



561.92  
270-3

2

楊蔭溥著

中國經濟  
學社叢書

中國金融研究

商務印書館發行

## 自序

吾國於最近三數年來，外受世界經濟之鼓盪，內經朝野上下之努力，金融改進，層見迭出；因之金融變化，亦錯綜雜陳。社會一般對之，每有莫可端倪之感。溥於過去五六年中，對本國經濟事態之變遷，每加列論，積文頗多。爰擇其有關本國金融而尙有參考價值者，得三十篇，彙爲一冊，名之曰中國金融研究，且爲讀者翻閱便利起見，略加分類，列爲六編。雖不能與一氣呵成之專書相比擬；然對於近數年中吾國金融上改進之經歷，大致已備。如最近推行之新貨幣政策，新公債政策，新輔幣制度，以及商業承兌匯票，銀行承兌匯票等，均有專篇介紹。至分析之是否正確，結論之是否允當，則溥自愧學淺，正擬藉此付刊機會，以就正於當世各先進各專家；原不敢以譾陋之見，作問世想也。

溥於民國十九年初，曾有中國金融論一書之刊行，迄今忽忽六載有餘，其中材料，早已陳舊。屢承讀者函詢修正增訂本出版時日，奈羈於俗務，雖材料早經搜集，而動筆尙未有確期。則在此過渡時代，以本書爲之補充，亦或聊勝於無乎？

民國二十五年六月九日，無錫楊蔭溥，序於上海浙江興業銀行。

# 目次

## 第一編 貨幣制度……………一

- 一 吾國新貨幣政策之分析……………一
- 二 羅斯來華與中英貨幣聯繫……………二二
- 三 輔幣及其最近之整理……………三三
- 四 吾國紙幣問題與公庫制……………四〇
- 五 通貨膨脹在吾國……………五一
- 六 甘末爾幣制法案批評……………五九
- 七 廢兩改元問題……………八八

## 第二編 金融組織……………九七

- 一 吾國之銀行業……………九七

|              |     |
|--------------|-----|
| 二 近年吾國金融業之檢討 | 一一七 |
| 三 國難後之中國金融業  | 一三七 |
| 四 銀錢業庫存      | 一五〇 |
| 五 信用放款之分析    | 一五八 |

第三編 票據市場 ..... 一六五

|             |     |
|-------------|-----|
| 一 承兌匯票與金融市場 | 一六五 |
| 二 吾國之銀行承兌匯票 | 一七二 |
| 三 錢業匯劃      | 一九二 |

第四編 證券市場 ..... 二〇二

|            |     |
|------------|-----|
| 一 新公債政策之檢討 | 二〇三 |
| 二 公債投資     | 二二六 |
| 三 公債投機     | 二三二 |
| 四 公債套利     | 二五九 |

第五編 國外匯兌 ..... 二四七

一 外匯管理 ..... 二四七

二 「平價」「定數」與連鎖法 ..... 二六二

三 外匯信用證書述概 ..... 二六七

第六編 白銀問題 ..... 二七三

一 美國白銀政策及其對我國之影響 ..... 二七三

二 防止白銀外流之我見 ..... 二九四

三 徵收銀出口稅與我國幣制 ..... 二九八

四 徵收銀稅以後 ..... 三〇六

五 十九年金貴銀賤風潮之回顧 ..... 三一

六 禁止現銀進口問題 ..... 三三六

七 銀價跌落問題之面面觀 ..... 三四一

# 中國金融研究

## 第一編 貨幣制度

### 一 吾國新貨幣政策之分析

#### 一 施行新貨幣政策之原因

自一九二九年美國發生金融風潮以來，經濟恐慌，瀰漫世界。於是由貨物之外銷，而造成市場之攘奪；由市場之攘奪，而引起貨幣之戰爭。英國首於一九三一年九月二十一日，停止金本位。自是各國繼起，爭謀致勝。停止金本位之不足，而繼以貨幣貶值；繼以收買金銀；繼以組成集團。其主旨，無非在壓低本國幣值，使本國貨物在國際市場上，因折價較賤，而易於外銷。在各國爭相壓低其幣值之環境下，我國設不謀一適當自衛之策，則於國際貿易上，在處於不利地位。吾國市場，且將永淪為各國貨物競銷之尾閭。此在國際壓迫環境下，不得不亟採新貨幣政策之原因一。



且自去年夏後，美國白銀政策轉趨積極以來，世界銀價，經一再提高，吾國經濟，已大受幣值高漲之影響。加以國內外銀價，相差懸殊，運銀出口，有利可圖，因之去秋數閱月中，白銀出口達二萬萬元以上。通貨收縮，幣值愈高；國內物價，跌落更甚；對外匯市，益見放長。其結果：「工商凋敝，百業不振，而又資金源源外流，國際收支，大蒙不利，國民經濟，日就萎靡，種種不良狀況，紛然並起。」此在本國經濟危機下，不得不亟採新貨幣政策之原因二。

國內所存準備金，為國家命脈所繫。其安全保存，在平時可賴以謀金融之安定，在非常時期更將賴以為挹注之資源。在國際風雲日迫之今日，一任此國家命脈所繫之準備金，分散流動。小之則零星私運，漏卮堪虞；大之則緩急之來，集中非易。此在對內對外國策立場上，亟應採新貨幣政策之原因三。

吾國貨幣制度，向不統一；吾國銀行制度，更未健全。由統一發行，集中準備，增強中央銀行統制力量着手，進而謀貨幣制度之確立，及銀行制度之完成。其所得積極功效，自將更屬彰著。時機之來，豈肯坐失？此在改革本國金融立場上，亟應採新貨幣政策之原因四。

近年餘來，國內外銀價，相差日巨。照新政策實行日之銀價，同一國幣，在國內雖祇值一元，在國外已實值一元六角五分左右。換言之，即每國幣一元，彼時就實值言，已有六角五分之利益。此種實值遠超而值之貨幣，設任其流通，則私運出口，在所不免；設運為集中，則財政拮据，不無微效。且資金散則力微，集則力大。現銀集中後，所以增強政府財政上正當之融通力及統制力者，殊未易以數字計。此在政府經濟立場上，財政立場上，亟應採新貨幣政策之原因五。



## 二 新貨幣政策之內容

二十四年十一月四日，政府所公布之新貨幣政策，其內容不外下列六項：

(一)自本年十一月四日起，以中央、中國、交通三銀行所發行之鈔票，定為法幣。所有完糧納稅，及一切公私款項之收付，概以法幣為限，不得行使現金，違者全數沒收，以防白銀之偷漏。如有故存隱匿，意圖偷漏者，應准照危害民國緊急治罪法處治。

(二)中央、中國、交通三銀行以外，曾經財政部核准發行之銀行鈔票，現在流通者，准其照常行使。其發行數額，即以截至十一月三日止流通之總額為限，不得增發。由財政部酌定期限，逐漸以中央鈔票換回。並將流通總額之法定準備金，連同已印未發之新鈔，及已發收回之舊鈔，悉數交由發行準備管理委員會保管。其核准印製中之新鈔，並俟印就時，一併照交保管。

(三)法幣準備金之保管，及其發行收換事宜，設發行準備管理委員會辦理，以昭確實，而固信用。其委員會章程，另案公布。

(四)凡銀錢行號、商店及其他公私機關、或個人，持有銀本位幣，或其他銀幣生銀等銀類者，應自十一月四日起，交由發行準備管理委員會或其他指定銀行，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。

(五)舊有以銀幣單位訂立之契約，應各照原定數額，於到期日，概以法幣結算收付之。

(六)爲使法幣對外匯價，按照目前價格穩定起見，應由中央、中國、交通三銀行，無限制買賣外匯。

### 三 新貨幣政策之分析

吾人試就上列財政部所公佈之新貨幣政策各項條文，及月來財政部所續佈有關各項辦法，一加分析，其作用似不外下列五點：

(一)改定法幣 自四日起，所有各銀行發行之兌換券，一律停止兌現。同時並規定中央、中國、交通三行之兌換券爲法幣。自後三行兌換券，卽具有「無限法償」資格；爲債權債務間清償收付之最後工具，依法通行無阻；於任何情形下，不能拒用。所有民國二十二年公佈銀本位鑄造條例中第八條「凡公私款項及一切交易，用銀本位幣授受；其用數每次均無限制」之規定，自四日起，卽自然廢止無效。

(二)集中現銀 集中現銀爲國有，爲此次新貨幣政策中極重重之點。其集中步驟，似可分爲(甲)禁止用銀；(乙)繳出現銀；(丙)推行領券；及(丁)限銀出口四項。

(甲)禁止用銀 市面通常行使紙幣，而不習用本位幣，已爲近代世界進步各國之普遍現象，人民頗有終其身未識本位幣之真面者。吾國人民，向習用硬幣，對於紙幣之流通無阻，在通都大邑，且尙爲最近十餘年間事，窮鄉僻壤無論矣。此種重視現銀之習慣，在過去曾爲廢兩改元之一大障礙；至今輔幣小洋之不能十進行使，實

多少仍受此種習慣之影響。此次財政部對「不得行使現金，違者全數沒收，」毅然有明文之規定。此後所有公私交易，即均不能以現幣授受，違者應受被沒收之處罰。「其意圖偷漏，而高價收換銀幣銀類者，依照妨害國幣懲治暫行條例，」應分別科罰金，處有期無期徒刑，或處死刑，亦另經財政部公佈兌換法幣辦法，明文規定。在外商方面，如英政府於四日即有禁止英籍人民行使現幣之公告。違者「得處以三個月以內之監禁，或連帶苦工，或處以五十鎊以下之罰金，或處以監禁及罰金。」自禁令公佈後，通都大邑，確已遵令不用現幣，改使法幣。

(乙)繳出現銀 現銀禁止使用後，不得私藏，須全數繳出，向指定機關兌換法幣，亦經財政部於十一月十五日，續佈兌換法幣辦法八條，嚴密規定。除工藝原料用銀、古幣、稀幣，或有關文化之銀質古物，及舊有銀質器具、裝飾品外，「各地銀錢行號、商店及其他公共團體、或個人，持有銀幣、廠條、生銀、銀錠、銀塊及其他銀類者，應於民國二十四年十一月四日起，三個月以內，就近交各地兌換機關，換取法幣。」換言之，即凡持有現銀者，應於二十五年二月四日以前，全數交出，換成法幣。其兌換機關，經指定中央、中國、交通三銀行，及其分支行，或代理處，或其委托銀行、錢莊、典當、郵政、鐵路、輪船、電報各局；及其他公共機關，或公共團體。各處國地稅收機關，及各縣政府，亦經指定為代兌機關。自此項辦法規定後，各地交出現銀，兌換法幣者，極為踴躍。即外商方面，經金融界幾度集議，最初英商即表示極端贊成，美商亦不持反對態度。至二十五年一月即與財政部商有辦法，大致由中央銀行與外商銀行，分別訂立契約，互存款項。換言之，即外商銀行所繳出之存銀，除十足照額向中央銀行領用紙幣外，各以三分之二（即百分之六十六）作為互存款項。惟外行存入中央各款，給年息六釐，二年為度。而中央存入外

行之款，則僅取息一釐。故在此項辦法下，外行於二年內對所存款，得享年息五釐之利益。據當時估計，外行存銀，約有二千六百萬元；惟聞日商銀行，尙未同意。然就大體言之，此次政府對於集中現銀之推行，已不可謂非絕大成功。

(丙) 推行領券 四日法令公佈之後，中、交三行，原有取消舊有領券之議。嗣經更變辦法，由財政部訓令銀錢兩業公會，「除發行部份現金，應全數交由中、交三行接收外，其營業部份已封存之現金，及兌換法幣收入之現金，均准由各該行莊按照原有領券辦法，以現金六成，加配政府債券四成，向中央、中國、交通三銀行換取法幣，或照章領用法幣。」換言之，即所有營業部份現金準備，及隨時兌換收入之現幣，均可以領券辦法，換成法幣；並不須以現金一元，兌換法幣一元。在存有此項現幣各行莊，因得享受領券利益關係，自樂於將現金繳出，換成法幣。同時金融業對於市面現銀之收集，從此更可踴躍從事。此項辦法，非特可推廣法幣，增加市面籌碼，實亦爲集中市面零星現銀之極有效辦法。

(丁) 限銀出口 對內雖已施行種種有效之現銀集中辦法，然在國外銀價遠高於國內銀價之情況下，倘不設法加以限制，則現銀之輸出，必且日益加甚。吾國雖受條約之束縛，不能施行白銀出口禁令，然藉平衡稅之適當調節，確可獲得實質上與禁止同等之效力。照去年十月十五日公佈之徵稅定率，爲：(一) 銀本位幣，徵出口稅百分之七·七五；(二) 大條、寶銀，及其他銀類，徵出口稅百分之十；(三) 如倫敦銀價折合上海匯兌之比價，與中央銀行當日照市核定匯價相差之數，除繳納上述出口稅，而仍有不足時，應按其不足之數，加徵平衡稅。故自

去年十月十五日以來，吾國白銀出口，除應納定率之出口稅外，尚須繳納一種隨國內外銀價差額為高低之無定率平衡稅。此項平衡稅，於公佈新政策之十一月四日，為百分之五七·二五，外加出口稅百分之七·七五；納稅總數，即達百分之六十五。換言之，即每運白銀百元出口，共須繳納出口稅及平衡稅六十五元，事實上運銀出口，可獲利益，尚不足以抵償此項應繳稅款。故於實質上其效力確與禁銀出口，並無軒輊。在運銀出口有鉅利可圖之現況下，私收偷運自不易完全消滅；然在嚴厲檢查下，其能漸見減少，想為應然之事。且自紙幣停兌，改定法幣以後，全部銀行現銀，既已收歸國有，自不致再流入偷運者之手。此後即有偷運，亦必零星向民間羅致。與從前可公然以紙幣向發行各行兌現，易得整數現銀者，難易已不啻天淵。故單獨就偷運問題言，推行新貨幣政策，確可獲更進一步之防止也。

據一般估計，吾國所有白銀，全數大致合值在二十萬萬元左右。即將東省除外，計合值亦可在十五萬萬元左右。其中為各地金融界準備，即可集中者，約有五萬萬元左右。散藏民間者，約有十萬萬元左右。將來法幣信用，日見鞏固；紙幣流通，漸見普遍；民間藏銀，自可逐漸集中。蓋現銀在市面既不能流通，民間一部份不能長久窖藏之現銀，勢必逐漸繳出以易成可以流通之法幣，藉資應用也。

(三)統一發行 在停止兌現，集中現銀，並規定中、交三行紙幣為法幣以後，發行統一，為同時必取之步驟。蓋現銀集中後，各行現有發行準備之現金部份，固已收歸國有；即各行所存其他現銀，同時亦均經繳出保管。現銀既全部集中，此後即欲發行，亦屬無所憑藉。

惟倉卒實行新政策，各行在流行中之紙幣，一時既不易全部收回；且操之過急，每反易引起市場無謂之紛擾。故在現狀下，不得不另採過渡辦法。照四日公布之條文，明定：「除中央、中國、交通三銀行以外，曾經財政部核准發行之銀行鈔票，現在流通者，准其照常行使。其發行數額，即以截至十一月三日止流通之總額爲限；不得增發。由財政部酌定期限，逐漸以中央鈔票換回。」是在流通中之中國通商、浙江興業、四明、中國實業、中國墾業、中國農工、中南等各行紙幣，於財政部未公布限期收回以前，仍可暫時行使。惟各行全部法定準備，已分別交出，集中保管。故實質上各行紙幣之負責保證，已由各行本身，直接移於發行準備管理委員會之手，間接即移於中央銀行之手。自後各行紙幣，於信用上實已無分軒輊；於實質上且已不分彼此。倘加細究，與三行所發法幣，實已名異實同。且在禁止用現之情況下，將來各行紙幣之收回，自即以中央銀行紙幣爲之替代。今日之各行紙幣，即他日之中央紙幣也。

除各商業銀行所發紙幣外，各省市立銀行所發紙幣，爲數亦多。其準備既不一致，其信用自更複雜。然在統一發行之整個計劃下，省市鈔之整理，自亦不容或緩。據十二月一日南京電：「各省市政府設立之省市銀行，或用其他銀行名義，而有省市銀行性質者，其所發各種鈔券，亦已截止發行。並已將已印未發，已發收回新舊各券，先行封存。連同現在流通券類所有之準備數目，查明呈報財部。所有冀、陝、晉、甘、湘、鄂等省銀行，河南農工，及杭州浙江地方、天津大中、邊業、漢口中國農民、北平、北洋保商等各銀行所發流通市面鈔券之準備，連同已印未發，已發收回新舊各券，已先由當地三行，會同或單獨接收完竣。」是整理較爲困難之省市鈔，亦已有相當解決辦法。

本國各行鈔票，既定有逐漸收回辦法；於若干時日後，有完成統一可能；則外商銀行發行權之收回，自亦爲應

行採取之步驟。好在外鈔在現狀下，在華流通者，已爲數不多；於若干時日後，全數收回，似尙不甚困難。而從英美各方對此次新政策之合作態度觀之，進行交涉，似可不致極形棘手也。

至中交兩行之發行權，照孔財長四日所發表之宣言，亦似祇以兩年爲限；蓋中央銀行改組完成後，於二年後即可享發行專權。彼時中交兩行，自亦將不能續發紙幣。彼時發行統一，既告完成，幣制整理，亦可告一段落。從前多數發行制度下之各項弊端，至是均可自然消滅。發行無須競爭，在平時既無濫發之虞，亦即無通貨充斥之患；發行已歸統一，遇市而緊張時既無擠兌之虞，亦即無通貨收縮之患。在適當之管理下，自後發行之伸縮性，可以大爲增加；而通貨之效能，亦不難盡量發揮。

(四) 確定準備 三行紙幣，既已定爲法幣，將來其面值之能否維持，胥視信用之是否鞏固；而其信用之是否鞏固，則端賴準備之是否確實。至準備確實與否之表現，似又不外(甲)準備成數，及(乙)準備保管二方面。

(甲) 準備成數 現行發行準備成數，爲現金準備六成，及保證準備四成。中央中國各行，均有特種規程之明訂。民國十七年十一月，政府核准施行之中央銀行兌換券章程，其第二條有云：「中央銀行兌換券之發行，須按照發行額數，十足準備，以百分之六十爲現金準備，百分之四十爲保證準備。」又同年三月，財政部備案之中國銀行發行準備檢查委員會規則，其第二條有云：「本行發行及聯行領用，其準備金須照左列成分辦理，現金準備六成，保證準備四成。」又民國九年修正公佈施行之取締紙幣條例，亦有「紙幣至少須有六成現款準備，其餘得以政府發行之正式公債票，作爲保證準備」之規定。此次新貨幣政策之實行，對於上述各項法規，既未

有明文之廢止，自屬繼續有效。故在現行法規立場上，法幣之準備，仍以六成現金為最低限度。現金準備既未見廢除或減低，紙幣之信用，亦即不應較前有若何損色。

且就事實言之，目下現金準備之價值，實遠超此法定六成之成數。蓋自美國採行白銀政策以來，世界銀市，日見提高；而吾國國內銀價，則未能追隨為等比之上漲。故同此一元國幣，其實值實早已遠超其面值。即以實行新政策之十一月四日言，世界銀市，每標準銀一盎斯，合值英幣二十九便士又十六分之五。則照此行市，吾國國幣一元，在世界銀市，即應值二十三便士又十六分之十五。而查當日中央銀行所開出之對英匯價，每國幣一元，僅為十四便士半。相差較低達九便士又十六分之七。換言之，即國幣實際價值，在國內被壓低達百分之六十五；亦即國幣面值，低於實值達百分之六十五。故反言之，國幣一元，照當日銀市計算，應可合面值一元六角五分。照當時情形，即就上海一地存銀言，已在三萬萬以上；而此項三萬萬元面值之國幣，其實際價值，照當日銀市，實可合高百分之六十五，而為五萬萬元。而當時各行紙幣發行數量，其總額不過四萬三千萬元左右。以實值五萬萬元之現銀，為四萬三千萬元發行之準備，其現金準備成數，實已超出十成。目下政府已集中之現銀，雖尙未經公佈；自己不止三萬萬元。而發行數量，自推行法幣以來，亦必漸見增加。然無論如何，現金準備之極為充足，則似無可疑問。

(乙)準備保管 準備成數，按照數字，雖似十分充足；然設保管辦法，不足以昭示大信，則名存實亡，羣情猜疑，仍不能維持幣信於永久。政府有鑒於此，對於此項現銀之保管，因另組有發行準備管理委員會。其委員除財



政部派定一人，中、交三行代表各二人外，銀錢業公會及商會，亦各有代表二人。並經規定每月查庫一次，將發行數額，及準備種類數額，分別公告。似此，則準備保管之確實，似可無庸更事懷疑。

惟目下尙未完全確定者，即爲各地分設銀庫問題。財政部頗有於國內重要各地，組織分庫之意。最近財政部且已決定於上海總庫外，分設漢口、天津、廣州、濟南、青島、西安、重慶等地分庫。準備分區，原非健全制度。且目下紙幣已經停兌，分區準備，尤已無此必要。不過人民初脫離用現習慣，觀念尙未確定。以爲與準備中心，相去愈近，愈爲安全。故準備金分區保管，無形中可以安定一般人心，且可以增益法幣信用，似亦不無其相當之意義。且目下先組分庫，將來再行集中，過渡辦法，仍屬兩全也。

(五) 穩定外匯 對內雖已停止兌現，並規定三行紙幣爲法幣；然在確實準備之下，尙不難維持幣信。不過此項法幣，在國際之購買力，尙不設法維持，則非特對外貿易，皆受嚴重打擊；即對內幣值，亦將受不良影響，隨生動搖。此穩定外匯，所以更爲新政策極重要之點也。穩定外匯，全恃在海外有充分之基金。此項基金之來源，暫恃外債，固可以維持於一時，俾得喘息之機，除爲根本之圖。即退一步言，逕以現有存銀之一部，出售移充，似亦不可即視爲失計。乘此銀價高漲時機，以銀易金，爲將來改制張本，亦屬絕好機會，且新政策在適當之調節下，國內經濟，固可漸見昭蘇；國際貿易，亦可漸轉好象。而在若干時期後，匯市之安定，更可以召致外資之流入。即今日外逃之本國資金，亦不難漸賦歸來。在此種情況下，今日各方所深加注意之「資金外逃」及「入超」問題，即暫時不能解決，似亦不致即予新政策以嚴重之威脅。新政策自實行以來，已屆月餘。在此時期內，外匯之穩定，固已有事實爲之證明。將來

設能長久維持，則改行金本位，僅須一紙法令之公佈，固不難隨時實現也。

#### 四 新貨幣政策推行時之暫時影響

凡一新政策之推行，於過渡時代新舊交替中，若干方面，感受暫時影響，事實上在所不免。以吾國社會一般對於現幣習慣之深，於霎時間遽須接受停止用現之貨幣政策，其能不起大恐慌者，已屬出於一般意料之外。至社會所受暫時影響，當時雖似頗形紛擾；然事過情遷，一閱月來，確已漸趨安定。此種暫時影響之可得列舉者，計有五端：

(一) 輔幣兌價之紛亂；(二) 物價暫時之高擡；(三) 金銀條文之糾紛；(四) 標金市場之較平；及(五) 銀樓地位之動搖。

(一) 輔幣兌價之紛亂 新貨幣政策推行之始，輔幣兌價，一時極為紊亂。即以上海情形論，十月三十日之「衣牌」——即每元兌銅元數——為三千三百三十文，照當日「角坯」——即每雙角兌銅元數——二百五十五文計算，每元即應可兌小洋十二角又銅元三百七十文。至十一月四日公布新幣制以後，法幣每元對銅元兌價，即縮為二千九百七十八文，計下跌三百五十文左右；而法幣每元對雙角兌價，亦縮為十角又二百七十八文，計下跌幾及小洋兩角。此種情形，顯因停用本位銀幣所引起人民對銀銅輔幣之重視。雖經政府規定公布，法幣每元對銅元兌價為三千文，法幣每元對雙角兌價為十二角，事實上均未能實現。蓋在現國幣禁用之後，與國幣同為銀質之現輔幣，及雖非銀質究為金屬之銅輔幣，因私藏而忽形減少。其對法幣兌價之略縮，實亦為意中之事。

(二) 物價暫時之高擡 新幣制公布後，各地物價，均見暴漲。例如上海米價，每擔即陡漲一元七八角；北平麵

粉，每袋向售二元九角者，即陡漲至三元六角；膠東各縣小麥，每斗向售三元四角左右者，即陡漲至四元有奇。其他津漢各埠，物價均見飛漲；少者高漲亦達十之二三；多者高漲更達十之三四。通貨收革後，國際匯價，既為壓低；國內籌碼，又有增加可能，物價之上漲，原有必然之勢。不過此種一二日間驟然之上漲，則似又有其暫時之特殊情形。蓋其現幣使用習慣極深之我國社會，於一日間忽欲令驟然改使紙幣，在一般售貨者，賣出貨物，易回紙幣，於事實尙未十分明瞭之前，不無觀望不安之態。拒絕出售，固為勢所不能；高價出售，亦可稍得保障。故新政策實行後數日內，各地物價之飛漲，並非為應有之趨勢，而僅為暫時之影響。事實上為日不久，各地物價，果即漸復常態。

(三)金銀條文之糾紛 美國於一九三三年五月，因宣布一切貨幣皆為「無限法償」，曾引起所謂「金條文」(Gold Clause)之訴訟。此次吾國政府明令停止用銀，改以中、交三行所發行之紙幣為法幣，於是此相同之「條文」問題，亦隨以發生。事實上吾國債務關係，契約中每訂有金條文或銀條文，以為債權人之保障。引用銀條文者，如約定將來清償時，應以一定成色及一定重量之銀幣，償付債務是。其引用金條文者，如約定將來清償時，應以指定外幣，償付債務是。據法律界之觀察，此項金銀條文，似仍繼續有效。蓋民法對此早經有明文之規定。其第四八〇條第三款云：「金錢借貸，約定以特種貨幣為計算者，應以該特種貨幣，或按返還時返還地之市價，以通用貨幣償還之。」又民法第二〇二條云：「以外國通用貨幣，定給付額者，債務人得按給付時給付地之市價，以中華民國通用貨幣給付之；但訂明應以外國通用貨幣為給付者，不在此限。」觀此，則金銀條文，於改制後之繼續有效，似可無疑義。惟事實上債權人是否請求執行，則又為另一事。如中和產業公司(Central Properties, Ltd.)所

發一千八百萬元國幣之五釐半十年期債券 (5½% 10 Year Debentures) 有以至少合二三·四九三四四八公分純銀之銀元償付本息之規定；而事實上經持券人大會議決，於二十四年十二月三十一日應付之一期利息，暫得以現時通行之法幣——中、中、交三行紙幣——償付，即其一例也。

(四) 標金市場之較平 「爲使法幣對外匯價，按照目前價格穩定起見，應由中央、中國、交通三銀行，無限制買賣外匯；」新政策已有明文之規定。故自新政策實行以來，外匯經由三行無限制之買賣，竟絕無變動。英匯穩定於英幣十四便士半（每法幣一元）；美匯穩定於美金二十九元七角五分（每法幣百元）；日匯穩定於日金一百零三元（每法幣百元）。外匯及法幣間，既無若何漲落；因之標金行市，亦變動較平。蓋外匯係代表金幣，法幣係代表銀幣；故外匯對法幣，實含有金銀比價之意義；而標金及法幣間之關係，亦同係一種金銀比價。在實行改制以前，外匯市場及標金市場之漲落，通常息息相連，關係極密。自外匯由三行用人力加以穩定以來，標金市場間接受其影響，漲落遂亦較微。雖事實上標金行市，係根據關金計算。不過關金本身之行市，因係根據倫敦金價計算，折合時自仍與英匯有關。故英匯之穩定，至少可因標金行市變動中一種成分——英匯——之穩定，而使標金行市較爲穩定。按諸統計，更可昭然。在實行改制之前一月——即十月——中，標金最低市價爲八七九·二元，而最高市價達一、二一七元；高低相去，計達三三七·八元之鉅。而改制後一月——即十一月四日至月終——中，標金最低市價爲一、一三四·四元，而最高市價亦僅爲一、一六四·二元；高低相去，僅約三十元左右。且事實上逐日漲落，確極爲平穩。故在外匯穩定之情況下，標金市場之將較爲安定，似確爲意中事。

(五)銀樓地位之動搖 自銀幣禁止流通以後，以白銀爲原料之銀樓業，其地位即隨生動搖；蓋白銀既收歸國有，銀樓原料即乏來源也。爲補救起見，財政部另公佈有用銀管理規則十二條，規定：『凡製造銀器銀飾，應以化學銀爲原料；其必須摻用純銀者，所含純銀量，不得超過百分之三十。』其舊已『製成之銀器銀飾，暫准照舊出售，至售罄爲止；其未製成品之銀料，不得私行出售。』惟此項舊存銀貨及銀料，均須報由中、中、交三行，轉報財政部。此後需用銀料，亦經規定由三行供給；惟其最高限度，以『前三年該製造者出售銀器銀飾平均數量百分之三十爲準。』自此項規則公布後，銀樓業會另呈財政部，重申困難實況。蓋從前銀樓製造銀器，照業規原含有純銀百分之八十八，今減低至百分之三十，質硬色劣，不適製器，或確係事實上之困難。惟財政部是否能允其通融辦理，則尙難預測。是今日銀樓之地位，顯有變更。池魚之殃，固非始料所及也。

##### 五 新貨幣政策推行後之可能利益

凡一種新政策之推行，其結果之爲利爲害，關係於政策本身之是否完善者固多；而關係於施行後處理之是否得當，環境之是否適宜者，亦頗非細。故其所得之結果，往往不能盡如預期。吾國新貨幣政策推行以來，已幾五旬；目下進行雖尙順利，而未來之有否意外困難，亦頗難預言。吾人設於此時試爲可能利益之推測，舉其要者，似有五端：(一)消除社會恐慌心理；(二)健全整個金融機構；(三)刺激國內產業；(四)發展國際貿易；(五)造成整理財政機會。

(一)消除社會恐慌心理 自去歲美國積極施行白銀政策以來，始之以銀價之狂漲，繼之以存銀之外流。通貨收縮，信用呆滯，物價慘跌，企業凋零。在不景氣籠罩之下，社會恐慌心理，日漸蔓延，更日見增強。謠言之傳，不曰將行低貶幣值，即曰將行通貨膨脹，羣情惶惑，大有亟亟不可終日之勢。在此種情況下，消費者既無從「安居」，生產者自更難「樂業」。政府於此時毅然下幣制改革之令，真相既明，羣疑盡釋。政府既定有整個之政策，人民即獲得應付之方針。昔日之徬徨中道，莫之適從者，今日已得有根據，可轉為未來計劃之預籌。此種社會心理上之更變，對於暫時恐慌之減輕，固極有實效；即對於經濟復興之前途，確亦極有關係也。

(二)健全整個金融機構 吾國金融機構，向不健全。以言貨幣制度，則本位雖經決定，而輔幣仍屬紊亂；紙幣雖極流通，而發行仍頗複雜。以言銀行制度，則中央銀行雖經成立，而對於中央銀行應有之發展，尙鮮推行；其他各種銀行雖頗發達，而對於各行名實兩全之推進，尙少努力。最近世界恐慌餘波，漸及吾國；而美國白銀政策，更相逼而來。經濟界首當其衝，而吾國金融機構之弱點，至是更暴露無遺。此次新貨幣之推行，倘能以改進整個金融機構為目標，逐步完成其理想之計劃，則於此方面，能獲得若干收穫；如(甲)脫離世界銀市影響；(乙)建立整個貨幣制度；(丙)增加金融控制力量；(丁)調整整個金融系統等等，亦似非絕不可能之事。

(甲)脫離世界銀市影響 吾國向以銀為本位，而銀價之漲落，則向聽倫敦銀市之指揮。倫敦銀市漲，則吾國之幣值，即隨以漲；而吾國之外匯，亦隨以長。反之，倫敦銀市落，則吾國之幣值，即隨以落；而吾國之外匯，亦隨以縮。蓋銀貴，則銀幣隨以貴，金幣隨以賤；銀賤，則銀幣隨以賤，金幣隨以貴；有必然之勢在也。故在過去吾國沿用銀

本位之情況下，在幣制上，非特因銀價之受人操縱，而永立於「被支配」地位；事實上且因金銀行市漲落之背馳，而永立於「與人衝突」地位。兩年來吾國貨幣之爲美國白銀政策所支配，已爲舉國所公認；而在金本位各國競爭壓低幣值之現況下，激起吾國幣值之高漲，則與人利害相背之「衝突」形勢，亦正由吾國當時固守銀本位所造成。自此次新政策實行以後，全國白銀，已告集中；通用籌碼，已爲紙幣。對內言之，雖發行紙幣，仍以現銀爲準備；然此項紙幣，既不能換成現銀，自己與從前用現時代之每一國幣實含有若干純銀者，於本質上，顯有差異。換言之，即自後此項紙幣，因已不能兌現，即已與現銀暫時脫離關係；因已與現銀脫離關係，即已不受世界銀市之影響。更就對外言之，吾國賴平衡稅之適當運用，已獲得實際上之禁銀出口。吾國存銀，既不能由任何人自由向外出售，則與世界銀市之漲落，更顯然可不再受其直接影響。且自禁銀實行後，我國幣制，在國際實已由銀本位而變爲紙本位。此項紙本位之國際匯價，其漲落已完全不受銀價之支配。因自後紙幣，已不能如從前之可以換成銀幣；即有銀幣，亦已不能如從前之可以自由運出國外。故自新政策推行後，吾國貨幣，即已完全脫離世界銀價之羈絆。此後不論世界銀價之爲漲爲落，吾國幣值，對內對外，均已不受其影響。最近（十二月九日起）美國忽減少購銀，致世界銀市，大爲混亂。十二月七日，倫敦現期銀市，尙爲二十九便士又十六分之三（每標準銀一盎斯）；至十四日，已跌至二十六便士又十六分之七；一週間計下落二便士又四分之三，幾跌去百分之十。設在未改制以前，在此種情形下，吾國幣值即應隨跌百分之十，吾國外匯即應隨縮百分之十。而事實上此次銀市之劇變，對吾國匯市，竟絲毫未有影響；中央銀行所開之對英匯價，仍依舊爲十四便士半。是在新制下吾國貨

幣可脫離世界銀市之影響，已有事實爲之證明。

(乙) 建立整個貨幣制度。吾國貨幣，向無制度。銀兩早經廢除，然事實上內地邊省——如新疆——銀兩仍未絕跡；國幣早經統一，然事實上即通都大邑——如廣州——亦每另有本位。至小洋銅元之複雜，更無論矣。更以紙幣論，則除本國銀行所發行之兌換券外，有爲外商銀行所發行之外鈔；有爲省市政府間接或直接所發行之紙幣；更有爲普通商店等非金融機關所發行之私票。其情形之紊亂龐雜，更每非常人所能明瞭。自實行新制以來，第一步已實行之集中現幣，第二步將實行之收回輔幣，實已樹統一硬幣之先聲。而紙幣之集中，更足以漸引發行制度使上健全之途徑。此後以統一之法幣——三行紙幣——替代從前尙未統一之現幣，以統一之新輔幣及輔幣券，替代從前向不統一之各種舊輔幣，事實上健全貨幣制度之建立，確頗非不易實現之事。

(丙) 增加金融控制力量。吾國自有中央銀行以來，已逾八載。而此過去之八載中，中央銀行對金融市場控制力量之極爲薄弱，則頗無可諱言。蓋彼時中央銀行之信用，尙未鞏固。在信用未敷之情況下，欲謀市場準備之集中，遂爲事實所不許；而在準備未集中之情況下，欲謀控制市場力量之增厚，更爲情勢所不能。去歲交通改組及今春中國改組之結果，中、交漸成「三位一體」之局面。控制力量，原已增加不少。加以自改行新制以來，集中銀幣，另定法幣。此後非特爲往日金融命脈之現金，已盡入三行之掌握；即全國金融之基礎，亦已改爲三行之法幣。此後三行雖仍存有現金準備，而其他一般金融業之所謂「現金準備」，即均已爲三行所發行之紙幣。換言之，即此後一般金融業之最後信用，直接已惟三行之法幣是賴，間接亦即已惟三行之信用是賴。在此種情



形下，一般金融業之依賴性，自己大為增加。一般金融業依賴性之增加，亦即三行控制力量之增加。自後在準備集中下，重貼現不難實現；而公開市場亦不難即見推行。對內如何藉發行之縮伸，以調節通貨之需給；對外如何藉基金之操縱，以維持外匯之安定。實力既充，權衡在手，用之適當，確似不難收控制金融之效。

(丁)調整整個金融系統 吾國金融界，向乏系統。從銀錢兩業言之，則因本身利害之不同，每有不能通力合作之趨勢。錢業成立較早，竭力謀保持其一部份勢力，對比較新進之銀行界，常處於對立競爭地位。於是銀錢兩業，於理論上雖似具一致之利害，而於事實上則每儼然如涇渭之分流。更就銀行業本身言之，則若者為匯兌銀行，若者為實業銀行，若者為農工銀行，若者為商業銀行，若者為儲蓄銀行，若者為邊務銀行，若者為華僑銀行，若者為專業銀行。名稱雖應有盡有，而一究其實，則往往名異而質同，大致俱與一般商業銀行，無若何重大區別。惟過去之銀行業，對正當之推進途徑，雖亦頗感困難；而對特殊之發展機會，則頗有途可循。資金可以藉發行爲活動，投資可以恃債市爲捷途。在地產蓬勃時代，信託固爲出路；而在幣制紊亂之情況下，匯兌更爲一大利源。惟實行新政策以後，發行已經集中，在昔特發行爲挹注之各行，固已非另覓新途徑不可；而地產之慘落，公債之標高，均與銀行之未來投資政策，有密切關係；至幣制統一之足以影響內匯業務，外匯穩定之足以影響外匯業務，更屬事實昭彰。自後銀行之出路，既日見狹隘，則非設法明訂界限，於不同路徑上，謀個別之推進，爲正當之發展，否則必且有同歸於盡之危險。在往日對調整整個金融系統之建議，掩耳不願聞者，今且有渴望其速成之趨向矣。時機之至，事半功倍，今昔勢異，非愛憎有變也。

(三)刺激國內產業 產業之盛衰，胥視經營之盈虧；而經營之盈虧，每依賴物價之漲落。蓋就常情言之，大致物價上漲之際，經營易獲盈利，而產業隨以繁榮；物價下落之際，經營每多虧損，而產業亦隨以不振。此次改行新制，雖經政府一再申明，不爲通貨之膨脹。然在事實上，一方因通貨制度之改善，一方因社會恐慌心理之祛除，市面籌碼，可以得合理之流通；銀行信用，不致如往日之滯阻。在此種情況下，物價爲輕微之逐漸上漲，似頗有可能。於是工商業利潤漸增；工人失業漸減；農人亦因農產品價格之漸漲，而漸增其購買力。於是消費增加，產業漸呈蓬勃之象。同時因本國幣值之減低，外幣爲比例之增貴，外貨輸入，折價提高，成本加重。減少其對國貨之競爭力；亦間接足以爲產業之一助。且幣值跌落，間接擡高關金之行市，事實上即不啻關稅之提高。其有利本國產業，更爲明顯。故就大體言之，此次推行新政策，多少可予本國產業以良好影響。

(四)發展國際貿易 自外匯經三行用人力穩定以來，經營國際貿易者，因外匯漲落風險之免除，可以增加其貿易之便利，自不待言。且改制後，我國新幣值既較前爲低，我國輸出品之價格，在國外市場，亦當較前爲低。則在推銷上，自將較前爲易；於競爭地位上，亦將較前爲優。雖發展國際貿易，因素不一，然因本國幣值之降低，使吾國出品在國際市場於成本上價格上得較前略占優勢，則事實頗爲昭著。此種優勢，至少可視爲此次改制對於發展國際貿易之一助。

(五)造成整理財政機會 此次之推行新政策，雖經政府表示並無財政上之目的。然以準備金作新評價，爲擴大發行之根據，以克服在整理過渡時期政府財政上之困難，至少視爲一種可能之融通。而此種融通，於確有把

握之財政整理下，亦不能即視為不盡合理。

且在改善金融之整個計劃下，壓低市場利率，以輔助工商業，必為其目標之一。然欲壓低市場利率，必先減低銀行存款利率；欲減低銀行存款利率，必先壓低公債利率。蓋因資金競爭關係，公債利率過高，則銀行存息必不能過於減低；銀行存息不能減低，則一方就銀行放款言，因成本關係，其利率必不能過於減低，一方就資本市場言，因競爭關係，其投資必不易十分發展。有資者以款存銀行，提取既便，利息亦優，自俱不願投資於負險較重之各種產業證券。故為整個工商業計，為整個金融計，公債利率，均有壓低之必要。論者每視今日政府之擡高債價，壓低合息，為將來政府實行減息掉券之先聲，頗非無見。此項公債減息之實現，附帶足為政府整理財政之一助，事實更極為顯著。

## 六 結論

總之，此次新貨幣政策之推行，雖仍有其不可避免之困難，及其他亟待進行之改革。然在吾國現在之經濟環境下，居然能安渡此最難應付之改革初期，已屬超越預期之特優成績。吾人就事論事，決不能不顧及現處環境，以理想之結果，為希冀之目標，而深致其不滿之辭也。

——二十四年十二月，載新聞報「經濟常識」欄——

## 一 羅斯來華與中英貨幣聯繫

自本年六月初旬，英、美、法、意諸國，倡議派遣財政專家來華考察以來，英即首派其首席經濟顧問李滋羅斯爵士（Sir Frederick Leith-Ross），啓程來華。爵士爲英國第一流財政專家；自一九〇九年起，即參加英國財政部；歷任首相機要秘書；賠款委員會金融部英國代表；財政部副審計官；海牙會議英國主要金融專門委員；國債委員會主席；世界經濟會議預備委員會英國代表及委員等要職；自一九三二年起，任英政府首席經濟顧問。此次爵士奉命來華，足覘英政府對華經濟之重視。

尤可注意者，即爵士於來華之前，取道日本，先與東京作一度之接洽。爵士於九月六日抵日，於十日正式會見日廣田外相，及日本銀行總裁深井。爵士於抵日時，曾對新聞記者申述其使命（路透社六日東京電）爲「調查中國目前之經濟財政問題，而以其意見報告於英政府。」至其過日目的，則爲「欲與日當局及財政家交換英日在華關係之意見。」於此可見爵士在啓行之前，於國內早已有相當之計劃與準備，而抵華之前，於途中復有種種之接洽與佈置。態度如此之審慎，則爵士此行意義之重大，及其使命之非同尋常，更可意想而得。

爵士於日本作二週之勾留，已於二十一日行抵上海。據聞爵士留華考察時期，或須繼續至數閱月。最近爵士於赴京正式與當局接洽之後，已返滬開始工作。爵士在日接洽之結果，吾人既無從爲憑空之懸揣；而爵士於抵華

後，又似諱莫如深，並未可有可資依據之表示，以爲吾人立論之參考。

自世界經濟恐慌以來，國際市場之爭奪，頗有日趨尖刻化之勢。在各國競謀發展國外市場之潮流中，吾國市場，遂成爲英、日、美三國積極爭霸之地域。美國既實行白銀政策於前，日本又盛倡經濟提攜於後；於是英國在華之固有勢力，不無日見窮蹙之感。蓋白銀政策之推行，爲美國侵略中國市場企圖之暴露；而經濟提攜之實現，更爲日本獨占中國市場企圖之肇端。於是羅斯博士遂不得不有來華之行。證以博士於來華之前，先有赴美之風傳，而終成爲訪日之事實，更可見其於行前之躊躇考慮。而從其最後去捨之決定，益可以覘英國意志之向背。

## 一 羅斯來華與美國立場

英國對美關係之變化，近年事實，頗爲顯著。溯自華府會議後，英國所採取之遠東外交，已由英日同盟，而轉爲英美聯合。原期與妨礙列強遠東政策之日本脫離關係，而造成英美聯合之陣線，希圖在遠東打開一新局而。不過，美國對歐立場，向取孤立政策——旁觀政策。過去除參加歐戰外，對歐洲危機，始終保持其沉默不參預態度。對於以維持和平自任之國聯，既未參加；對於苦慮歐局之英國，更未嘗有積極之援助。而於英殖民地問題，戰債問題，軍縮問題等，反均與英國處於對立地位。同時，美國對遠東問題之態度，證諸過去事實，亦已漸不如往年之積極。不久以前，駐美英使，欲於偽滿實施石油專賣，對華共同借款，以及華北事件等問題上對日本加以相當之牽制，曾在華盛頓積極活動，而美國態度，則頗爲冷淡，終未獲要領。故在政治立場上——尤其在遠東之政治立場上——英美

聯合陣線，已有不足以適應英國目下期望之趨勢。

尤使英國深切顧慮者，則爲美國在華經濟之發展。於貿易方面，一九一三年大戰前，美國對華輸入貿易，僅占中國輸入貿易全額百分之六；至一九二四年，已增爲百分之一八·四；至一九三四年，更已進爲百分之二六·一六；一躍而居對華輸入貿易之第一位。於投資領域，美國雖向爲落後；然自滿洲事變以來，卽就棉麥借款五千萬元，航空公司三千萬美元，公路建設借款一千五百萬美元，航空製造廠借款四百萬美元四項而言，已幾達美金一萬萬元之鉅數。其發展之特飛猛進，自更足以促英國之反省。

美國更進一步，儘量發展其積極策略，企圖以金融資本之威力，逐漸造成其在華經濟之優勢。於是復有白銀政策之推行，以增加美國爭奪中國市場之力量；以增強各國在華利害之衝突；並以增速中國金融制度之動搖。蓋提高銀價，卽提高中國幣值；反言之，卽對中國壓低美國幣值。此項政策，便於美貨在華之推銷；且足以抵銷英日過去降低幣值所造成之利益。其結果，爲美國爭奪中國市場力量之增加。在華企業，以英日爲最多。美貨在華傾銷之加厲，間接卽予英日在華企業以重大之打擊。且銀價提高，卽中國幣值提高，更予恃中國原料爲供給之英日企業，以極大之不便。其結果，爲各國在華利害衝突之增強。銀價提高後，銀幣之購買力增加，其反響爲中國國內物價之跌落。在此種情況下，已頻破產之農業，既無復興之望；日就衰落之工業，更有崩潰之虞。產業之不景氣，影響及於金融業，而爲信用之滯阻。加以國外銀價，經一再提高，而同時國內銀價，未能追隨爲等比之上漲。國內外銀價，既有高下，（國外銀價較國內銀價，曾一度高出，達百分之三十五）運銀出口，頗有利可圖。雖經政府設法限止，而過去白

銀運出者，已逾上海存銀三分之一。現銀出口，準備減少。鈔券發行，既受其限制；銀行信用，亦不敢擴張。於是通貨收縮，籌碼減少，產業不景氣之加厲，益促成金融業之不安。其結果，為中國金融制度動搖之增速。

中國欲於此種環境下，謀經濟上之出路，自以放棄此行市非我控制，市價日見高漲之銀本位，為被迫必由之途徑。則待得善價，以銀易金，加入「美元集團」，頗非絕不可能之事。至此，中國貨幣，既與美元結成聯繫，美國於對華貿易上，及投資上，必可為更進一步之發展。此項美國在遠東之經濟積極進展策略，自不能逃英國之注意。

故羅斯爵士此行，就對美立場言之，於政治方面，或為放棄英美聯合陣線之朕兆。而於經濟方面，則謀所以與美國抗衡，似亦為極自然——在現狀下且為極需要——之步驟。據上所述，英國於遠東問題，對美確有極深切之關係。此爵士於離英前，所以曾有一度先赴美一行之風傳，冀得美之諒解於事前。至其後終改取道三島者，則權衡輕重，更有其極充分之理由在。

## 二 羅斯來華與日本立場

華府會議後，英國放棄英日同盟之結果，使英國失去遠東外交之支柱，已非得計。而同時英國近來受世界經濟危機之影響，受歐洲不安政局之牽制，受對美相持局面之顧忌，受殖民地離心力日漸增大之逼迫，致原擁有世界上之支配地位，在隨時應付下，不斷發生動搖。其遠東外交焦點——中國，更因國民革命之爆發，及反帝國主義之擡頭，在在使英國在華既得權益，受其威脅。而同時日本則處處利用機會，以貫徹其「大亞細亞主義」，日向亞

洲大陸進攻，期完成其「東亞門羅主義」之基礎。經一九三一年之東北事變，英國在遠東之支配地位，愈見脆弱；而英國向抱之遠東政策，遂有根本動搖之虞。是今日英國在遠東政治上，對日關係，似頗有亟謀闢新局面之需要。

日本在華經濟之躍進，更一日千里，予英國以重大之打擊。於貿易方面，雖因受「九一八」事變之影響，及東北市場之被佔，日本對華輸入貿易，於數字上未見有若何進展。然於投資方面，則駁駁乎有超越英國而上之之勢。在一九一四年祇占各國對華投資全額百分之一三·六者，至一九三一年，已增為百分之三五·一，可為明證。蓋日本無論在地理上、人種上、工業上，在華均占有較有利之地位。「九一八」事變之結果，東北已為日本之獨占市場。而久被認為英國勢力範圍之華南，亦早受日本勢力之侵蝕。即英國素視為勢力根據之長江流域，亦有逐漸被侵之勢。而在盛倡華北經濟合作聲中，日本勢力，在華北市場之將漸佔優勢，更為推想中當然之事。且最近日本所高唱之「中日提攜」論調，實為獨占中國市場之煙幕，英國自早洞窺其隱。此與英國之遠東傳統政策——可以「門戶開放」、「機會均等」、「利益均沾」等口號為代表——根本相背。據日聯九月二十八日東京電，日本已有「積極調整中日全面關係之決心」。經外務、陸軍、海軍、及大藏省迭次之協議，已「決定以中日經濟提攜為中心之對華政策」。此項提議之原文，尙未發表，此時自尙不能懸揣其內容。但即據前次所傳日本方面提出之具體方案，已可略測日本目標之所在。此項方案之要點為：（一）以中國原料品與日本工業品互易，實行物物交換；（二）由日本銀行團在滬設二萬萬元之信用借款，以調劑中國金融。就第一點觀之，在物物交易之協約下，中國在經濟上



固已降爲日本之附庸；而在中國市場爲日本獨占之情況下，非特低廉之中國原料，將全部爲日本所壟斷，即中國對外貨之消納力，亦將全部爲日本工業品所獨占。此時英國之對華貿易，從而其對華投資，均將受空前之大打擊，似亦爲理所必至。就第二點觀之，以二萬萬元之信用借款，操縱中國金融，從金融之密切關係，逐漸結成貨幣之聯繫，以實現其中日「滿」經濟集團之雄圖，自又與英國在遠東經濟均衡發展之原則相衝突。

故羅斯爵士此行，就對日立場言之，於政治方面，或爲企圖調整英日關係之初步；而於經濟方面，則謀所以獲得英日對華經濟上之新諒解，或非遠離事實之推測。蓋英國欲在華保持其固有之經濟勢力，或謀進一步爲相當之發展，則事實上非事前獲得日本之諒解，必且受種種之阻礙，甚且引起兩國間嚴重之衝突，而爲國際糾紛之導火線。於是爵士此行，遂不得不取道日本，事前向東京作一度之接洽。

### 三 英國對華經濟上之企圖

據上所述，爵士此行，實以謀鞏固英國在華經濟地位爲其中心目的。蓋在日美之積極推進下，英國在華勢力，已有日趨衰落之勢。從貿易方面言之，英國近年來之對華輸出，固早已落日美之後。即以去年而論，英貨進口總值，僅占我國進口貨總值百分之一二；而同時美國則占百分之二六·一六；日本則占百分之一二·二一。吾人即將香港併入對英貿易之下，將臺灣、朝鮮，及關東租借地，併入對日貿易之下，英國輸入亦僅約占總輸入百分之一五；日本約占百分之一四。惟日本對東北之貿易，尙未併入計算；若將日本對東北之輸出計入，則其事實上對華輸出，

或且超越美國，英更無論矣！故近年英國對華貿易衰落之成因，不在中國經濟之不振，而由於新興勢力之競爭。英國對於此種由新興勢力所造成對華貿易之衰落，自必極爲關懷。而此種新興勢力，又實以日本爲其重心。此英國於經濟上對華有所企圖時，不得不深加注意者一。

更從投資方面言之，照萊穆氏之估計（見C. F. Remer, Foreign Investments in China 第二六頁，）一九三一年，英國尙以占各國對華投資全額百分之三七，高佔首席。但同時日本亦已急起直追，以占全額百分之三五，佔有次位。惟以此項百分數與大戰前之投資額較，則在一九一四年，英國已早占百分之三八；而彼時日本尙祇占百分之一三。是自一九一四年以來，英國對華投資，並未有若何之進展；而在同一期間，日本進展之速率，實達從前之二·七倍。日本對華投資過去之成績如此；而其未來之可能，更似未可限量。以日本與中國相距之密邇，以日本在中國勢力發展之迅速，在「中日經濟提攜」口號掩護之下，英國對華投資之首席，轉瞬終必爲日人攘奪以去。此種英國對華投資退落之成因，不在對華之不能繼續投資；而又在於新興勢力之侵蝕。英國對於此種由新興勢力所造成對華投資之退落，自必更爲關懷。而此種新興勢力，又實以日本爲唯一之對敵。此英國於經濟上對華有所企圖時，不得不深加注意者二。

尤有進者，英國對華關係，於通常直接貿易及投資外，尙有其特殊之情形在。其一，英國對華貿易，其實際勢力，並不僅限於英國本部。其殖民地之對華貿易，亦多在英人之手；如加拿大之麵粉，印度之棉花等，多數由英商輸入中國。其二，英國對華無形項目之收入，關係仍巨。如英國在華之航業，勢力極大。此外如保險、銀行等，亦頗不弱。在新

與勢力日漸膨脹之情況下，此種固有之特殊勢力，自亦將受其影響。此英國於經濟上對華有企圖時，不得不深加注意者三。

加以日本近年在華政治勢力之進展，如入無人之境；自非處於歐洲局勢緊張下自顧不暇之英國所能過問。惟英國目覩日本在華經濟勢力，緊隨其政治勢力而進展。強制既為勢所不能；放任又非心所甘服。則由此以為推論，英國在現狀下，企圖保持並鞏固其在華經濟上——貿易上及投資上——之地位，其策略必以避免與日本有正面衝突為前提。換言之，即應取與日妥洽之策略。更申言之，英國向日提出之對華政策，必為英國於某種讓步下，可獲得日本同意之條件。在另一方面言之，此種可獲得日本同意之條件，自必同時給予中國以相當之引誘力，俾易獲中國方面之贊助，以謀計劃之實現。

在現狀下，合於上述條件之英國對華政策，從吾人分析之結論觀之，似莫善於由奪取吾國貨幣權入手。

英國希冀吾國貨幣之加入「英鎊集團」，已非一朝一夕之事。本年春間，上海英資本家沙遜氏之英鎊借款建議，可視為英國此種企圖之試探。沙遜氏建議內容之主要點為：（一）以英鎊借款，救濟中國金融恐慌，發行與英鎊等值之「上海鎊券」；其數量等於借款之數額。（二）「上海鎊券」與國幣共同通行於市面，視為一種「代幣」；可在倫敦兌付英鎊，或在上海依照當日英鎊匯價，兌換銀元。（三）「上海鎊券」對於關稅之償付，進口貨物之購買，英國債券之支付，及一般儲存，皆可使用。沙遜氏此項建議，申言之，即企圖於中國幣制內，加入一與英鎊等值之紙幣。此項紙幣，即以借款全額為之準備。自後中英兩國間之債務，即可以此共同之貨幣單位為收付。在此項計劃

下，名義上中國雖似仍以銀幣為本位，而實際上則實已成為英鎊之附庸。蓋推行後，對外以「上海英鎊」為收付單位，將為自然之趨勢。自此對外用英鎊，對內用銀幣，中國幣制將成為變相之虛金本位——與英鎊相聯之虛金本位。沙遜氏此項建議，當時雖未為政府所接受。然視為英國對中英貨幣發生聯繫企圖之初步試探，似尚不為遠離事實之估量。

類似此種之中英貨幣聯繫計劃，於英國在華之經濟勢力，固有絕大之利益；同時在中國方面，處今日金融危機日迫之情況下，似不無一加考慮之可能；而在日本方面，在英國於他方面相當之讓步下，亦不無獲得諒解之機會；請得而申其說。

從中英貨幣之聯繫，可獲得中英匯價之穩定。匯價穩定之結果，一方固足以刺激英國對華貿易之活動；他方更可以便利英國對華投資之參加。在共同之貨幣單位下，英國於對華貿易上，至少對美競爭，可較佔優勢；即對日競爭，亦不無進展。至於英國對華投資上，更可因貨幣聯繫所獲得之便利，以完成其連結印度與中國西南各省之大鐵道建設計劃，以整個納中國西南各省於英國經濟勢力支配之下。過去所傳川漢鐵路改定路線問題，經吾國政府鐵道顧問英人哈門特少將之計劃，必已有相當決定。當羅斯爵士留東京接洽之時，正哈門特少將調查竣事過日之日（九月十一日，日聯東京電，哈門特過日晤爵士）。英國對於此項大規模鐵路投資計劃之實現，自希冀其在中英貨幣發生聯繫之後，則英國對於中英貨幣發生聯繫之企圖，在現狀下，自必極為熱望。此為英國方面之態度，吾人不難根據事實，懸揣而得。

至此種中英貨幣聯繫計劃，就吾國方面言之，於純粹金融立場上，確頗有考慮接受之可能。吾國幣制，在今日之銀本位下，胥受世界銀價漲落之影響。吾國用銀，他國用金。銀落則金漲；銀漲則金落。銀落，對外則外幣隨貴，對內則物價隨漲；銀漲，對外則外幣隨賤，對內則物價隨落。故在今日吾國沿行銀本位之情況下，對內則物價，對外則匯價，胥受世界銀市——吾所無力過問之世界銀市——之控制，之羈絆。其為「被支配」已非一日；因不須待與任何外幣發生聯繫後，始為「被支配」，彰彰甚明。且一部學者之主張，以為在各國均已用金之情況下，而吾國仍繼續用銀，則在幣制上，非特將因銀價之受人操縱，而永立於「被支配」地位；且將因金銀行市漲落之背道，而永立於「與人衝突」地位，似亦不為無見。兩年來，吾國貨幣之為美國白銀政策所支配，已為舉國所公認；而在金本位各國競爭壓低幣值之現況下，激起吾國幣值之高漲，則與人利害相背之「衝突」形勢，亦正由吾國固守銀本位所造成。則於此時改革幣制，為加入任何「貨幣集團」之考慮，於純粹金融立場上，確似不能謂為自投「被支配」地位。吾國在此種情形下，與向主通貨緊縮之「金集團」相聯，既非得計，更無可能。轉與向主通貨膨脹，且因白銀政策已失吾國同情心之「美元集團」相聯，亦似已非其時。而同時日本企圖之中日「滿」集團，去實現又尚甚遠。環顧各國，捨此「英鎊集團」盟主之英國外，於他各方面確絕少與發生聯繫之可能。且英國因有廣泛領土之維繫關係，對貨幣向採安定政策。吾國貨幣，與英鎊發生聯繫，從長期趨勢言之，吾國幣值之變化，或可不至過於劇烈，比較上尚不能謂為失策。故從各方面觀之，中英貨幣發生聯繫，似頗非絕對不能實現之事。

從日本立場言之，其現狀下之金融力量，既不足以即促「東亞集團」之實現；而美國尚未放棄之攘奪中國

貨幣權企圖，又隨時有活動之可能。日本權衡利害，自以中國加入「英鎊集團」較為有利。蓋日本本國之對外匯兌，亦惟英鎊之馬首是瞻。日本原不啻為「英鎊集團」之一份子。設中國貨幣，因與英鎊發生聯繫，而對英匯價，趨於穩定。則日本對華之匯價，亦可隨以平衡，而獲得對華貿易及投資上之便利。故在英國相當之讓步下，日本對於此項計劃，亦似頗非絕對不能諒解之事。

英國深思遠慮，早已洞悉此中關係。則羅斯氏此行之以中國貨幣為中心，就吾人觀察所得，似非遠離情理之推測。羅斯氏抵華後，對於中英貨幣聯繫企圖，雖曾加以否認。然從其在日談話中，又似不無跡象可尋。九月十三日電通東京電，羅斯氏於該日下午，往訪日高橋藏相，「首由羅斯氏發言，謂英政府為謀恢復疲敝之中國經濟，派余赴華，尋覓解決方法。抵華之後，對於中國經濟——尤其是中國幣制，擬詳加研究」云云。則其使命之偏重中國幣制，似已情見乎辭。而所謂「此種計劃，首蒙其利者，當為日本之貿易」，言外之意，捨指英日成立諒解，使中國貨幣與英鎊發生聯繫外，又將誰指？

### 三 輔幣及其最近之整理 二十五年四月二十九日

輔幣爲輔助本位幣行使時之不足所發行之一種而額較小貨幣。其效用不外：(甲)擔任小額交易之媒介；(乙)應付戶額收付之餘數，及(丙)便利日常買賣之零找三點。

#### 一 吾國原有之輔幣

吾國輔幣，向有銀銅兩種。銀角之鑄造，實開始於光緒十有六年，由廣東先行開鑄，成色爲千分之八百二十。較當時所鑄龍洋之成色，低去千分之八十，故饒有餘利。湖北繼之，各省造幣廠亦開風響應，各自鼓鑄。不久，而銀角流行於市面者甚多，價因日貶。民國紀元以來，雖屢有十進行使之企圖，然迄未能持久實行。

至全國流通銀輔幣之數量，據耿愛德氏之估計，以上海條銀及寶銀所鑄之銀輔幣，約可合大洋一萬萬元；其以舊輔幣及外來銀幣改鑄者，約可合大洋三萬萬元；總計爲四萬萬元。惟據湯良禮氏最近之估計，謂銀輔幣數量，當在三十萬萬左右，其中雙角數量，當在二十五萬萬枚左右，而其合值，則至少當在國幣四萬五千萬元左右。估數略高，或與現狀較近，蓋耿氏之估計，尙爲數年前之數字也。

至於銅幣，亦由廣東幣廠，於光緒二十六年，首先鼓鑄。每銅元一枚，合錢十文。自後各省相率仿效，流行日多，兌

價隨之目跌。至民國二十五年間，每國幣一元，東南各省，大致可兌銅元三百枚左右。至當二百文，當一百文，當五十文各銅幣，雖於山西、河南、四川等省，仍有流行，而其區域，則並不甚廣。至於當二十銅元，則通行於湘、鄂、豫、魯、晉、冀等省，當十文銅元，則通行於贛、浙、閩、江、粵、桂等省，均較爲普遍。

至在流通中銅元之數量，則據湯良禮氏之估計，當不在三百六十萬萬枚以下。其中十文銅元，約有二百七十萬萬枚，二十文銅元，約有六十五萬萬枚，其他百文銅元及二百文銅元等，約有七萬六千五百萬枚，此外尚有前清發行之制錢等，亦尚有流通。故合計銅輔幣總值，當不在國幣二萬二千萬元以上也。

## 二 最近輔幣之整理

吾國流通中輔幣之紊亂複雜情形，於上述各節中，已可得其大概。至此項輔幣問題癥結之所在，似可全歸諸鑄造權未能統一之因。因鑄造權之未能統一，而各省遂均得各自爲政，流於濫造；因各省之濫造，而輔幣之成色重量，漸見減低，而輔幣之供給數量，亦漸過需要；因成色之漸劣及供需之失調，而兌價自隨之日落，十進自無從維持。於是此多種不同之輔幣，遂有各種之行市，照實值以流通於市面，而吾國輔幣之紊亂複雜，遂不可究詰。

自二十四年十一月，施行新貨幣政策以來，吾國之本位貨幣及發行制度，已獲得相當之解決；於是輔幣之整理，一時遂爲各方所注意。後經當局審慎之考慮，及詳細之研究，輔幣條例，終由立法院於本年一月九日，正式通過。至是我國輔幣制度，始有一確實之規定。



(甲) 輔幣之種類 輔幣之種類，過於簡單，固有零換不便之弊；而過於繁多，又有混雜紛亂之病。故對於輔幣種類之規定，似應以簡單而便於零換為目標。照最近輔幣條例之規定，計分：(一)兩角幣；(二)一角幣；(三)五分幣；(四)一分幣；及(五)半分幣五種。兩角以上之十進輔幣，已不甚便於零換，故中交各行前所發行之五角大洋券，流通即不甚普遍。至半分之一以下之單位過小輔幣，照該條例擬不加鑄，似亦頗適當。

(乙) 十進之釐訂 名價之規定，為便於計算起見，自以採用十進制為最宜。民國三年二月所公佈之國幣條例，即係採用十進制；惟迄未能見諸事實。新輔幣條例，亦規定「輔幣以十進計算」(第三條)並規定二十分幣五枚，十分幣十枚，五分幣二十枚，一分幣一百枚，或半分幣二百枚，均可合法幣一元。

(丙) 幣材之選擇 照新輔幣條例之規定，輔幣材料，已以鎳代銀。計鎳幣三種：為二十分幣，十分幣及五分幣；銅幣二種：為一分幣及半分幣。民三國幣條例，亦曾有五分鎳幣之規定，而並未開鑄。輔幣以鎳代銀，確有相當之利益。(一)銀輔幣向不十進，在社會一般心目中已深留印象，欲以類似原有銀角之新銀輔幣，改為十進使用，事實上易感困難。今改用鎳質，可使耳目一新，於流通上困難，自反可大為減少，此其一。(二)整理輔幣，以舊易新，需費頗鉅。倘於新銀輔幣之成色重量上，酌加減少，以資貼補，則於鑄成後之流行，或將更感困難。今改以鎳鑄，則銀、鎳異質，無從比較，困難亦可減少，此其二。(三)自新貨幣政策實行以後，白銀已經集中，輔幣所用白銀，為數頗鉅。今以鎳代銀，此項舊有輔幣收回後，自亦可歸入集中之內，政策一貫，而白銀集中之效力，可以盡量發揮，此其三。(四)鎳幣成本比較為低，則以新鎳幣代舊銀幣之結果，政府必且有鉅大之鑄幣盈餘可收，此其四。

(丁)重量成色之規定 新條例對於各輔幣之重量成色，均有確切規定：「二十分銀幣，總重六公分，成色純銀；十分銀幣，總重四·五公分，成色純銀；五分銀幣，總重三公分，成色純銀；一分銅幣，總重六·五公分，成色銅九五，錫銻五；半分銅幣，總重三·五公分，成色銅九五，錫銻五。」

(戊)有限法償之制定 輔幣爲「名目貨幣」，其面值恆遠超其實值，故不能如本位幣之予以無限法償。故新條例對於此點亦有明文之規定。其第五條云：「輔幣授受數目，銀幣每次授受，以合法幣二十元爲限；銅幣每次授受，以合法幣五元爲限；但賦稅之收受，及中央銀行之兌換，不適用此規定。」觀此，則私人授受，銀幣超過法幣二十元，銅幣超過法幣五元，在受者即可拒絕收受。

(己)鑄造發行之統一 吾國歷來輔幣之不能維持十進，其癥結確在鑄造發行之未能統一，蓋鑄造能統一，於重量成色上庶可免差異之隨生；發行能統一，於流通數量上庶可作有效之控制。此次新條例，有「輔幣之鑄造，專屬於中央造幣廠；其發行由中央銀行專司之」之規定。以鑄造權屬諸中央造幣廠；而以發行權屬諸中央銀行，洵爲要着。

### 三 新輔幣下之問題

輔幣條例自公佈以來，頗得國人各方之佳評；而新輔幣自發行以來，更頗能獲社會一般之信仰。此項新幣，式樣既極新穎；使用亦甚便利，將來因新幣推行之順利，而獲得輔幣制度之確立，似已可爲預卜。

不過綜合兩三月來各方對新輔幣之意見，似仍不乏抱有懷疑態度者。

(甲)鑄發統一之維持 論者頗有以吾國土地遼闊，鞭長莫及之邊省遠地，設將來仍有自行鑄造自行發行情事之發生，則此統一方始之輔幣制度，不難立見破壞。不過就事實言之，近年來中央對整理金融之權力，確已漸見伸張。各省當局亦漸感幣制統一之必要，而自願就範。其甘冒不韙，實行破壞，身居戎首者，確已不如往日之「大有人在」者可比，故對此點似已不足深慮。

(乙)供需調劑之重要 主輔幣間法定比價之能否維持與輔幣流通數量之是否適當，關係至鉅。輔幣數量不敷，固足以引起交易不便之弊；而輔幣發行過濫，更難免價值跌落之虞。則專司發行之中央銀行，對輔幣供需之調節，其所負責任，實至重大。且邊省僻地，所以「私票」盛行之原因，實莫不基於各地輔幣籌碼之缺乏，則如何使輔幣為全國各地普遍之推行，專司輔幣發行之中央銀行，更屬責無旁貸，義不容辭。

(丙)私鑄偽造之杜絕 新輔幣發行伊始，市面即已有偽幣之出現。後雖經當局之嚴密查禁，並已破獲偽造機關，而暫時絕跡；然利之所在，人必赴之，如何能根本杜絕輔幣之私鑄與偽造，確似為一大問題。不過當輔幣開鑄之初，奸民之私鑄偽造，實多少含有嘗試性質。在一度嚴查及破壞之後，就常情言，大致已無人敢於續行嘗試。且就過去情形言之，銀行之十元五元兌換券，尚有人私印偽造；則以輔幣券印刷之簡單，成本之輕微，其私印偽造，想至少必比以金屬改鑄之銀銅輔幣較為合算，較易着手。而過去輔幣券之私印偽造，迄無所聞；而必謂金屬輔幣之私鑄偽造，反難杜絕，其理由似不甚充分；其推論更似不甚精確。

(丁)兌換問題之解決 一部論者，或謂主輔幣間之比價，既已採用十進制，則自後似即不應更有兌換上之參差；而兌換店之貼水，亦即不應繼續存在。否則因貼水之增減，而引起兌價之漲落，既爲事實上可能之事，則理想上之十進制，無形中或且被其破壞。此項顧慮，防微杜漸，確亦不無理由。不過兌換店原爲過去輔幣行市日有漲落時代之產生物；在完全改行新輔幣之後，依情度理，此種畸形組織，即不加取締，定可自行淘汰。照最近一二月實際情形言之，有十分輔幣一枚，或一角輔幣券一紙，不論零星購物，或乘車付價，均可作十分或銅元三十枚通用，事實上確已非若從前輔幣行市日有漲落時代，非經兌換店不可之情況可比。則將來舊輔幣全部收回之後，貼水等等，隨兌換店之消滅而消滅，似亦爲推想中當然之事。

(戊)舊有輔幣之收回 新輔幣已經規定，並已經鑄造發行，則舊輔幣之逐漸收回，自爲整理計劃中應取之步驟。惟在新輔幣流通數額尙未能全部替代舊輔幣之前，舊輔幣之應繼續行使，亦爲一種顧全事實必不可少之過渡辦法。故照新條例之規定「舊有通用輔幣，由財政部收回銷燬改鑄之；但於規定期限內，仍准各照市價行用。」至其「辦法」及期限，由財政部以命令定之。確可爲富有伸縮性之規定。

(己)最小單位之商權 新輔幣之最小單位爲半分，約合舊銅元一枚半；事實上即不啻將輔幣最小單位，提高百分之五十。與平民生計，驟視之似不無影響。因之江蘇全省商會聯合會及上海市商會，曾有請求財政部加鑄二釐半銅輔幣之舉。不過事實上舊銅元一枚可購之物，即在一般平民之消費物品中，亦似已不甚多。普通大餅油條之類，且已非銅元一枚可購之物。況事實上一方面付出之最小單位，雖已被提高，而另一方面收入之最小單位，

亦同被提高，故輔幣最小單位提高後對於平民生計之影響，似頗不如理想之甚。

(庚)輔幣發券之整理 輔幣條例對於金屬之整理，雖已定有相當之辦法；此後金屬輔幣，或能按步就班，漸上正軌。惟事實上輔幣券與金屬輔幣有同等之效能，具同樣之性質；而其複雜紊亂情形，以與原有之金屬輔幣較，實有過之而無不及。故設在新輔幣制度下，輔幣券仍擬為繼續之發行，則其統盤整理之急不容緩，已早為識者所共認。且事實上輔幣券之紙張既劣，輔幣券之授受尤繁，為短時間之流通，即往往破爛不堪續用，旋燬旋印，其成本於長期間想必較金屬輔幣為高。故各國幣制中，鮮有輔幣發券如我國者。就整個制度言，似以輔幣券為暫時之輔助則可，以輔幣券為永久之計劃則不可。

雖然，吾國輔幣之紊亂複雜，由來已久。過去若干次之整理嘗試，非議而未行，即行而失敗。此次政府公佈之輔幣條例，經較長時期之研究，為適合國情之推行，使數十年來之所謂銀角問題，所謂銅元問題，獲得一可能解決之途徑。在現在環境下，吾人實不能不視為輔幣整理第一步之成功也。

——二十五年四月，上海浙江興業銀行新聞報「經濟常識」欄——

#### 四 吾國紙幣問題與公庫制

自白銀問題引起國人之注意以來，朝野上下，羣籌對策。於是以貨幣爲立場者，遂有統制貨幣，改革幣制等之倡議。然而無論爲貨幣之統制，或爲幣制之改革，或爲於貨幣方面作其他任何之應付，其扼要之圖，似仍不能不以解決紙幣問題爲其着手途徑。紙幣問題一有解決，則欲統制貨幣，或改革幣制，或取其他貨幣上應付方策，亦無不可。總之，在現狀下，非解決紙幣問題，不足以言統制貨幣；非解決紙幣問題，更不足以言改革幣制。事實上在紙幣問題未有解決之前，確似不足以言任何貨幣政策。故吾人設欲就貨幣立場，謀白銀問題之應付，確似不能不先從解決紙幣問題着手。應變如此，處常亦何獨不然；蓋吾人設欲謀整個貨幣制度之改進，亦似不能不先從解決紙幣問題着手也。

##### 一 吾國紙幣之現狀

吾國現有紙幣，就其性質言之，似可分爲四大類：一曰私票，一曰政府紙幣，一曰外國銀行券，一曰日本國銀行券。私票盛行於陝、豫、鄂、贛、湘、川、綏，察各省，爲各種工廠、商號、錢莊，或其他非金融組織所發行之紙幣。其流通種類，至爲複雜。惟因缺乏調查材料，每不易得一近似之印象。今即就已略有調查材料之一二省，而一加研究，其繁複情形，已

不難概見。今以江西論，江西省政府經濟委員會得有經濟調查報告之二十縣中，流通私票者，計佔十有六縣。（註一）更以察哈爾論，全省計十有六縣，而有私票之足跡者，計佔十縣。（註二）據陝西之調查，僅陝南十一縣，已有私票八十餘種之多。（註三）又如二十二年十一月，江蘇徐州，因私票擠兌，釀成風潮，始發現該地七銀號發行私票，統計達二百餘萬串之鉅。（註四）又如廣東汕頭，由該地匯兌公所，及銀業公所各銀莊，以產業爲擔保而發行之紙幣及「白票」，總額幾達四百萬元，屢釀風潮。（註五）其他私票盛行之各省，其流通複雜情形，恐不在江西、察哈爾、陝西之下。即在私票不普遍流行之各省，間有一二地沿用私票，如江蘇之徐州，廣東之汕頭，目下尙未露破綻，未爲外間注意者，想亦非情理中必無之事。則其複雜情形，概可想見。至政府紙幣，大都爲省市政府經由省市立金融機關所發行，亦有由財政廳直接發行者。其複雜情形，恐不在私票之下。在「一九一八」前，素以「紙幣世界」著稱之東省無論矣，即其他各省，如河北、如山東、如河南、如山西、如陝西、如寧夏、如綏遠、如湖北、如湖南、如江西、如四川、如甘肅、如廣東、如廣西、如福建、如雲南，幾無省無政府紙幣之流行。（註六）其發券種類，有爲銀元券，有爲銀輔幣券，有爲毫洋券，有爲銅元券。其發券機關，有爲省銀行，有爲市銀行，有爲財政廳，有爲官錢局。其發行數額，多則數千萬，數百萬，少亦數十萬。此項紙幣之全國總流行額，恐不在一萬五千萬元以下，即爲更穩健之估計，恐至少亦在一萬萬元以上也。在華各外國銀行，如匯豐、麥加利、東方匯理、朝鮮、臺灣、正金、華比、有利、美豐、大通、德華等，均發行紙幣。此種紙幣，往時流通，極爲普遍。據民國二十一年底，各外國銀行之報告，各行紙幣發行總額，照當時匯價折合，尙合得國幣五萬萬餘元。至本國銀行有發行權者，除中央銀行、中國銀行、及交通銀行外，尙有中國通商、浙江興業、四明、中南、中國實

業、中國墾業、中國農工等數家。所發行之銀行券，近年來信用日見提高，流通亦日見廣遠。於現行各紙幣中，佔有極重要地位，似已可無疑問。其實際流通總額，亦有較確實之統計，最近一二年中，大致已在五萬萬元左右。故就我國紙幣流通現狀言之，通商大埠，大致以本國銀行券及外國銀行券之流行爲多；內地都會，則除本國銀行券外，政府紙幣勢力亦大；而各省較僻城鎮，則私票之行使，尙極普遍。是今日吾國流行中之紙幣，有私票，有政府紙幣，有外國銀行券，有本國銀行券；情形既極爲複雜，驟視之似極不易於着手整理，以謀紙幣問題之解決。

## 二 紙幣問題之中心

惟吾人欲謀任何問題之解決，似不能常以立時解決，澈底解決，整個解決，爲吾人應取之立場。事實上，有不能立時解決，澈底解決，整個解決者，吾人似祇能取退一步辦法，把住問題之中心，以今日不澈底之局部解決，樹將來澈底整個解決之基礎。設吾人取此種態度，以謀紙幣問題之解決，則似尙不無線索可尋，途徑可循。

紙幣問題之中心，不在私票。私票雖種類極雜，流弊極大，然而私票僅爲私人牟利之具，地方政府，一紙法令，卽可以使之絕跡。如陝西（註七）江西（註八）等省，均已着手取締。倘照其公佈辦法，嚴厲執行，必極易見效。此所謂癢疥之疾，而非腹心之患，可以立時解決，亦可以澈底解決。

紙幣問題之中心，亦不在政府紙幣。政府紙幣，因濫發之結果，雖往往貽害極大，如十九年末整理前之山西省鈔，總數幾及五千萬元（註九）。二十年底之雲南富滇舊鈔，發行總額在九千萬至一萬萬元之間（註一〇）。而整理之



結果，舊鈔爲紙幣二十元，兌現洋一元。整理後人民之損失，卽爲百分之九十五。其未整理前所受之痛苦，更莫能以數字計。演鈔爲以舊鈔五元，易新鈔一元，卽使新鈔信用能永久維持其與現金同等地位，整理後人民之損失，已爲百分之八十。將來以紙易紙，設更生問題，其痛苦將更莫可以成數計。故政府紙幣，流弊確極深，貽禍確極烈。且政府紙幣，往往被公家視爲理財之途徑，欲言整理，中央政府且似不無投器之忌。則其不能立時解決，不能澈底解決，自在意中。雖然政府紙幣之行使流通，既有其有限之區域；則政府紙幣之不良影響，亦自不致爲無限之蔓延，其牽動範圍，小則一市數市，大或一省數省。故設一時無法解決，雖甚於癘疥之疾，亦祇爲手足之病。此所以政府紙幣，並不能視爲今日吾國紙幣問題之中心。卽事實上不能立時解決，不能澈底解決，似仍不至貽誤大局，陷整個金融於萬劫不磨之地也。

紙幣問題之中心，似更不在外國銀行券。外鈔流通額，照各外行營業報告中之數字，雖折合尙在國幣五萬萬元左右，爲數似頗可觀。然試一究其實，則此項數字，似已不足舉爲今日外鈔在華勢力之測驗。外行中除華比、美豐、德華等發行較少數行，其發行紙幣，確全部在吾國流通，又花旗鈔在吾國流通確亦不少外，其他各行紙幣，並不全部在華流行。如東方匯理紙幣，除接毗安南之雲南廣西外，他省並不多見。麥加利、匯豐、有利三行紙幣，在吾國流行雖較爲普遍；惟亦大致祇限於各地租界之內；且於香港方面，流行者佔數極多。日本各銀行，如朝鮮、臺灣、正金三行紙幣，經數次抵制之結果，於長江一帶，早告絕跡；而朝鮮及正金鈔券，原僅盛行於東省。照耿愛德氏之調查，照二十二年六月底情形，上海一埠之外鈔流通額，祇爲三百十七萬四千元。（註一一）又據中國銀行之調查，天津外鈔，至二

十三年六月，已祇有一百二十八萬二千元。（註二）事實上津滬外鈔，爲數似確已不多。租界內國人日常使用紙幣，確已大部均爲本國銀行券。故外鈔之流行，除邊省及外人勢力特大之少數區域外，鮮有流通；稍有流通，爲數亦殊不多。即以在外人勢力下之租界而言，外鈔勢力，亦殊不甚大。惟其囿於租界，不能深入內地，其流行即不易廣遠，其病勢即不易內侵或蔓延。在吾國發行漸上正軌之情況下，外鈔問題，可以不解決而自解決。故外鈔問題，事實所昭告吾人者，頗不似社會一般推想之嚴重。

總之，私票問題，似複雜而極易解決；政府紙幣問題，雖頗不易解決，猶幸偏於局部，不致牽動全局；至外國銀行券，更似已不成問題，不難聽其爲自然之消滅。故無論爲私票，爲政府紙幣，爲外國銀行券，似皆已不能視爲今日吾國紙幣問題之中心。

然則今日吾國紙幣問題之中心安在？曰，在本國銀行券。

在今日發行漸上正軌之情況下，以本國銀行券爲發行重心，似爲將來必然之趨勢。因各發行銀行努力之結果，本國銀行券信用日見提高，亦似爲已成之事實。然而現狀下之銀行券，仍有其極嚴重而亟待解決之問題在。

此項極嚴重而亟待解決之問題，撮要舉之，不外兩端：（一）現狀下之發行，在平時發行有不自然膨脹之趨勢，其結果爲發行急進，各行紙幣之充斥市面，而發行穩健，各行紙幣之不易推行。（二）在非常時期，發行有極度收縮之趨勢，其結果爲減少市場通貨之數量，而增加恐慌嚴重之程度。

