

張素民著

白銀問題與中國幣制

商務印書館發行

張素民著

白銀問題與中國幣制

商務印書館發行



80751286

序

美國的白銀政策造成我國年來的金融緊縮和恐慌，到新幣制頒布之後，已告一結束；而我個人對於這個問題的討論，也可告一結束。我自去年十月底以來所發表在各雜誌上關於此問題的十四篇文章，雖則內容或者欠妥，然主張是一脈相承，始終一貫；而且我所預測的事變之方向，大都經後來的事實證明。我國近年的幣制問題，是始於白銀問題，暫且終於新幣制，將來必終於金匯兌本位或金本位。而我這十四篇文章，恰巧第一篇是關於白銀問題，末尾一篇是關於新幣制與金匯兌本位。所以我把這十四篇略加修正，彙刊成帙，叫做「白銀問題與中國幣制」。

貨幣理論，是經濟理論之一部分；有許多經濟學上的基本概念，是攻貨幣問題者必具的常識。例如什麼是健全通貨？什麼是通貨膨脹？什麼是通貨緊縮？什麼是貨幣的購買力？什麼是白銀價值？什麼是貨幣本位？這些及其他類此的問題，我們必先弄明白，纔可進而討論關係整個經濟的幣制

問題。否則必糾纏不清，愈討論愈糊塗。我在這部書中對於這些基本概念，言之不厭其詳。所以我希望這部書不僅可爲我國幣制史之一頁，而且可爲留心貨幣理論者之參考！

我在這裏要特別感謝的，是樊仲雲先生。因爲這書中發表過的十四篇文字，有十二篇是發表在他主編的文化建設月刊上，都是應他的請求而作的；題目也大都是他指定的。假如他去年十月沒有叫我寫白銀問題的文字，今年沒有叫我寫金融問題的文字，我恐怕不會忙中抽閒來寫的。換句話說，若不是因樊仲雲先生的敦促，本書就根本無從發生。至於我所受益的中外學者，人數頗多，大都見於我的引文和註解中。此外，我對於許我刊印我的文字的文化建設月刊社、東方雜誌社、綏月刊社都表示謝意。

張素民，民國二十四年十二月除夕。

目錄

第一章 白銀問題之檢討……………一

一 十九世紀中之白銀問題……………一

二 歐戰期中之白銀問題……………四

三 戰後之白銀問題……………六

四 一九三一年以來之白銀問題……………七

五 我國之應付方策……………一二

第二章 怎樣解決幣制問題……………一八

一 銀本位之崩潰……………一八

二 銀本位之放棄……………二二

三 放棄了銀本位又怎樣……………二二

四 入超問題又怎樣……………二五

第三章 中國金融問題之癥結及其對策……………二七

一 癥結之所在……………二七

二 救治之方策……………三二

(1)健全通貨之意義 (2)通貨膨脹之意義 (3)通貨膨脹之方式

(4)膨脹政策與緊縮政策之比較 (5)中國今日之通貨緊縮及其必

然趨勢 (6)採取通貨膨脹政策的必要 (7)反對論調的答覆

第四章 中國金融問題解決方案之商榷……………四四

一 關於銀本位放棄問題之爭點……………四五

(1)希望美國放棄購銀政策不是辦法 (2)認入超爲白銀外流之原

因是一種誤解 (3)在銀價高漲之下不放棄銀本位而擴充信用提高

物價是極危險的一件事 (4) 分消費品的入超與生產品的入超之不當 (5) 利用外資是不一定要借外債 (6) 美國的購銀政策是我們應放棄銀本位的根本理由

二 放棄銀本位後之爭點……………五十四

(1) 銀本位放棄後我們的國際貿易和國際收支必發生變動 (2) 銀本位放棄後我們的通貨必與一種外幣相聯 (3) 管理通貨制下必有匯兌安定基金以維持匯價 (4) 我國放棄銀本位必於集中現銀後減低銀元成色

第五章 世界銀價與中國金融恐慌……………六十五

第六章 增加籌碼與金融緊縮……………七〇

第七章 美國的白銀政策對於中國金融果無影響嗎……………七三

一 金融緊縮與鈔票發行額……………七十四

二	金融緊縮與物價漲落	七六
三	金融緊縮與外匯行市	七九
四	金融緊縮與白銀流出	八二
五	金融緊縮與鈔票準備金	八八
六	金融緊縮與國外貿易	八九
七	金融緊縮的其他影響	九〇
八	結論	九一
第八章 貿易入超與外人投資		
一	有形貿易入超之必要	九三
二	增加無形出口貿易之方法	九四
三	如何促進外人的自動投資	九七
四	結論	九九

第九章	銀價與金銀比價	一〇一
第十章	金融市場紊亂的一月中之經濟變動	一〇五
一	中國經濟變動之由於意阿戰爭的影響者	一〇五
	(1) 出口貿易上應有的變動	
	(2) 物價上的變動	
二	中國經濟變動之由於幣制搖動和時局嚴重的影響者	一一〇
	(1) 標金外匯市價之變動	
	(2) 公債市價之變動	
三	中國經濟變動之由於金融緊縮的影響者	一一五
	(1) 銀行存底之漸減和放款之收縮	
	(2) 工商業之倒閉	
四	結論	一二七
	(1) 貶低幣值與安定幣制之必要	
	(2) 廢除省統制經濟和採用新生 產方法之必要	
第十一章	幣制改革之意義及其影響	一二一

- 一 改革幣制的原因……………一二一
- 二 改革幣制的意義……………一二四
 - (1)放棄銀本位 (2)非濫發紙幣政策 (3)白銀國有和『銀條文』的取銷 (4)採用管理通貨
- 三 改革幣制的影響……………一二八
 - (1)一般物價上漲刺激農工商各種企業之發展 (2)國幣匯價降低促進出口貿易和誘致外人投資 (3)農民及一般債務者受幣制改革的利益較多 (4)薪俸與工資階級雖略受物價上漲的損失然易謀職業可免失業之苦 (5)我國幣制改革予美國白銀政策以一大打擊
- 四 今後之問題……………一三二
 - (1)嚴禁奸商擡價居奇問題 (2)輔幣問題 (3)收集民間存銀問題 (4)嚴禁偷運白銀出口問題 (5)安定物價和外匯問題 (6)

籌劃減低銀元成色以爲實行金匯兌本位準備問題

第十二章 幣制改革與貨幣本位……………一三六

第十三章 新幣制施行後第一月中之經濟變動……………一四一

一 出口貿易上和物價上的變動……………一四二

(1) 出口貿易的增進 (2) 一般物價的上漲

二 金融市場上的變動……………一四八

(1) 標金和外匯市價之安定 (2) 公債市價之上漲 (3) 公司證券

市場之活動 (4) 鈔票準備之集中

三 其他的變動……………一五七

(1) 英大使頒布禁付現銀條例 (2) 香港放棄銀本位 (3) 美國購

銀政策的搖動

四 結論……………一五八

第十四章 新幣制與金匯兌本位……………一六一

一 金匯兌本位的意義……………一六二

二 金匯兌本位制的前驅……………一六四

三 金匯兌本位制的發展……………一六六

四 新幣制應借鑒之點……………一七一

附錄……………一八一

一 財政部改革幣制布告……………一八一

二 孔部長貨幣政策宣言……………一八四

三 宋子文貨幣改革談話……………一八七

四 發行準備管理委員會章程……………一九〇

五 兌換法幣辦法……………一九二

六 銀製品用銀管理規則……………一九五

七	運銀請領護照辦法及取銷各項法令案由	一九八
八	輔幣條例	二〇二
九	發行準備管理委員會檢查準備規則	二〇三
十	世界銀價低落與中國新幣制	二〇六
一	世界銀價的下落	二〇六
二	銀價下落的理由	二一〇
三	美國白銀政策與中國新幣制	二一二
四	銀價低落中之外匯標金與物價	二一五
五	結論	二二二

白銀問題與中國幣制

第一章 白銀問題之檢討

今日全世界注目的白銀問題，到底是怎麼樣一回事？白銀的貴賤，究竟對於我國的利害是怎樣？我國的救濟政策應該是什麼？這些問題，都是我們亟想知道的。本文即是根據我個人的見解，試爲解答這幾個問題。

一 十九世紀中之白銀問題

白銀問題，不自今日始。在世界貨幣史上，——尤其是在美國貨幣史上，——早已有過的。歐美各國在行金本位之前，都是採用金銀複本位。在十九世紀中，他們先後改行金本位，白銀之貨幣的

用途減少。加以美國西部各州發現新的銀礦，印度對於白銀的需要減少。故白銀之價值下落，例如美國在一八七三年停止銀元之自由鑄造，而在一八七三年至一八九三年間，銀價遂由一元三角（美金，下同）一翁斯，落至六角四分一翁斯。在一八七三年以前，金銀比價，總在一與十六或一與十五之間。一八九五年金銀比價竟爲一與三一·六〇。

美國南方各州爲產銀之區。銀價這樣低落，是於他們不利。於是代表這些州的國會議員，倡議政府維持銀價之說，竟使國會在一八七八年通過卜來阿利生法（The Bland Allison Act），在一八九〇年通過蕭門法（The Sherman Act）。這兩個法律都是購買白銀的法律。一八七八年的購銀法規定：美國財政部每月應購價值二百萬元至四百萬元之銀塊。鑄爲有法償之銀元。自一八七九年起每年鑄了二千五百萬銀元，繼續至十二年之久。一八九〇年的購銀法規定：美國財政部每月應依市價購買白銀四百五十萬翁斯，其經費由財政部發行有法償之鈔票充之。此種鈔票可以兌換金或銀。

這兩個購銀法的結果，使美國鑄了五萬七千六百餘萬銀元。其中只有八千萬元，流通於市面，

餘額由「銀券」(silver certificates) 代表在外面流通。所有銀元和銀券，在法律上與金元同。然這樣提高銀價，增加銀幣，畢竟逃不出「惡幣驅逐良幣」之法則。從一八九一年以後，美國的現金輸出日多，政府的金準備日少，造成一八九三年的金融恐慌。這年美國廢除一八九〇年蕭門法的購銀條款。

但白銀派仍不甘屈服，力倡銀幣的自由鑄造和無限制鑄造之說。一八九六年的總統選舉競爭，白銀問題居然成爲一政策問題。選舉結果，白銀派失敗。經過數年的討論，一九〇〇年金本位法成立，美國遂由跛行本位，而入單金本位時期。然以前鑄的銀元和銀券，仍與金元平衡，一九一三年的聯邦準備法並再行承認之。銀元銀券，雖非法償，然可供繳納租稅之用，理論上雖不能兌換黃金，然實際是可以兌換的。

以上是美國在十九世紀下半期所鬧的白銀問題。可見美國政府之購買白銀，在剛廢除複本位之後就有之。我們明白了這個歷史背影，自然容易瞭解美國今日之購銀政策。然我們在講到今日的白銀問題之先，必須論及歐戰期中及戰後之白銀問題。

二 歐戰期中之白銀問題

在歐戰期中，銀價高漲，竟高出美國銀元的平衡金價。在一九一九終，銀價爲美金一元三角七分半，在一與十六的比例之下。這是一八七三年以來第一次的最高價。其原因很多，然以印度情形爲最重要。在歐戰時期，印度的銀盧比缺乏。協約國向印度購買貨物，擴充了印度的內地貿易，使交易媒介的需要增加。同時印度政局的不寧，釀成人民不信任紙幣的心理，於是大家爭兌銀盧比。印度政府爲應付這種環境起見，曾向中國購買白銀。然中國的來源不久亦竭。印度政府遂轉託英國代向美國購買白銀，當時美國共有銀元五萬六千八百萬元。美國應印度之請，在一九一八年四月，頒佈畢特門法 (The Pittman Act)，規定財政部長可熔毀銀元，運銷出口，但不得超過三萬五千萬元，於是美國運銷白銀與印度，幾達一年之久，共售出二萬六千萬銀元，價格爲一元零一分半一翁斯。

後來印度對於白銀的需要減少，而中國在歐戰期中，貿易出口加多，人超減少，雖以前因印度

之收買及國際對華投資之縮減，白銀出口頗多，然到此時，已開始運銀入口，美國和加拿大，爲保全國內存銀計，曾一度禁止私人運銀出口。然此項禁令，在一九一九年春季即取銷。一九一九年底，銀價爲一元三角七分半一翁斯，上面業已提到。然因遠東對於白銀的需要減少，銀價又漸落，一九二〇年五月，即爲一元一翁斯。

畢特門法又規定賣出之銀元，應由政府購買國內新產之銀以補充之，定價爲每翁斯一元。但政府所購之銀量無多，銀價並未因此而提高。這是美國政府第二次購買白銀。

以上是講歐戰期中，銀價高漲，以一九一九年爲最甚。然有一事須爲我們所注意的，卽在這銀價高漲期中，中國竟能增加出口貿易，雖在一九一四至一九一七的四年間，有白銀之流出，然至一九一八年後，卽轉爲白銀之輸入。這是因爲世界物價與銀價同時高漲的緣故。世界物價的高度，如與銀價同，或在銀價之上，這是於中國無害。歐戰期中之銀價高漲，並無害於中國，卽是一個很明顯的例證。

三 戰後之白銀問題

世界銀價，自一九二〇年後，就逐漸下落。而以一九二七年以後爲尤甚。因爲印度在一九二五年採行金本位，自一九二七年起，就將熔毀的銀幣，逐年賣出。截至一九三二年底止，共賣出一萬五千五百二十萬翁斯。安南在一九三〇年改行金本位，並從一九三一年起，發售白銀，截至一九三二年底止，共賣出二千八百四十萬翁斯。再把歐洲美洲各國賣出的白銀合併計算。從一九二〇年至一九三二年，世界各國政府和中央銀行賣出由銀幣熔毀的白銀，共爲五萬四千一百五十萬翁斯（註一）。

剛纔舉的事實，卽是一九二七年以後銀價日落的重大原因。就中國言，銀價落，卽幣價低，物價高。同時，世界金價日高，尤其是在一九二九年恐慌發生以後。於是用金各國之幣價日高，物價日低。就中國的外匯言，自然我們的銀幣日低，各國的金幣日高。加以依據經濟原則，中國物價之高，遠不如國幣匯價低落之速；各國物價之低，也遠不如金幣匯價高漲之速（指其對銀本位或紙本位國

言。這是於中國的出口貨有利，於金本位國的出口貨有害。所以一九一八以前，各國經濟衰敗，而中國——至少各通商大埠——的工商業，還覺着繁榮。這是中國受着世界銀價低落的利益。

歐戰中世界銀價高，但同時世界物價高，所以世界白銀的購買力（即白銀與其他貨物的比例）無變動，中國沒有受着「通貨緊縮」的害處。一九二七年後世界銀價低落，但世界物價沒有同樣低落。（在一九二九年，各國還在繁榮時期，物價自高。即恐慌發生後，一般物價之低落，仍不如銀價之甚。）（註二）這是世界白銀的購買力低落。於是中國的物價上漲，被動的得着「通貨膨脹」的利益。

四 一九三一年以來之白銀問題

一九二七年以後，世界白銀的購買力日落，一九二九年以後世界黃金的購買力日高，已如上面所述。於是各金本位國受着通貨緊縮的害，中國獨受着通貨膨脹的利。各國自然要尋出路。從一九三一年末到一九三二年間，英、日、瑞、挪、威、芬、蘭、加、拿、大、澳、洲各國，遂相繼放棄金本位，所以從一九

三一年終起，白銀的購買力漸漲。我國銀幣對紙幣國的匯價跟着漸漲。

然在一九三一年至一九三二年間，美國還維持着金本位。所以白銀的購買力，在英美還不一致。英國廢除金本位後的頭幾個月，銀價高漲，速於一般物價，而一九三二年美國銀價的低落，速於一般物價。所以白銀的購買力，在英國很高，在美國很低。大概在英國高的太快，從一九三三年起，英國白銀購買力，隨物價而比較的安定。所以中國的白銀購買力，雖從一九三一年下半年起，逐漸增高（即物價逐漸低落），然在一九三一到一九三二年，不如英國之速，在一九三三年，則與英國相同（註三）。

一九三三年四月美國也放棄金本位。其物價立漲，而以銀價及其他「基本物品」的價格爲更速。是以美國的白銀購買力也增加。從此，白銀的購買力，在英美和中國大致相同。

有人說：英美的銀價漲，是以紙幣計算，苟折合黃金，還是沒有漲。這話似乎不錯，然白銀的購買力，在用金國或用紙國，是以銀價和一般物價的比例爲標準。如銀價高於一般物價，即是白銀的購買力漲，即是銀價漲。這一漲，是我們應聲明的。

中國爲用銀國，銀價或白銀的購買力，即與物價爲反比例，這是很容易明白的。中國從一九三一年下半年起，物價日落，雖有九一八所引起的東北問題及其他原因，然中國銀價隨着世界白銀的購買力而日漲，實爲一重大原因。

從各國放棄金本位後，中國銀幣對他們通貨的匯價日漲，這是直接阻礙中國的出口貨，間接促進我國國內物價的低落。因爲我們的貨物不能暢銷國外，自然更要落價。再從他一方面來講，各紙幣國的通貨對國幣的匯價日落，這是直接獎勵外貨輸入和資本逃出。近年來國際收支入超之日增，這是一個極重大的原因。凡注重減少國際收支入超的人，不能不注意這個貨幣價值問題。各國之放棄金本位，和下面要講的各國之維持銀價，其重要原因，也就在此。

各國放棄了金本位，還嫌不足擴充對華貿易，於是在去年七月二十二日，世界經濟會議，經美國白銀派畢德門的鼓吹，成立一白銀協定，今年二三月間已經訂約各國的政府的批准。這協定規定在最近四年中，印度售出之銀量，不得超過一萬四千萬翁斯；西班牙售出之銀量，不得超過二千萬翁斯；中國不得熔毀銀幣發售；凡產銀各國如澳洲、波利維亞、加拿大、墨西哥、秘魯和美國等，共須

收買自產之銀一萬四千萬翁斯，並不得將出產之餘額售諸國外。這協定的目的，是明明在維持銀價或白銀的購買力。今年中國批准時，幸而加了一個但書。大意是中國政府如認為本國幣制受妨害時，保留自由處置之權。實則我國對於這個協定，可以不批准的。

美國為壓低幣價，提高物價計，除了運動成功一白銀協定以外，還採用購金和購銀的政策。從去年下半年到本年上半年，力行購金政策。其提高黃金的紙幣價格，即為壓低幣價的一種方法。例如今年一月成立的金法案規定美元為以前金元百分之五九·〇六，金價為每翁斯三十五元。如認為不足，可減低美元至以前金元百分之五十，提高金價為每翁斯四十元三角四分。

美國從今年六月迄今，就力行購銀政策。購金雖未停止，然偏重購銀一方面。當美國在今年三月底批准白銀協定之後，固即開始購買國內自產之銀，價格為六角四分半一翁斯，預備每年購買二千四百萬翁斯。然這不過限於國內自產之銀而已。從六月十九日銀法案頒佈以後，就在國內外市場購銀。這個法案規定：美國通貨的金屬準備，白銀應占百分之二十五（原只占百分之十二）；財政部得在國內外購銀，價格以每翁斯五角為限，凡買賣白銀獲利者，應納其利潤之百分之五十。

的印花稅；政府得將人民私有之銀，隨時出價收歸國有。這個法案公佈不及十日，美國政府更禁止白銀出口。惟在數種例外，人民得請求政府發給執照，准許出口。

到了八月九日，美國政府更進一步，實行將人民私有白銀，依每翁斯五角〇一厘的價格收歸國有。政府將依所付之代價，發行紙幣，但對於收買的白銀估價，得定為每翁斯一元二角九分二厘九毫。其重要目的有三：（一）使美國視銀為貨幣，向世界市場購買，增加通貨準備金，而因此造成世界銀價之高漲。（二）外國政府將因此出賣美元，美元必落價，於是其購買力必減低。（三）世界銀價高漲，使用銀國的製造品——尤其是紡織物——的價格在世界市場上，不能與美國貨的價格競爭。（註四）因此，八月以來，世界銀價因美國大規模的收買，繼續猛漲。至本月間，竟高過一九三一年倫敦最低銀價及一九三二年紐約最低銀價之一倍。說者或謂此最低銀價為金，今之最高銀價為英美的紙幣。然今日英美的物價並未高過一九三一年及一九三二年的物價之一倍。這為世界白銀的購買力增加無疑。我國若聽其自然，則我國之物價必更落也無疑。此白銀問題之關係我國者一。同時，本月十五日（是日實行白銀出口稅）之前，我國銀幣對英美匯價更猛漲。這是利

於我國的進口貨而不利於我國的出口貨，前已言及。故就對外貿易言，我國也不能不籌應付之法。此白銀問題之關係我國者二。加以世界銀價上漲，外國銀市居先，國內銀市常較緩。因此 1928 年，投機商人，自可專運白銀至英美銷售，以謀賺錢。所以我國年來白銀出口之多，絕非完全由於貿易上之入超。像這樣的大量流出，大有搖動我國的通貨準備之危險。此白銀問題之關係我國者三。

綜括起來講，一九三一年以來之白銀問題，最初係由各國放棄金本位，提高物價，以致銀價之高速於一般物價，而同時對用銀之匯價低落。繼則由各國訂立白銀協定以維持銀價而防止其低落。再則由美國勵行購銀政策和收白銀國有，明白的以提高銀價爲目的，遂更使銀價高漲。結果，中國的幣價高，物價低；中國的匯價高，國際收支入超多；中國的白銀流出多，通貨準備金動搖。

五 我國之應付方策

今日白銀問題的意義，上面已經說明。至我國究應如何應付，則意見頗不一致。顧季高先生早倡禁止白銀出口之說，曾有人反對之（註五）。後來顧先生又略示改行金本位之議，又有人懷疑之。

今年上半年輿論已集中在徵收白銀出口稅一端。且聽說銀行家也贊成這個辦法。但政府還很慎重，直到美國將白銀收歸國有以後，在九月間，向美國提出照會，探詢美國白銀政策的究竟，並告以中國受着銀價高漲之害。等到美國的空洞答覆收到之時，就宣佈從本月十五日起徵收白銀出口稅。規定一固定的稅率爲百分之七·七五，鑄幣費爲百分之二·二五，另加平衡稅；其稅率得從倫敦銀價折合上海匯兌之比價與中央銀行當日日照市核定的匯價相差之數中，減去上述百分之七·七五之差數（註六）。百分之二·二五的鑄幣費，在平日大條寶銀等出口時，早已徵收之，而在現洋出口時，則免收之，現在仍照這個辦法。

自實行徵收白銀出口稅以來，至今不過兩星期。其性質若何作用若何據我個人的見解，可分爲下列數端來討論。

第一白銀出口稅的用意，很明顯的是在防止白銀出口。就其效果言，與禁止白銀出口一樣。所不同的，白銀出口稅表面上較和平，可以免除商民的驚慌。但有人以爲這兩個辦法，根本不同，即禁銀出口時，政府也不能運銀出口。而行白銀出口稅時，政府仍可自由運銀出口，即商人不爲謀利計，

照納出口稅，還是可以運銀出口。不知通常所謂「禁止出口」(embargo)，即是禁止私人運貨出口，而政府本身不在此例。如美國去年之禁金出口是。甚或政府特設例外，特許商民運出，如美國今年六月底之禁銀出口是。所以白銀出口稅與禁止白銀出口，沒有什麼根本不同。從此專運白銀出口而售諸外國市場以謀利的事，可以消滅，通貨準備金可以保存。這是對於前述白銀問題關係我國的第三點之救濟。

第二，白銀出口稅的目的，固在防止白銀出口，然其作用，即在壓低國內銀價，使之與世界銀價脫離關係。國內銀價可不至隨世界銀價而猛漲。然吾國爲用銀國，壓低國內銀價，卽爲壓低吾國幣價，提高吾國物價。這就是通貨膨脹的一種方法。從此吾國的白銀的購買力可漸低，物價可漸高，乃爲應有的趨勢。這是對於前述白銀問題關係我國的第一點之救濟。

但今之論者，有贊成白銀出口稅而同時反對通貨膨脹者。是只知濫發紙幣爲通貨膨脹，而不知壓低幣價卽是通貨膨脹的真義。濫發紙幣，擴充信用，美國的購金購銀等，都是壓低幣價，都是通貨膨脹。中國今日由徵收白銀出口稅而壓低幣價，自然也爲通貨膨脹。

第三，我國銀價既因白銀出口稅而不隨世界銀價上漲，則國幣對外匯價自落。自施行白銀出口稅以後，英鎊美元立漲，即是事實的證明。這是於吾國的出口貨有利，而於吾國的進口貨有害，不失為減少入超之一切實辦法。即是前述白銀問題關係我國的第二點之救濟。

有人倡『購買國貨』以求減少入超者。然這個標語，用着普通愛國的運動則可，用作解決入超的問題，則未免失之籠統空泛。因為勸人購買國貨，怎樣進行呢？組織『跪哭團』已不是切實的辦法。購買外貨者罰，恐怕更不切實。我不是反對國貨，乃是求有效的提倡國貨。我認爲有效的提倡國貨，只有『推銷國貨』的標語可以辦到。推銷國貨，不僅是推銷於國內，而且推銷於國外。推銷國貨於國外，方爲減少入超之正當辦法。徵收白銀出口稅，壓低國幣價值，即爲推銷國貨於海外之一種方法，其他推銷之法，在生產者改良品質，減輕成本和施行推銷術與廣告術。吾國欲競銷國貨於世界市場，除壓低幣價之外，非從此三者着手不可。只盼顧客買貨，係屬舊式經商方法；舊式商人只知 Things are bought，吾國今日一般商人的觀念，還是這樣。自己推銷貨物，乃爲現代經商方法；現代商人只知 Things are sold，今日外國商人的觀念，都最如此。所以『推銷國貨』的標

語，是與『購買國貨』的標語大不同。

第四，白銀出口稅之最後成效如何，頗不易言。因爲前提甚多：（一）須視政府能否禁絕私運白銀出口。如白銀私運出口之事不能禁絕，則吾國銀價仍有高漲之可能。（二）須視外匯平市委員會平市之能力如何。聞外匯平市基金，只有國幣一萬萬元。若外商銀行有意搗亂，則此數耗盡不易。（三）須視各國之反動如何。如各國因吾國徵收白銀出口稅，壓低吾國幣價，可更壓低各該國之幣價，——尤其是各該國對吾國之匯價，——則吾國白銀出口稅將失其功效。因此種種，吾國政府，一面應嚴禁白銀私運出口，一面應善用其平市工作，一面對平衡稅之徵收，應特別慎重，不可操之太激。

我已把白銀問題的歷史，從頭至尾，講了很多。并把一九三一年來之白銀問題，說的更詳。如各國之放棄金本位和提高銀價的理由，和銀價提高對於吾國之利害關係等，已說的不少。并把吾國應付之方策，詳加討論。然白銀出口稅，只爲一時救濟之策。若認中國的幣制問題，從此解決，則爲大

謬，白銀自身之前途如何，吾國究應採用何種本位及何種幣制政策，皆有待於詳細之討論。以後有暇，當與讀者商榷之。

(註一)這些數目字，是根據紐約 Messrs Handy & Harman 所發行的報告，為歐愛德所引證，見其“The Exchange & Financial Markets,” Finance and Commerce, Shanghai, July 19, 1933.

(註二)當物價上漲或下落，所謂『基本物品』(Basic commodities)如銀、麥、鐵、煤、棉花等，其漲落速於其他物品。如英國在一九三〇及一九三一年間，美國在一九三一年間，銀價的低落速於一般物價。關於這點，請參看 A. B. Lewis and L. L. Chang, Silver and the Chinese Price Level, 1933. University of Nanking.

(註三)參看 Lewis and Chang, op.cit, pp. 6-8

(註四)見聯合通訊社八月九日電，上海英文大美晚報八月十日。

(註五)顧之原文為英文，題為“The Silver Problem and China's Economic Plight,” 載在 Finance and Commerce, Shanghai, May 17, 1933.

