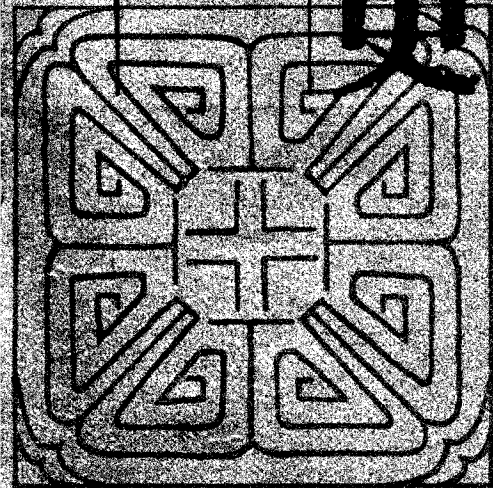
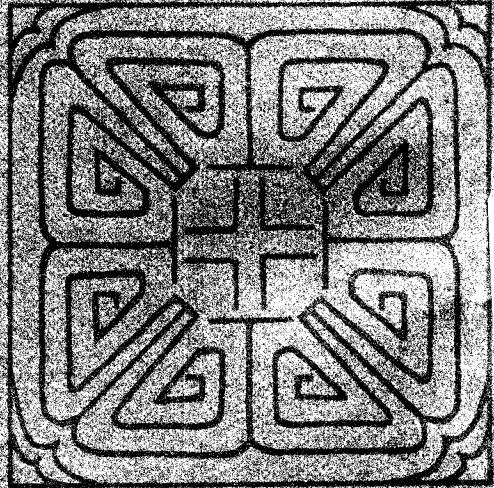


千家駒 編

舊中國公債史

資料

一八九四——一九四九



千家駒編

舊中國公債史資料

(一八九四—一九四九年)

## 內 容 提 要

本書所輯資料以舊中國發行的國內公債（包括公債和庫券）為主。自一八九四年滿清皇朝發行的第一個公債息借商款起到國民黨反動統治垮台（一九四九年）止，按時代順序，分為滿清政府，北洋軍閥政府，廣東及武漢國民政府，國民黨反動政府四個時期輯錄。內容主要的是歷屆政府的公債發行條例、奏議，以及有關公債發行的文告、宣言、決議和其他資料。篇首有編者千家駒的長序一篇，對於舊中國發行的內債試圖從馬克思列寧主義觀點作歷史的全面的研究與分析。篇末附有一統計表，將一八九四——一九四九年歷年發行的公債做了一個總的統計。全書輯錄材料力求完備，可供經濟研究者作為分析、研究中國近代經濟史的主要參考資料。

## 舊 中 國 公 債 史 資 料

(1894—1949年)

千家駒 編

\*

中 華 書 局 出 版

(北京王府井大街36號)

新華書店北京發行所發行

北京懷柔縣東茶壩印刷廠印刷

\*

850×1168毫米 1/32·13<sup>3</sup>/<sub>4</sub>印張·287千字

1984年1月新1版 1984年1月北京第1次印刷

印數 0,001—7,000冊

統一書號：11018·1192 定價：1.55元

## 舊中國發行公債史的研究（代序）

千家駒

舊中國死亡了，新中國長大了，但新中國是在舊中國的廢墟上產生的，要認識新中國的一切，對於舊中國的研究，仍然是有其必要的。

舊中國是一個被帝國主義封建主義官僚資本主義所統治的半殖民地半封建的中國，舊中國這種半殖民地半封建的性質，也很突出地表現在它的財政制度上。反動統治階級對於中國廣大人民的剝削，除了橫徵暴斂的苛捐雜稅以外，濫發公債和通貨膨脹是舊中國軍閥官僚買辦資產階級搜括掠奪的重要方法之一，同時這也是對勞動人民一種最隱蔽而又最殘酷的剝削方式。所以研究一下舊中國發行公債的歷史過程和它的影響，對於我們理解舊中國的社會經濟結構是有它一定的意義的。