吾國發行既不集中，凡財政部批准有發行權之各銀行，均可個別爲本行鈔券無限制之發行。各自爲政，不相

爲謀。於是平時不問市場需要之多寡，各爲發行之競爭。力圖推廣，多多益善。於是一部份銀行發行積極之結果，遂無形中造成發行不自然之膨脹。然而藉人力爲發行之膨脹，亦仍有其相當之限制。蓋脫離市場需要爲無限制之膨脹，爲事實所決不容許。故就整個市場言，爲需要外之發行膨脹，仍間接受市場需要之束縛。蓋在超過需要之情況下，增加發行，往往不能在市場上爲持久之流通；發出速，回籠亦速。雖然，就整個市場言，發行之增減，因直接或間接須受需要之限制。而就各個發行銀行言，其增減不必一致。在競爭發行下，發行遷就之方法愈多，則正當發行之途徑愈狹。發行急進者之進展愈速，則發行穩健者之機會愈稀。故其結果，在平時中爲發行急進各行紙幣之充斥市面，發行穩健各行紙幣之不易推行。

在市場混亂金融急迫之際，按照原則，原應增加發行，以補救一時通貨之缺乏者，在吾國發行現狀下，又似適得其反。吾國發行，一遇恐慌，非特無從增加，於實際上抑且常見收縮。蓋市面略有恐慌，因人民不願儘量使用銀行券，兌現增加，而發行爲第一步之收縮；因銀行未雨綢繆，自動收回，而發行爲第二步之收縮；因發行各行間互藏他行券，備抵頭攔，而發行爲第三步之收縮。同時，發行各行更因增厚準備，而廣集現金。於是鈔券少，現金亦少。市場通貨之已缺乏者，至是而更缺乏；市場恐慌之已嚴重者，至是而更嚴重。

總之，在現行多數發行制度下，平時因競爭擴張，往往造成發行超過市場需要之趨勢；而恐慌時期，需要正殷，反因各謀自衛，又往往造成發行驟然緊縮之現象。據是以觀，吾國發行之伸縮作用，頗似適與需要立於相反地位；需要繁時，發行或減；需要弛時，發行或增。應伸反縮，應縮反伸，恆與需要背道而馳。謂此爲吾國現行發行制下極嚴

重而亟待解決之問題，誰曰不宜？

### 三 紙幣問題之解決辦法

觀此，則謀所以解決此極嚴重而亟待解決之問題，似已成爲今日吾國整個紙幣問題之中心。而解決之道，又似捨集中發行外，無他途。集中，則銀行不必爲發行之競爭，可以避免各行平時作人爲之擴張；集中，則銀行券之信用劃一，可以避免人民於恐慌時作無爲之兌現；集中，則銀行不必謀個別之自衛，更可以避免各行於恐慌時作人爲之收縮。如此，庶發行數量可以大致常隨市場實際需要，而儘量發揮其伸縮功能。

籌議集中時，所應特加注意者，似不外四端：（一）爲各行已得發行權之應如何善謀處置，以減少推行之阻力；（二）爲現金準備成數之應如何另加規定，以適應事實之需要；（三）爲領券辦法之應如何妥加釐訂，以增加發行之伸縮；（四）爲準備保管之應如何確立保障，以鞏固發行之信用。

目下各發行銀行，自取得發行權開始發行以來，久者已垂四十年。在此過去數十年政府極端放任政策之下，而能各自努力，放遠眼光，力謀發行信用之鞏固，以造成今日銀行券所享受之地位與信譽，不可謂非金融界一良好之成績。在此過渡時期，完成真正之集中發行，時機既尙未成熟；而遽欲於此時取消各行自艱難困苦中經數十年奮鬥得來之發行信用，恐亦未能謂得事理之平。此似應特加注意者一。

吾國各行發行，向爲十足準備。其中計現金準備六成，保證準備四成。此項現金六成之準備，在多數發行制下，

各行須個別自謀保障，或尙不能謂爲過高。惟在發行集中以後，現金準備，亦已集中。集中則力量隨之加厚。則在此情形下，於現金準備成數方面，即略加減低，似亦可不致有妨於銀行券之信用。且集中發行後，即不復有發行銀行各個信用之區別。則此後銀行券信用，既已劃一，擠兌歧視等情事，或可不至發生。則略減現金準備之成數，似更不至發生事實上之困難。況現金準備成數減低之後，現金準備之質量，不妨酌量提高。減此益彼，就全體言之，或反可增加發行之保障。此似應特加注意者二。

銀行與顧客間之現款授受，以現洋攜帶不便，故概用紙幣。在常情下，即數十元之小宗款項，顧客亦每拒絕收受現洋。故平時銀行營業上之收付，幾全恃兌換券。設兌換券頭襯缺乏，往往極感困難。就銀行立場言之，兌換券爲日常營業上決不可少之通貨。故領用辦法之妥善與否，直接影響銀行之營業，間接即影響發行之伸縮。其原則似不應以領用者之信用爲區別，而應以領用者所交存之準備爲標準。此似應特加注意者三。

在多數發行制下，銀行券信用，雖不統一；然各發行銀行爲本身利害計，於所發行之兌換券，往往頗能盡力維護其信用。故於運用上，雖不無伸縮失調之弊，而於根本上尙無信用動搖之虞。即間有少數發行銀行，或生擠兌拒用情事，亦以僅關局部，從未牽動全局，故風潮每易告平。息。將來發行集中後，一髮全身，局勢已異。準備保管，不嚴加保障，流弊滋深。此似應特加注意者四。

吾人參酌以上應加注意各點，就現狀下，企圖發行之集中，似尙不能不暫捨中央銀行，而採用一種過渡辦法；雖發行集中，依情度理，應由中央銀行出任艱鉅；然在中央銀行成立不久，本身基礎尙未鞏固以前，是否肯肩此重

任，恐尙成問題。則過渡辦法，確似莫善於公庫制。

公庫制之倡議，實發動於民國十二年底。當時曾由幣制局擬有公庫制大綱，後並擬有銀行公庫兌換券條例。  
(註一三)雖未見諸實行，而立意確似甚妥。茲敬參酌現狀，另擬公庫制大綱如下：

(一)由各地銀行公會聯合組成公庫，爲發行機關。凡銀行及其他經財政部立案之金融機關，均得按照規定領券辦法，領用公庫券。

(二)公庫券全國一律通行，不載發行地名。但規定若干處，爲兌現地點。其餘各地，均得匯兌，不取匯費。

(三)現有發行銀行，在下列限制下，仍得繼續發行。

(甲)本行自發兌換券，以二十三年底流通數爲最高限度，仍得於此限度內繼續發行。

(乙)他行領用券，限於四年內全數收回，每年應收回四分之一。

(四)現金準備，定爲四成；保證準備，定爲六成。現金準備，以國幣生金銀……爲限；保證準備，以公債有價證券商業票據……爲限。

(五)前項準備金，由公庫經理保管，政府派員監督，並由該地商會檢查之。

(六)現有發行銀行所自存之現金準備，及保證準備，其成數照前第四條之規定，其保管照第五條之規定。

(七)公庫券及各行發行數，及準備金數，每星期由公庫分別公告一次，並每月每年彙總報告一次。

(八)現有發行銀行，於自發兌換券不敷使用時，得按照規定領券辦法，領用公庫券。各該行並得隨時自動減

少其自發額，改領公庫券；或自動請求取消其發行權，專領公庫券。

(九)各行莊現向各發行銀行領用兌換券者，限於四年內全部改領公庫券，每年應改領四分之一。

就所擬大綱而觀，可知公庫制爲一種不集中之集中。雖尙未能立時達到完全集中之目的，然而此後發行各行及公庫，利害一致，因發行上發生無意識之衝突，均可免除。平時既可避免發行之膨脹，非常時期亦可避免發行之收縮。以此爲過渡辦法，似尙易收實效。將來推行若干時後，公庫之明效漸見，卽不由政府明令發行各行逐漸取消其發行權，恐各行亦不乏自動請求取消其發行權者。屆時本國銀行券，既全部以公庫券爲替代。發行漸歸統一，信用自更鞏固。彼時外國銀行券，自然可以不禁而自絕。倘各省市之政府紙幣，更能逐漸用政治力量，加以限制或整理，則整個紙幣，卽不難迎刃而解。總之，吾人遇不能立時解決，不能澈底解決，不能整個解決之問題，如吾國今日之紙幣問題者，祇能把握住其問題之中心，以今日不澈底之局部解決，樹將來澈底整個解決之基礎。吾國今日紙幣問題之中心，既在本國銀行券，則本國銀行券一有辦法，其他方面，卽不難隨之解決。故據吾人之推論，欲解決吾國今日之紙幣問題，當自解決本國銀行券問題始；而欲解決今日本國銀行券問題，又當自實行公庫制始。

——二十三年十二月，上海浙江興業銀行——

(註一) 江西省政府經濟委員會編，江西之金融，第一六二至一六四頁。

(註二) 李延輝編，察哈爾經濟調查錄，第一一二頁。

(註三) 錢業月報，第十四卷，第五號，陝西省金融市場之分析。

(註四) 中行月刊，第四一號，第八四頁，徐州七銀號發生擠兌風潮。

(註五) 銀行週報第八一八號，「國內要聞」第八頁，潮汕金融界之轉變。

(註六) 河北有河北省銀行及河北銀錢局等；山東有財政廳，濟南平市官錢局等；河南有河南農工銀行等；山西有山西省銀行等；陝西有陝西省銀行，富秦官錢局等；寧夏有寧夏省銀行等；綏遠有綏遠平市官錢局等；湖北有湖北省銀行，四省農民銀行等；湖南有湖南省銀行等；江西有江西裕民銀行，南昌市立銀行，江西建設銀行等；四川有四川地方銀行，重慶市民銀行，萬縣市民銀行，川西北銀行，重慶市銀錢同業聯合公庫等；甘肅有甘肅平市官錢局等；廣東有廣東省銀行，廣東市銀行等；廣西有廣西省銀行等；福建有閩西農民銀行等；雲南有富滇新銀行等，均為發行政府紙幣機關。

(註七) 中行月刊第三六號，第八九頁，陝財廳履行整理金融。

(註八) 江西省政府經濟委員會，江西之金融，第一六五頁。

(註九) 中行月刊第一八號，第七六頁，習省撤收會鈔辦法。

(註一〇) 中行月刊第三七號，第七一頁，雲南富滇銀行改組銷燬紙幣三千萬。

(註一一) 銀行週報第八〇九號，「匯兌」第一至二頁，上海之紙幣流通額。

(註一二) 中外商業金融彙報第一卷，第七期，第四一頁，天津中外銀行發行比較表。

(註一三) 陳度編，中國近代幣制問題彙編，紙幣篇，第一〇五至一〇六頁。



## 五 通貨膨脹在吾國

通貨膨脹 (Inflation) 云者，以增加通貨數量爲手段，以抑低幣值，擡高物價爲目的之一種貨幣政策也。普通一般觀念，每以停止兌現，增發紙幣，爲通貨膨脹之唯一意義。其見地似未免失諸過狹。因事實上通貨膨脹，確不僅限於增發紙幣之一途也。

### 一 通貨膨脹之方式

通貨膨脹之方式，擇要言之，可舉三端：一爲基於現幣之通貨膨脹；一爲基於紙幣之通貨膨脹；一爲基於銀行信用之通貨膨脹。

基於現幣之通貨膨脹，有下列四種方式：

(一) 爲增加貨幣材料，以加鑄本位幣。如遇豐富金礦之新發現，利用本位幣之自由鑄造權，改鑄所得鑛金爲貨幣，能使通貨趨於膨脹，貨幣史不乏其例。十九世紀末葉之經驗，距今更尙不甚遠。又如國外生金之陸續入口，使生金入超國之貨幣增加，而形成通貨膨脹，如歐戰後之美國然。美國在歐戰中因貿易而流入之黃金，達十萬萬元美金之鉅。於時美國通貨，亦遂有顯著之膨脹。惟豐富金礦發現之可能性，頗不甚大；而欲攘奪他國一部藏金，以爲

本位膨脹通貨之工具，更非任何國家，於任何時期中，任何情狀下，所能隨意做到。且可作幣材之貴金屬，其供給究有限制。故以加鑄本位幣爲通貨膨脹之手段，頗受事實上種種之限制。

(二)爲按照名目價值，以加鑄輔幣。輔幣爲名目貨幣，其「實值」常遠低於「面值」。且爲輔幣材料之金屬，亦較豐富。故其加鑄，較易着手。且加鑄時，恆予政府以巨額之鑄幣利益。因輔幣之濫發，而形成通貨之膨脹，在吾國早已有其經驗。惟以整個貨幣制度爲念之政府，每不願藉此種方式，以達其通貨膨脹之目的。

(三)爲減低貨幣純分，以貶其實值，即普通所謂「貨幣貶值」(Devaluation)是。民國十七年(一九二八年)六月，法國公佈之新貨幣法，法郎貶值至原值五分之一之譜，故其外匯平價，亦隨以減低。戰前英鎊一鎊，祇合二五·二二五法郎者，貶值後可合一二四·二一法郎。又如二十三年(一九三四年)二月，美金貶值至原值五角九分零六毫，均其實例。

(四)爲擴充幣材基礎，以金銀並用。去年(二十三年)六月，美國成立之白銀法案，准許美國準備達金三銀一之比例，即其實例。其命意在使巨量之白銀與黃金滲和，以增加貨幣之數量，減低貨幣之價值，期從而提高物價之水準，以達到通貨膨脹之目的。

至基於紙幣之通貨膨脹，則有方式三：

(一)爲增加現金準備，以擴張發行。普通發行制度，均以若干成之現金爲準備，以發行十足之紙幣。就我國情形言之，現金準備，定爲六成。換言之，以六角之現金準備，即可以發行一元之紙幣。故紙幣發行之數量，常較現金準

備之數量，溢出四成，申言之，以現金爲發行準備，六角可以作一元之用，卽通貨有膨脹三分之二之可能，故增加現金準備一千萬元，卽可增加發行一千六百餘萬元，而相當之通貨膨脹，由是而起。

(二)爲減低準備成數，以增加發行。設減低原定六成之現金準備爲四成，則不須爲準備現金之增加，而可以爲紙幣之增發。一千萬元之現金準備，在六成現金準備下，祇可發行紙幣一千六百餘萬元者，而在四成現金準備下，卽可發行紙幣二千五百萬元，其爲通貨膨脹，可不言而喻。

(三)爲停止紙幣兌現，以無限發行。此項不兌換紙幣辦法，爲通貨膨脹最普通之方式，亦爲通貨膨脹最危險之方式。紙幣既不兌換，卽與準備脫離關係，其增發卽不受任何限制。有一印刷設備，卽能爲極迅速而無限制之發行增加。充其極，如戰後德國之馬克，其流通數在民國十二年（一九二三年）達五、一八〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇之巨數。以較戰前（卽一九一四年前）平均通貨量僅爲六〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇者，增加達八六、三〇〇、〇〇〇、〇〇〇倍。蓋不兌換紙幣之增發，極爲方便，且不論如何增發，恆僅流通於國境之內，非如金屬貨幣有流出海外之虞。故其進行易而收效著，遂成爲通貨膨脹政策下最流行之方式。

至基於銀行信用之通貨膨脹，大抵起於銀行之增加放款及貼現。放款貼現之增加，形成票據——又名「存款通貨」——之增加。票據之增加，與紙幣或現幣之增加，其影響略同。紙幣現幣，均爲交易中之「籌碼」，票據既爲紙幣現幣之替代品，卽同爲交易中之「籌碼」。故票據之增加，亦足以造成通貨膨脹之現象。惟信用過於擴張，銀行必漸生準備不敷之感。銀行既不願超越本身安全，爲信用之過度擴張，則由此而惹起之通貨膨脹，亦遂有其

相當之限制。

故統觀通貨膨脹之各種方式，其以現幣爲膨脹之基礎者，固不能脫離物質之限制；即以信用爲膨脹之基礎者，亦不能爲無限之擴張。因之向來有名通貨膨脹之實例，殆皆以紙幣爲基礎，而不兌換紙幣之增發入手。通常一般觀念，恆以通貨膨脹與紙幣增發爲聯想之對象，非無故也。

## 二 通貨膨脹之現象

通貨膨脹，既以增加通貨數量，壓低幣值，擡高物價爲目的。則在有計劃之推行下，通貨爲有限之增加，幣值爲有限之減低，物價爲有限之上漲，就他國過去經驗言之，似頗可予國內產業以相當之刺激。蓋在通貨有限膨脹之情況下，國內物價之上漲，徐而不疾，漸而不驟，工商業利潤漸增，工人失業漸減，農人亦因農產品價格之漸漲，而漸增其購買力。於是消費增加，產業漸呈蓬勃之象。金融業因產業之繁榮，而隨形活動。雖生活費用，略見提高。而因社會一般工作之增加，及購買力之增強，足以相抵而有餘。同時因本國幣值之減低，外幣爲比例之增貴，外貨輸入，折價提高，成本加重，銷路隨減；輸出國貨，折價壓低，成本減輕，銷路隨增。本國對外貿易，轉處較優地位。故就大體言之，爲有限之通貨膨脹，無論對內對外，似頗有相當之利益。

惟通貨膨脹，推行易而控制難。開始有計劃之膨脹，每易走入無計劃無限制之途徑。蓋通貨膨脹，至某種程度下，人民見通貨之價值，日跌不已，人民對通貨之信用，因漸見減低。於是一面爭以通貨購易實物（如房屋、

商品、飾物之類，一面提存兌現，爭藏現金。準備受其脅迫，因不得不出諸紙幣停兌一途。紙幣停兌，人心愈慌，物價愈漲。人民更爲進一步之爭購實物，以便儲藏圖利；而商人方面，亦不願以價格日漲之實物，易回價格日落之通貨。於是通貨充斥市面，實物需要日增。幣值愈跌，物價愈漲。且在幣值日跌之情況下，未來之幣值，恆低於現在之幣值。於是人民均不願以現在之通貨，易成未來之通貨。換言之，即人民不願爲資金之存儲，亦不願爲款項之出借，利率因之日高。在此種利率趨高，物價猛漲之情況下，公用事業及出品售價不能無限提高之企業（如書業等），必首感困難。其餘產業，亦因人民購買力不能追隨物價高漲之步趨，而漸感通貨膨脹之痛苦。至就外匯方面言之，在國幣日落外幣日貴之情況下，於貿易上原可造成阻抑進口，鼓勵出口之優勢。然國內物價，在紊亂狂漲之下，往往能超越國幣跌落，外幣增貴之程度。致於外匯上由通貨膨脹可得之利益，大部或全部爲物價之高漲所吸收；且物價上漲之高度，遠過外匯放長之速度，反置國際貿易於不利之地位，亦意中事。故通貨爲無計劃無限制之膨脹，對內對外，均屬不利。

### 三 通貨膨脹之影響

就上述通貨膨脹所造成諸現象，以推求其對於社會各方面個別之影響，似不外因幣值之低落——即物價之上漲——而引起社會各方面「分配關係之變化」。

社會一般所得，大致均以貨幣計算。在通貨膨脹之情況下，貨幣所得，有隨之增加者，亦有並不隨之增加者。因

之，凡貨幣所得不能增加，或增加不及物價上漲之高度者，即須蒙相當之損失。反之，凡貨幣所得增加，超過物價上漲之高度者，即可得相當之利益。

貨幣所得不能增加者，如公債及公司債券之投資者，年金受領者，定期存款者，保險者，以及其他確定貨幣所得者，在通貨膨脹下，其實際所得，即依物價上漲之程度，為比例之減少。且債券存款等之本身購買力，亦隨物價上漲之程度，為比例之減低。從前百元之債券，在通貨膨脹後，雖同為百元，而此百元之購買力，則已隨物價之上漲而減低，或已僅可合從前六七十元，或七八十元。故社會上此類固定貨幣收入者之常年實際所得，及資金本身價值，均見折減，而須蒙兩重之損失。

其受膨脹之賜，立於分配關係變動中之最有利方面者，厥惟實業家。實業家在通貨逐漸膨脹之過程中——即在物價逐漸上漲之過程中——先以較低價格，購入勞力，及原料，從事生產。經若干時間，至商品完成送入市場之際，商品價格，已見騰貴。在此種情形下，實業家以低成本之商品，為高價格之出售。因之，於普通利潤之外，並得收非常之利益。且市場利率之提高，常遲於貨幣價值之低落，實業家需要之流動資金，既常仰給於借款，此種較低利之借款，更足以減輕實業家生產之成本。同時，實業家既常為資金之大借主，在幣值日跌之情況下，更常得以低值通貨，清償其債務。故實業家於通貨膨脹政策下，可於無形中受數重之利益。

位於實業家及確定貨幣所得者之間，恆與通貨膨脹作苦鬪者，乃勞動及俸給兩階級。蓋就一般言之，工資及俸給之增加，常後於物價之騰貴。且其增加之高度，亦每不及物價騰貴之高度。故在物價上漲過程中，勞動及俸給

兩階級，實際所得，雖不似所得確定者折減之多；然其折減，亦每使勞動及特俸給爲生活者，感受生活之困難。在此種情形下，勞動階級，團結較堅，遂羣起爲增加工資之要求。俸給階級，缺乏組織，恆少表示，致受損尤甚。

#### 四 通貨膨脹在吾國

上述各點係就通貨膨脹之一般理論，及一般狀態立論。吾國有吾國之特殊情形，因之通貨膨脹在吾國尤有其須特加考慮之點。

吾國經濟壁壘，向不完整。與革一涉外商，卽處處受其牽制。通貨膨脹，爲在華外商所不喜，爲甚顯明之事實。一旦實行，外商銀行恐必立卽採用港洋爲本位之外匯行市；外商公用事業，如上海電力公司、上海電話公司、上海自來水公司等，恐亦必改爲港洋收費。甚至更進一步，外商銀行得以維持原有本位十足兌現爲號召，以推廣其兌換券，藉以吸收國人之資金。而長江下游幣制之紊亂，與外幣在市場上所得之優勢，恐將與過去東北，以及目下西南之狀態相若。在外幣取得優勢之後，通貨膨脹手段，恐亦將爲過去武漢政府集中現金政策之續，而歸於失敗。

他國在通貨膨脹政策下，可預期之明效，在吾國現狀下，往往盡成泡影。吾國以農立國，全國購買力之重心，屬諸農民。在通貨膨脹政策下，農產物原可隨同上漲，以增強農民之購買力。第在吾國，則因外國農產品之競爭，國內農產品價格，受其影響，不能爲充分之上漲。因之，農產品上漲所增強農民之購買力，是否能抵銷農民生活必需品之漲價，遂成疑問。是通貨膨脹政策，在吾國祇能無限提高工業品之價格。惟工業品價格提高後，而無普遍購買力

爲之後盾。賚餅仍不足以充饑，似又頗爲明顯。至通貨膨脹幣值跌落之結果，可以刺激國貨之出口，在他國或然，在吾國則又未能以一概論。如在民十八至二十年間，吾國幣值隨銀價而起空前之跌落，但出口貿易並未呈若何蓬勃氣象，即其實例。凡此種種，均足以證明通貨膨脹政策，在吾國不能得與他國相同之明效。

吾國中央財政，至今尙未能收支適合。在現狀下，每月短少，爲數頗鉅。實行通貨膨脹以後，中央重要稅收——關稅——或且隨之減少，而其他稅收——如統稅——之是否可以增加，尙須視通貨膨脹是否確有利於本國產業，及其有利之程度以爲斷。是在政府收入方面之能否不致減少或增加，尙爲疑問。而在物價上漲之情況下，政府支出之增加，則爲必然之事。彼時政府預算之失衡，恐將益見嚴重。

總之，通貨膨脹在他國試驗之結果，其功效雖似頗有可取；然苟一究其實，亦似僅能爲一時之刺激物價，及無選擇的減輕債務人之負擔，而不能根本提高購買力。惟其刺激物價，限於一時，故爲維持物價起見，通貨須爲繼續不斷之膨脹，而成積重難返之勢。非國力充裕，運用得宜，往往不易收良好之結果。惟其減輕債務人之負擔，初無間別，故受痛最深者，往往爲賴小數儲蓄以存活之人——確定貨幣所得者；而一部份富裕者，及企業家，則反可因資產分配得宜，及出品漲價關係，而取得意外之利益。此外對於消費大眾，及薪工階級之不利，尤爲顯著。故由通貨膨脹手段，而引起社會分配關係之變動，確似未合公平之原則。而在吾國，則因有種種特殊之情形，更有其種種特殊之困難。是則吾人於研究通貨膨脹時，所尤須慎加考慮者。



## 六 甘末爾幣制法草案批評

幣制之紊亂，至吾國而極。吾國幣制之亟宜改革，三十年來，蓋無日不在朝野之討論計劃中。如胡維德氏之主張採用金本位制；張之洞氏之主張採用銀本位制；赫德氏及精琦氏之主張採用金匯兌本位制；衛斯林氏、劉冕執氏及諸青來氏之主張採用金銀並行制。著書立說，各有特見。最近財政部聘請美國幣制專家甘末爾氏及其他經濟財政專家十二人，組織中國財政設計委員會。費一年之時日，經審慎之研究，始有中國逐漸採行金本位幣制法草案之提出。由財政部於十九年三月三十日，將該草案發表。全草案洋洋數十萬言，其規劃之精密，顧慮之周詳，誠可為吾國幣制改革各方策中之首屈。當茲金貴銀賤聲中，甘氏此項草案，固深得一部份經濟學者之同情；然同時批評甘氏此項計劃為不適宜於中國現狀者，亦頗不乏其人。贊成者固屬言之成理；而反對者亦非持之無故。溥不敏，敢於甘氏此項草案，為一度簡明之介紹；並略論其得失各點，以資研究，並事商榷焉。

### 一 甘氏草案之內容

甘氏草案全部，共四十條，分為五章。其開首第一條即云：「自本法施行之日起，中華民國政府，採行金本位幣制，以期逐漸推行於全國。」然細釋該草案條文，則僅為金匯兌本位制，實甚明顯。茲為易於明瞭起見，特將該草案

內容分條略釋之如下，以爲吾人討論研究之張本。

(甲)金本位幣之規定 該草案第二條有云：『貨幣之價值單位應含有純金六〇·一八六六公毫，定名爲一孫。』其價值等於美金四角。蓋甘氏於十八年十月間起草本案時，美金一元，約值現行中洋二元五角，故中洋每元，約合值美金四角。按美金一元含純金二三·二二格林 (grain) —— 卽一·五〇四六六五公分 (gramme) —— 故以二·五除之，卽得六〇·一八六六公毫 (centigramme)，爲新金本位之價值單位。此項金本位幣，祇作外匯計算之單位，並無實幣之鑄造，以流行於國內。

(乙)銀鍍銅輔幣之鑄造 在國內流通之主要貨幣，照該草案之規定，厥惟銀孫。銀孫爲信用貨幣，其實值較而值低減三分之一。故從現行中元所含純銀庫平六錢四分零八毫 —— 卽二三·九〇二四八〇八公分 —— 之數，設抽減其實值三分之一，則應含純銀約十六公分。銀孫所含純銀，卽以此爲標準。銀孫含純銀一六公分，等於純金六〇·一八六六公毫，故其金銀之比價，爲一與二六·五八四之比。茲將甘氏所擬新貨幣之種類質量，列表如下：

| 種類 | 金屬 | 重量 (單位公分) | 成色  | 含純金屬重量 (單位公分) |
|----|----|-----------|-----|---------------|
| 銀孫 | 銀  | 二〇·〇〇     | 八〇〇 | 一六·〇〇         |
| 五角 | 銀  | 一〇·〇〇     | 七二〇 | 七·二〇          |
| 二角 | 銀  | 四·〇〇      | 七二〇 | 二·八八          |
| 一角 | 銀  | 四·五〇      | 一〇〇 | 四·五〇          |

|   |   |   |      |     |      |
|---|---|---|------|-----|------|
| 五 | 分 | 銀 | 三·五〇 | 一〇〇 | 三·五〇 |
| 一 | 分 | 銅 | 五·〇〇 | 九五〇 | 四·七五 |
| 中 | 分 | 銅 | 三·〇〇 | 九五〇 | 二·八五 |
| 二 | 釐 | 銅 | 一·五〇 | 九五〇 | 一·四二 |

新通貨公差之限度，在草案第十一條內規定：『大量銀幣成色之公差，以千分之三爲限；其重量之公差，亦以千分之三爲限。每銀幣之公差，在一孫，或五角，以一百三十公絲(milligramme)爲限；在二角，以一百公絲爲限。』按照此種規定，每枚銀孫之重量公差，爲千分之六·五；每枚五角之重量公差，爲千分之一三；每枚二角之重量公差，爲千分之二五。茲將新通貨之公差，表列於次，以供參考：

| 名稱             | 重量公差 (單位公分) |       |       |        | 成色公差 |        |        |      |
|----------------|-------------|-------|-------|--------|------|--------|--------|------|
|                | 標準數         | 最低數   | 最高數   | 差數千分   | 標準數  | 最低數    | 最高數    | 差數千分 |
| 大量銀幣<br>(每枚平均) | 二〇          | 一九·九四 | 二〇·〇六 | 千分之三·〇 | 八〇〇  | 七九七·六〇 | 八〇二·四〇 | 千分之三 |
| 銀孫每枚           | 二〇          | 一九·八七 | 二〇·一三 | 千分之六·五 | 八〇〇  | 七九七·六〇 | 八〇二·四〇 | 千分之三 |
| 五角每枚           | 一〇          | 九·八七  | 一〇·一三 | 千分之一三  | 七二〇  | 七一七·八四 | 七二二·一六 | 千分之三 |
| 二角每枚           | 四           | 三·九〇  | 四·一〇  | 千分之二三  | 七二〇  | 七一七·八四 | 七二二·一六 | 千分之三 |

(丙)新幣制之逐漸推行 吾國經濟商業之現狀，各省相去懸殊。因之該草案主張新幣制之推行，應採逐漸之步驟。以一省爲單位，自經濟情形較發達各省，逐漸推及其他經濟情形較落後各省。每省於新制之推行，更分別

訂定日期。每一日期，均代表幣制改革程序中一重大段落。茲分別略舉之如下：

(一)「金本位幣制通行日」 該草案第十二條有云：「財政部長，應隨時決定，並於事前至少六十日，公佈某某省之「金本位幣制通行日」……自該日起，金本位通貨，可在該省作合法之流通。凡一切締結契約，繳付租稅，支付政府服務人員之薪俸，均能適用新幣。政府並須隨時擬定新舊幣兌換率；依照此項官定率，發行新幣，兌回舊幣。觀此，則自「金本位幣制通行日」起，新幣即為非強制之試行，予人民以認識及習用該新幣之機會。

(二)「金本位法幣日」 在每省「金本位幣制通行日」後一年以內，財政部應對各該省規定，並公佈第二日期，稱為「金本位法幣日」。其日期，不得在該省「金本位幣制通行日」後未滿一年以前。其公佈，至少須於該日期六個月以前。該省自「金本位法幣日」起，所訂契約，除別有規定，須付他種貨幣外，其應付款項，概以金本位通貨為唯一之法定貨幣。政府之任何薪俸，尙未以金本位通貨支付者，自該日起，亦應一律以新幣支付。故自「金本位法幣日」起，對於現款支付，新訂契約，及其他債務，均以新幣為唯一之法幣。

(三)「債務換算日」 政府於各省「金本位法幣日」同時，或於「金本位法幣日」以後，規定新舊債務之換算，其指定日期，稱之曰「債務換算日」。此項日期之公佈，亦須先於六個月前行之。自該日起，所有舊債務，未改用金本位計算者，均須按照財政部所公佈之官定率換算之。是自此日起，所有舊訂債務，亦一律須以新幣為唯一清償通貨。

根據以上規定，則自公佈「金本位幣制通行日」起，至「債務換算日」止，至少須歷時一年又六十日。蓋「金本位幣制通行日」至少須於六十日前公佈，而「金本位法幣日」又至少須後於「金本位幣制通行日」一年，即假定「債務換算日」與「金本位法幣日」為同一日期，亦須一年又六十日也。

(丁)新舊幣之逐漸替代 該草案對於新舊幣之逐漸替代，亦有嚴密之規定，並主張設「全國幣制委員會」，以主持其事；更輔之以各省幣制委員會。其第三十條有云：「全國幣制委員會，應隨時以孫幣對他幣之兌換率，建議於財政部長，俾兌回及撤回在流通中除十文銅幣外之各種非金本位貨幣，而履行國民政府所負之責任。前述兌換率，得因各種貨幣而殊異，並得因所在地不同，致同種貨幣亦有殊異。所有兌換率，依委員會之裁奪，認為公眾利益所需者，得隨時更變之。訂定此項兌換率時，應根據各種貨幣所含金屬，在世界主要金屬市場之市價，並根據各種貨幣，於預期施行官定兌換率之日期，九十日以前，在其流通之各該地，對於金貨之約價；此外根據其他種種資料，務使委員會所訂定之兌換率，對於政府人民，債主債戶，均得其平。……」觀此，則新舊幣之替代，仍係由政府依據當時情形，決定一種官定兌換率，以逐漸兌回之。

(戊)原有銅幣之處置 照該草案之規定，現行之十文銅幣，暫時容納於金本位幣制內。其價值定為半分。言之，即每一孫幣，應一律換銅元二百枚。故在每孫得兌銅元二百枚以上之各區域，應由政府設法逐漸收回，減少其數量，以提高其兌換率。該草案並規定：「俟有三省以上之單銅幣，確能保持每孫二百枚之兌換率時，財政部長，應即宣佈正式鞏固單銅幣之日期。但以適用於各該省為限。此日期稱為「銅幣鞏固日」。此後如有他省亦能保

持每孫二百枚之兌換率，財政部長應隨時為各該他省正式宣佈其銅幣鞏固日。凡已宣佈銅幣鞏固日之各省，可逐漸推行該草案所規定之半分新銅幣，以替代舊有十文銅元，使逐漸停止流通。觀此，則舊有銅元，暫時仍得保留。惟由財政部設法調節其流通數額，於達到並維持每孫合二百枚之兌換率後，始逐漸另鑄新銅幣，以收回舊有銅元。

(己)統一紙幣之辦法 照該草案之規定，財政部應於一年前預先決定每省之「紙幣最後收回日」，對各省宣佈之。凡各省或各地方，及任何銀行、商店，或個人，應於紙幣最後收回日以前，收回其所有發行之紙幣。其收回辦法，以平價兌現為原則。如紙幣兌價跌落過甚，亦得特許其按平價以下兌回。凡於紙幣最後收回日以前，不能收回其紙幣者，(一)若為各省，或地方所發行之紙幣，則無論其為直接發行，或間接由其操縱之銀行所發行，或為其所擔保者，應於是日或是日以前，以足敷兌現之金本位存款，存入中央銀行在各該省，或該地之分行，或代理處，或財政部認許之其他銀行。如該省或該地方，無力提繳此項存款，經財政部之特許，得以充分保息之債券，替代存入。(二)若為銀行，或任何團體，或私人所發行之紙幣，則應於紙幣最後收回日起，根據每月流通之最高額，課以遞進之稅率：第一年内，每月課以半釐；第二年内，每月課以一釐；嗣後每月各課以一釐半。但銀行於紙幣最後收回日以前，已將該行紙幣流通額，減至最近兩年內流通最高額百分之十時，得免繳此項課稅。又凡資本在現行國幣五百萬元以上之銀行，得按其持有政府公債之數量，減免其同數量紙幣之稅率四分之三。凡銀行，或私人，對於發行之紙幣，不遵此項辦法者，應由政府宣佈其無償還能力，並清算之。總之，此項規定，係強制取締各省，各地方，各銀行，及

任何團體或個人，對於紙幣之繼續發行，並強制於一定時期內，收回其已發行之紙幣，而代以統一之中央銀行金本位紙幣。

(庚)金本位基金之設置 金本位基金，專以建立金本位幣制，及維持新幣制中所有貨幣，與所規定金單位平價之用。此項基金，照該草案之規定，不得少於所有全國通行金本位貨幣總額百分之三十五。其來源計有七項：(一)鑄造新幣所得之利益；(二)發售匯票所得之匯水；(三)存儲國外基金所得之利息；(四)對於中央準備銀行所徵收之特許稅，及準備不足稅；(五)發售政府所佔中央銀行，或中央準備銀行股份所得之代價；(六)因運用金本位幣制所得之其他收入；(七)為鞏固幣制所舉之借款。至此項基金之保存，計分為兩部：其第一部為(一)存於國內之金條，或金幣；(二)存於國外之金幣存款；(三)在外國金融中心地，存放本基金之銀行所出，經其他股實銀行允兌之票據；其第二部為(一)國內所有金本位貨幣；(二)政府購備供鑄幣目的之各種金屬。

(辛)金本位平價之維持 欲維持此項金本位之平價，在國內須無論何時，能以金本位貨幣，換成等量之金貨；或能以平價匯兌外幣，其匯水必恆在金貨輸出點範圍以內。而欲達此目的，則一方在國內須常有充分之基金，以應付國內金本位貨幣之兌換金貨，及支付國外存款銀行對本國所發行之匯票；一方在國外須常有充分之基金，以支付本國對各國外存款銀行所發行之匯票。對於此種作用，該草案規定，頗為嚴密。照該草案第二十一條之規定，凡以金本位貨幣，持向國內主要地方基金事務所，或代理處兌換時，得按照六〇·一八六六公毫純金折合一孫之兌換率，給以通常用於國際付款之金條，或給以金本位基金向國外存款銀行之電匯，即期，或六十日期匯

票。並規定凡以金本位兌換電匯，或匯票時，應接受票銀行所在地之貨幣單位超過孫幣之平價，酌收匯水。此項匯水，除六十日期匯票，對於利息應作適當之計算外，均應以代表金貨輸出點為標準；即適足以應付由本國境內發票地點，將金條輸運於受票地點之一切費用。此種規定之為維持本位幣平價，理至明顯，無待贅述。而對於國內金本位貨幣之調劑，則更有第二十二條之規定，凡經兌回之金本位通貨，應即停止其流通，並保管於基金庫內；除支付國外向本國發出之電匯，或匯票，及他項規定必要之支付外，（參看該草案第十八條所列支撥款項各目）不得再行提出流通。金本位通貨之流通額，因之暫時減少。其作用，與現金之輸出相同，為維持金本位平價之良法。至於國外金本位基金之調劑，則有第二十三條之規定，凡國外存款各銀行，得接受各該國現幣，售以向吾國金本位基金兌款之電匯，即期，或六十日期匯票。同時對於此項收入現幣，即存於國外，作為基金。使國外基金，得源源之挹注，而無枯竭之虞。觀此，則該草案對於金本位之維持方法，其規定可為至周且密。

吾人對於以上八點——金本位幣之規定，銀銅輔幣之鑄造，新幣制之逐漸推行，新舊幣之逐漸替代，原有銅幣之處置，統一紙幣之辦法；金本位基金之設置，及金本位平價之維持——有相當之瞭解，然對於甘氏此項幣制法草案之內容，已得其癥結之所在，然後始可以進而討論其利弊。惟於開始討論以前，尚有一點不能不加以介紹者，即甘氏於此項改革之推行，尚有所謂間接計劃與直接計劃是也。

## 二 間接與直接計劃之比較



甘氏理由書中，關於改革之方法，分有間接與直接兩計劃。間接計劃，「乃施行一種以銀爲本位之十進單純而統一之貨幣，以替代原有紊亂之貨幣。其價值單位，即用現行國幣之孫中山銀元。在新貨幣將全國舊貨幣取而代之以後，乃將此項新銀本位，改爲金本位貨幣。」換言之，即先以銀本位之統一爲實行金本位之過渡也。直接計劃，「乃由現行紊亂幣制，直接改爲金本位幣制。而於國內情形較佳之區域，儘先施行，並逐漸推及國內其他部分。直至全國成爲施行此制之國家爲止。」換言之，即「由現行通貨，直接改用一種金本位通貨也。」

(甲)甘氏對於間接計劃之意見 照甘氏之意見，以爲間接計劃，在進行之始，引起各方之反對較少，阻力既微，進行較易；且因無需巨額準備，所需費用，亦因之較輕。惟「此等優點，乃屬暫時性質。如國家採用銀本位，而不欲採用金本位進行之必要步驟，則此等優點，尚可繼續存在。如就幣制改革之全部而論，則間接計劃，缺點尙多，殊不適川。」甘氏並列舉間接計劃之三大缺點：(一)「金本位利益之享受，因以延遲。」蓋自統一銀本位，以至實行金本位，需時必久而改用金本位之各種利益，因不能如直接計劃之可立時享受。(二)「在採用金本位以前，通貨殊有緊縮之必要。」蓋改行金本位須設法將銀元面值，提高百分之五十；即銀元之實值，須較其面值低三分之一；然後可以免銀價暴漲時被人鎔化之弊。但欲提高銀元面值，非實行通貨收縮政策不爲功。而通貨收縮過久，照甘氏之意見，有阻礙實業；減少輸出；妨礙勞工；鼓勵投機；對於債務人之不平等；種種弊害。(三)「鑄造權利益之損失。」採用直接計劃，政府可得大宗造幣權利益，以充金本位之基金。據甘氏估計，假定中國四萬萬人，每人所需各種價值單位銀幣之流通額，約合美金一元八角，半爲銀元，半爲銀角。假定銀元實值爲美金四角；而其面值提高三分之

一至六角，則新幣實值與面值之差額，共計可達美金二萬六千四百萬元。政府如採用間接計劃，祇能獲得鑄造銀角之利益二千四百萬元，較直接計劃少得美金二萬四千萬元。蓋施行間接計劃，將銀元面值擡高三分之一，此項利益，將為當時持有貨幣之私人所得也。

(乙) 甘氏對於直接計劃之意見 甘氏對於直接計劃之優點，計列舉六項：(一)「無舉行大借款之必要。」照甘氏意見，直接計劃，為自給之計劃。祇須於開始時，舉行一度適宜之借款。即此借款，於較短時期內，亦可以通貨改革本身所得之利益償清之。(二)「立可施行金本位。」照直接計劃，可以於較進步區域，立刻推行金本位，而享受金本位之利益。(三)「實業所受紛擾之微少。」蓋直接計劃所用之新幣，其面值與現行銀元相等。故推行時於價值單位之變動極微，而實業所受之紛擾，因之亦少。(四)「對於債務人無甚不平。」蓋新幣既無提高面值之必要，則價值單位，無甚變動，債務人即不致因以吃虧。(五)「引起社會中及政治中不寧，及反抗之機會較少。」蓋直接計劃，對於物價，工資，實業，債務等，擾亂較微。故對於社會政治中不良之影響，亦較小。(六)「引起投機之機會較少。」蓋直接計劃，可使主要貨幣單位，無甚變動；且其推行步驟，亦較迅速，故在改革期中，所引起之通貨，及匯兌投機之機會較少。

就以上甘氏自述之比較各點而觀，甘氏之主張採用直接計劃，自無疑義。

### 三 甘氏草案之批評

甘氏本其淵博之經濟學識，運其豐富之幣制改革經驗，擬訂是項中國逐漸採行金本位幣制法案。欲驟拔吾國於紊亂複雜之銀本位——實言之無本位——狀態中，而躋之於硬幣紙幣俱統一之金本位制度下。其籌思不為不精，其期望不為不殷。甘氏就吾國紊亂複雜無本位之現狀下，經一年短時期之觀察及研究，竟能對於無辦法之吾國幣制，擬具一有統系，有步驟，有條理，有方針之改革計劃。對於新幣之推行，基金之維持，行政機關之組織，紙幣統一之辦法等等，分條詳列，語不厭煩。其思慮之周到，籌劃之精密，誠不愧為吾國各幣制改革案中之首屈。且改革步驟，務求適合國情；如新孫之面值，規定與舊幣相同，而新舊貨幣替代時之影響，可以減少；新制之推行，規定用逐漸計劃，而於較進步各區域，可以立刻實施；此外如新舊幣兌換率之應用，舊有銅元之容納等等，蓋莫不以適合國情，減少變動為準則。此為甘氏草案之一大特點，亦為甘氏草案之一大優長處。惟甘氏籌劃雖密，思慮雖周，然以外人為借箸之謀，或仍不免有千慮一失之處。敢謹提出問題數則，以資商榷，並以就正焉。

(一) 價值單位問題 照甘氏之計劃，以含有純金六〇·一八六六公毫之孫幣，為本位貨幣，專用於國際匯兌之計算；以含有純銀十六公分之銀孫，為主要輔幣，以便於國內實際之授受。此項比價，係根據十八年底中洋一元，尚值美金四角時之情形。甘氏此種規定，實至少含有兩項假設：其一為假定吾國人民對於面值高於實值三分之一之信用貨幣，均樂於使用；其二為假定金銀之比價，可以穩定；即不穩定，亦不至有意外之漲落。

對於第一假設之能否毫無問題，甘氏亦至為躊躇。一則曰：「多數原有貨幣之實值，大概與其面值相等，或較高。今政府欲使人民用實值較而值甚低之新金本位輕貨幣，以為兌換，自不免遭遇困難。換言之，人民不願放棄其

足量貨幣，以兌換非足量貨幣是也。足量貨幣，乃商品貨幣；非足量貨幣，爲信用貨幣。中國人民估定貨幣之價值，恆以其所含金屬爲大部份之根據。中國流通之銀元，其面值往往與其價值相同；銀角之情形亦然。『再則曰：『銀幣之在中國，大概常按實值流通。故人民之所欲得者，乃爲實值與面值相等之貨幣。一般人民，以爲一切貨幣，須爲足量之商品貨幣。於是此種見解，在政府施行幣制改革時，可成重大問題，已無疑義。因此本委員會以爲政府於所鑄新幣之大小，須加注意，不使之較所替之原有銀元過小；而對於新貨幣所含之純銀，亦不能使之大減。』是甘氏本人對於其所擬新幣之是否能流行無阻，亦頗懷疑。一方所擬定新幣之重量，爲二十公分，祇合現行總理銀幣法定重量百分之七四；而一方則又曰：『政府於所鑄新幣之大小，須加注意，不使之較所替之原有銀元過小。』一方所擬定新幣所含之純銀，爲十六公分，祇合現行總理銀幣法定所含純銀百分之六七；而一方則又曰：『對於新貨幣所含之純銀，亦不能使之大減。』甘氏對於在中國推行信用貨幣之困難，蓋已情見乎辭。而上海三井銀行經理日人土屋計左右氏，對於此點，亦頗示懷疑。其言曰：『中國人對於貨幣制度，素具敏感。多年之習慣，與幾番之變亂，富有困苦之經驗。苟無生銀價值者，決不視爲貨幣而授受之。所謂名目貨幣者，卽以其生銀價值估計，此普通常例也。該案之主要點，卽以較生銀價值低劣三分之一之輕量貨幣，與向來以生銀價值通用之貨幣，同時流通。在中國現狀之下，終於不能使一般人民之貨幣心理上，得其同意也。』蓋以現狀而言，吾國幣制，實際上尙未脫離銀塊秤量貨幣時代。卽以經濟生活最進步之上海，漢口，天津等埠論，其實際貨幣單位，俱爲銀兩；而銀元之授受，在市場上與商品無異，對於銀兩本位，其折價逐日不同，在上海謂之洋釐。十餘年來，上而政府，下而銀行界，工商界，及經濟學家，竭

其鼓吹宣傳之能事，共謀此銀塊秤量貨幣之廢除，而迄未能成爲事實。國人對於貨幣之生銀觀念，其牢不可破蓋如此。

雖云新制銀孫，其效用與金本位之輔幣相同，照貨幣原理，其實值本應較低於面值，祇須於其流行數額，加以限制，絕不濫發，則國人似不應更加歧視，固守其足量貨幣之成見；設更採甘氏之主張，先爲適宜之宣傳，則對於上述困難，似不難迎刃而解，此項主張，雖似含有極充分之理由，然以揆之吾國現狀，則仍有格格不入之勢。蓋吾國自採行圓法以來，此數十年中，國人對於輔幣之經驗，絕未能獲有絲毫信用貨幣之觀念；銀角輔幣也，然兌換另有其市價，大致仍以實量爲計算根據；銅元之面值，時且低於其實值。此雖不能不歸咎於政府之俸利濫發；然因此種俸利濫發，而國人對於信用貨幣之觀念，已根本不易使之瞭解；對於足量貨幣之觀念，已根本不易使之消除。欲憑短時期之宣傳勸導，以打破國人數十年來親歷身嘗之經驗，不必待智者而後知其不能也。

對於第二假設——金銀比價之穩定——半年來於事實上，已有極大之反證。即甘氏在當時亦曾逆料其或生困難。其言曰：「在國內任何區域施行新金本位通貨，以替代舊通貨之際，世界銀市場中銀之金價，所生變遷，可使原有銀本位通貨之金價，有漲落，甚至金本位單位，在甫施行時，其價值實際上須與孫中山銀元，或他種在該區域通用之主要銀元相等者，亦大受其影響。故在此種情形之下，通貨一時不但不能變爲單純，且更爲複雜。」設金銀比價變動之影響，僅爲——如甘氏所云——於流通之原有各通貨中，暫時多加一種新幣，而並無其他較深切較永久之不良影響，則吾人雖極不願本國通貨之已複雜者，更形複雜，亦當暫持鎮靜不作無謂之懷疑。誠如甘氏

所云：「中國人民，對於複雜幣制，既已司空見慣，如僅暫時再增一種幣制，亦不致使其感有極大之不便。」不過金銀比價變動之影響於新幣制，是否即止於此，則尚爲一大問題。是則吾人所應繼續略加推論者。

因半年來銀價暴跌之結果，而吾人對於是項推論，遂有事實之憑藉，而其分析因較易於着手，今假定甘氏所擬之新幣制案，於草就後即行實施，當時——十八年十月——美金一元，約值中洋二元五角，故當時中洋每元，合值美金四角；而新鑄銀孫，因其所含純銀，僅及原有銀元三分之二，其實值原僅合美金二角六分有零。迨後銀價狂跌，至十九年六月中，美金一元，曾漲至中洋四元左右。換言之，即中洋一元曾跌至僅值美金二角五分左右。則當時每孫實值，隨之俱跌，將低至美金一角六分有零，與面值美金四角較相差幾達六成。原定實值低於面值三成餘之貨幣，吾人已恐其不能流通；今以實值較而值低至六成之貨幣，欲其於流行時，不生阻礙，吾人更未敢置信。是向所不易推行之信用貨幣，至是將更無術以促其流通。故銀價跌落，根本上足以阻礙新幣之通行，其影響斷非若甘氏所舉之無關重要也。

吾人設更從國際方面，略加觀察，其影響亦有堪引吾人注意者。在銀價跌落之情勢下，銀價愈跌，則銀孫與外幣相較之實值亦愈跌；新幣一元，在十八年十月尚值美金二角六分有零者，至十九年六月，因銀價之跌落，而祇值美金一角六分有奇矣。於推行新幣後，以祇合美金一角六分之低值貨幣，略加匯水，即可以作美金四角之匯兌；而今日分量較重，成色較高之舊有銀幣，每元市價反僅能匯兌美金二角五分左右。則此新幣制，設一旦實行，人民必將爭前恐後，爲外匯之購買，則此區區國外基金，是否有動搖之可慮；而新幣制本身，是否遂有崩壞之堪虞，實爲一

大問題。藉曰不然，則此分量較輕，成色較低之新銀孫，其在國內地位，純銀計算，較舊有貨幣，其兌換率，須低三分之一，已如前述；而同時其在國際地位，因有平價關係，較舊有貨幣當時市價祇可兌美金二角五分者，其價值反須高八分之三；在此種情形之下，設新幣制果能實施，則在開始實施時，對於此種新舊幣間特殊之關係，將何以調劑而使之不受投機者之利用。蓋此種新銀幣，因有外匯平價之存在，其性質與吾國任何舊有貨幣不同，其影響亦將與吾國任何舊有貨幣不同，已不能僅視為暫時再增一種貨幣矣。

又有進者，吾國至今已成為全世界之唯一銀本位國，亦為全為界之最大需銀市場。吾國今日決定採用金本位，則明日世界即更無銀本位幣制之存在；此後生銀，即將失其僅存之貨幣本位市場，而退為工藝或鑄造輔幣之物品。則其市價之已跌者，至是必且一跌而不可收拾。幣制改革之初，設未為事前之防範，恐改革之利未見，而崩潰之兆已成。在吾國今日亟亟不可終日之金融情況下，似不能不以審慎出之也。

(二) 逐漸推行問題 所謂逐漸推行云者，為便利計，可以分兩點論之：一為於推行一地時，取分期逐漸改革辦法；一為於推行全國時，取分省逐漸改革辦法。

所謂於推行一地時，取分期逐漸改革辦法云者，即於一地推行金本位時，有所謂「金本位幣制通行日」與「金本位法幣日」及「債務換算日」等規定，為逐漸之推行，而不為即時之強制；至於新幣之替代舊幣，亦根據市況，隨時公佈兌換率，為逐漸之兌回，而不取武斷之手段；此種規定，原為改革過程中，極穩健，極正當之辦法；吾人對此，不得不深感甘氏用心之苦，而深佩甘氏思慮之周。

雖然，天下事有一利，必有一弊。分期改革，一面原可以予人民以充分準備之機，而一面正足以啓人民觀望遲疑之漸；依率兌換，一面原所以謀人民過渡授受之公，而一面則正足以啓人民抑揚歧視之念。照甘氏之辦法，自「金本位幣制通行日」起，金本位幣，始可於當地爲非強制之流行。在該日後一年以內，更應爲該省「金本位法幣日」之公佈。但「金本位法幣日」不能早於該公佈日後六個月，又不能早於「金本位幣制通行日」後一年。此辦法，在使該省有一年之時期，聽人民隨意通用此項新貨幣，而不受政府強迫；同時政府又可在其際，教導人民使用此項新貨幣；並按照有利益之兌換率，發行此項新貨幣，以兌回舊貨幣。此辦法，又須在至少六個月以前，對於人民加以警告。自期限屆滿之日起，禁止舊通貨流通之強制法律手續，乃開始有效。惟財政部長，可根據全國幣制委員會，及省幣制委員會所作之報告，認爲此時期有延長之必要，則延長之。此日期之彈性，可使政府察看各地情形，以調整其新貨幣，在各地強制流通之速率。此種規定，雖有因地制宜之效用；然人民觀望遲疑之機會，因以加多；而新幣推行之紛擾時期，或因以延長；故於推行時，非特當事者之處置得宜，則欲以利公衆者，或正以害公衆，致有負立法者之善意。此不可不注意者。在過渡時代，新舊通貨之交替，照甘氏之辦法，並不以舊幣一元作一孫，而仍須另訂兌換率，以爲計算之標準。在「金本位法幣日」以前，則所有人民對於政府之收付，得按照兌換率，使用新幣；而政府對於公務人員之薪給，亦得按照兌換率，以新幣支付。（草案第十二條。）即在「債務換算日」後，其債務之清償，亦並不以舊幣一元作一孫，而另定有等值率，以爲換算標準。（草案第十五條。）此種辦法之規定，雖以謀收付兩方之公平，然一有兌換率，則無論其爲高爲下，其情形必至爲複雜，其影響必至爲紛擾，可斷言者。設此



項兌換率，爲迎合社會足量貨幣心理起見，以新舊幣實值爲標準，則舊幣一元，當值新幣一孫五角左右；而通貨單位，將驟然降低三分之一。反之，設此項兌換率，以舊幣之金價爲標準，則舊幣一元，祇值新幣六角二分半；而通貨單位，將驟然提高八分之三。通貨單位，無論爲提高，爲降低，而甘氏自謂其所擬幣制，可不受價值單位變動之影響，以引起實業，物價，工資，債務等種種糾紛者，至是將盡成泡影。蓋甘氏擬定此項銀孫之本意，原欲以銀孫一枚，替代舊幣一元，爲同等之授受。惟新舊幣能爲同等之授受，庶此項新幣之推行，可以避免因價值單位變動而引起之各種不良影響。甘氏之言曰：「此項單位之擇定，大都因其在實際上以金爲計算，可與中國許多地方今日通行之銀幣同值。使現行銀單位，改爲大概價值相等之金單位。則物價，工資，及借貸關係，均不致起擾動；卽有擾動，亦至微末。假如個人依現今標準，每月收入爲一百元，則其人依改用之金標準計算，大概仍爲一百孫。又一種物品，在今日值一元者，在將來亦大概值一孫。」今新舊幣仍須依照兌換率折合，則因價值單位之降低，而昔日之收入一百元者，今日須收入一百一十，或二十元，始能相抵矣；昔日之價格爲一元者，今日須擡高爲一元一角，或二角始能相抵矣。設價值單位提高，則其影響適與此相反。觀此，則此項兌換率之規定，甘氏已自敗其維持價值單位平價之本旨。此其不可不注意者又一也。

所謂於推行全國時，取分省逐漸改革辦法云者，卽如甘氏理由書中所云：「因中國各處之情形，彼此懸殊，故主張改革之程序，須因省分之不同，而使其進行速率大異。在某數省改革之事，可從速進行；在其他省分，則當徐步進行。」此種分省逐漸推行辦法，民國三年國幣條例及施行細則理由書內曾有相同主張，當時且舉有理由三

項(一)「我國幅員遼廓，各地習慣不同，而其金融待拯緩急之情亦別。大率通商口岸，最感幣制不一之苦；交通愈不便之地，其所感覺愈微。稱情以施，合分先後。」(二)「貨幣之鑄造，兌換券之推求，雖兼程並進，亦不能使全國供求遽足相抵。懸而久待，窒礙滋多。故不如節節推行，易於支應。」(三)「各地濫鈔，為幣制之梗，收回整理，當行以漸。其中不無數區，應用特別辦法。施行稍分次第，伸縮乃可裕如。」甘氏是項主張，是否受上述理由書之影響，雖不可必；然以吾國幅員之遼闊，習尚之懸殊，通貨之複雜，於各省各區間，其推行金本位，於事實上不能同時實施，應為稍具常識者所同曉。然分省推行，設推行者為銀本位，則省與省間，其匯兌情形，尚可不至十分複雜；今其推行者為金本位，則省與省間之匯兌，恐將陷於不可思議之紊亂。是不可不於事前，詳加研究，而預謀補救者。請得而申其說。

今假定江蘇已先實施金本位，推行新幣；而浙江則仍通行舊有銀元。更假定江蘇人民，對於新幣一律收受，絕無阻滯，其面值與舊有銀元相等；則金本位之在江蘇推行，可謂十分成功矣。在本位上，江蘇用金，浙江用銀；在事實上，則江蘇用較輕之新幣，而浙江則用較重之舊幣。故凡江浙間之貿易，其清算將立見困難。江蘇已施行金本位，故新幣在江蘇境內，可以流通無阻；而一入浙江境內，即不能照其面值流通。按吾國足量貨幣觀念，以所含純銀折算，則新幣一孫，將祇值浙幣六角六分有奇。土屋計左右氏，即持此論，謂：「雙方皆以生銀價值為比較估計，於是兩省鄰接，其間即有百分之三十三以上銀價之相差矣。」然事實上，恐未必若是之簡單。蓋蘇省採辦浙貨，固須以舊銀幣支付；然反之，浙省採辦蘇貨，亦須以銀孫支付。今舊幣純銀價值，雖較銀孫高三分之一；然因銀孫係金本位幣，有外匯平價之存在，其面值，在今日銀價跌落之情勢下，且當在舊幣之上；因舊幣一元，照十九年六七月間匯市，祇可

兌美金二角五分；而孫幣對美平價，則爲每孫合美金四角也。適江浙新舊幣間，仍以實值計算，則舊幣一元，可兌新幣一孫五角；新幣一孫五角，即可兌美金六角。是不啻舊幣一元，可兌美金六角也。同一舊幣，在江蘇未實施金本位前，祇可兌美金二角五分者，至是竟可兌美金六角，匯率上漲達二倍餘。誠能如是，則浙江人民，持有舊幣者，不將盡出所有，以兌外匯，天下恐無此便宜事。故愚以爲設分省推行之辦法，誠能實現，則省與省間，雖同屬一國，其收支清算，將複雜紛擾，與今日用金國與用銀國間之匯兌相同。蘇省用金，則此後蘇省對浙省及其他二十行省之匯兌，即非復如前日銀與銀之關係，而將爲金與銀之關係。金銀比價有漲落，則蘇浙間，或蘇與其他行省間之匯兌，將隨之而有漲落。前日因國外匯兌漲落而感受之痛苦，今且必續演於國內。今日江蘇改用金本位，則中國國境內，不啻多一用金國；將來浙江又改用金本位，則中國國境內，不啻又多一用金國；自此而廣，而閩，而鄂，而蜀，非至全國俱改用金本位，其紛擾即不能減少，或消滅。國際貿易受匯兌漲落之影響，已深感其痛苦。設因此項金本位逐漸之推行，而使國內匯兌發生影響，則國內貿易，不能超然於利害之外，自在意料之中。是則吾人於贊助金本位之逐漸推行以前，不能不先爲考量，而熟籌所以減少或避免之者。

(三)紙幣統一問題 「紙幣之使用，可以節約現金，可以便利交易，可以助長經濟之發展，而發行機關，又有利可圖，苟行之得當，誠爲富國利民之要道。」從來談幣制之改革者，每專注意於硬幣本位之整理，而不謀紙幣發行之改革。而甘氏是項草案，對於吾國紊亂不堪之紙幣，始定有一種合理而澈底之辦法。細譯所擬條文，實具有下列要點：(一)停止各種紙幣之繼續發行；(二)定期強制在流通中各種紙幣之收回；(三)責任中央準備銀行金本

位紙幣之發行。此項主張，誠整理吾國紙幣之唯一辦法。於理論上，吾人更不應稍加懷疑與非難；然於事實上是否尚有施行之障礙，則吾人又不能不就思慮所能及者，略舉一二，以資商榷。

一為收回政治機關所發行紙幣之困難。照過去之情形而觀，發行紙幣，為省政府唯一之救急理財方法；庫藏告匱，羅掘俱窮，稅款已無可預徵，債票又無從勸募，其輕而易舉者，蓋莫發行紙幣若。此種籌款捷徑，各有關係當局，是否肯一旦捨棄，已成問題。此時即肯捨棄，是否於將來即有需要時，仍能力顧公益，不尋故轍，更未可必；即各有關係當局，竟能永久捨棄此項權利，而此時之整理問題，亦復不易處置。需要整理最殷之地，亦即為阻礙最多之區。東三省之奉票，吉林，黑龍江之錢票，哈爾濱及吉林之銀元票，山西之省銀行紙幣，陝豫之西北銀行紙幣，以及廣西，雲南之低折紙幣等，其整理誠為切要之圖；然在今日之情勢下，此等行省，大部於政治上尚未受中央之完全節制。財政無論矣，改革幣制，整理紙幣，更無論矣。最近（十九年八月）北平有中華國家銀行之成立，擬發紙幣五千萬元；其第一次一千萬元，已在發行。而同時總司令部之軍用紙幣，山西方面之新紙幣，充斥於北方各地。以發行紙幣為籌款捷徑，正方興未艾也！整理云乎哉！

一為取締外國銀行所發行紙幣之困難。上海為吾國金融中心，無論為改革幣制，為整理紙幣，大約均須以上海為出發點。而在上海金融界中，外國銀行，勢力極巨；發行紙幣，數不在小。甘氏此項規定，是否包含外行在內，未曾明言；即或在內，倘外行不肯就範，則所有徵稅課罰，強制清算等辦法，是否可以施之於外行，倘不能適用，則是否另有他項較易見效之辦法，可資憑藉；凡此種種，都為不易解答之問題。雖有謂外行紙幣，其發行範圍，大都僅限於租

界，故其勢力，亦極難越雷池一步。似可任其在租界內流通，而不加干涉。斯言誠信；然上海爲吾國金融之中心，金融中心之改革，尙不能澈底辦理，則他處必將更難着手。且惟其爲金融中心，而其幣制之改革，紙幣之整理，因更爲切要；蓋其所及之範圍廣，而其所生之影響大也。此外如廣東之港紙，東三省之金票等，以外國紙幣流行於國內，喧賓奪主，影響更大，而其處理辦法，則甘氏似亦未特加討論。在此種最費躊躇處，未能得甘氏之指示，吾人實不能不略表失望也。

(四)基金來源問題 照甘氏之計劃，其基金來源，共有七項，已如前述。對於其第四項，向中央準備銀行所徵收之特許稅，及準備不足稅，及第五項發售政府所佔中央銀行或中央準備銀行股份所得之代價，因該委員所擬訂之中央準備銀行法案，至今尙未公佈，故對於此種稅收，及此種代價，不能推測其收入數額之大小，祇得姑置不論。而其第六項，因運用金本位幣制所得之其他收入，甘氏於其理由書內，已自聲明謂：「此等盈利，乃合許多小項目而成，爲數大抵不甚重要。」似亦可姑置不論。故基金來源之較重要者，厥惟第一項之造幣利益，第二項之匯水，第三項之利息，及第七項之借款。

對於第二項之匯水，及第三項之利息，照甘氏意見，以爲「就他國經驗言之，此項收入，大概亦可爲基金之重要來源。」曰「大概，」曰「亦可爲，」似已略含懷疑意義。蓋在他種情況下，他國之經驗，極難援以爲在現在情況下中國之旁證。因基金調劑之失宜，而匯水之收入，或反不能抵基金轉移補充等之損失；因外款之商借，而利息之收入，或反不能抵借款利息之付出。即匯水及利息，誠爲基金之重要來源；然此種絡繹逐日收入，恐用以爲一切造

幣耗損，行政費用等種種開支，及消耗，尙虞不足；卽有盈餘，爲數恐亦不能極鉅。觀此，則匯水及利息兩項，亦可姑置不論；而基金之重要來源，當推第一項之造幣利益，及第七項之借款。

造幣利益，完全係由鑄造實值低於面值之輕質孫幣，及其他輔幣得來。照甘氏之計算，是項利益，僅銀孫銀角兩種，（鑄銅幣不在內），卽可達美金二萬六千四百萬元，已如上述。惟甘氏是項舉例，係用美金爲單位，遂極易引起種種之誤會。所謂每人流通幣額，約爲美金一元八角，在甘氏擬訂是項草案時，祇合中洋四元五角者，因最近銀價之跌落，（美金一元合中洋四元）同此美金一元八角，卽可合中洋七元二角之多。設甘氏於擬訂草案時，先有每人流通幣額中洋四元五角之估定，而後照當時中美匯價，合成美金一元八角，則此時此四元五角之中洋，已祇合美金一元一角有奇。蓋中洋四元五角爲不變數，而美金數額——昔爲一元八角，今爲一元一角有奇——祇爲約合數。甘氏是項以美金爲單位之舉例，極易引起誤會也。吾人設修正甘氏是項推論，而以中洋爲估計及計算之標準，則每人需要中洋四元五角，全國四萬萬人，卽應需用中洋十八萬萬元（一、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇元）。假定銀元及銀角，各得其半：計銀元九萬萬元，及銀角亦合九萬萬元。在銀元方面之利益，爲全數三分之一，（因實值較面值低三分之一），可得餘銀合三萬萬元；在銀角方面之利益，尙不至三分之一，（因成色尤低），可得餘銀合三萬六千萬元，合計兩者，其利益可達六萬六千萬元（六六〇、〇〇〇、〇〇〇元）之巨。換言之，卽以實值十一萬四千萬元（一、一四〇、〇〇〇、〇〇〇元）之貨幣，可以作面值十八萬萬元之貨幣流通也。惟此項造幣利益，在甘氏以美金爲單位之舉例中，其給吾人之印象，似極爲確實可靠；然根據實情，以中洋一爲計算，吾人對於是否能獲得此

項全部利益一問題，立生懷疑：蓋是項利益，全部係銀而非金。用之於鑄造銀孫，以增加國內貨幣，固可以得其全部之利益；而用之於購買金幣，以充實國外基金，則仍不能脫離銀價跌落之影響。如此，則其大部利益，不難隨銀價之跌落而消滅也。此六萬六千萬元之中洋，在甘氏擬訂草案時，原可得美金二萬六千四百萬元（ $660,000,000 \div 2.25 = 264,000,000$ ）者，在今日匯市情況下，已祇可合美金一萬六千五百萬元（ $660,000,000 \div 4 = 165,000,000$ ）較前已幾減少其三分之一矣。設吾國改用金本位，則世界銀價之將繼續下跌，自在意中。其跌落將至若何程度，吾人雖不敢妄爲臆度；然在今日銀市已弊弱之情勢下，經此振動，繼續下跌，使甘氏理想中造鑄利益之已減少三分之一者，再減去其三分之一，亦非全不可能之事。俞寰澄氏最近於其發表談話中有云：「表面上看，銀價愈跌，代表幣之利益愈厚；實際上講，銀價愈跌，代表幣之維持愈難。甘博士似乎忘記了，鑄幣減低成色分量所得來的利益是銀；金本位所信託維繫的是金。鑄幣得來的利益，祇可在國內添鑄代表本位的銀孫，不能在國際市場，維持金匯兌的比較。如其拿來作維持金匯兌之用，那就不得不輸向國外銷售。甘博士又似乎忘記了，全世界都是用金的國家，我國存銀，沒有出路可找，若硬向外國銀市場出售，銀價將跌得同銅鉛一樣；所謂造幣利益，所謂金本位基金，完全成了空話。」此項意見，實極有研究之價值也。且甘氏以中洋四元五角爲吾國每人平均需用之貨幣數額，似亦太抱樂觀。內地人民，終身未見銀元者，不在少數；而紙幣之充斥，又爲吾國一部省分之特殊現象；銀角或銅元，在大部省分，已供多於求，兌價低落，極爲普遍；在此種情形之下，吾人對於甘氏四元五角之假定，似尙不能視爲穩健之估計也。卽退一步言，吾人全部承認是項估計，並承認造幣利益確可爲基金之重要來源；然造幣利益，須於新幣逐漸

推行後，始能逐漸獲得；對於此種事實，吾人亦不能全不顧及；而欲推行新幣制，又必須先有基金。換言之，即須先有充分之基金，足以爲本位平價之維持時，始有推行輕質信用通貨之可能；始有因推行輕質通貨，而獲得利益之可能；始有以是項利益，劃充基金之可能。是爲基金重要來源之造幣利益，係發生於新制已推行之後，而不能發生於新制未開始之前。則新制開始時之基金，仍有恃其他來源之必要。此甘氏所擬第七項借款辦法之所以亦極爲重要也。

甘氏對於此點，曾發表其意見曰：「政府施行金本位制，欲於開始時使國內外對於政府，起有甚堅之信仰心，非先獲得開辦款項不可。大抵開始時所借款項，有適中之數已足。如美金一千萬元，乃至美金一千五百萬元是。如有可能，當再取得同等金額之信用，俾在一定之年限中，一日遇有危急，可用以鞏固通貨。因金本位在國內各部分乃漸次施行，而此項制度推行之速度，大部份又由政府操縱，故需借之款，爲額殊屬有憑。造幣權利益，及上述供基金用之各種收入，在短時間內，已可構成及維持一種足敷應用之金本位基金而有餘。」觀此，則照甘氏意見，以借款爲改革開始時事實上所必需，已無可異議。惟此種借款，照甘氏意見，實僅爲暫時過渡辦法，而永久之重要來源，則仍恃造幣利權及其他收入。對於此點，俞寰澄氏曾發表其意見曰：「照現在政治狀況經濟狀況之下，是否有借大批外債之可能；如其不能，豈非廢話……至於發行金公債，民間苦於無金應募；若用高利誘致，使以銀易金，來買金公債，是否將使金價益高，銀價益跌，金融現狀，更爲擾亂……」土屋計左右氏亦有言曰：「今日中國之情形，完全不同。第一尚無爲中國提供巨額金本位基金之國家；而中國自己，亦無向國外舉鉅額外資基金之能力，夫人而



知之者也……甘氏於幣制改革草案脫稿後，即有籌措金本位基金之中國內債整理案，另行建議。其計劃，以爲現在以關稅及其他擔保之國內公債，概以年息一分，期限四十個月以內之短期者爲多。使國庫負擔過重。故擬將所有內債之利率，改低至五釐，期限改長爲二十五年。以長期低利之債，與舊債掉換，可於此中籌得數萬萬銀元之差益。於是以其擔保之餘力，發行新公債，以充作金基金之一部分。信如是說，則殊不知中國之實情者。在今日中國之有擔保短期內債，其實利在一分四五釐以上，如何可以五釐之低利，而期限延長至二十五年之長期以平價發行公債乎？在吾國現狀下，無論爲舉外債，爲募內債，確有種種事實上之困難。是則甘氏所舉之第七項基金來源，亦尙略有問題也。

(五)平價維持問題 照甘氏之計劃，完全係運用金匯兌本位之一種機械作用，以維持新貨幣之金平價。甘氏稱之謂「一種能具金幣功用，而不必有金幣流通之方法。」對於此點，甘氏於其理由書中，曾有極詳盡之解說。此種解說，爲甘氏所擬是項新幣制根本理論之所在，吾人當不厭其繁多，節錄之以爲討論之張本。

甘氏之言曰：「我人有一極普通之經濟學原則，即當某金本位國家之支付差額，變爲大不利時，即當通貨變爲相對過豐時，匯兌率乃移至金貨輸出點，而金貨乃輸出國外。反之，當支付差額變爲大有利時，而當通貨變爲相對稀少時，匯兌率則移至金貨輸入點，而金貨乃輸入國內。所有運輸金貨所需水腳，保險，利息，損耗等種種費用，當由付運者擔負之……當上海對於紐約之匯兌率，已達到金貨輸出點時，金貨尙可不致輸出國外；此與在同樣情形之下，美英等國對於他國間者不同。遇有此情形時，中國政府對於金貨輸出者，於接受其人在上海繳付之銀孫

後，祇須給以向紐約所有之中國金本位基金，兌取該地現金之匯票。政府對於此金貨輸出者，所繳收之匯水，僅如其自上海運金貨至舊金山實際所費者相同。此種在上海付與政府，以購紐約匯票之銀幣，須撤回流通；並在實際上，須鎖閉於金本位基金庫內，而不使流出。如中國係實際以金幣供兌回及流通之嚴格金本位國家，則因此項撤回，而使國內流通貨幣所減少之量，將為國內金準備中，或流通中之金幣，輸出國外之量相等。在他方面，如紐約對上海之匯兌率，已達中國之金貨輸入點時，即匯兌率達此點自紐約將金貨輸入中國為有利時，中國政府所委任之紐約金本位基金代理處，對於紐約之金貨輸出者，給以在上海兌取同等中國銀幣之匯票，而與金貨輸出者，在紐約付入金本位基金中之美金相交換。代理處對於此種購買匯票者，所徵收之匯水，則與其實際上自舊金山運同等金額至上海所出之種種費用相同。當收款人持匯票向上海之金本位基金事務所兌款時，政府乃付以自金本位基金庫中所撤回之銀幣，金本位基金將此等銀幣付出，則流通貨幣之增加，乃儼如有同等金貨自國外輸入，而以之鑄為中國金幣也。按照金貨輸出輸入點，而在二地銷售匯票，將在上海售匯票所得之銀幣，撤回流通；或將以前在上海撤回之銀幣，發出流通。而其流通之能為有效，及自動之增減，殆與中國實際上有金幣輸出或輸入相同。中國雖無金幣流通，且國內大抵亦無金準備金；然而此種制度，已可使中國通貨之供給，能自動調節；國家貿易之需要，儼然成為嚴格之金本位國家。總之，無論為維持金本位信用，或為國際貿易清算，均不必有金幣，或金條，運來運去於中國與他國之間也。『此種作用，馬寅初氏曾於其金貴銀賤之救濟方法一文中論及之。其言足以為甘氏之補充，今並舉之：『政府於國內收入之一萬元銀幣，藏諸庫中，不再發出，則市面流通之銀幣減少。銀幣減少，其

值必昂；幣值昂，卽物價低；物價低，則與其買匯票出口者，不如運貨出口之爲愈也。國際貿易之差額必轉；而出口進口之匯票，必復歸平衡；使匯率降低，恢復原定之法價矣。反之，或因銀幣停鑄，或因商務發達，供不應求，則幣值昂而物價賤。外國商人，必紛紛來中國辦貨，卽以外國之金幣，照原定法價，交於吾國設在該國之準備局，買入匯票，向中國之中央銀行，換用中國之銀幣。如是則前次準備局所付出之金幣，今已回籠矣，於金準備無損；同時前次中央銀行收藏庫中之銀幣，今已復出矣，於流通額無損。如是循環操縱，妙用不窮，雖非用金本位，亦可收金本位之效矣。總之，此種甘氏所謂「能具金幣功用，而不必有金幣流通」之幣制，於理論上，實端賴國內通貨之脹縮，以爲調劑。外匯過漲，則收縮國內之通貨，直接以壓低物價，間接以鼓勵出口貿易，減少入口貿易，而外匯不致過漲，平價得以維持。反之，外匯過落，則增加國內之通貨，直接以擡高物價，間接以鼓勵入口貿易，減少出口貿易，而外匯不致過跌，平價又得以維持。馬氏以「妙用不窮」稱之，似非過譽也。

雖然，此種機械作用，其運行不息，實端賴出入雙方之大致能保持其平衡，而不偏重於任何一方；否則，靡不發生障礙。蓋當外匯於漲至現金輸出點時，國內在過去若干時間內，對於外匯之需要，勢必甚殷。因外匯需要之殷，而國外基金，必已漸見減少。卽於此時，在國內收縮通貨，以資補救；然其功效，決非於極短時間內，所能實現。設此種作用，一時未能阻止或減少外匯之需要，則國外基金，因無現可運，無法補充，於操縱見效之前，已呈枯竭動搖之象，風聲所播，崩潰可以立見。且也，此種機械調節作用，全以國際貿易之操縱抑揚爲樞紐。在吾國今日之情狀下，對外貿易，絕不平衡；出口貨如絲茶等，時時鼓勵之不暇；而進口貨則大部爲原料，爲必需品，又絕少操縱抑揚之可能；加以

入超數額，有增無已，於是此種金本位機械作用之是否能永久維持，已成爲一大疑問。藉曰能之，則在今日中國外匯完全受人操縱之時，是否可以充分達其運用之目的，又成問題。藉曰能之，以獨立國之準備金，全數存諸國外，是否爲安全之舉，又成一大問題。凡此種種，於實施甘氏是項草案之前，有不能不加以充分之研究與討論者。

#### 四 結論

自甘氏是項幣制法草案公佈後，金融界中人及經濟學家之發表言論者，已數見不鮮。反對者雖不乏其人，而贊同者亦不在少數，即馬寅初氏及李權時氏等，亦頗有大體贊同之趨向。吾人以研究爲立場，因見地之不同，及分析之各異，而其研究之結果，原亦不妨各持一說。就本篇之分析而言，甘氏是項草案，雖計劃極爲周詳，思慮確有獨到；然應加以審慎研究討論之處，亦不在少數。誠能取其所長，補其所短，則吾國幣制安定之時，正非僅甘氏一人自翺其計劃成功之日也。在今日各國已俱採用金本位幣制之情況下，吾國欲力排衆議，獨立異幟，冀挽已倒之狂瀾，爲決不可能之事。雖今日已有一部經濟學家，鑒於生金需要，有超過其供給之趨向，因預言來日金本位之決難維持。於是吾國之目光遠大，好立異說者，羣相附和，亦遂有倡議暫時採用銀本位，以待金本位之崩潰者。而金本位之是否有崩潰之可能，其崩潰是否於一年內，十年內，百年內，或於可以相待之期限內實現，又莫能必。欲以此爲維持銀本位之理由，不待智者而後知其不能也。是則欲避免此後患無窮之金銀漲落影響，非實施金本位不可。此種實施，於方法上容或有不同，於目的上則初無二致。吾人似不應因方法之困難，遂並此目的而加以更變。故在今日之

情勢下，設實施甘氏計劃，確有種種困難，吾人當謀有以減輕之，避免之，而不應於甘氏主張，根本加以懷疑也。抑又有進者，設甘氏此項計劃，因種種困難，不能於最短期限內實現，則統一銀本位之第一着，似仍不妨採行。吾人更不應狃於甘氏所舉間接計劃種種缺點之偏見，一方不能實施其所謂直接計劃，一方並此比較輕而易舉之統一銀本位，亦加以擱置。東隅之失，桑榆未收，一舉兩失，甚不取也。

——十九年七月，上海國立中央大學商學院，東方雜誌，第二十七卷，第十六號——

## 七 廢兩改元問題

廢兩改元問題，十餘年來，迭經各團體之討論建議。先有民六上海總商會蘇筠尚張知笙之提出意見；繼有民九英商之聯合請求，及全國銀行公會聯合會，全國商會聯合會，上海總商會等團體之先後提議；而海內經濟專家，本學理之研究，應社會之需要，著為論說，闡發尤詳。十七年春，浙省府曾有廢兩改元之提案，轉呈國府；國府於該年四月二十七日，第五十八次會議，正式通過。同年六月，政府有經濟會議之召集，廢兩改元，特有提案。會議討論結果，決定實施時期為十八年七月一日。同年政府所召集之財政會議，其審查結果，亦以為「辦法妥善，應從速實行，以期幣制之統一。」自金貴銀賤問題發生後，國人對於沿用銀本位，漸生疑問。同時甘末爾之逐漸採用金本位草案，適於是時告成公佈。其中有所謂「直接計劃」者，即係主張不必經廢兩改元步驟，可逕由現狀直接改用金本位；並舉有採用直接計劃之利益多端。廢兩改元問題，受其影響，於兩三年來，反見沉寂。本年（二十一年）水災之後，繼以國難，商業凋疲，土產減色，內地洋用不起，現洋集中都市，於是滬市釐價，跌至六錢八分以下，造成空前之低價紀錄。其有關社會經濟，實非淺鮮。七月七日，宋部長因有召集滬金融界領袖商議廢兩改元之舉。三數日來，各方意見紛歧。主張即時推行者，雖居多數；而主張暫緩實行，先事籌備者，亦不乏其人。然於廢兩改元之原則，則雙方俱表贊同，並無異議。故目下雙方之爭點，實不在於兩之應廢不應廢，及元之應改不應改；而在於兩之可否即廢，元之

可否即改。其爭點已非爲原則問題，而爲方法問題，爲時間問題。

「兩」果應廢乎？「元」果應改乎？此項問題，雖已非爲雙方之爭點，然而「兩」果何以應廢，「元」果何以應改，爲求社會一般明瞭計，似尙有略陳之必要。

吾國貨幣現狀，極爲複雜。銀元雖爲全國流行之貨幣，而在採用銀兩本位之各埠，如上海、天津、漢口等，則銀元實僅可入輔幣之列。其有本位幣資格者，厥惟銀兩。而此具有本位資格之銀兩，又復各地不同，種類複雜。換言之，即全國通行之銀元，並無本位幣之資格；而具有本位幣資格之銀兩，則又非統一之貨幣。故嚴格言之，吾國實並無本位貨幣之存在。因之，在本埠則兩元間之兌換，日有漲落。以元換兩，市價高時，每元或可兌銀兩七錢四五分；而市價低時，如最近數月，每元或祇可兌銀兩六錢八九分。在埠際則國內匯兌，俱須以兩地銀兩爲計算標準。兩地銀兩之重量成色，各不相同。於是其複雜情形，遂與英法間、日美間、德奧間等之外匯，不相上下。蓋英、法、日、美、德、奧諸國，俱用金幣；所不同者，爲金幣之重量成色。與吾國上海、漢口、天津、北平等埠之俱用銀兩，所不同者，爲銀兩之重兩成色，初無二致。換言之，各埠因用不同之銀兩，於幣制上，即宛然各自成爲一國。故就幣制立場言，每埠爲一國，吾國實不啻久已分爲十百千小國。金融爲全國之命脈，幣制爲金融之樞紐，在不統一之幣制下，是否能造成完全統一之國家。爲整個幣制計，爲整個金融計，爲整個國家計，亟應廢兩改元者，此其一。