(註六)關於平衡稅的算法，請看楊蔭溥徵收異稅與我國幣制，銀行週報第十八卷第四十一期。

二十三年十月二十九日(錄自二十三年十一月份文化建設月刊第一卷第二期)

第二章 怎樣解決幣制問題

中國有五千年的歷史，確是世界上最老的國家；但中華民國到了一九三五年，還只有二十四年，也是世界上較幼的國家。我們若以老大哥自命，則我們早有了宮室衣裳的時候，西洋人還在那裏穴居野處。我們若以小兄弟自命，則各國早由大學畢業自立起來，把家庭弄得很好，在社會上當有力的紳士，而我們真是還在小學中，比較起來，落後得很。可是中華民國已滿二十三歲，進到二十四歲，實達成年自立的年齡；我們自立，就要把應做的事，一件一件的做起來。我們應做的事很多，請專談幣制問題。

一 銀本位之崩潰

世界上，只有中國一國還是保留着銀本位制。白銀在各國都為貨物。而在我國獨為貨幣。於是

世界銀價的漲落大有影響於我國的物價。我國的通貨緊縮或膨脹，就無形中操之於人。我們受的影響是膨脹，我們就得着利益；我們受的影響是緊縮，我們就得着害處（註一）。像這樣，通貨緊縮或膨脹之權，不能操之自我，即是我們的銀本位制根本不能立足的地方。銀本位之崩潰，此其一。

近數月來，我國政府鑒於美國之人爲的提高銀價，以致我國白銀外流過多，就想逐漸統制我們的銀本位。其統制之法，即是徵收白銀出口基本稅和平衡稅。基本稅爲百分之七·七五（鑄費百分之二·二五不在內）是一種普通出口稅。有統制作用的，全在平衡稅。平衡稅的稅率，依原來的目的，是要等於倫敦銀價與上海銀價（加基本稅率）之差額。因爲這樣一來，可使運銀出口者無利可圖，其效果等於禁銀出口。然海外的銀價愈高，中國的銀價，因平衡稅的關係，必愈較低；於是海外銀價與中國銀價之差額必更大，平衡稅率必更高，偷運出口的利益必更多。如果我們能絕對禁止偷運出口，則這個辦法，確是統制銀本位之一重要方法。但是我國的海岸綫很長，香港大連和山海關以外，又非我主權所能及。絕對禁止白銀的偷運出口，實難辦到。於是外匯平市委員會每日對於平衡稅率的製定，就不依照原來的公式，而故意的減低，武斷的決定了。所以自徵收平衡稅以

來，只有頭幾天，平衡稅率，到過百分之十以上，後來都在百分之十以下，多盤旋在百分之六七間。像這樣，平衡稅就與基本稅一樣，同爲一種普通出口稅，完全失掉禁銀出口的原來目的。因爲平衡稅不隨海外銀價的高漲而增加，則運銀出口者，納了基本稅和平衡稅，還有利可圖，必繼續運銀出口；結果，只減少偷運，替國庫增加一點收入而已。所以藉平衡稅以禁止白銀出口的貨幣政策，變了隨意徵收白銀出口稅，以增加國庫收入的租稅政策。

因此，自我們徵收白銀出口稅以後，我們輸出的白銀，並沒有特別減少。據美國商部最近的報告，美國十一月份中，共輸入白銀計一千五百多萬美元，其中有值七百五十餘萬美元的白銀，是來自中國（註二）。所以到了現在，事實給我們的教訓，是平衡稅高，則白銀之偷運出口者多；平衡稅低，則白銀正式出口者多。所以藉白銀出口稅以統制銀本位的辦法，已經失效，銀本位之崩潰，此其二。說者有謂白銀出口稅既無效，實行宣佈禁銀出口，則何如？不知白銀出口稅與禁銀出口，實一而二，二而一。出口稅無效，禁止出口，亦當然無效。何以故？偷運故。苟無偷運，則提高平衡稅，使之等於倫敦銀價與上海銀價之差額，即等於禁銀出口。然提高平衡稅既獎勵偷運，則禁銀出口，也是一樣。

我國爲世界上惟一無二的銀本位國，致我們的幣價，時受世界銀價變動的影響，既如彼；我國欲行統制銀本位，徵收白銀出口稅，或禁止白銀出口，其無效，復如此，然則我們怎麼樣？據我的意見，我們應放棄銀本位制。

二 銀本位之放棄

據上所述，海外銀價高漲，我們無法阻銀出口，壓低國內銀價。白銀出口稅已失敗，禁銀出口，必同樣失敗，而銀價高漲之趨勢，將成爲永久的。因美國政府之目標，是要把世界銀價提高到每翁斯爲美金一元二角九分。現在市價，不到美金六角。白銀在市價美金五六角一翁斯時，我們的白銀，已大量流出；等到世界銀價到美金一元二角五分一翁斯時，我們的白銀，必將流出更多。在這個時期中，我們既無法阻銀出口，則白銀流出再多一點，各銀行的鈔票準備必動搖。此時，我們縱不欲放棄銀本位，而銀本位將放棄我們。換句話說，我們必無法維持銀本位，我們必被迫而放棄銀本位。現在的問題，是我們還是聽其自然，等到將來被迫而放棄銀本位呢？還是早一點拿出辦法，自動的放

棄銀本位呢？據我看來，凡事與其出於被動，不如出於自動。前者之代價大，後者之代價小。所以我們趁早自動的放棄銀本位，是我們應有的貨幣政策。

三 放棄了銀本位又怎樣

照上面所說，我們應該趁早自動放棄銀本位。但放棄銀本位後，我們就用紙本位呢？還是採用金本位呢？採用金本位，不是我們的力量所能做到；用無辦法的紙本位，危險實大。據我個人的意見，我們應行金匯兌本位制，即俗所謂虛金本位。依這個辦法，國外匯兌用金，國內照常銀，但在過渡時期，可專用鈔票；而國幣（銀幣，或鈔票）與黃金，必規定一最高限度的交換比例。或者說：國內既照常銀，白銀流出不止，豈不還是要走到完全的紙本位一條路上去嗎？不知在金匯兌本位之下，白銀之是否流出，就以銀幣名義價值之高低為轉移。假如我們所規定之銀幣價值，高於市價，即把銀價擡高在世界銀價之上，則白銀流入的必多，流出的必少。例如近來倫敦銀價約為二十三便士強，紐約銀價約為美金五角強，依美國政府的政策，要使將來的銀價倍於今日，則我們可暫依美金

一元二三角一翁斯的標準，來定銀幣的名義價值。是白銀在中國的購買力，必遠高於其在任何他國。這是順着美國的趨勢，把銀價更擡高一點。但銀價高，中國的物價必更低。這話是對的，可是我們既把金銀比價定得很低，我們自必同時減低銀元成色。假定我們把銀價提高百分之四十，我們必把銀元貶值百分之四十。銀價提高，銀元貶值，則物價不會變動，至少，只會上漲，不會下落。不過在過渡時期，我們必先將現銀和銀元收歸國有，停止鈔票兌現。中央銀行應發行新鈔票（即每元只值六角之鈔票），兌換各銀行發出之鈔票。在這個時期，可以說是近於紙本位，然不是完全紙本位；因為國外匯兌，是以金計，人民可以新鈔票買外匯。這個辦法所包括的問題很多，然就大體言，牠有下列各手續：

- (1) 將白銀收歸國有，停止各銀行鈔票之兌現。
- (2) 規定外匯用金，國內用銀，但暫時用紙。并規定通貨（銀幣與紙幣）與黃金（或金本位國之匯票）之最高限度的交換比例，以供國際支付之標準。
- (3) 將銀元貶值若干成，由中央銀行發出新鈔票代表之。限期將舊鈔票一律收回。

(4) 熔毀舊銀元，鼓鑄成色較小之新銀元，且僅為限制鑄造；但此項新銀元暫不流通，只留着做準備金。

(5) 新鈔票以金塊銀塊及新銀元為準備金，暫不兌現，但俟白銀完全集中後，可隨時兌換新銀元。如因國際支付，人民得以新鈔票向中央銀行購買外匯；若購金本位國之匯票，則以法定比例為標準。凡由外國運回之金塊，亦得向中央銀行領取鈔票。

(6) 外匯由中央銀行統制，但得委託其他銀行代為賣買。

這種辦法，我們可稱之管理通貨制 (managed currency)，也可稱之為管理紙本位制 (managed paper standard)；但最妥的名詞，是「管理金匯兌本位制」(managed gold exchange standard)。

至於輔幣，當然應重鑄。種類自不外銀角銀幣與銅元三種，惟質量均宜小，且須一律以十進。銀角可分二角五分與五角；銀幣可分五分與一角兩種；銅元每枚作一分，且概以新定銀元成色為基本。

四 入超問題又怎樣

有的人說，白銀之流出，全係貿易上的入超問題，我以為這話有點不妥。即有入超問題，我們絕不可放棄幣制問題。何況入超的一個原因，是由於吾國幣價之增加和外國幣價之低落呢？我國幣價高，利於輸入；外國幣價低，害於輸出，這種事實，我們不能不承認。我們既解決了幣制問題，雖提高銀價，但同時使我們的貨幣單位成色減輕，壓低了幣價。這是有利於輸出而有害於輸入，不失為減少入超之一法。至於根本上我國貿易入超是否可減少和應減少，還是一個大問題，不過本文限於幣制，所以只談貨幣問題。

我寫本文的主要意思，是在我們於民國二十四年內不可不解決幣制問題。銀本位之崩潰，已經事實；銀本位之放棄，也是必然的趨勢。至於我們應採何種制度，我並無成見，上述的管理金匯兌本位制，是我的千慮中之「一慮」，並不敢說是我的千慮之「一得」。我既有此「一慮」，又何妨寫出，以供熱心研究者之參考？合理的批評，那是我所竭誠歡迎的。

(註一)參看本誌第一卷第二期增著白銀問題之檢討。

(註二)見聯合通訊社十二月十日電。

二十三年十二月十四日(錄自二十四年一月份文化建設第一卷第四期)

第三章 中國金融問題之癥結及其對策

我國從二十年（一九三一年）終開始，國幣對外匯價日高，二十二年（一九三三年）以來，國際收支入超加甚，白銀流出日多，金融日緊，物價日低。結果，工商業均趨衰落，一到結帳的時候，倒閉的很多。沒有倒閉的，也多展期還債。如像上海方面，去年結帳還債，由年底展到今年四月底。還是由中央中國交通三行的放款幫助，纔勉強把「四底」度過。現在金融還是緊，物價還是低，百業還是衰落。捲入了世界經濟衰落中的中國經濟衰落，原因雖不止一端，然金融問題當居其一。這個金融問題的癥結究在那裏？我們應怎樣對付？這即是本文所要討論的。

一 癥結之所在

現在國內輿論，大都認定中國金融問題的癥結，在乎「貿易入超。」我們試讀近來各雜誌上

論金融問題的文章，各學者發表的意見，差不多一致的主張「入超爲病源，」彷彿我們今日能減少入超，使其等於零，則一切問題就可解決；如果我們能變入超爲出超，那我們的經濟繁榮，更會了不得。這個主張，我們可以拿中國銀行二十三年度營業報告爲代表。那報告上說：

「出口貿易之衰退一日不已，則我國工商之不景氣，亦一日不能恢復；貿易入超抵補無方，則白銀外流終難遏止。今日吾舉國上下莫不皇皇於白銀問題之嚴重，實則白銀問題不過爲表面之徵象，其病源仍在出口貿易之未能振作耳」（見原報告三四頁）

凡讀過經濟思想史的人，必知道這種主張，正是重商主義派的學說；而重商主義派的錯誤，早經經濟學者指出。不料中國今日的經濟思想，還在重商主義時期！

再就事實講，美國自歐戰以來，不僅國際貿易有出超，即國際收支也有出超；近年來還保持這個「出超」的地位。然而美國一樣的鬧經濟恐慌。其金融問題的嚴重，可以在他們放棄金本位，收買黃金白銀，實行存款保險等政策上看出來。如果出超是「萬寶靈丹」，則早應醫好了美國。要之，今日的中國，要由入超變爲出超，是事實上不可能；即令可能，也不足以解決我們的金融問題和其

他經濟問題。

然則中國今日金融問題的癥結究在那裏？我的答案是在白銀問題；詳晰說來，是在美國的提高銀價收買白銀。爲什麼呢？因爲美國去年八月白銀國有法上規定要提高銀價到美金一元二角九分二釐九毫一翁斯；其在國內收買銀礦出產的白銀的價格，由前年底定的美金六角四分二釐五毫一翁斯（去年收買一般人民私有的白銀的價格，爲美金五角零一釐一翁斯。）增至現在的美金七角七分五釐七毫一翁斯。那美金一元二角九分二釐九毫一翁斯的理想價格，終會有實現的一日，並且不見得相隔很久。這裏，我們要注意的，是第一，自美國將白銀收歸國有後，世界銀價日漲，我們白銀卽大量流出。這種大量流出，當然不是由於入超。第二，今年四月美國政府兩度提高銀價。四月十日提高至美金七角一分一釐一毫一翁斯，不十日，又提高至美金七角七分五釐七毫一翁斯。而今年上海白銀之流出，因爲外國銀行存銀已於去年輸出很多，現在所存無幾，故不如去年下半年之甚。然國幣外匯價格日高，對美幾達美金四十二元，對英幾達一先令九辨士，這也當然與入超無關（依入超的情形，國幣應落價，外幣應漲價。）第三，美國將銀價提高到美金一元二角九

分二釐九毫時，吾國白銀勢必繼續大量流出（即在今日，各處仍時有偷運之事），國幣匯價勢必再高。這種趨勢，也與入超毫不相涉。

凡吾國認金融問題的癥結在入超的人，無一非主張健全通貨反對膨脹政策的人。那麼，他們對於主張健全通貨反對膨脹政策的美國學者甘末爾的話應該相信。據本年三月九日英文大美晚報載三月八日聯合通訊社電報，甘末爾是日發表銀本位一文，說：『由於美國政策的現在銀價高漲，已使中國的銀價激漲；這就是減低中國物價，增加中國人民的一切債務負擔，並有大害於中國的出口貿易。』（按全部原文，見四月十日聯合通訊社電。）這就無異於說：中國金融問題以及入超問題的癥結，在於美國的白銀政策。

楊格教授 (John Parke Young) 也是健全通貨派，曾隨甘末爾到過中國，爲甘末爾委員會委員之一。他在 Wall Street Journal 上發表了世界通貨混亂 (World Currency Muddle) 一文說：『美國白銀政策，嚴重的擾亂中國的通貨和經濟狀況。』美國 Chase National Bank 的董事長 W. M. Aldrich 於本月十五日在美國上議院的『銀行和金融委員會』中做證人，

宣稱：「白銀政策已使中國發生嚴重的經濟衰落」（見五月十六日英文大美晚報。）可見不僅中國今日的金融問題，即是中國今日的整個經濟衰落問題，其癥結都在白銀問題，——都在美國的白銀政策。

我國學者認識白銀問題的嚴重性，而有所建議的，當推顧季高先生和金陵大學農業經濟系的張履鸞先生。顧先生首倡禁銀出口和統制外匯，張先生和一位美國教授路易士（A. B. Lewis）首倡減低銀元成色。上海商業儲蓄銀行二十三年度營業報告也說：「平昔幸賴銀賤以維持通貨者，今則失其憑依，於各種生產消費分配諸問題外，又添一極難應付之通貨問題。」可惜言之不詳。不過我國人大都迷於「入超」之說，對於這些重視白銀價高問題的議論，不加注重，甚或籠統的視爲「貨幣數量說」而加以攻擊。不知中國今日受了白銀價高的害處，是事實，與數量說毫無關係。上面所舉的三個美國專家，都不是倡數量說的人，而他們都承認這個事實。總之，我認中國今日金融問題的癥結，不在入超，而在白銀問題。入超雖可使白銀流出，然不能助長銀價；白銀價高，纔可使白銀大量流出，纔可妨礙輸出，助長入超（註一）。

二 救治之方策

我國金融問題之癥結，既在白銀問題，而白銀又爲我國的本位幣，則救治之方策，當然應從改革幣制着手。不過談到幣制，凡注重入超的人，大都主張「健全通貨」，反對「通貨膨脹」。讓我先討論這種主張，次及我的辦法。共分七點說明之：

(1) 健全通貨之意義——什麼是健全通貨？倡之者，從未說明其所以然。中國銀行報告拿「賤價通貨」與「健全通貨」對待（見原報告第四頁），是健全通貨似指現在的「貴價通貨」；換句話說，即是現在的銀本位制。窺其含義，大概注重紙幣兌現一層。然維持兌現的金屬本位是一件事，這種本位下的通貨是否健全，又是一件事。歐洲大陸金集團國家的通貨，例如法國的佛郎果比英國的紙鎊健全嗎？所謂「健全」的標準，不在乎原有金屬本位之維持，而在乎通貨的價值之相對的安定。幣價日高與幣價日低，實同一不安定。近年法國的物價日落，英國的物價頗安定，足徵佛郎不如英鎊之健全。

再退一步，我們姑且承認我們現在的銀本位下的兌現鈔票，是健全通貨。然海外銀價日高，白銀流出將日多，我們有何方法可永久保持這種健全通貨？據中國銀行報告上所講的辦法，很簡單，其言如下：

「政府果能始終維持健全通貨政策，則散在人民手中之十三四億元之銀貨，何嘗不可吸聚一部份，以補足今日出口之缺數；是在政府確立健全之發行制度，逐漸推行健全之銀行紙幣，以代傳統的用銀習慣，蓋政府之維持健全通貨政策，既已收一時之大效，何不推而廣之，增加健全之通貨數量？」（見原報告第五頁）

這段話頭兩句的辦法，立在「果能」兩個字的假設上。我們所要問的，不在「果能」而在「如何能。」我們接下去看，「如何」的辦法有了，即是政府推行銀行紙幣，代替人民的用銀習慣，於是吸聚那散在人民手中之十三四億元之銀貨或其一部份，去彌補我們的入超。這個辦法，似乎言之成理。只要我們能多發鈔票，吸聚民間的白銀，則世界銀價再高，吾國物價再落，以及自認爲「病源」的入超再繼續下去，皆可不顧；因爲我們有的是那十三四億元的白銀，讓白銀流出去，彌補入超就

是了。不知美國要購的白銀額，截至去年年底止，還須購十一億翁斯，全世界的白銀產額，據去年的統計，只有一億八千餘萬翁斯。假定我們政府在一年之內，能吸聚那十三四億元之白銀，還不夠滿足美國之需要。此外還有投機家的收買。若上面所說的辦法，如法泡製，我敢說：一二年之後，白銀將流出淨盡，鈔票仍無法兌現。何以故？因白銀之流出，不只是補抵入超而已，還有美國政府和投機家之收買故。所以只見入超，不見美國的購銀政策的人們，就忽略了這層。請問到那時，如何維持健全通貨？恐怕在未到那時之前，因幣價之更高，物價之更落，工商家已早入「枯魚之市」，「民生機也已將絕了。

(2) 通貨膨脹之意義——什麼是通貨膨脹？反對之者，從未說明其所以然。據上海商會所發表三專家之工商業金融問題研究報告書及一般報章雜誌之論文，大都以為通貨膨脹即是濫發紙幣或減低貨幣成色。我對於這個意義不無懷疑。膨脹原文 Inflation 一詞，原指吹大或擴充言。故通貨膨脹 (Currency inflation)，就字面言，即指通貨擴充或加多；惟就其含義言，係指壓低幣價，提高物價。因此，凡足以壓低幣價提高物價者，皆為通貨膨脹。反之，凡足以提高幣價壓低物價者，

則皆爲通貨緊縮。在這裏，我們還要注意，依經濟學貨幣學上的用語，通貨包括貨幣及信用。「信用通貨」(Credit currency)一名詞，是我們所常見的。多發鈔票固爲通貨膨脹，擴充信用也爲通貨膨脹。

(3) 通貨膨脹之方式——通貨膨脹的意義，既經說明，我們再看通貨膨脹的方式，是不是限於濫發紙幣與減低成色。通貨膨脹的方式，至少有下列六種：

(一) 增加本位幣或「本位貨物」在銀本位國，即銀元或銀條之增加；在金本位國即金元或金條之增加。

(二) 濫發不換紙幣，任其價值日落而不加制止，如歐戰時各國之紙幣政策是。歷年吾國各省也常採此策。

(三) 擴充銀行信用，即增加銀行放款。此爲歐戰以後各國中央銀行常採之政策。

(四) 放棄金屬本位，採不換紙幣，但統制發行額以安定其國內購買力，設立匯兌平衡基金，以操縱其匯兌。如今日之英日美是。

(五) 減低貨幣單位之成色，如美國、比利時之政策是。

(六) 除同時採用(四)(五)兩策外，並收買黃金白銀，以增加準備金，多發紙幣。此即今日之美國政策。

在今日，無新金銀鑛發見之可能，第一法已不適用，第二法為歐戰前及歐戰時之舊政策，在今後世界大戰再發生時，或有再為人採用之可能外，一九二四年（德國舊紙幣馬克於一九二三年終作廢）以來，各國再沒有採用的了。我想除非瘋狂，決沒有人主張中國應採此法的。第六法，我國無此能力。然則反對吾國採用通貨膨脹政策者，不外反對第三四五三項辦法而已。

但是現在主張「健全通貨」反對通貨膨脹的人，無不贊成第三法——即擴充銀行信用——即中國銀行報告亦主張填補「以現銀為基礎之信用」（原報告第一〇頁）上海商會三專家所擬之工商業金融問題研究報告書，「以為中國目下經濟上之切需，為信用之擴張。」今年政府以金融公債五千五百萬元，分別增加中央、中國、交通三行資本，（中央三千萬元，中國一千五百萬元，交通一千萬元。）也是擴充信用的一種方式，照這樣看來，反對通貨膨脹的議論之焦點，應

只限於上述四五兩策。以下本文所謂通貨膨脹，即指此兩策之任何一策，或兼指此兩策言。

(4) 膨脹政策與緊縮政策之比較——通貨膨脹政策之優劣如何，我們可先看世界各國的成例。自一九二九年世界經濟恐慌發生之後，各國都感着幣價高，物價低，商業衰落之痛苦。關於金融問題之救濟方策，各國分爲兩派：一爲通貨膨脹派，即英日美等國相繼放棄金本位；一爲通貨緊縮派，即法意瑞士荷蘭等金集團國（比利時原來在內，本年改採通貨膨脹政策），竭力維持金本位。凡採取通貨緊縮政策的，對內，必繼續受那幣價高，物價低的痛苦；對紙幣國家，必受幣價高，出口貨價高之痛苦。在這種情形下，欲維持出口貿易，必繼續減低成本；而國內物價下降之調整，困難甚多。同時，政府對內，因財政收入之減少，不得不加重租稅，多發公債，勵行減政。然物價繼續降低，工商繼續衰落，這些辦法，自有無法實施之時。對外，欲防止紙幣國家貨物之傾銷，以求減少入超，不得不採定額輸入制 (Quota System) 或特許輸入制 (License System) 等。例如法國，即具備這些現象。其最近物價幾較一九二九年低落百分之五十。其最近法蘭西銀行經理方面之改革，及使該銀行承受庫券之貼現，即漸朝着膨脹一條路走。「維持佛郎」(Defense du franc)的口號，就更

加困難了。據楊格教授，「徵兆是：法國遲早必使佛郎與英鎊美元相調和，並重定佛郎價值」（見其世界通貨混亂）。他並說：法國擴充信用的政策若足以提高法國之物價，則法國之出口貿易必更受阻礙，入超必更多，黃金必流出。其鈔票雖有百分之百的準備金，然不一定能維持金本位。人心一有恐慌，可立使資本逃出，現金出口，擠提銀行存款，及私藏現金等。

以上是採取通貨緊縮政策國家的現象。我們現在可討論採取通貨膨脹政策國家的情形。凡採取這種政策的，其對內，則幣價低，物價漸高，工商可逐漸恢復，至少亦足以維持現狀，不至加重工商之衰落。其對金本位或銀本位國家，則幣價更低，出口貨價大落，輸出增加。此等國家雖未能完全恢復繁榮，然其一般經濟狀況，較通貨緊縮之國家為好。例如英國自放棄金本位以來，其對外匯價雖時有變動，然其國內物價頗為安定。美國自放棄金本位以來，物價已增高百分之十八。現在英美兩國之物價水平綫的關係，約與一九三一年時相同。本年交通銀行營業報告書有一段話，可做我這段的結論：

「凡放棄金本位國，英與美之生產物價暨其輸出貿易，大抵增進，失業人數無不減少，人民

之生活費指數未有劇變，而購買力則較勝於昔。日本之進展，尤爲顯著。至於維持金本位國，除德國之新經濟政策步調較異外，如法國等雖未嘗不利用統制之法以求自衛，然國內幣值並未大跌，對外匯率轉見上升。是以生產減少，物價下傾，失業增加，輸出減退，適與放棄金本位國立於相反之地位。』（見原報告八九兩頁）

（5）中國今日之通貨緊縮及其必然趨勢——中國今日之通貨緊縮情形，很與上面講的金集團國家的情形相似。即對內幣價高，物價低，金融奇緊，工商衰落；對外幣價更高，出口貨價亦高，輸出減少，入超無法免除。但是中國之緊縮情形，較金集團國家爲更壞。一則因爲我們的關稅不能完全自主，不能如金集團國可以隨便採取定額輸入制特許輸入制等，二則因爲美國之購銀政策不變，銀價將有增無減。而美國之購金政策，目的不定在提高金價，且有購入，亦有賣出。故不足以提高金價。所以中國今日之通貨緊縮，實美國白銀政策所強加於我們的。可以稱爲 Forced deflation。關於這點，素來反對膨脹政策的甘末爾，已一再言之。在金集團國家，比利時已減低幣值，據湯格教授，法國之改採膨脹政策爲遲早間事。中國怎樣？今後白銀因世界銀價之繼漲而流出，我們將無法

維持銀本位，業於上面論健全通貨一段說明白。若我們繼續保持緊縮政策，到那時，恐怕會被迫的停止紙幣兌現。這由 *Forced deflation* 轉入 *Forced inflation*，是一種必然的趨勢。

(6) 採取通貨膨脹政策的必要——照這樣看來，我們今日的問題，不是維持通貨緊縮政策，與採取通貨膨脹政策的選擇問題，乃是『被迫的通貨膨脹』與『自動的通貨膨脹』的選擇問題。據我的意見，凡事自動的比被迫的好。自動的膨脹，我們可以從容定計劃，定辦法。被迫的膨脹，因無豫備，必『無所措手足』，等到定出辦法來，人民吃苦已多。

何況自我們施行白銀出口稅平衡稅以及限制白銀在國內的自由移動（即須經財政部特許）以來，在專門的意義上，我們已放棄了銀本位（參看甘末爾的銀本位一文）。我們儘可再進一步，採一種管理通貨制，對外用金，對內用紙幣及成色減低了的銀元。實質上是虛金本位制，不過因為銀價之日漲，特順着趨勢，照金銀比價之縮小，將銀元成色減低，故謂之為膨脹政策。正因為內地人民有愛用硬幣之習慣，故仍行使銀元。銀元雖較小，然行之稍久，大家將感覺其比舊銀元為便利。此政策之大綱，我在怎樣解決幣制問題一文（見本誌第一卷第四期）中已言之。至其詳細步驟，

政府可臨時召集一專門委員會定出之。在我沒有看見較好的辦法以前，我不會放棄這個主張。

(7) 反對論調的答覆——中國銀行報告上說：中國沒有健全與集中的經濟機構。應建立及促進這種經濟機構。中國的幣制不統一，發行不集中，應迅速確定統一幣制與集中發行（見原報告五六兩頁）。這些話都不錯。但爲什麼不能同時改革幣制本位呢？難道定要等到這些事辦到之後，纔可放棄銀本位嗎？

中國銀行報告和三位專家的工商業金融問題研究報告都以帝國主義治外法權的存在以及外商銀行的勢力，使我國無法管理匯兌，無法使洋商遵用我們的新幣。這些話只有一大半真理。天下的事，是人做出來的。做到那裏是那裏。例如標金結價，向照匯豐銀行掛牌的外匯，去年改照中央銀行掛牌的關金，外商並沒有另辦一個照外匯結價的標金交易所。廢兩改元以來，上海的電話公司電燈公司等，還照銀兩收費，我們可因此不廢銀兩嗎？至謂我們行通貨膨脹之後，外商銀行會維持原有本位，十足兌現，推廣兌換券；這就不見得十分正確。外商銀行存底不已大減少嗎？其多發鈔票，十足兌現，現銀從何而來？海外銀價日高，難道從倫敦收買回來嗎？又謂通貨膨脹必爲外商所

不喜，將立用港洋爲本位云云。『不喜』的話，已不一定可靠；即令可靠，我們定要事事去問他們喜不喜嗎？用港洋爲本位，容或可能，然我們若探有辦法的通貨膨脹，外商也不一定要用港洋爲本位。假定香港先我而放棄銀本位或減低成色，又怎樣？我們對香港的出口貿易，爲數不小，到那時，不是要受特殊打擊？

我現在可反過來問：凡反對通貨膨脹的人，無不注重入超。在今日通貨緊縮之下，要減少入超，非如金集團諸國勵行各種進口限制不可。請問在帝國主義勢力之下，辦得到否？然你們並不因那層做不到而不談減少入超的其他方法。同樣，我們改革幣制，採用膨脹政策，也就不必處處顧到帝國主義的勢力。否則我們將什麼事不能辦，什麼事要等到帝國主義完全打倒後再說。

綜括起來說，我認中國今日金融問題之癥結，在白銀問題，在美國的購銀政策。救治之方策，只有自動的放棄銀本位，採取一近乎虛金本位之管理通貨，而同時減低成色。不這樣辦，我們也會有被動的被迫的放棄銀本位的一日。

寫完之後，看見今天晚報上的消息，說美國政府禁止外國銀幣進口。這雖可以略爲緩和用銀

國銀幣之輸入美國，然美國的購銀政策若不變，則投機家仍可將用銀國之銀幣熔燬，輸入美國，並不能根本免除用銀國所受美國購銀政策之影響。

(註一)我爲銀本位國，銀價高，即抬高幣價，壓低物價。幣價有對內與對外之分。對外的幣價（即外匯）之漲落，速於對內的幣價（即物價的反面）之漲落。在英日美放棄金本位之後，美國收買白銀之前，我國對此三國之外匯已漲，即開始受其害；我國幣制，已成問題。但自美國收買白銀後，此問題更加嚴重。關於這點，請參看本誌一卷二期拙著白銀問題之檢討。

二十四年五月二十一日（錄自二十四年六月份文化建設月刊第一卷第九期）

第四章 中國金融問題解決方案之商榷

中國金融恐慌的嚴重，在最近一個月中，更表現得多。美商銀行有雷文氏（Raven）的美豐銀行、信託公司三家之倒閉，其普益地產公司，亦在清理改組之中。華商銀行則有明華、上海江南、寧波實業等銀行的倒閉。與寧波實業銀行有關係的上海國貨公司和數家綢緞店，因之停業清理。此外還有萬國儲蓄會的擠提風潮和數家錢莊的倒閉。即某某兩家華商銀行，幸得政府的幫助，纔免於停業。在這種情形之下，金融問題之解決，實刻不容緩；而解決之方案，據我個人的意見，應從幣制着手，應斷然的放棄銀本位。在本誌今年一月號及六月號上面，我曾發表過我的意見。惟以問題複雜，意猶未盡，在此金融恐慌愈趨嚴重之時，似有充分發揮之必要。加以最近馬寅初先生發表了「中國發生銀問題後之有系統之巨著」（各報所載按語）銀問題一文，趙蘭坪先生刊行了「中國經濟金融財政之根本自救方案」一小冊。這兩篇文字引起我許多感想。所以特就馬趙兩

先生的意見，而將我以前的結論所敘及各點，拉雜的申論一下。

爲讀者的便利計，我可先把我以前的結論，綜述於下：（1）中國金融問題的癥結，不在國際貿易入超，而在美國的購銀政策；（2）救治之策，我們只有自動的放棄銀本位，採取一種近乎虛金本位之管理通貨，而同時減低成色。

一 關於銀本位放棄問題之爭點

（1）希望美國放棄購銀政策不是辦法。——馬先生此次的『巨著』頗令人失望；因爲他根本沒有結論，沒有主張。其惟一的結論，是希望美國放棄銀政策。他畫了一個『循環圈』，並說：『中國經濟，如美國不放棄購銀政策，將永陷於此循環圈之內而不能自解。』馬先生的用意，是『對美國經濟考察團進一忠告。』不知如此說法，是『向美國經濟考察團上一乞憐書。』我國忠告美國放棄購銀政策，原無不可；但同時自己並應拿出辦法，一則以示警告，一則以備實行。所以我國應對美國說：『你們的購銀政策於你們無利，於我們有損，你們還是放棄的好；否則我們爲自衛計，必放』

棄銀本位。」這纔算忠告。然這種忠告，仍不過是一種希望而已。我們必真正預備放棄銀本位，纔是辦法。

(2) 認入超爲白銀外流之根本原因是一種誤解。——我前次曾指出：中國金融問題之癥結，不在我們的國際貿易上的入超。認入超爲大害，是重商主義的見解。乃這次馬先生的大文中，有下面一段話：

「爲今之計，欲保國內現銀，惟有使國際貿易得其平衡，解決入超。蓋入超爲現銀外流之根本原因，阻止現銀外流，當對此根本原因設法，此已成爲舉國一致之意見。故言及中國之銀問題，結論必由銀問題轉入於國外貿易問題。」（見六月三日申報）

博學如馬先生，竟相信這種「舉國一致」之流俗意見，真懂經濟的人都知道下列兩點：

(甲) 中國在工業化未完成以前，不僅求國際貿易之平衡爲不可能，而且吾人應容許國際貿易上的入超，這點，顧季高先生說的最明白。他說：「要准許外資自由進來，則必容忍入超。事實上，一國容忍進口者，其出口亦多；一國阻止進口者，其出口亦減。」他又說：「國際貿易入超，是中外利

息高低不同，引致外人暨華僑對我國投資的結果，無害而有利……」（註一）馬先生文中，後來雖指出平衡貿易之困難，然過於重視所謂消費品的入超與生產品的入超之別，且仍認生產品的入超將使白銀流出，引為大害，徬徨不得其解決！

（乙）現銀外流之根本原因，與貿易入超無涉。在歷史上，我國貿易入超愈少之年，即白銀流出愈多之時，這點，近來指出的人很多。例如李立俠先生說：

「過去中國國際收支平衡關係中，有一個極矛盾的現象，即貿易入超與白銀入超常平行發展。歐洲大戰期間，中國對外貿易入超大形減少，而現銀入超即行停止。民國三年至民國六年之間，白銀尚流出一億二千萬元左右，可見貿易入超，並不足以促成白銀之外流」（註二）。

不過李先生對於那種重視入超的俗見，太存客氣，說牠「有甚深之理由」和「偏重於理論的公式」。實則那種俗見就根本沒有理論。趙蘭坪先生也曾指出這種俗見的謬誤；他說：

「或有以為去秋現銀之外流，為貿易入超之結果，此實大誤，民國十九年貿易入超六四六、四三二千元，現銀進口淨額七〇、八〇三千元，可知當時對外貿易，雖有鉅額入超，現銀反

有大批進口，又有以爲吾國之經濟金融恐慌，爲鉅額貿易入超必然之結果，此說亦與事實相反。吾國對外貿易，歷年皆有鉅額入超，並無嚴重如今日之恐慌」（註三）。

顧季高先生對於這點會說：

「假使我們再留心，將從歐戰起到現在的貿易統計與銀進出口統計相比較時，我們更可發現許多奇蹟，而爲反對入超派的先生們所無法解釋的。（甲）在歐戰正劇烈時，我國入超甚小，而現銀在該數年反有流出。（乙）自一九二〇年以來，我國貿易入超與白銀進口數額一同增加。（丙）自一九二八年中國政府實行關稅自主以來，進口稅稅率每年提高，但入超每年加大，而白銀進口也特別增多。（丁）自九一八以來，中國入超逐年減退，但白銀出口卻年有增加。去年入超比前年減少二萬四千萬，現銀出口卻較前年增加二萬四千餘萬元」（見其入超果於中國有大害否）。

