

麥登
那特
勃著
許亦非譯

國際金融市場

上冊

商務印書館發行

國際金融市場

第一章 黃金與金本位之功能

在自十九世紀末葉以迄大戰爆發爲止之時期內，西方諸國之幣制，大多數均與黃金相結託，且就各方面觀之，在歐美兩洲，金本位（Gold standard）所表現之功效，俱較形美滿。而白銀則在西方諸國之幣制上並未嘗佔一重要之地位。就較狹之國內意義言，金本位之涵義有兩：（一）自由之黃金市場；（二）鈔票之不啻自由及無限制之兌現〔註一〕。

惟就較廣之國際意義言，金本位之涵義猶不止此。戰前之國際經濟制度，係立足於分業原則與商品、勤勞（services）及勞力之適切自由交換之上，而金本位即係其一部分。在此制度之下，黃金乃各國通貨之共同分母，且實際嘗充爲國際通貨之用。國際間黃金之自由移動，非僅可保匯

價之穩定，且又令有平衡利率與物價水平之效之國際間之資金得交相自由移動，因而諸主要商業國之國民經濟，遂堪保持某種程度之調整。

金本位之諸前提條件

在任何一國國內，金本位固可僅藉國內立法而即告樹立，然欲期其充任爲一國際本位而得著成效，則端賴乎須有一種絕非爲任何一國之國內立法所得而規準或左右之情勢之存在。欲期金本位行之有效，一切國家均須恪守後述數極顯之原則或前提條件。

第一項必要條件，即爲撤廢一切限制國與國間黃金自由移動之立法，諸如一切廢止載有鈔票兌現之各項法條之法律，禁止黃金輸出之懲治法令，以及關於通常黃金買賣手續之干涉，俱在應予撤廢之列。黃金移動之主要目的，既在圖便於資金之國際移轉，是以外匯之買賣，亦須不加限制。

第二項必要條件爲一種國際經濟平衡狀態，此種狀態，厥唯賴足使各國之國際收支較形穩定之商品，勤勞及資本之合理而自由之移動，而後始堪招致並保持。國際收支之平衡，往往有係爲資本交易所造成者，故長期資本之自由移動，對於金本位之維持，其重要亦復與黃金及短期資金

之自由移動相若。國際收支經常收入超過而又不堪或不欲從事對外貸款及對外投資之國家，唯有藉黃金以取償其差額，而若干國家以他國爲犧牲品之繼續蓄積黃金，遲早必使喪失黃金之國家不得不放棄金本位。

欲期國際金本位行之有效之第三項前提條件，乃各國中央銀行方面須存有聽令黃金移動對於各該國之信用機構充分顯其功效之一種意向。苟各國中央銀行假手公開市場控制（Open market operations）以阻遏黃金移動之功效，則通常矯正引起黃金移動之局勢之半自動調整，卽不復可觀，而不平衡狀態遂繼續如故矣。

第四項前提條件，係屬政治性質。金本位在戰前所以行之有效，揆厥原因，乃在當時阻遏長短期資金移動之政治上之障礙，遠較戰後爲少之故。政治上之机阻不定，非獨阻礙受影響諸國之長短期資本之正常移入，且往往引起足以招致一國幣制之崩潰及在他國金融市場上造成異常局勢之「資本逃避」（“Flight of capital”）。

國際金本位及立足於其上之國際信用制度，乃一甚易失調之至纖極巧之機構。大戰以還，各

國日趨於採行自給自足之策，限制黃金，資本，商品，以及勤勞之國際移動，遂致破壞上述之諸基本前提條件。結果遂招致國際金本位之幾於全部崩潰與國際信用機構之瓦解。一般淺見者流，嘗遽爾斷論謂咎即係在金本位；實則咎固係在希冀金本位於其下盡其職責之不可能之情勢也。

