

金伯銘著

銀行實踐

下冊

商務印書館發行

銀

金伯

江苏工业学院图书馆
藏書章

踐

下冊

商務印書館發行

中華民國二十八年六月三初版

◆(33233)◆

☆ 銀行實踐 二冊

每部實價國幣叁元伍角

外埠酌加運費匯費

著者 金伯銘

發行人 王雲五
長沙南正路

印刷所 商務印書館

發行所 商務印書館
各埠

版權所有
翻印必究

第七章 投資

投資者，以營利爲目的而合理運用資金之謂也。蓋資金具有租借價值，在使用資金者，既能藉以獲利，在擁有資金而不能直接使用者，即可以投資之方式，出貸於人，而收回其使用代價，此項使用代價所表現之形態，卽爲定額之利息或利潤一部份之分潤。換言之，凡擁有資金不直接使用而貸與他人希圖獲取定額利息報償或分潤部份利潤者，均可稱之爲投資。

投資之目的既爲營利，故投資具有兩項必要條件：卽（一）安全與（二）生利是也。投資者於貸出其資金之先，必先審慎觀察其所投資之對象是否有利，利益是否可靠，利息之優厚如何，設該項投資預料不能獲利，投資者卽不願將其資金爲浪費之運用，而不如任其窖藏呆滯之爲愈也。卽在有利條件既經具備之後，尙須考慮利益之是否可靠及其優厚程度，蓋投資對象不止一端，在投資者自有選擇之權也。然則生利固爲投資必要條件之一，但並非唯一之條件，在生利條件之前，首先須考慮者，乃安全問題；蓋投資者將其資金出貸時，不過爲暫時之租借，在規定之相當時期後或在他種特殊情況下，資金仍須完璧無損回流投資者之手，否則利息雖優厚倍於尋常，而本金不能必其如期收回，投資之條件卽不能認爲具備，而投資者亦必不願冒此危險也。投資與投機之分界線，卽在此。

投資之分類，就時間而言，大概可分長期投資與短期投資兩類。長期投資，本金流轉之時間較長，外界影響較多，因而其危險性亦較大，爲補償是項損失計，利息必須較短期爲優，信用保障必須較短期爲穩固，在短期投資，則資金流轉之時期較短，與長期投資自必異其旨趣也。

長期投資收益之來源，約可分爲三種：（一）直接收益——包括利息股利及紅利，爲投資收益之最直接而表現最明顯者；（二）本金之增值——此爲長期債券之自然趨勢，債券本身之價值，大凡皆與時俱增，蓋其距離還本期愈近，償付之時間愈短，其較原來發行價格自必有逐漸增長之趨勢也；（三）漲價——因外界影響而發生之價格變動，亦爲收益來源之一，價格變動之原動力，供求關係固爲常因，而政治軍事以至天災等特殊情形，亦莫不有巨大影響，故漲價所得之收益，最難預測，且須擔負跌價之危險也。投資收益之來源除上述三類外，尚有套利，套利又可分爲二種：於同一時間相異市場利用各市場間價格之差額以買利者，一也；於同一市場相異時間，利用遠近期價格之差額以買利者，二也。但利益之計算，極爲繁複，自非一般人均能爲之也。

考投資之由來，尙非久遠，其發生殆自工業革命始，蓋工業革命後，機器發達，大規模生產日有進步，資金因亦漸有集中之趨勢，大企業之勃興，股份公司制度之建立，證券之發行，於以日盛，而政府行政當局亦多有信用憑券之發行，以吸收社會之遊資，投資之起源，卽肇始於此。至於我國，經濟發展遠較歐美諸國落後，工商業尙在幼稚時期，投資之發生，乃爲近數十年事。前清光緒末年，公司律頒佈後，始有昭信股票之發行，是爲我國股票發行之萌芽，亦卽投資之開始。宣統三年愛國公債發行，開我國內債發行之端，鼎革以還，內亂外侮，擾攘不息，內債發行，爲數極

鉅，對於債券之投資，乃獨能盛極一時。茲就銀行經營公債股票之途徑，擇要分述於次。

第一節 內國公債

公債，即任何政府依契約借貸行爲，對於區域經濟社會，國民經濟社會，或世界經濟社會所負之債務。公債之發行，通常在政府財政支絀或其他大宗特殊支出時，通過立法機關而爲之。公債發行時，政府立卽有大量之收入，而此項收入與捐稅收入，性質迥異，必須於日後分期或一次償還本息，故財政學上稱之爲「預提之收入」。而日後還本付息時，卽稱之爲「事後填補之支出」。公債發行之必備條件有二：第一，政府對於人民必須有良好之信用，或提供適當之保證，以保障資金之安全；其二，必須有完備之金融市場，有資力雄厚之銀行錢莊，代爲承銷，然後公債發行方能消納也。公債發行之形式爲債票，故債票卽代表債務所有之證書，公債投資者既執有債票，卽對於政府立於債權人地位，而享有取償利息與到期收回本金之權利。發行公債之政府，既爲一般人民所信任，復有適當保證，足以保障還本付息之履行，在投資者立場，資金安全與生利兩條件，俱極可靠，自必樂爲之也。

