

外匯原理

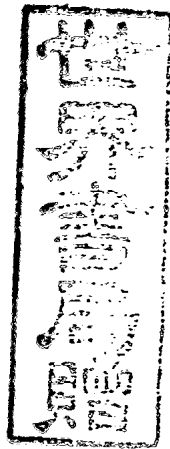
第三卷

世界書局印行

3756

外 匯 原 理

王 烈 望 著

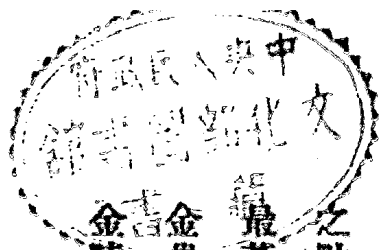


世 界 書 局 印 行

自序

國外匯兌，就其本質言，爲聯繫國際經濟之脈管。國際間商品之流通，資本之借貸，與夫勞務之交換，均須通過此管道而各得其所。今世界各國已結成互相依存之經濟鎖環，每一國民經濟，僅爲此鎖環中之一環；一環動，他環必受其震撼。國外匯兌在世界經濟鎖環上所演之作用，正不次於現代之交通與運輸機關。故其研究實爲瞭解國際經濟關係之必要準備。從另一方面言，現代貨幣金融問題掩蓋一切經濟現象，極複雜奧澀之變化；外匯在貨幣金融中佔一主要地位，故研究外匯又爲研究貨幣金融之必要工作。至若從銀行之立場言，國外匯兌爲主要業務之一，其運用具有高度之技術性，非有素養者不能勝任愉快。因此種種，國外匯兌向被採爲各大學商學院及經濟系之必修課目。

在金本位時代，此課內容除辦理匯兌手續與經營匯兌之計算方法外，在學理方面祇須解釋匯價之變動與現金輸送點之作用爲已足。自經前次歐戰以後，國際匯率起反常之變動，外匯問題成爲當時經濟學界聚訟之點，著作如林，蔚爲大觀。我國以銀爲幣，銀匯變動情形又較複雜。外國學者之研究東方匯兌，以 Spalding 爲最著。僑居上海之匯兌經紀人 H. H. Smith，尤多述作。馬寅初教授及吳宗濂氏諸先輩亦有專著問世。自民十九金貴銀賤問題之熱烈討論，以至法幣政策之實施，國內人士對於銀匯之研究分析，已達成熟階段。其中以南開、金陵二大學經濟學者之貢獻尤多。此課內容，遂日益豐富。又以近世貨幣貶值與匯兌統制之風行，其理論與實



際之探討，亦須包括在內。故此課分量，已較前增加一倍以上。惟現在各大學商學院及經濟系仍列爲一學期課程，殊覺與事實上之需要相背。且大都採用 Furniss 或 Whitaker 之 Foreign Exchange 爲課本，尤不適於我國學生之需要。該二書固不失爲佳作，如前者之說理調達，要言不繁，後者之解釋透闢，計算精詳，均屬不可多得；但二書出版，遠在前次歐戰以後，Whitaker 一書雖已增訂於一九三三年，所加資料，仍屬有限，且於匯兌統制，未及編入；Furniss 一書則未見有增訂新版，均已不合時宜。至於我國匯兌之未有陳述，與其他課目之西文教本不合國情之缺陷，正復相同。

筆者執教於國立交通大學管理學院，擔任此課，已歷四載。去年又在國立暨南大學商學院代授此課。歷屆教材，積稿盈尺，惟其間中英雜陳，零亂無序。平時教學，多憑口授，間亦酌發講義。屢承同學督促，亟圖整理編訂，以利教學。會蒙張君更生介紹與世界書局出版。當時曾允該局總經理陸高誼先生於一月以內繳齊稿件。預計於今年二月間出書。詎知着手整理，治絲益紊。復以雜務羈絆，不能專力於此。於是一邊編寫，一邊付印，至四月十五日而脫稿，超過原約已達四月。此固由於筆者之缺乏經驗，惟在編撰中陸續有新資料加入，致此書分量，較預定計增四分之一，此亦爲稽延之原因。惟以紙價飛漲，對讀者與出版者終覺不無歉意耳。

本書內容分爲七編，共計四十一章，偏重於理論與史實之鋪陳。故分量遠較一般國外匯兌著作爲多。對於研究貨幣金融者或不無參考之用。如被採爲大學課本，教員祇須擇要講解，全書可指定學生自習。其中謬誤，自屬不免，倘蒙讀者不吝指正，實爲筆者之所深盼。蓋學術水準之提高，端賴具有同好者之攻錯，非一二人之力所

能爲功。去夏得與張君邦鐸，孫君禮榆，吳君承禧，史君亦聞，張君心源，張君中楹諸兄，每晚在上海經濟諮詢所討論外匯市況，並將所得，貢諸報端。上列諸君，或經驗宏富，或學有專長，而邦鐸兄之熱心學術，尤爲難能可貴。筆者參與末議，獲益非淺，其於此書之成，所助良多。

柏林金融市場一章，承留德經濟學博士黃蔭萊先生校正，謹誌感忱。

最後，尤應感謝交大黎校長曜生，管理學院鍾院長偉成暨歷屆同學之鼓勵，使筆者得繼續從事於學術工作。否則，丁此亂離之際，詎復能以著述自娛？此書之成，不知在何年何月矣！

王烈望 四，二三，一九四一

563.23
114
2



外匯原理目錄

第一編 外匯與國際金融

第一章 概論.....一〇

一、國外匯兌之意義及其內容.....二

二、匯兌在經濟上之作用與功能.....二

三、國外匯兌與國際收支平衡.....五

四、外匯之起源及其發展.....七

第二章 匯票及其流通作用.....一九

一、匯票在法律上之解釋.....二

二、匯票之諸要件.....二

三、匯票與本票及支票之比較.....五

四、匯票與商業金融.....五

目 錄

五、匯票之種類……………一八

第三章 商業匯票……………二〇

一、商業長期匯票……………二〇

二、跟單匯票與押匯……………二一

三、二種跟單匯票之比較及其運用……………二七

四、光票……………三一

五、商業短期與即期匯票……………三二

第四章 銀行承兌匯票與信用證書……………三四

一、商業信用與銀行信用之比較……………三三

二、商業信用證書之起源意義方式及其運用……………三四

三、倫敦金融市場之承兌匯票……………三八

四、內地銀行出售承兌信用之方法……………四二

五、商業信用證書之各種條件……………四三

六、商業信用證書在法律上之解釋……………四八

七、商業信用證書之分類……………五〇

八、	循環信用	五二
九、	旅行匯信與旅行支票	五三

第五章 銀行保付與委託購買證

一、	銀行保付之性質	五五
二、	委託購買證之性質方式與運用	五六
三、	憑委託購買證所發匯票之特殊條件	五八
四、	委託購買證之條件	五九
五、	委託購買證之功用	六〇
六、	委託購買證與商業信用證書之異點	六一

第六章 銀行週轉進出口貿易之其他方式

一、	出口商以其商業匯票與跟單為擔保向本埠往來銀行發長期匯票	六二
二、	打包放款	六二
三、	進口商對其本埠往來銀行開發長期匯票	六三
四、	進口商對本國之外埠銀行開發匯票	六三
五、	進口商以倉庫存貨為抵押向本埠銀行開發匯票	六三

(附)中國之銀行承兌匯票……………六四

第七章 進出口貿易之風險交易條件與支付方法……………六六·七一

一、貿易風險之劃分……………六六

二、交易條件之訂定……………六七

三、支付方法之選擇……………六八

四、出口信用保證制……………六九

五、中國對外貿易從外商包辦到主要進出口貿易國營……………七〇

第八章 英國出口信用保證部與美國之進出口銀行……………七二·八二

一、英國出口信用保證部之略歷……………七二

二、保證部業務及其組織……………七三

三、美國進出口銀行之設立及其組織……………七七

四、進出口銀行業務之特性……………七八

五、進出口銀行之主要任務……………七八

六、結論……………八一

第九章 銀行匯票與電匯……………八三·九三

一、	發票與匯付	八三
二、	銀行即期匯票及其功用	八四
三、	電匯及其功用	八五
四、	即期匯票之處理手續	八六
五、	電匯之處理手續	八七
六、	電匯與即期爲計算各種匯票價格之基準	八七
七、	內地銀行出售國外匯票之方法	八九
八、	國際間之轉匯方法	八九
九、	銀行長期匯票及運用	九〇
十、	通融匯票	九二
第十章 匯票之特種情形		
一、	外國居留匯票	九四
二、	貨到付款與貨到後定期付款之匯票	九五
三、	以發票地貨幣計算之匯票	九六
四、	以第三國貨幣計算之匯票	九八

五、載有殖民地文句之匯票.....九九

六、載有匯兌文句之匯票.....一〇〇

第十一章 匯票與國際間資本之移動.....一〇一

一、資金移動之方式.....一〇一

二、國際金融市場中之短期投資.....一〇三

三、短期資金之反常移動.....一〇四

四、短期資金反常移動之影響.....一〇六

五、短期資金與國際貿易金融之週轉.....一〇七

六、短期資金與國際無形貿易之週轉.....一一一

七、長期資本之移動.....一一三

八、匯票與證券之買賣.....一二六

九、國際證券之通貨性.....一二七

十、國際資本移動之變遷.....一二七

十一、外匯借款.....一二五

第十二章 中國之國際收支平衡.....一二七

一二七.....一四一

一、	收支數量之發展	一三七
二、	收支平衡之內容	一三八
三、	進出口貿易與入超	一三一
四、	資本之移動	一三三
五、	華僑匯款	一三五
六、	金銀之移動	一三六
七、	戰時對外收支平衡之檢討	一三七

第二編 匯價之理論與實際

第十三章 匯價結構之分析

一、	直接匯價與間接匯價	一四三
二、	匯兌平價與市價	一四五
三、	電匯及各種匯票之價格	一五〇
四、	現貨匯價與期貨匯價	一五二
五、	對各國之匯價	一五二

六、	匯價之表示	一五三
七、	掛牌與實際行市	一五五
八、	匯價尾數之計算單位	一五五

第十四章 金本位時代匯價之自動調整 一五七—一七五

一、	引言	一五七
二、	金本位制與金平價	一五八
三、	現金輸送點之意義	一五九
四、	現金出口點計算方法舉例	一六一
五、	現金進口點及其計算方法舉例	一六四
六、	現金輸送點對穩定匯價之限度	一六七
七、	資本之移動與國際收支均衡論	一六七
八、	外匯與國內購買力數量之關係	一七〇
九、	從資本之移動觀察國際收支均衡之破壞與調整	一七一
十、	從物價之變動觀察國際收支均衡之破壞與調整	一七四

第十五章 中國在銀本位時之對外匯價 一七六—一九一

一、	銀兩時期·····	一七六
二、	倫敦銀價之計算方法·····	一七六
三、	規元對英匯之平價·····	一七八
四、	白銀與外匯之套做·····	一八〇
五、	對其他各國之套匯·····	一八二
六、	天津漢口等埠之對外匯價計算法·····	一八三
七、	銀元與銀兩·····	一八四
八、	銀元之匯兌平價與現銀運送點·····	一八五
九、	白銀出口稅與平衡稅·····	一九〇
第十六章 中國法幣之對外匯價		
一、	法幣政策之前因·····	一九二
二、	法幣政策之內容·····	一九三
三、	外匯本位與法幣匯價·····	一九四
四、	法幣匯價與銀價·····	一九九
五、	中美貨幣協定與買賣限價之擴大·····	二〇〇

六、法幣匯兌平價之釘住問題……………二〇五

第十七章 匯票價格之差異原則……………二〇六

一、電匯匯率與標準匯率……………二〇六

二、銀行即期匯率……………二〇七

三、即期匯率之計算例題……………二一〇

四、長期匯票之匯率……………二一三

五、長期匯率之計算例題……………二一四

六、各種匯票之正常差率……………二一八

七、以遠期匯率為計算之基準……………二一九

第十八章 紙幣之匯價理論……………二二五

一、引言……………二二三

二、購買力平價說……………二二四

三、購買力平價說之批判……………二三五

四、活動金平價說……………二四一

五、國際收支說及其批判……………二四三



六、匯兌評價說與匯兌心理說及其批判……………二五〇

第十九章 匯價變動之質的分析……………二五四—二六六

一、以活動金平價或購買力平價所表示之質變與以經濟平價所表示之量變……………二五四

二、活動金平價與購買力平價之比較……………二五五

三、匯價之質的要素……………二五八

四、匯價質變之原因……………二六〇

五、質的要素與量的要素之相互作用……………二六五

六、謠傳與匯市之波動……………二六六

第二十章 匯價變動之量的分析……………二六七—二九五

一、進出口外匯之供給與需要……………二六七

二、外匯之供求彈性……………二六九

三、無形收支與外匯供求……………二七三

四、外匯供求數量與外匯供求表列……………二七六

五、金貨裁定對於匯價之影響……………二七八

六、銀匯變動之供求分析……………二八一

- 七、外匯本位與匯價之變動……………二八四
- 八、不兌現紙幣匯價之變動……………二八六
- 九、長期短期及日常變動之分析……………二九一

第三編 外匯期貨

第二十一章 外匯期貨……………二九七

- 一、外匯期貨之意義……………二九七
 - 二、外匯期貨與匯兌風險之避免……………二九八
 - 三、外匯期貨對於進出口商避免匯兌風險之限度……………三〇〇
 - 四、國際間資本之移動與外匯期貨……………三〇三
 - 五、外匯投機與外匯期貨……………三〇八
 - 六、外匯掉期與上海之金融之市場……………三〇九
 - 七、長期匯票與遠期外匯……………三一
- #### 第二十二章 外匯期貨(續)……………三二二
- 一、外匯期貨之供求與遠期匯率……………三二三

二、	遠期匯率與利息平價	三二六
三、	套息之運用及其計算	三一七
四、	掉期差別與利息平價之調整	三一九
五、	掉期差別高估與低估之原因	三二二
六、	掉期差別與利息平價之相互影響	三二四
七、	購買力平價與遠期匯率	三二八
八、	貿易平衡與遠期匯率	三三〇
九、	國際借貸與遠期匯率	三三二
十、	現貨匯率與期貨匯率之關係	三三五
十一、	遠期期貨匯率與近期期貨匯率之差別	三三七
十二、	結論	三四〇

第四編 外匯之經營

第二十三章	銀行之外匯業務	三四二—三四六〇
一、	匯兌銀行之功用及其業務	三四三

- 二、匯兌銀行或國外部之組織.....三四五
- 三、國外同業往來.....三四七
- 四、經營外匯之原則.....三四八
- 五、經營外匯之實務.....三五二

第二十四章 外匯投資與借貸.....三六一—三六六

- 一、短期投資與調撥頭寸.....三六一
- 二、外匯投資之計算.....三六二
- 三、匯率變動對於投資利益之影響.....三六四
- 四、美金放款與英鎊放款.....三六五

第二十五章 匯兌裁定.....三六七—三七八

- 一、匯兌裁定之意義.....三六七
- 二、直接裁定法.....三六八
- 三、間接裁定法.....三六九
- 四、四角裁定法.....三七七

第五編 國際金融市場與外匯市場

第二十六章 倫敦金融市場……………三七九—四一三

一、引言……………三七九

二、倫敦成爲世界金融中心之原因及其特質……………三八一

三、英蘭銀行……………三八三

四、股份銀行……………三九〇

五、其他金融機關……………三九六

六、倫敦銀行清算所……………四〇二

七、倫敦證券交易所……………四〇三

八、金融市場之流通工具……………四〇六

九、貨幣行市……………四〇九

十、外匯市場……………四一一

第二十七章 紐約金融市場……………四一三—四三六

一、概說……………四一三

二、	聯邦準備制度之特徵	四一五
三、	在新政下之聯邦準備信用統制	四一九
四、	商業銀行	四二〇
五、	投資銀行	四二二
六、	公開市場之活動分子	四二三
七、	金融市場之構造	四二四
八、	承兌市場	四二五
九、	聯邦資金市場	四二八
十、	短期政府證券市場	四二九
十一、	商業票據市場	四三〇
十二、	證券押款市場	四三一
十三、	外匯市場	四三三
第二十八章	巴黎金融市場	四二七·四四七
一、	概述	四三七
二、	法蘭西銀行	四三八

三、商業與投資銀行·····	四四一
四、貨幣市場·····	四四二
五、承兌市場·····	四四五
六、外匯市場·····	四四七
第二十九章 柏林金融市場 ·····	四四八
一、概述·····	四四八
二、公共信用機關·····	四四九
三、中央銀行與信用統制·····	四五一
四、商業銀行·····	四五五
五、貨幣市場·····	四五八
六、新金融制度·····	四六二
(附)安姆斯透壇與蘇黎世·····	四六五
第三十章 上海金融市場 ·····	四六九
一、概說·····	四六九
二、內國銀行·····	四七三

三、	錢莊	四七八
四、	外商銀行	四八〇
五、	拆款市場	四八五
六、	票據市場	四八九
七、	匯劃與劃頭	四九三
八、	戰時之匯劃通貨	四九四
九、	準備與清算制度	四九七
十、	外匯市場	五〇一
	(附)上海之外幣市場	五〇四

第六編 金銀市場與國際間金銀之移動

第二十一章	世界金市場	五〇七
一、	概說	五〇七
二、	市場組織	五〇八
三、	交易方法	五〇九

四、	行市之決定	五〇九
五、	倫敦金價之計算方法	五一〇
六、	紐約金價之計算方法	五一五
第三十一章 上海金市場		
一、	概說	五一七
二、	市場組織	五一七
三、	交易金類	五一九
四、	標金之買賣	五二〇
五、	行市之變動	五二四
六、	金市與匯市	五二六
七、	標金結價之變遷	五二九
八、	中央銀行掛牌金價	五三六
九、	海關金單位	五三七
第三十三章 國際間黃金之移動及其分配問題		
一、	金貨移動之類別	五三九

二、金貨移動之原因……………五四三

三、金貨之均衡分配與不均衡分配……………五四四

四、最近美國之黃金問題……………五四六

五、黃金之將來……………五五二

第二十四章 世界白銀市場……………五五三—五六〇

一、概說……………五五三

二、市場組織……………五五四

三、交易方法……………五五五

四、行市之決定……………五五七

五、銀價之計算方法……………五五八

(附錄)近百年來銀價變動之統計……………五六〇

第二十五章 中國金銀移動之檢討……………五六一—五六八

一、金銀移動之直接原因……………五六一

二、金銀移動與國際收支平衡……………五六五

三、銀貨之移動與銀購買力……………五六六

四、金貨移動之解釋……………五六八

第七編 近世國際匯兌之演變與外匯統制

第三十六章 近世國際匯兌之演變……………五六九—六一二

一、前次歐戰時之經過……………五六九

二、戰後通貨之混亂……………五七一

三、通貨穩定與金本位之恢復……………五七三

四、貨幣穩定之暗礁……………五七五

五、世界經濟恐慌與金本位之崩潰……………五八三

六、貨幣戰爭……………五九〇

七、金集團之解體與三國貨幣協定……………五九九

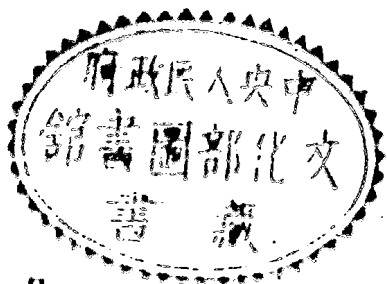
八、國際匯兌之現勢與外匯統制……………六〇五

九、蘇聯之對外匯兌……………六〇八

(附錄)各國放棄金本位及實施外匯管理之時日表……………六一〇

第三十七章 匯兌平準基金……………六一三—六三四

一、	外匯統制之意義及其方式	六三三
二、	英國之匯兌平準帳	六一五
三、	美國之匯兌穩定基金	六二五
四、	法荷瑞士等國之匯兌穩定基金	六二六
五、	中國之匯兌平準基金	六二九
六、	結論	六三二
第二十八章 匯兌限制 ·····六三五·六四八		
一、	匯兌限制之意義與目的	六三五
二、	匯兌限制之方法	六三七
三、	匯兌限制下之外匯黑市與私市問題	六四〇
四、	中國之外匯限制	六四二
第二十九章 封鎖帳項與凍結外資 ·····六四九·六六一		
一、	封鎖帳項之意義及其目的	六四九
二、	德國之封鎖馬克	六五一
三、	美國之凍結外資	六五六



第四十章 匯兌清算制……………六六二——六六八

一、匯兌清算制之起因……………六六二

二、匯兌清算制之意義……………六六三

三、匯兌清算制之機構及其運用……………六六四

四、匯兌清算制之效果……………六六七

第四十一章 支付協定與抵償制……………六六九——六七九

一、支付協定之意義及其運用……………六六九

二、英美支付協定……………六七〇

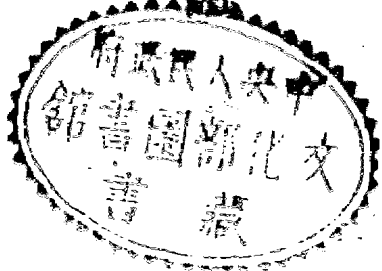
三、抵償制之意義……………六七五

四、抵償制之運用……………六七六

附錄：(1) 國際匯兌主要文件式樣

(2) 上海匯兌經紀人公會規章

第一編 外匯與國際金融



第一章 概論

國外匯兌之意義及其內容——匯兌在經濟上之作用與功能——國外匯兌與國際收支平衡——外匯之起源及其發展

一 國外匯兌之意義及其內容

國外匯兌有二種意義：一指轉讓國際債務，藉以清算一切對外交易之方法與機構；（註一）一指以外幣計算之各種信用工具或支付手段，包括鈔票、息票、支票、匯票，及國外存款結餘。在十九世紀，以外鈔、息票與匯票，近則以銀行信用為主要內容。言其形式，則為銀行電匯、支票及匯票。（註二）前一種意義係動詞性質，指買賣以外幣表示的各種信用工具的方法與機構。後一種意義，則為以外幣表示的信用工具或支付手段之本身，簡稱外匯。此種種信用工具或支付手段為債務之證明文件，例如銀行鈔票及存款為銀行之債務，而用作交易上之支付手段。匯票亦係一種債證，其負最後償付之責者，或為銀行，或為商家。此種債務之買賣與一般商品同，有市場價格，受供求律之支配。

「匯兌」一詞，最能表示地域間或國際間之買賣過程，蓋其中包括債務之轉讓與貨幣之交換手續，前者



名之曰「匯」，後者則名之曰「兌」。故「匯兌」一詞，較之英文中以「交換」(Exchange)一字爲表示者優勝多矣。

國內匯兌與國外匯兌之不同，重在貨幣之兌換一點，國內匯兌爲地域間同一單位之貨幣，互相交換，各地貨幣，在自由輸送條件之下，其兌換率除少數手續費外，應爲一與一之比。國外匯兌，則以貨幣單位不同，外國貨幣不能直接在本國使用，本國貨幣在外國亦然，其兌換率，除少數國家外，非爲一與一之比，且常有變動。以前金本位國家間之匯兌，在黃金自由輸送之條件下，匯率常能穩定於二種貨幣所含金量之比。

(註1) Munn, G. G.: *Encyclopedia of Banking and Finance*, 1935, Vol. I, P. 301

Spading, W. F.: *Foreign Exchanges and Foreign Bills*, 1933, pp. 5-6

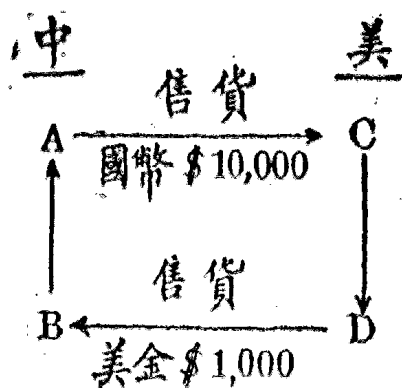
Evitt, H. E.: *The Practices of Foreign Exchange*, 1932, pp. 1-2

(註1) Einzig, P.: *The Theory of Forward Exchange*, 1937, pp. 20-21

二 匯兌在經濟上之作用與功能

匯兌爲地域間或國際間債務之轉讓與貨幣之兌換，既已如上述，茲再設例以明其用。

左圖表示中國出口商A以國幣一萬元之貨，售與美國進口商C，同時美出口商D以美金一千元之貨，售與中國進口商B，因此C應付A國幣一萬元，B應付D美金一千元，假定此二種貨幣均係黃金鑄成，而美金一元所含之金量等於國幣十元，則C欠A之款，可折合美金，轉付與D，B欠D之款，折合國幣轉付與A，此二項交

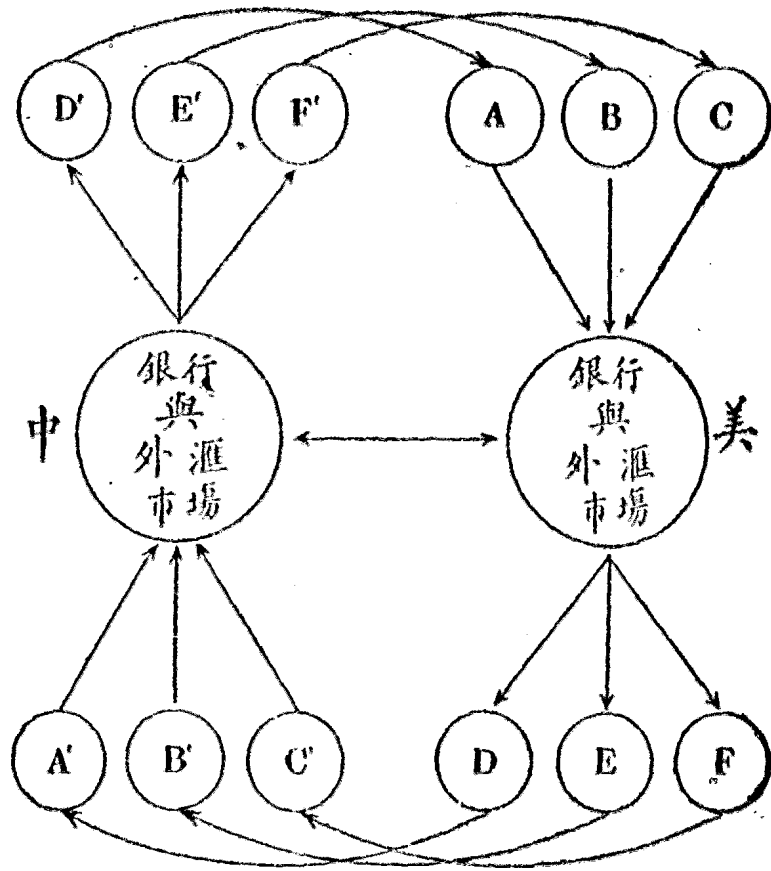


圖一

易，於以清理。是即B購C之債務以付D，C亦可購B之債務以付A，此項債務，通常以匯票為憑證。例如D開美金一千元之匯票，令B支付，而售與C，C寄與A，以清貨款，A持之向B兌現，B折付國幣一萬元。如果國際貿易，不知利用匯兌方法，則每次交易，必須輸送現金，以供支付，其為不利，實有二層：輸送現金，不但煩費亦負風險，此其一，如路程遼遠，運送需時，在運送中之現金，等於死攔，減少貨幣之流通效能，有礙貿易之週轉，此其二；舉此二端，即可以見匯兌在經濟上之功能，使國際間現金之輸送，減少至最低限度。

上設之例，不過用以闡發原理，事實上無如是之巧合。第一，A售與C之貨值，未必與D售與B者相等，如屬不等，則雙方債務，無法抵銷；第二，即使數值相等，倘雙方付款日期不同，則又無法抵銷；第三，A、B、C、D未必互相認識，D不知C，B不知A，則雙方債務，又無從轉讓；第四，就令相知，但A不信任B，D亦不信任C，則匯兌之途窮。事實上，在資本主義制度之下，所謂國際貿易，即為各國無數私人間之貿易，而貿易之種類，數額之多寡，付款之方法，錯綜繁複，不可名狀，故國際間債務之轉讓，勢不能不有集中之機構，以為媒介，是亦猶一般商品之交換，必須有市場與貨幣也。

匯兌銀行與外匯市場即為國際間債務轉讓之綜合機構，彙集無數之個別國際債務，熔於一爐，然後分割發售，使需要購買國際債務以供支付者，咸得其所，茲圖示其意如左：



圖二

出口商，後者向美國銀行兌現以後，此項債務始告結清。國際貿易，繼續交往，則此種國際債務之週轉，亦屬循環不絕。

就長期間論，國際債務，有互相抵銷之可能，但在短期間，對外應收與應付之數，未必相等，如應收之數超過

圖二，A B C 為美國之進口商，A' B' C' 為中國之進口商，D E F 為美國之出口商，D' E' F' 為中國之出口商。各列其三，表示多數，經營匯兌之銀行亦不僅一家，其買賣外匯，與一般居間商同，中國出口商以美國進口商對彼之債務轉讓與本國銀行，本國銀行再轉讓與美國銀行，此時美國進口商對本國出口商所負之債務，已移轉在美國銀行，美國進口商以其應付之款，交付與美國銀行。至此美國進口商對中國出口商之債務，轉化為美國銀行對中國銀行之債務，後者乃以美國銀行之債務轉讓與本國進口商，本國進口商以之支付美國

應付之數，則本國債權人轉讓國外債權於銀行之數，必將超過銀行轉讓於本國對外債務人之數，結果，本國銀行在國外銀行積存之款項必日增，而在國內之流動資金則日減，週轉不靈之時，急於將國外頭寸（註一）調回國內，或降價以求售，或轉讓於中央銀行，本國中央銀行在國外中央銀行積款過多時，常輸送現金回國。

（註一）頭寸或作頭銀，市上習語，指某種款項而言。

三 國外匯兌與國際收支平衡

外匯之買賣為匯兌銀行之正常業務。凡對外應付之款項，必須購買外匯，是為國際支出；凡對外應收之款項，可以售出外匯，是為國際收入。

國際收支之數字常以億兆計，對於一國之金融貨幣，關係至鉅，言其內容，約可分為下列七項：

- （一）商品之進口與出口；
- （二）勞動與業務之購售；
- （三）資本之移動；
- （四）投資之盈利收入與借款之還本付利；
- （五）賠款與遺贈；
- （六）外交及其他政治費用；

(七) 金銀之移動。

商品之進出口爲有形的國際貿易。(註一) 商品進口，對外應作等價之支付，屬於國際支出；商品出口，對外應有等價之收入，屬於國際收入。我國每年商品進口，佔國際支出百分之七十以上，商品出口，佔國際收入百分之五十以上。由此可知商品進出口在我國國際收支上佔最重要之地位。(註二)

勞動與業務之輸出入，爲無形的國際貿易，例如英國之國際金融業務、海險業務、航運業務等項；美國工程師在南美諸國之專門工作；中國僑民在海外之勞動服務是皆爲各該國勞務之輸出，而成爲國際收入之一項。華僑匯款常佔國際收入百分之十以上，抵補我國入超之大部份，購買此種業務與勞動者，是爲該國勞務之輸入，而成爲國際支出之一項。

資本之移動，包括長期投資與短期資金。長期投資之形式爲公債與股票等有價證券。購入外國有價證券，卽爲對外投資，屬於國際支出。例如美國各大企業之股票與債票均有國際市場。花旗股票，在上海亦有買賣，且爲數甚鉅。短期資金之移動，則由商業票據之買賣與套息而起。各國金融中心點之遊資，在正常情形之下，向利率較高之處移動。在政局或經濟有不穩時，則必爭向安全境界移動。國際間短期資金，自前次歐戰以後，數量大增，驟來倏去，行蹤飄忽，有「熱幣」(hot money)之稱，常足爲一國金融之累。

資本主義先進國家如英、法、荷、比、德等國對外有鉅額投資，每年盈利所得，佔國際收入之重要部份。對外債務本利之償付，屬於國際支出。例如，英、法對美所付之戰債本利；我國外債之償付，每年從關稅中提出，佔國際支

出百分之五左右。

賠款爲前次歐戰以後德國之最大支出，而爲協約國之收入。我國庚子賠款，爲數甚鉅，後由英美諸國退還，專充文化及教育經費。遺贈卽如慈善救濟等捐款是。我國國際收入方面，亦有此項。

黃金之移動，在金本位時代，起於國際間價格之差異。自各國統制外匯以後，黃金之輸出入，大都爲中央銀行抵補外匯頭寸之用。在法幣政策實施以前，白銀爲我國之幣材，但在外國爲商品，其輸出入亦起於國內外價格之差異。自白銀國有，政府輸出，亦爲充實外匯準備之用。不論在何種情形之下，金銀之輸出，屬於國際收入，輸入則屬於國際支出，與普通商品，同其例也。

(註一) 海關報告册有記載之進出口貨及金銀爲有形貿易。業務收入，資本移動等項，則爲無形貿易。

(註二) 我國國際收支估計，有雷穆：「在華之外資」(Foreign Investment in China by C. E. Remer) 中國銀行報告及耿愛德(E. Kann)氏在商業金融週報(Finance and Commerce)所發表之估計。

四 外匯之起源及其發展

國外匯兌爲國際間債務之轉讓，既已如上所述；由此可以推論外匯之發生，必在國際貿易發展以後。遠在羅馬時代，已有類似匯票之行使，至十二世紀，佛勞蘭斯(Florence)商人始引用如今日之匯票。十三世紀之威尼斯(Venice)商人更推行之於大陸各地及英國。當時之匯票僅記載債務人及債權人與債額，藉以移轉一地

之商業債務至另一地，以避免金銀之輸送。自十九世紀末葉至上次歐戰，倫敦為世界之金融中樞，英鎊匯票，有國際通貨之稱。歐戰以後，美國操世界金融之大權，於是英匯與美匯，並為國際通貨。自一九二九年世界經濟恐慌爆發，通貨脆弱之國家如東南歐及南美諸國，先後集中外匯，限制購買，有外匯者必須按官定匯率，結售於統制當局。外匯市場，無形停頓，德、義、日等全能國家，外匯統制，更形嚴厲。此種國家之通貨，以其不能自由掉換外匯，稱為「統制通貨」(Controlled Currency)或稱「軟性通貨」(Soft Currency)。通貨堅強國家如英、美、法、比、荷、瑞士等國，在廢止金本位後，外匯市場，依然可以自由交易，故其通貨，稱為「自由通貨」(Free Currency)，又名硬性通貨(Hard Currency)。

前次歐戰爆發以後，參戰國家之通貨慘跌，尤以德、奧、俄為甚。國際匯兌陷於極度混亂。戰後各國幣制之整理，歷四五年以至十年之久，始先後恢復金本位。國際匯兌，重告安定，乃不旋踵而世界經濟恐慌爆發，各國又先後放棄金本位，而以通貨貶值與匯兌傾銷(exchange dumping)相競爭。前次歐戰時之停止金本位與通貨跌價，由於戰時財政壓迫之所致，此次金本位之放棄與通貨之貶值，則為各國經濟上之策略。但其為擾亂國際匯兌，初無二致。

至一九三六年，英、美、法三角貨幣協定締結以後，國際匯市，重臻穩定。乃未及二年，歐戰再起，英、法實施外匯統制，英鎊不能在倫敦自由掉換外匯，但在紐約，英鎊仍有自由市場。至今年七月間，英、美締結支付協定，自由英鎊，乃歸消滅。至此外匯自由市場，僅紐約與上海而已。

我國外匯，當起於外國銀行來華設立分行之時。自一八四二年南京條約締結以後，五口通商，外商雲集，貿易日盛。始有英商麥加利銀行（Chartered Bank of India, Australia and China）之分行設於上海，時在一八五三年，是時對英貿易，以鴉片、棉花為大宗，故麥加利於設立之初，亦以鴉片、棉花商之貼現、押匯等交易為主要業務。其後匯豐銀行（Hongkong and Shanghai Banking Corporation）亦設分行於上海。法、德、日、俄、荷、比、義、美相繼來華開設分行，以輔助各該國商人對華之貿易。中國進出口貿易，完全為洋商所操持，外匯市場亦盡操於彼等之手。近十年來，華商銀行之勢力，日趨膨脹，經營外匯者已有十餘家。國人之自營進出口貿易者亦日多。自抗戰以還，外匯與貿易，受政府統制，上海黑市即為洋商控制下之特殊現象。

我國匯市之演變，就貨幣方面言，約可分為三個階段：第一階段為銀匯時期；第二階段為法幣政策實施以後之外匯本位時期；第三階段則為外匯統制時期。第一階段，時期最長，如以外國銀行來華設立分行為起點，則當始自一八五三年，終於一九三五年，因是年十一月四日為法幣政策實行之始。此一時期，我國貨幣，並無本位可言，對外匯價，以上海之規元（銀兩）為標準。至一九三三年，始以銀元計算匯價，但國內貨幣之紊亂如故，對外匯價，隨金銀比價而變動，驟漲驟落，不次於今日之黑市。第二階段，自一九三五年十一月四日起至一九三八年三月十二日止，是日為財政當局公布購買外匯請核辦法之日，亦即實行外匯統制之始，為時僅二年有四月耳。法幣政策者乃政府宣告自銀國有，停止流通，而以國家銀行之鈔票為法幣，同時按一先令二便士半之匯率，無限制供給外匯，幣制漸告確立，匯市乃臻平穩，因法幣得按一定比率自由兌換外匯，故可稱為外匯本位。第

三階段則自外匯統制以後開始，上海以租界關係，又在淪陷區內，為政府權力所不及，外匯買賣，一仍自由，於是投機，套取，與夫資金之逃避者，廣集於此，遂使法幣匯價，一再傾跌，波濤洶湧，變化萬狀，雖有外匯平準基金（一千萬鎊）之設立，以圖制止黑市之劇烈變動，惜收效殊微耳。

環顧各國之國民經濟，政府統制，日趨強化，外匯市場益見狹隘。自英美支付協定締結以後，國際匯兌，由多邊而趨於雙邊；將來此種協定能否由雙邊擴充為多邊，則以各國利害關係之不同，殊未可必。至於我國戰後之外匯政策，須視國際環境與國民經濟之需要而定。為集中資源，建設新中國之經濟，外匯政策恐仍將以統制為原則也。

第二章 匯票及其流通作用

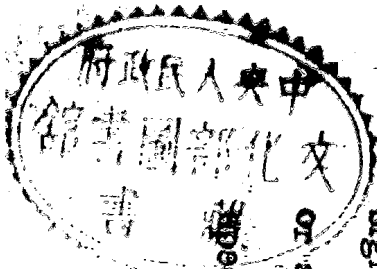
匯票在法律上之解釋——匯票之諸要件——匯票與本票及支票之比較——匯票與商業金融——匯票之種類

一 匯票在法律上之解釋

國際間債務之轉讓，大部份以匯票之方式行之，尤以進出口貿易爲然。匯票之解釋，可舉一八八二年英國匯票法(The English Bills of Exchange Act of 1882)所下之定義爲準，其文云：「匯票爲寫成之無條件委託證，由一人發交於他人，由發票人簽字，要求收票人即行或定期支付一定之金額於一指定人或執票人。」

(A bill of exchange is an unconditional order in writing, addressed by one person to another, signed by the person giving it, requiring the person to whom it is addressed to pay on demand, or at a fixed or determinable future time, a sum certain in money to or to the order of a specified person, or to bearer.)

中國票據法(民國十八年公布)第二十一條規定：「匯票應記載左列事項，由發票人簽名。」



- (1) 表明其爲匯票之文字；
- (2) 一定之金額；
- (3) 付款人之姓名或商號；
- (4) 收款人之姓名或商號；
- (5) 無條件支付之委託；
- (6) 發票地及發票年月日；
- (7) 付款地；
- (8) 到期日。

未載到期日者視爲見票即付，未載付款人者以發票人爲付款人，未載收款人者以執票人爲收款人，未載發票地者以發票人之營業所、住所或居所所在地爲發票地。未載付款地者以付款人之營業所、住所或居所所在地爲付款地。

二 匯票之諸要件

匯票在法律上之解釋，既引述如上，茲再將與匯票有關事項，分述於後：

(1) 匯票之作成 匯票通常由債權人對其債務人簽發，委託後者無條件支付一定之金額於指定人或

持票人，因此，匯票在作成時，常包括三當事人，即為：

- (a) 發票人 (Drawer)；
- (b) 收票人 (Drawee) 承兌人 (acceptor) 或付款人 (Payer)；
- (c) 受款人 (Payee)。

發票人得以自己或付款人為受款人，並得以自己為付款人；以自己為付款人發行匯票者，如同一商號有數個營業所，其本店與支店，或總行與分行間互相發行匯票是也。以自己為受款人發行匯票者，如商品售方對購方發行匯票，轉讓於銀行（貼現），得指定自己為受款人；又如發票人對其往來銀行發票，請後者承兌，指定自己為受款人，而後轉讓於他人是也。至若以付款人為受款人者，如出口商對進口商之銀行發票而指定其所在地之分行為受款人是也。

(2) 匯票之轉讓 指定受款人之匯票得依背書 (indorsement) 而轉讓。背書由背書人 (endorser) 在匯票之背面或其黏單上為之，記載被背書人 (endorsee) 之姓名或商號及背書之年月日，由背書人簽名，背書人得不記載被背書人，僅簽名於匯票背書而為空白背書 (blank indorsement)，空白背書較之記名式背書之票據容易流通，蓋經一次空白背書以後，任何持票人，皆不必再加背書，即可轉讓，因此可免除由背書所發生之責任問題，故其流通性較大，至若付來人之匯票，則不必經背書之手續，即可輾轉流通。

(3) 匯票之承兌 執票人於匯票到期日前應向付款人為承兌之提示，承兌應在匯票正面記載承兌字

樣，由付款人簽字，付款人僅在票面簽名者亦即表示承兌 (acceptance)，付款人於承兌後，應負付款之責。見票即付之匯票，不必經過承兌之手續，即可由背書而流通。

(4) 匯票當事人之責任 匯票在未經付款人承兌以前，發票人負償付之責而為主要債務人。在承兌以後，則承兌人為主要債務人，負無條件支付之責。但發票人仍負最後償付之責任，匯票之負責者二人故稱雙名票據 (double-name paper)，其信用常較本票為高。因之流通性亦較後者為大，背書人對執票人亦負連帶責任。

(5) 匯票之追索 匯票到期不獲付款時，執票人於行使或保全匯票上權利之行爲後，對於背書人、發票人及匯票上其他債務人（如匯票保證人等）得行使追索權。有左列情形之一者，雖在到期日前執票人亦得行使前項權利。

(a) 匯票不獲承兌時；

(b) 付款人或承兌人死亡，逃避或其他原因無從為承兌提示時；

(c) 付款人或承兌人受破產宣告時。

匯票不獲承兌或不獲付款或無從為承兌提示時，執票人應請求拒絕承兌地或拒絕付款地之公證人或法院、商會、銀行公會作成拒絕證書 (Protest) 證明之。至若付款人或承兌人之破產，須以破產宣告書之謄本為證明，以代替拒絕證書，拒絕證書應在匯票或黏單上作成之。

(6) 匯票之期間 匯票為信用工具，故含有時間因素，匯票期限可分即期與定期二類；即期為見票即付

之匯票 (Demand draft) 定期又可分爲二種：一爲發票後 (after date) 延期付款，其期限自發票日起計算；一爲見票後 (after sight) 延期付款，其期限自付款人或承兌人見票日起計算。匯票之期間，通常以六個月爲最長。

三 匯票與本票及支票之比較

我國票據法所稱票據包括匯票、本票及支票三種，茲將此三種票據作一比較，更可以明匯票之性質。

(1) 匯票與本票 匯票與本票 (Promissory note) 同爲無條件支付一定金額之信用證券，但本票爲發票人自己約付之證券，發票人卽爲付款人；匯票之發票人得爲受款人，而本票則否；匯票可引用於同地、國內及國外，而本票則以用於同地者爲常；匯票可用複本而本票則無之。

(2) 匯票與支票 支票 (check, cheque) 與匯票同爲委託他人無條件支付一定金額之證券，但支票之付款人必爲銀行，而匯票則任何人皆得爲付款人；匯票在票據法上有承兌之規定，而支票則概爲見票卽付，且流通期間極短，支票之流通，多以本地爲限，而匯票則多爲對異地支付之用。

四 匯票與商業金融

匯票爲信用工具之一，可以充支付手段，異地間之收支關係，多賴此以爲清理，代替現金之運送，增加貨幣

之效能。除此以外，匯票尙具有週轉商業金融之功用。由此可以減輕商品之生產成本，茲就此點闡述於後：

「金融」與英文 financing 一字相當，意即墊借資本而預期以未來之收入爲清償（To finance a transaction means to advance the means of covering its costs in expectation of repayment at some future date）是也。例如製造商售其製品於批發商，允許後者延期付款，是即製造商墊借資本與批發商矣。墊借方式，則不外下列三種：

（1）記帳；

（2）批發商出本票與製造商；

（3）製造商對批發商發匯票。

無論用何種方式，批發商均可獲得同樣之結果——延期支付；而於貨物轉售以後，償還製造商。但在製造商方面，此三種方式之墊借，頗有不同，蓋製造商之流動資本有限，不能負墊借之責任。如爲記帳，則未到節期，不能向批發商收帳，又不能以之向銀行押款，故在貨物出售至到期收帳以前，無週轉之便利，如向銀行借款，則須另備抵押品，且利率必高，蓋抵押放款，銀行不能於中途轉讓，週轉不靈，故須取較高之利，以資補償，如由批發商出本票，則雖較帳面信用爲靈活，但亦須視發票人之信用而定，如發票人之信用平平，亦不易轉讓於他人也。蓋本票之發票者爲唯一之負責人，在外國稱爲單名票據（single-name paper），其信用不及雙名票據之匯票爲優（此就負責人多寡而論，如信用卓著之商號，其所發本票或較普通商業匯票之信用爲優，至若銀行本票，

幾同現款，是又不能一概論也），故其流通性亦較大，製造商以之向銀行押款，較本票爲便，且可得較低之利率，如爲銀行承兌匯票，則貼現更易，利率亦更低，利息爲生產成本之一，今利用匯票之週轉，可以得較低之利率，則亦卽所以減輕生產成本，此在國內貿易然，在國外貿易，亦無不然。

在前例中，如由批發商預付貨款，則爲批發商墊借資本與製造商；如屬現金交易，則雙方均不墊借。故貿易金融，實含有時間因素在內。此時間因素者，不外買方延期支付與賣方預收貨價而已（前者爲賣方墊借買方，後者爲買方墊借賣方），但買賣雙方，均爲普通商人，其資本之週轉，須藉助於金融業，如賣方墊借買方時，則賣方可轉移其墊借於金融業，買方墊借時亦然。金融業墊借之方式，不外貼現與押款，貼現者卽爲購入商業票據，押款者卽以有市價之財產爲抵押，貸放現款。銀行購入商業票據，可以在貼現市場售出或向中央銀行爲重貼現，而押款無轉讓之便利；金融之義，貴在流通，商業票據實爲流通短期金融之唯一工具，蓋惟有商業票據，可以轉相墊借，而最後之墊借者，必爲資金多餘覓取投放之人，而後資本之供求，始能得其均衡。

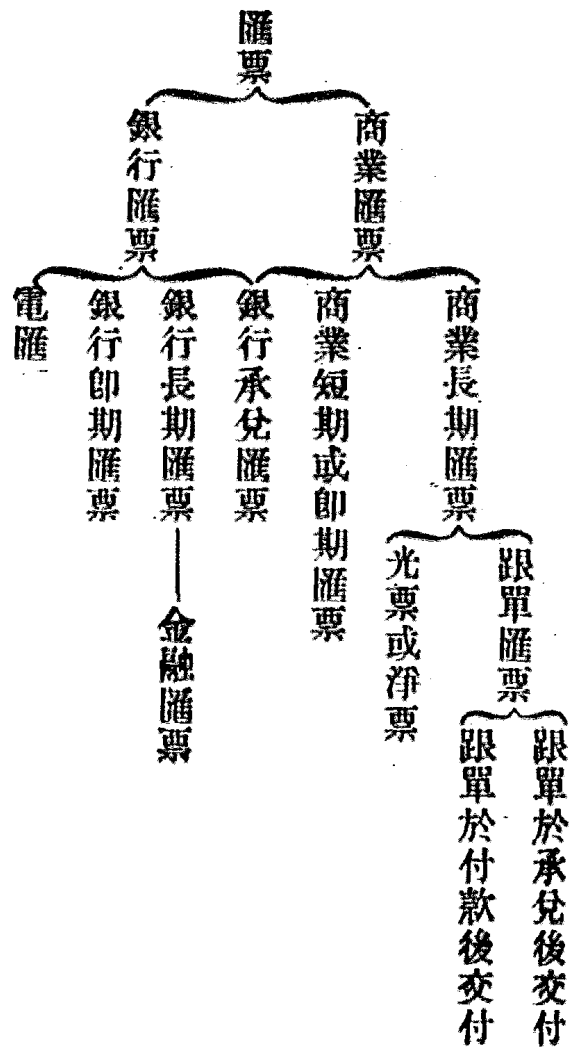
國際貿易，以距離較遠，需時較長，自成交以迄貨款兩清，必須經過一相當之時期，譬如上海出口商運貨十萬元至倫敦，其在途中之時間，約需一月，此一月期內之十萬元資本，由何方負墊付之責，當視支付之方法而定，如進口商隨訂購單而匯款與出口商，固負墊付之責，卽以銀行信用證書及委託購買證予出口商，亦不啻授出口商以獲得墊借之權利，蓋後者於貨物裝運出口時，憑此所發之匯票，卽可賣於銀行也，至若對進口商發票，委託銀行代收貨款，則爲出口商負墊付之責，蓋進口商之付款，必在貨到以後也。

從國際貿易之清理方法而觀，有進口商負墊付之責，亦有出口商負墊付之責者，固已如上所述，然進出口商之資本，不能作墊借之用，非由金融業爲之週轉不可。進口商獲得金融業之週轉者，可以銀行承兌信用爲例，銀行爲進口商承兌外國出口商所發之匯票，進口商即可獲得延期付款之便利，而得以出立信託收條之法，先提貨而後付款，至貨物出售以後，其銀行之承兌匯票亦將到期，進口商即可售貨所得之款，償還銀行之承兌債務，銀行本身，無非出借其信用，墊款者乃購入匯票之投資人。此種墊借方式，即爲現代金融市場之作用。

至若出口商獲得銀行之週轉者，可以商業承兌匯票之押匯或銀行承兌匯票之貼現爲例。銀行承兌匯票，易於貼現，固爲出口商獲得週轉之最佳工具，商業承兌匯票雖信用較差，但亦不乏貼現之例，其由銀行代收者，亦可充借款之抵押品，此即所謂出口金融是也。

五 匯票之種類

在國外匯兌中，商業匯票與銀行匯票爲二大主要工具，而前者尤爲重要，蓋在國際收支上，商品之進出口爲數最鉅故也。二者之區別，即在商業匯票之發票人爲出口商，付款人則爲進口商或進口商之往來銀行；銀行匯票之發票人爲銀行，付款人則爲發票銀行之代理銀行或分行，商業匯票與銀行匯票之下，又可細分爲若干類，茲列表如左：



第三章 商業匯票

商業長期匯票——跟單匯票與押匯——二種跟單匯票之比較及其運用——光票——商業短期與即期匯票

一 商業長期匯票

進口商辦貨固有貨到付款或預付貨款者，然爲數殊寡，實屬例外，普通進口商於成交以後，可以延期付款，至於延付期間之長短，視買賣雙方所議之條件而定，通常凡付款期限超過三十天者，均屬長期匯票，而以承兌後二月期及三月期付款者爲最普通，中國之出口匯票則多爲四月期及六月期，但出口商不能等候至到期之日，即需現款應用；故通常於匯票簽出以後，即持向銀行貼現，扣除利息佣金，爲避免等候之代價，銀行購入此項匯票，亦非持以等候者，蓋此項匯票自經付款人承兌以後，即成爲一種投資工具，以其有出票人與承兌人兩重信用之擔保，殊屬可靠，自有投資者出而承購也，故銀行如需現款，即可將購入之匯票轉託經紀人賣出，就一般而言，商業長期匯票自發出以至收回，其歷程當如次：

(1) 本國出口商對外國進口商或其往來銀行簽發匯票。

(2) 本國出口商將簽就之匯票，讓渡與本國之往來銀行，本國銀行一面對出口商墊出票款，一面即將匯票寄與國外之代理行託其向付款人提示。

(3) 由付款人承兌。

(4) 國外之代理銀行代為在外匯市場賣出，而將所得之現款記入本國銀行之貸方。

(5) 到期之日，由承兌人備款贖回。

商業長期匯票，並非均須經過此五項歷程，倘銀行不願購入出口商對外國進口商所發之匯票，則出口商惟有託其代收，須至外國進口商付款以後，始能獲得現款，但亦有以其託收之匯票為擔保而得向銀行借款者，此項代收之匯票，銀行自不能代為賣出，蓋此時銀行處於代理人之地位，不能自由處置也。至若銀行購入之匯票，作為本行之投資，願俟到期，收取本息，則第四項歷程亦可不必經過也。

二 跟單匯票與押匯

商業長期匯票為貿易之週轉工具 (Financing instrument)，如由銀行承購，則出口商固可立得現款，而進口商仍不失其延期支付之便利，如由銀行代收，則或由出口商負等候之勞，或以代收匯票向銀行押借，均無不可，然無論銀行購入匯票或代出口商歸收，而另予押款，出口商均須負最後支付之責任，倘進口商倒閉，或有不測行為，致貨款無法歸收，銀行固可向出票人（即出口商）追償，萬一出口商亦有不測事故，無法清償，則銀

行亦必連帶受其損失，銀行與出口商爲保障自身利益起見，在進口商未會付清貨款或保證付清以前，自不能將貨物輕易交付與彼，故貨物之裝運單據，不能不暫爲留置，以防進口商不履行其債務時，可將貨物收回，另買跟單匯票卽爲適應此項需要而設，意卽貨物之裝運單據附著於匯票，非俟進口商付清貨款或保證付款以後，此種單據不與匯票脫離，藉以保障持票人之權益，蓋此種單據卽爲貨物所有權之證件也。此項附著出口匯票之主要單據計有下列二種：

(1) 提貨單 (bill of lading)

(2) 保險單 (insurance policy)

除此二種以外，尚有發票、領事單 (consular invoice)、出產地證明書 (certificate of origin)、裝箱細單 (packing list)、重量單 (certificate of weight)、檢驗單 (certificate of analysis or inspection) 此等單據備與不備因情形之需要而異，故爲次要單據，茲就上列二種主要單據解釋之。

(1) 提貨單 提貨單爲輪船公司所出之承運收條與契約，除印就之承運條件外，單上詳載號碼、件數、重量、貨物名稱、託運人、收貨人、裝船名稱及目的地等，該單在艙位定妥，貨物交出以後，由託運人填就，交輪船公司簽字，輪船公司簽字以後，卽負責運到目的地，通知提貨人提貨，提貨單同時可有數張，張數之多寡，視出口商、輪船公司及領事當局之需要而定，普通以一、二、三、四、五張者爲多。提單上註明輪船公司簽字之有效提單共計幾張，出口商向銀行貼現或託收時，須照數交出，貨物到埠時，祇須一張簽字者卽可提貨，其他未經輪船公司正式簽

認者，只供各方查考而已。提貨單上收貨人之姓名或為進口商，或為出口商（託運人），均無不可，惟在國際貿易上，以託運人收貨者為多。以進口商為收貨人之提單曰「直達提單」(straight bill of lading)，以託運人為收貨人之提單曰「指定提單」(order bill of lading)。指定提單，經託運人之背書，即可轉讓與他人，直達提單，則不能轉讓也，故跟隨匯票之提單，均屬指定提單。

(2) 保險單 航海運輸在途上之損失除由於運輸商之疏忽或欺詐外，不負賠償責任，故海輪貨運，必須投保海險，普通國外貿易所用之保險單有下列三種：

(a) 總保單 (insurance policy) 由保險公司出給，單上詳載一切承保條件。

(b) 分保單 (insurance certificate) 出口商之交易多者，可向保險公司訂立總保單，保定每船以若干金額為限之海險，在裝貨時另行出給分保單。

上列兩種為出口商所保，受賠人大都為出口商，經受賠人在單背簽字後，持單人即可憑單受賠。

(c) 保險證明單 (insurance cover note) 進口商之交易多者，得向當地保險公司訂立總保單，以若干金額為限，出口商於裝貨時，不必另為保險，祇須通知承保公司之指定代理人，即可由該代理人出立證單，證明該貨已由進口商保險，但此項證單係憑進口商抬頭之總保單而發，不能轉讓與他人。

出口商向銀行做押匯時，須填具押匯負責書 (Letter of hypothecation) 與押匯保單 (Letter of Guarantee)，以保證其最後支付之責任，押匯負責書係押匯人出給銀行之抵押證書，易言之，即為押匯人將裝

運貨物押與銀行之承諾書，此項抵押書，有一次出給者，有分次出給者，一次出給之抵押書即為押匯負責書，分次出給者則為抵押單 (hypothecation slip)，押匯負責書之目的乃在使銀行之利益，有契約之保障，並使銀行對於裝運貨物，在必要時，有自由處置之權，普通押匯負責書之內容包括下列各項：

(1) 出口商表示在本押匯負責書未通知銀行結束以前，將繼續以跟單匯票向銀行做押匯交易。

(2) 如出口商或進口商未將裝運貨物保足海險，銀行得代為加保，保險費歸出口商負擔。

(3) 銀行對於該項匯票及其貨物享有優先權，可以不問其他背書人應負之責任，逕行處置取償，並得在必要時，變賣貨物之任何部份以支付運費保險費及其他費用。

(4) 銀行得按照普通商家代理人之地位辦理，支取佣金。

(5) 出口商按照進口商之指定，將貨物移置於公共或私人碼頭或堆棧內，須得銀行之同意。

(6) 銀行得自由決定對進口商之交貨辦法，如進口商不履行其債務時，銀行得代為訴追，出口商於接到第一次訴追通知書時，允即償付票款連同一切費用於銀行。

(7) 銀行或其代理人，在必要時，得將貨物扣留（如遇進口商不履行債務或破產等情形），扣留之貨物，由銀行直接或委託經紀人變賣，變賣所得之款，抵補對出口商之墊款，其中一切關於扣留變賣等費用，均由出口商之帳上開銷，同時出口商仍須負出票人之責任，銀行對於委託扣留及變賣貨物之經紀人或其代理人之行爲，則不負責任。

(8) 銀行在必要時得向出口商追繳抵押品

出口商除出給押匯負責書外，尚須填具押匯擔保書交與銀行，其應包括要點如下：

(1) 表示本人負責擔保匯票之承兌與贖付。

(2) 倘承兌人或付款人，由於出口商所發匯票與匯信 (Letter of Credit 詳見下章) 或交易合同 (Sales Contract) 不符，或由於貨物之損毀，或由於貨物之不合標準等原因，拒絕承兌或付款，一切損失包括利息、電報費、堆棧租、追訴費等項，均由本人負責償付銀行。

(3) 倘承兌人或付款人停止付款，破產或清理，以致不能履行其債務時，由本人立即負責償付。

(4) 倘本人因破產或清理而不能償付時，則持有此押匯擔保書者，有優先清償之權 (優先債權人)。

(5) 附錄所保匯票之內容，如匯票之出票期及號碼、金額、出票人、付款人、票期、跟單於承兌後或跟單於付款交付等項。

出口商如託銀行代收貨款，不必出具押匯負責書，但須出具委託書 (Documentary instructions)，俾銀行處理有關出口商利益之情事時，有所遵循，此在委託銀行代收匯款時尤為必要，蓋託收匯款，銀行僅處於代理人之地位，一切有關事務，不能擅自處理，故必須先得委託人之授意而後方能代為行使也，銀行須經委託人授意而處理之事務，因情形而不同，最重要者，約有下列三項：

(1) 付款人要求延期承兌或延期支付問題：

(2) 付款人要求提早取得提貨單問題；

(3) 付款人拒絕承兌或拒絕付款問題。

上列三種問題，如何應付，銀行常要求委託人爲事前之授意。第一，付款人要求延期承兌，大都因貨物尙未運到，無從察看貨物、品質、數量等情是否與訂購條件相符，至於要求延期付款，大都由於付款人一時週轉不靈，負擔過重，或由於外匯行市頗不利於付款，凡此種種情形，出口商對進口商如有相當感情，均有允許轉圜之可能，但在銀行，非經出口商之授意，固不能擅自允諾，否則，如有損失，出口商即可以銀行之越權行爲爲藉口，得委卸其責任也。但如委託人之授意不明，則銀行行使匯票上所載之條件，必將過分苛刻，以致損及進口商之好感，亦屬不宜，故事實上委託書係由銀行印就格式，列載委託事項，出口商祇須在所欲委託事項之字句上，加✓記號即可。第二，付款人如欲提早領取提貨單（其詳細原由見下文），銀行亦不能擅自允許，否則出口商又有所藉口也。第三，如付款人拒絕承兌或拒絕付款，應否即行追索，亦須得委託人之指明，追索之第一步手續即爲向公證人作成拒絕證書（Protest），其作用在證明匯票適當之提示後，已遭拒絕，有此證明書即可免舉證之煩，此在出口商之立場，固甚有利，在銀行方面之立場，尤屬必要。如在法定期間內不作拒絕證書並追索，則匯票之付款人、出票人及背書人，均卸除其責，受損失者即爲持票人，故銀行除經委託人之授意外，對於追索事項，從不放棄，否則銀行（爲持票人）有受損失之危險，如經委託人授意放棄追索權，則銀行自可委責於出口商也。此外如遇拒絕承兌或拒絕付款及已經收到票款，應否以電報通知出口商等項，亦應注明，此外爲預防銀行不能

直接與出口商通信時，應在委託書上舉一代理人，以便與銀行接洽。

跟單匯票同時須備數套，除銀行留存一套或數套以備查考外，餘均送往國外，每張匯票，須附跟單一套，因匯票同時須發數張以防遺失，對方祇須一張付訖，其他各張即可不付，故匯票文字在第一張上註明 *Pay to the order of...*, *second and third unpaid* 在第二張上註明 *first and third unpaid*。

三 二種跟單匯票之比較及其運用

跟單匯票又可分為二種，即跟單於承兌後交付與跟單於付款後交付之匯票，茲分述之：

(1) 跟單於承兌後交付之匯票 (*Documents to be delivered against acceptance*) 此又稱押匯承兌票，簡書 *D/A*，跟單於承兌後交付與跟單於付款後交付，為進出口商交易中之條件，究用何種方式，須視進口商之信用與出口商之意願而定，如進口商信用卓著，則承兌以後即可取得跟單，否則非貨款付訖不能得之，反之如出口商旨在推廣市場，則進口商雖信用較次，亦願予以「跟單於承兌後交付」之條件，跟單於承兌後交付者，即進口商祇須簽字承兌，即可向銀行領取跟單。跟單到手，即可向輪船公司報關提貨，運銷國內市場。至貨物售罄之時，匯票亦將到期，即以售貨所得之款，贖取承兌之票，此承兌匯票之所以為「自身結清」 (*self liquidation*) 也。通常押匯承兌票，銀行不願貼現，代收則可，如欲貼現，須另繳担保品。如進口商信用素著，出口商亦然，則銀行亦有予以貼現者，倘進口商請其本國銀行代為承兌，則銀行信用自較進口商本人為高，故銀行

承兌匯票，一經承兌以後，跟單即可交與進口商提貨，銀行承兌匯票，係根據商業信用證書而發，其詳當於下節詳述之。押匯承兌票亦有因貨物之性質而採用者。譬如水菓、藥物、化學品等不易久藏之貨，以承兌取貨為宜。若須付款取貨，則匯票尚未到期，而貨物業已抵埠，自不能不變通辦理也（其詳見下文）。

(2) 跟單於付款後交付之匯票 (Documents to be delivered against payment) 此又稱押匯付款票，簡書 D/P，此種匯票之跟單，非俟票價付訖以後，不能交與進口商，此於出口商較有保障，以其擔保品，非至票價付訖，仍保留在銀行之手也，在進口商方面，必須備現取貨，自較不便，但如出口地點與進口地點相距甚遠，貨物常較匯票後到，承兌之時貨物尚未到埠，至貨到之時，匯票亦將到期，則承兌票與付款票，並無軒輊之分，不過此種情形，在國際貿易上為例外，普通貨物抵埠，總在匯票到期之前，倘為押匯付款票，則進口商非至匯票到期之日，付訖票價，不能提前取貨，惟事實上仍有通融辦法，第一，進口商可與銀行商量延長付款期限並提前取貨，第二，在匯票未到期之前，預付票價。茲先就第一種辦法論之，銀行對於進口商之通融辦法，若為託收匯票，必須獲得出口商之同意，在事實上，銀行如表示可以允許，出口商當不致於反對，若為貼現匯票，則在押匯負責書中，出口商業已承認銀行有自由決定對進口商提貨辦法之權，更屬不成問題，不過進口商並不能直接與出口商之銀行磋商，祇能與其在本地之代理銀行交涉，代理銀行乃處於代理人之地位，並非為匯票之所有人，如何處理，應遵循委託銀行之意旨，不能擅自作主也，但事實上常因商業習慣與進口商之信用地位關係，代理銀行允許此種通融辦法而得委託銀行之諒解者，亦所在多有，即使代理銀行不得委託銀行之授意，如對進口商

向有往來，亦得以自己之責任爲之通融，此項通融辦法（即延期付款，提前取貨）不外下列三種：

（1）進口商於承兌匯票以後，祇須出一收條，便可向銀行領取提單，此非進口商之信用卓著，不能輕易許可，以其對於銀行除一紙收條而外，並無其他保障也。

（2）貨物存儲銀行倉庫，進口商在找得買主時，可向銀行分批提出或完全提出，售得之款，乃付與銀行，以贖取其承兌之匯票，票價未付訖以前，進口商在法律上並不能取得貨物之所有權，故此種辦法，祇適用於販賣之商品，而不適於廠家所訂購之原料與機器，且此一辦法爲銀行家之所忌；第一，如屬分批付款，分批提貨，則被提出之貨值，是否與其所付之款相當，甚難確定，最易受進口商之欺騙；第二，進口商可以虛僞辦法，假稱貨物已得買主，向銀行騙取貨物；第三，如同一進口商在同一銀行手上有數批貨物，及數種匯票待付，彼可以利用此一通融辦法，將銷路暢達之貨，先行提走，而以滯銷之貨留存銀行，作爲擔保，有此種種弊端，故此法爲英國銀行家所不取，但在其他各國，仍有通行者。

（3）由進口商出立信託收條（trust receipt）與銀行，爲領取跟單之交換條件，信託收條中詳述銀行與進口商對於貨物之權責，言明提出之貨係銀行之財產，爲某種目的而交與進口商，進口商應將所得貨款立即付與銀行，銀行隨時得扣留此項貨物等語，此法在美國最爲通行，其規定雖較詳密，但上述流弊，仍屬難免，此法對於廠家訂購原料，頗爲適用，以其可以逐批提出製造，殊爲便利也。此外又有爲報關而先將跟單交與進口商者，報關以後，仍以銀行名義，將貨物移存堆棧，而將棧單交與銀行，故貨

物仍不啻在銀行之手，進口商先取提單，不過代銀行辦理報關手續而已。

以上三種辦法，進口商均有獲得融通，即提貨在先而付款在後，此與跟單於承兌後交付，有同一之便利也。然此種辦法，非進口商信用素著者不能得之，如進口商信用較次，而又急於提貨，則惟有預付之一法，預付者即匯票尙未到期備款贖取也。但在票據法上規定「到期日前之付款，執票人得拒絕之，付款人於到期日前付款者應自負其責，」此因票據之行市，時有高低，付款人有取巧之嫌，二則中途贖回，有礙票據之流通，但在商業習慣上，押匯付款票，進口商常得預付之便，且可向銀行（執票人）找還利息，不過此項找還利率另有規定，與貼現率不同，預付辦法，盛行於英國，找還利率，由銀行按期公布，通常較商業長期票據貼現率低 $1/4\%$ 至 $3/4\%$ ，其差額即為銀行之利，除倫敦以外，找還利率多由發票人在委託書中規定之，此法在進口商方面雖未得融通（financing）之便，然較之即期匯票，已屬稍勝，蓋即期匯票，見票即付，如貨物尙未運到，而票價業已付訖（如匯票先到而貨物後到），於進口商殊屬不利，若在本法之下，貨物未到以前，自可不必預付，即使貨物已到而銷路不佳，亦可坐候到期，進口商之所以願預付者，必因貨物已到，銷路暢旺，一經提出，即可變現，則又何樂而不爲此，且在此一辦法之下，亦可向銀行要求分批付款，分批提貨，先付若干，即可提出若干，此法於廠家訂購原料，亦甚方便。

跟單於付款後交付之匯票，缺乏流通性，倫敦銀行界，不能貼現，其故由於此種匯票係對信用較次之進口商而發，故跟單非至票價付訖，不能分離，在貼現市場中，授受轉讓，殊嫌不便，此其一；第二，此種匯票既可預付，其

期限自不一定，銀行雅不欲將此種到期無定之票據，列入資產之內，故此種匯票通常祇能託銀行代收，不及押匯承兌票之活動也。

四 光票

商業長期匯票除跟單匯票外，尚有所謂光票者，以其不附提貨單等擔保品，為純粹信用匯票，又稱商業淨票 (Fine trade paper) 或白票 (White paper)，在國際貿易上，不及跟單匯票之普遍，如甲國之進口商對乙國之出口商有多年之交易，而其信用地位，遐邇咸知，出口商對彼發出匯票，無須再以跟單為保障，而在匯票未發以前，先將貨物單據直接寄與進口商收執，約俟貨物運到甲國口岸之時，然後對彼簽發匯票向本地銀行貼現或託其代收，本地銀行收受光票，須顧慮出口商（即發票人）之信用如何，事實上光票之付款人與發票人，非信用素著者莫能為，光票之貼現率常較跟單匯票為低，即以當事人之信用優越故也。又以其不附跟單，轉讓極感方便，故頗為商界所樂用。但在經濟恐慌或時局不安定時，貼現市場為審慎計，多不願承受此種匯票。

在英國有所謂「商號匯票」(House paper)者為總店對分店或分店對總店所發，發票人與付款人為同一字號。如其附有跟單，尚屬可靠。如為淨票，則信用較次，以其與單名票據無甚分別也。此種票據，在倫敦市場上，稱之曰「豬對豬肉」與「豬肉對豬」(“Pig on pork” and “Pork on pig”)，為融通票之一種。銀行家雅不願收受之。總店與分店為同一字號，此種淨票即一望而知為「豬對豬肉」，但如字號不同，則易被蒙混。

耳。

光票又指跟單交卸後之承兌匯票，以其僅存匯票流通，故名。此種光票，以銀行承兌匯票爲多。

五 商業短期與即期匯票

國際貿易，大都以商業長期匯票爲週轉之工具，在英美以二月期及三月期者爲最多，我國則以四月期及六月期者爲最多，至若商業短期或即期匯票，則爲數殊寡，凡貨到付款之交易，出口商常開即期匯票，記帳交易之收帳，亦有以發出即期匯票行之，國外代理銀行收到委託銀行之商業即期票，應立即向付款人提示，而付款人亦應見票即付，但有時因匯票先到而貨物後至，進口商不肯於貨物尙未見面以前付款，銀行常延期提示，以待貨物抵埠，經進口商檢驗以後爲之，是名爲即期匯票，事實上與短期匯票無異，故出口商有時直捷了當，發一見票後三天五天或七天等短期匯票以代之，以其結果仍相同也，此種匯票通常均有跟單。

第四章 銀行承兌匯票與信用證書

商業信用與銀行信用之比較——商業信用證書之起源意義方式及其運用——倫敦金融市場之承兌匯票
——內地銀行出售承兌信用之方法——商業信用證書之各種條件——商業信用證書在法律上之解釋
——商業信用證書之分類——循環信用——旅行匯信與旅行支票

一 商業信用與銀行信用之比較

前章所述之商業匯票，其發票人爲出口商，付款人或承兌人則爲進口商，銀行對於此種匯票，大都祇肯代出口商歸收，而以貼現或購入者爲例外，進口商爲取信於外國出口商起見，有請求銀行代爲承兌出口商所發之匯票者，是以銀行信用代替普通商人信用；其發票人雖爲出口商而承兌人則爲銀行，此種匯票，大都可向銀行貼現，而其貼現率較進口商承兌者爲低，其流通性亦遠較後者爲廣，銀行信用所以優於普通商人者，因銀行以買賣信用爲業務，信用卽爲銀行之生命，故除宣告清理以外，鮮有失信之事，普通商家，雖亦重視信用，然其關鍵之重大，似不若銀行之甚也。銀行承兌匯票對於出口商固有付款可靠之利，在進口商方面，亦可得價廉物美之益，蓋出口商之匯票既有進口商之銀行爲之承兌，立可向其銀行貼現，又可得較低之貼現率，是皆所以減輕

出口商之成本，故銀行承兌匯票在國際貿易中，實為最佳之信用工具。

進口商委託銀行承兌出口商之匯票，即為購買銀行之信用，以授出口商，銀行所售與者為一紙商業信用證書或稱匯信 (Commercial letter of credit) 進口商乃以此證書送達於出口商之手，然後出口商以此證書為根據，對發信銀行開出匯票，蓋商業信用證書為銀行依據某種條件所提供之契約，言明在規定金額以內，受信人得向發信銀行發出匯票而由後者承兌或付款。

二 商業信用證書之起源意義方式及其運用

商業信用證書，始於九〇二年，是年英王特派二人至羅馬採貨，並出一致羅馬商人之信，謂此二人所欠貨款，英王當為之擔保支付，在中世紀時，倫敦猶太銀行家已廣發信用證書，但其方式與現代所用者不同，現代之信用證書，亦肇始於六十餘年前倫敦之銀行界，自一九一四年至二十年，美國輸入英國之貨物，大都以商業信用證書為媒介。

商業信用證書為銀行或商號發行之憑信，授權於某指定商號或個人，憑該匯信開具向指定銀行（或發行人）收款之匯票，售與本地銀行，藉以兌取在規定金額內之貨款。商號發行匯信，非有國際地位者莫能為，實際上發行匯信者多屬銀行，故本章所述，專指銀行匯信。

商業信用證書，有二種方式：其一為出口商直接對發信銀行發票，發信銀行即為承兌銀行；其二為出口商

向發信銀行之代理銀行——在第三國之銀行發票而由後者爲之承兌。茲先述第一種方式：例如紐約進口商向上海出口商訂購生絲十萬元，言明出口商得發銀行承兌匯票，進口商乃請求紐約A銀行發一信用證書與出口商，使彼得據以向紐約A銀行發一匯票，或陸續發出匯票（如貨物係分次運出者），進口商應辦之手續先須填寫銀行所置備之信用證書請求書（Application for letter of credit），書中載明信用證書之性質（如可取消或不可取消 revocable or irrevocable），出口商之姓名、金額、匯票期限、應有跟單、交易條件等項，最後並聲明請求人應繳之款，要求即付，或請銀行記入其帳之借方，至於貨物之數量、品質及價值之是否與訂購者相等，與貨物單據之真偽等情，發信銀行及其代理行，均不負其責，銀行審查進口商之請求書以後，如認爲滿意，再請其填寫購買信用證書契約（Contract for the purchase of a letter of credit），訂定銀行發信之條件，其內容大致如次：

- (1) 在匯票未到期以前，進口商應將貨款如數交與A銀行，以備贖付。
- (2) 在進口商未付清貨款以前，所到貨物應爲銀行之財產，並須爲銀行保險，銀行對於此項貨物，得扣留變價，以清償其承兌之債務及一切費用，不足仍須向進口商追補。
- (3) 如遇貨物跌價等情，銀行得向進口商追繳抵押品。
- (4) 如遇進口商宣告清理時，進口商對銀行之債務，即已認爲到期，並須立即支付。
- (5) 進口商在貨款未清以前，如須先行索取跟單，應出具一信託收條並在銀行存入相當抵押品（如有

價證券之類。

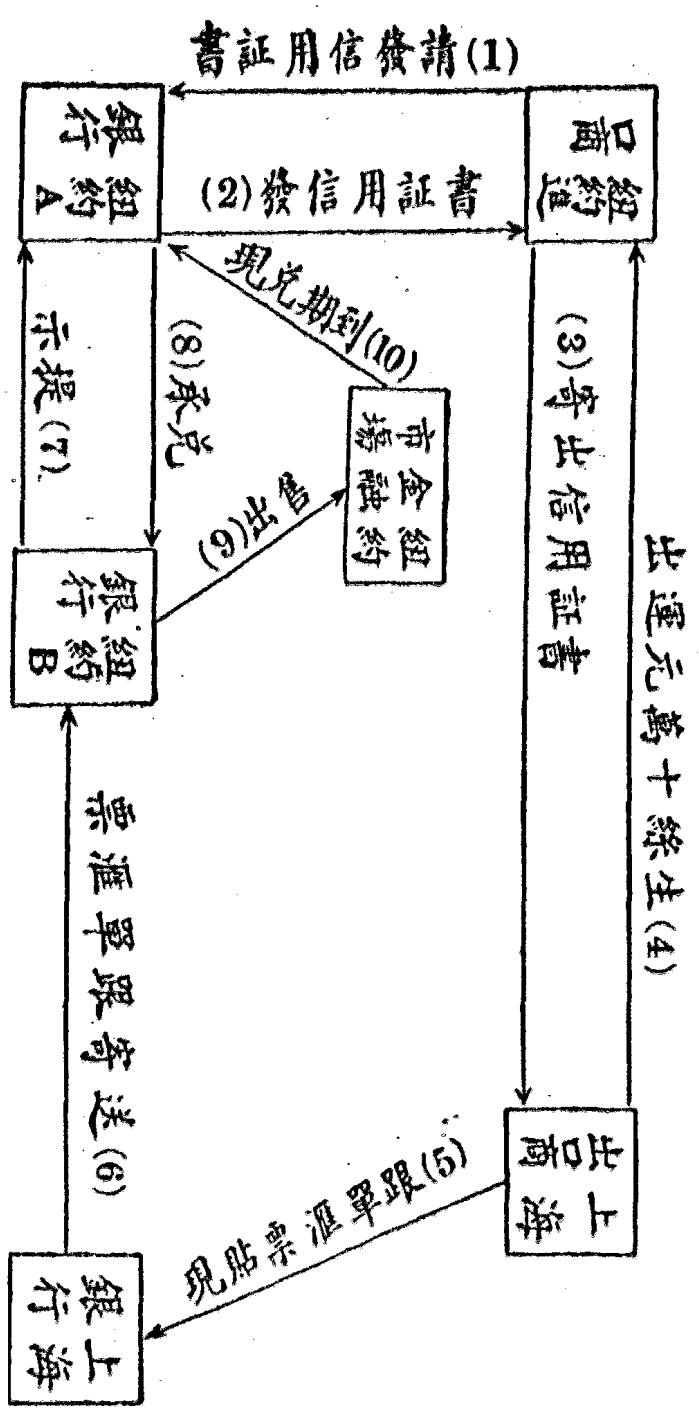
- (6) 銀行之手續費及其他事項亦在本約中訂定。
- (7) 銀行對貨物本身之真偽美醜，不負責任，要之上海出口商如依照信用證書所開之條件，在規定期間以內，向發信銀行開出之匯票，一律認為有效，不論其他情形如何，進口商對發信銀行之承兌債務，必須清償。（此一條件對於匯票之流通，關係至鉅，蓋不如是，則匯票將成爲有條件之支付工具，匯票之支付，如附有條件，誰願購買之？）

進口商在上述購買信用證書契約簽字以後，紐約A銀行即填發信用證書，指定上海之出口商爲受信人 (Beneficiaries)，而交進口商直接寄與上海出口商，亦有銀行代爲寄發者，倘時間匆促，可由紐約A銀行電告上海代理行轉達，電報費當由進口商負擔，信用證書之內容，大致如下：

- (1) 信用證書係進口商之銀行對出口商而發，故開端即言吾人應某某字號之請求，允許寶號對本行開發見票幾月期匯票，其數不能超過若干，而須附有發票、領事單、代表某種貨物之提貨單、保險單。
- (2) 提貨單除在本書中另有規定者外，須以發信銀行爲提貨人。
- (3) 跟單之一份必須由匯票承購銀行（即外國代理行）直接送與發信銀行。
- (4) 承購銀行在每一匯票之背面，必須簽字。
- (5) 凡在某年某月某日以前，依照本書之條件，所發之匯票，持票人向本行提示，即當承兌無誤。

(6) 依據本書所發之匯票應載明「本匯票係根據某某銀行某年某月某日第幾號信用證書為某種貨物自某地運至某地而發」等字樣。

上海出口商接到紐約銀行之信用證書，即可將生絲運出，如係分批運出者，則每批開發跟單匯票一套，向上海銀行押匯，上海銀行因其所發匯票，有紐約銀行之信用證書為根據，送至紐約以後，即為銀行承兌匯票，其信用極佳，易於轉讓，故即可予以貼現，付以國幣，或記入其往來帳之貸方，上海銀行購入此跟單匯票以後即寄



往紐約B銀行，託其向A銀行提示，A銀行審查匯票及其跟單確與信用證書相符，即予承兌，取下跟單，交還匯票（銀行承兌匯票大都為跟單於承兌後交付），於是其交易乃分為二：其一即紐約A銀行之承兌匯票已在紐約B銀行之手，而由後者出售於貼現市場，所得現款，記入上海銀行存放帳之貸方，該匯票到期以後，持票人即可向承兌銀行兌現，承兌銀行在未到期前已收到進口商之貨款，自可照兌不誤，進口商如須銀行墊付，則事先須與銀行商借也；其二，則為紐約A銀行與進口商之交易，因此時跟單已在紐約A銀行之手，至貨物到埠以後，進口商即須設法向紐約A銀行取出跟單，以便報關提貨。除進口商之信用不佳外，通常祇須對銀行出一信託收條，並附相當抵押品，即可取出跟單。

茲將以上所述之例，附一圖解如上。

三 倫敦金融市場之承兌匯票

商業信用證書之第二種方式為出口商對第三國銀行發匯票，例如上海出口商對紐約進口商要求以倫敦銀行為承兌人之信用證書，紐約進口商乃與紐約銀行商量，紐約銀行如與倫敦銀行訂有承兌合同，當可應顧客之請，發給以倫敦銀行為承兌人之信用證書，其間關係可分下列三層言之：

(1) 紐約銀行與倫敦銀行訂定承兌合同 (The acceptance agreement)，其中規定紐約銀行在倫敦銀行立一承兌帳 (acceptance account)，倫敦銀行代紐約銀行承兌之匯票，均登入此帳，匯票到期，即由紐

約銀行存放帳下撥款贖回，故紐約銀行必須在倫敦銀行預存現款，以備贖回到期之匯票，蓋倫敦銀行除出借其信用以外，雅不願為外國銀行墊付現款也。承兌銀行在法律上為匯票之主要債務人，如紐約銀行宣告清理，倫敦銀行即有墊賠之危險，倫敦銀行為保障其利益計，在承兌合同上必須規定下列二項：

(a) 承兌之金額 紐約銀行發出信用證書，不能超過預定之金額。

(b) 承兌金額之擔保品 紐約銀行須存與承兌金額相當之有價證券於倫敦銀行，以備紐約銀行存放結餘不足支付承兌金額時，變價清償。

倘二銀行已有長時期之往來，紐約銀行頗得倫敦銀行之信任，則或可不受此二種限制，然此非銀行家之穩健辦法，故事實上亦不多觀耳。

倫敦銀行代紐約銀行承兌匯票之報酬為佣金 (commission)，佣金之多寡視各種情形而定，大抵與承兌之風險成正比比例而與承兌數量之大小成反比例，如紐約銀行在倫敦銀行之存款為數愈大，則承兌之利益愈厚，故所取佣金，反可較低，又如匯票之期間愈長，則承兌銀行之風險亦愈大，蓋期間愈長，紐約銀行發生事故之可能性亦愈多也。故長期匯票之佣金總較短期為高，例如倫敦承兌即期匯票之佣金為 $1/8\%$ 至 $1/4\%$ 而六月期之佣金則達 $7/8\%$ 至 1% 是也。

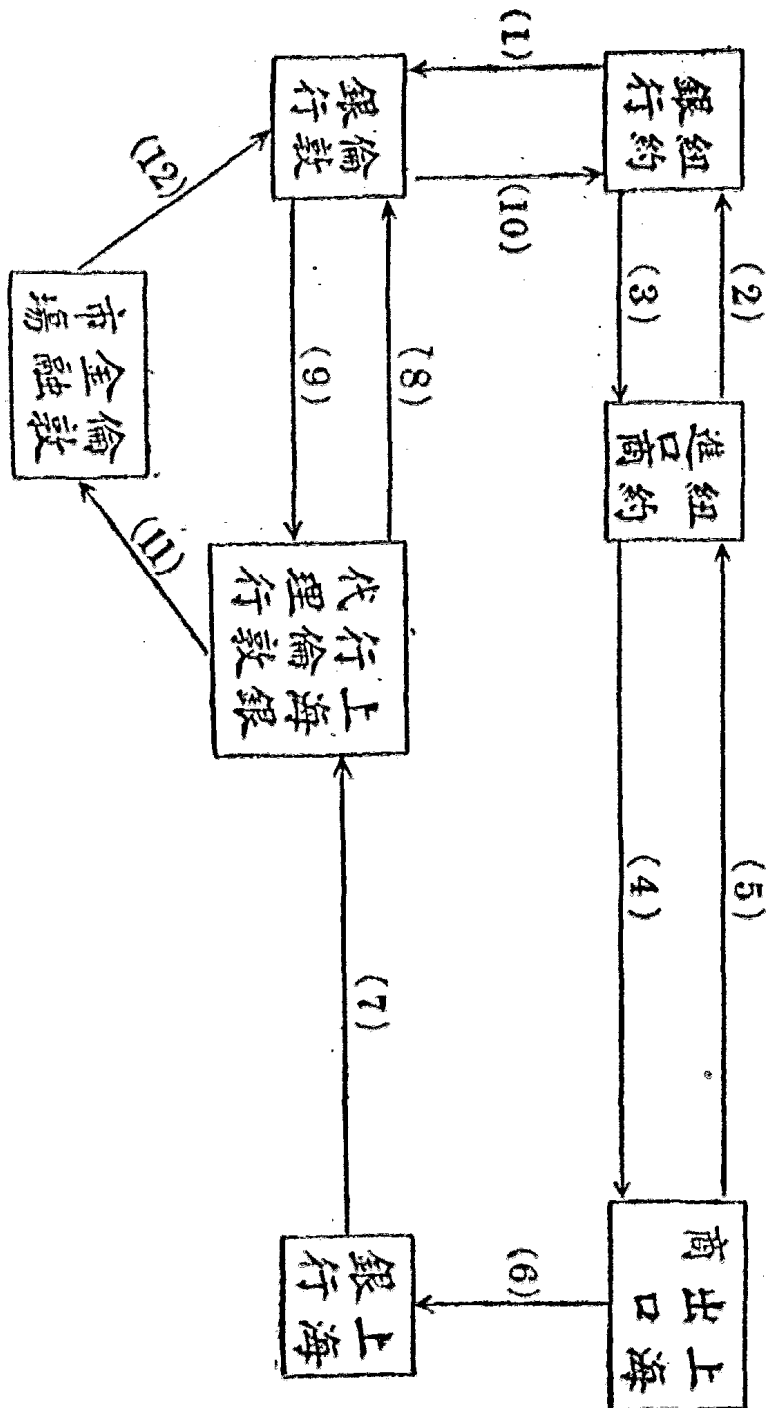
(2) 紐約銀行出售信用證書 紐約銀行委託倫敦銀行承兌匯票，既須履行上述各項條件，其費用與責任自須轉嫁於其顧客——紐約進口商，故紐約進口商向其銀行請求英鎊信用證書，紐約銀行對於顧客之信

用如何，其財政狀況如何，進口貨之性質及其銷路又如何，必須一一審查，若與顧客往來已久，信用卓著，自可變通辦理，顧客向紐約銀行請求英鎊信用證書必須簽訂合同，其內容與紐約銀行自行承兌者大致相同，所不同者，在匯票到期時，進口商應購置英匯，交付紐約銀行，以供清償倫敦銀行承兌帳之用，此外在合同上亦可規定預付辦法，及預付應找還之利率，合同簽立以後，即由紐約銀行發給英鎊信用證書，而由紐約進口商，寄與上海出口商，信用證書之內容，大致與第一種相同，所不同者，即紐約銀行請上海出口商對倫敦銀行開發英鎊匯票而已，紐約銀行每次發出英鎊信用證書，必須將證書之號碼條款等項通知倫敦銀行，以資核對。

(3) 上海出口商開發英鎊匯票並向上海銀行做押匯 上海出口商收到英鎊信用證書，即可將貨物裝運至紐約，同時依照書內所開條件，對倫敦銀行開發英鎊匯票，連同跟單，持向上海銀行貼現，貼現時，須將信用證書交與銀行察看，如書內金額，業已開完，上海銀行即可代為收回，連同跟單匯票，寄與倫敦代理行，倫敦代理行向倫敦承兌銀行提示，倫敦銀行核對無誤，即予承兌，取下跟單及用完之信用證書，寄與紐約銀行，紐約銀行收到跟單，即通知進口商，進口商出給信託收條，取出跟單，即可報關提貨，至於承兌匯票仍在上海銀行之倫敦代理行，或已由後者出售於倫敦貼現市場。

試分析上海出口商與紐約進口商之貿易金融，即可發現一極有意義之事實，上海出口商於貨物裝運出口之時，已從上海銀行獲得現款，紐約進口商，於貨物提到之時，以匯票尚未到期，仍可不付現款，是進出口商均已獲得融通之便矣。然則墊款者為誰？上海銀行歟？非也，蓋上海銀行可委託倫敦代理行出售其購入之英鎊承

兌匯票而變為倫敦英鎊存款，對此存款，即可開發即期英匯，在上海出售而收回現款。為倫敦承兌銀行歟？亦非也。蓋倫敦銀行不過出借其承兌名義而已，須至匯票到期，始行付款，而其款乃出之於紐約銀行，紐約銀行所出之款，則得之於進口商，故亦非為墊款者。然則墊款者為誰？曰為持票人，蓋匯票未到期以前，在倫敦金融市場，輾轉流通，購入匯票者，乃以其多餘之資金，作為短期投資，故彼為真正之墊款者，紐約進口商與上海出口商間之



貿易結果乃由一毫不相關之倫敦投資人爲之墊款，非世界金融機構之靈活，曷克臻此？

茲附一圖解如上，以助說明。

- (1) 簽訂合同；
- (2) 請發英鎊信用證書並簽訂合同；
- (3) 發給信用證書；
- (4) 寄出信用證書；
- (5) 裝運貨物；
- (6) 跟單匯票貼現；
- (7) 寄出跟單匯票；
- (8) 提示；
- (9) 承兌；
- (10) 轉寄跟單；
- (11) 出售承兌匯票；
- (12) 到期贖回。

上次歐戰以前，倫敦爲世界金融中心，承兌業務特別發達，美國銀行常因自己信用不足，轉託英國銀行承兌國外匯票——大都爲遠東各國。歐戰以後，紐約金融地位，突然提高，美國銀行多有直接承兌者矣。

四 內地銀行出售承兌信用之方法

商業信用證書，除上述二種方式以外，又有內地銀行所發之信用證書，內地銀行與外國銀行，大都無直接關係，但可與本國國際匯兌銀行簽訂合同，設一承兌帳，請其代爲承兌國外匯票，其情形一如紐約銀行之與倫敦銀行，如此則內地進口商便可直接向當地銀行請發信用證書矣。

五 商業信用證書之各種條件

商業信用證書之性質及其作用，大致已如上述，願其中尚有許多問題，應加討論，以窺全豹，茲揭要分述之：

(一) 商業信用證書之行使範圍 商業信用證書在英美鮮有用於國內匯兌者，戰後德奧諸國則常用之，蓋其時以國內貨幣紊亂，物價漲落甚驟，賣方為保障其利益計，常要求買方開給信用證書，以為付款之保證，在買方則利用信用證書，可使訂購之貨物，不致於爽約，故雙方皆蒙其利也。我國則以現代化之金融制度，尚未確立，既無銀行承兌匯票，亦乏票據貼現市場，且以國內運輸困難，押匯尚屬新產物，由押匯而產生之銀行承兌匯票，自屬未易推行，商業信用證書，更無行使之需要，就國際匯兌而言，經濟落後諸國之銀行，在國際上無信用地位，大都不能開發商業信用證書，另用委託購買證 (authority to purchase) 以為代替 (詳下) 故國際貿易上之銀行承兌匯票，在中國亦未見流通，至近年上海銀行業所發起之銀行承兌匯票，係以國內倉庫存貨為抵押而發生之匯票，與國際匯兌，並無關係也。

(二) 商業信用證書之擔保品 出口商根據商業信用證書所發之匯票，大都為跟單匯票，間有開發光票者，則屬例外，蓋跟單為發信銀行之擔保品，進口商不能備款清償時，即可變價抵補也。

(三) 在商業信用證書下之匯票期間 (usance) 根據商業信用證書所發之匯票，或為長期，或為即期，均無不可，如為即期，發信銀行見票即付，如為長期，則見票承兌，上次歐戰以前，長期最為通行，蓋歐洲承兌市場

(即買賣銀行承兌匯票之市場)極爲活潑也。戰後歐陸流動資金,大抵移往英美,承兌市場,陷於停頓,重以貨幣跌價諸國,承兌信用,更爲衰落,銀行界均不敢購入承兌匯票,誠恐幣值再跌,利率雖高,不能補償貨幣跌價之損失也,因此歐洲銀行開發信用證書,均須轉託外國銀行代爲承兌,而以荷蘭、瑞士、英美及日本等國銀行爲最普通,故書面所開之貨幣,多爲各該國之貨幣,世界金融機構,因之而愈形複雜矣。

(四)商業信用證書之轉讓 商業信用證書,在美國法律,除得開立者(即進口商)之同意外,受信人不能轉讓於他人,在英國,則轉讓之條件較寬,受信人得將開發匯票之權利,轉讓於指定人,指定受讓人得向發信銀行開發跟單匯票,但受信人仍須負最後之責任,在歐洲各國,商業信用證書得爲無記名式,故轉讓性極大,流弊亦滋多,戰後則無記名式之信用證書,亦不發行矣,南美諸國之商業信用證書,祇能對特定人開發,受信人不能轉讓於他人(此處所謂轉讓爲證書本身之轉讓與下述轉讓信用之指匯票者不同)。

商業信用證書有可以間接轉讓者,即以信用證書爲附屬信用(sub-credit or auxiliary credit),例如出口商採辦出口貨時,以其所得之信用證書爲擔保,請其銀行爲彼發一信用證書與賣方(此時出口商爲買方),貨物辦到以後,即轉運國外,同時開一匯票連同跟單向其銀行貼現,所得之款,即留存銀行,以備贖取其銀行之承兌匯票(大都爲國內匯票),此在歐洲又稱爲對抗信用(counter credit),但對抗信用有另指一種意義者,即出口商對進口商保證,如在不能履行信用證書所開之條件時,一切損失,當由彼負責賠償,故前一種對抗信用與後一種對抗信用,名同而實異也。

(五) 指定信用與轉讓信用 至於出口商所發之匯票，是否可向任何銀行貼現？在美國亦有區別，如發信銀行指定其代理銀行承購，則出口商之匯票，可向後者貼現，但並不限制出口商祇能將匯票轉讓於指定銀行，不過發信銀行既已指定某銀行為之貼現，別家銀行自不願代為貼現也。此種信用證書，稱為「指定信用」(straight credit)，反之如發信銀行不指定貼現銀行，則出口商即可向任何銀行進行貼現，是稱為「轉讓信用」(Negotiation credit)，前者為特殊信用 (special credit) 而後者則為一般信用 (general credit) 在出口商方面，自以獲得一般信用為佳。

(六) 商業信用證書之固定與保兌 商業信用證書，在其有效期間以內，發信銀行無條件接受受信人所發之匯票者，為固定的信用證書 (Irrevocable letter of credit)，反之如其有效期間內，發信銀行得加撤銷者，則為可變更的信用證書 (Revocable letter of credit)，如固定信用證書再加發信銀行之國外代理行負責購買受信人所發之匯票者，則為保兌並固定的信用證書 (Confirmed irrevocable letter of credit)，如不經國外代理行之承認購買，則為不保兌而固定的信用證書 (Non-confirmed irrevocable letter of credit)，此為美國銀行之辦法，英國銀行對於保兌與固定二字，以為並無區別，固定的信用證書同時即為保兌信用證書，保兌與固定二字連在一起，有自相矛盾之嫌，故為英國銀行所不取，英國之信用證書只分固定與可變更二種而已。但變更與否，其權限在發信銀行，保兌與否則在代理銀行，二者實不能混為一談，出口商方面當然歡迎保兌並固定的信用證書，進口商方面請求銀行開給保兌並固定的信用證書，須出較高之佣金，以其責任較重。

故也。銀行開給何種信用證書，視進口商之要求而定，至於進口商請求何種信用證書，則視與出口商議定之條件而定。商業信用證書之爲保兌與否及固定與否均在書端標明，若保兌信用證書之承兌者爲第三國之銀行，例如英國銀行爲美國銀行承兌上海出口商之匯票，則美國銀行於發給信用證書外，尚須請英國承兌銀行出一保兌書 (Letter of confirmation) 與上海出口商，此確認書在其有效期間內，爲固定的契約 (Irrevocable contract)。若爲不保兌信用證書，亦須請英國銀行對上海出口商出一通知書，說明上海出口商可依據美國銀行之信用證書對彼開發匯票，但英國銀行對上海出口商並無確認承兌之契約關係。

德國信用證書之固定與保兌，又與上述不同，其所謂固定與否，非由發信銀行作主，而由進口商（請求信用證書者）作主，其所謂保兌與否，係發信銀行之表示，保兌者即發信銀行確認承兌或付款，而非發信銀行之代理行表示保兌與否，如進口商請求其銀行發一可變更的信用證書而由銀行爲之保兌，則此信用證書除進口商通知出口商撤銷外，發信銀行不能收回之。

可變更的信用證書，發信銀行並非任意可加撤銷者，在歐洲凡出口商已遵照信用證書所開之條件，運出貨物，則可變更的信用證書，即不能加以撤銷，此一辦法對於出口商之保障甚大，在美國則有二種辦法：第一，在出口商未提交貨物單據於承購銀行以前，得加撤銷；第二，在承購銀行未購入匯票以前，得加撤銷，發信銀行於撤銷其信用證書時應否以書面通知受信人，則各國辦法又復不同，在美國法庭判例中，有主張發信銀行不負責面通知之責者，戰前倫敦之承兌店 (acceptance house 爲專營代人承兌匯票之金融業) 之慣例凡不保

兌信用證書，對於受信人不負通知撤銷之責，自歐戰後，股份銀行 (Joint stock banks) 兼營商業信用證書，始對受信人負責通知，大陸各國銀行，則素抱不通知主義，近則亦已改變其舊習矣。至於發信銀行之所以在中途撤銷其信用證書者，大都因進口商中途發生變故，如宣告清理等情，則銀行自不能不收回為彼所發之信用證書，以免其責，如為固定信用證書，則在其有效期間內，無論進口商方面之情形如何，均不能在中途收回，故銀行所負之責任甚大，而其所取之報酬與擔保，自須較前者稍厚。

可變更的信用證書，在美國均為指定信用，另稱曰委託付款證 (authority to pay)，此為匯票承兌銀行致其代理銀行之信，請其接受出口商之匯票，再由代理銀行出一通知出口商書 (advice of authority to pay)，說明進口商之銀行已有委託付款證到此，出口商可開具跟單匯票前來貼現，但此項通知書，並無含有負責貼現之意，故不能認為保兌信用，其目的祇在通告出口商而已。

(七) 在商業信用證書下之匯票追索權 出口商依據信用證書對發信銀行發出之匯票，如被後者拒絕付款或承兌，持票人仍可向出口商追索，出口商不能因其持有承兌銀行之信用證書而委卸其發票人之責任也，但出口商可以信用證書為根據，向發信銀行追償，或者以為保兌並固定的信用證書可免除發票人最後支付之責任，然此與匯票之追索，並無關係，不能混為一談。無論信用證書之為變更與否，出口商仍須負發票人之責任，除非出口商在其所發匯票之背而註明不能追索 (without recourse) 字樣外，發票人之責任，直至承兌人付款為止，不能免除，惟註明不能對發票人追索之匯票，甚難覓得購主，以其不能向中央銀行為再貼現也。

(八)匯票之付款人 在商業信用證書之下，匯票之付款人，大都為發信銀行或其代理銀行（如上述紐約銀行委託倫敦銀行承兌之例），但有時出口商亦可直接對進口商發票，而另由發信銀行為之參加承兌，不過此種方式，殊不多觀耳。

六 商業信用證書在法律上之解釋

現代商業信用證書包括二部份：第一部份為發信銀行授與出口商以開發匯票之權利，不過附有種種條件，如金額、跟單及期限等是也；第二部份為發信銀行確認承兌或付款，例如：「凡在某年某月某日以前所發之匯票，確與本證書所開之條件相符，持票人對敝行為適當之提示，敝行即當見票承兌」(We hereby agree with the drawers, endorsers and bona fide holders of drafts drawn and in compliance with the terms of this credit that the same shall be duly honored on due presentation and delivery of documents if drawn and negotiated on or before——)第一部份係發信銀行與發票人之約定，第二部份則為發信銀行對第三者——匯票貼現銀行之約定，匯票貼現銀行如為發信銀行所指定者，則發票人祇能向其指定銀行（普通為發信銀行之代理行）貼現，如信內不指定貼現銀行，則發票人可向任何銀行進行貼現，無論貼現銀行之指定與否，上述文句，實可視同發信銀行對於持票人所提出之契約，英美法律即係如此規定，關於第一部份之解釋尚無定論，計有下列數說：

(a) 指撥付款說 (Theory of equitable assignment of funds on deposit) 此說以爲發信銀行代表進口商承兌外國出口商之匯票，乃以進口商已有存款在先，故可指撥的款，以待出口商之發票支取，倘進口商之存款不足承兌或支付時，發信銀行即可取消對發票人之約定，此說已成過去，蓋現代進口商請其銀行開發信用證書，不必預存款項，而多爲信用交易也。

(b) 履行承諾說 (Theory of estoppel) 此說以爲銀行既已允許出口商發票於前，自不能變更於後，但信用證書在其有效期間內可以取消 (revocable) 者，其將何以解釋之？

(c) 保證付款說 (Theory of guaranty) 此說以爲信用證書係一種付款保證書，以其爲持票人保證付款也，此說可適用於旅行信用證書 (詳後) 及甲銀行委託乙銀行付款等約定，但不適用於商業信用證書，蓋商業信用證書爲發信銀行直接授與出口商之信用而處於主要債務人之地位故也。

(d) 提出契約說 (Theory of offer) 此說爲一般人所承認者，以爲信用證書係發信銀行所提出之片面的契約 (an unilateral contract) 如出口商 (即受信人) 依照信用證書發出匯票，即已表示接受發信銀行所提出之契約，於是發信銀行與發票人間之契約，因以成立，在法律上契約之提出，在未被對方 (offeree) 接受以前，得收回之，但信用證書之爲固定 (irrevocable) 者，又非此說所能解釋矣。

自一九二〇年經濟恐慌發生以前，世界物價慘跌，進口商向國外訂購之貨往往有爽約者，因之商業信用證書之爭執，亦隨之而起，法庭方面亦有難於應付之感，茲歸納是年以後之英美判例，約有下列諸點：

(1) 在可變更的信用證書之下發信銀行於撤銷時，必須通知受信人。

(2) 在不保兌信用證書之下，如承購銀行欲拒絕貼現，不必於事先通知受信人。

(3) 發信銀行不能因受信人所發之匯票與其售貨契約 (sales contract) 不符而撤銷其信用證書，蓋

貼現銀行祇憑信用證書而不問發票人之售貨約定爲何如也。

(4) 受信人所發之匯票如與信用證書內開之條件不符，發信銀行得拒絕承兌或付款。

(5) 貼現銀行對於受信人所提交之匯票跟單，其真偽如何，不負責任。

(6) 貼現銀行對於受信人所運出之貨物如何，不負責任。

在法律上雖如此規定，但在商業上未始不可變通辦理，如貼現銀行在法律上之責任，祇須確認匯票與信用證書之條件，是否相符，不必問跟單之真偽與貨物之性質如何，但爲顧全本國之商業信用起見，亦不能不負責審查，且貨物爲委託銀行之擔保品，如貨物發生問題，則進口商之付款未免有所遲疑而致發生糾紛，殊非銀行之利也，故銀行在可能範圍之內，對於跟單與貨物，亦須加以注意也。

七 商業信用證書之分類

綜上所述，商業信用證書，可照下列標準分類：

(一) 依照擔保品之有無而分，則有跟單信用與純粹信用（根據前者所開之匯票，必須爲跟單匯票而後

者可爲光票。)

(二) 依照貼現銀行之指定與否而分，則有指定信用與轉讓信用。

(三) 依照信用證書之固定與否而分，則有可變更的信用證書與固定的信用證書。

(四) 依照信用證書之保兌與否而分，則有保兌信用證書與不保兌信用證書。

此外又有特別通知信用 (specially advised credits) 與非特別通知信用之別，前者之信用證書非直接寄與出口商而寄與發信銀行之代理銀行，再由代理銀行通知出口商，如上述委託付款證及委託付款通知書之例是也。後者之信用證書即直接寄與出口商，此五種分別，非爲單獨行使而係互相配合，例如將固定信用證書加以分析，當可有下列之不同：

(1) 固定信用證書——同時爲轉讓的及非特別通知的信用 信用證書直接寄與出口商，發信銀行並不委託代理銀行另出通知書或保兌書，出口商祇憑信用證書開發匯票，向本埠銀行貼現（本節所舉之例，即屬此類。）

(2) 固定信用證書——同時爲轉讓的及特別通知的信用 信用證書由發信銀行之代理行轉達，代理銀行致出口商之通知書如爲保兌的，則此信用證書即爲保兌並固定信用證書，如其通知書爲不保兌的，則爲不保兌固定信用證書。

(3) 固定信用證書——同時爲指定的及特別通知的信用 信用證書由指定貼現銀行轉達，貼現銀行

致出口商之通知書，其爲保兌與否，一如上例。

可變更的信用大都爲指定的及特別通知的信用，且除德國外多爲不保兌的信用，指定信用則必同時爲特別通知信用，凡此皆有一定之配合關係也。

八 循環信用

此外又有循環信用 (revolving credits) 與非循環信用 (non-revolving credits) 之別，以上所舉之例，均屬非循環信用，而事實上亦最普通。非循環信用者，卽信用所定金額支完以後，信用證書卽告結束，循環信用則否，其金額雖亦有一限數，但如匯票開完以後，而由進口商繼續補償，則出口商仍可繼續發票，例如進口商某甲與其銀行訂一循環信用契約總數爲一百萬元，但每次承兌之數，不能超過二十五萬，如現已承兌二十萬元，則銀行祇肯在五萬元以內承兌，至進口商償還二十萬元以後，則承兌之數，又可回復原額（二十五萬）如此週而復始，至契約期間終了，乃告結束。

商業信用證書之格式，不但各國不同，而且在一國之內，各銀行所用者，亦不一致，紐約金融家會於一九二〇年開一商業信用會議 (New York Bankers Commercial Credit Conference of 1920)，定有標準格式，今日美國銀行界大都遵行之。

九 旅行匯信與旅行支票

銀行信用證書可以分爲二種：其一卽爲前節所述之商業信用證書或商業匯信；其二則爲旅行匯信 (Travelers' Letter of Credit)，前者所以利貨物之流通，後者所以便旅客之往來。旅行匯信爲銀行應旅客之請求，向其代理行或分行所發之委託付款書。旅客向銀行購買旅行匯信，須填具申請書，註明所需外幣種類及數額，支取地點，按當日匯率，連同佣金，折付國幣；如在本銀行有往來帳者，可先領匯信，俟發行行收到顧客在國外兌款之通知後，卽按當時匯率收回匯款，登入顧客往來帳之借方。銀行接受申請書後，卽命顧客留交簽字印鑑，繕發旅行匯信與簽字證明書，交客收執。顧客憑此匯信，卽可向指定銀行開具匯票或收條，請求付款。經付款銀行審核無誤，卽可照付，並在匯信反面空格內註明所付之數，至匯信中所規定款額付訖之時，卽由付訖銀行收回，寄還發信銀行。付款銀行將所付之款額，記入發信銀行往來帳之借方，並通知發信銀行。發信銀行於售出旅行匯信時，亦須補進外匯，以抵頭寸。旅行匯信所開之貨幣，通常爲英鎊或美金，以其爲國際通貨，攜至任何國可以兌換也。

旅行支票 (Travelers' cheques) 亦爲便利旅客而設，其款額與貨幣印定於票面，以免塗改，與銀行本票之性質略同。發行銀行負兌現之責。旅客向銀行購買旅行支票時，須在票面左上角簽字，至取款時，由持票人在付款銀行或商號當面複簽於票面左下角，以資核對，如無複簽，不能兌現，蓋所以防遺失，致落入手而被冒領。

也。如支票遺失，即須通知發行銀行，由後者轉知各地代理行及分支行停止兌現。失票者可具保領還購價。

最早發行旅行支票者為美國之連通公司 (American Express Company)，其發行之數，當在數百萬美金以上。在發行者無異向公衆借用短期資金。此外如美國銀行公會 (American Bankers' Association) 及英國通濟隆公司 (Thomas Cook & Sons) 均有旅行支票之發行，此種旅行支票幾為全世界通行之兌款證，在世界大都市各大旅館、火車站及大商店，均可兌現。票面以美金為多，英鎊次之，在兌款時，即按照當日美匯或英匯行市折付當地通貨。旅行支票未經使用者，可向發行銀行收回票面金額。收回時亦須在付款人前複簽。

普通銀行所售旅行支票係向發行銀行領用，領取時毋須交付現金。出售旅行支票，酌收佣金，由代售銀行與發行銀行分受之。出售旅行支票，即係將票面金額連同佣金，按照當日匯息，折合國幣，開就兌換單，向客收款，票面金額，大小均備，憑顧客選購。當面由顧客一一簽字，然後裝釘於票夾內交顧客收執；一面即將收到款項，匯付發行銀行。

第五章 銀行保付與委託購買證

銀行保付之性質——委託購買證之性質方式與運用——憑委託購買證所發匯票之特殊條件——委託購買證之條件——委託購買證之功用——委託購買證與商業信用證書之異點

銀行承兌信用爲進口商給予出口商以對已開發匯票之權利，使後者於貨物運出時，即可獲得融通（貼現）之便，銀行本身乃代替進口商而自處於付款人之地位，故進口商之信用如何，出口商概可不問，即使進口商破產，出口商亦無被追索之虞，蓋匯票之付款人爲銀行而非爲進口商也，此固爲銀行對進口商最佳之服務，次於此者，尚有銀行保付 (Bank Guaranties) 與委託購買證 (authority to purchase) 二種方式，在此種方式之下，銀行皆非處於匯票付款人之地位，匯票之付款人仍爲進口商，不過由銀行爲之保付或代付而已，茲分述之：

一 銀行保付之性質

在此一方式之下，進口商先與其銀行商量爲其保付出口商開來之匯票，萬一進口商不付，且經法庭判決，進口商敗訴，則銀行即負有墊付之責任，蓋銀行雖非爲匯票之付款人，但爲匯票之保證人也，是銀行所負之風

險，未嘗輕於承兌信用，故其爲進口商作保之條件，亦未較承兌信用爲寬，故此種方式，自不若承兌信用之通行也。

二 委託購買證之性質方式與運用

此爲進口商委託銀行代爲購入出口商匯票之辦法，而爲經濟落後國家所常用，例如中國向美國辦貨，大都用委託購買證，而不用商業信用證書，蓋華商銀行尙未能得美國銀行之信用，而中國又無票據貼現市場故也，茲設一例，以明其用：例如中國進口商向美國出口商訂購正頭一批，訂購條件中，言明以委託購買證與美商，於是華商乃與上海中國銀行，訂一合同，請其轉託在美之代理銀行購入美商對華商所出之匯票，因此美商所出之匯票祇能賣與中國銀行之代理行，而不能賣與其他銀行，中國銀行在美國代理行之存款，必須足以購買美商所出匯票之數而有餘，如須請美行墊款，亦必有相當之抵押品，華商請求委託購買證之手續，先行填具中國銀行印就之擔保書，或稱委任發票書 (Letter of guarantee or authority to draw)，其內容包含下列各點：

- (1) 委任出口商對乙 (進口商) 開發匯票並規定匯票之金額及期限。
- (2) 指定貨物之品質、種類並附各種單據。
- (3) 不論貨到與否，及中途情形如何，銀行不負任何責任，進口商不能因貨不到，或因貨質不良而拒絕承兌。

(4) 運到之貨，即作為銀行之擔保品，進口商不付款時，銀行得變賣充償。

(5) 進口商應付百分之幾佣金與銀行。

此委任發票書，不帶進口商與銀行所訂之合同，有正副二張，均由進口商簽字，一張由中國銀行留存，一張由中行寄與美行，作為通知書，並在末尾加上「以上作為敝行（中行）之委託購買證請代行一切」字樣 (the above is our A. P. No. 1000. Please do the needful) 委託購買證，簡書為 A. P. 美行收到中行之委託購買證後，即通知出口商，請其依照上述條件開具匯票前來貼現，貼去之款即記入中行存放帳之借方，此一方式為以前所通用，今則已有改變。今日所通行之方式：進口商出一委任發票書與出口商，其中載明交易條件並請出口商對己（進口商）開發匯票，此委任發票書自與前述者不同，前者係進口商出與銀行，銀行於書尾加上上列文句以後，即成為委託購買證。此則係進口商出與出口商，進口商同時請求銀行發給委託購買證，其手續：先須填寫請求與擔保書 (Application and Guarantee for authority to purchase)，此即為進口商與銀行所訂之契約，一切條件均載明於此，其內容大致與銀行信用請求書相同，倘進口商之信用不足，尚須另覓保人，填具委託購買擔保書，如進口商不付款時，由保人代償一切，申請手續辦妥以後，銀行認為滿意，始填發委託購買證，此委託購買證即係中國銀行出給美代理行之信，其內容包括下列各點：

(一) 委託貴行（美代理行）承購美商某乙對華商某甲所出見票幾月期之匯票，其數不能超過若干。

(二) 匯票必須附有發票、領事單、保險單及指名提貨單全套。

(三) 貨物之名稱種類。

(四) 貨物之運出至遲不能過若干天。

(五) 匯票之承購須在某年某月某日以前 (此即為委託購買證之時效)。

(六) 出口商之匯票須載明下列文句：「本匯票憑某年某月某日中國銀行委託購買證第幾號而發，加付年利幾厘，自付款之日起計算至匯款到達時止並連同一切代收之手續費」(Drawn under Bank

of China A/P No..... Dated..... payable with interest at the rate of % per annum added thereto from the date hereof to the approximate due date of the arrival of the remittance in..... together with all collection charges and expenses)。

(七) 請貴行對受益人 (出口商) 通知但不必保兌
保兌此委託購買證

(八) 購入之票價連同手續費 (美行應得) 請從敝行之帳上扣除。

美代理銀行收到中國銀行之委託購買證後，即據以通知美出口商，其通知書名 "Advice of authority to purchase"，美出口商即可開具跟單匯票，賣與通知銀行。

三 憑委託購買證所發匯票之特殊條件

憑委託購買證所發出之匯票，大抵皆有利息，例如匯票為美金一千元，美代理行即照付一千元，並無折扣，

付款之後，即通知中國銀行，中國銀行以在美代理行存款被扣除之日遠在向華商收回款項之前，而此收回之款仍須匯至美行，以補足其存款之餘額，故自美行付款之日起至匯款到達美行時止，其間利息須向進口商照算，此項利息連同手續費，由進口商負擔，故出口商之匯票上即應載明此項利息及手續費。匯票之利息原有二種計算方法，普通票面價值即已包含利息在內，故出售未到期之匯票，須扣除利息，但歐美對遠東、南美及澳洲諸國所開之匯票，票面價值，即係現值 (present value)，匯票未到期之利息，另行計算，利率載明於匯票之上，此所加之文句稱為利息文句 (interest clause)，通常國外匯票無利息文句，祇有對中國、印度、南美及澳洲諸國所開之商業匯票，均載有利息文句也。

憑委託購買證所發之匯票，票面價值大都為出口商國家之貨幣，例如美商對華商所發之票，即以美金計算，蓋進口商國家之貨幣，或用銀（如中國），或用紙（如南美），匯兌風險甚大，出口商不願負匯兌風險，故多以本國之貨幣計算。

四 委託購買證之條件

委託購買證亦有固定與否，保兌與否之別，其情形一如信用證書，如為可變更者，僅請代理行通知出口商，但不必保兌，如係保兌者，則請代理行通知出口商，並保兌此委託購買證。保兌以後，代理行即須負責購買出口商之匯票，可變更之委託購買證，在美出口商未發匯票以前，中行可關照美代理行轉知美出口商撤銷之，固定

委託購買證，則在其有效期間內，無論美出口商發票與否，均不能撤銷之，委託購買證之爲變更與否及保兌與否，均在書端標明，且顏色不同，以示區別，如可變更者爲黃色，固定者爲綠色等是也。

五 委託購買證之功用

委託購買證之功用，與信用證書相似，以其均爲便利出口商而設，蓋在委託購買證之下，出口商之匯票，已有一定之買主，不難立獲現款，一若由信用證書而發之匯票，立可向銀行貼現也。若普通商業匯票，大都祇能託銀行代收，不易向銀行貼現，即使可貼，利率甚高，銀行所以不敢承購普通商業匯票者，一因進口商尙未簽字承兌，以後如不付款，不能對彼起訴，二則即使已經進口商承兌，則商業承兌票據，仍難出售於貼現市場，承購銀行祇能託代理行到期收現，如票未到期而進口商倒閉，承購銀行祇有速電代理行，扣貨拍賣，拍賣後，如不足充償，雖可向出口商（發票人）追索，然種種麻煩，已不堪矣，故普通商業匯票，遠不若銀行承兌票之易於週轉也，由委託購買證而發之匯票，在出口商方面，固已獲得確定之買主，在承購銀行方面，亦有較大之保障，一因進口商與銀行訂有合同及擔保書，如違約即可對進口商起訴；二則仍以貨物作押，可以拍賣充償；三則可向出口商追償，以其須負發票人之責任也。

六 委託購買證與商業信用證書之異點

委託購買證與商業信用證書不同之點甚多，茲比較如次：第一，就匯票之性質而言，由委託購買證產生之匯票，係對進口商而發；由信用證書產生之匯票，則對銀行而發，銀行信用自較商人信用為高，故前者祇能賣與指定之銀行，不能在市場貼現，後者則大都可售與任何銀行，銀行樂於承購，可在市場貼現。第二，就匯票之特點而言，憑委託購買證所發之匯票均載明利息文句，憑信用證書所發者否，再前者之票面價值多係出口商國家之貨幣，而後者則為進口商國家或第三國（如英國）之貨幣。第三就出口商之地位而言，憑委託購買證所發之匯票，被追償之可能性甚大，以其付款人為進口商，如進口商不付，持票人即可向發票人追償也；憑信用證書所發之匯票，其付款人為銀行，銀行除破產以外，鮮有拒絕付款者，故出口商被追償之可能性極小。第四，就二者通行之範圍而言，委託購買證僅通行於遠東、南美及澳洲等處之進口匯兌，而信用證書，各國進出口皆通行之。

委託購買證，尤與銀行保證相似，蓋二者銀行皆非處於付款人之地位，不過從旁幫助匯票之兌付耳，故由此二者所產生之匯票，均係商業承兌信用而非銀行承兌信用，其不同之點即在前者由銀行承認購買，而後者則銀行並不負購買之責，惟有在進口商不付時，始由保證銀行為之墊付，銀行保付在戰時幣制紊亂諸國常用之。

第六章 銀行週轉進出口貿易之其他方式

出口商以其商業匯票與跟單爲擔保向本埠往來銀行發長期匯票——打包放款——進口商對其本埠往來

銀行開發長期匯票——進口商對本國之外埠銀行開發匯票——進口商以倉庫存貨爲抵押向本埠銀行開

發匯票——(附)中國之銀行承兌匯票

(一)出口商以其商業匯票與跟單爲擔保向本埠往來銀行發長期匯票 出口商如未能取得進口商銀行之信用證書，即須直接對進口商發票，但此種匯票，貼現殊不易，大都祇能託銀行代收，在匯款未收到以前，出口商之流動資本勢須耽擱，彼如不及等候，可與其往來銀行商量，以其對進口商發出之匯票與跟單爲抵押，向其銀行發一長期匯票（其期限約相當於進口商貨款收到之日），請銀行承兌，出口商得此銀行承兌匯票，即可出售於貼現市場而獲得現款，至承兌票到期之日，進口商之貨款亦已收到，即可歸還銀行，以贖回之。

(二)打包放款 打包放款 (packing credits) 爲銀行對出口商收買農產品裝運出口之放款，在英美係由出口商對放款銀行發票，票期相當於自攜款向內地收買之日起至貨物運抵口岸，向銀行做出口押匯時止，出口商即可以押匯所得之款，抵付此項打包放款。打包放款在中國出口金融中頗佔重要地位。但非由出口商（大都爲洋行）對放款銀行發票，而係一種抵押放款或透支信用。如爲抵押放款，由出口商出一本票與銀

行，本票之擔保品即爲出口商所收之貨物；透支信用，亦須以貨品作抵，放款數額約爲貨值百分之八十。出口商於貨物交付輪船以後，即開具國外匯票連同跟單，售與銀行。打包放款即從其所得匯款中扣除之。

打包放款有二種弊端：第一，奸滑之出口商得將其儲存堆棧之貨物同時向二三個銀行作抵，進行借款，倘銀行受其蒙蔽，則其所借款額，可以超過貨物總值，銀行放款，失其保障矣。第二，出口洋行所收之貨如係運交其本國之代理店或經理人者，則於其本國之市價跌落時，或不去提貨，銀行墊款即變成不易脫手之貨物矣。

(三) 進口商對其本埠往來銀行開發長期匯票 進口商之週轉，除其他方法外，可對其往來銀行開發長期匯票，而獲得現款，用以支付出口商對彼所發之匯票，譬如紐約進口商向上海出口商訂購生絲十萬元，令後者對彼開發即期匯票，進口商爲預備付款計，可與其往來銀行商量，對之發一長期匯票，經銀行承兌以後，即可出售於貼現市場，進口商對承兌銀行應履行之條件有三：第一，以進口貨物單據爲抵押；第二，於匯票到期之前，即須繳入票款，以備銀行到期贖回；第三，支付承兌佣金，此項承兌匯票之期間，約相當於自進口貨款付訖之日起至進口貨脫售之日止，蓋進口商原擬以售貨所得，償還銀行承兌之款也。

(四) 進口商對本國之外埠銀行開發匯票 進口商如將進口貨轉運內地，進口商即處於售貨人地位，亦可要求內地購貨者，發給銀行信用證書，則彼即可對內地發信銀行開發匯票，其他手續，與國外匯票同，蓋商業信用證書，亦適用於國內匯兌也。

(五) 進口商以倉庫存貨爲抵押向本埠銀行開發匯票 進口商如貨物到埠以後，一時不能脫售，而需款

週轉，可以棧單 (warehouse receipts) 爲抵押，向銀行開一匯票，請其承兌而轉售之。

(附述) 中國之銀行承兌匯票

吾國銀行，在國際尙未樹立鞏固之信用，進口貿易之銀行承兌匯票，亦未見流通，國內貿易之押匯，亦未能利用銀行承兌信用，自二十三年以後，上海金融，因銀價高漲，日趨緊縮，流通工具，殊感缺乏，工商界有憾於帳面信用之呆滯而鼓吹承兌匯票之通行，銀行界尤提倡不遺餘力，至二十四年八月，上海銀行界乃發起銀行承兌匯票，以資週轉，其辦法由上海銀行業同業公會聯合準備委員會組織銀行票據承兌所，凡該會委員銀行及票據交換銀行均得加入爲所員銀行，所員銀行須認繳票據承兌基金，一次繳足，承兌票據，以所員銀行爲發票人者爲限，由所員銀行與承兌所訂定契約，以本所審定之財產貨物爲擔保品，交存本所於匯票到期之前一日，將票面金額交付本所，承兌擔保品以各種主要國產，國內商業匯票及期票，國外支付之商業匯票，有市價之政府債券，公司債票及股票，本市房地產及其他經本會執行委員會核定之貨物財產，每一所員銀行之承兌總額，由本會執行委員會隨時訂定之，承兌票據之到期日，自發票日起算，至多不得逾九十日，經本所承兌之票據，得在市面買賣貼現，必要時並得商請本會貼現，經所員銀行貼現之票據，必要時由所員銀行商請中央、中國、交通三銀行重貼現（見二十五年二月二十日銀行聯合準備委員會代表大會決議通過之銀行票據承兌所章程）是上海銀行承兌匯票之產生，既非由於國外貿易，亦非由於國內貿易，且其發票人乃限於承兌所之所員銀行，承兌者非爲普通銀行而爲此特殊組織之銀行票據承兌所，此實爲中國金融組織下之特殊產物，方之歐美，都

無其例也，以其名稱相同，易滋誤會，故特附述於此。

第七章 進出口貿易之風險交易條件與支付方法

貿易風險之劃分——交易條件之訂定——支付方法之選擇——出口信用保證制——中國對外貿易從洋商包辦到主要進出口貿易國營

一 貿易風險之劃分

現代國際貿易有四種技術上的風險，即：

- (一) 匯兌風險 (The risk of exchange)
- (二) 商業風險 (The mercantile risk or risk of goods)
- (三) 信用風險 (The credit risk)
- (四) 匯兌統制之風險 (The risk of exchange control)。

進出口商常因匯價之變動而影響其損益，匯兌上之風險，出口商固可開本國貨幣之匯票或預先賣出遠期，進口商亦可預先買進遠期以避免之（其詳見後），然匯價可以影響物價，外匯賤則進口貨以國幣表示之價格亦賤，譬如在銀幣一元等於一先令時，價值二先令一隻之錶，運至中國須賣國幣二元，倘先令一賤，銀幣一

元可買二先令，則價值二先令之錢，在中國祇賣一元矣，故在先令貴時所進之貨如遇以後先令跌價，即有虧本之虞，蓋後來進口之貨，以國幣表示之價，較以前進口者為低，不能與之競爭矣，此一風險，亦由匯價變動而起，且無法避免者，故為發展國際貿易計，一國貨幣之對外價格，當力求其穩定也。

進口商向外國訂購貨物，除有大規模之組織外，不到出口地點，親自檢驗，故運到之貨如質低量缺，雖可向出口商交涉，然已大費週折，不免受其損失矣，銀行為進口商承兌匯票，以進口貨為擔保品，則亦連帶負此風險，蓋運到之貨如不合原定標準，進口商之付款，未免有所阻滯，而低劣之貨拍賣亦不能得善價也。惟銀行為進口商墊款，倘有其他信用保證，貨物不過為其附屬的擔保而已，至進口商失信時，銀行乃以貨物拍賣充償，不足之數，仍可向進口商追補，故此項風險，實由進口商負之，但墊款銀行，亦未免受其影響耳。

匯兌風險對於進出口商均有之，商業風險大都為進口商方面之事，至於信用風險則有關於出口商者為最大，蓋出口貿易，通常均對進口商或其銀行發票，貨物既已裝運出口，而匯票之付款尚在將來，萬一對方拒絕承兌或付款，出口商雖可囑託銀行，扣留貨物，並向對方起訴，然所費必多，損失亦不貲矣。倘出口商之匯票係賣與銀行者，銀行可向發票人追償，故此項風險，最後必落於出口商之肩上也。

二 交易條件之訂定

在國際貿易中，因有此種種風險，故買賣雙方，必須於交易未成之前，講定條件，劃分責任，訂立買賣契約，以

資遵守，並為法律上之證據，其內容之主要條件為：

(一) 貨物之品質與數量；

(二) 貨物之價格及其標價之貨幣種類（進口商應按標價之貨幣付款）

此外尚有許多附帶條件，亦須一併訂定，其大要如左：

(一) 買方之付款期限；

(二) 買方付款之方法（順匯或逆匯）

(三) 各種費用（如運費、保險費、關稅等項）之劃分；

(四) 在貨物運輸期間之利息，應歸何方負擔。

各種貿易費用，應歸何方負擔，即在買賣契約規定，如歸賣方負擔，則彼必計入售價之內（included in the price）結果仍由買方負擔，不過買方為節省手續起見，寧願出較高之價而請賣方代付各種費用也。

三 支付方法之選擇

買方支付方法依條件之寬緊，可以分列如次：

(一) 預付貨價 進口商向銀行購一匯票連同定貨單寄與出口商，此種支付辦法用於零星交易者為多。

(二) 於貨物裝運出口憑跟單在出口地付款 委託購買證與信用證書即其例也。

(三)在進口地點付款 此種支付方法，即以商業承兌匯票行之，此外尚有一種辦法，為以前所未述及者，即出口商委託銀行向進口商代收貨款而不用匯票，僅出一委託書(Letter of delegation)與銀行即可，此法可節省匯票之印花稅，在國際貿易上亦常用之。

(四)記帳交易 進口商按期將帳款匯與出口商，此在國際貿易上，不甚普通。

至於各種貿易費用之劃分，則可於出口商之標價專門名詞見之，出口商將標價方法，註明於發票之上，進口商之用信用證書及委託購買證付款者亦可指定標價之方法，以表明出口商所開列之價目，是否包括運費、保險費等項目，否則此類費用，須由進口商直接支付，出口貨之標價方法，普通所用者約有下列四類：

F. O. B. (Free on Board)

F. A. S. (Free Along Side)

C. I. F. (Cost, Insurance and Freight included in the price)

C. F. (Cost and Freight included)

此四類標價方法之內容尚有分歧之處，詳見經濟常識第四集。

四 出口信用保證制

自一九三一年以後，各國因經濟恐慌，紛紛實施外匯統制，出口貨款往往被實施統制進口國家所截留，此

於出口商之損失極大，晚近各國爲發展出口貿易計，多有設立出口信用保證制者，如英之出口信用保證部 (Export Credit Guarantee Department)，法義之信用保證社 (Societe Francaised Assurances Pour Favoriser le Credit 與 Societa Italiana di Assicurazione Credito) 是也，美國之進出口銀行亦然。

英國出口信用保證係一種保險制度，俾出口商易於向銀行獲得通融，美國之進出口銀行乃係直接輔助出口商之金融機關，因其在現代國際金融上佔有重要地位，故另在下章詳述之。

五 中國對外貿易從洋商包辦到主要進出口國營

中國進出口貿易向由洋行包辦，華商採辦洋貨，咸託洋行代辦，貨到以後，華商即以莊票（錢莊所出）向洋行提貨，洋行乃將莊票轉交洋商銀行代收，錢莊從無失信者，因之莊票信用反在華商銀行本票之上，蓋其歷史較長故也。外國進口商向中國辦貨，則與在華之洋行接洽，由後者轉向華商採購而付以洋商銀行之支票，華商即將此項支票存入錢莊代收，故當進口旺盛季節，錢莊對洋商銀行即成解多於收之勢，反之在出口旺盛季節，則收多於解矣。上海之錢莊雖非經營國外匯兌，然華商之採辦洋貨，或自內地採集土貨轉售與洋行者皆賴錢莊爲之週轉焉。近數十年來，國人自營進出口貿易者逐漸增多，本國銀行之設立國外匯兌部者已有中央、中國、交通、上海、金城、通商、國華、浙江興業、浙江實業等十餘家，自新金融政策實施以後，中國幣制改成外匯本位，由中央、中國、交通三大國家銀行無限制買賣外匯，至此經營外匯之權，始得自主，以前因進出口貿易既操於洋行

之手與之相輔而行者即爲洋商銀行，故以前中國之國外匯兌，實爲洋行與洋商銀行間之事，與華商並無直接關係，至於本國銀行，在國外既不設分行，又無代理銀行，以經營外匯，蓋華商不能直接經營進出口貿易，而洋行則向不與本國銀行往來，故事實上亦無經營外匯之需要，今則國人之自營進出口貿易者既已逐漸興起，本國銀行之外匯業務亦因之而有所發展。自抗戰以來，主要進出口貿易業已國營，此不但爲調整對外貿易之最好方法，而且可以節省許多推銷費用，並可獲得最優之價格。

第八章 英國出口信用保證部與美國之進出口銀行（註一）

英國出口信用保證部之略歷——保證部業務及其組織——美國進出口銀行之設立及其組織——進出口銀行業務之特性——進出口銀行之主要任務——結論

一 英國出口信用保證部之略歷

英國出口信用保證部 (Export Credit Guarantee Department) 成立於一九二六年，其前身爲上次歐戰以後之出口信用部 (The Export Credit Department)，係爲輔助對中歐及東南歐出口貿易而設，直接放款於對此二區之出口商，至一九二一年停止放款，改用背書方法，由信用部在出口商所發匯票上簽名，俾此項出口匯票易於出售，但對發票人仍保留追索權利，至一九二六年英政府認爲有設立信用保險制，以扶助出口商之必要，乃擴充信用部之組織而成立出口信用保證部。

保證部除承襲前信用部之背書方法外，另設「第一保證計劃」(Second Guarantee Scheme 1926—30)，由部發行與保險單相似之標準契約，稱爲「契約甲」(Contract A)，此爲出口商與保證部所訂之契約，如出口商對外國進口商所發匯票，到期不付，由保證部賠償；出口商則須繳納保證費。舊日出口信用部背書辦法，僅

在增加出口匯票之信用，如到期匯款無着，持票人得向信用部請求兌現，然後再由信用部向出口商追償，故出口商仍負信用風險，今則此項風險已由保證部代負矣。

契約甲發行之初，僅對個別交易作保證，且限定於使用匯票者，出口商尙感不便，乃有總保制（Comprehensive Guarantee）之實施，保證範圍擴充至出口商之一切信用交易，保證部代負之風險因此增加，於是組織規模，大為擴充（如情報網，分所代理人等等）。總保制實行以後，倒帳保證業務已上軌道，乃自一九三一年以後，復遇匯兌統制之風險，保證部將此項風險，單獨加以研究，終於一九三五年起加保轉帳險（Transfer Adendum），頗受出口商之歡迎，保證部業務，因此大為發達。

信用保證部雖屬國立，但完全以商業性質為基準，力求自給自足，不受國家之津貼，一九三八年政府在國會中提出「出口保證案」（Export Guarantee Bill），擬將現有組織與業務再加擴充，以適應當前國際局勢演變之需要。

二 保證部業務及其組織

保證部現時業務可分為下列幾種：（一）保證海外私人買主之償付能力；（二）以轉帳保證（Transfer Guarantees）扶助出口商解決欠帳凍結之困難；（三）保證以中期信用（Medium-Term Credits）輸出之各種貨物交易；（四）保證對海外各國政府之交易（多屬中期信用）。

至於保證辦法可分下列數點述之：

(一)總保 大部份保證業務屬於短期信用(通常以六個月為限)。此項短期信用保證,大都應用「總保」保單,保證出口商全部出口業務一年。保證範圍,包括各種信用方式,記帳信用,本屬不能轉讓,今若執有「倒帳保單」即可向銀行押款,總保手續,由出口商填具保證部所需情報事項表格,送請承保人估算該項業務所負風險,然後令申請人於下列兩種保單中任擇其一:(1)保證部就保單規定之損失,賠償百分之七十五,但以雙方約定最大額為限,(2)根據出口商過去經驗,估計損失,由出口商先行擔任一部份,其數額在保單內規定之,損失超過此數時,由保證部賠償超過額百分之七十五,但亦以約定最大額為限,保費則較第一式為低,保證部政策,乃在使出口商自身負擔一部分風險,則其對於國外顧客之選擇,自能審慎從事,並使其對於每次交易,在貨款未清以前,仍密切注意而與部方合作。

(二)信用限額 出口商申請保單時,應先將海外買主,提交部方審核,保證部即根據所得情報,分別審核,信用限額,亦可分別予以通過拒絕或修改,由此所決定之信用限額,得循環利用。

(三)倒帳保證 照保單規定,國外買主,宣告無力償付時,保證部負賠償出口商損失之責任,此項責任全繫於「無力償付」(Insolvency)之解釋,故保單第六條特規定如次:「依本保單目的,買主有下列情形之一,即被斷為無力償付:(1)宣告破產;(2)買主業已依法盤讓產業,簽訂減額攤償合同,或為其他顧全債權人利益之協定;(3)已指定法定監理人管理其產業;(4)法院勒令清理;(5)自動決議清理,而非改組

(6) 與所有債權人商定解決辦法，為法庭所認可者；(7) 有與上述各款相同之情形。

(四) 轉帳保證 自前次歐戰以後，出口商除倒帳外，又遇國外匯兌統制之風險，國外進口商雖願付款而為該國政府所限制，致出口商無法收款，保證部乃特設「轉帳加保」(Transfer Addendum)，出口商於總保外，得申請此項加保，保證部對於應收貨款期滿六個月後，尙未收到之金鎊債務，保付百分之七十五（但不保匯兌漲落之風險）因各國匯兌情形，變化甚大，故轉帳保證期間，亦不能過久，通常以三個月為限，不若總保期限可展長至一年者，轉帳保費，視各國經濟情形而定，得隨時伸縮。

(五) 中期信用保證 此項保證對於扶助生產工具輸出，頗見功效。十九世紀英國所以能輸出大量機器，並為各國建築鐵路等工程，乃由於金融界之對外投資，願為進口國家發行長期債券，以購買本國出口之機器。近十年來，對外投資，陷於停頓，故機器出口，頗感困難。中期信用最長可至十年，即為維持機器出口貿易而設，惟現代所用機器設備（例如公共汽車、運貨車、印刷機、電話設備與紡織機等）以應用石油、煤氣與電力者為多，與十九世紀應用蒸汽之機器不同，其質量較輕，故損舊較易，式樣亦容易過時，因之付帳亦需迅速。

中期信用，不能完全代替長期國際借款，但前者有二種優點，使其特別能適應現時經濟國家主義盛行之需要。第一，此項信用多為貨物信用，進口國家得分期付款，工資支出，由當地自籌，間亦有因當地經費缺乏，由輸出國貸予定額現金，但為數極少，故對於外匯無直接影響，或因輸出品中含有外國原料在內，須支出外匯，但此非中期信用所獨有。第二，貨物放款之風險較長期放款為小，蓋輸入者直接借得所需之物品，受惠良多，樂於償

債，且償還期限較短，債務人經濟情形惡化以及償債決心減退的可能性，亦必較少，又以第一次信用準期清償，即不難獲得第二、第三以至多次的信用，亦債務人所樂為者也。

各國對於中期信用購貨之需要甚大；英國出口商若能予以必要信用，常能獲得大批定貨單，但英國製造廠家，鮮能供應信用至五年以上，其往來銀行亦不願代墊鉅款，保證部提供出口商以可靠保證，使其易於向往來銀行通融款項，有時保證部於製造廠家交貨以後，即在倫敦墊付現款，例如與蘇聯訂立一千萬鎊出口信用保證協定，訂購貨物一經裝運，即由保證部背書蘇聯五年期票，給息五釐半，因有英國政府保證，市價可較票價為高，票價所得，用以償付英國出口商貨款，其餘數即歸保證部所有，撥入公積金內。

至於保證部之組織，隸屬於商務局（Board of Trade），其總辦公處設於倫敦城區（金融中心區），並在英本國各大工業中心區分設事務所六處，最高機關為保證部執行委員及顧問委員會，前者負責本部組織，推動業務，審查帳目，並決定政策，後者則對於保證部營業，有最後決定之權，委員均為銀行家以及其他金融界人物，對於各種工商業及金融業，各具特殊經驗，貢獻頗多，且係義務職。保證部分設下列各組：

- (1) 信用調查組；
- (2) 經濟研究組；
- (3) 保證契約組；
- (4) 保證付款組；
- (5) 特務組。

就一般而論出口信用保證部，為一信用保險機關，有時雖亦墊借款項，但不能以銀行目之。銀行及其他金融機關認為與保證部亟有合作之必要，出口商如無保證部之助，常有不能獲得金融界融通之情形，蓋自前次歐戰以後，承兌所與商業銀行所予各種便利之減少，以匯票週轉國外貿易之衰落，以及國際借款之停止，均為

保證業務需要增加之原因。

三 美國進出口銀行之設立及其組織

美國進出口銀行原爲國民工業復興法(N. I. R. A.)及農業調整法(A. A. A.)以及其他復興經濟計劃中之一部。第一個進出口銀行係在一九三四年二月成立於華盛頓，旨在便利對蘇貿易，其時美國方承認蘇聯政府，認爲對蘇貿易，希望甚大。一月以後，復設立第二個進出口銀行，藉以輔助對古巴之貿易，嗣即擴充爲扶助對蘇以外各國之貿易，但其資本僅第一銀行四分之一。一九三五年春，美蘇債務談判決裂，兩行董事（本係兼任）議決清理第二行，將其職務併入第一銀行辦理，第二銀行遂於一九三六年六月三十日停閉，是年以後美國進出口銀行僅存其一。

一九三八年底該行資本，計有優先股四萬五千股，每股票面爲一千元，普通股一萬股，每股票面一百元，資本總額爲四千六百萬美元，優先股均爲「建設銀公司」(Reconstruction Finance Corporation)所有，普通股則爲國務部與商務部所分有，代表聯邦利益並供聯邦之用。

進出口銀行之管理，係由股東每年選出之董事會執行，董事原定爲五人，續加至十一人，其中除銀行總經理外，包括國務部及商務部代表各二人，財政部農業部代表各一人，建設銀公司代表四人。經董事監督一般政策之運用，至日常業務，則由董事中選出六人，組織執行委員會，負責處理，該行設總經理、副經理、秘書、司庫暨顧

間等職員，均由董事會選任。

四 進出口銀行業務之特性

進出口銀行得經營一般銀行業務，如存款，買賣票據，公債，承兌本票，簽發信用證書，買賣貨幣及生金銀，但不能發行鈔票，並不得購買其他公司股票，進口或出口商可直接或間接經由商業銀行向進出口銀行申請融通，由該行供給短期（以一百八十日為限），中期（自一百八十日至一年）及長期（一年至五年）信用，如遇特殊情形，尚可延長。

進出口銀行實際上並不收受存款，以免與普通銀行競爭。該行常指定出口商之往來銀行為代理人，對出口商放款以及票據之貼現。該行既不收受存款，故亦無保持準備金之必要，其放款與普通商業銀行不同，並不將放款即歸借款人支配，而係用以建立信用之連鎖，僅在資金直接使用之時，方有移轉，其所放款項，實由建設銀公司轉貸。

五 進出口銀行之主要任務

進出口銀行主要任務有三：（一）以中期信用輔助農產品之出口；（二）以長期信用輔助資本品之出口；（三）協助商家解決外國匯兌統制之困難，茲分述於後：

(一) 供給農業信用 該行供給中期信用之農產品，主要者有二：即棉花與煙草，前者多輸往義、捷、德、波及拉脫維亞等國，後者則以輸往西班牙者為多。其信用放款之程序，先由外國進口商出一九十天期票（有時可再延長三個月），交其往來銀行，加以保證，並向管理外匯當局取得美匯許可證，一併寄與美國出口商，後者乃將此項期票連同許可證交其往來銀行向進出口銀行貼現，利息平均約為四釐，出口商之往來銀行則酌取手續費。

(二) 對於資本品輸出之長期放款 此為該行最重要之業務，在一九三〇年美國為重機器及鐵路材料設備之主要出口者，而以南美洲及遠東為主要市場。一九三〇至一九三四年間，外國對此定貨，大為減少。自世界景氣逐漸恢復，各國對於此項資本品之需要亦見遞增。惟美國商業因不能如歐洲各國商家之貸予外國進口商以長期信用，故輸出甚少增加。美國商家所以不能貸予信用，則由於美國銀行界鑒於外匯與一般經濟狀況之不安定，不願冒此風險；歐洲製造廠家則因有政府設立出口信用機關之補助，故能貸予此項信用，以應外國購買者之需要，進出口銀行為使美國出口商獲得平等競爭地位起見，允予購進外國企業所發一年至五年債券之百分之五十或五十以上；此外，該行對於外國買主不能付帳之時，常與出口商分擔倒帳損失。進出口銀行因負此項風險，故在放款以前，必須審察各種情形，以定可否；第一，借款者本身之財政狀況；第二，對於本國國民經濟之功效；第三，對於借款國友誼是否能因此增進；第四，已往美國對於借款國之信用；第五，借款國外匯困難之情形。此外關於外國所發之債券或分期付款之期票，其償付方法，以及取得美匯之保證書，皆須詳加稽核。

進出口銀行成立後四年半內，爲輔助美國資本品輸出所放之款總額不過三百萬元，其主要者爲出售機車及車輛設備於南美洲及中國，間亦有工業機器及曳引機等，信用期限通常爲兩年至五年，年息平均五釐至七釐，放款大都經普通商業銀行之手，其情形與中期農業信用相似。

一九三八年十二月該行貸予國際電話電報公司信用一千萬元，以便其在南美洲擴張活動之用，此爲該行非直接與商務有關之交易，其中一部份信用時期長至十年，年息五釐又四分之一。

一九三八年夏有一美國工程公司爲南美「海帝」(Haiti)國築路及創辦類此之公共工程，由公司供給材料與設備，其償付係以該國政府信用爲擔保，發行五釐債券，進出口銀行允予向美國公司購進此項債券五百萬元，但以一切機器與建築材料須在美國購買爲條件。一般認爲此舉目的乃在防止由德國供給建築信用。

一九三八年十二月對華二千五百萬元貸款，係授予「紐約環球貿易公司」(Universal Trading Corporation of New York)，此公司卽爲中國政府代理機關，貸款亦由中國銀行擔保。貸款目的名義上在資助美國農產及機製品輸至中國，以換取中國之桐油。各國人士則認爲無異於援華抗日。最近美國聯邦貸款行政官瓊斯 (Jesse Jones) 氏語人云，美國乃樂於援華者，過去七年中，美國貸與中國借款，共約八千五百萬美金，而目前新借款方在討論中（一九四〇年十月十八日合衆社電）按以前對於任何國家之新借款僅以二千萬美金爲限，此項規定已於數月前由國會撤銷，查該行自成立之日起至一九三八年底止信用總額約爲二萬零九百萬美金，中國所得幾居其半。

(三)援助商家解決外匯統制之困難 此項業務並不如預期之重要，美國與巴西所訂商業互惠協定中規定巴西政府允將積欠美國出口商而因外匯統制凍結之帳款，在五年中將一九三五年二月以前封鎖之外匯，逐月清理，其總數約為三千萬元，償還方法，由巴西銀行發行到期不同之各種金元債券，而由巴西政府為之擔保，年息四釐，進出口銀行允予將此項債券二千七百七十五萬元貼現，貼現率四釐，但須持券人證明由貼現所得款項，足使債權人維持或增加其出口貿易；同時進出口銀行得向美國出口商追還債券之全數，因此「但書」復因貼現率較高，故此項債券大部分為出口商所保持，僅有二百萬元券額向該行貼現。

一九三九年三月該行貸予巴西銀行一千九百萬元之信用，俾其補助巴西政府得能廢止巴西與美國間各項交易之外匯統制。

除上述三項主要業務外，進出口銀行會經營三項特殊業務，一為對古巴之鑄幣貸款；一為接收「穀價穩定公司」(Grain Stabilization)對中國之棉麥借款一千三百萬美金，又其一為德國向「穀價穩定公司」購麥所發之債券，此外該行對於不甚知名之小商人，分別授予一萬元以下之信用。

六 結論

近十餘年來，歐美資本主義國家，以政府資力，扶助出口信用，爭奪國外市場，控制殖民地及半殖民地之經濟權，可謂不遺餘力，自前次世界經濟恐慌以後，資本輸出，幾告中斷，而新興國家如德、日等之經濟勢力，駸駸乎

有凌駕英美之概，故英美亦不得不急起直追，以保持其原有地位，倫敦與紐約爲世界金融中樞，但其原有機構，幾已失其作用，出口信用保證部與進出口銀行之設，使世界金融機構，轉入新階段，此新的金融機構已與國際政治發生直接之聯繫，殊值得吾人注目者也。

(註一)本章取材於 The Banker Feb. 1939 及 American Economic Review, Winter, 1939. 又財政評論第一卷第六期及第三卷第六期徐宗士君譯文。

第九章 銀行匯票與電匯

發票與匯付——銀行即期匯票及其功用——電匯及其功用——即期匯票之處理手續——電匯之處理手續——電匯與即期為計算各種匯票價格之基準——內地銀行出售國外匯票之方法——國際間之轉匯方法——銀行長期匯票及其運用——通融匯票

一 發票與匯付

國際支付有二種方法：一為由債權人對債務人發匯票，一為由債務人匯付，以前所述，均係發匯票之情形，至於匯付（一稱順匯）則係由進口商向銀行購買匯票，寄與出口商，出口商即可持票向付款銀行領取匯款，但在銀行方面之立場而言，仍為發匯票，即進口商所在地之銀行對出口商所在地之代理銀行發匯票。從另一種意義言之，進口商向本地銀行購買其在國外代理銀行之存款通貨（deposit currency）以支付出口商，故本地銀行對其國外代理銀行所發之即期匯票，實與支票相同，不過票面金額為外國貨幣而已。匯付辦法，在國際貿易上，不若發匯票之普通，蓋匯付辦法，大都由於現金交易（如由進口商預付貨款或貨到付款）或記帳交易而用，至約定還帳日期，即由進口商匯付帳款，此種交易條件，在現代之國際貿易上，自屬甚少，以前英商售

貨與華商，向由華商匯付，不由英商出匯票，近十年來，華商之信用極優，英商之中，頗有對華商出匯票者，華商亦無不照付，故今日華商對外付款，亦多用發匯票之方法矣。（註）

（註）一九一三年以前美國對英在商業上之匯兌，進口商用匯付，出口商用發票，其原由如次：

（1）對英出口匯票，易於出售，故美國出口商樂用發票方法。

（2）對英匯兌，均以金鎊計算，美國進口商為避免風險，寧願在當日購進英匯。

（3）一九一三年以前，美國尚無貼現市場，如英出口商對美進口商發票交英行送至美代理行，惟有坐候到期兌現，而不

能先行貼現，故英商寧願等候美商匯去，在等候期間，仍有利息可取也。（見 Cross: Domestic and Foreign Exchange, p. 127）

二 銀行即期匯票及其功用

銀行即期匯票 (demand draft) 除由郵寄外，尚有電匯 (the cable) 為匯款之迅速計，付款人可向銀行購買電匯，銀行賣出電匯，即以電報通知國外代理銀行付款。先述即期匯票之功用，譬如華商以匯付辦法，付款與倫敦出口商甲一千鎊，華商向其往來銀行購買先令即期匯票一千鎊，匯票上之收款人可填華商自己，經背書以後，郵寄與倫敦出口商甲，出口商甲收到匯票，存入其往來銀行代收，其往來銀行即以之向付款銀行兌現，並將所得之款記入甲帳之貸方，此在出口商方面言，接受銀行即期匯票，其便利不啻接受本地之支票，在進口商方面言，買銀行即期匯票付款自較輸送現金為合算，且雙方均以本國貨幣各與其往來銀行做交易，而間

接便可結清雙方之債務債權關係；在銀行方面言，買進出口匯票，換成國外信用，或增加國外存餘，賣出本行之即期匯票以支用之，此即爲匯兌銀行之主要業務。

三 電匯及其功用

電匯亦屬即期匯票之一種，不過以電報送達而已。電匯對於銀行國外信用之支出遠較郵寄即期匯票爲速。如由上海電匯紐約，當日可達，紐約代理銀行收到電報即在上海匯款銀行之帳下支付匯款，如爲郵寄即期匯票，則紐約代理銀行收到匯票，須在半月以後，是即上海匯款銀行在紐約可延遲半月付款，此付款時間之差別，爲電匯匯價與即期匯價不同之原因，此外電報費亦須加算在內。在交易中如節省時間，爲一有利之重要因素，則向銀行購買電匯，頗爲合算。蓋債務人利用電匯可以得延期匯付之利也。譬之如華商本應於七月一日將貨款匯到倫敦出口商之手，如買即期匯票，從郵局發寄，則必須於一個月前支出國幣向銀行購買，因自上海至倫敦需時約一月也。如購電匯，祇須前二日（六月二十八日）向銀行購買，辦好手續，發出電報，倫敦出口商即可於約定日期（七月一日）收到匯款，故以電匯匯往，可延遲二十八日付款，電匯匯費固視即期匯票稍高，然其對於匯付人，頗有合算之處：第一，如倫敦運到貨物，本地市面一時不佳，需靜候若干時，以待價轉，再行出售，則延期匯付即予進口商以「待善而沽」之機會；第二，進口商如一時週轉不靈，而本地金融又極緊張，日拆殊高，向銀行借款，甚爲不利，則延期支付，更屬需要；第三，如外匯市價一時頗昂，不利於對外支付，則延期匯付，又可獲

得等候匯市轉低之機會，故進口商購買電匯，雖所費較多，然其所得之利，足以抵之，要視其需要之情形爲何如耳。但電匯用於非貿易方面（Non-Commercial transactions）者爲多，如銀行向外國金融市場借款，至還款日期將屆，以電匯結清之。又如做外匯投機之人，買賣遠期外匯，多以電匯交割。

四 卽期匯票之處理手續

銀行辦理卽期匯付，先請顧客填寫國外匯票請求書（Application for demand draft）內分匯送金額、地名、收款人、匯款人之住所及年月日等項，交與銀行，銀行即依本日之卽期賣價，結合匯款金額，應付國幣若干，匯款人如數付訖，即交以卽期匯票。普通卽期匯票多爲雙聯，分二次送出，以防一聯遺失時，有第二聯爲抵補，故在匯票上註明，第一聯付訖時，不付第二聯，第二聯付訖，則不付第一聯。銀行發出卽期匯票，即須通知付款地之分行，或往來行，收款人接到匯票，可向指定之付款銀行兌現，付款銀行即以匯票與發票銀行之通知書核對，如屬無訛，即可如數付訖。

卽期匯票原屬郵寄，惟郵程常有遲延等情，倘顧客要求於一定日期將匯款送達對方，未必能如願以償。英國有所謂保證郵匯（Guaranteed Mail Transfer）者，即應顧客之要求，保證匯款於一定日期送達，其方法即於預定日期發一電報至國外代理行，請其於是日付款，則無論匯票寄到與否，匯款必能如期送達也。

五 電匯之處理手續

辦理電匯手續，與即期無甚差別，顧客向銀行購買電匯，銀行依電匯條件與規約，計算行市，請其如數付訖，然後電知付款地之分行請其代付，各匯兌銀行出售電匯，均有其特殊之密碼，以防被人冒發，普通銀行對於請求電匯者，須請其承認下列二種條件：（1）如遇誤譯電報號碼，或電報遲到等情，其過失由於電報局者，由匯款人自己負責；（2）如匯款到地，因故未付，匯款人向匯出銀行退現，應照退現之日行市計算（即期匯票亦同），付款地之銀行，接到該電報時，即通知收款人來行取款，以本日買進電匯行市折算付款地之通貨，交付收款人，收款人須出收條二張：一張存於本行；一張連同付款通知書，郵寄發電銀行，然後將該金額記入於往來電匯帳上。

六 電匯與即期為計算各種匯票價格之基準

在金本位之下，銀行即期匯票有最廣大之市場，其價格最能代表外匯之供求，蓋此種匯票不但為商人匯付所需，即銀行界及其他經營外匯者，亦買賣頻繁，經營外匯之銀行常須顧及其頭寸（即國外存餘）之多寡，最好能使買賣軋平，則外匯頭寸，可以保持不變，此為經營外匯之原則，但如銀行僅與進出口商往來，則外匯之買賣，將隨進出口之旺淡而有消長，如進口多而出口少時，則必賣多於買，如出口多而進口少時，則買多於賣，買

進與賣出，鮮能札平，銀行爲彌補此種差異計，常在公開市場，買賣銀行即期匯票，以調節其頭寸，故銀行即期匯票之市價，可爲各種匯票價格之標準（以其買賣最多），其他匯票之價格，乃從銀行即期匯價，推算而得，銀行之賣價，較買價稍高，此爲銀行所得之利。

外匯之供求，常隨進出口貿易之旺淡而變動，譬如當出口旺盛季節，銀行收受出口匯票過多，外匯頭寸擁擠，各行均願售出即期，以減少其過多之頭寸，結果即期匯價必被抑低；反之當進口旺盛季節，則本國銀行代收或匯出匯款過多，國外頭寸頓形欠缺，各行必競購即期以補充之，結果則即期匯價必被抬高，故即期匯價之變動，最能代表外匯之供求，與進出口貿易之旺淡也。歐戰後，因國際匯兌，陷於混亂狀態，各國往來，多以電匯結帳，因之電匯之市場，日益擴大，有取即期而代之勢矣。（註）

中國對外匯價向以先令電匯爲各種匯票計算之標準，蓋中國在銀本位時，對外匯價以倫敦每盎斯標準銀價爲計算之根據，倫敦銀價天天不同，上海匯豐銀行每日接到倫敦之電報，然後酌定匯價，掛牌揭示，因此中國對外匯價之計算自不能以銀行即期爲標準也。

（註）自一八五八年八月大洋第一條電線接通後八年倫敦與紐約間始以電報匯款，往後行用益廣。一八七七年倫敦經濟週刊（Economist）曾謂以電匯與國際匯票作匯付實較匯票爲優。（見 *History of the London Discount Market*, by W.