公債是資本主義國家的產物，在資本主義以前的封建社會和奴隸社會，是不可能產生現代意義的所謂公債的。到了社會主義社會，公債的意義和作用已和資本主義國家的公債有所不同，這是社會主義國家利用舊的經濟範疇來為新的社會主義制度服務的又一例證。關於這一點不在本文範圍之內，可不具論。公債為什麼是資本主義國家的產物而不可能產生在資本主義以前的封建社會或奴隸社會呢？這是因為：第一、爲了維持階級專政這一國家機構所需要的經費到了資本主義時代開始大大膨脹起來，因此才有發行公債來彌補財政收支不敷的需要。第二、資本主義公債同資本主義生產關係以及

反映資本主義意識的個人主義是分不開的。在封建社會或奴隸社會，君主的主權神聖不可侵犯，對於臣民有生殺予奪之權，君主是土地和臣民的最高所有者，所謂『溥天之下，莫非王土。率土之濱，莫非王臣』，臣民對於君主祇有完稅納糧的義務，絕沒有臣民放債給君主（被視為國家的最高代表者）而君主反要還債的道理。把政府和個人當為對立的經濟單位這種觀念的發生是十八世紀資本主義獲得相當發展以後的意識的反映。第三、發行資本主義公債的技術條件是要有近代化的金融機關，有全國性的金融市場。有金融機關才能通過公債吸收社會上的流動或閒置的資金。有金融市場，資本家或投資者才願意把資金投資於購買公債，而公債亦才有可能當為『有價證券』而流通。

正由於公債是近代資本主義國家的產物，所以公債在資本主義的原始積累上起了它一定的作用，馬克思在『資本論』中說：『公債成了原始積累最強有力的槓桿之一。它像揮動魔杖一樣，使不生產的貨幣有生殖力，並轉化為資本，但產業投資甚至高利貸所不能避免的困難與危險，對於它，却是可以避免的。債權人實際並不會拿出什麼，因為他所貸與的金額，轉化為容易移轉的公債券了。這種公債券在他手中，好像和同額硬幣有相同的作用』<sup>〔一〕</sup>。資產階級購買公債，把它當為有價證券在市場上流通，債券可以抵押，可以買賣，債券持有人坐收本息而無投資工業所須負擔的風險。但公債的償還最後却出於勞動人民的賦稅，除還本外還要追加上利息。資產階級在公債投資中發了財，勞動人民却負擔了公債的本息。所以馬克思說，賦稅制度就成為公債制度的補充了：『因為國債把那種必須與年利息等等的支付相抵的國庫收入作為支柱，所以近代賦稅制度就成為國債制度的必要的補充了。募債使政府

在開銷額外支出時，無需立即使納稅人感到負擔，但結果總要由加稅來彌補。另一方面，由募債重疊增加所引起的加稅，又使政府在有新的額外開支時，有不斷進行募集新債的必要。由是，以必要生活資料課稅（生活資料的價格當然由以昂貴了）為樞軸的近世財政制度，就在它自身內部，包藏着自發地累進增加的胚芽了。過重的賦稅已經不是一個偶然事件，寧可說是一個原則了。『二』

資本主義國家的公債，一方面保證資產階級不勞而獲的利得，另一方面又促使勞動人民生活的更加惡化。這種公債一般多用在非生產性質的政費和軍費上，爲了支付公債的本息，資本主義國家不得不時時提高賦稅的負擔，這種負擔最終是全部落在勞動人民的肩上的。

舊中國發行的公債屬於資本主義公債的類型，但具有極爲濃厚的半殖民地半封建的性質。它養肥了買辦官僚資產階級，同時促使廣大勞動人民的貧窮化。由於舊中國的財政是一個半殖民地的財政，它經常地依靠借債過日子，而且這種公債的發行完全爲着進行軍閥混戰和鎮壓國內革命戰爭的目的，它具有比資本主義國家的公債更爲顯著的破壞性與腐朽性。現在我們把舊中國發行的公債分爲四個時期來研究，即：（一）清朝政府時期（一八九四——一九二二年）；（二）北洋軍閥政府時期（一九二一——一九二六年）；（三）廣東和武漢國民政府時期（一九二六——一九二七年）；（四）國民黨政府時期（一九二七——一九四九年）。