我引了這幾位先生的話，是要使讀者注意貿易入超與白銀輸出無關這個事實。

（3）在銀價高漲之下，不放棄銀本位而擴充信用，提高物價，是極危險的一件事。——現在注

重貿易入超反對通貨膨脹的人，大都主張擴充信用。馬先生此次對政府發行金融公債，「充實中央、中國、交通三行放款之實力」和命令此三行做信用小借款，以及銀行投資國貨公司等擴充信用，用的事，也滿口贊揚。當金融緊急，政府和銀行出來放款救濟，這自然是應該的，誰也不應反對。不過有一點，爲今日談金融問題的人所忽略者，即是銀價高漲之下，我國不放棄銀本位而擴充信用，如果所擴充之信用，足以提高物價，那是一件極危險的事。爲什麼呢？因爲像這樣，一面世界銀價漲，一面我國物價高，則我國輸出品的價格，依外幣計算必更高。是我國的輸出品必更無辦法。而同時我國的高物價，更有利於外國貨物的輸入。於是人心更恐慌，資本更逃出；人民向銀行擠兌鈔票，擠提存款等事一發生，將更不可收拾。法國今日的情形，也是這樣。所以法國一日維持金本位，一日不能提高物價（參看本誌前期我的中國金融問題之癥結及其對策所引楊格教授評論法國情形的話。）所以前次佛朗亭內閣，稍事擴充信用。活潑金融，即引起黃金的流出，而釀成倒閣的風潮。現在的賴伐耳內閣雖仍維持金本位，然最近若不是美國政府貸以大批款項，收買佛郎，則法國必已減低幣值（見聯合通訊社本月十八日華盛頓電）。法國尙有美國之幫忙（註四），但中國今日有誰

來幫忙要之，中國一日不放棄銀本位，只有忍受物價慘落的痛苦。若設法提高物價，更要釀成金融風潮，更要吃苦，結果，銀本位還是保不住。在要維持銀本位的人看來，這倒是一個「循環圈。」

(4) 分消費品的入超與生產產品的入超之不當。——馬先生原文承認吾國應有生產產品入超。所謂生產產品，係指生產工具言，如機器之類是。與牠對待的是消費品；消費品即直接滿足人類欲望之貨物。馬先生以為我國現在的入口貨多為消費品，我們以後應多輸入機器，少輸入消費品。這話從表面看來，並無不合；但從經濟上的道理講起來，有點說不過去。因為國際貿易的基礎，是建築在比較成本法則上面。一國斷沒有完全不要外國消費品的道理。而且同一種物品，常同時有輸出與輸入，如煤、棉花、棉紗、棉布、煙草、化學產品等，我國有輸出，也有輸入。這因為國際貿易錯綜複雜。同一種貨物，我們須向某國輸入，同時又須向另一國輸出。比方美國的小麥，向係出口大宗，然美國同時輸入加拿大的小麥。若美國不要加拿大的小麥進來，則逼使加拿大的麥子向其他市場跑；結果，使美國小麥的出口市場縮小。因此，我們以後若只要生產產品的輸入，則上面舉的那些物品固不會輸入，同時也不會輸出了。何況消費品與生產產品之分，根本不很妥當。例如原料當然不是生產工具，然

去年我國羊毛的進口額，以價值言，較前年增加的百分數爲二〇·七；這是由於我國毛織工業之進步（參看中國銀行二十三年度報告二六頁）。若我們只要生產工具的進口，我們就應讓毛織廠關門。這與提倡國貨工廠的宗旨豈不相反嗎？小麥的進口，也是一樣，大家都知道：我國的麵粉廠，有時必用洋麥。完全不要小麥進口，也不見得於麵粉廠有利，甚或增加麵粉的輸入。再如汽車，明白是直接滿足欲望的消費品，然可供公共運輸之用，究竟要不要呢？不要，則我們應停止修公路。因此，普通談國際貿易的人，只側重原料、糧食、製造品、生產工具等之分別，而不拿消費品與生產品對待。在今日中國的情形，我們不能說只要外國的生產工具，我們應痛痛快快的容許貿易上的入超。

(5) 利用外資，是不一定要借外債。——馬先生談到利用外資，就以之與借外債相聯，彷彿只有中國政府向外國借款，投資實業，纔算是利用外資。這種觀念，是忽略了外人的自動投資和華僑的匯款投資。現在外人因爲銀價高，中國的匯價高，自然不願投資中國，而且要把原有的投資拿回去。華僑雖是中國人，因爲同一理由，自然不願多匯款回中國。所以我們要解決利用外資的問題，不必首先顧慮借款的條件，乃應根本放棄銀本位，安定幣制，吸引外人和華僑的自動投資。顧季高先

生也指出這一點。他說：『所謂利用外資，並非政府向外借款之謂。其實，祇要貨幣安定，使外資得以自由出入，不怕有虧損，則市場利息即可下跌，而政府同人民都可在本國市場上借到低利的資金。』（見其入超果於中國有大害否）

（6）美國的購銀政策，是我們應放棄銀本位的根本理由。——以上五點，多就馬先生的文章言之。現在我要討論的一點，是就趙蘭坪先生的文章言之。趙先生的全部小冊，我不僅大都贊同，而且認為是近來討論幣制之有系統有辦法之傑作。不過我認為英日美等國若單是放棄金本位，貶低各該國之匯價，而沒有美國的購銀政策，則我們對於銀本位之放棄，不如今日之急切，可以稍緩。趙先生似乎對於各國的貨幣貶價和美國的購銀政策，同時並重。他說：

『吾國目前困難，既在對外匯價之高漲，匯價之高漲，一在世界各國之貨幣貶價，二在世界銀價之暴騰。故其根本救治方法，唯有貶低匯價。然欲貶低匯價，唯有放棄銀本位制。』

這段話，大致無可疵議。但我認趙先生所謂世界銀價之暴騰（即是由美國的購銀政策）是我們應放棄銀本位的根本原因。各國最初之貨幣貶價（即英日美等之放棄金本位）固已加害

於中國，然至美國施行購銀政策，一則使銀價高漲，一則使英日等更加貶低匯價，於是我國對外匯價更漲，流出白銀更多。英日兩國放棄金本位，約在一九三一年九月；美國放棄金本位，在一九三三年四月；美國購銀，始於去年六月。我們可把一九三一年八月，一九三三年十二月及今日（六月二十）的中國匯價比較一下：

國幣一元對外之匯價（註五）

時 間	對 美	對 英	對 印 度	對 日 本
一九三一年八月（即各國放棄金本位以前）	二角一分	十便士	九安那（即六羅比）	四十二仙
一九三三年十二月	三角三分	一先令四便士	十四安那 （即八七四羅）	一圓
一九三五年六月二十日	四角五·六分	一先令七·五便士	一七·二八安那 （即一·〇八羅比強）	一圓二十九仙強

照右表看來，拿今日的匯價與一九三一年八月比，固漲了約一倍或一倍以上；然即與一九三三年十二月比，對美幾漲至三分之一，對英約漲五分之一，對印度約漲九分之二，對日本約漲五分

之二。然因爲入超及人心不安的緣故，今日的匯價仍遠低於海外銀價。所以我們今日求匯價低至一九三三年十二月的匯價，已不可得。假定美國去年不採購銀政策，我想我們今日的匯價，會與一九三三年十二月的匯價差不多。在那個匯價下，我們或者還站得住。因爲照經濟的理論講，我們物價低落之結果，可以獎勵輸出，妨礙輸入，即所謂自動調節，不過在今日的匯價下，而同時美國的白銀政策不變，則這種自動調節不能實現。因此，我認中國金融問題的癥結，只在美國的購銀政策。但這不過是理論上的一個小問題，至於趙先生的結論，我完全贊同。

二 放棄銀本位後之爭點

(1) 銀本位放棄後，我們的國際貿易和國際收支，必發生變動。——我國若放棄銀本位，實行管理通貨，使之安定起來，則我國對外匯價，當然要低落，外匯低落，即便於輸出，礙於輸入。而馬先生對此，忽以外人是否需要我國物品爲慮；以爲我國的輸出品價格，雖因匯價低落，較以前爲廉，然外人對於這種物品的需要不一定增加。這似乎近於「杞人憂天」。馬先生既要「使國際貿易得

其平衡』，又對於促進輸出的通貨政策的效果懷疑，則無異於說：『我們只有死路一條』，何況匯價低落，輸出之增加，不一定要外人需要之增加？因為我國以前輸出品的大宗如茶、絲之類，都是有競爭的。近幾年來因為別人的價廉，我們的價貴，所以輸出減少。現在若放棄銀本位，則我們的價也廉，於是以前買別人的茶和絲的，現在可改買華茶華絲。這只是需要的移轉，並不是需要的增加，即令外人仍照前一樣買別人的茶和絲，但同時因華茶華絲的價廉，也可多買。這也不是需要的增加，乃是『可能的需要』變為『有效的需要』（註六）。最近趙爾坪先生對於馬先生的懷疑，更舉出許多事實上的證據來批評（註七），特不贅述。不過有一點，我要特別指出，即是銀本位放棄，通貨安定以後，國際收支上的無形項目也必發生變動。如外人投資中國的會加多，華僑匯款的，也會加多。結果，我們的貿易輸出固然增加，然貿易輸入也有增加。但是國際收支倒可因此漸趨平衡，甚或有出超。馬先生忽略了貨幣貶值以後的無形項目的變動。

（2）銀本位放棄後，我國的通貨必與一種外幣相聯。——姚慶三先生主張：我國於放棄銀本位後，應該使國幣與英鎊相聯（註八）。我對於這個主張大致表示贊同。因為我國放棄銀本位的目

的，就是要使國幣與世界幣制相接近，使中國物價水平綫與世界物價水平綫相接近。自金本位採行以後，各國相率放棄複本位與銀本位而改用金本位與虛金本位，即是基於這個道理。各國貨幣的單位，雖有鎊、元、佛郎等之不同，然在金本位時代，其幣制——尤其對外匯價——是以單位中所含純金為標準，所謂 *Gold Parity* 是。因此，各金本位國的幣制，總是相連繫的，明白了這個道理，就知道一國幣制與外幣相聯，是很尋常的一件事，只有不懂經濟的褊狹國家主義者，纔會認國幣與外幣相聯，是失卻國幣的獨立性，或是受帝國主義的欺騙。不過今日的世界幣制，已經分裂了，一面有法、意、瑞士、荷蘭等金集團國家，一面有放棄了金本位或貶低了幣值的英、美、日、比等國家。據事實的證明，今日紙幣國家的經濟情形優於金集團諸國（參看本誌上期我的中國金融問題之癥結及其對策），則我們放棄了銀本位之後，在紙幣國家恢復金本位之前，自不應採用金本位或嚴格的虛金本位。於是國幣必與任何一紙幣國家的幣制相聯。姚先生主張國幣應與英鎊相聯，我也贊同。不過我認英鎊與美元等，無甚分別。因為英國的經濟情形，雖較美國略好，然英鎊的匯價，還是與美元的匯價，保持着相當的關係；近年英美間的匯價，與原來的『金平價』相差不遠。所以從一種

意義言，也可以說英鎊與美元相聯。

所謂國幣與一種外幣相聯，並不一定是「保持一定之法定比價」，如趙先生所說（參看其我國銀本位不應放棄乎），實則即是趙先生所謂「採用匯兌釘住政策，對美匯價維持一定標準，而留自由伸縮餘地。」我想姚先生所謂「使國幣與英鎊維持固定之匯率於一先令之數」也不過是一種釘住匯兌政策，對英匯價維持一定標準，而不是一種法定比價，絕無自由伸縮之餘地者。

(3) 管理通貨制下必有匯兌安定基金以維持匯價。——管理通貨制的目的，即在安定物價與操縱匯價。所謂操縱匯價，即維持本國匯價於相當標準（例如一元爲一先令），不使之高漲；若國內外的勢力，使國幣一元高至一先令一便士或二便士，即利用匯兌基金壓低至原來的標準上。反之，若國內外的勢力，使國幣一元遠低於一先令，也應利用匯兌基金，提高至原來的標準上。因此，我們可以說：管理通貨是可以同時安定物價與安定匯價。馬先生忽略了這一層，竟謂「欲穩定國內物價，必不能同時穩定對外匯價。」他接着說：

「何以言之？蓋當國內（指英國）貿易頻繁，金融當局即擴張信用，增發通貨。外國一見英

國通貨膨脹，則對於英鎊必加估低。譬如在未增加通貨以前，一英鎊等於美金四元，一旦通貨增加，則英鎊對外匯價必跌；一英鎊或祇值美金三元八角矣。但英國爲穩定國內物價起見，不得不增加通貨；否則物價必將跌落，而通貨增加則匯價跌落。故欲求國內物價與對外匯價同時穩定，必不可得。』

這是馬先生自己的邏輯，忽略了英國三四萬萬鎊的匯兌平衡基金，和美國的二十萬萬美元的匯兌安定基金。如馬先生的例，英國儘管在國內增發通貨，如不願英匯跌價，即可運用匯兌基金，收買英匯，英國在國內即不增發通貨，若要壓低匯價，也可運用匯兌基金收買外匯。但美國方面決不會讓英匯獨跌，必利用美國匯兌基金，壓低美匯。結果，英美間的匯價仍與以前的「金平衡」相接近，這即是管理通貨的作用。馬先生所謂國內物價與對外匯價不能同時穩定之說，與管理通貨之意義不符。然馬先生所恃的權威，即克恩斯的「與其犧牲物價之安定，不如犧牲匯價之安定」兩句話。然我細查原文，馬先生引用的這兩句話，一則是克恩斯所用的場合，恰與馬先生所引用的相反，一則馬先生割裂了原文，斷章取義。克恩斯的話，見他一九二四年出版的貨幣改革一書（註九）。

這書乃是一九二三年十月寫的。當時英國還在紙幣時代，一般人正在討論金本位的恢復問題。克恩斯是反對恢復金本位的人。當時主張恢復金本位者，謂金本位足以安定匯價。而克恩斯則注重安定物價，以為英國若恢復金本位，物價必大跌。因此，他說：「犧牲匯價以安定物價，幸而是一條易走的路。」意指當時英國不恢復金本位而從事安定通貨，則匯價雖有變動，而物價可得安定。中國今日的情形，恰與當時英國的情形相反，我們正是應由銀本位走入紙幣的時期，去求物價與匯價之同時安定。若我們放棄銀本位，行管理通貨以安定物價，設立匯兌平衡基金以安定匯價，怎樣見得二者不可得兼？克恩斯並沒有說此二者常不可得兼，請看他的結論：

“Our conclusions up to this point are, therefore, that, when stability of the internal price level and stability of the external exchanges are incompatible, the former is generally preferable; and that on occasions when the dilemma is acute, the preservation of the former at the expense of the latter is, fortunately perhaps, the line of least resistance.”

我們看了這個結論，知道克恩斯並沒有說物價與匯價之同時安定，「必不可得」也並沒有說：「與其犧牲物價之安定，不如犧牲匯價之安定。」我恐一般人根據馬先生的文章而誤引克恩斯的話，特將上列的原文譯之於下：

「所以到了這點，我們的結論是：當國內物價的安定與對外匯價的安定是相衝突時，則前者大概更爲可取。且有時當此衝突嚴重，則犧牲對外匯價的安定以維持國內物價的安定，或幸是一條易走的路。」

因此，姚先生要將國幣與英鎊相聯，「維持一定之匯率，俾中國之物價水準，亦可與英美或日本之物價水準，維持相當之平衡。」（見姚先生原文）這話是很通的，並非「夢想」。馬先生提到英美貨幣貶值之事實，以爲英美的匯價不安定，我國的匯價若與英鎊相聯，則我國的匯價物價，跟着不安定。這是混貨幣貶值的程度，對外匯價和國內物價三事爲一，故糾纏不清。如美國貨幣貶值百分之四十，國內物價只漲百分之十八，對外匯價，除因法國保持金本位，對法匯價低百分之四十外，對英匯價，與舊的「金平衡」仍差不多。所以我國放棄銀本位之後，通貨貶值之程度，除立即影

響於對金本位國之匯價外，對紙幣國之匯價，因有匯兌基金之作用，無甚影響。至國內物價有惰性，其高漲之程度，決不如通貨貶值之程度。總之，在管理通貨之下，安定貨幣對內的價值，自必以物價水準爲標準，其反面即爲物價的安定。安定貨幣對外的價值，必以一種外幣爲標準，而以匯兌基金維持之。

(4) 我國放棄銀本位，必於集中現銀後減低銀元成色。——趙先生對於實行放棄銀本位之各種步驟，言之甚詳，我大體表示贊同。惟有一點，我的意見與趙先生略異。趙先生主張我們將來可由紙本位一直改金本位，於是除以銀爲輔幣外，我們簡直可不要銀幣了。我覺得這點還有考慮的餘地。我以為我們放棄銀本位之後，在過渡時期，應禁銀出口，並應禁止銀幣流通，同時，政府應收購白銀爲國有，但於集中現銀之後，政府應準備虛金本位制，擇定銀幣與黃金的交換比例，鼓鑄成色較低的新銀元。這種新銀元的額面價，應高於世界銀價，於是流通之時，方不至流出國外。到新銀元流通之時，紙幣即可兌現。現金準備，可用金塊銀塊及新銀元。我想：中國若放棄銀本位，美國購銀政策必大受打擊，或者美國可因此而改變政策。於是我們對於銀本位之放棄，反可促進世界幣制

會議之成功及金本位之恢復。若然，則中國可立由紙幣制改爲虛金本位制。若直接改爲金本位制，縱令國內專用紙幣，我想我們不易有充足的黃金，供紙幣準備金之用。但是我對這點，並不堅持，如趙先生或其他學者，能舉出充分理由，證明我們可免掉虛金本位這個階段，當然是一件更好的事。

虛金本位或不可用，然減低成色，仍爲必要。因趙先生以國家銀行發行紙幣的準備額之百分之六十爲保證準備外，其餘百分之四十，爲「十足之正貨準備」即「發行紙幣一元，須有一元之正貨準備。」我的疑問是：這種一元的正貨，其成色還是依舊呢？還是減低呢？依舊，則幣價仍昂，失卻放棄銀本位之本意。我以爲做準備的銀元成色應減低，方可合乎我們的期望。加以趙先生所定的政府購銀政策，以一元二角紙幣爲銀幣一元之價格，收買發行銀行之銀準備及民間存銀；以後收買之價格，尙可加至紙幣一元四角，國家銀行代收之後，轉交政府，易取國幣證券。此國幣證券代表十足現銀，即可供「十足的正貨準備」之用。例如政府以國幣證券一百二十萬元，委託銀行購買銀元一百萬元。而銀行以一百二十萬元之國幣證券，可發一百二十萬元之紙幣（其以保證準備發行之紙幣暫不計入）但一百二十萬元國幣證券所代表者，實際上只有一百萬元。所以就趙先

生這個辦法言，至少在實施第三步驟（改用金本位）以前，也應減低銀元成色。

此外我對於趙先生『通貨膨脹』之解釋略有不同（參看本誌前期拙著關於金融問題的文字）。趙先生否認紙幣停兌爲通貨膨脹，我則認之爲通貨膨脹。然這不過是定義不同，無關宏旨。

（註一）顧季高入超果於中國有大害否，社會經濟月報第二卷第五期。我覺得這篇文字能運用學理說明中國事實，爲刊物中不多見者；凡治中國經濟者不可不取而細讀之。

（註二）李立俠美國白銀政策與中國，本誌第一卷第九期。

（註三）趙蘭坪中國經濟金融財政之根本自救方案第七頁。

（註四）美國對法國的幫忙，當然是出於自私心。因爲法國若放棄金本位或貶低幣值，則美國將立受一打擊，必更貶低美金和提高銀價，到那時，中國更要吃苦。所以美國這次幫法國保持着金本位，是間接於我們有益。

（註五）除本年六月二十日匯價係照是日匯豐掛牌電匯價外，餘係參照 Sir Arthur Salter: China and Silver, 1934。

（註六）參看張素民價值論第四十七頁。

（註七）參看趙蘭坪我國本位不應放棄乎，六月二十日的上海晨報。

（註八）姚慶三沙遜爵士建議之檢討及鎊匯制度之商榷，社會經濟月報第二卷第四期。

白銀問題與中國幣制

六四

(註九) J. M. Keynes, Monetary Reform, P 117。

二十四年六月二十日(錄自二十四年七月份文化建設月刊第一卷第十期)

第五章 世界銀價與中國金融恐慌

年來中國的金融恐慌，是由於美國的購銀政策；救治之法，全在我們自己自動的放棄銀本位，改定幣制，我已在本誌說過好幾次了（參看本誌第一卷二期四期九期）。近月來，世界銀價，未再高漲，至本月十四日以還，倫敦銀價竟落至三十便士一翁斯以下；而中國的金融恐慌，仍日趨嚴重，資本的逃避，仍繼續進行。這種現象，究竟應怎樣解釋？與我以前的說明是否符合？我對於這個問題，似乎應再說幾句話。

在美國未採行購銀政策之前，中國為世界白銀的邊際購買者，所以世界銀價為中國所決定（參看顧季高的中國經濟建設的途徑，復興月刊第三卷第十一期）。中國對外匯價通常是略高於世界銀價，以便吸收白銀的邊際供給。自美國採行購銀政策，人為的提高銀價以來，世界銀價，遂改為美國所決定，中國乃被迫而變為賣銀者。世界銀價，既因美國的大量收買而提高，中國對外匯

價，自隨之高漲。然中國對外匯價，總不及世界銀價高漲之速。其原因約爲：（一）投機者因爲知道美國要繼續購銀，把銀價提高到美金一元二角九分一翁斯，先把中國的白銀運出，總是有利無損的。（二）一般商民心理，因爲美國的收買白銀，遂對於中國的銀本位懷疑起來，以爲將來維持不住，所以發生資本逃避。（三）由（一）（二）兩項之結果，中國的國際收支，遂由出超變爲入超。因此種種，中國對外匯價，雖因世界銀價之高漲而增高，然總不如世界銀價高漲之速。其相差常在百分之二三十間。換句話說，自美國採行購銀政策以來，中國的銀價，常較世界銀價低百分之二十。因爲這個緣故，運銀出口，是一件有利可圖的事。從上海運出，除繳納鑄幣稅與出口稅百分之十及平衡稅百分之六七外，還是有利可圖。若從香港大連等處運出，除運費外，簡直可把中外銀價差額的百分之二三十，全部賺到手。年來我國白銀流出的根本原因，即在此。簡單的說，美國購銀政策，使我國的白銀流出。詳晰的說，美國的購銀政策，使世界銀價高於我國銀價；此項差額，使我國的白銀流出。

以上，是對於我以前所謂中國的金融恐慌，由美國的購銀政策之補充說明。我們明白這一點，

就容易明白近來世界銀價降低，而我國的金融恐慌嚴重的道理了。讓我先說明近月來世界銀價未漲，至最近反降低的理由。

近一兩月來，截至本月十三日止，倫敦銀價，是盤旋於三十便士與三十一便士之間，沒有多大變動。其原因，是在美國政府購銀政策手段上的改變。美國政府購銀政策的目的，固在提高銀價，希望達到美金一元二角九分一翁斯。然美國政府同時也想由購銀而獲利。換句話說，美國政府想以低價收買白銀，等到收足美國準備金四分之一的白銀時，希望世界銀價達到美金一元二角九分一翁斯。這種手段，自然是美國購銀政策上的一個大矛盾。然確是近來世界銀價未漲的原因。以前美國的購銀頗急進，以致投機家也大量收買，希望銀價再漲時賣給美國，故銀價漲勢頗猛。後來，美國政府明白了，購銀稍緩，於是投機家收買大量白銀之後，無法久持，只好被迫賣出。這是本月十四日以來倫敦銀價敲破三十便士一翁斯的理由。

近月來世界銀價未漲，至最近反而低落，其情形既如此，中國對外匯價的情形，又怎樣呢？在本月十三日以前，當世界銀價盤旋於三十至三十一便士一翁斯之間的時期，中國對外匯價，因為上

述三種原因的關係，已逐漸下落；至本月十四日世界銀價敲破三十便士以來，繼續保持下落的趨勢。但在這裏，我們應注意的，是中國對外匯價之低落，是速於世界銀價之低落。換句話說，中國銀價之低落，是速於世界銀價之低落。結果，中外銀價，仍相差百分之二三十。此差額一日存在，中國在銀本位之下，無法脫離金融恐慌之境。爲證明此差額計，我特把本月十三日及十七日兩日的差額計算如下：本月十三日倫敦銀價爲三十便士又八分之一，國幣一元，應合二四·五九便士（即平價，係由倫敦銀價乘·八一六五七四四而得），然當日匯價爲一七·七五便士（即一先令五便士又四分之三），相差六·八四便士，幾達百分之二十四。本月十七日倫敦銀價爲二十九便士，國幣一元應合二三·六八便士，然當日匯價爲一七·六八便士（一先令五便士又十六分之十一），相差六便士，達百分之二十五強。有此差額，所以香港繼續不絕的運出白銀。

因此，我們可得着一結論：即美國一日不放棄購銀政策，中國銀價必永低於世界銀價；依過去的經驗，這差額，是在百分之二三十間。若資本繼續逃亡，此差額必更加大。當美國購銀過激，世界銀價高漲，中國銀價漲的較慢；當美國購銀稍緩，世界銀價稍低，中國銀價則低的更快，無論怎樣，中國

的銀價，必低於世界銀價。這與美國未行購銀政策之前，中國銀價恆高於世界銀價的情形，是兩樣的。中國銀價低於世界銀價，中外商民對於我國銀本位信仰的動搖，資本的逃避，通貨的緊縮，工商的衰落，都是無法可以避免的。惟一的出路，只有自動的放棄銀本位，改定幣制。所以近月來的事實，更足證明我以前的主張之正確。

二十四年八月二十一日（錄自二十四年九月份文化建設月刊第一卷第十二期）

第六章 增加籌碼與金融緊縮

自去年美國實行購銀政策，提高銀價以來，中國直接受着金融緊縮的影響。到了現在，這個影響愈深刻，愈普遍，使我們的金融恐慌日甚一日。影響既由「外來」，則我們金融問題之解決，似乎應在如何脫離這種外來的影響；換句話說，即在脫離銀本位制。

今之論者，多不知金融緊縮之真正意義，以為緊縮即是通貨（或籌碼）減少。於是有人以為去年白銀大量流出，弄成「籌碼不敷」（實則籌碼二字之借用，並不甚妥），使我們金融「緊縮」。又有人以為去年白銀流出雖多，而鈔票發行額增加，我們並沒有受着金融「緊縮」的影響。因此，大家糾纏不清。不知緊縮一詞，乃是 *deflation* 的譯名，其意義是在幣價高和幣價高所發生的一切影響。固然，現銀減少，鈔票減少，信用減少，都可以促成幣價高，然中國今日之幣價高，是海外有人故意的提高銀價所致；我們的問題，就不在現銀存底之能否保全，鈔票之能否增加，和信用之能否

擴充。因爲這些都辦到，而世界銀價若繼續增加，則我們的金融緊縮，還是不會減輕。

最近上海市商會設立之工商業復興委員會發表了一篇增加籌碼問題意見書，據這意見書，他們分籌碼爲信用籌碼和支付籌碼二種。前者指信用工具，如證券票據之類，後者指硬幣紙幣言。他們以爲支付籌碼並沒有『枯竭』所枯竭的，就是信用籌碼。苟我們提倡產業證券之發行和承兌匯票之採用，並同時建立證券市場和票據市場，則工商業和金融業的資金，都不至『結凍』於是恐慌的『內因』可以免除，金融緊縮的現象可以消滅。

關於產業證券，承兌匯票，證券市場和票據市場之提倡，誰也不會反對。然謂因此可消滅或減輕我們的金融緊縮，我就不敢相信。因爲我們的金融緊縮，已使工商業的營業減少；他們減低物價，營業已不能增加，何況減價過甚，更足使他們虧本。在這種情形之下，有了承兌匯票，到期也一樣不能兌現；有了產業證券，也一樣無人承買。各國過去金銀恐慌的事實，足資證明。美國在一九二九年冬季至一九三三年春季之間，不是沒有產業證券市場和票據市場，然物價低落，工商倒閉，資金凍結，銀行關門，仍然實現。法國的產業證券市場和票據市場，也比中國發達的多，然而其近年因爲

保持着金本位，受着金融緊縮的影響，時時發生問題。可見我們的金融緊縮和恐慌的問題，是一件事，信用工具之採用和金銀組織之改善，又是一件事。我們的信用籌碼之增加，是不足以解決我們的金融緊縮問題的。即增加鈔票和白銀，苟銀價仍日漲，也不足以免除我們的金融緊縮。

雖然，工商業復興委員會的意見書，有下列一段有價值的話：

「同人等以為當前幣制之危機，一為幣值高昂所反映之物價跌落，二為人心不安所招致之資本逃亡，三為國際收支逆差所造之脫離平價，而籌碼枯竭不與焉。」

在這裏，我們對於第三點，應補充一句，即國際收支逆差，係資本逃亡所造成。至於他們說：「救濟之道，治本的須平衡國際收支，治標的須穩定幣價。」我以為改革幣制，穩定幣價，即是治本。苟幣價不過昂，則上面一二兩點的現象可以免除，而國際收支也可自然平衡了。

二十四年九月二十二日（錄自二十四年十月份文化建設月刊第二卷第一期）

第七章 美國的白銀政策對於中國金融果無影響嗎

最近的白銀問題，鬧了兩三年；去年美國實行購銀政策，使中國受着金融緊縮的影響，資金逃避，物價下落，工商凋敝，銀行倒閉，信用收縮。這些影響，大都是中外學者與明白的中外商人所公認。只有美國白銀派議員和與他們有關係的美國政府中人如 *Moffet* 之類，纔說美國的白銀政策可以提高中國購買力，與中國有利無害。不料中國的言論界，也有少數人硬說美國的白銀政策，對於中國金融和經濟，沒有什麼影響。其主張最極端者，同美國白銀派一鼻孔出氣，說「銀價提高，於我國有利而無弊。」其主張稍緩和者，只承認美國白銀政策之影響，爲「我國白銀之大宗流出。」其較高明者，也認現銀外流與中國經濟恐慌「無直接因果關係。」這三種觀點，以第一說最幼稚，且與事實不符，不值討論。第二第三兩說，則「似是而非，」容易引起誤解；本文特針對此第二第三兩說，而指出美國的白銀政策使中國金融所受的惡影響。

一 金融緊縮與鈔票發行額

美國提高銀價，直接造成中國的金融緊縮 (Monetary deflation)，間接使中國受着緊縮的一切影響 (all the deflationary effects)。白銀爲中國的貨幣本位，銀價高，即中國的幣價高；幣價高，就是金融緊縮。這個基本概念，爲今之倡美國白銀政策對於中國無影響者所不懂，於是他們拿鈔票發行額來證明：中國沒有受金融緊縮的影響。彷彿金融緊縮，必是鈔票減少：這是幼稚園的經濟學。鈔票只是通貨之一種，現金減少，鈔票增加，若二者爲正比例，則通貨總額無變動。然通貨價值若增加，仍不失爲金融緊縮。何況去年我國流出的白銀，約爲二萬六千萬元（私運不在內），而鈔票和新銀幣與廠條等之增加，只在一萬萬元左右呢？是通貨總額明白的減少了一萬六千萬元，而同時通貨的價值，因銀價的提高而提高：這不僅是緊縮，而且是兩層的緊縮。

我們再退一步，即拿鈔票發行額來講，去年固有增加，今年確已減少。統計如下：（根據七月份

今年上海各銀行發行鈔票數額表（單位：千元）

月	末	總	額
一	月		四一三、九八五
二	月		四〇三、一八五
三	月		三六九、六三九
四	月		三五六、五六五
五	月		三五六、六八八
六	月		三七三、五八八

右表並包括天津及漢口兩處發行額。今年六月份的鈔票發行額。比一月份要少四千餘萬元。論者見了去年八月到十二月的鈔票發行額有增加，就認中國的通貨沒有緊縮，不知對於今年鈔票發行額的減少，又將怎樣說明？

總之，美國提高銀價，即提高中國的幣價，即直接造成我們的金融緊縮，使我們的白銀大批流

出。在此白銀大批流出之時，鈔票發行額雖略有增加，決不是我們沒有金融緊縮的證據。今年我們的金融緊縮程度愈尖銳，即鈔票發行額也減少了。

二 金融緊縮與物價漲落

我在上面已說過：幣價高，即是金融緊縮。金融緊縮的影響，包括人心動搖，資金逃避，物價下落，工商衰歇，銀行倒閉，信用收縮，人民的收入減少，國內和國外貿易縮小等。其中物價下落一項，即是我們現在要討論的。