黃金之用途

在戰前之國際金本位下，黃金係用爲通貨及信用之基礎，至供爲了清國際收支方面一時支出超過之用，爲數較少。此處吾人於一時之支出超過與較永久之失調兩者之間，必須慎加判別。在後者之情形下，非俟至引起支出超過之根本原因足可矯正之際，平衡常係藉黃金輸送以外之方法（即長期與／或短期借款之方法）而獲告成。大戰以前，黃金通常並不用爲國際債務實際償付之手段；黃金於當時雖爲商業之工具，顧並非係商業之商品。戰前用於清理差額之黃金之所以爲數較少，係緣戰前主要各國之國際收支遠較戰後保持平衡之故。首先，當時之國外貿易，頗與各國之國際經濟地位相照合。諸大債權國，大抵俱保有一不利之貿易差額，因而遂使諸債務國得以商品償付彼等之債務。諸債務國俱屬後進國，且於經濟方面爲猶未發達之國家，是以遂多少誘致外資之不斷流入，而用以開發其自然富源。戰前黃金之所以不致成爲償債之手段，

且獲有一多少美滿之國際黃金分配者，舉皆爲此世界各國國際收支平衡之賜也。

黃金乃一具有世界市場及價值較形穩定之商品，故堪普遍樂爲人所優容，其在清算國際收支差額方面之效用性，卽由是而來。抑尤有進者，大多數國家之貨幣單位，既均係用黃金規定，是以黃金之移動，對於匯價之變動，自具有一種自動抑止之效。每當金本位國家之貨幣單位在外匯市場上降落至某一點（卽「黃金輸出點」(“Gold export point”)——譯者以下時，黃金輸出立可矯正是種局勢。惟出自此種目的之黃金輸出，就大體言，爲數並不甚鉅。苟此項輸出之黃金，所佔比率甚爲巨大，則卽足引起信用之緊縮與利率之上升，轉而招致國外短期資金之流入與通貨匯價之高漲。

黃金移動對於利率與匯價之直接影響，嘗使產生一種見解，以爲國際金本位之作用係屬自動性質。惟此種見解，僅不過一部分合於事實而已，蓋各國中央銀行足以及有時嘗不顧黃金移動而左右利率，從而影響資金之移動故也。顧在戰前，各國中央銀行鮮嘗利用公開市場控制以左右信用狀況並阻止黃金之移動者。金融市場之統制，主要係藉貼現率 (The discount rate) 之妙

用而奏效；惟就常例言，貼現率主要係爲黃金移動所決定，故決定一國中央銀行之貼現政策者，卽爲該國中央銀行之黃金狀況。職是之故，雖在戰前，各國中央銀行亦堪左右並阻止黃金之移動，惟予金融市場以直接並迅速之影響者，要以黃金之輸出入居其多數。

迄大戰爆發爲止，金本位在歐洲大多數國家，美國，澳洲，日本，以及南美數國所表現之功效，俱較屬美滿。黃金雖堪自由自一國移往他國，顧實際之輸送，爲數並不甚鉅。且黃金相當公平分配於全世界，而各國之黃金儲藏量，又多少與其經濟及政治上之需要相一致。

大戰期中

大戰猝發當時，交戰諸國首先所採諸種措施之一，卽爲切斷本國幣制與黃金之

關係。此黃金支付之一般停止，卽足明白昭示金本位所賴於政治穩定與世界各國間之常態國際經濟溝通之程度。同時又足揭發認金準備之保持係圖在急變期中保障通貨穩定斯種學說之謬妄——惟此理縱無若是之實例，似亦屬顯而易明者，蓋緣一國欲保持可准許其銀行存款之大部分盡兌爲黃金之巨額貨幣用黃金儲藏量，顯係不堪實現之事也。類若戰爭之政治巨變，勢必引起資本逃避，假令各國中央銀行仍維持鈔票之自由兌現與自由之黃金市場，則該國之黃金儲藏量，

行見轉瞬涸竭矣。

大戰期內，私人與工商業機關之黃金輸出，雖嘗遭禁止，顧各國政府與中央銀行，則嘗輸出巨額之黃金至中立諸國以及美國，用以償付商品及軍需品。職是之故，大戰對於世界貨幣用黃金儲藏量，生有兩重大之結果。大戰（一）使黃金在大多數之國家內不復流通，且（二）招致黃金之國際偏在。關於重行分配黃金，雖嘗盡以甚大之努力，顧在戰後瀰漫經濟國家主義之環境中，殊鮮獲有成效。

戰後 大戰之終息，獲觀歐洲陷入於財政混亂之中，當時外匯之人爲釘住即告停止，幣值疾落，全世界遭逢接踵而至之貨幣恐慌，除美國而外，幾於一切國家俱蒙其影響。通貨穩定爲戰後經濟復興計劃中最重要之一問題，誠以幣值降落與外匯變動，即係構成阻礙健全國家財政之恢復與世界貿易昭蘇之最重大障礙之一故焉。

