購入承兌票據。而銀行間則常彼此交換承兌票據，俾可增加簽字，以之貼現於德意志銀行。

戰前柏林承兌票據市場，在國內外擔任重要職務。一九一三年終，大銀行之承兌票據數達十八億五千六百萬馬克，一九一八年，減至二億三千萬。通貨膨脹時期，承兌票據，幾致絕迹於市場。迨一九二五年四月一日，柏林承兌票據市場復佔重要地位。雖其發展係在通貨穩定之後，但銀行承兌票據未兌付額在一九三〇年，已達十億馬克，就中六億七千萬馬克，係由德國大銀行創造。當時承兌票據之數額，蓋佔戰前未兌付額百分之四十矣。

法律對於各銀行創造承兌票據之數額，雖無限制明文，但在一九二五年春，柏林 *Stempelvereinigung* 會員銀行成立契約，限制承兌票據負債，以各行之資本及盈餘額百分之五十爲度。此種政策，與戰前實例銀行承

兌票據數額高至百分之百不同。限制之動機，蓋因購主之稀少，所以預防承兌票據壅塞市場，釀成利率高漲之流弊也。

德國銀行承兌票據未兌付數額之不大，一部分固由自動限制承兌信用之故。而德國承兌票據利率之高，於外國市場，實爲其最大原因。利率之高，使創造馬克票據爲不經濟，因而惹起德國進出口家以外國承兌票據爲投資交易之工具。柏林大銀行乃與外國協定承兌信用（Bambourstreditie）。一九三〇年終，柏林大銀行報告與外國訂定承兌顧客票據之數額，約有十九億八千萬馬克。一九三一年以來，外國人停止購買馬克承兌票據，德意志銀行與 *Seehandlung*，遂成爲承兌票據之最大購主。

除銀行票據外，商業票據之具銀行背簽者，亦得交易於承兌票據市場。其利率較之私貼現率，有時較高，有時較低，至不一律。此項票據之出售，如較貼現率爲高，足以表示其不合於德意志銀行之貼現或購買必要條件也。又可爲德意志銀行限制各顧客信用數額及該顧客爲承兌人或背簽人之解釋。具銀行背簽之商業票據，其出售利率常較上等銀行票據爲高。

德政府與普魯士州之短期國庫票據，出售於公共市場，與銀行承兌票據相同。戰前政府與普魯士州國庫票據之交易，同與銀行票據之交易佔重要地位。然戰後以至一九三三年之十一月，因德意志銀行所可獲得國庫票據之數，限於四億馬克，又因此項票據須具良好銀行之簽字，始可出售於德意志銀行，其在公共市場之交

易數量遂大減。國庫票據之在公共市場交易，其期限常不逾三月，又可為德意志銀行放款之擔保品。後者放額常以票據市價百分之九十五為標準。

一日放款 一日放款代表期限一日之放款，次日不必償還，得依雙方之便利而轉期。此項放款借主與貸主，均可於二十四小時內結束。其償還常在證券交易日十二時以前，一時後不得索還。若為交易所休假日，則以次日償付，其結算均經由票據交換所。大貸主非得借主之同意，不索還放款。反之若為中小規模之商店，則貸主往往向借主索款。此蓋因重要借主如大銀行，常有大宗資金，可逐日投放於市場，每當銀根緊迫，則不成立新放款也。

一日放款或有擔保品，或無擔保品，或成立於證券交易所，或成立於本行。Stempelvereiniguing之會員銀行，獲得一日放款，不供擔保品（*Mianko*），非會員銀行則常須提供擔保品（*Gebeckt*），其市價至少須有放款金額百分之一百二十五。大銀行間之放款，在簿記上常不採取放款方式，而以銀行餘額科目（*Notenguthaben*）表現之。

一日放款無公定利率，其在柏林之利率，由貸主與借主議定。適用之範圍，以次日為限；若係轉期，則另訂利率。他方面 Frankfurt之利率，係由票據交換所會員訂定，惟限於無擔保放款。有擔保放款之利率，則由貸主與借主議定之。

一日放款尤其是無擔保品者，係銀行用以應暫時現金之需要，或為剩餘資金暫時利用之途。是項短期資金之需要，發生於銀行之活動。顧客往往不時向銀行需要大宗資金，銀行則向有剩餘短期資金之銀行商借一日放款，而以合格期票向德意志銀行貼現，或易他種資產為現金，以資償還。例如 Seahamiltons 常向一日放款市場借取大宗款項，而用以貼現合作社之票據是也。

有擔保之一日放款，係由經紀人商店及小銀行用以應證券交易之需。因除股票交易在交割期成交外，多數證券之出售為即期，交易完成，即須交款。此種證券交易所需款項，常取之於一日放款市場，貸主大都為柏林大商業銀行及公共銀行。

一日放款市場，為銀行現金剩餘之尾閥，故銀行如遇資金有暫時之剩餘，即可以之投放於一日放款市場。此市場與其他市場關係密切，而以私人貼現市場（承兌票據市場）為尤甚。

一日放款利率雖常較私貼現率為低，但銀行寧以剩餘資金投放於一日放款，而當票據利率有上漲之趨勢時，更為顯著。此蓋因銀行放款於一日市場，可以隨時提取無損失之虞。他方面銀行投資於承兌票據，倘遇需要不得不出售票據，如適逢票據利率上漲，難免損失，一日放款利率常在月終證券交易所交割之際增高，有時超過承兌票據之利率，而借主則甯支付數日之較高利息，而不願擔負按月之中庸利息也。通常大借主之第一着為獲得一日放款。若其利率過高，則乞助於德意志銀行，若該行拒絕貼現或借款，則復轉而向公共市場設法

矣。

一日期款 (Terningeld) 此種放款與美國之聯邦資金市場相類，代表不超過一日之放款。其交易，常以支票交換。貸主給付借主以一張支票，可以即刻兌現。同時由借主給同額加入一日利息之支票於貸主，其期限則為次日到期。此種放款之宗旨，為銷除交換機關之負債餘額，因其章程嚴禁透支也。

定期放款 (Terningskuld) 此種放款，包括一月放款，半月期款，六月以內之長期放款及延期證券放款在內。關於金融市場之放款，交易發生，固於銀行。就在若干方面言之，此種放款與紐約金融市場之證券抵押放款，不無相同之點。但在柏林，大銀行無提供擔保品之必要，小銀行則須以高於市價百分之十至五十之證券，作放款之擔保品焉。通常擔保品不得低於放款金額百分之一百二十五。一月放款係作證券及商業交易之用，其利率非由各銀行議訂，乃決定於借主與貸主之間。然銀行常合作以從事於此種利率之訂定。上述各種放款，恆由大小規模銀行利用，以投放流動之資金。貸主對於擔保品，極為審慎。照例將來成交之股票 (Terningspapirer) 及有活動市場之證券，均在收受之列。定期放款倘遇轉期，借主須支付利息。所與一日放款不同者，一日放款常成立於同一所在地之機關，而定期放款之成立，則多為異地之機關也。

月終放款 月終放款，係由銀行利用以獲取短期資金，其期限以月終為止，或延長數日。後者之利率稍高。月終放款得以按月計算，即自月終起期至次月終止，或訂定較短期限，即月之某日起至月終止。Seehandlung

爲月終放款之最大貸主。

抵押放款 抵押放款乃銀行對顧客及其他金融機關，以證券或商品爲擔保之放款。戰前證券之用作抵押放款擔保品者，幾全爲債券，政府及各州市債券其最著也。今日證券擔保品包括大宗之股票，例如 *Bechtel's* 用品爲此項資金之最大貸主。其在近年來所成立之抵押放款，由股東擔保者，佔百分之八十至九十。借主所得之資金，用途不一，利率常較德意志銀行之抵押利率爲高，其變動常以抵押利率爲轉移。德意志銀行與其他金融機關，今訂定關於證券擔保品收受範圍之條例，以資遵守云。

延期證券放款 (Repost Loans) 與抵押放款相類似者，爲延期證券放款，其擔保品全爲證券。延期證券放款之宗旨，爲延長證券自一交割期至他交割期，期限常爲三十日。抵押放款爲直線之有擔保放款，其在延期證券放款，則貸主擔任借主之證券交易所債務，並訂明後者將來重復負擔其債務。茲將其運用方法，加以說明如下。

甲銀行代顧客購買證券，訂明六月底交貨。甲之顧客無力償付全數，請求甲將證券延期一月。假定甲不能投資是項交易，向乙借入延期證券放款。此項放款之處理，爲借主甲出售證券於貸主乙，以六月底爲期，而再購入七月底之期貨。保證會員將來契約之證券清算所 (*Liquidations-Kasse*)，接受此項通知。迨六月底交割期屆，清算所收入甲購買之證券，交付於乙，而收取其購價。至七月交割期，乙交付證券於清算所，記入甲之帳，一面

收回放款及一月之利息。全部交易，由清算所按照每種證券在交割時之清算價格清理，證券買賣之價格與清理價格之差異，收付當事人之帳。甲之顧客擔負利息，並將證券再行延期或出售。

抵押放款之貸主，對於證券仲縮額，應加以注意。延期證券放款之貸主，則有證券清算所對於償付放款本息收回證券之保證。延期證券放款成立於將來交易 (Terminpariure) 之證券，其利率常高於抵押放款。一部分由於抵押放款之使用者，常為銀行之正式顧客，具有大宗之存款。而延期證券放款之借主則否。故大經紀商之投資證券交易，多假手於抵押放款，而不假手於延期證券放款也。不甯惟是，延期證券放款，係專供證券交易之用。其利率大都以證券市場為標準。市場興盛則延期證券利率高漲。他方面若某種證券售數低落，則借主感受借入證券以應付交割之困難。證券之借主，同時為延期證券放款之貸主，不僅被迫放棄放款之利息，以獲得證券作交割之用，亦且被迫支付貼水於證券之貸主。延期證券放款之主要貸主，為 *Stempelvereinigung* 之會員銀行及公共信用機關。

第十六章 阿姆斯特丹——荷蘭銀行制度

歷史 阿姆斯特丹 (Amsterdam) 之爲國際商業金融中心也，濫觴於十五世紀葡萄牙與西班牙人探險所造成之商業革命。荷蘭人迫於該國海岸線狹隘，財源有限，不得已開始參加國際貿易之發展。其在十六世紀時之活動，集中於歐洲之貿易，迨該世紀末葉，始從事印度與新大陸之航行。

十七世紀初葉，葡萄牙大部殖民地，均有荷蘭人之足迹。至十七世紀末，荷蘭人幾獨占亞洲及歐洲西南部與波羅的海諸國間之貿易。此種貿易，及其佔有殖民地所生之利益，使國家流動財富，大量增加。又因十六世紀 Mannoe 自西班牙流入，不僅攜來流動財產，亦且攜國際關係以俱來，國富更形增加。此外三十年戰爭之結果，爲資本自德國及其鄰國流入。大宗銀行業務，昔之由 Antwerp 經營者，遂改趨於阿姆斯特丹矣。

荷蘭殖民地之發展，使荷蘭成爲商業國家，阿姆斯特丹成爲國際金融中心。阿姆斯特丹交易所 (Amsterdamsche Wisselbank) 組織於一六〇八年，未幾即佔歐洲交易所之最重要地位——非但證券，亦且包括商品。Amsterdamsche Wisselbank 爲古時著名銀行之一，創立於一六〇九年。十七世紀之中葉，承兌票據業務，開始發達。

阿姆斯特丹以其通行低利關係，躍居國際金融交易之中心。

荷蘭人與外國接觸頻繁，國內又無適當投資機會，均足造成投資外國之趨勢——此種趨勢，不僅限於資本家，亦且擴充至以年金或紅利度日之人。雖其商業權威，在十七世紀末葉，由世界最大殖民地商業國家之英吉利取而代之，然荷蘭人慣於投資國外，仍能繼續其所估之重要地位。例如當時英倫銀行與英國東印度公司股份三分之一，大不列顛公共債務百分之四十，均為荷蘭人所有。其勢力之大，可以想見矣。

荷蘭財政金融因拿破崙戰爭而枯竭。但威廉一世 (William I.) 於一八一四年即位，即努力從事於商業貿易之復興。是年創立荷蘭銀行 (Netherlands Bank)。一八二四年發起組織 *Nederlandsche Handel-Maatschappij*。該行今成為荷蘭之主要金融機關矣。荷蘭經濟，恢復極速。十九世紀之中葉，復獲得剩餘資金在國外有利投資之機會。美國鐵路及其他美國企業，均在經營之列。阿姆斯特丹昔日之金融威望，一部分隨以恢復。惟國際金融中心之地位，則因倫敦、紐約、巴黎、柏林崛起而退居於後。

戰爭與戰後時期：世界大戰及其對於主要歐洲金融市場之影響，使荷蘭金融市場之國際地位及組織發生絕大變遷。因荷蘭為中立國，故戰後荷蘭福祿令 (Dutch Florin) 獨不受多數歐洲國家通貨跌價之影響，而保持其在金融恐慌時期之穩定地位。外國資本逃亡之原於國內通貨跌價及苛稅者，大率以荷蘭為通逃藪，結果荷蘭金融市場之外國匯兌業務，增加甚鉅。

休戰後歐洲主要通貨趨於穩定，倫敦、巴黎、紐約各金融市場恢復常態，大宗外國資金自阿姆斯特丹提回。然阿姆斯特丹仍能保持戰爭甫發時所獲得地位之大部分，對於歐洲中部國家貿易投資之因戰爭而轉向者，今仍繼續辦理。多數外國銀行，尤其德國機關，創立於阿姆斯特丹，以參加此項業務，及管理外國資金之投資於荷蘭。阿姆斯特丹承兌票據市場，逐漸發展，今日遂佔歐洲大陸之重要地位矣。

一九三一年五月，歐洲金融恐慌，對於荷蘭有嚴重之影響。最初德國之不安狀態，引起德國資金流入阿姆斯特丹，增加荷蘭克爾達（Guilder）之力量。然其地位因一九三一年九月二十一日英國放棄金本位而發生危險。第一因荷蘭銀行蒙金鎊資產之損失，第二因金鎊跌價而起之競爭，足以危及荷蘭之貿易及航業。

英國放棄金本位之震動阿姆斯特丹市場，使市上發生一種流言，謂荷蘭亦將放棄金本位。荷蘭銀行乃起而闢謠，並發布否認聲明於該行之星期報告。一九三一年九月三十日，荷蘭銀行總裁 D. Vissering 宣布該行之保有金鎊，斷不妨礙發行銀行之任務，黃金本位必須維持，及通貨膨脹政策必不採用。荷蘭銀行此種態度，至美國放棄金本位後而仍不變更。穩定貨幣與幾分自由黃金市場之維持，及荷蘭銀行之能抵抗一九三一—三三年金融恐慌而未遭失敗，均足以增強阿姆斯特丹國際金融中心之地位。

銀行制度

荷蘭人為發展歐洲近代銀行業務之先鋒。（Amsterdamsche Wisselbank）創立於一六〇九年一月三

十一日之命令，爲古代歐洲最著名銀行之一。該行業務，猶之古代英國金匠，收受金銀條及錢幣作保管之用也。其所發行之金銀條存款收據，流通廣大，謂之銀行貨幣。厥後該行及其他同樣機關開始經營放款及墊款，迨十九世紀之末葉，乃有近代銀行之蜕化。

銀行之集中 直至本世紀之初，多數荷蘭銀行（*Nederlandsche Handel-Maatschappij*，爲著名例外）規模甚小，僅佔本地之重要性。迨戰事發生之前不多時，與英、德同樣之銀行集中運動，盛行於荷蘭，結果國內銀行業務之大部分，集中於少數主要機關之手。此項集中，半由於大銀行之吸收較小省銀行，半由於銀行間之非正式聯合繼續維持各個之獨立，但實際在同一管理之下。

資本與存款之比例 荷蘭銀行之特點，爲其存款總額對於資本與盈餘比例之小，可以一九三二年主要銀行資本及準備對存款之比較證明之（參閱表五十）。一九二九年荷蘭主要商業銀行資本與盈餘對負債（承兌票據及雜項帳除外）之比例，爲百分之二十八，其在主要英國銀行則爲百分之七·四，法國主要銀行則爲百分之九·五。荷蘭各銀行之資本額對於存款及國內財政上之需要，均覺鉅大。此種事實，足以爲銀行努力運用一部分財產於國際事業之解釋。

銀行存款在荷蘭之不發達，其原因由於荷蘭財務上有特殊之慣例。第一荷蘭商店及個人，常按照向例，以活動資產投資證券交易所之延期放款 (Prolongate Loans)，而不存於銀行。再則荷蘭人常以其儲蓄之款，

表 五 十
荷蘭主要銀行資本與準備對存款之比例

	(單位百萬 Guilders)		(1932 年終)
	資本與準備	活期與定期存款	資本與準備對存款之比例(百分率)
Nederlandsche Handel-Maatschappij	100	301*	32.22
Amsterdamsche Bank	104	169	61.53
Rotterdamsche Bank-Vereeniging	70	204	34.31
De Twentsche Bank	55	190	28.94
Incasso-Bank	36	76	51.31
合 計	368	940	39.14

* 包括東印度辦事處存款

購置證券而不存於銀行，故國民財富非如美國之由銀行管理，乃由人民自行管理。他種因素為銀行缺乏良好發展之支票制度，蓋有郵政支票局之競爭，事實上幾獨占資金之移轉也。此外則郵政儲金制度深得人民之歡心，他國人民餘資之存於銀行者，在荷蘭多存於郵政儲金局。若干自治市，尤其是阿姆斯特丹，多自行制定交換與存款制度。加以荷蘭商業之含有國際性質，使多數商店維持存款於外國，對於國內存款，均有不利之影響也。

荷蘭猶之若干其他歐洲國家，無普通銀行法之制定。銀行機關除中央銀行外，與他種企業有同樣之法律地位，既無政府之監督，又無按期刊布資產負債表之法定義務。其營業大體與歐洲大陸銀行相同，即從事於商業銀行及投資銀行業務是也。然荷蘭銀行與實業之關係，並不如大陸各國之密切。其操縱公司政策之勢力，亦不如德意志、奧大利、匈牙利及比利時之大。除經營商業與投資銀行業務外，銀行又經營證券交易所之任務及執行顧客所委任之事務。

荷蘭銀行可分為下列各種：一、普通銀行，二、省銀行，三、殖民地銀行，四、現金出納員，五、私人銀行，六、在阿姆斯特丹之外國銀行，七、承兌票據銀行，八、其他機關。

荷蘭銀行

荷蘭銀行 (De Nederlandsche Bank) 係按照一八一四年三月二十五日之法令，成立於阿姆斯特丹。此項法令不僅創立發行銀行，亦且介紹政府在拿破崙戰爭後之經濟復興計劃。而欲達此目的健全之貨幣制

