

林維英著
朱義析譯

銀行學會
業務叢書
中國之新貨幣制度

商務印書館發行

林維英著 朱義析譯

中國之新貨幣制度

蔡元培題



譯者序言

中國新幣制之事實與學理，本書已闡發無遺，無待譯者贅述，但本書之成，早在去年夏間，迄今又逾半載，其間幣制進展之過程，及新近發生之事實，亟宜附帶記述，新制實施一年餘之感想，尤有不能已於言者也。

曩者，各國幣制，至不安定，物價慘落未已，外匯漲跌靡常，國內產業，受其嚴重騷擾，遂相繼放棄金本位，競貶幣值，將國內通貨，加以有系統之管理，金集團如法，瑞諸國於二十五年九月底亦已瓦解開矣。中國採行銀本位幣制，由來已久，幣值常隨銀價之升降，及國際收支之順逆而漲落，國內物價與國民收入，變動無常，經濟組織，時遭蹂躪，當其演變之際，痛苦備嘗。自美國厲行購銀法案後，我國經濟，益感困窘，於二十四年十一月遂不得不有新幣制之頒佈。蓋金本位之廢棄與幣制之有系統的管理，實世界幣制趨勢使然也。

幣制實施管理以來，實有非常之成就，倫敦銀價在二十四年十一月為二九·三辨士，至十二月已下降至二六·四辨士，迨二十五年一月劇降至二十辨士，其後常盤旋於十九與二十一辨士之間，但中國對倫敦匯率，始終在一四·三七五辨士，僅二十五年九月為一四·二五辨士，十一月為一四·五辨士，漲落甚微。紐約銀價，變遷雖亦甚大，而匯率頗少漲落。由此觀之，過去中國幣值對外之維持，可謂完全成功。數千年來我國人民，狃於硬幣舊習，識者多引為改革幣制之莫大障礙，新制施行以後，不但通都大邑，即窮鄉僻壤，人民莫不樂用法幣，足見貨幣本為

貿易之媒介，其本身價值之高下，原不足重輕，政府威信與人民信仰，方為健全幣制之真實基礎。

當改制之初，羣以我國一旦脫離銀本位，通貨難免趨於過度膨脹。誠然，幣制改革以來，發行數額，增加頗速：在二十四年十一月，中、交、中農四行發行僅四萬七千五百萬元，及二十五年十二月時，除若干尚未收回之各行鈔票外，四行發行，已達十二萬三千元矣。但細加考察，發行增加，實為白銀國有，雜鈔收回，及調劑市場金融應有之現象，無足為奇。再觀各地物價，上漲似覺太速，倘皆以二十四年十一月為一〇〇・〇，則二十五年十二月上海為一一五・〇，廣州為一二〇・五，漢口為一一六・八，南京為一一〇・五，青島為一〇三・六，華北為一二一・六，其中雖亦難免有投機狂買，操縱居奇，及國內外政局不靖等原因存在，然去年農產豐收，工商各業亦以幣制之變更而漸呈靈活，物價上升，實係情理之常，況各國自放棄金本位後，物價水準，莫不逐步高漲，我國既已停止用銀，國內物價必受國際物價漲落之影響，故各地物價指數之上漲，自亦世界物價一般之趨勢也。

抑尤有進者，自幣制管理以後，金融市場已呈鬆動，全年拆息，均在七分九分之間，以與昔日高昂之利率比較，相差甚多。金融市場自當漸趨靈活，工商各業停閉數字，亦逐漸下降。且自外匯管理，匯率穩定以後，標金價格，無大漲落，公債自二十五年二月間整理以來，市價亦至穩定，無昔日狂漲暴縮之現象。標金與公債，本為投機者之惟一目標，今已無利可圖，資金運用之方向，遂多轉變，因之除地產成交仍未見起色，荳餅交易亦較上年稍落外，證券、標紗、標花、標粉、標麥、黃荳、荳油等交易，莫不較昔繁榮，銀行業票據交換額及錢業公單收解數，二十五年總計亦較二

十四年爲多。故自幣制實行以來，不但市況已呈好轉，且資金運用之方向，顯有轉變。此後大量資金，自可望其逐漸投資於正當之工商事業矣。

幣制改革之過程中，有數事足以特別注意，而又爲本書未曾道及者，一爲二十五年五月中旬財政部長孔氏之第二次宣言，一爲兩廣之統一，一爲英、法、美三國貨幣之協定。

二十五年五月孔財長之宣言，說明政府爲充分維持法幣信用起見，其現金準備，雖仍以金銀及外匯充之，但其中白銀準備規定『最低限度應佔發行總額百分之二十五』，並謂『政府爲增加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』，自此法幣之信用，益臻穩固，外匯之維持，更有保障矣。

兩廣幣制，前因政治分立，自成系統。俟去年八月粵局平定，廣東之畸形幣制，遂得進行改革，但以內容複雜，迄未立改大洋制，只能採用緩進辦法，在目前仍准毫洋券與國幣並用，至其二者換算比率，暫時加五給值，卽一元五角毫洋券，合法幣一元。廣西自二十五年十一月起，亦已改用法幣，以代省票，法幣與省票間已訂定比例。昔日兩廣政治幣制，與中央分立，本書引爲遺憾，今政治已完全統一，對於貨幣政策之施行，自更順利，其效果所及，不僅民衆對於幣制之信仰，益臻堅定，健全幣制所發揮之功能，當更普遍也。

我國幣制之確立與運用，有待國際貨幣之合作，自無待言，國際幣制倘變動不時，我國外匯卽無法穩定，不但國際收支，立呈騷擾，國內經濟勢必大起糾紛。最近法國鑒於國內經濟緊縮之嚴重，非放棄金本位無法解救當前

之困難，已於最近毅然實行。夫過去國際貨幣陷於混亂境況者，原為貨幣集團對壘之存在，二十五年九月法郎貶值，全集團已告瓦解，同時英、美、法又有貨幣協定之成立，不僅有利於國際匯兌之穩定，抑亦有助於國際經濟秩序之恢復，及世界繁榮之增進也。

至國際收支之平衡及預算收支之適合，對於幣制之確立與進展關係最為密切，理論方面本書說明，至為詳盡，過去數字，亦已遍載無遺，但最近狀況，猶待說明。

按國際貿易，自採行新幣制以來，最初數月，確趨好轉，二十四年十二月與二十五年一月竟呈出超，嗣後出口下減，而進口又復激增，致每月入超數額依然甚鉅。所當注意者，入超並不足懼，惟入超之性質須加變更耳，生產品之源輸入，正合今日中國之需要也。以二十四年與二十五年之貿易狀況相比較，大體上仍多進步。二年之中，第一年進口僅增百分之二·四，出口則增百分之二二·六，入超減少百分之三一·三，貿易總額增加百分之二〇·二。足證新貨幣政策對於國際貿易，已著相當功效，但欲驟然振興貿易，易入超為出超，牽涉之問題異常複雜，例如國內經濟之繁榮，國外景氣之恢復，幣制之協調，關稅之休戰等，均與有關，自不能全恃我國幣制之改革也。

自新幣制實施以來一年中，現金外運頗多，黃金出超二十四年為二千一百萬海關金單位，二十五年為一千八百萬海關金單位，相差不多，白銀因二十四年政府獎勵運銀進口，並向倫敦、香港等地購買，總計出超僅六千萬，二十五年出超竟達二萬五千萬，一部份當因抵補貿易之入超，大部份係因增加外匯準備，故有大量白銀出

據中國銀行精密之估計，二十四年黃金私運約三千萬元，二十五年僅五百萬元。當二十四年時因海外銀價高漲，白銀私自輸出，全年竟達二萬三千萬元，及二十五年因世界銀價已趨下跌，白銀且已國有，由華私輸數量，因之銳減，約四千萬之譜。往年因幣制發生極度之恐慌，資金外逸頗鉅，國外資金，自亦無意運華，此種現象影響國際收支之平衡，至為嚴重，幸新幣制之信用，日漸鞏固，匯率亦至穩定，國內政治業經統一，經濟概況，頗呈向榮之象，故華僑匯款及外人在華投資，雖無詳細數字可考，自當逐漸增加，有利於國內經濟之建設及產業之復興，殆無可疑。至預算之近狀，據二十五年十一月發表之二十三年度財部報告，收支不敷仍有一萬九千六百萬元之鉅，惟內有七千三百五十萬元，係撥充銀行官股，以救濟該年度內金融機關之恐慌，故歲計虧短實數為一萬二千二百五十萬元。短期間內欲謀預算收支之平衡，頗不易，但吾人所聞所見者，政府一方節約開支，一方整理稅制，確具決心，且已收到相當效果，稅務行政，近來頗多改進，收稅機關，或行改組，或予合併，財務行政費用，較前減少，所得稅業已舉辦，遺產稅亦在計劃之中，甄別及訓練稅收人員，行政效力，因得增進。雖然，預算之平衡與健全，賴財政本身之設施固多，但國民經濟之復蘇，與夫國內外政治之安定，尤為重要。

當新幣制頒佈時，財政當局曾申明『中央銀行之組織，亦將力求改善，以盡銀行之銀行之職務，』該項草案，已經中政會通過，中央準備銀行之成立，當不在遠，此後全國金融之調整，貨幣價值之穩定，惟此是賴。

感想之申述與事實之補敘，已盡於此，過去雖有尚未完成之步驟，或有未能盡滿人意之事實，然大體可稱成

功，至足令人欣慰者也。瞻顧幣制之前途，成敗利鈍，甚不易言，蓋貨幣制度之健全與否，原受極繁複之因素所左右，牽涉範圍，極爲廣泛，其間因素之縱橫交錯，相互影響，互爲因果，故新貨幣制度之將來，須視種種複雜因素之順逆變動爲轉移，此後惟望有利之因素，設法完成之，有害之因素，盡力剷除之。際今國外政治紛擾，戰雲瀰漫，國內滿目瘡痍，百業待舉，故新幣制之確立與維持，不僅需要政府與人民之戮力同心，尤待國際間之同情與合作，中國幣制光明之前途，庶乎賴焉。

朱義析 民國二十六年三月

作者自序

新貨幣制度已於二十四年十一月三日正式施行，爲求更瞭解與認識起見，緣有此書之作。本書目的，將專解釋銀本位崩潰之原動力及其演進之過程，並考慮與估量新貨幣政策之含義，與有關之許多問題。過去六閱月中，大衆討論與爭辯，亦多集中於此。錯綜複雜之處境，余欲試將國際平衡性之立場（The Viewpoint of the Problem of International Equilibrium）加以指明，蓋此種立說，固爲今日一般輿論所不甚注意者也。誠然，維持國際平衡，機構之整個意義，不易說明，幣制所賴以順利與滿意進行之複雜情況，亦難列舉。本書不僅敘述歷史的事實，且更着重於解釋與分析。應用之統計資料，雖不能詳論，但盡可能之範圍，力求普遍，以期有助於問題概括的認識。

若干友人之襄助與建議，得益良多，並經中國太平洋國際協會之協助，本書得以出版，至可感也。但本書僅代表余個人對於我國新貨幣制度之觀察，其中所舉事實與意見，自當由余單獨負責。

林維英二十五年四月二十一日於上海

目次

譯者序言

作者自序

第一章 引言

一

第二章 新貨幣制度之背景

四

甲 銀本位制之基礎與功用

四

乙 銀本位崩潰之演進

九

一 銀價與外匯

二 國際之影響

國際貿易之變動

國際收支之平衡

金銀之移動

三 國內之反響

物價之變動

金融市場及工商業之情況

四 銀本位之崩潰

第三章 新貨幣之性質

九二

甲 幣制改革之特點

九二

目次

一

乙 幣制改革之意義……………九三

一 國外匯兌之穩定

二 貨幣單位之劃一

三 準備之集中與統制

四 幣制之管理

五 物價之國際化

六 銀行制度之改進

第四章 幣制管理問題……………一〇五

甲 幣制管理之目的……………一〇五

乙 政治與社會之安定……………一〇九

丙 金融管理之機構——中央銀行技術之運用……………一一一

一 國家預算之平衡

二 銀行信用之控制

三 國外借款之籌劃

四 統計之公布與輿論之形成

第五章 新貨幣制度之將來	一四八
甲 實施以來六個月之經驗	一四八
乙 新貨幣制度成敗之關鍵	一六一
丙 其他貨幣制度之商榷	一六六
丁 新幣制之展望	一七〇
第六章 概述與結論	一七四

中國之新貨幣制度

第一章 引言

最近之幣制問題，閃爍於羣衆之眼，頗引起廣泛之興趣與注意，但新貨幣政策之全部意義，及其複雜錯綜之後果，迄今未曾完全被人認識。民國二十四年十一月三日之措置，以今日幣制之趨勢言，固屬新穎，因而使吾國貨幣與銀行制度之改變，亦殊覺別緻，且亦歷史上所僅見者也。此書之目的，在求新貨幣政策之背景，及其含義之簡明的敘述，並將有關於中國之各國幣制經驗與同類情況申述之，而考慮及於吾國幣制之前途。本書第二章復將銀本位幣制之基礎與效用，加以檢視，並將銀本位最後崩潰之進程，有以說明。第三章分析幣制管理之性質與意義。第四章尤着重於指明幣制管理之目標技術與應具之環境。最後於第五章考查目前所處之優勢與癥結，藉以判斷幣制實驗之成就究若何？以吾之意，此類繁複之問題，必從國際的與國內的平衡性之立場着眼，然後能由合理之範圍，而評定一種幣制之健全與效用爲何如。

關於貨幣問題通常之論述，多由歷史的與泉幣的觀點立論，而鮮由國際平衡性之立場，說明貨幣之重要功

用。在自行調節之銀本位幣制之下，其調整之機構，及其有關之程序，與金本位國家間之情況完全不同，指明國際間價值調整平衡之複雜原素，亦較困難。倘國外銀價與國內物價同樣變動，銀幣之購買力依然能維持原狀，殆無可疑。銀價之變動，能反映於白銀匯率，由白銀匯率之變動，又能反映於物價水準，以至國際貿易之趨勢，與國際收支之平衡。除世界大戰時期，及民國二十一年以後，銀價傾跌不已，調整之步驟逐漸上升，物價與收入，因而隨之上漲，因銀價上漲，以致物價跌落與收入減少之困難，多未感及，而國際調整問題，因亦爲人所忽視矣。

一國幣制之施行順利，有賴於國際收支之平衡，國際平衡一遭變動，勢必影響國際貿易，及國內物價，而產生一種新的國際價值平衡。倘國際平衡仍然維持原狀，而國內成本及物價之變動與國外之成本物價不能一致時，匯率勢必變動，以謀國內與國外之平衡；設若國際平衡不能維持，又不能早謀恢復原狀，幣制必感困難，而漸趨崩潰，下述各節，說明銀本位之崩潰，着重於因銀幣之不穩定，不能維持國際之平衡而言，且此種平衡，一旦被擾，又不克立刻恢復常態，至於新貨幣政策之成就若何，仍將以上項功效之能否實現爲斷。

首當聲明者，即本書非欲分析目前所遭遇之經濟恐慌的進程與局勢，亦非建議其救濟之方策，經濟恐慌所引起之經濟困憊與不安，非僅貨幣設施足以解救，貨幣機構，不能單獨研究，必須兼顧錯綜複雜之有組織的背景，與有結構的趨勢，反之，若一國幣制常遭外力壓迫，時生變動，則種種解決方案，亦難圓滿與久持，匯率不自然的提高後，國際與國內之反響，吾人欲加分析，較檢視經濟恐慌之原因尤爲着重，舉凡物價之狂跌，國際貿易之不振，信

用之緊縮，金融與工商事業之衰落，皆爲國內向國際價值重新調整必經之程序，內外之新的平衡方能完成。

今又欲指明者，吾人對於匯率之提高與經濟之蕭條，或貨幣及信用之收縮，與物價之下跌，實無意建立何種因果之定律。環境所具原素，原甚複雜，今匯率之高漲，僅屬原素之一，較爲重要而已，政治之不穩定，組織之缺陷，皆與有關。以經濟蕭條之複雜現象，歸過於單純之原因，勢必誤解原因之朕兆，藐視真實之情況過於簡單矣。

因內地可靠與廣博之統計數字，無法應用，兼之我國各處經濟與金融發展之程度，頗多分歧，故吾人注意之範圍，僅能限於中國商業與金融中樞之上海，且又爲下列事實所阻撓，即緊縮之影響，逐漸侵襲沿海各埠，及其相互影響對於內地各處之效果，吾人實無法作詳密的研究。由鄉間觀察而得之緊縮恐慌，又往往易被誤解，雖上海之情形，僅能表示一種趨向，但中國各地自皆不免有同樣之情況，其程度與範圍，容或略有差異耳。

自民國二十一年以來，銀價狂漲，遠過一般物價，吾人所欲注意者，爲銀價與物價之變動所及於國際與國內之互相的反響爲何？如且改革後經濟與金融有意義的變動又何在？但民國二十一年以前之情狀，自亦當作參考，蓋彼等所指組織的缺陷及漸向騷動之趨勢，對於將來，實含有重大意義，昔日現狀明需重加調整，其後事實果足證明此舉之不可或免也。

第二章 新貨幣制度之背景

甲 銀本位制之基礎與功用

銀本位者，以銀爲價值單位之一種貨幣制度也。一八九三年以前，印度之盧比，一九〇三年以前墨西哥之比梭，民國二十三年拾月以前中國之銀元，或其他在自由銀市場，以一定量之白銀，足以表示物價與債務之單位者，皆是以廣義言，銀本位不僅是一種以銀爲合法的價值標準之貨幣制度，且國內貨幣之供給，不論其爲鑄幣、票據，最後皆直接有關於銀之供給。故銀本位制度之下，貨幣之正當定義，爲一定重量之銀，以代表價值之單位，至其重量之決擇，僅憑政府之認識，務必維持國內貨幣與信用之數量，與白銀之供給發生直接關係，民間契約之訂立，莫不藉銀幣以資償還，並得無限制之鑄造，自由輸入或自由輸出，發行準備亦訂有一定現銀比例，故銀本位之首要特質，即在將國內貨幣與信用之供給與銀之供給發生密切聯繫。

倘世界各國通用銀本位幣制，則滙兌問題與國際平衡，決不致十分繁複。滙兌平價，必將以本國與外國貨幣所含銀量爲依歸，滙率之變動，亦將限於銀之輸出入點之間，國際平衡將由國際間現銀之移動，或藉國際間白銀

移動與國內物價變動相互之影響而調整。設若孤行銀本位制之國家，與其他金本位或紙幣本位之國家相往還，則外匯變動與國際調整之程序所產生之問題，將愈形繁雜矣。

金本位與銀本位國間之滙兌，一方面決於在一定期限內外幣供求之多寡，一方面決於市場之銀價。銀滙之變動，由金銀之比價而定無疑。二者足以成立滙兌之市場平價，其間除運費與其他一切用費外，遂成輸入點與輸出點。銀滙之變動，必不出此二點之間。因此『銀價形成一種限度，超此限度之上，再加入費用後，滙率不能再漲，達此限度之下，再減出口費用後，滙率不能再落。』（註一）銀價漲落，銀滙自亦相隨變動，輸入與輸出點之間其漲落之程度，則常基於國際收支平衡之順逆，（註二）至為明顯；但在通常情況之下，經過久長之時間，國際收支之淨差或正或負，亦能決定白銀之輸出入點，且銀價之漲落，亦能受其影響，此則多為人所忽視者。實際上中國係唯一重要的銀本位國家，其國際收支平衡之實況足以支配白銀界限之需求，世界銀價之漲落，亦將由是而決定。通常銀價係證明中國與外國滙兌適相平衡。有時吾人常感覺銀價之漲落，係被中國貨幣之適宜的滙值所決定，而非決定中國貨幣之滙值者也，因之銀價之上下，第一『能影響中外物價之平衡狀態，第二使中國國際收支平衡處於充分有利地位，得按渠決定之價格，吸收過剩的白銀供給量。』（註三）

一八七六年時，印度仍採銀本位幣制，戈先委員會（Goschen Committee）對於白銀跌價曾謂：

『銀價在市場跌價，必將影響印度之滙兌無疑……反之亦不能謂其非是，倘英國須付印度之款少，而印度

須付英國之款多，滙率隨之變更，銀市勢必受其影響。」（註四）

克內潑教授（Prof. Knapp）同樣以鄭重之語氣謂：

『倫敦之銀價，常能反映英國與本位國間滙兌價值之變動，蓋銀本位國內之白銀，非僅物品之一種，有如鉛錫之類，實具貨幣上之重要價值也。盧比滙率之上升，非因銀價高漲使然也，實係盧比價值上升，以致銀價高漲。』（註五）吾人雅不願孜孜於二者相互關係之證明，但吾人必須認定二者對於白銀滙率之決定，實有同樣重要之關係。七十五年前，當一八六一年時，樵騰氏（Francis Jordan）曾謂：

『考慮銀本位國內之滙兌變動實爲二方面所促成，第一有時爲金銀比價所影響，第二由於貿易之順逆所促成。』（註六）

此二項重要原素交互作用之結果，足以影響銀匯之上下，至其影響之深淺，當視進行方向之順逆以爲斷，倘銀價隨國際收支之順利而高漲，或隨國際收支之逆勢而下降時，銀匯漲落之趨勢，自必更烈；反之，倘國際收支處於逆勢，銀匯之上升不及銀價上升之迅速，或不與銀價上漲之速度相同，國際收支順利時，銀匯之下落亦不及銀價下跌之迅速時，則銀匯漲落之趨勢，自呈緩和。故銀匯之變動，係受二重影響而決定：第一由於中國外滙需求之緩急而決定，此需求之緩急，係中國國際收支之順逆所形成；第二由於市場滙兌平價之上下而決定，此平價之上下，係銀價漲落所促成，滙兌需求之緩急，雖能影響銀匯之漲落，但不能超越現銀輸出點與輸入點之界限，因國際

間之債務，往往可以藉金銀移運而清理，白銀匯兌之情形，與金本位國間之匯兌情形略異，因銀幣單位價值較小而運費頗昂，其變動之範圍，計算較易，且亦爲人所周知。但以銀價漲落不一，市況變動不測，匯率未能完全永久不變，『白銀金值之變動，常未能與中國之願望相吻合，有時且適與願望相左，故匯率在白銀市場，往往遭無謂之犧牲。』（註七）故倏忽不常之變動，實爲白銀匯兌之特徵。

此類迅速而又不規則之變遷，使國內經濟常受最嚴重與騷擾之影響：第一，匯率變動趨於劇烈時，必使國內物價與收入組織，隨之調整，匯率變動不常，而調整需時，當時變之際，殊感痛苦；再者，在匯率穩定之際，國際收支或有短絀，短期資金，賴以挹注，但匯率變動不定，短期資金，無法流入，不論國際收支暫時的或永久的不平衡，其結果必將使國內物價與收入組織，相隨調整，而同遭騷擾。銀價之變動，起伏不定，調整之程序，勢不可免，國際平衡，一旦發生變動，則採用銀本位之國家所需之調整，範圍尤廣。在金本位國家之間，黃金之移動，倘不爲公開市場之作用所調和，黃金輸入之國家，國內物價行將上漲，黃金輸出之國家，國內物價，勢必下跌，蓋此即所以個別的調整，不平衡之現象也。在銀本位制度下之國家，現銀交互移動之作用，全被毀壞無餘，現銀由銀本位國家輸出，國內物價必感緊縮，但對方金本位國家，自輸入白銀後，決不致感受膨脹之影響，蓋彼等視白銀如其他貨物，相若也；在他方面言之，現銀流入銀本位之國內，勢必引起膨脹後果，但同時對方金本位國決不致因現銀外輸而受萎縮之影響，二方物價既不受其影響，故現銀移動以謀國際平衡恢復之效用，因亦削減，結果不僅使大量現銀移動之需要益甚，

而國際調整之程序，亦愈感困難也。

國際間平衡之調整，既感困難，銀本位國內之物價組織，對於世界物價變動之影響感應滯鈍，相互獨立。當世界物價與銀價同時下落，銀值下降，銀本位國家即受膨脹之影響，反之，當世界物價與銀價同時上漲，銀值上升，銀本位國家即有緊縮之感覺，銀價之漲落較甚於世界物價之漲落時，則其變動之距離，促使膨脹與緊縮之結果愈趨嚴厲。僅在不常有之情形下，或受非經濟的原因之影響，當銀價下落與世界物價上升時，或銀價上漲與世界物價下落時，則銀本位國家之物價與世界物價，遂向同一方向而變動。在普通情形之下，銀本位國家內物價之變動，將與世界物價成相反之方向，所受世界物價之冗長的影響，殊為微弱也。

銀本位國家與非銀本位國家之物價變動，方向不同，實係一種重要之機構，國際平衡一旦被銀價之變遷所毀，即賴此種機構恢復原狀。倘銀價之漲落，與世界物價之變動方向一致，且銀本位國家內物價之漲落，其速度與範圍適與銀價之貶值或漲值相同，國際平衡自得依然維持；但在世界物價與銀價之變動發生差異時，或在銀價與銀匯未能一致漲落時，或在銀本位國內之物價常較白銀匯率落後時，其量的或百分率的差異之變動，勢必擾亂國際之平衡，並將引起極嚴重之調整問題，故在銀本位國與世界間之國際平衡，端賴此類複雜原素在一定的方向與必須的範圍內作平衡的適當的變動。倘銀價之漲落和緩，在某種合理的限度內時加調整，問題並不甚難，但在銀價急劇變動有如民國二十三年至二十四年時，國內物價與成本組織，顯然不能作同樣急劇之變動，調整

之程序，決非人力所能忍受，終必形成悲慘之結果。

僅能在假設之世界內，倘能完全有效的競爭，國際間貨物服務資本之移動，能絕對自由，物價組織能完全隨匯率之漲落而調整，生產原素，能完全隨銀價之漲落而變動，國際平衡，方可恢復。今日國際間貨物之移動，被某種人爲的阻礙所限制，國內物價之漲落，常較匯率之變遷落後，競爭既不能自由，又非有效，尤其在調整之程序尚未完成以前，無法保證銀價不再發生急劇之變動時，不平衡之現象，一旦發生，即將持久不變，整個調整之程序，又將重新表現。

此項關於國際平衡之冗長的討論，即所以示銀本位制度之國內，一旦平衡被擾，重加調整之問題，至爲複雜與艱難，過去數年來之經驗，足以證明民國十八年至二十一年，吾人曾遭遇銀價之低落，國內物價與成本之銀值，又值向上調整；迨民國二十一年以來，銀價逐步上升，物價與成本又須向下調整矣。國內物價與成本組織之調整，殊覺延緩，當其往下調整時，尤感困難，尤其在白銀貶值時，曾有一度不自然的繁榮時期之後，更多痛苦。銀價不時劇變，國內調整，循環不已，此實爲銀本位國家之當前難題也。其緊張之壓力，卒不能忍。最近中國貨幣之演進，即所以代表中國經濟的勢力與幣制的設施間之真實的爭鬭，銀本位之崩潰，終不可免。

乙 銀本位崩潰之演進

一 銀價與外匯

不及十年之簡短時期內，我國物價與收入組織，因銀價之漲落，遭受兩重不斷的調整：第一，當民國十五年至民國二十年時，紐約銀價下跌達百分之五十三·八，倫敦銀價下跌達百分之四十九·七，故物價與收入不斷的向上調整；但至民國二十一年以來，物價與收入之調整轉向下游，我國倘永遠維持銀本位，則我國經濟制度之通常效用，永遠為銀價變遷所騷擾。

當世界遭遇經濟恐慌之最初二年中，中國受銀價貶值之影響，得安享繁榮於一時；我國躉售物價，顯呈高漲，華北物價指數上漲百分之二十二·五，上海指數竟漲百分之二十六·七，因白銀貶值，我國沿海各埠，得免經濟恐慌之波及。（註八）

但自數重要商業國放棄金本位以後，此項樂觀現狀之進行，即告終止。白銀之金鎊價格，立呈高漲，其後盧比與日元之價格，相繼上騰，但白銀之金價，依然下跌，直至民國二十三年，始告終止。

表一 民國二十年至二十四年來倫敦紐約之銀價

倫敦

年 份	金 鎊 價 格		金 價	
	辨士數每標準盎司每年變動%	辨士數每標準盎司每年變動%	辨士數每標準盎司每年變動%	辨士數每標準盎司每年變動%
民國二十年	一四·四三七五	—	一三·二五	—

民國二十一年	一七·八一二五	二·三四	一二·八一二五	(一)	三·三
民國二十二年	一八·〇六二五	一·六	一二·三一二五	(一)	三·九
民國二十三年	二一·三一二五	一七·八	一三·一二五	七·一	
民國二十四年至十月	二九·一八七五	三七·八	一七·四三七五	三二·九	

紐約

年 份	金 元 價 格		金 價	
	美金分每純益斯	每年變遷%	美金分每純益斯	每年變動%
民國二十年	二八·七〇〇	—	二八·七〇〇	—
民國二十一年	二七·八九二	(一)	二七·八九二	(一)
民國二十二年	三四·七二七	二四·五	二六·三九六	(一)
民國二十三年	四七·九七三	三八·一	二八·四四五	七·八
民國二十四年至十月	六四·六七五	三四·八	三八·一九五	三四·三

各國貨幣貶值，銀價高漲實爲其自然之結果，銀價按金鎊計算，在民國二十年九月以後，即開始上騰，銀價以美元計算，在民國二十二年四月以後，亦逐步高漲，曾有許多立法，被各國創制與實行，美國對於白銀尤多企圖，故銀市多被政治之勢力所操縱，頗少被自然供求之力量所支配。

共和黨當政期內，頗有人倡議探行健全之幣制，銀派議員因遭極大打擊，但經濟恐慌日趨嚴重，貨幣膨脹之要求，至感迫切，銀派議員因而一再努力，作修改一九三三年（民國二十二年）五月十二日之農業救濟法案（The Farm Relief Act）之企圖，終告成功，並授權美國總統得採用複本位幣制，規定收受戰債，每一盎司白銀不超過五十美金分。

白銀派之騷動，不僅提倡修改法案，二月後世界貨幣經濟會議開會，彼仍繼續努力，例如美國代表在參議院議長畢德門（Pittman）領導之下，締成合同，目的係維持與開拓白銀在貨幣方面之用途，並將收回中央銀行與政府所保有之銀幣，新出鑄銀，隨時出價收買。

於一九三三年（民國二十二年）十二月二十一日，此項合同已被美國議會批准，並規定新出鑄白銀，每盎司為六四·六美金分。當銀價高漲所受緊縮之後果，既甚明顯，美國國會議員之繼續騷動，又駭人聽聞，故中國雖已簽訂合同，但仍保留權利，聲明於自身利益有必要時，方加採用。

民國二十三年美國購銀政策，居然實現，不幸銀價呈不自然的狂漲，立即證明過去白銀之設施，無多效果，對於貨幣與經濟之優良影響，亦至遙遠也。雖執行之方法得以隨意變更，亦無一定時間之限制，但為完成貨幣百分之二十五的白銀準備起見，需銀竟超十三萬萬盎司以上，結果於民國二十三年六月銀價較上年竟漲百分之二十六點七。

民國二十三年八月，總統羅斯福根據購銀法案第七條規定，再發一命令，限九十日以內，美國所有白銀按照每盎司五〇・〇一美金分之價格，收歸國有，同時又向倫敦大量購銀。白銀被美國政策不適宜的統治以後，銀價變動，多隨政治之意見而決定，故世界各處，無不發生嚴重的經濟糾紛。

中國政府雖一再呼籲請求，但美國購銀仍一意孤行，對於中國受銀價高漲之嚴重影響，始終未曾顧及，彼國內新產鑛銀在民國二十四年四月十日，竟達七一・一一美金分，因欲與投機者所操縱之高漲不已的銀價相適合，故不惜一再提高。二星期以後，國內銀價每盎司竟達七七・七五美金分，銀價之急劇不斷的上漲，使業已堅定的市場，復加壓力，並皆猜度未來銀價將再狂漲。迨四月二十七日倫敦銀價已達三六又四分之一辨士，紐約銀價達八十一美金分，實為民國十年以來之最高峯，此時美國政策及大部份為此項政策所引起的滙兌投機的需求，似已瀰漫於整個市場，銀價每日之變遷，大多受美國財部變化莫測之動作，與大眾對於美國財部之預料所左右，白銀所處基本地位之變遷，對於銀價反無甚影響。

一方面因外國貨幣之貶值，一方面因銀價不自然的狂漲，中國對外滙率俱呈高漲，但高漲之程度，或有差別。民國二十年以來，中國銀元之金鎊價格，盧比價格，日元價格，相繼上升，及二十二年中國銀元之美元價格，亦呈上漲，民國二十三年至二十四年內，滙率仍上騰不已，且因銀價不自然的狂漲，上騰之趨勢更呈激進。故中國滙率在民國二十一至二十二年內，因外幣貶值而高漲，最近復以幣制本位之漲價，滙率之上騰，由是益烈。

表二 民國二十年至二十四年來上海對外匯率按月指數（註九）（民國二十年爲一〇〇・〇）

年	月	民國二十年	民國二十一年	民國二十二年	民國二十三年	民國二十四年
一	月	九九・七	一二五・七	一二八・五	一七一・五	一八〇・九
二	月	九〇・八	一三一・四	一二九・八	一七三・七	一九二・七
三	月	九九・七	一二九・八	一三一・六	一七三・七	二〇二・九
四	月	九八・〇	一一八・七	一三〇・七	一七二・六	二〇四・〇
五	月	九七・三	一一七・六	一四一・六	一六三・九	二一七・六
六	月	九〇・八	一一七・二	一四五・三	一六六・一	二〇八・〇
七	月	九六・五	一二〇・二	一五〇・六	一七一・三	一九九・六
八	月	九三・六	一一一・六	一五〇・六	一七七・四	一八七・五
九	月	九五・一	一三三・八	一五六・二	一七九・八	一九九・二
十	月	一〇五・八	一三六・二	一五六・七	一八二・九	一九九・六
十一	月	一一一・一	一四二・三	一六四・一	一七〇・六	—
十二	月	一二一・五	一三四・六	一六四・八	一七三・九	—
全年平均		一〇〇・〇	一二八・三	一四五・九	一七三・一	一九九・二

