



整理公債與當前的恐慌姿態

鄭森禹

公債是統治團體爲行政上或財政上所起的債務。公債信用的保持，主要是基於下列二種條件：（一）該統治團體統治權的鞏固，（二）

以及產業方面都有露骨的不安的表现，尤其是財政上的危機，透露得最爲明顯。

還本付息的按期履行。如果二者之任何一種發生了問題，便立刻會影響到債券的信用，從而惹起債券之價格上絕大的動搖。所以，前次由減息延本問題所引起的中國公債市場混亂情形，我們覺得絲毫不足奇怪的。

這裏，我想先就債務重壓下目前中國財政狀況，以及受現存公債所影響的金融產業等各方面的恐慌姿態，約略地來敘述一下；然後，進而討論到這次整理公債問題。

一 債務重壓下的中國財政恐慌

中國內國公債減息延本的聲浪，在新貨幣政策宣布時，以及去年年底就已盛傳於市；到了上月中旬以後，則臻至登峯造極。於是，債市大起動盪，持券人都紛紛表現不安狀態，特別是握有債券半數以上的金融界，其恐慌情緒更見深刻。

半殖民地下的中國財政現狀，艱困窘迫，乃爲無可否認的事實。它也與中國一般經濟恐慌相同，目下已經由慢性而演變爲急性了。

但現在，這個問題已經由於二月一日統一公債與復興公債的發布，而告了一個段落。不過，從這次債市混亂情形中所反映出來的目前中國幾重恐慌的縮影，卻很值得我們加以深切的注意的；諸凡財政、金融

不堪支撐的狀勢。蓋由於中國現行租稅制度之經濟矛盾與技術上的不健全，以及國際上種種的牽制，如果單單靠稅收來維持龐大的支出，尤其是無限制的軍事費的支出，畢竟是不够應付的。因之，借債便成爲

105742 彌補收支不敷的經常手段。這種情形，從過去北京政府時代，一直到現在，在的國民政府都是如此。可是借了債，必須償還的，而償還的來源也決

非租稅或他種收入所能盡量供給；於是，當債務到期時，又不得不仍走

原來途徑，形成借新債還舊債的局面。且償還舊債須按照額面，收入新

債卻不能不給與相當折扣，對折至六七折不等，所以每六七千萬元的

用途，大概要發行一萬萬元左右的新債才够應付。這樣借還，還借，從此

就深陷於「借債還債」的循環過程之中了。益以軍事費等支出年年

膨脹，債額便也越積越多，越多越再借，試問怎能永久持續下去呢！不僅

如此，爲了易於吸引金融界及一般民間的應募與承受起見，各種借款

與發行債券的條件都非常優惠，尤其是利息特別來得高，在世界各國

中是罕見的。計最低約爲月五釐，高者達七八釐，再加折扣，實計利息竟

多在一分以上，連歐洲大戰時代各國發行公債的條件，也居然望塵莫

及。

歐戰時，英國發行長期公債三次，第一次（一九一四年）的利率

爲年三釐半，九五發行；第二次（一九一五年）四釐半，平價發行；第三

次（一九一七年）二種，一種爲四釐，平價發行，一種爲五釐，九五發行。

美國發行長期公債四次，利率最低三釐半，最高四釐半，都係平價發行。

德國則有九次戰時公債，利率約四釐半至五釐，發行價格多爲九八。至

於法國，發行公債的條件在當時已經要算最苛刻了，但較之中國，卻是

小巫見大巫。法國戰時公債計有四次，第一次（一九一五年）利率爲

五釐，發行價格八八；第二次（一九一六年）五釐，發行價格八八·三
四；第三次（一九一七年）四釐，發行價格六八·六；第四次（一九一
八年）四釐，發行價格七八。

借債本來就似飲鴆止渴，在緊急之際絕對必要時偶一爲之，或爲
真正建設用途而募集，自屬無可非議；然而倘使經常以借債爲唯一的
出路，無間斷的預提數年或數十年後的財源，則終有涸竭之一日。結果，
必然會使政府與人民大家都弄得焦頭爛額，尤其是公債之最終實際
負擔者的中下階級，將被壓得抽不過氣來。