迨一九二八年，世界各國通貨之以黃金爲基礎之穩定，事實上業告完成，主要諸國之貨幣單位，又再度與黃金相結托。惟是金本位業已遭逢變故，其面目已大非昔比，且內部包孕有其日後崩

潰之胚種。首先，各國之新貨幣法中，並無關於金幣流通之規定，且除在向例銀行鈔票久經可兌爲黃金之美國及其他之少數國家而外，金幣本位業已成爲陳跡。黃金之絕跡流通，使黃金易於集中於中央銀行之手中，惟此一情勢之展開，以與因金匯兌本位之普遍採用所招致之重大變化相較，似屬並不十分重要。歐洲及南美多數國家之採行金匯兌本位，無論於較狹之立法意義上或較廣之經濟意義上，俱使金本位之作用極度改觀，而予戰後全世界之經濟現象以致命之影響。

金匯兌本位

戰後金匯兌本位 (Gold exchange standard) 之主要特徵，卽爲將金本位

諸國之外匯充爲中央銀行法定準備之一部分，並隨中央銀行之抉擇，銀行鈔票可兌爲黃金或兌爲外匯。以故，金匯兌本位雖仍恪守以黃金爲價值標準之原則，顧在同時，係將對一國（金本位國——譯者）之黃金求償權在他國（金匯兌本位國——譯者）之信用基礎上充爲等若黃金之用，因而遂造成黃金可同時兼作通貨與信用之用。至於金匯兌本位之應用方法，係隨各國而異。例如，在奧國與匈牙利，中央銀行對流通鈔票及卽期存款之法定準備，不妨全部以黃金支付之外匯充之，而德國、波蘭及比利時之中央銀行，則僅堪於其法定準備中保有 50% 以下之外匯。「外匯」

(“Foreign exchange”) 一詞，普通即係指存於信譽卓著之金融機關之即期與短期存款，發生自商業交易之短期銀行票據，以及金本位國中央銀行之鈔票。間有數國之中央銀行，且更得於其合於作鈔票發行準備之外匯保有額中包含一部分之短期政府證券。

金匯兌本位樹立之結果

金匯兌本位樹立之根本動機，乃在圖實現用金之節省。而此動機，則係以認世界方獲遭黃金不足（是乃緣預測黃金產量行將減少而一時嘗頗獲見重之一論題）斯一誤信為根據。黃金不足之假定，一部分乃兩組不堪對勘之數字互相對勘之結果；至此兩組數字，其一即為以價值低落後之通貨表示之各國中央銀行之負債額，又其一則為以戰前平價表示之各國中央銀行之金準備額。苟使幣值已告低落之負債額改列以黃金或黃金改列以價值低落後之通貨，則事實黃金既未嘗顯有重大之不足，而用金之節省固亦未嘗有其急需，當可昭然若揭矣。就實際言，在一九二二年底當時——各國通貨已趨穩定前——世界各國中央銀行與國庫庫中之貨幣用存金，綜計嘗達8,402,141,000美元，以與一九一三年底當時之4,856,712,000美元較，計增加73%。且在一九二二年之末，生產與貿易之總量，猶在戰前水平之下也。黃金不足觀

念之所由生，一部分則係源於目前存金之分配倍極偏頗不均，以致若干國家僅保有些微之黃金。斯一事實，惟缺少相當金準備之是等國家，其獲得黃金外匯之不易，初與獲得黃金一無稍異，固屬極顯而易明之事也。實際而論，苟是等國家能取得黃金外匯，則此項外匯之易為黃金，實為一極簡而易行之事。發生於一九二四至二九年之異常之通貨膨脹，與一九三一年中之金本位之最後崩潰，於若干點上，實不妨可謂均應由金匯兌本位所容許之黃金之複用戶其咎焉。