民國二十年來我國匯率之高漲，完全受不自然的力量所影響，與國際收支平衡之順逆無關，且反足以阻礙

我國之出口貿易，並使物價下跌不已。滙率之上騰，倘由於我國收支平衡順利使然，則情形將完全不同。滙率之上漲，藉示國際價值之新的平衡處於較高水準，迥非今日之情況可比。縱令國際價值之調整順利，其過程究屬滯緩而痛苦，當支配我國滙率之原素非在貿易與金融範圍之內，且常爲變動不定之政治策略所影響，國際價值之調整，尤覺困難。

銀價不自然的狂漲，其騷擾之結果，姑不列論，我國滙率因急求與狂漲之銀價相適合，頓呈不安，理論平價與實際滙率相距益遠，民國二十三年七月，二者差額僅百分之四·一三，及是年十月徵收出口稅及平衡稅後，即增至百分一四·七六（註一〇）因國外銀價與國內滙率發生差異，卒致現銀偷運出口，得獲巨利，國內存銀因之急劇下降，增長不已之滙率，實受雙重之壓迫，直接受貨幣本位漲價之影響，間接受信用基礎緊縮之威脅。

滙兌市場之狂熱投機，白銀之不斷外溢，財部復以平價差額增長不已，爰於二十三年九月八日頒一命令，規定外滙交易僅限於（一）通常合法之商業與個人需求時，（二）在該日或該日以前所訂合同方爲有效，並禁止標金以外滙結價。觀夫外滙交易限制之條款，對於合法與通常商業及個人需求之意義，迄無明確之解釋，且外滙成交究屬何種性質，又無固定之審查機關，司此責職，故國外滙兌幾全部無限制的操諸銀行之手。

此項管理外滙之命令，卒無成效，顯背初衷，一再向美國政府建議請其注意不再使中國現銀繼續外流之種種可能性（註一一）但美國迄無予以可恃的保證。二十三年十月十五日，國民政府緣有白銀出口按值徵稅之舉，

元與廠條值百抽七·七五，（百分之十減去鑄造費二·二五）其他銀類，則抽百分之十。（自二十二年四月六日開始已徵百分之二·二五）現銀出口除出口稅外，又加平衡稅，此稅之高低，則視按倫敦銀價計算而得之。論平價與中國中央銀行正式公布之匯率間之差額決定之。

此項新設施之最初效能，即在使我國貨幣之國外價值與銀價之固有聯繫脫離關係，我國國幣匯率，遽降至先令三辨士半，但以銀價計之，應值一先令八辨士，致平價差額日漸擴大，而偷運之舉，獲利益豐。當此舉甫行之際，對於當局所採之步驟，議論紛紜，但回憶當時危急之情形，此舉足以救濟於一時，無可否認，現銀合法之外輸，當可少減緊縮之威脅，得以稍戢。財政部長孔祥熙氏曾謂：（註一二）『出口限制之採用，頗多功效：第一，足以阻止存銀外流，第二，足以限制匯率，因海外銀價高漲而上升，無此設置，則維持健全幣制之存銀，即將外流無餘，物價之下跌，必將更甚於今日。香港曾採不純粹之銀本位制，但無特種阻止現銀出口之設置，十五年上海與香港之物價指數，均為一百，迨二十四年八月，香港躉售物價指數竟落至六九·四，而上海指數僅跌至九一·九，節制現銀外流設施之重要可以概知。』

此項措置，最初即知只能奏效於一時，因其實行殊感困難。以理論言，平衡稅之升降，必須隨倫敦銀價之漲落而決定，但實際上完全缺少此種伸縮自如之能力，其稅率大多無甚變動，稅率既不能自由操縱，以盡外匯管理之責職，致使當局進退維谷，困難萬分，平衡稅倘若提高，則不僅抑低匯率，且因而產生心理上的不安狀態，致使抑壓

之效力，益見增高，平價差額，由是益大。偷運之風，勢必甚熾；反之，倘銀價高漲不已，而平衡稅甚低，將使現銀合法之外運，因獲厚利，宋子文氏曾有言謂：（註一三）

『自實行後，一時物價，雖未下跌，但政府終認爲問題嚴重，深慮外匯滙率高漲，則難免阻撓出口貿易，而致國內通貨緊縮，有增無已；反之，如外匯滙率下降，則滙率與國外銀價益相懸殊，大量偷運，勢必隨之而起。』

平衡稅率既少操縱之可能，變動之範圍，又甚狹隘，不出百分之一，當二十四年二三月間，幾皆在百分之五七五，自四月至十一月四日間，皆爲百分之六·七五，由下表足以窺知。按二十四年一月至三月，市場滙率與減除平衡稅及出口稅後之輸出平價，二者差額，殊屬低微，運銀出口，無利可圖，但自二十四年四月至十月間，因平價差額頗巨，運銀出口，獲利頗豐。

表三 倫敦銀價與上海滙率之平價差額

民國二十四年	倫敦遠期 銀價辨士	理論平價 辨士	倫敦遠期 滙率辨士	理論平價 差額%	中國銀出口稅 及平衡稅%	實際平價差額（運輸 及其他費用除外）%
一月	二四·七〇九一	二〇·一七六八	一六·八一二五	一六·六七四一	一三·七八	二·八九四一
二月	二四·九三七五	二〇·三六三三	一七·七五〇〇	一一·八三三四	一三·五〇	〇·六六六六
三月	二七·四七六〇	二二·四三六二	一九·一八七五	一四·四七九七	一三·五六	〇·九一九七
四月	三一·一〇三三	二五·三九八二	一九·〇六二五	二四·九四五五	一四·五〇	一〇·四四五五

五	月	三四·〇六九七	二七·八二〇四	二〇·一八七五	二七·四三六三	一四·五〇	一二·九三六三
六	月	三二·五九六四	二六·六一七四	一九·三七五〇	二七·二〇九三	一四·五〇	一二·七〇九三
七	月	三〇·六五五一	二五·〇三二二	一八·三七五〇	二六·五九六六	一四·五〇	一二·〇九六六
八	月	二九·四二五五	二四·〇二八一	一七·四三七五	二七·四二八七	一四·五〇	一一·九二八七
九	月	二九·二六七五	二三·八九九一	一七·九三七五	二四·九四四九	一四·五〇	一〇·四四四九
十	月	二九·三四四九	二三·九六二三	一七·〇〇〇〇	二九·〇五五二	一四·五〇	一四·五五五二

平價差額之一再增長，不僅表示我國貨幣已完全脫離海外銀價之關聯，抑且足以顯示我國銀元之地位，至不自然，又不安定，憶自二十四年三月自動禁銀出口以來，私運之威脅，繼續不已，銀本位制之信仰，早呈動搖矣。

中國銀元前途之艱險與不定，由遠期匯率巨額之折扣，足以知其梗概。近期與遠期匯率之分離，及遠期折扣或升水之存在，係為二種事實所左右，第一由於二國銀錢市場短期借款利率水準之升降，第二由於將來二國貨幣價值漲落變遷之推測，例如二十三年五月與六月間，上海對倫敦遠期匯率，超過卽期而須升水，換言之，卽在上海遠期金鎊較卽期爲廉，一方面顯然由於倫敦短期投資之便利，尤以銀價之日趨高漲，我國外匯之上騰，固在意料之中，遠期匯率升水之現象，因是而存在。

但自二十三年底，不僅升水之現象已完全不見，且遠期匯率居然有大量之折扣，有時竟達年息百分之三十，

遠期折扣之存在，實由於國外匯兌貸方差額之缺如，銀根之緊縮，迫使不得不出售遠期滙票藉以換回現銀或即期滙票，尤以中國貨幣之將來，議論紛紜，亦為主要原因也。

表四 按月對倫敦即期與遠期滙率差額之利率（每年百分數）

民國二十四年	平 均	最 高	最 低
一 月	一六·〇	二八·二	八·八
二 月	一三·〇	二二·〇	六·〇
三 月	五·八	八·三	二·〇
四 月	四·八	八·三	三·八
五 月	四·五	五·六	三·八
六 月	九·四	一二·〇	七·九
七 月	一三·一	二三·一	一〇·五
八 月	一四·三	一六·八	一一·〇
九 月	一二·四	一五·四	一〇·五
十 月	一七·七	二八·二	一二·六

上表所列遠期滙率折扣之巨大，不僅顯示銀根之極度緊縮，且亦表示工商各業所需資金之利率異常高昂。

非各業所能負擔，滙兌市場內，動用資金既多窒礙，工商各業，備受壓迫，在通常情況下，資金利率有時雖不免過高，但決不致如今日之高昂，二十三年底存銀之急劇下降，信用緊縮之苦痛，業已切身感覺，資金運用之方向，轉向滙兌業務，工商各業所需之調劑，從未有如今日之困難。

茲姑不論平衡稅與出口稅之採行，『明係一種權宜之處置，政府俾得從長計議根本解決方法。』（註一四）因銀價不自然之高漲，艱難叢生，兼之人心惶恐，市場情勢愈趨險惡，以致一方面平價差額，日益高漲，一方面遠期滙率折扣，愈趨愈大。白銀之外溢與私運之猖獗，加之幣制之將來，咸具戒心，致使滙兌地位益呈不穩。

以理論言，我國滙率必須在較低之水準上使之穩定，此項較低之滙率，係由中國之物價水準與對華貿易最多之外國之物價水準所決定，除自然管理之機能以外，則理想優美水準之決定，殊屬困難。第一，倘滙率過高，將使市況緊縮，近年情形，足資證明；倘滙率過低，則金融市場不免引起過度膨脹，反動發生，亦無法避免。第二，外國目前存在之物價水準，其自身為固定之滙率與關稅之政策所成形，且國內與國外物價之平衡，需要較多之時間，按今日所處之情況，欲求內外物價之平衡，亦殊難能也。

當情況在極端不安定之際，復遭遇許多困難之時，除非我國廢除銀本位幣制，我國滙率勢必常受他國內政之影響，我國國內隨之不斷調整，痛苦何堪設想。倘以同樣目的而採取他種步驟，則經濟之真實性勢必為政治之理論所曲解與利用，滙率不穩，抑且逐步上漲，其騷擾有害之影響，顯然不能久忍。滙率不自然之狂漲，國際與國內

之反響如何及其形成之環境，何以強使吾國不得不於民國二十四年十一月四日採行新貨幣政策，留待下節再加討論。

二 國際之影響

民國二十年來，促成銀價上漲之力量與原素，業已於上節加以檢討，外匯不自然之狂漲，其範圍與含義亦已說明無遺，但匯率之變動，僅係一種導線，由此尙能產生許多重要作用，匯率之變動與物價之變動，常相互影響，並能及於整個經濟組織。匯率漲落，在國際方面言，舉凡輸出物價，輸入物價，國際貿易，國際收支平衡，及現金移動等，莫不受其影響。匯率漲落在國內方面言，因各類國際性商品物價之變動，常能影響國內物價之組織，又因現金之移動，亦常影響國內貨幣與信用之組織。匯率上漲，國內與國際間交互之影響，頗多關聯，決非言過其實，國內因匯率上漲所引起之反響，確能影響國際之經濟現狀，國際經濟因匯率上漲，有時亦能影響國內之經濟現狀，因之分析匯率上漲所及於國際與國內之影響，殊感切要，指明何項勢力推動或影響他項勢力，亦屬必需。

大部份因受匯率高漲之結果，一部份又因受世界普遍之不景氣，以致中國輸出與輸入物價自二十年冬季以來，感受極嚴重之慘跌，平均三年內輸入物價，跌落百分之二十點五，輸出物價跌落百分之三十七點八，輸入與輸出物價固然同趨下跌，但輸入物價之下落比較輕微，在二十四年以前，輸入物價之下跌，皆遠不及輸出物價下跌之劇烈。

表五 民國二十年至二十四年來上海輸入與輸出物價指數（民國二十年爲一〇〇・〇）

年 份	輸 入 物 價		輸 出 物 價	
	物 價 指 數	每年百分數變動	物 價 指 數	每年百分數變動
民國二十年	一〇〇・〇	—	一〇〇・〇	—
民國二十一年	九三・三	(一)	八四・一	(一)
民國二十二年	八八・一	(一)	七六・三	(一)
民國二十三年	八七・九	(一)	六六・七	(一)
民國二十四年	八五・五	(一)	七二・二	(一)

國外物價，根本爲外國之物價水準及匯率之漲落所左右，輸入與輸出物品之銀元價格，係代表此種物品，以目前匯率計算而得之國外物價之銀元數，在理論上言，此類物品之銀元價格，勢必隨銀匯之漲落，同時作同等程度之變動，匯率之一再上漲，以理論言，輸入與輸出物價，吾人必知其相隨下跌。輸入商向國外購貨，必須支付外國匯票，姑認國外物價異常安定，當外匯高漲時，我國可以較少銀幣，購買一定量之國外貨物，國外物價以國幣計算，自亦較廉。在銀本位國內輸出物價亦必隨白銀匯率之上升而比例的下降，蓋輸出商賣貨於外國，而收受國外匯票，假定國外物價穩定不變，某一定量之貨物出賣國外，倘匯率高漲，則彼所得之銀幣必少，銀幣既少，輸出物價遂亦呈下降之勢。

但實際上物價之變動，常較滙率變動落後，舉凡合同之訂定，習俗之泥古，需要之缺乏伸縮性，輸入物價決不能隨滙率之上升而作同等程度之下落。在二十四年以前，輸出物價何以跌落較速，尚有許多原因。我國輸出物品以食物與原料品爲多，至其價格之急劇下跌，半由於國外經濟恐慌，購買能力減縮，半由於中國輸出物品需要頗可伸縮，因之可知中國國際性商品物價，顯然爲二種影響所左右，一爲滙率，一爲外國物價水準。二者有時在同一方向進行，則所成結果，必愈趨嚴重，倘二者進行之方向互異，則各項所生之影響，必將互相抵銷。

當滙率上漲，物價下落不已時，尤以輸入與輸出物價變動發生差等時，中國貿易入超，勢必繼續不已。民國二十年中國出口貿易總數，僅及入口貿易總數百分之六十三·四，二十二年中國向外出售之貨物，僅抵買入物品百分之四十五·五，雖在二十三年與二十四年情況已略好轉，但二十三年以前歷年輸出貿易之衰落，無可諱言。

表六 民國二十年至二十四年來中國輸入及輸出貿易價值之變遷（單位百萬元）

年	份		超
	輸	入	
民國二十年	二、二二三	一、四一七	八·一六
民國二十一年	一、六三四	七·六八	八·六六
民國二十二年	一、三四五	六·一二	七·三三
民國二十三年	一、〇三〇	五·三五	四·九五
民國二十四年至十月	七·八二	四·四五	三·三六
			五·六·九

自二十年以來，輸入貿易雖已衰減，但輸出貿易之衰退為尤甚，直至二十三年，始略呈轉機，論其原因，種類頗多，一由於世界普遍的不景氣，及國外競貶幣值，尤以滿洲淪亡，往年中國大量入超，多少賴滿洲之出超以資挹注，今則情境互異。在二十三年時，入超之絕對數字，雖已下降，但輸出貿易之數字，衰落更甚，該年情況，依然未容樂觀者也。

表七 民國二十年至二十四年來中國輸入及輸出及入超對輸出比例之價值變遷（單位百萬元）

年 份	輸 入		輸 出		入超對輸出比例%
	價 值	百 分 數	價 值	百 分 數	
民國二十年	—	—	—	—	—
民國二十一年	(一) 五九八·六	(一) 二六·八	(一) 六四九·四	(一) 四五·八	一一三·〇
民國二十二年	(一) 二八九·二	(一) 一七·八	(一) 一五五·七	(一) 二〇·三	一一九·九
民國二十三年	(一) 三一五·九	(一) 二三·四	(一) 七六·六	(一) 一二·五	九二·四
民國二十四年至十月	(一) 九二·六	(一) 一〇·六	三·一	〇·七	七五·五

貿易入超，已成中國對外貿易之常態，但以近年無形之輸出如華僑匯款，外人及外國機關在華之用費，及外國資本之淨輸入等，不足抵補中國對外之入超，故自二十一年來，中國國際收支平衡趨不利之方向進行，不僅國外匯入款項之下降，及外人在華用款之減少，二十三年及二十四年初十個月，因匯率不穩，致原在中國之資金，

亦大量向外逃逸。按中國素乏準確精密之收支平衡統計，全國各處，又為變態之原素所統治，如貨物之向內私輸，金銀之向外偷運，吾人雖欲作澈底之探討，殊多窒礙，今許多觀察者及中國銀行幸已製成有用之估計，足慰吾人之渴念也。）

下列第八表係根據十七年至二十四年間之許多估計，經私人之商討，復參考國際聯盟所擬定之經濟與金融的標準格式編製而成，雖僅能視為約計，難免仍有許多謬誤之處，但捨此以外，可靠之統計已無法推求，故此項估計儘足顯示若干重要項目之內容，及其最近之趨勢，藉知二十一年以來我國國際收支平衡之逆轉，有所自來。為分析各類項目便利起見，姑分成貨物、服務、金銀、及資本各項，由下表足以窺知在通常年度內，因貿易入超，及中國政府對外債務，須支出大量利息與股息，致我國商品帳項有借方差額，但此等帳項之借方，因被無形之貨方如華僑匯款，外人在華用費，國外資金流入等抵補而有餘，結果必使白銀有淨輸入。倘借方如貿易入超，利息支付，不能完全為貸方如華僑匯款，黃金輸出，或國外資本之流入所抵償，最後必使白銀外流，以謀國際收支之平衡。民國二十一年以來，因國內資本之逃避，白銀外輸尤多。

表八 民國十七年至二十四年來中國國際收支平衡估計概略（單位百萬元）

項目	年	份	
(一) 國際收入	民國十七年	(註一五)	
	民國十八年	(註一五)	
	民國十九年	(註一五)	
	民國二十年	(註一六)	
	民國二十一年	(註一七)	
	民國二十二年	(註一八)	
	民國二十三年	(註一八)	
	民國二十四年	(註一八)	

1 報關出口貨物	一、四八七·〇	一、五三三·五	一、三四二·三	一、三八二·六	七六八·〇	六一一·八	五三五·二	五七五·八
2 貨值低報估計	七四·四	一一四·三	一三四·二	三〇四·五	一五四·〇	六一·二	八〇·三	八六·四
3 黃金淨輸出	—	三〇	四七·四	二一一·九	二〇五·〇	一八九·四	一一一·五	六八·〇
4 白銀淨輸出	—	—	—	—	一〇·四	一四·二	二七九·九	二八九·四
5 外人在華支出	二二四·七	二一六·〇	二一八·〇	二六二·〇	二七九·〇	二二五·〇	一八〇·〇	一五〇·〇
6 中國在外投資 收入	—	—	—	—	五·〇	五·〇	一〇·〇	一五·〇
7 華僑匯款	二五〇·六	二八〇·七	三一六·三	三五九·九	三二七·〇	三〇〇·〇	二五〇·〇	二六〇·〇
8 出售白銀盈利	—	—	—	—	—	—	—	一〇〇·〇
共	二、〇三六·七	二、一三七·五	二、〇五八·二	二、五七七·六	一、七四八·四	一、三九六·六	一、四四六·九	一、五四四·六
(二) 國際支出	—	—	—	—	—	—	—	—
1 報關入口貨值	一、七九四·〇	一、八九八·七	一、九六四·六	二、二二四·二	一、六三五·〇	一、三四五·六	一、〇二九·七	九一九·二
2 貨值低報估計	—	—	—	四六·七	三三·〇	一三四·六	一五四·五	二二〇·〇
3 黃金輸入	九·一	—	—	—	—	—	—	—
4 白銀輸入	一五九·六	一五八·七	一〇〇·五	七〇·三	—	—	—	—
5 華人在外支出	一〇·四	一〇·四	一三·〇	六一·〇	一八·〇	六·〇	六·〇	六·〇
6 外債償付	六三·〇	七九·一	一一一·四	一三五·二	九〇·〇	九三·〇	一一二·六	一〇七·四
7 國外投資	一七九·〇	一九八·五	一九八·〇	八七·二	五六·〇	二〇·〇	一五·〇	一〇·〇

8 保險電影及其他	一五·五	一五·五	二九·〇	二一·八	二七·〇	一〇·〇	五·〇	四五·〇
共	二、三〇·六二	三六〇·九二	四一六·五二	六四六·四一	八五九·〇一	六〇九·二一	三二二·八一	二九七·六
收入與支出差額	一九三·九	二二三·四	三五八·三	六八·八	一一〇·六	二二二·六	一一四·一	二四七·〇
(三) 資本項目								
1 外債工商業投資及信用款	一〇〇·〇	一七〇·〇	二〇二·〇	四三·六	六〇·〇	三〇·〇	七〇·〇	—
2 資本之外溢或轉移	—	—	—	—	—	—	二〇〇·〇	二五〇·〇
(四) 總數								
1 貸方總數	二、一三六·七三	三〇七·五二	二六〇·三二	六二一·二一	八〇八·四一	四二六·六一	五二一·六一	五四四·六
2 借方總數	三、二三〇·六二	三六〇·九二	四一六·五二	六四六·四一	八五九·〇一	六〇九·二一	五二二·八一	五四七·六
3 無法證明來源數	(一) 九三·九	(一) 五三·四	(一) 一五六·三	(一) 二五·二	(一) 五〇·六	(一) 一八二·六	(一) 五·九	(一) 三·〇

表九 民國十七年至二十四年來中國國際收支平衡概略(註一九)

年	份貨	物利息與股紅	其他服務費	金白	銀總	共資本項目	無法證明來源數								
民國十七年	(一)	二二三·六	(一) 二四二·〇	十	四四九·四	(一)	九·一	一五九·六	(一)	一九三·九	(一)	一〇〇·〇	(一)	九三·九	
民國十八年	(一)	二六〇·九	(一)	二七七·六	(十) 四七〇·八	(十)	三〇	(一)	一五八·七	(一)	二二三·四	(十)	一七〇·〇	(一)	五三·〇
民國十九年	(一)	四八八·一	(一)	三〇九·四	(十) 四九二·三	(十)	四七·四	(一)	一〇〇·五	(一)	三五八·三	(十)	二〇二·〇	(一)	一五六·三
民國二十年	(一)	五八三·八	(一)	一六五·七	(十) 五三九·一	(十)	二二一·九	(一)	七〇·三	(一)	六八·八	(十)	四三·六	(一)	二五·二

民國二十一年	(-) 七四六·〇	(-) 一四一·〇	(+) 五六一·〇	(+) 二〇五·〇	(+) 一〇·四	(-) 一一〇·六	(-) 六〇〇·〇	(-) 五〇六
民國二十二年	(-) 八〇七·二	(-) 一〇八·〇	(+) 四九九·〇	(+) 一八九·四	(-) 一四·二	(-) 二二二·六	(-) 三〇〇·〇	(-) 一八二·六
民國二十三年	(-) 五六八·七	(-) 一一七·六	(+) 四一九·〇	(+) 一一一·五	(+) 二七九·九	(-) 一二四·一	(-) 一三〇〇·〇	(-) 五九
民國二十四年	(-) 四六七·〇	(-) 一〇二·四	(+) 四五九·〇	(+) 六八·〇	(+) 二八九·四	(+) 二四七·〇	(-) 二五〇〇·〇	(-) 三〇

茲查國際收支平衡表內之重要項目，足以窺知二十年與二十一年內之國際貿易，低報貨價與私運商品數額，雖經改正，而入超數字，仍由五萬八千三百八十萬元，增至七萬四千六百萬元。同時華僑滙款減少三千二百九十萬元。當二十一與二十二年間，我國貿易逆勢，有增無已，入超數額，自七萬四千六百萬元，而達八萬另七百二十萬元，二數相較，增加六千一百二十萬元。無形輸出，卻減少九千一百萬元，在二十二年與二十三年間，入超數額，雖減少二萬三千九百萬元以上，但華僑滙款與外人在華支出之減少，尤以資本之外逃，數達三萬五千萬元以上，收支仍處逆境。二十三年與二十四年時，縱令國際貿易有顯著之進步，但因資本之外輸過多，平衡表上借方數字激增，當時所形成之局勢，殊屬嚴重。

表十 民國二十年至二十四年來中國國際收支平衡表內主要項目之變遷(註二〇)(單位百萬元)

支出方面	項 目		年 份	
	民國二十至二十一年	民國二十一至二十二年	民國二十二至二十三年	民國二十三至二十四年

入	(一)	一六二·二	(二)	六二·二	(七)	二三八·五	(十)	一〇一·七
收 入 方 面								
海 外 匯 款	(二)	三二·九	(二)	二七·〇	(二)	五〇·〇	(十)	一〇〇·〇
外人在華投資	(十)	一六·四	(二)	三〇·〇	(二)	一六〇·〇	(二)	一一〇〇·〇
外人在華支出	(十)	一七〇	(二)	六四·〇	(二)	三〇〇·〇	(二)	三〇〇·〇

自二十年以來國際收支平衡，已呈根本變動，若干項目在二十年後數年中，且有日趨嚴重之勢。此項變遷，即（一）貿易逆勢之繼續不已。（二）華僑滙款之日趨減少。（三）外國資本流入漸少。其後且更向外流出。（四）外人在華支出之減少。凡此種種，所以示二十年至二十二年收支平衡之由順趨逆，二十三年至二十四年由逆而更趨惡劣也。

因資本移動之缺乏均衡，收支平衡之順逆，遂成爲決定金銀移動之原素。倘收支順利，又不被資本之外輸相抵銷，勢必致金銀向內流入；反之，倘收支不順，又不爲資本之內輸相中和，則金銀終將向外流出。憶自十九年至二十年中國白銀每年皆有一萬萬元輸入，其後中國始感白銀淨輸出之經驗，二十一年計達一千萬元，二十二年達一千四百萬元，二十三年竟達二萬六千萬萬元。二十一年至二十二年，白銀淨輸出絕對數字，雖無甚意義，但其指示國際收支平衡之由順而逆，殆無疑義。此種變遷初不爲大衆所重視，於二十三年夏季白銀驚人外流後，始爲人所

認識。下表所示，倘無金銀之移動，則二十年收支逆差可達二萬五千萬，二十二至二十四年每年平均超過三萬五千萬。至白銀之移動，在二十年以前頗佔優勢，但至二十年以後，遽轉嚴重之逆勢矣。

表十一 民國二十年至二十四年來中國國際收支平衡及金銀之移動(註二)(單位百萬元)

項 目	年 份	民國二十年	民國二十一年	民國二十二年	民國二十三年	民國二十四年
貨物及服務	(一)	二二〇·四	三二六·〇	四一六·二	二六七·三	一一〇·四
資本項目	(十)	四三·六	六〇·〇	三〇·〇	一三〇·〇	二五〇·〇
共	(一)	一六六·八	二六六·〇	三八六·二	三九七·三	三六〇·〇
黃 金	(十)	二二一·九	二〇五·〇	一八九·四	一一一·五	六八·〇
白 銀	(一)	七〇·三	一〇·四	一四·二	二七九·九	二八九·四
總 共	(十)	一四一·六	二一五·四	二〇三·六	三九一·四	三三七·四

二十一年至二十二年兩年間，據海關報告，黃金出口逾一萬八千七百七十萬元，私運出國約計二萬零六百七十萬元以上，推其原因，一方面由於中國向採銀本位幣制，黃金僅屬商品之一種，倘國際收支不敷，與白銀儘可分離自由輸出；他方面實由於二十年二月中國禁金出口，致海外金價與國內金價發生差額。迨後國內銀價與海外銀價不能一致，黃金又不能出口自如，白銀雖未能負抵補國際收支差額之全部責任，但因此而益增其負荷，殆

無可疑。

近來白銀之大量外溢，論者多謂由於國內與國外銀價發生差額所致，俱不知此種差額之存在，其自身亦為收支平衡之重要項目所左右。

民國二十一年以前中國收支順利，匯率下降尚不及世界銀價下跌之迅速，在華銀價高於國外，白銀由是流入；反之，在二十一年以後，中國貿易之逆勢，未為他種無形貸方項目所抵補，且銀價不自然的不正當的高漲，因受中國收支不平衡之影響，中國匯率上漲不及海外銀價上升之迅速，白銀價格海外較國內為高，白銀因此外流。

略加計算，即足以使此點愈見明瞭，上文已曾談及銀匯之理論平價，係由銀價而決定，輸入點與輸出點，係由理論平價加上或減去必需之現金運費而決定。當匯率上漲達輸入點時，現銀即將輸入，當匯率下降越過輸出點時，現銀即將輸出。茲以○·八一六六為中國對倫敦外匯之理論平價，○·八四三九為輸入點，○·七八九二為輸出點，同樣以○·七五六一為中國對紐約外匯之理論平價，○·七八〇七為輸入點，○·七三一五為輸出點，在民國十八年以前之倫敦，民國二十年以前之紐約，我國對其匯兌皆在輸入點以上，致現銀進口有利可圖，但自二十三年以降，匯率絕對在輸出點以下，致現銀出口有利可獲。民國二十年至二十二年雖難作精細之解釋，但有數月白銀進口有利，有數月出口有利，全年平均之結果，使每日每月急劇變動之趨勢，大為緩和。何以由二十年以前之輸銀進口有利遽轉為輸出有利，尤以二十三年至二十四年時為最甚，其基本原因，猶當深加探討。

表十二 民國十六年至二十四年來中國對倫敦紐約匯率與二地銀價之比例

年 份	倫 敦	紐 約
民國十六年	·八四六二	·七九二四
民國十七年	·八四六八	·七八九八
民國十八年	·八三七九	·七八三四
民國十九年	·八三六三	·七八二四
民國二十年	·八二四六	·七七一四
民國二十一年	·八二七〇	·七七〇三
民國二十二年	·八一九六	·七五〇三
民國二十三年	·七五七六	·七〇六九
民國二十四年至十月	·六三六八	·五八六八

中國係世界上主要之用銀國家，其國內與海外銀價之相對的水準，吾人已曾道及，係中國與外國匯兌平衡之指表。表面視之，白銀移動，似由國內與國外銀價之差額所決定，但實際上此項差額，實由國際收支平衡所決定，故中國國內銀價高於海外抑低於海外，係由國際收支平衡所左右。無論以何種步驟提高銀價有如美國購銀政策然者，同時不使中國之匯率隨之高漲，勢必使中國國際收支平衡逆轉，收支平衡既呈逆境，則金銀自必隨之外

流。

倘國際收支平衡之逆勢日益嚴重，國外資本又不相繼流入，貴金屬之向外流出，實不足奇。倘二十一與二十二年無大量黃金之出口，數年中又無棉麥借款之成立，外人又不預想日後滙率必較有利，而將工商所獲利益即行滙歸己國，則白銀之外流，或且早經成行，外輸之數量，抑或更較今日爲多。由此而觀，白銀之驚人外流，實爲中國國際收支平衡逆轉後所不可避免之結果，美國之購銀政策僅使差額較巨，險象益甚，白銀外流較多耳。美國購銀政策實施以前當二十一年之際，中國已早感白銀外流之經驗，故吾人可謂縱無美國之購銀法案，自國際收支平衡之基礎言，因對華久呈不利，白銀自亦必將外流，此非言之過當也。

三 國內之反響

由上文各節，吾人業已深悉民國二十四年前滙率不自然之狂漲，如何促使國際性商品物價之不斷下跌，及國際貿易之驟然衰落，尤以二十四年前輸出物價迅速下降，及二十四年上半年以前輸出貿易之大量減縮，實皆受滙率劇變之影響，抑且當時適遭國際收支不順，黃金與白銀遂大量外逸。國內物價之組織，一方面受世界商品價格變動之影響，一方面受白銀外流後所引起之貨幣與信用緊縮的結果，國內物價隨之慘落，工商企業之潤利將因之減低，尤以昔日曾經慘淡經營而勉躋於界限之工商各業，朝不保夕。緊縮之趨勢一經開展，工商各業皆爲蕭條之影響所波及，例如國內信用之組織，決不能不影響國內物價之變動。現銀外溢，而存銀日減，因工商蕭條，收

回到期借款，殊感困難，銀行爲自保計，放款又不得不審慎持重，致信用極度緊縮，工商金融各業深受其累，匯率上漲，國內所受之反響固無遜於國際所受影響之嚴重也。

匯率上漲，國際所受影響較爲明顯，亦易於探求，國內所受之影響，因基於許多其他原素與力量之作用與反作用，頗不易單獨說明；抑尤有進者，吾人所願望之國內應用的統計資料，與各類經濟情況，分析解釋，殊多窒礙，中國統計數字頗少，有之亦多不完全與確實，除非特別審慎，難免有曲解事實之危險；兼之中國幅員廣闊，各地情況不一，經濟與金融發達之程度頗不一致，沿海及大河流域各埠，因有國外資本之輸入，及外國商業之燻漬，發展甚速，匯率一旦上漲，不利之影響，能直接波及物價與信用組織，殆無可疑。但內地農村，金融事業皆不發達，所受國外匯兌變動之影響，殊爲滯緩與微弱，故決不能以上海普遍之事實，與經濟金融各業毫不發達之內地相提並論也。

中國躉售物價隨輸入與輸出物價之下跌，反映匯率高漲之緊縮的後果，自二十年冬季以來，頓呈慘跌。六個主要商埠物價指數之平均數，在二十一年時下跌約百分之五，二十二年與二十三年時，均爲百分之九·四。

表十三 民國二十年來中國躉售物價每年之百分數變遷（註二）

地點	年份				
	民國二十一年	民國二十二年	民國二十三年	民國二十四年	民國二十四年至九月
華北	(一) 七九	(一) 一〇九	(一) 八·九		(一) 二·六
上海	(一) 一一三	(一) 七七	(一) 六·五		(一) 二·五

廣	州	(一)	〇·四	(一)	九·二	(一)	九·六	(一)	一五·九
漢	口	(一)	一·八	(一)	一三·〇	(一)	一〇·三	(一)	〇·三
南	京	(一)	五·〇	(一)	八·五	(一)	一二·六	(一)	〇·三
青	島	(一)	三·七	(一)	八·四	(一)	八·四	(一)	二·六
平	均	(一)	五·〇	(一)	九·四	(一)	九·四	(一)	三·六