七 內地銀行出售國外匯票之方法

以上所述，均係本國銀行與國外銀行有直接往來者，即本國銀行在國外往來銀行開立帳戶，故可直接對之發出匯票，然此僅在金融中心點之匯兌銀行爲然，例如英之倫敦，美之紐約，法之巴黎，中國之上海等是也。若內地銀行鮮有與國外同業開立往來帳者，故其與國外通匯，必須轉託在金融中心點之匯兌銀行，譬如美國內地銀行 B 在紐約銀行 A 開有同業存放帳，並與約定轉匯辦法，紐約銀行乃給以特殊格式之空白匯票（以顏色式樣或字句區別之），彼即可向紐約銀行之國外代理行填發，售與顧客，國外代理行事先經紐約銀行之通知，見票後即可從紐約銀行之存放帳內付出，此係 B 銀行與 A 銀行有經常之轉匯關係者，故在 A 銀行必須維持一定數額之存款，以供轉匯之需。A 銀行爲 B 銀行辦理轉匯業務，可取佣金爲報酬。若 B 銀行出售外匯，次數不多，可不必在 A 銀行維持一定數額之存款，祇須就轉匯之數，外加佣金購一國內匯票以補償之，一面仍對紐約銀行之代理行發出匯票，售與顧客。內地銀行亦有將顧客託匯之款，寄與金融中心點之匯兌銀行，託其代辦一切外匯手續，此較之直接發出匯票者，不更多矣。

八 國際間之轉匯方法

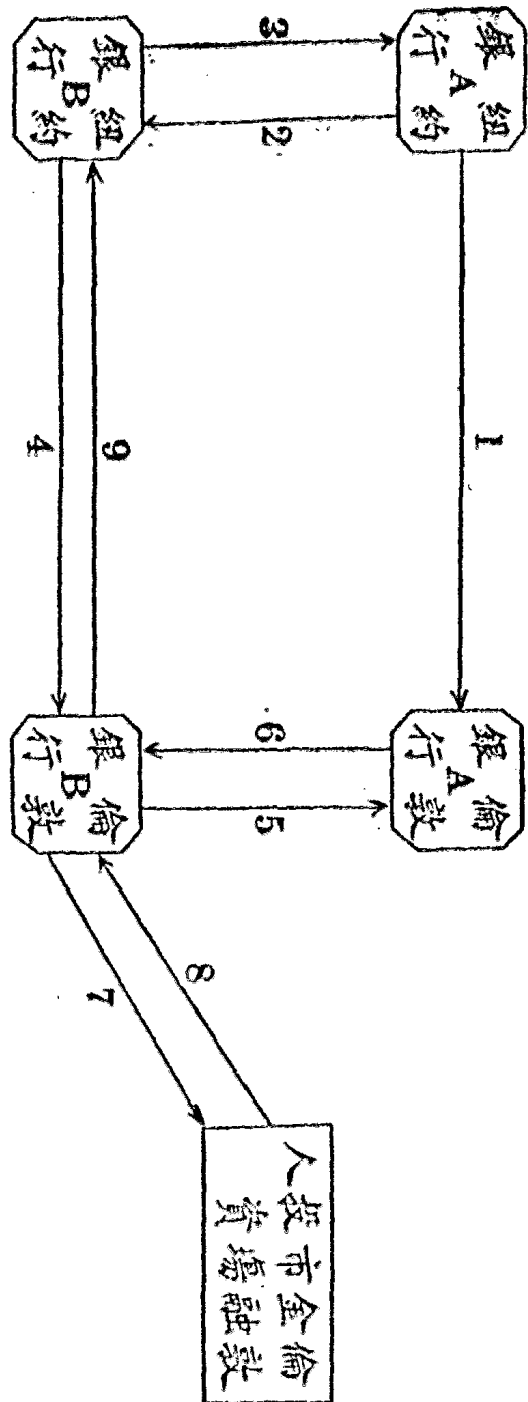
在金融中心點之匯兌銀行，不但爲內地銀行辦理轉匯業務，亦有爲國外銀行行之者，因各國匯兌銀行，大

都祇在世界金融中心如倫敦、紐約、巴黎等處，開立往來帳戶，其他各處之匯兌，常以轉匯方法行之。茲設一例，譬如孟買商業銀行應顧客之要求，對土耳其銀行發出即期匯票，票面為見票即付土耳其鎊若干，請土耳其銀行付款，並請其對倫敦銀行開發一英鎊匯票以為補償，同時即通知倫敦銀行在其存款帳下劃付，此一交易之結果，孟買商業銀行，在孟買收進現款，而在倫敦減少相當價值之存餘，土耳其銀行在君士坦丁付出現款而在倫敦增加相當價值之存餘，故倫敦銀行不啻為國際匯兌之清算所。

九 銀行長期匯票及其運用

銀行匯票除即期與電匯外，尚有長期匯票，其付款人與發票人亦均為銀行。當銀行售出即期匯票，一抵付款地點，即由代理銀行在其帳下劃付，而發票銀行須於匯票發出之前或與匯票同時送出抵補 (Cover) 以對充之，蓋買賣外匯以軋平為原則也，長期匯票之抵補，不必於賣出以前或與賣出同時為之，以其達目的地時，尚未到付款之期，故祇須由付款銀行承兌。付款銀行承兌以後，記入發票銀行之承兌帳，到期以前，發票銀行應補進同數外匯，送達承兌銀行，以備到期贖回之用，發票銀行售出長期匯票，等於向國外借用短期資金。譬如紐約銀行售出四月期英匯一萬鎊，假定一鎊可售美金五元，則紐約銀行即得現款五萬元，如至第三個月二十日補進一萬鎊即期匯票，則此五萬元美金，已被利用三個月零二十天矣，若補電匯，可遲至二十九日，易言之，發票銀行，又可用九天，發票銀行如一時無款可調，可另發一長期匯票出售，即以所得之款，購買即期或電匯，以為抵

補，購進銀行長期匯票者（其他匯兌銀行）以之寄與承兌地之代理銀行，託其向承兌銀行提示承兌，承兌以後，如留待到期兌現，則最初購進者即為放款人，如轉賣於外匯市場，則受讓者繼之而為放款人。銀行匯票，流通性最大，最後購買者必為外國金融市場上之短期投資人，故發票銀行出售長期匯票，實即等於向國外金融市場借用短期資金也，茲附一圖以說明之。



- (1) 紐約銀行 A 對倫敦銀行 A 發出四月期匯票，
- (2) 賣與紐約銀行 B，
- (3) 紐約銀行 B 以現款付紐約銀行 A，

- (4) 紐約銀行 B 將匯票寄與倫敦銀行 B,
- (5) 向倫敦銀行 A 提示,
- (6) 倫敦銀行 A 承兌後交還,
- (7) 出賣於倫敦金融市場,
- (8) 收得現款,
- (9) 登入紐約銀行 B 帳之貸方或送回現款。

一〇 通融匯票

在長期匯票中，有所謂通融匯票 (Accommodation Bill) 者，在英國稱為空票 (Kite-Flyers)，發票者為金融業或著名之商家，其發票之目的，乃在憑其本身之信用，要求外國代理銀行承兌，藉以獲得資金之週轉。此種匯票須至發票者不能於匯票滿期時償還承兌銀行債務，始知其為空票，在流通時，不易識別之也。此種通融票之發出，係連續而來，一批到期，一批又發；以新發之票款，償付對承兌行之債務。如此可以連續進行，以獲取短期資金之週轉。以前埃及銀行倒閉時，據清理員之報告，該行在倫敦金融市場獲有鉅額信用借款，此種借款之獲得，並無擔保品，僅憑其本身之空名耳。

在國際匯兌混亂狀態之下，此種短期資金之移動，必將大受阻礙，蓋投資者或借款者，負有匯兌損失之風

險故也，如票面價值爲英鎊，則匯兌風險由紐約借款銀行負之，萬一英鎊漲價，美元跌價，則紐約銀行須出較多之美元，償還同數之英鎊也；如票面價值爲美元，則匯兌風險由投資人負之，蓋如美元跌價，則同數之美元祇能換得較少之英鎊也。

第十章 匯票之特種情形

外國居留匯票——貨到付款與貨到後定期付款之匯票——以發票地貨幣計算之匯票——以第三國貨幣計算之匯票——載有殖民地文句之匯票——載有匯兌文句之匯票

匯票之性質及其種類大致已如上述，但尙有其他變例爲以上各章所未提及者，茲於本章補敘之。

一 外國居留匯票

匯票之承兌與付款，通常均在同一地點，但英國有所謂「外國居留匯票」(Foreign Domicile Bills)者，其發票人爲外國出口商，承兌人則爲進口商國家之銀行，而其付款地則在倫敦，例如義大利出口商售貨與法進口商，言明對巴黎銀行發票，由承兌銀行委託倫敦代理行A付款，義出口商如議開具跟單匯票，售與本地往來銀行，由後者送寄與其倫敦代理行B，此項匯票到達倫敦以後，即轉寄巴黎銀行，要求承兌，經巴黎銀行承兌後，再寄回倫敦，到期時託由代理行A付款，此種匯票，在倫敦金融市場，殊難貼現，購入者祇好坐候到期，收取本利而已。此外又有所謂「外國經理人匯票」(Foreign Agency Bills)，其承兌人與付款人均爲在倫敦之外國分行，亦不能在倫敦市場貼現，蓋承兌銀行之資產，大部份乃在其本國故也。

二 貨到付款與貨到後定期付款之匯票

就匯票之期間 (usance) 而論，通常可分爲即期與長期二類；即期者爲見票即付之匯票，長期者則爲見票後定期付款或發票後定期付款之匯票。見票後與發票後定期付款，對於匯票到期日之差別甚大，譬如紐約出口商對倫敦進口商發一長期匯票，其期間爲發票後六十天 (at sixty days after date)，例如於一九三七年九月一日發出，則匯票之到期日爲同年十一月三十日，匯票自紐約寄至倫敦，假定爲期五天，則在倫敦進口商等於於見票後五十五天付款，倘該匯票改爲見票後六十天 (at sixty days after sight)，則在紐約出口商等於發票後六十五天付款，國外匯票，以見票後定期付款者爲最多，此爲通例，但在南美諸國進口商常有要求外國出口商開出貨到後定期付款 (days after arrival) 或貨到付款 (Payable on arrival) 之匯票者，其目的乃在未見貨物以前，不願預付匯款，願此種載明貨到付款或貨到後定期付款之匯票，等於附有條件，實爲法律所不許，蓋匯票爲無條件支付之票據，今如云貨到付款，則其反而卽爲貨不到，款不付，是付款以貨到爲條件也。在南美雖有此種匯票，但不能轉讓，出口商祇能託銀行代收，普通進口商要求貨到付款，不在匯票上註明而與出口商另行商定，出口商則授意於其銀行，在貨物未運到以前，暫不向進口商提示，如此則匯票仍可保持其轉讓性也。

三 以發票地貨幣計算之匯票

就票面價值而言，開付款地（外國）之貨幣者為常例，如紐約出口商對倫敦進口商發出之匯票開列英鎊數，對巴黎進口商則開法郎數，反之倫敦出口商與巴黎出口商對紐約進口商發出之匯票則開列美金數，此在銀行匯票為尤然。但出口匯票中亦有開列本國貨幣或第三國之貨幣者，前者大都因進口國之貨幣不穩定，出口商不願冒匯兌風險，故匯票開本國貨幣，藉以確定其收入，譬如美國出口商對南美諸國進口商所出之匯票均開美金，對中國亦然，因南美諸國之貨幣，多為不兌換紙幣，中國在以前為銀本位，二者對用金國之匯率，常漲落靡定也。出口商開出本國貨幣之匯票，則其收入即為一定數額之本國貨幣，其對外匯價無論如何變動，不能影響其收入，匯價變動之風險，乃由進口商負之，譬如美國出口商對中國進口商開出一千美金之匯票，在美商無論美金對華幣匯價之漲落如何，一千美金之收入，不因之而變更，但華商支付銀幣之數，因匯價之漲落，頗有出入，如美金貴，須多付銀幣，賤則可以少付，倘華商向美商定貨時，美金一元等於銀幣二元，計所定之貨價為美金一萬元，折成銀幣即為二萬元，預計此項貨物在中國可售銀幣二萬二千元，則華商可得二千元之利益，不意付款時，美金一元漲至銀幣二元五角，則華商須付出二萬五千元，反而負三千元之損失，此項風險，華商另有規避辦法，當在以後詳論之，此處所擬敘述者，為進口商如何支付以外國貨幣計算之匯票。譬如美國出口商對巴西進口商售與價值美金八千元之貨物，美商之目的乃在確定此八千元之收入，故其對巴西商發出之匯票，除八千元之貨價外，尚須另加利息及銀行佣金等費，令巴西商支付，此項匯票經紐約銀行轉寄巴西銀行，向巴西商提示，巴西商承兌後，於到期日前即須交付巴西銀行，足以購買同數美匯之巴幣，再由巴西銀行開一銀行匯票寄與

紐約銀行以結清之。此種支付方法，稱為「回票支付」(Payment by return draft)，美商對巴商開發匯票如用利息文句，則在票面上除開列正數美金八千元外，並列「另付年息六釐自發票之日起計算至回票到達紐約之日止，及銀行手續費」文句於匯票之正文。(8000 plus interest thereon at 6% per annum until approximate date of arrival of the return draft in New York) 如不用利息文句，則利息及銀行佣金應算入正數之內，票面價值應改為八千二百零六元六角六分，茲分析其計算如次：

貨價 (在交易單中稅使出口商) 8,000.00
(於貨物運出時應收之數)

利息 (以年息六厘計 140 天假定) 186.66

出口匯票自紐約至巴西 25 天

自承兌至到期日 90

回票自巴西到紐約 25

—————
 140

銀行佣金 (貨價 1% 之 i) 20.00

總匯票值 8,206.66

匯票中有所謂「發票率」(drawing rate)者即銀行匯票售價之別名，巴商於匯票到期日應按照當日銀行即期美匯售價付與巴西銀行，贖回美商所發經彼承兌之匯票，如當日美匯售價為四米來 (巴幣名 Milreis)

等於一美金，則巴商應付之數爲 32,326.64 米來 (4 X 8,206.66)，巴西銀行收到此數後，即開一即期美金匯票八二〇六·六六元寄與紐約銀行，再由紐約銀行轉付美商八一八六·六六元內除佣金二十元，此爲美商託紐約銀行代收者，如美商於貨物裝運出口時，即將此項匯票售與紐約銀行，則紐約銀行當付與八千元，其餘二〇六·六六元均歸銀行所有，回票除銀行即期外，亦可用電匯或長期匯票，惟其利息之計算有不同耳。

四 以第三國貨幣計算之匯票

至若出口匯票開列第三國貨幣者，在國際貿易上亦常有之，譬如華商售貨與巴西進口商，收款方法爲對巴商發票，票面價值開銀元乎？抑開米來乎？如開米來，則在上海匯兌市場中，米來無一定行市，出售殊不易，不但出售不易，且託收亦感困難，銀行須多取手續費，倘開銀元，則銀元匯票在巴西亦無行市，巴商無從覓購回票 (Return draft)，但巴西與上海均有英鎊行市，故華商與巴商交易，可以英鎊爲媒介，華商對巴商所發之匯票，開列英鎊，託上海銀行代收，上海銀行寄與倫敦代理銀行，再由倫敦銀行轉寄巴西銀行，復由後者向巴商提示，巴商承兌，至匯票到期日，巴商應按當日英匯行市，向巴行購一銀行匯票，再由巴行寄與倫敦銀行，倫敦銀行收到巴行之回票後，即電告上海銀行，上海銀行接到通知，即可按當日英匯行市，付與華商，蓋此項匯款，已記入其存放倫敦銀行之帳下，故上海銀行即應按照當日英匯行市，付與華商，同時售出先令電匯，以抵銷之，以免先令跌價，遭受損失也。

以第三國貨幣爲媒介之匯兌，出口商與進口商，須各負其匯兌風險，巴商固不能確定於匯票到期之日，須付出巴幣若干，華商亦不能確定將來究能收到銀幣多少，顧此項風險，亦有避免方法，其詳當於以後論之。

歐戰以前，倫敦爲世界之唯一金融中心，英鎊有國際通貨之稱，國際匯票，多有開列英鎊者，自歐戰爆發以後，英亦陷於通貨膨脹之境，惟美金較爲安定，且戰後各國對美支付之數特多，因之美金有起而代英鎊爲國際通貨之勢，同時美國出口商以歐洲各國幣值，漲落不定，故出口匯票，常開本國貨幣，藉以避免匯兌風險。

中國對外匯兌，無論進口出口，均以外國金幣計值，中國出口商對外國進口商所發之匯票，固開金幣，外國出口商對中國進口商所發之匯票，亦開金幣。故金貴銀賤時，利於出口商而不利於進口商，蓋前者可以多收銀幣，而後者則須多付銀幣也。反之則利於進口商而不利於出口商，蓋前者可以少付銀幣而後者則少收銀幣也。

五 載有殖民地文句之匯票

此外在國際匯兌中，尚有所謂「殖民地文句」(the colonial clause)者，各國出口商對英國殖民地，如南非、澳大利亞及新西蘭等地進口商所發之匯票，須插入下列文句：“Payable with exchange (English and Colonial stamps added) at the current rate in London for negotiating bills on the colonies”蓋各國對英殖民地之應收匯款，均須經過倫敦，易言之，各國銀行均轉託倫敦各銀行代理也。上述各地之幣制均與其祖國相同，倫敦與上述各地之匯兌等於國內匯兌，但此各地之英鎊匯至倫敦常有貼水 (discount)，如

由南非洲匯一百鎊至倫敦，須貼水 1/8，此項貼水，票上註明由進口商負擔，故如美國出口商對南非洲進口商開出一百鎊之匯票，後者須實支 102. 0 四鎊，以其匯至倫敦適等於一百鎊也，文句中 Exchange 一字即指貼水，此猶中國國內匯兌中之匯水，除匯水外，英國及其殖民地之印花稅亦須由進口商支付，出口商加入殖民地文句之目的，乃在取得票面價值之淨數，其他一切費用，則由進口商負擔之。

六 載有匯兌文句之匯票

英商對外所發英鎊匯票有插入「匯兌文句」(Exchange per endorsement)者，其意為貼現銀行於購入此項英鎊匯票時，已在票上規定英鎊對付款人所在地貨幣之兌換率，所以將匯兌風險轉嫁於付款人，此在鎊價下落時，頗為貼現銀行所需要，蓋藉此可以預定其外幣之收入數額也。

第十一章 匯票與國際間資本之移動

資金移動之方式——國際金融市場中之短期投資——短期資金之反常移動——短期資金反常移動之影響——短期資金與國際貿易金融之週轉——短期資金與國際無形貿易之週轉——長期資本之移動——匯票與證券之買賣——國際證券之通貨性——國際資本移動之變遷——外匯借款

一 資金移動之方式

以上各章，論述國際貿易之清理程序及其機構。匯票爲此構造中之主要工具，其性質、功能與方式，亦已詳述如上。茲再綜述國際間資本之移動，以爲補充。

國際間資本之移動，雖可分爲長期與短期兩類，但二者仍有其錯綜關係。在正常情形之下，資金之移動原因，不外圍各金融中心利率之差，故有平準世界利率之作用。廣義言之，國際貿易及其他國際經濟活動，皆有需於資金之移轉，以抵補個別交易與清算國際間之差額。故凡在國際收支平衡上之每一項目，皆爲國際金融市場資金移動之起因；商品之輸出入，業務之交換，僑民之匯款，證券之購售等項，與國際間短期資金移動之起於利率之差或其他原因者，對於匯市皆有同一之影響。而匯款之方法，不論其目的如何，亦未嘗有異；外匯交易，則

常由少數銀行爲之中介。除黃金之移動，由實際輸送或標記封存 (earmarking) 外，一切國際往來帳項之清理，皆以匯票與電匯行之，除黃金之移動外，資金之移動，不過在帳面上表示資金所有權之變更而已。

茲設一例以明之。假定有一倫敦銀行在紐約銀行本有存款結餘，欲將其多餘存款投資於紐約通知放款市場 (Call Loan Market)，則彼當可委託紐約銀行置其一部份存款於該市場。其結果，不過將此筆款項，由倫敦銀行帳上轉入紐約證券經紀人之帳上，二國間並無新的資金之移轉或產生，僅變更原有資金之利用方式而已。倘倫敦銀行在紐約銀行存有承兌匯票或庫券，欲將此項有價證券變賣而將所得資金作爲通知放款，其結果，亦僅爲在同一地點，債權與債務之轉移。倫敦銀行前之爲承兌銀行或美國政府之債權人者，今則一易而爲經紀人之債權人。在上述二種情形之下，倫敦銀行本在紐約存有資金，今不過將此項資金從此一紐約市場移轉至另一紐約市場而已，其結果未嘗有異於美國銀行自行在本地調撥其資金也。

但如倫敦銀行在紐約本無可以調用之資金，而欲將在本國資金移往紐約投資，假定彼欲按五元美金之匯率移轉十萬鎊於紐約，當可委託紐約代理銀行對已開發十萬鎊之即期匯票，出售於紐約外匯市場，約得美金五十萬元，以之作爲通知放款。在此一情形之下，亦無資金自倫敦輸送至紐約，蓋此十萬鎊之英匯票，當由紐約某甲需要英鎊匯票者，出資購得之，而欲將此款匯至倫敦也。故此一交換過程，無非在帳面上表示資金所有權之移轉。在此一交易發生以前，此五十萬美金屬於美國之居民，在此一交易發生以後，此款即爲倫敦銀行所有，故國際間資金之移動，如有其他項目之抵沖，不致於影響整個金融市場，但於個別市場，頗有影響，例如紐約

通知放款市場，因外資之供給而鬆動焉。

僅以銀行匯票或電匯轉移資金，不致影響一國之信用機構，惟於外匯市場，影響甚大。倘紐約銀行對倫敦銀行開出之匯票愈多，則英匯票之供給亦愈多；如英匯之供給超過需要，則英匯必將跌價。（註）

（註）本節取材於 *The International Money Markets*, by Madden and Nadler, pp. 41-43

二 國際金融市場中之短期投資

國際間資金之移動，其目的如為短期投資，在正常情形之下，大都視各國利率之高低為轉移。如紐約利率高於倫敦，則美國人民存在倫敦之款項將提回，英國銀行及其他有遊資者亦欲移轉於紐約矣。上次歐戰以後，因國際間利率之差，使紐約、倫敦、蘇黎世（Zurich）、阿姆斯特壇（Amsterdam）及巴黎等金融中心之資金，大量流入中歐，如德奧及匈牙利，世界各金融中心之銀行所以投資於中歐諸國，皆由於高昂之利率吸引之也。

短期投資之特質，以流動性為第一。此一特質在承兌匯票，通知放款，國庫券及「自身清理」交易之放款，最為顯著。倘外國借款人以短期借款移充長期或中期週轉之用，則其流動性即告消失。

復次，短期投資之流動性，必須與其所在地之黃金或中央銀行之外匯準備，取得聯繫，方能保存。倘外國短期資金在某一金融市場之數大於該市場所保有之國外資產，則外資之大量提走，必致其國放棄金本位，或以停付協定（*Standstill Agreement*）封鎖帳項，及其他外匯統制之方式凍結之。德、奧、匈三國於一九三一年金

融恐慌時，即以停付協定凍結外國短期投資者也。

在正常情形時，祇須債務國中央銀行貼現率稍行提高，即可以阻止外國短期資金之流出。但上次戰後，因若干國家之缺乏資金，及債務國與債權國利率差額之大，已使中央銀行之貼現政策失其效用。蓋以政治與金融之不安定，中央銀行欲以舊日之統制方法，阻止外資之急遽提走，蓋亦難矣。（註）

（註）Madden and Nadler; op. cit. pp. 47-48

三 短期資金之反常移動

短期資金之常態移動，大抵由於各國金融中心利率之差。除此以外，一國遊資，常因政局變亂，貨幣跌價，及匯兌投機而有大量之移動。

國際資金之移動，用以改造鄰國之政治局面者，亦屬常有。此在上次戰前，常由各領袖國之政府行之。戰後以金融政策為政治上之武器者，益復變本加厲。有人將一九三一——三二年之金融恐慌，歸咎於「國際金融含着過多的政治」(Too much politics in international banking)，非無見也。最顯著之例，即為法國於一九二九年楊格計劃(Young Plan)正在商議之中，突向德國提走大批資金，此完全起於政治上的作用，毫無疑義。沙赫德博士(Dr. Schacht)前德國銀行總裁，及巴黎專家會議(Experts' Conference in Paris)總代表，於其所著「The End of Reparations」一書備述法國當局在會議中如何運用提走資金之方法，以削

弱德國代表對法方提議之抗辯。此種基於政治上的作用提取在外國之資金，不但足以打擊被提國之經濟事業，抑且促成該國金融市場之反常變動，破壞整個國際金融之機能。

資金之移動由於投機而起者，前次戰後，其勢甚烈，造成匯市之急劇變動，匯兌投機屬於國際性者，其活動可以透過一個或數個金融中心，要視其利益之大小為轉移。戰後除安姆斯透壇對德、奧、匈之匯兌戰爭外，最顯著之例，當推一九二六年之法郎與一九三三年之美金投機為代表。一九二六年夏，羣以法郎行將崩潰，紛紛拋空，美國及其他各國之投機者無不參與。卒由紐約若干金融家貸一萬萬元之信用放款與法國政府，挽此危局，予拋空者以致命之打擊。自法國預算改造以後，法郎於一九二六年九月已在實際上穩定於美金三·九二分，投機者乃一反其傾向，以為法郎尚將續昂，大做多頭。直至是年新幣制條例頒佈，法國銀行於最高限額以外之發行數須以百分之百黃金及外匯為準備，國際間對法郎投機之風乃戢，法郎不再上漲。美國在一九三三年春，金融恐慌已起，放棄金本位之議興，造成投機家賣空之勢。旋美金果然脫離金本位，減低幣值，投機家獲利頗鉅。此外，在一九三一——三四年之間，各國貨幣咸為投機之對象，使國際間資金之移動，離開經濟上之需要。自一九三四年後，外匯投機已為各國金融當局之外匯統制所戢。但在一九三六年金集團崩潰之前夕，法郎又成投機之對象。此次歐戰前後紐約市場中之英鎊與上海黑市中之法幣，尤中投機者之所好，使資金大批流出，其影響誠不可謂小。

資本之逃亡亦為國際間資金及黃金移動之重要因素。其在國際金融史上留有極深刻之創痕。前次歐戰

時參戰國之資本逃避，爲勢甚猛；戰後逃避之勢益烈。資本之逃亡，大都由於貨幣跌價，政治混亂及租稅繁重等原因而起。當其在逃亡之時，紛紛拋售所由逃亡之國之貨幣及有價證券，而逃往之國之匯兌需要乃激增。前次戰後各國資本大都向美、英、瑞士、荷蘭等國逃避。資金流入之影響，在一九二六年，英國已深感之，其時英國經濟正處逆境，如煤礦大罷工，及全國總罷工，形勢頗爲嚴重，但英鎊匯價，仍極安定，此即由於法國資本逃往倫敦者甚夥，對於英鎊之需要正殷故也。至一九三一年國際金融市場崩潰時，資本逃亡之風又熾，世界各國無不受其影響，而以英、美爲尤甚。初則美國幾爲各國資金之避難所；不旋踵而潮流逆轉，美國資金亦復源源流出。至一九三四年一月三十日金準備條例（Gold Reserve Act）通過以後，其勢又轉。（註）

（註） Madden and Nadler: op. cit. pp. 48-52

四 短期資金反常移動之影響

資金之移動，無論由於利率之差或種種反常現象而起，對於各國匯兌之影響，並無二致；但其對於各國經濟之影響，則大有差別。蓋資金之正常移動，乃由資金過剩，利息低微之地移往資金缺乏，利息高昂之地；即如一九二八及一九二九年美國以投機狂熱，利息高昂，引起外資之流入。此項流入之資金，仍有其經濟上之功效，以其可由證券市場流入產業界故也。此項資金之流入美國，雖足以妨礙其他用途，如週轉國際貿易等，但至少在一投資之處，可造成一時之繁榮。至若以過剩資金輸入經濟落後國家，則投資者固可以得高昂之利息，借入者亦

可以活潑金融，繁榮商業，雙方均蒙其利焉。

但資金之反常移動，其結果乃大異。逃亡之資本，常避往需要最少，利率最低之處。大量資金之流往，使資金多餘之地，益感過剩之苦，而利率亦愈低。例如法國在楊格計劃會議時之向德國提存，及一九三一年英國放棄金本位前之向倫敦提存，並非由於法國需要資金，實則當時法國遊資正多，利率甚低，而柏林與倫敦需要較殷，利率亦較高，今法國乃反其道而行之，實為經濟上之損失。一九三二——三四年資金與黃金之反常移動，對於經濟方面之影響亦甚壞。

同樣，匯兌投機在經濟上亦為不健全而有害之舉動，以其所造成之資金移動，常與經濟上之需要相違背也。例如在一九二五年，投機者預期英鎊及斯干的納維亞諸國之貨幣將貴，紛紛購入，於是資金流往此諸國，但此諸國並不需要資金，而其匯價為投機者所抬高，對於此諸國經濟之影響，亦屬不利。若僅做期貨，雖資金不致於移動，但使國際匯率，為不必要之變動，無論被抬高或被抑低之國，均受其累也。（註）

(註) Madden and Nadler: op. cit. Pp. 52-55

五 短期資金與國際貿易金融之週轉

國際資金之移動，如依利率之差別為依歸，常能流往資金缺乏，報酬最厚之處。在正常情形之下，資金之所者，深信隨時可以收回，故坐獲較高之利息而不疑。自戰後至一九三一年，世界遊資一部份移往柏林、維也納，

及布達佩斯(Budapest)等處，週轉德、奧、匈之內國貿易及工業；但大部份資金仍在倫敦、紐約、安姆斯透壇及蘇黎世等各大金融中心，世界貿易多由此各大金融市場為之週轉。

國際金融市場之週轉世界貿易，與一國金融市場之週轉國內貿易相類。國際金融市場吸收世界各國之資金，以供國際經濟活動之所需，是猶一國銀行之吸收存款，週轉本國之經濟活動。如有一二大銀行倒閉，常引起市場之騷亂，發生擠提風潮；國際金融市場之崩潰，亦猶是也；例如停止支付，實施外匯限制，及放棄金本位等，其影響足以擾及全球，德國之外匯限制，不僅對有存款在德之金融市場，予以打擊，即與德國有商業關係者，亦大受其累矣。至若英美之放棄金本位，其影響所至，更為廣泛，於是信用呆滯，資金逃逸，使國際貿易，大為減縮，請以統計證之：

世界貿易	
(百萬美金)	
1918	37,797
1926	61,887
1927	65,048
1928	67,380
1929	68,641
1930	55,575
1931	39,769
1932	26,898
1933	24,179

短期資金週轉國際貿易，不僅為歷史最久，抑且為最安全之交易，蓋國際貿易，大部份為原料及農產品，有「自身清理」之作用。商品自一國運至他國，常以銀行承兌匯票為其週轉之工具。此一週轉工具，可使進口商延期付款，出口商獲得現款，此與國內貿易之利用銀行信用者，實無二致；所不同者進口貨品，須以外幣支付而已。當資金可以自由流通之際，取得外匯，僅屬技術上問題，蓋本國貨幣，隨時可兌換外幣也。惟有在國際金融市

場機構中斷時，資金之移動與外匯之掉換，乃發生困難。

銀行承兌匯票之最大效用，即以其極易在公開市場出售，而以國際通貨之匯票為尤著，使墊本之責，轉嫁於願意擔負之人。例如阿根廷出口商對紐約銀行開發匯票，以週轉其與德國進口商之羊毛交易，此一匯票即可賣與阿根廷銀行，後者轉售於紐約市場，紐約市場可以之向聯邦準備銀行為重貼現，準備銀行又可售與法國銀行在紐約之代理行。此項阿德間之貿易週轉責任，轉輾負擔，即利用金融市場之流動資金行之。

銀行承兌信用，祇宜於週轉「自身清理」之國際貿易，以保持其流動性，而後其效用乃顯。但承兌信用常被誤用於工作資本(Working Capital)，一九三〇——三一年之德國商家，即屬如此。因當時德國不能獲得長期借款，遂以銀行承兌信用，權承其乏。此係德國銀行業對外國銀行開發長期匯票，而由後者為之承兌，藉以獲取資金，轉貸於國內工商業。此種放款，並非基於「自身清理」之交易，故到期不能完全收回，但對於外國承兌銀行之債務，到期非付不可，惟一辦法，祇有向中央銀行告借，用以購買外匯，償付外國承兌銀行，遂致利率高昂，信用緊縮，現金外流，貨幣動搖，引起外國投資人之疑慮，提款者益衆，甚則引起本國資本之逃避。倘提款之數已超過本國支付之能力，則惟有停止金本位，或實施外匯限制。

在通常情形之下，國際貿易，可由任何一金融中心為之週轉，上焉者如倫敦與紐約，次之如蘇黎世、安姆斯達登及巴黎，至若商家之如何選擇金融市場，大抵視下列二種情形而定：

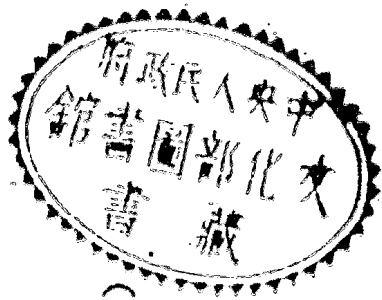
(1) 各地承兌匯票之利率；

(2) 與銀行之關係及其對於進出口商之信用設備。

如發票人與付款人在各金融中心，均有良好之銀行關係，則商家選擇惟視承兌匯票利率之高低與對彼信用供給之條件為轉移。例如巴西出口商運咖啡至德國，要求德國進口商以銀行承兌信用為週轉。此銀行承兌信用，無論出自倫敦或紐約銀行，均無不可。但出口商對倫敦或紐約銀行所發匯票向巴西銀行貼現，其購價視紐約或倫敦之貼現率而異；紐約匯票九十天期匯率與其電匯匯率之差，視紐約銀行承兌匯票貼現率而定，倫敦匯票九十天期匯率與其電匯匯率之差，則視倫敦銀行承兌匯票之貼現率而定。故如紐約利率較倫敦為低，則美匯九十天期匯率與其電匯之差，將較英匯九十天期與其電匯之差為小；巴西出口商如開美金匯票，當可以得較優之價。是以當紐約利率較低時，則紐約之承兌數量必增，反之則減。除非有別種影響，短期資金之移動，常使各金融中心之承兌利率趨於均衡。因此中央銀行可藉貼現政策之運用，以增減承兌之數；利率提高，承兌數量減少，由是可使本國通貨在外國市場上之供給減少，以制止匯價之下降。例如英蘭銀行提高貼現率，則外國開發長期英鎊匯票者，必轉開美金匯票。因此可使英鎊匯票之供給減少，美金匯票之供給增加，藉此以調整英美匯率，亦一法也。(註)

(註) Madden and Nadler: op. cit. pp. 55-62

六 短期資金與國際無形貿易之週轉



由於國際間商品之流通與社會及文化關係發生之結果，亦需以資金之移動為週轉；此外，因長期資本借貸之結果，發生短期資金之移動，是即為還本與付息。此種種交易，可以分為下列三大類：

(一) 由於國際間商品移動所產生者：

(1) 運費；

(2) 保險費；

(3) 無線電及電話等費；

(4) 銀行佣金等費。

(二) 由於國際間文化及社會關係所產生者：

(1) 旅行費用；

(2) 海陸空運輸機關之旅客運費；

(3) 僑民匯款；

(4) 教會經費及慈善捐款；

(5) 影片租金等費。

(三) 由於國際間長期資本之移動所產生者：

(1) 外國債券之利息；

(2) 外債本金之償付；

(3) 對外直接投資之盈利。

上列各種交易，有二國直接清算者，有經第三國金融中心而為清算者。例如希臘輪船載運蘇聯小麥至義大利，在平時並不付以特拉盧瑪 (Drachmae) 或利耳 (Lire)，而須付以英鎊或荷幣福祿林 (Dutch florins)，故蘇聯出口機關與義大利進口商必須購買英鎊或福祿林，以付希臘之運費。又如美國教會欲匯款至印度，常在倫敦購買盧比 (Rupee)，故其資金乃先由美國移至倫敦，再由倫敦移至印度。

若干無形項目，在國際收支平衡上，頗佔重要地位。例如美國一九三〇年旅行費用達八萬萬美金以上，此數僅略低於美國對外投資之收入。法國在是年收入外人旅行費用達三萬三千萬美金。中國華僑匯款之收入，則僅次於出口總值。此種資金之移動與商品進出口或長期資本之借貸，對於匯市，有同一影響。但短期資金之週轉商品貿易與無形貿易，有一不同之點，即商品貿易週轉之責任常由各大金融中心之銀行業負擔之，而其負擔可以從此一市場移至另一市場，以覓較低之利率。無形貿易，則銀行可不必負擔此種週轉責任，祇須供給款項移轉之便利即可。

長期資本之移動雖發生於證券市場，但結果亦須通過金融市場；購買外國證券，須通過外匯市場，還本付息，亦須以外匯支付，就其對於外匯市場之影響言，資本交易與其他交易，亦屬相同，但其影響姿態，則有差異。一部份之外債為政府所借，其在國內取得償債之資金，由租稅或國營企業收入而來。此種款項，大抵集中於中央

銀行；後者估計每年應付外債本利數額，陸續籌集外匯，則屆期匯出，對於匯市，可不致發生劇烈影響。

支付利息通常在息票到期日前三十天至六十天預先匯到債權國，此款乃暫時投放於該國金融市場，至息票到期，乃發給持票人，外債本利之支付，大抵由投資銀行經手，商業銀行不經營此項業務。（註）

(註) Madden and Nadler: op. cit. pp. 62-65

七 長期資本之移動

外國在本國發行證券，或直接在外國投資，其影響一如借款國之商品出口，與貸款國之商品進口。外國證券在本國出售，借款人即獲得資金，可以自由提取，一如其他短期資金，亦有先在金融市場借用短期資金而以證券銷售所得之款為清償者。故金融市場與證券市場，互相交織；美國之通知放款與證券市場，更有密切之聯繫焉。

國際間長期資本之移動，有二種方式：

(1) 外國新證券之發行；

(2) 以前發行證券之移轉。

長期資本，在理想上，應由資本充裕之國移往資本缺乏之國；但在事實上，祇有後者之借款人在前者之資本市場發行新證券時，資本乃由前者移入後者；至若已經發行之證券，常有反對方向之移動。資本缺乏之國之

有產階級，購買資本充裕國家各大企業之股票或債券者頗多，或以其投資安全，或以其利益較厚，或以其為投機之對象，或因本國通貨不穩，租稅負擔太重及政局擾攘等情，謀資本之逃避，凡此種種緣由，皆足以引誘貧國之資產階級購買富國之有價證券。例如美英荷等國之證券常流入於近東、遠東及南美等處弱小國家是也。

其次，貧國向富國所舉之債，至付息還本時，其資金亦必向後者移動，如前文所述。第三，證券之國際裁定（*International arbitrage in securities*），亦為證券移動之主要因素。綜此三者，長期資本之移動，除發行新證券為債權國對債務國單方面之輸送外，餘則均為雙方方面之移動，而成資本之交流。

借款人在外國發行證券，所得款項，或由貸款國銀行匯付，或由借款人對貸款國銀行開發匯票，其結果均為外匯供給（在借款國市場）之增加。但如所借款項，即在貸款國購買生產品，運往借款國應用，則在後者之市場，並不因證券出口而增加外匯之供給。貸款國常有要求借款國將所借之款購買其產品者，例如中國鐵路借款合同上，有債權國供給材料優先權之規定，以前德法對外投資，對於此一條件，頗為重視。美國對第一次歐戰時協約國之貸款亦然。今日英美之出口信用放款，借款國所得者為貨物而非現款，其與外匯市場之關係更淺。借款國發行證券必須經貸款國銀行之手，而在金融資本主義時代，銀行家擁有大多數之工業，故一面為借款國推銷證券，一面即可以推銷自己之產品，故貸款國之資本輸出，與商品輸出，有連帶關係；借款國之資本輸入與商品輸入，亦必相輔而行。借款國所得之款，如非全部用於貸款國，而以一部份向第三國購買商品，一部份匯回本國，以供週轉之用，對於國際匯市，或能發生相當影響。（註一）倘債務國連續舉債，債務負擔，愈積愈重，日

後債務支出超過借款收入時，應有貿易出超以爲抵補。否則非多借新債，即無以清償舊欠。在此種情形之下，借款已達過度(Over-borrowing)之點，而有外匯缺乏之虞矣。前者德、奧、匈及南美諸國，即因無法獲得外匯而致停止支付。貸款過度(Over-lending)亦足以危害金融，英國之放棄金本位，即由於對德奧之貸款過多。倫敦金融市場吸收世界短期資金，而轉放於德奧之工商業者爲數甚鉅，當德奧無力清償之時，倫敦金融市場之外國存戶，驟來提款，無法應付，金鎊乃告崩潰。故借貸過度，均足以危害國際信用機構，前例俱在，可爲殷鑒。(註二)

英美諸國之證券市場，貫串國際，其在國內發行之證券，往往在國外有廣大之市場。例如紐約股票交易所中之鋼鐵、鐵路、飛機等股，平時均在倫敦、巴黎、阿姆斯特壇等各大金融中心之證券交易所拍板。反之，英、荷、法諸國之產業證券，亦在紐約股票交易所拍板。此種在國際間流通之證券，幾與國際通貨有同一之作用。

同一種證券，在不同市場買賣，常有價格之差。證券商可利用此一機會，在價格較低之市場購進，同時在較高之市場拋出，從其差額減去購售費用，尙能獲得盈餘。即可作此買賣，是爲國際證券裁定。譬如美國鋼鐵普通股在倫敦市場爲一二〇元，在紐約爲一一八元時，證券商即可在倫敦以一二〇元之價拋出，同時在紐約以一一八元購入，除去各種費用，當可獲得盈餘若干。此在紐約購入者爲現貨，而在倫敦拋出者則爲期貨，以便將紐約收進之貨寄往倫敦交割。惟國際證券裁定，情形非常複雜，非老於此道者莫能爲。第一，需備鉅額資本，以供週轉；第二，對於匯市情形，應非常熟悉。匯價之變動與裁定之損益有密切關係；第三，對於各大金融中心證券交易所之規章、習慣、金融市場及其他有關事項，應非常熟悉。例如佣金、利息、證券，在途上之保險、國內外金融市場

之變動、交割手續、日期、及買方延期付款應出之利息 (Contangoes) 等項，均應瞭如指掌。

(註1) Tausig, F. W.: *International Trade*, New York, 1927, pp. 123-131

(註11) Salter, A.: *Recovery*, 1932, pp. 86-121

八 匯票與證券之買賣

國際間證券之買賣，亦與進出口貿易相同，必須辦理匯兌手續，但較商品押匯為簡單。倫敦有所謂「證券匯票」 (Stock Draft) 者，為即期匯票之一種，係證券經紀人或證券號對外國金融中心之銀行開發，連同所售證券交其往來銀行貼現。如外國金融中心銀行向倫敦證券交易所購進一種股票，或交倫敦銀行保管，或令售方發寄。如令售方發寄，則彼必對購方開一即期匯票，連同證券向其往來銀行貼現，往來銀行以其發票人為信用素著之證券號，又有證券為擔保，自屬樂於接受。但證券之包裝、付郵及保險等事項，均由銀行代辦，自須加收各種費用。此項費用大抵由售方支付，銀行即在其匯票價格中扣除。倫敦投資人向外國購買證券，可委託倫敦銀行支付售方，而由後者對購方開一英鎊匯票連同證券交與付款銀行（倫敦銀行之代理行），付款銀行發寄倫敦銀行，倫敦銀行以之向購方收款。是為「反向證券匯票」 (Reverse Stock Draft)，證券匯票用於倫敦售出證券，反向證券匯票用於倫敦購入證券。倫敦銀行購入證券匯票，即行支出英鎊，至匯票送達購方所在地後，收入外幣；購入反向證券匯票，即行支出外幣（由外國代理行付出），至匯票到達倫敦，則收入英鎊，二者

均須由銀行墊款數天（郵程期間）前者墊付英鎊，收回外幣；後者墊付外幣，收回英鎊。（註）

（註）Eytte, H. E.; *Practice of Foreign Exchange*, London, 1932, pp. 10-11

九 國際證券之通貨性

有廣大市場之國際證券，一如黃金與銀行信用，可充當國際支付工具，在匯兌機構中，佔一重要地位；其為支付工具，有時較黃金為優，蓋轉移證券，較裝運黃金為經濟也。

平衡國際收支，有三種支付工具，即銀行信用，證券及黃金。如以銀行國外存餘抵補收支差額，有收縮國內通貨之影響，輸出黃金，影響更大（尤其在金本位制之下）；惟輸出證券，影響最輕。一國如保有鉅額外國證券，等於握有鉅額之對外購買力，而為戰時經濟動員之主要對象。前次歐戰時，協約國向美國購買大量貨品，其中有一大部份係以彼等所執美國證券在紐約變價所得之款支付。此次歐戰發生，英國又頒證券動員令，以增厚政府之對外購買力，此與徵集黃金與外匯，有同一之作用也。

十 國際資本移動之變遷

第一次戰前五十年間為證券市場擴張時期，德國經濟學家稱之為證券資本主義時期。投資採取證券形式者日多。資本品主權之轉移，遠較以前為便，由投資者觀之，無異投資之流動化。（註一）國際間長期資本之移

動與投資之證券化，實有密切之聯繫。輸入資本國家，即為證券之輸出，輸出資本國家則為證券之輸入。在此一時期，長期資本由西歐流往東歐，美洲暨亞洲。一九一四年估計英國對外投資總額達一百八十萬萬美元，法國國外資產淨額達八十七萬萬元，德國五十六萬萬元。西歐以外各地之現代工業，交通運輸及其他建設，幾乎全部利用西歐資本。如無西歐資本之輸出，其餘各地工業之發展，決無如此之迅速，美國受惠最大。在一九一四年，美國對外債務達五十萬萬元，後以美國資本輸出漸增，計達二十萬萬元，故其債務淨額，祇存三十萬萬。當時貸款國家之工業與其資本之出口，有聯繫作用，其對外貿易之出超額即相當於其資本之輸出額。

戰前短期資本之移動與長期資本之移動，性質各異。前者於西歐流往各地，亦由各地流往西歐，往還流動，為當時匯兌機構中之調節器。其在倫敦，則為週轉世界貿易之重要工具。戰前短期資本之移動數量，雖亦可觀，但遠不及長期資本之移動。歐戰使此一情形改變，歐洲各國將大部份之美國證券，賣與美國人民，且又向後者訂結大量借款，俄國公債因革命而變成廢紙。因此，歐洲債權國之國外資產，大為減少，美國則一變而為資本出口國家。一九二〇年美國國外資產淨額除戰債外，達六十萬萬元（戰債為一一、七二九百萬元）。英國國外資產減少四分之一，法國二分之一。至一九二〇年法國仍為資本進口國家。德國大部份國外投資在戰時均已賣却，或在和約中失去。

英國於戰後復為大量之國際投資，美國亦繼續投資國外，但以南美及其他各地為多，對歐投資反減。其時歐洲大多數國家，以政局擾攘，幣制未臻安定，頗不利於發行長期債券，惟借取短期資金，以滿足其迫切之需要。

歐洲在美國發行之證券分配表

證券之發行者	1921-1924	1925-1928
A. 歐洲	1003	2289
B. 輸出資本之歐洲國家	621	258
C. B對A之百分比	62	11

單位：百萬元美金

南美亞洲及澳洲輸出原料及糧食品國家，曾獲得大量之長期資本。南美在美國發行之證券，在一九一三年為三千四百萬元美金，戰後增至二萬三千萬元左右。後以糧食及原料價格之漲高程度超過工業品，此等國家之收入大增，外資之需要乃逐漸減少。於是國際資本之可借量愈多，而法國於一九二一年亦開始輸出資本。但政治及貨幣不穩定國家，始終不能獲得長期資本。就一般情形言，自一九二〇年以後，資本之移動數量確有鉅額之擴展，惟其移動之性質，頗不同於戰前。

一九二四年道威斯計劃 (Dawes Plan) 成立後，德國獲得大批外資。至一九二九年，德國除賠款外，已由戰前債權國變成世界最大之債務國。其他歐洲諸強，在一九二四年前，通貨已告穩定而原為資本之輸出者，如英、法、比、荷、瑞典、瑞士等國在美國發行鉅額債券，所得款項，以短期方式轉貸於不能舉長期借款之國家，如德、奧等。一九二四年後德、奧已能自借長期資本，故歐洲資本輸出國家在美國之發行數激減。茲將戰後歐洲各國在美國之證券發行數，列表如上：(註一)

在一九二五——一九二八年，歐洲仍有若干國家如波蘭、羅馬尼亞、南斯拉夫、保加利亞等在國外債券市場所能舉借之數，甚為有限。

戰後資本之移動除上述外，又有二種特質：第一，在一九二〇——一九二五年期內，歐洲各國在美所發行之新債，其借款人多為中央政府及市政府，自一九二五年以

後，公司證券漸佔重要地位。所得外資，亦直接用於工業生產者為多。第二，在此近十年內，資本之移動，不僅短期，即長期資本亦成對流狀態；同一國家，一而有鉅額資本進口，一而亦有鉅額資本出口。茲將戰後主要國家之資本出口淨額與進口淨額，列表如左：（註二）

1923—1929 資本淨出口國家（單位一百萬美金）

年份 \ 國家	美國	英國	法國	加拿大
1923	130	700	—	44
1924	538	380	—	107
1925	586	261	—	277
1926	92	-29	—	173
1927	517	482	504	51
1928	1,036	667	235	164
1929	233	672	-29	-87*
總計	2,872	3,133	—	729

* 資本淨進口

1923—1929 資本淨進口國家（單位一百萬美金）

年份 \ 國家	日本	澳洲	阿根廷	德國
1923	—	187	32	—
1924	226	220	} 85**	421
1925	74	110		866
1926	128	170	31	169
1927	—	257	134	1,090
1928	54	193	131	1,017
1929	-25*	166	38	567
總計	—	1,303	451	4,130

* 資本淨出口

** 1923—24 與 1924—25 二年平均數

上列二表包括長期資本與短期資本。除美國、日本及阿根廷外，表上各國資本之淨出口或淨進口從商品、資金及勞務等國際收支項目，間接計算而得；英國數字不包括政府資本之借貸；法國數字不包括協約國間債

務之清償。

一九二八年前後，在長期投資方面，美國貸方數字爲一四、〇〇〇——一五、〇〇〇百萬美金，借方數字約爲四、〇〇〇美金，短期投資方面，借方數字約爲三、〇〇〇百萬美金，其國外資產淨額爲七〇、〇〇〇——八五、〇〇〇百萬元，戰債尙不在內。此時戰債未清償數尙有六、〇〇〇百萬元，年息五厘。英國國外投資較美國更大，約計二〇、〇〇〇百萬元。法國無統計可查，據估計，是時法國對外投資僅及戰前六〇%。德國則由債權國變爲一大債務國，除賠款外，其長期借款達二五〇〇百萬元，短期借款一五〇〇——二〇〇〇百萬元。

在世界大恐慌前（一九二九）貸款國家之國外資產逐年增加，借款國之對外債務，亦逐年增加。長期投資，雖仍有戰前之多，但其流動性遠不若戰前之鎮定，對流或交流狀態，卽爲此一期內長期資本移動之特點。國際資本移動之機構，益形複雜。黃金分配，失其均衡。各國中央銀行之所以常感不安者，此亦爲一部份原因。

國際金融組織，亦有重要之變遷，倫敦不復爲世界惟一金融中樞。倫敦在戰前爲世界短期資金之總匯，亦爲長期資本輸出之中心。一九二七——二八年，紐約亦成爲國際資本輸出之中心。巴黎一時雖不及倫敦與紐約，但其潛力亦頗雄厚。此世界三大金融市場，因歷史關係，各有其特殊之組織。倫敦資本市場早已能適應外國證券發行之需要。倫敦有專門經理外國證券之投資銀行，經驗宏富，營業穩健，其大部份對外投資爲穩固可靠之債券；承銷股票，選擇亦頗謹嚴。世界大恐慌時，生產原料國之股票，因原料跌價，彼等確亦大受損失，但此種損失，起於世界恐慌，非經理股票者之過也。戰後倫敦照常輸出資本，且隨道威斯及楊格二計劃之後，貸德、奧、希、保、

比、波等國以鉅款，以充復興及整理幣制之用，其對外投資似已不若戰前之慎重。蓋此時因國際聯盟之中介與保證有許多信用欠佳之國家，亦能在國際資本市場發行證券，而由國聯負責為借款國家擬具整理財政及復興計劃並派遣專家監督執行，道威斯與楊格計劃即其例也。

此外倫敦依然為世界短期資金之總匯，而以鉅額短期資金貸與德奧銀行，後者則轉貸於其工業，遂為後來德奧金融風潮波及倫敦之根源。

法國在戰前雖亦富於對外投資，但均在第一次歐戰時損失。如對帝俄與巴爾幹諸國之投資，均無法收回。戰後，法國得賠款之最，大部份；同時因法郎穩定於較低之匯價水準，法國出口貨激增，故其對外收支，除償付戰債外，尚有鉅額存餘；又以其工業生產力膨脹，而工資及消費水準落後，資本之蓄積頗速，亟需找尋出路。彼雖亦負擔國聯經手借款之一部份，但尚不足以盡其用。外國公司企業欲在巴黎發行證券，阻力甚大；最大原因，即為一般投資者鑒於戰前對外投資之損失，不敢再買外股。因此，法國大部份資本非以長期投資而以短期存款方式流往倫敦與紐約。

美國資本市場原祇適合於國內證券之流通，向無對外投資之經驗，亦無經理外國證券發行之機關。戰後因戰債收入，及保護關稅政策所造成之出超，對外收入超過激增。各國為復興經濟需要資本正切，而新興國家如加拿大及南美亦需鉅額外資。法國不肯作長期投資，倫敦則以競爭者太多，且其資本之輸出能力亦屬有限，因此，紐約資本市場遂被認為最好之對象，而美國正有資本過剩之感，於是經理對外投資之金融組織，如雨後

奔筭而起，其募集手段，如利用廣告，派遣推銷員至內地各城鎮等，非常靈活，而獨於資本之用途與借款人信用地位之審查欠嚴；當時美國銀行家感於折扣之大，利息之厚，竟爲此類發行銀號所包圍，爲彼等承銷證券。美國一面既有鉅額長期資本之輸出，同時却有鉅額短期資本之流入，因股票市場，投機狂熱，通知放款利率甚高，故世界短期資金，趨之若鶩也。

要之，此一時期國際資本之借貸，未免過濫，尤其爲政府借款，因其舉債太易，不計將來有無清償能力，大借特借，所得借款常有用於擴充軍備及投資於並無商業利益之建設。如南美有許多新築鐵路，均無經濟上之意義可言。至於優良借款，自屬不乏，惜爲其他濫借之結果所累，一至賴債之事發生，整個國際信用機構爲之破壞，此時雖欲再舉外債，以濟燃眉之急，亦不可得矣。

一九三〇年世界經濟恐慌發生後，國際證券之發行，殆已完全停止，投資者不敢再購外國證券。各債務國政府以歲收減少，出口貿易激減，外債本利，已無力繼續償付，賴債之事，普遍發生，至一九三四年美國所執外國債券約有百分之四十，或三十萬萬元被賴。有若干債務國家，僅以現金付一部份之利息，亦有發行代償債券或票據以代現金之支付者，亦有現金支付與票據兼用者。持券人受此損失，對於外國證券，發生惡感，而有取締國外投資之要求，強生法案(Johnson Act)與一九三三之證券法案(Securities Act of 1933)卽其具體表示，前者禁止對美國政府債務未清之國在美舉債，後者則規定外國發行證券必須向證券與匯兌委員會(Securities and Exchange Commission)登記。

據美國商業部 (Department of Commerce) 估計，一九三三年美國國民在證券市場購入之外國證券達六八五百萬元，從外國人民購回美國證券五八〇百萬元。在另一方面，外人從美國購回外股與債券五六五百萬元，購去美國證券七六〇百萬元，一九三四年上半年外人購去證券八五〇百萬元，其中有四九〇百萬元為美國證券；在同期內，美國向外人購入證券六二五百萬元，其中三七〇百萬元為美國股票與債票。此項統計，充分表示長期資本之交流狀態。

英國亦有同一經驗，其對外投資收入自一九二九年之二三〇・九百萬鎊減至一九三三年之一五四・九百萬鎊，惟英國對外投資經驗遠較美國為優，故其所受損失，尚不甚劇烈，自一九三一年後，英國財政部對於外債曾為非正式之禁止，其作用為保護收支平衡者實較保護投資人之利益為大，至一九三四年，此項禁例已加修改，允許若干外國借款之掉債，並得發行新債以購買英貨，或增加英鎊集團國家在英之存款。(註三)

近來以來，國際政治與國際金融更有顯明之聯繫，而各國之貿易與匯兌統制，日趨廣泛，國際資本市場，日趨狹隘，資本剩餘國家為適應此一環境，遂視出口信用放款，為輸出資本之要津。以前出口信用，大都屬於短期的貿易金融，今則已擴充為中期及長期信用。以前輸出資本與輸出商品，為間接之聯繫，今已成為直接之聯繫矣（見第八章）。

(註一) B. Ohlin: *The Course and Phases of the World Economic Depression*, Geneva, 1931 pp. 29-37

(註二) 同註一。

(註三) Meaden and Necler: *op. cit.* pp. 80-82

十一 外匯借款

外匯借款爲最近各國短期資金移動之一種方式，其借款人必爲一國之政府，貸款人則爲外國之中央銀行或其他金融機關，其目的乃在穩定借款國之幣值。幣值之有賴於向外借款以求穩定者，必因其對外收支不利，外匯求多於供，引起外匯多頭與資金逃避之盛行。政府爲維持幣值，勢惟有增厚外匯基金，以爲治標之計，基金充分，始能爲無限制之供給，安人心而戢投機，固有其相當之效力。政府售出外匯時，即減少外匯基金，而易成相當量之本國貨幣，購入外匯時，即增加外匯基金而支出相當量之本國貨幣；政府購售外匯，無損於其基金之量（假定幣值能加穩定），但變更其形態而已。譬如甲國政府向乙國借款一千萬鎊，假定乙國之貨幣單位爲鎊，甲國爲元，其匯率爲一鎊等於十元。如甲國於一月內售出五百萬鎊，則此項借款一半變成本國貨幣五千萬元，倘匯率不變，則基金之數量無論以鎊計，或以元計，均屬不變（存息除外），以後鎊匯供給增加，即可以此五千萬元源源購入，至五千萬元之數支盡時，仍回復一千萬鎊之數。中央銀行購售外匯，亦與商業銀行同，售價視購價格高，故外匯基金，除存款應得利息外，尙可從購售中獲得盈餘。倘本國幣值提高，則已經售出之外匯，更可以較低之價購回，而獲得其盈餘。但如幣值下跌，則已經售出之外匯，須以較高之價購回而受損失。在貨幣脆弱國家，後一種可能性較大。此項損失，要爲借款國政府之負擔。

戰後以黃金集中在美、法、英、荷、瑞等少數國家，國聯爲其他各國整理幣制，大抵爲金匯兌本位制之推行，外

匯已被認爲合法之準備。以是外匯借款成爲整理幣制之必要手段。而第一次歐戰時英法向美國之幣制借款，以釘住英鎊與法郎之匯價，實爲此項借款運用之先例。借款方式不外抵押與貼現二種。放款者所得利益卽爲手續費，利息或貼現息，擔保品爲有價證券，政府信用，或中央銀行之現金準備。私立銀行之作此種放款者在美國有 J. P. Morgan Co., Kuhn Loeb, Harris Farbes, Dillon Read, Lee Higginson, Blar & Co., Kidder Peabody, Islen, Irving Trust, First National Bank, Guarantee Trust, National City Bank 等；英國有 Morgan Gernfell, Bearing Brothers, Schraeder Rothschild, Midland Bank 等；法比除若干大銀行外有 Rothschild, Lazard Preyfus 等；荷蘭有 Hope, Pearson, Mendelsohn 等；瑞士則有 Schweizerische Bankverein 以上所舉均爲經理國際借款著名之金融業。

第十二章 中國之國際收支平衡

收支數量之發展——收支平衡之內容——進出口貿易與入超——資本之移動——華僑匯款——金銀之

移動——戰時對外收支平衡之檢討

一 收支數量之發展

國際收支平衡，在經濟組織完整之國家，猶不易得一正確之數字，更何論乎組織散漫之中國，估計中國國際收支平衡，有二種基本困難：第一，由於東北、西北及西南各邊區與鄰國單獨發生經濟關係，其國際收支之清算，並不通過外匯市場，故其數量甚難估計；第二，中國對外貿易與匯兌，向由外商包辦，外國之「支那通」或學者向在華外商探訪資料較便，而得首先研究此一問題。然其對於我國經濟情形，究較隔膜，故其結論未必精當。我國以經濟科學，遠落人後，故此一問題直至近數年來方為國內人士所注意。

茲根據各家估計，將一八六四年以來中國國際收支之量的變化，列表如下：（單位：國幣百萬元）（註）

下表收支數量自開關以迄第一次歐戰前十年增加一倍有餘，至此次大戰以前，又增一倍，中國對外經濟關係之日趨密切，於此可見一般。

項 別	年 別		1864-1913 每年平均		1903-1913 每年平均		1914-1930 每年平均		1933-1936 每年平均	
	數 別	數 別	數 別	數 別	數 別	數 別	數 別	數 別	數 別	數 別
付方——經常項目	381.2	48.11	792.3	100	1,569.9	198.16	1,518.0	191.67		
收方——經常及資本項目	350.9	45.25	749.0	100	1,377.3	183.35	1,488.0	198.61		
總 計	732.1	47.49	1,541.3	100	2,947.2	191.52	3,006.0	194.42		
不 明 之 差 額	30.3	69.98	48.3	100	192.6	444.80	30.0	69.77		

(註) 李紫翔氏：「從國際收支平衡上觀察中國經濟之性質與趨勢」，東方雜誌，第三十一卷第十四號，一八六四——一九一三號。字係依照雷穆(C. F. Remer)氏所分之大項目，由武培幹氏中國國際貿易概論第四章所總集。Wagel Mares, Nelson 等之估計中算出，原以海關兩為單位，本表以每兩合一·五元折算。一九〇二——一九一三及一九一四——一九三〇之數字均係雷穆氏之估計見氏所著 Foreign Investments in China, 1933 第十二章。一九三三——一九三六數字為下節所列表上之平均數。

二 收支平衡之內容

中國國際收支平衡之主要內容為商品之進出口，金銀之移動，華僑匯款，外人投資及償付外債等項，外國軍隊駐華經費及教會經費與慈善捐款，所佔比例亦高，茲將戰前四年來之國際收支平衡，列表於左：(註)

1933—1936 年中國國際收支平衡

項 目	1933		1934		1935		1936	
	數 值 (百萬 元)	佔總 計百 分比	數 值 (百萬 元)	佔總 計百 分比	數 值 (百萬 元)	佔總 計百 分比	數 值 (百萬 元)	佔總 計百 分比
國 際 收 入								
1 出口貨值	611.8	38.0	535.2	34.6	575.8	38.0	705.7	45.1
2 出口貨值之低報	61.2	3.8	80.3	5.2	86.4	5.7	105.9	6.9
3 生金出口	189.4	11.8	120.0	7.7	58.7	3.8	50.6	3.2
(a) 報關出口	(69.4)	(4.3)	(50.0)	(3.3)	(38.7)	(2.7)	(40.6)	(2.5)
(b) 私運出口	(120.0)	(7.5)	(70.0)	(4.4)	(20.0)	(1.1)	(10.0)	(0.7)
4 生銀出口	14.2	0.9	284.9	18.4	209.4	13.8	139.6	8.9
(a) 報關出口	(14.2)	(0.9)	(259.9)	16.8	(59.4)	(4.0)	(109.6)	(6.5)
(b) 私運出口	—	—	(25.0)	(1.6)	(150.0)	(9.8)	(30.0)	(2.4)
5 華僑匯款	200.0	12.4	250.0	16.2	280.0	18.5	320.0	20.5
6 外國軍隊駐華經費	100.0	6.2	90.0	5.9	70.0	4.6	50.0	3.1
7 教會經費及慈善捐款	50.0	3.1	45.0	3.0	40.0	2.7	50.0	3.1
8 外國在華使領經費	30.0	1.9	25.0	1.6	25.0	1.7	20.0	1.4
9 外人在華遊歷費用	10.0	0.6	10.0	0.6	10.0	0.7	6.0	0.5
10 外國船隻在華費用	25.0	1.6	25.0	1.6	22.0	1.3	25.0	1.5
11 外人在華投資及信用放款	30.0	1.9	75.0	4.8	131.3	8.7	70.0	4.5
12 華商所有外國證券之收益	5.0	0.3	5.0	0.3	8.7	0.5	20.0	1.3
13 無法證明來源之數	282.6	17.5	—	—	—	—	—	—
國際收入總計	1,609.2	100.0	1,545.4	100.0	1,517.3	100.0	1,562.8	100.0
國 際 支 出								
1 進口貨值	1,345.6	83.6	1,029.7	66.6	919.2	60.6	941.5	60.2
2 私運進口	131.6	8.4	151.5	10.0	280.0	18.5	250.0	15.5
3 生金進口	—	—	30.0	1.8	—	—	—	—
4 償付外債	93.0	5.3	112.6	7.3	107.4	7.1	127.8	8.2
5 外商保險水脚等支出	24.0	1.5	—	—	20.0	1.1	30.0	2.1
6 國外使領及遊歷費用	6.0	0.4	6.0	0.4	6.0	0.4	15.6	1.2
7 在華外人匯出款項	1.0	0.1	20.0	1.2	55.0	3.6	70.0	4.5
8 外國影片租金	5.0	0.3						
9 黃金輸出	—	—	170.0	11.0	25.0	1.7	92.9	6.0
10 無法證明來源之數	—	—	22.6	1.3	104.7	7.0	35.6	2.3
國際支出總計	1,609.2	100.0	1,545.4	100.0	1,517.3	100.0	1,562.8	100.0

從上表可知我國國際收入，以出口貨值佔首位，而華僑匯款僅居其次，此二項合計連出口低報在內，佔總收入百分之五十四以至七十三，此二項所佔比例，逐年遞增，有如下表：

	1933	1934	1935	1936
出口貨值及其他雜	41.8	39.8	43.7	52.0
華僑匯款	12.4	16.2	18.5	20.5
合 計	54.2	60.0	64.2	72.5

金銀出口所佔比例，當居其次，以前白銀年有入超而在此四年來自銀出超，竟在國際收入中佔一主要地位，尤以一九三四年為最，此雖由於海外銀價高漲之故，但資金之逃亡與輸出，亦為一重要原因。此從無法證明來源之數，向列收入方面者，至一九三四以後，乃在支出方面，蓋資金逃亡之數最難估計也，其次華商所有外國證券收益之增加，亦可以反映資本輸出之增加。

支出方面以進口貨值所佔比例連私運進口在內，最高達百分之九十二，最低亦在百分之七十五以上。倘無法證明來源之數中有一大部份為資金逃亡，則資金逃亡與輸出之數，當佔支出中之第二位，第三當推外債之償付，第四，則為在華外人匯出款項，此與華僑匯款，形式上正相對待也。

(註) 本表一九三三年數字全部採用中國銀行估計，一九三四至一九三六年數字，進出口貿易，償付外債，外人匯出款項，與外人在華投資及信用放款等項採用中國銀行估計，其他各項則採用耿愛德 (E. Hahn) 氏估計。

• 一九三六年生銀報關出口數原為二四九·六百萬，據耿氏估計其中有一四〇百萬元尚未出售，耿氏另在支出方面列

入此數，以資抵銷，本表爲簡明計，乃直接從報關出口減除此數。

同年外人在華投資及信用放款項下七〇百萬元包括出售白銀盈利，一切手續費，中行原數爲九〇百萬元包括中國在對投資收入，因耿氏估計另列二〇百萬元，故本表將中行原數分別爲二，中行估計項目自一九三四至一九三六，即行簡化，不著耿氏之詳細也。

三 進出口貿易與入超

中國自一八六四年有貿易報告以來，除一八六四與一八七二至一八七六年，對外貿易處於出超外，餘年均係入超。從一八六四至一九三六，入超總值達一百二十萬零五千一百一十萬元。（銀本位幣）（註一）

中國之有如此龐大入超數額，自有無形項目與金貨輸出爲抵，否則一國之金銀有限，資本有限，入超安能廣續近百年之久？此項入超數額，係根據關冊統計，在一九〇四年以前，進口貨統計價格，以輸入口岸市價爲準；出口貨統計價格，則以輸出口岸市價爲準，前者包括進口稅及起岸雜費在內；後者係納稅前價格，出口稅運費保險費均不在內。故學者以爲由此種進出口價值統計所計算之入超，不足以表示真相。（註二）一九〇四年後，進口價值統計，依照起岸價格（C. I. F.），出口則依照裝船價格（F. O. B.），自屬較前正確，惟進口商常有短報，以圖逃稅等情，而稅關亦無法取得正確發票，故實際上仍憑當地躉售市價推算，以定進口貨價。出口貨值亦多低報，據雷穆氏估計一九〇二至一九二八年低報之數約爲歷年出口貨值百分之五；一九二九年，少計百分之七·五；一九三〇年少計百分之十，一九三三年中國銀行報告出口貨值之低報一項以出口貨值百分之十

計，一九三四——一九三六年以百分之十五計，此低報之數是否將偷運出口包括在內，該報告未有說明。

進出口貿易統計，除估價問題外，尚有偷運、漏載問題，其中如中俄陸境貿易及香港貿易多屬漏載，九一八以來之浪人走私，為數尤屬可驚，我國陸境貿易之漏載部份，據各家估計，均屬出超，茲轉錄其數字於後（註三）

中國全部對外陸境貿易漏載部份

時期	出超數量
1903	6,000,000元
1906	30,000,000元
1920—1922（每年平均）	10,000,000元
中俄陸境貿易關册漏載之數量	
1899—1904（每年平均）	11,250,000元
1902—1913（每年平均）	20,000,000元
1912	6,000,000元
1925	6,000,000元
	{ 60,000,000元

香港則以地理關係，久為販私之淵藪，尤以鴉片之輸入為最，他如軍火輸入，為數甚鉅，而未列關册，凡此均

爲研究中國國際收支者所應注意之問題。

(註一) 一八六四——一九二八年數字根據楊端六氏等「六十五年來中國國際貿易統計」原數爲四九八〇百萬海關兩，以一關兩合一·五五八銀元計算得七七五八·八四百萬元；再據關冊計算一九二九——一九三六入超總值得四，二九一·二七百萬元合計得「二，〇五〇·一一百萬元。

(註二) 張毓珊氏「國際收支平衡之檢討」社會經濟月報，第三卷第一期，張氏所舉例採自雷穆氏 *The Foreign Trade of China* 1928, pp. 206-207 雷穆氏則引自 G. Jamieson, 'Effect of the Fall in the Value of Silver on Prices of Commodities in China' *Journal of the Royal Statistical Society* Vol. 56 pp. 646-669

(註三) 轉錄張氏所集 H. B. Morse, A. G. Coons, C. S. See, S. R. Wasel, A. V. Marakneff, C. F. Renner 及胡紀常氏諸家估計之數字。

四 資本之移動

海通以還，一而有長時期之貿易入超，一面則有外資之源源輸入，此與開尼斯 (J. H. Cairnes) 所分國際借貸之三階段 (即一國在對外投資時期必有貿易出超，借款國家則爲入超，至付息時期則貿易進入平衡階段。至還本時期借款國由貿易平衡而轉成出超，貸款國家則成入超) (註一) 似屬相符，惜中國以國際政治地位，未能完全獨立，而國內之封建勢力，未能迅速剷除，故外資之輸入，祇能在形式上抵補一大部份之貿易入超，而未能促進中國國民經濟之工業化。外資之輸入有一大部份爲政治借款，故其效果不但不能促進中國之工

業化，反足以助長內亂焉。

據雷穆氏之估計，一九〇二年以來外人在華投資之增加率有如下表（單位：百萬美金）（註二）

年別	項別	商		業		投		放		指		資		合		計	
		數	額	指	數	指	數	指	數	指	數	指	數	指	數	指	
1902		508.2		63.9		100.0		267.4		36.1		100.0		767.9		100.0	
1914		1,084.5		67.3		215.5		525.8		82.7		183.0		1,610.3		204.2	
1931		2,531.9		78.1		503.2		710.6		21.9		247.3		3,242.5		430.0	

上表商業投資中大部份為外商之直接投資。外人投資增加之結果，中國之債務負擔與外人在華企業收益，亦與年俱增，而此二項支出業已超過外資之輸入，如一九三三——一九三六年中國國際收支平衡表所載：

	1933	1934	1935	1936
償付外債	93.0	112.6	107.4	127.8
外人在華投資及信用放款	30.0	75.0	131.3	70.0
支出超過(一)	63.0	37.6	23.9	57.8
收入超過(十)				

若將外人匯出款項，加入在內，則是項支出超過之數更大，因中行估計，將影片租金包括在外人匯出款項之內，故未列入。

近年以來華商購買外國股票及債票者為數亦頗可觀。上海有許多證券號，為美國股票捐客之代理人，國人之從事於外國股票之投機者頗眾，故本國資金之輸出與外資之輸入，成交流焉。至若外匯投機與貨幣逃難者尤為近年來之顯著事實，軍興以來，此風大熾，在戰時國際支出中，實佔主要地位。

(註1) Cairnes J. E.; *Leading Principles of Political Economy*, London, 1874. pp. 431-437
 (註11) Remer C. F.; *op. cit.*, Ch. 5

五 華僑匯款

我國對外收入，在第二節表上所載，除出口貨值外，首推華僑匯款，此乃包括千百萬僑胞從其勞動所得接濟其在祖國家屬之款，此項國際收入當視華僑人數，海外商業景況，外國對待華僑之態度及其與祖國之關係等因素而異。

華僑匯款數額，各家估計不同，其為一般所引述之估計數，有如下表：(註一)

年份	華僑匯款數額 (百萬元)
1903	110.0
1906	150.0
1913	115.0
1902	150.0
- 1913	(每年平均)
1914	200.0
- 1930	(每年平均)
1928	250.0
1929	250.7
1930	316.3
1931	421.0
1932	323.0
1933	200.0
1934	250.0
1935	280.0
1936	320.0

「華僑匯款方法，不外三種，即由銀行匯寄，民信局及郵局匯寄，銀行匯款較易調查，民信局與郵局匯款，因習慣關係為數亦鉅。」（註二）

（註一）一九〇三至一九三〇年數字轉錄張毓珊氏所集 Morse, See, Remer 諸家之估計，一九三一及一九三二兩年數字見莫

承禱氏：「最近五年華僑匯款的一個新估計。」（中央研究院社會科學研究所單行本）一九三三——一九三六年數字見本章第二節附表。

（註二）張毓珊氏：「國際收支平衡之檢討。」

六 金銀之移動

金銀之移動，有抵補國際收支差額之作用。我國自海通以還，白銀常屬入超，黃金則多為出超，黃金在我國為商品而與外匯有密切關係。白銀為貨幣，其入超應代表國際收入超過支出之差額，我國對外貿易雖有長期鉅額入超，而白銀流入反多於流出之數，則必因無形收入超過無形支出所致。學者多以外資之輸入與華僑匯款為抵補貿易入超之二大項目，誠屬事實，惜估計多未準確，故在白銀入超年份之收支平衡表，在收方常有鉅額無法證明之來源數，反之在一九三四——一九三六，白銀出超，無法證明之來源數乃在支方矣，此大抵為短期資金之流動，故不易調查，以得一數字。惟金銀之移動與其國際價格有直接關係，而為外匯機構中之重要部份。另有專章論述，茲不復贅。

七 戰時對外收支平衡之檢討

關册統計之不能概括全國對外貿易，已如上文所論，軍興以來，沿海口岸，均告陷落，戰區情形，又極紛亂，偷運走私，猖獗益甚，關册所載之數，更不足以代表一般，即就其所載數字而論，因貨幣跌價，亦須加以修正，蓋關册進口數值以關金計算，其折合法幣，則仍以法定匯率一四·五辨士為準；出口數值則直接以法幣為單位，由此二種數字所計算之貿易差額，顯不足以表示真相，修正之法，或將進出口數值均按實際匯率折合法幣或美元計算，或將進口之關金值按實際匯率折合法幣計算，或將出口數值按實際匯率加以收縮 (Deflation)，均無不可，為便於與戰前數字比較起見，以收縮法修正戰時之貿易統計如左表：

戰時進出口貿易統計修正表

年 月	匯 率	進 口 值	出口未修正值	出口修正值	未修正入超 (-)或出超(+)	修正後入超 (-)或出超(+)
1937	14.5	953.4	838.3	638.3	-115.1	-115.1
1938	10.4	886.2	762.6	540.1	-123.6	-326.1
1939	6.0	1,333.6	1,027.2	425.0	-308.4	-908.6
11月	4.7	84.0	133.5	43.2	+49.5	-40.8
12月	4.3	88.2	122.1	36.2	+33.9	-52.0
1940, 1月	4.5	102.9	160.9	49.9	+58.0	-53.0

SR	4.1	119.0	110.2	31.2	- 8.8	- 61.8
SR	4.0	124.2	126.5	34.8	- 21.9	- 119.4
4R	4.0	124.5	146.4	40.4	- 48.1	- 124.1

按戰前十餘年來（一九二六——一九三七）之貿易入超，最高爲一九三二年之八六七·二百萬元，最低即爲一九三七年之一一五·一，平均約在四六〇百萬元左右，據上表修正後入超，一九三九年達九〇八·六百萬元已超過十二年來之最高額，依表上推算一九四〇年之修正入超額，恐將超過上年之數。

至於走私數字，迄猶未能得一估計，據憑觀察偷運出口之數恐未必少於偷運進口，第一，由於游擊區物資之被收括；第二，由於政府之統制出口外匯，被統制之出口貨所得外匯祇能依照中交商業掛牌結算，偷運所得之外匯，可在黑市出售，獲利甚大；第三，偷運貨物出口，亦爲資金逃避之一種方法；第四，由於土貨原產地價格與口岸價格相差過遠，或政府收買價格遠較黑市爲低，凡此種種理由，均足以促成偷運出口之激增，但在另一方面進口貨在內地之價亦常數倍於口岸價格，故販私進口，爲利尤鉅，兩者或能相抵，即有入超，恐亦有限。

惟軍用品之進口，實爲一筆極大之支出，其數字亦無從估計，償付外債，原爲支出方面之主要項目，自沿海各關被截，我國關稅收入百分之八十已落日手，財政部業於一九三九年一月十五日發表聲明，對於海關担保償款，不再墊款償還，故償付外債一項當已減少百分之六十（關稅担保部份佔總額之比例。）

戰時國際收入方面，除出口貨值外，新舉外債足以抵充政府之購買與軍用品之輸入，其中除中英匯兌平

準基金五百萬鎊外，均屬外國出口信用借款，其作用祇能抵充政府之外匯需要，並非增加外匯之供給，但其對於匯市之間接影響，亦有減少需要與增加供給之助力，據張一凡氏計算二十七、二十八兩年所舉外債總額，按法定匯率折合已達三一、四二二、八二三、〇〇〇元，推定已履行部份爲一、二九七、八二三、〇〇〇元。（註一）自三國同盟成立以後，美、英、蘇又以更鉅之款額貸華，在有利之國際環境下，此項收入，實爲戰時最大之挹注也。

戰時華僑匯款，因國內生活費用提高，僑民之接濟家用，亦須增加數額，但以外匯漲價，同一數額之外匯可以換較多之法幣，故事實上，僑民匯款濟家，無須增加外幣數額。抑且彼等家屬有因戰亂而接往國外者，故戰時華僑匯款按實際匯率折合法幣，數當激增，如以外幣計算，或反減少也，惟戰時僑胞獻金，數亦不小，故此項國際收入，未必較戰前遜色。（註二）

國際資本之移動，除政府借款外，外商投資祇有提回而無增益，可以斷言，蓋外商活動之地帶，均已淪陷，營業大受打擊，一時無恢復之望，故平津、京漢等地外商，多已回國，在華外資，當有一部份隨身攜回，反之華商之購入外國證券者則隨外匯投機與資金逃避而增加，亦屬事實，至於外匯投機，資金逃避，及日×套取所構成之支出，爲數當屬更鉅。

一九三七——一九三九年白銀出超據關冊報告爲四八〇·八百萬元，黃金出超爲三三·二百萬金單位，按法定價平均數二·二七元折合法幣數爲七五·四百萬元，但金銀偷運出口之數，恐較戰前爲鉅，淪陷區

白銀之被奸商收買以去者，其數必甚可觀，黃金則以撤度過大，偷運出口者尤多。

政府以外匯基金維持統制外匯以前之匯市，歷八九月之久（自一九三七年戰事開始至翌年三月間），其供售之數，據估計達二千萬鎊左右，此後經申請核准之數亦達五百萬鎊（註三）外匯平準基金自設立以迄一九四〇年六月底淨供約六百萬鎊（註四）是政府在此三年內所售出之外匯，已在三千一百萬鎊左右，按法定匯率折合法幣數得五·一三·一百萬元。

戰事發生後，有鉅額法幣輸往國外變價，而以香港為其尾間，流入香港法幣據云達四萬萬元（政府運存者除外）約合九百萬鎊（註五）再按法定匯率折合得一四九·四百萬元。

或謂日本在華用兵，其龐大之軍費支出，亦為構成中國國際收入之一項，此從形式上立論，固無不可。惟說者未將軍用票與日鈔之大量輸入估算在內，為一缺漏耳。

（註一）張一凡氏：「我國戰時之國庫收入內容」申報經濟專刊第三三六期。

（註二）余學賢氏：「試論戰後中國之對外收支平衡」申報經濟專刊第三四二期；蘇銘氏：「戰後中國國際收支論略」金融導報第二卷第十期，均有同一論調。

（註三）余君引此數字，據上海銀行界言亦同。

（註四）據上海經濟諮詢所估計，見銀錢界第四卷第七、八期合刊。

（註五）蘇銘氏：「戰後中國國際收支論略」。

（附錄）耿愛德氏：一九三五——一九三八中國國際收支平衡

1935-1938年中國國際收支平衡（單位：千元）

第十二章

中國之國際收支平衡

項 目	年 份	1935	1936	1937	1938
出口貨值		575,809	705,741	838,256	762,611
出口貨值之低報		50,000	50,000	67,000	60,000
金銀出口	出口淨值 { 金銀 私運出口 { 金銀	38,710	40,620	58,265	—
		59,397	240,623	39,490	80,329
		20,000	10,000	12,000	15,000
		150,000	30,000	10,000	20,000
華僑匯款		280,000	320,000	450,000	600,000
教會經費與慈善捐款		40,000	50,000	70,000	60,000
外國軍隊駐華費用		70,000	50,000	100,000	180,000
外國使領在華經費		25,000	20,000	20,000	25,000
外國船隻在華費用		22,000	25,000	20,000	20,000
外人在華遊歷費用		10,000	6,000	4,000	2,000
國外投資之收益		8,700	20,000	25,000	15,000
國際收入共計		1,349,616	1,576,984	2,073,011	1,839,970
進口貨值		919,211	941,545	953,386	886,200
進口貨值之修正		—	—	—	170,000
私運進口貨值		280,000	250,000	500,000	200,000
金進口淨值		—	—	—	14,033
償付外債	關稅擔保 棉麥借款 鹽稅擔保 鐵路擔保	66,400	76,700	76,900	77,959
		12,645	6,500	8,700	10,123
		13,260	13,358	15,525	18,805
		8,100	10,950	13,500	9,800
國外使領經費留學費用及遊歷費		5,000	15,000	10,000	13,000
對外保險費運費船租之支出		20,000	30,000	20,000	20,000
國外未售存銀		—	140,000	250,000	200,000
國外戰費支出（除去信用透支）		—	—	145,000	150,000
資金之撤回與逃滯		25,000	92,931	80,000	70,000
國際支出共計		1,349,616	1,576,984	2,073,011	1,839,970

一四一

第二編 匯價之理論與實際

第十三章 匯價結構之分析

直接匯價與間接匯價——匯兌平價與市價——電匯及各種匯票之價格——現貨匯價與期貨匯價——對各國之匯價——匯價之表示——掛牌與實際行市——匯價尾數之計算單位

一 直接匯價與間接匯價

以前各章，已將匯兌之意義、作用、方式及其手續，詳為論列，吾人在第一章曾謂「匯」者乃兩地債務之轉讓，兌則為兩地貨幣之交換，此交換比率即為匯價或匯率。

各國貨幣在自由交換條件之下，其相互間，應有等式之聯繫作用。如有A B C D四國貨幣，其交換比率，假定如次：

$$\left. \begin{array}{l} A = 1B \\ B = 3C \\ C = 2D \end{array} \right\} \dots\dots\dots (1)$$

則同時應為：

$$\left. \begin{array}{l} A = 1\frac{1}{2}C \\ A = 3D \\ B = 6D \end{array} \right\} \dots\dots\dots (2)$$

第一組為直接匯價，第二組為間接匯價，直接匯價者不經第三種貨幣之媒介而求得之兩種貨幣比率，間接匯價乃經第三種貨幣之媒介而求得者，如 A 之所以等於 $1\frac{1}{2}C$ 乃因 B 等於 $3C$ 而 A 則等於 $\frac{1}{2}B$ 之故，B 與 C 之交換比率 $B/3C$ 在 A 對 C 之關係言，稱為套價 (Cross Rate)，以 A 對 C 之等價，乃由 B 與 C 之比率，套算而得，故名，例如法幣對英鎊為直接匯率，對美金為間接匯率時，英美匯率，即為法幣對美金之套價。

如一國貨幣常為其他各國貨幣間之交換媒介時，則此國之貨幣即為貨幣中之貨幣，是即所謂國際通貨 (International Currency)，以等式表示，當如左列：

$$\left. \begin{array}{l} 2A \\ 3C \\ 6D \end{array} \right\} = B$$

於是 A、C、A、D 及 C、D 間之匯率，可由 B、A、B、C 及 B、D 間之匯率，套算得之。

在貨幣發展史上，吾人知需要最廣，或具有一般接受性之貨物，始能取得貨幣之資格，一國貨幣之所以能取得國際通貨之地位者，理亦同此。英國以殖民地，與國外市場遍天下，對外投資亦最多，故各國對英之貿易關

係最密，英鎊乃有一般之需要，而取得國際通貨之地位，倫敦遂成爲世界金融中心。爲國際通貨之貨幣又須具有價值穩定之特性，否則即不能成爲國際通貨。黃金價值，在各種貨物中，最稱穩定，故最適宜於爲貨幣，以前英鎊價值，亦最穩定，故最適宜於爲國際通貨。

二 匯兌平價與市價

匯價爲兩國貨幣之交換比率，既已說明如上，至於此交換比率之決定，在本質上，視兩國貨幣之價值，（註一）由此所決定之比率，是爲匯兌平價（Exchange Parity），但在實際交換時所定之比率，視此兩種貨幣之供需而異，由供需所決定之比率，是爲匯兌市價（Market rate of exchange），普通所稱匯價，指市價而言。

市價與平價常發生差異，或高於平價，或低於平價。一種貨幣之匯價，高於其平價時，以其市價超過實價，是爲「高估」（over-valuation）；反之則爲「低估」（under-valuation）。在自由市場，估高與估低，均不能持久，而與平價有自相調整之作用。蓋高估時需要終必趨於減少，而供給將增加，故匯價必將回跌；如在低估時，因需要增而供給減，匯價必將回昇；匯價之昇降，常以平價爲依歸，故平價者實爲匯價之軸心。

平價爲二國貨幣價值之比，貨幣價值則以其購買力爲表示，貨幣之購買力，則又以一般物價指數爲表示，蓋貨物之價以貨幣計，則貨幣之價，亦惟有以貨物計，以幣計物，其事簡而明，以物計幣，其事繁而晦，蓋幣一而物衆，物可一一以幣計，而幣則必須同時與衆物度長挈短，此其所以爲繁晦也。茲設例以明其意，如一元可購米一

斛，或蛋十枚，或肉一斤，或布五尺，或煤一擔，倘米漲為一元二角，煤一元一角，蛋一元三角，肉一元四角，布跌至六角，煤八角，是貨幣對米、蛋、肉之交換價值均跌，對布與煤則反漲；貨幣之購買力為跌乎？為漲乎？非可以少數之物品定之，蓋物價之變動，受兩方面之影響：一由於貨幣方面的變動；一由於貨物方面的變動。貨物之變動，由於其個別之供求關係，故漲跌不一，但貨幣變動，對貨物有一般之影響，幣跌物漲，幣貴物賤，此在通貨膨脹時，為顯而易見之事實，在通貨穩定時，各物之漲跌不一，足證物價之變動，由於貨物本身之供求關係者大，由於通貨之變動者小，欲測貨幣之購買力，惟有以衆物平均價格之變率為衡，上例米漲 20%，蛋 30%，肉 40%，布跌 40%，煤 20%，平均物價漲 20%，抽象言之，即為一元之值，較前減低 5.7% (100/106)，亦即其所能購買之物量減少 5.7%，或一元祇合以前九角四分三厘，惟貨幣之交換對象，除貨物外，尚有勞務，一般物價指數，未將勞務包括在內，以之表示貨幣購買力，不無缺點，今日各國多有以生活費指數之倒數以表示貨幣購買力者，蓋生活費指數所包括之貨物均屬消費品，其價格中已含有運輸銷售等勞務費在內，且指數內容又包括房租故也。

如兩國貨幣同為黃金（或白銀）鑄成，即以甲國一單位金幣（或銀幣）等於乙國金幣（或銀幣）之若干量為平價，此之所謂平價僅為同一物品計量單位之折合率，因此二種貨幣之質料相同，故其量之比，可以代表二者所含價值之比。如甲幣合金八格蘭 (Grain) 乙幣十格蘭，成色 (Fineness) 相同，則乙幣一枚等於甲幣一·二五枚，在國際金本位之下，因黃金之自由流通，各國金本位幣之購買力（或交換價值）至為接近，故直接以二種貨幣所含黃金之等量為平價與間接以其購買力計算之平價，亦必相差無幾，譬如甲國棉花以一磅

爲計量單位，乙國則以一斤爲單位，一磅等於·九一斤，以一比·九一爲甲乙兩國棉花之平價可乎？曰可，假定以同一貨幣計算，而兩國棉花，又屬自由流通，則兩國棉價，除運輸費外亦必一致，如甲棉每磅一角，則乙棉每斤當爲一角一分（1+0.91），量之比等於價之比即：

$$\frac{91}{100} = \frac{100}{110} \quad (\text{按約數})$$

甲乙二國棉價，如以同一程度上漲或下跌，則此量與價之等比，亦屬不變，故二國金本位幣之量比，在同一物價水準之下，亦可以代表二者購買力之比。

在銀本位幣國家與金本位幣國家間之匯兌平價，決定於金銀之比價或稱銀價。因金銀比價常有變動，故銀幣與金幣之匯兌平價（以後稱銀匯平價）亦非固定，至於銀幣之購買力與銀價是否一致？曰有一致之時，亦有不一致之時。所謂銀購買力者，即爲銀與物之交換率。銀價之變動，有由於金貴金賤者，有由於銀貴銀賤者，有由於金貴銀賤者，有由於銀貴金賤者，金貴金賤時，銀價變，而銀之購買力可以不變，蓋金貴時，銀價與物價（均以金計）同跌，金賤時則同漲，故金與銀之交換率變，銀與物之交換率可以不變；反之銀貴時，銀以金計之價漲，銀之購買力亦漲；銀賤時則銀價跌，銀之購買力亦跌，金貴銀賤時，銀價固跌，銀之購買力亦跌，但銀價跌落之程度大於其購買力低落之程度；銀貴金賤時則銀價高漲之程度大於其購買力提高之程度，銀匯平價決定於銀價而非決定於銀之購買力，此不可以不辨者也。（註二）

廢止金本位或銀本位以後之紙幣，言其匯兌平價，可有四種方式：

(1) 釘住平價 (pegging parity) 是即由中央銀行按照一定匯率，無限制供給外匯，惟售價視平價略高，購價則略低，中國法幣政策實施時以一先令二辨士半為平價，售價最高為一先令二辨士八分之三，購價最低為一先令二辨士八分之五，匯價之變動，不出此最高與最低限之內，即其例也。此與金匯兌本位之方法相同，所異者匯價聯繫之對手國貨幣，一為不兌現紙幣，一為金本位幣，前者如中國及其他英鎊集團各國對英鎊（紙幣）之聯繫，後者則如一九三一年以前印度盧比 (Rupee) 及其他小國貨幣對金鎊之聯繫是也。

(2) 活動金平價 (variable gold parity) 不兌現紙幣國家，如仍許黃金自由買賣，其對外匯兌平價，可以金價（以紙幣表示）計算得之，例如一九三七年倫敦平均金價為七·〇三三鎊，紐約金價為三五元，鎊元平均匯價為四·九四元，若從金價計算鎊元之比價得四·九七元。

35-17.033 = 4.97

金本位幣之金平價所不同於紙幣之金平價者，即前者為二種金幣含量之比，後者則為二種紙幣金價之比，故前者為固定平價，後者則隨金價之漲落而變動。

(3) 購買力平價 (purchasing power parity) 兩國貨幣在膨脹時，以一國物價指數除別國物價指數，所得之商，以之乘從前匯價，其積數即為購買力平價。譬如英國物價指數由一〇〇漲至三二〇，美國物價由一〇〇漲至二四〇，從前匯價為四·八六元等於一鎊，現因英鎊購買力跌落之程度較美金為大，故現在英鎊對美金之比價，亦應較前為等比例之低落。

$$\begin{aligned} \text{購買力平價} &= 4.86 \times \frac{240}{320} \\ &= 3.65 \end{aligned}$$

由此可知新匯價應爲一鎊等於三·六五元，實際匯價雖與此新匯價，未必一致，但常在此新平價左右盤旋，購買力平價爲移動平價 (moving parity) 隨二國物價指數而變。

(4) 經濟平價 (economic parity) 卽爲在國際經濟均衡下之正常匯價，此正常匯價乃由正常供給 (normal supply) 與正常需要 (normal demand) 所決定，所謂正常供需者卽在特定的供給基本因素 (如自然資源、生產力、生產方法及生產組織) 與需要基本因素 (如人口之增減或移動、國民所得之增減、及貨幣變動等) 之下所構成之供給與需要，此正常需供之變動可以統計學上之長期趨勢 (secular trend) 爲表示，匯價之自然水準，卽指此而言。

平價爲水準，匯價則爲波浪，除金本位國間之金平價及釘住平價外，匯價水準常隨其基本因素而變動，匯價變動之基本因素有質與量之分，國際收支屬於量的方面，在銀本位時之銀價與不兌現紙幣之購買力、支付力、及價值貯藏力則屬於質的方面。至於市價之日常變動，多由於投機者之推波助瀾，市價的變動與水準的變動，祇能在學理上及統計上加以分析，實際上不能截然劃分也。

最後，吾人應知匯價爲二國貨幣之交換率，或一國貨幣以別國貨幣表示之價格 (The rate of exchange

is the price of the currency of one country expressed in terms of the currency of the other), 故其變動,有由於本國貨幣者,有由於外國貨幣者,亦有由於二國貨幣同時變動而其變動之方向或程度不一致者,此吾人於分析匯價時所不能忽略者也。

(註一)財貨之價值有謂決定於勞力者,有謂決定於抽象勞動者,有謂決定於生產成本者,有謂決定於邊際效用者,有謂決定於供求者,有謂決定於稀少性者,此為經濟學上最難解決之問題,本文所云:「匯兌平價決定於二國之貨幣價值」當有其一般之真實性,蓋不論價值之本體如何,要為財貨之通性,或公分母,一切財富之價值,祇有數量之差而無性質之別,故可以互相加減乘除,經濟科學之所以較其他社會科學為精確者即以其有數量可以測計耳。

(註二)黃元彬氏著「白銀國有論」有云:「世人每將金銀兩問題,混為一問題,故常認金貴即銀賤,金賤即銀貴,實則金貴金賤為金問題,銀貴銀賤為銀問題,在本質上,是截然兩事,斷不能混為一談。」誠然,但黃氏仍未指出「金貴銀賤」一詞,亦有其成立之可能,蓋金銀價值同為變數,金貴,銀亦同時可賤,非謂金貴即銀賤也。

三 電匯及各種匯票之價格

國外匯兌有各種方式,其屬於銀行信用者有電匯,即期長期及銀行承兌匯票;其屬於商業信用者有商業承兌與即期匯票,以前各章既已詳述其內容,此種種匯票,即以同一外幣(如先令)計算,其匯率各有差異,此乃由於時間與信用關係之不同,電匯無時間因素,發售電匯者均為著名之大銀行,信用可無問題,電費在鉅額匯款之下所佔極微,且銀行間另有密碼,字數甚簡,電費更省,故銀行對於素有往來顧客,不另取費,因此,電匯可

以代表最單純之匯價，卽期因係郵寄，故有時間因素，如上海某銀行售出卽期美匯卽在本地收入法幣，寄至紐約付款，當在一個月以後，此一個月之利息應貼與顧客，故卽期匯價應較電匯略低，其差數卽爲利息。長期匯票，除郵程外，尙須加算票期利息及印花稅等費，故其匯價較卽期更低，大銀行所發匯票與承兌票，信用當無問題，小銀行匯票則信用較次，在市場出售，價格不免較遜。

至於商業匯票之行市，信用因素之關係最大，著名全球之大公司，信用或較小銀行爲優，故其承兌匯票，可得較高之價。普通商業匯票，其爲承兌後交付跟單者，雖有行市，但較銀行承兌匯票爲遜；至若付款後交付跟單之匯票，根本無行市可言，發票者祇能託銀行代收。其次，押匯貨物之性質，對於匯票售價，影響亦大，棉、麥等大宗商品較有耐久性並有穩定之市價者，則匯票信用較優，易腐及不易出售之物品信用，自屬較次，此外時間因素，本國拆息及國外貼現率等關係與銀行長期或承兌匯票相同，惟商業匯票之貼現率，當較銀行匯票爲高，例如一九四〇年十一月二日倫敦貼現行市：

Fine Bank Bills 3mo. $1\frac{1}{8}\%$

Bank Bill 6mo. $1\frac{1}{4}\%$

Fine Trade Bills 3mo. $2\frac{1}{4}\%$

Fine Trade Bills 6mo. $3\frac{1}{4}\%$

四 現貨匯價與期貨匯價

外匯又有現貨與期貨之分，詳見第二十一及二十二兩章，期貨多屬電匯，其交割期自一個月至三個月，現貨匯價與期貨匯價，有時相等，有時相差甚大，視本國與國外利率之高低金融狀況及其他經濟情形而定，茲舉一九三九年二月六日字林西報之匯市報告為例：

$8\frac{1}{2}$	sterling	$15\frac{1}{2}$	U. S. \$	cash (現貨)
$8\frac{1}{2}$	sterling	$15\frac{1}{2}$	U. S. \$	Feb. (二月份)
$8\frac{1}{2}$	sterling	$15\frac{1}{2}$	U. S. \$	Mar. (三月份)
$8\frac{3}{4}$	sterling	$15\frac{3}{4}$	U. S. \$	Apr. (四月份)

期貨與現貨之差別，僅在時間因素，其本身均屬銀行信用，在平時可以利息計其差別，在動亂時，則其差別除利息外，尚含有貨幣跌價之保險費，故其差數常較大，惟二者既屬同物，其價格之變動，自必一致，或現貨先動而期貨隨之，或期貨先動而現貨隨之，其間因有套息者之活動，使二者之差限，往往接近。

五 對各國之匯價

對貿易關係較密之國家，其匯兌在本國市場，均有行市，我國中央掛牌所開列者有英、美、香港、法、德諸匯，匯

豐掛牌所開列者有英、美、香港、法、新加坡、小呂宋、印度、德、荷、日諸匯，對英爲直接匯率，對其他各國之匯率，均由英匯套算而得，此外如比、義等匯兌各有其在華銀行買賣，倫敦與紐約爲世界金融中心，全球各國匯兌，均有行市，故本埠無行市之匯兌，須假手於此二大中心點。

各國間之匯兌，有密切之連鎖關係，任何一國的貨幣均爲此連鎖中之一環，各大國之貨幣爲主環，小國之貨幣則爲附環，附環之動搖，影響尙輕，例如南美諸國在一九二八年卽有實行匯兌統制或廢止金本位者，獨未爲世人所注意，及英國放棄金本位，全世界匯兌鎖環爲之解組，此後如美國之放棄金本位，法郎之一再貶值，皆曾擾亂匯兌組織於一時，故各國通貨必須同時穩定，而後國際匯兌，始能有一堅固之連鎖，自匯兌清算，支付協定，及其他各種外匯統制盛行以來，國際匯兌，僅存雙邊關係，連鎖組織，業已解體矣。

六 匯價之表示

外匯標價之法，與一般商品有相反之處，一般商品之價格，多以一單位量之商品等於若干單位貨幣爲表示，譬如一本書定價幾元而不曰一元可買書幾本。外匯之標價，則多採後一種方式，卽以一定量之本國貨幣買若干單位之外幣，但亦有以一定量之外幣等於若干單位之本國貨幣者，前者稱爲「應收匯價」(Receiving Quotation)，例如法幣一元等於英幣若干辨士，法幣一百元等於美元若干是也；後者爲「應付匯價」(Giving Quotation)，例如美國以四·〇二元等於英金一鎊是也。應收匯價可稱匯率，以符算術之義（如一小時可行

路幾里，名爲速率，應付匯價，則與一般物價之表示法相同，故可稱匯價，上海外匯行市，一律以應收匯價爲表示，除對英匯以法幣一元爲單位外，其餘各國匯兌均以法幣一百元計算。

應收匯價在英國稱「通貨匯率」(Currency rate)，是卽以外幣表示之鎊價 (In terms of foreign currency units per £)，應付匯價則稱「辦士匯率」(Pence rate)，是卽以辦士表示之外幣價格 (In terms of pence per foreign unit)，以前常稱「通貨匯率」爲「不定」，「間接」或「活動」匯率 (uncertain, indirect or movable rates)，稱「辦士」匯率爲「確定」，「直接」或「固定」匯率 (Certain, direct or fixed rates)，今則通貨匯率與辦士匯率已成統一之名稱，倫敦對美、法、德、荷、義等國之匯率，採通貨匯率，對中、日、香港、印度、新加坡等國之匯兌則採辦士匯率，紐約外匯行市，大都採應付匯價表示法，除對英鎊以元計算外，其餘各匯，多以分計。

在貨幣單位相同之國常以升水 (Premium) 與貼水 (Discount) 表示兩國間之匯價，如美國與加拿大之匯兌，在紐約行市如云「加匯貼水一分半」，意卽在紐約購買加匯一百元，祇須付美金九十八元五角，倘云「加匯升水一分」，卽須付美金一百零一元，英國對南非聯邦及澳大利亞之匯兌亦然，此與國內匯兌中之所謂匯水，實無異也。

我國外匯行市既以應收匯價爲表示，故硬、鬆、長、堅、挺、秀等字表示外匯跌價或法幣漲價，卽一定量法幣所能購買之外匯數量，有所增加也。反之，軟、弱、疲、緊、縮等字表示外匯漲價或法幣跌價，卽同量法幣所能購買之外

匯數量有所減少也。

七 掛牌與實際行市

掛牌爲官定行市 (Official Rate)，我國在中央銀行未成立前，僅匯豐有之，蓋匯豐爲洋商銀行之領袖，在法幣政策未實行以前，中央掛牌，徒有其表，上海外匯市場，皆以匯豐掛牌爲標準，自法幣政策實行以後，中、中、交三行負無限制買賣外匯之責，在外匯市場上之勢力陡增，故中央掛牌遂得取匯豐而代之（在法幣政策實行前，標金改以關金結價及掛牌提早於每晨九時開出二事，已使中央掛牌增加勢力不少）。自一九三八年三月實施外匯統制以後，匯豐掛牌復爲上海黑市之標準，至於實際行市即爲銀行所開之賣價，與掛牌常有上落，例如一九四〇年十月二十四日匯豐掛牌，英匯三辨士六八七五而是日實際行市之收盤價爲三辨士八一二五，美匯掛牌五元六二五，而收盤爲五元八七五；一日之內，市價瞬息萬變，掛牌甚少更動，但如市場起劇烈變化時，亦有因之而變更者，如匯豐掛牌時有改縮是也。

八 匯價尾數之計算單位

匯價尾數以分數計或以小數計，例如英匯與美匯掛牌行市各以 $\frac{1}{16}$ 辨士及 $\frac{1}{16}$ 美元爲更動之單位，法匯以 $\frac{1}{2}$ 法郎，港匯以 $\frac{1}{4}$ 港元爲單位，實際上銀行買賣之行市，英匯與美匯常以 $\frac{1}{32}$ 或 $\frac{1}{64}$

爲尾數更動之單位，計算時，須將分數易成小數，如 $\frac{1}{16}$ 爲 $\cdot 0625$ ； $\frac{1}{32}$ 爲 $\cdot 03125$ ， $\frac{1}{64}$ 爲 $\cdot 015625$ ，如尾數爲 $\frac{3}{32}$ 祇須以三乘 $\cdot 03125$ 卽得其相等之小數（餘類推）計算既便而又精確，殊切實用，故已成爲匯市中之習慣法。

第十四章 金本位時代匯價之自動調整

引言——金本位制與金平價——現金輸送點之意義——現金出口點計算方法舉例——現金進口點及其計算方法舉例——現金輸送點對穩定匯價之限度——資本之移動與國際收支均衡論——外匯與國內購買力數量之關係——從資本之移動觀察國際收支均衡之破壞與調整——從物價之變動觀察國際收支均衡之破壞與調整

一 引言

匯價，亦和其他商品價格同，決定於供求；供求時有變動，則匯價亦必漲落不定。但在金本位國間之匯價，始終能穩定如常，其故即在金本位下之匯兌，得藉現金之移動以調整其供求。茲者金本位雖已成爲歷史上之名詞，然其爲國際支付手段，仍不失其往日之地位，而各國財政當局，對於中央銀行金準備之重視，反較往日有加，故吾人對於已往金本位在國際匯兌中所主演之職務，亦不能不加以追述也。

二 金本位制與金平價

金本位者，即以一定量之黃金為計算價值之單位，但實際上流通之貨幣多為鈔票、銀或其他金屬所鑄之輔幣，凡此皆為金幣之代表，故必與金幣保持一定之兌換率；其次，金幣必須可以自由請求鑄造，并得自由鎔化，是即有金貨者如需變成貨幣得按照法定之重量成色，無限制向造幣廠請求鑄造。反之如欲將貨幣變成金貨，使用則可任意鎔化。金貨與金幣既可自由變換，則二者之價值，自歸於一。否則，金幣之價離金貨而獨立，幣價不復能代表金價，亦即失去金本位之意義矣。此外金幣或金貨必須可以自由出口或進口。蓋金價決定於世界市場，倘禁金出口或進口，則國內之金價，將與世界金價脫離關係，而不復為國際性之金本位矣。故金本位之條件有三：

(一) 自由兌現 (free redemption)

(二) 自由鑄造及鎔化 (free coinage and melting)

(三) 自由出口與進口 (free export and import)

如此三種條件，稍有欠缺，即不能稱為真正之金本位。自十九世紀末葉以至上次歐戰之爆發，西洋各國之幣制，大概與此條件相符。在此一時期之金本位，如何調整外匯之供求，請申述如次：

金本位幣之含量，係由國家幣制條例規定。兩國金本位幣含量之比率，名之曰匯兌平價 (Par of exchange)。茲將上次歐戰前各主要金本位國之本位幣，列表如左：

國	家	本位幣名稱	重量 in grains)	成色	純金 (in grains)
美	國	元 (dollar)	25.8	9/10	23.22
英	國	鎊 (pound sterling)	123.274	11/12	113.0016
法	國	法郎 (france)	4.978	9/10	4.4802
德	國	馬克 (mark)	6.1458	9/10	5.53132
日	本	圓 (yen)	12.86016	9/10	11.574144

金本位國之匯兌平價，即從純金重量相比而得，如：

$$\text{英美匯兌平價} = \frac{113.0016}{23.22}$$

$$= 4.8665$$

$$\text{亦即 } 1\text{£} = \$4.8665$$

其他英法、英德、英日等匯兌平價，均可照此計算。倘各國之幣制不變，則匯兌平價亦不變。

三 現金輸送點之意義

如照上述情形，英國之銀行家輸送一鎊至美國，即可變成美金 \$4.8665，但運金至美，需種種費用，彼如欲得美金 \$4.8665，當須代價 (1鎊 + C) 或：1£ = \$4.8665 - C。

如倫敦對美匯價縮至 ($\$4.8665 - C$) 以下，倫敦債務人即捨匯兌而運出現金。故 ($\$4.8665 - C$) 爲倫敦現金輸出點 (gold export point)。反之從紐約運 $\$4.8665$ 之現金至倫敦可以變成一鎊。故倫敦對美匯價亦不能升至 ($\$4.8665 + C$) 以上。否則倫敦債權人將不出售美匯而寧從紐約運入現金。故 ($\$4.8665 + C$) 爲倫敦現金輸入點 (gold import point)。由前之例，所以減少美匯之需要，故其價不能再貴；由後之例，所以減少美匯之供給，故其價不能再賤。是以匯價之漲落不能超過現金之輸送點 (gold point)。

實際上因匯價變動而輸送現金者，并非爲普通商人，而爲匯兌銀行。譬如美匯縮至 $\$4.8665 - C$ 以下，假定 $\$4.8665 - (C + P)$ ，則彼在倫敦以 $\$4.8665 - (C + P)$ 之價拋出美匯，收進英鎊，再以英鎊易成現金，運往紐約，淨得 $\$4.8665 - C$ ，所餘之 P ，即爲銀行之盈利。換言之，銀行以一鎊之代價，取得 $\$4.8665 - C$ 之美匯，而以 $\$4.8665 - (C + P)$ 之價賣出 P 即爲其所得之盈利也。反之如美匯升至 $\$4.8665 + C$ 以上，假定爲 $\$4.8665 + (C + P)$ ，則銀行在倫敦出一鎊之代價，可以購得 $\$4.8665 + (C + P)$ 之美匯，將此匯票送往紐約，易成現金，運回本國，祇須出 $\$4.8665 + C$ 之成本，即可變爲一英鎊，所餘之 P ，即其盈餘也。由前之例，銀行運出現金，拋出英匯，使美匯之供給增加，故其價不能再貴；由後之例，銀行買進美匯，輸入現金，使美匯之需要增加，故其價不能再賤，其結果與上述相同。

現金輸送點與匯兌平價之距離，當視輸送成本 C 而定，此 C 所包括者爲運費、保險費、包裝費，及利息等項。此各種費用，如有變更，則現金輸送點，亦必因之而有差異。（註）金幣輸出國外，全作金貨看待，故輸出金幣與

輸出金條，除費用微有差別外（輸送金幣較費），并無軒輊之分。茲設一例，以示現金輸送點之計算。
 (註) Einzig, Paul: International Gold Movement, Second Edition, Enlarged 1931 pp. 69-76, 145-148

四 現金出口點計算方法舉例

假定從紐約運送美金十萬元至倫敦，其所需成本，當可計算如下：

包裝分裝二箱每箱計	\$3.50	\$ 7.00
卡車搬運		8.00
運費按值 1½% 計算		150.00
利息 6% 計三天		50.00
保險費每千元 50¢		50.00
裝運費共計		<u>\$265.00</u>

銀行欲得現金，可以金票 (gold certificates) 向紐約金庫 (Sub-Treasury in New York) 兌換，輸送現金之銀行共須支出：

兌換金幣	\$100,000.00
裝運費	<u>265.00</u>

籌辦現金之論述

\$100,265.00

上列各種裝運費用，除利息外，均不待解釋而自明。惟利息何以祇計算三天？此三天之利息，并非因現金在路上耽擱而產生。蓋自紐約至倫敦海運通常需時一星期以上，決不止三天也。要知銀行利息之損失，不決定於運送之旅程，而在自支出金票十萬元之日起至拋出英匯（假定爲即期）收回同數美金之日止，所間隔之日；苟銀行於支出金票之日即行拋出英匯，則利息之損失可免，自不必計算在成本之內。如匯票與現金同船出發，則現金與匯票可以同時到達，如此即以運去之現金支付拋出之英匯，自可不必計算利息。但利息之損失，甚難完全避免。如輪船在上午啓碇，則金貨必須於第一天裝船；再則，購買英匯即期者或先與銀行約定於開船之日給付支票；而此支票須於第二日加入票據交換所以後，方能收到現款。由是支出金票在開船之前一日，收到支票，在輪船開出之日，支票變成現款，則又隔一日矣。實際上利息之損失，并無一定之時間，要視交易之情形而定。如守候至金貨到達目的地後，再行拋出即期，則路上所耽擱之日期，自須計算在內矣。就上例而論，紐約某銀行共計支出 \$100,265 之成本，運送十萬元之金幣抵達倫敦。彼所能拋出之英匯（以英鎊計算）要視此十萬元之金幣能換成多少英鎊以爲斷。英蘭銀行無限制收兌現金，成色 $9/10$ 之金貨其買價每盎司 (ounce) 約爲 76s. 4d. (註) 十萬元美金計重 3,580,000 格蘭 (Grains)，成色十分之九。惟美金重量，未必十足，在路上又未免有磨擦損耗等情。至倫敦上天平時，鮮有能及原來之重量者。故此項損耗，必須預先扣除。假定估計此項損耗爲 $1/10\%$ 或 2580 格蘭。則十萬元美金所剩之淨重當爲 2,577,420 格蘭 (2,580,000 - 2580)。

2,577,420) 成色 9/10 因 480 格蘭等於 1 盎斯，故 2,577,420 格蘭等於 5369.62 盎斯。英蘭銀行買價每盎斯七十六先令四辨士，故 5369.62 盎斯之金貨可以賣得 £20,494.05 或 £20,494.15 此數即為紐約某銀行在倫敦所得之信用，而可據以拋出英匯者也。此 £20,494.05 之信用乃由 \$100,265 之成本所易得，故每鎊英匯之成本為 \$4.8918。此可視為紐約現金之輸出點。倘紐約某銀行以 \$4.8918 之價拋出英匯，則無損失，亦無利益。如其價在 \$4.8918 以上，假定為 \$4.90 則每鎊可獲利 \$0.0082，11 萬鎊可獲利一百六十四元。其他各銀行見有利可圖，亦必起而為同樣之買賣，結果英匯之供給，因此增加，其價自行回落，故在金本位之下，外匯之上漲，為現金出口點所限制。反之，外匯之跌落，則為現金進口點所限制。

假若在紐約之英鎊匯價，跌至進口點以下，紐約銀行見買進英匯，送往倫敦兌現，運金回國，有利可圖，則黃金必因是而進口矣。欲從倫敦運金進口，銀行可以購一長期英匯票，送往倫敦承兌并貼現。委託倫敦代理銀行將貼現所得之數買金運來。如購即期或電匯，送往倫敦兌現，或直接電告倫敦代理銀行，將所存之款，掉換現金，運至紐約，均無不可。惟電匯，即期及長期，匯率各有不同，倘用電匯，匯率雖屬較高，但可節省利息，如用即期與長期，匯率雖可較低，但須損失利息，通常運現進口，採用電匯者為多，故現金進口與否，電匯匯率為一重要之決定因素。

(註) 英鎊所含純金為 113.0016 格蘭。1 盎斯合 480 格蘭，故 1 盎斯純金之價當為 $480 \div 113.0016 = \$4.2477274$
 $\$4.2477274 = \$48.11.4545762$

$$= 1019.454576d$$

$$1019.454576 \times \frac{9}{10} = 917.5091184d$$

$$917.5091184 \div 12 = 76s.6d. \text{ (幣)}$$

五 現金進口點及其計算方法舉例

運金進口之成本，較出口略高，其故即在利息之損失遠較後者為大，（註一）如紐約銀行購一卽期英匯，送往倫敦代理銀行，託其向付款銀行收現，運金回國，其所投之資本自購進英匯（卽支出美金）之日起須至黃金運到之日，始能收回，總計匯票去程，黃金回程及其他耽擱，當在二十天左右；倘彼不購卽期而購電匯，則以電匯當日可達，匯票去程之時間可省，約十天以後，黃金卽可到埠，利息損失，減少一半，但電匯匯率較卽期略高，故購卽期未必不合算，銀行當視電匯與卽期匯率之差及本埠利率之高低以定其取捨之標準也。

運現進口所需之成本，亦復時有變動；第一，匯價（無論電匯或卽期）常有漲落，故運現銀行支出之數，隨匯價之高低而不同。第二，倫敦市場上之金價，亦時有變動。英蘭銀行雖為無限制之買賣，但其買價與賣價不同。市場上之金價最低不能過英蘭銀行之買價（每盎斯標準金成色 $22\frac{1}{2}$ ）。三鎊十七先令九辨士。）但最高常有超過其賣價者（三鎊十七先令十辨士半，此相差之一辨士半，為英蘭銀行所取之鑄造費。）例如一九〇七年美國向倫敦市場購買現金，其價曾達三鎊十八先令二辨士。若遇金融風潮，金價之上漲，更非英蘭銀行之賣價所能限制矣。第三，購買現金者，未必能得金條，如所得者為金幣，則以其裝運不如金條之便，且磨擦亦較金條

爲多，故其所費又當較大。此外利息、運費、保險費、包裝費等項，亦均非固定者，故現金進口點與出口點祇能求一近似之值，未可以絕對確定者也。茲再設一例，以明現金進口點之計算。

如於一九一五年九月一日在倫敦以七十七先令十一辨士之價購入標準金 5,282.157 盎斯，計支出 \$ 20,578 8s. 1d. 九月十日運到紐約，彼即送往公估局 (United States Assay Office) 變價。公估局先付以 90% 之價，計 \$ 89,000 其餘 10% (\$ 11,097.18) 四天以後付之。運現銀行共計收到 \$ 100,097.18 (註二) 從此數中，尚須扣除下列諸種費用：

運費及保險費		\$ 1,389.94
公估局估驗費		15.59
利息	$\left(\frac{89,000 \times 3.5 \times 9}{100 \times 360} + \frac{11,097.18 \times 3.5 \times 13}{100 \times 360} \right)$	90.81
總計		<u>\$ 1,496.34</u>

因之：

出售現金所得	\$ 100,097.18
減除費用	1,496.34
出售現金淨得	<u>\$ 98,600.84</u>

是年九月一日倫敦電匯爲 \$ 4.56 (等於一鎊) 紐約某銀行於是日購進電匯 \$ 20,578 8s. 祇須支

出 \$ 93,837.62 從其收入 \$ 98,600.84 中減去此數得 \$ 4,763.22 此即為其所得之盈利。

按此例為當時實際之情形。其時歐戰已起，故英匯價已跌至平時現金輸出點以下。在戰前，紐約與倫敦現金之輸送點約如下列：

	現金輸入點	現金輸出點
紐約對倫敦	\$ 4.825	\$ 4.885 (合一鎊)
紐約對巴黎	.19120	.19379 (合一法郎)
紐約對柏林	.23625	.240625 (合一馬克)
倫敦對紐約	4.89	\$ 4.827 (合一鎊)
倫敦對巴黎	25.325 法郎	25.1225 法郎 (合一鎊)
倫敦對柏林	20.52 馬克	20.33 馬克 (合一鎊)

(註一)倫敦銀行輸送現金至紐約，通常均由紐約匯付倫敦，不若紐約輸送現金至倫敦可以同時拋出即期也。故倫敦對紐約現金之出口，反較進口為費，因其利息之損失，亦在二十天左右也。見

Cross, I. E.: Domestic and Foreign Exchange, 1924, p. 392

(註二)美金所含純金為 23.22 格蘭，故純金一盎司之價為 480 ÷ 23.22 = \$20.67183 以前美國造幣廠即按此價收兌黃金。

5,282.157 盎司標準金 × $\frac{11}{12}$ (成色) = 4,841.97725 盎司純金

4841.97725 × 20.67183 = \$100,097.18 (圓)

六 現金輸送點對穩定匯價之限度

現金之輸送所以能調節匯價者已如上所述。但吾人當知在金本位之下，調節匯價者不限於黃金之輸送，而黃金之輸出與輸入，亦不限於現金輸送點之外，即在輸送點之內，黃金亦常有移動。反之匯價之漲落，亦能超過現金輸送點以外，例如因政治或經濟原因，市場上發生或將發生異常事變，現金之需求甚急，匯票——特別是長期匯票——之價值，不得不大落於常價以求售，再如當市場預料匯票未到期之前，利息將漲，需現甚急，但匯票之兌現需時，非大貶其常價，無有願購之者，故現金輸送點足以限制匯票之變動者，惟有在正常情形下爲然。蓋國際間黃金移動之原因至爲複雜。本章範圍專在研究匯價，關於黃金移動之分析，當另題論之。

在金本位之下，黃金之移動固足以糾正匯價之漲落。然其效僅限於一時，倘國際收支，長處逆境，外匯之供給，永不敷求，則雖盡出中央銀行之金準備而售諸，恐亦不足以制止外匯之高漲。故穩定匯價之基本勢力，端在調整外匯之供求；而調整外匯之供求，則在平衡國際收支。黃金之移動祇能濟一時之窮，決非正本清源之道也。

七 資本之移動與國際收支均衡論

據已往之經驗，在金本位之下，外匯之供求，常不待現金之輸送而獲得調整。是由於資本之移動所致。如我國通貨之匯價跌至現金出口點時，中央銀行常提高貼現率，藉以吸收外國金融市場之短期投資，外國投資人

一方面貪圖本國利率之高，一而又以本國貨幣之低廉，購買本國匯票，作為短期投資，至為合算。因之外資源源流入本國矣。外資之流入，即為外匯供給之增加。外匯之供給增加，則本國通貨之匯價可以回高。現金之出口，乃因此而被阻。其次匯價跌落有增加出口之可能，同時對於進口者為不利。加以利率提高，國內通貨緊縮，予國內物價以壓力。物價跌落，則出口更屬有利，進口更屬不利。結果使對外貿易，造成出超，於是本國匯價又可好轉。然此一過程，較為緩慢，其感應遠不若短期資金之靈活也。惟短期投資，亦如現金一樣，祇能調節短期間之均衡，如情形一有變動，便相率逃避，當其在逃避之時，外匯之需要，又將超過供給，本國匯價，又難維持，而黃金之流出，又不能免矣。故如本國之國際債務平衡，有長期間之逆差時，惟有長期借款或改變貿易差額，始能獲得調整。以上所述，僅屬總綱，請再進而作理論上之分析。

關於國際收支之如何獲得均衡，有二種主要學說：其一，以為國際收支之差額，因各種經濟勢力之作用，自然地趨於均衡。首主此說者為桑東 (Henry Thornton) (註1) 密爾 (John, Stuart Mill) 繼之而充其說。(註2) 彼以為當國際收支之差額，不能由別種項目彌補時，將引致現金之輸送。結果在現金輸入國家，物價上漲，在現金輸出國家，物價跌落。於是前者之出口減少，進口增加，造成入超，後者反之，現金流回，收支差額，恢復均衡。其二則完全反對此說，以為國際收支之差額，斷難任其自生自滅；倘有差額，以致現金源源流出，必須設法加以阻止，否則國內黃金，有流盡之危險；阻止之法，如提高貼現率，及操縱匯價政策等，實為必要。主此說者，當推大陸國之經濟學者與銀行家。

此處所成爲問題者，不在國際收支之是否相等，國際收支如包括支付手段（如黃金及過去積存之外匯等）在內，當然相等。彼等所爭執之點乃在國際債務之差額，如何獲得其糾正。如國際債務不能以債權抵銷時，則支付手段之移交，實爲無可避免者。黃金流出，固無須加以阻止也，此其一。此項支付手段移交以後，將來是否能自然返還？此其二。此二種問題之觀察，上述二派學說實處於對立之地位。假定各國繼續遵守金本位制之原則，國際間商品及資本之流通，政府不加限制，則黃金之流出，任其自然可也。在此種環境之下，大陸學派之說，自無成立之餘地。至若桑東與密爾之說，就短期間之情形而言，則雖英美正統學派之經濟學者，亦不能不表示異議。蓋國際間黃金移動之數量及其方向，實不足以解釋國際收支差額之調整及其與物價變動之關係。此在上次歐戰前後，均有統計可證。國際收支差額，常不待黃金之輸送而調整，苟無其他項目之抵補，則以黃金移動數量之微小，亦斷不足以調整國際收支之差額。若謂黃金之移動，足以左右物價，亦非短期間內所能見效。現代之金融制度，已使一國存金數量之多寡與物價高低之關係，爲之疏遠。抑且黃金在國際支付手段之中，感應最爲遲鈍，情性亦屬最大。多數之國際債務差額，並非由黃金之移動予以糾正，故桑東、密爾之說，殊有修正之必要。

在上述條件之下，國際經濟關係，固有其自然調整之機能。古典學派之錯誤，乃在過於重視現金之移動而忽略其他項目之影響。國際間資本之移動，其影響遠較前者爲大。假定一國購進鉅額之外國證券，則必將此項應付之資金，匯往外國。又假定此國於購進外國證券以前，對外收支，正處於均衡之點。今因外國證券之購入，必將增加匯出之數或減少應收之數，或二者兼而有之。其演變之結果，將使應收超過應付之差額適等於新購證

券應行匯出之數。此演變如何發展，其影響如何爲理解此二問題起見，必須先將一國所得之國外匯票及其與購買力數量之關係，加以說明。

(註1) Thornton, H.: *The Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, London, 1802 2nd ed. 1810.

(註11) Mill, J. S.: *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, London 1821; 3ed. 1826

Principles of Political Economy, London 1848 W. J. Ashley, editor, London, 1909, 1920.