我們普通說：物價即幣價的反面；幣價高，即是物價下落。然這句話過略。尚須加以說明。幣價高，固然必使物價下落，然也有特種原因，可使特種物價上漲，甚或因此拉住一般物價於一時。在這裏，「終必」二字頗重要。因為特種原因大都是臨時的，幣價既提高，其必然的趨勢，是使物價下落。去年美國提高銀價，立即造成中國的金融緊縮，已如上述。但是中國的物價情形，正和鈔票發行額相似，在去年下半年，不但未減低，而且略為增高。論者即據此以為「我國物價未受銀價提高之影

響。」實則他們不知那是由於特別原因的臨時現象，今年三月以後，物價按月下降，他們就無法說明了。可見研究經濟上的道理，非頭腦精細不可，否則真是「如扶醉人，扶得東來西又倒。」我且援例，舉出物價統計數字如下：（根據七月份上海物價月報）

上海躉售物價指數表 民國十五年（一九二六）為基期

年	月	總指數
民國二十三年	八月	九九·八
	九月	九七·三
	十月	九六·一
	十一月	九八·三
	十二月	九九·〇
民國二十四年	一月	九九·四

二	月	九九·九
三	月	九六·四
四	月	九五·九
五	月	九五·〇
六	月	九二·一
七	月	九〇·五

據說，海外銀價之特別提高和我國白銀之大批流出，均始於去年八月，所以去年八月以後的物價指數，最足注意。然依上表，自去年八月至今年二月，物價固未低落，但只有去年十一、十二兩月和今年一、二兩月的指數，超過了去年九月的指數；去年九月至十二月的指數，沒有一月趕上八月的指數；今年中只有二月的指數較去年八月高〇·一。我們暫退一步，來討論去年八月至今年二月，物價爲什麼沒有下落，和去年十一月至今年二月，物價爲什麼按月上漲。據我看來，第一原因，是美國實行在世界市場收買白銀提高銀價，使我國的中外商民對於我國銀本位制發生懷疑；換言

之，即是人心動搖。在這種過渡情形之下，一般商人自然重視貨物，輕視通貨，物價不僅不降低，而且可上漲。此其一。第二原因，是去年各處的旱災，減少了農產品的收穫，使農產品的價格上漲。我們把上海物價月報所載各類物價指數，留心觀察一下，就可以知道。從去年十一月至今年二月，糧食、其他食物、紡織品及其原料、和雜類四類物價均上漲，其餘各類的物價，則無甚變動，而金屬一類的物價則下落。此其二。第三原因，是物價本身有惰性，其低落不如世界銀價高漲之速。此其三。

我們再回觀上表所列的總指數，從今年三月到七月，物價是按月下落。今年七月的指數，比去年八月，要低九·三，約居十分之一。這個低落，不能算小。這不是我國物價受着銀價提高的影響嗎？

三 金融緊縮與外匯行市

一國的幣價高，其貨幣的對外匯價，應隨之而高。這是個顯明的道理。但這種道理，可因他種障礙而不能完全表現，或表現較遲緩。去年八月以後我國的外匯情形，即是如此。去年最後五個月中，世界銀價，不斷的上漲，而我國匯價，無甚變動。論者又以爲這是美國的白銀政策對於中國金融無

影響的鐵證。不知這時期中我國匯價之未跟着世界銀價的提高而上漲，其主要原因，與這時期中我國物價之未跟着世界銀價的提高而下降一樣，即是人心搖動，對於中國幣制失其信仰，發生資本的逃避。所以商人——尤其是外商——爭買外匯，抵住了國幣對外匯價應有的上漲趨勢，而同時白銀大批流出。投機者明知美國要繼續提高銀價，先把白銀從中國運出，總是有利無損。結果，中國的國際收支，由出超變為入超，使外匯的需要增加，更壓低了國幣的對外匯價。去年十月以後，我國徵收平衡稅，這是壓低我國匯價的又一原因。但是這種種抗拒我國匯價上漲的原因，終敵不住我國匯價應隨世界銀價的提高而上漲的趨勢。我再援例舉出統計數字來：（根據七月份上海物價月報）

今年上海國外匯兌市價指數表 民國十五年為基期

月分		對英		對美		對日		總指數
匯價 元合先令 國幣一 指數	數	匯價 元合美金 國幣百 指數	數	匯價 元合日金 國幣百 指數	數			

一月	一先令四辨士 又四分之三	六六·二二	三十四元又十 六分之五	六八·四八	一百二十元	一一五·八五	六五·六六
二月	一先令五辨士 又十六分之三	六九·五一	三十六元又十 六分之三	七一·六九	又八分之二十七元	一二一·二二	六八·四一
三月	一先令七辨士	七四·六一	十七元又十六 分之十五	七五·四一	又四分之三 一百三十四元	一二九·二四	七一·九五
四月	一先令七辨士	七四·七一	三十八元又八 分之三	七六·四一	一百三十五元	一二九·五四	七一·七
五月	一先令八辨士 又八分之一	七八·六八	四十一元	八一·三上	一百四十二元	一三五·九六	七四·五四
六月	一先令七辨士 又四分之三	七六·七一	四十元又十六 分之九	八〇·八〇	又四分之三 一百三十九元	一三二·六七	七三·一七
七月	一先令六辨士 又四分之三	……	三十八元又四 分之三	……	又二分之一 一百三十二元	……	……

據右表，今年一月至五月，我國匯價確隨世界銀價的增高而繼續的上漲；儘管匯價上漲的程度，不恰與銀價增高的程度相等，然其上漲的趨勢，是很顯然的，今年六月以後，美國的購銀手段變更，世界銀價稍落，我國匯價也跟着稍落（參看本誌上期我的世界銀價與中國金融恐慌）然則

我國匯價，不是明白受着美國白銀政策的影響嗎？

四 金融緊縮與白銀流出

凡一國的幣價高，形成了金融緊縮，人心必因之搖動，於是發生資金逃避，前面已提及過。而英日美各國放棄金本位之前，都受過這種經驗。拚命維持金本位的法國，近年也常吃這種痛苦。自美國去年實行收買白銀以來，中國即遇着同樣經驗，白銀大量流出。「白銀流出」這個事實，雖是人所知，然其因果與利害關係，則論者之說不一。有認白銀之流出與流入爲常事，無足輕重的；有認白銀之流出，爲抵付歷年貿易入超的；有認白銀之流出，雖爲美國白銀政策的結果，然對年來中國的金融恐慌，沒有多大關係的。這三說有一個共同點，即是因爲去年流出的白銀爲外商銀行的白銀，而外商銀行的白銀，等於外國的白銀，所以流出了，對於中國金融沒有關係。去年大宗白銀流出，果是這樣簡單而無意義嗎？這點關係極重，我想多說幾句。

第一，我國去年大批白銀的流出，不是尋常的現金移動可比，乃是由於美國的提高銀價造成

我們的金融緊縮所致。換句話說，即是資·金·逃·避·正·和·近·年·的·法·國·一·樣。然這個比擬(Analogy)，只此而止。一個金本位國的黃金逃入另一個金本位國，則輸出國的通貨準備減少，輸入國的通貨準備加多，在經常情形下，兩國的物價要發生變動，輸出國的貿易會變爲出超，輸入國的貿易會變爲入超。結果，黃金可以流回原來的輸出國。但中國年來流出的白銀，大都爲美國所收買，而美國并不是用白銀做貨幣本位，乃是用之作一小部分的通貨準備金。對其物價的影響很小。他現在已買的離他四分之一的準備金的理想，還差得遠。因此，中國流出的白銀，除非美國變更或放棄其購銀政策，是不會由美國流回到中國來。就這個意義言，中國白銀的大批流出，是一件很嚴重的事，所謂「無足輕重」之說，真是太膚淺幼稚了。

第二年來的大批白銀流出，與我國的對外貿易入超無關，已經顧季高先生等指出。我以前也說明過（參看本誌第一卷第十期我的中國金融問題解決方案之商榷），現在可不多說。我只指出：中國歷年對外貿易雖爲入超，然我國國際收支，向爲出超。在二十一年之前，每年有白銀輸入。今忽有大批白銀之流出，當然如前面所述，是由於金融緊急，資金逃避，國際收支起了變化。

第三，去年流出之白銀，其大部分固爲外商銀行之白銀，然中國境內外商銀行之白銀，直接關係我國金融市場，迥非外國境內之白銀可比。倡白銀爲抵付歷年貿易入超者，固不知此，而認白銀流出與貿易入超無關的人，也有不明白這層的。在我說明這點之前，讓我說明外商銀行的白銀首先流出的理由。

外商銀行的存戶，與華商銀行的存戶不同，多爲短期存戶，不如華商銀行有許多長期儲蓄存戶。此其一。外商銀行的業務不同。他們的放款約有五種：（甲）進出口貿易，（乙）國外匯兌，（丙）有價證券（洋商公司的）押款，（丁）地產押款，（戊）洋商工廠及洋行。而以進出口貿易上的放款爲最多。據可靠的調查，上海的進出口貿易，有百分之九八·五，係外商銀行所經營，此種投資，可隨時停止。故其資金流動，容易流出。華商銀行所經營的進出口貿易，只有百分之一·五；其大多數，以發鈔票、買賣公債、及經營地產爲業務；只有少數，始放款於工商業，甚或投資在鐵道公路上面。鈔票的準備金不能動，工廠鐵道公路等的投資，不易收回，故其資金較呆滯。此其二。外商銀行的存戶，雖有中國的官僚軍閥，然以洋商爲多。洋商一聞美國提高銀價，即不相信中國能夠維持銀本位，

故多立即買外匯，寄回本國：此其三。有此三端，去年美國提高銀價以後，外商銀行的白銀，即首先流出。

我們明白了外商銀行的白銀首先流出之原因，就可進而討論這種白銀流出對於我國金融市場的影響。外商銀行對於出口貿易的放款，若略加減少（即 Packing credit 收縮）則直接受影響者，固為出口商人，然間接受影響者，則為全國農產品的生產者（因為我國的出口貨大都為農產品）。這些生產者的貨物出口減少，其收入即減少，其購買力即減低。加以外商銀行對於我國工商業及錢莊，亦非絕無放款。他們因為存底減少，收回放款，可立即使我國工商受影響。榮宗敬的一家紗廠拍賣事，想大家都記得。

總之，外商銀行的白銀，不是永遠埋在地窖中，毫無作用的。牠是他們一切放款的存底。而他們的放款，大都是用在中國。所以他們因存底減少而收回放款，減少放款，當然直接間接影響於中國的金融和工商業。這些影響，凡輕視白銀流出之意義者，非全不承認之，但輕輕略過，只知其影響上海地產商人，而不知其影響全國的農產品的生產者和減少他們的收入！

再進一步言，一國內之現金，無論其所有者爲誰，無論其存在何處，一經大量流出，立即影響全國金融。例如存在倫敦的黃金，是各國都有的。英國在一九三一年九月之前，經法國的大量運回黃金，金融市場就吃不住，遂被迫而放棄金本位。法國近年的情形，也是一樣。每次資金逃避，即發生嚴重的金融恐慌，甚或因此而更動內閣。法國雖拚命維持金本位，然他所受金融緊縮的害處，爲有識者所共知。假定中國沒有外商銀行，他們的存款和業務，都在我國中央銀行之手，我想去年仍會一樣有大量的白銀流出。否則英法沒有中國式的外商銀行，何以在金融緊縮時，也有資金的逃出呢？

第四，去年外商銀行白銀之流出，及其對於中國金融的影響，既如上述，則華商銀行之白銀，爲什麼沒有跟着流出呢？論者多以此爲美國提高銀價，無關中國金融的一個好理由。實則他們至少忽略了兩點：（一）華商銀行的業務，如上所述，如鈔票的準備金和工廠、地產、鐵道、公路等上的投資，是不易動的。（二）中國政府既徵收平衡稅，復對於現銀移動，監督甚嚴。現在的情形，實等於禁銀出口。這兩點，並可以說明今年白銀沒有流出（私運和香港大連運出的不在內）的原因。因華商銀行之白銀未流出之原因既如此，而今年外商銀行一則因存底減少，一則因自身利害關係，對

於各種放款，沒有過於收縮，不僅沒有運銀出口，而且從倫敦運回白銀，以資維持。所以我國今年還有五百多萬元的白銀進口（見七月份上海物價月報）

第五，白銀流出，固由於銀幣價高，金融緊縮，人心動搖，資本逃避。然在這種情形，一國幣價，必低於世界金銀價格（金幣同樣）；因為人心動搖，資本逃避，大家爭購外匯，使國內幣價低於世界金銀價格。中國銀幣對外匯價之上漲，總不如世界銀價高漲之速，其主要原因即在此，前面已說過。因此，我們可以說：白銀流出之原因，是在國內銀價低於世界銀價之差額。這點，論者大都知道。但無論世界銀價之漲落如何，這個差額一日存在，中國的白銀流出之危險，一日不能免除；除非我們放棄銀本位制，中國之金融恐慌，一日不能解脫（參看本誌前期我的世界銀價與中國金融）。這點，論者中有不知者，所以說：『一方面統制華商銀行之庫存而不許其輸出營利，一方面壓低外匯，而使之維持常態，世界銀市雖漲，於我何害？』我國外匯平市委員會制定平衡稅率的諸公，不願提高平衡稅的見識，畢竟較此高一籌。

五 金融緊縮與鈔票準備金

幣價高，即是金融緊縮或收縮，我在前面，已再三言之。所以一國當幣價高漲，無論其鈔票發行額怎樣增加，現金怎樣不動或增加，信用怎樣擴充，苟其影響，不足以防止幣價之高漲，則仍不失其爲金融緊縮，或通貨緊縮。論者多不知此理，既認去年鈔票增加爲中國沒有金融緊縮之證，我已在前面指出其錯誤，復認銀行存底及鈔票準備金之未減少，爲中國沒有金融緊縮之又一證據，并舉出中央銀行鈔票準備金常在百分之八十間一件事實。我以爲依緊縮的真義，即令去年流出的那二萬六千萬元，沒有流出，即令各銀行的鈔票準備金都增至百分之百，則中國的金融緊縮，除程度上或有高低之不同外，會沒有什麼大不同。法國近年的鈔票準備金，不是在百分之百以上嗎？近年法蘭西銀行的準備金與存款的比例，不是準備金高於存款百分之四五百嗎？然識者無不知法國日日吃着金融緊縮的痛苦！

六 金融緊縮與國外貿易

幣價高，即貨幣對內對外的購買力增加。其對內購買力之增加，表現於物價之下落；其對外購買力之增加，表現於對外匯價之上漲。論者不察，只知物價低，出口貨應增加；對外匯價漲，進口貨應增加；遂認年來國內進出口貨之減少為可怪。他們不知本國物價雖落，而本國貨幣的對外匯價漲，則自外國進口商人視之，本國物價反高；蓋在經常情形之下，對外匯價之上漲，是速於物價之下落。因此，出口貨只有減無增。論者中有略知此理的，而對於進口貨之減少，又無法說明，乃歸咎於工業不發達及農村破產。我們的進出口額，若以人口為比例，向來很小；此誠由於我國經濟落後。然去年進出口額之少於前年，今年一月至七月之進出口額又少於去年之同時期，決不是由於經濟落後；這全是另一回事。國幣對外匯價漲，一面使本國人民感覺外貨較廉，一面使外國的出口商獲利較多，故容易誘致外貨之進口；此為不誣，然進口貨額不一定因此增加。尤其是在中國的銀本位國對非銀本位國的場合，及美國提高白銀政策之下，（在金本位國間，黃金彼此流出流入，物價亦彼此

變動，調整較易，參看上面第四節）進口貨之減少，實是一種很當然的事。爲什麼呢？貨幣對內對外的購買力是一件事，一國人民的購買力又是一件事，人民的購買力，是他們所生產的貨物額和勞役額。貨幣對外的購買力雖高，然消費貨物的人民，同時是生產者，因爲貨幣對內的購買力高（即物價低），大都虧本；於是工商停滯，生產減少，他們的購買力降低。人民缺乏購買力，對於價格再低的貨，也無法購買。這即是我們年來進口貨減少的原因。這點，論者多不明白，即有人知貨幣購買力之外，尙有『社會普通購買力』，然其所謂『社會普通購買力』，仍指通貨流通額言，不知社會普通購買力，即是社會所生產的貨物額和勞役額。也不知我國年來這種購買力之降低，是美國提高銀價所賜。

七 金融緊縮的其他影響

以上我已說了我國金融緊縮的六種影響。此外已有許多別的影響。例如（1）上海拆息行市，自去年八月至今年七月，除去年十月及今年二三兩月稍落外，餘皆按月上漲（參看七月份上海

物價月報。若以今年的拆息行市與過去三年比，除民國二十一年因一二八戰事特高外，則今年高於二十二年及二十三年（參看 C. S. Yao: "An Economic Survey of China for the First Half Year," The China Quarterly, Vol. I, No. 1.) (3) 上海錢業的匯劃額，今年一月至五月，每月均比前三年中的同月爲少（參考同上。）(4) 上海的公司有價證券的價格，據 (Swan, Culbertson and Fritz 公司所編的指數，今年的比前三年的爲低。只有政府公債，因市面無他種投資，而利息亦高，又比較安全，即在今年，仍未下落。(4) 全國各埠及香港的銀行，錢莊之倒閉與停業，自去年八月以來，即繼續不斷的發生，而以今年爲甚。綜括說一句，由美國的白銀政策所產生的中國金融緊縮，已造成我們的嚴重金融恐慌。論者只知中國金融恐慌，而不知中國金融緊縮這件事，更不知美國的提高銀價，即直接使中國金融緊縮！

八 結論

上述七端，已足說明中國年來的金融緊縮和其影響，由美國的白銀政策所造成。不過論者中，

有人堅執：去年以來之金融恐慌，係接着民國二十一年以來的經濟恐慌，美國的白銀政策，只使之『益趨嚴重』。實則他們既承認美國白銀政策使中國原有的經濟恐慌『益趨嚴重』，即已承認美國白銀政策對於中國金融和經濟之影響。不過我們以為民國二十一年二十二年兩年間的經濟衰落，是九一八、一二八等事變和英日等國放棄金本位的影響。去年若無美國的白銀政策發生，那種衰落，可以逐漸轉為復興。乃美國一實行購銀政策，使我國經濟衰落的過程，重演一番；而他的白銀政策不變更，我們幾無法轉為復興：這點，我們不能不認為是另一件事。論者硬要把去年以來的金融緊縮和牠所造成的恐慌，歸咎到民國二十一年開始的國幣對外匯價之上漲，不僅是書生固執之見，而且足為美國的白銀政策卸除責任，我們是無法同意的。

二十四年九月十七日（錄自二十四年十月份文化建設月刊第二卷第一期）

第八章 貿易入超與外人投資

一 有形貿易入超之必要

中國是經濟落後的國家，在國際貿易上，出口貨只限於農產物和農業的副產物。而我們對於工業進步的國家，需要他們的新式製造品和機器等很多。結果，我們在有形貿易上，歷年來是有入超的。而且就國際貿易的原理講，「進口貨付出口貨」或「出口貨付進口貨」(Imports pay for exports or exports pay for imports)。因此，我們要促進出口貿易，就不能減少進口貿易，換句話說，我們限制進口貨，就無異自行減少出口貨。我們明白了這個基本原理，就不會從限制進口貿易上去求減少入超。現在各國所通行的很高的關稅制，定額進口制 (Quota system) 和其他統制貿易的方法，大都是違背經濟的原則而實行狹義的國家主義，以犧牲自己人民的經濟利

益的。就中國講，所謂統制貿易，只在促進出口貿易一方面着眼，纔有意義，纔有利益。若模倣別國的皮毛，嚴格的限制進口貿易，不僅在國勢上是辦不到；即辦到，也是害多利少。

據上所述，我們一談中國的經濟建設，就應明白承認我們的對外貿易，在有形貿易上，是應該有入超的。我國的言論界，多以入超爲慮。馬寅初先生在他的「銀問題」一文中，也一樣爲入超着急。可是他最近在「銀行週報」上發表的文字，也承認我們不能不入超了！足見天下的真理，智者遲早是能認識的。但是我們的有形貿易既非有入超不可，則我們的國際收支又怎樣呢？我們還是每年運出白銀，以償付入超呢？還是由無形出口貿易以抵補入超呢？我們現在可進而討論這個問題。

二 增加無形出口貿易之方法

我們的有形貿易是向有入超，但我們的無形貿易，除歐戰中四年及最近三年外，是向有出超。所以兩相抵銷之外，向有白銀進口。這種無形出口貿易是以外人投資和華僑匯款爲大宗，餘如外

人在華的用費和外國旅行家來華的遊歷費等，爲數也不少。中國自民國二十二年以來，無形出口貿易已大減，結果，我們的國際收支，由出超而變爲入超。這個國際收支上的入超，是非運出金銀去償付不可的。所以前年和去年，是有白銀出口，而以去年爲最多。今年雖已有數百萬元的白銀進口，然到年底，合併計算時，究竟是白銀流入或流出，還無法知道，就最近三年來的情形講，國際收支上的入超，長此下去，確成了一個重要問題。

但照前面所講，我們要減少國際收支上的入超，使其平衡，免除白銀流出，是不應從減少有形貿易的入超着手，乃應從減少無形貿易的入超着手。換句話說，我們應增加無形出口貿易。無形出口貿易增加之結果，我們的有形貿易上之入超將更大。因爲過去的事實告訴我們：凡白銀流入較多之年，即是有形貿易入超較大之年；凡白銀流出之年，即是有形貿易入超減少之年。此中理由，等到下面說明了增加無形出口貿易之方法後再說。

我國無形出口貿易。有外人投資，華僑匯款，和外人駐華的用費與遊歷費三大項目，前面已提到，我們增加無形出口貿易，即是要增加此三項。我爲方便計，先從第三項講起，外人駐華的用費，如

外國公使、領事、商人、教士等的用費，比較固定，難以增加。但外人來華旅行的遊歷費，是可設法增加的。增加之法，即在鼓勵和引誘外人來華遊歷，像日本所辦的 Tourist Bureau 一樣，設法宣傳，并給予旅行者以種種便利。這是政府和商民都要注意的。這事是等於一種工業，外人稱之爲「旅行業」(Tourist industry)。

至於華僑匯款，除一小部分係由華僑寄回養家外，其餘大都係寄回投資。所以華僑匯款與外人投資性質相類，我們可合併起來講。講到利用外資問題，論者多只注意借款一事，而不知外人自動投資，更是外貨輸入的重要原因。所以他們對於美國的經濟調查團和英國派來的李滋羅斯存無窮的希望，即希望英美貸我們以巨款。借款如果條件不苛，用途適當，那我們自然歡迎。可是美國經濟調查團返國之後，并未給我們以借款。李滋羅斯這次在華考察之後，英國可有借款與我們的可能性嗎？自我看來，希望極微。

爲什麼呢？因爲無論英國或美國要借款與我，非請日本加入，會惹起問題的。而借款團所包括的國數愈多，意見就更難一致。這是我們對於英國借款的希望無多之一個原因。最近意阿戰爭已

成事實，英國有隨時捲入戰爭漩渦之可能，他至少必爲戰事之一切準備。在這種情況之下，英國非等意阿戰爭了結之後，是不會借款給我們的。這是我們對於英國借款的希望很少之又一個原因。至於日本，是很願意單獨借款與我們的，但是他的條件是否能本於平等互助的原則，是一個很大的疑問，而且美國也不會「袖手旁觀」，乃必要求參加，結果意見又紛歧，難成事實了。因此種種，我們靠借外債來抵補國際收支上的入超，至少在最近的將來，恐怕是沒有什麼希望的。論者只注意這一點，那就等於「畫餅充飢」了。

三 如何促進外人的自動投資

然則外人投資，除卻正式借外債以外，所剩的，就是外人自動投資了。華僑匯款的大部分，也屬於自動投資，前面已經指出，暫可併爲外人自動投資一項內。這一項頗爲今日之治經濟者所忽略。實則我國以前歷年的國際收支上之出超，大部分是由於外人和華僑的自動投資所致。那麼，我們今日的問題，就在如何促進這種自動投資。

外人和華僑對中國的自動投資之基本原因，是在中國之利率較外國爲高。如果中國之幣制穩定，幣價相對的安定，則中國之較高的利率，是足以誘致海外的自動投資的。不過在這裏，我們有應注意的，即是當我國幣價不甚安定時，幣價低落，是無礙於海外的自動投資；幣價高漲，是可阻止海外的自動投資。因爲國幣的價低，外幣折合國幣的數目多，至少就表面講，外人和華僑是認爲有利的。當一九二九年至一九三一年的銀價日落，我曾在美國親眼看見華僑，無論是洗衣的或當茶房的，盡其所有的餘資，換成國幣，寄回中國。近三年來華僑匯款之減少，其原因固爲海外的經濟衰落，然另一原因，實爲銀價日高，國幣太昂，外幣折合國幣太不合算。近兩年來，我國白銀大量流出，即是外資因銀價日高而逃出。外資逃出的理由，一爲銀價高，國幣可多換外幣。例如一美國商人會於銀價低時以美金一萬元換了國幣五萬元，投資中國。現在拿國幣五萬元先換美金，幾可得美金二萬元。這種不勞而獲之利，誰不願去求？二爲銀價日高，美國收買不已，外人對於我國政府之維持銀本位的能力，就懷疑起來，以爲我國的幣制必會動搖。因此，我們可以明白：以前銀價低落，我國國際收支爲什麼有出超，近年銀價高漲，我國國際收支爲什麼有入超。

照這樣講，我們今日減少國際收支的入超之先決條件，是在如何改革我國幣制，安定我國幣價。幣制鞏固，幣價安定，恢復了中外商民的信仰心。以中國利率之高，外人和華僑，當然會願自動的對我國多投資。於是國際收支上方可由入超而變爲出超。依我的意見，這纔是我們歡迎外資的正當辦法，這纔是解決我國國際收支入超之惟一出路。

四 結論

假定外人對華投資加多，無論是由於借款或自動投資，則其直接效果，是進口貨增加；換言之，即是我們的有形貿易的入超加大，因爲外資之來，不全取金錢的形式，大部分是取貨物的形式。因此，我們就明白：以前白銀流入較多之年，爲什麼同時是有形貿易入超較大之年；白銀流出較少之年，爲什麼反是有形貿易入超減少之年。因此我們更可明白：我們不需要外資，不歡迎外資則已；否則我們不必顧慮有形貿易的入超，而且應許可有形貿易入超之加大。我們一面歡迎外資，一面要限制貨物入超，那是一個大矛盾而不可通的事！

二十四年十月七日（錄自二十四年十月份網繆月刊第二卷第二期）

第九章 銀價與金銀比價

近年來，世界銀價上漲，使我國的幣值高昂，物價下落，形成我們的通貨緊縮。這是一個顯明的事實。這種事實的必然結果，是我們的工商凋敝，金融紊亂，和幣制崩潰。這話，我已在本誌上說過了好幾次。最近兩星期來金融市場的變動，使我不幸而言中。政府若不趁早放棄銀本位，改定幣制，恐怕不久會要被迫而放棄銀本位制。被迫的自然放棄銀本位，其危險很大；自動的有目的的放棄銀本位，是利多而害少。我重提此話，是希望政府速定辦法，勿再因循！

最奇怪的是：我國有一部分討論經濟問題的人，不是說中國沒有通貨緊縮，就說世界銀價沒有高漲；彷彿他們硬要替美國的白銀派洗刷個乾淨。從『外行』看去，他們的話，也言之成理。實則他們根本不懂什麼是通貨緊縮和什麼是銀價。關於中國近年的通貨緊縮，我已在上期本誌美國的白銀政策對於中國金融果無影響嗎一文裏說明了，現在我要討論的，是什麼是銀價？銀價是不

是金銀比價？

論者說：一九三一年倫敦銀價平均爲每翁斯十四便士半，以後上漲，至今年五月，達三十三便士多（現在市價約爲二十九便士強）；一九三二年紐約銀價平均爲每翁斯美金二角七分多，以後上漲，至今年五月，達美金四角六分多（現在市價爲美金六角五分多）。這並不是英美金價之漲，乃是英美幣值之落。這話對嗎？就白銀的價格（Prices of silver）言，這話是對的。在英美未放棄金本位之前，英美白銀的價格，是以金幣計算的；在英美放棄金本位之後，英美白銀的價格，是以紙幣計算的。但所謂『對』，只此而止。可是他們更進一步，去找金銀比價，以證明銀價沒有變動；於是他們說：金銀比價，在一九三一年，爲七十強，去年九月，爲七十一強，去年十月爲六十六強，今年五月爲四十七強；可見銀價從一九三一年到去年九月，不僅沒有上漲，而且中間曾經低落；銀價真正的上漲，是始於去年十月。這話又對嗎？如果我們認定銀價只爲金銀比價，這話是對的。但是銀價究竟是金銀比價嗎？

『銀價』之真正意義，是指白銀的價值（Value of silver）言；白銀的價值是什麼？即是白

銀的購買力。白銀的購買力又是什麼？即是一定白銀數量所能購買之其他貨物之數量。但是這個購買力之衡量法，中外不同。因為中國為銀本位國，白銀在中國之購買力，即是物價指數的反面；白銀的購買力高，物價低；白銀的購買力低，物價高。在非銀本位國如英美各國，白銀不是物價的尺度；故白銀的貨幣價格，不足為白銀的購買力之衡量。如白銀的價格高，而一般物價指數同時同等的高，則白銀的購買力沒有變動。白銀的價格，隨一般物價指數之低落而低落時，亦然。所以白銀在外國的購買力，是白銀價格與一般物價的比例；這個比例，即是白銀價格指數對於一般物價指數所佔之百分數，可由物價指數除白銀價格指數而得。再詳言之，係以物價的逆數乘白銀價格指數，再以一百分之。換句話說，在非銀本位國，白銀的價格高，而一般物價未高，則白銀的購買力漲；白銀的價格低，而一般物價未低，則白銀的購買力低；此之謂世界銀價之漲落。

照這個意義講，近數年來世界銀價到底漲了沒有呢？確實漲了。因為早有人把海外白銀價格與海外一般物價的比例算出來了。據金陵大學教授路易士、張履鸞等的計算，一九三一年來英國白銀的購買力如下：

白銀購買力指數（以一九一〇年至一九四〇年爲一百）

國 別	一九三一	一九三二	一九三三	一九三四
英 國	五五·〇	六九·一	七一·一	八一·一
中 國	六一·六	六七·五	七五·七	八三·三

參看 A. B. Lewis and Chang Lu-Iuan, *Silver and Chinese Price Level, 1933; Silver and Prices in China, a report of a committee of the Ministry of Industries, 1935.*

現在，我們當可明白一九三一年來，銀價在中外都確實上漲了。總之，金銀比價不是銀價之標準，正和銀與米或煤的比價不是銀價之標準一樣，所以談銀價問題的人，應先從「價值」一詞的定義——購買力——着手。

二十四年十月三十日（錄自二十四年十一月份文化建設月刊第二卷第二期）

第十章 金融市場紊亂的一月中之經濟變動

按本文係論二十四年十月中我國經濟上的幾種變動，而意阿戰爭恰於是月初開始，故原題爲「意阿戰後中國經濟上的幾種變動」。但在這一月中，我國金融市場紊亂達於極點，所以本文中涉及意阿戰爭者只有一節，餘皆關係幣制動搖和金融緊縮；而十一月四日財政部即宣佈新幣制。事後看來，我這篇文字所注重幣制的話，並沒有錯誤。同時，今日欲明白我國幣制改革的因果者，也宜回想新幣制施行前一月的經濟情形。所以照錄於此，但刪去第一段照例的「引子」（因其側重意阿戰爭），改爲今題，以符本書的主旨。