各地躉售物價之下落，縱不一致，但下跌趨勢，至為明顯，自平衡稅與出口稅徵收後，當二十四年前三季時，繼續下跌之趨勢，雖有時中止，或且反向上漲，但其不斷的緊迫與威脅，固無稍息。

物價下落所引起之蕭條與痛苦之後果，無需細述。倘向各類物價變動之差別，略作分析，當更能明瞭，因缺乏農產物價與製造物價單獨之指數，故無法比較，茲姑以農產物價與躉售物價數為例，上海農產物價指數在二十四年以前，每年下跌遠過於躉售物價指數，足以指示農業與製造二種物價變動未能一致，除二十四年略有改進外，二者差額，迄無更易。

表十四 民國二十年至二十四年來上海一般躉售物價與農產物價每年下降之百分數(註二三)

年	份	一	般	躉	售	物	價	指	數	農	產	物	價	指	數
民國二十一年		(一)				一一·三				(一)					一三·六

民國二十二年	(一)	七·七	(一)	一〇〇
民國二十三年	(一)	六·五	(一)	六·九
民國二十四年至九月	(一)	二·五	(一)	三·七

農產與製造物價之產生差異實為中國經濟不景氣之主要特性，無待申辨。下表數字係含六省十一商埠，由南開大學農業經濟系所編製。該表足以表示自二十年來，農夫所得物價之下降，遠過於彼等所付之物價。由農產物價之慘跌而言，則農產與製造二者物價比率之不斷變動，在二十三年至二十四年內，似仍不利於農夫也。

表十五 民國十五年至二十二年來農夫收入與支出物價指數(註三四)

年 份	農夫收入物價			農夫支出物價			農夫收入與支出物價之比率	
	指 數	每年變動%	指 數	每年變動%	比 率	每年變動%		
民國十五年	一〇〇	—	一〇〇	—	一〇〇·〇	—		
民國十六年	九三	(一) 七·〇	一〇〇	四·〇	八九·四	(一) 一〇·六		
民國十七年	九三	〇	一一三	八·六	八二·三	(一) 八·〇		
民國十八年	一二二	三一·一	一三五	一九·四	九〇·三	九·七		
民國十九年	一二六	三·二	一四二	五·一	八八·七	(一) 一·八		
民國二十年	一一八	(一) 六·四	一五二	七·〇	七七·六	(一) 二二·六		

民國二十一年	一一七	(一)〇九	一五四	一·三	七五·九	(一)二·五
民國二十二年	五七	(一)六一·三	一〇八	(一)二九·九	五二·七	(一)三〇·六

但一大部份農產物係由農夫自己享受，非求售於人，故上表所示經濟不景氣，影響農夫之程度不免過甚其辭，但農夫幾佔人口總數百分之八十，農夫收入較支出之急劇下降，勢必使彼等購買能力日益減低，故自二十年來物價之全部組織，終難免遭其不斷之威脅。

除農產與非農產價格變動未能一致外，尚有其他許多物價之變動，亦未能均衡，如原料與製造物價，生產與消費物價，躉售物價與另售物價，或生活費等等。各類物價下落不等，不僅使物價組織之通常與平衡的關係發生騷動，抑且形成一種勢力，使不景氣之現況，益增嚴重。

二十年至二十三年間，原料物價之下落，較生產物價之下落為尤甚。

表十六 民國二十年至二十三年來華北製造與原料躉售物價每年下降百分數(註二五)

年 份	原 料 物 價	製 造 物 價
民 國 二 十 年	(一)四〇二	七·七六
民 國 二 十 一 年	(一)八·三三	七·五三
民 國 二 十 二 年	(一)一四·四〇	八·六九

民國二十三年	(一) 一〇·二二	(一) 七·七七
民國二十至二十三年	(一) 三六·五七	(一) 一六·二三

當不景氣時期之初，原料與製造物價，即見有巨大差額之發生，實際上原料物價當二十年即開始下降，二十一年以前，製成物價均呈上漲，其後雖轉趨下落，但原料物價之跌落遠過於製成物價，致二者差額，益相懸殊。此類物價之差異，在不景氣時期之內，原甚普遍，由於時期之先後，與生產品之不同而發生。製成品之製造，技術上須經過許多步驟，較原料品之生產尤為繁雜，原料價格變遷，需經過長久時間，方能反映於製成之物價，兼之原料品與農產品之生產，自然之力居多，生產之調整，決不能立刻影響物價，使其改變，且散居而貧苦之農民，大半皆不明市場實況，彼等儉約之生活，全恃其勞力之所獲，一部份生產物，皆在當地自身消費，未能運往市場出售，供給對於物價之變動，殊少伸縮，甚且更有相反之結果者，即當物價下落時，供給反而增加，或力事生產，使交易增加，藉以抵補每一單位物價之下跌，卒致農產品之價格，愈趨愈下矣。

生產與消費物價漲落之分歧，尤其意義。生產品之下跌，似覺較早，在二十一年時下跌頗甚，但消費品在二十二年至二十三年時下落尤巨，因之生產與消費之間，缺乏平衡，參考下表所示各點，即知經濟恐慌之先決原因何在？

表十七 民國二十年至二十三年來華北生產與消費物價每年下跌之百分數(註二六)

年 份	生 產 物 價	消 費 物 價
民國二十一年	(一) 一一·四一	(一) 四·八五
民國二十二年	(一) 七·七九	(一) 九·三六
民國二十三年	(一) 五·二五	(一) 九·四〇
民國二十至二十三年	(一) 二四·四五	(一) 二三·六一

不景氣之末期，消費物價，無甚變動，似為有利，因生產工具之價格下落，許多企業即足以增加生產事業，但當消費物價之下落遠過於生產物價時，因勞工成本與利息之較為固定，許多製造工業，顯然不能獲得預定之利潤，消費物價之急劇下跌，足以表示大眾購買能力之大量降低，除非二者差額能自然調整，工業似將不再有利可圖。一方面因原料物價之感覺，較其他製成物價尤為銳利，他方面因若干項目如習慣合同等，又比較不易變動，故生活費指數之變遷，自必比較躉售物價指數之變動滯緩。

表十八 民國二十年至二十四年來中國躉售物價指數與生活費指數每年變遷之百分數(註二七)

年 份	生 活 費 指 數	躉 售 物 價 指 數
民國二十一年	(一) 五·九	(一) 九·六

民國二十二年	(一)	一一·一	(一)	九·三
民國二十三年	(一)	一·九	(一)	七·六
民國二十四年		四·七		〇·一
民國二十至二十四年	(一)	一四·二	(一)	二六·四

生活費指數之下跌，較躉售物價指數之下降稍緩，實不足奇，因生活指數內含有許多項目與服務價格，例如房租、電費等，多屬固定的或半固定的。按躉售物價，多由投機的世界市場所決定，但另售物價，因限於地方區域，對於世界市場，關係殊屬微細。

以上係分析不景氣時期內，物價之變動，足以明瞭一般物價下跌所形成之騷擾與凌亂的結果，一般躉售物價水準之下降，其自身本已嚴重，益以製成最後指數之各類物價變動，發生差異，其結果更趨嚴重與困難。按躉售物價指數，內含無數商品，其價格之變動，常隨生產之時期而不同，隨反應滙率漲落所具之程度而各別，隨消費者之需求而不同，隨消費者需求之緩急而更易，將複雜與錯綜之物價關係，製成單純之指數，殊屬過簡，各類物價間固有之不平衡狀態，亦為之隱匿不顯矣。吾人今已知輸出物價之下落，遠過於輸入物價，農產物價之傾跌，又甚於非農產物價，原料物價之下降，較甚於製成物價，消費物價之跌落，又過於生產物價，躉售物價之下跌，又甚於生活費指數，各類物價受不景氣之影響，各不相同，即所示經濟組織失調之嚴重，是使經濟之恐慌愈趨險惡。彌爾教授

(F. C. Mills) 關於物價之作用，曾作精密之研究，於物價組織之關係與動作，實多啓示：

『一般物價指數並不揭示物價主要變動之全部經過，此種指數，僅指明或表顯一種原動力，或原動力的聯合體之強烈的程度，此項原動力的強度，足以影響金元之購買能力。許多足以形成物價的原動力，初能影響個別商品之價格，但此種原動力促使個別商品價格之變動，俱不一致，並能阻止個別商品價格與金元購買能力之變動，自相適合，此類原動力分歧之影響，由物價之參差中可以窺知，在物價水準上所動作的原動力，對於物價水準之關係愈間接，則形成物價之特殊原素的重要性，愈重大，而物價變動之參差亦愈廣。此類分歧的原動力，實具重大的經濟意義，每一次不平衡的變動，常影響買賣二方的關係，以定貨物爲誰屬，每一次不平衡的變動，常引入某項不穩定的成份於物價組織之中。』(註二八)

自民國二十年以來，一般物價水準之下趨，及各種物價變動之不一致，即示物價組織之嚴重失調，及經濟社會各部門會受緊縮與不公平之痛苦。物價下跌之有害與騷擾的後果，此處無須詳述，但必須指明者，即在前三年，物價受銀匯跌落之影響，驟增百分之二十五，今物價之下落，適隨其後，益感騷擾與威脅，黃金時期方告結束，頗少人料及物價水準，將立呈崩潰，工廠之擴展，及投資於機件與地產者，全特錯誤之推想，以爲物價必將繼續上漲，金本位已爲大多數國家所廢棄，但對於中國緊縮之後果，未爲人所注意，至於美國不合理之白銀政策，尤初料所不及者也。

兼之民國二十一年以前三四十年來，吾人目擊在中國之物價水準，漸向上升，中國之商人與企業家，已習以為常，物價上漲之趨勢，頗足影響工商人士之態度，而映示於其事業之計劃與願望之中。因過度之樂觀，彼等誤解二十一年之經濟恐慌，認係暫時的後退現象，以致忽視必須的基礎調整。當一般物價下落之始，因企業家過份與錯誤的期望，致失此調整之機會。必需的調整，既已延緩，物價下跌之趨勢，由是愈趨愈甚矣。

在民國十九年時，縱令匯率跌價，但因原料與農產物價下降，全世界經濟恐慌之高潮，已甚顯明，中國幸以銀為貨幣本位，在十九年與二十年時，得免世界經濟恐慌之蹂躪，其時物價水準依然上騰，信用隨之膨脹，地產投機盛極一時，但當若干重要商業國家放棄金本位以後，足以隔離世界不景氣影響之滙兌壁壘，已被擊毀無餘，國際性的商品物價，對世界水準，立呈反響，且其緊縮之影響，在二十三年與二十四年間，因我國匯率不自然的狂漲而愈趨愈烈矣。倘過去吾國已採用金本位，則我國物價之下跌，自必更速，且其下跌之程度，或更甚於今日，但我國因採用銀本位，雖當不景氣開始之際，而我國物價，仍上漲不已，滙率貶值，信用組織膨脹，致使國內物價得安然不被外來之潮流所衝擊，但我國匯率開始上漲之際，不穩之種子已經散播，使物價之下跌，逐漸明顯，必須重加調整之範圍，亦愈趨廣泛。最近滙率之上漲，實有二種威脅：一方面我國國內物價之固有滙兌屏障，已被撤去；他方面因世界物價漲落分歧，及信用貨幣極度緊縮，致不景氣之情況，愈趨嚴重。

當一般物價水準下落時，銀行與信用組織頗感緊縮，且信用收縮，使此縮緊之力量，變本加厲，若干人士以為

物價之下跌，及生產之失調，實由於信用之收縮，但更有人以為物價之下跌，係由於組織有缺陷，及滙率之上漲，今日信用之收縮，實受他種原因之影響，而非為物價下跌之原因，證明此二項平行式變動，其相互影響之因果的關係，固非吾人所欲聞問，蓋吾人願設想者，即此二項現象，均為我國滙率不自然之上漲所致，且因以前信用膨脹時，投資與投機錯誤，致此現象，益趨嚴重。將民國二十年以前之銀行與信用，作一簡短的考察，足以窺知當物價開始下跌時，銀行組織之不穩定為何如？

過去十年吾人目擊銀行存款之激增，尤以上海一埠為甚，因其時內地漸呈困憊，環境又無保障，故資金多向都市流動，且銀行利息優厚，實亦為其主要原因。銀行何以優給利息者，一以資本之稀少，但尤以其制度環境之本身使然，蓋存款利率雖高，然工商業借款利率尤高，足以抵補而有餘，存款利息奇昂，工商各業定期借款，利息隨之增高，企業者不得不冒險投資於利息固定之債券，二者影響如何，姑不列論，但因存款利息高昂，銀行非推行不健全業務不可，因之信用組織，殊不穩定。

表十九 民國十五年至二十年來中國主要銀行存款增加數(註二九)(單位百萬元)

年 份	存 款 數 量	每 年 增 加	
		數 額	百 分 數
民 國 十 五 年	九三四·八		

與銀行存款相提並進者，則為銀行放款，貼現，及透支。

表二十 民國十五年至二十年來中國主要銀行放款貼現及透支之擴展（單位百萬元）

年 份	放款貼現及透支數量	每 年 增 加	
		數 量	百 分 數
民國十六年	九〇八・〇	二〇・七	二・三
民國十七年	一、〇五六・四	一四八・四	一六・三
民國十八年	一、二二一・九	一六五・五	一五・七
民國十九年	一、四二〇・五	一九八・六	一六・三
民國二十年	一、六〇三・九	一八三・四	一二・九

民國十六年	九七六・一	四一・三	四・四
民國十七年	一、一二三・五	一四七・四	一五・一
民國十八年	一、三二〇・二	一九六・七	一七・五
民國十九年	一、六二〇・三	三〇〇・一	二二・七
民國二十年	一、八九〇・七	二四〇・四	一四・八

上表所列數字之擴展一部份固然由於物價迅速之上漲，及銀行資金之調動頻繁，因存款激增，除用於正當營業及工商需要以外，大部份資金之利用，不無向不健全之方向推進。檢視放款總數對存款總數之比例，自民國十七年來日趨下降，得以確知，一般銀行對其支配下之資金，殊多不能充分利用。

表二十一 民國十五年至二十年來中國主要銀行放款總數對於存款總數之比例

民國十五年	九四·六	民國十六年	九三·〇
民國十七年	九四·〇	民國十八年	九二·五
民國十九年	八七·六	民國二十年	八六·〇

當銀行信用數量激增之際，其性質同時亦漸成粗濫，資金既甚豐裕，致許多放款，常忽視銀行流動性之主要原則，銀行對於工業之購添用具，擴充廠基，常運用存款以事貸放，或做透支，投資銀行與純粹商業銀行間之區別，多被忽視。銀行大部份資金借自民間，類屬短期，但銀行對工業貸款，事實上多係長期，借貸間，時間性頓失平衡，致銀行資產之靈活，因生障礙。銀行放款，按理僅能補助短期之製造業，貨物之運輸，或流動性之商業交易為限，今捨此不顧，而投資於長期或較長時間之工業貸款，物價一旦下跌，此項放款，遂呈極度之緊縮。據以上分析，工業之危險，幾皆移植與集中於銀行矣。

因銀行直接貸款於工業，工業與金融業遂形成一致向上發展之趨勢，推究其原因，一方面由於缺乏組織完

密之資本市場，一方面又因商業票據不甚流通，短期投資，缺乏媒介，產業證券與債票，既乏機關買賣，尤不易轉授於投資者之手，除若干較大商業機關之外，產業證券非衆人所習知，許多公司之資金，多恃銀行之放款與透支，以資流轉，且公司之用具與廠基，亦賴銀行之貸款而擴展，卒致商業銀行之信用，困窘不堪，工商各業固定之負荷，亦因之加重。

抑且票據市場之缺如，短期確實之商業票據，無法處理，票據交換之法律條款，多不十分明瞭，且一般商民，歷來習於帳簿之簡單信用，票據授受，程序繁雜，實不易認明其特殊優點；在他方面言，出票人信用程度之高低，無信用服務之機關代為調查，購買國家債券，反較有利可圖，又因無重貼現之便利，使一般商業銀行，對於貼現業務過於擴展，咸具戒心。

商業銀行脫離固有本分，而承做他項業務，意義非不嚴重，兼之地產之購買，及地產押款之承做，以致不時遇到困難，反觀他國銀行業務，皆健全可靠，地產俱不重視，以其性質頗不流動，難於脫售，但在上海當初竟公認地產爲第一穩固可靠之保證品，此種觀念及後數年，始告更變。自滙率貶值以來，地產投機狂熱，迄無遭遇絲毫困難，但自二十一年地價下落以後，以地產爲抵押之放款，多數均遭停滯，地價下落，產業隨之清理，地產押款，因之不能回贖，結果使地價益趨下跌。當怒潮澎湃伊始，以地產爲基礎之資產，均遭停滯，銀行信用，對於地產交易過度膨脹，致存銀緊縮，人心浮動，使吾國金融組織，脆弱不堪。（註三〇）

商業銀行直接與間接借款於政府，亦屬嚴重，除民國二十一年外，近年銀行對於政府無年不有大量借款，且為平衡預算計，兼又推行巨額公債，如二十一至二十三年會計年度內，新成立之借款，皆超過還本數額，銀行因之常為直接對政府之借款所困阨。縱令此項巨額貸款，完全因公共事業而成立，商業銀行之信用，究竟應否用作長期資本，亦成問題，何況此款明係彌補政府通常之虧負，必需之儉約步驟，既告延緩，工商各業所需之資金，又被侵奪，危險何堪設想！

表二十二 民國十八年至二十三年來中央政府對銀行之借款(註三)(單位百萬元)

會計年度	借款總額	還本總額	借款淨數
民國十九年度	一一一·七	一〇六·六	五·一
民國二十年度	一八五·五	一五二·六	三二·九
民國二十一年度	一〇八·一	一〇五·〇	三·一
民國二十二年度	二二五·八	一三八·一	八七·七
民國二十三年度	三九五·一	三〇三·七	九一·四

銀行間接又賴內國公債與庫券之銷納，自十六年國民政府成立以來，至二十四年末，公債與庫券票面發行，約計十五萬萬元(註三)一部份除用作紙幣之準備外，大部份屬於銀行之投資，以其利息優厚，每年平均可達一

分二厘至一分五厘故也。但因銀行投資之數額，不斷增加，銀行之流動性，幾全恃政府之信用與一般人民對於政府之信任所左右矣。

表二十三 民國十六年至二十三年來主要銀行投資證券之數額（註三三）（單位百萬元）

年 份	證 券 投 資 額	對 資 產 總 數 之 百 分 數
民 國 十 六 年	一〇四·三	七·一四
民 國 十 七 年	一二六·二	七·四六
民 國 十 八 年	一四一·九	七·三一
民 國 十 九 年	二二二·三	九·五七
民 國 二 十 年	二三九·二	九·三一
民 國 二 十 一 年	二三九·二	八·七一
民 國 二 十 二 年	二七五·〇	八·三四
民 國 二 十 三 年	四七五·六	一二·三六

上表關於銀行業務性質之研究，可謂銀行之資產，一部份已呈凝滯，商業銀行逐漸向錢莊推行之通知放款，性質誠屬流動，較有保障，上海大多數錢莊，將商業銀行之剩餘資金，代為投資，意義上似若票據之經紀人。在常態之情況下，謀資金出路之責任，似已由現代式的銀行，移向錢莊，故全部銀行組織之流動性，多基於錢莊利用款項

之是否安全而決定。當金融恐慌危急之際，銀行對於錢莊之放款，急於歸還，極度壓迫，自將集中於錢莊，由放款之實際經驗而言，錢莊對於此種壓迫，殊少抗拒之可能也。舉凡現狀之難於維持，第二準備之急於脫售，及信用膨脹之方向錯誤，調劑失宜，皆能增加銀行之困難。

一方存款激劇增加，一方又乏產業證券與商業票，據交易之便利，因之銀行尋求資金出路，不無可議之處。銀行投資範圍，受環境所迫，不守規則，無暇兼顧最重要之流動性與安全性。當不景氣潮流開始以前，銀行組織之固有弱點，及其向不穩定方面之趨勢，逐漸伸張，未能發現於事前，殊屬不幸。當時不僅銀行信用之數量，漫無制限，信用之性質，亦未注意，致形成極嚴重之結果。當壘售物價繼續上漲，頗合衆人之預料時，訂貨購銷，至爲熱鬧，單位銀行雖難免遭遇若干困難，但大多數銀行之資產，尚屬靈活，全部銀行組織之流動性，亦未受嚴重影響。

但當明悉物價之繼續上升，實非正常現象時，資產又逐漸凝結，掙扎維持，非常困難，整個金融組織之安定，備受威脅。在經濟未呈蕭條以前，信用組織，早有某種徵兆，日後必須調整，但因銀根之繼續鬆動，物價與利潤之一再增高，表面尚屬繁榮，旋以滙率高漲，與白銀大量外流，市場頓呈緊縮。當銀價下跌之若干年內，商業銀行倘能採取穩健政策，經濟恐慌之潮流，一旦襲擊，決不致如今日之痛苦與緊張，所處之地位，自必較今穩固靈活。銀行流動性之程度，常隨許多複雜而不易見之原素所左右，例如物價關係，收支平衡等，不顧其他原素之急轉與逆變，遽將信用過度膨脹，日後難免遭遇極度之緊縮。民國二十一年以前之銀行業務，吾人雅不願批評，但必須注意者，即其固

有之弱點，業已逐漸開展，當物價下落，白銀外流時，吾國信用組織，處境殊屬困難。

除銀行業務之最顯著的缺點以外，銀錢市場，自身機構，亦非健全，不足抗遇恐慌之襲擊，僅上海一埠，銀行林立，數已逾百（註三四）財力既不相同，經驗亦各互異，經營業務，且多相互競爭，即上海銀行公會會員銀行間，亦多無合作政策之採行，金融危急之際，又無相互扶助之誠意，單位銀行惟利是圖，罔顧整個金融組織之流動性，雖有中央銀行之存在，但既無雄偉之金融力量，又不具中央銀行固有之技術，俟後始略有地位，方被公認為銀錢市場中金融之領袖。在通常情形之下，銀行流動性問題，根本不致發生，放款到期，料即歸還，其他資產，在市場內即可處置，或向其他銀行兌取現款，亦至便捷；但在恐慌時期之中，特種放款，未可拒絕，但抵押品不易脫售，單位銀行為自保計，不得不將信用減縮，在此種情況之下，競相清理，非不多見。我國銀行組織與銀行業務之固有缺陷，實不容忽視，過去數年來，吾人所遭遇之金融危急，大部份亦由於此種缺陷所致。

銀行組織與銀行業務，經此迅速之考查，已知其明顯之背景，最近之趨勢，得以重加論斷，銀行係社會程序之一種，一如其他經濟企業然者，今日之趨勢，大多由於過去種種事實所成形，且亦僅在金融危急之際，過去設施之錯誤，方得顯示於世，而為衆人所認識。

詳細研究最近銀行之變遷以前，銀行之統計，必須詳加簽註。按通常之情形，只限向財政部註冊之機關，才須預備與提繳半年一次之報告表，此間所有外國銀行及錢莊，自皆無須呈繳，因之，觀察此類應用之統計，對於銀行

處境之概況，無法明瞭，銀行間借貸之變遷，亦無法得到整個觀念。

在資產負債對照表中，提舉方法，全不一致，帳內項目名稱，亦各不相同，銀行間作直接之比較，殊屬難能。若干銀行將其負債項下之存款，分成活期、定期，或儲蓄等項，但同時許多銀行，並無此種分類，其中若干銀行之放款，以流動性質分為通知放款、貼現及定期放款等，許多銀行，則僅舉放款之總額，不及細目，致流動性之成份，全被隱匿。放款與透支，不按保證之性質，或借款者之身份而分類，間有一二銀行，雖有此等分類，但不按規程，或其分類基礎，非合大衆願望。

且資產負債對照表，預備與公布，僅一年或半年一度，此種一年或半年之報告，較一季或一月一次者，效用既少，內容亦不易明瞭，當其製成以後，出而公布，似甚堂皇，殊不知按月之變遷，固無從知悉，單位銀行之弱點，尤不易明瞭。

最後，銀行統計之真確性，亦係重要問題，此實有關於資產之估價、證券之投資，或銀行之資產估價，果以何者為基礎？抑係以獲得之成本言歟？抑以若干時間以前之市價言抑以製作報告表時之市價言歟？此係異常重要之實際問題，報告之真確性如何，實繫於此項問題之能否滿意解決以為斷，當證券與地產之價格狂跌時，如仍以成本價值估計，顯然不能適合銀行流動性之原則。

今日流行之資產負債對照表，縱然有許多特殊困難，但應用的銀行統計，仍足以示主要項目之實況，及其大

概趨勢，並足知銀行與信用組織如何影響物價之下跌及下跌之物價，又如何影響銀行與信用之組織。民國二十年以來之銀行處境，顯然分成數種趨勢，例如資金比例之減低，及後現金比例之下跌，銀行信用之凝結，及存款之激增，尤以定期存款為多，吾人將一一分析如下：

商業銀行本可增加其負債項下之存款，同時資本可以不必比例的增加，誠然，民國二十年來，銀行資本之絕對數字，固已增加，但其增加之速度，不及存款之速耳，其結果，致銀行自己資金對公衆負債之百分比，逐漸下降，民國十年內為百分之十九·二，至十五年降至百分之十二·三，至二十三年僅及百分之七·七矣。

表二十四 民國十年十五年二十年至二十三年來銀行資本對其存款比例（註三五）

年 份	已 付 資 本 (單位百萬元)	帳項內之定期存款 (單位百萬元)	比 例 %
民國十年	九五·五	四九七·〇	一九·二
民國十五年	一一五·〇	九三四·八	一二·三
民國二十年	一三五·八	一、八六〇·七	七七
民國二十一年	一三六·八	一、九七四·一	七·六
民國二十二年	一五三·九	二、四一八·六	七·一
民國二十三年	一七四·四	二、七五一·四	七·〇

自二十一年末以來，現金對存款比例同樣下降，縱然因內地白銀不絕向都市流動，銀行現金地位，頗有增進，

但其負債項下之存款，增加更速，卒致現金對存款之比例下降，所以示銀行制度遭不景氣潮流之侵襲，頗感緊張，尤在金融不安之怒潮，隨不景氣之市場而俱來時，其困苦為尤甚。

表二十五 民國十年十五年二十年至二十三年來銀行現金對其存款比例（註三六）

年份	現金（單位百萬元）	存款總數（單位百萬元）	現金比例%
民國十年	六一·八	四九七·〇	一二·四
民國十五年	一二四·三	九三四·八	一三·三
民國二十年	一九四·三	一、八六〇·七	一〇·四
民國二十一年	二五三·四	一、九七四·一	一二·八
民國二十二年	三〇五·一	二、四一八·六	一二·六
民國二十三年	二八一·一	二、七五一·四	一〇·二

雖當商業不景氣之時期，上表所示存款總額，依然增加不已，信用絲毫未呈緊縮，殊足令人驚異。此種顯著而又異常之狀況，實由於許多原素所形成，上述存款數字之增加，並非表示整個銀行與信用組織之信用膨脹，僅示上海銀行公會會員銀行之情況而已。上表存款之激增，或由於其他非會員銀行，錢莊，甚或外國銀行移轉而來，故一部份資源較厚之銀行，存款增加，或由於其他較劣之銀行移轉而來，因而較小銀行之存款，相隨減少，故統計數字，倘包含整個銀行之組織，則其結果，必將得到另一全然不同之觀念。

誠然，存款之激增，足以代表信用之膨脹，但不能完全表示其存款之利用，亦能相隨增進，不僅須注視其存款之總數，且亦須重視其流轉之速度，觀夫銀行票據交換額之減少，及定期存款較活期存款增加，顯足以示存款之數額，雖然上增，而購買力之有效利用，未必隨之比例的增進。銀行信用效能之下降，意即一部份信用之凝結，實足以妨害銀行之靈活，蓋銀行之帳簿內，既載有巨量存款，但其所握之資產實值，不足以抵償其負債。

銀行存款，有時確成為投資形式之一種，倘政治與經濟甚不穩定，市場利率，又異常高昂，直接投資工業，頗不容易，即在平常情況下，企業投資，時前亦須有健全之判斷與明銳之注意，以免損失於萬一。工商業不景氣之最初時期，商業銀行存款之激增，並不足奇，蓋物價下跌，與利潤減少，商人顧慮投資危險，不得不儲款銀行，以博厚利，待環境稍佳，投資工業有利可圖時，再出而經營。統計所示，往往僅存款總數，對於定期與活期之增減，界限因之未能分清。

一部份因定期存款利息較高，一部份因投資無利可圖，定期存款，遂漸向上增漲，實際上且遠速於活期存款，活期對定期之比率，因之漸向下降，以民國二十一年與二十三年為尤甚。

表二十六 民國二十年至二十三年來活期與定期存款百分數分配（註三七）

年 份	活 期 存 款		定 期 存 款	
	百 萬 元	對 總 數 %	百 萬 元	對 總 數 %
民 國 二 十 年	六二一·〇	五八·九	四三二·八	四一·一

民國二十一年	六二九五	五五·二	五一·九	四四·八
民國二十二年	六八六六	五五·四	五五二·五	四四·六
民國二十三年	七四九七	五四·三	六三一·六	四五·七

活期存款，隨貿易數量與物價水準而下降，上述活期與定期存款比率，足示商業信心之動搖，與投資者不願冒經濟之危機，縱然不景氣之現象，已甚普遍，但存款放款貼現透支等依然激增無已，例如存款與放款之增進，謂為信用之膨脹，無寧謂為信用之凝結，資本之稀少，及資本市場之缺如，實由於工業金融為銀行所墊借，而非由於資本市場之募集。因物價之下跌，與潤利之減低，此種放款，大部份已成凝結，因銀行直接放款於工業，今工業衰落，銀行不能坐視不救，迫不得已，只得再行出資維持。國際聯盟出版之一九二五年至一九三三年（民國十四至二十二年）來商業銀行之考察內曾有云：

「放款與墊借水準之維持，大概係代表信用之凝結，而非示商業之膨脹。工業方面之借款者，遇物價急劇下降時，斷不能迅即調整成本，亦不能迅即減少生產量，致銀行到期借款，多不能按時交還，許多國家之商業銀行，頗多與工業有密切關係，因工業之固定資本，多由銀行直接投資，或有銀行之活期放款，但求此項墊款之歸還計，往往對借款之公司行號，有強制執行清理者，銀行本身因受重大損失，在困難期間內，為維持此類公司行號計，並謀已付貸款之安全計，商業銀行對工業，往往亦有繼續貸放，與工業有特殊關聯之商業銀行為尤多。」（註三八）

表二十七 民國二十年至二十三年來借款貼現透支總額及其每年增加數(註三九)(單位:百萬元)

年 份	借 款 總 數	每 年 增 加	
		總 數	百 分 數
民國二十年	一、六〇三·九	—	—
民國二十一年	一、六六一·九	五八·〇	三·六
民國二十二年	二、〇二三·三	三六一·三	二一·七
民國二十三年	二、二五四·〇	二三〇·八	一一·四

下列說明,尤足證明自十九年來活期放款之一再下跌,定期放款不論其絕對與相對數字之繼續上漲,即示銀行資產之流動性,漸遭停滯。

表二十八 民國十九年至二十二年來活期與定期放款百分數分配(註四〇)

年 份	活期數量(百萬元)	對 總 額 百 分 數	定期數量(百萬元)	對 總 額 百 分 數
民國十九年	六六九·〇	六九·五〇	二九三·六	三〇·五〇
民國二十年	六五一·二	六一·一一	四一四·四	三八·八九
民國二十一年	六二一·五	五八·五二	四四一·四	四一·四八
民國二十二年	七〇三·三	五四·五七	五八五·五	四五·四三

再者其他現象吾人亦不得不注意者，即由內地源源流入之白銀。由白銀之移動而言，則上海實為中國內部與世界外部間之貯藏庫。民國二十年以前，中國國際收支順利，國外輸入之白銀，經上海轉佈於內地，但在二十年與二十二年，一因國內貿易之減退，一因其他騷擾情況之蔓延，內地白銀，重又逐漸流向上海。（註四二）

表二十九 民國十八年至二十四年來白銀國內之移動（註四二）（單位百萬元）

年 份	由 內 地 輸 入 上 海	由 上 海 輸 出 至 內 地	入 超 (一) 或 出 超 (十)
民 國 十 八 年	一 二 三 . 九	一 八 二 . 八	(十) 五 八 . 八
民 國 十 九 年	一 〇 九 . 二	一 四 二 . 五	(十) 三 三 . 二
民 國 二 十 年	一 一 一 . 七	一 六 六 . 七	(十) 五 五 . 〇
民 國 二 十 一 年	一 六 〇 . 九	一 九 八	(一) 一 四 一 . 一
民 國 二 十 二 年	一 〇 三 . 九	二 六 二	(一) 七 七 . 八
民 國 二 十 三 年	四 四 . 六	一 〇 三 . 九	(十) 五 九 . 三
民 國 二 十 四 年 至 十 月	一 五 . 九	三 六 . 七	(十) 二 〇 . 八

白銀由內地流出，其意義有二方面，可使上海成爲一種緩衝地帶，白銀雖向海外不斷流出，仍有抵補之來源，緊縮之後果，不致立刻感覺，故緊縮之程序，漸及於內地，甚爲遼遠，但其後所受之影響，則反嚴重。隨上海存銀而俱增者，爲主要銀行之紙幣發行額，倘以百分之六十爲現銀準備，按二十三年以前之存銀，應發紙幣，當遠過當時之