就金匯兌本位諸國言，金匯兌本位大形減少在戰前嘗大有裨益於國際金融平衡之黃金之矯正移動 (The corrective movement of gold)，故金匯兌本位又妨礙國際金本位之固有作用。在曩時，金本位國之中央銀行，因外匯不堪充為其法定準備之用，故當取得為數極鉅之另一金本位國之外匯時，即將其中之一部分易為黃金，俾將其手中之數額減少至較屬常態之比率。黃金輸送雖增大黃金取得國之信用基礎，並減縮黃金喪失國之信用基礎，顧國際金融市場上所可利用之信用量，則極鮮或毫不為之而生變動。惟是金匯兌本位國之中央銀行，緣外匯可於其法定準備中充為同若黃金之用，是以在取得外匯時，即無意將其易為黃金。外匯取得之擴大該國之信

用基礎，正與金本位國之輸入黃金同，第緣並無黃金之喪失，故他國並不隨而發生信用基礎之減縮。金本位國內之黃金，不獨可用爲該國本國通貨及信用機構之基礎，且在同時，對該國之黃金求償權，又可用爲他國通貨及信用之基礎。

金匯兌本位作用之例解

金匯兌本位下此項黃金之複用，可以次例釋明之。假定奧國有一家公司，在紐約發行一筆長期之公司債，其實收額爲一百萬美元。需要奧幣（西令 [schilling]）之該公司，將該筆公司債之實收額售予維也納之一家銀行。後者又將其存於紐約各銀行之美元存款售予奧國國家銀行（Österreichische Nationalbank）。奧國爲金匯兌本位國，故此一轉移，立即增加中央銀行之「金屬」準備，假定奧國係採行 $33\frac{1}{3}\%$ 之比例準備制，則即足使該國之中央銀行得增加 3,000,000 美元或 21,000,000 西令左右之流通鈔票或即期存款。惟於同時，除非該奧國公司之公司債係經新創設之銀行信用所承購或經美國其他各處之投資者所承購，彼輩將款項匯往紐約，致該公司債之發售引起紐約銀行存款之若干增加而外，紐約金融市場實際並不受何影響。另一方面，苟該筆奧國公司之公司債全部係經紐約之投資者所承購，則此全部

之交易，結果僅不過爲紐約數家銀行帳簿上存款所有權之移轉而已。此際因美國並無黃金輸出，故其信用基礎依然如常，信用量亦極鮮受有影響，顧與國家銀行則竟得增加其通貨或存款負債至三倍於上述公司債額之數。

職是之故，金匯兌本位之作用，非僅助長世界存金之偏在，且又促成以黃金爲基礎之信用之尾大不掉。設無此金匯兌本位，則類若發生於一九二七至二九年中美國銀行信用之大膨脹，敢信可必不致獲觀。何則？緣黃金輸出足可減縮信用基礎也。

金匯兌本位之其他弱點

黃金複用之助成通貨膨脹，容或爲事先已在預料之中，惟金匯兌

本位尚有若干其他之弱點，而此等弱點，則係在此制經實地試驗後，始畢露於外。此等弱點，不唯影響及金匯兌本位諸國，同時亦影響及彼等之外匯形成爲前者金屬準備之一部分之諸金本位國家。在未述是等弱點之前，吾人固不妨謂金匯兌本位亦並非無其利益。獲自金匯兌本位之主要利益，即爲「經濟」第一，以外匯保有之準備，可取得利息；第二，耗於儲藏與處置黃金之費用，可大形節減。復次，中央銀行外匯保有額之變化，實際上或不爲大多數之人民所注意，而黃金之外流則往

往引起各方之關心，故除上述之兩項利益而外，金匯兌本位尚有一項心理方面之利益。

金匯兌本位諸國之最不利之點，即爲遇保有彼等準備金之國家脫離金本位時勢必大受損失之危險，並值發生戰事時，此等準備金有遭沒收之可能。一九三一年九月英國放棄金本位當時，即嘗明白昭示此危險之重大性，彼時在倫敦保有鉅額債權之多數國家，俱莫不蒙極大之損失，因而彼等遂亦不得不停止付現。尚有若干擁有鉅額英鎊債權之金本位國之中央銀行——例若法蘭西銀行 (Banque de France) 與荷蘭銀行 (Nederlandsche Bank)——嘗慘遭重大之損失，至於不得不乞援於彼等之政府。