社會上一般之收入，如工資、薪金等，大都俱爲洋款；而所有一切支出，實大都直接或間接用銀兩支付。以上海情形論，房租則或以銀兩計算，或以銀洋計算。房租、用水、及電燈、電話各項，則俱以銀兩計算。即以房租、房租、用水、電

燈、電話等數項計算，通常已約佔每月生活費三分之一。此三分之一生活費用，因直接用銀兩支付，須直接受「兩」折價之影響。此種情形，大抵尚為社會一般所深曉。至於其他大部消費，表面上雖俱以銀兩支付，而實際上則仍以銀兩支付者，則頗非社會一般所共悉。蓋批發買賣，其授受大都以銀兩為單位。進出口貿易，其成本亦俱以銀兩為計算標準。同一貨物，批進時以銀兩計算，雖為同一價格，而折合洋價出售時，即不能不受「兩」折價之支配。照最近情形，釐價大跌，其影響即足使物價上漲。通常商人為避免釐價跌落損失起見，往往有預將各貨售價，略為提高者。此項無形損失，即須為消費者所負擔。消費者以每月有定洋款之收入，用以為大部——幾全部——折合無定費用之支出。兩元折價有漲落，而大部之生活費用，即隨有漲落。為安定物價計，即為公衆福利計，亟應廢兩改元者，此其二。

有兩元之並存，而工商業即須為兩種貨幣之收付，金融業更須有兩種貨幣之準備。工商業須為兩種貨幣之收付，即須負兩種貨幣間折價漲落之危險。金融業須有兩種貨幣之準備，即須負兩種貨幣間盈虛調劑之責任。收銀付洋，釐價漲即受其損；收洋付銀，釐價跌即受其損。此在未廢兩未改元以前，工商業難於趨避之危險也。兩元並存，各有其用。銀用不能以洋代，洋用不能以銀代。洋用般則洋釐飛漲，缺洋者受其損；銀用般則銀拆飛漲，缺銀者受其損。此在未廢兩未改元以前，金融業難於應付之責任也。工商業於事業進行上應負之危險外，更須負此種意外之危險；金融業於金融任務上應負之責任外，更須負此種特殊之責任。為工商業前途計，為金融業前途計，亟應廢兩改元者，此其三。



故小而爲金融業工商業計，進而爲公衆計，大而爲國家計，廢兩改元，均有亟行之必要。此外如兩元收付間之盤剝暗虧，兩元買賣間之投機操縱諸流弊，不勝枚舉，茲從略不論。

然則「兩」果可即廢乎？「元」果可即改乎？曰：可即廢，可即改。曰：即廢即改，並無事實上之困難；祇視當局之決心與毅力。曰：不即廢，不即改，是坐失良機；不即廢，不即改，即終於不能廢不能改。今日持不能即廢即改之論者，其所舉理由，歸納之不外下列六端。

一曰，銀元數量之或不敷用也。在「兩」「元」並存時代，一部交易，係用銀兩；在廢兩改元之後，全部交易，須賴銀洋。以現有銀洋，替代全部「兩」「元」之用，是否將有籌碼不敷之虞，所慮誠當。惟照目下上海銀洋存底而言，已在二萬二千萬元以上，與去年此時銀洋一萬四千餘萬元之存底較，增加在八千萬元左右。而同時銀兩存底，僅爲七千餘萬兩，以之折合銀洋，大約在一萬萬元左右。今以存洋增加之八千萬元，移抵廢兩後所減少之銀兩籌碼，照去年此時情形，相差僅二千萬元。本年承水災國難之後，正當商業用款固見減少；而值公債改訂還本付息辦法之後，市面投機用款，亦大爲損色。乘此時機，實行廢兩改元，或不至有通貨不敷之虞。一俟中央造幣廠正式開工，銀元來源，有增無減。即將來洋用有起色時，經此接濟，或亦可不至起籌碼缺乏恐慌。即或於廢兩改元實行之後，新幣出數尙未積有成數之前，洋用忽般，幣廠來源，不足接濟。值此時期，亦不難爲臨時之補救；今日紙幣應存之六成現銀準備，其一部不妨暫以尙未溶化之元寶——即銀兩——折合替代，使一部原作紙幣準備之現洋，得以流通於市面。則銀元之稍不敷用者，或藉此得勉爲應付，安渡難關。觀此，則銀洋不敷問題，或尙不難解決。

二曰，銀元成色之尙未統一也。據云，我國現有銀元，其含銀量之不同，自七錢二分至六錢八分，計有七種之多。在經濟學原理上言之，市場中有兩種不同之法幣，同時通行，則劣等之法幣，每逐出較良之法幣於市場之外。吾國銀幣，含量既不劃一，其結果必爲劣幣充斥市場。此項理由，全以「惡幣驅逐良幣法則」——又曰「格來欣法則」——爲根據，所見誠當。惟格來欣法則之實現，亦仍有其限制。設惡幣數量，在市場上尙不敷用，則良幣必不至盡被驅逐。申言之，即設使惡幣良幣之數量總和，適合市場通貨需要，或尙不敷市場需要時，則良惡兩幣，可以同時並存。在此種情形下，格來欣法則即完全失其作用。廢兩改元實行之後，銀元數量不敷之可能多，剩餘之可能少。市面各種良惡銀元，其總和僅足應用，或尙不敷用，則既無剩餘，何來驅逐？是廢兩改元後，各種銀洋，無論其爲惡爲良，在通貨數量未大增加以前，似尙可同時並存，不至此來彼去，造成劣幣世界。至廢兩改元後，統一銀元，自爲要圖。則含收回舊幣，改鑄新幣外，別無他法。設將來新幣之成色重量，較現行銀元，略爲減低，則新幣發行後，數量日增，至超過當時市場需要時，其一部舊幣——已爲良幣——即爲驅逐。如此繼續行之，於相當期間，舊幣不難絕跡市面，而統一銀元之目的以達。觀此，則銀元成色不統一問題，在廢兩改元推行之始，並不至有若何不良影響；而在將來逐漸鼓鑄新幣，收回舊幣之時，更不至有若何阻礙，或困難。

三曰，幣廠鑄幣之可否信任也。照過去幣廠情形言，實有其不能取信之處。將來銀元之法定成色及公差，雖經規定，於實行鑄造時，是否能絕對遵守。將來幣廠本身，雖告統一；然私鑄劣幣，是否能完全絕跡，實不無疑問。雖然，往者已矣，來者可追。幣廠信用，果不良好，亦似應從增高幣廠信用着想，而不應因噎廢食，使全國渴望之廢兩改元，受

其阻礙。且也，幣廠信用，一方固恃主持之得人，他方更恃設備之周密。主持得人，則大公無私，而積弊除；設備周密，則機械完備，而技術精。中央造幣廠早經籌備，開鑄在即。正副廠長，俱爲金融界工商界之領袖。以金融界當局，工商界當局，主持幣廠，則事雖公務，利害切身，積弊之除，自在意中。至於中央造幣廠設備之周密，機械之精良，早爲專家所公認。吾人就事論事，幣廠信用，似已不成問題。至於私鑄劣幣，是否能完全絕跡，一方固恃政府之取締，而一方亦恃金融界之努力。民國十一年安徽幣廠開鑄，民國八年模之袁幣，因成色較劣，經金融界拒絕使用，卒被迫停鑄，卽其一例。觀此，則幣廠信用問題，似已不能據爲緩行廢兩改元之理由。

四曰，發行紙幣之是否安全也。銀兩不能發行紙幣，而銀洋則可發行紙幣。廢兩改元實行後，紙幣數量之增加，自在意中。當茲政府不能實行取締之時，各銀行濫發紙幣，危險殊甚。不過吾國發行現狀，已非昔比。各主要本國發行銀行，在今日已俱自動漸取公開態度。紙幣信用，日見提高；紙幣通行，亦日見普遍。在紙幣準備確實可恃之時，卽成紙幣世界，亦不能指爲弊病。而在通貨紊亂複雜之情況下，卽確係硬幣世界，亦不能視爲健全。且也，以紙幣發行數額之伸縮，爲市場通貨供需之調節，已早成爲先進各國貨幣政策之中心。今銀兩既不宜於紙幣之發行，而實際授受，於實銀之搬運，又極不便，其不合於近世通貨本位之資格，益爲顯明。欲據此以爲保持銀兩之理由，似已失其憑藉。

五曰，商業前途之有無影響也。錢莊放款，向用銀碼。據云，目下錢莊放款總額，以上海一埠論，估量在二萬萬兩以上。廢兩改元後，以洋碼計算，則目前借一萬兩者，今日祇能借一萬元矣。若是，則放款減少三分之一，商業能否周

轉裕如，便成問題。雖然，此又膠柱鼓瑟之論也。錢莊資本，向以銀兩計算，於廢兩後，依情度理，即不擴張，亦不至即行減少。則從前十萬兩之資本，今日折合銀元，當爲資本十五萬元，於力量上，當並無增減。再以存款論，從前存銀一千兩者，原大致用銀元一千四百元，折合交入。今日改用銀洋，決無收回四百元，改存一千元之理。是錢莊方面，於資金來源，並未減少。於放款方面，從前之二萬兩，即等於今日之三萬萬元；今日之三萬萬元，即等於從前之二萬兩，事實上何致即見減少。從前放銀一萬兩者，可改放爲一萬元，亦可改放爲一萬四千元。放款以商家需要爲前提，並不受數字之限制。謂一萬兩可放，而折成銀洋一萬四千元，即不能放者，似無此理。藉曰放款必爲整數，從前放款一萬兩者，今日均改放爲一萬元。然而錢莊資金之來源，既未減少，則對於一戶之放數，即或稍減，因放款戶數增加關係，對於全部市場，必無變動。是廢兩改元後，對於商業前途，似尙不至有若何不良影響。

六曰，債權債務之如何過渡也。凡從前用銀兩單位之債權債務，於廢兩改元後，即須由銀兩一律折成銀元，改爲洋款。此項折合標準，如何規定，實爲問題。標準過高，則債權人受其損；標準過低，則債務人受其損。蓋同爲一千兩之款項，設折合標準爲七錢，則千兩款項，當合洋一千四百二十八元六角；設折合標準爲七錢一分，則千兩款項，即僅合洋一千四百零八元四角也。雖然，此種贏虧，於兩元並存時，爲日常所常見，亦爲日常所不可避免之事。蓋通常借貸授受，雖以銀兩爲計算單位，而實際則俱以銀元照市面洋釐折合收付。洋釐漲落靡定，而同數銀款，債權債務間收付時之應交洋數，亦隨有漲落。有一次收付，即有一次贏虧。孰贏孰虧，則全視洋釐之高下爲斷。當實行廢兩改元之際，所定兩元折合標準，即不甚公平，其不平處，亦至多與從前洋釐漲落相同。惟洋釐漲落，隨時而見，爲次極多。

有一次洋釐漲落，即有一次不平機會。而廢兩改元時折合標準，規定之後，不再變更。即有不平，受虧者亦已爲最後一次之受虧。且也不謀廢兩改元則已，倘遲早總須廢兩改元者，則今日廢兩改元，今日須有此一度折合，一度不平；他日廢兩改元，他日仍須有此一度折合，一度不平。遲早須廢兩改元，即遲早不能免此一度折合，一度不平。此所以債權債務間處理不平爲暫緩廢兩理由，根本即不能成立也。

今日主張暫緩廢兩者，其所持理由，不外上舉六項；而一經分析，俱似不能完全成立。吾故曰，即廢即改，並無事實上之困難；祇須當局之決心與毅力也。

今日之主張暫緩廢兩者，亦明知大勢所趨，即欲反對，亦無可反對。於是表面上不取反對態度，而以「穩健」「慎重」爲號召。倘今日可以達暫緩施行之目的，則一波已平，何日再起，即難預定。今日一唱百和，倘當局有此決心，有此毅力，廢兩改元誠不難即日實現。惟倘一經猶豫，三年預備，預備期滿，可以仍聲息不聞。自後一度創議，一度附和，一度暫緩，一度預備；一入預備時期，即一度銷聲匿跡。於是再度創議，再度附和，再度暫緩，再度預備；再度入預備時期，即再度銷聲匿跡。可以自此而三度、四度、十度、八度，往復循環，周流不息，延五年，延十年，而兩仍未廢，元仍未改。吾故曰，不即廢，不即改，是坐失良機；不即廢，不即改，即終於不能廢，不能改也。

又有進者，大凡一改革問題之興，往往甲是乙非，議論叢起。保守者偏於慎重穩健，而騫遠者尤好推陳出新。自此次廢兩改元問題發生以來，一方有銀塊本位制——變相銀兩——之主張；而他方更有「幣制革命」之發起。過猶不及，欲速不達。得步進步，斯爲改革之正軌；務遠好高，終爲眩時之空論。誠恐幣制之革命未成，而銀兩反得賴

以苟延殘喘，是又豈以改革自命者始料所及哉。

——二十一年七月，南京浙江興業銀行，載當時中央日報轉載銀行週報第七六〇期。

## 第二編 金融組織

### 一 吾國之銀行業

銀行爲收受存款，製造信用，及便利財貨交換之機關。銀行一方收受存款，以集中市場分散之資金；他方藉此集中之資金，以製造信用，並運用之以營利；同時藉此種信用之補助，而一般財貨之交換，得以圓滑進行。故有銀行之存在，而社會分散之資金，得以集中，由集中而其運用之效能及力量，於以增厚。有銀行之存在，而社會之信用制度，從而發展；以紙幣代現金，以票據代紙幣，而信用之工具，日見進步；集一方剩餘之資金，補他方資金之不足，借貸成立，供需平衡，而信用之效能於以發揮。有銀行之成立，而從前財貨交換之須持現金爲授受者，今日可以一紙票據代之矣；從前財貨交換之因地點不同而不易成立者，今日可藉匯兌押匯之方式，而迅速告成矣；缺乏資金者，供以資金，而原來無財貨交換之能力者，得以輔助矣；凡此種種，均足以增加一般財貨交換之圓滑進行，而銀行之明效，至是亦大顯。

#### 一 吾國銀行之歷史

銀行之歷史，在吾國雖爲時尚暫；自始迄今，不過足四十年。然在歐陸，則歷史已極悠遠。如一七一一年成立之威尼斯銀行（Bank of Venice, Italy），迄今已七百六十餘年；如世界最著名之英蘭銀行（Bank of Eng-land），成立於一六九四年，迄今亦已二百四十餘年。且在威尼斯銀行以前，尚不乏類似銀行之組織。則其歷史之悠遠，概可想見。

以吾國情形論，在本國銀行未創立以前，亦有爲之先驅者：其一、爲吾國固有之金融組織；其二、爲外僑在華設立之外商銀行。吾國固有之舊式金融組織，如票號，如錢莊，成立均遠在數百年前。雖於組織上，營業上，及其他種種方面，與銀行迥不相同；然樹立金融流通之基礎，養成存放往來之習慣。從而造成創設銀行之適當環境，俾銀行得及時產生者，其功正不可沒。至在華設立之外商銀行，更爲吾國銀行業之模型。其歷史最長之英商麥加利銀行，於咸豐七年（一八五七年），在滬創設分行，迄今已八十年；其勢力最大之英商匯豐銀行，於同治六年（一八六七年），在滬設立分行，迄今亦已七十年。

至吾國自設之銀行，當以上海之中國通商銀行爲嚆矢。發起於光緒二十二年（一八九六年），其一切規制，均仿照當時在華外商銀行辦理；是爲吾國銀行之鼻祖。雖較威尼斯銀行已相差七百二十五年；較英蘭銀行，已相差二百零二年；即較外商在華成立最早之麥加利銀行，亦已相差三十九年；然自該行成立迄今，四十年間，吾國銀行之進展，一日千里，已頗有足述者。

繼中國通商銀行而起者，光緒二十八年，有直隸省銀行；三十二年，有戶部銀行（即今日之中國銀行）；三十



三年，有浙江興業銀行；三十四年，有交通、四明等行。總計自光緒二十二年，以迄宣統三年鼎革之時，計歷年十有六。在此期間內，銀行之成立者，計十有七；而至今已改組或停業者，達十家；存在者，僅七家耳。民國成立，氣象一新，銀行業遂有突飛猛晉之概。計二十四年間，先後成立之新銀行，達三百四十有八家之多。除改組停業者外，現存者亦有一百五十二家；合遜清時代成立之七家，總計為一百五十九家。

## 二 吾國銀行之類別

吾國各銀行，就其行名所表示之性質言之，類別頗繁，計可列為九大類：（一）中央銀行；（二）特許銀行；（三）省立銀行；（四）市立銀行；（五）商業銀行；（六）儲蓄銀行；（七）實業銀行；（八）專業銀行；及（九）華僑銀行。今試分別略述之。

（一）中央銀行 吾國素無中央銀行，從前中國銀行雖具有代理國庫，及發行紙幣之特權；然事實上究不足以當中央銀行之使命。民國十三年，廣州始有中央銀行之組織。十五年，國民政府規復湘鄂，是年十二月，漢口繼有中央銀行之成立。十六年，江浙底定，十七年十一月一日，而現有之中央銀行，始正式開幕。其資本總額，至今已增至一萬萬元。中央銀行之特權，有：（一）發行本位幣，及輔幣之兌換券；（二）經理政府所鑄本位幣輔幣，及人民請求代鑄本位幣之發行；（三）經理國庫；（四）承募內外債，並經理還本付息事宜。此外如收管各銀行法定準備金，辦理票據交換，承做重貼現等，則均屬普通業務範圍內。自二十四年十一月新貨幣政策實行以後，中央銀行更有改

組爲「中央準備銀行」之議。自後領袖金融，經營規劃，定能爲我國金融制度開一新紀元也。

(二)特許銀行 吾國經政府特許設立之銀行有二：一爲中國銀行，一爲交通銀行。自十七年中央銀行成立後，政府因改訂中交條例，明定中國銀行爲政府特許設立之「國際匯兌銀行」，而交通銀行則爲政府特許設立之「實業銀行」。且自二十四年冬，改行新貨幣政策以來，中交兩行所發紙幣，亦與中央同列入「法幣」範圍以內；其特殊之地位，於此可見。

(三)省立銀行 省立銀行，爲各省政府所設立，以處理全省之金融。如山西有山西省銀行；山東有山東民生銀行；四川有四川地方銀行；江蘇有江蘇銀行；河北有河北省銀行；浙江有浙江地方銀行；陝西有陝西省銀行；湖北有湖北省銀行；湖南有湖南省銀行；安徽有安徽地方銀行；雲南有富滇新銀行；寧夏有寧夏省銀行；廣西有廣西銀行；廣東有廣東省銀行等均是。

(四)市立銀行 市立銀行，爲各市政府所設立。如上海之上海市銀行；南京之南京市民銀行；南昌之南昌市立銀行；廣州之廣州市立銀行等均是。

(五)商業銀行 商業銀行，以調劑商業資金爲其主要任務。其業務，以收受存款爲資源，以放款投資爲歸宿；而以匯兌往來爲調撥。收受存款，酬以息；放款投資，收其利；匯兌往來，取其費。金融藉以週轉通靈，商業藉以日臻隆盛，此吾國最普通之銀行也。如吾國成立最早之中國通商銀行；吾國商辦銀行中規模最大之上海商業儲蓄銀行；唯一以女子爲中心之上海女子商業儲蓄銀行等，均屬是類。以數量言，實佔全國銀行之半數，爲銀行業之中堅。

(六)儲蓄銀行 儲蓄銀行，所以養成社會居積之風，爲儲蓄資本之提倡，非盡營利也。在吾國現狀下，儲蓄業務大部爲各商業銀行所兼營。其專營儲蓄，或以儲蓄爲主要業務者，爲數不多。如杭州之浙江儲蓄銀行；上海之新華信託儲蓄銀行，惠豐儲蓄銀行；福州之華南儲蓄銀行；嵯縣之嵯新地方儲蓄銀行等均是。

(七)實業銀行 實業銀行，其業務，偏重於實業及農工之放款。此項銀行，在吾國現狀下，爲數亦已不少。其以實業爲目標者，如中國實業銀行，浙江實業銀行，浙江興業銀行等。其以農工爲對象者，如中國農工銀行，河南農工銀行，中華勸工銀行等。其純粹之農民銀行，如中國農民銀行，江蘇省農民銀行，湘西農村銀行等均是。

(八)專業銀行 專業銀行，係側重一業之金融機關。如鹽業銀行，上海煤業銀行，浙江典業銀行，松江典業銀行，上海綢業銀行，廣州絲業銀行等均是。此種專業銀行，除與其有關之一業外，雖仍與外業往來；然其主要營業，則恃一業爲依歸，是亦我國銀行業之特色也。

(九)華僑銀行 華僑銀行，大致爲華僑富商所創辦。如中南銀行，則大部營業，均在國內，如中興銀行，則注重菲列濱僑商之往來，而設總行於馬尼拉。如四海通銀行，則注重新加坡，而於香港及網略，均有分行。華僑銀行爲華商銀行，和豐銀行，及華僑銀行，於二十一年十二月合併而成，故其資力極爲雄厚。已收資本達一千萬元。總行亦設新加坡，而於小坡，香港，網略，巴城，巨港，占碑，吉隆坡，檳城，怡保，馬六甲，仰光，麻坡，吉蘭丹，峇都巴轄，芙蓉，廈門，上海等地，遍設分行。故於南洋勢力極大。

上列分類，雖祇就其名稱性質，勉爲分類，事實上亦間有名不符實者。如名爲實業或農工銀行，而實際營業，與

一般商業銀行無異；名爲專業銀行，而對該有關之一業，未必即能儘量補助。凡此種種，事實上或不能免。不過就此項分類，吾人於本國銀行業之性質，可得一較清澈之了解，似亦不無微效。

至各類銀行數量多寡之比較，則以商業銀行爲最多；就總行言之，約佔百分之五十。實業及農工銀行次之，約佔百分之十九。省立銀行又次之，約佔百分之十。其他如專業銀行，華僑銀行等，則均已遠在百分之十以下矣。

### 三 吾國銀行之組織

茲分（一）資本，（二）管理，及（三）部股三點列論之。

（一）資本 就事實言之，吾國現有各銀行之組織，除國立、省立、市立、各銀行不計外，其餘商辦銀行，幾全部均爲股份有限公司之組織，（祇有聚興誠銀行爲股份兩合公司，及上海惠豐儲蓄銀行爲無限公司。）其資本，大致均分成股票；股東亦祇負有限責任。銀行資本，原有「總額」與「實繳」之分。「總額」爲銀行成立時章程中所規定之資本總額；而「實繳」則爲實際已由股東繳出之資本數額。蓋銀行資本，原僅爲一種保證性質之基金；並不藉爲運用以殖利。故一經認定，保證即在；似可不必全部繳出，以加重銀行之負擔。因之事實上往往於成立時認股份百元者，先繳若干成，或半數。照吾國現狀言之，全部銀行實收資本，大致在三萬萬元左右；而資本總額，則在五萬萬元左右；故「實繳」約佔「總額」之六成。至就各行實收資本額之大小言之，則其最普通者，在一百萬至五百萬元之一級，計佔全數百分之三十四；次爲五十萬至一百萬元之一級，計佔百分之二十五；而在十萬元至五十

萬元之一級者，爲數亦多，計佔百分之二十三；至規模宏大在一千萬元以上，及規模甚小在十萬元以下者，均爲數不多，佔成亦少。

(二)管理 銀行之最高管理機關凡三：一曰股東會；一曰董事會；一曰監察人。銀行之出資者爲股東；股東會爲全體股東議決行務之集會，於銀行業務進行，極關重要。常會每年一次或兩次，審查過去營業情形，更迭行中董事監察，分派本屆盈餘股息，討論未來進行方針，均於此取決。至董事會，則爲股東照章選出之全體董事所組織。董事至少五人，多至十五人，十七人，十九人，二十一人不等。任期有一定年限。董事會設董事長一人，常務董事三人，五人，七人不等。由董事長及常務董事，更組織「總辦事處」或「總管理處」，執行董事會所議決各案。至董事之職務，大致爲：(一)審定全行之業務方針；(二)審計各項章程規則；(三)議定分支行之增設，及裁併；(四)核定重要職員之任免；(五)審核對外重要契約等重要事務。監察人，人數較少，三人，五人不等，亦由股東會所選出。其職務如：(一)查察行中要員所執行事件，是否遵守規則，及股東會決議；(二)審查年終決算報告；(三)調查營業進行，及財產狀況等；均極關重要。遇有變故，大致監察有檢察過失之職，而無實行處分之權。

(三)部股 部股之繁簡，視銀行營業範圍廣狹而定。大致對外營業部份，其最主要者爲商業部。倘兼辦儲蓄及信託者，大致亦均獨立營業，另設專部。其對內管理部份，總務及稽核均不可少。此外如偏重調查者，或特設調查部；其偏重研究者，或另設經濟研究室；則不可以一概論。至各部分股情形，各行更各視其事業繁簡爲增減，至不劃一。商業部大致分存款股、放款股、內匯股、外匯股、出納股、同業股、證券股、倉庫股等。存款股，專理活期定期等各種存

款；放款股，專理透支、定期、抵押等放款及貼現事宜；內匯股，專司國內各地匯款，兼管各地分行及外埠同業往來，與國內貨物押匯等；外匯股，專司國際匯款，買賣外幣生金銀及處理進出口押匯等；出納股，專司現款之收入及付出；暨庫存之處理；同業股，專司對本埠同業間票據交換，款項匯劃，頭寸調撥諸事；證券股，專司有價證券之買賣，及進出倉庫股，專司倉庫之管理，及貨物押品之保管等。此外對於其他營業，特加注重，有專設之需要者，可隨時增添；例如對於鹽業放款，頗加注重者，可加設鹽業股；對於農業放款，特加提倡者，可加設農業股均是。儲蓄部，業務略為簡單，大致祇設存款及放款兩股。信託部業務，範圍極廣。除存款放款兩股外，經營地產者，則設地產股；經營保險者，則設保險股；經營保管者，則設保管股。此外亦有另設服務股、旅行股、法律股、代理投資股等者。總務部，為處理全行行政之重要部份，普通分文書、庶務、人事、股務四股。文書股，管理行中一切往來文牘、記錄、及處理檔案等務；庶務股，管理行中一切房屋、傢具、生財、行役、伙食、薪俸、收發、印刷、購買等務；人事股，管理行中同人之考績、考勤、升降、進退、訓練、福利等務；股務股，管理行中關於股東之一切日常事務，如股票之登記過戶、股息之分發等。此外如使購置脫離庶務，而另設儲備股；使訓練脫離人事，而另設訓練股等，則均因事制宜，不可以執一論。至稽核部，平常大致祇有會計稽核兩股。會計股，大致以處理總行會計為務；而稽核股，則以稽核總分支行帳目為務。至統計股，則大致為本行營業方面統計之編制，故可屬稽核部。至若特種銀行之有特種業務者，則可隨增部處。如代理國庫，可設國庫部；發行鈔券，可設發行部均是。總之，銀行營業之範圍愈廣，則其部股之分設亦愈多，不可以一概論也。

#### 四 吾國銀行之業務

照吾國情形言之，銀行之主要業務，不外存款、放款、及匯兌三種。其貼現、透支各項，就其性質而言，大致不出放款範圍；而押匯則因有埠際關係，大致可歸入匯兌。其附屬營業，照二十年銀行法之規定，計有：（一）買賣生金銀，及有價證券；（二）代募公債，及公司債；（三）倉庫業；（四）保管貴重物品；及（五）代理收付款項。五項。至儲蓄及信託兩種業務，則非經財政部之核准，不得兼營，故含有特許之性質。

（一）主要業務 吾國銀行之主要業務，有存款、放款、匯兌三種。

（甲）存款 銀行事業之週轉，全賴資金；而資金之收入，捨資本外，藉以吸收外資者，厥惟存款。惟銀行資本，既為最後支付之保證，即為銀行業務之基礎，故通常並不藉以運用。其實際運用之資金，即吸收外資之存款。低存高貸，銀行即從中得其餘利。故存款一項，實為銀行之重要資源。銀行主要存款，計有四種：（子）活期存款，（丑）特別活期存款，（寅）定期存款，及（卯）通知存款；至（辰）代現存票，（巳）暫時存款，及（午）同業存款三種，已非存款之重要項目。

（子）活期存款，無一定期限；存款人於銀行辦公時間內，可以自由支存；而取款時，則可用支票。此為活期存款最重要之特點；故有『存款通貨』（Deposit Currency）之稱。此種存款，在歐美各國銀行，頗有不給存息，且反有徵收手續費者。在吾國則因銀行事業，發達較遲，且資本缺乏，一般利息，平均原較他國為高，銀行為

招徠外資計，自不能不酌給利息。其利率，在上海，大致爲年息三釐左右；在內地，大致在年息四釐左右，亦有高至五釐者。不過以視定期存息，則已較輕。蓋活期存款，既可隨時提取，銀行必須隨時準備，存款即不能完全運用；且進出較繁，耗費較重，實不能再優給利息也。

(丑)特別活期存款，與活期存款性質相同，實爲活期存款之變相。其與普通活期存款不同之點：一爲其進出數額之較少，非活期存戶之每日常有千元萬元之進出者可比；二爲其取款手續之不同，特別活期存款，均憑摺進出，並不使用支票，故進出亦不繁；三爲其存戶性質之不同，特別活期存款，非若活期存款之偏重商業，實隱含有儲蓄意味，故以零星存戶居多。蓋吾國社會一般對於行使信用，尙未十分發達；因之人民對於支票之使用，亦尙未十分普遍。且零星存戶，出入有限，憑摺收付，亦頗方便。而在銀行方面言之，手續較省，成本較輕，故存息一項，亦可略高，平均可在年息四五釐左右。

(寅)定期存款，係有一定期限之存款。期限大概分三個月，六個月，及一年三種；但較長者亦有二年期，三年期，五年期等。未到定期，不能提款。存戶存款時，領取定期存單爲憑。惟定期存單，不能如支票之輾轉流通。如存款人於期限前需用款項，倘商得原銀行同意，可卽用存單，向做抵押借款。定期存款，因非到期不能提取，銀行無須準備，故給息較優；普通爲年息七釐；內地且有高至年息一分者。惟期前提取，例不給息；然亦有先行聲明，按日數照活期存款計算者。

(卯)通知存款，介於定期存款及活期存款之間；蓋一方面支款雖無一定期限；一方面又不能隨時提取，



必須於存款時預定通知期限，非在此期限前預先通知銀行，屆期即不能取款也。至其通知期限，大概分前三日、五日、七日、十日數種；但亦有長至一月、兩月、三月者。利率視通知期限之長短而定；大概較活期存息稍高，而較定期存息爲低。存戶存款時，亦領取存單爲憑；對於出入較繁之存戶，亦有用存摺者。取款時，提取全數，或提取其一部均可。

(辰)代現存票，又稱「存款票據」，爲銀行對於無期限無利息之存款所發出之票據，俗所稱「本票」者是。所謂「代現」者，即銀行應付之款項，未即付現，僅由取款者取得票據爲憑證，以代現款之謂也。此項票據，在未兌現以前，顯與存款性質相同；蓋銀行必先收到款項，始肯發出同額之票據也。凡與銀行未有往來者，或有現款而欲避免其攜帶之危險者，或有所存之款，不久即將使用者，俱可用代現存票，以免使用現款之不便。

(巳)暫時存款，或稱雜項存款，爲不屬於其他規定存款，而一時不可歸類之存項。凡不給利息，一時無處可收，及暫時寄存各款項，均歸之。例如代收票據，銀行已代收，而委託人尙未前來領取之款項；代售證券，或代取息款，暫時尙未取去之款項；代理買賣證券生金銀之證據金；顧客委託銀行暫時收存之款項；決算時應付未付各項存款利息及其他一切暫存性質，而無他項科目可歸納之存項均是。

(午)同業存款，係銀錢同業存入之款。有寄存性質，無一定期限，可以自由支取；卽有巨款，收受行亦不能運用。故銀行對於此項存款，普通給息極微，亦有一律不給存息者。收受此種存款之銀行，向以各地中央銀行，

中國銀行及交通銀行爲最多。大致均爲同業間調款劃帳便利而產生；惟亦間有因特別關係，另定存款辦法者，是則祇可視爲例外，並非常軌也。

以上各類存款，除暫時存款及同業存款外，無非爲便利各種存戶而設。例如商人進出較繁，調款以靈活爲主，可用活期存款。零星存戶，需款無定，往來不多，又不願加入儲蓄者，可用特別活期存款。有剩餘款項，一時似無需要，或需款可於一定日期前預知者，可用定期或通知存款。有即須付出之款項，而欲避免使用現款之不便者，可用代現存票。如此，在存戶，則可以就本身之情狀，擇適宜之存款；在銀行，則可以號召各種之存戶，以謀資金之流通；存戶與銀行，蓋各有其利也。

(乙)放款 有存款之收入，而銀行有流通之資金；有放款之做出，而銀行有可恃之利益。利用低利之存款，以爲高利之放款，實爲銀行生財之要途。凡一切放款、貼現、透支各項，以其性質而論，實俱可歸入放款項下。今試分項略釋之。

(子)透支，係由往來存款發生之放款。由字義表面視之，往來存款，似與活期存款無甚區別；但從習慣上言之，活期存款，大致「祇存不欠」；而銀行對於往來戶，則均訂有契約，許往來戶於存款用罄後，在約定之範圍內，得繼續填發支票，向銀行透支款項，並可隨時歸還，仍立於存戶地位。存款時，由銀行照存息算給利息；透支時，由銀行照支息算回利息。此項辦法，對往來戶確極便利；往來戶需款，而存款不敷時，得於一定限額內，陸續透用款項；不需款時，又可隨時歸還，以免暗耗利息。往來戶商訂透支時，契約內大致均訂明一定期限，且無

論如何，於年終大結帳前，必須結清一次；至年初重訂新約。其單憑往來戶之信用者，曰往來透支，或信用透支；其另有相當抵押品作爲擔保者，曰往來抵押透支；或抵押透支。

(丑)放款，大致係指定期放款而言。事實上放做往來透支各行，並不另設活期放款；蓋往來透支，與活期放款，性質相同；既有往來透支，即無須另有活期放款也。定期放款，亦分信用及抵押兩種。其祇名「定期放款」者，大致爲定期信用放款；其指明爲定期抵押放款者，則爲抵押放款。定期抵押放款，係放款之訂明一定期限，且向借款人徵取相當抵押品者。其期限，少則一個月，三個月，多則半年，一載；其逾一載者，通常爲數不多。其抵押品，如金、銀、商品、債券、股票、存單、存摺、廠基、地產等，均可作押。放款到期不還，可以將押品變價清償。故對於此種放款，雖仍須注意借款人本身，惟尤當以押品爲重；宜慎擇品物種類，以易於脫售，及價格穩定者爲標準。抵押品通例按市價七折作押；惟如存單存摺，有時可高至九折；而較次之商品，即低至三四折，亦爲常見之事。定期放款，亦爲訂明一定期限放款之一種；惟專憑對人信用，不用抵押品，故危險較多。僅於鉅大商家，信用卓著者，或有殷實保人者，始可貸放。其利息，因亦較抵押放款爲高。至特種放款，則如自五十元至千元之小額放款，如數銀行合做之聯合放款，與商業放款性質完全不同之農村放款等均是。

(寅)貼現，實亦可視爲放款之一種；惟與普通放款於還款時始徵收利息之法，微有不同。乃對於未到期之票據，按日預先扣息，貸出款項也。貼現一項，實爲銀行運用資金之良法；蓋貼現期限，普通較其他定期放款爲短，資金易於收回，絕無固定性質。且銀行遇有資金短缺時，可將貼入票據，轉向他銀行貼現，以資週轉，故尤

爲易於活動；是曰「轉貼現」。轉貼現時，其利息常較商家貼現爲低；蓋有同業關係，較直接由商家貼現者，爲可恃也。至貼現票據之種類，其一、爲銀行票據。此項票據，大致以銀行之遠期本票，及錢莊之遠期莊票居多；至根據貨物而產生之銀行承兌匯票，則正在提倡醞釀中，尙未實現也。其二、爲商業匯票：商業匯票，又分本埠承兌匯票，及外埠匯票兩種。本埠承兌匯票，爲貨物買賣時所產生之債務憑證。通常由售貨商出票向購貨商定期支款，經購貨商正式簽章，承認到期兌現後，卽爲商業承兌匯票，可向銀行貼現。此種匯票，雖提倡不久，流通尙未十分發達，將來必有日見普遍之一日。至外埠匯票，習慣上頗有流通。例如上海客商，赴漢辦貨，及貨物看定後，卽由客商自開一上海本店——卽「申莊」——付款之遠期匯票，俗稱「申票」，交漢口當地銀行，憑發票客商之信用，接洽貼現。貼現亦有信用與抵押之分：其僅憑票據者，曰信用貼現；其另有抵押品者，曰抵押貼現。

(丙) 匯兌 匯兌分國內國外兩大類。

(子) 國內匯兌，關係於各地之商業至鉅；蓋無匯兌，則外埠之債權債務，非搬運現款，卽無從結清，不便孰甚？銀行應社會之需要，視各地金融之狀況，承攬匯兌，以調劑市面。凡有款項托銀行代匯，祇項納相當之匯費，既可省運現之麻煩，且可免輸送之風險。而銀行方面，對於匯兌，不但可收匯費，有時且可以之沖消外埠債務；是誠一舉兩得之事。國內匯兌，大約可分電匯、條匯、票匯、及活支匯款四項。四項中以電匯爲最速；惟除匯水外，並須收取電報費。電報係由密碼拍發，且加「押腳」，以杜流弊。條匯，卽以銀行印就之便條，由匯款人照填，爲

匯款之根據。而票匯，則以銀行簽發之匯票，爲收款人取款之憑證。其便條或匯票，皆由收款行快郵付款行，故需時稍久，視道途之遠近，郵寄之遲速而定。至於活支匯款，乃便於旅行者而設，與其他國內匯兌不同。蓋電匯、條匯、票匯，類皆照一定金額，一次付出；而活支匯款，則自有其特殊之點。旅行者跋涉長途，自藏現款，殊爲不便，則可先將款項存入銀行，訂明期限及用款地點，立一活支匯款摺。以後即可於一定金額，及一定期限內，隨意就該行之各埠分支行支取。如用剩有餘，仍可向匯款行取回。此種匯款，在銀行方面，既得匯水，又可獲若干日之利息；而匯款人則可以納少許匯水，免除種種風險，便利實多。至押匯，自銀行方面言之，實可視爲以運輸中貨物爲抵押之貼現。惟因有兩地匯款之關係，通常以歸入匯兌。押匯自商人方面言之，爲對於發售外埠之貨物，於運輸中先向本地銀行抵押貼現，以獲資金之週轉。今有上海商人，發賣貨物於漢口商人，上海商人於裝出貨物之時，倘即欲收領其貨價，可預算收貨人應付貨價數目，作匯票一紙，隨同提單及保險單，作爲抵押品，向銀行請求貼現，是曰押匯。銀行付款後，即將匯票及提單等，郵寄於收貨人所在地之分支行，託其收款。設收貨人不肯付款，或無力付款，即可扣留其提單。無提單，即不能取貨。故押匯較爲可靠。且放出之額，每按貨物市價七八折爲作押標準；變賣抵債時，損失之機會，因之減少。惟抵押之商品，事前必經審慎考慮，以品質不易變壞，市價不暴變，買賣易於脫手之貨物爲宜；否則不易變賣，或於變賣後不敷抵債，銀行仍有蒙受損失之危險。

(丑) 國外匯兌，爲清理國際債務之唯一良法。其效用，與國內匯兌同。其匯款種類，亦有電匯、票匯、活支匯款之別。且押匯一項，於國外匯兌中，尤佔重要地位。惟國外匯兌情形之複雜，較國內匯兌，何止倍蓰。蓋一則因

路途之遠隔，非特時間上增加日期，抑且往來上增加困難。二則因地關兩國，於法律、文字、習慣、商情上，均不一致，易生隔閡。三則因各國幣制之不同，非特兌換之手續繁雜，抑且市價之漲落靡定。故國外匯兌，除資力較大之各銀行外，並不為其他各銀行所普遍經營。

(二) 附屬業務 銀行之附屬業務，有(一)買賣生金銀，及有價證券；(二)代募公債，及公司債；(三)倉庫業；(四)保管貴重物品；及(五)代理收付款項五項，已如前述。茲更略加分述如下。

(甲) 買賣生金銀及有價證券 經營外匯各行，為外匯頭寸之正當保障起見，每有買賣生金銀之舉。且乘國內外金銀價有差異時，為金銀之買賣及輸出入，從前亦為常有之事，惟自各國施行管理通貨後，金貨之流通，已不如往日之自由；而自吾國政府於二十四年十一月四日實行新貨幣政策以後，現銀既告集中，現銀之買賣及運輸，亦已在禁止之列；故買賣生金銀一項，除負有特殊使命之中央中國外，事實上他行已不得經營。至有價證券之買賣，為銀行投資之主要出路。國內之有價證券，以公債最為重要；公司債券及股票，則為數不多。銀行亦頗有投資國外有價證券者。

(乙) 代募公債及公司債 公債之發行，經銀行之代募，易於普遍。此項代募，以中、中、交三行為主體。從前由其他銀行分擔者，亦實例頗多。而公司債則非銀行擔任代募，每不易發行。蓋公司之信用未敷，非有銀行從中為之介紹代募，不易獲得公眾之信仰也。

(丙) 倉庫業 倉庫業務，本可獨營；然非有鞏固之信用，充實之資金，為社會一般所公認，必不足以廣招徠。

而樹基礎。吾國通商大埠，進出口貨，於此積聚。倉庫之設，實爲銀行輔助工商業之一端。蓋貨物輸運抵埠，斷非立可售罄；且亦有因市價不合，不願即時脫手，以待時機者。銀行附設倉庫，非特商人之貨物可以保存，且棧單即可在銀行押借款項，在銀行可增棧租利益之收入，尙其餘事也。

(丁)保管貴重物品 保管雖爲信託業中之重要業務，照銀行法之規定，銀行商業部，亦得兼營。蓋商業部爲任何銀行之主要部份，而信託部則非爲各銀行所同設。以保管列爲普通銀行業務，自較易於普遍。自顧客立場言之，貴重物品，收藏在家，謾藏誨盜之慮，水火兵戈之險，在所不免。由銀行代爲保管，保管之費，既不甚多，存取手續，尤極便利；此近年來銀行保管業務之所以逐漸發達也。保管業務，可分爲代理保管，與寄存保管兩種。代理保管，或稱露封保管，卽顧客所寄存之物品，不加包封，交與銀行。銀行對於此項物品，不僅負存儲之責，並須代顧客收取該項保管物品之利息及紅利，如公債、公司債、股票等均屬是。寄存保管，或稱封固保管，銀行以一定之保管箱，租與顧客，聽顧客自由存取。銀行僅對於保管箱之原形，負擔責任；至於內容如何，概不過問。此項保管，大都以存摺、田單、珍飾、契約、保險單、憑證、及重要印章等爲多。至保管箱之大小不一，悉聽租用人自由選擇；其租費，亦視箱之大小而言。

(戊)代理收付款項 代理款項之收付，爲銀行附屬業務之一。凡顧客以票據委托銀行代收，或以票據委托銀行代付，爲日常極多之事。卽以一普通存戶而言，凡以他行票據存入者，銀行卽須以此項存入票據，分別向各付款行代爲收款，實隱含代收款項之意義；而顧客以支票支用款項時，銀行卽須代爲照付款項，實隱含代付

款項之意義。至外埠票據之代收，及債票本息之代收代付，自均屬此類。

(三)核準業務 核準業務，為儲蓄及信託兩項。因儲蓄及信託，非由政府核准，銀行不得兼營也。

(甲)儲蓄 凡銀行普通存戶，大都為鉅商富戶，其存額較鉅，其進出較繁，普通人民無大宗存款者，即不便與商業銀行往來。惟儲蓄存款，自一元以上，則可存儲。蓋在銀行方面，則存戶既衆，積少成多，可成鉅款。且每日進出，比較不多，故儲蓄所收入資金，銀行儘可安心運用，藉以營利。在存戶方面，則以少數金額，即可得相當利息，又可開居積之端，自樂於存儲。儲蓄存款之種類愈多，則吸收資金之途徑愈廣。如不違儲蓄原理者，不妨另立名目，以種種方法，引起常人儲蓄之興趣。惟儲蓄既為平民汗血節省所累積，其應特加保障，亦確為情理所必需。故政府特有儲蓄銀行法之釐訂。凡普通銀行之特准兼營儲蓄者，亦同受該法之限制。如儲蓄部資金之劃分，儲蓄會計之獨立，一部保證準備之另存，儲蓄資金運用之限制，重要人員責任之無限等，事實上確增加儲蓄保障不少。

(乙)信託 在社會進展過程中，經濟組織，日見複雜；事業範圍，亦日見擴大；個人及團體之債權債務關係，更日見繁重；非經驗極富之專家，代為處理，每有不能措置裕如之感。一切如餘款之投資，財產之經理，證券之買賣各項，實有非常人所能旁及兼顧者。於是信託之事業以起。凡個人及團體財產上應處理各務，均可委之代理，既收事半功倍之效，更無廢時曠職之虞。吾國雖亦設有信託公司，以信託為主要業務；惟大都資力不厚，信用未敷，反不若銀行附設信託部之易於發展。信託業務，除存款放款外，如代理買賣證券，經理地產事務，兼營各種保險等，均為其重要業務。



## 五 結論

「在現代社會經濟組織之下，銀行事業，實為一國經濟狀態之鏡。凡發生於國民經濟之一切變化遷易，無不反映於銀行事業。而銀行事業之任何設施措置，不無影響於國民經濟。在形式上，兩者殆互為因果。然夷考其實，則儼然而有迥不相同者存焉。蓋由前者言之，則銀行追隨於國民經濟之後，亦步亦趨，立於被動之地位。由後者言之，則銀行業超越於國民經濟之前，而立於支配之地位。及已至是，銀行事業，方達至理想之域，而發揮其最大能力於國民經濟之改進，即所謂金融統制產業是已。際此兩種現象遞嬗之間，其初則潛運默移，有莫之為而為之者。乃有深思之士，制於機先，察大勢之所趨，因而引導之；苟有流弊，則務矯其失，使得沛然勃然，為正當之發展，然後銀行事業，乃得與國民經濟共其福利。」斯為金融與經濟之調整，亦銀行發展正當之動向也。

不過就吾國現狀言之，近年銀行發展之未盡健全，及其經營之未上正軌，確為不可盡掩之事實。在過去年餘嚴重之金融恐慌下，小銀行之倒閉，因相接踵：如五華銀行，中國興業銀行，嘉興銀行，儉德銀行，嘉華銀行，廈門商業儲蓄銀行，明華銀行，江南商業儲蓄銀行，寧波實業銀行，世界銀行，正大商業儲蓄銀行，廣東銀行，香港國民商業儲蓄銀行，大滬商業儲蓄銀行等，其中有因不正當營業，而致倒閉者，亦有因週轉不靈，宣告停業，而終未復業者。其原因雖不盡同，然不健全之組織，及不上正軌之營業，確為各行致命傷之所在，是則深堪注意者。

且自去年十一月實行新政策以來，對於一般銀行之前途，更增加其若干經營上之困難。自後發行已經集中，

在昔特發行爲挹注之各行，固非另覓新途不可；而幣制統一之足以影響內匯業務，外匯穩定之足以影響外匯業務，更屬事實昭彰；且在現銀集中，另定法幣之現狀下，一般銀行之信用基礎，卽已由昔日之現銀準備，而轉爲今日之法幣庫存。政府銀行之地位，固屬提高；而一般銀行之依賴性，卽隨之增加；一般銀行之競爭力，更隨之減少。此後整個信用基礎，卽完全建築於政府銀行所發行之法幣上。在此種情形之下，設政府銀行與一般銀行，於業務上仍不明訂界限，則一般銀行，卽欲另謀出路，亦屬無途可循。故中央銀行於改組後之是否仍應續收個人存款；今日發行法幣之中央、中國、交通三銀行，是否仍應續收儲蓄存款；及其所給存款利息之是否應較一般銀行酌量減低等問題，頗爲一般研究學理者所注意。要之，鞏固政府銀行之領袖地位，固屬重；則輔助一般銀行之合理發展，亦屬要圖。至一般銀行本身之是否能適應環境，努力向正當途徑推進，不因循，不苟安，不圖畸形之發展，不蹈投機之故轍，更與銀行本身之未來發展，有最密切之關係。是則全視銀行業本身之努力，非局外人所可代謀者也。

## 二 近年吾國金融業之檢討

### 一 中國金融制度之演變

我國以產業落後，金融制度之發展，亦較為遲緩。而近年以來，我國金融制度，正在激烈演變之過程中，其現象之為良為惡，吾人暫置不論。茲姑就其演變之狀態，撮要言之。

(一) 銀行事業之發展 我國金融機關，向以錢莊為中心；銀行事業之興起，尚不過近四十年事。而近年來銀行業之發展，頗有突飛猛進之概。以數量言，據中國銀行出版之民國二十三年銀行年鑑統計，歷年來每年皆有新創銀行成立。吾人姑截取自民國十五年起至二十三年六月止之一期，計全國銀行總數，除開設後已停業者外，其存在者，已自七十一家增至一百四十六家。其逐年增設及停業銀行數，有如下表：

| 年 份       | 增 設 銀 行 家 數 | 停 業 銀 行 家 數 |
|-----------|-------------|-------------|
| 民 國 十 五 年 | 七           | 七           |
| 民 國 十 六 年 | 二           | 一           |
| 民 國 十 七 年 | 一六          | 二           |

|           |    |    |
|-----------|----|----|
| 民國十八年     | 一一 | 一  |
| 民國十九年     | 一五 | 二  |
| 民國二十年     | 一一 | 三  |
| 民國二十一年    | 一二 | 一  |
| 民國二十二年    | 一一 | 一  |
| 民國二十三年六月止 | 七  | 一  |
| 總計        | 九二 | 一七 |

以上數字僅就各銀行之單位言，其他新舊銀行紛紛添設之本外埠分支行辦事處，尙不在內。計各行所設本埠分支行，至二十三年六月底止，合共亦已有一百九十六家。外埠分支行爲數尤多，計爲一千零三十八家。

以資力言，據銀行年鑑所載，統計全國銀行一百四十六家，實收資本總額，共有二萬六百五十萬元以上。其中上海銀行公會會員銀行之實收資本，佔總額半數以上。惟此以總額言，如就全國各銀行個別之資本分析之，則資本額在十萬元以下者，有八家；十萬元以上者，有三十四家；五十萬元以上者，有三十六家；一百萬元以上者，有五十五家；五百萬元以上者，有十家；一千萬元以上者，有五家。至歷年全國銀行資本額之趨勢，則無統計可考。惟據中國銀行出版之民國二十二年度中國重要銀行營業概況研究一書所載，我國重要銀行二十八家，資本總額最近之趨勢，則顯見增加。其逐年數字如下（單位元）

|             |             |             |             |             |             |             |             |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 民國十五年       | 民國十六年       | 民國十七年       | 民國十八年       | 民國十九年       | 民國二十年       | 民國二十一年      | 民國二十二年      |
| 一一四,九九六,八九〇 | 一一七,〇四九,五四三 | 一四四,一六〇,〇九三 | 一四九,〇二五,二六八 | 一五〇,一九七,八六八 | 一五五,七八四,七八五 | 一五六,七七七,六七六 | 一七三,八八五,三二六 |

以營業言，則據上引中國重要銀行營業概況研究一書所載，二十八家重要銀行，歷年年底結餘存款放款發行及盈餘總額，其趨勢有如下列：(單位元)

| 年份    | 存款            | 放款            | 發行          | 盈餘         |
|-------|---------------|---------------|-------------|------------|
| 民國十五年 | 九三四,八二一,四〇二   | 八八七,三四四,四三四   | 二二八,九六二,一六三 | 一六,九一四,七九七 |
| 十六年   | 九七六,一二二,四九六   | 九〇八,〇一九,九三〇   | 二六二,一六四,四一〇 | 一一,四四二,〇〇〇 |
| 十七年   | 一,一二三,四七〇,六四六 | 一,〇五六,三五八,一七五 | 三〇八,八一八,三七五 | 一三,五三〇,二九四 |
| 十八年   | 一,三二〇,一五一,七二七 | 一,三二一,九四〇,二二二 | 三五〇,二三六,四九七 | 一八,九六七,三九二 |
| 十九年   | 一,六二〇,二六一,〇三三 | 一,四二〇,五四〇,八三七 | 四一二,九六八,五三八 | 二一,五九一,五七一 |

|      |               |               |             |            |
|------|---------------|---------------|-------------|------------|
| 二十年  | 一，八六〇，六五六，五二五 | 一，六〇三，九三五，一一四 | 三九三，三六七，八七〇 | 二一，〇六五，五五三 |
| 二十一年 | 一，九七四，〇九七，四七六 | 一，六六一，九一〇，七三〇 | 四三〇，四八二，五五四 | 二六，二三六，六一四 |
| 二十二年 | 二，四一八，五八九，七八二 | 二，〇二三，一七九，九二〇 | 四九四，一一三，一二四 | 二六，八八一，九〇七 |

由上列數字，皆足證明近年銀行業正在加速度向上發展。惟全國銀行資本額在一百萬元以下者，竟佔半數以上，其實力之分散，可以概見。民國十五年以來，新成立之銀行有九十二家；而此九十二家中，已停業者有十七家之多，幾佔全部百分之二十，則發展之未臻健全，似亦為不可盡掩之事實。

(二) 錢莊與典業之衰敗 錢莊在我國有悠久之歷史，為舊式金融機關之中樞。而近年以來，因國內工商業不振，迭遭打擊，尤以絲茶兩業之失敗，受損最鉅。卒致以難於維持，而相繼停閉。據本年三月二十五日，申報載浙江吳興原有錢莊二十四家，今繼續營業者，僅餘一家；海鹽原有錢莊四家，現已完全擱淺；常州二十家錢莊，今存一家，亦勉維殘局而已；無錫十八家錢莊，亦剩九家；鎮江三十餘家錢莊，今存五家；平湖十七家，剩八家；嘉善六家，留二家。蘇湖錢莊，前年尚有三十餘家，去年僅餘十一家，而實際上與商號往來者，不過三四家，及年終結帳，又有資本雄厚，歷史悠久之同和錢莊，亦告擱淺。錢莊之衰落情形，於此已可見一斑。又九江錢莊，據經濟旬刊所載，最近五年之歇業及增加家數，計民國十八年歇二家，十九年歇二家，二十年歇四家增一家，二十一年歇六家，二十二年歇四家；五年中共計歇業者十八家，而新增者僅一家，其零落狀態，亦於此可見。其餘各地錢莊之擱淺及停業者，報章騰載，指不勝屈。上海一埠，為全國金融中心，所有錢莊資力，較他地為雄厚，營業亦較內地為發達；而近年錢莊之倒閉者，亦

不一而足。據三月二十五日申報載，南北市所有匯劃莊，在民國十七年盛時，共達八十七家；而其後陸續衰敗，至十八年存八十四家，十九年存七十八家，二十一年存七十二家，二十二年祇存六十八家，至二十三年底，又有七八家倒閉清理。今春上市之匯劃莊，剩五十七家；四月內又倒閉兩家，至今僅有五十五家，實較十七年銳減三分之一強，由此亦可推知近三年上海錢莊衰落之一斑。

典業爲我國唯一舊式平民金融機關，平民金融賴以週轉，而近年來之衰落狀態，亦頗顯著。如浙江省在民國四五年間，全省共有典當四百八十餘家，而最近據浙省府調查公佈，有典當者四十八縣，共有典當三百零九家，已遠不如前。聞紹屬各縣，在民國十六年以前，共有典當一百四十餘家，至今僅存半數。又廣州市內，在最近二三年歇業之典店，達四十二家之多。又據二十三年十二月四日新聞報載，江蘇全省，在民國二十年以前，共有典當三百四十餘家；至二十二年，據建設廳統計，尙有三百二十四家；及二十三年，蘇常各地典當，相繼續有倒閉，遂祇存二百九十七家。此外各地典業，營業艱難又難於維持之消息，亦時有所聞。祇以無可靠之統計，可資考證，難以盡舉。總之，典業之衰落，至今日亦可謂極矣。

## 二 中國金融事業之興革

自民國十六年，國民革命軍北伐告成，國民政府奠都南京以來，金融行政，頗多興革。十七年七月，國府公佈中央銀行條例，中央銀行卽於是年十一月一日正式成立。同時中國交通兩行，亦經政府指定爲特種銀行，以中國銀

行爲國際匯兌銀行，交通銀行爲全國實業銀行，俾分工合作，各發揮其職能。數年以來，中央銀行之基礎，既漸臻穩固；中交兩行之信譽，亦日益隆起，實均有相當成效。不意二十年「一九一八」東北淪亡，國難以起，繼之以二十一年「一二八」滬戰爆發，事態嚴重，舉國騷然，社會秩序，難免紊亂，金融恐慌，時起時休。雖各方措置適當，得渡難關，而金融業則已深感非團結不足以鞏固自身，更不足以安定金融。故自國難以來，事變固多，而事業之興革，亦有與日俱進之勢。

(一) 聯合準備制之成立「一二八」滬戰發生，交通斷絕，各業停頓，人心恐慌，達於極點。上海市銀行業同業公會鑒於環境險惡，爲協力應付安定金融起見，特發起組織聯合準備委員會，計先後加入之銀行，達三十二家，於二十一年二月八日，正式成立。其辦法，由加入各銀行，將所有貨物、金貨、租界內地產、及倫敦與紐約市場有價證券等財產，繳會保管，照評價七折，發給公庫證二成，抵押證四成，及公單四成。公單可代替現金，流通市面，由委員會代兌；公庫證抵押證，則可作發行等準備。由此加入各銀行，於一部動產不動產，可資運用，實增加實力不少，市而金融，賴以穩定。自後上海錢業公會聯合準備庫，天津市銀錢業同業公會合組公庫，杭州銀行業公庫，等亦先後成立。此實我國金融業精誠團結之良好現象。

(二) 中國徵信所之創設 徵信所爲金融業與工商業之溝通機關，其有助於工商業之穩健發展與夫金融業之正當發達至鉅。我國因工商業未臻發達，金融業發展較遲，徵信事業，向付闕如。雖在民國七八年間，卽有創設徵信所之議，然遷延十餘年，未能實現。反觀國內產業之每況愈下，金融業與產業愈離愈遠之狀態，一方固由於災



禍相尋，致產業日見銷沉，金融業遂不敢冒險投資，而同時由於缺乏中間機關爲之溝通，致金融業對於市場實況，未能充分認識，不敢放手做去，亦不無關係。近年來經濟界發生重大變化，金融問題，益趨嚴重，上海各銀行鑒於工商業與金融業長此遠離，危機日逼，徵信機關之需要，益感急切。至二十一年三月，滬埠中國、上海、浙江興業、浙江實業、新華五銀行，發起組織中國徵信所，於是六月六日，正式成立。至二十三年初，加入各種會員，共九十一家。其主要業務，爲調查工廠、商號及個人之財產信用，並刊行工商行名錄。現除上海總所外，已先後在漢口、天津、杭州等處，籌設分所。將來在全國各大埠，均擬分設。行見溝通全國工商金融事業消息，其有補於我國金融者，當非淺鮮也。

(三) 票據交換所之實現 創辦銀行業票據交換所，亦已屢經倡議。其最初發起，尙遠在民國十一年二月。其後又屢經倡議，時越十年，欲行又止者，前後凡四次。及「一二八」滬戰發生，金融恐慌，錢業停止解現，上海各銀行一方受提存兌現之擠軋，一方因有票據向託錢莊代爲收解，此次存放各錢莊之準備，不能提現，其實力稍差者，大有兩方受軋之苦。以是皆深感票據收解仰人鼻息之非計。同時在復業之初，爲防止存款外移，保存實力起見，曾經同業公決，暫時限制支票及本票取現，祇准同業匯劃。由是匯劃之票據愈多，遂益感缺少票據交換所之不便。及上海銀行同業聯合準備委員會成立，鑒於票據交換所之設立，實有刻不容緩之勢，遂依照上海市銀行業同業公會之決議，兼辦票據交換事宜，於二十二年一月十日，正式開幕。現計先後加入之交換銀行，已達三十九家。據統計，二十二年全年交換總數，計金額二十萬萬元，票據九十餘萬張。各交換銀行應攤派交換所經費，爲交換票據收付總計每千元攤派一分一釐，已較同業收解所取票力，減少五六倍。至二十三年全年交換總數，計金額三十二萬萬元，

票據一百六十餘萬張，各銀行應攤交換經費，每千元僅攤七釐九毫六，較前又減。足徵票據交換所業務之發展，前途誠未可限量。除上海、杭州、上海市銀行同業，亦已成立票據交換所，天津等埠，亦有成議，不久當亦可相繼成立也。

(四)銀行學會之組織 世界銀行業之經營，以英國最爲完善。且英國自十九世紀以來，不特金融界領袖類皆經驗宏富，學識淵博之士，即一般銀行職員，其學識與服務效能，亦皆日見增高，迥非他國所能及，論者每謂爲由於一八七九年創設之銀行學會所促成。我國各銀行領袖，因鑒於本國銀行事業尙有研究促進之必要，於民國二十年亦發起組織銀行學會。同時得上海銀行公會等贊助，捐贈基金。至二十一年七月，始開第一次籌備會，十一月召開發起人大會，至十二月九日，方在上海正式開會成立。該會所定工作，爲(一)組織各種關於銀行實務及學理之研究會；(二)辦理關於銀行業應用之補習教育；(三)舉行各種關於學識及技術之考試與測驗，並發給證書；(四)舉行銀行學、商法、政治、經濟及其他有關銀行實際問題之演講；(五)設立圖書館；(六)發行刊物；(七)其他與促進銀行學術有關之事項。成立後即接辦二十一年十一月十七日成立之上海銀行實務研究會，對於銀行實務之改進，已頗多貢獻。其他工作，亦已先後進行。此後我國銀行事業，將由偏重經驗，一變而兼爲學術上之研究，其業務之發展，組織之改進，當更有事半功倍之效矣。

(五)票據法之實施 東西各國皆充分運用票據貼現，以圓滑工商業金融。故票據在金融上之效用，至爲重大。而在我國則因政府尙未頒布票據法，票據債權，在法律上並無確實保障。以是票據運用，尙不爲人所注意。前清末年，憲政編查館，民國十一年，法律館，均曾有起草票據法之舉。上海銀行公會，亦設票據法研究會，詳細研究，卒因

種種關係，未克實施。民國十六年春，國民政府成立。翌年七月，工商部孔部長，召集工商法規會議，又決定推派商界、銀行界、法律家各專家，根據前案起草票據法。共計開會二十餘次，歷時兩個月，擬就草案四章十一節，凡一百二十四條。並經工商部另聘專任委員，詳加審查，呈送行政院轉送立法院審議通過。方於十八年十月三十日，正式以政府命令公佈施行。從此我國法律，對於票據債權，已有確實保障。時至今日，市面票據流通日廣，目前各界並正在提倡承兌匯票，創設貼現市場，行見我國金融市場，日漸趨於現代化矣。

(六) 銀行法之制定 我國銀行事業，肇端於前清光緒二十三年（一八九七年）至今有三十八年歷史；而銀行法則遲遲未見頒佈。在光緒三十四年，曾有銀行通行則例，及儲蓄銀行則例之奏定，但迄未實施。至民國十九年，政府始決定制定銀行法，即於翌年二月二十八日公佈。雖以內容有應加斟酌損益之處，尙在各方呈請修正中，至今猶未正式施行日期；而實際上近年各銀行錢莊及銀號之註冊檢查，及公佈營業報告等手續，已頗多與銀行法相符。此外儲蓄銀行法亦已於二十三年七月四日，經立法院正式通過，明令公佈。現雖亦在各方呈請修正中，尙未正式施行，而各儲蓄銀行，對於規定資本額，檢查手續，準備及投資成分等，亦已漸趨於一致。此皆我國金融業近年來之新轉變也。

(七) 廢兩改元之實現 我國幣制之紊亂，爲中外人士所共知之事實。輔幣紙幣之複雜，固無論矣，即以本位幣言，除銀元外，尙有銀兩之存在。其名稱之複雜，平色之繁多，窮畢生精力，恐尙不能盡探其奧。金融業平時，須有銀兩銀元兩種準備，其市價隨時不同，應付稍一不慎，暗中即以受虧，故市場稍有風波，金融業除注意頭攬之充裕外，

並須全神貫注於兩種準備之調度。以有用之精神，應付此種不統一之幣制，甚無謂也。廢兩改元之議，醞釀十五載，其間因種種關係，欲行又止者，不知幾次。民國二十年，廢兩改元之議，又舊事重提。全國人士，如響斯應，一致贊成，所斤斤者，厥爲如何實施之問題。至二十一年七月，因現洋集中上海，釐價暴跌至銀元所含純銀以下，全國人士，咸認廢兩改元之時機已至。嗣經政府與銀行貨幣專家，合組一研究會，經精詳研究，數度會議，同時全國經濟專家，亦紛紛貢獻意見。至翌年二月，遂由財政部決定，實行廢兩日期。先於三月初公佈，自三月十日起，施行過渡辦法。並由立法院修正銀本位幣鑄造條例，令中央造幣廠趕鑄新幣。未及一月，即又明令規定於四月六日起，實行廢兩改元。上海規元，首先廢除，各地銀兩，亦先後遵令辦理。至此我國銀本位幣制，始告統一。實我國幣制史上一大成功也。

(八)外匯平市委員會之成立 我國外匯市場，向爲洋商銀行所操縱。而自民國十八年來，世界金銀比價，上落不定，我國對外匯兌，其行市之波動，亦特爲劇烈。苟外匯市場長此不能控制，則國際貿易，益將陷於不利；國內資金，亦必日益逃避。故如何安定匯價，實亦我國金融問題中當前之急務。自二十三年八月九日，美國宣布白銀國有令後，世界銀價，扶搖直上。我國白銀源源外流，國內銀根，日見枯竭，金融制度，頗有動搖之虞。政府爲防止白銀繼續外流，遂於十月十五日起，徵收銀出口稅及平衡稅，使運銀出口，無利可圖。但我國國際貿易，向處入超地位，對外常負支付義務，遏止現銀輸出以後，外匯之需要日殷，匯價變動，勢或更趨激烈。因此穩定匯價問題，益形迫切。而在中國現狀下，因有洋商銀行之存在，又不能嚴格施行匯兌管理。故欲穩定匯價，暫時自惟有以調節政策平衡之。今外匯平市委員會，已於二十三年十月十九日正式成立。該會由中央、中國、交通三銀行負責辦理，附設於中央銀行內。

暫以一萬萬元爲基金，專供平衡外匯行市之用。此後於外匯供過於求，而致匯價跌落時，卽由該會買進；當外匯求過於供，而致匯價上漲時，卽由該會賣出。如此隨時爲供需之調節，卽可免匯價之暴漲暴落。外匯市場，自此可稍收控制之效。雖該會基金，尙未免稍嫌薄弱；而我國金融市場，已漸趨於積極自衛之途，實我國金融建設中之新氣象也。

### 三 中國金融形態之轉變

近年以來，我國金融制度之發展，金融事業之進步，已略如上述。以理論言，我國金融，似應日臻於健全；但按諸事實，年來我國金融之形態，反有每況愈下之勢。金融恐慌，日益嚴重。在此轉變之過程中，其所顯示於吾人者，厥有二大特徵。

(一) 資金之集中與停滯 資金必流通舒暢，乃能盡其作用。而近年以來，我國資金日向都市集中，停滯壅積，遂致造成金融資金膨脹與產業資金枯竭之矛盾狀態。資金集中於都市之趨勢，可由下列各點，得其真相：

(甲) 各銀行存款之增加 銀行爲都市金融機關之中堅，近年各地銀行之存款，均有增加趨勢；而尤以上海銀行業爲甚。上舉中國銀行經濟研究室所統計中國重要銀行二十八家逐年存款總額，計民國十四年共爲七萬八千三百餘萬，至二十二年突增爲二十四萬一千八百餘萬，增加達三倍以上。又據天津益世報載，外商匯豐銀行一家，民國十六年底存款總額爲五萬五千七百餘萬，至二十二年底存款增加至八萬七千三百餘萬，五

年中增加亦達三萬餘萬元。我國資金集中之現象，由此可見一斑。

(乙)內地現銀移向上海 上海為全國金融中心，內地金融，均賴上海為調節之樞紐。故上海對內地之現銀移動，其關係亦較他埠間為切。以常理言，上海對內地之現銀進出口，以通年計算應有均勢，方克盡其調節金融之責任。在民國二十一年以前，上海對內地之現銀進出口，以出超為多，尚不失為正常狀態。但自二十一年起，忽突變為大量入超。內地金融恐慌之所以日益嚴重，實由於此。雖最近又已漸轉為出超，而差額尚遠，此亦資金集中現象之另一特徵。茲根據中外金融商業彙報材料，計自民國十八年至二十三年十一月月底止，上海對內地現銀進出口之經由江海關及京滬滬杭甬兩路運輸者，其數字合計如下列：(單位元)

| 民國       | 由內地運入       | 運往內地        | 入超(一)或出超(十)     |
|----------|-------------|-------------|-----------------|
| 十八年      | 一二三,九四九,七六四 | 一八二,七六五,〇九九 | (十) 五八,八一五,三三五  |
| 十九年      | 一〇九,二四二,六九四 | 一四二,四八三,一二〇 | (十) 三三,二四〇,四二六  |
| 二十年      | 一一一,六五八,五七六 | 一六六,六八五,六五六 | (十) 五五,〇二七,〇八〇  |
| 二十一年     | 一六〇,九〇六,九〇八 | 一九,七九四,一二〇  | (一) 一四一,一一二,七八八 |
| 二十二年     | 一〇三,九〇八,九六三 | 二六,一五三,一六四  | (一) 七七,七五五,七九九  |
| 二十三年十一月止 | 四四,〇二一,七九五  | 六八,三八〇,四二八  | (十) 二四,三五八,六三三  |
| 合計       | 六五三,六八八,七〇〇 | 六〇六,二六一,五八七 | (一) 四七,四二七,一一三  |

(丙)內地匯出款之增加 匯款為資金流動之另一方式。據中國銀行近三年營業報告之分析，該行歷年

所做匯兌中，計內地之匯出款項，在匯入款數額二倍以上，該行為國家特許匯兌銀行，其匯兌業務，最為發達，當可代表一般情形。由此亦可見內地資金流向都市之狀態。茲將該行所統計之百分率，列舉於次，以資比較：

|        | 內地匯入款 | 內地匯出款 | 口岸匯入款 | 口岸匯出款 |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 民國二十一年 | 三六·六〇 | 六三·九〇 | 六三·四〇 | 三六·一〇 |
| 民國二十二年 | 二六·〇〇 | 七一·六〇 | 七四·〇〇 | 二八·四〇 |
| 民國二十三年 | 二七·〇九 | 六七·〇九 | 七三·九一 | 三二·九一 |

至資金停滯之狀態，可由拆息及內匯市況，加以觀察。拆息為資金之市價，市價高，則資金之用途廣，即流動力大；市價低，則資金之用途狹，即流動力小。故吾人擬以拆息之高低，測資金動力之大小。據上海物價月報之統計，自民國十五年至二十三年，上海日拆之平均行市，計如左列：

|        |     |        |     |
|--------|-----|--------|-----|
| 民國十五年  | ·一五 | 民國十六年  | ·〇八 |
| 民國十七年  | ·一四 | 民國十八年  | ·一四 |
| 民國十九年  | ·〇七 | 民國二十年  | ·一三 |
| 民國二十一年 | ·一〇 | 民國二十二年 | ·〇五 |
| 民國二十三年 | ·〇九 |        |     |

由上所列，可見自民國二十一年後，上海拆息逐年低落；而二十三年之上漲，則為特殊情形；蓋受美國提高銀價，白銀出口過多之影響也。至內匯為國內資金流轉之一種方式，其行市之上落，頗足表示國內資金週轉之靈滯。其行市漲，即匯款多，亦即資金之流轉率速；行市跌，即匯款少，亦即資金之流轉率遲。故內匯行市之漲落，以常理言，實足以表示資金之靈遲。而中國之內匯行市，近年來確日見低落。據吳大業氏統計，自民國十七年至二十二年，上海內匯指數，計如下列：

|        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|
| 民國十七年  | 一〇一〇·六 | 民國十八年  | 一〇〇八·〇 |
| 民國十九年  | 一〇〇五·六 | 民國二十年  | 一〇〇五·七 |
| 民國二十一年 | 一〇〇三·一 | 民國二十二年 | 一〇〇一·三 |

(二)金融業投資問題之轉向 因資金之壅積，遂易為高利之投機事業所誘致。若干年來，我國金融資金之趨向於投機，實屬無可為諱。但近一二年來，因都市金融日見恐慌，金融業已具戒心，投機之風已稍轉變。上海金融資金之投機，以公債與地產買賣為最盛。茲將近年來上海內國債券及地產交易成交總數，表列於次：

上海內國債券成交總數表（十六年至二十年，根據上海市統計，二十一至二十三年，根據二十四年三月二十五日申報經濟專刊）



上海地產交易成交總數表（根據普益地產月刊）

|        |               |
|--------|---------------|
| 民國十六年  | 二三九,八四〇,〇〇〇元  |
| 民國十七年  | 三八〇,四七〇,〇〇〇   |
| 民國十八年  | 一,四一八,二五三,二三六 |
| 民國十九年  | 二,四三四,五一五,四二〇 |
| 民國二十年  | 三,九二一,八二三,七〇〇 |
| 民國二十一年 | 九〇一,七一〇,〇〇〇   |
| 民國二十二年 | 三,二一九,九五五,〇〇〇 |
| 民國二十三年 | 四,七七一,五九五,〇〇〇 |
| 民國十九年  | 八四,四四六,一〇〇元   |
| 民國二十年  | 一八三,二一六,七〇〇   |
| 民國二十一年 | 二五,一七四,九〇〇    |
| 民國二十二年 | 四三,一三六,二〇〇    |
| 民國二十三年 | 一一,九九〇,一五〇    |

由上列兩表，可見地產交易，今日已達極度沒落時期，而債券交易，除二十一年因「一二八」事變債信一度發生動搖，交易驟然減退外，二十二年起，成交數又見增加，至二十三年竟出現近數年來最高紀錄。此則由於債券買賣，較為活動，隨時可向市場賣出，易得現金。在此一方存款激增，資金膨脹，一方農工商業凋疲不堪，資金出路，一

時實無妥良辦法，故仍不得不暫以此為投資之途也。

平心而論，近年我國金融業投資之方向，實已漸趨重於輔助產業之途。茲姑取近年來中國銀行營業報告中，分析放款性質之百分率，以比較之，雖非全豹，要可覘其一斑。

|       | 商     | 工     | 農    | 公用事業 | 交通事業 | 同     | 團    | 體     | 機    | 關 | 個 | 人 |
|-------|-------|-------|------|------|------|-------|------|-------|------|---|---|---|
| 民國十九年 | 二〇・一四 | 六・五七  | —    | ・九四  | —    | 一六・九二 | 一・九四 | 四八・九三 | 四・五六 |   |   |   |
| 二十年   | 二一・七九 | 一〇・一四 | —    | 一・〇八 | —    | 一五・〇二 | 一・三七 | 四七・一九 | 三・四一 |   |   |   |
| 二十一年  | 二二・三八 | 一一・四六 | —    | 一・一九 | —    | 一八・九二 | ・六〇  | 四二・六一 | 二・八四 |   |   |   |
| 二十二年  | 二七・〇二 | 一二・〇八 | 四・八一 | ・九七  | 一・四一 | 六・五六  | ・七三  | 四三・九〇 | 二・五二 |   |   |   |
| 二十三年  | 二九・七七 | 一三・二五 | 五・八三 | 一・〇八 | 二・一五 | 二・一五  | 一・〇八 | 四一・九一 | 三・二三 |   |   |   |

中國銀行為官商合辦銀行，且因歷史關係，與政府關係較深，機關放款，佔其大半，自有其特殊之情形。而近年來對於生產事業之放款，已年見增加；對於機關放款，則日漸減少。此種趨勢，實頗足代表中國金融業投資之趨向。此外，近年我國金融業對於農村及內地之投資，頗有風起雲湧之概。對於內地投資，可由各銀行紛紛向內地分設分支機關見之。至於農村投資，則可於近年來農村信用合作事業之發展，農業銀行之增設各方面覘之。

(甲) 農村信用合作事業之發展 合作事業，起源於十九世紀，迄今已有七十年歷史。時至近代，已風行全球。我國合作事業之興起，始於民國八年，至今不過十有六年之歷史，而近年來發展之速，至堪稱述。其中又以信用

合作社，發展最速。據統計，全國信用合作社數，民國二十年爲一、三七九社，二十一年爲二、二一三社，至二十二年突增至五、七二〇社。在各種合作社中，佔百分之八二·三，此種信用合作社，大部設在農村，爲我國新式農民金融之有力機關。而其發展所以如是之速，一方固由於政府及各社團之努力倡導，同時都市銀行之協助得力，當亦不少。如華洋義賑會所辦之華北合作社，其初由該會貸與自身之資金。至民國二十年，卽有上海銀行與該會訂立合同，交款二萬元，爲合作底款，搭放各信用合作社。至二十一年，此項底款，增爲五萬元。至二十二年後，增至十萬元。是年三月，中國銀行亦參加放款二萬元。四月，金城銀行又參加，供給貸款五萬元。至年底，三銀行與該會重訂合同，參加之款，總數又增爲二十萬元，卽其一例。

上海銀行除貸款華洋義賑會外，於民國二十年，同時放款於金陵大學在烏江倡導之農村合作社。二十二年，又特設農村貸款部，設分部於南京、鄭州、長沙。據該部二十二年份業務報告，是年該行貸與江、浙、皖、湘、冀、陝六省各種農村合作社之款，共達一、〇二二、五九七元。其中貸予信用合作社之款，亦有三〇六、四三三元。此外商業銀行之貸放合作社放款者，亦不在少數。卽去年成立之中華農業合作貸款銀團，其放款目標，亦以合作社爲中心。此皆都市金融業輔助農村合作社發展之例證也。

(乙) 農業銀行之增設 我國農業銀行之逐年增加，亦屬近數年中事。在民國十七年以前，中國所有以農業爲名之銀行，據銀行年鑑統計，計僅中國農工銀行、通縣農工銀行、紹興農工銀行、震澤江豐農工銀行、嶧縣農工銀行、汾陽農工銀行等六家。而其中尙有以農工銀行爲名，而實際與普通商業銀行營同樣業務者在內。民國十七

年，江蘇省農民銀行成立，為我國第一家正式農業銀行。該行業務，近年來逐年發展，所辦事業，亦日見推廣，資金亦日漸充實，尤推我國最有成績之農業銀行。浙江省則由各縣設立農民銀行，家數亦年見增加。二十二年，漢口四省農民銀行成立，積極推進業務，並分設各地分支行，不過二年歷史，成績亦已可觀。最近擴展範圍，改稱中國農民銀行，負調劑全國農業金融之使命，並已經政府令由各地銀行協助籌增資力。行見投資農村之方式，將隨農業銀行之發展而益多，此亦未始非近年來我國金融形態之一轉變也。

#### 四 中國金融問題之展望

總上所述，近年來我國金融制度之發展，金融事業之改進，均有一日千里之勢。而資金之集中與停滯狀態，乃適成反比例之進展，此我國金融恐慌之所以日深也。所幸金融企業各界，均已深切之覺悟，皆知積極謀自救互救之道，使我國金融市場，已漸步入現代化之舞臺，我國金融前途，終將有否極泰來之機。雖然，我國今日之金融問題，實至複雜，非有根本上之解決，則一切措施，恐均不易收預期之成效。

竊謂我國金融問題之癥結，歸納之似不外下列四端：

(一) 貨幣政策之確定 並世各國，幾莫不力求採取適當之貨幣政策，以應付當前之世界通貨戰。而我國貨幣本位問題，聚訟紛紜，迄今尚未有適當之解決，以致至今猶陷於被支配之地位。金融上所蒙不利，寧有涯涘。而尤以去年美國提高銀價所受影響，最為嚴重，浸至金融制度，幾為動搖。雖臨時應付，尙稱得宜；而危機漸伏，終非結局，

長此以往，如一以臨渴掘井為能事，則終有措手不及之一日。且國內生產事業，亦端賴適當之貨幣政策，以保護之，促進之，我國貨幣問題之急待解決，貨幣政策之急待確立，實為當前急務。

(二) 國際收支之平衡 我國國際貿易，歷年為大量之入超。國際收支，年有鉅額之支出。而近來貿易外收入，如華僑匯款等，又已極度減少。貿易外支出，如外債等，則無從酌減。故近三年來為抵補收支之不平衡，已顯見鉅額之現銀出超。計近年來之情形，有如左列：

| 年 份         | 現 銀 入 超 (十) 或 出 超 (一) |
|-------------|-----------------------|
| 民 國 十 五 年   | (十) 八二, 八九一, 三三二      |
| 民 國 十 六 年   | (十) 二〇一, 三九九, 八七一     |
| 民 國 十 七 年   | (十) 一六五, 七六四, 四九四     |
| 民 國 十 八 年   | (十) 一六四, 八七六, 八七一     |
| 民 國 十 九 年   | (十) 二〇四, 三九五, 二二一     |
| 民 國 二 十 年   | (十) 七〇, 八〇三, 三三五      |
| 民 國 二 十 一 年 | (一) 一一, 四四四, 四二〇      |
| 民 國 二 十 二 年 | (一) 一四, 一二二, 〇九六      |
| 民 國 二 十 三 年 | (一) 二五九, 九四一, 四一四     |

近三年現銀之出超，與國外之提高銀價，固不無關係；而歷年所積國際間之負債，實爲其根本原因。我國金融制度，以現銀爲基礎。欲杜絕現銀外流，鞏固金融制度，自非改善國際收支不爲功。

(三) 政府財政制度之改善 我國財政制度之尙未臻十分完美，實屬無可諱言。歷年預算，皆有鉅額之不敷，而一以公債及借款爲挹注。歷年所發公債，已達數十萬萬元。而舉債愈多，負擔愈重，收支益難平衡。且所舉債款，大部用於軍費及行政費，極少爲生產建設之用。以是債益多，則國益窮。由是而加稅增賦，不一而足。人民之負擔日重，消費力日益薄弱，市面之不景氣，因以加甚，而實際於國庫亦無補益。最近財政當局，方圖改絃易轍，力謀推行善良稅制，獎勵生產事業，減輕平民負擔，以充實國富，洵屬要圖。論者或謂將來財政成功之日，卽金融問題解決之日，似非過言也。