數額。由二十年十二月至二十三年七月間存銀增至一萬五千一百萬元而言，紙幣發行得達二萬五千萬之譜，但實際上僅及一萬一千七百萬元。

表三十 民國二十年至二十四年來上海存銀與紙幣發行額（註四三）（單位百萬元）

年 份	上 海 存 銀			數	上海華商銀行紙幣發行額
	華 商 銀 行	外 商 銀 行	總 行		
民國二十年十二月	一七九·三	八六·九	二六六·二	二四二·四	
民國二十一年十二月	二五三·三	一八五·一	四三八·四	二八五·一	
民國二十二年十二月	二七一·八	二七五·七	五四七·五	三五三·〇	
民國二十三年七月	三三〇·六	二三二·二	五六二·八	三五九·四	
民國二十三年十二月	二八〇·三	五四·七	三三五·〇	四一八·二	
民國二十四年九月	二九三·四	四二·七	三三六·一	四〇四·四	

平衡表上在二十年以前，上海白銀通常皆有淨輸入，但上海存銀之增加，並非因其他各地存銀減少所致；反之，自吾人感到白銀有淨輸出以來，二十一年計一千零四十萬元，二十二年計一千四百二十萬元，二十三年首七個月計五千三百十萬元，上海以外之各埠，其存銀之減少，必當大於七千七百七十萬元，因之事實已甚明顯，即在二年半內至二十三年七月為止，上海以外諸埠，白銀減少價值約計二萬二千九百萬元，國幣則僅減少一萬一千

二百萬元，適足以代表在上海存銀增加超過紙幣發行額之數字。（註四）

在民國二十年時，內地緊縮之現象已甚明顯，內地資金漸向上海流入，但其後因恐慌之開展，利用資金以圖利潤，殊多困難。當現銀不斷向上海銀行流入時，且其流入數字，常超過外輸之數時，銀行界迄未調整業務，以適應工商各業衰落時之急需。繁榮時期告終之際，許多調整步驟本應早事採用，但卒因延緩未決，清理時因遭重大損失。

應用之統計數字，雖非十分明晰，尙可窺知自二十年來銀行業務確有重大變動，例如資本比例之減少，一部份信用之停滯，當金融危急之秋，銀行組織，遭遇極大困難，信用往來，大受限制，緊縮後果，愈演愈烈，存款與放款之增加，尙示信用被工商各業全部應用，顯然爲人所歡迎，但實際上因流轉速度之減少，信用凝結，足資應用之信用，未必全被利用。

銀行組織固然因外界之關係，而遭遇困難，但在匯兌貶值之數年內，逐漸養成之固有弱點，及其不健全之趨勢，亦佔一重大地位。過去十年內，銀行歷史可分成絕然不同之三個時期：二十年以前爲信用過度膨脹之時期，直至二十三年夏季爲清理延誤之時期，至二十四年終，爲求流轉而奮鬪之時期。民國二十年冬季以前，吾人深感信用過度之膨脹，推其原因，初由於大量現銀不斷流向上海銀行所致，再以外人因待滙率之比較有利，不將款項遽行外匯，致上海之存款激增，因存銀增加，與銀根鬆動，工商各業，頗多刺激，復以若干銀行，規定之存款利率優厚，借

款方針，又漫無限制，工商各業，益被激動，地產公司之建立，頗足推進地產與不動產之買賣，實際上以地契押借之自由，及工業押借透支之擴展，使工業長期之資本，多向商業銀行設法，不向資本市場招募，僅極少數銀行不作此項原則之嘗試，得免例外。

因信用貸款混雜，致銀行之流動性依恃一般物價之安定益見殷切，且以地產市場之行市爲尤甚。銀行因資產過多，急需時又無法售現，致整個銀行制度之流動性，備感困頓。

優良之境遇，不幸因我國滙兌之增值，尤以二十一年來中日之不洽而告終，不動產價格，即開始下降，始則尚緩，其後日劇。事前倘將產業，善加調整，帳面價格，估價稍低，顯然能保留或增進一般銀行之流動性，但必需之清理，已屬延緩，抑且內地現銀，繼續內流，縱然工商業已呈不景氣之景象，因存款與放款增加，銀行依然得以安享此繼續膨脹之便利。誠然，清理之時期，業已延誤，不僅使內地大量白銀運赴上海，損失奇重，抑且使以後迅速清理之痛苦，益感嚴重。

在二十三年夏，物價之下跌，與國際收支平衡之逆轉，益趨嚴重。外國銀行，現銀不斷大量外運，資本普遍的逃亡，促使白銀之外輸益甚。因存銀迅速下減，外商銀行，最初對於地產押款，已屬嚴加限制，後以地價慘跌不已，地產押借，皆被拒絕，致華商銀行，大受威脅。現銀外運，致人心浮動，因而不得不奮鬪以求清理。銀行職能，必須重加調整，出借信用，將設法收回，借款須嚴格限制，並要求增添抵押品，到期借款，又將拒絕轉期。一方迫於款項之收回，一方

又因信用難於通融，使處境益增困難與不安。抵押品拋售市場，非常見，致緊縮之影響，益感嚴重，且實際上又常反映於金融活動之各方面。『工商業，每一次清理，商業銀行之資產價值，隨之減少，嗣後使其不能亦不願再事擴展信用。他方面言，工業每一次清理，使物價組織不均衡之程度，益見懸殊，利潤界限，因之減低，借款者即有先見之明，該時信用亦必較前薄弱。』（註四五）

因求資金之流動，一再奮鬪，致信用減縮，物價下落益甚，不景氣之影響，因而愈烈，工商各業，困苦不堪，他方面健全投資之議，已皆銷失，兼之謠言紛起，引起金融市場普遍的不安，投機活躍，尤以標金外匯及主要標準商品，為甚，信用因之極度緊縮。當二十年至二十一年間冬季，因中日衝突，拆息本已飛漲，今於二十三年末復見上騰，二十四年內除二月三月間季節性之下落外，全年幾仍在甚高水準之上。

表三十一 民國二十年至二十四年來按月平均拆息表（註四六）（每千元每日息單位分）

年	月	民國二十年	民國二十一年	民國二十二年	民國二十三年	民國二十四年
一	月	一三	一三	二	五	二二
二	月	一	三五	一	一	八
三	月	二	一九	四	二	八
四	月	二	一三	四	四	一〇

五	月	四	六	五	七	一三
六	月	五	七	七	七	一九
七	月	七	九	五	五	二〇
八	月	一	七	六	九	一八
九	月	一	四	七	二	一四
十	月	三	四	八	七	
十	月	三	四	八	一	
十一	月	七	四	八	九	
十二	月	二	二	八	三	
全年平均		一三	一〇	五	九	

在二十四年內，即出最高之利率，及可靠之抵押品，常有不能借得通知放款者。拆息之意義，本示銀錢市場之真實狀況，而今已全失用意矣。去年大部份時間因銀根緊縮，遠期滙率，折耗甚大，有時每年平均竟達百分之三十。當二十四年六月初，大多數錢莊之處境，困難萬分，滙劃取現，僅一日之差，每日千元，竟達七角。

信用凝結，業已形成許多不利之影響，一方面因物價猛烈下跌，生產物與消費物價格變動之差額日巨，他方面因勞工成本（註四七）及利率負擔之比較固定，致工業利潤大量減削於界限以內矣。信用流轉不靈，許多企業之固定資金，與活期金融，本皆恃此以維持，若干工廠，今則顯然將被迫停業，尤以經營在界限邊際上之工廠，本特短

時期內，匯率貶值之保護而存立，今則被迫最甚。據中國銀行估計若干工業之交易量，足以窺知二十年時彼等之繁榮爲若何？二十一年時所受相反之影響，及二十二年之益見嚴重之情況爲若何？

表三十二 民國十九年至二十二年來上海若干種工業營業消長指數（註四八）（民國十九年爲一〇〇）

名稱	民國二十年	民國二十一年	民國二十二年
棉紡業	七八	五二	三五
棉織業	一二八	一一〇	一一〇
染織業	一二五	一一〇	八〇
毛織業	八九	六五	八五
絲織業	一六〇	一一〇	九〇
針織業	一一〇	七〇	五〇
麵粉業	一二〇	八五	五〇
捲煙業	一一五	一〇五	八〇
火柴業	一二〇	一三五	一四〇
橡膠業	二〇〇	一三五	八〇
搪瓷業	一五八	一二五	九五

熱水	調味粉	機器業	化粧品	油漆業
一〇〇	一一二	一二五	一二〇	一二八
一二〇	一三五	八一	七五	一三七
一五〇	一〇〇	七三	八五	一八五

許多工業在二十二年時，至感困苦，且以棉織、絲織、針織、麵粉、橡膠工業為尤甚。工業利潤之多寡，由許多原素所決定，如技術、管理、國際競爭力量等，縱然有若干不重要之事項，與當時情況相反，但二十一年時，工業顯呈衰落之趨勢，及二十二年時之變本加厲，大體一致。吾人尙能記憶，若干主要工業，曾遭重大打擊，物價下落時之生產組織受此紊亂之影響，結果自更嚴重。

因營業之不振，及緊縮之益甚，許多工廠行號倒閉日多，或另行改組。工商倒閉詳細統計，頗感缺乏，下列數字，係由中國徵信所編纂，或足以示一般之情況。

表三十三 民國二十二年至二十四年來上海倒閉或改組之工商業（註四九）

年 份	改 組		倒 閉	
	每 月 平 均 指 數	數	每 月 平 均 指 數	數
民 國 二 十 二 年	五·〇八	一〇〇〇〇	一七·八三	一〇〇〇〇

民國二十三年	一〇七·五〇	二、一六·〇〇	三〇·五〇	一七一·〇五
民國二十四年一月至六月	一五五·一七	三、〇五四·〇〇	四一·六七	二三三·七一

倘吾人將此數年內營業倒閉之原因加以分析，得知半數以上，係因營業虧損，金融困難所致，且在二十四年之上半年，此等原因所形成之影響，尤為嚴重，無足為奇。

表三十四 民國二十三年至二十四年營業倒閉原因之百分數分配（註五〇）

原因	民國二十三年	民國二十四年一月至六月
營業虧損	三八·三六	五〇·三七
金融周轉不靈	一二·七一	二五·一九
因欺騙或自動清理	六·五九	四·〇七
其他	四·四七	一·一一
原因未明	三七·八七	一九·二六
總計	一〇〇·〇〇	一〇〇·〇〇

上表嚴重之意義，不全在絕對數字與次數之遞增，卻在其因此而產生之不安的心理。現代商業管理，係建於特殊基礎之上，目的全在利潤，物價下跌，滙兌不穩，預期之利潤界限，因而狹隘。許多原因，單獨商人無法控制，商業

機關，因而宣告清理者累累，前途暗淡，人心騷動，因金融與商業之聯繫，與普通心理之作用，致此種不安之人心，由一類商業，迅即傳播至他類商業，日益蔓延，愈趨愈廣，疑慮與恐怖，逐漸擴展，前途暗淡，未可樂觀。

商業之倒閉，亦能反映於銀行制度之流動性，銀行放款，此時不能收回，借款抵押品之價值，昔日儘足還本，今市價下跌，脫售時，損失勢不能免。誠然，許多行號公司，因資金調度無方而失敗者，比比皆是，但他方面，借款者之信用，因經濟恐慌之侵襲，而愈趨愈劣，銀行若再放款，則借款者昔日所有不健全之資產，由是轉交於銀行，銀行損失，自必奇重。

滙兌高漲之緊縮結果，亦已反映於當地產業證券買賣，與地產市場，在滙兌貶值與利潤上漲時，許多公司，資本總額，增漲殊速，以地產公司之發展為尤甚。但當發現通常之資本已超過預期之營利能力時，反動卒不可免。上海產業證券指數，不僅自二十一年四月以來，繼續下落，迄未稍息，且在二十二年大部份時間，幾全係虛價，並非實值，其間公共事業股票，雖較地產股票下落稍差，但下表已足窺知跌落之慘烈矣。

表三十五 民國二十一年至二十四年來上海證券指數（註五）（民國二十年七月為一〇〇・〇〇）

年	月	民國二十一年	民國二十二年	民國二十三年	民國二十四年
一	月	—	七五・六一	七〇・三〇	五九・三七
二	月	—	七五・三二	六九・七一	五七・九八

三	月	—	七·一·四〇	六八·七〇	五六·九五
四	月	八一·五三	六九·一〇	六六·八一	五六·九〇
五	月	八一·二七	六八·二三	六六·〇六	五六·七一
六	月	八〇·二五	七〇·四七	六五·七五	五六·五三
七	月	七八·五八	七一·〇三	六四·五二	五六·五三
八	月	七八·〇六	七一·〇七	六三·四六	五六·五八
九	月	七八·七四	七二·一九	六三·三八	五六·五三
十	月	七八·九五	七一·四〇	六二·七三	
十	一	月	七八·二七	七〇·四六	六一·九九
十	二	月	七五·二七	七〇·〇七	六〇·三〇

證券成交，隨證券之價格而衰落，除二十三年因橡膠股票成交頗多外，前數年，成交總數從未達二十年之數額，在二十四年時，幾成停頓，因市場範圍縮小，向銀行借款，以證券抵押，全不可能，其已繳借款，一部份亦成凝結。

表三十六 民國十九年至二十四年來上海證券市場證券按月成交數（註五二）（單位股）

年	月	民國十九年	民國二十年	民國二十一年	民國二十二年	民國二十三年	民國二十四年
一	月	六三一、七三九	一、二二四、八九〇	七四九、一二〇	二六〇、二四二	六二二、八八〇	二〇〇、〇九七

二	月	七四九、二三一	一、〇三五	四二二	—	—	二〇一、一二八	一、二九九、四三一	四七、七九八
三	月	六四四、七八七	七八一、二六二	—	—	—	三六一、七六五	一、三六〇、一〇七	二四、七四〇
四	月	七三六、九一八	七八五、六六二	—	—	—	五〇一、一一〇	二、一八三、〇一八	六二、二五〇
五	月	一、一八九、四五七	五七九、〇七四	—	—	—	二、一二六、五三〇	三、〇五五、一六四	二四、三一三
六	月	六一五、六三八	五九二、六一〇	—	—	—	五八七、四三〇	九七九、一〇三	二、一一一、三六九
七	月	六四〇、三一九	八九九、二三四	—	—	—	二一九、一三九	一、〇三八、二五二	二、一一九、三四五
八	月	六四五、四三二	一、三八二、六九二	—	—	—	三三七、六四六	四九〇、八一四	二、二五九、〇一七
九	月	一、〇五〇、一一六	二、二三三、六五八	—	—	—	三九五、七九四	八六五、九五九	一、九二五、六三三
十	月	一、〇四七、五五二	一、二二六、三三七	—	—	—	五三九、九二〇	八八〇、二九四	一、九二五、六三三
十一	月	四七二、四〇九	八三五、四七二	—	—	—	二九八、三五六	五七五、七九五	三九二、八九〇
十二	月	五四二、〇五八	七九九、五六九	—	—	—	三〇〇、六八〇	二二七、三五二	一一八、四二八
全年總數		八、九六五、六五六	一一二、二六五、八八二	—	—	—	四、三三一、八九九	八、四九八、三四四	一八、四二一、四二五

地產市場之情況，因滙率上漲，愈趨悲觀，及後又因日軍在上海之暴舉，市場全被毀壞，地價上漲之希望，已成泡影。不僅地產價格劇烈下跌，成交數額，亦僅減至往年之一小部份，由銀行投資地產，或以地產為抵押而放款之數額，約計放款總數百分之二十以上，銀行流動性所受之影響，實非淺鮮。

表三十七 民國十九年至二十三年來上海地產成交數(註五三)(單位百萬元)

民國十九年	八四·四	民國二十年	一八三·二
民國二十一年	二五·二	民國二十二年	四三·一
民國二十三年	一三·〇	民國二十四年至十月	七·五

本地商品成交數，雖同呈衰落，但不及地產之速耳，與二十年水準比較，約減百分之二十至三十，但在二十三年時，因幣制謠言繁興，投機活躍，貿易數量之總指數，隨之較高。

表三十八 民國二十年至二十三年來上海物品交易數量指數(註五四)(民國二十年為一〇〇·〇)

年份	棉紗	棉花	麥粉	總指數
民國二十年	一〇〇·〇	一〇〇·〇	一〇〇·〇	一〇〇·〇
民國二十一年	五〇·〇	五三·六四	四八·六一	六九·九八
民國二十二年	七二·八三	五七·一五	五二·三三	八〇·一九
民國二十三年	七三·四四	六二·九一	六二·六八	九一·二四

投機活躍，在標金與債券市場內尤為顯著，此項交易，似與其他市場之不景氣情況頗少關聯，如在二十三年

至二十四年，因匯率不穩，及幣制謠言紛紜，標金成交，大量增進，尤以二十三年十月，因白銀出口，及平衡稅之徵收，成交數額，據報竟超過四百萬條以上。當二十四年之中，成交數量，除夏季稍差外，依然甚多，去年十一月匯率穩定以後，始呈轉變。

表三十九 民國二十二年至二十四年來上海標金成交數(註五五)(單位條)

年	月	民國二十二年	民國二十三年	民國二十四年
一	月	一、三三一、〇一五	三、〇七三、二九四	一、七八三、二〇八
二	月	二、三三七、六二四	一、四〇八、五〇五	二、一〇三、三〇四
三	月	二、六八五、五六四	二、五二二、四九九	二、八七八、八五八
四	月	二、三五四、七二三	二、八七〇、八二六	二、六八四、六五四
五	月	二、六六〇、六五一	三、三一七、五〇四	二、八七七、二二四
六	月	三、五三六、二三九	二、四〇一、三七一	一、四二二、七五〇
七	月	三、六三一、四九五	三、三三七、〇九〇	一、一五七、八四二
八	月	三、一六八、一四三	三、七六五、〇七六	一、四四九、六五八
九	月	三、二一三、五三二	二、二三九、三四九	一、一九五、七一
十	月	三、一四九、九一四	四、〇九七、〇七九	一、四二八、〇五六

十 一 月	三、七四八、七四九	二、九一一、五六六
十 二 月	二、六八一、五三二	二、四七六、六八四

一方面因政府公債利益較厚，每年平均利息約在百分之十二至十五（註五六）一方面因羣衆不甘冒險，寧取固定之利息，故自二十一年來，縱然二十年時滿洲事變發生，政治關係未能盡滿人意，而中國政府內國公債之成交數量，反不斷增加。

表四十 民國二十年至二十四年來中國政府內國公債成交數（註五七）（單位：百萬元）

年 份	成 交 總 數	交 割 總 數	交 割 對 成 交 比 例
民 國 二 十 年	三、三四一·四	四一六·三	一二·四
民 國 二 十 一 年	九〇一·七	一一五·九	一二·八
民 國 二 十 二 年	三、一八二·七	一一五·九	三·六
民 國 二 十 三 年	四、七七三·六	一八三·六	三·八
民 國 二 十 四 年	四、九一〇·〇	—	—

內國公債成交數額增加，一大部份顯然由於投機活躍所致，交割以前相互訂約，各自預料價格為有利之漲落，並不實際成交，因之交割與成交之比例甚小，不及百分之四，無何意義可言。

最後，因物價之下跌，及商業之不振，銀行票據交換數額，自二十一年來，相隨減少，雖紙幣與銀元，在支付之工具上，佔相當重要之地位，但銀行票據交換數，在批發商與金融貿易方面，確可當商業活動之氣壓表。錢莊每日平均交換額，曾佔交換總數百分之八十五以上，但自二十一年與二十二年來，相繼下落，二十三年雖略有增加，在二十四年初十個月，則下落益甚。

表四十一 民國二十年至二十四年來錢莊每日平均票據交換額(註五八)(單位百萬元)

民國二十年	七五·〇二	民國二十一年	五一·三〇
民國二十二年	三九·〇七	民國二十三年	四二·一七
民國二十四年至十月	三五·五八		

票據交換額之多寡，當然為商品服務證券地產等價格之變動所影響，故銀行票據交換額，必須除去物價之變動，方能充分測驗商業之實況。除去物價趨向季節變動之修改指數，已由谷春帆君在其白銀(Silver at Work)一書內重新編成，視其趨向，亦向下游。

表四十二 民國二十年至二十三年來票據交換數除去物價趨向季節變動之修改指數(註五九)

年	份	指	數	年	份	指	數
民國二十年			一三〇	民國二十一年			九五
民國二十二年			七八	民國二十三年			八七

不論以每日平均之交換額言，或以其修改指數言，在二十一年與二十二年內，銀行票據交換額，較昔短縮，毫無疑義。二十三年之急速增進，似覺驚異，但因貨幣謠言復起，及滙率不穩，交換數額增加，實由於滙兌與物品投機之擴大所致。下表足示二十三年八月至十月，因金融市況非常活躍，錢莊與銀行票據交換所二者，每日平均交換額，增加甚速，且常維持其相當之水準，倘無此類與商業情況無直接關係之金融活動，二十三年內之票據交換額，或且與二十一年或二十二年同樣短縮，亦未可知。

表四十三 民國二十三年至二十四年來按月每日平均票據交換額（單位百萬元）

年	月	錢	票據交換所（註六一）
民國二十三年	一	三七·〇四	九·七四
	二	三三·四九	一〇·七〇
	三	三二·八二	八·七三
	四	三九·三〇	九·四八
	五	四三·一五	九·七二
	六	四四·二二	一〇·二〇
	七	四一·三九	一〇·九九
	八	四八·七〇	一一·二〇

九	月	四六·三四	一一·二四
十	月	四九·一九	一一·七三
十一	月	四六·一一	一一·八二
十二	月	四四·三九	一二·九五
民國二十四年一		四一·四三	一三·一二
二	月	二〇·五八	一〇·八〇
三	月	二五·三三	一〇·七八
四	月	二七·一〇	一一·二四
五	月	二二·六〇	一〇·六五
六	月	三三·六七	一一·五八
七	月	四一·二〇	一〇·六四
八	月	四五·二一	一一·〇九
九	月	四八·六〇	一二·三〇
十	月	五〇·〇八	一四·二二

自民國二十年末季以來，吾人深感此時期之困難與紛擾，時物價紛亂，已呈崩潰，信用凝結，緊縮異常，各類物品證券地產市場之活動，亦大減色，換言之，即經濟恐慌，自民國十八年已向世界襲擊，卒至二十一年吾國始與其

接觸。昔日因銀匯貶值所享之利益，悉被摧毀，竟遭歷史上空前未有之嚴重境遇，雖則情況逆轉之原因，異常複雜，日本軍事行動之騷擾，亦為非經濟的原因之一，但論者多以吾國匯兌不自然的狂漲，為經濟恐慌之主要原因。恐慌現象之開端，觀二十年吾國農產物價與輸入物價之變動，已顯示無遺。匯兌貶值所引成之簡短的繁榮時期，竟能不為全世界不景氣之潮流所衝擊，但其後因匯兌高漲，國內物價受外來之影響而變動，兼之大量白銀之外輸，與夫銀行庫存之極度緊縮，致緊縮之困難，愈趨嚴重。

匯率之上漲與不穩定，誠然為環境中主要之原因，但吾人必尚能憶及，經濟恐慌以前數年內，組織上之缺陷，日積月累，業已形成，信用之過度膨脹，又向不健全之方向，逐漸發展，工業借款過多，而生產能力未能增進，反動種子，早已隱伏，大量調整，日後勢不可免。吾人之結論，認為經濟退化之現象，於民國二十年已甚明顯，其後愈演愈烈，卒於二十四年，形成極嚴重之局勢。吾國工商事業之蕭條，當歸過於組織之缺陷，歟？抑歸過於匯率之上漲，歟？實無關重要，上文所述困難與緊縮之情狀，似已足以充分證明結論之無誤。

四 銀本位之崩潰

上節係敘述與分析匯率高漲國內與國外所受之影響為如何？經此研究後，問題之經濟的與金融的背景，雖已瞭然，但幣制改革之進程，依然缺少整個觀念。匯率高漲影響之嚴重，業已知悉，但救濟步驟，何以必須在特定時間，方告採用，猶待說明。茲須注意者，即政府對於當前之困難，雖一再努力，多未成功，但漸趨滿意之境域，自無可疑。

且當改革以前，環境之危急，促使政府不得不放棄銀本位，雖非所願，要亦不容反顧也。

滙兌不自然之高漲，及白銀外流之結果，當時處境，備感威脅。財政當局，殊感困難，因欲置此境遇於管理之下，故有許多計劃之探行，但其中若干方策，類不能解救當前之困難也。當局所遇之問題，第一即阻止白銀繼續外流問題，再則反抗滙率之不斷上漲問題，最後即強化金融組織問題，藉禦恐慌之侵襲。對於第一問題，財政部曾於二十三年九月九日發佈命令，外滙成交，除合法與正當商業金融及私人需求外，成交日期，除在九月以前者，一律禁止。一方面因條文含義不明，尤以許多外商銀行，完全處於我國司法範圍以外，滙兌業務，依然如故，尤以滙兌套利成交，出賣遠期外滙，以抵補白銀之外運者，行之如故，始終不曾注意上述之步驟。

滙兌管理之無效，業已證實，因白銀大量外運，貨幣現狀，至為嚴重。已為人人所感覺，政府緣於八月十九日致文美國政府，請求『說明美國將來購銀政策之大要』，且又與美國當局，交換白銀現狀之意見。（註六二）不幸此種外交磋商，實際上毫無效果，中國貨幣所處之困難，美國政府僅允此後格外重視，實施其程序之際，允『盡可能範圍內，避免騷擾中國之經濟與財政』，並『對於購銀時間、地點及數量之分配，給與最密切可能的注意，中國政府所提之過慮，自當重視。』（註六三）

向美國要求滿意與堅定之保證，既已失敗，當時所處境遇，又日趨嚴重，政府緣於二十三年十月中旬，對於白銀出口，徵稅百分之十，（倘標準銀元與廠條，則減鑄造費百分之二·二五）此外又兼徵變動之平衡稅。白銀出

口課稅，及自由流動之限制，使我國貨幣之滙值，已與世界之銀價，脫離固有關係，故銀本位之廢棄，實肇始於白銀出口之徵稅。（註六四）其後日益演進，銀本位終遭崩潰。我國滙率不能隨銀價而上漲，致與平價發生差額。其後因徵收平衡稅之結果，使差額愈趨愈遠，終致引起白銀普遍而有組織之偷運，尤以華北與廈門為最甚，因其接壤地域，非我國法律勢力所能及，北方政治關係枘，海關管理不易奏效，坐視偷運，殊無有效制止之方。因白銀大量違法外運，銀根緊縮異常，政府始決定限制現銀自由移運，沿海各口運銀，必須攜帶證件。（註六五）各人旅行所攜現銀數額，亦加限制，公佈條款內載私運者之處罰頗嚴，不但偷運之現銀，必須充公，並得科罰現金等於偷運銀數之二倍。（註六六）結果國內現銀之移動，得以稍戢。

一方面欲禁阻白銀偷運，一方面謀制止現銀大量向內地流動，因有此種立法之措置，但旋即證明對於當前困難之境遇，無何實效。其中若干條款，顯然不能實施，在若干城市中，即能執行，乃現銀短絀，銀根堅挺，補充之不暇，安有現銀移動。國際間現銀自由流動，已受限制，結果國內滙兌發生急劇變動，以前上海銀元對各埠滙率，多在平價之間，偶有升水，但在二十三年冬際，轉呈巨大折耗，尤以對天津、漢口、青島、廈門為甚，使上述諸地之生產物品，流向上海，發生重大障礙。

盡力阻止白銀向內地輸送，或向國外偷運，俱鮮實效，注意力遂轉向別方，因有鼓勵現銀輸入之議，一方向香港及倫敦購買，同時規定此等白銀，若再出口時，准免出口稅及平衡稅。向海外購銀，對於市場固不無安定之效，但

亦不無可議之點：第一，白銀輸入，勢必遭受損失，蓋上海現銀出口，須繳出口稅與平衡稅，但倫敦與香港白銀移動，至爲自由，毫無限制，故上海滙兌市場之銀價，與倫敦香港之銀價比較，必有折耗，此折耗之大小，即示白銀輸入損失之重輕。第二，倘此項購買數量甚大，勢必使世界市場之白銀供給減少，倘其他各處需求甚大，對於白銀之巨大影響，吾人雖欲避免，殊不可能。

金融顧問委員會係在二十四年二月十五日成立，其目的在求計劃與研究幣制之現狀。滙兌之安定，國際收支平衡之調整等，並又建議將來白銀進口在五十萬盎斯以上時，倘再出口，得免徵出口稅與平衡稅，其直接之效果，能使外商銀行當庫存支絀時，不向當地市場出賣外滙，而向外洋設法運銀進口，至其間接之效果，能除去國外平衡回復之障礙，然而此等處置，殊無多大益處，其後對於貨幣現狀，迄無產生若何重大效果。

以幣制之根本基礎言，滙率不自然之上漲，白銀偷運之狂放，使整個金融之組織，受其威脅而有崩潰之虞。此環境之下，三月間，政府因而決定擴充中央銀行之資本，及增加中國與交通二行政府之股份，蓋該二行早爲人民所信仰，使之與中央銀行各負其應盡之責職。在中國之銀行，素乏密切之聯絡，僅限特殊需要時，始勉強合作，實爲人人共知之事實，殊足令人悲觀。銀錢市場缺乏強有力之銀行的銀行，此一事也，銀行間不謀合作而作劇烈之競爭，此又一事也，推論其故，實皆由於銀行組織之不相聯繫，處於不健全的金融發展之際，尤易感覺，且亦最易遭金融恐慌之侵害也。使三行之關係，更臻密切，實爲人人所歡迎，因此項設施，確係一種穩定之原素，此後政府銀行

間關於貨幣之適當政策，得有更多商討之機會，管理貨幣與信用之銀行機構，由是亦粗具端倪矣。

此類設施，使吾人得以準備應付當前之恐慌，固屬重要，但亦不能盡滿人意，因短時間內不能將吾人根本之困難，完全解除。此項步驟探行不久，未著成效，又遇到新困難矣。即白銀偷運之普遍的復活，及錢莊恐慌之發生，美國財部對於新出礦之國內白銀價格，一再提高，繼之以白銀出口，實際已成禁止，因而銀價繼續狂漲，結果使滙率與理論平價差額甚大，有時竟超百分之三十以上，致白銀大量外輸之威脅復活。迨四月底，宋子文氏已任中國銀行之董事長，渠與當地外國銀行，締結「紳士協定」，相約不運銀出口，雖係自動，但實際上似已禁銀出口矣。兼之取締白銀偷運，得接危害民國之緊急法令治罪。（註六七）縱然有此種繁雜之立法設施，（註六八）但白銀違法之外運，迄未稍止，尤以華北為最甚，該處存銀急劇下降，紙幣兌現，已皆停止。

當六月初，若干銀行與錢莊，發現自身已遭遇嚴重之困難，提款不得不加以限制，每戶只准提五百元為度，當時境遇之潛伏的危機，業已暴露，不得不立探必要之行動，財政部緣有錢業監理委員會之創設，藉以檢查五十五家滙劃錢莊之資產，並估計其價值，以為撥給二千五百萬元金融公債之標準，錢莊以此公債，得向主要銀行及三家政府銀行抵借應用。經茲迅速之處置，益以信用之漸固，危急之境遇，得以安渡，一觸即發之金融恐慌，亦得幸免。由上述之檢視，可謂依然未曾完全脫離險境，且自二十三年末，恐慌開端以來，政府始終不斷的注視，但基本之困難，隱然潛伏，政府時時所採之零星辦法，對於環境之迅速變化與發展，無甚效果可言，政府所遭遇之困難，遲

早終必妨害貨幣之地位，緊縮與紛擾，緊隨而來，銀本位之維持，僅限於國內亦呈不可能之勢。

我國國際收支平衡好轉之不可能，美國購銀政策取銷之無望，銀本位之廢除，大眾皆認爲不可免。誠然，自二十三年十月十五日來，我國滙兌變動，與銀價已脫離關聯，自二十四年四月後，白銀外運，亦已自動停止，二十四年六月後，紙幣事實上亦已停兌，故銀本位自由而自動之作用，皆已消失，當時既成之事實，僅待政府加以合法之承認爲已足，但終以環境牽制，滯遲未決。

當初一再向美國政府建議，並列舉隣國受其政策之反響，至爲嚴重，請求顧念隣國之利益，將白銀政策稍加更變，初以爲事屬可行，不料此等希望，其後全成幻影，決不能實現者也。且不健全之貨幣與銀行機構，本不足以任統制之重任，亦至爲痛苦之事也。紙幣發行重複，銀行準備分散，又無管理貨幣信用之強有力的中央銀行，凡此皆爲貨幣改革之重大障礙也。除非將管理貨幣之具體計劃，漸見實行，銀本位驟然廢棄，恐必引起不良之結果。三家政府銀行之資本組織，愈形鞏固，管理貨幣之機構，益見完備與聯繫，政府始願從事幣制之重大實驗。人民對於貨幣之傳統的癖性，爲重視現金，使當局於事前又不得不審慎考慮，否則公衆信仰，一旦毀壞，新貨幣改革之成就，殊覺渺茫矣。但華北對於紙幣停兌之經驗，使當局又自信「即國內最守舊之區，國人狃於重視硬幣之舊習，初以爲改革幣制時不可操勝之窠礙，頗屬言之過甚。」（註六九）此外政府切望「能獲得外債以減輕採用新貨幣制度時所引起之危險。」（註七〇）時適英國政府遣其經濟首席顧問李滋羅斯氏來華，人多疑爲中英間已有金融方面之

諒解，羅氏來華遊歷，國內若干區域，固抱莫大之奢望，以冀國外金融之援助，但亦不無惹人疑忌。舉凡盼望美國白銀政策之修改，擬使信用組織與貨幣習慣逐漸成爲現代化，希望外國信用援助，以禦幣制改革時之困難等，皆爲延緩採行新貨幣制度之原因歟。

一部份理由，因求國際間滿意之諒解，一部份又因完成管理幣制之機構，必須較長之時間，致旦夕祈求之幣制根本的改革，當壓迫尙堪忍受時，仍一再延緩，縱然政府努力改進一般環境，但貨幣地位，始終杌隉不安。關於幣制將來之不測，及其因此而引起之謠言，致在十月中旬，銀元又遭新的猛力攻擊，標金與外匯之投機，及主要商品之購買，足證貨幣之普遍動搖，使整個金融組織之安定，受其威脅。最初，以外匯與標金計算之銀元價格，開始下跌，及後，以較易變動之商品計之，亦呈下落，新貨幣政策頒佈以前二星期內，匯率下降，竟達百分之十七，在交易所成交之物價，平均上漲約合百分之十五。

表四十四 民國二十四年十月十四日至十一月二日上海對倫敦之外匯標金及其他物品指數（註七一）（民國二十四年十月十四日爲一〇〇・〇）

日期	對倫敦匯率	標	金	棉	麥	豆	油
十月十四日	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇
十五日	九九・三	九九・六	九九・六	九九・六	一〇一・九	一〇〇・七	一〇〇・七

十一月一日	八二·〇	一二七·九	一一五·三	一一三·二	一一八·四
十一月一日	八二·〇	一二八·七	一一四·一	一一一·六	一一八·四
三十一日	八一·三	—	一一五·三	—	—
三十日	八四·八	一二七·六	—	一二二·七	一二八·一
二十九日	八八·九	一二九·二	一一二·〇	一一〇·二	一二二·九
二十八日	八九·六	一二五·三	—	—	一二四·八
二十六日	八八·二	一二六·八	—	一〇六·九	一〇九·七
二十五日	八八·二	一二〇·九	一〇六·八	一〇三·二	一〇三·六
二十四日	八九·六	一一六·八	一〇五·三	一〇二·五	一〇一·三
二十三日	九二·四	一〇九·一	一〇二·六	一〇一·二	一〇一·三
二十二日	九六·五	一〇六·六	一〇一·四	一〇〇·五	一〇〇·〇
二十一日	九六·五	一〇四·四	一〇〇·五	一〇〇·五	一〇〇·〇
十九日	九六·五	一〇三·七	一〇〇·八	一〇一·四	九八·四
十八日	九七·二	一〇四·三	一〇一·三	一〇〇·五	九八·七
十七日	九八·六	一〇三·四	一〇〇·一	一〇〇·二	九七·七
十六日	九八·九	一〇一·八	一〇〇·六	一〇一·二	九八·一

由此足以窺知外滙及各類市場，滿佈投機與興奮之氣。及十月底，危機四伏，雖滙率下降，而仍競買外幣不已，無可阻止。國內與國外對於華幣，咸抱疑慮，對於銀行信用之流動性，頻加壓迫，外滙日趨下游。迄十一月一日，汪精衛氏被刺，政治又重起紛擾，金融市場，紛亂已極。處此情況之下，政府被迫，不得不於十一月四日宣布新貨幣政策，『藉以保存國內白銀準備，及實行幣制與銀行改革之最後步驟。』(註七二)

吾人在本章中，已試將銀本位崩潰之特殊的金融與貨幣演進，加以檢視，且示以去年十一月所採之行動，實係吾人過去四年來，所受緊縮與恐怖後，合理的而又不可避免之結果，政府重大之策略，竟能見諸實施，其英明果敢，有足多者，至幣制改革之性質與意義，及健全幣制管理問題等，當於下列各節，另加說明。

(註一) Sir Charles Adlis, *The Daily Exchange Quotations*. (London, 1917) pp. 10—11.