度，視為不可或缺，又須賴有強固之中央銀行以爲執行。當初條例於二十五年後滿期，一八三八年八月二十一日，重行改訂。一八六三年十二月二十二日，又再改訂。一九一九年，加以修正。其適用期限，至一七三七年四月一日爲止。

荷蘭銀行乃一私人聯合組織之公司，已繳資本二千萬福祿令。投票股東，限於荷蘭國民。該行管理權操於管理部。該部爲總裁與一祕書——係君主就管理部與委員聯合會議所提出每種二人名單中擇定任命，期限七年——及二人以上之董事所組成。董事由股東選舉，期限五年。管理部又得委員五人所組織顧問委員會及十五人以上所組織委員會之助。該二委員會亦由股東選舉。顧問委員期限五年。政府對於銀行之監督，係由君主任命之皇家委員執行。銀行當局應於每星期在州公報 (Nether lands Staatscourant) 刊布一定格式之簡要銀行報告。所有每年資產負債表，並應呈請政府核准，若不按照條例辦理，往往遭政府之否決。

荷蘭銀行之營業，可從二方面分析之，(一)發行，(二)營業。

(一)發行 十七世紀閉幕以前，各種錢幣流通於荷蘭。以結果之混亂，政府乃於一五一六年後陸續發布公告，規定各種錢幣交換之價值。終十八世紀以迄一八〇六年，銀幣 Guilder 爲荷蘭之貨幣單位。自一八〇六年十二月十五日至一八四七年九月二十六日，荷蘭實行複本位制，厥後採用銀本位。迄一八七三年五月二十一日，因銀價跌落，結果停止銀幣之自由鑄造。自後二年，荷蘭通貨，不與任何金屬發生關係。但在一八七五年六

月六日，採行新貨幣單位（金福祿令），金屬含量為六〇四·八毫之純金，相當於美國貨幣之〇·四〇二〇元（舊時平價）。規定自由鑄造黃金。金福祿林（或克爾達）成為完全法幣。較大銀幣（半福祿令、福祿令及二·五福祿令，謂之 Rijksdaalder）仍保留法幣，一如銀本位時代。然銀幣之自由鑄造，則繼續在禁止之列。

最初銀行法關於鈔票之準備，無規定明文。調整之權，操於君主。一八六四年四月十六日，頒布法令，規定銀行對於鈔票活期存款及銀行讓渡證書，須維持金屬準備至少百分之四十。該條例重訂於一八八〇年六月二十日，關於準備額之其餘百分之六十，無詳細規定條款。故銀行有自由選擇資產之權。荷蘭銀行雖非唯一最初中央銀行之由法律限制維持活期存款之金屬準備者，亦當為其最初中央銀行之一分子。然活期存款與讓渡證書，僅代表銀行全體負債之小部分，故不影響其政策。所謂讓渡證書，乃銀行對於分行所發之即期匯票，期限至多見票三天，或不超過發票後八天。一九〇四年七月十八日，法律規定銀行鈔票為無限制之法幣，政府停止發行紙幣。該條例又訂定政府如在下列條件下，將喪失其所享之銀行利益：（一）允許任何機關發行鈔票，（二）政府在一九〇四年十月一日後決定發行鈔票。荷蘭銀行不發行較小於十克爾達之鈔票，在戰爭或有戰爭之危險時，銀行兌換鈔票之義務，得由命令暫時停止之。

該行金屬準備不僅包括黃金，亦且包括銀幣及金銀條。事實上在一九〇六年以前，白銀常佔準備總額之大半。外國匯兌之保存，及所存外國往來家之餘額，不得視為金屬準備。黃金之存入外國發行銀行，及在運送途

中之黃金，得爲金庫準備之一部。惟百分之四十準備額中，實際存於該行之庫中者，不得低於百分之八十。

荷屬貨幣制度之特點，爲中央銀行必須以其他法幣兌換鈔票，因其他法幣包括黃金與銀幣，銀行得自由選擇銀幣，故荷屬法律上並非採行金本位，但如戰前之法國，採行所謂跛行本位制。實際上荷屬銀行雖無法律上之義務，而仍維持荷屬通貨於金本位之下也。

一八八八年八月八日，修正銀行條例，授權該行投資外國票據。此種權力，結果引起克爾達匯價達黃金輸出點時出售外匯之實例。故該法使銀行資金得利殖之途，成爲黃金與貼現政策之工具。然外匯保有額之小，足以限制此政策之効力，銀行乃採取匯價達黃金輸出點時出售黃金之辦法。惟此爲銀行自由作用。迨一九〇三年，改訂條例，正式規定——因政府與國會之緊急要求——該行在可能情形下，按一、六五三·四四福祿令合純金一冠之定價，繼續出售黃金出口。該行又採取以定價購買黃金之計劃，但非法律上之必要義務耳。

荷屬在世界大戰時期，雖嚴守中立，但一九一四年戰事爆發，即感受不安之影響。是年七月三十一日，禁止黃金出口。此種禁令，使中央銀行出售黃金出口之舉，暫時停頓。該行所負一九〇三年法定之義務，遂由政府正式免除。同時中央銀行鈔票與其他活期負債之準備，最低限度自百分之四十，減至百分之二十。減低之宗旨，爲賦與銀行在非常狀態下之較大活動範圍。然準備額之低至百分之四十以下，僅在戰事發生之最初數月耳。政府又免除該行鈔票兌換現金之義務，然該行對於停止現金支付，非認爲必要，始終未曾行使此種職務也。

荷蘭銀行鈔票流通數，自一九一四年七月鈔之三一〇、四三七、〇〇〇福祿令，增至一九一八年終之一、〇六八、九四七、〇〇〇福祿令。蓋因大宗黃金輸入及國內票據貼現與證券墊款數額激增所發生之結果也。然鈔票之窖藏者為數極鉅，在一九一八年約有二億福祿令。故戰後實際流通之數，約為八億五千萬福祿令。一九一四年八月，荷蘭銀行鈔票流通數，因政府商同中央銀行發行銀債票（Zilverbon）而增加。此種緊急票據，乃法定貨幣，其單位有一、一·五與五福祿令數種，乃用以代替銀幣在當時之窖藏，幾致絕迹於世者。一九一八年終，銀債票之流通數約為七千萬福祿令。厥後逐漸收回。迨乎今日，所流通者僅有名無實之數額而已。

荷蘭銀行之活期負債，在戰時增加極速，而金屬準備之增加尤甚。自一九一四年之七月至一九一八年之十二月，該行獲得五二七、三二八、〇〇〇福祿令（按舊時平價合美元二一一、九八六、〇〇〇）之黃金，準備總額自一七〇、三四一、〇〇〇增至六九七、九八六、〇〇〇福祿令。後者之準備比例為百分之六〇·三，前者則為百分之五四·〇。

荷蘭黃金出口禁令，於一九二五年四月二十九日取銷，與英國恢復金本位，同時發生。荷蘭銀行於是乎回復戰前在黃金輸出入點內維持福祿令之地位矣。該行所受一九〇三年條例之束縛，其修正條文有外國發行銀行，倘在貨幣跌至黃金輸出點時，不輸出黃金，則荷蘭銀行無出售黃金出口於該國之義務。該行金屬準備自一九一八年之最高峰，跌落甚鉅，但獲得大宗之外國票據。流通鈔票與存款低至平常水平線，當恢復兌現之日，

該行準備比例爲百分之五三·五。一九二九年一月四日，頒布命令，恢復金屬準備百分四十之比例。此爲一八六四年至一九一四年七月三十一日間所實行者。雖準備比例除一九一四年之最後數月外，常維持百分四以上，故此種計劃，僅成爲理想上之重要而已。

一九二五年，該行貨幣政策，發生二種變遷，至一九三一年，始不得不取銷。第一該行開始在調整外國匯兌之匯價方面，擔任重要職務。此種政策，發軔於戰前，但是時外匯之保存額甚微（在戰前五年平均不逾一千五百萬福祿令），欲求政策生效，殊爲不可能。外匯保存額之增加，由於一九一九年取銷銀行法關於規定銀行不得保存外匯大於金屬準備超過法定限度數額至二星期之條文。戰後該行始獲得巨額之外國票據。一九二五年四月，外匯保存額，約有戰前之十倍。在一九三一年九月二十一日英國放棄金本位以前，外國票據保有額平均在二億福祿令之上。自有此鉅額資金，而該行遂能在外國匯兌市場，努力行使其莫大之權力焉。

戰後調整外匯匯價，較之戰前尤難，半由於阿姆斯特丹鉅大外國餘額之增加，半由於荷蘭外國貸主地位之增加重要性。關於外匯政策，荷蘭銀行一九二五——二六年年報，曾加以說明如下：

「吾人外國票據之現在保有額，應較戰前爲鉅，俾可增加繼續管理匯兌市場之能力，此義盡人皆知……大宗外國款項，以荷蘭爲安全之通逃藪……此種外國資本，可爲本國資金充斥之解釋，然荷蘭隨時有被外國提取大宗資金之危險，其如何發生之理由，殊非吾人所可控制，堪爲隱憂者也。是故大宗外國票據之保

有，與大宗庫存之黃金，足爲不可避免之砒碼，使荷蘭貨幣得賴以維持於不敵。」

維持大宗外國票據保有額之政策，採行於荷爾，直至一九三一年七月，德國銀行發生恐慌之時。迨是年九月二十一日，英國放棄金本位，始正式放棄。其變動情形可於表五十一觀之。

表 五 十 一

外國票據保有額與金屬準備1930—1933

(單位百萬福祿合)

總 月	1930		1931		1932		1933	
	外國 票據	金屬 準備	外國 票據	金屬 準備	外國 票據	金屬 準備	外國 票據	金屬 準備
一 月	217.1	466.0	250.7	463.3	83.7	900.0	73.4	1,054.1
二 月	200.7	464.1	27.2	476.9	84.3	905.1	73.4	1,045.7
三 月	204.2	459.8	217.9	430.2	84.4	904.0	72.8	972.4
四 月	213.2	457.9	223.9	485.4	88.6	931.5	73.2	952.7
五 月	236.2	458.7	223.7	486.8	88.6	978.7	73.4	860.2
六 月	237.7	458.4	228.5	535.8	68.7	1,001.8	73.2	791.8
七 月	240.6	417.3	228.7	621.5	69.0	1,034.2	21.5	797.1
八 月	234.3	415.3	230.0	683.0	71.3	1,050.8	1.2	850.9
九 月	242.9	414.2	218.8	734.8	71.3	1,052.7	1.2	865.7
十 月	250.5	449.9	99.8	865.6	71.3	1,053.9	1.6	9.9.9
十一 月	249.4	451.4	66.4	928.7	71.3	1,053.2	1.4	948.5
十二 月	246.8	450.3	85.3	914.0	71.3	1,056.1	1.4	948.3

阿爾斯特丹
荷蘭銀行制度

該行因英國放棄金本位而蒙外匯之損失，足以證明此種資產之含有非常危險性，因而不得不剝奪外匯充通貨基礎及用作維持貨幣兌換平價之資格。Dr. G. Vissering 自一九一二年十一月以來，曾任荷蘭銀行總裁，爲此政策之擁護人，乃於一九三一年十月十二日，引咎辭職。荷蘭遂開始將所存紐約之餘額，易爲黃金。

當英國放棄金本位之際，荷蘭銀行所存金鎊餘額共爲一〇、七六〇、七九五金鎊，就中以二、四九六、七九五金鎊，按九·五五福祿令合一金鎊之價出售（黃金平價爲 Ft. 12.101 合一金鎊），又以七百八十三萬九千金鎊（所餘之四十二萬五千金鎊，存入國際清算銀行），約定將來交付於荷屬東印度政府而出售，其匯率係按交付日之價格計算，最低限度爲九·二五，最高限度爲九·四五福祿令合一金鎊。荷屬東印度政府運用此項金鎊餘額，以收回二種金鎊放款，其到期一爲一九三三年七月十五日，一爲同年八月十五日。此項協定修正於一九三三年三月十五日之條例。因此荷蘭銀行按九·二五福祿令價格，交付荷屬印度政府八百二十六萬四千金鎊。故荷蘭銀行所蒙金鎊餘額之損失，爲二九、八八九、四〇八·一五福祿令，或略少於銀行資本之一倍半。一九三二年五月二十七日，頒布條例，授權荷蘭銀行將該會計年度截至一九三三年三月三十一日止，該行所蒙之匯兌損失，付政府之帳，其限度以減少公積及特別公積八百萬福祿令所不足彌補該項損失數爲準。該行除應用是年純益四、二五五、五五八·四一福祿令，及由公積與特別公積提出六、三〇二、六五四·五七福祿令彌補外，該項損失減爲一九、三三一、一九五·一七福祿令。此數以特別無

利放款名義，付荷蘭政府之帳。

上述條例，規定該帳以隨後數年盈餘，逐漸攤還，因而一九一九年銀行條例之第八條及第三十一條，曾經修正於一九二九年六月二十五日之條例者。關於銀行利益之分配，暫時停止。所有銀行分配盈餘新計劃，發生効力，至全部債務銷除為止。該項債務由該行一九三二——三三年盈餘中，提還一百萬福祿令，再由一九三三——三四年盈餘中提還一、三三四、一〇三・八〇福祿令。一九三四年三月三十一日所餘之債務，爲一六、九九六、四九一・三七。此種辦法使年來國家利益股東股利大形減少，但他方面使銀行全部資本及盈餘之一部，得以保全。自一八一四年該行成立以來，會計年度（一九三二年三月三十一日止）第一次發生虧耗，停止股息。回溯一九一九——二〇年至一九三〇——三一年以來，該行由外國票據與餘額方面所獲得之利益，爲八六、六九〇、〇三三福祿令，或佔全部純益百分之六十三。除去因金鎊餘額所蒙之損失外，所餘該期之純益，爲五千六百萬福祿令。

一九二五年之他種變遷，爲金幣在國內流通之實驗。戰前中央銀行之政策，爲集中國內黃金於其庫中。此種政策因自由選擇金或銀兌換鈔票而生效。該行在戰前之黃金庫存，僅爲一億六千二百萬克爾達，殊不足以維持黃金之流通。治黃金庫存增至四億五千萬克爾達之時，該行以爲足資應付公眾之需要，乃於一九二五年十一月開始以金幣流通國內，同時減低黃金購價，自一、六四八福祿令減至一、六四七・五福祿令。純

金一冠。自一九二五年十一月十七日至一九二七年三月三十一日，該行共發行十克爾達金幣三千一百五十萬福祿令，然大部分國內流通之金幣因溢價而出售於外國。該行乃逐漸限制金幣之發行，最後於一九三一年三月三十一日完全停止發行。

(二)營業 荷蘭銀行除執行唯一發行銀行之任務外，又經營普通銀行之業務。法律規定該行須設分行一所於 Rotterdam，每省至少設代理店一所，他處設往來店若干所。一九三四年三月杪，該行共有一分行，十七代理店，及七十九往來店。

該行之營業，明白訂定於銀行法及條例中。至對於公共利益之交易為銀行所未規定者，則由政府授權該行辦理。該行之營業為貼現匯票、期票及債券、經營墊款（抵押放款）、買賣貴金屬、票據、支票、電匯及其他外國支付之商業票據、收受活期存款、供給轉帳交換與收取之便利於顧客、保管證券與其他貴重物品、及出售分支行往來之讓渡證書（匯票）。該行又為政府及若干政府機關如郵政儲金局之財政代管人。銀行法規定該行不得經營無擔保之信用放款。該行並不得經營不動產契據放款。該行不從事於公共市場交易之運用，其投資類由法律限制，以資本與盈餘為限。該行所往來之當事人不受限制，大部分營業係與私人商店及私人往來。

貼現 銀行法授權荷蘭銀行貼現下列票據：

一、匯票、期票之具二人或二家商店以上之簽字，各負全數之責，而其期限不較長於商業習慣所需要者。

二、還本期限在六月以內，並有貼現人員全數保證責任之債券。

戰時及在戰後數年，除事前該行有相當之接洽及承認票據之創造外，所有荷蘭與外國及外國間交易所發生之票據，均失去其向荷蘭銀行貼現之資格。通常對於荷蘭商業或航業利益有關係之交易，均加以承認，故票據本身之健全，不足為接近該行之保證。外埠付款票據，多為該行所拒絕也。

每次交易之須得中央銀行預先承認，使各關係方面，感受困難。該行乃於一九二二年四月，宣布下列承兌票據原則上合於貼現資格，可不必預得該行之核准。

一、關於銀行承兌票據

(甲) 投資荷蘭或荷屬印度之進口貨物，出票人為外國出口商，承兌人為荷蘭之銀行，並經以文書或報單向承兌銀行證明代表票據對價之貨物已交付或輸送於荷蘭或荷屬印度。

(乙) 在償還信用下所開之票據，由荷蘭之銀行給付信用於荷蘭或外國商店，而經上述銀行承兌，惟償還信用限於因商店流動商業而發生，為數並不過鉅者。

二、關於荷蘭承兌人非為銀行之票據

屬於荷蘭進口貨物之票據，由外國出票，向荷蘭進口商店支取，而經其承兌，荷蘭之銀行，以之貼現，但承兌商店須為荷蘭商店，且須設在荷蘭，並經以文書或報單向荷蘭之銀行，證明代表票據對價之貨物，已

交付或輸送於荷蘭或荷屬印度。

此種規定，志在排斥純正自能清償商業票據外之其他票據。然對於他種發生於荷蘭與外國或外國間交易之票據，其合格與否，事前仍須得荷蘭銀行之承認。一九二五年三月一日，該行修正合格條款，昔之規定關係荷蘭商業或航業利益者，今改爲不與荷蘭利益衝突之交易。一九二四年，荷蘭人與外國銀行在荷蘭創立之三家貼現商店，其承兌票據，得以根據此基礎貼現。荷蘭銀行又爲發展荷蘭之國際承兌票據市場起見，宣布自能清償之商業票據，爲一九一四年後成立於荷蘭之外國銀行所貼現者，得認爲合格，惟此等外國銀行，須按照荷蘭公司營業耳。然每種承兌票據，仍不能免除事前之接洽。此條廢除於一九二七年四月。外國銀行乃得與荷蘭銀行受一九二二年協定之同樣待遇。

一九三二年與一九三三年國際貿易之縮小，使承兌票據數額，爲之大減。銀行投放短期資金而不損銀行流動性之出路，因而壅閉。荷蘭銀行乃宣布外國國庫票據合於再貼現之資格。該行一九三三——三四年年報之言曰：