八 外匯與國內購買力數量之關係

在某一時間，一國銀行所有之國外匯票，爲二種勢力作用之結果：一方面銀行源源向出口商或其他對外有款可收之人購入匯票。此即所以增加銀行所有之外匯，同時亦即增加出賣匯票者之存款。此項存款往後雖將因彼等之支取而減少，然而因銀行購入匯票之結果，使國內購買力數量（存款及現金）爲之增加，其增加之數，當相等於匯票貼現之數。在另一方面，銀行將所得之外匯源源售與進口商或其他對外有款需付之人。此即所以減少銀行所有之外匯，同時亦即減少國內購買力之數量。購買外匯者如以售出銀行之支票付之，則直接減少本銀行之存款。若以他銀行之支票付之，即減少他銀行之存款，如支付現金，則現金流入銀行庫存。要之不論支付之方式如何，結果均爲購買力數量之減少。此二種勢力（其一增加銀行所有之外匯與國內購買力之數量，其二則處於反對之方向。）當然不能適相抵銷；國內購買力之流通數量自亦不能保持不變。（註）

(註) 第二十章對於此點尙有詳細之闡發。

九 從資本之移動觀察國際收支均衡之破壞與調整

一國所得國外匯票，及其與購買力數量之關係，既已說明。當可進而解釋上面所提出之問題。當一國對外收支正處於均衡狀態時，購入外國證券，則收支均衡，必因之破壞。吾人所欲探討者即均衡破壞以後，如何再回復均衡。購入國外證券之國，對外既需作新的支付，則必向銀行購買外匯，銀行所存外匯數量必因之而減少，於是國內購買力數量亦隨以減少。如供給方面不變，外匯需要之增加，勢必抬高其價格。亦即貸款國（購入證券者）之貨幣以借款國（售出證券者）貨幣表示之價格低落（反之即為借款國之貨幣以貸款國貨幣表示之價格提高）借款國之匯價貴，當可發生種種影響，第一貸款國之銀行對借款國之銀行開發金融匯票，在國內外匯市場出售，為有利可圖之舉；第二貸款國之出口在匯率上處於有利之地位，進口則處於不利之地位。故前者有增加後者有減少之可能。惟在通貨安定情形之下，匯價漲落之差限不大，尙不足以造成進出口貿易之改變。第三，倘貸款國之匯價繼續下跌，超過現金出口點以外，則現金出口，亦屬可能。

再如貸款國所購入之證券，為數過鉅，以致各銀行之國外存餘，大部份或全部份為投資者所吸收，則國內購買力數量，亦必大形減少。結果必使通貨緊縮，利率提高，蓋國內商品之流通數量並未減少，通貨之需要如舊，其數量乃因別種原因（購買國外證券）而驟減。以致通貨供不應求，利率乃因之上升。然在國際收支方面，正

因此一結果（利率提高）又添一有力之糾正因素。第一利率提高足以誘致外資之流入，阻止資本之輸出。第二，通貨緊縮，勢必壓低物價，雖其影響之散播，須經過相當之時間，然其抑壓物價之勢力，實屬無可否認。惟各種物價變動之影響，各有不同耳。進口物價，乃決定於國外市場，其所受之影響比較最少。國產物品其銷路僅限於本國者，所受之影響，當屬最大。出口物價處於二者之間，其在國外市場之價格，不致因本國通貨之緊縮而跌落；但如出口貨品以本國原料製造者，其成本將因國內物價之低落而減輕。此於出口商為有利，足以鼓勵出口之增加。出口增加，則國外匯票之供給亦增。反之進口物價既不因本國通貨之緊縮而跌，但以國內物價之跌落，消費者必將多用國貨，少用進口貨。是不啻予進口貨以阻力。進口減少，則外匯之需要亦減。故資本輸出之國家，對外貿易，多屬出超。貿易出超之數相當於資本輸出之數，然後國際收支，方得均衡。從已往之歷史言之，美國自一八六六至一八七九年，加拿大自一九〇〇至一九一三年間，為資本之輸入時期，而其對外貿易則屬入超。在本輸出之國（其時以英國為主）適得其反。中國七十餘年來之貿易入超，即有大部份轉變為外資之形態，留存於國內，亦佐證之一例也。

至此，吾人當可將以上所述各點，作一總結，當一國國際收支均衡失調以後，必有許多糾正之勢力，不斷地發生作用，以恢復均衡。初則均衡之破壞，引起外匯之變動；如失調之程度不深，則匯價之變動，已足以糾正其差額；如其力有未逮，則繼之以現金之流出及貼現率之改變（特別是現金輸出國家，貼現率常被壓高）。倘此二者之效力尚不能恢復均衡，則惟有待貿易差額之轉變矣。惟自國際收支均衡之失調，以至國際貿易差額之改

變過程較長，頗費時日，在收入超過之國，將因國外匯票之增加而增加其購買力之數量。在支出超過之國，將因國外存餘之減少而減少其購買力之數量。此一變動，勢必影響於二國之物價，是即有以使前者之物價提高，後者之物價減低。因物價之變動，乃引起貿易差額之轉變，使前者之對外貿易造成入超，後者之對外貿易造成出超。而後國際收支，始能恢復平衡。

簡言之，國際收支之暫時性的失調，自能由迅捷之反應勢力，予以糾正。但如數量較大，時間較久之失調，例如資本之大量輸出，則惟有改變貿易差額，始能恢復均衡。此一過程，至為緩慢，必須經過一較長之時期，方能完成。短期的反應過程與長期的反應過程，實無鴻溝可分，乃係同時並進，交相勾結。若以統計分析方法測量之，則前者（短期的）將以波動式之形態出現；後者（長期的）將以延展式之形態出現。此二種變動，乃係相對而非絕對。蓋長期變動為短期變動之軸心，此軸心隨短期變動之長期趨勢而進行。長期變動之計算，以短期變動為對象。短期變動之計算，則以長期變動為基準。故此二種變動，為相對而非絕對。凡此所云，可以匯價之漲落，銀行買賣外匯之數量等為代表。

從以上之分析，可知國際經濟在自由流通的環境之下，各國收支均衡，確有其自動調節之機能，此點吾人與古典學派之所見，并無不同之處。古典學派之缺點，即在其對於調整過程之觀察，忽略短期變動之各種勢力。彼等祇以現金之移動為國際收支失調與貿易差額變更間之銜接過程，殊不知事實上現金之移動，在國際經濟機構中之地位，並不如彼等所設想之重要，是其所見者淺也。

十 從物價之變動觀察國際收支均衡之破壞與調整

以上所述國際收支失調之出發點（或起因）乃在國際收支之本身（即資本之移動）其演變之過程即自國際收支之失調引起匯價與利率之變動，繼則引起物價之變動，再則造成貿易差額之改變，終則恢復收支之均衡。今若以物價之變動為出發點，觀察收支均衡之失調與恢復，當可得到另一面之理解。假定一國信用擴張而他國不變，則前者之物價上漲，與國外物價，失其平衡。因之本國之進口增加，出口減少。其國際收支因貿易之入超而失調。於是國外存餘，源源減少，外匯高漲，現金流出，國內通貨，隨以緊縮。結果則物價壓低，進口減少，出口增加，貿易差額，因以改變，收支均衡又告恢復（對方國則發生相反之演變）在金本位制之下，以其具有此種自動調整之機能，故各金本位國之物價，起伏漲落，步調一致。然此必須各國進出口工業在國民經濟機構中之地位，未有變更，或者各國進出口工業為步調一致之變更，而後貿易差額之修改，方能與物價之變動相應。從已往之經驗觀之，各主要國物價之變動，確有一致之步調。蓋以當時各國經濟頗為安定，經濟機構，未有多大變動，故自動調整之機能，得充分之發展；但在短期間內，物價變動與收支均衡之關係，並不顯著，蓋自物價變動以至貿易差額之修改，亦須經過相當之時間也。

綜上所論，國際收支均衡之如何維持，當可從兩方面觀察：第一，由國際收支本身發生差額，引起各種反應勢力而獲得調整，如其差額不大，則短期性之反應勢力，已足加以調整。如其差額甚大，且有持久性者，則有待於

物價之反應變動而獲得調整。第二，由各國物價發生差別，造成貿易差額之變更，以致國際收支之失調，則仍須通過物價之反應變動而恢復均衡。

以上之分析僅限於第一次歐戰前，金本位制之下之情形，戰後之金本位制，已失去其自動調整之機能（詳近世國際匯兌之演變一章）至若各國本位幣不同質或通貨脫離金本位制，則國際收支之如何調整與夫匯價之如何變動，又須另作別論矣。

第十五章 中國在銀本位時之對外匯價

銀兩時期——倫敦銀價之計算方法——規元對英匯之平價——白銀與外匯之套做——對其他各國之套匯——天津漢口等埠之對外匯價計算法——銀元與銀兩——銀元之匯兌平價與現銀運送點——白銀出口稅與平衡稅

一 銀兩時期

我國幣制，在廢兩改元以前，埠際匯兌與國外匯兌無異，蓋各地之貨幣單位，參差不一；如上海用「規元」，天津用「行化」，漢口用「洋例」，北平用「公砵」，廣州用「廣平」（又名司馬平），凡此皆為銀兩之特殊名稱，重兩成色各不相同。其他城市又各有其銀兩單位。總計全國銀兩單位，不下二百餘種之多，惟對外匯兌，以上海規元銀為標準。

二 倫敦銀價之計算方法

當時中國對外匯價，以倫敦電匯為標準，對其他各國匯價，均根據倫敦電匯套算而得。倫敦電匯匯率，則又

以倫敦標準銀一盎斯之價為計算基礎。倫敦標準銀 (Standard silver) 成色為四十分之三十七，即每四十分中含純銀三十七分，其他三分為合金 (alloy)，所謂標準銀者，即普通認為標準成色之銀，因銀塊所含之純銀有多寡，故定一標準成色以資比較。

英金衡 (Troy weight) 制，每鎊等於一四〇辨衛 (penny weight) (註) 今以 $\frac{6}{8}$ 乘 $\frac{37}{40}$ 得 $\frac{222}{240}$ 即每

鎊標準銀中有二二二辨衛為純銀，其餘十八辨衛為合金。但輸入中國之大條銀 (bar silver) 成色較標準銀高 $17\frac{1}{2}$ 。

$$\text{標準銀成色} = \frac{222}{240} = .925$$

$$\text{大條銀成色} = \frac{222 + 17\frac{1}{2}}{240} = .998$$

成色高於標準銀者當批升色 (betterness)，例如大條銀成色較標準銀高十七又二分之一，故 $17\frac{1}{2}$ 即稱升色。反之成色低於標準銀者當批耗色 (worseness)。凡進口之倫敦大條銀，而上均印有起首字母與號碼 (initial and No.) 等款式，如 E340, OZ. 1120, F998 是也。意即此一條之重量為一千一百二十盎斯，成色九九八。至此一條計值若干，須先將大條成色化成標準銀成色，再以當日倫敦標準銀市價乘之。因倫敦銀價以標準銀一盎斯為計算之單位也。假定當日倫敦銀價為二十五辨士，則此條銀之價當為：

$$1120 \times \frac{998}{1000} \times \frac{1000}{925} \times 25 = 30211d$$

$$30211d = \text{£} 125.17s \ 7d$$

(註) 英金衡制:

24 格蘭 (grain)	= 1 蘇衡 (penny weight)
20 蘇衡	= 1 鎰斯 (ounce)
12 鎰斯	= 1 鎰 (pound)

三 規元對英匯之平價

關於倫敦銀價之計算方法既明，當可進而求規元對英匯之平價。中外互市，始自廣東，故運銀入口，以廣平衡之，廣平重量，由條約規定，廣平一兩等於五八三·二格蘭，但商業上習慣一廣平祇合五七九·八四格蘭。廣平一〇〇兩等於上海規元一〇一·〇五至一〇一·二〇兩。惟大條銀廣平一〇〇兩運到上海向按規元一〇一·二〇兩換算。自倫敦運銀至上海所需水脚，保險利息，經紀人佣金等費約為百分之〇·八至百分之〇·九，因此規元與英匯之平價可從下式求得之：

1 辦士 = 1 規元

倫敦 100 規元 = 上海 100.90 規元 (.90 即係包括運費保險費等項)

111.20 規元 = 100 廣平

1 廣平 = 579.84 格蘭

222 格蘭 = 239½ 格蘭 (加升色 17½)

480 格蘭 = 倫敦標準銀每盎司之市價

$$\frac{100.90 \times 100 \times 579.84 \times 239\frac{1}{2}}{100 \times 111.20 \times 222 \times 480} = 1.182 \text{ (上海定數)}$$

所云上海定數者，意即上海規元一兩等於倫敦標準銀一·一八二盎司，以此定數乘倫敦當日銀價即得規元與英匯之平價。

1.182 × 倫敦標準銀每盎司市價 = 規元對英匯平價

此平價係隨倫敦銀價以變動，故祇能視為暫時的或活動的平價。意即規元一兩所含之銀在倫敦應得之市價也。

此外尚有一法可以求得上海規元對倫敦標準銀之定數。

$$579.84 \text{ 格蘭} = 1 \text{ 廣平兩}$$

$$1 \text{ 格蘭} = \frac{1}{579.84} \text{ 廣平兩}$$

$$1 \text{ 盎司} = \frac{480}{579.84} \text{ 廣平兩}$$

$$100 \text{ 盎司} = 82.7815 \text{ 廣平兩}$$

因此可以計算：

$$1 \text{ 磅} = 1 \text{ 規元}$$

111.20 規元 = 100 廣平

82.7815 廣平 = 100 鎊斯

100 鎊斯 = 100.90 鎊斯 (包括運銀費用)

100 鎊斯 (加 17½ 升色) = 107.8829 鎊斯標準銀 (註)

1 鎊斯標準銀 = 倫敦標準銀每鎊斯之市價

$$\frac{107.8829 \times 100.90 \times 100 \times 100}{100 \times 100 \times 82.7815 \times 111.20} = 1.182$$

如倫敦銀價為三十六辨士則上海規元之對英匯兌平價為：

$$1.182 \times 36 = 42.552$$

$$= 3s \ 6 \frac{9}{16} \text{d}$$

(註) 222 : 17.5 = 100 : s

$$1750 : 222 = 7.8829$$

四 白銀與外匯之套做

但實際上之匯價，未必與此相符，或高於此數，或低於此數。在現銀自由輸送之情形下，實際匯價與此平價

之差距，常爲現銀之輸送費所限。按上述平價，已包括自倫敦運銀至上海之費用，連鎖比例中有一〇〇規元等於一〇〇·九規元者，意即在倫敦相當於一〇〇規元之現銀運至上海，加上費用，其值當爲一〇〇·九規元是也。如某日倫敦電匯平價爲三先令六辨士又 $\frac{9}{16}$ ，而實際匯價爲三先令七辨士又 $\frac{9}{16}$ ，則在倫敦三先令六辨士又 $\frac{9}{16}$ ，可以購買與規元一兩相當之銀；但在上海售出規元一兩可以收進三先令七辨士又 $\frac{9}{16}$ ，其差利爲一辨士，如扣除自倫敦運銀至上海日程利息，尙有餘數，卽爲淨利。反之如實際匯價低於現銀出口點，假定現銀出口點爲三先令五辨士；而實際匯價爲三先令三辨士，則在倫敦拋出二月期白銀，其價爲三先令四辨士（期貨價較現貨略低）相當於規銀一兩；在上海以三先令三辨士之價，收進規元一兩，運往倫敦，可獲一辨士之利。故在現銀自由輸送之場合下，實際匯價與平價，當相去不遠。蓋當匯價高於現銀進口點時，卽上海以匯價表示之銀價較倫敦爲高，於是銀行在本埠爭購先令（吐出規銀）；在倫敦則爭購白銀（吐出先令）；結果可使本埠先令趨貴（規銀趨賤）倫敦銀價，則被買高。兩地銀價，復歸平衡。反之當匯價低於現銀出口點時，卽上海以匯價表示之銀價較倫敦爲低，則銀行在本埠爭售先令（收進規銀）；在倫敦則爭售遠期白銀，結果可使本埠先令跌價（規銀抬高）倫敦銀市亦被壓低，兩地銀價，又得平衡。

匯兌市價與平價所以發生差別者，卽由於外匯需供狀況之變動，第一，每年須支付外債本利及庚子賠款，爲數甚鉅，在支付時，外匯常被買貴。第二，上海各大銀行如遇存銀缺乏，常提高匯價，吐出外匯，吸收現銀。反之如銀底太多，則減縮匯價，吸收外匯，吐出現銀。第三，在出口旺盛季節，外匯供給增加，先令必賤。反之在進口旺盛季

節，外匯需要增加，先令必貴。第四，買空賣空，在外匯市場，亦屬常有。匯市變動，受其影響不淺。因此種種原因，匯兌市價遂離平價而漲落。亦惟其市價與平價有不同，遂使銀匯套做者得展其技倆焉。（參照外匯期貨第四節銀貨裁定）

五 對其他各國之套匯

戰前倫敦為世界惟一金融中心，故對各國均有直接匯價。中國對倫敦匯價係根據倫敦銀價并斟酌本埠匯市需供狀況直接算出，但對其他各國匯價，則須就倫敦對各國之匯價間接算出。倫敦對各國之匯價，在本埠之立場言，稱為套價（cross rates）。每日倫敦有電報通知上海匯豐銀行，後者即據以算出上海對各國之匯價，茲舉二例如次：

上海對倫敦電匯 5s 1d

倫敦對紐約電匯 4.63½ 美金 = 1 鎊

倫敦對巴黎電匯 30.60 法郎 = 1 鎊

據此即可算出：

上海對紐約電匯平價為美金一百十七元八角合規元一百兩，因：

1 美金 = 100 規元

1 規元 = 6.1 辨士

240 辨士 = 4.63½ 美金

$$\therefore \frac{4.63\frac{1}{2} \times 61 \times 100}{240} = 117.80 \text{ 美金}$$

上海對巴黎電匯平價爲七百七十七法郎合規元一百兩，因：

? 法郎 = 100 規元

1 規元 = 61 辨士

240 辨士 = 30.60 法郎

$$\therefore \frac{30.60 \times 61 \times 100}{240} = 777.77 \text{ 法郎}$$

六 天津漢口等埠之對外匯價計算法

上海爲全國金融中心，本埠匯兌銀行，在天津、漢口等處均有分行。每晨九點半，上海對倫敦電匯發表後，即電告津漢各行。津漢對外匯價皆根據上海行市算出。蓋津漢分行買賣外匯，係爲上海總行經理性質，例如津行代滬行賣出倫敦電匯，結果將在滬行之倫敦代理銀行帳上付出，至於由賣出電匯後所收進之銀兩，須匯至滬行，以清帳目。如天津申匯爲一〇六〇，即天津行化銀一千兩可買上海規元一〇六〇兩，而當地銀行售價爲一

○五八兩，同日上海倫敦電匯為三先令，則天津倫敦電匯當可推算如次：

? 辨士 = 1 行化

1000 行化 = 1055 規元

1 規元 = 36 辨士

$$\therefore \frac{1055 \times 36}{1000} = 38.038 \text{ 辨士}$$

天津倫敦電匯行市價應為三先令二辨士又 $\frac{1}{16}$ (合一行化兩)

(以上計算方法根據馬寅初先生「中國國外匯兌」)

七、銀元與銀兩

在銀兩未廢以前，我國在法律上早已規定銀元為本位幣。蓋自遜清中葉以後，銀元之流通日廣，而各地商業匯兌，仍多沿用銀兩，兩元并用，幣制益紊。當時兩元換算，無一定比率，故往日洋釐行市，時有漲落。洋釐者即每元折合規銀之數量。例如洋釐行市七錢二分零七五，意即銀元一枚只值規銀七錢二分零七五是也。至其鑄造平價大抵英洋（即墨西哥鷹洋）為七錢二分，其他銀幣如龍洋、袁頭等則成色較次，故當日洋釐行市有英洋與龍洋兩種市價，後以英洋、龍洋漸次絕跡，於是洋釐行市，亦不復分。洋釐漲落，大抵隨金融季節之旺淡而變，如

在春季商業清淡，銀元用途甚少，釐價必落；夏初，絲繭上市，需用銀元甚殷，釐價必漲，常有提高至七錢四分以上者。夏末各業，又見清淡，釐價亦隨以回跌；秋季，內地花麥及雜糧上市，且中秋結帳之期，銀元用途又廣，釐價復漲；至冬季則又趨平。此外如銅元、銀角，紛然雜陳，無不各有行市。此實為錢兌業牟利之淵藪，農民則大受其剝削焉。

八 銀元之匯兌平價與現銀輸送點

民國成立以來，屢有廢兩改元之議，終以格於封建勢力而未果。至二十二年三月國民政府財政部公布規定兩元之換算率，定為上海規元七錢一分五釐（註一）合通用銀元一元，以為廢除銀兩之過渡辦法，次月六日正式明令廢除銀兩，同時公布銀本位幣鑄造條例，是後對外匯價遂亦改以銀本位幣計算。據該條例規定銀本位幣一元含純銀二三·四九三四八公分純銀，故其對英匯定數，可照下法算出。

？辦士 = 銀本位幣 1 元

銀幣 1 元 = 23.493448 公分純銀

31.1035 公分 = 1 盎司

.925 盎司純銀 = 1 盎司標準銀

1 盎司標準銀 = 倫敦每盎司標準銀市價

$$\therefore \frac{23.493448}{31.1035 \times .925} = .8165744 \text{ (定數)}$$

.8165744 × 倫敦每盎斯標準銀市價 = 英匯理論平價

據此定數，再加上運銀一切費用及鑄造費，即為現銀之進口定數。

定數	.8165744
加費用 1.1% (註二)	.0089828
鑄造費 2½%	.0183729
合計	.8439296

.8439296 × 倫敦每盎斯標準銀市價 = 對英匯現銀進口點

假定某日倫敦每盎斯標準銀市價為 20 辨士，則

英匯理論平價 = $.8165744 \times 20 = 16.331488$ 辨士

對英匯現銀進口點 = $.8439296 \times 20 = 16.878592$ 辨士 (再加運送期間利息)

至若現銀之出口點，祇須從 .8165744 減去一切運送費即可 (不必減鑄造費)，然後乘倫敦遠期銀價，蓋運銀出口，必須先在倫敦拋出遠期，以免銀價跌落之風險。假定運銀出口費用亦與進口同，則

定數	.8165744
減輸送費用 1.1%	.0089028
	.8076722

假定某日倫敦遠期銀價爲 19.5 辨士而卽期爲 20 辨士則

英匯理論平價 = $.8165744 \times 20 = 16.331488$ 辨士

對英匯現銀出口點 = $.8076722 \times 19.5 = 15.7496059$ 辨士

倘本埠匯價低於現銀出口點，假定爲十四辨士，則在本埠以十四辨士之價收進銀幣一元，在倫敦拋出，可以收回十五辨士以上，相差之數，卽套做者之利也。

對其他各國匯兌平價，仍根據英匯套算而得，惟戰後紐約金融地位已與倫敦分庭抗禮，且紐約亦有銀市場，故上海對紐約匯兌，亦可直接計算矣。假定：

上海對倫敦電匯 一先令四辨士半

倫敦對紐約電匯 四·九五美金

倫敦對巴黎電匯 七五法郎

則上海對紐約匯兌平價，可計算如次：

1 美金 = 100 銀元

1 銀元 = 16.5 辨士

240 辨士 = 4.95 美金

$$\therefore \frac{100 \times 16.5 \times 4.95}{240} = 34.02121 \text{ 美金}$$

對紐約匯兌平價亦可根據紐約銀價計算。紐約每盎斯標準銀成色為九九九，故美匯定數，可從下式算出：

$$? \text{ 美金} = 100 \text{ 銀元}$$

$$1 \text{ 銀元} = 23.493448 \text{ 公分純銀}$$

$$31.1035 \text{ 公分} = 1 \text{ 盎斯}$$

$$.999 \text{ 盎斯純銀} = 1 \text{ 盎斯標準銀}$$

$$\therefore \frac{100 \times 23.493448}{31.1035 \times .999} = 75.6087 \text{ (定數)}$$

$$75.6087 \times \text{紐約每盎斯標準銀市價} = \text{美匯理論平價}$$

上海對紐約之現銀進口定數當為：

定數	75.6087
加費用 1.1%	.8316
鑄造費 2½%	1.7012
合計	<u>78.1415</u>

假定紐約銀價為每盎斯四角五分美金，則

$$\text{美匯理論平價} = 75.6087 \times .45 = 34.023915 \text{ 美金}$$

對美匯現銀進口點 = $78.1415 \times .45 = 35.163675$ 美金

對紐約現銀出口點之計算方法與對倫敦同，茲從略。

上海對巴黎匯兌平價之計算

1 法郎 = 100 銀元

1 銀元 = 16.5 辨士

240 辨士 = 75 法郎

$$\therefore \frac{100 \times 16.5 \times 75}{240} = 515.625 \text{ 法郎}$$

(註 1) 銀本位 1 元 = 純銀 23.493448 公分

上海規銀 1 兩 = 純銀 33.589 公分

$$\text{銀本位幣 1 元} = \frac{23.493448}{33.589}$$

= .6992305 規元

$$\text{加釐運費 } 2\frac{1}{4}\% = .0157327 \text{ 規元}$$

故 銀本位幣 1 元 = .715 規元

(註 2) 此數字係根據 Edward Kann: The Currencies of China 之計算。

九 白銀出口稅與平衡稅

民國二十三年以白銀外流過多，其原因即在國外銀價高於國內，運銀出口，有鉅利可圖，財政部乃於是年十月十五日頒令徵收現銀出口稅及平衡稅；其法，凡運銀本位幣出口，徵出口稅百分之七·七五，運大條寶銀及其他銀類出口，徵出口稅百分之十，兩項出口稅率之相差，則因本位幣鑄費之關係。同時再依倫敦銀價折合上海匯兌比價（即平價）與中央銀行當日照市核定之匯價相較，如有差數，除繳上述出口稅，而仍有不足時，應按其不足之額，加徵平衡稅。其目的乃在將國內外銀價之差額，吸收於平衡稅之中，使運銀出口無利可圖。

例如是年十月十五日，倫敦銀價為二四·四一辨士，上海銀匯平價當為：

$$.8165744 \times 24.41 = 19.9875$$

同日上海中央掛牌（即按市核定之匯價）英匯為一七·七五辨士，平衡稅率為4.75%其算法如次：

平價	19.9875 辨士	
市價	<u>17.7500 辨士</u>	
市價低於平價	2.1875 辨士	
市價低於平價之%	$\frac{2.1875}{17.75} = 12.50\%$	
應徵出口稅	7.75%	
應徵平衡稅	4.75%	

如將出口稅與平衡稅加入於現銀輸出成本之內，則其出口點與平價之差距即等於原來成本與此二稅

之總數。

惟後來中央銀行揭示平衡稅率，不復隨國內外銀價之差而升降，稅率常較差率為低，蓋自開徵平衡稅以後，偷運之風大盛，稅率愈高，則國內外銀價之差愈大，偷運者之利愈厚，因此政府一面頒佈嚴懲偷運之令，並與外商銀行訂立紳士協定，制止現銀出口，一面則抑低平衡稅率，俾國內以匯價表示之銀價，得隨世界銀價而提高，如此亦足以使國內外銀價之差率縮小，然匯價過高，有礙民族工業之發展，終於不得不放棄銀本位，實施法幣政策以自保，法幣政策原已規定白銀為國有，但中央掛牌仍按日揭示平衡稅率，此除表示國內法定銀價（一四·五辨士）與倫敦銀價之差率外，已無其他作用可言，例如二十九年十月九日，中央揭示白銀平衡稅計徵百分之二四·二四，即係根據倫敦八日電大條銀價二三·四三七五辨士計算而得。

$$.8165744 \times 23.4375 = 19.1385$$

$$19.1385 - 14.5 = 4.6385$$

$$4.6385 \div 14.5 = 31.986\%$$

減白銀出口稅	7.75%
應徵白銀平衡稅	24.236%

第十六章 中國法幣之對外匯價

法幣政策之前因——法幣政策之內容——外匯本位與法幣匯價——法幣匯價與銀價——中美貨幣協定與買賣限價之擴大——法幣匯兌平價之釘住問題

一 法幣政策之前因

在封建經濟時代，中國無統一之貨幣，更無幣制可言。自外國資本主義之經濟勢力侵入，通商口岸，受其同化，抑且深入內地市鎮，而新興銀行勢力亦已壓倒舊日之錢莊，於是對內有統一貨幣之要求，對外則有穩定匯價之企圖。前者如廢兩改元運動，後者如金匯兌本位之設計，為其具體之表示。此為法幣政策之歷史背景。

一九三四——三五年受美國白銀政策之影響，存銀流出過鉅，以致銀根奇緊，經濟萎縮，而放棄金本位國家，正以貨幣低廉政策（Cheap money policy）收經濟復蘇之效，中國新興產業資本家，頗受此種貨幣政策之感動。財政當局則方受窘於銀本位之動搖，亟圖改弦易轍。在華英商，審知此時為促成中國實施「鎊匯制」之良機，英政府應此要求，派遣首席顧問李滋羅斯（Sir Frederick Leith Ross）來華，規劃其事，法幣政策遂告實現。

法幣政策之實施，尙有其國防上之理由，蓋戰時之不能維持金本位或銀本位，爲顯而易見之事，一二八之役，幸滬、津、杭各地金融界措置得宜，勉渡難關。爲根本解決計，不如先行停止銀本位，集中現銀，增厚實力，並可養成人民使用紙幣之習慣，以免臨時張惶。日人之嫉視法幣，不但忌英美，亦所以忌中國之抗戰措施。

二 法幣政策之內容

法幣政策之實施辦法，依二十四年十一月三日財政部布告所舉者，可歸納爲下列三項：

(一) 統一發行 我國發行制度，原屬分散，致未能利用發行之伸縮，以調劑金融，在金融鬆動時，銀行爲圖發行利潤，盡量增發，使金融益趨鬆濫，以致物價高漲，投機盛行；在金融緊迫時，銀行爲求本身安全計，盡量收縮發行，使金融益趨緊急，以致物價慘跌，工商凋敝，故統一發行爲中央銀行統馭金融之必要條件。財政部布告第一項及第二項即規定中，交三行發行之鈔票爲法幣，其他發行銀行概行停發，已發鈔票，並逐漸收回。

(二) 集中現銀 我國用銀已久，民間收藏遠過銀行庫存之數，爲充實發行準備，亟有集中現銀之必要，故財政部佈告第一項規定：「所有完糧納稅及一切公私款項之支付，概以法幣爲限，不得行使現金，違者全數沒收……」；又第四項規定：「凡銀錢行號商店及其他公私機關或個人，持有銀本位幣或其他銀幣、生銀等類者，應自十一月四日起，交由發行準備管理委員會或其指定之銀行，兌換法幣。除銀本位幣按照面額兌換法幣外，其餘銀類各依其實含純銀數量兌換。」同時財政部又電請交通、鐵道兩部轉飭所屬國營事業機關，如郵政、電

報、鐵道、招商各局一律代兌法幣。

(三) 穩定匯價 匯價之漲落靡定，正為用銀國對用金國匯兌之最大缺陷，外人為我規劃幣制之改革，重在此點，故穩定匯價實為法幣政策之主要使命，其方法即為中中交三行無限制買賣外匯。

三 外匯本位與法幣匯價

法幣政策實施之初，中中交三行按一先令二辨士半，無限制供給外匯，是即所謂匯價釘住政策 (Pegging the rate of exchange)。按一九一五年英國金本位條例 (Gold Standard Act of 1925) 規定英蘭銀行有按照法定價格，純金每盎斯八四先令一一·四五四辨士，供售黃金之義務，又如印度貨幣當局在金匯兌本位時，按十六辨士等於一盧比 (Rupee) 之價，無限制供給英匯，依此推論，中國法幣制度，似可稱為外匯本位，如英國為金本位，則法幣可稱金匯兌本位。今英國已放棄金本位，故與英鎊聯繫之貨幣，祇能稱為外匯本位。(註一) 至一九三八年三月十二日，財政部頒佈購買外匯請核辦法，就學理上言，即為外匯本位在事實上的放棄。

法幣匯價最初即與英鎊聯繫，故有稱為「鎊匯制」者。(註二) 以一先令二辨士半為其釘住平價 (Pegging parity of exchange) 對美、日、法、德、香港、印度、小呂宋、新加坡等地匯兌平價，從英匯套算而得。最初法幣何以不與美元或其他國家貨幣，而與英鎊直接聯繫，舉其理由，約有下列諸端：

(一) 英鎊向為國際通貨。自脫離金本位後，鎊價雖不能如以前之穩定，但英鎊集團，範圍最廣，與中國貿易

關係較密之地，如香港及南洋各屬貨幣固已與英鎊聯繫，其時美元與日圓亦各與英鎊穩定於四、九二元及一先令二辨士。故法幣直接穩定於英鎊，間接即穩定於此諸國之貨幣。

(二)倫敦外匯市場與黃金市場，始終保持自由，外資進出，不受限制。存放外匯準備，較有保障。

(三)在銀兩及銀元時代，中國對外匯價向與英鎊直接計算，對其他各國匯價，亦從鎊價套算而得。故法幣與英鎊為直接匯價，實有其歷史背景。

(四)英國在華經濟勢力最大，基礎亦最深，尤其在金融方面。上海金融市場與外匯市場，實操於英商之手，而匯豐為滬市之領袖銀行，亦即等於上海之中央銀行。

有此種種關係，法幣與英鎊聯繫，實有其必然性存在。

至於法幣匯價何以定於一先令二辨士半據宋子文氏云，此數約為過去五年平均匯價，(註三)法幣政策實施前五年英、美、日三國之平均匯價，有如下表：

年份	國別	英	匯	美	匯	日	匯	年份	國別	英	匯	美	匯	日	匯
1930	英	14.789		29.850		59.680		1933	英	14.824		26.109		100.909	
1931	英	12.004		22.243		45.215		1934	英	16.100		33.785		113.408	
1932	英	14.766		21.487		76.081		1935	英	14.596		26.695		79.056	

上表根據匯豐銀行掛牌最高與最低之平均數。

法幣政策實行之初，中央銀行掛牌，對英、美匯兌平價及買賣限價規定如左：

對英匯兌

買價 法幣 1 元 = $14\frac{5}{8}$ 辨士 (14.625)

平價 法幣 1 元 = $14\frac{4}{8}$ 辨士 (14.500)

賣價 法幣 1 元 = $14\frac{3}{8}$ 辨士 (14.375)

買價與賣價之差 = $\frac{1}{4}$ 辨士 (.25)

買價 } 價與平價之差 = $\frac{1}{8}$ 辨士 (.125)

對美匯兌

買價 法幣 100 元 = 30.00 美元

平價 法幣 100 元 = 29.75 美元

賣價 法幣 100 元 = 29.50 美元

買價與賣價之差 = .50 美元

買價 } 價與平價之差 = .25 美元

對日匯兌

買價 法幣 100 元 = 104 日圓

平價 法幣 100 元 = 103 日圓

賣價 法幣 100 元 = 102 日圓

買價與賣價之差 = 2 日圓

買價與平價之差 = 1 日圓

上列英美匯買賣限價與平價之差率為 $1\frac{1}{8}\%$

當時英美匯套價為四·九二四元，故美匯平價可由英匯套算得之：

1 美元 = 100 法幣

1 法幣 = 14.5 辨士

240 辨士 = 4.924 美元

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 14.5 \times 4.924}{240}$$

= 29.75 美元

當時英日套價為一四·〇六二五辨士，故法幣對日匯價定為一〇三日圓（合一百法幣）

1 日圓 = 100 法幣

1 法幣 = 14.5 辨士

14.0625 辨士 = 1 日圓

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 14.5}{14.0625}$$
$$= 103 \text{ 日圓}$$

當時英法套價爲七五法郎（合一鎊），故法幣對法匯價定爲四五三法郎（合一百法幣）。

2 法幣 = 100 法幣

1 法幣 = 14.5 辨士

240 辨士 = 75 法郎

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 14.5 \times 75}{240}$$
$$= 453 \text{ 法郎}$$

其他各國匯價，均可依此推算。

（註一）Cannan, E: Modern Currency and the Regulation of its Value, London, 1932.

宋子文氏於一九三六年四月六日發表談話，亦謂法幣係外匯本位制。

（註二）桃度三氏等倡此說。

（註三）顧季高氏：「中國新貨幣政策與國際經濟均衡」，東方雜誌第三十二卷第二十四號頁二九。

四 法幣匯價與銀價

法幣雖已脫離銀本位，但與銀價之變動仍有密切關係。第一，因法幣之外匯準備大部份須由出售存銀獲得之；第二，法幣收兌銀本位幣，按照而額計算，以一換一。在銀本位時，銀價太高，足以釀成通貨緊縮，於國民經濟不利；但在法幣政策實施以後，則銀價愈貴，於中國之利亦愈大，蓋此時存銀已非貨幣而為商品，價愈高，於商品之售方愈利，固不待繁言而喻也。

其次，法幣一元之價定為一四·五辨士，如銀本位幣一元之價在一四·五辨士以上，則政府收兌白銀，可以獲得盈餘，增厚外匯準備，按銀本位幣一元含有 .8165744 盎斯標準銀，如其面值與實值相等，則倫敦銀價應為一七·七辨士，其計算方法如左：

$$\text{倫敦銀價} \times .8165744 = 14.5$$

$$\therefore \text{倫敦銀價} = \frac{14.5}{.8165744} \\ = 17.7 \text{ 辨士}$$

如倫敦銀價高於一七·七辨士，假定為二〇辨士時，則政府以一元法幣收兌一元銀幣，即有一·八辨士盈餘可得。但如倫敦銀價低於一七·七辨士時，假定為一五辨士，則政府以一元法幣收兌一元銀幣，須損失二·三辨士。此時銀幣一元祇值一二·二辨士，人民不能以法幣向中央銀行兌換白銀，但可以銀幣向中央銀行兌換

法幣，其他銀類亦可按 816574 盎斯之量兌換法幣一元，再以法幣購買外匯，可獲二·三辨士之利。此時海外白銀將湧入國內，則二十四年十一月三日之法令，非修改不可。如法幣匯價仍予維持，則銀幣之收兌率，必須按市提高，法幣一元應兌銀幣一元二角；如銀幣收兌率不變，則法幣匯價，必須減低，最低限度，應減為一二·二辨士。可知當時法幣雖已脫離銀本位，但仍受銀價之牽制也。

當法幣政策實施之初，倫敦銀價，高達二九·五辨士，是為美國購銀政策之結果。乃未及二月，美國遽爾停購，倫敦銀價，急轉直下，竟跌至一九辨士。此於中國法幣，威脅殊大，幸銀價不再下跌，否則法幣即須宣告貶值矣。

五 中美貨幣協定與買賣限價之擴大

中國之銀本位受美國白銀政策之影響而放棄，法幣制度又受其威脅而動搖，說者謂美英爭奪中國幣權，不無所見。此時世界銀市，除美國政府外，殆已缺乏購主；美國停購世界白銀，存銀之銷路可慮，此外有賴於「金元」之助者正多，故中國乃不得不與美財政當局協商，終於一九三六年五月與美國締結貨幣協定，協定內容，迄未公布。據一般推測，不外由美國按每月平均市價（或謂按六角四分之價）向我購買白銀，而我則許彼以維持白銀相當之用途。蓋美國原為產銀最多國家，維持銀價是其初衷，故一面與國際訂立白銀協定，一面在國內實行金銀複準備制，並企圖推行之於國際。此從中美貨幣協定成立以後，財政部所發表之宣言，可以見之，該宣言之內容如左：

(一)法幣現金準備包括金銀及外匯，其中白銀準備應佔發行總額百分之二十五；
(二)重鑄半圓及一圓銀幣，成色爲百分之二十五；

(三)現金準備，業已籌得鉅款，將黃金及外匯充分增加。

第一二兩點顯與美國複準備制金三銀一之比，同一步趨。

中美貨幣協定除上述二點以外，對於後來買賣限價之擴大，亦不無關係。法幣匯價原與英鎊聯繫，故一九三六年九月底法郎貶值，英法套價由七五法郎昇至一〇五法郎時，中法匯價亦卽由四五三法郎改成六三〇法郎。是年二月間，英美套價曾達五·〇二六二五，當時中央銀行一度將美匯平價加至三〇·二五元，此卽表示法幣與英鎊聯繫之關係。至九月初英美套價又出五元關，而中央銀行之調整方法，已與前不同，以前祇動美匯，不動英匯，今則因有中美協定，不能單動美匯，但又不能捨英而聯美，中央銀行乃採一折衷辦法，使二者同時平均變動，其在技術上之設施卽爲擴大買賣限價如次：

對英匯兌

買價 $14\frac{3}{4}$ 辨士 (14.75)

平價 $14\frac{2}{4}$ 辨士 (14.50)

賣價 $14\frac{1}{4}$ 辨士 (14.25)

買價與賣價之差 $\frac{1}{2}$ 辨士 (.5)

買 } 價與平價之差 $\frac{1}{4}$ 辨士 (.25)
賣 }

對美匯兌

買價 30.50 元

平價 30.00 元

賣價 29.50 元

買價與賣價之差 1.00 元

買 } 價與平價之差 .50 元
賣 }

對日匯兌

買價 105 日圓

平價 103 日圓

賣價 101 日圓

買價與賣價之差 4 日圓

買 } 價與平價之差 2 日圓
賣 }

此更動後之買賣限價已較前擴大一倍。按外匯本位之買賣限價與金本位之現金輸送點有同一作用，即匯價之漲落不能過此限界也；如匯率縮至賣價，中央銀行必爲無限制之供售，匯率鬆至買價，中央銀行必爲無限制之購入。買賣限價擴大，則匯價漲落之幅度亦將擴大，是即匯價縮至舊賣價時，中央銀行尙可不必供給外匯，故匯率可縮至舊限價以下，而止於新限價，匯率鬆長時可鬆至舊限價以上而止於新限價。中央供售外匯，有緊縮通貨之作用，購入外匯則有膨脹之作用，此與金本位國現金輸出入之影響，正復相似。以安定物價爲主之通貨管理，擴大現金輸送點或擴大買賣限價，亦爲其技術上之一種設施。

惟此次中央銀行擴大買賣限價目的，當爲適應套價之變動而使法幣匯價中立；其次，則爲增加購售之伸縮餘地，而法幣匯兌平價仍可在表面上維持不變。在前一立場之下，如英美套匯放長時，不再單將美匯放長而英匯維持不變，而將於同時放長美匯，改縮英匯，是即所以表示法幣之中立。例如英美套匯在四·九二四元時，對英匯價定爲一四·五辨士，對美匯價即應定爲二九·七五元，今因英美套匯變動，假定變爲五·〇五元則美匯應爲三〇·五五元，是已超過第一次美匯買進限價（三〇元），此時即使將英匯改縮至賣出限價一四·三七五辨士，美匯仍將超過買進限價而爲三〇·二五元。在鎊匯制之原則下，祇能更動美匯而不能更動英匯，則勢非放長美匯之平價不可。在套價變動幅度不大時，未始不可在舊限價之內，獲得調整，而不必更動美匯平價，今擴大買賣限價，亦不過增加調整之餘地而已。倘英美套匯變動過大時，則法幣如欲維持中立，非再擴大限價不可。按照新定限價，英美套匯最高不能過五·一三六八四元，最低不能過四·八〇元，其計算如左：

(A) 由中央銀行按限價售出英鎊，購進美元，則英美套匯應為五·一三六八四美元。

$$? \text{ 美元} = 240 \text{ 辨士}$$

$$14.25 \text{ 辨士} = 1 \text{ 法幣}$$

$$100 \text{ 法幣} = 30.5 \text{ 美元}$$

$$\therefore 240 \text{ 辨士} = \frac{240 \times 30.5}{14.25 \times 100}$$

$$= 5.13684 \text{ 美元}$$

(B) 由中央銀行按限價購進英鎊，售出美元，則英美套匯應為四·八〇美元。

$$? \text{ 美元} = 240 \text{ 辨士}$$

$$14.75 \text{ 辨士} = 1 \text{ 法幣}$$

$$100 \text{ 法幣} = 29.5 \text{ 美元}$$

$$\therefore 240 \text{ 辨士} = \frac{240 \times 29.5}{14.75 \times 100}$$

$$= 4.80 \text{ 美元}$$

倘英美套匯變動超過四·八〇——五·一三六八四美元時，則中央銀行又須擴大買賣限價。嗣以英美、法三國貨幣協定成立，英美套匯漸與舊平價四·八六六五相接近，此率正在限價之內，故新限價自可維持不變。迨歐洲風雲日緊，英鎊跌至四·六〇以下時，中國亦已放棄外匯本位矣。

在另一立場之下，如法幣本身有堅強或微弱之趨向時，擴大買賣限價，可以減輕中央銀行之負擔，並可使法幣匯價較能與其自然水準相接近，而在形式上仍可維持原來平價，以正視聽。

六 法幣匯兌平價之釘住問題

法幣價值發生變動時，雖可以在買賣限價之內，加以調整，但如其變動方向偏於一面，已非擴大買賣限價所能有濟時，非更動平價不可，蓋買賣限價，不能相差過遠，故法幣匯兌平價之釘定，自不能一成不變；要視國內物價水準，及對外收支平衡狀況為轉移；否則以人工維持高估或低估之匯率，不但在事實上有困難，即就國民經濟之利益言，亦非所宜也。

第十七章 匯票價格之差異原則

電匯匯率與標準匯率——銀行即期匯率——即期匯率之計算例題——長期匯票之匯率——長期匯率之計算例題——各種匯票之正常差率——以遠期匯率為計算之基準

一 電匯匯率與標準匯率

銀行買賣各種匯票之價格，大都依照電匯行市為計算。電匯 (Cable or Telegraphic Transfer 簡寫 T. T.) 者即為本國銀行以電報 (無線或有線) 委託外國代理銀行付款的一種信用工具。凡能出售電匯之銀行，必其與外國代理銀行有密切之關係，往來已久，信用素孚，而在代理銀行帳上有相當數額之結存，此種國際銀行間之關係，惟大銀行或其他規模宏大之金融機關有之。電匯匯價實為在任何一時間內，一國貨幣以別國貨幣表示之最真確的價值：第一，電匯為最可靠之匯兌，收款人無停付之危險 (除非發生意外事故)；以其匯款人與付款人，均為信用卓著之大銀行；第二，電匯不必計算利息，因其當日可達，出售銀行一面收進本國通貨，當天即在國外代理銀行存項下支出價值相等之外幣，故并無利息可算；第三，電匯不必支印花稅，電報費在鉅額匯款之下所佔極微，且銀行使用密碼，所費尤省。經紀人佣金，為數亦至小。故 T. T. 可以代表最真實之匯

價，以之爲標準匯率，頗爲合理。

二 銀行即期匯率

銀行買進國外支票或即期匯票，其價格之計算，即以電匯匯價爲基準，扣除利息，自購進之日起算，至匯票到達目的地，收到票價，登入存放國外同業帳貸方之日止。又如倫敦對外匯兌，有「返還匯付」(Return Remittance)之辦法。倫敦債權人對外國債務人開一以英鎊計算之即期匯票，載明債務人須在當地轉購一倫敦即期匯票，寄與債權人，以清償此項債務。此與第一編第十章中所述美國「回票支付」(Payment by Return Draft)之辦法相同。倘倫敦債權人以「返還匯付」清償之即期匯票賣與銀行，銀行所出之買價，必將依照電匯匯價扣除利息，自購進之日起算至付款人匯款到達倫敦之日止。要之，倫敦銀行買進無論何種即期匯票，在本地即須支出現款，而票價之收回則須等候時日；反之匯票之出售者，即可收入現款而其票價之支付則在若干時日以後。買方須貼進此等候期利息，而賣方則須貼出。如爲普通即期匯票，票面開外國貨幣者，則買進銀行現在支出價值相等之本地通貨，須俟匯票到達目的地，委託該地代理銀行向付款人收回票價，登入其存放帳之貸方後，此款始能生利。假定賣方亦爲銀行，而其出售之匯票係對其國外代理行開出者，則現在收進價值相等之本地通貨，而其票價須至匯票到達目的地後，始由其代理行爲之支付，登入其存放帳之借方。在未支付以前，此項票價，仍在帳上生利。如爲以「返還匯付」清償之即期匯票，賣方本須等候對方之返還匯票

寄到，始能變現者，今則已先從買進銀行獲得現款；故無論以何種匯票賣與銀行，在買方必須貼進，在賣方必須貼出支付與收入相隔期間之利息，是為貼現。若銀行買進電匯，則一面支出本地通貨，當日即可由國外代理行向付款人收到匯款，登入其存放帳之貸方，亦未損失利息，不過將此項購買電匯之資金，從本地移存國外而已。故電匯匯價與即期匯價之差大抵即為貼現利息之數。惟依照何種利率計算，請申述如後。

銀行經營外匯，以拋補并行，軋平頭襯為原則，務使存放國外同業之數，保持最低限度，此猶普通商人，不願多積存貨，理正相同。拋補并行，不但為避免外匯變動之風險，抑且所以提高資金之週轉率，增加獲利之次數，故銀行買進即期，同時即須拋出電匯或即期；反之如賣出即期，同時即須補進電匯或即期。但計算即期行市，必須假定以電匯為拋補，蓋電匯有廣大之市場，拋出補進，較即期為便。在戰前則相反，即期市場，較電匯為廣，銀行拋補，皆以即期為對象，故當時即期行市為匯市之標準。現在電匯之所以能取即期而代之者，不僅在其能表示真確之匯價，尤在其市場之擴大，成為銀行拋補之對象也。

例如倫敦某銀行買進紐約一即期匯票，須求抵補，如同時能拋出紐約即期，固屬最佳，但或一時不易覓得購主，而電匯則有人購買，彼乃拋出同數之電匯；但電匯必較即期先到紐約，假定相差七天，則彼於當天已由紐約代理行為之支付，而其購入之即期，須俟七天以後，始能在紐約變現，以抵償拋出之電匯，故彼無論在紐約代理行有無結存，必須假定此七天之墊付，係向紐約代理行透支者，故其利息之損失，必須依照紐約透支利率計算。反之銀行如賣出即期而以買進電匯為拋補，則彼亦必依據電匯之市價，以計算即期之售價，彼買進紐約電

匯，一面即在本本地支出英鎊，一面則在紐約代理行帳上增加存餘，此項所增加之美金存餘，須至其所出售之即期到達紐約以後，始被支去，在未被支出以前，即在紐約滋生利息，但此項利息祇能照紐約往來存款或「通知放款」(Call money) 利率計算，此二種利率常較透支或墊款利率為低，譬如紐約銀行利率 (New York Bank Rate) 為三厘，則透支約為四厘，往來存款僅一厘半左右而已。惟向該銀行買進即期之人，亦應取得利息損失之補償，因其一面支出英鎊，一面則須俟六天以後始能在紐約收到票價，故該銀行亦須按照電匯行市，貼以利息，惟視其補進之電匯，在紐約所賺之利率略低，此利率之差，即為該銀行之盈餘，故顧客向銀行購買即期所能貼進之利率，至多以國外往來存款或通知放款之利率為限度。反之，如顧客以即期賣與銀行，所須貼出之利率，至多以國外透支或墊款利率為限度。由前之例，銀行即期之賣價，受成本之限制，故其價不能再低；由後之例，銀行即期之買價，受同行競爭之影響，故其價亦不致再低。

在外匯市場一方買進，則必有一方賣出，如有某銀行買進即期，拋出電匯，則同時必有買進電匯，拋出即期者，此乃自明之理，無待繁言。銀行以電匯與即期對做，以外匯行市為指針。蓋外匯行市，在競爭狀況之下，非一銀行所能操縱，乃決定於市場。故電匯與即期之拋補，要視二者行市之差價，有無利益可取以為斷。假定紐約透支或墊款利率為四厘，往來存款或通知放款利率為一厘半，則銀行即期買價低於賣價之數，應相當於此二種利率之差數。倘倫敦外匯行市，紐約電匯賣價為 $4.86\frac{1}{4}$ ，買價為 $4.86\frac{1}{4}$ ，即期賣價較電匯賣價長 $\frac{7}{16}$ ，買價長 $\frac{1}{2}$ ，則做電匯與即期之拋補者，在匯市上補進電匯祇能按照匯市賣價 4.86 而拋出須依照匯市買價 $4.86\frac{1}{4}$ 。

計算：即期之補進及拋出亦同，即按照 $4.50\% / 16$ 補進， $4.50\% / 4$ 拋出。欲做拋補者即須合計上述紐約二種利率之高低與本地（倫敦）拋補電匯與即期之差價，有無利益可取，以定其拋補與否。即期之貼現，不但視紐約之利率，亦須視郵船之快慢，自倫敦至紐約，快船七天可達，慢船或需十天，路上多耽擱一天，即損失一天之利息，故此層亦不能不計及也。

至若銀行對非同業之顧客，計算電匯與即期之差價，亦如上述，即銀行向顧客買進即期，依國外透支利率貼進，賣出即期則依國外往來存款利率貼出，時間則依郵船之快慢而定。（惟即期有「郵匯」M. T. 及「保證郵匯」G. M. T. 之別，後者可不必顧到郵寄之快慢。）

實際上銀行買賣即期，常以買賣電匯期貨（“Forward” sale or purchase of T. T.）為拋補，預計於期貨交割之日，即即期付款之時，二者適相抵銷，實為拋補之良法，另詳本章第六節。

三 即期匯率之計算例題

茲設即期匯票計算例題四則，以助說明。

(一) 倫敦某銀行擬拋出 T. T. 補進 G. M. T. 假定紐約電匯行市為 $\$486$ ，某銀行在紐約代理行存款項下墊付之美金，意欲獲得年息三厘，而 G. M. T. 保證於拋補之日起，十天以內付款，問 G. M. T. 在何種價格之下，某銀行始願做此拋補（紐約年息以 360 天計算）。



解： 某銀行所欲得之利息 = $\frac{4.86 \times 3 \times 10}{100 \times 360} = \frac{.0486}{12} = \$.00405$

∴ G. M. T. 之行市應較 T. T. 長 40 ½ points, 是即某銀行以 \$4.86

拋出 T. T., \$4.86405 補進 G. M. T., 始與其目的相符。

(11) 假定在倫敦匯市, 紐約電匯為 \$4.85 7/8 (報價) - 4.86 (買價) 某銀行擬向顧客購入紐約即期, 預計在九天以後, 票價可收入存放紐約代理行之帳, 倘紐約代理行允給結存年息一厘半, 而透支年息須以四厘計算, 某銀行做此拋補并須賺 1/8% 之利, 問其向顧客購入之紐約即期應給價若干?

解： 某銀行祇能按 \$4.86 拋出電匯, 故彼必須以此價為基準, 計算其所欲購進之即期, 彼又須假定拋出電匯, 當日即在紐約代理行付款, 而購進之即期票價須在九天以後, 收入存放帳內, 是無異向紐約代理行透支九天用途, 如透支年息四厘, 則此即期票價, 應按年息四厘貼水。

因之, 利息 = $\frac{4.86 \times 9 \times 4}{100 \times 360} = \frac{4.86}{1000} = \$.00486$

電匯行市	\$4.86000
應加利息	.00486
銀行應得利益 (1/2% × 4.86486)	.002432
即期買價	<u>\$4.867292</u>

故某銀行向顧客購入紐約即期應給價每鎊 \$4.867292 或 \$4.86 $\frac{47}{64}$ 左右。

(三)倫敦某銀行擬以日匯即期五千圓售與顧客，如倫敦日本電匯行市為 1s 11 $\frac{3}{4}$ d (買匯) - 2s (賣匯) 此即期須至三十天以後，始在日本代理銀行付款，如日本代理行允給存息按年二厘，而某銀行須賺每圓 $\frac{1}{64}$ d 利益，問某銀行日匯即期之賣價，應為若干？

解：某銀行祇能按二先令之行市補進電匯，故計算即期售價，須以二先令之電匯行市為基準，電匯先即期而到日本，僅能賺年息二厘。

因之 利息 = $\frac{24(\text{辨士}) \times 30 \times 2 \times 2}{100 \times 365 \times 2} = \frac{2880}{73000} = .03945$

電匯行市 2s

減去利息 .03945d 或 $\frac{1}{32}$ d $\frac{1}{32}$ d 1s 11 $\frac{31}{32}$ d

加銀行利益 (即顧客須多付若干辨士)

$\frac{1}{64}$ d

即期賣價

1s 11 $\frac{63}{64}$ d per Yen

(四)在倫敦匯市，紐約即期行市較電匯長三十磅音 (Points)，計電匯行市為 \$4.86 而即期之郵期為十天，如倫敦某銀行拋出電匯，補進即期，問其所得利息，合年率若干？

解： 利息 $\$0.0030 = \frac{4.86 \times 10 \times r}{100 \times 360}$

$$48.6r = 108$$

$$r = \frac{1080}{486}$$

$$= 2.222$$

∴ 即期行市較電匯長 30 磅折合年息 2.222%

上海各銀行對英美之即期買價，亦即按照當日電匯行市，加算郵寄期間利息，及銀行利益等項而得，如前章所舉之例，一九三六年五月六日倫敦電匯賣價為一先令二辨士八分之三而即期買價為一先令二辨士三十二分之十七，較電匯長三十二分之五辨士，此數即包括利息等項。其計算之原則，亦與上述之例相同，惟實際上銀行買賣之價格，未必與吾人所計算者相符，蓋吾人所計算者祇能以成本為根據，而實際上之市價，固未必與其成本相吻合也。

四 長期匯票之匯率

長期匯票價格之計算，其原則亦與即期同。在倫敦，長期匯率分為二類：其一為匯票期間尚未開始時之匯率，是即匯票利息，按其期間 (Usance)，全部計算者，即稱「長期匯率」(long rate)；其二為匯票期間已經

開始以後之匯率，是即匯票利息，僅按其未到期部份之時間計算者，稱曰「堆積匯率」(Tel quel rate)。長期匯率原指九十天以上之匯票價格，今則凡屬定期匯票之價格，均稱「長期匯率」。就廣義言之，「堆積匯率」實可包括長期匯率，以其凡按期計算實得之利息者，均可視同「堆積匯率」。故實際上，除電匯以外之匯率，均屬「堆積匯率」。

長期匯率之計算，除利息以外，尚須加算外國印花稅，代理銀行佣金等費。即期匯票，大都不貼印花，即有數亦極小。長期匯票之處理，手續較繁，故須加算佣金，茲設例題四則如後，以助說明。

五 長期匯率之計算例題

(一) 倫敦某銀行擬從顧客購入舊金山見票後三月期押匯，假定電匯行市為 \$4.86\frac{1}{2}\$ (即 \$4.86\frac{1}{2}\$) 倫敦商業匯票貼現率三厘；自倫敦至紐約十天，紐約至舊金山五天，到期時舊金山付款人匯款至紐約亦同。倫敦商業匯票貼現率三厘；紐約四釐印花稅千分之〇·五；銀行佣金千分之〇·五；銀行利益美金 $\frac{1}{32}$ 。問此匯票買價應為若干？

解：此匯票須於一百一十天以後始能收入存放紐約代理銀行之帳，故應計算之利息為：

$$\text{利息} = \frac{4.86 \times 110 \times \frac{1}{4}}{100 \times 360} = \frac{5.346}{9} = .0594$$

∴ 電匯行市 (買價)

\$4.86

加利息

.0594

加美國印花稅 ($\frac{1}{2}\%$ × 4.86)	.00243
加銀行佣金或手續費 ($\frac{1}{2}\%$ × 4.86)	.00243
加銀行利息 $\frac{1}{32}c$	.0003125
匯票買價應為	4.9245725

\$4.9245725 約合 \$4.92 $\frac{29}{64}$

(二) 倫敦某銀行擬購布宜諾斯愛利斯 (Buenos Aires) 見票後三月期商業匯票，假定披索 (Peso) 電匯行市為 $36\frac{1}{8}$ ，倫敦商業匯票貼現率為二厘半，布城為六厘，自倫敦至布城郵期二十一天，阿根廷 (Argentine) 印花稅千分之〇·五，銀行佣金或手續費千分之〇·二五，銀行利息 $\frac{1}{32}$ ，問此匯票買價應為若干？

解：此匯票須於一百一十一天以後，始能收入存放布城代理銀行之帳故：

$$\text{利息} = \frac{36 \times 111 \times 6 \times 2}{100 \times 365 \times 2} = \frac{47952}{73000} = .6568767d$$

此係披士匯率 (或應付匯價) 故：

電匯行市	36d
減利息	.6568767d

減阿根庭印花稅 ($\frac{1}{2}\%$ × 36) .018

減銀行手續費 ($\frac{1}{4}\%$ × 36) .009

減銀行利益 $\frac{1}{32}d$.03125

.7151267

匯票買價應為：

35.2848733d

35.2848733d 約合 $35\frac{9}{32}d$ 等於一金披索

(三) 上海某銀行擬購入倫敦四月期信匯 (4 months' sight credit) 假定電匯行市為 $\frac{1}{2}\frac{13}{32}$ 上海拆息一角 (每千元一天之利息) 倫敦貼現息三厘 自上海至倫敦郵程三十天 倫敦印花稅千分之〇·五 銀行手續費 $\frac{1}{16}\%$ 銀行利益 $\frac{1}{16}\%$ 倘某銀行同時拋出倫敦電匯 問此四月期信匯買價應為若干?

解：四月期信匯加郵程三十天約計一百五十天，再加恩惠日三天，共計約一百五十三天，故其利息為：

$$\text{利息} = \frac{14.53125 \times 3 \times 153}{100 \times 365} = 0.1821875d$$

$$\text{電匯行市 (買價)} 14\frac{17}{32}d \text{ 等於}$$

$$14.5312500d$$

加利息

.1821875

倫敦印花稅($1/2\%$ × 14.58125)

.0072625

銀行手續費($1/16\%$ × 14.58125)

.0090820

銀行利益($1/16\%$ × 14.58125)

.0090820

匯票買價應為：

14.7388640d

14.738864d 約合 $1\frac{1}{2}\frac{23}{32}$ (等於國幣一元)

以上所稱信匯，即係本國出口商憑外國進口商銀行信用證書所發之長期匯票，倫敦信匯以四月期與六月期為最多，紐約與巴黎，大抵以四月期為最多。故匯豐所開長期買價，亦即以此數種為限。此外對印度、巴達維亞 (Batavia)、香港、新嘉坡、小呂宋及橫濱等地匯兌，除電匯外，多屬即期。上海遠期匯票除信匯外，尚有四月期與六月期之跟單押匯 (4 months' sight docts and 6 months' docts)，此係本國出口商直接對外國進口商所發之匯票，無銀行信用之保證，故其價值視信匯為差。如向銀行貼現須較信匯多貼 $1\frac{1}{16}$ 至 $1\frac{1}{8}$ ，然此祇以 D/A 為限，D/P 則祇能託收，不能貼現 (此項貼水之性質，類似保險費)。

在外國金融市場，尚有銀行長期匯票，此係銀行對銀行所開之匯票，其性質屬於金融方面，為國際間流通短期資本之工具，其信用又視銀行承兌匯票 (即信匯) 為高，故其買價大抵祇扣利息及印花稅，不取手續費。

六 各種匯票之正常差率

以上各種匯票買賣價格之計算，係以可能的成本為根據，故由此計算而得之價格，祇能視為理論的價格。實際成交之價格，雖不能與此所計算者相差甚遠，然亦不能完全符合，蓋決定成交之價，須視市面供求狀況為轉移，苟市上需求殷切，銀行決不放過機會，使其賣價超越成本之上；反之如銀行外匯頭櫃過多，市上需求清淡，亦常有低於成本出售者，此於本地週轉不靈時為尤然。惟理論價格之計算，究不失為銀行買賣外匯之指針，故吾人之研究，亦不能不以此為對象也。

理論匯價既可由上述方法計算而得，故各理論匯價間之關係，在近常情形之下，亦可規定如左；今以電匯行市為標準，說明各種匯票之差率：

(一) 電匯與即期之差率 (parity cable: demand) 電匯與即期之差率 (spread)，視外國或本國利率（如拋補在同一日期者，依外國利率，否則依本國利率）之高低及郵程之長短快慢而定。

(二) 電匯與銀行長期之差率 (parity cable: bankers' long) 電匯與銀行長期之差率視外國貼現率及（或）本地利率之高低，外國印花稅與郵程之長短快慢而定。

(三) 電匯與商業長期之差率 (parity cable: commercial long) 電匯與商業長期信匯之差率亦視外國貼現率，及（或）本地利率之高低，外國印花稅率，與郵程之長短快慢此外尚須加銀行手續費。

至若長期押匯，尚須另加貼水。

此種差率，僅適用於正常情形之下，倘外國金融狀況稍有不穩，則電匯與各種期匯之差率，將不復受此之限制，蓋對金融不穩之地所發之定期匯票，風險頗大，銀行多不願買進，故其貼現率必高，甚者無行市可言，復何有正常差率之足云？

七 以遠期匯率爲計算之基準

以上所述，銀行買賣各種匯票，乃假定以電匯現貨爲抵補，但事實上多有以電匯期貨爲抵補者，故長期匯票之購價亦可以遠期匯率 (Forward Rates) 爲計算之基準。銀行如以期貨抵補之匯率較現貨爲優，則必取期而捨現；反之，則必補現而捨期。如此當可予售者以較優之價，亦爭取營業之道也。

銀行購入長期匯票，如以電匯現貨爲計算購價之基準，乃假定同時售出電匯現貨，以爲抵補，並將購入之匯票寄往國外代理行託彼在其金融市場貼現，所得之款，以補售出電匯之數，此數原爲從其存放國外同業之結餘中付出，銀行在本地購入與售出並行，未墊款項，但以電匯先匯票而達國外，在國外帳上支出先於收回，故其墊款利息，應照國外市率計算。倘銀行無現貨在手，可以拋出期貨爲抵補。此時拋售期貨或較拋售現貨爲合算，否則向國外同業透支，須出較高之利息也。今以拋出期貨爲抵，則計算購價，自應以遠期匯率爲準。銀行購入長期匯票即須支出現款，拋出期貨，須俟交割之日，始能收入現款，在交割期限未到以前，國外帳上並無支出，故

其墊款利息，應照本國市率計算，茲設一例如左，以助說明。

如上海某銀行購入紐約四月期信匯票，電匯現貨購率八·〇二五元；一月期紐約電匯匯率為八元；紐約貼現率二釐；印花稅千分之〇·五；上海拆息合週率四釐；郵程三十天；其購率可計算如次：

電匯期貨購率.....	8.000000
票期四個月貼現息 ($8.025 \times \frac{2}{100} \times \frac{4}{12}$).....	.053300
郵程一個月利息 ($8.025 \times \frac{4}{100} \times \frac{1}{12}$).....	.026750
印花稅 ($8.025 \times \frac{1}{2} \%$).....	.040125
銀行利益 ($8.025 \times \frac{1}{16} \%$).....	.005116
長期匯票購率.....	8.125291

倘銀行以拋售電匯現貨為抵，其購率之計算當如次：

電匯購率.....	8.025000
票期四個月貼現息 ($8.025 \times \frac{2}{100} \times \frac{4}{12}$).....	.053300
郵程一個月利息 ($8.025 \times \frac{2}{100} \times \frac{1}{12}$).....	.013375

印花稅 ($\frac{1}{2}\%$)	.....	.040125
銀行利息 ($\frac{1}{16}\%$)	.....	.005116
		<hr/> <hr/>
		8.136916

由此二種計算，可知銀行如以期貨為抵，可予售者以較優之匯率，此中差別乃由於遠期升水 (Premium on forward exchange) 折合年率超過本埠利率高於紐約利率之差，倘遠期升水率與兩地利率之差相等，則無論根據期貨或現貨所計算之購率，亦必相差甚微。如上例上海利率與紐約利率之差為 $2\frac{1}{2}\%$ ，而遠期升水折合年率達 3.74% 。是即銀行購現售遠，在遠期升水所得之利益超過於其在本地所犧牲之利息。故最高限度，彼可以出八·一二五二九一之購率。

銀行計算即期匯票購率，亦可以遠期匯率為基準。茲就上例所舉數字，計算即期購率如次：

電匯期貨購率	.....	8.000000
郵程一個月利息 ($8.025 \times \frac{4}{100} \times \frac{1}{12}$)	.....	.026750
即期匯票購率	.....	<hr/><hr/>8.026750
電匯購率	.....	8.025000
郵程一個月利息 ($8.025 \times \frac{2}{100} \times \frac{1}{12}$)	.....	.013375
即期匯票購率		<hr/> <hr/> 8.038375

銀行計算匯率，以現貨爲準，或以期貨爲準，何者能予售方以較優之價？以下述原則定之：如國內利率高於國外利率之差不及遠期升水折合年率時，或國外利率高於國內利率之差超過遠期貼水（Discount on forward exchange）折合年率時，則基於期貨匯率計算而得之購價，較有利於售方；反之，如國內利率高於國外利率之差超過遠期升水折合年率時，或國外利率高於國內利率之差不及遠期貼水折合年率時，則基於現貨匯率計算而得之購價，較有利於售方。外匯期貨原理，詳見第三編。

本章參考 *Lytle H. E.: Practice of Foreign Exchange pp. 33—40*

Furniss E. S.: Foreign Exchange pp. 84—96

Escher F.: Modern Foreign Exchange pp. 21—30

第十八章 紙幣之匯價理論

引言——購買力平價說——購買力平價說之批判——活動金平價說——國際收支說及其批判——匯兌
評價說與匯兌心理說及其批判

一 引言

金本位制之所以能穩定匯價者，乃在國際收支之自動調整。現金之輸送，在國際收支之調整機構中，僅處於輔助地位。凡此云云，惟有在國際信用機構，不出常軌時爲然。如果國際信用一旦中斷，則黃金與實物，勢必成爲惟一之國際支付手段。當歐戰爆發以後，參戰各國先後放棄金本位（即禁金出口或紙幣停兌），其目的即在保全黃金，以供向外購買軍需之用；同時因赤字預算之膨脹，紙幣發行激增，現金準備已不能維持法定比例。金本位制存在之種種條件，皆因戰事之爆發而破壞，故金本位之停止，實爲必然之結果。於是物價高漲，匯價跌落，其中當以德、奧、俄、法、義諸國爲尤甚，戰事結束以後，貨幣跌價之勢，反愈演愈烈。俄之盧布，德之馬克，其終極等於廢紙，自戰事爆發，幣制破壞以至戰後金本位之重建，其間匯價之漲落，顯已超越常軌，在金本位制之下，匯價之漲落，以金平價爲軸心，今一旦失此軸心，匯價之漲落，其將以何者爲歸宿乎？約舉之，可得五說，即購買力平價

說、活動金平價說、國際收支說與匯兌心理說，及匯兌評價說，茲分述於後。

二 購買力平價說

購買力平價說 (The theory of purchasing power parity) 始見於一九一八年十二月倫敦皇家經濟學會 (The Royal Economic Society) 發行之經濟雜誌 (Economic Journal) 中卡塞爾教授 (Prof. Cassel) 「外匯之反常變動」(Abnormal Deviation in Foreign Exchange) 一文。在其提交國際聯盟之兩備忘錄 (Two Memoranda to the League of Nations) 亦即以此說爲立場。(此兩備忘錄成於一九二〇年及一九二一年。) 惟備忘錄乃係對少數專家，陳述意見，其所論至爲簡賅，故於一九二二年又出版「一九一四年後之貨幣與外匯」(Money and Foreign Exchange After 1914) 一書，以供一般人之參考。此說一出，議者蜂起，成爲當時經濟論爭之焦點。此說破綻雖多，然其在貨幣學上之貢獻，實屬不可磨滅。

卡氏首謂自戰事爆發以後，匯價變動，逸出常軌，各國貨幣，失其聯繫。其間匯價究竟如何決定？舉世莫得一清晰之觀念。世人僅知以供求之變動爲解答，而不能把握此問題之中心，此實由於彼等尙未發現，或甚至不願發現此供求之對象——被買賣之物——本身業已與前不同。如一橘之價，因腐爛跌落三分之二，則言者必將直捷了當，指出其跌價之原因，而不復假道於供求矣。奈何對於貨幣之認識，明知其信用已經搖動，獨拘泥於一克郎那 (Krona 瑞典幣名) 仍爲一克郎那，一鎊仍爲一鎊之觀念，因此一念之橫互於中，遂使匯價跌落之癥

結，不能顯現於世。現在吾人所欲剖視之問題，即爲吾人對於外國貨幣何以有需要及該貨幣本質之變更，對於其需要，有何影響？

吾人所以需要外幣者以其可以購買外國商品及勞務故也。反之外國需要吾國之貨幣，亦以其可以購買吾國之商品及勞務。故吾人以本國貨幣與外國貨幣交換，即等於以本國之購買力交換外國之購買力。因此，以本國貨幣表示之外幣價值，要視此二種貨幣相對的購買力而定。

於此吾人對於二國間匯價之決定，已把握其基本原則。但此不過對於匯價問題提出一個粗略的解答。事實上持有外國貨幣者并非即有直接獲得外國商品與勞務之權力，因此權力之行使，必將遇到各種困難。即在戰前安定時期，匯價亦不能完全代表二國購買力之比率。由於二國經濟狀況之不同，特別是運輸與關稅，足使正常匯價離開二國購買力之比率（詳後）。但如假定A、B二國有正常之自由貿易關係，此二國之貨幣自將成立一種正常匯價。如任何一國貨幣之購買力不變，則除微弱之漲落外，二國間之匯價亦將保持不變。今如A國通貨膨脹，其貨幣之購買力，因以低落，則A國貨幣在B國之價值亦必爲等比例之低落。倘B國通貨同時膨脹，其購買力亦告低落，則A國貨幣在B國之價值，將與B國貨幣購買力之低落爲反比例之提高。例如A國物價指數由一〇〇升到三二〇，B國物價指數由一〇〇升至二四〇，則以B國貨幣表示之A幣新匯價，將爲舊匯價的四分之三。由此吾人當可抽釋一定律如次：當二國通貨同時膨脹，其正常匯價將等於舊匯價乘二種通貨膨脹程度之比率。設以 R_1 代表基期或正常時期之匯價， R_2 代表通貨膨脹以後之匯價， P_A 代表A國貨幣之購

買力（亦即A國物價指數之倒數） P_B 代表B國貨幣之購買力，則以B國貨幣表示之A幣新匯價，可以按照下列公式計算之：

$$R_2 = \frac{P_A}{P_B} \times R_1$$

由此計算而得之 R_2 即為新的正常匯價亦即所謂購買力平價。實際上之匯價常與購買力平價發生差異，在轉變期中，此差量且甚大。惟匯價之變動常依附於購買力平價。（註一）一若在金本位制之下，匯價之變動依附於金平價也。故購買力平價可以視為脫離金本位後匯價變動之軸心，金平價則為在金本位制下匯價變動之軸心，所不同者，金平價為一固定之軸心，而購買力平價則為一活動之軸心耳。大戰以後，各國無不感受通貨膨脹，惟膨脹程度有深淺，是各國之購買力平價，業已大異於前。恢復戰前平價，勢不可能，苟強為之，則膨脹程度較深之國，必須採取通貨緊縮政策，壓低物價水準而後可。然國內工商界，於瘡痍未復之秋，何堪再受壓迫？通貨緊縮，不啻經濟自殺。故卡氏於其致國聯備忘錄中，反對恢復戰前平價，而主張按照當時購買力平價，穩定匯率。日內瓦會議之決議案（不主張緊縮政策及恢復舊平價）受卡氏建議之影響實大。後來各國恢復金本位，頗有割低戰前之平價者。例如法國在一九二八年所恢復之金法郎，代表重六五·五密里格蘭姆（milligrams）成色〇·九六黃金，而戰前之金法郎則為重三二二·五八密里格蘭姆成色〇·九，因之對英金平價自二五·二二五法郎（合一金鎊）改成一二四·二二法郎，對美金平價自五·二法郎（合美金一元）改成二五·五二法郎，是改定後之新平價僅及戰前平價五分之一，換言之即將法郎價值減低至戰前五分之一是也。此新平

價減低至五分之一之由來，乃完全以「事實上安定」(Stabilization de facto) 期間法郎匯價爲標準，例如當時對英匯價爲一二四·二法郎，新平價之決定，卽以此爲標準也。

卡氏於指出購買力平價爲匯價變動之軸心外，又解釋匯價離開購買力平價之種種原因。卡氏首謂當戰事初起，國際貿易尙有若干自由之時，匯價與購買力平價，接近甚密。往後敵國之間，互相封鎖，匯價乃脫離購買力平價而變動。在限制輸出甚於限制輸入之國，可使其匯價低於購買力平價。反之在限制輸入過於限制輸出之國，可使其匯價高於購買力平價。例如當戰事初起時，美國之通貨膨脹自較瑞典爲輕，美金對瑞典之購買力平價必超過於舊平價（一元等於三·七三克郎那）。但至美國對瑞典之輸出限制最嚴之時，美匯反跌至二·五五克郎那。當限制取消以後，美匯復告上漲，至與其購買力平價相等，有時且高過之。反之，一國嚴限進口，足使其匯價超過購買力平價。例如戰時各國嚴禁奢侈品及非必需品之進口，其影響所及，可以減少外匯之需要（或本國貨幣之供給），提高本國貨幣之匯價。復次，一國匯價之跌落，固可低過於其購買力平價，但如出口不加阻礙，則本國幣價之低估，終必增加其需要，抬高其匯價，因其匯價低於購買力，用以轉購本國之商品，至爲合算也。在另一方面，如匯價高於平價，而進口不加限制，則其匯價亦將回落，故在國際貿易無障礙時，匯價之漲落，仍有自動的矯正作用，對於購買力平價有向心力。故國際貿易之障礙，實爲匯價離開購買力平價之主要原因。

其次，通貨之跌價常係表示其對內購買力低落之貶謫的預測。國際上見貨幣跌價之國，財政收支，猶未平衡，膨脹過程，方興未艾，於是對於此種通貨，低估愈大。第三，一國通貨之價值，亦可因匯兌投機而低於平價，論者

對於匯價之劇烈變動，常歸咎於投機，其實平心言之，匯兌投機有時反有平準作用，不能謂其有百害而無一利。第四，促成一國通貨之價值低過於其平價者，莫過於出售貨幣於國外，作為獲取外匯之手段。此可以德國為代表，德國於戰事結束以後，負擔鉅額賠款，但戰後瘡痍滿目，工商凋敝，無貨物可供抵償，乃輸出大量紙馬克，不顧任何價格，在國外市場出售。因之馬克之價，傾跌日甚，同時為防止此項出售之馬克，流回本國，前來購買僅有之糧食與原料起見，乃禁止出口或特別提高出口品之價格。於是馬克之國際價格，益不堪問矣。然馬克之流回，終於無法杜絕，國內之膨脹，亦迄無止境，故馬克之購買力平價，亦日趨下降。惟其匯價，仍被低估，此實由於馬克在國際上之信用，已頻絕境，無挽救之勢故也。第五，上述從二國物價指數計算而得之購買力平價，乃係假定一國物價之上漲，對於所有物品之影響均屬一致。如此假定條件，不成事實，則實際匯價，亦必脫離購買力平價。例如A國物價之高漲，對出口物品之影響特別重大，易言之：出口價格較一般物品為高，則A國之匯價，必將低於依照一般物價指數計算而得之購買力平價。譬如戰後英國之煤價高出於一般物價之上者為時甚長。當時鎊匯價略低於其對內之購買力，此亦為一重要原因，蓋煤為英國之重要出口品也。

按卡氏以一般物價指數計算購買力平價一點，最受批評者之指謫（詳後）。但卡氏仍不變其初旨，反對以出口物價指數為計算平價之根據。此點在卡氏之立場，當然不能放鬆，蓋出口物價，不能用以代表一國貨幣之購買力也。一國之物價結構，（註二）不但進出口價格在特殊情形之下，有脫幅之時，即其他各種物價，亦能發生不協調之變動。故以一般物價指數計算之平價，不能與實際匯價保持密切關係，自所不免，惟有從匯價變動

之長期趨勢以觀，當可發現由一般物價指數計算而得之平價，最能代表正常匯價。倘一國貨幣之實際匯價低於此正常匯價，則為低估 (undervalued)，反之則為高估 (overvalued)。此之所謂正常匯價，非指戰前之匯價而言，此正常匯價可以高於戰前匯價，亦可低於戰前匯價。味者不察，仍以戰前匯價為比較之標準。彼之所謂匯價之高低者，乃對戰前匯價而言，此在各國官方亦抱同一見解。例如一九二一年英國之工業保護法 (The Safeguarding of Industries Bill) 即認為各國貨幣之對英匯價已較戰前跌落三分之一，此法即為防止進口貨之競爭而公布。當時各國擬定商業政策，皆以此一見解為立場，何其謬也！苟各國之匯價相當於購買力平價，何至於影響國際貿易之順逆？如果國外物價水準高漲或國內物價水準低落，外匯之跌價，並不能阻止一國之出口。反之，外匯之漲價，如相當於其購買力平價，亦不能鼓勵一國之出口。同樣，外幣之跌價，不定即為鼓勵進口。匯價之高低，除與購買力平價對比外，實無意義可言。惟有匯價離開購買力平價以後，國際貿易之順逆，始有轉變之可能。茲設一例以明之，假定英美兩國間之貿易，祇憑軋帳，禁止輸送現金。但貿易則係絕對自由，一無阻礙。又假定兩國貿易正處於均衡狀態，一英鎊在英國平均所能購買之物品，四倍於美元在美國所購買者，則英美之購買力平價或正常匯價當為一英鎊等於四美元。今如實際匯價為四元五角（合一英鎊），是美元在英國之匯價為低估，而英鎊在美國之匯價，則為高估。其影響所及，將不利於英之出口，或美之進口，而有利於英之進口或美之出口。美國之進口商購買一千鎊之英貨，祇值美金四千元，今須出四千五百元之價，方能購得一千鎊之英匯，以清償貨價，豈不大受損失？反之，美國之出口商採辦四千元之美貨，運至英國，可以變賣一千鎊，而一

千鎊之英匯在國內可售四千五百元，獲利豈不甚厚？結果，英匯在美國之需要必減而其供給必增，反之，美匯在英國之需要必增而其供給必減，於是英匯跌而美匯漲，復接近於購買力平價。今如美國因通貨膨脹，物價漲高一倍，美元匯價隨以跌落一倍，由四元而變為八元（合一英鎊），此項匯價之變動，乃由於購買力本身之變動，其影響不致於轉變國際貿易之順逆，至為明顯。倘美匯僅由四元跌至六元，則英國之出口不但不受阻礙反而獲得獎勵，其進口則適得其反。彼一見外匯之跌價即以為不利於本國之對外貿易，抑何所見之淺也。

實際匯價與購買力平價，雖能自動地互相矯正，但此矯正作用之進行，或需經過一久遠之時期，尤其在促成匯價低估之勢力，甚為堅強，且繼續活躍之時，在此一時期之內，二國間之工商業，將受匯價失調之擾亂。當一國之通貨繼續低估之時，進口貿易將遭遇極大之困難，至其極并最主要之消費品與原料，亦難獲得輸入也。在通貨高估之國，則將受進口貨傾銷之威脅，而出口則一蹶不振。歐洲大多數國家曾遭德國馬克低估之擾亂，德國本身所受之痛苦尤深。其他各國之通貨，因低估或高估所引起之影響，亦頗顯著，惟不及馬克情形之嚴重耳。探索匯價與平價離差之原因，無論在實際上或理論上均屬重要。救濟匯價離差之不良影響，當從其發生之原因糾正之。若徒事堵截，祇有益增國際貿易之困難耳。戰後各國為預防馬克低估因而造成德貨之傾銷計，紛紛提高關稅，限制德貨進口，以保護本國工業。殊不知德國於戰敗之餘，元氣未復，正感物資之缺乏，不願出口之增加，馬克之低估，不但不為德國所歡迎，而反提高出口價格以自保。別國限制進口，而德國反限制出口，有此二種影響，遂使馬克低估之程度愈深，馬克愈低估，則各國必將愈增其關稅，於是馬克之匯價，愈趨愈低。夫馬克低估

之主要原因，乃在鉅額賠款之支付。如欲抵補此支付差額，德國必須輸出大量物品，在國外市場，貶價脫售。其結果將使各國生產，被其擾亂。故卡氏以爲各國如欲避免此惡果，惟有減低德國之賠款負擔，方爲正本清源之計。

美國關稅委員會 (The United States Customs Commission) 對於戰後各國匯價之跌落及其對於國際貿易之影響，曾作一詳盡之調查報告，題爲「匯兌跌價與國際貿易」 (Depreciated Exchange and International Trade)，在一九二二年出版於華盛頓。此報告書之意見，完全以購買力平價說爲依據，并將英鎊、法郎及馬克對美金之購買力平價，與實際匯價，自一九一九年一月至一九二一年九月之按月平均數，作一極有價值之統計。從此統計中，可以看出英鎊與法郎在一九一九年初，當政府維持外匯政策尚未停止之時，均屬高估。往後英法實際匯價即告下降，至一九二〇年法郎且一轉而爲低估。在一九二一年英鎊上下於購買力平價，法郎仍在平價之下。至於馬克在一九二〇年低估殊大。一九二一年上半年馬克匯價僅及平價三分之二。惟美國於一九一九年末，物價飛漲，至一九二〇年五月而達頂點。過此便急遽下降。實際匯率不及與美金跌價（指物價高漲）相呼應。

美國報告書又證明標準國際商品（如麥、銅、棉花等）在各國之價格，最能適應匯價，即使通貨低估特甚之國其出口品之價格，亦不能過低。易言之，此種國際商品除運費及他種人爲限制外，在全世界有同一之金價。然時尚品及特殊食品等，缺乏國際市場，其市價就地方情形定之，不與他國類似物品之價格有關，甚難與匯價之變動相適應。中歐諸國常將此種特殊商品，以極低之美金價格出售。美國進口商從德國購入美金一元之貨，

在本國可售美金二元，即此故也。報告書又謂德國生產者因本國工資低廉，在國際市場上，佔先不少，蓋工資之提高，決不及馬克跌價之速也。不過德國之競爭力量，并不如設想者之大，一則因戰後物資缺乏，二則出口品價格遠較國內物品為高，甚至有若干出口品之輸出為政府所禁止。故德貨在國際市場上之競爭，不及如設想中之利害。

報告書結論乃謂樹立關稅壁壘以抵制外匯跌價，必將招致嚴重困難，調整匯價與平價之事，視各國之情形而不同。即在一國之內，亦須視其商品之性質而定。故特種保護關稅之實施，必須注意此點，且常須依照匯價與物價之矯正過程而修改之。

該報告書統體足稱完善。惟在理論方面，似有一含糊之點。彼以為購買力平價係建立於兩國間物價水準絕對高度之比較（見該報告第一——二頁）實屬誤會。所謂購買力平價者不一定相當於兩國絕對物價水準之比率。其間可以發生差量，雖在兩國物價水準升高以後，此差量亦將永久存在，乃該報告書認此差量為無足重輕，殊屬非是。

綜上所述，卡氏之購買力平價說可以分為二部份：第一為絕對部份（The positive part）；第二為相對部份（The comparative part）。前者為在一時間內，所決定之平價，後者為在各時間內平價變動之比較。先就絕對部份言之：

（一）不兌換紙幣之對內購買力，反比例於其數量。此一論點，完全以貨幣數量說為根據。故購買力平價說

實為貨幣數量說之補充，蓋後者祇解釋貨幣之對內價值（物價），前者乃引伸之而解釋貨幣之對外價值（匯價）。

(二) 不兌換紙幣之對外購買力，即其在他國之購買力等於以外國貨幣在此國之購買力乘此二國貨幣匯價之積數。如以 M_A 代表 A 國之貨幣， M_B 代表 B 國之貨幣， P_A 代表 A 國貨幣之對內購買力， P_B 代表 B 國貨幣之對內購買力。如此則 P_B 為 A 國貨幣之對外購買力，（反之 P_A 則為 B 國貨幣之對外購買力）因：（註三）

$$\frac{M_A}{M_B} = \frac{P_A}{P_B}$$

$$\text{故 } P_B = \frac{M_B}{M_A} \times P_A$$

一國貨幣依匯兌率購得外國貨幣，復依外國貨幣之購買力取得外國貨物，即為此國貨幣在外國之購買力。

(三) 由於貨物之運費，關稅及其他關係，貨幣之對內購買力與對外購買力，永遠不能相等。故實際上之購買力平價與理想中之購買力平價，必有一差數。因之實際上之購買力平價當為：

$$\frac{M_A}{M_B} \times K = \frac{P_A}{P_B}$$

$$\frac{M_A}{M_B} = \frac{P_A}{P_B \times K}$$

如以 $\frac{M_A}{M_B} = R$

$$R = \frac{P_A}{P_B \times K}$$

K 即代表上述之差量。

(四)倘 A 國之貨幣購買力 (P_A) 提高, 而 ($P_B \times K$) 與 R 不變, 則 B 國進口商必紛紛向 A 國辦貨, 結果 R 與 P_B 之值, 將被壓高, 而恢復其均衡關係。K 為固定因素, 故可不計。

至於購買力平價之相對部份, 亦可以算式表示如次, 假定以 1 與 2 代表二時期, 則:

$$R_1 : R_2 = \frac{P_{A1}}{P_{B1} \times K_1} : \frac{P_{A2}}{P_{B2} \times K_2}$$

如果 K 不變, 則 $K_1 = K_2$

$$R_1 : R_2 = \frac{P_{A1}}{P_{B1}} : \frac{P_{A2}}{P_{B2}}$$

如果 B 國之物價水準不變, 而 A 國發生通貨膨脹, 則:

$$\frac{P_{B1}}{P_{B2}} = 1$$

$$\frac{R_1}{R_2} = \frac{P_{A1}}{P_{A2}}$$

購買力平價說之理論基礎為貨幣數量說，正常匯價乃決定於二國貨幣購買力之比較。貨幣購買力則又決定於貨幣數量，故其變動過程為通貨膨脹——物價提高——匯價跌落。

(註一) 關於匯價與購買力平價之比較統計，當以一九二二年美國關稅委員會之調查報告 *Depreciated Exchange and International Trade* 為最詳備。

(註二) 安吉爾 (J. W. Angell) 氏謂一國物價結構由進出口與國內三種物價組成 (見其所著 *The Theory of International Prices* p. 375)。但吾人亦可從其他觀點分析一國之物價結構，如農產物價、礦產物價及製造品物價，批發物價與零售物價等類。

(註三) 此處 M_A 與 M_B 代表購買力之單位，隨 P_A 與 P_B 之大小為伸縮。

三 購買力平價說之批判

購買力平價說之內容，大致已如上述，此說雖為近世貨幣理論上一大貢獻，然其不能解決之問題，仍屬不少。故抨擊之者，頗不乏人。

第一，實際匯價與購買力平價，常有顯著之分離。此點卡氏亦承認之，彼且解釋其分離之種種原因，最後乃謂購買力平價，惟在長期趨勢上與匯價有密切關係。短期間內，平價與匯價未必互相依隨，此與費喧 (Irving Fisher) 教授解釋貨幣數量與物價之關係，如出一轍。然短期變動與實際問題之關係最密。此說既不能解釋匯價之短期變動，其價值未免因此減少。

第二，因 K 之存在，永不能得一真正之購買力平價。此尙不足爲此說害。蓋如 K 爲一常數，則相對的購買力平價，不致受 K 之牽制，然而事實上， K 決不能歷時不變，運費關稅等項，雖較固定，但祇以常態時期爲然；即在常態時期，各國亦常有修改稅則等情。然 K 所包含者不僅關稅運費，進出口物價與一般物價之分離，亦當加入在內。就測計一國貨幣購買力之立場言，固不能不以一般物價指數爲尺度，但如進出口物價與其他各種物價之變動不一致或甚至相反時，則貨幣之對內購買力與對外購買力，必將發生差別，此差別實爲一遊移不定之因素。其變動之大小，視國內外貿易之比例而定，如國外貿易之數量甚小，則 K 可以發生極大之變動。例如A國對B國出口之小麥，需要突然增加，則小麥之價格可以超過一般物價以上。A國貨幣之對外購買力將低於對內購買力。此點爲萬納教授（Prof. Viner）對卡氏辯論時所提出。卡氏答辯中承認匯價不但決定於購買力平價，亦決定於進口貨之需要狀況。不過彼認定物價之變動如其原因在貨幣方面，則各種物價所受之影響，大致相同。故通貨之膨脹或緊縮，於 K 不致發生永久的影響，蓋如消費者之嗜好與生產技術無甚變動，匯價之漲落，不足以根本改變國貨與舶來品之相對需要。且在通貨劇烈膨脹時，此相對需要之影響，必不能發生若何作用。蓋此時匯價之變動，全爲通貨膨脹之勢力所掩蔽故也。哈勃羅教授（Prof. Haberler）曾爲卡氏辯護如此。

（註1）

第三，此說以一般物價指數爲測計貨幣購買力之尺度，從而比較兩國之貨幣購買力，此點在物價指數本身，亦有許多問題，不能解決。所謂一般物價指數者，大抵綜合批發及零售或生活費指數而成。批發物價指數包

括原料、半製品及糧食等品，而多屬國際性質，以之計算購買力平價，宜其與匯價有高度之相關，然經事實證明，在通貨膨脹進行之時，匯價與平價，仍可發生長時間之分離（註二）至若零售物價或生活費指數之升降與匯價，更有分離之可能。大抵富國之零售物價水準較貧國為高，蓋前者之勞務費用較後者為高貴，此外如營業稅之負擔，亦屬前者多而後者少。凡此種種皆足使各國零售物價指數之變動不能如批發物價指數之一致也。其次，各國物價指數所包括之商品，多寡不同，品質亦異，即使大宗產品（*Wholesale Goods*），亦不能完全標準化。故各國一般物價指數內容之參差，實為無法統一之事。以二種內容不同之數字互相比較，為統計上之所忌。此外如欲比較二國之物價指數，必須選擇一共同之基期，在此基期內，認定二國之物價水準，處於均衡狀態，其匯價正相當於其購買力平價。例如英美二國之物價指數，以一九二八年作為基期，指數一〇〇，此時之匯率，認定其為正常匯率，以後二國物價指數如有升降，則此正常匯率，亦必隨之而有變動，譬如英國物價指數在一九三二年由一九二八年之一〇〇跌至九〇，美國在同一期間由一〇〇跌至六〇，則以美金表示之英鎊正常匯率，應減低三分之一。在基期之匯價是否代表正常匯價或相當於購買力平價，姑置不論，但以後如K發生變動，此二種物價指數之升降，是否仍可互相比較，藉以決定正常匯率？其問題即在於此。吾人且假定一最簡單之情形：如二國所有物品均屬國際商品，并暫置運費於不顧，在二時期內，二國個別物價既屬相同，物價水準，自必一致。但物價指數所包括之各種商品，以其有重要與否之分，故必須以其生產量、貿易量或消費量為權數，與其價格相乘，藉以分別其輕重。倘二國物價指數之加權，一有差別，則物價指數，亦必因之而異，事實上各種商品在各國之

地位，決不能完全相同，譬如米在亞洲為重要商品，在歐、美則否。各種商品在物價結構中所處之地位，不但因地而異，亦且因時而異。故其權數亦須隨時更換。此又為比較二國物價指數之一大困難。

第四，此說對於國際收支之無形項目，如資本之移動，業務及投資收入等項，顯然未加計及。然此等無形項目對於匯價之決定，其影響亦不可謂小。且所謂正常匯價者，應為正常供給 (Normal supply) 與正常需要 (Normal demand) 均衡時之匯率。外匯之正常供需，不僅為商品之進出口，其他無形項目，自亦包括在內。故外匯供求之調節，不僅限於商品之移動，其他無形項目，亦有極大關係。否則長期入超之國（如中國）之匯價，必須永遠高於正常匯價而後可，然此為事實上所必無，故以購買力平價解釋正常匯價，似嫌不足。

第五，此說以貨幣購買力之變動為因，匯價之變動為果，亦非盡然。據安吉爾教授 (Prof. Angell) 之研究，(註三) 戰後英國之匯價先跌，物價繼漲，終則紙幣之流通數量增加。惟德法之情形確與此說相符，即先由通貨膨脹，物價騰貴，匯價跌落，往後則因果相循，陷入惡性循環 (T_ra vicious circle) 而不能自拔。自一九三七年來，中國之匯價低落與物價高漲，亦屬前者先於後者。雖擁護是說者如凱因斯氏亦不能不承認在某種情形之下，匯價將變更購買力平價，(註四) 但彼仍以此為短時期之現象，匯價最後決定之因素，仍為貨幣之購買力。

第六，反對此說者，又舉匯兌與貿易統制為例。如各國實施匯兌與貿易統制，可使各國物價水準，隔離甚遠，無均衡之可能。在此種情形之下，匯價與購買力平價，將根本失其聯繫，但卡氏及其他正統派學者認此為反常現象，自由貿易為人類經濟活動之根本傾向，以其為國際分工之必要途徑，日後必將恢復也。即在匯兌統制之

下，購買力平價作用，亦不能完全消滅，統制匯兌之國家，常發現外匯黑市，此正由於人造匯率 (artificial rate of exchange) 與購買力平價脫節之故。(註五)

購買力平價說，雖有種種缺陷，然其影響之大，無可諱言。此說不但在學理上成爲討論之中心，即各國金融當局，在決斷其貨幣政策時，亦不能不予以嚴重之注意。

此說在英美方面，頗得一般學者之擁護，主張貨幣數量說者如凱因斯、丕固 (A. C. Pigou)、費暄諸家，均爲此說張目。凱因斯以爲此說之精義在其認定以貨幣之對內購買力表示幣值，在長期趨勢上，實較市場匯率爲可靠。蓋對內購買力能迅速反應一國之貨幣政策，而一國之貨幣政策正爲該國幣值之最後決定因素。(註六) 丕固教授對於此說雖有批評，但在原則上完全接受。渠以爲此說祇有相對部份可以適用，絕對部份，並無用處。(註七) 此外如肯南 (E. Cannan)、格利高來 (T. E. Gregory)、羅勃正 (D. H. Robertson) 諸家亦皆接受此說。(註八) 在美國方面，反對者較多，安特遜博士 (Dr. Anderson) 幾無一處不加抨擊，安氏本爲數量說之反對者，由數量說產生之平價說，自在其排斥之例也。(註九) 安氏舉一八六二年——一八七九年美國之實例，證明物價隨匯價而變動，并非物價決定匯價。斯各脫 (Scott)、海潑褒姆 (Hepburn) 及衛靈姆斯 (Williams) 諸氏亦作類似之批評。(註十) 衛氏以爲自一九一四至一九一九年之間，歐洲正遇通貨及匯兌之跌價，而有大暈商品之輸入。此與購買力平價說，顯屬相反。其故乃由於歐洲諸國在此期間大批舉債，以購軍需。戰後一九二一年五月至十一月德國正當馬克匯價大跌之時，進口反形增加。此因政府統制出口，并由於德國國外貿易性

質之特殊，在其出口（大都爲工業品）增加以前必須增加進口（大都爲原料）。然其主要原因乃在德國人民對馬克失去信用，爭購貨物，遂使出口愈加減少。因此衛氏指出通貨跌價雖可鼓勵出口，但如跌價過度，反足以阻止出口。蓋通貨跌價過度，將失去人民之信用，造成購買競爭，故反而無貨可以出口，有之亦將以外幣標價，以免通貨再跌之風險也。衛氏最後乃謂一九二一年馬克之崩潰，不在紙幣之激增亦不在預算之不足，而在賠款之壓迫。故馬克崩潰之程序爲賠款——匯價跌落——進出口物價高漲——國內物價高漲——預算不足——發行激增。（註十二）衛氏之論當可歸入國際收支說一派。（以上三節轉錄拙著「匯價反常變動之二種解釋」財政評論第二卷第四期）

（註一）Haberer, G. V.: The Theory of International Trade, p. 37.

（註二）Haberer, G. V.: op. cit. p. 62.

（註三）Angell, J. W.: op. cit. pp. 427—450

（註四）Keynes, J. M.: A Tract on Monetary Reform, London, 1923 pp. 105—116

（註五）Cassel G.: Money and Foreign Exchange after 1914 p. 164. G. V. Haberer, op. cit. p. 38.

（註六）Keynes, J. M.: op. cit. p. 105

（註七）Pigou, A. O.: Essays in Applied Economics, p. 166.

（註八）E. Cannan 著 The World's Monetary Problem (Annals of the Academy of Political and Social Science 1920)

Gregory, T. F.: Foreign Exchange, Oxford, 1921 pp. 81—83

Robertson D. H.: Money 1922, p. 137.

(註九) E. M. Anderson 之說是其所著 *The Value of Money 1917*, 及 *The World Monetary Problem* pp. 265—273.

(註十) 諸氏之文亦見 *The World Monetary Problem* J. H. Williams, "Foreign Exchange Under Depreciated Paper", *Journal of the American Bankers' Association*.

(註十一) J. H. Williams: "Foreign Exchange, Prices and International Trade" *Annals, American Academy of Political and Social Science* 1920 pp. 201—209 "German Foreign Trade and the Reparation Payments" *37 Quarterly Journal of Economics*, 1922 pp. 487—493.

四 活動金平價說

此說創始於一八〇九年理嘉圖(D. Ricardo)對英國紙幣跌價問題之意見(見理氏所著 *The High Price of Bullion, A proof of the depreciation of bank notes*) (註一)當時英國與拿破崙戰爭,增發紙幣,停止兌現,結果紙幣跌價,理氏謂金銀為國際間一般承受之支付手段,在金本位國間可按其貨幣中所含生金銀之成色與重量而求得其匯兌平價,匯價之漲落不能越出現金輸送點以外,若在跌價貨幣或不兌現紙幣之國,則匯出匯款所付金額及運送費,雖仍與在金本位時相同,然所付紙幣數額,則須較多,其應多付之數,視此種紙幣跌價之程度而定。

高森(V. Goschen)繼之而充其說,彼以為貨幣跌價之國之匯票價格,除一般因素如國際借貸,金融市場等外,大部份決定於生金對跌價紙幣之升水,在發行不兌現紙幣國家,金貨不復作流通工具,而降居於一般商

品之列，金貨不復爲價值標準而反爲另一價值標準所計量，由於此一新的價值標準之成立，一切商品價格，乃發生變動，金貨亦受此同一影響，當紙幣發行過度之時，一般物價，隨以上漲，黃金以紙幣計算之價，亦必同漲，假如奧國政府增發紙幣以致奧幣跌價，則奧國金價必將上漲，一金鎊所能購買之奧幣，亦將視前爲多。但高森同時又以紙幣之購買力爲決定匯價之因素，故其結論謂一國匯票價格之變動與一般物價——金貨在內——因通貨跌價所引起之變動成比例；換言之，匯票價格之變動與紙幣之貼水或黃金之升水成比例。倘黃金禁止出口，或不准買賣，則兩國紙幣對黃金之比價，即不能決定匯價，匯價之決定，惟視供求而已。（註二）

理嘉圖與高森之說可名之曰「黃金升水說」(Theory of premium on gold)此說在現代國際匯兌上仍有其相當之價值，蓋黃金迄未失其國際通貨之地位，不兌現紙幣國家之對外收支差額，仍須以黃金爲抵補。英國在一九三一年放棄金本位之意義僅爲解除其按七十七先令十辨士半之價格（每一標準盎斯）無限制兌付黃金之責任，在此次外匯管理以前，未嘗廢止黃金之自由買賣。美國放棄金本位後，一面宣布黃金國有一面則以提高金價爲貨幣貶值之表示，法比等國之一再貶低幣值，亦無不然。高森氏謂不兌現紙幣國家之金貨，不復爲價值之標準，實則金貨並不降居於一般商品之列而反成爲太上貨幣矣。故以金價表示幣價實較以物價表示幣價爲單純簡易；以一國紙幣表示之金價與別國紙幣表示之金價，求算二國之匯兌平價，亦較購買力平價之意義爲明確，即使禁金出口，或不准自由買賣，人們對於黃金之評價亦足以反映紙幣跌價之程度；況購買力平價說，以自由貿易爲基礎，今使用不兌現紙幣之國家，孰有不採貿易與匯兌統制政策者乎？

購買力平價說與活動金平價說共通之點，有二：第一，二者均以通貨膨脹爲因，匯價跌落爲果，第二，二者均偏重於匯價之質的變動，易言之，即注重於貨幣本身之健全與否，近世學者如費暄、凱因斯及恩述格均倡導此說。（註三）

（註一）理嘉圖原爲購買力平價說創始者，但僅有此說之意而未定其名，定其名者爲卡塞爾教授。

（註二）Goschen, V.: *The Theory of the Foreign Exchanges*, 3rd ed. London 1920 pp. 59—72

（註三）Einzig P.: *Monetary Reform In Theory and Practice*, London 1936 Ch. 22

五 國際收支說及其批判

外匯之供給與需要，基於國際收支。國際收入爲外匯供給之來源，國際支出，則爲外匯需要之所本。價格決定於供求，原爲一般經濟之法則，故正統學派解釋匯價之變動，僅以說明匯票之供求狀況爲限，理嘉圖、密爾（John Stuart Mill）、馬歇爾（A. Marshall）、陶述格（F. W. Taussig）諸氏以及著有專書者之高森、豁爾（F. A. C. Whitaker）、克洛斯（I. B. Cross）、埃休（F. Escher）、斯包爾定（W. F. Spalding）、福鐸斯（E. S. Furniss）諸氏，均以國際收支之各種項目爲匯價變動之基本因素，諸氏立論，皆在金本位時代，故彼等對於匯價祇須分析其量的變動爲已足，其間有若干時期各國因戰事關係而發行不兌現紙幣，以致國際匯市陷於混亂狀態，故彼等除少數人外，對於不兌現紙幣之質的變動，亦未嘗不加注意，因之在同書之內，論及不兌現紙

幣之匯價時，另以黃金升水或購買力平價為解釋，但亦有以國際收支說為一貫之解釋者，是可以陶述格氏為代表，茲略述其說如次（註一）

假定英美二國均採紙幣政策，惟其紙幣數量之膨脹與收縮有度，國內物價，決定於通貨數量，通貨數量不變，則物價水準亦不變。假定英國通貨數量如舊，美國通貨增加一倍，則美國物價水準亦提高一倍，對英匯價如原為一鎊等於五元，今則一鎊等於十元，如兩國貨幣狀況不變，則此匯率，亦可維持如常。此時乃假定兩國收支完全處於平衡狀態；今如英國貸予美國以鉅額資金，則英國匯付美國之款將因此增加，假定增加百分之二十五，美國借款人獲得此項信用，即可對英開發匯票，在紐約市場出售，其數相當於出口匯款百分之二十五，英國貸款者則須購入美匯，其數相當於進口匯款百分之二十五，假定其他情形不變，則美匯必將漲價，英匯必將跌價，其漲跌之程度與其供需之變動量相當，英匯在紐約市場增百分之二十五，其價格亦跌百分之二十五，是即由十元縮至八元，同時亦即為美匯之漲價。由此可知外匯之價格，在任何一時間，決定於其匯入與匯出之二量，匯價即為此二量抵衝之結果，是即為陶氏之「抵衝說」(Impact Theory)，但在陶氏之先，已有安吉爾與哈曲雷(R. G. Hawtrey)二氏闡發其說。(註二)

陶氏繼謂，匯價更動以後之最近影響，在英國將減少進口，增加出口；在美國則將增加進口，減少出口，因此在倫敦，美匯之供給將增加而需要減少，在紐約則將增加英匯之需要，而減少其供給，於是美匯回跌而英匯回升。在金本位之下，當一國對外收支逆調，黃金流出，信用基礎收縮，國內物價跌落，而匯價不變；在不兌現紙幣國

家則與此相反，當對外收支逆調時，匯價變而國內物價可以不變。在金本位下，以金平價為正常匯價，在不兌現紙幣之下，則並無正常匯價可言。

至若物價之變動，乃由於進出口貿易之變動，與貨幣無關，美國之國內物價（Domestic prices）可以不變，進口貨則將較前為廉，（因鎊價低落，）出口貨亦然，（因國外銷路減少，）在英國則進口貨漲價，（因元價漲，）出口貨亦漲，（因國外需要增加，）國內物價不變。一般物價指數，由此三種物價組成，故美國之物價指數將視前為低，英國則將視前為高，美國出口貨因跌價而將減少其供給，其價終將回平，惟進口貨價格，在新匯價之下，將永久低廉也。英國進出口物價，則與此適相反，國內物價之所以能維持不變，則因通貨數量不變，通貨數量不變，則人民之貨幣所得亦不變，其購買力如舊，故除國內物品之生產成本降低外，其價格自能維持不變，由此推論，匯價之變動，並非由於貨幣之變動，在二國貨幣維持原狀時，匯價亦能發生變動；新匯價之成立，並非由於物價之變動，而係由於國際收支狀況之變更，匯價變動以後，進出口物價乃有漲落，而成立新的物價水準。

陶氏之抵衝說純從量的方面着眼而忽視貨幣之質，對於購買力平價說完全抱否定態度；第一，彼不承認購買力平價為正常匯價，且根本不承認不兌現紙幣有正常匯價；第二，彼以匯價之變動為因，進出口物價之變動為果，但陶氏於闡述其抵衝說時，先假定美國通貨數量增加一倍，物價水準因之提高一倍，匯價則低落一倍，是已承認匯價之低落，先由通貨膨脹開始，何以於結論中反加否定購買力平價說為貨幣數量說之演繹，陶氏一面承認貨幣數量說，一面則否定購買力平價說，實不能自圓其說也。

主國際收支說者有共通之點二：

(1) 國際收支決定匯價；

(2) 匯價決定物價。

前次歐戰以後，德、奧以受盡通貨膨脹之苦，學者對於匯價原因與物價原因之爭論甚烈；購買力平價說，屬於物價原因方面，國際收支說則屬於匯價原因方面。德、奧之國際收支學派當推海爾發立許(Helferich)爲代表，彼力爭馬克匯價之跌落，由於賠款之壓迫，而非由於發行之增加，并舉出自德國接受倫敦哀的美敦書(London Ultimatum)後二十個月內德國銀行(Reichsbank)發行增加二三倍，國產批發物價指數增加二二六倍，而美金匯率增加三四六倍。照此例而觀，祇有以外匯高漲爲因，物價高漲與發行增加爲果，較爲合理。外匯高漲之速率何以特高？是即由於對外債務之壓迫所致。在凡爾賽條約(Treaty of Versailles)締結以後，德國對外支付差額每年達三十億金馬克。自接受倫敦哀的美敦書後，增加賠款支出三十三億金馬克，此外再加上戰前舊債及對於佔領德境國家之現金支付，使德國國際收支逆差超過七十億金馬克，故德國通貨之跌價，起於對外債務之高壓，繼之以進口貨價格之高漲，引起國內物價與工資之增高，以致籌碼益感不敷，預算愈形不足，結果乃不得不增發紙幣，故通貨膨脹說之所見非也。(註二)

國際收支決定匯價之說，已如上述諸家之所云，至於國際收支，究宜如何解釋？諸家意見，又各不同，茲分述如次：

(一) 國際收支平衡有指在某一特定時期以內，外匯之買進與賣出之數而言者，若照此一意義解釋，國際收支，當然平衡，蓋買進之數必與賣出之數相等，乃自明之理也。

(二) 有指在某一特定時期以內，本國付出之數與收入之數而言者，此與第一種解釋不同之處，即在本期內所付出之數，不限於本期內所購入之外匯，以前所積存之外匯，或現金均可充當支付手段。如本期內支出超過收入之數，必以此種支付，彌補差額。按照此一意義，國際收支在某一特定時期內可以處於逆勢 (passive or unfavorable balance)，然其逆差不能超過其所積存之現金，抑且在以前必須曾有順差 (active or favorable balance)，否則，何來現金之積存？惟產金國家，則屬例外。蓋吾人視金為貨幣，不與普通商品，作等量觀也。故就長期而言，國際收支，在此一意義之下，亦必趨於平衡。

(三) 有將國際收支平衡與國際借貸平衡予以劃分者，此為阿夫太里昂氏 (A. Atalio) 所倡導，阿氏以為收支平衡，乃係借貸平衡加減資本及現金之移動而得。在用金國，國內匯價高漲，繼而金貨流入，其主要原因，大都由於貸方之結餘。一國借貸平衡可以表示對外經濟往來之結果為負債抑為存餘，如將資本之移動包括在內，為欠為存，即難瞭然，蓋資本之移動，正所以抵補差額也。一年中之借貸平衡即為該年內因對外貿易（包括貨物及勞務）發生之債務與債權，列舉言之，即為貨物之進出口，水脚與陸地運費，外人在本國與國人在外國之消費，僑商匯款，銀行佣金等項，另加本年以前之利息或在本年內應清償之借款；資本之移動所應除外者，乃為本年內之新借款或貸款，此新借或新貸之款，實

爲借貸平衡之結果，用以抵補其差額者也。茲以等式表示如次：

本年應付債務 - 本年應收債權 = 資本之借入 + 金貨之輸出

或

本年應收債權 - 本年應付債務 = 資本之貸出 + 金貨之輸入

至於收支平衡，事實上，無論存或欠，結果總屬平衡，蓋任何人之債務，必須清償，除非宣告無力償付，收支平衡，僅爲帳面之形式而已。本國進口商必須清付其對外國出口商之債務，如不用自己資本，即須用借入之資本，以爲清償。倘借貸平衡有欠額，抵補方法，不外運金出口，設定國外信用及吸收資本；如有存額，則不外運金入口，對外長期或短期投資。國際收支之問題不在是否平衡，而在如何平衡，即借貸差額之抵補方法，爲現金抑爲資本。匯價之變動，不但受借貸平衡之支配，亦受資本移動之支配。

(註四)

主國際收支說者以外匯之供求決定匯價，原屬無可非議，惟匯價之變動，亦能影響外匯之供求，如匯價過跌，有減少進口與促進出口之作用，使外匯之需要減少而供給增加，但亦有因匯價跌勢過驟，以致動搖幣信，反而引起資本之逃避與投機商之猛扒，是則匯價之跌落有促其更跌之可能，故國際收支與匯價實係相互決定。但主國際收支說者認爲國際收支之變動，另有決定因素，此種因素與匯價無關，國際支付除若干固定者如外債利息及賠款等項外，各種進口原料之需要，亦屬缺乏彈性（即不論價格高低，購買數量甚少變動），以其從

輸入以外，無法獲得之也。故哈勃羅(G. V. Haberler)氏謂此說之弱點，即在認定國際收支爲一固定不變之量，殊不知國際貿易之差額，常隨國內外物價水準之高低而轉變，即進口糧食之需要，亦非絕無彈性，如進口價格過於昂貴，國民必轉取之於代替品，故國際收支當有一部份受匯價之決定，而不能以國際收支決定匯價爲說也。(註五)

其次，國際收支說忽略匯價變動之質的因素，尤爲最大之缺點，誠如卡塞爾氏所云：「世人僅知以供求之變動爲解答，而不能把握此問題之中心，此實由於彼等尙未發現或甚至不願發現此供求之對象——被買賣之物——本身業已與前不同。」阿夫太里昂對於不兌現紙幣之匯價主匯兌心理說，但對於恢復金本位後之匯價則又主國際借貸與資本移動說。(註六)蓋金本位幣之匯價，在質的方面較爲穩定故也。

至於匯價原因與物價原因之爭，亦不能拘泥於一端，無論何種事物之變化，往往因果相循，在此爲因，在彼爲果，孰先孰後，不能執一以論，匯價與物價之變動，吾人祇須求其相關之程度如何，其因果先後，實隨個別情形而異，固不能先有成見也。(註七)

(註一) Taussig F. W.: *International Trade*, New York, 1927 pp. 341—362

(註二) Angell, J. W.: *International Trade under Inconvertible Paper*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 36 (Mar, 1922)

Hawtrey, R. G.: *Currency and Credit*, p. 61 2nd edition

(註三) Helfferich K.: *Money*, 1927, Vol. 2 pp. 598—601

(註四) Afkation A. L'Or et sa distribution mondiale 樊孝子譯「世界金貨分配論」頁二四——二五。

(註五) Haberler G. V.: The Theory of International Trade, 1936, p. 31

(註六) 樊譯「金貨分配論」頁二七。

(註七) 拙作「匯價反常變動之二種解釋」財政評論第二卷第四期。

六 匯兌評價說與匯兌心理說及其批判

匯兌平價說與匯兌心理說均以主觀效用之立場解釋不兌現紙幣匯價之變動，茲分述於後：

(一) 匯兌評價說 此說為凱勞 (Wilhelm Keilhau) 氏所倡導，凱氏在一九二五年六月英國皇家經濟季刊發表「匯兌評價論」(The Valuation Theory of Exchange) 一文，抨擊購買力平價說甚力。凱氏以為購買外匯者不僅進口商，尚有投資者及對外債務人。進口商購買外匯，固須估計兩國貨幣之購買力平價；投資者之購買外匯，則為支付對外之貸款，亦即為購買外國證券，其估計之對象乃在投資收入之是否合算，與物價無關；對外債務人，則到期欠款，不能不付，購買外匯，無伸縮之餘地。一般商品價格之決定，固從其供給與需求要得到解釋，但在外匯市場，決定匯價之直接原因，非為單方面之供需，而為相互間之供需，外匯之需要即為國幣之供給，國幣之需要，亦即為外匯之供給。人民購買外匯，有出於自由者（即可買可不買），有出於被迫者（即非買不可），前者為隨意的需要 (The voluntary demand)，後者為強制的需要 (The forced demand)。對外債務人之支付利息、年金、外債攤還，及戰敗國之賠款，皆不能不買外匯，此外如外匯投機者之補空，業已訂

購外貨之進口商，亦非買不可。隨意的需要，非於有利之時，不輕於購買外匯，其欲購買之決心，依其評價而定，各以其自己之目的，評定外匯之價格。此際各個人之需要，得由該需要者對於外匯之使用價值決定之。一國經濟安定時，匯價之決定因素，不在強制需要，而在隨意的需要；此項隨意的需要者，在本國人方面為意圖購買外貨之進口商，欲作國外投資者，欲做多頭之外匯投機者，及擬往國外遊歷者；在外國人方面則為僑商，欲將營業所得匯款回國，外國債權人之收取利息匯回其國等是也。有時需要者要求兩種通貨有同等之購買力或交換價值，但各人對於其所購之外匯，各有其特殊之使用價值或效用，彼如獲得同等使用價值時，即已獲得其平價，是為效用力平價 (utility power parity)，此種平價非若購買力平價可依同一原則而決定者，投資者注意利息平價 (Interest parity)；即進口商亦非注意一般的購買力平價而各注意其特種商品在國內外之平價。但強制需要，無平價可言，負有鉅額債務之國家即有鉅額之強制需要，而使外匯市場負擔過重，此須由外國人對本國（負債國）貨幣之隨意的需要抵補之，始能獲得收支之平衡。此時本國居民之握有外匯者在市場上處於較強之地位，蓋求者甚切，可以扳價，故匯價必形疲弱也。假使本國貨幣之隨意的需要消滅之傾向，則匯價更有急轉直下之勢矣。苟強制需要不大，則匯價之變動，不能不追溯各個隨意需要者之種種估價，此種估價，亦能決定國際收支。國際收支說之主要缺點即在以全體國際收支為決定匯價漲落之要素，其實能使匯價發生變動者惟有將來得以兌換貨幣部分之收支為然（是即預計之收支），其已換得貨幣部份之收支（是即已經結算之收支），不能動搖匯市也。國際收支與匯價之因果關係為相互的而非偏面的。吾人研究社會科學不

僅在說明過去之事實，尤在預測將來之變動；凱勞氏以爲戰前國際收支說與卡塞爾之購買力平價說，皆不適切於預測者，欲預測匯價之未來變動，非對於國際匯兌相互的強制需要之大小，尋出其正確的數字，同時以直覺了解隨意需要者之估價不可。

(二) 匯兌心理說 此說在阿夫太里昂所著「貨幣物價與匯兌」(Monnaie, prix et change) 一書，有詳盡之闡發。阿氏謂吾人所以願予外幣以一定價格者，以其能滿足吾人期望之故，匯價之決定，基於吾人對於國幣與外幣之估價。吾人需要外幣，第一，以外幣具有購買力，但非對於一般貨物之購買力，乃係對於特定貨物之購買力；第二，以外幣具有支付力，如外債之支付；第三，以外幣具有增殖力，例如投機家之購買外匯，即期望外匯漲價，可轉賣以獲利；第四，以外幣具有保存力，如外幣較本國貨幣爲穩定，則多有以國幣易外幣者，是爲資本之避難。此四者即爲個人各依其特殊之目的對於外幣評價之根據。此外，如國家財政狀況、貨幣政策、匯兌政策等，皆足以影響個人對於外幣之評價，阿氏統稱之爲質的要素 (Elements of quality)。依照邊際效用說，個人對於外幣之評價依存於外幣最後單位之期望，如個人可能獲得外幣之數量愈多，則每單位外幣之效用愈小，阿氏稱此爲量的要素，此量的要素即爲國際借貸與資本移動，個人對於匯兌之評價即綜合質的要素與量的要素所得之結論。

外匯之需要固決定於個人之評價，即外匯之供給亦基於此。因此，一面以各個人評價之需要曲線，一面以各個人評價之供給曲線會合於市場而得一相交之點，市場之單一價格即定於此交點。在此一定價格之下，需

要數量等於供給數量，亦即爲按此價格成交之數量。由此所決定之匯價，則又成爲質的要素。故匯價之變動不獨依存於需給數量，又須視匯價之本身。但以買賣外匯者之目的不同，故質的要素與量的要素之作用亦異，例如凱勞氏之所謂隨意的相互需要，尤其爲投機與投資，幾全爲質的要素所支配，其需供之數量常視匯價而異。至若強制的相互需要，則爲量的要素所支配，蓋其需供之數，自始已有一定，不復受匯價之拘束。此外如個人對於匯市之預測，亦足以左右匯價，此項預測，則又以質的要素與量的要素爲根據也。

凱阿二氏之說發表於同時，與卡塞爾氏之購買力平價說可謂旗鼓相當。凱氏分析外匯之需要性質，有足多者；阿氏則更區別匯價變動之質的因素與量的因素，綜合購買力平價說與國際收支說之精義而擴充之，其功績亦不可謂小，惟二氏完全站在個人主觀評價之立場，推論邊際效用說於匯市，忽略社會關係與歷史觀點，實爲二氏之最大缺點，二氏均注重於匯價的預測，但預測將來，非根據歷史不可。若僅憑個人之直覺以預測將來，不得謂爲有科學上之根據也。

第十九章 匯價變動之質的分析

以活動金平價或購買力平價所表示之質變與以經濟平價所表示之量變——活動金平價與購買力平價之比較——匯價之質的要素——匯價質變之原因——質的要素與量的要素之相互作用——謠傳與匯市之波動

一 以活動金平價或購買力平價所表示之質變與以經濟平價所表示之量變

自前章紙幣匯兌理論之研究，得到一重要之結論，即匯價之變動，除量的要素以外，尚有質的要素。在金本位時，質的要素，保持常態，故未引起注意。自前次歐戰以後，通貨陷於混亂狀態。卡塞爾氏首先提出質的問題，而倡其購買力平價說，阿夫太里昂氏則於購買力外，又另加支付力、增殖力、保存力，以及對此等要素之預測，以定匯價之質的變動。國際收支說偏於量的要素，而以匯價爲因，物價爲果；購買力平價說偏於質的要素，而以物價爲因，匯價爲果。匯兌評價說與匯兌心理說雖兼擅二說之長，但偏於個人之主觀評價，殊不知個人之主觀評價，仍受客觀因素之決定，則何如直接從後者分析之爲愈也。國際收支說與匯兌心理說認爲紙幣匯價之變動，隨波逐浪，無平價之可言；匯兌評價說則以個人效用力平價爲言，於實際亦無用處，愚以爲活動金平價或購買力

平價可以表示匯價之質的變動，而以經濟平價代表匯價之量的變動；惟經濟平價係以匯價之長期趨勢為代表，與金平價及購買力平價之意義不同；匯價之長期趨勢又包括質的變動在內，欲求量的變動，必須除去質的變動，例如實際匯價跌落百分之十五，其中有百分之十三係貨幣之貶值，則屬於量的變動者為百分之二，但此非謂質的變動與量的變動可以截然劃分者，質的變動固可引起量的變動，量的變動亦可修改質的變動，是為質量之互變，明乎此，則匯價原因與物價原因，均屬偏面之說，不足為訓。

二 活動金平價與購買力平價之比較

活動金平價與購買力平價之功用優劣，有其相同之處，亦有其不同之處，茲作一比較如次：

甲 活動金平價與購買力平價之同點

(1) 二者同為實際匯價之中心，在自由流通之下，匯價與平價有互相調整之作用，而不致有持久之高估或低估，匯價高於平價為高估，其結果對金平價言有促成現金流入之可能；對購買力平價言，有促進貨物輸入之可能。如為低估，則與此相反。國際收支說與匯兌心理說忽略平價之此一主要功能，實為其最大缺陷。

(2) 二者同為匯價質變之表示，如貨幣貶值，與通貨膨脹，此二種平價，均能為明顯之表示，尤以金平價之表示貨幣貶值，與購買力平價之表示通貨膨脹，最為適當。

(3) 二者之作用同受統制之限制，如黃金禁止自由買賣，則金平價失其效用；實施嚴格之物價統制，或進

出口貿易與外匯統制，則購買力平價失其效用。

乙 活動金平價與購買力平價之異點

(1) 黃金為國際通貨，各國貨幣之變動，以金價表示，較之以物價表示為單純而且明確，故從金價計算而得之匯兌平價較之從物價指數計算而得之匯兌平價為確當。

(2) 匯價與金平價之調整作用較購買力平價為迅速，匯價與金平價發生差別而超過現金輸送點時，即能藉現金之輸送而縮小匯價與平價之差別，但如匯價低於購買力平價時，出口能否相應增加，尚須視出口貨供給之彈性；如匯價高於購買力平價，進口能否增加，亦須視進口貨需要之彈性，且影響匯價者，不僅進出口貿易，其他無形收支項目，亦有影響，故匯價與金平價之調整易，與購買力平價之調整較難，下表可以為證：

年 份	倫敦金價	紐約金價	金 平 價	匯價與金	英美	匯價與購買	購 買 力 平 價	英 國 批 發	美 國 批 發
	每盎司合鎊士	每盎司合美金		平價之差	匯價	力平價之差		物 價 指 數	物 價 指 數
1932	1416.00	20.67	3.52	.02	3.50	.91	4.41	75	68
1933	1498.00	27.18	4.23	.01	4.22	.23	4.47	75	69
1934	1651.44	34.94	5.07	.03	5.04	.05	4.99	77	79
1935	1705.38	35.00	4.92	.02	4.90	.34	5.24	78	84
1936	1683.48	35.00	4.98	.01	4.97	0	4.97	83	85
1937	1687.95	35.00	4.97	.02	4.95	.33	4.62	95	91

1938	1705.29	35.00	.4.92	.03	4.89	.41	4.48	89	82
1939	1861.65	30.00	4.51	.05	4.46	.12	4.38	90	81

附註：(1) 來源：Monthly Bulletin of Statistics of League of Nations

Reuter's Financial Report

(2) 英國與美國物價指數均以 1929 年 = 100

上表匯價與購買力平價之差，八年來之平均數為·三〇而與金平價之差平均僅·〇二美元。

(3) 在黃金得自由買賣時，金平價固較購買力平價為正確，但如黃金禁止自由買賣，則金平價之效用失，惟購買力平價尚能顯其作用，例如英國自統制外匯，取消黃金與外匯之自由市場以後，官定金價為二〇一六辦士，美國金價仍為三五元，按此計算，金平價當為四·一六六元（ $\frac{35 \times 240}{2016}$ ）倫敦官定匯價為四·〇二五元，紐約自由英鎊匯價則遠在此數之下，倫敦官定金價，僅有其名而已，故金平價業已失其作用，惟購買力平價與自由英鎊之匯價，尚屬接近如下表：

年	月	英美匯價	購買力平價	英國批發物價指數	美國批發物價指數	年	月	英美匯價	購買力平價	英國批發物價指數	美國批發物價指數
1939,	9	4.01	4.38	92	83	1940,	1	3.97	3.65	110	83
	10	4.01	4.14	97	83		2	3.96	3.55	113	82
	11	3.93	3.89	104	83		3	3.76	3.55	113	82
	12	3.93	3.75	107	83		4	3.53	3.45	116	82
							5	3.28	—	—	—

來源同上表：英美物價指數以 1929 = 100

三 匯價之質的要素

匯價之質的要素屬於貨幣價值問題。如二國貨幣爲同一價值之物（例如二國貨幣均係黃金鑄成）則匯價之變動，祇有量的因素；二國貨幣若爲價值不同之物，例如一國用金，一國用銀，則匯價之變動，幾全爲質的因素所支配，中國在銀本位時之對外匯價，完全隨銀價而變動，銀價漲，匯價亦漲，銀價跌，匯價亦跌，可爲明證。倘二國均用紙幣，其匯價之質的要素，卡塞爾氏以購買力爲言，阿夫太里昂氏則於購買力外，又益之以支付力、增殖力與保存力，而匯價本身亦爲匯價變動之質的因素，例如在外匯猛漲時，反能引起資本逃避及投機者之需要，前者爲逃避本國貨幣之跌價，後者則圖轉賣以獲利，由是可知阿氏之所謂保存力與增殖力，實決定於匯價。

紙幣之支付力、購買力、保存力及增殖力，各有其不同之決定因素。就支付力言，則以歷史與國家之強制力爲其決定因素。中國之法幣具有深遠之歷史基礎，例如中交發行之鈔券，在法幣政策實施以前，久爲民間所習用，具有一般之接受性；至於國家之強制力，雖能使其發行之紙幣，在市上流通，但無深厚之歷史基礎，甚難獲得民衆之信任。例如美國南北戰爭時所發綠背紙幣，在一八六二至一八七一年之間，爲開利福尼亞州人民所拒用；法國大革命時所發之紙幣 *Assignat*，在一七八九至一七九六年之間，以沒收教會與貴族之土地爲抵押，最終亦爲民間所拒用；德國紙馬克至一九二三年七月以後，商業上卽已拒用，交易均以外幣計算，至是年十二月起，始以土地馬克爲事實上之本位幣，蓋貨幣之購買力如過於低落，亦將失去其支付力也。

至於購買力之決定，當以紙幣發行數量爲其主要因素。如發行數量超過貨幣之流通必要量，紙幣之購買力，自將低落，貨幣之流通必要量，即爲以貨幣流通速度除貿易總值之商數，如以Q代表商品數量，P代表商品價格，V代表貨幣流通速度，M代表貨幣之流通必要量，則：

$$\frac{QP}{V} = M$$

M與QP成正比，與V成反比，如貿易總值愈大，則貨幣流通必要量亦須愈多；貨幣之流通速度愈大，則貨幣之流通必要量可以愈少。具有伸縮性之通貨制度，通貨之供給常相等於其必要量。倘通貨之供給超過於必要量，則貨幣之購買力，必將低落，在另一方面如貨幣之流通量及其流通速度不變，商品數量減少，亦能使貨幣之購買力低落。在戰時，紙幣之發行數量激增，商品數量反因破壞而減少，貨幣流通速度則因投機之盛行而增加，因以減少貨幣之必要量，故物價騰貴，實爲必然之結果。貨幣流通速度決定於交通、人口密度、貿易制度、支付方法等客觀因素。但貨幣購買力之變動，亦有影響，吾人保持若干量之貨幣，以應支付之用，即因貨幣之流通性最大，爲任何人所願接受，較之於保藏其他有價值之物品爲便利，但如貨幣購買力日降，則吾人自不願多藏貨幣，而促使其流通速度之增加；反之在物價下降之時，則吾人將多藏貨幣而少留貨物，因以促使貨幣流通速度之減少。商品數量則決定於其生產。商品價格，除貨幣方面的影響以外，決定於其供給與需要。

至於外匯之保存力與增殖力，可謂由於本國貨幣之跌價，倘本國通貨安定，則外匯之保存力與增殖力，均不能有所作用，且外幣本身亦未必一定可靠，故保存力與增殖力實爲本國貨幣與外國貨幣相對的因素。

吾人可將上述之質的要素歸納爲二點：第一爲貨幣本身之信用；第二則爲貨幣之購買力與匯價，前者爲

貨幣價值之保證，亦即阿氏之所謂支付力。貨幣價值之保證，必須有歷史的基礎及國家的強制力為後盾，國家信守其自身所頒佈之幣制條例，尤為保證之必要條件。所謂支付力者即為此項貨幣能按照其面值清償等額之債務。美國於放棄金本位後，廢止債務契約上之金條文（gold clause），即所以保證貶值後之美元支付力，倘有金條文之限制，則美元之支付力，自必因之低降，又如現代外匯統制中之各種封鎖通貨，其用途已受指定，缺乏一般之支付力，因之其價值必較低，例如德國之登記馬克與自由馬克，在國內並無分別，但前者之匯價僅及後者之半，在金本位或銀本位時，政府如不能按照其幣制條例所規定之重量成色，無限制兌現，則其代表幣（紙幣）即將貼水，易言之，人民不願按其面值接受之也。至於以法價幣完納租稅，政府有無限制接受之義務，為貨幣價值之保證，自不待言，蓋紙幣亦為政府之債券，政府如不能履行其諾言，則紙幣之信用失矣。

二國貨幣之相對的購買力與匯價之關係，前章已詳為論列，可不復贅，至若阿氏所謂增殖力與保存力，為匯價變動之結果，亦已說明如上，故可包括於第二因素之內。此二種因素，非為各自獨立而係互相關聯，貨幣之信用健全，則匯價與購買力亦能因之穩定；反之匯價與購買力穩定，貨幣信用亦可因之鞏固。

四 匯價質變之原因

現代國際匯兌之變動，其屬於質的方面者，約有下列數種原因：

(1) 放棄金本位 (Abandonment of gold standard)；

- (2) 放棄釘住平價 (Abandonment of pegging parity)
- (3) 貨幣貶值 (Devaluation)
- (4) 通貨膨脹 (Inflation)
- (5) 匯兌統制 (Exchange control)

此五者皆有關於貨幣信用及其價值之變更，茲分述如次：

(1) 放棄金本位 在金本位時，政府宣告中央銀行鈔票停止兌現，或解除按法定價格，無限制出售黃金之義務，即為金本位之放棄。鈔票之信用，原以兌現為保證，停止兌現即為此一信用之變更，在舊的信用方失而新的信用尚未樹立以前，人民對於貨幣之信任心降低，因以發生急遽之資本逃避與貨幣拋空，金本位尚未放棄而呈動搖（如金準備之激減）之時，即已有此現象，此時匯價全賴中央銀行出售外匯與黃金為維持，故一經放棄維持，匯價必告劇跌，例如英國於一九三一年夏受德奧金融風潮之影響，資金源源流出，英蘭銀行竭力維持匯價，至八月一日與紐約聯邦準備銀行及法國銀行訂結二千五百萬鎊之信用借款，終不能挽救狂瀾，卒於九月二十一日放棄金本位，而對美匯價即由四·八六跌至三·七五元（二十六日行市）又如美國於一九三三年四月十九日正式宣佈放棄金本位，首先即反映於匯價之跌落，如對法郎匯價至十月間已由金平價三·九二分美金（合一法郎）升至五·八分，此外如日本、法、比、荷諸國放棄金本位時，亦無不然。

(2) 放棄釘住平價 釘住平價由金融當局按法定匯價無限制供給外匯，是即所謂外匯本位 (Foreign

exchange standard)。倘停止或限制供給，則人民對於是項貨幣之信心，必將爲之一變，即在停止供給以前，如國際收支不利，外匯準備有竭蹶之勢，投機與資本逃避之風，將由是而大張，此與金本位動搖之時，如出一轍，一至放棄維持，匯價即告劇落，遠之如前次歐戰後，英鎊與法郎之脫離釘住；近則如中國法幣之放棄外匯本位，可爲例證。

(3) 貨幣貶值 時人常將貨幣跌價 (Depreciation) 與貨幣貶值混爲一談，此二者在學理上實有區別，前者指市價而言，後者則指法價而言。法價貶低，由政府命令宣佈；市價漲跌，隨供求而定。法價貶低，市價必隨以低落。至若法價未貶而市價已跌，亦所在多有，例如英國與荷蘭僅爲金本位放棄之宣佈，並未公告貶低幣值，但英鎊與荷盾之跌價，則爲事實，中國之放棄外匯本位，亦未貶低法價（一先令二辨士半），但黑市匯價之低落，亦爲事實。中交工商掛牌，爲事實上之法價，開始定爲七辨士，是不啻將原定法價貶低百分之四十九，最近中交掛牌改定爲四辨士半，是又貶低百分之三五·七（按七辨士計），黑市匯價遠在四辨士半之下（其時約爲三辨士七五），而因工商掛牌降低，曾發生一度之跌風，至於貶低後之法價，是否能與市價一致，當視金融當局是否按新定法價無限制買賣黃金或外匯而定。黑市匯價仍低於中交掛牌者，即以中交並不按掛牌供給外匯故也。如法幣地位好轉，匯價升至四辨士半，亦未始不可能，但如掛牌不提高，而中交按掛牌爲無限制之收買，則匯價之上升，亦不能超過四辨士半。美國於一九三四年一月三十一日正式宣佈美金重量爲一五又二十一分之五格蘭，成色十分之九，每元所含純金爲一三·七一四七三二格蘭，因此每盎斯純金官價定爲三十五元

(= 480 ÷ 13.714732) 是新幣價值僅及舊幣百分之五六·〇六，計貶值百分之四〇·九四，造幣廠按照新定官價，購售黃金，故美元官價與市價一致。此外如法、比、瑞士等國於放棄金本位後，亦由官方宣佈貶值，詳見近世國際匯兌之演變一章。

貨幣貶值須以集中準備為條件，從前流通硬幣時，政府常有將新鑄貨幣減低其成色者，亦係貶值，但名為 *Debasement*。

(4) 通貨膨脹 通貨之供給如超過於貨幣流通之必要量時，即為通貨膨脹。在價格機構尚能作用之條件下，通貨膨脹必將促成物價高漲與匯價低落。貨幣貶值並非即為通貨膨脹，惟前者為後者之手段。如幣值貶低一倍，通貨即可增發一倍，故貨幣貶值與通貨膨脹有聯繫作用。通貨膨脹，在紙幣國家，有由於政府財政之困難者，有由於政府採作復興經濟之手段者；在金本位或銀本位時，金銀供給之過多，亦足以造成通貨膨脹之現象——物價高漲。時人常將銀行信用之擴充 (*Expansion of bank credit*)，歸入通貨膨脹，其實銀行信用之擴充，為物價高漲之結果，或由於資本供給之增加，故不能與通貨膨脹相提並論，白銀與今後之國際匯兌，不致再有問題，黃金問題，另章討論，此處僅略論用紙國之通貨膨脹。

用紙國之通貨膨脹，如其動機在提高物價，復興經濟，則金融當局處於主動地位，通貨數量之增加有限度，有節制，例如一九三一年以後英美諸國之貨幣政策是也；如膨脹原因在彌補政府預算之不足，則金融當局處於被動地位，通貨數量，隨物價高漲而循環增加，有陷於惡性膨脹之可能。有限制的膨脹，物價之提高，至多不過

數倍；惡性膨脹，則從數十倍、數百倍、數千倍，以至大如天文學上所用之數字，終則貨幣之信用盡失而成廢紙，例如前次歐戰後德、奧之通貨膨脹是也。

在通貨膨脹過程中，貨幣之信用動搖而購買力低降，二者又互為因果，其影響於匯價者更有迅速之表現；物價之變動，則較為遲緩，蓋物價之變動，綜合多數商品價格之平均變動而言，貨幣的影響有為個別商品之供求影響所抵銷者。匯價之變動，僅對一二主要之貨幣表現，且為資本逃避與投機者之最好對象，故其變動常較物價為迅速。

(5) 匯兌統制 匯兌統制對於匯價之質的影響即在束縛外匯之流動性，持有外匯者，不復能自由支配，使外匯之效用減少，其信用即因此降低，此指外國實施匯兌統制而言；如本國實施匯兌統制，而外國仍保持自由匯市，則本國貨幣之對外信用，亦必降低，故今日所謂「自由外匯」(Free exchange)，為人人所珍視。倘各國均採行匯兌統制，則匯價機構，根本失其作用。吾人之分析，亦將失其對象矣，但如資本主義經濟之本質一日不變，價格機構之作用，亦一日不能絕滅。故今日採行外匯統制之國家，除少數外，無不有黑市場之存在。黑市匯價之波動，常有洶湧澎湃之概。以前紐約之自由英鎊與上海黑市中之法幣，即其例也。至若紐約自由英鎊之廢除，則為英美合作統制之結果，消滅自由英鎊之供給與需要，使英美匯兌納入於一條水管之內，英匯價格所以能由三·五元左右提高至官價四·〇二五元者，實為量的限制之結果，故此點當歸屬於匯兌統制對於匯價之量的影響。

五 質的要素與量的要素之相互作用

匯價之變動，有由於質的因素，亦有起於量的因素，二者固可分別觀察，但質的因素之變動必須通過量的因素而影響到匯價；反之，量的因素之變動，亦能影響質的因素。質與量互為因果，互相影響，茲闡述如次：

(1) 質的因素必須通過量的因素 自由市場之價格決定於供求，任何商品，均屬如此，外匯亦不能例外；質的因素之變動引起外匯供求之變動，而後及於匯價。如外幣之信用相對於本國貨幣而增高，則外匯之需要將因此增加，增加外匯之需要，亦即增加國幣之供給，促成匯價之跌落。此項外匯之需要多屬於資本逃避與投機方面，進口商及其他需以外幣為支付者，亦必於此時趕結遠期，以防外匯漲價之損失。反之，如外幣信用動搖，則外匯拋空與外資之來本國避難，及本國在外資本之逃回者必多，此外如出口商等之有外匯收入者亦必趕售遠期，以防外匯跌價之損失，凡此皆為增加外匯之供給，亦即為增加國幣之需要，促成匯價之上漲。

匯價與購買力平價之矯正作用，亦足以說明質的變動通過量的變動之過程，如外幣之購買力平價提高，而匯價如舊，則進口商購入外匯，採辦洋貨，運回本國銷售，有利可圖（前章已有說明），因而增加外匯之需要；在另一方面，外幣價格低於其購買力平價時，出口商處於不利地位，因而減少外匯之供給，結果促成外匯之漲價，以與其購買力平價相平，如外幣之購買力平價低於其匯價，則發生與上相反之作用。

(2) 量的因素推動質的因素 國際借貸屬於匯價之量的要素，如國際借貸，欠多於收，而又不獲外資之

調劑，則外匯之供給不暢，而需要甚殷，匯價必趨微弱；匯價微弱，有減低國幣信用之影響，引起資本逃避，與國幣拋空，於是匯價益落，進口物價騰貴，循至抬高一般物價，貨幣購買力降低。國家預算，漸告不敷，而開通貨膨脹之端，於是因果相循，每下愈況，結果乃不得不採匯兌統制以自保，一九二九年後南美及東南歐諸國之經過情形，卽其例也。

六 謠傳與匯市之波動

吾人若處身市場，常遇謠言繁興，流言飛來，匯市卽隨以馳驟抑揚，甚則波濤洶湧，使人迷惑，一若匯價之變動全受謠言之支配者。從學理上之立場言，無論謠言之是否屬實，其於匯價之影響，自屬不能否認。蓋匯市中之謠言，直接間接，皆有關於外幣與國幣之信用，投機心理，最爲敏感，市民智識程度又低，易受謠言之欺蒙，故一般老於投機者，常造謠惑衆，以售其計。譬如彼爲外匯多頭，則放利多空氣，如言政府將發行金庫券，其事有損法幣之信用，足以引起法幣之拋售，而使匯市緊縮，彼乃乘機了結外匯多頭，以取其利；反之，彼如有外匯拋空，則造作利空謠傳，如言美國將以鉅款貸華，蘇日衝突等事，是皆有以提高法幣之信用而使匯市放長，彼乃乘機補進，以獲其利，此外如國際政局之轉變，軍事之進退，凡有利於我者，皆爲增進法幣信用之影響，足以提高法幣之匯價。由是可知謠言與時局動態，可以影響匯價之質的因素，再由質的因素通過市場中之供求數量，尤其爲投機者之供求，促成匯市之波動。

