

國家圖書館



003150584

國立中央研究院
社會科學研究所

叢刊

第十種

中國的新貨幣政策

余捷琮

商務印書館發行

32

籍



由國家圖書館數位化、典藏

中央系外部
圖書字號
第 號

國立中央研究院
社會科學研究所

叢刊

第十種

中國的新貨幣政策



余捷琮



商務印書館發行

561.92
5977

敘 言

二十四年十一月四日中國實行新貨幣政策，幣值和銀價脫離關係，以銀價漲跌為樞紐的經濟變動，至此告一段落。這一次的幣制改革，自其對內對外的作用言之，殆與金本位國之放棄金本位無異，其目的同在使幣值不受某種金屬價格變動的影響而自行穩定。各國放棄金本位，以為復興經濟的手段，中國放棄銀本位，其目的亦在於解除數年來的恐慌。現在新制度施行已有相當時日，自新制施行之後，中國經濟有何種新的動向，今後的展望如何，政府為推進經濟的發展，應繼續施行何種政策，凡此問題，均仍值吾人詳加注意。本篇並非特殊研究的結果，其目的僅在於以淺近的方法，論述新貨幣制度的發展及其施行的經過，再進而對於今後推進國內經濟發展所應採取的方針，略作討論。但中國經濟，如何由安定而入於向前發展，為一個極複雜的問題，吾人在這方面的論述，仍稍涉及理論方面。然其目的亦僅在於借貨幣理論的新發展以指示今後貨幣政策運用的方針，並非各家學說之詳盡的討論。

本篇於草擬時承陳君慧吳承禧二先生隨時與筆者討論，提供有價值之意見，稿成之後，又承吳半農先生詳細檢正，筆者於此謹致謝忱。惟篇中如有錯誤，仍當由筆者負全責任。

國家圖書館



003150584

目 次

一 銀本位與中國經濟的變動	1
(一)經濟結構和信用組織	1
(二)銀價變動與中國經濟	8
(三)其他經濟現象的變動	21
(四)物價變動與國內經濟的衰落	29
(五)政府的措施和銀稅政策的失敗	50
二 新貨幣政策的施行	68
(一)新制度的意義	68
(二)新制度推行的經過	80
(三)新貨幣政策施行以後的經濟情形	96
三 今後的貨幣問題	129
(一)中國經濟的發展的前瞻	131
(二)匯價穩定問題	146
(三)經濟安定與物價政策	156
(四)財政平衡與中央銀行的保障問題	163
(五)銀行組織的改造問題	170
(六)利用外資問題	187

結語	199
----	-----

統計附錄

1. 中外物價及銀價比較表	203
2. 美元匯價與平價之差表	207
3. 中英購買力平價與匯價之差表	209
4. 上海現銀進口與出口之差數表	211
5. (A) 上海現銀對國內運出入差數表	212
5. (B) 上海各銀行現銀存底額	213
6. 上海生產物價指數	215
7. 上海消費物品物價指數	215
8. 上海完成品物價指數	216
9. 上海內國商品物價指數	216
10. 全國銀行營業分析表	217
11. 上海各銀行營業及存銀量分析表	218
12. 上海交易所各類物品交易總額	219
13. 法幣發行總數表	220
14. 我國內債消長統計	221
15. 上海十二類主要工業資本分析表	222
16. 上海拆息月別表	223
17. (A) 歷年中國對外貿易進口價值及其百分數表	224
17. (B) 歷年中國對外貿易出口價值及其百分數表	225
18. 中國國際收支統計表	226

中國的新貨幣政策

一 銀本位與中國經濟的變動

(一)經濟結構和信用組織

中國是一個農業國，自清末試辦新式工業到現在，雖已有數十年的歷史，但國內的經濟結構仍以農業為基礎，對外貿易仍以輸出農產品為大宗，全國人民，仍有百分之七十五以上從事於農業的生產。但數十年來，外力侵入的結果，工業化的進展雖甚遲緩，而農業生產，則已發生根本的變化。在閉關自守的時代，人民生活於自給自足的社會，自從外力侵入之後，農業生產，一部分以原料的方式為國外所吸收，至農民的手工業，在外來的商品競爭之下，漸歸消滅，其地位逐漸為洋貨所代替。因為國外新式工業產品的侵入，掠奪國內手工業的生產，而農業生產則因耕耘的土地不能立即擴張，經營的方式不能迅速改變，農民的經濟地位，日趨惡化，大部分的勞動力便逐漸和土地分離。但中國勞動力 and 土地的分離，其原因並非由於自發的產業革命，而係由於國外工業品的侵入。工業品的侵入農村，雖與資本主義化過程中產業革命的作用相同，但此類侵入農村的工業產品，多數製自國外，其工力由國外勞動者代盡。故此種被動式的工業化過程，並未引起國內新興的工業生產部門之長足的發展，使其足以吸收農村

中因手工業被掠奪而呈現過剩的勞動力。農村中排擠出來的勞動力，因此呈現為不生產的游離勞動羣。此種勞動羣，既為農業部門所排擠，又無工業部門可以容納，於是一部分逃出海外，成為逃避的勞動力，一部分流入都市，以無直接生產效果的勞動換取最低限度的生活，如黃包車夫，差役，散工等，均為一種生產力的浪費；一部分則流為軍隊盜匪，不但無生產的效果且足以破壞秩序，減弱生產的能率。同時中國的租稅制度，向不完善，農民負擔的繁重，使農家的收支愈感不敷。農業生產愈不能維持其人口，於是脫離農業部門的勞動力亦愈衆，兵與匪及都市中過剩的勞動羣亦愈多，社會的購買力亦愈低落，農業生產以至於都市中的工業，愈無改進的機會。中國新式工業的創辦，雖已有數十年的歷史，但當中國開始有民族產業的出現時，中國市場已為外來的工業品所充滿，加以關稅政策不能自由運用，故民族產業自始即在國外商品的壓迫之下爭生存。各產業先進國最初是向中國輸入工業製造品，吸收中國的原料，其次是直接向中國輸入資本，在華創設工商企業，以利用低廉的華工。這對於中國的勞動力，雖可有部分的利用，維持一部分的勞工生活，但在另一方面，卻使中國民族產業的興起，更感受壓迫。中國開始工業化已經數十年，但到現在仍無大規模產業公司的組織，因此所謂民族產業均趨向於小型的輕工業，至於大規模的重工業則不能興起。且失業的勞動羣既多，工業化的進程又甚為遲緩，因此工資率甚低。其結果勢必使社會的購買力不能隨工業的進展而為同程度的增進。且因工資低廉之故，廠家亦毋庸隨時改進生產設備以節省人力。

這也間接阻礙國內生產能率的改進。其次，利率的高低，直接足以決定生產投資的數量。中國的所謂民族資本，一部分既為單純的商品流通過程上的資金需要所分散，一部分又流入於不生產的投機事業，故利率水平甚高。結果，一方使生產投資的數量減小，一方又使生產成本的構造失常，更不能與外來商品競爭。再因連年內戰，市場的安定隨時有破壞可能，產業界之預期的收益完全沒有保障，更足以阻礙生產投資的進展。從貿易方面看，數千年來，中國停滯在自然農業的社會，而人口則因長期孳生，已呈飽和的狀態，經過若干世紀，生產方式無巨大的改變，而人口亦飽和於此種生產方式所能維持的界限之內。自從外來商品侵入之後，生活慾望，逐漸提高，需要亦隨慾望而增進。一部分人的生活，開始脫離自然農業生產力所能維持的限度，染上資本主義的色彩。另一方面，國內的工業化，則在外來商品的壓迫之下，不能隨需要之增加而同程度發展，農業生產則因社會秩序的破壞，漸呈衰落，因之形成生產和消費失卻均衡的發展。在農村中自給自足經濟的破壞愈見急進，賣出的貨物愈不能和購入的貨物相抵，資金遂因之愈流集都市。農民的經濟地位既日趨惡劣，於是對土地為剝削式的耕耘。地力消耗，收支愈不能相抵，購買力亦愈低落。在都市方面，其地位幾完全為商品集散中心的性質，與一般的工業中心不同，其繁榮或衰落，完全視國際商品的流通為轉移。國內市場比較良好，入口增多，或國外市場對國內商品的需要擴張，都市即呈繁榮之象。反之，倘國內購買力低落，入口收縮，或國際市場對中國商品的需要減少，立即足以造成都市的沒

落。中國是一個農業國，但農產品的輸入卻逐漸增多。這表明中國不單工業品的需要仰給國外，民食問題，亦已仰賴國外以解決。在一個產業落後的國家，貿易的入超和資本的輸入原不足為病，工業化的過程，原有賴於生產工具的輸入與國際資本的運用。中國為產業落後的國家，經過數十年的工業化而入超額反逐漸增大，這表明中國的生產能力與消費能力，愈久而愈不能平衡。且輸入品中消費品占絕對多數，其比例且有逐漸遞增的趨勢，這一方面表明中國所輸入者並非生產工具，商品之入超，並非國際資本貨物之流入，一方面表明入口貿易的擴大，對於中國工業化的進展不但極少幫助且直接足以阻害之。中國經濟的發展，應從產業的推進入手，但國際商品的壓迫，卻使中國的產業無興起可能。因此國內的勞動力不能作有效率的運用，人民的收益能力逐日低減，投資能力亦因之逐日減退，國民的收益愈少，購買力愈見衰落，產業的興起亦愈無可能。國際商品的壓迫，是民族產業發展的第一層阻力，中國的生產工具，均自國外輸入，但國外完成品的大宗輸入使中國生產工具的設置，亦無活動餘地。紗廠的長期不能開工，是一個顯明的事實。同時在國內方面，因為利率的高昂，工資率的低下，生產能率不能改進，使成本構造，全無伸縮餘地。這一方面限制產業的發展，一方面又使對外的經濟關係愈易隨時發生脫節。中國的經濟基礎，如此薄弱，所以在國際環境於中國有利時，則比較安定，在國際環境於中國不利時，立即足以引起經濟的巨大變動。中國自身很少有抗阻的力量。

中國的財政基礎，自來即不健全，租稅收入，完全缺乏伸縮彈性，而產業的衰落，尤使收入沒有增加的可能。但連年內戰的結果，軍費大量膨脹，結果使收支完全不能相抵。在北京政府時代，多賴外債以維持，因之債務負擔逐日增重，關鹽各稅無不為外債所侵蝕。但外債舉借，以政府應有償債能力為條件。債務負擔日重，而政府的償債能力不能增加，結果必使外債的道路亦為之阻塞。國民政府在南京成立以後，外債雖然停借，但財政收支既然根本不能平衡，於是不能不仰給於內國公債，因之成為內債的大量膨脹。內債膨脹的結果，內國資金大部為政府所搶奪，市面利率直接即被提高，公債利率成為金融市場的標準利率，產業界的取得資金，更感困難。而因投資公債，利得極高之故，各銀行多以投資公債為運用資金的主要途徑，結果建立銀行與政府的特殊關係。公債信用，亦就是銀行界的信用，公債信用動搖，銀行界信用亦隨之動搖。政府為便於吸收資金計，不得不將公債利息提高，或擴大折扣。投資的利得愈厚，資金愈多流入於此種途徑，產業界的取得資金因之愈難。同時公債發出，政府本息的負擔逐年增重，財政收支愈無法平衡，終成為借債還債的局面。政府的公債政策，至此亦告破產，銀行界的信用因之亦感受影響。政府不能繼續其公債政策時，信用恐慌，亦將繼之而起。公債濫發，是通貨膨脹一種強固的基礎，政府大量發出公債，倘非中國的信用機構缺乏伸縮彈性，則中國因信用膨脹而引起的恐慌，或早已先期出現。

其次，中國的金融制度，自來即不健全。中國一向為銀本位

的國家，銀本位的一個特質，就是經濟的變動，長與國外脫節。銀價漲時，中國幣值亦漲，銀價跌時，中國幣值亦跌，因此物價的變動長與國外相反。且由於銀價的變動無定，使長短期國際資金的流動全不可能，因此國內的長短期利率變動，完全不能藉國際資金的流動以為調節。又因國際資金不能隨時流動之故，國際收支的短期差額，不能藉資金的流出入以為暫時的彌補，因此每即導成現貨的流出入，因而影響國內信用的伸縮，加重國內經濟的不安定。且中國雖為用銀之國，但非產銀的國家。銀價的變動，並非決定於中國的國際收支；中國的國際收支反居於被動的地位。銀價跌，中國國際收支有利，銀價漲，中國的國際收支隨之惡化；完全無所謂自動調整的作用。再就國內方面看，貨幣組織，和銀行系統，更為複雜。中國行用紙幣，雖已有數十年的歷史，但人民用現的習慣尚未改變，現貨在流通中仍占重要地位。硬幣基礎的貨幣組織的一個特質，就是缺乏伸縮彈性，中央銀行完全不能加以操縱。再在內地的若干區域，仍以銅元為結價及支付的手段，當然更無所謂通貨伸縮可言；而因銅元價格的變動，使此等區域的物價與成本的構造，亦長與外地不同。近幾年來，代表貨幣的流通雖已逐漸推廣，但因發行未能集中，實際亦至為紊亂。特種銀行和各商業銀行所發行的紙幣，信用雖較穩固，但其流通只限於各大都市及其附近。且因各行處於競爭地位的緣故，在信用鬆動時則彼此擴大發行，在市面緊張時則互相戒備，加緊收縮，故其伸縮變動，亦長與商業的需要相反。至於地方銀行的發行紙幣，多數以彌補財政虧空為目的，與正當的商業需要，根本不生關

係。此外外商銀行與各地銀錢行號亦發行紙幣，自成系統，根本非中央的力量所能控制。中國的貨幣組織，如此複雜，系統如此分歧所以所謂適當的通貨伸縮，殆完全不能存在。

其次，中國的銀行制度，自來即甚紊亂，此也為信用伸縮缺乏彈性的一大原因。現代的信用活動，以中央銀行為操縱控制的中心機關，但中國中央銀行統制信用的力量，始終未能確立。過去的所謂中央銀行，實際與普通商業銀行無異，資力既極薄弱，發行僅占全國通貨的一個極小部分。所營業務，除代理國庫之外，純屬於普通商業銀行性質，至於調劑信用的各種手段，則根本未能運用。在經濟先進各國，中央銀行為銀行之銀行，藉再貼現政策與公開市場政策的運用，以轉移利率，操縱信用，同時藉準備之集中的保管及活動的運用以制裁恐慌。但在中國，準備既未集中，再貼現制度與公開市場政策尤未能推行，於是各行各自為政，信用的伸縮遂全成無政府狀態。在信用膨脹時，中央銀行不能運用適當的政策加以制裁，在市面緊張時，中央銀行不能出而救濟，於是只能一任自然勢力的推移。中央銀行不能履行信用調節的任務，事實亦為信用伸縮彈性的一種限制。蓋一般普通商業銀行既不能藉中央銀行以為最後的救濟於是不得不維持較高的準備，以為自身安全之計。因此資金封存於銀行之內，利率亦被提高。且在危急的關頭，各行不得不爭奪現金，以謀自保，信用收縮愈甚，利率亦因之愈高。中國的普通銀行，以商業銀行占絕對多數，此類銀行，林立於各大都市，資力既極薄弱，營業尤不健全。若干銀行，根本即以經營投機事業為目的。地產的經營，公

債的買賣，成爲此類銀行運用資金的主要途徑。資金既走入於不生產的道路，產業界的取得資金更感困難。投機事業，以心理作用爲基礎，局面稍有變動，立即足以引起巨大的恐慌，而各行既多爲孤立的小銀行組織，尤足以隨時出現風險。因此各銀行不得不維持更高的準備率，利率水平亦因之愈高。中國的一般工商業經營，仍多採陳舊的方式，資產負債，多不願向外公開，大規模產業公司的組織，可謂絕無僅有，產業證券市場的發展，全不可能。人民投資，沒有正當方式。產業界則惟有高利向銀行押借。因此便產生銀行與產業界的畸形關係。中國沒有大規模的產業投資銀行，而不得不以一般商業銀行直接參加產業投資。結果遂一方面使投資集中，危險性增大，一方面使資金呆攔帳面，運用效率減低。因此銀行不得不嚴密抵押的條件，同時將利率提高，資金的流動性與擴張性，同受限制。且抵押放款，不易轉移，且易受物價及不動產市價變動的影響。在物價發生變動時，各行不得不加緊收縮信用，追回放款，結果物價愈落，利率愈高，危機的開展愈速，終則銀行資金亦爲押品地產廠基等所凍結。中國的信用制度，如此散漫，一方面則信用的伸縮能力甚小，對外偶一失卻均衡，即無法使之調整，一方面則不能經受風險，偶一發生變動，立即足以演成巨大的恐慌。此種機構上的缺陷，實爲 1930 年後中國經濟巨大變動的遠因。

(二) 銀價變動與中國經濟

在一九三四年十月徵收銀稅以前，中國爲純粹的銀本位國，

亦為唯一的用銀國。銀在國內為一種貨幣，其價格的變動對內表現為物價的漲跌，對外表現為匯價的升降。在其他各國，銀為一種普通貨物，價格的變動，一為對金的比價，一為對一般貨物的購買力。在理論上，中國對外匯價與用金國的金銀比價，應屬相同，此即所謂理論平價是。但事實上因中國國際收支的變化與用金國金銀比價的常有獨立的變動，故兩者事實上常不能一致，惟其參差，理論上亦不能超出現銀輸送點以外。蓋超出現金輸送點，則立即將出現銀貨流動的現象。倘銀匯高於金銀比價，則銀貨流入，中國信用擴張，輸出困難，收支無利，匯價回復低落。倘銀匯低於金銀比價，則中國銀貨流出，信用收縮，輸出有利，收支好轉，匯價提高。然銀在用金國為一種貨物，其流出入不足以直接影響用金國信用的伸縮。這種調整的過程均屬單方面，故其動作較之金本位國間金子流動的調整為緩。¹至中國在這個調整過程中所處的地位，則視銀價變動出現的先後及國內外物價的趨向而定。第一，倘銀價在中國先漲，即是中國的物價先行跌落，而其他情形不變，則中國的輸出有利，但其結果，銀貨流入，信用擴張，物價回復上漲。且中國出口增加的結果，亦可使世界市場中的銀價隨之高漲，銀匯隨銀價而騰高，中國所得的利益亦逐漸消失。倘銀價的跌落先出現於中國，即是中國的物價先漲，而其他情形不變，則中國的輸出不利，銀子出口，信用收縮，物價低落。且因中國收支無利之故，世界市場中銀價低落，銀匯亦跌，中國

1. 假定銀貨流出不至影響海外銀價，使銀匯低落。

所受的不利影響，亦將逐漸消失。第二，倘銀價在用金國先漲，其影響則比較複雜。用金國的銀價漲，等於用金國對中國施行貨幣貶價，用金國對中國的出口有利，中國感受不利的影響。但假如用金國的物價與銀價同時為同程度的上漲，則用金國的銀價與物價的變動對於中國的影響互相抵消，但假如用金國的物價雖同樣上升，而其上升的程度較緩，或有時間上的先後時，則中國仍將感受不利的影響。反之，倘用金國物價的上升甚於銀價，或在時間上先於銀價，則對於中國仍屬有利。倘銀價在用金國先跌，即是用金國的貨幣對中國漲價，對於中國亦屬有利，但假如用金國的物價同時為同程度的跌落，則兩者對於中國的影響互相抵消。倘用金國物價的跌落不如銀價之速，則中國依然處於有利的地位。倘用金國物價的跌落甚於銀價，則中國不但未蒙其利，且受其害。此係就用金國物價與銀價趨向相同方面而言。倘用金國物價與銀價的變動，趨向相反，則其對於中國的影響更大。倘用金國銀價漲，物價跌，則中國受兩重不利的影響。倘用金國的銀價跌，物價漲，則中國所處的地位，當更有利。中國為碩果僅存的主要用銀國，理論上世界銀價當決定於中國的國際收支。倘世界銀價隨中國國際收支而決定，則銀匯與銀價的變動，必不至發生巨大的脫節。蓋中國的國際收支，不易改變，而銀市的感應性，則較為靈敏，兩者的變動方向和程度當能隨時保持一致。在此情形之下，匯率變動的結果，其影響將完全在於國際收支與國內的物價方面。假定中國的國際收支有利，中國幣價與世界銀價均趨漲高，則輸入容易，輸出發生障礙，且入口物價因匯價的低

落而有降低的可能，出口物價為維持國外市場計，亦應壓低，物價低落，投資數額減少，經濟漸趨蕭條，收支趨於不利，將使匯價與世界銀價同趨下落，恢復平衡。倘中國國際收支無利，則中國幣價與世界銀價同趨下跌，中國的出口可以增加，入口可以減少，國際收支，有轉趨有利的可能，匯價銀價可以由此回復上漲，恢復平衡。且因匯價較低之故，出口物價可以提高，入口物價亦有漲高的可能，出入口物價同漲，產業界的希望增大，投資數量擴張，經濟有好轉之望。此係就世界銀價決定於中國國際收支的情形而言。但中國雖為用銀的國家，中國並無銀的出產，世界銀價的變動，中國的國際收支僅為一個不重要的因子，¹ 中國對於銀價全無轉移操縱之力，中國的匯價，反隨世界銀價的變動而變動，國際收支則隨匯價而變化，反居於被動的地位，中國經濟的變動遂完全在不能控制的因子的支配之下。

一九二九年以前，世界銀價是在緩性跌落之中，中國匯價亦隨之下跌，中國的輸出比較有利，同時因海外經濟繁榮，華僑匯款增多，外人亦多利用其超然的地位，在國內經營工商業，國際投資增加，所以銀貨大量流入。自 1918—1930 年，海外銀貨流入達 1,191,650,000 元，而在 1927 至 1930 年的數額更巨，在此四年中，進口總額達 516,466,500 元，幾及 1918—1930 年銀貨入口總額之半。在中國未廢兩改元以前，銀兩實即為中國的

1. 關於中國國際收支與世界銀價的關係，為爭論極多的問題，然中國的國際收支，大體不易發生巨大的改變，基於國際收支差額而發生的銀子流動，與國外銀價的關係極少，可無問題。

通用貨幣之一，銀貨入口之後，同時即表現為購買力的增加。這就造成中國信用膨脹一個強固的基礎。假定中國信用的擴張彈性甚大，中國國內物價水平與國外物價水平的均衡，或早已為此種信用基礎的迅速擴張所摧毀。但一方面因為國內信用缺乏擴張彈性，一方面因國外經濟繁榮，物價安定，購買力增加，且在這個時期，因銀價於中國有利，銀貨流入國內，購買力亦有增加，出入口貿易擴張，貨幣的需要亦相對增加，所以信用基礎雖迅速擴張，國內外的經濟均衡，仍不至感受巨大的擾亂。一九二九年起，世界經濟恐慌出現，各國物價，開始下落，理論上，中國經濟亦應在這個時期開始衰落。但在這個時期，世界銀價與世界物價雖同趨下跌，而銀價跌落的程度遠甚於物價，銀在世界市場中對於貨物的購買力（Purchasing Power of Silver in Terms of Commodities）仍屬低落，即是銀計算的用金國物價，仍屬上漲，所以中國依然處於有利的地位。但因世界恐慌出現，各國物價低落，一般的購買力減退，我國則因受銀價低落的刺激，物價適於此時上騰，國民的購買力，仍舊遞增，故出口貿易的增進，已不如入口貿易之速，剔除物價後觀察物量，尤足以看出此種事實。¹

出口貿易既受世界恐慌的影響，增進不如入口貿易之速，因此入超數額，突然擴大，中國的國際收支，已開始感受不利的影響。同時，華僑匯款，為我國國際收支中一個重要的項目，國外經濟衰落，華僑的收益減小，匯款亦開始減退，² 中國的國際收支，更受

1. 參閱附表。

2. 參閱附表。

一層影響。

1931年九月二十日英國放棄金本位，日本亦步英國的後塵，重申金禁。中國對外經濟關係因之感受多方面之擾亂。蓋影響中國者非只單純的金銀比價的變動與用金國物價的趨向，此外又有放棄金本位各國匯價的變遷與放棄金本位各國國內物價之趨向。英國放棄金本位，倫敦銀價，開始騰漲，銀匯亦同樣高漲。金計算之銀價，雖仍低落，英鎊計算的銀價，則已漲高。中國對英匯價已脫離金銀比價而低落。假定英國離開金本位以後，物價的上漲與銀價保持同一的程度，則英國雖放棄金本位，而物價與銀價的變動對於中國的影響可以互相調和，中國不致感受不利的影響。但英國放棄金本位之後，國內物價雖微有上升之勢，而其變動甚微。反之，銀貨為一種有獨立市場的貨物，其對英鎊的價格應決定於世界市價。¹ 因此銀價漲高遠較一般物價為速，銀在放棄金本位國市場中對於貨物的購買力高漲，中國開始感受不良的影響。英國放棄金本位後，中國對英輸出，即加速減退，自英輸

1. "Under normal circumstances the price of silver is a world-wide price, because normally the commodity value of gold is practically the same the world over……England's suspension of the gold standard in Sept. 1931, it may be argued that the unity of the world price of silver has being destroyed…… Thus in gold-standard countries to-day there is a gold price of silver and in pound-sterling standard countries a pound-sterling price of silver" Herbert M. Bratter: Silver Market Dictionary p. 113.

入，則相對增加，事實甚為明顯。

但上面所言，係放棄金本位對於中國之機械的影響。此種機械的影響，有時亦應受其他條件的限制。放棄金本位，可以使國內的利率減低，產業之預期的收益增大，投資的數額增加，社會的購買力亦連帶擴張，其對於國外貨物的需要或可增加，假定其輸入的貨物多數來自中國，則中國所受放棄金本位的影響，或可較小。其次，中國為產業落後的國家，經濟發展的過程有賴於資本貨物 (Capital Goods) 的輸入。假定英日放棄金本位之後，匯價的低落可以增加中國資本貨物的輸入，則中國生產投資的數量或可以感受刺激而增加，對於中國的影響，不一定為不利。然此兩種情形，前者當假定金本位國放棄金本位之後，其國內的購買力有巨大的增進，且其入口的貨物多取自中國，後者當先假定中國自放棄金本位國輸入的貨物，以資本貨物占重要部分。但上述條件，中國均未具備，放棄金本位各國國內購買力的增加不足以增大其對中國貨物的需要，同時金本位的放棄，匯價的低落，不足以增加中國資本貨物的輸入，中國所受放棄金本位的影響遂純屬於不利方面。

上面係就各國放棄金本位對於中國的影響而言。此外自1931年起，金本位國中銀價的變動，亦已於中國不利。蓋銀價的週期變動，時常在一般物價之先，在物價跌落的初期，銀價先落，在物價回漲的時期，銀價時常先漲。此為銀價變動的一個自然特質。1931年三月起，世界銀價的跌落，已較金本位各國的物價為緩，即是金計算的世界物價的跌落，已轉較金計算的銀價為

甚，銀在用金國對於貨物的購買力，亦已反比例騰高。故即使各國不放棄金本位，而就銀價的自然變動，中國幣值亦已相對漲高，中國的對外貿易，亦應於此時開始感受不利的影響。

在這個時期，一方面因放棄金本位各國物價與銀價漲高的程度不同，一方面因銀價週期性質的自然變動，中國經濟的國際均衡，可謂已完全破壞。但假如美國不繼起實施購銀政策，則中國國際均衡的回復，猶不至過於困難。蓋 1933 年起，世界物價已漸有匡復之象，且放棄金本位各國，利率降低，購買力增加，此對於中國對外經濟均衡的回復，當有甚大的幫助。1932—1933 年中國出口的衰退均不如入口之速，是一個明證。此時國內物價迅速低落，出口物價尤甚，此在本質上雖為一種恐慌，但假如美國不出而購銀，則毋寧視為一種合理的現象。蓋中國既不能即行放棄銀本位，減低幣值，在理論上亦惟有採行緊縮政策，收縮物價。然因中國國內成本構造的缺乏伸縮彈性，此種調整的過程，當已甚為困難。再繼以 1933 年美國的放棄金本位及實施購銀政策，對外均衡的回復，遂完全成為不可能。1933 年美放棄金本位之後，其國內銀價與物價的變動亦與 1931 年英國放棄金本位後的情形相同，即是銀價與物價雖同趨上漲，而銀價漲高的程度遠甚於物價，銀對貨物的購買力迅速增大，其對於中國的影響與英國的放棄金本位相同。但假如美國只有放棄金本位而不購銀，則銀在美國市場中對於貨物購買力的變動，究有一定限制。中國雖已感受不利的影響，但其程度當可較小。惟美國放棄金本位之後，再繼之以推行購銀政策，銀價與物價變動的差度迅速擴大，在此

情形之下，即使中國盡力收縮信用，削減成本，亦不能使均衡回復。

在 1933 年秋美國尚未切實施行購銀政策以前，中國的對外關係，單純的只是一個幣值漲高的問題。蓋這個時期，匯價雖高，但與平價尙未有脫節的現象發生，匯價平價，仍甚吻合，假定銀價不再有人爲的提高，則其影響，仍只及於中國的國際收支，而銀貨流出的現象，或可避免。蓋此時銀價的回漲，一由於銀價的週期變動較先，一由於各國的放棄金本位。但銀價的週期變動，雖在一般物價之前，而在週期變動的過程中，不久亦當與其他物價回復均衡。又各國貶低幣值後銀價漲高較速，但銀既爲一般普通貨物之一，遲早亦當與其他物價回復均衡。且中國既爲唯一的用銀國，銀價最終亦當決定於中國的國際收支，中國因匯價過高而致收支不利，世界銀價，最後亦當下落。但美國既實行購銀，就比較短期的影響言之，必使銀價與物價不能回復均衡，就比較長期的影響言之，則必爲銀貨闢一新的出路，減弱中國國際收支對於世界銀價最後的決定力量。再一方面，假令美國不準備購銀及實行購銀，則投機家不敢放膽活動，銀價與匯價的突然脫節，猶可不致發生。美國既積極實行擡高銀價政策，銀價繼續騰高，各種調整的作用完全不能出現，匯價與銀價的脫節，遂不能避免。中國遂由幣值的騰高問題，一變而爲銀價與匯價的脫節問題，再進而爲白銀的外流問題。信用恐慌，遂完全不能制止。

美國的購銀，最初以爲可以增加東方的購買力，此種看法，當屬錯誤，蓋就理論，國際收入少者其對於國際貨物的購買力亦

小。中國幣值騰高之後，單位中國貨幣雖可購買較多的洋貨，但幣值提高，出口困難，國際收入減少，對於國際貨物的購買力亦當減小。同時匯價漲高，物價低落，人民所得減小，購買力削弱，入口貿易亦應衰退。美國的這種看法，實與事實完全相反。但假定中國的輸入商品，以資本貨物占其多數，則中國匯價騰高，資本貨物的價格低廉，生產成本減低，或可以激起中國人民擴張其生產投資，因而增加國內的購買力。但此點應假定中國的入口貿易以資本貨物為大宗，同時應假定銀價提高，不至激起中國物價的重大變動，且不至造成銀價與匯價之差以致產生白銀的外流。倘銀價的漲高甚速，則入口物價降低，出口物價更應抑低，因物價跌落之故，投資者對生產的前途不存信念，投資數額，或反減少。同時倘因銀價的漲高，致與銀匯發生脫節，則白銀流出，一方面國內信用收縮，金融緊張，利率高漲，愈足以減弱投資的數量，一方面則投機外匯遠較投資工商業為有利，資金流入於投機市場，正當投資更受影響。中國的輸入既以消費品占絕對多數，所謂生產工具或資本貨物的輸入，僅占貿易總值中一個極小部分，而美國的購銀，又採取急進的方式，一方面使中國物價發生巨大的變動，一方面使一般人對於中國銀本位的維持，發生根本的疑問，因之外人資金流出，內國資金向外逃避，投機家更乘機活動，銀價匯價發生極大的差數，白銀流出，中國的信用機構，根本發生動搖，此種結果亦無從實

在美國購銀政策未曾積極進行以前，中國銀本位的維持，未受根本的威脅，只要中國不出於放棄銀本位的一途，投資中國，

不問爲短期的貨幣投資，或工商業投資，均屬有利，外人在華資金，不致流出，內國資金亦不致逃避，且因銀價銀匯俱高之故，或可以吸收國外新的投資。但美國既實行購銀，中國銀本位的維持，根本發生動搖，一方面則銀價躍進，更非中國國際收支所能容許，一方面則國內外對於中國銀本位的維持，已經發生根本的疑問，外人資金流出，內國資金開始逃避，銀價與銀匯的脫節，遂完全不能避免。

銀匯與銀價發生脫節，但假令非由於一般人對於銀本位信心的澈底動搖，同時假定中國的短期信用市場完備，則短期資金應即大量流入中國，銀匯與銀價之差，可藉短期資金的流動以恢復調整。但銀匯與銀價脫節的根本原因既由於一般人對銀本位信心的墜落，且中國並非國際的金融中心，短期的信用市場根本缺乏，短期資金的流入，根本無此可能，於是乎銀價與銀匯的脫節，逐日擴大，除運銀出口之外，別無他法。此外，因銀價提高及人心恐慌所引起的國際資金的流動，更足以促使銀價與銀匯的差數擴大。外人在華以直接投資占多數，此種資金的流動，直接隨國內的情形而定。經濟繁榮，工商收益增大，則此等外資擁入，經濟出現蕭條，投資的收益率減小，即立即大批流出。¹ 此時中國銀本位的維持，既發生疑問，一般外人，深恐中國銀本位一朝不能維持，投資不免受到損失，於是一般逗留在華的資金迅速流出。且因中國的物價低落，投資的收益減小，而立即匯出，或運銀

1. Ohlin: Interregional and International Trade P. 335.

出口，則可得極厚利益，資金流出者更多。同時，內國資金亦有一部份繼之流出，銀匯與銀價的差額愈大，運銀更覺有利，銀貨流出愈多。銀貨流出，中國銀本位的維持愈成疑問，人心的恐慌愈甚，資金的逃避愈速，銀匯與銀價的差數愈大，運銀出口者愈多，因果相循，中國的信用恐慌愈不可收拾。

白銀大量流出，銀匯與銀價的差數，理論上原可藉此種現貨的移動以恢復調整，但在此種情形之下白銀流出，對於銀匯與銀價的調整作用亦完全消失。蓋白銀流出，理論上雖可使海外對於華匯的需要增加，因而提高中國的幣值，但中國銀本位的維持，既已根本發生疑問，運銀出口者在海外雖有結存，未必即行以外匯的方式出售，彼此均存期待的心理。此種結存，暫時成爲一種資金逃避，亦即是在海外的一種投資。中國幣價不但不因銀貨的運出而提高，且因商人普遍有所期待，不願將外匯出售，或加價出售，而反使銀匯低落，匯價與銀價的差數，更因此增大，銀貨的外流愈速，信用恐慌愈不可收拾。

銀匯隨銀價而提高，直接的結果就是中國對外經濟均衡的破壞，銀匯銀價發生差數，銀貨的大量流出，直接削弱國內的信用基礎，造成國內信用的收縮。但中國的國際均衡，既爲銀價漲高所破壞，信用的收縮原爲必要，蓋在此種情形之下，即使中央銀行的力量足以控制信用，亦當盡力施行緊縮政策，壓低物價，始能使對外均衡回復。但信用的收縮，物價的低落，應使成本亦能隨之低落爲條件。倘成本固定而物價下跌，則結果全國的生產者均將歸於破產。中國的成本構造，一向缺乏伸縮彈性，其變

動的可能限度甚小。自物價下跌後，農產品物價雖跌落較速，原料的成本雖比較低廉，但各工廠的生產工具則反比例漲價。蓋自物價開始下跌以後，輸入物價的跌落不如輸出物價及批發物價之速，以國內物價為比例，輸入商品的物價水準，反而提高，至於生產貨物如機器工具等，因其在國內並無競爭物品，其價格的變動尤緩，即是在產業界的成本構造中，生產工具的成本反而騰高。至於國內的工資率，一向低下，實無何種伸縮餘地。而相反一面，則因白銀外流，銀行緊縮信用之故，利息負擔，反而增重，同時國內的生產能率，改進的可能性甚小，而因物價低落，收益減小之故，購買新機件以代替舊機件，更不可能，生產能率反而減低。生產成本，既不能改變，而物價則迅速低落，於是生產者的地位更感困難。銀行界因白銀外流，信用原已在收縮之中，再看到產業界地位的困難情形，於是不得不更加緊收縮信用，而國內物價亦因之而愈低落。在匯價騰高的情形之下，物價低落，原為恢復國內外均衡的一種方法，此時的癥結，實在於國內成本構造的缺乏伸縮彈性，假如成本能隨物價的低落而減低，則國內經濟或仍可不至發生巨大的變動。在1933年以後，中國的輸出貿易，狀況較輸入貿易為良好。此雖與國外經濟狀況的漸呈好轉有關，但國內物價能迅速低落為一大原因。單純的物價下跌，實於此時的中國經濟有利，惟物價跌而成本不能伸縮，此為基本的困難所在。且國內經濟的畸形發展，早已暗伏經濟衰沉的危機，而政治局面的迅速改變，尤足以影響國內經濟的變動，吾人茲再一述國內的情形。

(三)其他經濟現象的變動

1926—1929年，是中國內地各省秩序破壞最甚的時期，亦即是各省金融最擾亂的時期。在軍閥割據的時代，各省當局，爲挹注財政計，競行設立省銀行，發行紙幣。其發行數額，如湖北江西河南山東等省，總數各達數千萬元。1926年以後，各地軍閥，相繼動搖，其所設立的銀行，亦相繼破產。此等銀行發行在外的紙幣，先後變成廢紙，全國各省久隱待發的紙幣風潮，以這個時期爲總爆發的關鍵。1926年十月，湖北官錢局破產，十二月江西地方銀行倒閉，1927年四月，武漢集中現金，發生空前金融風潮，六月，河南省銀行官錢局同時倒閉，1928年春，山東銀行隨直魯聯軍的失敗而消滅，直魯軍所發軍用票，亦無人負責。同時，直隸省銀行亦宣告破產。1929年廣西銀行，西北銀行，甘肅銀行，秦豐官錢局等均先後倒閉，廣東中央銀行，富滇銀行，山西銀行均先後發生嚴重風潮，紙幣跌價，事實上也等於破產。上述各省行紙幣，估計達三萬五千萬元，¹自各行倒閉或發生風潮後，

1. 直隸省銀行	6,000,000元	廣烟茂支那貨幣錢莊考 P.246
山東省銀行	23,000,000	北京銀行月刊七卷十號財廳檢查報告
河南省銀行	8,000,000	支那貨幣錢莊考 P.244
江西地方銀行	13,830,000	江西財政紀要金融籌行節
陝西西北銀行	4,000,000	支那貨幣錢莊考 P.244
廣東中央銀行	24,500,000	廣東財政記實六篇頁五
湖北官錢局	41,259,327	十五年三月十八日該局報告折合銀數
漢口中央銀行	47,530,000	第一次全國財政會議彙編美鈔及國庫券清摺
富滇銀行	70,000,000	雲南省政府公報十九年一月份整理金融報告
廣西省銀行	15,000,000	廣西銀行特刊二期 P.67
直魯聯軍軍用票	—	未詳
甘肅銀行	12,000,000	潘益民蘭州之工商業與金融 P.160
秦泰錢局	—	未詳
山西銀行	50,000,000	中行月刊三卷五期頁 69
漢口中國交通	30,000,000	第一次全國財政會議彙編美鈔清摺

均跌成不能流通的廢紙。此巨額的紙幣，直接為對各省人民購買力的一種強制沒收。內地各省的購買力，直接受其削弱。而間接的影響更巨。第一，省銀行所發行的紙幣，以流通於各省農村者為多，此項紙幣不能流通，農民所受的損失最大，農村的購買力最受摧殘。第二，內地各省，因日處在貨幣跌價的威脅之下，資金不能在內地停流，於是相率逃入幣值較為安定的都市，農村的投資必減，購買力愈弱。第三，內地的貨幣價值，既不穩定，因此都市中的一般商業銀行亦視內地為畏途，不敢向內地擴張營業，其結果一方面使都市中的銀行林立，資金沒有出路，一方面則農村資金愈感枯竭。同時在另一方面，地方軍閥的橫征暴斂，直接為對人民購買力的一種剝削。這種剝削所得的購買力，假如全部分散之於兵士，再藉軍士的消費分散之於內地，則內地農民的購買力，仍不至感受巨大的影響。但軍閥剝削之後，多將其金錢轉移至都市，購軍火消耗品或轉存於銀行，其分散於內地者僅屬一極小部分，因此內地的購買力愈小，資金愈流集都市。再一方面，因內地秩序的破產，一般富戶，多不敢在農村立足，多數將其在地內的資產變價，轉移至安全的都市，因此內地的資金愈感枯竭。加以租稅負擔的繁重，農民重要信用基礎的土地，因之迅速跌價，農民的購買力愈弱，而因農地跌價之故，一般人愈不願在內地投資，資金的移入都市愈速，都市和農村購買力的分配，愈不平均。再因農村資金的枯竭，農業投資的數額減少，農地的改良，技術的改進，無法進行，內地的對外貿易，愈居於不利的地位，售出與購入愈不能相抵，資金因之愈流集都市，內地的購買力愈

弱。

內地各省的資金，迅速向都市集中，同時海外銀貨，亦大量向中國流入，這就造成都市中信用膨脹的強固基礎。假定中國的都市是產業的中心，新式工業有健全的基礎，資金流集都市之後，能流入於新式產業的投資，則這種情形，未始於中國無利。蓋資金自內地集中都市，再流入於工業生產部門，則其效果，第一，使散漫的資金趨於集中化，更適合於基本產業的發展。第二，工業部門資金的生產能率，較之農業部門為大，農村資金流集都市，即將生產能率較低的農業資金 (Agricultural Credit) 轉移為生產能率較高的產業資金 (Industrial Credit)。第三，向都市集中的資金，當有一部分為一般富戶的囤積 (Hoarding)，此等資金，平素沒有參加生產的活動，流集都市之後，倘能積極投放在於新式產業，則係直接將不生產的資金變為積極參加生產的資金。這種情形，對於中國產業的推進，不但無害，且有甚大的幫助。資金流入於新式產業部門，則新式產業部門的僱傭量可以擴張，因農業衰落而退出農業部門的勞動力，可以逐漸轉移於新式產業部門，農民所失去的購買力，逐漸轉變為工人階級的購買力，則其結果將成為中國經濟本質的根本改變，而非經濟的衰落。但中國的都市，事實上並非產業的中心，而是國際商品轉運的樞紐，新式工業在外來商品和外人在華所設工廠的壓迫之下，完全沒有自由發展的餘地，因此資金雖向都市集中，但在都市中並沒有產業基礎可以容納。內地的購買力被都市吸收，而都市卻不能藉新式工業的推進將購買力重新分散之於工人階級及原料

生產者，於是成爲全國購買力的總收縮，同時在都市之中，出現許多沒有正當用途的游閑資金。銀行存款增加，放款對存款的比例減低，購買力封存於銀行之內。

但銀行將購買力封存，在銀行本身，亦爲一種危險。且各銀行互處於競爭的地位，彼此競行高利吸收存款，結果使銀行資金的運用，更感困難。產業界在外來商品的壓迫之下，七零八落，既不是銀行資金的出路，於是地產的經營，公債的買賣，成爲銀行界運用資金的唯一途徑。內地資金的向都市集中，海外銀貨的流入，因之直接表現爲地產和公債的膨脹。

投機事業的膨脹，暫時成爲銀行界運用資金的出路，但投機事業膨脹的結果，資金在此中運用，轉瞬可得巨利，銀行界愈無意投資於生產事業，生產事業愈衰落，同時資金亦愈集中於投機事業，投機事業的膨脹愈速。投機事業轉瞬可以獲利，各銀行於是不但不以資金沒有出路爲慮，反而加緊競爭吸收存款，各銀行甚且利用各地分支行，在其他各埠吸收存款，轉移至上海運用。資金愈向上海集中，全國的利率水平，因之普遍提高，而上海公債和地產的膨脹因之愈速。同時在上海方面，因投機事業轉瞬可以獲利，即使原來從事於產業活動的資金，亦有一部分退出產業範圍而流入於投機市場，產業愈衰落而投機的膨脹亦愈速。因果相循，投機事業的膨脹遂無所底止，這就成爲 1929—1931 年空前

的虛偽繁榮。¹

這個時候的所謂繁榮，完全是建築在投機事業之上。但投機事業，以投機家的心理作用為基礎，心理作用一有變動，立即可以產生恐慌的狂潮。1931年九一八事變發生，再繼以一二八上海一戰，國際和國內局面，立即發生變化，這是對投機事業第一個嚴重的打擊。九月十九日起，上海的公債市場即發生重大的紛擾，同時地產亦呈呆滯的現象，投機事業的崩潰，已露出陰影。上海一戰，對於中國經濟變動的影響更巨。第一，地產事業，以上海為中心，上海戰事發生，為對地產事業一種直接的威脅。在地產膨脹時，地皮等於黃金，國際局面的改變，已經證明這種黃金隨

1. 這種現象可用 Keynes 氏的說法來說明。Keynes 氏謂一個社會的資金，可分成產業資金 (Industrial Circulation) 和投機資金 (Financial Circulation) 兩類，前者包括一切生產交易分配等需要的資金在內，後者與生產交易分配等並無直接的關係，主要的包括股票證券及一切投機活動等所用的資金在內。假如產業資金增加，即是投資的數額增進，生產能力擴大，反之倘投機資金增加，則生產投資的數量將為之減弱，而因資金流向這一部門者增多之故，證券市場，將呈活躍之象，證券市價漲高產業價值則並未增進，結果將成為證券市場投機事業的繁榮。資金之用於不生產事業者愈多，則用於直接參加生產活動者愈少，產業界愈感覺資金的缺乏。證券市場膨脹的結果，股票漲價，一部分人的利得增大，購買力增加，在相反一方面，則因資金用於不生產事業之故，產業投資減少，生產能力相對低降，因此成為物價的反常高漲。但當一般人對投機的前途一出現不信任時，動作便完全相反。Keynes 氏謂 1929 年美國的膨脹即由於此，1930—1931 年中國的情形與此相似。Keynes: *Treatise on Money* p. p. 243—257

時都可以變成糞土。第二，公債的膨脹，以政府的償債能力為條件，上海一戰，已使政府的償債能力發生破綻，政府對公債變更還本付息辦法，將利息減低，還期延長，公債投機，更受到根本的打擊。人心既已根本發生動搖，恐慌的發動遂成無可制止。投機家對於前途的信心既已墜落，於是急思轉移出脫，市面貨幣的需要突增，而各銀行為維持自身的安全計，反於此時追回放款，加緊收縮信用，利率更被提高，地產公債的出脫愈難，價格愈跌。各銀行既以支持投機事業為主，在地產公債迅速跌價之下，愈不得不加緊收縮信用，銀行本身，亦發生根本的動搖。若干不健全的產業和基礎薄弱的金融機關，於是相繼倒閉，一般人的信心更見墜落，信用的收縮愈緊，物價亦因之開始跌落。物價跌落同時因利率漲高，而生產能率不能改進，工資率不能驟行降低，成本反而增重，產業界的地位更感困難。產業界一面不能覓得新的借款，一面則銀行界加緊催收欠款，於是不得不加速壓低物價以求貨物出脫。同時因銀行界羣策安全，建立高度準備，購買力之被封存者愈多，物價的崩潰愈速，若干廠家，於是相繼破產，一部分銀行資金，亦因之凍結。同時各銀行為應付上海的緊張局面，不得不更以高度的利率向內地吸收資金，於是乎全國的利率水平，均被提高，恐慌更遍及於全國。

同時自九一八事變發生以後，東三省的喪失，對於中國經濟的影響更大。第一東北的對外貿易，是中國唯一出超的區域，中國對外貿易的入超，藉此以為主要的挹注，自東北割裂而後，國際收支，更趨不利，中國的經濟環境，亦愈惡劣。第二，東北的輸

出以農產品爲大宗，工業則尚未發達，自對內方面言之，是民族產業一個重要的市場，東北喪失後，內國產業減少一個銷場，地位更趨困難，物價因之愈跌。再一方面，自 1929 年世界恐慌發生以後，華僑的收益能力減小，外幣計算的華僑匯款，已漸見減少，中國的對外收支，已受不利的影響，但因國幣表現的華僑匯款，仍有增加，故華僑中心的華南各省的購買力，仍未見減退，但因華僑匯款衰落的迅速，自 1931 年後，國幣計算的華僑匯款，亦見減少，¹ 華南各省的購買力，衰退特速，華南各港的入口貿易，

1.