「就某種情形而言，吾人應銀行之要求，宣布合於再貼現資格之票據，有多數三月期法國與比利時之國庫票據，其貨幣爲克爾達，付款地則爲阿姆斯特丹，此外則有若干殖民地及企業之同樣票據，而爲法比政府所保證者。吾人之承認此項票據再貼現，益以金融市場票據稀少，銀行流動資金咸感覺取利殖用途之困

難也。」

貼現銀行須按期填送資產負債表及損益表於荷蘭銀行，並加以相當說明。荷蘭銀行有權稽核貼現銀行之文書及帳簿。該行並得拒絕任何票據之貼現而不聲明理由。

整款 通常荷蘭銀行營運資本約有百分之三十用於整款或有擔保之放款，其用於投資國內票據者約佔百分之二十。此項整款可分為三種，即普通整款、活期整款及對於政府之整款是也。

普通整款係以證券、貨物、棧單、錢幣或金銀條，及合於貼現之票據為擔保之放款，期限常為一月；若在到期前二日，雙方不發通知，得以按同樣期限自動轉期。整款之大部分，係屬轉期，然借主之偶然需要短期資金者，常存入擔保品於荷蘭銀行。以此為擔保而獲得活期放款，即所謂透支是也。短期抵押放款最短期限為八日，活期之透支則為每日償還。銀行條例規定荷蘭銀行須以活期帳放給國庫，而取得國庫票據為擔保品，總數不逾一千五百萬之整款，不給利息；但當政府發行通貨票據（一九一四年之銀債票不認為此條之票據）及金屬盈餘——即正金與金銀條超過法定最低限度百分之四十——低至一千萬克爾達之下，則為例外。

近六年來整款之逐日平均數，列表如左：

表 五 十 二

荷蘭銀行每日平均墊款 1928—34

(單位一千福祿令)

	1928-29	1929-30	1930-31	1931-32	1932-33	1933-34
普通墊款	88,035	73,750	57,644	57,429	48,180	36,841*
活期墊款	20,752	24,477	33,747	44,887	36,121	35,324
政府墊款	<u>7,079</u>	<u>7,541</u>	4,919	1,263	853	2,167
	115,867	105,768	96,310	103,579	85,154	74,332

* 對於來印度清理金鎊餘額之放款除外

國際
金融
市場

貼現率與放款利率 荷蘭銀行放款利率之低廉穩定，歷有年所。即在一九二九年之秋，紐約需要大宗資金，用以投資證券，使全世界利率，急遽增加，超出常軌，荷蘭銀行仍能維持貼現率在五厘半。是時英倫銀行之貼現率被迫提高至六厘半，而紐約聯邦準備銀行之貼現率，則為六厘也。

國內票據貼現之利率，普通謂之貼現率。對於期票之貼現，則另定利率，通常較票據利率高半厘。抵押放款利率（證券交易所擔保品為抵之放款）則又較期票利率略高。一九二九年三月二十五日，該行停止外國證券之特殊抵押利率。其在平時，常較國內證券放款高半厘。利率之差異，造端於一八六五年之十二月。當時係用以遏止外國證券之投機，今則非復必要，因荷蘭銀行僅承認小部分外國證券之在阿姆斯特丹證券交易所交易者，作放款之擔保品也。當銀根緊急之際，活期墊款利率，常較普通利率高一厘，金融和緩則相同。

表五十三指示近年來各種貼現與墊款之平均利率。

表 五 十 三
平 均 利 率
(1926—34)

	1926—7	1928—9	1929—0	1931—2	1932—3	1933—4
貼 現 率	(百分率)	(百分率)	(百分率)	(百分率)	(百分率)	(百分率)
票 據	3.50	4.52	4.96	2.57	2.52	2.87
期 票	4.00	5.02	5.46	3.07	3.02	3.37
放 款 利 率						
國 內 證 券	4.08	5.02	5.47	3.32	3.05	3.37
國 外 證 券	4.58	5.51	5.47	3.32	3.05	3.37
貸 物	4.00	5.02	5.47	3.32	3.05	3.37
正 金	4.00	5.02	5.47	3.32	3.05	3.37
活 期 整 款	5.08	6.02	6.18	3.32	3.05	3.37

存款 荷蘭銀行收受公衆、銀行及政府之活期存款。但公衆存款比較少數，政府存款更爲式微。平時存款總數之平均額，不滿四千萬福祿令，或二倍於該行之資本，而法蘭西銀行之存款，則有資本之四十四倍。荷蘭之普通銀行（見下文），無維持準備餘額於荷蘭銀行之義務，因投放流動資產於延期放款，可得較大之利益，故其存入於中央銀行者，爲數至少。該行對於此種餘額，向不給利息。存款之增加，足以表示各銀行及公衆之剩餘資金不能得利殖之途，或商業銀行之力求高度流動性也。自一九三一年七月，德國發生銀行恐慌，活期餘額，逐漸增加，一九三三年一月，超過三億克爾達之上。是年餘額之變動，常在二億與三億克爾達之間，迨一九三四年四月減至一億克爾達以下，至一九三四年一月，又增至二億克爾達。

其他銀行組織

普通銀行 荷蘭銀行事業之大部，係由若干大組織經營。因其活動範圍之廣大，世人常稱之爲普通銀行（General Banks）。普通銀行之資本與盈餘，超過五千萬福祿令者，爲 *Nederlandsche Handel-Maatschappij*, *Amsterdamsche Banks*, *Rotterdamsche Bankvereeniging*, 及 *Tweantsche Bank*。規模較小之 *Incasso-Bank* 亦隸此集團。此等組織在一九三二年終之地位上比較，可於表五十四觀察之。

表 五 十 四

主要普通銀行之地位上比較

國際
金融
市場

(單位百萬克爾達)

	實 準	本 與 備	活期與定 期存款	現金銀行 欠款每 日放款	票據與國 庫票據	資產合計
Nederlandche Handel- Ma tschappij*	100		301	87	108	447
Amsterdamsche Bank	104		169	116	22	295
Rotterdamsche Bank- Vereeniging	70		204	48	92	292
De Twentsche Ba nk	55		190	27	62	236
ncasso-Bank	39		76	11	26	121

* 包括東印度辦事處

The Nederlandsche Handel-Maatschappij N. V. 成立於一八二四年，由威廉一世發起。其宗旨爲恢復荷蘭海外貿易及發展東印度公司之用。一八四二年，該行獲得代表東印度政府在荷蘭之法律上獨占權，自普通商業進展而爲世人所稱之 Ochunbank，遂從事於東印度各種種植之投資矣。一八八〇年，巴達維亞 (Batavia) 分行以所居東方總行之地位，開始經營國際銀行交易。未幾該行完全停止直接經營商業，而轉趨於普通銀行業務。此項變遷，至一九〇三年完成，開始在荷蘭收受公衆存款。降至今日，成爲荷蘭之最大金融機關。除總行設在阿姆斯特丹外，保持二分行於荷蘭；又於荷屬東印度設辦事處十六所；英屬印度海峽殖民地、中國、日本及阿拉伯，設辦事處九所。

The Amsterdamsche Bank 係德奧及荷蘭銀行在一八七一年所組織。其宗旨乃用以聯絡德荷之金融市場。該行一九二四年與 Twentsche Bank 及 德英瑞典銀行聯合組織國際銀行 於阿姆斯特丹，以投資國際之交易。

The Rotterdamse Bank-Vereeniging 創辦於一八六三年。其宗旨爲投資東印度之私人企業。後者因當時政府退出種植企業，及此種事業逐漸移轉於私人方面，正在組織之中。一八七二年，該行鑑於遭蒙絕大損失，自東印度撤回，專從事於工商業之投資。一九一一年，與 Deposito en Administratie Bank of Rotterdam 合併。一九二九年吸收聯絡機關 Nationale Bank-Vereeniging。該行已繳資本自原有五百萬福祿令。

增至一九一三年之三千萬，一九一九年之七千五百萬福祿令。然因戰後通貨收縮之結果，資本在一九二四年減為五億，盈餘自三千七百萬減至二千萬克爾達。一九三四年一月一日，資本與公積共為六千五百萬福祿令。該行共有分行一百五十處，分布於國內。

The Twentsche Bank 創立於一九一六年終，接管 Twentsche Bank-Vereeniging, B. W. Bijdenheim & Co.之事業。該行創立於一八六一年，其主要業務為投資輸往爪哇之貨物。B. W. Bijdenheim & Co. 在一八五八年分設倫敦，今為 Twentsche Bank 之分行，但因某種原因，繼續保留原有之名字。Twentsche Bank 常特別注意荷蘭實業之發展。該行共有分行七十處，分布於荷蘭。

The Incaaso-Bank 創立於一八九一年，經營商業銀行業務，最初資本十萬四千福祿令，十年間增至五百萬福祿令，一九二八年達三千萬福祿令。該行在戰前即從事於證券業務，戰時及戰後更為發達。該行共有分行四十處，分布於荷蘭。

省銀行 此等銀行含有地方性質，佔阿姆斯特丹金融市場之重要地位。省銀行之最重要者，為 Geldersche Creditvereeniging，資本一千二百四十萬福祿令，及 Friesche Bank，資本四百萬福祿令。

殖民地銀行 殖民地銀行，擔任阿姆斯特丹金融市場之重要職務。其於荷蘭國際地位之造成，與有力焉。此等機關之重要，蓋因投資穀物之際，為大借主。迨穀物銷售於市場，則為短期資金之大貸主也。殖民地銀行分

爲二類：(一)發行鈔票銀行，包括 *Javanche Bank* 及 *Surinamische Bank*；(二)其他殖民地銀行，無發行鈔票之權。

Javanche Bank 爲殖民地銀行中之最古而又最重要者，創立於一八二七年。其宗旨爲經營爪哇之銀行業務。該行有發行鈔票之特權，其單位不低於二十五福祿令。該行得貼現票據經營以證券及商品爲擔保之整款買賣金銀，擔任政府與各公共機關之財政代管人，及從事於發鈔銀行之各種普通銀行業務。一八六四年以前，該行之活動限於爪哇。是年設分行於蘇門答臘。一八六五年又設分行於 *Coloeng*。自一八九一年以來，該行開設分行於阿姆斯特丹。開設以前，其歐洲業務之大部，係委託 *Nederlandsche Handel-Maatschappij* 代理。除總行設在巴達維亞外，該行在一九三三年分設代理處十七所於該半島之主要都市。該行歐洲業務之大部，包括外國匯兌交易及暫時資金之投資，係經由阿姆斯特丹分行辦理。

其他殖民地銀行之有發行鈔票權者，爲 *Surinamische Bank*，創立於一八六四年，以供給銀行便利於 *Surinam* (*Dutch Guiana*) 爲宗旨。總行設在阿姆斯特丹，常駐董事二人，管理 *Dutch Guiana* 京城 *Paramaribo* 之分行。 *Surinamische Bank* 之職務，與爪哇銀行相類似，惟其營業範圍及其在阿姆斯特丹金融市場所佔之重要地位較小耳。

除上述殖民地銀行外，較佔阿姆斯特丹金融市場之重要地位者，有三銀行，均無發鈔之權，即 *Nederland-*

Nederlandsche Handelsbank, Nederlandische-Indische Escompto Mij. 及 Koloniale Bank 是也。此三銀行各設機關於阿姆斯特丹，故其於阿姆斯特丹之成爲國際金融中心，頗具助力。就中 Nederlandische-Indische Handelsbank 最爲重要。該行係在一八六三年創立於阿姆斯特丹。最初爲農業銀行，專從事於發展荷屬東印度之種植。一八八四年，農業方面之營業移轉於 Nederlandische-Indische Landbouw Maatschappij。該行活動，限於純粹銀行交易。除在 Rotterdam 及 Hague 設機關外，又於荷屬東印度設分行二十處，並設分行於日本、中國、英國、印度及海峽殖民地。

Nederlandsche-Indische Escompto Mij. 係在一八五七年創立於巴達維亞。阿姆斯特丹分行設立於一八九六年。其活動限於普通銀行業務。Koloniale Bank 創立於一八八一年，專從事投資大種植——尤其是糖——於爪哇及蘇門答臘。一九三二年終，此三機關之資本與準備共有一億四千七百萬克爾達。

Cultuurbank 與殖民地銀行相類似而營運較有限制者，爲 Cultuurbank。其營業係以投資種植之發展及穀物之銷售爲主。所運用者爲固有之較大資本，及以發行債券獲得長期資金。不僅管理直接保有之種植，亦且管理他人之所有者。以資賡補，嚴格言之，此等銀行與其稱之爲銀行，無庸稱之爲財政管理組織。其對於阿姆斯特丹金融市場所佔地位之重要，蓋因其在穀物收穫之後，投放大宗資金於阿姆斯特丹市場也。近年來大宗流動資金，用之於承兌票據。

阿姆斯特丹現金出納員 現金出納員 (Kasier) 爲阿姆斯特丹金融市場之特殊設置。其在荷蘭已有數百年之歷史。一六〇四年之政府命令，曾見明文。當初現金出納員之職務，與倫敦之金匠相類。彼等收受保管商人之現金，而供其提用。因被禁止投資或貸放所委託之資金，故對於收受保管，徵收手續費。一八三八年之商法，有下列之解釋：「現金出納員收受現金，代爲保管，並供提用，而徵取特定之報酬或手續費。」

自一六二二年六月，阿姆斯特丹市府以命令規定現金出納員之事業後，現金出納員之數大增。一七七〇年及一七八〇年間，阿姆斯特丹一處，現金出納員爲五十四，一八六〇——六一年，增至八十，一八七八——七九年又增至二百十六，其在一八九〇——九一年，更增至二百五十。十八世紀之末葉，阿姆斯特丹商人之支付，均經由現金出納員。此種支付，引起出納員間交換制度之創立。其時遠在倫敦銀行票據交換所組織之先也。現金出納員逐漸開始以顧客存款，作貼現票據及有擔保放款之用，因而成爲銀行家，限制其活動於收受存款貼現商業票據及以貨物與證券作擔保之墊款矣。

今日荷蘭有二現金出納機關，即 *Associate-Omsa* 及 *Kas-Vereniging N. V.* 是也。所在地均爲阿姆斯特丹，成立於一八〇六年，保留出納員法律上之固有意義。對於存款，不給利息，而以現金保存之。其原有資金，則用於短期有擔保放款。一八六四年 *Associate Omsa* 組織聯絡機關 *Rechts-Omsa*，允許給付存款利息，而以存款投資於票據、延期放款及（不超過百分之二十五）證券。

Kasierbank 在一八六五年由私人現金出納員商店組織，以經營類似倫敦股份銀行之業務為宗旨。該行收受活期及定期存款，僅給利息於後者。該行貼現票據，及經營以商品與證券為擔保之墊款。一九二九年，吸收第三現金出納機關 Outwangen Beheer。該機關成立於一八一三年，至一八七四年改組為公司。以上二機關，均無分行之設立。

所與商業銀行不同者，現金出納員不從事於證券之發行，又不得給付無擔保之信用，但為他銀行及阿姆斯特丹證券交易所之代理收款機關。後者除現金餘額外，又維持大宗證券於現金出納員，以此為擔保而獲得短期放款。益以現金出納員保有國內重要商人與銀行之大宗存款，而為其交換中心也。

近年來現金出納機關，擔任阿姆斯特丹金融市場之重要職務，其地位堪與倫敦金融市場之貼現商店相伯仲。銀行常維持存款於二現金出納員，出納員則與荷蘭銀行往來。向出納員支取之支票 (Kassierscheques)，中央銀行視作現金，同樣收受，與向他銀行支取之支票不同。現金出納員之流動地位，可從表五十五所列一九三二年終 Kasierbank N. V. 之資產負債表觀察之。

表 五 十 五

Kasvereniging N. V.

(單位千福祿令)

資 產		負 債	
現金	3,302	資本	11,500
荷蘭國庫票據	19,020	盈餘	3,385
貼現	17,052	年金	1,765
延期及一日放款	13,114	存款	22,894
證券	11,510	活期存款	50,608
有擔保活期存款	22,567	其他負債	843
房屋及存貨	1,430		
	<u>90,995</u>		<u>90,995</u>

私人銀行

除聯合銀行外，私人銀行對於銀行基構之勢力，仍未可忽視。此種地位之造成，蓋由於普通荷蘭人常視小銀行作財政顧問，願與往來，而不欲仰大銀行行員之鼻息也。私人銀行之最要者，為 H. O. G. & Co.，創立於一七三二年；R. Mees & Zoonen，創立於一七二〇年；Lippmann Rosenthal Co.，創立於一八五九年；及 Pierson & Co.，創立於一八七五年。此等銀行在阿姆斯特丹金融市場，頗為昭著，尤其是發行機關。

雜項機關 猶之其他重要國際金融市場，阿姆斯特丹有多數特種金融機關，從事於國際交易。屬於此類者，爲（一）國際承兌票據公司，（二）羊毛銀行，（三）外國銀行，及（四）荷蘭海外銀行。其成立係得國內外資本之助。

（一）國際承兌票據公司 其最重要者爲荷蘭承兌票據公司，阿姆斯特丹國際銀行及國際信用公司。此等機關，均創立於一九二四年。其主要業務爲創造及貼現發生於國際貿易之承兌票據。

（二）羊毛銀行 該行成立於一九二四年十月，爲 Wolfinanciering Maatschappij 之繼承者。其宗旨爲投資羊毛之輸入阿姆斯特丹，由中心以分配於大陸。因羊毛銀行之活動，大宗發生於輸送羊毛之票據，以克爾達表示。此種事實，大有造於福祿令票據之發展。一九二六年，該行承兌福祿令票據，共達五千九百萬福祿令；此外又承兌多數之金鎊票據。

（三）外國銀行 外國銀行中有在戰前成立者，Banque de Paris et des Pays Bas 是也。然大多數成立於戰時及戰後，就中以德國銀行爲較佔重要地位。戰後尤其在一九二三年馬克穩定之後，德國銀行幾無一不設立聯絡機關於荷蘭，或取得現存銀行之股份，或參加阿姆斯特丹新銀行之創辦。聯絡機關所擔任之職務，與戰前德國之倫敦分行相同。此等發展，引起荷蘭當局之不安。然一九三一年五月至九月之金融恐慌，不僅使此種運動，因而停止，亦且促德國聯絡機關及阿姆斯特丹銀行股份之清理。

德國銀行之設立聯絡或輔助機關於阿姆斯特丹其最重要者如下：(一) The House of Mendelssohn & Co. of Berlin 在一九二〇年設立聯絡機關於阿姆斯特丹進展甚速頗佔該市場之重要地位。