中國財政基礎本來已經非常脆弱，而竟復須額外地支付這樣巨
額的高利的債務費——平均約占總歲出百分之三十左右——顯然
爲極端不合理的事件。處在這個不合理的局面之下，中國財政便隨時
有暴露破綻的可能。而這種漂浮的基礎，殊不堪阻禦稍大的一擊。所以
當「九一八」「一二八」事變相繼發生後，中國財政遂陷於極度的
危機。其時債市非常混亂，當局爲維持債信，藉免整個破產起見，乃不得
不於二十一年二月二十四日由國民政府命令變更償債辦法，實行減
低利息，展延償還時期。這雖然勉強地挽救了當時非常局面，可是究竟
不是徹底的根本的辦法。那時以後，政府的財政環境不僅依然和過去
沒有兩樣，抑且更增拮据，每年收支不敷的數額也日益增大，由數千萬
元到達了二萬萬元。同時，內國公債的數額也逐年遞增，據銀行週報二
十卷三期王宗培君著一月來之內國公債一文中所載，數年來中國內

國公債消長統計如下：

年	份本年發行額	本年償還額	年末負債額	存比	上年增減數
民國二十年	四一六,〇〇〇,〇〇〇元	一一四,六八五,二七三	九一七,九一五,八九三	增	三〇一,三二四,八七二
民國二十一年	—	六六,二二〇,五三〇	八五一,六九五,三六二	減	六六,二二〇,五三〇
民國二十二年	一二四,〇〇〇,〇〇〇	六五,九四七,二一〇	九〇九,七四八,一五二	增	五八,〇五二,七八九
民國二十三年	一五六,〇〇〇,〇〇〇	九三,九七九,五六一	九七一,七七八,五九〇	增	六二,〇三〇,四二八
民國二十四年	四四〇,〇〇〇,〇〇〇	一四二,三九八,五五七	一,二六九,三七〇,〇三三	增	二九七,六〇一,四四六

復據二月一日持券人公會宣言，目前中央政府所發行的內國公債庫券憑證等，為數達十四萬六千餘萬元之巨，本年應付本息多至一億九千萬元，平均每月在一千五百萬元以上。而自上年七月以來，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，悉由政府臨時籌墊償付。此所謂臨時籌墊，大約即指銀行短期借款了。然而銀行借墊決不能毫無止境的，否則就會危害銀行自身的安全。

但財政當局終不能坐視末日的蒞臨的；那末出路在那裏呢？一般的說，除整頓內債與再發內債外，似尚有其他三條路徑可走，即（一）增加稅收；（二）舉借外債；（三）膨脹通貨。然而這些究竟是不是可能呢？先拿（一）增加稅收來說，中國稅收的大宗來源是關稅、鹽稅、統稅，約占全國總歲入百分之八十左右，總稅收百分之九十以上。年來財政當局對於增稅的工作，的確不能謂為不努力，而收入方面的確也有

相當增加。可是增稅決不能毫無止境的，關稅名為自主，牽制很多；縱使可能自由地提高，但稅率過高影響貿易，貿易萎縮，稅收的絕對量便依然無由增大。實際上，最近以國內外經濟不景氣，國際貿易衰落，並因外侮加重，土地割裂之故，關稅收入抑且復趨下降，試觀下表：

年	份數	額（元）
民國十八年		二三八、一〇九、二八五
民國十九年		二八一、四〇五、五八三
民國二十年		三八五、〇〇二、六七一
民國二十一年		三一一、九七六、二一〇
民國二十二年		三三九、五二四、四九〇
民國二十三年		三三四、六四五、四〇八
民國二十四年		三五一、五一九、七二二

