

經濟常識

朱義農校訂

楊蔭溥主編

(11 册 2)

來聞

經濟新聞

標紗花漲後復墮

▲大戶進出紛繁

五月花今日起新買

跌打三五角

昨（四月三十日）標紗午前開

盤。因美棉註冊印棉標。同和恒一商

經濟

識
主編
楊蔭南

三
輔
幣
(三)
三
三
三
（版權所有
禁止轉載）

之調查，因角因蟻之不同，其重量成色之參差過大，而此流域區域，亦受險阻，所製錢幣，頗有廣東、福建兩種；銀角亦少。江西銀角，有廣東一種，多懸爲輔幣。湖北銀角有廣東、江西、湖南三種；銀角有袁世凱一種。湖南除部有袁世凱廣東兩種外，餘無流通。廣東銀角有廣東一種。廣西銀角有廣東廣西兩種；除部有袁世凱廣東兩種外，又有本地所鑄之一角二角大幣。山西河南，有少數袁世凱銀角；銀角甚少。河北銀角有南北、江蘇袁世凱，三種；銀角有袁世凱、湖北、江蘇三種。陝西有袁世凱，一種銀角，及四川雲元健角。四川五角輔幣，有四川雲南兩種；銀角不多。山東銀輔幣甚少。雲南則通行銀輔幣。其紛亂蓋難情形於此可觀。

(3) 銀幣之數量 至全國流通銀幣之數量，以上海銀幣及貴州所報之銀幣算，約可合大洋一萬萬萬元，其以舊幣換新幣者，約可合大洋三萬萬元；總計為四萬萬元。財政部於十八年發調查所得之各幣幣值年鼓發銀幣數量統計，於表後所用之總數第三項中，曾有三：「據私家統計，現在流通市面之各項銀幣，至少

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。『註一』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，原不外開闢稅源，舉借外債，及發行內債三種方策。就我國近年過去現狀言之，財政當局對稅源之開闢，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，稅源開闢，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。在此種稅源無從開闢，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)高抬債券之利益 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)爲原定還本期限之極短。政府在此時期內所發行之債券，大部爲庫券，故還本期限均極短。如十九年捲烟之僅爲三十六個月；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，二十年捲烟，均有月息七厘；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，續發二五，十九年捲烟等，且均爲月息八厘。(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。今以二十一年一月廿一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，本月及下月利息均為五角，而當日市價，僅為二十三元三角。則照下列公式計算，可合得月息五分四厘七毫。

$$\frac{\left[\left(1 - \frac{\text{市價} - \text{本月本息}}{\text{票面總額}} \right) \times \text{下月份還本數} \right] + \text{下月份付息數}}{\text{市價} - \text{本月本息}} = \frac{\left[\left(1 - \frac{23.30 - 1.50}{71} \right) \times 1.00 \right] + .50}{23.30 - 1.50} = \frac{1.193}{21.80} = .05477 = 54.7\% \text{ 合息數}$$

(丙)維持債券之信用 國府成立後，對於債信之維持，視為財政上重要確定政策之一種。對於維持債信之第一步表見，即為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。如四年特種公債，五年六厘公債，十一年八厘公債，四二庫券，使領庫券，十四年公債，教育庫券，春節庫券，七年長期公債，治安公債，二四庫券，整理六厘公債，整理七厘公債等各項債券，均為北京政府所發行，而為國民政府所繼續償付。〔註二〕

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・九一，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，胥受其害。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；利率減爲年息六厘——即月息五厘；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。孔財長於廿一年及廿二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，『仍不得不恃債款收入，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，仍繼續維持以公債為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為止，國難後債額新增數，又累積達七萬二千萬元之鉅額。『註六』

年 份	新 增 債 額
二十一年	一、二四、〇〇〇、〇〇〇
二十二年	一、五六、〇〇〇、〇〇〇
二十三年	四四〇、〇〇〇、〇〇〇
二十四年	七二〇、〇〇〇、〇〇〇
共 計	