(二) 國際銀行 M. M. Warburg & Co. 在一九一九年以 Warburg & Co. 名義設立一商店於阿姆斯特丹。(三) Deutsche Bank 設分行於阿姆斯特丹。當該行合併於 Disconto-Gesellschaft 之時，由 Handel-Mantchappij H. Albert de Bary & Co. 吸收；後者為 Disconto-Gesellschaft 之聯絡機關，成立於一九一九年。(四) The Firm of Proehl & Gutmann 組織於一九一八年為 Dresdner Bank 之代理。(五) 阿姆斯特丹國際銀行與 Darmstaedter und Nationalbank 有密切之關係。事實上每德國重要銀行均設立輔助或聯絡機關於阿姆斯特丹。此外若干他國，包括美國與南非洲機關亦設代表於阿姆斯特丹市場。

(四) 荷蘭海外銀行 荷蘭外國貿易之發達及荷蘭為數世紀以來商業國家之事實，引起海外金融機關之發展。(一) The Hollandse Bank Voor Zuid-Amerika (荷蘭南美洲銀行) 創立於一九一四年，設分行於 Argentine 及 Brazil。一九三三年該行吸收 Hollandse Bank Voor de Middellandische Zee (荷蘭地中海銀行) 後者係由上列機關與 Botterdamse Bank-Vereeniging 及若干非銀行商店在一九一九年所組織。(二) Nederlandsche Bank Voor Zuid-Afrika (荷蘭南非洲銀行) 成立於

國際金融市場

一八八八年，總行設在阿姆斯特丹，分行設在南非洲者，約有二十處。

第十七章 阿姆斯特丹——金融市場與證券交易所之運用

阿姆斯特丹短期資金之重要市場有二，卽抵押放款市場及承兌票據或貼現市場是也。此外固不乏他種市場，如期票及國庫票據等類，然最估勢力者，厥惟上述二市場。

抵押放款

抵押放款 (Loans on Securities) —— 尤其是延期放款 (Prolonged Loans) —— 之用爲投資短期資金中心也，在荷蘭極爲通行，爲時亦頗久。戰前此等放款市場，超越其他市場，使國內大部短期資金，獲得利用之途，其重要可於表五十六觀之。該表乃荷蘭銀行總裁 Dr. Vissers 在戰事甫發之際所調查者。抵押放款三億四千五百萬福祿令中，有三億二千五百萬福祿令或百分之九十四代表延期放款。

世人對於抵押放款之信仰，因一九一四年七月二十九日至一九一五年二月九日大宗放款凝滯而大受打擊。是時交易所關閉。除少數例外，收回放款通知，均不能發給。此種事實，與戰爭所發生之變動情形，減少抵押放款之重要性。迨乎今日，此市場未可與曠昔同年而語矣。

抵押放款可分為三種：(一)通知放款 (一日放款) (二)一月放款 (Promote) (三)三月放款 (Bearing)。此等放款原則相同，所異者，期限之長短耳。

表 五 十 六

對於阿姆斯特丹抵押交易公會會員之抵押放款

(單位：盾 萬盾)

(1914年七月終)

其權得由於	通知放款	通知放款	款	款	活期放款	總數
1. 證券交易所外之業主	201,000,000	3,500,000	200,000	5,300,000	210,000,000	
2. 證券交易所會員	124,000,000	4,500,000	5,300,000	1,220,000	135,000,000	
合 計	325,000,000	8,000,000	5,500,000	6,500,000	345,000,000	

通知放款 (一日放款) 此種放款，按照名義，保期限一日之放款。其契約得於下午二時十五分以前，由各方當事人停止。若逾時不償還，須留待次日。每日放款，又可分為三種。第一種為銀行間之無擔保放款，其成立當以中央銀行支票交換，各銀行短期資金之需要與供給，多由此調整，與紐約之聯邦資金市場相類似。第二種為對於票據經紀人之抵押放款，與美國之通知放款相類似。第三種係以承兌票據為擔保，惟該項承兌票據，不交付貸主，而交付於受託人。受託人常為現金出納員，對於票據經紀人之放款擔保品，至少價值有放款百分之一。

百一十。擔保品倘跌價，所增擔保品，應於次日十二時以前交付。利率由借主與貸主協定，在到期日支付。

一月放款 (Prolongation) 此爲阿姆斯特丹金融市場之最早與最重要特殊市場。卽在今日，仍能超越任何市場。其重要與一九三〇年前之通知放款市場，及倫敦之票據市場相同。按照名義，此種放款，爲期一月。在期內貸主不得收回放款，他方面借主得隨時任意撤銷交易，惟至少須支付十五天利息。若借主利用此種權力，須於十二時前償付借款本息，並要求收回擔保品。一月放款，非必在月終到期。借主欲停止放款，應通知貸主，貸主停止放款亦同。若各方之撤銷放款通知，不於到期日下午二時以前發給，則該項放款，得自動展期一月，故又謂之延期放款 (Prolongation)。

放款轉期之利率爲到期日市場通行之利率。最後日如爲休假日，則應用早日證券交易所之利率。延期放款之月份，係按三十天計算。放款轉期，貸主不得在到期日前收回放款，但借主得撤銷之。其利息算至撤銷日爲止。故十五天利息之原則，不適用於轉期之放款。

放款之成立，係按一萬福祿令之倍數計算，其利率逐日根據當日交易基礎而訂定，刊布於證券交易所之公定行市單，故各借主利率一致。借主除應付利息外，又須支付證券交易所委員會所規定之小額手續費。

延期放款之貸主，可分爲二類：(一)證券交易所外之貸主，(二)在證券交易所之貸主。證券交易所外之貸主，包括荷蘭之富人。蓋從前荷蘭人多不願將其流動資金存於銀行，而甯以之投諸延期放款也。因而大宗貿易

及農工商業之流動資產，投於延期放款。其助成此項發展之因素有多種。最重要者，為荷蘭財富，係大宗證券所構成之事實。次則荷蘭人自昔相沿之節儉，引起證券及延期放款之投資，因其利息較存款為高也。除農工商業之流動資金外，政府郵政儲金局，政府保險局，航業與人壽保險公司及在東印度之大種植公司，亦為延期放款之貸主。

在證券交易所之貸主，為證券經紀人。其地位蓋界於證券交易所外之貸主與銀行或銀行家之間，而為其居間人。此種關係所當注意者，證券經紀人及商人，今仍擔任荷蘭金融基構之重要職務。

延期放款之借主，亦可分為二類：（一）在證券交易所之借主，（二）證券交易所外之借主。在證券交易所之借主，為證券經紀人，自行借款，或代顧客辦理。各省證券商人及經紀人亦為延期證券市場之大借主。

證券交易所外之借主，可分為下列各種：（一）證券之所有主需要現金，不向銀行借款，而以證券為擔保，商做延期放款；（二）證券購主之無全數價付能力者，以所購之證券為擔保，商做餘額之延期放款；（三）各省證券商人以顧客因延期放款所抵押之證券，展期轉在阿姆斯特丹，商做延期放款。經此展轉借款，各省商人得以避免資金之束縛。

延期放款對於需要極短期現金之手續，頗覺繁重。借主即在數日內能償付放款，亦應付給全部手續費，及至少十五天之利息。且放款之締結及停止，均有授受證券之勞。此種情形，使阿姆斯特丹證券交易所允許會員，

得應顧客之要求，以證券為擔保而開立活期放款戶。活期放款之利率，約較延期放款高一厘之譜。

上述 Dr. Vissering 之調查，指示戰前延期放款之借主類別如左。

經由經紀人援助之延期放款

	編 譯 令
政府與私人機關	3,000,000
個人商店等	179,000,000
省經紀人	128,000,000
其他	15,000,000
合 計	325,000,000

觀此可知個人商店及省經紀人，約佔經紀人延期放款總數百分之九十四。最近之數字，雖無從調查，但其借主之成分大同而小異，可以置信也。

國內大部分流動資金，投放延期放款之事實，對於阿姆斯特丹頗有不利影響，而在恐慌發生證券價格低落時期尤甚。蓋當是時貸主常註銷放款，使多數商人不得不清理所保有之證券，結果足以使證券價格更為低落。

落。在此種情形下，荷蘭證券市場並不異於紐約。證券低落，則追加保證金，若無能力，則出於清理證券，證券價格遂益跌。吾人從可知紐約與阿姆斯特丹，同為世界之惟一重要市場，每日均有鉅額證券交易之清結也。

將來交貨之交易，雖為阿姆斯特丹交易所所經營，但此類交易之證券不多，且其數額又甚微。紐約與阿姆斯特丹之經驗，足以表示每日證券交易所交割之影響金融市場，而抵押放款之佔此市場重要地位也。其在金融恐慌或政治紛擾之際，大宗短期資金之代表國內大部分營業資本，而其流動性繫於擔保品之暢銷者，將有凝滯之虞，其結果將益增恐慌之尖銳化。

三月放款 (Balancing) 此種放款期限三月，期內貸主無權收回放款，借主固可在期內償還，但應支付該月之全月利息。三月期末如雙方不明白表示停止放款，則認為展期三月，其利率以到期日通行之利率為準。保證最低限度為百分之二十，或有通知放款及延期放款之二倍。

承兌票據市場

阿姆斯特丹承兌票據市場，大部分為戰時及戰後之發展。福祿令票據在戰前用於投資荷蘭進出口貨者，雖為數至鉅，但未聞以之投資外國間之貿易。事實上大部荷蘭國際貿易，係經由倫敦投資，蓋以其有種種之便利也。

戰前阿姆斯特丹之缺乏國際承兌票據市場，原因甚多（一部分原因現時繼續存在，使市場不能充分發

展) 其主要阻礙似爲缺乏短期資金作投資承兌票據之用。蓋荷蘭人甯願投放短期剩餘資金於抵押放款(延期放款)而不欲存入銀行或購置商業票據,猶之多數歐洲大陸國家。荷蘭銀行之存款業務迄未發展,故不能利用鉅額資金以獲得承兌票據。總而言之,荷蘭之全部金融機構,適合於證券交易及長期證券之投資,較甚於投資國際貿易。除此等重要因素外,倫敦乃至柏林及巴黎,供給充分之便利於國際貿易之投資,使阿姆斯特丹之發展貼現市場,非惟缺乏誘惑力,亦且非事實上所必需也。

戰爭與戰後之變遷 然世界大戰及戰後歐洲情形,惹起荷蘭之國際金融地位發生根本變化。國內金融機構,有重行整理之必要。戰前所未聞之國際貿易,及國際金融交易,均因戰爭而流入荷蘭。戰爭告終之後,荷蘭通貨,保留幾分之穩定,尤其是與其他歐洲匯兌相比較。此種穩定,使福祿令成爲國際交易之必要媒介。不啻惟是,若干歐洲國家政治之不安定,及租稅之繁重,釀成通貨急遽跌價,荷蘭遂爲外國資本之安全進逃藪矣。

一九二三年終以前,大宗資本離開德國,而暫時投資於荷蘭。舊奧匈帝國及巴爾幹,發生同樣情形。此種外國資本之流入,增加短期資本,免取投資途徑之數量,使市場大爲擴充。一九二三年後,意大利,比利時及德國資金源源輸入,其數額較大於德,奧因國內通貨穩定而提回之資本。不啻推是,阿姆斯特丹成爲中歐通貨之最重要中心。多年中央銀行於彼處維持大宗餘額,以助交換之便利。戰爭變更中歐國際銀行交易之中心,由倫敦移轉阿姆斯特丹。戰前德奧之投資國際貿易,大部分係經由倫敦。主要德國銀行均在倫敦開設分行。戰後德國人

移轉其國際交易於阿姆斯特丹，半由於戰時德國在倫敦之分行，或被強佔，或被清理；半由於戰後之短時期，德人不欲接近敵對之倫敦金融市場。結果多數德國銀行，開設分行於阿姆斯特丹，或設立荷蘭聯絡機關。對於荷蘭承兌票據市場之發展，新擔任職務，至為重要。一九三一年，恐慌發生，一部分德國機關清理，其他則與德國母親關脫離關係。

荷蘭地理上之形勢，戰爭之守中立，克爾達之比較穩定，及阿姆斯特丹國際金融中心之發展，均利於成立承兌票據機關，以投資中歐之貿易。一九二四年之最初二月，創立荷蘭承兌票據公司，阿姆斯特丹國際銀行，及國際信用公司。此三承兌票據機關，收足全數資本二千二百萬克爾達，開始營業。其資本係由荷、德、英、瑞典，及瑞士銀行及銀行家所籌募。此外大宗國際貿易貨品，戰後係以荷蘭克爾達標價，亦足以促承兌票據市場之發展。例如戰後中歐銷費穀物數量之增加，以及烟葉、羊毛均以克爾達標價。戰前歐洲大陸羊毛貿易之中心，為Amst.werp，戰後移轉阿姆斯特丹。一九二四年，羊毛銀行（Woolbank）之創立，更足為集中羊毛貿易於阿姆斯特丹之助。此種因素以及荷蘭通行利率之低廉，對於阿姆斯特丹貼現市場之迅速發達，與有力焉。

戰爭畸形狀態之銷滅，及歐洲通貨之穩定，並不使荷蘭承兌票據業務因而減退。雖一部分外國餘額，自阿姆斯特丹撤回，但票據市場之必要資本，未遭剝奪。荷蘭銀行及商店最後承認保存一部分流動資產於承兌票據之利益。此等方面需要之增加，足以抵銷外國帳戶需要之減退而有餘。猶之其他國家，德國及其他中歐國家

之銀行恐慌，對於荷蘭承兌票據市場，發生不利之影響。大宗德國票據，因債務停頓契約而凝滯，克爾達承兌票據之數量乃激減。

承兌票據市場之章程 一九二六年荷蘭金融機關所創造之票據數量及未兌付額，據不同之估計，約為二億七千萬至三億五千萬福祿令。荷蘭銀行刊布近年來所受通知之承兌票據數量。此種數字，包括在荷蘭承兌之各種票據，開列如左：

表 五 七 七

承 兌 票 據 流 通 額

(單位福祿令)

	金 額
1927	324,400,000
1928	300,900,000
1929	325,800,000
1930	282,200,000
1931	140,600,000

荷蘭銀行之嚴密管理承兌票據業務，為阿姆斯特丹票據市場發達之主因。除原則上合格之票據外，關於創造票據之交易，應在出票前請求核准，使中央銀行有管理荷蘭票據性質之全權。不合格票據在阿姆斯特丹並無市場，與倫敦不同。荷蘭著名銀行亦不收受或貼現此等票據。荷蘭銀行之實施管理，所以限制不正當之膨

脹，俾可不致危及市場之安定也。該行歧視所謂融通票據，但不反對一外國間投資貿易之純正自能清償商業票據。然因有時鑑別真正商業票據之不可能，中央銀行對於大宗疑似之案件，其影響市場之票據數量至鉅。荷蘭銀行管理承兌票據市場，使票據利率維持低落。外國承兌票據信用，不致畸形增加，結果引起貼現率之高漲。故其利益及於內國貿易，殊非淺鮮。所與聯邦準備銀行不同者，荷蘭銀行不在公共市場自行購買承兌票據，但往往代外國中央銀行辦理。按照一九二八年十二月二十九日，制定關於政府資金與機關之投資法律，荷蘭銀行商得中央投資評議會主席之同意，開始在公共市場購買票據，及以政府資金與機關之名義，根據票據擔保品而放款。

荷蘭銀行關於合格貼現票據之章程，規定如左：

承兌票據之可得貼現者須爲：

1. 承兌人須設立於荷蘭，及爲荷蘭國籍，或已註冊爲荷蘭商店或團體。
2. 承兌票據發行之前，應與荷蘭銀行接洽（小類票據得由荷蘭銀行在原則上議定，於承兌後開單報告該行）。
3. 須爲純粹償還票據，用以投資進口貨之輸入，當事人之國家，而爲該當事人承兌者（故非展期票據用以投資出口貨之由售主國家輸出，而爲售主承兌或作推存，或實業之用者）。

4. 所有承兌票據合於上列必要條件之證據，應隨時呈驗於荷蘭銀行（申請人須應荷蘭銀行之要求，允許必要單據之檢查於承兌人辦公處。）

5. 承兌合於貼現原則之票據後，應即報告荷蘭銀行，說明日期、金額、議定之標記及票據所根據貨物交易之解釋。

6. 承兌人須按期填報資產負債表及損益表於荷蘭銀行，並加以相當說明。

當荷蘭銀行宣布承兌票據是否合於貼現原則之時，當置票據簽字之力量於度外。迨該項票據提出該行請求貼現，始行決定。然對於承兌人資金與承兌票據總數之比例，常加以注意。

允許貼現之條件須為：

1. 貼現人須設立於荷蘭及為荷蘭國籍，或已註冊為荷蘭商店或團體。

2. 貼現人須按期填報資產負債表及損益表於荷蘭銀行，並加以相當說明（荷蘭銀行有在貼現人辦公處檢查單據之權。）

荷蘭銀行保留拒絕任何票據請求貼現而不說明其理由之權，拒絕之理由如下：

(甲) 貼現票據關於金額及簽字絕鮮變化。

(乙) 票據提示日之簽字人地位。

(丙) 請求貼現票據之絕對類似。

自有上述章程，而荷蘭銀行遂得以防止弊端之發展。此項弊端，蓋為其他金融中心之所習見也。

承兌人 阿姆斯特丹金融市場之承兌人，可分為三種：(一)荷蘭之銀行，(二)德國銀行，及(三)國際承兌票據機關。其成立，係得多數國家資本之助者。法律雖無限制銀行創造承兌票據數額之明文，但承兌票據之為銀行所創造者，其數量並不甚鉅，通常不超過資本與盈餘。承兌機關不僅自動限制本身創造之票據，亦且自限制代理承兌一國票據之數量。若將主要銀行從事於承兌票據之資本及盈餘，加以聯合估計，則各機關之承兌票據能力，約在四億至五億福祿令之間。此外又有多數私人銀行，經營承兌票據之創造，其創造能力，殊難於決定也。

荷蘭之銀行不僅為承兌人，亦且為公共市場承兌票據之大購主。一九二六年荷蘭承兌票據未兌付總額中，約有百分之八十至八十五，係大銀行所保有。銀行創造之承兌票據，常經由經紀人以投放於市場。銀行雖有時企圖銷滅經紀人，但結果無效。銀行倘在公共市場，出售其本身之票據，通常在到期前不再購買。近年來票據經紀人及銀行努力以一部分資金投於承兌票據市場，此項資金乃曠昔投資於延期放款者也。

票據經紀人 阿姆斯特丹票據經紀人執行之職務，與倫敦票據經紀人相同，惟其數較少耳。最初票據經紀人經營外國匯兌交易，尤其是在通貨漲落靡定之際，當時阿姆斯特丹為多數歐洲大陸貨幣交易之中心