(四) 現代金融市場之完成 我國金融組織之日臻健全，不過近數年事。而尙有若干市場，亟待開闢：如貼現市場之方在萌芽，卽其一例。而我國證券市場，至今尙無產業證券之交易，金融業對於產業投資之方式，尙有無從入手之苦，遂令金融與產業未能水乳交融，浸至因果相尋，而致產業金融入於呆滯之境。故完成貼現及資本市場，卽完成現代金融市場，實亦我國金融問題中之中心問題也。

### 三 國難後之中國金融業

「一二八」淞滬抗日戰爭之發生，按日人之目的，原在破壞上海之金融重心。彼蓋深知上海為我國金融、產業、財政之泉源，一髮牽而全身動。且值舊歲年關，各業結束之期，擾亂之起，人心必慌。慌則提存兌現，雙管齊下，金融可立見破綻。中心市場，一有事變，各地金融，必隨生恐慌。於是下而產業崩潰，上而財政枯竭，國計民生，俱臨絕地。即欲抵抗，已失憑藉。彼時城下可盟，祇能任其宰割。其設計之毒，處心之深，實遠過於東北之侵佔。幸當時民衆，洞燭其奸，所以維護金融業者，無所不至。而金融界本身，亦能指揮若定，措置裕如。其事前之綢繆，臨機之應變，與夫事後之覺悟、改進，及今回溯，誠頗有足供吾人前師後鑒者。「一二八」事件之來，予吾國金融界以空前之經驗，亦即予吾國金融界以絕大之試驗。吾國金融界多受此一度試驗，即多得此一重經驗。逆來順受，所以促吾國金融界之覺悟，助吾國金融界之改進者，一年來事實昭彰，實頗有足述者。

#### 一 臨時應付之得宜

恐慌之起，疾於迅雷。其最危險時期，不在於恐慌之已成，而在於恐慌之方起。蓋恐慌之方起，人心必極爲驚惶，爭前恐後，各謀自救。彼時羣衆心理，蓋已缺乏理智，其所取步驟，往往絕無考慮，不顧大局。提存兌現，可以相繼發生。

稍有破綻，崩潰立見。當「一二八」事變之起，金融界追隨商界，同時罷市。雖爲時甚暫，僅歷六日，而其強制鎮定人心之明效，則既深且遠。蓋民衆經此五六日之觀察，對於事變情形，已各洞然；對於應取態度，已加考慮；經愛國天良之激發，恐慌心理，早已消滅於無形。此事變初起時，金融業之加入罷市，所以爲善處變者，其一也。

惟市面金融，與民衆生活，其關係至爲密切。民衆資金，既大都存儲於金融界，而市面通貨，又大部爲各銀行所發行之鈔票。今金融業隨同罷市，則一方存款戶既無從提存，他方持券者又不能兌現，人心不無浮動。加以推波助瀾者之從中煽動，或且仍不免於恐慌。於是金融界遂大多僅爲表面之罷市，同時仍「別開方便之門」。一方昭示金融界禦侮之苦心，他方昭示金融界內容之充實。此因金融界之暗中通融，而社會一部民衆，得稍獲呼吸餘地，以消滅恐慌於無形者，其二也。

金融業於罷市期中，雖大都仍暗中通融。然表面既爲停業，金融自不能充分活動。自此種暗中通融，除一部份與金融界較接近者外，每不易得門而入。故在大部民衆方面，仍日感金融阻梗之苦。停業之時間愈久，民衆之痛苦愈甚。內感於痛苦，外惑於謠言，猜疑之生，或且形成極嚴重之風潮。金融界早鑒及此，故停業甫及六日，即打破各種難關，毅然先各業而開市。「既見勇氣之不可及，亦足徵有備而無患。」迨開業之消息傳出，一時人心大定，猜疑恐慌，全部消滅。此金融界不顧困難，速謀開業，所以安定人心，維持大局者，其三也。

金融界雖忍痛提早復業，然復業後設有提取存款，改存外行，或因其他票據收付關係，致本國銀錢業，現金流入外行，則非特喪失維持大局之本意，抑且有動搖金融基礎之可能。因之，金融界於開市時特訂辦法，自復業日起，



凡本國銀錢業所出本票、莊票及存戶所開之支票，一律加蓋「此票只准同業匯劃」字樣。換言之，即票據到期，祇可作本國同業間互相抵沖劃帳之用，不能兌取現金。如此則票據祇為流通之籌碼，而失其兌現之功能。現金不致他流，金融自然穩固。此金融界於復業前所早為慮及，而加以提防者，其四也。

金融界於事變之起，始則隨同罷市，以強制恐慌之發生；繼則暗中通融，以輕減恐慌之程度；終則另訂辦法，速謀復業，以消滅恐慌於無形。吾人就事實一加分析，當時金融界應付之得宜，誠有足為贊揚者。

## 二 事後遺留之影響

一二八事變，於吾國金融界所遺留之影響，其較為明顯者，計有三端：

(一)兩元存底之增加 吾國近年來，內戰頻仍，共黨肆虐，內地各省，無乾淨土。加以絲茶失敗，商業凋零；水旱交作，農村破產。金融之流通，因之亦遂失調節。迨夫「一二八」事變後，以內亂而加以外患，以天災而益以人禍，以國內而牽入國際，人心愈見惶恐，產業遂愈凋疲。現金集中都市，實為不可避免之結果。此種現象，各埠皆然，而以上海為尤甚。吾人試觀滬埠存底現金，及釐拆行市之趨勢，即可見其一斑。滬埠銀兩，去年最少之十一月，為五千七百八十九萬兩；至今年十月，竟增至一萬三千餘萬兩；增加達一倍以上。銀元一項，去年三月，為一萬三千三百餘萬元；至今年八月，曾增至二萬四千八百餘萬元；增加一倍弱。再釐拆為上海金融緩急之測驗器，其高低即所以表示兩元之供需。以昨今兩年之釐拆行市觀之，則自滬戰結束後，釐拆迄未見起色。銀拆常在二分左右，且「白借」常見。

洋釐會跌破七錢關，久迴旋於六錢九分五釐左右，是可見上海兩元用度之鬆疲，要亦現金集中都市應有之現象。茲將最近兩年上海庫存現金總額及釐拆行市，分列兩表於次，以資參證：

兩年來上海兩元庫存總額表

| 年   | 月  | 日   | 銀 (單位千兩) 兩 | 銀 (單位千元) 元 |
|-----|----|-----|------------|------------|
| 二十  | 一  | 三十一 | 八七,〇八〇     | 一三九,四〇〇    |
|     | 二  | 二十八 | 八四,三三〇     | 一三五,〇〇〇    |
|     | 三  | 二十八 | 九一,四九〇     | 一三三,七九〇    |
|     | 四  | 二十五 | 七六,三五〇     | 一三四,五〇〇    |
|     | 五  | 三十  | 七五,八九〇     | 一三九,二八〇    |
|     | 六  | 二十七 | 七二,七七〇     | 一四四,六六〇    |
|     | 七  | 二十五 | 七〇,〇三〇     | 一五〇,〇九〇    |
|     | 八  | 二十九 | 六五,九五〇     | 一五三,七五〇    |
|     | 九  | 二十六 | 六一,〇〇〇     | 一五四,二四〇    |
|     | 十  | 三十一 | 六三,一五〇     | 一八三,二〇〇    |
|     | 十一 | 二十八 | 五七,八九〇     | 一八二,四三〇    |
| 二十一 | 十二 | 三十一 | 六一,八〇〇     | 一七三,〇〇〇    |
|     | 一  | 二十三 | 六二,六八〇     | 一七二,三六〇    |

兩年來上海銀拆洋釐行市表

| 年  | 月 | 份 | 銀   |   | 拆       |   | 洋       |   | 釐       |
|----|---|---|-----|---|---------|---|---------|---|---------|
|    |   |   | 最   | 高 | 最       | 低 | 最       | 高 |         |
| 二十 | 一 |   | 二〇〇 |   | 〇・五     |   | 七・二四二五  |   | 七・二〇五   |
|    | 二 |   | 〇・八 |   | 自借      |   | 七・二五    |   | 七・二〇五   |
|    | 三 |   | 〇・六 |   | 自借      |   | 七・二四八七五 |   | 七・二二    |
|    | 四 |   | 〇・五 |   | 自借      |   | 七・三〇五   |   | 七・二五    |
|    | 五 |   | 〇・七 |   | 自借      |   | 七・三二五   |   | 七・二六    |
|    | 二 |   | 二十七 |   | 六〇,二〇〇  |   |         |   | 一六九,五六〇 |
|    | 三 |   | 十九  |   | 五九,五四〇  |   |         |   | 一八四,七三〇 |
|    | 四 |   | 三十  |   | 六六,八五〇  |   |         |   | 二〇九,七八〇 |
|    | 五 |   | 二十八 |   | 六二,三二〇  |   |         |   | 二二五,八七〇 |
|    | 六 |   | 二十五 |   | 八六,一七〇  |   |         |   | 二三九,一三〇 |
|    | 七 |   | 三十  |   | 一〇〇,六九〇 |   |         |   | 二四六,五三〇 |
|    | 八 |   | 二十七 |   | 一一二,三七〇 |   |         |   | 二四八,二三〇 |
|    | 九 |   | 二十四 |   | 一二三,七六〇 |   |         |   | 二四四,一四〇 |
|    | 十 |   | 二十九 |   | 一三〇,三一〇 |   |         |   | 二四三,八三〇 |



(二)投機事業之中阻 「一二八」事變以前，上海有過度投機之趨向，確為不可掩之事實。當時公債市場之極端活動，及地產公司、投資公司、銀公司、及銀行之陸續新設，均為投機活躍之表現。當時略有遠見之銀行家，早慮及投機之活躍，頗有釀成恐慌之可能。及事變既起，金融劇變，恐慌期雖未成熟，而為政治之變化所激動，予投機者以極大之警告，投機事業遂以中止，此實屬不幸中之幸事。按年來上海投機事業之最著者，莫若地產及證券之買賣。地產一項，於地價之高翔及交易之繁多，可以覘之。據普益地產公司所發表，謂自民十五至十九年，五年間，上海房地產價值總額，增加有二十萬萬兩之多；而十九年一年中，所增加者，竟佔其半數。是可見上海地價高翔之劇烈。又據上海地產月刊之交易統計，計民國十九年之交易總紀錄，為六五〇〇〇〇〇元；而二十年，則增為一三〇〇〇〇〇〇元；一年之隔，而增加竟達一倍。是足徵上海地產投機之風盛。但自滬戰發生，滬北首當其衝，地方糜爛，生靈塗炭，公私建築，被燬無遺，住戶商民，遷徙一空，租界亦為之震驚。及戰事結束，地方紛紛善後，然人民猶皆視戰區為畏途，而滬北一帶之地產事業，遂行中止；其他地域，亦因鑒於滬北之前車，恐上海再有戰事，則全市均有危險，故一般人對於地產事業，大多心存觀望。地產業投機，因「一二八」事變之直接影響而中阻，此其一。至近年來內國公債買賣之盛，吾人但觀左表所列，去年（二十年）一年中，每月份內國債券買賣成交之總數，即可概見。

民國二十年上海國內公債買賣額統計表

| 月 份 | 內 國 債 券 買 賣 成 交 總 數 |
|-----|---------------------|
| 一   | 約一〇七，一七五，〇〇〇元       |

|    |               |
|----|---------------|
| 二  | 約一六，四三一，〇〇〇元  |
| 三  | 約一四二，一六〇，〇〇〇元 |
| 四  | 約一五〇，七一四，〇〇〇元 |
| 五  | 約三二九，二八五，〇〇〇元 |
| 六  | 約三六三，五一五，〇〇〇元 |
| 七  | 約三六六，八三三，〇〇〇元 |
| 八  | 約二三一，三六七，四〇〇元 |
| 九  | 約四三九，一五八，〇〇〇元 |
| 十  | 約二二九，四二四，〇〇〇元 |
| 十一 | 約一九四，一七七，五〇〇元 |
| 十二 | 約一一二，三五二，九〇〇元 |

觀此，可見年來債券買賣投機之盛況。但自去年「九一八」東北事變以後，三省沉淪，海關被佔，稅收頓絀，政府財政，已感竭蹶。當時即有人提議停付內債本息，因各方反對而止。及「一二八」滬變發生，淞滬陷為戰區，經濟中心被擾，各地皆感恐慌，財政益覺不支，而停付內債本息之議又起。旋雖經各方熱烈反對，未成事實，而各債一致暴跌，竟至無人過問。其後對於還本付息，雖訂有折中辦法，由財政部就原頒條例，重擬標準，各項內債，一律減輕利息，延長還本期限，而債信已遠不如前此之穩固，市價亦終難見起色。其存心投資者，所得利益，亦已不如前此之優

厚，故對於證券之買賣，多具戒心。證券投機，因「一二八」事變之間接影響而中阻，此其二。其他是標金、糧食及花紗等之投機，亦因金融恐慌，市面混亂，捉摸不定，下手者稍形減少，殆亦意中事也。

(三)趨向於產業之投資 年來我國因內憂外患，天災人禍之頻仍，以致產業衰落，農村破產。因產業衰落，農村破產，內地資金，向外激注，生產資金，漸形枯竭。金融業因鑒於各業毫無生氣，皆不敢輕易嘗試，冒險投資，均寧願傾向投機，坐享厚利，而生產資金，愈見缺乏，產業衰落，亦日甚一日。遂形成今日金融與產業愈離愈遠之現象，此實無可為諱。自「一二八」事變以後，現金益集中於都市。各埠銀行存款，大多激增。於是金融業不得不求一資金之出路；而環顧境內，無一乾淨土。投機既難再試，商業又皆不振。歸本窮源，不得不另闢蹊徑，而傾向於生產事業之補助。觀乎最近各商業銀行之協力援助農民銀行，舉辦倉庫，押做米穀放款，實行補助農民，發展產業，要亦金融界之新覺悟也。

### 三 事業興革之促成

語云：「多難興邦。」此語於國家社會固然，而於各種事業亦殆莫不然。蓋安常處順，因無外界之激刺，每易入於「麻木不仁」，不求進取之狀態，倘時予磨折，則刺激益多，或且大有裨益於其本身。蓋環境愈惡劣，欲避免淘汰，其求存進取之心亦愈切。徵諸事實，絲毫無爽。觀乎金融界之愈受風波，而事業之興革者亦愈多，於此益信。此次「一二八」事變，恐慌之來，既驟且大，金融界所受艱辛，亦重且深。然因此而應興應革諸事端，多年倡議而未成就。

者，在國難期中，竟先後均告成立。茲舉其榮華大者，即有四事。

(一)聯合準備公庫之成立。上海金融業在停業期間，因環境惡劣，市面恐慌，為鞏固自身，應付環境，維持金融，穩定市面起見，皆協力妥籌辦法，方得及早開業，安渡難關。當時對於其自身團結之表現，厥為銀錢兩業組織之財產保管委員會。銀行業由本國銀行公會，進行組織。其辦法將各行之貨物，租界內中心地產，以及倫敦市場有價證券三種財產，交會保管，約值現金五千萬兩。外商各銀行以痛癢相關，亦加入該會，取一致行動。自此會成立後，各銀行萬一有週轉不靈處，有該會為之後盾，予以補助，即不至發生意外。市面因以穩固，人心賴以安定。錢業自戰事發生，知金融界有糜爛之虞，為防患未然計，亦提前組織財產特別保管委員會。將各莊財產，由公會保管，就各莊之能力，每家至少交存二十萬兩，多多益善。至二月五日止，加入者已有匯劃莊七十家，計交出銀額一千五百八十三萬兩；其後陸續交入財產，總額達三千七百萬兩。有如此鉅額財力，集中準備，故此大嚴重難關，得以履險如夷。及滬戰結束，市面稍稍安定。然銀錢兩業，感覺此項公共準備，於中央銀行尙未能盡其職能，即尙未能予各同業以後援時期，故財產保管委員會遂蛻化而先後成立銀錢業兩聯合準備庫，期盡中央銀行之職。

一 銀行同業聯合準備庫 其準備財產種類，為：(甲)公共租界及法租界以內之房地產；(乙)立時可變價之貨物；(丙)在倫敦或紐約市場有價之股票或債票；(丁)現金幣，或得兌現之金幣，或現金條；(戊)他種財產，經委員會許可者。所交準備財產，除由委員會分別填給保管收據外，並評價七折，發給公庫證二成，抵押證四成，及公單四成。此項公單，得代替現金，流通市面，由委員會負責兌現之債。委員會兌現後，再向領用公單行兌現。從此



滬市又多一種籌碼矣。

二 錢業聯合準備庫 由錢業同業公會決議設立，規定準備金額，共三千萬元，內現洋三百萬元。所繳準備財產，與銀行業大同小異，即：(甲)貨物棧單，立時可變價者；(乙)房地產有估價者；(丙)現金幣或現金條；(丁)現寶或現洋。各莊所交財產，掣給保管收條。此後凡同業對於銀行收解銀兩或銀元，同業存放款項，同業貼現，同業票據交換及轉帳，同業公會領兌換券等事項，均由該會辦理，先行收付登記。各莊收付，有多，則存入；不敷，可透支；並另有透支額度及利率之訂定。蓋拆放與匯劃，兼而行之，較昔日之匯劃總會，便利尤多矣。此外天津市銀行同業公會與錢業公會，為救濟市面現疲碼絀起見，亦合組一公庫。惟其任務，與滬市之聯合準備庫不同，其主旨在收受現洋，發給公單，便利劃撥；至於拆放同業，不過為其副而已，要皆時代教訓之產物也。

(二) 中國徵信所之創設 徵信所為金融業與工商業之溝通機關，其有助於工商事業穩健之發展，與夫金融業正當之發達至鉅。我國因社會進步較緩，工商業未臻發達，徵信事業，雖屢經倡議，猶遲遲未即實現。然反觀年來國內產業之每況愈下，產業與金融業愈離愈遠之狀態，固由於災禍相尋，以致產業衰落於前，金融業遂不敢冒險投資於後，而由於缺乏中間機關，為之溝通，以致金融業對於市場實況，未能充分認識，致不敢放手做去者，關係實大。故近年以來，上海有若干銀行，已有調查部之設置，更聯合而有中國興信社之組織。然規模既小，收效未宏，仍未當於大體。及「一二八」事變起後，經濟界發生重大變化，金融益成問題。各銀行鑒於工商金融，長此遠離，危機益迫，而溝通機關之需要，更覺急切，於是中國徵信所，遂應運而生。其誕生固迫於環境之急需，而間接促成之者，實

不得不謂爲與此次事變有多少之關係也。

(三) 銀行學會之組織 銀行事業之創始，於我國不過三十餘年，而今日已有如此成績，以較其他工商業，進步已不可謂爲不速。最近以滬戰影響，金融劇變，雖臨時應付尚稱得宜，金融市場，未現破綻，而痛定思痛，尙覺不無遺憾。因之有組織銀行學會之發起。已於十二月九日，在上海開會成立。將來各地分會，亦將次第分設。該會主旨，純屬研究學術性質。其主要目標，爲促進本國銀行界研究學術及養成實用人才。其工作，則定爲：(一) 組織各種關於銀行實務及學理之研究會；(二) 辦理關於銀行業應用之補習教育；(三) 舉行各種關於學識及技術之考試與測驗，並發給證書；(四) 舉行銀行學、商法、政治、經濟及其他有關銀行業實際問題之演講；(五) 設立圖書館；(六) 發行刊物；(七) 其他與促進銀行學術有關之事項。集全國經濟金融專家於一堂，在研討事業興革之餘，更進一步，爲學術上之研究，使學術與事業益形融洽。行見銀行事業之進展，將一日千里。其亦由「一二八」事變，因禍得福之肇端歟？

(四) 票據交換所之實現 銀行業票據交換所之創辦，曾屢經倡議，顧以種種關係，未能實現。其最初發起，尙在民國十一年二月。當時上海銀行公會曾組織票據交換所籌備委員會，推定起草委員，起就草章，並由銀行週報發刊票據交換所研究一書，詳加研究，已有事在必行之勢。旋因各行習慣不同，見解各異，迄未果行。總計自倡議迄今，十越寒暑，欲行又止者，前後凡四次。此次滬北戰事既起，金融恐慌，錢業停止解現，各銀行一方受提存兌現之擠軋，一方因存放各錢莊之準備，不能提現，其實力較差者，大有兩面受軋之苦，以是皆深切覺悟仰人鼻息之非計，同

時於復業之初，爲防止存款外移，保存實力起見，曾由同業決議，限制支票及本票取現，只准同業匯劃。於是匯劃之票據既多，益感覺票據交換所缺少之不便。及上海銀行業同業聯合準備委員會成立，鑒於票據交換所之設立，實有刻不容緩之勢，遂依照上海市銀行業同業公會之決議，兼辦票據交換事宜。一切籌備手續，均已就緒。並已訂定於廿二年一月開幕。醞釀十年未克實現之票據交換所，至此而實行有期。其有補於銀行事業之進展，當非淺鮮也。

此外尚有改良幣制先聲之廢兩改元問題，倡議亦已十餘年，而迄未實行。此次滬變後，市場上現洋充斥，洋釐頻跌，至打破七錢大關。當局見洋釐猛跌，已至實價以下，實爲廢兩改元之絕好時機。於是廢兩改元之議，舊事重提，當時頗引起中外經濟專家及銀錢業人士之熱烈爭辯。結果，原則雖皆贊同，而因利害之立場各殊，遂致異議紛紜。此間動一時之廢兩改元問題，雖報載有明年（二十二年）一月實行之說，惟恐又成泡影，功虧一簣，實憾事也。

總之，此次一二八事變，日人野心，本在搗亂我經濟中心，擊潰我金融組織，以收不戰自敗之效，以證驗其數小時內佔據全上海之狂言。幸賴我全國人民，協力維持，共以禦侮爲己任，以是損失雖大，而彼方終未得售其計。其結果，或且適得其反，益增加我全人民之禦侮決心，及金融事業之着着改進，是蓋非彼方始料所及也。塞翁失馬，安知非福。其此之謂乎？雖然，金融組織之漸次改進，此不過局部之樂觀現象，而曠觀我國目前經濟界之不景氣，金融之畸形狀態，其有待於整個改進，自無待言。故今後我國經濟之出路，仍有賴於金融業與產業界之切實攜手，打破一切難關，努力向發展產業之大道前進。國運前途，庶有豸乎！

——二十二年十二月，浙江興業銀行載新中華第一卷第二期——

#### 四 銀錢業庫存

庫存云者，各金融組織，如銀行、錢莊等，金庫中所實存之現幣也。在信用發達之國，對於日常款項之授受，收支之進出，債務之清償等，大都以紙幣或票據爲現金之替代，於實際運用上，現金雖似已不甚重要；然無論爲紙幣，爲票據，或爲任何其他信用通貨，實仍以現金爲其流通之基礎，不能一刻脫離現金而獨立。蓋近世信用制度，實仍建築於現金基礎之上也。吾國信用制度，尙未十分發達，故除以一部份爲信用通貨之準備外，其一部份仍須爲日常借貸收支之工具。且上海爲吾國金融中心，凡他埠現款之供需，莫不藉上海金融界爲之調劑接濟；他埠現款之需要增，則上海現款即有一部之流出，而庫存即隨以減少；他埠現款之需要減，則上海現款即有一部之流入，而庫存即隨以增多。故上海庫存之增減，不僅足以表示上海一埠金融之緩急，實約略足以表示本國其他各埠金融之緩急。且上海爲吾國對外貿易之重心，國際收支，均於此集中。因國際資金之移動，貿易上及其他國際收支項目上之進出，致現銀之運出或運入，亦爲常有之事。故上海庫存之增減，且每與國際收支有密切關係也。

現金爲借貸收支上之最後工具，亦爲信用之唯一基礎。而表示金融市場實存現金之庫存統計，因亦極爲重要。蓋庫存豐厚，則市面安穩，而金融寬緩；庫存減少，則市面不定，而金融緊縮，有必然之勢在也。自美國實行白銀政策以來，過去一年中，吾國現銀出口之總額，逾二萬萬元。上海庫存，隨之低減。於是庫存統計，一時遂頗爲各方所注

意。茲據中央銀行所登記之二十四年四月底庫存統計一則於下，藉明上海庫存統計之內容。

| 日     |       | 存      |       |       |       |       | 商       |        |       |        |       |        |        | 國       |          |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|---------|----------|
| 正     | 金     | 商      |       | 英     |       |       | 合       | 錢      | 錢     | 四      | 中     | 交      | 中      | 中       | 國        |
| 金     | 幣     | 計      | 大     | 有     | 匯     | 參     | 計       | 莊      | 業     | 行      | 國     | 通      | 國      | 央       | 幣        |
| 幣     | 幣     | 計      | 英     | 利     | 費     | 加利    | 計       | 莊      | 庫     | 行      | 通     | 通      | 國      | 央       | 名        |
| 幣     | 幣     | 計      | 英     | 利     | 費     | 加利    | 計       | 莊      | 庫     | 行      | 通     | 通      | 國      | 央       | 稱        |
| ..... | ..... | 六〇     | ..... | ..... | 六〇    | ..... | 五、九六〇   | 三、一四〇  | ..... | 四〇〇    | ..... | .....  | 二、〇一〇  | 四〇〇     | 銀兩(單位千兩) |
| 一、三九〇 | 一、〇四〇 | 一〇、八六〇 | 一、五〇〇 | 一、〇六〇 | 六、一七〇 | 二、一三〇 | 二三四、五四〇 | 二七、三二〇 | 二、八七〇 | 一七、二五〇 | 二、八三〇 | 三六、八一〇 | 六三、二五〇 | 八四、二一〇  | 銀元(單位千元) |
| 七六六   | ..... | 五、八一   | 一八〇   | 九三    | 三、四一八 | 二、一二〇 | 二五、〇九五  | 九二一    | 一、三六一 | 二、三五三  | 五六八   | 五、八九〇  | 一、九二〇  | 一一、〇八二  | 廢條(單位一條) |
| ..... | ..... | .....  | ..... | ..... | ..... | ..... | 七、九五〇   | .....  | ..... | .....  | ..... | .....  | 二、一一〇  | 五、八四〇   | 大條(單位一條) |
| 二、一五六 | 一、〇四〇 | 一六、七二〇 | 一、六八〇 | 一、一五三 | 九、六七二 | 四、二一五 | 二七九、一〇〇 | 三二、六三三 | 四、二三一 | 二〇、一七六 | 三、三九八 | 四二、七〇〇 | 七〇、九二五 | 一〇五、〇二七 | 合計(單位千元) |

| 商      |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |        |        |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 其      |       |       |       |       |       |       | 美     |        |       | 商     |        |        |       |       |       |       |
| 他      | 華     | 德     | 華     | 安     | 荷     | 中     | 匯     | 計      | 運     | 大     | 花      | 計      | 三     | 三     | 住     | 朝     |
| 計      | 義     | 華     | 比     | 達     | 蘭     | 法     | 理     |        | 通     | 通     | 旗      |        | 菱     | 井     | 友     | 鮮     |
| .....  | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | .....  | ..... | ..... | .....  | .....  | ..... | ..... | ..... | ..... |
| 六,六六〇  | 三〇〇   | 七五〇   | 二,一三〇 | 五三〇   | 八三〇   | 二七〇   | 一,八五〇 | 八,五三〇  | 四四〇   | 九七〇   | 七,一二〇  | 八,〇二〇  | 一,〇〇〇 | 一,七〇〇 | 一,四一〇 | 一,四八〇 |
| 五,〇九二  | 三三三   | 四二五   | 一,〇〇一 | 七五一   | 五     | 四〇    | 二,五三七 | 六,四一九  | 四五〇   | 一七〇   | 五,七九九  | 三,四九五  | 一一〇   | 九六一   | 九三〇   | 七二八   |
| .....  | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | .....  | ..... | ..... | .....  | .....  | ..... | ..... | ..... | ..... |
| 一一,七五二 | 六三三   | 一,一七五 | 三,一三一 | 一,二八一 | 八三五   | 三一〇   | 四,三八七 | 一四,九四九 | 八九〇   | 一,一四〇 | 一一,九一九 | 一一,五一五 | 一,一一〇 | 二,六六一 | 二,三四〇 | 二,二〇八 |

|   |   |       |         |        |       |         |
|---|---|-------|---------|--------|-------|---------|
| 合 | 計 | 六〇    | 三四、〇七〇  | 二〇、八一七 | ……    | 五四、九七一  |
| 總 | 計 | 六、〇二〇 | 二六八、六一〇 | 四五、九二二 | 七、九五〇 | 三三四、〇七一 |

(註) 合計一欄，規元照法定價七·一五折合。廢條每條作一千元，大條每條作一千四百元。

觀上表，上海庫存，實包含銀兩、銀元、廢條及大條四種。銀兩即舊有規元，為上海未廢兩以前之本位幣，其實幣為從前銀爐所鑄之「二七寶銀」。自廿二年四月六日廢兩改元後，銀兩已由中央造幣廠登記收回，改鑄銀元。故現有庫存中，銀兩存數，已不甚多，照現狀尚不到全數庫存百分之三。至大條則為由英、美入口之銀條，成色為·九九七至·九九九不等，重量在一千盎司左右，每條約合值國幣一千四五百元。照目下情形，大條存數，亦並不多，僅約合全數庫存百分之三左右。廢條係中央造幣廠所鑄造，每條合國幣千元。照前表，現有存數，約合全數庫存百分之十三強。庫存之大部份約百分之八十，已均為銀元，此為廢兩改元後應有之現象，蓋國幣在今日已為吾國之本位幣也。

上海庫存統計，為外國銀行公會各會員銀行所報告，按日由各銀行跑街，集合於麥加利銀行內之銀行集益會，相互報告其代表銀行之庫存數額，錄入「查倉單」，以備各入會銀行之參考。

各銀行為自己參考計，另備有「庫存簿」，由富有經驗之跑街記錄保管之。其中數字，與由集益會所抄得者，略有出入。蓋各由本行跑街，就其過去經驗，重行估計後登入者，並非集益會所抄得之數字也。故同日之庫存統計，中央銀行庫存簿中之數字，與中國銀行庫存簿中之數字，即不完全相同。總數即或相差無幾，而各行庫存數字，每

有極大進出也。蓋各行跑街，根據其日常所探得之消息，可約略估計各行庫存之數額。如本日本國繳解交通現洋十萬元，或明日交通運赴外埠現洋十萬元，或後日中國運到大條一千條。此種消息，決難逃各跑街之視聽，各跑街即根據之以爲庫存簿數字之增減。因此種隨時之修正，而各行庫存統計，遂不能完全一致。

庫存統計內容及其來源，已如上述；則此項統計之不無缺點，自在情理之中。茲舉其尤顯而易見者三端如下：

(一) 上海金融業，除外商銀行廿餘家外，匯劃錢莊有五十五家，內國銀行亦至少在八九十家左右。今是項統計，除外國銀行廿家，堪足代表外，於內國銀行方面，祇有中央、中國、交通、中國通商等數家。至錢莊方面，雖另列一項，然恐不僅代表錢莊，即全體本國銀行存數，恐亦已包含在內。既未分列，似又不易推測。總之，此項統計，於外商金融界，雖似可爲充分之代表，於本國金融界，則似祇可爲極不完全之代表。

(二) 此項庫存，並未將發行與營業劃分，恐事實上本國金融界方面庫存，大部份即爲發行準備。照本年四月底情形，各發行銀行應保存之發行準備，即須二萬萬元以上。是營業準備，不過數千萬元。是否正確，迄無法用此項統計，爲之證明。

(三) 此項統計，雖爲外國銀行公會所主持；然公會對於各會員銀行，因國籍之不同，利害之各異，遂無從爲法令之設施。各行日常庫存報告，既由各行自行填寫，是否可靠，並不能由任何方面加以證明。各外灘銀行雖均有跑街另編庫存簿，然數字之能否正確，仍爲問題。據老於金融業者言，各行報告，大有不盡不實之嫌。如民國十年七月中法倒閉之前一日，其庫存報告，尚有銀一百十二萬兩，及洋一百零六萬元，即其明證。



觀此，則庫存統計之難期正確，已可概見。惟在常情之下，各行填報之數字，雖難免於虛偽，然大勢所在，其虛偽亦非漫無限度者可比。此項統計，雖未能為正確之代表；然其數字之增減，至少亦可以表示上海全部庫存大體之趨勢。庫存統計之數字增多，市場實際之庫存，大致必不致與之相反而為減少；庫存統計之數字減少，市場實際之庫存，大致必不致與之相反而為增多。統計之表示，與實際之存數，其增加與減少，於程度上雖有相差，於趨勢上似不至背道而馳，適得其反。則在今日尚無其他較正確較可恃之庫存統計時，對於此項不甚完美之材料，苟為適宜之運用，似尚不至被引入歧途也。

今就此未臻完美之庫存統計，以探討近年上海金融之變化，似亦不無跡象可尋。最近過去四年來上海庫存數字之增減，有如下表：

| 年 份   | 本 國 銀 行  |       | 外 商 銀 行  |       | 合 計     |     |
|-------|----------|-------|----------|-------|---------|-----|
|       | 實 數 (千元) | 占 百 分 | 實 數 (千元) | 占 百 分 |         |     |
| 二十一年底 | 一七九、三〇五  | 六七%   | 八六、八八三   | 三三%   | 二六六、一八八 | 一〇〇 |
| 二十二年底 | 二五三、二八九  | 五七%   | 一八五、〇四五  | 四三%   | 四三八、三三四 | 一六四 |
| 二十三年底 | 二七一、七八六  | 四九%   | 二七五、六六〇  | 五一%   | 五四七、四四六 | 二〇五 |
| 二十三年底 | 二八〇、三二五  | 八三%   | 五四、六七二   | 一七%   | 三三四、九九七 | 一二六 |

上列數字，最明顯之表示，厥有三端：

(一)爲民國二十年來，上海庫存增加之激驟，以二十年底二萬六千餘萬元之庫存，至二十二年底，即增至五萬五千萬元左右。爲時兩載，而庫存之增加，達一倍有零，其爲非常之情勢，自至爲明顯。而吾國近年來現金集中都市之程度，亦由此可略知其梗概。頻年國內在天災人禍外患內憂交迫之情況下，農村破產，工商衰落，已爲內地普遍之現象。一方內地有資者爲安全計，爲利殖計，競以資金運送都市，另謀出路。一方土產出口減色，而外貨則源源流入，內地與都市間之貿易，失其平衡，更助成現金集中都市之象。

(二)爲庫存激增中，外商銀行方面增加之較鉅。以二十年底與二十二年底之庫存數字爲比較根據，計兩年中本國銀行庫存增加僅九千萬元左右。而外商銀行增加之數，幾達一萬九千萬元。以與本國銀行增加之九千萬元較，計多增一萬萬元。由此可見近年來之所謂現金集中都市，實僅爲現金集中外商銀行之煙幕。外表爲集中都市，而實際爲集中外行。僅集中都市，或尙在國人之手，集中外行，則主權已非我有。由此而吾國近年來國家經濟之失衡情況，昭然若揭。

(三)爲二十三年底庫存之銳減。二十二年底五萬五千餘萬元之庫存，至二十三年底，僅餘三萬三千餘萬元，減少計達百分之四十。在每年貿易入超之情況下，更外受美國白銀政策之激刺，內有金融搖動之風傳。於是在實際收支之抵補外，更益以外人投資之移出。至是巨量現銀之外流，銀行庫存之銳減，遂成不能倖免之事。

進一步言之，庫存銳減，實爲造成今日上海恐慌徵象——通貨收縮——之重要因素。蓋庫存銳減，直接雖僅表示現幣——亦曰正貨——之收縮，間接實亦促成紙幣及信用之收縮。紙幣之發行，既須有六成現金之準備。現

金減少，發行自亦即受其限制，而在庫存銳減，金融基礎在在有動搖可能之情況下，金融界對於放款之力求收縮，自亦為推想中頗合情理之舉，於是銀行信用，亦隨為收縮。若此正貨，紙幣及信用三方面之收縮，遂形成所謂通貨之收縮。

通貨收縮之影響，對內為促成國內物價之跌落，使本國工商業陷於一蹶不振之境地。對外則造成外匯之放長（即外幣值賤），出口貨物，益見滯阻，進口貨物，益見易銷；而本國產業，亦遂益無立足地。

此種嚴重之情況，均可於庫存數字中見其預兆，宜乎近年庫存統計之頗受國人注意也。

——二十四年七月，上海浙江興業銀行載新聞報「經濟常識」欄——

## 五 信用放款之分析

銀錢業放款，有信用與抵押之別。抵押放款，以貨物證券等實物爲之憑信；將來借款人設不能按期還款，債主即可以處分其抵押品，以資抵償。故此種放款，全屬「對物」信用。至信用放款，則並無任何抵押品爲之保證，純憑借款人之信用，係「對人」信用。抵押放款，注重押品，故個人有相當押品，亦可向銀錢業商做押款。而信用放款，則大致僅限於商號，對個人無法通融。

信用放款，因無實物爲之保障，故於理論上，實不合近代金融業放款之原則。惟於事實上，過去各地錢業，幾無不以信用放款爲資金唯一之出路。即在今日，信用放款尙爲各地錢業主要業務之一；至銀行雖偏重於抵押放款，然事實上對於信用放款，亦仍不得不酌量放做。

銀錢業所做之信用放款，普通有活期及定期兩種。

活期放款，大都取「透支」方式。透支云者，即銀行與審查合格之商號往來戶，締結契約。於存款提盡時，許其在一定之額度內，倘有需要，仍得陸續透用款項。不需要時，又可隨時償還。此種放款，於借款人極爲便利。今日需款不敷，可以透用，由存戶變爲欠戶。明日設有餘款，可以全數存入，再由欠戶變爲存戶。何日透支，何日起息，於利息上並無暗耗，故商家大都均樂向銀錢業訂立透支往來。

定期放款，爲有一定期限之信用放款。通常定期爲一個月、三個月、六個月或一年。此種放款，亦全以商號爲對象，其主旨在輔助商號辦貨之需，故其期限之長短，亦大致取決於各幫之辦貨情形。定期放款，既於借款時預訂有一定之期限，於理論上似應以「整借整還」爲原則。惟於事實上，在期內陸續歸還，或分期清償者，不在少數。

信用放款，既爲對人信用，雖無押品，自亦應有相當憑證。普通有僅具借款證據者，亦有加覓保證人者；惟習慣上信用愈佳者，愈不願有法定之證據。故證據齊全者，或反非最佳之戶。此純係舊社會之觀念，放款全以信用爲對象，手續上常有不合法理之習慣，銀錢業亦每無法加以糾正。

銀錢業對於借戶信用之審查，全憑平日之注意與調查。銀錢業大致均雇用熟悉商情之「跑街」若干人，分任調查各業情況。亦有專設「調查處」，作有系統之調查者。滬津漢各埠銀行同業，更設有中國徵信所，專任各業信用之調查，報告銀錢同業，以備參考。

至調查時應特加注意之處，不外下列數點：

(一) 財產調查 調查商號之財產，又有二要點，一爲商號本身之財產，一爲商號股東之財產。商號本身之財產，包含其房地產、店基及存貨等。商號之股實與否，於此可略知其梗概。至股東財產，則於獨資及合夥之組織，關係極大。蓋獨資及合夥組織，股東負無限之責任也。總之，財產之多寡，可以決定借款人之「清償能力」。借款人財產之變動，即借款人「清償能力」之變動，不能不隨時加以注意也。

(二) 信用調查 所謂信用調查，即注意商號經理及其股東之行動品格，以體察其是否顧全大局，顧全名譽。

否則雖有清償之能力，而無清償之志願，每仍易起糾紛。

(三)經驗調查 經驗爲營業成敗之關鍵，故對於商號之經驗調查，亦極爲重要。其一、爲經理經驗之調查：蓋經理爲商號營業之執行人，舉凡貨物之採辦，推銷等事，莫不由其主持。故經驗豐富者，對於營業較有把握。營業順利，則一切債務，自可不成問題。其二、爲經營年代之調查：商號開設年代之久遠，可以表示該商號之存在價值。蓋年代久牌子老者，於經營上每佔優勢也。

(四)營業調查 營業調查，足以證明商號之實際成績。於此應特加注意者，又有二點：一爲營業之種類及其總額，一爲盈虧之數目。營業之種類及其每年營業之總額，足以表示商號之實力與範圍。由營業種類，可以測知其出品銷路之暢滯。由營業總額，可以預核其盈虧數目之多寡。至商號結帳之爲盈爲虧，與商號之過去成績，及其日後之發展，亦在在有關。屢次虧折之戶，即應加以注意。對於該商號所放做之信用放款，是否仍可繼續，更應慎加考慮。

(五)用途調查 活期爲商號日常活動資金之需，進出以靈活爲主。定期供商號辦貨之用，周轉以恰當爲要。倘活期進出呆滯，或定期移充還款或他項用途，即失其本意，故均須事前調查。

以上各款，能全備者，自爲上等之戶。然事實上因同業競爭關係，不能不稍事通融，極難執一而論，要之，條件之寬嚴，與放款之安危，關係至切。主其事者，不可不慎也。

中國交通兩行條例，不得營業諸項中，均有一無擔保之各種放款一之列入。財政部於民國二十二年審核上

海銀行業同業業規時，亦批令刪除信用放款一項。推政府之用意，似不外因信用放款，絕無保障，非資金安全運用之道。故或則於條例中加以禁止，或則於業規中批令刪除，俾金融業改致全力於抵押放款之推廣，為金融業放款謀安全，即為存戶存款謀保障，用意原極適當。且信用放款，以信用為標準，而不以需要為標準。在此種制度下，真正需要輔助之事業，或因信用較次，甚不易獲得相當之接濟。而信用卓著，流動資金並不缺乏之商號，往往為金融業競爭放款之目標。借款之過於便利，足以誘致此種商號之過度擴張，使漸入於不健全之發展。揆諸金融業調劑盈虛之原則，確有未合。

不過天下事利害往往互見，而事實與理論又往往不盡合符。信用放款，在吾國既有其悠久之歷史，必有其存在之價值。按諸事實，信用放款在過去吾國金融史中，確不無實際之需要。

其一、吾國社會舊習慣，商人素尚信用，對於有妨名譽，有礙體面之舉，絕不敢以身嘗試。以實物向金融業商借押款，在商人心目中，視之無異典質，信用較優之商號，因之往往裹足不前，於是金融業不得不遷就事實，酌做信用放款。

其二、在商業買賣習慣上，亦確頗有信用放款存在之必要，其尤顯而易見者，如（一）不論大小商號，出賣貨物時，大都仍採用記帳制度。在此種制度下，各商號資金之呆攔者，為數頗鉅。而此項呆攔之資金，除帳冊外，並無其他證據可憑，因之亦無產生抵押品之可能。（二）商業往來，並無票據，可資貼現。（三）大宗收貨，有時仍需現款。如棉商於棉花上市時，往鄉間收棉，於尚未收貨之前，即須備有大宗現款。貨尚未收，何來押品？本年（二十四年）三月十

六日，錢業所發表之聲明有云：「凡百行業，資本無多，平時週轉，全賴信用貸款，以資挹注，如絲、茶、米、麥、雜糧、漁鹽之類，必須先濟以款，而後始能獲致貨物。」事實上確有此情形。（四）一部商號，如百貨公司、銀樓、疋頭、五金、電料之類，陳列之貨，不便上棧，不能用作押品。凡此種種，苟非於抵押放款外，另籌通融辦法，商號易感困難。

其三、於安全程度上言之，信用貸款，又似未必較損於抵押放款。蓋信用貸款，數額較小，普通少則一二千元，多亦不過四五千元，一二萬元，至三四萬元。其數目較為零星，其危險較為分散，非若抵押放款之動輒數十萬元至數百萬元者可比。且抵押放款，雖有押品，倘遇押品價落，如過去之絲繭，及最近之棉花，受押者仍有受虧之虞。且遇押品滯呆，如最近之地產與廠基，往往即欲處分，一時亦不易脫手。如是資金之呆攔，動輒數十萬、數百萬，甚或逾千萬元。而一戶數千元之信用貸款，即生問題，為數究小。且清理時或和解談判時，折扣清償，事實上仍不致全數損失也。

不過凡此種種，亦不可以執一論。信用貸款，在今日吾國金融市場中，雖尚確有其存在之需要，然其性質則已有顯著之更變。在昔押款尙未盛行時代，經審慎之調查，每視商號存貨及資產之多寡，而定借款數額之多少。故斯時之信用放款，實際與抵押放款相仿。不過一則押品交出保管，一則由商號自行保管而已，而今之所謂信用放款，其本質已與前大異。事實上頗多已將本身所有存貨財產，悉作押款，而另借信用款項者。此種借款，其抵償辦法，往往無所着落。故今日之所謂信用放款，遂有其特殊之危險。此信用貸款於押款盛行後，本質上遂發生重大之變化，其一也。

且抵押放款，受押品之限制，一貨既不能兩押，則商號之借款，即無法為無限之擴張。而信用放款，因不受押品



之限制，故信用較著之商號，爲多方而之通融。每處借額，雖不甚鉅，而總計借額，每成鉅數。商號更往往利用銀錢業對於營業守祕之弱點，此行透支五千，彼莊定期一萬，在分頭進行之下，彼此自不相知悉。從各個行莊方面言之，雖單獨所做信用放款，均似在該商號清償能力之內；而從全體行莊言之，其全部所做信用放款，實已遠超放款安全原則。此種情形，在在而有；事前因互守祕密，不易調查；事後則木已成舟，無法挽救。此信用放款於事實上每有不易隨加限制之困難，其二也。

惟事實上金融業完全停止信用放款，亦萬不易立時實現。即最近財政部訓令實施二千萬元之工商業貸款中，仍以五百萬元，劃做信用放款。此項信用放款，實發動於本年（二十四年）三月間，當時中國工商業救濟協會及地方協會，均有此建議。醞釀至七月中旬，始漸具體化。其正在擬訂中之辦法，大旨凡國貨工廠商號欲申請者，須有殷實商號二家，連帶負責，爲償還擔保，輕貸款審查委員會審查合格後，始可照放。但其放款總額，不得超過該廠號資本及公積金之半數。償還時期，照市面向例，於結束期清償之。此項信用放款五百萬元，早經銀錢兩業，分別認擔。日前且已由財政部分令兩業，轉知各行莊，將認定之數，彙解中國國貨銀行，想不日即可正式開做矣。

總之，在現狀下，信用放款之重要性及安全性，雖有日減趨向。然在記帳制度尙未完全取消以前，承兌票據尙未十分發達以前，信用放款，恐仍不致失其固有地位。惟際此不景氣聲中，金融業對於抵押放款，尙具戒心。對於信用放款，自尤抱裹足不前態度，是則環境使然，不能以此獨爲金融業責也。

——二十四年七月，上海浙江興業銀行載新聞報「經濟常識」欄



### 第三編 票據市場

#### 一 承兌匯票與金融市場

金融市場短期資金之運用，在信用發達諸國，向以票據市場爲中心。工商業憑貨物之交易，以產生票據；更憑此票據，向一般銀行請求貼現，以取得所需之資金；一般銀行承做此項貼現後，倘遇本身資金有不敷時，更可卽以此項票據，向同業請求「轉貼現」，或向中央銀行請求「重貼現」——亦曰「再貼現」——以獲得臨時之通融。在此種制度下，工商業之帳面債權，盡爲可流通之票據，呆攔既少，周轉自靈；金融業之出貨款項，亦大部爲可轉貼現之票據，活動既易，危險自少。

返觀吾國，一方工商業既仍固守記帳制度，根本無產生票據之機會；他方金融業亦遂忽視貼現制度，專憑放款爲運用之途徑。整個市場資金之活動性及週轉力，遂大爲減少。論者或以缺乏票據市場，爲我國金融市場之最大缺陷，頗非無見。

自去年美國實行購銀政策以來，世界銀價，日見高漲；我國白銀，源源外流。國內金融，驟形緊張；各地工商業，俱感籌碼不敷之苦；而尤以國際市場之上海爲甚。於是工商金融各界，始感覺有增加籌碼，調劑信用之必要。上海網

銀行公會，首先倡行承兌匯票；全國輿論，一致贊同。迭經各方商討，業已漸有具體辦法。將來推行日廣，其影響於我國金融市場者，當非淺鮮也。

### 一 承兌匯票之意義

承兌匯票，即經付款人承允付款之匯票。係一種表示商業上債權債務關係之憑證，為金融市場重要信用工具之一。此種商業承兌匯票，與銀錢業辦理匯兌時所發匯票之性質不同；而其形式則與之大同小異；票面亦具有出票人付款人受款人等；惟其出票人非銀錢業而為工廠商店；其要求付款人付款者，係立於債權人地位；其對方之付款人，必為債務人；不若匯兌匯票之出票人為被委託匯款人，不一定立於債權人地位也。

茲試舉例說明之。設先施公司向商務印書館批購文具一宗，價值二千元。依照我國固有習慣，大都由商務將貨配齊，連同發票，送交先施蓋取回單，貨款暫時記帳，每年分數節結帳。其表示債權債務關係之憑證，即為回單與帳簿。其付款日期，非待至節關，照例不便向收。而如此積少成多，商務即將有巨額貸款，呆攔為一種帳面債權。在商務資金充裕，或金融業有充分之借款接濟時，固無問題。但倘商務有利用此項資金必要時，每感無法運用之苦。

設此項交易，改憑承兌匯票，則於交易成立時，即言明付款日期。同時於送貨物及發票至先施時，隨帶「憑票祈付某月某日期洋二千元」之匯票一紙，由先施在票面書明「承兌」字樣，並加蓋重要圖章，（不書明「承兌」字樣，僅蓋圖章亦可），即為承兌。先施承兌以後，即為確認債務，負到期照付票面金額之義務。商務對於此項債權，

依法可以轉讓於第三人。如商務並不需用此項資金，則俟到期日持票向收。如在未到期前，需用此項資金，即可持向銀錢業貼現，或轉讓於第三人。依此方式，則商務所有未到期貨款，均可設法運用，而增厚其資金之週轉力。

至銀錢業之是否願意接受此項匯票貼現，一方固視貼現人與承兌人之信用；一方亦以可向同業為轉貼現，及中央銀行為重貼現為要件。茲吾人既認承兌匯票為通貨運用之工具，則對於上述要件，自應設法，漸使其備。故凡茲所言承兌匯票之功用，皆假定已具備其應有之要件而言也。

## 二 金融之意義

所謂金融，意即「資金之融通」。資金必使週流不息，方可謂之融通。資金融通之過程，有三方面之關係：其一，為資金之供給者，即儲有資金之個人或團體；其二，為資金之需要者，即工商業中缺乏流動金者；其三，為居供需間而為之調節者，即金融業是也。凡此三方，交相為用，不可偏廢；而此三方之中，尤以居間調節者——金融業——之職責，最為重要。金融業之職責，普通皆以為以「挹此注彼」為惟一任務。實際並不以「挹此注彼」為已足；蓋所謂「挹此注彼」，雖已盡「通」字之責，尙未能盡「融」字之義。夫所謂「融」者，並非僅就固定有限之資金，為居間之受授，實應更進一步，融治此固有資金，以創造更圓滑更富流動性之新資金，而善為運用。然後金融活潑，工商業得其灌溉，亦可日滋繁榮。至創造新資金之途徑，要不外信用工具之運用。故金融之骨幹，要不外善於運用信用工具而已。

## 三 金融市場之現狀

目下上海之金融，其恐慌程度，已頗為深刻。至其恐慌之現象，則為工商各業皆感週轉不靈。其表示之事實，為工廠艱於維持，商號紛紛倒閉，及實力稍次之銀行錢莊，相繼清理。吾人一究恐慌之成因，其近因固由於受美購銀政策之影響；而其病根，實仍在本國金融市場之未臻健全。蓋美國購銀政策，固足以誘致我國白銀外流，以促成市場之緊張情勢；但如有健全之金融組織，以資應付，藉為防禦恐慌之來，決不致如此之驟。

目前上海金融恐慌之唯一徵象，即為通貨之收縮。而所謂通貨收縮，並不僅限於正貨——現銀幣——之縮減。所有紙幣與信用，事實上亦同時隨有收縮。紙幣之發行，既須有六成現金之準備。現金減少，發行自亦即受其限制。且因吾國係採多數發行制度，平常一遇恐慌，銀行為自衛計，每自動減少發行。於是紙幣之收縮，遂為事實所不能免。

若夫信用之收縮，則可分兩方面言之。其一，為放款之收縮。近年以來，世界經濟恐慌，國際之過剩物品，都以我國為傾銷之尾間，以致我國物價猛跌。過去金融業所做抵押放款，在商品方面，因物價跌落過甚，間有吃虧，已不敢儘量接受。此次因受美國購銀政策影響，銀幣價值提高，物價更跌，金融業對於抵押放款，益不敢問津。至信用放款，則因市面普遍不景氣，工商業信用動搖，更不敢放手做去。於是抵押與信用放款，同時收縮，資金因此停滯。其一，為地產之呆滯。往時地產交易旺盛時期，道契在上海市面，與有價證券同樣活動。因此造成地產信用之虛偽膨脹。近

來因市廛凋零，地價暴跌，外商對於地產投機，頓見減少。道契已失去其固有之活動性。往時一部份地產之虛偽信用，迄今完全破壞。上海市面之通貨，因此益形收縮。

上海市面之通貨，既為多方面之收縮。其影響所及，對內益促成國內物價之跌落，使本國工商業，陷於一蹶不振之境地；對外則造成外匯之放長，出口貨物，益見滯阻，進口貨物，反為有利。由是更造成國際過剩物品之傾銷，國貨工業，益無立足地；同時我國工商業愈陷於困境，金融業即愈見其恐慌；如此因果相尋，將不知伊於胡底。故上海金融問題，如不能速謀解決，其勢如火燎原，頗有日益嚴重之趨勢。

#### 四 承兌匯票與金融市場

救濟金融恐慌之對策，其道不一。而推行承兌匯票，確為較易見效之一端。承兌匯票，為一種頗具活動性之信用工具，其效用極宏。約而言之，在目前，可使市面增加籌碼，藉補市場通貨收縮之缺陷，以減少金融恐慌之程度。蓋吾國習慣，工商業貨物交易，現金以外，多憑記帳。工商業除設備及存貨等資金以外，尚須呆攔鉅額帳款；是無異以幾倍之資金，營一分之事業。經營資力，受其影響，即不得不以借貸為彌補之方。在我國商業資本高利貸之現狀下，其負擔因此日重，成本亦因此加高。貨物之成本既高，勢不能與外貨相競銷。如或遭遇逆境，其能不陷於虧累者幾希。我工商業之所以不振，除技術落後外，當以此為重要因素。而推行承兌匯票，即將工商業向所呆攔之巨額帳款，悉化為可以運用之票據，增加其資金之活動力，以補目前一部份通貨收縮之不足。此承兌匯票有關於上海工商

業及金融市場之活動力者其一也。

我國金融界借貸之方式，不外抵押與信用放款二種，其活動性皆遠遜於承兌匯票。蓋押款以貨物爲質，倘遇金融緊張，受押者既不便以質物向他人轉押，而催請押款人贖取，則非俟諸到期不可。卽到期後，亦非該質物市況活動，利於出售，不易籌集現款。倘遇物價暴跌，更有欲脫無從之苦。至於信用借款，在昔押款尙未盛行之時，經審慎之調查，每視工商業存貨及資產之多寡，而定借款數額之多少。故斯時之信用放款，實際與抵押放款相仿。不過一則押品交出保管，一則由工商業自行保管而已。而今之所謂信用放款，其本質已與前大異。事實上頗多有將本身所有存貨財產，已作押款，而另借信用款項者。此種借款，其抵償辦法，往往無所着落。故一遇工商業週轉不靈，宣告清理，除其本身資金耗盡外，其債務超過其資產數倍者有之。今日之所謂信用放款，其危險已可概見。且信用放款，中途既不易收回，亦不能以此爲抵押而向人轉借現款。是其性質之呆滯，尤爲顯著。而承兌匯票則異是。承兌匯票既可轉讓讓渡，向同業轉貼現，或向中央銀行重貼現，隨時有資金週轉之便利；而其產生，亦必以交易爲根據。夫貨幣爲交易之媒介，通貨應隨交易爲流通，其理至顯。易言之，資金之融通，必須有交易爲對象，方合乎常軌。承兌匯票，既由實際交易而產生，其流通自不若押款之雖有貨物，而或不憑交易；更非若信用放款之既無貨物，又不憑交易。更進一步言之，承兌匯票既以交易爲根據，則其流通數額之增減，自以市場交易之多寡爲依歸。因此承兌匯票之流通，遂常能適合市場之需要。故金融市場資金之運用，如能以承兌匯票爲根據，則在金融弛緩時，可無金融業濫供資金之弊。而同時承兌匯票之流行，以國內有貼現市場爲要件，因此，金融業有重貼現爲之後盾，在金融緊張時，



亦可無收縮信用之必要。此承兌匯票，有關於上海工商業與金融市場，俾同爲正當之發展者，其二也。

承兌匯票推行盡利，卽造成國內之貼現市場。其資金最後之供給者，爲金融業重貼現之中央銀行。於是中央銀行遂成金融市場之領袖，有統制市場金融之權力。當國內金融緊急之時，普通銀行如有資力不足，困於應付，中央銀行卽酌定適當之重貼現率，源源接濟資金，以供市場之需要。金融恐慌，賴以消弭於無形。反之，當金融弛緩，金融業有濫供資金助長投機趨向時，中央銀行卽提高重貼現率，先予警戒，以防止市場發生風潮於未來。又如當國際貿易形成入超，國際收支失其平衡，國內資金有外流趨勢時，則中央銀行亦可擡高重貼現率，以獎勵投資，制止資金外流，並吸引外資流入，由是國內金融與產業，均賴以安定。故貼現市場之造成，對於國內金融產業，厥功甚偉。歐美各國，皆有貼現市場。其銀行所營業務，亦皆側重貼現。而我國銀行之貼現業務，至今日始稍見曙光。倘能發揚光大，而造成中央銀行控制市場之力量，未始非金融組織之一大進步。此承兌匯票有關於整個金融市場組織之改進者，其三也。

總之承兌匯票在金融恐慌之現狀下，實有積極推行之必要。其利之所在，原不僅在增加資金之運用已也。

——二十四年五月，上海浙江興業銀行，載東方雜誌，第三十二卷，第十三期——

## 一 吾國之銀行承兌匯票

### 一 銀行承兌匯票之意義

「銀行承兌匯票」原爲普通工商行號所發出之遠期票據，而由銀行爲之承允到期兌現。故其發票人雖爲普通商人，而其承兌人則爲銀行。因之其信用亦恆較發票人及承兌人均爲普通商人之「商業承兌匯票」爲佳；蓋銀行於承兌後，對於該匯票之到期兌現，即負絕對責任；而原發票之商人，則並不重要也。

此種票據之發生，照各國情形言之。其較重要者，不外三途：（一）由於國際進出口貿易；（二）由於國內進出口貿易；及（三）由於國內倉庫存貨。換言之，即（一）以國際貿易正在運輸中之貨物爲押品，或（二）以國內貿易正在運輸中之貨物爲押品；或（三）以國內倉庫堆存之貨物爲押品，而發生之匯票，由銀行爲之承兌者，均即謂之「銀行承兌匯票」。

我國銀行承兌匯兌之創議，實發動於二十四年七月。當時曾擬有草案。其辦法，大致係採取上述以存棧貨物爲押品之原則；凡本國工商行號以存棧之貨物爲擔保所發出之匯票，經由上海市銀行業聯合準備委員會所組織之票據承兌所承允到期兌現，即爲銀行承兌匯票。惟當時雖經創議，迄未有具體結果。延至二十五年春，進行始轉趨積極；幾經討論，銀行票據承兌所終於三月十六日，正式宣告成立。惟其辦法，則與草案所擬議者，頗有差異。其

(一)爲發票人之不同：照新訂辦法，其發票人爲各所員銀行，而非爲一般工商行號。因之，此種票據之產生，非爲銀行對工商各業之通融，而爲銀行同業間之相互通融，與普通銀行承兌匯票之作用，顯有區別。其(二)爲產生方式之不同：照新訂辦法，貨物僅爲多種規定合格押品中之一種，而非爲唯一之押品。換言之，卽非復如草案所規定以貨物爲唯一基礎之票據。因之，此項匯票之本質，亦隨之變化。蓋爲適應本國金融環境起見，吾國最近推行之銀行承兌匯票，於作用上及本質上，與各國一般流行之銀行承兌匯票，已有極大且極重要之異點。

## 二 銀行票據承兌所之組織

各國流行之銀行承兌匯票，大致均以銀行爲其承兌人。在吾國爲集中力量，且爲便於押品之處理起見，因有銀行票據承兌所之組織。而此項組織，則仍隸屬於上海市銀行業聯合準備委員會。

(甲)所員之資格 照銀行票據承兌所章程之規定，凡聯合準備會之「委員銀行」及交換銀行，均得加入爲所員銀行。『不過事實上除上述兩種所員銀行外，尙有所謂「特種所員銀行」者，包含特種金融組織，如中國銀行、交通銀行、郵政儲金匯業局等均是。又如並未單獨加入票據交換所，而由準備會爲代理交換之銀行，如浙江地方銀行、四川美豐銀行、江蘇省農民銀行、永大銀行、浦東銀行等，亦得加入承兌所爲所員。故事實上加入承兌所爲所員者，計有(一)聯合準備會委員銀行；(二)票據交換所所員銀行；(三)特種金融組織；及(四)加入代理交換各銀行四種。

二十五年三月十六日成立時加入之所員銀行，已有三十八家。計爲中國、交通、郵政儲匯、浙江興業、浙江實業、上海、四行、鹽業、中孚、四明、金城、新華、大陸、永亨、中國實業、中國通商、中南、江蘇、國華、中國墾業、中國農工、通和、女子、中國國貨、聚興誠、中華、中匯、中華勸工、中國企業、恆利、綢業、江浙、中一信託、浙江地方、四川美豐、江蘇農民、永大、浦東。吾國各重要銀行，大致已均在內。

(乙)公約之簽訂 凡加入承兌所之銀行，均應填具聲請書，並簽訂公約，以資遵守。公約計包含十有二項：對於基金分攤、所員義務權利、及喪失資格等，均有詳細之規定。除中國、交通及郵政儲匯局等三家特種所員銀行外，其餘所員，均已簽訂。

(丙)基金之認定 承兌所章程規定，凡所員對於承兌所「所爲承兌業務，依認繳票據承兌基金額在總額內所占成數，擔負其責任。」此項基金，且須於加入時，一次繳足。至其繳納辦法，則其中除百分之五，應以現款繳存承兌所爲準備金外，其餘百分之九十五，則由承兌所存入原繳銀行，至必要時始行提用。

至所員銀行認繳票據承兌基金數額，係依照各行實繳資本及公積金總數十六分之一計算。計組織成立時加入三十八行之資本及公積金總數，爲一二二、一五六、二三九、七三元。承兌基金，合此數十六分之一，爲七、六二三、七五〇元。其中現款部份，占百分之五，爲三八一、一八七、五〇元；存款部份，占百分之九十五，爲七、二四二、五六二、五〇元。

此項基金，專以備承兌所所承兌票據到期付款而發票人未能履行契約時代爲墊付現款之用。墊款時，先由

各行所存承兌所之現款部份撥付；如有不足，即再由各行依所收承兌所之基金存款部份在總額內所占成數，按成攤墊。蓋票據經承兌所承兌之後，到期時設發票人並未將款項交還，承兌所即須自籌現款，先行墊出，取回已經該所承兌之票據。此項代墊需用之現款，即由基金中撥出。其動用次序，儘先撥用現款部份；不足時，再按成提取存款部份。故此項經由承兌所承兌之票據，到期時無論發票人已否繳還借款，必能兌現。又承兌所於承做貼現時，亦得動用此項基金。

(丁)職員之設置 承兌所設立票據承兌所委員會辦理該所票據承兌事務。設委員十二人，除聯合準備會經理為當然委員外，餘十一人由代表大會就所員銀行重要職員中推舉之。另由委員中推定五人為常務委員，協助處理該所日常事宜。委員會又分設擔保品評價及擔保品管理兩組，每組設委員五人，分任擔保品之評價及保管。

(戊)損益之分攤 所員銀行，除於加入時應認繳三百元、五百元、或一千元（自行認定）之入會費外，對於該所所為承兌業務，依認繳票據承兌基金額在總額內所占成數，擔負其責任。凡該所因承兌票據而發生之一切損失，由所員銀行依認繳票據承兌基金額在總額內所占成數，按成攤派；年終結算，如有純益，除酌提公積金外，亦按成攤派。

### 三 銀行承兌匯票之產生

照該所章程之規定，「承兌擔保品，以左列種類爲限：（一）各種主要國產；（二）國內商業匯票及期票；（三）國外支付之商業匯票；（四）有市價之政府債券、公司債票及股票；（五）本市房地產；（六）其他經本會（聯合準備會）核定之貨物財產。」茲姑分別略述之：

（甲）以國產主要貨物爲基礎 凡工商行號向內地採購國產，寄存本埠倉庫，以備轉售或加工製造者，在出售或製造之前，如需融通資金，向可憑倉庫所出倉單，就銀行商做押款。銀行如允予借款，該項倉單，即須過入銀行戶名，由銀行收執，通常銀行所做此項押款，僅由借款人訂立合同，規定期限，在到期以前，非有特種原因，不能向借款人催贖。且事實上銀行又未便憑此項合同及倉單，向同業爲資金之周轉。故此種抵押放款之保障雖優，而其活動性，則頗感缺乏。自承兌所成立後，對於此項困難，即可大爲減少。在押款到期以前，銀行如需要流動資金，即可填具擔保品清單，將押下貨物，送交承兌所審查合格，評定價值後，交承兌所作爲承兌擔保品。對該所開發匯票，註明期限，交請該所承兌後，即成爲銀行承兌匯票。銀行可即以此項承兌匯票，向其他同業或承兌所，貼得現款，以資運用。待至匯票到期之前一日，再由發票銀行，將票面金額，付還該所，由該所於到期日，付還持票人。在該項匯票到期以前，銀行應顧客之請求，如須提取貨物，一面可由銀行出一「通知條」，交顧客向倉庫取貨；一面由銀行用電話通知承兌所，由該所補一「支貨條」，送交倉庫，以憑交付貨物，手續亦極爲簡便。

至此項可供承兌所承兌擔保之貨物，須爲國產；而其種類，則暫以米、麥、麵粉、雜糧、棉花、紗、布（木色布）、糖、絲、繭、茶、煙葉、煤、鐵、紙等十五種爲限。此項貨物之種類，照章由聯合準備會執行委員會，隨加訂定。

(乙)以國內承兌匯票及期票為基礎。此項票據，可歸納之為三大類：(一)為國內商業承兌匯票；(二)為國內銀行承兌匯票；(三)為商業期票及銀行本票。此種匯票，其到期日在九十天以內，經承兌所審查合格，且有所員銀行一家簽字者，即可為發行銀行承兌匯票之擔保品。

(一)國內商業承兌匯票。此項匯票之最普通者，計有三類：(子)為本埠商業承兌匯票。凡售貨人於售出貨物時，對購貨人發出匯票，命其於承兌後若干日內兌付一定之金額，而該項匯票，已經購貨人正式簽見者，即為商業承兌匯票。例如：上海某紡織公司所出布疋，在本埠銷路極廣，各大布號均向定購。該公司因與本埠甲銀行商量，約定與該公司素有交易之殷實大布號，預得銀行同意，在交貨時，可照貨價由該公司向各指定布號開發匯票，以公司本身為收款人。期限先與各布號約定，在見票後若干天，必須付款。該票即送交布號簽見承兌。此項已經布號承兌之匯票，經由收款人某紡織公司之背書，即可持向甲銀行貼現。甲銀行倘為承兌所所員，則收下此種票據後，亦可以之送交承兌所，作為向該所發出匯票之抵押品。(丑)為進口押匯匯票。此種匯票，係由本埠銀行採用「委託購買證」經營進口押匯所產生。其發動者，大致為本埠銀行。本埠銀行受本埠購貨商之委託，或得有相當擔保，開立委託購買證，寄交外埠之分支行處，委託代為收受該項押匯匯票，及其附屬之必要單據，並代為付出指定額度內之款項，將所有單據寄交本埠銀行。本埠銀行收到此項全套單據後，即依照「先交貨後收款」辦法 (Documents against Acceptance 簡寫 D/A) 或「先收款後交貨」辦法 (Documents against Payment 簡寫 D/P)，送交本埠付款行家簽見。簽見後，即為承兌匯票。俟到期日，向承兌行家收款。其

依照「先交貨後收款辦法」承兌者，則付款行家，於簽見承兌時，應出具押品收條，換取提單等件。此後是項已經承兌之匯票，即並無提單等全套之附件，（但發出委託購買書前，或已另繳相當擔保品，）而僅爲單純之匯票。至照「先付款後交貨辦法」承兌者，則付款行家於承兌時，並不能領取提單等件；須俟匯票之款項付清，方可出押品收條，向銀行領換提取該項貨物必要之文件。故此項匯票，於承兌後，仍有提單等全套之附件。不過此種進口押匯匯票，不論其爲「先交貨後收款」或「先付款後交貨」，其承兌行家，既在本埠，則到期付款，自亦在本埠。故亦可作爲銀行向承兌所發行銀行承兌匯票之擔保品。（寅）爲歸收進口匯票。此項票據，亦以本埠行號爲付款人。其產生方式，大抵爲外埠分支行處之出口押匯。由該行處，將其一切單據，寄至本埠銀行，託爲代歸。故其性質，實與上項進口押匯匯票，完全相同；惟承做之發動者，則顯分彼此。進口押匯匯票，發動於本埠銀行；而歸收進口匯票，則發動於外埠銀行。然其匯票收到時之承兌，及到期時之付款，則均在本埠；故於匯票性質上言之，確無甚區別也。

（二）國內銀行承兌匯票 此項匯票之最重要者，計亦有三種：（子）爲發生於當地貨物抵押之銀行承兌匯票。例如：上海某紗廠，需要流動資金，與上海甲銀行商量，以存倉棉花爲擔保，訂立承兌契約，由紗廠對甲銀行開出匯票，歸甲銀行承兌。紗廠即可以此項已經甲銀行承兌之匯票，請求甲銀行或任何願意承受銀行貼現。倘貼現銀行爲承兌所所員，則於需要資金時，即可在匯票作成背書，提交承兌所爲承兌擔保品。對該所開發匯票，交請該所承兌。（丑）爲發生於出口押匯之銀行承兌匯票。例如：上海某紡織公司，售貨一宗於廣州布商。紡織公



司原可於配齊貨品後，開一三十天期——或任何預定期限——匯票，連同提單等全套單據，送交本埠任何銀行，代寄廣州收款。但上海與廣州輪船往返一次，約須十五天，連同批見後之三十天期，共須時四十五天，方能收到現款。在此情形下，設紡織公司立時需用款項，則可與上海任何往來銀行，商訂一承兌契約。以提單為擔保品，由公司開一四十五天期之匯票，以上海商安之銀行為付款人，交請該行承兌。此項匯票，一經該行承兌後，即為銀行承兌匯票，公司可以之向任何本埠銀行商做貼現。同時承兌銀行，可將提單等寄粵，委託該地往來銀行代為收款。一俟款項歸到，即可劃回上海委託銀行，備付到期之承兌匯票。此種匯票，在經承兌之後，及未到期之前，貼現銀行可用以為向承兌所承兌匯票之擔保品。(寅)為發生於歸收進口之銀行承兌匯票。例如上海棉商，向漢口定購棉花，為便於交易起見，可先與本埠甲銀行或任何往來銀行接洽，請發押匯匯信，將該信寄交漢口舊貨商。該商於貨品配齊後，可以上海甲銀行為付款人，開出匯票，連同提單保險單等全套單據，送交漢口任何銀行商做貼現。漢口乙銀行承做貼現後，將收下之匯票及全套單據，寄託其上海之代理銀行，轉向甲銀行聲請承兌。甲銀行審查一切條件無誤，即簽字承兌，該項已經承兌之匯票，交還代理行；而將提單等單據留下。一面通知上海購貨棉商，囑於匯票到期之前一日，將款交到銀行備付。此項匯票，於上海甲銀行正式承兌後，即為銀行承兌匯票，亦可為承兌所承兌匯票抵押之用。

(三)商業期票及銀行本票 商業期票，大致發生於貨物抵押放款；而銀行本票，則為銀行簽發並付款之票據。(子)照承兌所之規定，凡所員銀行以貼現收下之商業期票作為承兌擔保品，對承兌所開發匯票時，除照

例在票背作成背書外，爲慎重起見，同時應由請求銀行，照匯票金額，出給聯合準備會「往來戶轉帳聲請書」，並在聲請書內註明：「擔保貴所承兌匯票之某某商業期票，到期不獲付款時，即由貴所憑此轉帳聲請書，在本行交換往來戶付帳」等字樣。該項期票，同時交該所收執。(丑)所員銀行營業上所收入之他行莊遠期本票或莊票，在到期前，亦可作成背書，提交承兌所爲承兌擔保品。

(丙)以國際貿易上之進口匯票爲基礎 此項國際貿易上之進口匯票，計有二種：(一)爲進口押匯匯票；(二)爲歸收進口匯票。

(一)進口押匯匯票 此項進口押匯匯票，大致憑「委託購買證」所產生。例如上海進口商向敦倫正頭出口商訂購正頭一宗，於購貨合同訂定後，即商請上海甲銀行，發行「委託購買證」。甲銀行如認爲可辦，即一面出一「委託購買憑信」，交與進口商；一面填具「委託購買證」，郵寄其國外之代理行。國外代理行接得此項通知，即轉知該地出口商，並購買其匯票，然後將匯票及全套單據，郵寄上海甲銀行。甲銀行接到後，即將匯票送交進口商執行簽見手續。該項匯票，一經簽見，即成爲在本地付款之商業承兌匯票，故亦可以爲承兌所承兌擔保之用。

(二)歸收進口匯票 所謂歸收進口匯票，即凡國外往來行家寄來之一切託收票據。其付款人自必在本埠。本埠銀行收到此項委託後，不論其有無附屬裝貨單據，即應將匯票送交進口商簽見。簽見後，此項匯票，亦即成爲商業承兌匯票，可以用爲承兌所承兌之擔保。

(丁)以有價證券爲基礎。凡所員銀行對於證券投資及證券抵押放款所收入之公債、公司債、或股票，均可預填清單，提交承兌所審查。經審查合格後，即可先行繳存該所，作爲承兌擔保品。遇有需要時，即可對該所開出匯票，交請承兌。惟照該所章程之規定，此項政府證券及商業證券，在全部承兌擔保品中所占成數，不得超過百分之五十。例如該所對某所員銀行之承兌額爲一百萬元，則某銀行應繳之全部擔保品額，亦應折實爲一百萬元；而此項擔保品中之證券部份，即不得超過五十萬元。

(戊)以上海房地產爲基礎。所員銀行得以本身所購置之房地產，或所收下放款抵押之房地產，預填清單，交承兌所審查。經審查合格，亦可作爲承兌匯票之擔保品。惟所員銀行所繳之房地產，在該行全部承兌擔保品中所占成數，不得超過百分之二十五，以示限制。

(己)以其他經核定之貨物財產爲基礎。此項規定，可以增加全部規定之伸縮性，俾得隨時就事實核定可作承兌擔保之貨物財產。例如該所最近已決定聯合準備會之「公庫證」，亦可爲承兌匯票之擔保品，即其一例。聯合準備會向收受各委員銀行所繳準備財產，照評價七折，發給「公單」及「公庫證」各五成。此項「公庫證」向由各行充作領用兌換券及儲蓄存款之保證準備。茲經議決，亦可作爲承兌匯票擔保之用。但規定其在全部承兌擔保品中所占成數，不得超過百分之四十。

#### 四 銀行承兌匯票之要點

(甲) 銀行承兌匯票之式樣 銀行承兌匯票之式樣，亦由承兌所先事擬就，計分三聯：其第一聯，爲「承兌聲請書」，係由請求承兌銀行填具。第二聯，卽爲匯票本身；上半聯由請求銀行簽字，爲發票人；下半聯由聯合準備委員會經理，及承兌所主任簽字，爲承兌人。至第三聯，則爲存根，由請求銀行自存備查。又第二聯——卽匯票——背面，則印有背書人簽字地位。

(乙) 銀行承兌匯票之面額 承兌所承兌之匯票票面金額，規定自一萬元起至五萬元止。蓋一萬元以下之票額，數太零星；而五萬元以上之票額，則爲數又將太大，不便流行也。

(丙) 銀行承兌匯票之期限 照承兌所之規定，凡該所承兌之匯票，其到期日，自發票日起算，至多不得逾九十日。蓋票據交易，原以期短而便於流通爲原則。超過九十日期之票據，期限過遠，確已與以商業爲基礎之銀行承兌匯票，於原則不甚適宜也。

(丁) 銀行承兌匯票之關係各方 從簡言之，銀行承兌匯票之關係各方，有如下列：

- (一) 發票人 照承兌所章程之規定，發票人必爲銀行，且必爲已與承兌所訂有承兌契約之所員銀行。
- (二) 付款人 付款人爲銀行票據承兌所；於辦理承兌手續後，該所卽成爲承兌人。
- (三) 背書人 票據轉讓時，於匯票背面簽名之轉讓人，均爲背書人。
- (四) 持票人 持票人，爲該票最後之債權人；爲該票購買者，或貼現者，或轉貼現者，或重點貼現者。

## 五 承兌契約之訂立

凡加入承兌所之所員銀行，除簽訂公約外，對於票據承兌，尚須個別另訂承兌契約。此項契約，業已於成立時全部簽定。

(甲) 票據承兌之手續 所員銀行向承兌所訂立承兌契約後，得隨時依照契約所載條件，開具「承兌擔保品清單」，交由該所審查。經該所審查合格，評定價值，由所員銀行以約定之承兌擔保品繳入該所後，得填具「承兌聲請書」，開具匯票，請求該所承兌。將來於到期日，由該所付現。惟發票銀行應於匯票到期之前一日，將票面金額，預交該所。

(乙) 承兌數額之限度 承兌所對每一所員銀行之承兌總額，經規定依照各該行實收資本及公積金總數四分之一計算。例如：上海銀行之資本金為五百萬元，公積金為五百十三萬元，兩項合計為一千零十三萬元，則承兌額照四分之一折算，即為二百五十三萬元。換言之，即上海銀行設須請求該所承兌匯票，其在流通中匯票之總額，不能超出二百五十三萬元。照現況各行之承兌總額，計達國幣三千零四十九萬五千元。故設遇金融市場極度緊張之時，各行均極度利用此項承兌票據，向各領袖銀行請求重貼現，其總數亦祇及三千萬元，為數殊不大也。

(丙) 承兌費用之徵收 每次承兌時，承兌所得向發票銀行徵收「承兌手續費」，其徵收率，由聯合準備會執行委員會隨時訂定之。但以每十日按票面徵收千分之二五（即每千元二角五分）為最低額；未及十日

者，亦以十日計。」

## 六 擔保物品之管理

對票據之承兌，發票各行既須預繳貨物、票據、證券、地產等為擔保品，則此項擔保品之繳存、檢定、評價、及保管，自均有預加規定之必要。

(甲) 擔保物品之繳存 該所承兌擔保品，大別之可分為貨物、票據、證券及地產四類，已如上述。照該所之規定，貨物及票據兩類，應於認求承兌時，繳存該所。蓋貨物大致為放款收下之抵押品，票據亦大致由押匯及貼現所收下，隨時均有變動，不能於事前先行繳存，故可於請求承兌時，再行照繳。至證券及地產兩類，有一部為銀行之投資，為銀行之財產，為手續便利起見，可由各行先行填具「擔保品清單」，交該所審查，經審查合格，即可先行繳存該所，由該所代為保管。遇有需要時，即可作為承兌擔保品，對該所開出匯票，交請承兌；不必俟臨時始行繳存，以省手續。

(乙) 擔保物品之檢定 承兌擔保物品之檢定，依下列方法辦理之：(一) 由該所委託所員銀行，及其他公司團體，代辦檢定；(二) 由該所派員檢定；(三) 由該所臨時延聘專家檢定。辦理檢定之人員，於檢定手續完畢後，開具正副檢定單二份。其正檢定單，送交擔保品評價組；其副檢定單，交該所存查。

(丙) 擔保物品之評價 承兌擔保物品之檢定，依下列方法辦理之：(一) 由該所評價組評估價值；(二) 由聯

合準備會評價委員組評估價值；(三)由該所臨時延聘專家，評估價值。其評價結果，開具正副估價單二份，以正本交送原繳銀行，以副本存所備查。至此項已經評價之擔保品，其承兌折扣，由該所委員會隨加訂定。但規定「承兌金額，不得超過擔保品評價百分之七十五。」

(丁)擔保物品之保管 對於擔保物品之保管，除票據、證券、地契等小件，均可由該所自行保管外，其貨物部份，則可寄託於所員銀行及非所員銀行之倉庫。此項全部擔保品，規定應由擔保品管理組委員二人以上，隨時舉行檢查。

## 七 承兌匯票之交易

所員銀行以擔保品提交承兌所，發出匯票，請求承兌後，尚須以之變成現款，始能應用，於是有銀行承兌匯票之交易。對於此項交易辦法，本年（二十五年）三月十三日聯合準備會執行委員會有所員銀行對於本所承兌匯票之貼現交易暫行辦法之議決。

(甲)承兌匯票之買賣 由承兌所正式承兌之匯票，得於承兌所依「相對買賣」之方法，互相買賣。此項買賣，祇限於所員銀行間。凡所員銀行欲賣出銀行承兌匯票者，可於每日下午二時前，將欲賣之匯票金額，及賣價（即最高限度之貼現率），通知承兌所。同時欲買進該所承兌匯票者，可於每日下午三時三十分前，將欲買之匯票金額及買價（即最低限度之貼現率），通知該所。至買賣雙方之價格互相合意時，即由該所通知雙方，辦理交

割手續。設該所承兌匯票，當日有數個相同之買價與賣價相合時，得由承兌所依賣方之匯票金額張數平均，分配於買方。其有不能平均分配時，亦得由該所酌加支配。

(乙)承兌匯票之貼現 此項承兌匯票之不經承兌所介紹買賣者，亦可自行商由任何同業，送請貼現，或逕送承兌所貼現。承兌所概可照貼，不加拒絕。

(丙)承兌匯票之重貼現 至貼現銀行，如有需要，可將貼現收下之銀行承兌匯票，向中央、中國、交通三行「重貼現」。中、中、交三行，由重貼現所吸收之匯票，亦得在市場公開出售，藉以吸收市面餘資。