至於鹽稅與統稅，則在目下中國一般人民普遍破產以及工商業極度衰頹之下，顯然是無法再行多抽了。此外，最近想擬辦的所謂交易

105744 稅、所得稅、遺產稅等，一方面制肘太多，一方面技術上尚未完備，似非短時期內所可成就。所以，眼前要從稅收上打算盤，恐怕是困難的。

(二)之舉借外債，那也不是一件容易的事。中國對外債信雖然在世界上係首屈一指，各國盛行賴債之際，中國卻仍舊硬着頭皮償付，所以曾經博得外國債老闖無上的讚美。然而，還舊債是一事，借新債又是一事，現時中國要再舉借外債至少有三重困難的：(1)中國政治的經濟的局面不靖，外人不免有種種顧慮；(2)國際間的對立太深，如果是共同對華貸款的，則相互猜疑，如果是單獨貸款的，則相互妒懼，尤其是唱親善之國，束縛我們不得自由行動，此證之最近一年間實際情形非常明顯。

(三)之通貨膨脹，這固然行之極爲便捷，只要有機器和紙張就行了；不過，發動容易，收縮難，這是頂危險的事情，一不當心，便會招致整個國民經濟的大動亂。中國政府今後會不會直接走這一條路，我們自然不敢擔保，但在未達絕對的盡頭時，終將盡可能地延緩吧。

上述幾種途徑都既一時不易行，然而龐大而實際上占總歲出百分之五十以上的軍事費現在顯然談不到減少，外債又未敢單獨破棄，那末勢不得不被迫又向內國公債身上想法子了。總之，在眼前稅收無辦法，外債借不到，通貨膨脹太危險的種種現實狀況約束之下，整理內國公債與設法開闢新債源以彌補財政破綻的，確是無辦法中的辦法。雖類挖肉補瘡，也只有忍痛挖補了！

二 整理公債中其他各種恐慌姿態

明白了債務重壓下中國財政現狀之後，我們再來看看整理公債聲中其他方面的恐慌情形吧。

(一)金融方面的恐慌 只要看最近減息聲浪傳出後，證券交易所中混亂景象，以及金融界方面驚惶狀況，就可以知道公債在中國金融市場上占有怎樣重要的地位了。然而這種重要是畸形的，中國金融市場也由於半殖民地性的發展，正處奇特的古怪的局面。信用機構更其表現出不合理的姿態，地產契據與公債庫券一向成爲最高最普遍的信用籌碼，金融界完全鑽在「地契的物神崇拜」以及「債券的物神崇拜」圈子裏做市面，金融業幾乎完全脫離了與一般產業的連繫，它始終不會負起建設國民經濟的任務。

可是，自地產結凍，地契跌落以後，金融市場的籌碼基礎便失去一脚，因而公債庫券竟成爲唯一的信用對象物了。估計內國債券直接爲金融界所持有者，約達半數以上，其間接的尙不算在內。金融界被高利的債券所誘引，結果把資金大部分投到債券上面，甚至紛作投機買賣，羣以吸收高利存款相競爭。存款利率既高，從而市場一般利率亦不得不高，市場利率高，產業界便遭受巨大打擊，卒使金融界與產業界相互連繫的關係更趨疏遠。產業既不振，試問金融業怎能永遠畸形的發展下去呢！只要這個唯一的依存基礎一有問題，金融界便立刻會陷入極

度混亂，以至一發不可收拾。本年一月十五日上海市商會電呈行政院財政部文內所述，金融市場可憐情形，可謂暴露得淋漓盡致，其中有云：

「……因房地產之呆滯，向日恃以運用之信用籌碼十數萬元已同廢物，現今社會所視為唯一可靠之信用籌碼，僅有政府公債庫券……舉凡金融企業之資金，公私機關之基金慈善公益團體之收益使用，靡不依賴於購置之債券本息。乃連日以來，減低債息，延期還本之說，甚囂塵上，報章騰載，莫衷一是，舉市喧傳，相驚伯有。近今社會經濟已瀕山窮水盡之境，黃壘之瓜，何堪再摘……」