公債之分類，就發行公債之政府與發行對象之不同，大致可分三類：（一）中央政府以本國貨幣爲單位發行之公債，其對象大都由本國人民消納者，稱之曰內國公債，簡稱內債；（二）中央政府以外國貨幣爲單位而發行之公債，其對象大部爲外人所投資，故稱之曰國外公債，簡稱外債，亦卽俗稱之金幣公債或金公債；（三）地方政府所發行之公債，通常大都以各該區域內之人民爲消納對象，其性質與（一）項略異，故另立省市公債一類。

以區別之。本章爲求明晰計，因亦分三段敘述之。

(1) 內國公債之發行狀況及其整理

我國內債之發行，以前清宣統末年之愛國公債爲肇始，民國以來，新政繁興，需款孔亟，兼以內亂頻仍，天災相繼，財政乃陷於常期混亂狀態，一方政府對外信用薄弱，外債之門，頓告斷絕。因以內債之發行，遂爲彌補財政不敷之唯一途徑，而內債發行之數量，遂日積月累，浸成鉅觀矣。國民政府奠都南京以還，軍政各費之支出，年有增漲，仍不能不有賴於發行內債，以資挹注，但一方發行新債，一方則須償還舊債本息，此項債務費之支出，在財政支出中每佔極大之比數，政府乃深感剝肉補瘡，飲鴆止渴之苦，而屢有整理之舉。其第一次整理，在民國二十一年，正當「一二八」事變之後，當時稅收大減，財政奇窘，不得已而實施減息，延長還本期，並調整擔保稅源，成立國債基金管理委員會，以保障持票人利權。至民國二十五年，財部又有二次澈底整理之實施，將原有三十三種名目不同實質不同之公債庫券，分別歸納於甲、乙、丙、丁、戊五種統一公債。直至目前止，除增添數種戰時公債外，仍無若何變更也。惟以上所述，僅就財政部發行經管者而言，此外尚有交通部及其直轄機關，以及經濟部發行經管之各項供生產建設之公債。茲將各項公債截至最近爲止（二十七年底）之情形，列簡表如左：

債券名稱	發行年月	利率	發行實數	現負本金
(A) 財政部經管				
			單位百萬元	

統一甲種

二五·二

年六釐

一五〇

一四三·九

統一乙種	二五・二	年六釐	一五〇	一四六・三
統一丙種	二五・二	年六釐	三五〇	三四一・三
統一丁種	二五・二	年六釐	五五〇	五三六・三
統一戊種	二五・二	年六釐	二六〇	二五三・五
復興公債	二五・三	年六釐	三四〇	三三一・五
救國公債	二六・九	年四釐	五〇〇	五〇〇
二七年國防	二七・五	年六釐	五〇〇	五〇〇
二七年振濟一期	二七・七	年四釐	三〇	三〇
一七年金融長期	一八・一	年二釐五	四五	三三・八
河北省海河	一八・四	月八釐	四	〇・二
二三年玉萍鐵路	二三・六	年六釐	一二	八・四
二四年四川善後	二四・七	年六釐	七〇	五〇・四
二五年四川善後	二五・四	年六釐	一五	一三・五
整理廣東金融	二五・一〇	年四釐	一二〇	一一二・八
整理廣西金融	二六・一二	年四釐	一七	一六・七

♀一四庫券	一一·一	月一分八	一四	三·五
♀九年賑災	一〇·一	年七釐	二·二	一·六
♀元年整理	一〇·六	年六釐	一二·二	一二·二
♀八年整理	一〇·六	年七釐	一·二	一·二
♀九六公債	一一·二	年八釐	五六·四	五六·四
♀秋節庫券	一五·九	年八釐	三	三
合計			三、二〇一·九	三、〇九六·二

(B) 交通部及其直轄機關經營

隴海八釐	一三·八	年二釐五 年三釐	五	五
津浦購車期票	二四·七	—	一	〇·六
收回粵漢鐵路	一九·一	年二釐	二〇	二〇
一期鐵路建設	二三·五	年六釐	一二	八·三
二期鐵路建設	二五·二	年六釐	二七	二三·一
三期鐵路一次	二五·三	年六釐	四〇	三六
三期鐵路二次	二六·三	年六釐	四〇	三八