外幣計算之華僑匯款統計表(1928—35)
(1930=100)

	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
華僑匯款指數	79.2 ¹	88.7 ²	100.0 ³	113.8 ⁴	101.2 ⁵	96.6 ⁶	79.0 ⁷	82.2 ⁸
匯價指數 ⁹	67.9	73.7	100.0	133.9	129.9	119.3	105.6	97.6
外幣計算之匯款指數	116.6	120.4	100.0	85.0	77.9	81.0	74.8	84.2

- 來源：1. 根據 Remer 氏估計，實數爲 250,600。
 2. 根據 Remer 氏估計，實數爲 280,700。
 3. 根據 Remer 氏估計，實數爲 316,300。
 4. 根據土屋計左右氏估計，實數爲 359,898。
 5. 根據中國銀行估計，實數爲 320,000。
 6. 根據吳承蔭君估計，實數爲 305,700。
 7. 根據中國銀行估計，實數爲 250,000。
 8. 根據中國銀行估計，實數爲 260,000。
 9. 匯價指數，包括美國，加拿大，安南，暹羅，爪哇四地。並據華僑匯款來源，略加枚數，美國=3，加拿大=1，安南=1，暹羅=2，爪哇=2。

衰沉特甚，即為華僑匯款減少影響購買力的一種結果。¹ 同時民二十年的水災，影響遍及於全國，長江黃河各省所受的損害尤大，各省農民的購買力，更受嚴重的影響。全國的購買力，至此衰退更速，物價亦因之愈落。

在這個時期，假定國外市場中銀對貨物的購買力仍繼續低落，國外白銀仍繼續流入中國，則中國出口所受的壓迫較輕，中國的信用基礎仍繼續擴張，中國信用的緊縮，或可較為和緩。但如前所述，此時國際市場中銀價的低落已不如物價低落之速，同時放棄金本位各國，銀價的增漲遠較一般物價為甚，銀在國際市場中的購買力反比例騰高，中國的出口貿易，感受直接的影響，國際收支，更趨不利，銀貨的流入，已見迅速減少，再繼以美國的積極

1.

華南各港輸出入占全國總輸出入百分比表

年份	中國總輸出入		廈門		汕頭		廣州及九龍		北海	
	輸入	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出
1932	100.0	100.0	2.3	0.4	3.7	2.7	11.5	7.4	0.2	0.3
1933	100.0	100.0	2.4	0.6	4.4	2.9	11.7	10.2	0.2	0.7
1934	100.0	100.0	1.6	0.7	2.5	3.0	10.5	9.8	0.2	0.7
1935	100.0	100.0	1.6	0.6	3.1	3.0	11.3	7.9	0.2	0.5
1936	100.0	100.0	1.4	0.6	3.1	3.3	9.4	6.9	0.1	0.2

註：1929年廣州及九龍項內包括廣九鐵路數字在內，輸入占0.2%，輸出占0.1%。

1930年廣州及九龍項內包括廣九鐵路數字在內，輸入占0.3%，輸出占0.1%。

1935年北海一項包括雷州。

實行白銀政策，中國的信用基礎感受根本的威脅，國內存銀，迅速外流，銀行界發生根本的動搖，於是更不得不加緊收縮信用，國內的物價變動愈速，產業界的地位亦因之愈趨困難。全國購買力的衰退，早伏經濟衰落的危機，銀價漲高，破壞中國經濟的對外均衡。再繼以白銀輸出，影響整個的信用基礎，成爲一種推進的動力。因果相循，互相推進，恐慌的開展便成不可收拾，銀價變動爲一種外來的因子，經濟構造的不健全，爲一種基本的缺陷，至於政局的變動，更爲一種助成的力量，各方面的變化，全在於加速危機的開展。中國的經濟力量，既極薄弱，於是遂完全不能抗阻。

(四)物價變動與國內經濟的衰落

中國國內物價的低落，是多種原因造成的結果，不能單從任何一方面解釋。銀價漲高，則輸入貨物改以本國貨幣算價之後，價格降低，同時輸出貨物爲維持國外的銷場計，亦應將價格壓低，因此影響國內的全般物價，此固爲物價低落的一個原因。但就此種關係，則物價的巨大變動，應在銀價高漲以後，且輸入物價的低落，爲銀匯漲高後自然的降低，輸出物價則爲出口發生困難後人爲的壓低，故理論上輸入物價跌落應在輸出物價之先，其程度亦應較甚，至於內國商品 (Domestic Goods)，即本國自產自銷沒有國際輸出入的貨物，應不受影響。但事實上中國物價開始低落時，海外銀價尙未高漲，且就銀價騰高以後的過程看，輸出物價跌落在先，輸入物價跌落在後，而輸出物價的跌落，常較輸

年	月	倫價	中匯	銀買	紐價	中匯	銀買	中匯	中匯	中物	中物
		敦指	國價	在英	約指	國價	在英	國價	(上海)	國價	國價
		銀數	對英	國購	約銀	對美	國購	對日	批發物	輪出	輪入
1931	1	48.4	45.9	67.0	47.3	45.9	60.5	44.3	119.7	103.2	145.5
	2	43.4	42.2	60.5	43.3	42.2	56.5	40.7	127.4	109.1	157.8
	3	47.2	46.4	66.0	47.1	46.4	62.0	44.8	126.1	109.9	153.2
	4	46.0	45.7	64.5	45.7	45.6	61.1	44.1	126.2	107.4	154.6
	5	45.3	45.2	64.3	45.1	45.3	61.6	43.7	127.5	111.3	153.3
	6	43.2	42.1	62.0	42.9	42.2	59.5	40.8	129.2	111.7	156.1
	7	45.8	45.0	66.4	45.1	44.8	62.6	43.3	127.4	109.8	152.1
	8	44.6	43.5	66.4	44.3	43.5	61.4	42.0	130.3	109.5	154.0
	9	45.3	44.6	67.6	44.9	44.1	63.1	42.7	129.2	108.4	149.2
	10	60.1	57.9	85.6	47.9	46.5	68.1	45.2	126.9	105.6	145.3
	11	65.8	63.0	91.9	50.1	48.2	71.4	46.8	124.8	103.5	141.0
	12	69.7	69.6	97.3	48.7	48.2	71.0	54.7	121.8	101.2	138.9
1932	1	68.4	67.1	95.5	48.0	47.1	71.3	61.9	119.3	99.8	137.8
	2	68.4	69.0	96.5	48.5	49.0	73.2	66.4	—	—	—
	3	63.1	63.8	89.4	47.9	47.5	72.6	70.7	—	—	—
	4	58.2	57.5	85.1	45.5	44.6	69.5	64.2	116.7	94.8	142.0
	5	58.6	57.0	86.2	44.7	43.2	69.4	64.5	115.7	94.7	141.6
	6	58.8	56.6	88.8	44.5	42.7	69.0	64.7	113.6	90.6	139.2
	7	58.9	56.5	89.4	43.1	41.4	66.8	71.0	111.8	88.7	138.8
	8	62.5	59.8	93.0	45.1	42.7	69.2	82.9	101.3	91.1	140.5
	9	62.7	60.5	91.0	44.5	43.1	68.2	85.6	109.8	88.9	140.4
	10	62.0	61.3	90.9	44.1	43.1	68.5	87.7	108.7	86.9	140.1
	11	63.0	62.8	92.4	43.5	42.4	68.1	96.3	106.7	84.0	140.0
	12	59.6	59.4	87.4	44.0	40.1	64.5	91.0	107.5	86.1	141.1
1933	1	58.7	58.6	87.0	41.3	40.4	67.7	92.4	108.6	87.5	141.5
	2	58.9	58.6	88.2	42.5	41.1	71.1	92.7	107.6	85.5	138.6
	3	61.4	59.9	92.7	45.3	42.0	75.2	93.9	106.7	84.7	134.8
	4	63.5	59.1	96.9	49.2	41.8	81.5	93.1	104.6	81.4	133.8
	5	66.5	61.0	99.7	55.5	49.4	88.5	97.3	104.2	84.3	131.2
	6	66.6	62.1	96.7	58.2	52.9	89.5	97.2	104.5	85.1	131.7
	7	64.1	62.1	93.0	61.1	58.5	88.7	97.2	103.4	86.2	129.7
	8	62.4	53.3	89.8	57.9	56.9	83.3	100.0	101.4	81.3	129.6
	9	63.6	54.3	91.5	62.4	60.0	88.1	104.2	100.4	79.6	129.0
	10	63.5	54.8	91.4	62.2	60.7	87.4	102.9	100.3	77.0	129.8
	11	64.1	55.1	92.2	69.1	67.3	97.2	104.6	99.9	75.8	126.5
	12	64.9	55.9	93.4	70.0	67.9	98.9	133.9	98.4	73.0	128.4

(1) 銀購買力各以銀價除物價指數。

(2) 基期同為 1926。

(3) 關於內國物價國內未有此項指數，吾人自貨價季刊中選出輸出入極少之

內國商品若干種另編為一指數，因所用基期不同，另行附錄在後。

入物價爲甚，至於一般沒有國際輸出入的內國商品，其變動雖較爲遲緩，但 1931 年起，亦見猛落。¹ 這種事實，頗足以證明單從銀價方面，不足以解釋中國物價的變動。上表(30面)可資吾人參考。

1.

	內國商品物 價指數年差	上海批發物 價指數年差	輸出物價 指數年差	輸入物價 指數年差
1931對1930	-0.2	+10.4	-0.8	+23.5
1932對1931	-4.8	-12.5	-17.1	-10.0
1933對1932	-1.9	-7.5	-8.4	-11.9
1934對1933	-0.2	-5.8	-10.3	+0.2
1935對1934	-8.0	-0.6	+5.9	-3.7

基期概改爲 1930 年計算。

再據一般學者的研究，在經濟衰沉的初期，資本貨物的感應，最爲迅速，資本貨物價格的低落，常爲經濟趨向衰沉的象徵。² 我國國內雖無資本貨物物價指數的編製，但如上海及華北按加工程度分類物價指數變動的趨向看，其低落似亦均在 1931 年五月開始，其情形如下表所示：

2.

年	月	華北生產品物價	上海生產品物價
1931	6	133.22	122.1
	7	131.66	119.9
	8	131.14	120.4
	9	131.07	117.7
	10	128.67	117.3
	11	127.41	116.2
	12	125.18	113.2

- 關於內國商品國內未有此項物價指數，吾人茲自貨價學刊及物價月報中錄出輸出入極少之商品十種，編成月別指數，(詳見附錄)至其年差與一般物價的比較如 1. 表。
- 關於此點，Hayek 在他的 Price and Production, Douglas 在他的 Control Depressions 開章即有詳細的論述，可以參閱。

資本貨物價格的首先變動，益足以說明中國經濟的衰沉，其最初的原因，不在於銀價的變遷方面，吾人當另尋其他解釋。

中國輸出入物價及生產物價的低落，始自 1931 年六月，批發物價，則始自 1931 年九月，其時海外銀價仍趨下游，銀匯仍在低落之中。是年冬，雖因英日放棄金本位，英日匯價同趨低落，但中國對英輸出入僅占中國對外出入口貿易額的百分七，八；中日貿易則因抵制日貨關係，入口大見減少。¹ 該兩國貶低幣值，中國物價雖不免感受影響，但未足以引起國內物價的狂跌。中國物價的低落，最初的原因似係由於國內購買力的衰退，銀價變動的影響，則為後來加入的因子。如吾人前面的敘述，內地各省的資金，大量流集都市，在都市中開闢不出有生產效果的道路，於是直接表現為地產和公債等的膨脹。公債和地產完全是一種投機事業，資金在此中運用，不能再分散成為工人和原料生產者的購買力，於是成為全國購買力的總衰退。同時東北市場的喪失，華僑匯款的減少，以及長江黃河的空前水災等，直接間接，均足以影響人民的購買力，此等事實，似為國內物價首先發生變動的

1. 歷年各國對華貿易輸出入占總額之 %。

	日本%		英國%		美國%	
	進口值	出口值	進口值	出口值	進口值	出口值
1930	24.6	24.2	8.2	7.0	17.5	14.7
1931	20.4	29.1	8.3	7.1	22.2	13.2
1932	14.2	23.2	11.2	7.6	25.3	12.2
1933	9.9	16.2	11.3	8.0	21.9	18.5

原因。惟其後繼以銀價的漲高，中國物價的變動，加上一個外來的有力因子，其低落遂無所底止。1932年滬戰以後，中國物價的變動，甚為迅速，而此時海外銀價，仍相當穩定。銀在英美市場中對於貨物的購買力，亦仍未有巨大的變化。單從銀價的變動，實不足以解釋中國物價的低落，其原因恐仍在於國內購買力的發生巨大變動方面。中國土地廣大，人口衆多，而對外貿易尚不發達，輸出入商品，在國內整個產銷市場中的地位，不如對外貿易發達國家的重要，對外匯價變動對於國內物價水準所能影響的限度，當較之經濟先進，對外貿易發達的國家為微。就1931—1932年的事實，物價變動不能全由銀價解釋，似甚顯明。1933年美國白銀政策發動以後的情形，匯價變遷對於中國物價的直接影響，恐尤不及其間接影響於國內購買力之巨。此時中國的一般物價雖低落甚速，但輸入商品的物價水準，則仍甚高，此與理論上應得的結果，可謂全不相符。在批發物價中，假如將輸入的商品除去，則所編成的物價指數，恐將更較輸出入商品合編的混合物價指數為低。傳統的理論以為貨幣價值騰高以後，輸入貨物物價較低，因此入口有利，出口困難，中國的事實，一般物價反較入口物價跌落為速，似與此種理論相反。且就1933年以後的情形看，不單物價變動與理論不符，即進出口貿易，亦與理論所期的結果不符。中國匯價，既繼續漲高，輸入貿易，應屬有利，輸出貿易，應更減少，但此時進出口貿易的變動，適與此種理論相反，入口貿易的衰退，遠較出口貿易為甚，剔除物價變動以後觀察物量的變化，此等現象，尤為顯明，試閱下表。

年別	(1) 輸入物 值指數	(1) 輸出物 值指數	(1) 入超值 指數	(2) 輸入物 量指數	(2) 輸出物 量指數	(3) 外匯指 數	以外幣 折算之 輸入物 值指數	以外幣 折算之 輸出物 值指數
1928	91.3	110.8	49.3	112.8	114.9	63.50	143.8	174.25
1929	96.7	113.5	60.3	113.7	116.8	69.18	139.8	134.1
1930	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.00	100.0	100.0
1931	109.4	101.6	126.3	92.4	102.4	132.03	82.9	77.0
1932	80.1	55.1	134.1	72.4	66.0	107.41	74.6	51.3
1933	65.9	43.9	113.5	63.1	57.9	91.86	71.7	47.8
1934	50.5	38.4	76.5	43.4	57.9	91.86	55.0	41.8
1935	45.1	41.4	53.1	44.5	57.7	74.11	60.9	55.9

來源：(1)根據本所製之“中國對外貿易統計表”

(2)根據本所製之“進出口量指數表”

(3)根據天津南開大學經濟研究所之政經經濟學報。

其次，假如國內經濟的變動，純由於銀價變遷的影響，則內國貿易的衰退，應在對外貿易之後，其程度亦應較受匯價變動的直接影響的對外貿易為淺，但我國的內國貿易，衰退在對外貿易之先，其程度且較對外貿易為甚，下表可供吾人參考：

上海對國外及國內貿易狀況

年份	進 口		出 口		貿易總額	
	外國及香港 %	國內各港 %	外國及香港 %	國內各港 %	對國外 %	對國內 %
1925	54.4	45.6	51.5	45.5	51.8	48.2
1926	60.0	40.0	53.3	46.7	54.8	45.2
1927	57.2	42.8	53.2	46.8	53.1	46.9
1928	58.3	41.7	51.8	48.2	53.1	46.9
1929	64.4	35.6	53.7	46.3	58.4	41.6
1930	67.2	32.8	45.7	54.3	57.2	42.8
1931	71.2	28.8	41.5	58.5	59.2	40.8
1932	74.5	25.5	34.7	65.3	57.4	42.6
1933	77.0	23.0	40.8	59.2	59.8	40.2
1934	65.6	34.4	37.6	62.4	52.5	47.5

來源：D. K. Lien; The Growth and Industrialization of Shanghai p. 405

就出入口貿易變動的情形及內國貿易的動向看，事實至為明顯，吾人從銀價匯價的變動以至白銀在國外的購買力的變遷，不足以說明中國物價的變動，而其關鍵，仍在於白銀外流，影響中國的購買力方面。銀價與銀匯發生脫節，白銀外流，其對國內購買力的影響，可分數方面。第一，因銀價騰高之故，一般人普遍有所期待，收藏白銀，較之投資尤為有利。銀貨被藏留(Hoarding)的數量增多，直接即為社會有效購買力的減少。第二，各銀行運銀出口，較之直接投資更為有利，因此更加緊收縮信用，社會的購買力愈受影響。第三，各銀行存銀既因運出而減少，於是更不得不設法吸收現銀以填補其準備，或則加緊收回放款，或則高利吸收存款，而對於放款則更求審慎，抵押條件更加苛酷，購買力之被吸收而封存者遂更多。第四，銀行將準備運出，其對於國內信用收縮的影響，較之民間流通而被吸收運出者更巨。蓋銀行現貨，原為一種準備，在此種準備之上，可以建築若干倍的信用。吾國銀行的信用擴張彈性雖較之經濟先進各國為小，但銀行庫存現金與即期存款的比例，則經常在百分之十至二十之間，¹ 銀行間一元現貨喪失，則各行為維持其現金比率計，不得不收縮四五倍的信用，此對於國內購買力收縮的影響更巨。且因此時局面極不安定之故，各銀行均嚴陣以待，各行間普遍將準備率提高，購買力之被封存者遂亦更多。第五，外人在華以直接投資為多，此時物價低落，地產狂跌，投資無利，而投資外匯或運銀出口，則可立收利益，於是相率收縮產業，匯出國外或運銀出口，直接亦為國內購買力的喪失。第六，銀貨喪失愈多，中國銀本位的維持愈

各行庫存現金對活期存款之百分比

行名	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
中國	5.63	4.07	6.79	7.11	5.32	10.26	6.10	6.78	5.45	4.93	8.35	20.69
交通	22.75	20.35	20.66	19.53	25.24	26.32	20.45	7.47	5.90	7.83	8.00	18.74
浙江	18.94	15.55	18.89	22.84	19.62	2.57	12.96	14.74	9.02	14.75	17.93	16.64
四明	38.86	51.16	57.59	50.04	49.36	44.83	34.07	37.37	45.00	21.63	12.53	15.55
浙江	11.69	11.81	7.92	8.06	9.70	10.95	12.62	14.99	12.21	8.90	7.94	14.64
華商	15.08	14.64	17.69	11.14	20.82	13.59	20.87	12.97	14.87	14.97	17.79	11.44
新華	33.64	30.50	31.12	37.40	31.05	14.52	5.35	3.76	4.15	5.98	5.62	5.17
上海	15.50	18.41	14.14	21.87	14.00	6.64	5.67	5.27	2.53	1.43	4.14	3.68
鹽業	13.55	17.51	16.44	22.33	12.59	12.73	17.76	12.92	12.97	14.87	19.62	22.70
中孚	24.55	17.27	11.15	18.63	28.23	9.79	13.55	9.10	17.50	6.75	8.23	18.08
金城	16.64	10.66	10.65	10.82	8.14	13.73	3.11	14.39	9.90	9.60	9.72	14.63
中國	37.96	29.96	31.67	32.93	32.66	37.58	44.38	28.63	34.38	26.04	22.41	29.72
大陸	3.29	3.53	10.95	17.70	11.01	9.56	8.78	7.31	5.88	7.97	8.41	9.54
東萊	20.17	14.65	13.53	14.74	16.79	13.42	51.36	27.81	29.92	21.38	23.84	24.59
永亨	5.97	3.76	4.57	4.62	4.7	3.74	2.50	8.81	2.93	2.78	3.19	4.54
中興	6.71	7.07	9.70	13.13	10.65	10.75	17.04	9.77	6.23	5.99	1.99	3.75
中南	70.16	26.24	46.23	55.82	73.02	33.94	42.28	31.04	31.71	24.19	42.53	24.92
中南	38.82	24.70	11.99	10.98	11.79	12.31	14.71	15.81	11.19	11.16	11.15	9.16
總計	17.57	12.49	11.36	12.89	13.38	13.65	11.85	8.93	8.06	6.61	10.82	19.29

成問題，一般人的信心更加墜落，於是收藏現洋者愈多，運銀出口者愈衆，內國資金，開始逃避，信用收縮愈甚，國內購買力的減弱愈速。因果相承，各種因子的趨向全在於減少國內的有效購買力，此對於國內物價變動的影響，或反較之匯價變動對於物價的直接影響爲巨。美國購銀政策與中國物價變動的關係，似應轉從這方面觀察。

物價低落是國內購買力變動及銀價變遷的結果，但物價低落，同時亦爲購買力衰退的原因。第一，物價迅速低落，一般人將如 Robbins 氏所說，開始自手到口的購買，¹ 蓋明日購買貨物既較今日便宜，今日的購買自以今日所需要者爲限，貨幣的被收藏者增加，當然即爲有效購買力的減少。第二，物價低落，工商業開始收縮，一般僱員階級勞工階級等，開始感到事業之無保障，於是開始節約。而一般產業界，因物價低落，地位日臻困難，更不得不改變其消費習慣，市面上有效的購買力愈減，商品愈沒有出路。第三，物價低落而租稅負擔運輸費用等則不能減輕，在商品的成本構造中，租稅與運費的部分比例增大，人民的最後所得更減，亦即是購買能力的相對減弱。此外各類商品價格跌落的程度不同，各級生產者的所得物價與所付物價極不平均，更足以破壞經濟各部門的均衡，引起更嚴重的恐慌。關於此點，即物價低落影響國內經濟變動因而誘致更深入的恐慌的重要癥結，吾人當詳加注意。

1. Robbins: *The Great Depression* p. 72.

第一，中國為農業國，農業收益占國民所得構造中的一個主要部分。惟農業生產不能隨物價的變動隨時發生自動調整的作用。同時，自世界經濟恐慌發生後，海外農產品物價的低落亦最為迅速。中國的輸出以農產品為多，當然亦不免感受影響，因此國內農產物價之崩潰特速，占國內最大多數的農民的購買力之衰沉亦特甚。下表可資吾人參考。

	輸入農 產品物 價指數 年差	輸入物 價總指 數年差	輸出農 產物價 指數年 差	輸出物 價總指 數年差	農產批* 發物價指 數年差	批發物 ¹ 價總指數 年差	華北農 ² 產物價指 數年差	華北批 ³ 發物價指 數年差
1930	—	—	—	—	—	—	—	—
1931	+8.1	+23.5	-8.9	-0.8	-1.6	+10.4	-11.1	+6.7
1932	-20.8	-10.0	-11.3	-17.1	-12.6	-12.5	-6.0	-9.7
1933	-7.3	-11.9	-9.9	-8.4	-3.0	-7.5	-16.7	-11.9
1934	-7.7	+0.2	-12.1	-10.3	-2.5	-5.8	-8.8	-8.7
1935	-3.5	-3.7	+8.6	+5.9	+3.7	-0.6	+17.7	+3.2

* 農產品物價，自貨價季刊及物價月報中選出 30 種編成指數，附錄如後。

- (1) 基期概改為 1930 年計算。
- (2) 南開大學華北分類物價指數。
- (3) 南開大學華北批發物價指數。

農產品物價首先跌落，且變動最速，由上表可以看出。但上表係就農產在上海的售價而言，且包括輸入農產品在內。倘再就本國農產品在上海的售價而言，則其低落更甚。茲自貨價季刊中選出農產品若干種，以示其梗概。

年份	常河糧價指數 年差	蘇同糧價指數 年差	小麥(大車官)物價 指數年差	小麥(漢口)物價 指數年差	赤豆物價 指數年差	蠶豆物價 指數年差	豌豆物價 指數年差	黑豆物價 指數年差	花生仁物價 指數年差	菜子物價 指數年差	金針菜物 價指數年 差	雞蛋物價 指數年差	絲茶物價 指數年差	鹽物價 指數年差
1930	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1931	-23.9	-24.4	-17.6	-19.7	-27.8	-1.6	+1.3	+56.6	-4.5	+9.8	-27.8	-1.0	+22.7	-15.2
1932	-4.5	-7.7	-9.1	-6.5	+27.5	-13.6	-29.1	-33.0	-1.7	-30.0	-15.5	-6.0	-11.5	-34.7
1933	-19.7	-17.2	-10.7	-12.0	-22.8	-18.4	-7.7	-42.2	-23.6	+3.3	-7.9	-10.2	-14.0	+2.1
1934	+12.7	+14.3	-1.4	-1.9	-17.0	-8.4	-6.4	+26.5	-16.8	-12.4	-5.0	-25.3	-10.4	-14.5
1935	+11.4	+7.5	+8.2	+10.1	+33.1	+3.1	+1.8	-28.4	+22.9	-1.5	+2.7	-2.9	-8.3	+6.0

農產品自內地運至都市，經過的路程較長，租稅運費的負擔等亦較其他商品爲重，故農產品在上海的售價，仍不足以代表農民的收益情形。金陵大學農業經濟系對於農民的所得物價與所付物價，曾經作過研究，其所得結果如下：

	武進農民 所得物價 指數 ¹	武進農民 所付物價 指數 ¹	農民所得 物價與所 付物價之 比率	武進農民 租稅負擔 指數 ¹	六省農民 所付物價 指數 ²	六省農民 所得物價 指數 ²	農民所得 物價與所 付物價之 比率
1929	185	148	125.0	121	135	122	90.4
1930	206	162	127.2	156	142	126	88.7
1931	173	181	95.6	147	152	118	77.6
1932	161	183	88.0	156	154	117	76.0
1933	123	169	72.8	121	108	57	52.8
1934	137	167	82.0	171			

來源：(1) Report of the Ministry of Industries, Silver and Prices in China, p. 51

(2) Report of the Ministry of Industries, Silver and Prices in China, p. 57

農民的所得物價低落甚速而所付物價則變動較小，實直接表現農民的經濟地位之變遷，即農民的所得日小，亦即其購買力日低。此種事實，對於中國物價變動的影響殊大。蓋我國最大多數的農村人口，經連年天災人禍的擾攘，購買力原已衰沉不堪，再加上貿易上交換條件的不利，農村經濟狀況，必更趨惡劣，而造成國內物價的慘跌。

其次，產業界的地位，當視其成本與所得的變遷而定。產業界借入資金，僱用工人，購置生產工具及原料等以從事出產，如

其產品售價所得，較之成本為大，則產業界的購買力與投資能力，即可直接增加。但自 1931 年以後，各類物價變動的趨向，對於生產者亦屬不利。

年別	上海輸入 生產物價 指數年 差	上海生產 ² 物價指 數年差	上海完成 ³ 品物價指 數年差	華北生產 ⁴ 物價指 數年差	華北原料 ⁴ 物價指數 年差	華北消費 者物價指 數年差
1930	—	—	—	—	—	—
1931	+25.1	+17.8	+13.8	+13.86	- 4.44	+ 5.67
1932	- 5.1	-11.4	-11.8	-14.75	- 8.83	- 6.67
1933	- .9	- 6.4	- 5.9	- 8.92	-13.99	-11.60
1934	- 4.3	- 4.7	- 3.5	- 5.54	- 8.50	-10.16
1935	- 8.6	+ .8	- 2.2	- 6.26	+ 9.54	+ .85

(1) 基期改為 1930 年。

(2) 基期 1930 年，包括商品 24 種，月指數附後。

(3) 基期 1930 年，包括商品 13 種，月指數附後。

(4) 南開大學華北按加工程度分類物價指數。

如上表所示，製成消費品的價格，雖較原料品為高，即是成本構造中原料成本相對減輕，¹ 產業界似屬處於有利的地位，但工業

1. 又據上海國定稅則委員會所編之製造品及原料品物價歷年變動如下：

年 別	製 造 品	原 料 品	原料品高於(+) 或低於(-)製造品百分率
1926	100	100	—
1927	102	104	+ 2%
1928	106	111	+ 5%
1929	110	111	+ 1%
1930	109	110	- 8%
1931	134	106	-21%
1932	124	97	-22%
1933	113	83	-26%
1934	104	74	-29%

來源：國定稅則委員會 23 年上海物價年刊 p. 9.

品的成本中，除原料之外，尚有利率工資及資本物成本等，原料價格雖比較便宜，而其他成本，則變動甚少。中國的資本貨物，不能自行製造，生產工具多數自國外輸入，資本貨物價格的變動，比較遲緩成本構造中生產工具的成本因之反比例增重。此外，對於產業界影響更巨者為信用收縮以後國內利率的變動。我國的產業界，資本構造，原與國外不同，自產業開創以後資本即多數涸竭，所有的流動資金，大部賴銀行押借。各廠廠基一抵再押，產品在製成前，或製成而未出售期中，多數即成為借款的一種押品。因此在成本構造中，利率所占的成數特大。¹自1931年信用恐慌

1. 上海之拆息為一種短期利率，不足以代表產業界的利息負擔，據王子建王鎮中兩先生七省華商紗廠調查各廠借款之年利率如下。

廠 別	最 高	最 低
5	12.0%	8.0%
6	9.5	8.3
24	11.0	8.5
25	10.1	7.0
27	10.0	7.0
30	10.8	8.0
33	20.0	8.0
34	10.0	6.0
40	12.0	10.0
41	12.0	8.0
45	12.0	7.0

來源：七省華商紗廠調查報告 p. 221

又據華商紗廠聯合會 24 年五月年會報告書 p.p. 25 曾說

“全國紡廠，平均所負利息，幾占製造成本總額三分之一。”

出現後，銀行界收縮信用，再繼以白銀外流，信用基礎減弱，信用收縮愈緊。在此情形之下，產業界或則根本無處可以押借款項，或則雖能取得借款，而其利息甚高，經常均在一分二厘至二分之間。產業界的成本構造中的利息負擔，因之更較從前為重。再一方面，中國因工資低廉之故，生產過程中利用人工的部分較國外為高，工資雖廉而商品中的工資成本所占的成數反多。¹ 自物價低落以後，工資率的變動甚小，成本構造中工資所占的成數，

1. 據劉大鈞先生計算結果，上海各工廠工資支出對生產價值百分比如下：

	廠數	1931%	1933%
金屬工業	35	14.0	11.1
機器工業	295	13.8	8.5
化學工業	59	6.6	6.4
火柴工業	3	14.6	14.0
棉紡工業	28	5.5	9.3
棉織工業	63	7.5	5.7
繅絲工業	66	5.5	19.9
絲織工業	257	8.5	14.2
針織工業	97	8.6	12.5
橡膠工業	29	9.7	8.6
麵粉工業	15	0.7	0.9
紙煙業	44	3.6	3.0

據 D. K. Lien; The Growth and Industrialization of Shanghai

p. 385.

亦反比例增加。據上海社會局所編的指數，歷年工資率的變動如下。

年 別	上 海 工 人 工 資 率				上海完 成品物 價	年差
	男工*	年差	女工*	年差		
1930	100.00		100.00		100.0	
1931	101.18	+1.18	97.96	-2.04	113.8	+13.8
1932	101.18	0	95.92	-2.04	102.0	-11.8
1933	102.35	+1.17	97.96	+2.04	96.1	-5.9
1934	97.65	-4.70	93.88	-4.08	92.6	-3.5
1935					90.4	-2.2

* 根據上海市社會局，上海之工資 p. p. 62

製造品中的工資成本，比例增重，上表可以看出。工人的工資變動較少，工人階級的購買力原可比例增加，但中國工人階級的工資所得，原僅占國民所得中一個極小部分，且因工資率不能伸縮之故，使廠家的地位更感困難，影響產業界的投資數額，僱傭的數量減少，社會的購買力，恐因此而反趨減少。

就國內物價變動的情形及成本構造的固定看，產業界的地位，亦至為困難。產業界的收益減少，直接的結果就是投資額的減少，於是原料過剩，失業工人增多，整個的購買力全受影響。同時一般資本家鑒於投資的無利，於是將款項擱置或暫存銀行，銀行界則因產業狀況的困難而益收縮其放款，社會游資與銀行封存的資金同時增多，社會的購買力愈受影響。自1933年以後，金融市場有一個反常的現象，即公債市場再度活躍，而股票市價更

趨低落。這實是產業恐慌繼續深入的一種直接表現。這種反常現象，可由下表看出。

年 份	上海新華銀行債券指數 數基期 1931 年七月 末		上海新豐銀行股票指數 數基期 1931 年七月 末		*上海交易所公 債交換數額指 數基期1931年
	最 高	最 低	最 高	最 低	
1931	106.81	54.70	110.65	88.60	100.00
1932	77.68	49.48	90.89	76.66	30.78
1933	92.86	58.66	76.92	67.23	88.63
1934	109.80	80.05	70.53	59.77	121.85
1935	110.44	86.08	59.77	56.53	125.33

* D. K. Lien; The Growth and Industrialization of Shanghai p. 419
(改算為指數)

在產業發達的國家，股票市價的變動，直接可以表示一般工商業的狀況。中國的所謂股票，以公用事業及外人工廠為多，市價的變動，不能顯示產業的全部狀況，然股票市價跌而公債市價漲，多少可以表示一般人對於產業信心的墜落。蓋公用事業的興替，亦當視一般經濟情況而定。經濟蕭條，公用事業股票亦當跌價。銀行資金，即不敢向這方面投放。各銀行既不敢投資於工商事業，但資金呆攔，又不免感受利息上的損失，於是惟有多量購買公債。同時，地產崩潰，物價下跌，一般向銀行押借款項者，惟公債最受歡迎。反之地產和一般商品，則反無處押得款項，公債的需要愈多，公債價格亦因之愈漲，與股票市價，適成相反的對

照。各銀行的資產負債中有價證券的部分，亦因之比例增大，下表可以看出。

	全國銀行資產總額	全國銀行有價證券總數	全國銀行放款總數	有價證券占資產%	有價證券占放款%
1932	3,003,282,010	226,408,267	1,857,406,025	7.54	12.19
1933	3,657,736,575	256,901,074	2,327,086,912	7.02	11.04
1934	4,295,587,071	466,211,517	2,606,902,211	10.85	17.88
1935	5,428,652,719	593,428,689	3,183,424,460	10.93	18.63

材料來源：二十五年全國銀行年鑑。

1932 至 1933 年，因公債延本減息，公債市場曾一度衰落。1934 年以後，各銀行資金，又迅速流入於公債投資的途徑，此又為經濟衰落過程中一種反常的現象。此時全國的購買力已甚疲弱，經濟的回復繁榮，在於增進產業投資，充實社會的購買力，此即一般所謂還原作用。但資金既再流入於投機市場，並不能轉分配成工人階級和原料生產的購買力，這是物價低落的結果，亦是物價繼續低落的原因。

中國的新式生產工具，多數均自國外輸入，其製自國內者，可謂絕無僅有，因此國外生產工具的輸入情形，當可顯示產業界投資增減的一般。下表係將海關報告中機器工具及工業用品等，分別列出，計算其逐年的相對變動，結果如下。

歷年中國輸入機器及工具與工業用品總值指數表(1926—35)
(1930=100)

年 別	機 器	工具與工業用品	總 指 數
1926	71.3	129.7	116.5
1927	64.7	97.0	89.7
1928	72.4	134.2	120.2
1929	108.7	127.2	123.0
1930	100.0	100.0	100.0
1931	88.2	89.6	89.3
1932	58.1	65.3	63.7
1933	51.2	65.6	62.3
1934	63.9	50.1	53.2
1935	71.0	49.5	54.4

來源：根據本所製之“中國輸入各國機器總值及指數表”及“中國輸入各國工具及工業用品總值及指數表”

國外生產工具工業用品輸入的減少，直接就是表現產業界投資額的減退。且中國因為外人在華可以設立工廠的關係，資本貨物中一部分為外廠所購，近年來外廠情形，比較良好，本國工廠多數停頓，除去外廠所購的生產工具之外，輸入工具中之為本國產業界所購者當然愈減，更足以顯產業界投資衰退的一般。蓋物價跌而成本的伸縮彈性甚微，收益既然減少，甚且賠本，當然無力擴充事業，即使資力充足，亦必躊躇不前。同時，新式生產工具輸入減少，間接的影響就是國內生產能率 (Productivity) 的減退。蓋一方面則新式的機件不能採用，生產效能不能隨時改進，一方面則舊機件經久不能替換，生產能率，當然逐漸降低。因生

產能率減退之故，生產品的成本更加增重，產業界的地位亦因之而愈趨困難，投資的能力亦愈疲弱，僱傭量與原料需要量同趨減退，全社會的購買力，同時均受影響。再一方面，產業界的消費能力，平常較一般為大，但收益既逐日減少，產業的前途不能樂觀，於是各廠家同趨節約，間接亦為社會有效購買力的減弱。產業界地位的迅速發生變化，是物價低落的結果，至此亦成物價低落的原因。

再次，輸出入物價的變動，亦為國內購買力發生變化的原因。自銀價騰高以後，輸出入物價雖同趨下跌，但跌落的程度並不相同，輸出物價的跌落甚於輸入物價，商品的交換條件日趨不利。其情形如下：

年 份	輸入物價指數	輸出物價指數	國內生產者對國外生產者交換比價
1931	150.2	107.5	71.6
1932	140.2	90.4	64.5
1933	132.3	82.0	62.0
1934	132.1	71.7	54.3
1935	128.4	77.6	60.4

國內的生產者過去以某定量的商品能與國外某定量的商品相交換，現在則應以較多的商品，始能換得國外某定量的商品，以國外勞動單位價值計算的國民所得減小，即是本國勞動單位的價值對國外勞動單位的價值跌價，其結果就是內國生產者購買力的全部衰落。此種趨向的結果，如 Senior 所說，將使進口

貿易更感困難，¹ 1933 年以後輸入貿易的所以衰沉特甚，一個重要原因，即在於此。

從中國物價變動的過程看，國內購買力的變動，似為比較基本的原因。銀匯隨銀價提高影響輸出入物價再影響於國內的全般物價，雖仍為物價低落的一個因子，但實際上恐仍不及銀價變動現銀流出影響國內的購買力再影響於物價的重要。美國的購銀政策對於中國的影響，在於使中國集中於都市的購買力，繼之以喪失，使退出於投機市場的資金，繼之以逃亡，使中國的恐慌繼續深入而不能回頭。倘美國不出而擡高銀價，則各銀行於一度施行收縮政策之後，準備充實，亦當仍舊放出信用，物價跌落至相當限度，當能回復上漲。美國既出而購銀，不但使此種還原作用的出現完全不可能，且使恐慌更加緊深入。美國的購銀政策，雖非中國恐慌的根本原因，然至此已與中國經濟的回復安定處於完全對立的地位。在美國白銀政策之下，中國的任何救濟政策，均無施行的可能。蓋中國此時，謀國內經濟的安定，惟有放出信用，提高物價，藉以充實國內的購買力。但銀貨既大量流出，放出信用，事實上成為不可能，且縱使國家銀行冒險推行此種政策，擴張信用，則物價跌落雖或可藉以和緩，但國際平衡必因此而更

1. Senior 在 Three Lectures on the Cost of Obtaining Money 中曾說 "That is the value of foreign laborer would rise, and the value of our labour would sink .. We should find it more difficult to import everything" p. p. 25-26, Reprint London 1931.

趨破壞，國際收支，恐將更趨惡化，白銀的流出愈急，結果恐將成爲信用制度的整個破產。中國在此歧路之上，非放棄銀本位，只有坐待國內經濟的繼續消沉。

(五)政府的措施和銀稅政策的失敗

中國經濟的巨大變動顯然是多種因子作用的共同結果。第一，中國的經濟結構以農業爲基礎，但農業日在衰落之中，而新式的生產事業，又不能興起，因此資金沒有正當的出路。第二，中國的貨幣，以銀爲本位，銀價的長期跌落和銀貨的長期入超，造成中國信用的緩性膨脹，而膨脹後的信用又沒有正當的投資途徑，於是羣趨於投機市場。第三，由於內地秩序的不安定，農業生產投資利得的微小和沒有保障，同時又由於軍閥在各地的濫發紙幣，吸取內地現金，各處資金更加緊流集都市。這些資金因不能覓得參加生產的機會，亦羣流入於投機市場。第四，投機事業利得的優厚，使從事此業者於高度利息負擔之下，猶能獲得巨大的利益，因此各地資金，更加緊的向投機的中心市場集中，全國的利率水準更普遍擡高，產業投資的數額更少，全國的購買力亦更見低落。各種因子，互相作用，結果便成爲1931前虛偽的投機事業的膨脹。中日事變發生後，建築在投機心理之上的虛偽繁榮，便破滅而成恐慌的狂潮。再繼以美國的購銀，匯價被人爲的擡高，同時銀貨流出，信用基礎被人爲的削弱，於是中國經濟的衰落便成爲不可收拾。

美國的購銀，顯然是中國經濟恐慌一種推進的動力，但其作

用，亦只限於一種推進的動力，而不是根本的原因。即使美國不購銀，中國經濟亦已在恐慌的路上。惟其恐慌的過程或可較為和緩而已。生產投資數量的微小和投機事業反常的膨脹，這就顯示中國經濟根本的命運。但從另一方面，吾人又不能不承認美國購銀對於中國經濟影響的重要。假定美國不購銀，則中國國內的經濟機構，或可因投機市場的破壞而得到一個調整的機會。第一，過去的資金，多運用於投機途徑，投機事業的衰落，或可以使資金走上正當投資的道路。這種趨向，殊有可能，蓋銀行資金，既無地產公債等市場可以運用，當然可以展鬆放款條件，逐漸運用資金於發展工商事業。第二，中國的利率水準偏高，其重要的原因，恐即由於投機的膨脹，蓋投機事業既轉瞬可以獲利，利率雖高，投機者仍可負擔。因此利率愈擡愈高，倘投機事業沒落，或反可使利率逐漸降低。第三，如吾人在前所說，中國物價的低落，雖與投機事業崩潰後信用的收縮有關，但其重要的原因，在於銀價的高漲。假定美國不購銀，則銀價在世界市場上與世界物價雖已發生脫節，但其程度當不至過甚。中國的物價水準亦或不至狂跌，在此情形之下，投機市場破壞而產業投資相對有利，或可使資金較易流入生產投資。第四，資金的流動，以高利為主要條件，上海的投機事業衰落，或可使各地資金的向上海集中，漸趨和緩。各地銀行，或不至再將內地吸收所得的資金，轉移到上海運用。如是則全國各地各大都市的利率水平，亦當可以連帶降低。投機市場的崩潰，並不是中國經濟致命的打擊，自經濟正態發展的觀點看，毋寧視為一種合理的調整作用。惟投機市場破滅之後，再繼

之以銀行準備的削弱，幣值被不自然的提高，使一切調整作用，根本無從出現，這纔是根本的癥結所在，吾人之看美國購銀對於中國的影響，似應從這點出發。

1933年我國財政部長出席世界經濟會議，此行有二事值得注意，一為成立棉麥借款，一為締結白銀協定。成立棉麥借款，自國內的經濟情形看，是無可批評的。此時中國金融市場的擾亂，亟有賴於國際力量的援助。棉麥借款的目的，雖不在於救濟金融局面，但至少暫時可以減少政府財政對於金融市場的壓迫。同時亦可以使國際收支的差額，暫時得以抵消一部分。但締結白銀協定，對於此時國內的經濟情形，似屬害多而利少。蓋此時為平衡國際收支，增加出口及吸引華僑匯款計，均以放任銀價跌落，較為有利。再此時中國局面不定，滬戰之後，外人已視上海為危險地帶，資金多思流回，且此時投資利得最高的地產事業，既已破滅，而國外經濟，又因放棄金本位而暫呈好轉，一般外人，更願將資金匯回本國。中國此時，為消極抵制資金流出計，尤以放任銀價的下落為宜。再自1931年後，各國相繼放棄金本位，貶低幣值，中國正應利用銀價的繼續下落，以便抵消各國貶低幣值後對於中國的不良影響。穩定銀價，自國際貨幣情形看，殊屬逆流而行。訂立白銀協定時，銀在海外對於貨物的購買力實際已經騰高甚速，國內經濟對外的均衡，已經逐漸遭受破壞，當局對此點未有認識，實為遺憾。但假如能就原協定的精神，其範圍只限於穩定銀價，則其影響尚小。惟美國根本背棄協定中銀價穩定的意義，進而積極推行擡高銀價政策，中國經濟遂完全成為犧牲。

1934年六月美國白銀國有案通過，七月一月，中國白銀流出即達 79 094,000 元，八月流出達 48 140,000 元，同時遠期外匯的補水已逐漸降低。一般人對於中國銀本位前途的信心，已經發生根本的動搖。中國銀本位的維持既成疑問，而倫敦銀價，又繼續飛漲，於是謠言蠱起，而其結果便成為投機事業的猛烈活動。結果，人心愈恐慌，一般人對於中國銀本位的前途，亦愈發生懷疑。同時自 1932 年以後，各銀行即已採用信用緊縮政策，對於工商業放款，持極端謹慎的態度，至是更加緊收縮放款，直接參加投機活動。因之一方面銀根極度緊張，一方面外匯投機呈空前的活躍。一般外商銀行，一方面恐中國出於貶低幣值，致遭損失，一方面則運銀出口，而在上海出售外匯，特殊有利，於是更加緊運銀出口，因之信用愈收縮，人心愈動搖，而一般向和外商銀行有特殊關係的銀錢界，其地位即首先陷於困難。九月，政府下令取締金業及外匯投機，其要點(一)限制標金買賣，自十月十六日起，應以中央銀行之關金券為交割標準，(二)各銀行買賣國外匯兌，應以(A)合法及通常營業所必須者，(B)二十三年九月八日以前訂有契約者，(C)旅行費用及其他私人需要者為限。財部目的，在限制標金交易以外匯估價及外匯買賣，但此命令之詞意極含混，對投機與非投機未加明確界限，且外商銀行，又非政府所能控制，故不但全無成效，且足以產生反面的結果。遠期外匯，由補水一變而成折扣，一般人對於中國銀本位幣制的前途，顯因此而更發生重大的疑問。在命令頒布的最初一週，外匯實際等於

有行無市，上海的存銀量，則繼續減低，¹ 金融局面，繼續惡化。九月下旬以後，各銀行對於投機購買，不得不重行接受，但投機的風氣更甚。蓋九月中旬以後，美國購銀，轉趨積極，同時，美元對英鎊漲價，購買英鎊，事實上成爲兩面投機，匯市的變動愈速。十月四日至十二日一週，白銀流出即達二千五百萬元，而十一日一日之內，倫敦銀價每盎斯突漲 $1\frac{1}{8}$ 便士，匯價與銀價的差數更大，銀貨流出愈緊，十三日一日，白銀輸出即達九百五十萬元。同時上海市面的不安，已達極點，拆息行市，自七月起即行飛漲，至此更見登峯造極。² 政府倘不能再作積極的措置，金融市場的全部窒塞，殆不能免。十月十五日起，政府乃實行徵收白銀出口稅和平衡稅。