從上列寥寥數語之間，我們已能窺見中國金融機構是何等脆弱。這是最重要的教訓；總之，今後中國金融界倘使依然建築在這樣虛浮的基礎之上，而不轉向於工商事業，其前途恐更將不堪設想。我們並不想把中國金融危機的責任完全歸罪到公債身上；我們也並不覺得單純的公債束縛解放了之後，中國金融危機便會全部克服；然而中國現行公債在金融危機的過程中是起了不小的作用，那是無可否認的事實吧！

(二) 產業方面的恐慌 大家總還記得公債減息問題還沒有爆發以前，產業界早已提出了減低市面利率的呼聲了。而且兩者不無連繫，所謂公債減息的聲浪，最初也未始不能說一部分是由減低市面利率的要求中所發展出來的。去年十一月底，上海實業界領袖虞洽卿、劉鴻生、榮宗敬、郭順、聶路生等，曾晉謁財政部長孔祥熙，陳述工商業凋敝情形，並要求：

(1) 請政府迅設特種銀行，或先由中交三銀行立撥巨款，救濟實業，以便各事業家得以充分運用所有之資本。

(2) 請中央銀行減低市面利率，並設法收回高利之債券，以獎勵國民投資實業。

第一點是關於融通資金問題，第二點是關於減低市面利率問題，而且還牽涉到高利債券上面。半殖民地下的中國產業，所以弄得這樣悲慘的地步，原因當然很複雜，尤其是帝國主義的外來侵略，與國內生產的矛盾性，是起了最大的作用。不過，中國市場利率之特別高，僅有的資本都投放到投機性的事業上面去，顯然也應該負起產業衰落之部分的責任。至於市場利率為甚麼這樣高，當然也有種種原因，但一部分卻不得不追溯到公債身上的。前面已經說過，中國政府債券利率實計可達一分以上，大致約一分二釐左右；公債利率一高，市場上的資金焉得不被吸收？同時，銀行為投資高利公債而競相吸收存款，存款利率自然也高，平均七八釐；存款利率既高，放款利率難道還會低嗎？從此，產業界縱使有資金可得，也不能不呻吟於高利重壓之下。可憐本已脆弱到極點的中國產業，不幸又受重利壓榨，試問那裏再有餘力可與享受五釐左右的外商競爭？那裏再可以談得到杜絕外貨而發展民族工業？產業愈衰弱，金融界放款便愈緊縮；金融界放款愈緊縮，產業便進一步衰落；如此循環演進，終於加速了總崩潰的進程。虞洽卿等請求減低市面利率，收回高利債券，豈可謂為無病呻吟！

105746

(三) 公債與國民負擔 再就公債的另一方面看，償還公債本息的最終資源是租稅，這在國民全部負擔上雖然不變，可是對於國民負擔的分配上，顯然可以指出不平的事實。因為收取公債本息者，不一定就是納稅人，而用於還本付息所征課的租稅，也不一定與某一人先前所購債額的比例相合。貧窮階級被課的租稅，往往遠超於他們所持有的債額；而相反的，富有階級卻是公債收益多，繳稅少，竟坐享其利，豈非又是一重無形中的剝削！此在租稅制度較進步的國家尚且不能避免，稅制落後的中國，自屬更形顯著。中國現行租稅實際上幾乎完全是消費稅，計關稅、鹽稅、統稅三項收入，達總稅收百分之九十左右。這些租稅的負擔者，貧窮階級占絕對的多數，特別是鹽稅，因為鹽這東西，富人決不能多吃，窮人決不能少吃，其負擔之不平，更為中國所特有（鹽稅占總稅收百分之二十五左右）。然而，像這樣慘痛的點滴徵集攏來的稅款，竟須大部分供養公債收益者去享樂，債額愈多，或債息愈高，則貧窮階級受剝削的程度也愈深。