## (一) 清朝政府時期

清朝政府發行的第一次內債是一八九四年(光緒二十年)的息借商款。這次息借商款雖沒有完全具備現代公債的形式,但可以說是中國舉行內債的濫觴。當時爲了「倭氛不靖,購船募勇,需餉浩繁」,即爲了應付甲午戰爭軍費的需要,由戶部建議向「富商巨賈」借款,擬定了六項辦法,舉債總額並無規定,僅規定分兩年半還本付息,以六個月爲一期,第一期還利不還本,自第二期起本利併還,每期還本四分之一。月息七厘。頒發印票,票以一百兩爲一張,並規定如借款在一萬兩以上的,可「給以虛銜封典,以示鼓勵」。舉借的對象是各省「官紳商民」。這次舉債的成績是不算好的。據「東華續錄」所載:「廣東借銀五百萬兩,江蘇借銀一百八十一萬餘兩,山西借銀一百三十萬兩,直隸借銀一百萬兩,陝西借銀三十八萬餘兩,江西借銀二十三萬餘兩,湖北借銀十四萬兩,四川借銀十三四萬兩,合諸京城所借之一百萬兩」,共一千一百零二萬兩。在清朝政府貪污腐敗的政治下,借款變成了官紳的變相捐輸和對人民的變相勒索。光緒二十一年上諭稱:「有人奏,江西息借民款章程,於部議各條外,多有增改,不肖州縣威嚇刑驅,多方逼抑,甚至貧富顛倒,索賄開除,又向出借紳民需索無名之費,弊端百出,謗讟頻興」。「戶部亦公開承認:「吏胥之婪索,暮夜之追呼,捐借不分,影射難免,借捐並舉,悉索何堪」。同時這次舉借的對象主要是「官紳商民」,代表「官紳商民」既得利益的人自然也就嘖有煩言了,戶部認爲:「中國富戶殷商,非業錢當絲茶,即以田產房租爲生計,今既於各項收捐,而復欲捐其身家,是生產

祇有此數，而徵輸迄無窮期，不獨刻剝商民，亦恐瑣屑失體」<sup>〔六〕</sup>。所以在「一八九五年五月間（光緒二十一年四月）息借商款就正式宣佈：『未收者一律飭停，毋庸再行議借』了。」<sup>〔七〕</sup>

清朝政府舉行的第二次內債是「一八九八年（光緒二十四年）的昭信股票」。這一次是比上次的息借商款更具有近代公債的形式了。發行昭信股票的原因又是與帝國主義的侵略分不開的，「一八九八年因馬關條約中所規定的第四期賠款即將到期，當初清廷本擬舉借外債，而各帝國主義列強『爭欲抵借』，使清廷無所適從，它也看出了帝國主義列強搶先要借錢給我國，『其言愈甘，其患愈伏』<sup>〔八〕</sup>，於是就決定了發行內債，名『昭信股票』。發行總額一萬萬兩，年息五厘，以田賦鹽稅為擔保，分二十年還清，股票准其抵押售賣，但應報戶部昭信局立案。清政府要求王公大臣、將軍督撫、大小文武、候補候選官員，『領票繳銀，以為商民之倡』<sup>〔九〕</sup>。於是恭親王首先表示願『報効庫平銀二萬兩，不敢作為借款，亦不仰邀議敘』<sup>〔十〕</sup>。但這次募債的成績並不比上次的息借商款為好，以江蘇之富，僅得一百二十萬兩，且為全國之冠，成績雖差，而流弊之多，却又遠超過了上次。據御史徐道焜奏昭信股票的流弊『不可勝言』<sup>〔二〕</sup>，而其最主要者計有四項：第一是銀號錢鋪倒閉：『中國市面流通現銀至多不過數千萬兩，乃聞各省股票必索現銀，民所存銀票，紛紛向銀號錢鋪兌取，該鋪號猝無以應，勢必至於倒閉，一家倒閉，闔市為之騷然』<sup>〔三〕</sup>。第二是藉端勒索、商民賄囑求免：『力僅足買一票，則以十勒之，力僅足買十票，則以百勒之，商民懼為所害，惟有賄囑以求免減。以致買票之人，所費數倍於股票，即未買票之人，所費亦等於買票』<sup>〔四〕</sup>。第二是官紳吏役視息借為利藪：『商民既已允借，於是州縣索解費，委員索川資，藩司