徵收白銀出口稅和平衡稅，是貨幣沿革上的一大轉變。自嚴格的意義言，白銀徵稅之後，中國幣值與世界銀價，已經脫離關

1. 據 Finance and Commerce 的記載，九月一月，上海存銀量的增減如下：

	銀 兩	銀 元	銀 條
8月 31日	70,140,000	361,100,000	7,980
9月 6日	59,040,000	356,670,000	7,980
9月 13日	55,640,000	350,750,000	7,980
9月 20日	52,610,000	346,510,000	7,980
9月 25日	50,650,000	346,190,000	7,980
10月 12日	46,000,000	320,000,000	7,980

2. 拆息。

	9	8	7
1	15	7	5
2	15	7	5
3	16	7	5
4	14	7	5
5	12	7	5
6	11	7	5
7	10	7	5
8	10	7	5
9	9	7	5
10	10	7	5
11	11	7	5
12	13	7	5
13	13	7	6
14	13	7	5
15	13	7	4
16	13	7	5
17	15	8	5
18	15	8	5
19	15	8	5
20	13	10	5
21	13	11	5
22	8	13	5
23	—	13	5
24	6	15	5
25	9	10	5
26	10	7	5
27	9	10	6
28	10	10	6
29	10	12	6
30	10	10	6
31		10	6

係，白銀輸出入失去自由，事實上等於放棄銀本位。故自白銀出口徵稅至實行新貨幣政策止，吾人可把他當成另一段歷史看。白銀出口徵稅的基本作用有二，一為鬆動銀價與匯價的關係，使幣值不至隨銀價而繼續高漲；一為阻止白銀輸出，使國內信用，不至因白銀的流出而再度收縮。在這兩種作用，顯然只有在幾種假定之下纔能出現。第一，必須海外銀價，保持相當限度的穩定，否則白銀報關出口，雖以當日的理論平價課稅，但運抵倫敦之後，銀價已漲高至另一限度，運銀者仍可獲利。第二，平衡稅的稅率，必須隨時更算，否則報關出口，當日即可獲利。第三，對於銀貨的走私，必須能夠控制，否則徒為一般投機家和走私者製造獲利的機會。但事實上，自白銀出口徵稅之後，海外銀價，因美國購銀的轉趨積極，銀價與匯價的差數擴大更速，運銀出口，仍有巨利可圖。且自十月下旬以後，因運銀者的請求，課稅出口，不依起運時計算而依報關時計算，銀貨報關之後，仍可停留中國，等待銀價漲至另一限度再行起運。平衡稅的作用，已受嚴重打擊。其次，平衡稅，原以午前十一時半倫敦銀價與倫敦電匯的理論平價計算，其後依商人的請求改以午前十時的銀價匯價計算。其所計算的結果，即為這一天之內的稅率。但國外銀價，既無時不在高漲之中，本日運銀，其所納者為十時以前之稅，十時以後銀價已漲至另一限度，故依當日倫敦銀價計算，仍有利可圖。¹ 再次，中國政府對於白銀偷運，顯然不能為有效的控制，如在天津、廈門、九龍

1. Finance & Commerce V. 24, No. 21, p. 563.

等埠，警察權力，幾失其效，此更為銀稅政策的致命打擊。故徵收銀稅之後，報關出口的白銀雖已漸減，但上海的存銀量，仍舊迅速降低。至於一般走私者直接向內地吸收白銀亦是習見的事。全國銀貨流出的實際數額，較前恐未見如何減少。銀稅政策的沒有效果已很顯然。中國此時的問題，一在銀貨流出，影響國內的購買力，一在匯價太高，徵收銀稅既不能制止銀貨外流，同時亦不能對於國際均衡的回復，有所幫助。銀稅徵收以後，銀價既繼續高漲，運銀仍屬有利。故於徵收銀稅時，銀匯雖有一度低落，但其後又繼續隨銀價而漲高。銀稅政策施行以後，理論上中國的對外匯價，應轉由中國的國際收支決定。但此係就銀稅能完全制止白銀的外流而言，銀稅的阻止白銀外流，既然收效甚微，此種作用亦等於消失。且此時中國對外匯價既已飛漲，非中國的國際收支所能支持，故即使銀稅能有效推行，其本身亦包含一個矛盾。蓋倘銀稅徵收之後白銀外流暫時停止，中國匯價必趨低落，銀匯低落而海外銀價不跌，其意義就是銀匯與銀價的差數增大。在這情形之下，將又使運銀出口或購買外匯，同屬有利。蓋商人運銀出口，售得外幣，留待相當時日之後，拋出外匯，即可得較多的國幣。故徵收銀稅，不問海外銀價為漲或中國匯價為跌，均使銀貨流出仍有可能。欲使銀稅能有完全制止白銀外運的效果，必先假定海外銀價能夠保持相當的穩定，同時應使銀匯在徵收銀稅以後不發生劇烈變動。中國因匯價隨銀價漲高而徵收銀稅，但銀稅徵收以後仍讓匯價下落又足以導成白銀的外流，這種政策的本身，便發生矛盾。徵收銀稅，既無積極使匯價低落的效果，且為使銀貨不

再大量流出計，亦不能讓匯價低落，徵收銀稅對於中國與國外經濟均衡的回復，亦已無所幫助。此係就平衡稅的本身言，再就當時國內的經濟情形，亦可以看出徵收銀稅，對於國內一般經濟狀況的回復安定，必無何種效果。中國此時最需要者為國內人心的回復安定，再進而謀國內各階級購買力的充實，然後物價始能逐漸提高，產業的推進，經濟的健全發展，始有可能。但單純的徵收銀稅，顯然沒有具備這種作用。第一，徵收銀稅時，國內銀貨，流出已經過巨，各銀行的現金準備，已經削弱過半，尤以外商銀行為甚，即令徵收銀稅可使白銀不再流出，但各銀行的現金準備，則已無法彌補。各銀行在徵收銀稅以前的運出白銀，一部分雖在於投機，但一部分亦在於避免中國施行貨幣貶值時的損失。各行運出現銀，仍有一部寄存於香港孟買等地，各行準備倘過度削弱而致發生危險時，仍必將此項銀貨的一部分運入，以為救急之計。但銀稅徵收以後，銀貨流回的道路，反被阻塞，其結果必向內地爭奪現銀，以填補喪失的準備。如是則金融將愈見緊張，利率將愈見高漲，產業亦必因之而愈趨衰落。第二，金融市場的回復安定以人民信心的回復為重要條件，海外銀價既高漲不已，徵收銀稅而不正式放棄銀本位，海外銀價仍隨時可為中國幣值的威脅，人心的回復安定，即永無可能。蓋國內外銀價的差數既大，銀貨雖因銀稅的徵收而暫時不能流出，但人民心理上的作用則永遠不能解除。一般人對於白銀，必加緊收藏；一般投機者隨時準備活動，各銀行更不敢擴大信用，金融界將普遍嚴陣以待，全國信用緊縮，購買力封存的局面，必永遠不能解除。第三，徵收銀稅，防

阻白銀出口，就國際資金流動的觀點言之，其作用實與輓近各國施行的封帳制度無異。在此種政策之下，外資的流入及逃避資金的流回，將完全不可能；國內生產事業的推進，亦將更感受阻礙。故就國內的經濟情形看，徵收銀稅，即使能夠完全有效推行，亦不是解除國內經濟恐慌的根本辦法。中國經濟的回復繁榮，此時最基本的一點在於推進產業投資，培養社會的購買力，銀稅政策，最多只能補救一時，國內經濟的復原，決不能視此為永遠的政策。此時美國既決定貫徹其購銀政策，雖經中國一再的抗議無效，中國在此情形之下，除毅然放棄銀本位，使幣值與銀價完全脫離關係，然後徐圖國內經濟的安定外，別無其他道路。但政治局面，既極複雜，金融機構又極不完備，致使政府遲遲未敢立即推行此種政策。結果，國內經濟恐慌，繼續深入，而有徵收銀稅以後一年多的苦痛經驗。

徵收銀稅之後，其第一個結果就是銀價和匯價差數的突然擴大。倫敦銀價，加緊挺進，上海外匯，則暫時呈降落之象。這種匯價銀價差數擴大的結果，就造成走私者擴大活動的機會。上海的對外匯價，雖突見低落，但其對內匯價，則突見高漲，尤以平津汕廈為甚。白銀出口，顯已覓得其他道路。同時上海遠期外匯的折扣，突然擴大，拆息突呈反常飛漲，這顯然與最初所期望的結果相反。拆息的高漲，表明上海金融市場的緊張，十一十二兩月，突漲至空前未有的高度。¹ 遠期外匯的折扣，則有多方面的意義。第一，遠期外匯發生折扣，直接亦即表明上海金融市場的緊張，間接亦為利率高漲的一種標幟。如 Keynes 等所說，遠期外匯，

1.

	十一月	十二月
1	12	35
2	12	20
3	12	28
4	10	25
5	12	25
6	10	25
7	10	23
8	12	23
9	12	21
10	2	25
11	12	27
12	12	23
13	12	23
14	12	23
15	13	25
16	15	25
17	18	25
18	18	30
19	21	35
20	22	38
21	23	40
22	25	40
23	25	40
24	23	40
25	20	35
26	28	35
27	30	40
28	40	60
29	40	55
30	40	60
31		55

爲兩國的利率水平所決定。遠期外匯的折扣，不能軼出卽期匯率與兩國利率水平的差度以外。遠期外匯折扣的擴大，就是表明國內外利率平衡的更趨破壞。利率水平是決定國民投資的關鍵，利率水平差度的增大，亦即是表明中國經濟的國際均衡，更受擾亂。第二，遠匯折扣的擴大，更重要的一點是表明一般人對於銀本位前途信心的根本動搖。於是資金逃避愈急；運銀既受銀稅的限制，於是轉從其他口岸私運出口，而上海對其他各口岸的匯價，繼以狂騰，上海存銀依然繼續猛減，¹ 金融市場的混亂，較前更甚。中國政府，雖用種種方法控制白銀走私，但事實證明效果甚微。上海存銀繼續減少的結果，不單爲信用緊縮問題，而是金融機構，根本發生動搖的問題，一般外商銀行，地位尤覺危險。在平時，各銀行現金準備降低，可以設法向內地吸收存款，運滬彌

1. 徵收銀稅後上海存銀遞減情形。

	銀 兩	銀 元	銀 條
24 / 10 / 34	42,110,000	325,370,000	7,980
1 / 11 / 34	40,470,000	323,050,000	7,980
8 / 11 / 34	38,420,000	320,630,000	7,980
15 / 11 / 34	36,970,000	315,100,000	7,980
22 / 11 / 34	35,060,000	306,530,000	7,980
29 / 11 / 34	33,430,000	296,540,000	7,980
6 / 12 / 34	31,820,000	289,570,000	7,980
13 / 12 / 34	30,590,000	282,450,000	7,980
20 / 12 /	28,890,000	279,970,000	7,980

補，但在此時，內地白銀，因私藏增多及走私活動的結果，不但不能吸收，且上海存銀，反而轉向內地倒流。銀行錢莊的連續倒閉，已證明非設法充實各行的現金準備，則更嚴重的信用風潮即將繼之而起。1935年二月，財政部乃有白銀進口復出口免稅的命令，其目的在便利各行向海外補入白銀，藉以鞏固各行的地位。但其效果，已經甚微。蓋徵稅之後，既使中國市場的銀價，遠較香港孟買等處為低，各行除萬不得已外，仍願在上海出售外匯，在中國市場以內吸收白銀。此時，一般普通銀行和錢莊商號，倒閉或清理的數額既逐日增多，非由政府出而救濟，則信用市場的整個僵結，殆已不能避免，三月乃有中中交三行實行增資之舉。三行的增資，其目的與其謂在於救濟工商業，毋寧謂為在於維護金融機關本身的安全。但此時的問題，在於各銀行現金準備的減弱和國內存銀總量的繼續減少，政府雖增加中中交三行的資本，但不能增加各銀行和上海的存銀總量，故事實上對於市面信心的回復，並無何種幫助。在這個危急的關頭，有數事頗足以和緩國內危機的開展，一為國際對華借款的謠傳，一為各國之擬派遣金融顧問來華，另一事為四月間中國銀行總裁宋子文與上海外行成立君子協定，各外行自動停運銀貨出口。故自三月以後，遠期外匯的折扣已經逐漸遞減，利率亦逐漸降低，工商金融各業的倒閉，亦轉趨和緩，此顯然為上述數事刺激的結果。但國際借款既因日本的反對而無成議，李滋羅斯顯亦無能為力，外行雖停運白銀，走私的活動則更加猖獗，蓋庇護走私，已成為日本摧毀中國經濟的一種國策，平津一帶，雖實際已經停止兌現，但因銀貨尚未

集中，民間存銀暗被吸收，不能控制，同時謠傳政府即將貶低幣值，膨脹通貨，爭購外匯之風突起，政府銀行前曾出售外匯以謀穩定，八月後即行停止此種活動，故七月以後，情形的惡化，又見急轉直下。上海工商銀錢各業的倒閉，迅速增多，同時拆息猛漲，遠期外匯的折扣迅速擴張，寧波漢口青島天津等處，無不連續發生嚴重的錢莊倒閉風潮。下列統計即可顯示當時的金融局面。

	上海拆息		外匯合遠期 ¹ 利息		工商銀錢業倒閉	上海批發物價
	最高	最低	最高	最低		
1935年1月	.55	.06	28.2	8.8	91	99.4
2月	.11	.02	22.0	6.0	83	99.9
3月	.10	.08	8.3	2.0	61	96.4
4月	.20	.06	8.3	3.8	67	95.9
5月	.20	.10	5.6	3.8	78	95.0
6月	.22	.18	12.0	7.9	91	92.1
7月	.20	.18	23.1	10.5	95	90.5
8月	.20	.15	16.8	11.0	82	91.9
9月	.16	.13	15.4	10.5	96	91.1
10月	.17	.13	28.2	12.6	96	94.1

這種局面，已無維持可能，再繼續放任，惟有陷整個經濟於破滅的地步。同時政府財政危機的日趨緊迫，亦使政府不能再繼續其放任政策。南京政府成立以後，每年均有巨額的虧空，挹注的辦法惟在於發行公債和銀行的透支借墊。自二十一年公債實

1. W. Y. Lin. The new Monetary System of China pp. 20

行延本減息而後，不單財政本身出現破綻，即公債政策，亦已有圖窮匕見的趨勢。此後國內經濟恐慌出現，各項稅收，如鹽稅統稅等雖逐日增重，而增收之數殊微。同時因國內外情形繼續不安，如剿匪範圍的擴大，閩變的發生，以及華北局面的改變等，反使支出更趨膨脹。財政情形，因之較前更為惡劣。二十一年，雖因政府履行公債延本減息的附帶諾言，未再發行新債，然銀行之短期借墊，仍頻有舉行。二十二年，財政情形更趨惡劣，政府所賴以週轉者，實惟中中交三行的臨時借墊。截至二十二年十月止據財長宋子文在其發行二十二年關稅庫券提案中所言，此項借墊之款，已達六千萬元以上。故又不得不發行關稅庫券一萬萬元，償還銀行積欠。孔財長接任時，據其在二十二年度財政報告書中所言，軍政費之不敷，月達一千五六百萬元，閩變起後，非常用費又達二三千萬元，收支不敷之數，合計已達一萬萬元之巨。政府計無所出，於是惟有繼續向中央銀行借款，至二十三年一月初，積欠中央銀行之款又已超過一萬萬元。財部於是又不得不續發二十三年關稅庫券一萬萬元，以償還銀行舊欠。此後財政狀況，惡劣更甚，公債發出更濫。為救濟華北戰區，發行救濟戰區公債二千萬元。為充實中中交三行資本及撥還墊款，發行二十四年金融公債一萬萬元。為彌補二十三年預算不敷，發行二十三年關稅公債一萬萬元。為辦理四川善後及剿匪，又發行四川善後公債七千萬元，金融公債三千萬元。除正式公債之外，又有意庚款憑證四千四百萬元，俄庚款憑證一萬萬元，關庫憑證一萬萬元，統稅憑證一萬二千萬元。總計自二十二年至二十五年初，發行公債庫券憑證等達

八萬萬八千四百萬元之巨。這實在是一個可驚的記錄。假如白銀不發生外運風潮，則此巨額的公債，勢必導成國內惡性的通貨膨脹。但此時白銀流出，各銀行現金準備迅速減弱，產業消沉，一方面購買公債成爲銀行最後的投資工具，各銀行並不敢在購入的公債之上擴大信用，因此單方面表現爲市面資金爲政府所吸收。一方面則因各銀行現金準備削弱過甚，吸收公債的力量爲之減弱，公債發行，亦呈飽和狀態。二十四年連續發出數次巨大公債的結果，事實所表現者，一爲各銀行已無力再吸收公債，一爲公債的信用亦已發生動搖。蓋政府所發公債，實際上拋出市面者甚少，多數僅爲直接向銀行押借現款，或款已借去而後發行公債抵還，結果成爲政府發行公債，銀行直接吸收。但徵收銀稅，既不能制止白銀外運，各銀行現金準備繼續減弱，擠兌提存，隨時可以發生，各行對公債不但不敢繼續吸收，且應準備隨時可將公債變成現款。這種情形的改變，實使政府無再發行公債的可能。二十四年三月中中交三行增資，表面上雖在於救濟工商業，實則亦在增強中中交三行對政府墊款的力量。但如吾人前之所說，政府雖將三行增資，而所增者爲公債，並不能增加三行的現金準備。結果徒使金融市場更爲公債所窒塞，於當時的財政危機可謂無補。其次，政府所發公債，除意俄憑證外，概以關鹽統三稅爲擔保。但鹽統兩稅，稅率雖頻年遞增，而稅入增收之數，均不能如預算所期。至於關稅，則因出入口貿易的衰退及浪人走私的猖獗，自二十三年後即有減退之象，二十四年減退尤速。其結果如二十五年二月一日持券人會宣言所說，“關稅逐月均屬短收，除撥付外債

賠款外，內債本息基金，平均每月短少約四百萬元，悉由政府籌墊足額，按期償本付息。”這就是說公債擔保已成問題，公債政策，已經發生基本的動搖。此時政府既無術以平衡財政，又不能繼續其公債政策，可謂已到山窮水盡的地步。在此情形之下，即使沒有其他原因，單從財政方面言，亦已非施行積極一步的改革政策不可。

經濟財政的背景如上，此時國際局面及外商銀行態度的改變，對於中國新貨幣政策的施行，亦有相當的關係。中國自經濟恐慌出現後，出入口貿易衰退，進口貿易的衰退尤速，間接當然影響於各國的經濟。而各國在華開設的工商金融輪運各業，尤受直接的影響。如若干外商銀行的倒閉清理，即其一例。故英國政府，多對中國表示同情，外商銀行態度亦為之一變。尤以英商銀行在李滋羅斯的影響之下，首先表示願與中國政府合作。外商銀行，既願為中國之助，中國改革幣制的阻力，已減去一部分。此雖非中國改革幣制的根本原因，但對於中國政府的施行緊急措置，似不無相當的關係。

二十四年十一月四日，政府宣布新貨幣政策，銀本位下中國經濟的變動至此告一段落。新貨幣政策施行以後的情形吾人將於下節述之。茲對於徵收銀稅以後的情形作一結束。就幾年來的演變看，徵收銀稅，是貨幣史上一件苦痛的經驗。這種經驗告訴吾人，在國內外幣值相差甚大的情形之下，不放棄本位而只藉課稅政策以維持貨幣基礎的安定，殆為事實所不可能。中國金融市場的緊張，實際以 1934 年秋冬之間為最甚，利率的高漲，匯價

的變動，均以這個時期爲最劇烈，中國的銀本位，早應在這個時候放棄。政府既不敢毅然採取這種政策，於是再有徵收銀稅後一般苦痛的經過。1935年一月至十月，全國銀行的倒閉，總數達二十家之多，約與1931—1934年四年中全國銀行的倒閉總數相等。¹ 上海一埠工商銀錢各業的倒閉，共計達1,065家，² 較1934年的倒閉家數超出一倍以上。在新制度施行以前的幾個月，一般人對於中國幣制的信心，可謂已全喪失。當時的嚴重問題，即在資金的迅速逃亡與投機家的活動。九月以後，遠期外匯的折扣，突然增大，十月中旬以後，遠匯折扣合成利息，已達三分五厘以上，這可見一般人對貨幣前途的信心，已經喪失無餘，同時亦可以看出當時金融市場緊張的一般。當時人心的動搖，主要原因雖在於銀貨的流出，一個原因亦在於看到政府財政情形的惡劣。徵收銀稅既不能制止白銀外流，亦不能安定國內經濟，更不能藉以解決當時山窮水盡的財政危機，於是可謂全無效果。

1. 二十四年全國銀行年鑑統計。

2. 中國經濟統計研究所統計月誌。

二 新貨幣政策的施行

(一)新制度的意義

1935年十一月四日，財政部通告施行新貨幣政策，這是中國貨幣史上的一個新紀元，亦可以說是銀稅政策失敗以後更進一步的救濟。新制度施行以後，中國幣制的改革，其重要者可分如下數點：

(一)中央中國交通三銀行紙幣定為法幣，全國各地流通，以法幣為限。

(二)紙幣並未明令停止兌現，惟禁止所有現貨流通，凡持有現貨者應向國家銀行掉換法幣。

(三)銀貨輸出，並未明令禁止，銀稅及平衡稅，仍繼續有效。

(四)發行準備辦法及銀本位幣鑄造條例，並未明令廢止，法幣發行，仍以白銀為準備，法定準備率與前此相同。

(五)外匯率穩定，惟不釘定於任何國貨幣。

(六)發行權和全國白銀同時集中。

上面六項，是新貨幣政策中比較重要之點。自新政策施行後，國內流通以法幣為限，白銀在理論上已非中國的支付手段，持有白銀者應向指定機關掉換法幣。這在事實上實等於國家強制收買白銀。同時對外匯價，保持穩定，由中中交三行負無限制供給的責任，銀價支配下的幣值變動，至此告一段落。準備辦法

和鑄幣條例雖未明令廢止，但實際上銀本位已經完全放棄。關於新制度的內容，國內學者已經多所闡釋，此地不必一一詳述。惟新政策的施行，除幣制改革之外，同時兼為整個金融制度的改造，茲再就其作用討論之。

吾人觀察新制度的作用，可分如下數方面：第一，放棄銀本位，使幣值與銀價脫離關係。第二，貶低幣值，藉以回復國內外的經濟均衡。第三，穩定匯價，以回復因銀價變動而失去的信用，及建立新的信用基礎。第四，統一全國幣制，結束過去的一段濫幣歷史。第五，改造銀行制度，創造中央金融系統。前三點屬於對外方面，後兩點屬於對內方面，茲就此數方面略述其意義。

(一) 放棄銀本位

中國一向是銀本位的國家，幣值的高低，取決於銀價。銀價漲則中國幣值高，銀價跌，則中國幣值亦隨之低落。幣值的漲跌，不但與中國國際收支的是否有利無關，且往往與其作用的方向相反。在這種情形之下，假定世界銀市場中，中國控制銀價的力量甚大，則中國或可藉銀價的操縱以安定幣價。但中國並不是產銀的國家，國內的存銀量，亦僅占世界銀貨的一極小部分，因此海外銀價的變動，完全非中國所能控制，亦即是中國幣值的變動，中國自身不能過問。反之，誰能夠支配世界銀價，誰就可以支配中國的幣值。而幣值的獨立變動或獨自穩定，是不可能的。在1929年以前，銀價的變動不甚劇烈，國內的經濟機構，物價與成本的構造，能隨時和銀價的變動發生調整作用，故其對於中國經濟的影響，尚不甚顯著。然因中國為銀本位國之故，國內物價的

移動，對於國外物價變動的感應，往往甚為遲緩，且其方向時常相反，國外經濟衰落時，中國可以孤立維持現狀；國外經濟好轉時，中國可以獨自發生恐慌。這在今日國際經濟的時代中，絕對不是良好的現象。1929年以後，銀價的變動漸趨劇烈，最初是銀價低落，造成中國的不健全繁榮。其次是銀價飛漲，造成中國空前的恐慌。銀本位的危害中國，至此始完全曝露。假定中國不放棄銀本位，則國內經濟的安定，是不可能的。這一次的改革，就在結束這一段銀價支配下的貨幣歷史。但在新幣制法案中，尤有值得注意者數點：第一，財政部關於幣制改革的各種文件，均未明言放棄銀本位，亦未明白宣布紙幣停止兌現，而只從相對方面，禁止銀幣流通及強制人民以銀幣掉換法幣。第二，新貨幣法案中並未正式禁止銀貨出口，銀稅及平衡稅，在新貨幣政策施行以後，仍繼續有效。第三，發行準備辦法及銀本位幣鑄造條例，並未明令廢止，法幣發行，仍以白銀為法定準備。因為這數點仍多疑問，所以新貨幣制度的解釋，發生了許多困難。財政部在新貨幣政策說明書中，曾就上面各點，力辯這一次的改革，並非放棄銀本位。此在理論上殊不能成立。銀本位的維持，有兩個基本的條件，一是銀貨輸出入應有自由，一是國家銀行應依照定價無限制購售銀貨。中國自徵收銀稅以後，白銀的輸出入已失去自由，理論上中國的放棄銀本位，已自此時開始。自法幣政策施行後，全國銀貨，強制集中，事實上等於白銀國有政策，國家銀行可以依定價強制收買全國白銀，人民則全無藏銀運銀或購銀之自由，其為放棄銀本位，更不待言。財政部的宣言其非放棄銀本位，其理

由似在於發行仍受銀準備的限制，但此也不能成立。一國幣制之屬於何種本位，與其發行的準備並無直接關係。例如英美放棄金本位之後，其發行仍受金準備的限制，然其為放棄金本位，可無疑義。財政部的辯護施行新制度非放棄銀本位，或在於維護人民對於新制度的信心。惟新制度是否能吸收人民的信用，不在於銀準備是否保存，而在於政府是否有穩定外匯的能力。假如政府的財政基礎健全，政府的信用不因政潮的變動而受影響，同時，國際收支能夠逐漸回復有利，則新制度的信用基礎即已確立，發行準備率雖然降低，或竟至於完全取消，亦無大礙。反之，倘政局變動不定，政府財政收支不能平衡，或國際收支仍趨不利，國家銀行維持匯價發生困難，則發行準備率雖然保持，亦不能維繫新制度的信用。自法幣政策施行以後，國內外對於法幣的信用，已自準備率的高低轉變為對於政府的信賴，法幣準備率是否維持，無關重要，而其前途如何，將完全決定於政府穩定匯價的力量。政府此時，與其努力於維持發行準備的充實，毋寧努力於財政基礎的健全與國際收支的基本調整。

(二) 貶低幣值

自銀價騰高以後，中國匯價亦逐漸高漲。國內的物價雖加速低落，亦不能與匯價保持均衡。因此國內的物價與成本，備受擾亂。徵收白銀出口稅的一個目的，即在於鬆動銀價對於幣值的影響，使其不至過度騰漲。但在徵收銀稅之初，幣值雖曾一度低落，其後又繼續追隨銀價而上漲。銀稅政策事實上可謂完全失敗。中國的產業組織，尚在幼稚時期，在國際市場中的競爭能力甚為薄

弱，而關稅政策，又因政治關係，不能充分盡保護市場的職能，假令貨幣定價過高，對於國內的幼稚工業，實為一大損害。幣制改革之後，假定中國只謀幣值穩定而不同時貶低匯價，則匯價繼續漲高的不良影響雖可避免，但因所穩定的幣價太高之故，中國經濟，仍將不免為高度幣價的犧牲。且匯價的保持長久穩定，以國際收支的正常平衡為基本條件。匯價所定的標準過高，則國際收支將蒙不利的影響，所謂穩定，事實上恐也不能維持長久。假令一度穩定而再受破壞，信用上所受的影響，將更不堪設想。故為使匯價長久安定計，尤有於穩定之前，加以適當的貶低之必要。再適當的匯價，以維持國內物價與成本的均衡為最重要，是以一般學者，多主張於必要時可以犧牲匯價以維持國內物價與成本的調整。中國自匯價翔高以後，國內物價的低落，沒有止境，反之工資率則甚乏伸縮彈性，成本與物價的均衡，早已感受破壞，倘只謀匯價的穩定而不加以貶低，則國內物價，仍將不能恢復，成本與物價的均衡，將無回復的可能，即令能由削低工資率以恢復物價與成本的均衡，但全國的購買力將因之降低，其結果將成為中國經濟之長期的衰落。此對於中國經濟的健全發展，為一種根本的障礙，故為使國內物價與成本回復均衡計，尤有使匯價降低的必要。新制度施行以後所定的匯價，據計算英匯為1930—1934年的平均匯價，美日兩國則係依照對英套匯價格計算。此種匯價，自中國經濟對外均衡的觀點看，其為偏高或偏低，吾人將另加討論，惟以此匯價與新制施行前一月的匯價比較，約已貶低18%，以與1935年五月最高的匯價比較約已貶低35%。此對

於中國國內的物價，當然為一大刺激，對於國內幼稚工業的發展，當能有相當限度的幫助。

(三) 穩定匯價

匯價穩定是國內經濟安定的一個重要因素，假如匯價的變動撲朔迷離，則國內經濟，長在與匯價發生調整之中，必無安定可言。著名學者如 Keynes 氏，雖主張匯價不應固定於一定平價，於不得已時，匯價寧可犧牲，但其前提，在於求得匯價與國內物價與成本的均衡，均衡達到之後，短期變動即應加以穩定，以回復信用而制裁投機。¹ 世界大戰以後歐洲各國，無不以穩定匯價為回復信用及安定國內經濟的重要手段。德奧的整理紙幣，其第一步即為穩定匯價，蓋在匯價變動無定的情形之下，任何安定經濟，改革金融的計畫，均無從實現。1931年英國為挽救國內物價，雖不惜犧牲金平價，壓低幣值，但其後即從事於平準基金帳的設立，以維持磅價的穩定而恢復其權威。此後雖蒙巨大虧耗，亦在所不惜。後此如美金，如日元，以至於最近貶值的法郎，亦無不於幣價壓低之後，立即加以穩定。其目的蓋完全在於國際信用的回復，假如中國只使匯價與銀價脫離關係，而不能穩定匯價，² 則與其視為幣制的改革，毋寧視為銀本位的破產，其對於中國經

1. 參閱 Keynes: The Future of the Foreign Exchanges, Lloyds Bank Limited Monthly Review October 1935.

2. 匯價穩定的意義，並非固定不變之意，例如，在相當限度以內，匯價仍稍有漲跌餘地，亦為廣義的匯價穩定之一，中國應採取何種政策，吾人以後再加討論。

濟前途的影響，將不堪設想。中國的國際信用，向來薄弱，國內的經濟發展，又有賴於國外資本貨物(Capital Goods)的輸入，同時國內又沒有大規模的投資事業，可以減弱資金的流動性，穩定匯價，尤為重要。在改革幣制以前，資金的逃避，現象即已顯著。此項逃避資金，估計在一萬萬元以上。假令中國只貶低幣值而不穩定匯價，則此項資金，將永無回頭之日，而成一種長期的資金喪失。蓋外國市場利息雖低，然較之國內幣價變動所受的損失，實甚微末。以中國金融力量的薄弱，有此巨額的資金長期逃避在外，利率將因之更高，金融市場恐因之而更加緊縮。其次，中國金融市場上的一個病癥，就是投機資金遠較生產資金為大，即 Keynes 所謂 Financial Circulation 大於 Industrial Circulation。假如匯價不穩定，則投機將更見活躍，資金固結於投機事業者恐將愈多，產業投資恐將更受限制。如改革前一年的事實，倘遠期外匯的折扣合息常在二三分以上，則產業界要以一分左右的利息吸收資金，其為不可能當不待言。再次，匯價不穩定，則對外貿易常含一種賭博性質，利與不利，完全不能依正當成本計算，此對於貿易的發展，當然為一大障礙。理論上以中國經濟力量的薄弱，倘放任匯價低落，恐只有跌落進程的緩速，而少回漲的機會。如是則入口貿易所受的損害，當較出口貿易為甚。此對於中國國際收支的平衡，或有相當的裨益。但中國為產業落後的國家，國內經濟的發展，既有賴於國外重工業生產工具的流入，匯價低落，則生產工具的輸入，將受甚大阻害，此對於中國生產力的擴張，工業化的進展，當然為一大損失。且在匯價低落中，價格愈大的

商品，如機器所受的影響亦愈巨，如是將使輸入商品，更偏向於消費性質，中國經濟的發展，將愈受影響。再從出口方面，倘匯價有跌無漲，理論上為給與出口事業以一種長期的鼓勵，但此也不盡屬有利。假令幣值長趨跌落，則出口商恐均願將其售貨所得寄存國外，寧受利息的損失而不願冒外匯低落的風險。如是則輸出貨物，即為一種資金的逃避，國內資金的缺乏，恐將較前更甚，利率水平，亦將無恢復常態之一日。再次國際資金的流入，對於目前的中國，實為必要。倘中國匯價變動不定，或長期低落，則外資的流入，將受巨大限制，自整個經濟發展言，此亦為一種損失。再中國經濟結構的缺乏伸縮彈性，一個原因就在於缺乏短期資金的調節。因為如此，一種短期的變動，往往即足以引起整個金融市場的不安，發生根本調整的作用。倘匯價再不穩定，則國際短期資金的流入，終無可能。過去短期資金之所以不流入中國，雖與國內票據市場的缺乏，信用機構的不完備有關，而其最重要的原因，實在於銀價的長期低落。匯價穩定之後，短期資金流出入的障礙，已經除去，倘國內的票據市場能逐漸完備，則短期資金的流入，當有可能。國內的利率水平，信用伸縮當可得到一種新的調整力量。但上述情形，須視政府穩定匯價的能力而定，假定政府信用不固，或貿易的逆差增大，以至於影響政府穩定匯價的能力時，則信心根本不能回復，穩定匯價的各種良好效果，當然不能望其出現。同時管理的技術，對於穩定的前途亦有甚大的影響，假令操縱得當，可以增強新制度的信用，假令運用不得其法，立即可以發生風險。且財政部在新幣制案中，雖明言令中

中交三行穩定匯價，但未明言依何種標準穩定。據中央銀行掛牌，則英美日匯價似同時穩定。英美日三國幣值，近年雖漸見安定，然因世界幣制問題尚在變幻莫測之中，不時仍有波動發生，稍一不慎，即足以引起三角投機，而發生風險，或使外匯準備感受嚴重損失。故在穩定沒有固定標準的情形之下，管理技術與穩定的前途，關係尤為重要。此種問題，以後將另作詳論。

(四)統一全國幣制

這一次的恐慌，是多種因子作用的結果，國內貨幣制度的紊亂，信用組織的不健全，是根本的癥結，海外銀價的變動，如吾人在前所論，僅為一種推進的動力。假如改革幣制，只使幣價與銀價脫離關係，而不同時改造國內的信用組織，則問題只解決一部分，中國經濟，仍不能有健全的發展。統一全國幣制，是新制度施行以後對內方面的一大變革。中國信用組織的缺乏伸縮彈性，其重要的原因，就是貨幣制度的紊亂。第一，硬幣的流通，仍占國內通貨的一個主要部分，這是國內信用擴張能力的一大限制，現貨在市面流通，其支付能力，即等於現貨本身，無所謂信用擴張和收縮可言。在信用制度發達的國家，信用的擴張，可以高出於準備若干倍，但在中國則一塊銀洋只能當一塊銀洋流通，這種現象，不單足以影響全國信用的伸縮彈力，且使政府管理通貨的政策，根本無從施行，中央銀行統制全國信用的超然力量，亦無從形成。蓋準備既已分散，國家銀行，事實上與一般普通商業銀行無異，在恐慌時，倘國家銀行增加發行，擴張信用，立即可以發生擠兌或紙幣跌價的風潮。再現貨在市面流通，不僅減弱國內信用

的伸縮彈性，且足以擾亂國內的物價構造。國內硬幣，重量和成色各不相同，全國無形中劃分為若干貨幣區域，各有其獨立的價值尺度、物價的構造，成本的計算，以至於工資利率的水準等，完全沒有共同的標準。在這種情形之下，要謀全國經濟的健全發展，殊為事實所不可能。再次自銀價與匯價發生脫節後，銀貨的外流，其關鍵實在於銀貨的未能集中，假令銀價貴時，國內白銀已經集中於中央銀行之手，則中央銀行一面保存銀準備，一面擴張信用以濟市面的需要，如是則海外銀價雖高，對於中國國內的信用機構，當無直接的影響，其影響亦只能及於中國的國際收支。國內銀貨，既散存民間，政府對於白銀外流，勢必束手無策。自財政部新幣制政策通告的第一條，第三條，第四條觀之，實無異一種白銀國有命令。新政策施行以後，現貨集中保管，一方面給與國家銀行以擴張信用的能力，推廣發行的機會，一方面則根本杜絕白銀外流的道路，一舉而兩種目的俱達。其次，紙幣方面，發行的不能集中，是幣制紊亂的另一重要原因。在過去，外商銀行可以發行紙幣，商業銀行可以發行紙幣，內地各省所設的省地方銀行，不經過立案和取得發行權的手續，隨時可以發行紙幣。因此都市中的商業銀行，在平時則競爭發行，以多濫的通貨造成虛偽的膨脹，在恐慌時則競行收縮，爭奪現金，以推進風潮的加速開展。內地的各個地方銀行，則日惟以跌價紙幣剝削社會資金。這種制度不澈底改革，則政府管理通貨，調劑籌碼供需的政策，根本無從施行，至於穩定國內物價，推進生產事業，更無從談起。新制度施行以後，全國通貨供給的來源，已經統一，一方面結

東從前的一段濫幣歷史，一方面則為管理通貨，建立一種健全的基礎。數十年來懸而未決的貨幣問題，由這一次新制度的施行告一段落。這種改革，較之對外貶低幣值，穩定匯價，尤為重要。

(五)改造銀行制度

中國金融制度上的一個根本缺陷，就是中央銀行組織的不健全，中央中國交通三銀行，名義上雖同為國家銀行，但其營業實際與一般普通商業銀行無異。現代的金融機構，以中央銀行為其樞紐，信用伸縮，以中央銀行為唯一操縱的機關。在經濟先進各國，中央銀行的主要職能，就在於保持全國信用市場的安定，對於信用伸縮，雖未能達到絕對統制的階段，但通貨的供給，利率的升降，已有極大的權力可以操縱。中央銀行轉移信用的方法，可分三種。一是利率政策，在物價低落，信用收縮時，中央銀行可以壓低利率，放出資金，增加市面所需要的通貨，反是，則可以抬高貶現率，以制裁信用的過度膨脹。第二是公開市場活動，此即中央銀行伸縮其投資，以左右市場籌碼供需之意。當社會資金呈現缺乏的現象時，中央銀行可以按其情形購入證券，放出資金，反是，則將照通貨多濫程度售出證券，減少通貨的流通數額。第三為普通銀行存款準備操縱政策。在經濟發達的國家，信用通貨的地位，遠較銀行紙幣為重要，其控制亦最為困難。信用通貨擴張的唯一限制，即為存款準備，當市面緊縮時，中央銀行可以減低普通銀行的存款準備率，增大其擴張信用的彈性，反是則提高存款準備率，以限制普通銀行的信用擴張能力。上述三者是中央銀行操縱信用的重要手段，惟利率政策，以票據制度的發達

爲條件，公開市場活動，以有充分的證券可供運用爲前提，至存款準備操縱政策，則爲晚近學者所提倡，中央銀行在法律上當有隨時變更存款準備的權力。中國的中央銀行，力量既極薄弱，上述各種方法，根本上不容存在。中國沒有完備的票據市場，這可說是中央銀行未能盡其職能的結果。中央銀行既不能藉利率的操縱以伸縮信用，一般普通銀行亦不能藉再貼現的方法以取得緊急的救濟。其結果信用的伸縮即完全爲無政府狀態。在平時各就力之所能擴張信用，雖過度多濫，亦在所不計，中央銀行無從過問。在危機發生時，則彼此爭奪現金，互相戒備。雖利率過度抬高，信用過度收縮，中央銀行，亦無從加以救濟。這種制度，不能根本改革，中國經濟即永無健全發展的一日。新制施行以後，財政部曾一再表示將澈底改善全國銀行制度，其第一點即將中央銀行改組爲中央準備銀行，使成爲超然的機關，以保持全國貨幣的穩定，如財政部在貨幣政策宣言中所說，“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。”這種說法，事實上就是把現在的中央銀行，正式中央銀行化。中央銀行既能給予普通銀行以再貼現的便利，則健全的票據市場，自可徐圖建立，同時全國準備既經集中，將來自可再進一步，徐圖存款準備的操縱。中央銀行的健全，實爲建立中央金融系統的關鍵，中央金融系統完成之後，其他金融機構的改造，自易着手。財政部在貨幣政策宣言中，對於其他銀行組織的整理，亦曾擬定進行的步驟，第一，爲“使

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，得以供應工商企業之需要；”第二，為“專設不動產抵押放款銀行，辦理地產抵押業務，一面修正不動產抵押法令，以謀地產之活潑。”這兩點在健全金融組織上亦甚關重要。中國近年來金融恐慌的一個癥結，就在於一般商業銀行的資金為地產所凍結。國內經濟健全發展的前提，在使一般商業銀行和地產事業分離，運用其資金於正當的生產途徑，但商業銀行的大部分資金既已為地產所固結，非先活動地產，則商業銀行以前所投資金，將無安全提回機會，是以不動產抵押銀行的設立，實為必要。倘地產能稍現活躍，同時正當的商業票據市場，能夠逐漸發達，正當的生產投資事業，能夠逐漸興起，則資金的正當運用，自可逐漸做到。

銀行制度的根本改造，是絕對必要的，即使沒有銀價風潮，政府亦應努力完成這種工作。這一次新貨幣政策的一個特點，就是改革幣制和改造銀行制度同時並進。

(二) 新制度推行的經過

改革幣制和改造銀行組織，同時進行，是一件繁重的工作。在新制施行之初，法規章制，多未完備，故此後仍多變更，若干種工作現仍在籌備或進行之中。吾人茲略述此後設施及轉變的經過。

推行法幣和集中保管準備，是新制度對內方面的第一個重要改革，推行法幣應逐步進行，而集中保管準備，目的在於遏阻

白銀外流，應立即從速推行。故新制度施行的初步工作，實着重在於白銀的集中方面。財政部通告施行新制度之後，同日即宣布發行準備管理委員會章程，組織發行準備管理委員會。又據該會章程第一條規定，在通商巨埠得酌設分會，故嗣又頒分會章程七條，在漢口天津廣州西安濟南長沙等六地設立分會，按新政策施行以後，白銀國有，紙幣事實上為停止兌現，準備分會的設立，原無必要，且足以妨害白銀的集中措置與造成發行的區域分化，在理論上亦不應存在，其所以出此，一方面蓋受當時華南華北政治局面的影響，一方面亦在避免僻遠區域人民對於法幣的不良印象。準備管理委員會的職權，在於“保管法幣準備金並辦理法幣之發行收換事宜，”就章程解釋，該會當為對內推行法幣及保管準備的最高機關，理論上當為貨幣管理的中心機構，但就後來事實的表現，該會實僅為一發行與準備的檢查機關。然法幣政策施行以後，準備問題事實上已不占重要地位，而其關鍵，在於外匯的管理與匯率的維持。故該會職能，在新制度機構中，並不如最初想像的重要。

全國白銀的集中，可分二方面，一為民間存銀的兌換，一為發行銀行準備的接收。關於前者，除由中中交三行各地分支行分別進行外，同時又由財政部委託全國郵局路局電局招商局及僻遠地方的縣政府等機關代為兌換。兌換期限，原定三個月截止，然各地人民多存觀望，華北華南有浪人浮價收買，故最初兌換進行，除在通商大埠附近區域外，顯然未見如何順利。故其後又展限三月，截至廿五年五月三日止。人民最初的觀望，一在對法

幣政策，尚存懷疑，一在海外銀價仍甚高昂，且浪人走私，仍甚活躍，投機者仍擬待價而估。然其後海外銀價已回復下落，走私者已自白銀的運出轉變為私貨的運入，浮價收買的事逐漸斂跡，人民隱匿現貨，不單無利可圖，且有流通上的不便。大宗收存更有利息的損失。另一方面，則因外匯穩定，國內物價亦甚平穩，法幣對內對外的價值無何變動，故銀貨兌換進行，後此即頗見順利。惟民間存根總量，向無正確統計，而法幣施行以後民間存根兌回實數，亦無詳細報告。政府在民間所吸收的白銀成數多少，不得而知。據財政部簡略報告，法幣施行後一年間兌得僅二萬二千五百萬元，如是則民間當仍有一大部分白銀尚未收回。

其次關於各銀行存銀的接收，則因牽涉外商銀行及內地省銀行問題，故進行上仍多枝節。上海的一般內國銀行，則已於令下之後由中中交三行分別接收，外商銀行初時頗存觀望，至於日藉銀行，顯見存心破壞。然除日本而外，各國政府對中國施行新貨幣政策多抱好感，尤以李茲羅斯氏的活動與英藉銀行態度的轉變為重要。且海外銀價，業已回復下落，運銀又仍受銀稅限制，封存亦無何種希望，故各行均先後將白銀繳出，惟日藉銀行仍有一部分銀貨未曾照繳，但可謂已完全無關重要。關於內地各省地方銀行發行及準備的接收，初時亦頗感困難。蓋當時粵桂局面尚未改變，而其他各省銀行，又因過去地方當局常藉紙幣以彌補財政虧空，準備多欠充實，如何將準備不足之數補足，頗成問題，但為迅速集中白銀計，又不能不加緊進行，故財政部又另頒補救辦法三項，規定（一）省銀行發行之鈔券，應以十一月三日流通之額

爲限，此外不得續有發行，(二)已印未發已發收回新舊各券，即日由當地中央中國交通三行，會同點收封存，負責保管，(三)現在流通鈔票之現金準備，暨保證準備，併應趕速由中央中國交通三行會同分別點驗查存，列表報部，以憑核辦。¹ 上述三點，蓋爲折衷辦法，對準備部分則暫行接收，發行在外紙幣，則限定數額，暫准流通，上項辦法定出後，河南湖北浙江陝西等省行，即由中中交三行進行接收，其他各省，則由財部另定辦法，委由中國農民銀行接收。省銀行發行準備的接收問題，除粵桂滇及山西外，大體業經解決。

上面所述，爲民間白銀收兌及全國發行準備接收的經過，進行大體順利。吾人所覺成爲問題者只有二點，一爲民間白銀仍有一部分未能集中，一爲分區保管準備辦法的不善。此兩點以後將另加討論。其次，再一述國內法幣推行的情形。近年來政府謀全國幣制統一，已作多方面的努力，廢兩改元的實施，中央銀行發行的推廣，以及四川的幣制整理等，均爲進行的初步，惟因現貨尙未集中，發行尙未明令統一，故其成效殊微。新政策施行的第一步，即將全國複雜紊亂的硬幣停止流通。第二步爲發行的專屬於中中交三行。關於硬幣掉換，前已略述其大概，關於發行集中方面，此後仍多轉折。全國發行的集中，初時多以外商銀行的發行問題爲不易解決，然自新制施行以後，外行發行，多已繳交政府銀行接收，這一方面的問題，可算順利解決，惟各省所設的省

1. 財政公報 96 期 p. 56.