(註二) 當收支平衡有利於中國時，需求匯至上海之票據較多於市場所能供給之數時，匯率即將震動，以達銀之輸入點，即他埠之銀價加上運輸費用。反之，當收支平衡無利於中國時，需求匯往外國之票據較多於市場所能供給之數時，即匯率即將緊縮，以達銀之輸出點，即本埠之銀價減去運輸費用。

(註三) Y. C. Koo, "Silver" *The China Quarterly*, vol. I, Sept. 1935, p. 84.

(註四) Report of the Select Committee on the Depreciation of Silver, (London, 1876). XXXVI

(註五) Geog. F. Knapp, *the State Theory of Money*, (London, 1924). pp. 237, 241—2.

Knapp 教授在十九世紀後半期，亦以同樣之論調解釋金銀比價問題，謂爲『無疑的由於金銀本位間收支平衡之情況。』See Bertrand Nogaro, *Modern Monetary Systems*, (London, 1927), p. 30.

(註六) Francis Jordan, "The Effect of Gold Supplies On the Foreign Exchanges Between the United Kingdom and Foreign Countries and on the Price of Silver", Journal of the Royal Statistical Society, vol. 24, March, 1861, p. 39.

(註七) F. F. Koh, Silver at Work. With Special Reference to China. 1935, p. 7.

(註八) 關於白銀貶值對於中國匯兌物價、國外貿易之影響，閱者可參閱作者之 "China under Depreciated Silver, 1926—1931" Shanghai 1935

(註九) 此項指數係由中國對倫敦、紐約、橫濱、孟買之電匯率，再以各國與我貿易輸入輸出之價值總數計算而成。因以上四處貨幣與中國貿易關係最為密切。民國十五年至二十四年十年來，我國與其貿易之總數合計，常超過中國對外貿易總數百分之五十故也。

(註一〇) 下表係示公開市場之匯率，與按倫敦即期銀價所計算而得之中國銀元之理論平價，二者差額之百分數：

民國二十三年	差額百分數	民國二十三年	差額百分數
七月	四·一三	八月	五·〇八
九月	四·三一	十月	一四·七六
十一月	二〇·九〇	十二月	一九·八五

(註一一) 財部向美國政府之通知書，係由華盛頓中國使館經手，時在二十三年九月二十三日。

(註一二) Dr. H. H. Knung, "China's New Currency Policy", The China Press Weekly, Supplement March, 15, 1936, p. 6

(註一三) The Bank of China, Annual Report, 1935, pp. 5-6

(註一四) The Bank of China op. cit., P. 5.

(註一五) C. F. Remer, Foreign Investment in China, New York, 1933, pp. 221-2.

(註一六) K. Tsuchiya, Translated in the Central Bank of China Monthly, vol. I, No. 2, pp. 223-4.

(註一七) T. F. Koh, Silver at Work, Finance and Commerce, 1935.

(註一八) 中國銀行報告民國二十一年至二十四年

(註一九) 貨號表示借方淨數, 正號表示貸方淨數。

(註二〇) 貨號表示支出增加或收入減少, 正號表示支出減少或收入增加。

(註二一) 貨號表示借方淨數, 正號表示貸方淨數。

(註二二) 根據國定稅則委員會出版之上海物價月報。

(註二三) 根據上海社會經濟調查所編製之上海農產品舊物價指數表。

(註二四) 實業部研究銀價與物價委員會報告中國銀價與物價二十四年上海出版五七頁。

(註二五) 南開大學經濟系, 南開指數年刊二十三年出版十一頁。

(註二六) 同上。

(註二七) 根據國定稅則委員會出版之上海物價月報。

(註二八) F. C. Mills: "Price Movements and Related Industrial Changes," in National Bureau of Economic Research, Recent Economic Changes in the U. S., vol. II, Chapter IX, p. 610.

(註二九) 數字根據中國銀行出版之十年來(一九二一至三一年)中國重要銀行營業概況研究下表銀行現況, 亦係根據上述來源, 除非另有指明者不計。

〔註三〇〕美國經濟調查團之言論：

『數年前世界各國不景氣時期方告開始，而上海正享空前未有之繁榮……上海曾感地產業投機之狂放，時物價上漲，投機洶湧，建築盛行，卒使金融組織，多放款於地產，因當時咸認地產至為安全。繁榮時期告終，恐慌開端，此種安全性業已消失。許多放款機關，（銀行信託公司地產公司及私人）發現地產抵押放款之抵押品，無市可以交易，其現值已低於放款數額。凡此皆為上海恐慌之最初原因也』

Report of the American Economic Mission to the Far East. V. Y. 1936, pp. 28—29

（註三一）數字根據財政部民國十八年會計年度報告，自十八年七月至二十年六月止，以後又根據民國十九年至二十一年及二十二年會計年度報告。

（註三二）民國十六年至二十四年來內國公債與庫券發行額（單位百萬元）。

年 份	發 行 數 額	對 總 數 百 分 數
民國十六年	七〇	四·六五
民國十七年	一五〇	九·九七
民國十八年	一九八	一三·一七
民國十九年	一七四	一一·五七
民國二十年	四一八	二七·七九
民國二十一年	—	—
民國二十二年	一二四	八·二五

民國二十三年	五〇	三、三二二
民國二十四年	三二〇	二、二二八
總數	一、五〇四	一、〇〇〇〇

(註三三)中國銀行出版；民國二十三年中國主要銀行營業概況研究。民國二十四年上海出版一頁。

(註三四)根據中國銀行所編纂之銀行年鑑，謂在民國二十三年內上海共有六十家總行，一、二八家分行。民國二十四年上海中國銀行出版A三頁。

(註三五)中央銀行數字除外。

(註三六)中國銀行出版之民國十年至二十年、二十一年、二十二年、二十三年之中國主要銀行營業概況研究。

(註三七)根據上海十四家主要銀行所發行之資產負債對照表，內容中國銀行、交通銀行、浙江興業銀行、上海商業儲蓄銀行、鹽業銀行、金城銀行、大陸銀行、中南銀行、墾業銀行、中孚銀行、國華銀行、中國農工銀行、新華信託儲蓄銀行、東萊銀行。

(註三八) League of Nations, Commercial Banks, 1925—33. Geneva, 1934, p. 16.

(註三九)同註三六。

(註四〇)根據上海十三家銀行所發表之資產負債對照表內含中國銀行、交通銀行、浙江興業銀行、鹽業銀行、金城銀行、大陸銀行、中南銀行、中國農工銀行、新華信託儲蓄銀行、浙江實業銀行、江蘇銀行、東萊銀行、上海永亨銀行。

(註四一)其現象在民國十八年時，已甚明顯，海關報告會謂：

『此外尚有最關重要而最堪注意者，即現銀流入內地之數，在平時原屬甚大，自上年起，即日形減少，本年減縮尤甚，致市面積存現銀，日益增多，自難免發生恐慌之現象也。至論近來現銀不能流通之原因，皆由內地地方紛亂，交通梗阻，稅捐繁重，土匪猖獗所致，故上海及其他重要通商口岸，積存現款為數甚鉅，此項現款，原為各地錢莊用以供給經營出口貿易者所需之資本也。查』

第二章 新貨幣制度之背景

中國之新貨幣制度

八八

前此三年間，現銀由上海輸入內地之數目，十五年爲進出口淨數百分之七十，十六年爲百分之七十九，十七年爲百分之六十，而十八年則祇百分之三十二而弱。』

(註四二) 數字根據中國銀行出版之中外商業金融彙報。

(註四三) 同上。

(註四四) *Of The Analysis of Sir Arthur Salter, China and the Depression, Nanking, 1934 pp. 17—18*

(註四五) *League of Nations, Commercial Banks, 1925—1933, Geneva, 1934. pp. 24—25.*

(註四六) 上海錢業月報。

(註四七) 上海工資率之研究，係由上海市政府社會局所出版，據謂工資率比較固定，女工工資之下跌，較一般貨物價格稍緩，男工工資於二十三年後始告下落。

民國十九年至二十三年來上海工資率指數。

年 份	男	工	女	工
民國十九年	100.00		100.00	
民國二十年	101.18		97.96	
民國二十一年	101.18		95.92	
民國二十二年	102.35		97.96	
民國二十三年	97.65		93.88	

社會局出版：上海工資率二十四年上海出版六一——六二頁。

(註四八) 民國二十二年中國銀行報告(中文本) 四七—四八頁。

(註四九) 申報民國二十四年十一月六日。

(註五〇) 申報民國二十四年十一月七日。營業虧損數字，係二者總數合計而成。一為在不景氣市況下買賣減少而致倒閉者，一為因其他行號倒閉而被牽累者。

(註五一) 由新豐洋行編製。

(註五二) Furnished By J. P. Bisset and Co.,

(註五三) 由上海地方協會及中國徵信所供給。

(註五四) 棉紗棉花及麥粉成交量之原來指數係由上海中國經濟統計研究所計算，總指數係由天津南開大學經濟學系所計算，以民國二十年為基本年。

(註五五) 國定稅則委員會出版之上海物價月報。

(註五六) 成交頗盛之內國公債，每年生息有如下述。(係按新華銀行所編之公債每年平均價格指數計算而得)。(每年百分數)

民國十七年	一七·二	民國十八年	一四·八
民國十九年	一七·六	民國二十年	一九·三
民國二十一年	二三·一	民國二十二年	一六·七
民國二十三年	一二·四	民國二十四年至十月	一三·三

(註五七) 根據上海華商證券交易所之報告。

(註五八) 根據上海錢業月報。

第二章 新貨幣制度之性質

(註五九) T. F. Koh, *Silver at Work*, Shanghai, 1935, p. 37.

(註六〇) 上海錢業月報。

(註六一) 銀行票據交換所報告。

(註六二) 關於中國國民政府與美國政府正式公文原文，閱者可參閱中國財政部發表之中華民國二十一年及二十二年會計年度財政報告附錄（民國二十一年七月至二十三年六月）二十四年南京出版二——二三頁。

(註六三) 由美國政府提交，經華盛頓中國大使館之手，二十三年十月十二日。

(註六四) 『自是雖在國內仍維持銀本位，而外匯則已與國外銀價脫離其固有關係。』二十四年度中國銀行報告二十五年上海出版五頁。

(註六五) 海關通告第一四〇二號，二十三年十一月二十一日。

(註六六) 每一旅客出國時，最多限度僅能帶五十元爲度（海關通告第一三九六號，二十三年十月三十一日）此五十元之限度，同樣能應用於由此通商口岸，往彼通商口岸，而須經過外國港口者。（海關通告第一四一三號二十三年十二月十七日）並往滿洲及熱河者。（海關通告第一四〇四號二十三年十一月二十七日）

(註六七) 凡將現銀偷運出國，或運至銀元不流通之區，得處死刑，或終身監禁，或五年以上之徒刑，此外又得科以私運現銀之五倍罰金。（海關通告第一四五四號，二十四年七月八日。）

(註六八) 海關通告第一四四九號，二十四年五月二十七日，第一四五五號，二十四年七月十五日。

(註六九) *The Bank of China, Annual Report, 1935*, p. 8.

(註七〇) 同上九頁。

(註七一) 根據 *North-China Daily News and The Finance and Commerce, Shanghai*.

(註七二) 財政部長孔祥熙氏之談話，二十四年十一月三日發表。

第二章 新貨幣制度之背景

第三章 新貨幣之性質

甲 幣制改革之特點

民國二十四年十一月三日發佈之緊急法令，（註一）規定中央、中國、交通三銀行之紙幣爲法幣，完糧納稅，及一切公私債務，均以法幣清償，凡持有現銀之銀行公司及一切公私機關與個人，在三個月內，今已延長至六個月，全數按額調換法幣，除三政府銀行外，其他銀行之紙幣，曾經財部核准發行者，准在市面行使，但各發行銀行發行數額，不得超過二十四年十一月三日之數額。

關於法幣發行之管理及保管事宜，委託發行準備管理委員會管理之，該會係由財政部、金融界、商界、代表組織之。

爲使法幣對外匯價按照當時價格穩定起見，令三政府銀行無限制買賣外匯，當時係按中央銀行於十一月四日所宣佈之匯率加以維持，買進之匯率，英金計一四·六二五便士，賣出計一四·三七五便士，美金爲三十元，與二十九元半。

政府認爲管理新貨幣制度之能否成功，全視預算之是否平衡，及準備銀行之功效，對各種形式之通貨膨脹，能否作有效之抗拒以爲斷，故當命令發佈之始，即宣稱於十八閱月內，國家預算可臻平衡，且謂『現爲國有之中央銀行，將來應行改組爲中央準備銀行，其主要資本，應由各銀行及公衆供給，俾成爲超然機關，而克以全力保持全國貨幣之穩定。中央準備銀行應保管各銀行之準備金，（註二）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。』（註二）并擬專設機關，辦理地產抵押業務，一面修改現行法律之規定，務使抵押質權，更爲穩固，因使商業銀行，益增靈活。

茲姑不論新貨幣制度之是非如何，要其爲依據現在幣制趨勢而產生，固無疑義。以其組織與效用言，雖非純粹依例制定，仍不失謂爲管理之外匯本位制。新貨幣制度之被國人所信任者，非因幣制之存在與銀有關，實因公衆信任政府，而政府又有強使人民互相授受法幣之權力故也。至國際間信任中國之法幣，謂爲由於法幣因有白銀之準備，無寧謂爲中國政府銀行有無限制買賣外匯之能力，及國際收支平衡可望調整之故也。因之幣制之將來，當視發行準備委員會或未來準備銀行之管理設施如何，金融組織之能否完備，中央銀行運用技術之能否有效等而決定，幣制管理之能否更臻完美，執行管理之能否更趨合理，亦惟此是賴。

乙 幣制改革之意義

新貨幣政策之實施，對於我國貨幣銀行金融之將來，有重大影響，自無待言。自二十三年六月美國厲行購銀法案以來數閱月，中國一再奮鬥，備嘗艱辛，銀本位終告廢棄，襲沿已久之幣制與組織，卒被改革，顯已進入另一時代，而作重大之幣制實驗，雖其最後之含義與效能，須經過相當久長之時間，方能明析，但下列諸端關於改革之意義，姑無妨先加說明：（一）國外匯兌之穩定；（二）貨幣單位之劃一；（三）準備之集中與統制；（四）幣制之管理；（五）物價之國際化；（六）銀行制度之改進。

一 國外匯兌之穩定

過去數年來，因依附銀本位，備嘗不安定之痛苦，歷來遭遇極度之困難，亦多由於此，使我國貨幣匯值，不隨國際收支平衡而變動，其變動之動力與原素，大部份出於吾人管理範圍之外。今新貨幣政策之施行，實已踏進另一新的時代，際此幣制管理之初，通常不時變動之局面，已漸臻安定。過去匯率不時變動，無法控制，今銀本位已告放棄，而已走向有計劃的貨幣管理制度，匯率已穩定在一定水準之上，出口貿易得以復興，物價可望回復，中央銀行擇定出賣匯率之水準，關於英金『係以民國十九年至二十三年五年內，外部勢力尚未推動中國匯率之水準時，中國銀元對外匯率之平均為水準。』（註三）

外匯管理，誠需資源技術與智慧等，至為明顯，但亦不能視為絕對困難，若干原素，確定助成政府維持匯率於穩定，英、美、英、日等套價，除一月中旬略呈上落外，多未變動，故對倫敦、紐約、橫濱匯兌管理當局，幸得安然維持，否則

將銀元匯值，同時與三國外幣固定不變，事實所不可能，因三國匯率自身亦不免時有漲落故也。政府實無意將中國國幣與任何一國貨幣相聯繫，設三國之中，任何一國貨幣發生巨大變動，發佈命令時，已經固定之匯率，勢必隨之更改，則似將視各國貨幣價值在倫敦市場之變動為準則矣。（註四）當新貨幣政策宣佈以前一星期，謠言繁興，羣衆早已料及幣制當有改革，故當宣佈時，匯率所受之影響頗微。抑尤有進者，當時市場外幣之購進頗巨，約達英金四五百萬鎊，嗣以幣制改革，滙兌已無利可圖，市場又將外滙出賣，而爲當局所吸收，到期外滙，得以安然支付，且收歸國有之白銀，按當時世界市場之價格，約可增值百分之四十八，其中一部份，當需要時，固不妨移售國外，以易外幣，藉以維護外滙之安定。宋子文氏在中國銀行報告書中，曾有說明：『美國政府復按每盎司美幣六角五分購我白銀五十萬盎司，使政府銀行，獲有充分外幣準備，而得穩定外滙於新貨幣政策施行時之標準匯率。』（註五）因此，即使在二十四年十二月底，雖倫敦銀價劇降之際，維持滙率安定，得以毫無困難。此種有利之影響，倘得長久存在，預算之平衡，中央準備銀行之設立，相隨經營，則目前水準之維持，無可置疑者也。

滙率穩定之有利的影響，此處固無需詳述，滙率倘不穩定，則國際貿易之危險與不安，必將增加。商人不僅須考慮經營商品之價格可能的漲落，且亦須注意買進與賣出時間內，外滙之變動，倘無外滙遠期之賣買滙率漲落之間，往往使本有利潤之營業，以致虧負，反之亦然；即虧負之營業，因滙率之漲落，或且得以獲利，使商業幾成外滙之賭博矣。當商人遭遇物價漲落於己不利時，其地位自甚困苦，若再兼受外滙變動之風險，其困苦爲尤甚，結果終

必使國際貿易大受障礙。外匯之穩定如吾人過去數月來所目擊者，實足以建立國際貿易正常之基礎者也。

匯率不穩，使國際貿易發生障礙，匯率之波動，常隨投機之影響而起伏，投機愈烈，則其不穩之程度亦愈甚，當投機狂放活躍時，流動資金，常被引誘而用於不健全之業務，正當之商業，反遭損害，卒致信用極度緊縮；反之，倘外匯安定，外匯投機，無利可圖，被用於滙兌業務之資金，又將重任正常商業之金融，倘匯率穩定與信用恢復，使銀根鬆動，非不可能。

匯率穩定，除能影響流動資金利用之方向以外，抑亦能使匯率變動劇烈時所逃走之資金，重返中國。在銀本位制度之下，當匯率之變動達百分之三十時，無論若何高昂之利率，不足以抵補匯率之危險時，不僅短期資金之流入無望，且常於苦痛之中，形成一種短期資金外逃之趨勢。在匯率穩定之國內，國際收支，偶不平衡，短期資金，暫時移動，即足抵償；在匯率狂漲暴縮之國內，當匯率變動不定時，短期資金之無可應用，毫無疑義，此直賭博之性質，而非正常金融之交易也。最近中國銀匯不穩，對於吾人有許多紛擾之調整，自外而來，不論不平衡之狀況，係暫時之抑係久長的，我國物價必將負重新調整之全部責任。國際短期資金之移動，係由二者所決定，其一為二地短期利率之比較的水準，其一為匯率之是否穩定。倘滙兌穩定，則國際間短期信用之移動，必克盡通常之任務，使暫時失調之國際平衡，再行調整。金融恐慌之際，縱然因迅速之變動，不時引起紛擾之影響，但通常短期資金之流動，仍不失為有用之緩衝物，藉免收入與物價組織之劇烈調整，其時或僅暫時的不平衡，失調之程度，或已較深，今有

此短期資金之移入，重要成本，經過相當之時間，自能逐漸調整。票據市場之缺如，及金融組織進展之滯緩，誠為短期外資流入中國之重大障礙。滙率不穩，則更使外資流入不可能。按今日滙率之穩定，吾人固不僅望其能使外國收支平衡之回復，當今金融組織已有改進，政治安定，依然維持，短期利率稍高，國外資金自必易於流入，儘足補償國際收支平衡之暫時的虧負也。

二 貨幣單位之劃一

昔日各省貨幣單位繁雜，自新近幣制改革後，貨幣業已劃一，通用法幣，除廣東、廣西、山西諸省外，法幣已全國通行，為證明單位劃一起見，觀內滙情況，足以明瞭。昔日內滙滙率，各城市間時有大量變動，今日除收取正當手續費，計省內每千元半元，省外每千元一元外，各按平價對滙。自二十二年四月以來，政府採用標準銀元，統一國幣，非常奏效，但幣制之完全劃一，至新貨幣政策施行後，始告成功。除少數區域外，各類銀銅輔幣，業已分別甄別，加以改革。在幣制改革以前，內地若干區域，社會上某種階級，確以銅幣為實際本位，物價之漲落，債務之制訂（註六）與清償，皆以銅幣為單位。在廣東與廣西二省，則皆以毫洋為單位。自幣制改革以來，法幣與輔幣間之兌換率，亦已訂定，一元計兌雙毫銀幣六枚，或當十銅元三百枚。此項滙率，經訓令各省各地政府一體遵行，同時政府鼓勵鑄銀質銅質輔幣，對於國幣單位，制有一定兌換率，新輔幣一月開始鑄造，二月中旬，即已流行市面矣。各類輔幣兌換率之紛紜，業已告一結束，法幣已成貨幣之唯一單位矣。

三 準備之集中與統制

昔日發行之準備，係由單位銀行各自保管，其執行之方針，各隨私家機關之利益而決定，處境異常不良，今之發行準備，『爲求國幣信用之堅實起見，』已完全爲發行準備管理委員會及其分會所集中，且加以有效之管理，天津、漢口、廣東、濟南、青島等處，雖各設分會，實際上上海之集中，最足重視。準備一旦集中，不僅其效能足以增加，彼等之管理，自亦易於執行。紙幣發行之組織繁雜，現銀之準備分散，在通常時，各行競發紙幣，罔顧貿易之需要，恐慌發生，則爭吸現金，不問利害，貨幣政策之執行與商討，勢力分散，準備既經集中，則紙幣發行之增減，自當視商業之盛衰而決定，管理當局，處境較優，得以自由調整準備之分子，金銀歟？外匯歟？證券歟？全視需要而決定。白銀集中，得按世界價格而估計，以當準備，亦得出售海外，以易外幣，同任準備之職務。自幣制改革以後，當局對於存銀，不論若何估計，或若何處置，益覺自由。易準備內某一種分子而爲他種分子，將一任利益厚薄以爲斷，最後準備之集中，當然爲管理貨幣必具條件之一。倘準備散置各處時，我國貨幣政策之公佈，往往爲當地私家顧慮所影響，本應注意之國家利益，反被棄置，貨幣管理之執行，亦不若準備集中時之有效與合時，兼之現銀集中於三家政府銀行，三家銀行之紙幣，特具法幣性質，致我國銀行信用之基礎，已發生重大變遷，銀行信用，不再建於各銀行所持現銀之數量，而建於三家政府銀行發行之紙幣，自此商業銀行之信用，多恃三銀行所發之紙幣而活動，商業銀行，因之將更受制於政府銀行矣。

四 幣制之管理

不定的無法統制的風浪，不斷的自外衝擊而來，致我國匯率時呈特殊的及不合理的起伏。新近幣制之改革應是而產生，所以代替幣制隨意放任之政策也。由是外匯之穩定，及金融貨幣之合理的管理，方告成功。幣制管理之目的，技術，及環境所具之條件，將於下章詳細說明，蓋變遷之含義，必須首先認清。在新制度之下，國內貨幣之供給，不再限於現銀準備，當視所擬外幣之多寡，管理當局之政策與決意，及其對於各類壓迫之抵抗能力如何。因此貨幣政策之決定，多為人的判斷能力所影響。法幣每一單位，在國內與國外之購買能力，將與白銀價值，完全脫離關係，每一法幣所獲外匯之多寡，或對貨幣信心之動搖，方能真正影響其購買能力。貨幣價值，將為國內與國際間對政府信任之深淺而漲落，或為戰事，或為戰事之謠言所左右。對於幣制自由之處置，雖多受制於心理的原素，及政治的影響，但其行動，確較昔日自由。往日簡單而自動之機構，而今已易為複雜與任意之管理矣。其成功繫於所取之行動，及各種不可捉摸衡量之原素所交互發生之作用，因之不僅需要合作密切，感覺敏銳之金融機構，使管理之利器，益臻有效，並更需要有消息靈通，經驗宏富之管理當局，當其處置幣制時，彼能正確知悉，對於幣制改革之心理的經濟的反響之意義何在？他方面，彼又能沉著應付政治的或其他有力的壓迫，故幣制管理之成功與使之科學化，全恃管理技術之完備，與其應用之合時，及對於錯綜複雜之勢力與原素，能在各種考慮之下，作廣泛的解釋。

健全幣制之管理，在國內言，則成本與收入組織，即能有若干程度之彈性，貨幣政策之執行，自必易於奏效；必無阻礙與延緩；在國際間言，則國際間合作之程度，勢必更大，國際間資金與貨物之自由移動，得以恢復，否則，如無健全幣制之管理，則滙兌穩定所恃之對外平衡的維持，更覺困難矣。去年十一月所採之行動，雖然顯與最近世界幣制之發展，處同一途徑，但對於政策目的之根本差異點，似尙未完全爲人所認識。英、美對於幣制管理之主要目的，安定國內之物價，似較安定對外之滙率爲重，當二種需要衝突時，寧犧牲對外安定，而維持對內安定，因視維持國內物價安定，比較重要故也。以我國實驗之情形，及由政府發表之通告言穩定滙兌，似爲最高之理想，使我國貨幣本位，不能顧名思義，即謂爲管理本位，按其實際，實係外滙管理本位制。至外滙管理本位制之重大含義，將於貨幣管理之目的節內討論之。

五 物價之國際化

幣制改革以前，我國物價組織，與世界影響，頗多隔離，自呈獨立，當時國際貿易性物價，按理應被世界物價水準之變動所影響，但以我國用銀之故，以致國內物價受國外物價之影響，至爲間接，甚或國內物價與國外物價，竟成相反之漲落。故銀滙率之變動，確使國內物價，比較穩定，不易受國際間物價變動之影響。採用銀本位幣制之中國，與採用非銀本位幣制之他國相比較，我國物價組織，竟得一重緩衝地帶之保障，得以抵禦世界物價激撞時之侵襲，因而在十九年與二十年間，縱然全世界有普遍嚴重之經濟恐慌，我國反得安享一度惟一繁榮之時期。

自銀本位制廢棄後，世界物價與國內物價間之阻隔物，已不存在，我國物價對於世界物價變動之影響，感覺較敏，世界物價水準，一有變遷，即能迅速的完全反映於我國物價組織。倘國內與國外間物價不平衡狀態，任其繼續存在，則當前匯率，決難維持於穩定。若干重要商業國內，以其本國貨幣計算之物價，一有變動，倘我國銀元價值穩定，匯兌平價，早經維持不變，則我國物價組織，自必隨之作同方向，作同等程度之變動。當二國均採紙幣本位時，以理論言，在較長時期之中，匯率必決於二國物價水準之比例，倘一國貨幣單位之購買能力變動，除非其他一國幣值，隨之作相同之變動，勢必惹起匯兌平價之修正。自幣制改革以後，我國物價，多隨世界物價之變動而漲落。故望我國物價之恢復，亦惟世界物價之恢復是賴。

六 銀行制度之改進

最近之幣制改革，除對於貨幣制度有深切之效果外，使銀行組織，亦多改進。過去我國銀錢市場，有許多傳襲的缺憾，例如中央銀行能力有限，不足以當銀行的銀行，或盡借貸之最終責職，商業信用之利用，渾亂蕪雜，多不健全，票據市場，又付缺如，短期資金，無法投資，不僅信用利用之數量，漫無制限，其性質之是否穩實，亦全被忽視。自採用新貨幣政策後，中央銀行，即將改組，並專設機關，辦理地產抵押業務，及籌設票據承兌所等，使金融組織，日臻完美。自金融之機構與技術改進後，銀行信用，不論其利用之數量與方向，均得有效的管理，今日政府決意欲加改組之中央銀行，再經相當時日，必能改組成爲中央準備銀行，至其應盡之任務，自必更能有效，更屬適當，一如他國之

一般情形然者。爲維持金融組織之安定，對於中央銀行之威權與獨立，固當重視，但紙幣發行之統制，亦殊重要也。蓋其營利資本之增加與減少，貼現利率之變換，貨幣信用之數量等，因發行之統制，均得完全置於管理之下，中央銀行之獨立，必能阻擋政府無限制的借款，不致因通貨之膨脹，而引起嚴重之後果。

再者欲使地產事業之復興，促進銀行制度之靈活，政府曾宣稱擬『專設機關，辦理地產抵押業務』。『修改現行法律之規定，務使抵押質權，更爲穩固』。日久事實自能與以證明者也。此間一般商業銀行，尤其儲蓄銀行與信託公司，過去數年中，對於抵押放款之擴充，往往不注意流動性之根本原則。儲蓄銀行與信託公司，對於不動產抵押放款，雖爲法律所允許，但此類機關，尤以商業銀行，實際上多困於此等放款，殊爲遺憾。土地之投機與繁榮時期業已告終，此類資產，大都不能變現，在今日之狀況下，不動產因過度經營，急劇之清理，殊不可免，倘合法機構，（註七）使之簡單，特殊機關，次等創設，使銀行需要時，即可將雖不流動而尚屬健全之資產，向市場設法通融借押，則必需的清理範圍，得以縮小，清理之程序，亦得較有系統。抵押業務機關，例如抵押放款公司或抵押銀行等，一旦成立，使往日凝結之銀行信用，因之流動，則我國金融組織，離完成之目標，自必更近。二十五年三月中旬，銀行票據承兌所。經上海銀行業票據交換所之贊助，得以成立，由銀行之組織與業務方面之立場言，其意義至爲重要，短期資金，無法投資，不良之影響，幾爲人人所共知，銀行承兌所之產生，及貼現業務之便利，短期資金，因之得以利用，倘第二準備得以維持，則銀行組織之流動性，勢必提高，且由重貼現利率之變動，貸放信用之數量，管理自易奏效。

因之，此類銀行之改革，倘能實現，不僅使我國金融組織，益臻聯繫，組織益見良好，且其管理之機構，將更完備，更具力量，盡其責職，更易奏效。幣制設施之成就，大多隨金融機構對管理政策與管理動作之感覺與反應而決定，銀行改革，對於幣制安定之功效，非不重要也。

(註一) 關於二十四年三月之貨幣改革之正式宣言與規程，閱者可參考發行準備管理委員會所發表之中國之新貨幣政策二十五年一月上海出版。

(註二) 財政部孔部長宣言二十四年十一月三日發表。

(註三) 宋子文氏對記者之談話，閱 North-China Daily News, November 4, 1935

(註四) 『且政府無意將國幣比照任何外國貨幣，確定匯率，不過此等權衡處置，自後或屬不免，因目前主要外國貨幣比較穩定，此項問題在理論上類屬重要也。』民國二十四年度中國銀行報告十頁。

(註五) 同上十頁。

(註六) 仍然略有爭端，實業部銀價與物價研究委員會最近出版之白銀與物價有云：『中國一般價值之單位，係銀元而非銅幣，完糧納稅，清償債務，及買賣受授之間，無不以銀元為單位，僅某種區域，或零星交易，或有例外』(八四頁) 例如銅幣兌換率季節性的變動，銅元紙幣之普遍的發行，及銅輔幣為大眾受授單位之流行，此等現象，即在上海附近，亦頗普遍，足以證明 K. Bloch 氏所云之三元幣制本位制之並存無誤。 Cf. K. Bloch, "On the Copper Currencies in China," Nankai Social and Economic Quarterly, vol. VIII, No. 3, October, 1935, pp. 629—630.