著者

一 中國經濟變動之由於意阿戰爭的影響者

意阿糾紛對於中國經濟的影響，在戰爭爆發之前兩月（即八九月），就有了，不過到戰爭爆發之後，就更明顯。茲分爲二點說明之。

(1) 出口貿易上應有的變動——凡戰爭發生，軍用品和必需品（如糧食和衣服的原料等）之需要增加，價格大漲。若世界上別處有戰爭而不牽及中國，則中國的原料及其半製品如錫、棉花、棉紗、荳類、桐油、豬鬃、皮革等之出口，必可增加。至於糧食，我們的大米和小麥，向來不夠我們自己的用，縱偶有出口，為數極微。因此，在歐戰時，中國原料品的出口大增，湖南的錫礦商大獲其利，國內的紡紗廠大發達。這次意阿戰爭，中國這些出口貨物，當然可以增加。意阿戰爭，雖在本月初纔爆發，然彼此備戰，在八九兩月間已日緊一日。雖則九十兩月份的出口數字，我們還無法覓得，然就八月份的出口價值，也較七月份多二十萬元以上；錫的出口價值，在一月至七月七個月中，共只三百三十五萬八千餘元，而八月一個月中，就有九十四萬四千餘元。約佔頭七個月的出口價值之七分之二。這幾種出口貨物的增加，雖不免有別的原因，然意阿備戰，當居其一。自戰爭爆發以後，這類出口貨物之繼續增加，必無可疑。雖我們沒有數字來證明，然可於棉花、棉紗等價格之暴漲（參看下節）見之。桐油也可供軍用品的各種用途，自意阿戰爭爆發以後，其出口大增，價格大漲。

至進口貿易，因戰爭限於東非，還沒有受着多大影響。據報紙所載，只有鋼鐵、顏料等項，商人恐怕歐洲捲入漩渦，大事收買，以致價格大漲。其他進口貨，也一律稍漲。

(2) 物價上的變動——意阿戰爭對於中國經濟的影響，以物價上的變動來得最快而最明顯。雖則本月份的一般物價指數，我們還無從知道，然有幾種重要物品如米、麥、麵粉、棉花、棉紗等的價格的變動，是我們知道的。意阿戰爭爆發後一二日之內，這些物品的價格，立即上漲。不久，桐油、鋼鐵、顏料的價格，忽形猛漲。米、麥和麵粉價格之漲，是因東非戰爭發生，世界糧食漲價，商人恐怕將來進口減少所致。鋼鐵和顏料之漲價，也是商人恐怕戰爭延長，將來來源減少。至棉花、棉紗和桐油之漲價，則因戰爭發生，出口增加。凡此，都是意阿戰爭的直接影響。惟本月二十三日以後，棉花棉紗價格之大漲，係受了標金市場的影響，與意阿戰爭無關。近月來標金價格之日漲，外匯價格之日落，另有其原因，留待下節再說。本月份標準棉花、標準棉紗、標準小麥，和標準麵粉的逐日市價，我已經列表如下，從這表看來，那四種物品的價格，雖間有下落的情形，然其一律上漲的趨勢，是很明顯的。我們拿十九日的價格和一日的價格比，就可以知道。二十一和二十二兩日，棉花、小麥和麵粉三種價

格之稍落，是因法國允許在地中海助英，歐洲局面緩和所致。至二十三日以後，各物的價格，又一律猛漲，則係受着標金市場的影響。

十月份棉花棉紗小麥麵粉市價表

月 日 類 別	標準棉花	標準棉紗	標準小麥	標準麵粉
	平均價格	平均價格	平均價格	平均價格
十月 一日	三一·九六	一七〇·四六	四·一二	二·五八〇
二日	三二·二六	一七〇·八〇	四·一五	二·六〇〇
三日	三二·九八	一七二·四九	四·一九	二·六三〇
四日	三三·五三	一七四·〇六	四·二八	二·六六五
五日	三三·五〇	一七五·〇四	四·二五	二·六六四
六日				
七日	三三·三八	一七六·一六	四·三一	—
八日	三三·一五	一七五·〇六	四·二四	二·六六六
九日	三三·四三	一七五·〇五	四·二五	二·六六一

十日	三三·五六	一七六·七三	四·三三	二·七〇〇
十一日	三三·三六	一七五·七三	四·三三	二·六九〇
十二日				
十三日				
十四日	三三·〇七	一七四·五八	四·三二	二·六六四
十五日	三二·九一	一七四·〇八	四·三八	二·六八五
十六日	三三·〇九	一七五·〇一	四·四〇	二·七二〇
十七日	三三·〇四	一七五·二一	四·三五	二·六九五
十八日	三三·二三	一七六·一三	四·三五	二·六九五
十九日	三三·二四	一七六·三四	四·三六	二·七〇五
二十日				
二十一日	三三·〇九	一七六·四六	四·三五	二·六八八
二十二日	三三·二五	一七七·六五	四·三三	二·六八三
二十三日	三三·七七	一七九·二〇	四·三六	二·六九五

二十四日	三四·五〇	一七九·九〇	四·四二	二七〇·八
二十五日	三四·八五	一八〇·八〇	四·四六	二七三一
二十六日	—	—	四·六二	二七六八

二 中國經濟變動之由於幣制搖動和時局嚴重的影響者

本月來中國經濟變動之最大的，是金融上的變動，即標金之猛漲，外匯之緊俏，和公債之先落後漲。標金外匯市價之變動，是大都受着幣制搖動的影響；公債市價之變動，是大都受着時局嚴重的影響。茲分別說明之如下：

(1) 標金外匯市價之變動——標金與外匯關係甚密，二者之變動，常相依而行。不過習慣上外匯的市價，是以國幣為主體，故標金漲，則外匯低（俗謂之緊）；標金落，則外匯漲（俗謂之鬆）。月來標金之猛漲和外匯之緊俏，是與意阿戰爭沒有關係。若由意阿戰爭而引起歐洲戰爭，則金集團國必放棄金本位，依上次歐戰的例，則銀價必漲。於是標金必落，外匯必鬆。然這次意阿戰爭雖爆

發，而英法各國力求避免戰禍，戰事還沒有波及歐洲（指現在言），同時，美國的購銀政策，又沒有以前的激進。故月來海外銀價變動極微，倫敦的銀價，盤旋於二十九辨士之上；紐約的銀價，盤旋於六角五分之上。這與八九兩月的情形相同。但是月來中國標金市價日漲，外匯市價日落，其原因，不外下列各端：（1）傳說我國政府將貶低幣值百分之三十五，即將國幣成色，減至原有的百分之六十五。或謂政府將把關金擡高至二元五角或三元。一說政府想把國幣對美匯價，壓低至國幣三元五角或四元折合美金一元。又一說謂政府不明白貶低幣價，惟行紙幣膨脹政策。（2）傳說美國將放棄購銀政策，紐約商會對美國確曾提出此項要求。（3）投機家從中操縱，據說有服務政府的官吏，也乘機對於標金外幣，大做多頭。這三原因，以第一原因之效力最大，第三原因大都為第一原因所釀成。第一原因之傳播，以二十三日以後為更甚。綜括一句話，一般心理對於幣制的信仰日減，而發生恐慌。月來標金和外匯市價之大變動，即是這種恐慌心理所造成；反過來說，也就是吾國幣制動搖所造成。茲將月來標金外匯之逐日市價，列表如左：

十月份標金外匯市價表

月 日	類 別	標 金 (收盤價格)	外 匯		
			對 英	對 美	對 日
十月	一日	八八四·七	一〇六·二五〇	三七·三一二五	一二九·五〇
	二日	八八五·五	同 右	同 右	同 右
	三日	八八二·八	同 右	同 右	同 右
	四日	八九七·七	同 右	同 右	同 右
	五日	八九六·八	同 右	三七·一八七五	一二九·七五
	六日				
	七日	八九六·六	一〇六·二五〇	三七·一八七五	一二九·七五
	八日	八九九·二	同 右	三七·〇〇〇〇	一三〇·〇〇
	九日	九一〇·七	一〇六·一二五	同 右	一二八·七五
	十日				

十一日	九一四·八	一／六·一二五	三七·〇〇〇〇	一二八·七五
十二日	九一四·〇	同 右	同 右	同 右
十三日				
十四日	九〇八·七	一／六·一二五	三七·〇〇〇〇	一二九·〇〇
十五日	九〇五·三	一／五·八七五	三六·五〇〇〇	一二七·二五
十六日	九二六·〇	同 右	同 右	同 右
十七日	九四〇·四	同 右	同 右	同 右
十八日	九四八·三	一／五·六二五	三六·一二五〇	一二五·五〇
十九日	九四一·五	一／五·五〇〇	三五·七五〇〇	一二四·五〇
二十日				
二十一日	九四九·一	一／五·五〇〇	三五·七五〇〇	一二四·二五
二十二日	九六八·八	同 右	同 右	同 右
二十三日	九九一·五	一／五·〇〇〇	三四·七五〇〇	一二〇·七五
二十四日	一〇六二·二	一／四·二五〇〇	三三·二五〇〇	一一五·二五

二十五日	一〇九九・〇	一、四・〇〇〇〇	三二・七五〇〇	一一三・七五
二十六日	一一四八・〇	同	同	同

從這表看來，從十月一日至二十二日，標金價格雖上漲，外匯市價雖下降，然還不甚劇烈。變動之最劇烈者，即在二十三日至二十六日四日。這是一般心理恐慌和幣制動搖所致。至二十六日，因中央銀行中國銀行之維持，標金雖仍漲，而外匯未再緊。來日之情形如何，目前尙難預測。然這幾天標金外匯之大變動，已使棉花、棉紗、小麥、麵粉等之價格一律上漲。幣價低、物價長，若係有一定目的之國家政策所造成，本爲一種好現象；然這次這種現象之發生，是由於金融市場上之投機者所造成，若繼續發生，則我國的整個金融市場，可因此而崩潰。救濟的辦法留到最後一節再說。

(2) 公債市價之變動——本月份公債價格，自一日至十九日，因時局之嚴重，一致下跌。自二十一日（二十日星期無市）以後，則一則因歐洲局面和緩，二則因交割期近，三則因通貨膨脹之傳言，故又一律上漲。例如各種重要公債十九日之平均市價，較一日之平均市價，跌落最多者，幾達三元，跌落最少者，亦達一元六角之譜。自二十一日至二十五日，又稍漲，二十五日之平均市價，較諸

二十一日，上漲較多者達二元以上；上漲較少者，也達三角。至交割期後，公債市價之前途，就以時局和金融市面之安定與否爲轉移。若時局繼續嚴重，則公債前途仍難樂觀。若金融市面不安定，如前數日標金市價之狂漲，則公債價格，也難維持。若時局轉趨緩和，而政府設法安定幣制與金融，則公債價格當然上昇。

三 中國經濟變動之由於金融緊縮的影響者

上面我說標金外匯市價之變動，是受着幣制動搖的影響；而幣制動搖之原因，即是金融緊縮（Deflation）。所以我現在要講點十月來中國經濟變動之直接受着金融緊縮的影響者。這種變動，大都是接着十月以前的變動而來，所以在性質上並不是新的，但是在事實上，一天一天的嚴重。茲分爲二點述之：

（1）銀行存底之漸減和放款之收縮——金融緊縮的要義，是在幣值過昂，我在本誌上說過了，好幾次（參看年來本誌所載拙著關於金融問題白銀問題的文字）幣值過昂，引起資金的逃

避，存底的減少和放款的收縮。論者多以去年我國白銀的流出，是屬於外國銀行的，而中國各銀行，即在今日，鈔票準備金很充足，甚有遠在百分之六十以上。不知鈔票準備金是一回事，存款準備金 (Deposit reserve ratio) 又一回事。據熟悉我國銀行內幕者言，年來我國各銀行，鈔票準備金雖合法定數目，甚或在法定數目之上，然存款準備金則逐漸減少。儘管他們的資產負債表上，從表面看來，存款準備金很充足，然細核一下，那項準備金的數目，就沒有那樣多。例如一銀行有存款一萬元，包括同業存款四百萬元；現金一千一百萬元，包括存放同業五百萬元；從表面看來，該行存款準備金，為百分之十一。然若於存款中減去同業存款，現金中減去存放同業之款，則存款為九千六百萬元，現金為六百萬元，則準備金僅為百分之六·二五。現各銀行之每月資產負債表，並未公佈，然據知其內幕者言，其情形大約類此。我之指出此點，即在說明今日各銀行不敢放款的苦衷。他們不是有款不放，實在是無款可放；且因舊的放款不能收回，資金既呆滯，更不敢再做新的放款。因為這個緣故，所以『十底』第一第二第三三比期之度過，在存戶則因謠言孔多，大都取回存款；在欠戶則大都要求轉賬（參看十月二十二十一兩日申報商業新聞及二十六日晨報）至本月底大

比期，債權債務兩方面都已議定轉賬，日來正商議轉賬利息的高低（見二十七日晨報）結果，十底之還債，轉賬通融而已。而工商業之靠銀行錢莊週轉者，自無借款之望了。

(2) 工商業之倒閉——年來因金融緊縮，銀行和其他工商業倒閉的很多。即在九月內，有香港廣東銀行、香港國民銀行和信通銀行諸家。而華業銀行因受着香港國民銀行的影響，於本月十二日停業。黃色汽車公司，也於日前停業。這次標金暴漲，源康祥金號宣告停業，傳說還有金號十餘家也將停業。此外還有四家絲廠停工，據說是由於浙江省政府統制絲業不得其法，使絲繭的供給缺乏。無論此說之是否正確，然此四家絲廠之停業，總不是好現象。而大多數的工業商業倒閉，是由於物價低和銷路滯。我這裏所舉十月份工商業倒閉的事實，只是隨便幾個例，當然不完全。然即此也就可知工商業倒閉的事，在本月中，仍繼續年來的趨勢發生。我們若不能打破金融緊縮，恐怕工商業還要繼續倒閉。

四 結論

自意阿戰爭發生，各重要進出口貨物之價格均上漲；物價上漲，原為我們發達生產之好機會。例如棉花、棉紗、桐油等業，固可因此改進擴充；即其他貨物，我們向靠進口者，也可乘機自圖生產。所以意阿戰爭如不牽及東亞，固我們發展經濟的一個好機會。然我們在此，遇有三大困難：即（1）如歐洲局面因意阿戰爭而加嚴重，則強鄰對我之壓迫，跟着嚴重。十月以來，我政府所感受之困難，是大家都知道的。是我們雖欲專心謀建設，而人不我許。（2）我國因美國之提高銀價而受着金融緊縮的害處，以至人心恐慌，幣制動搖。在幣制未安定之前，一般工商業能不倒閉停業，已經是萬幸，自談不到發展。（3）政府與工商業者，仍缺乏遠見，不知促進生產和推廣銷路的正當方法。例如月來世界絲價稍高，而我國絲廠，竟感原料缺乏之苦。平日滿口提倡國貨，今遇着推廣國貨之機會，而自己忽沒有原料：這是咎在己而不在人。關於第一點，事關政治，非本文範圍所及；茲就第二三兩點，略談我們應採的救治之策。

（1）貶低幣值與安定幣制之必要——就人心恐慌，幣制動搖一點言，我們救治的辦法，是要政府明白規定政策，立即實行貶低幣值，安定幣制，以剷除金融緊縮之害。我在今年一月份的本誌

上，就說明了銀本位之崩潰和減低幣值的辦法（參看本誌第一卷第四期拙著怎樣解決幣制問題）。年來工商業的倒閉和近月來金融市場的紊亂，使我不幸而言中。當時我提議把銀元貶值百分之四十，我並因當時還有借款的可能，同時主張採用金匯兌本位制。但是年來的事實，告訴我們：借款是難有希望，如美國經濟考察團和英國李滋羅斯之來華，均無結果。借款既無望，而我們的幣制改革，又刻不容緩。那我們又怎樣？我說：我們仍應減低幣值，而暫不採用金匯兌本位。只把銀元成色減輕，就可以免除金融的緊縮。最近銀行週報第十九卷第三十九期上，載有顧善昌先生的「挽救金融恐慌及幣制改革之建議」一文，內容之精當，可稱為近年來討論幣制方案之一傑作。他即是主張減低幣值百分之五十，而暫不採金匯兌本位。他並說明了實施的辦法。茲以限於篇幅，就請讀者參看顧先生的那篇文字。

（2）廢除省統制經濟和採用新生產方法之必要——上面我指出絲價漸好之時，而絲繭之來源無着一事。以前美國商務參贊安諾德也提到美國商人曾向福建漆器商人，定購大批漆製烟盒，而漆器商人不能供給一件事。我想這類的事，必還多得很。絲繭來源缺乏一事，使我想到省統制

經濟一事。統制經濟是由一國的中央政府對於全國經濟事項，爲整個的調節統制。什麼省統制經濟和什麼一省求出超來自給的辦法，近年來頗時髦。我想：這個太不成話了。推而廣之，一縣、一村、一族，都要行統制經濟，求出超來自給了。這是與我們整個國民經濟的發展相衝突，是亟應廢除的。否則就是變相的部落思想，使中國回到部落時代去！

至於採用新生產方法一層，那範圍就包括很廣。不僅指採用新機器言，而且包括科學管理、成本會計、及生產上的伸縮能力等。我們應力求改良品質，減少成本，使『價廉物美』，銷路自可推廣。同時，我們要在生產上有點伸縮性。即多製也可能，少製不受損失。凡此，皆是中國企業家應求之在己的。

二十四年十月二十七日（錄自二十四年十一月份文化建設月刊第二卷第二期）

第十一章 幣制改革之意義及其影響

十一月四日財政部改革幣制的布告，是關係國計民生的一件大事。究竟這種改革的原因在那裏？意義是什麼？將有什麼影響？這些問題，即是本文要勉爲答覆的。至於我的答案是否滿意，那是另一問題。如果有人願加批評，那是我所極端歡迎的。

一 改革幣制的原因

一九三一年九月英國首先放棄金本位，日本次之。不列顛旗幟下的自由國，如新西蘭，加拿大等，和英鎊集團國，如瑞典，挪威等，都先後接着脫離金本位。一九三三年，美國羅斯福總統登臺，也毅然放棄金本位。所以從「一九一八」以來，國幣對英日的匯價上漲，從一九三三年以後，國幣對美的匯價也上漲。於是我們銀幣的價值，被動的提高，物價被動的壓低。但是各國的幣制政策，若只此而

止，則各國的幣價安定之後，國幣因世界銀價之降落，對外匯價，也可稍低。我們的幣價物價，可以調節，而與世界的幣價物價，建立在一個新的平衡上。我國雖受着損失，還有因調節而恢復之望。然而一九三三年七月世界經濟會議，經美國白銀派畢德門的鼓吹，造成一個維持銀價的白銀協定；美國還以為這個協定的效果不能立見，又於去年六月頒佈白銀法案，八月更宣佈白銀國有。從去年六月以後，美國政府即在國外購銀。到此地步，世界銀價，就被美國人爲的提高，日向上漲。而且白銀一經美國收買之後，就不會流出美國。於是我國銀幣價值跟着上漲，以匯價爲更顯著。去年吾國物價，因他種原因而略被拉住，然至今年已明白下落，（參看拙著「美國的白銀政策對於中國金融果無影響嗎？」文化建設月刊第二卷第一期）然在這種情形之下，國內銀價之上漲，永不如國外銀價高漲之速，於是白銀大量流出。財政部布告上說：「計自上年七月至十月中旬三個半月之間，白銀流出，凡達二萬萬元以上。」政府爲制止白銀外流計，特於去年十月十五日，徵收銀出口稅及平衡稅。平衡稅的原意，是對於國內銀價加上出口稅後仍低於海外銀價之差額徵收之，以扯平國內銀價與海外銀價。那知這樣扯平，則海外銀價愈漲，平衡稅必愈高，國內銀價必愈低，結果，偷運必

愈多。外匯平市委員會因爲這個緣故，沒有照原意制定平衡稅。所以後來的平衡稅，常在百分之六七間，沒有多大變動。他們希望這樣可使國內銀價仍與世界銀價接近，可免偷運。從徵收平衡稅以後，同時，因政府對於現銀移動的嚴厲統制，報關出口的白銀就減少了。私運自所難免，白銀由香港出口的，還是不少。

今年，我國報關出口的白銀雖少，而且還有數百萬元的白銀進口，然去年流出的大量白銀，對於我國的金融和經濟，已發生極大的影響。即已於一九三二年後下落的物價，更見下落（尤其是今年三月以後）；已經衰敗的工商業，更形衰落和倒閉；已在逃亡的資本，更加逃亡；銀行存底減少，放款無法收回，不敢且無力再放款項。凡此種種，都是通貨緊縮（即幣價貴物價低）所造成的現象。到了十月間，商民對於幣制的信仰更失，投機者拚命買外匯和標金，以致幣價日落，金融市場和整個國民經濟，形將崩潰。政府不能再「袖手旁觀」，所以產生了十一月四日改革幣制的布告。

我國改革幣制的前因，雖如上述，然在財政部布告發出之前，爲許多治經濟者所不能見到。於是他們提出的方案，有平衡貿易說，改善經濟機構說，擴充信用說等；甚或否認通貨緊縮這件事實，

甚或堅持兌現的「健全通貨。」注重白銀問題和幣制問題最早的，當推顧季高、張履鸞、路易士諸先生。我個人於今年一月，即倡放棄銀本位，採行管理通貨之說（見拙著「怎樣解決幣制問題？」文化建設月刊第一卷第四期。）後來趙蘭坪（在今年暑假）顧善昌（在今年十月）諸先生，均有減低成色之主張。我最初也是主張減低成色的。然據十一月四日以來的經驗，初步辦法，還是以現在的部定辦法為最好。

二 改革幣制的意義

這次財政部宣佈改革幣制，規定辦法六項。這六項的意義，可歸納為下列四點：

(1) 放棄銀本位 部令第一項，規定以中央、中國、交通三行的鈔票為法幣，並禁止行使現金。從此，我們的幣價與銀價脫離。因為嚴格的金屬本位，須具備兩個條件，一為自由鑄造，一為現金自由移動。我國自去年施行平衡稅，限制白銀的移動以後，就專門的意義言，即早已脫離了銀本位。所以宋子文先生說：「自去歲十月以來，全國已接受實際上與世界銀價分離之中國貨幣。」（見其

貨幣改革談話，十一月五日（申報）從今以後，中國幣價，自更與世界銀價分離。幣價與銀價分離，即是放棄銀本位。今後的物價，即不以銀幣的價值來衡量，乃以受着管理的法幣的價值來衡量。據前節所述，這個辦法，是我們自救的惟一辦法。否則幣價釘在銀價上，而銀價又經美國的不斷提高，則我們的通貨緊縮和緊縮所產生的經濟衰落，將永無法逃避。

(2) 非濫發紙幣政策 部令第二項規定：中央、中國、交通三行以外的銀行的鈔票，雖可照常行使，然後不得增發，且將由中央鈔票換回。這是統一鈔票的發行權。部令第三項規定發行準備管理委員會之設立：這是集中鈔票的準備金。從此可知：國幣雖然脫離了銀本位，不是不要準備金；我們有了發行準備管理委員會，鈔票決不至於濫發。濫發紙幣，現在一般人稱之為「通貨膨脹」，實則只是一種舊式的通貨膨脹；在近代，除在戰爭時有用之者外，在平時各國絕無用之者。至近代的通貨膨脹，是指有目的有統制的壓低幣價之方式。所以濫發鈔票是自殺政策，不配稱為通貨膨脹。而我們的發行準備管理之規定，更杜絕濫發鈔票之可能性。

(3) 白銀國有和「銀條文」的取銷 部令第四項規定：人民之持有銀幣或生銀者，應向發

行準備管理委員會或其指定銀行兌換法幣：這是白銀國有。白銀國有之意義，是在防止白銀之偷漏，保全通貨之準備。部令第五項規定：舊有以銀幣單位訂立之契約，概以法幣結算：這是取銷契約中之「銀條文」(the silver clause)。「銀條文」一名詞，是我做照美國的「金條文」一名詞而造的。近年來，商民對於銀本位制的信仰漸失，常在契約中加一「銀條文」，規定將來幣制若有變化，結算仍須根據原來銀幣成色的價值。現在我們既放棄銀本位，若不取銷「銀條文」，則糾紛必多，債務者的負累必重。取銷「銀條文」，不僅一切糾紛可免，而且債權者並無具體的重大事實。例如一人今日收回一百元的債務，得了一百元的法幣，一樣的使用；若謂今日物價略貴，受着損失，則在銀幣流通之日，物價也有漲落，彼時物價漲的損失，又歸誰負擔？所以這種損失，美國大理院否認之爲具體的有證據的損失，而判決「金條文」的無效。十一月四日英國公使對駐華英籍人民，也發佈命令，取銷「銀條文」。是此事已爲英國政府所瞭解和贊助，我們自己更不應有何異議。加以一人常同時爲債權者和債務者，縱令依債權者的資格言，有所損失，則依債務者的資格言，必得着利益。凡幣制上的改革，必側重債務者的利益，方比較的公道。

(4) 採用管理通貨 部令第六項規定：「按照目前價格」安定外匯，由中央、中國、交通三銀行無限制買賣外匯。合這項與前五項而觀，則我國的新幣制，既放棄了銀本位，又不是濫發紙幣政策，而同時收白銀爲國有，取銷「銀條文」，安定匯價，究竟是一種什麼貨幣制度呢？我說：這是一種管理通貨制 (managed currency)。所謂管理通貨，是指通貨的價值，脫離了通貨的金屬準備而爲政府所統制。近年放棄金本位的各國的幣制，如英如日，即是如此。中國的新幣制也是一樣。政府既須統制通貨的價值，故對於通貨須爲妥善的管理。管理之法，大概有二：(甲) 安定通貨對內的價值，即安定物價；這須根據物價指數，伸縮鈔票的發行額和放款。這層重在運用，不能有具體的規定，故部令未提及。(乙) 安定通貨對外的價值，即安定外匯；這須設立外匯平衡基金，買賣外匯。我國自施行平衡稅以來，即設有外匯平市委員會，並撥有一點平衡基金。這次部令更指定政府三銀行無限制買賣外匯，是安定外匯一層，不難辦到。自最近數日的事實看來，國幣對外匯價，雖略下降，然尚稱安定；即對英爲一先令二便士強（以一元爲標準），對美爲美金二十九元強（以一百元爲標準），對日爲日金一百零數元（也以一百元爲標準）。物價安定，匯價安定，一切經濟事業，方

可安全發展；這就是管理通貨的目的。現在，我國幣制，已走到管理通貨這條路上了。

三 改革幣制的影響

財政部改革幣制的原因和意義，已如上述，現在我們可進而討論這種改革應發生或可發生什麼影響，據我看來，新幣制的影響，約可分下列數種：

(1) 一般物價上漲刺激農工商各種企業之發展 我國改革幣制的根本原因，即是幣價過高，物價低落，經濟衰敗。改革幣制以後，幣價脫離了銀價，當然要降低一點。其反面，即一般物價，將跟着上漲一點。前面所謂安定物價，是指防止一般物價的暴漲暴落和逐漸下落言，不是指絕無變動言。一般物價之偶有漲落，乃是常事（各個物價更甚），且其自然的逐漸上漲（即不是投機者人為的擡高），是一種好現象；安定物價，即要在這上漲的趨勢中安定之，而不使之過高。一般物價之逐漸下落，若不是由於生產技術進步，成本減少，則為經濟衰落的表徵，應設法防止之。在私產制度之下，凡百企業，都是為銷售牟利而經營，所以物價上漲，可以刺激農工商各種企業之發展。新幣制

頒佈後，有幾種物價，忽然猛漲，這是商人擡價居奇，當然要加禁止。

(2) 國幣匯價降低，促進出口貿易和誘致外人投資。近年我國幣價之高，表現於匯價上的，更爲明顯。儘管國內物價低落，折合外幣，還是很貴，所以出口貿易減少。現在新幣制，把匯價釘在一個較低的水平線上，則國內物價雖略漲，然折合外幣，還是很低，當然可以促進出口貿易的發展。管理通貨的妙處，即在提高國內物價，而同時壓低匯價，使這個物價折合外幣，還是低落。例如一月以前，美國以美金十元，只可買中國貨物二十六七元；現在假定那些貨物的價格漲爲三十元，而美金十元可換國幣三十四元，買了那些貨物之外，還可買四元的貨物。依同樣的道理，外人向我投資，也較以前合算。在我國匯價高的時候，外人把在中國已有的投資取出，可多折合外幣，寄回本國。現在我國匯價低落，他可再之以投資我國，多折合國幣。進出之間，他可獲利不少。加以他知道今後匯價安定，他不會受損失。華僑匯款，也幾與外資有同樣性質。這樣誘致外資，可使我們的國際收支發生變化，轉入超爲出超。

(3) 農民及一般債務者受幣制改革的利益較多。幣價低，物價高，一般工商業者受着利益，

然一般工商業者，即同時是債務者；近年上海銀錢業的放款不能收回，其債務者還不是工商業嗎？現在物價可高，則一般債務者，可以同量貨物多易貨幣，還債較易。農民也多為債務者，故一樣受着這種利益。可是中國的農民，既佔人口百分之八十以上，且受農產物價低落的影響最深。同時，我國的出口貨，大都為農產物或其副產物；今後物價可高，出口貨可發達，是於我們的農民有莫大利益的。

(4) 薪俸與工資階級雖略受物價上漲的損失，然易謀職業可免失業之苦。幣制改革以後，一部分人士以物價上漲為苦。不知前數日數種物價（如米價）的猛漲，是投機者之擡價居奇，經政府制止，仍回落下去。至於一般物價之逐漸上漲，從表面看來，薪俸和工資階級受損失，然消費者，同時是生產者，以消費者的資格受損失，以生產者的資格得利益，損益足以平衡。此中問題，即是生產者所生產的，不是貨物，乃是勞役，所謂薪俸和工資階級是。因為勞役價值（即薪俸或工資）之漲落，向來緩於一般物價，所以我承認這種階級在物價初漲之時，略受損失。然我們要明白物價若繼續下落，則工商凋敝，百業停滯，現在有業者，皆隨時有失業之虞。物價上漲，各種事業發達，不但已

失業者可以就業，即原有職業者既無失業之苦，復多改謀他事之機會。所以打起長算盤來，薪俸與工資階級還是受着幣制改革的好處。

(5) 我國幣制改革予美國白銀政策以一大打擊。中國之脫離銀本位，是美國的收買白銀提高銀價政策所釀成，前面業已述及。美國白銀派議員原意，以中國為銀本位國，遂假提高中國貨幣購買力之名，以行自私自利之實，早為美國學者及工商業家所指謫。今日世界上惟一保守着銀本位的中國，也放棄銀本位了，則美國白銀派，尙有何詞可借，其受美國人的攻擊必愈甚。因為舉世不用為貨幣的白銀，美國收買了，有何用處？若美國硬要繼續收買，提高銀價到美金一元二角九分一盎司，則我國政府，可以存銀悉數賣給之，以易黃金。我國的幣價既脫離銀價，不僅不怕銀價之上漲，而且歡迎牠的上漲，以便以銀易金，不過美國恐怕沒有這樣笨拙做這種無意義的事。所以我想他們的白銀政策，必有所變更。固然，美國白銀派議員，現在口中還說大話，以為中國禁止白銀出口，供給減少，銀價更易上漲：這是自己安慰自己的話。美國財政當局，也宣佈白銀政策無變更：這是安慰白銀派的話。美國明年要改選總統，所以在改選之前，美國政府自然不敢開罪於白銀派。但據我

看來，從現在起到改選總統時止，美國政府的白銀政策，必是一個不生的政策，偶然收買一點，以敷衍白銀派。到了改選之後，美國白銀政策如何，就看白銀派是否能保持其政治勢力。據我推測，他們失敗的機會多，成功的機會少。

四 今後之問題

綜觀上述，這次幣制改革，是我們經濟上的自救方策，已無可疑。部定辦法雖只有六項，然與那六項相因而生的問題很多，都是政府所已在籌劃或正待籌劃的。例如十一月四日財政部布告最後一段，提及（1）改組中央銀行爲中央準備銀行問題，（2）改善一般銀行制度問題，（3）增設不動產抵押放款銀行問題，（4）政府財政收支適合問題。據同日孔祥熙部長的宣言，政府對於這幾個問題都正在籌劃，已有解決的辦法，所以用不着多說。不過我對改設中央準備銀行一事，以爲集中準備，不僅集中鈔票的準備，而且要集中存款的準備，存款的準備集中，中央準備銀行，纔可伸縮和控制全國的信用。此外，我還想提出幾個問題，略加討論如下：

(1) 嚴禁奸商擡價居奇問題 物價自然的上漲，是我們所歡迎的；可是奸商之擡價居奇，是應嚴加禁止的。新幣制施行以後，糧食價格猛漲，這當然是奸商的操縱，各地政府已嚴加制止，此風稍息。然以後工商業與出口貿易發達，某類貨物的需要特增，必有不顧大局的奸商，又來乘機擡價。我想：最好，是由各種同業公會和商會自定規章，嚴加制止。大家把眼光放大一點，纔是民族自救的辦法。