京贛鐵路

二六·一

年六釐

一四

一三·三

交通部借換券

一四·七

年八釐

八

八

廿四年電政

二四·一〇

年六釐

一〇

六·七

合計

一七七

一五九

(C) 經濟部經營

電氣長期

一九·一

年六釐

一·五

〇·八

總計

三、三八〇·四

三、二五五·九

上列各項公債除有☆記號者，為無確實擔保而不甚流通於市場者外，餘皆具有確實擔保，平時按期還本付息，從無延誤也。

(2) 還本付息辦法之過去與現在

在民二十一年第一次整理之前，公債名目殊繁，擔保基金亦不一律，約言之有1. 新增關稅，2. 停付賠款，3. 稅（即捲烟、麵粉、棉紗、火柴、水泥等稅）4. 鹽稅，5. 印花稅等，一二八後，政府因稅收奇絀，國難緊急，由財政部與各方從長討論，重擬標準，決定由海關稅每月劃出八百八十萬元，作支配各項公債基金之用；同時設立國債基金管理委員會，管理國內公債基金，各項公債到期本息，按照新辦法付給，原來利率高底不均者，皆減低至年息六釐上下。至民二十五年初，統一公債發行，以前發行之各項公債，幾全部收回，換發甲、乙、丙、丁、戊五種統一公債，此項公債

規定利率皆爲年息六釐，擔保基金仍同爲關稅，特到期日期有前後不同耳。

以前還本付息之方法，各項債券殊不一致，有採抽籤還本辦法者，有採分期攤還辦法者，分期攤還之債券，稱爲庫券，每月攤還債券總額之一部份，因而持票人獲有收回本金一部份之均等機會，抽籤還本之債券，稱爲公債，按期採用抽籤辦法，以決定應行還本之債券，例如某期中籤號碼爲〇二與八五兩支，則凡此項債票之末尾二字與此相同者，（亦有按末尾三字者）均得全部收回本金，而未中籤之其餘債券，仍保有票面原額也。自統一公債發行後，一律改採抽籤還本辦法，每半年抽籤一次，中籤債券與息金同時付給。至於付息辦法，以前亦不一致，有每月一付者，有每三月一付者，亦有每半年一付者，統一公債則規定每年分一月底及七月底兩次付給。統一公債以外各項公債，亦大都按年或按半年付息一次，其日期，於發行時規定之。各項公債到期本息，均可於相當期間內，憑債票或息票向中、中交、三行及中央信託局或其中之一收取。蓋我國發行諸公債，均採不記名式，見票即付，無須蓋用印鑑也。於所得息金中，依所得稅法第三類存款證券利息所得之規定，須扣除所得額百分之五之所得稅。

（3）公債買賣之方式

公債買賣有一定之公開市場，曰華商證券交易所，凡信用良好買賣較多之公債，均由交易所開拍，進行交易。交易所有專門經紀人若干號，買賣公債時例須委託經紀人，入場代爲執行。委託有「隨價」與「限價」之分，所謂隨價買賣，乃顧客於委託買進或賣出時，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，經紀人可不問價格漲落，代爲執行；而限價買賣，則適得其反，顧客於委託時，預有價格上之限定，如市價超越限價以

外經紀人卽不能代爲買賣，通常爲穩妥計，多探限價辦法，藉可多一重保障也。經紀人受委託後，代爲買賣辦妥，然後將市價通知委託人，是爲「成交」。

公債買賣有現貨與期貨之區別，現貨買賣，卽買入或賣出之當日，卽須款貨兩交，至遲亦不過翌日，期貨交易，又曰定期交易，則須於預定之月份爲授受貨款之日期。債市期貨，有本月份及下月份兩種交易，買賣本月份期貨者，卽限期於本月底交割，（交割卽款貨兩交）買賣下月份期貨者，則限期於下月底交割，至其交割日期，向由交易所預定公佈，大致在每月月底之前二三日，至期買者賣者，分別收進或付出債票，是名「交割」。

但買賣雙方，不必定俟到期方行交割，於未到期前，亦有「轉買」「賣回」之自由。卽在交割期前已買進者，如於任何日賣出同種類同月期同數量之債券，以與前所買進者相抵銷，卽稱「轉賣」；反之，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，卽曰「買回」「轉賣」與「買回」同爲軋平買賣之方法，買賣軋平，卽爲「了結」。「了結」時祇爲差損差益之計算，並不須貨款兩交，且交易既已「了結」，將來屆交割期，亦卽不必再行交割手續，蓋一買一賣，實行「了結」，收進差益或付出差損，手續已告完畢也。惟此類交易，買賣空並無現貨進出，殊有跡近投機之嫌，非通常投資者所宜取也。