第二十章 匯價變動之量的分析

進出口外匯之供給與需要——外匯之供求彈性——無形收支與外匯供求——外匯供求數量與外匯供求
表列——金貨裁定對於匯價之影響——銀匯變動之供求分析——外匯本位與匯價之變動——不兌現紙
幣匯價之變動——長期短期及日常變動之分析

一 進出口外匯之供給與需要

匯價直接決定於供求，固為衆所共喻；一般國外匯兌課本，僅論外匯之供求來源，而未有應用經濟原理上供求分析之工具以分析匯價者。外匯供求之來源為國際收支，已於第一章舉其概要。本章則在分析外匯之供求狀況，而以各種供求曲線為表示。

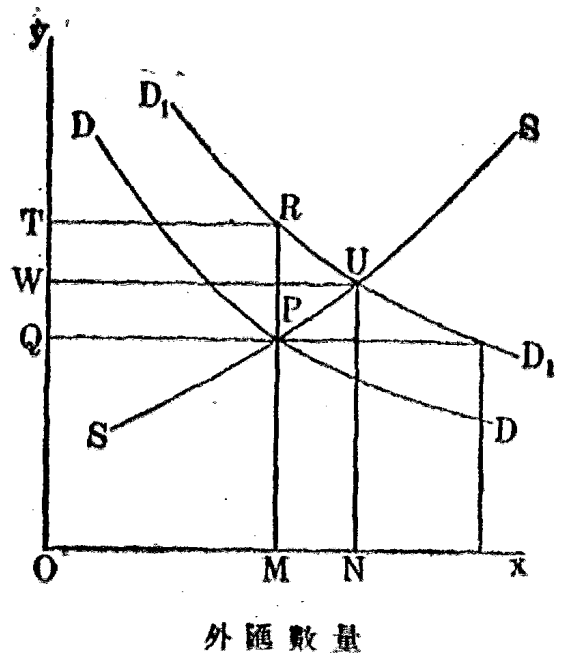
為便利說明計，先將外匯現貨與期貨作為同一對象，其價格以本國貨幣為表示。又假定各國匯市，均屬自由。價格機構，保持完整。則匯價之變動與外匯之供求關係，可如下述。

再為便利說明計，以外匯為買賣之單一對象，不復分其種類（如美元、英鎊等）。外匯供求之來源滋多，籠統敘述，易滋混淆，茲先從貿易方面之外匯需供入手。假定外匯之供給來源，以商品出口所得為限，外匯之需要，

以支付商品進口爲限。黃金之移動，亦視同商品，輸出黃金卽有外匯之供給；輸入，卽須以外匯支付。在此簡單假定條件之下，商品之出口價值與進口價值，必屬相等，在短期間內，無入超或出超之可能。蓋進口商所能購得之外匯，僅限於出口商所供給之數量也。但出口量與進口量隨匯價之變動而異。外匯漲價，進口貨以國幣表示之價格亦漲，出口貨以外幣表示之價格則跌。因此，進口貨之銷路減少，進口商對於外匯之需要亦減；出口貨之銷路增加，出口商所能供給之外匯亦增。反之，外匯跌價，外匯之需要增加，供給減少。故外匯之需要曲線，亦屬自左向右斜傾；供給曲線則自左向右斜昇。此乃屬於短時期內（short run）之現象。蓋在短時期內，吾人可以假定出口貨之生產設備未及因出口貨銷路之增多而擴充，原有生產設備，業已充分利用，如再增加生產量，則每單位生產成本及邊際生產成本均將遞增，故供給曲線，向右斜昇。進口貨需要狀況，在短時期內，亦不致有若何之更動（例如人口、國富、嗜好等變動）。時期延長（In the long run），則此種種變動，均有發生之可能。如出口貨之生產設備擴充以後，則每單位生產成本，將隨生產量之增加而遞減，此係指工業品而言，至若農產品與礦產品，雖成本遞增之勢較著，但在長期間內，亦可因生產方法之改良而減輕成本。故長時期之供給曲線，彈性較短時期之供給曲線爲大。需要曲線亦然。

茲先研究短時期之供求曲線如次：

下圖DD與SS代表短時期之需要與供給曲線，外匯需要僅限於進口商，供給僅限於出口商，在匯價P之下，外匯成交數量爲OM，進口價值與出口價值以外匯計算各爲OM，以法幣計算則各爲O₁P₁O₂；如進口



貨需要因某種情形，突然增加，於是外匯需要曲線由 D 向右推移至 D_1 ；如外匯供給一時間不能相應增加，外匯價格即將昇至 R 。進出口價值以外幣計算仍為 $OM = ON$ ，若以法幣計，則為 $OMRT = OMPT$ ，以法幣計算之進出口價值已較前為大 ($OMRT > OMPT$)，以外幣計，仍屬不變 ($OM = ON$)。此與陶述格之抵衝說相符。一瞬間之供需曲線 (Instantaneous curves)，其彈性等於零，蓋時間短促，價格一變，供給或需要不及適應之概也。

惟吾人所假定之短期間供求曲線，乃表示在此期間內，供給或需要能相應於價格之變動。如右圖，外匯價格因需要增加而提高，經若干時後，供給隨以增加。及增至 ON 時，外匯價格定於 U 點。此時進出口價值無論以外幣或法幣計，均視前為大 ($ON > OM$ ； $ONUT > OMPT$)。

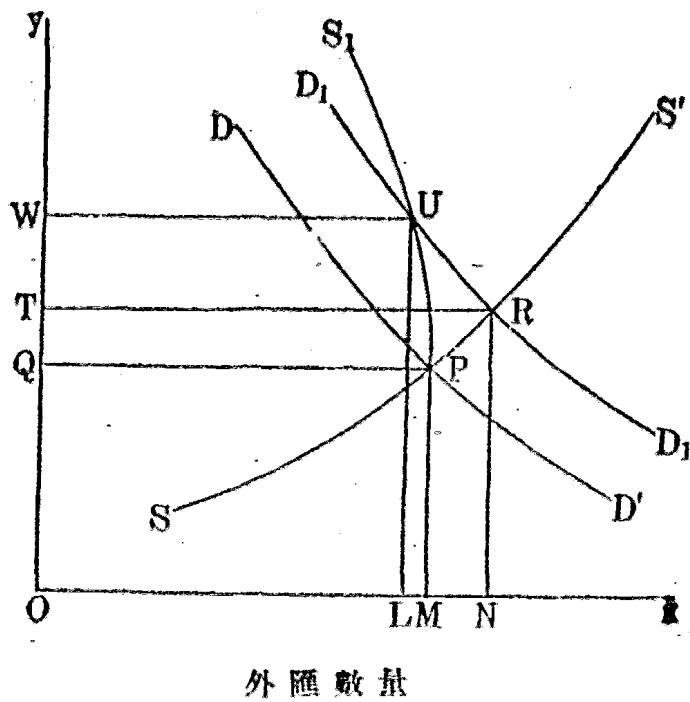
二 外國之供求彈性

供求彈性 (Elasticities of supply and demand) 為供求對價格變動之相應程度，茲先就進出口外匯之供求彈性論之。

出口外匯之供給，其彈性當視出口之增減相應於匯率變動之程度而定。決定出口增減之因素甚多：第一，由於外國之進口統制，使本國出口受其限制，如外國採行進口限額辦法（Quota system），其進口業已足額，則本國出口不能隨外匯漲價而增加，因之外匯數量亦不能增加。在此一情形及某一匯率之下，外匯供給彈性，將等於零。若外匯價格低於此數，則本國出口未必滿額，有隨外匯漲價增加之可能；故外匯供給，尙未完全缺乏彈性。其次，倘外國採用保護關稅，其情形與進口限額又異。如在某一稅率及某一匯率之下，本國有某一數量之出口，則外匯價格提高，以外幣表示之出口貨價較廉，因之銷路尙可增加，惟外國購買者所付貨價，大部份屬於進口稅，則從匯水減輕所得之利，極爲有限，因之本國出口貨之國外需要對於匯率變動之感應性必較小。高昂之國外運輸及銷售費用對於本國出口貨之影響亦與關稅同。以上所述爲外國進口統制對於本國出口貨國外需要之影響，就經濟原理言，如外國對於本國出口貨之需要彈性愈大，則外匯之供給彈性亦愈大。

第二，在國外市場與本國出口貨同類之供給，亦有關係。本國出口貨固可因外匯漲價而減低以外幣表示之價格。但出口貨銷路能否因此增加，尙須視國外競爭商品之供給彈性而定；如價格降低以後，國外競爭商品大爲減少，則本國出口貨銷路自能隨以增加而承其乏。否則本國出口貨仍難增加。故如國外競爭商品之供給彈性愈大，外匯之供給彈性亦愈大。此一因素，甚爲重要，以其能決定外匯供給彈性之正負。外匯供給隨價格上漲而遞增，其彈性爲正；若價格提高，供給反而減少，則其彈性爲負。如外國對於本國出口貨之需要彈性小於一，是即購買量之增加率小於價格之減低率，則本國出口貨增加，而所得之外匯數量反減。茲設一例如左：

本國出口棉紗一包值美金六十元，出口一百包，可得美金六千元，此時匯率假定法幣一百元合美金六元。如匯率縮至五元，而本國棉紗價格原為一千元，今僅漲一百元，則以美金計，其價當為五十五元。但其購買量僅增加五包為一百零五包，出口所得美金反由六千元減為五千七百七十五元矣。倘國外競爭商品之供給彈性甚大，則價格降低以後，其供給大減，本國出口貨銷路之增加率可以大於價格之減低率，外匯供給彈性即為正數。茲以供求曲線表示如上：



數。茲以供求曲線表示如上：

上圖供給曲線 $S'S'$ 之彈性為正， $S'S'$ 曲線上， SP 段為正， PS_1' 段為負，外匯價格自 OQ 昇至 OW ，出口所得外匯反由 OM 減至 OL ，惟以國幣計算之進口或出口價值，則較前為大 ($OLW > ONPQ$)。

第三，出口外匯能否隨匯率緊縮而增加，又須視出口貨之供給彈性而定。出口貨之供給彈性，依存於出口之潛能，其為匯價緊縮以後，原未加入出口之貨品，亦能因之出口；其二則為原有出口業之擴充。故如出口貨之供給彈性愈大，外匯之供給彈性亦愈大。

第四，出口貨能否因匯率緊縮而增加，又須視本國需要之

彈性而定，如出口貨漲價，本國之需要隨以減少，則此減少部份，即加入原有出口量之內，而使出口增加，故如本國對於出口貨之需要彈性愈大，外匯之供給彈性亦愈大（此與第三點有連帶關係，國內需要之彈性愈大，則出口貨之供給彈性亦愈大）。

至於進口外匯之需要彈性，大都與出口外匯之供給彈性處於對立。例如進口限額對於進口外匯需要之影響，顯而易見。在某一匯率之下，進口限額已滿，則進口外匯之需要彈性即等於零。如外匯價格較高，則外匯需要或將減少，亦即其需要彈性可大於零。關稅政策之影響亦與前述相同。如進口貨價中關稅所佔之成分愈大，進口需要對於匯率變動之感應性愈小。即使外匯價格跌落，進口外匯需要未必隨以增加。反之，即使外匯價格提高，外匯需要未必隨以減少。

進口外匯之需要彈性因下列四種情形而異：第一，本國人民對於進口貨需要之彈性愈大，則外匯需要之彈性亦愈大。如匯率緊縮，進口貨隨以昂貴，需要因之減少，則進口外匯之需要亦必因以減少。反之如外匯放長，進口增加，則進口外匯之需要，亦必因以增加。第二，與進口貨競爭之國貨，如其供給彈性愈大，則外匯之需要彈性亦愈大。例如進口貨因匯率放長而跌價，本國之競爭貨品，隨以減少。則進口貨之需要必較多，以補充國貨之缺乏。如進口貨因匯率緊縮而漲價，國貨供給即能隨以增加，則進口貨之需要必較少，以其有國貨為代替也。第三，進口貨之供給彈性愈大，則外匯之需要彈性亦愈大。進口貨因匯率放鬆而跌價，即使能增加本國之需要，但如進口貨之供給不暢，本國亦不能多購，因此，外匯需要未必隨以增加。且供給彈性缺乏之進口貨，銷路增加，其

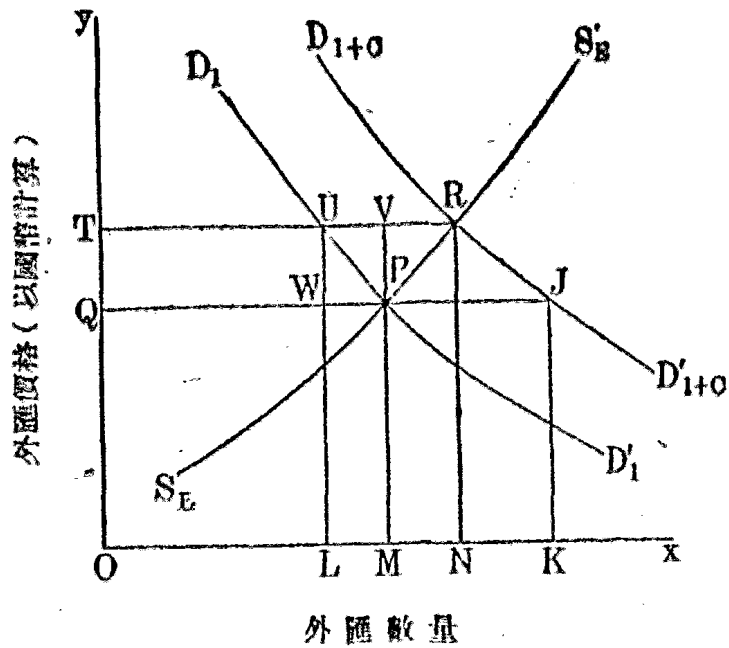
價必漲（以外幣計算），本國從匯率放長所得之便宜，將被抵銷。第四，進口貨在其本國之需要彈性愈大，則外匯之需要彈性亦愈大。此與第三點有連帶關係。蓋進口貨在其本國之需要彈性有關於進口貨供給彈性之大小也。

三 無形收支與外匯供求

外匯供求除進出口貿易外，尚有其他無形項目（如第一章所述）。茲先分析外債本利之支付對於外匯需要之關係若何。外債本利必須按期支付（除非如德國之賴債）。如外債以本國貨幣計算，則每年必須支出一定量之國幣，匯往外國。其外匯之需要彈性等於一，蓋外匯價格與外匯數量之乘積為一常數，如以 e 代表一定量國幣之支付， x 代表外匯數量， y 代表外匯價格，則 $ex = e$ 。此乃表示外匯價格提高，外匯數量必為等比例之減少；反之，外匯價格降低，外匯數量必為等比例之增加。如外債以外幣計算，則每年須支出一定量之外幣。其外匯之需要彈性等於零，亦即需要曲線與 y 軸並行而垂直於 x 軸。

國外投資之支付，並非固定，其外匯需要，自非絕對缺乏彈性；如其他情形不變，本國因輸出資本而需購買外匯，外匯價格與進出口貿易將發生若何之變動？

下圖表示外匯供求祇有出口與進口時，外匯價格當為 MP 或 OQ ，進口（ D_1D_1' ）等於出口，以外幣計算，即為 $(OM = OM')$ 。以法幣計算，則為 $(OMPQ = OMP'Q')$ 。今如有資本輸出，外匯需要由 D_1D_1' 增至 D_2D_2' ， D_2D_2'



外匯價格被抬高至 MV 或 OT ，而外匯之供求數量增至 ON 。在此較高的匯率之下，資本輸出者所購之外匯數量自較在原來匯率 (MP) 之下為少。在圖上即為 $(UR \angle PR)$ ，進口商所購外匯亦將較在原來匯率時為少。在圖上即為 $(TU \angle QU)$ ，出口商所售外匯則將較在原來匯率時為多。在圖上即為 $(RV \angle QP)$ ，資本輸出者所得外匯，一部份出於出口商外匯供給之增加 (VR)，一部份出於進口商外匯需要之減少 (DV)，故資本輸出與進口減少及出口增加 (均以外幣計算) 有連帶關係。

資本輸出 = 進口總值之減少量 + 出口總值之增加量

$$LN = LM + MN$$

如此諸量以國幣計算，其結果或將與外幣計算者不同。蓋如進口貨之需要彈性小於一，外匯價格提高，進口總值以外幣計算，固將減少，以國幣計算，反將增加也。例如上圖 $OLUT$ 有大於 $OMPQ$ 之可能。至於資本輸出與貿易出超之關係，則無論以外幣或國幣計算，均屬一致。

出口總值 = 進口總值 + 資本輸出

$$ONRT = OLUT + LNBU$$

以上乃假定國際收支表上僅有進出口貿易與資本之移動三項，而無其他勞務收支及黃金或短期資金之移動，故貿易出超額必與資本輸出額相等，或貿易入超額必與資本輸入額相等，而後國際收支方告平衡。如將其他勞務收支加入分析，亦可依照資本移動之分析方法，各繪供求曲線，以觀察其結果。例如國外旅行費用為國際支出之一項，需要購買外匯，以供應用。外匯需要增加，匯率提高，一面足以減少進口，一面則足以增加出口，由此所贖出之外匯即等於出國旅行者所購之外匯。

國際勞務收入有與進口或出口發生補充關係者，亦有發生競爭關係者；而其外匯之需供彈性，又各不同，茲又舉其主要者若干項，說明於後。

(1) 僑民匯款 僑民匯款可分華僑匯款回國與外僑匯款出國。前者為外匯之供給，後者為外匯之需要。先言華僑匯款之供給彈性。此又可分二種情形言之。第一，如按期以一定量外幣匯回本國，接濟家用，則其外匯之供給彈性可等於零。如按期在國外購買一定量國幣匯回本國，則其外匯之供給彈性可等於一。第二，如華僑匯款係用以投資於國內者，則本國貨幣低廉時，有增加國幣之需要，或外匯供給之可能。亦即外匯供給彈性大於零。至於外僑匯款出國，其按期以一定數之外幣匯出者，外匯之需要彈性可等於零，按期以一定數國幣匯出者，事實上可謂絕無（有之則其外匯需要彈性可等於一）。蓋在華外僑營業收入及薪工等項多以外幣計算故也。

(2) 從外國證券所得之利息與紅利，如為一定量之外匯，則其外匯之供給彈性可等於零，如為一定量之

國幣，則其外匯之供給彈性可等於一。我國人民購買外國證券者頗多，惟均以外幣計算。

(3) 運費之支出與收入與進出口貿易有相互關係。如進出口商品均由外國輪船載運，則外匯低廉時，進口與支付運費之外匯需要，連同增加，但出口減少，此方面支付運費之外匯需要，亦隨以減少。因有此抵銷作用，故支付運費之外匯需要彈性，必屬極小。如進出口商品均由本國輪船載運，則外匯漲價，出口增加，進口減少，運費收入，亦必無甚變動，因而其外匯之供給彈性，必屬極小。如進出口貿易，由本國與外國輪船互相載運，則外匯漲價，本國輪船運費，以外幣表示，必較低廉，外國輪船運費，以國幣表示，必較高昂，本國海運業務，得因以擴充，外匯供給，隨以增加；故在此一情形之下，由運費收入而起之外匯供給彈性，當較前例為大，其由支付運費而起之外匯需要彈性，當屬更大，蓋有本國輪船足為外國輪船之代替也。

(4) 保險費之收支亦與進出口貿易有相互關係。其情形與前項相似，不復贅述。

(5) 銀行佣金之收支，與進出口貿易及國際間資本之移動相關。此一項目，在世界金融中心，如紐約、倫敦，為主要收入，由此而起之外匯供求彈性，亦屬不大。

四 外匯供求數量與外匯供求表列

以上所述外匯供求，各指二種意義：一為供求表列 (In the schedule sense) 一為供求數量 (Quantity demanded or supplied)。前者指在各種不同價格下，市中所願購買或供給之數量表列；後者乃指在某二

價格之下之供給與需要量。因供求變動而致價格漲落者，指供求表列而言；因價格漲落而致供求變動者，指供求數量而言。例如因資本出口，外匯之需要增加，外匯價格提高，即指需要表列之擴大或需要曲線之向右推移。同時進口商對於外匯需要之減少，乃為外匯價格提高之結果，此非為進口外匯需要表列之縮小或需要曲線向左推移，乃為外匯購買數量隨外匯價格上昇而減少，或需要曲線上之一點沿線向左移動。

外匯價格因別種需要表列（如資本出口，國外旅行費用支出等）之增加而提高，進口外匯需要表列不變，其購買數量固將隨以減少。但其需要表列不變，僅係一種假定，事實上進口外匯之需要表列亦能隨別種需要表列而移動，例如富有資財者年銷高貴之進口貨品，今如相率出國，作長時期之旅行，是將移其進口貨之需要於國外旅行，由是將縮小進口外匯之需要表列而擴大旅行匯票之需要表列。同時，彼等在國內原亦消費一部份之出口貨者，今則此部份出口貨亦將在國外市場出售，由是而增加出口外匯之供給表列，亦即供給曲線向右斜傾推移。

又如資本出口，增加借款國在本國之購買力，因而增加本國之出口，由是擴大出口外匯之供給表列。至於進口外匯之需要表列，亦未能預定其為不變；如何變動，雖未能執一以論，但如出口品原料大部份須用進口者，則出口增加，進口亦將增加，由是進口外匯之需要表列，有因以擴大之可能也。

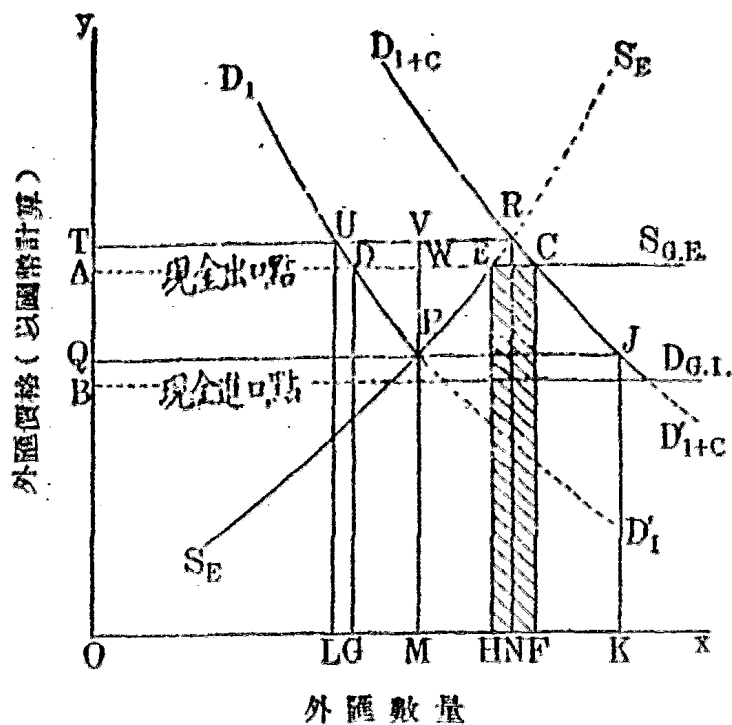
至此，吾人乃可以說明匯價之變動起於質的因素者，必須通過供求表列。如國幣之購買力平價低於匯價時，外貨進口，有利可圖，進口外匯之需要表列，遂因以擴大。又如外國有實行匯兌統制之傳聞時，持有外匯者急

於求售，拋空者亦紛至沓來，因以擴大外匯之供給表列。又如如有不利於國幣信用之傳聞時，則有流動資金者急於謀貨幣之逃難而扒購外匯，投機者亦紛做外匯多頭，因以擴大外匯之需要表列，匯市愈縮，購者愈多。是即由匯市之緊縮，使國幣之信用益疲，外匯需要表列遂因以愈大。反之，匯市愈鬆，拋售者愈多，此處之外匯供求即指表列而言，如指單一之供給或需要量，則匯市緊縮，外匯之需要量應減少，而外匯之供給量應增加也。

五 金貨裁定對於匯價之影響

如各國貨幣當局按一定價格無限制買賣黃金，則匯價之變動，為現金輸送點所限，已詳見第十二章。如外匯價格跌至現金進口點以下，做金貨裁定者即可購入外匯，用以轉購黃金，輸入國內，以博差利。故匯價在現金進口點下時，做金貨裁定者對於外匯之需要彈性為無限大，其需要曲線成一與x軸之平行線。如外匯貴至現金出口點以上，則做金貨裁定者將販運黃金出口，所得外匯，即在本國市場出售，故匯價在現金出口點下時，做金貨裁定者之外匯供給彈性，亦為無限大，其供給曲線與x軸平行，茲繪圖如左，以資說明。

$D_1 D_1'$ 代表進口外匯之需要曲線， $S_1 S_1'$ 代表出口外匯之供給曲線， $O M$ 代表在 $M P$ 匯率下外匯之成交量。如因輸出資本而致外匯之需要增加，需要曲線由 $D_1 D_1'$ 推至 $D_2 D_2'$ 。假定進口需要不變，則匯率將升至 $O T$ 或 $N R$ ，出口價值，以外幣表示，將增至 $O N$ （假定出口供給情形不變），進口縮至 $O L$ ，在金本位之下，匯率不能升至 $O T$ ，因此已超過現金出口點，匯率升至 $O A$ 時，外匯供給有完全之彈性，供給曲線變成



非在金本位時，商品出口將視此為多（應多出 H N 部份），進口則將視此為少（應減少 L G 部份）；資本輸出之數值即等於貿易出超之數值。由是可知在金本位下，貿易出超之進展，較為緩慢，但其進展仍將繼續，蓋右圖所示，顯然為不穩定之均衡（Unstable equilibrium）也。

黃金出口與商品出口對於國內購買力發生不同之影響，出口商售出外匯所得之款（如上圖之 OHEA）

與 x 軸平行線。供給曲線伸至 E 點時，出口商之外匯供給為輸出現金者之外匯供給所代替而成之 \$S_{0.E}\$ 線（其彈性為無限大）。此一供給曲線與總共需要曲線 \$D_{1+C}\$、\$D_1\$ 相交於 C 點，匯率 F C 或 O A 即等於現金出口點。在此一匯率之下，輸出資本者所需要之外匯數量為 D C 或 G F。進口商之外匯需要量為 A D 或 O G，在外匯之總共需要量 A C 或 O F 中，出口商供給 A E 或 O H 部份，輸出現金者供給 E C 或 H F 部份。於是國際收支平衡成爲：

商品出口 + 現金出口 = 商品進口 + 資本輸出

$$OH + HF = OG + GF \quad (\text{以外幣計})$$

$$OHEA + HFCE = OGD A + GFCD \quad (\text{以國幣計})$$

流入於出口貨之生產者，生產者又轉付於各生產要素。社會購買力因以增加，黃金輸出者拋售外匯所得之款（如上圖之 $FFOB$ ）須轉付與中央銀行，蓋其輸出之黃金係向中央銀行購得者也。此項通貨，不復存在於流通界。倘中央銀行不採中和政策（如收購有價證券，放出通貨），則黃金輸出足以造成通貨緊縮，國民之貨幣所得減少。於是商品進口與資本輸出均將減少，因而減少外匯之需要。出口則因國內物價低落而反見增加，因而增加外匯之供給，匯率乃趨下落。直至匯率降至現金進口點時，做金貨裁定者對於外匯將發生無限制之需要，以之往國外購買黃金，運入本國，售與中央銀行，由此所得之款轉付於出口商等供給外匯者，國內貨幣流通數量因以增加，於是物價抬高，進口復增，出口減少，匯率上昇，惟此一矯正作用，行動迂緩，需時較長耳。

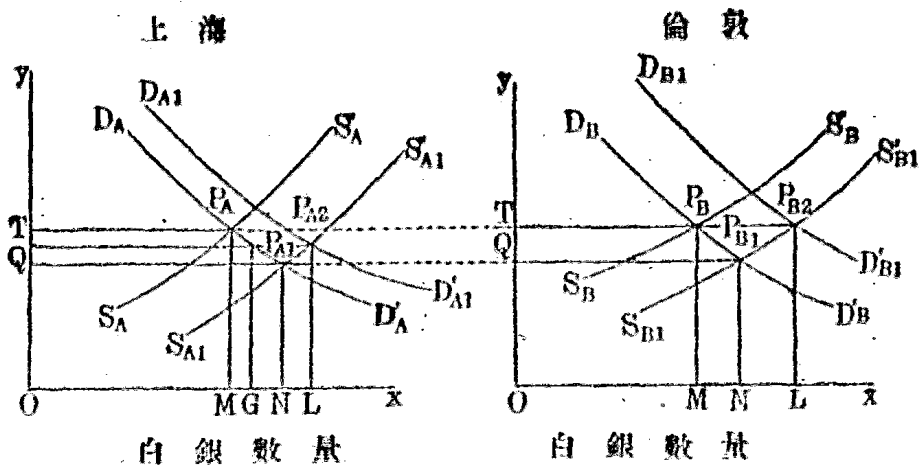
在特殊情形下，因黃金流出而致國民貨幣所得縮減，外匯需要隨以減少時，外匯供給未必增加，有時外匯供給曲線之彈性反由正變負，是即如第二節所述外國對於本國出口貨之需要彈性小於一，或如外國競爭商品之供給彈性小於一時，則外匯價格提高，其供給數量未必增加或反減少也。但若黃金流入外國，而未加封銅（sterilisation）或未為私人所退藏（Private hoardings），則外國國民之貨幣所得，必將因此增加。故如外人對於本國出口貨之需要，有相當之所得彈性（Income-elasticity）——即需要隨所得之應變程度，則其對於本國出口貨需要之價格彈性（Price-elasticity）或不至於缺乏（小於一），而本國出口外匯之供給彈性亦可因此而維持其正的方向也。

六 銀匯變動之供求分析

銀本位國對金本位國之匯價即等於以外幣表示之銀幣價格，隨世界銀市之變動而上下。一種商品如能自由販運，則其在兩地市場價格之差，將等於其販運成本（包括運費、利息、保險費等）。倘甲地價格高於乙地，其差額超過販運成本時，則販運者將在乙地購入，在甲地出售，最後使兩地價格之差僅等於販運成本而後已。銀匯變動亦可適用此一原理，以爲解釋。吾人祇須分析銀價之變動，即可以明銀匯之變動。

在本國外匯之需要其反而即爲白銀之供給；外匯之供給即爲白銀之需要。如海外銀價低於國內以匯價表示之銀價，其差數超過現銀輸送費，則做銀貨裁定者，將在海外購入而在國內售出白銀，因而降低國內以匯價表示之銀價，與世界銀價平衡。茲以圖線表示於後：

假定倫敦銀價因供給增加而下跌， $S_B S'_B$ 推移至 $S_A S'_A$ ，銀價由 MP_B （或 OT ）降至 NP_B （或 OQ ），中國銀行家在英代理人，即將買進，同時在滬套進外匯，售出銀元，上海以匯價表示之銀價即告下降。在下圖， $S_A S'_A$ 移至 $S_A S'_A$ ， MP_A （或 OT ）降至 NP_A （如 OQ ），如將白銀輸送費計算在內則， T_A 當較 P_{Bi} 略高，其差數即爲輸送費。此時中國在倫敦銀市爲邊際購買者（Marginal buyer），蓋中國之需要，乃由銀價跌落而產生，其需要量於 D_B 之下，定在 N 一點，倫敦銀價之跌落，由於供給之增加，是爲供給表列之推移，至其需要之增加，乃由於銀價之跌落，是爲需要數量之變動，而非需要表列之改變。反之，如倫敦需要增加， $D_B D'_B$ 向



白銀數量

白銀數量

外者，非僅恃白銀套做所能平衡，於是國內存銀，乃有源源外流之勢。如上圖，上海白銀供給由 S_A, S_{A1} 增至 S_{A1} ，以外匯表示之銀價即由 $M P_A$ 降至 $N P_{A1}$ ，白銀套做者在國內可以在 P_{A1} 之價購入白銀，在倫敦以

右推移，使銀價上漲過於中國現銀輸出點時，則中國銀行家在英代理人即將售出，同時在滬套出外匯，收進銀元。此時中國為邊際售賣者（Marginal seller），倫敦銀市如此，紐約銀市亦然。（註一）但如中國以外匯表示之銀價因需要增加（如出口，外人投資，華僑匯款等）而提高至現銀進口點以上，則中國銀行家亦可在倫敦購入白銀，在滬套進外匯，此時中國在倫敦銀市，不復能以邊際購買者為解釋，蓋倫敦銀價將受中國購買之影響而提高也。是為需要表列之推移，而非單一需要數量之變更。反之，如中國銀元之供給增加（如進口，及外債之還本利息等），以外匯表示之銀價下跌，超過現銀出口點時，則中國銀行家可在倫敦拋售白銀，在滬套出外匯，倫敦銀市之供給表列向右下推，使銀價跌落，此時中國在倫敦銀市，亦不能以邊際售賣者視之，惟倫敦銀市，各有其獨立之供求因素，非中國之購售所能操縱。即使中國銀行家因國內銀價低於國外，運銀出口，如海外銀之需要，不斷增加（如美國之收購）而國內銀之需要不變（即需要表列不變，套出外匯者，僅為因國內銀價低落而增加白銀之購買量），則國內銀價之較低於國

P_B 之價售出。套做者競爭之結果，倫敦供給表列由 $W_B W_C$ 增至 $W_B W_E$ ，銀價乃由 $K P_B$ 降至 $L P_B$ 。如同時倫敦銀之需要由 $D_B D_C$ 增至 $D_B D_E$ ，則倫敦銀價仍不能因中國之拋售而低落，此時中國銀價為 P_C ，倫敦銀價為 P_E ，差價依然存在，故白銀有不斷外流之勢。此時如出口不增，則本市白銀之需要量 $O M$ 屬於出口商， $M N$ 屬於套做白銀者， $O N$ 為進口總值（假定無其他對外支付項目在內）。 $M N$ 即為入超而以白銀輸出為抵補。倘出口有所增加而未達 $M N$ 量，則其中一部份屬於出口之增加量，一部份則屬於白銀之出口，倘 $M N$ 量全為出口之增加量，而國外銀價仍高於國內（如 P_B 之於 P_C ）時，則白銀套做，足以增加現銀之需要表列， $D_A D_C$ 推至 $D_A D_E$ ，於是總共購買量由 $O N$ 增至 $O L$ ，此時出口商所吸收者當為 $O G$ ， $G L$ 則為套做者所吸收，亦即為入超量。惟現銀流出過多，國內通貨緊縮，物價低落，至其購買力平價以上，進口因以減少，於是銀幣之供給表列，向左上移，此亦足以提高國內銀價，結果，國內經濟乃在不景氣狀態下，與國際經濟回復均衡。

在海外銀價先國內而低落時，（或因供給之增加，或因需要之減少，）本地以外匯表示之銀價亦必繼之而跌，是於出口有利，進口不利，無形貿易方面亦然。中國對外收支在一定時間內屬於收入超過，而此有利差額適為白銀輸入所抵補。白銀輸入足以造成通貨與信用之擴張，而提高物價水準，至購買力平價以下，進口將超過出口，或增加入超，入超之增加與現銀之輸入總計應等於國際收支因海外銀價跌後所發生順差之數額，國內外經濟，又入於均衡狀態。

再假定在一均衡狀態下，因本國利率遠較國外為高，外資與僑款來華，則銀幣之需要增加，上海對外匯率

放長，至現銀進口點以上，在投資繼續期間，現銀乃源源流入，通貨及信用擴張，國民收入增加，物價水準上漲，超過國際水準，中國因外人及華僑投資所產生之國際收支順差，即自購買現銀而轉為購買貨物，於是入超增加。此增加之入超與現銀之輸入量總計即等於外人及華僑之投資。設貨物入超價值超過外資及僑款，則國際收支即轉不利，於是上海對外匯率緊縮至現銀出口點以下，銀貨流出國外，通貨及信用收縮，物價下降與國際水準恢復均衡。（註二）

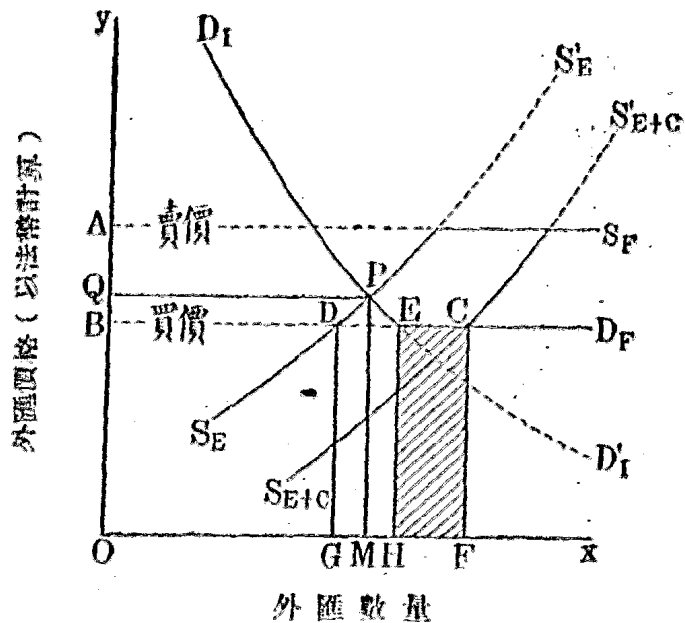
（註一）顧季高（1）「中國當前之幣制改革問題」，東方雜誌三一卷八號。

（2）「中國新貨幣政策與國際經濟均衡」，東方雜誌三二卷，二三號及二四號。

（註二）同註一（2）顧氏以中國為世界銀市中之邊際購售者，僅適合於國外銀價先國內而漲之情形。如國內銀價因外資及僑款等先海外而漲，或入超過多，先海外而跌，即不能以邊際購售者稱之。此點顧氏未有說明。

七 外匯本位與匯價之變動

中國於停止銀本位後所採之法幣，非為不兌現紙幣而為外匯本位貨幣。因國家銀行按照官定匯率無限制購售外匯，亦即法幣得按一定匯率自由兌換外匯也。匯價之變動為中央銀行買賣限價所關住。換言之，匯價之漲落不能超越買賣限價，此與金本位制之現金輸送點，有異曲同工之妙。如匯率鬆至中央買進限價，中央銀行即為無限制之收買，需要曲線由傾斜而變平坦，匯率乃停止鬆勢。反之，如匯率緊至中央賣出限價，中央銀行即為無限制之供給，供給曲線由斜昇而變平坦，匯率乃停止緊勢。匯價之漲跌非達買賣限價時，自有商業銀行



(圖在註釋式) 空圖圖本

出而購售，無勞中央銀行之參與也。

如上圖因外資輸入，外匯供給增加，其價格低落至買價時，中央銀行即出而吸收。H F 為其吸收之數。H F C 則為中央銀行付出之法幣數。如此數係向人民出售公債而得，則無非移轉一部份人民之新的儲蓄於出售此項外匯者之手。貨幣流通量並不因資本輸入而增加。倘中央銀行不能在資本市場吸收如許量之儲蓄，勢必向貨幣市場張羅短期資金，以供購買此項外匯之需。市場利率被其抬高，退藏貨幣，引誘而出。故此項外匯當有一部份係以退藏貨幣購入，另一部份則將為增加發行之基礎，其未由發行購入部份之外匯，形同封鋼，以其不在流通界發生作用也。美國之黃金封鋼政策，事亦類此。

倘中央銀行向商業銀行以高利吸收短期資金而當後者缺乏剩餘準備（即其存款準備比率並不甚高）時，則商業銀行對中央銀行增加放款之結果，勢必收縮對其他方面之信用。挹彼注此，結果亦與上述二例相同。反之，如本國輸出資本，外匯之需要增加，匯率縮至賣價時，中央即須售出外匯。如將以售出外匯所得之款，在公開市場購入公債，則國內貨幣流通數量，可不致因資本輸出而減少。但此尚須視銀行信用狀況而定。英美諸國匯兌平準基金（Exchange Stabilisation Fund）之運用，即屬如此，其目的乃在獲得匯價與物價之同

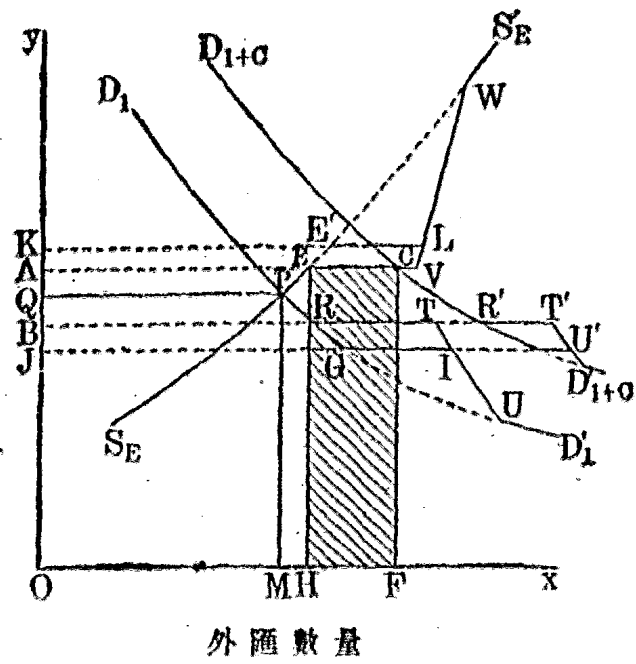
時穩定。

倘中央銀行不採此種通貨管理政策，完全以增加發行，吸收外匯，則當國際收支有利之時，國內通貨即將發生膨脹作用。反之，中央於售出外匯以後，不在公開市場購入公債，則當國際收支不利之時，國內通貨即將發生緊縮作用，此與自動的金本位制，正復相似。中國於法幣政策實施以後，國際收支曾呈有利現象，對外匯率大盤旋於中央銀行買進價格而甚鮮下降至售出價格，中、交、三行曾經購進鉅額外匯而不須售出外匯，發行之增加，此亦為其一因。

八 不兌現紙幣匯價之變動

所謂不兌現紙幣者即為不按一定比率兌換黃金（或白銀）或外匯之紙幣，其匯價任其自由漲落，上海黑市中之法幣，紐約之自由英鎊等是其例也。匯價之穩定第一，可由商業銀行及匯兌商之購售而獲致，彼等趁低收進，乘高拋出，頗有穩定作用。但此係假定質的因素不變，彼等對於貨幣之信心如舊，或彼等深信貨幣當局必能維持幣值，在此一假定條件之下，不煩平準基金之實際運用而可獲得匯價之穩定。第二，倘由平準基金出而購售，同時不以公開市場之運用，中和貨幣之流通量，則結果將發生通貨膨脹與緊縮作用，因以調整國際收支之均衡，而得穩定匯價之效果。第三，外幣與國幣均呈不穩定狀態時，經營者往往躊躇不前，足使外匯交易清淡，而入呆滯狀態。此時匯率亦能得暫時之安定。

(匯市寧靜時) 之匯價圖式。



在匯市寧靜時，商業銀行與匯兌商之釘住匯率，常在平準基金之先，稍鬆即扒，稍緊即塞，其在較低價格時之需要彈性與在較高價格時之供給彈性均屬無限大。而此較低與較高價格之差常視平準基金所願購入與售出價格之差限為小，如上圖所示。

O A 為商業銀行與匯兌商之供給價格，O B 則為其需要價格，而 O K 與 O J 則為平準基金之供給與需要價格，價格昇至 O A 時商業銀行與匯兌商之供給彈性將為無限大。供給曲線由斜昇而轉為與 x 軸平行如上圖 E V。但平準基金之供給尚在其後，如 E' L。當價格跌至 O B 時，商業銀行與匯兌商之需要彈性亦將為無限大，需要曲線由斜降而轉為與 x 軸平行，如上圖 R T。平準

基金之需要，猶在其下，如 G I。惟平準基金之維持匯價，實為商業銀行與匯兌商對於法幣信心之所由堅，苟平準基金放棄釘住政策，停止供給，則銀行與匯兌商之供給成本，勢必上漲，故供給曲線由平行而突轉峻斜，如 V W。此處銀行與匯兌商之供給，就質的因素言，應為供給表列之退縮，或其供給曲線向左上推。但如將質的因素暫置不論，則銀行與匯兌商於國外存餘行將售罄，補進成本行將提高之時，供給曲線自將由平坦而轉入陡削，右圖外匯價格由 M P (或 O Q) 昇至 H E (或 O A)，由於輸出資本所致，此時外匯之總共需要量為 O F，

其中H F部份即為銀行與匯兌商所供給。H F C E 即為彼等由出售外匯所得之法幣數量。如其供給超過E C而達E V時，表示其國外存餘行將售罄，而補進頗屬困難之情形。故總合需要曲線（包括出口商及銀行與匯兌商等供給量）形成 $S_{E F V W S}^1 E$ 。

反之，商業銀行與匯兌商之吸收能力為銀行信用所限。吸收至R T時，信用已擴張至最高限度，非出較高利息，不能得之，故需要曲線自T點起突形陡降，總合需要曲線（包括進口商與銀行及匯兌商等）形成 $D_{R T U D}^1$ 。

惟事實上，銀行與匯兌商之購售外匯對於貨幣流通量之膨脹與緊縮影響愈大，外匯供求愈易獲得調整。在銀行與匯兌商之國外存餘，行將售罄以前，外匯供給表列已因通貨緊縮作用而形擴大；反之當外匯購入過多，外匯需要表列已因通貨膨脹作用而形擴大，外匯價格之停止下降，可不待銀行信用擴張至最高限度也。如此則銀行與匯兌商之供求曲線可停留在平行狀態，而使匯市臻於穩定。

商業銀行購售外匯對於通貨之影響若何，要視下列二種情形而定。第一，須視銀行存款準備比率及其「借入準備」(borrowed reserves)之伸縮性；第二，須視國外存餘能否作為準備。如存款準備比率為固定不變者，則購入外匯以後，對於其他放款與投資，必將減少，除非能向中央銀行借入款項。商業銀行放款如已達最高限度，但同時以外匯低廉，意欲吸收，則必須將其所存商業票據向中央銀行為重貼現。或其所存有價證券售與中央銀行，始能購買外匯，或如放款尚未達最高限度，準備比率甚高（即有剩餘準備）而欲減低其比率

時，則購存外匯，自無阻礙。故商業銀行之購買外匯能否增加通貨，當視準備比率及準備數量之伸縮性而定。反之，如商業銀行欲提高其準備比率或償還中央銀行借款，則出售外匯，自將發生緊縮作用。但如商業銀行準備全屬自有，未曾向中央銀行借入，而準備比率僅擬保持常數，則出售外匯所得之款，仍將放出，自不致於發生緊縮作用。

就第二種情形而論，如外匯可充存款準備，則商業銀行之購售，自將發生膨脹與緊縮作用。且其作用較普通情形爲大。蓋購入外匯，已有膨脹之可能，若再以之充當準備，更可依以擴張信用。反之售出外匯，亦能發生二重的緊縮影響。美國商業銀行準備以聯邦準備銀行之存款結餘爲限，不能以外匯充準備，故購入外匯，結果必將增加活期存款，減低準備比率；售出外匯，結果必將減少活期存款，提高準備比率。我國以準備尚未集中，商業銀行準備並無一定規則，舉凡流動性最大之資產，均可作準備之用。外匯之流動性亦屬最大。故購入外匯，儘可依以擴張信用。一遇週轉不靈，即可拋出，以濟急需。在華洋商銀行常拋售外匯以調劑國幣頭寸。反之在國幣頭寸過多時，則常吸收外匯。故中國商業銀行，無論華洋，其購售外匯，與金融市場息息相關。

至於一般匯兌商之釘住匯率，其作用如何，須視其所運用之款項而定。如向銀行借款以購買外匯，轉售以後，即行償還，則其對於流通量之影響，亦與上述相同。當彼等扒購之時，銀行貼現放款隨以增加；脫手之時，則通貨又流回銀行。如匯兌商自有存餘現款，則購售外匯對於通貨之膨脹與緊縮作用，僅爲反退藏 (Disinflation) (註) 與退藏問題。其影響於通貨者不在通貨數量而在其流通速度。倘購買外匯之款項既非向銀行借得，亦

非屬於自備，而係得之於一般短期投資者，則其購售外匯對於通貨之影響殊微。蓋在彼等一定的投資傾向 (Investment propensity) 或投資需要表列之下，通貨之增加僅限於由匯兌商抬高利率所誘致之反退藏數量；通貨之減少，亦僅限於因利率低降所促成之退藏數量。惟匯兌商所運用之款項通常均經銀行之手。故其購售外匯之有膨脹與緊縮作用，亦與銀行自行購售者相類。

從上分析，外匯與通貨之關係在金本位制與不兌現紙幣制，就經濟立場言，實無嚴格之界限可分。正統學派之金本位匯兌理論亦可適用於不兌現紙幣，以其購售外匯對於通貨之膨脹與緊縮影響，初無二致。反之，在金本位制之下，如中央銀行實施通貨中和政策，是即不因購售黃金變更商業銀行之準備，以求國內通貨之安定，此與停止金本位後以匯兌平準基金穩定匯價與物價，又屬相同。所異者如中央銀行均採通貨放任政策（即中央銀行之通貨政策取被動態度），則以若干成黃金為準備，可發十成通貨。故黃金流入之國，通貨之擴張必為黃金增加之倍數；在黃金流出之國，通貨之收縮，亦必為黃金減少之倍數。在不兌現紙幣之下，則中央銀行購入外匯，通貨不能為倍數之增加。但就國際經濟均衡之立場言，國際間購買力之移轉，應相當於國際收支之差額。乃黃金之移動使流入與流出之國之購買力數量為倍數之變動，是金本位之過也。倘金本位國中央銀行之發行及收縮通貨，亦僅以黃金之購售數量為限，則與不兌現紙幣之購售外匯，亦復相類。如第二七九頁之圖所示，黃金輸出之國，HFOB 即為其通貨之減少量，且 F 則為輸入國之增加量。倘禁金出口，且 F 之外匯數量須由本國銀行售與資本輸出者。在支出國家減少 HFOB 之銀行存款；在收入國家則無非將外國銀行之

存款結餘，且下移轉於資本借入者之手而已。故資本輸出國之通貨減少量相當於資本輸入國通貨之活動量，是即前者之緊縮作用，由於流通數量之減少，後者之膨脹作用，則由於流通速度之增加。惟何者變更流通數量，何者變更流通速度，視支付之方法而異。倘輸出資本者以本國銀行支票開送外國借款人，後者即可售與銀行而增加其存款。在此例之下，本國所變動者為流通速度（資本輸出者之存款轉變為外國銀行在本國之存款），外國所變動者則為流通數量。倘本國輸出資本者向銀行購買匯票寄與外國借款人，後者即存入其往來銀行，此例為本國變更流通數量，外國變更流通速度。

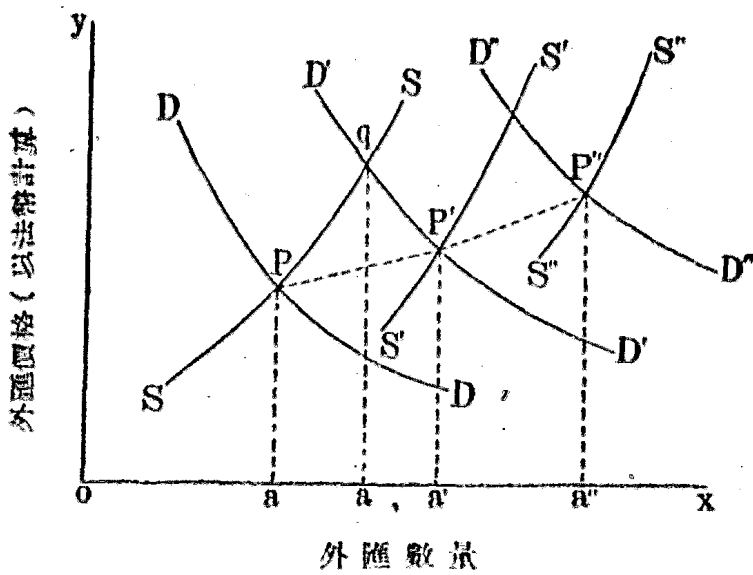
（註）反退藏意即退藏貨幣出而流通。

九 長期短期及日常變動之分析

以上各節可謂靜態經濟之匯價論，茲當進而從動態經濟分析匯價之變動。以作本章之總結。

匯市之變動，亦可如其他商品或證券市場，分長期、短期及日常三類。惟其供求因素之錯綜複雜，遠非一般商品及證券所可比擬。長期變動之基本因素，在量的方面，決定於國際收支結構之變動，在質的方面，則又視貨幣之為金為銀為紙與當局之貨幣政策而異，進出口貿易在國際收支中佔最主要地位。對外貿易之消長，隨一國經濟結構之變遷為轉移。經濟結構之變遷，從橫的方面觀察有二種可能性：其一為經濟結構之國際化；其二則為經濟結構之國家化。前者表現在對外貿易之增加；後者則表現在對外貿易之收縮。從縱的方面觀察，則生

產力之提高與降低，亦能表現在對外貿易之消長。倘進口增加之速度超過於出口，或出口減縮之速度超過於進口，如無其他收入之增加或支出之減少為抵沖，則匯價之長期趨向必屬下降。反之，匯價可有上漲趨向。惟匯價之漲落亦能反響收支結構之變動，而起自動矯正作用。在金本位時，如國際收支有長期間之逆勢，結果必為金本位之放棄，一任匯價之低落，令其尋覓自然水準。倘匯價之低落自質的方面而起，（如通貨膨脹政策，）亦



必通過收支逆勢，而下達一新的水準。所謂匯價之自然水準（Natural level of exchange rate），即為在國際經濟均衡下之匯價，亦即本書所

稱之經濟平價。如質的方面不生問題，僅就量的因素而言，則每一經濟均衡，足能維持一較長之時期，蓋國際收支結構之變遷，必須經過較長之時期，在此穩定期內，外匯之需供，處於正常形態，其變動為逐漸推移而非突然漲落。但在戰時，以質的因素變動過驟，故在量的方面，無正常需供之可言。卡塞爾氏欲以購買力平價為正常匯價，蓋亦難矣。

匯價之長期變動可以圖表示如上：

上圖表示正常供求曲線之推移，如外匯價格由P昇至q，引起匯價之矯正作用，誘致外資之輸入，出口之增加等，結果乃使供給曲線由SS'移至S'S'，而得新的匯價水準P'。P'則又為一新水準。P'P''可以代表匯

價之長期趨勢。供求曲線之推移，或先後互見，或同時變動，視收支結構之變遷而異。

短期變動又可分經濟循環與季節變動二項。資本主義經濟有週期性的變動。由穩定而繁榮，由繁榮而恐慌；由恐慌而不景氣，再由不景氣而趨復興，每一循環之期間，三五年不等。其影響於一國對外收支者亦隨其收支結構而異。例如在物價下跌時，原料品及資本品之價格較製成品所跌尤多。故輸出原料及資本品國家，受世界經濟恐慌之影響尤大。南美諸國之匯價，在一九二八年以後即告疲弱，可為佐證。貨幣信用之動搖與金融當局之舉棋不定，足以激起資本之大量移動及投機之盛行。是輩（包括銀行匯兌商投機家等）預測匯價之變動而定其需要與供給；進出口商之結匯態度，亦常隨其對匯價之預測為轉移。如匯價看縮，則進口商將多扒遠期，而出口商將待善而沽；如匯價看長，則出口商將拋售遠期而進口商將暫抱觀望。凡此種種在短期間內，皆足以變更供求曲線或表列，而促成匯價之波動。匯價之波動則又影響匯價之預測。其預測可有下列三種：

- (1) 匯價更將看縮或更將看長；
- (2) 匯價將回跌或回漲至以前水準；
- (3) 匯價將在新的水準穩定。

前兩種預測均足以變更供求曲線，故在動態情形之下，匯價漲落之影響非為供求數量而為供求表列之變動。此與靜態分析之結果，完全不同。蓋靜態分析乃假定供求表列不變或在同一供求曲線之上，價格昇降，供求數量，隨以增減。倘價格之變動足以影響供求表列，則此種靜態分析，不復適用。如就第一種預測而論，匯價猛

縮，不但不能減少需要及增加供給數量，而將適得其反，是即需要將更多，供給將更少。在第二種預測之下，雖供求之變動方向與靜態分析相同，但其所變動者亦為表列而非數量。惟有在第三種預測之下，供求表列，無甚變動，適合於靜態分析。

季節變動大抵由於進出口貿易之旺淡，在出口旺盛時季，匯價趨鬆，進口旺盛時季則趨緊，前者為供給曲線向右上移；後者為需要曲線向右上推。假定一般情形穩定如常，投機商之活動有抵沖匯價鬆緊之影響，故匯市變動，不致於過偏。惟在貿易旺盛季節，金融必告緊張，拆息高昂，短期資金自海外流入。其在出口旺盛季節，足以助匯市之鬆勢；在進口旺盛季節，足以堵匯市之緊勢。

至於日常變動，除銀行及匯兌商之拋補以外，投機影響頗佔重要。多空雙方活動之結果，在市場中稱為「脚地」(Technical position)。在買風鼎盛之時，投機者往往浮多過度(Overbought)，現躊躇不安之態。一有利空消息，急圖脫手，空方觀此情狀，益將活躍，匯市乃趨鬆勢，多頭更覺惶惑，是為脚地之軟弱，殆夫賣風日盛，拋空過度(OverSold)，做者心虛，急圖補進，多頭乘機而起，市勢轉而向上，補空紛至沓來，是為脚地之堅強。故如僅就投機影響而論，則市勢起伏，正所以表示脚地之轉變循環。當市勢進抵某一高峯，多頭先後獲利了結，轉向空方活動。脚地乃由硬而軟。反之，當市勢跌至某一底層，空方亦必先後了結，以確保其所獲之利。轉向多方活動，脚地乃由軟而硬。

外匯頭寸之集積(Accumulation)與分散(Distribution)可以表示大戶(Strong hands)活動之方

向——多或空。在集積之過程中，大戶必將以全力支持漲勢。故此時脚地必形堅硬。迨其獲利而紛紛吐出，分塞於散戶（Weak hands）之手，陷散戶於浮多過度之境，深知彼等無力支持，大戶乃向空方發展，市勢乃急轉直下，脚地遂告軟弱。

惟投機者之活動，並非如此單純，舉凡匯價變動之基本因素（長期或短期），皆為彼等之根據。日常投機活動，似若盲目，實具靈感。故上述三種變動，互相聯繫，不能分割。積日常變動而為短期變動，積短期變動而成長期變動。此匯價變動之大要也。

（附註）本章第一——五節採用 Dr. Machupp: "The Theory of Foreign Exchange", *Economica* Vol. VI (New Series) No. 24 (Nov. 1939), Vol. VII, No. 25 (Feb. 1940)

第三編
外匯期貨

第二十一章 外匯期貨

外匯期貨之意義——外匯期貨與匯兌風險之避免——外匯期貨對於進出口商避免匯兌風險之限度——
國際間資本之移動與外匯期貨——外匯投機與外匯期貨——外匯掉期與上海之金融市場——長期匯票
與遠期外匯

一 外匯期貨之意義

外匯，亦與其他商品同，有現貨與期貨之分。現貨 (spot exchange) 於成交後一二日內交割，在倫敦外匯市場，現貨之交割，普通以成交後第二天上午為限期。外匯現貨，嚴格言之，實即等於二天之期貨。故謂「外匯交易均屬期貨」(註) 亦無不當。外匯期貨 (Forward exchange) 又名遠期外匯，為買賣雙方所訂立之契約，於規定日期，按成交時所定價格，售方交貨，購方付款。此項契約之履行，稱為交割，交割得分次結清，規定交割日期之方法，有下列三種：

(1) 於一定之日期交割 (如某年某月某日)

(2) 於一定之期間交割 (如某年某月十五日至三十日之內) 究於何日交割，又有二種決定方法：

(a) 由售方決定 (at seller's option 簡書 S. O.) 是即售方於此規定期間內得選擇任何一日交貨。

(b) 由購方決定 (at buyer's option 簡書 B. O.) 是即購方於此規定期間內得選擇任何一日向售方提貨。

(3) 於一定月份內交割，此與第二項之情形相同。

在原則上如交割日由售方選定，售價應較廉，以其交貨有伸縮之便利也；如交割日由購方選定，售價必較貴，蓋購方可擇匯率緊縮時，向售方提貨故也。上海外匯市場之遠期交易，在限期內交割之遲速，由購方定之。但銀行與進出口商交易，預定交割期限者，於到期以前，究於何時交割，全憑商人決定，不論其為購為售，此亦銀行招攬營業之方法。

(註) Holgate, H. O. F.: Foreign Exchange Accounts for Bankers, Introduction, 1934.

二 外匯期貨與匯兌風險之避免

交易所中之期貨，一方面為投機者之對象，但在另一方面，而為商家避免價格變動風險之工具。蓋正當商業之目的，惟在確定成本與售價，賺取其間之差利，欲達此目的，必須利用期貨之買賣。例如麵粉廠商一面購入小麥，一面即須在物品交易所拋出期粉，否則如在出粉之日，行市驟漲，固獲大利，但如驟落，出售則蒙受損失；儲存

待價，則或流動資本，不敷週轉；商品易腐，不能久擱；且利息棧租，負擔非輕，而價之轉，又不可必，故不若拋出期貨之爲得計也。外匯之有期貨交易，理亦同此，以匯率之有漲落，故購售亦負風險。欲圖避免風險，乃須以遠期交易爲海琴 (hedging)。經營進出口貿易者，惟在求貿易本身之利，匯兌投機，必須避免，蓋彼之所長，在其特種商品之買賣，而不在于匯兌之投機也。譬如美出口商接到英進口商之定貨單一萬鎊，即開始在國內辦貨，約需經過一個月之期間，始能裝運出口，如彼與英商約定在貨物起運時，對後者開一卽期匯票，彼現在採辦貨物之支出爲美金，而下月之收入則爲英鎊，如屆時英鎊漲價，固可增加進益，萬一跌價，則有損失之虞。彼爲確定其收入與支出之差益計，即將下月期英匯結售於銀行。假定匯價爲四·八七五元（合一鎊）則屆期不論匯價之漲落如何，即可收入美金四萬八千七百五十元，如屆時匯價漲至四·八九五，則彼固少得二百元，但如匯價跌至四·八四五，便可免三百元之損失。故彼如不欲冒匯價漲落之風險，結售遠期，自屬必要之舉。同時若有美進口商訂購英貨一萬鎊，一月以後付款，屆期如英鎊跌價固可少付美金，如英鎊漲價，則須多付。進口商如欲確定其營業之收益，不願冒匯價漲落之風險，則須於訂購貨物之時向銀行結進遠期英匯（如一月後付款，結一月期，二月後付款，結二月期等是）。進出口商既各轉移其匯兌風險於銀行，銀行固願代負風險乎？其實銀行並不担負風險，彼一面向出口商購入遠期，一面對進口商售出遠期，其售價視購價略高，銀行不過爲遠期購售之中間人，與其他交易之原則，並無二致，從購售價格之差，獲其進益而已，彼固未嘗代負風險也。

三 外匯期貨對於進出口商避免匯兌風險之限度

外匯期貨對於進出口商之功效，固有如上所述，然匯價變動之風險，並非僅賴遠期購售所能免除。蓋匯價之變動，對於進出口商有雙重之影響，其直接者即為以外幣折合國幣之收支數目，未能確定，此固可以利用遠期外匯之購售，以為保障者也。但其間接影響，足以使進出口物價發生變動，殊亦未可忽視。如外匯貴，則進出口物價，以本國貨幣計算，亦將隨以俱漲。此在結有遠期外匯之進口商，如其訂購之貨，未在事先拋售，固屬有利可得，以其一方面不因外匯之漲而增加支出，而一方面則因物價之漲而可增加收入故也。但如外匯跌價，則進口貨物，以本國貨幣計算，亦將隨以俱跌，此在結有遠期外匯之進口商，如其訂購之貨，未在事先賣出，則一方面未能因外匯之便宜而減少支出，一方面却已因物價之跌落而遭受損失矣。進口貨物如為大宗性貿易若棉花、小麥之類，固有效期貨市場可以拋出，但如特種製品如機器、罐頭食物之類，進口商除非為顧客代辦，從中賺佣，則雖訂遠期外匯，仍須冒外匯跌價之風險。而不結遠期之進口商，得外匯便宜之利，因而增強其競爭之力量；結有遠期之進口商，反處於不利之地位也。至若外匯漲落對於出口商之間接影響亦未次於進口商。如外匯貴，出口貨將隨以漲價；倘出口商業已對外國進口商訂結售貨合同，而尚未在國內辦足貨物，則結售遠期外匯之出口商，未能得外匯漲價之利，而反受國內物價漲高之風險。其未結遠期外匯者，可以從外匯漲價所得之利抵充因國內物價高漲所受之損失。

由是可知進出口商，如未訂結遠期外匯，物匯對比，本有海琴之作用。就進口商言，外匯漲，進口貨亦漲，是其支出雖增，收入亦增。反之外匯跌，進口貨亦跌，是其收入雖減，支出亦減。就出口商言，外匯漲，出口貨亦漲，是其支出雖增，收入亦增；反之外匯跌，出口貨亦跌，是其收入雖減，支出亦減。蓋海琴為一種投機與另一種投機對做使二種風險發生抵銷作用。惟此二種投機，必須互相牽聯，前者受損，後者必獲利，或後者損失，前者必獲利。上海商人以外匯與標金對做，即其例也。進出口貨與外匯亦有此種關係。進口商為外匯之購方，同時即為進口貨之售方；出口商為外匯之售方，同時即為出口貨之購方。（是皆對國內而言）而物匯之漲跌，乃係同一方向，一售一購，故有損益相銷之作用。

顧物匯之漲跌方向雖同，程度未必相同，而雙方變動之時間，又有先後遠近。蓋進出口物價之決定，不僅受匯價之影響，同時尚有其本身供求之關係；故如外匯漲高一〇%，而進口貨僅漲五%，則進口商蒙其損失；如國內物價高漲一〇%，而外匯僅漲五%，則出口商蒙其損失，故物匯海琴，并不可靠。

以上所述，進出口商買賣外匯期貨，并不能完全免除外匯漲跌之風險，蓋由於物匯關聯之故。抑且現在外匯期貨之買賣，僅限於幾種主要貨幣如英鎊、美元與法郎，其地位較次者，多付缺如，有之，銀行亦必索甚高之代價。又以外匯期貨，通常以三個月為最長。期滿以後，進出口商如未能交割，必須掉期，故期限較長之交易，如大規模之工程合同，需一二年方能完成者，則訂結遠期外匯，勢須掉期數次。如遇政府實施外匯限制，雖欲掉期，已不可得，則以前訂結遠期之成本，盡付東流。此二者為現今外匯期貨設備未盡完善之所致也。

因此進出口商之訂結遠期外匯，并非絕對必需，要視下列各種情形而定：

- (1) 匯價不穩定之程度；
- (2) 未結遠期之可能的損失；
- (3) 訂結遠期之成本；
- (4) 從貿易上所獲利潤之多寡；
- (5) 商人本身之性格（保守或冒險）。

匯價之穩定足以減低商人訂結遠期外匯之趨向。在一九三五年，英、美、法諸國之匯價暫入穩定狀態，此諸國之進出口商訂結遠期外匯之數量即有減少之趨向，但大宗商品之進出口即在金本位之下，匯價漲落之程度，不過一%之左右，仍須訂結遠期，以抵制匯價些微之漲落。尤其在匯價之季節變動可以預料者，明知外匯將漲，進口商自以訂結遠期為有利，明知外匯將跌，出口商自以結售遠期為有利。且經營大宗商品之進出口商，其購售價格，相差甚微，獲利不厚，而買賣數量甚鉅，在匯率上一厘之差，足以影響損益，故即在金本位之下，亦須訂結遠期，以資保障。

如匯價漲落不定，進出口商自須訂結遠期，以防風險，如無遠期可結，或有之而所費過多，則除甘冒風險之投機者外，穩健之進出口商，寧放棄貿易以自保。說者以為一九三一年以後，國際貿易之減縮，乃由於匯價不穩定之故，非無因也。惟當一國對外匯價低落之際，必屬近賤遠貴，進口商為之裹足，出口商則獲益非淺，以其結售

遠期，得價殊優，例如一九三五——三六年遠期法郎，貼水甚大，法國之進口商爲之趨起不前，而出口商反因之而活躍也。

進出口商訂結遠期與否又須視匯價漲跌之趨勢而定，如外匯趨漲，進口商必欲訂結，而出口商則否，反之，出口商必結而進口商則否。此外如在貿易上所獲之利甚微，以訂結遠期爲妥，但此亦須視訂結遠期之成本而定。如近遠差率過大，進出口商所貼必多，是否值得，固有待於計算。最後進出口商之訂結遠期，與其冒險性之大小，亦有關係，謹慎穩健者，以訂結遠期爲常例，投機者則行險以徼倖，外匯多懸而未結，以期匯價之變動有利於己也。

凡上所述指有形貿易而言，至若無形貿易亦多有訂結遠期者，例如運費之支出與收入，向外國保險公司投保。保險公司在國外設有分店者其調用資金套取利息常以遠期外匯爲工具。此外如政府或公司之支付外債本息與紅利，亦常訂結遠期以保風險。至若銀行承兌商業匯票亦有訂結遠期以爲抵補者，而對外投資短期或長期及各種國際裁定交易 (International arbitrage transactions) 亦無不利用遠期外匯爲保護外匯漲落風險之手段。

四 國際間資本之移動與外匯期貨

進出口商之運用外匯期貨市場，已如上文所述。國外投資，如其支出爲國幣而收入爲外幣者亦常以買賣

外匯期貨爲避免匯價漲落風險之方法，舉借外債亦復如是。當借入外資之時，其有以一部份之借款存放於貸款國之銀行者，常在本國市場拋出遠期，以爲海琴，迨還本付息之期將屆，常購入遠期以預定其支出之數。然實際借貸是需要購售遠期，當視匯市變化之趨向與借貸者之性格而定，此與進出口商結匯之情形正復相似。

執有以外幣計算之有價證券，如見該外幣有跌價之趨向，固可將證券出售，以免外匯跌價之損失。但外幣證券，未必能隨時脫手，或能脫手，而折扣過大，或因是項證券利息甚厚；或是項證券在該國市場有漲價之希望，凡此種種，皆足以使持券者不願脫手，乃暫以拋售遠期外匯爲保障。銀行及工商機關在國外設有分支店者，爲防其所在國貨幣跌價之損失計，常拋出遠期外匯，以爲保障。雖其在該國之資產價值以當地貨幣計算，亦將隨幣值之低落而高漲，但其資產之漲價程度，或不及當地匯價跌落之速，故如拋售遠期，不但可以避免該國匯價跌落之損失，抑且頗有獲利之可能，以其在國外之資產，以當地貨幣計算既已漲價，而此種貨幣亦已事先售出，故是項資產之價值，以本國貨幣計算，亦將視前爲多矣。

當一國貨幣跌價之時，本國之資產階級與外僑，常將其所有之資產變換外匯，是即所謂資本逃避。流動資金，甚易在自由市場購買外匯，或購買貨品出口，變成國外存款，結果亦同。至若保有定期存款或不動產，因一時不能脫手，亦圖變換外匯者，則多以結進遠期行之。此在本國營業之外商爲尤然。

銀行經營外匯必須在國外同業開立往來帳項，保有存款結餘，是猶普通商人之存貨，以應顧客之需要。此項國外存放結餘，常以拋出遠期外匯爲抵，其在外匯期貨市場，實佔最重要之地位，以其圖獲各金融中心利率

之差，常以此爲運用之工具也。近遠匯率之距離與各國利率之差額，常因此項套息之作用而趨均衡，在存放結餘所在國通貨不穩定時，拋售遠期，貼水必大，故銀行對通貨不穩定之國家，存放結餘，必減至最小限度，祇求保持與該國同業往來帳之生命，以便經營外匯而已，惟通貨脆弱國家在通貨健全國家之結餘，鮮有以遠期爲抵者，蓋以本國通貨有跌價之趨勢故也。但自一九三一年以後，此已不能視爲常例，蓋強國之通貨，亦常有貶值之舉也。

國際短期資金之數量，自第一次歐戰以後而大增，短期資金之移動，在平時大都爲套圖各金融中心利率之差，而常以遠期之購售爲抵補，此項交易數量，至爲可觀。外匯期貨市場之所以發展於戰後者，此亦爲其主要原因。

國際間各種裁定交易，亦常利用外匯期貨市場。凡同一商品之價格在不同之地點或時間發生差別，乘機爲售貴購賤之舉，以取其差利者，通稱之曰裁定 (Arbitrage)，國際間之裁定交易，必須通過匯兌機構，故經營者亦須運用外匯期貨以避外匯漲落之風險，國際間之裁定交易，有下列諸種：(1) 匯兌裁定；(2) 利息裁定；(3) 金貨裁定；(4) 證券裁定；(5) 商品裁定。凡此諸種裁定，差利均屬甚微，如匯兌風險，未有保障，則反得爲失，殊屬可能，除在金本位之下，匯率已近現金輸送點，其變動可以預料者外，各種國際裁定，非運用遠期外匯，不足以確定其利益，就匯兌裁定而言，如某種貨幣之遠期匯價在各國匯兌市場發生差別，則裁定者可以在賤處購入，貴處售出，是爲空間裁定 (Space Arbitrage)，匯兌裁定本屬做現貨者爲多，前次歐戰後，同一貨幣

在各國之遠期匯率常有甚大之差額，故經營期貨裁定者亦頗多，在近遠匯率拔開時作購賤售貴之舉者即為時間裁定 (Time Arbitrage)。即上海外匯市場上之所謂套息，如近賤遠貴，則凡有遊資者均能為之，近貴遠賤，則非經營外匯之銀行或保有外幣存款者不能。

至若利息裁定，通常即為有國外往來帳之銀行，遇國外利率高於國內時，而遠期之貼水率又較低於國外利率之高差，則購入近期，售出遠期，以圖國外較優之利。反之，如國內利率高於國外，而遠期之升水率又較低於國內利率之高差，則購入遠期售出近期以圖國內較高之利。蓋購近售遠即為暫時將國內資金調往國外；售近購遠，則為將國外資金暫時移至國內。此點當在下文更詳論之。

金貨裁定在各國採用金本位或銀本位時，最為盛行。今則此二種本位，均已廢棄，除少數例外，黃金已收歸國有，我國則白銀已為國有，故金貨之裁定交易，今已大減。茲舉二例以說明之。如日本在金本位時，與英匯之平價為一日圓等於二三·七八五辨士。假定現金進口點為二三·五七，出口點為二三辨士。倘英匯縮至二二辨士，而一月期英匯為二二·〇六二五辨士，則經營外匯之銀行可在橫濱購入黃金，運至倫敦為期約須一月，而拋出一月期英匯。每一日圓所含之純金在倫敦售出，除去運費、保險費、利息等項可淨得二三辨士，此二三辨士乃得之於一月以後，故銀行在現金輸出時售出一月期英匯，與之相抵，如不預售，則一月以後之英匯倘升至二三辨士以上豈不虧本？今按一月期匯率二二·〇六二五售出，每一日金當可獲〇·九三七五辨士之利。又如中國在銀本位時，每一銀元含純銀〇·八一六五七四五，倘倫敦銀價為二〇辨士，則一銀元之值為一六·三

三辨士，如上海英匯行市爲一八辨士（合一銀元），是卽上海以匯價表示之銀價較倫敦爲高，做裁定者卽可在上海購入遠期英匯（反而卽爲拋出遠期銀元）。假定遠期匯率爲一七·八七五辨士，同時在倫敦購入一元之銀，祇須支出一六·三三辨士。假定每元之銀自倫敦運至上海鑄成銀元需費四%，則一六·三三辨士原價以外須再加費用·六五三二辨士，共計一六·九八三二辨士，其販運白銀所得之利卽爲·八九一八辨士，在實際上亦有不經現銀之輸送，以先令與大條互做者，如輸入平價（例如上述一六·九八三三辨士）遠較上海先令電匯（如上例十八辨士，此卽爲上海以匯價表示之銀價）爲低時，可在滬買進遠期先令，在倫敦買進遠期大條銀，蓋英滬白銀差價，不能久懸，因銀行家之裁定作用，英滬銀價，必趨接近，是卽上海先令匯價趨縮而倫敦銀價亦有放長之可能，爾時卽可賣出先令及大條，與前帳相抵，既無裝運現銀之煩，亦可獲取利益。反之，如輸出平價遠較上海先令電匯爲高時，則在上海賣出遠期先令，在倫敦賣出遠期大條，俟平價與匯價平後，卽行套轉，亦可獲利也。

如在國外市場做證券裁定，通常亦以訂結遠期外匯爲保障。此項證券必須爲有國際市場者。紐約股票交易所因買賣股票，不能記帳，故無須訂結遠期，若歐洲之證券市場，有二星期一結或月結之記帳交易，故於結帳前，常須訂結遠期也。

至若商品裁定，如芝加哥或溫尼伯（Winnipeg）與利物浦之間之小麥裁定，亦常以訂結遠期外匯，爲保障匯兌風險之手段。

五 外匯投機與外匯期貨

一般觀念以爲期貨買賣，均屬投機，此固爲不明海琴作用者之所云，抑且投機之對象并不限於期貨，對現貨亦可投機。紐約股票交易所爲全世界最著名之投機場所，但無期貨交易，做多者必須借款現購，俟價漲時售出，做空者惟有借貸售現，或於二三日內交貨，俟價落時補進。在外匯市場亦然，即無外匯期貨，投機者儘可在現貨市場活動。抑且外匯投機非僅專門家爲之，即進出口商與銀行家亦常有之。例如進口商預期外匯將跌，延期付款，未先訂結遠期，即無異於做空。出口商預期本國貨幣有跌價之趨勢，出口外匯，延不結售，是無異於做多。至若經營外匯之銀行，每天之購售，雖以軋平爲原則，但售出以後，未必同時即可補進，或購進以後未必同時即能售出，其間如有一二小時之虛懸，則在此一二小時之內，即無異於做空或做多。蓋外匯行市，縱變動極微，實瞬息不同也，然此種投機未必有意爲之。

英國之銀行家素以穩健見稱於世，從未做有計劃之投機，至若大陸諸國之銀行常優爲之，且有組織財團專做大規模之外匯投機者，然近年以來，外匯投機已不若上次戰後之易爲。當時任何人可向銀行開立帳戶，祇須有相當數額之存款，即可買空賣空。今英國各大銀行除正當商業上之需要以外，不再與顧客做期貨交易，但在其他各國銀行，此種限制尙不多見，此外一般資產階級亦常從事於外匯投機，向銀行購售期貨。

至於投機方法即爲預測市價之變動，以定多空之方位，此乃隨個人之眼光而不同，做多者買進先於賣出，

以其預測市價之將漲也。做空則反之，賣出先於買進，外匯投機，亦屬如此，如預期某種貨幣將漲，則購進此種貨幣，期貨與現貨均無不可。惟現貨限於資金之週轉，未易為大量之買賣，期貨無須付現，且到期軋轉，或盈或虧，僅須計算差數，故除少數保證金外，不需鉅額現本，即可作鉅額之交易。此期貨之所以能助長投機也。

外匯投機，在正常情形之下，亦與他種商品投機相同，有調劑供求之功效。但當一國貨幣脆弱時期，外匯投機足以危害整個幣制，非嚴加禁止不可。股票或商品投機，其影響限於局部，外匯投機，則有關整個國民經濟，蓋匯價與物價在國際經濟聯繫之下，實屬息息相關；一國之經濟結構，將隨匯價之變動，為盲目之適應，非國民之福利也。

六 外匯掉期與上海之金融市場

上海外匯市場，凡以現貨與期貨對做或近期期貨與遠期期貨對做（如下月期掉再下月期，）通稱之曰掉期。亦有指掉期為轉期者，是即在原訂遠期合同業已到期，購方再行售近購遠，或售方再行購近售遠，依當時近遠期匯率，付出或收回其差數，而另做一筆遠期交易。如近貴遠賤，則售近購遠者應貼進其差數，購近售遠者則應貼出，近遠期匯率之差名曰「掉期差別」(Change-over difference)。

中國在銀本位時，因匯價漲落靡常，上海銀行家調撥國內外資金，常以外匯掉期行之。如本市銀根緊急，拆息高昂，洋商銀行如威週轉不靈，即售往外匯現貨，藉以獲取現銀，以供週轉，同時購入遠期，以為抵補；反之，如銀

根鬆濫，拆息甚低，則以過剩資金購入外匯現貨，而以售出期貨爲抵。因此，在銀根緊急時，常有遠貴近賤之現象；在銀根鬆濫時，則常屬近貴遠賤。

洋商銀行之有賴於外匯掉期以資週轉者，可以八一三滬戰發生後之情形爲例，其時中央銀行曾將該行所作之掉期外匯買賣完全停止；上海外商銀行素藉是項買賣以獲得法幣應付顧客者，頓失憑依；且自存款提取受限制後，市上法幣缺乏，存戶紛向不受限制之外商銀行提款；外商銀行如不將外匯出售，則無以應顧客之要求，如將外匯出售，則當時法幣現貨回漲，售現購期之間，一月中須貼出之數，每法幣一元，達英金八分之三辦士，或每法幣百元達美金二百元，故外灘銀行公會當即向中央銀行請求繼續予以掉期機會。十一月（二十六年）中行俯如所請，恢復掉期買賣，惟每月不得超過國幣五百萬元，且每次交易不得超過英金五千鎊，或美金二萬五千元，每一外商銀行每月掉期之總額不得超過英金二萬鎊，或值英金二萬鎊之美金若干元。

銀根之鬆緊，固足以影響期現匯率之差；但期現匯率之差，亦足以影響銀根之鬆緊。例如銀行週報二十四年六月十五日金融及外匯市況報告：「近二週來，匯市之近遠期差價復擴大，蓋此際頗有匯市多頭到期將繼續掉遠期者，結果使差額增巨。英匯即期及一月期價相差，復達十六分之一辦士，遠期每間一月相差至少八分之一辦士，有時達十六分之三辦士，目前此種現象，似尙無轉機，後此再經時日，現貨與六月期之差額自當消滅，惟遠期市面，仍極狹隘，銀行方面，八月份以外不願售出，若九月份以外則絕無市面，自遠期差額增高後，金融愈感枯竭，非以極高之利率，不能得款，此使市面愈趨惡劣者也」（第十九卷第二十四期）。此即由於短期資金

均爲套息所吸收，套利既大，市場利率，自必因之抬高也。

七 長期匯票與遠期外匯

長期匯票與遠期外匯，就外匯之收入而論，雖同在未來，但二者之性質，截然不同。第一，長期匯票本身爲現貨而非期貨。銀行購入長期匯票，即須支出現款；如購入遠期，在到期以前，不必支出現款。第二，遠期外匯多係電匯與銀行即期匯票。長期匯票則以商業承兌與銀行承兌匯票居多。

長期匯票與遠期外匯之性質，雖屬不同，但二者實有密切之關聯。進出口商之清算，通常均用長期匯票。進口商如遇外國出口商開來之匯票，係以外幣計算，則彼爲預防匯兌風險，應向銀行訂結遠期，以備支付票價之用。在出口商方面，如其所開匯票，以外幣計算，於貨物裝運出口時，固已向銀行貼現。但在接到外國進口商定單之時起至貨物裝運出口時止，其間須經過相當時日，以從事於採辦裝配等務，假定爲期一月，則彼爲避免外匯跌價計，應向銀行結售一月期匯票。屆期，彼已可將所開跟單匯票，售與銀行。此項押匯票，即可以供交割之用。銀行購入商業長期匯票，送交國外代理行收款，至匯票滿期，票價收到時，後者乃記入其存帳之貸方，但如屆時，外匯跌價，購入銀行，豈不損失？故彼於購入押匯票時，即須拋出遠期外匯，以與該匯票之未來收入相抵。如押匯票可在國外貼現者，如銀行承兌匯票，則匯票到目的地時，即可變成現款，假定匯票郵程爲一月，彼當可拋出一月期電匯或即期現貨，以抵沖之。如銀行售出金融長期匯票，以資週轉，則應同時購入遠期外匯，以備將來

之償付。

凡此所述，不過用以明長期匯票與遠期外匯之關聯。因長期匯票之購售，常以遠期電匯為抵補，故長期匯率，常有以遠期匯率為基準者。但銀行之拋補，祇須雙方均衡，其運用之方式，固不必拘泥於一端也。

第二十二章 外匯期貨(續)

外匯期貨之供求與遠期匯率——遠期匯率與利息平價——套息之運用及其計算——掉期差別與利息平價之調整——掉期差別高估與低估之原因——掉期差別與利息平價之相互影響——購買力平價與遠期匯率——貿易平衡與遠期匯率——國際借貸與遠期匯率——現貨匯率與期貨匯率之關係——遠期期貨匯率與近期期貨匯率之差別——結論

一 外匯期貨之供求與遠期匯率

綜上所述，構成外匯期貨市場之供求來源，約有下列各項：

(一) 供給方面之來源：

- (1) 已與外國進口商訂定售貨契約之出口商；
- (2) 在外匯趨跌時之持有國外證券或保有國外資產者；
- (3) 獲得外債之借款者；
- (4) 有存放國外同業結餘之銀行或非銀行業之保有外幣存款者；

(5) 購入各種長期匯票之銀行；

(6) 各種國際裁定交易之拋出遠期外匯者；

(7) 外匯套息或調撥頭寸者之購近售遠；

(8) 售方之掉期；

(9) 多頭之轉賣；

(10) 投機家之拋空。

(二) 需要方面之來源：

(1) 訂購外國貨品之進口商；

(2) 外債之還本付息者；

(3) 在本國經營商業之外商；

(4) 爲資本逃避而購入遠期外匯者；

(5) 售出長期匯票之銀行；

(6) 各種國際裁定交易之購進遠期外匯者；

(7) 外匯套息或調撥頭寸之購遠售近；

(8) 購方之掉期；

(9) 空頭之補進；

(10) 投機家之做多。

此供求雙方即爲決定遠期匯率之要素，遠期與近期匯率之所以有差額，即因二者之供求不同。且因期現抵補作用，前者之供常爲後者之求，前者之求則爲後者之供，二者之供與求，常相對待，然此非謂背道而馳也。外匯雖有期現之分，而其根源則一，故二者鬆緊之度，雖有差別，但其趨勢方向，初無二致。

遠期匯率有兩種解釋：一指近遠期之差率而言，此即上海市場所謂「掉期差別」(change-over difference) 是也；一指近期匯率加減掉期差別所得之匯率，掉期差別實即爲升水 (premium) 與貼水 (discount) 之總稱，如遠期貴於近期，是爲升水，遠期賤於近期，則爲貼水。鄙意遠期匯率以第二種解釋爲是，如照第一種解釋，則遠期匯率，掉期差別與升水貼水，實屬同物異名，易起混淆也。

自來論遠期匯率者常以國內外短期利率之差（即恩述格 Paul Finsig 所謂利息平價）（註）與遠期升貼之關係爲分析之焦點，良以此二者之關係，最爲曲折微妙，而由套息所發生之遠期交易，數量又屬甚鉅，套息者實爲聯繫近遠期之紐帶，在國際金融機構，佔重要之地位，故爲經濟學者所津津樂道。

（註）Finsig P.: Theory of Forward Exchange; 1937. p. 23.

二 遠期匯率與利息平價

據恩述格之定義，如掉期差別相當於兩金融中心短期利率之差，則此利率之差即為利息平價。利息平價必須對掉期差別而言，否則即無意義。假如紐約放款利率為年息二厘，上海六厘，倘紐約電匯現貨為六元，則一月期美匯應為五·九八元。蓋一月期升水 $\cdot 02 = \frac{6 \times \frac{4}{100} \times \frac{1}{12}}$ ，是適等於上海與紐約利率之差。此利率之差對一月期美匯升水 $\cdot 02$ 而言，即為利息平價。在此平價之下，無論售近購遠或售遠購近，均屬無利可圖。如售近購遠，是即向紐約以二厘借入，在上海以六厘放出，可得差率四厘，但購入遠期，須貼出四厘，損益適相抵銷。若售遠購近，則係向上海以六厘借入，在紐約以二厘放出，另得遠期升水四厘，二者合計亦為六厘，故損益亦屬相銷，此為均衡狀態。在此均衡狀態之下，國際短期資金趨於靜止，此一均衡，可以算式表示如次：

$$\text{(上海一個月之利息)} - \text{(一月期美匯升水)} = \text{(紐約一個月之利息)} \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{(上海一個月之利息)} + \text{(一月期美匯貼水)} = \text{(紐約一個月之利息)} \dots\dots\dots(2)$$

如掉期差別離開利息平價，則遠期匯率非屬高估即為低估。其高估與低估之例各有四種，茲分述之：

(一) 高估之情形

(1) 升水高於兩地利息之差 以上例算式表示即為：

$$\text{(一月期美匯升水)} > \text{(上海一個月之利息)} - \text{(紐約一個月之利息)}$$

(2) 貼水小於兩地利息之差 以上例算式表示即為：

(一) 一月期美匯貼水) \wedge (紐約一個月之利息) - (上海一個月之利息)

(3) 依據利息平價遠期匯率應有貼水者反為升水。

(4) 兩地利率相等, 近遠期應為平掉者而有升水。

(二) 低估之情形

(1) 貼水大於兩地利息之差 以上例算式表示即為:

(一月期美匯貼水) \wedge (紐約一個月之利息) - (上海一個月之利息)

(2) 升水小於兩地利率之差 以上例算式表示即為:

(一月期美匯升水) \wedge (上海一個月之利息) - (紐約一個月之利息)

(3) 依據利息平價應有升水者反為貼水。

(4) 兩地利率相等, 近遠期應為平掉者而有貼水。

三 套息之運用及其計算

掉期差別之高估與低估即為套息者牟利之機會, 假若一月期美匯升水 $\cdot 0875$, 現貨匯率六元 (下同) 上海年息六厘, 紐約二厘, 則售近購遠, 不如售遠購近, 因售近購遠, 是即以二厘向紐約借入而以六厘在上海放出, 在利息方面固可多得四厘, 但一售一購之間須貼出遠期升水 $\cdot 0875$, 合年息一七·五% ($\cdot 0875 \times 2$)

$6 \times \frac{17.5}{100} \times \frac{1}{12}$ ，故售近購遠反損失利息一三·五%。反之如購近售遠則可淨得一三·五%。由是可知遠期匯率在第一種高估之情形時，則雖本埠利率高於國外，故套息者反將向本埠借入，在國外放出。

假如一月期美匯貼水·〇一二五，上海年息二厘，紐約六厘，僅從利率差別方面打算，自應購近，蓋購近即所以在上海借入而貸放之於紐約也。但如欲售遠為抵補，須貼出·〇一二五，合年息二·五% ($0.125 \times \frac{2.5}{100}$)，是在借貸資金方面可獲利四%，在套做方面則須貼本二·五%，二者相抵尚可淨得一·五%。故在第二種高估之情形時，本埠資金，亦有向外流出之趨向。

假如一月期美匯升水·〇一二五，上海年息二厘，紐約六厘，則購近售遠，兩皆獲利，故在第三種高估之情形時，本埠資金更有流出之可能。

如上海與紐約之短期利率相等，而遠期有升水，則購近售遠，淨得升水之利，故在第四種高估之情形時，本埠資金亦有向外流出之可能。

由是可知掉期差別凡屬高估時，無論在何種情形之下，均以購近售遠為有利，其結果則為資金之外流。若為低估，則適與此相反，假如上海年息二%，紐約六%，而一月期美匯貼水為·〇三七五，則購近售遠須損失七·五%（算法同上），減去兩地利率之差四%，淨虧三·五%。倘購遠售近則可淨得三·五%，又如上海年息六%，紐約二%，而一月期美匯升水為·〇一二五，則購遠售近，獲四%之差別，減去升水二·五%（即·〇一二五合年息）淨得一·五%。如一月期美匯反為貼水·〇一二五，則購遠售近，除四%之差別外，尚可貼進二·五

%淨得六·五%。再如上海與紐約利率相等而遠期美匯有貼水時。則購遠售近。淨獲貼水之利。由是可知掉期差別凡屬低估時。無論在何種情形之下。均以購遠售近為有利。其結果則為資金之流入。

以上所云上海與紐約之利率均指短期而言。但短期利率不僅一種。如在上海有銀行聯合準備委員會之拆息。有錢業公會之拆息。有銀行往來存款息。活期儲蓄存款息。票據貼現息。在紐約則有聯邦準備銀行掛牌利率 (Bank-Rate)、通知或即期放款 (Call Loan) 利率。貼現率。往來存款利率等多種。其他各國。均屬大同小異。故短期利率。不能籠統而言。應以兩種性質相同或相似之利率作比較。始能決定一利息平價。短期利率既有多種。故利息平價亦有多種。列舉之可得銀行利率平價。貼現利率平價。拆息平價。存息平價等等。此種種利率之變動。雖大勢趨向一致。步調儘有不同。如在貼現率平價。無套息可做。但對拆息或存息。掉期差別亦許仍有高估或低估。事實上各種短期利率平價。鮮有同時與掉期差別均處於平衡狀態者。若執一以概其他。是一偏之見也。

四 掉期差別與利息平價之調整

據上節所論。當掉期差別發生高估或低估之情形時。必有套息者起而購近售遠或售近購遠以調節之。此種調節作用是否如影隨形。迅速自動。其問題乃在利息平價對於掉期差別之影響為心理的抑機械的作用。如紐約貼現率提高一%。倫敦之貼現率不變。倫敦之匯兌商是否即將遠期美匯之價格為等比例之降低。抑遠期美匯之貶價。必須有待於套息之用在穩定時期。如利息平價一有變更。遠期匯率亦必隨以漲落。事先可以預料。

故經營外匯者常有不待套息之蜂起而先改訂遠期匯率，此心理上之影響也。果爾則掉期差別與利息平價必能爲迅速之自動調整，但事實上未必如此，掉期差別與利息平價并不能得完全之調整，掉期差別常有長期間之高估與低估，蓋用於套息上之資金，并非無限。銀行及其他金融機關或私人所保有之流動資金，其運用之方式甚多，即使套息之利至厚，亦不能將全部資金離彼趨此。故在掉期差別未能與利息平價調整以前，套息之運用已因資金之限制而不能再有擴展。

抑且銀行家之運用套息，非有年合二分之一之利潤不屑爲之，如掉期差別與利息平價之差在二分之一以內，實不足以引起自動之套息。故二分之一之差利可視爲資金移動點 (transfer points)。惟套息之運用有起於被動者，如銀行因商業上或其他外匯交易之結果，致在國外積存款項而以拋出遠期爲抵，祇須國外利率較國內稍高，即使僅高四分之一，假定近遠平掉，則此項拋補，亦不再軋轉，以圖國外較高之利，是其當初之購近售遠雖非屬於套息，而結果則有套息之嫌矣。蓋前項在國外之資金本可立即調回者，乃因國外利率略視國內爲高，不復購遠售近，此一消極作用可減輕遠期之拾力，而利息平價與掉期差別之離差，不致於擴大矣。（假定其他情形不變。）

套息之淨利在年合二分之一之內，固爲銀行家所不屑圖之，但間接裁定，則不嫌其利之微。如將倫敦資金移往紐約，購近售遠，可獲淨利年合四分之一。此在倫敦之銀行家或不屑一顧，但如法國銀行家在倫敦保有遊資者，即願移往紐約。故在資金移動點之內，仍可有資金之移動。（此之所謂資金之移動僅指套息者而言，

由於其他原因之資金移動，又作別論。

此外銀行承兌信用之移轉，亦常在資金移動點內發生，例如倫敦、紐約爲戰後之金融中心，此二中心點之銀行常爲他國銀行承兌匯票而取其佣。請求此二中心點之銀行承兌匯票者，先須取得承兌信用，倘紐約利率較倫敦略低，則彼將增加紐約而減少倫敦之承兌信用，因承兌信用通常須購買遠期外匯爲抵補，故彼如增加紐約之承兌信用，須多購遠期美匯，減少倫敦之承兌信用，即可減少遠期英鎊之購買，由是以抬高遠期美匯之升水而減低遠期英鎊之升水，於是英美匯掉期差別與利息平價趨於均衡（蓋倫敦利率高於紐約時，即使僅高四分之一%，假定近遠平掉，則遠期美匯爲低估，遠期英鎊爲高估，茲因承兌信用之轉移，可使低估與高估之程度，更形縮小。）惟承兌信用大都有契約關係，增減之伸縮性不及其他短期存款之大。譬如A國銀行與倫敦銀行訂有承兌合同，A國之進口商向B國出口商訂購貨物，言明以英鎊支付，其法卽爲進口商先與其往來銀行商量，向倫敦銀行接洽承兌事項，然後命B國出口商對倫敦銀行發票，而由後者爲之承兌，其間A國銀行不能因紐約利率較低，取消對倫敦之承兌合同而轉與紐約銀行接洽也。承兌信用之轉移，其感應性既不靈敏，故其對於遠期匯率之影響亦甚微也。

就一般而言，做套息之銀行家大都以其短期存款之移轉爲運用。但在特殊情形之下亦有向國外同業透支而爲之者。因透支之利率較普通爲高，故非套息之利益特厚，未有願以透支作套息者。抑且利率較高之地之銀行與其向國外同業透支，以圖本國之高利，不如向後者開發長期匯票請彼承兌，而在本國市場售出以獲現

款，其所費當可較省。倘兩國均有完善之金融市場，在平時，雙方套息之利，決不至於如此之厚，蓋套息之利稍厚，國外同業早已向本國放款，固不待本國銀行向彼透支也。但如經濟落後國家缺乏完善之短期投資市場，即使短期利率高出於世界金融中心者數倍，亦不能吸收後者之短期資金。故雙方套息之利常可高至透支之點，是即經濟落後國家之銀行可向世界金融中心透支，以套本國之高利。如其與後者訂有承兌合同，則自可開發長期匯票以代替透支。反之，如經濟落後國家之利率低於世界金融中心時，未必能即時引起前者之銀行移轉其資金於國外，故對前者之遠期匯兌貼水未必大，而使雙方套息之利甚厚，於是後者之銀行向前者為透支矣。（但不能利用長期匯票請前者承兌，蓋前者在國際上尚無信用地位故也。）

從上所述，可知遠期匯率之變動雖有種種限制，不能與利息平價得到迅速與完全之調整，然除非外匯期貨之買賣完全停止，遠期匯率變動之趨勢，總屬傾向於掉期差別與利息平價之均衡。

五 掉期差別高估與低估之原因

掉期差別與利息平價之處於均衡狀態者乃屬偶然而非常有，此因均衡觀念為經濟學者分析原理之工具，而非事物之常情也。事物之常情為動態而非靜態，故掉期差別之高估與低估為常情而非例外，茲請分析其原因：

掉期差別之高估與低估，第一由於商業方面之供需不均；第二由於偏面之海琴與投機；第三則由於套息

之受限制。套息之所以不能發揮其作用者，約有下列諸種原因：

- (1) 不信任與套息有關國家之銀行；
- (2) 不信任與套息有關國家之政治安定；
- (3) 恐與套息有關國家實施外匯統制；
- (4) 可用於套息之資金不夠。

第一與第二兩種情形釀成偏面之購進或售出，如進口多於出口，則遠期外匯之購進將超過於其售出。即使進出口數量相當，如進口商訂結遠期合同者多，而出口商之結售遠期者少，則遠期外匯之供求將失其均衡。反之亦然，為海琴而買進或賣出之遠期外匯，亦往往有偏於一方之時，投機交易本有平衡供求之作用，但在外匯變動有顯明之趨向時，則做多做空，常有所偏。例如上海之黑市匯價，殆無一時而非遠貴近賤，即因期貨之供求偏於一面之勢故也。惟近遠之差，不能過大，否則即有套利者羣起而購近售遠，且如掉期差別過大，無論進口商、投機家及為海琴而需購入遠期者，均有望而却步之勢，此近遠期之拔開所以不能持久也。但如套利方面之勢力不足以敵上述各項偏面之傾向，則長時間之高估或低估，殊屬可能。

套息之影響不足以糾正掉期差別之高估或低估，其由於運用資金之不足者，上文已有述及，但銀行家用於套利之資金，并非一無伸縮，如套息之利厚，則彼自將調撥投在他方面之資金，以供套息之用。至於前列三項原因，最足以限制甚至停止套息之運用。假如甲國之利率遠較乙國為高，而甲國之遠期貨幣，貼水亦甚微，是即

處於高估狀態，則乙國之銀行家購進甲國之近期貨幣，同時售出遠期，為利當頗厚，但如甲國之銀行有不穩，政局有大變動，或有實施外匯統制消息，則套息之利雖厚，而安全可虞，乙國之銀行家必具戒心矣。

套息之運用，由於銀行之不願（因安全可虞）或不能（因資金有限）為，致掉期差別有長期之高估或低估而無以調整。（除非兩地利率有所變更。）即在金本位之下，掉期差別，當現貨匯率接近現金輸送點之時，亦常有持久之高估或低估。如現貨匯率接近現金出口點，而根據利息平價，遠期外匯應有貼水時，則掉期差別頗有高估之可能，蓋此時售遠購近者雖多，但現貨匯率不能縮至出口點以下。反之如現貨匯率接近現金進口點而根據利息平價，遠期外匯應有升水時，則掉期差別頗有低估之可能。蓋此時售近購遠者雖多，但現貨匯率不能伸至進口點以上。

六 掉期差別與利息平價之相互影響

以前論遠期匯率者均以掉期差別受利息平價之決定，而非利息平價受掉期差別之影響。恩述格氏闡此說之誤而建立其相互影響論。彼謂套息之運用固在使掉期差別適合利息平價，但利息平價同時亦受套息之影響。假如甲國利率高於乙國，而甲國之遠期貨幣為高估，則乙國之銀行家必將購進現貨甲幣而同時售出期貨，如此套做者一多，其勢足以抬高現貨而壓低期貨之值，以應兩國利率之差，但兩國利率同時亦將受套息之影響；甲國之利率將因資金之流入而降低，乙國之利率將因資金之流出而提高。故掉期差別與利息平價之影

響實係相互，初非有主客之分也。

在金本位之下，學者多以為提高銀行利率可吸收國外短期資金，因而使本國貨幣之匯價提高至現金進口點以上，於是黃金流入本國。其實短期資金之移動，除非不以外匯期貨為抵補，尚須視掉期差別而定。即使本國銀行利率高於國外，如果外國對本國之遠期匯兌貼水甚大，仍不能使國外資金流入本國，反之遠期外匯如有高估，則本國之銀行家將購近售遠，資金不但不能輸入，反將流出矣。中央銀行為防止黃金之流出計，必將提高銀行利率，此掉期差別之影響於利息平價之一例也。

掉期差別之高估與低估，不但可以使短期資金之移動，從而影響黃金之移動，又因此而影響銀行利率之升降，亦可以由承兌信用之轉移，對於銀行利率發生反響。假如英蘭銀行提高利率以後，遠期英鎊未跌，則各國銀行，向倫敦借用短期信用或向倫敦開發匯票之數，必將減少。在此種情形之下，購買近期英鎊者必多，由此可使黃金輸入英國，但如遠期英鎊一經與利息平價調整以後，則向倫敦開發長期匯票，而以遠期英匯為抵，仍屬合算，蓋倫敦貼現率雖高，遠期英鎊之貼水，足以抵銷之也。在金本位之下，如現貨英匯已貴至現金出口點時，則向倫敦開發長期匯票，自不必再購入遠期英匯為抵。又如掉期差別未與利息平價獲得調整（假如向倫敦開發長期匯票時，倫敦利率較國內為低，而遠期英匯升水過大。）則向倫敦開發長期匯票，即在現貨英匯尚未貴至現金出口點時，發票者必須購買現貨英匯，以償所欠，致使現貨匯率漲至現金出口點時，而黃金又有向倫敦輸送之勢力矣。因黃金之輸送，間接影響於兩地之利率，向使當時發票者已有遠期英鎊為抵，則屆時無須購買

現貨，現貨匯率，可免抬高，而彼之所以不以遠期英鎊爲抵者，則由於遠期英鎊爲高估，此掉期差別間接影響於利率之又一例也。

至若掉期差別對於國外同業往來存息與票據貼現率之影響，殊屬顯而易見，假如遠期英鎊高估，則他國銀行家購近售遠者必多，於是資金源源流入倫敦，倫敦銀行因國外同業存款之增加而降低其存息。反之，如遠期英鎊低估，則購遠售近者必多，於是倫敦存款源源流出，倫敦銀行必將提高存息，以資吸收。國外同業存息本較一般利率爲低，其漲落固不足以影響一國之利率水準。惟掉期差別對貼現率亦有直接之影響。如遠期英鎊爲高估，則資金湧入倫敦，爭購短期票據，結果貼現率必將降低，反之如遠期英鎊爲低估，則國際資金，必將提走，此不但減少短期票據之需要，且將增加其供給。蓋購有此項票據之國外同業亦須脫手以換取現金也。因此貼現率必將提高。由是可知掉期差別之變動即使不經黃金之移動，亦能影響利息平價。

綜上所述，套息或利息裁定對於利率之影響可有下列數點：

(1) 如一國在金本位時，由於利息裁定之購近售遠，壓高現貨匯率，以致黃金流出，信用收縮。如在放棄金本位後，以匯兌平準帳穩定匯率時亦有同樣之影響，惟不若在金本位時之顯著耳。如遠期英鎊高估，資金湧入倫敦，則匯兌平準帳，必將購入黃金，售出英鎊，此足以使倫敦之金融市場鬆動，但匯兌平準帳同時須售出庫券，以吸收其售出之英鎊，由此以中和金融市場之鬆動。故實際上倫敦市場并不因外資之流入而增加通貨數量，惟平準帳之購入黃金，常發生心理上之影響，故通貨數量雖不增加，短

期利率亦常趨於低落也。

(2) 倘銀行在套息上可得一〇%之利率，則彼對於利率較低之國內短期投資，常有不願承受之意，故國內短期投資之利率，亦不能不略為提高也。

(3) 如套息之利甚厚，則許多存戶，必將提取其存款，轉投於套息，銀行為吸收存款計，不能不提高存息，惟存息之提高必甚微，如套息之利過厚，銀行存款仍有減少之可能。一般存戶之做套息，大都為購近售遠，於是資金外流，以致黃金輸出，或匯兌平準帳售出黃金，結果均足以影響國內短期利率。

(4) 如購近售遠，為利至厚時，中央銀行為制止資金之外流計，必將提高銀行利率，蓋如國外利率高於國內，而本國遠期貨幣之升水，又不足以抵銷兩地利率之差，則持有短期票據之銀行，必將向中央銀行為重貼現，故中央銀行之提高貼現率，勢所必至也。

因套息作用而致資金流出之國家，其國內之短期利率，固將提高，反之在資金流入之國家，其國內之短期利率，亦將因是而降低，其過程與上相反，可不復贅。

掉期差別與利息平價之相互影響，固已如上所述，但此二者之變動不僅限於其間之內部關聯，其所受於外來之影響者，更形複雜。同時影響掉期差別與利息平價之主要因素，則為現貨匯率對購買力平價之高估與低估。

七 購買力平價與遠期匯率

遠期匯率繫於購買力平價之說爲英國銀行家薛拉脫 (W. W. Syrett) 所首創。渠在一九三六年六月號銀行家雜誌 (The Banker) 發表「外匯期貨論之修正」(A Revision of the Theory of Forward Exchanges) 一文，爲言停止金本位以後之遠期匯率已繫於購買力平價。往日之利息平價說，不復正確。渠謂匯兌平準帳業已制止現貨匯率與購買力平價之調整而遠期匯率則仍任其自然。此說雖不免有偏見之處，但可以補充利息平價說。蓋利息平價之變動受現貨匯率對購買力平價高估或低估之影響，掉期差別與利息平價之久離，亦大都由於現貨匯率之高估或低估，其直接原因雖爲貿易差額、投機等項，但現貨匯率之高估或低估，實不失爲其基因，如現貨匯率對購買力平價爲高估，則其遠期貨幣有貼水（或遠期外匯有升水）之趨向。

第一，由於利率之趨昂，蓋高估之貨幣，售出者必多（是即以本國貨幣購外匯）。在金本位時，中央銀行常以提高利率政策，制止現金之流出，如國內利率高於國外，則外國銀行家購進本國之近期貨幣而售出遠期，移其短期資金於本國，以圖較優之利率。停止金本位後，因匯兌平準帳之中和作用，現貨匯率對購買力平價高估之程度更大，其時間亦更長。利率趨高，仍不可免。匯兌平準帳之運用，不過延緩其反應而已。

第二，由於通貨高估國家之貿易趨於入超，蓋國內物價高漲之程度超過匯率之緊縮，實有利於進口，進口既多，則結購遠期者亦多，故遠期外匯趨於昂貴，但此一趨向可由進口限制及出口津貼而受限制。

第三，由於購買遠期外匯為海琴之交易增加，蓋此時通貨之高估已有跡象可見，外匯有緊縮趨向，故凡有對外支付之交易，必多結進遠期外匯，以資保障。

第四，由於投機者之做外匯期貨多頭，蓋通貨高估如已明顯，則投機者預料外匯將縮，自必傾向於多頭也。

第五，由於資金外流，國內信用緊縮，套息之運用不能充分發揮，蓋當一國通貨高估之時，外匯既有遠貴近賤之趨向，套息者如為購近售遠之舉，則遠期外匯，不致再貴，但以中央銀行緊縮信用，提高利率，故欲套息者既乏充分之流動資金可以運用，即有資金者亦不願為購近售遠之舉矣。

如一國之通貨為低估，則將發生與上述相反之變動。

購買力平價固可影響遠期匯率與利息平價；反之遠期匯率與利息平價亦可影響購買力平價，故其間之關係亦屬相互。蓋遠期匯率之升降，直接間接均足以影響一國之物價，就其直接者言之，則遠期外匯之貼水大，加重進口商之成本，抬高進口貨價格。反之在出口商方面，則結售遠期外匯，得價既優，自可在國外降低貨品價格，以廣銷路，而外國進口商因本國遠期貨幣賤，其購去之商品以其國之貨幣計算，亦形低廉矣。因此本國物價水準有抬高之趨勢，而減少本國通貨低估之程度；外國物價水準有壓低之趨勢而減少外幣高估之程度。若遠期外匯有升水，其影響於國內外物價者與上述相反。就其間接者言之，則購近售遠，有抬高一國利率之影響，此時國內資金外流，信用緊縮，物價有被壓低之趨勢，如遠期外匯有升水，則其影響與上述相反，此利息平價影響物價水準之說也。

惟物價之變動，原因至爲複雜，匯價之影響，僅其一端，匯價之漲落，當以現貨匯率爲準，抑且遠期外匯之升貼對於物價水準之影響，尙不及現貨匯率之大，如遠期外匯有五%之貼水，其能影響於物價者，當不及現貨匯率緊縮五%，蓋前者之直接影響僅限於以遠期外匯爲海琴之進口貨，而後者則爲貨幣跌價之表示，其影響足以及於一般物價，但物價對於匯價之反應亦未必完全，卽有反應亦須經過相當之時間。至若掉期差別對於物價之影響，既較匯價爲微，則物價之反應更不易得明顯之效力。故本節所述，僅就掉期差別與物價水準之關係而言，非謂物價之變動，必與掉期差別相呼應也。

八 貿易平衡與遠期匯率

進出口貿易之增減固足以影響遠期匯率，但遠期匯率之變動亦足以使進出口貿易發生反應，如進口增加，出口減少，則遠期外匯之商業上的需要，有超過於其供給之趨勢，遠期外匯遂見升水（反面卽爲本國遠期貨幣貼水），如升水高至利息平價以上，則外國銀行將由本國調回其用於套息之資金，因其購買本國之遠期貨幣而同時售出近期，爲有利之舉也；本國銀行則以購買近期外匯而同時售出遠期爲有利。此外外國銀行向本國銀行請求承兌者必多，因本國之遠期貨幣低廉，以之爲抵補，頗爲合算故也。其握有本國票據之外商亦將紛紛貼現，以調回其資金，凡此種種均爲本國資金之流出，現貨外匯，因而壓高，投機者有見於貿易之逆差，預料外匯將貴，亦必趨向於做多，於是遠期匯率亦愈縮，遠期匯率愈縮，則所加於現貨匯率之壓力亦愈大，以前之國

外匯兌課本咸謂外匯期貨之存在可以分散對現貨匯率之壓力，殊未足徵；蓋進口商之訂結遠期，雖可延緩對現貨之需要，但在交割期屆以前，期貨之售方，仍須補進，故在某一期間以內，貿易方面對於現貨之壓力，並不能減輕絲毫，如果遠期升水因貿易逆差而高至利息平價以上，則因套利之活動，現貨匯率即有趨縮之可能。

因現貨匯率之緊縮，近遠距離，又可軋小，使套息者無利可圖，而購近售遠者乃少，資金停止外流，至是掉期差別與利息平價，又恢復均衡。

貿易逆差，對於遠期匯率又有一種間接影響，是即貿易逆差之結果促成金融緊縮，利率高昂，此時遠期升水雖大，但因本國利率甚高，購近售遠無利可圖，因之遠期之供給難增，其升水將愈高。

至若遠期外匯對於貿易平衡之影響，則為外匯期貨市場之存在，可以促進財力堅強之國對財力薄弱之國之輸出，如無外匯期貨可買，則在後者之進口商常將要求以其本國貨幣為計算貨值之單位，但對方之出口商則往往不願接受，因財力薄弱之國之貨幣，常有跌價之風險也。至若財力薄弱國家之出口商自願接受強國之貨幣，故外匯期貨市場之存在，實有便於財力薄弱國家之進口商，因而促進其貿易之逆差，惟近年以來，強國之貨幣亦常有貶值之舉，故此之所云，未可視為定論也。

遠期匯率對於一國貿易平衡之影響，在前節中已有述及，惟遠期之升水與貼水及其對利息平衡之高估與低估，影響各有不同，尚須予以區別，遠期升水與貼水對於進出口貿易之影響與現貨匯率之鬆緊大致相似，但在程度上則頗有不同，蓋進出口商未必均以遠期外匯為海琴，抑且保障匯兌風險，尚有他種途徑可循，例如

中國進出口商之買賣標金即為代替遠期外匯之方法，故遠期升貼對於進出口貿易之影響，自不及現貨匯率之鬆緊，但如當一國貨幣趨跌之時，遠期外匯升水甚高，則進口商所受之影響遠較出口商為大，蓋進口商預料外匯必緊，勢非訂結遠期不可，而出口商如其所得者為外幣，可不結售遠期，坐待外匯之價漲也。

遠期匯率如為高估則購近售遠者必多，資金源源流出，因之銀根趨緊，利率提高，此有抑低物價之影響，進口因之減少而出口增加，反之在對方則為資金流入，金融鬆動，利率降低，物價抬高，進口因以增加而出口減少。如遠期匯率為低估，則可發生相反之結果，此為遠期匯率之高估與低估對貿易平衡之間接影響。

九 國際借貸與遠期匯率

在前章中吾人已詳述國際借貸如何以外匯期貨為海琴之情形，本節則在分析國際借貸與遠期匯率之關係。

國際短期放款對於遠期匯率之影響，在放款國家，須購近售遠，如無其他緩衝勢力，遠期外匯將有貼水，但此一情形未必適用於承兌信用，例如倫敦承兌銀行為阿根廷進口商承兌德出口商所發之三月期匯票，德出口商即可將此項匯票在其國內貼現，自無保障匯兌風險之必要，但阿根廷進口商於三個月後須支付英鎊，故須先購三月期英匯。在此例中，倫敦雖為資金之墊放者（因德出口商對倫敦銀行所發之匯票將在倫敦市場貼現），並不購買遠期外匯，但其對於近遠期英鎊之影響，仍屬相同，是即倫敦銀行承兌外國開來之英鎊匯票，

將引起現貨英鎊之售出與遠期英鎊之購入也。如承兌之數增加，則現貨英鎊趨跌，遠期英鎊趨漲，承兌數量可因貼現率之降低或承兌國之遠期貨幣跌價而增加；反之則可因貼現率之提高或其遠期貨幣之漲價而減少。由於此種關係，國際承兌市場實有調整掉期差別與利息平價之功能；無國際承兌市場之國家，其掉期差別與利息平價之距離，常易趨於擴大，缺乏此一調節機構，即為其原因之一。

長期投資對於遠期匯率之影響，須視借款之性質及其用途而定。如借款條以貸款國之貨幣計算，則如借款者存其一部份於貸款國，當須售出貸款國之遠期貨幣（亦即購入借款國之遠期貨幣），其影響適與短期投資相反，蓋短期投資之運用遠期外匯為購近售遠，反言之，即為售出貨款國之近期貨幣而購入其遠期也，如借款係以借款國之貨幣計算，則除貸款者認為有售出貨款國之遠期貨幣以保障其資產（因匯兌關係）跌價之風險時，對於遠期匯率，不致有何影響。就一般而言，長期投資對於遠期匯率，不生直接影響，以其不會有外匯期貨交易在內故也。但國外長期投資對於現貨匯率有直接影響，故對於遠期匯率亦可發生間接之影響。如果對外長期投資之數量過大，而此項借款均須匯出，則現貨匯率，大有緊縮之可能，循至遠期匯率，發生高估，售近購遠，有利可圖，蓋此時貸款國以資金流出過多，金融日緊，利率提高，借款國家則與此相反，因套息之運用，短期資金反將由借款國而流入貸款國，倫敦以長期資本貸放國外時，往往由套息而復從國外借入短期資金，即其例也。如果此項短期資金能保持流動性質，自無問題，但如再將此項短期資金融通長期放款，再因長期放款而流入短期資金，循是以往，勢必造成重疊信用（duplication of credit）陷入惡性循環（in a vicious

gold)。在一九二七至一九三一年之間，世人已知金匯兌本位之運用，造成信用之重疊，蓋在金匯兌本位國家之銀行，可以國外信用作國內信用之準備，殊不知外匯期貨之運用，亦可以發生同樣之結果。譬如向英國借用長期資本之國家，因套息之運用，重以短期資金之方式貸於英國，此外又有利用外匯期貨作套息之外國銀行在倫敦保持鉅額結餘，並獲得透支合同。大陸國家之做套息者不僅銀行而已，即一般有資金者亦常爲之，因此種關係，國際間之遊資，爲之增加不少。至若套息之運用是否有造成信用重疊之嫌，當視情形而定，大抵在財力堅強國家間之套息，不致於使信用發生重疊，如英國銀行爲套息而存在紐約或巴黎之款項，不包括在現金帳目之內，美國與法國之銀行亦然，是其在國外之存款並不以之充對信用之準備，一筆資金，不能兩用，如已移往國外即不能重放於國內，但在財力薄弱之國其情形有異乎是，平時彼等視英鎊、美元、與法郎爲絕對安全之通貨，銀行乃以其遠期匯兌爲抵之英、美、法諸國存款列入於第一等現金項目之內，且以爲較優於在中央銀行之結餘，因此是項流動資金，一面既貸與外國銀行，同時復在國內作信用準備，故一筆資金，同時可以兩用，是卽爲信用之重疊。此種重疊信用，雖非爲外匯期貨所造成，（蓋無外匯期貨，亦能發生此種重疊信用，）但外匯期貨爲套息之所依歸，套息者愈衆則國際遊資亦愈多，重疊信用遂愈有擴張之趨勢。夫財力薄弱國家，原爲缺乏資本而向強國告借，今以套息之故反將短期資金投往財力充裕之國，縱前者之利率較後者爲高，如前者之遠期貨幣低估，則將資金移往後者反屬有利可圖，例如在一九三五——三六年間，法國之利率雖較倫敦、紐約爲高，但其資金反大批流往倫敦、紐約，故就整個之經濟機體言，此種不合理之現象，實外匯期貨制度有以助成之。

外匯期貨制度在國際借貸上又有一種特殊作用，如長期借款者將其所得借款（以貸款國之貨幣計）拋出貸款國之遠期貨幣（亦即購入借款國之遠期貨幣）如其為數過鉅，則借款國之遠期貨幣，可成高估，因之貸款國之銀行將購入借款國之近期貨幣而售出遠期以圖套利，於是貸款國之短期資金隨長期投資而流出矣；借款國則因長期借款而併得短期，此又外匯期貨制度作用之結果也。

一〇 現貨匯率與期貨匯率之關係

現貨匯率與期貨匯率之互相影響，可分下列三點論之：

- (一) 現貨之買賣，或現貨匯率之變動，對於期貨匯率之影響；
- (二) 期貨之買賣，或期貨匯率之變動，對於現貨匯率之影響；
- (三) 期現套做對於此兩種匯率之影響。

一般印象以為現貨之買賣，或現貨匯率之變動，對期貨匯率不發生影響，此一印象蓋由於常外匯市場之交易集中於現貨時，期貨匯率，往往不動，因此時經營外匯者無暇顧及期貨故也。但外匯交易不能長集於現貨，如稍有向期貨轉移之勢，經營者即將修訂其期貨匯率，現貨匯率之變動，常足以轉移匯市之目光，此一轉移即為期貨匯率，升降之先聲。在金本位之下，現貨匯率之變動常引起期貨匯率發生反對方向之變動，此係現貨匯率接近現金輸送點為然，現貨匯率與現金輸送點愈接近，期貨之升貼亦愈小，蓋在通貨穩定時期，現貨匯率，不

能突破現金輸送點故也。即在紙幣之下，如現貨匯率有過度之鬆緊，市中人當能預測其反動，期貨匯率常先現貨而回緊或回鬆，反之，如現貨匯率之趨勢尚將續緊或續鬆，則期貨匯率亦將隨現貨爲行止。

現貨對於期貨之影響，尙屬顯而易見，至若期貨對於現貨之影響，其關係較爲複雜。一說以爲買進或賣出期貨者多，卽爲增加此種外匯之需要或供給，現貨匯率乃因之而發生變動，譬如銀行售出期貨法郎，卽爲增加法郎之總供給，現貨法郎乃隨期貨而跌價，此說殊有未妥，蓋在近貴遠賤時有現貨者，固能售出現貨，（如遠貴近賤，則有現貨者亦可售出期貨，）但僅有期貨者不能售出現貨，故影響現貨匯率者，實爲套息之運用而非爲期貨單方面之購售也。此外銀行購售現貨外匯以期貨爲抵者，其影響亦與套息同。

惟套息或期現互爲拋補之運用，同時能影響現貨及期貨匯率，如在遠貴近賤時，衆皆購近售遠，則賤者趨貴，貴者將賤，故其影響同時及於兩方面，是亦顯而易見者也。例如：

二十八年三月十日申報商業新聞外匯黑市報告云：

「……銀行晨開現貨賣價，英金四辨士六八七五，美匯七元六八七五，駁前收均無榮，昨開後港電雖來稍吐，但市面殊乏影響，惟掉期交易，反形旺盛，華商銀行曾先後貼出美金二一八七五與二二五，約合月息（除佣）爲二分八厘九及三分三厘三，大部均外行大通有利等貼進，迨匯豐掛牌揭曉，自銀平衡稅揭曉降一分二五，此後因洋行界稍有結款，同時華商亦扒入遠月美匯，且以有利大通亦略有吃進，爲狀態微形緊軟，其時縮至四辨士六五六二五及七元六二五，此時本月份港方空戶突來貼

進，加之華商股富亦有貼進，且貼出者已告絕跡，故掉期遂反見軋攤，其中港電曾貼進過美金一二五，約合月息（除佣）爲一分六厘二，午刻現貨狀況稍平，迄至午收，銀行現貨賣價，英金四辨士六五六二五，美匯七元六五六二五，下月期英金四辨士六二五，美匯七元五六二五，結果比上日，現貨英美匯各軟〇三一，二五，期貨四月份英金反鬆〇六二五，美匯亦反硬〇九三七五，午後週六無市。」

華商銀行曾先後貼出美金二一八七五與二五云者即本月期美匯掉下月期貼出美金·二一八七五元後漲至·二五元，亦即下月期美匯較本月期緊·二一八七五至·二五元，合月息計算方法如左：

美金現貨賣價 \$7.6875; 美金一元 = 法幣 \$13.39

美金期貨賣價 7.46875; 美金一元 = 法幣 13.01

掉期差別 \$.21875 \$.38

$$\text{合月息} \frac{.21875}{7.46875} = \frac{2.929}{100} \quad \frac{.38}{13.01} = \frac{2.921}{100}$$

$$\begin{array}{r} \text{匯 價} \\ \frac{2.929}{100} - \frac{.03125}{100} = \frac{2.89875}{100} \quad \frac{2.921}{100} - \frac{.03125}{100} = \frac{2.8975}{100} \\ \frac{1}{32} \% \end{array}$$

月息二分八厘九，遠較一般投資之利息為優，故華商殷富，扒近塞遠，前來貼進遂致現緊期硬，掉期因以軋，此可以表明現貨匯率與期貨率相互影響之關係。

一一 遠期期貨匯率與近期期貨匯率之差別

以上所謂外匯期貨，為一概舉之名詞，但交割之期限有遠近，例如一月期、二月期、三月期之類即表示交割之期限也。各期匯率之高低，是否應與時間之遠近為正比是未盡然，大抵匯市結構之較為簡單者，遠期匯率，可

以按月計算，例如以前上海之美匯掉期差別，倘一月期爲八分之一，則二月期即爲四分之一，三月期爲八分之三，故如一月期之掉期差別先定，即可以推算二月期及三月期，反之如三月期之掉期差別先定，即可以推算一月期及二月期，亦有不問月期之遠近，掉期差別以一率計算者，則更較前者爲粗野矣。在高級匯市，月份不同之期貨，掉期差別，亦各不同，且不一定與時間之遠近爲正比。如各月份之掉期差別，按年息計算，得同一之利率者，則爲月份匯率之相互關係，處於均衡狀態。如近期之掉期差別，按年息計算，較遠期爲高或低，即失其均衡關係，其原因如次：

(1) 由於短期利率與長期利率之不同，一個月之利率常較三個月之利率爲低，故就利息平價而論，近期外匯與遠期外匯之掉期差別，不能與時間成正比。

(2) 由於進出口貿易之訂結遠期外匯合同，集中於某月份，則該月份之期貨匯率常有過高與過低之現象。

(3) 由於近遠期之套做，套做本有平準近遠期匯率之作用，但有時反足以擴大其差限，如套做者預料在未來三個月之內遠期匯率趨跌，彼即售出三月期而購入一月期，或更短於一月期者，反之如預料掉期差別行將軋攏，彼即購入三月期而售出一月期，或更短於此者，此種套做與套息者不同，乃係含有投機性，例如一月期美匯爲五元，三月期爲五·〇六二五，彼如預料三月期匯率尚將放長，乃先作貼本之套做，售出三月期而購入一月期，在此期內，如三月期匯率果如所料而長至五·二五，彼即可將此項套做軋轉，購入三月期而售出一

月期，以獲近遠期差額放大之利。

(4) 由於投機之作用，投機者如預料某種通貨之跌價，迫在眉睫，則其拋出近期者必多，如該種通貨之跌價，預料尚遠，則拋空之壓力，必集中於遠期矣。

從此諸種因素之作用，大致可得下列四項原則：

(1) 在通貨穩定時期，近期與現貨之差率當較遠期與現貨之差率為小，是由於長短期利率之不同。

(2) 在通貨微見不穩時期，則無論進出口商，套做者與投機者以拋售遠期為得計，致使遠期之貼水率較近期為大。

(3) 在通貨失去信用時，則拋售之壓力必將集中於近期，使近期之貼水率擴大。

(4) 近期匯率之感應性常較遠期為靈敏，故其漲落之程度如以年率計，當較遠期為大。

近期期貨匯率與遠期期貨匯率如有相當之差別，尤為套利者所歡迎，蓋以現貨套期貨，須備現本，以期貨套期貨，暫時無須現本故也。

二十八年七月九日申報商業新聞外匯黑市報告

「外匯昨日市況，匯豐掛牌，除港匯掛高二五外，其餘仍無變化。英美匯現貨暗市，始終穩靜，中途雖洋行界曾來扒吸，兼外行東方吸納先令，無如英美等各銀行供意殊殷，加以出口商亦有塞出，是以供求平衡，結果均平，而七月期貨，初時情況，亦極穩定，但

在午刻，則稍帶軟，蓋自前日八月份做開以來，因期貨掉期套利，並不須用現鈔，而現距七月底，尚有二十三天，故華商擁有巨資者，紛起扒進七月，掉出八月，貼進先令二〇三一、二五，與美金三七五，除備利息三分左右，均由有利華比等貼出，七月份扒風既

盛市勢因之突軟，惟八月期貨市勢，雖洋行與商通曾來吸購，無如外行及投機商吐售較殷，一度帶硬，終至午刻，亦見回平，惟現貨與七月掉期，又見拔開，貼價英金一五六二五，美金二八

一二五，利息既小（僅二分餘），又需現鈔，故套利者無人願問。
半天交易甚旺，港匯狀況，未有軒輊。

是日銀行晨開現貨賣價英金六辨士五六二五，美匯十二元七八一二五，收盤銀行現貨，賣價不變，七月份英金六辨士四〇六二五，美匯十二元半，八月份英金六辨士一八七五，美匯十二元一二五。從此例可知現在上海匯市掉期差別，亦非依時期之遠近為比例，八月份與七月份之差遠較七月份與現貨之差別為大，此因在法幣不穩定之秋，遠期風險較近期為大故也。

一一 結論

外匯期貨對於進出口商，有保障匯兌風險之功能，對於金融市場，則有調節流通之作用。凱恩斯（J. M. Keynes）且以為中央銀行可利用遠期匯率政策以控制國際資金之移動，其理論如次：（註一）在國內經濟需要低廉之利率水準，同時又需要吸收或保留外國短期資金時，如運用利率政策，二者不可兼得。蓋欲吸收外國短期資金，必須提高利率，但利率高昂，有礙國內經濟之繁榮。今若由中央銀行維持遠期匯率於某一水準，使外國短期投資者對本國之貨幣以售遠購近為有利，則國內利率不變而可以達到吸收國外短期資金之目的，但此祇有在通貨安定時為可能。即通貨安定時，國際短期資金之移動，亦有不以遠期外匯為抵者，故遠期匯率

政策之效力，亦有其限制也。

其弊乃在助長投機者之氣燄，危害一國之幣制，故當通貨遭遇困難，匯價不能維持之時，金融當局常限制或禁止期貨交易，以抑投機之勢。我國自統制外匯以後，上海黑市，以租界關係，又在游擊區內，不能直接加以取締。金融當局雖一再與外商銀行協商，停止期貨交易，亦祇見報上之喧騰，而乏實際上之效果耳。

在通貨安定時，近遠期匯率之差，常相當於國際間利率之差。在正常情形之下，世界各金融中心點之利率，相差殊微，故近遠期匯率之差亦小。我國自法幣政策實施以後，現貨匯率釘住於一先令二辨士半，遠期匯率相差極微，常多平掉。近遠期匯率之拔開，必在通貨跌價之時，此時有實際需要者，固以爭結遠期為快，投機者則必集中於外匯多頭，故當匯市暴縮之時，遠期緊勢，必較近期為尤甚。自上海外匯黑市產生以後，匯市暴縮，套息常在二三分以上，且有高至一角者（如二十八年八月間匯率縮至三辨士時），其故蓋可知矣。在銀本位時，以匯價漲落不定，外匯投機，亦頗活躍，當銀價下跌，匯率趨縮之秋，遠期匯率常較近期為尤緊；反之，則較近期為更鬆。當時之做外匯多頭者實即等於白銀之拋空。銀價時有漲落，故投機頗為活躍，惟近遠期拔開以後，即有套利者起而為相反之購售，使掉期復歸軋攏，故近遠匯率之差距，終不能有長時期之擴大也。

任何期貨市場，以自由買賣為前提，一加統制，即失其保障，而趨消滅。蓋如來源限制，期貨售方，勢必無法補進，惟有忍痛了結，此後即不能再作拋空之舉而做多者亦不能獲得對手矣。外匯統制對於外匯期貨市場之打擊，有二種看法，假如本國實行外匯統制，則售出遠期者，亦惟有忍痛了結，以後拋空固不致再有，做多亦無從發

生。假如本國保留自由市場，外國實行統制，並截留本國人民在該國之存款，則空方亦必無貨可交。又如該國匯兌有行無市，則此筆交易，即失其了結之根據。此時最吃虧者即為購近售遠之套息，蓋做此項套息者既不能交貨，又不能向遠期購方要求了結，其手上所存者僅一紙不兌現之外國支票耳。昔日認套息為最安全之投資，今則因各國相繼實施或加緊外匯統制，已失其安全之保障矣。

上海外匯市場，向為外商銀行所操持，我國人貪圖套息之厚，資金源源而入外商銀行，蓋「外匯套息之主動者，大都係外商銀行，彼因頭寸關係，而定差額之大小，並大部份於成單上批明，此項外匯需存於該行，不計利息，故外匯套息可謂外商銀行向國人吸收之信用借款。」（註二）今外匯套息，已非安全，外商銀行當不復能以此道利用國人之資金也。

(註一) Keynes, J. M.: A Tract on Monetary Reform, London 1923 pp. 133-135

“The Forward Market in Foreign Exchanges”, in the Manchester Guardian Reconstruction Supplement 1921.

A Treatise on Money, London, 1930

Eunzig, P.: Monetary Reform in Theory & Practice, London, 1936, Ch. 23.

Theory of Forward Exchange, London, 1937, part 6

(註二)二十八年一月九日申報經濟專刊應永玉「外匯套息與資金逃避」

第四編 外匯之經營

第二十三章 銀行之外匯業務

匯兌銀行之功用及其業務——匯兌銀行或國外部之組織——國外同業往來——經營外匯之原則——經營外匯之實務

一 匯兌銀行之功用及其業務

匯兌銀行（包括商業銀行國外部而言）之於國際交易有如貨幣之於一般交易；國際間個別債務之直接清算與一般交易之以物易物，在現代社會同為不能想像之事。此在第一章已有說明。匯兌銀行除為國際交易之媒介外，尚有週轉國際金融之作用，此亦已詳見第一編各章，無庸再贅。

至於匯兌銀行之業務，約有下列各項：

（一）進出口押匯：

（A）進口押匯：

（1）代客開發商業信用證書或委託購買證；

（2）承兌國外出口商根據商業信用證書開來之匯票；

- (3) 代收國外出口商對國內進口商開發之匯票；
 - (4) 對進口商之其他通融及服務事項。
- (B) 出口押匯：
- (1) 承購本國出口商對外國進口商或其銀行所發之匯票；
 - (2) 代收本國出口商對外國進口商所發之匯票；
 - (3) 對出口商之其他通融（如打包放款等）及服務事項。
- (二) 一般匯兌業務：
- (A) 代客匯出匯款（電匯、信匯、票匯）
 - (B) 出售旅行匯信，代售旅行支票，及兌付旅行匯信與旅行支票；
 - (C) 同業間之購售（現貨與期貨）
 - (D) 外幣之買賣。
- (三) 代理國外同業：
- (A) 解付匯入匯款；
 - (B) 代收各種票據；
 - (C) 代為購售短期票據證券及金銀。

- (四) 外匯存放與國外存放；
- (A) 收受本國客戶之外幣存款及貸與外幣放款；
- (B) 存款於國外銀行或在國外金融市場作短期投資；
- (C) 購售國外證券。
- (五) 經營各種國際裁定交易；
- (A) 匯兌裁定（空間裁定與時間裁定）；
- (B) 證券裁定；
- (C) 金貨裁定；
- (D) 商品裁定。

二 匯兌銀行或國外部之組織

匯兌銀行或商業銀行之國外部通常有三種主要職員：經理 (Manager)、營業主任 (Exchange operator) 與會計主任 (Accountant)。經理總管全部事務，支配並調整人事關係，而與行內其他各部及同業取得適當之聯繫。營業主任與會計主任即為國外部之襄理。前者主持各部外匯之購售；後者管理往來帳目，核對單據，計算利息，編製報告，計算頭寸，審核交易，辦理預算、決算等事宜。銀行中負經營外匯之責者在英美稱為匯兌商。

(Dealer)。

匯兌銀行或國外部之組織，視業務之繁簡而異，通常在營業方面可分設下列各組：

- (1) 出口押匯組 (Outward Bills Section)
- (2) 進口押匯組 (Inward Bills Section)
- (3) 匯兌組 (Exchange Section)
- (4) 信匯電匯及票匯組 (Mail and Cable Transfers & Drafts Section)
- (5) 電訊組 (Cable Section)
- (6) 信用組 (Credit Section)

上列六組爲國外部或匯兌銀行所特有者，其他如會計、出納、存款、貼現、證券等業務與一般同。茲就此六組事務略述於後：

出口押匯組辦理出口匯票之承購、代收，與出口商簽訂遠期合同及打包收款等事宜；進口押匯組辦理代國外同業寄來向進口商或進口商往來銀行承兌並付款之匯票處置事宜，遠東銀行鮮有開發信用證書者，故外國出口商開來之匯票大都根據本埠銀行開發之委託購買證；匯兌組辦理近遠期合同之簽訂，外匯之拋補，及裁定交易等事宜；信匯電匯及票匯組辦理供售此三種外匯，發行旅行匯信，並兌付國外匯來之款項事宜；電訊組辦理電訊之收發事宜；信用組則辦理核發商業信用證書或委託購買證事宜。至其手續程序已在第一編

有所伸述，故不再贅。(註)

(註)讀者可參考上海銀行「國外部之實驗」廿四年六月出版，此書在實務方面為國內首屈一指之作。

三 國外同業往來

銀行直接經營外匯，必須與國外同業取得存放款項之關係，或在國外設立分行。在普通國家祇須與國際金融中心（如倫敦、紐約）之銀行或與貿易關係最密切之國之銀行開立往來帳戶即可。故國際金融中心之大銀行與各國金融中心均有往來帳戶。

經營外匯之主要業務為外匯之購售，并為立有往來帳之國外同業代理收解、購售及其他事務。例如上海甲銀行與紐約乙銀行訂立往來帳戶，則凡甲銀行送往紐約之票據，有價證券以及金銀均可委託乙銀行代收代賣，而將所得之款記入甲帳之貸方。在另一方面甲銀行亦可委託乙銀行代為解付匯款，購入商業票據，金融票據等短期投資，有價證券，與金銀以及貸出通知放款，凡此種種付項即被登入甲帳之借方。

銀行為其國外同業開立之帳戶稱來帳 (Vostro Accounts)，亦稱國外同業存放 (Due to Foreign Banks)。銀行在國外同業開立之帳戶稱往帳 (Nostrro Accounts)，亦稱存放國外同業 (Due from Foreign Banks)。如前例紐約乙銀行為上海甲銀行開立之帳戶，在乙銀行之立場言為來帳，在甲銀行之立場言為往帳。若甲銀行為乙銀行開立之帳戶，則就前者之立場言為來帳，就後者之立場言為往帳。普通來帳均以本國貨

幣爲記帳單位；往帳均爲對方銀行所在地之貨幣，但亦有以第三國貨幣記帳者，則因存戶在該處有收付或購售該第三國貨幣之需要故也。甲乙兩銀行對第三者之帳戶稱客帳 (Toro Accounts)，其記帳單位可爲本國貨幣，亦可爲外國貨幣。例如甲銀行之國內分行或其他往來銀行接受外匯交易轉託甲銀行與乙銀行代爲買賣收解，則彼等之帳戶在甲銀行之立場言爲客帳。

外匯交易登入往來帳之日期稱記帳日 (Value Dates)。

銀行往來帳爲便利交易起見，常有通融透支辦法，但必須隨時補足，不能積欠。此外亦有長期透支，是卽等於向國外同業借款，以圖兩地利率之差益，以低利向國外同業透支而在國內以高利貸放，長期透支必須訂立契約，規定詳細辦法，并須存放相當抵押品。

存放國外同業爲經營外匯之總樞。購入外匯，登入貸方，售出外匯，登入借方，雖有透支辦法，常以保持貸方結餘爲原則，惟貸方結餘，不宜過多；多則不但損失利息（因國外同業往來，利率殊低，或竟白存），且負匯價漲落之風險，爲謹慎之銀行家所不取也。

四 經營外匯之原則

銀行經營外匯之目的，與其他企業相同，是在獲利；願獲利之道不同，有從投機而得者，有從投資而得者。投機與投資之區別，當視其支出與收入之間，是否有一定之關係以爲斷。如支出定而收入不定（如單方面之買

進)或收入定而支出不定(如拋出而不補進)均屬投機。反之如支出與收入之間有一定之關係,則非投機而為投資。例如存款於銀行,購買公債、公司債,以及商業票據等,支出本金以後,將來可以收回本金及利息,是其支出與收入,有一定之關係存在。即如買空賣空,拋補并做,支出定而收入亦定,亦可視同投資。至若意外之風險,如債務人破產,欺騙以及其他不測事故之發生,並非由於價格之變動,與投機風險之性質有別。投資者不願冒價格漲落之風險,投機者則有意冒此風險,且惟恐價格漲落之不大,故二者之動機趣向實異。

外匯有現貨,亦有期貨,且行市有漲落,而匯票又有利息可計,故在現代金融市場上,成爲一種投機及投資最好之對象。銀行家經營外匯業務,固以穩健爲原則,然亦并非絕對不做投機,是在運用外匯者之目光,經驗,與才識以爲斷耳。

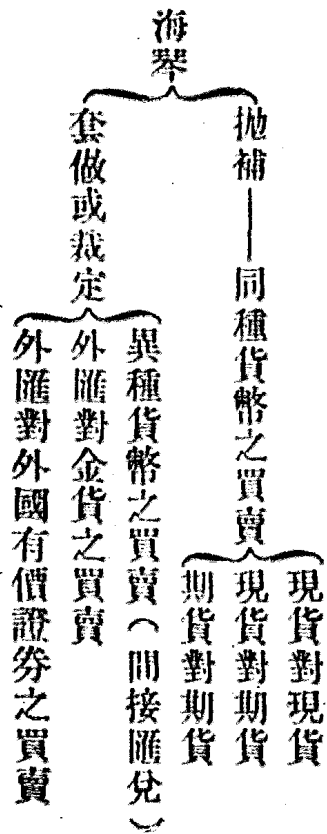
倫敦英商銀行不許其國外匯兌部做投機,國外匯兌部經理每日買賣外匯,務以平爲原則,有時因某種貨幣賣出太多未及如數補進者,謂之「售超」(Oversold),或稱「空方」(in a short position),如買進過多而未及如數拋出者,謂之「購超」(Over bought)或稱「多方」(in a long position),爲避免此項多空之情形起見,外匯部常置備「頭寸單」或「頭寸簿」(Position Sheet or Position Book),以資審核。在此簿內記錄各種外匯之交易,每種貨幣,分買進與賣出二項,互相對照,多空情形,一目了然。惟拋補并不限於同一性質之匯兌,如售出電匯,可補進即期、短期或長期,而以買賣外匯期貨(Forward exchange)爲拋補者尤多。此外如匯兌裁定,買賣金貨,亦均可作爲拋補之手段。如何選擇拋補之對象,爲經營外匯者之主要任務。蓋銀行

買賣外匯之利益，全在拋補之得當與否。每晨外匯部經理至辦公室，必先取頭寸簿視之，以察昨日各種貨幣頭寸之多寡，定今日買賣之方針。通常在存放國外同業帳（*Nostro Account*）上，以保持貸方結解為原則。但有時彼售出多量電匯現貨，同時補進相當數之電匯期貨，則在期貨未交割以前，在存放國外同業帳上，勢必形成透支；是其現貨為售超而期貨則為購超，二者相抵，仍屬平衡，願每日交易，未必使買賣數量互相軋平，售超購超，實所不免，此種售購差額之存在，倫敦銀行並不認為投機，以其非有意為之也。（註一）

但在倫敦之外商銀行，視匯兌投機為正當營業，彼常與匯兌專家商酌情形，做有計劃之投機。例如在一九三一年五六月間，彼等已覺察英鎊不穩之狀態，大購美金與法郎，（註二）如購進時每鎊之價為美金四·八六元，或一二四·二〇法郎，至英國放棄金本位後，鎊價跌落至美金三·六〇元或八二·八法郎，則當初購買美金與法郎者無不大獲其利矣。如在四·八六元之價，買進美金四八六、〇〇〇元，支出英金十萬鎊，及英鎊跌至三·六〇元美金時，則前所購進之四八六、〇〇〇元美金，已值英金一三五、〇〇〇鎊（ $486,000 \times 3.60$ ）。以十萬鎊之本金，在數月之間，竟獲至三萬五千鎊之利，豈非大幸！故匯兌投機者希望匯價之變動愈大愈好，在穩定狀態之下，投機者之活動，便形減少。在各國放棄金本位前後，匯兌投機之風，無不鼎盛。中國在銀本位時，亦以匯價隨銀價而變動不常，故上海外匯市場，素為投機者之淵藪。一九三八年來上海各銀行之盈餘，大都在中國實施外匯統制前後從事於外匯投機而得。

至若外匯投資，大都拋補并做，賺取一定之差利或利息，而不願負匯價漲落之風險。拋補在英語之意為

「掩護」(Cover)意即一方賣出，一方買進，或稱拋出與補進，藉以避免價格變動之風險，一賣一買，有互相掩護之作用，若拋出而不補進，或購進而不拋出，稱為「無掩護之交易」(Uncovered transaction)，或單方面之買進或賣出(Outright purchase or sale)，無掩護之交易，即屬投機，冒價格漲落之風險。嚴格言之，拋補僅指同種貨幣之買賣而言，異種貨幣之買賣，謂之套做(Cross transaction)或稱裁定(Arbitrage)，惟裁定不限於匯兌，并包括金貨與外國有價證券之買賣。凡此各種避免價格漲落風險及賺取差利之方法，統稱之曰「海琴」(Hedging)。「海琴」在英語中亦為保護風險之意。因此吾人可將上述各種術語之關係，列表如下：



例如上海銀行買進倫敦四月期信匯十萬鎊，欲求海琴，則可

- (一) 賣出現貨倫敦電匯，即期及長期，或賣出電匯期貨(Forward T. T.)
- (二) 賣出英美或英法套匯(即先賣出美金或法郎，再行賣出英鎊，購入美金或法郎)
- (三) 賣出標金(現貨或期貨)

(四) 在法幣政策實行以前尙可買進大條銀。

(註1) Evids H. E.: Practice of Foreign Exchange pp. 18—20

(註1) Evids H. E.: op. cit. pp. 20—22

五 經營外匯之實務

銀行經營外匯，由國外部經理或營業負責人主其事，零星交易，則由各組分別辦理，而將結果報告於彼。鉅額交易如超過一千鎊以上者（假定）均須由彼直接處理，例如出口押匯組遇有大數額之貼現匯票，匯率須由彼決定，因其即須拋出，以資抵補也。

國外部經理每天聽取各組報告，如出口押匯組報告購入小額匯票及遠期之總數；進口押匯組報告匯票兌收及售出遠期之總數，電匯、信匯與票匯組報告售出與兌付（亦即購入外匯）之總數，往來帳組報告收支外幣存款之總數。彼乃根據各組報告及其親自處理之交易數額作成頭寸單。欲明頭寸單之作用，當先知多空或多缺之性質，外匯交易之屬於多方與空方者有下列各項：

多	空
存放國外同業 外幣放款 出口押匯及代收票據 顧客未付保證 外幣證券之購入 遠期購入合同 應解匯款（或兌付匯款）	外幣存款 進口押匯及進口代收票據 保證或承兌 外幣證券之售出 遠期售出合同 匯出匯款
方	方

上列各項交易性質之屬於多方者為外幣資產之增加或負債之減少；其屬於空方者為外幣負債之增加或資產之減少。頭寸單於每日營業終了時，根據昨日各種外匯之多缺額，加減本日售出或購入之數，計算淨多或淨缺而填製之。各行所用格式，詳略互異，其輔助帳單詳備者，則頭寸單不妨較略，普通格式，約如左擬：

某 某 銀 行

外匯頭寸單194.