(丁)貼現利率之公佈 承兌所買賣匯票之金額，以五萬元為單位。其買賣價格，或貼現率之計算單位，為每千元每日若干分；而依二釐五毫為升降單位（如一角五分，一角四分七五，一角四分五，或一角五分，一角五分二五，一角五分五等）。又因匯票期限之不同，而貼現率亦隨有伸縮；惟以九十日期為標準，並以每廿日期為一級，每級相差約在二毫半左右。例如當日九十日期匯票之貼現率，為每千元每日一角二分，則當日七日期之貼現率，即為一角一分七五；五十日期，為一角一分五；三十日期，為一角一分二五。至承兌所之貼現率，定於每日下午三時後，掛牌公佈。設當日祇有賣出而無買進，則由承兌所自行收貼，決定貼現率，即以之公佈。設當日既有買主，亦有賣主，則承兌所本身既不做貼現，可即以當日成交之貼現率公佈。至中、中、交三行之重貼現率，將逐日由中央銀行掛牌公佈。



## 八 銀行承兌匯票之功用

照上述之吾國銀行承兌匯票，雖因遷就事實，至不能處處合於理想之標準；然即此遷就事實之辦法，確亦已有其相當之功用。其可得而言者，有：（甲）優良信用工具之創造；（乙）同業資金周轉之調節；（丙）資金運用力量之增加；及（丁）金融機構基礎之建立四端。

（甲）優良信用工具之創造 吾國金融市場，對於現代信用工具，向極缺乏。有各業記帳制度之存在，而商業承兌票據，遂無從發生；有銀行抵押放款之流行，而銀行承兌票據，亦遂不居首要；此外如國際信用之未臻鞏固，國內押匯之未極盛行，在在足以延遲信用工具之產生及流通。此次銀行承兌匯票之推行，確可謂為市場創造一極優良之信用工具。此項信用工具之優點：（一）為其保障之確實。匯票到期，既由承兌所負付款責任，並由發票銀行背書銀行連帶負責；且最後尚有擔保之存在。其保障之穩厚，確為市面任何票據所不及。（二）為其運用之靈活。此項匯票，其期限至多為九十日，其在市面流通中者，期限短則數天，長則八九十日，各行可視本身之需要，預選期限不同之票據，辦理貼現，隨時收回，並無滯呆之弊。且收貼此項票據後，如有急需，尚可以之向同業貼現，或向領袖銀行重貼現。故實可為金融業一種最穩妥最靈活之短期投資。

（乙）同業資金周轉之調節 上海之拆票市場，為錢業同業資金融通之重要機構；而銀行業於聯合準備會未成立前，反無此種類似之周轉辦法。且事實上銀行平日對資金運用上，更極少伸縮性。設遇金融緊縮時期，呆滯

之帳面債權，固不易變成現款；即因貼現而收入之票據，亦因缺乏貼現市場，急切間每無法流通。自承兌所成立後，放款所收下之抵押品，及貼現所收入之票據，均可向承兌所提出，為承兌匯票之擔保品，藉為資金一時之融通。

(丙)資金運用力量之增加 資金運用力量之增加，可就兩方面而言之：(一)為資金利用之擴張。銀行利源之開拓，端賴其放款投資之發展。而在現狀下銀行承做放款及投資後，因不能於必要時以其一部份變為現款，資金呆滯，不無顧慮，為自留餘力計，對於放款投資，每不敢放手多做。今藉銀行承兌匯票之推行，雖各行可承兌之數額，仍極有限；然急需時有此通融，無形中確增加銀行資金之伸縮力不少。(二)為營業準備之減少。銀行為應付提存計，為營業安全計，因有準備金之設置。但準備金成分過高，在銀行本身，既有利息之暗耗；在社會全體，更有籌碼短絀之感覺。不過在資金周轉不十分靈活之情況下，銀行既無從獲外力之援助，即不得不謀個別之準備。此種個別之準備，非充分雄厚，即不足以應不時之需要。故在此種環境下，銀行營業準備成分，往往有過高之弊。自銀行承兌匯票推行後，銀行即多一層貼現及重貼現為之後盾，從此對於資金之運用，自可較為自由；而生產業，亦隨之可獲較充分之接濟。

(丁)金融機構基礎之建立 銀行承兌匯票之推行，足以促進貼現制度之發展，增進整個金融之控制，從而建立金融機構健全之基礎。今試分別論之：(一)促進貼現制度之發展。貼現制度，為現代金融市場極重要之機構。蓋缺乏貼現制度，則金融業對資金之運用，有隨時成為呆滯帳面之可能；而無隨時變為活動現款之機會。易使整個金融機構，陷入停頓滯阻之中。此為吾國金融中心——上海金融市場——最大之缺點，識者早認其有改進之

必要。惟欲發展貼現制度，必先推行市面可貼現之票據。在商業承兌匯票流行尙未十分普遍，信用尙未十分鞏固時期，捨銀行承兌匯票之提倡，其道莫由。蓋市面有否票據，爲一事；市面已有票據，而此項票據之能否受金融業歡迎而樂爲貼現，又爲一事。以銀行承兌匯票保障之確實，流通之便利，其推行之足以發展吾國漸用票據之習慣，可無疑義。藉此優良信用工具之推行，第一步先打開同業間貼現之新局面，更進一步而促成領袖銀行重貼現之新嘗試，則貼現制度之初步告成，從樂觀立場言之，未始不能視爲吾國金融機構改進過程中一大成功也。(一)增進整個金融之控制。在先進各國，中央銀行莫不利用貼現率之升降，以謀金融市場之調整。在市場資金過裕之時，往往造成物價上騰，投機漸盛之趨向，中央銀行爲預防恐慌起見，可以提高其貼現率。其影響，在常情下，爲普通銀行利率之上升，及一般信用之收縮。運用得宜，卽不能完全阻止恐慌之發生，至少亦可以減少其恐慌深刻之程度。反之，市場資金緊縮之際，往往形成物價下落，市面蕭條之現象。中央銀行爲活潑金融起見，可以壓低其貼現率。其影響，在常情下，爲普通銀行利率之下落，及一般信用之膨脹。運用得宜，可以救濟市面呆滯之情況，而輔助工商企業之復興。銀行承兌匯票之推行，在現狀下，雖尙不能視爲貼現制度之完成，至少亦可視爲貼現市場之起點。由此而促進市場票據之流行，由此而養成同業貼現之習慣；由此而造成領袖銀行重貼現之運用。起點雖微，假以時日，爲循序之推進，自必有水到渠成之一日也。

## 九 結論

吾國最近推行之銀行承兌匯票，因種種事實之遷就，致不能盡合理想之原則，自無可諱言。卽就此項匯票產生之性質言之，其擔保品中包含之有價證券、房地產，及隨後議決加入之公庫證三項，就純粹原理言之，似已偏於同業融通之立場，而多少忽視與工商業之直接聯繫。蓋目下金融業所執有之有價證券，其公司債及股票之成分，尙佔少數；而房地產及大部以房地產爲後盾之公庫證，與工商業直接之聯繫，亦極薄弱。至就擔保品中之票據一項言之，其已經銀行承兌之銀行承兌票據無論矣，卽各種之商業票據，一經銀行背書，背書銀行既連帶負有償付責任，其性質及信用，卽與銀行承兌匯票，相差無幾。且事實上此種票據在流通中者，爲數尙不甚多。則承兌擔保品中，對於此項票據之收受，卽不完全絕跡，亦必占成極微，幾等於零。故綜合就此四項言之，承兌擔保品中，與工商業極有聯繫之各項票據，在事實上必極見缺乏，而與工商業聯繫較少之證券及地產，或占成反多。此種規定，雖爲過渡時代萬不獲已遷就事實之辦法；然使正在萌芽之銀行承兌匯票，根本變更其性質，是否有當，亦似頗有一加研究之價值。雖照該所之規定，有價證券不得超過全額百分之五十，房地產不得超過全額百分之二十五，公庫證不得超過全額百分之四十；然就中票據及貨物部份，既未有最低成份之規定，則此證券地產及公庫證三項所占成分之總和，已合得百分之一百十五。各行應繳之承兌擔保，三者之外，儘可不復他求。理論上票據及貨物，頗可降低入可有可無之列。雖承兌所各所員銀行事實上必不致存心取巧；然取巧可能之存在，卽不能定決其取巧事實之必不實現。設取巧而竟實現，實現而竟充其極，則將來之銀行承兌匯票，於連用手續上雖與今日之公單公庫證不同；而在本質上或且與之極爲相似。與銀行承兌匯票謀直接與工商資金需要發生聯繫之原意，或且大相逕庭。

吾人設認定此占成可以較多之證券地產，似不甚適合於作承兌匯票之擔保品；吾人設更承認此適合作承兌擔保之各項票據，事實上恐不易有大量之提供，則在此種情況下，對貨物爲承兌擔保之一項，即應特加重視。以各所員銀行倉庫內之受押國產貨物，爲承兌匯票之擔保，於性質上既確甚合宜，於數量上亦足資周轉。則如何始可使各所員偏重於貨物之提供，以改善將來銀行承兌匯票之本質者，似確爲今日不應忽視之要圖。

雖然，即以貨物爲承兌擔保之一點言之，照現狀下匯票產生之方式，似尙不足以十分表示其應具之機能。蓋貨物之轉入銀行，雖大都由於押款之承做，與工商業已不無相當之聯繫；然此項匯票發生之動機，尙直接由於金融業本身之需要，而非由於工商業直接之需要。故其性質，亦尙爲金融同業間之相互融通，而非爲金融與工商業間之直接融通。則如何逐漸推移，始可使工商業直接提供擔保爲發票人，以打開此工商與金融直接聯繫之新局面者，亦似頗有進一步加以討論之價值。

不過欲達到將來理想之標準，亦不可完全忽視目前困難之環境。在金融業尙未完全認識貼現制度之重要性以前，欲藉人力爲勉強之推進，恐極不易收事半功倍之效。則在現在方式下銀行承兌匯票之推行，視爲票據貼現之嘗試可；視爲貼現制度之初步，亦無不可。原不能以過重理想之原則，爲之準繩也。

——二十五年五月，上海浙江興業銀行，載新開報「經濟常識」欄——

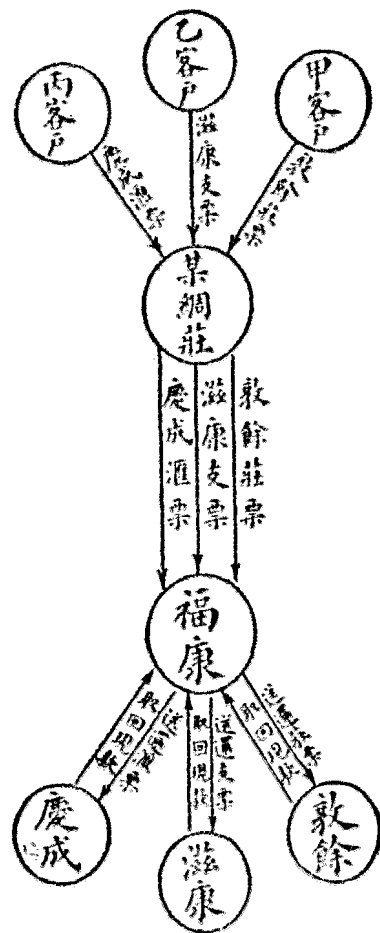
### 三 錢業匯劃

#### 一 票據匯劃之起源

錢業「匯劃」包含「匯總劃帳」之意；實即銀行之「票據交換」或「票據清單」也。票據爲金融市場最重要之收解工具，不論數額鉅至數萬，或數十萬，數百萬元，藉一紙票據，即可清償。故市場中交易之收付，大半亦可云全部——惟票據是賴。因之票據之流通，遂極爲普遍，更極爲活動。於是甲錢莊所應付之票據，往往輾轉流入乙、丙、丁諸錢莊之手。反之，乙、丙、丁諸錢莊所應付之票據，亦往往輾轉流入甲錢莊之手。各莊既互收有他莊應付之票據，而「匯劃」之需要，因之以起。

試更舉例以明之：有某網莊設總號於上海，專營本外埠批發綢緞業務。向與上海福康錢莊往來。該網莊某日收下客戶付款票據，計有本埠敦餘萬元即期莊票一紙，滋康付款之五百元即期支票一紙，及慶成付款之千元本日期匯票一紙。某網莊收到此項票據後，即以之全數存入向與往來之福康莊，託代收款後，存入往來戶帳。福康既收有敦餘、滋康、及慶成應付之票據，照常理即應以票據分別送還各莊，收回現款，圖解如下：

惟事實上福康往來戶中，與某網莊相類之顧客，爲數頗多。故每日收下他莊之票據，自必不少。倘每紙均須分



向各莊送票收現，非特不勝其繁，而現款往來，危險尤大。且同時敦餘、滋康、慶成各莊，亦或收有福康應付之票據。不先互相抵軋，而彼此互送互收，更屬徒多手續。為便利計，而「匯劃」之辦法隨生。

## 二 匯劃總會之組織

上海錢業之設有匯劃總會，已歷時頗久。在上海銀行業票據交換所未成立以前，為上海之唯一票據清算處，彼時非特各會員錢莊往來之匯劃票據，俱在內清理。即非會員各錢莊及各銀行所流行之匯劃票據，亦俱於此彙集。由會員錢莊代為清理——俗稱「託某莊當差」。故彼時錢業之匯劃總會，事實上實可謂為上海市場匯劃票據之總交換所。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。

匯劃總會，附設寧波路錢業公會內。位置於樓下市場之一隅，外圍以櫃，中設長桌。有公會事務員四五人，每晚司理其事。蓋錢業視匯劃為公會事務之一端，故於辦事方面，並無特別事務員之設置；於經費方面，亦僅由公會開支，不另設獨立經費也。匯劃總會之會員，限於現存之南北市匯劃莊。北市會員，計為大德、大賚、元盛、五豐、仁昶、生昶、安康、安裕、存德、同潤、同餘、同慶、志裕、志誠、均昌、均泰、承裕、怡大、和豐、信孚、信裕、恆巽、恆隆、恆賚、恆興、春元、益大、致祥、振泰、順康、敦餘、惠昌、惠豐、養生、義昌、瑞昶、福泰、福康、福源、慎源、廣裕、聚康、滋康、滋豐、慶大、慶成、鼎康、徵祥、衡九、衡通、鴻祥、鴻勝、鴻豐、寶昶、寶豐等五十五家。南市會員，計為均昌、義昌、徵祥、致徵四家。此外元、亨、利、貞等莊，不能逕赴總會匯劃，故所有票據收解，均須委託匯劃莊代為清理。

### 三 錢業準備庫之成立

與匯劃有密切關係者，除處理匯劃本身之匯劃總會外，尚有二十一年十月成立之錢業聯合準備庫。準備庫收受準備財產，計有四種：（一）貨物棧單，立時可變價者；（二）房地產，在本市內有估價者；（三）現金或現金條；及（四）現寶、大條、或銀元。該庫除收受準備財產外，其任務中尚有一辦理同業對於銀行收解現洋事項，一及一辦理同業票據交換及轉帳事項。故事實上與錢業匯劃，關係極切。凡錢莊同業對本國銀行及外灘銀行票據之清算，均由錢業準備庫匯總核算，其效頗著。

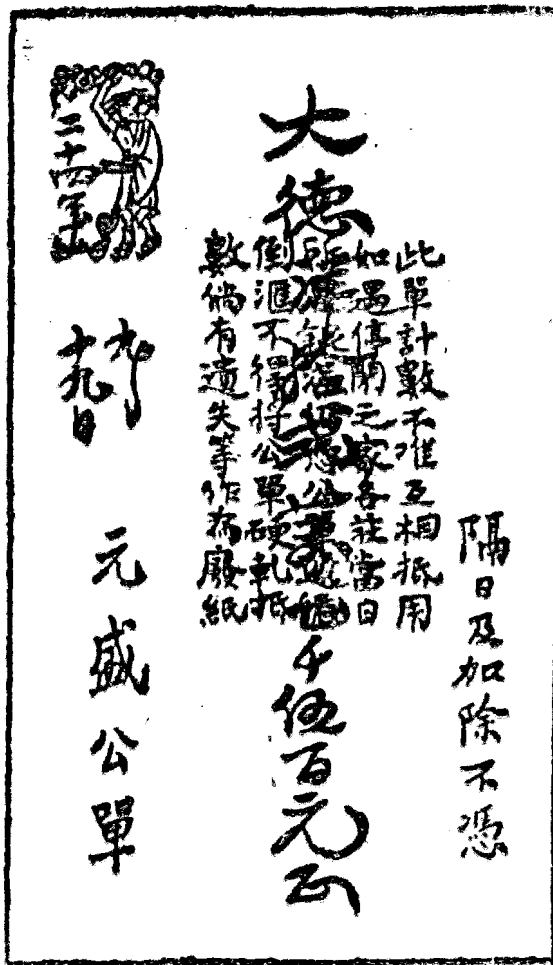


#### 四 辦理匯劃之手續

照上海錢業舊有辦法，同業間收付銀元，「在五百元以上，均取公單，當晚至總會彙總。多憑總會劃條向收；憑總會劃條照解。」觀此，則凡洋數在五百元以下者，不得在總會匯劃。此項餘額，錢業稱之曰「尾數。」尾數另有處置之方法。至公單本身之清理，簡言之，亦可分爲兩步手續。其第一步，爲各莊間相互爲票據之送驗。及公單之領取；其第二步，爲赴總會軋算之實行。惟軋算前，對於頭寸之拆調，亦頗有須一加解釋者。

(一) 公單之領取 凡各錢莊隨時所發出之莊票，或已經承兌之匯票，或顧客對本莊發出之支票，入同業之手者，到期時即應由本莊備款付現，取回票據。同時凡本莊所貼現他莊之莊票匯票，或因存款而收入之他莊票據，於到期時，即應由本莊送還票據，收回款項。惟此項應收應解之票據，大致全部爲匯劃款項，當日在本莊不須付現，對他莊亦不能取現，祇能相互爲票據之送驗，領取公單，爲晚間於總會軋算之用。茲舉例以明之：設某日大德陸續收有元盛到期票據十張，其票面共計洋十二萬一千八百五十五元。則大德於該日下午三時以前，隨時可將此項票據，連同「票據回單簿」寫明票據幾張，遣老司務送交元盛。大德收下各票，原非一次收到，其送票因亦可隨時分批送去；惟限下午三時爲止。元盛於每次收到大德送來票據，並不須付現；祇須於點驗後，蓋「票現對同章」以資證明。俟三時後，各票全部送齊，照總數打一公單。元盛對大德應打公單之數，即應爲十二萬一千五百元。其餘額三百五十五元，因未滿五百元之數，不能列入公單，祇得暫時登帳，俟與元盛收入大德票據餘額相軋。設同日元盛

收有大德到期票據十六張，票面銀額共計為十四萬五千二百零五元。於該日下午三時以前，元盛亦應派老司務隨時分批將此項到期票據，送交大德。由大德按次驗明無誤，隨蓋「票現對同章。」俟於三時後，一併出還公單十四萬五千元，餘額二百零五元。暫時登帳，另行清理。此項打就公單，由各莊於四時後，派老司務分向他莊領取。各莊於公單全部領到後，即自行送往匯劃總會，實行札算。

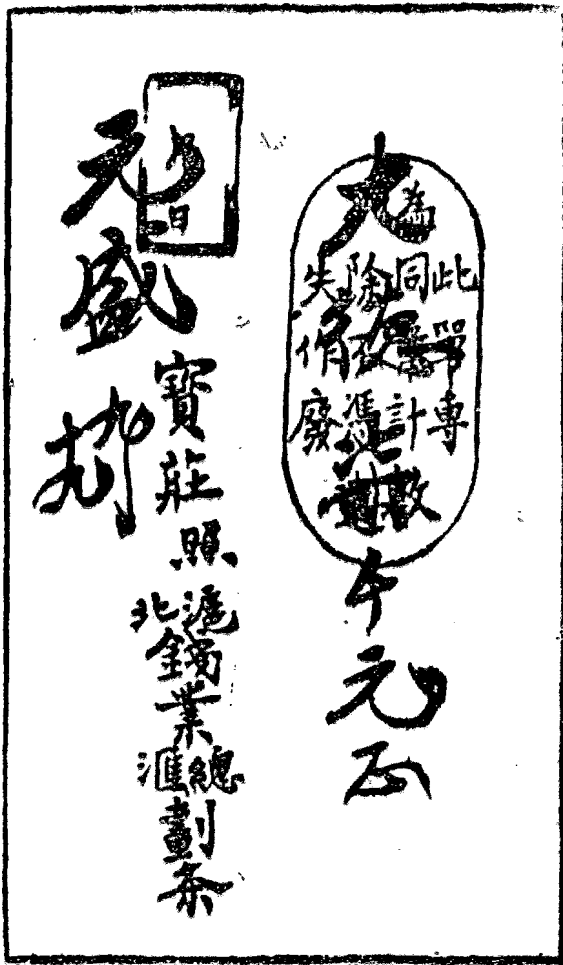


(二)頭寸之拆調 惟於實行「札公單」以前，尚有一事須加說明者：即頭寸之拆調是。蓋任何錢莊，其當日票款之收解，決難適相「抵直」或「軋平。」事實上當日領進他莊公單總銀數，超過本莊打出公單總銀數者，即

應於晚間匯劃時，照差額收進款項，而爲「多」頭寸者。反之，當日打出本莊公單總銀數，超過領進他莊公單總銀數者，即應於晚間匯劃時，照差額解出款項，而爲「缺」頭寸者。不過無論爲收進款項，或解出款項，現款進出，極爲麻煩。故通常爲便利計，「多」頭寸者，每不願照收款項，而「缺」頭寸者，亦每不願照解款項。於是於晚間匯劃以前，預行拆調頭寸，遂極爲事實所需要。因之凡預計當日票款收解將爲「多」頭寸者，可赴市場，預爲拆出。反之，凡預計當日票款收解將爲「缺」頭寸者，亦可赴市場，預爲拆進。蓋錢莊之票據，以莊票爲多。故能預知其到期應收應付數額，於當日早上，即派「錢行」赴市場爲拆出拆進之佈置。錢業市場，亦即設分會內，有早午兩市。早市自上午七時半起，午市爲下午十二時至一時。拆出拆進，謂之「拆票」。以一千元爲最低數額，兩日爲期，並須付日息，是曰「拆息」。——即規元時代之「銀拆」。至於當日銀行劃條，及顧客收付等項，爲錢莊所不能預計。故下午三時後，尙有一小市，仍在錢市舉行，名曰「小總會」。錢莊仍可於下午三時左右，重行自度其頭寸，向同業拆出拆進，以冀軋平，而免匯劃時收解現款之煩。至「拆票」辦法，事實上並不須由拆出莊付與拆進莊以拆票。例如當日敦餘拆與慶成兩萬元，敦餘並不須實際付與慶成以兩萬元之拆票，而僅須依票據送驗手續，由慶成持回單簿，送往敦餘，經敦餘蓋章證明，即成爲當日慶成向敦餘應收款額，一併加入當日公單內。故實際上每日公單總額內，除各莊應收應解之票據外，尙包含拆出拆進之項目也。在常情下，各莊大致均能自度其當日收解情形，預爲進出拆進之佈置。故各莊公單，大體均能自行「軋平」。所未能「軋平」者，不過零星小數耳。

(三) 軋算之實行 每日下午三時以前，各錢莊互送票據，四時後互領公單，至下午六七時，各莊公單，大都均

已打齊領到。大德已收到元盛、五豐、同潤、春元等數十莊家之公單，元盛亦已收到大德、五豐、同潤、春元等數十莊家之公單。故各莊即能就其發出及收時公單之數額，而知其該日應收應解之數額。如上述，若發出公單之銀數，多於收入公單之銀數，解多於收，即應付出現款，或先已向同行拆進應解之款，以補足缺額。反之，若收入公單之銀數，多於發出公單之銀數，收多於解，則可收入現款，或先已向同行拆出其應收之款，以免收現。倘當日多銀者皆拆出，缺銀者皆拆進，則各莊間公單收付銀數，可以完全平衡抵銷。各莊於公單齊備之後，即可彙交匯劃總會，於任何一公單背面，註明應解應收之數。凡各莊中已有拆進或拆出之佈置者，應收應解之額，當適相等，而其當日匯劃，亦即為



「軋平」或「軋直」無須更爲現款之收解。其餘未能「軋平」者，則由匯劃總會於核算軋清後，發出劃條，指定應收莊向應付莊收款。設當日匯劃結果，元盛應解差額五千元，而大德應收差額二千元，五豐應收差額三千元。於此種情形下，總會即可開出劃條兩張，指定大德、五豐兩家，均向元盛收款。此時總會既照最後軋算結果，着多家向缺家收取差額，總會之工作已畢。至解現與否，由收解兩方，自行接洽。照例，如大德、五豐持劃條向元盛收款，元盛即應交解現款，或由準備庫劃還。蓋匯劃銀元，對外雖隔日始能照付，而同業間則當日即能匯劃入帳，而其差額亦須當日解現也。然事實上，此項差額，爲數決不甚大。爲免除解現計，仍以暫時拆借爲多，不至堅持解現也。

### 五 餘額尾數之處置

凡在五百元以上之公單軋算，已如上述。其不滿五百元之餘額——「尾數」，則另有其處置之方法。照前例，元盛應找大德尾數洋三百五十五元，而大德則應找元盛尾數二百零五元，兩相抵軋，元盛尙應找大德洋一百五十元。此項尾數差額，於民國十三年底以前，原須當日解現，收付清訖。嗣以永豐莊棧司送銀被劫，由錢業公會另議辦法，自十四年起，凡入會同業及元字小同行，每家提出現銀一萬兩，送交公會。由公會分別寄庫於中外各銀行，作爲「票現基金」，以資保障。自後凡不滿五百之尾數差額，祇須蓋取對同圖章，無庸再解現銀，手續較便。不意十五年底，衍豐莊宣告倒閉，累及各莊之票現找銀，溢出原存基金以外至一萬二千餘兩之鉅。十六年二月，於錢業年會經提案討論，議決對於尾數銀，此後仍舊記帳，不解現銀；惟於陰曆每月初二及十六兩日，須各解現清訖一次，以防

日積月累，積成巨款，致溢出萬兩基金之保障。自後曾兩度增加，各莊應繳基金銀數，照現狀已添至每莊三萬元。而其清結，亦已僅於每年陰曆年終一次。且實際上，即陰曆年底，亦未必解現，大致仍轉入下年帳內。蓋目下每莊基金已有三萬元之鉅數，而此項逐日「尾數」今日記帳，明日即復加算於收付項內。數目既常少於五百元，每莊對各莊存欠相抵後，其總欠數大致決不致超出三萬元也。

## 六 銀行收解之清算

凡錢莊收到銀行應付之票據，可派老司務分別送交各銀行，銀行即開給同數額之銀行聯合準備會支票一紙，由該錢莊將該支票轉託錢業準備庫，於下午向銀行準備會總行清算。錢莊亦有爲節省手續起見，將收下各銀行應付之票據，全數託一家銀行代收者。其辦法，大致由錢莊向受託銀行開立往來戶，將收下各銀行票據，隨時送交該受託銀行，收入往來戶。受託銀行即代將此項票據，送赴交換所清算，同時錢莊可隨時開出支票，支用此項存款。

凡銀行收到錢莊應付之票據，並不須直接分頭送交各錢莊，可僅將隨時收入各莊票據，轉送銀行準備會，由準備會再分送各莊，俟於下午，一併向錢業準備庫總行清算。

## 七 小同行收解之代理

元字各莊，雖不能上總會匯劃，但對匯劃莊收解票據，仍可直接送札。照現狀，凡各莊收下元字莊應付之票據，可逕送該元字莊，蓋取回單。凡元字莊收下各莊應付之票據，亦可逕送各莊蓋取回單，俟於下午四五點鐘，就彼此應收應解，兩相札算，得一淨數。其札出淨數爲應解者，除解現外，亦可轉託匯劃莊間接用公單劃解。例如某日富源應解福康一萬元，而福康應解富源五千元，兩方抵沖結果，富源尙應淨解五千元。惟富源爲小同行，不能自出公單。於是轉託五豐打給福康五千元。此項公單，一入福康之手，卽作爲富源對福康之收解已清，而入於總會札公單之範圍矣。

至亨字及以下各莊，卽不能與大同行直接收解，大致均須轉託匯劃莊，代爲匯劃。凡此類小同行收到各行莊票據時，可概以送交受託莊，入往來戶。由受託莊代爲分別向總會，或銀行方面清算。至應付票據，亦不能僅蓋回單，遲至下午札算。大致須於送到時，另出匯劃莊支票，換回其應付之票據。

#### 八 錢業匯劃之數額

錢業匯劃統計，自民國十三年陰歷三月起，卽由錢業月報按月發表，爲上海金融界極有價值統計之一種。照十四年之統計，（銀兩全數，照·七一五標準合算銀元。）全年匯劃總數，達一百十二萬八千餘萬元；而二十年最高時，全年曾達二百四十一萬一千餘元。以較十四年，增加達一倍餘。惟二十一年，承滬戰之後，交易略清。自二十二年三月起，銀行業自設票據交換所後，銀行方面票據，均自行清算，匯劃數字，益見減少。至去年（二十三年）全年

匯劃，祇及一百四十五萬六千餘元。然是年匯劃最忙一月——八月——之統計，尚達一、四二四、二二二、五〇〇元，平均每日匯劃銀數，尚為四千六百萬元左右。而是月最多一日——二十九日即證券交割日——之匯劃銀數，更達九千零六十餘萬元，數仍頗可觀也。

——二十四年十月，載新聞報「經濟常識」欄——



## 第四編 證券市場

### 一 新公債政策之檢討

#### 一 過去政府之公債政策

自民國以來，中央財政預算，年有短虧，向恃發行公債爲唯一彌補途徑。故截至十五年底爲止，北京政府時代所發各項公債，累積已達二三二、九五九、二八六元之鉅額，（註二）國府成立，政局一新，而恃公債爲彌補預算短虧之政策，則迄未少變。蓋通常國家彌補財政收支不敷之手段，除藉增加紙幣等方法，以膨脹通貨外，原不外開關稅源，舉借外債，及發行內債三種方策。就我國近年過去情狀言之，財政當局對稅源之開關，頗爲積極。關鹽統等主要國稅稅率，均見增加，結果亦頗有成效。不過因東北國稅之被截，外貨偷運之盛行，以及國內外經濟之不況等種種原因，稅源開關，無形受其影響。因之稅款之增收，亦遂不能追及政費膨脹之速率。至舉借外債，雖如棉麥借款等，略有成功；然因受國際之牽制，對於任何國單獨借款，在近年局勢下，事實上確已無從進行。在此種稅源無從開關，外債無從舉借之情況下，政府既不願逕上通貨膨脹之途，遂不得不保持其原有政策，藉內債之增發，以彌補預

算之失衡。於此種環境下，採此種政策，吾人確不能不為政府諒。

北京政府之發行內債情形，姑置不論。至民國十六年以來，國民政府所採行之公債政策，吾人似頗有一加探索之價值。在二十一年二月減息延期案未實行以前，當時政府政策之足述者，似有三點。

(甲) 鉅量債券之發行 國府成立最初數年中，預算失衡之嚴重，可於其龐大之債券發行額見之。民國十六年至二十年五年間，債券發行之累積，竟逾十萬萬元之鉅額，如下表：(註二)

| 年 份       | 本 年 發 行 額 (單 位 元)   |
|-----------|---------------------|
| 民 國 十 六 年 | 八 一、〇 九 〇、〇 七 四     |
| 民 國 十 七 年 | 一 〇 三、〇 〇 〇、〇 〇 〇   |
| 民 國 十 八 年 | 二 四 三、〇 〇 〇、〇 〇 〇   |
| 民 國 十 九 年 | 一 七 四、〇 〇 〇、〇 〇 〇   |
| 民 國 二 十 年 | 四 一 六、〇 〇 〇、〇 〇 〇   |
| 共 計       | 一、〇 一 七、〇 九 〇、〇 七 四 |

照上表，平均每年債券發行額，達二萬萬元；而其發行額最鉅之一年——民國二十年——竟逾四萬萬元；其數額之鉅，確頗足引人注意。

(乙) 高擡債券之利益 二十一年二月以前，政府所發債券利息之優厚，可於下列各點見之：(一) 為原定還本期限之極短。政府在此時期內所發行之債券，大部為庫券，故還本期限均極短。如十九年捲煙之僅為三十六個

月；十九年關稅之僅爲五十八個月；十八年關稅之僅爲六十二個月；其最長者如十八年編遣，及二十年關稅，亦僅爲一百個月。債券還本，係按票面照攤。而事實上債券市價，恆遠在票面之下。設一種分百月還本之庫券，其票面爲百元；而其市價則爲五折——卽五十元。則於百月期屆，債額完全還清時，於本金方面，每百元票面，卽有五十元之利益。每月平均，卽有五角之利益。是卽所謂「折扣利益」。(二)爲原定債券利率之較高。當時政府因信用未敷，且急於籌款，故不得不提高利率，以資吸引。如十八年關稅，十八年編遣，二十年捲煙，均爲月息七釐。而十九年關稅，十九年善後，二十年關稅，二十年統稅，二十年鹽稅，續發二五，十九年捲煙等，且均爲月息八釐。(三)爲按月還本付息之便利，照此辦法，還本既極爲固定，付息更不須久待，與持券人極爲便利。

故彼時債券之合息，通常平均總在月息三分至四分之間。在市價低落之時，甚有合息至月息五分以上者。今以二十一年一月二十一日之十八年編遣庫券爲例。彼時編遣票面餘額爲七十一元，按月還本一元，本月及下月利息，均爲五角。而當日市價，僅爲二十三元三角。則照下列公式計算，可合得月息五分四釐七毫。

$$\frac{\left[ \left( 1 - \frac{\text{市價}-\text{本月本息}}{\text{票面餘額}} \right) \times \text{下月份還本數} \right] + \text{下月份付息數}}{\text{市價}-\text{本月本息}} = \frac{\left[ \left( 1 - \frac{23.30-1.50}{71} \right) \times 1.00 \right] + 50}{23.30-1.50}$$

$$= \frac{1.193}{21.80} = .0547 = 5.47\% \text{ 合月息}$$

(丙)維持債券之信用 國府成立後，對於債信之維持，視爲財政上重要確定政策之一種。對於維持債信之第一步表見，卽爲承認北京政府所發有確實擔保之各項債券，並繼續付息還本。如下列各項債券，均爲北京政府

所發行，而為國民政府所繼續償付。(註三)

| 債券名稱    | 發行年月   | 原發行額       |
|---------|--------|------------|
| 五年六釐公債  | 五年三月   | 二〇,〇〇〇,〇〇〇 |
| 七年長期公債  | 七年五月   | 四五,〇〇〇,〇〇〇 |
| 整理六釐公債  | 十年五月   | 五四,三九二,二二八 |
| 整理七釐公債  | 十年六月   | 一三,六〇〇,〇〇〇 |
| 四年特種公債  | 十一年四月  | 二,八〇〇,〇〇〇  |
| 十一年八釐公債 | 十一年九月  | 一〇,〇〇〇,〇〇〇 |
| 使領庫券    | 十二年十二月 | 五,〇〇〇,〇〇〇  |
| 教育庫券    | 十三年六月  | 一,〇〇〇,〇〇〇  |
| 四二庫券    | 十三年十月  | 四,二〇〇,〇〇〇  |
| 十四年公債   | 十四年四月  | 一五,〇〇〇,〇〇〇 |
| 春節庫券    | 十五年一月  | 三,〇〇〇,〇〇〇  |
| 治安公債    | 十五年五月  | 二,〇〇〇,〇〇〇  |
| 二四庫券    | 十五年十二月 | 二,四〇〇,〇〇〇  |

至於擔保之確實與否，及基金之充裕與否，更與債信有密切關係。截至二十年底止，其尚未償清，而有確實擔保之債券，計二十九種（內七種為北京政府所發。）其擔保基金來源，計有七種。其中由新增關稅擔保者，計十一

種，佔全額百分之四一·五，居第一位；統稅擔保者，計四種，佔全額百分之一六·九，居第二位；庚子賠款擔保者，計六種，佔全額百分之一六·八九，居第三位；鹽稅擔保者，計二種，佔全額百分之一二·六二，居第四位；關稅餘款擔保者，計三種，佔全額百分之一〇·二一，居第五位；再次則爲關稅附征，及印花稅二種，共計佔全額百分之一·八七（註四）。因擔保之確實，基金之充裕，而債信日見鞏固，亦意中事。

自遼變發生以後，市場搖動，債價暴跌，國家財政，社會經濟，皆受其害。然政府於此時還本付息，仍事維持，從未愆期。迨上海事變繼起，債市驟失活動，金融亦陷停滯，國難當前，財政奇絀，於是始有減息延期之議。經規定，每月由海關稅劃出八百六十萬元，作爲支配各項債務基金。利率減爲年息六釐——卽月息五釐。還本期限，亦經酌量延長。實行以來，債市反見穩定。不過國難後政府財政，仍極竭蹶。孔財長於二十一年及二十二年度財政報告中有云：政府財政，「每月收支相抵不敷之數，常達一千五六百萬元。」而此項財政短虧，「仍不得不恃借款收入，以爲抵補。」報告中，一則曰：「廿二年十月，因需要愈迫，羅掘俱窮，遂發行二十二年關稅庫券一萬萬元，以資週轉。」再則曰：「出入不敷，爲數過鉅，而稅收增進，又非旦夕可期；況當變亂初平，金融奇緊，安定市面，亟待籌謀；又以中央銀行墊款過多，亦應設法償還，因是復發行二十三年關稅庫券一萬萬元，以充償還墊款，及安定金融之用。」（註五）觀此，國難後財政當局，仍繼續維持以公債爲財政短虧最後挹注之一貫政策，已情見乎辭。因之公債發行，亦年有增加，日見膨脹。計截至二十四年年底爲止，國難後債額新增數，又累積達七萬二千萬元之鉅額。（註六）以有限之基金，爲無限之增發，識者固早知其有通盤整理之一日。

| 年 份  | 新 增 債 額     |
|------|-------------|
| 二十一年 | —           |
| 二十二年 | 一二四、〇〇〇、〇〇〇 |
| 二十三年 | 一五六、〇〇〇、〇〇〇 |
| 二十四年 | 四四〇、〇〇〇、〇〇〇 |
| 共 計  | 七二〇、〇〇〇、〇〇〇 |

二 最近實行整理之動機

截至本年一月底止，政府歷年所發各種債券之尙未清償者，爲數達一十四萬六千餘萬元，每月應付本息基金，至一千五百餘萬元之多。近年以來，國難嚴重情形，不減往昔，且內感天災匪禍之類，外受世界經濟恐慌之波動，更加以銀價高漲之影響，以致農村凋敝，工商停滯，百業不振，全國金融，陷於停滯。政府各種稅收，均形減色。指充債券本息基金之關稅，以社會失却整個力量，短收之數尤鉅。據確實調查，上年七月以後，關稅逐月多屬短收。除撥付外債及賠款外，內債本息基金，平均每月短少約四百萬元，悉由政府臨時籌墊足額。（註七）此種現象，自不能爲長時期之維持。此因稅收短少，基金不敷，不得不亟行整理者，其動機一。

現存債額之本息，已生問題；則未來債券之增發，將益見困難。如何於此固定之基金內，騰出一部，以爲增發新

債之地步，自亦在財政當局籌劃之中。故事實上統一公債之發行，為全部舊債之整理，實亦為增發復興公債基金之籌措。否則在舊債基金尙感不敷之情況下，更安能增發三萬四千萬鉅額之新債。此因發行新債，須籌基金，不得不亟行整理，其動機二。

在此種急迫之動機下，而此希望避免而竟不能避免之舊債整理法，遂於二十五年二月一日深夜，由財政部正式公佈。

### 三 新債發行辦法之分析

(甲)舊有債券之整理 對舊有債券之整理，則以有確實擔保之公債庫券三十三種，併合發行統一公債。並依各債原定清償年限之先後，分別統一公債為甲、乙、丙、丁、戊五種，照二月一日計算，此三十三種債券之現負總額，為一、二六九、〇〇七、一八〇元；而發行統一公債之總額，則為一、四六〇、〇〇〇、〇〇〇元。新債較舊債，實溢出一萬九千餘萬元。今將各債名稱，及現負本金，列表如下：(單位元)(註八)

(一)以統一公債甲種債票換債者計六種

|      |     |             |
|------|-----|-------------|
| 二十二年 | 愛國  | 四、七四一、八四八   |
| 規期   | 國庫證 | 一〇〇、〇〇〇、〇〇〇 |
| 十八年  | 關稅  | 七、八六一、五〇五   |

|        |             |
|--------|-------------|
| 華北救濟戰區 | 二、二〇〇、〇〇〇   |
| 治安債券   | 二、〇〇〇、〇〇〇   |
| 十九年關券  | 三二、九六〇、〇〇〇  |
| 共計     | 一四九、七六三、三五四 |
| 發統一甲種  | 一五〇、〇〇〇、〇〇〇 |

(二)以統一公債乙種債票換債者計五種

|        |             |
|--------|-------------|
| 十九年善後  | 二五、八〇〇、〇〇〇  |
| 奧贖二四庫券 | 一、四六四、〇〇〇   |
| 四川整理金融 | 二七、五六九、七九九  |
| 二十三年關券 | 三七、五〇〇、〇〇〇  |
| 二十年捲煙  | 三七、七四〇、〇〇〇  |
| 共計     | 一三〇、〇七三、七九九 |
| 發統一乙種  | 一五〇、〇〇〇、〇〇〇 |

(三)以統一公債丙種債票換債者計九種

|       |            |
|-------|------------|
| 十八年緜道 | 三六、二六〇、〇〇〇 |
| 二十年統稅 | 五六、八三二、〇〇〇 |



|    |   |   |   |   |            |            |
|----|---|---|---|---|------------|------------|
| 二十 | 年 | 金 | 融 | 七 | 一、二〇〇、〇〇〇  |            |
| 二十 | 年 | 鹽 | 稅 | 五 | 八、四九六、〇〇〇  |            |
| 二十 | 年 | 江 | 浙 | 四 | 五〇〇、〇〇〇    |            |
| 十  | 八 | 年 | 振 | 五 | 三〇〇、〇〇〇    |            |
| 軍  | 需 | 公 | 債 | 五 | 一六二、〇〇〇    |            |
| 十  | 八 | 年 | 裁 | 二 | 七、〇〇〇、〇〇〇  |            |
| 二  | 十 | 年 | 關 | 五 | 六、六四〇、〇〇〇  |            |
| 共  | 計 |   |   | 三 | 二一、三九〇、〇〇〇 |            |
| 發  | 統 | 一 | 丙 | 種 | 三          | 五〇、〇〇〇、〇〇〇 |

(四)以統一公債丁種債票換償者計八種

|   |   |   |   |   |           |           |            |
|---|---|---|---|---|-----------|-----------|------------|
| 十 | 九 | 年 | 關 | 債 | 一         | 二、八一〇、〇〇〇 |            |
| 七 | 年 | 六 | 釐 | 一 | 九、八〇〇、〇〇〇 |           |            |
| 二 | 十 | 年 | 振 | 災 | 二         | 四、〇〇〇、〇〇〇 |            |
| 意 | 庚 | 款 | 憑 | 證 | 三         | 四、六二五、〇〇〇 |            |
| 二 | 十 | 四 | 年 | 金 | 融         | 一         | 〇〇、〇〇〇、〇〇〇 |
| 二 | 十 | 三 | 年 | 關 | 債         | 九         | 八、〇〇〇、〇〇〇  |
| 俄 | 庚 | 款 | 憑 | 證 | 一         | 一、九三四、〇〇〇 |            |

|       |             |
|-------|-------------|
| 統稅憑證  | 一一二、五六〇、〇〇〇 |
| 共計    | 五一三、七一九、〇〇〇 |
| 發統一丁種 | 五五〇、〇〇〇、〇〇〇 |

(五)以統一公債戊種債票換償者計五種

|          |               |
|----------|---------------|
| 二十二年關稅   | 八六、〇〇〇、〇〇〇    |
| 水災工賑     | 二〇、〇〇〇、〇〇〇    |
| 整理七釐     | 八、〇七八、四〇〇     |
| 整理六釐     | 三一、九八二、六二七    |
| 春節庫券     | 八、〇〇〇、〇〇〇     |
| 共計       | 一五四、〇六一、〇二七   |
| 發統一戊種    | 二六〇、〇〇〇、〇〇〇   |
| 合計舊債三十三種 | 一、二六九、〇〇七、一八〇 |
| 合計統一公債五種 | 一、四六〇、〇〇〇、〇〇〇 |

惟善後短期公債，本年三月底即屆期滿，剩餘之數無多；十七年金融長期公債，原定利率頗低，期限本長；海河公債，係另指附稅為基金；此三種公債，因仍各照原案辦理，未加入整理之內。

(乙)鉅額新債之增發 除統一公債溢出現整理中舊債實額一萬九千餘萬元外，同時復增發復興公債三萬

四千萬。並指定用途爲：(一)完成法幣政策；(二)健全金融組織；(三)扶助生產建設；(四)平衡國庫收支；及(五)撥存平準債市基金。五項。用途中仍明文列入平衡國庫收支一項，則至少其一部目的，仍在彌補預算之短虧。

(丙)新債要點之說明 茲就下列五點，爲簡要之說明：

(一)本息償期之劃一 舊債三十三種中之還本付息時期，如廿二年愛國，十八關稅，十九關稅，十九善後，四川整理金融，廿三年關稅，二十年捲煙，十八年編道，二十年統稅，二十年鹽稅，二十年關稅，廿二年關稅，意庚款憑證，俄庚款憑證，統稅憑證等，均按月還本付息。其還本辦法，則爲每月分攤，還本一部。故百元票面之債券，自第一月還本開始以後，其票面即不足百元。自是每還本一次，票面餘額，即減少一次。至其他各債之本息償期，除廿年江浙絲業，廿四年金融，及水災工振三種，係每六個月還本付息一次外，其餘各債，則均爲每三個月還本付息一次。且其還本，係採抽籤辦法。抽中號碼，按票面十足清償；該號債券，即行取消；其未中签者，票面仍爲百元，並不減少。而此次新發行之統一及復興兩公債，則均規定每六個月還本付息一次。其還本，則一律改用抽籤辦法。自此(一)按月付息辦法，已被一律取消；而一部持券人預算持債息作本月開支者，即受影響。至(二)還本一律改用抽籤法，自此持券人收還本金之先後，即全恃幸運，無從預計，故嚴格言之，於投資立場上，新債性質，不無改變。

(二)原有利率之保持 整理中之舊債三十三種，其利率除意庚款憑證，爲月息八釐；俄庚款憑證，統稅憑證，及短期國庫證，爲月息六釐，利率較高外，其餘二十九種，均爲年息六釐，或月息五釐，此次發行之統一公債，最

初即規定爲年息六釐；復興公債，經一度考慮後，亦經決定爲年息六釐。在現狀下，債券利率之不能再減，確有其事實上之理由。據馬寅初氏之意見（註九）在現狀下公債減息，極易引起下列各項困難：（一）公共機關，如學校，學術團體等之基金，大致均購存債券。新債減息，此種機關之經費，必致發生問題。（二）一般平日恃債息以維持生活者，必更將大起恐慌。（三）銀行營業，亦必受相當之影響；蓋銀行儲蓄存款之利率，因投資債券關係，向以政府債券之利率爲根據。在債券減息，而存款利息一時不易核減之情況下，必感困難。（四）在外商銀行提高存息，競爭存款之現狀下，債券減息，有驅逐國人資金，流入外商銀行之可能。蓋吾國債息，素稱優厚，國人因均樂於投資。故國人在外商銀行之存款，近年來頗見衰退。今以債券利益之減少，轉以款項存入外商銀行，自亦非不可能之事實。馬氏此論，確頗有其見地。債券之迄未減息，足以見財政當局態度之穩重。

（三）舊債期限之延長 此次整理辦法中之以甲種統一公債換償者，其各債原有還清期，最短者如廿二年愛國之爲民國二十五年十一月，最長者如十九年關券之爲民國二十八年一月；而新發甲種統一公債之最後清償日期，則爲民國三十七年一月；與原有還清期中之最長者較，亦延長達九年。其以乙種統一公債換償之各債，其原有還清期，最短爲二十八年十一月，最長爲三十年一月；而乙種統一公債之最後清償期，則爲四十年一月；計較最長者，延長十年。其以丙種統一公債換償之各債，其原有還清期，最短爲三十年六月，最長爲三十二年一月；而丙種統一公債之最後清償期，則爲四十三年一月；計較最長者，延長十一年。其以丁種統一公債換償之各債，其原有還清期，最短爲三十二年十二月，最長爲三十五年一月；而丁種統一公債之最後清償期，則爲四

十六年一月計較最長者，延長十一年，其以戊種統一公債換償之各債，其原有還清期，最短為三十五年三月，最長為三十七年一月；而戊種統一公債之最後清償期，則為四十九年一月；計較最長者，延長十二年。

至新發行之復興公債，則規定清償期為二十五足年，至民國四十九年二月底，始能全部還清；且最初五年，還本較少，每年祇抽還總額百分之一。

故根據規定還本辦法計算，兩新債第一年度應還本息，連同未加整理之善後短期公債，十七年金融長期，及海河公債之應付本息在內，總額僅為一三〇、二六五、二三八元。

|     |   |   |   |             |           |
|-----|---|---|---|-------------|-----------|
| 甲   | 種 | 統 | 一 | 一〇、六二七、五〇〇  |           |
| 乙   | 種 | 統 | 一 | 一〇、二七七、五〇〇  |           |
| 丙   | 種 | 統 | 一 | 二四、四四七、五〇〇  |           |
| 丁   | 種 | 統 | 一 | 三八、四一七、五〇〇  |           |
| 戊   | 種 | 統 | 一 | 一八、一六一、〇〇〇  |           |
| 復   | 興 | 興 | 一 | 二三、七四九、〇〇〇  |           |
| 善   | 後 | 短 | 期 | 八一、二〇〇〇     |           |
| 十七年 | 金 | 融 | 長 | 期           | 三、二四八、四三八 |
| 海   | 河 |   |   | 五二四、八〇〇     |           |
| 共   | 計 |   |   | 一三〇、二六五、二三八 |           |

每月平均應付本息爲一千零八十八萬元左右，以與未整理前每月應付本息一千五百餘萬元較，每月可少付約五百萬元，第一年共可少付六千萬餘元。此後雖將逐年增加，然在最近數年內，政府於債務支出之可以略見減少，確爲事實。且於增加鉅額新債之情況下，能獲得暫時債務支出之減少，其主眼之全在延長清償期限，更極爲昭著。

(四)基金來源之確定 統一公債規定「本息基金，仍照舊有債券原案規定，在關稅項下，除撥付賠款，外債外，所餘之稅款支付。由財政部命令總稅務司，依照五種還本付息表所列應還本息數目，按月平均撥交中央銀行，收入國債基金管理委員會本公債戶帳，專款存儲備付。」而復興公債，亦經規定「在關稅項下，除撥付賠款，外債及十七年金融長期，二十五年統一公債外，所餘之稅款爲基金。」故於保障方面，仍與舊有債券相同，無甚更變。

(五)複雜種類之化簡 舊有債券三十三種，自利率言之，則自月息五釐，至月息八釐。自期限言之，則自本年度十一月底，即可全數償清者，至須俟民國三十七年一月底，始能全數償清者，計有三十一種不同之清償期。自還本辦法言之，則有按月分攤還本者，亦有每三個月，或六個月抽籤一次者。自付息次數言之，則有按月付息者，有每三個月付息一次，及每六個月付息一次者。自債券種類言之，有公債，有庫券，有憑證。自各債名稱言之，或曰關稅；或曰鹽稅；或曰統稅；或曰愛國；或曰治安；或曰振災；或曰裁兵；或曰軍需；或曰編遣；或曰金融。同一關稅，有十八年關稅庫券，十九年關稅庫券，二十年關稅庫券，二十二年關稅庫券，二十三年關稅庫券之不同。同一金融，有十七年金融短期公債，十七年金融長期公債，二十年金融短期公債，四川整理金融庫券，二十四年金融公債之區別。複雜混亂，每非社會一般所能識別。此次發行新債，統一雖仍有五種，然化繁爲簡，確已使債券性質，單純不少。

#### 四 新舊債合息利益之比較

(甲)舊債券之合息計算 今以十九年開稅庫券爲例。照上月(一月)廿九日上午開盤下月份——即二月份——期貨行市爲三十三元。而此項庫券票面餘額爲四十元零二角。本月份應付本息爲一元二角一分。下月份還本二元，付息二角。照此推算，當時合息，仍及一分二釐九毫左右。

$$\frac{\left[ \left( 1 - \frac{\text{市價} - \text{本月本息}}{\text{票面餘額}} \right) \times \text{下月仍應本數} \right] + \text{下月仍付息數}}{\text{市價} - \text{本月本息}} = \frac{\left[ \left( 1 - \frac{33.00 - 1.21}{40.20} \right) \times 1.00 \right] + .20}{33.00 - 1.21}$$

$$= \frac{\left[ \left( 1 - \frac{31.79}{40.20} \right) \times 1.00 \right] + .20}{31.79} = \frac{[(1 - .7908) \times 1.00] + .20}{31.79} = \frac{.2092 + .20}{31.79} = \frac{.4092}{31.79} = .01287 = 12.87\% \text{ 合月息}$$

(乙)新公債之合息計算 上舉之十九年開稅庫券，係歸入甲種統一公債換償，故以與甲種統一公債比較，應較爲準確。甲種統一公債未還本月數，爲一百四十二個月。利率，爲年息六釐，亦即月息五釐。故每百元票面，每月應得息五角。照二月二十九日第一盤收盤行市，其下月份——即三月份——期貨，爲六十二元九角。則照此推算，常時合息，亦有一分二釐一毫。

$$\frac{\text{票面} - \text{市價} + \text{十個月應收利息}}{\text{未還本月數}} = \frac{100.00 - 62.90}{142} + .50 = \frac{37.10}{142} + .50 = \frac{.2613 + .50}{62.90} = \frac{.7613}{62.90} = .0121 = 12.1\% \text{ 合月息}$$

自前舉兩實例比較觀之，可知新舊債券合息高低之關鍵，仍全在市價漲落之程度。吾人設更進一步，爲一加

分析，更可知債券合息，實含有兩種成分：其一爲「折扣利益」(註一〇)其二爲「利息收入」。利息收入，雖因新舊債利率相同，因之事實上遂亦並無軒輊。而折扣利息，則因新債債期較長，設新舊債同一折扣(即市價較票面爲相同折扣)——例如同爲六折，或七折，新債之折扣利益，事實上必將較小。反言之，即設欲保持新舊債間折扣利益之均等，新債市價折扣，必較舊債爲大。(例如舊債爲八折，新債必超過八折，爲七折，或六折)始能合得相當之利益。前舉兩實例，所以還本期限長短不同，而合息仍頗相接近者，即因有此種現象之存在。彼時十九年關稅之票而餘額，爲四十元零二角；而市價，則爲三十三元；故以市價與票面較，其折扣爲百分之八十二強。換言之，即其市價在八二折左右。至上舉甲種統一之票面，爲一百元；而市價則僅爲六十二元九角；故以市價與票面較，其折扣爲百分之六十三弱。換言之，即其市價，祇在六三折左右。以六三折與八二折較，相差幾達百分之二十。於市價上有此百分之二十之相差，故兩債券之折扣利益，幾於均等，而合息亦遂不致懸殊。

### 五 新公債政策下可能之利益

新公債政策之實現，雖係應付財政上之困難，多少含有被動及強迫之成分，而大部爲消極之目的。然就積極方面言之，行之適當，亦不無獲得若干利益之可能：如獲得暫時財政之平衡；減少貨幣政策之障礙；阻遏債市投機之活動；建立公開市場之基礎；壓低市場利率之準備等，均是。

(甲)獲得暫時財政之平衡 因舊債之延期，而自後三五年內政府對債務支出之負擔，每年可減少五六千



萬元因新債之增發，而若干時期內政府財政之短虧，有所抵補；得此喘息機會，政府始得從容爲更進一步之籌措。則自極度樂觀立場言之，藉此暫時之財政平衡，以獲得未來永久之財政平衡，似亦非絕不可能之理想。孔財長於推行新貨幣政策之始，曾有於十八個月內，平衡政府預算之明許。則此項債券換償辦法，亦或係預伏錦囊中之一種策畫，而爲達到財政平衡之第一步驟。

(乙)減少貨幣政策之障礙 吾國新貨幣政策之是否能長久維持，其有關之各因素，雖極爲複雜；而財政之不能平衡，恐爲其最切近最迫急之原因。論者雖每以貿易入超，爲吾國新貨幣政策危機之所在。以爲因抵償入超關係，所有存銀，不難卽行告竭；新貨幣之準備，既告空虛，則新貨幣之地位，自隨搖動。然事實上僅憑貿易入超一項，未必卽可據爲吾國對外全部收支關係上債務地位之確立。貿易入超，僅爲吾國國際收支多種項目中之一項目。吾國自光緒三年（一八七七年）以來，貿易年有入超，至今已垂六十年。而除最近數年外，現銀亦每有巨量入超。（民國七年至二十年，均爲銀入超，）卽其明證。且卽國際收支，真已退處債務地位；我國真須年爲差額之付出；然設能維持良好之投資環境，吸引外人投資，則非特此項逐年應行付出之差額，或可繼續留存國內；卽吸引差額以外之巨額投資，似亦非絕不能之事。不過所謂良好投資環境，自以貨幣之安定，爲其最重要條件。而在目下管理政策下貨幣之是否能維持安定，與政府財政之前途，關係極爲密切。政府財政，設無辦法，則在司空仰屋之頃，藉紙幣之增發，以爲收支不敷之彌補，確屬避重就輕之舉。在此種情況下，通貨膨脹，既不能免；整個幣制之搖動，自屬意中事。而對此種事實之實現，祇須少有朕兆，風聲所播，燭火立可燎原。一轉瞬間，非特外人之投資，將被悉數撤回，卽

一部國人可移動之資金，恐亦將大部逃避國外。斯時整個貨幣之搖動，恐即難倖免。故財政一日不能平衡，新貨幣政策即一日不能獲得國外投資者澈底之信任；而新貨幣政策亦即一日不能獲得其理想之明效。新公債政策，直接既為平衡政府財政之一種方策；間接自即可視為減少貨幣政策障礙之一種步驟。

(丙)阻遏債市投機之活動 過去債市，因投機過度之活動，而造成市場劇烈之漲落，按諸事實，數見不鮮。本年一月下旬以降，債市之繼續猛跌，實莫非投機活躍之反映。當時財政部即曾規定賣方提供現品等種種辦法，以防止債市之過度下落。自公債整理辦法公佈後，聞財政部將有更進一步控制債市之計劃，據報載，將「組織平準債市基金委員會，專司公債吐納工作；如市價過高，則於該會大量拋出，以抑低之；如市價過低，則大量吸購，以提高之。」(註一)該會將由中央、中國、交通三行籌組，並已由財政部令飭國庫司指撥復興公債五千萬元，為平準基金。(註二)此項辦法，雖屬傳聞，尙未見諸事實；然財政當局之確有此項計劃，則可於復興公債用途規定中之「撥存平準債市基金」一項見之。此後債市在平準會負責調劑之下，自可漸趨穩定，而減少其投機之成分。往時一部份資金，專用以為投機之活動者，即不得不另謀正當之出路；而往時一部份金融界，偏恃債市為利藪者，亦即不得不另圖正當之發展。影響所及，豈僅債市之穩定已耶？

(丁)建立公開市場之基礎 平準債市基金委員會之組織，在消極方面言之，固可以阻遏市場投機之活動；在積極方面言之，實更可為施行「公開市場政策」(Open Market operation)之張本。公開市場政策云者，即中央銀行，或其特設之委員會，直接參與市場上證券買賣，以增減金融市場資金之謂。在金融鬆弛之時，由中央銀

行出售巨額公債，以吸收市場一部過剩之資金，使整個市場，不因資金之充裕，致流入信用過度膨脹，投機過度活動之域。反之，在金融緊張之際，由中央銀行購進巨額公債，以接濟市場資金之不足，使整個市場，不因資金之缺乏，致流入信用過度緊縮，金融過度呆滯之境。此中作用，在藉巨額證券之買賣，以控制市場資金之數量；由市場資金之數量，以調節整個金融之弛張。且在市場過於鬆弛或過於緊張之情況下，中央銀行控制市場最重要之貼現率，或竟不能發揮其最大之效力。此時更不能不藉公開市場政策，為之先驅，以增減市場之流動資金，從而增加一般銀行對於中央銀行一時之依賴性，使逐漸聽從中央銀行貼現率之指揮，以納整個市場於正軌。此種微妙之政策，非有目光遠大之統制組織，左右市場之巨額基金，不足以極其調節之能事。而將來平準債市基金委員會之組織，至少可視為建立此種公開市場政策之基礎。

(戊) 壓低市場利率之準備 近來市場減息運動，極為積極。時賢論者，每以公債利率之過高，為市場一般利率高昂之主因。其意以為公債之利率過高，則因競爭資金關係，銀行存款利率，決難過低。銀行存款利率不能過低，則一方銀行對工商業之放款利率，因成本關係，亦決難驟減。而同時另一方面，社會有資者均以存款銀行，提取較為活動，利息又頗合算，遂俱願以資金存入銀行，而不願以之投資於負險較重之各種產業。在此種情形下，資本市場，自無成立之可能；而工商業之融通資金，亦必負擔高息。結果產業金融，兩受其病。一若公債減息，市場利率問題，即可立時解決者。殊不知現狀下工商業融通之困難，尙不在如何能減低其應出之利率，而在如何於任何條件下能獲得資金之接濟。在工商業願出甚高之利率，而尙未能充分獲得資金接濟之現狀下，為減息運動之推進，南轅

北轍，實祇見其意識之矛盾，而未見其能有補於事實。再就銀行減低存息言之，即不願慮資金逃避國外之危險，而在本埠外商銀行提高存息，競爭存款之情況下，一時亦斷不能望本國銀行減低存息之實現。故在現狀下，減息運動，命意雖善，而其切實之推進，則似尚非其時。不過減息運動目下之不能推進，為一問題；而減息運動終究應否推進，又為一問題。吾人因減息運動之終應推進，而遂視為目下亦能推進，不認清環境，固屬錯誤；惟設因減息運動之目下不能推進，而遂視為終究不應推進，因噎廢食，自亦未為盡當。故吾人對減息運動之認識，以為應俟最早之時機，為有效之推進，而不應不顧現在之環境，為盲從之提倡。在此種認識下，則最近公債之整理，雖不能視為壓低市場利率之實施，亦似可視為壓低市場利率之準備。蓋公債自延長清償期限以後，公債利率，雖未見減低；而因公債折扣利益，有壓低之可能；公債合息，亦隨有減少之機會。設將來政府用人力擡高新債之市價至八折左右，彼時公債合息，已祇及月息八釐。今以甲種統一公債為例，計算如下：

$$\begin{aligned} \text{額面一市價} &= \frac{100-80}{142} + .50 = \frac{20}{142} + .50 \\ \text{未還本月應收利息} &= \frac{20}{80} = .25 \\ \text{市價} &= \frac{.64}{80} = .008 = 8\% \text{ 合月息} \end{aligned}$$

與舊債時代庫券行市即擡高至八折左右，而合息仍可在月息一分二釐以上者。（本文第四節甲項所舉關稅庫券實例，為八二折，與八折相近，）已不可同日語。將來政府運用平準債市基金之力量，以擡高債市至八折左右，想極易辦到。則彼時債券合息，已為壓低至月息八釐左右。債市以高利競爭之障礙已去，而市場利率，在中央銀行貼現率之適當控制下，自不難達一較合理之水準也。

## 六 結論

雖然，利益而曰『可能』，自與『必然』有別。在適當之措置下，『可能』獲得之利益，自不能望其於不適當之措置下，亦能爲充分之實現。最近之新公債政策，與過去之新貨幣政策，在吾國現在環境下，平心論之，確俱不能不認爲比較適當之步驟。然經濟統制，變化錯綜。開始時難於有決心之推行，而推行後更不易爲適宜之應付。故一種政策之實施，開始推行，固已不易；而事後維持，確尤爲困難。一髮可以牽及全身，其推行後之未能達預期之成效者，各國已往事實，指不勝屈。最近美國之白銀政策，卽其一例。以提高遠東之購買力，增加白銀之需要爲號召者；而結果適得其反。吾國被牽入大恐慌潮中，且停止用銀，改行新貨幣政策。此種結果，想爲美國主張白銀政策者，始料所不及。蓋經濟事態，因素複雜，牽涉既多，易上歧途。此任何經濟統制之所以易遭失敗，而穩健之經濟學者，所以苟非萬不得已，每不敢輕易主張爲任何經濟統制之嘗試也。

質實言之，過去數月之債市，在關稅短收，基金不敷之情況下，確已日在風雨飄搖之中。變化之來，早在一般意料之內。至最近一二月來，債市變動之劇烈，更足以引起經濟社會之不安。此種債市之搖動現象，既有其內在之根本原因，則非爲澈底之圖，自不易卽置諸穩定之域。自整理辦法實行後，在人民雖不無實際之犧牲，在政府亦不無信用之損失，而抽薪釜底，於未來數年內債市，或反能樹立基礎，漸趨穩定，以減少其投資之成分，而增加其投資之性質。則自消極立場言之，塞翁失馬，又安知非福？

至從積極方面言之，此次新公債政策施行後吾人對政府之希望，似不外兩端：其一，為希望政府確能藉此新公債政策之過渡，使整個財政漸入平衡之境。設能如是，則此次公債持券人之犧牲，即為人民最後一次之犧牲。且此次一部人民之犧牲，若果能為政府財政上打開一光明之局面，則此種犧牲，亦為人民所樂為負擔。其二，為希望確能藉此次復興公債之發行，使整個社會經濟，漸上復興之途。所謂完成法幣政策，所謂健全金融組織，所謂扶助生產建設等等，均能並顧兼籌，為最低限度之推進。則移人民經濟上之犧牲，為人民經濟上之培植；桑榆之失，收諸東隅，更未始不能獲得若干積極之良果。成敗利鈍，全在當局之善為措置，是則非不在其位者之空談，所能奏效者矣。

(註一) 銀行週報，第八八八號，王宗培編，一月來之內國公債，第二五頁。

(註二) 銀行週報，第八八八號，王宗培編，一月來之內國公債，第二五頁至二六頁。

(註三) 上海長城書局出版，王宗培著，中國之內國公債，第二二頁，第六表；又第三二頁，第一一表。

(註四) 上海長城書局出版，王宗培著，中國之內國公債，第三一頁。

(註五) 中國銀行出版，中行月刊，第十卷，第五期，第一三八頁至第一四八頁，中華民國二十一年及二十二年兩會計年度財政報告。

(註六) 銀行週報，第九三四號，王宗培編，一月來之內國公債，第二五頁至二六頁。

(註七) 見二十五年二月二日，上海各日報，持券人公會宣言。

(註八) 中國徵信所出版，王宗培編，財政部經營國幣公債現狀一覽表。

(註九) 二十五年二月七日，大陸報，第一頁，[5% For Bond Issue Under Attack]

(註一〇) 可參考楊蔭溥編，經濟常識，第一集，第四〇頁至四七頁，公債投資。

(註一一) 二十五年二月十一日，上海大晚報，載救查證券投機完竣，和平，滬債市會。  
(註一二) 見二十五年三月六日，上海各日報。

——二十五年三月，上海浙江興業銀行，載新聞報，「現代政治經濟」編——

## 二 公債投資

公債之投資與投機，根本上有其不同之點。投機云者，爲預測將來債市之漲落，以少數資金，締結買賣契約，待市價有漲落時，卽了結其交易。雙方僅爲差額之收付，不必真有貨銀之授受。投資云者，以實價購進公債，收藏現券，以按時獲得相當之安全利息爲目的。

故投機者，常預測市價之變動，利用其漲落機會，或先買而後賣，或先賣而後買，於此一出入間，期博其差額，以爲盈利。其希望在市價一時之變動，而在永久本利之安全。投資者則反是，投資者購進公債之目的，一在本金之安全，一在利息之穩妥，此外卽不復過問。因之，投資者於審慎選定後，購進公債；而購進公債後，卽妥爲保藏，更不問其市價之爲漲爲落，祇須公債之安全無礙，利殖不變，並能按期還本發息，卽有時市價稍見下落，投資者必仍不願出售其選定之投資品。此爲投資者與投機者最大不同之點。

又投機者之買賣，實際上僅付出少數之證據金（每買賣公債票面一萬元，平常繳證據金四百元）以爲訂定契約之擔保，而不須爲全額券價之收付。投資者則不然，買進後，於交割日付價取券，銀貨兩清。而此項買進公債，亦卽爲投資者之財產。此又一不同之點也。

投資者既以藏券收利爲目的，其選購公債時，須經審慎研究者，自不外兩點：一爲公債擔保之是否確實，一爲



投資利益之是否上算。擔保確實，則本息不患無着；利益上算，則合息必尚優厚。

擔保是否確實一問題，事實上較爲簡單。目下華商證券交易所所開拍之公債，計有：(一)裁兵，(二)廿年金融短期，(三)整理六釐，(四)九六等四種債券；及(一)一八關稅，(二)編造，(三)一九關稅，(四)一九善後，(五)二〇捲煙，(六)二〇關稅，(七)二〇統稅，(八)二〇鹽稅，(九)二二關稅，(十)二三關稅，等十種庫券。其中除九六債券外，其他均有確實擔保。查財政部歷年所發各項公債，其擔保基金，約有下列數項：(一)新增關稅，(二)停付賠款，(三)統稅，即捲煙、麥粉、棉紗、火柴、水泥等稅，(四)鹽稅，(五)印花稅等。以上各項稅收，均屬妥實可靠。故各項公債之本息，均按期償付，從無延誤。至舊北京財政部有確實擔保各內國公債，其本息基金，不外關稅餘款及停付賠款兩種。所有未還清之數種，十七年由國府接收以後，仍繼續還本付息。惟「一二八」後，政府因稅收奇絀，國難緊急，曾由財政部與各團體從長討論，重擬標準。並決定由關稅劃出八百六十萬元，作支配各項公債基金之用。同時設立國債基金管理委員會，管理內國公債基金。當於該年四月五日正式宣告成立。故目下交易所開拍之各項公債，除九六債券外，於擔保方面，均甚確實。實際上投資者於擔保是否確實一問題，因亦較少注意。

其投資利益是否上算一問題，則似較爲複雜。因債券與庫券性質上之不同，其利益計算，因以互異。今試將債券與庫券投資利益計算方法，分別舉例說明之。

債券因期限之長短，利率之高低，每年還本付息之次數，購進時市價之多少等等，而其投資利益，亦遂厚薄懸殊。茲在舉例計算其利益以前，尚有兩點，須先加說明者：(一)爲債券到期時，或抽籤還本時，均照票面百元十足還

本，並不問其進價之多少。故票面百元之債券，設其進價為五十元，即祇合得對折；而中籤還本時，可照票面收回本金百元。(二)為債券所有利息，均照票面百元計算。故設某項債券利率，規定為年息六釐，合得月息五釐；然以成本五十元計，已可合得月息一分之高。

今先舉一實例，以說明債券投資利益計算之方法。

投資者，甲於本年(二十四年)一月二十八日，照上午開盤市價七三·二〇元，購進二月份裁兵票面一萬元。及屆二月底交割期(交易所規定為該月二十六日)，甲除應付經紀費七元三角二分外，祇須交出現款七千三百二十元，共合成本七千三百二十七元三角二分，即可收回裁兵票面一萬元。甲於交割後，即將該現債券，收藏保存。則此投資於裁兵之七千三百二十七元三角二分，可合得月息若干，試加計算，有如下式：

(一)票面一萬元，按月息五釐計算，每月可得利息五十元。以成本七千三百二十七元三角二分計，合得月息六釐八毫二絲。

(二)成本七千三百二十七元三角二分，到期還本，可得一萬元。餘二千六百七十二元六角八分，亦為投資者之利益，是謂折扣利益。但還本期自廿四年一月起算，尚有九十五個月。平均分攤，每月可得折扣利益二十八元一角三分。按成本七千三百二十七元三角二分折合，又可得月息三釐八毫四絲。

(三)利息合月息六釐八毫二絲，折扣利益合月息三釐八毫四絲，兩者相加，全部投資利益，即可得月息一分零六毫六絲。

照前列計算，可得一簡單公式如下：

$$\text{債券投資利益} = \frac{\text{票面額} \times \text{月利} + \frac{\text{票面額} - (\text{購買十總紀費})}{\text{還本月數}}}{\text{購買十總紀費}}$$

今以前舉投資裁兵債券之實際數字代入，亦可得相當結果。

$$\begin{aligned} \text{投資利益} &= \frac{(100 \times .005) + \frac{100 - (73.20 + .0732)}{95}}{73.20 + .0732} \\ &= \frac{50 + \frac{100 - 73.2732}{95}}{73.2732} \\ &= \frac{.50 + \frac{26.7268}{95}}{73.2732} \\ &= \frac{.50 + .2813}{73.2732} \\ &= \frac{.7813}{73.2732} = .01066 = 1.066\% \end{aligned}$$

其所得投資利益之合息，亦為月息一分零六毫六絲也。

至庫券之還本付息辦法，與前述之債券情形，迥不相同，故其投資利益之計算亦異。庫券還本，係按月分攤，每月還本若干，票面即每月隨減若干；且利息亦按月照票面餘額核付。故其計算，較為簡單。設照一月二十八日上午開盤市價四九·二〇元，購進二月份念年關稅原票面一萬元，及屆二月二十六日交割期，除應付經紀費外，祇須

交出現款四千九百二十元，即可收回念關原票面一萬元。投資者於交割後，即將該項庫券，收藏保存，則此投資於廿關之四千九百餘元，可合得月息若干試加計算，應經下列步驟：

(一) 廿關迄二十四年一月，已還過本金二十四元八角。故其票面餘額，已祇為七十五元二角。

(二) 當日市價既為四九·二〇元，則購進原票面萬元，祇須付價四千九百二十元。此外另加經紀費四元九角二分，共為四千九百二十四元九角二分。惟二月二十六日收進此項庫券後，於同月底即可收回還本四十元（即每票面百元，還本四角），及付息三十八元（票面餘額七五·二〇元，月息五釐，每百元票面即可得息三角八分），故其成本實祇為四千八百四十六元九角二分（ $\$4924.92 - 78.00 = \$4846.92$ ）。

(三) 廿關原票面萬元，合實際票面（即票面餘額）七五二〇元。照成本四八四六·九二元折算，祇合百分之六四·四。換言之，即每實值百元之庫券，在現狀下，投資者祇實付六十四元四角。其餘三十五元六角，即全為投資者之利益。照此推算，則按月政府還本每萬元四十元中，其百分之三五·六，實為投資者之利益。申言之，即此四十元中之十四元一角四分（ $\$40.00 \times 35.6\% = \$14.24$ ）為投資者按月在本金上可得之額外利益，是謂庫券之折扣利益。

(四) 此項折扣利益，與收到利息相加，計得總利益五十二元二角四分（ $\$14.24 + 38.00 = \$52.24$ ）。

(五) 以實際成本四八四六·九二元計，可合月息一分零七毫七絲（ $\$52.24 \div 4846.92 = 0.01077 = 10.77\%$ ）。

照前列計算，亦可依次第得三簡單公式如下：

$$(一) \text{庫券成本} = (\text{市價} + \text{經紀費}) - (\text{本月還本數} + \text{本月付息數})$$

$$(二) \text{庫券折扣利益} = \left(1 - \frac{\text{成本}}{\text{票面餘額}}\right) \times \text{每月還本數}$$

$$(三) \text{庫券投資利益} = \frac{\text{票面餘額} \times \text{月息} + \text{折扣利益}}{\text{成本}}$$

今亦以前舉投資相關庫券之實際數字代入，亦可得與前相同之結果：

$$(一) \text{庫券成本} = (\$49.20 + .0492) - (.40 + .38) = \$49.2492 - .78 = \$48.4692$$

$$(二) \text{庫券折扣利益} = \left(1 - \frac{48.4692}{75.20}\right) \times .40 = (1 - .644) \times .40$$

$$= .356 \times .40 = \$ .1424$$

$$(三) \text{庫券投資利益} = \frac{75.20 \times .005 + .1424}{48.4692} = \frac{.38 + .1424}{48.4692}$$

$$= \frac{.5224}{48.4692} = .01077 = 10.77\%$$

其所得投資利益之合息，亦為月息一分零七毫七絲。且上列三公式，亦可併為下列一公式，茲並舉之。

$$\text{庫券投資利益} = \frac{\text{票面餘額} \times \text{月息} + \left(1 - \frac{\text{市價} + \text{經紀費} - \text{本月還本付息數}}{\text{票面餘額}}\right) \times \text{每月還本數}}{\text{市價} + \text{經紀費} - \text{本月還本付息數}}$$

此種投資利益之計算，尚有其他較精密，較繁複之公式，可資參考。惟為一般應用計，上舉計算方法，似已足敷日常之參考，故列舉之，餘不贅。

——二十四年二月，上海浙江興業銀行，載新開州「經濟常識」欄——

### 三 公債投機

吾國證券市場，幾以公債爲唯一之交易品。而公債行市之漲落，又常受政局消息之影響。故政局消息愈紛，而公債行市之漲落亦愈頻。在「一九一八」之際，債市下跌，一日間有至停拍兩次者（每漲落達四元，即須停拍，以便追繳證據金。）即如最近（一月二十四日）日軍突向察東進攻之消息傳來，債市亦於一日間猛跌元餘。甚有受無稽謠言之影響，而債市隨之漲落者。故就大體言之，債市幾於無日不有漲落。此種漲落，又大致極不易爲事前之推測。因之債市亦遂爲從事投機者之良好場所。蓋投機者之唯一目的，即謀於行市之漲落間，隨爲買賣，以取其差益也。

投機市場與一般普通市場買賣之主要不同點，即在期貨交易之存在。故欲明公債投機之實況，不得不將期貨交易，先加說明。

期貨交易，又曰定期交易：即於預定之月份，爲授受貨銀之日期；而買賣雙方，於未到期前，有「轉賣」「買回」之自由；不必定俟到期，真以貨銀兩交者也。債市期貨，有本月份及下月份兩種交易。買賣本月份期貨者，則限期於本月底交割（交割即貨銀兩交）；買賣下月份期貨者，則限期於下月底交割。故在一月內所做之本月份期貨，即於一月底交割；一月內所做之下月份期貨，即於二月底交割。至其交割日期，向由華商證券交易所預定公佈。如本

年（二十四年）一月份交割日期，爲二十九日；二月份交割日期，爲二十六日。在此交割期前，已買進者，如於任何日賣出同種類，同月期，同數量之債券，以與前買進者抵銷（即「轉賣」）或已賣出者，買進同種類，同月期，同數量之債券，與以前賣出者抵銷（即「買回」）則買賣軋平，即爲「了結」。「了結」時祇爲差損差益之計算，並不須貨銀兩交。且交易既已「了結」，將來屆交割期，亦即不必再行交割手續。蓋一買一賣，實行「了結」，收進差益，或付出差損後，投機者之手續，即已完畢也。公債市場，有期貨交易之存在，亦即有「了結」方法之存在，故頗便於投機。

公債期貨買賣，以票面五千元爲最低限度。其買賣，例須委託經紀人入場代爲執行；亦有委託銀行，由銀行轉托經紀人，代爲上場買賣者。委托有「隨價」及「限價」之分。凡「隨價」買賣，顧客於委托買進或賣出時，不爲價格上之限定，而付經紀人以照市面價格買進或賣出之全權。例如顧客甲，委托經紀人於當日下午開盤後，「隨價」買進本月份編遺庫券票面十萬元。經紀人於接受此項委托後，可不問開盤後編遺價格之爲漲爲落，即照市面價格，代爲買進，顧客不得異言。凡「限價」買賣，顧客於委托時，預有價格上之限定。凡「限價」買進，而市價超越限價之上，經紀人即不能代爲買進；「限價」賣出，而市價跌至限價之下，經紀人亦即不能代爲賣出。例如顧客乙，委托經紀人購進本月份統稅票面一萬元，「限價」五十四元，則凡市價爲五十四元，或在五十四元以下時，經紀人均可代爲購進；惟設市價在五十四元之上，爲五十四元一角或數角時，經紀人即不能代爲購進。反之，設以五十四元爲統稅出售之「限價」，則凡市價爲五十四元，或在五十四元以上時，經紀人均可代爲出售；惟設市價在

五十四元以下，爲五十三元九角五分時，經紀人卽不能代爲出售。故「限價」云者，卽與經紀人以價格上之限定，至何價始願購進，或至何價始願售出之謂也。常人所得交易所行市消息，未必極爲迅速靈通，用「限價」辦法，可多一重保障。蓋予經紀人以「限價」後，顧客卽可不必刻刻留心行市。行市一到限價，自有經紀人代爲自動買賣也。

委托經紀人做買賣時，不論爲買爲賣，均須付給證據金，以資保證。於「了結」或「交割」時，全數收回。照目下（廿四年一月）情形，爲每買賣票面萬元，須預繳證據金四百元。銀行及素有往來之熟人，亦可通融免繳。每一買賣，並須納經紀費合買賣實價千分之一，（經紀費雖規定爲買賣實價千分之一，二五，卽每千元須一元二角五分；惟經紀人優待顧客，每照千分之一計算。）於「了結」或「交割」時，一次付清。

公債市場，與其他投機市場同，在場買賣者，有「多」「空」兩方。「多頭」爲樂觀者，爲看漲者。看漲者默察當日情勢，以爲因某種關係，債市有上漲可能。債市既有上漲可能，則設乘今日行市較低之時，預爲買進；俟將來行市上漲後，再行「轉賣」，自有差益可圖。此種先買進然後經「轉賣」手續，以「了結」其交易者，因其先買後賣，故曰「多頭」，又謂之「買空」。「空頭」爲悲觀者，爲看跌者。看跌者亦默察當日形勢，以爲因某種關係，債市有下跌可能。債市既有下跌可能，則設乘今日行市較好之時，預爲賣出；俟將來行市下跌後，再行「買回」，亦可得其差益。此種先賣出然後經「買回」手續，以「了結」其交易者，因其先賣後買，故曰「空頭」，又謂之「賣空」。

今舉「多頭」投機之實例於下：



廿四年一月中旬，自察事發動後，一時人心，頗為恐慌。惟下旬之初，消息傳來，察事頗有和平解決希望，因之債市中「多頭」，遂忽形活躍。有投機者甲於廿一日下午收盤，委託經紀人「隨價」照四八·九五元行市，購進廿年捲煙票面一萬元。甲購進後，債市果有步漲趨勢。廿二日最高價，即已漲至四九·七〇元，至廿三日收盤，更已達五〇·三〇元。與前購進時行市較，計上漲一·三五元。甲即於此時委託經紀人，代為「轉賣」，以「了結」其交易。其所得差益，有如下式：

|    |            |            |
|----|------------|------------|
| 買價 | 48,030.000 |            |
| 賣價 | 5.030      |            |
| 差額 |            | 48,024,970 |
| 買價 | 4,895.000  |            |
| 賣價 | 4.895      |            |
| 差額 |            | 4,899.805  |
| 淨利 |            | 125.075    |