(2) 輔幣問題 我國輔幣之雜亂，是早應改革的。政府應趁此時機，趕鑄新輔幣，換回舊有銀角和銅元。發行輔幣紙幣，不過是過渡的辦法。

(3) 收集民間存銀問題 現在散在民間的銀幣生銀，當然不在少數，政府若不設法收集，不免為奸商所收買和偷運。政府已令各國警機關在無國有銀行之處，以法幣代收銀幣和生銀。同時，我想：各地方政府和公共法團應設法勸導人民，拿出藏銀換法幣。不過惟一的重要原則，是我們只能以法幣一元收換銀幣一元，絕不可補水。否則藏銀必更無法收回。

(4) 嚴禁偷運白銀出口問題 近年國內銀價常比海外銀價約低百分之二十五（最高的

低度到過百分之三十五，自新幣制實施後，國內銀價比海外銀價，相差更大。一百元銀幣，依海外市價，應值法幣一百六十五元，是相差幾達百分之四十。這個差額愈大，輸出必更多。政府於施行新幣制後，即將平衡稅增加百分之五十（合原有的為百分之五十六七），這是應該的。但這只可禁止報關出口，而不能禁止偷運。偷運最大的地方，恐怕是在北方。日本在華北既有軍隊，而日本又高倡中日經濟合作，我們似可請其協助，禁止白銀的偷運。若於此事不能合作，則還有什麼別的經濟合作可談？義正理足，或可得到他們的諒解和同意。

（5）安定物價和外匯問題 我們對於物價，雖希望其略高，不是希望牠過高，所以要安定物價。前面說過，安定物價，是要根據物價指數，伸縮鈔票發行額和銀行信用。以後，政府對於物價指數的編製，更要注重，更要改良。將來中央準備銀行不妨自己編製全國各處的物價指數。至安定匯價，政府已令三行無限制買賣，自可無慮。然我們應籌設一筆獨立的大額外匯平衡基金，以為持久之計，這筆基金，除外匯平市委員會的原有基金外，加由三行劃撥若干，使之獨立。遇可借款時，不妨借款補充之。

(6) 籌劃減低銀元成色以爲實行金匯兌本位準備問題 我認爲現在的新幣制只是過渡的辦法；即英美日各國今日的幣制，也是暫時的辦法。世界幣制協定，終久是要制定的。到了世界幣制協定成立，各國恢復金本位。那我們至少應採行金匯兌本位，使國內物價與世界物價，永遠保持一相當的關係，以便國內經濟與世界經濟得着平衡。到那時，對外用金，對內可用銀和紙。換句話說，衡量價值的本位是金，用作交易媒介的是銀和鈔票以及信用工具。此時，現銀自可流通，鈔票亦可兌現。照現在世界銀價的趨勢看，將來銀元的成色大可減輕。若減輕百分之五十，則政府現有的準備金，一元可改鑄二元。所以，我以為政府今後不必再鑄舊有成色的銀元了，而且可把已有的銀元和現銀，一律鑄銀條。俟世界幣制如何變動，再定辦法。目前最重要的問題，是在集中白銀。減低成色的辦法，單就國內言，至少須等白銀完全集中之後，纔可實行。

這裏我隨便提出幾個問題，並非高論，藉供研討而已。綜括一句話，我們已走上管理通貨一條路，我們應相信政府和贊助政府好好的管理，使整個國民經濟，得以從此安全向前進展。

十一月十五日（錄自二十四年十二月一日東方雜誌第三十二卷第二十三號）

第十二章 幣制改革與貨幣本位

我從今年一月起，迭在本誌各期，說明我國改革幣制之必要，極力提倡自動的放棄銀本位。即在上月本誌上，曾說：『我們救治的辦法，是要政府明白規定政策，立即實行貶低幣值，安定幣制，以剷除金融緊縮之害。』又說：『希望政府速定辦法，勿再因循。』到了本月四日，財政部頒佈改革幣制的佈告，實行我今年一月間提議的辦法的第一項『將白銀收歸國有，停止各銀行鈔票之兌現』（參看本誌一卷四期怎樣解決幣制問題）這種改革實行後對於中國經濟的實際效果怎樣，我已另文在本期本誌上論到，在這裏，我要講的，只是我國改革幣制以後，我們的幣制是否還是銀本位一問題。

白銀國有和鈔票停止兌現的辦法，年來頗爲一般『健全通貨』論者所反對。最奇怪的，是他們現在對於新幣制，多發表意見，表示贊成。不過他們在贊成之中，卻有一個極妙的議論，即是堅持

新幣制雖停止現金的使用，然未脫離銀本位。這樣一來，他們似乎只讓一步，沒有讓兩步。因為他們以前是反對停止現金的使用和反對銀本位的放棄。現在他們對於停止現金的使用一層，是讓步了，可是對於銀本位的放棄一層，還不甘讓步，硬說新幣制還是站在銀本位上。這裏就發生一個學理上的大問題，即究竟什麼是貨幣本位？什麼是銀本位？

貨幣本位，即是價值的本位；詳晰說來，即是『用以衡量一切貨物的價值』之一定數量物品之價值。至少，凡金屬貨幣本位的意義是這樣的（在管理通貨，那衡量一切貨物的價值之紙幣價值是受着人爲的管理或操縱的）。例如美國舊金本位，是二三·二二喱（grains）的黃金（即一金元所含的純金），一翁斯黃金重四八〇喱，等於二〇·六七金元，故一金元約爲一翁斯黃金二十分之一。這一翁斯的二十分之一的黃金價值，即是美國一九三三年四月十九日以前的貨幣本位。在這裏，我們要注意的，即一金元的價值，必與其所含的純金的市價相等。所以二者可自由交換，可自由輸出入。同樣，依我國銀本位幣鑄造條例，每一銀元必含純銀二三·四九三四八公分；這二十三個多公分純銀的價值，即是我國舊有的貨幣本位。一元銀幣與二十三個多公分的純銀的

市價相等，二者可自由交換，可自由輸出。這即是銀本位。從去年十月十五日我國徵收白銀出口稅和平衡稅以後，至新幣制實施之前，國內銀幣價值較海外銀價平均約低百分之二十五，一元銀幣只值其所含純銀的世界市價之七成半，而同時，現銀的輸出已不自由。所以在這時期，我們雖行使銀幣，然實際上已放棄了銀本位。何以故？幣價已脫離世界銀價故。到新幣制實施時，平衡稅由百分之六·七五加到百分之五七·二五；匯價安定在一先令二便士半上；於是一元銀幣只值其所含純銀的世界市價之六成。財政部佈告上第六項明白規定國幣對外匯價，按照「目前價格」穩定（即當時對英約爲一先令二便士半，對美約爲二十九元七角半美金，對日約爲一百零三日元。）是政府明令壓低幣價四成（依本月四日世界銀市，一元銀幣應值一先令十一便士又十六分之十五，較一先令二便士半，多九便士又十六分之七，約高四成。）我國正式放棄銀本位了。何以故？幣價已經法令規定脫離銀價故。我們之所以禁止現金的行使，即因幣價低於市價，防止現金的逃亡。假令我國在本月四日以後，仍照常行使現金，則我國幣制也不是銀本位。因爲銀幣脫離銀價，會等於一種記號貨幣（Token money）。即行使銀幣已如此，則鈔票之六成現金準備，四成公債

準備的規定未動，當然與本位問題無涉。假令我們的鈔票的現金準備，現在改爲百分之百或百分之二百，則我們的幣制還是脫離了銀本位。今日堅持我國未放棄銀本位的論者，是只『見樹而不能見森林』的人。

然而論者說：歐戰後歐洲各國恢復的金本位制，如英如法，并不行使金幣，仍不失爲金本位，則我國今日的停止現金的行使，也不失爲銀本位。不知金屬本位的要義，在於幣價與其所含的純金屬之市價相合，和此二者之自由移動。英國一九二五年四月至一九三一年間所採之金本位制，凡人民要輸出黃金的，可依三鎊十七先令十便士半一翁斯的價格，向英倫銀行購買金塊，輸出國外；同時，紙鎊的價值，仍與金鎊所含的純金價值相當，可以在牠對美國的匯價上看出來。法國自一九二八年六月恢復金本位，將金法郎所含的純金，減爲戰前的金法郎之五分之一（舊法郎與英鎊的平價爲二五·二二法郎合一鎊，新法郎與英鎊的平價爲一二四·二一法郎合一鎊）同時，恢復金銀的自由輸出；鈔票通常雖不兌現，然在一定額之上，可以兌換金塊。紙法郎的價值，與法定金法郎所含的純金的價值相當，可以在牠對英的匯價（指在英國放棄金本位之前）上看出來。所

以戰後英法的金本位制，可以稱爲金塊本位制。但中國今日的新幣制，既無紙幣兌換銀塊的法價之規定，而紙幣的價值又不與銀幣所含純銀的價值相當，現銀更不能自由輸出，則新幣制是脫離了銀本位，毫無疑義。

這個理論問題，在學術上和事實上，都關重要。我以爲放棄銀本位，並不是一件醜事，用不着諱莫如深。否則指鹿爲馬，在學者，失掉忠實的態度；在政府，失掉堂堂正正的態度。更進一層說，銀本位制，並不是一種高尚的貨幣制度，乃是一種落伍的貨幣制度，只有阿比西尼亞和我國等經濟落後的國家保持着。今我國棄之，有何可惜？新幣制是一種管理通貨；管理通貨乃是世界上一種進步的貨幣制度，我們今日能採用之，乃是我們的榮幸。堅持銀本位論者，正和女人放足一樣，纏足本是野蠻習慣，一旦放足，仍自詡足小，諱言足大，徒足證明其思想之落伍罷了。

二十四年十一月二十八日（錄自二十四年十二月份文化建設月刊第二卷第三期）

第十三章 新幣制施行後第一月中之經濟變動

我們回顧本月中我國的經濟變動，當然以幣制改革爲樞軸。本月四日財政部公佈：自即日起，以中央、中國、交通三銀行的鈔票爲法幣，不得行使現金；其他各銀行不得再發鈔票；鈔票準備金的保管，統由發行準備管理委員會辦理；凡機關及個人持有銀幣或生銀的，應向政府指定機關兌換法幣；並照目前匯價，由中央、中國、交通三銀行無限制買賣外匯。這個佈告并聲明：將改組中央銀行爲『銀行之銀行』，修正不動產抵押法令，增設不動產抵押放款銀行，力求財政收支之適合等。這個改革是我國幣制史上一個新紀元，其意義異常重大。簡單說來，我國的幣制，從此脫離銀價，變爲管理通貨。就其第一月的成績言，我國的經濟變動，已朝着安定和發展的方面走，比較十月間的情形，確是好多了。茲就出口貿易、物價、金融市場及其他的變動，說明於下：

一 出口貿易和物價上的變動

(1) 出口貿易的增進——意阿戰爭，已使中國的原料及半製品如錫、棉花、棉紗、荳類、桐油、豬鬃、皮革等的輸出增加，我在上期本誌中已經說過。十月及本月的海關進出口貿易統計月報，雖未公佈出來，然據業出口貿易者言，本月中出口貿易猛進，以前極難賣出的出口貨，現在都賣掉了。這種出口貿易的猛進，固是接着前月的趨勢而來，然其重大原因，確由於我們的幣制改革，因為幣制改革後，我們的幣制鞏固，匯價安定在一較低的水平線上，金融市場的紊亂狀況業已消滅，外國的購貨者，就無觀望徘徊之必要，即可安心購買。進口貿易也是一樣。我們現在雖無各項貨物的出口統計數字，然據出口商的私人報告，本月份各種輸出確有增加無疑。據已見於報章者，陝西靈寶花一項，在本月頭半個月內，已運出二千餘包，華紗之銷於南洋者日多（本月十八日申報）美安洋行大宗收購棉花（本月二十四日申報）從此以後，外匯安定，我們的出口貿易，必繼續發展，這是毫無可疑的。

依同樣的理由，我們的進口貿易，也可發展。不過我們的匯價既安定在一較低的水平線上，進口貨較前爲貴，其發展不會如出口貿易之速：這是有利於我們的國際收支的。

(2) 一般物價的上漲——我們新幣制施行的頭一二日，食米每石漲六七角，雜糧一致暴騰，五金價格挺進。這種猛漲，當然是商民的誤會和奸商的居奇。全國各處大都有同樣的情形。然經各地方政府的制止，和商民驚慌心理的消滅，不數日，各種猛漲的物價即回跌。例如上海的米價，從本月五日以後即轉落，五金後亦反落下來。我們若丟開這種例外的過渡的情形，而專就幣制改革對於一般物價的正當效果講，新幣制當然是可以刺激物價的逐漸上漲。這種上漲的趨勢，是我們恢復農工商各業的必要條件。因爲新幣制禁止行使現金，實行白銀國有，依國幣的對外價值言，我們壓低幣價約達百分之四十（依倫敦銀價，應值國幣百元的現銀，照現在的匯價，只值國幣六十元零六角。）這從表面看來，我們把幣價壓低了不少，實則年來國內銀價向比國外銀價約低百分之二十五，所以這次新幣制不過把幣價再壓低百分之十五而已。但在國幣對外價壓低百分之二十五的時候，因爲工商的衰落，物價漲不起來（即沒有照漲百分之二十五。）現在幣制安定，工商可

復興，則物價上漲之機會，當然可在百分十五以上百分之四十以下。依物價本身的情形，決不能漲到百分之四十。據英美各國的事實，幣價對外壓低百分之四十，其國內物價只漲至百分之十五與二十之間。所以我們對於國內物價的上漲，也只能希望其逐漸漲至百分之十五至二十而已。我們在一般物價恢復百分之十五至二十時，應設法安定之，並應竭力防止其過激的上漲。十月份的物價，因意阿戰爭而上漲，我已在上期本誌上指出。據近日國定稅則委員會發表的十月份的躉售物價指數，較九月份確漲百分之三·三。本月份一般物價指數，固還在編製中，然一月來交易市場上棉花、棉紗、小麥、麵粉等市價的變動，是我們所知道的。關於這類物價的變動，我在前期本誌上，刊到十月二十六日為止。十月二十七日為星期日，交易所無市，所以我為廣續前期計，特從十月二十八日起，將這幾種物價列表於下。

十一月份棉花棉紗小麥麵粉市價表

月	類	別
日	標準棉花	(平均價格)
	標準棉紗	(平均價格)
	標準小麥	(收盤價格)
	標準麵粉	(收盤價格)

十月二十八日	三六·四五〇	一八四·六五	四·七七	二·八八〇〇
二十九日	三六·五〇〇	一八五·〇〇	同右	二·八七五〇
三十日	交割	交割	四·八八	二·九二五〇
三十一日	三八·〇〇〇	一九二·三〇	交割	交割
十一月一日	三七·五七五	一九一·九五	四·八三	二·八八〇〇
二日	三八·四〇〇	一九二·一五	四·九〇	二·九二〇〇
三日	—	—	—	—
四日	三九·二五〇	一九八·一〇	四·九八	二·九七七五
五日	三八·七七五	一九三·六五	四·八五	二·九三五〇
六日	三九·四〇〇	一九六·〇五	四·七〇	二·八九七五
七日	三八·三〇〇	一九一·三〇	四·八三	二·九三五〇
八日	三八·一五〇	一九〇·三〇	四·八六	二·九五三五
九日	三九·一五〇	一九三·〇五	四·八七	二·九七〇〇
十日	—	—	—	—

二十四日	—	—	—	—	—
二十三日	三九·九二五	一九六·八五	五·〇〇	三·一〇五〇	—
二十二日	四〇·五二五	一九七·五〇	五·〇四	三·〇九七五	—
二十一日	四〇·〇七五	一九六·八五	四·九〇	三·〇八七五	—
二十日	三九·四二五	一九四·七〇	四·九五	三·〇四七五	—
十九日	三九·四五〇	一九三·三〇	四·九七	三·〇四五〇	—
十八日	三九·二七五	一九二·二〇	四·八九	三·〇一二五	—
十七日	—	—	—	—	—
十六日	三九·二二五	一九一·六五	四·八六	二·九九五〇	—
十五日	三八·五〇〇	一八九·七五	四·八二	二·九八二五	—
十四日	三八·三〇〇	一八四·一五	四·八四	二·九七五〇	—
十三日	三九·〇〇〇	一九二·七五	四·九二	三·〇一二五	—
十二日	—	—	—	—	—
十一日	三八·八〇〇	一九三·二〇	四·九二	三·〇一二五	—

據此表，棉花、棉紗、小麥和麵粉，在新幣制實施之前數日（本月四日之前），已有上漲的趨勢，然那是受着通貨膨脹等謠言的影響。但自本月四日以後，這四種物品都逐漸上漲，雖間有回落，然其上漲，已成一穩定的趨勢。如以本月二十四日之價格，與本月二日之價格相比，可知牠們一致上漲，以棉紗爲最，棉花次之，麵粉小麥又次之。前二者之上漲較大者，係因其出口增加之故。

此外絲價和絲織品價格之上漲，係由生絲出口需要之增加（因日本本年生絲產量減少）而原料缺乏所致，上月中已有這種情形發生，而以本月爲最甚。據上海綢緞業、電機絲織廠同業公會發出酌加售價的通告，廠絲每擔自三百數十元漲至九百餘元，人造絲每箱自二百八十元漲至四百數十元（本月十六日晨報）絲價雖增，然原料缺乏，上海四十餘家絲廠，遂相繼停車（本月十一日晨報），這是一件很可惜的事。今後統制絲業者，應當如何注意，我前次已說過了，可不必再贅。

至於各種進口物價格，因國幣匯價的壓低，一致上漲。因此，凡需用外國原料的貨物，成本加昂，價格上漲。例如上海麵包業同業公會通告漲價二成半，製鏡業同業公會通告漲價一成，各駝絨廠

也一律通告漲價（十一月十三日申報）他如一切進口的完成品，因匯價的關係，當然一致漲價，這足以激勵我們利用國產原料和改良國製貨物。

二 金融市場上的變動

（1）標金和外匯市價之安定——新幣制實行後之最顯明的和最優良的現象，即是標金和外匯市價之安定。這種成績達到之迅速，在西洋各國的幣制改革史中，也不可多見。茲為廣續前期本誌上的統計表計，特將十月二十八日以後的標金外匯市價列表於左：

十一月份標金外匯市價表

月 日	類 別	標 金 (收盤價格)	外 匯		
			對 英	對 美	對 日
十二月二十八日		一一二〇〇	一/四	三二·七五〇〇	一三·七五〇
二十九日		一一三九〇	一/四	三二·八一二五	一一四〇〇〇

第十三章 新幣制施行後第一月中之經濟變動

三十日	一一七四·八	一/三	三〇·七五〇〇	一〇九·五〇〇
三十一日	一一六〇·〇	一/二·七五〇	三〇·二五〇〇	一〇五·〇〇〇
十一月一日	一一七〇·〇	一/二·八七五	三〇·五〇〇〇	一〇五·五〇〇
二日	一一六三·〇	一/二·八七五	三〇·四三七五	同 右
三日	—	—	—	—
四日	一一四七·〇	一/二·三七五	二九·四三七五	一〇二·三七五
五日	一一四七·七	同 右	同 右	一〇二·二五〇
六日	一一五〇·七	同 右	同 右	同 右
七日	一一四九·九	同 右	同 右	同 右
八日	一一四八·〇	同 右	同 右	同 右
九日	一一四七·七	同 右	二九·五〇〇〇	同 右
十日	—	—	—	—
十一日	一一四八·五	一/二·三七五	二九·五〇〇〇	一〇二·二五〇
十二日	—	同 右	同 右	同 右

十三日	一一四八·九	同	右	二九·四三七五	同	右
十四日	一一四二·六	同	右	二九·五〇〇〇	同	右
十五日	一一四〇·一	同	右	二九·四三七五	同	右
十六日	一一五六·五	同	右	二九·五〇〇〇	一〇二·五〇〇	右
十七日	—	—	—	—	—	—
十八日	一一六二·一	1/11·三七五	右	二九·五〇〇〇	一〇二·七五〇	右
十九日	一一五八·五	同	右	同	同	右
二十日	一一五八·八	同	右	同	一〇三·〇〇〇	右
二十一日	一一五三·二	同	右	同	一〇二·七五〇	右
二十二日	一一六〇·五	同	右	同	同	右
二十三日	一一五三·五	同	右	同	同	右
二十四日	—	—	—	—	—	—

此表的匯價，係根據匯豐銀行的掛牌價格，不是根據中央銀行的掛牌價格。因為從本月四日

以來，中央銀行的掛牌匯價，對於英美日三國，差不多沒有變動過，即對英爲一先令二便士半，對美爲二十九元七角五分，對日爲一〇三元。所以我們觀察一外國銀行的掛牌匯價，倒可看出真正變動來。從本月四日以來，依匯豐銀行的匯價，英匯是毫無變動，美匯的變動不過·〇六二五，日匯的變動，最大的不過·六二五，最小的只爲·一二五，較之四日以前的劇烈變動，真是大不相同了。四日以後的標金價格，也變動極微；依收盤價格言，最高的爲一一六二元零一角，最低的爲一一四〇元零一角，相差只有二十二元。較之四日以前的猛烈變動（在十月二十七日前一週中，最高價與最低價之差額，曾達二〇六元，）也可謂安定多了。所謂安定，不是「固定」；固定是絕無變動，而安定則容許微小的變動。變動是由於經濟上的供求關係，無可避免的，只要變動的範圍狹小，即是安定。

依中央銀行的掛牌，本月四日標準標金爲一一五〇·三元，關金爲二·二七六元；本月二十三日標準標金爲一一四八·六元，關金爲二·二七一元；變動也極微。可見標金市價上下於標準價格者，相差頗小。

(2) 公債市價之上漲——公債市價在上月中，先落後漲，變動很大。在十月二十七日前一週中，債市狂漲更甚。十月二十八日債市漲落互見，二十九日交割，三十日漲風又熾，三十一日狂漲暴落。本月一日初則買氣沸騰，繼得汪院長遇刺消息，債市多因暴跌而停板。二日債市又因狂漲而停板。三日星期無市。自上月二十一日至本月二日，債市之漲，是受着標金暴漲和通貨膨脹的謠言之影響。本月四日新幣制實行，商人樂觀，而投機者復以標金和外匯市場之安定，轉而購買公債，故是日各種公債漲逾四元，以致停板。五六兩日漲跌不一，七日債市下降，跌一元至三元餘。八日漲跌甚驟，收盤時漲風再起。九日債市狂熱。十日星期無市。十一日因虹口日本水兵被害事，謠言不一，債市不振，漲落互見，但不甚大。十二日總理誕辰無市，十三日多頭出籠，債市稍跌。十四十五兩日，因時局謠言，債市下跌。十六日各種債市一致回漲。十七日星期無市，十八十九兩日，買方努力，債市一味邁進。二十日先跌後漲。二十一二十二兩日，多方力購，債市猛漲，二十一日且因猛漲而停板。經此二日之擡上，債券市價已達額面價之八成。二十三日因十一月期公債交割期近，多方觀望，漲跌互見。合計十八日至二十三日一週內，各種公債一致高漲一二元至八九元之間。

綜觀本月四日至二十三日之公債市價，除中間因時局謠言偶有回落外，其趨勢一致上漲，是毫無疑義；這是新幣制應有的影響。但最後數日債市之猛漲，大都係政府銀行為壓低利率故意擡高所致。其用意在於使投資公債者轉而投資企業，而且公債利率因公債本錢之貴而拉低，則銀行存款放款利率都必減低。於是企業家的成本可以減輕。茲為比較計，特將二十三日之十一月期債市與上月三十一日之十一月期債市列表於後：

十一月期公債市價比較表

債別	期日		最高價	最低價
	十一月三十一日	十一月二十三日		
十八年關稅庫券	十月三十一日	十一月二十三日	一九·五〇	一九·二五
	十月三十一日	十一月二十三日	一九·五〇	一九·四〇
編遣庫券	十一月三十一日	十一月二十三日	三六·〇〇	三四·五〇
	十一月三十一日	十一月二十三日	四〇·四〇	四〇·〇〇
裁兵公債	十一月三十一日	十一月二十三日	七三·九〇	七二·一〇
	十一月三十一日	十一月二十三日	八四·一〇	八三·〇〇

十九年關稅庫券	十月三十一日	三四·七五	三四·一五
	十一月二十三日	三六·七〇	
十九年善後公債	十月三十一日	四〇·〇〇	三八·八〇
	十一月二十三日	四四·一〇	
二十年捲煙庫券	十月三十一日	四六·六〇	四四·六〇
	十一月二十三日	五一·一〇	
二十年關稅庫券	十月三十一日	四六·四〇	四五·〇〇
	十一月二十三日	五三·七〇	
二十年統稅庫券	十月三十一日	五〇·六〇	四八·〇〇
	十一月二十三日	五六·四〇	
二十年鹽稅庫券	十月三十一日	五一·八〇	四九·四〇
	十一月二十三日	五七·三五	
二十年金融短期	十月三十一日	七五·九〇	七二·七〇
	十一月二十三日	八〇·八〇	
			七九·七五

九 六 公 債	十一月二十三日	一五·二〇	一四·四〇
	十月三十一日	一七·二〇	一三·八五
整 六 公 債	十一月二十三日	七八·五〇	七七·七〇
	十月三十一日	六八·一〇	六五·六〇
二十三年關稅庫券	十一月二十三日	六四·九五	六四·一〇
	十月三十一日	五八·五〇	五五·五〇
二十二年關稅庫券	十一月二十三日	六五·〇〇	六三·七五
	十月三十一日	五五·八〇	五三·六〇

據此表，各種公債，除十八年關稅庫券及九六公債外，餘皆上漲數元，裁兵及整六兩種公債，且各漲至十元以上。

(3) 公司證券市場之活動——中國公司證券，向無市場可言。惟上海各外國公司如電力公司電車公司等之股票債票，素有市場。年來我國金融緊縮，這種外國公司證券市場，也趨衰落。但自新幣制實行以來，外國公司證券市場，轉趨活躍。各種股票債票之市價，逐漸上漲，如上海電力公司

之五釐半債票，在本月一日，只爲八十六元；在二十三日，爲八十八元半；在前數日中，曾到過九十元。Frbo 公司股票，在月初只爲八元五角；在二十三日，爲十元五角。這類公司，雖爲外人所經營，然既設在我國，其證券市場，當然受我國幣制之影響。據月來事實，我國新幣制對於上海外國公司證券市場，也有良好的效果。

(4) 鈔票準備之集中——財政部改革幣制的佈告，規定設立發行準備管理委員會，保管全國鈔票準備金。本月四日，此會即成立，互推宋子文、胡筆江、陳光甫、錢新之、李覺等爲常務委員，並立派委員調查各銀行發行準備金。五日派委員徐堪等起草章程及辦事細則，七日交由常務委員會議討論。準備會對於調查完畢之各行準備金，通知移存中央、中國、交通三行保存。二十五日，復開常務委員會修改章程，委員定爲財部代表五人，中央、中國、交通三行各二人，銀行業同業公會代表二人，錢業同業公會代表二人，商會代表二人，各發行銀行由財政部指派代表五人。從此鈔票準備，就上海一埠言，已集中保管了。

再就各埠而論，財政部已於漢口、廣州、天津等處，設立發行準備金管理委員會分會，保管各該

埠收進之現銀。惟各省中仍不免有各自爲政，不願現銀運出本省者；此等分會，將來恐怕還要增設。此外，據報章所載，財政部施行新幣制後，曾有「優益權利」之規定，「凡持有硬幣者可按四成公債六成現銀，合併申請指定銀行調換法幣，」錢業遂把他們的「票現基金，」照這標準兌換法幣（見本月二十五日申報）。這固是吸收現銀的一法，然此法若濫用起來，不免有點背乎管理通貨之原則。這個原則是什麼，留到結論中再說。

三 其他的變動

一、英大使頒布禁付現銀條例——當我國施行新幣制之日，英大使賈德幹即頒布「一九三五年禁付現銀條例，」禁止駐華英人或公司行使現銀。匯豐銀行也頗與我國合作。各外商銀行雖還沒有交出存銀，然已不再使用現銀了。以前，我國學者曾以爲我國若停止兌現，外商銀行必仍照常兌現，推廣其鈔票的。現在的事實，恰與他們所料者相反。

二、香港放棄銀本位——本月九日，香港政府宣佈禁銀出口，並頒布新幣制則例，規定發行一

元法幣，代替銀元。此外又發行一角及五分兩種鑄幣。這是因為我國行新幣制，港幣價值過昂，人心搖動，金融漸形紊亂，香港政府遂不得不與我國取同一步驟。這又是與我國以前少數學者所預料的相反。

三、美國購銀政策的搖動——我國施行新幣制後，世界白銀市況即形暗淡。美國政府曾有一日，未在倫敦購銀。而同時，美國輿論對於購銀政策愈加攻擊，如紐約銀行日報謂中國行新幣制足打破白銀派恢復白銀的貨幣聲望的幻想。美國商界中竟有呈請美國政府停止購銀者。是我國的新幣制，予美國購銀政策一重大打擊，毫無疑義。

以上三項，雖是屬於外國人方面的事，然其為直接受着我國新幣制的影響而發生的變動則一。第一項更是在中國境內的事，殊足以促進我國新幣制的推行。第二項因地點上的緣故，也關係我們的經濟。第三項似與我們今後的經濟無關，然足以證明美國購銀政策的失敗。

四 結論

我國施行新幣制以來，爲時僅三週，其對於生產和貿易的具體效果，我們固無統計材料作證，然據報章所載和出口商人所言，在這三週中，我們的出口貿易，已較前發展。各個物價固有過分上漲的事，然已回落。至一般物價，已有逐漸上漲的趨勢。我們在棉花、棉紗、小麥、麵粉等市價，就可看出來。進口物價，因國幣匯價較低的關係，更當一致上漲。一般物價之漸漲，是利於我們的生產；匯價之較低和進口物價之上漲，是利於我們的出口貿易而不利於我們的進口貿易。這些，都是我們原來所期望的。

標金和外匯市價之安定，這是新幣制的最顯明的最具體的成效。我們若能繼續保全這種安定，新幣制必會成功的。而且標金和外匯市價的安定，足以消滅這兩種市場上的投機者。這是取締投機之惟一有效的方法。據說：這兩種市場上投機者的資本約有數千萬元，業已逐漸退出，不久，必可轉入正當投資之途。公債市價之上漲，也是幣制安定和人心樂觀的當然結果。不過最近一週，政府銀行的力擡債市，是抱着壓低利率的目的。我希望他們不要行之太驟太激。『羅馬不是一夕可造成的，』利率也不是一二日可以壓低下來的。

鈔票準備集中是新幣制之一要件。政府也在盡其力之所能，來集中現銀。我以為政府只應勸導商民拿現銀兌換法幣；過了定期，沒收藏銀都正當；但不宜以六成現金四成公債的辦法，引誘商民兌換法幣。因鈔票的發行額，應由財政當局或中央銀行斟酌市面的商業情形，隨時伸縮；絕不可只顧現銀準備之合乎六成，公債準備之合乎四成，就隨便加發。市面如無通貨增加之需要，即有十足現金準備，也不應加發鈔票。這是管理通貨之一重要原則。中央銀行自己發行鈔票之標準，尚須如此；對於商民機關，自不能按照六成現金四成公債之例，而給予鈔票。固然，在政府收購私有現銀的限期中，對於呈繳現銀者，自應照給法幣。我所不贊成的，是對於非發行銀行、錢莊等，依六成現金四成公債給予法幣的一件事。

英大使之頒布禁付現銀條例，外商銀行之相對的合作，都是實行新幣制以後的好現象。至香港政府之放棄銀本位和美國購銀政策之搖動，也是我國新幣制應有的影響。

二十四年十一月二十五日（錄自二十四年十二月份文化建設月刊第二卷第三期）

第十四章 新幣制與金匯兌本位

我國自新幣制施行以後，幣價「釘住」(Pegged) 在外匯上，國內行使紙幣，現銀只作準備金，集中於政府銀行。這種辦法，與今日英日各國的幣制一樣，都是過渡的應急的辦法。將來世界幣制協定成立，各國必恢復金本位。到那時，中國若保留現行幣制，即無形的變為金匯兌本位制。因為現行的新幣制之所以異於金匯兌本位制者，只有一點，即今日所釘住之外匯為紙幣，金匯兌本位制下所釘住之外匯為金幣；至國內用紙用銀，都是次要問題。因此，新幣制是我們將來施行金匯兌本位制的一個極好的訓練。新幣制若成功，則我們將來施行金匯兌本位制，也必成功。就此義言，新幣制是對於全國人民的一種教育。這種教育的力量，比全國各級學校中加開一門貨幣學程，大的多。別的實驗教育，恐怕難有這樣大的範圍。

