

我國內債之觀察

余英傑

我國內債，自國民政府奠都南京，經財政當局整理之後，信用日孚，其所居之地位，亦日形重要。就目前情形論，在財政上，為調劑國庫收不敷支之唯一財源，在金融上，為運用大宗浮資之主要出路，在交易上，則為投機者手屈一二之圖利市場。故債市之變動，以及凡足以影響債市之消息，不但引起普通興趣，尤為財政界銀業界投資家與一般投機者所特別注意。

近數月來，債市扶搖上進，高價之新紀錄，如雲外高峯，重重發現，頗為普通所意想不到。事利者，多則以喜，空則以憂。殊不知此債市向上之行爲，乃環境與關係勢力所造成之趨向。其主要之力量，為（一）政府之立場，（二）財政之概況，（三）金融之狀態，以及（四）交易供求之關係是也。茲擬按此種種關係，以申說過去債市之變化，並在可能範圍之內，推論其前途之方向。

政府之立場

時局之安危，影響債市，最為迫切，時局安定，則債市堅穩，時局危憂，則債市虛弱。或有視債市之升降圖，為大局之風雨表者，可不謂過。就三數年來政局之變化觀察之，胡蔣分裂，九一八之大變，上海之戰，閩省叛亂，固有急切尖銳之反響。即最近南京日副領事藏本之失蹤，亦引起二三元之跌風。平日稍遇謠傳，或有不良消息之風傳，亦風聲鶴唳。發生債市之反動。考核附圖（裁兵公債每月高低市價圖）足證時局與債市密切之關係。

但時局之安危，在實際上，究竟與債券本身之虛實，有無此切膚之關係，揆諸過去之事實，誠為極可懷疑之點。蓋政府之立場，以信為本，苟非萬不得已，決不輕於失信，而政府公債，為國家財政上之命脈，苟非自欲滅亡之政府，決不願損害公債之信用以圖自殺。無論任何政府，執政

96424者之任何主張，俱有維持公債信用之必要。故論者覺政局變化影響債市，未免形過其實，側重過分，斯論甚當。

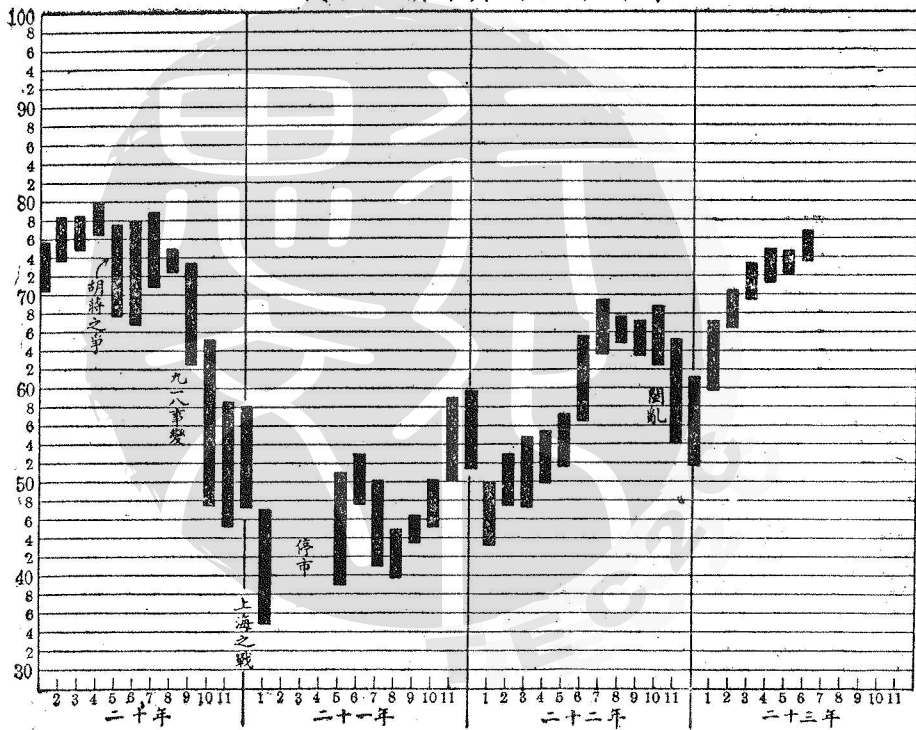
查國民政府自遷都南京，七八年來，發行之內債凡三十種，計票額一、二、三、二、〇〇〇、〇〇〇元。此七八年間，雖國家多故，內憂外患，風雨飄搖，財政萬分困難，但未嘗賴債一次。一二八滬戰之後，雖有減付債息延償債本之整理，其目的在根本鞏固國債基金，維持信用，而非有絲毫破壞債務神聖之意也。此為政府對於維護公債信用過去之事實，其將來之立場如何，應不難逆料。