以有限之基金，為無限之增發，識者固早知其有通盤整理之一日。

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尚未清償者，為數達『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；且內感天災匪禍之頻仍，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。據確查調查，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，爲全部舊債之整理，實亦爲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，不得不亟行整理者，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)

(一)以統一公債甲種債票換償者計六種

廿二年愛國	四、七四一、八四八
短期國庫證	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償者計五種

十九年善後	二五、八〇〇、〇〇〇
輿賠二四庫券	一、四六四、〇〇〇

四川整理金融

廿三年關券

二十年捲烟

共計

發統一乙種

二七、五六九、七九九

三七、五〇〇、〇〇〇

三七、七四〇、〇〇〇

一三〇、〇七三、七九九

一五〇、〇〇〇、〇〇〇

(三)以統一公債丙種債票換償者計九種

十八年編遣

二十年統稅

二十年金融

二十年鹽稅

廿年江浙絲業

十八年振災

軍需公債

十八年裁兵

二十年關稅

共計

發統一丙種

三六、二六〇、〇〇〇

五六、八三二、〇〇〇

七一、二〇〇、〇〇〇

五八、四九六、〇〇〇

四、五〇〇、〇〇〇

五、三〇〇、〇〇〇

五、一六二、〇〇〇

二七、〇〇〇、〇〇〇

五六、六四〇、〇〇〇

三二一、三九〇、〇〇〇

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

七年六厘	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
廿四年金融	一〇〇、〇〇〇、〇〇〇
廿三年關債	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、五六〇、〇〇〇
共計	五三、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

廿二年關稅	八六、〇〇〇、〇〇〇
水災工振	二〇、〇〇〇、〇〇〇
整理七厘	八、〇七八、四〇〇
整理六厘	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，係另指附稅爲基金；此二種公債，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元，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，十九關券，十九善後，四川整理金融，廿三年關券，二十年捲烟，十八年編遣，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，其票期即不足百元。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，及水災工賑三種，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；而一部持券人預算時債息作本月開支者，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，爲月息八厘，俄庚款憑證，統稅憑證，及短期國庫證，爲月息六厘，利率較高外，其餘二十九種，均爲年息六厘，或月息五厘。此次發行之統一公債，最初即規定爲年息六厘；復興公債，經一度考慮後，亦經決定爲年息六厘。在現狀下，債券利率之不能再減，確有其事實上之理由。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。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：計亦較最長者，延長十一年。其以戊種統一公債換償之各債，其原有還清期，最短爲三十五年三月，最長爲三十七年一月；而戊種統一公債之最後清償期，則爲四十九年一月：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，每本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	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

每月平均應付本息為一千零八十萬元左右，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，確為事實。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，更極爲顯著。

(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，則自月息五厘，至月息八厘；自期限言之，則自本年度十二月底，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簽一次者。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；然化繁為簡，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 今以十九年關稅庫券為例，照上月(一月)廿九日上午開盤下月份——即二月份——期貨行市。為卅三元，而此項庫券票面餘額，為四十元零二角；本月份應付本息，為一元二角一分；下月份還本一元，付息二角。照此推算，當時合息，仍及一分二厘九毫左右。

$$\begin{aligned}
 & \frac{[(1 - \frac{\text{本價} - \text{本月本息}}{\text{票面餘額}}) \times \text{下月份還本數}] + \text{下月份付息數}}{\text{市價} - \text{本月本息}} = \\
 & \frac{[(1 - \frac{33.00 - 1.21}{40.20}) \times 1.00] + .20}{33.00 - 1.21} = \frac{[(1 - \frac{31.79}{40.20}) \times 1.00] + .20}{31.79} = \\
 & \frac{[(1 - 7908) \times 1.00] + .20}{31.79} = \frac{.2092 + .20}{31.79} = \frac{.4092}{31.79} = .01287 = 12.87\% \text{ 合月息}
 \end{aligned}$$