公債的最終負擔者既為貧窮階級，貧窮階級愈受剝削，愈貧窮化，終至由於大眾購買力的衰退，產業更形衰落，國家稅收更形不振。而且所謂公債收益者，大都係住居租界裏的有閒階級，他們把這些收入不是去作再投機，便是購買外國奢侈品來享樂。以如此寶貴的，由國民所集積的資金，竟被耗擲於這些對於社會絕對無利反屬有害的用途上，其摧殘國民經濟，影響產業的深重，又豈僅一二語所可形容！

三 整理公債問題

以上，我們業已說明了中國公債對於財政上以及國民經濟上的影響。然而，我們並不是認為一切公債都是要不得的，如果能合於下列幾個條件，公債何嘗不可以利用之作爲調整國家財政，發展國民經濟的手段：

(一) 募集額有一定限度，不超過財政負擔及國民負擔力之上。

(二) 利率與市場一般金利相近，不太高，俾不致將社會上有用的資金橫被吸收。

(三) 用途適當，須確爲直接或間接有利於國民經濟建設事業，即取自大眾，用之大眾。

(四) 絕對根絕投機之可能性，庶免紊亂經濟市場。

這些，看來都很平凡，其實係發行公債之最低限度的條件，然而中國公債的實際狀況，卻正和這些最低限度的條件處於正相反，是一種毫無規律性的東西：

(一) 在量出爲入的畸形財政之下，中國公債的發行是毫無止境的，已遠越財政本身以及國民負擔力之上。

(二) 中國公債利率較市場一般金利特高，從而有用的正當資金都被吸收。

(三) 除極少數確係用於救災與建設外，絕大部分都被用作破

壞性的軍事費。

(四) 銀行家以及一般投機業者，都把債券認爲投機的對象物，直接間接摧殘國民經濟。

所以，不論在國家財政上言，或金融上產業上以及一般國民的負擔上言，中國公債之必須徹底整飭，已屬無駁擊的事實。只有企圖保持個人不當利益而不惜犧牲整個國民經濟的人，才會出來反對或非難。成爲問題的，只是像對於肺病第三期患者的治療，進行上非常不容易。

按變更現存公債的手段大致有下述幾種：

(一) 破棄 這是指國家公然的破產，由國家公然對於國債宣告全部或一部分的破棄。但這是很危險的，因爲國債廢棄後，立刻會破壞了公債所有者的財產和所得，而且墜落國家自身的信用，使將來起債陷於不可能。倘使被破棄的有外債在內，則勢必引起國際上的糾紛。所以「國債破棄」的手段，非至萬不得已，不宜妄行。

(二) 停償 國家在某一時期內，因種種關係，無力履行其所負債務，但卻不願斷然實行破棄，於是宣告於一定時期內暫停償付。這雖然較前者已溫和得多，但也可以使公債所有者的財產和所得，趨於惡劣狀態，並亦相當影響國家當前的信用。

(三) 貶值 這是利用紙幣膨脹的結果，因幣價下跌後，以紙幣爲計算單位的實際債額，便亦隨之而輕減，甚至可以降到零點相近。戰

105747
後德國紙馬克惡化，公債額幾乎變成烏有了，計一九二三年九月末德

國債額的紙馬克數爲六〇、四四八、〇〇〇、〇〇〇，僅可折合二、〇〇〇金馬克。

(四) 停息 即由國家宣布全部或一部分的國債，在某一時期內或甚至永久的只限償還本金，而不付利息。這也能牽動公債所有者的所得，並影響債券的價值。

(五) 減息 這是將現存公債的利息減輕若干，有時由國家強制執行的，有時則由國家提出償還現金與減輕利息兩途，任公債所有者自由選擇。前者大概係政府財政困難時不得已手段，後者往往是隨着市場一般利率的低落而促成。直接減少國庫的支出，間接減輕一般國民的負擔。

(六) 延期 這也是政府財政困難時行之，或爲無力履行原定各限期的債額，乃不得不延長償清日期，以舒緩財政上的艱窘，或爲進一步準備再起新債，蓋因舊債償還期限延長後，可以騰出一部分基金作爲發行新債之用。