財政之概況

東西文明國家，莫不賴發行債券，以彌補國庫之短絀，故國家財政之狀況，實與公債有極重要極密切之關係。

吾國內債，由財政部直轄者，自民國元年至今，二十餘年，逐年俱見

裁兵公債每月高低市價圖



增加其歷年結欠債額如下：

二十三年(六月)	九八一、〇〇〇、〇〇〇元
二十二年	九一八、〇〇〇、〇〇〇元
二十一年	八六〇、〇〇〇、〇〇〇元
二十年	九二六、〇〇〇、〇〇〇元
十九年	六二五、〇〇〇、〇〇〇元
十八年	五三八、〇〇〇、〇〇〇元
十七年	三五七、〇〇〇、〇〇〇元
十六年	三〇一、〇〇〇、〇〇〇元
十五年	二四一、〇〇〇、〇〇〇元
十四年	二五二、〇〇〇、〇〇〇元
十三年	二五〇、〇〇〇、〇〇〇元
十二年	二六二、〇〇〇、〇〇〇元
十一年	二七七、〇〇〇、〇〇〇元
十年	二三四、〇〇〇、〇〇〇元
九年	三三一、〇〇〇、〇〇〇元
八年	二一七、〇〇〇、〇〇〇元
七年	二〇六、〇〇〇、〇〇〇元
六年	七九、〇〇〇、〇〇〇元
五年	七〇、〇〇〇、〇〇〇元
四年	六三、〇〇〇、〇〇〇元
三年	三八、〇〇〇、〇〇〇元
二年	一三、〇〇〇、〇〇〇元
元年	六、〇〇〇、〇〇〇元

統觀上表，有足注意者數端，自元年至十六年，所謂北京政府轄治下之內債，爲數不過三萬萬元，以吾國四萬萬民數攤計，每人負擔額數，不及一元，其微末如此。然在此期內，政府財政狀況，無異焦頭爛額，其困苦復如此，此可注意者一也。自南京政府成立之後，逐年舉債甚巨，民十六年發行債券七〇、〇〇〇、〇〇〇元，十七年一五〇、〇〇〇、〇〇〇元，十八年一九八、〇〇〇、〇〇〇元，十九年一七四、〇〇〇、〇〇〇元，二十年四一六、〇〇〇、〇〇〇元，五年之間，激增三倍，年中債務上之負擔，達二萬五千萬元，負擔雖重，然政府仍能應付，財政未陷破產，此足注意者二也。民二十一年，政府竟未舉一債而能支持，二十二年發價僅一二四、〇〇〇、〇〇〇元，比較前年，減發甚巨。二十三年迄今，亦祇發債一萬萬元。足見年來國家財政狀況，不無進步，對於舉債良有縮束之表示，此足注意者三也。

