

社會科學叢書

國際金融市場

劉孔鈞 譯

正中書局印行

社會科學叢書

國際金融市場

劉孔鈞 編著



正中書局印行

國際金融市場

中華民國二十八年四月初版

國際金融市場

全一冊 實價國幣一元八角

(外埠酌加運費隨費)

編著者 劉孔鈞

發行人 吳秉常

印刷所 建華印刷所

香港英皇道六九四號

發行所

上海 福州路
正中書局
南京 太平路

(908)

陳序

自去冬改革幣制以來，我國與世界各國之經濟金融關係，益爲密切，凡國際金融市場之動盪，在在足以影響我國金融財政，不得不爲吾人所深切注意，抑我國金融制度，正在改進之中，其勢亦有參酌各國金融制度之必要也。美國紐約大學教授 John T. Madden 及 Marcus Nadler 二氏，去年曾著有國際金融市場一書，對於國際金融市場之結構，及各國金融制度之組織，均有詳晰確切之敘述，允爲一極有價值之著作。劉孔鈞先生，積學士也，以吾國關於國際金融市場之著作，坊間迄無善本，因費數月之力，譯成漢文，凡二十餘萬言，以原文內容之佳，更益以劉君之譯文，其所以加惠於學子者，當非淺鮮也。是爲序。

民國二十五年十月陳光甫謹識。

原序

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

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

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

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

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

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

John T. Madden

Marcus Nadler

紐約大學 紐約

一九三五年二月

譯序

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

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

譯者二十五年九月

宋序

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

民國二十六年六月宋漢章序於中國銀行

目次

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

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

第一章 黃金與金本位

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

之患也。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

運用金匯兌本位之例證 金匯兌本位下黃金之二重功用，可用下列說明之。

奧大利公司發行紐約長期放款所得之淨數，共一百萬美元。該公司需要奧國貨幣（Schilling 先令），將