(註七) 專設機關以外，關於抵押部份之現行民法的修改，多亦認為必需，抵押權因得充分行使，其合法之程序，各國不同。英國與美國大多數省分之法律規定，倘受抵押人得抵押人之同意，到期債務，不克履行清償時，受押人有全權競賣抵押物品之權。按德國與瑞士民

法，到期不克履行時，受抵押人得援用強制執行法，處置抵押物品。按中國民法條文及其註釋，必須經法律手續，狀請法庭，待其最後判決，受抵押人方得執行權力，取銷抵押物品之取贖權。若此繁雜之程序，受抵押人實無充分之保障，抵押人之信用，因亦下墮，不能視為穩妥之保證。故特殊法律之公布，或其註釋之更改，實有必要，務使今日之程序，得以更為簡單，受抵押人執行其權力時，可不必經過狀請手續，亦不必待其最後之判決，除非合法之機構，有所改進，特殊機關之創設，於事無多補益，蓋此僅使不健全不能實現之資產，由一部份金融組織，移轉至他部組織而已。單位銀行，自能因此獲益，今日不流動之資產，得移轉於他方，但以整個金融組織言，事實上殊無多大裨益也。

第四章 幣制管理問題

甲 幣制管理之目的

管理目的之探討，實係幣制管理之基本問題，管理幣制之政策與技術，悉因目的而轉移。此類目的，顯然在論理上，須非常健全，事實上可以完全做到。（註一）今日關於貨幣問題之爭辯，似多集中於二種目標：一為物價之穩定，一為滙率之穩定。（註二）但二者數年前，已早為堪思氏（Keynes）所明示矣。

處今金本位或紙幣本位之世界內，我國依然與銀本位相聯繫，各類目的與政策，自動的採用，並使之奏效，全不可能。我國滙率，常隨銀價而上下，不隨國際收支平衡之順逆而轉移，我國物價水準，多受制於外來之壓迫，往往有背於吾人心願。吾人受滙率變動之痛苦，與受物價不安定之痛苦相若，過去十年中我國經濟組織，受制於二次連續之騷擾：一次係受白銀迅速貶值之影響，再則係受白銀狂漲之影響，一部份因幣制之管理，吾人原無自信能力，一部份因當時物價上漲未已，幣制管理之目的問題，多未考慮及此。幣制管理問題之目的，非不重要，徒以我國依然採用銀本位，滙率與物價之變動，大都出乎吾人管理範圍之外，無論何種目的，即經採用，在現狀下，自亦難以

實現者也。

新貨幣政策採用以來，環境已完全不同，吾人不僅已可自由自動的考慮目的之選擇，且在適當的貨幣政策宣示以前，吾人已有權力，預先可以決定目標。政策之採決，及技術之應用，大部份隨貨幣管理之目的而決定，倘匯率業已穩定，則初步的考慮，必當多注意於國際間資本與硬幣之移動，投機業務之擾亂的原素，及國際收支平衡之轉移。中央銀行技術之運用，當使資金不時之變動，盡量減少，不正當之投機業務，當設法禁阻，並使國際平衡之恢復，奏效，俾匯率得藉此而穩定。

他方面言，倘重視國內之穩定，則尚須注意其他不同之原素，例如物價水準之變遷，貨幣收入或商業活動等，由此類具體之事實，方可解釋國內是否穩定之抽象的觀念。（註三）此類現象變遷之指數，足以推演與解釋各方面之啓示，貨幣政策之形成與調整，須隨國內必具條件之需要而決定。

許多國家，倘皆採用同一金屬本位，且其匯率之變動，亦只限於現金輸送點，此國際本位內，既含有穩定匯率之性質，則幣制管理目的之採決，根本不致產生。但在許多重要國家皆採管理的不兌現紙幣本位時，兼之互相競貶幣值，貨幣實驗之結果，又毫無把握時，貨幣政策之適宜的選擇，幾成爲不能避免之事實。

兩種目的之正確的選擇，一方面決於國際商業金融在國家經濟生活之中比較重要性；（註四）一方面決於幣制機構，對於利率管理，國家借款籌劃之效能，同時又須視國內經濟組織對於幣制當局之動作，及國際處境變

遷之感覺力，與反應。（註五）

然則吾國幣制管理之目的究何在？以吾國之實驗論，因以後事實之逐漸開展，尚在不可知之列，幣制管理，究探何種目的，迄無肯定明示，但觀正式公佈之通告，謂爲『中國銀元之匯值，將按目前水準，維持其穩定。』（註六）則匯率之安定，似爲最終之目的歟。一方面顯然由於過去十年來，吾人深感匯率不穩之騷擾；一方面由於輿論之促成，此項輿論，多係與國外貿易金融有深切關係之民衆所發表。

以國際間貿易與金融之利益言，外匯穩定，殊屬必要。匯率堅定維持，實具重大含義。但今日尙未完全被人認識。選一外幣單位與我國銀元相聯繫，以維持匯率穩定於一定水準之上，事實上頗多困難，因國內之物價與成本組織，不時變動，匯率決不能穩定不變，除外匯之存量問題外，在華各國經濟之競爭，及其互相之疑懼與猜忌，吾人欲作正確而合理之選擇，頗不可能。選擇的根據，難免重於政治的成分，而輕於經濟的成分，一經選定，勢必引起競爭者之嫉忌，外交爭辯，由是而生，穩定匯率之企圖，非告失敗不可。

最重要者，厥爲維持匯率穩定於適宜的水準之上，原甚困難。以理論言，我國匯率之水準，應由國內與國外物價水準所決定，於其所達到之水準，再加以維持，方能達到匯率真正之穩定。下列二者匯率之穩定，情況完全不同：其一，外匯業已達到平衡狀況時之穩定，其一，係處於不平衡的水準上之穩定，欲維持此種不自然之穩定，國內物價與收入組織，時需調整，但事實上正確水準之決定，顯然必須經過冗長與困難的程序。且今日主要各國幣制實

驗之結果，尙未確定以前，水準之決定，幾亦不可能，滙率釘住 (Pegging) 政策，不但甚不自然，勢必時時惹起我國國內經濟組織之重新調整，致用於維持上之種種努力，結果不免統歸失敗。「安定過早之危險，將使第二次情況更趨困難，以至失敗，此種危險，必當避免者也。但整個問題所包含之事實，異常複雜，非僅瀏覽幾個簡單統計，卽能推演出明顯的購買力平價也。」(註七)

滙率之穩定，意卽國內經濟組織之調整自如，富於彈性，但事實上頗少實例。一國貨幣與他國貨幣相聯繫，二國間不僅須有極密切之經濟與金融關係，且亦有循環變動相借進行之可能。外國貨幣本身之變動，係反映外國收入物價組織之調整，倘我國貨幣與之聯繫，則彼國一切變動，勢必同樣影響我國，致我國收入與物價組織，亦將加以不必需之同樣調整。或由巧遇，或由選擇，使我國銀元以任何一國之外幣計之，得以穩定，則此類貨幣價值之變動，僅代表其國外購買能力對國內之調整。以此項依賴之貨幣言，爲維持滙率穩定計，國內亦必須有同樣之調整，國內物價收入組織之調整，進行已屬匪易，倘外來之調整繼續不斷，勢必因此增加若干困難，維持滙率之穩定，至是乃使國內經濟，遭受強大之騷擾。

最後須重加申述者，卽除非所言之國內物價有相當程度之安定時，滙率之安定，決不能維持長久。二國內物價組織，不時變動，但其變動之方向與程度，倘不一致，最後國際間之平衡，自必傾覆，使滙率之穩定，爲不可能。「倘二國物價作同樣之變動，則二者貨幣相互維持之固定的關係，可期而待……二國間購買力平價，必須穩定，

欲求滙率之穩定，安定物價，實爲第一要務，決無一國能使其本國與他國之滙率互相固定，倘對其自己貨幣單位有任意貶值或增值之舉。」（註八）

由此觀之，貨幣問題之中心，建於國際與國內間貨幣必具條件之衝突點上，滙率穩定之維持，意即無論何時，倘屬需要，國內物價與成本組織，必須即刻調整，國際間平衡，始得恢復。倘國內經濟組織不能伸縮自如，重任調整之責任，特感困難與痛苦。

職是之故，吾人似不宜過於認爲今日之滙率安排，以爲環境許可，即可永久維持，並得逐漸形成一個較適宜的滙率水準。蓋實行之際，不得不顧慮國內之種種犧牲與損失者也。今日規定之滙率，決不能視爲固定不變之法，則僅能視爲暫時的處置而已，俾得在完成比較永久的滙率以前，吾人能有充分時間，從事實驗今日之滙率，是否妥當，法律上之穩定，必須隨事實上之穩定而完成，藉以避免與減少不時應有之急遽的調整。

乙 政治與社會之安定

貨幣管理之成功與否，又決於政治與社會能否有最小限度之安定。當一種貨幣完全與金屬基礎脫離關係時，此種貨幣對內與對外之價值，又由國內與國外對當局維持貨幣信用之能力如何而決定。此種信任，頗難達到，除非在相當時期內，有若干設施，足以保證我國金融及外交關係，不致爲新起之騷動與爭辯所危害。

戰爭或戰爭之謠言，革命或革命之謠言，均將使羣衆之腦際，爲不安與恐怖之情況所縈繞，貨幣制度，難免被其毀棄，不能安心實驗。歐洲大戰前後若干年，已充分證明無遺。倘信用喪失，在最初時期，已足引起外幣之需求激增，及人心浮動，國內之埋藏，又將復活，外匯之投機，勢將復熾，此時期一經降臨，貨幣命運，將完全操諸一般投機者之手，其價值之上下，多爲公衆之信任所左右，受國際貿易與金融之基本影響，反較微弱，羣衆之心理，成爲當時情況之重要原素矣。道爾斯 (Dullis) 對於法國法郎之研究，曾謂一九二四年時，法郎匯率常隨官吏之更易而變動。格蘭漢 (Graham) 研究德國滙兌，亦謂因魯爾 (Ruhr) 之被佔，馬克之信用，喪失無餘。道爾斯 (E. L. Dullis) 之言曰：『信任二字，已被認爲各種貨幣政策之基礎。今重述此真理者，因此類法則，例如紙幣發行數量之限制，或中央銀行之信用政策等，非常重要，足以保全信任，而不爲政治之策略所妨害……合理的或非合理的羣衆輿論，精神上的估計等，足以超過一切其他原素所產生之事實，至足驚異。』(註九)

民衆對於國家政治之安定，缺乏信仰，兼以滙兌之投機，貨幣價值，必大受影響。『當大多數國內與國外民衆，對於國家貨幣與金融信用完全喪失時，即呈現此等現象，競賣漸湧，愈趨愈厲……就廣義言之，即市場全爲投機業務所瀰漫。』(註一〇) 處此情況下之滙兌投機，其自身決不能自相更正，他方面反將『完成投機者之期望，而設貨幣單位之購買力於新的水準之上。』(註一一) 滙率之變動，不若在通常國際金融交往下之情形，能『自己制限』，成爲『喜怒無常』變動不時。(註一二)

政治與社會安定，對於公共信任之關係，及貨幣管理之成就，意義至為重要，已如上述。信任不能復原，則收支平衡之回復，及外國資本與信用之招致，幾不可能。今日之政治，離澄清之期尚遠，且恐懼與疑慮，瀰漫四境。今日幣制之處境，頗為特殊，普遍之不安定，倘再繼續存在，自將妨害滙率之穩定，且將阻止國外資本之流入，此類資本不僅足以抵補現今國際收支平衡之不足，且又足充滙兌市場業務之需要，除政治重新調整外，若干步驟，宣示政府誠摯之目的於羣衆，及告其處境之實況，頗屬必要。職是之故，預算之管理，及輿論之宣示，頗多裨益，當再分論於下列各節。因之管理幣制之成功，必須有順利而應變的環境，政治與社會之安定，尤為必要者也。

丙 金融管理之機構——中央銀行技術之運用

以上所討論者，僅貨幣管理之一般普通情狀，及其目的，與應環境而變動之原素等，貨幣管理之機構，管理當局處置之工具，及使管理益臻有效之必需的步驟，猶待討論，其成就多賴金融組織對於貨幣當局行動之感覺力，及經濟組織對於貨幣處境變遷之反應而決定。金融組織，或以結構之方式不同，或對金融政策變遷之感應性不同，因亦需要差別之管理機構，方能適應環境，而奏實效，關於幣制管理之機構，吾人擬分下列各節論討之：

- (一) 國家預算之平衡
- (二) 銀行信用之控制
- (三) 國家借款之籌劃
- (四) 統計之公布與輿論之形成

一 國家預算之平衡

預算統制，對於貨幣管理之重要，至為明顯。倘支出常超過收入，倘政府向中央銀行借款，非常自由，則銀行終必全恃紙幣，以應虧負，結果難免走入貨幣膨脹之一途。故預算之統制，第一須中央銀行獨立，第二須維持預算平衡。倘中央銀行不完全改組成爲中國中央準備銀行，又不爲各類銀行及大衆所專有，執行其權力時，又不保證其完全獨立，且中央銀行與國庫關係，非常密切，勢必引起羣衆之疑慮，認爲暗中難免實行貨幣膨脹政策。凡獨立之中央銀行，必能盡阻礙政府不斷的不負責的貸款之職務，固無待言。但國家發生緊急事變時，政府向中央銀行借款之制限，當然只得放棄，觀各國戰時財政之歷史，足以充分證明無誤。（註一三）政府對銀行之債務，日積月累，不但妨礙以後幣制管理之特殊功用，倘數額頗鉅，經過時期又長，結果貨幣貶值，勢難幸免，有如克西（Kisch）與愛爾根（Erlin）二氏在其著名之中央銀行論內所言者：

「尤其在最近將金融與貨幣重新建設之國家，使政府依賴銀行貸款之可能性，愈難愈佳，倘仍一再貸款，勢非重蹈覆轍不可。最少此種條款，係顯示一種良好財政之標準，加以正式認可，自必有利，萬一政府信用數量，須要增加，必須經過立法手續，不能僅憑壓力，強迫銀行，兼之政府向銀行貸款之限制存在，使銀行之力量，因此增加，促使政府對於金融之政策，日益審慎。凡強有力的中央銀行，足以盡其最主要之職務者，厥惟遇此無壓之借貸時，能給與政府以最聰明的勸告。但此種職務，僅能使銀行之獨立性，完全有法律與事實之保障時，始克完成。」（註一四）

獨立之中央銀行，足任抗禦膨脹政策之職務，勃辣蓋脫氏（Sir Basil Blackett）亦曾作如下之言曰：

「中央銀行之獨立，實爲必要，在不十分完美之世界中，國家信用機構之管理，必須有特殊之保障，不爲政黨政策，或一部份人利益所妨害。爲完成此項功用計，中央銀行必須有自由考慮國家一般經濟與金融利益之權，財政部雖應政黨之命令，有所要求，當亦不能輕於允諾，萬一政府自身因事變而須增加支出，自亦不能阻止其自由與獨立之權能也。」（註一五）

獨立之中央銀行，倘對股東負責，所處地位，自較獨立，政府一旦要求墊款，自易拒絕；倘直接在政府管理之下，堅決拒絕，頗感困難，即在通常時期之內，除非金融政策審慎，預算收支平衡，對於政府之借貸，亦僅能從事消極的限制。倘預算常呈虧負，則中央銀行之獨立性，雖有保障，亦難維持。故一九二〇年（民國九年）九月之比利時金融會議，及其他各類之金融會議，莫不認預算之平衡，爲健全貨幣及穩定匯兌之主要條件。福臘克思（FLEX）教授會加解釋曰：

「只因……貨幣流通數量之增減，全隨政府收入需要而決定，則吾人決不能希望匯率在無論何種永久基礎上，完成安定。吾人必須將貨幣之數量，與政府需要資金之關係，設法分離，使預算平衡，即爲結束不良現象之第一步驟也。」（註一六）

關於德國賠款之道威思報告（Dawes Report）同樣有云：「一國貨幣，決不能維持穩定，除非其預算能形成常態的平衡。倘支出一再超過收入，勢必增發紙幣，以應短絀，是則膨脹之後，又不得不繼之以貶值。」（註一七）

上列總括的記述，皆根據大戰前後，尤其在大戰後種種悲痛之經驗而言，過去種種幣制貶值之歷史的研究，皆已充分指明。十九世紀末年，漢納克（Hannicke）（註一八）與密脫耶佛耳（Mitjavile）（註一九）西班牙鈔匯貶值之研究，一九一四年至一九二八年（民國三年至十七年）道爾斯（Dullis）對於法國外匯之調查，及格蘭漢（Grilana）對於德國貨幣經驗之解釋，似皆形成同一之結論。預算常呈短絀，及一再依持紙幣，終必有毀滅羣衆信任，及助長貶值程度之一日。以大戰時之經驗論，吾人最好引安格爾（Angel）教授之言解釋之：

『自一九二四年（民國十三年）來，貨幣貶值之一般程序，多源於政府財政之虧負，因交戰國所需支出之數額，遠大於租稅所能勝任之收入，增發紙幣，及發行短期及長期之債券，結果終不能免。但自證券可以向中央銀行貼現以後，膨脹影響之大小，幾與發行紙幣之程序相等。但當大戰以後，各國競將貨幣匯值貶低，政府膨脹政策之影響，已不若往日之直接與迅速，支撐此時之危局，當然仍爲貨幣之膨脹，但貨幣貶低匯值之程序，在特定時期內，——匯率水準，及更在嚴重情況下之物價水準——大部份爲他項原素所決定。此新原素即國內外對政府平衡預算，及將來穩定貨幣能力之信任的程度，此信任之程度，第一係決於當時政府金融之政策，但同時亦爲一般政治的設施所影響。其後數年來，實際上各類貨幣貶低匯值之原因，除信任二字，或謂因信任之喪失，別無他法可以解釋。』（註二〇）

此冗長之引語，意示預算平衡之重要，實爲貨幣健全管理之先決條件，並使管理之當局，知財政之審慎與安

全實爲絕對必要。誠然，近年來行政機構之改進，收入資源之增加，及財政制度之日臻統一，金融財政方面，進步頗多，但預算之平衡，依然尙須致力完成者也。所遺憾者，一方面政府入不敷出之數，依然恃借款以資彌補，一方面債務與軍務費用，竟佔支出總額百分之八十以上，且又毫無彈性，無法稍減，下表係民國十六年至十七年，及民國十七年至二十三年來，按年收入與短絀之比較，及主要支出項目與支出總數之關係。註二。

表四十五 民國十六年至二十三年來中央收入及支出短絀之比較（單位百萬元）

會計年度	支出淨數數額	收入淨數數額	收入總數佔支出百分數	短絀	
				數額	對支出總數之%
十六—十七	一五一	七八	五三·六	七三	四六·四
十七—十八	四三二	三三二	七六·九	一〇〇	二三·一
十八—十九	五三九	四三八	八一·三	一〇一	一八·七
十九—二十	七一四	四九七	六九·六	二一七	三〇·四
二十—二十一	六八三	五五三	八一·〇	一三〇	一九·〇
二十一—二十二	六四五	五五九	八六·七	八六	一三·三
二十二—二十三	七六九	六二二	八〇·九	一四七	一九·一
十七—二十三平均	六三〇	五〇〇	七九·四	一三〇	二〇·六

表四十六 民國十六年至二十三年來中央主要支出項目之百分數分配（單位百萬元）

會計年度	債務與賠款支出		軍務支出		其他支出	
	數額	%	數額	%	數額	%
十六—十七	二	一·三	一三一	九二·〇	一三	八·六
十七—十八	一五八	三八·三	二一〇	五〇·八	四八	一一·一
十八—十九	二〇〇	三七·二	二四五	四五·五	五一	九·五
十九—二十	二九〇	四〇·五	三一二	四三·六	六〇	八·四
二十—二十一	二七〇	三九·五	三〇四	四四·五	五六	八·二
二十一—二十二	二一〇	三二·六	三二一	四九·七	七八	一二·一
二十二—二十三	二四四	三一·八	三七三	四八·五	九九	一二·九
十七—二十三平均	二二九	三六·七	二九四	四七·一	六五	一〇·四

在財政情況中，有若干特點不無使人疑慮，民國十六年至十七年內，短絀數額，佔總淨支出數百分之四六·四，至以後六年平均數字，縱然減至百分之二十，但過去預算之虧短，皆係由發行債券，及向銀行墊借透支，以事抵補，此種現象，最近將來，似決不能消滅，況近來走私猖獗，海關稅收大減，極易產生預算膨脹之危險，羣衆對於貨幣信任之及早恢復，殊多窒礙也。

內外債務及庚子賠款，在十七年至二十三年，每年平均約佔總支出百分之三六·七，多有條約關係，不能隨意更改，倘有減少，非影響羣衆對於政府信用不可。過去北京政府之不負責任的財政行政，及最近發行大量債券，以彌補入不敷出之虧負，皆由於預算內對債務及利息之償還，有大量支出之故。

軍務費用，雖較預算短絀之數爲尤大，財政方面，似仍不失謂爲審慎，爲國內安寧與秩序之利益計，爲一般政治之安定計，經過種種努力，共黨之騷擾，卒告結束，此項軍務費用，雖若浪費，其實殊不可省。國內經濟能向合理之方向順利進行，短絀數額，自能逐漸減少，但處於今日社會與政治環境之下，如何能使經濟政策，執行有效，而又不妨害國家軍事之訓練與效能，殊多疑問。

預算狀況之不能使人滿意，至爲明顯，因軍務與債務費用，竟佔國家支出百分之八十以上，此種支出，處今日環境之下，按其性質與情況言，頗無伸縮餘地，雖則有時亦有謂爲『預算平衡之存在』（對貨幣之穩定）並非必須……完全破產之國家，亦能有完全良好之貨幣，而不必採用膨脹政策。（註三）政府對於過去債務，倘全數否認，此種事實，始能實現，但中國之情況，迥異他國，決不能出此步驟，否則必將引起國際之責難，與國內信用之崩潰，其結果之嚴重，實不亞貨幣之膨脹。

故政府之政策，必須在財政健全之原則下，方能進行。籌備改組中央銀行爲中央準備銀行，及二十五年二月內債之整理，實爲減少預算膨脹之必具步驟也。昔日內國公債，計有三十二種之多，今已分成五類整理，共計十四

萬六千萬元，利率年息一律六厘，還本期限，由十二年而延至二十四年，經此改革，政府對於國內債務，約可省一萬一千六百五十萬元。（註二三）

預算平衡之維持，及中央銀行之獨立，對於貨幣管理之成敗，實爲先決條件，幸此類主要觀念，已爲政府所認識，且一部份業已見諸實行矣。

新貨幣政策實施時，政府所擬之種種步驟，能否一一實現，獨待事實證明，「貨幣管理之成功，最大要義，係預算之安全，及一個有效能的貨幣管理委員會，或準備銀行，因其能抗拒採擇一切形式之貨幣膨脹政策，惟其若是，然後對紙幣之完全信任，方克養成與維持。」（註二四）

二 銀行信用之控制

貨幣管理，須政治安定，預算平衡外，大部分恃中央銀行執行管理金融機構之能力，及金融組織對於貨幣當局行動之反應而決定。在新貨幣政策宣布以前，幣制管理，頗多阻礙，——銀行紙幣較支票尤爲流行，紙幣發行，毫不統一，憑藉商業銀行，較憑藉中央銀行爲尤甚。銀行準備，各處分散，商業銀行，信用得隨意增減，因法律與習俗均無規定，故每一銀行，無須向中央銀行繳存「負債總額」之若干成爲準備，凡此種種，僅述其較著之困難而已。處今日環境之中央銀行，希望其完成使命，更有效能以前，自非重行澈底改組不可。

倘中央銀行，欲爲貨幣信用之管理者，及借貸者之最後憑藉，必須具備四種權力：發行權，商業銀行準備金之

掌握權，自由買賣證券權，及貼現權。誠然，今日之中央銀行，固應具有此種權力，但吾人現在所見者，不僅未曾獨享發行權，對於商業銀行之存款準備，亦未強制執行公開市場，與銀行利率政策，二者皆為中央銀行使用之最大武器，實行此種主要機構，尙待計議，尙待完成。中央銀行本應為銀行之銀行，但今則徒存虛名而已。中央銀行對商業銀行之管理，頗不完備，實際上僅等於無。

其他各國發行，多係集中管理，富有彈性，但我國則各自處分，相互重複，又不能伸縮自如。新貨幣政策公布以前，大多數銀行，各在不同的政治區域以內，各有不同之經濟的立場與業務，並各享有發行之特權，使貨幣之情形，混亂異常。商業銀行與省立銀行，發行重複，惟利是圖，往往使銀行不願準備之多寡，或羣衆之需要，隨意濫發。在平常時期內，單位銀行得自由擴展其發行，若干銀行且不惜種種手段，使其紙幣流通市面，例如規定某一時期內，得賦與領取紙幣而不支利息之特權；當危急之秋，發行數量，實際上確是下降，因紙幣種類繁複，信用又不一致，膽小之羣衆，授受間不願收藏紙幣過多，使負責任之發行銀行，為自衛計，多自動的將其一部分流通之紙幣收回，並又增加其準備，競爭銀行之紙幣，常被儲藏，以備兌現之需，如去年天津與廈門，曾有此類事件發生。除發行不統一以外，則為準備之分散，不能集中管理，頗少效能可言，當危險之時，更不易移動，以應急用。因紙幣之發行重複，幣制管理，未能集中責任，在平時，現金準備分散，在特殊情況時，又競吸現金，且貨幣政策之宣布與執行，權力分散，凡此種種，無一不引起極嚴重之後果也。

「倘中央銀行之政策，能爲一部分商業銀行之發行所左右，則中央銀行決不能具備應有之統制力量。在某時間內，中央銀行認爲信用應即減少，但商業銀行或以各地之立場不同，或以其自身之利益爲前提，依然可以出借資金，並自由發行，由是中央銀行之整個功效，已被剝奪，國內貨幣與金融制度，亦無單獨之政策足以指揮。」

(註二五)

自新貨幣政策實行後，情況已大見進步，蓋發行準備管理委員會，已握發行專權，中央、中國、交通、三行紙幣，定爲法幣，三行以外，曾經財政部核准發行之紙幣，現在流通者，准其照常行使，其發行數額，即以截至十一月三日止流通之總額爲限，不得增發，由財部酌定期限，逐漸以中央銀行鈔票換回。當中央銀行完全改組之際，發行準備管理委員會，業已產生，藉以保管法幣準備金，並辦理法幣之發行收換事宜，但中央準備銀行，須二年後方能享受發行專權。

發行獨佔對於貨幣數量之管理，固屬重要，但中央銀行僅有發行獨佔之權，信用數量之管理，仍然不易奏效，故欲將管理貨幣制度之責任，加諸中央銀行之身上，必先使其對於整個銀行制度所產生之信用總數，作有效的順利的管理不可。中央銀行決不能管理信用總數，除非商業銀行將其現金之一部，不存儲於自己銀行之庫內，而以存款之形式，存儲於中央銀行，形成商業銀行信用之基礎。中央銀行並得按其生利資金 (Earning Assets) 之增減，將存儲之款項，加以變更。又得按各種價格收買適宜之資產，藉以統制市場上流行之利率。

『現代中央銀行，管理國內信用數量之方法，主要者：一爲公開市場政策，(Open Market Operation) 意卽市場上資產之買賣，全憑中央銀行自身之提議，二爲銀行利率政策，(Bank Rate Policy) 卽中央銀行得按變動之價格，購買出售者提出之票據。』(註二六)

銀行利率政策與公開市場政策之合理的運用，以任管理信用之工具，實肇基於英格蘭銀行，今則演進而成中央銀行之主要原則矣。吾人可以將其每種機構，簡單解釋之。倘商業銀行借款甚易，勢必引起信用之過度膨脹，與投機之狂放，貨幣之穩定，勢必大受威脅，倘商業銀行業已負債，且仍不斷向中央銀行借貸，信用膨脹之危險，自當設法阻止之，斯時應將銀行利率提高，藉以阻抑新的借款，霍曲來氏 (R. G. Hawtrey) (註二七) 曾有言：

『倘中央銀行提高其利率，或銀行率，不精明之銀行，若再借款，必無利可圖，除非以同樣之負擔，委卸於其顧客。銀行利率一經提高，貼現與借款之市場利率，自必立刻相隨增高，信用之成交，因受窒礙，貨幣單位對物品之價值，由是上升。』

銀行利率上升，其他利率，亦隨之上漲，卒使國內企業家締結新的借款，大受阻礙。激動出口貿易，勢必較激動進口貿易爲尤甚，外國之短期資金，自必易於吸引，致使國際的地位，更爲穩固。(註二八) 銀行利率上漲，國內所受之影響，堪立夫委員會 (Cunliffe Committee) 曾有下列極好之敘述：(註二九)

『銀行貼現率提高，市場所受之影響，卽爲利率之一般的上漲，及信用之受限制。新的企業，因此延擱，建築材

料及其他生產貨物之需求，亦大減少。業務停頓，對於消費物品之需求，因亦減削，儲藏貨物者，向多借款經營，今利息負擔漸高，倘重新借款，尚不十分困難，或瞻望物價亦不致過分下跌，勢必將貨物在疲弱之市場上，盡力推銷，其結果終使國內市場之一般物價下跌。」

銀行利率提高，在國際間能影響物價與匯票之價格。（註三〇）國內物價，倘較世界物價為低，足以鼓勵出口貿易，限制進口貿易，貨物入超，藉此得以改正。銀行利率提高，其他利率亦一致隨之上漲，外國短期之資金，足被誘致以事投資，或以外國證券調換本國證券，或將外國之承兌匯票減少。當一八四〇年短期資金利率高漲，其效力足以誘致外國資本從事暫時之投資，曾為湯姆仕脫刻氏（Thomas Tooke）所承認，在下院曾有說明（註三一）

「利率上漲，對於外匯之影響，能使外國資本家，原欲匯歸本國之資金，因此停止，同時能減少國內資本家投資或握藏外國股票證券之引誘力，且因此使彼等寧捨外國股票，而往投資英國之股票與證券。利率上升，似亦能限制信用，使本國商人運貨出國，不能事先借款，且大部份運入本國之貨物，因此亦將由外資經營矣。」

因此吾人已甚明瞭，「銀行利率政策之特殊效力，因彼能產生二種反動力：一為外國放款（Foreign Lending）一為外國收支（Foreign Balance）二者實處於同一方向，其一動作較快，但時間不久；其一動作較緩，但能逐漸建立一個新的長時期之平衡。因此銀行利率政策，為臨時之計，同時亦為永久解決之策也。」（註三二）

倘市場或銀行未能追隨中央銀行之政策，倘彼等發展放款，僅根據其自身資金之多寡為轉移，由公開市場

政策之應用，儘足壓制其就範，因此商業銀行信用所根據之準備基礎，可以直接加以限制。中央銀行倘將銀行承兌票與政府證券盡力出售，或藏諸自己庫內，則市上流動之資金，自將逐漸爲其所吸收，在商業銀行信用膨脹基礎之準備金，因此亦將減少。當中央銀行將證券出賣於市場時，民衆即以儲於商業銀行之存款，用支票支付，中央銀行收到此支票時，即向承兌銀行提款，轉帳於中央銀行，商業銀行存款準備減低，信用不得不加削減，貼現利率，不得不隨之增加，以與中央銀行之貼現率相平衡。職是之故，信用之過度膨脹，得以限制，而加以管理之。

故欲削減信用之不當膨脹，中央銀行即可提高銀行利率，及出售匯票與證券；反之，倘信用緊縮時，中央銀行得在公開市場，減低貼現利率，及購進證券，商業銀行之現金與信用基礎，得以增加，緊縮之情況，得以稍蘇，信用亦得由此發展。

「外匯情況過於投機，或商業有不健全之兆，信用限制，已示必要，但其時商業銀行資金倘異常充實，足以離中央銀行而獨立時，則徒增貼現利率以事制止，亦屬無效。因此中央銀行欲減少市場貨幣之供給，則必倡議出售自己之匯票與證券，方能減少商業銀行之資源，並將資金移轉於中央銀行，而爲中央銀行所掌握。此程序可一再維持，以迄銀行貼現率發生效力時爲止，由是中央銀行又將處於管理市場之地位矣。此公開市場政策，爲中央銀行最有效之武器，因現金實爲商業銀行信用之基礎也，現金供給減少，商業銀行勢必立即約束信用不可，中央銀行藉購買匯票與證券之程序，足以增加商業銀行之資金，此實爲中央銀行藉自身之動作，救濟與防止市場緊縮

之最迅速的方法也。』(註三三)

銀行信用約束之效能若何，基於中央銀行對商業銀行貸款業務影響力量之多寡而決定，因商業銀行存款準備存儲於中央銀行，故其放款亦受制於準備，因此存款準備之法定的或協定的一定百分數，實為公開市場政策之最先的必具條件。如一九三一年美克彌倫金融工業委員會 (Macmillan Committee) 曾有說明(註三四)

『國內之商業銀行，一旦將準備金以存款之形式存儲於中央銀行，中央銀行之管理權，由是產生。中央銀行擴展信用時，商業銀行在中央銀行之存款準備，因而增加，中央銀行限制信用時，此種存款準備，因亦減少。在第一種情形下，商業銀行放款得以擴展，第二種情形下，商業銀行之放款，日後終必被迫減削。信用之擴展或約束，係受中央銀行在金融市場之動作所影響，或受商業銀行自身對中央銀行業務所影響，例如中央銀行是否應用「公開市場政策」或為商業銀行而應用「重貼現政策。」』

倘金融市場對中央貨幣當局之動作，感覺十分敏捷，欲求理想的效果，應用二種武器之一，即可奏效；但在某種場合之下，或將二種武器同時應用，方可使市場納入正軌。二種方法所產生之效果，實質上殊不相同，堪思氏 (Keynes) 曾作極簡明之敘述(註三五)