月 期	美 匯		英 匯		港 匯		日 匯	
	+	-	+	-	+	-	+	-
現 貨								
月 份								
年 份								
購超(+)或贖超(-)								
國外存款								
淨餘(+)或淨欠(-)								

至於每日盈虧之計算，可就售出應得國幣及購入應付國幣之數求得其差額，再加上購超或外幣餘數按時價折成國幣之數額，而得其盈虧之數。

上海經營外匯之銀行，有數十家之多，購售外匯之金號與投機者為數更衆。銀行買賣外匯，除一部份進出口商外，大都由匯兌經紀人(Exchange brokers)介紹。經紀人(俗稱掮客)每日從電話中接受買賣雙方

之委託，并傳達雙方意見，以供參考，在交易未成以前，不以姓名相告，成則按照議定匯率直接授受，經紀人從中博取佣金。倘買賣雙方不能履行契約時，應由經紀人負其責任。

外匯之大宗買賣以遠期為多。遠期理論，已見前章，茲處當述其買賣之手續。銀行與顧客買賣遠期，必須訂結合同。合同格式，各銀行所用者，大致相同，下列係中國銀行樣張，原分紅、綠二種，售出者為紅色，購入者綠色。售出合同之正面如左：

No. S.....

B.C.F.7.37.3M.S.K.

NO MARGIN ALLOWED

Shanghai,.....19.....

Purchaser.....

BOUGHT from BANK OF CHINA

FIGURED	CHECKED
---------	---------

On	Amount	Usance	Rate	Delivery & Remarks

This Contract is subject to the proviso (Appearing on the reverse).

.....
Broker

反而：

Date	Amount Taken up		Balance Outstanding	
	Foreign Amount	Dollar Amount	Foreign Amount	Dollar Amount

- No. 1. In the event of your failing to meet your engagements arising out of this or any other Exchange Contract between us whether by failing to provide on the due date money or 'Particulars' on this or another approved Bank as may be requisite or otherwise or of your failing to supply or maintain such margin (if any) as agreed upon between us, or in the event of your suspending payment or becoming bankrupt or committing any act of bankruptcy or (being a Company) in the event of your going into liquidation, whether voluntary or otherwise, we reserve the right to close this contract by selling out or buying in against you (as the case may be) and any differences arising therefrom shall be payable forthwith notwithstanding that the prompt day or other day originally stipulated for settlement may not have arrived.
- No. 2. In the event of the Principal failing to implement this Contract for any reason whatsoever, the Broker guaranteeing this Contract shall be considered to have superceded the Principal and shall assume all the rights and responsibilities of the defaulting Principal without prejudicing in any way this Bank's claim on the defaulter for any loss which may be caused to us by such supercession.

購入合同，除正面 purchaser 改 Seller 及 Bought from 改 Sold to Bank of China 以外，餘項均屬相同。上項合同，如係由銀行與進出口商直接訂立者，則雙方各簽一紙，交換收執為憑，若係由經紀人居間成交者，則由經紀人將兩張合同代簽，買賣雙方各給一張，如係同業合同，則雙方均須於次日各填「合同證明書」送請對方複簽證明以照核實，與金號訂立者亦然。證明書之格式如左：

外 匯 匯 票

三 五 六

外 35000英12-35-S.K.

1

↓

TO	台 照
----	-----

Shanghai,.....

Dear Sirs,
 We beg to advise that we closed the undernoted exchange contract in
 your name today.
 Kindly confirm by signing below and return this statement to us at
 your earliest convenience.

BOUGHT from BANK OF CHINA. 買 自 中 國 銀 行

成單號數 Contract No.	經 紀 人 Broker	金 額 Amount	隨 期 Usance	行 市 Rate	交 割 期 Delivery	國 幣 數 目 National Currency Equivalent
S						

FOR BANK OF CHINA

中國銀行啟

證 實 人
 Confirmed by.....
 (Authorized Signature 負責人簽字)
 日 期

Date.....
 Unless we receive word from you to the contrary within
 seven days we shall consider the above statement correct.
 This Contract is subject to the proviso (appearing on the reverse):—

此證明書為中國銀行售出請求買方複簽者，若中國銀行購入而請求賣方複簽之證明書，除 Bought from 改成 Sold to 以外，餘項均屬相同。惟售出者用紅色，購入者則為綠色，其反面所印條款二項與合同上所印者完全相同。

(1) 合同左上角於號碼之下印有 No margin allowed 字樣，意即合同內所訂結之數，必須出清，如有餘數，屆期應即按市軋回，以清責任。譬如合同訂結美金一萬元，匯率二九·五（即美金二九·五元合法幣一〇〇元），則到期買方應付銀行國幣三三、八九八·三七元，此數即記入於左下角……內。倘到期買方祇需提取美金八千元，而此時美金行市為三〇·五元，則其餘二千美金，按照合同匯率應付國幣六、七七九·六七元，現在如將此餘數退還銀行，銀行轉售，祇能按當時匯率三〇·五計算，收回國幣六、五五七·三八元

$$\left(\frac{100}{30.5} \times 2000\right) \text{ 二數相差 } 222 \cdot 29 \text{ 元（國幣）}$$

此項差數，買方各不願提貨，應貼還銀行，蓋買賣合同倘有小數結餘時，如結價較優於市，則顧客當然願意出清，否則顧客常要求取消作訖，銀行損失雖不甚鉅，然積少成多，數亦可觀，故特在合同上端，印此字樣，以示限制。

(2) 合同反面之格式，所以便分次交割時之紀錄，下端則為印就之條款二項。其第一項略謂：「台端因不能如期付款，或提供存在本行或經本行同意之銀行之特種財產，或由於不能提供或保持經雙方同意之墊頭，以致爽約時，或如台端停止支付瀕於破產，或有破產之行爲時，或（如對方爲一公司）由於自動或其他原因進行清理時，本銀行保有對台端所訂結之外匯出售於他人或另向他人購入以了結此項合同之權利，其由此（轉售或轉購）所發生之差數，無論交割日期尚未到達，即須支付。」第二項則係對經紀人而言，略謂：「對方無論由於何種理由，不能履行合同時，保證此合同之經紀人即須代替對方，承當對方之權利與責任，不能因此損及本銀行向對方應取之一切權益。」

銀行與顧客訂結合同，除有經紀人之担保以外，尚須斟酌情形要求顧客繳存相當數目之墊頭（普通係一成左右）或抵押品，以便匯市不利於對方時，可將墊頭抵補其應負之損失。倘匯市變化，對方應付之損失超過其墊頭時，即當通知對方加存墊頭，否則即可將合同轉結，以免更大之虧損。至於所存墊頭，應給予存息，以示公允。

外匯合同之交割大都係用電匯，銀行同業間所訂合同，在規定期內，買方欲交割時，可將擬出數目（合同之全數或一部分）於當日上午十一時三十分以前以電話通知賣方，並將應付國幣數目開具賣方銀行抬頭之本票（Cashier's order）連同電匯申請書送交該行。電匯申請書中應將原訂合同之月日，訂定之期限，經紀人姓名，外幣數目，折合國幣數目，及其國外代理行行名及地址等逐一載明。賣方銀行接到購方電話通知時，即準備電匯手續，俟對方申請書及本票收到，即可電知其國外代理行將匯款（外幣）解交購方之代理行收受，然後填發電匯證書送交購方為該項匯款確已解出之憑證，同時購方亦須發電至其代理行囑向賣方之代理行收款。

若甲乙兩行互有同一貨幣之購售合同，同時申請交割者，如外幣數目相等，即可對札抵沖，而僅清算其國幣之差別，如外幣數目不同，則將相等部分沖去，其餘數仍按電匯辦法交割。凡屬對札之數，其證明書仍照通例辦法，惟應加蓋「對札無電」(Set Off No Wire)圖章，以示區別。所有對札結餘之國幣數目，則由匯率較貴之購方備本票送往對方。此係指臨時互札者而言，惟同業中互相買賣為數甚多，可札之數，自必常有，為節省手

續起見，可於每月之下旬，將下月份互相買賣之數擬行對軌者檢出，徵求對方同意，然後於月初互送對軌單，所有申請證明等手續均可省去。札清後之國幣差數，則依習慣於月初找清。

至若銀行與進出口商訂結遠期合同，對方必須提出匯信、貨單、或其他種文件，以證明其所購售之外匯確係供商業之所需，否則非對方信用素著，不能貿然允其訂結合同，蓋所以防止投機者之冒結也。有時因匯市劇變，進出口商與銀行所訂之外匯合同，如按市拋補，已有鉅利可得，則不願信用之奸商，或有放棄其原定購售貨物之計劃，而僅圖匯價漲落之利，蓋尋常匯信或委託購買證依法固可申請取消，即其他各種應履行之義務（如進口商對承兌票據之付款，出口商對貨物之運發）如係對國外商家負責者，則對方鞭長莫及，亦無如之何。此種行為，有損本國對外之商業信用，銀行當在合法範圍以內嚴加阻止，或杜絕其此後之往來，而平時對於交易商家之信用，尤須三致意焉。

銀行與進出口商所訂結之匯兌合同，因有貨物之關係，其交割日期恆不能如他種合同之準確。惟近遠期匯率既有不同，則合同如非按期出用，與原訂匯率未免有出入之處。銀行對於此種到期不出之合同，按理雖可強制執行，然如商家確有不能預料之正當理由，未克照原定日期履行契約，則當酌量市況修改匯率，以免虧損。例如進口商向銀行訂購美金一萬元，屆期尙餘三千元不能出用，請再展期三月，則可以掉期方法軋平之。出口商如屆期不能交貨，亦可請求掉期。

銀行購售遠期外匯除對同業與進出口商外，對投機商如金號等之交易亦多。金號購售外匯，旨在獲取匯

價漲落之差利，購入外匯初無收貨之必要，售出外匯，亦無交貨之可能，其在某月份內交割之購入合同，亦必有同月期交割之售出合同以爲抵消，而於對軋之時，收付其國幣之差數。惟金號之購售外匯，未必盡係與同一銀行對做，故屆交割之期，必須由該金號授權與承購其外匯之銀行，代向售與外匯之銀行交割，其間如有盈虧，則由金號與購方清算。此項轉讓交割之文件，稱權柄單 (Letter of Authorization)。例如永豐餘金號向上海銀行買進四月份英金五千鎊，匯率爲一先令二辨士七五，後又賣與浙江興業銀行四月份英金五千鎊，匯率爲一先令二辨士一二五，則該金號當於四月期屆之時，出具權柄單送交浙江興業，允其隨時得向上海銀行提取英金。浙江興業銀行向上海銀行交割時，應將權柄單連同電匯申請書送交上海銀行，并按上海銀行與永豐餘所訂匯率折付國幣，所有兩合同匯率之差，多還缺找，均由浙江興業與永豐餘清算。如永豐餘向上海銀行購入之合同并非直接售與浙江興業，乃先售之於大豐金號，再由大豐轉售於浙江興業，請其照永豐餘與上海銀行所訂匯率前往交割，其結餘則由浙江興業與大豐清算，大豐再與永豐餘清算。(本節最後部份取材於上海銀行「國外部之實驗」)

第二十四章 外匯投資與借貸

短期投資與調撥頭寸——外匯投資之計算——匯率變動對於投資利益之影響——美金放款與英鎊放款

一 短期投資與調撥頭寸

買賣資金為銀行之專門職務，彼可以利用匯兌機構，調撥國際資金，挹盈注虛，莫多益寡。故世界各大金融中心利率，常能獲得均衡。其調撥方法不外購售近遠，及開發銀行長期匯票。例如本地需要資金時，可以購遠售近，或對國外同業開發長期匯票。關於近遠期之套做，已在外匯期貨章詳述，可不復贅。本章所述，以銀行長期匯票及金融匯票為主。

銀行購買長期匯票，不向金融市場貼現，而留待到期收取本息，是為外匯投資(Investment in exchange)。茲採裕榻勾(Whitaker)所舉之例，以為說明。(註)

(註) Whitaker A. C.: Foreign Exchange 2nd ed. pp. 267-279

二 外匯投資之計算

購買長期匯票，能獲息若干，要視下列三種因素而定：

- (1) 以國幣計算之本金；
- (2) 以國幣計算之收回金額；
- (3) 支出與收入間之時差。

銀行購入長期匯票原可於同時售出卽期，以爲抵沖，今爲自身投資起見，不於同時售出卽期，（否則購入之長期，到外國時卽須貼現也），以便留待到期收取本息，故在理論上彼之本金應爲售出卽期可得之數，而非爲購入長期所付之數。如下例紐約某銀行購入六十天期匯票一萬鎊，支出美金四八、〇二〇元，在倫敦貼現，當可售出卽期英匯而得美金四八、〇五七元，收入超過支出三七元，爲其購售所得盈利。彼如不擬於同時售出卽期，是卽犧牲四八、〇五七元現在可以利用之機會。故其投資於此六十天期匯票之本金應按四八、〇五七元計算。其例如左：

七月三日 紐約銀行購進見票後六十天期英匯票 \$10,000，付出 \$8,020，同日英匯卽期匯率爲 4.85；倫敦預約到地貼現率 (Arrival discount rate) 爲 5%。

九日 倫敦付款人承兌。

九月二日 假定紐約銀行在是日售出卽期英匯，以抵十日到期匯票兌現所得之數，匯率仍爲 4.85。

十日 承兌匯票到期（三天恩惠日在內）。

根據此一假定之例，計算其投資之利益如次：

(1) 以美幣計算之本金：

(a) 如將該六十天期匯票於七月九日在倫敦貼現所能獲得之英鎊數：

到期價值 (或票面)

£10,000.0

扣除 63 天貼現 @ 5%

828

貼現價值

£9,913.7

印花稅

5.0

淨餘

£9,908.7

(b) 如將上項淨餘英鎊於七月三日按 4.85 匯率售出即期當可收回美金 \$48,057.20 (£9908.7 × 4.85)，此為理論上真正之本金。

(2) 以美幣計算之收回金額：

(a) 九月十日收到票價 \$10,000 扣除印花稅 \$5 (在匯票到地時即已扣除) 淨得 \$9,995

(b) 九月二日售出英匯即期按匯率 4.85 計算可得美金 \$48,475.75

(3) 投資利益合年息：

七月三日投本金

\$48,057.20

九月二日收回金額

48,475.75

61天所得利息

\$418.55

合本息(418.55 ÷ 48057.2)

5.21%

在英所得 \$9995 不論收回與否，或轉作其他投資，上項計算，不因之有所變更。

上例計算，乃假定即期匯率不變，七月三日與九月二日之匯率相同。以同一匯率計算本金及匯票到期收回之金額，其差利合息應即為倫敦之貼現息 5%。但上例合息得 5.21% 者一由於貼現時須按六十三天計算，而本例投資期間按六十一天計算；二則在同一息金與期間，利率原應較貼現率略高。

三 匯率變動對於投資利益之影響

如上例九月二日即期匯率非為 4.85 而為 4.87，則紐約銀行在英所得 \$9995 可售美金 \$48675.65，年息 7.7% 倘匯率縮至 4.82，則僅能售美金 \$48,175.9，合年息僅 2.4% 矣。在金本位時，匯率漲落甚微，在廢止金本位以後，漲落幅度擴大，如鎊價所跌過多，假定為 4.70，則 \$9995 折成美金僅得 \$46,976.5 反而損失 \$1080.7。故匯價不穩定時，外匯投資，風險甚大，與投機無異。此時倫敦利率雖高，亦難吸收外資。紐約投資者雖可拋出遠期英匯，以為保障，但此時英匯期貨必遠較現貨為賤，故投資者亦未必合算也。

在匯率較為穩定時，即在金本位之下，購入長期匯票，亦可藉售出遠期外匯，以確定其收入。如上例紐約銀

行爲防鎊價跌落起見，可於購入六十天期英匯票之日，售出二月期英匯 100S ，以確定其美金之收入數。惟二月期匯率較現貨匯率 48S 所低之數，合年息不能超過倫敦利率高於紐約利率之數，否則，投資者即不願爲此矣。（見外匯期貨章）

四 美金放款與英鎊放款

所謂美金放款 (Dollar loan) 者，即爲他國銀行在紐約市場作美金短期投資，匯兌風險完全由投資人負擔。假定在紐約作三個月之放款，年息 $5\frac{1}{2}\%$ ，有穩固可靠之擔保品；倫敦九十天期銀行承兌匯票貼現率 $5\frac{1}{2}\%$ ；見票九十天期英匯匯率 48S 。倫敦銀行見此一情形之下，在紐約放款，頗爲合算，即電告紐約代理銀行對彼發一九十天期匯票一萬鎊，在紐約出售，得美金 $248,240$ ，連恩惠日在內可放款九十三天，年息 $5\frac{1}{2}\%$ ，計獲利息 $14,560$ ，到期收回本息 $262,800$ ，如此時電匯或即期匯率爲 48S ，可購英匯 $10,081.74$ ，計獲盈利 281.74 。此項盈利視到期時匯率而定，如美金愈貴，該項本息所能購換之英鎊數亦愈多，盈利亦愈大。反之美金愈賤，盈利亦愈少，或且虧負。爲避免匯兌風險計，倫敦銀行可託紐約代理行將所得本利統購遠期英鎊，如其匯率爲 48S ，則交割時支出美金 $262,800$ ，即可收進英金 $10,027.62$ ，以一萬鎊贖付承兌匯票，尙可獲利 27.62 。按此數完全爲盈利性質，而非爲利息或佣金。蓋承兌銀行僅負匯價漲落及投資之風險，並未墊本，故非利息；佣金按百分數計，而此則否，故非佣金。惟紐約代理行應得佣金之報酬，故 27.62 尙須減去佣金方爲倫敦承兌

銀行之淨利。

英鎊放款 (Sterling loan) 者為倫敦銀行對紐約借款人貸予一定數額之英鎊，到期由借款人匯付清償。倫敦銀行令紐約代理行對彼發一九十天期一萬鎊匯票，而將此一匯票交與借款人，後者允於到期日償還一萬鎊並外加佣金百分之若干，通常為 $3/8\%$ 。借款人將此一匯票出售，如同前例，可得美金 $\$48,240$ ，以資調用。九十三天後，彼須購入英匯 $\$10,037.5$ 其中一萬鎊為本金，三七·五鎊為佣金，以供償付。此時如電匯或即期匯率為 487 ，則購買 $\$10,037.5$ 須付美金 $\$48,882.63$ ，但其借到時所得美金數為 $\$48,240$ ，其差數 $\$642.63$ 可視作借款利息，計合年息 5.23% 。此項利息視鎊價而異，到期時，鎊價愈低，利息愈輕，倘鎊價低至 482 ，則借款人不但必支出利息，反可獲美金四〇元之利矣。但如鎊價愈高，則利息亦愈重。借款人如不願作此投機而欲確定其利息之支出數額，亦可訂結遠期英匯，以為保障。

在此例，倫敦銀行僅負承兌責任而未墊本，墊本者為倫敦金融市場之投資人。故倫敦銀行祇取佣金，投資人則得利息。

第二十五章 匯兌裁定

匯兌裁定之意義——直接裁定法——間接裁定法——四角裁定法

一 匯兌裁定之意義

同一商品在不同之市場，有不同之價格，如其兩地或各地價格之差超過販運成本時，則在價格較低之處購入，較高之處售出，可以獲利。購售同時舉行，是爲裁定。匯兌裁定，藉電匯之移轉，同一貨幣，尤其是國際通貨，如美元、英鎊，可在不同市場，爲同時之購售。其他商品，證券及金貨之裁定，必須利用期貨。購入者爲現貨，售出者須爲期貨。惟匯兌裁定可藉電匯移轉資金，故現貨之購售可在兩地或各地同時舉行，而獲得其差益。匯兌裁定，因購售並行，爲投資而非投機。

自由市場爲匯兌裁定之先決條件。如匯兌受有限制，即不能爲裁定交易。例如英美締結支付協定以後，其他國家商民不復能在紐約套買或套售英鎊是也。凡實施外匯統制國家之貨幣，均無裁定之可能。

匯兌裁定爲平衡國際匯率之紐帶，使各國貨幣發生間接之等價作用，而使國際匯兌成一連環，故一國貨幣之變動，使其他各國間之匯兌亦隨之而有相應之變動，然後穩定於調整以後之新的連環。此紐帶一斷，國際

匯市即將失其聯繫 (Exchange dislocation)。例如一九四一年一月十一日紐約鎊價為 \$4.0375，上海鎊價以美元套算為 \$3.7928。其算法如次：

$$? \text{ 美元} = 240 \text{ 辨士}$$

$$3.5 \text{ 辨士 (上海行市)} = 1 \text{ 法幣}$$

$$100 \text{ 法幣} = 5.53125 \text{ 美金 (上海行市)}$$

$$\therefore 1 \text{ 英鎊} = \frac{240 \times 5.53125}{3.5 \times 100} \\ = 3.7928 \text{ 美金}$$

是上海之鎊價遠較紐約為低廉也。苟無英美支付協定之限制，則匯兌商或銀行儘可在上海購入英鎊，售出美元，同時在紐約售出英鎊，收進美元，為此裁定交易者每鎊可獲毛利 \$0.2447 美元。利厚趨之者必衆。結果必可使紐約鎊價低落，上海鎊價抬高，而趨於均衡。今則因受支付協定之限制，上海英鎊不能移往紐約出售，故兩地價格失其聯繫也。

二 直接裁定法

直接裁定 (Direct arbitrage) 又稱對角裁定 (Two-point arbitrage) 為二國金融市場之互匯交易。茲舉一例如次：

假定倫敦與紐約為兩自由匯兌市場，倫敦對紐約電匯匯率為 4.85，紐約對倫敦為 4.85，是倫敦之鎊價較紐約為低，亦即元價較紐約為高；紐約之鎊價較倫敦為高，亦即元價較倫敦為低。匯兌裁定應在倫敦售出美元，在紐約購入美元，亦即售出英鎊。假定以一萬鎊為本金，倫敦銀行委託紐約銀行售出英匯一萬鎊，即得美金 \$48,540 之信用，此數即在倫敦售出，可得英金 £10,000，除兌付紐約售出一萬鎊外，尚餘八·二鎊。減去佣金及電報費後，即為倫敦銀行所得之淨利。茲列其算式如次：

1. 在紐約售出 £10,000 @ 4.854	收 \$48,540	付 £10,000
2. 在倫敦售出 \$48,540 @ 4.850	付 48,540	收 10,008.2
3. 差利		£ 8.2

對角裁定不外二法：一為互購法 (Reciprocal purchases)；一為互售法 (Reciprocal sales)。前者為倫敦銀行購美匯匯付紐約銀行，同時紐約銀行購英匯匯付倫敦銀行。後者則為倫敦銀行對紐約銀行發電或發票，同時紐約銀行對倫敦銀行發電或發票。上例所用者為互售法。即在紐約售出英鎊，在倫敦售出美元，蓋以元價在倫敦較高，鎊價則在紐約較高故也。倘元價在倫敦較低，鎊價在紐約較低，則須改用互購法。

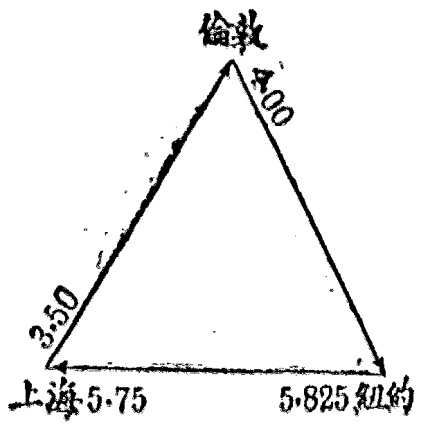
三 間接裁定法

間接裁定為三國或三國以上金融中心之套匯交易。此又可分為簡單裁定 (Simple arbitrage) 與複雜

裁定或繞轉裁定 (Compound or Circuitous Arbitrage) 二者均可為三角裁定 (Three-point Arbitrage) 或四角裁定 (Four-point Arbitrage) 多於四角者，在理論上雖亦可為，實際上不惟計算太繁，且手續費過大，

未必有利可取。普通裁定交易以三角為最多。茲分述於後：

(1) 簡單裁定法 簡單裁定為單一匯率之套匯。茲舉一例如次：



上圖表示上海欲匯款至紐約，直接購買美匯，匯率為五·七五美元（合一百元法幣）；若令紐約發電或發票，匯率為五·八二五美元；如先按三·五辦士購英鎊，再以英鎊購美元，是否較直接匯付為合算？可計算如次：

$$1 \text{ 美元} = 100 \text{ 法幣}$$

$$1 \text{ 法幣} = 3.5 \text{ 辦士}$$

$$240 \text{ 辦士} = 4.0 \text{ 美元}$$

$$100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 3.5 \times 4}{240}$$

$$= 5.83\frac{1}{3} \text{ 美元}$$

從倫敦套匯，一百元法幣可購美金 5.83，顯然較直接匯付為合算。此係對移轉資金選擇匯兌方法者而言；蓋移轉資金，不論直接、間接，應擇最有利之匯率行之。如上海欲匯款至紐約，由紐約發電或發票（即售出滬

匯)已較由上海匯付爲合算,但由倫敦轉匯,更爲合算。茲比較此三種匯率如次:

上海購入美匯

法幣 \$100 = 美金 \$5.750

紐約售出滬匯

法幣 100 = 美金 5.825

由倫敦轉匯

法幣 100 = 美金 5.834

如以法幣一萬元爲本金,作裁定交易,可獲利一四四·八七元。其計算法如次:

法幣 \$10,000 → 35,000 辨士 (上海按 3.5 辨士購英匯)

35,000 辨士 = £145.833

£145.833 → \$ 583.33 美元 (倫敦按 4 元購美匯)

\$583.33 → \$10,144.87 法幣 (上海按 5.75 元售美匯)

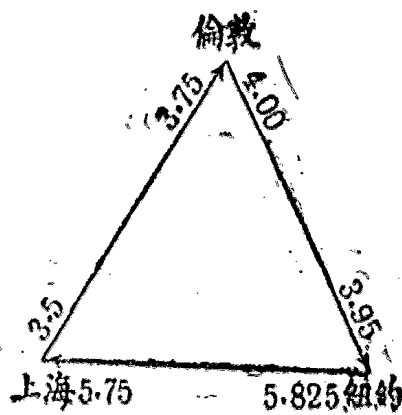
從上海匯款至紐約應擇最鬆之匯率,如上例 5.834,從紐約匯款至上海應擇最緊之匯率,如上例 5.75。

各國匯價在聯立等式之下爲裁定平價 (Arbitrated parities)。匯兌商應備裁定平價表,以供經營裁定交易之用。裁定有利與否,祇須比較實際行市與平價,即可決定。如上例所舉各種匯率中,五·八三三爲裁定平價,五·七五及五·八二五爲實際行市。

(2) 複雜裁定法 複雜裁定爲重複匯率之套匯。茲舉一例如次:

在下圖所列各種匯率中,可算出上海匯款至紐約最有利之轉匯方法。上海匯款至紐約計有六種方法,茲

列表如左：



表一

匯款方法	實際行市與 裁定平價
1. 上海購進美匯	5.750
2. 紐約售出滬匯	5.825
3. 上海購進英匯 倫敦購進美匯	5.833
4. 倫敦售出滬匯 倫敦購進美匯	6.250
5. 上海購進英匯 紐約售出英匯	5.760
6. 倫敦售出滬匯 紐約售出英匯	6.172

從右表即可決定用第四法為最有利。第一及第二法為實際行市，其餘均為裁定平價，由下列各式算出：

第三法： 1 美金 = 100 法幣

1 法幣 = 3.5 辨士

240 辨士 = 4 美金

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 3.5 \times 4}{240} = 5.83\frac{1}{3} \text{ 美金}$$

第四法： 1 美金 = 100 法幣

1 法幣 = 3.75 辨士

240 辨士 = 4 美金

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 3.75 \times 4}{240} \\ = 6.25 \text{ 美金}$$

第五法：

? 美金 = 100 法幣

1 法幣 = 3.5 辨士

240 辨士 = 3.95 美金

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 3.5 \times 3.95}{240} \\ = 5.76 \text{ 美金}$$

第六法：

? 美金 = 100 法幣

1 法幣 = 3.75 辨士

240 辨士 = 3.95 美金

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 3.75 \times 3.95}{240} \\ = 6.172 \text{ 美金}$$

如以法幣一萬元為本金，自上海至倫敦而紐約，再由紐約還上海，可得法幣八六九·五六元之盈餘（其

中尚須減去佣金、電報等費，其算法如次：

法幣 \$10,000 → 37,500 鎊士 (倫敦按 3.75 售滬匯)

37,500 鎊士 = £156.25

£156.25 → 美金 \$625.00 (倫敦按 4.00 購美匯)

美金 \$625.00 → 法幣 \$10869.56 (上海按 5.75 售美匯)

若以一萬元法幣自上海經紐約而達倫敦，再由倫敦還上海，是否有利可取，祇須比較英匯實際行市與其
 裁定平價即知。茲又列表如次：

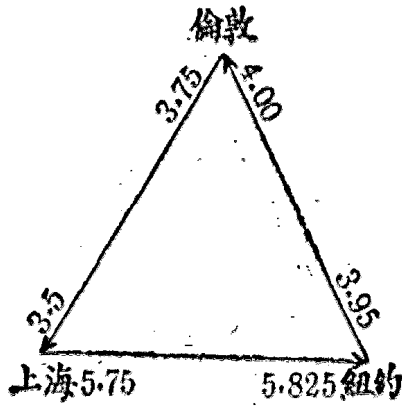


表 二

匯款方法	實際行市	與 裁定 平價
1. 上海購進英匯	3.50	3.50
2. 倫敦售出滬匯	3.75	3.75
3. 上海購進美匯 紐約售出英匯	3.49	3.49
4. 紐約售出滬匯 紐約購進英匯	3.54	3.54
5. 上海購進美匯 倫敦售出美匯	3.45	3.45
6. 紐約售出滬匯 倫敦售出美匯	3.49	3.49

第一及第二法為實際行市，其餘均為裁定平價，由下列各式算出：

第三法: ? 辨士 = 1 法幣

100 法幣 = 5.75 美元

3.95 美元 = 240 辨士

$$\therefore 1 \text{ 法幣} = \frac{5.75 \times 240}{100 \times 3.95}$$

= 3.49 辨士

第四法: ? 辨士 = 1 法幣

100 法幣 = 5.825 美元

3.95 美元 = 240 辨士

$$\therefore 1 \text{ 法幣} = \frac{5.825 \times 240}{100 \times 3.95}$$

= 3.54 辨士

第五法: ? 辨士 = 1 法幣

100 法幣 = 5.75 美元

4 美元 = 240 辨士

$$\therefore 1 \text{ 法幣} = \frac{5.75 \times 240}{100 \times 4}$$

= 3.45 辨士

第六法： ? 辨士 = 1 法幣

100 法幣 = 5.825 美元

4 美元 = 240 辨士

$$\therefore 1 \text{ 法幣} = \frac{5.825 \times 240}{100 \times 4} \\ = 3.49 \text{ 辨士}$$

從上表可知法幣對辨士之實際匯價最高為 3.75 而裁定平價之最高者為 3.57。故法幣對辨士之實際匯價為高估 (Overvalued)，辨士則為低估。是上海利於直接以法幣掉換辨士，而不利於套匯也 (前例則反是)。若為裁定交易，用第四法雖亦獲利，但不及前例為多。茲計算如次：

法幣 \$ 10,000 → 美元 \$ 582.5 (紐約按 5.825 售派匯)

美元 \$ 582.5 → 英鎊 £ 147.468 (紐約按 3.95 購英匯)

£ 147.468 = 35,392.32 辨士

35,392.32 辨士 → 法幣 \$ 10112.09

先經紐約與先經倫敦之利孰大，祇須自實際匯率 (即最後匯回原處之匯率) 之最緊價與裁定平價中之最鬆價，各求一比率，即可決定。如第一例 (上海 → 倫敦 → 紐約 → 上海) 實際行市最緊價為 5.75，裁定平價中之最鬆價為 6.25，二者之比率為：

率爲：

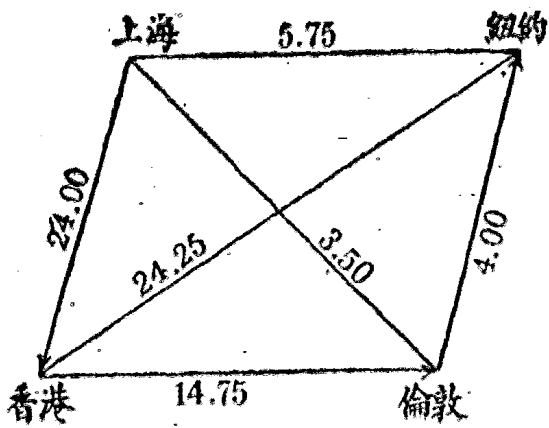
$$\frac{6.25}{5.75} = 1.087$$

第二例（上海↓紐約↓倫敦↓上海）實際行市最緊價爲 3.5；裁定平價中之最鬆價爲 3.54。二者之比

$$\frac{3.54}{3.50} = 1.011$$

假定 P_A 代表裁定平價中之最高價， P_B 代表實際匯價中之最低價，則 $\frac{P_A}{P_B}$ 可以決定裁定之有利與否。如此比率大於一，即屬有利；小於一，即屬不利。方向不同之裁定，祇須各求此一比率，即可以定其利益之大小。

四 四角裁定法



四角裁定亦可分簡單與複雜二種，其原則與三角裁定同。茲舉一簡單裁定於後，以備一格。複雜裁定從略。

假定於前述簡單裁定所舉一例中，在上海、紐約、與倫敦之間，再介入香港，即成四角裁定，圖示如上：

上海匯款至紐約，直接匯兌，每法幣百元祇能換美金五·七五元；由倫敦套匯，可換美金五·八三三元；如由香港套匯，可換美金五·八二元；如介入香港於倫敦之前，可換美金五·九元。故四角裁定爲最有利，其算法如次：

$$1 \text{ 美元} = 100 \text{ 法幣}$$

$$100 \text{ 法幣} = 24 \text{ 港幣}$$

$$1 \text{ 港幣} = 14.75 \text{ 辨士}$$

$$240 \text{ 辨士} = 4 \text{ 美元}$$

$$\therefore 100 \text{ 法幣} = \frac{100 \times 24 \times 14.75 \times 4}{100 \times 240} = 5.9 \text{ 美元}$$

若以法幣一萬元自上海出發經香港、倫敦而至紐約，再由紐約還上海（上海↓香港↓倫敦↓紐約↓上海），能獲利若干，可用上述比率法求得之。

$$\frac{h_A}{I_A} = \frac{5.90}{5.75} = 1.026,087$$

一萬元法幣繞行香港、倫敦、紐約一次可變成一〇、二六〇·八七元，獲毛利二六〇·八七元。（附註）以上所舉各種實際匯率，均係假定數字。

第五編

國際金融市場與外匯市場

第二十六章 倫敦金融市場

引言——倫敦成爲世界金融中心之原因及其特質——英蘭銀行——股份銀行——其他金融機關——倫敦銀行清算所——倫敦證券交易所——金融市場之流通工具——貨幣行市——外匯市場

一 引言

在第一編中已言國際匯兌包含二種因素：其一爲國際債務之移轉及清理；其二則爲外國貨幣與本國貨幣之交換。至其方式則有電匯、匯票、支票、紙幣等類。凡此種種，在本國視同商品，買賣頻繁；而其交易，亦有期貨與現貨或遠期與近期之分，其中當以電匯及匯票所佔之成份最大。故狹義之國外匯兌實卽爲電匯及匯票之買賣。

買賣外匯之地點爲外匯市場。其取特定方式如交易所之組織者可以以前柏林、巴黎、安姆斯透壇等爲代表。一九二一年前之倫敦亦有匯兌交易所之組織，以後卽告廢止。一般所謂外匯市場者，實爲一種無形之組織，而以商業銀行、貼現商及外匯經紀人爲其構成分子。此種組織卽爲溝通需供雙方之媒介機關，而以全國之金融中心爲其所在地，如英國之倫敦，美國之紐約，法國之巴黎，德國之柏林，中國之上海等是也。此一媒介機關，不

僅代表其所在地之需供，即全國各進出口商埠之需供，亦無不彙集於此。在某一匯價之下，需要者隨時可以買進，供給者隨時可以脫售，所謂連續市場 (Continuous market) 或活動市場 (Active market) 即爲此種情形之表示。然此必須以自由競爭爲場合，若在統制經濟之下，其情形又不同矣。

與外匯市場有不能分離之關係者爲金融市場 (Money market) 或票據市場 (Discount market)。按此二者雖同爲短期信用之交易，然前者之範圍較後者爲廣，前者包括通知放款或拆款 (Call loans) 與票據貼現，後者僅票據貼現一種，故票據市場實爲金融市場之一部份。蓋承兌匯票在短期投資中，佔最重要之地位，其中有一大部份爲國外承兌匯票，國際間短期資金之流通，常以承兌匯票爲工具。利率之高低，固足以左右短期資金之移動，匯價之漲落亦足以控制資金移動之方向，而利率與匯價則又互相影響，故研究外匯市場，同時必須論及金融市場或貼現市場。

至若金銀市場與外匯市場，尤有密切之關聯。黃金爲國際通貨，當各國在金本位時，黃金之自由買賣及其在國際間之流通，有關於匯價之調節者至大。在我國則買賣黃金即等於買賣外匯。上海外匯市場與標金市場互相依存，不能偏廢。自各國停止金本位後，黃金仍不失爲國際價值之公分母，此於各國貶低幣值皆由抬高黃金買價而可見也。至若我國之法幣政策，雖已廢棄銀本位，然其外匯準備，常賴出售存銀爲抵補，銀價之漲落，對於我國之匯市，仍不無相當之影響。故吾人於論述外匯市場以後，繼述金銀市場以爲補充。

倫敦與紐約爲世界三大金融中心。前者有久遠之歷史，後者則操現代國際金融之霸權。巴黎自前次歐戰

以後與倫敦、紐約成鼎足之勢。柏林於一九一四年前亦爲主要國際金融市場，因歐戰失敗而中落。自戰後通貨穩定，漸復舊觀，復因一九三一年之金融恐慌，實施外匯限制而失其國際性。近自併奧吞捷，瓜分波蘭，佔領北歐，西歐爲軸心國之盟主，馬克聲勢隨其武力而擴充全歐。歐戰結局，雖未可知，柏林終不失爲世界金融中心之一。荷蘭與瑞士亦爲國際資金匯集之所，故本編依次敘述倫敦、紐約、巴黎及柏林四大金融市場，而以荷蘭之安姆斯透壇與瑞士之蘇黎世附焉。

二 倫敦成爲世界金融中心之原因及其特質

倫敦之爲世界金融中心，有其經濟上之原因，亦由於其所處之地位使然。茲分述如次：

(一) 自伊利薩伯斯皇朝 (Elizabethan times) 以來，英國已執海上商業之霸權。英商與英船所到之處，即發生英鎊之需要，更在其略得之殖民地，建立同一幣制，並援用本國法律。

(二) 由於英國商業領域之擴大，若干巨賈及大銀行，著名全球，取得國際信用。他國商人請彼承兌匯票以供國際支付者日多，於是英鎊匯票成爲國際信用工具。

(三) 英鎊匯票之所以成爲國際信用工具，尙有一主要因素，是即英國首先採用金本位，而爲世界最穩定之通貨。倫敦之自由金市場給予英鎊以更大之尊嚴，英蘭銀行按照一定價格，買賣黃金，不加限制。別國之採用金本位者祇能按一定價格，收購黃金而於售出時常多留難。故英鎊之信用特較他國之金本位幣爲優。

(四) 英國於商業以外，航運及保險業務，亦為世界之冠，故有鉅額之國際收入超過，用以投資國外，助長對外貿易，益增倫敦之國際經濟活動。

(五) 英國除保有世界金融市場外，尚有國際商品市場與資本市場。前者如曼徹斯透(Manchester)之棉花市場，利物浦(Liverpool)之穀物市場，及倫敦之金銀市場。倫敦之投資銀行與證券交易所善為外國開拍證券，而為最大之國際資本市場。此種種國際市場之存在，益增倫敦金融市場地位之重要。

(六) 倫敦地處新舊大陸之間，交通便利，為海陸運輸與郵務電訊之所輻輳。而其營業時間又居東方與西大陸之中，東方之行市，倫敦既可先時而知，紐約之行市復可及時利用，此為倫敦在地理上所佔之優勢，為他處所不及。

倫敦金融市場之特質有下列各點：第一為富於流動性。大部份票據均由短期商業交易產生，票據市場與英蘭銀行有直接關係。票據經紀人直接與英蘭銀行往來，而使後者之貼現政策為有效之運用。第二為政府之放任。倫敦金融市場不受法律及政府監督之拘束。惟英蘭銀行從其地位及傳統所得之權力，不但足以控制貨幣市場，且能左右長期資本之移動。市場規律可謂完全基於傳統習慣。各種金融機關深切了解與英蘭銀行合作之意義。此實由於銀行資源集中之結果。五大銀行，以其分支行之滿佈全國，數達幾千，其附屬機關及代理銀行又遍全球，擁有全國銀行資源百分之八十五。第三，倫敦金融市場之於世界，一若一大商業銀行之於一區一埠。外國銀行多在倫敦設有分支行及代理行，而為全球資金之總匯。故倫敦金融市場之消長，可以表示世界金

融之盈虛。倫敦金融市場之充分國際化，固爲其繁榮之條件，但亦爲其最大之弱點，蓋如世界任何一重要地點發生事變即足以影響倫敦，如在該處投資遭遇凍結，有引起國外存戶提款之可能。

倫敦金融市場之組成分子爲英蘭銀行、股份銀行 (The Joint Stock Banks)，自治領及殖民地銀行、外國銀行、僑民銀行、投資銀公司、承兌商號、票據經紀人及貼現商等，茲於以下各節分述之。

三 英蘭銀行

英蘭銀行爲倫敦金融市場之主腦，亦爲全世界中央銀行之鼻祖，第一次歐戰以前國際金本位之支柱也。英蘭銀行雖爲一私營公司，實際上亦不受法律之拘束，但其政策大抵決定於財政部。該行成立於一六九四年，爲當時銀行家對英皇威廉第三貸款一百二十萬鎊之交換條件，由國會通過法案並頒發皇家執照 (Royal Charter on July 27, 1694) 授權貸款銀行組織一股份公司，定名爲「英蘭銀行監督公司」 (The Governor and Company of the Bank of England)。執照期限爲十二年，期滿應將此項借款償還。以後該行續對政府貸款，執照期限一再延長。迄今英政府對該行負債已達一一、〇一五、一〇〇鎊。一八四四年之銀行法延長其執照至無限期，而得以一年前之通知宣告終止，償還欠債。在一八二六年前該行受有股份銀行業務之完全獨佔權及部份之發行獨佔權。此項特權係一七〇九年國會所授予。在一八三三年前英蘭銀行之鈔券非爲法幣，且爲記名票據，不付來人，名爲鈔券，實則期票。

英法戰爭時政府向英蘭銀行舉鉅債，海外軍費支出浩繁，現金大量流出，一七九七年二月法軍侵英之恐慌發生，因之有銀行擠提風潮，使英蘭銀行之存金告竭。後者乃請求政府救濟，於是有一七九七年銀行限制條例 (Bank Restriction Act of 1797) 之頒佈，規定除對陸海軍或有樞密院之命令外，英蘭銀行不得以黃金支付。一八一九年，銀行限制條例取消。自一八二一年至一九一四年八月六日，英蘭銀行始終維持鈔券之自由兌現，雖在一八三七年至一八四〇年之恐慌時期，幾於停止付現，向法國借用黃金而得勉渡難關。

一八四四年之銀行法，亦即披爾法案 (Peel Act)，授予英蘭銀行以發行獨佔權。城郊銀行之鈔券數量予以限制，如發行銀行與非發行股份銀行合併或增加合夥至六人以上，其發行權即行終止，英蘭銀行得增加被廢止發行總額三分之二之保證發行以承其乏，於是其他銀行之發行權漸告廢止，而英蘭銀行之保證發行在一九二三年已增至一九七五〇〇〇鎊。披爾法案規定英蘭銀行分爲二大部份：銀行部 (Banking Department) 與發行部 (Issue Department)。除保證部份外，發行須有百分之一百黃金爲準備，其中包括一部份之白銀。該法又規定英蘭銀行有按照每標準盎斯三鎊一七先令九辨士之價購買黃金之義務，每週在倫敦官報 (London Gazette) 發表報告。一九一四年八月一日，以歐戰迫於眉睫，英蘭銀行請求財政部放鬆保證發行之限額，以濟金融之急。八月六日乃有「通貨與銀行券法案」 (Currency and Bank Notes Act) 之通過，規定英蘭銀行與蘇格蘭銀行之保證發行得超過法定限額，其新限額暫由財政部另定之，並得按情形需要予以變更。實際上本法案已將一八四四年之銀行法暫行停止。本法案又授權財政部得發行面額一鎊及十先令

之國庫流通券 (Bradburies) 以代金鎊之流通，此時金幣已告絕跡。股份銀行亦將金準備繳與英蘭銀行換取國庫券以充準備。一九一七年五月十日宣告禁金出口。

一九一八年耿立夫委員會 (The Cunliffe Committee) 調查戰後之通貨與外匯情形建議下列三點：(1) 國庫券由英蘭銀行收回；(2) 遵守一八四四年銀行法保證發行之法定原則；(3) 保留一九一四年法案具有伸縮性之條例，即英蘭銀行經財政部之許可得暫時增發鈔券超過保證限額。該委員會又建議於英蘭銀行得維持一萬五千萬鎊之金準備最低限額時應從速恢復金本位。此項建議已被採入一九二五年之金本位法案 (The Gold Standard Act of 1925) 及一九二八年之通貨與銀行券法案 (The Currency and Bank Notes Act of 1928)。金本位法案規定英蘭銀行負購售黃金之責，售價定為每標準盎斯三鎊一七先令一〇·五辨士，購價為三鎊一七先令九辨士，出售黃金規定須在四百盎斯以上。該法案廢止黃金之自由鑄造而改定為金塊本位制。一九二八年法案歸併二種鈔券（英蘭銀行券及國庫券）並訂定保證發行額為二萬六千萬鎊。此數約相等於一九二七年英蘭銀行保證發行與國庫流通券之總額。但該法又規定財政部得在半年以內之期間增減一定數之保證發行，而其增加保證發行之許可備忘錄必須提交兩議院，該項許可備忘錄得繼續更新，但除經國會之通過外，不得延長至二年以上。在一九二八年十一月二十二日所有發行之國庫流通券計二萬三千萬鎊移交與英蘭銀行而與該行鈔券合併。該行得發行任何數量之一鎊與十鎊鈔券作為法幣流通。該法又授權英蘭銀行得向英國居民保有一萬鎊以上之黃金者按官定購價徵收之。外人所有之黃金不受此限。

一九三一年八月一日保證發行增至二萬七千五百萬鎊以應中歐金融恐慌發生以後之急需。此項許可至一九三三年三月三十一日終止，保證發行又回復原數二萬六千萬鎊。

一九三一年九月二十一日之放棄金本位即爲一九二五年金本位法案第一章第二節之廢止，因該節規定英蘭銀行負有按照上述官價供售黃金之義務。此次放棄金本位不過將此項義務予以解除，並未禁金出口。此與前次歐戰時之放棄金本位在技術上有一不同之點，即前者在名義上仍維持兌現，實際上則禁金出口。其他各國之放棄金本位，停止兌現與禁金出口同時施行。停止兌現所以保持發行銀行之現金，禁金出口則併私藏及新產黃金而保持之。英蘭銀行僅採停止兌現政策以保持貨幣準備，而仍任黃金之自由出口，故倫敦始終不失爲世界之金市場。

英蘭銀行享有政府機關之權位與私立銀行之營業自由。其資本額爲一四五五三〇〇〇鎊，自一八一六年來未有變更。除發行權外，政府不加以其他干涉。該行享有自由營業之權，但據一六九四年之貨噸法（Tonnage Act of 1694），英蘭銀行不得從事於商品之買賣。但此項限制原由該行自定，而得由董事會變更之。董事會（Court）設董事二十四人，管理行務之主要職員爲總裁（Governor）副總裁（Deputy Governor）總稽核（Comptroller）出納主任（Chief Cashier）。組織分發行與銀行二部。發行部之負債爲發行之鈔券，資產方面則爲政府債務（即英蘭銀行對政府總共貸款）其他政府證券（公債、庫券等）其他證券（商業匯票、債券、股票及外匯）銀幣、金幣及生金。據一九二八年通貨與銀行券法案頒佈後該行第一次報告，發行

準備之保證部份包括政府證券及銀幣，銀幣準備數額不能超過五百五十萬鎊。在流通中之鈔券係指在民衆手上，各銀行庫藏，蘇格蘭與北愛爾蘭各發行銀行超過保證部份限額之發行準備。在銀行部之鈔券不在流通界而爲總共發行額與實際流通額之差數。銀行部亦即英蘭銀行之業務部，其主要業務爲經理國庫，發行庫券 (Treasury bills)，爲政府暫墊款項 (Ways and Means Advances to the Treasury)，爲商業銀行保管準備及對金融市場之貼放。此外亦直接經營一般商業銀行之業務。故銀行部之負債方面爲政府存款 (Public deposits)、銀行存款 (Bankers' deposits)、即國內各銀行之結餘，而爲彼等現金準備之一部份，約爲其存款 5%，其他帳項 (Other accounts) 包括在自治領及外國之英屬銀行 (愛爾蘭銀行亦在其內)、外國中央銀行、殖民地銀行、商人銀行家 (Merchant bankers)、其他金融業、印度及殖民地政府、本國各市政府與私人之存款結餘。該行不給存息。負債方面尚有七天期與其他票據 (Seven-day and other bills) 亦稱郵匯票 (post bills) 爲該行所發之期票，面額自十鎊至一千鎊。自一九三四年九月一日起不再發行。

銀行部之資產包括政府證券、貼現及墊放證券、發行部之鈔券及金銀鑄幣。政府證券包括英國政府之直接債務，如康沙爾 (Consols)、戰時公債等，對國庫墊放，及自行購入之國庫券。英蘭銀行購售政府公債有調節通貨之作用，是即所謂公開市場政策。此項資產之增加可以表示該行政策乃在抵沖現金之流出或藉此以鬆動金融市場。例如一九三一年七月中旬，倫敦有鉅額現金流往大陸，該行爲維持金融市場計，即購入政府證券，其所有此項證券之數自七月十五日之三〇〇二一〇〇〇鎊增至九月三十日之六八九七六〇〇〇鎊。由此

可使「銀行存款」不致減少。各股份銀行在英蘭銀行之存款如有減少，即爲其營業準備之減少，而必須向金融市場收回收款，以爲抵補，今以有政府證券之售與英蘭銀行，其在後者之存款已可補充，不必向金融市場收回收款，故金融市場得不受現金流出之緊縮影響也。貼現及墊放係庫券與匯票在該行之貼現及該行對票據經紀人與私人顧客之墊款。通常此項貼放約在一千萬鎊左右，如在超過此數甚大時，必因股份銀行收回其一部份之放款，使票據經紀人不得不向英蘭銀行請求貼放。故貼放與「銀行存款」同時增加，即表示各銀行需要增加現款而向票據市場收回收款，以備支付紅利或係在金融緊急時之自衛措置，在現金大量流出時，常有此種情形。「證券」一項包括自行購入之雜類證券，與國內外商業票據；存放外國中央銀行與國際清算銀行及對外國發行銀行之墊放，亦列入於此項之內。

本行之鈔券與金銀鑄幣（大抵均屬銀幣）即爲銀行部之現金準備，亦即存款準備。在一九二八年法案以前，發行部祇能對黃金發行鈔券，但黃金之輸入不能及時適應鈔券之需要，此種缺乏伸縮性之通貨制度，祇能處常而不能應變。自一八四四年銀行法通過以後，英蘭銀行曾遇四次急需（即一八四七、一八五七、一八六六與一九一四）其救濟辦法，即爲暫時停止銀行法之施行，由政府授權該行得於保證限額以外，發行鈔券，不變更自由兌換之原則。一九二八年之法案已將此一缺乏伸縮性之弱點予以矯正，允許保證發行得經財政部之核准而增加。

準備爲英蘭銀行擴張信用之基礎，而在正常情形之下，爲銀行掛牌利率之所由定。銀行部所保持之鈔券

爲惟一應付提現之通貨，此項鈔券數量亦即代表該行所能兌付之最大限度之黃金數量，過此限度必須增加保證發行。故英蘭銀行之準備常爲金融市場所深切注意，在正常情形之下，準備數量足以決定該行之貼現及公開市場政策。自放棄金本位後，該行之準備不復爲決定貼現政策之重要因素。例如一九三二年十二月十五日由於英政府以黃金償付對美國之戰債，該行準備驟然減少，而不變其2%之貼現率。

銀行部所有之鈔券與金銀鑄幣對存款負債之比率或準備比率(Proportion)與普通商業銀行之現金比率同，但以全國之信用制度有賴於銀行部之流動性，故其現金比率常較普通商業銀行爲高。此項比率非由法律規定，但在正常情形之下，不能低於30%。在一九一四年以前平均在35%左右。自一九一四至一九二七年最低爲14%最高爲34%。一九二七年後繼續增高。一九三〇年二月末週達65 $\frac{13}{16}$ %。

一九三九年英國發行制度，又經一新通貨與銀行法案(Currency and Bank Notes Bill, 1939)之成立，而有重要之變更。其修改要點如次：

(一) 英蘭銀行發行部之存金，原按每盎斯八十五先令之法定價評估，(即每盎斯純金準備可發行紙幣四鎊又四分之一)今後須每週按照黃金市價，將存金重行評估一次。保證準備亦按市評估。

(二) 若評價結果，該部所保有之資產總值，與英蘭銀行之發行額有差別時，不復如往昔之逕將紙幣發行額隨同伸縮，而將溢值由英蘭銀行撥與外匯平準帳，短值則由外匯平準帳撥還英蘭銀行，藉以增減其發行準備。

(三) 保證準備之最高發行額，一八四四年左右爲一萬四千萬鎊，一九一四年大戰前增至十九萬五千萬鎊，一九二八年降至二萬六千萬鎊，自本年二月六日以後，突增至四萬萬鎊，今後將減爲三萬萬鎊。

(四) 按一九二八年通貨銀行券法案之規定，凡私人藏金逾一萬鎊以上者，英蘭銀行得按每盎斯純金八十五先令之法定價強制收買，今後一仍舊貫。

此一改革之要點，英蘭銀行之發行額，將依實際上之需要而決定，不復受金準備之限制。此一變革乃自「通貨學派」所體現於一八四四年銀行法案中之嚴格的通貨觀念，嬗變而爲現今「通貨管理」之彈性制度。此亦遵循不列顛機構演化之緩進性也。

四 股份銀行

在倫敦金融市場，股份銀行之地位僅次於英蘭銀行。英國之股份銀行相當於美國之商業銀行。英國銀行之組織與管理並無特別法規之頒佈，而係按照一九〇八年之公司法 (Companies Act of 1908) 辦理，亦有國會特頒法案並皇家執照 (Royal Charter) 而成立者，例如英蘭銀行是也。一八二六年前英蘭銀行爲唯一之股份銀行，因當時六人以上之合夥企業不准經營銀行業務，該行股東人數在六人以上，故必須採用股份公司組織法。一八二五年之經濟恐慌，私人銀行遭遇慘重之影響，一八二六年乃通過一法，准許六人以上之合夥得組織銀行，但不得在倫敦六十五英里之半徑內成立股份銀行。此一限制已在一八三三年撤銷，但在倫敦及

其半徑六十五英里以內之發行權爲英蘭銀行所獨佔。此種種法令對於股份銀行之發展頗多阻礙，自一八三四年倫敦與威斯敏斯特銀行（The London and Westminster Bank）是即現在之威斯敏斯特銀行，在倫敦設立，是爲倫敦之第一家股份銀行，往後股份銀行相繼而起，發達甚速，而爲私人銀行之勁敵。後者對股份銀行初抱敵視態度而不許其加入清算所，至一八五四年始有少數股份銀行被承認爲會員。公司法准許銀行爲有限責任，故股份銀行均爲有限責任公司，而於行名之末加有限（Limited）一字，以示區別。

早年股份銀行之發展即已含有合併及吸收私人銀行與城郊銀行之趨向。蓋十九世紀英國經濟正在迅速發展而需以規模宏大之金融機關爲輔佐，股份銀行可以公開集合資本，頗能適應潮流。又以公衆對於私人銀行之信任心，自一八六六年以後，因若干銀行之倒閉，發生動搖，而股份銀行則能應付裕如。同時，支票之行使逐漸代替城郊銀行之鈔券，而一八五八年「城郊支票清算」（Country Check Clearing）組織成立以後，分行制度迅速發展。分行制度不但可以提高銀行營業之效率，且可疏暢各地資金之移動。股份銀行之合併與集中繼續發展，其規模愈形龐大，私人銀行益有勢孤力弱之感，因此紛紛爲股份銀行所併。在一八九〇年英格蘭與威爾斯共有股份銀行一百零四家，分支行二二〇三，至一九一三年僅存四十三家，分支行則增至五七九七。股份銀行之合併運動遇歐戰而中止，至一九一七年又復進行，惟多爲大銀行間之合併與戰前大銀行之吸收中小銀行，已不同其性質。當時合併之動機乃爲增強金融機構以應付戰後之劇變。但公衆對於銀行之過度集中，已表反對，政府當局亦有加以阻止之意嚮。故戰後股份銀行之數，不再減少。自一九二八年來股份銀行尙

有十六家（英蘭銀行除外）其所有各支行在一九三三年之數達一〇〇六〇。一八九〇年一〇四家股份銀行之資本及公積金爲六七八二六〇〇鎊，存款三六八六六三〇〇鎊，一九三三年底十六家股份銀行共有資本及公積金一三五三五二一三六鎊，存款二〇二五二三〇七三二鎊，而五大銀行（Big Five）佔有英格蘭與威爾斯銀行總共存款 85.2%。「五大」之名爲：

- (1) 中陸銀行 (Midland Bank, Ltd.)
- (2) 巴克萊銀行 (Barclays Bank, Ltd.)
- (3) 勞合銀行 (Lloyds Bank, Ltd.)
- (4) 國民省銀行 (National Provincial Bank, Ltd.)
- (5) 威斯敏斯特銀行 (Westminster Bank, Ltd.)

除上述十六家股份銀行外尚有八家蘇格蘭股份銀行及三家北愛爾蘭銀行。

英國股份銀行之存款分兩大類：(1) 往來戶 (Current account) 此相當於美國之即期存款 (Demand deposits) 存戶隨時可以提取；(2) 存款戶 (Deposit account) 此相當於美國之定期存款 (Time deposits) 存戶提款，照例須在七天前通知銀行。倫敦銀行除有特別約定外，對往來戶不給利息。倫敦以外之銀行則予往來戶之利息常與存款戶同其高度。倫敦城區清算銀行對存款戶所付利息通常較英蘭銀行貼現率低 2%。但在一九三二年六月三十日銀行利率由 2½% 減至 2% 時，存款帳利率仍爲 4%。此外尚有「固定存款」(Fixed

deposits) 爲若干月期之大數定期存款，利率較高，且適用特別約定。股份銀行之運用存款，雖未受法律之監定，但已有縝密之規則，此從倫敦清算銀行之資產配比可以見之；其對存款債務之百分率通常有如下表：

資	產	項	目	對	存	款	百	分	比
現金									六
存放英蘭銀行結餘									五
存放其他同業結餘及在歸收中之項目									三
短期拆款									八
庫券與匯票									一四
投資（多屬長期及短期英政府證券）									一六
貼現放款與墊款									四八

表上最後一項在一九一九年爲 38%，一九三一年增至 51%，大抵由於存款之減少與銀行不能或不願向顧客收回放款所致。一九三三年又回減至 45%。股份銀行之現金準備，雖不若美國之以法律規定，但向按傳統習慣對存款維持 10% 至 11% 之比率。以此準備比率爲營業基礎，如現金減至 10% 以下，銀行即須緊縮信用。英蘭銀行因享有發行之獨佔權，從伸縮股份銀行之現金頭寸，可以控制後者之信用政策。股份銀行除將現金準備之半存放英蘭銀行外，與後者無直接關係。「五大」與英蘭銀行之隔離，亦屬傳統如此，或由於後者之政策不選舉各大股份銀行之董事爲其董事使然。此爲倫敦金融市場之特點，是即在普通情形之下，股份銀行不向英蘭銀行借款，當其現金準備低於習慣比率時，即向貨幣市場收回放款，如其債務人不能從其他銀行

或金融機關通融，惟有向英蘭銀行告借。彼等從中央銀行借得之款，以之償還股份銀行，後者乃得增強其現金頭寸。

股份銀行之獲利資產 (earning assets)，從其流動性之大小，可以分爲兩類：第一類包括短期拆款與貼現票據；第二類包括投資及對顧客之墊放。短期拆款爲第二級準備，以其易於變現也。此項拆款係放與票據經紀人及證券號而以匯票及最高級之股票爲抵押。對票據經紀人之拆款期限自一天至一星期，對股票交易之拆款期限可至二星期或至多三星期，後者名爲「對股票交易所之兩週拆款」(Fortnightly loans to the Stock Exchange)。拆息通常較倫敦存款帳利率爲高而較銀行利率約低百分之二。各銀行亦有利用其每天結帳後之剩餘資金，以較低之利率作隔日拆款者。拆息對於貨幣市場之變動，具有最大之感應性，蓋每天均有拆款到期，而銀行爲增強其現金頭寸起見，得拒絕換借故也。「票據貼現」包括庫券，以及經核定之匯票，爲私人顧客貼現，或購自在公開市場之票據經紀人。前次歐戰以後，庫券佔此項資產之大部份。無論商業匯票或庫券之期間均不超過三個月。各行所持商業匯票每天有到期者，庫券則每週有到期者。庫券收入視購者之競爭而定，通常較商業匯票貼現率爲低。「投資」一項多係政府證券及最穩固之債券。其增減隨工商業情形而定。在工商業活躍時，銀行資金之需要激增；「投資」一項之數字即形減少，反之，在工商業呆滯時，即形增加。「貼現與墊放」一項係對顧客之融通，或取透支方式，或登入放款戶之借方及往來戶之貸方。有抵押品者，亦有無抵押者。通常放款銀行注重在借款者之目的及其信用地位，而於抵押品之有無，反較次焉。放款利率較銀行利

率高^{4%}。通常以^{4%}至^{5%}為最低限。

英國股份銀行與工業之關係遠不若德、美之密切。股份銀行之疏遠工業並非為其預定之政策而為英國銀行及工業制度發展以來之傳統結果。蓋商業之發展居工業之先，而其在英國之地位，尤較在他國為重要，故倫敦金融組織之發展，乃在適應國內外貿易之需要。最初工業並不需要利用城市銀行之設備，以其尚為小規模之家庭工業，資本之週轉，乃得之於盈利與一家所有之財源，鮮有求於倫敦之資本市場。工業之利用銀行資本，大抵以其所在地之銀行為限。當時實業家認為藉股份銀行之助以獲得資本，有失尊嚴，且將招致銀行之干涉或竟受其控制，因此不敢接近銀行。在股份銀行方面，則始終願意保持其存款銀行之本質，而以流動性為天經地義，故其對於工業之關係，僅以融通「自身清理」之交易，或暫時供給營業資本為限，鮮有為公司承銷證券及貸放中期或長期信用者。但各大股份銀行對工業之貼放，並不苛刻，且在其貼放總額中所佔比例甚大。

英國股份銀行與工業之關係，雖以保持疏遠為原則，但金融機關與工業應有緊密之合作，早為倫敦所深感。故於一九二九年十一月二十日在英蘭銀行監督之下，有證券管理信託公司（The Securities Management Trust, Ltd.）之組織，其目的為調查與諮詢金融、工業及經濟問題，並輔助擬具與實施整理財政、發展、合併、或改組公司之計劃。此信託公司已付資本僅一千鎊，而其借款實力並無限制。該公司事實上即為英蘭銀行之附屬機關。在一九三〇年曾參加蘭克夏鋼鐵公司（Lancashire Steel Corporation, Ltd.）之組織，投資五十萬鎊。其次在一九三〇年四月十五日復有銀行工業發展公司（The Bankers' Industrial Develop-

ment Company, Ltd.) 之組織，其目的在審核國內基本工業所提呈之合理化計劃，該公司並不直接對個別公司往來，其對手為全體工業或各區工業，亦不直接貸款，僅輔助各大公司依其核准之計劃向原有金融機關獲取所需之資本。該公司之資本為六百萬鎊，其管理權亦操在英蘭銀行之手。此二公司之設，據麥克米蘭金融與工業委員會 (The MacMillan Committee on Finance and Industry) 之報告，尚不足以解決英國之工業金融問題，以其受中央銀行之牽制，且其所扶助者以大工業為限，中小工業仍未獲得救濟。於是一九三四年三月二十二日又有工業信用公司 (Credit for Industry, Ltd.) 之組織，其目的即在扶助中小工業，以補前二公司之缺陷。

五 其他金融機關

私人銀行 (Private banks) 私人銀行在早期英倫金融市場佔主要地位，為數甚多，今存者已無幾，其中尚有成立於十七世紀之老店。彼等不但對貨幣市場供給資金與對工商業墊放款項，且常參加國內外證券之發行。

自治領與殖民地銀行 (Dominion and Colonial banks) 此類金融機關之主要業務在自治領與殖民地，而在倫敦設有辦事處，以便處理各該國之對外貿易與國際金融業務。彼等除週轉國外貿易外，亦常為各該國在倫敦市場發行證券並代理債款之收付。此類銀行實為倫敦金融市場之重要分子，以其不僅為匯票之供

給來源，亦常爲匯票之購主，故造成倫敦金融市場之國際性，彼等實與有力焉。在第一次歐戰前，彼等及在倫敦之外國銀行分行爲外匯市場之主要分子，蓋英國銀行之添設國外部大多在戰時及戰後也。戰後倫敦清算銀行在國外業務方面，大見發展，而各經營國外承兌業務。

外國銀行 (Foreign banks) 英國政府對於外國銀行之在倫敦設立分行，亦採放任政策。此類銀行亦爲國外匯票之供給者，並將其剩餘資金投放於貨幣市場。彼等之主要業務卽爲週轉其本國之對外貿易，亦有爲倫敦債款之經理人者。彼等均爲其本國匯兌之主要中間人。在前次歐戰時德奧分行均已關閉清理。以前德國分行對於促進與週轉其本國國外貿易，頗具實力。

僑民銀行 (Overseas banks) 英國股份銀行在國外開設之分支行，爲數殊寡，其經營國外業務大都委託代理銀行，聯號機關及僑民銀行辦理，而以後者爲尤多。後者之總行辦事處，除匯豐銀行在香港外，均設在倫敦。主要者有下列六家：

- (1) 巴克萊銀行 (自治領、殖民地與僑民) Barclays Bank (Dominion, Colonial and Overseas)
- (2) 勞合與國民省海外銀行 (Lloyds and National Provincial Foreign Bank)
- (3) 匯豐銀行 (Hongkong and Shanghai Banking Corporation)
- (4) 盎格魯南美銀行 (The Anglo-South American Bank, Ltd.)
- (5) 倫敦南美銀公司 (Bank of London and South American, Ltd.)

(6) 不列顛僑民銀行(The British Overseas Bank, Ltd.)

此類銀行以經營國際金融爲主要業務，其在金融市場之地位與殖民地銀行同。彼等亦經營其分支行所在地之貿易金融。上述三類銀行實爲倫敦國際資金之輸送管，彼等將世界剩餘資金輸送至倫敦，同時則利用倫敦資金以週轉世界一大部份之貿易。

投資公司(Investment houses) 以上所述各種銀行，均係關於商業金融者，其主要業務爲存款、貼放及承兌。投資公司則以經理國內外企業發行長期證券爲主要業務。惟國外證券之承銷集中於少數國際馳名之投資公司，彼等經理英國資本之輸出，已有甚長之歷史。各大公司活動範圍，互相劃分，殊少競爭，投資公司亦有經營承兌及短期交易金融者，並常將其剩餘資金投放於貨幣市場。在法律上英蘭銀行雖無統制長期資本移動之權，但投資銀行在發行外國證券以前，常就商於英蘭銀行。在國家有急需時，即內國證券之發行，後者亦有全權統制。

承兌商號(Accepting Houses) 承兌商在英國之歷史甚長，對於倫敦貨幣市場之發展，頗多貢獻。當

國內銀行事業尚在萌芽時期，倫敦商人已在經營世界貿易。普通商人不能獲得國外市場之信用，常請倫敦有資望之商人代爲承兌其匯票。後者則無非出借其名義，可藉此以取佣金。往後此項佣金之收入反較其所營商業爲佳，於是彼等乃捨棄原營商業而專門經營承兌業務，由商人而變爲銀行家。故承兌商號至今尙有「商人銀行家」(Merchant bankers)之稱，經彼承兌之匯票即可在倫敦市場貼現，到期由承兌人負責支付。三月

期匯票之承兌佣金，自 1% 至 4%，視出票人之信用地位及其所負風險之性質而異。出票人在匯票到期前須將票價存入承兌商號，以便到期兌付。但承兌人不論出票者有無票價繳存，到期必須兌付。通常出票人均在承兌商號保有存款結餘。此項結餘常為後者拆放於貨幣市場。以倫敦利率之低而又有許多專門願意擔負國外風險之商號，用能攪致世界商業於倫敦，而使英鎊匯票變成國際通貨。世界貿易殆有一半以上係經倫敦金融市場之週轉，而英國銀行佣金及其他金融業務之收入每年達五千萬至六千萬鎊。近二十餘年來股份銀行在承兌業務方面亦已有長足之進展，但大部份仍在承兌商號之手。據麥克米蘭報告，為外國承兌之英鎊匯票，有如下表：（單位：百萬鎊）

	1927	1928	1929	1930	1931
由清算銀行及蘇格蘭銀行承兌者	31.7	51.3	40.0	35.7	32.3
由承兌商號等承兌者	103.0	149.2	135.7	125.3	120.6
總數	139.7	200.5	175.7	161.0	152.9

較大之承兌商號亦收受往來存款，購買匯票，參加外國債券之承銷並為外國債務人代理收支。亦有買賣金貨者。承兌商號雖亦購買匯票，其主要職務仍為承兌。彼等具有久長之經驗，對於出票人之信用地位與其承兌有關之交易非常熟悉，用能推廣業務而不遭受損失。惟遇戰事爆發，或外國採取停付協定，或限制資金之自由移動時，承兌商號所受之損失必大。在此種情形之下，彼等惟有向英蘭銀行請求援助。自前次世界經濟恐慌

發生以後，世界貿易停滯，各國紛紛實施外匯限制，國際間資本之移動呆定等情，實予承兌公司以無情之打擊。票據經紀人及貼現商號以有庫券可以代替商業匯票之買賣，所受影響尙小，承兌商號則無適當之代替業務，最感困難。有若干承兌商已改營他業如承銷國內證券，但以經驗缺乏，非其所宜，其有改營他種銀行業務，如對工商業貼放短期款項，則已有股份銀行之存在；且兼營貼放有礙承兌商之信用地位，亦非所宜。故有主張發展國內商業匯票以承其乏者，是不但可使國內貿易金融得到更靈活之週轉，抑且在貨幣市場增添新的投資工具以代替在衰落中之國外匯票，頗相宜也。惟倫敦承兌商號之興起，以國際貿易金融為基礎。今各國均採經濟自足政策，國際金融，已非昔比，承兌商號，苟不另圖發展，恐不免日趨沒落耳。

票據經紀人 (Bill Brokers) 股份銀行與英蘭銀行間另有一種媒介體制之存在，此即為倫敦金融市場中之票據經紀人。彼等對於承兌商之信用地位非常熟悉，善於審擇票據，而為貨幣市場各分子間之連鎖。貨幣市場之高度流動性，殊有賴於此輩之活動。彼等之營業方法，係向清算銀行及其他金融機關，以較低利率，拆進資金，而以較高之貼現率購入票據，其盈利即由此二種利率之差而得。其購入之票據，包括國內外商業匯票與庫券，票期自一個月至六個月，大多數為三個月期。匯票之售方為獲有倫敦承兌信用之商人，與外國及殖民地銀行。庫券之售方則為英政府。

票據經紀人可以分為三類：(1) 跑合 (running brokers) (2) 私人商號 (Private firms) (3) 公開及私人貼現公司 (Public and private discount companies) 即所謂貼現商號 (discount houses) 是也。

跑合計有八人，爲買賣雙方之居間，完全以博取佣金爲業，故不必自備資本。對於各種匯票之供求情形，富有專門智識，而於各承兌公司之承兌數量，亦瞭然於懷。各銀行欲購入票據，常委託此輩作介紹。私人商號共有十七家，總計資本約八百萬鎊，其買賣票據係自身營業，而將其全部資本投資於證券，復以證券作抵向銀行及其他放款人拆進短期資金，用以購買票據。倫敦有三大公開貼現公司，與四家私人公司。前者爲亞歷山大貼現公司 (Alexander's Discount Company, Ltd.)，國民貼現公司 (National Discount Company, Ltd.) 及倫敦聯合貼現公司 (Union Discount Company of London, Ltd.)，合計資本及公積金七百萬鎊。貼現票據一萬數千萬鎊。四家私人公司共有資本一百六十二萬五千鎊。貼現公司亦以借用短期資金買賣票據爲其營利之方式。公開貼現公司亦收受存款，通常給息較股份銀行高 1% 至 $1\frac{1}{2}\%$ 。

貼現市場，因佔用大部份之剩餘短期資金，實爲最富於靈感性之市場，能立刻反應供求之變動。如遇信用緊縮，此一市場首先驚覺。但有英蘭銀行爲後盾，貼現商遇急需時，即可持其所受票據向該行按掛牌利率（即銀行利率）貼現，銀行利率常較清算銀行放款利率高 1% ，或請求通融一週以上之墊放，墊放利率又較銀行利率高 1% 。銀行利率與清算銀行放款標準利率 1% 之差，在理論上構成票據貼現率之最高與最低限，惟事實上利率之變動，亦受其他因素之影響，足以使票據經紀人之利益變爲損失。因此項風險之存在，造成彼等具有對於國內外金融狀況最敏銳之驚覺性。

倫敦金融市場雖佔用鉅額之短期資金，惟賴以週轉之交易大都具有「自身清理」之性質，又以市場與

英蘭銀行保持緊密之關係，市場機構遂能靈活轉動。在正常情形之下，有此均衡配合之市場機構實無須鉅額黃金以供交易之週轉。

六 倫敦銀行清算所

倫敦銀行清算所 (London Bankers' Clearing House) 創始於十八世紀末葉，實為世界清算制度之先河。十九世紀中葉以前，私人銀行為清算所之惟一會員，彼等對於正在發展中之股份銀行，頗懷嫉視之意，常拒絕後者之加入清算。一八五四年始有股份銀行四家加入，一八六四年英蘭銀行加入。今倫敦銀行清算所會員僅十一家，除英蘭銀行及「五大」外，其餘五家為馬丁銀行 (Martins Bank, Ltd.)、威廉第康銀行 (Wills & Deacons Bank, Ltd.)、國民銀行 (National Bank, Ltd.)、格林密爾斯公司 (Glyn Mills and Co.) 及考資公司 (Courts and Co.)。考資公司資本屬於國民省銀行，但仍獨立營業。清算所由會員銀行各派代表與英蘭銀行正副總裁組織一委員會管理之。會員銀行實際上享有倫敦清算設備之獨佔權，並代理其他各銀行清算。此外尚有十二地方清算所設於英格蘭及威爾斯最主要城市，但其清算範圍僅限於其所在城市及其附近地區。此十二區清算總數尚不及一倫敦清算所。各區銀行均在倫敦設有分支行或代理行，故倫敦清算所實為全國票據交換之中樞。全國各主要銀行均在倫敦清算所會員銀行保有存款結餘，以供清算，因此清算銀行之存款益增，可供倫敦金融市場利用之資金亦愈多。清算制度之目的乃在提高歸收支票之效能。在英

蘭銀行未加入清算所前，各銀行清算結餘均以現款解付。今則祇在英蘭銀行轉帳，因清算銀行均在該行有存帳也。

倫敦清算所分爲三組：(1)本城清算 (The Town Clearing)，以舊城區爲限，清算當天之匯票與支票；(2)城郊清算 (The Metropolitan Clearing)，以舊城區以外四郊爲限，清算前一天之匯票與支票；(3)外埠支票清算 (Country Cheque Clearing)，僅清算各城市二天以前之支票。本城清算款額最大，但不能代表一國貿易之指數，因其中有鉅額之貨幣與金融交易也。城郊清算款額最少，可以代表倫敦之零售商業。外埠支票清算款額則可以代表國內之一般商情。

七 倫敦證券交易所

倫敦證券交易所 (The London Stock Exchange) 亦爲一自由營業之組織，英國在自治領、殖民地及外國之鉅額投資，使倫敦證券交易所成爲一最大之國際資本市場，證券交易數量僅次於紐約股票交易所，其前身爲皇家交易所 (Royal Exchange)，成立於十七世紀末年，開始買賣政府證券，當時政府之限制甚嚴，禁止期貨交易，以防投機。至一八八四年政府之限制完全取消。一九一四年七月三十一日停止交易，至翌年一月四日復業，惟限於現貨交易。一九二二年除政府證券外恢復期貨交易。一九三一年放棄金本位時，又一度停止交易，旋即復業。

倫敦證券交易所爲私人公司組織，其會所由股東任命之管理委員會（Committee of Management）轉租於證券交易委員會（Stock Exchange Committee），後者乃向會員（均爲該所股東）及辦事員徵收規費。會員約有四千人，每天發表二種公報：一爲「證券交易所正式行市日報單」（The Stock Exchange Daily List of Officially Quoted Securities），一爲「證券交易所附屬行市日報單」（The Stock Exchange Daily Supplementary List of Securities Not Officially Quoted）。行市均由各種證券商（jobbers）定之。

交易所會員分爲二類：證券商與經紀人，二者互相爲用，但各自獨立營業。經紀人僅爲買賣雙方之代理而博取其佣金，有時亦自爲買賣，但必須對顧客表明，此項交易通常過證券商之帳，以示交易係按照適常市價完成。經紀人不能互相直接交易，所有交易必須經證券商之手。證券商自爲買賣，各專營某一類之證券。證券商佔交易所會員之大多數，與經紀人及互相買賣，惟不得直接與公衆交易。但經特許之證券商可與非會員作國際裁定交易。證券行市，由證券商決定，而先須對經紀人表示賣出及買進價格，後者乃按其定價與彼交易。賣價與買價之差卽爲證券商之利益。因競爭關係，此差價常屬極微，如不言明擬購或擬售數量卽按特種證券之普通購售量爲準。經紀人向證券商詢問行市，不必說出買進或賣出，但可說明擬交易之數量。

倫敦證券交易所每年交割二十四次，其中二十次交割期爲二星期，其餘四次爲三星期。以接近月中及月底之星期四爲交割日，其日期由證券交易委員會公佈之。交割須經過四天之歷程，自星期一至星期四。在交割

日（星期四）前之星期六以後交易過入下期帳內，如遇星期六停市，則以星期五為本期之最後一天。交割期內之第一天（星期一）為掉期日（Contango），專辦結帳及準備掉期手續。是日交易可以發現市場之「脚地」（The technical position of the market）或走勢，人心趨多抑趨空。買方如欲轉期須按掉期利率（Contango rate）貼與賣方。掉期利率決定於短期拆息及由本期轉入下期所需款額，但亦隨個別情形而定。如在空方佔優勢時，市上已有鉅額證券拋空，售方需要現貨甚殷，以供交割，此時購方可以白掉，甚則可以貼進，作為出借其購入證券於售方之報酬，稱為「倒貼」（back or backwardation）。如遇買風熾盛，價格狂漲，則售方欲求掉期，殊屬困難，往往被迫了結。第二天（星期二）為「出單日」（Name day or ticket day）。是日購方送「出單」（ticket）於售方，為要求提貨之憑證，上記受主姓名、價格、數量（Consideration）及經紀人姓名。出單在證券交易所會員之間作現金流通，而在交易所清算部（Stock Exchange Settlement Department）一般稱 Stock Exchange Clearing House）實行清算。如售方不獲按時收到「出單」得委託「交易部」（Buying-In and Selling-Out Department）出售。其出售費用及售價低於約定價格之數，完全由違約之原購人負擔。第三天為「清理日」（Intermediate-day），證券出單即於是日送交清算部。第四天，星期四，即為支付日（Pay day）或登帳日（account day）。經紀人與證券商於是日在本城清算銀行（Town Clearing banks）或英蘭銀行交換支票，以清理交易差額及掉期差價。至於證券可在支付日或十天以內提交。如至第十天售方尚不能交貨，購方得委「交易部」購入，其費用與風險歸違約人負擔。記帳制度（Account

System) 在未到期前可不必轉移證券或現金。惟經紀人對於新顧客常要求預付現款或預繳現貨，否則須有銀行出書保證。掉期帳戶須繳按證券市價 10% 至 50% 之墊頭。老顧客則可免繳。

證券交易所需週轉之資金視交易數量與價格而異。證券市場亦為短期拆款之需要者與票據市場處於競爭地位。惟倫敦證券交易所每年交割二十四次，拆款需要之次數亦同。而交割日又屬事先指定，故所需款項得以從容籌劃。「二週拆款」即係應此需要而設。倫敦交易所放款為流動而且有利之短期投資，以英國政府證券作抵押者，其利率較銀行利率低，以投機性之證券作抵押者，則較銀行利率高。此項放款係由證券商、經紀人、銀行及其他金融機關供給。其利率高昂時亦有從別處流入，暫圖高利者。

八 金融市場之流通工具

倫敦金融市場之流通票據可以分為三類：商業匯票、銀行匯票與庫券。從安全之立場言，以庫券為第一，銀行匯票次之，商業匯票又次之。此項票據之買賣需要相當程度之技術與透澈之市場智識。茲分述如次：

商業匯票 (The trade bill) 此為一著名商人對另一著名商人開發之匯票，又稱「淨商業票」 (Fine trade bill)，因此項匯票發生於商品之交易，附有跟單，於承兌後，跟單即被取下，故稱淨票。此項匯票如有二當事人屬於英國而其中之一為承兌者，可向英蘭銀行貼現。其貼現率通常較銀行匯票略高。商業匯票大部份屬於國內貿易，其起於國外貿易者甚少，且貼現率亦較高。大規模商業組織，因國內外分號衆多，其互相開發之匯

票，所謂「商號票據」(House paper)者，構成一種特殊之商業匯票。國外分號對英國總號開出之匯票常在發票人之所在地出售而被送至倫敦，經一銀行之背書，即視同銀行匯票。由一大公司在本國分號發出或承兌之匯票，雖同屬一家，其貼現率須較高。市場對於「商號票據」查究甚嚴，恐其濫用也。其正當用途為總分號間解付貨款。但亦有用以作獲取營業資本之工具者，以避免出較高之利向銀行借款，故易流於濫發。

銀行匯票(The bank bill) 銀行匯票為經由倫敦銀行承兌商號或殖民地銀行在倫敦之分行承兌或背書之匯票。不論其發票地點在國內抑在國外，此項匯票之流通性並無差別。最優之銀行匯票(The First bank bills)為起於「自身清理」之商業交易，其貼現率亦屬最低。銀行匯票又可分為下列三種：

(1) 金融匯票(The finance bill) 金融匯票俗稱「空票」(Kite)，用以移轉資金，藉圖較高之利率，票面係開整數。如一千一萬之類。以前常由倫敦銀行承兌，甚易在市上出售，貼現率亦最低。在前次戰時及戰後，財政部發行之庫券數額日益增大。銀行與承兌商號業已相約停止承兌「空票」。戰後英鎊承兌數量之減少，此為其原因之一。

(2) 外國經理匯票(Foreign agency bills) 此為外國銀行在倫敦分行承兌之匯票。此項匯票不能在英蘭銀行貼現，以其與承兌人必須屬於英國之條例不符。此一差別待遇由於承兌人之資產大部份在國外，如遇到期不付，甚難向彼取償，戰時更無法措置。平時在上等銀行匯票裝夾中搭配5%外國經理匯票，可向股份銀行按同一貼現率貼現。如其數超過10%，倫敦銀行即將拒絕貼現。如單獨以鉅數外國經理匯票出售，其貼

現率較上等英國匯票高 $\frac{1}{16}\%$ 至 $\frac{1}{8}\%$ 。

(c) 外國居留匯票 (Foreign domicile bills) 此項匯票之開發與承兌地點均在國外，但其付款地點則在倫敦，其目的有二：第一，發票人與承兌人在同一國內發生交易，為避免本國貨幣跌價或其起於異國間之交易以承兌人或發票人所在國之貨幣不穩而各改用此項英鎊匯票；第二，為利用倫敦之貼現市場及低廉資金而開發此項匯票。但此項匯票不能在英蘭銀行貼現，亦不為倫敦市場所歡迎。惟其為數甚少，貼現率遠較上等銀行匯票為高。英國股份銀行及貼現商號投資於外幣匯票（即英鎊以外之匯票）者殊不多觀。

倫敦市場匯票數量之多寡，可以視國際貿易之盛衰。惟世界各大金融中心利率之高低，亦有甚大之影響。如倫敦利率較其他世界金融中心為高，承兌數量亦將減少，反之則將增加。

庫券 (The Treasury bill) 庫券之發行始自一八七七年。其性質為財政部發行之匯票，而額均屬整數，分三月期、六月期、九月期及一年四種，而以三月期為最多，到期日由英蘭銀行兌付，佔英國短期國債 (Floating debt) 之最大部份。其發行係採「領購」(by tender) 辦法，是即由欲購庫券者開一申請書與英蘭銀行，列述擬購數量及願出之價格，（按一百鎊之折扣計算。）例如某銀行欲購三月期庫券十萬鎊，按年息四釐計算，每一百鎊面額之價格為九十九鎊。在第一次歐戰前，其發行數量鮮有超過五千萬鎊者。戰時，政府需款浩繁，增至十萬萬鎊，此次戰前，則常在六萬萬至七萬萬之間，在倫敦票據市場佔最重要之地位。前次歐戰末期及戰後三年間，發行庫券改用定價募集法 (On tap)。嗣以政府有減少短期國債之企圖，乃復行「領購」法。領

購人須於星期五將領購申請書送入英蘭銀行，最低數額為五千鎊。領購者為銀行，貼現商號及其他經核准之公司行號。為便利市場及政府起見，英蘭銀行除於星期五接受領購單外，另有庫券定價出售，惟其貼現率較低。英蘭銀行除經理代售外，其自身亦常有購入。匯兌平準帳為最大之執票人，而係公開購入。

九 貨幣行市

貨幣行市可分銀行利率，票據貼現率及拆息三大類，茲分述如左：

銀行利率 (Bank Rate) 此為英蘭銀行之掛牌行市，為倫敦市場之官定或標準利率。英蘭銀行即按照此率接受核定之票據貼現及短期拆放。自一八七八年以後，該行有顧客與非顧客之差別待遇，對顧客貼現按較低之市場利率計算，迄今不變。至若自行出而購售票據時，不適用掛牌利率，另與對手議價。事實上，貨幣交易雖鮮有按照掛牌利率計算者，但掛牌利率實不失為貨幣行市之重心，其他各種利率均依此為準，例如清算銀行之存息通常較掛牌利率低 1% ，其放款利率則較低 1% 。要之，利率水準隨掛牌而上下。為安定經濟與金融起見，英蘭銀行常維持一穩定而低廉之利率，在金本位時，利率常受現金準備之影響，自放棄金本位後，利率政策不再受現金準備及國外情形之牽制，完全可依國內之需要而定。

英蘭銀行除掛牌利率外，尚有短期押款利率 (The Lombard rate) 之規定，通常較掛牌利率高 2% 。
票據貼現率 (Bill rate) 此亦稱「市場利率」 (Market rate) 而以三月期上等銀行匯票之貼現率

爲標準，常處於掛牌利率及清算銀行對票據經紀人放款利率之間。掛牌利率爲其最高限，如市場利率高於掛牌利率時，匯票之售方均將捨市場而向英蘭銀行貼現，蓋後者將按掛牌利率爲無限制之接受也，故市場利率通常不致超過掛牌。票據經紀人之資本係向銀行拆進，拆息爲其成本，故貼現率不能低於拆息，否則將受損失也。當金融緊張，信用動搖時，票據之需要大減，市場利率即能超過掛牌利率，此時掛牌利率始發生實效，而由英蘭銀行出而維持。反之，當金融鬆濫，而票據稀少時，市場利率因競爭而可低降至拆息以下。此時英蘭銀行即失去其統制之效力。惟其頗得倫敦清算銀行之合作，故常可授意後者控制市場利率，而無須乞靈於掛牌利率之變更。

票據貼現率除受一般之影響外，尚須視承兌人之信用地位而異。上等商業匯票其貼現率有較銀行匯票爲高者，亦有較低者。而庫券之貼現率，則爲最低。

獨天拆息 (The day-to-day rate) 此項利率係適用於股份銀行之獨天拆款，通常係拆與票據經紀人而以承兌匯票、庫券及短期政府公債爲抵押。此項拆款亦常用以週轉上等證券之現貨交易。獨天拆息非在公開市場決定而係在借款後第二天由放款銀行個別決定，借款人事先不知其應付之利率爲若干。惟此項利率，大都極低，因獨天拆款均係銀行之剩餘資金也。

短期拆息 (Loans on short notice) 此項拆款通常均屬七天期，其用途殆與獨天拆款同，拆息亦屬一般。



以上各種貨幣行市，雖有差率，其變動則亦步亦趨。就其差別言，以銀行存息最低，拆息、庫券、上等銀行匯票，及上等商業匯票貼現率，掛牌利率與短期押款利率，依次遞高。

10 外匯市場

外匯市場與金融市場有密切之關係，其有賴於金融市場之週轉者，與證券市場及商品市場同。轉動倫敦外匯市場者有二種主要份子：匯兌經紀人與各銀行及其他金融機關，通稱「匯兌商」(exchange dealers)。匯兌經紀人多係合夥組織，規模甚小，無須鉅額資本，以其營業完全為代理性質也。彼等並無一定之集會場所，從事買賣，各以私線與銀行及其他金融機關通話接洽。彼等有倫敦外匯經紀人公會(The London Foreign Exchange Brokers Association)之組織，而由經紀人與匯兌商合設國外匯兌委員會(Foreign Exchange Committee)，其任務為規定章程與監督市場，例如經紀人不得與一般公眾交易，不得自為買賣；不得圖差價之利(即買方所付與賣方所收之價，應為相等)；其報酬應以規定之經紀費(brokerage)為限。經紀費通常由買賣雙方分擔。惟經紀人名額並無規定限制，祇須得一部份匯兌商之支持與老會員之同意，即可加入公會為經紀人。每一經紀人專門經營一種或數種貨幣。如經紀人A專門買賣美元，B專門買賣法郎，C專門買賣遠東匯兌等是也。

匯兌商為外匯市場之台柱，其數較經紀人為多。匯兌商之交易，必須由經紀人居間介紹，前者亦樂於與後

者交易，以其頗爲便利也。經紀人從各方接到委託買進及賣出之電話甚多，連續不斷。例如有匯兌商A欲買進五千法郎，以手頭電話詢其往來之經紀人，後者立即能答以買賣二價。A認爲合意，告以購進五千法郎，經紀人答曰如命，請向匯兌商B按某價收進，隨即分送成交單與購售雙方，開列姓名、數量、匯率，及交割日（*Delivery*）。雙方如發生糾葛，應由經紀人負責解決之。經紀人對於下列二點應負完全責任：（1）買賣雙方必須爲願意訂約者，如一方不信任對方，拒絕與後者訂約（*refusing to 'take the name'*）經紀人應負其責；（2）所舉行市，必須能實際成交者。否則卽爲虛報，經紀人應負其責。是卽經紀人必須按照其所報行市接受顧客之委託也。

銀行或其他金融機關欲設立國外部以經營外匯業務，必須得老會員（匯兌商）之首肯，否則有被拒絕訂約之可能。故新設立之銀行，或其他金融組織，甚難加入爲匯兌商。

以前倫敦外匯交易係集中於皇家交易所，每逢星期二與星期四舉行，後來亦如紐約外匯市場之爲電話與櫃上交易矣。

第二十七章 紐約金融市場

概說——聯邦準備制度之特徵——在新政下之聯邦準備信用統制——商業銀行——投資銀行——公開市場之活動分子——金融市場之構造——承兌市場——聯邦資金市場——短期政府證券市場——商業票據市場——證券押款市場——外匯市場

一 概說

紐約之成爲國際金融中心雖爲近二十年來事，但其勢力之膨脹，已凌駕倫敦而上之。一九三三年以遭遇金融恐慌之打擊，元氣大喪，但仍未失其世界金融之霸權。自此次歐戰爆發，巴黎陷落，倫敦搖動，且早已隨外匯統制而閉其國際金融之門戶。於是世界三大金融市場由鼎足而成獨尊。今紐約已爲國際資金惟一之避難所，黃金之集中於美國者已佔世界貨幣準備的百分之以上。

在本世紀之初，歐洲各國之金融市場，已臻凝固成熟階段。惟紐約之金融市場尙在適應變動甚驟之情形，故其本身亦在繼續變革之中，而以近年新政 (New Deal) 之實施爲尤著。金融組織原以工商業爲基礎，自一九三九年以後，美國之工商業已發生根本之變動，故關於紐約金融市場各種新法案之頒佈，正所以反映事實

上已有此變更之需要也。

構成紐約金融市場之主要份子有下列各種組織：

(1) 聯邦準備銀行 (Federal Reserve banks) 此即為美國之中央銀行，握管理金融之大權，在市場上為資金之供給者。

(2) 商業銀行與信託公司 (Commercial banks and trust companies) 彼等對市場為資金之貸放者，對聯邦準備銀行與聯邦資金市場 (Federal funds market) 則為資金之借入者。

(3) 企業組織 (Business enterprises) 為主要之借款人，惟大公司在以前常有剩餘現款投放市場。

(4) 經紀商號 (Brokerage houses) 為押款市場之主要借款人。

(5) 投資銀公司 (Investment banking houses) 彼等通常借入鉅額款項以週轉證券之承銷，但亦常在貨幣市場放款。

(6) 聯邦政府，省政府及市政府常由發行短期票據及債務憑證，向市場借入鉅款。

(7) 其他雜類金融機關，包括保險公司，投資信託公司 (Investment trusts) 及貼現商號，彼等有時為借款人有時為放款人。

二 聯邦準備制度之特徵

聯邦準備銀行爲紐約金融市場之主腦，有操縱一般銀行信用之權力。若與別國中央銀行制度相較，當可以顯出其下述各種特點。

(一)分區制度 聯邦準備制劃分全國爲十二區，每區設一準備銀行而由聯邦準備局(Federal Reserve Board)總其成。其他各國，小如荷蘭，大如蘇聯，均祇有一中央銀行，而美國乃有十二。故別國爲集權制度，而美國則爲分權制度。但別國之中央銀行分支行及代理機關甚多，少如英國亦有九處，多如法國有數百處。而十二聯邦準備銀行僅有分行二十五及代理機關二。美國中央銀行之分權制殆屬形式，在實際上各準備銀行之政策大抵由聯邦準備局決定。雖各準備銀行各自掛揭貼現率，但其變更須受準備局之批示與裁決，藉以獲得一致之信用政策。至若準備制之公開市場運用，在已往爲聯邦信用政策之最有力工具，則由一九三三年銀行法案所產生之聯邦公開市場委員會(Federal Open Market Committee)主持其事。據該法規定，聯邦準備銀行除遵照聯邦準備局所採用之規章並經過該委員會與各聯邦準備銀行外，不得從事於公開市場之運用。任何聯邦準備銀行，如不擬參加該委員會所提議之公開市場運用，必須在三十天以內通知後者及準備局。

該法案又將準備銀行之國際關係集中於聯邦準備局。據其規定：(1)聯邦準備銀行與外國銀行之一切關係與交易必須服從聯邦準備局之監督及規律。(2)任何聯邦準備銀行之行員或其他代表，非經準備局之許可，不得與任何外國銀行進行談判。(3)準備局得派遣代表參加上項談判。(4)此項談判或會議，及其諒解

或協定，連同有關事項，應作成詳細報告，送交準備局。由此可知自該法案成立以後，聯邦準備制度雖在形式上尚屬分散，事實上則已與單一中央銀行無異矣。

(二) 準備銀行統制信用之權力 聯邦準備局與準備銀行統制信用之權力或較他國中央銀行爲大，但其所受之限制亦較後者爲多。原有聯邦準備法案 (Federal Reserve Act) 及其最早之修增條文，要在以貼收合法之商業與農業票據，及在公開市場買賣政府證券與銀行承兌匯票，以統制信用。此項工具固足以使準備銀行操縱貨幣市場，但尙不足以限制一九二七年至一九二九年銀行信用對證券投機之擴張。故有新法案之頒佈，以增強準備銀行統制含有投機性證券放款之權力。一九三三年之銀行法案授權準備局得規定每一聯邦準備區各銀行資本及公積對證券押款之百分比。此項比率得於十天前通知變更。該法案又授權準備局得指令任何會員銀行停止增加證券押款。一九三四年證券交易所法案 (The Securities Exchange Act of 1934) 益增聯邦準備局統制證券押款之權力。在此一法案之下，準備局有權限制證券押款之數量，藉以防杜證券之投機交易。復興金融公司 (Reconstruction Finance Corporation) 與聯邦存款保險公司 (Federal Deposit Insurance Corporation) 之設立，使各州銀行更不能不聽從準備銀行之指揮，蓋如該公司拒絕承保，對於銀行之營業有甚大之影響也。一九三五年之銀行法案益提高聯邦準備局之權力。該法授權準備局得變更法定準備比率，規定定期存款及儲蓄存款之利息，監視對投機交易之信用放款，設定準備銀行對會員銀行重貼現與放款之標準及利率，並經由公開市場委員會統制各準備銀行公開市場之運用。故近年以來，聯邦

準備制度之集權趨向，已甚明顯。

(三) 準備銀行權力之限制 準備銀行之營業範圍受聯邦準備法案之限制。除若干例外，準備銀行通常祇能與會員銀行交易，其他各國中央銀行則可直接與企業組織及私人交易。此又為聯邦準備銀行之特點，其主要例外即為準備銀行得在公開市場買賣銀行承兌匯票與政府證券。惟自新政實施以後，準備銀行之放款範圍已見擴充。第一，一九三二年緊急救濟與建設法案 (The Emergency Relief and Construction Act of 1932) 規定在緊急情形之下，聯邦準備局得授權任何聯邦準備銀行為任何私人、合夥或公司企業貼收合格之期票與匯票。第二，一九三三年之銀行法授權準備銀行得遵照準備局之規律對私人、合夥與公司墊放款項，但須以聯邦政府之直接債務為抵押。一九三四年國會又核准準備銀行得以正當理由對商號放款或購買其債務。此種種法案之通過實已破壞聯邦準備法所規定「聯邦準備銀行為銀行之銀行」之原則。新法案已擴大準備銀行之放款範圍，但其在事實上所擴充之放款數量仍屬有限。

(四) 貼現 聯邦準備銀行之貼現方式與別國中央銀行又有其不同之點。準備銀行對會員銀行之融通信用，有二種方式：(1) 會員銀行得將所執商業票據，適合於規定條件者向準備銀行貼現。(2) 會員銀行得向合格之商業票據或證券，出一至多以十五天為限之期票，向準備銀行請求墊款。

一九三二年以前，準備銀行，除少數例外，對一切合格票據之貼現以及十五天期之墊款，祇有一種掛牌利率。歐洲各國中央銀行則通常均有二種掛牌利率：合格票據之貼現率與證券押款利率 (Lombard rate)。但此

僅爲形式上之差別，實際上，準備銀行亦有二種利率，即在公開市場銀行承兌匯票之購率與其掛牌貼現率，前者常較後者爲低。銀行承兌匯票之購率相當於英蘭銀行之貼現率，而準備銀行之貼現率，則相當於前者之證券押款利率。近年來之銀行立法已使準備銀行之放款範圍擴大，而其放款利率亦不限於一率矣。

(五) 準備之規定 會員銀行必須在準備銀行維持一定比率之存款結餘，是即會員銀行必須將即期與定期存款百分之若干，以準備銀行之存款結餘爲準，此比率係在聯邦準備法中規定，茲列表如次：

即期存款		定期存款	
中央準備市 (紐約及芝加哥)	13%	3%	
63 準備市	10%	3%	
城鎮	7%	3%	

自一九三五年銀行法案頒佈後，準備比率，業經數度提高，至一九三八年四月十六日後，即期存款準備率，中央市改定爲 22.5%，準備市 17.5%，城鎮 12%，定期存款則一律改定爲 10%。歐洲各國商業銀行在中央銀行之存款向由習慣定之，與美國之以法律規定者不同。此又爲聯邦準備制特點之一。

(六) 聯邦準備之信用統制 聯邦準備制度以前統制信用之主要工具，即爲貼現政策與公開市場政策。準備銀行提高或降低貼現率，即所以加重或減輕商業銀行之信用成本。在公開市場購售銀行承兌匯票與政府公債，即所以放出或收縮聯邦準備信用，因以增加或減少會員銀行之準備。此二種工具常同時並用。例如

準備當局擬收縮會員銀行信用，賣出政府證券，或減少準備銀行所持之銀行承兌匯票。金融市場對購入證券之支付，及匯票到期承兌銀行開給支票兌付，結果均將記入會員銀行在準備銀行存款帳之借方，因而減少彼等之準備。如準備減至法定比率以下，彼等必須向準備銀行借款，以資抵補。此時如將貼現率提高，即將加重會員銀行之信用成本，彼等乃被迫而收縮信用。聯邦準備銀行常挾此二種工具以操縱金融市場，故其每週報告極爲金融界所注目，蓋由此可以窺測準備當局之意向也。至於準備比率之變更，益可收直接統制信用之效果。

三 在新政下之聯邦準備信用統制

近十年來上述統制信用之二種工具，已不復適用。蓋自一九二九年經濟恐慌發生以後，會員銀行所積存之準備，逐漸增多，以致超過法定準備比率。一部份由於銀行信用之一般的收縮，一部份由於準備銀行之資金鬆動政策(The easy money policy)，又一原因則爲黃金之流入。自不景氣浪潮襲來，準備銀行雖購入鉅額證券，徒增會員銀行之存款結餘，減低貼現率，亦不能增加會員銀行之借款。故公開市場政策與貼現政策殆已失其效力。抑且自放棄金本位後，統制會員銀行準備結餘之權力，大部份已轉移於財政部之手。此實由於美元貶值之結果。因美元貶值，使財政部存金按照新幣重估得二十八萬萬元之盈餘，其中以二十萬萬元撥充匯兌平準基金，餘數則加入國庫一般基金之內。財政部如將此項盈餘出而使用，必將增加會員銀行之準備結餘，而致信用之擴張。財政部爲應付開支，可將金證券(Gold Certificates)交與準備銀行以增加其存款，然後對此

存款開發支票，此項支票轉帳而入會員銀行之手，後者存入準備銀行，而增加其準備結餘，此與黃金流入有同一之效果。一九三四年之國會法案 (The Act of Congress) 授權財政部購買國內外白銀，以達金三銀一之準備比率，又予後者以增加會員銀行準備結餘之一大來源。財政部在金融市場之勢力雖日趨膨脹，準備銀行仍有其統制會員銀行信用之權。第一，由於一九三三年之銀行法案與證券交易所法案之頒佈，準備銀行已有干涉證券押款之廣泛權限。第二，一九三三年農業調整法案 (The Agricultural Adjustment Act of May 12, 1933) 授權聯邦準備局得於必要時經總統之核准，增減會員銀行之法定準備，但已往聯邦準備局如有限制信用擴張之積極行動，常遇某派政治與商業分子之堅強對抗。今則準備當局已在財政部控制之下，故其限制信用之權，更不能自由運用矣。

財政部以收入與支出有先後，常須利用金融市場，以資週轉。每年三月、六月、九月及十二月十五日為徵收租稅，提取存款以支付債務利息，發售新庫券、期票、債務憑證，與長期公債，並掉換到期債務之期。其為數雖鉅，但以理財技術之巧妙，對於金融市場，並無若何影響。

四 商業銀行

商業銀行處於準備銀行與最後使用信用者之間，其不同於別國者乃在其組織之二重性。美國商業銀行之設立可向中央政府領照，亦可向州政府領照，此二種商業銀行同時並存，各依不同之法律與管轄營業。聯邦

準備法首先規定國民銀行（即在中央政府註冊之銀行）必須加入聯邦準備制爲會員，各州銀行亦得按照規定條件加入爲會員銀行。各州銀行加入準備制與否，有自由選擇之權，此實爲集中銀行統制之一大障礙。且國民銀行亦可放棄國家執照改組爲州民銀行，退出聯邦準備制。後經一九三三年銀行法之規定，一九三七年七月一日以後，僅會員銀行之存款得向聯邦存款保險公司投保。說者乃謂此即引導非會員銀行加入聯邦準備制之策略。

一九三三年之銀行法又禁止會員銀行不得有附屬公司，尤不得與發行、承銷及分配證券之公司有內部組織關聯，會員銀行之職員或董事不得同時爲買賣證券商號之職員、董事或經理。經此規定以後，所有會員銀行之有上項情形，均紛紛依法改組更正。蓋在以前繁榮時期，商業銀行頗多參加投資活動者。今則已受此法之限制，商業銀行祇能代客買賣證券或自行購入作爲一種獲利資產，但不得參加投資銀行之業務矣。

紐約貨幣市場中之最重要金融機關，即爲紐約各大商業銀行與經營商業銀行業務之信託公司。彼等爲證券押款市場中之主要放款人，銀行承兌匯票之創造者，與短期政府債券之購主，彼等大都爲會員銀行，實爲美國金融機構中之骨幹。

在紐約尚有許多小銀行，其主要業務爲週轉地方貿易，並不直接參加紐約金融市場，其剩餘資金，經由大銀行投放於金融市場。近年以來，此類小銀行多已淘汰，或歸併於大銀行，或停閉。

五 投資銀行

已往投資銀公司兼營承銷與分配證券及私人銀行業務，在紐約金融市場佔主要地位。就後一種業務言，即為接受存款而轉投於證券，短期信用工具，及證券押款，此外，則創造銀行承兌匯票，開發信用證書，買賣承兌匯票、商業票據及外匯。彼等又常向貨幣市場借用短期資金，以週轉其證券之承銷，拆放與委託發行之顧客而由出售證券所得之款取償。彼等又常為外國政府，國內外政治機關，與公司代理收解。彼等常自證券發行人在還本付息日前收到鉅額款項，而可暫時在貨幣市場拆放。投資銀公司在金融界之勢力，不但由於其本身資力之雄厚，亦由於彼等執有商業銀行之股份而常為後者之董事；且以承銷各大公司之證券，故亦常為各大公司之董事而為後者規劃財政。

近年以來，投資銀行已經澈底之改革。因資本發行市場之崩潰，規模較小之投資銀行，均已宣告清理，即大者亦多合併。一九三三年之銀行法既將商業銀行之業務限定，遂使後者之附屬投資組織，改組為獨立之銀公司或歸併於其他組織。該法又禁止投資銀行之接受即期存款。是該法已將商業銀行與投資銀行為嚴格之劃分矣。

投資銀行對於貨幣市場之影響乃在資本市場發行新證券之時，因售出新發行證券所產生之資金移動過程，即先自購入證券者之手流入承銷銀行，復由後者移交於證券之發行者。主要投資銀公司均在紐約與支

加哥，但大量證券之發行，可以銷行全國，故於其售出以後，資金流向金融中心。如承銷銀行在紐約，則外埠銀行在紐約代理銀行之存款將減少。倘外埠銀行復移轉其資金於紐約，以補充其在代理銀行之存款，因而增加紐約各銀行在準備銀行之存款結餘，結果將使金融市場更趨鬆動。如證券之銷行僅限於本埠，自不致於引起地域間資金之移動，不過在本埠之存款變更其所有權而已。但不論證券之銷行範圍如何，新證券之發行必將增加經紀人放款之需要，以週轉投資者之購買證券或投資銀行之執持證券。貨幣市場又將因銷售證券所得之款由投資銀行轉移於發行者而受其影響。但此一影響祇有在發行者將積存於投資銀行之款轉移至另一城市時，始能發生。如由紐約移至外埠，則紐約銀行在外埠銀行之存款結餘必將減少，而須另匯資金至外埠銀行以補充之，結果紐約金融市場將發生緊縮之影響。惟事實上發行者所得之款常存放在紐約銀行，逐漸支取，如此則於金融市場，當無甚影響可言。

六 公開市場之活動分子

除上述各大銀行機關外，尚有其他特種金融組織為公開市場之活動分子，舉其大要，約有下列五類：

- (1) 承兌商號 (Acceptance houses)
- (2) 貼現商號與承兌匯票商 (Discount houses and acceptance dealers)
- (3) 政府短期證券商 (Dealers in short-term government securities)

(4) 聯邦資金商 (Dealers in Federal funds)

(5) 外匯商 (Foreign exchange dealers)

此五項業務亦有一家兼營數項者，如買賣承兌匯票之商號，同時亦經營政府短期證券，聯邦資金及商業票據。

七 金融市場之構造

以上所述為構成紐約金融市場之主要分子。惟金融市場為一總稱，其中所包含者有各種性質不同之市場。舉其大要，蓋有下列六種：(1) 承兌市場，(2) 聯邦資金市場，(3) 短期政府證券市場，(4) 商業票據市場，(5) 證券押款市場，(6) 外匯市場。此各種市場雖性質不同，但關係極密，互相貫串，其中當以證券押款市場與商業票據市場發生最早，至若承兌市場與聯邦資金市場則由聯邦準備法所產生。近年以來，商業票據市場之地位業已低落，承兌市場亦因前次世界經濟恐慌之打擊而式微。證券押款市場則已受新法案之限制，惟政府短期證券市場在已往數年中頗為活躍，發展殊速，有凌駕其他市場之概。此與英國之庫券市場，如出一轍，此亦足以規現代國民經濟發展之趨向也。

八 承兌市場

銀行承兌市場在一九一三年聯邦準備法案頒佈以後，始行成立。以前國民銀行不准承兌匯票，少量承兌信用係由州民銀行，較大之投資銀行，與私人銀行所創造，計劃聯邦準備制者有鑒於銀行承兌匯票對於貿易金融之重要，與承兌市場之有助於銀行制度之堅強與彈性，故該法特授權會員銀行，得按照聯邦準備局規章，創造承兌匯票，且規定合法之承兌匯票得在聯邦準備銀行貼現，並授權聯邦準備銀行得在公開市場買賣合法之承兌匯票。由是可知紐約之承兌市場實為有計劃之設立。

銀行承兌匯票為週轉商品移動或儲藏之主要工具。聯邦準備法案原祇允許會員銀行承兌週轉進出口貿易之匯票，以後迭經修改，擴充承兌範圍。惟進出口匯票仍佔最主要地位，其次為基於國內大宗商品之倉庫信用所發之匯票，第三為基於國內貿易所發之匯票，第四為基於他國間之貿易與倉庫信用所發之匯票，第五為美元匯票。基於國內外貿易所產生之匯票，向被認為最屬穩固可靠，以其具有「自身清理」之本質也。美國銀行為週轉他國間之貿易與倉庫信用所承兌之匯票，在一九三〇年前，為數亦殊可觀，此為美國銀行之主要國際業務，一九三〇年以後，因國際貿易之衰落，國際匯市之混亂，及外匯統制之推行，此項國際承兌業務，已大為遜色。倉庫押匯，如其所儲貨物，預備出售或起運，通常亦認為穩固之信用，惜常為囤積投機者所利用耳。美元匯票 (dollar exchange) 為外國銀行家對美國銀行所發之匯票，中美及南美銀行家即常為此，因此等國家之出口有季節性，在出口清淡季節，銀行為增加美元存款結餘或美匯頭寸起見，對紐約銀行開發長期匯票，至出口旺盛季節，即可將對美出口匯票，在紐約市場出售，所得之款，以之償付承兌銀行，適相符合。

聯邦準備法案之頒佈僅爲承兌市場開一途徑，但尙未能促其即時成立。其成立蓋有待於承兌機構與技術之發展。承兌市場之主要組織有三：是爲承兌機關、票據商、與受主或投資人。茲分述如次：

(一) 承兌機關 聯邦準備制之會員銀行爲主要承兌人。準備法授權會員銀行得創造承兌數量至其資本與公積總額之半，如經聯邦準備局之核准，得增加至與其資本與公積總額相等。此外會員銀行得按照準備局規定之章程承兌美元匯票達資本金之半數。除會員銀行外，尙有許多私人銀行、外國銀公司及外國銀行在美國之分支行，從事於承兌業務。但近二十年來承兌業務已逐漸集中於紐約少數領袖金融機關及若干東方銀行之手。

(二) 票據商 買賣票據者爲私人銀行及金融商號。彼等在金融市場經營一般居間業務，而以買賣證券與承兌匯票爲主，亦有兼做商業票據經紀人及證券押款與聯邦資金之居間人者。票據商之職能卽爲從發票人，承兌機關與其他執票人購入而分配於投資者。彼等每日分送應市之承兌票據表單於顧客，詳列承兌銀行名稱、票據數量、到期日、票期、面額、號碼及售率等項。票據商之售價較其購價略高，通常相差自 1% 至 2% ，此卽爲其購售之利益。彼等售與準備銀行之票據必須加入背書，售與其他顧客，除後者要求外，不加背書。有票據商背書之票據，可得較低之貼現率。頭等銀行合法之承兌票據，常有一律之行市，地位較次銀行之承兌票據，則貼現率亦較高。

(三) 承兌匯票之受主 銀行承兌匯票之受主大都爲商業銀行與聯邦準備銀行，其次則爲儲蓄銀行。

保險公司及其他金融機關。依照聯邦準備局規章所開發之匯票，一般認為最安全而且最富於流動性之短期信用工具，商業銀行常將此項票據列入第二級準備之內。各州立法多有准許儲蓄銀行與保險公司投資於銀行承兌匯票者。聯邦準備銀行為承兌市場之台柱。彼等不僅自行購入，亦常為其國外代理行購入；並向票據商購入，而許後者在十五天以內購回，此係放款性質。準備銀行之樂於承受匯票，實為穩定金融市場之主要因素。其自行購入，一如對會員銀行之貼現，亦係出於被動，凡執有此項票據前來求售者，即按其掛牌購率承受，而從不在市場與人競購，亦不出售其所執之票據，但由此以擴張信用，實較準備當局之貼現政策為易達，蓋如將掛牌貼現率定在市率之下，即可引致大量之求售；反之，如將掛牌率定在市率之上，則持票來售者必少，而原有票據逐一到期，將使準備銀行所持之票據減少。準備銀行如為外國中央銀行購入，其貼現率可較掛牌低，倘須準備銀行背書，另取手續費，此大抵係向票據商購入。

準備銀行既為承兌匯票之大受主，其購率對於公開市場自有極大之影響。通常九十天期之市率與準備銀行之購率同，或視後者稍高，但其關係常隨準備銀行之購買政策與其他方面之需要而異。倘準備銀行為有限制之購買，則市率必將提高。反之，如其他銀行之需要甚強，則市率將視掛牌為低。銀行承兌匯票之分配大抵視市場情形而定。在金融緊張，利率高昂時，商業銀行將減少其所持之承兌票據，以增加現金，此時未到期之票據，大部份將移轉於準備銀行。反之，在金融鬆動，利率低微，各銀行均感缺乏有利之投資對象時，則必爭購銀行承兌票據，以增加其投資。

九 聯邦資金市場

聯邦資金 (Federal funds) 爲準備銀行或財政部之即期債務，包括準備銀行之付款支票，準備銀行之本票，美國財政部之支票。準備銀行收到此項支票或本票，立即予存入者以相等數額之信用。故商業銀行如需增加準備結餘，可暫以自己所出本票向別行有剩餘準備者交換準備銀行之付款支票，前者即將此項支票存入準備銀行而立即增加其存款結餘。但其自己所出本票須經票據交換所之清算在第二天被登入其在準備銀行存帳之借方，是即前者向後者借用一天之聯邦資金。實際上，貸款銀行不必開具支票，祇須通知準備銀行當日轉帳即可。借入者須付一天利息，已一併開列於本票之內。自聯邦準備制成立以後，紐約之聯邦資金市場漸爲少數大銀行所創設，彼等爲交換支票之居間人，酌取少數佣金爲酬。此一市場之發展，蓋由於會員銀行不願在準備銀行維持超額之存款結餘，以其無存息可計，故一有餘額，即圖利用。在準備結餘不足之銀行即須設法補充，彼雖直接向準備銀行借款，但不願爲此，寧向別行調用。且聯邦資金之市場利率通常較貼現率爲低；惟在準備銀行企圖限制信用，而會員銀行不願向前者貼現，或請求墊款時，其利率將較貼現率爲高。故聯邦資金利率之上昇，爲貨幣市場一般利率高昂之先兆。如會員銀行均有剩餘準備，則聯邦資金之需要，自必趨於清淡也。

一〇 短期政府證券市場

短期政府證券包括庫券 (Treasury bills) 與國庫債務憑證 (Treasury certificates of indebtedness)，期限均在一年或一年以下，二者均免徵所得稅，但財產稅與遺產稅仍須照繳。庫券票面不計利息，按折扣流通；國債憑證則面額帶計利息，一如長期公債，按價格加算應得利息 (Price-plus-accrued-interest basis) 流通。此外長期公債於本年到期者，在貨幣市場亦視同庫券與憑證。自前次美國參戰以後，財政部按期發行債務憑證以彌補財政需要。庫券之正規發行乃在一九二九年以後。此二種政府債券均由聯邦準備銀行公開招募，以其穩固可靠，且流動性極大，為銀行及其他金融機關最佳之短期投資。在前次不景氣時期，商業銀行苦無健全之放款機會，遂逐漸移其剩餘資金於政府短期證券。銀行及其他投資者購買此項證券，有直接向準備銀行認購者，憑證係按面額付價，到期可收回本利；庫券則有折扣，其發行係採競購方法，由出價最高者得之。此二種證券有公開市場，投資者可在市場購入或售出未到期之證券。市場中亦有居間商，彼等在發行時向準備銀行大批認購，而後分售於其顧客，彼等亦在市場中購售，以博微利，如週轉迅速，所獲自厚。財政部與準備銀行殊有利於此項活動市場之存在，以其發行時祇須與少數居間商接洽，即可脫手，但居間商為保障價格跌落之風險，計常與準備銀行訂定回購合同 (repurchase agreement)。已往短期政府證券市場殊不及證券押款與承兌市場之活躍。自前次經濟恐慌發生以後，情形為之一反。後二種市場已趨式微，前者反處於最主要地位，此亦由於

新政實施以後，政府擴張預算，造成鉅額赤字之結果也。此二種證券在貨幣市場上所負之利率最低。平時九月份之債務憑證利率有低至 $\frac{1}{2}\%$ 者，九十天期庫券所得折扣利益合息有低至 $\frac{1}{10}\%$ 者。

一一 商業票據市場

商業票據市場為美國最早之短期資金市場，其內容為著名商號之期票，而額以二千五百元為起碼，高於此者以倍數計，票期自四月至六月，票面註明利率，通常完全憑出票人信用，亦有經總號、聯號，或富有資產者之背書，有時亦附有證券作抵押。此項期票多係中等著名廠家所出，其資本自二十五萬至一千萬元，小於此者其信用不足以使所出之期票有廣泛之接受性，大於此者則與銀行之關係甚密，無須利用期票之出售，以資週轉，故其出票人僅限於少數廠家。此項商業票據之性質，非若承兌匯票之用，以週轉某一交易者，而係在商業旺盛時季用以墊發工資、原料及一般營業開支。據估計此項票據約有百分之六十係在商業旺月所出，蓋所以補銀行信用之不足，且可得較低之利率也。

美國有票據商號 (Commercial paper houses) 三十餘家，承銷商業票據。承銷者不參加背書，惟審擇謹嚴，以維信用，轉售時僅取佣金 $\frac{1}{2}\%$ 。商業銀行與鄉鎮銀行為惟一之受主，尤以後者為最。商業票據不能在聯邦準備銀行貼現，其市場貼現率較承兌匯票為高，戰後以美國商業與金融之發展，期票市場，已失其重要性。

一二 證券押款市場

證券押款 (Collateral Loan) 係以股票或債票抵押之短期拆款，爲極富於流動性之短期資金。就廣義言，凡以股票或債票作抵之放款，均屬此類。但就狹義言，僅指對經紀人與證券商之放款。自一九二七年至一九二九年股票投機白熱化以後，證券押款，頗爲世人所側目，以其有助長投機之嫌焉；實則證券押款之用途甚多，借款者不僅爲經紀人、證券商、投資銀行，與金融公司，亦有普通企業及私人。至於放款者多爲商業銀行，在股票投機狂熱時期，其利率高近一分，短期資金趨之若鶩，投資於證券押款者固不僅商業銀行已也。自股票市場崩潰，步入經濟恐慌階段以後，益以立法之限制，其他放款人遂絕跡於市。

美國銀行常以證券向同業押款，以應短時之需，其所押證券多屬債票，因銀行除特種情形外，不能購置股票也。銀行同業間之證券押款大都爲中小城市之銀行向金融中心之借款。其在證券押款總額中所佔之比例甚微。

銀行對普通商號與私人之證券押款近年來所佔之比例甚大，但並不經過有組織之公開市場，而係放款銀行與押款人直接往來，此類放款可以分爲二種：(1) 用以週轉營業，(2) 用以購置證券。普通商號向銀行通融短期資本，固有不繳抵押品者，惟信用地位較次之借款人，銀行常要求以證券作抵押。私人購置證券或作長期投資，或俟價漲而轉售，亦常有以所購證券向銀行押款以資週轉。

銀行對經紀人與證券商之拆款雖所佔比例亦小，但此項拆款有組織之公開市場，而為紐約貨幣市場之一部份。此項拆款計有二種：(1)日拆 (Call loans)，(2)定期拆款 (time loans)。日拆係以一天為單位，放款人有於第二天要求歸還之權；實際上常延長至數月。定期拆款通常為三個月，如有充分之抵押品，未到期前，放款人不能要求歸還。證券押款當然不按證券市價全部貸給，而須留有邊際 (margin)，通常祇能按市價百分之若干貸給。

經紀人與證券號之借用拆款，通常有二種目的：第一，彼等為週轉其顧客之保證記帳交易，常向銀行拆進大批資金。股票市場之投機者，其購進之數量，常超過於其自身所能支付之數，故須向經紀人借款以墊付不足之數，而以所購之證券作抵押。但經紀人並無鉅額資本可供墊放，必須轉向銀行借入而以顧客所繳之抵押品轉押於銀行。第二，證券商與經紀商號承銷證券，亦常向銀行作抵押借款，以資週轉。

證券押款市場與其他短期資金市場有一不同之點，即在前者之貸借雙方關係通常均係直接，故借款條件往往因人而異，利率亦有參差；在金融鬆動時期，借款人直接與銀行接洽，毫無困難。但在投機活動時期，押款需要孔殷，則常有居間人出而介紹，俗稱「貨幣掮客」(Money brokers)，多係其他短期資金掮客帶做，即經紀商號亦有暫營此業者。在已往股票投機狂熱時期，貨幣掮客，盛極一時。此外紐約股票交易所與紐約街頭交易所 (New York Curb Exchange) 亦均設有證券押款代辦處。銀行有剩餘資金可交彼拆放，經紀人與證券商則可向彼接洽。

證券押款利率之變動幅度，較其他短期資金為大。如股票交易清淡時，利率可低至1%，投機狂熱時，可高至近5%。其利率結構亦較複雜，計有三種：(1)日拆初借利率，(2)日拆更借利率，(3)定期拆款利率。此各種利率行市，並非一律，不但此一放款銀行與彼一放款銀行所取之利率不同，即同一銀行對不同之顧客所取之利率亦異。通常定期利率較日拆為低，但在貨幣市場不穩定時，則以銀行不願作定期放款，其利率反較日拆為高。已往初借利率平均較更定利率為低，近則已歸一致。

經紀人放款之數量隨下列四種情形而異：(1)證券交易之旺淡，(2)證券價格之高低，(3)新發行證券之數量，(4)墊頭成數之多寡。投機蠢動時，證券市場即趨活躍，成交數量多，經紀人即須多借，以應顧客之需。市價高昂時，購入者須多繳墊頭。例如美國電信股每股賣一百元時，購進一百股，應付一萬元，如先繳墊頭五成，祇須付五千元，其餘五千元向經紀人暫借。倘市價漲至二百元，即須向經紀人轉銷之數亦大，因之須多借拆款，為顧客之證券，常借用證券押款以資週轉。如新發行之數量甚大，則由經紀人轉銷之數亦大，因之須多借拆款，為顧客墊付。經紀人如要求較高成數之墊頭，當可少借拆款，反之則須多借。

一三 外匯市場

上述各種短期資金市場，均有國際關係，而尤以承兌市場與經紀人押款市場為最。前者為國際貿易金融所依存，後者則為國際遊資所廣集。而紐約股票交易所更為最大之國際資本市場，在已往且為世界最大之投

機市場。此各種市場之活動與外匯市場均有交錯連綜之關係。

美國各大城市如芝加哥、辟刺堡、舊金山、波斯頓、費賴台爾非亞、聖路易、紐奧蘭等地銀行，雖直接可對外國開發匯票，但欲求最有利之行市出售，非送至紐約不可。例如明尼坡立斯或聖路易有大量之穀物出口，蓋爾伐斯頓 (Galveston) 與紐奧蘭有鉅額之棉花出口，由此滋生之外匯，非本地所能吸收，其惟一之銷路，乃在紐約。各大城市銀行通常不過為紐約匯兌銀行之代理人而已。

紐約不但為美國外匯市場之總樞，亦為世界匯市之中心，而與歐洲各國、加拿大、墨西哥、中國、印度、菲律賓、爪哇、日本、海峽殖民地，及南美諸國之所輻輳。惟澳大利鎊與南非洲鎊殊鮮交易，因此兩地匯市均在倫敦故也。

歐陸各國之外匯市場多為有形之組織，通常附設在證券交易所之內。紐約之外匯市場並不集合在一定場所，而係櫃上交易 (On an "Over-the-counter" basis)，而以電話走動。市場之組成分子為聯邦準備銀行、商業銀行、合夥銀公司、投資銀行、經紀商號、外國銀行、匯兌商與匯兌經紀人，茲分述如次：

聯邦準備銀行 聯邦準備法曾授權準備銀行得在國內外公開市場向國內外銀行、商號、公司，或個人買賣電匯，銀行承兌匯票及其他適合於貼現之匯票。此外準備銀行尙可在國內外買賣黃金，作黃金抵押放款，在國外開立帳戶，委任代理行並設立經理處。惟準備銀行從未完全實行此種種權力。雖每一準備銀行均賦有此種種權力，實際上對外業務，均經由紐約準備銀行辦理。但後者亦僅與外國中央銀行與國際清算銀行有代理關係。惟亞特蘭大聯邦準備銀行 (The Federal Reserve Bank of Atlanta) 在哈瓦那 (Havana) 設有經

理處，以便利美金在古巴之流通。準備銀行與外國代理人之往來，包括代為購置承兌票據，接受後者之存款並亦存款於後者。此外在特殊情形之下，準備銀行得在公開市場購入國外匯票，並依照特別協定，向外國中央銀行購入票據，對後者作信用放款。至於外國中央銀行往來存款，為數有限，僅供營業之需而已，因準備銀行不給存息也。聯邦準備銀行常購入外幣承兌匯票，藉以穩定匯市之季節變動。外國中央銀行在美國所購黃金常寄存於準備銀行，加蓋「耳印」(earmark)，以示區別。自一九三四年金準備法案通過以後，黃金之進出口與耳印，已受財政部之統制。凡加耳印之黃金，已脫離本國之貨幣準備，故其輸出，不復影響於信用機構。若解除耳印，則等於黃金之輸入。最後，準備銀行之貼現政策，足以左右國際資金之移動。因而對於匯市之波動，影響甚大。

商業銀行 各大商業銀行，包括國民銀行與州民銀行，大都均設有國外部，以鉅額資本，經營外匯業務，在紐約市場，勢力最大，在外國金融中心，多設有分支行，在國內則代理行遍全國，為吞吐外匯之管線。

合夥銀公司、投資銀行及經紀商號等，雖其營業多屬本國，但國際關係，亦頗密切，在市場上常有鉅額外匯之購售。彼等因經營歐美證券業務，頗多外匯交易。

匯兌商為專營外匯之行家，規模不大，對於匯市情形，極為熟習，內地進出口商常委託其在紐約購售外匯。彼等經營外匯，以代理為原則，而從中博取佣金。

匯兌經紀人為外匯市場中最活動之分子，各大銀行雖毗鄰而居，其匯兌交易，亦均經由捐客之手，樂其成交之便利也。經紀人辦事處多裝置電池，私線通各銀行，一切交易，均在電話中進行。故今日之捐客不復若以前

之僕僕於垣街矣。紐約匯兌經紀人最多時曾達八十餘人，今已大減。其間有紐約外匯經紀人協會 (The New York Foreign Exchange Brokers Association) 之組織，業經匯兌銀行與其他經營外匯者所組織之國外匯兌總會 (The Foreign Exchange Club) 之承認。匯兌經紀人非經加入協會，不得執行業務。外匯總會每月開會一次，決定經紀人之佣金及其他關於買賣外匯之手續等事項。現時經紀人之佣金，經規定如下：(1) 佣金由賣方負擔；(2) 英匯每鎊取佣金 $\frac{1}{8}$ 美分，法匯每百法郎 $\frac{1}{4}$ 美分，德匯每百馬克 $\frac{1}{2}$ 美分，日匯每百圓一美分；(3) 成交額不及一千鎊、一萬法郎、一萬馬克，或一萬日圓者另行規定最低之佣金。

紐約經營遠東各國匯兌之銀行，有東方匯兌銀行協會 (The Eastern Exchange Bankers Association) 之組織，一九三四年底有會員銀行十二家。該會主要任務為議定對東方各國出口匯票 (美元匯票) 之利率，惟因經營東方匯兌之花旗銀行 (National City Bank of New York) 不允加入該會，可隨意降低利率，致入會之銀行，頗感為難。

第二十八章 巴黎金融市場

概述——法蘭西銀行——商業與投資銀行——貨幣市場——承兌市場——外匯市場

一 概述

在第一次歐戰以前，巴黎尚未成爲世界金融市場。言其原因：第一，巴黎非爲國際貿易與國際資本市場之總匯；第二，法國在上次戰前，尙維持跛行本位（Limping Standard）。紙幣兌現時，法蘭西銀行得以五法郎一枚之銀幣代替金幣支付。外人在法存款，不一定能兌換黃金；第三，法國工商業之週轉，大都與其往來銀行直接通融，而銀行對於放款，亦多願維持直接關係，以便親自監察。法蘭西銀行亦盡量供給貼現，故公開市場之需要甚少；第四，法國在德國等處，雖有鉅額短期投資，但其剩餘資本，大都作對外長期投資。故第一次歐戰以前，巴黎始終未能成爲世界金融市場。

在戰時暨戰後，國內資金祇能供政府及復興之所需，益以法郎跌價，資本逃避。財政當局方力圖制止資金之外流，更無建立世界金融市場之可能。至一九二六年末，法郎已在事實上穩定於美金三·九二分。通貨信用日堅，資金大量流回，預算亦告平衡，法蘭西銀行之現金與外匯大增，一九二八年恢復金本位，商業繁榮，國際收

支益順，資本蓄積愈多。但對外長期投資，因受蘇聯及中南歐諸國之損失，頗具戒心；又以政府需要低利掉換高利公債，並繼續戰時禁止外國證券在法國交易所發行，及繼續徵收外國證券所得稅等因，故除若干與政治有關之借款，及道威斯與楊格計劃借款外，對外長期投資，已遠不若戰前之活動。其鉅額剩餘資本，大部份作為國外短期投資。此為戰後國際金融不安定之一大原因。至一九三一年世界金融恐慌爆發前後，法國亟於提回國外存餘，而終止其發展世界金融市場之企圖。

二 法蘭西銀行

法蘭西銀行為法國之中央銀行，成立於一八〇〇年，其操縱金融權力實較英蘭銀行及聯邦準備銀行為大。蓋法蘭西銀行除執行中央銀行之任務外，其本身實為法國最大之商業銀行，是不僅為銀行之銀行，且直接與工商業交易；其分行佈滿全國；又以法國支票制度不若英美之發達，鈔票為主要之交換媒介，中央銀行為惟一之通貨供給者，故法蘭西銀行統制全國金融，力量殊大。

法國國內匯票或商業承兌匯票頗為發達。商業票據貼現為法蘭西銀行之主要業務。其對於貼現票據之規律甚簡，凡不超過三個月之匯票，經三人或商號有償付能力者之簽字，即可貼現。商業承兌與銀行承兌，不加區別；亦不歧視國外匯票；外國銀行承兌或開發之匯票與國內匯票同，均可貼現。在殖民地與外國付款之匯票，亦可酌量予以貼現。

法蘭西銀行與其他大陸銀行同，除票據貼現外，又經營證券抵押放款，或稱爲郎巴德放款（*Loi Bâle*），其利率較貼現率高百分之一。五至百分之二，黃金抵押放款高百分之〇。五至百分之一。

法蘭西銀行運用公開市場之權力，不若貼現與放款之廣大，僅限於下列三種：（一）買賣公債，（法公債歸公債清理局 *Caisse Autonome d'Amortissement* 經營）（二）爲外國中央銀行代購匯票與短期證券；（三）買賣外匯。在公開市場買賣公債原有伸縮通貨之影響，惟法蘭西銀行從未發揮此一功用，且公債清理局逐漸償付，公債數量減少，亦係一種障礙。代理外國中央銀行購買匯票及短期證券，雖可予以貼現之便利，但購買與否，權在他人，故其功用亦不甚大。公開市場政策之最有效力者，厥惟買賣外匯。法蘭西銀行有買賣外匯與利用國外存餘之充分權力。其於國內通貨之影響與買賣證券同。惟買賣外匯，影響匯率，如買進外匯過多，匯價漲至現金進口點以上，或賣出過多，匯價跌至現金出口點以下，致引起黃金之輸入或輸出，故公開買賣外匯政策，亦有其限制。因此法蘭西銀行之統制金融，大都依賴於貼現政策。在法國金融機構之下，此實爲最有效之政策。貼現率之升降，直接足以影響金融市場。

發行鈔票爲法蘭西銀行之主要功用。統一發行，自一八四八年始。一九二八年六月二十八日以前，發行額由法律規定，而常加修改。但發行準備之數額與性質，並未由法律規定，完全由銀行自理。法蘭西銀行鈔票非爲法幣，凡請求兌現者，得以金法郎或五法郎銀幣付之。一九一四年歐戰爆發時，最高發行額爲六十八萬萬法郎，是年八月五日此限額增至一百二十萬萬，並解除法蘭西銀行兌現之責任。至一九二五年十二月四日限額

增至五百八十五萬萬。戰時，法郎已不勝鉅額對外支付之負擔，藉美國金融之助，法郎匯率釘住於美金〇·一七至〇·一八元（合一法郎）之間。一九一九年初季停止釘住，法郎大跌。一九二六年中，法國財政極度困難。法郎由戰前平價〇·一九三元跌至〇·〇二元。是年七月普恩加賈內閣實施改造財政計劃，增加稅收，設立公債清理局，以清理國防公債及其他短期庫券；八月七日授權法蘭西銀行增加發行至最高限額以外，用以收購金銀與外匯。法郎信用復堅，退藏金銀，流回銀行，逃亡資本亦大量返國，法郎地位驟然改觀。至是法金融當局之難題，不在制止法郎跌價，而在制止法郎漲價之過速矣。是年底法郎在事實上已穩定於〇·〇三九二元。一九二八年六月二十五日頒佈新幣制條例。法郎含九成金六五·五米里格蘭姆（MILLIGRAMS）對美金平價爲〇·〇三九二元。新幣制條例聲明法郎之新定價值，祇適用於國內債務之支付，而不適用於國際，此所以保護法國之對外投資也。新條例已設定法郎爲金塊本位，法蘭西銀行按法定價格負購售黃金之責，但須以二十萬五千法郎爲售出黃金之最低額，且地點限於總行。以前限額之發行制度業已廢除，而改爲比例準備制，現金準備爲鈔票流通額及其他即期負債總額百分之三十五。

金塊本位成立以後，法蘭西銀行在國際金融佔據一新的地位，而爲世界上最堅強與最有勢力中央銀行之一。此時法國國際收支非常順利，是由於德國賠款及外人旅行費用之收入，與資本之流回，而資本輸出仍不多之結果。因此法蘭西銀行之金準備逐漸增加，同時在國外金融市場保持鉅額短期放款。此時法蘭西銀行對於資金之移動採取放任政策，但至一九二九年上半年，國外利率上騰，尤以紐約爲最，法國資金源源外流，存金