新幣制既與金匯兌本位制極接近，然究竟什麼是金匯兌本位？其歷史怎樣？以及我們今日的

新幣制應借鑒之點安在關於這幾點的討論，不僅關係理論問題，而且關係實際政策。

一 金匯兌本位制的意義

金匯兌本位 (the gold exchange standard)，俗稱「虛金本位」，其最完全的形式，是始於印度，可以說是遠東的產物。因此，歐美各國的經濟學者，對於這個幣制，也有不甚明瞭的。所以英美的普通「貨幣銀行」書籍，對於金匯兌本位，只偶爾提到一兩句，說得不清楚。要懂得牠的真義，是要研究已經採用這種本位的國家的幣制史。我現在根據各家之說，來討論金匯兌本位制的意義。

凡銀本位的國家，因為種種理由，不能用黃金做交易媒介，就採用了金匯兌本位制。在此制之下，一國的通貨的一大部分是銀幣；銀幣保持一定的金價（註一），即保持與黃金的交易比例。但這個比例，不是金銀比價，乃是銀幣與黃金的比價，因為銀幣的金價，遠高於其所含純銀的金價。換句話說，銀幣的名義價值，遠高於其實際價值。實為一種「記號貨幣」(token money)（註二）。所以金匯兌本位下的銀幣，不僅須採「限制鑄造」制，而且不應濫鑄；同時，牠不能兌換黃金。但政府或

中央銀行依一最高限度的固定價格，出賣一個或數個金本位國的外匯；這就是說：本國通貨可以兌換一金本位國的匯票（註三），所以叫做「金匯兌」本位。例如在美國放棄金本位之前，菲律賓的 Peso 所含的純銀，只有美國銀幣所含的純銀之四分之一，然可換美國金元匯票五角。在歐戰之前，印度的盧比，是可換英國匯票一鎊之十五之一，即十六便士（也即是十五盧比等於一鎊）。金匯兌本位國為維持其對金本位國之匯價，必保有相當之外匯基金於海外金融市場。克恩斯說：「當一國的黃金流通不多，本國通貨並不一定可兌換黃金，但政府或中央銀行規定辦法，依本國通貨與黃金交換的一個固定的最高率，供給金匯票，而保留一相當之準備金於海外，則我們可以說：金匯兌本位存在。」（註四）

這種本位的好處，是使「用銀國」得着金本位的安定影響，而不必維持一完全金本位所必要的金準備，更不必備具實際流通之金幣。

金匯兌本位制之意義，既如上述，我們現在可拿牠和我國的新幣制比較一下。在金匯兌本位制之下，銀幣既是「記號貨幣」，然則用銀用紙，並沒有多大關係；牠的要義，即在通貨可依一固定

的最高率，換購「用金國」的外匯。在各國未放棄金本位之前，大多數國家都用金，則我們可以說：金匯兌本位國的通貨，是與國際通貨或國際價值本位相聯，也可以說是釘住在國際通貨上面。當各國放棄金本位時，若金匯兌本位國仍舊保留其通貨與外匯的原定交換率，則其幣制就變為我們今日的新幣制；否則他必把通貨改釘在黃金價值上面（如一九二〇年後印度盧比曾釘住在一英鎊所含的純金是）。依我們的新幣制，國內雖不用銀幣，然通貨也一樣釘住在外匯上面。假如外匯所表示之外幣忽變為金幣，則新幣制變了金匯兌本位。所以新幣制和金匯兌本位制下的通貨對外價值，都是釘在外匯上面；此二制之互相轉變，就以外幣本身之金紙轉變為轉移，除非政府變更辦法。綜括一句話，新幣制與金匯兌本位制，差不多是一而二，二而一的東西。

二 金匯兌本位制的前驅

在歐戰之前，歐洲大陸各國之金本位制，沒有一國是和英國一樣的完全和「自動」(automatic)。當時英國現金的用途有三：(1)做特種支付之用，如鐵道車票，習慣上須用現金；(2)作支

付工資之用(3)作支付對外債務，運出國外之用。前二項不重要，且可預知。後一項就靠英倫銀行的利率政策來統制。因為英國是短期放款市場上的債權國，所以他的利率政策可以收效；即提高利率，收縮放款，可以阻止黃金的流出。自十九世紀下半期以後，大陸各國先後採行金本位，多摹倣英國，也鑄金幣，也定「銀行利率」，然而在這些國家，如德、法、奧、匈、俄、意大利、瑞典、和蘭等，金幣不是他們的重要交易媒介，銀行利率政策也不能行之有效。於是他們應付黃金流出的辦法，就另有三種：(1)設置大額金準備，(2)部分的停止現金支付，(3)保留外國匯票和信用；法國側重前二項，德國側重後二項；其餘各國的中央銀行，就靠保留外國匯票和信用及容許現金價值上的補水。例如奧匈銀行在一九一一年秋季，保有共值四百萬鎊的金匯票，俄國在一九一二年十一月，保有共值二千六百多萬鎊的外匯，瑞典、挪威、丹麥三國在一九一二年十一月，共保有約值七百萬鎊的外匯。這些例子，是證明歐戰前大陸各國所謂金本位，也就近乎金匯兌本位(註五)。

我們再看：這些國家保持鉅額外匯的作用在那裏？他們的金融市場都是國際金融市場上的借款者，所以他們的中央銀行，必勉為國際金融市場上的貸款者，即在國外放出短期放款，遇有需

要，即隨時收回，藉以維持匯價；否則必保持大額金準備。保留外匯，存放國外市場，是較安全，較經濟。正和個人保留現金在手，不如存放銀行合算，國家也可把一部分的現金準備存放國際金融市場。這不是弱國的政策，乃是自身非國際銀行家的國家應有之政策。這種政策，即是金匯兌本位的用意。大陸各國除用外匯存放外國外，還偶然容許本國通貨對於現金補水百分之四分之三。這兩項辦法再加上本國的現金準備和利率政策，即是他們保障通貨與黃金的平價之法。

我們從歐戰前的俄國和奧匈的通貨制，到明白採用金匯兌本位的國家的通貨制，就是一個很容易的步驟。比方奧匈和印度兩國的幣制，在下列各點，並沒有什麼不同：本國通貨大都不是金幣；政府不願在國內以現金交換通貨，但願依一定的最高率，出賣外匯，交換通貨；為維持匯價，使用外國信用。這幾點，即是金匯兌本位的要點。總之，金匯兌本位，只是把十九世紀最後二三十年中歐洲大陸各國的幣制辦法，進一步的推行罷了（註六）。

三 金匯兌本位制的發展

現在我們可討論金匯兌本位制本身的發展。金匯兌本位制之發生，是由於下列事實的發現：即只要有黃金依本國通貨的固定交換率，支付國際債務，則黃金之是否為本國通貨，是一件無關重要的事。十八世期下半期中倫敦與愛丁堡間的匯兌辦法，極似後來的金匯兌本位制；其理論上的好處，曾為李嘉圖所闡揚。他以為一種最完全的通貨，必其物質廉，而與其所代表之黃金有同等價值。他主張為外匯而兌現，政府應許人民拿紙幣兌換金塊，所以黃金只作出口之用而不會流通於國內（註七）。馬雪耳在一八八七年的 *Contemporary Review* 上，再申述這種利益。

近代首先倡用一種簡陋的金匯兌本位制者，當推荷蘭。荷蘭在一八七七年停止銀幣的自由鑄造，然其通貨仍為銀幣與紙幣，但保持一定的黃金價值。其辦法，是由荷蘭銀行一面備置黃金，以供輸出之用，一面限制國內黃金的使用。牠的小額準備，半為黃金，半為外匯，以為隨時取得國外信用的工具。然牠並沒有設置基金於海外金融市場：這是當時荷蘭幣制不同於現代金匯兌本位之點。設置基金於國外，以維持「記號貨幣」與黃金的平價辦法，為俄國所首先採用。俄國在一八九二年秋季，由不換紙幣轉到金本位的過渡時，其財政部願依二·一八馬克一羅布的價，買進德國

匯票，依二·二〇馬克一羅布的價，賣出德國匯票。同年，與匈設立類此的制度，從一八九六年後略加改變，除存放信用於國外市場，如前面所述外，還用外匯作鈔票的準備。（註八）

印度雖不是金匯兌本位制的一個先驅者，然他是採用完全的金匯兌本位制的第一個國家。他在一八九三年停止銀幣的自由鑄造，當時財政部不許盧比對英匯價低至一先令四便士以下，然並沒有妥善的方法去維持這個比例。結果，匯價竟落至一先令四便士以下。到一八九八年，匯價恢復到一先令四便士；一八九九年，印度就正式採用金匯兌本位制，把匯價釘在這個比例上。這個幣制，也可稱為林德塞制（the Lindsay scheme），因為印度一家銀行的秘書林德塞（A. M. Lindsay）從一八七六年起，就提倡金匯兌本位制，他在一八九二年刊佈一小冊，名叫“Ficardo's Exchange Remedy。”一八九九年印度所採行的幣制，即是他的方案。（註九）

印度金匯兌本位制的特點如下：

- （1）盧比為無限法幣，依法不換黃金。
- （2）英鎊依一鎊合十五盧比之比例，為無限法幣，根據一八九三年之政府佈告，并可兌換

盧比。

(3) 在行政習慣上，政府願以英鎊收換盧比，但實際上有時停止兌換。

(4) 在行政習慣上，政府在 Calcutta 許人民以盧比購買英鎊匯票，價值不得低於一先令三便士又三十二分之二十九。

第四項為維持盧比的金價之最重要的辦法，即是防止盧比金價過低之方法。政府雖無必須維持盧比匯價之義務，然不維持之，將使幣制崩潰。第二項固由印度特殊情形（即為英國的殖民地）所產生，然為防止盧比的金價高過於一先令四便士之方法。第三項不重要。所以自一八九九年之後，至歐戰之前，盧比的金價，最高不過一先令四便士又八分之一，最低不過一先令三便士又三十二分之二十九。

在這裏，我們應注意的，即是英鎊依一鎊合十五盧比之比例，兌換盧比，不是法律的規定，乃是根據行政佈告；這種佈告可隨時取銷的。金準備之管理，僅憑行政習慣，並不為法律或佈告所統制。買賣外匯，係隨時節制，可隨時變更。

我們由研究印度的金匯兌本位制所得之特點——這些特點也是其他金匯兌本位國所共有的——可以歸納之爲三項：第一，做交易媒介之通貨，並非國際通貨（黃金）；第二，政府容許人民以通貨兌換用金國的外匯，在國外付金，而不願在國內兌換現金；第三，政府因擔負備置本國通貨以交換國際通貨之責任，及擔負兌換本國通貨爲代表國際通貨的外匯之責任，故必須設置兩種準備金：一爲紙幣通貨準備金，一爲匯兌準備金，印度稱爲「金本位準備。」（註十）

金匯兌本位制，自從印度於一八九九年施行後，菲律賓在一九〇三年採用之，墨西哥在一九〇五年採用之，南洋海峽殖民地在一九〇八年採用之。此外，巴拿馬、暹羅、安南等都曾先後採用之，爪哇也有類似的幣制。（註十一）

各金匯兌本位國，在歐戰時期和近年恐慌時期，遇着各金本位國放棄了金本位，則他們的幣制，變爲類似我國新幣制的辦法；其在歐戰時，還遠不如我們今日的新幣制的安定。例如印度的金匯兌本位，在歐戰時期，因英國之放棄金本位而停止，至一九二〇年，始欲以一盧比值一英磅所含純金的十分之一的比例，恢復金匯兌本位，然盧比的金價常變動，無法釘住。至一九二五年，英國恢

復金本位，印度也改行金本位。然自英國於一九三一年放棄金本位後，印度也難維持其金本位，就依一盧比合一先令六辨士的比例，把盧比釘在英國的紙幣匯價上。這又與我們今日的新幣制相似。墨西哥和菲律賓濱的金匯兌本位制，也因美國減低成色，停止金幣的行使而發生變動，如墨西哥則停止銀幣的使用，菲律賓則減低成色。其情形，大致與我國的新幣制相彷彿，而以墨西哥為更相似。安南則於一九三〇年改行金本位，然與歐戰前的奧匈相似，國內金幣的流通頗少，仍不離金匯兌本位的實質。

四 新幣制應借鑒之點

金匯兌本位制的意義、前驅和發展，已如上述，現在我們可回過來，把牠和我國新幣制再比較一下，即知這兩種幣制的共同點，是本國通貨與外匯聯住起來；他們的共同原則，是在國內，用較低廉的通貨，在國際，用國際通貨（註十二）。而這兩種幣制的異點，是在金匯兌本位，所聯繫的外匯是金幣；在我國新幣制，所聯繫的外匯是紙幣；在金匯兌本位，國內通貨是銀幣和兌換銀幣的鈔票；在我

國新幣制，國內通貨，只有不兌現的紙幣。在兩種幣制之下，通貨的對外價值，既都釘住在外匯上，則國內通行的交易媒介之爲銀爲紙，是不關重要的事。因此，我國新幣制應借鑒於金匯兌本位的地方，至少有下列兩點：

第一、必劃分獨立的基金，以維持所釘住的匯價。凡一國的貨幣價值，經人爲的釘在外匯上面，必劃分獨立的基金去維持那個匯價，雖則那個匯價，可因情形的變遷而改定。例如在金匯兌本位國，印度曾有「金本位準備」(The Gold Standard Reserve)，菲律賓曾有「金本位基金」(The Gold Standard Fund)，墨西哥曾有「節制基金」(The Regulator Fund)，專爲安定外匯之用。南洋海峽殖民地的匯價，雖實際上曾由「鈔票擔保基金」(The Note Guarantee Fund)去維持，然另有「金本位準備」專爲維持匯價的第二層準備之用(註十三)。所以印度盧比匯價的變動，限於一先令四便士八分之一和一先令三便士三十二分之二十九，南洋打拉匯價的變動，限於二十八便士十六分之五和二十七便士十六分之十一(平價二十八便士)，墨西哥也能維持匯價在美金四角九分半的水平線上(平價爲一打拉合美金四九·八五分)，菲律賓對

美的匯價與平價的差額，更只限於現金的實際運輸費和保險費。（即期匯票的匯費為百分之四分之三，電費匯費為百分之一又八分之一。）

我國新幣制施行後，國幣對外匯價，經中央、中國、交通三銀行的控制，已極安定，如對英為一先令二便士半，差不多是沒有變動過；這是出乎我們意料之外的好成績。就目前的情形講，我們確用不着借外債來維持匯價。但是外債固不必借，我們仍不可不將買賣外匯的基金劃開，作為一項獨立的基金或準備。所謂「獨立的」是指別於通貨或鈔票準備而言。我國政府在初徵平衡稅的時候，曾撥給外匯平市委員會一點基金，十一月四日財政部改革幣制的佈告，指定政府三銀行對於外匯為無限制的買賣。他們是否再劃分一筆經費，專作買賣外匯之用，我們固不得而知。即令劃分有買賣外匯的經費，恐怕還沒有和鈔票準備一樣的獨立性。我們以後應把安定外匯基金和鈔票準備一樣看待，使之劃開獨立。其來源可有下列數種：（1）由政府指撥若干，（2）可把白銀國有後所獲的盈餘，悉數撥充，或大部撥充。這種盈餘，即國內銀價和世界銀價的差額，可從兩方面計算出來。（甲）例如政府收回現銀一百萬元，發出法幣一百萬元；對於所收回的一百萬元現銀，除以六

十萬元現銀抵充現金準備外，餘四十萬元現銀，若依世界銀價變成法幣，可得法幣六十六萬元。這裏，除以法幣四十萬元抵償保證準備外，可獲盈餘二十六萬元。這是說：政府在新幣制施行後每收回現銀一百萬元，除照四成保證準備和六成「原有成色的現金」準備外，可獲盈餘二十六萬元法幣。依此比例，政府每收回現銀一萬萬元，可獲利二千六百萬元法幣，而對於六成現金準備的銀元成色，毫無變動。這筆盈餘，應不作別用，撥充外匯基金，此其一。（乙）我國所有舊發和新發的鈔票額之六成現金準備，依世界銀價，實為十成現金準備。我們若減去百分之四十，仍不失為六成現金準備，並對於法幣的價值，毫無影響（註十四）。那可減少之百分之四十的現金準備，即為政府所獲之利益。依財政部「新貨幣政策說明書」所載各銀行最近鈔票發行額，總數約為四萬二千萬元。六成現金準備為二萬五千二百萬元。依世界銀價計算，即值四萬二千萬元法幣，此中可減去之百分之四十，為一萬六千六百萬元法幣（約值一千萬英鎊）。此一萬六千六百萬元法幣之盈餘，應撥充外匯基金；此其二。所以新幣制施行後，政府有這項盈餘，依學理和各國的成例，凡政府由改革幣制之所獲利益，應即用之於鞏固幣制上。因此，我國即不借款，二三千萬英鎊的外匯基金，是不難籌得。

(3) 可把買賣外匯所獲的盈餘，補充外匯基金。綜括一句話，我們劃撥獨立的外匯基金，不是無辦法。

第二、必根據市面的需要情形，以伸縮鈔票的發行額，維持匯價，不僅靠外匯基金而已。國內通貨流通額的多寡，也很有關係。在金匯兌本位國，國內通貨，以銀幣為主（因為鈔票是可兌換銀幣的）。據我們前面所述，這種銀幣都是探限制鑄造制，即由政府自己來操縱鑄幣的多少。總之，銀幣和鈔票的流通額，都由政府根據市面的情形來伸縮。在我國新幣制之下，通貨只為鈔票，則我們對於鈔票的發行，更不可不慎重。據報載，各銀行（當指非發行銀行）錢莊可以六成現金，四成證券，向政府三銀行換領法幣（見十一月三十日申報），如此事果確，則等於金兌匯本位國容許銀幣之自由鑄造，其流弊甚多。第一，此事等於政府對於普通銀行和錢莊交出之白銀補水。例如一錢莊持銀幣六十元，本應如個人一樣，只換法幣六十元。但依此法，這錢莊可暫借市價值四十元的公債，合銀幣六十元，可兌換法幣一百元。於是此錢莊可以四十元法幣，買到市價值四十元的公債，去還清先借的公債，表面上看來，此錢莊不過以六十元銀幣，換得六十元法幣而已。然那四十元證券準

備的利息，還由他領取。現在公債市價不過爲其額面價之八成，故那錢莊可坐領五十元額面價公債的利息，以平均六釐計，卽爲三元。假定只以二年爲期，卽爲六元。（聽說銀行錢莊對於保證準備利息的要求，遠在二年以上。）這樣一來，政府對於普通銀行和錢莊交出每六十元銀幣，補水法幣六元；每六十萬元銀幣，補水六萬元；每六百萬元銀幣，補水六十萬元。這不僅歧視個人和別的行業，而且違反新幣制的原來辦法。苟私人專事收集現銀，而與錢莊合作，則豈不是獎人爲惡？第二，在政府三銀行的本身，也不應只顧六成現金準備和四成保證準備之比例，盡量的發鈔票。從表面看來，六成現金準備，依世界銀價，已等於十成現金準備，則依比例而多發鈔票，並無妨害。但我們應知：有十成現金的準備的鈔票，雖等於現幣，然行使現幣之國，也不可濫鑄現幣；而在金匯兌本位國，現幣已取限制鑄造，政府也並不濫鑄。中國今日的情形，既與金匯兌本位國相似，則我們豈可不顧市場的需要，只顧準備之合乎四六比例，任意發行鈔票嗎？據克恩斯和甘末爾的研究，金匯兌本位國通貨之流行，可同金本位國一樣，有一種自動的調節；克恩斯並說：印度政府沒有強迫增加通貨的力量或機會（註十五）。我國新幣制，還在試驗期中，姑無論其有無自動調節，我們對於鈔票的發行，不可

不根據市面的需要。即克恩斯所說印度政府之無強迫增加通貨的力量或機會者，也不是絕不可能，乃是爲維持匯價和物價的種種關係計，所以不能強迫增加通貨。假令我們政府不顧市面的需要，只依四六的比例，繼續盡量增發通貨，則依政府銀行現有的五萬萬元（此數係據報章所載），可發行鈔票八萬萬餘元，除前面所述已發行的四萬萬餘元外，將多發一倍。就準備言，固毫無問題，但若市面對於通貨的需要，沒有同樣的增加，物價將猛漲，即國幣對內的價值將猛跌；到此時，國幣對外的價值，自必跟着搖動。即有外匯基金，也無力維持匯價。何況依此辦法，外匯基金，也就根本無着了。這是與新幣制的目的根本相反，政府決無這樣的用意。不過若只顧四六的比例而發行鈔票，那就很容易走到破壞新幣制的路上而不自覺。所以我對於這點，異常注意。依我前項的辦法，把白銀國有的利益，都撥充外匯基金，則以後如通貨的需要增加，把現金準備，減爲四成，也沒有關係。

本文所述，即盡於此；他如財政收支之應求適合，中央銀行組織和一般銀行制度之應求改善，都是任何幣制（無論其爲金本位金匯兌本位或管理通貨）下應當做的事，且爲當局所正在籌劃的，故不再贅。至以後我們的外匯基金，可用一部分黃金或外匯，存放外國金融市場，更是一題中

應有」之義，用不着說了

(註一) Ely, Richard T., *Outlines of Economics*, p. 248.

(註二) Robertson, D. H., *Money*, p. 71.

(註三) Ely, op. cit., p. 248; Edie, Lionel D., *Economics: Principles and Problems*, p. 507

(註四) Keynes, J. M., *Indian Currency and Finance*.

(註五) 在歐戰前，日本的金本位也近乎金匯兌本位。他在一九一二年保留在歐美各國的基金，共值三千七百萬英鎊，而在國內流通的黃金為數很少。

(註六) Cf. Keynes, op. cit., pp. 15-29.

(註七) See Ricardo's *Essays on the Bullionist Controversy*, in McCulloch, *Works of David Ricardo*,

(註八) Keynes, op. cit., pp. 30-32.

(註九) Keynes, op. cit., pp. 33-34.

(註十) Keynes, op. cit., pp. 6-11, 35, 124-127

(註十一) 關於菲律賓、海峽殖民地、墨西哥等國的金匯兌本位，可參看 Kemmerer, E. D., *Modern Currency Reforms*.

(註十二) 金匯兌本位通行之時，因各國的幣制，大都是金本位幣制，黃金即是國際通貨，即是國際本位。我國探行新幣制的

今日，因各國的幣制大都是紙幣制，固無國際本位之可言。然以英美等國的紙幣，在國際間信用之大，也可稱爲一種「國際通貨」，所以我這裏所用的「國際通貨」一詞，就我國新幣制言，是爲行文之便利而借用的，并不是指國際本位。

(註十三) Cf. Kemmerer, op. cit., p. 458.

(註十四) 今日論新幣制者有愚談或反對減低成色的。不知我國自徵收平衡稅後，即壓低銀幣價值百分之二十五；自施行新幣制後，再壓低百分之十五。今日一百元銀幣在國內的價值，比海外銀價低百分之四十。這不是等於減低成色百分之四十嗎？所以六成現金準備中，減去百分之四十，不過是確認已成的事實，而加以形式上的分開罷了。

(註十五) Keynes, op. cit., pp. 12-13; Kemmerer, op. cit., pp. 320-321.

二十四年十二月八日（錄自二十五年一月一日東方雜誌第三十三卷第一號）

附錄

一 財政部改革幣制布告（二十四年十一月四日公布）

自近來世界經濟恐慌，各重要國家相率改定貨幣政策，不許流通硬幣。白銀價格劇烈變動以來，我國以銀爲幣，遂至大受影響。國內通貨緊縮之現象，至爲顯著。因之工商凋敝，百業不振，而又資金源源外流，國際收支大蒙不利，國民經濟日就萎敗；種種不良狀況，紛然並起。計自上年七月至十月中旬三個半月之間，白銀流出，凡達二萬萬元以上；設當時不採有效措施，則國內現銀存底，必有外流罄盡之虞。此爲國人所昭見者。本部特於上年十月十五日，施行徵收銀出口稅，兼課平衡稅，藉以制止資源公開外溢，保存國家經濟命脈，緊急危機，得以挽救。顧成效雖已著於一時，而究非根本辦法。一年以來，迭據各界紛紛條陳政府設法挽救，近來國內通貨益加緊縮，人心惶恐，市面更形蕭

條；長此以往，經濟崩潰，必有不堪設想者。政府爲努力自救，復興經濟，必須保存國家命脈所繫準備金，以謀貨幣金融之永久安定。茲參照近今各國之先例，規定辦法，即日施行：

一、自本年十一月四日起，以中央、中國、交通三銀行所發行之鈔票定爲法幣，所有完糧納稅及一切公私款項之收付，概以法幣爲限，不得行使現金；違者全數沒收，以防白銀之偷漏。如有故存隱匿，意圖偷漏者，應准照危害民國緊急治罪法處治。

二、中央、中國、交通三銀行以外，曾經財政部核准發行之銀行鈔票，現在流通者，准其照常行使；其發行數額，即以截至十一月三日止流通之總額爲限，不得增發。由財政部酌定期限，逐漸以中央鈔票換回，並將流通總額之法定準備金，連同已印未發之新鈔，及已發收回之舊鈔，悉數交由發行準備管理委員會保管，其核准印製中之新鈔，並俟印就時，一併照交保管。

三、法幣準備金之保管及其發行收換事宜，設發行準備管理委員會辦理，以昭確實而固信用，其委員會章程另案公佈。

四、凡銀錢行號商店及其他公私機關或個人，持有銀本位幣或其他銀幣生銀等銀類者，應自

十一月四日起，交由發行準備管理委員會或其指定銀行，兌換法幣。除銀本位幣按照面額兌換法幣外，其餘銀類，各依其實含純銀數量兌換。

五、舊有以銀幣單位訂立之契約，應各照原定數額，於到期日，概以法幣結算收付之。

六、爲使法幣對外匯價，按照目前價格穩定起見，應由中央、中國、交通三銀行無限制買賣外匯。以上辦法，實爲復興經濟之要圖，並非以運用財政爲目的。即中央銀行之組織，亦將力求改善，以盡銀行之銀行之職務。其一般銀行制度，更須改革健全，於穩妥條件之下，設法增加其流動性，俾其資金充裕後，得以供應正當工商企業之需要。並將增設不動產抵押放款銀行，修正不動產抵押法令，以謀地產之活潑。現經本部切實籌劃，不日呈准次第施行。國家財政整理之措施，亦已籌有辦法，務求收支之適合。且自此發行統一，法幣之準備確實，監督嚴密，信用益臻鞏固。所望全國人民咸體斯旨，一致遵行，共濟國家於繁榮。事關救國要政，如有故意阻撓造謠生事，或希圖投機，高擡物價者，定即執法嚴繩，不稍寬貸。除分行外，合亟布告周知，此布。

二 孔部長貨幣政策宣言（二十四年十一月四日發表）

自各主要國家相繼放棄金本位，以及世界銀價暴漲以來，我國貨幣之價值，經其過度擡高，國內通貨緊縮之現象，至爲顯著。而失業增加，破產迭出，資金外流，國庫收入短少，國際收支不利，種種狀況，紛然並起。自去歲七月起，僅三月有半之期間，國內現銀流出在二萬萬元以上。苟政府當時不迅採有效措施，則國內現銀存底，必有外流罄盡之虞。此爲國人所昭見者。幸政府於同歲十月十五日下令，徵收銀出口稅及平衡稅，藉以制止對外匯率之上騰及銀貨之公開流出，而緊急危機得以幸免。

顧此種舉措，其效祇限於一時，苟貨幣價值始終昂貴，則通貨緊縮將繼續存在，且日益加厲。苟幣值下跌，使世界銀價與我國外匯價格之差額，繼長增高，一如邇來事實所表現，則現銀之大舉私運出境，爲必然之結果。

政府爲保存全國準備金，並爲鞏固幣制與改善金融起見，特參照近年各國之先例，頒佈緊急法令，自本月四日起有效，其內容如左：

(一) 中央銀行、中國銀行、交通銀行三行所發之鈔票，自公布日起定爲法幣，並集中其發行。其他各銀行所發鈔票，仍准流通，但應逐漸收回，而代以中央銀行鈔票。以後各行不得續發新鈔票，所有已印未發之新鈔，應交存中央銀行。

(二) 所有各種以銀幣單位訂立之債務，應準照面額，於到期日以法幣清償之。

(三) 所有銀之持有人，應即將其繳存政府，照面額換領法幣。

(四) 爲使國幣對外匯價，按照現行價格穩定起見，中央、中國、交通三銀行，應即對外匯爲無限制之購售。

現爲國有之中央銀行，將來應行改組爲中央準備銀行，其主資本應由各銀行及公衆供給，俾成爲超然機關，而克以全力保持全國貨幣之穩定。中央準備銀行應保管各銀行之準備金，經理國庫，並收存一切公共資金，且供給各銀行以再貼現之便利。中央準備銀行並不經營普通商業銀行

之業務，惟於二年後，享有發行專權。

政府並着手準備進行步驟，使吾國商業銀行制度，於健全狀況之下，設法增加其活動能力，俾其資金充裕後，得以供應正當工商企業之需要。在此種步驟之中，並擬專設機關，辦理地產抵押業務。一面修改現行法律之規定，務使抵押質權更爲穩固。

政府對於通貨膨脹，決意避免。關於財政整理之措施，業已準備就緒；再歷十八閱月，國家預算，即可收支適合。如有不正當之投機，及逾分之物價上漲，當予以嚴厲之取締。

政府對於上開改善財政經濟狀況之積極方案，擬即施行，以冀呈奏膚功。深信全國民衆對此種種措施，必不吝一心一德，全力贊助；俾國民經濟，得以早日恢復，而全國乃克臻於繁榮之狀況也。

三 宋子文貨幣改革談話（二十四年十一月五日發表）

吾人苟追溯過去一年半之中國財政經濟狀況，必公認政府今日布告爲所當爲者。去歲鉅額現銀之外流，既迫使政府於同年十月十五日，採取類似禁銀出口之舉措。其後繼續不停之現銀私運，復促令更基本步驟之實現，以補救當前國力衰頹人心動搖之事態。余深信全國民衆，對政府安定國幣對外匯價之舉措，必深表贊同。蓋過去匯率起落不定，使對外貿易，乃至於各種貿易，均含有賭博性也。任何種改革，誠不能使有利害關係者，免受若干困難。但此種暫時之損失，若與由匯兌安定所得之巨大收穫比較，實甚爲微薄。匯兌之安定，不僅可以解除正當對外貿易之嚴重障礙，且可招致外資流入，以從事於中國之經濟發展。有若干人士習於近年中國高值之貨幣，或認目前貨幣穩定所根據之水平爲低下。惟所應注意者，此次所決定之匯價，實係自一九三〇年至一九三四年五年中對外匯價之平均。其時中國貨幣所受外力擡高之影響，尙未顯著也。政府若企圖將外匯穩

定於一不自然之水平上，則未免不智。但目前政府所最企求者，初非一特殊之外匯率，而實爲貨幣之穩定。以實際眼光盡其責任，此甚可欽服也。出口商在現今所採行之匯兌水平下，應可維持其活躍之貿易；出口興盛，對於危害中國經濟之對外收支逆態，將大爲改正。國際收支平衡後，世人對於政府維持實際匯兌穩定之能力，疑慮自當消滅。不僅此也，目前流通鈔票之銀準備，已在有效之集中管理之下。其價值以外匯計算，遠過於鈔票流通之總額。即每百元鈔票可有一百十元以上之外匯準備，則政府維持幣值之能力，更不應成爲問題矣。另一部分人士對於中國近年貨幣發展情形，未予充分留意，因深以國人將不願接受不兌現之鈔票爲懼。然在中國許多地方，人民固已承認阻止白銀私運外流之必要，相率毫不遲疑，而接受現制矣。且自去歲十月以來，全國已接受實際上與世界銀價分離之中國貨幣，而對於流通之鈔票，並無不信任之事實發生。今流通之鈔票，既有在集中管理下之充分準備爲後盾，同時政府復明白表示堅決反對任何有通貨膨脹性質之舉措，鈔票自由流通之維持，當無若何困難也。統一發行及改組中央銀行爲中央準備銀行之舉措，將爲全國金融界及工商業所歡迎。我國金融界對於一具有實力，足以供給再貼現便利之銀行的銀行，久已