『銀行利率之變動，固能影響中央銀行放款之數量，但其功用不僅限於此點。蓋銀行利率之漲落，所形成之結果，並不一定，至為複雜者也；他方面言，公開市場政策之運用，暫不論其所產生之間接的反動為何如，對於會員

銀行之準備，立刻能產生直接之影響，又能影響存款及一般信用之數量。再者銀行利率之變遷，最初能影響短期利率，然而公開市場政策，——限於中央銀行所掌握之長期證券——則能影響長期利率。中央銀行為維持國際平衡起見，銀行利率政策，實為最適宜之武器，但為左右投資之利率起見，公開市場買賣證券，尤易奏效。」

此種管理工具之實際效力，完全隨環境而改變。如中央機關處置時之資源如何？金融市場所組織之分子如何？金融組織對於中央幣制當局行動之感應如何？及運用此種工具之技術精巧能力經驗若何？考慮此困難之問題時，吾人即將試問處今日場合之下，我國財政當局果擬執行上述同樣之管理步驟乎？

當澈底改組今日之中央銀行，及逐漸完成金融機構與金融業務之際，以固有的及審慎的方法，將銀行信用加以管理，不能不有許多困難。銀行對存款準備之必需數量，既未限定，存儲準備之處所，又無指明，在二十一年銀行業票據交換所成立以前，新式銀行之大部份準備金，多在錢莊，不僅因錢莊對此存款，支給優厚利息，且亦因該時錢莊，能代新式銀行任交換票據之職務。自銀行業票據交換所成立以後，情況已略有變更，昔日存儲於錢莊之大量準備金，經票據交換所之轉撥，多存於中國與交通二行矣，其中一部份資本，然後又重新分存於錢莊，專任清理滙劃銀元時之用，直至二十四年夏季，錢莊遭遇嚴重困難之後，形式上錢莊雖仍似銀行準備金之倉庫，但其所處地位之重要，較之二十一年以前，已大遜色。在其他許多國家之內，商業銀行之存款，必須有一定數量之準備，存儲於中央銀行，且均經法律與習慣之規定。中國過去存款準備，不僅隨各銀行自便，且竟為業務後之剩餘殘羹。此

準備金既存於金融實力各不相同之機關，且又藉此從事於不規則不健全之業務，在常態情形之下，錢莊確能任商業銀行之票據經紀人，將商業銀行多餘之資金，代為投資，但在金融恐慌之時，貸與錢莊之款項，無重貼現之便利，且此項資金多放於私人，彼等資產又不能立時出售償現，金融組織安定性之動搖，及集中管理信用之不可能，彰彰明甚。

短期信用工具之商業票據，與銀行承兌匯票，既不為國人所重視，組織完密之票據市場，成交票據之票據承兌所，貼現公司等，又付缺如。凡此種種，皆所以示我國金融發展之幼稚，亦且使中央銀行傳襲而來之管理的武器，無法使用，例如銀行利率政策等。一部份因法律上原因，一部份因商業經營之結果，商業票據與銀行承兌票，即在現在，依然不能流行甚廣。票據之被貼現，及被商業銀行收買，數量之微細，足以充分證明銀行利率充統制工具之不易奏效，專建機關以事重貼現，及使中央銀行為借款者最後憑依之可能性，亦殊屬遼遠也。

票據市場之重要性，對於中央銀行有效的管理，殊不能忽視，（註三）中央銀行須不斷的將到期票據，換為現金，此現金按特殊之需要，又可以時時將其投資於票據，票據得按各種利率，以事貼現，中央銀行所訂定之重貼現利率，固足以望其為統制金融市場上之利率者也。

因之吾人眼前最重大之問題，厥為如何改進銀行機構與銀行業務，使中央銀行執行其慣例的管理方法，變為更有勢力。使商業銀行對其負債項下之存款，設一定成份之準備金，以存款形式，存諸中央銀行，實為此次改組

中央銀行應最先注意，爲最重要之必需條件也。負債項下之存款的合法準備金成份，不宜過低，須達安全之地步，亦不宜過高，以不侵蝕其營利能力爲度。在金融事業進步之國家，商業銀行對其存款之準備金，約當維持存款百分之十（註三七）我國銀行對於存款之現金比例，初視之似覺稍高（註三八）但因所具之資產在市場上不甚流動，因之我國銀行維持較高現金比例，殊屬必要。準備短絀之處罰問題，由是產生，以防銀行之未能遵守，短絀時間愈長，則罰款自當愈高。

但就他方面言，票據市場，及統制利率機構之發展，亦至重要。商業票據在二十四年四月，經上海絲綢業聯合會，及銀行家之提倡，復由上海銀行業票據交換所之協助，票據承兌所，得於二十五年三月成立，以充短期信用週轉之工具。此後希望能逐漸建成票據之市場，蓋其顯著之優點，已爲人人所共知，倘能普遍應用，則重貼現業務，更見便利而踴躍。商業銀行準備基礎，一經統制，票據市場，蓬勃發展，使中央銀行管理商業銀行借款之利率與數量，更爲有力，凡此種種，皆爲廣義的原則，使銀行機構與銀行業務，順利的變遷，時間與教育工作，固所必需者也。

三 國外借款之籌劃

獨立而又強有力之中央銀行，藉公開市場政策，與重貼現政策爲武器，以統制貨幣與信用，業已爲人所共知，但向外借款之重要性，係負債國形成國際平衡之步驟，迄未完全爲人所重視。形成國際間平衡之原素，及其經過，國外匯兌成交之原素，堪思氏（Keynes）曾分爲三類：（一）收支平衡之收入項目，（二）收支平衡之資本項目，

(三) 收支平衡之投機項目。(註三九) 根據吾人討論之目的，最後二類，可歸納為收支平衡之資本項目，因資金之投機移動，成因於一國向他國短期現金之借款。國際平衡狀況之內，收入項目之盈餘或短絀，必須與資本項目之貸方或借方相配合，呈現於貸方與借方國家之問題，其形式當然各不相同。一國倘有餘額投資海外，欲求國際間之平衡，必須貸款於外國，藉以適合國外收支之貸方。(註四〇) 倘一國對他國收支平衡有淨負，則必須向外國借款，其國外收支之借方，方足藉此而抵銷。(註四一)

然而國際平衡之維持，並非簡單的或機械式的，極嚴重之困難，將由下列事實而發生，即「貸款國外之數額，對於極小之變動，感覺非常靈敏，(一處利率與有關之他處利率之比較變動)」。他方面，國外收支之數額，感覺決不如是靈敏……流動性甚高之短期國際貸款，與流動性甚低之短期國際貿易相比較，——後項無法追隨前項——本地利率與國際利率即使發生甚小或暫時之分歧，亦殊危險者也。」(註四二)

流動性較小之商品，與流動性較大之資本相比擬，貸方國家與借方國家將有極嚴重之後果，因貸款國外，不易完全適合第一例國外收支之貸方，或向國外借款，亦不易完全適合第二例之國外收支之借方，終必使國際平衡為之傾覆。

再進而加以理論的分析，對於借方與貸方國家之到期與不到期之間，必須分清，(註四三) 根據堪納思氏 (Cairnes) 之研究，(註四四) 借款國家之通常發展，約可分為三個時期：(一) 輸入盈餘增進時期，(二) 輸入盈餘減

少時期，(三)輸出盈餘增進時期。貸款國家所遭遇之經過，適與上述相反，為(一)輸出盈餘增進時期，(二)輸出盈餘減少時期，(三)輸入盈餘增進時期。其時因過去債務還本付息之數，業已超過當年新的投資之數矣。國際資本之移動，雖根據猛力之變動，但基本原則至為明顯，蓋國際調整之程序，係隨有關各國之國際貸款或國際借款之情狀而轉移者也。

根據上述理論之研究，吾人初步即將以借款國立場，分析此項問題。我國國際收支平衡之一般的性質，及國外資本的輸入足以抵補貿易入超及減少金銀外輸等，業已於第二章內略加論述。貨物入超，初視之以為表示向外新的借款，及外人在華新的事業投資，但細加考察，則全非事實，因支付過去債務與投資之本金利息，較收入國外新的投資為尤多，卒致中國資金有淨輸出之現象。

表四十七 民國十七年至二十四年來中國國際資本之移動除出債務還本(註四五)(單位百萬元)

年 份	項 目		資本移動之淨輸入(十) 或淨輸出(一)	利息潤利項目之淨輸 出(內含債務還本)	資本移動及利率支付 之淨輸入(十)或淨輸 出(一)
	輸入或資本貸方移動	輸出或資本借方移動			
民國十七年	(十) 一〇四·〇	(一) 四·〇	(十) 一〇〇·〇	(一) 二四二·〇	(一) 一四二·〇
民國十八年	(十) 一九〇·〇	(一) 二〇·〇	(十) 一七〇·〇	(一) 二七七·六	(一) 一〇七·六
民國十九年	(十) 二一〇·〇	(一) 八·〇	(十) 二〇二·〇	(一) 三〇九·四	(一) 一〇七·四
民國二十年	(十) 四三·六	—	(十) 四三·六	(一) 一六五·七	(一) 一二二·一

民國二十一年	(十)	六〇〇	—	(十)	六〇〇	(一)	一四一〇	(一)	八一〇	
民國二十二年	(十)	三〇〇	—	(十)	三〇〇	(一)	一〇八〇	(一)	七八〇	
民國二十三年	(十)	七〇〇	(一)	三〇〇〇	(一)	一三〇〇	(一)	一一七・六	(一)	二四七・六
民國二十四年	—	—	(一)	二五〇〇	(一)	二五〇〇	(一)	一〇二・四	(一)	三五二・四

我國國際收支平衡之特殊性，至為明顯，觀貿易平衡之逆境，即知我國尙處幼年借款時期，故外國資金仍不斷輸入，但視利息與利潤支付項目，竟大於資本之輸入，似又足示我國處國際借款之成熟時期，論斷現況，甚為矛盾，此種狀況，對於研究此問題者，為之目眩神迷，但其所示之基本困難，決不能輕輕放過。誠然，外國輸入資本，從事投資政府債券或商務企業，參差不一，又不充分，但大體可以承認，在二十三年以前，此項資本之輸入，確能抵銷一部份過去債務，且服務項目之盈餘，尤以外僑匯款，儘足補償貨物之入超，相當大量之外國資本，若能繼續輸入中國，則國際平衡當然不致遭遇嚴重騷擾。但自世界經濟恐慌降臨以後，兼以輸出盈餘，日漸減少，一方面因主要信用國家，對於貸款加以限制，或竟禁止，一方面因我國對於過去債務信用欠佳，國內一般政治與金融狀況，甚不安定，尤以匯率不穩，致我國在外信用惡劣不堪，由是在華外國投資，驟然減少矣。通貨因有膨脹之虞，大量外資，由是外輸，國內資本，亦有逃避，使困難之程度益增。在二十三至二十四年間，此種趨勢，尤為明顯。信用既失，短期資金，大量外溢，多轉儲於較為可靠之各國，尤以英、美為最。以理論言，負債國如中國者，國外收支之借方，名義上必須為外

國貸款所抵銷國際平衡，然後可以維持，但借方不能爲外國貸款所抵銷，資本因之外溢，處境益覺險惡，國際平衡之緊張，不可抗拒，幣制本位，終遭崩潰。經最近之經驗，意義實至重要，當吾國收支處於借方國家時，如欲維持吾國國際平衡，必須商品與服務項目有盈餘，然後可以償付過去債務之利息與利潤等之支出，或者資本項目有貸方餘額，收入項目中之借方餘額，方可藉此抵補，商品與服務之收支，甚難伸縮，尤以各國復興商業政策之觀點論之，更難使其有利於中國，爲平衡我國國際收支起見，外資之輸入，實急不容緩者也。

由我國經濟復興之觀點立論，外資之重輸入，非不重要，十九世紀後半期，外國資本尤其英國資本爲美、德所利用，國內工業得有顯著之進步，當時情形，足以證明利用外資，實有利於國家。誠然，我國工業可以待自己資本，逐漸積儲充分後，方才改進，然其進展之程序，異常緩慢，又不幸而延宕，雖濫用與誤用外資之結果，往往足以妨害我國之利益，然利用外資之本身，固無可厚非，蓋此種效能，全恃借款之條件，與其應用程序之目的如何而決定，具體言之，例如因發展鐵道而輸入之資本，沙爾德氏（Sir Arthur Salter）曾謂（註四六）

『引用外資發展鐵路，不獨可於一定區域，一定時間，建立經濟發展基礎，且可改正中國國際收支之未能平衡，使現銀不致外溢，……而同時經濟與財政上，所得效果更大，蓋巨額外資之投入鐵路事業，足以更吸引普通專業之投資，而使其他事業，連帶發展，促進經濟之繁榮也。』

吾人此處所談者，長期外國資本之輸入，較短期外國資金尤爲著重，然後者能解除暫時國際的不平衡，亦甚

重要。(註四七)按一九三一年來，世界金融恐慌之經驗，已充分表示短期資本，移動非常迅速，其騷擾之結果，亦甚嚴重。在他方面，我國國際地位及國內經濟發展上，似亦需要長期外資之繼續流入，得以計議改正國際收支之不利現狀，並使我國富源與工業，得充分發展，我國經濟與財政之能力，逐漸增進，此種債務之還本付息，自亦得以應付裕如。

外資之輸入，雖甚渴望與需要，但過去我國向外國借款之經驗，殊多令人失望，尤以政府之債務為最。最初外債之成交，多係應付賠款與一般行政費用，受政治之影響，較受經濟之影響為尤多，利用外資以謀國內發展，除若干鐵道之建築外，常為人所忽視。(註四八)此種借款，倘不用於生產事業，我國對外債務，實屬有增無已。但我國財政與經濟狀況，未能增進還本之能力，因之此種債務之償還，對於我國國際收支平衡，成為重大威脅，尤其使外國資本之輸入，因而減少，或更停止。

過去政府借款，以謀我國經濟發展，既已失敗，但外國商業投資，同樣不能盡滿人意，因彼等有時藉此為政策之手段，以侵略我國土地，或存其他政治的野心，且除一二例外，大部份投資皆為外人所統制，為外人所經營，又無大量之外資不斷輸入，以滿足我國工業及我國國際收支平衡之急需。過去外資之輸入，竟不足以抵償昔日債務之還本付息，補救貿易之入超，更無論矣。

大量及有效之利用外資，當然有許多障礙，匯率不穩，政治不定，管理與專門能力之缺乏，法律處理未能公允，

皆爲處境中最明顯之障礙。商業關係，主要觀念之缺乏，雖爲少數人所認識，然亦係重大之障礙也。雷茂教授 (Prof. Renner) 曾有說明：(註四九)

『小量外資之輸入中國，使經濟情況不克根本改變者，實由於中國習俗組織使然，但有許多特殊環境，使中國無力接受：

其中第一點，即爲各國由野心與嫉忌所產生之政治的困難……

第二點爲中國政府在經濟範圍內，無充分能力。

第三亦爲此事之最重要點，即中國經濟與社會組織，未能完成外資輸入與有效利用之必須的各類觀念，此觀念能成爲運用現代資本工具之專門效能，能使商務法律，逐漸公允，經有效之會計設施，商務之管理，當益臻發達。』

有許多途徑，可使外資輸入中國：(一)政府借款，或向外國政府採直接借款之形式，如二十一年之美麥借款，二十二年之棉麥借款，或向世界金融中心發行債券。(二)由外人直接投資。(三)由外人間接投資，例如外資借與中國，由工商界設法經營。但過去外人間接投資，頗不多見，當時政府借款，與外人直接投資，又多不滿人意。由國家限制外債發行之觀念，及我國財政信用與預算地位之不安定，政府借款之前途，或者除貨物之形式外，頗不光明。據沙爾德氏之意，以爲外國投資最妥善之辦法，莫若中外資本合組經營。

「外人在中國投資於純粹的外人企業，有許多顯著之危險，如借款係供給私人企業，則營業上之危險，非由債務者完全負擔不可。此類借款，須以企業本身以外之力量爲之保證，方告穩妥，但未爲現在時勢所容許。又在某限度內，借款與聯合投資，二種形式相比較，前項投資之方法，殊不令人滿意，因其全不計較企業本身經濟狀況之榮枯也。」

由中外兩方面觀察，在同等情形之下，不必數量相等，中外聯合投資，殆爲最良好之辦法。

外人今已逐漸發見投資擔保之最善方法，即係與華人投資者作縝密之合作，蓋如此，雙方方能利害與共，休戚相關，而華人亦必擔負管理之重責，故此後創辦事業者之信用，及其所辦企業本身前途之希望，實爲外人所重視者也。」（註五〇）

然按民國十八年之公司法，並不止外人管理中外企業，若干條款，已經中央執行委員會議決，並經一七九次政治會議之通過，又交與十九年三月十三日之立法院會議審調。內含（一）中國股份須百分之五十一以上，（二）華人須佔董事會之多數，（三）董事會主席與經理必須華人。中外聯合投資之最顯著之例，即二家航空公司，（註五一）相約載運旅客與郵件。此聯合投資之基本原則，不僅可應用於外商與中國政府之組合公司，且亦可應用於中外私人之金融事業。

中外聯合投資之形式，較其他利用外資之途徑爲有固定的利益，此種投資，將爲經濟的商業的理由所管轄。

之，非如過去以政治爲目的，無政府保證之必要，過去純粹外國企業在中國所享受之特殊權利與保護，自亦可免。此項投資，或可望滿足外國貸款者之需求，美國遠東經濟調查團在其最近之報告書內，關於外人在華投資，曾建議若干情況，認爲必須有充分之保障，此種條件，正足以表示外人投資之一般的立場。

『第一，美國在華資本，必須由監理官代表，且賦與其充分權力，得保證資本全數之利用，且與借款時所訂之目的相符合。第二，關於各種組織計劃等，監理官得有全權監督，俾計劃組織之標準，得保證健全。第三，關於管理與業務之參預，須制定條文，其範圍適足以保證企業管理之現代化與效力化爲度，若美國所有貸款結算清楚，則此項權力，亦即終止，除非爲有關之資本所有者，要求其繼續存在，自然又當別論。』（註五三）

在聯合投資之情形下，資金之適當利用，及參預業務管理等問題，根本不致發生，技術上之監督，因權力握在佔有多數華人代表之董事會手中，必能達盡善盡美之地步，因之中外聯合投資，實有極可能的前途。

既認中外聯合投資爲必需，但在外資之輸入以前，若干事項，必須事先完成。有若干問題與步驟，財政當局必能善自考慮，加以實行，外匯之穩定，政治之澄清，實爲引起外國投資者信任之最低條件；除此之外，金融機構與商業實況，必須改進，使外資之利用，更屬可能與有效；商業組織，金融合作，及法律條文，必須使之益成現代化，精密化，由是投資者之利益，有所保障；會計之統制，必須逐漸發展，法律之執行，不能因人而有差異，然資本市場之開拓，尤關重要，公司證券方能藉此發展。今日商業公司之組織，未能普遍應用，公司證券除極少數家外，皆爲人所不熟聞，

除非國內投資者能信任公司投資之利益，又能經營現代化之公司金融，將其積蓄轉投於公司，藉以從事生產貿易運輸或其他公共事業，則中外聯合投資，殊屬渺茫也。

因之必須完成一種機構，國內與國外長期之資金，得藉此供給，政府管理之銀行，自當以國際投資公司之形式，建立一種必需的機構，或援中國建設銀公司之舊例，或將今日原有之事業，再加擴充，形成投資者與工業界之中間機關，此類機關，當然有助於公司股票之推行，金融長期合同之訂立，又多一重保證，聯合投資與聯合管理之各類企業，自然易於建立。由近年中外銀行聯合推銷復興債券之順利情況而言，此後發展中外資本合夥投資於工業，殊屬可能。

統制向外國借款，當然較統制貸款於外國為難，『處於借款國，較處於貸款國更難約束，處境更覺嚴重，因遇特殊事變時，易於少貸與人，而不易向人多借也。』（註五三）蓋借款之成交，根據借款國若干基礎條件之完備，較根據主要貸款國是否願意重新貸款於外國尤多。財政當局利用高低利率之統制，頗能推動資本市場之發展，使國內與國外之投資者，更樂於選擇長期投資，並維持金融於相當程度之安定，藉以鼓勵國外可能的投資者之必需的信心。總之此種問題，非常複雜，猶待吾人嚴密之注意者也。

四 統計之公布與輿論之形成

貨幣管理之成就，多賴金融機構適應環境之能力，及當局管理貨幣政策之實際的權威，與金融市場及大眾

對其所探動作之同情與瞭解，上文各節，將我國金融機構之改進與完成，藉以適應環境之需要，已加指示，此節吾人將更著重於金融統計，與公開輿論之性質，蓋二者對於幣制之管理，亦至關重要者也。

因統計資料之紛亂，與不滿人意，使財政當局頗感困苦，許多統計，完全缺如，或有相互矛盾，同為有名之機關，雖表示同一現象，所供給之二組數字，往往發生極大差異，有時二者方向，亦竟各別，一二主要城市之統計，且只包含最近若干年之近況，又不能供給合於願望的解釋。若此情況，固不適宜於高深的統計研究，且更不適宜於健全的幣制政策之形成。

最感需要之統計資料，須有關於純粹的貨幣或金融之變遷，或有關於工業及一般經濟狀況之變動，此種變遷，或者足以影響其他事項，或者為其他變遷所影響。工商業一有變動，幣制亦將隨之有補充的相反的動作，貨幣與信用之數量，借款之利率，與期限等，不斷變動，自皆與工商業之情況有關。

最重要者，厥惟關於商業銀行及國際收支平衡之金融統計，今日雖感缺乏，但吾人必須在可能範圍內，搜集齊備，長期短期資本利率之水準，及國內資金之移動，仍須密切注意。若以銀行之統計而論，如國內與國外銀行收支差額之數字，國幣與外幣存款之項目，國內與國外證券投資之總額，估計整個銀行制度之國際負債與資產，此類統計，頗具功用。至言國際收支之平衡，舉凡華僑匯款之輸入，資本向外或向內之移動，商品與金銀向外與向內之私運，必須謹慎查察，詳細計算，使財政當局常得參考，或一月一次，最少亦須一季一次。國際收支平衡倘如現在

每年僅作一次之估計，姑不論其猜度之如何精細高明，錯誤之處，殊不可免，一年中收支之重要變遷，未能預先表示，自亦無法以幣制之設施，及早防止。

他方面言，國內經濟情況之變遷，非不重要，舉凡各商埠之躉售物價，及各類商品之零售物價，生活費用，工資變動，商業清理，雇工統計，建築事業，鐵路運載，百貨商店之營業，農作物收穫報告等，皆能指示商業之實況，當熟籌健全的幣制政策之際，自皆不得不考慮及此者也。不幸此種統計之價值，及後始被認識，至其價值之高下，性質之是否正確與新穎，將視工商各界是否能誠摯之合作。

此種經濟與金融數字，頗為幣制當局所重視，彼等欲求幣制政策順利的有效的進行，自非使金融市場與一般民衆瞭解政策之內容，使之對當局所採之各類設施，均取有利的反響。許多關於銀行制度之國際的金融地位，及國際收支平衡之實況，當然須保守秘密，但將若干項目，擇要公佈，民衆對於幣制近況之疑慮，自可消釋，當局所處之地位，與所採之動作，民衆藉此更易明瞭，幣制之成就，固須民衆對幣制有信任，但精密之輿論，尤為切要。

『今日中央銀行所採輿論之形成，方法有三：（一）統計事項之定期刊物，有加註釋或無註釋，關於金融商業之各方面動態，最好採月刊形式。（二）報章上之宣言（如認為必需時）藉以解釋中央幣制當局，所採特殊行動之理由。（三）市場上之輿論，或由市場之市民，或由報館之記者所發表。』（註五四）

此類方法，業已為當局所採用，且已收相當效果。誠然，中央銀行與中國銀行，早有定期刊物發行，但內中材料，

不無可以批評之處。不若美國聯合準備銀行之刊物，或英格蘭銀行之統計概略，有同樣威權與同樣信任。吾人當然感覺到搜集需要材料之困難，且若干資料，須保守秘密，又不能公開示人，但該項刊物之改進，仍屬可能也。例如將非常重要而又不易得到之資料，設法搜集公佈，對於國家幣制地位之認識與瞭解，自多裨益也。

財政當局公開宣言之方法，近年來頗多採用，或足鎮定民衆，因無稽謠言而引起之恐懼，或足以解釋財政當局某種設施之理由。孔祥熙氏關於白銀出口徵收出口稅與平衡稅，及採用新貨幣政策之宣言，其性質大部份係解釋作用；宋子文氏在三家政府銀行改組以後，及二十四年十一月四日之緊急法令以後之宣言，其目的皆在鎮定興奮的民衆，及鼓勵民衆對政府所採步驟之信任。故此種宣言若措辭設當，時間適宜，大有助於貨幣政策之推行也。

最後，輿論方法，英國銀行頗多採行，亦可援用，以獲速效。當消息靈通，技術精良之新聞記者，「可望其將銀行所採之行動，記載報端，自較銀行自己以正式宣言，更有效果，更覺適宜也。」（註五五）

輿論之形成，無論應用何種方法，必須經過有規則的途徑，財政當局方可將其意見與政策，表於民衆。當民衆未能明瞭幣制管理之目的與性質時，自然疑竇叢生，以爲暗中難免實行貨幣膨脹，故幣制管理之成就如何，最後仍恃民衆對當局之信仰爲轉移。若將處境之真實狀況，不時宣示於民衆，此後民衆對幣制之信任，自不難維持也。

上述各頁，吾人已將管理當局易於忽視之重要問題，約略言及。且新貨幣制度之成敗，多繫於此類問題之是否有滿意的解決，且必須認清者，管理貨幣之本身，不能視為萬應靈藥，尙須注意中央銀行之改組，預算之平衡，及外資之流入，民衆對於貨幣之信任，與管理貨幣信用之效能等，使用幣制管理之武器，究屬困難之工作，且政治不統一，銀行組織不精密，尤易增加困難之程度。此處吾人希望不過於着重管理當局所遇許多問題之本身，但願使當局明瞭其責任之性質與範圍何在，基於預算之平衡，與合理之管理的審慎政策，重述其必要而已。

(註一)「最後目的之爭辯，係幣制管理之基礎問題，此等目的，不僅其理論之特質，需爲人人所歡迎，且在實際政策之範圍內，可以完全實現。」Royal Institute of International Affairs, *The Future of Monetary Policy*, London, 1935, p. 9.

(註二) J. M. Keynes, *A Treatise on Monetary Reform*, London, 1923, Chap. IX. "Alternative Aims in Monetary Policy," pp. 154—163.

(註三) Cf. A. D. Gayer, *Monetary Policy and Economic Stabilization*, London, 1935 Chap. XII "Criteria for a Policy of Monetary Stabilization" pp. 257—73

(註四) Cf. J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 155.

(註五) Cf. H. L. Puxley, *A Critique, of the Gold Standard*, N. Y. 1934, pp. 148—159.

(註六) 財政部長宣言二十四年十一月三日發表，參閱準備委員會出版之新貨幣政策二十四年上海出版二頁。

(註七) Royal Institute of International Affairs, *The Future of Monetary Policy*, London, 1935, p. 17.
(註八) A. W. Flux, *The Foreign Exchanges*, p. 173 et seq. Royal Institute of International Affairs

亦曾有記述謂爲「倘企圖保證匯率安定，對於價值之持續而無具體步驟，則近年來所見之崩潰，勢必重現無疑。」*The Future of*

Monetary Policy, p. 10.

(註六) E. L. Dwyles, *The French Franc, 1914—1928*, N. Y. 1929, p. 365

(註七) J. W. Angell, *The Theory of International Prices*, Cambridge, 1926, p. 4.

(註八) R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, London, 1933, p. 4.

(註九) 亨特著 田 F. D. Graham 譯 貨幣之匯 Exchange, Prices, and Production in Hyper-Inflation, Germany, 1920—1923. Princeton, 1930, pp. 133, 144,

(註一〇) 『政府決不願向中央銀行借款(除數日內之合法透支外)除非遭遇金融緊縮。際此時期,中央銀行決不致拒絕其要求。』
『戰爭爆發時,中央銀行自必不致拒絕政府之請求。』『其本身之抗議,俱屬無用。在實際上,中央銀行,亦不致出此抗議。』

R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, London, 1933, pp. 267—268.

(註一〇) C. H. Kisch and W. A. Elkin, *Central Banks*, p. 36.

(註一一) Sir Basil P. Blackett in his Foreword to D. W. Dotswell, *Treasuries and Central Banks*, London, 1934, p. X.

(註一二) A. W. Flux, *The Foreign Exchanges*, London, 1924, p. 173 et seq.

(註一三) Reparation Commission, *The Report of the First Committee of Experts*, Paris, 1924, reprinted in H. G. Moulton, *The Reparation Plan*, N. Y., 1924, Appendix A. p. 151.

(註一四) A. Harnicke, *Die Entwicklung der Spanischen Währung, 1888—1906*, Berlin, 1907.

(註一五) H. Metzville, *La Crise du Change en Espagne*, Bordeaux, 1904.

(註一六) J. W. Angell, *The Theory of International Prices*, Cambridge 1926, p. 44.

(註二一)根據民國十七年至二十三年來財政部歷年報告，及中國年鑑二十四年至二十五年，二二四四頁。

(註二二) E. Cannan, An Economist's Protest, London, 1927, p. 393.

(註二三)二十五年內國公債庫券所需還本付息在整理以前與整理以後之差別表。單位百萬元

統一公債以前所需數額	一九七·八
統一公債以後所需數額	八一·三
1 統一公債	五一·一
2 復興公債	一一·九
3 不受影響之舊日公債	四·五
4 未曾提及之舊日公債	九·九
5 二十五年二月一日以前舊日債券之利息	三·六
總計	八一·三

(註二四) The Annual Report of the Chartered Bank of India, Australia and China, Reprinted in The Economist, London, April 4, 1936 p. 39.

(註二五) C. H. Kisch and W. A. Elkin, Central Banks, London, 1928, p. 75.

(註二六) The Committee on Finance and Industry, Report, 1931, Cmd. 3897, para. 214, p. 95.

(註二七) R. G. Hawtrey, The Gold Standard in Theory and Practice, London, 1933, (3rd ed.) p. 26.

(註二八)一九三一年 Macmillan 委員會曾有云『銀行利率提高，則短期資金與銀行放款二者利率亦皆上升，其作用在國際間則誘致資金運至該國，同時禁阻資金由該國輸出外國，在國內，向商業銀行之借款因而減少，其存款數額，遂趨下降。』

The Committee on Finance and Industry, Report, 1931, Cmd. 3897, para. 70, p. 32.

(註二九) The Committee on Currency and Foreign Exchanges After the War, First Interim Report, London, 1918, Para. 6.

(註三〇) Bagehot 氏亦曾注視貨幣漲值之二重影響，曾謂『放款資本一如其他商品，應用最多之處，此資本遂亦前往。當利率之變動有利可圖時，大陸銀行家及其他銀行家，即將大量資金輸入此地。當英國信用優良時，蘭把 (Lombard) 街貨幣價值，即刻上騰，由銀行之轉運，即將款項輸進蘭把街矣。且亦有一種較緩之商業的運用，貼現率上漲，則該國商業立刻受其影響。此地物價下跌，結果進口貨物減少，出口貨物增加，因此自利率較前上漲之後，即有現金流入該國。』 Lombard Street, pp. 46—47.

(註三一) Minutes of Evidence, Select Committee of the House of Commons on Banks of Issue, London 1840, Q. 3769, Routed in R. G. Hawtrey, The art of Central Banking London, 1935, p. 141.

(註三二) J. M. Keynes, A Treatise on Money, London, 1930, vol. I, p. 214.

(註三三) C. H. Kisch and W. A. Elkin, Central Banks, p. 103.

(註三四) Committee on Finance and Industry, Report, Cmd. 3897, London 1931, para. 29, p. 16

(註三五) J. M. Keynes, op. cit., vol. II, 251—2.

(註三六)『由中央銀行之觀點言，要據實較其他種類之信用有特殊利益。第一要據對專家能顯示其所需資金之目的何在，使銀行能知其資金用於投機，抑用於生產或貿易。再者，要據載有一定之金額及到期之日期……且要據經無數人之背書與簽字，尤其經銀行之保證支付，即成爲第一流性質可靠之保證紙單矣。最後，要據係一種流通之工具，倘經簽書，即可出售市場，故買賣靈活之資產，實即爲中央銀行資產之必具條件也。』

C. H. Kisch and W. A. Elkin, Central Banks, p. 128

(註三七) Keynes 氏曾以倫敦九家票據交換銀行之現金與存款比例列表如下：

年	份	比	例	年	份	比	例
一	九	二	一	一	九	二	二
一	九	二	一	一	九	二	二
一	九	二	三	一	九	二	四
一	九	二	五	一	九	二	六
一	九	二	七	一	九	二	八
一	九	二	九	一	九	二	八

J. M. Keynes, A. Treatise on Money, London, 1930, vol. II p. 58.

Dr. Burgess & Federal Reserve Bank of New York 亦採有若干國家對存款準備(內含現金)之百分數以一九二五—一九二六年為基數。

Names	Typical Reserve
U. S. Member Banks	9.5
10 London Clearing Banks	11.5
4 French Credit Companies	11.5
Swiss Private Banks	8.0
Chartered Banks of Canada	11.0

W. R. Burgess, The Reserve Banks and Money Market, New York, 1925, p. 36.

(註三八) 現金準備對活期存款之比例。下列數字係根據二十三年十二月三十一日之數字。

中 南 銀 行	三四·五%	浙 江 實 業 銀 行	三五·一%
交 通 銀 行	三九·二%	金 城 銀 行	四〇·九%
上 海 銀 行	四四·五%	國 華 銀 行	四五·九%
墾 業 銀 行	四六·九%	鹽 業 銀 行	五〇·〇%
中 國 銀 行	五〇·一%	大 陸 銀 行	五三·一%

(註三九) J. M. Keynes, "The Prospects of the Sterling Exchange," *Yale Review*, Spring, 1932, p. 434.