故甲於廿一日收盤所「多」之廿捲票而萬元，至廿三日收盤「了結」，可得差益一二五·〇七五元。而其所需資金，祇為證據金四百元。倘與經紀人相熟，並此少數之證據金，亦可免繳。

今更舉一「空頭」投機之實例於下：

一月廿二、三日，債市漲勢頗勁，已如前述。是時有投機者乙，默察當時情形，以為在察局尚未澈底解決之前，此種漲風，恐難持久。預計反動在即，因之乘機於廿三日下午收盤，拋出金融短期票面一萬元。照當時行市，為七〇·

三〇元。待至次早，日軍突向察東進攻之消息傳來，人心大震，金融短期，開市即僅爲六八·四〇元。以較昨日收盤，下跌達一·九元之鉅，乙卽於此時委托經紀人，代爲「買回」以「了結」其交易。乙於此項投機所得之差益，有如下式：

|      |            |            |
|------|------------|------------|
| 原售價  | \$7,030.00 |            |
| 萬國託券 | 7.03       |            |
| 萬國託券 |            | \$7,022.97 |
| 買回價  | 6,840.00   |            |
| 甘肅託券 | 6.84       |            |
| 甘肅託券 |            | \$6,846.84 |
| 海關   |            | 176.13     |

照以上計算，乙於廿三日所「空」之金融短期票面萬元，至廿四日上午開盤「了結」，可得差益一七六·一三元，相隔一宿，而獲利頗鉅。

惟投機之爲盈爲虧，頗難逆料。如前所舉例之得心應手，有投必中，爲事實上所不能常有之事。事實上，既做「多頭」，而債市忽落，或既做「空頭」，而債市忽漲，頗非罕事。在此種情形下，實力稍薄者，祇得忍痛「了結」，償其差損。如前舉第一例，設易「多頭」地位，爲「空頭」地位，卽須受損一二五·〇七五元，如前舉第二例，設易「空頭」地位，爲「多頭」地位，卽須受損一七六·一三元。爲損爲益，原極難預測也。

不過債市投機，設以「多頭」立場與「空頭」立場，一爲比較，則似以「多頭」立場，較佔利益。因做「多頭」

者，設買進後行市竟與預期相反，不漲而反跌，則前日以較高價買進者，今日倘照跌價後之市價「轉賣」，即有受損之虞。在此種情形下，已做多頭者，倘略有實力，即往往不願受損「了結」，而願於到交割期時，出價將證券收回。倘備款不足，可向銀行抵押。俟有上漲機會，再謀脫手。例如投機者丙，於本年一月十日上午收盤，「隨價」買進本月份（即一月份）裁兵公債，票面一萬元，買價為七五·二五元。原擬於一月底交割期以前，俟價格有上漲時，即行「轉賣」，兩相抵直，取其差益，作為「了結」。不期該項證券，於丙買進後，迄未上漲，反見下跌。至一月廿五日，本月份期貨開拍之最後一天，其下午收盤，仍祇為七三·九〇元。設丙於此時「了結」，每票面百元，即須損失一·三五元，總額票面一萬元，即須損失一三五元。連同經紀費加入計算，須損失一四九·九一五元，如下式：

|      |             |
|------|-------------|
| 預備款  | \$7,525.000 |
| 已收日期 | 7.625       |
| 實得價  | 7,390.000   |
| 出賬項  | 7.390       |
| 溢價差項 | 148.915     |
| 書賬項  | 7,382.510   |
| 附註   | 148.915     |

丙因不願受此項損失，遂先與素有往來之銀行婉商，以該項實值七千三百九十元（照最後盤行市計算）之裁兵，約照六折，抵借整數款項四千五百元。連同可收回之證據金四百元，祇須再籌款二千六百廿五元（ $4,500 - 1,875 = 2,625$ ），即可實行交割。於廿九日（交割日）交出現洋七千五百廿五元，將該項公債票面一萬元，暫時收

回，交押銀行。倘於半月一月或數月後，該項公債上漲至七十六七元左右，丙設於彼時出售，非特不至吃虧，且略有盈利可圖矣。設丙係「空頭」，而賣出後遇市價上漲，須負損失時，即無此種向銀行押款之便利。故穩健之投機者，每喜做「多頭」，而不願常做「空頭」也。

惟設遇時局有大變動，如「九一八」「一二八」之際，銀行完全停做公債押款。斯時投機者非有實力能全部自己墊款，收回證券，則雖做「多頭」，亦有受損之虞。故穩健之投機者，無論何時，其所做總額，恆不肯超出本身實力之外。庶遇被迫收現時，可不必須賴銀行之助力，從容應付。

雖然，此種收現辦法，亦並非隨時均可適用。設遇市場根本動搖，債市有一瀉千里之勢，投機者每願受損「了結」。受今日之小損失，免受將來之大損失，權衡輕重，計亦良得。是則全在當事者之隨機應變，非可以執一論矣。

## 四 公債套利

最近（二十三年十二月）上海銀根奇緊，因之證券市場，亦呈近賤遠貴之現象。逐日市場開做之本月份及下月份兩行市，比較上均本月份較賤於下月份。去歲（廿三年）十二月下旬，近遠期貨相差較巨時，設以較賤價買進本月期貨，同時以較高價賣出下月期貨，從事套利，其利益連日均可合得月息二分左右，洵屬套利空前之良機也。

蓋近月來，市場上現款奇缺，而套利有出墊現款關係，大戶無款可墊，均裹足不前。因之遠近月期間之差價，繼續存在，終難軋平。且在銀根緊急之情況下，各處均需現款，遂紛紛出售本月公債，補進下月期貨，為短期現款之調劑。出售本月者多，而本月期貨，比較上遂被壓低；補進下月者多，而下月期貨，比較上遂為擡高。一出入間，而債市近賤遠貴之現象以成。

普通在此種情形下，有餘資者，即紛起開做套利。套利者買進本月，賣出下月，故有擡高本月，壓低下月，使本下月間差價漸趨平衡之趨向。差價既漸趨平衡，套利利益，亦隨之漸減，終至無利可圖，而本下月間之差價，亦漸歸消滅。此種自然之調節，在常情下，原極顯著。近月來，市而緊急情形，異於往昔。套利者缺乏現款，無力實做。因之此種自然調節作用，遂未能充分表現，而造成此套利特優之空前紀錄。

套利利益，因債券與庫券性質上之不同，其計算亦隨之而互異。債券大致含有長期性質，其到期年限為十年二十年不等。而庫券均為短期，少則兩三年，多亦不過四五年（廿一年三月重訂還本辦法後，庫券期限亦有及十年者）。債券與庫券除期限上之異點外，其還本付息，亦迥不相同。債券大致用抽籤辦法，每年抽籤一兩次或三四次。中籤號碼，即可將本金照原票面（普通為百元）全數收回。其付息亦大致每數月一次，每年少則一次，多則三四次。此項抽籤付息日期，於條例中均有明文規定。而庫券則大致並不抽籤，按月還本付息各一次，分若干月攤還。故其票面原額，雖亦為百元，而事實上則視還本之次數而漸減。其剩餘未還本之數額，稱為「票面餘額」，非若公債票面價值之永為百元也。

庫券因有按月還本付息關係，故同一庫券，在常情下，本月份行市，應較下月份為高；因本月份行市中，含有本月可收回之本息在內也。設本月份行市，較高於下月份行市之差額，小於本月底可收本息之和，甚或下月份行市，反高於本月份行市，則近賤遠貴，即有做套利之可能。

今先舉一庫券套利之實例如下：

上年（廿三年）十二月廿四日，上海華商證券交易所公債市場，第四盤收盤行市，統稅庫券本月份為五四·七五元。下月份為五五·一五元，而十二月底還本四角（即每原票面百元還本四角），（付息三角九分，共可收本息七角九分。照此情況，除可收本息外，下月份行市反高於本月份行市。近賤遠貴，極為顯著。故設於該盤買進本月份（十二月份）原票面一萬元，同時賣出下月份（一月份）原票面一萬元，先於十二月底收進所購現券，存

放至今年一月底，俟交割時即以交出所得套利利益，可逐步計算而得。

爲易於明瞭起見，在未加計算利益之前，先將此項套做應經手續，按實際逐日依次摘記如次：

|  |               |
|--|---------------|
| (一) 十二月廿四日，購進本月份統稅原票面一萬元，付證據金(註一)          | 四〇〇・〇〇〇元(付)   |
| (二) 十二月廿四日，售出下月份統稅原票面一萬元，付證據金(註一)          | 四〇〇・〇〇〇元(付)   |
| (三) 十二月廿八日(交割日)，本月份交割，收回統稅原票面一萬元，付購價       | 五、四七五・〇〇〇元(付) |
| (四) 十二月廿八日，付本月份經紀費(註二)                     | 五・四七五元(付)     |
| (五) 十二月廿八日，購進本月份一萬元已經交割，收回前付證據金            | 四〇〇・〇〇〇元(收)   |
| (六) 十二月廿八日，以收現統稅一萬元作爲『現品提交』(註三) 收回前付下月份證據金 | 四〇〇・〇〇〇元(收)   |
| (七) 十二月三十一日，收回本月份已收現統稅，應得還本                | 四〇・〇〇〇元(收)    |
| (八) 十二月三十一日，收回本月份已收現統稅，應得息金                | 三九・〇〇〇元(收)    |
| (九) 一月廿九日(交割日)，收回售出統稅原票面一萬元售價              | 五、五一五・〇〇〇元(收) |
| (十) 一月廿九日，付下月份經紀費(註二)                      | 五・五一五元(付)     |

至實際之套利利益，按下式推算，可得月息二分弱：

|                    |   |
|--------------------|---|
| 付出本月份售價            | 5475.000元                                 |
| 減去本月底可收本息(40元+39元) | 79.000元(註四)                               |
| 實付售價               | 5396.000元                                 |
| 加經紀費               | 5.475元(註五)                                |
| 購進本月份稅共合成本         | 5401.475元                                 |
| 收入下月份售價            | 5515.000元                                 |
| 減去經紀費              | 5.515元                                    |
| 出售下月份稅共得純價         | 5509.485元                                 |
| 獲微利益               | 5509.485元—5401.475元=108.01元               |
| 含月息                | $\frac{108}{5401.475} = .01999 = 19.99\%$ |

於此並可得一公式如下：

$$\text{庫券套利含月息} = \frac{(\text{下月份售價} - \text{經紀費}) - (\text{本月份售價} - \text{本月本息} + \text{經紀費})}{\text{本月份售價} - \text{本月本息} + \text{經紀費}}$$

至債券則因有利息累積關係，故同一債券，在常情下，下月份行市，應較本月份為高；因下月份行市中，多含一  
個月累積未付之息金也。債券不逐月付息，故付息後第一月末之行市中，祇含有一個月之息金；而其第二月末之  
行市中，即含有兩個月之息金。依常情言之，同一債券，下月份行市，應較本月份行市為高；而其較高之差額，應與該  
債券一個月所得之息金相勞。設下月份較高之差額，遠過於此項一個月息金之數，則近賤遠貴，亦即有做套利  
之可能。

今更舉一公債套利之實例如下：



上年（廿三年）十二月廿四日，上海華商證券交易所公債市場，第二盤收盤行市，整理六釐公債本月份之行市，為六五·〇〇元，而下月份則為六六·四五元，下月份較高於本月之差額，達一·四五元之多；近賤遠貴，亦極顯著。設於該盤買進本月份（十二月份）票面一萬元，同時賣出下月份（一月份）票面一萬元，先於十二月底收進所購現券，存放至今年一月底，俟交割時即以交出，所有套利利益，亦可逐步照下列計算而得：

|             |   |
|-------------|---|
| 付出本月份票價     | 6500.000元                                   |
| 加經紀費        | 6.500元                                      |
| 買進本月份票六共合成本 | 6506.500元                                   |
| 收入下月份售價     | 6645.000元                                   |
| 減去經紀費       | 6.645元                                      |
| 出售下月份票六共得純價 | 6638.355元                                   |
| 套利利益        | 6638.355元—6506.500元=131.855元                |
| 合月息         | $\frac{131.855}{6506.5} = .02026 = 20.26\%$ |

照上式計算，實際套利利益，且在月息二分以上也。

於此亦可得一公式如下：

$$\text{債券套利合月息} = \frac{(\text{下月份售價一經紀費}) - (\text{本月份票價} + \text{經紀費})}{\text{本月份售價} + \text{經紀費}} \dots\dots (\text{甲式})$$

在常情下，債券本月份行市，雖應小於下月份，惟遇本月底或下月初為付息之期，則本月份行市，即應較下月份為高。今以每三個月付息一次之債券為例，每三個月付息一次之債券，屆付息之月，其本月份行市內，即含有三

個月之息金。而下月份行市內，祇含有一個月之息金。故本月份較高於下月份之差額，應約合該債券兩個月之息金。設此項差額，較低於兩個月息金之數，即為近賤遠貴，做套利時可得略優之利益。

整六債券，以每年三月一日，六月一日，九月一日，及十二月一日為付息之期。故在同一時間，二月份行市，應高於三月份行市；五月份行市，應高於六月份行市；八月及十一月份行市，應高於九月及十二月份行市。今以去年（廿三年）十一月為例，是年十一月一日，上海華商證券交易所公債市場，第二盤收盤行市，整六本月份（十一月份）為六八·〇五元，下月份為六七·二五元。兩者相差，不到該債券兩個月之息金數（整六付息五釐，兩個月息金，應為相差一元）；故為近賤遠貴，有得較優套利之可能。設照該盤行市，當時買進本月份票面一萬元，同時更賣出下月份票面一萬元，其套利利益，可照下列計算而得：

|             |   |
|-------------|---|
| 付下本月份售價     | 6805.000元                                 |
| 減去下月一日可收息金  | 150.000元                                  |
| 實付售價        | 6655.000元                                 |
| 加總紀費        | 6.805元                                    |
| 購進本月份整六共合成本 | 6661.805元                                 |
| 收入下月份售價     | 6725.000元                                 |
| 減去經紀費       | 6.725元                                    |
| 出售下月份整六共得純價 | 6718.275元                                 |
| 套利利益        | 6718.275元—6661.805元=56.47元                |
| 合月息         | $\frac{56.47}{6661.81} = .00847 = 8.48\%$ |

照上式計算，套利利益，可合月息八釐半弱。

於此更可得一公式如下：

$$\text{實得利息} = (\text{下月份買價} - \text{上月份買價}) - (\text{本月買價} - \text{上月買價}) \dots\dots (乙式)$$

惟套利時，尚有兩點，不可不加以注意者：

其一，爲套做時必先購進，再行賣出。蓋在證券交易所中，本月份及下月份，雖在同盤開做，亦並非同時舉行。時間既有先後之差，行市卽或隨有漲落。設買進後行市忽有變動，不能賣出，則暫做多頭，危險尙小。因做多頭，設購進後行市卽轉不利，尙可待交割時暫收現券，靜待時機，或可不致吃虧。倘先賣出，而不能買進，則成空頭，於交割前被迫了結，東隅之失，卽無法收之於桑榆。

其二，爲套利時，必俟近賤遠貴之機，購進本月，出售下月。決不能因近貴遠賤，而購進下月，出售本月。因出售本月，至本月底交割時，將無貨可交也。套做者倘係庫券，則本月交割時，或尙可向人暫借交貨，俟下月收回後交還，然已略負風險。倘係債券，則號碼既與抽籤還本有關，移借後決無從以同號碼之債券交還，自更有無從移借之苦矣。

(註一) 銀行或與經紀人往來有素者，可不繳證據金。

(註二) 經紀費於交割時付清，每實價百元，付經紀費一角。本月份購進實價爲五、四七五元，故應付經紀費五、四七五元；下月份出售實價爲五、五一五元，故應付經紀費五、五一五元。

(註三) 出售後，不俟交割日期，將現貨先送存交易所，是日現品提交，提交現貨後，交割已有保障，故證據金卽可收回。

(註四) 此本息七十九元，於二十八日須先墊出，於三十一日始可收回，有三天利息之損失，因爲數極微，未計入。

(註五) 買賣兩方證據金共八百元，自二十四日至二十八日利息之損失，未計入。因通常銀行及熟人托做交易，並不收任何證據金。

——二十四年一月，上海浙江興業銀行載新聞報，「經濟常識」欄——

## 第五編 國外匯兌

### 一 外匯管理

外匯管理 (Exchange Control) 爲政府經由中央銀行或其他專設機關，拘定一定方針，依據一定計劃，以干涉或控制外匯自然趨勢之一種政策。此種政策，起源於歐戰期中，而盛行於今日。

#### 一 外匯管理之起因

在國際經濟不安定之狀態下，騷擾一國對外匯市之因素，原非一端：

其一、爲國際流動資金之遷移 (Transfer of Liquid Balances) 此項資金，大抵爲暫存國內之短期外資，因其數量之鉅，來去之驟，非特於流出國有造成恐慌之可能，卽於流入國亦每生不良之影響。而此種資金之遷移，又非僅恃通常幣制自然調節作用所能控制。

其二、爲本國資金之逃避 (Flight of National Capital) 在一國經濟不安定之狀態下，其本國之資本，每有流向外國市場，另覓較安全投資途徑之趨向。此項資本之數量，又恆較上述流動資金爲鉅；其向外逃避時，足以

影響匯市，自不待言。

其三、爲匯市投機之騷擾。匯市經有力投機者之操縱，漲落失其常態，每足使經濟不安狀態，更趨嚴重。

其四、爲國際貿易之變動。貿易之變動，在常情下，原不甚驟，一經通常處置，每可安渡難關；卽一時入超過甚，亦每可藉暫時舉債，以資抵償，原並不須爲非常處置。惟自一九三一年以來，國際競爭，日趨尖銳，貿易變化，日轉劇烈，於是非常之情勢，遂不得不以非常之手段處之。

其五、爲他國外匯管理之影響。在外匯管理，日見普遍之今日，匯市變動，已早經人力之干涉。在此種情況之下，設他人皆尙控制，而我獨取放任，則在國際經濟競爭之立場上，我卽將立於至不利之地位。於是他人採取外匯管理手段，以阻礙我在彼國之發展；我卽採取同一手段，以抵銷他人在我國之優勢；以子之矛，攻子之盾，彼來我去，各謀報復，而今日外匯管理之已普遍者，因有進一步而更普遍之趨勢。

## 二 外匯管理之方式

至外匯管理採用之方式，其較直接者，如外匯之干涉 (Intervention)，外匯之限制 (Restrictions)，現金政策 (Gold Policy) 之變動，外匯清算 (Exchange Clearing) 之實行等均足。

### (子) 外匯之干涉

外匯之干涉，恆以中央銀行或其他受委機關爲主動；因中央銀行及此種機關地位之優越，於外匯之干涉，遂

亦極易得手。蓋中央銀行及此種機關，既有政府意志及無限資力爲之後盾；一方對於政府政策及內部重要消息，既較爲接近靈通，他方對於巨量資金之調遣，又非任何外匯買賣者所可比擬，故爲有效之外匯干涉，頗非難事。

#### 外匯干涉，又有自動與被動之分：

(甲)被動之外匯干涉 被動之外匯干涉，政府常處於保守地位，僅決定維持匯價於某一水準；照此預定匯價，爲無限之買進或賣出。凡有外匯出售者，倘無人願以較高價買進，無論何時，政府均可照此預定匯價，全數購入。凡欲買進外匯者，倘無人願以較低價出售，無論何時，政府均可照此預定匯價，如數售給。故在此種外匯干涉之下，市場匯價，遂不能降落至政府預定匯價之下，或高出於政府預定匯價之上。大戰時一九一六年至一九一九年間，英匯價所以常能維持於一英鎊合美金四·七六四元之水準者，即採取此種干涉方式。彼時紐約 摩根公司 (J. P. Morgan and Company) 受英政府之委託，照一英鎊合美金四·七六四元之預定匯價，隨時在紐約爲英鎊無限之買入。此項干涉需要之資金，爲數頗鉅，初時均由英運金赴美，或以美金證券抵償；一九一七年以後，則向美借款抵補。雖估價前後所費，在英金八萬萬鎊左右，而彼時英國對美匯價，終賴以維持。

(乙)自動之外匯干涉 自動之外匯干涉，政府係立於主動地位，非如被動外匯干涉之常由外匯買賣者主動，政府祇爲無限之賣出，或無限之購進。在自動外匯干涉政策之下，政府隨時自動入市場購進外匯，以增加外匯需要；或反之，自動入市場賣出外匯，以增加外匯供給。其目的，或在擡高外匯行市，或在壓低外匯行市；或在阻其跌勢，遏其漲勢，以維持政府意志中之匯價；或在處罰市場過於活躍之投機份子，市場空頭活動過甚，政府出而暫時

擡高匯價，予空頭以極大之損失，或市場多頭活動過甚，政府出而暫時壓低匯價，予多頭以絕大之打擊。蓋市場投機者過於活躍，每予市場以不循常軌之騷擾，實背政府管理外匯之意志。政府憑其雄厚之資力，往往採取自動干涉策略，出而左右市場，以肅清此種投機份子。政府亦有更進一步，採取「欲擒故縱」策略：於處罰空頭，擡高匯價之前，先乘勢抑低匯價，助長空頭氣餒；於處罰多頭，壓低匯價之前，先乘勢擡高匯價，助長多頭氣餒，然後用「疾雷不及掩耳」之法，一鼓殲滅之者，一九三一年至一九三二年間，意大利銀行(Bank of Italy)，利用此策，屢予投機者以打擊。此外如大戰後德國之維持馬克，亦採用自動干涉；惟至一九二三年至一九二四年間，始漸見成效。一九二四年至一九二六年間，法政府之干涉法郎，亦偏於自動。總之外匯之自動干涉，於過去金融史上，實例頗多也。

### (丑)外匯之限制

外匯限制之方式頗多，如(甲)資金外流之限制，(乙)外匯購買之限制，(丙)外幣保有之限制，(丁)債務清償之限制，皆屬之。外匯限制之有否成效，不僅恃規定之嚴密，更有賴執行之切實。倘能得金融界及公眾之諒解合作，見效尤著。如在俄，則外匯「暗盤」(Black Bourse)之活動，已大為減少；在德在意，對於外匯限制之遵守，更為顯著。

至其執行方式，亦並不一致：如在意則外匯限制，並不完全恃政府之立法，有時雖僅為一種非正式之默契，而犯者輒被視為妨害公眾利益。如在英，則以全權付諸銀行，外匯交易之是否有背規定，悉聽銀行之公斷，政府並不過問。設各銀行能一律認真執行，此法確頗能收效；惟事實上執行寬嚴，不無出入，流弊遂不能免。如在美，則雖亦以



執行權付諸銀行，然同時政府仍加以監督，從執行成效立場言，確為較進步之一法。

(甲)資金外流之限制 阻止資金外流之有效方法，除對於有移資嫌疑之外匯購買，一律加以拒絕外，如有價證券，銀行兌換券，及金銀之出口，亦大都應加以限制。蓋有價證券，為資金之代表，有價證券出口後，可以在國外出售，即以售得之款，轉存國外，自屬資金外流；兌換券出口後，可以易購外幣，再由外人運入兌現或購貨，亦屬資金外流；至金銀出口之為資金外流，更無論矣。

為限制有價證券及兌換券出口更有效起見，政府每同時限制此項有價證券及兌換券之進口。蓋限制其進口，正所以限制其國外之銷路；證券既不能由國外復運入轉售，鈔券既不能由國外復運入兌現或購貨，則國外收受者，即有相當顧慮也。

限制資金外流，頗有對於國內外僑另加較嚴規定者：如限制外僑購買外匯，限制銀行代理外僑買賣外匯，限制銀行承做外僑放款等均是。外僑既非本國人民，其所有資金，有緊急時頗有全部移匯國外之可能，故有時非特加限制不可。

(乙)外匯購買之限制 對於移資出國之外匯購買，應加取締，已如上述。惟在外匯管理之下，即正式進口商人之外匯購買，有時亦應加以相當限制：如(一)對於奢侈品或其他不急需品之進口商，完全拒絕其購買外匯；或(二)對於不急需品之進口商，緩發「准購證」，俟確知匯票供給有餘時，始再發給；或(三)於「准購證」之分配成分，預定「限額」(Quotas)均是。

(丙) 外幣保有之限制 國人保有外幣者，大抵除出口商隨時以貨物易得者外，即國人在國外存款者，及國外投資者。在外匯管理下，雖間有強迫出口商以貨物所易得之外幣，全部交出者；然出口商規避之方法頗多，切實執行，殊非易事。故實際上政府每僅規定出口商交出其以貨物所易得外幣之一部，而聽其保存一部，為採購進口貨之用。至強迫國外存款者及投資者交出其存款及證券，則實行者已數見不鮮。如大戰時，英國對於美幣證券之徵收，即其實例。大戰時，德國對於外幣之徵收，規定尤嚴。凡保有外幣而不報告及交出者，得科以「經濟叛逆」(Economic Treason) 之罪，其處罰為長期徒刑，及財產充公。

(丁) 債務清償之限制 限制國外債務清償之方式，以「封存帳項」(Blocked Accounts) 為最能收效。此制實創始於德國：一九三一年七月，德國因受資金外流之影響，先採取所謂「休止協定」(Standstill Agreement)，由德國債務人與國外債權人互相協訂：凡債務之利息，雖仍得調出國外，而一切短期債務之資金，則暫時不能提出。此項封存帳項，由德國金貼現銀行 (Gold Discount Bank) 為之管理；國外債權人對於在德封存帳項，祇能為有限之運用，或以購買或輸出特種貨物，或以投資於特種證券及地產，其限制隨債權之性質，及來源而異。故於普通馬克之外，平添不兌現之馬克多種。如所謂「登記馬克」(Registered Mark)，「信用馬克」(Credit Mark)，「證券馬克」(Security Mark) 及「息票馬克」(Seribs) 均是。通常「登記馬克」祇可充外人在德游歷之用，「信用馬克」祇可充輸出特種貨物之用，「證券馬克」祇可充購買德國證券之用，而「息票馬克」則為長期債務付息時所發出。各種馬克之用度，雖經規定，惟經當局之特許，亦仍可隨時變通。除德國外，

如匈牙利 (Hungary), 羅馬尼亞 (Roumania), 南斯拉夫 (Yugoslavia), 希臘 (Greece) 均曾採用此種「封  
存帳項」制度。

#### (寅) 現金政策之變通

在常情下，金本位國欲維持其匯價上之安定，常預定一金塊買賣行市；政府常願照此行市，為金塊之無限購入及為金塊之無限出售，使本國匯價與金塊，常維持一固定之平價；外匯行市，受其牽制，遂亦不致過漲或過落，故政府穩定其買賣金塊之官價，即所以穩定其對外之匯價。

由此推論，設政府欲壓低或擡高其對外匯價，亦可由擡高或壓低其買賣金塊之官價入手。此項官價之移動，即匯價對金塊平價之移動；壓低金價，其反響為幣值之擡高；擡高金價，其反響為幣值之壓低，故政府改變其買賣金塊之官價，即所以改變其對外之匯價。於是所謂「現金政策」，遂為外匯管理中之重要方式。

美國於一九三三年十月所採行之「現金政策」，即可引為實例。美元與金塊平價，原為金塊每盎斯合美金二十元零六角七分；十月中，美國國內金塊購價，每盎斯已為九元八角，至十月念五日，即被提高至三十一元三角六分；以後又繼續提高，至十二月十八日，已上升至三十四元零六分。美政府同時更於國外倫敦、巴黎等處，賣出美元，購進金塊，十二月二十一日，計購進合值美金五千萬之金塊，於是美元繼續被壓，幣值隨落。至一九三四年二月，購金官價，提高至三十五元，同時遂有減低金元成色百分之四十之舉，而美金貶價 (Devaluation) 之計劃，遂告成功。美國壓低幣值之進展，有賴於「現金政策」之運用，事實蓋頗為顯著。

## (卯) 外匯清算之實行

外匯清算，亦爲近數年產生之新制度，爲一種不經外匯手續，而由當事國中央銀行，或特種機關，以各該本國貨幣，互相清算其一切國際貸借之方法。

此制實創始於匈牙利及瑞士 (*Switzerland*)，一九三一年十一月，匈牙利與瑞士成立破天荒之外匯清算協定。自協定成立後，瑞進口商付匈貨價時，不必另購匈匯，可即以瑞幣 (*Swiss Francs*) 繳存瑞士國家銀行 (*Swiss National Bank*) 特戶，此項特戶，由銀行管理，專備匈商進瑞貨時付款抵償之用。故瑞出口商對匈所應收之貨款，亦並不賴匯票之授受，可即由銀行特戶，以瑞本國幣支付。反之，匈進口商付瑞貨價時，亦不必另購瑞匯，可即以匈幣 (*Penjos*) 繳存匈牙利國家銀行 (*Hungarian National Bank*) 特戶，專備瑞商進匈貨時付款抵償之用。此後瑞國出口商，即不再以外匯方式，直接向匈國進口商收款，而改以劃帳方式，間接向瑞本國進口商收款。反之，匈出口商向瑞商應收之貨款，亦改由匈本國進口商所繳存於本國國家銀行之特戶支付，而不須再爲外匯之買賣。匈、瑞兩國間，因有此項協定之存在，國際貿易之發展，遂日趨平衡。

瑞士自與匈訂定協定後，不數週間，又與奧大利 (*Austria*) 訂立同類協定；一九三二年，更相繼與南斯拉夫及保加利亞 (*Bulgaria*) 訂約；一九三三年，復與羅馬尼亞、希臘、土耳其 (*Turkey*) 等訂約；一九三四年，與智利 (*Chile*)、阿根廷 (*Argentina*) 訂約，他方面匈牙利亦相繼與法、德、意、盧森堡 (*Belgs Luxembourg Union*)、奧大利、捷克 (*Czecho Slovakia*)、保加利亞及土耳其等九國訂約。自後逐漸推廣，歐洲多數國家，遂皆訂有匯兌

清算協定矣。

至外匯管理較間接之方式，如直接限制進口，獎勵出口，期改善國際貿易地位，以間接影響匯價；或直接禁止國外放款，限制國外投資，期改善國際借貸狀態，以間接影響匯價等，均爲一二十年來久已推行之方式，茲從略。

### 三 外匯管理在我國

外匯管理在吾國，曾一度頗受各方之注意；且政府爲緊急之應付，事實上年來亦曾數度爲外匯管理之試行：如（甲）標金結價辦法之重訂，（乙）中央銀行外匯掛牌之提早，（丙）外匯投機買賣之取締，（丁）銀出口平衡稅之加征，（戊）外匯平市委員會之設立，（己）外行「紳士協定」之成立，（庚）領袖銀行實際之聯合等，或尙爲外匯管理之準標，或已爲外匯管理之實施，雖收效或未能盡如預期，而政府傾向於外匯管理之意志，由此似已不無線索可尋。

（一）標金結價辦法之重訂 念三年九月八日，政府有取締標金投機之明令，規定「所有新做交易，應用現金交割，不得再用外匯結價。」後幾經討論，始決定於十月十五日起，將標金買賣結價，由美元匯價，改以中央銀行海關金單位掛牌爲標準。（註一）蓋自美國施行禁金後，美國幣值日跌，標金結價，倘以美金爲根據，則標金行市，將仍隨此在人力控制下之美匯爲上落；至關金行市，則係根據倫敦金價計算。（註二）而倫敦金市，則係根據對法匯價（因法仍維持金本位）計算。（註三）故標金改用關金結價，即不啻改用現金結價，直接足以穩定標金之行市，

間接即足以穩定外匯之行市；且關金行市之開出全權，既屬諸中央銀行，則由關金行市，直接以操縱金市，間接以影響外匯，其權亦即移歸中央銀行掌握，自非若美匯行市之向聽匯豐掛牌，唯外行之馬首是瞻，在在須仰人鼻息者所可同日語也。

(二)中央銀行外匯掛牌之提早 匯豐外匯行市之掛牌，向於每早九時半始行開出。蓋匯豐掛牌中，有香港匯市一項，非至該時，來電不能到達也。從前匯豐，向執上海匯市牛耳，全市場外匯行市，悉視匯豐掛牌為轉移；即標金結價，從前亦以匯豐掛牌之美匯為標準。故匯豐掛牌，頗有左右上海匯市力量。目標金改以關金結價後，中央銀行控制匯市力量，原已大見增加；而中央銀行之掛牌，向注重關金英匯等數重要行市；因上海、倫敦間，有八小時相差關係（上海早八小時），上海原僅能用倫敦前一日之行市，此項行市電報，例於每日開市前，早已到達上海。中央銀行既不須等待當日港匯電報，因定自念三年九月十一日起，每日將關金英匯等行市，提早於每晨九時開出。因較匯豐早開半小時關係，遂漸成為市場上匯市之標準。匯豐雖仍按時照開其向有各掛牌行市，而事實上已成牛後，其先聲早已為中央掛牌所奪。每日掛牌權之收回，實增加中央銀行外匯控制力不少。

(三)外匯投機買賣之取締 念三年九月九日，財政部明令取締外匯投機，規定所有外匯交易，除「(一)合法及通常所必需者，(二)本年九月八日以前訂有契約者，(三)旅行費用，或其他私人需要者」外，自即日起，一律暫行停止。惟終以實施困難，並未按令執行。蓋上海匯市，事實上向以投機交易居絕對多數；有投機交易之存在，斯有「繼續市場」(Continuous Market)之存在；而外匯漲落，方可不致過激。設僅藉此少數之商業交易，買賣平

衡，恐即不易維持。遇進口或出口單方面劇繁季節，供求偏重一方，或引起重大變化，致市況呈激漲激落之象，因而反礙及正常貿易之發展，推想中亦似頗有可能。總之，在現狀下，匯市投機完全取締後，市況變化，將至若何程度，頗不易爲事前之推測。政府亦恐牽涉太大，未予切實施行。然政府側重外匯限制之意志，則由此可見。將來中央銀行實力漸充，控制力量逐漸加厚，彼時有限制外匯需要時，恐政府爲進一步之實際管理，亦非不可能之舉。

(四) 銀出口平衡稅之加徵 財政部於念三年十月十五日，又公佈自即日起，加徵銀出口稅及平衡稅，其稅率如下：

(甲) 銀本位幣，徵出口稅百分之七·七五。

(乙) 大條寶銀及其他銀類，徵出口稅百分之十。

(丙) 如倫敦銀價折合上海匯兌比價（即英匯「平價」）與中央銀行當日照市核定匯價（即英匯「市價」）相差之數，除繳納上述出口稅，而仍有不足時，應按其不足之數，加徵平衡稅。

換言之，即除有定率之銀出口稅外，並加徵無定率之平衡稅。自後國外銀價高於國內銀價之差額，倘徵足平衡稅，即將全部爲之補平。雖事業上除推行最初數日，曾確實徵足平衡稅，將全部差額補平外，自後逐日平衡稅，迄未按差額十足徵收。然其隔離國內外銀價關係之作用，則已頗著成效。蓋自實行徵收銀稅以後，國外銀市與國內銀價間，即有一種堤防——有伸縮之堤防——之存在，國內外銀價間，以銀稅堤防爲之緩衝，自後國內外銀價，可以不必相同；易言之，即可以常有差額之存在。此後世界銀市，繼續提高，國內銀價，即隨之提高，至少亦可減少其提

高之程度（即不隨世界銀價，為同程度之提高。）其結果，有壓低國內銀價之效力，即直接有壓低國幣價值之效力，亦即間接有擡高外幣價值，緩和外匯「放長」趨勢之效力。論者每視加徵銀稅，為政府管理外匯之重要步驟，實不為無見。

（五）外匯平市委員會之設立。外匯平市委員會，正式成立於念三年十月十九日，由中央、中國、交通三銀行，照四、四、二之比例，籌集基金一萬萬元。委員會唯一之任務，在視市面之情形，平衡匯市，即隨時酌量以「買進」方法，阻匯市之跌勢，以「賣出」方法，阻匯市之漲勢，務使匯價安定，無過漲過落之弊。據十月念三日所頒佈之組織大綱，該會之主要職權，有如下例：

（甲）核定每日應繳白銀平衡稅之標準。

（乙）為適應市面起見，該會得委托中央銀行，買賣外匯與生金銀。

（丙）必要時得委托中央銀行，為金銀之輸出或輸入。

該會既專為平衡匯市而設，且自成立後，頗能實際酌行平衡之工作，因之每日中央銀行之買進或賣出，遂為一時外匯經營者所重視。此項委員會之設立，為政府管理外匯之初步實際試行，似可無疑義。

（六）外行「紳士協定」之成立。念四年四月十六日，上海外商各銀行所合組之國際銀行公會，曾開臨時大會，當時有二十五外行經理出席，討論金融問題。除報告與我國宋子文氏商討安定金融辦法之經過外，並成立一種「紳士協定」，計包含兩項：



(甲)自即日起，在相當時期內，會員各銀行自動停止現銀出口。

(乙)與各銀行有關係之商行，如有連銀出口者，由各有關係之銀行勸告停運。

此項協定，雖僅為所謂「紳士協定」，且祇限於連銀出口一事，似與外匯管理，關係甚微。然而全體上海外商銀行，表示取一致步驟，與中國金融界切實合作，尚為創舉，確為深堪注意之事。蓋在中國現狀下，外行於上海匯市，似仍占優勢，吾國此時，既尚無此實力以強制外行就我範圍，則為目前計，為暫時計，捨設法取得各外行之合作外，殊無他途。就過去數月匯市情狀，一為觀察，外行於匯市各方面，似頗能與吾國領袖銀行取一致態度。在現狀下，外行合作，既為吾國管理外匯必要之條件，則今日取得外行合作，至少亦可視為除去將來進一步施行外匯管理時之一重障礙也。

(七)領袖銀行實際之聯合 中央、中國、交通三行，向處吾國金融業領袖地位；往歲交通之改組，與最近中國之改組，均足以促成三行更密切之關係。此種實際之聯合，確能增加領袖銀行管理市場之力量。推行外匯管理，原非易事，而厚樹領袖銀行本身實力，與漸培領袖銀行控制機能，確為要着。此雖無關於外匯管理之實施，然至少亦應視為外匯管理之必要準備。

總之，吾國在現狀下，欲言外匯管理，原極困難；如貨幣本位問題，財政平衡問題，貿易入超問題，金融組織問題，外商銀行問題等，均與實施外匯管理有密切關係，甚或為實施外匯管理之先決條件。不過近年來政府對於管理外匯之措施，置棋布局，又似不無跡象可尋。雖府政意志，不易預測，施行成效，不易預期，然而未雨綢繆，似終勝於臨

為掘井。以事前準備為多事者，實未見其可。(註四)

(註一) 標金關金折合之定數，算式如下：

若十兩金 = 標金1條

標金1條 = 市平10兩(成色.978)

市平1兩 = 482.26英釐

1英釐 = .0648公分

.601866公分 = 1兩金

$$\frac{10 \times .978 \times 482.26 \times .0648}{.601866} = 507.80 \text{ (兩金)}$$

意即標金一條，可折合關金五〇七·八〇單位。例如：四年六月五日新聞報登載中央銀行前一日——六月四日——所開出之關金行市，為國幣一·六三八元，同時所開之「上海標金標準」為國幣八三二元。此項標準，即係以當日關金行市一·六三八元乘定數五〇七·八〇而得。

$$1.638 \times 507.80 = 831.7764$$

(註二) 根據倫敦金塊行市所算出之關金英鎊定數為·〇一九三五，其算式如下：

若干英鎊 = 1兩金

1兩金 = .601866公分

.0648公分 = 1英釐

480英釐 = 1盎司

1盎司金 = 倫敦金塊價

$$\frac{.601866}{.0645 \times 480} = .01935 \text{ 定數}$$

以此定數乘當日倫敦金塊價，即得關金英幣間平價。設仍以念四年六月五日新聞報所登前一日倫敦金塊價七鎊二先令（合一七〇四辨士）為例，則四日關金每一單位，當合值英幣三二·九七二四便士。 $.01935 \times 1704 = 32.9724$ 便士。而當日上海對英電匯，為每國幣一元合一先令八·一二五辨士（合二〇·一二五辨士），則關金合值國幣之數，自可以英匯行市除關金英匯平價而得。

$$\frac{\text{關金英匯平價} = 32.9724}{\text{上海英匯市價} = 20.125} = 1.638 \text{ 國幣（關金行市）}$$

故同日新聞報所公佈之關金行市，亦為一·六三八元。

（註三）倫敦金市，係根據倫敦對巴黎電匯行市計算。例如倫敦對法電匯為七四·三〇法郎，則金價即應為七鎊二先令。列算如下：

若干英鎊 = 1 盤算純金

$$1 \text{ 盤算} = 31.1035 \text{ 公分}$$

$$6.55 \text{ 公分（皮包，900）} = 100 \text{ 法郎}$$

$$\times \text{法郎（純金）} = 1 \text{ 英鎊}$$

$$\frac{31.1035 \times 100}{6.55 \times 900} = 527.625 \text{ 定數}$$

$$\frac{\text{定數} = 527.625}{\text{巴黎電匯} = 74.30} = 7.1 \text{ 鎊} = 7 \text{ 鎊} 2 \text{ 先令（倫敦金價）}$$

（註四）新貨幣政策下之外匯管理，請參看本書第一篇，吾國新貨幣政策之分析。

——二十四年六月，上海浙江興業銀行載新聞報「經濟常識」欄——

## 一 『平價』定數』與連鎖法

在討論吾國外匯標金及銀價之各論文中，每有引用連鎖法，以求得所謂『定數』(Constant)，更從而求得所謂『平價』(Parity)者。計算雖極簡單，而公式成列，每為常人所不甚了解。茲當先述連鎖之算法，更進而述『定數』及『平價』之意義。

計算『定數』所用之連鎖法，實即吾人於算術中所常習之連鎖比例。今先舉通常連鎖比例算題一則如下，以便說明。

『銅子十枚，可買鮮橘一枚。而鮮橘一枚之價，等於香蕉兩枚之價；香蕉十枚之價，等於蘋果三枚之價；蘋果六枚之價，等於白梨五枚之價，問白梨一枚，值銅子若干？』

試先以上題所舉各點，依次排列如下。

10銅子 = 1鮮橘

1鮮橘 = 2香蕉

10香蕉 = 3蘋果

6蘋果 = 5白梨

1白梨 = 若干銅子

更依次顛倒列之，即成所謂連鎖式：

若干銅子 = 1白梨

5白梨 = 2蘋果

3蘋果 = 10香蕉

2香蕉 = 1鮮橘

1鮮橘 = 10銅子

根據上式，可得定例兩點：一為連鎖式中首尾兩數，必為同一單位，如上式中之首尾單位，均為銅元是；二為連鎖式中毗連兩數，亦必為同一單位，如上式中第一行之右端單位為白梨，則其毗連第二行之左端單位，亦必為白梨是。

至其推算方法，則以上式右端各數之積為分子；左端各數之積為分母；兩數相除，所得結果，即為答數。

$$\frac{1 \times 6 \times 10 \times 1 \times 10}{5 \times 3 \times 2 \times 1} = \frac{600}{30} = 20 \text{銅子 (白梨一枚所值銅子數)}$$

由此可知，在上題所假定鮮橘、香蕉、蘋果、及白梨間之關係下，而每枚鮮橘設值銅子十枚，則每枚白梨，即應值銅子二十枚。

由此更可知，設照上題所假定鮮橘、香蕉、蘋果、及白梨間之關係，並無變動。則每枚白梨之市價，將常隨鮮橘市

價之變動而變動。故於上列公式中，僅鮮橘之市價爲『變數』而其他均爲『不變數』。此項『不變數』既不變動，則吾人爲計算便利起見，似可將此項『不變數』之關係，先加算出，使成一單純數字，此項代表『不變數』之單純數字，即爲吾人所常稱之『定數』。照上例，白梨與鮮橘之『定數』，即應爲二，如下式：

$$\frac{1 \times 6 \times 10 \times 1}{5 \times 3 \times 2 \times 1} = \frac{60}{30} = 2 \text{ (定數)}$$

在此種固定關係下，設今日鮮橘市價爲銅元十枚，可即以一〇乘此『定數』，其結果，爲白梨應值銅元二十枚。

$$10 \text{ 銅元 (鮮橘市價)} \times 2 \text{ (定數)} = 20 \text{ 銅元 (白梨應合市價)}$$

設明日鮮橘市價爲銅元十一枚，即可以一一乘此『數』(11 × 2 = 22)，其結果，爲白梨應值銅元二十二枚。此項一方根據鮮橘、香蕉、蘋果、白梨間比價，他方根據鮮橘市價，所算出之白梨應合價，即爲白梨對鮮橘之『平價』。今日鮮橘市價，爲銅元十枚，則以之爲根據，可算出白梨『平價』，應爲銅元二十枚。惟設今日因當地白梨之需要增加，或其他原因，致白梨之市價爲銅元二十一枚，或二十二枚，高出於理論『平價』之上，吾人對於此種情形，稱之曰：市價高於『平價』。反之，設當日因種種原因，致白梨之市價，僅爲十九枚，或十八枚，在理論『平價』之下，吾人即稱之曰：市價低於『平價』。

引用此項白梨對鮮橘『平價』之計算方式，而吾國銀價標金間，標金外匯間，銀價外匯間，以及其他類似『平價』之計算，不難迎刃而解。

今試以根據倫敦銀價所算出之對英外匯『平價』為例。其算題當如下式：

『某日倫敦銀價，每標準銀一盎斯，為二十四便士。而倫敦標準銀之成色為·九二五，即每盎斯標準銀中，僅含有純銀·九二五盎斯。以盎斯合公分，每一盎斯可合三一·一〇三五公分。而吾國每一國幣所含純銀，依照銀本位幣鑄造條例之規定，為二三·四九三四四八公分，問照倫敦銀價計算，當日吾國英匯，每國幣一元，應可換便士若干？』

上題列成連鎖，可成下式：

若干便士 = 1國幣

1國幣 = 23.493448公分純銀

31.1035 公分純銀 = 1盎斯純銀

.925盎斯純銀 = 1盎斯標準銀

1盎斯標準銀 = 24便士 (倫敦銀價)

上式除末項倫敦銀價，逐日有變動外，其餘均為『不變動』。故設先以此項『不變動』化為一單純之數字，則吾人即得對英外匯之『定數』。

$$\frac{1 \times 23.493448 \times 1 \times 1}{1 \times 31.1035 \times .925 \times 1} = \frac{23.493448}{28.770738} = .8165744 \text{ (定數)}$$

設某日之倫敦銀價，為二十四便士，則以之乘『定數』·八一六五七四四，即得對英外匯『平價』為一九

又八分之五便士：

$$24 \times .8165744 = 19.5977856 = 19\frac{5}{8}\text{便士}$$

此項對英『平價』在常情下，於理論上，應與當日英匯市價相同。惟因種種原因，實際英匯市價，有時或低於此項『平價』；有時或高於此項『平價』。設市價低於『平價』，假定其僅爲一七又八分之五便士，則與『平價』一九又八分之五便士較，每國幣一元相差二便士，卽市價低於『平價』達二便士。換言之，卽以同一國幣，照倫敦銀價計算，在倫敦市場應可購得英匯一九又八分之五便士。而在外國外匯市場，實際祇可換得英幣一七又八分之五便士。更申言之，卽同一國幣，在國外其值較高，在國內其值較低。在此種情形下，設在上海賣出英匯，收進國幣，當時卽電倫敦，託代賣出遠期白銀，待日後將國幣運英交貨，頗有贏利可圖。故外匯在市價低於『平價』之情狀下，吾國白銀，卽有流出國外之勢。反之，外匯在市價高於『平價』之情狀下，國外白銀，卽有流入吾國之勢。

此外如銀價標金間，標金外匯間，銀價與美日法各外匯間之『定數』及『平價』均可以連鎖式推求而得，舉一反三，是在讀者。



## 三 外匯信用證書述概

國際付款方法，原有兩種：一爲「匯付」(Remittance)，一爲「出票」(Draw Bill)。例如紐約美出口商，售貨值美金一萬元於上海華進口商，若用「匯付」方法，則應由華進口商向上海任何經營外匯之銀行，購買面額美金一萬元之匯票一紙，直接郵寄紐約美出口商。美出口商即可持此匯票，向匯票上指定之紐約銀行取款。而此華商欠美商之貨價美金一萬元，藉以償清。倘用「出票」方法，則應由債權人對債務人出一匯票，向之索款；故應由美出口商於貨物發出時，同時對華進口商出立面額美金一萬元之匯票一紙，命華進口商於一定日期付款於持票人或指定人，如華進口商允加承受付款，則須於匯票簽字，是曰「承兌」(Acceptance)。匯票承兌後，仍交還美出口商，俟到期日，再向華進口商憑票兌現。而此華商欠美商之貨款美金一萬元，亦即結清。

不過，此種國際清償方法，事實上均略有困難。「匯付」方法，手續雖極簡便，然一方面貨未收到前，購貨者決不願先匯貨價。同時另一方面，貨款未有相當保障以前，售貨者又不願先交貨物。故實際上除普通小額匯款，帳尾清理及非商業之小額匯款外，「匯票」方法，於國際大宗清償，並不適用。至純粹商家之「出票」，又另有其困難。因此種匯票，係一國出口商對他國進口商所發出，出票者既爲商號，承兌者亦爲商號，其信用較爲薄弱，其出售因之困難。即能出售，亦必折扣較高，損失較大。爲免除或減輕此種不便，並圖國際貿易之安全與發展計，於是山銀行

出而介乎出口商與進口商之間，以作信用之保證。而外匯之「商業信用證書」(Commercial Letter of Credit) 因之發生。

商業信用證書者，即由購貨人——即付款人——請求當地銀行或請轉託其他銀行所發出之一種證明付款人信用之書件。發出證書之銀行，亦有進而以付款人自居，使對方不必問真正付款人之信用者。此則完全用銀行信用以替代商業信用，連用上尤為便利。

商業信用證書，種種頗繁，大別之可分為六種：(一) 確認銀行信用證書 (Confirmed Banker's Credit) (二) 不確認銀行信用證書 (Unconfirmed Banker's Credit) (三) 不改變信用證書 (Irrevocable Credit) (四) 純信用證書 (Clean Credit) (五) 押匯信用證書 (Documentary Credit) 及 (六) 循環信用證書 (Revolving Credit)。

確認銀行信用證書，在吾國出口押匯中，使用頗多。此項證書，由銀行代進口商發出，而以他國出口商為收受人，大都包含下列要件：(一) 保證金額，例如「以一萬鎊為限」(Up to an aggregate of Ten Thousand Pounds Sterling) (二) 匯票期限，例如「見票後九十日」(At Ninety Days Sight) (三) 貨物名稱及卸貨地點，例如「計棉織品一批，至上海卸貨」(Against Shipment of Cotton Goods to Shanghai) (四) 附帶單據，例如「發票、領單、提單、保險單、應隨同匯票」(Commercial Invoice, Consular Invoice, Bills of Lading and Insurance Certificates to accompany Drafts) (五) 確認付款及證書時效，例如「凡根據本證書

於一九三五年八月十日以前發出及售出之匯票……敝處當按期付款」(We hereby agree with bona fide holders that all drafts drawn by virtue of this credit…… shall meet with due honor upon presentation at—, if drawn and negotiated on or before August 10, 1935) 今更舉例以明此項確認銀行信用證書之運用：例如倫敦進口商甲，向上海出口商乙，定購價值五千鎊之茶葉一批，約定見票後六十日，以英鎊付款。為便利交易起見，甲可於事前先向倫敦匯豐分行，商出確認銀行信用證書，郵寄上海乙。乙收到此項證書後，即可陸續收貨運英，同時依照此項證書上所限定之金額及其他規定條件，發出匯票，赴平日向有往來之上海中國銀行，售易現款，或轉入本人往來戶。中國銀行購得此項匯票後，即郵寄倫敦，請匯豐承兌，並於六十日後到期日，向匯豐收款。事實上甲與匯豐間，自亦訂有契約：大致於匯票到期日前，甲應先籌款償還匯豐，始可領得提單，陸續取貨。而匯豐方面，可即以甲所交還之款，於到期日收回匯票。故最後之付款人，仍為實際債務人之倫敦進口商甲，不過銀行憑貨物為抵押，從中以確認銀行信用證書為之保證。而兩地間之交易，較多保障，因亦較易成立。

不確認銀行信用證書，為未經付款銀行之確認，即行使用之信用證書。其產生情形，不外兩種：(一)例如倫敦進口商甲，向上海出口商乙，定購吾國商品一批，請倫敦美德蘭銀行(London Midland Bank)為之承兌，並請該行通知匯豐之倫敦分行，請轉託匯豐之上海分行，購買此項出口商乙對美德蘭銀行所發出之匯票。在此種情形下，美德蘭銀行事實上確亦承兌，且到期付款；而信用證書上，則並未明載付款之確認或保證。(二)進口商甲亦可不向美德蘭銀行按洽，而逕往匯豐倫敦分行，請求轉知滬行，買取上海出口商乙對美德蘭銀行所發之匯票。同

時於另一方面，請求美德蘭銀行承兌此項匯票。至到期付款，實際上仍應由進口商甲於到期日前，先行解交；銀行仍不過憑藉貨物，從中爲之保證也。

不改變信用證書，爲一種於證書內註明，「不得中途變更」之信用證書。此項證書，一經發出，祇得俟該證書之期限與金額，爲自然之消滅。發出銀行，不能於金額未用盡以前，或期限未失效以前，擅加取消。蓋上海出口商接得倫敦進口商之定貨單與信用證書後，所定貨物，或已在製造，或正在裝運。設斯時倫敦進口商忽因市價驟落或其他原因，取消契約，則上海出口商必隨蒙莫大之損失。故通常出口商爲增加保障計，大都歡迎不改變信用證書。不過事實上銀行對於所發出之任何信用證書，恆竭力維持其信用，在常情下，決不致有改變或取消等事發生。惟經明白註明之不改變信用證書，保障自更爲確實。故從出口商立場言之，爲安全計，終以獲得不改變信用證書爲宜。至此項證書明白註明之文字，則大致除載明 (Irrevocable Letter of Credit) 字樣外，條文中尚有 (This letter is irrevocable) 文字之記載。

純信用證書，爲不附帶提單，允許出口商單獨發出匯票之一種信用證書。此種信用證書，與普通信用證書異。普通信用證書，大致均規定所有提單及其他單據，應隨同匯票，送由出立證書銀行承兌。故承兌銀行，一方承受兌現，負到期付款之責任；他方執有貨物，爲到期付款之保障。而純信用證書則不然；純信用證書下之匯票，不附帶提單（提單可逕寄進口商）。因之亦並無貨物爲之抵押，危險較大。銀行非對於最有信用之老主顧，或有其他抵押品或保證人，不輕易發行此種證書。

押匯信用證書，與不確認信用證書略同。其所異者，即在不確認信用證書下所出之匯票，其承兌及付款，均爲銀行。而在押匯信用證書下所出之匯票，其付款人，則爲進口商。不過付款人雖明載爲進口商，而提單等取貨憑證，則仍並不直接寄交進口商。大致仍由買入匯票銀行，將全部單據寄交發行證書之銀行，再由發行銀行，與進口商接洽，決定付款辦法，或付清貨款後，始行將提單交出。銀行對於此項證書，有隨時取消之權。故在此種證書下發出之匯票，非至確實付款後，隨時仍有發生意外之可能。然此種證書，自進口商立場言之，頗爲便利，故流行亦廣。

循環信用證書，爲於一定條件下，可往復循環，繼續發出匯票之一種信用證書。其證書表面所載之金額，雖有一定之限度，而在一定條件下，可週流不息，使用無限之信用。至所謂一定條件，即發行匯票時之相當限制，其種類有四：（一）允許出口商於若干金額限度內，可隨時發出一一次或多次之匯票。惟一滿限度，即須俟已發出之匯票到期付款後，方可再發。總之，不論何時，其未付匯票之金額，不得超過信用證書內所定之限度。（二）限定出口商一次發出若干金額以內之匯票，須俟該匯票到期付款後，方可再發。第二紙限額以內之匯票。（三）限定出口商一次發若干金額之匯票，第一次發出後，即可發第二次；惟每次金額，均須等於信用證書之限定。（四）限定出口商每月或每週發票之金額，至是否一次發出，或分多次發出，則在所不問。

外匯所用之銀行信用證書，大致已盡於此。各類證書，性質容有不同，而其目的之在便利國際貿易則一。總之，國際貿易，確有其特殊之困難，買賣雙方，距離遠隔，兩方信用，不易互悉；進口商固不願先行付價，出口商亦不願先裝貨物，根本交易即不易成立。且商人貿易，全恃資金週轉之靈活。一方先行付價，坐待一二月貨物始能運到，固所

不願；而他方先裝貨物，坐待一二月貨物達到後再收貨價，亦勢有不能。國際商業承兌匯票之產生，雖仍可以減少此種困難之一部，然因其信用較弱，不易出售，出口商仍每有不易融通資金之苦。惟有銀行信用證書之匯票，則承兌人及付款人多為銀行，至少付款之信用，為銀行所保證。故在常情下，決無到期拒絕付款之虞。其信用既優，其流動自易，而國際貿易亦賴以易於發展。故信用證書，確為外匯上一種最重要之工具也。

——二十四年八月，上海浙江興業銀行，載新聞報，「經濟常識」欄——

## 第六編 白銀問題

### 一 美國白銀政策及其對我國之影響

最近兩年來，吾國受銀市劇變之影響，先之以巨量銀貨之外流，繼之以經濟恐慌之侵襲，危機急迫，舉國震動；推原其故，實莫非美國之白銀政策，爲之厲階。於是所謂「美國白銀政策」，遂深爲國人所注意。最近雖因國際環境之變更，美國對此項政策之推行，暫時轉趨沉寂。然就此種一時之弛緩，卽斷爲美國放棄白銀政策之朕兆，則又未免言之過早。此美國白銀政策，於現狀下，所以仍有一加探索之價值也。

#### 一 美國白銀政策之過程

美國爲產銀國家，自民國十九年世界銀市日形衰落以來，美國產銀者，備受打擊。美國國會中，向有「白銀派」議員，代表此產銀者之利益。在胡佛總統時代，已常有種種白銀提案；惟均未蒙接受。二十一年冬，民主黨選舉勝利，羅斯福就任總統，白銀派乃益見活躍。白銀提案，紛然雜陳；再接再厲，終獲勝利。自二十二年初起，迄今僅及三年，而美國對於提高銀價所經之過程，推陳出新，頗多足述。

(一)重鑄銀幣提案之失敗 二十二年初，重鑄銀幣之議案，即曾提出於國會；當時爲五十六對十八之反對票所擱置。同年四月十七日，重提此議，並規定金銀法定比價爲十六與一；又以四十三票對三十三票遭否決。但當時一部份投反對票者，對於加鑄銀幣，已不如從前之抱決絕反對態度。徒覺不宜過於倉卒，擬稍加延擱，以便審察情形，再定取捨。(註一) 故此初次提案，雖經失敗，而反對力量之逐漸減少，則已見預示。

(二)農業救濟法中之規定 二十二年五月，國會所通過之農業救濟法案(Farm Relief Act of 1933)其主要目的，雖在救濟農產物之價格；而其中涉及白銀之重要規定，計有兩端：(一)授予總統以製定金銀比價，並根據此項比價無限鑄造金銀幣之權。實際上不啻授予總統以隨時施行複本位之權。(二)授權總統於該法通過後六個月內，對於他國債還戰債之本息，可接受白銀。(註二)

(三)倫敦白銀協定之成立 倫敦白銀協定(London agreement on silver)爲世界五主要產銀國(澳大利亞、坎拿大、美國、墨西哥、秘魯)及三大存銀國(中國、印度、西班牙)代表，於二十二年七月二十日，在倫敦經濟會議所商定。並規定預議各國，於二十三年四月一日以前，應加批准；屆時即有一二國尙未批准，仍爲有效。協定之內容，爲：(一)主要產銀國，於二十三年一月起，於四年內，不得出售白銀；並應在此期內，每年自其礦產之生銀以內，統合購買純銀三千五百萬盎斯，爲準備或鑄幣之用。(二)於同期四年內，印度售銀總量，不得超過純銀一萬四千萬盎斯。(三)於同期四年內，西班牙售銀總量，不得超過純銀二千萬盎斯。(四)於同期四年內，中國同意不出售其鎔幣所得之生銀。(註三) 此項協定之成立，以美國奔走之力居多；美國白銀派中堅畢德門氏(Key Pitt-



man)，且身預其會。此項協定之目的，依建議之原意，為銀價之穩定，而非為銀價之提高；故我國亦經附保留通過。然該協定對於穩定銀價之程度，並無明確之規定；對產銀國購銀之數量，復無最高之限制；故美國之白銀政策，得以不受若何拘束，而儘量施行其提高銀價之手段。

(四) 購入本國礦銀之實行 二十二年十二月二十一日，美總統批准白銀協定，同時並正式公佈銀購入法，規定在白銀協定有效之四年期內，美國每年至少須購純銀二四、四二一、四一〇 盎司。其購買方法，為由銀產者以新產礦銀，送交造幣廠。其購價，規定為每盎司美金一元二角九分。若以現金計算，適合金銀十六與一之比價。惟實際因政府收取半數鑄幣費關係，祇合得每盎司美金六角四分半之數。而此六角四分半之美金，又為已較現金為低之紙幣。若以現金計算，實祇合得四角。故此項購金之定價，表面雖似合十六與一之比價；而實際則約合五十一與一之比價。惟即此六角四分半之購價，已較公告發出日之紐約市場實際銀價——每盎司美金四角三分——高出百分之五十。至此項購入新出礦銀總額，截至廿四年十二月二十七日為止，計已達五八、九九六、〇〇〇 盎司。

(註四)

(五) 戴氏白銀法案之通過 白銀法案，為議員戴氏 (Dix) 所提出。於二十三年五月三十一日，由國會通過；於六月二十日，經總統批准。(註五) 此案內容之最重要各點，為：(一) 增多美國存銀，許總統接收國內民間貨幣銀。(二) 准財政部長按照其所認為最有利於公共利益之價格，時期與條件，在國內外市場，收買白銀。其購諸國內者，五月一日所有之存銀，其價格以每盎司美金五角為限。(三) 准財政部長於世界銀價每盎司超過美金一元

二角九分時，或美國所存金銀貨幣中銀幣超出四分之一時，出售白銀。(四)准財政部長發行銀券，其面值不得低於所購白銀之成本。(五)授權財政部長管理、調查、並禁止白銀之收買、輸入與轉運。自此項法案通過後，而美國之白銀政策，遂益趨積極。

(六)白銀轉讓利益之徵稅 批准白銀法案時，同時頒佈白銀轉讓利益條例。規定凡銀塊售價超過進本及其費用者，謂之純益，均須徵稅。徵稅範圍，包括美國境外所成之交易，而買賣雙方係美國之公民，或美國之居民，其在轉讓時，留住美國三個月者；或其所轉讓之銀塊利益，在轉讓成立，或議定成立時，在美國者。徵收稅率，為純益百分之五十。(註六)

(七)禁止白銀出口之頒佈 因轉讓銀貨所獲純益，須徵稅百分之五十關係。一般投機者，咸運銀出口，再於國外市場售與美國。於是六月二十八日，財部因有禁銀出口之宣布。惟對於禁令未下以前所成交之出口銀貨，則仍能領照運出。(註七)

(八)新增巨額銀券之發行 二十三年八月二日，美國財部即公佈初步增發銀券(Silver Certificate)五千萬美元之計劃，據當時公佈，剩餘白銀，計達六千二百萬盎司，購價則合得四七、〇三五、九三五美元。(註八) 卽以之爲此項初步增發銀券之準備。自後購銀漸多，銀券發行數亦日見增加。計二十三年六月底，銀券發行數僅爲四九五、〇〇五、二五五美元者。(註九) 至二十四年十二月底，其發行額已達九九六、〇九〇、九二〇美元；計一年有中，銀券增加五〇一、〇八五、六六五美元，適約及原數一倍。(註一〇)

(九) 白銀收歸國有之實施 美國自通過白銀法案及禁銀出口之後，銀價上漲，未能如預期之迅速。於是因更進一步，實施白銀法案中所規定之白銀收歸國有計劃。是項命令，於二十三年八月九日，由羅斯福總統正式公佈。其辦法，係令美國造幣廠收受國內所有一切白銀，惟於收受時，照每盎司一元二角九分之公定比價，扣除其百分之六一·二五，為鑄幣益金；其餘之數，化為貨幣價值，而以銀券及其他鑄幣之形式，交付原銀主。如是等於造幣廠每收受白銀一盎司，得付價美金五角零一釐之代價。但銀之加工品，及其他一定用途之銀，不在收歸之列。(註一)

(一) 截止二十四年十二月二十七日為止，此項收歸國有之存銀，共計為一一二、二一六、〇〇〇盎司。(註四)

(十) 收購礦銀價格之提高 美政府自頒布白銀國有令之後，復因投機者之推波助瀾，世界銀價，飛速上漲。於是美政府對收購國內新產礦銀，不得不出之於逐漸提高其購價之一途。自八月九日頒布白銀國有令後，紐約現貨銀價，漸見高漲，至九月底，已漲至與白銀收歸國有令所定之每盎司合美元五角零一釐相埒。至十月中，即已超過收歸令所規定之價格。因此美政府對於收購國內新產礦銀之價格，自亦不得不加以提高。其提高方法，則為減低鑄幣費。計自收歸白銀國有時收百分之六一·二五，降至百分之五十，如是收購銀價，即漲至六角四分五釐。嗣後銀價仍逐步進展，至二十四年四月初旬，漲達六角四分以上。因此國內新產白銀收買之價，被再度提高至七角一分（即減低鑄幣費為百分之四十五）。至同月二十四日，因銀價之續漲，美財部復將新產礦銀價提高至七角七分。美國之積極提高銀價，至是而昭然若揭。

(一一) 巨額國外白銀之收購 美國除在國內實行礦銀收購，及存銀國有外，並於國外銀市，購入巨額白銀；

其數額且遠在國內所收白銀之上。據美財長毛根氏宣稱，截至二十四年十二月十七日止，美國向世界銀市所購得之白銀，總數已達六六三、九〇〇、〇〇〇盎司之鉅數。（註四）

## 二 美國白銀政策之作用

美國白銀政策之施行，影響各國經濟，確至重大。而其政策之本身，則頭緒紛繁，頗有令人難以捉摸之感；論者每視爲「時代之謎」，確非無故。惟吾人設根據美國白銀政策下已表現之事實，而一加推究，其置棋佈局，確似有其整個之計劃。而美國毅然推行此項政策之動機，更似有其明顯之作用。可得而舉者，如：（一）滿足國會白銀派之欲望；（二）恢復國內產業之繁榮；（三）造成國際貿易之優勢；（四）實現世界複本位之企圖；（五）控制世界金融之野心等均是。

（一）滿足國會白銀派之欲望 美國收購白銀，提高銀價之最初步動機，論者每歸諸政治問題。美國貨幣專家甘末爾氏（Kammerer）之言曰：「美國今日之銀幣問題，根本上，並非經濟問題，而爲政治問題。」（註一）美國雖爲主要產銀國；然其每年銀產值，占全國生產總值，爲數至微。一九三一年（民國二十年）之銀產值，雖遠過於一九三二及一九三三諸年；而其總產量之折值，尚不過美金九百萬元；僅約合全國麥產總值百分之一，或花生米總值百分之五十。（註二）每年銀產值，在美國礦產總值中，尚不及百分之一；而礦產總值，亦祇約合全國生產總值百分之三。（註三）故以經濟地位言，銀產在美，確至微薄。然以政治地位言，則「白銀派」素於國會中占有相

當勢力，在合衆國各邦中，產銀者占其七，爲猶他 (Utah)、愛達和 (Idaho)、亞利桑那 (Arizona)、蒙太拿 (Montana)、泥瓦達 (Nevada)、科羅拉多 (Colorado) 及新墨西哥 (New Mexico)。每邦均有參院議員二人，爲產銀者之代表，久以白銀派著稱。此白銀派議員，如不能於任期內相機爲產銀者謀利益，則續選即屬無望。故爲自身利益計，聯合一致，勢力頗大。不滿所欲，隨時有阻止總統所提議案通過之可能。且民主黨在歷史上向擁護白銀，羅氏以民主黨被選上臺，自以擁護該黨傳統政策爲己任。近四五年来（一九三〇年至一九三三年），世界銀價趨跌，美國銀產亦隨之減少。美國近年所採白銀政策，爲增加銀用，以提高銀價。庶產銀者可以日就繁榮，而白銀派亦得趾高氣滿。此就政治立場言，其作用一。

(二) 恢復國內產業之繁榮 自一九二九年以來，世界經濟恐慌，極爲嚴重。美雖以『黃金國』著稱，亦隨同衰落。以一九二六年（民國十五年）爲基期（該年指數卽作一〇〇）之勞工統計局躉售物價指數表（註一四）逐年表示物價之跌落，至一九三三年（民國二十二年）二月，已祇爲五九·八。工廠倒閉，勞工失業，國際貿易，日見減退。羅氏於此恐慌高潮中，翩然登臺，亟謀復興，遂有『藍鷹運動』之產生。並認定抬高物價，爲產業復興之關鍵；膨脹通貨，爲擡高物價之主眼。於是始之以放棄金本位，貶低幣值；繼之以禁金出口，購金貶元；終之以擡高銀價，收購白銀。蓋白銀之準備增加，銀券既可隨之增發，銀幣亦可隨之加鑄；券幣增加，通貨膨脹，對內藉物價提高之刺激，產業可以漸趨繁榮。此就美國國內產業立場言，其作用二。

(三) 造成國外貿易之優勢 『提高銀價之影響，足以使中國及其他一切用銀國之製造家生產成本增加；

中國工業化進程，行將爲之阻滯不前。不寧惟是，若上海、東京、孟買或其他大都會內，多設一家紗廠，即美國紡織工人因之將有更多感受失業賦閒之危險。今重鑄銀幣，或提高銀價，不特可視爲抵制遠東輸入品傾銷之一種關稅壁壘；而且因成本提高之故，亦足以減輕遠東輸出品在國際市場上與美貨競銷之力量。（註一五）觀議員灰勒氏（Whiteler）此言，美國以『提高東方用銀購買力』爲號召之白銀政策，其用意之在擴大美貨在海外競銷力量，已明見乎辭。且事實上美國之白銀政策，不過爲其整個通貨膨脹計劃中之一種方策。美國通貨膨脹，則美元在國際可被壓低；同值美金一元之貨物，從前因美元匯價較高，須以較多他國貨幣始能購得者，今因美元貶價關係，以較少他國貨幣，即可購得。在此種情況下，一方美貨在國際市場之競爭，可以處較優地位；而一方外貨在美國市場之競爭，則將退處較不利地位。此就美國國外貿易之立場言，其作用三。

（四）實施世界複本位之企圖 世界任何一國，欲單獨採行複本位制，因金銀比價受國際影響，不易維持，每遭失敗。故複本位制非賴國際協定，共同維持，決不易獲得圓滿之結果；此爲近世貨幣學家所公認。而所謂國際複本位制，又因國際政治經濟及其他利害上之未能一致，亦不易實現。美國既係產銀國，自以增加銀用，提高銀價爲有利。故美國本身，頗有側重複本位之傾向。就其近年來之實際設施，一爲觀察，確已不無朕兆可尋。惟此項企圖之最後成功，非賴國際合作，恐將仍蹈已往複本位之覆轍。二十三年五月二十二日，羅斯福總統提出白銀法案咨文時，曾有『設法締結全世界複本位制協定，以此爲白銀問題之最後解決方法』（註一六）之意見。此種一國元首之意見，且已見諸咨文，自非如普通一般推測之毫無根據者可比。則視此爲美國對世界之默示，固無不可；即視此爲

美國白銀政策之最後目標，似亦無不可。蓋美國白銀政策之現階段，尚爲以美國本身力量，爲增加銀用，提高銀價之努力；而美國白銀政策之最後企圖，恐確在企圖合全世界力量，以共同達此目標。此就美國白銀政策在世界幣制立場言，其作用四。

(五) 控制世界金融之野心 美國向有黃金國之稱，其準備銀行及政府庫存現金，照二十四年十二月底情形，已逾一億萬美金（一〇、二二二萬美元）（註一七）與同時全世界五十國存金二百二十餘萬萬美金較，已幾及百分之五十；存金之多，在世界佔首席。而此種現象之造成，以近數年來爲尤甚。蓋在二十二年底，美國存金，尚祇及全世界總額百分之三三·五（爲四、〇一二萬舊美元，與一、九四二萬舊美元之比）也。至美國對世界白銀之控制，從美國本身生產數量上，雖僅約佔全世界百分之十五，似未見重要；而美國在全世界銀礦，及鍊銀廠中所佔主權，則成分極高。照一九三四年情形，美國佔全世界銀礦主百分之六十六，而佔全世界鍊銀廠主更幾及百分之七十三。（註一八）故美國於全世界白銀生產者方面，確佔絕對優勢。而自白銀政策積極推行以來，美國存銀數量，進展更速：據本年（二十五年）二月十三日，國民社電，美國全部存銀，計逾十六萬萬盎斯（一、六七〇百萬盎斯），合值美金二十一萬萬餘元（二、一五三萬萬元）。與同時一百萬萬餘美元之存金較，已達百分之二十一。（註一九）惟與白銀法案所規定之金三銀一比例較，約尚短少十二萬萬餘美元。則此項白銀準備全數收足時，美國在世界存銀各國中，自亦可高據首席。自此金銀庫存，兩均充實，將以黃金國而兼爲白銀國。從此金銀政策之運用，可以左右逢原。馬寅初氏指爲「有壟斷世界金融之大權，藉此執世界盟主之企圖」。（註二〇）確非毫無根據之

見。此就國際經濟立場言，其作用五。

### 三 美國白銀政策下我國所受之影響

美國白銀政策下我國所受之影響，其最嚴重者，不外金融、產業及國外貿易三方面。而在此三方面所受之影響，又似均不利於我國。

(一) 對我國整個金融上之影響 在美國積極提高銀價之現狀下，對我國最切近最直接之影響，厥惟我國現銀之巨量外流。吾國國際貿易，雖向為入超國；而現銀進出，除歐戰期間外，則又向為輸入過於輸出。惟近年以來，我國產業，日益衰落，入超年益加多；同時我國所賴以維持國際收支平衡之抵補項目，如華僑匯款，外人投資等，又因國外經濟衰落，而日見減少；益以銀價回翔，漸趨堅勢；於是自二十一年起，吾國遂有現銀輸出超過輸入之象。

(註二) 設此時美國更以人力積極擡高銀價，則在抵補國際收支外，又多一投機牟利之用，白銀外流之激增，勢所必然。蓋銀價受人力提高之結果，於同一時間內，其國外漲勢，往往較國內為高。換言之，即在銀價上漲之過程中，海外銀價，常有較國內銀價略為昂貴之趨向。斯時以國內較賤之白銀，運赴國外出售，因頗有利可圖。照二十三年十月十五日實行徵收白銀出口稅及平衡稅第一日之情形，國內外銀價相差，即達百分之一二·五。是時連銀出口，除一切運費及其他費用外，自頗有盈利。更據統計，二十三年全年吾國白銀出口總數，達國幣二萬五千六百七十餘萬之鉅。吾國近年來，以內地農村破產，國內現銀，原已向都市集中，內地已有現銀枯竭之象；設今都市存銀，更不



絕向國外流出；將來內地都市，現銀兩缺；建造於現銀基礎上之金融制度，必將首感困難。銀貨外流，銀底銳減，發行準備，受其限制；於是於硬幣已缺乏之情況下，更益以紙幣之無法增加；通貨不敷，信用緊縮，遂為其無法避免之結果。此美國白銀政策，對於我國金融上之不良影響一。

(二)對我國國內產業上之影響 近兩年來，我國物價跌落之原因，雖甚複雜，然銀漲為其主要原因之一，則似無可否認。(註二)物價跌落，對於吾國農工業之影響，將為不景氣之漫佈。在銀價續漲物價續跌之情況下，已瀕破產之農業，既無復興之望；日就衰落之工業，更有崩潰之虞。加以銀價高漲，外匯低落，外貨折價，隨之減低，進口賤貨，充斥市場。買賣競爭之已烈者，至是而愈烈；物價跌落之已慘者，至是且更慘。以我幼稚之產業，經此摧殘，受此威迫，更有何立足地？加以現銀外流，信用收縮，流動資金之來源減少，而借款利息之成本增加，產業遂處處立於不利地位，此美國白銀政策，對於我國國內產業上之不良影響二。

(三)對我國國際貿易上之影響 我國以銀為本位，就常情言，銀價高漲，則輸入貿易，在低匯率之保護下，得以激增；而輸出貿易，則在高匯率之壓迫下，便受打擊。此種獎勵輸入，阻礙輸出之情形，將使吾國貿易之入超，益為增加，國際收支，更不易維持其平衡。惟事實上我國國際貿易，在十八年至二十二年銀價跌落期間，出口淨值，反形減少；進口淨值，反形增加。入超數字，更變本加厲，逐年激進。論者頗有根據是項統計，以為銀價跌落，既未能如常情使我入超稍形減少，則銀價上漲，又安見其能如常情使我入超增加？因而疑及是項理論，未必適合吾國情形；從而謂銀價上漲，未必即使我入超更甚者。(註三)此種刻舟求劍之偏見，顧季高氏已曾加抨擊，並指出近年入超不應

增加而竟增加之特殊情形，實爲輸入物價與輸出物價之不平衡所造成。更根據輸出入物量統計，指出數年來我國輸入物量，確有減少較多之事實，以證明論者所得結論之不確。(註二四)且也，在匯兌情形有利於我國貿易之時，我國尙未能利用其機會，致造成此種反常之事實；吾人更何能根據此種反常之事實，以推斷在匯兌情形不利於我國貿易之情形下，我國定能避免其不利之影響？故平心論之，在銀價續漲之情況下，吾國入超，益將增加，有不可避免之勢。入超益增，對內則產業將益見衰落，對外則國際經濟地位將益見不利。而國際收支，因此更將失其平衡，尤有強迫現銀出口之傾向。此美國白銀政策，對於我國國際貿易上之不良影響三。

#### 四 美國白銀政策下我國應付之方策

美國白銀政策之推行，對吾國金融、產業及國際貿易，既均有不良之影響，則吾國政府之籌議應付方策，在自衛立場上，自亦爲極正當之步驟。故于二十三年十月十五日，有白銀出口稅及平衡稅之徵收，以隔絕國內外銀價之連繫，並以阻止本國存銀之外流。于二十四年十一月四日，更進一步而有新貨幣政策之實施，爲事實上之放棄銀本位。

(一) 出口平衡稅之徵收 財政部於二十三年十月十五日，公佈自即日起，加徵銀出口稅及平衡稅。其稅率如下：

(甲) 銀本位幣徵出口稅百分之七·七五；大條寶銀及其他銀類，徵出口稅百分之一〇。

(乙)如倫敦銀價折合上海匯兌比價(即英匯「平價」)與中央銀行當日照市核定匯價(即英匯「市價」)相差之數，除繳上述出口稅，而仍有不足時，應按其不足之數，加徵平衡稅。

於固定之出口稅外，加徵富有伸縮性之平衡稅，以吸收全部或大部運銀出口可得之利益。自此國內銀價低於國外銀價之差額愈大，平衡稅即可隨之提高。倘提高至極度——即提高至十足軋平差額——時，運銀出口，非特無利可圖，抑且有實耗運費、保險費、裝箱費等運現各項需費之危險。在此種情形下，現銀自不致再有流出之虞。且自有此項徵稅後，國內外銀價之差額，既完全可藉此填平，則此後世界之銀價，雖或繼續上漲，而吾國國內銀價，因可提高平衡稅，以資堤防，即可不致隨之為等比之上漲。反之，此後世界之銀價，雖或轉趨下跌，而吾國國內銀價，因可壓低平衡稅，以資調劑，即可不致隨之為等比之下落。換言之，即在具有伸縮性之平衡稅保障下，吾國銀價，亦即吾國幣值，至少一部份可以脫離世界銀市之控制，從而減少美國白銀政策下提高銀價對我之不良影響。自後美國雖仍可繼續提高世界之銀價，而已不能以同等力量繼續擡高吾國之幣值。

(二)新貨幣政策之實施 實行平衡稅以後，現銀經正式手續之出口，雖大見減少；而現銀之私運出口，則因利益之優厚，頗有日益加烈之勢。今設以二十四年五月十七日倫敦銀市為計算根據。當日倫敦銀價，為三五·三七五便士；而上海英匯市價，祇為二〇·五便士。照此推算，當日國內銀價低於國外銀價，實達百分之四十。換言之，即照當日情形，運國幣百萬元出口，可以獲差益四十萬元之鉅；即除去運費等等，純利亦可在三十萬元以上。

英匯平價 = 定數 × 倫敦銀價 = .8165744 × 35.375 = 28.8631便士

減去英匯市價

= 20,5000便士

市價低於平價

= 2,3681便士

市價低於平價之百分比 =  $\frac{2,3681}{20,5000} = 11.79\%$ 

受此種鉅利之引誘，因之白銀之私運出口，頗難加以有效之抑制。此其困難一。且世界銀價在我國實行平衡稅以後，更有空前之上漲：計二十三年十月，倫敦銀價全月平均尚僅為二三·五八一便士；而至二十四年五月，全月平均即已達三三·八六五四便士，前後八閱月中，上漲幾達百分之四十四。因之吾國對外匯價，亦隨之放長：二十三年十月，全月英匯平均祇為一六·六九七便士者，至二十四年五月，已漲為二〇·一二五便士，計放長達百分之二十。蓋是時外匯既未經用人力管理，則在世界銀價飛漲下，吾國幣值之擡高，即足以促成外匯之放長，因之亦遂未能完全收得壓低本國幣值之效，此其困難二。為謀避免此種困難起見，於二十四年十一月四日，遂不得不有新貨幣政策之實施。

新貨幣政策最重要之點，厥惟（一）規定中央、中國、交通三行所發行之紙幣為法幣，禁止用現，集中現銀；及（二）規定由中央、中國、交通三行無限制買賣外匯，以穩定吾國對外匯價兩項。在改用法幣，集中現銀之情況下，私收偷運，雖仍不易完全消滅。然自紙幣停兌以後，全部銀行現銀，既已收歸國有，自不致再流入偷運者之手。此後即有偷運，亦必零星向民間羅致，與從前可公然以紙幣向發行各行兌現，易得整數現銀者，難易已不啻天淵。則在嚴厲檢查之下，其能漸見減少，想為應然之事。而外匯管理之結果，吾國對英對美各重要行市，已獲得一較適宜之水

準，由三行盡力維持，實行至今，已四閱月，英匯常在十四便士半左右，並無變動。在此種情形下，非特吾國經營國際貿易者，因外匯漲落風險之免除，可以增加不少便利。且因新幣值較前爲低——較最高時約減低百分之三十左右——我國輸出品之價格，在國外市場，自較前爲低；而反之，外貨銷華，成本即須合高；一出入間，對我國國際貿易之前途，關係尤大。雖新貨幣政策未來之困難，尙不在少。然在應付美國白銀政策立場上言之，確不能不視爲適當之舉。論者或以最近美國對白銀政策之更變，爲係受吾國應付方策之影響，確亦不無其相當之理由。

## 五 美國白銀政策最近之改變

近兩年來，美國對白銀政策之推行，就事實觀之，確頗爲積極。因之世界銀價，亦扶搖直上，大有一日千里之勢。二十四年四月，倫敦銀價最高行市，每標準銀（成色·九二五）一盎斯，曾達英幣三六·二五便士之高峯，以與民國二十年（一九三一年）最低行市每盎斯一二便士較，上漲竟逾三倍。此種空前之上漲，實莫非受美國白銀政策之影響。

（一）購銀辦法之更變 自二十四年十一月初旬，我國實行新貨幣政策以後，爲時未及四旬，而美國忽以更變購銀辦法。所謂更變購銀辦法，雖未必即能視爲美國整個白銀政策之動搖；然其影響銀市，已極嚴重。此項更變消息，於十二月十日傳至倫敦，銀市即一落千丈。至二十一日，已跌爲二一·七五便士。即以與該月上旬之銀價——二九·一八七五便士——較，於旬日內，已下跌達百分之二十五。並據當時倫敦電訊，十日銀市，自消息傳到

後，即異常混亂：賣戶紛紛出動，其量達平時之七倍；而買戶則均袖手。雖經延長市場至四時十五分，仍無買戶出現，遂不得不宣告停市。自後數日，買賣數量，兩方相差仍巨，致未能將行市按時揭示，僅由經紀人以美國財政部所委購之數量，按成分配於賣方。十一日此項賣戶攤賣成數，僅及百分之七·五。十二日雖略轉好，亦僅百分之一八。此種銀市空前之巨變，亦莫非受美國白銀政策之影響。以倫敦銀市在世界金融之歷史與權威，至今日而竟演成被迫停市現象，則美國力量之足以左右世界銀市，已得有事實之證明。

(二)更變辦法之原因 據各方推測，此次美國更變購銀辦法之可能原因，不外下列六端：

(甲)對銀市投機者之攻擊 自美國施行白銀政策以來，因倫敦銀市交易之活躍，遂引起倫敦銀市投機者之活躍。據一部專家之觀察，美財部之暫時更變其專向倫敦購銀政策，或係一種對銀市投機者之壓迫運動。此項推測之是否正確，雖未可必；而自銀價跌落以來，事實上一般投機者之損失，則確頗可觀。

(乙)華銀由日私運之陡增 據最近華盛頓電，美國商部發表二十四年最初九個月中，日本運出白銀總數，共值日金一四四、〇〇〇、〇〇〇元，以與二十三年同期之七、〇〇〇、〇〇〇元較，增加逾二十倍。而二十四年十月，及十一月兩個月中，倫敦由日本所運到之白銀，更達日金五一、〇〇〇、〇〇〇元之巨數。此項白銀之一大部，顯係從中國偷運出口。最近美國購銀政策之變更，致銀價跌落達四分之一，自予此種偷運者以重大之大打擊。

(丙)各用銀國改制之影響 最近吾國既停止用銀於前，而香港又隨改幣制於後，從此非特對於未來之

產銀，失去最大之尾閘，抑且對於未來之銀市，增加大量之供給。即以吾國而論，自後非特將不再爲白銀之需要者，或且將一變而爲白銀之供給者。爲安定吾國對外匯價計，出售白銀，購進美元及英鎊，以謀國外資金之充實，頗有事所必至之勢。此種國際形勢之更變，足以促進美國對白銀政策之猛省，而暫時減少其積極之程度。

(丁)直接購銀計劃之實現 在此次銀市波瀾既起以後，美財長即宣佈美國並未中止其購銀政策；惟此後購銀，或將不集中於倫敦；同時美國向我接洽購銀之消息，又復紛傳各報。(註二五)美國企圖向售銀各地，直接購買，俾獲得各該處之金融優勢，亦頗非對美無利之政策。

(戊)美國對英匯價之調整 二十四年十二月初旬，因英意關係，漸趨緩和，由歐洲逃避至美之資本，漸見減少；甚至有流回歐洲之傾向。如美國於此時仍繼續大量購銀，則將使其對英匯價，逐漸增高，引起國際貿易上不良之影響。一部論者，頗有謂此次美國更變購銀政策，其目的在對英匯價之調整，亦似非無一部之理由。

(己)攘奪世界銀市之企圖 使世界銀市脫離倫敦，移至紐約，予英國以打擊，而使美國得更進一步，從操縱世界之白銀，以加厚其控制世界金融之力量，與美自頗得利。且據一部專家之觀察，自美政府實施購銀政策以來，在國內僅西部之銀鑛主，略獲利益，而倫敦投機商所得之利益，何止倍蓰。在此意義上言之，美國之白銀政策，不啻爲倫敦之投機商造成一獲利機會，而由美國人民負擔此項莫大之損失。在此種情形下，銀市之移至紐約，似確可予美國以若干利益。

## 六 美國白銀政策前途之推測

美國對此後白銀政策可能採取之途徑，不外三端：

(一)放棄原有政策 在白銀政策實行之始，美國主張此項政策者，曾以提高用銀各國購買力爲其主要理由之一。而推行兩年來，事實竟適得其反。我國政府既曾抗議於前；抗議之無效，乃從而以平衡稅爲實際之自衛；自衛之不足，更進而以採行新貨幣政策，爲最後之抗衡。於是對外效力之失敗，而引起對內反對之呼聲。前總統胡佛氏，且竭力宣傳恢復金本位制，以圖明年總統選舉時之勝利。美政府在此種激烈攻訐之下，似已不能不服從多數意見，犧牲少數白銀礦主之利益，而放棄其原有白銀政策，此爲一說。

(二)變更原有政策 論者或又謂從前美國實行白銀政策之主旨，既在參加國際貨幣戰爭並企圖其強化，則今日之更變白銀政策，亦必含有發揮同樣作用之企圖。自美國之立場言之，吾國之採行新貨幣政策，不啻已加入「英鎊集團」。此後英國對華貿易勢力之增強，即美國之對華貿易勢力之減少。爲保全美國在中國之利益計，因實行壓低銀價，以擾亂中國對外匯價之平衡，而打破其貨幣與英鎊之連繫。故從此方面言之，美國或須變更其一部原有政策，惟決不至完全放棄其原有政策。此項變更：(一)於地點上言之，則此後購銀，將不集中於倫敦銀市，而將分散於世界各國售銀國。已由美財長爲正式之表示。(二)於數量上言之，或將因金三銀一之比例，不易達到，而由國會加以適合之修正。以美政府白銀庫存實數之一、六七〇、〇〇〇、〇〇〇爲斯，與照現狀(二十五年三月)



應購二六〇〇、〇〇〇、〇〇〇〇盎司之目標較，事實上相差仍巨。則於數量上或之加以修正，亦非絕不可能之事，此爲又一說。

(三)繼續原有政策 從另一派之觀察，以爲美國決不能放棄其原有之白銀政策，其理由有五：(一)美國在國內外銀鑛之投資，爲數極巨。且銀派議員，在國會勢力極大，欲放棄白銀政策爲事實所不能。(二)美政府於過去年餘中，購銀甚多，如中途放棄其購銀程序，此項已購進之鉅額白銀，將無法處置。(三)據美財部發表，至二十四年十二月六日止，已購進白銀七六一、七七四、〇〇〇盎司，計費美金四三八、六九八、四四二元，平均每盎司購價爲五角七分，設於此時放棄購銀計劃，銀價跌落至五角七分以下，即將受重大損失。(四)白銀在目前仍不失爲一國際金融戰爭之武器，美國欲制勝世界經濟舞臺，勢非仍利用之不可。(五)美國對於國際複本位制之企圖，尙未放棄，白銀爲複本位制之主角，美國既不願放棄複本位之主張，即不至放棄其白銀政策，此又爲一說。

據最近(二十五年三月五日)華盛頓路透電，(註二六)美國與加拿大及墨西哥已訂有委托各該國中央銀行代購各該國全數新出礦銀之辦法。對南美諸國，訂立同樣辦法，亦已在美國政府考慮之中。此項辦法之實現，非特可以擴奪倫敦銀市一部份之勢力，且可以鼓勵美國貿易在南北美諸鄰國之發展。蓋美國向各該國輸入之白銀，即可以與美國對各該國輸出之貨物相抵銷。所謂「交易而退，各得其所」者，庶幾近之。

觀此，則美國一時似尙不至即放棄其原有之白銀政策。自後購銀地點，則已確有變動。然此僅爲局部辦法之更變，而非整個政策之更變。照過去之事實觀之，美國對白銀政策之放棄，尙無任何確切之表示，可資吾人爲肯定

之斷語也。(註二七)

- (註一) 廿未爾論貨幣 (Kemmerer on Money) 一九三四年版，第九四頁，至九五頁。
- (註二) 白銀 (Silver) 譯著 (Y. B. Leong) 一九三四年版，第一三〇頁，至一三五頁。
- (註三) 廿未爾論貨幣，一九三四年版，第一二三頁，至一二七頁。又中央銀行月報，第二卷，第八號，第一一五〇頁，銀協定全文。
- (註四) 中國銀行出版，中外商業金融彙報，第三卷，第一及二期合刊，第一一頁，美財部去年購銀概數。
- (註五) 銀行週報，第八五三號，國際要聞，第二頁，美衆院通過白銀案。
- (註六) 銀行週報，第八五五號，國際要聞，第一頁，美總統批准白銀法案。
- (註七) 銀行週報，第八五七號，國際要聞，第二頁，美財部禁銀出口。
- (註八) The Financial and Commercial Chronicle, Vol. 139, No. 3636, P. 688, Treasury to Issue \$50,000,000 in New Silver Certificates.
- (註九) 同「註八」Stock of Money in the Country.
- (註一〇) 同「註八」雜誌，Vol. 124, No. 3685, P. 874-875, Stock of Money in the Country.
- (註一一) 銀行週報，有八六二號，國際要聞，第一頁，美白銀收購國布。
- (註一二) 廿未爾論貨幣，第一一四頁至一一五頁。
- (註一三) 白銀 (Silver) 譯著 (Y. B. Leong) 第九六頁，至九八頁。
- (註一四) Index Numbers of Wholesale Prices, Compiled by Bureau of Labor Statistics, U. S. A, Base Period, 1926.
- (註一五) 中國銀行出版，中行月刊，第十卷，第六期，美國白銀政策之回顧與展望及其影響，第六頁。
- (註一六) 中外商業金融彙報，第一卷，第六期，第一三頁，美總統提出白銀案全文。

(註一七) Monthly Bulletin of Statistics by League of Nations, Vol. XVII, No. 1, P. 36.