感覺需要。改組後之中央銀行，獨力進行業務，不受政治影響，必能供應此種需要也。目前之舉措，使貨幣安定，並在穩妥條件下，加強商業銀行之流動性。益以政府決定於最短期間平衡預算之通告，自可收增加一般的信任心之效力。故可以刺激物價，使之上漲；物價上漲苟不過分，復不引致投機；則其結果將有利於全國之經濟復興，而為國人所歡迎。但同時政府亦決意採行有效之舉措，以防止投機及過度擡高物價者之企圖。目前實為政府從速實現此遠大的財政金融改革之良機。全國人民之福利，舉將因此而增加。國人當深知政府採取此種行動之必要，而予以全力贊助。根本改革之時機，業經成熟，前途成功，甚可樂觀也。

四 發行準備管理委員會章程（二十四年十一月四日財政部公布）

第一條 財政部爲統一發行，鞏固法幣信用起見，特設發行準備管理委員會。

第二條 發行準備管理委員會，以左列委員組織之：

- 一 財政部派一人，
- 二 中央、中國、交通三銀行代表各二人，
- 三 銀行業同業公會代表二人，
- 四 錢業同業公會代表二人，
- 五 商會代表二人，
- 六 各發行銀行由財政部長指定代表五人。

第三條 發行準備管理委員會，以中央銀行總裁爲主席。

第四條 發行準備管理委員會，將聘請中外金融界領袖爲顧問。

第五條 發行準備管理委員會，奉行政院命令，保管法幣準備金，並辦法幣之發行收換事宜。

第六條 法幣準備金，由發行準備管理委員會指定中央、中國、交通三行之庫房爲準備庫。其各地分存數目，由發行準備管理委員會決定，並陳報財政部備案。

第七條 發行準備管理委員會，每月應檢查準備庫一次，並將發行數額及準備種類數額，分別公告，並陳報財政部備案。

第八條 發行準備管理委員會，得酌用人員分課辦事。

第九條 發行準備管理委員會，得擬訂辦事規則，陳報財政部，核准備案。

第十條 本章程自公布之日實行。

五 兌換法幣辦法（二十四年十一月十五日財政部公布）

第一條 各地銀錢行號商店及其他公共團體或個人，持有銀幣、廠條、生銀、銀錠、銀塊及其他銀類者，應於民國二十四年十一月四日起，三個月以內，就近交各地兌換機關換取法幣。但左列各款，不在此限：

- （一）工業藝術或其他必須用爲原料之銀類，依照銀製品用銀規則，經政府許可者；
- （二）古幣稀幣，或有關文化之銀質古物；
- （三）在本辦法公布前，製成及存有之銀質器具，及裝飾品。

第二條 兌換法幣機關如左：

- （一）中央、中國、交通三銀行，及其分支行或代理處；
- （二）三銀行委託之銀行、錢莊、典當、郵政、鐵路、輪船、電報各局，及其他公共機關，或公共

團體；

(三) 各處國地稅收機關；

(四) 各縣政府。

第三條 通用銀幣及廠條以外之一切銀類兌換法幣，應按其成色，估定兌換。

第四條 凡無法幣流通地方，持有銀幣、廠條、生銀、銀錠、銀塊，或其他銀類者，應送交第二條第二、第

三、第四各款所列各機關，請其代換法幣。

第五條 第二條第二、第三、第四各款所列各機關收兌之銀幣、廠條、生銀、銀錠、銀塊，或其他銀類，應

即送交附近中央、中國、交通三銀行，兌換法幣；如有藏匿或轉付其他用途者，以侵占罪論。

第六條 在兌換期間，如有對於銀幣、廠條、生銀、銀錠、銀塊，或其他銀類之持有人，藉端敲詐者，以詐

欺罪論。

第七條 凡通用銀幣與法幣之兌換，不得有絲毫差價；違者按其情節，將法幣銀幣分別沒收，或一併沒收之。其意圖偷漏，而高價收換銀幣銀類者，依照妨害國幣懲治暫行條例第二條第五條辦

理。

第八條 本辦法自公布之日施行。

六 銀製品用銀管理規則（二十四年十一月十五日財政部公布）

第一條 凡銀製品用銀，依本規則管理之。

第二條 自本規則公布之日起，凡製造銀器銀飾，應以化學銀為原料；其必須攙用純銀者，所含純銀量不得超過百分之三十。

第三條 在本規則公布以前，製成之銀器銀飾，暫准照舊出售，至售罄為止。其未製造成品之銀料，不得私行出售。

第四條 自本規則公布之日起一個月內，銀製品製造者，應將製成之銀器銀飾名稱件數，及其所含純銀量、及現存銀料數量，報由當地該業同業公會或商會，轉報當地或就近中央銀行，或其他代理行號查核，轉報財政部。其未設有中央銀行地方，報由中國或交通銀行或其代理行號查核轉報。

第五條 銀製品製造者需用銀料，應由中央、中國、交通銀行，或指定之代理行號購買，但應由當地該業同業公會或商會，出具不作別用之保結，同負連帶責任。

第六條 銀製品製造者購買銀料，其最高限度，以本規則公布前三年該製造者出售銀器銀飾平均數量百分之三十為準。其未及三年者，以前一年出售數量百分之三十為準。

第七條 銀製品製造者，應將每六月售出銀器銀飾所含純銀總量，報明當地該業同業公會或商會，轉報發售銀料之中央或中國交通銀行，或代理行號查核，轉報財政部。

第八條 銀製品製造者停業時，應將所存銀器銀飾銀料，按所含純銀，向中央或中國交通銀行兌換法幣。

第九條 銀製品製造者違背本規則之規定，應勒令停業；其有偷漏或意圖偷漏情事，依照妨害國幣懲治暫行條例第二條、第五條論罪。

第十條 本規則第二條至第八條所列事項，應由發售銀料之銀行隨時派員稽查。如查有第九條所列情事時，應報由當地行政或司法官署辦理。

第十一條 凡屬藝術藥品及其他工業之用銀，準用本規則之規定；但呈經財政部特准者，得不受

第二條及第六條百分之三十之限制。

第十二條 本規則自公布之日施行。

七 運銀請領護照辦法及取銷各項法令案由

(二十四年十一月二十四日財政部公佈)

一 運銀請領護照辦法

第一條 凡運送銀幣銀類，應由中央、中國、交通三銀行運輸。前項規定各銀行運輸銀幣銀類，均應持有財政部准運護照，方得起運。沿途關卡或軍警，憑部照放行。

第二條 在中央、中國、交通三銀行未設有分支行或代理處地方，經委託各銀行、錢莊、典當、郵政、鐵路、輪船、電報各局，各地稅收機關，縣政府，及其他公共機關或公共團體收換之銀幣銀類，應即送交距離各該兌換機關最近之中央、中國、交通三銀行，或其代理行號兌換法幣。在運送時，並應由各兌換機關備具證明書，開明銀幣或銀類數目、兌換法幣行名，以供沿途軍警查驗，並一面通知

距離最近之兌換法幣銀行，以資接洽；但通過海關關卡時，應憑財政部護照驗放。

第三條 凡依照銀製品用銀管理規則購買銀料者，其運送時，應由發售銀料之銀行給予證明書，以供查驗；但通過海關關卡時，應憑財政部護照驗放。

第四條 凡未請領部照，或並未攜有兌換機關證明書，私行運輸銀幣銀類者，經軍政警機關或海關查獲，即予沒收充公。前項緝獲之銀幣銀類，如查有故存隱匿，意圖偷漏出口者，並應將人犯送由當地法院按照妨害國幣懲治暫行條例懲處。

第五條 各地人民，在兌換法幣期限以內，得攜帶銀幣銀類，向距離最近兌換機關兌換法幣。

第六條 除第一、第二、第三、第五各條所規定者外，凡出洋或往來國內之旅客及舟車員役等，概不准運輸或攜帶銀幣銀類；違者依第四條之規定，分別辦理。

二 取消各項法令案由

(一)二十三年四月六日錢字第四五〇一號部令，運輸銀兩及其他可供鑄幣銀類，須領護

照方准起運案。(二)二十三年八月一日錢字第七〇三二號部令，由內地運輸銀兩至上海天津漢口三處運往內地者，須依照前令呈准本部發給護照，始准起運案。(三)關務署二十三年十一月二十一日第二一〇號通令，各關遇有報運現幣，務須驗明部照，方准起運；如無護照運輸，以私運論，貨物照章沒收案。(四)二十三年十二月十二日關字第一〇五〇八號部令，規定旅客攜帶銀元數目，軍警查獲無照私運現幣，如超過一千元，即予扣留案。(五)二十三年十二月二十六日錢字第一〇八五八號通令，第一一五七號通咨，規定國內運輸現銀，請領護照五項辦法。(六)二十四年一月十日關字第一一二三五號部令，規定旅客前往國內各地，每人攜帶銀幣以一千元爲限，出洋旅客，概不准攜帶國幣三項辦法(令各關監督)。(七)二十四年三月關字第一六〇一〇號署令，規定船員水手准帶銀幣數目案。(八)二十四年五月七日第二二二〇號代電，鐵道部轉飭施行之北寧鐵路，取締輾轉私運銀幣銀數出關辦法。(九)二十四年五月本部核准北平市查禁私運現銀出境暫行辦法。(十)二十四年五月二十四日日本部核准膠海關監督，呈請青島赴大連之勞工貧民攜帶川資在五千元以內，經關員查詢時，自行呈出，可飭其向中國交通兩銀行購買

匯票，准予放行案。(十一)二十四年五月二十五日本部核准威海衛陸路出境旅客攜帶銀幣數目案。(十二)二十四年五月二十八日錢字第一四五七六號指令總稅務司無照運輸銀幣，潮流而上，無偷運外洋之企圖者，科以二成罰金案。(十三)二十四年六月十九日本部核准津海關監督，凡天津出口工人，攜帶現洋在二十元以內，經關員查訊自行呈出者，飭其購買中交兩行匯票放行案。(令總務司轉飭遵辦)(十四)二十四年六月二十八日錢字第一六七〇〇號部令，規定行駛海面之帆船，准帶銀幣一百元，逾額無照即予沒收案。(十五)二十四年十一月一日本部錢字第一九五〇二號咨復河南省政府，核定修正取締私運現銀出境辦法。(十六)二十四年五月十六日錢字第一五六二一號咨河北省政府，核定河北省查禁私運現銀出口暫行辦法。(十七)二十四年五月二十一日部電北平袁市長所擬限制旅客出境攜帶現洋辦法。

八 輔幣條例（二十五年一月十日立法院通過）

按「輔幣條例」及「發行準備管理委員會檢查準備規則」均係本書編竣後所公佈，茲特補入，藉供參考。

二十五年一月十五日

素民識

第一條 輔幣之鑄造，專屬於中央造幣廠，其發行由中央銀行專司之。

第二條 輔幣之種類如左：

銀幣三種：二十分銀幣，總重六公分，成色純銀。十分銀幣，總重四·五公分，成色純銀。五分銀幣，總重三公分，成色純銀。

銅幣二種：一分銅幣，總重六·五公分，成色銅九五，錫鋅五。半分銅幣，總重三·五公分，成色銅九五，錫鋅五。

第三條 輔幣以十進計算，其合法幣一元之枚數如左：

二十分銀幣五枚，十分銀幣十枚，五分銀幣二十枚，一分銅幣一百枚，半分銅幣二百枚。

第四條 輔幣之形式，由財政部擬定，呈經行政院轉呈國民政府頒布之。

第五條 輔幣授受數目，銀幣每次授受，以合法幣念分爲限。銅幣每次授受以合法幣五元爲限。但賦稅之收受及中央銀行之兌換，不適用此種限制。

第六條 舊有通用輔幣，由財政部規劃收回銷燬改鑄之，但於規定期內，仍准各照市價行用。前項辦法及期限，由財政部以命令定之。

第七條 輔幣因行使日久，自然磨損，致法定重量減少至百分之五者，得向中央銀行兌換新幣。但係故意毀損，或鑿蓋戳記，以致重量減少型式改變者，即失其流通效力，不得行使及請求兌換。

第八條 偽造輔幣及妨害輔幣信用者，依法懲治。

第九條 本條例自公佈日施行。

九 發行準備管理委員會檢查準備規則（二十五年一月公佈）

- 第一條 本規則依照發行準備管理委員會章程第七條之規定制定之。
- 第二條 法幣發行數額及其準備金種類數目，定為每月檢查一次。
- 第三條 法幣發行準備金，應分別現金準備及保證準備兩項檢查之。
- 第四條 法幣發行，須按發行數額十足準備，現金準備為六成，以金銀或外匯充之，保證準備為四成，以國民政府發行或保證之有價證券，及經財政部認為確實之其他資產，或短期確實商業票據充之。
- 第五條 現金準備檢查，如係庫存現幣現銀，應分別點驗；如係寄存分庫或存放國外銀行者，應核驗各該分庫存放之單據證明之。
- 第六條 保證準備之檢查，如係庫存證券或其他資產，應分別點驗；如係寄存分庫或寄存國外銀

行者，應核驗各該分庫或寄存銀行之單據證明之。

第七條 凡設有發行準備管理委員會分會地方，其法幣發行數額及準備金之種類數目，由分會檢查後，轉報發行準備管理委員會彙辦，無分會地方，由該地中交三行，將發行及準備數目，填報各該總行轉報發行準備管理委員會彙辦。

第八條 發行準備管理委員會每次檢查，應將發行數額及準備種類數目分別公告，並呈報財政部備案。

第九條 本規則自公布之日施行。

十 世界銀價低落與中國新幣制

按本書已編竣付印時，世界銀價忽然下降。銀價與我國新幣制的關係怎樣？銀價低落，對於我國新幣制，有什麼影響？這種問題，是討論幣制者所必予答覆，且為一般人所亟想知道的。我在二十四年十二月二十七日為文化建設月刊寫了一篇「美國變更購銀政策與我國最近之經濟變動」一文（見該誌二十五年一月號第二卷第四期），對此問題言之頗詳。茲刪節如後文，改為今題，作為本書的最後一個附錄。

二十五年一月十五日素民識

一 世界銀價的下落

美國的購銀政策，從今年六七月以來，即變緩和，以便一面打擊投機家，一面可以低價購入，俟收足美國準備金四分之一的白銀時，再希望世界銀價上漲（參看拙著世界銀價與中國金融恐慌）。所以倫敦銀價在八月十三日之前，常盤旋在三十便士至三十一便士之間，至八月十四日，就

敲破三十便士，從此以後，就盤旋在二十九便士以上三十便士以下，直至本月（十二月）九日以後，因美國更減少購銀數量，銀價日益下落，以至現在的二十便士強的低價。茲將一月以來的世界銀價列表於左：

十二月一月中世界銀價變動表

日 期	倫敦銀價（單位便士）		紐約銀價 （單位 Cents）
	近 期	遠 期	
十二月 一日	—	—	—
二 日	二九又四分之一	二八又八分之七	六五又八分之三
三 日	同 右	同 右	同 右
四 日	二九又十六分之三	二八又十六分之十三	同 右
五 日	同 右	同 右	同 右
六 日	同 右	同 右	同 右
七 日	同 右	同 右	同 右

八日	—	—	—
九日	二八又四分之三	二八又八分之三	六四又四分之三
十日	—	—	六三又四分之三
十一日	二七又二分之一	—	六二又四分之三
十二日	二六又八分之七	—	六一又四分之三
十三日	二六又十六分之七	—	六〇又四分之三
十四日	同 右	—	—
十五日	—	—	—
十六日	二六	—	五九又四分之三
十七日	二四又八分之七	—	五八又四分之三
十八日	二三	—	五五又四分之三
十九日	二二又十六分之三	—	五三又四分之三
二十日	二一又四分之三	—	五一又四分之三
二十一日	—	—	—

二十五日	—	—	—
二十四日	二〇又八分之七	—	四九又四分之三
二十三日	二一又十六分之五	—	五〇又四分之三
二十二日	—	—	—

此表，表示十二月世界銀價變動的劇烈，關係極重。我們應就這表而說明下列幾點：

(一) 自十二月二日至七日，倫敦銀價，近期在二十九便士以上，遠期在二十八便士以上，變動極微；紐約銀價是六角五分又八分之三，并無變動。

(二) 十二月九日倫敦銀價，近遠期都落十六分之七便士；紐約銀價，也落「八分之五」分。十二月十日美國政府停止在倫敦購銀，倫敦白銀市場遂無行市，而美國銀價竟落一分。十一日以後，倫敦紐約兩地的銀價逐日下落，而因美國只購近期的，倫敦市場從此沒有遠期行市了。

(三) 十二月十一日以來，倫敦白銀市場供過於求，美國每日所購之額，只限於每日供給額之若干成。例如十一日美國只購百分之七·五，二十二三日只購百分之十八，十四為星期六，紐

約竟無行市，倫敦雖有行市，因紐約倫敦兩地時間之差，也沒有買賣。十六十七兩日美國只購倫敦供給額之百分之五；十八日倫敦雖有行市，然美國不購，遂無買賣。十九日美國在倫敦只購供給額之百分之六；二十日美國只購百分之八。二十一日為星期六，倫敦紐約兩地遂都無行市。二十三日美國只購倫敦供給額之百分之十。二十四日，倫敦供給額略減，買方除美國以外，還有別人來買。至美國所購的佔若干成，并未宣佈。

二 銀價下落的理由

月來世界銀價的下落，其直接原因，當然是美國購銀政策的變更；而美國購銀政策之所以變更，是由於我國貨幣之脫離銀本位。當我國頒布新幣制的時候，我就說美國的購銀政策必受影響；曾無幾時，美國竟在倫敦減購甚或停購白銀。然美國為什麼因我國的新幣制而變更其購銀政策呢？其理由有二：

(一) 美國購銀政策的原意，是在提高用銀國的購買力，那知其結果是促成用銀國的金融

緊縮和減少其購買力，逼起墨西哥和中國停止使用銀幣。素用銀本位的中國停止使用銀幣，并脫離銀本位，而中國又爲遠東的一大市場，美國再要盲目的購銀，除爲投機者造機會和提高中國準備金的價值外，別無意義。

(二) 美國的購銀政策，原爲敷衍白銀派議員的無聊政策，實行以來，徒爲投機商人造機會。因爲這般商人明知美國不斷的收買，提高銀價，就到處收買白銀，轉賣於美國。美國政府後來識破這點，就於今年六七月以來，緩和其購銀政策。到了中國施行新幣制的時候，倫敦銀價高於國幣匯價百分之四十，這又是投機者在中國偷運白銀出口，轉賣與美國的好機會。這次一位白銀派參議員金先生 (Senator King) 到菲律賓，中經上海，目擊某國人在中國偷運巨量白銀出口，運往倫敦；并深悟美國的購銀政策徒爲一般投機者造機會。當美國這次改變在倫敦購銀的政策時，恰值金先生到了檀香山。所以報章說，他與美國購銀政策的變更很有關係（見十二月十八日路透電）。要之，美國這次購銀政策的變更，是要給予投機者一大打擊。

(三) 中國新幣制施行後，香港跟着放棄銀本位，正預備把他的八千餘萬元的銀準備，運往

倫敦發售。香港是屬於英國的，而英美間近年來的貨幣戰爭，是大家知道的。美國停止在倫敦購銀，即是對香港和英國加以打擊。據近來的事實，美國并無打擊中國的用意。這點，我在下段就要說明。

三 美國白銀政策與中國新幣制

現在我們可進一步討論美國既停止在倫敦大量的購銀，是否會從此放棄他的購銀政策呢？據我看來，至少在明年選舉總統之前，美國不會完全停止購銀。不過美國從此不會在倫敦繼續多購白銀，而改在產銀國家如墨西哥、祕魯、加拿大、澳洲等和用銀國如印度、中國等購銀。不過他所購的數額將較少，所付的價格將較低。這是美國白銀政策的前途。

我們再看美國白銀政策的變更，對於我國新幣制有什麼影響？我國新幣制雖脫離銀本位，但是我國通貨準備金，還是白銀；世界銀價日落，我國準備金的價值日減。問題是：銀價落至什麼程度（或準備金的價值減至什麼程度），國幣的匯價，就難以維持呢？關於這個問題，我們應知：依新幣制所釘住的匯價，當銀價在二十九便士時，鈔票的六成現金準備是等於十成。銀價必落至十七便

士又十六分之一（或紐約銀價落至三七·八二分）則六成現金準備的世界市價，也恰爲六成，換句話說，即國幣一元的匯價，與一元銀幣所含之現銀的世界市價相等，也就是中國幣價與世界銀價達到了平衡點。此時，政府對於白銀國有的利益，就完全損失掉（假定政府以前毫未賣出白銀），然只要世界銀價不再落在這個限度以下，沒有資本逃避的事情發生，我國的新幣制還可以站得住，與我們實際行使銀幣，并無分別。但銀價落至那樣，必是美國已完全放棄其在國外購銀政策，到那時，誰敢擔保銀價不落在國幣所釘住的外匯之平衡點以下？故就這個意義言，美國不先不後而在我國新幣制施行後的第二個月，變更其購銀政策，確是直接與我國爲難，打擊我們的新幣制。

當十二月中銀價開始下落的時候，我也是這樣看法。但不久，消息傳來，美國這次變更購銀政策，是本於前面所述的兩個理由，而不是打擊中國的。十二月二十一日英文大美晚報，詳載美國政府委託花旗銀行和捷斯銀行（Chase National Bank）代向我國政府收購白銀的消息，據說已運去一千五百萬元，并將陸續運出，賣價在這幾日的世界市價（二十二三便士，參看上表）之

上。據十二月二十六日各報所載二十五日的路透電，倫敦方面探悉花旗銀行和捷斯銀行已向中國政府購進白銀五千萬翁斯，藉使中國以外匯維持新幣制。是我國政府售銀與美國之事，必為甚確。且據上海外匯行市（參看下節），國幣匯價并未因世界銀價之低落而低落，其原因不外下列二者之一：（甲）我國國際上無形項目收入甚多，（乙）我國已將銀準備變為外匯準備。

就新幣制的前途講，我十二分的希望我國政府售銀與美國的消息之確實。因為我國既放棄銀本位，即是要免除銀價變動過甚的害處；但長久保留着銀準備，仍不免要受銀價變動的影響。當我國施行新幣制的前後，即應着手賣卻存銀，以換取外匯或黃金做準備。據前面所述的消息，是我們的財政當局已有見及此。如果我們的白銀準備，悉變為外匯和黃金，則世界銀價落至國幣所釘住的外匯之平衡點以下，我們不受絲毫影響。因為那樣一來，不僅我們的通貨不是銀幣，而且我們的準備也不是白銀。所以從中國的方面看，美國願買中國的白銀，這是於我們有利的。

再從美國方面看來，我們也可研究他願向我國購銀的動機。美國在此時向我國購銀，這確是幫中國的忙。為什麼美國要幫中國的忙呢？因為美國要恢復中國的同情和挽回中國的市場。美國

的購銀政策使我國受着通貨緊縮和金融恐慌的害處，傷害我們的感情。這次我國採行新幣制，英國極力贊助，美國自不免「吃醋」。若美國此時完全停止購銀，這是有意與我國爲難。畢竟美國人聰明，不做投井下石之事，而來援手，向我國購銀，藉此恢復好感。

四 銀價低落中之外匯標金與物價

一、外匯和標金市價之變動 十二月中美國變更購銀政策，世界銀價日落，國幣的對外匯價，竟很安定，變動極微：這是新幣制的功效。假若我們還保持舊有的銀本位，則外匯必跟着銀價的低落而大縮。固然，新幣制的這種功效，如上所述，係美國向我購銀或我國無形的國際收入加多之賜。但在銀本位之下，無形收入決無增加之望，而政府大批售銀，又爲事實所不許。迷信銀本位的人，至此當可大悟。

十二月中的標金市價，初頗安定，至二十日以後，纔逐漸上漲。其原因，當然是由於世界銀價之日落。只要我們通貨的白銀準備，大部分變爲外匯或黃金，則標金必難再漲，卽漲也不至於影響我

國的幣價。茲將十一月二十五日至十二月二十六日之標金和外匯市價列表於左：

十二月份標金外匯市價表

月 日	類 別	標 金 (收盤價格)	外 匯			
			對 英	對 美	對 日	匯 日
十一月二十五日		一一四六·一	一八一三七五	二九·五六二五	一〇二·七五〇	
二十六日		一一四八·九	同 右	同 右	一〇二·五〇〇	
二十七日		一一四八·一	同 右	同 右	一〇二·六二五	
二十八日		一一四五·四	同 右	同 右	一〇二·三七五	
二十九日		一一四二·五	同 右	同 右	一〇二·六二五	
三十日		一一四四·四	同 右	二九·五〇〇〇	同 右	
十二月一日		—	—	—	—	
二日		一一四九·七	一八一三七五	二九·五〇〇〇	一〇二·六二五	
三日		一一四五·〇	同 右	同 右	一〇二·七五〇	
四日		一一四四·八	同 右	同 右	一〇二·六二五	

十八日	同 右	同 右	同 右	同 右
十七日	一一四七·〇	同 右	同 右	同 右
十六日	一一四四·四	一一二一三七五	二九·五〇〇〇	一〇二·五〇〇
十五日	—	—	—	—
十四日	一一四二·一	同 右	同 右	同 右
十三日	一一四四·一	同 右	同 右	一〇二·三七五
十二日	一一四八·四	同 右	同 右	同 右
十一日	一一五一·八	同 右	同 右	同 右
十日	一一四三·五	同 右	同 右	同 右
九日	一一四〇·八	一一二一三七五	二九·五〇〇〇	一〇二·六二五
八日	—	—	—	—
七日	同 右	同 右	同 右	同 右
六日	一一四四·四	同 右	同 右	同 右
五日	一一四四·三	同 右	同 右	同 右

十九日	一七二·〇	同	右	同	右	同	右
二十日	一五九·八	同	右	同	右	同	右
二十一日	一七五·八	同	右	同	右	一〇二·三七五	右
二十二日	—	—	—	—	—	—	—
二十三日	一八五·〇	一八一·三七五	右	二九·五〇〇〇	右	一〇二·三七五	右
二十四日	一六九·四	同	右	同	右	同	右
二十五日	—	—	—	—	—	—	—
二十六日	—	—	—	—	—	—	—

據此表，國幣對英匯價業已釘住。國幣對美和對日的匯價，變動極小。標金自十二月十九日以後，因銀價大落的影響，略形上漲。然以二十四日之收盤價與二日之收盤價相較，不過增高二十元，較之以前銀本位時代變動的劇烈安定多了。

再從中央銀行掛牌之標準標金與關金價格言，標準標金價格，在十二月二日為一一四六·九〇，在二十六日為一一四七·三〇，不過增高四角。關金未動，在此二日，均為二元二角六分七。

二、物價之穩定 自新幣制施行後，我國一般物價上漲，我早已言之，惟當時尚無一般物價指數做根據。據近日國定稅則委員會所發表的十一月份上海物價月報，總指數爲一〇三·三，較之十月的八四·一，漲百分之九·二，實爲二十二年八月以來之最高指數。十一月份輸入物價較諸十月漲百分之一五·四，輸出物價也漲百分之一一·二，生活費指數漲百分之五·一。至十二月份物價指數，尙在編製中；然據個人觀察，物價受新幣制刺激的時期已過去，只要匯價安定，物價也可從此穩定起來。因爲幣制安定之後，物價的變動，就多受貨物本身的供求方面的影響。茲將一月以來的棉花、棉紗、小麥、麵粉等市價，編爲一表，以資參證。此表係從十一月二十五日起，至十二月二十六日止。

據此表，我們若拿二十四日的市價和二日或三日的市價相較，則除棉花市價無甚變動，棉紗價格漲外，小麥麵粉的市價均稍落，而以小麥較甚。其原因，一爲時局不安，一爲年關在卽，人心向疲，并不是幣制方面的影響。

十二月期棉花棉紗小麥麵粉市價表

月 日	類 別	標 準 棉 花 (平均價格)	標 準 棉 紗 (平均價格)	標 準 小 麥 (收盤價格)	標 準 麵 粉 (收盤價格)
十一月二十五日		四〇・七二五	一九九・五五	五・一〇	三・一三二五
二十六日		四〇・九七五	同 右	五・一八	三・一七五〇
二十七日		四〇・六〇〇	一九八・二〇	五・一三	三・一四〇〇
二十八日		三九・六五〇	一九五・七五	五・一二	三・一二七五
二十九日		交 割	交 割	五・一一	三・一三五〇
三十日		三九・九二五	一九五・九五	交 割	交 割
十二月 一日		—	—	—	—
二日		四〇・九五〇	一九七・九〇	空 拍	三・一三七五
三日		四一・二二五	一九九・二〇	五・一〇	三・一一五〇
四日		四二・四七五	二〇一・五〇	四・九九	三・〇八二九
五日		四二・一五〇	一九九・七五	四・九〇	三・〇〇五〇

附錄 十 世界銀價低落與中國新幣制

十九日	四一·四〇〇	一九五·九五	四·七七	三·〇五七五
十八日	四一·二七五	一九四·六〇	四·七四	三·〇二二五
十七日	四一·一五〇	一九二·三〇	同右	三·〇一五〇
十六日	四一·五五〇	一九三·五五	四·七五	三·〇〇七五
十五日	—	—	—	—
十四日	四一·五七五	一九五·二〇	四·九一	三·〇五二五
十三日	四一·一七五	一九三·九五	四·六四	二·九三七五
十二日	四一·三七五	一九五·八五	四·五六	二·八七〇〇
十一日	四一·九五〇	一九八·〇〇	四·七一	二·九五七五
十日	四二·〇二五	一九八·九五	四·六八	二·九四七五
九日	四二·六〇〇	二〇〇·二五	四·七五	二·九八七五
八日	—	—	—	—
七日	四二·七二五	二〇〇·九〇	四·七二	二·九五七五
六日	四二·二七五	一九九·七〇	四·八三	二·九六二五

二十日	四一·五五〇	一九七·〇五	同右	三·〇四〇〇
二十一日	四一·五七五	一九七·九〇	同右	三·〇六二五
二十二日	—	—	—	—
二十三日	四一·七七五	二〇〇·七〇	四·八〇	三·〇七五〇
二十四日	四一·二〇〇	二〇〇·三〇	四·七七	三·〇三二五
二十五日	—	—	—	—
二十六日	準備交割	準備交割	四·七七	三·〇二三五

五 結論

十二月爲新幣制施行後的第二月，此月中世界銀價日落，而匯價仍安定，物價也沒有暴漲，金融市面也沒有緊張（如年關在即，二十七日的折息，還是一角。）這些都可歸功於新幣制。固然，新幣制不是「萬寶靈丹」，經濟的繁榮，自有其他的條件。不過我們以前提倡幣制改革，是認幣制爲改善一般經濟的一個重要先決條件；現在，這個條件具備，我們就希望政府和社會進一步改善其

他的條件，如中央銀行的改組，一般銀行系統的確定，承兌票據的推行，地產銀行的設立，政府自身財政收支的適合等，都應立即實行，不容稍緩的。時間不可失，稍縱即逝。最後，我希望政府繼續向國外賣出存銀，即依現在的銀價賣出，我們并無損失，且可得着稍許利益。（依二十四日的倫敦銀價，銀幣一元約值十七便士，減去十四便士半，盈餘二便士半。）因為我們既使幣價脫離銀價，還要銀準備做什麼？我們若把存銀換為外匯和黃金，則銀價再落，便不能影響我們的幣制了。

中華民國二十五年三月初版

(32871)

白銀問題與中國幣制一冊

每冊定價國幣陸角

外埠酌加運費匯費

著者 張素民

發行人 王雲五
上海河南路

印刷所 商務印書館
上海河南路

發行所 商務印書館
上海及各埠

* 有 所 權 版 *
* 究 必 印 翻 *

徐