與外匯減少甚多。法蘭西銀行暫停其放任政策，而在國內實施購金政策，並將外匯換成黃金，藉以增加其金準備。是年六月又恢復黃金放任政策，堅持至一九三一年中。是年之金融恐慌，雖法國商業銀行與其他金融機關從奧德急遽提存有以助成之，但法蘭西銀行仍與別國中央銀行通力合作，以阻止金本位之崩潰。例如一九三一年六月與別國中央銀行共同貸款與德意志銀行自二千五百萬至一萬萬美金；八月一日貸與英蘭銀行以一二一五二〇〇〇美金之信用，半由巴黎各銀行所出。紐約聯邦準備銀行亦貸以同一款額。至八月二十八日又貸以一萬九千六百萬元。當時法蘭西銀行亦未向倫敦提存，直至英國金本位已絕望時，始往提回。英國脫離金本位後，步其後塵者甚衆。法蘭西銀行乃決意清算大部份之國外匯票與國外存餘。一九三一年十月至一九三二年十月底，其所有外匯自二五一〇九百萬法郎減至四七二一百萬。至一九三四年底僅存九六三百萬。外匯清理之結果，遂有大量黃金之流入。至美金放棄金本位後，法國亦轉入逆境矣。

三 商業與投資銀行

法國銀行可以分爲四類：(1)信用銀行 (Banques de dépôts)；(2)投資銀行 (Banques d'affaires)；(3)地方銀行 (Local and regional banks)；(4)私人銀行 (Hautes banques)。此外尚有外國銀行在法之分支行；儲蓄銀行；農業信用與合作銀行。

信用銀行在貨幣市場上佔最重要地位。其對工商業之短期放款與商業票據之貼現，與美國之商業銀行

及英國之各大股份銀行同。雖各大信用銀行亦營分銷證券業務，但並不供給長期資本，其與企業之關係，自不若投資銀行之密切。信用銀行之最著者有下列六家：(1)里昂銀行 (Crédit Lyonnais)，(2)巴黎國民貼現銀行 (Comptoir National d'Escompte de Paris)，(3)普及銀行 (Société Générale)，(4)法蘭西商業銀行 (Crédit Commercial de France)，(5)阿勞實業銀行 (Crédit Industriel d'Alsace et de Lorraine)，(6)國民工商業銀行 (Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie)。此六大信用銀行之分支行甚多，戰後發展尤速，世界經濟恐慌後稍衰。除在國內設立分行外，在殖民地，保護國及外國亦有分支行。

投資銀行供給各企業以長期資本，常組織銀團以承銷證券之發行。地方銀行之營業範圍甚廣，而與其所在地之工商業有密切關係，有專營長期放款者，有專營商業金融者，惟其資金較爲呆定耳。私人銀行在巴黎者有六七家，大抵經營信託業務，其較大者經營商業與承兌匯票及買賣外匯等業務。

四 貨幣市場

巴黎金融市場在國際上雖有極大勢力，終不及倫敦與紐約之宏闊。巴黎不能發展公開市場設備，一部份由於法律與財政上之障礙，基本原因則由於經濟基礎之缺乏。法國商業大都由銀行直接放款及票據貼現以爲週轉。商業銀行則又可充分利用中央銀行之重貼現，故無須依賴公開市場。證券市場則係定期清算，亦不需鉅額資金之週轉，商品市場需款亦不多。因此，巴黎貨幣市場以銀行短期信用爲主，缺乏公開市場之條件。放款

與貼現通常均爲個別交易，由銀行與借款人個別磋商。同樣交易，因個人關係之不同而有不同之利率，故公佈行市大都僅屬名義，不若紐約通知放款利率一律適用對經紀人之放款，不論其數額之大小，往來之親疏，亦不若倫敦之日拆，適用於所有借款人也。

巴黎貨幣市場可分爲四部份：(1) 私人貼現市場 (The Private discount market)；(2) 拆款市場 (The day-to-day money market)；(3) 公債貸借市場 (The market for the location, or lending, of bonds)；(4) 掉期押款市場 (The report money market)。承兌市場原爲私人貼現市場之一部份，因其在國際金融上佔有特殊地位，故另行分述。

私人貼現市場相當於紐約與倫敦之票據市場。惟前者以商業匯票或商業承兌爲主，後者則以銀行承兌匯票爲主。商業匯票之期限自三十天至六個月，票面數額通常在一萬法郎以上。銀行承兌匯票僅佔一小部份，且與商業匯票一律待遇。其間又有少量金融匯票之買賣。商業匯票之供給者爲大公司；銀行承兌匯票之供給者則爲進出口商行。匯票之主要購主爲信用銀行、投資銀行、私人銀行、外國銀行分行、保險公司、鐵路及其他較大之工商機關。此外法蘭西銀行代理外國中央銀行，在此市場購售匯票。其他各大銀行祇有購入而無售出者，因其從票夾中取出求售，違反法國金融保守主義之傳統性也。主要商業匯票之貼現率常較法蘭西銀行之貼現率爲低，惟在金融緊急時，則前者或將暫時較後者爲高。商業承兌與銀行承兌之貼現率同。金融匯票之貼現率則較高約百分之〇·五。私人貼現市場有嚴密之中間人組織。持票人可直接向銀行或其他購主貼現或委

託經紀商號 (Courtier) 代售亦可。經紀商僅負居間之責而不自爲買賣，取佣自 $\frac{1}{32}\%$ 至 $\frac{1}{16}\%$ 。巴黎有主要經紀商號五六家，小經紀號多家。除巴黎貼現公司 (The Compagnie Parisienne de Récompte) 外，從無若倫敦貼現號或紐約票據商之中間人。惟巴黎貼現公司自備資本購買匯票，但數額亦不大。由於缺乏一堅強之組織，巴黎貼現市場所以不及倫敦與紐約者有二：第一，有時不易將鉅數匯票置於一承兌人之手。爲分散信用風險計，購主不願接受一家承兌之鉅數匯票，因此經紀商常須向許多顧客接洽，以便分銷。在倫敦或紐約，則貼現號或票據商均能吸收整批鉅數票據，而後分售於市。第二，巴黎市場之貼現率並不統一，貼現率由購主決定，有時同一出票人所發匯票，其貼現率亦有 $\frac{1}{2}\%$ 至 1% 之差。

巴黎拆款與其他各國之以證券爲抵押者不同。法國商法規定：證券抵押借款未能償付時，債權人須於通知債務人八天以後，始得將抵押之證券拍賣。此一規定大足以阻礙證券押款之流動性。又以此項放款之所得稅率甚高，故巴黎之拆款市場，以證券爲抵押者不甚普通，而另有其特殊之方式。第一種方式乃爲交換支票 (échange de virements)。此與美國之「聯邦資金」放款相類。如某銀行頭寸缺少時，可向他銀行通融。後者貸以本行支票，前者以之存入法蘭西銀行或其他銀行，由此以增加其現金準備。同時借款銀行亦出一同一數額另加利息之本行支票，惟日期墊後一天或二天，交與放款銀行。支票兌現，借款即告清償。此項拆款實等於無抵押之通融借款，且避免放款形式，不必繳付所得稅。第二種方式爲假賣證券 (Pension transaction)。如某銀行需要現款時，可將公債、庫券，或票據售與他銀行，雙方議定於若干日後，售主得按原價另加利息購回。此一辦

法，亦所以避免放款形式，逃避所得稅，且可以避免處置抵押證券八天之限制。惟此種放款自一九三〇年後，因信用收縮與短期國防公債之調換長期，業已衰落。

公債貸借與證券假賣交易有密切關係。是即由一金融商貸給另一金融商以公債，後者用以向第三者作假賣借款。此與美國股票空頭之借用股票相類似也。貸者除得租借費外，並無抵押保障。

巴黎證券交易金融惟賴掉期押款市場。其辦法與證券假賣同。證券多頭如欲掉期，可收貨轉售，約定於下屆交割日得按原價外加利息購回。經營此種押款者為股票交易所經紀人，後者則直接從私人或商號收受放款，按供求情形酌定掉期利率。如需要超過供給時，不足部份須向銀行通融，故銀行實為掉期押款之邊際供給者，而其所取利率較高。此邊際利率即為掉期利率之準繩。因此巴黎市場中之掉期利率，常有變動。

五、承兌市場

法國承兌市場遠在十九世紀已有發展，但大都用以週轉本國之對外貿易，其用以週轉他國間之貿易者殊寡。戰時以法郎跌價，承兌信用中斷，即本國對外貿易，亦多不用法郎匯票，故承兌數量激減。至戰後法郎穩定，巴黎承兌市場有新的發展。此時法國已廢止戰前之跛行本位而採用金塊本位制。法蘭西銀行積儲大量黃金與外匯，法郎成爲世界最穩定通貨之一。政府財政已告平衡，國內經濟復興，外資源源流回，利率甚低而且平穩，爲倫敦所不及。法國各大銀行資力益臻雄厚，又以法國對外銀行關係遠較戰前爲廣，各大信用銀行在殖民地、

保護國及外國，多已設立分行或代理行。另一方面，外國銀行亦多在巴黎設立分行或代理行，尤以英美爲最。凡此種種情形，均爲發展國際貿易金融市場之良好條件。法國金融界亦已有此企圖，決以發展承兌市場爲先驅。蓋承兌市場爲短期資金之最佳出路，且可增加銀行佣金之收入；抑爲矯正法國對外收支平衡計，亦有發展承兌市場之必要。因法國國外存餘過多，一旦有事，忽促提回，足以擾亂國際金融，今如國內有短期投資市場，當可使國外存餘逐漸回返。又爲提高法國之國際地位計，亦有此必要。因此法國政府及法蘭西銀行對於此事頗有具體之獎勵辦法：第一，延長法蘭西銀行接受申請貼現之時間，原定限在上午，至一九二九年十月准予延長至下午三點鐘，俾銀行易於調整頭寸；第二，法蘭西銀行於一九二九年十二月允許若干金融機關以起於貿易之銀行承兌匯票向前者貼現，並得於七天內購回。惟此項貼現率略高；第三，法國財政當局於一九三〇年四月減輕承兌匯票之印花稅率，由百分之〇·一五減至〇·〇二五（按面值計）；第四，法國原有國外貿易銀行（Banque Nationale Française du Commerce Extérieur）及法義銀行（Banque Française et Italienne）等經營國外貿易金融業務。至一九一九年十二月又成立法國承兌銀行（Banque Française d'Acceptation），資本一萬萬法郎，由四大信用銀行，三大投資銀行，一殖民地銀行及二比利時銀行招認。其目的即在擴張承兌市場，以週轉本國及外國之進出口貿易。

自一九二八年後，法國各大銀行之承兌數量激增，至一九三〇年終漸告收縮。一九三二年後，因世界經濟蕭條，大爲減少。法國承兌市場，原有其先天之缺陷：第一，各承兌銀行之資力有限，且除一新設之承兌銀行外，其

他各銀行，並不長於此道；第二，巴黎金融市場範圍不大，且缺乏伸縮性，不能容納大量票據。第四，主要缺點即在法國經濟結構並不能建立一世界金融大市場，蓋法國在世界貿易上並不佔最主要地位也。

自一九三一年英國放棄金本位後，步其後者踵趾相接。獨歐洲大陸以金集團相號召，而法國爲其盟主。法郎在國際匯市有舉足輕重之概。故一九三六年法郎貶值，其波動幾遍全球。終以英、美、法三國貨幣協定之締結，成爲國際匯市之主環。

六 外匯市場

法國外匯市場以各大信用銀行、投資銀行、私人銀行及英、美系等外國在巴黎分行爲其組成分子，而以法蘭西銀行爲主腦。匯市有公定與自由之分。公定市場，由各經營外匯銀行在股票交易所集合買賣，由此所發表之行市卽爲公開市場行市。自由市場則爲各銀行與經紀人以電話直接交易，亦可謂零星交易。法蘭西銀行因保有鉅額國外存餘，常在公開市場以買賣外匯爲管理通貨之工具，足以操縱匯市。自此次巴黎淪陷，法郎一落千丈，各國且無法郎行市矣。

第二十九章 柏林金融市場

概述——公共信用機關——中央銀行與信用統制——商業銀行——貨幣市場——新金融制度

(附) 安姆斯透壇與蘇黎世

一 概述

柏林自普法戰後，成爲一重要之國際金融市場。德國銀行與其他大陸銀行有一特點，卽爲直接參與產業之經營，商業銀行亦經營投資銀行之業務。各大銀行在布魯塞爾、巴黎、倫敦及其他海外國家，尤其是南美，均設有分支行。在通貨混亂時期，各大銀行之承兌業務，完全停頓，海外分支行亦多被沒收。國內流動資本則爲通貨膨脹所毀滅。戰後復興，完全依賴外資。在一九三〇年之末，柏林六大銀行有百分之三十存款屬於外人。各銀行爲應付提存計，不得不保持大量流動資金，抑且不得不一大部份流動資金保持在外匯形態。自一九三一年末，實施外匯統制以後，外資之移動不復影響於柏林金融市場，而外匯市場亦已宣告停閉。

二 公共信用機關

德國銀行可以分公共信用與私人信用機關兩大類。前者爲國立或站在國家立場者。私人信用機關卽爲商業銀行，自一九三一年金融恐慌發生後，已直接受政府之統制。德國中央銀行 (Reichsbank) 正式成立於一八七五年，其任務原定爲買賣金銀與外匯，貼收商業票據，國庫券及以金、銀、證券、匯票，與商品爲抵押之放款，又爲清算帳項之總樞。一九二四年成立之金貼現銀行 (Gold Discount Bank)，原爲吸收外國短期資金而設，與當時之蘭登銀行 (Rentenbank) 相輔而行。後者所發之土地馬克完全爲國內之流通工具。金貼現銀行成立時，曾在倫敦設定五百萬鎊及紐約五百萬美金 (一九二八年增至五千萬元) 之循環再貼現信用 (Revolving rediscount credit)，藉以供給德國工商業以短期資金。工商機關原祇能開發美金及金鎊匯票向該行貼現，一九二七年四月一日起該行亦貼收馬克票據。自外匯統制以後，外幣匯票之貼現亦已停止。

金貼現銀行爲中央銀行之輔助機關，後者所不能經營之業務，往往由前者經營之，尤其於轉移短期資金於資本市場一端。例如一九二六年金貼現銀行在貨幣市場借入鉅額短期資金，以之購買德國中央農業銀行所發行之七釐三年至五年之土地債券。自一九三〇年後金貼現銀行之營業範圍已大爲擴充，其主要業務爲週轉國外貿易。對蘇聯、土耳其等國之貿易常需要長期信用。故該行可以發行債券至五倍於其資本之多。其另一主要業務爲管理各種封鎖馬克。(詳見外匯統制編。)

國立銀行除中央銀行與金貼現銀行外，尙有四大省立發行銀行，其名稱爲 (1) 拜揚省發行銀行 (Die Bayerische Notenbank) (2) 薩克森省銀行 (Die Saechsische Bank) (3) 巴德省銀行 (Die Badische

Bank) (4) 維登堡發行銀行 (Wuerttembergische Notenbank)。除此四大省立銀行，尙有其他無發行權之省立銀行，其主要職務即爲經理省庫，其中在金融市場上最有勢力者爲普魯士銀行 (Preussische Staatsbank) 成立於一七七二年，以「海上貿易」(Seehandlung) 著稱於世，其地位僅次於中央銀行。該行不僅經理普魯士金庫，且亦保管其他公款。中央銀行在法律上不准給付存息，普魯士銀行則可給付存息。以其存款之鉅，故在金融市場之勢力頗大；該行爲最大放款人之一，同時亦爲最大借款人，而於證券市場之放款尤多，同時亦吸收市場上之過剩資金，實具穩定市場之功用。第一次戰前，該行主要營業均在柏林，戰後則與法蘭克福 (Frankfurt) 漢堡 (Hamburg) 科隆 (Cologne) 慕尼黑 (Muenchen) 與德累斯頓 (Dresden) 諸地銀行有密切聯繫。在一九二六年前，該行亦與私人企業往來，以是年頗受損失，故自後該行營業僅限於銀行間之往來而已。其所有交易均由普魯士省保證，盈利亦屬省有。

國立信用銀行 (Reichs-Kredit-Gesellschaft, A. G.) 爲國營事業公司 (Vereinigte Industrie Unternehmen, A. G. 簡稱 VIAG) 所有，亦即間接屬於國家。該公司爲政府所有之執掌公司，用以管理政府參加之企業。此一信用銀行之業務與私立商業銀行同，爲柏林領袖銀行之一，但無分支行，其存款多屬小規模公共信用機關及地方銀行。一九二三年又設立運輸信用銀行 (Deutsche Verkehrs-Kredit-Bank A. G.) 隸屬於德國鐵路公司，用以墊放運費之延期支付，鐵路公司資金均存在該行，故事實上該行等於鐵路公司之財務部。自一九二六年後平均每年存款達五萬萬馬克，在金融市場頗佔地位。惟該銀行之目的在營利，其資金

之運用，常與中央銀行之政策相衝突。自一九二八年一月中央銀行與鐵路公司訂立合同，此後鐵路公司大數資金以運輸銀行名義存入中央銀行，投資時須經雙方同意。

在公共信用機關中，除上述大規模之銀行外，尚有地方銀行(Provincial banks)、公社銀行(Communal banks)及不動產抵押銀行。地方銀行與公社銀行規模均小，分佈全國各省市及公社。其功用相當於省立銀行而為各該地政府之金庫。此外有地方儲蓄銀行，各中心清算局(Ciro-Verfahren)及土地銀行。清算局為便利地方儲蓄銀行間之支付，並使其聯繫於兩大國家清算機關，即中央銀行與郵政清算制，清算局又為其領域內各儲蓄銀行之準備銀行，而將其大部份之保證準備投資於儲蓄銀行承兌匯票、庫券及其他可由中央銀行購買之證券。不動產抵押銀行之主要業務即為長期抵押放款。

三 中央銀行與信用統制

德國中央銀行之功用已在上文提及，握統制全國信用之大權。中央銀行之統制信用須以健全之準備制度為基礎。以前德國中央銀行並不規定存款準備。至一九二四年之銀行法始規定中央銀行存款必須有百分之四十以流動資產，包括國內外即期存款，他銀行支票，拆款及期限在一個月以內之匯票。如此規定，似較別國中央銀行之存款準備條件為寬。蓋別國中央銀行之即期存款與發行同視，故即期存款準備與發行準備之條件同。

全國各銀行及其他信用機關須在中央銀行及其四五辦事處保有存款結餘，以便清算，但其存款數額並不若美國之以法律規定。在中央銀行保持一清算帳項 (Clearing) 最低限度祇須維持一百馬克之結餘。但城鎮銀行在中央銀行辦事處之清算帳却至少須維持一五〇〇馬克之結餘。清算帳數目已自一九一三年之二六一四八戶增至一九三三年末之四二〇五三戶。由於工作資本之缺乏，各銀行在中央銀行之最低限度結餘已較戰前爲少，且僅佔存款總額 1% 至 2%。銀行法規規定中央銀行對清算帳可不支付利息。清算結餘（即期存款）一到月底必減至最低數額，以後逐漸增加，至第三週末常達最高點，蓋所以供月底清算之需。中央銀行即期存款數量與鈔票之流通數量爲相反之變動，而可以反映各銀行對於款項之需要狀況。

德國中央銀行責任之一，據一八七五年銀行法之規定，爲發展一較優之清算制度。當英、美支票制度業已發達之時，德國尙繼續以現金付帳。中央銀行認爲以轉帳方法清算，在德國較爲適宜。且其前身普魯士銀行與一六一九年設立之漢堡清算銀行 (Hamburg Giro Bank) 均已設有清算所以便利各地之轉帳支付。中央銀行於一八八三年始在柏林與十六家大銀行及銀行家開設一支票總會 (Check Association)，同時在六大城市組織清算所。但自一八八四至一九〇九年僅增設九清算所。一九〇八年三月頒佈支票法，一九〇九年始成立郵政支票制。此制爲中等及小規模企業與私人所採用。一九一一年郵政支票辦事處加入各地中央銀行清算所。自後，在此二種制度之間均可不必以現金支付。各地支付清算即在中央銀行開設之清算所舉行，由該行行員司監察之職。清算會員均須在中央銀行立有往來帳，無論有交易與否，每天必須派代表到場。清算範

團包括會員間之一切貨幣債務。清算結餘分別登入清算帳之借方與貸方。一九三三年末全國已有七十四清算所。戰後德國中央銀行與若干外國中央銀行締結清算協定。第一批協定係在一九二七年與奧、匈，但澤、瑞士及捷克斯洛伐克訂立。一九三〇年清算協定已增至二十餘國。

德國中央銀行統制信用之方法以貼現政策為主，目的在制止過度投機及維持德匯之穩定。自通貨穩定之日以迄一九三一年，金融恐慌發生之時，此一政策大抵決定於世界主要金融市場之情形與各國對德國之信心程度。除對外之考慮外，此一政策之運用常以降低高昂之利率為對策，驅使短期資金流入資本市場，藉金貼現銀行之助力以完成其使命。此一政策之實施可用下列三種方法：(1)貼現率，(2)信用配給 (Distribution of credit)，(3)直接干涉，以駕馭各大銀行，使其就範。此三種方法，雖以貼現率之升降為主，信用配給與直接干涉在不得已時行之，但未始非常用也。美國聯邦準備銀行之統制信用以公開市場政策為主，德國中央銀行則以貼現率為主，此為一顯明之比較。茲就德國中央銀行貼現政策之三種方法分述於後：

(1)貼現率 通貨穩定以後，德國之利率甚高，常在一分以上。惟貼現率較公開市場利率為低，因此銀行及工商業均捨公開市場而向中央銀行借款，於是後者之放款數量激增。在一般情形之下，中央銀行必將提高貼現率，但提高貼現率，恐有礙經濟之復興，故中央銀行不提高貼現率而改採信用配給政策。至一九二六年初，以外資供給甚暢，乃停止信用配給政策而仍以貼現率為統制信用之主要工具。但外資之源源供給使貼現政策之效果減低。德國自恢復金本位迄一九二六年八月二十三日以前，中央銀行釘住馬克匯價於四·二馬克

合一美金。銀行及工商業向中央銀行貼現，須出較高之利率，故常借用外資，出售其對外國銀行開發之匯票於中央銀行，至資金多餘時，再向後者購回。匯率既已釘住，借用外資，已可不負匯兌風險。因此中央銀行之國內匯票貼現數量大減，而黃金與外匯之數量激增。一九二六年八月二十三日中央銀行放棄匯率釘住政策，使借用外資者負匯價漲落之風險，貼現政策之效力為之增加不少。往後因政治及金融風潮等事故，資金急遽逃走，貼現率曾一度提高至一分五，短期押款利率 (Lombard rate) 達二分，同時並實施嚴格之外匯統制，馬克始得免於崩潰。自外資凍結以後，德國不復能向外借款，於是中央銀行之貼現政策不再受國外金融中心之影響，而完全取決於國內之經濟需要。

(2) 信用配給 德國金融市場自一九二四年至一九三一年與世界金融市場有密切之聯繫，而中央銀行之貼現政策大部份取決於國外金融中心之情形。當外國金融市場對柏林之信心未變時，後者之利率提高即能吸引外資之流入，中央銀行之貼現政策常適應於此一需要；迨柏林失去國際信用以後，不但新款不能再借，舊款亦被紛紛提回。一般銀行及工商業亦紛紛購結外匯以補空頭或謀資本之逃避。此時中央銀行首先負責供給外匯之責任，遂致外匯與黃金激減，提高貼現率已不足以挽此狂瀾。中央銀行乃再度實施信用配給政策，對每一借款人，無論銀行或工商業，規定借款限額，此一政策不但可以限制購買外匯，以圖資本之逃避，抑且有迫使銀行及工商業吐出外匯，以資週轉之效力。

(3) 直接干涉 一九二七年五月德國證券市場投機狂熱，中央銀行總裁沙赫德博士強制柏林各大銀

行減少證券掉期及短期押款(Report and Lombard loans)以制止股票投機與物價之高漲，此二者足以使進口增加，出口減少，中央銀行之外匯負擔加重。貼現率已失其效用，信用配給亦告無效，蓋中央銀行雖限制信用，但尚有外資可供利用也。制止資金流入證券市場之惟一手段即為中央銀行直接施壓力於商業銀行，其辦法為以後中央銀行供給各商業銀行重貼現之便利，須視借款銀行資產之流動性而定。後者如欲向中央銀行添借款項，必須增加其資產之流動性。如此則商業銀行不得不收縮信用矣。

戰後公款之運用在金融市場之勢力甚大，而在德國為尤著。蓋公款為數至鉅，或為中央政府所有，或為省有，或為市有，或為國營公司之公積金，尤以鐵路、郵政及保險公司為最。戰前此類公款完全由中央銀行與普魯士銀行分別掌管。後者處理此項資金，完全謀市場之利益。但自一九二四年通貨穩定以後，各政府機關咸圖自行管理其資金，而不顧其對於市場之影響為何如；各種公款之處置常有與中央銀行之貼現政策相違背者，故該行總裁謀所以集中此項資金於一二機關之手，俾與該行之政策相輔而行。自後德國大部份公款由中央銀行、普魯士銀行、運輸信用銀行及一小部份由私立銀行保管運用。

四 商業銀行

德國中央銀行雖直接與公眾交易，但其主要影響常通過商業銀行而表現。商業匯票為德國商業金融之主要信用工具，常在商業銀行貼現。如匯票上有第三者——如銀行——簽字，即可在中央銀行貼現，此項匯票

期間不能過三個月。因中央銀行並非無限制吸收匯票，故另有一票據市場爲調節，其售方爲中小銀行，而以普魯士銀行及國家信用銀行爲最大之買主。

德國商業或信用銀行分爲兩類：一爲公司組織，一爲合夥企業或有限公司。德國商業銀行之不同於英美者即在其營業範圍之較廣，短期放款與長期投資兼營，除不動產抵押放款外，商業銀行經營一切銀行業務。各大商業銀行均擁有若干工業。在某一銀行支配下之工業即向該銀行通融短期資金及長期信用。近年來商業銀行承銷股票及債票等投資業務已大見減少。商業銀行又兼營股票經紀業務，每天派高級行員往交易所作買賣，故買賣證券之佣金爲德國商業銀行之主要收入。至若其他商業銀行業務如往來存款、短期放款、商業票據貼現、證券放款等項與英、美諸國同。分行制度亦殊發達。柏林各大銀行之分支行佈滿全國。其國外業務不採分行制而由德僑銀行或聯號 (affiliations) 爲代理。戰後德國銀行在荷蘭頗爲活動，設立許多聯號銀行，但自一九三一年七月之金融風潮後，各銀行採取緊縮政策，在國內收歇有競爭性之分支行，在國外之聯號則多宣告清理。近年以來，銀行合併之趨勢甚著，而以一九三一年金融風潮發生以後爲尤甚。今存者以德國貼現銀行 (Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft) 德萊司敦銀行 (Dresdner Bank) 私人商業銀行股份公司 (Commerz- und Private-Bank Aktiengesellschaft) 柏林營業公司 (Berliner Handels-Gesellschaft) 及國立信用銀行爲柏林之最大銀行。除此五大商業銀行外，尚有三大省立銀行，是即慕尼黑之拜揚票據抵押銀行 (Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank) 與拜揚聯合銀行 (Bayerische Vereinsbank) 及來

比錫 (Leipzig) 之大衆德國信用銀行 (Allgemeine Deutsche Credit-Anstalt)。

柏林各大銀行之資本與公積金戰後大爲減縮，而一九三〇年之存款則較戰前增加一倍。此項存款之增加，自通貨穩定以後，大部份爲來自國外之短期資金。爲抵補此項外人存款計，德國銀行在國外亦保有鉅額存款，以供支付。外人存款與國民存款之關係不同，當金融市場騷動時，國民提取存款隨將紙幣退藏外，不致於使流通數量減少；但如外人提取存款必將用以購買外匯，結果中央銀行之外匯與黃金減少而致信用之收縮。德國銀行除外人存款外，又代客在國外獲有大量承兌信用，因此更不得不保持其資產之流動性。所謂流動性之資產包括現金，存放國內外銀行結餘，匯票證券放款及貨物押款等項。一九三〇年之大選極右與極左兩派之鬥爭趨於尖銳化，於是外人紛來提存，至德、奧關稅同盟之宣佈而益亟。一九三一年五月，奧大利信用銀行 (Austrian Credit-Anstalt) 不穩之消息傳佈後，提存變爲擠兌。計先後被提達二十九萬萬馬克，益以德國證券之大量出售與資本之逃避，總估資金之流出達三十五萬萬馬克。六月二十五日德國中央銀行自國際清算銀行、美國聯邦準備銀行、英蘭銀行及法蘭西銀行獲得一萬萬美金之二十天信用，此外美國金融界又另放五千萬元與金貼現銀行，然皆頃刻而罄，仍無以挽回信心，制止外人之提款。自德國最大之紡織廠，北德毛織廠 (Nordwolle) 倒閉，與該廠有關之達姆城國民銀行 (Darmst Bank) 頓遭擠提。柏林金融界不明擠提之蔓延性，未能集全功以救之，該行遂於七月十三日停止支付，數小時內，全國銀行均告擠提，雖該行存款已由政府出而担保，亦無濟於事。德國政府知不復能從國際清算銀行獲得充分接濟，乃決定採取空前之緊急處置，卽於是日

(七月十三日)命令全國銀行停止現金支付及銀行間之清算二天。七月十五日命令所有外匯交易與對外支付集中於中央銀行及其指定之代理機關。十六日銀行復業，准許作有限制之支付。八月一日對內提款之限制完全取消。七月二十九日德國債務人代表與英、美銀行代表在柏林商定暫行制止提存之合同。九月乃締結停付協定(Standstill Agreement)。

在銀行恢復對內無限制支付以前，設立兩大機關以增強金融機構與扶助弱小銀行，其一為清算總會，包括全國各主要銀行，其二為柏林承兌與保證銀行(Acceptance and Guaranty Bank of Berlin)由中央銀行、金貼現銀行及其他若干大銀行合組而成，資本定為二萬萬馬克，其目的為承兌不能在中央銀行重貼現之匯票並謀貼現市場之復興。經該行承兌後之匯票即可向中央銀行貼現。一九三二年改名為承兌銀行。

一九三一年九月政府以命令建立銀行監督制度，一九三二年二月頒佈銀行改組計劃，而以合併與集中為依歸。一九三四年銀行法頒佈以後，銀行監督制度，益臻完密。全國金融機構置於政府統制之下，見本章第六節。

五 貨幣市場

柏林金融市場可以分為四組：第一組為承兌市場，又稱貼現市場；第二組為拆款市場。此一市場又可細分為四小組：(1)日拆放款(Day-to-day money)；(2)1月期放款(Monthly money)；(3)月結放款(Tri-

simo money)其期間自任何一天起至證券市場交割日爲限；(4)掉期放款 (Report money)。第三組爲短期押款市場 (Lombard loan market)。第四組爲外匯市場，自一九三一年金融恐慌以後外匯業務已集中於中央銀行，又以外匯限制甚嚴，匯市不復能發生作用，故已失去其重要性。以上各種金融市場，實際上均受大銀行之操縱。彼等常有規定利率之權。但除貼現率與證券放款利率外，其餘各市場之利率，均無公定利率。交易大都在電話中進行。各市場有密切之聯繫，利率之變動亦屬一致。各市場利率之高低，並不能左右銀行之投資政策，例如一月期放款利率雖較銀行承兌或日拆利率爲高，銀行爲保持資金較高之流動性計，寧投資於後二種市場。

承兌市場或貼現市場之主要交易對象爲銀行承兌匯票，經銀行背書之商業匯票，及短期庫券。承兌銀行或銀公司不下百餘家，但經常作承兌者不過五十餘家。銀行承兌匯票分爲二級：第一級爲三十天至五十五天之短期匯票，第二級爲五十六天至九十天之長期匯票。此二種匯票票面均在五千馬克以上。戰後中央銀行在承兌市場之地位大見增高。貼現率係由中央銀行與各大銀行協同訂定。但前者並不直接向承兌銀行購買匯票，因其購入之匯票須經三人簽字，方爲合格，故各銀行常有交換承兌，以適應此一條件者。一九一三年前柏林承兌市場對國內與國外均佔重要地位。在通貨膨脹時期，馬克承兌匯票殆已絕跡。至一九二五年四月一日以後，承兌市場雖告恢復，但承兌數量僅及戰前百分之四十。其主要原因有二：第一，柏林銀行公會會員銀行限制承兌數量至資本及公積金百分之五十，在戰前則可達百分之一百。此因戰後承兌市場購主較少，如承兌數量

不減，其貼現率必將提高也。第二，由於柏林金融市場利率遠較其他各國為高，故德國進出口商常向外國金融市場覓取承兌信用，以資週轉。柏林各大銀行為適應此一需要起見，與國外銀行約定承兌信用以供本國進出口商之需，一九三〇年末，其數達一九八〇百萬馬克。一九三一年後，外人不冉購買馬克承兌匯票，中央銀行與普魯士銀行遂成為柏林承兌匯票最大之購主。除銀行承兌匯票外，經銀行背書之商業承兌匯票亦有交易。其貼現率較銀行承兌匯票略高。短期庫券在戰前與銀行承兌匯票有同等地位。自戰後至一九三三年十一月，因中央銀行所能吸收之數量以四萬萬馬克為限，且其承受之庫券須由信用地位優越之銀行簽字，故在公開市場交易之庫券數量已屬較少。庫券期間通常以三個月為限，可向中央銀行作借款之抵押品，得按市價百分之九十五押款。

拆款以一天為計算單位，得在二十四小時內結清，結清時間以上午十二點鐘以前為限，逾限須延至第二天上午。大銀行之拆款，如欲收回，須徵得借款人之同意，普通放款人則不受此限。蓋前者每天有鉅額資金拆放，當週轉不靈時，祇須停止供給即可，不必收回舊款也。拆款交易係在證券交易所或在銀行舉行。銀行公會會員可不必繳抵押品，非銀行公會會員則須以證券為抵押。大銀行間之拆款視作同業存放，拆息係由貸借雙方逐日議定。無抵押拆款大抵係應暫時性的現金需要或暫時使用剩餘之資金。例如銀行應顧客之要求貼放鉅額款項，貼放銀行則轉向市場拆進，以為抵補。然後再以合格之票據向中央銀行請求重貼現或將其其他資產變現，以償還拆款。抵押拆款係由經紀人及小銀行借入，以週轉證券之買賣。放款人大都為柏林之大銀行及國家銀

行。拆款市場實爲銀行剩餘資金之蓄水池，而與其他市場，尤其是貼現市場，有密切之聯繫。拆息雖較私人貼現率爲低，銀行寧置其剩餘資金於拆款市場，以其易於收回也。若購入承兌匯票，需款時，必須轉售，若遇貼現率提高時，有受損失之慮，殊不若拆款之活動也。此外尚有獨天拆款 (Eintagesgeld)，與美國之「聯邦資金」(Federal funds) 相類。拆放辦法係由拆出銀行出一當天支票與拆進銀行，後者則出一第二天支票連同本利以爲交換。此項拆款係用以抵補清算機關之借方差額，蓋清算機關不許會員有透支也。

定期放款 (Termingeld) 包括半月期一月期，自一月至六月期及掉期放款。此項放款大都爲銀行間之交易。大銀行借款無須抵押，小銀行則須以證券作担保。利率亦係由借貸雙方個別議定。與此相類者有月結放款，其期間以一月爲限，或短於一月，均於月底結帳，其有超過一月者，利率須較高。普魯士銀行供給月結放款最多。

短期抵押放款爲銀行對顧客及同業之放款，以證券或貨物作担保。戰前抵押證券均係政府公債，現則大部份爲股票。此項借款之用途甚多。市場利率較中央銀行利率略高。

掉期放款完全以股票作抵押，以週轉股票掉期交易之用，通常以一月爲期。例如 A 銀行爲顧客購入六月底交貨之證券，如顧客未能付款，可請求 A 銀行代爲收貨。倘 A 銀行不能墊發現款，可在掉期放款市場通融。其辦法，由 A 銀行將六月期證券售與放款人 B，同時向 B 購入七月期。至六月底由股票清算所向 A 收進六月期貨而轉交於 B。至七月底向 B 收回七月期貨轉交於 A，A 則將本利付還與 B。此項掉期交易按交割日行市在

股票清算所結帳。掉期差價，分別登入雙方之帳。此項借款利息最後由A銀行之顧客支付。

短期押款與掉期押款，雖均為週轉證券交易，但二者之性質頗有不同。前者之放款人須自行審察抵押之證券是否足數，後者之放款人則有股票清算所之保證。借款人清償本利，取回原貨。掉期押款通常用於期貨交易，其利率較短期押款為高，此因短期押款之借款人通常為正規之顧客，在放款銀行有較多之存款。故各大經紀商號均利用短期押款以週轉其股票交易。又因掉期押款完全用於股票交易之週轉，其利率隨股票市場之情形而定。當股市上升時，掉期利率隨以提高。如在空頭佔優勢時，賣方亟需借用股票，以供交貨。此時掉期押款之貸放人亦有拋空，正需羅致證券，寧願不取利息，以求獲得現貨，甚則有反給升水或倒貼利息與借出證券者，是名為「反掉期押款」或「證券借款」(Depository)。掉期押款之主要貸放人為銀行公會會員及國家信用機關。

六 新金融制度

德國於一九三一年九月十九日建立銀行監督制度，設置全國銀行監督專員 (Reichs-Commissioner for Banking) 與銀行管理局 (Banking Board) 局設理事五人，以中央銀行總裁為理事會主席，副總裁，銀行監督專員，經濟部及財政部秘書長為理事。銀行監督專員為該局行政長官，直接對經濟部負責。一九三四年十二月五日頒佈之銀行法繼續並擴大銀行監督制度而為全國信用監督制度。銀行監督專員與銀行管理局改

組爲全國信用監督專員 (Reich Commissioner for Credit) 及信用管理局 (Credit Supervision Board)。信用管理局隸屬於中央銀行。局設理事七人，以中央銀行總裁、副總裁爲正副主席，其餘五人爲元首特派員，內政部、財政部、經濟部及糧食部秘書長。信用監督專員不復爲該局理事，但得列席理事會。正主席掌統制信用之全權。信用監督專員由元首任命，其職務除繼承以前之銀行監督專員外，又負管理許可制之責任。此許可制係在一九三四年銀行法中規定，凡以後設立新銀行、分支行、代理機關及清算制度，均須經監督專員之核准。

該法又規定銀行資產之流動性。銀行負債總額，減去第一等及第二等之流動資產外，不能超過資本額百分之若干，此百分數隨各種性質不同之銀行而異，但所有銀行均得維持五與一之比。第一等流動資產規定爲現金及在中央銀行之存款；第二等資產爲九十天商業票據及可以向中央銀行押款之證券。存放同業不認爲流動資產。現金準備必須對負債總額減去儲蓄存款維持一定之百分比。此百分比由信用管理局按各銀行之性質規定之，但不超過百分之十；第二級準備亦由管理局規定，至多以百分之三十爲限。此外如股票債票、地產及其他固定投資，亦分別加以規定。銀行放款對於超過五千馬克無抵押之信用必須審視借款人之財政狀況；給予一借款人之信用不能超過放款銀行資本之某一百分比，其百分比由管理局定之。聯號工商機關視爲同一借款人。凡一借款人對某一信用機關在一個月內所負債務超過一百萬馬克者稱爲「鉅額信用」(Hochbetrag)，必須按月向監督專員報告。如一借款人在數信用機關獲有信用，監督專員得將該借款人負債總額及其債權人通知有關信用機關。該法又規定儲蓄存款專供投資之用。提取儲蓄存款必須繳示存摺，不得互相清

算或使用支票。未經通知之提款每摺每月不得超過三百馬克。管理局有權規定儲蓄存款之投資。

一九三九年六月頒佈修正中央銀行法，規定中央銀行直接隸屬於元首，通貨政策由元首裁定之。一九三九年九月十五日起，由經濟部部長代替管理局，管理全國信用制度。監督專員則改爲國家監督局，二者間之職務分配則仍舊制。經濟部決定銀行及信用政策之方針而與中央銀行共同商酌之。負責實際監督之責任者則爲國家監督局。

修正之中央銀行法廢除比例準備制，現金準備，不復以明文規定。唯發行鈔券必須以該行得以買賣之票據，庫券及拆款等爲準備。經此改革，中央銀行對政府之信用放款及其吸收政府證券之限度，皆已具有極大之伸縮性，而鈔券之發行亦可視業務之需要而增加供給。

據一九三九年德國中央銀行年會報告書云：「通貨政策，循既定方針進行，即在開戰後亦維持不變。爲維持德意志通貨國內外之價值計，一九三三年以來曾施行種種經濟方策，如工資統制、物價統制、公私債與投資之統制、原料、對外貿易及匯兌管理等……」

「戰爭開始之初，作爲特殊的通貨技術上之措施者，其一爲暫時停止關於整理蘭登銀行紙馬克之諸種法令，而恢復蘭登馬克之使用；其二爲強調中央銀行法第三十二條，嚴懲貨幣之窖藏；並增發小額紙幣及輔幣，以適應新擴張領土內之需要。」

「在信用政策方面，其一爲以產業經濟及國家爲保證，講求種種信用之擴張，以滿足公私經濟之需要，充

分子以金融上之援助。參加此項信用發放及調整事業之機關爲德意志工業銀行、飛機公司支付所，及國立信用銀行等。其二爲根據一九三九年九月十九日之法令，國防軍之定貨，一律實行貨價預付制度。此項制度，對於戰時經濟之運用，實爲最有力之支柱。

「爲充分滿足國家財政之需要，一九三九年五月初，原已實施新財政計劃，准於在租稅收入不足之部份，全部發行租稅證券以彌補之。根據一九三九年十月二十二日法令，國家購買或支付中，一律搭用租稅證券四成。」

此外關於黃金外匯及貿易之新措施，另詳外匯統制編。

附一 安姆斯透壇

安姆斯透壇之成爲國際貿易與金融市場，遠在十五世紀末期。十六世紀以後，荷蘭之商業活動由歐洲而伸張至遠東及新大陸。至十七世紀承葡萄牙而爲殖民帝國。海上貿易，獲利至鉅，國富大增。其間雖經拿破崙戰爭之摧折，不久即告恢復。前次歐戰因荷蘭保持中立，福祿林穩定如常，安姆斯透壇成爲國際遊資之避難所，外匯交易大增，其在國際金融上之地位突然提高。各國通貨穩定以後，倫敦、紐約、巴黎，成爲世界金融三大中心。以前避居安姆斯透壇之資金紛紛撤回，但安市仍不失其爲世界金融市場，繼續週轉中歐諸國之貿易。外國銀行在安市設立分支行者甚衆，尤以德國爲最。其承兌市場繼續發展，而爲歐洲大陸最重要金融市場之一。一九三

一年之金融恐慌，荷蘭大受打擊。初則德國資金逃入安姆斯透壇，使荷盾堅強。乃為時未久，英國放棄金本位，荷蘭為之震動。第一，荷蘭銀行在倫敦之存款甚鉅，損失非淺；第二，鎊價低落，予荷蘭海外貿易與航業以競爭之威脅。於是荷盾信用亦呈動搖。嗣經荷蘭銀行總裁衛叟林博士（Dr. Vissering）維持金本位之宣告，並維持黃金市場之自由，自一九三一年至一九三三年金融恐慌時期而不墮，益增安姆斯透壇在國際金融上之地位，直至一九三六年金集團崩潰，荷盾亦未能獨存矣。

荷蘭為現代銀行制度發源地之一，其初規模甚小，至二十世紀初隨英、德諸國銀行之集中與合併，各小銀行亦漸次歸總，於是全國銀行業務亦已集中於少數大銀行之手。

荷蘭銀行有一特點，即其資本及公積金佔存款總額之比率甚高。此一比率在一九三二年英國各大銀行為百分之七·四，法國為百分之九·五，而荷蘭達百分之二十八。此因荷蘭商家常將其流動資金直接在股票交易所作一月期放款（*Prolongatie loans*），一般市民亦慣於投資證券。又以荷蘭之銀行支票制度不甚發達，而為郵政儲金、郵政支票及轉帳業務所代替。荷蘭各種企業多具有國際性，故不得不在國外銀行存放款項，此亦為國內存款稀少之一因。

荷蘭各大銀行亦係商業與投資兼營，惟其與工業之關係不若德、奧、匈諸國之密切。兼營證券經紀業務，却為荷蘭銀行之特點。納受蘭德銀行（*The Netherland Bank*）為荷蘭之中央銀行。此外有省立銀行、殖民地銀行、承兌銀行及外國分行等。除中央銀行外，殖民地銀行亦有發行權，而以爪哇銀行（*Javasche Bank*）為最著。

週轉國際貿易者有三大國際承兌公司，即納受蘭德承兌公司，安姆斯透壇國際銀行，及國際信用公司。荷盾匯票雖早已通行於國際，承兌市場之發展却為前次歐戰以後事。承兌者為荷蘭銀行，德國銀行及上述三大國際銀行。

附二 蘇黎世

瑞士雖為一小國，但亦為國際資金之集合地。前次歐戰時，亦以置身局外，通貨保持穩定，國際資金避居瑞士者殊多。戰後蘇黎世（Zurich）與柏斯爾（Basle）代替維也納與柏林之地位而為中歐之貸款市場，短期放款與長期放款均甚充沛。

瑞士以政治組織偏於地方分權，全國劃分為二十五州，州各有自治權，故瑞士金融市場並不若英國之集中於倫敦，荷蘭之集中於安姆斯透壇也。蘇黎世金融市場之交易最盛，其次為柏斯爾，又其次為日內瓦。

瑞士銀行制度亦與其他大陸國家同，州立銀行與私立銀行競爭；不動產抵押與儲蓄銀行亦營貿易金融業務；各大商業銀行則兼營長期抵押放款，買賣證券及收受儲蓄存款業務。

瑞士所以成為國際金融市場，第一由於瑞士銀行制度具有容納外資自由移動之伸縮性；第二，瑞士銀行資金充沛，在平時可以供給國際金融之需要；第三，瑞士法郎為世界最穩定通貨之一；第四，瑞士銀行有處理外匯交易之經驗與設備。又以地處歐洲中心，為大陸商賈之所輻輳，宜乎有國際金融市場之存在。惟瑞士究非龐

大之商業國家可比，無重要之商品與證券市場，進出口貿易之數量亦不大，故其短期資金之出路不廣。因此瑞士國立銀行 (Swiss National Bank) 並不鼓勵國際金融市場之發展。彼深知國際短期資金之騰集於瑞士，非為利用乃為避難而來也。

第三十章 上海金融市場

概說——內國銀行——錢莊——外商銀行——拆款市場——票據市場——匯劃與劃頭——戰時之匯劃

通貨——準備與清算制度——外匯市場

(附) 上海之外幣市場

一 概說

上海、天津、漢口與廣州爲中國四大金融市場，而以上海爲總樞。蓋上海不但爲全國商貨集散之中心，抑亦爲全國最大之工業都市。就對外貿易論，上海佔百分之五十以上，棉紡、繅絲與麩粉三大工業，上海亦佔其半數以上。上海有現代之商品市場與證券市場，有規模最大之商號與百貨公司。外商企業與銀行即以此爲大本營。國家銀行與商業銀行之總行，均設立於此，而物質享受之繁華爲全國之冠，重以連年內亂，農村騷動，擁有資產者遂視租界爲樂土，資金愈益集中，使上海爲畸形之發展。

中國現代都市之興起，爲外來資本主義經濟勢力侵入之結果。中外互市，遠在明季，而集中於廣州一隅，並特設「商行」(Cohors)爲外商來華交易之所。鴉片戰後，增開上海、寧波、廈門、福州爲商埠。經英、法聯軍之役，

更增開天津、漢口等九城爲商埠。上海以地位適中，有良好之港口，爲水陸交通之所輻輳，故其後來之發展，不僅居全國商埠之首，卽在世界各大商埠中，亦佔一優越之地位。在列強支配之下，上海完全爲一國際化之都市。

當初中外互市，皆係以貨易貨，亦有攜銀元銀貨來華，作爲支付手段者，其初多屬西班牙本洋，中國自印度輸入鴉片，亦由廣東運銀洋至孟買，以爲支付，尙無所謂國外匯兌。自上海開爲商埠，外商雲集，貿易重心，漸移於此。隨之而有外國銀行分行之設立，而以英商麥加利銀行開其端，經營鴉片及棉花商之貼現、押匯等交易，時在一八五三年（清咸豐三年）距開埠時僅十一年耳。其後十四年（一八六七年）匯豐亦設分行於上海，原以溝通香港及其他英屬貿易金融爲目的，初爲中外合辦，其發起人包括英、德、美諸國之商人，嗣以全權落於英人之手，乃成爲後來勢力最大之英商銀行。繼之而設立者有英之有利銀行，法之東方匯理銀行，日本之正金銀行，德國之德華銀行，義和團事件後，有美國之花旗銀行，比利時之華比銀行，荷蘭之噶喇銀行以及日本之臺灣銀行等。自外商銀行設立以至前次歐戰以後，約七十年間，我國對外貿易，全在外商之手；對外匯兌，卽由各該國銀行分別經營，並各爲其本國進出口洋行融通資金。

自太平天國事件以後，本洋缺乏，上海外商乃採用一種記帳貨幣，代表五二五格蘭純銀，自一八五七年後，遂爲上海對外貿易之計算單位，所謂規元是也。直至廢兩改元以後，對外匯價始改以銀本位幣計算，但外商交易仍有沿用規元者。

華商與外商間交易之週轉則以舊式金融組織——錢莊是賴。錢莊所出莊票頗得外商之信任。例如華商

向洋行定貨，洋行自國外輸入，向其本國在滬銀行做進口押匯。貨到以後，即通知華商，俾其預備付款取貨，華商亦可分批提取，將所提貨價，折合規元，以莊票交付洋行。洋行出一提貨證，連同莊票送交銀行，銀行如對莊票不發生問題，即收入洋行之帳，一面再由銀行出一提貨證送交堆棧，後者即將貨物照章由華商提出，而付銀行之帳，同時銀行即將外國寄來之外幣匯票，折合規元，付洋行之帳，收付相抵，其差額即係洋行之利益，至外幣匯票則由銀行以外幣匯付外國之出口商。至若出口洋行向華商採辦土貨，則付以外商銀行之支票，華商以之交錢莊代收，因此，外商銀行與錢莊發生收解關係。當進口多於出口時，錢莊應解多於應收之數，反之則為應收多於應解，其差數常以現銀清算。此外，外商銀行亦常以剩餘資金拆放與錢莊。惟外商以言語隔閡，未諳本國商情，故銀行及洋行皆僱有資產殷實之華人為買辦，對於華商交易，由彼負責介紹，而取其佣金為酬。舉凡莊票之別擇，規銀之鑑定，匯票之買賣，皆由彼等經手，外商銀行對錢莊之拆款，別無抵押品，完全由買辦作担保。故買辦實為最初溝通中外金融之居間人。

自太平天國以後，至光緒中葉，其間近四十年，外商銀行在滬設有專行者凡六家，而中國金融界除數十家資力薄弱，組織簡單之錢莊外，尚無新式銀行。光緒中葉後，始有中國通商銀行之設立，時在一八九七年，為吾國私立銀行之鼻祖。其後八年有戶部銀行之設立，戶部銀行者，即清季之大清銀行，為今日中國銀行之前身，其後四年，郵傳部提議之交通銀行成立，浙江興業銀行及四明銀行亦於是年成立。浙江興業為全浙鐵路之金融機關。自民元以後，上海銀行事業，發展甚速，民國元年至十年間，先後成立者，近三十家，民十以來又增三四十家。總

計華商銀行之數，已達七八十家。在一二八淞滬抗戰之役以前，華商銀行之勢力，尙不及錢莊。其間收解，須委託匯劃莊，經由匯劃總會清算。華商銀行須在錢莊存放準備金，以供清算之需。自票據交換所成立以後，華商銀行隱然爲上海金融界之中堅，而錢莊經民國二十四年金融恐慌以後，漸有式微之趨向。

中國金融制度迄猶缺乏統系，準備分散，發行分散，國家銀行未能完全擔負中央銀行之責任。以前中國銀行雖有代理國庫及發行紙幣之特權，然事實上離開中央銀行之地位甚遠。民國十三年廣州有中央銀行之組織，十五年復成立於漢口，十六年政府有中央銀行條例之頒布，正式之中央銀行遂於是年十一月一日開幕。而將中國銀行改定爲國際匯兌銀行。但中央銀行在成立以後，仍未能集中發行與準備，爲銀行之銀行，在法幣政策實施前一年，正當金融恐慌嚴重之秋，財政當局，以增加官股方式使中、中、交三行成爲三位一體，同時並將幾家發行銀行，以人事改組方式予以實力援助與實際監督，由是中國之金融機構漸有集中之趨向，至法幣政策之實行，始將發行加以集中。但準備尙未達到集中之地步。八一三前，立法院方有中央儲備銀行法之通過。抗戰軍興，中央銀行改組爲儲備銀行之事暫寢，而有中、中、交、農四行聯合辦事處之設置，爲統制戰時金融之中樞機關。惟自國軍西撤以後，上海已爲政府權力所不及，徒以租界及國際關係，成爲一無羈束之自由市場，集全國之遊資，成投機之淵藪，而外匯黑市，實爲中國戰時經濟體制之贅疣，恐將與戰事同其始終焉。

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

以代表中國新興資產階級之勢力。茲分述其概略於後：

二 內國銀行

上海內國銀行，就其形式論，已屬名目繁多，應有盡有，究其內容，則各行所營業務，實無甚分別。就其地位論，可分國家銀行與普通銀行二大類。國家銀行包括中央銀行與特種銀行——中、交、農、普通銀行包括商業銀行、儲蓄銀行、實業銀行、專業銀行及華僑銀行。此外尚有各省市銀行之分支行，茲分別略述於左：

(一) 中央銀行 中央銀行正式成立於民國十七年十一月一日。由中央銀行條例，明定為特定國家銀行，由國民政府設置經營之。一次撥足資本二千萬元，二十三年四月資本總額增加至一萬萬元，並規定設總行於首都所在地。其業務可分為特殊與普通二類。特殊業務為：(1) 經理國庫，(2) 發行法幣，(3) 發行關金庫券，(4) 募集並經理內外債，(5) 掛牌公佈標金、關金及外匯行市，(6) 收存各銀行準備金。普通業務包括：(1) 收受存款，(2) 辦理銀行清算，(3) 為國庫證券及商業確實票據之買賣貼現或重貼現，(4) 辦理匯兌及發行期票，(5) 買賣生金、銀及外匯，(6) 買賣政府發行及保證之公債，(7) 以生金銀及公債為抵押之放款，(8) 信託業務。中央銀行採分行制，全國主要各省市縣，均有分支行之設立。並得在國外重要金融市場，如倫敦、紐約、巴黎、大阪等處設立分行或代理處。同年八月，又撥資金一千萬元設立中央信託局，辦理購料、儲蓄、信託事宜。近年以來，業務發展迅速，對於調劑金融，頗能為有效之措施。如二十四年之金融恐慌，對上海銀錢業放款達一千二百

萬元，對川、湘、贛、皖、魯、閩各省，亦以鉅款救濟當地金融，使均能安渡難關。同年十一月四日實施法幣政策以後，中央銀行地位益加增高。七七事變既起，金融極度緊張，即由中、中、交、農四行合組四行貼放委員會，以周濟市面。八一三後，按部定非常時期安定金融辦法，另組審核委員會審核限度以外之存款提取核准事宜。至二十七年三月十四日實施統制外匯，辦理申請外匯之審核事宜，及組織內匯管理委員會審核國內匯款。二十八年九月八日設四行聯合辦事總處，由中央銀行總裁擔任該處主任職務，二十九年八月由經財兩部公布管理銀行暫行辦法規定：「銀行經收存款，除儲蓄存款應照儲蓄銀行法辦理外，其普通存款應以所收存款總額百分之二十為準備金，轉存當地中、中、交、農四行任何一行，並由收存行給以適當利息。」此一法案，實為集中準備之嚆矢。將來中央銀行改組為中央儲備銀行以後，健全銀行制度之確立，必有水到渠成之勢也。

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

之分行。二十四年兼辦儲蓄業務。其地位與信用爲全國銀行之冠，所發兌換券，歷史甚久，流通亦最廣，最得民間之信任。

(三) 特許實業銀行 交通銀行爲政府特許，「發展全國實業之銀行。」該行成立於前清光緒三十四年，經管路、電、郵、航四政款項，並得「受政府之委託，分理國庫，」及「受政府之特許，發行兌換券，」又得經營國內外匯兌及跟單押匯。及民國十七年十一月，國民政府重頒條例，規定爲發展全國實業之銀行，資本總額一千萬元，官股二成，商股八成，並於條例內規定該行承辦下列各項業務：(1) 代理公共實業機關，發行債票，及經理還本付息事宜；(2) 代理交通事業之公款出入事項；(3) 辦理其他獎勵，及發展實業事項；(4) 經理一部份之國庫事項；(5) 經財政部之特准，得發行兌換券。新條例明定總行設於上海。民國十九年添設儲蓄部及信託部。二十四年四月，財政部修改條例，撥發金融公債一千萬元，增加官股至一千二百萬元，商股八百萬元，共計資本總額爲二千萬元。其地位與中國銀行相伯仲。

(四) 特許農民銀行 中國農民銀行，原爲豫、鄂、皖、贛四省農民銀行，奉豫、鄂、皖三省剿匪總司令部特許設立，官商合辦，以融通農村資金，復興農村經濟爲目的。資本總額原定一千萬元，於民國二十二年四月正式成立。其業務包括：(1) 收受存款；(2) 辦理匯兌；(3) 買賣生金銀及有價證券；(4) 動產及不動產之抵押放款及保證信用放款；(5) 經營農業倉庫及放款於農產、農具之改良事業與農民合作社；(6) 發行農業債券及農民流通券；(7) 農業票據貼現。至二十四年春，以業務發達，分支行處遍全國，遂更定今名。二十五年添辦儲蓄部，又

經財部特許發行鈔票，與中、中、交三行所發鈔票同爲法幣。

(五) 商業銀行 上海內國銀行以商業銀行佔最大勢力，其著名者有中國通商、浙江興業、上海、金城、四明、大陸、中南、廣東、東亞、中孚、國華、中國墾業、聚興誠及中國國貨等十餘家，其組織均屬股份公司，其主要業務爲存款、放款、貼現、押匯、往來透支，及國內外匯兌；附屬營業有信託、儲蓄、堆棧、買賣證券及生金銀。資本額以百萬元左右爲最普通。上述各項業務僅依形式列舉，究其內容，頗多特殊之點；就存款論，在抗戰前數年，以農村凋敝，資金集中都市，各行存款均形激增，尤以定期存款爲多。自國軍西移，上海成爲自由都市，各地資金湧集上海，銀行存款，飛速增加，尤以活期存款爲最。以時局不穩，貨幣跌價，及投機盛行等故，到期定期存款亦多改爲活期。於是活期存款比率，爲畸形之增高，且戰時存款之增加，多係實足頭寸，而非因緣於銀行信用之擴張，此項遊資，缺乏正當之投資對象，一時又不能輸往內地，於是各銀行有減息之舉。在戰前銀行投資，以中國產業之不發達，大多流於公債及地產，放款亦以對官廳爲多。對產業甚少，且限於紗廠與麵粉廠，其他各業，受惠殊鮮。放款抵押，以貨物爲最多，次爲地產、廠基及證券等。利率在一分左右。票據貼現，非常幼稚，蓋中國尚無一貼現市場，而中央銀行亦尚未負再貼現之責也。

(六) 儲蓄銀行 儲蓄存款業務大都由國家銀行及商業銀行另設儲蓄部經營。商業銀行兼營儲蓄業務之最著者，爲上海商業儲蓄銀行及四明商業儲蓄銀行。專營儲蓄者，有新華信託儲蓄銀行；四行儲蓄會則爲鹽業、金城、中南、大陸四商業銀行所合辦，爲全國著名之儲蓄機關。民國二十三年政府有儲蓄銀行法之頒佈，凡

經營儲蓄之銀行，均須遵照辦理，對於儲戶利益，保障甚週。

(七)實業銀行 實業銀行為經營長期投資之銀行，以扶助農工企業之發展為原則。中國在名義上此類銀行甚多，但在實際上所經營之業務與商業銀行，無甚分別。

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

(九)華僑銀行 華僑銀行即為華僑富商所創辦，其總行多在國外。例如中興銀行之總行在小呂宋，華僑銀行之總行在新加坡，資本一千萬元。南洋各埠及上海、廈門等處所設分行共十七處。此類銀行計有九家，分支行達三十餘處，共收資本達五千萬以上，在上海金融界頗佔勢力。

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

除上述各類銀行外，信託公司亦為組成上海金融市場之一分子。普通銀行多有信託部之設立，至若獨立之信託公司在民國十年盛極一時，同時交易所亦如雨後春筍而起，數月間竟開設至一百數十家之多；不旋踵而相繼倒閉，世所稱「信交風潮」者是。存者僅中央（今改稱中一）及通易兩家。此外如上海、中國、東南、通匯、國安、東方、生大等信託公司均係後來改組或新設者。信託公司亦經營銀行、儲蓄、保險及證券交易等業務。此外，保險公司之資金與金融市場亦有流通之關係。中國保險事業近年來亦頗稱發達，惜多為外商之附庸耳。（註）

（註）吳承禧氏「中國的銀行」頁二一四——二一六引黃淵初氏「中國信託業之現在與將來」一文，見二十一年十月十日時事新報。

三 錢莊

上海錢莊之創設，遠在開埠之前；惟當時各莊規模狹小，以貨幣之兌換為主要業務。自上海開為商埠以後，始逐漸擴充。中國舊式金融組織除錢莊以外，尚有山西之票號，其產生遠在錢莊以前，支號遍全國，惟其主要業務為國內匯兌，對於各本地之商情，每多隔閡，營業既盛，照顧難週，於是本地錢莊起而分任其業。前者仍專營匯兌業務，後者則經營本地貨幣兌換及存放業務。上海開埠之初，尚通用制錢，外商來滬者，必以所攜生銀及銀元，兌換小錢，始能為零星買賣，錢莊即以此項兌換為唯一營業。其後進出口交易日盛，錢莊營業，隨以發展，南北兩市，創設益衆。經太平天國之亂，南市凋零；北市則因租界關係，未遭劫灰，錢業亦隨各業而日興，其重心漸由南市北移。南市以花米交易為主，故秋冬之營業特盛；北市以茶、絲交易為主，故以春夏為旺季。因此，當時南北市之銀拆，分為二市。民國二年以後，南市各大錢莊，為避免戰禍，相繼遷入租界。自此上海錢業遂集中於北市，並統一銀拆。中經「貼票風潮」與「橡皮風潮」以及「辛亥政變」、「五四」、「五卅」（註）諸事件，頗受打擊，但在上海金融市場，依然保持堅強之陣線。自廢兩改元及銀行票據交換所成立以後，銀行勢力日趨膨脹，錢莊遂有相形見絀之勢，二十四年初以白銀流出過多，金融極度緊迫，錢莊處境尤危，賴金融當局之救濟，勉渡難關，而為錢莊領袖之匯劃莊已日趨減少，二十一年尚有七十二家，今存者僅四十一家矣。惟自國軍西移，上海黑市繁榮

以來，錢兌業以經營生金銀及外幣之買賣，票據貼現與匯劃貼現等業務，獲利至厚，有畸形之發展。最初不過三四十家，今已在一百家以上。

錢莊組織均屬合夥或獨資經營。依資本額之大小，營業範圍之廣狹，分匯劃莊及元、亨、利、貞五等。匯劃莊資本多在二十萬元以上，最大者則在八十萬元以上，所出莊票，信用殊優，流通無阻，因其為匯劃總會會員，一切票據收解，均以公單在總會互相抵軋劃帳，故稱匯劃莊，與清算銀行之意義相同。元字莊資本較少，經相當手續，亦得加入匯劃總會。亨字莊又較元字為次，每日收解，須轉託匯劃莊或元字莊代為清算。利字與貞字莊以兌換貨幣為主要營業，前者為拆兌性質，故稱「拆兌錢莊」；後者為零售性質，故稱「零兌錢莊」。與金融市場有直接關係者僅匯劃莊與元字莊，其業務為存款、放款、買賣票據、貼現、各地匯兌、買賣生金銀、代發鈔票及貨幣兌換等項。

中國經濟，除少數大都市外，尚未脫封建時代之性質，農村固不必論，內地工商業均屬小規模之個人或合夥經營。錢莊即為適合於此類經濟之金融組織。吳承禧氏曾說明我國銀行對於工商之關係遠不如錢莊之密切，其理由為銀行資金須為大量之運用；而其信用之給予，必須建築在商品所有關係之上，即側重押品，不重人情。而此二種條件與中國之小工商業，不無鑿柄之處；錢莊則否，其活動固於一地，限於一行，顧客有定，交易數額不大，地方性比較濃厚。且營業範圍狹小，信用調查甚易，故錢莊資金之運用，以信用放款為主，重人情而不重押品。惟此種特質，隨各地經濟發展之情形而異，上海工商業已資本主義化，故上海之錢莊，亦有銀行化之趨向。

（註二）上海錢莊以存放為主要營業，但已往存戶與借戶，均須經人介紹，此雖屬謹慎辦法，要為發展營業之限

制。最近大部份錢莊已採用銀行方式，對於往來戶亦不再以介紹爲限，且有經營信託事業及房地產者。最近已有某錢莊改組爲商業銀行。於此可知上海之錢莊，不復能固步自封，而將逐漸爲銀行所同化也。

(註一) 楊蔭溥氏：「上海金融組織概要」頁二六——二九。

(註二) 吳承禧氏：「中國的銀行」頁二二——二三。

四 外商銀行

內國銀行與錢莊，雖歷史不同，組織各異，要皆處於同一陣線。與本國金融陣線處於對立地位者爲外商銀行。中國之外商銀行與倫敦、紐約等地之外商銀行，性質完全不同。後者純粹爲分行性質，在金融市場上與各該地商業銀行處於同等地位，或且居其次；我國之外商銀行則反客爲主，居支配地位。此固由於其資力雄厚，遠足以壓倒內國銀行，而其在平等條約上更取得種種特權，藉領事裁判權及租界之護符，不受我國政府之干涉，儼然爲上海金融市場之主宰。近年以來，內國銀行之發展頗速，外商銀行則已在停滯階段。但其勢力之足以操縱金融市場，尤其是外匯市場，則依然如故。

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

(一) 麥加利銀行 (Chartered Bank of India, Australia and China) 爲有限公司。總行設於倫敦；

上海爲分行之一，實收資本連公積約八百萬鎊。此次中英匯兌平準基金之英方五百萬鎊即由麥加利與匯豐分擔。

(二) 匯豐銀行 (Hongkong and Shanghai Banking Corporation) 係由英商怡和、仁記及德、美、波斯等商家所發起，初爲中外合辦。其第一任總理爲法人，嗣各股陸續退出，全權遂落入英商之手。該行除爲週轉英商對華貿易金融外，並爲我國賠款年金之轉匯、鐵路借款之收付，以及其他各業之投資；且有存放關稅鹽稅之特權，至戰前始改存中央銀行。資本爲港幣二千萬元。總行設於香港。上海分行爲本埠金融市場之領袖，外匯行市掛牌，向爲本埠匯市之標準。

(三) 花旗銀行 (The National City Bank of New York) 原爲 International Banking Corporation 一九二七年與紐約國民銀行合併後，乃改爲該行之分行，一切業務照舊，中文行名亦未改。總行在紐約。爲美國對遠東貿易之最大金融機關。資本連公積當在美金一千萬元以上。其營業範圍甚廣，除一般商業銀行、不動產銀行、投資銀行等業務外，尙兼營工商業之介紹、鑛山及土木工程之承攬，及海陸運輸業務。

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

(五) 正金銀行 (The Yokohama Specie Bank, Ltd.) 爲股份有限公司，成立於一八九〇年。總行設於橫濱，上海爲分行之一。該行本係專營國外匯兌，自甲午戰後，該行專致力於對華經濟侵略，資本連公積約二

萬萬日圓。自國軍西撤，關鹽二稅被奪，即存放該行。

除此五大銀行以外之外商銀行，則如左列：

(一) 英商銀行：

沙遜銀公司 (E. D. Sassoon Banking Company, Ltd.)

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

大英銀行 (P. & O. Banking Corporation, Ltd.)

(二) 美商銀行：

運通銀行 (The American Express Co.)

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

(三) 日商銀行：

三井銀行 (The Mitsui Bank, Ltd.)

三菱銀行 (The Mitsubishi Bank, Ltd.)

台灣銀行 (The Bank of Taiwan, Ltd.)

住友銀行 (The Sumitomo Bank, Ltd.)

朝鮮銀行 (The Bank of Chosen)

上海銀行 (Shanghai Bank)。

(四) 法商銀行：

東方匯理銀行 (Banque de L'Indo Chine)。

中法工商銀行 (Banque France-Chinois pour le Commerce et L'Industrie)。

(五) 荷商銀行：

噶喇銀行 (Netherlands Trading Society)。

安達銀行 (Nederlandsche Indische Handels Bank)。

(六) 蘇聯銀行：

莫斯科銀行 (The Moscow Narodny, Ltd.)。

(七) 德商銀行：

德華銀行 (Deutsche-Asiatische Bank)。

(八) 比商銀行：

華比銀行 (Banque Belge pour L'Etranger)。

(九) 義商銀行：

華義銀行 (Italian Bank for China)。

(十) 義法合資銀行：

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

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

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

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

(3) 直接或間接投資於中國鐵路與鑛產。

(4) 經營租界房地產。

至於外匯市場之操縱，更為其分內事矣。

五 拆款市場

上海拆款市場可分銀行同業間，錢莊同業間，及銀行與錢莊間之拆放關係言之。

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

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

此項拆票期限，以兩日爲度：昨日拆進或拆出者，至明日即行到期，俗稱「兩皮拆票」。其利率行市謂之拆息。按每千元日息計算。在廢兩改元前稱「銀拆」，廢兩後稱「洋拆」。今仍其名。拆息行市之決定，係於拆款借貸成立時，由雙方自行面訂。凡當日拆進者多，拆出者少，則銀根緊，而拆息有上漲之勢；反之，當日拆出者多，拆進者少，則銀根鬆，而拆息有下落之勢。銀根最鬆時，拆息可等於零，謂之「白借」；銀根緊急時，拆息最高不得過七角，此係錢莊同業所議定，以利商業。然即以每日七角計，千元月息已達二十一元之鉅，合年息在二分以上矣。

錢業市場之拆款行市除「兩皮拆票」外，尚有「轉帳拆票」與「獨天拆票」。凡「兩皮拆票」到期時，經雙方同意，不即清償，而仍繼續轉期者，曰「轉帳拆票」。轉帳利率，例用當日拆息行市之平均數，例如拆息早市開盤爲一角，收盤爲一角五分，則「扯盤」爲一角二分五厘；然拆息及轉帳行市，俱以分爲單位，則此五厘餘數，必須「趕進」或「趕出」。「趕進」抑或「趕出」，全視拆息市面之鬆緊而定。照前例，開盤價低，收盤價高，則大致趕進五厘，轉帳即以一角三分爲標準。反之，如開盤爲一角五分，收盤爲一角，銀根有鬆動趨向，則轉帳掛牌，必「趕出」五厘，爲一角二分矣。此項轉帳交易，祇於早市行之。以一日爲期之拆票，謂之「獨天拆票」。其期限定爲一天，與普通拆票及轉帳之每一成交，限期兩日者不同。「獨天拆票」之交易，例於晚市「小總會」行之，係錢莊於每日往來戶頭收解後，視多缺以定進出。如有多餘，即去拆出，如有缺少，即去拆進，概歸次日清理，爲一天拆息之清算。其行市隨普通拆息而定。此外如往來存欠息，亦視拆息行市而定。往來存息，以每日「轉帳」行市爲標準，按月計算。如全月中合計「轉帳」總數爲四元五角六分，則議決拆息案，大約爲四元五角。此項利率公

佈後，錢莊即按九五扣除對各商號往來存款給付利息。如遇市拆低微，全月轉帳拆息，合計僅及數角或一元左右時，須照「坐盤」二元按九五扣除計算。「坐盤」即最低存息之意。往來欠息亦定有「坐盤」，最低以四元五角爲標準，仍另酌加欠息底碼三四元不等。長期放款，大都以六個月爲限，名曰「六對」。例於每年陰曆三月及九月，爲開始及結束之期，蓋商貨之旺，厥在三九兩月以後，四五月間，新貨登場需款，例須於三月中預爲做進；如於十月或十一月間欲辦隔年商貨，其所需款項，亦須於九月中預爲做進，以免臨渴掘井。自十八年陰曆九月起，已改用國曆計算，規定自十月起做，至來年四月到期。通稱「四十比期」。比期者即結算之期也。長期存息，另有「內盤」之規定，根據「內盤」行情，再行分別「加價」、「內盤」行情，常較往來存息爲高。銀根鬆時，大約可在五六元左右，至其「加價」則五角或一元不等，亦有加至一元二角半者。大概經雙方同意，方得成約。如「內盤」行情爲五元，則加價五角，爲五元半，「加價」一元，爲六元等是。至長期欠息，則錢業公會另有「大盤」行情之議出。例如公會開「六對」息價十一元，則每千元六對月之息金，即應爲六十六元。雖實際欠息，可視顧客信用之優劣，略予減讓，然大致以此項議定之大盤爲標準。（註一）

從上所述，可知拆息實爲上海金融行市之中心，其他各種利率均依此爲轉移。以前銀拆之變動受對外貿易之影響甚大。倘錢業收解僅限於同業往來，則匯劃莊抵軋之帳，全係公單，多缺相抵，收付未有不平者。如多家不肯拆出，則均衡之勢破。此因多家預定今日多餘公單，充作付還外商銀行劃頭欠款（詳後），自不肯再行拆出，多家不肯拆出，缺家即難拆進，銀拆因以高漲。反之，缺家可收進外商銀行欠款時，自不願再行拆進。缺家不願

拆進，則多家難以拆出，於是銀拆低落。錢莊或華銀行之所以對外商銀行有收解者，由於進出口貿易。華商購辦洋貨，皆由錢莊或華銀行代付；洋行購辦土貨出口，則由外商銀行代付。倘我國進出口貨值相等，則錢莊與華銀行對外商銀行之收解，亦必相等。如出口多於進口，則收多解少，外商銀行現銀流入錢莊與華銀行，市面銀根鬆動，銀拆低落。反之如進口多於出口，則解多收少，錢莊與華銀行之現銀流入外商銀行，銀根緊急，銀拆高漲。就每日或每月計，進出口貨值自難相等。即就較長時期言，進出口貿易亦難相等，而須以其他無形項目為抵補。故如進口多於出口時，外商銀行不放款與錢莊或華商銀行，銀根未有不緊急者，中國以長期入超之故，外商銀行更易操縱我金融市場也。（註一）

以前外商銀行對錢莊常做拆票。拆票即為外商銀行對錢莊之信用放款，盛行於清季，英文稱 *Shop Loan*，通常二日一結；銀行有需要時，隨時可以要求付還，利息按銀拆計算，拆進錢莊，祇須出一莊票，存於拆款銀行，作為擔保，不必另繳抵押品。當時錢莊之流動資本，大部份取給於外商銀行之拆票，外商銀行之剩餘資金，亦常以此為尾閘。（註二）且可由此推動內國貿易，以利洋貨之暢銷。並由此以操縱金融市場，使錢莊為其附庸。錢莊則賴此而週轉靈活，營業可以推廣，自屬樂於接受。嗣經橡皮風潮及辛亥革命，各大錢莊，倒閉者半，外商銀行遂不敢再做信用拆票。以後向外商銀行拆款者，非有切實抵押品，不能得之。因此錢莊與外商銀行間之融通資金關係，已遠不如前。拆票往來遂由外商銀行而轉向內國銀行。此即內國銀行存款於錢莊之由來。

錢莊對於華商銀行之拆款方式，亦與以前對外商銀行之拆票同，即以莊票為擔保，間亦有用物品抵押者。

錢莊與商業資本之聯繫，既較銀行為密切，故銀行一部份之資金，須假手於錢莊以求運用。此種融通資金關係，在金融和緩時，固有相互為用之利。即遇局部緊急，亦可有無相通，維持現狀。惟遇全部恐慌，銀行為保障自身計，必向錢莊收回拆款；而錢莊資金，多在商家，一時不能收回，對於銀行拆票，自難清償，於是銀行錢莊，始交感困難。在民國二十四年之例，此一弱點，已盡情暴露矣。但銀錢業拆款，並非片面往來；錢莊亦有拆款於銀行者。拆款利息由錢業公會按照該月每日銀拆，平均酌定之。

(註一) 楊蔭溥氏：經濟新聞讀法（再版），頁七——一二。

(註二) 馬寅初氏：「中國金融制度之缺點與其改革方案」，申報月刊第三卷第一號。

(註三) Wages, S. R.: Finance in China, 1914, pp. 238—239.

六 票據市場

上海短期資金之融通，除拆款以外，尚有票據；惟上海票據市場，以貼現與承兌機構之幼稚，尙未成為一連續活動之市場。作為融通資金之票據，可以分為二大類：期票與匯票。期票有二種：一為商人所出之期票，一為金融機關所出之期票；後者又可分為錢莊所出之莊票與銀行所出之本票。匯票則可分國內匯票與國外匯票。前者有商業匯票、銀行匯票與錢莊匯票三種；後者又可分為進口匯票與出口匯票。

商人所出期票即為購貨人對售貨人約期付款所出之憑證。售方如有相當抵押品或其他信用保證可持

向往來銀行貼現，而自負債付之責任。此類票據之轉讓性甚小。至於銀行本票與錢莊莊票，如係即期付款，與現金無異；如爲遠期，則隨時可向往來錢莊或銀行貼現，其轉讓性極大。

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

國內匯票又可分爲本埠票據與外埠票據。前者之付款人爲本地商號，銀行或錢莊，係售貨人對購貨人或購貨人之往來銀行發出之匯票，經付款人承兌後，在信用上多一層保障，執票人可以之向銀行貼現。我國商人利用匯票以週轉埠際貿易，已有相當歷史。例如：「申漢兩埠盜莊，遣派莊客赴江西景德鎮採辦盜器。莊客到鎮之後，開出令申漢本盜莊兌付之票，賣與當地大錢莊。錢莊收進此項匯票，加價轉售與本地之綢緞布莊。洋貨莊等，後者正需此項匯票持赴申漢辦貨，或郵寄抵欠。至辦盜莊客應得之款，則請景德鎮錢莊出票（卽莊票）用以支付該鎮之出賣盜器者。」（註一）上海盜莊莊客抵景德鎮後亦可對其往來錢莊開發遲期兌付之匯票。

（俗名中票）售與當地錢莊，取得現款，以供支付貨款。當地錢莊則可將此項中票加價售與赴滬辦貨之商人。中票即為上海錢莊之承兌匯票，有廣大之流通性，除由赴外埠辦貨之商人開出者外，尚有外埠錢莊開出之中票。蓋外埠錢莊多在上海錢莊有往來存款。外埠金融業在資金多餘時，即在當地購入中匯；反之，在資金缺乏時，則售出中匯，以吸收現金。杭州、紹興、寧波等地中匯與現洋同視，以別於當地之「劃洋」，「現洋」之升水與去水，即以中匯之升水或去水為表示。漢口、重慶等處之中匯市場，亦同樣重要。蓋上海為全國金融中心，各地金融業之現金準備，大部份集中於上海也。

中國雖已早有錢莊之承兌匯票如中票者，但新式銀行反付缺如。自二十五年三月起上海銀行聯合準備委員會成立銀行票據承兌所。由各會員銀行開出匯票經由承兌所之承兌，即可用以向同業為轉貼現。蓋中央銀行尚未為銀行之銀行，不能盡量接受商業銀行之轉貼現。故銀行聯合準備委員會之組織銀行票據承兌所，其目的在謀同業間資金之融通，亦可認為轉貼現之一途。惟該所承兌之票據，其發票人必須為銀行，貼現票據僅為抵押品之一種，與直接以貼現票據為轉貼現者，雖效果相同，但未可與歐美貼現市場相提並論也。（註二）

國外匯票發生於進出口貿易，大部份屬於洋商。上海進口匯票即係本埠洋行或進口行家向外國廠家或出口商購貨，請往來銀行做押匯，後者承兌以後，即以電報或信件——委託購買證，通知外國出口商所在地代理銀行轉囑出口商對本國進口商發一匯票，連同運貨單據，交由通知銀行貼現。後者寄與本國發信銀行，銀行即將匯票送交進口商承兌。此種承兌匯票即由銀行保存，到期向進口商收款。故此項匯票並不在市上流通，惟

在週轉不靈時，亦有轉讓於同業者。出口匯票則係由本埠出口商憑外國進口商之銀行開來之信用證書所發出之匯票，或直接對外國進口商開發之押匯票。出口匯票，匯兌銀行有掛牌行市，甚易出售。

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

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

(甲) 貼現及再貼現：

(1) 中央政府債票之中籤票或息票在六個月以內到期者，照票面貼現。

(2) 商業票據在三十天內到期者，照票面貼現。

(乙) 放款及轉抵押：

(1) 貨物包括主要國產及進口物料照市價七五折計算。

(2) 中央政府債票照市價八折計算。

(3) 轉抵押款除應照(1)(2)兩項之規定外，並不得超過原抵押之金額。

放款及轉抵押之期限以三十天為限，期滿得展期一次，至長亦不得超過三十天。

貼放數額經委員會審定後，由四行共同承受，其成分為中央、中國各百分之三十五，交通百分之二十，中國農民百分之十。

(註一) 馬寅初氏：中華銀行論，頁一六四。

(註二) 見本書第四章附錄。

七 匯劃與劃頭

上海所用票據，有匯劃及劃頭之分。上海錢莊所有票據無論其為錢莊所出之莊票匯票，或顧客所出之支票，均為匯劃票據。按錢業公會於民國二十二年十二月修正之上海市錢業業規第十六條云：「凡收解銀元，其票據上蓋有匯劃字樣之圖章，如當日持票取現，概歸次日照付。」由此可知票據之為匯劃與否，視票面匯劃字樣圖章之有無而定。匯劃票據之產生，蓋始自錢業之匯劃制度。錢業票據之收解均在匯劃總會互相軋算，其差額則以拆款為抵補。其票據不能在當日取現者，即因此項票據，在同業用以互相匯劃，亦須於到期日晚，方能

收解清訖，業外人欲取現款者，自須於到期日之翌晨方能照付也。其後匯劃票據通行於銀錢兩界。華商銀行所出本票，亦多爲匯劃票據；其顧客所出支票，則匯劃與劃頭並用。

劃頭票據則當日到期，當日即可取現，始創於外商銀行，因外商銀行均設於外灘，故有「外灘銀子」之稱。本國銀行之在外灘者，如中央、中國、交通、通商等亦專用劃頭票據。匯劃與劃頭間之取現，既有一天之差，故二者不能互相抵用。缺劃頭者，決不能以匯劃相抵，而須加算一天利息，始能以匯劃掉換劃頭。此項利息，俗稱「劃頭加水」。加水之大小，隨銀根之鬆緊而定。通常與當日洋拆略同。

上海在兩元並用時，計有四種不同之通貨，即匯劃銀、匯劃洋、劃頭銀、劃頭洋，而各不能互相抵用。故當時金融業需要四種準備金，以供收解清算之用，其資力益分散矣。

八 戰時之匯劃通貨

八一三滬戰爆發，財政部即於八月十五日公布「非常時期安定金融辦法」七條，通令全國銀錢業一體遵辦，限制存戶每星期祇能提取百分之五，而以提取法幣一百五十元爲限，藉以防止資金逃避與存款擠提，而免發生金融風潮。惟市上通貨經此限制不免過於緊縮，有礙正當商業需要之週轉。上海銀錢業公會乃擬訂補充辦法四條，倡行「同業匯劃」以資調劑。此項辦法即呈由財政部於八月十七日核准公布。(1)銀錢業同業所出本票，一律加蓋同業匯劃戳記。此項票據，祇准在上海同業匯劃，不付法幣及轉購外匯。(2)存戶所開銀錢

同業本年八月十二日以前所出本票與支票（不論匯劃與劃頭），亦視爲同業匯劃票據。（3）銀行錢莊各種活期存款，除遵照部定辦法支付法幣外，其在商業部往來，因商業上之需要，所有餘額，得以同業匯劃付給之。（4）凡有續存或新開存戶者，銀行錢莊應請註明法幣或匯劃，支取時仍分別以法幣或匯劃支付之。此一「安定金融補充辦法」所定之匯劃票據，以其祇准在上海同業之間劃帳，不付法幣，並不得轉購外匯，其性質爲封鎖通貨，與戰前隔日取現之匯劃票據，完全不同。一二八滬戰時，上海錢莊所出莊票，亦曾一度停止隔日取現，祇准同業匯劃，蓋與此次情形，正相類也。按上海工商交易，在平時皆係轉帳劃付，以法幣支付者，本屬少數，戰後匯劃票據祇准同業轉帳，不得付現，對於商業上之需要，本無若何影響。惟上海一部份外商銀行因與華商銀錢業素無往來，間有不願收受此種票據者；而一般進口洋行，因其不能轉購外匯，漸存歧視，更有缺乏法幣頭寸行家，爲便於使用起見，往往願以匯劃票據百元作現款九十八九元掉換現鈔，遂開匯劃貼水之端。一般投機商人見有利可圖，爭以掉現爲業；於是匯劃票據，遂成買賣對象。其初每千元貼水，約在四五元至一二十元上下，（卽法幣千元可換匯劃一千零一二十元），其後市面之匯劃票據流通日多，而貼水掉現者亦愈衆；加以租界人口驟增，法幣需要加多；又因外匯統制後，黑市交易殊旺，因購買外匯，均須法幣現鈔，遂致貼水繼長增高。至二十七年六月份，每千元貼水一度會高達七十餘元。其後雖經銀行聯合準備委員會出而維持，亦不足以抑投機者之狂潮。（註一）至二十八年七八月間，貼現率會高達二百餘元。至二十九年五月初，貼現率高達二百五十元之頂峯。嗣以英國加緊外匯統制以後，匯市暴鬆，各種投機物品，隨以傾跌，予投機者以無情之創傷。之後匯市趨於寧靜。

狀態，投機者轉向債市進攻，而公債可以匯劃購買，於是匯劃貼水隨債市上騰而驟降，匯劃頭寸有供不應求之勢，而於十一月一日公債亦改爲劃頭買賣。同時法幣頭寸亦較以前爲多。故最近半年來（二十九年下半年至三十年初）匯劃貼水僅在四五元上下矣。

民國二十八年六月間，匯市暴縮，投機狂熱，財部乃有馬電之限制提存，規定自六月二十二日起，上海銀錢業支付存款，除發放工資者外，每週支取數目在五萬元以內者，照付法幣，超過五萬元者，以匯劃支付，專供同業轉帳之用，上海以外各埠，仍照舊辦理，其有將存款移存內地者，不受此項限制。至八一三以前存款仍照安定金融辦法辦理。銀錢業於接電後，即集會討論，於翌日一體遵辦，因此法幣流通，頓形緊縮，益以人心惶惑，一般存戶紛向存款行莊提取限度內之存款，退藏法幣。當時各行莊每日付出之法幣數額，常達數十萬元，多則竟有超過百萬以上者，以致各行現金準備，難以應付。乃一面電請財部轉電中、交、農四行盡量供給法幣以資週轉，外同時經銀錢業當局連日集會研究之結果，擬定「新同業匯劃」以資調劑，議決於七月四日起實施。在六月三十日止銀錢業在銀行準備會及錢業準備庫之匯劃存款結餘總額達二千二百萬元。銀錢兩公會爲調劑同業法幣頭寸起見，與中、交、農四行商妥將此項匯劃存款一律按百分之九十五折合法幣，收入各行莊國幣零戶之帳，自七月四日起分十二星期平均支取現鈔，或轉入國幣往來戶，每週約一百八十餘萬元，以供週轉。同時復由準備會發行新同業匯劃五千萬法幣，以供商業上之需要。其發行方法，係由各行莊提供財產爲擔保，向準備會申請領用。經該會審查通過，即由該會按其擔保品總值百分之七十，轉收各行莊往來戶，並發給支票，以憑支用。至

擔保品種類限於主要貨物。上海市場有正式市價之公司債票及股票，與上海租界內有收益之房地產。上述財產之檢查、評價及保管，由本市中西銀錢業代表及中西各業專家擔任之。至於原有之「同業匯劃」並不因「新匯劃制度」之實施而有所變更。新同業匯劃與舊同業匯劃，在本質上並無區別，兩者同為一種封鎖通貨，祇供同業轉帳，不能兌現。其不同之點乃在發行與使用：舊同業匯劃係由銀錢業顧客之存款轉變而成之各種票據；新同業匯劃則為銀行聯合準備會根據銀錢業提供之財產而發行之支票，大部供同業清算之需，並不流通於市面。新匯劃制度實行之初，原擬同時由準備會以各行莊繳存之財產為準備，發行所謂「匯劃證」，票面分五百元、一千元、五千元及一萬元四種，以補充流通工具之不足。嗣以市上發生流通券之謠言，該會為審慎計，遂停止發行。（註二）

（註一）朱博泉氏：「戰時上海金融市場」，二十八年三月十三日申報經濟專刊。

（註二）朱博泉氏：「匯劃制度」，二十八年八月十四日申報經濟專刊。

王達王氏：「上海匯劃制度之研究」，財政評論，第三卷第二期。

九 準備與清算制度

上海金融市場組織之可以劃分為三個集團，已如前述。此三個集團各有其不同之清算制度。外商銀行以收現解現為原則；但為節省現金搬運計，於每日營業終了後，互送「橫帳」（即收解清單），以應收甲行之款，

劃充應解乙行之款，而僅將尾數以現金支付。以匯豐銀行收解數量最大，故以前外灘銀行之清算，隱然以匯豐爲中心，中央、中國、交通、江蘇、通商四銀行，與四行準備庫在外灘銀行之列，加入同一清算集團。嗣後外灘銀行之票據收解，於彼此送驗票據以後，均用大劃條 (Clearing slip) 由中國銀行爲總匯劃，每日互相結出差額後，用寄庫或解現方法了結。自戰事發生後，已放棄其向所採用之大劃條辦法，改由各行每日派員於上午十一時半在匯豐銀行集中核對。又外商銀行與華商銀行向無存欠往來，戰後爲收解便利起見，中外銀行間頗多開立往來戶，由是中外銀行間應收應解票據，均可互相委託代理，在往來戶內轉帳。

錢莊之清算方法即在匯劃總會，互札「公單」。付款錢莊對於滿五百元之整數，一律開給公單。當日應付公單金額，多於應收者，謂之「缺家」，反之則爲「多家」。缺家可在錢業市場向多家拆款，其應付利息，卽爲拆息，廣兩前稱銀拆，今稱洋拆。是卽以拆款平衡清算差額，而再以現金支付未開公單之尾數。則當日清算之事已畢。

錢業之匯劃總會，已有甚長之歷史。在銀行業票據交換所未成立以前，爲上海唯一之清算處所。彼時非特各會員錢莊往來之匯劃票據，俱在該會清算。卽非會員錢莊及銀行所行使之匯劃票據，亦均彙集於此，由會員錢莊代爲清算。自銀行票據交換所成立後，雖銀行方面之票據，統歸該所清算，而錢業方面之票據，則仍全部集中於匯劃總會。一二八之役以後，錢業仿照銀行業之辦法，於二十一年十月由錢業公會設立錢業聯合準備庫，收受準備財產，以供抵補清算差額之需。準備財產計有四種：(1) 貨物棧單，立時可變價者；(2) 房地產，在本市

內有估價者(3)現金幣或現金條(4)現寶、大條或銀元。該庫任務除收受準備財產外，尚有辦理同業對於銀行收解現洋事項，及辦理同業票據交換及轉帳事項。凡錢莊同業對本國銀行及外灘銀行票據之清算，均由錢業準備庫彙總。

至錢業之收解方法，戰後已略有改進，以前各莊派老司務分頭送驗票據與領取公單；戰後仿銀行交換辦法，改爲集中交換；由各莊派交換員，於每日下午三時至四時，至匯劃總會辦理送驗票據及互打公單手續，至晚間六七時，各莊按照當日收付公單結出應收應付差額，送交錢業準備庫軋帳，由準備庫於各莊往來戶內收付之。又向例滿五百元者打大公單，不滿五百元者打小公單，現已將大小名稱取消，不論數目多寡，均打一紙公單，每日軋清，手續已簡便不少。其次，以前華銀行與錢莊間之票據收解方法，凡各銀行收到錢莊票據，彙總送交銀行聯合準備會代收，而由付款錢莊出一錢業準備庫付款之支票。銀行聯合準備會即將此項支票與錢業準備庫軋帳。至於錢莊收到銀行票據，即存入於其往來銀行，託銀行代收，或直接向付款銀行收取，由付款行出給銀行聯合準備會之撥款單，錢莊即將是項撥款單存入錢業準備庫。再由準備庫與銀行聯合準備會軋帳。自二十八年七月四日後，由錢業準備庫以委託交換方式參加銀行票由據交換，所列交換號次爲「第五十號。泉」是各會員錢莊收入交換銀行付款票據，可存入錢庫，轉送準備會提出交換；各交換銀行收入會員錢莊付款票據，亦可由各行在交換所向準備會提出交換。至錢莊同業間之票據交換，則仍在匯劃總會辦理。且自二十八年一月起已加入劃頭票據交換矣。

華商銀行在票據交換所未成立前，除上述數家列入外灘銀行者外，餘多委託錢莊代理收解，即依附於錢莊之匯劃總會。華商銀行之有票據交換所，乃在銀行聯合準備委員會成立以後。該會成立於民國二十一年二月八日，時在滬戰期內，上海銀行公會為謀穩定金融，充裕實力，以資應付提存起見，特發起組織銀行業聯合準備委員會。入會銀行稱委員銀行。委員銀行應先將（一）在上海公共租界及法租界以內之房地產；（二）立時可變價之貨物；（三）在倫敦或紐約市場有價值之股票或債票，及在國外之存款；（四）現金幣或現金條；（五）其他經執行委員會許可之財產等，繳存委員會，為準備財產。由委員會聘請各業專家估計價值，由委員會填給保管收據，並按照評定價值之七成，發給公單四成，公庫證二成，抵押證四成。抵押證成數得經執行委員會決議，隨時改換公單、公庫證。公單記載受款人（即受單人）姓名或商號及發行年月日，到期日（到期日不得遲於發單後卅日）金額，由領用銀行簽名發行，由委員會副簽。公庫證及抵押證，亦均為記名式，轉讓時，應由拾頭銀行背書。公單以委員會為付款人，可以代替現金，在市面流通。公單持有人得隨時向委員會兌現；委員會付款後，即向領用公單銀行，收回現款，同時發給新公單。委員銀行可以所領公單，向委員會十足拆借現金。拆放期間以一日為限。其持有未到期之公單者，得向委員會貼現。拆放及貼現之利率，由委員會隨時議決公布。至應付公單及拆放之基金，由委員會以下列方法準備之：（一）收受委員銀行託收款項；（二）商由委員銀行認貸款項；（三）向其他銀行或銀團借入款項；（四）執行委員會決議之其他準備方法所收之款項。公庫證原係用以充作保證準備，可向發行銀行領用鈔票；（法幣政策實施後，即已廢止。）並得為各銀行儲蓄存款之保

證準備。抵押證得爲委員銀行間借款之抵押品。此項聯合準備制度及融通資金方法，在中央儲備銀行未成立前，固不失爲一良好之過渡辦法也。

一〇 外匯市場

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

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

(二) 華商銀行 近二十年來華商銀行多兼營外匯。自中國銀行指定爲國際匯兌銀行後，倫敦、大阪、紐

約，相繼設立分行，對外業務，日形發達，各商業銀行之匯兌業務，亦漸開展。本國對外貿易，由國人直接經營者漸衆，故經營外匯之華商銀行，亦頗多押匯業務，尤以對南洋各地爲最。惟銀行承兌匯票，迄未推行。進口押匯，仍沿用委託購買證者爲多。除進出口押匯外，各行買賣外匯，以近遠期英、美電匯爲主，港匯亦多。日匯在前次歐戰後，曾爲上海標金結價之根據，交易頗旺。「九一八」後，已見減縮。自軍興以來，日本一再加緊外匯統制，故日匯買賣，尤爲稀少。英、美各匯，則因黑市投機狂熱與資本逃避，交易倍增。

本國商業銀行之兼營外匯者有中孚、上海、浙江實業、浙江興業、東亞、華僑、大陸、金城、國華、國貨、中南及企業等十餘家。民國九年，上海銀行公會有行市委員會之設立，旨在劃一行市，共同遵守。外匯行市亦予列入。其後特設國外匯兌委員會，委員十四人。又由銀行公會核定華商之匯兌經紀員十六名，設有上海匯兌經紀員公會。

(三) 外匯經紀人 上海外匯經紀人，中外共六十九名。外商佔五十三，華商十六。各有匯兌經紀人公會之組織。其初華商經紀人不得與外商銀行往來。至民國十三年三月，由上海外國銀行公會、上海銀行公會，及上海錢業公會發起組織國際銀錢業公會，華方代表八人，外商代表九人，藉以溝通中外金融業之意見，及統一上海之國際匯兌市場。自是年六月以後，凡該會所公認之經紀人，不限中外國籍，均可互爲交易。外商經紀人，以英籍爲最多，計二十六人；美次之，計八人；日籍五人；法、德各四人；荷蘭二人；比、挪威、意、俄各一人。經紀人多無固定之辦事處，奔走於中外各銀行之間，以承攬本外埠各種外匯之買賣，收取佣金爲業務。佣金定率按交易之性質而異：銀行與商號交易 $\frac{1}{10}$ ；銀行與銀行交易 $\frac{1}{16}$ ；掉期及套匯交易 $\frac{1}{32}$ 。佣金於每月月底結算，概由外匯之賣

方支付。經紀人代金號向銀行訂立之外匯合同，須代負履行契約之責任。

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

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

(六) 套利者 當外匯趨緊時，常發生近賤遠貴之現象，其差率往往甚大。擁有遊資者即乘機爲購近售遠之套利交易，此在黑市發生以後爲尤衆。

至於上海匯市之交易，當可分爲商業需要、銀行需要，及投機需要三類。商業需要爲進出口商之訂結遠期

與做押匯；銀行需要則起於頭寸之抵補。投機需要則在獲取匯價漲落之差利。其交易方法，均已詳述於以前各章，可不復贅。交易時間除星期日及銀行例假外，每日有早午二市。早市自晨九時半起至十二時止；午市自二時起至四時止。星期三及星期六下午無市。營業時間於暑期內，得由各行互商變更。市場無指定地點，與英、美同，係銀行櫃上或電話交易。

（註一）耿愛德氏著蔡受百氏譯：中國貨幣論第三〇九頁。

（註二）潘世傑氏：上海之外匯市場。

附 上海之外幣市場

硯友范君平鎬撰「外匯淺說」一文，其中一節係論述上海之外幣市場，頗為精到，茲轉錄於次：

「外幣買賣，本為便利旅客兌換而已，進出數量甚少。近兩年來，上海投機之風甚盛，外幣遂亦成為投機目標之一，數額擴大，甚且有期貨買賣矣。外匯投機，祇須投機者認識清楚，目光遠大，可使匯市平穩，替進出商負擔一部份風險，尙有理由可說。外幣在上海一無用處，對國際貿易亦無甚關係，故其買賣，僅影響經營者一己之損益而已。」

外幣與外匯有密切之關係，外幣漲跌之原因與外匯同，且直接受外匯之影響。普通商品離其產地愈遠，則其價值愈貴。貨幣則不然，離其本國愈遠，其價值愈賤。譬如，美金票在上海之價值，必較其在本國者為低。因

美金票在上海無普遍流通性，不能以之購物、納稅、付薪、償債，以及作其他之用。美金票必須運回美國，才能恢復其普遍流通性，表現其用途。故上海美金票價值，須加上運費、保險費，及航程中之利息，始等於其在本國之價值。再加上電報費、手續費，始等於上海之紐約電匯價格。故上海美金票價值，恆在美匯之下，其相差之程度，雖須視兩者間之供需關係而定，但不能距上述之水準過遠。（如果美金票漲至與美匯相同時，人皆棄美金票而購美匯，如果美金票跌過上述水準時，經營外匯者必將美金票運回美國。）美金票如此，其他各國貨幣亦皆如此，茲將九月二十七日日本報「經濟與商業」欄所載上海各重要外幣外匯市價，列表如下：

- (1) 美匯一元合法幣十八元五角（按五元四〇六二五折算）；美票一元合法幣十八元四角。
- (2) 英匯一鎊合法幣六十七元六角七（按三鎊士五四六八七五折算）；英票一鎊合法幣五十七元八角。
- (3) 港匯一元合法幣四元四角七分（按二十二元三七五折算）；港票一元合法幣四元二角八分。

按范君所論係在正常情形下之原則。但亦有特殊情形，不能適用此一原則者。茲舉二例如左：

- (1) 如范君所舉美匯與美票，港匯與港票之差數，固可以上述原則為解釋；惟英匯與英票之差數過大，則由於英國統制外匯，曾有禁止鎊票回國之令。當時（一九四〇）中，交二行曾公告收受鎊票，按工商掛牌四鎊士半，另加保險費、運費及手續費，約合五·一鎊士計算，每鎊約為四十七元之價購入。惟鎊票黑市仍較此數為高，則因有投機需要，及鎊票尚可作海外旅途零星支付之用故也。

(2) 最近美國有凍結外資之傳說，美匯鬆勢頗大。而美票行市已與美匯相等。例如本年三月一日美匯收盤價爲五元六二五，按此率折算，爲十七元七角七分七。同日美票市價爲十七元七角八分。蓋美國尙無禁止美票入境之訊，是市場心理美匯將爲封鎖通貨，而美票則仍爲自由通貨也。

第六編

金銀市場與國際間金銀之移動

第三十一章 世界金市場

概說——市場組織——交易方法——行市之決定——倫敦金價之計算方法——紐約金價之計算方法

一 概說

黃金爲國際通貨，各國均有市場，而以倫敦爲中樞。在此次歐戰以前，倫敦爲世界唯一之自由金市場。一九三一年英政府雖宣佈停止一九二五年金本位條例，但並未禁止黃金之輸出。每年世界黃金之供給，不列顛帝國當佔其半。倫敦金市場一面從南非洲、印度、加拿大、歐洲大陸，以及其他各地輸入黃金，除售與英蘭銀行及國內客戶外，同時向美國、印度及歐洲大陸等地輸出，每日成交數量甚鉅。

紐約亦爲世界最大金市，自一九三六年法國放棄金本位後，紐約官定金價每盎司純金三十五元與倫敦金價同爲世界金市之準則。及此次歐戰爆發，英國統制外匯與黃金，世界黃金向美國集中，因之紐約官定價，遂世界金市唯一之標準矣。

此外如巴黎、孟買、東京、上海等金市在世界金市中同爲重要組成分子。

二 市場組織

金市場之組織，雖各國情形不同，但在銀行統系完整之國家，無不以中央銀行爲樞紐，以其爲最大或唯一之購主與售主也。在此次歐戰前倫敦金市場以英蘭銀行爲後盾，但不受英蘭銀行之操縱。市場之組成分子爲四家經紀人與二家精鍊商，均有八十餘年之歷史。四家經紀人爲：(1)馬卡太公司(Mocatta and Goldsmith)，(2)蕭普司公司(Sharps and Wilkins)，(3)撒母耳·蒙太格公司(Samuel Montague & Co.)，(4)匹克斯萊公司(Pixley & Abell)精鍊公司二家爲：(1)洛司卻爾特公司(N. M. Rothschild & Sons)，(2)強生·馬賽公司(Johnson Matthey)。此六家金銀商，每日上午十一時集會議市，比較各方委託買賣進與賣出數量之多寡，以定一日之市價。南非生金向運至洛司卻爾特公司經銷，故金市即在該公司集議。外界人不能參加。生金銀之買賣必須由經紀人代理。

紐約於一八六二年設立金業交易所。後以少數商人壟斷金市，至一八六九年因投機過度，宣告破產。紐約金市以聯邦準備銀行爲中心，其他主要分子爲金銀商、精鍊公司，及匯兌銀行等。巴黎金市場幾由法蘭西銀行所獨佔，此外則有公估局、金銀商、匯兌商等爲金市場之組成分子。孟買金市場有交易所之組織。參加買賣者爲銀行、銀樓業、投機商等而以經紀人爲代理。日本金市場由金塊商、採金公司、銀行、匯兌經紀人及銀樓業等所組成，集中於東京與大阪，自第二次廢止金本位後，黃金已收歸國有。進口及新採鑛金，由國家強制收買。

三 交易方法

倫敦金市場之交易均須經經紀人之手，其佣金，名義上僅向買方收取，實際上則向買賣雙方收取。買進佣金按純金價千分之五計算；賣出按毛重一盎斯徵收半辦士雜費。金貨買賣在一九三〇年以前，一律限於現貨交易。其後法國首先委託倫敦市場買賣期貨，大抵以二個月為限。但期貨交易，遠不及現貨之多。故倫敦市場每日發表之金價，仍以現貨市價為限，期貨市價，迄未掛牌公佈。紐約金貨交易向集中於聯邦準備銀行與公估局，有生金者可按造幣價售與準備銀行，或公估局；需用黃金者，亦可按造幣價向準備銀行或公估局購買。自停止金本位後，黃金改為國有，金市場取消。但準備銀行有權收購並向海外售出黃金。孟買金市因有交易所之組織，故交易分現貨與期貨。現貨當日交割，期貨以一個月為限，於下月初五天內結算。巴黎金市交易，均屬期貨，此與倫敦市場適得其反。

四 行市之決定

各國金價在金本位時代可謂完全決定於造幣價格。蓋以金幣（自由鑄造的金幣）計金價，僅為二量之比率，金本位幣重量係由法律規定，金貨則另有其計重單位，如一盎斯、一公斤等。故二者之比率為一固定之數，如金本位幣之重量不變，則金價亦不變。倫敦金市因以前英蘭銀行之買進價格為每盎斯標準金七十七先令

九辨士，售出價格爲七十七先令十辨士半，買賣限價，有此一辨士半之差，故市價儘可以在此限價以內變動。市價之決定，即由前述六家金銀商集議之結果。美國在停止金本位前，每盎斯純金價爲二〇·六七一八三元。準備銀行之售價與購價相同，故美國金市祇有官價而無市價。廢止金本位後之金價，則隨財政當局之貨幣政策而定。如目的在抑低幣價則必提高黃金之購價，例如美國在一九三三年後之購金政策是也。

五 倫敦金價之計算方法

在金本位時代之國家，金價決定於造幣價格，已如上所述。故金價之決定，僅爲一計算問題。如一單位生金之重量與成色均有一定標準，與本位幣之重量及成色相比，即得每單位生金合若干本位幣之數。或以每單位純金與本位幣所含純金相比，結果亦同。此即所謂造幣價格 (Mint price)。

黃金計重有二種標準：金衡制 (Troy weight) 與米衡制 (Metric weight)。前者爲英美制，後者爲法國制。英國規定一金衡磅 (Troy pound 磅) 爲金銀之計重單位，合常衡磅 (Avoirdupois pound 磅) 5760/7000 或 144/175。米衡制以一克羅格蘭姆 (公斤) (Kilogram) 爲重量單位。美國度量衡局規定一常衡磅等於 0.4535924277 克羅格蘭姆。因此美國官定金衡磅等於 4535924277 克羅格蘭姆之 5760/7000。茲將金衡制與米衡制列表如下：

(一) 金衡制

1 lb. = 12 oz. = 240 dwts = 5760 gr.

1 oz. = 20 dwts = 480 gr.

1 dwt = 24 gr.

記號說明: lb. = pound; oz. = ounce;

dwt = pennyweight; gr. = grain.

(二) 米衡制

1 Kilogram = 10 hectograms = 100 decagrams = 1000 grams

1 gram = 10 decigrams = 100 centigrams = 1000 milligrams

(三) 金衡與米衡之等量 (約數)

1 kilogram = 2.2 lbs. avoirdupois = 2.67 lbs. troy

1 lb. avoirdupois = 1.21 lbs. troy

1 gram = 15.432 grains



倫敦金塊成色有二種：一為金幣之標準成色 916‰ (註) 市上買賣金塊之成色規定須在 900 以上，但實際交易所用之金塊成色常在 995 左右。第一次歐戰前，倫敦金價按標準成色計算。戰後改以純金計算。現金交割時，必須附繳造幣廠之檢定證明書 (assay certificate)。若無此書，必須向倫敦造幣廠補領。補領精鍊金

塊 (Refined gold) 之檢定證明書每條須付手續費四先令。倫敦市場買賣之金塊或金條，均須經過精鍊。每塊或每條約重四百盎斯，亦有低於四百盎斯者。但以輸往孟買及遠東各地之特殊金塊為限。通常在三百八十盎斯以下或四百二十盎斯以上之金塊或金條，必須改鑄。計算價格時，精鍊金塊之重量，計算至 $\cdot 025$ 盎斯為止，未精鍊者則計算至 $\cdot 050$ 盎斯為止。在此小數以下，捨去不計。

倫敦在金本位時代之生金造幣價格定為每盎斯三鎊十七先令十辨士半，成色 $916\frac{2}{3}$ 。按舊律自由鑄造不取鑄費。每二十鎊標準金可鑄金本位幣 $93\frac{1}{4}$ ，則四十鎊當可鑄 $1,869$ 。據此，造幣價格當可計算如下：

$$40 \text{ 鎊} = 480 \text{ 盎斯} (40 \times 12)$$

$$480 \text{ 盎斯} = \text{£}1869$$

$$\text{£}1,869 \div 480 = \text{£}3.89375$$

$$\text{£}1 = 20 \text{ 先令}$$

$$\text{£}3.89375 = 17.875 \text{ 先令} (.89375 \times 20)$$

$$1 \text{ 先令} = 12 \text{ 辨士}$$

$$.875 \text{ 先令} = 10.5 \text{ 辨士} (.875 \times 12)$$

$$\therefore \text{£}3.89375 = \text{£}3 \text{ } 17 \text{ } 10\frac{1}{2} \text{d.}$$

此外根據英金幣一鎊之重量亦可算出英國之造幣價格：

£1 = 123.27447 gr. 標準金

480 gr. = 1 oz.

$$\text{故 1 oz. 標準金} = \frac{480}{123.27447}$$

$$= \text{£}3.89375$$

$$= \text{£}3 \text{ 17s. } 10\frac{1}{2}\text{d}$$

在第一次歐戰前之金幣本位之下，英蘭銀行有按上計官價三鎊十七先令九辨士購入現金之義務。有生金者亦可直接送往造幣廠鑄造，而得金幣三鎊十七先令十辨士半，但必須等候鑄造所需時日。委託鑄造者不獨損失利息（照造幣價計算每盎斯每月約二辨士），且在二萬鎊以下，每盎斯須繳納鑄造費半辨士。故不如售與英蘭銀行，可立即換得現鈔為便。惟售與英蘭銀行較委託造幣廠少得一辨士半，但仍屬合算。一九二五年之金本位條例停止自由鑄造，並規定英蘭銀行有按照法定價（標準金每盎斯三鎊十七先令十辨士半或七十七先令十辨士半；純金每盎斯四鎊五先令八分之三辨士或八十五先令八分之三辨士）供售金塊之義務。但須以純金四百盎斯（約合金幣一千七百鎊）為起碼。

英國停止金本位後，因並未禁金出口，倫敦仍維持自由金市場。當時倫敦金價已與金幣脫離關係，即已無所謂造幣價格。在美國未停止金本位前，倫敦金價上落以英、美匯價為標準，倫敦金市場之經紀人根據英、美匯價參酌需供情形，以決定當日之金價。

按舊美金一元含純金二三·二二格蘭，假定英、美匯價為四·二〇元，則倫敦金價可計算如下：

$$? \text{ 英鎊} = \text{純金 } 480 \text{ gr. (即 } 1 \text{ oz.)}$$

$$\text{純金 } 23.22 \text{ gr.} = \text{美金 } 1 \text{ 元}$$

$$\text{美金 } 4.2 \text{ 元} = 1 \text{ 英鎊}$$

$$\frac{480}{23.22 \times 4.2} = 20.67 \div 4.2$$

$$= 4.92143 \text{ 英鎊}$$

$$= \text{£}4 \text{ } 18 \text{ } 5\text{d}$$

按二〇·六七美元即為美國純金之官定價格。故實際上欲從英、美匯價計算倫敦金價，祇須就此官定價格，以英、美匯率除之即得。

$$\text{倫敦金價} = \frac{\text{美國純金官定價格}}{\text{英、美匯率}}$$

由上列公式求得之金價尚須除去倫敦至紐約運費、利息、保險及匯價損失等雜費，始得其實際平價。

自一九三三年美國放棄金本位後，倫敦金價乃按英、法匯價計算，因其時法國為世界最大之金本位國家也。法蘭西銀行純金購價為每公斤一六、九一九·〇八四法郎。一公斤合三二·一五〇七二七盎斯。則每盎斯純金當合五二六·二四二六法郎。倫敦金價按英、法匯率計算當為

$$\text{倫敦金價} = \frac{526.2426}{\text{英、法匯率}}$$

自一九三六年法國放棄金本位後，英、美、法締結貨幣協定。協定內容即為三國中央銀行互相買賣黃金，調節外匯頭寸，藉以安定匯市。黃金之購買祇限於三國政府，并視每日情形依照互相商定之價格以購買。其後法郎一再貶值，世界金價以倫敦與紐約為標準。自此次英國統制外匯以後，紐約官定金價遂為世界金市唯一之標準價格。

(註)見本書第十四章附註。

六 紐約金價之計算方法

美國標準金成色為十分之九，餘十分之一為銅，並含一小部份之銀為合金。舊美金一元重二五·八格蘭標準金。每盎斯或四八〇格蘭標準金造幣價為 $480 \div 25.8 = 18.60465116$ 元。標準金造幣價有時四十三盎斯合美金八百元為計算。因 $800 \times 25.8 = 20640 \text{ gr.}$ 此數適等於四十三盎斯純金造幣價則為 $\$20,671,834.62$ 因每元含純金 $1111 \cdot 1111 \left(25.8 \times \frac{9}{10}\right)$ 格蘭，故 $480 \div 23.22 = 20,671,834.62$ 惟請求鑄造者須扣除千分之一鑄造費。紐約公估局 (The United States Assay Office at New York) 對於進口金條常先付以估計價值百分之九十五至九十八之現金，餘數俟檢定後付清 (約一星期或十天以後)。美國在舊金山、卡孫 (Carson) 但浮 (Denver)、菲列得菲亞 (Philadelphia) 及紐奧爾良 (New Orleans) 各地，皆有造幣廠。紐約、波伊西 (Boise)、夏羅德 (Charlotte)、台得和特 (Deadwood)、赫倫那 (Helena)、西雅圖 (Seattle) 及聖路易 (St.

Louis) 皆設有公估局。以前在美國凡持有金幣在五千元以上請求掉換金條者，紐約公估局經財政部之核准，應兌與等值之金條。此外持有金證券 (Gold certificates) 者亦可直接向公估局兌換金條。金證券係由財政部按十足準備發行，所以免熔化及重鑄金幣之耗費也。向公估局購買金條亦可以聯邦準備金支付之。蓋由此可以免金證券或金幣之流通也。任何聯邦準備銀行有權購售生金，但並無法律上之義務。實際上紐約聯邦準備銀行常按法定價格購售生金。會員銀行或其他金融機關及金銀商向紐約準備銀行購買黃金即付以該行付款之支票或其他支付憑證 (即聯邦準備金)；售與黃金，即增加準備銀行之信用或會員銀行之準備結餘。聯邦準備銀行對於其所發鈔票或存款並無法律上之義務兌與金幣或金條，而可兌與「合法之貨幣」(lawful money)，即美國發行之任何貨幣；兌換金幣之責任乃在財政部。自一九三三年停止金本位後，實施黃金國有政策，禁止私人窖藏。一面則授權聯邦準備銀行提高金價，收買新金。金價自二〇·六七元提高至二九·六二元，其後接連提高為三一·三六元，三二·一二元，三三·二〇元，三四·〇六元，至一九三四年之三五元始止，迄今尙無變動。

第三十二章 上海金市場

概說——市場組織——交易金類——標金之買賣——行市之變動——金市與匯市——標金結價之變遷

——中央銀行掛牌金價——海關金單位

一 概說

黃金爲一般接受之商品，爲儲藏價值最佳之工具。我國雖非以金爲通行貨幣，但對於黃金之有一般的需要，亦與其他國家相同。海通以還，因對外交易之以金計值，而黃金之輸出入亦隨以頻繁。又以我國向以銀爲幣，金銀比價，時有漲落，且其變動之幅度甚大，買賣黃金，遂成爲投機之最好對象，同時亦爲經營外匯者及進出口商運用海琴之工具，故黃金之在中國，除實際需要以外，又益之以鉅額之投機與套做需要，宜乎上海之有金市場，且爲遠東最大之金市場。

二 市場組織

上海金市場發生於前清末，最初無一定之交易地點。其後有金業公所之組織，旋改組爲金業公會。公所

成立後，同時並有金業商會之設立，商會即金業之交易場所。會址初設於麥加利銀行，繼遷於道勝銀行，民國六年始遷至九江路。在公所未成立前，交易僅限於現貨，其後乃添做期貨。自民國九年，上海證券物品交易所成立，翌年交易所盛行，於是金業商會亦改組爲上海金業交易所股份有限公司，而成爲吾國最大之金貨市場。

該公司實收資本一百五十萬元，分爲十萬股，大部份爲金業所有。所中事務由理事九人，組織理事會管理之。設理事長一人，常務理事四人，任期兩年，由股東大會選出。戰前國民政府派有監理員駐所監視。參加交易者有華商銀行、外商銀行、錢莊、銀樓、棉紗幫、證券幫、進出口商、各地客幫與散戶等。惟入場買賣者，以經紀人或其代理人爲限。經紀人須由金業公會註冊之金號各店經理人充任之，其定額爲一百三十八人。每一經紀人得委托代理人五名，代其買賣。嗣證券物品交易所標金部份與金業交易所合併，乃增加經紀人三十家，連前共爲一百六十八家，但在戰前倒閉者已有四十家。經紀人除認繳交易所股份二百股作爲保證外，代客買賣每條須繳證據金二十元至五十元不等。佣金按每條計算，經紀人得四分之三，交易所得四分之一。

八一三戰事發生以後，金業交易所奉令停業。旋由某銀號成立上海拾赤黑市。參加交易者有金號、銀樓、銀號、進口商、證券幫、天津幫、香港幫、銀錢業中以私人資格參加者亦多。其後代理買賣之組織，風起雲湧，有若干電話機及一寫字間，即可代客買賣。凡金號、銀樓、銀號、錢兌莊等店內，無不有此類代理買賣組織，投機之盛，可謂空前。

三 交易金類

交易金類在以前金業交易所中所經營者有下列四種：

(1) 國內鑛金、金沙或金塊。爲國內所產，成色不一，大都來自東三省，及雲南省等處。

(2) 各國金塊及金幣，自日本輸入者最多，以其距離較近，成色重量，亦稱確實。故市場交易亦以日本金貨爲多，自美國輸入者次之。民七至民九年間，西伯利亞發生變亂時曾有大宗俄國金幣輸入。

(3) 赤金，即備各銀樓首飾舖應用者，其成色幾近十足。交易時以「平」計，每平五條，計重漕平五十兩。買賣價格，以一條（重漕平十兩）計算。

(4) 標金或稱金條，佔金貨交易之最大部份。其形如小磚，略帶橢圓。計有北平標金、天津標金、上海標金三種。上海標金成色千分之九七八，每條重漕平十兩，後改爲市平十兩，是曰小條標金，其用以輸出國外者，通常熔七小條爲一條，計重漕平七十兩，稱爲一秤，後改爲市平七十兩。天津標金成色千分之九八〇。重量較上海標金輕百分之一，三五，即每上海標金一條，等於天津標金一·〇一三五條。北平標金成色千分之九八五，重量每上海標金一條，等於北平標金一·〇一八三條。標金買賣通常以一秤爲起碼。

上海標金之來源，在海通以前，大都來自北平，及東北各省之砂金與鑛金。海通以後，大都來自外國之金條與金幣，而以金幣改鑄者爲尤多。

至於戰時黑市上買賣之金類，以煇赤爲主，此外則有金葉、金幣、沙金、飾金等類。煇赤形狀有方條、扁條二種。每條重十市兩。通稱成色爲千分之九九八，實際成色不過千分之九九三。但結價按九九五計算。買賣單位改爲一條。場外尙可零拆。

四 標金之買賣

上海金業交易所之買賣分現貨與期貨兩種，實際上多屬期貨。現貨交易在當日交割清楚；期貨交易以兩個月爲限，並定每月月底爲結算日或交割日，每月之十六日爲掉期日。各月期在限期內，得轉賣買回，以抵銷從前買賣；並得經買賣雙方同意，隨時交割，或商量掉期。每月份之期貨在前二月之十六日即已開做，如十一月份期貨在九月十六日開始買賣，某甲於九月十八日買進或賣出標金期貨，則至遲須於十一月三十日交割。即須於九月十八日至十月十五日間結清其交易。因十月十六日爲掉期日，若於是日以前交易未結清，而於是日又不履行掉期手續，則須於十一月三十日結算。所謂掉期，實際即向交易所將舊約廢止，另立新約。分別收付其間之差額。如至掉期日行市較成交時約定價格爲高，則買方應貼進其差數，賣方則應貼出以了結前帳而重按此新行市買方再行買進，賣方再行賣出期貨，凡同時買進賣出（即掉期），其佣金按半價收取。

八一三後之黑市，初僅限於現貨煇赤，亦有祕密經營期貨者。但所謂現貨交易亦大都爲投機買賣，多空雙方，不過清算其價格之差額而已。至去年（二十九年）各因多頭軋空風潮而改做期貨，以一個月爲限。

買賣標金之目的不外下列三種：

(一) 投機 凡單方面之買進 (Outright purchases) 以候價高而轉賣，或單方面之賣出 (Outright sales) 以候價跌而買回者均屬投機。前者謂之「做多」後者謂之「拋空」。買賣對象大都為期貨。其損益之風險至大。多頭因價跌而再買進，空頭因價漲而再賣出，謂之「逆扯」；多頭因價漲而再買進，空頭因價跌而再賣出，謂之「順扯」。「順扯」與「逆扯」均屬「加碼」。

(二) 輸出 如上海金價低於國外金價，其差額抵付運輸、保險、利息等費尙有剩餘時，則在上海購入標金運往國外出售，可以獲利。此項裁定交易大抵為現貨，多係由商人售與銀行。蓋經營金貨之輸送者多係匯兌銀行也。外國在金本位時代，金貨有一定之造幣價格。即在停止金本位後，中央銀行之購價亦多已穩定不變，如美國官價之定於三十五元，英國官價之定於八鎊八先令等是。以國幣計算之上海金價，如按匯價折合外幣有低估（俗稱揷低）而低估數額超過輸送成本時，標金即有輸出之可能。例如標金一條，重十市兩，成色九七八，當合純金九·八二六盎斯（見後）。美國純金每盎斯官價定為三十五元。則每條標金應值美金三四三·九一元，如國幣對美匯率為三十元（即一百元國幣等於美金三十元），則每條標金應值國幣一一四六·三元。 $(343.91 \times 100 \div 30)$ ，倘市價低於此數而其差額足以超過輸送成本時，則在上海購入標金運往美國出售，可以獲利。但自實施外匯統制以後，黃金定為國有，禁止私運出口。國內外金市已無平價可言。惟以海防未能嚴密，偷運走私時有所聞。且期貨按美匯結價，故金市與匯市依然有其聯繫作用。

(三) 海琴 標金與外匯既有聯繫作用，匯縮標漲，匯鬆標跌，殆屬影形相隨。標金與外匯可以互相套做。購入（或售出）外匯可以拋出（或購入）標金為抵補；反之做標金者亦可以外匯為抵補。譬如某銀行購售相抵尚缺美匯一萬元，假定匯率為三十元，到期應收國幣三萬三千三百三十三元三角三分。彼為避免美匯漲價之風險計，必須補進。或直接補美匯，或間接補英匯（如有裁定利益可取），在銀本位時，尚可在倫敦拋出大條。除此以外，又可購入標金以為抵補。如標金行市有相當之揆度，則補進標金，亦屬得計。至於應補若干條，始能與一萬元美金相抵？須視美國之金價而定。如美國純金價每盎斯三十五元，一條標金應值美金三四三·九一元，抵補一萬元美金，當須購入標金二十九條。假定標金期貨行市為一一四〇元（平價為一一四六·三六元），應付國幣三萬三千零六十元，屆期如美匯縮至二九·五元，則補進一萬元美匯須付國幣三萬三千八百九十八元三角，但匯縮標漲，事屬必然，假如此時標金已漲至一千一百六十元（平價為一一六五·三元），二十九條轉賣，當可得三千三百六十四元，損益相抵，尚淨餘十五元，其計算如次：

售出美匯 U. S. \$10,000 @30	\$33,333.33
買回美匯 U. S. \$10,000 @29.5	33898.31
損失	\$ 564.98
購入標金 29 條 @\$1140	\$33,060.00
轉售標金 29 條 @\$1160	33,640.00
利益	\$ 580.00

海琴 (hedging) 之意，爲二種相關之投機交易，同時進行；而此二種投機對象，必須有密切之代替關係，其價格之漲落，方向相同，程度亦相當，則一買一賣，有損益相銷之作用，藉以減少風險。如上例以標金做多所得之利益，抵沖美匯拋空所受之損失，雖其抵沖結果之爲正爲負，未可預定，但其所負風險，業已大爲減輕。銀行買賣外匯期貨，有購超或售超時，常利用標金市場，以圖抵補。

此外進出口商亦可在標金市場買賣期貨，以代替向銀行預約外匯。進口商爲避免外匯緊縮計，固可向銀行預結，如一時結價不利，或標金行市呈現擡度，則亦可購入標金期貨，以爲海琴。至支付貨款應行購入外匯時，如匯市果緊，則標金必漲，轉售可以獲利，藉以抵補因匯率短縮所增加之支出。反之如匯率放長，標金必跌，則進口商在標金做多方面固受損失，但匯率放長，已可減少支出，亦具有損益相銷之作用。至若出口商則可拋出標金期貨，以代替預售外匯於銀行，其運用之方向與進口商相反。故上海之標金市場實爲在銀本位或匯率不穩定貨幣制度下外匯市場之補充。

此外，投機商常利用標金市價與其平價之差別而爲標金與外匯之套做。此雖形似海琴，跡其動機，亦與投機相類。譬如上例美匯在二九·五元時，按每盎司純金三十五元計算，標金平價應爲一一六五·三元，倘市價爲一一五〇元，即係擡低一五·三元。如匯市與金市不變其自由活動機構，則匯兌銀行無論經營金貨裁定或抵補外匯頭寸之不足，均將向金市扒進，進口商亦如之，結果必將使標金擡度縮小。金號等投機商深知此一趨向，常在擡度擴大時，進標出匯，俟擡度縮小時，即行轉賣買回，可以獲利。擡度之縮小，不出下列五種情形：(1) 匯

率不動而金價抬高；(2) 金價不動而匯率放長；(3) 匯縮金漲，惟標金之漲度超過匯率之縮度；(4) 匯鬆金跌，惟標金之跌勢不及匯率之鬆勢；(5) 匯率微鬆而金價略高。在任何一種情形之下，均可使進標出匯者獲利。但有時因季節或其他關係，此五種情形，均未實現，揆度未能如預期而縮小，或將接近之時，又復撥開，或且反趨擴大，(如一二年來黑市外匯愈緊，金價之揆度愈大。)如此則進標出匯者，不但無利可圖，或且反受損失。反之，標金市價較平價為高時，則投機者將出標進匯，俟其軋平時而套轉之。但其利亦未必得。故此種投機雖較單純之買進或賣出者為可靠，仍含有一部份之風險也。(註)

(註) 黃元彬氏：白銀國有論，頁五九——七四，對於外匯與標金所論甚詳。讀者可取以參考。

五 行市之變動

標金行市之變動，大抵隨匯市為轉移，已如上所述。故凡影響匯市之各種因素，間接亦為金價變動之因素。惟標金與外匯既可互相套做，故金市之變動，對匯市亦有反響。關於標金與外匯之關係，擬在下節更為申述，茲先舉金市報道一則，以見市況變動之情形。

昨日金市始亦暗盤變動，果見擴大，雖美匯本月期五元半大關已破入，但消息利於賣方，如美國將凍結各國資金，及美、德間關係日見惡化，德國將撤退在美外交人員，致將一致向上之各方人心壓住，滬西幣更在午刻一度出籠，故外匯於混亂中由緊轉鬆，午刻十一點四十分左右之二三分鐘內，金價曾起二百元跌風，價升至六千三百九十元後，直步降至六千一百九十元，金號及匯票商套進，始盤旋向上，下午一度升至六千三百元外，又為利空傳說引起賣戶所抑低，終軋小六元，情況隱伏漲勢，全日交易共四萬兩以上。

始赤三月期，晨初買戶活躍，均不惜高價購進，九點十五分開市，價已拍至六千三百六十元，比上日收價高六十四元，祥和金號再進，拍至六千三百七十元，後匯票商大豐猛出，證券號同康永及天成錢莊順源亦爭售及開本月美金五元半復可結，出籠者四起，價步降五十五元而至六千三百十五元，金號成肥與證券號德孚及同康永復進，銀號恆記、公和等紛起吸收，且外匯步緊，價乃升逾六千三百九十元，逾十一點左右，鑫源出籠，大豐套賣，退至六千三百四十五元間，不料十一點卅八分，突有利空消息，激起空方反抗力售，多方急起出籠，價在一片賣出聲中，祇三四分鐘，暴跌一百五六十元，連破六千二百及二百元兩關，於混亂中六千一百九十元有成交，兩金號祥和成記買進，大豐續購，多方力拍至六千二百八十元，正午收市為六千三百六十元，收市後六千二百七十五元，下午二點開市已升至六千二百九十元，比午收價高卅元，俄新豐永及某金號售出，退至六千二百六十元，大豐誠遠買進，浮多四起拉提，價又躍出六千三百元外，天元代洽泰永進廿兩，竟為六千三百〇八元，開暗市中之黑市曾作價六千三百十元，恆記同康永成記忽猛出，且傳德國擬撤退美國外交人員，賣戶益衆，竟步瀉六十三元，遞至六千二百四十五元，不意外匯仍帶軟化，成記復進，德孚鑫源銀號匯票商新豐永等一再力進，價步升四十七元，達六千二百九十二元，未幾四點收市為六千二百九十元，比前日晚收復降六元，照三月美金晚收五元四六八七五結價，為六千三百六十八元，計繳七十八元，收市後升至六千三百元開口，全日有二百元上落。

現金尚穩定，成記售予祥興永一百兩，價照期交高五百十元，永豐出與祥和二百兩，高五百廿元，下午聚豐永出予祥興永及裕泰永各十兩，價高五百十元，現金號本牌金，門市售價比始赤期交價高五百二十三元，收進照售價低八十元，現標金無價無市，飾金初掛七百元，十一點三刻低十元，為六百九十元，（收進減四十元），紋銀大同行掛七元，新同行六元九角，茲將始赤開收及最高最低飾金最後價列左。

飾金最後價列左		
	上午	下午
開價	六三六〇〇	六二九〇〇
最高	六三九〇〇	六三〇八〇
最低	六一九〇〇	六二四五〇
收價	六二六〇〇	六二九〇〇
銀樓飾金最後掛牌		六九〇〇〇（錄自民國三十年三月五日新開報）

六 金市與匯市

從上舉市況變動之報道，可證金市與匯市，仍有其聯繫作用。例如美國將凍結各國資金，美、德關係惡化等傳說，均有利於美匯之拋空，故美匯由緊轉鬆，金價亦因之而起跌風。但以所跌過多，金號及匯票商套進，即係「進金出匯」之套做，因有此種套做交易之發生，故金價又見回高。

匯市影響金市；金市亦影響匯市。茲舉同日匯市報道為例：

昨日本市外匯市況，中央掛牌未更，匯豐掛牌於九點卅分揭曉，英匯縮○六二五，為三辨士三一二五，美匯縮一二五，為五元三七五，法、德仍無市，餘皆隨降，黑市英、美匯變動漸巨，猛緊後盤旋稍回，蓋初承上日緊勢，投機商奮扒，中外各銀行均少賣意，金價又飛昂，致本月期美金五元半被打破，華商扒結僅五元四三七五，英金亦縮至三辨士三七五，詎十一點一刻忽傳美國擴大凍結各國黃金，金市急轉狂落，故於混亂中美匯有供無求，現貨竟還硬達五元五六二五，但午刻復緊，下午傳德國將撤退在美外交人員，曾復帶硬，然美銀行有吸胃，港電亦扒，投機商塞意亦淡，隨金價復縮，終均軋緊○三二二五。

在金價抬高時，則套做者將出金進匯，故匯率亦將隨以緊縮。反之，金市傾跌，亦足以使匯市趨鬆。例如二十九年七月初上海經濟諮詢所每週匯市檢討有云：「本週因黃金傾瀉，外匯隨以影響。而黃金所以劇瀉者，厥為華北與滬市金價之差甚巨。查近日華北金價約為四千六百元，滬市則仍在五千元之高價以上，再加津、滬匯兌升水，故套做獲利甚厚。况關外法定金價祇為二千二百元，如有任意高抬或自由買賣者，非但充公，甚至罹刑。華北有金者，深恐津埠援引其例，尤欲脫手為快，於是滬市金價乃愈形跌落。匯票與金價本有聯帶關係，金價既跌，

自不免影響匯市，況過去華北商人囤積過多，近頃物價暴落，與滬市同一運命，因之囤積商遭遇嚴重打擊，損失頗巨，爲彌補計，不得不拋出黃金（以爲海琴）致造成今日匯市之現象。」

已往在銀本位時，標金之漲跌決定於銀價與匯價。當時銀匯之變動甚驟，故標金之漲跌亦甚烈。當標金以日匯結價時，日匯之動靜，無不與標金息息相關。但標金行市之變動，因受投機勢力之影響，亦有左右銀價及匯價之情形。在投機活動之時，往往因上海標金市場多頭之買進，影響於日匯及英匯。蓋買進標金者，同時往往賣出外匯；反之賣出標金者，則同時買進外匯以爲抵補，買進標金，固須在交易所內爲之。但賣出外匯，則可在上海以及倫敦、紐約、神戶、香港之任何銀行爲之。因而上海金市有影響世界金融市場之勢力。若金商賣出鉅額外匯與本地銀行，則後者必謀抵補，以免風險。若外匯在當地不能獲得抵補，則將發電至倫敦或紐約，買進大條，此舉足使銀價提高。故上海金市有影響世界銀市之勢力。（註一）抑且投機家之活動有時足以影響及各國間之匯價。例如一九二四至一九二六年間日匯之堅昂，上海金商之大做多頭，不無助力。其交易總額達日金一萬萬元之鉅，超過日本任何商業中心之交易額，其時日美匯價於二年半之短期內，由美金三十八元（合日幣一百圓）漲至四十九元一角二分五，卽其例也。（註二）

匯市與金市因有相互之聯繫作用，故法幣政策釘住匯價以後，標金行市亦隨以穩定，至黑市開始，因外匯頻縮，金市又起漲風。此一關係之廣續，有二種先決條件：是卽在國內外金市與匯市保留自由活動之餘地及外國金價維持不變之條件下，則國內金價自將與外匯共榮辱。否則，如本國禁金出口，一無偷運情事，則黃金不能

代替外匯，如在外匯之需求甚巨時，金價之擡度因無現金運送點之限制，必將日趨擴大。上海現金原已禁止出口，偷運者負極大之風險，故匯率最緊時，金價之擡度亦最大。例如去年（二十九年）五月初外匯暴縮時，金價擡至七百元至千元之鉅。入春以來，美國態度益趨積極，凍結外資之傳說甚盛，復以太平洋風雲日緊，外匯信用，漸呈動搖。於是期貨金價之擡度日小，如上例所舉，不過擡低七八十元；現貨金價超過期交五百十元，按美匯結價且有四百三十二元之抬高，此蓋由於國內外貨幣在風雲緊急之秋，均不及實貨之可靠也。至於黑市之期貨金條，按美匯結價清算，並不交現，故與匯市之變動，仍有密切聯繫。再如上海黑市，政府能完全加以統制，則匯市與金市，無自由活動之可能，亦將失其聯繫作用。又如外國金價，亦復漲落不居，則國內金價與匯價，將無一定之關係可言。譬如美國提高金價，美匯必鬆，但國內之金價未必跌，或且反漲。蓋美國提高金價，即係美元貶值。譬如始赤一條原值美金三百四十八元，倘美國金價提高 50% ，則每條可值美金四一七·六元。假定在未貶值前之美匯行市為美金五元，則始赤行市應為六九六〇元，貶值後之美匯鬆度如亦為 50% ，則美匯行市應為六元，始赤行市按此新匯率結價，仍為六九六〇，如美匯僅鬆 25% ，則始赤行市反將漲至七二六二元以上。故匯鬆金跌或匯縮金漲之關係，又須以外國金價不變為前提也。

（註一）歐愛德氏著，蔡譯：中國貨幣論，頁三五——三五三。

楊蔭溥氏中國金融論，頁五一——五一七。

（註二）歐氏中國貨幣論，頁三五三。

七 標金結價之變遷

標金之理論平價根據海外金市及國幣對外匯率，以聯鎖法計算之。惟歷年來因世界經濟及政治情況之變遷，計算標金平價之公式，亦屢經變更，茲歷述於後。

(一) 第一次歐戰以前按英匯結價 英商在華之金融勢力最大，當時上海匯市以英匯為惟一之基礎，而倫敦又為世界金市場之中樞，金鎊為惟一之國際通貨，故標金平價之計算，即以上海、倫敦電匯為根據。

1 規元 = 1 條標金

1 條標金 = 10 兩平兩

1 兩平兩 = 1.17854 盎司

1000 盎司標金 = 978 條標金

11 盎司標金 = 12 條標金

1 盎司標金 = 933.5 燕士 (英國領事館價)

若干燕士 (上海倫敦電匯) = 1 規元

$$\frac{10 \times 1.17854 \times 978 \times 12 \times 933.5}{1000 \times 11 \times \text{上海倫敦電匯價}} = 11737.78269 \text{ (定數)} \times \frac{1}{\text{上海倫敦電匯價}}$$

(二) 第一次歐戰時及戰後按日匯結價 第一次歐戰發生以後，英國放棄金本位而日幣則仍與黃金聯繫，且日本在華之金融勢力日增，而與上海隔水相望，標金之輸出與日金之進口，均較他國為便利，故標金平

價之計算轉以日匯為根據。

2 規元 = 1 條標金

1 條標金 = 10 兩平兩

1 兩平兩 = 565.7 格蘭

1000 格蘭標金 = 978 格蘭純金

11.574 格蘭純金 = 1 日金 (日金成色)

100 日金 = 若干規元 (當日日匯行市)

$$\frac{10 \times 565.7 \times 978 \times \text{當日日匯行市}}{1000 \times 11.574 \times 100} = 4.78015 (\text{定數}) \times \text{當日日匯行市}$$

(三) 九一八事變後按美匯結價 自日本佔據東北後，各業均與日方經濟絕交，上海物品及金業兩交易所為避免日人操縱我國金融起見，特於一九三一年一月三日起，將標金結價改以美匯為根據。因當時英國已放棄金本位而美國尚為金本位也。

2 規元 = 1 條標金

1 條標金 = 10 兩平兩

1 兩平兩 = 565.7 格蘭

1000 格蘭標金 = 978 格蘭純金

23.22 格蘭純金 = 1 美金 (美金成色)

若干美金 (當日美匯行市) = 100 規元

$$\frac{10 \times 565.7 \times 978 \times 100}{1000 \times 23.22 \times \text{當日美匯行市}} = 23,826.6612 \times \frac{1}{\text{當日美匯行市}}$$

根據金業交易所營業細則第四十六條之規定，標金結價亦可用下列方式：

？規元 = 1 條標金

1 條標金 = 10 兩平兩

1000 兩平兩 = 978 兩平兩

.2275 兩平兩(成色.900) = 5 元美金

若干美金(當日美匯行市) = 100 規元

$1 \times 10 \times 0.78 \times 5 \times 100$

$\frac{1 \times 1000 \times .2275 \times .9 \times \text{當日美匯行市}}{23880.3419(\text{定數}) \times \frac{1}{\text{當日美匯行市}}}$

(四) 美元貶值後之標金結價 一九三三年美國國會授羅斯福總統以貶低貨幣價值之大權，上海金業恐一旦美國正式實施貨幣貶值，勢將遑遑失措，爰函請金業交易所等預籌妥善辦法，旋經該所將營業細則第四十六條、四十七條、四十八條修正，呈經實業部批准施行。其修正原文如後：

第四十六條 如用現金幣代行交割者，以美國現金幣為準，計美國現金幣二百四十元合標金一條（美現金幣成色為千分之九百，每五元重漕平二錢七厘五毫）每條賣方應貼買方火工銀幣一元四角，但美國現行金幣有更動純金重量時不適用之。

第四十七條 定期買賣，月期末日，如貨未交清，卽以是日匯豐銀行初次所掛美匯價格為標準，以美匯二百四十元合標金一條核算了結，如美幣金色重量有變動時，所有已成交之買賣，按月期之末日，貨未交清者，悉照變動前一日匯兌初次所掛英美匯兌價格為標準，根據匯豐按月期末日英匯初次掛牌推算之，仍以美匯二

百四十元合標金一條，核算了結。

第四十八條 凡既經成交之定期買賣，遇交割末日，如有非常變動，匯豐銀行不掛牌時悉依同業定章核算了結。

迨一九三四年二月一日美國正式宣佈法定金價每盎斯三十五元，美元貶值 40.94%，本埠金業交易所即根據上述修文，更正以美匯結算之標金平價；規定所有該所已成交而尚未交付之二三各月份期貨買賣，應即依照該所營業細則第四十七條之規定，悉以美幣改制前一日匯豐初次所掛英、美匯兌價格為標準，至各該月期末日，根據當日匯豐初次所掛英匯行市推算之，仍以美匯二百四十元合標金一條核算了結。換言之，先根據美幣改制前一日匯豐初次掛牌求出英美套匯，而後再將美金二百四十元（以美金計算之標金平價）折成英幣，如是標金可根據英幣結算，而不受美匯變動之影響。

240 美元 ÷ [英美套匯 (根據美幣改制前一日之匯市計算) × $\frac{\text{月期末日之英匯掛牌 (以辨士計)}}{240}$]

例如美國於一九三四年二月一日實施新幣制，根據匯豐上日（一月三十一日）初次掛牌美匯為三十三元五角，英匯為一先令四辨士 1115（即 16.125 d）故英美套匯為 41 = 4.9860 元。

$$1 \text{ 美元} = 240 \text{ 辨士}$$

$$\frac{240 \times 1 \times 33.5}{16.125 \times 100} = 4.98605$$

$$16.125 \text{ 辨士} = 1 \text{ 元國幣}$$

$$100 \text{ 元國幣} = 33.5 \text{ 美元}$$

以之代入上式

$$240 \text{ 美元} \div \left(4.98805 \times \frac{\text{月期末日之英匯掛牌}}{240} \right) = \text{標金結價}$$

標金平價計算遂暫時復以先令為根據。

至一九三四年二月十日上海金業交易所復公布四月份標金結價辦法，規定四月份新交易，於二月二十日起開始買賣，以後凡定期買賣至月期末日而貨未交清者，即照是日匯豐銀行初次掛牌之美匯價格為標準。以美金三四六元合標金一條核算了結。同時復因政府命令施用新度量衡制，該所規定自同日（一九三四年二月二十日）起，四月份標金改用市平計算，市平一兩等於漕平八錢五分二厘半，是以上述三百六十四元合標金一條之規定，係根據下列之計算：

$$1 \text{ 美金} = 1 \text{ 條標金}$$

$$1 \text{ 條標金} = 10 \times .978 \text{ 市兩純金}$$

$$.0207356 \text{ 市兩純金} = 1 \text{ 格蘭純金}$$

$$25.8 \times .900 \text{ 格蘭純金} = 1 \text{ 美金} \text{—— 貶值前成色}$$

$$.5906 \text{ 美金 (貶值前)} = 1 \text{ 美金} \text{—— 貶值後 (美金貶值 } 40.94\%)$$

$$10 \times .978$$

$$\frac{.0207356 \times 25.8 \times .900 \times .5906}{10 \times .978} = 343.912$$

所以重市平十兩之九七八成色標金一條，合貶值後之美幣三四三·九一二，此外當須加雜費二·〇八

八、總共適爲三四六元，於是平價復以美金爲根據。

(五)八一三前按關金結價 迄一九三四年九月九日，財政部爲制止標金及外匯投機起見，特訓令金業關係各機關，規定除下列三項外：(1)合法及通常營業所必需者，(2)該年九月八日以前訂有契約者，(3)旅行費用及其他私人所需者；其他標金期貨買賣一律停止。翌日因事出倉猝，致市場情形大爲混亂，銀行公會國外匯兌委員會召開緊急會議，通告金業交易所與物品交易所暫行停拍標金一天，並議決自十月十五日起，十二月份之新交易概照倫敦金塊行市結價。至十月份期貨交易，則延至十月底了結。同時呈請監理員轉呈財政部核示。九月十七日財政部批復，規定該所以前所做交易，姑准延至十月十五日止，照原約完全了結清楚。但在此延期以內，不得再做新交易，以免糾紛。自十月十六日起，標金結價，應以中央銀行所發行之海關金單位爲交割標準，同時財部並令中央銀行逐日揭示關金市價。

？國幣=1條標金

1條標金=10兩市平

1兩市平=1.00471盎司

1000盎司標金=978盎司純金

.01935盎司純金=1關金單位

1關金單位=若干國幣(中央銀行掛牌)

$$\therefore \text{標金平價} = \frac{10 \times 1.00471 \times 978 \times \text{中央關金掛牌}}{1000 \times 0.1935} = 507.8 (\text{定數}) \times \text{中央關金掛牌}$$

但 $(10 \times 1.00471 \times 978)$ 之積 (9:5261) 盎司即為每條標金所含純金之數量。

$$\text{故 標金平價} = \frac{1 \text{ 條標金所含純金}}{1 \text{ 關金單位所含純金}} \times \text{關金單位行市}$$

中央銀行關金掛牌之計算方式為

$$\text{關金掛牌} = \frac{1 \text{ 關金單位所含純金量} (0.1935 \text{ 盎司}) \times \text{倫敦純金每盎司市價} (\text{中央掛牌})}{\text{當日上海英匯行市} (\text{中央掛牌})}$$

故標金平價亦可以下式算之：

$$\text{標金平價} = \frac{1 \text{ 條標金所含純金量} \times \text{倫敦每盎司金價} (\text{中央掛牌})}{\text{當日上海英匯}}$$

例如一九三四年十月念一日，中央掛牌每盎司純金價為七鎊一先令七辨士。

$$\text{標金平價} = \frac{9.8261 \times 1700}{17} = 982.61$$

當日中央銀行標金掛牌為九八二·六〇與上算出者相符。

自實行新幣制後，標金價格之性質雖變（以前為金之銀價，今則為以法幣計算之金價）而其平價仍可用上列公式推算之。

（六）八一三後始赤黑市按美匯結價 始赤結價之方法與標金同，惟始赤成色較標金為高，或作十足計算，或作九九九計算，或作九九七計算，或作九九五計算，如上舉新聞報所云：「收市六千二百九十元……照三月美金晚收五元四六八七五結價，為六千三百六十八元計撤七十八元。」此當係按成色九九五計算，而以

十市兩等於十盎斯（實出一市兩等於一〇〇四七一盎斯）故其算式如次：

$$\frac{350 \times .995 \times 100}{\text{美匯行市}} = \frac{350 \times .995 \times 100}{5.46875} = 6368$$

八 中央銀行掛牌金價

中央銀行掛牌金價有三：海關金、標準金與中國純金。最近此三種掛牌價如左：

海關金

二·七〇七元

標準金

一三六六·二〇元

中國純金

一三七一·八〇元

海關金單位在下節另述，標準金即戰前之標金，係每一市平成色九七八之價。按中央英匯掛牌（一先令二辨士半）及倫敦金價（八鎊八先令合二〇一六辨士）結算。一條標金等於九·八二六一盎斯純金。故：

$$2016 \div 14.5 \times 9.8261 = 1366.2$$

純金成色作九九九，亦按倫敦金價計算，惟匯率則按售價一先令二辨士又四分之三（合一四·七五）計算。故：

$$10 \times 999 \times 1.00471 = 10.037$$

2016 ÷ 14.75 × 10.037 = 1371.8

此項掛牌金價之計算，在目前與官定匯率，同屬例行公事而已。

九 海關金單位

海關金單位 (Custom Gold Unit)，簡稱關金，為徵收關稅而設，時在民國十九年二月。其時以金貴銀賤，財政上之損失甚大，蓋關稅收入，為支付外債本息之基金，但關稅以銀計，外債以金計，金貴銀賤，關稅收入之增加，外債本息之支付，則因匯兌損失，增加甚鉅。故財政部為補救虧損計，採用海關金單位，為徵收關稅之標準。關金單位即甘末爾所擬中國逐漸採行金本位制草案中之金匯兌本位「孫」，含純金·六〇一八六六公分 (Grah)，由中央銀行按市出售，而將售得款項，當日補進英美匯以抵頭寸。自此金價之變動，不復影響於財政矣。

關金初創時，各國均在金本位，以含金成份計算，每金單位等於英金一九·七二六五辦士，美金·四〇元，日金·八〇二五圓，法郎一〇·一八四枚。自各國放棄金本位後，其貨幣與純金比價，時有漲落，故計算關金方法，亦有變更。中央銀行關金掛牌，係根據倫敦金價結算，再按英匯掛牌加四分之一辦士手續費折合法幣數。其算式如左：

？辦士 = 1 關金

1 關金 = .601866 公分

.064798949 公分 = 1 格蘭 (gr.)