(七) 調換 這是以條件不同的新公債來替換舊債。其條件的變更上，可以包括修正利息，延長期限，更改擔保品以及變換性質（如將流動公債改爲確定公債）等等。其中以減低利息爲最普遍。在執行時，亦有強制的與非強制的之分，前者由國家命令一律強制調換，後者則於償還現金或調換新債的二途中，由公債所有者任擇一途。

(八) 整理 大致可以分作單純整理與調換整理二種，所謂單

105748 純整理者，只是將舊有各種各樣的債券統一同一形式之下，但不變更原有條件。調換整理者，恰與第(七)項之「調換」相似，將原有條件

七年還清；

如利息期限等加以相當變更，統一於同一形式及同一條件之下，給與新的名稱，整理與統一公債之目的，在表面上雖亦有謂為謀公債行政方面之趨於簡單與敏捷；但最主要的卻多導源於財政上的恐慌，藉整理與統一以解救財政危機。因為，利息減低與期限延長後，一方面使國庫支出可以相對的減輕，一方面並得騰出一部分基金以起新債。

上述八項手段之中，(一)(二)(三)(四)四種，中國現時顯然不能行，可能考慮的是(五)(六)(七)(八)四種。今茲中國政府所已採取的，即係最後的第(八)種，但利息仍舊未減，只延長償清的期限。

以下，讓我們來看新公債的內容吧！

四 新公債的檢討

新公債分為兩種：一為統一公債，一為復興公債。

先言統一公債，統一公債債額十四萬六千萬元，係作收換三十三種舊債券之用。償還期限分為甲乙丙丁戊五種，利率都為年息六釐，每年一月三十一日及七月三十一日各抽籤還本，並付息一次，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，以所餘稅額支付。

茲將換償之舊債，分類列表如下：

(甲) 以甲種統一公債換償者計六種，期限十二年，至民國三十

債券名稱	原定利率	原定還清日期	原定每年還本付息次數	現值
二十二年愛國公債	月五釐	三〇年二月一日	三	四,四二〇,八〇〇.〇〇元
短期國庫證券	—	—	—	100,000,000.00
十八年關稅庫券	月五釐	二〇年七月三十一日	三	七,八六一,五〇〇.〇〇
二十二年華北戰區公債	年六釐	二〇年七月三十一日	四	二,100,000.00
治安債券	年六釐	二〇年一月一日	四	11,000,000.00
十九年關稅庫券	月五釐	二〇年一月三十一日	三	三,六〇〇,000.00
計				一〇九,六六一,五〇〇.〇〇
(統一公債分配換償定額.....105,000,000.00)				

年還清；

(乙) 以乙種統一公債換償者計五種，期限十五年，至民國四十

債券名稱	原定利率	原定還清日期	原定每年還本付息次數	現值
十九年善後庫券	月五釐	二〇年二月一日	三	1,500,000.00元
奧賠二四庫券	年六釐	二〇年二月一日	四	1,800,000.00
整理四川金融公債	月五釐	二〇年二月一日	三	七,六九九,五〇〇.〇〇
二十三年關稅庫券	月五釐	二〇年三月三十一日	三	七,500,000.00
二十年捲烟庫券	月五釐	二〇年一月三十一日	三	七,000,000.00

十六年還清

(丁)以丁種統一公債換債者計八種,期限二十一年,至民國四

債券名稱	原定	原定還	原定每	現
	利率	清日期		
十八年編遺庫券	月五釐	三月六日	三	現 負 本 金 貳,二〇〇,〇〇〇.〇〇
二十年統稅庫券	月五釐	三月九日	三	現 負 本 金 貳,八三三,〇〇〇.〇〇
二十年金融短期公債	年六釐	三月十日	四	現 負 本 金 七,一〇〇,〇〇〇.〇〇
二十年鹽稅庫券	月五釐	三月十日	三	現 負 本 金 貳,四四六,〇〇〇.〇〇
二十年江浙絲業公債	年六釐	三月四日	二	現 負 本 金 四,五〇〇,〇〇〇.〇〇
十八年賑災公債	年六釐	三月六日	四	現 負 本 金 五,三〇〇,〇〇〇.〇〇
軍需公債	年六釐	三月九日	四	現 負 本 金 五,一六二,〇〇〇.〇〇
十八年裁兵公債	年六釐	三月三日	四	現 負 本 金 二七,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
二十年開稅庫券	月五釐	三月三日	三	現 負 本 金 貳,六〇〇,〇〇〇.〇〇
計				現 負 本 金 三三,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
(統一公債分配換債定額.....三五〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇)				