也。今日之票據經紀人，仍有二重資格——即票據經紀人及外國匯兌商人。今之現金出納員，則猶之倫敦貼現商店也。

票據經紀人之營運資金，半由於本身所有，半由於向公共市場借貸而來。其向公共市場借款也，係以票據為擔保品，然該項票據不交貸主保管，而交於擔任貸主受託人之現金出納員。貸主僅收受一票據之照片，以為核對簽字之用。如貸主收回放款，則票據經紀人努力向他貸主告貸。所有票據仍在現金出納員之手，但移轉新貸主之戶耳。經此機構作用，荷蘭票據經紀人可免授受票據於新舊貸主之勞。以票據交付票據經紀人，易取信託收據之習慣，亦因而免除。現金出納員常收取保管手續費，而票據經紀人出售票據，多不加背簽。

阿姆斯特丹證券交易所

歷史 阿姆斯特丹證券交易所，為世界主要國際證券交易所之一。最初之阿姆斯特丹證券交易所，創立於一六一二年，為都市主有及管理之機關，經營各種交易。一八三八年商法解釋交易所為商人、運貨人、經紀人、現金出納員及其他關係商業人民之集會所。該所為自由性質，人人得入所交易。

約在一八八五年英荷戰爭（一七八〇——一八四）之後，發展證券交易公會（College tot Nut der Obligatiën-Handels）成立，以恢復證券營業為宗旨。該會開始刊布證券行市表。自一七九五年以來，此項行市表，均按每星期兩次刊布，謂之 *Prisencourant der Effekten*。一八三三年，其他由商人及經紀人組織之證券交

易公會成立，稱爲新貿易公會 (Nieuwe Handels-Societij)，其宗旨爲使會員在普通交易所營業時間外，處理事務之機會。此公會在交易所內獲得房屋，專爲證券交易之用。此二公會並立至一八五七年，合併爲證券交易所委員會組織之證券公會 (Erfchenocietateit Opggericht Door Het Algemeen Beurs-Comitee)。一八五七年，該公會發布證券交易條例，管理會員。

今之阿姆斯特丹證券交易公會 (Vereniging Voor den Erfchenhandel te Amsterdam)，英人稱爲 Association of Security Dealers in Amsterdam，組織於一八七六年。在證券交易委員會及證券交易所委員會解散之後，一八七六年，該公會規定證券交易條例，經幾度修正，今仍有效。自一九〇三年，新證券交易所建築落成後，該公會遂得分交易所爲證券物品及普通等部。該公會租得證券部之房屋，因此拒絕非會員之交易。事實上會員遂獨占證券交易。一九一四年一月，該公會自建新廈落成。阿姆斯特丹證券交易所成爲私組織。僅有公會會員，獲得接近之機會矣。

自一九一四年七月二十九日至一九一五年二月九日，證券交易所因戰事發生之結果而關閉，大宗放款之由證券交易擔保者，均不能動用，而貸主則不肯接受公會所提議之解決辦法。爲謀交易所重開起見，乃於一九一四年九月四日，制定證券交易所法。此法置交易所於政府管理之下——初由商業部，繼由財政部管理。法律禁止延期放款之撤銷，至再行通告爲止。此種禁令，使交易所所有重開之可能。然政府之管理交易所，理論實勝

於實際，且僅運用於緊急之時，如一九三一年九月二十一日因英國宣布放棄金本位，政府乃關閉交易所是也。

組織 證券交易公會乃一私人自治組織。按照國內法律，猶之其他公會，應將其條例及修正案呈請政府核准。關於此種問題，阿姆斯特丹證券交易所與公會相類似，而異於倫敦證券交易所之不受政府干涉也。該公會實際上，但非法律上獨占交易所之證券交易。因交易所交易限於公會會員。證券之公衆拍賣——按照法律應在交易所內——舉行於公開之一室。

下列之人及公司乃合於公會會員之資格者：(一)商人、經紀人、及銀行家之踴躍從事於證券事業而住居阿姆斯特丹者；(二)公司之從事於證券事業，而其總公司在阿姆斯特丹，且其辦事董事為會員或同時請求為會員者；及(三)公司之辦事董事，惟該公司須為會員，或同時請求為會員者。自一九一六年十二月十一日以來，規定請求為會員者，須為荷蘭國民，歸化國民須在請求之前繼續住居荷蘭十年以上；自然人請求為會員，須證明在荷蘭或荷蘭殖民地，從事於證券或銀行業務二年以上。請求者至少須有會員二十人之贊成，又須交存該公會四厘債券六千福祿令於公會，以作保證，或——倘此種債券不能在百分之一百另三以下取得——以荷蘭政府省市之登記債券替代，或以現金。證券交易所管理部拒絕請求，得由贊成會員控告於會員之大會，以多數決定之。每會員須繳納常年費，其數額由該部提出，取決於大會之投票。近年來常年費為八十福祿令。自一九二二年一月一日以來，新增會員須繳納入會費，其數額亦由該部提出，取決於大會。此費變動，常在二千福祿令

左右。會員之僱員按照入會規則，得許入交易所，又可分爲有權處理事務及無權處理事務二種。

會員資格之喪失，由於（一）辭職，（二）入會之主要先決條件停止存在，（三）會員部決議開除。若遇破產，則開除爲永遠。若爲違犯規章，或不履行契約上義務，則開除爲暫時。開除之會員有在十四日內控告於大會之權。大會得以多數投票變更該部之決議，但須有會員百分二十五出席之法定人數。

管理 阿姆斯特丹證券交易所係由管理部管轄。管理部會員十五人，爲會員大會多數所選舉。該部會員額得以大會投票增加之。每年用抽籤方法抽出會員五人退職，但得重選。每商店同時任職該部之會員，以一人爲限。該部會員之組織方式，有下列五種委員會，均係永久性質：

一、每日管理委員會 (Commissie van Dagelijks Bestuur)

二、房屋委員會 (Huishoudelijke Commissie)

三、證券認可委員會 (Commissie Voor de Fondsen)

四、行市委員會 (Commissie Voor de Notering)

五、辯論委員會 (Commissie Voor de Geschillen)

此等特別委員會與管理部對於重要事件，無絕對之權力。所有絕對權力，完全操於會員大會之手。反之，倫敦證券交易所之普通委員會，則有獨裁之權力，此其異點也。

證券之認可 證券在阿姆斯特丹證券交易所交易之認可要件，包括於 *Reglement Voor Het Openen van van Fondsen in de Prijsovereenkomst*。荷蘭政府債券及荷屬東印度政府債券之認可及登記，可由管理部發起，而不受檢查。他種證券之認可，應有公會會員一人之簽字。在調查申請書決定以前，該部得允許某種證券之暫時登記。證券認可委員會得拒絕認可，而不說明理由，並得以公司早一次不履行債務，或不注意必要條件而拒絕證券之認可。若證券拒絕登記，則從拒絕日起至六月滿期以前，所有新申請無考慮之必要。財政部長有禁止某種證券加入公定行市，但不得反對該公會之決議，而強迫認可也。

證券之開價 公會逐日刊發行市單 (*Prijsovereenkomst*)，所列證券之分類如下：

政府放款

省市放款

墾殖與他種公團之債券

教育與慈善機關

銀行與信用機關

不動產抵押銀行

工業

電氣煤氣電話電報及自來水公司

商企業

採礦企業

煤油企業

橡皮企業

航業公司

糖企業

菸公司

茶公司

殖民企業

雜項企業

鐵路電車

獎金放款

每類又可分爲國內發行與國外發行二種。阿姆斯特丹證券交易所公定行市之證券，約有三千種，大部分

發源於外國。多數證券係以票面百分率開價，其他則以每種證券之貨幣單位開價。外國證券之開價，係以其國之貨幣，又以一定同價折合福祿令，其折價每日刊布於行市單，例如美元等於二·五福祿令，金鎊等於一二福祿令，瑞士法郎等於〇·五〇福祿令是也。折合定價與阿姆斯特丹各種貨幣逐日實際匯價之差異，反映於證券之價格，故美國股票開價美元十元，蓋指以二十五福祿令買入按照紐約福祿令匯價折合，加入稅款及單據等費用，與當日紐約該項證券之開價大致相同也。

證券之尚在申請加入公定行市中者，其開價另列行市單，名之曰臨時開價證券 (Provisionally Quoted Securities)。俟認可手續完畢後，轉入公定開價證券 (Officially Quoted Securities)。臨時行市，一至正式登記核准或拒絕之時，即行取銷。債券發行在五十萬福祿令之下及公司股本額不及該數者，不得列入公定開價證券內。

每日行市可分為三類：(一)第一類包括交易最繁之股票，每日營業集議之際，開價七次 (Zeven Tijdstukken)，前六次開價時間 (Tijden) 每次歷時十分，第七次歷時十五分；(二)第二類包括其他股票，集議時間開價二次；第一次歷時三十分，自下午一時半至二時止，第二次至下午二時三刻止；(三)最後一次包括債券每日開價一次，自一時半至二時半止。

證券之交易 在證券交易所內，每類證券分配一定之場所，謂之「隅」(Corner 或 Hock)，會員專營某

證券或其類證券者，謂之 *Hoekheden*。此種專門化為自由，而非公定。每會員得為 *Corneman*，或為一類或較多類證券之專門經營者 (*Hoekman*)，但在實施上新進者往往不易得到此種地位。專門經營者，可分為 (一) 在一隅內之交易，(二) 在一隅以上之交易，(三) 每日商人 (*Daghandelaren*) 常自行交易一種證券，而不留次日之地位。專門經營者為抵銷定單之交換媒介。會員得在一隅與其他會員交易，而不必以定單委託專門經營者。專門經營者按照公會條例，徵收每種交易之手續費。公會正式規定手續費之價額 (*Provisie-Reglement*) 使會員對於阿姆斯特丹證券交易所之交易，有按定章徵收之便利焉。

阿姆斯特丹交易所之大宗交易，為現金及實際證券之交付。通例係以適度費用，經由二現金出納員交換。關於此節，阿姆斯特丹交易所與多數歐洲交易所不同，而與紐約證券交易所則相類。除證券交易時另訂交付契約 (*Op Levering*) 外，證券應於交易後四日內正式交付。如係另訂契約，則證券交付不得逾交易後二十一日之定期內。隨時要求履行契約之交易，限於活動股票，其交易數額不得少於二千福祿令 (股票票額)。對於買空賣空無正式機構之規定。此種交易，成立於經紀人之特別協定。

外國股票，尤其是美國股票之在阿姆斯特丹交易所交易者，常存入及移轉於一種特別組織之管理機關 (*Administratie-Kantoor*)。其所發行無記名證券，謂之 *Certificaten van Administratie Kantoren*。管理機關根據股票或債券發行證書，徵收票面百分之四分一至百分之二分一手續費，另加印花稅款。此種辦法，

既可免證券之登記，復可使所有權之移轉及本息之收取，趨於簡單化。證書無投票權利，但供給息票。息票之支付，係以福祿令按照管理機關所定之匯價計算。不同公司之股票，亦可合併發給證書，如法國三銀行之證書是也。管理機關常為受託人現金交易及將來交付與任意選擇之各種契約，其投資標經由（一）通知放款，（二）延期放款，及（三）三月放款。

將來交付 (*Toekomstige Afschrijvingen*) 之契約，乃在一定日期 (*Affaire op Zekeren Termijn Fixe*) 交割或買賣雙方保留交易成立後任何日履行契約，或在協定某日起至最後日 (*Levering in Koopers of Verkopers Kouze*) 止履行契約之權。按照慣例，將來交易日期，為每月之一日及十五日。一定準備日期，謂之交割日 (*Bas contre-Dagen*)，每年由證券交易所管理部規定之。

第十八章 瑞士金融市場

瑞士小國也，但在國際投資上，既爲長短期資金之貸主，又爲不安全資本之遁逃藪。面積雖小，其所佔之地位則甚重要。一九三〇年，瑞士放給外國之短期放款總數，約有二十億瑞士法郎，其投資於外國之數亦如之。外國證券之供給於瑞士者，在一九二四年至一九三三年，約有十三億二千萬法郎（因償還舊債票而發行之新債票除外）。外國人之投資瑞士證券者，在一九三〇年約有十億瑞士法郎。戰前瑞士投資於外國之數額更大，但係間接，且其性質爲長期耳。

瑞士之健全通貨及國富之大部分，脫然不受戰爭之累。而在鄰國則營業資本，多因戰爭及通貨膨脹而破壞。故瑞士對於歐洲之財政關係，及瑞士銀行保有大宗流動財富之地位，爲之增加。沮利克及巴塞爾（Basel）遂代替維也納、柏林而爲中歐短期資金之貸主。瑞士銀行參加各國穩定通貨之長期放款，乃大形活動。瑞士有大宗國富，其數約有五百億瑞士法郎，或每人合一萬二千五百法郎。其在國際金融市場所佔之地位，雖不免因大宗外國存款之撤回，及中歐之回復安定狀態，而稍行減退，但不失其重要性也。

瑞士銀行之地位雖增強，但其工商業之依賴大宗資本財富者，在戰前及戰後並未有同樣之發展。國家地位之適中，土壤之確，天然富源之缺乏，除有充分之水力外，均足使瑞士在古時不得不發展製造業（棉與絲織物化學用品及顏料），尤其是精緻之出品，如鐘表機械及精確之器具是也。瑞士人又發展旅行運輸及國際保險事業。五十年來瑞士所經營之售賣市場，在戰時及戰後有新工業之發展。加以世界各國之採取保護稅政策，使瑞士工商業之地位，益增困難。今日瑞士之出口貿易，猶之英吉利與德意志，發生多種問題，前途殊難逆賤。瑞士銀行及金融市場自與工商業息息相關。故其將來發展，當視工商業狀態為轉移也。

與其他金融中心所不同者，瑞士之金融市場，並不集中於任何城市。此種事實，蓋因瑞士之政治組織，為二十五州之聯邦。每州各有所在地政府之廣大權力也。堅強之單獨主義，發育於地理與歷史上之原動力，遂使各州之社會與經濟基礎，缺乏一律，故瑞士無重要之商業或金融中心，如法之巴黎、英之倫敦、或荷蘭之阿姆斯特丹者也。此種單獨主義，為瑞士有多種銀行組織及其營業與實務各自不同之主因。

瑞士國民銀行

歷史 瑞士國民銀行 (Swiss National Bank) 之成立，係一九〇五年十月六日法律所許可。一九〇七年六月二十日，開始營業。該行創辦之前，所有銀行鈔票之發行，多在州銀行 (Cantonal Banks) 及所謂貼現銀行 (Discount Banks) 之手。後者為地方組織，多數成立於上世紀之前半部，用以投資本地之貿易。上世紀

之末，此等貼現銀行以不能與州銀行競爭，大部分銷滅。蓋州銀行有州政府保證其債務，能供給較優之條件及擔保品也。其銷滅因上世紀下半部堅固投資銀行式之商業銀行成立而加速。此等銀行，蓋得大實業之保證者也。

瑞士中央銀行之歷史，有幾點與美國相類似。因無再貼現之便利，流通貨幣，缺乏伸縮性，在緊急之際，不能儘量膨脹，以應莫大之需要。又因鈔票發行不一律，及每銀行僅兌換本行鈔票之故，其流通限於本地，各發行銀行中又多不合作，其結果無有效之貼現或外國匯兌政策。一八八一年前，不同之發行銀行共有三十六家。

最後在一八八一年，頒布聯邦法律，使各發行銀行受政府之監督。該法規定百分之四十之貴金屬準備（其餘以票據與證券充之），徵收流通鈔票之發行稅，限制發行額為已繳資本之二倍，制定劃一之銀行鈔票，並使各發行銀行承受此種鈔票。此項新法，足以改善地位及鼓勵各銀行之合作，但仍不免有許多缺點。其最重要者，為缺乏伸縮性及無再貼現之便利。一八九一年，修正聯邦憲法，允許成立唯一發行銀行，獨佔鈔票之發行。一八九四年，創立政府主有中央銀行之議案，提出於國會。該法通過於二國會，但為國民表決所撤銷。厥後又有他種企圖。迨一九〇五年始制定法律，國民銀行因以成立。法律經幾度修正，該行現行條例，乃一九二一年四月七日所頒布者也。

組織及管理 瑞士國民銀行 (Schweizerische Nationalbank, Banque Nationale Suisse, Banca)

Nazionale Svizzera) 爲在伯倫 (Berno) 之私人公司，已繳資本二千五百萬瑞士法郎，分爲十萬股，每股五百法郎，收足半數。最初法律規定該行股份百分之四十發行於公衆，百分之二十發行於舊發行銀行，其餘百分之四十發行於各州。一九三三年終，八千二百八十八個人保有該行股份百分之四六·三，二十三州保有百分之三八·二，二十四州銀行保有百分之一五·五。該行股份之移轉，限於瑞士國民及瑞士之合夥，或公司之總行設在瑞士者。

該行之管理權，操於(一)銀行參事會(Bank Council)、(二)銀行委員會(Bank Committee)、(三)管理部(The Board of Management)及(四)地方委員(Local Committees)。

銀行參事會係會員四十人所組成，任職四年，委員十五人爲股東所選舉，二十五人由聯邦政府任命，並由政府指定主席與副主席。銀行參事會選定銀行委員會委員五人，任命地方銀行委員，建議選任職員，及核准各種事件中之超過五百萬法郎交易及超過三百萬法郎之信用業務。

銀行委員會仿佛美國大銀行之執行委員會，監督銀行之管理。該會委員七人，就中五人由銀行參事會任命，其他二人爲銀行參事會之正副主席。銀行委員會每月開會至少一次，檢查重要交易，及核准超過一百萬法郎之業務。該會備變更貼現率及抵押放款利率之諮詢，並選任低級職員及各科主任。

銀行之管理權操於會員三人組成之管理部，每會員主管銀行三科中之一科，每人之下設副主任若干人，

此等董事 (Directors) 爲銀行之主要執行者，與副主任同爲銀行參事會所存薦而經聯邦政府之任命，任期六年。該部之正副主席，由聯邦政府選任之。

地方委員人數三人至四人，設立於該行有分行之較大都市，幫助信用與貼現業務之設置。

該行股份之爲私人所有者，幾達半數，但聯邦政府仍能保持強有力之管理，蓋以其有權任命該行職員及多數銀行參事會會員，並得核准年報，及各種表報與條例也。

作用 一九二一年四月七日之法律，委任瑞士國民銀行以調整國內流通貨幣及便利支付之職務。該行復代理聯邦政府國庫，不取費用。管理之所在地爲沮利克。該行營業分爲三部，就中二部——其一關於貼現外國匯兌及抵押放款，其他則關於活期存款及稽核——在沮利克。第三部——關於發行鈔票管理現金準備及對於聯邦政府與聯邦鐵路之營業——在伯倫。該行分設辦事處十所於最重要都市，又設代理店十五所，後者之大多數係由州銀行管理。