衙門索鋪堂等費，或妄稱銀色不足，另行傾瀉，每百金已耗去十之二三，復有銀已交官，並無票據，官署森嚴，鄉民何從追問。適值交卸，則咨意勒索，席捲以去。……故官紳吏役嘗視息借為利藪……」<sup>〔四〕</sup>。

第四是驅民使投洋教：「近來內地教堂林立，偶有勒索，則以爭入洋教為護符，中國官員不敢追問。……此次辦理股票，地方官希圖獎敘，巧用其勒索，彼愚民無知，顧惜身家，皆將人耶穌天主等堂，圖一日之安枕，驅中國富厚良民，使之盡投洋教」<sup>〔五〕</sup>。昭信股票總共募得之款不到二千萬兩，因流弊叢生，到了戊戌政變的時候，債遂停辦。辛亥革命爆發後，清政府為了維持它垂死的命運，於一九一二年又發行愛國公債一種，定額三千萬元，年息六厘，以部庫收入為擔保，期限九年，前四年付息，後五年平均抽籤還本。但這時清皇朝已臨近崩潰，除了王公世爵、文武官員為了應付他們的主子認購少數外，最大部分是由清皇室以內帑現金購買的，共一千十六萬餘元，發行額總計亦不滿一千二百萬元。這一愛國公債還沒有發行完，清皇朝已被推翻。愛國公債以後由北洋政府繼續擔認，這是清政府最後的一次公債。

從清朝封建皇朝「效法西洋」發行公債失敗的事實中，說明了當時根本缺乏發行資本主義公債的經濟基礎，無論是清政府的統治者，或是被統治的人民，都不把公債當成一種債權債務關係。所以当王公大臣請求免領債票，作為「報效」時，清政府以「該大臣等深明大義，公爾忘私……均着戶部分別核給移獎」<sup>〔六〕</sup>。這種公債事實上對官紳是一種變相捐輸，對人民是一種變相加稅。資本主義公債發行的物質基礎，一方面要有資本主義經濟的發展，一方面要有資本主義化的金融機關與金融市場，

而這兩者當時都是不具備的。中國資本主義經濟的產生，開始於外國資本主義勢力侵入以後，最初是清朝封建地主官僚張之洞、李鴻章等創辦的軍事工業和用以點綴門面的官商合辦的實業，民族資本的近代化工業到十九世紀七十年代才萌芽，在國民經濟生活中還不發生重大的影響。外國資本所創辦的企業，比中國民族資本要早得多，但它們在中國創辦近代工業的目的不是要在中國發展資本主義，而是爲了利用中國廉價的原料和廉價的勞動力，實行對中國的經濟侵略，以控制中國的經濟命脈。再以金融機關來說，中國人自己開設的最早的一個銀行——中國通商銀行到一八九七年（光緒二十三年），才正式成立。爲中國銀行之前身的戶部銀行設於一九〇五年（光緒三十一年），交通銀行（一九〇七年）、浙江興業銀行（一九〇七年）、四明銀行（一九〇八年）都是在二十世紀的初期才開始設立。外商銀行在中國的歷史比華商銀行要早三四十年（如匯豐銀行於一八六七年設分行於上海，麥加利銀行爲一八五八年），但那都是爲了壟斷我國的金融和財政，爲了保障帝國主義國家在我國勒索的外債與賠款的優先償付，爲了便利它們對華的經濟侵略而設立的。這種金融資本對我國產業資本祇會起阻礙的作用。正由於我國當時缺乏發行資本主義公債的物質基礎，復加以清代皇朝貪污腐化到透頂的政治條件，「各省辦理此事，名爲勸借，實則勒索追催，騷擾閭閻」<sup>〔二七〕</sup>。東施效顰，其失敗自是理所必至的了。