三年還清

(丙)以丙種統一公債換債者計九種,期限十八年,至民國四十

計	
(統一公債分配換債定額.....一五〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇)	
現 負 本 金 一三〇,〇五五,九六九.二五	

十九年還清

(戊)以戊種統一公債換債者計五種,期限二十四年,至民國四

債券名稱	原定	原定還	原定每	現
	利率	清日期		
二十二年開稅庫券	月五釐	三月三日	三	現 負 本 金 六,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
二十四年水災工賑公債	年六釐	三月三日	二	現 負 本 金 一〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
整理七釐公債	年六釐	三月二日	四	現 負 本 金 八〇,六,四〇〇.〇〇
整理六釐公債	年六釐	三月二日	四	現 負 本 金 三,九二二,六六〇.〇〇
(二月十日舉行抽籤之抽中數已剔除) (二月十日舉行抽籤之抽中數已剔除)				

債券名稱	原定	原定還	原定每	現
	利率	清日期		
十九年開稅公債	年六釐	三月三日	四	現 負 本 金 三三,一〇〇,〇〇〇.〇〇
七年六厘公債	年六釐	三月三日	四	現 負 本 金 一九,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
二十年賑災公債	年六釐	三月二日	四	現 負 本 金 一四,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
意庚款憑證	月八釐	三月一日	三	現 負 本 金 一四,六二五,〇〇〇.〇〇
二十四年金融公債	年六釐	三月三日	二	現 負 本 金 一〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
二十三年開稅公債	年六釐	三月六日	四	現 負 本 金 九,〇〇〇,〇〇〇.〇〇
俄庚款憑證	月六釐	三月三日	三	現 負 本 金 一一,二五〇,〇〇〇.〇〇
統稅憑證	月六釐	三月一日	一	現 負 本 金 一一,三二〇,〇〇〇.〇〇
計				現 負 本 金 五三,七九〇,〇〇〇.〇〇
(統一公債分配換債定額.....五〇〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇)				

十五年春節庫券	年六釐	三〇,一三三	四	八,000,000.00
計				三萬,〇〇〇,〇〇〇
(統一公債分配換償定額)				三〇,000,000.00
合計				一三九,000,126.6
(統一公債換償總定額)				一三九,000,000.00

關於統一公債可注意者有下述幾點：

(一) 統一公債的還清期限分爲甲乙丙丁戊五種，甲種十二年，乙種十五年，丙種十八年，丁種二十一年，戊種二十四年。照上表，各種債券大約平均延長十二年左右；因此，政府負擔暫時可以減輕不少。這是統一公債最主要的作用。

(二) 統一公債一律定六個月還本付息一次，即每年二次，這較之舊有庫券中多爲每月還本付息一次及每三個月還本付息一次者，清快得多，而財政上也便有喘息調度的機會，且無形中在利息方面獲得了相當便宜。計舊有債券每年還本付息次數統計如下：