發行 國民銀行法給與該行以發行鈔票之獨占權，每十年得由國會允許重新更訂。現時有效期間至一九三七年六月二十日爲止。聯邦政府有權在滿期日，取得該行之資產與負債，惟須經過必要之通知及償還股東之股份。

法律規定該行維持流通鈔票之金準備於瑞士，至少百分之四十，以金條或國內外金幣按鑄造價值充之。

所需百分之百準備款額，包括（一）在瑞士支付之匯票支票及債券；（二）在外國支付之匯票支票或即期餘額，及外國政府國庫票據；（三）以債券或貴金屬爲擔保而在十日前通知即可收回之活期款額。

該行發行鈔票數額無限制。鈔票除在戰時政府發布命令另有規定外，不得爲法幣。然該行與聯邦國幣須有收受該鈔票之義務。國民銀行法第二十條，規定該行鈔票，應按照下列基礎，見票即付（除在戰時由政府授權外）：

銀行當局所認爲最重要之各國中央銀行，如不以金幣兌付鈔票，則國民銀行得任意以下列各條件按平

價兌付鈔票：

（甲）瑞士金幣；

（乙）普通重量（約十二姪）金條，按法定鑄造平價計算，

（丙）金匯兌（支付或支票）以自由金市場爲根據之貨幣時價折合黃金，但此種金匯兌之計算，不得高於瑞士金幣輸出於各該外國銀行中心之現金輸出點；選擇之權，操於國民銀行。

觀此可知瑞士貨幣，法幣上雖以金匯兌本位（Gold Exchange Standard）爲根據，但實際上與金本位無異。銀行法之修正案，置貨幣於此種基礎，始於一九二九年十二月二十日。因其時大鄰邦人民，多有大宗存款（代表出口資本）在瑞士，而其國則爲金匯兌本位。小國如瑞士，殊不能直接返還金本位也。一九三一年以來

之發展，足以爲此種見解之助。然與法律之條文及當局之意見，不免矛盾，該行遂不得不在事實上採取金本位之計劃。爲應付黃金需要，祇有以巴黎匯票償付，或將外國存金放棄，或輸送黃金出口。近數年來中央銀行所保存之外國匯兌，遂減至最低額矣。

銀行營業 瑞士國民銀行由法律授權經營廣大普通中央銀行業務。該行得貼現記名之匯票及支票，具

有至少二獨立有清償債務能力人之簽字，而其期限不逾三月者。該行得貼現期限不逾三月之國內債券。該行承做以證券爲擔保之放款（抵押放款），其期限或爲三月以內之定期，或爲至少十天通知償還之活期帳目。授權經營之公共市場運用，包括買賣匯票、支票、外國即期餘額及外國國庫票據，期限不得逾三月，票據須具有至少二獨立及有清償債務能力人之簽字。此外該行得購買可出售之聯邦政府、各州及外國政府之有息無記名債務，但僅用爲暫時之投資。

該行收受銀行、公衆、政府及政府管轄機關之存款。除政府及政府管理機關存款外，該行對於存款，不給利息。該行之重要任務爲活期存款清算交易，及處理收付。該行對於活存制度之組織與發展，及清算之便利，頗有相當之成功焉。

該行授權經營之他種公共市場運用，包括（一）買賣貴金屬及以此等金屬爲擔保之放款，（二）發行黃金證書，（三）證券及貴重物品之承受保管及管理，（四）買賣證券及代理第三方面處理捐募款項，及（五）參加聯

邦政府放款之投資及經募政府與各州之放款。此二例對於參加債券之保險均除外。

國民銀行成立，奉行嚴格之貼現政策。最初宣布貼現票據限於以商業交易為根據，而在到期前能備款償付者。此項政策至今仍堅守不變。該行拒絕貼現以擔保品為抵押之票據，所謂抵押放款（*Lombard Loan*）是也。該行嚴密審查各種提示票據，企圖排斥融通票據之混入，其結果請求貼現之票據性質，大有進步。中央銀行固不能遏止商業銀行與州銀行之繼續創造融通票據，但其堅決態度，足以挫其創造該票之銳氣也。

世界大戰時期，多數貨物係以長期信用為根據而輸入。中央銀行所保存之票據，大部分失其自能清償之本質。戰後該行趕速恢復戰前之貼現政策，此種政策不能不認為穩健，但因外國大宗資金之流入，商業銀行之向國民銀行再貼現，遂為比較上絕無而僅有之事實矣。

該行在公共市場以公定利率購買及貼現票據，至為有限，故其票據之保有額不大，而貼現政策之效力甚微。其與市場之接觸，係經由外國匯兌之運用。蓋隨外國資金流入瑞士所供給之外匯而發生者，為發行銀行鈔票，或擴充信用於活期放款。此種發行或擴充，足以增加貨幣之供給，而在他方面之匯兌變動，則對於金融市場有緊縮之影響。票據數量之稀少，由於真正商業票據之缺乏，及支付工具之增加，如銀行支票、郵政支票、國民銀行轉帳及郵政轉帳皆是也。

瑞士國民銀行之利率，係由管理部三會員與銀行委員酌定。該行素以維持利率穩定為政策，故非至公定

利率與私利率相差太遠之時，不欲輕易加以變更也。

國民銀行常爲所往來之工商行號直接貼現商業票據與承兌票據。此種票據包括小額不作拒絕證書 (No Protest)，而其期限不逾四十五日之票據。結果該行常收受商業或州銀行所不願收受之小額或次等票據，以充合格之選。有時票據之數額在二千五百法郎以下，中央銀行之收受，蓋僅爲融通之用耳。

通例瑞士國民銀行不運用公共市場，短期政府債務之供給甚少。該行過去時有貼現所謂聯邦國庫，聯邦鐵路與市之證書 (Rescriptions)，蓋一種常爲三月期之票據也。其數不大，迨戰時及戰後始臻鉅額。一九三三年此種票據同時保有之最大數額爲三千一百二十七萬五千法郎，期限六日。該行對於此種證書不在公共市場購買，但應顧客之請求而貼現耳。

該行在不景氣時期，近數年來之事實，使瑞士國民銀行之地位，發生絕大變化。其發展之最著者，爲該行保有黃金數最自一九二九年年終之五億九千五百萬瑞士法郎，激增至一九三一年年終之二十三億四千六百八十萬法郎。此足反映外國資本之流入，及瑞士資金自外國收回。探本窮源，蓋由於一九三一年國際金融恐慌，多數貨幣跌價，及其他貨幣之不安定所造成之結果也。然其中一部分原因，亦由於該行之變換金匯兌爲黃金。該行之金匯兌保有額，遂由一九二九年年終之三億五千二百九十萬法郎，降至一九三一年年終之一億另三百萬法郎矣。

一九三一年及一九三二年外國資金之流入，與商業活動之減退，均足促瑞士金融市場之趨於平穩。此可以中央銀行貼現與墊額之激減，及存款之鉅額增加證之。一九三二年終票據與債券之貼現總數，僅達二千另七十萬法郎，而活期存款則自一九二九年終之一億七千一百七十萬法郎，增至一九三二年之九億二千二百三十萬法郎。瑞士銀行無維持準備於中央銀行之義務，故在不景氣時期，大量活期存款之增加，與美國聯邦準備會員銀行之逾額準備，曾無以異也。

就其黃金保存額之鉅及準備比例之高而言，該行之通貨地位似不能不認為健全。政府乃決定立場反對金本位之放棄及通貨之貶值。瑞士為金集團 (Gold Bloc) 擔任職務之會員，堅持變更現行政策，足以損害國家利益之主張。瑞士之生活程度極高——就國家收入之比例言，似覺太高，目前問題為能否將其降低，使瑞士實業能與外國競爭。調整之權，關係政治。若遷延不決，則貨幣信用，將為之破壞，難免發生大量資本之逃亡。一九三三年及一九三四年，已見其端。外國存款，大宗撤回，尤其是在美元貶值之後。同時瑞士大銀行與富人變更鉅數現金餘額為黃金，因而獎勵窖藏之習慣，其結果雖金匯兌準備幾致全數清理，而國民銀行之黃金保有額仍激減，瑞士之信用地位遂趨於緊縮。故法國或在他金集團之重要會員，倘發生貨幣貶值，則瑞士有步其後塵之可能也。

瑞士國民銀行地位之變更情形，可於下列表五十八觀之。

表 五 十 八

瑞士國民銀行資產負債表之主要科目

(年終:單位百萬瑞士法郎)

資 產	1929	1931	1932	1933	1934
在瑞士之黃金	558.8	1 526.0	2,224.1	1,687.9	1,734.8
在外國之黃金	<u>35.2</u>	<u>820.8</u>	<u>247.1</u>	<u>310.1</u>	<u>175.0</u>
黃金合計	595.0	2 346.8	2 471.2	1,998.0	1,909.8
外國黃金餘額	352.9	103.0	86.6	17.2	7.1
國內貼現:					
票據	134.2	28.1	14.0	34.3	(*)
債券	<u>15.1</u>	<u>6.5</u>	<u>6.7</u>	<u>16.7</u>	<u>(*)</u>
貼現合計	149.3	34.6	20.7	51.0	26.3
抵押墊款	75.2	64.7	48.7	94.7	118.0
負 債					
流通鈔票	999.2	1 609.4	1,612.6	1 509.5	1,440.3
活期存款	171.7	883.2	922.3	629.6	(*)
政府存款	28.5	40.1	51.0	9.4	(*)
其他存款	7.1	44.9	67.9	51.4	(*)

*無可考

國際
金融
市場

瑞士銀行組織

總論 一九三五年以前，瑞士無普通銀行法。除州立銀行及若干儲蓄銀行外，銀行營業不受政府之調整及監督。此種長期自由，及堅強之地方單獨主義，其結果足以促多種銀行組織之發展，銀行之活動範圍，亦隨而擴大。瑞士銀行之顯著特點，爲其營業之普遍。州立機關與私人銀行競爭，不動產與儲蓄銀行經營商業銀行業務；大商業銀行處理不動產放款，及證券交易所經紀人事業，並收受儲蓄存款。即在金融公司 (Finance Companies) 或金融掌管公司 (Financial Holding Companies)，亦復收受存款。實際上各銀行幾全數經營信託銀行業務。

銀行之區別大致可分二大類：(一)大商業銀行，(二)州 (Canton) 銀行。大商業銀行經營重要工商業交易及各種國際業務。州銀行經營大部農業抵押信用，及地方與州內商業暨另售業務。比二類各設立多數分行與存款代理店，故對於各地情形，異常接近。各類並不獨佔其所有之範圍。商業銀行常有州銀行及多數地方銀行與之競爭所在地之營業，又有私銀行與之競爭信託業務，如保管、私人信託及投資是也。州銀行則與多數地方儲蓄合作，及不動產銀行，營不動產放款業務。

投資信用係大銀行供給，或爲直接，或因放款金額鉅大，經由大商業銀行銀團與州銀行銀團聯合辦理。此種長期信用之給與，以有多數掌管投資公司之存在而獲得便利。中央不動產債券機關有二，其一爲州銀行所

組織，其他則代他不動產銀行經營，以出售債券獲得低廉之長期信用，而轉貸之於所謂會員銀行。發行銀行之信用，係中央銀行供給，猶之聯邦準備制度之爲銀行的銀行也。應付緊急則有聯邦放款機關（Federal Loan Institution），與美國復興財政公司相類，乃戰時所創造而在一九三二年夏復活者也。

瑞士以四百萬之人口，有銀行三千所（總行，分行，代理店等），或每一千三百三十三人有銀行一所。此種銀行之密度（Banking Density），較世界任何國家爲大。

銀行種類 瑞士銀行得因統計上之便利，分爲七大類：（一）大商業銀行，（二）州銀行，（三）大地方銀行，（四）中小規模之地方銀行，（五）Raiffeisenbanks 或信用合作社，（六）儲蓄銀行，及（七）金融或掌管公司。每類之機關數目及其資本金與資產總數，可於下表觀之。

一九三三年終，三百六十四家瑞士金融機關之資本金總數，為三十四億另二百二十萬法郎，其資產總數

表 五 十 九
瑞 士 銀 行 統 計 概 要
(1933 年終；單位百萬瑞士法郎)

	機關數	資本與準備		資產總數	
		金額	總數百分比	金額	總數百分比
州銀行	27	821.3	24.2	7,767.2	37.5
大商業銀行	7	1001.4	29.5	5,546.9	26.7
大地方銀行	81	432.3	12.7	3,490.2	16.8
其他地方銀行	108	65.5	1.9	553.3	2.7
Raiffeisenbanks	1*	14.8	.4	340.7	1.6
儲蓄銀行	97	86.4	2.5	1,451.1	7.0
金融公司	43	980.5	28.5	1,587.9	7.7
	364	3,402.2	100.0	20,737.3	100.0

* 591 家銀行公會

爲二百另七萬三千七百三十萬法郎。除金融公司之資產以外，銀行之資產總數自一九〇六年之十二億二千五百萬美元，增至一九三〇年之四十二億另三百萬美元，但在一九三三年終減爲三十六億九千六百萬美元（按舊匯兌平價折合）。截至一九三〇年止，逐年增加，僅一九一四與一九二一及一九二二數年爲例外。一九三〇年以來之減退數，約爲六千二百萬美元，固由於一大商業銀行之倒閉，但其主要原動力，則爲銀行信用之普遍收縮，有以致之也。

一九三三年終，除金融公司外之銀行存款總數，爲一百六十三億另七百萬法郎，或超過紐約二大銀行存款總數合計之上（按照現時匯價計算）。存款總數中約有百分之二七·三，爲見票即付之活期存款，百分之六·五爲商業定期存款，百分之三四·六爲現金債券（Cash Deposits），百分之五·四爲不動產與其他債券，及百分之三六·二爲存摺及儲蓄存款。由此可知定期存款之大部分爲現金債券，此爲瑞士銀行制度之顯著特點。

各類銀行之重要關係，可由銀行資產之分配，而略窺一斑。州銀行保有國內銀行財產總數三分之一以上，資本較大之七大商業銀行保有四分之一以上。第三爲大地方銀行，在一九三三年終保有國內財產總數百分之一六·八。小地方銀行與 *Kaufmannsbanks* 在銀行制度上比較，不佔重要地位。儲蓄銀行僅佔百分之七。金融公司之資本較大於除大商業銀行外之其他各類銀行，其所保持者爲百分之七·七。

研究二十五年間各類銀行之重要關係。表示商業銀行與州銀行以其他各類爲犧牲，而大增強其地位。大商業銀行同享國內活期存款之增加，自一九〇六年百分之四十增至一九三〇年百分之六十三，現金債券自百分之十八增至百分之二十七，儲蓄存款自百分之五增至百分之十，承兌票據與匯票自百分之八十增至百分之九十二。放款與貼現有同樣之增加。資本科目之減退者，僅有證券保有額及銀團之參加，自百分之三十二減至百分之二十七。而州銀行之同樣科目，則自百分之二十五增至瑞士銀行總數百分之三十六。

州銀行之活期存款，在上述時期，自總數百分之二十七減至百分之十九。承兌票據及匯票，自百分之六減至百分之四。他方面其儲蓄存款，自百分之二十六增至百分之四十一。州銀行之現金資產總數，因發行業務移轉新中央銀行關係，自一九〇六年百分之五十三，減至一九一三年百分之二十二，迨一九三〇年減至百分之十三；票據係存額自一九〇六年百分之三十二，減至一九三〇年百分之十八；同期抵押放款自百分之三十，增至各銀行放款總數百分之四十二。

大商業銀行 七大商業銀行集團，包括下列機關：Schweizerische Kreditanstalt (Credit Suisse),

Zürich; Schweizerischer Bankverein (Societe de Banque Suisse), Basle; Schweizerische Bankgesellschaft (Union Bank of Switzerland-union de Banques Suisses), Winterthur; Eidgenössische Bank A. G. (Banque Fédérale S. A.), Zürich; Basler Handelsbank (Banque Commerciale de Bâle),

Basle; A. G. Len & Cie. (S. A. Len & Cie), Zurich; and Schweizerische Volksbank (Banque Populaire Suisse), Bern。此七銀行中其最大辦事處設在沮利克者有五，設在巴塞爾者有二。又其中 Volks bank 爲合作企業，而非公司，自一九三三年改組以來，對於國際活動，大加收縮。

除 A. G. Len & Co 係在一七五五年創辦外，此等銀行皆成立於上世紀之下半部，用以發展鐵路及實業，擔任投資銀行 (Banques d' Affaires) 之職務，與德奧之舊式商業銀行或法國之 Banque de Paris et des Pays-Bas 相類。若無此等銀行，則瑞士經濟在本世紀初期以前之發展，爲不可能矣。自國內實業較有堅固之基礎後，銀行乃逐漸結成較永久之穩定地位，最後發展而爲一種組織，其性質相當於德國之 (D) 銀行，及法國之存款銀行，原則上與紐約大銀行，曾無以異，惟與實業及掌管公司或投資信託，較有密切之關係耳。

瑞士大商業銀行，猶之紐約大銀行，收受活期與定期存款，但其大宗活期存款係採取所謂「現金債券」之方式。此外又收受存摺存款及儲蓄存款，經營放款，貼現，票據與承兌票據，開立活支匯票，承做證券交易所放款，乃至不動產放款，從事投資，參加證券之保證。其投資亦有含永久性質者，有時管理投資信託。但除在放款凝滯之際爲暫時性質外，並不管理實業，或參加其管理。表六十乃一九三四年九月三十日各大銀行資產負債表之合併，與一九三一年十二月三十一日之比較。

表 六 十

瑞士大銀行資產負債合併表(單位百萬瑞士法郎)

資 產	1931年12月31日		1934年9月30日	
	金額	總數百分比	金額	總數百分比
現金與存入銀行	1,713.3	23.9	1,064.3	20.9
匯票	950.8	13.3	563.2	11.1
活期放款	2,646.8	36.9	1,934.3	38.0
定期放款	941.0	13.1	734.1	14.4
抵押放款	363.8	5.1	337.4	7.6
證券與永久參加	280.6	3.9	188.1	3.7
聯合參加	103.1	1.4	65.4	1.3
其他資產	172.9	2.4	153.3	3.0
資產合計	7,171.3	100.0	5,090.1	100.0
負 債				
資本與準備	1,255.8	16.8	986.8	19.4
銀行存款	469.7	6.5	305.5	6.0
活期存款	1,520.4	21.2	1,131.7	22.2
定期存款	889.1	12.4	513.9	10.1
儲蓄及存摺存款	892.5	12.4	603.2	11.9
現金債券與證書	1,614.0	22.5	1,195.4	23.5
放款債券	122.0	1.7	97.0	1.9
票據與承兌票據	239.1	4.7	131.3	2.6
其他負債	118.7	1.8	125.3	2.4
負債合計	7,171.3	100.0	5,090.1	100.0