吾國將來之公債政策如何，當然仍以財政之概況爲轉移。若根據最近三年國家歲入歲出總概算而觀察之，其前途似有無限樂觀之處。查附表（國家總概算摘要表）所載收支短少之數，有逐年減少，而趨於適合平衡之勢。二十一年不敷之數，爲一六七、〇〇〇、〇〇〇元，二十二年減爲一四七、〇〇〇、〇〇〇元，二十三年更期減爲一〇三、〇〇〇、〇〇〇元。今後國家誠能得長期安定之局，使國民能安居樂業，政府能致全力於經濟建設，恢復農村之生命，促進工商業之繁榮，一方面增加庫收，一方面則減少不生產之耗費，則國家財政，非特度支可

以平衡，即使庫有盈餘，亦非難事。蓋以吾國之地大物博，人民之衆，政府能增加人民一元之生產力，政府即可增加四萬萬元之國富也。就普通論，世界各國之國家公債，在政局安定，財政收支適合狀況之下，皆認爲極穩固最高等之有價證券，其市價常在其他證券之上，其利息則較其他證券所給者爲廉。目前吾國財政尙未達到收支適合狀況，吾國公債亦未能達到信用最高之地位，此財政當局之應引爲重大缺憾，亟期整理之事也。

國家總概算摘要表

	二十一年	二十二年	二十三年
歲入之部			
關稅	三三,000,000	三三,000,000	三三,000,000
鹽稅	一四,000,000	一四,000,000	一四,000,000
統稅	八七,000,000	九六,000,000	一一一,000,000
煙酒印花	四,000,000	三六,000,000	三六,000,000
其他	三,000,000	四六,000,000	一三三,000,000
不敷應補額數	一七,000,000	一四七,000,000	一〇三,000,000
合計	一六八,000,000	一六八,000,000	一六八,000,000
歲出之部			
債務	三三,000,000	三三,000,000	三三,000,000
軍務	三三,000,000	三三,000,000	三三,000,000
其他	三,000,000	一〇,000,000	三三,000,000
合計	六八,000,000	六八,000,000	六八,000,000

金融之狀態

近數年來，吾國農村衰敗，工商業不景氣，金融鬆濫，現金充斥，就上

26海金融市況論，自二十年底以至今日，上海各銀行現銀存底，由三一
964二、〇〇〇、〇〇〇元，增至五九四、〇〇〇、〇〇〇元。滬洋既不能運

銷內地，內地開資，反運滬求售，其結果為供過於求，利率萎弱不振。查自
二十一年三月以來，每月平均拆息，最高不及月息六厘，低時常無利貸
借，平均亦不過一二厘。在此狀況之下，公債投資，有不能不為銀業界所
特別注重之原由有數：

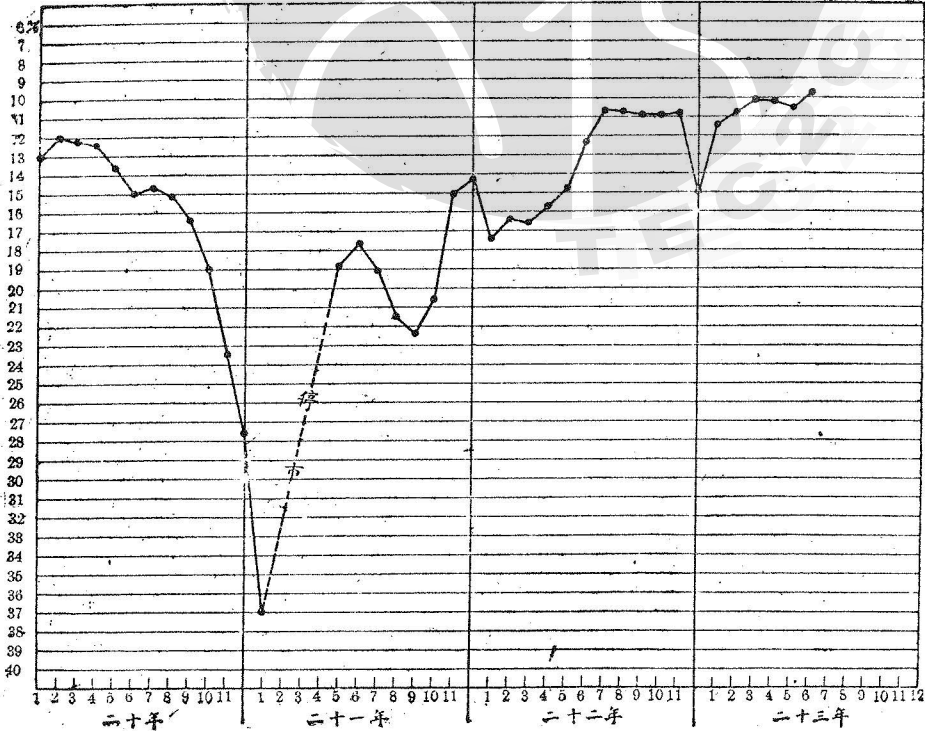
上海投資市場，直至今日，仍極形簡陋狹小，足供投資之有價證券，
為數甚微，除少數有相當信用公司債券之外，其餘均無足輕重。然斯種
公司債券，如上海電話公司，上海電力公司，上海自來水公司，上海電車
公司等，售價至高，收息不過五厘左右，比較內國公債可得一分上下之
利息相差甚大優劣懸殊，此其一。