(註一八) 同註「一五」第八頁。

(註一九) 銀行週報, 第九三八號, 國際要聞, 最近美國金銀存額比例。

(註二〇) 銀行週報, 第八四〇號, 馬寅初著, 對於白銀協定之意見, 第四頁。

(註二一) 中外商業金融彙報, 第一卷, 第七期, 第四五頁, 民國元年以來中國現銀輸出入數目表。

(註二二) 社會經濟月報, 第一卷, 第二期, 第七七頁至八六頁, 顧季高姚慶三著, 今日之銀價問題。銀行週報, 第八四一號, 第一頁至第七頁, 顧季高著, 銀問題與中國物價問題。

(註二三) 東方雜誌, 第三一卷, 第八號, 尹伯端著, 銀問題的檢討, 第一〇三頁。

(註二四) 社會經濟月報, 第一卷, 第二期, 顧季高姚慶三著, 今日之銀價問題, 第八三頁。

(註二五) 同「註四」第一〇頁, 美財部向我談判收買白銀。

(註二六) 二十五年三月七日, 上海字林西報, 第十四頁, D. S. May Buy Silver in South。又中央銀行金融週報, 第一卷, 第一期, 第三三頁, 美與加拿大訂購銀條約, 蒐集世界白銀。

(註二七) 申報月刊, 第三卷, 第九期, 載有著者所著美國白銀政策下之銀價趨勢及其對中國之影響一文。脫稿於二十三年八月, 材料較舊, 因未以列入。

——二十五年三月, 上海浙江興業銀行, 載新聞報, 「經濟常識」欄——

## 二 防止白銀外流之我見

自美國採取提高銀價收購現銀之政策以來，世界銀價日趨堅挺，影響所及，吾國白銀遂有巨額外流之勢。蓋銀價受人力提高之結果，於同一時間內，其國外漲勢，往往較國內為高。換言之，即在銀價上漲之過程中，海外銀價，常有較國內銀價略為昂貴之趨向。斯時以國內較賤之白銀，運赴國外出售，因頗有利可圖。照最近情形，（二十三年八月下旬）運銀出口，除一切運費、保險費、木箱費、鎔製、折耗等一切費用外，尚可獲百分之四至百分之五之純益。（即每運銀百萬元出口，約有四五萬元之盈利可圖。）據確數，本年內，（截至八月二十四日止）上海白銀出口總數，已達國幣一萬一千一百五十餘萬元之鉅。此項出口現銀，於最近兩個月內，實占半數以上。八月二十日之一批，已有四千三百餘萬元。他埠如廈門等處出口之數，尙不在內。於極短時期內，有若斯巨額白銀之出口，其為投機牟利，而非為抵補國際收支，概可想見。

吾國近年來，以內地農村破產，國內現銀，原已向都市集中，內地已有現銀枯竭之象；設今都市存銀，更不絕向國外流出，將來內地都市現銀兩缺；建造於現銀基礎之上之金融制度，必將首感困難。銀貨外流，銀底銳減，發行準備受其限制，於是於硬幣已缺乏之情況下，更益以紙幣之無法增加，通貨不敷，信用收縮。一方金融緊張之結果，國內精動資金必隨之減少；他方物價及匯價跌落之結果，必致產業衰落，外貨充斥，整個國民經濟，陷於危境。因之，時賢

對於防止白銀外流之方策，倡議頗多，見地各有不同，理論自難一致。

惟據溥愚見，各方於觀察上，及觀念上，似均有根本錯誤之點。因此着之失當，而其推想之結論，其擬具之對策，遂無一而不陷於不實際不徹底。其觀察錯誤之點安在？曰：在將本國金融界之存銀，與外商銀行之存銀，併爲一談，不加分別。

請先將關於此點之事實陳之，外商銀行與本國金融界，平日於往來上，雖似交易互通，而於實際上，則早劃疆分治；所有每日收付，除以劃頭票據抵補外，均須以現銀償清。設今日有大宗國人存款，移存外行；於是今日軋算結果，若干現銀，即須流入外行；設明日又有大宗外貨到埠，即須付價；於是明日軋算結果，若干現銀，又須流入外行。此項大宗現銀流入外行後，即完全與本國金融市場脫離關係。此後不問本國金融市場信用緊張至若何程度，現銀需要急切至若何程度，此項已入外行之現銀，則已一候門不入，一痛癢不關。入美籍銀行者，已爲美國之銀；入英籍銀行者，已爲英國之銀；入德法諸國之銀行者，已爲德法諸國之銀。主權已屬他人，來去非我可問。故愚以爲外行存銀，留滬好，離滬亦好；留滬者，留其形，於性質上，於效用，早已去國萬里，逍遙於倫敦紐約之市，未能劫而奪之收爲己有，則徒留此白銀軀殼於國土，於我何補？今日之言防止白銀外流者，昧於此點，於是論加徵銀稅，則恐外行運存香港暫候機會。論禁止出口，則憂外行賣與政府暫作海外存金。甚有倡言與美政府接洽，在滬購銀者，一若在滬購銀，其銀即爲我有者然。試問以美銀暫存上海，與以美銀運赴紐約，實質上有何不同？此各方觀察上，根本之錯誤點，似應先稍加解釋者一。

銀價高漲之影響，對內爲物價之跌落，對外爲匯價之跌落（意即每一國幣可多購外幣）。物價跌落，則不景氣漫佈全國；已頻破產之農業，既無復興之望；日就衰落之工業，更有崩潰之虞；匯價跌落，則外貨折價，隨之減低，土貨折價，隨之增高，國內則外貨充斥，國外則土貨滯銷。於是內外交困，國民經濟，日就沒落。故防止白銀外流之對策，於防止中，應含有壓低國內銀價之作用。否則外銀上漲，吾人用人力提高國內銀價，使隨之上漲。在此種情形下，國內外銀價成一平線。白銀之外流，即或可阻止；然而助白銀漲勢之波瀾，而挺身當此銀漲下不良影響之衝，果何爲者？此論者觀念上根本之錯誤點，似應先加解釋者二。

然則欲於避免銀漲影響下，阻止白銀外流，策將安出？曰：祇有「禁銀出口」之一法。惟因吾國市場，有外行存在之關係，「禁銀出口」遂另有其特殊之意義。故恐所謂「禁銀出口」申言之，實含有「阻銀流入外行」之意義。因白銀流入外行，於實質上，於效用，與白銀流出國外，初無二致。能「阻銀流入外行」始能達實際上與「禁銀出口」相同之目的。

阻銀流入外行之法，其最簡便最易着手，且已行之見效者，厥惟「匯劃不能取現」之一法。非常之時，當處以非常之法。「匯劃不能取現」於運用上，與停止銀本位，事異而實同。停止銀本位，在國際間，即成爲紙幣本位。「匯劃不能取現」在國際間，即成爲「劃帳本位」成爲「票據本位」。且事實上，吾國今日即欲停止銀本位，恐不易着手，亦恐無從着手。蓋吾國發行權尙未集中，紙幣無法統制；一時欲集中之實現，又有事實上種種之困難。則避難就易，似以「劃匯不能取現」較易推行。

惟在「劃帳本位」或「票據本位」下，對內亦有不可不注意之點：一即爲提取存款，或持鈔兌現，當定有相當限制是也。否則倘提取存款，或持鈔兌現，均可無限取得現銀，現銀有流入外行之機，恐仍無補於實際。故在實行「匯劃不能取現」之前，似當先爲各本國銀行存銀之登記，公開佈告，以取信於國人。同時於提存（取鈔可無限）兌現欲取現銀者，規定一相當限制。如此則以分散之準備，具集中之效用，安見其直接不能達「阻銀流入外行」之目的，間接不能達「禁銀出口」之目的耶？

「匯劃不能取現」始能「阻銀流入外行」；「阻銀流入外行」無異「禁銀出口」；「禁銀出口」無異「止銀本位」；「止銀本位」庶能使國內幣值與國外銀價脫離關係；國內幣值與國外銀價脫離關係，庶可不受國外銀漲之不良影響。

吾故曰：欲於避免銀漲影響下，阻止白銀外流，祇有「禁銀出口」之一法；即祇有「阻銀流入外行」之一法；即祇有「匯劃不能取現」之一法。

——二十三年八月，上海浙江興業銀行，曾載新聞報，轉載銀行週報，第八六五期——

### 三 徵收銀出口稅與我國幣制

自美國採行白銀政策以來，世界銀價，迭見高漲。照本月（二十三年十月）十三日電，倫敦銀價，每盎斯爲二四·三七五便士；紐約銀價，每盎斯爲·五三六二五美元；均已回復其十八年（即一九二九年）之舊價（十八年銀價平均，倫敦爲二四·四六八便士；紐約爲·五三美元。）以與倫敦二十年最低價之一二便士，及紐約二十一年最低價之·二四二五美元較，高漲已逾一倍；而其漲勢，似以最近月餘爲尤甚。

世界白銀，受人力之提高，其國外漲勢，於同一時間內，往往較我國國內爲高。換言之，即在銀價上漲之過程中，海外銀價，常有較國內銀價略爲高昂之趨向。斯時以國內較賤之白銀，運赴國外出售，頗有利可圖，因之在此種情形下，白銀遂常有外流之趨勢。據中國銀行最近之統計，本年自一月起，截至本月八日止，白銀出口總數，已達國幣一萬八千餘萬元（一八〇,三九六,〇〇〇元）之鉅。誠有如我國送美照會中所云：「本年白銀出口，至今日爲止，已三倍於以前每年之總數。」若聽其自由出口，不加限制，「中國將受極大之損害，或有發生恐慌之可能，」洵非虛語。蓋吾國近年來，以內地農村破產，國內現銀，原已漸向都市集中，內地已有現銀枯竭之象。設今都市存銀，更不絕向國外流出，將來內地都市，現銀兩缺；建造於現銀基礎之上之金融制度，必將首感困難。銀貨外流，銀底銳減，發行準備，受其限制；於是在硬幣已缺乏之情況下，更益以紙幣之無從伸縮；通貨不敷，信用緊縮，似爲其不易避免之結



果。同時產業受物價跌落之影響，將爲不景氣之漫布；已瀕破產之農村，既無復興之望；日就衰落之工業，更有崩潰之虞。在此種情形下，『發生恐慌之可能』洵不甚遠！

就最近白銀出口之趨勢觀之，數量若是之鉅，出運若是之驟，次數若是之頻，其非爲抵補國際收支之失衡，而僅爲一部金融界利用國內外銀價一時之差異，以遂其投機牟利之私，似可斷言。

然則國內外銀價一時之差異，從何見之？曰：於吾國近日外匯『市價』(Market Rate)之低於『平價』(Theoretical Parity)見之。

今請先略釋外匯『平價』之意義：

各國幣制，均係採用金本位；而我國幣制，則係採用銀本位。故我國對外匯價，實際含有金銀比價之關係。倫敦銀價，以英幣爲表示；紐約銀價，以美幣爲表示。倫敦銀價漲，即無異於英幣跌；紐約銀價漲，即無異於美幣跌。設今日倫敦之銀價爲二十四便士，則根據此項銀價，吾國對英匯價，即當合若干英幣。或今日紐約之銀價爲美元五角，則根據此項銀價，吾國對美匯價，即當合若干美金。設明日倫敦及紐約銀價，各有漲落，則吾國對英對美匯價，即隨有長縮。此項根據日英銀價所算出之外匯行市，曰『平價』。

『平價』之推求，須用連鎖法，先求得吾國對英匯之『定數』(Constant)。其計算式如下：

若干便士 = 1 國幣

1 國幣 = 23.493448 公分純銀(註一)

31.1035 公分純銀 = 1 盎斯純銀

.925 盎斯純銀 (註二) = 倫敦銀價 (便士)

$$x = \frac{1 \times 23.493448 \times 1}{31.1035 \times .925} = \frac{23.493448}{28.770738} = .8165744 \text{ (定數)}$$

照上式，得對英匯之定數，為·八一六五七四四。今試以上海十五日（係倫敦十三日電）所應用之倫敦銀價為例。該日倫敦銀價，為二四·三七五（ $24\frac{3}{8}$ ）便士。則以此價乘「定數」，即得當日英匯平價，如下式：

$$24.375 \text{ (銀價)} \times .8165744 \text{ (定數)} = 19.904 = 19\frac{15}{16} \text{ 便士 (平價)}$$

故根據倫敦所算出之吾國對英「平價」，為一九又十六分之十五便士；而查同日實際之「市價」——即銀行間實際買賣英匯之行市——則為一七·七五（ $17\frac{3}{4}$ ）便士。兩數相差，有如下式：

$$19\frac{15}{16} - 17\frac{3}{4} = 2\frac{3}{16} = 2.1875 \text{ 便士}$$

照此計算當日，「市價」低於「平價」，達二·一八七五便士。換言之，即以同一國幣，照國外銀價計算，在國外市場，應可購得英幣幾達二十便士；而在國內實際可換得英幣，尚不及十八便士。更申言之，即同一銀幣，在國外其值較高；在國內其值較低。在此種情形下，設在上海賣出英匯，收進國幣；當時即電倫敦，託代賣出遠期白銀，待日後將國幣運英交貨，頗有贏利可圖。因在滬賣出英匯，每收入國幣一元，祇須交英幣一七·七五便士；而此國幣一元，向國外售出，可收回英幣幾達二十便士，可多收二·一八七五便士也。

明乎此，然後可以進而究此次財政部征收銀出口稅之推算，及其作用。財政部此次制定之銀出口稅，其定率如下：

(一) 銀本位幣，徵出口稅百分之七·七五。

(二) 大條、寶銀及其他銀類，徵出口稅百分之十。

(三) 如倫敦銀價，折合上海匯兌之比價（即『平價』）與中央銀行當日照市核定之匯價（即『市價』）相差之數，除繳納上述出口稅，而仍有不足時，應按其不足之數，加徵平衡稅。

設吾人根據上述制定稅率，即就前舉十五日之外匯『平價』及『市價』，試爲此項進口稅之推算，則可得下列結果：

平價  $19\frac{15}{16}$  便士

減去市價  $17\frac{3}{4}$  便士

市價低於平價  $2\frac{3}{16}$  便士

市價低於平價百分比  $\frac{2\frac{3}{16}}{17\frac{3}{4}} = 12.5\%$

除徵出口稅 7.75%

應加徵平衡稅 4.75%

故照上述十五日之情形，外匯『市價』低於『平價』達百分之二·五。除徵出口稅七·七五外，尚應加

## 徵平衡稅百分之四·七五。

至此次徵稅最明顯之作用，自即爲阻止白銀之外流。自徵稅實行後，國內外銀價，雖仍有相差；而其相差數額，既已全爲出口稅所吸收，運銀出口，即屬無利可圖。用以遏止白銀之外流，自應有效。

至徵收銀稅阻銀外流之結果，將使國內外銀價之差數，更爲加甚，亦似爲推想中當然之事。蓋在白銀輸出入自由之時，國內外銀價一有差數，我國白銀即行外流；而此種白銀之外流，同時即含有減少此項差數之作用。蓋一方我國出售白銀，增加國外白銀之供給，自有壓低國外銀價之趨向；而他方我國國內存銀隨減，供給隨少，又有提高國內銀價之趨向。一出入間，差數自可隨爲減小。自加徵銀稅後，白銀出口，受其限制。此後國內外銀價，藉此稅率爲保障，即有較鉅差數，亦可避免其不良影響，爲計良得。

且此項銀稅，既將運銀出口利益完全沒收，從一方面言之，其作用即幾等於禁銀出口。此後吾國國內銀價，在征稅實行期內，或可暫時脫離世界銀市之羈絆。國內外銀價間，因有銀稅爲之緩衝，可以不必常相一致。國內銀價受銀稅之保障，可以超然脫離國外銀市而獨立。

在今日世界銀價繼續上漲之情況下，吾國國內銀價，即不能完全不受其牽動；至少其上漲程度，亦可大爲減輕。從而對內物價，可以維持比較之安定；對外匯價，可以維持比較之平衡。然而從另一方面言之，加征銀稅與禁銀出口，又似確有其不同之點。禁銀出口，在任何情形下，白銀均無出口之可能；而加征銀稅，則在不圖利益之條件下，仍可聽其出口。蓋一在完全禁止其出口，一在禁止其以投機牟利爲目的之出口；其作用確似略有不同也。

白銀爲吾國今日之幣材，其不絕外流之應加阻止，自無疑問。白銀又爲吾國將來變更幣制時易得國外黃金之主要交換品，其應加保存，亦早成識者共同之主張。在各國均已採用金本位之情況下，吾國幣制之不能永久積用銀本位，近年來似亦已成爲各專家漸趨一致之意見。各國均已用金，而我獨用銀；是在幣制上吾國即處於「孤立」地位。我獨用銀，而銀價之決定，則操諸人手；是在幣制上吾國又處於「被支配」地位。金貴則銀賤，銀貴則金賤，因用幣不同，而利害相反；是在幣制上吾國更處於「與人衝突」地位。故吾國一日不脫離銀本位，吾國即一日不能避免幣制上之「孤立」之「被支配」之「與人衝突」。

近數年來，吾國財政當局，似亦已早鑒及此。就過去事實，一爲推證，當局對於改革幣制問題，頗似無日不在統盤籌劃中。即就最近月餘言之，其最堪注意者，除加徵銀稅外，尚有兩事：其一，爲九月八日，財部取締標金外匯之投機，改以中央銀行所開關金行市爲結價之標準。此項規定，並已於昨日（十月十六日）起實行。自是中央銀行對於外匯管理之機能，隨之擴大；而關金交易之逐漸增多，亦可視爲改用金本位之一種預備步驟。其二，即爲九月二十三日我國向美提出之白銀照會。其往來照會中，關於吾國將來幣制，約略涉及數語，頗有可資研究者。我國去文中，有云：「中國政府以責任所在，必須設法避免銀價變動之損害。現在以爲中國不應單獨維持銀本位制度，故已考慮逐漸採用金本位貨幣。因此必須吸收現金。茲美國政府既欲增加國庫現銀準備之比數，中國政府亦願確知美國政府原則是是否願與中國政府作金銀相互之交換。」而美國覆文則云：「現在購買金銀，各國皆可在公開之市場進行，故政府間之直接交易，未曾實行。惟將來儘可舉行友好之討論。況兩國現方有共同之願望，以達共

同之制度，故敵國甚願隨時與貴國代表，討論此等較大之問題。』細譯雙方語氣，吾國有改行金本位之意志，並有向美國以銀易金之磋商，已明見乎辭。而美國對於『達共同制度』之贊助，及對於討論此『較大問題』之願望，亦已意在言外。

在實行關金結價之前一日，美國覆文公佈之同一日，不先不後，公佈徵收銀出口稅及平衡稅，在吾人視之，確似有深意存乎其間。其用意，頗似不僅在阻止目下現銀之外流。其目光，頗似直射至將來幣制之改革。今日以徵稅手段所保持之白銀，將來即可用以爲易得黃金之交換品。美方購銀，我加銀稅，需要增加，供給減少，世界銀價，必且扶搖直上。彼時我以同量白銀，可以換得較多量之黃金。俟至相當期間，接洽圓滿，美正需銀，我正需金，一方需要，一方供給，『交易而退，各得其所』。此真千古一時之機，就過去事實，一爲推證，我國當局，似已早鑒及此，並似已在着着進行，謀其實現矣。

惟尙有一點，須加申述者。徵收銀稅，能阻止白銀之運出國外，而不能阻止白銀之流入外行。惟於實質上，於效用，白銀之流入外行，與白銀之運出國外，又似無甚差異。白銀一入外行，主權已非我有。就事實上言之，留滬好，出口亦好。已非我有之白銀，出口後屬諸他人，不出口亦屬諸他人。上海之存銀雖多，設將來此多量之存銀，仍得絡繹流入本埠外行，大部仍歸諸外行銀庫，於我何補？是徵收銀稅，祇能達到名義上之阻銀出口，而仍不能充分獲得阻銀出口之實際效用。則欲保存我現有之白銀，繼續仍爲我有，恐尙非單獨徵收銀稅所能奏效也。

(註一) 見銀本位幣鑄造條例第二條。

(註二) 倫敦銀價，係以成色 925 之標準銀一盎司，值英幣若干便士爲表示。

——二十三年十月，上海浙江興業銀行，曾載當時新聞報，轉載銀行週報，第八七二期——

#### 四 徵收銀稅以後

政府於十月十五日起，公佈徵收銀稅。除有定率之銀出口稅外，並加徵無定率之平衡稅。自後國外銀價高於國內銀價之差額，即大部爲銀稅所補平。差額增，則平衡稅隨之加高；差額減，則平衡稅亦隨之減低。從此運銀出口，非特無利可圖；且有損失運輸、保險、裝箱等一切費用之虞。

吾人試一推究政府加徵銀稅用意之所在，似不外兩端：一爲隔離國內外銀價之關係；一爲阻止國內存銀之外流。

請先言隔離國內外銀價關係之作用。吾國以銀爲本位，國外銀價漲落，一方面直接與吾國銀幣價值，間接即與吾國貨物市價，有連帶之牽制；他方面直接與吾國外匯行市，間接即與吾國對外貿易，生密切之關係。世界銀價之漲落，決之於英之倫敦；決之於美之紐約。其漲落影響於吾國雖至深且鉅；而其漲落之決定，則非我所能過問。四五月來，美國對於白銀政策之推行，益見積極。在美國購銀政策之下，世界銀市，有扶搖直上之勢，早已見諸事實。世界銀價飛漲，對我之影響，於內爲銀幣價值之隨高，於外爲外幣匯價之日落，幣值日高，則在國內向費國幣一元始可購得之貨物，今不須一元即可購得此同量之貨物矣。國幣值高，即國貨價落。於是虧折屢見，減工停工，而不景氣遂迷漫於全國之產業。匯價日落，則在國際向以國幣一元可換得之英美或其他外幣，今不須一元即可換得此同



額之外幣矣。外匯價落，卽外貨價賤。於是輸入外貨，充斥市場，爲國貨樹一勁敵；輸出土貨，價格隨漲，於國際無從競爭。其結果，對內爲國內產業之重受壓迫，對外爲國際貿易之益增入超。吾國處此環境下，欲避世界銀漲之不良影響，加徵銀稅，確似爲比較上適宜之辦法。因徵稅之關係，運銀出口，卽不完全停止，至少必大爲減少。自後有稅爲障，國內銀價，卽不能完全脫離世界銀價之羈絆，至少亦可減少其羈絆之程度。世界銀市，卽再有激烈之上漲，因平衡稅之隨增，而國內銀價，或可不致隨爲激烈之上漲；反之，世界銀市，或更有激烈之下落，因平衡之隨減，而國內銀價，或可不致隨爲激烈之下落。蓋自實行徵收銀稅以後，國外銀市與國內銀價間，卽有一重防隄——有伸縮之防隄——之存在。國內外銀價間，以銀稅防隄爲之緩衝，自後國內外銀價，可以不必相同。換言之，卽可以常有差額之存在。此項差額，設有伸縮，平衡稅卽隨爲伸縮。在此種情形下，國外之銀價漲，國內之銀價不必隨之俱漲；卽隨之俱漲，其程度更不必相同。阻止國內銀價之漲勢，卽阻止對內物價之跌勢，卽阻止對外匯價之落勢。內以維持本國產業，外以阻止外貨傾銷，而隔離國內外銀價關係之明效，乃大見。自加徵銀稅，國內物價，已見回漲，卽其明證。

至於加徵銀稅，是否能阻止國內存銀之外流，則似尙成問題。雖按加徵銀稅辦法，似已將國內外銀價差額全部吸收。自後運銀出口，似確已絕無贏利可圖；輸銀出口，似已可絕對不至發生。然而在入超日鉅之情況下，是否能完全阻止白銀之出口；卽可完全阻止白銀之出口，是否卽能保持我國之存銀，似尙均不易爲過於樂觀之解答。入超漸鉅，過於失平，外匯平市委員會之運銀出口，或且成爲不可避免之步驟。彼時移昔日中外各銀行之個別運銀出口，爲他日中央銀行之集中獨占出口，亦祇爲百步五十步之分，而仍未能達到完全阻止存銀出口之目的。且卽

退一步言，將來事實上或竟能完全阻止白銀之運出國外；然而在今日中外銀行對峙之畸形情況下，未能阻止白銀之流入外行，即仍未能完全保持現存白銀爲我有。白銀流入外行，於實質上，與白銀之運出國外，似無甚差異。白銀一入外行，主權已非我有。上海之存銀雖多，設將來此多量之存銀，仍因抵償入超，得陸續流入外行，於我何補？則欲保持我現有之白銀繼續仍爲我有，似非單獨徵收銀稅所能奏效。

時賢立論，以爲欲阻止白銀出口，非自減少入超着手不爲功；又謂欲減少入超，非自統制國際貿易着手不爲功。吾敢從而引申之曰：欲統制國際貿易，非自紙幣停止兌現着手不爲功。

請先言紙幣停止兌現之作用。紙幣停止兌現，在吾國卽爲停止銀本位。此後無論對內對外，卽一律以此不兌現之紙幣爲交易之唯一媒介物。設外商願與我繼續爲國際之貿易，則彼以貨來，交易而退，所得者爲我國不兌現之紙幣。此項紙幣，可爲在我國投資之用，亦可爲在我國購貨之用。在此種情況下，外貨輸入商，受其限制，必不至再如今日之積極傾銷，以我市場，爲彼尾閘；而國際貿易之統制，遂亦易於着手，易於就範。外貨傾銷之減少，卽外貨輸入之減少；土貨交換之增加，卽土貨出口之增加。一出入間，其相去何可以道里計？

今日一般社會，對於紙幣停止兌現之主張，每有一種「不自知其然」之不良反感。推究其病，每在誤解。蓋誤解紙幣停止兌現之結果，必爲通貨膨脹。不知通貨膨脹，雖每以紙幣停兌爲入手；而紙幣停兌，不必一定造成通貨之膨脹。以有限之現金準備，爲無限制紙幣之增加；與以一定之現金準備，爲比率之紙幣增加，似同而實異。設停兌而非以通貨無限膨脹爲目的，則準備增加，紙幣始能增加；所發紙幣，雖經停兌，而紙幣兌現之能力，依然未減。故通

貨無限膨脹下之紙幣，其紙幣已無兌現之能力；而在單純停兌下之紙幣，其紙幣仍保有兌現之能力，『是不爲』而『非不能』，顯然不應併爲一談。今吾人採取紙幣停兌之目的，既不在於日後通貨之無限膨脹；而在於統制貿易，減少入超，以保持吾國現有之存銀，則其紙幣停兌後應取之步驟，亦自當以慎重出之，庶不至以保持存銀之目的始，而以通貨膨脹之結果終。致失之毫釐，謬以千里；所以穩定市場者，正以擾亂市場；所以消弭恐慌者，正以增加恐慌。

紙幣停兌時所應加注意者，其一、爲發行權之暫時不應集中於任何一銀行。發行之應行集中，於原則上，於實際上，吾人雖均當加以贊助，然倘不先於集中發行權之銀行本身組織上管理上政策上，加以改進，先樹健全之基礎，以昭大信於國人；恐集中之議方起，而金融已陷於恐慌。且集中後之發行，一方雖便於合理之統制；一方亦易陷於不健全之擴張。發行權既已集中，印刷機出品之便利，往往予執有發行權者以絕大之引誘。當仰屋興嘆之頃，欲鳩止渴，恐亦在所不計。不於此先事預防，恐非萬全之策。則於實行時，由發行各行合組公庫，或竟暫維現狀，而以公開檢查隨時佈告爲取信國人之途徑，似均有細加研究，酌量採行之價值。

抑又有進者，吾人既以紙幣停兌爲統制貿易減少入超之途徑；將來實行後，效果倘真與所期相符，則外貨輸入減少，關稅收入必且隨之減少。照本年度之中央修正預算，歲入總數，達九一八、一一〇、三四元。其中關稅收入，預算爲三六六、四一三、七九一元，占全數百分之四十。而外貨進口稅，又占關稅全部百分八十，（計二十二年度關稅總收入爲三三九、五二二、〇〇〇元，其中進口稅爲二六五、六一〇、〇〇〇元。）倘不先謀抵補，恐桑榆之失，未得

收之於東隅，國家財政，必且受其影響。論者頗有謂實行貿易統制後，國內產業，繁榮可期，關稅損失，或可取償之於統稅者。以質諸研究本國財政者，不知果有當否？是則非本文所能具論，因不贅。

——二十三年十一月，上海浙江興業銀行，載光華大學半月刊，第三卷第五期——

## 五 十九年金貴銀賤風潮之回顧

金貴銀賤問題，自十九年一月，引起朝野人士之注意後，一年來，上而執政當局，下而經濟專家，工商聞人，或則本其地位，謀實施救濟之方；或則本其經驗，陳應付萬全之策；或則綱舉目張，以理論爲依歸；或則遠紹旁搜，就事實爲考證；著書立說，議論紛紜，各肆雄辯，蔚爲大觀。所以激動政府之考慮，學者之研究，民衆之注意者，其功不可沒。爰搜集一年來金貴銀賤風潮之經過實況，以及各方所發議論，分爲四目，列舉於下：（一）金貴銀賤之意義；（二）一年來金貴銀賤之趨勢；（三）各方推究金貴銀賤之原因；（四）各方討論金貴銀賤之應付及救濟方策。曰「各方」云者，正所以表示爲當時一般意見之集合，而非純粹個人之主張。爲研究計，想爲讀者所默許乎？

### 一 金貴銀賤之意義

物有貴賤，此夫人而知之者。同此一物，昨日以少量貨幣，賣者即願出售，買者即可購得；而今日須以多量貨幣，賣者始願出售，買者始可購得者；曰昨賤而今貴。反言之，同此一物，昨日以多量貨幣，賣者始願出售，買者始可購得；而今日祇須以少量貨幣，賣者即願出售，買者即可購得者；曰昨貴而今賤。此又夫人而知之者。同此一物，昨日祇可以易少數之貨幣，而今日可以易多數之貨幣者，物固較貴，而貨幣則較賤；因同此貨幣，今日祇可以易少量之貨物

也。反言之，同此一物，昨日可以易多數之貨幣，而今日祇可以易少數之貨幣者，物固較賤，而貨幣則較貴；因同此貨幣，今日可以易多量之貨物也。然則所謂貴，所謂賤，以貨物之立場言，係視其能易得貨幣之多寡；以貨幣之立場言，係視其能易得貨物之多寡。以今世之情狀言，金銀為貨幣，同時亦為貨物。在採用金單本位，金匯兌本位，金塊本位諸國，其貨幣以金為基礎，而其視銀，則與其他貨物相同。反之，在採用銀本位之國，其貨幣以銀為主體，而其視金，則亦與其他貨物相同。換言之，即採用金本位諸國，視金為貨幣，而視銀為貨物；而採用銀本位之國，則視銀為貨幣，而視金為貨物。故在採用金本位諸國，即無所謂金價；蓋金幣與生金，同為金貨，若干重量之生金，即等於一枚金幣；或若干枚之金幣，即等於一單位生金，無從為價格之表示也。反之，在採用銀本位諸國，即無所謂銀價；蓋銀幣與生銀，同為銀貨，若干重量之生銀，即等於一枚銀幣；或若干枚之銀幣，即等於一單位生銀，亦無從為價格之表示也。今以英國為採用金本位國之舉例。英國以鎊為本位，照其幣制規定，每一鎊金幣一枚，其標準重量，為一二三·二七四四七格蘭(Grains)，其成色，為十二分之十一；故凡標準金(成色亦為十二分之十一)二十鎊(Pound Troy)可鑄一鎊金幣九三四·五枚；而每標準金一盎司(Ounce)可合英幣三鎊一七先令及一〇·五便士如下式：

$$20 \text{ 鎊 (Pound troy)} = 20 \times 12 = 240 \text{ 盎司 (Ounces)}$$

$$240 \text{ 盎司} = 240 \times 20 = 4,800 \text{ 便士 (Penny weights)}$$

$$4,800 \text{ 便士} = 4,800 \times 24 = 115,200 \text{ 格蘭 (Grains)}$$

$$115,200 \div 123,27447 \text{ (一鎊金幣重量)} = 934.5 \text{ 鎊幣}$$

$$934.5 \div 240 = 3.89325 \text{ 磅幣} = 3 \text{ 磅 } 17 \text{ 先令 } 10.5 \text{ 便士}$$

故以英幣三磅十七先令及一〇·五便士，無論何時，可合標準金一盎斯，因之，無所謂金價，更無所謂金貴金賤也。今更以吾國爲採用銀本位國之舉例，吾國雖大體用銀，而並無統一單位之存在。設以上海爲根據，則其單位，爲規元兩。規元兩與生銀間，亦有其一定交換比例之存在。照上海銀爐習慣，於民國九年以前，成色·九九八之大條銀，每廣平一百兩，可合規元一十一·二〇兩，如下式：

$$\text{若干規元} = 100 \text{ 廣平兩 (大條成色. 998)}$$

$$100 \text{ 廣平兩 (大條)} = 102.4 \text{ 漕平兩 (大條)}$$

$$930 \text{ 漕平兩} = 1000 \text{ 規元兩}$$

$$\frac{100 \times 102.4 \times 1000}{1000 \times 930} = 110.10$$

$$\text{加升水 } 1\% = \frac{1.10}{111.20}$$

$$\text{應合規元} = 111.20$$

自民國九年，因成本漸高，經銀爐與銀行訂定，凡成色·九九八之大條銀，每廣平百兩，照前減去規元三錢，合規元一百十兩零九錢。故在上海以·九九八成色之大條，交銀爐鑄製，無論何時，可得規元銀一一〇·九兩；因之，亦無所謂銀價，更無所謂銀貴銀賤也。

然則銀貴銀賤之說何自來？金貴金賤之說更何自來？曰：銀貴銀賤，其價格定之於倫敦，定之於紐約；而吾人所

習聞之金貴金賤，則大致以本埠金業交易所所開做之標金市價爲根據。蓋英美幣制，係金本位；故俱視生銀爲貨物。今日生銀貴，則在倫敦每成色·九二五之標準銀一盎斯，昨日祇值英金一五便士者，今日可值英金幣一五·五便士，或一六便士矣；在紐約每成色·九九九之大條銀一盎斯，昨日祇值美金·三三元者，今日可值美金·三四元，或·三五元矣。換言之，通常所謂銀貴銀賤者，係以金幣爲標準；今日每生銀一盎斯，可換較多之金幣，則銀價貴；今日每生銀一盎斯，可換較少之金幣，則銀價賤。至於金價之產生，適得其反。吾國貨幣，係以銀爲本位；故視生金爲貨物。今日生金貴，則在金業交易所中，每標金一條，昨日祇值規元七百十五兩者，今日可值規元七百二十兩，或七百二十五兩矣；明日生金賤，則每標金一條，今日可值七百二十五兩者，明日祇可值規元七百二十兩，或七百十五兩矣。換言之，通常所謂金貴銀賤者，係以銀幣爲標準；今日每標金一條，可換較多之銀幣，則金價貴；明日每標金一條，可換較少之銀幣，則金價賤。簡言之，銀價，爲用金本位國所定出，係以金幣爲估量其價格漲落之標準；金價，爲用銀本位國所定出，係以銀幣爲估量其價格漲落之標準。

信如是言，則銀價定於英美；金價定於中國；兩者各自爲政，不相爲謀乎？曰：是又不然。銀價定於英美，而以金幣爲表示；故銀價跌，即金幣漲；銀價漲，即金幣跌。吾國用銀，英美用金，因金幣漲，而吾國對外匯兌，須爲較多量銀幣之付出，始能購得同額之金幣矣；反之，因金幣跌，而吾國對外匯兌，祇須爲較少量銀幣之付出，即能購得同額之金幣矣。故英美銀市之貴賤，直接影響於世界之銀價，間接即影響於吾國——銀本位國——之外匯。以事實言，吾國對外匯兌平價之計算，全視倫敦或紐約銀價之漲落爲高下，即其明證。至於吾國金價，其漲落雖由交易所於開做時



所隨時決定；然於常情之下，直接受外匯之控制，間接即受英美銀價之控制。金幣上漲，標金既同係金貨，其市價必隨之而上漲；金幣下落，標金既同係金貨，其市價必隨之而下落。在變態之下，上海標金市場，受大投機家之操縱，有時市價飛漲，直接影響於外匯，挾之同漲；間接影響於銀價，壓之反跌。有時市價猛跌，直接影響於外匯，挾之同跌；間接影響於銀價，擡之反漲。然無論為漲為跌，標金市價與英美銀價，常有相反之上落，則理有固然。以事實言，上海標金平價之計算，全以外匯市價為根據，即其明證。

總之，銀市雖決定於英美，金市雖決定於吾國，而此漲彼落，此降彼升，實有其息息相通之作用在。銀市跌，則金市漲；而銀幣對金幣之匯兌率，即隨之而變。故金貴銀賤，或金賤銀貴云者，實為相對之詞。金既貴，則銀必賤；銀既貴，則金必賤；換言之，金貴則銀賤，銀貴則金賤也。至於金貴，則以金本位國之貨幣，與銀本位國之貨幣相兌換，而銀本位國即立於不利之地位；反之，銀貴，則於匯兌上，金本位國即立於不利之地位，尤為事理之極顯明者。吾國為銀本位國，故在此金漲銀跌之情勢下，有不能不亟謀所以應付救濟之策，以自拔於此不利之地位也。

## 二 一年來金貴銀賤之趨勢

銀價自十六世紀以來，實常在下落趨向之中。雖歐戰期間，曾有一度之激漲；然其非常態，則為世人所公認。故歐戰告終，即仍轉跌勢。至民國十六年中，其最高價已即在三十便士以下；至十八年，而其最低價即下達二十一便士有奇。一入十九年，跌勢更盛；一月最高價，尚為二一·六二五便士；至年終，最低價竟達一四·四三七五，前後兩

價相差，下落竟達三分之一左右。同時，標金市價，年初最低價尙爲四二五·五規元兩；至年終，最高價竟達六七九·五規元兩，前後兩價相差，飛漲亦達三分之一左右。故在年初之規元三兩，至年底以購外貨，已祇合值二兩。換言之，即吾國貨幣，於國際之購買力，已減少其三分之一。以一年之短時間，對外匯兌，起若斯之劇烈變化，宜羣情惶恐，達於極點也。茲舉十九年各月倫敦銀價及標金行市，列表如下：

| 年 份 |   | 倫 敦 銀 價 (便士) |         | 標 金 行 市 (規元兩) |       |
|-----|---|--------------|---------|---------------|-------|
| 月 份 | 份 | 最 高 價        | 最 低 價   | 最 高 價         | 最 低 價 |
| 一   | 月 | 二一·六二五〇      | 二〇·一八七五 | 四九六·五         | 四五二·五 |
| 二   | 月 | 二〇·四三七五      | 一九·六八七五 | 五〇七·〇         | 四七七·八 |
| 三   | 月 | 二〇·〇〇〇〇      | 一八·六二五〇 | 五一九·五         | 四八一·一 |
| 四   | 月 | 一九·八一二五      | 一九·一八七五 | 五〇六·五         | 四九六·五 |
| 五   | 月 | 一九·九六二五      | 一七·四三七五 | 五四四·九         | 五〇一·〇 |
| 六   | 月 | 一七·四三七五      | 一五·四三七五 | 六二二·二         | 五四七·五 |
| 七   | 月 | 一六·四三七五      | 一五·四三七五 | 六一六·〇         | 五六四·五 |
| 八   | 月 | 一六·八七五〇      | 一五·八七五〇 | 五八八·〇         | 五二九·〇 |
| 九   | 月 | 一七·〇〇〇〇      | 一六·四三七五 | 五七七·六         | 五三〇·五 |
| 十   | 月 | 一六·八一二五      | 一六·三七五〇 | 五九〇·二         | 五六三·一 |

| 年    | 年   |     |
|------|-----|-----|
|      | 十一月 | 十二月 |
| 十四年  | 全   | 全   |
| 十五年  | 全   | 全   |
| 十六年  | 全   | 全   |
| 十七年  | 全   | 全   |
| 十八年  | 全   | 全   |
| 十九年  | 全   | 全   |
| 二十年  | 全   | 全   |
| 二十一年 | 全   | 全   |
| 二十二年 | 全   | 全   |
| 二十三年 | 全   | 全   |
| 二十四年 | 全   | 全   |
| 二十五年 | 全   | 全   |
| 二十六年 | 全   | 全   |
| 二十七年 | 全   | 全   |
| 二十八年 | 全   | 全   |
| 二十九年 | 全   | 全   |
| 三十年  | 全   | 全   |
| 三十一年 | 全   | 全   |
| 三十二年 | 全   | 全   |
| 三十三年 | 全   | 全   |
| 三十四年 | 全   | 全   |
| 三十五年 | 全   | 全   |
| 三十六年 | 全   | 全   |
| 三十七年 | 全   | 全   |
| 三十八年 | 全   | 全   |
| 三十九年 | 全   | 全   |
| 四十年  | 全   | 全   |
| 四十一年 | 全   | 全   |
| 四十二年 | 全   | 全   |
| 四十三年 | 全   | 全   |
| 四十四年 | 全   | 全   |
| 四十五年 | 全   | 全   |
| 四十六年 | 全   | 全   |
| 四十七年 | 全   | 全   |
| 四十八年 | 全   | 全   |
| 四十九年 | 全   | 全   |
| 五十年  | 全   | 全   |
| 五十一年 | 全   | 全   |
| 五十二年 | 全   | 全   |
| 五十三年 | 全   | 全   |
| 五十四年 | 全   | 全   |
| 五十五年 | 全   | 全   |
| 五十六年 | 全   | 全   |
| 五十七年 | 全   | 全   |
| 五十八年 | 全   | 全   |
| 五十九年 | 全   | 全   |
| 六十年  | 全   | 全   |
| 六十一年 | 全   | 全   |
| 六十二年 | 全   | 全   |
| 六十三年 | 全   | 全   |
| 六十四年 | 全   | 全   |
| 六十五年 | 全   | 全   |
| 六十六年 | 全   | 全   |
| 六十七年 | 全   | 全   |
| 六十八年 | 全   | 全   |
| 六十九年 | 全   | 全   |
| 七十年  | 全   | 全   |
| 七十一年 | 全   | 全   |
| 七十二年 | 全   | 全   |
| 七十三年 | 全   | 全   |
| 七十四年 | 全   | 全   |
| 七十五年 | 全   | 全   |
| 七十六年 | 全   | 全   |
| 七十七年 | 全   | 全   |
| 七十八年 | 全   | 全   |
| 七十九年 | 全   | 全   |
| 八十年  | 全   | 全   |
| 八十一年 | 全   | 全   |
| 八十二年 | 全   | 全   |
| 八十三年 | 全   | 全   |
| 八十四年 | 全   | 全   |
| 八十五年 | 全   | 全   |
| 八十六年 | 全   | 全   |
| 八十七年 | 全   | 全   |
| 八十八年 | 全   | 全   |
| 八十九年 | 全   | 全   |
| 九十年  | 全   | 全   |
| 九十一年 | 全   | 全   |
| 九十二年 | 全   | 全   |
| 九十三年 | 全   | 全   |
| 九十四年 | 全   | 全   |
| 九十五年 | 全   | 全   |
| 九十六年 | 全   | 全   |
| 九十七年 | 全   | 全   |
| 九十八年 | 全   | 全   |
| 九十九年 | 全   | 全   |
| 一百年  | 全   | 全   |

### 三 各方推究金貴銀賤之原因

關於一年來金貴銀賤之原因，據各方之觀察及推測，其結論雖間有不同，而大體則尚相符合。歸納各方結論，實仍不出經濟學中之供給需要定律。李權時氏歸納之爲：(一)最近金之需要，遠過於其供給；(二)最近銀之供給，遠過於其需要；(三)最近金之需要，遠過於銀之需要；或反言之，最近銀之需要，遠不如金之需要；及(四)最近銀之供給，遠過於金之供給；或反言之，最近金之供給，遠不如銀之供給四項，實爲扼要之論。至列舉金貴銀賤之各個原因，則或有關於金銀價格之長期趨勢；或有關於金銀價格之一時變化。究其長期之趨勢，而數世紀來金價漸漲銀價漸跌之原因自明；究其一時之變化，而一年來金價驟貴銀價驟落之原因可見。就此以爲觀察，如王仲武氏所得

之結論，亦似有其相當之見地。王氏之結論爲：（一）關於銀價長期之跌落，已屬事實上之趨勢；（二）關於銀價次第之跌落，所受需要減少之影響爲特重；（三）關於銀價非常之升降，所受供需律之支配，不在卽年鑛山自然之產量，而在人爲過贖之供給，與突然大量需要之減少。設吾人於一年來時論對於原因方面之各項主張，略加推究，似頗可與李王兩氏所得之結論相發明也。

金貴銀賤之由來，有關於世界全體之各種原因，亦有僅涉吾國一部之各種原因。如產銀數量之漸增，舊銀出售之驟多等，均足以增銀之供給；如銀本位地位之喪失，銀輔幣色量之減低，舊銀習慣之漸除，工藝銀用之日減等，均足以減銀之需要；同時因生金產額之不豐，而金之供給，隨有限制；因戰前金本位之採用，戰後金本位之恢復，以及最近日本金解禁之實行，印度越南幣制之改革等，而金之需要驟見增加；凡此種種，皆足以打破世界金銀供需之平衡，而造成數世紀來金貴銀賤之長期趨向，及一年來金貴銀賤之一時變態。至於僅涉及吾國一部之各種原因，則如標金投機之活動，貿易結價之延遲，匯款出國之驟增，大宗軍火之訂購，都市存銀之豐厚等均是；更何一非足以增加金幣之需要，或增加銀貨之供給，以助長金貴銀賤之傾向？茲更列舉以上各種原因，略加解釋如下：

（一）銀供給之增加 關於銀供給之增加，其最要者，不外二端：一爲銀產數量之漸增；一爲舊銀出售之驟多。銀產數量之漸增，爲近年來不可掩之事實。查戰前世界銀產額，以一九一二年爲最高，但其數不過二萬三千萬盎斯；且爲特出之年，其前後數年之產額，均低於此數。戰後自一九二三年以來，產額遞增，無年不在二萬三千萬盎斯以上。自一九二六年起，且逐年均在二萬五千萬盎斯以上。銀價之低落，此爲重要原因之一，殆無疑義。雖如李幹氏

云：「自十六世紀以後，世界產銀之總額，實有一千四百萬萬兩之鉅。此一千四百萬萬兩之銀，除少數消費於化學及其他工業者外，其大部份依然存在。現時每年二萬餘萬兩之生產，不過一千四百萬萬兩底貨六七分之一。若謂此每年六七百分之一之生產，即能有大影響於一千四百萬萬兩總存銀額之價格，似亦未爲確論。」然銀價之趨跌勢，已非一日，至十九世紀中葉以後，其跌勢始益顯著；二十世紀以來，雖於歐戰期中，曾有一度之回漲，然近年來之下落趨勢，更日顯明，至民國十九年而一瀉千丈，不可抑遏。此種長期之下落趨向，謂與逐年銀產之累加，無甚關係，恐極難爲滿意之解釋。即以近年來銀價驟跌之情形而言，與銀產之增加，似仍不能完全脫離關係。設反近年銀產逐漸增加之趨向，而爲銀產逐漸減少之趨向，銀價之跌勢，是否仍將若是之烈且速，恐即成爲一疑問也。

「銀之供給，除銀產增加之外，尙有其他來源：即舊銀之出售是。近年各國因處分戰時鑄造過多之銀幣，與減輕輔幣成色，及改用他種金屬之故，曾售出舊銀頗多。據調查，一九二〇年，英國將九·二五成之輔幣，減輕爲五成，售出存銀，約九千萬盎斯；法國同年售出二千六百五十萬盎斯；又據調查，戰後期間，歐洲各國所有舊銀幣，銷燬出售者，居其大半，」於銀產逐年增加之情勢下，更加以舊銀出售之驟多，供給大增，需要反減。於是銀價之下落，遂爲不可避免之結果。

（二）銀需要之減少 關於銀需要之減少，其最重要者，自爲近百年來銀本位地位之喪失。蓋自十九世紀中葉以來，銀單本位制，及金銀複本位制，已幾告絕跡於世界，至今日中國爲其僅存之碩果。向日可以自山鑄造之足值本位銀幣，今已退爲限制鑄造之代表輔助貨幣。此項普遍之幣制改革，非特使自後鑄幣銀需大爲減少；且因舊

幣之鑄煨，足使過去及現有之生銀供給，忽見增加。結果，供多需少，一出入間，而銀價大受其影響矣。

此外如最近各國對於銀輔幣重量之減輕，成色之減低，及以紙幣銀銅等幣爲替代；如印度因採用金本位，而其農民之藏銀習慣，一旦打破；又如因鎳、銅、錫、鎂、鋅、鎘等金屬之發明，而生銀於工藝上之需要，亦日見減少；凡此種種，俱直接足以減少銀之需要，間接即足以壓低生銀之市價。

(三) 金供給之不豐 查近來世界之金產額，每年平均，約爲八千三百五十萬鎊左右。較之歐戰初停之時，雖略有增進；但與戰前比較，相差尙在十分之一左右。誠有如貝遜薩氏所云：「此種產量，揆之商務發達使用繁夥之今日，是否足資週轉，似已成爲問題。」因金供給之不豐，不足以應付需要，而金價上漲，而銀價下跌，實有其必然之勢在也。

(四) 金需要之日繁 「按諸供求律，求過於供則價貴；金價之貴，要亦不外乎是。自十九世紀中葉以來，金本位制，已風靡全球。英國雖探行最早，而各國之接踵而起，實自一八七一年德國採用金本位制以後。……貨幣材料，雖未嘗悉數用金代銀；但本位既改，銀幣之用途大減，金之消費驟增；一增一減之間，其程度固未必同一，而用金之需要加多，終爲極明顯之事實。」十九世紀中葉以後，金貴銀賤之漸趨顯著，此爲其最大原因，爲一般學者所公認。歐戰中，因金本位之破壞，銀價曾有一度之回漲；然大戰告終，各國即努力謀金本位之恢復，終能陸續實現。近十年來金價之回漲，銀價之回跌，論者大都以此爲其最大原因，不爲無見。益以民國十四年印度之採用金本位；十九年日本之金解禁，及安南之幣制改革；金需日增，銀需日減，欲金不貴銀不賤難矣。論者每以戰前金本位之採用，爲八

九十年來銀價長期跌落之原因；以戰後金本位之恢復，為近十年來銀價回趨跌勢之原因；以最近印度之出售存銀，日本之實行解禁，及安南之改用金幣，為近年銀價大跌之原因；自有其相當之見地也。

(五)其他各種原因 其他各種原因中，標金投機之活動一點，論者各主一說。如俞寰澄氏則謂：「金銀之漲落，關係全世界趨勢，決非少數投機家所能操縱；投機之買賣，不過有數小時或一二日之激動，不久即仍趨平復。」而貝淞蓀氏則謂：「在相當範圍內，投機家之活躍與籌劃，確為造成深刻化之一端。」李菲侯氏更大聲疾呼，謂金貴銀賤，一般投機牟利者，實「有以促成之。」平心而論，在常情之下，標金市價，雖大都聽銀價及外匯之指揮；而在有勢力之操縱下，外匯及銀價，有時亦不免受標金市場之控制。謂標金投機，不足以直接影響吾國外匯，以間接影響世界銀價者，所見似未免稍偏。至於貿易結價之延遲，更確有其一時擡高外匯，及壓低銀價之可能。狄愛德氏常謂：「中國進口之需要，為數極鉅。若商家於進口貨，能逐漸結價，其影響當不致如是之甚。乃始則意存觀望，妄希銀價回漲；及見其暴落，則又爭相結價。」一時外匯之需要，忽迫金幣之已漲者，至是而更漲；銀價之已跌者，至是而更跌。加以自金貴銀賤，受人注意後，私人匯款出國者，驟見增加。誠有如童蒙正氏所云，自金貴銀賤風潮發生後，我國擁有巨資者，鑒於銀價之漸跌，將使其所有資產，隨之漸減，因相率將所有現款——銀款，存入外國銀行，購買金股票或金公債，為保持固有資產之計。無論為購買金股票，或為購買金公債，其為匯款出國則相同。以銀款購金匯，金匯之需要增，銀款之供給增，一出入間，金益貴而銀益賤，有勢所必至者在。至於因當時內亂之不息，訂購大宗軍火，又為匯款出口之一大原因。「大而至於槍礮、彈藥、飛機、唐克車，小而至於被服、鞍轡、藥料、綳帶；何一而非舶來品？」

軍閥倒戈，固需軍火；政府征伐，亦需軍火。兵禍連結，動輒累月。俞寰澄氏曾謂：「中國內戰，爲金價近來高漲之第一大原因。」雖爲有感之言，然亦非全虛語。總之，無論爲貿易結價之延遲，爲匯款出國之驟增，爲大宗軍火之訂購；其爲增加外匯之需要則一；其有擡高金價及壓低銀價之趨勢亦同。而同時唯一銀本位採用之中國，則因內地銀用不起，都市呈現銀過剩之象。世界唯一之用銀國，一時喪失其吸收外來銀貨之能力，欲銀價之有起色，其可得乎？

#### 四 各方討論金貴銀賤之應付及救濟方策

對於金貴銀賤之救濟方策，論者更各執一辭，紛爭莫決。有主張不須救濟，一聽銀價之自然者；有主張積極救濟，以期銀價之回漲者；有主張相機應付，以避銀跌之不良影響者。

主張無須救濟，並無從救濟者，以劉大鈞氏爲最力。劉氏以爲：銀價暴跌，我國政府及一部人民，雖不免略受影響；然以全國爲統盤之合計，則並不至有若何重大之損失。蓋一國之貨幣，原僅爲估量一國財富之標準，銀價跌落，國富並不因之減少。即政府所受損失，亦僅在償付外債之一部；關稅徵金後，即可避免，自無大礙。至於人民方面，因物價之上騰，凡受一定之薪給或工資者，及有銀款之儲蓄者，或須略受損失；然全國農工商各業，則受物價上騰之刺激，俱可現欣欣向榮之象。故在此種情形下，用銀國除國際貿易外，並不受金貴銀賤之影響。即在國際貿易方面，據劉氏之觀察，以爲有形貿易及無形收付爲統盤之計算，我國爲出超國，而非入超國。因之，亦不受若何重大之不良影響。故銀價跌落不足憂，更不必言救濟；而事實上亦無救濟之可能。劉氏更曾明白表示，謂我國力量既不足



以維持銀價，則不如聽其自然，否則徒令操縱投機者，多一擾亂銀價之機會。故劉氏自稱，對於各方提出之救濟方策，均不願贊同。綜上所述，劉氏主張對於銀價不加干涉，實極爲明顯。

主張積極救濟，並須由吾國力量自任者，以衛挺生氏爲最力。衛氏之言曰：「金價如此飛漲，銀價如此崩潰，不思救濟，何異自殺？金漲銀跌，完全出於供求關係；不從供求上着想，其他枝節辦法，終歸無效。就供給上着想，平價之方，惟有增加金產，及減少銀產。顧增加金產，乃受天然限制。世界之金礦有限，各金礦固已盡量出產，短期間希望有大量之陡增，爲不可能。減少銀產，而各國之純粹銀鑛，多已停工；惟世界每歲銀產百分之六七十，係爲他種鑛物之副產品，短期間希望有大量之驟減，亦屬不可能之事。金銀供給方面，既無術可以救濟，則救濟方案，非於需要方面求之不可。需要方面平價之方，惟有減少世界對金之需要，而增加世界對銀之需要。近世除中國以外，貨幣均已用金；第二次世界大戰之聲，又甚囂塵上，各國莫不力求增厚其現金準備；加以全世界各國經濟上之不景氣，爲數十年來所未有，非特各國國家銀行有厚積現金準備之必要；即私家銀行亦莫不力求增加其現金準備；在此種狀態之下，減少現金需要之議，除中國外，更可向誰告語？至於增加對銀之需要，世界各國之貨幣本位，既已確定用金，則復本位之議，斷乎無人聽從。輔幣用銀，各有限制，非可任意增加。故希望世界各國增加貨幣用銀，除中國外，又殆不可能。工業用銀，本屬有限。過去一年中，銀價如此跌落，仍無起色，則希望此途需要之大量增加，殆亦徒然。求之於世界各國既無靈；而受其害最直接最劇烈者，又爲我國；無已，無論自減少對金之需要，或增加對銀之需要，皆須於我國求之。」細玩衛氏語意，非特金貴銀賤，必須救濟；且其救濟方策，舍中國量力自任外，別無他圖。顯與前述劉

氏主張，立於相對地位。

惟在金貴銀賤之風潮中，設法救濟爲一事，而設法應付又爲一事。救濟云者，係救濟銀價之將跌者，而使之不跌；已跌者，而使之回復。至於應付云者，係視察金貴銀賤之趨勢，籌所以自衛之策，而以減少或避免金貴銀賤之不良影響爲目的。此以本國爲立場，而無關於世界之金銀市價。設吾國可以謀相當之應付方策者，正不必問金貴銀賤之至若何程度也。細譯一年來各方提出之意見，救濟與應付，實各參其半。茲從略列舉之於下，爲關心金貴銀賤問題者作參考焉。

(一) 本國產業之發展 對於此點，上而政府，下而工商界及經濟專家，大都爲一致之贊助。始則中央宣傳部有投資生產以救濟銀價宣傳要點之製發；繼則第五十六次行政院政務會議有提案之通過；而當時工商部更特注意於此點，部長孔祥熙氏，曾再三發表意見，以爲「根本辦法，首在恢復國內秩序，使民衆安居樂業，得以竭力增加生產量；」並提出促進勞資合作，便利交通運輸，免除苛捐雜稅，保障人民財產等種種問題。去產業前途之障礙，正所以助產業充分之發展。產業發展，則國內各地現銀之需要，可以增加；現銀去路既旺，而世界銀價之跌落，可以維持；是發展國內產業，可以爲救濟金貴銀賤之方策也。且產業發達，則吾國之生產數量，必且增加。自後國民消費，國產既已敷用，則進口外貨，可以減少，而金貴銀賤之不良影響，於以避免大部。同時消費剩餘，復可輸之國外，則出口土貨，可以增加，而金貴銀賤之良好影響，於以充分實現。是發展國內產業，又可以爲應付金貴銀賤之方策也。雖然，發展產業，固爲應付金貴銀賤之良策，更爲救濟金貴銀賤之善法。然誠有如張家驥氏所云：「工業之發展，決非

一朝一夕所能達其目的。即以日本觀之，迄今仍有多數精製工業品，未能與歐美各國所製造者，並駕齊驅，其困難情形，可想而知。」又如陳紹由氏所云：「興辦實業，發展經濟，所包含之問題，實繁且多：諸如安寧問題，交通問題，資本問題，教育問題，技術人材問題，風俗問題，破除迷信問題等，俱關於國家富源之開拓，經濟之發展，極有待於解決，非一蹴所可幾也。……然以目前金漲銀落之情形，已勢若燃眉之急，何能待諸遙遠之將來？是興辦實業，發展經濟，以救濟金漲銀落，實亦緩不濟急之策也。」

(二) 節約運動之提倡 節約運動，以消極言，則為應付方策；以積極言，又為救濟方策。蓋在吾國今日之消費情狀下，入口外貨，幾為一般民衆生活上不可缺少之物品，節約運動，直接可以防止生活程度畸形之提高，而間接可以減少入口外貨之需要。貿易入超之影響，因之輕減，或免除；而金貴銀賤之影響，亦隨以輕減，或免除；此節約運動，以消極言，所以為應付方策也。同時消費之減少，即為儲蓄之增加，即為社會資本之增加。前日一部之耗於消費者，今日在節約之下，可用之於生產之途矣。故節約運動，直接可以增加國內之生產；而間接即可以增加世界之銀用；以積極言，所以又為救濟方策也。此項運動，政府當局——如蔣主席及何應欽氏——倡之於前；而言論界——如時事新報——應之於後，誠未始非各種方策中之較易實現者。

(三) 服用國貨之推廣 所謂服用國貨之推廣者，其目的非專在乎獎勵工商事業，更非專在乎增進進出口貿易也；其意蓋在此金貴銀賤之時，欲使舉國上下，減少外貨之購買，增加國貨之服用。一方減少國外匯兌之需要，以避金貴之不良影響，一方增加國內現銀之需要，以維持世界下跌之銀市；其用意實至可取。十九年初，中央宣傳部

曾有『國貨運動』之宣傳；而工商部更曾呈文行政院轉呈國府『明令服用國貨』；言論界——如時事新報——亦曾有專文討論。惜提倡者聲嘶力竭，而消費者不加採行；因終未能獲得若何之明效。

(四)關稅徵金之實施 金貴銀賤，與關稅之收入，外債之償付，以及內債之擔保，在在生不良之影響。蓋金貴銀賤，不利於外貨之輸入，而關稅之歲收，因之減少；金貴銀賤，償付外債時之匯價提高，而鎊虧因之增加；鎊虧增加，非特爲償付外債時之損失，抑且足以減少關稅，而搖動內債之保障。欲挽救此項財政上之損失，海關進口稅改徵金幣，實爲唯一之良法。國府於十九年一月十五日，毅然下關稅改收金幣之明令，決定於二月一日起實行。此項辦法，雖不能謂爲救濟之方策；然相機推行，以免除財政上之損失，實爲應付方策中之一上策也。

(五)國際貿易之干涉 主張干涉國際貿易，以增加銀之需要；及減少金之需要，上海時事新報論之最詳。其言曰：『吾人認爲補救金貴銀賤之策，以干涉進出口貨爲易行而最有效。獎勵出口貨，即所以增加銀之需要；而阻遏進口貨，即所以減少金之需要。然外貨之性質，有屬於純粹之消費品者，其中又有奢侈品與必需品之分，有足以增加吾人之生產力者，未可一律而論。故宜就各貨之性質，及人民之需要，應用關稅自主，分別其干涉之程度。其無益於吾國者，或甚至課以等於禁絕之重稅；其有益於吾國者，或從而免稅以獎勵之。對於出口貨……其干涉原則不外乎：(一)原料品而爲我國工業所需者，應增稅以阻其出口；(二)原料品非我國所需者，仍舊貫；若因減稅而可以增加出口者，則應減稅；(三)加工品應減稅；(四)消費品，與外國之競爭者，應減稅；(五)消費品而爲我國民生活所必需者，應加稅；(六)消費品，或原料品，屬於我國之特產者，可酌增稅率；但以不妨礙出口爲度。』此項辦法，當世

學者如壽勉成氏、資耀華氏、朱彬元氏等，均有相似之主張。換言之，即運用關稅政策，以干涉國際貿易是也。此項主張之能否見諸實行，誠有如該報記者之顧慮：「在當局不能放棄關稅財政政策以前，所謂干涉進出口貿易者亦徒託空論而已。」何肅朝氏更指出其原理上之弱點，謂在金價高漲之情況下，進口貨原不待稅率之增加，已具有減少之趨勢；在銀價下落之情況下，出口貨不待稅率之輕減，已具有增加之趨勢。且也，於事實上，關稅自主，僅歷一年，即政府甘受收入上極大犧牲，而施行干涉政策，又安見其在最短促期間內，即能應付列邦之抗議哉？然則以干涉進出口貿易，為救濟金貴銀賤之現象，於理論上，於事實上，俱有其相當之缺點在也。

(六) 對外匯兌之調劑 「金銀市價之變動，一方固受世界銀價之影響，而他方亦有以人為調劑之可能；而調劑之主權，又應以付諸本國銀行，則國際匯兌銀行之設立尙矣。至於「我國現在匯市，則完全為外國銀行所操縱。如外匯行市，至今仍由匯豐銀行懸牌。雖仍依據於倫敦之銀市，而上海匯豐亦未始絕無操縱之餘地。如我國之賠款，例於每月三十日，支付於外國銀行；而事實上，匯豐銀行恆將先令掛縮。於是我國應付之銀，為數較多；此有益於彼而有損於我者也。」此不過外匯受人操縱之損失，十百例中之一例。設吾國有強固之國際匯兌銀行，則匯市之漲落，可以相機為適當之維持；匯市之已變者，因有力之維持，或可以減少其變化之程度；外匯之將變者，因及時之調劑，或可以暫維其行市之現狀；匯市變化之速且驟者，因適當之預防，或可以改趨緩勢，以減輕其不良之影響。吾國在採用銀本位之現狀下，固不能完全脫離世界銀市之影響。然有一強固之國際匯兌銀行，為之緩衝，為之防護，為之調劑，為之維持，則非特於消極方面，今日所受外人之操縱壟斷，可以盡行免除；且於積極方面，所有外匯

上之非常變動，可以略加入爲之調節，未始非應付之良策也。

(七)大宗金債之借入 對於大宗金債之借入，劉大鈞氏曾發表其意見，謂商借大宗金債，於事實上，極爲困難；「即能成功，設借款用於不生產之途，於國民經濟，顯有損害；如用於建設事業，又須購買大宗機械材料，原款用諸國外，仍於匯價無益。」衛挺生氏更曾有澈底之討論，以爲我國倘欲出而救濟銀價，亦可從減少我國對金之需要着手。（衛氏尚有從增加我國對銀之需要着手一法，留待下節。）而減少我國對金需要之最有效辦法，厥惟舉借大宗金債。「金債之數額，若欲僅維持金銀現今之比價，應需每年價值一萬五千萬盎斯之銀外，加其年中國實際貿易實際入超貨物之價值，（但其中應減去所謂「無形出口貨」）始能有效。若欲提高銀價，更須超過此數額，始能有效。……若以借大批金債爲救濟，則一年借後，年年需借，而且逐年應借之金債，皆須加大於其前一年。……金債之數額，何以必須借我國貿易入超之全額，與世界銀產賸餘之金額？因貨物入超，必須抵債；抵債之時，必需以銀購金；以銀購金，則擡金之價，而折銀之價；故入超全額，必須借金。入超全額借金，僅能維持中國之存銀不去，外國之存金不來；若外國銀產有賸餘，則銀價仍須跌落；故必須盡其所有之數額，悉借金債，俾國際貿易上除金借款下之貿易額不計外，外國全部賸銀，須來清償我國暫時之假出超，始能完全維持銀價。何以一年借後，以後每年必須續借，而且數額陸續加大？則因每年所借之金額，大部份僅供國際貿易，屬於不生產性質；既不生產，則以後之入超，仍不能免；再加每年金債利息，故逐年有加大之必要。」綜上而觀，舉借金債，倘能成功，以之爲目前暫時之救濟，自有其相當之效力；然以之爲日常持久之辦法，則非特爲事實所不能，抑且爲原則所不許，其理至顯也。

(八)大宗現銀之商借 美國以生銀借鉅款於我國之說，十九年中，即甚囂塵上。國府美國顧問林百克氏曾在美進行十萬萬盎斯生銀借款；而美國參院銀價委員會畢德門氏，對於救濟銀價，亦有對華借巨額生銀之擬議。政府當局，如胡漢民氏、王寵惠氏等均表示贊同。衛廷生氏更有堅決之主張，以為吾國倘欲出而救濟銀價，其較有效之辦法，則為從增加我國對銀之需要着手，舉借大批生銀外債。此項「銀債」之數額，若欲僅維持金銀現今之比價，每年一萬五千萬盎斯之生銀，稍加少數之金債，即可生效。若欲提高銀價，每年二萬萬盎斯之生銀，再稍加少數之金債，即可生效。……若借銀債，則每年續借，少則五年，多則十年，不但每年可以減少，而且以後可以不借。……何以銀借款，祇需借世界賸餘之銀額，稍加小宗金債，即可維持銀價？則因此項銀款借來，則世界各國銀市，即不至無因再抑銀價；其款借來，專為生產之用，為減少外貨入超之用，故稍加金借款，供我國購備機械及工業必需原料，已足維持銀價。何以續借以五年十年為限，五年十年以後，不須再借？則因銀款借來，專為培植我國生產能力，培植則進步非常迅速，每年自可減少外國輸入，因而減少借債之需要。五年十年以後，吾國出產大部份，應能自給，故過此時期，外債可以不借。」反對是說者，亦頗不乏其人；如戴謫廬氏、何肅朝氏等均是。總之，衛氏是說，頗有其獨到之處。惟照衛氏主張，吾國今日毅然出而吸收世界剩銀，以維持銀價，於將來採用金本位，有無困難，實為疑問。衛氏對於此點，雖曾略有辯白，以為「吾國將來將以經濟實力，分得世界金產，或毋庸經過虛金本位之階級，殊不見今茲之輸入生銀，必貽他日之累。」吾人對此，殊不敢若斯樂觀。與衛氏所稱「五年十年以後，吾國出產，大部份應能自給」之觀察，似同一陷於過度之自信。蓋吾國將來是否能以經濟實力，分得世界金產；或五年十年後，吾國出產，是

否大部份已能自給，實均成爲問題。恐今日過度之樂觀，正足以肇他日異常之失望也。

(九) 舊有外債之緩償 緩償舊有外債，亦祇爲應付目前之策。蓋緩償外債，可以減少目前應行匯出之款，影響匯價，極爲直接。劉大鈞氏曾舉爲救濟匯價可行方策之一，並稱爲「比較容易辦到」之一法。

(十) 輸入付款之展緩 此項展緩輸入付款辦法，亦爲劉大鈞氏所引舉。劉氏以數年來，美國農業，因受一般物價跌落之影響，極爲衰敗。設吾國向之協商，或可得其同意，將彼國剩餘之農產品，以分期付款方法，賣與我國。在美國可得一農產品之銷路，在我國則可得一部展緩付款之輸入，實兩有利益。我國進口棉貨極多，倘能與英國協商相同辦法，影響更大。雖然誠有如劉氏顧慮所及者：此種輸入，祇應以平常消費之數量爲限；設因展緩付款，而輸入之數量大增，則他日到期清償時，其影響或將更甚，損失或將更大也。

(十一) 國內金公債之發行 發行國內金公債，爲劉大鈞氏主張最力之點。劉氏以爲因金貴銀賤之關係，一方面外人對華投資，及華僑投資祖國，將漸見減少；而他方面國內人士之以儲蓄兌成金款，匯往外國者，將漸見增加。欲激勵外人及華僑之投資，及遏止國內資金外流之趨向，以發行內國金公債，爲最易見效。此項金公債，可以關稅金款爲抵押。於出售債票，收得銀款後，可不必以兌成金款，卽在海關方面，目下亦並不須爲金款之預備。照此辦法，則一方國外匯華之款，將見增加；一方由華匯出之款，將見減少；而匯價之不平者，至是或可以稍平。劉氏此意，實不無其相當之見地也。

(十二) 國際合作之提議 以國際合作，爲救濟銀價最有效之辦法，主之者如壽景偉氏，唐慶增氏，陳紹山氏，



資耀華氏等，均有極精警之議論。蓋銀價跌落，吾國因用銀關係，首當其衝，固已在在感其痛苦；而產銀各國，如美墨等，其蒙重大損失，亦在意中；即其他各國，如英日等，因對我有貿易關係，亦當不願坐視吾國金融之入此銀潮漩渦。苟能國際合作，使生產者減少其生產，使出售者暫停其出售，此議朝成，銀價實不難夕漲也。自畢德門委員發表各國協力維持銀價之主張後，國際合作之呼聲日高。實現之日，或不遠乎？