## (二)北洋軍閥政府時期

辛亥革命雖然是一個很不徹底的資產階級革命，但清朝皇帝和貴族的專制政權的推翻，中國兩千多年的封建帝制的結束，使民主共和國的觀念從此深入人心，這在中國接受資產階級民主主義是有一定的進步意義的。這一革命，由於沒有一個徹底反帝反封建的綱領，沒有廣泛地發動羣衆，結果是失敗了。代替清代封建皇朝的是地主階級的軍閥官僚的統治，中國半殖民地半封建的社會性質絲毫沒有改變。中國民族資本仍受帝國主義與封建主義雙重的壓迫，但它已有了一些發展，特別是第一次大戰的爆發使帝國主義輸入我國的剩餘商品減少，給予我國的民族資本的發展以很大刺激。爲解放前中國民族工業之台柱的如棉紡織業、火柴業、水泥業、捲煙業、麵粉業無不在歐戰期間獲得長足的發展。以金融機關來說，近代化的華商銀行在一九一五年（民國四年）已設立有十多個，同年在財政部註冊的還有十三個省立銀行。至一九一八年上海已成立了銀行公會，到了一九二五年四月新式銀行的數目已超過一百八十八個，其中有一百二十一個銀行的額定資本都在一百萬元以上。從一九一七到一九二三這七年中，新設立的銀行達一百三十一家。新式銀行的設立與金融市場的形成，雖然對於民族資本的幫助不大，但它們却能誘掖中國政府公債之發行。這些銀行（特別是開設在北京和天津的）多與高利貸性質的政治放款結不解之緣，這種政治投資成爲當時京津一帶投機性的中國的銀行業風起雲湧的一個促進的因素。

辛亥革命以後，南京臨時政府即發行八厘軍需公債一種，定額一億元，專充臨時軍需及保衛治安之用，年息八厘，以錢糧作抵，期限六年，前一年付息，後五年每年償還五分之一，發行區域以民軍勢力所及的地方爲限。債票多由各省都督預先領去，或以賤價出賣，或以抵發軍餉。南京政府直接募得之款，不過五百萬元，大部分是南洋華僑購買的。不久南京臨時政府向袁世凱妥協，實現所謂「南北統一」，這次軍需公債就同愛國公債一樣歸北洋政府繼續承擔。同時袁世凱政府因善後大借款談判中止，墊款亦停止不交，曾於一九一三年（民國二年）擬發民國元年六厘公債，發行定額二億元，以全國契稅印花稅爲擔保，其用途爲撥充中國銀行資本，整理各種零星短期借款及整理各省從前發行的紙幣，發行折扣爲九二折。但條例公佈以後並未正式發行。北洋政府後來曾用來賠償南京漢口商民損失，收買煙土和撥抵欠餉及政費等項需要，因隨時賤售和抵押的關係，截至一九二一年（民國十年）二月止，共發行一億三千五百九十八萬餘元。

北洋政府之大量發行內債是從一九一四年（民國三年）開始的。一九一四年國民黨反袁戰爭失敗以後，袁世凱決意實行帝制，他一方面向帝國主義大借外債（善後大借款），同時準備發行民國三年內國公債，特設立了一個內國公債局，聘用大資產階級和帝國主義者（華洋人員）組織董事會，並於董事會中推選總理一員，協理四員，主持局務。推公債協理總稅務司安格聯（英人）爲經理出納款項專員，名爲會計協理，所有該局收存款項及預備償付本息及支付存款，均須安格聯以會計協理的資格簽字。又關於公債款項出納事務，除總經理簽字外，亦須有安格聯副署才能發生效力。這樣北洋政

府就把公債基金的保管權整個交給帝國主義者來掌握，同時償付公債本息的款項又在公債條例內載明要交給所指定帝國主義國家在中國設立的外國銀行存儲。在信用上，北洋軍閥政府同清代皇朝是一丘之貉，但由於內債基金歸海關總稅務司保管之後，海關稅收是完全在帝國主義者控制之下的，不但地方軍閥，即連北洋軍閥的中央政府若不得總稅務司的點頭，亦休想染指。安格聯成了中國的太上財政總長，北洋政府的財政總長要經常奔走於總稅務司之門，他的一言一笑都可以決定中國財政總長的命運，也可以影響公債的價格。一部分內債的還本付息基金既由帝國主義者來保證，資產階級才不再視投資公債為畏途，而知購債乃生財之大道。