委託經紀人爲期貨買賣時，不論爲買爲賣，均須付給證據金，以資保證，而於「了結」或「交割」時，全數收回之。保證金又分本證、特證及追證三種：本證爲普通情形下交納之證據金，通常每買賣票面一萬元，須預繳特證四百元，銀行或素有往來之熟人，間亦可通融免繳者；本證四百元則偶或用之，以爲買賣之保證，但經紀人須將同

額現金或代用品繳納於證券交易所，至於追證，則爲市價經繳納之漲落後，超過原繳證據金而追加之證據金也，其數額大致視市價漲落之程度而定。證據金外，每一買賣，並須納相當於買賣實價之千分之一，爲經紀費，亦稱佣金，爲經紀人之酬勞，此項經紀費於「了結」或「交割」時一次付清之。

銀行於每次買賣成交時，須記帳登錄，以備查考。在買進期貨時，應收買賣期證券帳，付期收付款項帳，賣出期貨時，則相反而行之。「交割」或「了結」時，按原帳相反沖銷之，買進現貨交割時，付有價證券帳，賣出交割時，則收有價證券帳。證據金付存出保證金帳，於「交割」或「了結」時收回之。差損或差益入有價證券損益之帳，佣金（經紀費）則於差益或差損內扣除增減之。

（4）公債市價之變動

歐美證券市場，皆以股票交易爲主，而債券買賣，居於次要地位，良以債券之本息，較爲確實穩定，償還期限，亦皆訂明，是故債券市價之變化，每較穩定，而不若股票市價之瞬息萬變，但我國證券市場，情狀迥異，證券交易所之買賣交易，成爲政府公債獨佔之局面，人民鑒於投資市場之狹隘，亦多以此爲唯一出路，而投機者更目爲發財之終南捷徑，明爭暗鬥，興風作浪，因而公債市價之變動，遂逸出常軌，時有激烈之動盪矣。

證券交易所每日開拍各項公債，有「開盤」「收盤」及「上午」「下午」四種行市，「開盤」爲晨間第一盤行市，「收盤」則爲該日最後一次行市。公債行市之上落，大致以五分爲起點，而以四元爲最高數，如一日之間無論漲或落到達四元之鉅（以上均以每百元計算）即應停拍，至翌日方可再行交易，以便經紀人向委託人

追加證據金也。公債行市之漲落，初無一定之限度，戰後財部爲維持債信計，始規定以票面七折爲最低價格，自後公開市價，無有低於此者。

考公債市價變動之原因，擇其榮榮大者，約有下列諸端：

1. 償債基金之有無——基金穩固之公債，本息償還均能按期舉行，其市價自較穩定；反之，基金不確實之公債，本息償還，既不能按期舉行，欲求其市價穩定，自屬難得。例如統一公債基金穩固，本息可靠，市價亦較穩定，九六公債等，情形適得其反，其市價之漲落，因亦飄忽無定。

2. 基金保管之是否得當——基金保管之是否得當，亦大有影響於市價之變動。例如前北京政府時代，公債基金每委託總稅務司代爲保管，公債還本付息之權，操於其一人之手，因而總稅務司之一言一行，均足以左右市價；國民政府成立後，基金保管，改歸諸公共保管機關，一切收支，均屬公開，信用昭著，市價之變動，因亦不若前此之繁劇。

3. 還本付息期間之遠近——還本付息之期近，則買入者不久即可得較多之收入，市價必因而較高；反之，距還本付息之期遠，市價亦即較低。蓋公債利息，通常每半年一付，在中途買入，即有若干額外利息可得也。尤重要者，我國公債市價，常在票面價值以下，然一經中籤，即可十足還本，還本與市價之差，即爲投資者額外之利益，故每屆抽籤之前，希望中籤而購進者，殊屬不少，市價自亦隨之上漲。

4. 稅收之增減——公債基金，全賴稅收，故稅收之豐蓄，與債信大有關係，而間接與市價具有密切關係。

5. 市面利率之高低——我國公債，泰半握於金融界之手，市面平靜，利率低落，則投資公債，藉以生息者必多，公債市價因以上漲；反之，市面緊迫，利率上漲，則出售公債藉資周轉者亦必多，公債市價自亦隨時下落。