銀行，一因政局關係，一因各行準備多未充實，故進行仍多困難。就財政部後來所頒接收省行發行辦法三條規定，所接收者實僅為省行的發行準備，至於發行在外的紙幣，則仍可在外流通，惟其數額以廿四年十一月三日的流通數為限而已。在新制施行時各省市立銀行的發行數額，約達一萬萬元以上，此項紙幣，現仍照常流通，今後如何將其全數收回，似仍為一個問題。其次，法幣施行後，中央對各省省銀行所限制者，似僅為主幣的發行權，二十四年中央政治會議所通過之“設立省銀行或地方銀行及領用或發行兌換券暫行辦法”似仍未廢止，財政部後來仍繼續根據上案核准各省省銀行發行輔幣券，此在發行的完全集中上，似為一大缺陷。且據財政部所核準各行發行的數額甚為龐大，如湖北省銀行竟達一千五百萬元，合全國所已核准發行之數，約達三千八百萬元，¹ 將來合廣東廣西雲南河北湖南甘肅等省，總數恐將

1. 據財政部報告，已核准各省省銀行的發行的輔幣券數額如下：

江蘇農民銀行	3,000,000 元
浙江地方銀行	3,000,000
山東民生銀行	2,500,000
山東平市官錢總局	1,200,000
福建省銀行	2,000,000
湖北省銀行	15,000,000
四川省銀行	1,000,000
安徽地方銀行	2,500,000
河南農工銀行	600,000
河北銀錢局	1,500,000 串
北平市農工銀行	600,000 元
青島市農工銀行	200,000
陝西省銀行	5,000,000

達六七千萬元以上。法幣施行後仍將輔幣券的發行權分散，此似為一大失策。倘各省輔幣券發行數額過巨，國家銀行操縱通貨的力量，將無形減弱。今後如何糾正這種政策，停止各行發行，再進而將已發之券收回，仍是問題。查財政部核准各銀行發行輔幣券的理由，在於調劑農村經濟。但現在中中交三行以及中國農民銀行在各地已普遍有分支行的設立，倘農村需要細幣，各分支行自可源源供給，似無再由各省省銀行另行發出的必要。

兩廣幣制的整理，為施行新貨幣政策以後國內幣制的一大進步。過去兩廣幣制，實無異一個獨立區域，不單貨幣的來源不同，且自有其特殊的計算單位。新幣制施行之初，中央曾多方與粵省當局進行磋商，俾兩粵幣制，同時改革。然該省當局，不但拒絕接受，且利用施行法幣為口實，擴充省行發行，又另定加二給值辦法，收吸白銀。此後情形，實無異實行通貨膨脹，於數月中，粵行發行竟自四千餘萬元增至 249,580,000 元，1935 年十一月以後粵省物價水平漲高較速，其一個原因，似即在此。七月中粵事解決，中央乘機改革華南幣制。然其時毫券發行已達二萬五千萬，而現金準備，祇有 43%，保證準備，又盡為無確實基金之省庫券，準備不敷之數，達一萬四千餘萬元，進行整理已經大感困難。其間學者曾多所建議，當局亦多方籌劃，終決定暫行辦法兩項：（一）廣東省市銀行原有毫券發行總額，共計 249,580,000 元，在粵省境內，一切收付，仍照常行使，（二）粵省一切稅收，其向以中央法幣為本位者，仍照舊辦理，如無法幣，應按當日市價計算，折合抵繳，但不得超過加五計算，上定辦法，於

1936年八月二十日開始施行，同時由中央發行粵金融公債一萬二千萬元，充作粵券準備。自上述辦法施行後，粵券對法幣比價，即依照加五穩定，此後桂鈔也由該省擬定辦法，依照加六比價穩定，最近滇鈔亦有穩定之議，華南幣制問題，雖未能完全解決，然已能達到穩定的目的。但粵桂滇三省，紙幣總數達三萬萬元以上，仍繼續在市面流通，殊不是妥善辦法。將來如何再進一步加以收回，亦是一個問題。

其次，關於法幣發行的情形，就財政部在施行新貨幣政策通告中所定，有法幣發行權者實僅中央中國交通三銀行，惟其後又將中國農民銀行加入為發行銀行之一，故有法幣發行權者，實有四行之多。就目前國內的情形看，除中中交三行有發行法幣之權外，又有中國農民銀行，而除上述四行外，各省地方銀行又普遍有發行輔幣券之權，同時國內又有一部分地方銀行紙幣，未曾收回，國內發行制度的散漫，於此可見。今後發行的再集中為一單一機關，實極有必要。財政部在新貨幣政策宣言中，定中央準備銀行，於二年後享有發行專權，是財政部亦有將發行權再行集中之意。惟二年瞬屆，而中央準備銀行尚未組織成立，此種規定，勢當延擱。現在中央儲備銀行條例已在擬訂，吾人甚望中央儲備銀行於成之後，第一步即在澈底完成發行的集中政策。

自法幣政策施行以後，全國法幣發行，即大量增加。1935年十二月中央中國交通及中國農民四行發行總額約為六萬七千萬元，1936年九月，四行發行增為十萬一千萬元，至1936年十二月止，四行發行總額，又增為十二萬二千萬元以上，發行的遞增

率，可謂甚速。現在匯價業已穩定，法幣的發行，實有絕對審慎的必要。

在法幣政策施行以前，上海各銀行發行總額最高約達四萬萬元，最近已達十二萬萬元以上，較前約增加六萬萬元左右，這種遞增率是否太速，亦應加以注意。法幣發行的突增當由於代替一般商業銀行省立銀行鈔票及民間現幣流通之故，但商業銀行紙幣，已包括於從前的四萬萬元之內，而一般省立銀行紙幣，除廣東廣西雲南山西等省外，為數亦只數千萬元，且多數尚未實行掉換，至於現幣收回，原為按面給值，一元現洋收入，始有一元法幣發出，據財政部在施行新政策一週年中的報告，收得白銀，僅二萬二千五百餘萬元，總上計算現時法幣流通，當不出七萬萬元。但實際發行，竟達十二萬萬元以上，顯有逾額增發的嫌疑。通貨增減，以適合經濟需要為最重要的原則，今後如何審慎紙幣的發出，似仍有嚴格考慮的必要。

關於外匯穩定方面，財政部在實施新貨幣政策宣言中，僅規定“為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，”至對於外匯匯率，則未嚴格規定。其後中中交三行所決定匯價，英匯約為 1930—1934 年五年中的平均價，日美匯則均較該五年平均價為高，按該二國匯價係依對英套匯計算而得。日美匯價，似嫌偏高，且英匯依 1930—1934 年五年平均計算，自長期間看，仍有偏高之處。1930 年後的中國匯價，實受三種勢力的影響。第一，1930 年後，銀在國際市場中對貨物的購買力已逐漸高漲，故依各國物價與銀價比較，中國幣

值已有偏高之象。第二，1931年後各國紛紛放棄金本位。中國匯價因受各國貨幣貶值的影響，已經發生不自然的漲價。第三，1933年冬以後美國實行購銀政策，中國幣值為第三次漲價。因上述三種原因故在此五年中，中國對外匯價完全在不自然的狀態中。依此五年平均以計算匯價，其有偏高之嫌，可無疑義。新制度的成功失敗，完全繫於政府穩定外匯的力量，而政府穩定外匯的力量，又決定於外匯準備的是否充實。一般討論準備問題者，多過於重視措置銀貨所得的準備，而忽略全國基本的國際收支。措置白銀所得的準備，只能視為不得已時的一種最後彌補手段，而其重要之點，實在於國際收支的平衡。假定國際收支有利，則不問現在準備是否充實，均無大礙，倘收支不利，則現在準備充裕，將來也有用罄的一天。是以匯價的是否適當問題，至關重要，吾人以後將另加討論。自新制施行以後，匯價即完全穩定，無可記述，惟中間有二事影響中國匯價穩定的運用，一為海外銀價的變動影響中國銀貨的措置及準備問題，一為國際金融局面的變化影響中國匯價穩定的多方面運用。1934年五月以後，銀價即有一度低落，惟當時因美國購銀政策尚未改變，故投機仍盛，銀價旋又趨於穩定。中國實行白銀國有後，海外銀市一時頗受激動，因之驟呈狂落之象。新制度施行而後，白銀對內實際已無所用，而僅為外匯的一種準備，銀價低落，無形中即為中國的外匯準備減弱，是以當時議論紛紛，多謂美國有意與中國為難。由於銀價的低落，國內學者，多主張對銀貨應從速加以措置，避免銀價再度低落的損失。其實政府在1935年十二月與1936年一月

間，對白銀即不斷加以措置，惟其最初似僅在應付外匯，而無正式變更發行準備辦法之意。二三月間，因銀價低落太甚，故售銀轉存觀望。春間政府乃派陳光甫顧翊羣等赴美，此行有二事值得注意，一為中美貨幣協定的締結，一為促進國內發行準備辦法的變更，前者意義僅在措置銀貨，避免銀價跌價的損失，後者則使國內的準備制度為之一變。財長孔祥熙於 1936 年五月十七日宣言（一）政府為充分維持法幣信用起見，其現金準備部分，仍以金銀及外匯充之，內白銀最低限度，應佔發行總額 25%，（二）政府為便利商民起見，即鑄造半圓及一圓銀幣，以完成硬幣之種類。（三）政府為增進法幣地位之鞏固起見，其現金準備，業已籌得巨款，將金及外匯充分增加。上述第二點為敷衍文章，無何意義，第一點與第三點，則為正式變更國內的發行準備辦法。中國的維持 25% 的白銀準備，或與中美售銀協定有關，但既見之於財政部長的正式宣言，即應視為國內的法定準備辦法，在未有正式明令廢止以前，當仍繼續有效。但今後的幣制問題，在於外匯率的維持，而不在於國內法定銀準備的保存。故此點實也無何種意義可言。銀在國內，已一無所用，而外匯準備，則有急求充實的必要，故 25% 的銀準備辦法，似亦無繼續維持的必要。其次，國際金融局面的變動，亦曾一度使中國的匯價穩定，發生變動。施行新制度時，同時穩定三種匯率，此在理論上為不可能。近年來英美日三國匯兌，雖已極少變動，然國際金融動向，尚在不可知之中，隨時可以發生變化，且短期變動，為事實所不能避免。再匯價穩定，應以兩國間彼此的物價協調為基礎，中國物價要同時與三國

物價維持調整，為絕不可能之事。故三者之中，取其一必捨其二，其他兩種匯價，理論上應隨時由套匯計算決定。中中交三行同時宣布三種匯率，似為不當，然此或不無國際方面的原因。但假如中中交三行能將買價與賣價的差數稍為擴大，亦可有相當伸縮餘地，惟中央銀行所定英匯買價為 $\frac{1}{2} \cdot \frac{5}{8}$ 賣價為 $\frac{1}{2} \cdot \frac{3}{8}$ 美匯買價為 30.25，賣價為 29.75，依計算匯價上所能伸縮的界限，僅在 4.88205 與 5.05739 之間，¹ 日匯賣價則為 102，買價則為 104，計算上所能伸縮的範圍僅在 $\frac{1}{1.822}$ 與 $\frac{1}{2.3382}$ 之間。²

$$\begin{array}{l}
 1. \quad x \quad \text{美金} = 240 \text{ 便士} \\
 14.625 \text{ 便士} = 1 \text{ 法幣} \\
 100 \quad \text{法幣} = 29.75 \text{ 美金} \\
 x = \frac{240 \times 1 \times 29.75}{14.625 \times 100} = 4.8821
 \end{array}$$

$$\begin{array}{l}
 x \quad \text{美金} = 240 \text{ 便士} \\
 14.375 \text{ 便士} = 1 \text{ 法幣} \\
 100 \quad \text{法幣} = 30.25 \text{ 美金} \\
 x = \frac{240 \times 1 \times 30.25}{14.375 \times 100} = 5.0504
 \end{array}$$

$$\begin{array}{l}
 2. \quad x \quad \text{便士} = 1 \text{ 日金} \\
 104 \quad \text{日金} = 100 \text{ 法幣} \\
 1 \quad \text{法幣} = 14.375 \text{ 便士} \\
 x = \frac{100 \times 14.375 \times 1}{104 \times 1} = 13.8221 = 1 / 1.822
 \end{array}$$

$$\begin{array}{l}
 x \quad \text{便士} = 1 \text{ 日金} \\
 102 \quad \text{日金} = 100 \text{ 法幣} \\
 1 \quad \text{法幣} = 14.625 \text{ 便士} \\
 x = \frac{100 \times 14.625}{102 \times 1} = 14.3382 = 1 / 2.3382
 \end{array}$$

倘英美日匯兌逾上述範圍，則套匯投機，立即可以出現。自匯率宣布以後，英美日三國匯價，初無巨大變動，故三種匯率，均能同時維持，然在運用上已有時發生困難，故實際日美匯仍稍有伸縮。1936年八九月間法郎集團發生變動，英鎊美元同時感受影響，中國因同時穩定英美匯價之故，故運用上立即出現困難。當時因歐洲局勢未定，美元亦有再度貶值的危險，資金流入倫敦，故鎊價昂而美元疲，英美套匯，越出中中交三行所能控制的範圍以外。在此情形之下，為控制三角匯兌計，中國非將美匯降低，即應將英匯提高，兩者必犧牲其一。然匯價業已長時間穩定，輕易加以變動，對於國內外心理，不無影響，故中中交三行，乃變更方式，自1936年九月九日起，將英美日匯價買賣價幅，加以變更，英匯買價自 $\frac{1}{2} \cdot \frac{2}{3}$ 改為 $\frac{1}{2} \cdot \frac{1}{4}$ ，賣價自 $\frac{1}{2} \cdot \frac{3}{8}$ 改為 $\frac{1}{2} \cdot \frac{1}{2}$ ；美匯買價自 $30 \frac{1}{2}$ 改為 $30 \frac{1}{2}$ ，賣價自 $29 \frac{3}{4}$ 改為 $29 \frac{1}{2}$ ；日匯買價自 104^* 改為 105 ，賣價自 102^* 改為 101 ，即將英美日匯價價幅，均行擴大一倍。據計算，倘英美匯的變動不超出5.8000與5.1368¹以外，英日匯不超出 $\frac{1}{4} \cdot 4714$ 與 $\frac{1}{2} \cdot 6040$ 以

$$\begin{array}{l}
 1. \quad x \quad \text{美金} = 240 \text{ 便士} \\
 14.25 \quad \text{便士} = 1 \text{ 法幣} \\
 100 \quad \text{法幣} = 30.5 \text{ 美金} \\
 x = \frac{240 \times 1 \times 30.5}{14.25 \times 100} = 5.1368
 \end{array}$$

$$\begin{array}{l}
 x \quad \text{美金} = 240 \text{ 便士} \\
 14.75 \quad \text{便士} = 1 \text{ 法幣} \\
 100 \quad \text{法幣} = 29.5 \text{ 美金} \\
 x = \frac{240 \times 1 \times 29.5}{14.75 \times 100} = 4.8000
 \end{array}$$

外，¹ 則中國匯率，均可自由適應，套匯投機，可以隨時控制。這一次價幅的變更，實為新制施行以後匯價運用上的重要改變，表面上從前所定匯率雖仍維持，但中國的伸縮能力則已擴大。改革幣制時所定的匯率，理論上只能視為一種暫時的試驗，不能視為永久的定價，蓋匯率高低以適應國內外的經濟調整為最重要，吾國目前，只能視為尚在試驗時期，故不問在技術運用上有無困難，均有將價幅擴大的必要，俾作多方面的試驗。² 1936年九月二十六日法郎集團崩潰，中國的匯價穩定，運用的平面擴大，此又為新政策施行以後另一重要的改進。在法國未放棄金本位以前，中國不單對金集團的匯價無法穩定，且因法郎日在驚風駭雨

$$\begin{aligned}
 1. \quad x & \quad \text{便士} = 1 \text{ 日金} \\
 105 & \quad \text{日金} = 100 \text{ 法幣} \\
 1 & \quad \text{法幣} = 14.25 \text{ 便士} \\
 x & = \frac{100 \times 14.25}{105 \times 1} = 13.5714 = 1 / 1.5714
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 x & \quad \text{便士} = 1 \text{ 日金} \\
 101 & \quad \text{日金} = 100 \text{ 法幣} \\
 1 & \quad \text{法幣} = 14.75 \text{ 便士} \\
 x & = \frac{100 \times 14.75}{101 \times 1} = 14.6040 = 1 / 2.6040
 \end{aligned}$$

2. "Once parities have been adopted and are being maintained with a reasonable degree of success small adjustments will be continually necessary from time to time" Royal Institute of International Affairs; The Future of Monetary Policy p. 17.

之中，英美匯率亦連帶發生變動，而影響中國的套匯。法郎貶值以後，英美法三國貨幣協定成立，互相保證幣價，一方面使中國匯率可作較大面積的適用，一方面則套匯風險，可以不再發生，這也為匯價穩定過程上一件可注意的事。1937年一月八日，日本頒布外匯管理命令，據大藏省所言，其目的在於避免日圓的跌價，其所採辦法則為嚴格的外匯買賣管理。日本的採行外匯管理政策，倘其目的，純在於穩定日幣價格，對於中國似無何種影響，且因日圓穩定之故，可使中國更免受套匯的威脅，當屬有利無害。然就所定期限，僅為六月，將來是否繼以貶值，不得而知。果日圓出於再度貶值，則國際金融局面，將又為之一變。中國穩定政策，恐將又不免發生變動。然中國倘能逐漸擴大外匯價幅，預為將來伸縮留下地步，則屆時自可應付裕如。

再次，關於銀行制度的改造，原為新政策中的一個重要部分，但施行以來，這一方面的工作，進行較為遲緩。財政部於新貨幣政策宣言中，明示即將中央銀行改組為中央準備銀行，同時設立不動產抵押銀行專辦不動產抵押業務。但中央儲備銀行，條例方在擬訂，至於不動產抵押銀行，也未曾進行籌設。他如一般普通商業銀行省立銀行等的組織，仍呈複雜紛歧之象，投資市場，亦仍未有何種改進，中央銀行的再貼現業務，始終未能履行。故關於金融組織的改造方面，新制施行以來，實無何種設施可言。其中有二事可得而述者，一為中央銀行的加入票據交換所，一為上海銀行合組的票據承兌所的設立。中國的清算制度，原甚散漫，外商銀行通行劃頭銀元，自成系統，錢業則通行匯劃銀元，自有

其組織，至一般內國銀行，原無獨立的清算機關，民二十二年一月，始有票據交換所的設立。然上述三種清算系統，鴻溝深割，各固己圉，倘有收付，則互相委託，實至爲不便。民二十四年六月間經銀錢業協議，訂定辦法，凡錢業向銀行所收票據，統由錢業聯合準備庫代收，銀行向錢莊所收票據，統由票據交換所代收，銀錢兩業的清算，雖漸能合作，然中央銀行則仍獨樹一幟，由該行匯割組自行處理，故實際仍缺乏集中組織。二十五年一月，中央銀行乃正式加入票據交換所，此在將來清算制度的發展方面，或有相當意義。在一般銀行機構完備的國家，各銀行間在中央銀行大體均有存款帳的設立，中央銀行應爲全國最後的清算機關，至是否加入清算所，原無關重要。惟在我國準備既未能集中，各銀行與中央銀行的關係又不密切，中央銀行的營業，實際又與普通商業銀行無異，故中央銀行的加入票據清算，仍有必要。然此也只能視爲暫時的辦法，將來有系統的集中清算制度，仍待建立，而其關鍵則在於中央銀行的力量，其次，中國承兌制度不發達，爲信用組織上的一大缺陷，二十五年三月間，上海銀行界乃實行合組票據承兌所，此在票據制度的發展上，或不無相當的意義。然其組織似嫌偏狹。且票據由銀行合組機關承兌，其活動能力，究受多方面的限制，故吾人只能視之爲暫時的一種提倡機關，不能視之爲一種永久的制度。將來票據市場的發達，仍有待於中央銀行組織的健全，再貼現業務的切實推行。

最後，政府財政基礎的健全，爲新政策成功失敗的關鍵。財部在貨幣政策通告及宣言中，對此曾再三致意，其目的蓋全在於

避免人民的誤會。但中國的財政收支，要於短期內完全達到收支平衡的地步，殆為事實所不可能。且中國財政收入，原以關稅為唯一大宗。然利用浪人走私，已成為日本軍部破壞中國財政的公開政策，在走私不能有效制止以前，要謀財政收支的平衡，更感困難。新貨幣政策施行以後，有可得述者即為新公債政策的施行。若干年來，政府惟藉公債政策以彌補財政虧空，結果債務負擔，逐年增重，現年收入，百分之三十以上已為過去所侵蝕，¹此種局面不能改變，則財政即永無走上軌道之日。1936年三月三日，財政部乃實行公債調換政策。此似為政府平衡財政部收支的第一步。但考其內容，則又無何種效果可言。新公債政策的內容，不必再行贅述，而其最重要之點：一為變更還本付息辦法，藉以減輕政府逐年的負擔，一為藉此機會發行新公債。新公債政策施行以後，政府的舊債負擔，據千家駒先生的計算，²每月約減輕四百餘萬元，每年約減少五千萬元。惟同時政府於此次的公債

1.	債款與賠款占支出%	債款與賠款占稅項收入%
1930	37.5	58.2
1931	36.1	48.8
1932	30.0	37.6
1933	29.2	39.3
1934	31.6	31.9

2. 中山文化教育館季刊三卷三期 p. 814.

改革中，據計算同時又發行新公債達五萬三千萬元左右。¹ 故按年償本付息之數，較前不但未見減少，且有增加。是以新公債政策對於財政收支平衡，除新發公債部分可以便利一時外，實無何種幫助。近數月來，因國內政局不定，走私猖獗，政府的財政收支，恐仍繼續惡化，此實為新制度前途莫大的威脅。現在政府雖繼續開征所得稅，籌辦遺產稅，但新稅開征伊始，恐不容吾人多存奢望。中國財政是一個根本問題，吾人在這裏不能多加討論。現所要言者，即財政收支，倘不能平衡，則新貨幣制度的前途即永在不可知之中。今後如何澈底改造，似有嚴切加以注意的必要。

上面為貨幣改革以後各方面推行及改革的情形。自若干方面看，進行似可稱順利，惟有若干問題，則根本未曾解決，吾人將於以後討論問題時另加論述。現在新制度施行已有相當時日，吾人茲再就新制施行以來的各種事實，一述新制度在經濟上所產生的效果。

(三)新貨幣政策施行以後的經濟情形

新制度施行以後，國內情形一般安定，上海金融市場的緊張，已逐漸恢復常態。利率水平，逐漸低落。外匯率雖因國內政局

1. 中山文化教育館刊季三卷三期 p. 811.

的不安定，對日關係的時緊時緩，投機家會一再施行壓迫，但始終能保持不變。國內物價，亦先後回復上漲，工商各業，亦漸呈活躍之象。新制度施行的目的，在謀國內經濟情形的安定，進而推進生產事業的發展，但中國經濟的衰落，是多種因子造成的結果，其中有為貨幣方面的手段所能解決者，亦有為經濟構造上的根本缺陷，非運用貨幣政策所能奏效者，吾人茲就新政策施行以後的情形，一述其在經濟上所產生的效果。

(一) 利率與金融市場的變動

金融市場的變動，以利率的升降為直接的指標，而利率的升降，又為一國經濟動向主要的決定關鍵。晚近的貨幣學說，雖仍聚訟紛紜，但關於經濟發展的前提，意見則已漸趨一致，即社會購買力的增進是，而社會購買力的增進，則視投資額的增減而定。投資額的增減，又視資本貨物的成本，生產物的預期的收益，與利率的高低為轉移。資本貨物的成本與生產物預期的收益，即 Keynes 氏所謂資本的邊際效率 (Marginal Efficiency of Capital)。倘資本貨物的預期的收益之現值比其供給價格為高，則資本的邊際效率增大，投資數額增加；反是，則投資數額減小。利率的變動，同時可以影響資本貨物的供給價格及其預期的收益。倘利率高昂，則資本貨物的供給價格亦必高昂，同時牠的預期的收益之現值必因之而減小。如是則社會的投資數額將因之遞降，經濟將因之蕭沉。反之，倘利率低落，則資本貨物的供給，價格減小，資本之預期的收益反比例增大，社會的投資率增加，經濟趨於繁榮。是以觀察一國經濟變動的趨向，以利率的升降為最重

要，而經濟先進各國，亦以維持低金利為經濟政策的中心。英國 1931年九月的犧牲金平價，其目的蓋完全在於維持低金利政策。當時倫敦資金的逃避，為數雖巨，但倘英蘭銀行能將利率自 $4\frac{1}{2}\%$ 擡至 6% 以上，則資金外流風潮，當可完全控制。英國不擡高利率而出於放棄金本位，蓋視低金利政策的維持較之金本位的維持更為重要。¹ 中國因國內資金積儲的薄弱，且因信用組織，尙未完備，不能充分發揮資本的效能，因之一般利率水準，在平時已遠較國外為高。白銀發生外運風潮後，各銀行準備削弱，被迫收縮信用，同時大部分資金為地產公債帳面債務等所凍結，利率水準因之愈擡愈高，市面流行，常在一分五厘以上，遠匯折扣合息，最高竟達三分有奇，與世界主要市場的利率，根本不能比較。在幣制改革以前，貨幣前途既迷離莫測，政府的財政基礎，又足以啓人疑慮，國內外局面的不安，更足以影響人民的投資心理，資本貨物的邊際效率，可謂已經極度降低；再加以利率水準的過度高漲，生產事業的衰落，殆為事實所不能免。自新制度施行以後，國內的利率水準，頗有逐漸降低之象，雖與國外市場比，仍嫌太高，但較之改革以前，則平均已降低百分之四十以上，試閱下表。

1. Gifford; The Devaluation of the pound p. 59.

上海利率變動表

		拆息合月息%	公單拆息合月息%	貼現率合月息%
1935	1	0.739	0.27	0.36
	2	0.210	0.30	0.45
	3	0.242	0.30	0.45
	4	0.300	0.31	0.46
	5	0.402	0.33	0.48
	6	0.571	0.55	0.68
	7	0.618	0.66	0.79
	8	0.569	0.59	0.75
	9	0.409	0.46	0.61
	10	0.427	0.49	0.64
	11	0.444	0.50	0.65
	12	0.322	0.34	0.49
1936	1	0.239	0.31	0.47
	2	0.202	0.29	0.44
	3	0.252	0.31	0.47
	4	0.243	0.30	0.36
	5	0.265	0.31	0.37
	6	0.257	0.30	0.36
	7	0.257	0.31	0.37
	8	0.257	0.31	0.37
	9	0.250	0.30	0.35
	10	0.258	0.31	0.37
	11	0.250	0.30	0.36
	12	0.256	0.31	0.34
1937	1	0.259	0.31	0.34

利率變動，是金融鬆緊的直接指標。幣制改革以後，不單利率有逐漸降低之象，且其趨向亦比較安定，而無突高突低之象。在經濟先進各國，利率雖不免仍受季節供需的影響，但其波動大體甚微。中央銀行利率倘能保持穩定，市場利率即顯著漲跌可能。各國中央銀行的穩定利率不單在於保障金融市場的安定，且也在於避免國際資金的劇烈流動，而間接維持對外匯率的穩定。中國的利率，季節變動過巨，這一方面是農業國特有的情形，一方面則表現中國的信用伸縮，缺乏彈性。自銀價風潮發生後，更時常出現季節失調，這就是資金供需感受擾亂的結果。新政策施行後，季節變動始不甚顯著，失調的事實亦未發生。今後利率倘能繼續低落，同時由國家銀行運用資金控制的方法避免短期的波動，則國內投資率的增加，自可預期。其次，遠期外匯的折扣，表示兩方面的事實，一為人民對於貨幣前途的信心，一為國內外市場利率的差數，新制度施行以前，遠期外匯的巨大折扣，一方面固由於人民對貨幣信心的墜落，一方面亦為國內外市場利率差數增大的結果。自新制度施行以後，匯率已經完全保持安定，國內利率亦已相當降低，故遠匯折扣，亦已恢復常態。¹ 遠匯折扣的恢復常態，有兩方面的意義。一則可以減弱一般人對貨幣信心的不良影響，一則可以鬆動一部分固結於外匯市場的資金，以供正當生產事業的運用。蓋在改革以前，購買遠期外匯的利息，幾常在二三分之間，雖一般正當商人，亦願轉移其資金於這種途徑。

1. 參閱 Finance & Commerce, Exchange Market.

改革後購買遠匯既無厚利可圖，這方面的資金，自可逐漸歸入其他用途。現在遠匯折扣已完全依照中央銀行掛牌，再如 Keynes 所說，中央銀行亦可以運用遠匯折扣的操縱，以左右市場的利率。¹ 其法倘遇國內資金需要增加時，中央銀行可以加重遠匯的折扣，鼓勵國外資金的流入。倘遇國內信用多濫時，中央銀行可以減小遠匯的折扣，阻止國外資金的流入，此種運用，在補足國內信用的缺乏伸縮彈性上，殆甚重要。目前我國中央銀行當可逐漸養成這種機能。其次，工商業方面，亦漸有昭甦之象。自銀價高漲白銀外流以後，國內物價，迅速低落，成本則不能驟行降低，故國內各大工廠，各大行號，多數負債纍纍。幣制改革以後，借入款項，雖已略較前此為易，但多數只能償還前欠舊債，或將舊欠展期，故工商業的回復向上發展，當稍假以時日。就新政策施行以後的情形看，工商界確已比較前此為安定，中國經濟統計研究所所編的上海工商金融等業倒閉停業統計表（102），頗足資吾人參考。

又在經濟發達的國家，股票市價的變動，直接可以顯示整個經濟的趨向。中國因國內的產業組織，尚屬幼稚，股票行市的變動，不足以顯示全國經濟的動向；但吾人也可藉以觀察資金運用途徑轉變的一般。據新豐洋行所編股票指數，其趨向如下（103）。

1. 參閱 Keynes: The Future of the Foreign Exchange; Lloyds Bank Limited Monthly Review, October 1935.

	最	高	最	低
1935 9 月		56.55		56.53
	10	56.98		56.53
	11	58.19		56.67
	12	57.51		57.01
1936 1 月		57.38		57.01
	2	57.67		57.30
	3	58.17		57.60
	4	58.20		57.55
	5	58.35		57.55
	6	58.35		57.34
	7	57.64		57.31
	8	57.64		57.61
	9	57.72		57.57
	10	57.93		57.69
	11	59.20		57.78
	12	58.69		57.07

中國的所謂股票原不占投資市場的重要地位，然就改革以後的情形看，頗有漸趨上漲的現象，這似乎是國內資金鬆動，利率降低物價回漲的結果。再次，在正常的情形之下，銀錢業票據交換的數額，本可以表示商場活動的情形。但自新幣制施行以後，我國票據的交換額數反較以前有減低之象，這種事實自當另加解釋。1935年六月以後國內金融市場最呈緊張，但在這個時期票據的交換數額亦屬最巨，這種情形，似不是由於商場的活躍，而是信用恐慌的結果。蓋市面的資金需要，既極緊張，一般工

上海銀行業票據交換額及錢業公單收解數額表

單位 = 千元

時 期	銀行業票據 交換所交換額	錢業公單收解數	銀錢業票 據交換總計
1935 民國二十四年			
1 月	316,279	1,973,824	2,290,103
2 月	226,818	894,406	1,126,224
3 月	280,392	1,402,807	1,683,199
4 月	292,335	1,425,173	1,717,508
5 月	287,587	1,239,467	1,527,056
6 月	277,938	1,430,539	1,708,477
7 月	265,990	1,862,489	2,128,479
8 月	288,440	2,021,489	2,309,929
9 月	292,726	2,075,182	2,367,908
10 月	367,008	2,324,066	2,691,074
11 月	420,811	2,087,603	2,508,414
12 月	399,505	2,045,886	2,445,391
1936 民國二十五年			
1 月	480,084	1,795,931	2,276,015
2 月	454,516	1,519,177	1,973,693
3 月	448,172	1,934,971	2,383,143
4 月	416,942	1,837,556	2,254,498
5 月	434,125	1,345,900	1,780,025
6 月	540,099	1,291,777	1,831,876
7 月	499,726	1,397,066	1,896,792
8 月	429,284	1,387,753	1,817,037
9 月	474,295	1,365,026	1,839,321
10 月	643,500	1,619,424	2,262,924
11 月	530,166	1,587,466	2,117,632
12 月		1,644,188	

● 按中外商業金融報該數為 1,973,826 現根據錢業月報及中央銀行月報改正為 1,973,824。

來源：一錄自“中外商業金融報”；錢業公單欄復以錢業月報及中央銀行月報所載數字相校核。

商業界遂不得不多方面設法取得資金，或則低價出售剩貨或則變買產業。經營公債買賣者不得不將多頭加緊措置而因市面現金需要緊張之故，經營外匯者亦不得不出售即期外匯，補進遠匯，以便取得暫時的救濟。同時，一般銀行因現金準備降低之故，不得不運用各種方法以爭奪現金，或將押品設法轉讓，或不惜犧牲，出售外匯。這種情形，可說是信用恐慌的結果，並不是商場活躍的表現。Keynes 謂恐慌的一個連帶現象就是清算願望的突增 (A sharp increase in liquidity-preference)。¹ 便是這個意思。幣制改革以後，金融回復安定，利率低落，一般人不必再以非常的方法取得資金。且因外匯保持穩定之故，外匯投機與金業投機已受極大限制。同時，1936 年二月的公債改革，尤足以影響票據交換的數額。故改革後銀錢業票據交換數額的減低，吾人認為是投機活動衰落金融市場回復安定的結果，可說是一種良好的現象。其次自新貨幣政策施行以後，公債市價，初時頗呈飛漲的趨勢，這可說是市場利率降低，同時政府信用回復的結果。但公債價格過度高漲足以激起更大規模的投機，使國內資金更流入於這種途徑，所以 1936 年二月的公債改革，在健全金融活動的意義上，實至為重要。自公債改革以後，公債價格降低，且其經過甚為安定，這一方面可以限制投機的活動，使資金流入於正當途徑，一方面則可以幫助政府財政收支的平衡，間接加強人民對於新貨幣制度的信仰。新制度的信用基礎，在於政府財政收

1. The General Theory of Employment p. 316.

支的平衡，公債市場的安定，亦為金融市場安定的一種重要因素。再次就國內各地的情形看，亦已漸有鬆舒之象。內地投資，以農業為多，而農業投資的收益率，比較微弱，不能勝任高度利率的負擔。在改革前，因都市中的利率水平過度高昂，內地投資的收益率則比較低下，因此一般人多願將其資金轉至都市，同時各銀行因上海利率的高昂和資金需要的緊急，多將其在地內所吸得的資金轉移至上海運用，因之全國各地利率，均被壓高，從事於收益微弱的農業生產的農民，其經濟狀況更惡劣。幣制改革以後，上海的利率降低，內地資金無高利可以引誘，同時各省秩序漸趨安定，內地資金向都市集中，當可漸趨和緩。而上海的各大銀行，因外匯穩定，公債改革，資金運用的途徑已經減少，對內地的信用由收縮而轉為擴張。故自法幣施行以後，各地銀錢莊的倒閉，數目已經減少，各個城市的利率，已有逐漸降低之象，¹同時各地的對內匯兌率，亦已由各銀行依照法令加以穩定。此對於各地資金的正態調劑，內國貿易的逐漸改進，當更有甚大的幫助。

(二)物價的變動

影響物價的因子，甚為複雜，較近的貨幣學說，幾可視為單純的物價變動的闡釋。但其中心觀點，實只有二端，一為對外匯價，一為國內信用的伸縮，而兩者互相影響，構成一種複雜的關係。在純粹金屬本位之下，依據正統派的學說，倘對外幣值過高，則貿易不利，現金輸出，國內信用收縮，物價低落。倘對外幣值過低，則貿易有利，現金流入，國內信用擴張，物價步漲。從另一方面，假定匯價已能維持現金平價。在此情形之下，倘國內物價為

中國各重要城市利率表

年	月	上海	鎮江	蘇州	漢口	重慶	杭州	紹興	寧波	唐山	太原	汕頭
1935	8	0.560%	0.78%	0.443%	0.71%	1.15%	0.19%	0.60%	0.47%	0.43%	0.62%	0.26%
	9	0.400%	0.75%	0.262%	0.62%	1.11%	0.15%	0.75%	0.34%	0.45%	0.42%	0.25%
	10	0.427%	0.78%	0.320%	0.90%	1.09%	0.25%	0.93%	0.31%	0.99%	0.78%	0.50%
	11	0.444%	0.75%	0.585%	1.08%	1.10%	0.47%	0.74%	0.30%	1.75%	2.02%	0.42%
	12	0.322%	0.78%	0.583%	1.05%	1.64%	0.24%	0.43%	0.31%	1.32%	0.68%	0.79%
1936	1	0.238%	0.71%	0.310%	0.81%	1.19%	0.16%	0.23%	0.00%	1.16%	0.52%	1.92%
	2	0.202%	0.58%	0.150%	0.65%	0.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.59%	0.88%	0.76%
	3	0.252%	0.62%	0.310%	0.72%	1.03%	0.25%	0.00%	0.24%	0.82%	0.83%	0.81%
	4	0.243%	0.60%	0.300%	0.68%	1.06%	0.30%	0.25%	0.42%	0.90%	0.59%	0.34%
	5	0.265%	0.62%	0.310%	0.60%	0.94%	0.31%	0.31%	0.31%	0.50%	0.52%	0.13%
	6	0.257%	0.60%	0.300%	0.63%	1.37%	0.30%	0.30%	0.22%	0.37%	0.39%	0.10%
	7	0.257%	0.62%	0.310%	0.60%	1.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.45%	0.33%	0.12%
	8	0.257%	0.62%	0.310%	0.65%	1.06%	0.31%	0.31%	0.31%	0.33%	0.29%	0.00%
	9	0.250%	0.60%	0.300%	0.73%	1.34%	0.30%	0.30%	0.30%	0.51%	0.51%	0.11%
	10	0.258%	0.62%	0.310%	1.08%	1.96%	0.35%	0.31%	0.31%	—	1.65%	0.22%

來源：中外商業金融彙報，第三卷第九期，頁 44—45；及第三卷第十一期，頁 41—42。

漲，或國外物價為跌，或國內外物價同漲，而國內物價漲高較國外為甚，或國內外物價同跌，而國內物價跌落不如國外物價之甚，則貿易不利，匯價將見低落，現貨流出。反之，倘國內物價下跌，或國外物價上漲，或國內外物價同漲而國內物價漲高，不如國外之速，或國內外物價同跌，而國內物價跌落較國外物價為甚，則幣值將見高漲。上述兩種情形，前者為對外幣值高低影響國內物價，後者則為國內信用伸縮，影響對外幣值，此就金屬本位下的情形言之。至在非金屬本位之下，其基本的原則亦大都由此演繹而成。非金屬本位的一個特點，就是貨幣的對外價值，不受現金平價的限制，而可由人為的力量隨時變動，其中心觀念，則為國內外的經濟均衡。倘國內外經濟已失卻均衡，而幣制當局又不願收縮信用以制裁物價，則惟有貶低匯價。1931年後各國的紛紛放棄金本位，其目的即在這一點。反之，倘幣制當局想要維持高度匯價，則惟有提高利率，制裁物價，如放棄金本位前的法國是。較近一般學者，多主張穩定物價，較之穩定匯價更為重要，故多主張貨幣不應固定於現金平價，而應有自由漲跌的餘地。另有一派學者，則謂穩定匯價，與穩定物價，兩者並非不能調和，倘國內物價安定，則匯價亦可保持安定，倘匯價穩定亦可幫助國內物價的安定。這兩種說法，其實並無衝突，不過其假定不同而已。前者以國內外經濟業已失卻均衡為出發點，後者則以國內外經濟業已得到均衡為前提。中國在改革幣制以前，一方面對外匯價過高，一方面則因白銀外流，引起信用的收縮。兩種力量，同趨於壓低國內物價，所以物價繼續低落，即一般所謂二重性的通貨緊縮

是。當時假定國內外同爲一種金屬本位，則一方面現貨流出，國內信用收縮，同時國外信用擴張，一方面則因幣值過高，貿易趨於不利，將使匯價自然低落，國內外經濟，可以由此回復均衡。但中國既爲銀本位，銀在國內爲一種貨幣，在國外則爲一種貨物，國內信用雖因銀貨的流出而收縮，國外信用則不因銀貨的流入而擴張，同時對外幣值，決定於世界銀價，無自由漲跌的餘地。中國的國際收支雖趨不利，但不能使幣價低落，因之國內物價愈降愈低，根本無所謂自動調整的作用。幣制改革，一方面爲壓低對外匯價，一方面則爲集中現金準備，使國內信用不再受白銀外流的影響，這可說是兩方面刺激物價，自新政策施行以後，國內的一般物價，反應至爲迅速，十月與十一月之間，上海的批發物價指數漲高 9.2%，廣州漲高 10.37%，漢口漲高 3.8%，華北漲高 6.68%。最初物價的驟然變動，似由於人民的心理作用，惟此後仍繼續保持漲勢，其直接原因，似即由對外匯價的降低。蓋中國的批發物價指數，其中包括國際商品較多，故對於匯價的感應至爲敏銳。惟物價變動過甚，在幣制改革中，原爲應該避免的現象，中國幣值一度貶低之後，立即加以穩定，則物價一度變動之後，亦應恢復安定，否則將發生相反的調整作用，對外收支不利，匯價亦將不能維持。改革幣制以後，中國對外匯價，約減低 30%，理論上中國物價漲高如在 30% 以內，輸出仍屬有利，對外貿易可以改進。假定物價變動超出 30% 以外，則輸出將更見不利。總觀改革後國內各地的批發物價，其變動的緩速與程度雖頗不同，然取其最高記錄與 1935 年十月的指數比較，大體均未超過

30%，¹ 這表明中國物價，並未過度高漲，今後仍有伸縮的餘地。不過中國今日的問題，在於國際收支的不能平衡，為使國際收支轉向有利計，國內物價，似以求其穩定於較低的限度為宜，且中國所穩定的匯價，原已有偏高之嫌，倘物價變動再超出匯價所容許的範圍以外，則前途危險殊甚。

幣制改革後國內物價水準的變動如上，假如吾人只注意物價本身的變動，而忽略其與成本的關係，則將無何種意義可言。現代的貨幣理論，以均衡觀念為基礎，物價漲跌的為利為害，關

		上海批發物價 總指數	華北批發物價 總指數	漢口批發物價 總指數	廣州批發物價 總指數
1935	10月	94.1	94.20	86.4	81.93
	11	103.3	100.88	90.2	92.30
	12	103.3	102.50	91.2	94.02
1936	1月	104.3	104.09	93.0	95.56
	2	105.4	107.14	93.4	98.27
	3	106.4	110.54	96.9	99.41
	4	107.3	111.53	100.0	100.87
	5	105.8	109.05	96.5	102.27
	6	106.1	108.10	95.9	110.49
	7	107.2	109.60	96.0	112.92
	8	107.4	109.34	94.7	109.48
	9	107.0	108.67	94.9	108.90
	10	109.7	111.52	99.4	108.74
	11	113.0	115.09	101.2	109.63
	12	118.8	122.76	105.4	111.31
1937	1月	121.6	126.33		

鍵在其與成本的關係如何。假定物價跌而成本不跌，其結果因為產業的衰落，假定物價漲而成本不增，其結果將成為利潤的膨脹，倘膨脹後的利潤不再轉形為工商投資，則社會的購買力將見低落，結果亦足以產生恐慌，所以安定的經濟，以成本與物價的均衡為基礎。學者中有主張物價應隨生產成本之降低而下跌者，有主張工資率應隨物價之漲高而增加者，有認物價不論為漲為跌，均足以導成物價與成本的脫節，因而主張物價應加以穩定者。各種看法，雖有不同，而其中心觀點，實在於物價與成本的均衡。中國在改革幣制以前，物價日趨低落，但假如在這個時期，國內的成本能夠同程度降低，則成本與物價仍保持均衡，產業界或不至受何種嚴重的損害。但中國的工資水準，向來缺乏伸縮彈性，產業組織，又不健全，生產效率，不能即行改進。同時信用緊縮，利率漲高，國內生產成本，事實上恐屬有增無減，成本與物價間的均衡破壞，產業界遂完全不能支持。自幣制改革以後，利率水平，已較從前降低，吾國產業界，活動資金，多由臨時押借而來，利率降低，當然為成本減低的一種重要因素。其次工資原占成本中的重要部分，在利用人力較多的我國產業界，工資所占的成分尤大，惜國內到現在還沒有一個完備的工資指數，致無從觀察其實際變動。但工資率因受契約及工人競爭能力的限制，其變動一般較為遲緩。中國工人組織不甚完備，工人階級的知識程度又甚低下，且因勞動力過剩之故，工作競爭劇烈，而幣制改革以後，生活費指數的變動又較遲緩，國內工資率當無巨大的變動。故工資成本，當可相對降低，此對於國內的產業界，當也為一種刺激。再次

上海雜貨物價表一 (1935年10月—1936年11月)

(原料類)

年	月	小麥	小麥	菸葉	豆油	生油	陝西棉	通州棉	火機棉	餘姚棉
		(漢口)	(頭號) (美)	(坊子葉) (頭號) (山東)	(輪船運貨) (大連)	(木廠) (上海)	(陝西)	(江蘇通州)	(上海)	(浙江餘姚)
		市秤百斤價	每擔價 ¹	每擔價 ²	市秤百斤價	每擔價 ¹	市秤百斤價	市秤百斤價	市秤百斤價	市秤百斤價
1935	10	4.300	6.400	62.937	16.000	22.500	32,100	32,500	31,500	29,500
	11	4.750	6.800	58.741	18.250	27.500	36,000	37,000	35,500	33,500
	12	4.600	6.900	55.944	20.700	27.500	38,600	38,750	37,400	35,750
1936	1	4.850	6.750	55.944	20.000	27.500	37,750	38,000	37,250	35,250
	2	5.000	6.850	54,000	17,800	27.500	38,750	39,250	38,500	35,750
	3	5.050	7.100	54,000	19,750	28.500	43,500	44,000	41,750	37,500
	4	5.080	7.250	54,000	22,000	30,500	44,000	44,250	42,250	38,000
	5	4.500	7,000	54,000	21,500	29,000	42,000	42,500	40,500	36,500
	6	4.050	6,600	54,000	22,300	30,000	42,250	42,750	40,750	36,750
	7	4.350	6,100	54,000	23,400	29,000	47,500	48,750	46,500	43,750
	8	4.770	6,900	54,000	21,200	29,500	45,750	46,750	45,000	42,500
	9	4.800	7,100	60,000	20,900	29,500	41,750	41,500	40,500	35,500
10	5,400	7,850	60,000	21,600	29,500	43,800	42,750	40,500	36,250	
11	5,800	8,300*	60,000	21,200	28,000	44,250	43,000	40,750	36,500	

上海躉售物價表二 (1935年10月—1936年11月)

(原料類)

年	月	羊毛	生	白	白	塊	煤	煤	煤	油	汽	木
		(純羊毛) (春毛) (四川)	(六河灘) (頭號) (河南)	(柳江) (河北)	(東京) (安南)	(松浦三號) (日)	(開平層) (二號) (河北)	(美孚老牌) (箱10美加倫) (美)	(亞細亞) (殼牌) (散裝) (英)	(徑棧中碼) (長1(木尺) (福建)		
		市斤百斤價	公噸價	公噸價	公噸價	公噸價	公噸價	公噸價	每箱價	5美加倫價	每根價	
1935	10	45,000	64,000	16,000	18,500	12,300	8,600	7,450	4,350	2,940		
	11	45,000	70,000	16,000	20,000	14,000	9,600	9,450	5,000	2,430		
	12	45,000	69,000	15,000	21,500	15,000	9,700	9,450	5,000	2,520		
1936	1	45,000	69,000	14,500	22,000	15,500	9,700	9,450	5,000	2,490		
	2	45,000	71,000	14,000	20,000	15,300	11,000	9,450	5,000	2,460		
	3	52,000	71,000	13,250	18,750	15,300	10,500	9,450	5,000	2,670		
	4	55,000	71,000	13,250	22,000	15,500	10,500	9,450	5,000	2,790		
	5	55,000	71,000	13,500	22,500	15,500	10,500	9,450	5,000	2,880		
	6	60,000	72,000	13,000	22,000	15,000	10,500	9,450	5,000	2,640		
	7	60,000	72,000	13,000	22,000	14,500	10,000	9,450	5,000	2,550		
	8	60,000	72,000	13,000	22,000	14,200	10,500	9,450	5,000	2,490		
	9	60,000	72,000	13,250	22,000	14,000	10,000	9,450	5,000	2,610		
	10	60,000	72,000	13,250	22,000	14,500	10,000	9,450	5,000	2,400		
	11	60,000	82,000	13,750	22,500	15,000	10,000	9,450	5,000	2,580		