金匯兌本位及其對於金本位諸國之影響。

金本位國因保有他國之準備金，致其黃金保有額遂告增多，惟自金本位國之見地言，此事究屬有利與否，猶不能無疑。然保有金匯兌本位諸國中央銀行之鉅額準備之金本位諸國之中央銀行當局，咸認彼等之金準備，其中一部分係受他國之託而代爲保有者。是種見解，嘗明白表示於一九二六年美國聯邦準備制總管理局 (Board of Governors of the Federal Reserve System, 舊稱聯邦準備局 (Federal Reserve Board))

依一九三五年銀行法之規定，於一九三六年二月一日改組後，始易爲今名。——譯者。——之常年報告中，該報告中有云：

「紐約之美元外資 (Dollar balances)，並非僅由外國之工商業機關及商業銀行所造成，亦有係爲歐洲及南美諸國之中央銀行所造成者，此等中央銀行，大多數均獲法律之許可，得將彼等之一部分準備金以外匯之方式置諸於通貨穩定之國家內。外國中央銀行之此等美元債權，不問係用於投資抑存放於各銀行，要皆採取流動形式，不論何時，動輒立即收還。設此項外資之一部或全部以黃金而收還，則首先雖係會員與非會員之諸商業銀行，咸有黃金之需要，惟一轉瞬間，此項需要即趨至唯一鉅量黃金保有者之聯邦準備銀行。職是之故，此等外資，實係向聯邦準備銀行需索黃金之有力根源，而美國之中央銀行準備金，卽如是業已間接成爲他國銀行信用與通貨準備之一部分矣。是以在美國有此等外資之存在，係提出一於決定欲期使本國之銀行制度足以不紊亂本國之收支與信用狀況而應付外來之黃金需要之聯邦準備信用政策時所宜顧及之銀行局勢方面之條件也。」

爲對金匯兌本位諸國之準備金盡其保管者之責任起見，金本位諸國之中央銀行，常假手公開市場控制而採取使黃金輸入對於信用制度不起正常作用之政策。依金融上之用語，即黃金輸入「業經閹割」（“sterilized”）。故當鉅額之黃金蓄積於美國，而各準備銀行備受謂其窖藏黃金，因而妨礙金本位之自由作用，斯種責難時，即嘗報以明白之答覆，謂假手公開市場控制之業經閹割之黃金，係受諸外國之託而代爲保有者，各該國家固隨時得而收還之也。此項政策，在當時雖備受嚴厲之抨擊，惟其後所生之事態，業已證明準備銀行所採之措施，固並無不合焉。

金匯兌本位影響蓄有外國存款之金本位諸國中央銀行之全部不利之點，直待至一九三一年始畢露無遺，當時之羣趨於將此等存款易爲黃金，即爲迫使英國放棄金本位之主要勢力之一，並爲國際通貨及信用制度崩潰之一直接原因。金本位諸國之中央銀行，雖固當善自確立其政策，俾外國之銀行堪以黃金收還其準備金，惟一旦收還之舉同時並起，則即足釀成一種使其餘之外國債權者頓起恐慌之隨在皆爲恐怖與不安之象，且極易促成鉅額黃金之外流，至於不得不停止付現。

黃金用途構成上之諸變化

金匯兌本位之普經採行，容或乃黃金用途上最重大之變革。然事有百思不得其解者，一方面雖力求設法節省黃金之用途並戚戚然嘆嘆於黃金之缺少，顧同時則多數國家之中央銀行法規俱經修改，修改之結果，反大形增加貨幣用黃金之需要。

此等變化中之最重要者，厥爲對存款負債之定額最低限金準備規定 (Fixed minimum gold reserve requirements against deposit liabilities) 之採行，較前尤形普遍。大戰以前，荷蘭容或係唯一規定其中央銀行須對即期存款保有金屬準備之國家。及至聯邦準備法 (Federal Reserve Act, 1913) 規定各準備銀行須以黃金或法幣保持至少等於其即期存款之35%之準備，於是美國遂亦採行此同一之立法規定。戰後，歐洲大多數之國家，俱踵美國與荷蘭之例而改革其幣制。此項措施，非唯增加黃金之需要，且又昇用爲信用基礎之黃金以尤形重要之任務。握於一國中央銀行手中之黃金數量，至少於理論上，遂致被視爲乃該國潛在信用膨脹之指標。至關於此見解之當否，容稍後再於本章中述之。

使黃金需要爲之而增加之第二種變化，即係採行較高之對流通鈔票之最低限準備規定