* 八銀行在1931及七銀行在1934

此類銀行之資本與準備總數，約有其存款總數百分之二十七——該比例較高於英國之股份銀行，法國之大存款銀行，或美國之商業銀行。存款負債總額中，僅有三分之一為活期存款，其他三分之一代表現金債券，

其餘則爲定期及儲蓄存款。比較數字足以表示一九三一年以來各種存款科目有顯著之減退。長期現金債券之減退，與他種存款有同樣之比例。一九三一年來存款減退之原因，大都由於放款之償還，外國之提回，及國內之窖藏。

爲明瞭大商業銀行之營業狀況起見，今將其主要科目，加以說明如下。

現金債券 所謂現金債券 (Cash Debenture) 乃一種銀行發行之債券，其期限自三年至五年，亦有較長者，單位分五百元一千元及五千元數種。所以稱爲現金債券者，蓋因其發行係根據現金之交入銀行櫃檯，將來到期亦以現金支付也。除少數例外，該項債券之發行，不以連串公開求售，但係逐日出售。因此常無大宗債券同日到期，而按發行日期陸續到期。此項債券不在證券交易所開價，亦無櫃檯上之市面也。

在理論上商業銀行之發行此種債券，自難免一般人之反對，以爲大宗債券之到期，足以使債務銀行受窘，殊不知此項債券係每日發行，其到期有良好之分配，加以辦法精密，爲瑞士投資家所歡迎。現金債券售得之款，不用於實業行號之放款，以投資資本貨物之創造，而用於極嚴格之短期放款。

反對發行三年至五年債券之最正當理由，爲一部分銀行（多爲非商業銀行）用所得之款於不動產放款，而因其短少之故，常足引起抵押放款市場之不安定，此其一。當市場利率減低之際，銀行所得之利益，常因不能調整債券之利率於利殖資產低落之範圍而受影響，例如大銀行所付此種現金債券之平均利息，僅自一九

三〇年百分之四・八九減至一九三三年百分之四・二三，而債務利率則有較劇烈之跌落，此其二。

第一反對論點之救濟辦法，爲設立所謂中央抵押債券機關，以補助州銀行，及設立同樣機關以補助其他銀行。此等機關發行長期抵押債券，以所得之款，復貸諸會員；會員則以相當之長期動產抵押品爲擔保。如此辦法，可免除以中等期限資金投資長期放款之必要。第二點困難之救濟，爲實行嚴密之管理。在金融利率減低之際，則縮短到期日，金融利率高漲之際，則延長期限。此外別無他道。數年金融利率之趨勢，固難預測，但銀行似覺其變動，足以促彼此之平衡也。

存款 存款可分爲債權人活期戶 (Creditor Current Account)，銀行債權人 (Bank Creditors) 支票戶 (Checking Accounts)，短期存款 (Short term Deposits)，期限六月以上之存款 (Deposits Maturing in More Than Six Months) 及存摺存款 (Deposits on Passbooks) 或儲蓄存款 (Saving Deposits)

債權人活期戶爲最普通之存款帳戶，大部爲工商行號所用。其與支票戶 (亦用於工商行號) 之異點，蓋因存息較高，且須於每六月期間支付百分之〇・〇・五至百分之〇・一二五之週轉手續費，而支票戶則無支付週轉手續費之規定也。銀行債權人科目代表本地及外國往來銀行之餘額，通常利率至少較上等商業票據利率低百分之四分一至百分之二分一，其性質係隨時支付。短期存款與期限六月以上之存款，乃在一定期限到期，或在正式通知後提取之定期存款。存摺存款爲官吏僱員職工等之活期帳。其別於儲蓄存款者，以其比較

上不受嚴格之束縛，有時可以發布支付命令，且可移轉於其他帳戶也。

現金 銀行報告上之現金科目，包括國內及外國之貨幣保有額，在國民銀行之活期帳，及託收之債券本息。現金科目之大部分，為存入中央銀行之餘額，不給利息。

匯票 此科目包括國內及外國票據，雖其正確成分無從知，但可斷定目前之國內商業票據為數極少，大部保有額包括國內融通票據，及受德奧債務停頓契約 (Standstill Agreement) 影響之外國票據。

抵押放款 有抵押品之墊款或抵押放款，乃期限一月至六月以抵押品作擔保之墊款。按照瑞士國民銀行條例，此種放款不得再貼現。

證券與參加 瑞士大銀行之證券保有額及參加（包括永久與聯合保有額）總數在一九三四年九月杪，僅有資產總數百分之五，就中聯邦政府及聯邦鐵路債券所佔成數不及十分之一。政府證券保有額之小，蓋因瑞士政府證券之市場異常狹隘，國庫票據之供給，極為有限也。其結果銀行除僅用於小範圍外，不能以政府證券充第二準備，因而不得不在今日不安定之情形下，存入大宗無息存款於中央銀行。永久投資，大部份包括聯絡銀行或保管公司之股票。聯合交易，則代表企業聯合，以從事於證券之保險及銷售者也。

放款 有抵押與無抵押之活期放款，佔瑞士大銀行資產總數百分之三十五至四十。欲將國內放款與國外放款加以區分，殊非一時所可能，但可斷定外國放款佔總數之大部分，其成分遠超過戰前，尤以德國與中歐

爲最多，一部分今日變爲凝滯矣。一九三三年終放款總數百分之八十係有抵押。戰前無抵押放款之百分率較高，甚有高達百分之五十者。抵押放款之利率常較公定貼現率高百分之二分之一，無抵押之放款利率，則較高百分之四分之三至百分之一·五。

不動產放款 除 Schweizerische Volksbank 及 A. G. Jan & Co. 外，大商業銀行對於不動產放款 (Mortgage Loans) 徒有其名而已。

分行與聯合金融商店 瑞士銀行之分行制度，異常發達。多數大商業銀行設立大多數分行代理店及收受存款之辦事處，在一九三四年之總數爲一百九十九處。就其二十五城市萬餘人口之事實言之，其數不爲不大。此項縱橫交錯之密度，可爲該國工商業活動及金融市場變態平穩之解釋。大銀行之分設國內，大都以本地股份或私人銀行爲犧牲，由其接管而變爲分行，亦有保存其獨立者，但其集中組織，常爲完全。所當注意者，地方小銀行往往缺乏有能之管理。大銀行開設分行，則能創較大之穩固地位，其結果足以分擔危險，此在每都市有其特殊工業之國尤爲重要也。

瑞士大銀行之特點，爲其與掌管公司或投資信託之合作，而保有其大宗股份。此等公司之大部分，成立於戰前，以投資瑞士及德國製造家之出售鐵路及電氣設備於巴爾幹與其他未發達國家，有時爲普通管理之投資信託。戰時與戰後，多數因各國貨幣跌價及投資之缺乏，地理上變化而大受損失。此等投資信託，僅用作銀行

所提供未消化證券之儲藏所，但銀行有時亦從事於證券之脫卸耳。茲將其最重要按照所聯絡之銀行分類，及其資本與成立年份，列表如左：

銀行	掌管或投資公司	創立	資本股份 (法郎)
Credit Suisse	{ Bank fur elektrische unternehmungen	1895	75,000,000
Swiss Bank Corp	{ Schweizerische Gesellschaft fur Anlagewerle	1907	20,000,000
	{ Schweizerische Gesellschaft fur Metallwerle	1910	25,000,000
Union Bank of Switzerland	{ "Thesaurus" Continentale Effekten Gesellschaft	1927	15,000,000
Basler Handelsbank	{ Bank fur Transportwerte	1894	11,000,000
	{ Schweizerische Gesellschaft fur Elektrische Industrie	1896	40,000,000

此外 Swiss Bank Corporation 開設分行於倫敦，而 Credit Suisse 則獲得 Swiss Argentine Mortgage Bank 之股份。後者經營不動產業務於 Argentina 於是乎瑞士銀行在外國有密切之聯絡機關，而外國銀行亦開設分行於瑞士矣。

州銀行 州銀行 (Cantonal Banks) 爲州立機關，擔任瑞士銀行制度之重要職務，大半成立於上世紀之最後三十年。其宗旨爲供給低廉之農業信用。在一九〇七年前，幾皆發行鈔票。是年始有中央銀行之創辦發行業務，使多數銀行對於工商業發生密切關係，一部分銀行獲得此種寶貴關係之成功，因而保留適度之商業銀行業務 (Zurich 與 Basle)。此種業務範圍宜全州，銀行乃維持廣大之分行及代理店制度，以收受各州之儲蓄款項。一九三四年初二十七州之分行與代理店數目，共爲八百七十七處，故州銀行與本地事業有密切接觸，尤其是本地之小規模商業及工匠與農民之事業。

州銀行以有州政府之保證，及各種捐稅之免除，使其對於存款競爭有特殊優先權。此雖爲不正當權利，但其效力，至爲顯著，可以州銀行儲蓄存款與存摺存款自一九三〇年至一九三四年增加百分之三十，而七大商業銀行則幾減少百分之四十事實證明之。保持大宗儲蓄存款之商業銀行 (Volhard's) 發生困難，及商業銀行在一九三三年所開之平均利率，僅爲百分之二·五九，而州銀行則爲百分之二·九八，均足爲存款減退之解釋。他方面州銀行在一九三三年所付之現金債券，平均利率僅爲百分之四·〇三，而商業銀行則爲百分之

四・二三，然州銀行之現金債券數反形增加，而商業銀行之現金債券則銳減。故無論在何種情形之下，州銀行保持儲蓄存款幾佔國內儲蓄存款總數二分之一，應負發行現金債券未兌付額半數之責也。

州銀行之半長期存款，大都用於中介或長期之放款，不動產抵押放款約佔其儲蓄與定期存款百分之九十（現金債券在內）。其他放款之大部分，包括對於自治市之墊額，其所供給不動產信用約佔半數以上，因此成爲半長期及長期農業及建築信用市場之主要原動力。州銀行之流動性，不如大商業銀行之高。其活期存款數，不及大商業銀行二分之一。其所經營之商業銀行業務總數約有大商業銀行四分之一或五分之一。其商業放款較大商業銀行爲遲緩，但較有良好之變化性。其票據保有額大部分包括商業票據及抵押放款之票據。就國際金融市場觀察點言之，並不爲金融市場之決定因素。表六十一乃二十七家州銀行之合併報告。

他種金融機關，瑞士之他種金融機關，就國際金融市場之觀察點言之，並不佔重要地位。彼等發行現金債券，收受儲蓄存款，及經營不動產放款。多數本地機關為商業銀行，與美國之小都會銀行相同。所異者，資產百

表 六 十 一
二十七家州銀行之合併表
(單位百萬瑞士法郎;10月抄)

資 產	1932		1934	
	金額	總數比例	金額	總數比例
現金及存入銀行	374.1	4.9	322.8	4.1
匯票	217.2	2.9	180.2	2.3
活期放款	1,032.6	13.6	1,014.7	12.9
定期放款	626.6	8.3	715.9	9.1
不動產放款	4,523.4	59.5	4,823.4	61.4
證券與參加	691.7	9.1	667.3	8.5
其他資產	130.7	1.7	131.6	1.7
資產合計	7,596.3	100.0	7,855.9	100.0
負債				
資本與準備	824.8	10.6	820.8	10.4
銀行存款	96.5	1.3	118.2	1.5
活期存款	590.3	7.8	553.3	7.0
儲蓄與存摺存款	2,551.4	33.6	2,691.8	34.3
定期存款	336.0	4.4	358.5	4.6
現金債券	2,681.8	35.3	2,639.7	33.6
放款債務	365.0	4.8	408.9	5.2
其他負債	170.5	2.2	264.7	3.4
負債合計	7,596.3	100.0	7,855.9	100.0

分之五十爲不動產放款，負債百分之六十至七十爲現金債券及儲蓄存款耳。金融公司與恩格羅薩克遜國家之投資信託相類，但收受存款承做短期與中等期限之放款。

銀行新法 日內瓦瑞士貼現銀行 (Swiss Discount Bank of Geneva) 爲大商業銀行之一，因外國

委託所蒙之損失，及受不景氣影響，釀成國內放款之凝滯，遂於一九三四年倒閉。Banque Populaire Suisse 亦受同樣影響，旋得政府國民銀行與聯邦放款局 (Federal Loan Office) 之助，而獲渡難關。後者曾與其他商業銀行企圖援助貼現銀行，但結果失敗。Banque Populaire 爲一合作組織，社員在法律上須負債務之責任。社員之中，多數爲小商人、職工、農民僱員等。彼等以爲投資參加證書，與儲蓄存款相同。迨債務糾紛發生（或爲減少現在額面價值及增募新股份），不滿意之聲浪，震動全國，羣起要求政府監督銀行，乃有一九三四年十一月八日聯邦銀行法之頒布。該法定於一九三五年初實行。

大體上該法規定流動性及資本對於存款之一定最低比例，該法規定每年獨立檢查，定期刊布報告，及各種大宗長期放款對於國民銀行之通知。該法規定儲蓄存款在失敗時有優先權，及增減現金債券利率對於中央銀行之通知。銀行監督之權，操於聯邦銀行委員會 (Federal Bank Commission) 之手。

新法對於慣例，絕鮮變更，但加以擴充，使成爲則例耳。各銀行在過去，均能按期刊布報告，所有大宗關於資本出口之交易，亦能應中央銀行之要求，通知或協商辦理。大銀行並供給定期報告於中央銀行，按季刊布資產

負債表。新現金債券利率增加之通知，更爲必要，因其變更足以影響金融市場也。

茲將新銀行法條文之概要，摘錄如下：

第一條 本法適用於各種公私銀行（包括州銀行在內，中央銀行則除外），及收受存款之金融商店。外國銀行與其代表亦在本法規定之下。聯邦政府並得訂定關於彼等各種活動，包括發行保證互惠待遇之特別條例。

第二條 大銀行之管理、稽核、及監督，須分清界限。新銀行之章程，須經銀行委員會之核准。

第三條 規定資本金對於存款，及活期資產對於活期負債之最低比例，每年由純益項下提出二十分之一作公積金，至後者達資本五分之一爲止。

第四條 銀行每年必須刊布報告。其資產在二千萬法郎以上者，每半年刊布一次。資產在一億法郎以上者，每季刊布一次。本條不適用於不收受存款之私立銀行。

第五條 瑞士國民銀行收受各銀行之年報。銀行資產在一億法郎以上者，國民銀行得隨時令其造具各種報告。關於資本出口之對外信用交易，其期限在十二月以上，金額在一千萬法郎以上者，應於事前通知國民銀行。若金融市場或經濟情形，爲必要，即較少之類，亦須報告中央銀行。國民銀行如認此種交易與金融市場或國家利益衝突，得禁止其成立，銀行應即停止交易之進行，現金債券利息之增加，並須於事前通知國民銀行。

第六條 本條討論資本之減少，合作銀行股息之償付，及禁止商業銀行依據合作基礎之組織。

第七條 倘遇破產，每存戶五千法郎以下之存款，得享優先之地位；如非州政府所擔保，則此項存款應歸入所謂第三類之債務內。州政府得令其提出一部分資產，以保護五千法郎以下之存款。

瑞士金融市場

國際金融市場

四三六

第八條 本條規定證券之用爲邊際需要，應先得證券所有主之同意。

第九條 規定每年須經過獨立會計師之檢查，查帳員所報告之缺點，如不改善，應由查帳員報告銀行委員會。銀行交易之秘密，應加以注意。

第十條 聯邦參事會指派聯邦銀行委員會委員五人，包括主席與副主席在內。委員須爲銀行專家，但不得爲任何銀行或查帳機關之職員。該委員會監督銀行法之實施，其決議得上訴於聯邦最高法院。

第十一、十二、十三、十五各條 包括各種條文，關於發生大宗存款被提之銀行（負債如能抵償及此基金足資償付利息，則可發布允許緩付命令），有清償能力而資產發生凝滯，但仍繼續營業之銀行所任命之財產管理人，破產與改組及初步之章程。

第十四條 規定罰則，州銀行受州法律之束縛。銀行之職員，稽核及監理，對於股東或債權人應負疏忽所招損失之責。

金融市場

吾人就瑞士銀行與貨幣制度作概括之觀察，可知瑞士乃一備具國際金融中心各種先決條件之國家也。第一銀行制度充分發展，且有充分之伸縮性，使資金得以自由移轉。第二銀行擁有大宗資產，可供貸放之用。第三瑞士貨幣爲三十年來世界最安定貨幣之一種。第四瑞士銀行有經營外國匯兌交易之設備與經驗。該國地位適中，便利於間接匯兌，又其對於歐洲各國貨物、勞務、資金、交易之穩定不變，均足促該國貨幣之爲交易必需品也。

瑞士之所以不能成爲更重要之國際金融中心者，以其缺乏廣大金融市場之適當經濟基礎也。瑞士無重

要商品或證券市場以供大宗短期資金之投放，所有內國貿易需要資金，係普通銀行方面所供給。瑞士非大商業國，故比較上短期資金無投資外國貿易之出路也。

因是瑞士國民銀行並不贊成或獎勵國際金融市場之發展。其所關心者，為發展一種堅固銀行組織，使國內事業得低利之信用。蓋中央銀行當局知外國資金之流入瑞士，非以其為國際金融市場，乃為求安全及有隨時提取之便利。就一九三一年至一九三五年之發展情形而言，此種政策似不失其為穩健也。

多數大商業銀行對於瑞士國民銀行在一九二四年至一九三一年間所取之態度，頗加非難。彼等以為瑞士金融市場之一——如沮利克——應努力造成為國際中心，以與阿姆斯特丹競爭。此為一般人之切要欲望。而國民銀行則不予以援助。一九二四年二月五日，該行通告各銀行，除發生於瑞士進出口之商品外，該行不貼現任何外國票據。未幾此項原則之解釋趨於寬大。一九二五年春，該行復貼現合於條例規定之外國匯票，惟以期限不逾二十天為度，但同時限定為票據總數中之若干成分。限制之結果，為應用於外國票據之利率較高於瑞士票據。一九二九年初，國外利率高漲，以致瑞士利率發生同樣影響。國民銀行緊縮外國票據之需要，限其數為國內票據百分之二十五，期限仍以二十天為度。中央銀行保有外國票據所佔票據總數之成分，自一九二九年百分之二十三，減為同年五月百分之四，未幾利率低落。一九二九年七月，該行承認外國票據增至票據總數百分之五十，一九三〇年一月又增至百分之七十五。同年三月外國票據之限度完全提高。一九三一年一月十