地產押款，原為營運資金之大宗出路，但近來亦因工商業蕭條，地
價搖動，房租發生問題，引起投資者之懷疑，適當之地產押款甚稀，即有
之，其利息亦不過六七厘至七八厘，且有頭寸大小，年期長短之限制，性
質呆滯，不若公債之活動流通，買賣便利，此其二。

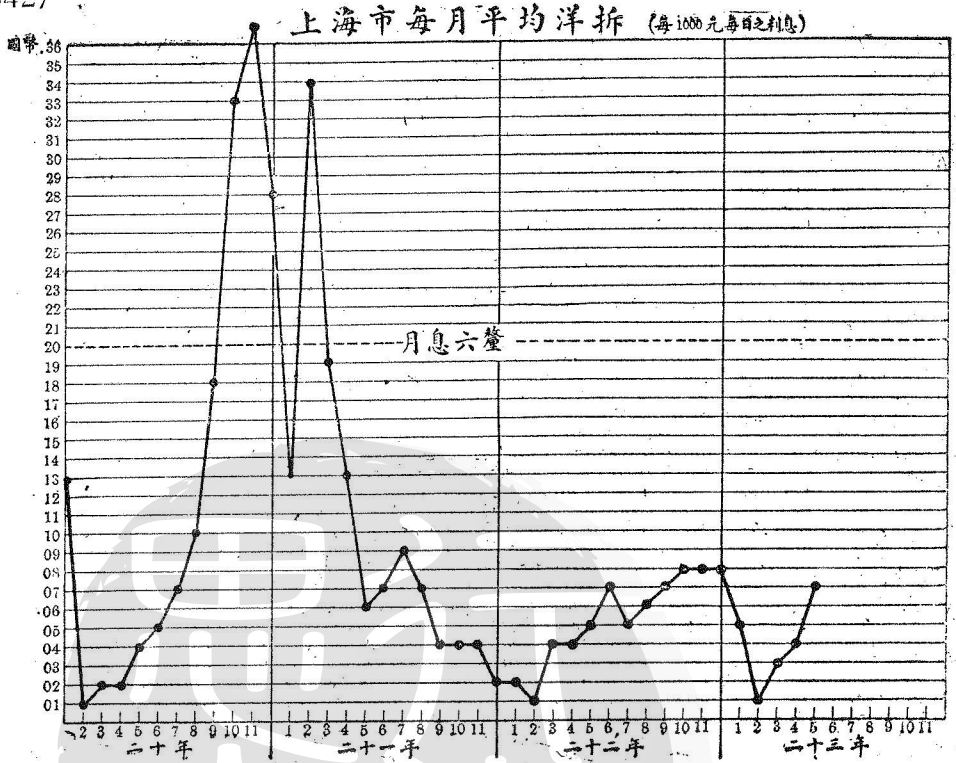
年來金融，雖極寬展，然銀行存款利息，未見減低，反有抬高利息，競
爭存款之趨勢。滬上華商銀行普通之長年存款，至少給息七厘，高至一
分二三厘至一分四五厘者，間亦有之。此高利之存款，除投資公債之外，
無他投資可獲相等之利益，以應付其重大成本之負擔，此其三。