上海躉售物價表一 (1935年10月—1936年11月)

年 月		(完 成 品 類)										單 位：國 幣 元	
		紙 煙 (金鳳牌) (十支裝) (華成, 上海)	紙 煙 (大英牌) (十支裝) (永泰和, 上海)	十支棉紗 (大 寶) (上 海)	十六支棉紗 (人 鋪) (上 海)	十六支棉紗 (寶 鼎) (上 海)	二十支棉紗 (金 城) (上 海)	本色粗布 (11磅) (三貓牌) (上 海)	本色粗布 (12磅) (四平蓮牌) (無錫)	本色粗布 (14磅) (蝦王牌) (上 海)	每 疋 價	每 疋 價	
1935	10	4.160	6.240	160,000	174,000	174,000	186,500	4,950	5,200	6,800	每 疋 價	6,800	
	11	4.340	6,240	176,000	185,000	185,000	200,000	5,500	5,900	7,200	每 疋 價	7,200	
	12	4.540	5,900	173,000	192,000	192,000	201,500	5,600	5,900	7,400	每 疋 價	7,400	
1936	1	4.540	5,900	177,000	190,750	191,250	205,250	5,700	5,950	7,500	每 疋 價	7,500	
	2	4.540	5,920	175,000	190,500	190,250	205,000	5,750	6,000	7,550	每 疋 價	7,550	
	3	4.540	5,920	182,000	200,000	200,500	213,500	5,800	6,050	7,650	每 疋 價	7,650	
	4	4.540	5,920	186,000	206,750	207,000	214,500	5,850	6,100	7,675	每 疋 價	7,675	
	5	4.440	5,920	184,500	202,000	202,000	209,500	5,650	6,050	7,600	每 疋 價	7,600	
	6	4.440	5,920	183,500	202,000	201,500	207,500	5,800	6,200	7,500	每 疋 價	7,500	
	7	4.440	5,920	194,500	212,500	210,000	220,000	5,900	6,350	7,800	每 疋 價	7,800	
	8	4.440	5,920	198,000	208,000	207,500	213,500	5,900	6,350	7,750	每 疋 價	7,750	
10	9	4.440	5,920	180,000	204,000	204,000	212,000	5,900	6,350	7,750	每 疋 價	7,750	
	10	4.440	5,920	207,000	219,500	219,500	229,000	6,250	6,850	8,800	每 疋 價	8,800	
	11	4.440	5,920	225,000	233,000	238,000	245,000	6,800	7,300	9,000	每 疋 價	9,000	

上海躉售物價表二 (1935年10月—1936年11月)

單位：國幣元

(完成品類)

年	月	本色細布 (12磅)	本色粗斜 (12磅)	細斜 (12磅)	細斜 (12磅)	華達呢 (58吋)	元直貢呢 (60吋)	麥爾登呢 (54吋)	橡皮套鞋 (男用舌口)	肥皂 (箱120塊)	電燈泡 (200V. 15-40 W.)
		(金城牌) (上海)	(三魚牌) (上海)	(金城牌) (上海)	(里記) (1339) (英)	(德記) (大花園) (英)	(德記) (1440) (英)	(德記) (柱蘭香) (英)	(雙錢牌) (上海)	(奇異) (上海)	(奇異) (上海)
		每疋價	每疋價	每疋價	每碼價	每碼價	每碼價	每碼價	每打價	每箱價	每百只價
1935	10	6,200	5,400	6,300	3,250	3,750	5,250	3,050	8,838	5,000	31,000
	11	7,000	5,900	6,900	3,500	4,100	5,600	3,400	9,218	4,800	31,000
	12	7,000	6,000	6,900	3,400	4,200	5,650	3,400	9,968	4,600	31,000
	1	6,900	6,400	6,900	3,400	4,250	5,750	3,450	9,968	4,500	31,000
1936	2	6,900	6,400	6,800	3,500	4,400	6,250	3,450	9,968	4,500	31,000
	3	7,100	6,350	7,000	3,900	4,400	6,600	3,450	10,000	4,500	31,000
	4	7,100	6,500	7,000	3,900	4,400	6,600	3,450	10,000	4,500	31,000
	5	7,100	6,150	7,100	2,600	3,750	4,850	1,900	10,000	4,750	31,000
	6	7,200	6,250	7,200	3,500	3,600	4,700	1,900	10,000	4,750	31,000
	7	7,350	6,350	7,350	3,500	3,650	4,750	1,900	10,000	4,750	31,000
	8	7,250	6,350	7,250	3,500	3,675	4,850	2,150	10,000	5,000	31,000
	9	7,100	6,350	7,100	3,450	3,700	4,900	2,250	10,000	5,000	31,000
	10	7,550	6,600	7,550	3,450	3,750	5,000	2,375	10,000	5,400	30,500
	11	8,400	7,100	8,600	3,500	3,850	5,100	2,425	10,600	5,400	30,500

爲原料價格變動對於成本的影響。原料價格在貨幣價值變動期中，其感應性大體較爲敏銳。幣制改革以後，國內原料價格的高漲，確較一般物價爲速，吾人可就上列的幾種主要原料品與完成品的比較中（112—115），看出大概。

上表原料品的價格，變動雖不甚一致，然大體均較完成品爲速。其次就輸出入貨物價格的變動看，原料品的漲高亦較其他爲速。試看下面簡單的比較。

	1935年 10月	1935年 11月	1935年11月與 10月之差數	1936年 7月	1936年7月與 1935年10月差數	
原料	輸出	87.4	98.7	11.3	115.0	27.6
	輸入	112.7	136.5	23.8	140.0	27.3
出產品	輸出	72.4	79.9	7.5	86.3	13.9
	輸入	133.6	149.5	15.9	148.5	14.9
消費品	輸出	76.5	82.3	5.8	90.6	14.1
	輸入	125.6	143.3	17.7	140.6	15.0

由上表可知不論輸出物價或輸入物價，原料價格的變動均較生產品與消費品爲迅速。換言之，即原料成本，當較以前相對增加。這對於產業界，似爲一種不利的影響。但原料價格，一方面影響生產成本，一方面又代表農民及其他原料生產者的購買力。原料價格漲高較速，國內的利得分配，或可較爲平均，農民的經濟地位，或可較前改善，全國大多數人的購買力或可增加。而工業品的價格，雖不能立即增高，將來自亦可逐漸回復均衡。生產成本的構造，一爲工資，一爲利息，一爲原料價格，改革幣制以後，一般物價高漲而工資無何種變動，利息則已降低，原料價格雖

增，但其結果足以增強人民的購買力，因而影響產業界的未來展望，即 Keynes 所謂資本貨物邊際效率的增加是。各種因子，似均趨向於產業界有利。倘國內情形能繼續安定，投資率能繼續增加，則產業的逐漸推進，當有可能。其次，輸入物價與輸出物價之比較的變動，足以顯示一國對外貿易所處的地位。在幣制改革以前，輸出物價的跌落遠甚於輸入物價，因此對外的交換條件日見不利。中國的輸出商品，既多屬零碎的消費性質，國外的需要彈性甚大，代替物品也多，國際競爭的能力，實至為微小。反之輸入物品，則多非國內產業所能競爭，需要較少伸縮餘地。在這種情形之下，中國要取得有利的交換條件，殆甚困難。農業國對外的交換條件常處於不利的地位，此為一般共同的現象，但運用適當的貨幣政策，亦可加以相當限度的矯正。自新貨幣政策施行後，輸出物價的高漲，較之輸入物價為速，數年來貿易上交換條件的不利趨向，已經逐漸改變，下表可見其大概：

年	月	上 海 輸 入 物 價 指 數	上 海 輸 出 物 價 指 數	物 價 交 換 率
1935	9	120.7	75.4	62.5
	10	123.7	80.6	65.2
	11	142.7	89.6	62.8
	12	141.5	90.0	63.6
1936	1	41.1	90.8	64.4
	2	141.2	90.2	63.9
	3	140.8	92.4	65.6
	4	140.9	97.3	69.1
	5	140.3	94.5	67.4
	6	140.7	97.5	69.3
	7	141.8	100.7	71.0
	8	140.0	97.6	69.7
	9	140.1	93.9	68.5
	10	142.3	96.1	67.5
	11	142.9	97.1	67.9
	12			

對外交換條件的不利，即本國勞動單位的價值，對國外勞動單位的價值跌價，一般名此為剝削性的對外貿易，對於一國的影響為絕對不利。學者間對蘇俄貿易政策的抨擊，即在此點。幣制改革以前，吾國對外貿易上的一大不利，亦即在此。然蘇俄的對外貿易，其所以將輸出商品貶價，目的在於交換重工業機器，為一種完成國內工業化過程的暫時政策。至於我國，輸入商品以消費品為多，交換條件不利，其損害遠較蘇聯為大，故此種矯正，實有加以重視必要，且中國輸出的商品，以農產原料為多，價格增高，對於農民似見特殊有利，農民的經濟地位，或可由此漸加改善，此點亦甚為重要。然輸出物價過高，足以影響輸出的數量，故輸出入物價，就過去情形說雖有加以矯正必要，但仍應以恢復適當的均衡為條件。幣制改革以後出口物價增加所以較速，重要原因似在於國外經濟情形漸呈好轉。且因各國備戰的關係，對我國商品的需要亦有增加之象。反之國內購買力則尚未回復，對國外商品的需要未見如何增加，今後倘國內購買力逐漸增進，或國外物價繼續高漲，則仍有發生變動的可能。吾人固應隨時注意其彼此間的均衡。其次改革幣制之後原料價格漲高較速，這一方面反映原料生產者經濟地位的改善，一方面又顯示產業界製造成本的增重。中國原料生產者所得的增加，即為國內大多數人購買力的增進。原料價格飛漲的迅速，並不足為產業界之病。吾認輸出貨物中的生產品與消費品，大體國外的需要彈性甚大，代替物品也多，故價格的變動，較為遲緩，今後要謀這兩類物品輸出的增加，似應從生產效率的改進與生產成本的減低方面努力。就輸入物

價方面，生產品與消費品價格的變動均較原料品為緩。生產品輸入物價變動的遲緩，自中國現在的情形看，是一種良好的現象。蓋在中國工業化的過程中，生產工具多賴於國外輸入，生產品輸入物價變動較緩，即是資本貨物的價格相對便宜。如 Keynes 的說法，這是增加國內投資數量的一個因子。此對國內產業界的購置新工具，補充舊設備，當為一種幫助。惟輸入消費品價格，變動亦較為遲緩，則對於中國似屬不利。中國對外貿易的一個不良現象就是消費品占輸入數量的多數，原料的輸入，足以顯示國內產業的進步，生產工具的輸入足以促進國內工業化的進程，惟消費品的輸入，直接可以壓迫國內民族產業的興起。改革幣制以後，消費品輸入物價變動較少，似仍足為民族產業興起的阻礙，今後要矯正輸入商品的性質似有運用其他方法的必要。再次自新貨幣政策施行以後，各地批發物價雖變動甚速，而生活費指數，則變動較為和緩，茲為比較如下：

年	月	上海批發 物價指數	上海生活 費指數	上海工人 生活費指數	華北批發 物價指數	天津工人 生活費指數	北平生活 ¹ 費指數
1935	10	94.1	103.9	97.54	94.20	99.02	83.8
	11	103.3	109.2	101.49	100.88	106.88	91.0
	12	103.3	109.3	100.46	102.50	109.67	91.7
1936	1	104.3	111.0	103.64	104.09	111.44	93.4
	2	105.4	112.0	104.96	107.14	114.30	93.2
	3	106.4	114.1	107.10	110.54	115.57	95.7
	4	107.3	111.7	103.90	111.53	112.42	96.3
	5	105.8	111.1	102.68	109.05	113.69	100.7
	6	106.1	111.8	102.74	108.10	111.39	96.7
	7	107.2	112.2	105.44	109.60	110.6	100.5
	8	107.4	115.5	105.76	109.34	109.34	97.4
	9	107.0	113.5	104.82	108.67	110.36	97.1
	10	109.7	114.0	105.03	111.52	111.95	100.0
	11	113.0	114.9	104.21	115.09	115.06	102.8
	12						

1. 北平生活費指數月報原發表之基期係 1927 年，今按 1926 年為基期，改算如上。

生活費指數較為安定，是人民經濟生活安定的一種表示，不僅可以幫助人民對於貨幣信心的回復，且足以輔助國內生產事業的推進。蓋一方面因生活費安定工資率可不致發生重大變動，產業界的工資成本，不至隨物價之變動而增加，生產有利，一方面則因生活費安定而物價高漲，國內大多數人的收支有利，購買力增加，亦足以刺激國內的生產事業。在產業發達的國家，工資率大體依生活費的變動而轉移，倘生活費安定，則工資率亦可保持安定，倘生活費變動，則工人將運用各種方法以達提高工資的目的，罷工怠工等事件將相繼出現。我國因工人組織不甚強固，工人對於生活費變動，又無明確的認識，工資率與生活費的關係，當不如國外的密切，但工資率與生活費，決定工人階級的收支，我國因勞動力過剩太甚，工作競爭劇烈，工資率缺乏伸縮彈性，生活費指數變動遲緩，至少可表示工人階級的收支，暫時沒有巨大的變化，工人階級的購買力，不致因物價的變動而感受重大的影響。其次，一般物價增高間接顯示人民收入增加，農產品價格高漲特速，表明農民收入增加亦速，而生活費用變動則比較遲緩，這就表明大多數人收支的剩餘增大或收支的差數減小。國內大多數人的收支有利，購買力增加，當然亦可以間接刺激國內的產業。

總觀新貨幣政策施行以後國內物價的變動，第一，各類物價的高漲，大體均未超過匯價貶低所容許的限度，對外匯價的穩定，似可得到一種保證。第二，各類物價的高漲，大體僅在最初的一二個月，此後即見漲風疲弱。此足以顯示人民信心的回復及匯

價穩定的效果。第三，輸出物價的高漲略較輸入物價為速，國際貿易的交換條件，已有顯著的改善。第四，國內原料及農產價格，高漲特速，而生活費指數則變動較微，大多數人民的收支轉趨有利，國民購買力有逐漸增進可能。這些經過，大體堪稱良好。惟物價變動以保障國內各階級收支的均衡及謀與國外物價回復調整為重要，現在國內各階級購買力的分配仍未達到完全平均的地步，且匯價業經穩定，今後如何調整物價以矯正國內各階級的收益及維持物價的國際調整，仍為重要問題。

(三) 貿易與國際收支

一種適當的匯價，以保障貿易的有利及維持國際收支的平衡為最重要。在銀本位之下，吾人的困難就是匯價長隨銀價而變動，與中國的國際收支並無密切的關係。因此國際貿易，雖極度衰落，國際收支雖極端不利，而匯價仍可繼續高漲，根本無所謂自動調整的作用。新制度的施行對於貿易的意義，一為貶低匯價，一為貶低匯價之後加以穩定。貶低匯價據正統派的理論，為對出口的一種鼓勵與對入口的一種限制，此對於入超，為一種矯正的力量。穩定匯價，其意義在於保障正當的貿易，蓋匯價穩定之後，商品的輸出入，有正當的成本可以計算，並無賭博投機的性質，前因匯價變動而生的風險，匯價穩定後已不復存在，這對於正當商人的貿易，當然為一種重要的保障。再商品自通商口岸運至國外或自國外運至通商口岸僅為商品流通過程上的一部分，物品自內地運至通商口岸，或自通商口岸運至內地，亦為一段轉折極多的路程。在新貨幣制度施行以前，中國不單對外匯價變

動不定，商人沒有正常保障，即國內各地之間的匯兌，亦變動無常，內國貿易的商人，亦無適當的保障。地方當局所發的紙幣，其價值轉瞬可以化爲烏有，如廣東、廣西、四川、雲、貴、甘、陝等省，實際自有其貨幣價值的尺度，而其所特有的貨幣尺度，又無時不在變動之中。此等區域對外省的匯兌，其變動有時較之對國外的匯兌爲大，內國貿易在匯價變動方面的風險，較之對外貿易，實有過之而無不及。國內貿易的阻滯，當然足以影響對外貿易的數量。目前國內匯兌，除少數省區外，均已由各銀行遵令依照法幣平匯，內國匯兌，可謂亦已穩定，此對於內國商品的流通，當然爲一種重要的幫助，間接亦可以助長對外貿易的發展。

自新貨幣政策施行後，貿易好轉的現象立即出現，出口的數值突見增加而入口的數額則迅速低降，因之 1935 年十二月與 1936 年一月，竟出現數十年來未有的出超記錄。此後的逐月數字，雖仍轉爲入超，但與過去數年同月的情形比較，則已有顯著的增進。下表可供吾人參考。

1935 年十二月與 1936 年一月的出超，似爲人民對新幣制未有信心的一種表示。因幣值降低之後，運貨出口，依照新的成本計算，當然有優厚利益，此不失爲出口增加的一種原因。但一部分原因，亦在於當時意阿戰事爆發，國際關係緊張，各國進行備戰，此當然只能視爲一種暫時的現象。其次入口方面突然減少，似亦是國內外對新制度未生信仰的一種直接表示，一般人對於貨幣前途，既未敢即存信任，於是不得不暫時停止辦貨，藉以避免將來的損失。這種性質的輸入減少，當然也不能長久。一般人對於

中國進出口貿易按月總值及差數表

1935年8月至1936年12月

年	月	進出口		淨值		出口		淨值		進出口		差數
		金單位	幣	金單位	幣	金單位	幣	金單位	幣	金單位	幣	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)						
1935	8	30,747,862	56,176,744	24,111,843	43,331,238	-	5,936,619	-	10,845,106			
	9	29,806,961	54,366,702	25,186,672	45,940,454	-	4,619,709	-	8,426,748			
	10	32,471,193	61,175,728	25,689,865	48,390,705	-	6,781,828	-	12,776,023			
	11	32,009,048	72,436,476	26,616,386	60,333,335	-	5,392,462	-	12,203,141			
	12	28,738,510	65,224,701	31,118,046	70,575,723	+	2,359,536	+	5,951,437			
1936	1	26,909,923	60,950,296	31,200,535	70,669,238	+	4,290,832	+	9,718,962			
	2	27,915,908	63,229,532	20,467,515	46,358,921	-	7,448,393	-	16,870,611			
	3	34,941,028	79,176,769	21,264,916	48,186,299	-	13,676,112	-	30,990,070			
	4	38,376,435	86,807,496	24,247,830	54,848,592	-	14,128,075	-	31,957,904			
	5	37,766,781	85,068,558	24,075,283	54,241,612	-	13,691,498	-	30,846,946			
	6	37,404,195	83,747,993	26,086,104	58,406,787	-	11,318,091	-	25,341,206			
	7	33,429,311	74,915,986	26,973,116	60,451,236	-	6,454,195	-	14,463,850			
	8	31,515,137	70,404,816	24,768,574	53,332,995	-	6,746,563	-	15,071,891			
	9	36,076,991	80,387,999	26,729,545	59,526,697	-	9,674,446	-	2,861,302			
	10	35,767,431	81,871,650	25,831,637	59,174,398	-	9,915,794	-	22,697,272			
	11	36,081,312	82,806,611	25,781,980	59,169,644	-	10,299,332	-	23,636,997			

(6) = (4) - (2)

(7) = (5) - (3)

來源：各期海關月報。

貿易的頓變入超爲出超，多抱樂觀見解，殊爲錯誤。吾人所希望者爲國內生產力的逐漸擴張，國際貿易性質的逐漸改變，入超數字的短期變動，自中國目前的情形言之，殊屬無關重要。自1936年四月以後，入超數額又有增加之勢，但就各月入超額與前各年的逐月數字比較，已經有顯著的減少，這似是一種合理的現象。入超的減少，可有兩方面，一爲入口的遞減，一爲出口的遞增，前者爲消極的平衡，表現國內購買力的衰退，後者爲積極的平衡，表示一國生產能力的擴張或國際市場中競爭能力的增大，就新制度施行以來各月的情形看，入超減少，主要的似屬於出口的增加一方面。此一方面固由於國際經濟漸呈好轉。對中國商品的需要逐漸增加，一方面亦由於幣值減低之後，中國商品在國際市場中競爭能力的增大。入口的減少，一部分原因或由於走私，然輸出既有增加，即可以表示放棄銀本位在貿易上的效果。今後倘國際經濟趨向繁榮，國內的生產能率能逐漸改進，生產成本能逐漸減低，則國際貿易的澈底改善，當有甚大希望。

其次，中國經濟的發展，吾人深信只有加緊工業化的一途。在工業化的過程中，資本貨物的輸入實爲絕對必要。蘇俄之所以願於極不利的交換條件之下進行其對外貿易，其目的全在於取得國外的生產工具。中國貿易上的一大缺點就是輸出品多爲未經製造的原料，而輸入商品則多數屬於消費性質。原料的輸出，表明國內產業的沒有進步，而消費品的輸入，不但不足以輔助國內工業化的進展，且足以壓迫國產工業的興起。今後假如這種貿易的性質不能根本改變，則產業前途，殊無何種希望可言。

是以吾人對於新幣制施行後貿易性質的改變，有進一步分析的必要。就出口貿易方面，中國的輸出，以農產品為多，其次為半製品，完成品則居於極不重要的地位。據上海社會經濟調查所所編的中國農產品輸出貿易指數，則在新幣制施行的最初數月，農產輸出雖見突增，此後即仍見衰落，其逐月指數，較之 1935 年，均有減退之象，其情形如下：

年	月		年	月	同月差數	
1935	11	69.71	1935	11	98.85	29.14
	12	64.97		12	113.61	48.64
1936	1	79.49	1936	1	90.96	20.47
	2	55.57		2	62.96	7.39
	3	51.01		3	55.52	4.51
	4	58.71		4	62.09	3.38
	5	65.56		5	65.57	0.0
	6	73.36		6	68.28	5.08
	7	93.97		7	82.65	11.32
	8	88.09		8	78.28	9.81
	9	86.67		9	71.65	15.02
	10	91.78		10	73.48	18.30

農產品的輸出，大體隨國內生產情形而變。改革幣制初期輸出的增加，一似由於 1935 年的豐收，蓋在改革以前數月，輸出數額即見遞增甚速，一似由於國外需要增加，蓋自意阿關係緊張後，意日等國，均紛紛在中國採辦糧食，此似足以影響農產輸出的數量。最近數月農產輸出的減少，其原因或由於國外需要的減少。農產品的輸出，既無何進步可言，而改革後的輸出總額，又確

有增加，則半製品及完成品的出口，推測中當較以前為增，據關册所示，則皮貨染料燃料絲及纖維等件，輸出似均較往時為增。此種物品，在國際市場中大體競爭甚烈，代替物品亦多，中國貶低幣價之後，此類物品在國際市場中競爭能力增大，此或為出口略有增加的原因。輸出貨物中之有增加趨勢者多屬半製品，似為一種良好現象，今後倘能改進國內的生產，則國際貿易性質，自可逐漸改變，由輸出半製品漸進而至於輸出完成品，這就是經濟的正態發展。其次就輸出方面，吾人所特別注意者為資本貨物或生產工具的輸入。吾人茲將關册中所載主要入口商品略為分類，編成一表如下：

	1934		1935		1936	
	G. u.	\$	G. u.	\$	G. u.	\$
食料品	92,129,346	181,003,860	60,653,707	110,305,467	49,163,487	111,028,170
機 工 具及工 業用品	253,168,867	497,126,225	243,520,319	449,904,075	225,672,139	510,259,425
食料品	116,978,743	230,038,655	124,320,314	224,300,696	57,739,844	130,462,404
雜 類	56,633,586	111,337,765	68,809,041	127,159,502	80,630,370	182,172,708
機器及 工 具	30,166,148	59,351,553	35,418,847	65,853,248	26,528,598	59,980,614

來源：根據‘海關進出口貿易統計月報’民二十五年，十二月份。

就改革以後的情形看，機器工具等的輸入，較從前似有減退之象，而奢侈品則大見增加，食料衣料兩者均趨減少。食料衣料兩者在國內大體均有競爭物品，幣值減低以後，國外商品競爭能力減低，影響其入口的數量，此為一種良好的現象。內國產業倘能

逐漸改進，將來自不難取而代之。至機器工具輸入沒有何種增加，此似為一種不良的現象。再次，奢侈品入口激增，一方面顯示國內高級消費階級的增多與利得分配的不平均，一方面顯示國人儲蓄與投資觀念的薄弱，這種情形，今後似仍有運用其他方法加以糾正的必要。

總觀幣制改革以後對外貿易的情形，入超數額，已較前減少，惟貿易的性質，則無何種改變，今後似仍應運用其他方法，促進對外貿易性質的改變，在出口方面，應自原料的輸出轉變為半製品或完成品的輸出，輸入方面，應根本改變過去的面目，自消費方面，轉變為生產方面，奢侈品與完成品的輸入，應促其減少，而資本物生產工具等的輸入，應盡力與以方便，此蓋為國民經濟發展一種必經途徑，此種問題，吾人以後將另加討論，吾人茲再略述國際收支方面的情形。

在改革幣制以前，吾人所遭遇的困難，一就是國際資金的流出，一就是華僑匯款的減少。因此有形貿易的差額無法彌補。幣制改革以後，有形出口增加，入口的變動較少，彌補收支差額，已減少若干困難，今後問題的關鍵，一似在於國際資金流動的趨向，一似在於華僑匯款的增減。就改革以後的情形看，國際局面，雖極度不安，但國際間對於中國的信用，確已有顯著的增進。且匯價業已穩定，國際投資的一種重要障礙，已經除去，故短期資金的流動，當有可能。幣制改革以後國際投資數額的增減，雖不能作精確的估計，但改革以前國際資金紛紛自中國退出的現象，則已不復存在。各國政府，亦多擬對華進行信用放款。今後倘國

內情形能夠保持安定，經濟漸有活躍之象，則國際資金自可轉向而流，同時逃避在外資金，亦可逐漸流回。關於華僑匯款方面，主要者雖決定於國外的經濟情形，但國內政治經濟的安定，亦屬重要。新幣制政策施行以後，匯率業已相當降低，華僑投資國內，相對有利，且匯價業已穩定，投資有確實保障。且華僑以閩粵為多，過去因閩粵局勢不定，廣東幣制紊亂，匯款回國者絕無保障，此實為僑匯減退的一個重要原因。幣制改革以後，繼以粵局底定，法幣政策推行及於華南，此對於華僑心理的影響殊大。新制施行以來，關於華僑匯款，雖無確實的統計，但據各方報告，均較往時為增。此雖與國外經濟情形的好轉有關，但國內政治經濟情形的安定，亦有甚大的關係。

總觀新貨幣制度施行以後國內的經濟情形，雖有若干點尚未能盡滿人意，但對於安定金融市場，調整國內物價，改進國際貿易，則可謂已有相當的成就。然新制度施行至今，為期尚短，殊不能據以斷定其成功失敗，其前途如何，仍有待於若干前提問題的解決。這些問題吾人將於次章論之。

三 今後的貨幣問題

自新幣制施行以後。一般工商事業，一時雖呈好轉之象，但若干問題，則根本未曾解決，故其前途如何，此時似未能即行斷定。經濟現象，是一種動態的變遷過程，其變動的經過為極繁複的因素所構成，各種因素彼此互相感應，互為因果，吾人絕不能就若干簡單的事實而斷定其得失利病。且一種制度的成功失敗，應經過相當時日之後始能論定，現在新制度可謂尚在試驗的初期，要據過去短期間的變動以測度其將來的變化，殆不可能。再中國的經濟恐慌，是多種因子造成的結果，其中有為貨幣方面的原因，有為經濟結構的根本缺陷，至於運用貨幣手段所能解決者，恐只為整個問題的一部分。再次，政局的變動，對於一國的經濟安定有甚大的影響，英國皇家國際協會在其第二次的國際金融報告中有言，“匯價與物價穩定的第一個障礙，就是政治因素的變化，戰爭與戰爭的謠言，可使整個的經濟機構完全破壞。”¹在中國，政治因素的變動尤難預測與控制，此實為新制度前途的一大威脅。在國內政局未曾切實安定，國際關係沒有切實保障以前，國內的經濟情形，隨時有受政治變動影響的可能，新制度的前途即永在不可知之中。

1. The Future of Monetary Policy p. 206.

吾人目前的問題，一在於使國內的各種經濟現象回復安定，二在於由經濟現象的正常安定中推進國內生產事業的發展，但這是一件艱苦而繁重的工作。自 1929 年世界經濟恐慌發生而後，各國經濟學者絞盡腦汁，各國政府竭盡精力，到現在回觀過去的成績，若干國家雖已漸有匡復之象，但就世界整個的情形看，前途仍為茫茫。中國的經濟結構，至不健全，政府的統制力量，又未能充分運用，要謀國內經濟的回復繁榮，其經過當遠較一般經濟發達的國家為困難。其次經濟活動的回復，以健全為唯一重要的原則，假如再走上過去同樣不健全的道路，則將來難免再發生更進一步的恐慌。¹ 曩近一般經濟學者，對於經濟健全發展的解釋，意見雖甚紛歧，但大體均以均衡觀念為基礎，由經濟各部門的均衡發展，以求得整個經濟生活的安定。惟所謂經濟均衡一詞，包括的觀念甚為繁複。對內方面，最重要者為各類物價的均衡，物價與成本的均衡，利率與物價的均衡，² 生產力與購買力的均衡，工資率與收益率的均衡，社會各階級利得分配的均衡，生產各部門發展的均衡，投資數量與消費數量的均衡等。在對外方面，最重要者為物價變動的均衡，利率水平的均衡與匯率對於國際收支及物價變動的均衡等是。此種情形，在中國的實現殆甚困難。中國的經濟結構，向來缺乏伸縮彈性，政府的控制力

1. "To adopt the former course would be to make almost inevitable further collapse in the future" Royal Institute of International Affairs; Monetary Policy and the Depression; p. 33.

2. Wicksell: Interests and Prices p. 189.

量又甚薄弱，因此對於若干種經濟現象，往往只能坐待自然力量的推移，而不能隨時運用適當的方法加以矯正，且因國內正確統計材料的缺乏，對於經濟現象的變化，往往不能有正確的認識，適當的措施，尤感困難。是以吾人討論中國經濟未來的發展問題，深感千端百緒，難於詳細分析，茲僅就比較重要的一般原則，略加討論，然後再對於各項問題，略加檢討。

(一) 中國經濟的發展的前瞻

近年來各國學者對於經濟衰落殊多解釋。貨幣論派以為衰落的原因純在於貨幣方面，而構造論派則謂其原因純在於經濟的構造方面。另有第三派學者，認為貨幣因素與非貨幣因素，同時存在，而其癥結在於當局未能充分運用貨幣政策，以抵消或減弱非貨幣方面的力量的影響。¹此外在各派之中，又分門別類，如英國皇家外交協會在其金融報告中所說，“有二十八人一同主張穩定物價，同時卻有二十種不同的穩定物價的意見。”²惟意見雖甚紛歧，關於經濟回復繁榮之一基礎觀念，則已漸趨一致，即社會投資率的增加是。英國皇家外交協會在其第一次的國際金融報告中有言，“經濟的進步，全賴於新的投資，至於投資之為貨幣現象或非貨幣現象，則為一種沒有結果的爭論，可以不問。”³

1. Monetary Policy and the Depression p. 21.

2. Monetary Policy and the Depression p. 79.

3. "It is on new investment that economic progress depends. Is investment a monetary or a non-monetary phenomenon? The question leads to an Inconclusive discussion," Monetary Policy and the Depression p. 21.

又於其歸納各家意見中言，“不問何種學派，均認為經濟的繁榮，基本的需要在於投資活動的回復。¹”關於投資增加與經濟繁榮的關係，Ohlin 曾有這樣的一段話“假如有人要問投資活動在經濟回復繁榮中的地位何以這樣重要，可以簡單的這樣回答，投資活動的擴張，同時即為資金和信用需要的增加，由此社會對於貨物和勞務的購買力亦同樣增加，其結果即為資本物的生產和雇用量的增加，”這就是經濟繁榮的第一步。²最近 Keynes 研究社會僱傭量的變遷，可說亦是從社會投資量的增減出發。據氏的意見，社會的僱傭量為兩種因子所決定，一是社會的消費傾

1. "All three views agree that the fundamental need for revival is to secure increased activity in the investment industries." *Monetary Policy and the Depression* p. p. 53.
2. "If it is asked why such an increase in investment activity should play so decisive a role in the revival of business, although after all it represents but a fraction of the whole volume of economic activity, the answer is not far to seek. Briefly, the explanation is this, that an expansion of the investment activity goes hand in hand with an increase in the demand for capital and in the volume of credit, so that the purchasing power used for buying goods and services likewise increases; moreover, the trend of this demand is such that production and employment increases in the very industries—those producing capital goods—that were hardest hit by the previous crisis." Professor Bertil Ohlin; *Now and Never*, Index Vol. VII. No. 77. p. 143.

向, (The Propensity to Consume), 一是新的投資率¹ (The rate of new Investment)。假如社會的投資率增加, 則僱傭量亦同時增加, 購買力和國民所得 (National Income) 亦同時增進。反之, 倘投資數量減退, 則社會的僱傭量減少, 社會購買力和國民所得亦同時低落, 經濟衰沉。在基本觀念方面, 各學者間的意見, 可謂大體相近, 而其不同之點則在於決定投資量增減的各種因子。自 Wicksoll 以後, 關於投資率的增減, 大體均認利率的高低是一個決定的主要關鍵。利率過高, 則信用收縮, 投資額減少, 物價低落。利率過低, 則信用膨脹, 投資率增加, 物價騰高。² 近時學者如 Mises, Hayek 和 Robbins 氏等, 說法雖稍有不同, 然其基本的觀念則仍未改變。³ 另一派學者, 則認為投

1. "The propensity to consume and the rate of new investment determine between them the volume of employment," Keynes; *The General Theory of Employment, Interest and Money* p. 30.

2. Wicksell; *Lectures on Political Economy; Volume II* p. p. 205-207,

also *Note on Trade Cycle and Crises*

wicksell; *Interest and Prices, Chapters, 7, 8.*

3. Mises; *money, Credit and Interest* p. p. 357-364.

Hayek; *Prices and Production* p. p. 85-88.

Hayek; *Monetary Theory and the Trade Cycle* p. p. 145, 151, 128.

Robbins; *The Great Depression* p. 37.

資數量的增加，其關鍵在於信心的回復，¹而信心的回復又在於經濟各部門的均衡發展。過去經濟衰落的癥結，在於工資率的缺乏伸縮彈性，不能與物價隨時調和。所以此派學者認為經濟的回復繁榮，其基本的觀念雖仍在於社會投資量的增加，但其所用的方法則為普遍削低工資率。工資率減低，則產業界可以恢復有利的地位，同時將經濟結構中不健全的部分除去，信心自可逐漸回復，社會的投資數量，即可由此增加，經濟自可回復繁榮。另一派學者，對於由減低工資或降低利率以刺激投資兩種見解，均抱懷疑，而提出另一種主張。這一派意見，可以瑞典經濟學者 Ohlin 氏的意見為代表。氏認單純的減低利率，擴張信用，不足以回復經濟的繁榮，蓋目前社會的購買力與生產力懸殊至甚，只靠增加信用，無濟於事，²而由普遍減低工資以謀與物價相調和，亦必無何種效果。蓋工資率減低，社會購買力亦連帶收縮，物價恐將加速下落，結果將更加重經濟的恐慌，³Ohlin 氏認為增加投資回復繁榮的方法，在於增加投資的利益或減少投資損失的危險，⁴

1. "Recovery can only come when confidence is restored" Monetary Policy and the Depression p. p. 39.

2. Index, Vol. VII No. 77, May 1932. p. 149.

3. Index, May 1932, p. 145, Monetary Policy and the Depression p. 45.

4. "It is necessary therefore to stimulate the demand for capital for investment purpose by improving the chances of a return on it, that is to say, by either increasing the possibilities of earning profit or diminishing the risk of loss." Index, May 1932, p. 149.

因此對於普遍減低工資，不表贊同，而主張應在不減低社會購買力的條件之下，謀生產成本的減低。其辦法即將生產工具的生產成本減低，例如關於房屋的建築，資本貨物的製造等的利率和工資率，應行削低，至於製造消費貨物的工資，則仍應保持，如是則生產物成本減低而社會購買力不受影響，產業界投資有利，社會投資的數額，自可增加。¹ 上面三種看法，第一派大體注重於利率的操縱方面，認為運用適當的貨幣政策，可以使投資活動回復，第二派注重於工資率的伸縮方面，認為工資減低之後，物價與成本即可回復均衡，投資有利，數量自可增加，第三派則認為投資率的增加，一在於維持社會的購買力，一在於減低資本物成本。此三者即所謂貨幣學派構造學派與中立學派是。各派的看法雖有不同，然歸納言之，增加社會新投資數量的方法，不外三點：一為利率應低，一為投資的利得應有保障，一為資本貨物的價格，應行降低。最近 Keynes 對於投資量增減的分析，較上述者更為精到，可謂總各派的大成。據氏的意見，社會投資數量的增減，須視資本貨物成本，投資之預期的收益與利率的高低為轉移。資本貨物成本和資本之預期的收益，即構成氏所謂資本的邊際效率 (Marginal Efficiency of Capital)，這兩者的關係，決定資本貨物的需要程度。假定資本貨物之預期的收益的現值比其供給價格為高，則資本貨物的需求增加，資本貨物的製造亦隨之增加，反之前者比後者低，則結果亦相反。由這種關係，可以看出資

1. Index, 1932 May p. 150.

本貨物的價格高，則資本的邊際效率減小，倘資本的價格低，則資本的邊際效率增大，反之，倘資本之預期的收益高，則資本的邊際效率亦同時增高，反是則降低。資本物的需要，即受此兩者變動的關係所決定。再據氏的說法，“某一種資本貨物的邊際效率，是根據他的預期的收益和他的供給價格而定的一種利率”¹。假如由這種關係定出來的一種利率，較之市場利率為高，那就是資本的需要價格 (Demand Price of Capital) 超過資本的供給價格 (Supply Price of Capital)，結果就是投資額的增加，反是則資本的需要價格小於資本供給價格，將無新的投資可言。² 如氏的說法，社會投資額的增減，實受三種因子所決定，一是利率，二是資本物成本，三是資本之預期的收益，倘利率減低，資本物之預期的收益增高，或資本貨物的供給價格降低，均可使投資的數額增大。Keynes 的分析，可謂比較詳盡，幾種重要的觀念，均已包括在內。減低利率，可以刺激投資，此為一般共同的見解，自不待言。至於資本物價格的減低，可以刺激投資活動，此與 Ohlin 氏所言，在思想的線索上可謂相同。關於資本之預期的收益，事實上是一個複雜的觀念，Keynes 雖以一種極艱奧的方法寫出，

1. "The marginal efficiency of capital (is defined) as being equal to that rate of discount which would make the present value of the series of annuities given by the returns expected from the capital asset during its life just equal to its supply price."

Keynes; the General Theory of Employment p. 135.

2. The general Theory of Employment p. 137.

但其理論則甚為尋常。假如人們覺出政局的前途安定，物價將繼續高漲，幣值的前途有穩固的保障，投資之預期的收益增高，當然一般生產者均願借入資金，從事生產，社會的投資數量將見增加。反之，倘政治的前途不甚安定，或物價有趨於低落的可能，或貨幣的前途不可預測，當然一般生產者將裹足不前，社會的投資數量將趨於減少。構造學派論社會投資數量的增加，以信心的回復為重要前提，此點與 Keynes 氏的說法，亦頗相近。由上面的論述，吾人可以得到一個綜合的意見，即是經濟的發展，其關鍵在於社會投資額的增加，而投資額的增減，則決定於利率的高低，資本物的成本和資本之預期的收益，而資本之預期的收益，則受多方面的因子的影響，政局的展望，貨幣的前途和生產的技術等，均為構成因子之一。

學者間的一般意見已如上述。中國的經濟結構雖與各國不同，但基本的原則仍可適用，中國經濟發展的前途如何，亦將視今後國內產業投資增進的情形而定。中國的改革幣制，在基本的作用上，可謂與各國的放棄金本位相同。各國放棄金本位的目的，在於減低利率，增加產業界對於投資前途的希望，再進而推進投資的活動，吾國改革幣制的目的，亦在乎此。中國新式產業的創辦，雖已有數十年的歷史，但各部門的產業組織，仍無基礎可言。就工業方面看，所有的工廠，均屬小規模的輕工業性質，至於基本的重工業，可謂完全缺乏。就農業方面論，到現在還是靠天吃飯的自然農業性質，至於科學的經營，可謂絕無僅有。今後的工作，就在於促進長期的投資，完成重工業的建設與推進農業

的機械化，除此而外所謂經濟的發展都是虛偽的。經濟的發展，根本的意義就是生產能力的擴張，亦就是生產投資的推進。這裏具備兩方面的意義，一是投資的數額必須增加，一是投資必須具有生產的目的。假如再像過去一樣投資於地產和公債，則其結果除造成更深入的恐慌外，將別無所獲。

吾人目前的問題，就是如何使資金運用於生產的途徑，簡言之，就是促進社會投資率的增加。這裏便包括利率政策，資本物成本與投資收益的保障等問題在內。即第一，低利政策，必須推行，第二，資本物成本必須維持低下，第三，對於投資的前途，應有充分的保障，茲分別略述其意義。

✓ 低利政策，可說是近年各國金融政策的中心，吾國經濟的發展，亦當以此為手段之一。中國的利率水準過高，壓迫廠家，增重成本，限制產業的發展，此為一種事實。故推進產業的第一步，就是減低利率。然此種政策的推行在金融機構完備的國家，並無困難，只要中央銀行的政策一有改變，全國利率，立即可以感受影響。且自各國放棄金本位後，利率的移動不受中央銀行金準備的限制，低利政策，更可自由運用。但在中國，這種政策的推行，事實上仍多困難，而各種困難之點，又均非短期間所能解決。第一，中央銀行統制金融的力量，尚甚薄弱，所謂再貼現政策與公開市場運用政策等，事實上均尚未推行。且一種制度，必經過長時間的推行而後能養成一種機械的動作，發生普遍的影響。中央銀行在過去既未能養成這種機能，即使於短期內推行這種政策，恐亦未能即有左右市場的效能。第二，中國所謂民族資本的積蓄，實

際至爲薄弱，國內經濟的開發，實有賴於國際資金的流入。但國際資金的流動方向，以投資利得的高低爲決定的條件。爲使國際資金有流入的可能計，低利政策的推行，自不能不有所限制。且國際資金的流動，亦應以安全爲前提，中國對內對外的情勢既極不安定，投資的危險性極大，利息之中，一部分卽爲保險費，倘利率水準太低，則不但國際資金之流入將受限制，卽一部分內國資金，恐亦將有外流的危險。第三，低利政策的實現，以資金之活動運用爲重要條件，但中國商場中的一般習慣，不論長短期資金的活動多仍採放款與記賬的方式，因此資金多數爲賬面所呆攔，信用的週轉能率深受限制。在商業習慣沒有改變以前，全國利率水平的切實減低，實甚困難，但商業習慣的改變，是一件極長時間之事。第四，中國民族資本的積蓄，既甚薄弱，而政府公債的發行，達二十餘萬萬元，國內利率水平之高，一個重要原因在此。中國財政要於短期內達到收支的平衡，恐甚困難，假如政府再繼續採取公債政策，則利率水平的降低卽無可能。是以低利政策的推行問題，實包括銀行組織的改造，新式資本市場的創立，外資的利用，商業習慣的改變，以及政府財政基礎的健全等問題在內，低利政策推行的前途如何，亦將視上述的工作完成的程度而定。

✓其次，資本物價格的高低，與生產者投資的心理有密切的關係。我國產業發展的過程中，資本物的取給，實爲一大問題。年來國內論經濟復興者對此點多未加以充分的注意，關於資本物與經濟發展的關係，吾人可以蘇俄爲例。蘇俄的所以顯在極不利的交換條件之下從事於對外貿易，其惟一目標，卽在於取得發展國

內生產事業的資本貨物。但資本貨物取自國外，仍不是根本的辦法，是以蘇俄的第一次五年計劃，即集中力量於重工業的建設，其目的即在於完成產業化進程的基礎，使資本物的需要能夠不仰給國外。中國的產業較蘇俄更為落後，中國經濟的發展，更有賴於新式生產工具和生產方法的運用，是以增加國內資本貨物的設置，實更為重要。¹ 中國的經濟組織和蘇俄不同，蘇俄的資本貨物可以依照一定計劃生產，但中國無所謂計劃經濟可言，產業活動實際仍採資本主義社會的投資方式。中國的產業活動，既仍以私人的投資為重要，政府惟有居於補助的地位，運用適當的政策減輕產業界資本貨物的成本負擔。產業界經營生產事業，資本物成本占成本構造的一個重要部分，且這種成本，在產業開始時即應支出，又多為一次支出，故資本物成本的高低，對於投資額增減的影響殊大。假如資本物成本特殊昂貴，當然可以減弱一般人從事產業活動的勇氣。人民創辦新事業的念頭多將為之打銷。這是一個事實。假如一部機器，原來售價為十五萬元，現在減為十萬元，一般產業界經營產業的念頭當然感受刺激。反之，如售價增為二十萬元，則企業家必多躊躇不前。惟中國的資本貨物，多自國外輸入，故其價格問題亦和匯價問題有關。就理論言，

1. 吾國機器製造工業，據調查資本在十萬元以上者十二家，萬元以上者八十家，三千元以上者一四四家，資本總額 4 296,000 元，每年產品總值 10,152,600 元。資本總額，實猶不敵一部較大之機器，出產總值僅一千萬元，以全國每年消費之巨，實完全不占地位。金城銀行 24 年營業報告 p. 40.