6. 商業之盛衰——商業不振，擁有資金者無處投資，則羣趨債市，公債市價，必因而上漲；反之，商業興盛，擁有資金者隨處均可投資，則必爭相脫售債券，市價必因之下落。

7. 投機者之操縱——公債市場，往往受投機者之操縱所影響，致市價忽漲忽落。如「空頭」勢盛時，一賣再賣，竭力壓低，則市價因而大跌；反之，「多頭」勢盛，一買再買，竭力抬高，則市價因亦大漲。（「空頭」為市價高漲時預先售出，俟市價低落時補進之投機行為，其故於市價之觀察為看跌，故亦名悲觀派；「多頭」則反之，對於市價之觀察為看漲，故於低落時逞機購進，以待上漲時賣出，亦名樂觀派。）

8. 時局之變動——時局之變動，與公債市價關係甚切，時局稍有變動，人心恐慌，則必爭集現金，本欲購進者，勢必停購，已有購進，亦必爭先售出，因而公債市價，即不免有激劇之變動。而我國十數年來，內亂外患，交相煎迫，政局常在不安狀態中，影響於公債市場者，殊非淺鮮。甚有投機者流，故意捏造驚人謠言，以掀動市場波瀾，而逞一己之私欲，固屬數見不鮮也。

(5) 合息

合息云者，即根據某種市價購買債券可得實際投資利率之謂也。投資者所希望者為本金之穩妥與優厚之利息，而何者利息較優，何者較薄，非徒視表面利率之高低可為斷，而必須研究其實際之合息；合息之高低，方可指

示其投資之途徑，而以最有利之方法，運用資金，以得最高之利潤也。

凡債券發行後，往往因上節所述種種因素，發生異於票面而演為變動不定之市價，市價高於票面時，謂之溢價，低於票面時，謂之折價。溢價之損失，須於債券之規定利息中攤提之，故投資之實際利益，必低於其規定利率；反之折價之利益，亦可逐漸累積，而加於債券之規定利息上，作為額外之利息，故投資之實際利益，必高於其規定利息。溢價在歐美金融資金充裕游資浩鉅之市場中，固嘗遇之，但我國各種債券，則莫不有折價，故實際利益，常高於規定利息。但同一折價，因各種債券期限之長短，利率之高低，每年還本付息之次數，購進時市價之多少等等不同，其投資利益仍各相異。其相互間之消長，完全為一種數學關係，特徵之可得而言者，約有下列數點：

1. 市價愈高，則合息愈低，市價愈低，則合息愈高。
2. 市價愈接近於票面，則合息亦愈接近債券之規定利率。

3. 以有折價之債券而論，如市價相同，則距離清償期近者，合息愈高。

我國目前所用之市價合息方法，大概可分兩種：一為折扣利益計算法，其又一為現價計算法。折扣利益計算法中，又可分（a）折扣利益按本期可能中籤數計算，與（b）折扣利益按償還期平均計算兩法。其中以現價計算法最為正確，但算法極為繁複，非簡單之方式所能探求，亦非經濟之篇幅所能闡明，故通常應用之合息計算法，均採折扣利益計算法，利其較簡單而易行也。而折扣利益計算法中，又以（b）項算法，較為正確，故本章所引算法，亦以此法為例。

折扣利益，即購買債券之實價低於票面價值之數，蓋債券到期或抽籤還本時，均照票面十足還本，並不問其進價之多少，故票面百元之債券，設其進價為七十元，即祇及其實價之七折，而中籤還本時，可照票面收回本金百元也。再則債券所有利息，均照票面百元計算，故設債券利率規定為年息六釐，合得月息五釐，然以成本七十元計，已可合得七釐餘矣。

今試舉一實例以說明債券投資合息計算之方法：

投資者某甲，於二十六年二月十五日，照市價七十元購進三月期甲種統一公債票面一萬元，及期交割除應付經紀費七元外，祇須交出現款七千元，合共成本七千零零七元，即可收回票面一萬元之債券，某甲交割後，即將該債券收藏保存，則此投資於甲種統一公債之七千零零七元，可合得月息若干？試加計算，有如下式：

1. 票面一萬元，按規定利率月息五釐計算，平均每月可得利息五十元，以成本七千零零七元計，合得月息七釐一毫三絲六；

2. 成本七千零零七元，到期還本可得一萬元，餘二千九百九十三元，即為折扣利益，但因債券距離清償期尚有若干年月，此項折扣利益，當然不能於投資時立刻取得，而應按償還期平均計算，計清償期自二十六年三月（交割投資時）起算，尚有一百三十個月，平均分攤，每月可得折扣利益二十三元零二分三釐，按成本七千零零七元折合，又可得月息三釐二毫八絲六；

3. 利息合月息七釐一毫三絲六，折扣利益合月息三釐二毫八絲六，兩者相加，全部投資利益，即可得月息一