二十一年入秋以後，迄至今日，債市之能重重上進者，其主要原因，

圖表 應收月息折合市行券庫編 (按月中最高價計算)



為銀行家之大量吸收，觀察附載編遣庫券行市圖，及上海市洋拆圖，至
足證明金融市況與債券投資之關係，銀根之寬緊，與債市之上下，如出



一轍，金融愈寬，浮資愈多，則投資公債亦愈踴躍，市價隨而益申。今後債市之行爲，似漸趨於金融化，以金融之情勢爲轉移之重心，此投資債券者，不可不特別注意者也。

交易供求之情勢

公債投機之風，年益見熾，交易暢旺時，日間買賣票額，常超出三千萬元。民二十年每月平均成交票額，達二七八、〇〇〇、〇〇〇元。二十一年因滬戰停市數月，交易總額雖稍形減色，二十二年，仍恢復曩時之活動，每月平均成交數超出票面二六五、〇〇〇、〇〇〇元。而本年前五個月之每月平均票額，竟在三二四、〇〇〇、〇〇〇元以上，打破從前紀錄，其中大部，爲買空賣空之投機。查近年來公債交割額數對成交總數之比例，即交易中能交貨收貨之成數，二十年平均數，爲百分之二·四，二十一年爲百分之二·八，二十二年爲百分之三·六，二十三年首五個月爲百分之五·七，下附上海華商交易所債券每月成交及交割表，以供參考。

債市變動，在政局風雲緊急之時，月中起跌達十數元之巨，即在平常無大政變時，其上落亦不下二三元，（詳裁兵公債市價高低表）

債市之行爲，自民二十年至今，約可分爲三大趨向，自二十年四月至二十一年二月，爲熊性之大行動，在此十個月間，債市續續下降，高低相差達四十五元，予賣空者絕好之良機。自二十一年五月至二十二年

96.428 一月，爲忽上忽下之行動，在此期中，債市混沌，漲而復下，起跌甚微。自二十二年一月至以今日，爲雄牛性之行動，在此期中，債市重重上陸，首尾高低相差，亦達四十元左右，爲多頭家財星拱照之良期。債市變動之原因，爲政局、財政、金融之種種關係，已由上述，此外尙有待補充之點，卽債券籌碼供求之概況是也。

目前全體內國債券（財部直轄者）之餘額，爲數約九八一、〇〇〇、〇〇〇元，按價七折折合金額，計值洋六八七、〇〇〇、〇〇〇元，其中若干部份爲銀行家資本家所收藏之固定投資，認爲不流通市面之籌碼，實爲極有興趣之問題，影響債市，亦至深切。

據中國銀行經濟調查室之統計，民二十一年上海銀行公會二十八銀行所購置之有價證券，爲數達二三九、〇〇〇、〇〇〇元，其中雖包含外債，然內國公債，必居大部，可無疑義。兩年以來，增置若干，現尙無統計，爲估計論目前所置之內債金額料不在二六〇、〇〇〇、〇〇〇元之下。

上海銀行公會會員以外之銀行錢莊銀號等所購置之內債，爲數若干，因缺乏統計，不得確額，但按二六〇、〇〇〇、〇〇〇元計算，恐不過多。

上述兩數共計五二〇、〇〇〇、〇〇〇元，除此數外，債券之不在

銀業界之手者，祇一二七、〇〇〇、〇〇〇元。假設國內商店公司學校團體投資內債以資生息或充保證之用者爲五〇、〇〇〇、〇〇〇元，吾國國民之投資於內債者爲五〇、〇〇〇、〇〇〇元，洋商人民購置之數爲一五、〇〇〇、〇〇〇元，再將此數劃出，則債券籌碼之得在市面流動者，爲數極微，祇六七百萬而已。