吾國匯價倘能穩定於較高限度，則資本物的價格當可較為便宜。但如前面所言，匯價穩定率過高，將發生種種不良的影響，即（一）出口不利，收支差額增大，匯價本身亦將不能維持。（二）匯價政策，對於消費品與生產品的影響相同，高度的匯價便利資本物的輸入，同時亦便利消費物的輸入，就吾國情形，消費品的輸入恐將更大，本國產業反受壓迫。故由匯價政策的運用以吸收資本物，恐無何種效果。蓋一種可以吸收資本物的匯價，必非同時可以阻止消費品輸入及維持收支有利的匯價。所以吾人認為於匯價之外，仍應採取其他手段。第一關稅政策必須運用。對於消費物的輸入，稅率應特別提高，資本物的輸入，即可相對有利。蓋消費物的稅率提高，則其在國內的售價亦高，資本物則不受關稅影響，價格自可相對便宜。再消費品的入口稅提高，則生產工具輸入後的從事生產，不至受洋貨的壓迫，投資之預期的收益增大，更可以鼓勵資本物的輸入。此外，消費品入口稅提高，亦可促使收支有利，增強匯價的穩定能力，間接亦可增強投資者的勇氣。故吾人認為關於資本物問題，第一步就是關稅政策的運用。第二，政府對於資本貨物的輸入，亦可直接給與信用上的便利。這裏可分兩方面，其一，政府銀行對於重工業機器工具的輸入，直接給以信用上的援助。關於這點，吾人認為可將中交兩行之一，直接改為調劑長期產業信用的銀行，其業務完全以生產者的信用援助為目的，凡產業界向國外購買生產工具，即由此等機關直接予以信用上的便利，或則低利貸給款項，或則代負信用擔保之責，產業界在國外的信用能力，自可由此增大，其二，政府對於國外

重工業機器的輸入，亦可直接予以信用上的擔保。關於這點，可以英國對外的商品放款為例。英國政府前為促進對俄貿易，曾由政府擔保對俄的商品輸出信用，新近成立的中英信用放款，亦係採取這種方式。吾國目前為促進資本貨物的輸入計，對於大宗重工業生產工具的輸入，似亦可採取這種方式，由政府直接擔保其債務。國內產業界購買國外生產工具，有國家銀行特殊信用調劑上的便利，而國外向中國輸入此項工具，又有政府為之擔保其信用，對於重工業機件的輸入，或可有相當的幫助。第三，政府在國內亦可採取國營的方式，直接從事於生產工具的製造。蓋資本貨物取自國外，雖為產業發展初期所必要，但這不是長久的辦法，今後仍當促進國內之自行製造。但國內的私人資本，甚為薄弱，大規模的生產工具製造廠，恐非採取國營的方式不可。例如由政府與國外合作，在國內創辦大規模之鋼廠鐵廠農具製造廠等，此可以歐亞航空公司的組織為例，或由政府向國外成立信用借款，購買機器，直接在國內興辦重工業，以從事於生產工具的製造，此等方式，似均為今後所必採。此外國內如太原兵工廠廣西兵工廠等，均曾一度改為農具製造廠。今後政府倘能逐漸採取國營的方式，而以所製造的工具低價售與生產者或農民，亦不失為一種推進產業發展的方法。總之資本貨物的供給，為中國產業發展過程上的一大問題，吾人雖不能採用蘇俄的計劃方式以取得此項工具，但政府仍應運用各種可能的方法，以維持此等商品價格的便宜及取得的便利。蓋國內資本物的增加，直接表示社會投資額的增進，亦即表示生產能力的擴大，而促進資本物的增加，則以

資本物價格的便宜與取給的便利爲必要條件。Keynes 氏的所謂資本物邊際效率，其中的一個因子就是資本物的供給價格，至於 Ohlin 氏的主張，直接在於藉資本貨物成本的減低以刺激投資活動，這些意見，至堪吾人重視。最後關於產業界投資的保障，此爲中國目前最難解決的一個問題，蓋戰爭和戰爭的謠言，隨時可以使全部的經濟機構爲之破壞，這是中國經濟發展的一個重要障礙。國內國外的情形既極不安定，金融市場無時不可以發生紛擾，資金的供給，無時不可以出現變態。在這種情形之下，如 Robbins 氏所說，除流動性極大的投機事業外，對於長期的產業投資，殆無人願出而冒險。過去中國的投機事業盛極一時而產業則極度衰落，這也是一個極重要的原因。假如今後的資金再因政局的不安定而走上短期投機的道路，則經濟的健全發展，終無可能。除政治問題之外，最足以啓人疑慮者就是政府的財政和匯率的維持。中國財政，要於短期內達到收支的完全平衡，事實上恐甚困難。在財政收支不能澈底平衡以前，即隨時有成通貨膨脹的危險。在此情形之下，要希望人民能放膽投資，擴張產業，實爲極端難能的事。其次，自幣制改革以後，國內外的信心，實全繫於匯價的維持，但政府的穩定的匯價，自始即有偏高之嫌，能維持至如何長久，實爲極大的疑問，且政局的變動，財政的膨脹，隨時均可以對匯價施行壓迫，此尤足以影響人民對於投資前途的信心。投資就是一種冒險，愈長期的投資，則其危險性愈大。現在各方面的情形既極不安定，愈長期的產業，愈無人敢出而經營，銀行界的資金亦愈不敢投放於長期的基本產業，而其變態，必又爲

短期投機事業的活動，此實為經濟前途的莫大隱憂。但政治的變動，是很難控制的。吾人只能希望政府今後切實維持國內外情形的安定。第一，財政基礎的健全是絕對必要的，蓋財政收支不能平衡，不問所採取者為何種彌補方式，其結果均足以導成不能制止的通貨膨脹，在財政收支未能切實平衡以前，要望人民的信心回復是不可能的。但在目前，謀收入的增加恐甚困難，蓋所得稅雖已舉辦，遺產稅雖在籌備，但此等新稅，開征於始，能救濟財政至何種地步，尙未可知。所以吾人認為仍應切實從削減不生產的開支入手。第二，對於國內投機事業的活動，應該切實加以控制。蓋其結果一方面可使資金流入於不正當的途徑。減弱國民對於正當事業的投資能力，一方面則投機事業的活動，完全以投機者的心理作用為基礎，局面稍有變動，即足以導成不能制止的恐慌，此為經濟不安定的主要原因。第三，對於國內不健全的金融組織或產業機關，應該切實促其改組或清理。不健全金融機關或產業組織的存在，為人心不安定的一個主要原因。Robbins 氏曾謂在恐慌發動之後，“其足以影響人民的信心者，當無過於不健全產業，產業界的全部空氣，無不受其影響。當產業逐漸出現困難時，謠言繼之而起，人們開始岌岌自危，雖基礎穩固的產業，亦不能不發出警告，使其地位更具流動的性質。商品市場亦然，當大宗商品充滿市場出售時，物價雖暫時不跌，但人們的神經已經感受刺激，……破產的恐懼較之破產的本身更為可怕。”¹ 中國的金

1. Robbins: The Great Depression p. 72.

融機關和產業組織，多不健全；此爲一種事實。假如今天有一家銀行倒閉，明天又一家公司清理，則信用市場將永遠不能安定，人們信心的回復即永無可能。第四，政府對於若干種長期的投資，應直接給與擔保，此點直接即爲 Ohlin 氏所主張。目前國內國外的情形既極不安定，愈長期的投資則其危險性愈大，銀行界的資金，亦即愈不敢向這方面活動。但從中國整個的經濟前途看，非從根本處發展長期的投資事業，實無何種希望可言。但政局的變動既隨時足以爲此種投資的威脅，惟有由政府出而活動，對於銀行界投資於若干種長期的事業，直接由政府給以擔保，使投資者無所顧忌。第五，對於若干種基本的產業，事實上非國內的私人資本所能經營者，惟有採取國營或官商合辦的方式，由政府領導創辦，近年來各國因私人投資的衰落，政府乃出而活動，直接投資發展公用事業及國營事業，藉以增加僱傭的數量及社會的購買力，美國的復興政策，即其一例。吾國目前私人資本既極薄弱，而政局不定又足以影響一般投資的心理，是以惟有採取國營或半國營的方式進行。幾年來，國營事業進展頗速，各省政府亦時向銀行界商借款項以創辦事業，假如所辦事業能作合乎經濟原則的經營，實不失爲一種促進經濟發展的良好方法。就吾國目前的情形看，政府的經濟活動範圍的推廣，實爲絕對必要，吾人雖不能嚴格採取蘇俄的方式，一切事業均由政府計劃進行，但近年來歐美各國經濟復興的過程，亦足資吾人參考。

中國經濟的發展，吾人認爲只有從推進長期的產業投資入手，而其條件，則爲低利政策的推行，資本物成本的減低，與投資

收益前途的有確定保障，此為吾人的基本認識。但關於低利政策的推行，資本物的價格與投資前途的保障，關係的方面甚為複雜，如外匯的穩定政策，物價變動的趨向，財政收支的平衡，中央銀行的保障，銀行組織的改造，與及外資的利用等，直接間接，均與上述三者有密切的關係。上面所言，僅其綱領，吾人茲再就各項問題，逐一提出討論。

(二) 匯價穩定問題

中國的新貨幣制度，雖無適當名稱，但就形式上看，頗與外匯本位制相似。外匯本位的一個特點，就是對外匯價的完全穩定，其機械的動作即為由國家銀行依照一定價格購售外匯，其附帶條件，則為保有外匯或等於外匯的發行準備。新制度的中心要點，既在於匯價的穩定，所以關於匯價穩定的各種理論，均可適用。

匯價穩定與國內經濟的關係，為近來貨幣理論界爭論甚烈的問題。據 Keynes 氏一派學者的意見，認為倘國外物價不能同時保持穩定，則匯價與物價兩者必須犧牲其一，穩定匯價，必須犧牲國內物價，安定國內物價，必須犧牲匯價。但保持國內經濟的安定，更為重要，故氏主張在此情形之下，寧犧牲匯價而安定物價。¹ 近來學者對此問題，意見雖仍紛歧，然大體可分兩派，一派師承 Keynes 氏的說法，認匯價穩定與物價穩定，兩者同時

1. Monetary Reform p. p 154-155

不可得兼，而以穩定物價為重要。一派則認匯價與物價的穩定，並非處於絕對衝突的地位，匯價穩定，亦可以幫助國內經濟的安定。然關於後一種看法，其中心觀點仍在於國內經濟的安定，惟認為匯價穩定與此並無衝突。至於主張國內經濟情形可以不問，而匯價應絕對穩定者，殆無其人。誠以在國際金融局面尚未澄清以前，保持匯價穩定，實至為危險。蓋穩定的匯價，學者名為國際政治經濟變動極良好的傳染媒介，匯價穩定之後，國際間所有的一切變動，均可藉匯價傳遞於國內，本國完全失去抗阻的能力。¹此在國際政治經濟局面極不安定的現在，實為至不適當的政策。至於在一個產業落後的國家，是否應該保持匯價的絕對穩定，尤有考慮餘地。蓋對外匯價既已穩定，則本國即不能施行獨立的貨幣政策以推進本國自身的經濟發展。以產業落後的國家與經濟發達的國家採取同一的匯率，是否於本國有利，實為一大問題。再一方面，現在各國幣值，高低不齊，且隨時可以發生變動，一國要同時穩定各國匯價，實不可能，故若干國的匯價穩定，若干國則仍在變動之中，本國經濟仍受多方面幣價變動的影響，而因本國匯價已與某些國家相聯之故，反不能隨時運用適當的政策，以謀對抗。匯價的穩定既有上述的弱點，故主張絕對穩定匯價者絕少。中國目前情形甚為複雜，匯價穩定政策，是否有利，尤值得吾人多方面考慮，茲分別言之。

1. Macmillan Report p. 98; Adarkart 'The Theory of Monetary policy' p. 70.

主張匯價必須穩定者，其理由可分數方面。第一，中國經濟落後，國內經濟的開發，有待於國外資金的流入，而對於長期產業資金的需要，尤為迫切，為使國際資金有流入的可能計，匯價有保持安定的必要。第二，一國經濟的發展，對外表現為貿易的增進。以中國之大，過去在世界貿易中並不占重要地位。匯價穩定之後，出入口當可增加，這間接可以助成國內經濟的發展。且吾國產業的推進，有賴於國外生產工具的輸入，故匯價尤有穩定的必要。第三，外匯穩定，可使本國物價變動與外匯依以穩定的國家的物價保持一致，而在我國外匯依以穩定各國，其穩定物價的力量較大，我國可以藉匯價穩定下物價之自動的調整，使國內物價與各領導國一致，以避免孤立的變動。上述三點，可說是贊成匯價穩定的主要理由。但從另一方面看，似均不無可以討論的地方。第一，中國目前，需要國際資金的流入雖為一種事實，但國際資金能否純由匯價的穩定取得，則為甚大疑問。其理由可分數點。(一)外匯穩定，只為外資流入的若干條件之一，假如國內的工商業每況愈下，或金融組織缺乏健全，或政治局面財政情形不甚安定，則匯價雖已穩定，外資仍無流入的可能。(二)匯價穩定，除有極強固的經濟基礎的國家外，事實上甚難吸得國際的信仰，外資的流入，有時反遭受阻礙。(三)匯價穩定之後，假如政府不能充分顯示其維持的能力，則國際資金縱有流入，恐多屬短期性質，但短期資金對於一國基本的產業發展，幫助甚少，且足以增加匯價的意外風險。實際上國際資金的流入往往視乎一國的償債能力而定。假如國內經濟發展甚為猛進，償債能力增大，藉新

產業以吸收新資金，則國際資金的利用，可以沒有限制。美洲新進各國，即是先例，否則，不問匯價如何穩定，國際資金均無流入的可能。故一種匯價如能適合國內的產業發展，當然可以促進國際資金的流入，否則，不問如何穩定，終難產生此種效果。且國際資金的利用，將來總當由本國國際收支的剩餘以支付。將來如無收支的剩餘完結這種債務，則收支差額逐漸增大，匯價的本身亦將不能維持。但國際收支的剩餘，當以輸出貿易的有利為基本條件，一種匯率在現在可以鼓勵國際資金之流入者，將來未必可以利用同樣的匯率促進國內商品的輸出，以造成收支的剩餘。這點甚為顯明。假如匯率始終保持不變，則將來的輸出貿易只能受現在同樣的保護，吾人殊無何種把握可以說將來必有收支的盈餘以抵消現在的債務。假如收支差餘不足以抵還債務，勢必至於借債償債，終則借債不足以償債，最後則國際資金的流入亦將完全停止。所以在理論上，現在穩定匯價以吸收國際資金，假定其他情形不變則將來似須更換另一種較有利的匯價，然後始可使國際債務完結。故純從國際資金的利用方面看，始終保持匯價的穩定，不但不適當，且本身亦生矛盾。

第二，匯價穩定之後貿易可以增進，傳統的觀念如此，但這裏所應研究的問題是這種增進，是否於國內的經濟發展有利。

(1) 中國是一個入超數額極巨的國家，匯價穩定以後，即使貿易數額可以增加，但如輸出輸入增加的機會均等，直接的意義就是入超的數額增大，這對於匯價穩定的本身，已經是一種直接的威脅。或有謂匯率既經降低，則輸出可望增加，輸入當可相對減少，

入超數額可不至擴大。但匯價降低，其影響只能及於短期內的輸出入，而匯價穩定，是一種長期的現象；故自長時間言，輸出入所受的影響當屬均等。(2)就一般學者的研究，入口貿易的銷場在國內，出口貿易的銷場在國外，在匯價變動之下，入口貿易所受的損害甚於出口貿易。匯價穩定以後，入口貿易所得的利益，則較出口貿易為大，如是則匯價穩定之後收支差額，恐更有增大之處。(3)中國對於輸入商品的需要，伸縮性甚小，而國外對於吾國商品的需要，伸縮性較大，匯價穩定以後，輸入數額的變動必小，反之輸出則因國外需求伸縮的關係，本國又不能隨時運用適當的匯價政策加以矯正，其變動恐將較前更大，短期收支差額波動，恐將較前更甚，此對於匯價穩定本身，亦為一種不良的影響。再如 Adarkar 氏所說，匯價穩定，雖可使一般中介商免受匯價變動的風險，但不能保障國內生產者所得的售價，能與其成本有固定的關係。¹ 匯價所能保障者為一般中介商，至於生產者所處的地位，則仍當視匯價高低是否對彼有利而定。假如一種匯價對於生產者的地位不利，但仍繼續保持穩定，是犧牲生產者而保障中介商，其為不適當的政策，可不待言。中國目前，猶有一種事實

1 "Except to the extent that the middleman is protected from the risks of fluctuating exchange, exchange stability does not and cannot protect the producer for export, as there is no guarantee in it that the prices which he secures for his products would have any definite relation to his costs."
Adarkar; The Theory of Monetary Policy p. p. 69-70.

值得考慮，即中國所輸出者以農產品占多數，而各種主要農產品，如茶、桐油等，國外競爭的商品現正在發展時期，其品質又較吾國所出產者為佳，穩定的匯價決不能給與此等商品以特殊的保護。吾國穩定匯價，實無異給與國外此類競爭物品以發展成熟的機會，將來的出口，恐更感困難。此點似亦有注意的必要。再一般以為匯價穩定以後，國外生產工具可以輸入，此點亦不無可以討論之處。中國的輸入商品，消費品一向占絕對多數，至所謂生產工具，實僅占一個僅小部分，匯價穩定以後，消費品與生產品所受的影響亦屬均等，生產品輸入多，則消費品的輸入更多，消費品輸入多，國產工業亦即多受一層壓迫，國產工業感受壓迫，則資本物的輸入恐反因之而減少。這裏可以看出由匯價穩定以吸收資本物，其本身亦包含一個矛盾。故從對外貿易及資本物的需要方面看，匯價的保持絕對穩定，似亦無何種理由。

第三，藉匯價穩定後物價之自動的調整使國內物價與主要國物價發生聯繫，以避免孤立的變動，此說亦甚有討論餘地。誠然近年來各主要國如英美等的物價已經甚為穩定，我國物價能與各主要國的物價協調，固可有助於國內經濟的安定，但這裏至少有二點是值得考慮的。其一，中國的生產，以農產物占絕對重要部分，但農產物的價格，受多種不能控制的力量所支配，即一方面產量不能和物價隨時發生調整的作用，一方面產量因受自然勢力的影響，隨時可以使物價發生變動，在水旱無常的中國，此種情形尤易發生。且就產業進化的過程說，農產物的需要有不漸遞減的趨勢；故農產價格的變動，自長時期看，當較其他物品

爲劇。¹ 所以一般學者早已指出在農業國，穩定的匯價可使物價的變動更烈。吾國穩定匯價，恐不免發生同樣的結果。其次，認匯價穩定之後，本國物價變動可以與各領導國保持一致的看法，實以物價之自動調整之理論爲根據。但嚴格分析，此點恐也不能成立。匯價穩定下物價自動調整的理論，即謂當收支不利時，市面對外匯的需要增加，銀行售出外匯，收回國幣，本國貨幣流通數額減少，物價下落，同時國外方面則因收支有利，購買力增加，物價上漲，因之輸入容易，輸出困難，收支恢復均衡。倘本國收支有利時，則動作相反。照這種說法，外匯本位，可以維持於不敗，但所謂物價的自動調整，顯然只以狹義的貨幣數量說爲根據，同時且應假定國外對於商品的需要彈性相同及時間性的無關重要。但物價的變動，爲繁複的因子所造成，當收支不利時，銀行雖售出外匯，收回紙幣，但不一定能使物價爲適當程度的低落。在中國這種理論的適應程度更小。試思國內經濟結構的鬆懈及影響物價因子的繁複，即可瞭然。再在國外方面，亦未必因其對我國收支有利而相等的增加其通貨，提高其物價水準以幫助我國國際收支均衡之回復。其次，國內外經濟進展的階段不同，國內外對於商品的需要彈性，顯有差別，物價的變動對於商品的輸出入，未必可有靈敏的矯正作用。此在中國，更覺成爲問題。(一) 中國所輸出者多數爲農產品，國外的需要彈性甚大，本國對國外

1. League of Nations: The Course and Phases of the World
Economic Depression. p. p. 28-43.

工業品的需要，則伸縮性甚小。(二)中國的生產能力甚為薄弱，事實上甚少擴張或收縮餘地。例如在必須增加出口以平衡收支的時期，因本國生產能力的限制未必即有商品可以輸出。再一方面，貨幣數量物價與貿易三者的矯正作用，例為一種長時間的過程，並非立即可以收效。因為上述諸種原因，所以物價之自動的調整一說，亦無何種成立的根據。再就中國經濟發展的前途看，匯價似亦無始終保持穩定的理由。第一，中國民族資本的積蓄，實際甚為薄弱，且國內政治情形不甚安定，投資多含一種冒險的性質，而國內的生產技術，一時又無驟行改進的可能，此時為鼓勵產業界增加其投資計，似有暫時使投資的利得界限 (profit margin) 稍為廣大的必要，是以國內的一般物價似應於穩定中稍使其有溫徐上升的趨勢，學者如 Robertson 氏等，早有此種主張，¹ 國內物價既有採取緩性漲勢的必要，假定國外物價不與我國有同情的變動，則匯價即應令其採取同樣緩性低落的趨勢。否則物價上升而匯價固定，國際貿易上將不免感受不利的影響。第二，中國經濟的發展，是一種長時間的過程，在發展的初期，必然的一個方式就是國外資本貨物的輸入，藉以促進國內生產能力的擴張，最後則利用本國的生產力以發展對外貿易，提高人民的生活程度。在這種發展的過程中，我們似乎需要一種有伸縮性的匯率，藉以保障國內市場，使消費物的輸入逐漸減少，庶國內新興

1. Robertson; Banking Policy and the Price Level p. p. 39, p. p. 57-58. p. p. 101-103. Moley p. 138-p. 140.

的產業，不至感受壓迫。第三，在產業發展的過程中，勞工組織將見逐漸強固，工資構造恐將更見固定，國內的成本構造，將更見缺乏伸縮彈性。成本構造的缺乏伸縮彈性，一方面足以減弱本國商品在國際市場中的競爭能力，一方面則可以使國內生產的各部門，容易發生脫節。為使輸出商品在國外較有競爭的能力及經濟各部門較有調整的彈性計，似有使匯價稍具伸縮移動的餘地的必要。第四，一種適當的匯率，應與一國的國際收支所決定的自然率相接近，否則，倘所定匯率非本國的收支能力所能支持，則將來終有崩潰的一日。吾國所定的匯率，吾人前已指明其有偏高之嫌，此時似有使匯價於相當限度內稍能自動漲跌，俾作多方面的試驗的必要。基於上面各種論點，改革幣制時同時明白宣布穩定率，實至為不當，惟匯率既已宣布，即不能輕易變動，以免引起人民的懷疑。但吾人認為今後的所謂匯價穩定，似應從廣義方面解釋。原則上上所宣布的匯率應該繼續維持，但外匯的買價賣價則應逐漸擴大。在賣價與買價擴大的掩護之下，逐漸使匯價降低，此似為唯一的補救辦法。再一方面今後的匯價亦應避免與任何一國發生固定的關係。凡幣值穩定的國家，吾人即對之保持穩定。凡幣值變動或再度貶值的國家，吾人對其匯價應即放任變動或使之低落，以為消極的對抗，但自幣制改革後，國內外的信心全繫於匯價的安定，今後匯價的移動伸縮，仍應以不激起國內的經濟調整及不影響人民對於投資前途的信心為限。

外匯必須維持有伸縮性的穩定，如上所言。但外匯穩定，事實上甚為困難。在中國尤然。上述各點不過為今後對於匯價應採

的政策，至於如何支持匯價的穩定，仍成爲問題。匯價的維持，視外匯準備是否充實，及今後國際收支的是否有利而定。而匯價的長期穩定，實以國際收支爲重要。但在吾國目前產業均無基礎，收支的轉向有利恐爲一種長時間的過程。改革幣制以來，入超數額雖然減少，但浪人走私，無從估計，到底貿易改善至何種地步，殊不易言。再證以改革後資本貨物入口的無何增進，產業前途，實未有何種曙光可言，且因政治局面的不安定，長期國際資金的流入，恐也未容多存奢望。國際收支的徹底改善，要在於入超數額的減少。關於此點吾人認爲當前有二事最爲重要。(1)浪人走私，一方面影響關稅收入，破壞財政平衡，一方面影響產業界的正當投資，間接亦可以造成收支差額的增大。當前不問爲謀財政收支的平衡，或改善國際收支，對於走私一事，均有設法加以制止的必要。(2)中國的對外貿易有兩種矛盾的現象，一是國內產業的發展，有賴於國際資本貨物的輸入，一是爲謀收支的平衡，應使輸入的數額減少。在這種情形之下，吾人認爲適當關稅政策的運用，實至爲必要。關於資本貨物的輸入，稅率應行減低或免除，至一般消費品奢侈品的輸入，稅率應特別提高或完全禁止。這就是說運用關稅政策以促使輸入總量的減少，但同時仍使國內所需要的生產工具可以輸入。其次，外匯準備的充實，自長時間言，固將視國際收支的情形而定，但在目前，仍有數點值得注意。其一，證以改革後所集中的白銀額數，白銀恐仍有一大部分散存民間，此時應繼續施行集中政策，且海外銀市的變化，尙在不可知之中，銀貨集中之後，應即加以措置。同時去年五月間財政部長

所宣言的 25% 的銀準備，亦無繼續維持的必要。目前所要者為外匯準備的充實，白銀存留國內，不單一無所用，且於緊急事變發生時，足以發生極不良的影響。蓋銀貨之集中都市有遭損失的危險，而散存民間，又足以影響法幣的流通，破壞法幣的價值。在國際危機緊迫的現在，對此點尤有加以注意的必要。其二，關於國家銀行無限制購售外匯一事，今後似亦應略加改變。目前國內外的情形，甚不安定，投機活動與資金逃避，隨時可以發生。為防止這種風險計，外匯供給，應以正當的商業需要為限。凡屬投機目的的交易，應完全予以拒絕。其三，外匯買賣的集中，可以增強穩定的力量，此似為今後應採的政策之一。關於這點，吾人將於討論銀行組織的改造時，再行述及。

(三) 經濟安定與物價政策

中國目前需要長期的產業投資，而為增進人民投資的勇氣計，又必須維持國內經濟情形的安定，給與人民投資前途以充分的保障。Robbins 氏曾謂“經濟復興的第一個條件就是信心的回復，倘人們對於投資前途缺乏信心，則除極具流動性的事業外，必無人願出而經營。……基本產業的興起，完全視乎人們是否願作長期的冒險而定，事業就是冒險的一種假設，但假如危險性太大時，羣將裹足不前。”¹ Keynes 對於社會投資量增減的分析，其觀點亦全着重於資本之預期的收益，亦即是人們對於投

1. Robbins; *The Great Depression* p. 160-161

資前途的信心，¹ 氏曾謂在產業界對前途完全缺乏信心的情形之下，雖將利率盡量降低，以至於零，亦不能引起新投資額的增加。² Ohlin 氏曾主張政府對於若干種類的長期投資，應給以直接的擔保，其用意亦無非在減少投資的危險性，增強人民的信心。³ 人民的從事於產業活動，其目的在於取得利益，但假如收益的前途沒有保障時，當然無人願出而冒險，是以近來學者的討論經濟復興，無不以經濟情形的保持安定為中心，惟有在安定的情形之下，產業前途始有保障可言。Brinley Thomas 氏謂“貨幣政策的目的，就在於減少經濟的冒險及因危險而造成的障礙，”⁴ 吾人今後的貨幣政策，亦應以此為目的。

但所謂經濟安定的意義一般每解釋為物價或物價水平的安定，此顯然為一種偏面的見解。蓋物價變動，僅為經濟現象的一部分，且在穩定的物價之下，假如成本與物價不能調和，或各類物價穩定的程度失去均衡，或所穩定的物價與國民的所得構造 (Income Structure) 不相適合。則經濟現象，仍隨時可以出現

1. Keynes; *General Theory of Employment Interest and Money*
p. 148-149.

2. Keynes; *General Theory of Employment Interest and Money*
p. 320.

3. Ohlin; *New or Never*; Index Vol 7 No. 77 p. 149.

4. Brinley Thomas; *Monetary Policy and Crisis, A Study of Swedish Experience* p. 77.

變動，此點 Mises Hayek 和 Robertson 氏等，已詳言之。¹ 英國皇家外交協會的兩次金融報告，均以“價值之持續穩定”(Continuity of Value) 為中心觀點，所謂“價值之持續穩定”一詞，該報告謂係就“物價與成本保持固定的關係”² 而言，亦即是利得界限 (Profit Margin) 的穩定。此種觀念雖已較單純的物價穩定的解釋為進步，但仍有偏狹與空洞之嫌。蓋一方面物價與成本僅為經濟現象的一部分，一方面則物價與成本均為繁複的因子所構成，不能以物價與成本的關係一種觀念全行概括。經濟現象，是一種動態的變遷過程，經濟的安定，應是經濟構造中各種因子的變動過程的互相保持均衡調整之意。某些因子的變動太速或某些因子的固定不變，均足以使經濟構造發生脫節。適當的經濟政策，應以保障經濟現象之均衡發展為目的。貨幣是經濟現象中最重要的部分，貨幣價值變動太速，固足以激起整個經濟社會的變動，但物價保持不變，未必便可以制止恐慌的發生。吾人所謂貨幣價值的安定，應從廣義方面解釋，即是貨幣價值與

1. Mises; *The Theory of Money and Credit* p. p. 137-145.

Hayek; *Prices and Production* P. p. 75-76. p. p. 99-100.

Hayek; *Monetary Theory and the Trade Cycle* p. p. 103-132.

Robertson; *Banking Policy and the Prices Level* p. 32.

Ohlin; *The Inadequacy of Price Stabilization*; Index V VIII p. 252.

2. "Continuity of Value [is defined] in terms of stable relationship between Prices and costs-that is a stability of the profit margin. *The Future of Monetary Policy* p. 60.

其他經濟現象的保持均衡是。Robertson 氏謂貨幣政策，絕不應以防止物價水平的一切變動為目的，而應容許對於生產成就適當之改變的變動的出現，同時防止足以使生產的變動超過其適當限度的變動。¹ 哥倫比亞大學經濟復興報告中曾有這樣的一段話² “為保持經濟的均衡調整起見，第一件需要者即為價值尺度之保持比較的安定。……但吾人認為價值的安定，並非物價的不偏不倚之意，物價之度量價值，並非如尺寸之度量長短，雖物價不偏不倚的目的可以達到，但此是否為吾人所需要，殊是疑問。……吾人所需要者為防阻價值尺度之經常的或短期的劇烈變動，這裏需要儲蓄，消費，與資本擴張的保持適當的平衡。”如上面所說的廣義的貨幣價值的穩定，似乎是比較可以同意的。經濟現象，無時不在變動之中。儲蓄與投資的習慣，商品的性質，人們的需要，工資率的構造，稅則的高低，以至於財政收支投機活動等，均無時不在新陳代謝之中。³ 物價水平的保持不變，則適當的調整變動，無從出現。且物價既為經濟現象之一，此一部分

1. "The aim of monetary policy should surely be not to prevent all fluctuations in the general price-level, but to permit those which are necessary to the establishment of appropriate alterations in output and to repress those which tend to carry the alterations in output beyond the appropriate point" Robertson; Banking policy and Price Level p. 39.
2. Economic Reconstruction; Report of the Columbia University Commission p. 45.
3. Macmillian Report; P. 93.

固定，亦可以產生其他部分的失調。是以新近學者，對於穩定物價一說，已經深置懷疑。物價穩定與經濟安定，涵義並不相同，經濟安定是各種因子變動過程上的均衡調整之意，物價為其中的因子之一，變動過速或固定不變，均足以使其他部門發生脫節。晚近學者之主張狹義的物價穩定者，已經漸少。吾人當前的問題，似不在於物價的如何安定，而在於如何使物價的變動與其他因子協調。在這種前提之下，吾人茲一論今後的物價政策。

物價變動，應與成本保持均衡，這是防止恐慌及不健全膨脹的方法。近年來的經濟安定學說，雖各家的看法不同，基本的觀念，實仍在於物價與成本的調和。但所謂成本，包括原料工資利率生產效能（Productivity）等因子在內，而各個因子變動的方向和程度各不相同，且各級商品的成本中所包含各個因子的成數又不一致，所以成本與物價的均衡，事實上亦僅為一種籠統的概念。大體當工資，利率，生產效能，和原料價格等無大變動時，物價即應保持相當的穩定。當上述各種因子發生變動時，則物價即應向各種因子變動之總合的方向移動，以恢復適當的均衡。就中國目前的情形看，成本的構造實無何種伸縮彈性，其原因可分數點：第一，中國的生產工具，多自國外輸入，在匯價相當穩定的情形之下，假定國外物價不生巨大的變動資本物成本當也無何種變動。第二，中國因勞動力過剩，工人階級的競爭能力微弱，工資率的變動恐甚困難。第三，中國的利率水平，向來較國外為高，今後雖有減低的必要，但因關係的方面甚多，短期內恐不能實現。第四，生產能率的改進，在國外原為成本降低的一個重要原

因，中國各種工業的生產能率甚為低下，改進的可能性雖然甚大，但因資力的薄弱，科學研究的落後，短期恐甚難實現。因為上述諸種原因，所以中國產業界一般的成本構造的變動過程，恐甚遲緩。成本構造，既無何種變動，吾人的物價水準，似即應保持相當的安定，以避免失調現象的發生。但吾人這裏所謂物價安定，與一般所謂穩定物價的意義不同，吾人的基本觀點仍在於物價與成本的關係，將來成本的構造改變，當然物價亦應隨之而變動。且物價與成本應當保持均衡，係就長時間言，就吾國目前情形，這種政策似有加以適當的改變的必要。第一，因幾年來經濟的不安定，產業界的投資心理，頗受影響，此時似應稍為擴大利得的界限，使物價在其對於成本的穩定中，(Stabilized in Terms of Costs) 稍有徐徐上升的趨勢，藉以刺激一般人的投資心理。第二，中國民族資本的積蓄，甚為薄弱，一種緩性上升的物價，有強迫積蓄 (Forced Saving) 的效果，今後為增進民族資金的積蓄計，似有利用這種政策的必要。第三，如 Graham 氏所言，一種上升的物價，可以強迫游蕩的資金走上生產的道路，¹ 吾國資金，多屬游離性質，似可借此加以矯正。第四，物價採取緩性上升的方式，則愈長期的投資收益的希望愈大，吾國目前，亟待基本重工業的興起，採取這種政策，或可促使資金更向這方面流動。此外尚有一點，目前國內外的情形極不安定，期限愈長的投資則危險愈大，且國內的產業未有基礎，而投機事業則曾盛極一時，倘

1. Graham: Hyper Inflation Germany 1920—1923 p. p. 245—246.

長期的投資沒有特殊的利益，則資金恐仍將流入於短期投機的途徑，為矯正這一種趨向計，緩性上升的物價政策，似尤有採取的必要。是以吾人認為物價雖應保持與成均衡為原則，但仍應就目前國內情形，加以適當的改變，一方面則維持其與成本不至脫節太甚，一方面則使之稍呈上升趨勢，此以為今後的物價政策所應遵循的方針。最後尚有一點，值得吾人注意，中國因國內經濟結構的鬆懈，農業生產的占重要部分，所以各部門的投資對於利得分配 (Distribution of Profit) 的反應，甚不靈敏，不能隨時藉投資之轉移 (Shifting of Investments) 以調整各部門的收益，因此各部門的利得分配，甚不平均，購買力的分配，亦因之而失去常態。今後為使各生產部門的收益漸能回復均衡計，似有使各類個別物價於一般物價水準中稍有漲跌餘地的必要。再據 Douglas 氏一派學者的意見，價格獨占制度，是利潤膨脹和經濟不安定的癥結所在。¹在吾國目前，所謂獨占價格雖居於極不重要地位，但在產業發展的過程中，這種現象的發生，恐將不能避免。價格獨占足以使國內的物價組織，失去自然調整的作用，增重社會利得分配的不平均，今後對於這種趨勢，似也有隨時加以防止的必要。

總括上述各點，中國目前，似以採取一個鬆動式的緩性上升物價 (Flexibility of Individual Prices within a gently Rising general Price Level)，最為適宜。然就長時間言，仍應保持與成

1. Paul Douglas: Controlling Depressions p. p. 231—234.

本不致發生巨大的脫節爲條件，且今後匯價既經保持相當穩定，則物價的趨向，亦應與匯價維持相當的協調，是以所謂上升，其進程仍應甚爲遲緩。但上面所言，係屬理論上的觀點，維持適當的物價政策，事實上甚爲困難，在吾國目前，經濟機構甚爲鬆懈，政治局面又極不安定，而財政基礎又未能健全，要有效的操縱物價伸縮，更屬困難。今後適當物價政策的推行其關鍵仍在於金融組織的改造，政局的安定，與乎財政收支的平衡，

(四) 財政平衡與中央銀行的保障問題

歷史上的貨幣悲劇，無不由於財政膨脹造成，在財政收支根本不能平衡之下，人民的信心，決無回復的可能。Angell 曾概括歐戰起後各國的情形說“在這個時期，物價和匯價的變動，主要的決定於政府財政收支的狀況和政府穩定幣值的能力，……各國貨幣跌價最後幾年的現象，除人民的信心而外，無從加以說明。匯價物價的升降，與公私信用及紙幣流通的伸縮，並無機械上或數量上的關係，物價匯價的變動，遠超乎信用和貨幣所容許的範圍以外，且常在其先。……戰後歐洲各國經濟的復原，所採的方法雖有不同，但不問在任何一種情形之下，除先使財政維持平衡或趨向於確定平衡的道路外，不能維持長久。”¹ 財政收支不平衡，不問所採者爲何種方式，事實上均足以導成通貨的膨脹。(一)假如政府向中央銀行借款，則中央銀行的發行直接增

1. Angell: The Theory of International Prices p. p. 445—446.

加，通貨膨脹，立即出現。(二)假如政府採取發行公債的方式，則一般普通銀行仍可提公債向中央銀行貼現，其足以造成通貨膨脹，與直接向中央銀行借款無異。¹(三)假如政府不向中央銀行借款，亦不發出公債，而直接向一般普通商業銀行借款，其結果亦屬相同。蓋一般普通商業銀行仍必訴之於中央銀行的貼現政策。歐戰時的法國，即一顯著的例子。²(四)一般所認為最理想的辦法就是加重租稅，但租稅增收，必須假以時日，如政府先向銀行墊款而後增稅彌補，則租稅收入增加時，紙幣或已跌價，物價或已騰漲，新的虧空又已出現。如是則稅愈增而愈重，通貨數量亦將隨政府的預先透支而增大，結果亦將成為無所底止的通貨膨脹。此點 Cassel 教授與 Bordes 教授已經詳言之。³財政收支的澈底平衡，是經濟安定的基礎。但目前，中國實際很難達到這種目的。蓋人民的經濟力量薄弱，租稅組織，缺乏伸縮性，稍一不慎，即有釀成通貨膨脹的危險。雖然，苟政府深具決心，亦非絕不可能，歐洲各國在戰後紙幣價值跌落甚速的情形之下，仍能於

1. Ange'l; The Theory of International Prices p. 445.

2. Rogers; The Process of Inflation in France p. p. 39. p. p. 70—73.
Haig; The Public Finances of post-war France p. p. 213.

按法國當時一般普通銀行借款政府的一個附帶條件就是法蘭西銀行應負貼現之責。

3. Jack; The Restoration of European Currencies; p. p. 9, p. p. 8—9.
p. p. 26.

Bordes; The Austrian Crown p. p. 20—21.

相當期限內達到收支平衡的目的，¹吾國幣值安定，阻力當然更少。吾人固深望政府以金融前途爲重，竭力節縮開支，若待幣值發生劇烈變動以後，再圖挽救，恐已無及。蓋財政影響下的通貨膨脹，一經發動，卽屬不能制止。但政府財政情形既甚不確定，吾人目前，惟有切實增強中央銀行的保障，以爲消極的辦法。Schacht 氏謂 1923 年八月德意志銀行的通告不再墊款政府，是促進德國財政改造的一種動力。²吾國中央銀行倘有完備的保障，亦未始不可以促使政府從速改造財政。

一國的中央銀行，應以安定金融，推進經濟發展爲目的，保障中央銀行的獨立，具體言之，就是使全國的信用伸縮，不和政府財政發生關係。但政府向中央銀行借款，可以影響信用，政府發行公債或向普通銀行借款，亦同樣可以影響信用，是以關於這幾方面，均應加以限制。茲分別論之。

政府向中央銀行借款，直接卽成爲發行的增加，此爲通貨膨脹最直接的方法，是以戰後新成立的中央銀行，對此的限制甚嚴。各國所採的方法，第一爲限制借款的絕對數目，如德國荷蘭希臘保加利亞等，對於政府向中央銀行借款的最高數額，均加規定，愛索尼亞則規定政府向中央銀行借款，不得超過全年稅收六分之一，拉脫維亞 (Latvia) 露西亞 (Russia) 等則直接禁止政府向中央銀行墊款。第二爲限制借款的法定歸還期限，如德國，希臘，愛索

1. Jack: The Restoration of European Currencies p. 31.

2. Schacht: The St. bilization of the Mark. p. 117.

尼亞，保加利亞等，均規定政府向中央銀行借款，應於年度終了或終了後，三個月內還清，第三為限制貼現票據或抵押證券的種類，如坦澤自由城，即完全禁止中央銀行經營政府票據貼現或對政府公債作抵押放款。奧大利匈牙利則政府只可以國營事業的票據向中央銀行貼現，捷克中央銀行對於政府正當稅收及國營事業的票據雖可貼現，但對於政府公債的抵押放款，則絕對禁止。¹ 吾國目前，似應仿行各國的辦法，對於政府向中央銀行的借款，加以嚴格的限制。第一，政府向中央銀行的透支借墊各款，應規定一個最高額數，超乎法定限度以外的借款，中央銀行應完全加以拒絕。第二，政府向中央銀行借款，應嚴定歸還期限，就吾國目前情形，似以一年度作為一單位最為適當，在年度終了以後，倘上年度款項尚未償清，中央銀行應即拒絕新的借款。第三，政府向中央銀行所借款項的用途，亦應加以嚴格的限制，使其專以發展生產為目的，非生產目的的借款，中央銀行應隨時加以拒絕。第四，中央銀行的資產中，政府的證券票據似應確定其最高成數，以為消極方面的限制。政府向中央銀行的借款，既受上述各方面的限制，則其伸縮當已不大。

但上述各點，係就政府與中央銀行的直接關係而言。此外如政府向市面發出公債或向普通銀行成立借款，其結果亦使中央銀行不得不膨脹信用。蓋公債發行或借款成立以後，市面資金即

1. 各國情形，參閱：League of Nations; Memorandum on Currency and Central Banks, 中央銀行與政府節，又 Kisch and Elkins Central Banks, p. p. 34—35.

有一部分爲政府所吸收，利率水平，必因之而提高，此點多數學者，已有共同的結論。¹ 利率既高，假如中央銀行不提高貼現率，則各種證券票據，立即將轉至中央銀行貼現，其結果與政府向中央銀行借款無異。且在此種情形之下，即使中央銀行盡量提高利率，亦往往不能制止通貨膨脹的趨勢。英國在戰時即已有此種經驗。² 故舉債過巨，中央銀行操縱利率的力量，亦將爲之消失。故爲保障健全的通貨政策計，對於政府發行公債及向普通銀行借款，亦應加以限制。但政府發行公債或向普通銀行借款，非中央銀行所能直接加以拘束，在此情形之下，惟有運用間接的方法，以爲消極的制裁。這裏可分如下三方面，（一）一般普通銀行所持有的政府公債庫券以及一切短期票據等，應規定其與其他資產保持適當的比例，使一般普通銀行對於政府的公債借款，不能無限制承受。這種辦法，一方面可以防止因政府的間接借債而產生的通貨膨脹，一方面亦可以矯正過去資金多運用於政治投資的一種積弊。此在中國目前，尤爲值得注意的一點。（二）中央銀行對於由財政方面發生的票據及證券，在貼現政策上亦可運用各種辦法，加以消極的制裁。關於此點，可以美國聯邦準備局貼現政策的改變爲例。戰後美國因貼現太濫，致引起 1920 年間

1. 參閱 Kirkcaldy; *British Finance 1914—1921* p. p. 18—19.

Haig; *The Public Finance of post-war France* p. p. 202—218.

Nicholson; *War Finance* p. p. 222—227.

Grady; *British War Finance 1914—1919* p. p. 143—144.

2. Grady; *British War Finance 1914—1919* p. 175.

信用的反常膨脹，聯邦準備銀行乃不得不逐漸改變其貼現政策，對於一般銀行的請求貼現，凡目的在於投機或接濟投機商者，拒絕接受。同時貼現以最短期的票據為限，藉以避免一般銀行以貼現所得購買證券或貸放與交易所中的投機商人。此外對於每一銀行的貼現，更設定限額，使於一定期間內不能超出一定數目。¹ 這種轉變的目的，即在於發展正當生產事業，防止投機事業的膨脹。² 吾國情形雖有不同，但頗可仿用這種方法以制裁政府財政目的的舉債。這裏的辦法可分如下數方面，第一中央銀行的施行再貼現，應以產業證券及基於正當工商事業所發生的票據為限，

1. Keynes; A Treatise on Money p. p. 240—243.

Lawrence E. Clark; Central Banking under The Federal Reserve System p. p. 236—239.

2. Federal Reserve Board 在其第十週年的報告中說：“It is clear that the accommodation of commerce and business contemplates providing the proper occasion for the use of the credit facilities of the federal reserve banks means the accommodation of agriculture, industry and trade. The extension of credit for purposes covering merely investments or issued or drawn for the purposes of carrying or trading in stocks, bonds, or other investment securities except bonds and notes of the government of U. S. A. is not permitted by the reserve act. The Federal reserve system is a system of productive credit. It is not a system of credit for either investment or speculative purpose.” Tenth Annual Report of the Federal Reserve Board 1923 p. 33.

至於公債庫券政府票據等，應於中央銀行的貼現總額中規定其比例。第二，對於各銀行以此類證券票據請求貼現者可由中央銀行設定數額 (Quota of Credit) 使各不能超過一定數量，各銀行在貼現上既受限制，對於政府公債借款等，自不能無限制承受。第三，對於一般普通銀行的請求再貼現，仍須隨時審查其用途。倘其目的在於經營投機事業者，中央銀行可隨時加以拒絕。第四，中央銀行對於公債庫券政府票據等的貼現，亦可用差別利率 (Differential Rates) 的方法以為消極的制裁。美國聯邦制度成立的初期，聯邦準備銀行的貼現率，每因票據的種類而不同。其可靠性或流通性大者貼現率稍低，可靠性或流通性較差者貼現率稍高。¹ 吾國中央銀行似亦可採用這種辦法。對於公債庫券政府票據等的貼現率，隨時提高，對於正當的商業票據的貼現率則隨時減低，此或不失為一種控制資金用途的方法。上述各點，目的在於限制普通銀行的資金運用，間接亦即在於限制政府的發行公債及向普通銀行借款。在吾國目前，中央銀行力量尚未鞏固，政局又不安定，單純的限制政府向中央銀行借款，必無效果，故吾人不能不採取此種間接的方法，以為補救。總之在吾國目前，要推進產業的發展，則不能不先健全中央銀行的組織，要保障健全的通貨政策，則不能不嚴密限制政府與中央銀行的關係。中央銀行的信用活動，應完全以發展正當的生產事業為目的。假

1. Spahr: The Federal Reserve System and the Control of Credit

如中央銀行再和財政打成一片，通貨數量隨財政虧空的情形而伸縮，則吾人絕不能希望經濟有安定的一日。但中央銀行的獨立保障，事實上如 Kisch 氏所說，仍聽命於政府自制的決心¹。假如政府缺乏這種決心，則保障的法規隨時可以變更，或暗中加以破壞。法國於戰後通貨膨脹時限制銀行發行及政府墊款數額的失敗，是歷史上顯著的例子。吾人固深望政府以金融前途為重，根本的工作仍在於謀財政收支的澈底平衡。

(五) 銀行組織的改造問題

銀行組織的改造，為當前應該從速進行的工作之一。如吾人前面所言，中國目前對外必須管理匯價，使為有伸縮性的安定，對內必須操縱物價，使適合於國內的產業發展。凡此均非信用機構的完整，不能達到目的。這裏包括的問題可分兩方面，一為中央銀行的改組，一為普通銀行制度的改革。茲分別論之。

經濟先進各國的金融組織，莫不以中央銀行為其樞紐。國家一切的金融政策，如外匯穩定，物價操縱與利率升降等，即以此為中心推動的機關。中國金融組織上的一個根本缺陷，就是中央銀行組織的不健全，因此對於一切經濟現象的變動，只能任自然勢力的推移，此為經濟不安定的重要癥結所在。今後改革金融制度的第一步，就是中央銀行的澈底改造。

1. Kisch and Elkin: Central Banks p. p. 25-26.

Doiwell: Treasures and Central Banks p. p. 4-5.