北洋政府的財政是破落戶的財政，它除了仰海關總稅務司的鼻息，分潤一點關餘和鹽餘（即我國的關稅收入和鹽稅收入扣除應償付外債和賠款後的餘額）來維持開銷外，就完全靠借債過日子。舉債的方式繁多，其中有由政府正式發行的公債，有短期的國庫證券，有向各銀行銀號舉借的短期借款。公債與國庫證券中復分基金有確實擔保與基金無確實擔保二者；借款中又分鹽餘借款、內國銀行短期借款及各銀行墊款三種。根據我們的統計，自一九一二年（民國元年）到一九二六年（民國十五年）北洋政府總共發行了二十七種內債，發行總額達八七六、七九二、二二八元，實發行額為六一二、〇六二、七〇八元。其中絕大多數是在一九一四年（民國三年）以後發行的。這一方面是由於內國公債局設立之後，公債基金歸帝國主義者保管，中國的銀行界樂予承銷，同時亦由於第一次世界大戰爆發後，北洋政府外債的來源減少，更不得不乞靈於內債。自一九一二年至一九二六年，歷年之發行額如下（單位元）。

一九二二年	六、三四八、四六〇	一九二〇年	一二一、九六〇、四五〇
一九一三年	六、八四二、二〇〇	一九二一年	一一五、三六二、二四八
一九一四年	二四、九七〇、五二〇	一九二二年	八三、二三四、九一〇
一九一五年	二五、八三四、一五五	一九二三年	五、〇〇〇、〇〇〇
一九一六年	八、七七〇、五一五	一九二四年	五、二〇〇、〇〇〇
一九一七年	一〇、五一六、七九〇	一九二五年	一五、〇〇〇、〇〇〇
一九一八年	一三九、三六三、七六〇	一九二六年	一五、四〇〇、〇〇〇
一九一九年	二八、三五八、七〇〇	合 計	六一二、〇六二、七〇八

以上僅指正式發行的債券而言。此外，還有各種記名和不記名的國庫證券、鹽餘借款與各銀行短期借款、墊款、透支等等。根據北京財政整理會的計算（註八），其中（一）國庫證券共有七十三案，截至一九二五年（民國十四年）底止，計欠本息五九、一一四、三八四·一六元<sup>〔二九〕</sup>。（二）鹽餘借款（即以鹽餘為擔保之借款，最初尚能按月分配，後因負債過多，鹽餘不足，亦成呆債）截至一九二五年底止積欠本息達四四、一一二、三八八·五三元<sup>〔三〇〕</sup>。（三）內國銀行短期借款（此類借款有有抵押品的，有無抵押品的，以向京津銀行界所借為多，大抵息重期近，條件苛刻，在北洋政府祇求有款可借，不顧一切，而銀行則貪求厚利，盡量盤剝，一旦政府還不了債時，銀行即要倒閉）截至一九二五年底止，積欠本息三八、九〇四、二八二·二七元<sup>〔三一〕</sup>。（四）各銀行墊款（此項墊款以中國、交通兩銀行為最巨，其他各行亦有）截至一九二五年底止，積欠本息三〇、三三三、三九九·二六元<sup>〔三二〕</sup>。以上四項合計共達一七二、四六四、四五四·二三元。我們如將國庫證券欠款、鹽餘借款、各銀行短期借款，依訂借的日期來做一

個統計，則有如下表：

年份	國庫證券	鹽餘借款	各銀行短期借款
一九一五年	—	—	—
一九一六年	八四四、三三〇元	—	一、一五九、九七〇元
一九一七年	一八〇、〇〇〇元	—	—
一九一八年	五、八六七、二六七元	—	—
一九一九年	三、四九〇、二九八元	—	六六八、八八〇元
一九二〇年	一一、二一一、四七四元	一、九六五、七六〇元	七三〇、〇〇〇元
一九二一年	—	—	二〇、〇〇〇美金
一九二二年	二二、八九二、四〇〇元	二五、一四六、一三八元	—
一九二三年	三、二〇〇、〇〇〇元	三五、九三六、九五三法郎	二一、六五五、七三八元
一九二三年	八、四八三、七五〇元	八〇〇、〇〇〇日元	—
一九二四年	八一、〇一八元	一〇、八七七、四〇〇義金	—
		三、八〇九、二七九元	三、〇七六、三四五元
		—	五、八五八、四三三元
		—	一八五、二八七元