480 格蘭 = 1 盎司

1 盎司 = 倫敦金價辦士數

$$\therefore 1 \text{ 關金合辦士數} = \frac{.601866 \times \text{倫敦金價}}{.064798949 \times 480}$$

$$= .01935 \times \text{倫敦金價}$$

是關金所含純金爲：○一九三五盎斯。按美金計算亦同。美國在放棄金本位前，法定每盎斯純金價爲二〇·六七元。故每元含純金 $1/20.67$ 或 ○四八三八盎斯，而一關金等於美金四角，故一關金所含純金等於 $.04838 \times 40$ 或 ○一九三五盎斯。關金折合法幣之算法如次：

$$\text{倫敦金價} \times .01935 = 2016 \times .01935$$

$$= 39.0096$$

$$39.0096 + .25 (\text{手續費}) = 39.2596$$

$$39.2596 \div 14.5 = 2.707$$

第三十三章 國際間黃金之移動及其分配問題

金貨移動之類別——金貨移動之原因——金貨之均衡分配與不均衡分配——最近美國之黃金問題——
黃金之將來

一 金貨移動之類別

據恩述格 (Paul Einzig) 氏之研究，(註一) 世界金貨之移動，可以分爲三大類：(1) 行政的，(2) 商業的，(3) 特殊的。第一類屬於中央銀行準備金之移動而不變更其所有權者，例如將國內準備金移存國外，或將國外所存黃金運回國內，此種移動不影響於金市及匯市，僅爲金貨之處理問題，可無詳論之必要。第二類與第三類，頗難作明顯之分野，大致可以是否爲獲取盈利以爲區別。商業移動又可分爲下列四類：(1) 自原產地至金市場之輸送，(2) 自金市場至消費地點之輸送，(3) 起於匯兌交易之輸送，(4) 起於金貨裁定之輸送。自倫敦金市場被統制以後，世界已無自由之金市場，商業上之移動，殆已停止，有之多爲黑市與偷運而已。以下所述屬於此次戰前之情形。

(1) 自原產地至金市場之輸送。世界金市，不僅一處，原產地之金貨，輸往任一市場，要視便利、習慣、運輸、

匯兌及價格等因素而定，例如南非洲所產之金貨大部份輸往倫敦，即因便利及習慣關係，即使輸往別處可得較高之利，南非及其他地區之生產者，常在倫敦維持經常之供給。但如價格相差過大，則自有輸送別處之可能。第一次歐戰以前，南非所產金貨大都經倫敦而分輸各國。戰後則多有為直接輸送者，即不經倫敦而直接輸送至用金各國。為節省運費計，印度所需黃金直接由德班（Durban）運往。一九二七年阿根廷及其他南美國家匯兌之堅昂，益以日本輪船運費之低廉，南非所產黃金大批運往南美。但自開普敦直接運往紐約及歐陸者尙未經見。

(2) 自金市場至消費地點之輸送 此係指黃金之用於工業與製作裝飾品者。例如倫敦運往瑞士之金貨供製造金錶之用，及以金幣輸往回教國供宗教儀式之用，亦有直接以金幣充作裝飾品者，此項金貨之輸送，其目的亦在牟利也。

(3) 起於匯兌交易之輸送 上述二種商業上的移動，雖亦須通過匯兌機構，但非為匯兌機構之本身。匯兌所以代現金之輸送，但仍有輸送現金以達成資金移轉之目的者，此即與裁定交易不同之點，蓋裁定交易之目的，乃在獲取兩地之差益，而不在資金之移轉也。進出口商之清理對外債務與債權，固以買賣外匯為常例。但在匯率不利於買進或賣出時，亦有委託銀行及經紀人輸送現金以為清理者。至若大規模之進出口商，例如阿根廷之穀物出口公司，常自南非運入黃金以充償其運往南非之穀價，固亦有之。惟通常輸送現金以抵補外匯交易者多為銀行。除商品貿易外，由於輸出資本，償付外債等需要，有不利用遠期外匯而寧先購入黃金，以供輸

送者，亦屬常事。

(4) 起於金貨裁定之輸送 金貨裁定乃在乘匯價之變動超越現金輸送點時所作之交易，事先並無國際支付或移轉資金之需要，其運用常與遠期外匯相輔而行，輸出金貨者常拋出遠期外匯，以免外匯跌價之風險；亦有不以遠期外匯為抵補者，寧冒匯兌風險，而不願負擔遠期交易之成本。前次歐戰以後，經營金貨裁定者以輸入為多。因貨幣當局對於售出黃金，常有留難。惟倫敦金市場，輸出入不受限制。其他國家之經營金貨裁定者，從倫敦輸入金貨易，自本國輸出難。例如一九三五年倫敦金價常較巴黎法蘭西銀行之掛牌，高出五辨士至十辨士不等。不知實情者以為倫敦與巴黎間，既有如許差額，則向巴黎購進，在倫敦售出可獲巨利。其實倫敦金價，雖比巴黎高出六七辨士，亦不能套利，其原因如左：

「1. 倫敦之裁定金價，乃根據法蘭西銀行之收買價格計算。但法蘭西銀行之售價為一六九六三·五二八法郎，比較買價每冠大四四·四四四法郎，即每盎斯賣價比較買價大一·三八二法郎（一冠等於三二·一五〇七二七盎斯，故四四·四四四法郎除三二·一五〇七二七，等於一·三八二法郎。）假定以一鎊合七九·三四法郎換算，則一·三八二法郎應等於四·一八辨士（英人稱曰 premium），亦無利可獲。較從英法匯兌裁定之金價，雖高出四·一八辨士（英人稱曰 premium），亦無利可獲。

2. 由巴黎裝至倫敦每盎斯應需運送保險等雜費二辨士。而所謂倫敦之裁定金價，乃指此二辨士之雜費業已減去之價格，不獨仍應補足，同時由巴黎運金至倫敦所需二辨士之雜費，當然亦須加算在內。補足二辨士，

加算二辦士，共計四辦士，合共八·一八辦士。此表示倫敦實際金價比較英法匯兌裁定之金價，雖高出八·一八辦士，亦無利可獲。

3. 向法蘭西銀行購得之金塊，不一定適合於倫敦金塊市場所規定之成色。若不合格，必須再往精鍊，則精鍊費用，又須加算。

4. 倫敦買賣，大抵均是即日交貨之現金。向法蘭西銀行購買，往往須等待一星期以上，方可收得現貨。故套利者，照理應先向法蘭西銀行購得，然後再向倫敦市場出售。如此則相隔時日既久，則損失之危險性亦大。

因此倫敦與巴黎間，金價雖有相當差額，但因上述種種關係，套利者非有精密計算，多不敢下手。（註二）

至若金貨之特殊的移動，其目的不在獲取盈利，而另有其特殊的作用，例如為籌集現金準備或補充金準備之不足；為通貨與金融政策之設施；更有用作國際政治之手段者。當一國預備採行或恢復金本位時，常須向外國購買鉅額黃金。在金準備不足時，第一次戰前之中央銀行多以間接方法，如提高貼現率吸收外資，由此以達成金貨流入，充裕準備之目的。戰後各國中央銀行嫌貼現政策之緩慢，且貼現率過於提高，引起國內工商業之反感，故多有直接向倫敦公開市場或自其他中央銀行購入者。亦有因國內存金過多，損失利息而轉售於國外者；亦有為增加外匯準備而輸出金貨者；亦有為維持通貨價值而輸出黃金者。蘇聯以黃金支付貿易入超，是其常事。他如一九二七年法國向國外購買鉅額黃金，據云為造成國外通貨之緊縮，尤其為倫敦，以阻止資金之流入法國，使法郎多頭，無利可圖。一九三三年以後之美國購金政策，則為通貨貶值之手段，此外如匯兌平準帳

或平準基金之購售黃金，亦決定於通貨政策。戰後，法國之黃金政策常以威脅他國通貨為能事，以達成其操縱國際政治之目的。凡此種種金貨之移動大都由政府或中央銀行為之，而其目的固不在盈利之獲取也。

(註一) Einzig P.: *International Gold Movement*, 2nd ed. 1931

(註二) 馮次行氏：「倫敦金塊市場」，*東方雜誌*，第三十二卷第五號。

二 金貨移動之原因

以上所述金貨之特殊移動與商業移動中之第一及第二兩類，與匯兌無關，或所關甚淺，不必再加深究。惟金貨之移動，起於國際間金價之失去平衡者，與匯價有緊密之關係，則為吾人所當深究。蓋金價之失去平衡為金貨移動之直接原因，至於金價何以失去平衡，則又另有其原因，而與整個幣制，乃至與國民經濟有關。

在金本位時代，一國對外匯價，可以有變動，而金價則固定於造幣價格或中央銀行之售價，故如匯率跌至現金輸出點以下，金貨即將外流。廢止金本位以後，其禁金出口者，國內外金價，已無平價之可言，但如此次戰前之倫敦與現在之紐約，均有公開買賣之金價。倫敦金價常隨鎊匯為轉移，紐約則已如金本位時代之釘住於三十五元。故各國金價與對美匯價，仍有其相當之聯繫，如一國對外匯價低落，而金價不變，或其提高之程度不及匯價之低落，則國內金價即屬擡低 (*undervalued*)，如其擡低之數，足使外匯與金貨之套做者有利可圖，則無論官方或私人皆有搜購國內存金，以供輸出之可能。在金本位時代或在金貨自由流通之場合下，匯價與金價

最易獲得調整。故以金平價爲匯價之中心實較購買力平價爲確當。惟在統制黃金國家，金價有永遠低估之可能。政府按官價收購國內存金，運往國外出售，可獲鉅利，於財政上之裨補良多。故雖禁金出口，官方仍得運金出口也。至於金價何以失去平衡？其問題即在匯價。恩述格氏將黃金移動之原因列爲五種：（1）一國物價單獨漲高或低落；（2）對外貿易之入超或出超；（3）支付工具之過剩或缺乏；（4）國際間資金之移動；（5）心理原因。（註）此五者均爲匯價變動之原因，已在第二編詳述之，可不復贅。是金貨之移動，爲匯價變動之結果，在金本位時代，則又爲矯正匯價之楔機，因此正統派經濟學者認黃金之自由流通，具有自動矯正之功能，故世界金貨之分配無偏在與不足之弊。今則時異境遷，黃金之移動，業已變質，正統學派之說，遂爲世所駁難矣。

（註）Einzig P.: op. cit. pp. 39-40

三 金貨之均衡分配與不均衡分配

正統學派以爲因國際經濟之自動矯正作用，金貨常能得其均衡之分配，所謂均衡分配者非各國應保有等量金貨之意，乃謂比例於各國通貨需要量之分配。各國以面積、人口、財貨、貿易與生產之有大小多寡，其所需支付之數量與次數，自屬不齊，故金貨之均衡分配即各國所保有之金貨足供其通貨之需要。在均衡分配之狀態下，金貨在各國之需要相等，因之金貨在各國之價值亦必相等，而無移動之機緣。此即代表靜態的國際經濟。但各國財富有增減，貿易有盛衰，乃至於生產機構有變動，因之通貨之需要亦隨時而有不同。又若因發現金鑽

而增加金貨之流通數量，或銀行增發紙幣，擴張信用而增加通貨數量，結果均爲通貨之供給增加，如需要不變，使金在國內之價值低落而將流向價值較高之地，至於國內外金貨之價值復歸相等而後止。所謂金貨之價值，據正統學派之說，卽以物價之倒數爲表示，故金貨常流往物價較低之處，流入之國因通貨增加而致物價上漲，流出之國，因通貨減少而致物價低落。於是金多之國將有貿易入超，金少之國將有貿易出超，入超者金貨又將輸出，出超者則將輸入，此種解釋在十八九世紀時代，商品貿易佔國際收支之大部份，尙屬適當，嗣後以國際資金之移動增加，各國通貨組織，日趨複雜，黃金已退居於太上貨幣之地位。金貨之移動與通貨數量之伸縮，其關係漸遠。又以勞工之團結力日強，工資不能隨物價爲增減，租稅亦較前繁重，使商品之成本結構，趨於硬化。因之通貨數量之增減，已難使物價發生反應。至若國際貿易之限制，國際資金之反常移動等等因素之產生，已使正統學派之解釋，失其根據。事實上所顯示者亦爲金偏在與不足，而非爲均衡之分配。

金貨流向價高之國，自屬合理。但此之所謂金價，應爲貨幣——紙幣計算之金價，而非爲金對貨物之購買力。故金貨常流向匯價堅昂之國家。在前次歐洲各國貨幣跌價時，金貨源源流入美國。法國恢復金本位時，亦以法郎匯價堅強，吸收鉅量黃金，蓋在貨幣堅強國家，紙幣與黃金有一定之兌換率，在貨幣脆弱國家，其匯價已趨低落，而黃金往往受輸出之限制而致其價值之低估，資本之逃避與從事於匯兌投機者均將紛紛購入貨幣堅強國家之匯兌。於是貨幣脆弱國家之匯價，愈將低落。後者爲抵補外匯準備或維持匯價起見，勢惟有輸出黃金，以資挹注。如照正統學派金貨分配之自動均衡說，存金過多之國，金貨將自行流出。惟事實所昭示吾人者，非

「金貨驅出金貨」而爲「金貨引進金貨」一則因金貨過剩之國家，其經濟狀況必宜於金貨之進口。如此種狀況繼續不變，則金貨亦將繼續流入。再則存金之豐富，爲貨幣健全之表示，足以招引避難資本之來歸。因此，使多金國家之匯價漲高，更增加金貨之進口。故已經發生之金偏在，不但不能自動矯正，而益有積重難反之勢矣。

(註)

(註) A. Atkinson 著，樊季子譯：世界金貨分配論，頁一八一—一三三。

四 最近美國之黃金問題

據國聯金委員會(The Gold Delegation of the League of Nations)之報告，在一九三一年六月末，世界各中央銀行之金準備(蘇聯除外)有百分之六十以上在美法二國之手。自一九三三年直至今，國際黃金之流動，可於世界地圖上畫一粗線以表示之。此粗線起自主要產金國家，尤其爲南非，而至於最大黃金市場之倫敦；由此再聯以起自東方及西歐之其他各線，此其他各線表示公私積藏黃金之流出。所有黃金均大量運往美國。另有若干較細之線，自其他國家，尤其爲日本，直接引至美國。當一九三三年之末，美國存金計達六七九三〇〇〇〇〇〇美元現值。一九三七年終，總數激增至一二七六〇〇〇〇〇〇〇美元，一年後更昇至過一五〇〇〇〇〇〇〇〇元。據估計自一九三四年至一九三八年之五年間，黃金生產額約爲六五〇〇〇〇〇〇〇〇美元；自西方私人蓄藏放出之數，雖無可靠之估計，但亦有較少之數額。故在上述五年中，美國所吸收之黃

金，不獨包括新生產及東方暨西方國家私人之蓄藏，即其他國家昔日用以作貨幣準備之黃金，大部份亦被美國吸收。按去年底（一九四〇）美國存金已達二百一十萬萬美元。是較二年前又增加六十萬萬元。現美國所有黃金已佔世界總數百分之七十。

近十年來世界金產額有顯著之增加。開採金礦，依照一九二九年及一九三〇年之物價及工資水準言之，本無利可圖，但當一九三一年英鎊跌價，至一九三三年美元又告貶值，黃金之售價遠超過其生產成本，蓋物價與工資之上昇未能與金價之提高相配合，故世界金產乃呈突飛猛進之勢。自一九三七年後，世界產額年在十萬萬美元以上，去年幾達十三萬萬美元，較一九三三年之產額，高出二倍以上。美國其將繼續吸收此逐年增加之金產額乎？

今美國人士深慮藏金過多，或受其累。綜合當世輿論，深以下列三點為患：一慮通貨膨脹。黃金流美之結果即為美國銀行存款之增加。此項存款之增加，非由於信用之擴張，而為實在資金之存入。會員銀行在聯邦準備銀行之準備結餘，本已超過法定數額，茲以外國現金之流入，準備給餘益見過剩，其數已在五六十萬萬元，以致銀行利率被迫降至有史以來之最低水準。已往美國輸入黃金，常藉售出政府證券，以吸收增加之通貨，是即所謂黃金之封鋼政策。此一封鋼政策是否能繼續行之有效，頗有問題。聯邦政府雖可借用低利資金，以彌補預算之虧空，但擴充預算，增加政府之支出，仍將引起通貨膨脹之後果，惟美國正在積極擴軍，或仍有繼續增加政府證券之可能。但其通貨膨脹之危機，自不能與濫發紙幣之國家同日而語也。

二慮農民之失去歐洲市場。黃金集中之結果，將使歐洲各國缺乏支付手段。美國一時又難貸款於歐洲諸國，從而助長軸心國家之匯兌清算與易貨制度。三慮清算與易貨制度之推廣，黃金將失去其通貨之資格。軸心國家正以「黃金餐桌」論為美國解嘲；果爾，則美國將蒙嚴重損失。但亦有以為人類用金為幣，經千百年之歷史，欲在一朝一夕之間，加以廢棄，殆屬幻想。軸心國家雖已摒斥黃金，但其效果亦僅限於其領域之內，如輸入外貨，仍須利用黃金，易貨制度，究多扞格。況世界最大之產金國乃為英帝國及蘇聯，蘇聯在社會主義經濟階段，仍將以黃金計算價值，英帝國之不願黃金失去通貨資格，更為顯而易見之事。美國既擁有世界大部份之黃金，殆有成為世界銀行家之可能，而美元將為多數國家之通貨，且為世界最大之貿易媒介，亦有可能也。惟當前黃金之過剩，論者多抱悲觀，因之有種種之建議，以謀補救。

挽救黃金過剩之建議，約有下列諸端：(1) 停止購買，(2) 減低金價，(3) 提高金價，(4) 實施購金之差別待遇，(5) 徵收黃金進口稅，(6) 回復金幣流通，(7) 增加銀行法定準備，(8) 封鋼政策，(9) 以國際協定減少金生產，(10) 金準備之國際再分配。提出種種建議，其意義如何？其實際性如何？美國是否將變更其黃金政策？欲解答此諸種問題，應先一論最近黃金流美之原因。據美財長毛根韜氏云：在最近六年中，吾人接受國外金貨約達一百萬萬元。何以有如許金貨向美國流動？第一，吾人供應世界以價值龐大之貨物與勞務，此種供應，非輸入所能抵消。第二，國外資金移至美國，存入美國銀行，藉求安全。第三，外人購買美國產業證券甚多，以為投資於美國最為安全而有利。第四，美國人民將其在外國之資金，大批收回，將其在外國之投資，進行清理收縮。由於此種

種原因，使美國對外收支，有鉅額之順差；亦由於此種種原因，使黃金流集美國，且將繼續流入。

美國之購金政策，當初固處於主動地位，今則實已處於被動地位，而有欲罷不能之勢。故美財長又云：繼續接受外來金貨，爲事實所必要，在理論上，固可以採取其他方策，但均不免產生不良之結果。就上項諸種建議加以分析，或流弊滋多，或無法實行，茲分述如左：

(一) 停止購金 此策固甚簡捷，但停止購金後，金價必跌，美元必漲。美貨價格，以外幣表示，必現昂貴。此對於國外所迫切需要之軍需品，雖無多大影響，但對於與戰爭關係較少之各種農業及工業產品，將受嚴重之影響，而致喪失此種市場。而此種市場正爲美國戰後所切需者。第二，此策之實行不但美國之出口貿易將受影響，抑且外國商品，以美匯高昂，將湧入美國，致美國工農商各業遭遇劇烈之競爭。第三，美人之國外投資，其以外幣計算者，將蒙意外之匯兌損失，故此策不可行。

(二) 減低金價 主此策者以爲減低金價，可減少黃金之生產。但如降低成數不多，必無若何效果可言。如將金價降低至金貨輸入無利可圖之時，則與禁金進口或停止購金之後果相同。且減低金價，即爲減低美國財政當局最重要資產（存金）之價值，以前從美金貶值所得之盈餘，將爲減低金價所抵消。對於國家財政，頗有影響。

(三) 提高金價 此策適與上策相反，其目的在抑低美元匯價，以求擴展國外市場，藉以彌補黃金呆攔之損失。惟提高金價適足以鼓勵金貨之生產，而世人仍視美元爲最安全之貨幣，益將趁低購買，於是資金之流往

美國者將愈多。美匯之抑低，徒成泡影而已。抑且自英國統制外匯以後，以前加入英鎊集團國家之貨幣，已先後改與美元相聯。美元貶值，與美元聯繫之貨幣，亦必隨以貶值，使抑低美匯以求擴展國外市場之目的歸於無效。

(四) 實施購金之差別待遇 此一建議意在購入黃金與否，視國家而異，此一政策必須全世界能協同禁止某國黃金之流轉，方為有效，否則，彼國之黃金，仍可假第三國之手，轉售與美國也。欲求此種國際合作，殆不能。故此策之無效果，顯而易見。

(五) 徵收黃金進口稅 主張此策者以為當前黃金之生產費遠較售價為低，倘美國不變更現行政策，將延長此一嚴重之不平衡，並強迫美國支出費用，照價收買。其他方策均不能補救此缺陷，可能之折衷辦法，即他國之金價應予降低，——如此可以制止生產，並鬆弛向美流入。——並於同時在美國仍維持原價。黃金兩價制度之建立，祇須對黃金徵收進口稅即足。此種進口稅應採活動稅率。而於黃金輸出，則予以獎勵。此策能否使美國過剩黃金減少，尚屬疑問。且世人益將重視美元，美元價值將被抬高，其不利與黃金減價相類。世界金市則將因活動稅率之變更而起漲落。金價既有漲落，美匯亦將隨以波動，此非美國對外貿易之利也。

(六) 回復金幣流通 有人主張美國應立即廢除黃金私有限制，回復硬貨支付，使金鑄貨幣再度流通；如不願使用或保持金幣者，則仍給金證券；新輸入之黃金，則付以金幣或金證券；黃金及證券流通應加鼓勵。如此當可使多數黃金流入私人掌握。黃金以鑄幣或金證券形式而為私人收藏或逗留於流通界，則將成爲一種非常準備以供將來之用，而準備過剩之威脅可免。但美國流通工具本以支票為主。金證券與金幣流通之增加，聯

邦準備券及其他紙幣必隨之減少，其結果仍將增加或不能減少會員銀行之準備結餘。（即因鈔券由人民手上流入會員銀行，會員銀行則以之存入準備銀行。）抑且解除黃金流通之禁令，其能否收效，尚須視黃金退藏運動之發展而定，一般心理咸認金價有趨跌之勢，是藏金運動恐亦未必能有顯著之發展。

（七）增加銀行存款法定準備 因回復金幣流通不能使會員銀行之準備結餘減少，故有主張同時應提高銀行存款之法定準備率，此法誠可有效阻止信用膨脹，且已往亦已一再提高，今後或仍有繼續提高可能。其限度乃在商業銀行因存款準備比率提高之結果，獲利之資產減少，勢必將極度降低存款利息，而提高放款利息，因之增重工商業之生產成本，亦非計之得也。

（八）封鋼政策 此策前文已加申述，可不復贅。

（九）以國際協定減少金生產 此策對於減少美國國庫負擔及黃金之流美，在理論上為有利無弊之舉，且使今後每年金產能合於經濟之需要。其問題即在缺乏實際性。蘇聯首先不願加入協定，日本亦不能加入，以其正在竭全力以生產其所急需之黃金也。至於南非聯邦，金鑛為其基本工業，欲其減少生產，更非易事。

（十）金準備之國際再分配 此一建議以為美國應將過剩黃金貸與金準備缺乏國家，以圖金本位之重建。但各國是否願意回復金本位，殊屬疑問，且亦言之過早。蓋在和平尚未獲致以前，美國貸予歐亞各國之黃金仍將流向美國，以支付其軍需品之購買也。或又建議美國之對外收入超過，可以信用方式代替黃金之接受，如此則流美黃金，必可大為減少，但美國在一九二九年以前十年間之對外投資，損失甚大，現在美國人民是否願

再蹈故轍，頗屬疑問。故毛根韜氏以爲吾人對於商品之輸出與債務之收回，寧取黃金而不願接受各國之信用。據美國財政當局之表示，目前仍將維持現行政策，以待和平之恢復與世界經濟情形之安定。由是可知今日美國之購金政策，已有欲罷不能之勢也。

五 黃金之將來

在此次歐戰以前，各國爭致黃金，曾幾何時，而黃金視爲贅疣矣。問題尙非如此單純。雖當世學者有認「以金爲幣」爲野蠻時代之遺跡，但此一遺跡，正有其深遠之歷史基礎，恐非軸心國家之一語所能根絕，而將與交換經濟同其始終。今日美國之過剩金貨有一部份代表外國之存款。事平以後，此項遊資之歸去，黃金卽有隨以流出之可能；且戰後復興，有需於美國之投資者正多，故屆時國際貿易與金融，仍將應各國經濟之需要，重形活潑，而黃金之移動，仍有其清算國際收支差額之需要。至於將來黃金之價值，一方面固將因國際清算制度之改進而減少其用途，但黃金生產屬於成本遞增事業，而其他工業品之生產多屬成本遞減，故就黃金之購買力論，似未必如設想者之悲觀。若就黃金之紙幣價格論，減低之可能性亦甚小，蓋戰後物價水準已普遍高漲，各國財政當局決不肯將幣值回復戰前水準也。

第三十四章 世界白銀市場

概說——市場組織——交易方法——行市之決定——銀價之計算方法（附錄）近百年來銀價變

動之統計

一 概說

在世界各國未採金本位以前，白銀爲貨幣主要材料。百餘年來，白銀在世界貨幣問題中，亦佔主要地位。複本位制與金銀並行本位制之存廢，及此次歐戰前之美國白銀政策，在國際匯兌及金融上，影響殊大。我國向以用銀爲幣之故，受銀價變動之影響尤甚，今則時異境遷，金貨猶有失去貨幣資格之慮，白銀之地位益不堪問矣。但爲明瞭我國對外收支與匯兌之發展，世界銀市仍有述及之必要。況白銀猶不失爲國際流動之商品，美國之白銀運動，亦未必就此消聲匿跡，世界白銀問題戰後或有重提之可能也。

第一次歐戰前，倫敦爲世界唯一之銀市（註）戰後，紐約與倫敦並立。自美國實施購銀政策，更有操縱世界銀價之勢力。其時我國貨幣之命運，即操於美國財政當局之手。此外印度之孟買（Bombay）及加拿大之蒙特里（Montreal）亦爲世界主要銀市。

(註)詳見 The London Money Market, by Spalding, pp. 170-183

二 市場組織

倫敦之銀市與金市，均以前述四家金銀經紀商爲中心，但非爲交易所之組織。自美國頒布白銀國有令後，停止期貨買賣，世界銀商，頗感不便，倫敦五金交易所，遂有開辦白銀交易所之籌備，於一九三五年五月開始交易。

紐約銀市係由五金經紀商、外匯經紀人及金屬鑄鍊公司等組成。自一九三一年起，紐約五金交易所，開拍期銀買賣，交易殊旺，多屬投機。自一九三四年八月九日，美實行白銀國有，該所白銀交易，完全停止。於是紐約不復爲自由銀市。今日所謂紐約銀市，僅爲工業上需要之買賣而已。舊金山交易所亦有銀市，其買賣情形與紐約同。後與紐約交易所同時停止銀貨之開拍。

自美國金屬交易所停止銀貨之開拍後，是年十月卽有蒙特里商品交易所之成立，專做銀塊買賣，以承紐約銀市之乏。其買賣情形與紐約交易所無異。

印度向爲世界最大之用銀國，民間藏銀至多。故印度銀市，亦具有世界影響。印度銀市以孟買爲中心。參加孟買金銀塊之買賣者，有匯兌銀行、白柴 (Bazaar) (註) 金銀商、英屬印度金銀巨商 (Choksey) 經紀人、內地錢商 (Shroff)，及投機商等。孟買金銀市場之有正式組織，始自一九二〇年之孟買市商會 (Bombay Bazaar

Merchants Association) 至一九二二年改組爲孟買金銀交易所 (Bombay Bullion Exchange) 此外尚有
一非正式金銀市場，稱客卻白柴 (Kutchha Bazaar) 專供小商人之買賣。

(註) 白銀係印度市場之通稱，詳見 Silver Market Dictionary, by H. M. Bratter.

三 交易方法

倫敦銀塊買賣分「現貨」(“Ready” or “Spot”) 與「期貨」(“forward”) 二種。現貨在一星期內交割，由售方任擇一日交割之，亦可以特別約定將交割日期延長。期貨在二個月內交割。訂約後兩個月屆滿，售方必須交貨，購方即須付款。但購方可於到期日前通知經紀人轉售，其差額於交割日結算之。以重一盎斯成色。九二五爲標價單位。

東方銀行與其他銀行，在倫敦購買白銀須付經紀人佣金 $\frac{1}{2}\%$ 。一九三〇年六月，因銀價長期下降，倫敦金銀經紀人決議，在銀價未超過二十一辨士前，佣金改爲每五千盎斯十一先令。倫敦市上售銀，皆不取佣金。

東方在倫敦市場常以現貨與期貨套做。即售出現貨白銀而購進期貨，或售出期貨白銀而購進現貨。此種套做方法名曰「補拿」或「補利」運用 (“Budda” or “Buddlee” Operation) 或稱「收放交易」 (“put and take” deal)。蓋所以圖近遠期差價之套利也。其有做投機者則爲「買空」 (“Calling”) 與「賣空」 (“putting”)。買賣白銀須繳保證金約 2% ，外加佣金。

自倫敦白銀交易所成立後，其買賣白銀以純銀為標準；交易時間定每日下午一時二十分至一時三十五分為第一次交易，自三時四十五分至四時一刻為第二次交易。星期六則改於上午十一時半至十一時四十五分交易一次。交易期限分近期、遠期二種：遠期以三個月為限，交易單位以五千盎斯為標準。交割以白銀儲藏之棧單為憑。

紐約金屬交易所之白銀交易，每日自上午十時至上午三時止，星期六上午十時至十二時止。交易單位以成色·九九九之銀塊二萬五千盎斯為標準。交易期限定為十二個月。每日價格變動較上日行市每盎斯有美金三分之漲跌時，即行停拍。交割以賣方之意見為主，於交割之前一日通知買方，在交易所指定之保管庫中授受之。經紀人佣金由買賣雙方分擔，交易所會員減半，非會員所付佣金，銀價在四角以下時，計每二萬五千盎斯十二元五角，四角以上至五角時，十五元；五角以上至六角時，十七元五角；六角以上時二十元。

蒙特里商品交易所所買賣之白銀，成色與紐約同。交易單位以一萬盎斯為標準。經紀人佣金每一萬盎斯定為加洋二十四元，買賣雙方各半負擔。

孟買銀市之交易分現貨與期貨二種：現貨以當日及翌日交割為限，期貨以本月份及下月份交割為限，皆定於每月之第五日為交割日。孟買市場，向以英美條銀為交易之大宗。自一九二八年以後，印政府以準備金中剩餘羅比，改鑄銀塊，故銀市中遂有印度造幣廠條（Indian Mint Bar）之買賣。現在孟買銀市中之交易，即以此種條銀為主。

四 行市之決定

倫敦銀價爲世界銀市之標準，而由倫敦四家金銀商議定之。四金銀商於每日上午先探詢中國、印度、美國及歐洲各國買賣來電，於下午一時四十五分，星期六則在上午十一時四十五分，集議於蕭普司之事務所，參酌當日白銀供需情形，決定一公價，於二時許（星期六於十二時）議畢後，即由四金銀商電告各關係銀行及新聞社。至其定價手續，先以上一日之價格與當日買賣情形相較，以定更動與否。若各方來電，買進多於賣出，則提高當日價格；賣出多於買進，則減低之。所定銀價以現貨爲標準，期現差價，常有變動；有時同價，有時現貨價較期貨價爲高。在正常情形下，期現差價應相當於二個月利息，即期貨須加算二個月之利息，應較現貨價爲高。

紐約銀價有掛牌與實際二種行市。掛牌行市由紐約金屬經紀商漢台公司 (Handy & Harman & Co.) 定之。實際行市則爲市上買賣及金屬交易所買賣之價格。漢台公司每日上午就美國精鍊公司 (American Smelting & Refining Co.) 與美國金屬公司 (American Metal Co.) 互相買賣行市中擇一適當銀價，於正午十二時發表之，稱爲掛牌行市，此係現貨價格。至於實際行市，隨期限遠近，（期限愈長，價格愈高）及市場情形而異。大致較掛牌行市爲高。自一九三四年白銀定爲國有以後，市場交易，均已停止，除財政部以所定官價收購新出鑛之白銀外，其掛牌行市仍由漢台公司按日公佈。

孟買銀價，係根據倫敦銀價，經由匯價算出，作爲標準行市，實際行市，則隨本地供需情形而異。

五 銀價之計算方法

倫敦銀市以標準銀一盎斯值若干辨士為計價單位；銀價漲跌則以·〇六二五辨士為單位。標準銀成色為千分之九二五。倫敦實際上買賣之銀塊，普通稱為大條銀，其形似磚，其重量自九百盎斯至一千二百盎斯，其成色則自千分之九九六至千分之九九九各不等。每條註明重量成色字樣。其價格係按標準銀價計算。其算式如次：

$$\text{大條重量 (盎斯數)} \times \text{成色} \times \frac{\text{標準銀價}}{.925}$$

假定倫敦銀價為二十辨士，大條重量一千盎斯，成色·九九八，其價應為若干，可計算如次：

$$1000 \times .998 \times \frac{20}{.925} = 21578.3 \text{ 辨士}$$

紐約標準銀價以重一盎斯，成色·九九九，合幾角幾分美金為表示，價格變動單位亦為·〇六二五。紐約銀價之計算，在白銀國有以前，以當日電傳之倫敦銀價為根據，其算式如次：

$$? \text{ 美金} = .999 \text{ 盎斯純銀}$$

$$.925 \text{ 盎斯純銀} = \text{倫敦銀價辨士數}$$

$$240 \text{ 辨士} = \text{美英匯價}$$

$$\frac{.999 \times \text{倫敦銀價} \times \text{美英匯價}}{.925 \times 240} = .0045 \text{ (常數)} \times \text{倫敦銀價} \times \text{美英匯價}$$

＝ 雜項銀價若干美金

假定倫敦銀價為二十辨士，美英匯價為四元八角，則

$$.0045 \times 20 \times 4.80 = .432 \text{ 元，約合 } 43\frac{3}{16} \text{ 分}$$

即一盎斯含純銀·九九九之白銀行市為美金四角三分又十分之三，紐約掛牌銀價應較倫敦低百分之一，即係運費、保險費及其他經紀人佣金。蓋通常紐約銀塊常運至倫敦出售也。故根據倫敦銀價算出之價格，須減去百分之一，即 $43.125 - \left(43.125 \times \frac{1}{100}\right) = 42.69375$ ，約合四角二分七。自美國白銀政策實施以後，財政部製定銀價係按鑄費為伸縮，減低鑄費即為提高銀價，增加鑄費，即為降低銀價。詳見第三十六章。

孟買銀價亦按倫敦銀價計算。以重一拖拉 (toia) 成色·九九八之合若干羅比及若干安那 (annas) 為表示。其算式如次：

$$? \text{ 羅比} = 100 \text{ 拖拉}$$

$$8 \text{ 拖拉} = 3 \text{ 盎斯}$$

$$\text{印度標準銀 } 1000 \text{ 盎斯} = \text{純銀 } 998 \text{ 盎斯}$$

$$\text{純銀 } 925 \text{ 盎斯} = \text{倫敦標準銀 } 1000 \text{ 盎斯}$$

$$1 \text{ 盎斯標準銀} = \text{倫敦銀價 (辨士數)}$$

英印匯價(辦士敦) = 1 羅比

$$\frac{100 \times 3 \times 998 \times 1000 \times \text{倫敦銀價}}{8 \times 1000 \times 925 \times \text{英印匯價}} = \frac{299,400}{7,400} \times \frac{\text{倫敦銀價}}{\text{印英匯價}} = 40.459 \times \frac{\text{倫敦銀價}}{\text{英印匯價}} = \text{印度銀價}$$

(附錄) 近百年來銀價變動之統計

年 份	銀 價		年 份	銀 價	
	倫 敦	紐 約		倫 敦	紐 約
1833	59 $\frac{3}{16}$	1.297	1910	24 $\frac{21}{32}$	.540
1835	59 $\frac{15}{16}$	1.308	1915	23 $\frac{5}{8}$	.518
1840	60 $\frac{3}{8}$	1.323	1920	61 $\frac{13}{32}$	1.346
1845	59 $\frac{1}{4}$	1.298	1925	32 $\frac{3}{32}$	.703
1850	60 $\frac{1}{16}$	1.316	1930	17 $\frac{21}{32}$	.387
1855	61 $\frac{5}{16}$	1.344	1931	14 $\frac{19}{32}$	.319
1860	61 $\frac{11}{16}$	1.352	1932	17 $\frac{27}{32}$	.391
1865	61 $\frac{1}{16}$	1.338	1933	18 $\frac{5}{23}$	.348
1870	60 $\frac{9}{16}$	1.325	1934	21 $\frac{5}{32}$	.470
1875	56 $\frac{11}{16}$	1.242	1935	28 $\frac{15}{16}$	.638
1880	52 $\frac{1}{4}$	1.145	1936	20 $\frac{1}{8}$	.450
1885	48 $\frac{9}{16}$	1.065	1937	20 $\frac{1}{16}$	.441
1890	47 $\frac{3}{4}$	1.046	1938	19 $\frac{33}{64}$	.432
1895	29 $\frac{13}{16}$	.654	1939	20 $\frac{19}{32}$	.390
1900	28 $\frac{5}{16}$	.620	1940	21 $\frac{7}{8}$	.347
1905	27 $\frac{13}{16}$	.610			

第三十五章 中國金銀移動之檢討

金銀移動之直接原因——金銀移動與國際收支平衡——銀貨之移動與銀購買力——金貨移動之解釋

一 金銀移動之直接原因

中國在銀本位時代，銀與金之進出口為匯兌機構之一部份，而有平衡對外收支之作用。蓋外國用金，中國用銀。輸送現金直接可以代替匯付。輸送現銀則須先經國外銀市場易成外幣而後始能支付債務。實際上金銀之輸出入，以起於裁定交易者為多。即國內外價格發生差別而其差數足以使輸送現金銀者有利可圖時，金銀始有移動之可能。國內外金銀價格之所以發生差別，不外由於下列三種情形：(1)平價不變而匯價漲高或低落；(2)匯價不變而平價發生變動；(3)平價與匯價同時變動而其變動之程度不同。茲設例以明之。假定美國銀價每盎斯純銀為美金四角，中國銀幣每元含純銀·二五盎斯，中美匯兌平價當為美金一元等於銀幣十元。又假定標金一條含純金十盎斯，美國金價每盎斯為三十五元，則中國標金平價當為三五〇〇元。今按此假定數字依次說明下列三種情形：

(1) 平價不變而匯價漲高 如美國銀價不變，則匯兌平價仍為美金一元等於銀幣十元，今如銀匯價漲

(亦即美匯跌價) 銀幣九元可購美匯一元。則銀幣匯價高於平價，亦即在中國以匯價表示之銀價高於美國之銀價。美國債務人以美金一元祇能購中匯九元，若以之購銀可得二·五盎斯，再以二·五盎斯現銀運至中國可變銀幣十元，如扣除輸送成本及鑄費，可淨得銀幣九元八角七分五，較之購匯，便宜甚多，做裁定交易者則必在美國購入白銀，在中國購入美匯，因此現銀有流入中國之可能。(如匯價跌落，則現銀有輸出之可能。)

(2) 匯價不變而平價高漲。如美國銀價由四角漲至五角，而中美匯價仍停留在舊平價，即美金一元等於銀幣十元。則銀幣匯價低於平價。蓋新平價應為美金一元等於銀幣八元也。此時中國債務人將捨匯而送現，套做者將在美國售出白銀，在中國售出美匯，因此現銀有輸出之可能。(如平價低落，則現銀有流入之可能。)

(3) 平價與匯價同時變動而其變動之程度不同。如美國銀價由五角跌至四角，美匯則僅由八元漲至九元，則美國債務人送現可得九元八角七分五，購匯僅得九元，將捨匯而送現；套做者則將在美國購入白銀，在中國購入美匯，因之白銀有流入之可能。(如匯價跌落之程度大於平價之跌落，或匯價漲高之程度小於平價之漲高，則白銀有流出之可能。)

標金與外匯亦有密切之代替關係，中國之債務人可以購買標金以代替外匯；匯兌銀行可以拋補標金與買賣外匯並行。標金與外匯發生差價時，即有套做者起而售標購匯或售匯購標以軋平之。就理論言，標金與白銀有交流關係，白銀流入，將有標金流出；白銀流出，將有金貨流入。蓋白銀流入之直接原因為銀匯之高估，其反

而即爲外匯之低估；如標金與外匯保持平衡關係，則標金對白銀之比價，亦必處於低估。譬如按照銀價所決定之中美匯兌平價爲美金一元等於銀幣十元。如實際匯價爲美金一元等於銀幣九元，是爲銀匯高估。此時標金按匯價計算爲三一五〇元（ 350×9 ）；倘銀匯平估，標金原應值三五〇〇元，今因銀匯高估而致標金對白銀之比價低估，則在中國按三一五〇元購入標金，運往美國，可換美金三五〇元，此時銀價爲每盎斯美金四角，一元可購二·五盎斯，三五〇元可購八七五盎斯，運回中國可鑄成銀幣三五〇〇元，除標金原價三一五〇元外，可獲毛利三五〇元。由此例以觀，銀匯高估時，白銀有輸入而標金則有輸出之可能；反之，銀匯低估時，白銀有輸出而黃金則有輸入之可能。

關於現銀之移動直接由於銀匯平價與實際匯價之差別，已有谷春帆及姚慶三二氏予以說明，並附一九二六——一九三五年之統計爲證。（註一）其在現銀入超年份，對英美之銀匯平價均低於實際匯價，現銀出超年份，自一九三二——一九三三年，仍爲銀匯平價低於實際匯價，一九三四——一九三五年則爲銀匯平價高於實際匯價。據谷君解釋，一九三二年輸出之現銀，係輸往東三省爲多，若就英美兩國論，現銀仍係入超，故上項理論，可謂與事實相符。金銀交流作用，爲南開經濟學者李卓敏及吳大業氏等所闡發。（註二）谷姚二氏則未加注意。姚氏且謂：「吳君之根本錯誤，似在將金貨流動與銀貨流動相提並論，殊不知金貨在我國爲貨物而非貨幣，實不必予以同樣重視……」（註三）金貨在我國雖非爲貨幣，但亦未可與一般商品同視。蓋外國在金本位時代，標金與外匯有固定之兌換比率。馬寅初氏喻標金與外匯之關係猶米之與飯。（註四）至爲適當。姚氏既知

白銀之移動，直接由實際匯價與銀匯平價之差別而起，當不能否認金銀之交流作用，銀貨之進口當然並非全部由金貨出口交換得來，但至少有一部份是如此，蓋以白銀與外匯套做者，必連帶及於金貨；如實際匯價高於銀匯平價，套做者在紐約或倫敦購入白銀，同時在上海購入英匯或美匯。售出外匯之銀行必須補進，其補進中就全體論必有一部份為標金，標金之因是而出口者為數當不在少。從下表四十八年金銀移動統計以觀，其中有二十一年為銀淨進口與金淨出口對立，五年為銀淨出口與金淨進口對立。總結則為銀淨進口，金淨出口，此一部份之對立狀態，決非一無關係者。（單位：百萬海關兩）

年 份	銀		金		貿易入超
	淨進口	淨出口	淨進口	淨出口	
1880				1.0	13.9
1890		3.6		1.8	39.9
1891		3.1		3.7	33.1
1892		4.8		7.3	32.5
1893	2.9			7.4	34.7
1894	13.6			12.8	34.0
1895	36.7			6.6	28.4
1896	1.7			8.1	71.5
1897	1.6			8.5	59.3
1898	4.7			7.7	50.5
1899	1.3			7.6	69.0
1900	15.4		1.2		52.1
1901		6.1		6.6	98.6
1902		13.8		9.4	101.2
1903		6.0			112.4
1904		13.6	8.4		104.6
1905	.2		7.1		219.2
1906		18.7	3.8		173.8
1907		31.2	2.5		152.0
1908		12.3		11.5	117.8
1909	6.8			6.8	79.2
1910	21.8			1.0	82.1
1911	38.3		1.5		94.2
1912	19.2		7.4		102.6
1913	36.0			1.4	166.9
1914		13.6		13.0	13.0
1915		18.4		17.4	35.6
1916		28.7	11.8		34.6
1917		21.0	8.8		86.7
1918	23.5			1.1	69.0
1919	53.1		41.2		16.2
1920	92.6			17.5	220.6
1921	32.4			16.5	304.9
1922	59.6		4.1		290.6
1923	67.2			5.7	170.5
1924	26.0			9.7	246.4
1925	62.5			1.0	171.5
1926	53.2			7.6	259.9
1927	65.1			1.3	94.3
1928	106.4		6.1		205.6
1929	105.8			2.0	250.1
1930	67.0			16.5	414.9
1931	45.4			32.1	524.0
1932		7.3		70.2	562.7
1933		9.3		44.5	471.8
1934		161.8		33.1	318.2
1935		38.1		24.8	230.9
總淨進口(一)					
總淨出口(十)	-604.6		+321.1		-7,524.0

(註一) 谷魯凱氏：銀價變遷與中國，頁九一——一〇八。

姚慶三氏：現代貨幣思潮及世界幣制趨勢，頁一二六——一四〇。

(註二) 吳大業氏：「金銀本位國際金銀流動之原則及中國金銀進出口之解釋」，南開經濟統計季刊第二卷第二期。

“The Theory of International Trade under Silver Exchange” by Choh-Ming Li, The Quarterly Journal of Economics, August, 1938.

(註三) 姚著，頁一三九。

(註四) 馬寅初氏：中國國外匯兌，頁一六〇。

二 金銀移動與國際收支平衡

據上所述，銀貨移動之直接原因，由於實際匯價與銀匯平價之發生差別。實際匯價高於平價，銀貨有流入之可能；反之，實際匯價低於平價，則銀貨有流出之可能。金貨之移動當有一半與銀貨對流。然則匯價與平價何以發生差別？則在第十五章已加說明，是即由於外匯之供求關係。外匯之供過於求，可使匯價高於平價，（亦即銀幣價格高於平價，或外匯價格低於平價。）反之，外匯之求過於供，可使匯價低於平價。外匯之供求狀況，決定於國際收支。收多支少反映於外匯之供過於求；支多收少，則反映於外匯之求過於供。至若外匯之多空投機，雖空方補進，多方轉售，出入自相抵銷，對於實際收支，未必有何增減。但其對於匯價之影響，殊亦未可忽視。且因匯價之變動，轉而影響於實際收支。故外匯投機不但直接為外匯之供求，且間接足以左右實際收支。

根據上述理論，中國在白銀入超年份，既已有統計證明，匯價高於平價，是乃屬於外匯供多於求之表示；白

銀出超年份，如實施法幣政策前二年，匯價低於平價，是乃屬於外匯求多於供之表示。進言之，前者必為國際收支順差之反映，後者則為國際收支逆差之反映。金銀對流年份，金之移動與進出口貨同列；金銀並流年份，則二者同為抵補國際收支之差額。從上表統計觀察，中國既有長期鉅額入超，何以總結銀貨反有淨進口？則必有其他無形收入與之相抵。無形收入之最大項目為華僑匯款與外人投資，此在第十二章已加論述，可不復贅。

三 銀貨之移動與銀購買力

銀貨之移動為抵補國際收支之差額。是即先有國際收支之順差，而後有銀貨之流入；先有國際收支之逆差，而後有銀貨之流出。換言之，國際收支之差額為因，銀貨之移動為果。是猶金本位國間金貨之移動，為國際收支差額之抵補，初無二致；但此一解釋（可稱為銀貨移動之國際收支說）未足以盡金本位國與銀本位國間銀貨移動之原理，黃金在金本位國間為通貨，一定量之黃金與各金本位國之貨幣有固定之比率。如匯價之漲落，超過現金輸送點，黃金即將移動，以清理國際債務。故凡金貨移動之起於匯兌與裁定交易者，謂為國際收支差額之結果，固甚適當。但金本位國與銀本位國間銀貨之移動，其情形不無差別。金本位國運送銀貨至銀本位國，可直接支付債務，銀本位國運送銀貨至金本位國，須將銀貨出售以後，換成金幣，始能支付債務。蓋銀在金本位國為商品之一，倘銀價（以金幣計）較其他物價為不同比例之上漲或下降，對用銀國家將發生如次之影響。先言銀價之降低過於物價之降低，假定中美匯率原為美金一元等於銀幣二元，此時美國皮包一隻之價為

美金二元，生絲一包之價為美金十元。今如美國銀價跌落一倍，物價僅跌四分之一，則美金一元可購銀幣四元，皮包之價減為美金一元五角，生絲七元五角，中國物價不能立刻隨銀價之跌落而騰貴。如皮包之價原為銀幣四元，因美匯縮而漲至五元；生絲由二十元漲至二十五元，美國商人將輸出白銀，抑將輸出皮包以交換生絲。二者比照之下，顯然以輸出白銀為合算。彼以美金七元五角可購銀幣三十元（按美金一元合銀幣四元），再以銀幣三十元可購生絲一·二包。同時如以美金七元五角可購皮包五隻，再以皮包五隻，售與中國，僅得銀幣二十五元。銀幣二十五元祇能購生絲一包。是即表示銀在中國之購買力較在美國為高，茲比較如左：

國別	指數	基期		本期	
		100	100	50	75
美國	銀價指數	100	100	50	75
美國	物價指數	100	100	67	80
中國	銀購買力指數	100	100	125	80

上表美國銀購買力指數即銀價與物價之比率，此比率愈

小，即銀購買力愈低。中國用銀，物價指數之倒數，即可以代表銀購買力指數。中國銀購買力指數高於國外時，銀貨即有流入之可能，初不待國際收支差額之變更也。而銀貨之流入乃來交換本國之出口，此時進口以銀匯價落，頗為不利，往後則以銀貨流

入既多，通貨擴張，物價上昇，外國則以銀貨輸出既多，銀價稍回，於是國內外銀購買力，趨於平衡。一九二七至一九三〇年，一面有鉅額入超，一面則有鉅額銀貨之流入，國外銀購買力之低落，不無關係。一九三三年以後，入超雖減，而銀貨反成出超，則國外銀購買力之提高，亦可得其一部份之解釋。一九三四及一九三五年之銀貨出超，造成空前紀錄，則顯然有資本逃避在內。

四 金貨移動之解釋

銀貨之移動爲國際收支差額之果，亦可爲國際收支差額之因。既已如上所述，至若金貨之移動，可得三種解釋：（一）爲抵補銀貨入超之一部份；（二）爲抵補國際收支差額之一部份；（三）爲一般商品性質之流動。第一種情形卽爲金銀之對流，其原理已解釋如上，可不復贅。第二種情形，可以一九三一至一九三五年之淨出口爲最佳之證明。此五年中，國際收支趨於逆差，白銀流出之不足，益之以金貨之流出，且其爲數遠較往年爲大。第三種情形則以黃金向爲民間儲蓄價值之財物，其需要與供給，具有彈性。金價低落時，購進者多而售出者少；反之，金價上漲時，售出者多而購入者少。故金貨常在銀價低落時出口，在銀價高漲時進口，例如一八九一至一八九九年銀價跌落，金之淨出口激增。其次在一九一九年銀價劇漲，金貨之淨進口額，造成空前絕後之紀錄。一九二〇年銀價回落，金貨又成出超，蓋上年之購入者，至是時脫手，已可獲鉅利故也。一九二九年銀匯大跌，金貨卽由一九二八年之入超轉成出超。至一九三〇年而出超陡增。此外金貨之移動尙有由於標金與外匯之投機，工業上（如銀樓業）之需要，社會之不安定，資本之逃避等可引起金貨之輸入或輸出。

第七編

近世國際匯兌之演變與外匯統制

第三十六章 近世國際匯兌之演變

前次歐戰時之經過——戰後通貨之混亂——通貨穩定與金本位之恢復——貨幣穩定之暗礁——世界經濟恐慌與金本位之崩潰——貨幣戰爭——金集團之解體與三國貨幣協定——國際匯兌之現勢與外匯統制——蘇聯之對外匯兌

一 前次歐戰時之經過

近代國際匯兌之演變，如從一九一四年說起，當可分爲五個時期：（1）第一次歐戰時之外匯統制時期；（2）通貨混亂時期；（3）通貨穩定時期；（4）經濟恐慌與貨幣戰爭時期；（5）貨幣協定時期。自一九三九年秋第二次歐戰爆發，又進入外匯統制時期。茲依次分述之。

戰前各國，皆以金本位爲幣制之天經地義，根本不知外匯統制爲何事。戰事爆發，倫敦匯市，即告崩潰。各國匯兌，無形停頓。戰事發生於一九一四年七月底，至九月中旬，匯市始告復蘇。參戰國家，均停止金本位。但其對於外匯市場之限制，僅注意於防範資敵一點。其時各國貨幣，尙未跌價。蓋當時民衆，經長時期之貨幣安定，已昧然於通貨膨脹之惡果；且以爲戰事數月可了；又爲愛國心所激動，故資本逃避與外匯投機等情極少。且在戰事初

起時，倫敦金融市場，反紛紛提回國外存餘；而外國進口商爲支付倫敦承兌債務，搜購鎊匯甚急。因此鎊價不但未跌，反而大漲。八月一日，紐約電匯暗盤漲至七元。（註一）往後參戰國家，以入超激增，匯價漸弱，但仍形安定。

至一九一五年，英國始與紐約金融巨頭摩根公司（J. P. Morgan & Company）商定借款，以維持鎊價。由該公司在紐約市場按 $47\frac{7}{16}$ 之價，無限制收買英鎊。此種維持匯價之政策，統制當局（外匯市場即以“Control”一字代表當局）完全處於被動地位，是即所謂匯價釘住政策（Pegging the rate of exchange）。此外英國政府對於匯市之限制，僅以極和緩之態度，勸令各銀行防止英國資本之逃避而已。所幸此時外匯期貨市場，尙未成熟，英鎊拋空者，殊不多見，故外匯投機，未成爲嚴重問題，即資本逃避者，亦屬不多，此固由人民激於愛國心理所致，但當時市民缺乏此種經驗（當時英國市民祇知購買外國證券，尙未有將短期資金大量移往國外之舉），亦爲最大原因。故英國政府實際上並未限制外匯之購買，僅以增加關稅（例如一九一五之 McKenna Duties）及限制商用噸位，以減少進口等間接方法，節約外匯之需要而已。

法國在戰時之對外匯價，亦採釘住政策，法郎以較低之匯價與英鎊聯繫。其匯兌基金係向倫敦與紐約告借。初時資本逃避者尙少，至一九一八年，法國短期資金流積於倫敦者大增，於是當局乃採較爲嚴厲之限制政策。

義國亦將其利拉（Lira）釘住於英鎊，至一九一七末，在義大利銀行（Bank of Italy）監督之下，成立國家匯兌局，負維持利拉之全責，該局委託倫敦二十二銀行代爲按照一定匯率，買賣利拉，在紐約亦然。初時亦未

採用外匯限制，後曾一度實行外匯獨佔政策，但不久即行放棄。

其他協約國，則未採匯價釘住而實施各種外匯限制。

德國亦未將其馬克釘住於中立國貨幣，往後乃輸出黃金，以維持馬克。所費僅四萬萬五千萬馬克，較之英國維持鎊價之所費（估計為八萬萬鎊）相去不可以道里計，蓋德國受協約國之封鎖，貿易入超，遠較後者為少故也。在一九一六年以前，德國之外匯限制亦未甚嚴厲。自美國參戰，馬克之變動愈烈。政府極力取締外匯投機，防止資本流出，但以環境日惡，通貨膨脹太速，終無成效。

美國雖有鉅額出超，至一九一七以後，亦施行外匯限制。蓋參戰以後，美金對若干中立國之匯價亦告低落。故當局認為有統制之必要，而由紐約聯邦準備局主其事。

(註) KIRKALDY, A. W.: *British Finance 1914-21*, p. 331

二 戰後通貨之混亂

一九一九年三月，協約國停止匯價釘住。各國貨幣，自求歸宿，通貨跌價，於以加劇。茲列英、法、德、義四國對美匯價之變動如次，以見一般。（英匯以美金一元，法、義、德以美金一分為單位。）

協約國之貨幣，至歐戰後半期，本已虛弱，全賴美國借款以維持。戰事結束，金融上之援助停止，於是協約國之貨幣，遂有江河日下之勢。英國以海外資力雄厚，同時並以限制資本輸出為提高匯價之計，故恢復較早，法、義

國別	一九一九		一九二〇		一九二一		一九二二		一九二三		一九二四		一九二五		一九二六		平價
	六月	十二月	六月	十二月	六月	十二月	六月	十二月	六月	十二月	六月	十二月	六月	十二月	六月	十二月	
英國	4.59	4.23	3.96	3.54	3.79	4.18	4.45	4.64	4.61	4.34	4.32	4.71	4.86	4.65	4.66	4.65	4.686
法國	15.65	9.24	7.92	5.92	8.07	7.64	8.76	7.23	5.30	5.25	5.25	5.40	5.16	3.65	2.77	4.00	19.29
義國	12.43	10.32	6.00	3.47	5.05	4.55	4.94	5.10	4.61	4.34	4.32	4.28	3.87	4.04	3.73	4.49	19.29
德國	—	4.23	2.10	1.33	1.46	0.50	0.31	0.01	X	X	X	23.78	23.61	23.62	23.77	23.80	23.82

等國在戰時通貨膨脹程度較深，形成長時期之疲弱。德奧在戰時既不獲金融上之援助，通貨膨脹之程度尤深。戰後又受賠款之壓迫。故此二國之貨幣終不免於崩潰，奧幣之解組，且先於德。上表德匯項自一九二三至一九二四年上半期，以馬克劇跌，一馬克僅值美金幾千分之一，故以×號代之。

戰後因法郎傾跌，法國加緊外匯限制，但資本逃避與法郎拋空，依然盛行。直至一九二六年法郎穩定以後，資本始源源流回。其間普恩加實 (M. Poincaré) 曾獲得倫敦與紐約在金融上之援助，積極干涉匯市，予法郎拋空者（亦即外匯多頭）以無情之打擊。此一舉措，開外匯統制之新紀元。

義國於戰後以國內多事，亦未有穩定利拉之企圖。至法西斯政權建立以後，乃嚴厲取締外匯投機與資本逃避。國家匯兌局運用公開市場，重創外匯多頭，亦頗具成效。

德國以馬克既無法挽救，乃於一九二三年十月間設立土地銀行，由該行借土地及工商業資產為擔保，發

行債券。再以此債券爲準備，發行所謂「土地馬克」三十二億。以八億供收回舊紙馬克之用，其兌換率爲一土地馬克換一兆紙馬克。（註）以十二億貸政府，餘十二億交德國銀行放款，以解金融市場之厄。自紙馬克之崩潰以迄道威斯計劃成立之初，土地馬克卽爲整理通貨之過渡辦法。

帝俄於歐戰時，大發不兌現紙幣，至革命初期之臨時政府，發行量激增，盧布大跌，終與馬克同一命運。當布爾雪維克政權成立之初，實行軍事共產（一九一八——二一）貨幣混亂異常，同時在流通者有七種之多，均爲不兌現紙幣。至一九二一年新經濟政策施行，乃由國家銀行以現金爲準備，發行「采鳳尼茲」(Chervonetz) 一「采鳳尼茲」等於十盧布。但舊紙盧布仍同時流通，直至一九二四年始以五百億紙盧布合一金盧布之率收回。當時蘇聯銀行均已收歸國有，外匯市場，根本取消。但黑市仍未能完全禁絕。

（註）紙馬克與土地馬克之兌換率所以定爲一兆者以其數量已超過開戰時一兆倍，故以一土地馬克換一兆紙馬克。

三 通貨穩定與金本位之恢復

戰後各國安定通貨之企圖，始自一九二〇年九月之布魯賽爾國際金融會議 (The Brussels International Financial Conference)。此次會議僅提請各國平衡預算，停止通貨膨脹，但無具體辦法。第二次世界金融會議舉行於日內瓦，建議各國恢復金本位之辦法。爲節省黃金計，注重金匯兌本位之採行。當時各國金本位之恢復，雖尙有待，但通貨已趨向於穩定，此可以各國對美匯價逐漸減少變動之例爲證。（註）

年	份	國	數	國	變動不超過 10%	變動不超過 20%
九	九	九	九	九	一國	六國
三	三	三	三	三	八國	一五國
一	〇	九	八	七	一一國	一五國
年	年	年	年	年	一二國	二二國
年	年	年	年	年	二二國	二六國
年	年	年	年	年	二二國	二六國

一九二三年以後，對美匯安定之國，突然增加，至於金制之恢復，始於一九二三年，直至一九三一年方告完成。茲將各國重建金制之時期，列表如左：

年	份	國	數	國	名
九	九	九	九	九	奧大利、哥倫比亞。
三	三	三	三	三	瑞典、德國。
一	〇	九	八	七	英國、匈牙利、荷蘭、爪哇、澳洲、新西蘭、南非洲、阿爾巴尼亞、芬蘭、瑞士。
年	年	年	年	年	智利、捷克斯拉夫、加拿大、比利時。
年	年	年	年	年	保加利亞、丹麥、印度、赤道國、阿根廷、波蘭、義大利。
年	年	年	年	年	愛沙尼亞、挪威、希臘、法國。
年	年	年	年	年	羅馬尼亞。
年	年	年	年	年	日本、秘魯。
年	年	年	年	年	南斯拉夫。

按戰後各國整理幣制之法有三：一為通貨緊縮 (Deflation)，即提高通貨價值，恢復戰前平價，英、日、意三國行之；二為通貨穩定 (Stabilization)，就貨幣最近之市價而維持之，然後定為貨幣之法價，比、法二國行之。例如

戰前二五·二二五法郎合一英鎊，一九二八年改定爲一二四·二一法郎矣。三爲通貨消滅，將原有通貨膨脹至一無價值，然後發行新幣代替之。蘇、奧、德三國採用是法。

各國之穩定通貨，大都由中央銀行在公開市場無限制買賣外匯行之。至於外匯限制，均已先後撤銷。故此一時期各國外匯市場，尙不失其爲自由。

(註) Ohlin E.: The Course and Phases of the World Economic Depression, a report for the League of Nations p. 25

四 貨幣穩定之暗礁

惟戰後之金本位制，已不同於戰前。茲論其大要如次：

(一) 由金幣本位變成金塊本位 此一改革，實由於信用貨幣發達之結果。英、美之支票在戰前已成爲主要之支付工具；零星支付，亦幾盡爲鈔票所代替，除輔幣外，殊鮮硬幣之流通。大陸諸國之支票制度，雖不及英美之發達，但鈔票之代替硬幣，亦屬相同。現金集中於國家銀行，戰前已奠定其基礎，至歐戰發生，各國政府，更加緊搜集現金以應戰時經濟之需要。戰後各國人民既已習用紙幣，鼓鑄金幣，實已無此必要，且屬浪費。故戰後各國恢復金本位條例，多已取消自由鑄造，而代以按照法定價格，由中央銀行負責買賣生金之義務，戰前各國之兌現，大都爲金幣，而以金塊兌現者爲例外，欲兌金塊者，須商得中央銀行之同意。戰後金本位之自由兌現，即爲人民得按法定價格向中央銀行買賣金塊，惟其兌現之數額有最低限度之規定，如英國規定至少須在四百盎斯以

上，法國至少須在二十一萬五千法郎以上始得兌現，且中央銀行常有拒絕兌付純金者。

(二) 金匯兌本位制之推廣 戰前採行金匯制者，大都為殖民地及弱小國家。例如印度、菲律賓、南美諸國、奧匈聯邦等是。戰後則德、意、波蘭、比利時等國亦以金匯票（大都為英鎊與美金）為法定準備之一部份，其他小國之所謂恢復金本位者，嚴格言之，都不過為金匯制，或類於德、意之金本位與金匯兌本位之混合體而已。所謂金匯兌本位者即以別國允予支付黃金之債務為本國之信用基礎。因之黃金之用於通貨及信用基礎者，得兩倍其用途。至若外匯準備所包括者有下列數種：(1) 著名外國銀行之活期及短期存款；(2) 起於商業交易之銀行承兌匯票；(3) 金本位國之中央銀行鈔票；(4) 金本位國政府之短期債券。此制所以能獲得普遍的採用者，一因國內不必備有大量黃金而可得到與金本位同樣之效果（穩定匯價）；二則以外匯為準備可以孳生利息，實較死藏黃金為有利；抑且可以節省保管與處理黃金之費用。三則外匯準備之增減不易為民衆所察覺，不若黃金之輸出易於引起民衆之猜疑也。

此制與金本位之目的在一方面固係相成，但在另一面實屬相反。金本位之主要目的固在穩定匯價，但如欲其保持不墮，實有賴於黃金之移動，以調節一國之通貨，使不致發生過度之膨脹與緊縮，金匯制之作用，實足以助成信用之膨脹，阻滯黃金移動之調節機能，蓋採行金匯制之國家，增加外匯準備與增加黃金同，均可以擴張其信用基礎。在金本位國家不因對前者債務之增加而輸出黃金，故其信用基礎，依然未減。一九二七至一九二九年之間，美國之信用膨脹，金匯制不無助力。當時美國對外投資激增，而國內存金，未嘗因之而減，此與美元

聯繫之金匯制，要亦不無關係。

(三)準備比率之變更。此外如法國及其他拉丁同盟各國之取消白銀準備，及現金準備比例之提高，(戰前大都為發行額三分之一，戰後則在三分之一以上；且於發行鈔票以外，對即期存款亦須有現金準備)亦為戰後金本位之重要改革。前二點符合日內瓦會議節省黃金之計劃，後二點則反須多用黃金，與節省黃金之目的背道而馳。

(四)金制運用之不同。戰前各國中央銀行運用金制，常處於被動地位，貼現率之升降，視現金準備之增減而定。對於黃金輸出之阻力，亦不若戰後之大。故金制之自動調整作用，得有相當程度之發揮。戰後各國中央銀行之運用金制，一反戰前之所為，而自處於主動地位。其目標乃在安定國內經濟。故其通貨政策之運用，不復遵守金制自動調整之原則；對於黃金，祇收不放，拜金主義，又見抬頭。如當一國存金過多之時，本應擴張信用，舉出短期資金，提高物價，造成貿易入超，於是過多之黃金，隨以流出國外，使缺金之國，得以補充。如此則世界黃金始無分配不均之弊，各國金制基礎始能措於磐石之安。乃戰後主要金本位國運用通貨管理之三大工具——貼現政策與公開市場政策，往往與此原則背道而馳。存金雖已過多，并不降低貼現率，亦不購進有價證券，故短期資金不流出，物價不提高，貿易不能轉成入超，黃金何從得而輸出乎？此為安定國內物價而致違背金制之原則，猶可說也。若當匯價跌至現金出口點以下，中央銀行常在公開市場，拋出外匯，務使匯價進入出口點以內；又有以擴大現金輸送點之距離，以阻現金之出口者，凡此種種，其目的不僅在安定物價，尤在擱住既得之黃金。戰

後法、美之所爲，是其例也。

金制本身既有上述種種之變革，而戰後國際經濟受政治影響之擾亂，尤爲金制之致命傷，舉其大者約有左列數端：

(一) 戰債與賠款 戰後美國由債務國一躍而爲世界最大之債權國，主要歐洲各國欠美戰債總數達一、七二九、〇〇〇、〇〇〇美金。最多者爲英國，計四、五三〇、〇〇〇、〇〇〇美金；次法國計四、〇二五、〇〇〇、〇〇〇美金，第三爲意大利計二、〇三七、〇〇〇、〇〇〇美金，他如比利時、俄羅斯、塞爾維亞等國爲數亦甚大。英國欠美債額，雖屬最鉅，惟其貸與大陸各協約國者，爲數亦屬相當，其中以貸與舊俄者爲最多，後均被蘇聯否認。凡爾賽和約決定德國須償付戰勝國以鉅額賠款，總數爲二千二百六十萬萬金馬克。在一九二一年以前，須交出五十萬萬美金，一九二〇年五月五日倫敦會議決定德國賠款數目爲一千三百二十萬萬金馬克。但在一九二一年以後，德國經濟狀況，日益惡化，幣價狂跌，失業不絕增加，工人革命運動勃發，至一九二二年，德國已無力償付賠款，幾度磋商，都無辦法，法國遂於一九二三年一月中，佔據魯爾 (Ruhr)。魯爾爲德國重要工業區，被法佔領以後，其經濟情形，益形惡化。革命高潮，振盪全國。經國際之磋商，乃有一九二四年道威斯計劃 (The Dawes Plan) 之成立。此計劃并未規定賠款總額，惟規定每年應付數第一年 (一九二四——二五) 爲十萬萬金馬克，以後按年遞增，從第五年 (一九二八——二九) 起，每年應付二十五萬萬金馬克，如遇外匯不利，支付賠款足以危害德國金融及金價高漲或經濟困難之時，賠款得停止或減少支付。該項計劃又供給德國以八萬萬金

馬克之外債，用以穩定德國幣制。自後德國政府及各商業機關又從外國（美國為主）獲得大批借款。德國之所以能繼續支付賠款者，正賴外債爲挹注耳。

道威斯計劃規定賠款委員會（凡爾賽條約締結後組織）代表得監督德國財政及國民經濟，此實妨礙德國之政治獨立，故深爲德國所不滿，迭經要求修改，同時自一九二五年——一九二八年四年之間，因外資之湧入，貿易入超增至一百五十萬萬金馬克。益以外債利息之支付，爲數亦已可觀。故至一九二八年，對外匯款又成極大問題。倘外債之接濟，一旦停止，如舊債（短期）不予更換，新債無從借得，德國財政卽有破產之危險。於是一九二九年之楊格計劃（The Young Plan）應事實上之需要而實現。此計劃規定賠款總額爲一千一百四十萬萬馬克。每年付款數爲二十萬五千萬馬克，較道威斯計劃減少四萬五千萬馬克。其次，楊格計劃取消協約國對德財政及經濟監督，并規定佔領軍隊最後撤退期限。第三減少實物支付，并在十年之後，應完全停止。第四，不論外匯有無困難，賠款應照常支付。且在每年所付賠款中，有六萬萬馬克須爲無條件之支付，卽不論德國經濟情形如何，均須照付。（此六萬萬中，法佔五萬萬。）

在道威斯計劃下，法國應得賠款佔總數百分之五十二，英佔百分之二十二，意佔百分之十，比佔百分之八，楊格計劃對於此項比例，無甚變更。戰債與賠款在法律上，雖屬各自獨立，但在經濟上則有密切關係。是卽協約國對美所負之戰債，全賴賠款爲抵補，法、意、比及南斯拉夫等國所得賠款除償付戰債外，尙有大量餘額。英國所得賠款不及所付戰債，但尙有他國欠彼之債，可資抵補。英國在一九二二年提出巴爾福照會（The Balfour

(Zoo) 要求賠款與戰債互相抵銷，而為美國所拒絕。但英國對於此一要求始終堅持，而美國亦堅決拒絕將賠款與戰債併為一談。

在楊格計劃成立以後，德國遵照付款二年，而經濟恐慌之浪潮已起。時在一九三一年夏，於是美國胡佛總統於是年六月二十日應事勢之要求，宣佈緩付計劃 (Moratorium)。第一，國際債務停止二年；第二，恢復世界繁榮；第三，賠款問題與美國無關，美國不干涉歐洲問題；第四，戰債雖延付一年，不能取消；第五，促進世界裁兵，各國對此計劃，除法國外，大致均表同意。蓋法國所得賠款最多，且除付債以外，尚有鉅額餘數，此於法國財政關係甚大，故法國最初表示不願接受，後經多次洽商，始告成功。

胡佛計劃實行一年中，歐洲經濟恐慌，并未減輕，美國亦然。在計劃期滿以後，賠款問題，仍極嚴重，於是在一九三三年六月復有洛桑會議 (The Lausanne Conference) 之召集，討論賠款問題，與會者為英、法、意、比、德六國。決定德國「最後賠款額」為三十萬萬馬克，在停付三年後，應於三十七年內分次還清，此數一部付與美國，一部份作為國際清算銀行 (The Bank for International Settlements) 之基金。按國際清算銀行為楊格在賠款計劃中之附帶提議，成立於一九二九年十一月十三日，其主要目的為便利賠款及各國政府間債務之移轉，今學者咸主張擴充其範圍，使成為各國中央銀行之中央銀行。然而有組織的世界經濟，非可期之於帝國主義時代。

(二) 保護政策之得勢 當歐戰方告結束，多數國家紛紛提高關稅，以抵制通貨跌價國家之競爭。至各國

相繼恢復金制以後，此項保護關稅，仍未取消，抑且有加。原為自由貿易之國家，鑒於此種形勢之不利於己，亦轉而採取保護關稅。關稅戰爭，於是開始。美國於戰後既已成為最大之債權國，繼續有大量之出超，因之對外收支，發生極大之收入差額，此差額如何均衡？在道威斯計劃成立以後，美國曾有大量之國外投資，而以德奧佔其大部份。然此正為後來世界經濟恐慌之一大禍根。蓋當時向美借款之國，以其條件不苛，大借特借，不自量有無清還之能力。國外投資在美國資本家，尚係一種新發展，并無久練之經驗，一見有利，趨之若鶩，一聞驚耗，倏然而息。依賴借債度日之國，一旦借款中止，即陷於無法支持之境，惟一辦法，祇有增加出口，抵補支付差額，而美國之關稅壁壘，曾未許債務國貨物之進口，美國如此，法國亦然。法國對外收支，亦係收入超過，彼既不願投資國外，又復提高關稅。因此各國收支，完全失其自動調整作用。債務國之存金，戰後既因賠款與戰債之支付而大為減少，今又何來如許黃金，以供債權國無厭之求？故一九三一年大恐慌之暴發，實為無可避免之結果。

(三) 物價缺乏彈性 金制失其自動調節作用之又一原因，即為物價之缺乏彈性。第一，由於國際組織之擴大，如國際卡推爾 (International Cartels) 之統制各種原料——如橡皮、糖、絲、咖啡、小麥等類；第二，由於工會組織之堅強，未許工資隨物價以減低，故中央銀行即使欲以通貨政策，伸縮物價，順應金制之自動調整作用，亦不可得矣。

(四) 國際短期資金之活躍 戰後短期資金之活躍，亦為一特殊之現象。第一，由於金匯制之推行，致各國之貨幣準備，廣集於倫敦紐約。第二，由於歐洲各國政治經濟不安，一般金融資本家，恐對外投資凍結，紛將長期

投資換成短期。故流動資金，益形增加。國際間短期資金之移動，在常態之下，視利率之差額而定其移動之方向，但當一國政治或經濟發生動搖之時，則短期資金，必急遽逃走，使匯價驟落，現金流出，結果惟有放棄金本位以自保。

(五)黃金之缺乏與過多 上述各種情形，皆足以使債權國之黃金，愈集愈多，債務國則適得其反，存金日趨減少，使金制無法維持。據斯曲拉可斯契(Sir Henry Strakosch)之統計，自一九二八年至一九三三年三月，世界各主要國中央銀行及國庫之金準備，大致如左(註一)

國別	年份	一九二八	一九二九	一九三〇	一九三一	一九三二	一九三三
美 國		770	801	668	832	831	804
法 國		256	335	431	551	669	647
比 利 時		26	33	39	73	47	76
荷 蘭		36	37	35	73	85	78
瑞 士		21	24	28	93	93	100
合 計		1,109	1,230	1,401	1,622	1,700	1,705
其 他 分 別		53.9	57.6	61.7	69.4	71.2	69.4
其 他 分 別		948	907	889	716	709	751
世 界 總 額		46.1	42.4	38.3	30.6	28.8	30.8
世 界 總 額		2,057	2,137	2,276	3,338	2,439	2,456

單位：百萬金鎊，世界總額蘇聯不計在內。

從上表觀察，各國金準備，在歐美五金本位國，日趨增加，其他各國，日趨減少。集金最多者首推美、法二國，而法國存金增加之速，尤堪驚人。在不到六年之內，竟增加三倍之多。又據國聯金委員會（Gold Delegation of the League of Nations）之報告（註11）在一九三一年六月末，世界各中央銀行之金準備（蘇聯除外）有百分之六十以上在美法二國之手。果如古典學派之說，一國金準備之增加，必使物價上漲，反出超為入超，流出過多之黃金。但美法將新得之黃金，封禁於庫，并不用以擴張信用，提高物價，亦不增加國外投資，以圖利息。此種政策，蓋在挾黃金以左右國際政治，其國內物價不但未提高，反而低落，茲列美法二國之物價指數如次：

			美 國		法 國	
—	九	—	—	〇	—	〇
—	九	二	—	五	—	〇
—	九	二	—	九	—	〇
—	九	二	—	九	—	〇
—	九	三	—	九	—	〇
—	三	—	〇	五	四	六

(註1) Strakosch, H.: "The World's Monetary Gold Stocks," London Times, June 20, 1935

(註11) Report of the Gold Delegation Ch. X

五 世界經濟恐慌與金本位之崩潰

輸出農產及原料國家（大都為債務國）受此緊縮（Deflation）之影響甚大。蓋彼等出口價值因世界

物價之跌落，大為減少，債務無法清償，結果乃被迫而放棄金本位。阿根廷與烏拉圭首先於一九二九年十二月停止現金支付，加拿大在同年年底亦限制現金支付。至一九三〇年，巴西、智利、委內瑞拉、巴拉圭、秘魯等南美諸國，以及澳洲、新西蘭等地對外匯兌均跌至平價或現金輸出點以下。因其均係小國與殖民地，故影響尚不甚大，未為當世所注目。但同時美國股票投機，已臻白熱化，股票價格指數，如以一九二六年為一〇〇，至一九二九年九月達二一六之最高峰。事實上各種企業獲利能力之進展，并無如此之速，一旦人心動搖，崩潰可立而待，未出年關，股票價格果然大跌，物價亦同時下落，經濟恐慌，於是開始蔓延。德國物價亦隨美國之後而日趨下降，產業日形蕭條，外資之流入德國者，至是已寥寥無幾。金融危機，業已潛伏。至一九三一年五月維也納信用公司（Credit Anstalt）宣告破產，柏林市場立起動搖，外資紛紛逃走，黃金大量流出。情形至為嚴重，胡佛緩付宣言，即於此時發表，終亦無濟於事。而七月十三日三大D字銀行之一（Darmstädter und National Bank）又告停業。金融市場大起恐慌，幸賴政府措置得當，秩序得以恢復，但自後德國銀行之金準備仍日趨減少，最低時不及發行額百分之五，馬克匯率之維持，全賴外匯管理之運用，所謂金本位者，已名存實亡。其後中歐、東歐、南美諸債務國亦先後勵行外匯統制，以維持其貨幣之匯率。

以上所述，尚為金制崩潰之序幕，自一九三二年九月英國金本位之放棄，世界金制，乃告瓦解。英國自恢復金本位後，受幣值高估之影響，對外貿易，已處於不利地位。自一九二九年世界恐慌蔓延以來，經濟狀況，益形惡化，以前貿易入超，有無形項目之收入為抵補，今則因經濟恐慌之蔓延，國外投資利息，多半不能收到，運費佣金

等項，亦無不銳減，國際收支失却平衡，現金有源源流出之勢。又以倫敦為短期資金薈萃之地，一旦信用發生動搖，即有大批提走之危險。且戰後倫敦短期資金之轉投於德奧金融市場者為數甚鉅，而德奧金融市場常以短期資金投於工業。週轉既滯，又易凍結。至一九三一年夏季，德奧金融風潮，果然暴發。倫敦市場之信用，為之動搖，於是短期資金，大批提走，鎊匯跌落，現金湧出。英蘭銀行乃向法美舉借鉅款，以資挹注，但人心已去，無法挽回。至九月二十一日，英政府乃不得不解除英蘭銀行按法定價格出售黃金之義務。自英國放棄金本位以後，其自治領殖民地除南非洲外亦均步其後塵。此外如瑞典、挪威、丹麥、芬蘭、葡萄牙、玻利維亞等國，亦隨之放棄金制或金匯制。同年底日本宣告禁金出口，翌年四月希臘放棄金制，五月暹羅及秘魯亦均與金制脫離關係。至是世界金本位制已成土崩瓦解之勢矣。

脫離金本位後，鎊匯漲落甚鉅，蓋由於一般心理作用及投機家操縱之故，未及三月，英美匯率，跌至三·二五，旋又升至三·八·三〇至一九三二年四月，英政府為穩定鎊匯計，設立一萬五千萬鎊之匯兌平準基金（*International Gold Equalization Fund*），但是年六月至十二月之間復有大批資金流往美國，英鎊又跌至三·四五元左右。當英鎊在三·五〇元時，英政府開始運用該項基金，以維持英鎊匯價。終以基金不足，至十月底復跌至三·二六元，嗣後又因對於英政府十二月到期戰債優先支付之臆測，跌至三·一五元最低價，經英政府宣佈該項戰債以金償付後，匯價始漸回高。一九三三年五月，英政府將匯兌平準基金增至三萬五千萬鎊。又以四月間美國放棄金本位，英匯乃有上漲之勢，自四月至六月底，最低價為三·四〇元，最高曾達四·四一元。

自英匯跌價以後，當時尙未放棄金本位之國家如美、法、比、荷、瑞士、德、意等，恐遭貨幣貶值各國之威脅，多已高築堤防，如匯兌限制，進口許可證，及定額分配制（Quota system）等，以抵制匯兌跌價之競爭，保護國內之工業。

至一九三二年終，美國經濟恐慌，日趨深化，國際通貨，益臻紛亂，此時美國當局，尙無放棄金制之意。但至一九三三年二月以後，銀行倒閉，踵趾相接，當羅斯福就任總統之日（三月四日）全國銀行，均告破產，此實爲美國有史以來之金融巨浪。羅氏乃於三月六日下令全國銀行休假四天，至三月九日，由國會特別會議通過銀行緊急處置法（The Emergency Banking Act of March 9, 1933），追認羅氏命令，并規定銀行復業辦法，同時羅氏又下令禁止黃金之輸出，并飭藏有金幣者應即繳與國庫，掉換鈔票。三月十五日以後，多數銀行，已告復業。當時對法匯價，尙未跌落，以美國存金之豐富，衆信禁令即可取消，惟時國會中，膨脹空氣日趨濃厚。至四月二十日，總統遂宣布無限期禁金出口令，是爲美國正式放棄金本位之表示，於是美元匯價開始跌落。

在一九三三年之初，列強正在籌備世界貨幣與經濟會議，企圖解除國際經濟之障礙，恢復世界繁榮。其具體辦法有待各國洽商者約有下列四端：（1）在可能範圍內，已經脫離金本位之國家，酌量情形恢復之；（2）以低利資金政策（Easy money policy），促進商業之健全發展；（3）廢止匯兌限制，並增加國際投資；（4）國際貿易應取得較大之自由。此四點實爲專家預備會議所擬定（The Preparatory Commission of experts for the World Monetary and economic conference in January, 1933）。當美國放棄金制之日，英首相麥

克唐納在赴美途上，爲召開世界經濟會議事就商於美。而美總統於英首相未到之日即行宣佈禁金出口，其事至可玩味。說者以爲羅氏此舉，蓋在加強會議時討價還價之立場，非無見也。英首相抵美，法意等專使繼至，乃先在華盛頓開會洽商，結果由美國與到會各國代表先後發表聯合聲明書，一致對回復物價，廢止匯兌及進口限制，與重立一穩定的國際貨幣本位各點表示同情。但至五月七日羅氏在其廣播演說中已表示其膨脹政策之立場。旋即由國會通過「膨脹法案」(The Inflation Act) 授予大總統以下列四項權力：

(1) 得命財政部長允許聯合準備銀行在公開市場購進政府公債至三萬萬元之限度而不受準備不足之處罰。

(2) 如前項辦法未能達到滿意之結果，得命財政部長發行三萬萬元之公債，但此項公債祇能用以掉換到期之政府公債。

(3) 如總統認爲必要時，得規定金元與銀元之重量；無限制鑄造金幣與銀幣；或減低金元重量至百分之五十。

(4) 得按每盎司五角之價，承購外國政府之白銀，用以償付對美之債務者。

照此法案規定，美國貨幣已不啻爲大總統手上之玩物。美國之放棄金本位，并非由於黃金之不足，其目的即在膨脹通貨，救濟恐慌，美國之金融資本家并不贊成通貨膨脹，都會勞動者更表示反對，然當局終於頒佈此膨脹法案者實以上下二院農村議員佔絕對多數，此因美國選舉以面積爲標準故也。農村議員代表農業資本

家之利益。當時因農產品之跌價，使農村債務負擔過重，膨脹通貨，目的在提高農產品價格，此通貨膨脹法即爲農村議員所提出，一九三三年五月十二日農業調整法（The Agriculture Adjustment Act of May 12, 1933）之一部份。此法之公佈不啻對世界經濟會議之前途，罩上一層陰影。惟羅氏并不立即行使其權力。爲解釋各國之疑慮起見，乃於五月十六日照會各國政府，對於舉行在即之世界經濟會議，表示擁護，且於穩定通貨，三致其意。

一九三三年六月十二日世界通貨經濟會議在倫敦開幕，由英皇喬治五世親臨，主持開會儀式，到會代表百六十又八名，其中有大總統一，首相十一，外相十九，可謂曠古未有之盛會。無如各國情形特殊，利害不一，因之對於世界恐慌之對策，各國意見，互相背馳，終於無結果而散。意見對立之焦點即在各國之通貨政策，蓋本會之主要目的實爲商討國際匯兌之如何穩定。其前提自非各國決定對通貨政策之態度不可。在飽經通貨膨脹之苦的國家，雅不願再重演舊劇，故法、德諸國堅持金本位之立場，反對通貨膨脹，美國則以農村之猛烈要求，主張通貨膨脹，英國則又主張通貨復原（Restoration），意即在當前物價低落聲中，尚須繼續膨脹，直至物價水準回復正常時始止。無論通商協定，或關稅協定，以及其他一切國際經濟協定，都不能不以匯兌協定爲前提。如匯兌動搖不定，其他國際經濟關係問題，均無從談判。美國要求法國取消進口限制與定額分配，法國則堅持以穩定匯兌爲先決條件，其間英國又提出戰債問題，爲美國所反對，各方意見愈談愈遠，終無結果而散。

倫敦會議之失敗，表示國際合作已無希望，於是各帝國主義者轉向於集團經濟之建立。世界經濟，至是乃

分爲四大集團：

- (一) 美元集團 以美國爲盟主，包括南美、中美諸國及美國之殖民地，採取通貨膨脹政策。
- (二) 金集團 以法國爲盟主，包括法、意、瑞士、比、荷、德等六國，採取通貨緊縮政策。
- (三) 英鎊集團 以英國爲盟主，包括自治領、殖民地、保護國，此外與英鎊聯繫之國如瑞典、挪威等亦可謂加入本集團者，採取通貨復原政策。

(四) 社會主義經濟集團 以蘇俄爲盟主。

此外又有所謂日圓經濟集團，在東亞獨樹一幟。

集團經濟之形勢既成，貨幣戰爭乃於以開始。倫敦會議後，在短期間內尙未發生劇烈之匯兌變動，如英法匯率與會前并無上落，仍穩定於八十五法郎（合一鎊）左右，英美匯率亦然，仍在四元五角上下，美法匯率仍接近於五分三厘（合一法郎）。但是九月以後，國際匯市大起變動，英法匯率至九月二十六日竟跌到七九。四〇法郎，英美匯率改爲四·七三七五元，美法匯率則爲五分九厘五，茲比較九月二十六日之市價與平價如次（註）：

國別	一九三三年九月二十六日市價	原金平價	國別	一九三三年九月二十六日市價	原金平價
英美	四·七三七五元	四·八六五元	英法	七九·四〇法郎	三三·三三法郎
美法	五·九五五分	三·九三分			

(註)三田同學會編，熊得三譯：國際經濟戰略（商務出版）頁二三。

六 貨幣戰爭

貨幣戰爭實爲此次世界經濟恐慌之產物；其目的爲運用通貨膨脹及匯價傾銷，對內克服通貨緊縮，提高物價，收經濟復興之效；對外則突破他人關稅壁壘，奪取市場，以解決其生產過剩問題，一國如此，他國亦然，故名之曰貨幣戰爭，至爲恰當。蓋一國開始貨幣戰爭，他國亦不得不起而與之周旋；於是匯價競跌，至再至三，終於不顧放棄金本位（或銀本位）之國家亦被迫而捲入漩渦。

貨幣戰爭實發動於一九三一年金本位之崩潰，英國實行於先，日美倣效於後，馴至世界各國，除蘇聯與金本位集團以外，幾無一不加入戰爭。自倫敦會議失敗以後，貨幣戰爭，更以國際集團之姿態出現。當時除蘇聯與金集團外，以貨幣跌價相競爭者，當推英、美、日三國。在同一集團之國家，其貨幣或取同一單位，或聯繫匯價，對外則與盟主國之戰略共進退，無自主之餘地。蘇聯爲計劃經濟之國家，不受貨幣戰爭之威脅，至若金集團諸國，初則以貿易統制與外匯管理爲抵禦，終亦不能不以「其人之法還治其人之身。」於是比、法、荷、瑞士諸國，相繼以貨幣貶值開矣。然法郎之貶值，同時乃有英、美、法三國貨幣協定，而成立其所謂之新金本位，日元亦已穩定於一先令二辨士，至是貨幣戰爭，暫成休止狀態。（而法西斯之武裝侵略，已如火燎原，不可收拾矣。）

此一時期之外匯統制，以貨幣戰略爲中心，英、美、日三國爲戰局中之主角，茲先就此三國之戰略檢討之。

(一)英國之貨幣戰略 英國之停止金本位雖由於國內之不景氣與夫國際金融之壓迫，然其在放棄以後，對內固可以膨脹通貨，挽救不景氣之厄運，對外則由防禦政策（即保護國內存金）一變而為進攻，蓋英鎊之跌價，促進英貨在國外市場之競爭力，排斥南美及遠東各地之美貨。一九二九年英國在世界貿易總額所佔比率為14.8%，美國為15.7%，但至一九三二年美國所佔比率降至12.4%，而英國則升至15.4%，將美國從第一位排斥至第二位。其國內之經濟金融，亦已漸見起色。英國放棄金本位後之通貨政策，對內運用通貨管理，以安定物價，對外則運用匯兌平準基金，以操縱匯價。如一九三二年四五月間，鎊價上漲，英國財政部即以匯兌平準基金，拋出英鎊，購進外匯，使鎊價不再上漲。但於一九三二年下半年，因無形收入減少，原料品之輸入大增，此時美國金融，又趨安定。倫敦短期資金，流回紐約者甚衆。十二月，對美戰債到期，美國不允停付，遂使英鎊前途，趨於暗淡，投機者起，鎊價暴跌，英政府乃以匯兌平準基金，出售外匯及黃金，維持鎊價，當時鎊價既低，金價又貴，以金計算之英國物價，較美、法為低，故一九三三年上半年，貿易入超，已見減少，同時英國限制資本輸出，金本位國之貨幣信用，發生動搖，美國亦有放棄金本位之謠傳，短期資金流入英國者甚多，蓋英鎊跌價以後，至是常穩定於舊平價七成左右，金本位國之資本家，將短期資金，輸往英國，既屬有利，又屬可靠，於是英鎊之需要激增，鎊價開始騰貴。然鎊價之騰貴，非英國之利，故英政府即運用匯兌平準基金，收買外匯，再將所購外匯，易取現金，售與英蘭銀行，而將售得之款，再購外匯。如此轉帳收購，外匯乃上漲，鎊價遂下落。外國短期資金，雖源源而來，鎊價不至因此而上漲矣。自美國放棄金本位後，美國物價，雖已上漲，以金表示，則反低落，英美物價至是已處於相等地

位。英之匯兌傾銷政策，已難施之於美，但如美元進攻，則仍可運用匯兌平準基金，以資防禦。故美之進攻策略，亦難施之於英，此時最受威脅者惟金集團諸國耳。故金集團之崩潰，識者早知其不免。

(二) 美國之貨幣戰略 美國自一九三三年五月十二日通貨膨脹法成立以後，總統握有決定貨幣價值之大權，但未立即行施。倫敦會議以後，美元匯價隨市況為漲落，政府尚未加以積極之操縱。蓋此時美國貨幣政策方集中於國內復興運動，對外匯價，雖已隨通貨膨脹而傾跌，但聽其自然而已。在六月與十月之間，美國物價指數，以一九二六年為一〇〇，已由六五升至七一。八月底，總統命財政部依照最高之市價，收購國產黃金，在本位時，每盎斯法定金價為二〇·六七元，至是黃金市價已漲至三十元以上，此即為美國收購黃金計劃(Gold Purchase Plan)之起點。在收購黃金計劃未實施以前，美國之通貨膨脹方法僅限於聯合準備銀行在公開市場收買政府債券。當時準備銀行所有政府債券已自五月十七日之一、八三七、〇〇〇、〇〇〇元增至十月二十五日之二、四〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。但此一膨脹方法對於提高物價，未見有充分之效力。物價指數雖已由六五升至七一，但與一九二六年相較，所低仍大。農產物價較一般物價更低，在二月為四一（以一九二六年為一〇〇）。七月升至六〇，十月又回跌至五六。因此農村議員要求採取激烈之膨脹政策，有主張發行綠背紙幣及重鑄銀元者。另一派則主張以通貨貶值方法，回復物價。華倫(G. F. Warren)教授為此派之主腦，頗為羅斯福總統所信任，收購黃金計劃與一九三四年一月三十一日之正式宣告通貨貶值，可謂此派主張之實現。美國之收購黃金計劃在法律上雖未認為通貨貶值，但在經濟上則已成爲通貨貶值之手段。此計劃自一

九三三年十月二十五日起，由總統授權復興金融公司 (The Reconstruction Finance Corporation) 執行。當時復興公司所定官價自三十一元三角六分起逐日提高，至一九三四年一月半已達三十四元四角五分。按美國購金政策之目的，對內為提高物價，對外則為壓低匯價。此政策實施以後，物價雖高漲甚微（一般物價指數在一九三四年一月僅升至七一，農產物價指數僅升至五九），但匯價確因之而大跌，當金價在三十四元零六分時，鎊匯漲至五元四角左右，法匯縮至十五法郎左右（價為二五·五二法郎等於美金一元）。其時金本位國大起恐慌，蓋美國提高金價，不但在匯兌上受其威脅，即準備金亦有被吸收之危險。按美國政府當初聲明專購國內所產之生金，并未提及向國外收買。故自美國購金政策發表後，世界各國，咸不知其用意所在。第一，若謂專收國內所產之生金，以防流出，則美國產金，本不甚富，每週產額，不過美金百萬元，全年產額，亦僅六千萬元左右，何必小題大做，定為國策？第二，所定金價，較之運往國外之售價，高出一元五角以上，若僅防止流出，亦不必定如此之高價。第三，復興公司所定金價，有逐日提高之趨勢，則有生金者，必存觀望之心，以待善沽。收買生金之目的，不易達到。從此數點以觀，美國政府專收國內生金，并無理由可言，但不久即在倫敦市場開始收買黃金，於是歐洲金本位國，大起恐慌，其中以法國為尤甚。以為美國購金政策，在吸收金本位國之存金，使金本位制無法維持，實則此一觀察，完全錯誤。放棄金本位之國，并不願意他國仿效其法。蓋如金本位國亦採同樣手段，貶低匯價，則已放棄金本位國之貨幣戰略，即將遭遇勁敵，故彼決無壓迫金本位國放棄金本位之企圖。然其影響所及，使金本位國採取積極之自衛措置，美國之購金政策，仍不能不領受堅強之抵抗也。

至若抬高鎊匯又與英國之利益相衝突，如鎊匯再行擡高，英國必連用匯兌平準基金，起而應戰。故當時英國曾對美國表示，鎊價不能提高至美金五元二角五分以上。否則英國政府，即將出而抵制，制止鎊價之上漲。故當時美國之貨幣戰略，在國際方面，已遇阻滯，至於國內，亦以貨幣貶值，不知底止。國內資本，開始外流，美金匯價，更形低落，資本流出過多，國內金融，漸起不安。於是政府乃出而干涉匯兌，以防資金之流出，一面即停止擡高金價，穩定幣值，以安人心。至一九三四年一月十五日，美政府頒佈金準備法案（The Gold Reserve Act of 1934），其要點為：（1）將聯邦準備銀行之現金準備所有權，移交財政部，財政部給以同等價值之金券。（2）現金禁止流通，除聯邦準備銀行所執之金券外，任何通貨不得兌換金幣。（3）總統得授權財長，在國內外買賣黃金，數額不加限制。（4）凡由貨幣貶值所得之利益歸財部所有，若由增值所受之損失，亦歸財政部負擔。（5）指定從貨幣貶值所得盈餘項下，撥二十萬萬元為匯兌平準基金，用以買賣黃金及外匯。總統有權減低幣值，不能少於40%及超過50%，此項權力之行施及匯兌平準基金之運用，暫以二年為限，但在必要時，得繼續延長一年。（6）總統得按金元貶值比例，減低銀元及銀輔幣之重量。并得就國庫所有現銀發行銀券。將來如恢復複本位制時，即可以銀券收兌白銀，依據此法及一九三三年五月十二日通貨膨脹法所授予之權力，羅斯福總統乃於一九三四年一月三十一日正式宣佈美金重量為一五又二十一分之五格蘭（一五·二三七四八）成色十分之九。每元所含純金為一三·七一四七三二格蘭，因此每盎司純金官價遂定為三十五元（480 ÷ 13.714732）最新幣價值及舊幣百分之五九·〇六，計貶值百分之四〇·九四，造幣廠依照新定金價（三五元）減除

之鑄造費，收購黃金，售價則須加^{10%}。當時一般人以為美國業已恢復金塊本位，惟與一九三一年以前之所謂金塊本位者相較，頗有不同之處，第一，在金準備法案之下，黃金并不能自由買賣，第二，總統對於新定幣值仍有伸縮之權，故美國之新幣制祇能稱為暫時的有限金塊本位制。此次美國貨幣貶值不過承接購金政策之目的暫時穩定美金之價值耳。

自美金貶值以後，政府對於黃金及外匯交易，採取放任政策，於是人心趨於安定，而美金匯價，又屬低估，因此國外資金大批湧入，黃金進口激增，故是年（一九三四）從二月至十二月間，現金入超達新幣價值一、三三、九一二、〇〇〇元。

美國通貨政策除購金計劃及通貨貶值外，尚有購銀計劃之實行。中國幣制曾大受其打擊，而為促成中國新幣制之一大原因。當世界恐慌發生以後，銀價隨物價以俱跌。自一九三〇年初二十一又八分之五辨士（每標準盎斯，成色九九八）降至年底之十四又十六分之七辨士。翌年更趨下游。紐約銀價（以每盎斯純銀計）一九三二年平均二角九分，一九三二年平均二角八分，至一九三三年美國放棄金本位後，銀價不過升至三角至四角之間，至一九三四年美金正式貶值後，銀價升至四角四分以上。旋總統根據一九三三年通貨膨脹法令，令造幣廠按照銀元含量（三七一·二五格蘭）收受國內銀鑛所產之銀，凡繳入三七一·二五格蘭之純銀，即可代為鑄成銀幣一元，惟須扣除半數，作為鑄費，本來一盎斯純銀可以鑄銀幣一·二九七元（ $100 \div 371.25$ ），扣去鑄費後，請求鑄造者祇能淨得六角四分五。美國幣制，一銀元與二金元等價流通，若以六角四分五之銀幣

可以換同數之美金，較之四角四分純銀市價，高出二角，或純銀官價較市價高三分之一弱，故市價亦必因以提高，以至與官價齊。後美總統又下一收購白銀之令，謂將使發行準備金達金三銀一之比，即一萬萬元之準備，金佔七千五百萬，銀佔二千五百萬，欲達到此目的，尚須購買大批白銀，因此美政府不但收買國內之銀，同時亦向國外收買。在一九三四年六月十九日之購銀法案 (The Silver Purchase Act of 1934) 規定收買價格不能超過五角，但至是年八月九日總統又宣佈謂銀價得提高至一元二角九分，蓋美國政府提高銀價之法，即從鑄費上做伸縮，祇須減低鑄費，即可提高銀價，至一九三五年四月十日，美政府將鑄費減至45%，因之銀價即提高至七角一分 ($1.2929 \times 45\% = 71$)，至四月廿四日鑄費減為40%，銀價遂提高至七角七分。其時中國現銀大批外流，金融恐慌達到極點，蓋即受美國提高銀價之影響。倘鑄費全免，則銀價即可達一·二九元之最高限，過此即不能再高，因一盎司純銀祇能鑄成此數也。但如減輕銀元之含量，則銀價之最高限，自可隨以提高，美總統雖亦受有貶低銀元含量之權，但尚未行耳。

美國之購銀政策雖其主動者為銀鑛資本家，(美國民主黨與銀鑛資本家有密切關係)，但對外亦具有極大作用，是即與英國爭霸遠東商業，搶奪中國之貨幣權耳。

(三) 日本之貨幣戰略 日本自於一九三〇年一月十一日實行金解禁 (即廢止歐戰時禁金出口令，恢復金本位) 後，國內通貨緊縮，物價低落，而世界經濟恐慌，時已彌漫全球 (蘇聯除外)，世界物價，一致暴跌，因之日本物價愈被拉低，一般產業，均陷於銷沈狀態，非難解禁之聲沸起。自英國停止金本位後，國內資本，急遽逃

亡。計於一九三一年九月二十一及二十二兩日之內正金銀行賣出美金達日金三千五百萬圓，其後購美金者益衆，日本現金大批流出，而資本逃避，購買美金之風，依然不熄。當時日本現金準備，僅有八億餘圓，而流出之數竟達三億。且自一九二三年大地震後，對外債務驟增，倘債權國向日本收回資金，現金更屬難保。又鑒於英國停止金本位後，鎊價必然跌落，日貨將不能與英競爭。因此種種關係日本大藏省於一九三一年十二月十三日再頒禁金出口令。

日本停止金本位後，日匯即告暴跌，一九三一年十二月十二日，紐約電匯爲美金四十九元八分之三（合日金一百圓）而於十五日，跌至美金四十元。三十一日，又跌至三十四元五角。（按日本對美匯兌之現金輸出點，爲美金四十九元又八分之三。）至一九三二年冬，最低跌至美金二十元，較之金平價，約跌百分之六十。一九三三年六月起，日匯漸漲。十月，最高至二十八元，此乃美國放棄金本位後，美匯下落之反映。至若對英匯價，亦同樣跌落。英日金平價原爲英金一鎊合日金九·七六三圓，亦即日金一圓，合英金二先令〇·五八辨士。至一九三二年十二月，倫敦電匯，平均爲一先令三辨士。一九三三年一月至十月底，每月平均，皆在一先令二辨士半左右。

日匯之跌落，對於日本出口貿易之發展，確有極大之效果，蓋日本物價自禁金出口後，一年之內，并無顯著之高漲。一九三二年底起，始形上漲，但其漲率不大。以一九一四年七月爲基準，計自一九三三年一月以後，東京物價指數，常在一四〇至一四五之間。若以一九三一年十一月爲基準，則一九三三年之東京物價，約漲百分之

二十至百分之二十五。但日匯對金本位國竟跌百分之六十，對英約跌百分之四十。其出口貿易實處於極端有利地位。故自一九三二年以來，出口激增，入超大減。

日本輸出以生絲與棉布爲最大，英國之棉布輸出額，向佔世界第一，而自一九三三年起，英國棉布市場，漸爲日本所侵奪。日本棉布輸出額有佔第一位之勢。二國棉布貿易之衝突，在印度市場，尤爲顯著。印度棉布市場，本爲英國所獨佔，而自日本實施匯兌傾銷政策以來，形勢大變，英國輸印之棉布退居第二位。日本輸印之棉布，反躍居第一位。英國乃命印度政府，提高關稅以抵制之。當時英日外交壇上，曾以此事爲折衝之焦點也。

日本國外貿易之發展，當然尙有其他原因，如工資之低廉，政府之補助獎勵等皆爲有力因素。至於日本物價何以上漲甚微？則因日本通貨并未因停止金本位而膨脹，故其對於物價之影響不大。物價之所以略有上漲者，實由於匯價之跌落。匯價跌落以日圓表示之進口貨價格，自必隨以騰貴，由是影響及於一般物價。

日本放棄金本位後匯價政策，似屬處於被動地位，既未設置匯兌平準基金，亦未嚴密管理匯兌，後以鎊匯比較穩定，而日本對外貿易又多用英鎊結價，故採鎊匯釘住政策。日幣一圓釘住於一先令二辨士。當時國際收支，尙能平衡，故無強化外匯管理之必要。自一九三七年以來，因加緊侵略行動之結果，貿易入超增加，國際收支逆調，公債消化能力薄弱，現金又無輸出可能，日匯遂趨軟弱，於是外匯管理日臻強化。至侵華戰事發動，而益見精密。

七 金集團之解體與三國貨幣協定

自倫敦會議失敗以後，法、意、比、瑞士、荷蘭諸金本位國發表共同宣言，擁護金本位，而構成其所謂金集團。金集團諸國當世界經濟恐慌深化之秋，復受英、日、美諸國貨幣戰爭之威脅，國內財政，又甚拮据，對外雖有統制貿易與外匯管理為抵禦，對內則採行極度緊縮政策。終以大勢所趨，不能不放棄原來立場，實行通貨貶值，比利時開其端，而法國繼之。法郎貶值，於是其他各金集團諸國，除德國外，均先後放棄金制。金集團乃完全瓦解。自金集團之崩潰，國際通貨政策反從鬥爭而趨於妥協，蓋其時放棄金制諸國，通貨已膨脹至適當程度，國內經濟恐慌，亦已解除，若再繼續貨幣戰爭，則報復循環，永無已時，是不但不能獲得戰爭之勝果，抑且徒自毀壞幣制，搖動人心。對外貿易，不但不能發展，而反因此阻滯，故各國通貨政策從鬥爭而變為妥協，「事有必至，理有固然。」

一九三五年四月一日比利時貨幣貶值及五月二日但澤貨幣貶值以後，世界外匯市場，漸趨穩定。是後一年中，歐洲及其他各國之外匯漲落均甚微。但金融機構，仍危機四伏，國際間之貨幣信任心亦未恢復。

法國因法郎匯價之被壓高，雖勵行輸入限制及輸出津貼制，貿易狀況依然未能改善。物價繼續跌落，恐慌益趨惡化，政府雖設法減輕生產成本，各種企業，依然無利可圖，一方則減縮政費，以圖平衡預算，但其結果，反使社會購買力益形縮小，經濟恐慌，益趨嚴重，於是稅收愈減，平衡預算，終成泡影。因此法郎貶值之謠傳甚囂塵上，資本逃避之風大熾，比利時貨幣之貶值，益加重人心之恐慌。法國現金，乃大批流出，法郎地位，動搖愈甚。「早

知今日，何必當初。」然法郎之所以不及早貶值，實有其特殊原因。第一，因戰後通貨膨脹之痛苦，人民猶未忘懷，深恐重蹈覆轍，故極力反對貶值政策。在食利階級方面，深恐法郎貶值，所得實值，因以減少。在勞動大眾方面，恐名義工資之增加不及物價上漲之速，故通貨貶值，亦屬不利。法國左派政黨，在政治上頗佔優勢，故於此有決定作用。第二，法郎貶值，將引起英、美之反感，倘英鎊、美元因此而再度壓低，則法郎貶值之激刺作用，仍被抵銷，在國外貿易上，佔不到便宜，因此法國歷屆內閣，對於法郎貶值問題，始終未敢提出。直至一九三六年英、美對法郎貶值均有贊助之表示。在國內從是年五月大選以後，人民陣線獲得勝利，正統派社會黨領袖萊翁·白倫（Léon Blum）出而組閣，其所實行之新政，如法蘭西銀行之改組，軍火工業之國營，此外如增加工資，減少工作時間等，社會法案之通過，均博得大眾之同情，但此項新政之實施，與維持法郎不能并存，蓋提高工資，減少工作時間，即為增加生產成本，如法郎不貶值，法國之出口貿易，更將不堪問問。九月間巴黎大鬧金融風潮，現金流出甚鉅。其時法國已祕密與英、美商議法郎貶值問題，一九三六年九月二十五日法國政府宣布將對議會提出變更法郎價值之議案，同時英、美二國亦發表宣言，公佈三國貨幣協定。至十月一日，法國會通過新貨幣法案，免除法蘭西銀行以黃金兌換鈔票之責任，并減低法郎之金值，較一九二八年所定法郎金量（ 0.0655 公分）減少百分之二五·一九至百分之三四·三五，即其含金重量最低為 0.043 公分，最高為 0.049 公分，法郎貶值之程度所以未予確定者，係留餘地以適應將來之情形，正如美國總統可以在舊平價百分之六十至五十以內變更美元之金值，而英國政府對於英鎊之匯價保有完全之自由權也。

法郎貶值時，法蘭西銀行存金總額爲五〇〇〇〇〇〇法郎，按貶值百分之二五·二之新法郎重加估
值，在帳面上可得盈餘一七〇〇〇〇〇〇法郎，其中以七〇〇〇〇〇〇法郎歸財政部，以一〇
〇〇〇〇〇〇法郎撥充匯兌平準基金。此外政府又規定，法國境內人民及團體於一九三六年九月二
十六日所保持之黃金，均須按照舊平價繳呈，此項收兌之黃金亦劃歸匯兌平準基金，又未經法蘭西銀行之許
可，一切黃金之輸入及買賣均在禁止之例。

自英、法、美三國貨幣協定公布後，瑞士、荷蘭、拉脫維亞、意大利、捷克、土耳其及希臘，均相繼放棄金本位，瑞士、
荷蘭，亦以貶值方法，設立匯兌平準基金。拉脫維亞之貨幣向係與瑞士法郎聯結，至是亦實行貶值，并脫離瑞士
法郎，改與英鎊連結。意大利於一九三六年十月五日將利拉(Lira)貶值百分之四十，將來并得再貶低百分之
十。土耳其與希臘之貨幣原與法郎連結，至是均改與英鎊連結。

至於英、美、法三國貨幣協定之內容即爲三國中央銀行互相買賣黃金，調節外匯頭襯，藉以安定匯市，其要
點如次：

- (1) 三國之中，任何一國，得運用匯兌平準基金，在其兩國之金融中心市場如倫敦、紐約或巴黎買賣黃金
- (美國自禁金出口以後，本已不許運金至放棄金本位國家。)
- (2) 黃金之購買，祇限於三國政府，并視每日之情形，依照互相商定之價格以購買。
- (3) 凡他國採用平等互惠之原則者，亦得加入此種黃金購買協定。

(4) 上項辦法係互相特許，得於二十四小時前預告隨時取消之。

當時三國政府宣佈上項辦法爲新金本位制，此新金本位制顯然不同於舊金本位制。第一，黃金之買賣僅限於三國政府，匯兌銀行仍無自由套做之權利，惟英國爲例外，倫敦仍有黃金自由市場。第二，三國匯率雖可由三國匯兌平準基金之合作運用而趨於比較穩定，但并不規定現金之輸送點。第三，金價與幣價并不如往日之有一定兌換率，美國雖已暫定金價爲每盎司三十五元，另加手續費千分之二十五，至若英鎊與法郎，以其本身金值未經確定，故對於黃金售價，自亦不能確定也。

自此新金本位制成立之後，加入協定者有比利時、瑞士及荷蘭三國。在加入協定之六國中，除美國、比利時及瑞士三國會公佈其收購或出售黃金之價格外，其他三國則事前無預定之價格。至於未加入貨幣協定之各國，對於以他國貨幣換取黃金一點，無確定之權利，彼等如欲獲得黃金可向英、比二國求之，因比國國家銀行對於其鈔券仍維持其兌現之義務，且兌得之黃金可以出境，而在倫敦市場任何國家可按市價購得黃金。現時國際間黃金之買賣較前爲頻繁，蓋各國均不願多存外國之貨幣，且國際間商業信用欠款之數量復大見減退也。

至於如何由匯兌平準基金買賣黃金，穩定匯率，可設一例以明之。譬如倫敦商人欲將一百萬鎊之資金匯往巴黎，則彼必須向銀行購買一百萬鎊之法郎。銀行一面收進英鎊，售出法郎，一面即向匯兌平準基金補進法郎，以軋平其買賣。匯兌平準基金一面收進英鎊，一面即售出黃金購進法郎，其結果即等於將價值一百萬鎊之黃金移往巴黎。如果黃金不許移動，同時又無充分之法匯供給，則法郎勢必漲價，今因有此協定之成立，故無論

任何一方之外匯頭攬，都可藉買賣黃金以軋平之。

二年（一九三七——一九三八）以來，國際風雲，瞬息萬變，各國匯率，雖無極度之漲落，但亦未能十分安定。且法郎又經二度貶值，國際匯市，受其波動。法國自一九三六年九月二十六日宣佈法郎貶值後，至第二年（一九三七）六月三十日再度貶值，更於一九三八年五月五日又為第三次之貶值。法國貨幣政策所以動搖不定者，實由於財政困難，而財政困難程度之加深，則由於國民經濟之失常。自法郎第一次（一九三六）貶值後，最初數月間，一般經濟，雖似略有起色，但以伯倫內閣對資產階級過分讓步，致使後者在金融上極其操縱之能事。當一九三七年二月間發行國防公債時，豫期流出國外之資金可以回返，但事實上，非特逃避之資金，無從收回，而現金流出，反日甚一日。是年至六月二十八日止，現金流出已達七十七萬萬法郎，即此一端，已足使法郎地位，為之搖動。此外由於貿易入超之激增，物價高漲甚速，而工業生產之增加則甚微。在法郎再度貶值以前，金融財政狀況之惡劣，達於極點，至六月三十一日止發行準備已自百分之五四·九二減至百分之五二·八〇，而法蘭西銀行貸與政府款項自七十八萬萬法郎增至九十二萬萬法郎。匯兌平準基金為維持法郎匯價起見，曾於六月十七日至廿四日一星期中要求法蘭西銀行出售黃金二十五萬萬法郎，而國庫為應付支出計，亦在同時期向法蘭西銀行添借十四萬萬法郎。法國財政，由上次貶值所得之盈餘，幾完全喪失，而一百萬萬法郎之匯兌平準基金，早於本年一月用盡，同時資產階級猛烈反對人民陣線政府之借債活動，擡高借款利率，使政府不能以低利發行公債，公債市價，遂節節下落。

自伯倫內閣辭職，旭丹內閣成立後，財政整理法案，再度提出於衆院，新財長龐萊在衆院報告財政狀況：「政府經常預算支出超過收入計在六十萬萬與一百萬萬法郎之間，特別預算之支出超過額達八十五萬萬法郎，一方國庫可動用之資金僅餘二十萬萬法郎，政府爲應付各項日常經費起見，須向寄存款項保管庫借支四萬萬法郎，財政支絀狀況於此可見。」龐萊提出救濟辦法三點：（1）取消法郎對金比價之最低限；（2）法蘭西銀行向國家墊款數字應增加；（3）增加捐稅，此財政整理法案經參衆兩院通過後，至六月三十日乃由內閣正式頒布命令，其內容如次：

- （1）一九三六年十月一日所頒佈之貨幣法，規定法郎含金量之最高與最低限度者，茲予以廢止。
- （2）法郎法定金成色重量與紙幣兌換現金之條件，日後另行發表命令規定之。
- （3）在法郎法定金成色重量制定之前，法郎與各國貨幣之比價，應由匯兌平準基金調節之。
- （4）一九三七年六月二十八日政府命令規定商業票據，應用現金或外國貨幣償付者，得展期償還，此項命令茲撤銷之。此外法蘭西銀行與政府間新訂合同，規定該銀行得以十五萬萬法郎之款項貸與政府。

此次法郎貶值，起於財政困難，并不在求匯兌上之利益，故事前曾經獲得英美二國之同意，且法政府曾向英財部提出保證稱法郎雖至如此局面，英方仍可用法郎在世界購買黃金。但英國并未出此，且以匯兌平準基金協力維持法郎價格。當時法郎對英匯價在一二七——一二五法郎（合一鎊）之間。

自達拉第繼人民內閣而組織政府，法國財政依然匱乏，匯兌基金枯竭，且必須籌措巨額擴軍經費，以備歐洲之危機。達氏採取普通政策，決不能渡過難關，國會乃授內閣以財政全權，達氏遂得據以頒佈若干命令，實施果斷政策，如獎勵生產，膨脹信用，適度增稅，彈壓罷工等等皆為達氏之新措施，但人民對於財政尚未恢復信用，故不能使逃避之資本復歸法國，加以政府非向法蘭西銀行借款，不能彌補赤字預算，匯兌平準基金如不加補充，將無法阻止法郎之跌價（時法郎已跌至一六〇法郎等於一鎊）。以上諸問題如不能解決，則政府計劃發行國防公債將大感困難。因此達氏決意再減法郎幣值，法政府乃於五月五日發表：「一鎊之最低價不能過一七九法郎。」同時英財相西門在英下院亦聲明如下：「法國通貨政策之目標在於使法郎市價適應於國內經濟狀態，而不在於國際競爭上謀有利之條件，故三國貨幣協定，依然繼續有效。」可見此次法郎貶值仍為英美所諒解。達氏貶低法郎雖亦為救濟財政，然自法國經濟之客觀狀態觀之，其直接原因當不出下列各點。

(1) 內閣成立時，匯兌基金已告枯竭，逃避之資金無復歸之希望，貶值以後，或可誘歸。

(2) 提高國內物價，減輕公私債務負擔。

(3) 國內物價與成本雖因之提高，但在國際上，法郎仍為低估，可使貿易處於有利地位。

八 國際匯兌之現勢與外匯統制

茲將近年來國際匯兌之現勢，作一綜合的敘述如次：

在世界各國保持金本位時，國際匯率，大抵決定於自由市場，自一九三一年金本位崩潰以後，國際匯率，乃完全受人為之操縱，其操縱之方式可以分為下列二類：

(一) 外匯平準基金 英、美、法之於外匯，未加嚴格統制，保存外匯自由市場，其干涉方法僅限於匯兌平準基金之運用，故三國貨幣，尚有自由通貨 (free currency) 之稱。

(二) 外匯管理 此即外匯來源及其分配均放在政府統制之下，依其統制之程度，又可分為下列二類：

(1) 極端嚴格的 如德國絕對統制所有外匯來源，禁止私人外匯之買賣，是即完全取消外匯之自由市場，但同時仍維持舊平價。

(2) 比較自由的 如南美諸國之外匯管理仍承認外匯自由市場之存在，出口商所得外匯，除繳納一定成數於政府外，其餘部份得按市價出售於自由市場。出口商繳納外匯成數，按本國對外貿易情形而有增減。

自一九三六年金集團放棄金本位後，英、美、法訂立三國貨幣協定，大多數國家貨幣釘着於英鎊與美元，國際匯兌有漸趨穩定之勢，下表可資證明：

美元與英鎊匯率每年變動範圍之百分比

年	份	一	九	三	四	一	九	三	五	一	九	三	六	一	九	三	七
匯率變動之百分比				五·七				五·七			四·一						三·二

且實行外匯管理者多爲農業國家，近年以產業復興，原料漲價，出口勢順，外匯來源增加，金融壓迫減輕，故外匯管理，曾一度放鬆，或減少出口商繳納外匯成數，或擴大私人清算範圍，或縮小官價與市價間之差距。但至一九三七年秋季，美國產業，又趨衰落，原料跌價，許多管理外匯之國家，因出口不順，對於外匯又加緊管理。加以國際政治之不安，即英美匯率，亦時受波動。例如一九三七年春季，日本及蘇聯出售大量黃金於美，將所得美元轉購英鎊及別國外匯以充購買軍火原料及蘇聯建設所需機器之用，使美元受迫而趨於跌價，至是年秋季，美國產業停滯，政府採膨脹政策，美元有再度貶值之謠傳，於是發生美元恐慌，資金外流，美元對英鎊匯率再度跌落。至一九三八年六月以後，歐洲因捷克問題，形勢緊張，歐資逃避美國，英國以擴軍之故，入超增加，於是英匯跌至四·六〇元左右，開五年來未有之最低紀錄。其時法郎適爲第三次之貶值，國際匯率，曾現一度之動搖，但三國貨幣協定，仍繼續有效，雖其間匯率，各有上落，皆能互相諒解。蓋三國匯率之變動，原於經濟情勢之改變及不平衡狀態之發生，要皆迫於事實上之需要，與以前貨幣貶值戰爭，性質不同，且三國協定目的，既在尋求國際平衡之恢復，改變匯率以適應新狀態，自與協定精神，不相違背。至於附加協定之瑞士、荷蘭、比利時等國之外匯亦相當穩定。比利時雖因出口貿易之減退，通貨感受壓迫，然匯價仍維持不跌。

展望未來趨勢，國際政治既如此不安，經濟現象又轉向不景氣階段，外匯穩定，自不可能，惟現在舊金集團各國事實上已聯繫於英鎊集團，將來英鎊與美元仍將如戰後一樣，爲世界貿易之兩大通貨。故未來匯價之變動，實繫於英鎊與美元，如英美匯率能加穩定，則各國匯率，自亦不致有若何之更動，但如第二次世界大戰爆發，

則各國必將以最嚴格之方法管理外匯，外匯自由市場，勢必完全取消，有之，將不過為零星之黑市耳。

九 蘇聯之對外匯兌

最後吾人所必須述及者為蘇聯之匯價，蘇聯雖已建設社會主義的國家，但對內尙未取消貨幣制度，對外又不能不與資本主義國家通貿易，故蘇聯之經濟，對內與對外，亦有物價與匯價。惟其性質與作用有不同耳。蘇聯之本位幣曰「采鳳尼茲」(Cherwonets) 1采鳳尼茲等於十盧布(Rubles)，1盧布含金八六〇・三六米里格蘭姆，成色十分之九。對法舊平價為一三・三三法郎（合一盧布）對英鎊之舊平價為九・四五八盧布（合一金鎊），對金元之舊平價為一・九四三盧布（合一美金），在一九三一年以前，蘇聯貨幣對英鎊之匯價，雖平價甚微，而其對美元之匯價，在一九三三年以前，雖平價亦不大，但自英美放棄金本位後，蘇聯貨幣對英鎊之匯價即被擡高，至一九三五年初英鎊祇值五・六盧布，美金祇值一・一三盧布。

蘇聯對外貿易，係由國家經營，而其國內物價，亦係由經濟計劃決定。故其匯價與物價，不若在資本主義國家能互相影響也。據赫伯特(Hubbard)所著「蘇聯之貨幣與金融」(Soviet Money and Finance 1936)一書所載，蘇聯國內物價與國外物價，相差甚巨，例如國內小麥價格較利物浦小麥高出五倍以上，棉花價格亦較利物浦棉價高出一倍以上。生鐵價格亦較英國生鐵價格高出一倍。是即盧布之對外購買力遠較其對內購買力為大。但購買力平價不能在蘇聯發生作用。蓋蘇聯之國際貿易，為計劃經濟機構中之一部份，其輸出與輸

入，均依照預定計劃進行，並不計較損益；如果某種物品在計劃中必須輸出者，則不論其國內價格高出於國外價格，亦所不惜。反之如某種物品在計劃中不擬輸入者，則不論其國外價格遠較國內為低，亦不為之。

至一九三六年二月二十九日，蘇聯亦宣布貨幣貶值，按蘇聯對外匯價向與法郎聯繫，對英鎊與美元之匯價，由法匯套算而得，例如

$$? \text{ 盧布} = 1 \text{ 美元}$$

$$1 \text{ 美元} = 25.52 \text{ 法郎}$$

$$13.33 \text{ 法郎} = 1 \text{ 盧布}$$

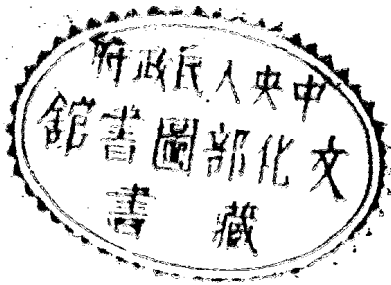
$$? = \frac{1 \times 25.52 \times 1}{1 \times 13.33} = 1.9145 \text{ 盧布}$$

自盧布貶值後，一盧布僅值三法郎，是新盧布之價值已不及貶值前四分之一。但一九三六年九月底法郎貶值以後，每盧布已改為四·二五法郎，盧布與法郎仍保持以前聯繫關係，最近法郎又經二度貶值，盧布與法郎之比價已升至七法郎左右矣。（此稿成於一九三九年春，展望一節所云，與今日之情形尙屬相符。英鎊既已統制，美元恐亦難保其自由也。）

附 錄

各國放棄金本位及實施外匯管理之時日表

放棄金本位		實施外匯管理	
國名	時日	國名	時日
亞細亞	第一次歐戰時	亞細亞	一九三〇年十一月廿六日
土耳其	一九三二年三月卅一日	同上	一九三一年二月廿五日
波斯	一九三二年十二月十三日	同上	一九三二年七月一日
日本	一九三二年五月十一日	關東州及滿鐵附屬地	一九三三年十月五日
英領馬來	一九三一年九月廿一日	香港	一九三九年九月八日
英領印度	一九三六年九月廿九日	同上	一九三三年八月三日
巴拿馬	一九三二年九月廿九日	同上	一九三一年七月十四日
泰國	一九三二年九月廿九日	同上	一九三九年九月廿六日
荷蘭	一九三二年九月廿九日	同上	一九三一年十一月十八日
歐洲	第一次歐戰時	歐洲	一九三二年十一月十八日
西班牙	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年十一月廿七日
英國	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年十月五日
西班	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年十月廿一日
牙本	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
愛爾蘭	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
丹麥	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
瑞典	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
挪威	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
芬蘭	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
葡萄牙	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
希臘	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日
沙尼亞	一九三二年九月廿九日	同上	一九三二年九月廿八日



<p>智 薩 玻 哥 墨 烏 阿 巴 爾 利 倫 西 拉 根 瓦 維 比 亞 哥 圭 廷 西 利 多 亞 亞 哥 圭 廷 西</p>	<p>加 美 拿 大 國</p>	<p>義 捷 拉 荷 瑞 法 盧 比 但 奧 捷 大 脫 森 利 地 利 克 亞 蘭 士 國 堡 時 澤 利 克</p>
<p>第一次歐戰時 一九二九年十二月十六日 一九二九年十二月十七日 一九三一年七月廿五日 一九三一年九月廿一日 一九三一年九月廿五日 一九三二年十月八日 一九三二年四月二十日</p>	<p>一九三三年四月十九日 一九三一年十一月十九日</p>	<p>一九三四年二月十七日 一九三四年四月三十日 一九三五年五月二日 一九三六年三月卅一日 一九三六年三月卅一日 一九三六年九月廿六日 一九三六年九月廿八日 一九三六年九月廿九日 一九三六年九月廿九日 一九三六年九月廿九日 一九三六年十月五日</p>
<p>同 委 同 同 尼 同 同 同 內 瑞 瓜 拉 上 上 上 上 拉 上 上 瓜 拉 上 上 上</p>	<p>同 北 上 美</p>	<p>波 同 羅 同 同 立 保 但 德 匈 同 同 馬 尼 陶 利 牙 上 上 上 亞 上 上 宛 亞 澤 國 利 上 上</p>
<p>一九三〇年十一月廿六日 一九三一年十月十三日 一九三一年九月七日 一九三一年十一月十三日 一九三一年十一月廿一日 一九三一年十月三日 一九三一年十一月十四日 一九三二年七月三十日</p>	<p>一九三三年三月六日</p>	<p>一九三一年九月廿六日 一九三一年十月九日 一九三一年七月十七日 一九三一年七月十三日 一九三九年七月三日 一九三一年十月十五日 一九三一年十一月 一九三三年八月三日 一九三一年十月八日 一九三二年五月十七日 一九三一年九月廿九日 一九三六年四月廿七日</p>

新 澳 西 大 蘭 洋 洲 洲	南 埃 非 菲 聯 洲 邦 及	厄 總 瓜 多 爾 魯
一九二九年十二月十六日 一九三一年九月廿一日	一九三一年九月廿一日 一九三二年十二月廿八日	一九三二年五月十八日 一九三二年十一月十九日
同 同 大 洋 洲 洲 上 上	同 同 菲 洲 上 上	巴 同 哥 拉 斯 德 圭 上 黎 加
一九三〇年六月 一九三一年九月廿四日	一九三九年九月 一九三一年十一月三十日	一九三二年一月十六日 一九三二年六月三十日 一九三二年八月八日

第三十七章 匯兌平準基金

外匯統制之意義及其方式——英國之匯兌平準帳——美國之匯兌穩定基金——法荷瑞士等國之匯兌穩定基金——中國之匯兌平準基金——結論

一 外匯統制之意義及其方式

外匯統制，已爲舉世所採行，其重要可以想見。以前各章，已將外匯之性質、作用及其變革，述其梗概，最後乃可以論其統制之意義與方式。

外匯統制，就廣義言，爲金融當局干涉與操縱匯率之一切措施。此一意義，不僅包括今日各國所採行之各種外匯統制之方式，即在金本位時代，中央銀行之買賣黃金與外匯，貼現政策及公開市場運用，亦含有干涉匯率之意義；買賣黃金與外匯爲直接穩定匯率之措施，貼現政策與公開市場運用，則爲調節通貨數量，經物價變動而影響貿易平衡，轉以影響對外匯價，同時經利率之升降轉以影響資本之移動，此爲間接干涉匯率之措施。今日各國所採行之統制方式，亦可分直接與間接兩類。直接干涉爲政府設置平準基金，買賣外匯，及限制外匯與封鎖資金。前者仍以保留匯兌自由爲原則，後者則已破壞自由市場之機構。間接干涉爲政府調整國際貿易

之一切措施。因進出口貿易與匯市息息相關。倘政府統制對外貿易，旨在改善國際收支，藉以安定金融，即為間接的外匯統制；如旨在保護國內工業，又當別論。反之，外匯統制亦為貿易統制之一部份，故外匯統制與貿易統制，有互相為用之關係。至若匯兌清算制，支付協定，及抵帳制等方式，則為外匯限制與封鎖資金所產生之結果。故就狹義之外匯統制言，當可分為下列五種：

- (一) 匯兌平準基金 (Exchange equalisation fund)。
- (二) 匯兌限制 (Exchange restrictions)。
- (三) 封鎖帳項與凍結外資 (Blocked accounts and freezing of foreign credits)。
- (四) 匯兌清算制 (Exchange clearing system)。
- (五) 抵償制 (Compensation or Barter arrangements)。
- (六) 支付協定 (Payment agreement)。

本書所述，即以此六種方式為限。本章先論各國之匯兌平準基金。

匯兌平準基金，一九三二年四月二十五日創設於英國，繼之而採行者有美國（一九三四年一月三十一日）、比利時（一九三五年三月三十日）、加拿大（一九三五年七月三日）、荷蘭（一九三六年九月三十日）、瑞士（一九三六年九月三十日）、法國（一九三六年十月一日）、中國於一九三九年三月在香港設立中英匯兌平準基金，以鞏固法幣匯價。茲分述於後。

二 英國之匯兌平準帳

一九三二年英國停止金本位時，財政部對於外匯買賣會加寬鬆之限制，至翌年三月完全恢復自由買賣。四月間財長張伯倫即有創設匯兌平準帳之意。旋在國會提出具體方案，經通過後，即規定於六月十六日之財政法案 (Finance Act, 1932) 茲述其梗概於左：

(一) 匯兌平準帳之目的 據財長張伯倫之表示，由於金本位崩潰後，國際短期資金，來去無定，因而煽動投機，致匯市變動靡常。欲使英國避免通貨價值激劇變動之危險，與保持國際金融中心之地位，必須備有充分之現金與外匯，以期隨時應付短期資金之提取，與防止外匯之投機。簡言之，即在防止匯市不必要之漲落，以利國際金融。對內則兼有管理通貨之作用存焉。

(二) 匯兌平準帳之組織與資本 英國平準帳為財政部之一種特別會計而受該部之統制，實際上則由英蘭銀行代理運用。平準帳之資本先是由財政部發行一萬五千萬鎊國庫券劃撥，此項國庫券在停留於該帳期間，祇為財政部兩種帳戶之轉移，而非為現實之資金。惟平準帳遇必要時，得出售國庫券之一部，以充匯兌統制基金。此與美法等匯兌穩定基金 (Exchange Stabilization Fund) 之籌款方式不同。後者之基金，係從貨幣貶值，重估存金所得，而為現實之資金，前者反是，不過一種單純之帳項而已。故稱匯兌平準帳 (Exchange Equalisation Account) 而不稱匯兌平準基金。匯兌平準帳之資本，除一萬五千萬鎊之國庫券外，尚有二千

五百萬鎊自「美匯準備」(Dollar Exchange Reserve)移交該帳，一九三三年四月增加二萬萬鎊，合計成三萬七千五百萬鎊。此數額僅表示該帳所能舉債之限度，而非實在之現金。

(三) 匯兌平準帳之運用 英國平準帳之資本，係由國庫券所構成，已如上述。惟遇必要時，得將此項庫券出售，以獲得匯兌統制之資金。此時一般市場始受其影響。例如外國遊資流入倫敦，鎊價有高漲趨向。平準帳爲阻止鎊價之高漲計，自平準帳資本三萬五千萬鎊之國庫券中售出一萬萬鎊，而以所得資金購進外幣如法郎者，藉以穩定匯價。(平準帳在美國停止金本位前，以美元與法郎爲買賣之對象，美國停止金本位後，似專以法郎爲對象，及三國貨幣協定成立後，復以美元與法郎爲對象。)在此場合，國庫券有售於英蘭銀行與直接售與市場之兩種方法。此二種方法，在阻止鎊價之高漲，並無差別，所不同者，乃對於國內金融市場之影響。茲分述此二種方法之運用於後。

(1) 平準帳售國庫券於英蘭銀行，以阻止鎊價之高漲，於是：

(a) 平準帳之資產方面，減少國庫券一萬萬鎊，而換得同額之英蘭銀行存款。英蘭銀行業務部之資產方面增加國庫券一萬萬鎊，負債方面則增加政府存款一萬萬鎊。

(b) 平準帳即以所得資金購進法郎，而以英蘭銀行支票付之。於是平準帳在英蘭銀行之存款支去，換得一萬萬鎊之法郎匯票。另一方面，售出法郎者，將自平準帳取得之支票，存入於其往來銀行(商業銀行)。後者即轉存於英蘭銀行。於是商業銀行之負債方面增加一萬萬鎊存款，資產方面則增加一萬萬鎊存放同

業，（即現金）英蘭銀行業務部之負債方面，減少政府存款一萬萬鎊，增加同業存放一萬萬鎊。

（c）平準帳為維持法郎之穩定計，即以所購法郎，向法蘭西銀行兌取黃金，運回本國，或委託法蘭西銀行代為保管，加蓋耳印。

（d）平準帳將黃金移交英蘭銀行發行部。發行部之資產方面，增加黃金一萬萬鎊，負債方面則增加同額之發行。該行業務部之資產方面，增加銀行券（為存款之支付準備）一萬萬鎊，負債方面，則增加同額之政府存款。

（e）平準帳即可以英蘭銀行存款，將售於該行之國庫券購回。於是該行業務部之資產方面減少國庫券一萬萬鎊，負債方面則減少同額之政府存款。平準帳之資產方面，減少英蘭銀行存款，而收回同額之國庫券。惟平準帳購進黃金時，係按市場價格，將黃金售於英蘭銀行時，則依法定價格，即標準金每盎司三鎊十七先令九辨士。但市場價格遠在法定價格之上，其差額即為平準帳之損失。假定此差額為四〇%，則 a 至 e 之運用，可以帳式表示如左：

(A) 平 準 帳		英 蘭 銀 行 業 務 部	
資本	£ 350 m.	國庫券	£ 250 m.
	現金	現金	100 m.
	£ 350 m.	政府存款	+£ 100 m.
		政府證券	+£ 100 m.