中央銀行負操縱全國信用之責，因此中央銀行如 Macmillan 委員會所指出應握有如下的權力：(一)紙幣的獨占發行權，(二)普通銀行存款準備的保管及準備率的變更權，(三)對於普通銀行的再貼現權，(四)向公開市場購入證券權。¹ 上述權力完備之後，中央銀行始能完成他的使命。

中央銀行應具備全國紙幣的獨占發行權，此為中央銀行統制信用的第一步。我們自新貨幣政策施行以後，在名義上發行雖已集中，但實際仍由中央中國交通及中國農民四行分散。此外各省省銀行又仍有發行輔幣券之權。而各省省行舊發各券，又多數未曾收回。全國的紙幣流通，實際仍甚複雜。各省省行所發舊券，應該從速收回，固無論矣。即省銀行發行輔幣券，足以破壞發行權的完整，減弱通貨伸縮的能力，此時似亦應完全令其停止。現在中央儲備銀行即將籌備就緒，中央儲備銀行成立之後，吾人認為政府應即以命令取消任何銀行的主輔幣券發行權完全取消，切實將發行集中於儲備銀行之手。

其次，關於中央銀行應為全國普通銀行準備的保管機關一點，具有下列意義：(一)準備集中後，一國的金融力量增大，可以由中央銀行的活動的運用，以控制恐慌。² (二)準備集中，則全國各銀行均在中央銀行的領導之下，集中的清算制度，可以建立。(三)準備的集中保管，亦為中央銀行控制信用的一種重要手

1. Macmillan Report p. 16.

2. Kisch and Elkin: Central Banks p. 101.

段。上述三點，尤以後者為重要，蓋在經濟發達的國家，通貨構造以銀行信用占重要部分，而銀行信用的膨脹，往往非一般普通方法所能控制，故輒近學者多主張由中央銀行對於普通銀行存款準備率的操縱以控制信用的伸縮。Keynes氏於其 *Treatise on Money* 一書中，曾建議英蘭銀行的保管銀行準備之權，應以法令規定，活期存款的法定準備應為 15%，定期存款則為 3%。同時建議英蘭銀行對於此種準備率，應有於一月前通告而加以變更之權。惟活期存款以 10% 至 20% 為限，定期存款以 0% 至 6% 為限。¹ 除學者鼓吹之外，輒近各國鑒於利率操縱政策影響的遲緩，亦已有採取這種政策的趨勢，美國 1935 年銀行法將法定準備提高一半，1937 年一月三十日，又將準備率再提高一半，即其一例。² 吾國中央銀行的保管全國銀行準備，過去法令上未有此種規定，歷史上亦沒有這種習慣，因此銀行間各自為政，此為金融力量薄弱和信用伸縮缺乏彈性的一個重要原因。目前為使金融力量集中，及完成統一的清算制度計，對於中央銀行的保管存款準備，似有以法令加以規定的必要。同時，為使中央銀行更能有效的控制全國信用的伸縮計，對於準備率的高低，在相當限度內應有權加以變更。

關於中央銀行的再貼現活動，此為中央銀行操縱利率，控制

1. Keynes: *Treatise on Money* VII. p. 77.

2. 定期存款自 3% 增至 4.5%，活期存款自 7%，10%，13%，增至 10.5% 15% 19.5% 參閱 *The Bankers: September 1396* p. 202—203.
The Problem of Credit Control in the U. S. A.

信用的重要手段之一，但吾國亦始終未能推行。吾人認為目前中央銀行應立即停止一切普通的存放款業務，專力於此項工作的進行。中央銀行為銀行之銀行，在經濟繁榮，信用膨脹時，中央銀行應控制各銀行，使勿為過度的膨脹。當信用緊縮，市面恐慌時，中央銀行應為各行最後的救濟機關，這種運用，就是中央銀行的再貼現業務。目前，我國一般商業銀行與外界的往來，多仍採抵押放款的方式，資金最易發生凍結，非有中央銀行的再貼現業務為其後盾，則信用活動，甚難有伸縮的彈力。是以不問如何，中央銀行的這種活動，應從速實現。財政部於新貨幣政策宣言中即已提及此點，但久未能成為事實，聞其原因，係在於中央銀行力量的薄弱，深恐此種政策推行之後，一時不易應付。中央銀行力量有限，此為一種事實。但吾人認為此時仍可仿照 1920 年後美國的辦法，在相當限制之下逐步推行。第一，中央銀行的再貼現，以正當的工商用途為限，至於投機目的的貼現，可完全加以拒絕。第二，中央銀行對於貼現票據的種類，亦可加以相當的限制，例如貼現以正當的商業票據為限，至於數額巨大的公債等，則暫時禁止。第三，中央銀行對於各銀行的請求再貼現，亦可設定限額，使在一定時間內不能超過一定數目。在上述的條件之下，貼現數額已受甚大的限制，中央銀行的應付，當已可減少甚多的困難。

最後，公開市場的活動，原亦為操縱信用伸縮的一種重要手段，但在吾國目前施行這種政策，恐較之推行再貼現政策更為困難。蓋公開市場活動，即為中央銀行的參加直接投資。現在長期的資本市場，尚未發達。所謂產業證券，根本缺乏，中央銀行所能

活動者亦僅爲公債的買賣。但公債市價變動過巨，足以引起資金流入於投機途徑，且吾國公債數額已達二十餘萬萬元，價格均在六十至七十元之間，要由變更公債價格以影響利率，恐甚困難。再就過去的經驗，交易所中的資金，其流通亦即以投機事業爲限，即使政府購入公債，放出資金，其結果恐適足以爲投機家開方便的道路，至於正當工商業所受的影響恐屬甚微。是以公開市場活動，雖爲中央銀行應有的機能之一，但在目前，中央銀行力量既未強固，暫可不必推行，現在的重要工作，實仍在於建立完備的產業證券市場。

此外關於中央銀行應否負外匯穩定的責任一點，茲再略爲討論。在昔純金本位之下，中央銀行應以法定價格購售金貨，故穩定外匯之責亦歸之中央銀行。但自各國放棄金本位後，外匯漲跌甚巨，各國因是有將穩定外匯之責自中央銀行分開，委由外匯平準基金會辦理的趨勢。我國目前，是否應將穩定外匯責權自中央銀行分開，另設基金帳專司其事，爲一值得討論的問題。

外匯平市基金帳的設立，爲執近國際間幣制管理一種嶄新的發展。此種制度，發原於英國，考其設立之初，似僅爲中央銀行記帳上的便利，使購售外匯穩定幣值的責任，直接由政府負之。蓋英國自放棄金本位後，匯市漲落無定，而國際間短期資金的流動，又甚龐大，中央銀行購售外匯以穩定匯價，有時固可獲得巨利，有時又難免感受非常的損失。但英蘭銀行既爲私人所有，其活動自不免有得失上的打算，對於匯市的穩定，有時不免瞻顧不前，故英政府特設此種基金，將穩定匯市的責任，直接歸之政府。

誠以匯價的操縱，既在於適應國家對外整個的經濟政策，自不能強少數的銀行股東，負得失的全部責任，在銀行非政府所有的情形之下，此種基金的設立，似屬公允。然自此項基金設立之後，此種得失的歸屬問題，殊不重要，而其重要之點，在於此種基金的運用，成爲安定經濟一種有效的手段。英國的外匯基金帳，保有巨大數量的國庫證券 (Treasury Bills) 和外國貨幣。當國外資金流入時，本國銀行存款的數額增加，基金帳購入外國貨幣，同時售出國庫證券，信用基礎不致擴張，信用膨脹，可以避免。當國外資金流回時，各銀行存款減低，信用趨於緊縮，金融緊張，此時基金帳將現金售於中央銀行，以擴大信用基礎，並增加發行，藉以避免國內信用的過度收縮。數年來英國的運用，已經將其在外匯管理上的效用，予以滿意的證明。其他各國，均已相繼仿行。學者亦多所稱揚，認爲此將成爲國際貨幣管理一種永久的政策。¹ 我國目前似亦有設立此項基金，將外匯穩定的責任，劃歸此項基金會辦理的必要。其理由可分兩方面，第一，現在的中央銀行雖爲政府所有，但據聞中央銀行改組爲中央儲備銀行之後，商股占百分之六十，官股只占百分之四十。且爲切實保障銀行的獨立起見，儲備銀行的最高權力，將操之於商股占大多數的股東會。中央銀行既以商股居多，以其直接負外匯穩定的得失，似欠公允，遇有非常損失，則中行將見瞻顧不前，國家整個的貨幣政策，必

1. Keynes: The Future of Foreign Exchange; Lloyds Bank Limited Monthly Review; October, 1935.

受影響，最少在活動上感受限制。故在中央銀行改以商股占大多數的情形之下，基金帳的設立，實有必要。其次，我國目前，需要保持國內經濟的安定，外來力量影響國內信用的伸縮，均應設法避免。將穩定外匯之責自發行銀行分開，則發行銀行，不致獨當外力侵入之衝，信用基礎不致直接感受外力的影響，且可藉中央銀行與基金帳之適當的合作，以促進信用活動之適合國內的經濟需要。其作用可分兩方面：第一，當國外資金流入時，或當收支好轉，外匯的供給增加時，國內銀行存款增加，信用基礎擴張，此時基金帳可出售票據 (Treasury Bills) 吸收法幣，如是則各銀行的信用基礎，可不致擴張，信用膨脹，爲此種中和作用所歇阻。第二，當資金流出，或收支不利時，本國銀行存款減低，信用趨於收縮。此時基金帳可將外匯出售於中央銀行，充實中央銀行的發行準備，增加各銀行的信用基礎，藉以中和信用收縮的作用。故基金帳的設立，實無異爲國內經濟的安定增多一層抗拒外來影響的力量。基金帳設立以後，中央銀行即注全力於國內信用的調節，平準基金則注全力於外匯的管理、事權兩分，政策合一，在吾國目前，實有試爲採行的必要。吾人目前最難解決的問題，似在於基金的籌集。英美等國平準基金的數額均甚龐大，其大部分實自貨幣減值中出處。我國目前，財力既極薄弱，售銀餘利，又甚有限，巨額基金的籌措，實至感困難。但我國對外貿易，尙未發達，國際資金的流動，又比較微小，故平準基金，似可不必過巨。就我國目前情形，暫時似可定爲國幣三萬萬元。其中一萬七千萬元爲國幣，一萬三千萬元爲外幣。至其籌措的方法，國幣部分，可由政

府發行短期庫券充之。蓋英美等國，平準基金中的本國貨幣部分，實由政府證券充之，此不單為籌款上的便利，且為平準基金運用的技術上所必需。¹此時可由財部直接發出金融庫券一萬七千萬元，撥歸平準基金會運用。其次，關於外幣基金的籌集部分，問題似較複雜。蓋新制度施行以後，外匯集中於國家銀行，為法幣發行的一種準備，籌集外幣平準基金，必自發行銀行撥出。現在政府所有外匯的確數，吾人雖不得而知，但發行銀行的外幣，既為發行的一種準備，自發行銀行撥出一萬三千萬元的外幣，則發行銀行的力量，必受削弱。吾人認為目前解決的辦法，可自降低法幣發行的現金準備率方面入手。蓋我國發行的現金準備達百分之六十，原屬過高，此在表面上雖似可策安全，但亦為信用伸縮彈性的一種限制。且自法幣政策施行以後，人心所繫，在於外匯的穩定，準備率高低，除限制發行伸縮之外，似無其他作用。吾人認為此時可將發行準備率減低為百分之五十，即將剩餘的百分之十撥為外匯平準基金。查現在發行已達十三萬萬元，準備降低為百分之五十之後，可多出準備一萬三千萬元，如是則準備

1. 美國於 1934 年二月設立平市基金領時，實只保有現金一項，其結果當資金流入時，基金領即應將現金轉售與聯邦準備銀行，因之全國的信用基礎，立即擴張，有造成信用膨脹的危險，故其運用，雖可以謀匯價的穩定，但反足以增重國內經濟的不安，1936 年十二月乃變更政策，發出金融庫券，專備平市基金之用。Crump, *The Development of the Exchange Fund*. *Lloyds Bank Limited Monthly Review*; January 1937.

率一變更間，基金帳的設立，即無困難。且現金準備降低為百分之五十，以與各國比較，仍屬甚高，當不至影響國內的一般信心。目前中央儲備銀行尚未成立，吾人認為此為施行更進一步的改革計劃的良好機會。中央儲備銀行或立時，可即同時設立外匯平準基金帳，發行準備百分之五十，亦於新中行條例中加以規定。至於穩定外匯之責，自新中行成立時始，即歸之平準會，中央儲備銀行則成一純粹調劑國內信用的機關，此在金融機構的改造上，可謂為完成另一階段。

上面所述，為中央銀行今後應具的職能，至於中央銀行的獨立保障，吾人於討論財政問題時已附帶述及，此地不再詳贅。改革幣制時，財政部宣言將中央銀行增招商服改組為中央準備銀行，但中央銀行之名為中央銀行或中央準備銀行，或中央儲備銀行，無關重要，當前的問題，在於如何使名義上的中央銀行，切實成為實際上的中央銀行。現中央儲備銀行條例已在擬訂，吾人切望早日宣告成立。

其次，關於一般銀行制度的改造，亦為當前的重要工作之一。銀行組織為措置信用的機關，信用的措置方式，因銀行的性質而不同。商業銀行以資金之活動的運用與短期的資金調劑為目的，產業銀行則以吸收長期資金推進長期的產業發展為任務。各類銀行所盡的職能各有不同，而各類銀行組織應該保持均衡，信用活動在各個經濟部門中應有適當的比例，此為完備的金融組織的根本原則。中國銀行組織的一個特點就是所有的銀行均屬小型組織的商業銀行性質。所營業務，除地產公債而外，可謂均屬

商品流通過程上短期的信用調劑，至於大規模的產業投資銀行，則根本缺乏。此為信用制度上的一個根本缺陷。中國經濟的發展，根本的關鍵在於長期產業投資的推進，小型商業銀行組織的信用制度，決不能適合這種需要。近年來各銀行雖曾用各種抵押放款的方式投資於長期的產業，上海各銀行亦曾作投資內地農村的努力，但以商業銀行而經營此種長期資金的供給業務，事實上亦是一種變態。吾人目前，該澈底促使銀行組織的改變，長短期信用，應該分清，短期信用業務，由商業銀行調劑，長期的產業資金，由長期的產業銀行供給。目前最重要的工作，就在於促使國內整個信用機構的完整，這裏可分如下各點進行（一）都市中大規模的產業銀行必須設立。（二）內地的農業銀行，必須完備，各省所設立的銀行，應該切實使之成為發展農業的機關。（三）小規模的商業銀行，應切實促其改組合併，使之成為短期信用的調劑機關。其次各類銀行的管理和監督，應切實嚴密。產業銀行的資金運用，應完全以推進長期的產業投資為目的，此外不得兼營性質複雜的短期信用業務，農業銀行的業務，應即以推進各省合作社的組織，投資於內地各省的農業經營為主，至於商業銀行的資金運用，應完全以商品流通過程上的信用調節為限，至於長期的產業投資和內地的農業放款，應有相當的限制。各類銀行的性質和活動，有嚴格的劃分，各部門的信用調節有適當的比例，經濟各部的發展，始有相互調整的可能。中國目前最需要的就是長期的產業資金，信用構造中最缺乏的亦就是長期的產業金融機構。今後銀行組織的改造，應以形成大規模的產業銀行系統為

目的。幾年來中國經濟的衰沉，一般商業銀行運用其資金於錯誤的道路，實不能不負相當的責任。假如過去各商業銀行能徹底改變性質，將其運用於地產與公債的資金，投放於基本的生產事業，則銀價變動後中國經濟雖不免感受響影，但至少產業已有相當基礎，在復興的過程上不至如目前之困難。經濟發展基本的前提在於生產力的擴張，民族資本的運用，應以促進生產力之發展為目的。商業銀行所能盡者僅為商品流通過程上的一段信用調劑，假如生產力不能發展，人民的購買力薄弱，則商業銀行亦將失其作用。是以在經濟發展的初期，產業銀行實遠較商業銀行為重要。今後銀行組織的改造，吾人認為最重要的一點就在於限制商業銀行的組織及促進大規模產業銀行系統的形成。Macmillan 委員會在其報告中有言，完備的信用組織，應具有如下各部分，（一）極短期的貸借市場，信用的伸縮，立即表現為此等市場資金的增減，如貼現市場是；（二）短期資金供給與需要的調劑市場，此即商業銀行的信用活動是；（三）長期資金的供需調劑市場，此即一般所謂資本市場是；（四）私權變為證券方式的證券市場，此即資本市場的連帶組織是；（五）關於特殊性質的資金供給的組織，處理特殊性質的資金供需，如保險公司，儲蓄銀行，農業抵押銀行等是。¹我國的新式銀行組織，可謂亂雜無章，除了屬於上述第二類的商業銀行稍具規模外，其他可謂全付闕如，而長期的產業金融機關，尤感缺乏。目前最重要的工作，在於完成各類信用

1. Macmillan Report p. 14.

市場的組織，而長期資本市場的創設，尤為急不容緩。

其次，關於政府對於一般普通銀行的管理問題，亦有值得吾人注意之處。自世界經濟發生恐慌以來，各國銀行風潮，不時發生，而組織不健全或營業素不穩健的銀行，尤足以為經濟安定的擾亂因素。因是各國政府對於一般普通銀行的組織及營業，無不一變從前放任的態度，控制與管理的方法，日漸嚴密。我國政府近年來對於銀錢業的控制權雖逐漸增大，然管理的機構與事權的分配，均仍覺紛歧而缺乏系統，若干種法規命令，根本上未能執行。今後為謀國內信用市場的安定，政府對於一般普通銀行的組織及營業的管理監督，應如何切實使之嚴密，實至值吾人詳細考慮，茲一言之。

輓近國際間對於普通銀行信用活動的管理方法，當以德國最為嚴密。德國自戰後經濟能力備受削弱，各銀行的現金準備率均甚低下；¹ 同時因歷史上銀行與工業的特殊關係，放款集中，資金甚易發生凍結。自德國信用風潮發生後，各大銀行，均先後出現風險，1932年政府乃出而謀積極的救濟。一面設置重工業信用金庫，整理一般普通銀行之工業放款；一面設立呆帳清理

1. 德國銀行現金準備率，通常均在 1.5% 至 3% 之間，在各國中屬於最低，而德國的普通銀行又多經營長期的工業放款，因此其流動性最為薄弱，經濟恐慌發生後，德國信用風潮的所以特殊嚴重，此為一大原因。

參閱 Marie Dessoix : German Bank Act of 1934, The Review of Economic Studies, June 1935, League of Nations, Commercial Banks, 1929-1934 P. XIII.

公司，使各銀行所保有的不良證券得以轉化為流動資產。同時於 1933 年設立金融調查委員會，研究信用制度的根本改造問題。該委員會於 1934 年十一月刊布其報告，其主要的建議即為：(一)政府對於信用機關應切實加以管理及統制。(二)各銀行的流動資產，應規定其最低比率，流動性較弱的資產，應規定其最高比率。(三)各行現金準備對其負債的比例應行設法提高。(四)各金融機關對於同一負債人的放款應有一定的限制，信用放款超過一定數額應先審查借款者的資產負債情形。(五)為執行上列職務，應以中央銀行總裁為主席，組織專門管理機關。¹ 1934 年十二月五日，德政府根據該委員會的報告，頒布銀行法案，於 1935 年一月一日施行。² 近年各國政府所頒的銀行管理法案，當以此最為詳盡嚴密。關於該案內容，吾人不能在此詳述，茲謹就其可供我國借鏡的數點，略為言之。據該法的規定，全國金融機關的管理權，集中於金融監理局 (Aufsichtsamt für das Kreditwesen) 及金融專員 (Reich Commissioner) 之手，前者設於中央銀行之內，後者則直屬於財政部長，惟人員任命，由中央銀行總裁舉薦。金融監理局的職權，偏於重要政策的決定，如銀行現金準備率的高低，銀行對於同一債務人的放款數額對其資本總額的比例等，均由金融監理局決定。金融專員的權限，

1. 參閱 League of Nations, Commercial Banks 1929—1934 p. p. 50—51; Benjamin H. Beckhart: The German Bank Inquiry, Political Science Quarterly, March, 1937 p. p. 115—116.

2. 原文參閱 Federal Reserve Bulletin, January 1935, p. p. 30—38.

偏於銀行營業之實際的監督方面。據該法所定，金融專員可以隨時飭令金融機關呈送貸借平衡表損益表等，並得隨時檢查各種金融機關之簿據記錄。此外於必要時得飭令各金融機關召開股東會理事會監事會等，並得隨時列席。此為金融專員對於各金融機關行政方面的監督，其次金融專員對於金融機關的信用活動，亦可直接加以控制。第一，金融機關在一月內對於同一顧客作一萬馬克以上的放款者，應行向金融專員呈報。第二，金融機關對於顧客放款超過法定限制，應即通知金融專員。第三，倘多數金融機關對同一行業作過多量的信用融通，金融專員得提請注意。第四，對於各金融機關作無抵押的信用放款，金融專員可以隨時變更其限制。¹ 德國金融專員的設置及賦以特大的權力，蓋有其作用所在。第一，事權集中於直屬財政部長的專員，使政府隨時可以確知全國信用的分配情形。第二，金融機關對於同一顧客的放款，既有限制，逾額放款應隨時呈報，可以避免大量資金為一二產業所凍結。第三，因放款數額的限制，信用數額必多屬適中 (Medium Size) 性質，適中性質的信用，適合於鼓勵新設的產業。²

1. 無抵押之信用放款，原法規定凡超過五千馬克者即應令借款人呈送其資產負債表。惟金融專員對於此種限制，可以隨時加以變更。參閱該法第十三條。

1. "Those provisions of the act must obviously result in credits of medium size. The function of medium-size credits is to provide capital for new enterprise"; Marie Dessauer: *The German Act of 1934; The Review of Economic Studies*, June 1935, p. 220.

第四，促使新產業家，捨棄其對於前途無若何希望的產業的投資。德國金融專員的設置，非僅在於消極的監督各銀行的營業，且包含國家積極的經濟政策在內。我國銀行的營業監督，向不嚴密，其原因一方固由於法規章制尙未完備，一方亦由於政府對於已訂法規未能切實執行。如銀行法之頒布而不施行，銀行註冊之推行數年而仍未能完成，即其一例。德國的金融專員，論其性質與民初財政部所派的銀錢行號監理官殊無稍異，德國現設的 *Aufsichtsamt für dar Kreditwesen* 在作用上與國民政府成立初期的金融監理局亦屬相似，惟吾國因法立而不能嚴格執行，故其效果迥異。今後政府對於銀錢業的管理控制，吾人認為最重要的一在專一事權，一在嚴密辦法。關於管理的機構方面，過去的情形深嫌蕪雜，例如為監督錢莊而設立錢業監理委員會，為清理倒閉銀錢號而特派清理專員，權限極為紛歧，因時因人設事，無所謂制度可言。吾人認為今後應將監督全國銀錢業的職權全部集中於財政部錢幣司之手，一方面將其事權的範圍擴大，一方面在法令上將其應有的權限，嚴密厘定。財政部錢幣司，原由前設的金融監理局併組而成，而金融監理局則由舊設的錢幣司，銀行監理官，交易所監理官及特種營業稽徵特派員等合併組設，在系統上應為管理全國金融的最高機關。惟過去因職權厘定，缺乏嚴密，執行上又多困難，致錢幣司僅為一例行政事的機關，對於銀錢業的管理監督，反成有名無實。今後為專一事權，調整政府對於銀錢業監督的步驟起見，吾人認為應即將錢幣司切實改組，一方面使該司的職權完整，一方面使該司對於銀錢業的管理

監督方法，能切實執行。

關於錢幣司的職掌，組織法所定，殊覺空泛。就立法者之意，或以為標舉大綱，使行政方面稍有斟酌伸縮餘地，然因中國行政效率的低弱，法規規定缺乏嚴格，每因之而成為有名無實。今後關於錢幣司的職掌，吾人認為應仿照 1934 年德國的銀行法，嚴密確定。錢幣司有權檢查各行營業內幕，審查資產負債，調閱簿據帳冊等，此為普通職權，可不待論。惟錢幣司的任務，不單在於消極的監督各行的營業，而猶在於積極指導各行的信用活動。此種積極的政策，為我國過去政府管理銀錢業法規之所缺，吾人茲就吾國情形，建議數點。(一)各類銀行的各類資產應分別規定其最高及最低比率，政府證券所占資產的比例，尤應明定，錢幣司對於此種比率，可依照市面需要情形，隨時變更。此點目的，一在於增強銀行資產的流通性，一在於避免銀行投資的單方面集中，而各行政府證券所占資產成數的規定，尤在於矯正過去銀行界將資金運用於公債買賣的積弊。(二)各類銀行對於同一行業或債務人的放款，亦應分別規定其對總資產的比例，逾額的放款，應呈由錢幣司查核。此點目的，一在於避免銀行放款的集中，一在於使政府對於信用活動，可收間接控制之效。蓋巨額放款，既應呈司知照，則政府對於投機目的的信用活動，自可加以制裁，而對於不健全產業的信用融通，亦可予以消極的限制。(三)銀錢業作無抵押的信用放款，應規定其對資本總額的比率，各行號對於同一債務人作一定數額以上的信用放款，應呈司核准。查無抵押的信用放款，原為財政部所不許，各行組織章程，亦多自定為禁

條，然事實上各行仍時有作出，錢業所做尤多。吾人認為與其法立而不行，不如酌量目前情形，稍為變通，一方面限制各行莊對於此種放款的數額，一方面限制各行莊對於超過一定數額的信用放款，應分別向政府呈報，俾便按照情形，隨時施行監督，亦未始非一種權宜的辦法。(四)銀行錢莊對於不動產的抵押放款，規定其對放款總額的比率，錢幣司對於此種比率，可以依照各行情形及市面需要，酌量變更。此點目的，蓋在於矯正過去銀行支持地產的積弊，間接亦在於使銀行資金流入於正常用途。(五)各銀行的存放款利率，錢幣司應有權加以限制或通飭變更。此點目的，一在於補助中央銀行利率政策的推行，一在防止銀行間以利率為手段，互相競爭。中央銀行統制信用的方法，最重要者即為利率政策。但我國中央銀行，在技術上與力量上，均有限制。一種利率政策的運用，未必立即可以左右整個的金融市場。錢幣司對於銀行的存放款利率，既有加以限制或通飭更改之權，間接自可以補助中央銀行利率政策的推行。其次吾國銀行，互處於競爭地位，各行往往以高度利率競爭存款，存款利率既高，放款利率亦高，此對於低利政策的推行，為一種莫大的障礙，對於銀行本身，亦為一種危險。吾人認為今後應授權錢幣司，使得隨時控制各行的存放款利率，防阻彼此互相競爭的局面。(六)錢幣司應有權商請中央銀行變更其貼現利率，中央銀行貼現率的高低，與信用市場的安定有密切的關係，然其所定利率，未必盡能與市面的需要相適合，在中央銀行屬於私有或商股占大多數的情形之下，利率政策，尤未必盡能切合金融上的需要。錢幣司負管理全國金融之

責，自應有權隨時參酌意見。(七)中央銀行對於普通銀行存款準備率的變更，應商得錢幣司同意，錢幣司於必要時亦可以商請中央銀行變更各銀行的準備率。普通銀行存款準備率的高低，應由中央銀行隨時酌定，此為中央銀行統制信用的一種手段，已如前述。然準備率的變更，對於全國的信用活動，往往可以發生甚大的影響。錢幣司負管理全國金融之責，對中央銀行的運用此種手段，自亦應隨時有參酌意見的機會。上面各點，目的在於將管理金融的事權，集中於錢幣司之手，增高其職權，確定其限制，使成為控制銀錢業信用活動一種完備的機構，此在謀國內信用制度的健全上，或亦為重要的一步。近年來政府對於統制銀錢業營業的設施，已見逐日完備，惟其中的最大缺陷，即在於法立而不能嚴格推行，故總觀國內銀錢業的營業情形，仍甚紛歧複雜。吾人甚望政府切實改變此種畏首畏尾的政策。

(六) 利用外資問題

中國目前，需要長期產業投資的發展，但國內民族資本的積蓄甚為薄弱，在產業發展的過程中，外資的利用實至為必要。惟今後究應以何種方法吸收國際資金，以何種方式利用外資最為有利，此種問題，吾人有加以檢討的必要。

投資的目的，在於取得資本的報酬，是以國際資金，必向利率水平高的國家移動，與勞動力之向工資率高的國家移動相同。國際間資金流動的結果，即在於使國際間的利率趨於均衡，¹ 而

1. Carl Iversen: International Capital Movement p. 151.

在資金轉移不生障礙及無其他風險的情形之下，應以利率水平的均衡為國際間資金流動的終止之點。¹但實際上國際資金的流動，往往受各種事實所限制。如 Cairnes 氏所言地理上距離的遠近，政治組織的不同，語言宗教社會習慣的差別等，均足為資金流動的障礙。²但此係就 Cairnes 氏的時代而言。至在近代，則影響國際資金流動的因子更為複雜。國際關係的變化，出借國對於投資的政策，借入國的政治情形償債能力及其金融組織貨幣制度等，對於資金流動的影響，較之 Cairnes 氏所言者更為重要。³例如英國的禁止資金外借，德國的封帳制度，以及各國人民對於共產主義國家及法西斯蒂國家的偏見等，均足為國際資金流動的障礙。故在近代國內外利率的差別，實僅為國際資金流動若干種因子之一，在其他因子極不安定的情形之下，利率雖懸殊至甚，國際資金亦無流動的可能。⁴中國的國際資金流動，顯受多種因子的支配，在過去銀本位之下，幣值的隨銀價變動而變動，實為國際資金流入的第一層障礙，而國內政治情形的不安定，投資沒有確實的保障，亦為一大原因。且國內證券市場票據市場等尚未發達，新式的投資工具完全缺乏，亦為國際資金不能大量流入的一因。自幣制改革以後，匯價雖經穩定，但國際情形的不安較前更甚，新式的投資市場，依然未能發展。故國際資金的流入，

1. Carl Iversen: International Capital Movement p. 171.

2. Cairnes: Some Leading Principles of Political Economy p. 361.

3. Carl Iversen: International Capital Movements p. 174—151.

4. Ohl n: In erregional and International Trade p. p. 89, 335—336.

實際仍多困難。吾人當前的問題，即在如何除去其他障礙造成一種適合於國際資金流入的環境。但政局的變動，非吾人力量所能控制，今後除希望政府竭力維持國內外情形的安定外，無可討論，茲僅就經濟方面，一論今後利用外資的方針。

國際資金流動的方式，一為私人投資，一為政府借債。私人投資，大體以工商業為主。至於政府借債，其目的和用途往往較為複雜。茲分開討論。

私人投資又可分成兩方面，一為由外人直接運用其資金在國內經營工商事業，此即所謂直接投資是。一為由外人購買本國產業證券商業票據等，而由本國人民以所得資金從事於產業活動，此即所謂間接投資是。直接投資，因其支配權均在外人手中，一般名之為侵略性質的投資方式，除在主權不甚完整的國家如印度等外，大體均不占重要地位。至間接投資，為利用國際資金最適當的方式，如美國加拿大阿根廷等產業發展的初期，均以此種方式的外資為主。但在中國過去的所謂外資，實以直接投資占多數，據 Remer 氏的估計，1931 年占外資總額的 78.1%，其餘 21.9%，則為政府的負債，至於外人的間接投資，可謂絕無僅有。Remer 氏謂中國外人直接投資之多為國際間僅有的例子，¹ 亦即為外資在華活動一種至不良的現象。外人在華的直接投資，包括商店工廠鑛業金融業運輸公司等由外人直接經營的事業在內。這類投資的所以占特殊重要地位，蓋由外人在華的超

1. Remer: Foreign Investment in China, p. 68.

然勢力如租界制度領事裁判權，租稅負擔的不公平等所造成。外人在華所設商店，論其性質，實無異洋貨的推銷機關。至於直接設立工廠礦廠運輸公司等，更足以侵害主權，壓迫國產工業。這種方式的外資，實於中國害多而利少。但外人的直接投資，其增減大體隨國內的工商情形而定。假如國內經濟狀況漸趨好轉，直接投資的收益增大，而又無其他政治上的風險發生，此類投資即隨時有增加的可能。現在匯價穩定，物價回漲，假如外人利用機會擴張活動範圍，則幣制的改革適足以爲外人超然勢力的發展造機會，華北紗廠之被日人收買，此雖不無政治上的原因，但仍可顯示外人直接投資活動的一個新動向。且中國目前的產業發展，需要低利政策的推行，吾人利用外資的目的，亦在於降低國內利率水平。但直接方式的外資流入，與國內的利率水平無關，學者已經指出。¹ 而外人工商業，因其資金來自國外，負擔國外市場的利率，本國產業則資金來自國內負擔國內市場較高的利率，其不能與之競爭，更不待言。是以今後的外資利用，必須根本改變性質，對於外人的直接運用其資金以經營工商業，應該加以嚴格的限制，在外人直接經營的工商業壓迫之下，民族產業的發展，更增多一層困難。且這一種外資的流入，既不受國內外利率水平的支配，而直接由經營工商業的報酬決定，所以其變動較其他方式的投資爲劇，在經濟好轉的時期，則大量擁進，經濟一有

1. Ohlin: Interregional and International Trade p. 335.

衰落的徵象，則立即停止，甚且大量流出，¹ 影響所及，更足以增重本國經濟的不安。1885年阿根廷的被迫停止兌現，即由外資流入的突然停止造成。² 在吾國目前，為保持幣值的安定，減少將來意外的風險計，對這種性質的外資，實尤有加以限制的必要。關於這點，過去銀價問題發生後外人的變賣產業乘機匯出國外，使吾國的地位更感困難，已是吾人極好的教訓。

間接投資的方式，係由本國產業界發出股票產業證券商業票據等，而由外人直接購買，再由本國人民以所取得的資金從事於工商業活動。這種方式的外資流入，必須本國的工商業具備相當的基礎。過去外人在華投資的所以盡屬直接性質，其主要原因雖在於外人超然的政治勢力，但一個原因亦在於國內新式資本市場的缺乏，股票產業證券商業票據等既完全缺乏，實使長短期的資金流入完全不可能，而其變態便成為外人的直接投資和政治借債。吾人目前，要使外人的直接投資有轉變為間接投資的可能，實不能不先完成國內新式的資本市場，簡言之，就是培養一個可以間接吸收外資的經濟基礎。惟有產業已具相當規模之後，始能以新式的投資工具吸收間接方式的資金。這裏的問題包括兩方面：第一，本國資金，必須嚴格統制其運用於產業途徑，以為外

1. Ohlin: *Interregional and International Trade* P. 335.

Macmillan Report p. p. 82.

2. John H. Williams: *Argentine International Trade under Inconvertible Paper money 1880—1900.* p. p. 112—113.

Carl Iversen: *International Capital Movements* p. 428.

資的前導；第二，國內陳舊的投資方式，必須加以澈底的改變，以形成新式的資本市場。這兩點實為今後利用外資問題的關鍵所在，假如國內的產業仍舊衰落，一般資金仍運用於公債投資地產投資的途徑，而希望由利用外資以發展產業，實為絕不可能。再假如一般取得資金的方法，仍採放款制度記帳制度等，則外人縱有意投資，亦屬愛莫能助。今後的外資利用問題，亦即國內產業基礎的開拓及資本市場的改造問題。在吾人沒有完成這種工作以前，要望外資的源源流入，實為絕不可能之事，即使有外資流入，亦必採取直接方式，此固為吾人所應加以限制者。吾人認為產業發展的本身，就是外資流入的一種引導力量。以產業的發展吸收資金，以新的資金推進產業，這種方式的外資利用，纔可以沒有固竭。在新式產業完全沒有基礎的情形之下，討論外資的利用問題，是空論的。關於用間接方法吸收外資的問題，吾人不能作如何具體的結論，此地所要指明者，即中國今後能利用外資至何種程度，以及外資的利用，是否於中國的經濟前途有利，其關鍵仍在於國內產業的發展。吾人當前，最重要的工作，仍在於國內基本產業的推進，和現代資本市場的形成。過去，吾國不但不能利用外資，且一般內國資金，反為外人在華的超然事業所利用，如上海的電廠，自來水廠，即其一例。美國遠東經濟考察團在其報告中主張在華設立大規模的長期產業投資銀行，此種建議實切中國目前的需要。但假如國內新式的基本產業，仍舊不能興起，外人設立的產業投資銀行，仍舊以購買外人在華的產業所發的股票證券為限，則對於中國仍無何種利益可言，其結果徒使中國

的經濟活動，更受外人超然勢力的支配。中國市場廣大，富源豐足，其值得國外投資市場的重視，可無問題。各國在華，多數已有強有力的金融機關的組織，過去因為國內產業不發達，新式的資本市場，不能建立，一般外行的營業，多偏於純商業上的活動，對於國內生產力的推進，可謂並無何種幫助。今後倘國內的基本產業，能有相當基礎，現代的資本市場，能夠形成，則外人資金，逐漸由商業方面，轉移至產業方面，並非絕不可能。例如吾人可以委託外商銀行，代為在國外發行產業證券，國外投資家，亦可委託外藉銀行，代為在國內購入證券股票，此即為吸收外資的一種途徑。若干年來，因外商銀行的特殊地位，以及其營業方針的純偏於接濟國外商品的入口信用方面，因此國人多所非難。其實外商銀行營業的偏於出入口貿易信用的調劑，一部分原因，亦為國內的產業沒有基礎，新式資本市場未能形成使然。假如我國的資本市場完備，產業具備相當基礎，則吾人未始不可利用外商銀行，以為外資流入的媒介。

其次，政府的借債，倘其目的在於開發國內的產業，亦不失為一種良好的大宗吸收國際資金的途徑。但中國政府的國際借債，在過去實無何種成績可言。今後的舉借外債，應採何種政策，亦為一個值得討論的問題。

外債的舉借，將來終當還本付息。如借債的目的在於開發產業，則將來的本息負擔，可由運用資本的收益中支付，不至影響本國的財政及人民的負擔。但如其目的在於應付不生產的開支，則債務負擔逐日增重，生產事業則不能逐漸改進，財政狀況，必見

日趨惡劣，人民負擔亦日見繁重，終必至借債所入尚不足以償債，財政金融必將完全作為犧牲。阿根廷 1885—1900 年的貨幣悲劇，即由此種形勢造成。其他各國，亦不少先例。中國自開始向外借債，已有數十年的歷史，所借數額亦甚龐大，假如能全部利用以發展國內產業，則如美國加拿大等，中國經濟或早已進至一新的階段。但過去所借的外債，或由賠款壓迫而成，或在於應付無生產效果的軍事政治開支，因之債愈借而愈多，而支付能力，則未能同樣擴張，結果人民負擔和政府財政，同受影響，而外資流入的道路亦為之阻塞。一國的借債能力，視其償債能力大小而定。償債能力大者借債能力亦大，償債能力小者借債能力亦小。至完全無償付能力的國家，不問其所出的代價如何，國際資金，均無流入的可能。Carl Iversen 氏曾有這樣的一段話“假如一國的政府以極高的利息在國外吸收資金以應付其不生產的支出，則惟有國外資本家對於借款的態度是借款數額的限制，但政府負債亦即是人民的負債，國外資本家的態度將視人民的負擔能力及租稅制度而定；然從間接方面，政府對外的負債過巨，私人的借債能力亦將感受影響，國際資金，決不願向租稅負擔過重的國家移動。”¹又謂“很顯明的事實，由借入新債以償還舊債本息，不能繼續至一定高度以上，固然，舉債的數額或仍可增加，但在這種情形之下，利息的支出，將加速遞增，遲早將使新債所

1. Carl Iversen: International Capital Movements p. 171.

入，尙不足以償還舊債本息。”¹ 上面兩段話，就是說一國的借債能力，不能無所限制，而無生產效果的借債，尤不能無所限制。

中國財政，要於短期內達到完全平衡的地步，事實上恐甚困難。近年來因外交問題的關係，政府向外借債，次數已經極少。結果使內國公債大量膨脹，內國資金多數為政府所吸收，其對於經濟所生的不良影響，或較之舉借外債更甚。所以如果借債的目的在於彌補短期內的財政虧空，以達將來的完全平衡，在相當限度內似尙可行。戰後奧國的財政幣制整理，即由外債的支持以完成。但如果借款的目的在於彌補長期的財政虧空，則其結果將使財政與幣制的前途更陷於不堪設想，而政府借款的本身，亦將成為外資流入的一種障礙。

最後尙有一點為吾人所應注意，即國外借款與國內物價的關係是。中國目前對內方面實際上成為紙本位，如 Carl Iversen 氏所言，外資之流入紙本位國，往往即導成通貨的膨脹，² 再如

1. Carl Iversen: Macmillan Report p. 80.

Angell: The Theory of International Prices p. p. 171. 亦有同樣觀點。

Williams: Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money 1880—1900, p. 104. 指出此種事實與阿根廷後來停止兌現的關係。

2. "Experience shows that an inflow of capital into a paper-standard country is usually accompanied by an inflationary credit expansion" Carl Iversen; International Capital Movements p. 424.