由上表可知國庫證券、鹽餘借款及各銀行短期借款以一九二〇、一九二一（民國九、十）兩年為最濫最多。自然上表是不足以代表北洋政府債務的實際情況的，因為財政整理會所發表的僅僅是截至一九二五年底止未清償的債務，其已償還的與一九二五年以後的數字是沒有記載的。但自一九二六

年(民國十五年)起,國民革命軍已開始北伐,北洋政府的命運有如日薄西山,奄奄一息,故其借款不能超過一九二〇、一九二二兩年的數字。如果把北洋政府公開發行的債券與各種借款合併起來計算,則以一九二〇、一九二二兩年借款為最濫。當時北京、天津出現了一批投機銀行,這種投機銀行以做公債投機為它們的主要業務,有的是財政部主要人員出資設立的,有的發了財,也有的破了產。試看自一九一二年(民國元年)起到一九二五年(民國十四年)止中國新設立的銀行家數:

年 份	開設銀行數	年 份	開設銀行數
一九一二年	五	一九一九年	一一
一九一三年	三	一九二〇年	一三
一九一四年	一	一九二一年	一三
一九一五年	三	一九二二年	一八
一九一六年	二	一九二三年	一五
一九一七年	五	一九二四年	八
一九一八年	一〇	一九二五年(六月底止)	五

我們看一九二二年(民國十年)增設銀行為二三家,一九二二年為一八家,一九二三年為一五家,而且這個數字還是將一九二五年(民國十四年)已經倒閉的銀行不計算在內的。一九二一——一九二三年商業銀行之如雨後春筍,並不是由於中國產業資本的特殊需要,相反的,當時由於第一次世界大戰已告結束,西歐帝國主義國家挾其雄厚資本重新投入中國市場,中國的民族工業方受其摧殘而趨於萎縮。這些新設的銀行,亦不開設在中國產業中心的上海,而多設在政治中心的北京。據一九二五年



(民國十四年)的調查，全國華商銀行數為一百四十一家，開設在京兆及直隸的銀行就有三十七家，佔總數百分之二十六以上。由此可以證明那幾年新開設的銀行，絕大多數為做公債投機生意。當時北洋政府發行的公債，大多由中國、交通銀行承銷，公債折扣最低的八五折，加上利息，平均為三分左右。中、交兩行向政府墊款，即以公債為抵押品。中、交兩行因頭寸不足，又向市場拆款，私營行莊則靠公債投機和拆放款以生存。中、交兩行吃政府，私營行莊又吃中、交兩行。市場利率當民國六七年間為月息七八厘，銀行成本平均為四厘，故有五厘即有利可圖。而購買公債，利達三分。由於公債利率高，隨之市場利率也提高了，這對於中國的產業資本是一個打擊。正由於中、交兩行與北洋政府有這樣密切的關係，所以發生一九一六年(民國五年)的中、交的停兌風潮。此外北洋政府同時亦向私營行莊借款，私營行莊中亦有專跑財政部的人員。這種借款利率既高，折扣又大，政府濫借，銀行亦樂於濫放，一旦政局轉變，放款變成收不回來的呆賬，銀行破產，當事者已經腰囊累累，受害的正是些無拳無勇的小存款者及廣大的勞動人民。(私營行莊多以高利吸收存款，有的商業行莊並享有發行鈔票之權。)

對於北洋軍閥政府，自然是談不到什麼債信的。北洋政府發行的內債，雖然大部分指定了擔保品，但這些擔保品除了關稅、退還庚款及鹽餘較為可靠外，其餘都是些靠不住的稅收。即就關、鹽兩稅來說，關稅是值百抽五的協定關稅，中國政府不得自由提高稅率，鹽稅也在帝國主義控制之下，而且關、鹽兩稅首先是要保證償還外債及庚款本息，歸中國政府自由支配的關稅與鹽餘為數無幾。公債源源發行，自必有債券基金無着、債信破產的一天。一九二一年(民國十年)乃有北洋政府財政總長周自齊