債券流動籌碼之短絀如此，而債券巨額投機復如前述，無怪投機者，每空必補，債市跌而復起，予賣空者重大之損失也。

最近立法院所通過之儲蓄法，其中有儲蓄銀行，應以儲蓄存款總額四分之一之中央債券，存儲中央銀行，以保證還債存戶之規定，此項規定，勢將增加公債之需求，將來洋商銀行之在吾國營業者，我政府對於債券保證，有無同樣之規定，似屬時間問題，勢在必行之事也。

總結

總上推論，時局如無國際上之意外變動，內部至少可得短期安定。財政或可於其匪肅清之後，減少軍費，日趨康健。金融夏間恐更鬆濫，運用資金益感困難。債市前途難免再見高峯。其適當高變，應在收息等於年息八厘，上下之間。

裁兵公債市價表

年	份	月	份	市		價	高低差額
				最	高		
二十一年	一	月	份	七五·四〇	七〇·四〇	五·〇〇	
	二	月	份	七八·五〇	七三·九〇	四·六〇	
	三	月	份	七八·五五	七五·〇〇	三·五五	
	四	月	份	八〇·〇五	七六·六〇	三·四五	
	五	月	份	七七·八〇	六七·七〇	一〇·一〇	
	六	月	份	七八·〇〇	六六·七〇	一一·三〇	
	七	月	份	七九·〇〇	七〇·六〇	八·四〇	
	八	月	份	七五·一〇	七二·二〇	二·九〇	
	九	月	份	七三·五〇	六二·五〇	一一·〇〇	
	十	月	份	六五·二〇	四七·七〇	一七·五〇	
	十一	月	份	五八·四〇	四五·五〇	一二·九〇	
	十二	月	份	五八·一〇	四七·二〇	一〇·九〇	
二十一年	一	月	份	四七·〇〇	三五·五〇	一一·五〇	
	二	月	份				
	三	月	份				
	四	月	份				
	五	月	份	五一·三〇	三九·〇〇	一二·三〇	
	六	月	份	五三·一〇	四七·八〇	五·三〇	
	七	月	份	五〇·一五	四一·一〇	九·〇五	
	八	月	份	四五·二五	三九·九〇	五·三五	

東方雜誌 第三十一卷 第十四號 我國內債之觀察

九	月	份	四六·五〇	四三·八〇	二·七〇
十	月	份	五〇·一〇	四四·九〇	五·二〇
十一	月	份	五八·八〇	四九·九〇	八·九〇
十二	月	份	五九·八〇	五一·三五	八·四五
二十二年	一	月	四九·八〇	四三·五五	六·二五
	二	月	五二·八〇	四七·七〇	五·一〇
	三	月	五四·七〇	四七·六〇	七·一〇
	四	月	五五·六〇	四九·九〇	五·七〇
	五	月	五七·五五	五一·八〇	五·七五
	六	月	六五·八〇	五六·二五	九·五五
	七	月	六九·二〇	六三·九〇	五·三〇
	八	月	六七·七〇	六五·一〇	二·六〇
	九	月	六七·六〇	六三·五〇	四·一〇
	十	月	六八·七〇	六二·二〇	六·五〇
	十一	月	六五·三〇	五四·〇〇	一一·三〇
	十二	月	六一·五〇	五一·八〇	九·七〇
二十三年	一	月	六七·四五	五九·六五	七·八〇
	二	月	七〇·四五	六六·二五	四·二〇
	三	月	七三·七〇	六九·二〇	四·五〇
	四	月	七五·一五	七一·三〇	三·八五
	五	月	七四·六五	七二·一〇	二·五五
	六	月	七八·六〇	七三·三五	五·二五