五日，貼現票據之期限，自二十天延長至三十天。

瑞士國民銀行此項限制，足以表示其對於外國票據之政策。世界大戰以前，發行瑞士法郎之外國承兌票據，而存之瑞士，此爲數見不鮮之事實，尤以鐘表工業爲甚。按照條例規定，容許國民銀行對於此項票據之貼現。該行當局知票據之僅具一個瑞士簽字，收受者不免含有多少之危險性，故當戰後此項票據擴充至他種出口貿易。該行當局堅持票據之瑞士出票人須有上等聲譽，而承兌人須有清償債務能力，並住居穩定貨幣之國家者。不惟此，此項票據所佔貼現票據之成分，且須限定爲小部分也。

承兌票據市場 中央銀行之政策，不足以獎勵國際承兌票據市場在瑞士之發展，然該市場仍能自由發展，則以大商業銀行之吸收是項業務也。外國資金，陸續流入，使商業銀行獨立於國民銀行而自由貼現外國票據，尤其是德國與其他中歐國家之票據。是項票據之大部分，因一九三一年之德國債務停頓契約而發生凝滯。事實上瑞士銀行之被德國拖累，較之他國爲尤甚也。

承兌票據之供給，發生於瑞士市場者，至爲有限。主要國內來源之票據，爲投資大製造公司之原料進口！如棉花、絲、羊毛或其他種貨物如穀類等，以及投資出口之貨物。其他承兌票據爲比較少數票據之發生於國內貿易及實業或大商業行號向銀行支取以供季節需要或暫時營業資本之用者。銀行接受後者之票據，在瑞士極爲普通。惟此項整款（以貼現利率較低，故採取承兌票據方式）之是否確有自能清償性質，或僅爲融通票據，

(Finance Bill) 殊難斷定耳。

戰前融通票據之數量頗鉅，州銀行所保存者尤佔多數。但因國民銀行之審慎詳擇，及對於懷疑票據之堅決拒絕貼現，使其數大為減少。是時瑞士銀行不僅投資本國實業，亦且投資北意大利、南德意志及阿爾薩斯羅倫之實業。戰後倫伯特 (Lombardy) 及阿爾薩斯羅倫實業之地位，由若干北德意志、奧大利與匈牙利實業取而代之。瑞士銀行所引以為憾者，此等實業機關以所得之款，充作設備投資或永久營業資本之用耳。

承兌票據之在瑞士市場，其利率常較國民銀行公定貼現率為低，而外國票據之利率，又較高於本國票據。一九二五年十月至一九三〇年四月，公定貼現率為三釐半，繼續不變，厥後減至三釐，一九三〇年七月，減至二釐半，一九三一年一月，又減為二釐，迄今不變。根據商業銀行成立之契約私貼現率（票據利率）之最低限度，自一九三二年二月起定為一釐半。茲將一九二六年以來票據利率（私貼現率）之每年平均數列表如左（表六十二）。

表六十二

瑞士私貼現利率表 (上等票據及承兌票據之平均利率)

年份	利率
一九二七	三·二七
一九二八	三·三三
一九二九	三·三一

瑞士金融市場

一九三〇	二·〇一
一九三一	一·四四
一九三二	一·五二
一九三三	一·五〇
一九三四	一·五〇

票據利率或私貼現率，在意義上實有「私」之性質。其所刊布之利率，並不一律，因每銀行視需要及票據之性質而訂定不同之利率也。其市場之狹隘，可以想見矣。瑞士國民銀行不以除公定貼現率外之他種利率購買票據。此項公定利率，乃按期公布者。而以貼現率常高於票據利率之故，國民銀行常不保存大宗票據，惟在銀行需要現金迫切，不得不以公定貼現率再貼現之時，則爲例外耳。

承兌票據之主要購主爲銀行及保險公司。瑞士短期投資之機會，至爲有限，故其對於吸收銀行票據，異常努力。然銀行常不願貼現本行之承兌票據。票據之數量，因商業不景氣而大減。銀行之利殖能力，亦隨以更形薄弱矣。

商業票據 商業票據，猶之銀行票據，爲銀行貼現市場之交易也。瑞士無貼現商店或經紀人，以維持公共市場，及開同一之利率。每次交易之貼現率，係由銀行貼現職員決定，既須顧及銀行之利益，又不願開價過高，以致驅顧客於競爭者之門。次於銀行承兌票據之最低利息者，爲上等商業票據。其次爲二等商業票據或爲融通票據。其利率仍較中央銀行公定貼現率稍低。上等商業票據普通最低額爲五千法郎。但當此種票據稀少之際，

較小票據，亦所歡迎。

此項票據之最大購主，為大商業銀行及各種州銀行，而以設立於大都會者為甚。多數小額本地票據，係向本地獨立銀行及大商業銀行之本地分行貼現，而因此種本地實業之依賴銀行，銀行所定之利率，常與公定貼現率相同，甚有較高者。或因索價較低，而以徵取收款手續費名義補充之。融通票據多由本地銀行購買，有時為州銀行所購買。此等銀行恆代本地小銀行貼現，惟本地小銀行，同時須供給定額之良好商業票據。

商業票據之供給，以商業狀態為轉移。工商業呆滯則未兌付之數量縮少。一九三〇年，瑞士各銀行之保存票據總數，超過二十億法郎，但在一九三三年終，減至十億法郎之下，就中百分之七十為七大商業銀行所保有，百分之二十為州銀行所保有，本地銀行則僅有百分之十。一九三四年票據總數復激減。

瑞士無獨立之大貼現中心。沮利克經營票據之數量最大，其次為巴塞爾，又其次為日內瓦。分配少量專業於小國，使堅固單一市場之組織，異常困難，但以距離之短，及各都會電話之發達，各處利率之相差，殊甚微也。

一日放款市場 一日放款市場之在瑞士，與美國之聯邦資金市場相類。商業銀行倘遇暫時需要款項，可向他銀行商借五十萬法郎至一百萬法郎之無擔保隔夜放款，利率由雙方訂定，常較私貼現率為低，亦有較高者，然向不超過國民銀行之抵押利率，否則銀行甯以抵押利率向中央銀行借款矣。一日放款市場之運用方法，乃放款銀行接到電話請求之後，將所放款項在國民銀行活期存款劃入借主戶下，以供其提用，或以國民銀行

之支票支付，而收回次日到期之支票或劃條，及以現金支付之利息。

延期證券放款 延期證券放款，猶之其他歐洲國家，係用以投資證券交易所之交易者。投資家倘購入月終交付之股票，而預料下月終之價格有上漲之可能，不願收取股票，可將其交易延期清算，投資家僅須以市價再出售月終購入之股票於銀行或證券交易所，而以同樣價格購入下月終交付之股票。其付給銀行參與交易之代價，謂之遲收證券利息。遲收證券利息，隨商業狀態及延期放款之需要供給而不同。

投資家倘出售月終交付之股票，而預料該項股票有價格低落之可能，可以市價向銀行購入即期交付之股票，而以同價出售下月交付之股票於銀行。其所收之代價，謂之遲付證券利息。以上二種交易，均為遲期一月交付同類與同種類之股票，銀行可在此期間內，任意處分股票。易言之，此項股票非用作放款之擔保品，如抵押放款之交付同一擔保品於償還放款之後也。

現金債券市場 銀行發行現金債券，對於金融市場之影響至鉅。此項債券之發行，常為鉅額，其出售可以減少流動資金之供給。反之大宗債券到期，如不再行投資，則可以增加流動資金之供給。新發債券利率與金融市場有密切之關係，因其足以表示中等期限投資儲蓄存款及抵押放款之利率趨勢也。若銀行增加現金債券之利率，則儲蓄與抵押利率即隨以上漲。是故國民銀行從來堅持變更利率須先通知該行之原則。新銀行法又規定銀行增加利率，應於兩星期前報告中央銀行，並授權該行得視金融市場之需要，磋商發行條款之變更。

抵押放款 抵押放款乃一種期限自一月至六月附帶擔保品之放款。其在瑞士，擔保品多為證券，抵押放款之以匯票或商品為擔保品者，為例絕鮮。抵押放款與抵押活期帳目放款不同。前者為單一不再發現之交易（此係就理論上言之，但實際上往往有轉期之發生），而由銀行貼現借主之期票，以完成其宗旨者。後者則有繼續之商業關係。按照瑞士國民銀行條例，該項期票不能再貼現。抵押放款常用於證券交易商店（稱為月終放款（*Ullimo Money*）），以充月終交割至次月交割之用。私人投機家或實業行號之暫時需用款項者，有時亦求助於此項放款，其期限自三月至六月；擔保品之邊際界限，平時為百分之十至百分之二十五；其利率以金融情形為轉移，但常較公定貼現率高二厘，無手續費之規定。近年來抵押放款之數量，頗為穩定。一九三四年，其總數僅有大商業銀行資產總數百分之二。故就金融市場觀察點言之，殊不佔重要地位也。

大商業銀行與瑞士國民銀行之往來，有所謂抵押帳目者，乃一種以債券尤其是政府及聯合鐵路債券為擔保之活期帳也。其為期甚暫（以十天前通知為度），係用以供月終之需要者。國民銀行規定是項利率與三月期抵押放款相同，即較公定貼現率高一釐是也。中央銀行堅持此項放款用於商業而不得用於證券之投機。

瑞士證券交易所

瑞士證券交易所所有七，即在 *Zurich*, *Basle*, *Geneva*, *Lausanne*, *Berne*, *Neuchâtel* 及 *Chur*。前三處最佔重要地位。今所述者，限於該三處。

瑞士證券交易所之規模，固不能與紐約、倫敦、巴黎、阿姆斯特丹及柏林之證券交易所並駕齊驅，但就國家之面積作比例，其地位頗為重要，所處理之外國業務數額亦頗鉅。大宗外國證券在該所登錄代理外人交易之數，復極堅定。在戰前外人之保有瑞士證券，約有十五億瑞士法郎，就中十億為法人所有。戰時此項證券，大部份收回。戰後瑞士放於外國之長期款，至少達十三億瑞士法郎。此等各種外國證券，均在瑞士證券交易所登錄。大多數之交易，極為活動。外國資金流入之原於鄰國在通貨跌價及政治經濟不安定期，覓取投資途徑者，足以獎勵瑞士證券交易所之活動。結果周轉數額激增，至一九二八年始降低，可於下列表六十三沮利克及巴塞爾之交易所周轉數觀之。日內瓦之數額則無從覓得。

表六十三

	總數	
	周轉	(單位百萬瑞士法郎)
	<u>沮利克</u>	<u>巴塞爾</u>
1926	5,291	2,634
1927	9,456	1,410
1928	10,121	2,632
1929	6,769	1,409
1930	6,772	1,270
1931	6,280	1,124
1932	3,701	598
1933	3,918	687

政府管理 證券交易所之聯邦法規今在考慮中，提出於國會之期，約在一九三五年之初。今日證券交易

所之解釋，係根據各州法律，其頒布之日期如下：——沮利克——一九一二年十二月二十二日之法律及關於證券入選之證券交易所經紀人公會章程；巴塞爾——一九九七年四月八日之法律及一九九七年十月十五日與十二月二十九日之章程；日內瓦——一八五六年十二月二十日之法律及一九三〇年九月二日與十一月五日之章程。概言之，此等法律與章程頗覺寬大，新法自不免較為嚴厲，但決不如一九三四年美國證券交易所條例之劇烈也。

此三都市均由州政府管理證券交易所之活動。在沮利克與巴塞爾係內政部所主管，經由監督機關，包括一監督及一秘書與助理，並經由證券交易所委員會包括內政之領袖及會員六人，就中二人為證券交易所經紀人公會之會員。監督機關負嚴格施行法律與章程之責，並保存記錄，發布逐日行市單。證券交易所委員會監督證券交易所之普通事務，所有修正現行章程，須得其同意。其在巴塞爾，又有核准申請登錄之權。在日內瓦州之管理較寬，僅有監督團體，係若干專員所組成，關於交易及開價事宜均由其監督焉。

經紀人 沮利克與巴塞爾之經紀人，應由州政府發給執照。在沮利克之執照，係內政部商同證券交易所委員會，證券交易所專員，及證券交易所經紀人公會管理部而發給。在巴塞爾之執照，係證券交易所委員會發給。沮利克之經營不登錄證券經紀人，亦須領取執照。在沮利克與巴塞爾，但非日內瓦，銀行得領執照兼營經紀人職務。申請人須能行使公民權力，且須有良好名譽。沮利克之申請人，須為州之居民。

三州均須繳納執照費。執照費之大小，以每年周轉數額為根據。並須供給保證金，銀行之在巴塞爾者，其保證金為十萬法郎，在沮利克者為三萬法郎。三都市均須另供保證金於所在地證券交易所公會。例如沮利克之此項保證金為十萬法郎，此外應付常年費於州銀行，在沮利克為一萬法郎，在巴塞爾則以周轉數為依據。日內瓦政府對於各種登錄證券之交易，徵稅百分之〇・〇一。

經紀人得為顧客之代理人，或除顧客有相反之明白規定外，得為顧客之本人。

各證券交易所之權限不同。例如沮利克之公會得規定大範圍之章程，包括登錄條例，呈請州政府核准。其在巴塞爾，此項權力屬於證券交易所委員會。日內瓦之公會含有自治團體性質，規定全部交易之章程。

登錄 瑞士證券交易所登錄之限制，不如紐約之嚴厲。在沮利克申請書應由證券交易所公會核准，而提出於內政部，作最後之批准。在巴塞爾，其決定權操於證券交易所委員會。在日內瓦，則其權操於證券交易所公會。登錄證券之商店，應刊布年報。其在巴塞爾，登錄之前，應刊布說明書。國內發行額在五十萬法郎以下者，不得登錄於沮利克及巴塞爾，外國發行之最低限度為一百萬法郎。巴塞爾之申請人應同意維持登錄至少五年。

營業時間 沮利克證券交易所營業時間，為上午十時四十五分至下午一時，又自下午四時至四時三十分。巴塞爾營業時間自上午十時四十五分至中午十二時，又自下午四時至四時三十分。日內瓦營業時間，自十時四十五分至十二時三十分，又自下午三時三十分至四時。

開價 行市之開價，繼續在三交易所營業時間內舉行。各種購買及出售，應即報告秘書。秘書登入帳簿，並刊布正式行市單。沮利克與巴塞爾之開價，加係債券，以其平價之百分率加入利息計算；如為股票，以每股合若干法郎計算，包括附帶之紅利證據在內，其在日內瓦，債券與股票，以每債票或每股開價包括利息或紅利，惟政府及聯邦鐵路債券之開價，係以百分率為基礎。

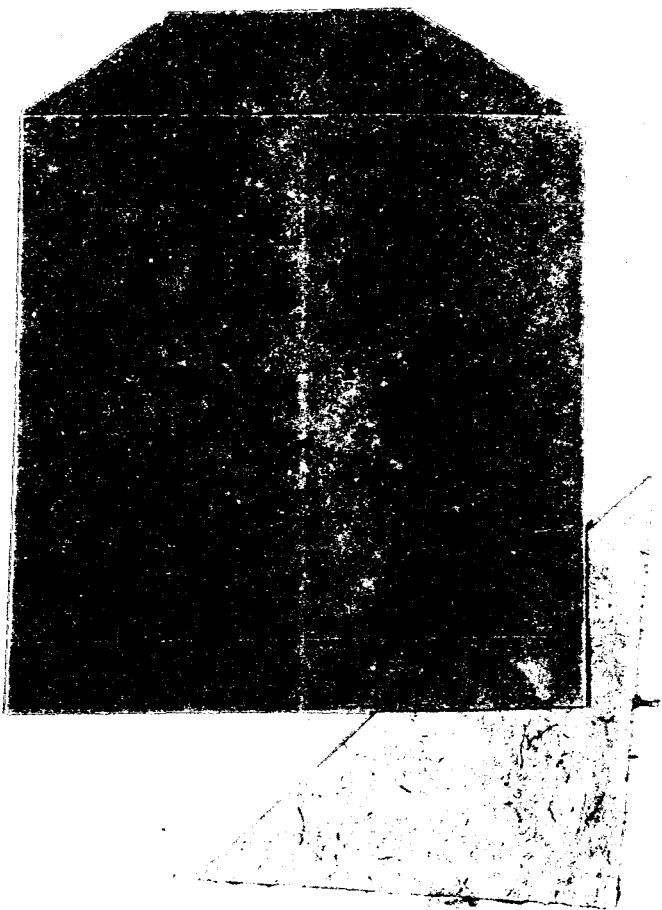
現金交易 沮利克現金基礎之買賣，包括以現金或支票不較遲於次日四時之交割。沮利克得以現金基礎經營各種事業。其支付與交割，係在數日之內。其在巴塞爾與日內瓦，現金交易之完成，交割及支付，不得逾實行期後五日。

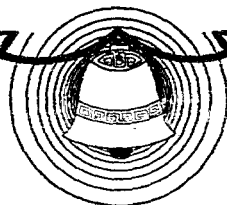
月終結帳 全部登錄證券，除資本壹百萬法郎之公司新發行者外，得在期限市場買賣。瑞士證券交易所之結帳限於月終，無月半結帳之規定。所謂上月結帳之工作如下：在月終以前之第四日，交換公會之非會員及選擇之持票人，須將關於證券及所欲結帳之數額，通知締結契約之人。第二日預備結帳單。第三日上午十一時，交付結帳單於秘書處，同日下午四時在該處付款，一時後交割證券。月終上午十時支付結帳餘額，交割遂以完成。

Premium 與 Stella 交易 所謂 Premium 交易，有時極為重要，與美國之買賣任意市場相同。購主或售主在買賣證券之時，與他方面約定在二月內，當事人之一方有權支付溢價，將契約取銷。所謂 *Stella* 交易，大

致相同。發生於授權在將來結帳期以較高或高低於定價之一定範圍 (Range) 支付或索取某種股票。該範圍代表牽涉危險之溢價。此等交易在巴塞爾極爲普通，但近年來漸趨減少。

證券交易所交易之投資 大部份月終結帳，係抵押放款所投資。國民銀行對於此種放款之以投機爲目的者，常感額不安。而商業銀行，則樂於貼現證券交易。所擔保之期票，以其利率較公定貼現率高一厘半至二厘也。此種放款之期限，自一月至六月，多以月分爲基礎，其證據金爲百分之十五百分之二十五。投機交易常經由延期證券放款投資。其擔任證券資金市場之任務，頗爲重要焉。





版權所有
翻印必究

中華民國二十八年四月初版

國際金融市場

全一冊 實價國幣一元八角

(外埠酌加運費匯費)

編著者 劉孔鈞

發行人 吳秉常

印刷所 建華印刷所

香港英皇道六九四號

上海福州路

正中書局

南京太平路

(908)