(十三) 現銀進口之禁止 禁止現銀進口之提議，引起當時反對者頗多：如馬寅初氏、劉大鈞氏、耿愛德氏、俞寰澄氏、貝淞蓀氏、朱羲農氏、方宗愷氏、孫拯氏、唐慶增氏等俱曾有反對之主張。耿愛德氏之言曰：「若禁止現銀進口，則銀價尤必大落，至於永遠不能恢復；蓋中國為最大之川銀國家，若再將來路阻斷，則必至於潰敗而不可收拾，其影響且波及全世界。」馬寅初氏之言曰：「若中國禁止現銀進口，則倫敦市場中之賣者更多，買者更少，標準銀之市價必更跌，勢必影響於中國之匯價。」朱羲農氏之言曰：「我國為用銀國，銀之消費，以我國及印度為最大市場。目前銀價之跌，係由消費之減少。印度購銀，既已減少，中國如再禁止進口，則銀之銷路將更減；銀之銷路更減，則銀價將更低；銀價更低，則金價更高；禁止進口，非獨不足以救濟金融，我國金融恐將更受其累也。」俞寰澄氏之言曰：「如我國果不需銀，不必禁而自不來；如我國果仍需銀，而便行禁止，適將造成銀根緊急，銀息奇昂，加商業以重大之損害。禁銀入口，將造成世界銀市之恐慌，更促成銀價之跌落，無異揚湯止沸，結果必適得其成。」綜上所論，俱以維持世界銀價為立場，原非謬論。不過維持世界之銀價為一事，而維持中國之匯價又為一事。禁止現銀進口，雖不能維持世界之銀市，而確可以維持吾國之匯市。吾國匯市，因現銀進口之禁止，得以脫離世界銀市之控制；此項

理由，著者前已爲文，略加申述。劉振東氏亦曾謂：「禁止生銀進口，有二大利：一可以保持中國幣價之安全；二可以使中國不爲世界生銀最大之尾閘，」實確有其見地也。

(十四)現銀進口之徵稅 現銀進口徵稅問題，亦曾一度引起劇烈之討論。主張是項辦法者，無非欲以徵稅辦法，提高中國之現銀輸入點，使中國銀價，於徵稅範圍內，可以脫離世界銀價之控制。反對是說者，如劉大鈞氏、李幹氏、耿愛德氏、沈奏廷氏等，俱根據學理，有詳盡之闡明。其中尤以沈氏之解釋，最爲明達。據沈氏之意，以爲徵收銀稅唯一之結果，祇爲加長吾國現銀輸入點及現銀輸出點間之距離。例如按照某日倫敦銀價，我國規銀一百兩合美金平價應爲三十五元。假定由美輸銀來華之費用，爲百分之五，則此日我國對美現銀輸入點，當爲三十六元七角五分；而其輸出點，當爲三十三元二角五分；兩點間之距離，僅爲三元五角。假定我國政府，實行現銀進口徵稅，稅率爲百分之三十，是即與增加現銀輸入費用，無或稍異。故與原需運費百分之五相加，即合百分之三十五。按照是日銀價計算，現銀輸入點，將增至四十七元二角五分；而現銀輸出點，則仍與前相同爲三十三元二角五分。於是徵稅後，此兩點之距離，即增加至十四元。視匯票供求之情形，吾國對美匯價，高可以漲至四十七元二角五分；低可以跌至三十三元二角五分。舍供求之勢力外，吾人既不能強美匯使升至四十七元二角五分之最高價，亦不能強美匯跌至三十三元二角五分之最低價。是以實行銀稅，在外匯供多求少時，固足以暫時提高吾國幣值，使遠在世界銀價之上；然在外匯供少求多時，則仍不能阻止我國幣價之跌落，使不與世界銀價相追隨也。且也「吾人救濟匯價，固在穩定，而不在提高；尤不宜以提高爲目的，而更增加匯價之不穩定。銀稅之效力，有時固能提高匯價，使

在銀價之上；然在供求不相應時，今日匯價，可高至四十七元二角五分；翌日又可低至三十三元二角五分。在銀價不變之下，而吾國外匯，有如此劇烈之擡擡，此則銀稅增高輸入點之故也。故在銀稅制度之下，於銀價之外，又添一漲落擡擡之機會；經濟界之波濤，較不徵稅時爲尤多。此其最大之缺點，而亦最危險之處也。」沈氏之分析，可謂深得此問題之癥結。同時孫拯氏尙有活動銀稅辦法之提出。此法「懸定一種匯價，作爲目標。貨幣實價，不及此價之時，則以稅率補充之，務使實價與稅率相合，恰得標準之價。設我國銀元一元，決定維持於美金四角；如按世界銀價，僅值三角，我國可即課一角之進口稅；倘跌至二角，即課二角之進口稅；以此類推，務使稅額銀價之總數，恰爲四角。」反之，設吾國國內之銀價，較低於世界之銀價，爲三角九分時，（除去銀稅祇爲一角九分，而世界銀價，則假定爲二角，）即便於銀之輸出。輸出時，除得銀之代價二角外，尙有得出口退稅二角，合爲四角；是每輸出銀洋一元，有美金一分之利益可圖。此項利益，如高出於輸出費用之上，則輸出牟利者必多，而我國之銀價，自然上漲。反之，如吾國內銀價，較世界銀價爲高，可作四角一分。則輸入者可得每元一分之利益，來銀必多，而我國內銀價，自然下跌。其高下於美金四角之範圍，不能踰越現銀輸入點與輸出點外。如此，則我國匯價，常能維持於美金四角之率。此項主張，似頗有其見地；惟可否試行，尙有待各專家之討論也。

（十五）現銀進出之調節 此說，章乃器氏主之最力。其原議「爲由政府授權中央、中國、交通三銀行，及中央造幣廠，合組生銀輸入管理委員會以專營生銀之輸入。」此種辦法，據章氏之分析，實有穩定銀價之可能。惟「穩定銀價，原僅爲限制現銀入口之間接作用。吾人即退一步，而假定此穩定銀價之間接作用，其結果竟等於零；而限

制現銀入口之方法，仍有其重大而不可磨滅之價值；蓋其直接作用，即使國內生銀減少之作用，則決無消失之理。『劉大鈞氏亦曾有相同之主張，以爲『不獨現銀輸入，及其輸出，及現金之輸出入，可皆由中央，及中、交三行專辦；即其他中外銀行買賣現金銀，必向該三行交易。該三行可斟酌市面情形，定其價值，以爲調節金融之手段。』蓋各國對於現金之買賣，大都俱交由中央銀行，一手專辦，本非創例。雖論者有指爲『流弊滋多』，而對於委員會本身，加以懷疑者，是則非所敢知矣。

(十六)幣制改革之建議 非於吾國幣制謀根本上之改革，不能永久脫離自後世界金貴銀賤之影響；實爲一般時論所公認。惟對於改革之方策，則又言人人殊。其主張廢兩用元，先謀銀本位之統一者，則有貝淞蓀、李馥蓀、王仲武、壽勉成、童蒙正、張家驥等；而上海銀行公會及全國商聯會均有相同建議；即財政部及工商部於行政院第五十六次政務會議中，亦曾有正式之提案。蓋幣制改革，操之過切，則流弊滋多。以統一銀本位，爲改革之第一步，非特流弊較少，抑亦推行較易；宜一時廢兩用元呼聲之忽高也。其主張採用金銀並制者，則爲諸青來氏。此制之目的，爲實行金本位之預備；而其方法，則主張逐漸參用金幣。在此種制度下，金銀幣皆可自由鑄造，無限通行，且無法定比價。因無法定比價，而『金銀市價，常有漲落，國際商業，仍不免受投機之累。』蓋諸氏已早見其弱點之所在；而此項弱點，即足以破壞此種制度之立足點而有餘。何肅朝氏曾爲文詳論之，更不待費辭矣。至劉振東所主張之有限銀本位制，亦曾引起一時學者之注意及辯論。有限銀本位之辦法爲：(一)『廢兩改元，改鑄新輔幣，以統一幣制，使在中國境內之一切交易，皆用銀元爲一定不易之中介，一切價格之計算，皆以銀元爲一定不易之

標準，「(二)『統一造幣廠，及廢止自由鑄造，以限制銀元數量爲維持幣價之手段，使銀塊價格與銀元價格，判爲二事，彼此不相影響。』」(三)『禁止生銀進口，及國營內國銀鑄。』(四)『統一紙幣發行權，並禁止外國紙幣在中國市場上流通。』當時對於此項建議，如戴毅夫氏、李權時氏、孫拯氏、吳宗濂氏、劉大鈞氏等，均略有批評；而劉大鈞氏更指爲將使幣制破產之辦法。同時建議者曾爲文答辯，並發表有限銀本位幣制法案全文，及其說明書，列舉推行此項制度之十大優點。其立論亦自有獨創之見，經過學者一番之精密討論，對此制之利害得失，自將益顯著。此外對於金匯兌本位之主張，則贊同者有孫拯氏、唐慶增氏等；反對者有諸青來氏、資耀華氏、陳紹由氏等。惟自甘末爾之幣制改革建議發表以來，財政當局，頗有採用之傾向，即馬寅初氏對於金匯兌本位始持反對態度者，亦認甘氏之建議，爲過渡之良法矣。張家驥氏尙有以採用跛行本位，爲自銀本位改行金本位間過渡辦法之建議。惟未爲當時論者所注意，因之亦無若何贊同或反對之意見，可資參考。至吾國幣制，當以實施世界普遍採用之金本位，爲最後目標，則爲一般學者所公認；而今日金本位施行時機之未熟，一般學者對之，亦並無異議，可不贅言矣。

(十七)其他提出之方策 其他提出之各種方策，如制止標金投機，以免除金銀過度之漲落；實行十足準備，以推廣國內生銀之用途；事前預定外匯，以減少國際貿易之危險；實行現金準備，以吸收市場流動之生金；禁止現幣入口，以防止外來銀幣之擾亂；禁止生金輸出，以保存國內固有之存金；凡此種種，或則爲枝節之問題，或則已見諸實行，似無介紹或討論之必要，因從略。

——二十年二月，上海國立中央大學商學院，載時事月報社出版時事年刊——

## 六 禁止現銀進口問題

旬日前銀價驟跌之際，頗有人主張禁止現銀進口，及徵收進口稅者。無論爲銀禁，爲徵稅，其目的無非欲限制此後現銀之輸入。惟是說始倡，而反對者遽起。綜合反對者之意見，不外謂中國爲今日世界現銀需要之最大市場，設中國限制現銀之輸入，則世界上現銀少一最大之去路，現銀之價格，必且隨之而愈跌。主是說者，以維持世界銀價爲立場，原非謬論，不過維持世界之銀價爲一事，而維持中國之匯價，又爲一事。世界現銀之以中國爲最大消耗市場是一事，而中國應否仍繼續爲世界現銀之尾閥，又是一事，非可相提并論者。據愚個人之觀察，以爲吾國於此時禁止現銀之進口，雖不能維持世界之銀價；而確可以維持中國對外之匯價。吾國於此時禁止現銀之進口，不能無妨於世界現銀之去路，而確可以救中國使不致爲世界現銀之尾閥，而陷於不能自拔之域。請得而申其說。

(一) 不禁止現銀之進口吾國外匯須完全受世界銀市之支配 於陳述此點之前，不得不於外匯平價與外匯市價之關係，略爲說明。凡一國本位貨幣與他國本位貨幣，同係用金，或同係用銀者，各按其本位貨幣包含金屬量，互相比較。兩者平衡之點，曰「外匯法定平價」。例如美金四·八六六五元所含之純金量，與英金一鎊所含之純金量相等。故美元與英鎊爲四·八六六五與一之比率；而英美間外匯平價，亦卽爲四·八六六五。此項平價，非經一國之幣制更改，致所含純金有增減時，決無變更。而在現金自由出入之情形下，此兩國間匯兌市價，卽不能

脫離此項平價之羈絆。蓋遇市價高於平價，其差數超出一切運現費用時，則於對外債項之清償，即以輸出現金爲較合算。因現金之輸出，而市價與平價間之差數，必隨之而減少。至市價低於平價時，其作用正與相反。故外匯市價之漲落，在現金自由出入之情形下，其較高或較低於平價之數，決不能超出該兩國間一切運現費用之數。此爲兩用金國或兩用銀國間，外匯市價，須受平價控制之情形。明乎此，始可以進而爲吾國外匯平價之說明。吾國外匯平價，自有其特異之點在。蓋各國用金，吾國用銀。金銀異質，無可比量。故吾國外匯平價，於兩幣含金銀純量外，尙須以兩金屬之比價，加入計算。此項金銀比價，例以倫敦銀市爲根據。倘當日倫敦標準銀（成色·九二五）每盎斯價爲二十一便士，則當日上海對英電匯平價，即應爲二四·六七五便士（ $24.675$ ）。設明日倫敦銀價縮爲二十便士，則上海對英電匯平價，亦必隨之俱縮。反之，設明日倫敦銀價長爲二十二便士，則上海對英電匯，亦必隨之俱長。故吾國外匯之平價，完全受世界銀價長縮之支配。至上海外匯市價，則因本地供求之關係，自不能常與平價適相符合。然在現銀自由出入之情形下，吾國外匯市價之漲落，其較高或較低於平價之數，亦不能超出於吾國對各該國間一切運現費用之數。蓋其差過此數，可以現銀之輸出輸入爲調劑也。觀此，則吾國外匯之市價，在現銀自由出入之情形下，直接受控於平價；而間接即受控於銀價。吾故曰，不禁止現銀之進口，吾國外匯完全須受世界銀市之支配也。

（二）禁止現銀進口可以使吾國外匯脫離世界銀市之控制。在吾國限制現銀進口之後，所有對於吾國出口貨物之付價，外人既不能運送現銀，勢即不得不全部購買吾國銀匯，以資清償。則此時吾國外匯之漲落，即大致

僅受匯票供需之支配，而不受世界銀價高下之節制。世界之銀價，可呈跌勢；而中匯因供需之平衡，或仍能維持其原狀。設此時中匯求過於供，或竟不跌而上漲，亦似在情理之中。蓋自禁止現銀進口之後，吾國以世界銀市爲計算根據之外匯平價，名雖仍有，而實已不存。此後平價自平價，市價自市價。從前市價與平價相差，至以運現爲有利時，可以運銀進口者，今則已不能實行；而此過貴之中匯，即無法壓之使賤，使與根據銀價所算出之平價相符合。即是後吾國國際貿易仍爲入超，結果中匯供多於求，市價因之趨跌；然此項跌落之程度，仍全視匯票供求之情況爲轉移，而非受銀市下落之影響，可斷言者。吾故曰，禁止現銀進口，可以使吾國外匯脫離世界銀市之控制也。

(三) 禁止現銀進口可以減少吾國入超之影響。難者曰，如子言，吾國國際貿易，即不能竟達出超之地位，亦至少須能維持進出口貨之平衡，庶匯票之供求，可以調劑。設將來貿易仍爲入超，則此項入超數額，結果終仍須以金幣清償；彼時以銀購金，仍未能逃銀價跌落之影響。應之曰，貿易入超，本身即爲一重大問題。此項入超之如何設法彌補，絕無關於現銀進口之禁止與不禁止也。吾國貿易之爲入超，已非一日。即在現銀進口自由之時，其彌補入超之法，亦決非以輸銀購金爲清償。須知吾國鑄幣需要之現銀，亦全賴他人之接濟。試觀歷年現銀進口，均爲入超，事實俱在。故就過去之情形而言，每歲貿易入超之外，更加以現銀之入超，於是入超之須彌補者愈多，而外匯受入超之影響者亦愈大。今爲現銀進口之禁止，即不能於貿易之入超爲若何之救濟；亦至少於現銀之入超，加以暫時之遏止。至於貿易入超之彌補，無論其爲舉外債，爲吸外資，爲獎勵華僑資本之輸入等等，凡在現銀進口未加禁止以前，已經實行者，於現銀進口已加禁止以後，自仍能繼續實行。其唯一不同之點，即爲在現銀進口禁止之後，所有



舉債投資等等，均不能爲現金之輸入。不能爲現金之輸入，而匯價因得以維持。吾故曰，禁止現銀進口，可以減少吾國入超之影響也。

(四)吾國不及時禁止現銀進口而反以維持世界銀價自任爲自殺之政策。世界銀市之能否維持，應否維持，與應否由中國出而維持，爲吾人應討論之一大問題。設世界銀市之跌落爲特殊之現狀，而非自然之趨勢；爲暫時之狀況，而非永久之變態，則銀價之回復，既可預期；銀市之維持，自爲要着。吾國受銀市之影響最切，出而自任，亦非過舉。蓋銀市早一日回復，則吾國之金融商業，即早一日安定。謀人自謀，有益無弊。在此種情形之下，則在國外吸收現銀，以擡高世界銀市；在國內推廣現銀需要，以增加本國銀用亦無不可。今日吾國因維持銀市而購進之現銀，而吸收之現銀，將來既可以待善價而沽，則是舉也，與今日之銀市有益，而與將來中國之本身無害，事出兩全，吾人亦何樂而不爲？

雖然，就銀價跌落之趨勢而言，就此後現銀需要之推測而言，於銀市之能否維持，與應否維持，已成爲一大疑問。試一研究銀價跌落之主要原因，可以一言蔽之曰，供需之失調。即此後銀產不再增加，而現銀之已存在者，自不易減少或消滅。則自十六世紀以來，此一千四百萬萬兩銀產之供給，依然存在；而世界現銀之需要，則日見減少。舉其大者遠者，則自歐戰告終各國之金本位，已相繼恢復；各國之金解禁，已相繼實行，銀之需要減少者一。從前用銀本位各國，每年俱需大宗之現銀，如印度、如安南者，今已相繼改變幣制，銀之需要減少者二。現在用金本位各國，仍以現銀爲輔幣者，或則減低其質量，或則代之以紙幣，或他種金屬，銀之需要減少者三。東方諸國人民，智識漸開，日

前之以窖藏爲儲蓄者，今已漸改其積習，銀之需要減少者四。工業美術製造，向之需用生銀者，今漸代之以他種金屬，銀之需要減少者五。此種減少之需要，有回復之望乎？曰，或不能。將來銀貨有他項需要增加之可能乎？曰，不可必。在此種情形之下，設中國出而以維持銀市自任，一方於國內竭力振興工商業，以推廣現銀之需要；一方於國外吸收現銀，輸入國內，散佈各地。於是各國之有餘銀可售者，乘此良機，俱謀脫手。中國保持其世界現銀最大消耗市場之地位，而銀市或果賴以維持於一時。然則在此種情形之下，於長時期內銀市果終能維持否？曰，仍不能。吾國一國之需要，總屬有限；吾國以外現銀之需要不增，銀價終無維持之望也。今日銀價跌落，吾國祇受其一部份之影響者，彼時或將全負其責任，亦未可知。彼時吾國爲存銀最多之國，而此項存銀，恐將有永無脫手之可能。則從此中國將永爲現銀之尾閘，一方面將永無改用金本位之一日，而一方面又不能繼續爲銀本位之維持。進退不可，周旋不能，以陷於自絕之域。吾故曰，吾國不及時禁止現銀之進口，而反以維持世界銀價自任者，實爲自殺之政策也。

總之，此後中國設工商業有振興之一日，不須憂現銀之不敷，而祇須防現銀之太多。現銀不敷可以酌量情形，隨時解除其進口之禁令；現銀太多，則將來必須脫售之時，恐無另一中國爲之尾閘也。

## 七 銀價跌落問題之面面觀

吾國幣制，至今仍以銀爲本位，故需銀極巨。惟吾國國內，並不產銀，所需之銀，俱取給於國外。至今日吾國已成爲全世界生銀最大之消費市場。世界銀市，以倫敦爲中心，而紐約次之；因之吾國銀價之漲落，亦惟英美銀市之馬首是瞻。倫敦生銀，以·九二五爲標準成色；即每千分含純銀九二五，及雜質七五。倫敦銀市之掛牌市價，係以此項標準銀一盎斯，值英幣若干辨士爲表示。其決定之權，全操於瑪加泰 (Mocatta and Goldsmith)，蒙泰葛 (Samuel Montague and Co.)，皮克司來 (Fitzley and Abel)，及夏伯司 (Sharps and Welkins) 四大金銀號之手。此四金銀號，於每日午後一點四十五分，各派代表集會於夏伯司之辦事處。視當日需供情形，以決定一市價。市價既定，即分頭電告其國內外之往來商號，及新聞社，而遍傳於世界各巨埠。惟上海與倫敦間，每日時間有八小時之差（上海早八小時）；故上海僅能用倫敦前一日之市價。至紐約銀市之成色，則以·九九九爲標準，較英銀爲優。其價格亦以此種成色爲根據；爲每成色九九九大條銀一盎斯，值美金之數。其決定，全由漢台公司 (Handy and Harman) 一家主持，於正午十二時發表。因上海時間，較紐約早十二小時，故上海亦祇能用紐約前一日之市價。觀此，則所謂銀價之漲落，實全以倫敦及紐約銀市之掛牌行市爲標準。今日倫敦銀市掛牌，每標準銀一盎斯，可售較多之辨士，則銀價漲；反之，即銀價跌。今日紐約銀市掛牌，每標準銀一盎斯，可售較多之美金，則銀價漲；反之，

即銀價跌。而在吾國，則用銀雖多，並無獨立之銀價也。

一 銀價跌落之趨勢

銀價自十六世紀以來，除歐戰末期，因現銀之需要驟增，曾一度回漲外，其餘蓋無日不在下落趨向之中。在十九世紀以前，銀價平均約在六十三辨士左右（最高不止此數，）故當時金銀比價，平均亦祇在一與十五之比數左右。至十九世紀中葉，銀之最高價尚在六十二辨士以上。至二十世紀之初，而最低價已降至二一·六八七五辨士。歐戰期末，曾一度上漲，至八九·五辨士；當時金銀比價，幾達一與十之比。惟自後逐年下跌，至去年（一九二九）最低價已至二一·三一二五辨士，金銀比價達一與四四·二四之比。茲將近百年來倫敦銀價之漲落形勢立表附後：

| 年 度        | 最 高 價       |           | 最 低 價       |           |
|------------|-------------|-----------|-------------|-----------|
|            | 實 價<br>(辨士) | 金 銀 比 價 率 | 實 價<br>(辨士) | 金 銀 比 價 率 |
| 一八三三——一八七〇 | 六二·七五〇〇     | 一五·〇二     | 五八·七五〇〇     | 一六·〇六     |
| 一八七一——一八九〇 | 六一·一二五〇     | 一五·四二     | 四一·六二五〇     | 二二·六五     |
| 一八九一——一九〇〇 | 四八·七五〇〇     | 一九·三四     | 二五·五六二五     | 三六·八八     |
| 一九〇一——一九一五 | 三三·一二五〇     | 二八·四六     | 二一·六八七五     | 四三·四八     |
| 一九一六——一九二九 | 三七·一二五〇     | 二五·四〇     | 二六·六八七五     | 三五·三三     |

|   |   |   |   |         |       |         |       |
|---|---|---|---|---------|-------|---------|-------|
| 一 | 九 | 二 | 九 | 二六·四三七五 | 三五·七五 | 二一·三一二五 | 四四·二四 |
| 一 | 九 | 二 | 八 | 二八·八七五〇 | 三二·六五 | 二六·〇六二五 | 三六·二七 |
| 一 | 九 | 二 | 七 | 二八·〇〇〇〇 | 三三·六八 | 二四·七五〇〇 | 三八·一〇 |
| 一 | 九 | 二 | 六 | 三一·一八七五 | 三〇·二三 | 二四·一二五〇 | 三九·二九 |
| 一 | 九 | 二 | 五 | 三三·四三七五 | 二八·二〇 | 三一·〇六二五 | 三〇·三五 |
| 一 | 九 | 二 | 四 | 三六·〇六二五 | 二六·一四 | 三一·〇六二五 | 三〇·三五 |
| 一 | 九 | 二 | 三 | 三三·六八七五 | 二七·九九 | 三〇·五〇〇〇 | 三〇·九一 |
| 一 | 九 | 二 | 二 | 三七·八七五〇 | 二四·八九 | 三〇·三七五〇 | 三一·〇四 |
| 一 | 九 | 二 | 一 | 四三·七五〇〇 | 二一·五五 | 三〇·六二五〇 | 三〇·七八 |
| 一 | 九 | 二 | 〇 | 八九·五〇〇〇 | 一〇·五三 | 三八·八七五〇 | 二四·二五 |
| 一 | 九 | 一 | 九 | 七九·一二五〇 | 一一·九一 | 四七·七五〇〇 | 一九·七四 |
| 一 | 九 | 一 | 八 | 四九·五〇〇〇 | 一九·〇五 | 四二·五〇〇〇 | 二二·一八 |
| 一 | 九 | 一 | 七 | 五五·〇〇〇〇 | 一七·一三 | 三五·六八七五 | 二六·三九 |

惟自獻歲（一九三〇年）以來，銀價忽一落千丈，至七日竟下達二〇·〇六二五辨士，金銀比價成一與四七之比，開從前未有之紀錄。同時標金飛漲，四日最低價尙爲四百五十二兩五錢，而八日最高價達四百九十六兩五錢，五六日間，飛漲四十四兩，亦開一從前未有之紀錄。標金空頭，大受打擊，有自殺者。於是羣情惶恐，驟感不安。而

金漲銀跌問題，遂一時為社會人士所注目。議論紛紛，羣謀救濟。茲舉一月前半月倫敦銀價及標金行市列表如下：

| 一月日期  | 銀       |       | 標金    |       | 行市 (規元兩) |     |
|-------|---------|-------|-------|-------|----------|-----|
|       | 實價 (辨士) | 金銀比價率 | 最高價   | 最低價   | 最高價      | 最低價 |
| 一月一日  | 休       | 假     | —     | —     | —        | —   |
| 一月二日  | 休       | 假     | —     | —     | —        | —   |
| 一月三日  | 二一·六二五〇 | 四三·六一 | 四五六·四 | 四五二·五 | —        | —   |
| 一月四日  | 二一·三一二五 | 四四·二四 | 四六八·八 | 四六〇·八 | —        | —   |
| 一月五日  | —       | —     | —     | —     | —        | —   |
| 一月六日  | 二〇·九三七五 | 四五·〇四 | 四九一·〇 | 四七二·一 | —        | —   |
| 一月七日  | 二〇·〇六二五 | 四七·〇〇 | 四八二·〇 | 四七四·〇 | —        | —   |
| 一月八日  | 二〇·六八七五 | 四五·五八 | 四九六·五 | 四八三·二 | —        | —   |
| 一月九日  | 二〇·三一二五 | 四六·四二 | 四九五·〇 | 四七六·五 | —        | —   |
| 一月十日  | 二〇·八一二五 | 四五·三一 | 四八三·九 | 四七五·六 | —        | —   |
| 一月十一日 | 二〇·八一二五 | 四五·三一 | 四八〇·二 | 四七五·三 | —        | —   |
| 一月十二日 | 二一·一二五〇 | 四四·六四 | 四七一·〇 | 四六六·八 | —        | —   |
| 一月十三日 | 二一·一二五〇 | 四四·六四 | 四七四·〇 | 四五八·八 | —        | —   |
| 一月十四日 | 二一·四三七五 | 四四·一二 | 四七二·一 | 四五七·五 | —        | —   |
| 一月十五日 | 二一·一二五〇 | 四四·六四 | 四七〇·六 | 四六五·二 | —        | —   |

根據前表，最近半月來，銀價雖曾下跌；然與去年最低價二一·三一二五辨士，相差亦不過一·二五辨士。又查一九二〇年最高價，爲八九·五辨士，至去年底最低價爲二一·三一二五辨士，九年中，自八九·五辨士，跌至二一·三一二五辨士，計共跌去六十八辨士；而九年來迄無人注意及銀價之跌落。至最近半月來，忽引起全國朝野之注意。恐非受標金投機失敗之反激，及日報之喚醒，社會人士對此問題決不至若是之興奮。蓋金漲銀跌之趨勢，原非一朝一夕之事；其所受之影響，亦不至於此短時間內，即能有若何顯著之表現；而其救濟方策，則亦不能期於一朝一夕，立見功效。惟此時舉國朝野，明瞭銀價跌落之可慮，而及時加以研究，未始非我國金融前途之福也。

## 二 銀價跌落之原因

關於銀價跌落之原因，論者各主一說，聚訟紛紜，列舉之計十有三端。或關於生銀供給之增多，或關於生銀需要之減少，或關於生金之求多於供，而銀價間接受其影響。茲並舉而討論之。

(一) 銀產數量之增加也。銀產數量之增加，論者多舉爲銀價跌落之一大原因。近代銀之生產，三分之二爲其他礦質之副產品，其出產數量，並不受銀價之影響；故近年銀價雖已大跌，而生銀之生產，似仍有加無已，不爲稍止。耿愛德氏嘗謂：本世紀初二十五年，全世界生銀之產額，幾超過前四百年銀產總數之半，實非虛語。蓋此二十五年中，世界銀產，每年平均達一億九千四百萬盎斯；而最近四年來，則平均每年且在二億五千萬盎斯以上。

| 年 | 度 | 銀 | 產 | 數 | 量           | (盎司) |
|---|---|---|---|---|-------------|------|
| 一 | 九 | 二 | 六 |   | 二四三、〇〇〇、〇〇〇 |      |
| 一 | 九 | 二 | 七 |   | 二五四、〇〇〇、〇〇〇 |      |
| 一 | 九 | 二 | 八 |   | 二五七、〇〇〇、〇〇〇 |      |
| 一 | 九 | 二 | 九 |   | 二五四、〇〇〇、〇〇〇 |      |

觀此，則近年生銀產額之增加，實為不可諱言之事實。惟如李翰氏言：「自十六世紀以後，世界產銀之總額，實有一千四百萬盎司之鉅。此一千四百萬盎司之銀，除少數消費於化學及其他工業者外，其大部份依然存在。現時每年二萬餘萬盎司之生產，不過一千四百萬盎司底貨六七分之一。若謂此每年六七分之一之生產，即足以有大影響於一千四百萬盎司總存銀額之價值，似亦未為確論。」李氏此說，於理極合。是產銀數量，雖年有增加，而吾人似不能即舉為此半月來銀價忽落之一大原因。然以之為銀價長時期跌落之原因，似尚不能謂為過當。蓋歐戰以前，銀價即呈顯著跌落之現象；歐戰以後，其跡更顯。此種長時間之跌落，不能謂為與銀產之增加，無相當之關係也。

(二) 各國金本位之恢復也。世界多數國家，自十九世紀以來，皆採用金本位制。其中當推英國為最早。於一八一六年，即實行金本位制。葡萄牙、德意志、荷蘭、法蘭西、奧地利、西班牙、俄羅斯、瑞士、挪威、丹麥、意大利、合衆國、日本等國，先後於十九世紀中葉後，改行金本位制。此為十九世紀中葉，迄歐戰前七八年間，金漲銀落之一大原因。迨夫



歐戰一開，金銀價忽生極大變化，蓋世界各國之金本位，因禁止現金出口關係，一律破壞，各成爲紙本位。對外則國際匯率，一聽其隨貿易額相差數，爲自然之升降；對內因紙幣不能兌換現金，自不能不多鑄銀輔幣，以維持其紙本位在國內之信用。加以人民不知此項紙本位，將來將低落至若何程度，因之爭藏銀輔幣，而銀之用途大增，銀之市價，因之大漲。迨後歐戰告終，美國於一九一九年六月，首先解禁；德、英、奧諸國繼之，先後實行解禁，各國金本位除日本外，於一九二八年八月前，已相繼恢復。銀之用途，隨之大減，前日之需要生銀者，今日轉而爲生銀之供給者矣。且也，金本位之恢復，一方固減少生銀之去路；一方又增加生金之需要；金漲銀賤，迭爲消長。此歐戰後九年間，銀價之所以一落千丈，至今日而達其最低紀錄之一大原因也。茲特將各國金解禁時期，分別列表於下：

| 國名   | 解    |    | 禁 |    |
|------|------|----|---|----|
|      | 年    | 月  | 年 | 月  |
| 美國   | 一九一九 | 六月 |   | 五月 |
| 德國   | 一九二二 | 九月 |   | 五月 |
| 里陶尼亞 | 一九二二 | 十月 |   | 一月 |
| 瑞典   | 一九二四 | 四月 |   | 一月 |
| 奧國   | 一九二五 | 三月 |   |    |
| 匈牙利  | 一九二五 | 四月 |   |    |
| 新西蘭  | 一九二五 | 四月 |   |    |

|      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 日    | 瑞    | 法    | 希    | 挪    | 意    | 比    | 波    | 丹    | 加    | 芬    | 南    | 澳    | 荷    | 英    |
| 本    | 士    | 國    | 臘    | 威    | 大    | 利    | 蘭    | 麥    | 拿    | 蘭    | 非    | 洲    | 蘭    | 國    |
| 一九三〇 | 一九二八 | 一九二八 | 一九二八 | 一九二八 | 一九二七 | 一九二七 | 一九二七 | 一九二七 | 一九二六 | 一九二六 | 一九二五 | 一九二五 | 一九二五 | 一九二五 |
| 一月   | 八月   | 六月   | 五月   | 五月   | 十二月  | 十月   | 十月   | 一月   | 七月   | 一月   | 五月   | 四月   | 四月   | 四月   |
| 十一日  | 一日   | 二十五日 | 十四日  | 一日   | 二十二日 | 二十五日 | 十三日  | 一日   | 一日   | 一日   | 十八日  | 二十八日 | 二十八日 | 二十八日 |

(三)輔幣質量之減低也 輔幣原為便利本位通貨流行而設之一種補助貨幣，其質量，本不與而值相等。自各國採用金本位制以來，銀幣退至輔幣地位，幣制銀用，已見減少。而各國近來趨勢，於銀輔幣之質量，又日漸加以

減低於成色改劣，於重量改輕。而幣制之需銀，因之愈少。最近法國政府，以其貨幣鑄造上節約之生銀，運向倫敦市場出賣，即其一例。又據歌愛德氏言，英國以舊銀幣改鑄新銀幣之結果，至少可供給生銀一萬萬盎斯。此外德國、波蘭等銀幣重量，亦已減低。是各國減低輔幣質量之影響，亦誠非細。

(四) 銀幣替代之漸盛也 近世各國，以紙幣替代銀輔幣者，日漸盛行。即以吾國而論，中交有一角，二角，五角等銀輔幣券之發行。即一元銀幣，因有紙幣之發行，而現銀之需要，因之略減。蓋紙幣準備，祇須現銀六成；以六成之現銀，代十成之通貨，而吾國通貨中發行紙幣部份，即減少銀用之十四，其理甚明。此外如日本等國，向之小角，素為銀質者，今已全用鎳幣替代。幣制上川銀數量，不無受其影響。

(五) 窖銀舊習之漸除也 窖銀習慣，以印度為最甚。有謂以印度一國窖銀之數，一為估計，當不在二十萬萬盎斯以下。惟近年以來，印度民智日開，舊有陋風，已漸廢除；加以新頒幣制，人民益不願窖銀。於是生銀流通數額，因以驟增。窖銀之復入市場，與新銀之加入市場，其力量相同，其結果亦自難獨異。且以窖銀代儲蓄，為東方各國人民普遍之習慣。即以吾國論，從前亦極為流行。然近來此種習慣之逐漸廢除，亦為不可掩沒之事實。盛行窖銀時，為生銀增一種需要；廢除窖銀時，為生銀增一種供給；一出一入，相去甚遠也。

(六) 工藝消耗之減少也 生銀之效用，除鼓鑄銀幣外，工藝上之消耗，為數亦多。但近年以來，他種混合金屬，如鎳、錳、白銅等，光澤甚美，價值較廉。生銀在工業上及藝品上固有之地位，漸為所奪。近年如刀、盤、器皿之類，真用銀質者，已漸見減少。即以我國婦女所用簪、環、首飾而論，其以銀鑄者，用者漸稀。雖於一部化學工業，銀之需要未見

減少；然以大體言，生銀在工藝上之消費，要亦今非昔比矣。

(七)印度金塊本位之實行也。印度於一八九三年，實已開始廢除銀本位，改行匯兌本位制。對外匯兌，當時規定以一羅比，合一先令四辨士爲公定匯價；而國內貨幣，則有銀羅比及紙幣兩種，俱爲無限法幣。當時並無金幣流通市面，故彼時對外雖已用金幣，而對內則仍用銀幣；現銀之需要，事實上未曾減少。至一九二六年七月，印度皇家幣制委員會，又有改「金塊本位」之提議。規定若得財部之允許，可以羅比兌換金條，運往倫敦。換言之，即允許印度人民，以存銀運出國外，購換金條，存儲英京。自此項消息傳出，當時上海金商，預料銀價之將受影響，曾於該年八月初，大做標金多頭，致金價大漲，銀價隨之爲一度猛烈之下落。自後印度需銀，因之減少；而所存現銀八億五千萬羅比，有絡繹於十四年內出售之計劃。去歲售出之數，達三千五百萬盎斯；此外並改鑄香港銀幣二千萬盎斯；是去年一歲之中，印度售銀，已達五千五百萬盎斯之多。蓋印度於一九二六年七月幣制改革以後，已由生銀之消費者，一變而爲生銀之供給者。世界銀價之受其影響，概可想見。此與本年一月上旬銀價之驟跌，雖或無關；於三年來銀市之趨疲，要亦不無影響，可斷言也。

(八)日金出口之解禁也。對於日金解禁與銀價之關係，論者意見不一。有謂其絕無影響者。如耿愛德氏曾發表其意見云：「日本於金禁期內，係用紙爲本位，而非用銀爲本位；故金解禁與銀價，並無影響。且日本之決定回復金本位，於去年八月，卽已知之。故此大銀價跌落之原因，殊不能歸咎於日本。」惟此說與事實，似不盡合。金禁期間，誠如歌氏言，日本係用紙本位；然爲日鈔流通之保障者，仍藉現銀；故於金禁期內，日本有收購現銀之事實。迨解

禁之議決，而擡高日金，以恢復其對美平價（每日金百元合美金四十九元八十五分），自爲日政府之最大目的；於是金禁期內之存銀，購入金匯，又爲日政府擡高日金不可少之步驟。據去年十一月三十日英國統計週報所載，自去年七月以後，日本政府經由正金銀行之手，購入之金匯，至十一月底爲止，計達日金二萬三千萬元。此外在十二月繳付者，尙有七千一百萬元。金匯之需要驟增，金匯之市價自漲，金匯高漲，即銀匯之低落，而金貴銀賤局勢之已成者，因之加甚。是日金解禁，與銀價之跌落，不可謂爲絕無關係也。蓋在日本未解禁以前，日本爲銀之需要者，於日金將解禁之際，日本反而爲銀之供給者，則此四五月來解禁預備之影響銀市，概可想見。本年一月上旬，與解禁之期愈益逼近，而解禁之影響亦愈益明顯。一月十一日實行解禁以前，標金之大漲，不能決其無日本背景之金融界，從中操縱也。觀此，則日金解禁，非特與四五月來銀價之趨疲有關，即與本月上旬銀價之驟跌，亦似不無相當之關係。

（九）安南幣制之改革也。法屬安南，與我國壤地相接，亦同爲用銀國家。其銀幣名披亞斯特（Piastre），每枚計重二十七格蘭（Gramme），合純銀九成。該國幣制改革問題，自一九一四年以來，即爲一般人民所注意；政府亦曾一度聲明，即擬實行。不意歐戰勃發，無形打消。歐戰結束後，改革之說復盛；惟當時適值法國通貨極端恐慌之際，無暇顧及屬地幣制之改革。近年一方受印度改用金本位之刺激，一方受銀價暴跌之影響，而金匯兌本位制之施行，因決定於本年一月十一日，與日金解禁，同時實現；規定一披亞斯特，合金幣十法郎。此後安南爲保持其金匯兌制起見，自不能不出售儲銀，購存金幣。生銀需要，少一去路；銀價之跌落，自在意中。而此項制度實行之時，又適

爲日金解禁之日。謂與最近銀價之跌落有關，似非絕無理由。

(十) 國內需銀之不殷也。近年來國內現銀之需要，不甚殷繁。蓋內亂未靖，時局不定；有資者不肯投資，消耗者之買力，亦未見十分充裕，國內商業，受其影響，不無減色。加以交通阻梗，貨物時有停滯；捐稅重重，企業極難發展。而去歲農產，又值歉收。歲豐銀散於鄉，歲荒銀聚於市，而上海一埠，遂有存銀過豐之象。上海存銀一多，而國外之生銀輸入，必因之減少。世界銀市，即間接受其影響矣。

(十一) 標金投機之反激也。標金投機，與銀價漲落關係，極爲密切。雖在常情之下，標金市價，大都聽銀價之指揮；銀價上漲，標金下落，銀價下落，標金上漲。而在特殊情形之下，銀價有時亦不免受標金市場之控制，全視彼時投機者力量之大小以爲斷。當標金多頭勢力極盛之時，往往因標金之漲風，而牽連銀價之下落。本年一月上旬之情形，其一例也。查一月初開市之日，標金最低行市，僅在四百五十三兩左右；而八日最高價竟達四百九十六兩五錢；自後又漸呈跌勢，至十四日最低價復爲四百五十七兩五錢。旬餘間之漲落，達四十餘兩之鉅，謂非純粹投機之影響，更有何說以曲爲之解？愚謂標金於四百七十兩以下之漲勢，或係受銀價跌落之影響。迨金價一出四百七十兩關口，斯時多頭方面，既不肯脫手；而空頭方面，恐受意外打擊；因之各自爲謀，爭先補進。市場之需要驟增，而金價之已漲者，至是遂有不可抑揚之勢；數日間飛昇達於頂盤。迨後投機之高潮一過，而標金亦一瀉千里，回復其四百六七十兩之舊價。此漲此落，若非受投機之影響，則其進也，不至如此之銳；其退也，亦不至如此之速。謂因標金之進銳退速，致銀價受其反激，而有七八日左右之暴縮，似非過甚之談也。

(十二) 進口結價之驟增也。吾國進口貿易，向以金幣結算。倘進口商於訂定外貨時，即預為金幣之購入，則日後金幣下落，雖無利益之可圖；而金幣上漲，亦無損失之危險。進口商不此之圖，意存僥倖。見金匯續漲，仍復佇遲觀望，延不結價。及至大勢難違，不得已紛紛抵補。外匯之需要驟增，至是金之已貴者，因擡而愈貴；銀之已賤者，因壓而愈賤。落井下石，影響愈著。本年一月上旬銀價之狂跌，與進口結價不無關係者，蓋以此耳。

(十三) 生金產額之不豐也。十餘年來，世界每年金產總額，雖有逐漸遞增之傾向；惟以此項金產漸增趨勢，與今日商務之發達情狀，及需金之繁夥情狀，一為比較，恐尚有供不應求之虞。且照下表，歐戰後之生金產額，以一九二八年為最高。而以該年總數，與戰前一九一三年之產額相較，尚少其十分之一。則金市之供給方面，似已起不豐之兆。生金之生產不豐，生金之市價自貴。金貴銀賤，相形見絀。銀價長時期下落之原因，不能謂為絕不受生金產額不豐之影響也。茲將最近十六年來世界金產數額，列表如下：

| 年 份     | 金 產 總 額 (單位美金元) |
|---------|-----------------|
| 一 九 一 三 | 四五九、九四一、〇〇〇     |
| 一 九 一 四 | 四三九、〇七八、〇〇〇     |
| 一 九 一 五 | 四七〇、四六六、〇〇〇     |
| 一 九 一 六 | 四五四、一七七、〇〇〇     |
| 一 九 一 七 | 四二三、五九〇、〇〇〇     |
| 一 九 一 八 | 三八三、六〇八、〇〇〇     |

|             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一九二一        | 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        | 一九二七        | 一九二八        |
| 三六五、一六六、〇〇〇 | 三三七、〇一九、〇〇〇 | 三二九、九一五、〇〇〇 | 三一九、四二〇、〇〇〇 | 三六六、九四一、〇〇〇 | 三九三、四〇〇、〇〇〇 | 三九四、〇〇三、〇〇〇 | 三九八、五五七、〇〇〇 | 四〇〇、九八七、〇〇〇 | 四〇八、七八六、〇〇〇 |

以上所舉各因，言之俱似成理，惟或則影響生銀長期間之供需，而造成銀價長時期之趨勢；或則影響生銀短時間之求給，而造成銀價短時間之變動；或則直接影響於生金之求給，而間接影響於銀價之漲落。如銀產數量之增加，各國金本位之恢復，輔幣質量之減低，銀幣替代之漸盛，窖銀舊習之漸除，工藝消耗之減少等，俱與生銀長期間之供需，有密切之關係。至如印度金塊本位之實行，日金出口之解禁，以及安南幣制之改革，雖亦為銀價長時期之影響；然於最近數年，或數月來之短時間影響，更為顯著。此外如國內需銀之不殷，標金投機之反激，進口結價之驟增等，則純屬暫時之影響。而生金產額之不豐，輔之以各國需金之日繁，有高擡金價之傾向，即具壓低銀價之勢。



力與銀價長期間之趨勢，極有關係者也。

### 三 銀價跌落之影響

對於銀價跌落之影響，茲分：(一)金融上之影響，(二)商業上之影響，(三)農業上之影響，(四)工業上之影響，(五)民生上之影響，及(六)財政上之影響六點略陳之。

(一)金融上之影響 銀價之下跌，會金價之上漲。吾國用銀，各國用金。因金貴銀賤之關係，而吾國外匯，即立於不順之地位。昔日一規元可換英幣三先令，四先令者，今一規元祇可換二先令矣。反言之，即昔日須三先令，四先令換一規元者，今祇須二先令，即可換一規元矣。吾國須以多數之銀幣，換外國少數之金幣，處於不利之地位；外國祇須以少數之金幣，即可以換吾國多數之銀幣，處於極利之地位。換言之，即於國際交換上，吾國之資力，已減少其若干成數。同時因金貴銀賤之關係，吾國藏金者，必相率以金易銀。金銀號收買此項金貨，轉運出口，仍以之易銀運回，而造成生金流出，生銀流入之趨勢。加以國外資本家，因銀價之跌落，俱樂於向用銀國為企業之投資。於是用銀國市場，現銀增多，金融因之寬裕。金融寬裕，固可以輔助正當企業之發展。然現銀過剩，同時亦有獎勵投機，及增高物價之危險。且銀價愈跌，生銀之進口，勢必愈多。吾國為世界生銀之尾閘，與將來實行金本位制計劃，不無妨害；似須細加討論也。

(二)商業上之影響 銀價跌落，於常情之下，有減少外貨輸入，及增加國貨輸出之趨向。蓋國際貿易債務之

了理，俱以外匯爲結算。金貴銀賤，吾國進口商須以較多之規元，清償其以外幣計算之貨價。進口貨之成本增高，而進口貨之需要必隨之而減少。不過不利於吾國之進口商者，反之即有利於吾國之出口商。出口商收入貨款，以少數之外幣，即可以換成多數之銀幣。對外售價，可以減低，而出口銷數，可以增加。依據是項之推論，一般持樂觀者，爲進一步之主張，往往謂進口少，則對於金之需要少，而金價可望低回；出口多，則對於銀之需要多，而銀價可望恢復。馴至演成出超之好現象，則內國企業，可冀發達。故今日金價之上漲，不啻爲我國提高進口稅率。其說誠衷於理。然以吾國企業情形而言，在銀價跌落之狀況下，進口貨是否果能爲多量之減少？出口貨是否果能爲多量之增加？即進口貨果能減少，出口貨果能增加，是否即爲有利？凡此種種，俱尙成爲疑問。近年都市人民之生活程度，日見增高；國產已不足滿其慾望，外貨已成爲都市人民生活之必需物品。且因內亂之故，國內富力集中都市，都市人民，對於外貨之消費力極強。故外貨雖因金價而上漲；然在相當期間內，似不能望其爲多量之減少。且除一部份消耗品外，外貨輸入有爲吾國工業必需之原料者。無論其增加價格，或減少輸入，國內與有關係之企業，將多少受其影響。觀此，則外貨之消耗品部份，其進口一時或不能爲多量之減少；而原料品部份，其貨價之增加，或進口之減少，俱予吾人以不利。是銀價跌落，吾人於外貨進口方面，實未能得多少之利益。今更就出口方面，一爲觀察。我國之出口貨，以原料品居多。外國購我國之原料品，加工製造，而復輸之我國。原料品廉，則成本亦廉；而一部外貨之得以暢銷於吾國也將如故。因我國原料之合價賤，外人競向採辦；於是原料有輸出過量之危險。同時吾國工業之需用此項原料者，亦必與外人競購，漸擡高其買價。如此則本國一部份之工業出品，其成本並不能較低於外貨，是外貨在中國之

仍能暢銷，爲情理中極可能之事。而吾國之出口貨，則因原料、工資、運費等成本之增加，未必即能得銀價跌落之利益，以增加其國外之銷數。觀此，則銀價跌落，吾人於國貨出口方面，仍未能即抱樂觀也。

(三) 農業上之影響 吾國之輸出品，大部爲農業物，原料品，故銀價下落，輸出貿易增加之時，農產物銷路暢旺，得價亦善。此種現象，不惟獎勵農產之增加，抑且增進農民之生活。蓋農民需要物品，較爲簡便，受物價擡高之影響者較微。而農民購買力之增進，並足以助國貨之發達，其理極明，不待喋喋也。

(四) 工業上之影響 銀價跌落，有減少進口貨之傾向。因之國內工業出品，與外貨之競爭，應較易於得力。惟一方因原料之仍恃外貨，或須出重價與外人爭購國產，而原料成本隨之而貴；一方因百物俱昂，工資及其他消耗，隨以增加，出品價格，恐仍不能如理想上之低廉。且生活費用加昂，則消耗者之購買力不無稍減。出品之銷路有礙，而工業之發展，因以遲滯，似亦在意料之中。且金貴銀賤，有鼓勵外人在華投資之趨向。外人勢必利用此良好機會，在國內設立工廠。即用國內之原料，製造國人需用之物品，以與吾國之工業競爭；而吾國之工業受其影響矣。

(五) 民生上之影響 接近世文明而言，生活之要件，共有五種：即食、衣、住、行及印刷是也（見實業計劃第五計劃）。吾人試一加研究，即知吾國人對於此生活五要件，在在不能脫離金貴銀賤之影響。以言食，則常聞米荒；每年均恃洋米之進口，以資彌補。而米之替代品，如小麥，如麵粉，所有國產，仍供不應求；而須恃洋麥、洋粉之挹注。金貴銀賤，洋米、洋麥、洋粉之成本，一律增高；而食受其影響矣。以言衣，則其不足之狀態，更甚於食。自原料之紗以至成布，中國紗能有幾成？吾人所穿之衣服，真正國產布，又能占有幾成？呢絨嗶嘰之全爲外貨無論矣。即今日號稱國產

之絲綢，參用外來之人造絲，又占有幾成？觀此，則第二生活要件——衣，又受銀價跌落之影響矣。以言住，則本國之森林事業，現狀若何？年來歐化建築，所用一切玻璃、水泥、鋼鐵材料，甚至門鎖、插梢、一釘一繩之微，無不為洋貨。祇就進口木材一項而言，十七年已值二千六百萬元，他無論矣。是則吾人生活第三要件——住，又不能脫離銀價跌落之影響矣。以言行，則大而鐵路車輛材料、飛機、汽車；小而人力車、自行車，無一而非舶來品。內河及沿岸航業，幾全係外商之勢力；外洋船隻，更無華人之立足地，因之艙位運費，在在受銀價之影響。以言印刷，則機器紙張，何部為純粹之國貨？十七年進口之印刷用具材料，近四百萬元；紙張達四千三百五十萬元。金貴銀賤，此後報紙漲價，書籍增值，印刷加費，或不出吾人意料之中。是印刷，又受銀價跌落之影響矣。一方吾人生活要件——食、衣、住、行、及印刷，既無一而不須昂貴；而一方吾人收入之工資薪水，其增高速度，必不能與之齊驅，則消耗者之購買力必致減退矣。

(六) 財政上之影響 我國財政，受金貴銀賤之影響者，約有三端：金貴銀賤，不利於外貨之進口。吾國關稅收入，以進口稅為大宗。進口貨減少，而稅收隨之減少，此其損失一。我國每年應付外國賠款及債款，為數甚鉅。據最近總稅務司之報告，民國十八年，由關稅支付本息規元六千五百餘萬兩，較諸十七年之規元五千七百餘萬兩，幾多支出八百萬兩，合算銀元損失，在一千一百萬元以上，其數已為可驚。然去年銀價跌落之象，至下半年而始顯。是一千一百餘萬元之損失，特發生於半年之間。向使去年全年皆如此，則此項鎊虧，或且倍之，此其損失二。金貴銀賤，於我國內債方面，亦有不利。蓋我國內債，大部份係指定關稅餘款、鹽稅餘款，及海關二五附加稅，擔保本息。鎊虧增加，關稅減少；內債保障，因以動搖，影響所及，極為重大也。

觀此，則銀價跌落之影響，除農業外，無論其為金融，為商業，為工業，為民生，為財政，俱予吾國以極大之不利。則救濟之方，不可不亟講求，又寧待煩言耶？

#### 四 銀價跌落之救濟及應付方策

自金貴銀賤問題，引起社會上之注意後，朝野上下，紛紜聚訟，各籌方策，以謀挽救。惟救濟銀價跌落是一事，而應付銀價跌落又是一事。救濟云者，係救濟銀價之將跌者，而使之不跌；已跌者，而使之回復。欲達此目的，除設法減少生銀之供給，增加生銀之需要，或增加生金之供給，減少生金之需要外，絕無他途。此為全世界之問題，而非一國之所能為力。至於應付云者，係視察銀價跌落之趨勢，籌所以自衛之策，而以減少或避免銀價跌落之不良影響為目的。此以本國為立場，而無關於世界之銀市。設吾國可以謀相當之應付方策者，可不問其銀市之跌至若何程度也。細繹半月來各方提出之意見，救濟與應付各參其半，綜合之，其已見諸實施者，如關稅之徵金是。其正在籌劃討論中者，如投機之限制，幣制之統一，人權之保障等均是。此外如禁止現銀之進口，發展國內之企業，提倡節約之運動，大宗現銀之收買等等，主張者固悉具苦心；反對者亦各有見地。茲綜合各方意見，條舉於下，以供研究此問題者之參考。

(一) 關稅徵金之實施 金貴銀賤，與關稅之收入，外債之償付，以及內債之擔保，在在生不良之影響，已如上述。欲挽救此項財政上之損失，海關進口稅改徵金幣，實為唯一之良法。國府於一月十五日，毅然下關稅改收金幣

之明令，決定於二月一日起實行。並規定海關金單位值六〇・一八六六公釐純金（等於美金四角，英金一九・一二六五辨士，日金〇・八〇二五元。）自二月一日至三月十五日，進口稅按關平一兩合一・五海關金單位（此係照民國十八年最後三月之平均匯率；規銀一兩，合二先令二辨士半計算。）自三月十六日起，關平一兩合一・七五海關金單位（此係照十八年一月之平均匯率；規銀一兩，合二先令七辨士計算。）此項新章，僅適用於進口外貨之從量稅，而於埠際稅及出口稅，均無影響。至從價稅，原係按照貨單上之金幣價值徵收，故亦不受若何影響。惟此項計劃之實施，謂為挽救鎊虧之損失則可；而謂為救濟銀價之跌落則不可。故似不得視為救濟銀價之方策。不過政府乘此時機，毅然於海關進口稅，改徵金幣，非特可以免受鎊虧之損失，且可以為我國改行金本位制之準備。工商部長孔祥熙氏，並曾主張由政府指定中央銀行，發行金幣券，專供商人付納關稅之用。關於關稅收入之金幣，除償還外債外，其餘留作實行金本位制之準備金。一舉兩得，計實萬全，尙望政府之能決心實施也。

（二）標金投機之制止 自標金於一月八日飛漲至四百九十六兩五錢，而銀價暴縮至最低價後，十日上午，國民政府第五十八次國務會議，即有制止標金投機之議決。十二日工商部隨有電令到滬，致金業交易所，嚴厲取締操縱壟斷，並令呈報金銀市場詳情；同時更電社會局及銀行公會，令查明標金挺漲真相，妥擬救濟意見，以憑核辦。至如何制止辦法，至今尙未公佈；而同時反對此項辦法者亦甚衆；故此項制止辦法，是否終能實現，尙為一大疑問。綜合反對者之理由，似不外三端。

有謂因標金到期，可以根據日匯結算，而不必定以標金交貨；故標金市場之空頭，於到期時，絕無無貨可交之

危險；因之亦絕無操縱壟斷——俗稱「軋空頭」——之可能。標金市場，於根本上既絕無操縱壟斷之可能，將何所據而爲縱操壟斷之制止？主是說者，言之成理，驟視之似不能加以若何非難或批評。然就標金市場交易實況而言，於理論上雖似無操縱壟斷之可能；於實際上似仍不能脫離操縱壟斷之影響。試觀其偉大魄力，足以左右標金市場者，盡係外人；所謂猶太幫，外國銀行幫等等，俱具有相當之勢力。乘適宜之時機，以遂其操縱壟斷之毒計者，在標金市場歷史上，已數見不鮮。蓋具有偉大勢力者，聯合而大做多頭，於數小時，或半天一天內，使標金飛漲七八兩十餘兩，至爲易事。此時市場上一部份無力繳納追加證據金（折虧至五兩時每次追加五兩）之空頭，即不能不忍痛補進，急爲了結。即其一部份有力追繳之空頭，見市價飛漲，雖明知在標金市場，即不了結，於交割時亦並無無貨可交之危險；然市價步高不已，市價愈高，損失愈大，何時回復，既難預測；於是亦不敢久待，寧稍受虧，即時補進。此種情形，以嚴格言，雖不能竟謂爲操縱壟斷；然實際上空頭受軋，其影響與操縱壟斷有何大異？故吾人似亦不能絕對謂於標金市場無操縱壟斷之可能也。

或者又謂滬市標金之漲落，實隨外匯之長縮而定。其間雖間有參差，而大體則若合符節。故標金決不能離外匯而獨立。外匯爲因，標金爲果，能操縱外匯，乃可操縱標金。今以標金投機爲銀價低落之原因，似未免有因果顛倒之嫌。且金貴銀賤，爲世界之現象，則自有其世界之原因。欲圖根本之救濟，非合世界之力以赴之不爲功。以禁止上海之標金投機，爲救濟世界銀賤之方法，是何望之奢也。雖然，此亦知其一，不知其二之談也。蓋經濟現象之變化，有常情，亦有變態。在常情下，此爲因而彼爲果者，在變態下，亦未必不能彼爲因而此爲果，以呈其因果顛倒之現象。故

在常情下，標金市價，恆受外匯之支配者，在有勢力之投機——變態——下，外匯未必即無受標金支配之可能。銀市原為全世界之市場，受全世界各種原因之支配。然標金投機，在有勢力之操縱下，直接足以擡高金價，擡高外匯，即間接足以壓低銀市。此時銀市設無其他反對勢力之抵銷，即難保其不受此項標金市場投機之支配。耿愛德氏本其生平之經驗，於此點言之甚詳（見蔡譯中國貨幣論第三百五十一頁至三百五十四頁，又銀行週報每期耿氏所著匯兌報告。）此種例外情形，雖僅屬一時變態。然倏漲倏跌，變化不測，其不良影響，反為顯著。此所以十年來銀市逐漸下跌，至六十八辨士之多，無人或加注意；而旬日間銀市有一二辨士之漲落，即引起全世界金融界之矚目也。蓋其來漸者，其應付易；其來驟者，其調劑難。制止標金之投機，正所以制止未來銀市倏忽之變化，例外之變化也。

或者又謂標金投機，恆與外匯之投機相聯。而事實上外匯投機之數額，較標金投機為大。僅禁止標金投機，而不禁外匯投機，於事似仍無補。不知在吾國外匯投機所以如此之盛者，雖有謂因於正當投資機會之稀少，資金無法運用，從而為外匯之投機；然非有標金套做之存在，恐外匯投機者，未必若是之盛且繁也。今假耿愛德氏所舉之實例以為證。耿氏之言曰：「各匯兌銀行，因投機買賣數額過鉅，嘗擬設法限制金商過度投機，及操縱市價之舉動。當民國十四年六月，上海發生總罷工運動，金業交易所為表示同情，亦於是月二日暫時停業。於是銀行界限制投機之機會至。後於六月二十六日，交易所復業。初復業時，營業清淡。外國各匯兌銀行，為限制匯市投機計，遂於此際改訂新章。其內容與民國九年者相仿。新章中規定：凡投機商買賣金幣，須付保證金總額百分之四；於必要時，並得



再增百分之四，按此項規定，可阻止局外者之投機，方法固佳；但十餘月後，新章即無形廢棄；上海之金業投機，終無法加以限制也。『觀此，則制止標金之投機，即可以制止外匯之投機；不制止標金之投機，即無法制止外匯之投機，其理明甚。蓋標金爲有組織之市場；其買賣集中，故其勢力亦集中；其交易頻繁，故其漲落亦頻繁。一價開出，全國爭傳，非若匯市之分散者可比。制止集中之投機易，制止分散之投機難。直接制止集中之投機，正所以間接制止分散之投機也。』

據一月十四日金業交易所呈報工商部電，似以暫時增加證據金及履行每日結帳，爲制止過度投機已實行之辦法。增加證據金，自每條規銀十兩，至每條規銀二十兩，且須逐日結帳，無可拖延，其足以制止過度投機，自不待言。蓋日常之以規銀七十兩，可做標金一平（七條）者，今須繳規銀一百四十兩，方可做同數之交易矣。增加標金應繳之證據金，即減少標金可做之數量。且既須每日結帳，即無取巧多做之機會。故此項辦法，用意至善。惟據恐個人研究之結果，以爲此法雖善，而推行似仍不無缺憾。蓋此項辦法，不易及時施行於操縱情形未發生之前，爲事前之防範；更不能適用於操縱影響正緊張之候，爲臨時之制止；而祇可施行於操縱高潮既平之後，爲事後之補救。請得而申其說。

操縱壟斷之醞釀，雖非一朝一夕之事；然在事前往往絕無朕兆可尋。因之此項制止辦法，於何時應開始施行，亦即極難預斷；不能預斷，而時機坐失，防患無從，制止辦法，遂完全失其效用。蓋市場之造成操縱壟斷，其來甚漸。此操縱壟斷之主持者，忽買忽賣，旋賣旋買，於不知不覺之間，逐漸增加其買入數量，以爲操縱壟斷之準備。在此準備

期中，經其有計劃之處置，運其有經驗之手腕，可以於市場上不留纖毫痕跡。迨夫局勢已成，朕兆乃見。此時空頭方覺悟其已入危地，爭相補進，市價始為猛烈之飛漲，而操縱壟斷之現象，至是乃全暴。倘於此時交易所公佈增加證據金及逐日結帳之規定，以為制止，則空方之恐慌，必且驟增，而操縱壟斷之主持者，其氣餒必且愈張。蓋於此時為證據金之增加，及每日結帳之履行，有強逼空方爭相了結之趨向，而市價之已漲者，至是必且繼長而增高也。若此，則空方之損失愈多，而恐慌之影響必且愈大。吾故曰，此種制止辦法，不易及時施行於操縱情形未發生之前，為事前之防範，更不能適用於操縱影響正緊張之候，為臨時之制止也。迨夫恐慌之高潮已過，空頭方面，亦已大致補齊，交易所於此時為防止操縱之復活及穩定市場之交易起見，而實行此項辦法，則確有制止過度投機之可能。然此項辦法，既有暫時性質，則一旦市場之秩序回復，而此項辦法，自必隨之取消。而事過情遷，此次市場已歷之經驗，即不難一現再現，而重演於將來，未見其有若何制止之效用也。

(三) 現銀進口之禁止 銀價驟跌之時，頗有主張禁止現銀進口者。惟是說始倡，而反對者遽起。綜合反對者之意見，不外謂中國為今日世界現銀需要之最大市場，次中國限制現銀之輸入，則世界上現銀，少一最大之去路，現銀之價格，必且隨之而愈跌。主是說者，以維持世界銀價為立場，原非謬論。不過維持世界之銀價為一事，而維持中國之匯價又為一事，有不可相提並論者。

在現銀自由進出之情況下，吾國外匯，完全須受世界銀市之支配，是不可不注意者。惟於陳述此點之前，不得不於外匯平價與外匯市價之關係，略為說明。凡一國本位貨幣，與他國本位貨幣，同係用金，或同係用銀者，各按其

本位貨幣，包含金屬純量，互相比較，兩者平衡之點，曰「外匯法定平價」。例如美金四·八六六五元，所含之純金量，與英金一鎊所含之純金量相等；故美元與金鎊，爲四·八六六五與一之比率；而英鎊間外匯平價，亦卽爲四·八六六五。此項平價，非經一國幣制之更改，致所含純金有增減時，決無變更。而在現金自由出入之情形下，此兩國間匯兌市價，卽不能脫離此項平價之羈絆。蓋遇市價高於平價，其差數超出一切運現費用時，則對外債項之清償，卽以輸出現金爲較合算。因現金之輸出，而外匯市價與平價間之差數，必隨之而減少。至市價低於平價時，其作用正相反。故外匯市價之漲落，在現金自由出入之情形下，其較高或較低於平價之數，決不能超出該兩國間一切運現費用之數。此爲兩用金國或兩用銀國間，外匯市價須受平價控制之情形。明乎此，始可以進而爲吾國外匯平價之說明。吾國外匯平價，自有其特異之點在。蓋各國用金，吾國用銀，金銀異質，無可比量；故吾國外匯平價，於兩幣含金銀純量外，尙須以兩金屬之比價，加入計算。此項銀金比價，例以倫敦銀市爲根據。倘當日倫敦標準銀（成色·九二五）每盎斯價爲二十一辨士，則當日上海對英電匯平價，卽應爲二四·六七五辨士（定數一·一七五二一乘二四·六七五辨士）；設明日倫敦銀價縮爲二十辨士，則上海對英電匯平價，亦必隨之俱縮；反之，設明日倫敦銀價長爲二十二辨士，則上海對英電匯，亦必隨之俱長；故吾國外匯之平價，完全受世界銀價長縮之支配。至上海外匯市價，則因本地供求之關係，自不能常與平價適相符合。然在現銀自由出入之情形下，吾國外匯市價之漲落，其較高或較低於平價之數，亦不能超出於吾國對各該國間一切運現費用之數。蓋相差過此數，可以現銀之輸出輸入，爲調劑也。觀此，則吾國外匯之市價，在現銀自由出入之情形下，直接受控於平價，而間接卽受控於銀價。故

在未禁止現銀進口之先，吾國外匯，完全須受世界銀市之支配，非虛語也。

然在現銀進口禁止之後，吾國外匯，即能脫離世界銀市之控制，而自爲漲落。蓋現銀進口，已加禁止，則此後所有對於吾國出口貨物之付價，外人既不能運送現銀，勢即不得不全部購買吾國銀匯，以資清償。則此時吾國外匯之漲落，即大致僅受匯票供需之支配，而不受世界銀價高下之節制。世界之銀價，可呈跌勢，而吾國銀匯，因供需之平衡，或仍能維持其原狀。設此時銀匯求過於供，或竟不跌而上漲，亦似在情理之中。蓋自禁止現銀進口之後，吾國以世界銀市爲計算根據之外匯平價，名雖仍有，而實已不存。此後平價自平價，市價自市價。從前市價與平價相差，至以運現爲有利時，可以運銀進口者，今已不能實行，而此過貴之銀匯，即無法壓之使賤，使與根據銀價所算出之平價相符合。或因吾國國際貿易，仍爲入超，結果銀匯供多於求，市價因之趨跌；然此項跌落之程度，仍全視匯票供求之情況爲轉移，而非受銀市下落之影響，可斷言者。故在禁止現銀進口之後，吾國外匯，可以脫離世界銀市之控制，亦非虛語。

難者曰，如子言，吾國國際貿易，即不能竟達出超之地位，亦至少須能維持進出口貨之平衡，庶匯票之供求，可以調劑。設將來貿易，仍爲入超，則此項入超數額，結果終仍須以金幣清償；彼時以銀購金，仍未能逃銀價跌落之影響。應之曰，貿易入超本身即爲一重大問題。此項入超之如何設法彌補，絕無關於現銀進口之禁止與不禁也。吾國貿易之爲入超，已非一日。即在現銀進口自由之時，其彌補入超之法，亦決非以輸銀購金爲清償。須知吾國鑄幣需要之現銀，亦全賴他人之接濟。試觀歷年現銀進口，均爲入超，事實具在。故就過去之情形而言，每歲貿易入超之

外，更加以現銀之入超；於是入超之須彌補者愈多，而外匯受入超之影響者亦愈大。今爲現銀進口之禁止，即不能於貿易之入超，爲若何之救濟；亦至少於現銀之入超，加以暫時之遏止。至於貿易入超之彌補，無論其爲舉外債，爲吸外資，爲獎勵華僑資本之輸入等等，凡在現銀進口未加禁止以前，已經實行者，於現銀進口已加禁止以後，自仍能繼續實行。其唯一不同之點，即爲在現銀進口禁止以後，所有舉債投資等等，均不能爲現金之輸入。不能爲現金之輸入，而匯價因得以維持。故在禁止現銀進口之後，似反可以減少吾國入超之影響也。

總之，禁止現銀進口，雖不能維持世界之銀市，似確可以維持吾國之匯市。吾國匯市，因現銀進口之禁止，而得以脫離世界銀市之控制，則自後世界銀市之漲落，與吾國金融，即無若何重大影響，自更無維持之必要也。

(四)幣制整理之計劃 吾國金融界，因感受此次銀價跌落之不良影響，爲謀補救起見，因有整理幣制之擬議；有主張即實行金本位者；有主張暫施行虛金本位者；有主張金銀並用者；有主張廢兩改元者。然此種主張之爲應付方策，而非救濟方策，昭然若揭。蓋無論其爲實行金本位，或虛金本位，或金銀並用，同有增加生金需要，減少生銀需要之趨向；即同有擡高金價，壓低銀價之趨向。即對於廢兩改元問題，論者雖有謂可以增加生銀之需要，而救濟銀價之跌落。然其推論似仍不能謂爲完全確當。蓋在兩元並存之時，須兩重準備者，至廢兩改元後，則祇須一重準備；減少一重準備，即不致減少銀用，一時間似亦不致增加銀用。且銀洋之運用增加，而鈔票之發行，勢必隨之增加；鈔票準備，祇須現銀六成，則廢兩改元，又似反有減少銀用之勢。雖論者有云，在兩元並存時代，銀兩往來，可用票據，而不盡恃現銀；與銀元之可用鈔票，而不盡恃現洋者相同。推其意，一若在廢兩改元後，銀元鈔票之增加，正足以

與廢兩改元前，銀兩票據之盛行相抵銷。然在事實上款項之可以用票據相抵，似並無銀兩與銀洋之分。在兩元並存時代，銀兩可用票據，銀洋亦未始不能用票據。則在廢兩改元之後，以前之兩元票據分用者，至是不過併合而為銀洋一種票據而已。且經濟社會日益進步，則信用制度必日益發達；而票據之流行，必日益增加。似不能據此以為廢兩改元後，增加銀用之一理由也。總之，廢兩改元，為目下整理金融之要圖；而非救濟銀價之方策，不能併為一談。廢兩改元而能救濟銀價固佳；即不能救濟銀價，亦仍須竭力謀其早日實行也。

(五)國內企業之發展 發展國內企業，可以增加國內各地現銀之需要；現銀去路既旺，而銀價可以維持。主是說者，以救濟世界銀價為立場，似不無相當見地，相當理由。然發展企業，言之易而行之難。即上下一心，合力共謀其實現，亦恐非一朝一夕所能見效。即能立時見效，其因吾國企業發展而增加之現銀需要，是否可以與全世界逐漸減少之現銀需要相抗衡，而維持其跌落之趨勢，尚為一大疑問。即此項辦法，誠能暫時阻止銀價之跌落，則照現世界生銀給需之情況而論，吾國因發展企業而增加之現銀需要，是否即能永久維持銀價於不敝，又為一大疑問。試更進而問發展企業之道何由？曰，必先獎勵工廠也；曰，必先提倡國貨也；曰，必先保護出口也；曰，必先調劑勞資也；曰，必先保障私產也；曰，必先取消苛捐雜稅也；曰，必先便利交通也；曰，必先安定政局，止息內爭也。凡此種種，誠為要圖；然能於一朝一夕，並施而盡行之乎？吾恐其見效不若是之易且速也。故吾以為救濟世界銀市是一事，而發展國內企業又是一事。發展國內企業，未必即能救濟世界銀市；而國內企業之應謀發展，則似可不必問世界銀市之為漲為跌也。今人有身體欠健，食量欠宏者，調理養護，刻不容緩；斷無須俟大有之年，因欲增加其食量，而始行就醫之

理，蓋身體之應保健康是一事，而年歲之豐歉又是一事。國內企業之應謀發展，猶吾人身體之應保健康；而銀市之漲落，則無異年歲之豐歉。吾國受此刺激，乘此時機，能方謀國內企業之發展，誠不可為非塞翁失馬，因禍而得之福。然欲視發展國內企業為救濟世界銀市之方策，則竊期期以為未盡當，似非全無理由在此。

(六) 節約運動之提倡 發展企業，所以謀生產之增加；而提倡節約，正以謀消費之減少。最近日本濱口內閣籌備金解禁，為期不過半載，即見實行。據濱口與井上發表之談話，此次金解禁問題，所以能解決若此之速者，不外政府財政之緊縮，與夫國民消費之節約。換言之，即朝野上下節約運動之成功。蓋節約運動，對內言，可以增多儲蓄，即可以厚補資本；對外言，足以減少入超，更足以調劑外匯。在吾國洋貨充斥之現狀下，實行節約，尤易見效。蓋吾國國民消費之應節約者，自首推奢侈品；而奢侈品以洋貨為多。即政府實行節約，亦與輸入有關。每年值達千百萬萬兩之軍火，稍加節約，即塞一大漏卮，遑論其他。故苟吾國朝野上下，能厲行節約，未始非減輕銀跌影響之一良法也。

(七) 國際合作之創議 銀價跌落，吾國因用銀關係，首當其衝，固已在在感其痛苦；而產銀各國，如美、墨等，其蒙重大損失，亦在意中；即其他各國，如英、日等，因對我有貿易關係，亦當不願坐視吾國金融之入此銀潮漩渦；如印度等，因國有存銀關係，亦當不願坐視銀價之一落千丈。故國人之主張國際合作，以謀維持銀價者，頗不乏人，實不無特見。蓋苟能國際合作，使生產者減少其生產，使出售者暫停其出售，逆料此議朝成，銀價實不難夕漲也。近聞國際聯盟已定於二月二十七日，在日內瓦召集國際匯兌會議，由各關係國派代表出席，討論銀賤問題；並採一致行動，以謀救濟。雖結果如何，尚難預料；然對於救濟銀價，有國際合作之可能，似已將形諸事實。雖然，世界銀價之救濟，

是一問題；而吾國謀所以脫離或減輕銀價之影響，又是一問題。世界銀價經國際誠意之合作，雖不難暫時維持；然吾國處此世界各國俱已採取金本位之潮流中，欲求永久之安全，似非及早自謀不爲功也。

(八)其他提出之方策 除前列方策外，其曾提出者，爲數尙多，如匯兌銀行之設立，大宗現銀之收買，一部準備之用金等均是。設立匯兌銀行，以逐漸收回外匯之控制，自爲急不容緩之圖。對收買大宗現銀之主張，則吾國政府之有無能力，已屬疑問；而此項辦法之能維持銀價至若何程度，更無人能加以近似之預測。至於銀行準備之一部，可以用金，爲預備改用金本位之步驟，在主張者既無具體之辦法提出，則非經一度審慎之研究，不能妄加議論。非本文所能旁及，因亦從略。

## 五 結論

試於前述各項方策，一加分析，則或謀救濟，或謀應付，甲是乙非，迄無定說。然則吾國所取態度，爲救濟，抑爲應付，抑爲救濟與應付並施，似爲吾人最後應討論之一大問題。

吾國應取救濟態度乎？曰，設世界銀市之跌落，爲特殊之現象，而非自然之趨勢；爲暫時之狀況，而非永久之變態，則銀價之回復，既可預期，銀市之救濟，自爲要着。吾國受銀市之影響最切，出而自任，亦非過舉。蓋銀市早一日回復，則吾國之金融商業，卽早一日安定。謀人自謀，有益無弊。在此種情形之下，則在國外吸收現銀，以擡高世界銀市；可在國內推廣現銀需要，以增加本國銀用，亦無不可。今日吾國因維持銀市，而購進現銀，吸收現銀，以待將來善價



而沽，是舉也與今日之銀市有益，而與將來中國之本身無害。事出兩全，吾人亦何樂而不爲？雖然，就銀價跌落之趨勢而言，就此後現銀需要之推測而言，於銀市之能否救濟與應否救濟，似已成爲一大疑問。銀價跌落之原因，已如前述。可一言以蔽之曰：供需之失調。於生金方面求多於供之情形，姑置不論。即以生銀之單方面論，生銀因大部份爲附產品之關係，其產額之不能爲大量減少，已爲識者所公認。即退一步言，此後銀產不再增加，而現銀之已存在者，自不易減少或消滅。則自十六世紀以來，此一千四百萬萬兩銀產之供給，依然存在。而世界現銀之需要，則因各國金本位之恢復而減少；因輔幣質量之減低而減少；因銀幣替代之漸盛而減少；因窖銀舊習之漸除而減少；因工業消耗之漸減而減少；因其他種種原因而減少。此種減少之需要，有回復之希望乎？或不能將來生銀有他項需要之增加乎？曰：不可必！在此種情形之下，說吾國出而以救濟銀市自任，於國內推廣銀之需要，於國外獎勵銀之輸入，於時各國之有餘銀可售者，乘此良機，俱謀脫手。中國保持其世界現銀最大消耗市場之地位，而銀市或果賴以維持於一時。然長此以往，銀市果能維持於不敝否？曰：仍不能！吾國一國之需要有限，而國外之供給無窮。國外之供給不減，國外之需要不增，銀價終無長時期維持之望也。今日銀價跌落，吾國祇受其一部之影響者，彼時或將負其損失之大部，亦未可知。彼時吾國爲存銀最多之國，而此項存銀，非另有一意外遭遇，如歐戰者之發生，恐將永無脫手之可能，則從此中國將永爲現銀之尾閘：一方面將永無改用金本位之一日；而一方面又不能繼續爲銀本位之維持，進退不可，周旋不能，以陷於自絕之域。總之，世界生銀之需要，以鑄造貨幣爲大宗；工藝之消耗，終屬有限。在世界各國俱已改用金本位之情勢下，吾國即無獨標一幟之可能。古時有以貝殼爲貨幣者，在他國俱已採用他物爲

貨幣之後，有一國焉，以維持貝殼市價自任，人捨我取，甘爲貝殼之尾閥。然貝殼之市價終能救濟乎？終能維持乎？不待智者而知其不能也！恐將來於本國計劃幣制之改革，而不能獲第二國爲貝殼之尾閥時，其損失或將更不資也！故據愚個人之觀察，苟吾國於此時出而以救濟銀市自任，實爲自殺之政策。蓋恐於銀市終無大補，而中國則或將爲世界餘銀之尾閥，而陷於永不能自拔之地也！

然則吾國絕對不應取救濟之態度矣。曰：是又不然。苟可以達國際合作之目的，使世界生銀供給者暫時限制其供給；而消費者不致爲世界餘銀之尾閥，則吾國亦何樂而不參加合作？雖此項人力之維持，其繼續或不能垂之久遠；然乘此暫時之維持，吾國得優遊計劃，爲未雨之綢繆；以較今日之臨渴掘井，應付不遑者，勞逸將不可以同日計。則在國際合作之情勢下，吾國似仍以取救濟態度爲有利也。蓋在國際合作之情勢下，以限制供給，爲維持銀價之中心；而吾國可不憂爲生銀之尾閥。在吾國以救濟銀市自任之情勢下，則以增加需要爲維持銀價之焦點；吾國之需要增加，正爲世界有餘銀者謀一去路，則人捨我取，世界銀價，恐終不能維持；而世界餘銀，已大部入吾國之掌握，終或致難於自拔也。

然則設不能達國際合作之目的時，其應付之法將何如？曰：欲完全脫離銀價跌落之影響，其根本辦法，捨隨世界潮流，改用金本位制外無他途。故吾人今日謀應付之方法，當仍以改用金本位爲最後之目的。惟在吾國現狀下，非特金本位制，一時恐難實現；卽虛金本位及金銀並用兩項辦法，亦恐非一蹴可冀。蓋在國內銀單位尙未統一之前，無從爲金銀之並用；更無從謀虛金本位，或金本位之實行也。而欲謀國內銀單位之統一，又捨廢兩改元外無他

途。然今之論廢兩改元者，均主暫緩實行。其理由，非曰，銀元數量之尙不敷用；即曰，銀元成色之尙未統一。一若非待銀元數量敷用後，銀元成色統一後，不能實行廢兩改元者。因之十七年度之經濟財政兩會議，雖有於十八年七月一日實行廢兩改元之議決；而迄未見諸實行。至本年一月十六日，上海各機關團體救濟銀市會議中，又有請政府於本年七月一日實行廢兩改元之議決；然七月一日，轉瞬即屆，廢兩改元，是否仍成泡影，尙未可知。惟據愚個人之觀察，則以爲於今日欲爲廢兩改元之履行，事實上實絕無阻礙。所謂銀元成色之尙未統一，似不能成爲理由。蓋銀元成色，即不統一，亦斷不至如銀兩成色之各地不同，如漢口洋例，天津行化等，相去之遙遠；更不至如銀兩成色之於同一地域，如上海寶銀，或則批升二兩七錢五分，或則批升二兩七錢，或則批升二兩六錢五分之紊亂不一。主張暫時維持銀兩者，以銀元成色不統一，爲不能改元之一大理由；而不知銀兩成色之不統一，有過銀元十百倍者在。至謂銀元數量，尙不敷用，或有其相管理由；然亦非絕無補救辦法者。倘廢兩改元後，通貨誠不敷用，則不妨嚴訂發行準備，暫以紙幣爲替代。而今日紙幣應存之六成現銀準備，其一部更不妨改用銀兩，暫爲替代，使一部原作準備之現洋，得以流通於市面。則銀元之在現狀下稍不敷用者，於紙幣增發後，於準備替代後，其流通數量，或能勉強維持市面，亦未可知。故吾以爲廢兩改元，隨時可以實行，不必待銀元成色之統一，更不必待銀元數量之敷用；而廢兩改元，僅爲趨向金本位之第一步，而非改革幣制，應付銀價之最後辦法。同時一方禁止現銀進口，以避免爲世界餘銀之尾閥；一方設立匯兌銀行，以避免於禁止現銀進口後，外匯受外人之操縱；一方更實行關稅徵金，爲存儲金準備之預備。此外如標金投機之宜及時取締，國內企業之宜力圖發展節約運動之宜竭力提倡等，既相輔而不相背，

自不妨並舉而盡施之。是在當局之決心推行，與國民之協力合作，斷非徒託空言所能奏效者也。

——十八年十一月，上海國立中央大學商學院，東方雜誌，第二十六卷，第二十四號——



中華民國二十五年八月初版

大

中國經濟學社叢書 中國金融研究一冊

(32683·3)

每冊實價國幣貳元柒角  
外埠酌加運費匯費

著者 楊 蔭 溥

發行人 王 雲 五  
上海河南路

印刷所 商務印書館  
上海河南路

發行所 商務印書館  
上海及各埠

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

(本書校對者章德宣)

四二七一上