(B) 平準帳

資本	£ 350 m.	國庫券	£ 250 m.
		外匯	100
	<u>£ 350 m.</u>		<u>£ 350 m.</u>

英蘭銀行
業務部

同業存放	+£ 100 m.	政府證券	+£ 100 m.
------	-----------	------	-----------

商業銀行

存款	+£ 100 m.	現金	+£ 100 m.
----	-----------	----	-----------

(C) 平準帳

資本	£ 350 m.	國庫券	£ 250 m.
		金	100 m.
	<u>£ 350 m.</u>		<u>£ 350 m.</u>

平準帳

資本	£ 350 m.	國庫券	£ 250 m.
		現金	60 m.
	<u>£ 350 m.</u>	損失	40 m.
			<u>£ 350 m.</u>

(D) 英蘭銀行
發行部

發行	+£ 60 m.	金	+£ 60 m.
----	----------	---	----------

英蘭銀行
業務部

同業存放	+£ 100 m.	政府證券	+£ 100 m.
政府存款	+ 60 m.	銀行券	+ 60 m.

(E) 平準帳

英蘭銀行
業務部

資本	£ 330 m.	國庫券	£ 310 m.	同業存放	+ £ 100 m.	政府證券	+ £ 40 m.
		損失	40 m.			銀行券	+ 80 m.
	£ 330 m.		£ 310 m.				

以上平準帳運用之結果，對外足以阻止鎊價之高漲，對內則有鬆動金融之影響，此從(B)(E)二項帳上而可見也。商業銀行增加現金準備一萬萬鎊，而存款亦增一萬萬鎊，如存款準備比率為百分之十，則商業銀行尚有九萬萬鎊之信用可以擴充。但如英蘭銀行業務部之支付準備(銀行券)不增，則同業存放之數額，不能多有擴充，為建立通貨伸張之基礎，平準帳乃以所得黃金，按法定價格，售與英蘭銀行，因假定法價較市價低四〇%，故價值一萬萬鎊市價之黃金，售與英蘭銀行，祇能獲得現金(即英蘭銀行存款)六千萬鎊，其餘四千萬鎊作為該帳之損失。英蘭銀行按法價購入價值六千萬鎊之黃金，亦祇能增加同一數額之發行。

平準帳之國庫券，經上述之運用過程，可自資本變為資金，資金變為外匯(如上例之法郎)外匯變為黃金，而在完成阻止鎊價高漲(或外匯跌價)之使命以後，又恢復平準帳之原始形態。如平準帳在此方面，繼續運用，則可以購買外匯之資金總額，究為若干，為使問題簡單計，假定平準帳將國庫券全數出售(事實上決不至有此)，設其總額為a，黃金市價與法價相差之比率為b，上述過程之反覆次數為n，可列成一幾何級數如左：

$$S = a + a(1-b) + a(1-b)^2 + \dots + a(1-b)^n$$

按照幾何級數公式 $S = \frac{a(1-r^n)}{1-r}$ 可得 S 之值如左：

$$S = \frac{a\{1-(1-b)^n\}}{1-(1-b)}$$

$$= \frac{a\{1-(1-b)^n\}}{b}$$

倘 n 爲無限大，則 $(1-b)^n$ 可近於零，而上列幾何級數即成爲：

$$S = \frac{a}{b}$$

今 a 爲三萬五千萬鎊，b 爲四〇%，其可以購買外匯之資金總額 (S) 當爲八萬七千五百萬鎊。若黃金市價與法價一致，則上述過程，可爲無限制之運用。自一九三九年銀行法案成立以後，黃金法價已與市價取得一致之辦法。據該法之規定，英蘭銀行發行部向平準帳購售黃金，皆以每週評定之金價爲依據。(見第二十六章) 由是可使平準帳出售黃金與英蘭銀行之損失減少，或且有盈利可得，是不啻增強平準帳之資力也。

(2) 平準帳售國庫券於公開市場，而購入者假定爲商業銀行，則其運用之過程如次：

(a) 平準帳售出國庫券，而自商業銀行取得英蘭銀行之支票。於是平準帳在資產方面減少國庫券一萬萬鎊，而換得同數之英蘭銀行存款。英蘭銀行業務部之負債方面，增加政府存款一萬萬鎊，減少同業存放

一萬萬鎊。商業銀行在資產方面，增加國庫券一萬萬鎊，而減少同額之現金。

(b) 平準帳以所得資金購進法郎，於是平準帳資產方面之一萬萬鎊存款，變為一萬萬鎊之法郎。售出法郎者，將自平準帳取得之英蘭銀行支票，存入於其往來之商業銀行。後者則以之轉存於英蘭銀行。於是英蘭銀行業務部負債方面以前增加之政府存款一萬萬鎊消滅，而又回復業經減少之同業存放。商業銀行負債方面增加存款一萬萬鎊，資產方面則又回復同數之現金。

(c) 平準帳仍照前例，以所得法郎掉換黃金。

以上運用之結果，在英蘭銀行之資產與負債，一無增減，故如第一式之通貨擴張，不致發生，而且反有通貨緊縮之影響。蓋商業銀行增加存款一萬萬鎊，而現金並未增加，存款準備比率，反因此減低，勢必限制放款，以免滋生存款，由是可知第一式與第二式之差別，乃在前者有促成通貨擴張而後者則有促成通貨緊縮之作用。至於阻止鎊價之上漲，初無二致也。但如購入國庫券者非為商業銀行而為外國投資人，則結果等於彼以法郎交換平準帳之庫券，對於金融市場，自不致於發生通貨伸縮之作用。即就第一式言，金融當局欲使通貨緊縮，亦非難事，祇須再由平準帳將國庫券售與商業銀行，而以所得資金向英蘭銀行購進黃金足矣。

以上所述，平準帳之運用，以阻止鎊價高漲為目的，而兼有調節通貨之作用。至若平準帳之運用以阻止鎊價之跌落者，對內亦足以順應市場情況，而隨時運用通貨擴張與緊縮以收其效。茲假定平準帳以國庫券二萬五千萬鎊與黃金一萬萬鎊，而謀防止鎊價之漲落。其運用過程，必先以黃金一萬萬鎊售出外匯（例如法郎）

而收進英鎊，再以所得英鎊收回國庫券。但國庫券收自商業銀行或英蘭銀行之情形不同，故對於國內金融市場之影響，亦因之而異。茲再分述於後。

(1) 自商業銀行收回國庫券之方式 此式之運用過程如左：

(a) 平準帳以黃金一萬萬鎊為抵，售出法郎，而取得購者之往來銀行支票，以之存入英蘭銀行。於是平準帳之資產方面支出黃金一萬萬鎊，而換得同額之英蘭銀行存款。英蘭銀行業務部之資產方面，減少同業存放一萬萬鎊，而增加同額之政府存款。商業銀行之負債方面減少存款一萬萬鎊，資產方面減少同額之現金。

(b) 平準帳以所得資金，向商業銀行購進國庫券，而以英蘭銀行支票付之。於是平準帳之資產方面，減少英蘭銀行存款一萬萬鎊，而增加同額之國庫券。英蘭銀行業務部之負債方面，以前增加之政府存款消滅，而減少之同業存放，又行回復。商業銀行之資產方面，減少國庫券一萬萬鎊，而回復同額之現金。

上述運用之結果，英蘭銀行之資產與負債，仍無增減，平準帳則將黃金易成庫券，回復原始狀態。商業銀行則減少存款與國庫券各一萬萬鎊，而現金不變，存款準備比率因以提高，而增加其放款能力，有通貨擴張之影響。惟如由外國投資者將其所持國庫券（或其他票據證券）售出，而將所得資金購買外匯以去，則平準帳一面收進庫券，一面吐出外匯，其結果無關於通貨之擴張與緊縮。倘金融當局欲促進通貨擴張，祇須由平準帳將自商業銀行收回之國庫券，售於英蘭銀行業務部，再以所得資金向商業銀行購進國庫券足矣。

(2) 自英蘭銀行收回國庫券之方式 此式之運用，即以售出法郎所得之資金，向英蘭銀行收回國庫券，結果為商業銀行之存款與現金各減少一萬萬鎊，英蘭銀行業務部則減少國庫券與同業存放各一萬萬鎊，平準帳則一萬萬鎊黃金又變成同額之庫券。此一結果，顯有通貨緊縮之作用。倘金融當局欲更促進通貨之緊縮，則平準帳可將自英蘭銀行購回之國庫券，再售於商業銀行，再以所得資金，向英蘭銀行購進國庫券足矣。

從平準帳之運用，無論為阻止鎊價高漲或低落，對內可任意予以通貨擴張或收縮之影響，如再與英蘭銀行之公開市場政策結合，則因時制宜，俱能應付裕如。(註一)

(四) 匯兌平準帳干涉匯市之技術 平準帳之運用，向保持秘密，惟自一九三七年起，始將存金數目，每年發表二次。故其運用技術，亦祇從其實際行動，加以窺測而已。平準帳之干涉匯市，常以買賣黃金為之。例如市上需要外匯甚殷，匯市有緊縮趨向，平準帳並不直接供給外匯，而以供給黃金為代替，是即維持金價而不維持匯價。如匯率過縮，而金價不高，則自有套做者出而購金售匯，使匯率回鬆，即銀行方面，如有鉅額款項須待匯出時，亦寧向平準帳購買黃金，以供輸出，而不願向市場購進外匯，蓋鉅額結匯，可使匯率緊縮，反不利於己也。在平準帳方面之所以採行此項間接干涉方式者，蓋亦有故。是即在匯率軟弱時，市上察知有「統制當局」(匯市中常以 Control 稱平準基金之出而購售者) 從中維持，對於鎊價，反抱悲觀，以致拋售英鎊者益多。故直接供給外匯，對於匯市影響，反而不佳。供售黃金，則可免此不利印象。蓋黃金之需要，或來自窖藏者，或來自套做者，看不出鎊匯之軟弱也。但在外匯買氣過盛，匯率有驟縮之趨向時，平準帳亦直接供給外匯，以防止匯市之劇變。

平準帳不但買賣外匯現貨，亦常做期貨交易。如市上購買鉅額遠期外匯，造成購超情形（Over-bought position），以致近賤遠貴，此時平準帳即出而售遠購近。此一運用，可獲三種效果：（1）可使近遠匯率軋攏，使套利者無利可套，否則，如套利優厚，一般利率，均將上昇；不但國庫券之利息負擔，因以加重，即於整個金融市場，亦蒙不利之影響也。（2）可藉此以補充外匯之供給，蓋購買遠期外匯，如為進口商之季節需要，則售遠購近，實含有調整季節需要之作用。（3）可藉此以獲得盈餘，充實基金。（註二）

（五）匯兌平準帳盈虧之撥補 據一九三二年財政法案之規定，平準帳按法定價出售黃金於英蘭銀行發行部所受之損失，當由該部撥付平準帳；反之，平準帳按法定價向該部購入黃金，轉售於市所得之盈利，則撥付於該部。該部保有之黃金，其市價超過法價之差額，亦須撥補於平準帳。此外，該部所有外幣資產之售出（無論平準帳設置以前或存在期間）或評價（平準帳存在期間）如因一九三一年九月二十一日以後，由於匯兌變動，此種資產發生減值或損失時，平準帳須撥補該部；反之，如係增值或有盈餘時，則該部須撥補平準帳。上項規定，自一九三九年通貨與銀行券法案頒佈以後，已有修改。自後英蘭銀行發行部之黃金與保證準備每週評價一次。若評價結果，該部所保有之資產總值與其發行總額發生差別時，須將此項差數，由平準帳撥付該部（如其發行總額超過資產總值）或由該部撥付平準帳。（註三）

英國之匯兌平準帳為各國平準基金之先驅，且八年之實驗，對於穩定匯價及管理通貨諸端，建樹良多。然其運用，實有賴於健全之金融制度為後盾，是以對外能穩定匯價，對內則能安定物價，擅金本位制之長，而避免

其缺陷。故凡停止金本位後維持自由匯市之國家，均仿行之。但自歐戰發生，實施外匯限制以後，平準帳亦宣告終止矣。

(註一) 田中金司著姜佐宣譯：「匯兌平準基金論」譯文載中央銀行月報第六卷第四及第九十號。

Hall, N. F.: The Exchange Equalisation Account, 1935

“The Mechanism of Exchange Fund”, The Economist, Oct. 10, 1936

(註二) The Economist, 1936 年各期。

(註三) 同註一。

三 美國之匯兌穩定基金

美國之匯兌穩定基金，爲一九三四年一月三十日之金準備法案所創設。該法授權財政部得買賣黃金與外匯及其他必要工具，以穩定美元之匯價，遂準備二十萬萬元之基金，以應此需要。此項基金，預計於美元貶值後，可以獲得。其在未作穩定外匯之用時，可以購置政府證券。至一九三四年四月底，自國庫總基金中之黃金撥出十八萬萬元充匯兌穩定基金，其餘二萬萬元則存於代理國庫之紐約聯邦準備銀行，以爲安定物價及其他目的之用。

由是可知美國匯兌穩定基金之資本爲黃金（依金證券形式）而非貨幣，亦非爲國庫券。故匯兌基金之活動，對於阻止美元匯價之跌落，固可經黃金之供售而收其效。但自一九三四年以來，海外資金源源流美，爲阻

止美匯高漲起見，匯兌基金必須先將金券售與聯邦準備銀行，以換取貨幣，然後以貨幣購買外匯，售出外匯者即以所得資金存入於商業銀行，商業銀行又轉存於準備銀行，如此繼續購入外匯，商業銀行之現金準備勢將繼續增加，而致遠超法定準備之上，引起通貨膨脹之恐慌。一九三六年夏會員銀行之法定準備比率，雖已提高，但如外資源源流入，匯兌基金予以盡量吸收，則會員銀行之過剩準備，仍將繼續增加，通貨膨脹之威脅，仍不免。因此美財長毛根韜 (Morgenthau) 氏於是年底宣告美財部認為必要時，得取適當措置，售出政府證券，購進黃金；反之，亦可以黃金購進證券。按以前如有黃金自海外流入，財部以金證券交付準備銀行，而換得準備銀行之存款，再以此項存款充作購金之用，於是政府存款轉變為會員銀行之存款準備，存款準備增加，有通貨膨脹之影響。自後，財政部可向市場拋售國庫券，而以所得資金，購進輸入之黃金，並將購入黃金，存於財政部，記入「呆定帳項」(Inactive Account) 內。反之，如在黃金外流或減少時，財部即可由呆定帳內提出所存黃金，購回庫券，以補充準備金之不足。自歐戰發生，黃金輸入，有增無減，但美國之國庫券，不能無限制發行，故此一封鎖政策，亦有時而窮也。(註)

(註) Money and Banking, League of Nations, 財政評論第一卷第五期，程德泰君譯文。

四 法荷瑞士等國之匯兌穩定基金

法國之匯兌穩定基金 (Fonds de Stabilisation des Changes) 成立於一九三六年十月二日新貨幣

法公布以後。該法將法郎金值貶低，因而獲得黃金與外匯再評價盈利約一百七十萬萬法郎，移交國庫。後者乃撥出一百萬萬法郎，作為匯兌穩定基金。基金之管理，由財部委託法蘭西銀行司之。一九三七年三月，管理基金事務，正式委託一專家委員會，旋又歸法蘭西銀行管理。一九三八年五月以前，匯兌基金運用之技術，完全公開宣布。其運用方法，即當黃金售盡時，立即向法蘭西銀行補進相當數額之黃金。反之，需要鈔票時，即將其所存黃金，售與法蘭西銀行。因此，法蘭西銀行金準備數額之增減，實可表示法郎變動之趨勢。金準備增加，表示法郎之上漲；金準備減少，則表示法郎之下跌。唯自一九三八年五月十八日經第三次貶值以後，匯兌基金之運用，已發生實質上之改變。自後財部得以國庫或公債穩定基金 (Rentes Stabilization Fund)，此項基金設立於一九三七年七月廿一日，基金總額為七十萬萬法郎，即獲自上述法郎貶值，重估黃金所得之盈餘（項內之資金，作為對於匯兌基金之短期放款，意即由國庫或公債穩定基金直接貸與黃金，於是匯兌基金不復向法蘭西銀行作黃金之買賣。

匯兌基金在巴黎市場運用時，多由法蘭西銀行主其事，至在其他金融中心運用時，則多委託各該地之金融當局經手辦理，例如在紐約運用時，委託紐約聯邦準備銀行辦理等是也。基金之外匯業務，現貨與期貨兼做。最後對於遠期匯市之控制，似尤趨於積極。

關於兩國間黃金之移動，法國匯兌基金與外國匯兌基金會訂有協定，大都以耳印寄存辦理。有資本流入時，應得之黃金，多寄存於國外市場。資本流出時，應行輸出之黃金，則多寄存於巴黎市場。黃金之實際輸送，可藉

此以節減。因有此耳印寄存辦法，海關黃金輸出入之報告，不復能據以推定黃金之損失或實得焉。（註）

荷蘭匯兌基金成立於一九三六年九月，總額定為三萬萬荷盾，全部皆為國庫券。惟當基金成立之初，已有三分之一資金經荷蘭銀行換成黃金，以備資金外流時穩定外匯之用。但自一九三六年九月以後，資金之流動乃循一繼續入超之趨勢，故匯兌基金之活動亦僅限於收買外匯，由是國庫券存數，日漸短少。為糾正計，匯兌基金除將原有價值一萬萬荷盾之黃金，仍向荷蘭銀行掉回國庫券外，尚須繼續售與黃金，此種活動自足以使全國之信用基礎擴大。但一九三六年秋季以後，流入荷蘭之資金，大都為荷盾未貶值前流出國外之內資，故其流回，僅補前此之缺，尚不至於引起通貨膨脹也。歐戰發生，資金外流遂多。

瑞士匯兌平準基金與荷蘭同時成立，總額定為五萬三千九百萬瑞士法郎，係貨幣貶值，重估存金所得帳面盈利之全部。自匯兌基金設置後，海外流入之資金超過流出，故匯兌基金之活動，即直接增加其國家銀行之黃金準備。其後，資金之輸出入，已趨平衡。自歐戰發生，荷瑞二國之黃金，亦流往美國矣。

此外，加拿大與比利時亦有匯兌平準基金之設置，其資本亦為貨幣貶值重估黃金所獲之帳面盈利。此二國匯兌基金，遠不若上述諸國之活動，蓋上述諸國，為世界金融中心故也。

（註）財政評論第一卷第五期，李葆江譯：「法國匯兌平準基金之檢討。」

五 中國之匯兌平準基金

我國自一九三八年三月十四日實行外匯限制以後，上海、香港及天津，在特殊環境下，產生公開買賣之外匯黑市，成爲資本逃避，投機橫行，日×套取之淵藪；於是匯率一再緊縮。財政當局對於外匯黑市之維持，實處於進退兩難之境。蓋維持某一水準之匯率，在平時國際收支逆調之下，猶感困難，法郎貶值，在三年以內，竟達三次之多。英鎊自歐局緊張，亦頻告跌價，以英法財力之堅強，猶不能維持匯率於一定水準，遑論其餘？故財力之次於英、美、法等國者，類多採行嚴格之外匯限制，不復允許自由市場之存在，卽有黑市，多在國外，有在國內者，亦僅能作秘密之活動，尙無礙於大局。惟我中國創舉世未有之特例，既實施外匯限制，但又公開以匯兌平準基金維持黑市。此一矛盾現象之背景，卽爲半殖民地之經濟。完全獨立之國家，固無此特殊現象，卽完全之殖民地國家，亦無此現象。我國以對外貿易與國際金融，既操於外商之手，上海租界，又爲全國金融中心。彼等享有治外法權，在平時，國家法令，猶不能加之於彼，况當國軍西撤，政權難及之際，外匯黑市，黃金黑市，乃至於一切商品黑市之產生，實爲必然之結果。外匯黑市之存在，徒爲資本逃避，投機活動與日×套取開方便之門。被侵佔區不但年有鉅額入超，且出口貿易，已爲日方所統制，日方蓄意破壞法幣，利用上海黑市，不但可使華中、華南日商所需外匯，取求於是，卽華北滿洲所需外匯，亦可輾轉來滬吸收。黑市外匯之負擔，遂愈益加重，是則維持黑市外匯，不但損失國外資源，抑且於事無濟。（註一）當局考慮再四，（註二）終於採取維持政策。察其理由，或不出下列三點：（1）維持對外信用，以期獲取英美之同情與援助；事實上則已先得英國之支持，及在華英商銀行與國家銀行之合作。英美對於維持黑市外匯，殆有一致之要求。如外匯供給缺乏，法幣匯價，繼續下跌，殊不利於英美之對華貿易，蓋

外匯愈縮，英美貨物之進口，將愈感困難，在華市場，不免落於日人之手。英美之要求支持法幣，實為對日經濟戰路之一種。(2)國內金融及產業界，亦有同一之要求，戰時財政，殊有賴於彼等之合作，各銀行之資產，公債佔其一大部份，倘法幣繼續下跌，公債價值，亦必隨以低降。如政府不負供給外匯之責，發行益將無有顧忌，此為銀行家所反對。故財政當局亦不能不顧全彼等之要求。(3)維繫被侵佔區之人心。如政府不負供給外匯之責，則法幣將被視為完全不兌現之紙幣，易為雜鈔所代替。英國既自動貸我以幣制借款，我自樂於接受之。然則改作軍需借款，不尤愈於此乎？是英國之所不願也。蓋其時英國尚不願公然援華抗日，以開罪於日本。抑且幣制借款，較有保障，且特別指定中國、交通二行負責清償之責。(見下文)其保障借款之用意，可謂周到之至。

據二十八年三月十日報載：我國財政部為使法幣價值更臻穩定起見，爰舉債一千萬鎊，除五百萬鎊由中國、交通兩銀行負責外，其餘五百萬鎊向英國商借，而由英國商得香港匯豐及麥加利兩英國銀行負責，分由匯豐出三百萬鎊，麥加利出二百萬鎊，由英國財政部對該兩行擔保，此款成交後，由中英兩方在港合組管理委員會，委員共五人，除中英兩方各派代表兩人外，(均由上述四銀行經理擔任)餘一人由英國政府商得中國政府同意委任。借款合同以一年為期，期滿可商續訂。同時據英國官方無線電之報告，英財相西門亦力言穩定中國法幣，對英甚為重要，故允為對該借款之擔保。至於該委員會之任務，據西門十五日報告，乃在決定日常政策，以防止英鎊與中國貨幣匯價不必需之漲落。匯豐及麥加利兩銀行每六月收息一次，利率按2 $\frac{3}{4}$ %計算。如以倫敦基金帳投資所得之利，未足以償還利息時，則由中國兩銀行負責清償之，而由英國財部擔保。如遇基金虧蝕

殆盡後，英國財部向英方銀行擔保償還五百萬鎊之責，他日清理時，除所得利息外，英方銀行所得之英鎊，超出其原來墊出之數時，則將所餘之數，概歸英國財部。以上所述，即為中國平準基金之內容。

再就匯兌平準基金運用之技術言，買賣外匯，均屬現貨交易，支付以五元鈔以上法幣為限，從賣出外匯所收進之法幣，除吸收外匯以外，完全封存於庫，不作其他支付之用。故賣出外匯，原期予法幣流通數量以收縮影響，藉以減輕匯市所受之壓力；同時却可增發法幣一元鈔，並取出舊發行銀行已經印就之鈔券，以供流通，而不致加重匯市之壓力。內地法幣，則又禁止輸送至被侵佔區域，上海亦在其內；如是，則日×套取外匯，以法幣頭寸有限，不能祇吞而無吐。此種技術上之設計，殊值得吾人之稱許，雖無明文可按，但察其運用之實際而可見者也。至經理平準基金之購售者，似為匯豐銀行。

復就平準基金活動之經過與成績言，自七七事變以後，中央仍按法價無限制供給外匯，至國軍西撤，匯率遂脫離法價，逐步下降。自二十八年三月實施外匯限制以迄平準基金成立之初，黑市匯價，對英穩定於八辨士二五，對美則穩定於十六元零六二五。未及三月（二十八年六月七日），中英外匯平準基金委員會電令上海匯豐、麥加利兩銀行停止按八辨士二五供給外匯，於是匯率暴縮二辨士，至六辨士半，復由平準會照常供給。至是年七月復由六辨士半縮至四辨士，八月再縮，最低達三辨士關。嗣以歐戰爆發，匯率遂逐步回長，至二十九年初，幾達五辨士，以後又復回降，自二月中旬至五月初，始終穩定於四辨士一二五而成一水平綫，美匯則因鎊價跌落關係而日趨緊縮，由八元而至六元。五月二日，匯市劇變，竟猛縮至四元五角，造成三年來黑市匯率之最低

記錄五月六日以後，匯市又趨鬆動，英匯自三辨士二八一二五逐漸放長，至五月二十日竟升至四辨士二三四三七五，自後則盤旋於四辨士左右。美匯自四元七角五分起，直升至七月六日之六元三一二五。入秋，匯率又趨下降，八月間中交商業掛牌由七辨士改縮為四辨士半。黑市匯率，亦隨以告緊。入冬則又回鬆。本年二月間曾一度衝出六元關。由上所述，自平準基金設立後，匯率變動之幅度，最高最低，達百分之六十以上，中經三次之劇變，舉凡國內外軍事、政治、經濟、社會等等因素之變動，均能反映於上海之匯市。其促成匯率緊縮之因素，為抗戰初期之人心浮動，資本逃避，貨幣拋空，物價高漲，進口激增，日×套取，雜鈔之發行，上海情形之惡化等等；其使匯率放長者則為歐戰爆發以後，鎊價之跌落，英美之經濟援助，日美關係之惡化，南洋資金之流滬，美匯凍結之傳說，和平空氣以及其他不利於日方之國際關係等等。此種種因素，交互錯綜，變幻百端，莫可究詰。在此反常變動之際，上海匯市，仍一無拘束，自由買賣，即有什百匯兌平準基金，恐亦不能收穩定之效，而以貨幣處於逆境時為尤甚；阻止幣值之高漲易，阻止幣值之下跌難，各國皆然，法幣所遭受之困厄尤甚。疾風勁草，彌覺可貴。自去年（二十九年）五月三日以來，匯市變動之幅度，已大見縮小，據市上傳言，近半年來平準會吸收多於放出，足徵當前法幣匯價，任屬自然，已不若當初之以八辨士二五、六辨士半及四辨士等為維持之水準。此亦為平準會運用技術之進步。蓋維持一定水準，既力不足以持久，而反在轉換新水準時，釀成軒然巨波，基金之損失浩大，而結果反促成匯市之劇變，是亦不可以已乎？故經過幾番教訓以後，平準會似已放棄水準政策，乘高吸進，乘低稍吐，隨波逐浪，任匯率自求其水準，此一運用技術之改變，不但平準基金可以增厚實力，即匯率之腳地，亦較人工維持為

堅定也。

(註一)關於維持黑市外匯之爭論，大抵國內學者及中共方面之意見多主張放棄或隔離，惟金融界及一部份學者則贊成維持。作者於平準基金成立前，曾在申報爲文，倡議放棄維持。(見二十八年二月五日申報商業新聞。)

(註二)據耿愛德氏在交大財務管理學會演講時所云。

六 結論

匯兌平準基金爲金本位制崩潰以後之產物，其實在金本位制之現金準備或外匯準備(如金匯兌本位制)亦即含有平準匯率之作用，但其運用方式，純屬機械性質，即按法定價格，無限制購售黃金，藉以穩定匯率於金平價左右。自金本位制崩潰以後，金價可以隨市漲落，而匯率之升降亦不復受往日現金輸送點之限制。金本位之所以放棄，正因其所維持之匯率，不能適應匯率之經濟或自然水準。且中央銀行之掛牌利率，不論國內經濟之需要與否，必須隨金準備之增減而變更，此亦爲主張通貨管理者所詬病。但欲求穩定物價，同時非穩定匯價不爲功。匯兌平準基金之創設，即係適應此種事實上之要求，其主要任務，固爲穩定匯價，但所謂穩定，僅在避免不必要之變動，初非有釘住匯率之意也。倘國際收支逆調，匯率須要下降，自不必堅持不變。同時平準基金非爲中央銀行之支付準備，其增減不致於影響信用基礎，尤不致於影響利率政策，故此制實留金本位之長而去其短，爲現代通貨管理之主要機關，但不適宜於戰時之運用，中國之平準基金，蓋其特例也。

其次，匯兌平準基金與前次歐戰時英法之匯兌釘住政策，在穩定匯率一點，固有其相同之意義，且二者不無淵源關係。但其不同之點，灼然可見。釘住政策僅為消極的穩定幣價於某一匯率，以利國際金融之流通，初無管理通貨之作用也。

第三十八章 匯兌限制

匯兌限制之意義與目的——匯兌限制之方法——匯兌限制下之外匯黑市與私市問題——中國之外匯限制

一 匯兌限制之意義與目的

匯兌平準基金之運用，僅在干涉或操縱匯率之變動，而仍保留外匯買賣之自由，匯兌限制之目的，固亦在維持匯率之穩定，但其所用方法，係以強制手段，約束買賣，易言之，匯兌限制為外匯自由市場之廢止，故其所維持之匯率，已不能代表由供求曲線所決定之匯率。例如德國自實施外匯限制以後，雖仍維持在金本位時之匯率，但其意義已完全不同。匯兌限制之目的，不但在維持匯率，尤在保障國外資源與現金準備，以應國防及其他緊急之需要，故匯兌限制，大致以下列五項為對象：

(1) 制止外匯投機 外匯投機在國際收支上，雖因多頭轉賣與空頭買回，有自相抵銷之作用，但其活動，顯然有推波助瀾之影響；在匯率趨緊時，將受外匯多頭之壓力而愈緊；趨鬆時，將受外匯空頭之策動而愈鬆。匯率之過度波動，顯然足以影響國際收支之順逆。例如匯率之過度緊縮，足以動搖幣信，益促資本之逃走，於是外匯多頭之活動愈烈，資本之逃亡益衆，循此以往，直至貨幣崩潰而後已。故外匯投機，在匯市平穩時期，尚不至為

害，若在多事之秋，則掀風作浪，遺患至巨，限制外匯，所以絕投機之路，此其一也。

(2) 制止資本外流 資本外流，如為正常移動，原不必加以限制，但如時局不安，資本流出之數額突增，則顯然有逃亡者在內。苟不加以制止，不但匯率不能維持，中央銀行之國外資源與現金準備，亦將日趨枯竭，外匯限制，所以絕資本逃亡之路，此其二也。

(3) 停止對外債務之支付 對外債務之支付，無論短期存款，或長期本息，為國際支出之主要項目；短期債務之提取，對於匯率之威脅尤大。故外匯限制，在多數國家，尤其是債務繁重國家，對外債務之支付，均在限制之例，此其三也。

(4) 限制貨物之進口 貨物進口數值，佔國際支付最主要之地位。為平衡國際收支，藉以維持匯率，保持國外資源，則減少進口，自屬必要；減少進口方法，除採用進口許可證，進口限額制及高率關稅等措置外，進口外匯之限制，常連帶施行，例如申請外匯之進口商，必須呈驗進口許可證等是也。此其四。

(5) 徵收私人所保有之外匯 以上四點，均屬於外匯供給之限制，是為消極的保障國外資源與維持匯率之辦法。徵收私人所保有之外匯，則係增厚國外資源與鞏固匯率之積極的措施。限制外匯之國家，大都消極的與積極的措施兼籌並顧，相輔而行。私人之保有外匯者，即為出口商與國外投資人，前者須將出口匯票結與統制當局，後者須將國外存款與國外證券繳與統制當局。此其五。

以上各種目的，顯然均屬反常現象，而非經久之道，如欲謀國際經濟合理的解決，則限制進口，停止對外債

務之支付及制止資本之外流，固不能長此僵持，即徵收私人所保有之外匯，亦非永久辦法。故外匯限制之必歸取消，或爲他種統制方式所代替，殆可預言。

二 匯兌限制之方法

匯兌限制之方法，即爲一切外匯交易由中央銀行或專設統制機關製定申請與結匯規則，集中辦理。無論何人，非經當局許可，不得爲對外之支付。證券與國內外銀行鈔券之輸出入，一律加以限制或禁止。居民所獲得之外匯必須售與統制當局。故外匯限制，實即等於外匯之獨佔，是不但獨佔外匯之供給，亦獨佔外匯之購買。即外匯之購方與售方，均限於統制當局，需要外匯者，祇能向統制當局申請，得有外匯者，祇能售與統制當局。外匯限制，即秉此原則辦理，以求達到上列諸種目的：第一，投機交易，將因外匯限制而無從發生，如做外匯多頭，向當局申請，固不能邀准，以其無合法需要之證件也；拋空者，則將來無貨可補，自亦不敢輕於嘗試。且外匯一經限制以後，即無匯市之變動可言，使投機者失去其目標。要之，投機交易，附麗於自由市場，自由市場一經消滅，投機交易，亦無從發生矣。第二，資本外流，亦須購買外匯，如無合法需要之證件，即不能申請購買，證券鈔票與黃金之出口，亦須嚴加禁止，以其均可爲資本之逃避也。第三，停止對外債務之支付，即對外債務，不能申請外匯，以爲清償。但債務人仍須以其本國之通貨繳付於指定機關，由後者設置封鎖帳戶，作爲外國債權人在本國之存款，此項存款，不能變換外匯，而可作其他指定之用，此一限制，大抵先由債務國要求債權人訂立停付協定而後實施，否

則將引起債權國之抗議也。但限制較寬之國家，外資仍任其自由移動，例如英國之外匯統制等是。惟爲防止本國資本之逃避起見，另有「英國居民之英鎊存款，不得轉入非英國居民之帳戶」之規定。第四，限制貨物之進口，普通均屬於貿易統制方面之事務，凡持有進口許可證者，如能申請外匯。故貿易統制與匯兌統制，必須互相聯繫，是即進口之限制，不僅視進口貨之性質，尤須視可供購買之外匯數量。先由外匯統制當局撥定進口所需外匯之總數，而後由貿易統制當局分配於各項應准予進口之貨品。

輸出入聯繫制 (Import-export Link system)，亦爲在匯兌管理下，限制進口之一種方式。是即進口數值以一定率出口數值爲限制。統制當局以出口所得外匯，作爲進口匯兌一定率之許可量。此制在日本行施最廣，而有個別聯繫與綜合聯繫之區別。個別聯繫制者即爲某種原料品之輸入必須以此種原料品製成之工業品出口爲交換，例如羊毛之進口與毛織品之出口相聯繫，棉花之進口與棉織品之出口相聯繫。其法凡輸入之原料，祇能製成工業品而輸出，不能移作別用。此制以生產者或生產團體爲聯繫之主體。綜合聯繫制者，不問何種商品，與原料產地之在國內或國外，予出口商以與輸出金額一定率之輸入權，而以出口商或出口業團體爲聯繫之主體。輸出者可將此項輸入權讓渡與輸入者或其團體。

第五，徵收私人所保有之外匯，所以集中外匯資源，以供國家緊急之需，亦所以防止資本之逃避也。私人所保有之外匯資源，大致可分三類：(1)商業銀行之國外存款結餘，(2)對外投資者所執之國外有價證券，(3)出口商所獲得之出口匯票。前二項多在戰時行之，例如第一次歐戰時英國之徵收美金證券，一九三九年之外

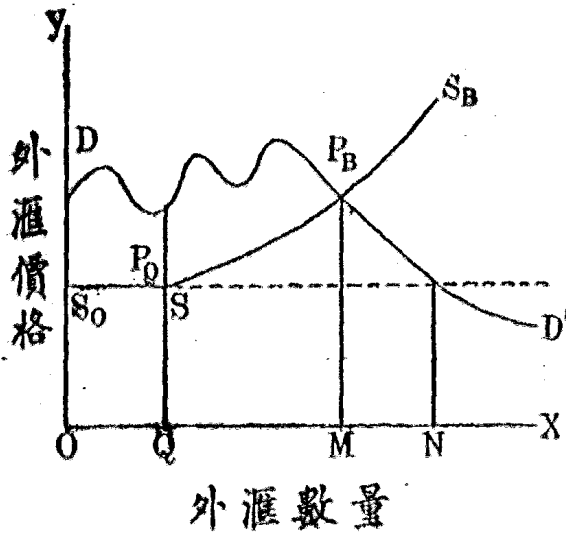
匯統制，其徵收範圍更及於加拿大元、法郎及比、荷、瑞士、瑞典諸國之貨幣。德國對於外匯之徵收尤嚴，凡保有外匯而隱匿不報及交出者，科以「經濟叛逆」(Economic Treason)之罪，其處罰為長期徒刑，及沒收財產。日本亦規定持有國外資產者須向政府陳報。出口匯票之徵收辦法，即出口商必須向統制當局申報外匯，按法定匯率，結與統制當局，而後方准裝運出口。惟限制匯兌國家，往往有外匯黑市之發生，黑市匯率必較官價為縮，如強令出口商按官價結售，損失甚鉅，因之偷運走私，必將增加，以其偷運出口所得之外匯，可在黑市出售，或竟存留國外，為資本之逃避，故統制當局常以種種方法，獎勵出口，吸收外匯，除採用直接津貼制外，收購出口外匯，按法定匯率，酌予升水；或免除出口應結外匯之一部及減少應行結匯之出口貨種數。以上所謂外匯，指自由外匯，如美元、英鎊、法郎、荷盾等而言，對訂有清算協定國家之輸出，自無外匯可結也。

上述各種限制方法，在技術上，自不免有許多困難，欲求一無漏洞，殆不可能，漏洞之大小，要視限制之嚴厲及金融組織之完密與否而定。限制愈嚴，則漏洞愈小。例如此次歐戰發生以後，英國之外匯管理，由寬而嚴，即所以減少外匯之漏洞。金融組織完密，則統制較易為力。在平時，匯兌交易集中於少數大銀行之手，統制法規，令此少數大銀行遵照辦理，即可以達到目的。惟任何統制方式，欲求推行盡利，必須藉國民之通力合作，欲求國民之合作，必須統制當局具有公正廉明之品格，在貪污成習之國家，則必賄賂橫行，弊害百出。例如在匯兌限制之下，官定匯率，遠較市率為高，如同時有進口商若干家，得向當局按官率申請外匯，各商所能請得之數，雖有客觀標準，可資比照，但在民權未張，政治黑暗之國家，官吏憑藉權勢，惟私利是圖，作法毀法，比比而然。再就經濟上之觀

點言，進口商得按官定匯率請購外匯，而出口商則須按官定匯率結售外匯，是何異取出口商可得之利，而津貼於進口商？其結果，進口固受限制，出口亦必因以減退，而使全部對外貿易為之收縮。匯兌清算制，抵帳制及支付協定等等辦法，即所以另闢國際貿易之途徑也。

三 匯兌限制下之外匯黑市與私市問題

統觀各國限制外匯之結果，即有黑市交易伴隨而生，在統制嚴厲國家，如德、日、意等，猶不能完全銷滅黑市，其他更無論矣。所謂黑市 (Black Course) 之意，即違背統制規例之私相買賣。其發生之原因，即由於官方按



一定匯率所供給之外匯，不能滿足其需要之總量，其不能獲得滿足部份之需要，願出高於官定之價尋求對手，則保有外匯者自願售於私人而不願結售於統制當局也。以圖表示如上：

上圖 P_0 、 Q 代表官定匯率， O 、 Q 代表官方核准申請購買數量，但得向官方申請者，未必為願意出最高價格之人，例如欲圖資本逃避者，對於外匯之需要或較進口商為切，故其所願出之價格，亦較進口商為高，但進口商得申請購買，而欲圖資本逃避者則不能。需要曲線前半段之高低，即表示此一情形。在 P_0 、 Q 價格之下，需要量有 O 、 N ，而官方供給量僅以 O 、 Q 為限，尚有 Q 、 N

需要量不能獲得滿足，因經濟勢力之衝激，自有在暗中出高價以購求者，於是外匯者，亦必千方百計，規避統制，以求獲售於暗市，暗市中之外匯價格又受供求之支配，而決定於 P_B ， P_B 之必高於 P_0 ，實為必然之結果。

外匯黑市之存在，即為匯兌限制之漏洞。黑市不滅，則漏洞不塞。但統制外匯國家對於黑市之態度，寬嚴各有不同：對黑市採取嚴峻手段者，可以德、日、義為代表，希臘亦然；故黑市交易，在此等國家，絕對保守秘密，其活動範圍，自屬極小。至若予出口商以免結一部份外匯之國家，對黑市均抱容忍態度。若干國家，如以前之奧國、保加利亞、巴西、智利、阿根廷等，除幾種主要出口貨外，其他出口外匯均由政府特許，得直接售與進口商，而成立所謂「私債市場」(Private Compensation market)。(註)因之此等國家之匯市往往有三四種之多：(1)官定匯率；(2)抵債匯率；(3)私市匯率；(4)黑市匯率。以智利之情形為例：官定匯率為智利中央銀行據以購售外匯與黃金之價格。向中央銀行請購外匯，須先經國際匯兌委員會(The International Exchange Committee)之核准。因官價遠較市價為低，售與中央銀行之外匯，僅限於法律規定之義務交易。由此所徵收之外匯，配給於經營必需品輸入之進口商與政府對外支付之所需。出口商應照官價結售之外匯，其比率視商品而異，自1%至10%。羊毛與皮革輸出所得之外匯須結售50%。抵債匯率係訂定於易貨協定。智利與若干外國訂有易貨協定，以自然硝之輸出金額支付進口貨額。其所訂匯率遠在官價之上，例如以前官價為每法郎合〇·六四四披索，抵債匯率為一·六一披索，二者相差幾近一倍。私市匯率為出口商自留部份之外匯轉售與執有購匯許可證者之匯率，此項匯率，由供求定之，而高於官價。私市外匯交易，仍由政府指定銀行辦理，黑市則又為私市以外

之交易，不在統制範圍以內，其匯率大抵視私市略緊。但自國際收支改善並私市外匯供給增加以後，黑市匯率有時反較私市略鬆。

又如前奧地利因金融恐慌而實施外匯限制以後，即發生黑市交易。旋由國家銀行允許出口商得將其一部份之外匯直接售與進口商，而成立所謂「私人清算」(Private clearing)制度，初則當局對於出口商之處置自留部份之外匯，尚予以個別之統制，如木材出口商所得外匯，祇能售與煤油之進口商，而不許售與化學品之進口商；或限定出口商售出之外匯，應按官定比率分配於各進口商。此種統制辦法，終以技術上之困難過大，而逐漸放鬆，同時國家銀行對於出口商應結售之外匯，一律減少至 $\frac{1}{10}$ ；對於配給進口商之外匯限額，亦為同等之減少，使私人清算之範圍擴大，而變成自由買賣之市場。保加利亞之國家銀行且在私市實施公開買賣政策，以穩定匯率，此與中國之以匯兌平準基金維持黑市，正相類也。

(註)王烈望：「東南歐各國之貿易統制與匯兌管理」，財政評論第三卷第六期，或中外經濟拔萃第四卷第十一、十二期。

四 中國之外匯限制

我國之實施外匯限制，為戰時之緊急防衛，與別國之因經濟恐慌而設施者不同。自二十六年七七以至八一二事變發生，一時人心惶惶，紛向銀行提存，以圖資本逃避。財政部為預防擠提風潮起見，通令上海各銀行停業三天，八月十五日頒佈安定金融辦法，限制提取存款，同時並應上海銀錢業之請求，批准補充辦法四條，以同

業匯劃代替法幣之流通。但安定金融辦法，並未限制匯款，是時有利用機關名義，將大宗法幣匯送香港，以圖轉購外匯，逃避資本，財政部乃於是年終規定嗣後各銀行對於匯港款項，無論機關或個人名義，均須報部查明，以定准否，往後不僅對於匯港之款，須經審查，即匯往口岸者，亦漸加限制，此外並限制國內外鈔票之攜運，均所以防資本之逃避也。

上述措置，乃在緊縮通貨，以間接限制外匯之需要，但行之日久，陸續提出之存款，為數漸多，且在八月十六日以後存款之提取，本無限制，而匯劃票據亦可在暗市貼現，於是法幣數量又增，經外匯市場而逃避之資金日多。二十八年三月北平成立所謂「聯合準備銀行」，擬發行不兌現紙幣用以掉換法幣，套取外匯，財政部乃於三月十二日公布購買外匯請核辦法，及購買外匯請核規則，責由中央銀行辦理外匯請核事宜，自三月十四日起正式停止無限制供給外匯，茲將請核辦法及請核規則照錄如左：

(一) 購買外匯請核辦法：

- (1) 外匯之賣出，自本年三月十四日起，由中央銀行總行於政府所在地辦理，但為便利起見，得由該行在香港設立通訊處以司承辦。
- (2) 各銀行因正當用途，於收付相抵後，需用外匯時，應填具申請書，送達中央銀行總行或其香港通訊處。
- (3) 中央銀行總行接到申請書，應即依照購買外匯請核規則核定後，按法定匯價售與外匯，其購買外匯請核規則另定之。

(二) 購買外匯請核規則：

- (1) 銀行因顧客正當需要須購買外匯時，除於其本行商業所取得及其自有相抵外，如有不敷，得向中央銀行總行或其香港通訊處申請購買。
- (2) 申請銀行應依照規定格式填具申請書，送交中央銀行總行或其香港通信處，前項申請書格式由財政部規定之。

(3) 中央銀行總行或其香港通訊處於每星期四晨十時截止收受申請書，即依次審核，至遲於次晨十時將核定通知書送交原申請銀行，如遇休假，則於休假後開業日辦理之。

(4) 申請銀行接到核定通知書後，得於即日憑購外匯。

(5) 銀行購取外匯後，中央銀行總行或其香港通訊處得向索外匯用途清單以備稽考。

(6) 本規則於財政部公布之日施行。

上列二種法規為中國直接限制外匯之序幕。但究其內容，有可疑者二點：第一，顧客需要是否正當，須先經各中外銀行之審核。如非為正當需要，各銀行即應拒絕結匯，但各銀行是否真肯秉承中央意旨辦理，一無假借？殊屬疑問。華商銀行之外匯交易尚小，大部份均在外商銀行之手，故欲使中央核給外匯，不為投機商意圖資本逃避者及套取者所得，實繫於外商銀行之肯否與我合作。當八一三事變以後，財政當局曾與外商銀行訂結紳士協定，後者允諾：「不將外匯售與投機之人，不售外匯期貨，儘量補足頭寸，其售與正當商人之外匯，當儘量減少向中央銀行轉行補進之壓力。」（協定內容並未公布，據字林西報所載如是云爾）（註一）上項法令發表以後，上海銀錢業公會當即通知會員行莊一律遵照辦理。外商銀行如匯豐、麥加利等亦允予合作。但為便利顧客起見，規定個人購買小額外匯，以美匯二百五十元，英匯五十鎊為限。匯市亦穩定如常。三月十四日匯豐掛牌英匯一先令二辨士二五，美匯二十九元二五。當時津滬各外商銀行，供售外匯，限制確屬甚嚴，蓋中央停止無限制供給外匯，恐一時不能補進頭寸，自不敢放手做出，遂致外匯交易，陷於呆滯狀態。是以在限制後第一二週內，上海匯市仍能維持法定匯率，後以外商銀行對中央銀行之核准成數，不屬所求，頗致不滿，遂不復遵守紳士協

定，而匯價亦告跌落，至三月底，英匯已跌為十二辨士，美匯二十五元左右。上海外匯黑市即於是時開始，五月以後，因戰局不利，匯率乃急遽緊縮，旋達八辨士之新水準而告穩定，或謂中央之維持黑市，即始於此時。蓋自二十八年六月底，已見八辨士之最低價，迄二十九年三月中旬匯兌平準基金之設立，始終站定在八辨士以上，幾成一水平線也。

第二，黑市匯率既遠較法定匯率為緊，而各銀行向中央銀行請得之外匯，僅為抵補頭寸之不足，其售出可按黑市匯率，而一部份頭寸却可按官定匯率補入，是無異中央銀行予各申請銀行以津貼，此項津貼，殆無意義可言。財政當局為糾正此一缺陷起見，乃於四月中旬，規定請求者須繳足所請外匯數額之法幣，藉資限制，結果，請求數額雖稍形減少，但仍不能保證銀行請購外匯，必依法價售與正當商人，乃於六月中頒佈進口匯兌辦法三條如下：

(1) 各業因正當商業需要外匯時，必須填具進口匯兌證明書，記明其目的、進口數量、購買貨名、產地、金額等項，並由進口各業之負責人簽名蓋章。

(2) 各銀行向中行申請外匯時，須將進口匯兌證明書附上。

(3) 中行審核外匯，即以此項進口匯兌證明書為標準。

即凡各業需要外匯者必須填具進口匯兌證明書交與銀行間接申請，由銀行於每星期三送交中央銀行，中央銀行收到申請書後，即交由海關所派之驗貨稅務司審核是否合格。審定合格後，再分別其屬於第幾類，然後送交外匯分配委員會分配成數，決定後，即按法定匯率售與外匯。

惟外商銀行既已不遵守紳士協定，其在黑市中所購入之外匯，儘可傳與投機商，資本逃避及套取者，而將正當進口商所需外匯，依法向中央銀行申請，是不啻加重中央銀行之外匯負擔，何況請購銀行常不按規定，濫報數目，其中流弊，中央固未能向各申請銀行，一一勾稽也。當時文匯報曾刊某外商銀行行員楊洪緒君所投「申請外匯黑幕與防弊」一稿，當屬紀實，茲轉錄於後，以資參考：

中日戰後，中國未即統制外匯，以致資金外溢。抗戰前途大為不利。政府有鑒及此，故於數月前，即實行統制外匯買賣，然對於正當商業需要，尚可盡量供給，每週得聲請一次。惟必須由銀行代為請求，並擔保之。余現服務於某外商銀行，對外匯事宜，其中黑幕，因親手所經，知之較詳，今特書之於後，以告讀者。

(一) 利用海上某大公用公司名義，請求外匯，銀行則從中提取相當佣金。其請求之數，約為每週全體商人請求外匯全數之中，並無一紙匯票為根據，皆屬空中樓閣。中央當局，往往不察，亦按百分之幾比例供給之，以其為大公司，且有銀行為之擔保，故不疑有詐也。

(二) 利用客家已結匯票，冒其名而代請求之，此則由銀行會同買辦，共同為之。

(三) 對個人請求外匯，原為便利外僑而出之，乃有無恥外僑，喪心病狂之漢奸，利用時機，從中漁利，其法一人化數名，與銀行通同請求之，其所得之數，則照市價售之商人。其更有甚者，則以重價售之日銀行，余不知中央銀行根據何項原則而供其外匯？蓋有敵同事白俄人者，月薪祇二百元，其每次請求外匯，則為百鎊。試問按月能得百鎊薪資者，海上能有幾人？况尚須去其日用開支之費，非幕後者利用其職位地位而代為之，不之信也！

為將來再發生上項事件起見，今以余之所得，供之中央銀行。

(一) 凡請求外匯者，必須同時附上匯票提單關單，交中央銀行，以憑真假。

(二) 為抗戰前途計，對個人請求外匯，又須審查嚴密，非有下列各件不可：(一) 聲請人護照，(二) 服務地點薪資表，(三) 日常度消用度表，(四) 外國來信，(五) 必須該國領事代為證明，并擔保不作其他不法賣出。

按中央銀行爲辦理外匯請核事宜，成立外匯審核處，以司其事，並於三月十五日成立香港通訊處，四月十二日成立上海通信處，至政府各機關所需外匯，則向財政部申請，財政部初派委員四人負審核之責，嗣後正式成立外匯審核委員會，專司其事，故我國當時辦理外匯請核事宜，有兩機關：一爲中央銀行外匯審核處，一爲財政部外匯審核委員會。審核範圍分軍事、交通、經濟建設、教育文化、外交、財政衛生賑濟、黨務僑務及其他各類。

以上所述爲外匯需要之限制，其作用爲消極的，至於積極的增厚外匯資源之方法，以管理出口外匯爲主。先是財政部於二十七年四月二十二日頒佈商人運貨出口及售結外匯辦法與出口貨應結外匯之種類及其辦法，規定桐油、豬鬃、皮革等廿四類爲應結外匯貨物。商人裝運此類貨物出口時，須先請貿易委員會估定該批貨物之外幣售價，按照此項估定金額，出口商與中交銀行簽訂承購外匯證明書，憑以辦理報關運輸手續，貨物到達外國脫售時，即將估定外幣金額，按法定匯率向中交銀行售結，如售價低於貿易委員會之估價時，得提出售貨證件向貿委會申請減繳。

至二十八年七月一日政府爲調整法定匯率，並加強統制起見，除由中央銀行維持法定匯率以外，復令中國、交通另設工商掛牌，以爲政府購售外匯之公開匯率，中交兩行對於購入出口商之外匯，除按法定匯率付予法幣外，復補給當日掛牌匯率與法定匯率之差額。當時工商掛牌定爲七辨士，至二十九年八月一日起改定爲四辨士半，「其他各國貨幣，以其當時與英金之市場匯率，按此牌價比例推算。」其次，政府爲澈底防止物資外流，增加外匯之獲得，乃廢止以前規定結匯貨物範圍之辦法，除桐油、豬鬃、茶葉、鑛產四類，由政府統籌運銷憑運

單報運外，其餘一切出口貨物，均須售結外匯，憑承購外匯證明書報關驗放。再次，商人繳結外匯金額，不憑貿委會之估價，而另憑實售貨價證明書，出口貨到達外國時，須先向貿委會指定機關辦理登記手續，脫售後，又須將售價證件交由貿委會核發給實售貨價證明書，憑此證出口商向銀行繳結實售貨價（外幣）之九成。

同時財政部為加強外匯與貿易管理起見，頒佈非常時期禁止進口物品辦法四條，採行購運特許證，進口物品不在禁止輸入之列，而為國內所必需者，得向外匯審核委員會申請購買外匯，並指定中交兩行辦理申請購買外匯事宜，經核准購買之外匯，由中交兩行按法價售結，但申請人須繳納按法價與工商掛牌價差額之平衡費，其中請書須填明所購物品、名稱、數量、價格、入口及運銷地點等。

（註）關於我國外匯統制，參考：

童蒙正氏：「我國管理外匯之經過」，財政評論第四卷第一期。

王伯顏氏：「出口貨物售結外匯辦法之檢討」，同上第三卷第六期。

孟昭璜氏：「管理出口外匯之現階段及其問題」，同上。

熊家麟氏：「我國戰後匯兌貿易統制」，單印本。

戰時財政金融法規彙編，財政評論社印行。

第三十九章 封鎖帳項與凍結外資

封鎖帳項之意義及其目的——德國之封鎖馬克——美國之凍結外資

一 封鎖帳項之意義及其目的

若干採行外匯限制之國家，尤其是負有鉅額外債而已宣告停付 (Transfer moratorium) 或抵賴者，實施其所謂「封鎖帳項」制度。此項帳戶，代表積欠外人以本國貨幣表示之款額，限於用在各該國之內。除少數國家外，此項封鎖存款大都指定特殊用途，如充某種長期投資，或旅行費用等項，封鎖存款在國際上有買賣行市，其價格視其用途之廣狹而異。此制盛行於歐洲與南美。

封鎖帳之發生，殆由於若干國家遭遇匯兌困難，為維持幣值之穩定而設。此等國家雖已實施外匯限制，但仍不免有漏洞存在。封鎖帳項之用意即在減少可供匯出之資金，以輔助匯兌限制。被封鎖者均為外資，外國債權人除非以極大折扣，不復能將此項被截留之資金提回。各國所行之封鎖帳項，均屬截留外資，惟我國戰後之匯劃通貨，則在截留內資，此其特點也。

國外投資，無論由於商業金融，或購買外國證券，負有二種風險：第一為債務人之無力清償；第二為債務人

(縱有力清償)不能將債款匯出。封鎖帳項制度之實施乃在使有力清償之債務人祇須支付其本國貨幣，而不必將債款匯出，由是予債務人以避免因貨幣跌價所受之匯兌損失。蓋經匯兌限制以後，對外債務人不能向當局請購外匯，勢須出高價向黑市或私人購買，其以外幣計算之債額雖未增加，而以本國貨幣計算之負擔，則已加重不少。為免除本國對外債務人之額外負擔起見，若干債務國家之政府特准私人得以本國通貨支付對外債款於一特殊之封鎖帳。此實無異於授權債務人得破壞其債務契約，蓋此等國家之對外債務在契約上多係規定以外幣支付也。匯兌限制與停付不過使債務人得暫緩清償其債務；今封鎖帳項之辦法，乃使彼等不願債權人之利益與契約上之條件而解除其債務。申言之，乃將私人之對外債務轉換為國家之對外債務。

但此項清理對外債務辦法，亦有非屬強迫，而可由債權人自擇者。債權人之取捨，大抵視債務人之清償能力及其國之通貨跌價情形而定。如債務人信用卓著，則債權人有寧願保持以外幣計算之債權，而不願接受以債務國貨幣表示之封鎖帳。惟如通貨跌價過甚，雖有力清償之債務人亦有變成無力清償之可能。至若對於信用較次之債務人，債權人大都寧願接受封鎖帳而自負其該項通貨跌價之損失。

自個人之立場言，債務人將債額付入封鎖帳以後，即已解除其債務，但就國家立場言，此一支付行為實等於無支付，國際收支關係不因此一支付行為而有變更。債務國家之資源，並未因此減少，但如封鎖帳款可用以購買債務國之貨物出口，則債務國仍係以其資源償付債務也。

綜上所述，設置封鎖帳項之目的有二：一為減少可供匯出之資金，以增強匯兌限制；二為保護本國債務人

之利益，使其不受因通貨跌價所起之匯兌損失。

二 德國之封鎖馬克

封鎖帳項之制，以德國爲最完密。由於各種停付協定 (Sperdstill Agreements) 之結果，乃有鉅額封鎖結餘積存於金貼現銀行。該行卽爲管理封鎖馬克之機關。停付協定係德國銀行與商家對外國銀行所締結，其內容僅限於短期債務之停付，一爲承兌信用；二爲現款結餘。此外長期債務之利息亦由政府宣告停付，封鎖馬克之設置大部份卽所以清理是項停付之外債。德國封鎖馬克卽係各種封鎖存款及據以開發之支票與匯票。味者不察，以爲德國有許多種之鈔票，實屬大誤。在德國流通之紙幣僅正金馬克 (Reichsmark)，與土地馬克 (Renten-mark) 二種，至若存款通貨則有自由馬克與封鎖馬克之分。自由馬克存款係存在德國國內任何信用機關或郵政支票局之存款。外國存戶得自由處置，亦可將存款匯與另一外人在德國內開立之帳戶內，亦得自行提款，並得付與德國境內之其他外人，且可用支票提款。若欲以自由馬克存款改爲外匯，則須得官廳之允許，普通存戶將自由馬克變爲本國貨幣，例如美國人在德國境內所保有之自由馬克變換爲美元，官廳得允許之。自由馬克存款之來源如下：(1) 由於出售外國匯票，而此項外匯係由外籍存戶自行付入者，或由其他外人讓與者，或由德人經官廳允許，卽自由行動範圍內所獲得者；(2) 由另一其他自由外籍存戶帳內轉移者；(3) 由其他自由外籍存帳內開出之支票及期票；(4) 由外匯主管處、監督處，或國家銀行特別核准存入之存款或

爲每月法律所允許存入者。(以十馬克爲限。)

至若封鎖馬克之主要種類，約如左列：

(1) 登記馬克 (Registered marks) 登記馬克由一九三三年停付協定締結以後債務人付入之外國債權人之存帳，據一九三五年德國信用協定之規定，登記馬克可作下列各種投資：(a) 購買德國交易所有正式行市之股票、公債票及公司債，但不能投資於外幣股票、公債票與債券等；(b) 作各種有擔保品或無擔保品之放款；(c) 經國家銀行允許，得投入其他各種事業。以前德國爲鼓勵出口起見，允許登記馬克可供支付某種出口貨價之用，所謂「添加輸出」(“Additional exports”)是也。蓋封鎖馬克之價遠較正金馬克爲低，此項出口貨既可以登記馬克付之，不啻予購者以廉價之優待，故德國雖不取貨幣貶值政策，而得貨幣貶值之實益。

(2) 旅行馬克 (Travel mark) 旅行馬克，僅有名稱，乃係「特戈」馬克 (Degeo mark) 與登記馬克配搭而成。一百旅行馬克爲二十五特戈馬克，由德國金貼現銀行售出，每百特戈馬克值三十正金馬克，等於美金一二·〇六元。(按現時正金馬克一百等美金四〇·二〇元。) 加搭七十五登記馬克，現時每百登記馬克，約合二十至二十一正金馬克，約等於美金八·〇四元。惟購取旅行馬克者每百馬克尚須繳納許可證費 (Licence fee) 美金四·五〇元，以備分期償還停付外債 (Outstanding Standstill Credits) 之用。

在英國亦如之。故此項旅行馬克之價格，除其本身之匯率外，尚須另加許可費。按旅行馬克之產生，乃係依照國家銀行所頒佈條例，外國債權銀行與有特殊登記權者，以及本有權或經國家銀行允許後始有權辦理特別旅

行存款之外國銀行或旅行社等，經國家銀行之許可，即能以旅行目的，使用登記馬克。外國存戶得將特別旅行存款，爲便利外國旅行者起見，換爲旅行支票，信用票據，及信用匯票，並得作爲償付或匯兌之用。外國旅行者每日以支取五十馬克旅行支票，信用匯票或信用票據爲限。如有合格介紹書之證明，每日可支取一百馬克。祇准在德國境內旅行之用，如購買鐵路與公路車票、輪船船票、飛機票及旅館費等項，均適用之。在德國求學或考察之外人，經國家銀行之特許，亦得使用登記馬克，作爲居住費之開支。此外亦可用以作供給住在德國之親屬生活費。例如戰前我國學生有赴德留學者，先向上海德華銀行接洽購買登記馬克，較正金馬克可便宜一半，如以前正金馬克匯率爲法幣百元合七五馬克，購登記馬克可得一三六馬克，德華銀行售與者爲一旅行匯信，令德國境內銀行付款，因其信上註明登記馬克，故每人每週限支若干，適足夠其生活所需。支取所得之款，即係一般通貨，並無使用上之限制，惟其爲數既小，則除生活開支以外，自不能作其他用途也。外人進入德國境內，其帶有英鎊或美金匯票者，須在護照中註明，交與當地銀行，換成自由馬克，至出境時，仍得將其用剩部份匯出。帶入外匯使用，固不若購買登記馬克之合算，但以後者每週支取之數額有限制，故如欲不受此限制，仍須購買自由馬克也。

(3) 捐贈馬克(Gift mark) 捐贈馬克完全爲登記馬克。在美國每一百捐贈馬克之購取，須繳納許可證費美金三·七五元。其匯率約等於正金馬克百分之二十至二十一。每人每月以購取三百捐贈馬克爲限，但在美國似已不受此限制。

(4) 信用馬克 (Credit marks) 信用馬克基於停付協定以外所付之償款，以及在一九三一年七月十六日以前之進口貨款等項。其用途較登記馬克為廣，可以之換成正金馬克或購買代表某種貨物價值之證券。此外並可用以在德國作長期投資，如土地抵押放款，購置地產，支付人壽保險費等項，存款人及其親屬，非為經商目的而至德國者，得以信用馬克支取生活費，但支出數目每人每月至多以二千馬克為限，並保證此款僅作在德國休養或療病之用。凡存戶來德考察或求學者之本人及其家屬，得動用此項存款。又如津貼在德親友，辦理社會、宗教、文化事業等費，付與德國律師、捐稅、銀行手續費等，亦均適用。

(5) 移民馬克 (Emigrant mark) 如有人自一九三一年八月三日以後，將固定住址移往外國，則自其移住日起，其在德國信用機關之存款，變成移民存款，其支配辦法，大致與信用存款相同。

(6) 證券馬克 (Security marks) 外籍投資人在一九三二年四月十五日以前所有有價證券因出賣或償還所得之款，均歸併於證券存款帳項，其支配辦法，亦大致與信用存款同。證券馬克在紐約市價僅為正金馬克百分之六，即等於美金二元四角。金貼現銀行按二元四角購入證券馬克而以十二元〇六分售出「特戈」馬克，獲利甚厚。

(7) 息票馬克 (Scraps) 一九三二年四月十五日以前屬於外籍之有價證券，其息票或紅利票，經外匯主管處允許後，得在一定最高數額內，以特種存帳存於外匯銀行，而得用作如信用存款同樣之用途。

(8) 抵帳馬克 (Aski marks) 此項存帳全在便利貨物交換及結算往來帳目而設，且特別與德國尚

未締結付款與清算協定國家而設。其辦法如下：外國公司以貨物售與德國公司，及向德國公司購入德國貨物，有此易貨關係，始能設立此種收支帳項。此帳可以互相對消。倘帳冊內留有餘款，得換成自由馬克及外匯，以供輪船及陸上運費之需，但至多僅能支付結算數目百分之三十五。德國對南美諸國大都設有此種帳項，其運用，除作雙方貨款之抵帳外，凡因與德國公司有商業往來，而積欠德國人其他之零星債務，亦得以此項存帳核消。但受區域之限制，例如巴西售德咖啡所得之抵帳馬克，不得作為其他南美國家在德購貨之用。抵帳馬克匯率並不在易貨協定中規定，而可自由漲落。南美諸國抵帳馬克之行市，大有差別。歐戰起後，英海軍厲行海上封鎖政策，遂使南美諸國之存有抵帳馬克者，均已行無市。與德國有鉅額貿易關係之巴西與智利，市上且不標列馬克匯率。秘魯市價每抵帳馬克自二·三一沙爾 (Sole) 降至一·八二，且在此價下亦僅有賣者。

近年來德國以外匯及存金缺乏，其對外貿易幾全恃清算協定與抵償協定。此時馬克與其他通貨間之匯率，乃為一種政治經濟談判之結果，而非為國際經濟均衡關係之表現。有時運銷國外之貨物價格已經雙方協議規定，出品廠家若有虧損，則以政府津貼辦法補償之。遂致德國進出口貨品價格，無從與他國比較。如英德所購羅馬尼亞之煤油價，即不能有準確之比較。馬克匯兌之清算率，雖對德國貿易極關重要，然決不能作馬克經濟評價之指針。在德國之集權經濟，此種評價，已經消滅，蓋物價統制，嚴格之商品分配，各別津貼出口，主要進口貨之全由國營，及禁止非緊要品之輸入，將通貨之對外與對內價值之自動調整因素，完全移去。此種清算率失調之唯一指標，即為清算差額之超常累積。惟此仍可不變動匯率而予以糾正，即對德國出口貨之名義物價減

低而提高自清算對方進口所付之物價，加以調整。

三 美國之凍結外資

與德國封鎖帳項相類似者當為美國之凍結外資。但後者之意義，目的及其辦法，又另有其特點，未可與普通封鎖帳項一概而論。筆者曾將此一問題在青年會作非公開之學術演講，並以別號在中美周刊第二卷第二十二期發表。茲轉錄於後：

(一)美國凍結外資之意義及其作用 最近報紙盛傳美國將實施廣泛的凍結外資計劃，中國亦包括在內，其目的，據說是對付軸心國家，果如所傳，那末這就是經濟封鎖或經濟制裁的方策之一。

前次歐戰時，協約國對聯盟國經濟制裁的手段是海上封鎖，斷絕其進出口貿易，沒收其財產。這次凍結計劃如果實行，其對軸心國部份，就是變相的沒收財產。這被沒收的財產將來還是充公，還是發還？要視戰事結束時的和議條件而定，這變相的沒收方法乃是現代外匯統制技術發展的結果。

自一九三一年以後，外匯統制的方式層出不窮，尤以德國最為複雜，德國於一九三三年因對外債務不能償付而和債權人訂結停付協定 (Standstill Agreement)，此為凍結外資的「始作俑者」。不過當時德國的停付外資是為維持其國際收支的平衡，藉以穩定幣價，因為那時正當金融恐慌以後，外資急遽提出，拋售馬克者必多，馬克的匯價便要傾跌，德國在名義上還是維持着金本位，所以祇有統制外匯來強調幣價的安定。但

是德國的凍結外資還不是絕對的，無非是把外資與現金隔離，換句話說，債權人不能再提現款，但是可以掉換被指定的特種財富或勞務，種種封鎖馬克便是依據這一原則而設置的。

美國之凍結外資計劃，凡是與軸心國有直接關係的，必然是絕對的凍結，換句話說，是外資的監禁，不但不能兌現，而且不能掉換其他財富或勞務，我們從去年美國凍結歐洲被佔領國資金的辦法，就可以看出這意義。

(二) 一九四〇年美國凍結歐洲被佔領國的辦法 去年美國凍結歐洲被佔領國——丹麥、挪威、盧森堡、比利時、荷蘭、法國、拉脫維亞、愛沙尼亞、立陶宛——的資金，條文繁密，不克全錄，舉其大要，約有下列六點：

(1) 除有特殊命令或許可證外，被凍結國之信用，一概不得支付及轉移。

(2) 被凍結國之財產，包括：貨幣、支票、匯票、金銀、存款、證券、提單、信託憑證、貨物、船隻、不動產、利息、保險金、保險箱內財物等，一律禁止買賣。

(3) 美國金融機關不得轉移及買賣被凍結國之外匯與財產。

(4) 被凍結國發行之證券，禁止輸入。

(5) 被凍結國如以票據、證券、息票等送往美國收款，祇能登入封鎖帳戶之內。

(6) 被凍結國人民之僑居美國者，得從其封鎖帳內每月支取以五百元為限之生活費。

此種規定，顯然是絕對的凍結，與德國之封鎖帳項不同，德國的封鎖帳項是可以買賣和轉移的，而此則不

能。這是爲對付被佔領區在美資源之被軸心利用被加以封鎖的，將來戰事終了，自可恢復自由。

(三)此次凍結計劃應有之新措施 在傳說中的凍結計劃，內容如何，尙無從探悉。究在何時實行，亦未能確定。我以爲這種變相的沒收財產方法，非到美國將要參戰的時候，是不致於實行的。而且事實上直接封鎖軸心國在美資產，對於後者的打擊，並不一定大。據大陸報轉載紐約泰晤士報所載一九三九年八月戰事爆發前估計，德國在美信用結餘不過一萬六千萬美元，戰後必已支用不少，義日在美資金，不見得會比德國多，日本連準備金都將要用光了，其在美國的存款結餘，可想而知。所以美國凍結外資的作用，與其說是直接給軸心國以財產上的損失，毋寧說是遮斷軸心國的對外貿易，至少是給後者以對外貿易的困難，而構成其經濟封鎖的一種手段。因爲紐約是目前惟一的國際金融中心，美匯是惟一的國際通貨。例如軸心和南美交易，須以美金爲媒介，南美商人不願意接受馬克，日元，或利耳，如果沒有美金做媒介，軸心國除了和他們訂結「易貨協定」以外，即無法購買南美的原料和軍需品。假如美國不同時凍結南美的資金，軸心國就可以套取美匯，向南美購貨，而且還可以經由南美（或中立國）商人之手套取美國的物資。例如據某報傳說，蘇聯已在接管德國在美的資產，果如所云，則此項資產的移轉，不外由於二種條件：第一是德對蘇的貿易發生負的差額，而以在美的資產支付蘇聯，這不是間接增加了德國對蘇聯的購買力嗎？第二是蘇聯販運美貨與德國（這一條件之可能性甚小），所以美國要是實施這一次的凍結計劃，必然是全盤的，即對任何國家的資金都要封鎖，否則就是留着漏洞。

美國如果實施全盤的凍結，紐約將停止其溝通國際金融的職能，而美匯也將失去其國際通貨的作用。這

樣軸心國不再能利用美匯和中立國貿易，物物交換吧？要看軸心國有什麼「物」和中立國去交換，例如生絲是日本出口貨的大宗，但其市場在紐約而不在南美，它祇能把生絲賣與美國，得了美匯去買墨西哥的煤油，阿根廷的小麥等等。如果美國不買日本的生絲，日本就沒有更大的購買力或商品去交換南美的貨物。拿生絲去和南美交換吧？不配南美的胃口，它們要的是機械和工業品，軸心國能夠供給它們所需要的工業品嗎？在平時也許是容易辦到，但是軸心國是缺乏原料的國家，它們先要有原料的進口，才能有工業品的出口，南美諸國家肯對它們墊本嗎？不但無此意願，而且也無此能力，原來在平時這一墊本的職任是由紐約金融市場來負擔的，日本或德義的進口商可委託其往來銀行與紐約銀行約定承兌信用，令南美出口商對紐約銀行開發定期美金匯票，此項匯票即可在南美銀行貼現。貼現銀行將這一匯票送往紐約，由紐約銀行承兌後，即可在紐約票據市場貼現，結果就是由購入這匯票的人替日本進口商墊了本。如果美國完全關閉這一溝通國際貿易金融的門路，至少將予軸心國之對外貿易以若干困難。

所以美國凍結外資的主要作用就是對軸心國築起金融壁壘的封鎖線。這一條金融封鎖線不像馬奇諾防線祇築在與敵對國家毗鄰的地方，而是將整個合衆國圍繞起來，使軸心國失去融通資金的市場和惟一的國際交換媒介。美國既然把友邦的資金也凍結在內，難道她也將斷絕對友邦的接濟嗎？當然不是的，而是將另鑿隧道，與各邦維持着脈絡貫通的关系，那就是締結支付協定。

支付協定的作用就是把締約國間的一切收支集中在統制當局之手，同時不得將締約國間的債權和債

務轉讓與非締約國之人民。例如英美締結支付協定以後，紐約英匯之買賣祇限於美國人民之間，非締約國商民不得在紐約市場買進或賣出英匯，這樣便使紐約英匯的交易減少，終於把自由英鎊市場取消，而穩固了官定市場，手上有英匯的美國人民都可向聯邦準備銀行登記而換取「鎊帳」，按美金四·〇二五元作一鎊計算，因此要買英匯的人也祇能按此官價向統制當局購買了。英國的支付協定，除美國外，對加拿大、紐芬蘭、荷領東印度、比領剛果、智利、阿根廷、巴西、羅馬尼亞、瑞典、敘利亞等國都已締結。

(四)中英美支付協定問題 因上述情形之發展，於是有人預測中英美也有締結支付協定的可能，從而取消上海外匯黑市。報上也有此項傳說，並且說是美國將截留中國人民在美存款，移交中央銀行，而由中央銀行按中交掛牌，支付法幣。戰時徵發人民之國外產資，原屬應該的事，中國政府不能徵發在租界的私人所有的外匯，不能不說是戰時經濟的最大缺陷。美國如果澈底援華的話，這一措施應該是有實現的可能。

中英美締結支付協定，在技術上的問題，不必在本文加以討論，如果真的實現，外匯黑市，自然取消，因為私人所有的外匯，即使不被英美銀行截留，也將不能轉讓與非締約國人民，這並不是說政府能夠禁止私人的移轉，而是非締約國銀行根本不要買進英美匯了，因為買去送往紐約或倫敦，祇能被收入凍結帳之內，豈不是白白的犧牲？如在中國人民間私相買賣，黑市仍未能取消，政府因權力達不到，不能直接加以取締時，則祇須在支付協定上規定英美匯票，必須經統制當局指定銀行之背書，方為有效，換句話說，有外匯的人祇能賣與指定銀行，如由其他銀行轉匯，則因倫敦與紐約之外匯交易，業已集中，將無法規避。這樣，中國的外匯黑市才能完全消

滅。前提是在美國全盤凍結計劃的是否實施。要是直到實施的時候，日美的正面衝突，亦將無可避免，在華英美銀行，亦將開始撤退，外匯黑市的大本營——上海租界，恐已面目全非。這也是外匯黑市的一個可能的結局。

第四十章 匯兌清算制

匯兌清算制之起因——匯兌清算制之意義——匯兌清算制之機構及其運用——匯兌清算制之效果

一 匯兌清算制之起因

此制始自一九三二年，爲世界金融恐慌之產物。當時多腦河及巴爾幹半島各國，對外負有鉅額債務，無法清償，乃一面限制進口，一面封鎖欠款，藉以保護其現金與外匯準備，然此諸國經濟不能自給，對外貿易，非維持不可。但各債務國家，外匯奇闕，進口無款可付，出口又不易發展。爲打破此僵局，亟需有匯兌劃帳之必要。在通貨健全國家，因在上述諸國有鉅額之債權，被其封鎖，形同凍結。故亦有感於與彼締結清算協定之必要，其目的原在促進對方之出口，藉以支付其宿欠，並預防新的債權之凍結。故首先締結清算協定者，非爲二通貨脆弱國家而爲出於一強一弱之間，此即瑞士與匈牙利一九三一年十一月之協定是也。在此制之下，每一締約國之進口商，向締約國之對方購入商品，不再直接付款，而將進口貨價以本國貨幣繳付清算機關，後者即以此項收入支付本國之出口商。故出口商祇向清算機關領取貨款，而非復由對方國之進口商直接支付，因此使一國之進出口有密切之聯繫。進出口貨款既集中於清算機關，然後由締約國雙方互相清算其債權與債務關係。

自璦甸第一次清算協定成立以後，繼起者踵趾相接，多屬流域與巴爾幹各國，取法尤早。德國利用此制，以發展其對外貿易，更屬無微不至。至於各國政府訂立清算協定之原因，據國聯探詢，約有下列各項：

- (1) 貨物出口，因受匯兌限制，不易隨時得到現款；商業欠款亦不易索取。
- (2) 貧弱國家不能對進口商供給外匯，且設法減少進口，以致與此等限制匯兌國家，無法進行貿易。
- (3) 債務國得以貨物代現金抵償債務。債務清償後，仍可繼續賒欠；貧弱國家，得以繼續購入外貨。
- (4) 防止通貨準備之減少或增加通貨準備。
- (5) 減少因匯兌交易而起之現金輸送。
- (6) 企圖增進匯兌限制之效能。
- (7) 以謀對外貿易之平衡。

二 匯兌清算制之意義

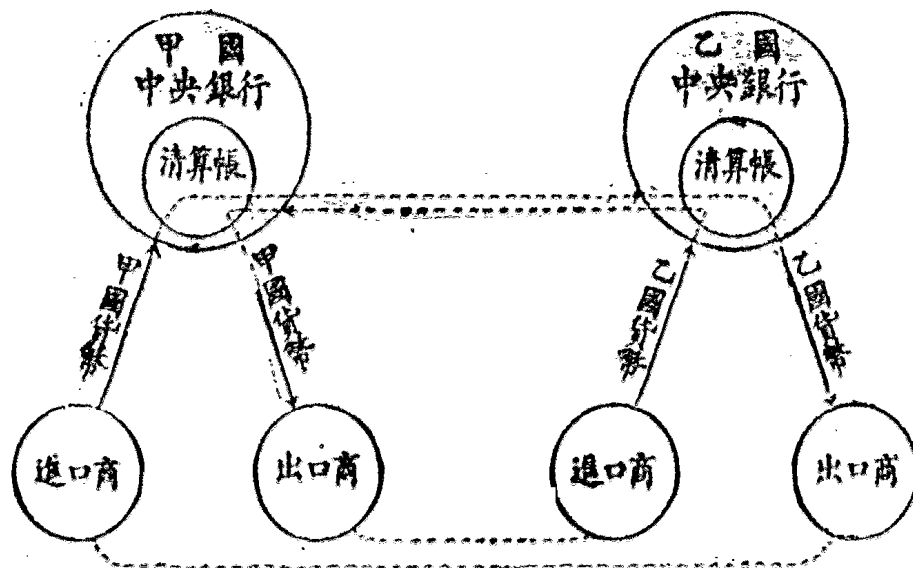
就廣義言，匯兌清算包括清算協定、支付協定及抵償制；狹義言之，匯兌清算僅指清算協定而言。先就清算二字，略加解釋。清算者為雙方或各方以轉帳方式互相抵沖債務，藉以避免現金之支付。國內匯兌與國際匯兌均含有債務清算作用。國內清算以銀行票據交換所為樞紐。國際清算，在自由制度之下，必須假手於銀行或外匯市場。至若今之所謂匯兌清算制，乃為匯兌統制之一種方式，在此制之下，進出口貿易以至所有對外收支關

係，不再藉外匯之買賣而各以本國貨幣交付中央銀行或向中央銀行收取，以為清理，其方式可有四種：(1)單邊清算制，(2)雙邊清算制，(3)三邊或多邊清算制，(4)國際清算制。前三種業已推行，惟國際清算尚未成爲事實。單邊清算係由債權國向債務國催索欠帳行之。最初之支付協定，即屬此類。雙邊協定最爲普遍；由兩國以互惠原則締結之。協定雙方商業之清算，具有強迫性質。然亦有另訂抵償協定以爲補充者。三邊或多邊清算，尙爲例外，惟中歐與東南歐各國間有以對方之清算結餘支付第三國之清算結欠者。但此種清算方法，尙未能有順利之發展。今德國企圖於征服歐洲以後，推行國際清算，而將以柏林爲清算中心。

三 匯兌清算制之機構及其運用

現今之匯兌清算制既以雙邊清算爲最普遍，故本節所述，亦以此爲限。在雙邊清算制之下，原有兩國進出口商之直接支付關係，變成對清算機關之間接支付。外匯市場，完全取消。茲以圖表示於下：

甲國進口商以應付貨款折合本國貨幣，交由本國中央銀行，存入清算帳。由甲國中央銀行通知乙國中央銀行，再由後者付與乙國出口商。



清算制之運用，普通均由中央銀行掌理，如比利時、保加利亞、芬蘭、匈牙利、挪威、土耳其等是也。亦有財務由中央銀行辦理，而行政另設機關管理之，如義大利、瑞典、荷蘭。而法國之清算所負全部清算之責。此制之實際運用，在技術上有下列諸種問題：

(1) 對出口商支付之順序 在清算機關資金許可範圍之內，對出口商之支付，依照債務人付款日期之先後為順序。債務人付入款項，兩清算機關，必須互相通知，以便支付出口商。

(2) 進口商債務之解除 在若干清算協定之下，進口商將貨款繳與清算機關以後，其責任即告解除。例如一九三四年瑞典與德國所訂之協定，但亦有規定債務人之責任，非待債權人收到現款以後，不能解除。此項規定之目的乃在保障出口商之匯兌風險，限令債務人負擔支付日與轉移日外匯之差價。蓋在此種協定之下，貨價係以售方國通貨或以第三國通貨計算也。惟此種協定，與清算制之意義，殊有未符。進口商將國幣付與本國清算機關，後者即通知對方，此時進口商對對方出口商之債務，已變為本國清算機關之債務，故此一責任應由清算機關負之，不能委之於進口商也。

(3) 清算之範圍 清算範圍小至一二種商品之交換，大至包括一切國際收支項目，均有其例。多數清算協定，僅限於兩國間之出品，亦有列入殖民地物產者。轉口貿易多不列入清算。蓋轉口貿易屢使第三國之出口商利用本清算協定收取貨款，而有礙訂約國之出口商。例如瑞士與德國之清算協定原將轉口貿易列入清算範圍之內，嗣因外來之貨愈多，使德增加結欠，此項協定，終於一九三四年取消。從商品交易而發生之支付，不僅

貨價一項，亦包括其他附帶費用，如運費、保險費、佣金、關稅等項，此類雜項亦多列入清算。此外亦有包括其他收支項目，如郵電及鐵路帳項之清理，旅行業務，外交及留學費用，輪船運費等項。其他屬於財政上之收支如還本付息等，為多數債權國家所要求。彼等與債務國締結清算協定之基本動機，即為藉此以清理封鎖帳項。故此類清算協定，大都包括資本項目。

(4) 清算結餘之支配 清算帳項有半月一結，一月一結或三月一結。結帳後或協定終止後，存餘金額，如何支配，亦為一重要問題。普通由債權國自由支配。亦有在協定中規定債權人得自由支配部份之比例，或結餘超過其一定數額得由應收國家支配之。但不能提回現款，普通債務國家常以清算結餘清償其宿欠。

(5) 清算匯率之訂定 清算雙方因須經過二種貨幣之換算，必須有一匯率，為貨幣換算之基準，此匯率之如何訂定，甚關重要。綜合各國清算協定所用匯率，不外下列數種：

(a) 法定金平價 以前清算協定，多採法定金平價，計算匯率。嗣以貨幣貶值，金平價多不適用，凡貨幣實值低於金平價之國家，足以獎勵進口，阻礙出口。故各國多已放棄此種匯率。

(b) 官定匯率 官定匯率雖與貨幣實際價值，可稍接近，但仍不免有高估之影響。

(c) 市場匯率 此以某一市場每天平均匯率為根據，例如以前法德清算協定以柏林市場之匯率為換算法郎與馬克之根據。市場匯率雖與實際幣值相稱，但每天行市有漲落，進出口商須負匯率變動之風險也。

(d) 協定匯率 匯率在協定上規定，經若干時後，雙方舉行會議，以定修改與否。此法亦甚通行。

(e) 以第三國之貨幣爲計算匯率之標準。

四 匯兌清算制之效果

匯兌清算制之目的原在使債務國有出超，債權國入超而後舊欠可以抵充，乃結果適得其反。債務國原爲入超者因締結清算協定而入超更多；債權國原欲制止對債務國之出超者因締結協定而出超更多。請言其故：第一由於債務國之進口商向締約國購貨，不再受外匯缺乏之限制。因在清算制之下，彼等不必再購外匯，祇須繳付本國通貨於清算機關即可。故彼等原應從他國購入之貨，以其價之較廉也，但以缺乏外匯，不得不轉向締約國購買。第二，債權國之出口商，以爲在清算制之下，貨款可直接向清算機關領取，不致再有被凍結之危險，故反有擴充其對締約國出口業務之趨向。第三，在清算制之下，購售有連鎖關係。東南歐諸國之出口多爲糧食與原料，其輸入則爲製品與原料，債權國所輸出者多爲製品。當世界經濟恐慌深刻之日，原料與製品之交換比率，處於極不利地位。且此諸國之糧食生產者大都爲運輸成本所限，殊難發展其出口，當糧食價格低落時運輸成本之限制，影響更大。若輸往清算國家，雖得價較優，但其應收之款，即被封鎖於對方，欲圖收回，惟有換購對方之商品，不論此種商品，是否爲本國所需要。第四，締約國間之匯率，大都由條約規定，與通貨之價值，往往不能相稱。債務國之幣值，常被高估；此有獎勵進口之便。在另一方面出口貨以對手國貨幣計算之價格，則因以昂貴，此實

有阻撓出口之嫌。有此種種原因，締結清算協定之結果，與其原來之目的，乃不免背道而馳矣。此猶係出於經濟勢力作用之自然的結果，今則德國更以此制爲憑藉，故意促進從清算國方面之輸入，造成鉅額結欠，以其可以不必支付現款而達其充實戰時儲備之目的。不僅此也，彼又可利用從此方面之進口轉售於他國，以獲取自由外匯。其所用方法卽爲提高購價並供給長期信用。按後者之法在五六年前，奧國對瑞士亦已行之，其弊已爲瑞士所發覺，故後來修改協定，對於進口商支付期限已有明文限制。此外爲防止轉口，最近之士德協定亦已明文禁止矣。

清算協定當其在世界金融恐慌之日，固有其打破僵局之功，乃演變迄今，弊竇日多，矛盾百出，論者欲以此制爲樹立國際清算之基礎，未免太樂觀矣。

第四十一章 支付協定與抵償制

支付協定之意義及其運用——英美支付協定——抵償制之意義——抵償制之運用

一 支付協定之意義及其運用

支付協定之最初意義乃爲實施匯兌限制國家與匯兌自由國家以條約規定支付之方法。例如一九三四年十一月一日之英德支付協定，可供解釋。在該協定之下，英國之進口商仍直接付款與德國之出口商，不必經過清算機關；亦不加以其他限制，英對德每月之輸出以一個月內德對英輸出價值55%爲限，因此德國按月約有45%出口，可以收取英匯，此項外匯均在德國中央銀行手上。德政府從此45%內指撥10%用以清償凍結之商業債務，餘數則用以支付道威斯與楊格借款對英部份之利息及其他對英短期借款之利息。此一協定意義即在規定締約雙方進出口之比例，造成債務國之出超，使債務國由此項出超所得之外匯，得用以支付其宿欠。

又如英國與羅馬尼亞之支付協定，亦爲一最好之例。英羅原約締結於一九三六年，規定羅馬尼亞售與英國之貨款，作如下之支配：以35%償付羅政府債務之利息，5%清理短期借款，5%作雜項支付（如紅利、保險費等等），5%由羅政府自由使用，其他50%作爲本屆應付之商業款項。原約中並未將最近之英貨出口與往

年之英貨出口加以劃分。嗣以羅對英之輸出減少，有使前者之積欠增多，乃於一九三八年改訂新約。據新約規定，羅對英出口貨款（英匯）應分配如下：20%由羅出口商得以任何價格售與羅人需對英作支付者，40%亦由羅出口商得以任何價格售與羅商之購買英貨者，其餘40%則指定作為羅政府對英債務利息之支付，短期信用之清理，一九三五年八月一日以前所欠商業債務之償付，及羅政府在英採辦之貨款。原約中各項指定付款均已歸併於此40%以內，雜項支付則須取給於第一項20%之分配額。本期對羅出口，則特別提出40%作為支付限額。此數即已限定羅方之購買英貨能力。故新約不但較為簡易，且伸縮性亦較大。

若協定雙方均為統制匯兌國家，則一國出口商從對方進口商收取貨款，（對方進口商以其本國貨幣支付）而出售於特定銀行。進口商需用外匯則向特定銀行請求購買。匯率則由雙方當事國規定之。設此種協定匯率適合市場實際供需情形，並隨市場而變動，則亦頗能運行自如。但若一國貿易出口多於進口，則該國貨幣之外匯價格，必將提高。結果入超之國，不得不限制本國銀行購買他國匯兌，或由出超國家限制出口數量，及對出口貨料徵特稅，國際貿易，被局限於一隅也。

二 英美支付協定

支付協定在以前尚不及匯兌清算之引人注目，自最近（一九四〇年）英美支付協定締結以後，其作用遂大著於世。按英國自一九三九年秋實施外匯統制以後，其統制法令凡經四次之修改與補充。最後一次法令

在一九四〇年七月十五日頒佈，其內容即為英美締結支付協定之公告。據紐約國外匯兌委員會所傳，此次新訂條例大致如左：

(1) 英國銀行與在英之美國銀行間，設定英鎊協定，協定之機能如次：

(甲) 英鎊領域與美屬領同所認可商業上及金融上之英鎊交換，均以此英鎊協定為依據。

(乙) 英鎊之交換，限於美國人相互間及對英鎊領域。

(丙) 英國銀行在倫敦及紐約以公定匯率，賣買英鎊。

(2) 本法令實施之日，英鎊得為如次之用途。

(甲) 除輸入貨物外可對英鎊領域作一切支付。

(乙) 美國居民間之售賣或轉讓。

(丙) 對其他各國為既約定之清算。

(丁) 除英國以特別協定禁止時，得向其他國家轉移。(現與英國締結禁止英鎊轉移協定者，為美國、加拿大、紐芬蘭、荷領東印度、與西

印度、比領剛果、智利、阿根廷、巴西、羅馬尼亞、瑞典、敘利亞。此外對烏拉圭及葡萄牙亦不久可成立協定。)

(3) 英鎊現貨與期貨之匯率，在紐約市場無預告前，不加變更。

(4) 本法令自七月十八日起實施，英鎊銀行現無更強烈的管理匯兌之意旨。

此一協定之運用，據一九四〇年七月二十二日倫敦經濟學者週刊(The Economist)所稱，約如下述：此次新頒條例之要點乃在使英鎊領域與美國間之一切交易納入於官定匯市之軌道。此非一紙支付協定所能達成，其成功乃為與美國銀行及聯邦準備當局商洽之結果。後者與英方合作無間，用能完成任務。以後凡英鎊領域與美國間所有特許之支付將以美元或「英鎊存帳」(Sterling Registered Accounts)為之。「英鎊

存帳」將以美國銀行及各大商號名義開立於英帝國之銀行內。以美元換成鎊帳及以鎊帳換成美元，完全按照官定匯率計算。如此則持有英匯之美國居民均可要求按官定匯率轉換為鎊帳，不必再在自由英鎊市場以低價出售，故以後紐約自由英鎊之供給必歸消滅。

英國又與瑞士締結類似之協定。瑞士為目前僅存之「硬性通貨」(“hard currency”)國家，但在現行狀態之下，殆已居次要地位。至若與「軟性通貨」(“soft currency”)國家之支付協定，亦已迅速開展。此項協定以「特別帳目」(“Special Accounts”)為基礎，其中最主要者為阿根廷、巴西、瑞典及荷比殖民地，其他國家亦有締結此項協定之可能。

「英鎊存帳」與「特別帳目」之運用技術尚以雙邊關係(Bilateralism)為限。如美國銀行之鎊帳祇能在美籍各帳戶間轉讓，而未許將美國人存帳讓渡於一瑞士銀行。除在支付協定上另有規定者外，(如規定得以英鎊週轉對第三國之貿易)特別帳目之轉讓亦受同樣之限制。故目前支付協定之開拓，將暫使英鎊失去其國際通貨之地位。但前途之發展並非將以此為限。「英鎊存帳」與「特別帳目」之雙邊關係，亦可逐漸變成多邊關係(Multilateralism)。英國與瑞典之協定，業已開多邊關係之端，即瑞典存在英國之貨款得用以週轉從非英鎊國家之輸入，此一辦法將來亦可引用於對其他國家所締結之支付協定，以奠定多邊清算之基礎。

目前英國財政當局在此方面之主要問題乃在維持「英鎊存帳」與「特別帳目」機構之合理的平衡。

毋使帳上結存或透支之數額過鉅。此於對美之「英鎊存帳」尤見重要。其維持帳面平衡之方法即由倫敦英蘭銀行或經由紐約聯邦準備銀行按四·〇二五之匯率，以美元購入英鎊，並按四·〇三五對美元售出英鎊。在黃金與美元之供給能繼續維持，平衡「鎊帳」問題，自易獲得解決。不僅存帳內之英鎊可以立即按官定匯率換成美元，同時並在各種商品市場設定遠期交易，而予以鎊元得按官價互相兌換之保證。故英美間之貿易可以盡量發展，而不復受匯率漲落之阻碍。

英國與美國締結此項協定之目的，一面固在穩定鎊價，同時則在堵塞匯兌限制之漏洞，將英國資金圍住於「英鎊存帳」與「特別帳目」之內。此一辦法之另一特點，即為以巧妙方式避免封鎖外人存款之措施。締約國居民之英鎊存款，仍不受提取之限制。惟第三國居民之英鎊存款，本擬送往紐約拋售者，今已被堵截矣。

「自由英鎊是否從此絕跡？官定四·〇二五元的匯價能否維持？關於第一個問題，在目前尚不能作肯定的答覆，因為未結英鎊協定的國家，還是很多，它們所得的英鎊匯款，仍可自由處置，不過唯一的自由英鎊市場——紐約，既已關閉，拋售英鎊便失去了對象，美金——當前的世界通貨——便是拋售英鎊的對象，現在持有英鎊的人，不能再匯到紐約去換美金了。但是以英鎊交換美金，仍然是可能的，例如手上有美金而缺乏英鎊頭寸的銀行，依然會拋出美金而補進英鎊的。上海匯市就是一個典型的自由市場，這種套做交易，迄未間斷，不過本地套價已與紐約隔離，本地的英鎊價格，遠較紐約為低，例如八月十七日紐約鎊價已達四·〇二五的官價，本地套價則為三·六〇元這種情形，在英美協定締結以前是沒有的，現在因為上海的英鎊不能拋到紐約去，

所以本地的英鎊價格，再也不能與紐約匯市相調整，而完全決定於本地英鎊的供求。

像上海這種自由市場的存在，英鎊以美金計算的價格，就不能統一起來，而且可以相差很遠，這種情形繼續下去，對於英鎊官價的維持，不無影響，美國進口商如向馬來羣島等英鎊領域購貨，就有取巧的可能，因為上海英鎊遠較紐約為低，他可以委託上海行家把南洋的橡皮先裝運到上海，再由上海運往紐約，如此則美國進口商不必再向準備銀行按官價購買英鎊存帳使公定市場的英鎊需要減少。英國要和上海市場締結支付協定是不可能的，就是和若干未結協定的國家磋商，也未必都能一一成功，因為各國的利害關係不同，尤其是對英鎊區域出超的國家，例如日本，不願和英國締結支付協定，因為協定締結以後，出超部份如何處置，是一個很難解決的問題，作為對英貸款多購英貨減少對英輸出，這都是對英出超國家所不樂意的。但是從另一方面着想，英鎊市場日趨狹隘，對英出超國家所保持的剩餘英鎊，除了作對英的支付以外也就很難找到其他的出路，結果還不是和英國締結支付協定一樣？所以英國能與美國締結協定，無疑地是統制英鎊的絕大收穫，問題是在英國戰時的對外支出龐大，公定市場的英鎊供給，源源增加，而其需要不增，除非美國貸予鉅額資金，這逆差是無法彌補的。」（註）

（註）王烈望：「英國之外匯管理」，銀錢界第四卷第七、八期合刊。

三 抵償制之意義

抵償制在我國之譯名甚多，如「易貨」、「物物交換」、「對消交易」、「私人清算」及「私償制」等等名目均屬同一制度。「易貨」與「物物交換」原甚通俗，但現代物物交換，並非真正之直接交換，而須經過計算價格之手續，並不脫離貨幣關係，故「易貨」與「物物交換」之稱，亦非完全確當。「私償制」原係筆者所譯，但意義殊欠明瞭，且物物交換多有政府主辦者，我國其尤著也。對消交易殊有語病，蓋每一交易均屬對消，除非為捐贈賠款等單方面之移轉。「抵償」一詞，似較適當，以其通俗而又能達意，且公私均可通用，故筆者採用此名。但如「私償市場」改為「抵償市場」似又不如仍舊為妥。因此，「私償」二字在行文中仍有間用之者。恐讀者誤解，特說明如上。

清算協定既有結餘結欠，締約諸國遂不免患得患失。於是多有採行抵償制，此為補救調整之計。採行此制者當以前奧國與現在之保加利亞為最著。此制原則即為進口之價值須取償於出口，是進口商所需之外匯，祇有出口商供給之，此外無來源。故如進口多於出口，外匯立刻上漲，外匯上漲有阻抑進口與獎勵出口之功效，故二者即可得到平衡。由此所決定之匯價自屬較清算協定所規定者為接近於真實之幣值。前奧國政府承認私償市場上所決定之匯率為合法，欲圖由此逐漸解除匯兌統制之束縛。今保加利亞當局之所為（在私償市場實行公開買賣）殆亦循奧之先例歟？

此制對出口商頗屬有利：在出超國家，清算機關應付多於應收，無款可付，出口商如不獲融通，必須等候，今若為抵償貿易則所得外匯，即可出售，立獲現款。反之在入超國家，出口商之收入，祇能按照法定匯率計算，而此

項匯率，必較實值為低。如在抵償貿易，出口商之外匯，必有升水可得。故有許多國家於清算制以外另採抵償方法，亦所以為獎勵出口計也。惟此制之施行，使清算機關之權限為之縮小。故締約國之雙方，如欲同時實行抵償辦法，須在清算協定中規定之，或另訂抵償協定，俾與清算範圍劃分界限也。

四 抵償制之運用

此制表面看來好像很簡單，實行起來却有許多週折。茲將此制的交換程序作一通例的說明。假定：

A 美出口商

B 美進口商

C 意進口商

D 意出口商

現代做國外貿易生意的商家都是著名的大公司，大家都是相互熟識的。假定 C 擬向 A 訂購一批貨物。A 如不能先得貨價，不願把這批貨物運去。此因在意大利的匯兌統制之下，進口商是買不到外匯的，所以 C 即使有現款，也不能匯與 A。如 A 先把貨物運去，貨款有被截留的危險。所以 A 非先得貨價或先有收到貨價的保證，是不能把貨物去運的。其次，在意大利的進口限制之下，這批貨物是不能無條件的輸入的。那末這筆生意如何能成功呢？假定 A 也很願做這筆生意，知道 B 常向 D 訂購原料，便和 B 去商量，對他說：「敝號將有一筆意大利

的貨款收入，寶號如願承受，敝號當可設法使D給予寶號一個較優的折扣。」這就是說B如拿A的貨款向D去訂購貨物，可以得到廉價的優待。B答應以後，A再通知C，告訴他：「寶號如願出點報酬給D，請求D以較大的折扣賣一批貨物給B，這批貨款令D向寶號收取，以抵銷敝號對寶號應收之款，則敝號當可給寶號一個較優的折扣。」C接受了A的通知書後便和D去商量，D如從C方所得的報酬高於或等於給B的折扣，自亦樂於接受。四方約定以後，C和D即聯名向當軸請求許可證，請求書須詳述交易條件，進口與出口貨之種類名稱及其他有關事項。出口價值如與進口相等或超過之而此項進口貨確為意大利所需要者，管理貿易當軸即發給許可證。因意大利出口並非全部採用這種辦法。所以凡是用物物交換的出口，必為新的出口（即為以前所沒有輸出的商品）或在原有出口額以外另行增加者。許可證發給以後，雙方即可自由接洽交換手續。惟意大利出口必須先行成交。

意出口商D，在貨物運出時對美進口商B開一匯票，以利耳計算，交與本地銀行，後者乃轉寄美國之代理銀行，託彼向B代收，並言明此款折成美金以後轉付給A。如B得以延期付款，則可請求美代理銀行發一信用證書（Letter of Credit）與A。A得到現款或付款的保證以後，即通知C並將價值與此款相等之貨運往意大利。C接到A之通知書後，即按該匯票所開利耳之數外加約定之報酬（Compensation）交付與D。（或由銀行轉付）這筆物物交換至此乃告完成。

這一個假定之例足以說明現代物物交換制的一般性質。但是其中還有許多問題應特別提出來加以分

析。

(一) 第一在本例中，A 是發動者。實際上，A B C D 任何一家都可以為發動者。凡為發動者總是要給對方以相當的報酬。如發動者為進口商則應給予本國出口商以貨款百分之幾的報酬作為匯劃貨款的佣金。如發動者為出口商則應給予對方國之進口商以較優的折扣，此私償之名所由來也。

(二) 第二，此四角交易可以視為通例，實際上則四角可以縮成三角或對角。如 A B 同為一家或 C D 同為一家，則四角就變成三角；如 A B 同為一家，C D 也同為一家，則三角變成對角。角數減少，交換程序自然也可簡省。假如中國經濟部以鎊砂向德國鋼鐵廠交換鋼軌，那就是對角交易。

(三) 第三就本例而論，A D 不負匯兌風險而 B C 負之。如利耳漲價不利於 B 而有利於 C，因 B 須多付美金而 C 則付出一定數之利耳，可以多得貨物。（因 A 運給 C 之貨量視其從 B 所得之美金數而定。）反之如利耳跌價，則不利於 C 而有利於 B。如 D 之貨價以美金計算，則 B A 不負匯兌風險而 D C 負之。如美金漲價，則有利於 D，不利於 C，反之美金跌價則不利於 D，有利於 C，但如 D C 之間預先約定美金匯率，則雙方均可避免匯兌風險。A 對 C 之交易，在本例中係以美金計價，故 A 之地位，最為安全。如為三角交易，設定

A || 意大利之絲廠——進口兼出口

B || 美國之織綢廠——進口

C || 美國之機器廠——出口

A 以生絲售與 B，將所得絲款向 C 買了繅絲機回來。A 出售之絲價與購入機器價格不論以利耳計算或美金計算，均可不負匯兌風險，因其收入與支出適相抵銷故也。如爲對角交易，則雙方均可免除匯兌風險。

(四) 第四，在統制外匯的國家，官定的匯率往往是高估的，出口商所得的外匯自然不肯照官率售與進口商。統制當局既允許進出口商自相交換，故關於匯率一層，自亦不再加以干涉。

(五) 第五，本例所舉是典型的物物交換。但有許多國家所採行的物物交換制是比較的接近於正常的國際貿易。那就是出口商把所得的外匯除遵照政府法令結繳一部份與中央銀行外，其餘部份即可售與普通銀行，其所得的匯率，自較法定者爲優。這種銀行把收進的外匯轉售與進口商。當然這種進口仍須得政府的許可，而且非有政府的許可證是不能購買外匯的。至於普通銀行所能售與進口商的外匯祇以從出口商收買者爲限。這樣以銀行爲中介的物物交換，進出口商便無須直接商量，但結果仍屬相同，即進口的價值以出口爲限，不過這種辦法比較靈活而已。這樣買賣外匯的市場就是所謂私債市場 (Private compensation market)。

**LIST OF MEMBER BANKS OF
SHANGHAI BANKERS ASSOCIATION**

Bank of Canton, Ltd., The
Bank of China, The
Bank of Communications, The
Bank of East Asia, Ltd., The
Chekiang Industrial Bank, Ltd., The
China Banking Corporation.
China & South Sea Bank, Ltd., The
China State Bank, Ltd., The
Chung Foo Union Bank, Ltd., The
Commercial Bank of China, The
Continental Bank, The
Kincheng Banking Corporation, The
Land Bank of China, Ltd.
Manufacturers Bank of China, Ltd.
National Commercial Bank, Ltd.
National Industrial Bank of China, The
Ningpo Commercial Bank, Ltd.
Oversea Chinese Banking Corporation.
Shanghai Commercial & Savings Bank, Ltd.
Sinhua Trust & Savings Bank, Ltd.
Yien-Yieh Commercial Bank.
Young Brothers Banking Corporation.

April 26th, 1940.

The following Members of the Shanghai Bankers Association and the Foreign Exchange Bankers Association are the only Banks with which business may be transacted with the Public on one side and the Banks on the other.

**MEMBERS OF THE
SHANGHAI FOREIGN EXCHANGE BANKERS' ASSOCIATION**

Chartered Bank of India, Australia & China.

Hongkong & Shanghai Banking Corporation.

Yokohama Specie Bank Ltd.

Banque de l'Indo Chine.

National City Bank of New York

Banque Belge pour l'Etranger. (Extreme-Orient S.A.)

Netherlands Trading Society.

Italian Bank for China.

Deutsch Asiatische Bank.

Mercantile Bank of India, Ltd.

Bank of Taiwan, Ltd.

Sumitomo Bank Ltd.

Mitsui Bank Ltd.

Mitsubishi Bank Ltd.

Bank of Chosen.

Nederlandsch Indische Handelsbank.

Chase Bank.

American Express Co., Inc.

Banque Franco-Chinoise pour le Commerce et l'Industrie.

Other Brokerage shall be as follows:—

Speculators sales Guaranteed Minimum 1/16%
" " Not Guaranteed " 1/32%
Speculators change-overs and crosses " 1/32%

The Brokerage on all Merchant sales shall be :—
Minimum 1/16%

with the following exceptions:—

(a) On T. T. sales against arbitrage operations by the Arbitrage Houses classified above, brokerage shall be 1/32%.

(b) On cross-transactions by the Arbitrage Houses classified above, brokerage shall be 1/64%. On sales for any other purpose except arbitrage by these above mentioned Arbitrage Houses, brokerage shall be 1/16%, as in the case of all Merchant firms.

No Member shall refund any portion of this Brokerage to any Bank or any other party.

**Disciplinary
Action**

Rule XIX

The Association to have power to expel any Member on a majority vote of Members present at a Special Meeting called for that purpose, notice of which is to be sent to each Member in writing at least 14 days before, if satisfactory proof is given of such Member having been guilty of any breach of the rules of the Association.

Breach of Rule

Rule XX

Any Member knowingly and deliberately committing a breach of any Rule of this Association shall be liable, together with his partner or partners, to fine, suspension or expulsion according to the gravity of the offence. Investigation into such breaches shall be made by the Committee and a report thereof placed before

Special Meetings of Members duly called for that purpose, notices of which are to be sent to each Member at least 14 days before date of same. A majority vote at such meetings shall decide the necessary penalty, which shall then be submitted to the Shanghai Foreign Exchange Bankers Association for their approval.

sactions. Brokerage on such transactions is payable at the rates laid down in Rule XVIII.

Hongkong Dollar basis

(d)

Members shall not deal in Foreign Currency on a Hongkong Dollar basis in other than the fractional denominations for that currency as shall be in force from time to time in the Hongkong market itself, which for the present are as follows:—

- 1/32 in Sterling
- 1/16 in United States and Canadian dollars, Straits dollars, Shanghai dollars, Rupees, Guilders, Piastres and Pesos.
- 1/8 in Ticals, Yen, Marks and Swiss Francs.
- 1/2 point in Francs.

Any Broker who is known to transact or offer to transact business at fractions less than the quoted rates, in clauses (a), (b), (c), (d), or is known to transact or offer to transact business on a Split Rate basis on conditions other than defined above shall be deemed to be committing a breach of this rule and is liable to suspension or expulsion.

Brokerage

Brokerage on Bank sales shall be:—

Rule XVIII

Merchant business	Minimum	1/16%	
Interbank	"	1/32%	
Crosses	"	1/64%	on each current
Change overs	"	1/32%	
Hongkong	"	1/32%	
Guaranteed Speculative business	"	1/16%	
Speculative business not guaranteed	"	1/32%	
Arbitrage Houses	"	1/32%	

No Brokerage to be paid on sales on China.

No Brokerage will be paid on amount under:—

£	100	U.S. \$	500
Yen	1,500	Rupees	1,000
Sts. \$	1,000	Hk. \$	1,500
Glds.	1,000	R. Mks.	1,000
S. Fres.	2,000	F. Fres.	10,000

Example (2) £10,000 purchased to March 1938
can be split as follow:—

£ 3,000 delivery June/Sept.
£ 5,000 delivery Aug./Nov.
£ 2,000 delivery Dec./March

The amount may be divided in any manner desired, but no portion may have a longer delivery option than four months.

Change Overs

A Change-over is the sale of an amount in a foreign currency against the purchase of a similar amount for different delivery.

Crosses

Cross business is the sale of an amount in a foreign currency against simultaneous purchase of an equivalent amount in another foreign currency.

Rule XVII

Rates may be quoted in the following fractions:—

**Interbank
business only**

(b)

1/64 in Sterling	1/16 in Rupees
1/16 in Yen	1/16 in Hongkong
1/16 in Straits Dollars	Dollars
1/16 in Guilders	1/8 in Reich Mark
1/8 in Swiss Francs	1/2 centime in French
1/32 in U. S. Dollars	Francs.

And no contract on the half basis may be made for delivery in the same month, except for Interbank operations of not less than £10,000. at Split Rates, equal amounts for each delivery, provided that there is an interval of at least two weeks between the respective deliveries.

“All Contracts made at rates available for Interbank business must be made in the name of a Bank as Principal.”

Outside orders

(c)

All business transacted in this market relating to Foreign currencies, bought or sold, against Chinese National Currency Dollars through Members of the Shanghai Exchange Brokers Association shall be restricted to the same margins in quotations as laid down in Rule XVII (b) and which govern purely local tran-

Bankers Association; or with Banks who are not members of either of the above mentioned Associations, shall be deemed to be committing a breach of this rule, and such Member is liable to suspension or expulsion.

Contracts All contracts must be signed by members of this Association.
 Rule XV

Exchange Operations In the matter of exchange operations, Members of this Association will confine themselves strictly to the business of acting as Brokers between the Banks which are Members of the Shanghai Foreign Exchange Bankers Association and of the Chinese Bankers Association and between those Banks on the one hand and the public on the other.
 Rule XVI

Exchange Rates Unless for change-overs or budlees no Broker is permitted to quote a rate finer than:—

Rule XVII	1/32	in Sterling
(a)	1/16	in U.S. Dollars
	1/8	in Yen
	1/8	in Rupees
Fractions for	1/8	in Strait Dollars
Merchant Business	1/8	in Hongkong Dollars
Arbitrage Houses	1/8	in Guilders
Speculators	1/4	in Reich Marks
	1/4	in Swiss Francs
	1 centime in French Francs	

Optional Deliveries When purchasing foreign currencies no Broker may obtain a longer forward delivery option than four consecutive months for any one specified amount. In cases where Merchants wish to fix exchange for a longer period, the amount must be divided and the required portions allocated to the relative delivery months.

Example (1) £10,000 purchased to February 1938
 £10,000 Nov./Feb.

**Resignation of
Broker with or
without partner**

**Rule XI
(a)**

When a vacancy occurs owing to the resignation of a Broker, he shall, in the event of the sale of his seat, give a written undertaking to the Association not to engage in the business of an Exchange Broker in any capacity either as a Principal or Assistant, nor to engage in the settlement of exchange for or on behalf of any business House or individual in any way whatsoever until such Broker is re-elected a member of the Association.

(b)

No Broker shall employ on his staff in any capacity whatsoever any person who has been a Member of the Exchange Brokers Association unless he has been re-elected.

Partnerships

Rule XII

Partnership between Members of the Exchange Brokers Association may be made but no Member of the Association may make a partnership with any individual who is not a Member of the Association.

**Business
Arrangements**

Rule XIII

Members of the Association may not make arrangements with Shanghai Brokers not members of this Association, to act for such Brokers in the transaction of exchange business with the Members of either the Shanghai Foreign Exchange Bankers Association, or the Chinese Bankers Association, nor may these non-member Brokers be agents for them in the transaction of exchange business with Banks not members of either of the above mentioned Bankers Associations. Any Broker having on his staff a non-member Broker will be deemed to be committing a breach of this rule.

Assistants

Rule XIV

Members of the Association may employ assistants on a salary basis only. Assistants shall not be permitted to call on a Bank in person, or by telephone or to transact on their own account or on behalf of their employer any exchange business with Banks who are either members of the Foreign Exchange Bankers Association or of the Chinese Bankers Association. Any Member who employs an assistant who is known to have transacted exchange business with Members of the Shanghai Foreign Exchange Bankers Association, or of the Chinese

Special Meetings

Rule V

Special Meetings may be called by the Committee or on the written requisition of seven Members. At Special Meetings voting shall be by ballot. Twenty members shall constitute a quorum.

Subscription

Rule VI

An Annual Subscription, for an amount as determined annually at the Annual Meeting, shall be payable on the 15th of March in each year and shall be charged to all members.

Absence on Leave

Rule VII

Any Member who is going on leave must notify the Association of his intention to do so, and should he not return within eighteen months, he shall be deemed to have terminated his membership, unless application for extension of leave has been received by the Committee. During his absence he shall be liable for his annual subscription.

Vacancy through death or resignation in firm of Brokers

Rule VIII

Where a vacancy occurs owing to death or resignation of a Broker, being a member of a firm of Brokers, the nominee of the surviving Member or Members shall, provided the candidate be acceptable to the Shanghai Exchange Brokers Association and to the Banks, have a prior claim to fill the vacancy so created.

Vacancy through death of Broker without partners

Rule IX

When a vacancy occurs owing to the death of a Broker who is the sole member of his firm, the candidate put forward by the deceased Brokers executor shall, provided that he is acceptable to the Shanghai Exchange Brokers Association and to the Banks, have a prior claim to fill the vacancy so created.

Vacancy through resignation of Broker without partners

Rule X

When a vacancy occurs owing to the resignation of a Broker who is the sole member of his firm, the candidate put forward by a Member of the Association, with the consent of the resigning Broker, shall, provided that he is acceptable to the Shanghai Exchange Brokers Association and to the Banks, have a prior claim to fill the vacancy so created.

The Association
Rule I
The Association to be called "The Exchange Brokers Association, Shanghai," and its object shall be to carry out the purposes of the Association and to enforce all rules, provide proper penalties for violation thereof, and with the assistance and cooperation of the Shanghai Foreign Exchange Bankers Association to regulate the number of Brokers doing business with the Member Banks in Shanghai.

The Committee
Rule II
(a)
A Committee of nine consisting of six foreign and three Chinese Members shall be elected annually, the President and Honorary Secretary to be appointed from their number. Such Committee shall have the management of the affairs of the Association, five to form a quorum, should any vacancy in the Committee arise on account of death, resignation or absence from Shanghai for a period of more than three months, the Committee shall have power to fill such vacancies.

The Balloting Committee
(b)
A Balloting Committee shall be formed consisting of the Committee of nine and six other foreign members of the Association, who shall be elected at the annual general meeting.

The Committee shall have the power to appoint members to fill any vacancies on the Balloting Committee which may occur during their year of office. The name of any candidate for election shall be submitted to all members of the Association at least fourteen days before the date of Balloting. Not less than fourteen votes shall constitute a Ballot, and three Black Balls shall exclude a candidate for membership.

Number of Brokers
Rule III
The 68 Brokers, i.e. 52 of Foreign and 16 of Chinese nationality, at present recognized by the Banks, shall constitute the Association and this number shall not be exceeded for a period of ten years from the 1st of September 1939.

Annual Meeting
Rule IV
An Annual Meeting shall be held between the 1st and 15th of March.

附 錄 (II)

上海匯兌經紀人公會規章

TRAVELERS CHECK

Holder's Signature

No.

.....19....

Guaranty Trust Company of New York
or its agents

Will pay the order of.....

In United States Dollar One Hundred Dollars \$100.00	In other countries at Banker's buying rate of ex- change for checks on New York
---	--

When signed below by the person whose signature appears
above

Guaranty Trust Company
of New York

.....

TRAVELERS LETTER OF CREDIT

No.....

£10,000

To our corresponds and other Banks.

New York,.....19....

Gentlemen,

We beg to introduce to you and commend to your courtesies Mr....., whose signature appears below, in whose favor we have opened a credit of Ten Thousand Pounds Sterling to be availed of by his demand drafts on

The London Branch of the National City Bank of
New York, London.

The amount of each payment must be endorsed on this letter and your negotiation of the drafts will be considered a guarantee that the requisite endorsements have been made.

You will please observe that all such drafts be marked as "Drawn against the National City Bank of New York, Letter of Credit No....." they should be drawn within one year from the date hereof.

This letter must be attached to the last draft drawn.

Signature of

Yours faithfully,

.....

.....

BANK OF CHINA
HEAD OFFICE
FOREIGN DEPARTMENT

Shanghai,.....

Amount

~~CONFIRMED~~
~~NON-CONFIRMED~~ IRREVOCABLE
AUTHORITY TO PURCHASE NO.....

To

Dear Sirs,

You are hereby authorized to negotiate draft(s) drawn
recourse
by
on
at sight for any sum or sums not exceeding a total
of

The drafts must be accompanied by invoice, consular invoice,
insurance certificate
and full set of Bills of Lading
made out to order
evidencing shipment of

Shipment to be made not later than
Partial shipments allowed
Insurance to be effected by
Freight to be

These drafts are to be negotiated on or before
and to bear the clauses:

“Drawn under Bank of China A/P No. Dated
payable with interest at the rate of %
per annum added thereto from the date hereof to the approximate
due date of the arrival of the remittance in
together with all collection charges and expenses.”

Please do not confirm but only advise
confirm this A/P to the beneficiary in accordance
with the above and reimburse yourself by
at the time of purchase for the face amount of the bill(s) plus com-
mission under advice to us.

Yours faithfully,

For BANK OF CHINA
HEAD OFFICE FOREIGN DEPT.

BANK OF CHINA
HEAD OFFICE
FOREIGN DEPARTMENT

Shanghai,.....

Amount.....

REVOCABLE

AUTHORITY TO PURCHASE NO.....

To

Dear Sirs,

You are hereby authorized to negotiate draft(s) drawn
recourse

by
on
at
of

sight for any sum or sums not exceeding a total

The drafts must be accompanied by invoice, consular invoice,
insurance certificate
and full set of Bills of Lading
made out to order
evidencing shipment of

Shipment to be made not later than
Partial shipments allowed
Insurance to be effected by
Freight to be

These drafts are to be negotiated on or before
and to bear the clauses:

“Drawn under Bank of China A/P No. Dated
payable with interest at the rate of %
per annum added thereto from the date hereof to the approximate
due date of the arrival of the remittance in
together with all collection charges and expenses.”

Please advise this credit to the beneficiary in accordance with
the above and reimburse yourself by
at the time of purchase for the face amount of the bill(s) plus com-
mission under advice to us.

Yours faithfully,

For BANK OF CHINA

IMPORT LETTER OF CREDIT (DOLLARS)

Credit No. 100

For \$100,000 — U.S. Dollar

Shanghai Exporters

Shanghai, China.

New York Bank

Foreign Department

New York, Jan. 15, 1939

Dear Sirs:

At the request of New York Wearing Company we hereby authorize you to value of New York Bank, New York, by your draft at three (3) months sight for any sum or sums not exceeding a total of one hundred thousand dollars accompanied by commercial invoice, consular invoice, bills of lading representing shipment of raw silk from Shanghai to New York. Insurance marine, to be effected by shippers.

Bills of lading for such shipments must be drawn to the order of the New York Bank of New York unless otherwise specified in this credit.

A copy of the consular invoice and one bill of lading must be sent by the bank or banker negotiating drafts, direct to the New York Bank, New York, U.S.A.

The amount of each draft negotiated together with the date of negotiation must be endorsed hereon.

We hereby agree with bona fide holders that all drafts drawn by virtue of this credit, and in accordance with the above stipulated terms, should be honored upon presentation at the New York Bank if drawn and negotiated on or before May 15, 1939.

All drafts drawn under this credit must bear clause "Drawn under New York Bank Letter of Credit No. 100 dated New York January 15, 1939 to cover shipment of Raw Silk from Shanghai to New York.

Very truly yours,

(Signature in Charge of Foreign Dep't.)

.....
For New York Bank

In case we should hereafter to have this Credit confirmed, altered or extended by cable (which will be at our expense and risk) we hereby agree to hold you harmless and free from responsibility from errors in cabling, whether on the part of yourselves or your Agents, here or elsewhere, or on the part of the cable companies.

This obligation is to continue in force, and to be applicable to all transactions, notwithstanding any change in the composition of the firm or firms, parties to this contract or in the user of this Credit, whether such change should arise from the accession of one or more new partners, or from the death or secession of any partner or partners.

It is understood and agreed that if the documents representing the property for which this credit has been issued are surrendered under a trust receipt, collateral security satisfactory to the New York Bank, such as stocks, bonds, warehouse receipts, or other security shall be given to the Trust Company, to be held until the terms of the credit have been fully satisfied and subject in every respect to the conditions of this agreement.

It is further agreed and understood in the event of any suspension, or failure, or assignment for the benefit of creditors on our part, or of non payment at maturity of any acceptance made by us, or of any indebtedness or liability on our part to you, all obligations, acceptances, indebtedness and liabilities whatsoever shall thereupon, at your option then or thereafter exercised, without notice mature and become due and payable.

It is understood and agreed that you and your correspondents shall not be held responsible for the correctness or validity of the documents representing shipment or shipments, nor for the description, quantities, quality or value of the merchandise declared therein.

.....

IMPORTER'S LETTER OF GUARANTEE
(OR CONTRACT FOR THE PURCHASE OF
IMPORT LETTER OF CREDIT)

New York.....

To New York Bank.

Dear Sirs:

Having received from you the Letter of Credit No..... we hereby agree to its terms and in consideration thereof we agree with you to provide in your bank, on the day previous to the maturity of the bills drawn in virtue thereof, sufficient funds in cash, to meet the payment of the same with.....per cent commission, and we undertake to insure at our expense for your benefit, against risk of Fire or Sea, all property purchased or shipped pursuant to said Letter of Credit in Companies satisfactory to you.

We agree that the title to all property which shall be purchased or shipped under said Credit, the Bills of Lading thereof, the Policies of Insurance thereon, and the whole of the proceeds thereof, shall be and remain in you until the payment of the bills referred to and of all sums that may be due or may become due on said referred to and of all sums that may be due or may become due on said bills or otherwise, and until the payment of any and all other indebtedness and liability now existing or hereafter created or incurred by us to you on any and all other transactions now or hereafter had with you, with authority to take possession of the same and to dispose of them at your discretion for your reimbursement as aforesaid, at public or private sale, without demand or notice, and to charge all expenses, including commission for sale and guarantee.

Should the market value of said merchandise in Shanghai, either before or after its arrival, fall so that the net proceeds thereof (all expenses, freight, duties, etc., being deducted) would be insufficient to cover your advances there against with Commission and interest, we further agree to give you on demand any further security you may require, and in default of same you shall be entitled to sell said merchandise forthwith, or to sell "to arrive," irrespective of the maturity of the acceptances under this credit, we being held responsible to you for any deficit which we bind and oblige ourselves to pay you on demand.

APPLICATION FOR LETTER OF CREDIT

New York.....

New York Bank
Foreign Department
New York

Dear Sirs:

Please issue an Irrevocable Letter of Credit by $\frac{\text{cable}}{\text{mail}}$
For account of.....
In favor of.....
Amount.....available by drafts at.....
Against documents as follows:

Bills of lading reading	Bills of Lading
"Received for shipment" or	Invoice
Otherwise worded to same	Consular Invoice
effect are acceptable against	
this credit	

Covering $\frac{\text{Full}}{75\%}$ invoice value C.I.F., C. & F., F.O.B., F.A.S.
(Cross out all but one)

shipments.....
to be shipped from.....to.....
Drafts to be negotiated on or before.....
Insurance to be effected by.....
Partial shipment are to be permitted.
Special instructions.....

The letter of credit is subject to your usual terms and conditions, and in consideration of the issuance thereof we agree to reimburse you on demand, and we hereby authorize you to charge our account with any and all amounts for which you are liable thereunder, plus your Commission and charges.

Neither you nor your correspondents shall be responsible for the description, quantity, quality or value of the merchandise shipped under this credit, nor for the correctness, genuineness or validity of the documents, nor for delay or deviation from instructions in regard to shipment, nor for any other cause beyond your control.

Very truly yours,

as aforesaid, whether the aforesaid Power of Sale shall or shall not have arisen, at any time before the maturity of any such Bill or Bills, to accept payment from the Drawees or Acceptors thereof, if requested so to do, and on payment to deliver the Bills of Lading and Shipping Documents to such Drawees or Acceptors; and, in that event, you or the Holders of any such Bill or Bills are to allow a discount thereon, at the customary rate of rebate in the place where such Bill or Bills are payable, but not exceeding five per cent per annum.

8.—In case of D/A bills we authorize you to deliver the documents to the acceptors against their acceptance of the Bill or Bills drawn on them. In such a case we undertake to hold you harmless from any consequence that may arise by your so doing and to pay you the amount or any balance of the bill with re-exchange and charges if the acceptors should make any default in payment at maturity.

9.—Lastly, it is mutually agreed that the delivery of such collateral securities to you shall not prejudice your rights on any of such Bills in case of dishonour, nor shall any recourse taken thereon affect your title to such securities to the extent of our liability to you as above, and that, notwithstanding any alteration by death, retirement, introduction of new partners or otherwise in the persons from time to time constituting our firm or the style of our firm under which the business at present carried on by us may be from time to time continued, this Letter and the powers and authorities hereby given are to hold good as the Agreement with you on the part of the firm as aforesaid, and that each negotiation of a Bill or Bills hereunder is to be treated as a renewal by or on behalf of the firm as then existing of the terms of this Agreement. It is also agreed that you are not to be responsible for the default of any Broker or Auctioneer employed by you for any purpose.

Dated.....this.....day of.....

One Thousand Nine Hundred and.....

.....
We hereby guarantee the fulfilment of the above, expressly waiving our right to require you to take previous action in Court against the principal debtor.

.....
Guarantor.

inafter given, in case the Drawee shall suspend payment, become bankrupt, or go into liquidation during the currency of any such Bill or Bills.

4.—We further authorize you, but not so as to make it imperative, at any time or times before the maturity of any Bill or Bills of Exchange as aforesaid, to grant a partial delivery or partial deliveries of such goods, in such manner as you or the Acceptors of such Bill or Bills of Exchange or their representatives may think desirable, to any person or persons on payment of a proportionate amount of the invoice cost of such goods, or of the Bill or Bills of Exchange drawn against same.

5.—We further authorize you, or any of your Managers, or Agents, or the Holders for the time being of any Bill or Bills of Exchange as aforesaid, on default being made in acceptance on presentation or in payment at maturity, of any of such Bill or Bills, or in case of the Drawees or Acceptors suspending payment, becoming bankrupt, or taking any steps whatever towards entering into liquidation during the currency of any such Bill or Bills, and whether accepted conditionally or absolutely, to sell all or any part of the goods forming the collateral security for the payment thereof at such times and in such manner as you or such Holders may deem fit, and, after deducting usual commission and charges, to apply the net proceeds in payment of such Bill or Bills with re-exchange and charges; the balance, if any, to be placed at your or their option against any other of our Bills, secured or otherwise, which may be in your or their hands, or any other debt or liability of ours to you, or them, and subject thereto, to be accounted for to the proper parties. In case of loss at any time of goods insured we authorize you, or the Holders thereof, to realise the policy or policies and charge the same commission on the proceeds as upon a sale of goods, and to apply the net proceeds, after such deductions as aforesaid, in the manner hereinbefore lastly provided.

6.—In case the net proceeds of such goods shall be insufficient to pay the amount of any such Bill or Bills, with re-exchanges and charges, we authorize you, or any of your Managers, or Agents, or the Holders for the time being of such Bill or Bills as the case may be, to draw on us for the deficiency, without prejudice nevertheless to any claim against any endorser or endorsers of the said Bills for recovery of same or any deficiency on the same; and we engage to honour such Drafts on presentation, it being understood that the Account Current rendered by you or by such Holders shall be sufficient proof of sale and loss.

7.—We further authorize you, or any of your Managers, or Agents, or the Holders for the time being of any such Bill or Bills,

GENERAL LETTER OF HYPOTHECATION

To the

BANK OF CHINA

Head Office-Foreign Dept.

SHANGHAI.

1.—As you may from time to time purchase from or negotiate for us Bill of Bills of Exchange (Inland or Foreign) drawn or endorsed by us with collateral securities, it is hereby agreed between us that the stipulations contained in this Memorandum shall be deemed to be continuing and ambulatory, and shall apply to all cases in which such Bills of Exchange may at any time, either directly or through other persons, be negotiated with or sold to you by us as if this Memorandum were signed by us on each occasion of such purchase or negotiation.

2.—We authorize you, or any of your Managers, or Agents, or the Holders for the time being of any such Bill or Bills as aforesaid (but not so as to make it imperative) to insure any goods forming the collateral security for any such Bill or Bills of Exchange against sea risk, including loss by capture, and also against loss by fire on shore, and to add the premiums and expense of such insurances to the amount chargeable to us in respect of such Bill or Bills, and to take recourse upon such goods in priority to any other claims thereon, or against us, without prejudice to any claim against any endorser or endorsers of the said Bills, for the purpose of reimbursing yourselves, or other person or persons paying the same, the amount of such premiums and expenses, and generally to take such measures and make such charges for commission, and to be accountable in such manner, but not further or otherwise than as in ordinary cases between a merchant and his correspondent. And we consent to the goods being warehoused at any public or private wharf or warehouse selected by the Drawees or Acceptors of the Bills, unless you offer any objection to such wharf or warehouse.

3.—We hereby also authorize you, or any of your Managers, or Agents, or the Holders for the time being of any Bill or Bills of Exchange as aforesaid, to take conditional acceptances to all or any of such Bills, to the effect that, on payment thereof at maturity, the Documents handed to you as collateral security for the due payment of any such Bill or Bills shall be delivered to the Drawees or Acceptors thereof, and such authorisation shall be taken to extend to cases of acceptance for honour, subject nevertheless to the power next here-

It is further agreed that in case of $\frac{my}{our}$ failure to pay you any sum or portion of the sum as aforesaid on account of $\frac{my}{our}$ liquidation or bankruptcy, the Holder(s) of this Letter of Guarantee will have the privilege to exercise his right of Priority as a creditor.

PARTICULARS OF THE BILL

Date & No. of Bill	Amount	Drawer	Drawee	Tenor	D/P or D/A
REMARKS and/or conditions of discrepancy (ies):					

.....
(Signature and/or Seal of Seller)

.....
(Guarantor)

LETTER OF GUARANTEE

(For Outward Bills)

Bank No.

Shanghai,

To BANK OF CHINA, HEAD OFFICE,
Foreign Department.
SHANGHAI.

Dear Sirs,

In consideration of your purchasing or discounting of the Bill(s), particulars of which are mentioned below, I for myself and my We for ourselves and heirs and legal representatives in accordance with Chinese Customs and Law } our successors and assigns } hereby (jointly and severally) guarantee the acceptance and payment of the said Bill and hold you harmless from any consequences that may arise therefrom.

In the event of non-acceptance or non-payment by the Acceptor(s) or the Drawee of the said Bill, or any portion thereof, on account of the discrepancy(ies) (as mentioned in the particulars below) with the Letter of Credit and/or Sales Contract or goods supplied by the Drawer(s) being found damaged or not in accordance with the standard required or any other account whatever, or in the event of any loss being otherwise incurred by you including interest, cost of cables, storage, protest fee (if protested) and any other expenses in connection with the said Draft, $\frac{I}{We}$, the undersigned, will assume full responsibility thereunder and pay to you, on demand, against your statement(s), without any excuse, delay deduction or demur whatsoever, any such loss and/or deficiency which may be sustained by you as aforesaid.

It is further agreed that in case of the Acceptors or Drawees suspending payment, becoming bankrupt, or taking any steps in the likewise of liquidation before the acceptance or payment of the bill, the undersigned will also be responsible for the immediate payment, upon demand, of the full amount or balance of the bill(s).

BANK OF CHINA
SHANGHAI

To

Dear Sirs,

We beg to inform you that we have received advice from
that they have issued their credit in your favor on
account of Messrs. to the extent
of (Sic,)
valid here until and available by your draft at drawn
with recourse on accompanied by

Invoice

Insurance Policy or Certificate Covering Marine and War Risks

Shipped Bills of Lading in complete

Set to Order

(or Parcel Post Receipts)

Evidencing shipment of

From to

All drafts drawn under this credit must contain the clause: Drawn under

Letter of Credit No. Dated

and all negotiations must be endorsed on the back hereof by the negotiating bank.

We are requested to advise you of the opening of this credit, but this advice is given for your guidance only and does not constitute a confirmation on our part of this credit.

Please acknowledge receipt by returning the attached form duly signed, and oblige.

Yours faithfully,

FOR BANK OF CHINA

All charges including your collection commission are to be borne by The drawee
 Ourselves

Interest is to be collected from the drawee at _____ % Per annum from date of draft to the approximate due date of
 The arrival of the remittance in _____
 In case of need or difficulties communicate with _____
 Address _____

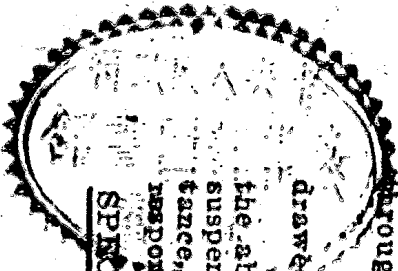
Whose instructions with respect to this draft (And the documents, if any) you are authorized to follow. He may also change any of our Instructions.		
Who will endeavor to obtain the honoring of this draft.		
Who is empowered to grant delays or extensions not exceeding of the merchandise.	Days, or reductions not exceeding	Per cent of the value

We have placed an "X" in the spaces preceding the instructions which we desire you to follow.
 Unless otherwise instructed interest bill stamp and/or collection expenses are to be borne by us.
 In case of dishonor the goods may, in the option of your correspondent or agent, be landed, cleared
 through the customs.
 Warehoused and insured at our expense.

Where the currency of the bill is other than that of the drawees locality it is understood that the
 drawee may be allowed to settle exchange after he has accepted the bill.
 It is understood and agreed that, having exercised due care in the selection of any correspondent to whom
 the above mentioned items may be sent for collection, you shall not be responsible for any act, omission, default,
 suspension, insolvency or bankruptcy of any such correspondent or sub-agent thereof, or for any delay in remit-
 tance, loss in exchange or loss of items or their proceeds during transmission or in the course of collection, but your
 responsibility shall be only for your own acts.

SPECIAL INSTRUCTIONS:

YOURS FAITHFULLY,



TO BANK OF CHINA HEAD OFFICE FOREIGN DEPARTMENT SHANGHAI.
DEAR SIRs,

DATE: _____

WE ENCLOSE FOR COLLECTION THE UNDERMENTIONED DRAFT:

Drawer's No.	Amount	Date of Draft	Due Date/Tenor	Drawee

The following documents are attached to the draft:

B/L	Invoice	Cons. Inv.	Cert. Orig.	Ins. Cert.		

Deliver documents to drawee against Acceptance Payment

If paid before maturity allow Rebate of % Per annum	
Protest for NON acceptance.	
Do NOT protest for NON acceptance	

Protest for NON payment	
Do NOT protest for NON payment	
Cable advice of NON acceptance	
Do NOT cable advice of NON acceptance	

Cable advice of NON payment	
Do NOT cable advice of NON payment	
Cable advice of payment	
Incur NO cable expenses on this bill	

Stamp.

Fcs. 25,000.00

Paris,
25th May.

Documents against payment only.

Ninety days after sight, second of exchange unpaid, pay the Comptoir National d'Escompte de Paris the sum of francs twenty-five thousand only, value received, being price of ten cases champagne shipped to you.

Port Wine & Co.

Sorabji Daruwala & Co., Bombay.

£300-0-0

Bombay,
15th July, 1931.

On demand pay Mr. S. C. Biswambarnath the sum of Pounds three hundred only.

To
The Imperial Bank of Persia, London.

Stamp

\$5,000 0 0

Cawnpore,
15th April, 1931.

Documents against payment.

Ninety days after date pay to the order of the National City Bank of New York or order the sum of dollars five thousand only being value of copperware shipped to you per S. S. Caledonia on account of L/C No. 1784 of the Chase National Bank of the City of New York dated 10th March, 1931.

Brassware Manufacturing Co.

To John Wanamaker, New York.

Stamp

£250 0 0

Berlin,
7th April, 1931.

Documents against acceptance.

Sixty days after sight pay the Netherlands Trading Society or order the sum of Pounds two hundred and fifty only value received, being the price of five cases of alarm clocks shipped to you.

Sd. Klientze and Bruder.

To Eastern Watch Co., Nagpur

Stamp

£2,600 7 3

Birmingham,
17th June, 1931.

Documents against acceptance.

Sixty days after sight pay the Mercantile Bank of India the sum of Pounds two thousand six hundred shillings seven and pence three only, being the value of six cases of machinery parts shipped to you per S. S. Viceroy of India.

Sd. Tool Manufacturing Co.

To Messrs. Thornes & Co., Rangoon.

BILLS OF EXCHANGE

£200-0-0

Calcutta,
30th June, 1931.

On demand pay the Chartered Bank of India, Australia and China the sum of Pounds Two Hundred only for value received.

Sd. Birla Bros.

Howard Smith, 3 East Street, London.

Stamp.

£2,000-0-0

Madras,
20th August, 1930.

Sixty days after sight pay the National Bank of India or order the sum of Pounds Two Thousand Only, value received.

Sd. Ralli Bros.

To Ralli Bros., London.

Stamp

£725-7-3

Karachi,
5th July, 1929.

On the 8th September 1929 pay the Eastern Bank or order the sum of Pounds Seven Hundred and Twenty-five seven shillings and three pence only, value received, being the price of seventy parcels of lizard skins sent by parcels post.

Sd. Latif & Co.

To Lazard Freres, Paris.

Stamp,

£750-0-0

Amritsar.
10th May, 1931.

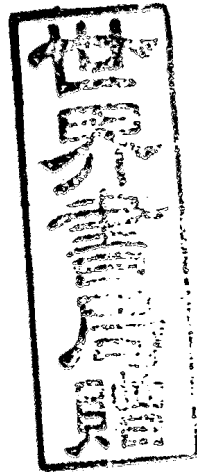
Three months after sight pay the Lloyds Bank Ltd., the sum of Pounds Seven Hundred and Fifty Only being the value of ten bales of carpets shipped per S. S. Elysia to Liverpool against L/C 3642 dated 10th April, 1931.

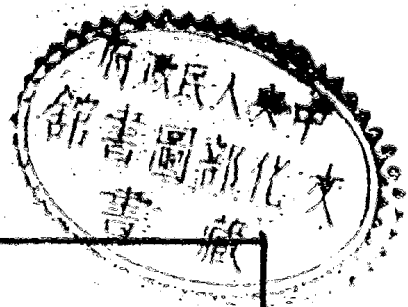
Sd. Frontier Carpet Co.

To The Midland Bank Ltd., London.

附 錄 (I)

國 外 匯 兌 文 件 式 樣





版出近最

籍書學濟經

- | | | |
|-------------|---------|----------------|
| 中國戰時經濟志 | 沈雷春 陳禾章 | 十五元 |
| 中國戰時經濟建設 | 沈雷春 陳禾章 | 二元五角 |
| 中國戰時經濟法規彙編 | (洋裝一巨冊) | |
| 戰時經濟問題 | 沈雷春 陳禾章 | 七元五角 |
| 戰時經濟 | 朱通九 | 二元四角 |
| 戰時與戰後之財政 | 吳克剛 | 洋裝本七元
平裝本六元 |
| 現代經濟動態 | 王維馴 | 洋裝本五元
平裝本四元 |
| 外匯原理 | 經世學藝社 | 一元六角 |
| 黃金之將來 | 王烈望 | 八元 |
| 歐洲不動產抵押銀行概論 | 之江大學商學院 | 一元五角 |
| 謝菊曾 | | 一元 |

行印局書界世

中華民國三十年六月初版

外匯原理

實價國幣八元

外加運費隨費

編著者 王烈望

發行人 陸高誼

出版者 世界書局

印刷者 世界書局

發行所 上海及各埠 世界書局