1885年停止兌現前後的阿根廷外資的流動成爲支配幣值最主要的因子，¹吾國目前爲維持國內幣值的安定計，對於外債的舉借尤有詳細考慮的必要。政府向外成立借款，倘其目的並非在於抵償舊債，則直接的結果將使外匯準備增加，亦即使國內信用基礎擴張。假如政府再直接向中央銀行支取此項借款以應付經常的開支，則進一步的結果即爲國內信用的膨脹，國內物價必因之而騰高，因之出口困難輸入容易，外匯準備必因之而轉趨減弱，再後交入償本付息的時期，外匯準備的減弱更速，結果將使外匯率亦不能維持。然從另一方面，假如政府借款的目的，在於購入國外的生產工具，則借款成立的結果，即爲國外生產工具輸入的增加。外匯準備，雖然一時不因借款成立而增加，但本國的生產能力則因生產工具的輸入而增進。結果或可以使其他商品的輸入減少，或可使本國的輸出增加，外匯準備轉因之而充實。同時政府借款既直接表現爲生產工具的輸入，則本國的信用基礎，不至因借款的成立而擴張，本國物價不致驟漲，故這種性質的國外借款，亦可以避免引起國內經濟的變動。故從國內經濟安定及外匯的維持方面看，對外借款，尤有限定以直接發展生產爲目的的必要。

自中美棉麥借款成立以後，各國擬貸款中國者，似均有採取商品信用放款的趨勢。就目前的國際情形看，中國要向國外直接

1. Williams; Argentine International Trade Under Inconvertible paper Money 1880—1900 p. 111.

取得現金借款，恐甚困難，而商品信用放款，在出借國方面同時可以推銷過剩商品，又可以避免外交上的阻礙，故採取這種方式的對外借款，今後或仍有成立的可能。且就理論的觀點看，這一種性質的對外舉債，似亦於中國目前的情形最為適合。據正統派的學說，國際資金的流動，結果亦將表現為商品的輸出入。蓋資金移動之後，借入國信用基礎擴張，購買力增加，物價匯價俱漲，商品輸出困難，輸入容易，借出國則反是，輸出容易，輸入困難，造成商品的移動。中國要利用外資，則當暫時容忍對外貿易的商品入超，此為理論上必然的結果。但如上述情形，基於資金流入而產生的商品入超，必須經過匯價物價變動的兩種階段。商品信用借款的機械活動，則與此頗有不同。第一，借款以商品的方式流入，借款額與商品值相等，匯價可以不感受影響。第二，資金既以商品的方式流入，本國的信用基礎不受影響，物價不至因國際資金的流入而騰高，本國對外貿易的地位，可以不至感受不良的影響。這兩種優點，實為現金借款所不及，吾國目前需要維持匯價物價的安定，這樣性質的借款似最為適合。然其影響如何，亦當視因成立這種借款而輸入的商品性質而定。假如所輸入者為消費品或其他與國產有競爭性物品，而因成立借款而輸入的此類物品又不能代替在無成立借款的情形之下所輸入同類物品，則其結果足以加重本國產業所受外來商品的壓迫，對本國經濟仍有甚大的不利。棉麥借款之受人詬病，原因在此。假如所輸入者為國內所不能生產的機器工具，則直接為利用國外資本貨物以發展本國產業，適與吾國目前的需要相合。中國經濟的發展，

在於基本重工業的興起，所需要於國外者則爲重工業的生產工具，倘國外能以信用放款的方式，給與中國以直接取得此項工具的便利，對於中國經濟的開發，當屬有甚大的幫助。是以重工業生產工具的信用放款，實爲吾人所最歡迎，政府今後仍應從這種方式，作多方面的活動。

中國的利用外資問題至爲複雜。吾人的意見，可歸納爲兩點，（一）私人投資的性質，應該澈底的改變，外人的直接投資必須加以限制，而間接吸收資金的方法，必須運用。但以間接方式吸收外資，必須新式的資本市場完備，產業具備相當基礎，是以吾人目前的工作實在於形成一個可以吸收外資的經濟基礎和資本市場。（二）政府的向外借債，亦須澈底改變性質，沒有生產目的的借款，可以造成信用的膨脹，可以減弱人民在國外的信用能力，可以使財政狀況更趨惡劣，結果等於自絕外資流入的道路。故單純財政目的借款，必須加以嚴格的限制。中國目前，因爲新式資本市場的缺乏，要望外資自動流入，恐甚困難，故由政府借債，或不失爲一種吸收資金的方法，然應完全以發展生產爲目的。

最後，關於匯價政策與外資流動的關係，可以附帶一論。中國匯價應該放任稍有漲跌餘地，前面已經論及，就理論上，匯價變動，爲國際資金流動的一種重要阻力，然亦當視國內的情形而定。假令吾國貨幣逐漸跌價，則投資者在以後收回時將受損失，外資流入，固將感受影響。但假如吾國幣值的跌落甚緩而利率較高，資本在國內的收益減去幣值變動的損失後，利得仍較投資國

外爲高時，則國際資金的流入，仍有可能。再從另一方面，假如吾國的幣值雖繼續低落，而其漲價的可能性甚大時，則國外資金，仍可不顧目前的損失，以投機的方式流入，同時債權人收回本息，亦將轉變爲對吾國的再投資。如是則幣價雖暫時低落，仍不足以爲國際資金流入的阻礙。假如吾國今後的國際收支能澈底改善，幣值有回漲的希望，則暫時的匯價低落，仍不致影響國際資金的流動。反之，倘匯價雖然穩定，但國際收支，無澈底改善可能，匯價風險甚大，則國外資金，仍無流入可能，故吾人認爲匯價相當限度的伸縮，與利用外資問題，並非處於衝突的地位。

結語

1931年後中國經濟的變動，如吾人前面所說，是多種因子造成的結果，經濟的與非經濟的，貨幣的與非貨幣的，同時出現，所以經濟的衰落，迅速而無底止。中國是一個農業國，而農業日在衰落之中，加以都市中的新式產業不能興起，勞動力不能充分利用；資金流入於不生產途徑，因此一方面表現爲全國購買力的衰退，一方面表現爲投機事業的膨脹，這就成爲經濟巨大恐慌的背景。同時，國內的信用組織，極不健全，信用的伸縮能力，甚爲薄弱，因之，對外均衡一經破壞，或國內局面一有變動，經濟衰落，即成無法控制。一般對於中國經濟衰落的觀察，每視銀價變遷爲唯一的因子。此種看法，似覺忽視國內其他經濟情形的變動。1931年間，海外銀價，仍趨低落，銀對貨物的購買力，亦仍趨向下游，但中國物價，已開始崩潰，經濟衰沉，已經出現，經濟變

動的最初原因，非在銀價，殆甚顯明。論者又以爲1931年秋冬之間，英日放棄金本位，爲中國經濟趨向衰沉的最初原因。吾人雖認爲各國的放棄金本位，爲中國經濟對外均衡破壞的原因之一，但仍認1931年秋冬之間國內經濟的巨大變動，不能由此解釋。英國放棄金本位，在是年九月，日本則在十二月，自九月至十二月，只有英國放棄金本位，但中國對英國的貿易，輸出入僅占出入口總額的百分之六七，再加以國內自產自銷商品價值的龐大，英國放棄金本位，不足以使中國物價發生巨大的變動，殆甚顯然。但在這個時期，中國物價，已迅速崩潰，日本對華貿易較爲重要。日本的放棄金本位，雖較可重視，但自其放棄金本位至以後數月，因上海事件劍拔弩張，日貨進口，幾於絕跡。在此期中，日元雖已貶價，其對於中國物價的影響，當甚微末。且就國內物價變動的情形看，1931年六月以後，出入口物價，即已有低落的趨勢，資本貨物的價格，亦在六月後即發生變動。這種現象，更足以顯示1931年英日放棄金本位前，中國經濟的動向，早已步向蕭沉的道路，中國經濟的衰落，其最初的原因，實在於國內經濟長期間失卻均衡的發展。至於各國的放棄金本位，銀價的提高，使中國對外均衡破壞，實爲後來的因子。

中國經濟的衰落，根本的原因既仍在於國內經濟長期間的不均衡發展，放棄銀本位，實只能解決一部分的問題，欲使中國經濟的趨向繁榮，基本的工作，仍在於國內經濟機構的均衡調整，以及國內基本的生產事業的推進。

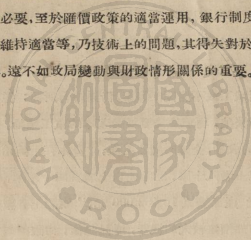
◆ 中國經濟的發展，應採何種途徑，此爲爭論極多的問題。吾

人認為經濟的正態繁榮，只有從根本處推進長期的生產投資入手。假如改革幣制的結果，僅在於造成另一次公債和地產的膨脹，基本的產業仍舊不能發展，其結果，中國經濟，將更陷於不堪設想，目前謀國內經濟的繁榮，最基本的一點，在於改弦易轍，切實從推進基本的產業入手，由基本產業的推進，以充實社會的購買力，由社會購買力的充實，以誘發新興的產業，中國經濟，始能走上健全發展的道路。

中國目前所謂基本產業，實無基礎可言。即就一般所謂繁榮時期的 1929—1931 年論，實際上除活躍一時的公債和地產外，仍舊只有若干生產能率極為低弱的小規模輕工業。且多仍岌岌不能自持，停閉減工或不能開工等事，仍屬時有所聞；從產業方面看，實無所謂繁榮，再就產業發展最基本的重工業論，檢視數十年來工業化的成績，全國的機器工廠，“資本在十萬元以上者十二家，萬元以上者八十家，三千元以上者百四十四家，資本總額 4,296,000 元，產品總值 10,152,000 元，”實際上各廠的資本總額，尚不及一部價值較大的機器，產品總值，尚敵不到一家稍具規模的工廠的設備，中國的經濟本質，直接從這種事實中顯示出來。假如這種情形不能改變，中國經濟即永遠無所謂正態的繁榮可言。

中國經濟的出路，吾人深信惟有從推進長期的基本產業投資出發，公債地產以及一切投機事業的活躍，在本質上即是一種恐慌，不是經濟發展的徵象。中國的經濟前途如何，將完全視國內生產投資增進的情形而定。但生產投資的增進，有其必需的條

件，中國目前，政治情形極不安定，國交關係，隨時可以發生變化，財政收支未能切實平衡，政府統制金融管理外匯的力量仍嫌薄弱，信用制度的改造，又尙未有如何進步，凡此均足以爲投資事業推進的障礙，是以中國經濟的發展，實仍未容吾人多存樂觀。吾人認爲目前最重要的工作，在於運用種種可能的方法，謀國內政治經濟情形的安定，藉以維繫一般人對於投資前途的信心。關於此點，吾人特別指出平衡財政收支及維持國內政治局面安定的必要，至於匯價政策的適當運用，銀行制度的改造，以及物價的維持適當等，乃技術上的問題，其得失對於國內投資事業的影響。遠不如政局變動與財政情形關係的重要。



附表一
中外物價及銀價比較表

	紐約銀 價指數	美國躉 售物價 指數	銀計算的美 國物價	倫敦銀 價指數	英國躉 售物價 指數	銀計算的英 國物價	上海躉 售物價 指數	中國 對英電 匯指數	中國 對美電 匯指數	上海輸 入物價 指數	上海輸 出物價 指數	上海生 活指數
	A	B	$C = \frac{B}{A} \times 100$	D	E	$F = \frac{E}{D} \times 100$	G	H	I	J	K	L
1931	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1	47.3	77.7	164.3	48.4	72.2	149.3	119.7	45.9	45.9	145.5	103.2	130.9
2	43.3	76.1	175.9	43.4	71.7	165.4	127.4	42.2	42.2	157.8	109.1	136.0
3	47.1	75.9	161.2	47.2	71.5	151.6	126.1	46.4	46.4	153.2	109.9	132.2
4	45.7	74.4	162.9	46.0	71.4	155.3	126.2	45.6	45.6	154.6	107.4	121.3
5	45.1	71.4	158.4	45.3	70.5	155.6	127.5	45.2	45.3	153.3	111.3	130.3
6	42.9	70.1	163.6	43.1	69.7	161.6	129.2	42.1	42.2	156.1	111.7	121.0
7	45.1	69.8	154.9	45.8	69.0	150.8	127.4	45.0	41.8	152.1	109.8	119.2
8	44.3	69.3	156.5	44.7	67.3	150.5	130.3	43.5	43.5	154.0	109.5	130.9
9	44.9	68.7	153.1	45.3	67.0	147.8	129.2	44.6	44.1	149.2	108.4	135.3
10	47.9	68.3	142.6	60.1	70.5	117.2	126.9	57.9	46.5	145.3	105.6	127.3
11	50.1	68.3	136.3	65.8	71.8	109.1	124.8	63.0	48.2	141.0	103.5	125.2
12	48.7	67.0	137.6	69.7	71.4	102.4	121.8	69.6	48.2	138.9	101.2	121.2

1932																				
1	48.0	65.0	135.4	68.4	71.4	104.4	119.3	67.1	47.2	137.8	99.8	122.8								
2	48.5	63.7	131.4	68.4	71.1	103.9	118.4	69.0	49.0	139.2	98.1	136.4								
3	47.9	63.1	131.8	63.1	70.6	111.9	117.6	63.8	47.5	140.6	96.4	127.2								
4	45.5	62.2	136.8	58.8	69.1	117.5	116.7	57.5	44.6	142.0	94.8	117.2								
5	44.7	61.0	136.6	58.6	68.0	116.0	115.7	57.0	43.2	141.6	94.7	117.5								
6	44.5	59.6	134.0	58.8	66.2	112.5	113.6	56.6	42.7	139.2	90.6	121.3								
7	43.1	60.4	140.3	59.3	66.0	111.4	111.8	56.5	41.4	138.8	88.7	118.7								
8	45.1	61.8	137.1	63.0	67.3	106.9	111.3	59.8	42.7	140.5	91.1	119.0								
9	44.5	62.7	141.0	62.2	68.9	110.8	109.8	60.3	43.1	140.4	88.7	118.2								
10	44.1	61.1	138.7	61.9	68.3	110.4	108.7	61.3	43.1	140.1	86.9	113.5								
11	43.5	60.3	138.7	63.2	68.3	108.1	106.9	62.8	42.4	140.0	84.0	108.7								
12	40.4	58.5	144.7	69.5	68.2	114.7	107.5	59.4	40.1	141.1	86.1	108.0								
1933																				
1	40.9	56.4	138.1	58.8	67.7	115.1	108.6	58.6	40.4	141.5	87.5	110.5								
2	41.7	55.3	132.8	58.8	66.8	113.6	107.6	58.6	41.1	138.6	85.5	113.4								
3	44.3	56.1	126.7	61.2	65.9	107.6	106.7	59.9	42.0	134.8	84.7	111.2								
4	46.1	57.2	124.1	62.6	65.6	104.7	104.5	59.2	41.8	133.8	81.4	106.3								
5	54.8	60.3	110.0	69.0	67.0	101.5	104.2	61.0	49.4	131.2	84.3	106.8								
6	57.4	63.7	110.9	66.9	68.7	102.7	104.5	62.1	52.9	131.7	85.1	105.4								
7	60.0	69.0	115.1	63.9	69.1	108.1	103.4	62.1	58.5	129.7	86.2	106.6								
8	58.0	70.5	121.7	62.3	69.2	111.1	101.7	53.3	56.9	129.6	81.3	107.2								
9	62.4	71.2	114.2	63.6	69.5	109.2	100.4	54.3	60.0	129.0	79.6	106.0								
10	62.2	71.6	115.2	63.5	69.3	109.1	100.3	54.8	60.7	129.8	77.0	106.9								
11	69.1	71.7	103.7	64.1	69.4	108.4	99.9	55.1	67.3	126.5	75.8	103.2								
12	70.0	71.7	102.4	64.9	69.4	106.9	98.4	55.6	68.0	128.4	73.0	102.6								

1934	1	71.2	72.3	101.5	67.5	70.6	104.5	97.2	66.2	69.0	127.1	71.8	101.8
	2	72.8	73.7	101.2	70.4	71.1	101.0	98.0	67.2	69.7	120.9	74.2	103.5
	3	73.8	74.3	100.6	70.6	70.1	99.3	96.6	66.7	70.0	128.7	71.3	98.9
	4	73.2	73.3	100.1	69.4	69.4	100.0	94.6	65.9	70.0	129.3	68.2	99.0
	5	71.8	75.2	104.7	67.8	69.1	102.0	94.9	63.1	66.2	131.8	69.7	98.5
	6	72.6	77.3	106.4	69.1	70.0	101.4	95.7	64.1	66.7	131.5	71.8	98.5
	7	74.7	77.9	104.4	71.5	69.8	97.4	97.1	66.2	68.7	133.9	70.9	106.9
	8	80.0	78.3	98.0	75.2	71.2	94.7	99.8	68.3	71.3	136.3	74.2	115.7
	9	80.0	80.1	100.5	76.0	71.0	93.4	97.3	69.8	72.0	134.5	71.5	118.1
	10	85.3	79.1	92.7	82.8	70.3	84.9	96.1	70.8	72.0	131.1	70.3	113.3
	11	87.7	78.9	89.9	85.4	70.3	82.3	98.3	65.7	67.6	134.8	72.0	108.8
	12	87.9	78.7	89.5	85.4	70.5	82.6	99.0	67.2	68.5	135.0	75.3	110.4
1935	1	87.5	81.0	92.5	85.8	71.2	82.9	99.4	69.3	71.4	135.1	77.2	110.9
	2	87.8	82.0	93.4	86.3	71.1	82.4	99.9	74.2	74.0	132.0	78.0	109.0
	3	94.8	81.3	85.8	95.0	70.1	73.8	96.4	78.6	77.5	127.0	74.9	104.8
	4	108.9	81.6	75.0	107.8	70.6	65.5	95.9	78.6	78.4	127.2	74.7	106.1
	5	120.2	82.3	68.5	117.7	71.2	60.5	95.0	83.3	83.8	129.9	75.0	105.6
	6	116.7	82.0	70.3	113.5	71.3	62.8	92.1	81.7	82.9	122.1	70.4	105.9
	7	109.1	82.1	75.3	105.2	71.1	67.6	90.5	77.6	79.2	121.8	71.0	105.2
	8	105.6	83.8	79.3	101.3	71.3	70.4	91.9	72.9	74.6	123.5	74.7	104.6
	9	105.2	85.1	80.9	102.0	72.4	71.1	91.1	74.7	75.7	120.7	75.4	105.4
	10	105.2	85.4	81.2	102.4	73.5	71.8	94.1	74.0	74.6	123.7	80.6	103.9
	11	103.2	84.7	80.5	102.2	73.6	72.0	103.3	59.5	60.3	142.7	89.6	109.2
	12	97.0	84.2	86.8	92.2	73.7	80.0	103.3	59.5	60.3	141.5	90.0	109.3

附表二

美元匯價與平價之差表

年 月	A	B=(A×75.6087)	C	D=(C-D)
	紐約銀價 每盎司合美金數	平 價	上海對美國價 國幣百元合美金數	匯價與平價之差
1931	.285625	21.6957	22.138	.5423
1	.29375	22.2101	22.457	.2469
2	.26875	20.3198	20.658	.3382
3	.2925	22.1155	22.693	.5805
4	.28375	21.4540	22.299	.8450
5	.2800	21.1704	22.147	.9766
6	.26625	20.1308	20.639	.5082
7	.2800	21.1704	21.943	.7726
8	.2750	20.7924	21.304	.5116
9	.27875	21.0759	21.565	.4891
10	.2975	22.4926	22.766	.2724
11	.31125	23.5332	23.579	.0458
12	.3025	22.8716	23.600	.7284
1932	.279375	21.1232	21.486	.3628
1	.298125	22.5408	23.082	.5412
2	.30125	22.7771	23.979	1.2019
3	.2975	22.4936	23.221	.7274
4	.2825	21.3595	21.797	.4375
5	.2775	20.9814	21.138	.1566
6	.27625	20.8869	20.880	- .0069
7	.2675	20.2253	20.234	.0087
8	.2800	21.1704	20.906	- .2644
9	.27625	20.8869	21.102	.2151
10	.27375	20.6979	21.094	.3961
11	.2700	20.4143	20.768	.3537
12	.25125	18.9967	19.628	.6313

續前表

1933	.3450	26.0850	26.055	- .0300
1	.25375	19.1857	19.748	.5623
2	.25875	19.5638	0.106	.5422
3	.2750	20.7924	20.556	- .2364
4	.28625	21.64 0	20.439	- 1.2040
5	.340625	25.7542	24.188	- 1.5662
6	.356875	26.9829	35.875	- 1.1079
7	.3725	28.1642	28.625	.4608
8	.3600	27.2191	27.875	.6559
9	.3875	29.2994	29.375	.0766
10	.38625	29.039	29.688	.4841
11	.429375	32.4645	32.938	.4735
12	.4350	32.8598	33.250	.3602
1934	.481875	36.4339	33.911	- 2.5229
1	.4425	33.4568	33.75	.2932
2	.4525	34.2129	34.125	- .0879
3	.45875	34.6855	34.25	- .4355
4	.4550	34.420	34.25	- .1520
5	.44625	33.7404	32.375	- 1.3654
6	.4512	34.1184	32.625	- 1.4934
7	.46375	35.0635	33.625	- 1.4385
8	.49625	37.5208	34.875	- 2.6458
9	.4950	37.4263	35.25	- 2.1763
10	.5300	40.0726	35.25	- 4.8226
11	.5450	41.2067	33.0625	- 8.1442
12	.54625	41.3013	33.50	- 7.8013
1935				
1	.54375	41.1122	34.3125	- 6.7997
2	.546625	41.2540	36.1875	- 5.0665
3	.58875	44.5146	37.9375	- 6.5771
4	.67625	51.1304	38.375	-12.7554
5	.746875	56.4702	41.00	-15.4702
6	.7250	54.8163	40.5625	-14.2538
7	.6775	51.2249	38.75	-12.4749
8	.65625	49.6182	36.50	-13.1182
9	.65375	49.4292	37.0625	-12.3667
10	.65375	49.4292	36.50	-12.9292
11	.65375	49.4292	29.50	-19.9292
12	.6025	45.5542	29.50	-16.0542

附表三

中英購買力平價與匯價之差表

年 月	中國物價指數 A	英國物價指數 B	中英購買力平價 $C = \frac{B}{A} \times 20.529$	中英匯價 D	中英購買力平價與匯價之差 E = C - D
1932	107.6	74.4	14.1938	14.731	-.5372
1	114.2	77.5	13.9310	16.225	-2.2940
2	113.3	77.2	13.9864	16.675	-2.6886
3	112.5	76.6	13.9761	15.421	-1.4449
4	111.7	75.0	13.7832	15.887	-.1038
5	110.7	73.8	13.6846	13.771	-.0864
6	108.7	71.8	13.5594	13.689	-.1296
7	107.0	71.6	13.7360	13.662	.0740
8	106.5	73.0	14.0706	14.453	-.3824
9	105.1	74.8	14.6105	14.616	-.0055
10	104.0	74.1	14.6269	14.827	-.2001
11	102.3	74.1	14.8692	15.176	-.3068
12	102.9	74.0	14.7624	14.364	.3984
1933	99.3	73.9	13.2777	14.828	.4497
1	103.9	73.5	14.5222	14.176	.3462
2	103.0	72.5	14.4483	14.163	.2853
3	102.1	71.5	14.3744	14.479	-.1046
4	100.0	71.2	14.6166	14.300	.3166
5	99.7	72.7	14.9377	14.75	.2177
6	100.0	74.5	15.2941	15.00	.2941
7	98.9	74.9	15.5466	15.00	.5466
8	97.3	75.1	15.8443	14.875	.9693
9	96.1	75.5	16.1276	18.125	1.0026
10	96.0	75.2	16.0804	15.25	.8304
11	95.6	75.3	16.1686	15.3125	.8561
12	94.2	75.3	16.4088	15.50	.9088

續前表

1934	92.9	76.3	16.8605	16.141	.7195
1	93.0	76.6	16.9077	16.00	.9077
2	93.8	77.1	16.8728	16.25	.6228
3	92.4	76.0	16.8851	16.125	.7601
4	90.5	75.3	17.0801	15.9375	1.1426
5	90.8	75.0	16.9549	15.25	1.7049
6	91.6	75.9	17.0103	15.50	1.5103
7	92.9	75.8	16.7496	16.00	.7496
8	95.5	77.3	16.6162	16.50	.1162
9	93.1	77.1	17.0001	16.875	.1251
10	92.0	76.3	17.0247	17.125	-.1003
11	94.1	76.3	16.6449	15.875	.7699
12	94.7	76.5	16.5833	16.25	.3333
1935	92.2	77.8	17.3224	17.792	-.4696
1	95.1	77.3	16.6860	16.75	-.0640
2	95.6	77.1	16.5546	17.8125	-1.2579
3	92.2	76.1	16.9426	19.00	-2.0574
4	91.8	76.6	17.1294	19.00	-1.8706
5	90.9	77.2	17.4332	20.125	-2.6918
6	88.1	77.4	18.0347	19.75	-1.7153
7	86.6	77.1	18.2770	18.75	-.4730
8	87.9	77.4	18.0758	17.625	.4508
9	87.2	78.5	18.4802	18.0625	.4177
10	90.0	79.8	13.2010	17.875	.3260
11	98.9	79.9	16.5833	14.375	2.2083
12	98.9	80.0	16.6089	14.375	2.2289
1936					
1	99.8	80.4	16.5382	14.375	2.1632
2	100.9	80.3	16.3370	14.375	1.9620
3	101.8	80.3	16.1933	14.375	1.8183
4	102.7			14.375	
5	101.3			14.375	
6					
7					
8					
9					
10					
11					
12					

附表四

上海現銀進口與出口之差數表

單位——千元 (一)出超

	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
1	11,160	10,596	10,965	2,885	2,389	10,876	15,908	20,150	4,846	3,730	10,055	1,962	2,560	-16,664
2	6,376	6,955	16,073	8,047	16,031	7,599	16,491	15,529	-5,700	2,626	12,937	-1,610	377	3
3	4,032	1,788	11,223	11,939	5,028	10,913	12,125	24,976	-1,949	2,375	6,451	1,563	660	-
4	6,216	7,906	6,664	5,895	2,278	9,631	14,060	5,595	1,108	7,400	-3,228	-14,073	2,972	-
5	10,378	994	4,191	11,211	13,259	7,915	10,129	8,999	15,359	-8,916	-45,815	-2,314	11	-16,500
6	10,049	7,065	5,218	7,724	6,265	16,986	10,039	-9,180	-4,700	6,008	-9,952	-12,934	-11	-69,117
7	2,145	2,648	3,173	-51	5,360	17,464	4,460	-5,143	538	1,556	5,014	-23,552	-	-10,956
8	2,595	3,426	6,805	11,690	4,402	9,515	2,172	-4,657	166	4,374	3,592	-77,706	-	-11,646
9	12,572	2,875	8,732	5,584	9,293	11,124	7,763	-1,888	-1,580	2,234	5,474	-36,542	662	-91,037
10	4,531	2,042	13,615	496	9,598	23,860	9,953	-450	1,211	6,134	-5,617	-42,674	-	-35,914
11	4,706	6,793	11,041	7,199	12,881	17,661	12,205	-306	1,367	-4,438	6,972	-11,350	-	36
12	28,820	2,875	3,120	5,981	7,794	12,570	21,700	966	10,163	-1,440	4,549	-9,545	-67,530	-
總計	103,878	50,753	100,818	78,59	94,576	156,115	137,027	54,591	20,827	39,555	-9,437	-228,774	-60,301	-

* 本項數字若以報載相適應為 - 9368, 但海關貿易年報上所發表之數字則為 - 9,437, 待考正。
來源: 1923-1931 各月數字係根據本所所藏之材料計算; 1932-1933 係根據上海貨價季刊計算。

附表五(A)
上海現銀對國內運出入差數表

(單位：千元)

	1931	1932	1933	1934	1935	1936
1			- 1,617	206	- 11,343	2,123
2			4,949	108	- 3,051	3,930
3			13,085	3,434	1,045	8,703
4			11,339	12,076	- 475	1,371
5			17,670	5,122	- 278	- 71
6			20,490	5,677	- 1,253	14,841
7			6,517	2,434	- 5,386	5,603
8			2,038	871	7	12,562
9			1,649	- 767	44	15,460
10			1,985	- 10,072	- 12	16,029
11			2,180	- 43,211	- 1,044	2,753
12			1,674	- 34,923	883	
共計			81,889	- 59,044	- 20,946	

註：有負號者為出超數字。

來源：統計期報。

附 表

上海各銀行

(單位：

年 月	華商銀行庫存額	外商銀行庫存額	總 計
1933	271,786	275,660	547,446
1	265,185	181,454	446,639
2	281,973	174,146	456,119
3	288,099	188,733	471,832
4	258,476	199,219	457,695
5	246,590	200,316	446,806
6	258,064	188,697	446,761
7	264,199	189,113	453,312
8	264,506	192,094	456,600
9	262,371	198,018	460,389
10	263,478	193,233	456,816
11	266,088	193,322	459,410
12	271,815	275,674	547,489
1934			
1	284,585	275,520	560,105
2	285,487	268,296	553,783
3	337,439	252,028	589,467
4	344,226	249,797	594,023
5	336,584	257,172	594,056
6	337,632	245,266	582,898
7	330,598	232,205	562,803
8	309,552	183,067	492,619
9	309,972	141,322	451,294
10	309,395	101,496	410,891
11	299,926	62,713	362,639
12	280,325	54,672	334,997

來源：上海商業金融叢報。

五 (B)

現銀存底額

(千元)

年	月	華商銀行庫存額	外商銀行庫存額	總計
1935				
	1	294,983	40,097	335,080
	2	289,657	44,043	333,700
	3	275,571	48,628	324,199
	4	282,577	54,093	336,670
	5	290,165	50,778	340,943
	6	295,959	44,914	340,873
	7	300,061	38,648	338,713
	8	288,399	40,184	328,583
	9	293,351	42,662	336,013
	10	293,529	40,884	334,413
	11	245,617	41,198	286,815
	12	239,443	36,159	275,602
1936				
	1	127,879	19,619	146,998
	2	132,556	17,587	150,143
	3	148,047	9,195	157,242
	4	148,672	9,195	157,867
	5	136,674	9,195	145,869
	6	85,864	9,195	95,059
	7	85,864	9,195	95,059
	8	86,780	9,195	95,975
	9	80,633	9,195	89,833
	10	36,687	8,390	45,077
	11	33,437	8,390	41,827
	12	34,076	8,390	42,466

附表六
上海生產物價指數

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
1 月	89.2	92.1	108.7	110.5	104.7	96.7	100.8	104.4
2	90.5	94.1	115.3	-	106.1	94.1	100.9	105.4
3	92.2	95.3	120.6	112.0	103.8	93.4	97.7	105.7
4	93.2	96.7	120.9	109.5	102.0	92.7	95.9	106.7
5	91.6	98.6	121.1	106.6	100.0	94.7	93.4	105.0
6	90.7	101.6	122.1	105.8	98.9	93.4	91.3	103.9
7	90.6	104.6	119.9	104.5	98.3	94.2	90.5	104.0
8	90.4	104.8	120.4	104.6	98.2	95.5	90.0	103.9
9	90.7	104.1	117.7	105.1	97.7	95.2	89.8	104.8
10	90.8	103.2	117.3	105.0	97.0	96.1	94.4	
11	91.4	102.4	116.2	103.7	96.1	98.2	104.8	
12	90.1	102.7	113.2	102.9	97.6	99.5	104.2	
平均	91.0	100.0	117.8	106.4	100.0	95.3	96.1	

本指數包括生產物品二十四種，價格錄自貨價季刊及物價月報。基期 1930，公式用簡單算術平均。

附表七
上海消費物品物價指數

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
1 月	87.8	95.9	94.8	99.5	88.7	76.1	84.5	89.9
2	88.2	99.4	98.4	-	88.4	77.1	84.4	91.1
3	87.8	97.1	100.4	97.2	84.8	75.7	78.7	92.1
4	86.1	97.5	97.5	96.8	82.7	73.4	80.3	92.4
5	88.0	96.5	113.9	105.2	87.3	72.1	82.5	88.3
6	86.6	107.3	109.9	101.4	82.8	77.5	78.5	93.3
7	87.1	110.0	105.2	96.2	81.1	79.9	77.9	92.5
8	90.1	108.9	110.4	97.7	80.7	85.7	79.8	92.2
9	91.9	105.6	109.7	95.1	80.7	81.6	78.5	91.1
10	94.5	97.4	105.5	90.9	80.6	80.4	81.4	
11	93.6	93.8	102.9	88.1	79.7	85.4	89.6	
12	93.3	91.8	100.2	87.9	78.7	86.0	89.1	
平均	89.6	100	104.1	96.0	83.0	79.2	82.1	

本指數包括食料衣料及零用品等十六種，原價錄自貨價季刊及物價月報，基期 1930，公式用簡單算術平均。

附表八
上海完成品物價指數

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
1	88.0	94.1	109.8	103.7	101.7	93.6	92.0	101.5
2	90.0	97.5	113.3	—	100.1	93.8	90.7	105.1
3	88.9	96.6	114.1	103.8	96.6	92.3	88.4	105.7
4	88.9	97.0	112.6	105.0	96.1	91.7	88.0	106.1
5	87.4	96.5	112.8	104.2	93.9	90.9	87.7	102.6
6	87.4	100.4	115.0	102.1	96.9	91.4	85.9	100.8
7	88.6	103.5	115.8	100.2	95.7	93.2	84.4	102.6
8	90.6	105.0	119.0	101.4	94.5	96.8	87.5	103.4
9	91.0	104.8	117.5	100.0	94.7	92.3	86.7	102.9
10	91.5	102.7	115.5	101.0	94.0	89.2	91.4	
11	91.1	102.2	112.7	100.2	94.2	92.7	100.5	
12	92.1	101.4	107.9	100.8	94.2	92.9	101.2	
平均	89.6	100.0	113.8	100.2	96.1	92.6	90.4	

本指數包括商品三十種，均屬已完成而可供直接消費的物品。基期為
1930年，用簡單算術平均法。物價錄自貨價季刊及物價月報。

附表九
上海內國商品物價指數

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
1	100.4	102.0	97.5	98.8	94.4	97.0	86.4	92.5
2	102.6	103.2	98.4	—	92.7	96.9	86.1	93.4
3	107.5	102.6	99.1	98.8	93.0	98.0	84.4	92.3
4	109.3	101.7	100.3	95.1	92.4	97.2	84.6	92.1
5	110.8	99.2	98.4	93.6	92.8	94.4	85.5	92.5
6	112.8	97.2	97.3	95.3	93.1	94.4	85.2	91.3
7	108.8	99.6	98.3	96.3	92.1	90.1	82.1	89.4
8	102.2	99.8	99.4	93.7	91.7	92.3	81.7	86.9
9	100.2	100.2	102.0	92.1	90.5	93.3	82.3	89.2
10	105.0	100.2	102.8	93.4	92.2	90.1	85.6	
11	102.4	98.3	102.4	93.6	96.1	86.3	86.8	
12	102.7	96.8	102.1	93.8	97.2	85.1	87.9	
平均	105.4	100.0	99.8	95.0	93.1	92.9	84.9	

本指數包括國際輸出入較少之國內商品十種，計牛肉，豬肉，羊肉，針
菜，紹酒，白榮毛邊紙，連史紙，黑碼，菜碗，原價格錄自貨價季刊及
物價月報。公式用簡單算術平均，基期 1930 年全年。

附表十

全國銀行營業分析表

年份	庫 存 現 金		存 款		放 款	
	實 數	指數	實 數	指 數	實 數	指 數
1932	279,620,795	100.00	2,115,667,462	100.00 ¹	1,557,406,025	100.00
1933	311,759,212	111.49	2,594,119,555	122.62 ²	2,327,086,912	125.29
1934	282,609,125	101.07	2,981,377,182	140.92	2,606,902,211	140.35 ³
1935	412,508,837	147.52	3,779,117,705	178.64	3,185,424,460	171.50

續 表

年份	有 價 證 券		發 行	總 資 產		庫 款 存 之 現 金 分 與 比 存	有 款 之 價 證 券 分 與 比 放	有 產 和 之 價 證 券 與 總 資 產 比	放 之 款 百 分 與 存 比
	實 數	指數		指 數	實 數				
1932	226,408,267	100.00	100.00	3,003,282,010	100.00	13.22	12.19	7.54	87.79
1933	256,901,074	113.47	118.51	3,657,736,575	121.79	12.02	11.04	7.02	89.71
1934	466,211,517	205.92	137.85	4,295,587,071	143.03	9.48	17.88	10.85	87.44
1935	593,428,689	262.11	191.21	5,428,652,719	180.76	10.91	18.63	10.93	84.28

註：1. 原書作 122.66，但根據實數計算應為今數。

2. 原書作 130.92，但根據實數計算應為今數。

3. 原書作 169.32，但根據實數計算應為今數。

來源：根據中國銀行經濟研究室編之 1932-1935 全國銀行營業狀況分析。

附表十一
上海各銀行營業及存銀量分析表

	× 各項放款	× 各項存款	× 紙幣發行	× 證券投資	× 庫存現金	× 實收資本	上海 內國銀行 存銀量	上海 外國銀行 存銀量	上海 國內外銀 行存銀量	上海 公單及票據 交換總量
1925	763,738	783,297	221,806	64,730	115,632	114,065	62,233	71,817	134,050	
1926	887,344	934,821	246,525	90,058	124,02	114,907	73,494	73,859	147,353	15,273,753
1927	968,020	976,122	278,730	104,324	123,153	117,050	79,342	62,907	142,249	12,648,740
1928	1,056,358	1,123,471	330,858	126,222	122,637	144,160	102,760	68,781	171,541	14,775,784
1929	1,221,940	1,320,152	376,034	141,893	139,532	149,025	144,196	96,004	240,260	16,858,269
1930	1,430,541	1,630,261	448,620	222,311	156,450	150,198	166,293	95,663	261,956	33,293,769
1931	1,603,905	1,860,657	457,140	239,237	194,251	155,785	179,305	86,883	266,188	33,283,529
1932	1,661,911	1,974,097	477,080	239,240	253,352	156,778	253,289	185,030	428,339	23,042,848
1933	2,023,180	2,418,590	548,481	274,974	305,138	173,885	271,756	275,690	547,446	21,992,255
1934	2,253,966	2,751,363	657,288	475,564	281,110	254,440	280,325	54,672	334,997	25,052,700
1935										24,503,758

× 包括二十八家銀行。

D. K. Lien: The Growth and Industrialization of Shanghai p. 416-417

附表十二

上海交易所各類物品交易總額

	政府公債	金	棉	紗	棉	花	麵	粉	麥	黃	豆	油	豆	餅
	dol.	bar.	bale.	bale.	50kg.	ack.	50 g.	50 kg.	50kg.	50kg.	50kg.	50kg.	50kg.	piece.
1926	450,738	72,136	5,533	13,251	163,115									
1927	238,169	65,920	2,807	5,751	104,114									
1928	370,487	53,819	3,132	17,405	121,562		15,746	710						8,062
1929	1,418,258	62,092	5,385	17,403	98,480		14,430	758				273		3,612
1930	2,432,435	58,299	5,053	15,373	165,889		38,736	5,308				10		5,383
1931	3,917,562	53,364	11,435	33,550	295,337		76,430	15,023				2,090		18,125
1932	1,205,649	23,058	6,159	20,106	95,715		8,642	1,561				180		2,923
1933	3,412,775	34,498	9,738	29,599	154,566		15,791	594				6		6,278
1934	4,773,410	33,518	10,379	32,693	185,115		18,811	2,492				1,762		11,926
1935	4,909,980	19,625	8,943	27,024	168,640		10,818	3,509				1,779		10,255

D. K. Lieu: The Growth and Industrialization of Shanghai p. 419.

附表十三
法幣發行總數表

(單位：千元)

年 月	中央銀行	中國銀行	交通銀行	中國農民銀行	總 計*
1935					
1	89,057	198,346	102,412		389,815
2	89,932	185,222	91,583		366,738
3	92,695	170,340	83,938		346,973
4	92,032	163,617	81,428		337,077
5	93,313	163,569	82,198		339,080
6	98,728	166,447	85,271		350,446
7	105,718	167,242	85,019		357,978
8	110,295	169,449	86,647		366,391
9	117,620	170,039	90,950		378,609
10	131,246	185,503	102,218		418,968
11	150,893	248,640	143,432		542,965
12	179,065	286,245	176,245		641,555
1936					
1	220,641	308,118	190,810	29,771	749,340
2	224,324	293,838	181,884	29,590	729,637
3	251,503	310,151	186,698	34,777	783,128
4	262,247	323,283	196,066	51,017	832,614
5	277,775	343,155	201,402	64,372	886,704
6	299,253	351,773	204,912	92,035	847,973
7	300,872	365,674	210,410	87,203	964,159
8	305,955	367,426	206,476	96,277	976,135
9	313,435	377,768	217,110	108,503	1,016,817
10	305,834	411,074	244,621	131,910	1,093,439
11	312,941	439,895	272,845	142,122	1,167,804
12	325,592	459,310	295,046		
1937					
1	341,733	493,556	307,349		

註：*本項 1935 年各月數字不包括中國農民銀行。

來源：* 中央銀行月報。

附表十四

我國內債消長統計

(單位：元)

年 度	本年發行額	本年償還額	年末實債滾存	比上年末增減數
1912	6 248,460	-	6,248,460.00	6,248,460.00
1913	6,842,200	-	13,090,660.00	6,842,200.00
1914	24,970,520	-	38,061,180.00	24,970,520.00
1915	25,834,155	1,150,000.00	62 745,335.00	24,684,155.00
1916	8,770,515	1,150,000.00	70,365,850.00	7,620,515.00
1917	10,516,790	2,030,000.00	78,852,640.00	8,486,790.00
1918	139,363,760	12,678,345.00	205,538,055.00	126,685,415.00
1919	28,358,700	16,558,520.00	217,338,235.00	11,800,180.00
1920	121,960,450	18,044,990.00	321,253,695.00	103,915,460.00
1921	115,362,248	202,572,576.00	234,043,367.00*	87,210,328.00
1922	83,234,910	40,741,645.00	276,536,632.00	42,493,265.00
1923	5,000,000	19,708,461.00	261,828,171.00*	14,708,461.00
1924	5,200,000	17,208,472.00	249,819,699.00*	12,008,472.00
1925	23,000,000	20,922,506.00	251,897,193.00	2,077,494.00
1926	15,400,000	26,337,907.00	240,959,286.00*	10,937,907.00
1927	81,090,074	21,377,581.00	300,671,779.00	59,712,493.00
1928	103,000,000	46,793,782.00	356,877,997.00	56,206,218.00
1929	243,000,000	62,160,404.07	537,717,592.93	180,839,595.93
1930	174,000,000	87,116,572.14	624,601,020.79	86,883,427.86
1931	416,000,000	114,685,127.23	925,915,893.56	301,314,872.77
1932	-	66,220,530.74	859,695,362.82*	66,220,530.74
1933	124,000,000	65,947,210.56	917,748,152.26	58,052,789.44

* 減少。

來源：根據“經濟統計月誌”第一卷第一期。

附表十五
上海十二類主要工業資本分析表

	工廠數		各類工業各廠平均資本數	各類工業每廠平均資本	所用原料對資本百分比 (1933)	出產價值對資本額比	
	1931	1933				1931	1933
A 金屬工業	35	20	5,006	8,050	219%	503	481
B 機器工業	289	160	13,632	47,681	129%	307	298
C 化學工業	60	78	156,571	194,873	112%	190	187
D 火柴工業	3	4	750,027	830,000	55%	100	81
E 棉紡業	27	29	1,405,638	1,693,706	185%	378	247
F 棉織業	61	69	73,329	61,984	447%	287	543
G 蠶絲業	66	9	42,100	23,881	637%	1,118	941
H 絲織業	251	115	19,101	35,016	325%	455	517
I 針織工業	96	52	32,127	65,913	250%	325	350
J 樹膠工業	29	41	80,969	98,144	239%	565	590
K 麵粉業	14	15	461,706	416,643	966%	1,167	1,163
L 紙煙業	44	45	479,811	322,281	219%	1,149	540

D. K. Lien: The Growth and Industrialization of Shanghai p. 383.

附表十六
上海拆息月別表

1929-36 年各月

年 月	日 息 %	年 月	日 息 %	年 月	日 息 %	年 月	日 息 %
1929		1931		1933		1935	
1	0.13	1	0.13	1	0.02	1	0.22
2	0.03	2	0.01	2	0.01	2	0.08
3	0.04	3	0.02	3	0.04	3	0.08
4	0.12	4	0.02	4	0.04	4	0.10
5	0.18	5	0.04	5	0.05	5	0.13
6	0.13	6	0.05	6	0.07	6	0.19
7	0.10	7	0.07	7	0.05	7	0.20
8	0.16	8	0.11	8	0.06	8	0.18
9	0.19	9	0.18	9	0.07	9	0.14
10	0.26	10	0.33	10	0.08	10	0.14
11	0.21	11	0.37	11	0.08	11	0.15
12	0.17	12	0.28	12	0.08	12	0.10
1930		1932		1934		1936	
1	0.07	1	0.13	1	0.05	1	0.08
2	0.00	2	0.35	2	0.01	2	0.07
3	0.03	3	0.19	3	0.02	3	0.08
4	0.05	4	0.13	4	0.04	4	0.08
5	0.13	5	0.06	5	0.07	5	0.09
6	0.18	6	0.07	6	0.07	6	0.09
7	0.08	7	0.09	7	0.05	7	0.08
8	0.02	8	0.07	8	0.09	8	0.08
9	0.07	9	0.04	9	0.12	9	0.08
10	0.08	10	0.04	10	0.07	10	0.08
11	0.11	11	0.04	11	0.19	11	
12	0.07	12	0.02	12	0.33	12	

來源：1929-33 年根據“上海貨價季刊”

1934-36 年根據“上海物價月報”

附 表 十 七 (A)
歷年中國對外貿易進口價值及其百分數表

(單位：國幣元)

年 份	對 外 貿 易 總 值		日 本	英 國	美 國	比 國	國
	值	%					
1926	1,783,359,981	100.0%	524,904,909	181,147,755	292,354,160	23,506,002	1.3%
1927	1,611,019,503	100.0	457,730,678	116,962,790	259,864,569	20,264,152	1.3
1928	1,855,182,692	100.0	497,450,178	177,332,764	320,233,425	28,171,381	1.5
1929	1,996,298,571	100.0	503,454,709	185,634,094	359,654,449	40,154,939	2.0
1930	2,069,385,434	100.0	509,722,863	168,665,858	362,088,456	42,777,736	2.1
1931	2,256,273,586	100.0	460,742,851	186,937,538	500,650,323	47,187,779	2.1
1932	1,655,557,802	100.0	235,267,819	185,701,487	419,436,236	23,200,932	1.4
1933	1,358,978,165	100.0	134,693,901	154,040,856	297,478,223	31,282,838	2.3
1934	1,038,978,938	100.0	129,487,969	124,646,707	271,986,155	28,975,789	2.8
1935	924,694,798	100.0	144,314,781	98,232,336	175,196,037	19,227,948	2.2
1936							

來源：各年海關中外貿易統計年刊

附表十七(B)

歷年中國對外貿易出口價值及其百分數表

(單位：國幣元)

年份	對外貿易總值		日	本	英	國	美	國	比	國
1926	1,346,571,253	100.0%	329,892,305	24.5%	86,992,150	6.5%	233,876,214	17.4%	5,602,657	0.4%
1927	1,431,209,433	100.0	325,370,866	22.7	90,350,241	6.3	189,690,641	13.3	8,704,529	0.6
1928	1,544,531,071	100.0	356,162,632	23.1	95,137,296	6.2	198,184,725	12.8	5,753,939	0.4
1929	1,582,440,841	100.0	399,515,323	25.2	115,812,741	7.3	214,748,935	13.6	6,439,446	0.4
1930	1,394,166,319	100.0	337,393,067	24.2	97,638,381	7.0	205,469,158	14.7	7,062,763	0.5
1931	1,416,962,868	100.0	412,801,468	29.1	100,531,337	7.1	187,279,038	13.2	6,346,614	0.4
1932	768,076,845	100.0	178,509,812	23.2	58,556,250	7.6	93,773,063	12.2	4,298,885	0.6
1933	612,292,722	100.0	99,277,407	16.2	48,765,304	8.0	113,431,954	18.5	4,201,528	0.7
1934	535,733,321	100.0	84,611,220	15.8	49,806,053	9.3	94,672,176	17.7	5,210,308	1.0
1935	576,298,382	100.0	85,147,992	14.8	49,463,049	8.6	136,633,637	23.7	5,551,588	1.0
1936										

來源：各年海關中外貿易統計年刊

附表
中國國際
(單位：

	1	2	3	4	5	6
	1903	1912	1864—1913	1923—24	1925—26	1902—13
出口貨值	368,007	577,270	10,835,890	1,173,045	1,316,510	443,000 (5%) 22,200
出口貨值低額	—	—	—	—	—	—
生金銀出口	51,487	43,149	1,558,000	93,480	17,138	—
邊境貿易出超	6,232	6,232	311,600	—	—	20,000
外人在華投資	42,066	155,800	4,206,600	140,976	15,580	52,800
國外借款	—	—	—	—	7,790	61,000
外國商船在華用費	18,696	31,160	272,650	—	6,232	—
外國使領館用費	7,790	10,906	311,600	62,320	31,160	—
外國海陸軍用費	33,055	45,182	701,100	—	—	—
外國教會教育及慈善用費	9,348	14,022	233,700	54,530	—	—
游歷用費	9,348	15,580	194,750	15,580	15,580	—
華僑匯款	113,734	62,320	1,316,510	155,800	202,540	150,000
國外投資收入	—	—	—	—	—	—
外人在華用款	—	—	—	—	—	—
其他收入	—	—	—	—	—	—
其他未知收入	—	—	—	—	—	43,300
收入總計	661,763	961,621	19,942,400	1,695,731	1,612,530	792,300
進口貨值	483,686	737,085	14,542,372	1,438,660	1,402,979	631,300
私運進口	—	—	—	—	—	—
生金銀進口	57,648	84,749	1,913,224	—	97,375	2,500
軍火輸入	7,790	5,433	93,480	—	—	—
償付外債	68,879	79,458	2,000,704	257,070	85,378	89,200
外商盈利	—	—	—	—	18,696	—
運費、保險費	10,517	15,580	311,600	—	15,580	—
中國對外投資	—	—	—	—	—	69,300
中國使領館在外用費	2,057	2,337	77,900	—	3,895	—
中國國外旅行者及學生用費	4,674	4,674	62,320	—	—	—
外人匯回款項	24,928	31,160	934,800	—	2,649	—
影片租金	—	—	—	—	—	—
中國人在外國用款	—	—	—	—	—	—
無法證明來源數	—	—	—	—	—	—
支出總計	660,179	960,496	19,936,400	1,695,730	1,626,552	792,300

註：* 包括影片租金等 (Insurance, Motion Picture Royalties)

* 本項數字未註明包括「中國海外旅行者費用」

△本項標題作「外商商業及其他盈利匯出款」

來源：1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11 及 13 根據 Ho Pia Yin: The
12, 根據 W. Y. Lin: The New Money System of China.
14, 根據中華民國二十三年度中國銀行報告
15, 根據中華民國二十五年全國銀行年鑑

十八

收支統計表

(千元)

7	8	9	10	11	12	13	14	15
1914—30	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
1,025,300 (5%)	1,487,000	1,523,500	1,342,300 (10%)	1,382,647 (20%)	768,000	611,800	535,200	575,800
51,300	74,400	114,300	134,200	276,529	154,000	61,200	80,300	86,400
3,300	—	3,000	47,400	211,933	215,400	203,600	391,400	357,400
—	—	—	—	28,004	—	—	—	—
73,600	96,000	170,000	202,000	43,624	60,000	30,000	80,000	140,000
23,800	—	—	—	—		—		
—	—	—	—	43,624	—	25,000	—	—
—	30,000	32,000	38,000	39,262	—	30,000	—	—
—	139,700	124,000	100,000	65,436	—	100,000	—	—
—	25,000	30,000	40,000	78,523	—	50,000	—	—
—	30,000	30,000	40,000	34,899	—	10,000	—	—
200,000	250,600	280,700	316,300	359,898	327,000	200,000	250,000	260,000
—	—	—	—	56,711	5,000	5,000	—	—
—	—	—	—	—	279,000	—	180,000	150,000
—	4,000	—	—	—	—	—	—	—
192,600	93,900	53,400	156,300	25,333	50,600	182,600	—	—
1,569,900	2,230,600	2,360,900	2,416,500	2,646,423	1,859,000	1,609,200	1,516,900	1,569,600
1,297,300	1,794,000	1,898,700	1,964,600	2,224,160	1,635,000	1,345,600	1,029,700	919,200
—	—	—	—	46,740	33,000	134,600	154,500	210,000
62,900	168,700	158,700	100,500	70,305	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—	—	—
70,900	63,000	79,100	111,400	178,749	90,000	93,000	112,600	107,400
—	—	—	—	87,248	—	24,000	—	55,000
—	15,000	15,000	20,000	21,821	27,000*	—	—	—
138,800	179,000	198,500	198,000	—	56,000	—	20,000	—
—	4,400	4,400	—	—	—	—	6,000*	6,000*
—	6,000	6,000	8,000	17,450	—	6,000		
—	500	5,000	1,000	—	—	1,000	—	—
—	—	—	8,000	—	—	5,000	—	—
—	—	—	—	—	18,000	—	—	—
—	—	—	—	—	—	—	194,000	27,200
1,569,900	2,230,600	2,360,900	2,416,500	2,646,423	1,859,000	1,609,200	1,516,900	1,569,600

and others Services)







中華民國二十六年十一月初版

版權所
翻印必究

國立中央研究院
社會科學研究所叢刊

中國的新貨幣政策一冊

(35621.5)

每冊實價國幣壹元捌角

外埠酌加運費匯費

著者

余捷琮

發行人

王雲五

印刷所

商務印書館

發行所

商務印書館

上海及各埠

上海河南路

上海河南路

張

五五九〇

(本書校對者孫秉全)

101256763



中華民國玖拾陸年肆月拾玖日贈送

160 ✓



舊