每年二次者	三	種	九.一%
每年四次者	十	種	四.二四%
每年十二次者	十	種	四.二四%
不詳	二	種	六.一%
合計	三十三	種	一〇〇.〇%

(三) 統一公債利率定爲年六釐，仍舊未減。這是政府爲遷就債

券所有者，不得不勉強維持一部分債信之故。但所謂高利問題卻又無形中被擱置了，從而銀行利率減低一節，似亦更無把握。

(四) 統一公債的新債額爲十四萬六千萬，但應換的三十三種舊債現負總額爲一二二六九、〇〇七、一九〇、八八元，故定額多於實換數達一九〇、九九二、八〇九、一二元之巨。

原種	原額	新定額	額差	額
甲種	一〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇	一〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇		三三,六〇〇,〇〇〇
乙種	一〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇	一〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇		一九,九八〇,〇〇〇
丙種	三三,〇〇〇,〇〇〇.〇〇	三〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇		二六,〇〇〇,〇〇〇
丁種	五三,七九〇,〇〇〇.〇〇	五〇,〇〇〇,〇〇〇.〇〇		四三,二〇〇,〇〇〇
戊種	一五,〇〇〇,〇〇〇.〇〇	一五,〇〇〇,〇〇〇.〇〇		一五,〇〇〇,〇〇〇
計	一三九,〇〇〇,〇〇〇.〇〇	一三九,〇〇〇,〇〇〇.〇〇		一三九,〇〇〇,〇〇〇

(五) 由於公債所有者諒解政府的苦衷，接受延長償還期限，於是暫時彌補了財政上的破綻；同時，政府在利息上既遷就公債所有者，於是勉強地維持了一部分債信，得免完全破產。

(六) 償還期限延長後，得騰出一部分基金作爲發行新債之用，所謂復興公債者，便是從這裏脫胎出來的，這也最重要的有計畫的發展。

現在，進而來看復興公債：
復興公債債額之巨，在中國內債史上是空前的。計發行額爲三萬

四千萬元，年息六釐，每年還本付息二次，期限二十四年，還本付息基金係統一公債「還剩後」的關餘。據云，復興公債是作為「完成法幣政策，健全金融組織，扶助生產建設，平衡國庫收支及撥存平準債市基金」之用。但一般人多懷疑這一筆三萬四千萬元的巨額新債，將全部被用於彌補財政不足之上的；我們現在不敢怎樣說，究竟金融上產業上建設上將來能否沾得到一些餘利，那只有等待事實的表現了。

其次，目前許多人所恐懼着的，繼復興公債之後，即將實行通貨膨脹，其理由：（1）三萬四千萬元的新公債拿到銀行去抵押，大致不過可得二萬萬元左右，除償還銀行借墊外，所餘無幾，至多只救濟了政府財政難關半年，半年後如果沒有出路，則在典質殆盡之下，勢必被迫走通貨膨脹之路。（2）這筆龐大的公債，大致放在中中交三國家銀行

德國的海軍力量

德國的海軍實力各人所說的，均不相同，據德國海軍部於五月中旬的公布，德國的艦隊有：

- （一）主力艦，已完成者三艘，一為「德意志」號，一為「希爾上將」號，一為「格拉夫」號，正在建造中者兩艘，一為「埃拉斯」號，一為「貝森」號，此外并有「舊主力艦」兩艘。
- （二）巡洋艦，已完成者六艘，正在建造中者三艘。
- （三）驅逐艦，正在建造中者十六艘。
- （四）魚雷艦共十九艘。
- （五）潛水艇，已完成者十九艘，正在建造中者十七艘。
- （六）小艦隊領導艦，已完成者三艘，正在建造中者七艘。
- （七）水雷敷設艦，共二十一艘。
- （八）打撈船共二十艘。
- （九）其他小型軍艦多艘，包括練習艦七艘在內。

裏而不流通市面的，間接是給與發行紙幣以便利，可怕的通貨膨脹便跟着而起。這自然不能說是杞人憂天，我們不得不馨香祈禱其不致實現！

至於所謂平準債市基金會的組織，其於平衡債券漲落的效力究有若何，自須視運用得宜有否而定；但最根本的，還在於債券本身的信用問題吧。

總之，統一公債與復興公債確為新貨幣政策後重要的措施，而挽救了當前財政的總崩潰；然而，這只能認為消極的救急劑，挖肉補瘡，前途還是很危險的。財政上根本的矛盾，實有待於其他政治的經濟的力

二十五年二月十八日