(註四〇) 『貸款國外必有關收支平衡可資利用之盈餘……在無論何種有效之組織下，外國貸款對於該一國國際收支項目之平衡，必須制訂專門的條款』

Royal Institute of International Affairs, *The Future of Monetary Policy*, London, 1935, p. 120.

(註四一) Keynes 氏曾述國外收支平衡差額與國外貸款之定義如下：『收入項目中之貿易平衡差額，一方面係由國人所有貨物服務之價值，不論在國內與國外所產生，而為外人所應用與處置者，一方面同樣外國所有之貨物服務價值，經國人之應用與處置者，二類差額，吾人即稱之為一國國外平衡差額，此類當然有正有負。至他方面國外貸款，吾人可稱之為資本項目中不利的收支差額，(The Unfavorable Balance of Transactions on Capital Account) 如吾人自己之金錢，購買外國證券，向外投資，而被外人處置之數，較多於外人在吾國內購買吾國證券之數，此差額即為國外貸款。』

J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. I, pp. 131-132

(註四二) J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 309.

(註四三) I Have Borrowed these terms From Carl Iversen, *Aspects of the Theory of International Capital Movements*, Copenhagen and London, 1935, p. 55.

(註四四) J. E. Cairnes, *Lending Principles of Political Economy*, London, 1874. pp. 431—437.

Hartley Withers 氏由國際資本移動之立場，分國家爲三種：(一)證券輸出，較息單輸入爲多，如新的借款國家。(二)息單之輸入較證券之輸出爲多，如成熟時期之借款國家。(三)息單之輸出較證券之輸入爲多，如成熟時期之貸款國家。

Money Changing, London, 1916 2nd ed., p. 67.

(註四五) 此表之來源與第八表相同，資本向內移動，內含外債，商業投資與信用，國內證券向華僑出賣，及資本之逃避或轉移。

(註四六) Sir Arthur Salter, *China and the Depression*, Nanking, 1934, p. 77.

(註四七) 『然有根本不同之點：(一)資本之移動，由資本豐裕之國家，流向資本稀少之國家，莫在後者國家內獲享較高之利息。(二)因收支不能平衡，致影響外匯或短期資金之利率，然後引起國與國間資本之暫時移動。前一例資本移動，必須引起國際收支平衡之重新調整，然在後一例，則因國際收支平衡之調整，然後引起資本之移動。前一例可稱之爲資本之「真實」移動，後一例可稱之爲資本之「平衡」移動，因其係抵銷其他事項之移動而起，藉以維持國際收支之平衡也。』 C. Iversen, *International Capital Movements*, p. 30.

(註四八) 『倘政府在強迫的或非自願的情況之下，以外資發展國家經濟，則此完全在合理的願望之外矣。』 C. F. Remer, *Foreign Investments in China*, N. Y., 1933, p. 121.

(註四九) C. F. Remer, *op. cit.*, pp. 233—234.

(註五〇) Sir Arthur Salter, *China and the Depression*, p. 46.

(註五一) 中國航空公司建立於十九年，最初幾月合同係與 Curtiss Company 之代理人 Aviation Exploration Inc. 所

訂聯合經營中國之旅客與郵件航行。二十年七月公司改組完成，改組後之公司資本計華幣一千萬元，其中百分之五十五由中國政府擔認，百分之四十五由 *Ortuis* 公司出資。公司之管理權，係在董事會之手，內計華人三美人二，合同期間，定為十年，且尚有續訂五年之特權。

歐亞航空公司按照中華民國二十年之法律所組成，其目的即在攜帶中歐間之郵件。公司資本原定為三百萬，二十二年增至五百萬，二十四年增至七百五十萬，由中國政府出資三分之二，其他三分之一由 German *Lufthansa Company* 出資。此中德公司之管理，係授權於九人所組織之董事會，中六人由中國政府指定，其他三人，由 *Lufthansa Company* 所推薦。

(註五三) Report of the American Economic Mission to the East, N. Y., 1935, p. 19.

(註五四) J. M. Keynes, *Treatise on Money*, vol. II, p. 309.

(註五五) Royal Institute of International Affairs, *The Future of Monetary Policy* London, 1935.

(註五六) Royal Institute of International Affairs, *op. cit.*, p. 78.

第五章 新貨幣制度之將來

幣制重建之意義，及統制貨幣膨脹諸問題，吾人已於上二章加以討論，檢視處境中各類不同原素，足以影響甚且足以決定吾人實驗之可能的結果，殊饒興趣者也。自新貨幣政策宣布以來已數月於茲，評述金融與商業情況所受之效果，固無不可，檢視幣制政策之實施，究已完成若干，亦屬必要者也。觀夫最近事實之發展，新幣制政策之價值，自更易於估計，其他各類貨幣制度，亦將加以檢視與研究。

甲 實施以來六個月之經驗

將過去數月發展之進程，加以簡括的評述，實有助於瞭解今日之地位，使將來的前途，亦有不偏不陂之估價。新貨幣政策國內的與國際的效果，大體言，尚稱順利，雖十二月以來世界銀價狂跌，幣制實驗，又不斷遭遇惡意的攻擊，但幣制地位，依然維持如故。

關於匯率之維持，殊屬出乎意外之成功，十一月四日以後第一星期，中國銀元上海市價爲一先令二便士半，毫無變動，以後數星期僅在極小之範圍內，略有上下，最多在十四·二五便士，最少在十四·三七五便士，僅有八

分之一便士之差。對美匯率，除二月間極短之時期，因英、美套匯對銀元有變動，少呈上漲外，其他亦多維持不變。今日穩定之匯率，以與昔日匯率常呈大量之變動相比較，確堪贊美者也。

表四十八 民國二十四年十一月以來對倫敦紐約之每週平均匯率

週	末	對 倫 敦 (每元辨士數)	對 紐 約 (每百元美金數)
二十四年十一月九日	日	一四·五〇	二九·七四
十六日	日	一四·三九	二九·六〇
二十三日	日	一四·三八	二九·五一
三十日	日	一四·四二	二九·六八
十二月七日	日	一四·四四	二九·六四
十四日	日	一四·三九	二九·五四
二十一日	日	一四·三八	二九·五〇
二十八日	日	一四·三八	二九·五〇
二十五年一月四日	日	一四·三八	二九·五〇
十一日	日	一四·四一	二九·六四
十八日	日	一四·四三	二九·八二
二十五日	日	一四·三八	二九·六五

二月一日	一四·三八	二九·九五
八日	一四·三八	二九·九七
十五日	一四·三八	二九·九三
二十二日	一四·三八	二九·九五
二十九日	一四·四四	二九·九五
三月七日	一四·三九	二九·九一
十四日	一四·三八	二九·八八
二十一日	一四·四四	二九·八八
二十八日	一四·四四	二九·八七
四月四日	一四·四四	二九·八五
十一日	一四·四四	二九·八四
十八日	一四·四四	二九·七七
二十五日	一四·四四	二九·七七
五月二日	一四·四四	二九·七五
九日	一四·四〇	二九·七六
十六日	一四·四〇	二九·七八
二十三日	一四·四〇	二九·七五

三十日	一四·四〇	二九·七五
六月六日	一四·四〇	二九·八六

比較下落的匯率水準之反響，對於物價之回復，及我國出口之復活，同樣重要。指數所表示者，自十月中旬以來，各類物價與生活費指數，皆急遽上升，一部份係反映我國匯率貶低，但一部份係反映因其時幣制改革謠言所引起之投機活動。國際性商品物價之上漲，尤為顯著，因其直接受匯率情況所影響，計輸出物價上漲百分之二〇七，輸入物價上漲百分之十三·九。躉售物價指數，內含國內商品與國際商品，故其上漲為百分之十四，適在輸入與輸出物價之間。最後，生活費指數因變動較緩，感覺力較弱，故上漲僅百分之七·五。當不景氣年份中，因物價漲落，不能一致，故輸出物價之上升，遠大於輸入物價，躉售物價之上升，遠大於生活費指數。今日吾人已可看出一種趨勢，足以矯正昔日不利之現象，蓋此為各類物價間平衡關係之復原，而非為各類物價一致之上漲，似尚未達物價純正之恢復。

表四十九 民國二十四年十月至二十五年四月上海物價指數與生活費指數（註一）（民國十五年

為一〇〇·〇）

年	月	輸 入 物 價	輸 出 物 價	躉 售 物 價	生 活 費 指 數
民國二十四年十	月	一二三·七	八〇·六	九四·一	一〇三·九

增加百分數	四月	三月	二月	民國二十五年一月	十二月	十一月
一三·九	一四〇·九	一四〇·八	一四一·二	一四一·一	一四二·五	一四二·七
二〇·七	九七·三	九二·四	九〇·二	九〇·八	九〇·〇	八九·六
一四·〇	一〇七·三	一〇六·四	一〇五·四	一〇四·三	一〇三·三	一〇三·三
七·五	一一一·七	一一四·一	一一二·〇	一一一·〇	一〇九·三	一〇九·二

其他各城市物價指數亦同樣向上升漲至為明顯

表五十 民國二十四年十月至二十五年三月上海以外各主要城市之躉售物價指數（註二）

年	月	北	漢	口	青	島	南	京	廣	州
民國二十四年十	月	九四·二〇		八六·四		八八·七		七八·一		八一·九三
	十一月	一〇〇·八八		九〇·二		九〇·五		八二·八		九二·三四
	十二月	一〇二·五〇		九一·二		九一·〇		八二·九		九四·〇二
民國二十五年一	月	一〇四·〇九		九三·〇		九一·七		八四·二		九五·五六
	二月	一〇七·一四		—		—		—		九八·二七

三	月	一〇・五四	—	—	—	九・四一
增加	百分數	一七・三四	七・六	三・三	七・八	二一・三三

上述物價變遷之統計，不僅表示物價之變動，頗落後於匯率，且其落後之程度，亦以商品之種類而不同。以理論言，此種落後之存在，尤以落後之程度不一，至少暫時可以使吾國之輸出，因匯率較低而有利，輸入吾國之貨物，因費用較大而受阻，因之足以激動我國貨物之輸出，而限制他國貨物之輸入，以迄完全調整為止。

今日我國國外貿易，果能完全隨理論之設想而遷變否歟？我國出口貿易，果因匯率之下降而發達否歟？進口貿易，果因匯率之下降而減少否歟？此種願望，一部份似已在中國國外貿易月報內可以窺知，最初三個月輸出貨物價值，雖按月遞減，而總值確實增加，二月間下跌竟達百分之三四・五，但三月四月均呈上漲。輸入貨物價值之變動，適與學理之結論相反，二十四年十一月大增，自二十五年二月以來，亦繼續上升。十二月與一月間，輸入貨物價值，誠然下落，但為時甚暫，且已為此後各月大量增加所抵消。

表五十一 民國二十四年十月至二十五年四月中國輸入與輸出貨物之價值及其每月變遷之百分數（註三）（單位百萬元）

年	月	淨輸入中國之價值	按月變遷百分數	由中國淨輸出之價值	按月變遷百分數
民國二十四年	十月	六一・二	—	四八・四	—

十一月	七二·四	一八·四	六〇·二	二四·四
十二月	六五·二	(一)	一〇〇·〇	一七·一
民國二十五年一月	六一·〇	(二)	六·六	〇·一
二月	六三·二	三·七	四六·四	(一)
三月	七九·二	二五·二	四八·二	三·九
四月	八六·八	九·六	五四·八	一三·八

最近數月來，我國輸出貨物價值之增進，大部份當歸功於外國貨物價格之上漲，及海外對於我國貨物需求之增加，尤以油子與植物油為甚。十一月輸入品之增加，大約由於在此短時期內，匯率下跌，而一大部份輸入品，在我國外匯高漲之際，早已成交所致。二月以來，輸入增加，或以海外所製成與生產之若干商品與原料，我國對其需要，無可伸縮，一都份原因，係匯率穩定，對於通常國際貿易，殊多裨益。最初三個月內，因受匯率水準下降之影響，輸出貨物價值上升，輸入貨物價值減少，與吾人所預期之原理，確相符合。自二月以來，匯率業已在改革時所流行之水準上完全穩定，貶值匯率，對於國際貿易變遷之影響，似已宣告終止。三月四月時，輸出貨物雖不斷增加，但輸入貨物增加更多，結果使六十年來第一次貿易出超之現象，又轉趨不利矣。

表五十二 民國二十四年十一月至二十五年四月按月中國貿易差額（單位百萬元）

年	月	入超 (一) 或出超 (十)
民國二十四年	十一月	(一) 一一·二
	十二月	(十) 五·四
民國二十五年	一月	(十) 九·七
	二月	(一) 一六·九
	三月	(一) 三一·〇
	四月	(一) 三二·〇

貨幣改革三閱月來，輸出貨物增加，十二月與一月，輸入貨物減少，實際上至二十五年四月止，六個月內之入超數字得以減少，與過去數年中同時期之月份相比較，國際貿易之平衡，即使偷運之風盛行，大體仍多改進。

表五十三 民國二十一年至二十四年來之入超數額（單位百萬元）

民國二十一年至二十二年	四三三·一	民國二十二年至二十三年	三〇一·三
民國二十三年至二十四年	二四二·六	民國二十四年至二十五年	七七·〇

物價回復，國際地位改進，銀根復鬆，金融各業復趨繁榮。銀根鬆動，視拆息之下降，與遠期匯率折扣之減少，可以窺知。十一月四日拆息每千元每日多在二角，年息約合百分之七·三，其後不斷下降，直至八分之水準，每屆年終結帳時期，利率多趨上漲，而今反呈下落，尤其意義，每月平均利率有如下述：

表五十四 民國二十四年十一月至二十五年四月每月平均拆息（註四）（一千元日息單位分）

年	月	利率
民國二十四年	十一月	一五
	十二月	一〇
民國二十五年	一月	八
	二月	七
	三月	八
	四月	八

民衆信任之恢復，銀根之復趨鬆動，遠期匯率折扣按二十四年之初，年息多在百分之二十八，今則大量下降，二月間僅達十六分之一便士之水準，年息僅百分之二。昔日在匯兌市場上所利用之資金，今則皆轉換方向，以應通常商業之需矣。

表五十五 民國二十四年十一月至二十五年四月遠期匯率之利息折扣

年	月	百分數
民國二十四年	十一月	七·三
	十二月	一〇·三

民國二十五年一月	八·一
二月	四·四
三月	四·七
四月	二·七

資金融利用較昔自由，金融前途頗多改進，卒致證券與股票市場內業務復興。上海股票成交數十一月內顯然增加，價格亦稍上漲，交易之數量雖然每週不一，但與上年比較，確多增加。

表五十六 民國二十四年十月以來每週股票之成交數及其價格指數

週	末	股票成交數量(註五)	股票價格指數(註六)
民國二十四年十月二十六日		二一、〇三五	五六·六二
十一月二日		七七、五四八	五六·八二
九日		一五六、五九七	五七·四八
十六日		八七、九四一	五七·五二
二十三日		六三、四〇九	五七·四〇
三十日		一二四、五八九	五七·五〇
十二月七日		五七、〇二六	五七·四四
十四日		九〇、六三五	五七·二九

二十一日	一三、六一二	五七·二四
二十八日	九、四一〇	五七·〇九
三十一日	一六、八三三	五七·〇四
民國二十五年一月十日	九七·二九一	五七·〇五
十七日	八一、七一九	五七·一七
二十三日	一〇〇、二四六	五七·三八
三十日	五八、〇一二	五七·三八
二月七日	六一、二三九	五七·五一
十四日	一四二、八七二	五七·六三
二十一日	三八一、四九一	五七·六三
二十八日	一三二、九七六	五七·六三
三月六日	六一、三三〇	五七·六三
十三日	二七、九五七	五七·六二
二十一日	八九、一三六	五七·六四
二十八日	七三、三一五	五七·八六
四月三日	五九、八二九	五八·〇一
十日	二〇、一三〇	五七·六八

十六日	六、二四二	五七·六六
二十五日	一〇四、九九六	五七·六三
五月一日	五六、六四二	五七·六〇
八日	一〇、〇六五	五七·五五
十五日	一四、〇九七	五七·五五
二十二日	三〇、〇三六	五八·一七
二十九日	二六、五二一	五八·三五

當十一月底，因政府希望減少政府債券之市場折扣，達到百分之二十的水準起見，大量政府債券，為政府銀行所收買，縱令政治繼續不安，華北騷擾未已，債券價格，頓呈堅挺。但自十二月中旬以後，債市已無人撻拉，行市遂趨下游矣。直至正月末期，謠傳國內公債將加整理，因之出賣甚多，二月，謠傳之整理計劃，已見諸實行，出售尤多，因政府之設施，致市場之情緒，頗不安定，因令市場停做交易二星期。

表五十七 民國二十四年十月以來政府債券按月成交數及其市價指數

年	月	成交數量(單位百萬元)(註七)	債券價格指數(註八)
民國二十四年	十月	五二三·一	九〇·六六
	十一月	八一〇·九	一〇二·八〇

年	月	銀行業票據交換所 (註九)	錢	業 (註一〇)	總數
民國二十五年一月	十二月	四七七一	五四〇·八	一〇六·四四	一〇二·六六
	二月	四〇五·七		八九·九九	八九·九九
	三月	一三三·七		八九·六七	八九·六七
	四月	一二六·七		八九·三三	八九·三三

銀行票據交換額之增加，亦所以反映公債業務之復活，蓋商業與金融業務之交易，多用支票，故票據交換數量之增減，亦足以示商業與金融之實況。交換額之總數，誠然下降，但自匯率穩定以來，標金投機等業已無利可圖，故合法之商業與金融活動，大概仍能支持原狀，殆無可疑。

表五十八 民國二十四年十一月以來上海華商銀行票據按月交換額 (單位百萬元)

年	月	銀行業票據交換所 (註九)	錢	業 (註一〇)	總數
民國二十四年十一月	十二月	四二〇·八	二、〇八七·六	二、五〇八·四	二、四四五·四
	十二月	三九九·五	二、〇四五·九	一、七九五·九	二、二七六·〇
民國二十五年一月	二月	四八〇·一	一、七九·九	一、五一九·二	一、九七三·七
	三月	四四八·二	一、九三五·〇	一、八三七·六	二、二五四·五
	四月	四一六·九			

幣制改革以來之發展經過，業已略作考察，知民衆之信任，似已逐漸恢復，外匯異常穩定，物價回復，國外貿易之入超，亦相隨減少，銀根又復鬆動，商業亦漸呈復活，最不安定之時期，業已告終，吾人不再遭遇極度之緊縮，而重享自由，故新貨幣政策實施以來之初步成效，大體令人快慰者也。

由幣制管理之困難問題的觀點言，試問此種顯著的復興標誌，究能維持若干時日？試問保證獨立與健全之幣制政策，所必需的狀況，究有若干足以完成？此種探問，殊合乎情理。上述幣制實驗成敗所繫之因素與原動力，當不致分析錯誤，幣制改革以來種種有利的變動，實具重大意義者也。

乙 新貨幣制度成敗之關鍵

因概述最近之發展，並預言將來有所憑依，對於推進或阻止吾國幣制完美的管理之各類因素，自當有以討論之。吾人雅不願預測各類尙未完全開展，而又不能全知之事實，尤以當時之境遇，未完全脫離政治的不安，各事變化，未可逆料，吾人願一一列舉與估計正在進行之原動力的近況與性質，或能獲得認識幣制前途之必需的基礎也。

最初，我國幣制之實驗，確有許多有利的效果，民衆對於幣制之擁護，及政府信用之穩固可靠，殊足形成心理上有利的反響，新貨幣制度因得安然實行。誠然，民國二十三年及二十四年初十個月之情況，通常商業，受害殊多，

經澈底之改革，緊縮不已之局面及匯率不穩之情況，得告終止。改革以前工商各業對於幣制改進之步驟，頻加傳述，且大衆亦皆認識，即僅以國內之目的而維持銀本位，吾國整個經濟，仍將受制於變幻莫測之白銀市場，且吾國欲真正復興，幣制管理，必須有自主的權利，今銀本位之維持，無異將此權利剝奪無餘，因之此種改革，殊爲大衆所歡迎，且貨幣膨脹的可能，業已事先防範，故人民確實信任政府之努力與誠意，至爲明顯。

人民之信任，因外國政府之合作而更堅固，當改革實行之時，英國大使頒佈命令，禁止在華英僑以現銀償還債務，尤爲重要，倘有故違，則科以三個月以下，或服勞役，或不服勞役之監禁，或處罰三十鎊以下之罰金，或監禁與罰金並科。外國僑民與機關，本享有治外法權之利益，情況至爲複雜，此次步驟，於現狀裨益良多。此間外國銀行所享受治外法權，特殊利益，及特殊地位，爲無論何種形式之幣制管理之一大障礙，固爲人人所公認者，經英國政府之合作，其後此間各外商銀行又將存銀交出，實與新貨幣政策之施行以莫大之便利，並鼓舞民衆對於幣制之將來，更加信任。

新貨幣制度實行之始，頗稱順利，又多成就，政府亦認爲維持匯率之穩定，非有大量外幣準備不可，十一月與美國財部談判，業已告終，即將五千萬盎斯白銀，以當時銀價每盎斯六角五分出售美國。白銀經此出賣後，我國獲得大量外幣，匯率得以維持穩定。

更有意義者，厥惟繼此處理後，於五月五日，中美結成更較具體之協定，此係中國銀行家與政府代表，以上海

商業儲蓄銀行之陳光甫氏爲領袖與美國財部折衝後之結果協定之內容係由美國向中國中央銀行購買大量白銀，茲姑不論其協定之細則，關於購買之數量與價格，因未曾宣佈，未知多寡，經此白銀之處置，確能增加我國外幣之準備，要無疑義。（註一）

自新貨幣政策實施後，紙幣兌現業已停止。且我國貨幣已完全與白銀脫離固有關係，白銀在幣制之地位，已全變更。幣制管理之完成，多恃外幣之存量，一方面又視一定量白銀在世界市場能獲得外幣之多寡以爲斷，處茲情形之下，保存現銀，專事貨幣之準備，殊不能盡滿人意，蓋白銀漲落之不定，近年來吾人已飽受痛苦，且當需要時，又難於處置。白銀向世界市場不斷的或大量的出售，市場被其騷擾，理想的毫無損失的交易，幾不可能。民國十五年印度黑爾頓委員會（Hilton-Young Commission）之建議所引起的蕭條影響，足以證明此理論之不謬，不容再事爭辯，因此方告締結之協定，一方可以使我國得以處置存銀以換外幣，藉充準備，一方美國政府亦因得完成其購銀法案。

民衆對此次幣制改革時，作有利的反響，人民對政府之信任，堅固不移，外國政府與銀行又能誠摯合作，外幣準備，非常充足，凡此實爲此次新貨幣政策順利及迅速執行之主要原素，除非此種因素爲現在討論的騷擾原動力所抑制，此種有利的影響，必可望其繼續進行，以達健全幣制本位之完成。

他方面言，今日所處地位，仍有許多困難問題存在，瞻視我國幣制之前途，不無疑慮。第一點，國外貿易最近雖

顯有改進，但入超數額，近年依然有三萬萬元之譜，此實爲幣制之嚴重障礙。倘入超存在，則無形輸出，亦無法抵補。是則外匯之需要，永將超過外人需求華幣之數量，匯率首受其緊縮之影響，最後現存外幣之準備，因而減少。國外貿易之變動，爲許多原素所管束，例如政治經濟等，匯率雖甚重要，但處境中並非獨一無二之原素。今日之世界，競貶幣值，競增關稅，欲求我國出口之發展，及入超之改正，必須戰勝許多困難，必須有計劃的發展我國之資源，並澈底改組現有之工業，及除去人爲的障礙，例如運輸之不甚便利，及由內地運貨至海口，或由海口運貨至外洋之出口捐稅等。因之欲使我國國外貿易及物價組織之重新調整，俾恢復必須的平衡，藉使新貨幣制度之進行順利，尚須較長的時間與相當的努力。

預算之不能平衡，似亦隨時有貨幣膨脹之虞，雖政府重視預算之平衡，謂於十八閱月內即能完成，但關於增加收入或減少支出之有效方法，既未具體宣佈，僅國內公債經政府之整理，還本付息，期限延長，每年支出得以略減，不幸軍務費用與債務支出，竟超出國家總支出百分之八十以上，又無伸縮可能，且以政治之不寧，及和平之一再被人威脅，軍備最小限度之維持，實屬必要，軍務費用之減少，殊不可能；抑且內債還本付息所節省之款項，不足抵補因今日政治趨勢所需之軍務支出之增加。此項困難之外，二十四年關稅收入與去年比較，減少幾達二千萬元，兼之華北肆無忌憚之走私，關稅損失尤巨，估計每月須短八百萬元，或每年須短一萬萬元，倘私運不戢，則關稅收入幾乎減少三分之一。（註一二）

因現在政權不一所產生之許多問題，亦至困難，南京政府直接統治下之若干省份，新幣制之施行，本少窒礙，但華北與西南及其他省立銀行，保留發行紙幣權之若干省份，情形迥異，且頗複雜，若干地方，不乏以現銀兌換省行之紙幣，以代三家政府銀行之法幣，尤其在廣東，據報廣東省立銀行爲兌換銀輔幣起見，竟又發行紙幣五千萬元之多，但按諸章制，明載此次銀行不准新發紙幣，似在中央政府管轄權限之外，省立銀行之發行，縱與章制相違，亦可擴張者也。

且發行權與準備，不與最初所擬定者相同，不集中於發行準備管理委員會。且爲顧慮當地之利益計，對日本表示讓步起見，卒在天津、漢口、廣東、濟南及青島各地，分立分會，地域計劃代集中管理之制，未嘗不無利益可言，各省白銀有時交與省立銀行，有時交與準備管理分會，例如山東、山西、廣西等省，曾宣布禁銀出口，準備即集中於分會，亦不可能。將準備全集中於若干機關之下，而各有其政治之領域，並有其各不相同之政策以代替一個中央機關之集中準備。故吾國發行準備，表面上似若集中，實際上管理分散，吾人遭遇此種不幸事件，且將續存若干時日，使吾人不得不在統一之政治原則下，設法救濟，以謀幣制之改革。

除此明顯的困難之外，即爲國內與國外政治糾紛之威脅，與弱點之存在。遠東戰雲瀰漫，短期間不能掃除淨盡，勢必增加向外購買戰爭之材料，國內預備戰事之費用，因亦增加，引起貿易平衡及預算短絀之嚴重反響與暗示，早已形成。戰事發作，即將增發紙幣，及增加財政之負擔，滙率穩定之維持，實不可能。舉凡貿易之逆超，幣制之糾

繼，預算之短絀，政治之不統一，及國外糾紛之威脅，其自身已甚嚴重，但其不利的後果，影響於民衆之信任，尤覺騷擾不堪，倘准其再繼續存在若干時日，而無所改進，甚或益趨惡劣，勢復引起人心之浮動與疑慮，最後對於昔日有功於新政策之堅強的民衆信任，勢必被其侵害，凡此皆非言之過甚也。

此類矛盾之原動力，相互動作，瞻望將來，既不宜過份樂觀，同時亦不能過抱悲觀。此次改革之結果，成敗二方，均屬可能，其成就全恃不利的原素果能除去若干否，有利的影響，果能發展至若干程度否。前途澈底之認識，此章末節，當再討論，但首須注意者，實爲各類不同之原動力與原素之進展與演變，蓋此類因素，實係新貨幣政策成敗之關鍵也。

丙 其他貨幣制度之商榷

當幣制改革之含義，未爲大衆所熟知時，當新貨幣本位之最後成功，尙無極對把握時，自然有一部份人之意見，主張幣制應建立於各類不同基礎之上。最近倫敦銀價已呈下跌，且變動尙不甚大，因之若干人士主張銀本位應即恢復。因銀價下落，足以避免如昔日因銀價上漲所遭遇之種種困難。此類理由，實忽視幣制本位之意義矣，蓋幣制之本位，必須享有相當程度之穩定，並足以輔助與改進工商各業之發展。在銀本位制度之下，匯率之變動，多半不爲我國國際收支平衡之變遷所左右，而爲我國管束範圍之外的許多原動力與原素所統制，結果銀匯之不

時變動，即國內並不需要，亦將強使吾人不時加以調整，數年前吾人受困於銀價不斷的下跌及最近銀價又上漲不已，所遭遇之困難，非不嚴重。以白銀為幣制本位，離吾人之願望，實太遙遠，因白銀之供給，由於某種金屬副產品生產量所決定，白銀之需求，係受政治政策之變化所左右。（註一三）最後新貨幣業已得到大衆普遍的信任，不兌現之紙幣，以當支付之工具，亦已為人人所採納，今重返白銀本位，殊屬錯誤者也。

處現在情況之下，採用無論何種形式之金本位幣制，均非所宜，欲使吾國幣制與黃金相聯繫，除黃金準備及其他專門條款諸問題外，事實上亦殊多困苦。按過去數年來，金價不斷上漲之經驗而論，無異使工商各業，重返緊縮故態。英、美物價變動在金本位未放棄以前，與放棄以後相比較，實行管理幣制之國家，與依然竭力維持金本位之國家相比較，自能顯然證明受漲價的金本位之緊縮的影響為何如？抑尤有進者，世界重要商業國家，相繼貶值，求在世界市場之中，競獲利益，彼維持金本位之國家，竟採用大規模匯率與貿易之統制，金本位經此人為的計劃，故得依然維持，倘吾人亦採金本位幣制，吾人究將執行同樣之統制以保護我國之幣制於黃金基礎之上乎？殊屬可疑。倘以貸款國家如法國者，其金本位之維持，繫乎一種或他種限制方法之能否實行，但一個借款國家如中國者，所需限制方法之執行，不更麻煩與困難乎？金本位進行健全，並能供給一種半自動性的機構，使國與國間收入與物價組織，自相調整，只能在國際間商品與資本之流動，有相當程度之自由時，方克實現。今日之世界，一方被阻於商業之障礙，一方被困於資本移動之禁止，金本位順利進行之基本條件，尙付缺如，在此種情況之下，金本位之

採用，不免引起金融與經濟之困難，最後勢必重蹈如英國一九二五年來所充分表現的放棄金本位之覆轍。何以今日許多國家，均願放棄此制，當若干情況正在恢復之際，何以各國依然疑慮重新採用此制之非是，反對金本位制之理由，實莫過於此矣。按正統派幣制理論家之言，我國貨幣或當與黃金相聯繫，但今日不願國內之需要，竟採此制，至少可以說罔顧近代世界幣制發展之趨勢。倘無貿易與外匯之統制，即金本位之存在，亦不可能，國際自由貿易，實爲金本位之基本條件，今既實行金本位，貿易與外匯又加以嚴密之統制，與理論家所願倡導之本意，顯不一致矣。此種困難問題，一經留意，則知今日吾人採用金本位制之意見，殊可置疑。此種對金本位制之評論，與吾人對金本位制本身之偏見，含義各別，世界幣制之展望，業已改變，此項問題，必須向各方面重加考慮。

至關於我國銀元與若干外幣例如英鎊美金或日元等相聯繫的可能性問題，頗可非議，外幣本身時有變動，過去事實業已昭然若揭，且其變動係反映其國內物價與收入組織之變遷，倘我國貨幣與其中一國貨幣正式聯繫，則我國物價與收入組織，雖非國內所需，亦將被其強迫，重加調整。除此一般的顧慮之外，我國銀元匯率之穩定，必須在金融中心有大量外幣，方足維持。海外存儲大量外幣，倘遇國際發生衝突，殊屬危險，蓋該款既在外人管理之下，支配與扣留之權，操諸外人，試將吾國銀元與日元聯繫，尤爲危險；倘擇美元爲對象，則美元是否不再有其他貶值之舉，未可保證；過去四年來金鎊之管理，已有顯著成功，且中英二國商務與金融關係，亦至密切，我國銀元與英國貨幣聯繫，固所願也，奈倫敦未能供給大量信用借款，最近幣制改革，日人又多阻撓，此計劃果能完滿施行至

若何程度至難逆料

採行各種形式之金本位制，時機尙不成熟，正如恢復銀本位時常須遭遇騷擾與不斷的調整，同不合宜，故管理本位制有時常爲人所倡導。着重國內之安定，而代替匯率之穩定，幣制管理，欲其進行美滿，必須有大宗生產品成本與物價之統計資料，其內容尤須新穎確實，藉此足以指揮幣制及時應取之步驟，執行幣制政策，使其更有效力起見，必須有一種調節的與感覺敏捷的銀行機構，以應管理當局之需要。倘無有用之統計資料，經驗與技術能力，又付缺如，銀行及金融，又常爲政治的原素所影響，幣制之管理，似爲極度危險之嘗試。

兼之關於客觀方面，尙有一極重要的理論問題，藉此足以辨明國內之穩定，抑係貨幣之穩定，抑係貨幣收入或一般商業之穩定？選擇一個特殊的物價指數，或一個特殊的經濟活動指數，藉以具體的表示國內穩定之意見，頗爲困難，例如一九二二年至一九二八年美國躉售物價指數之穩定，將金融市場之固有弱點，及經濟組織之不善管理，多隱匿未見，致以後形成不可避免之反響。經濟與金融活動，非常複雜，又至糾纏，一個簡單指數，決不能充分代表整個情況，且對必需的幣制設施，亦不能作及時與適宜的指導。

以國內安定之情形言，中央幣制統制之技術，成爲更精緻更複雜，對於經濟的及非貨幣的原素，須特加注意，因其與國內之經濟情況，直接有關。卽在金融較進步之國家，幣制當局對於此類問題，仍無滿意之解決，我國金融組織，向不完備，技術能力與經驗，又付缺如，金融與經濟的詳細消息，未能適當搜集與預備，因之爲國內安定起見，

作幣制管理之實驗，困難實多，不無憂慮。

各類貨幣制度，經茲商榷之後，感覺困難多端，世界幣制之展望，正待澄清之際，維持去年十一月吾國所採行之幣制制度，並將必需的金融改革步驟，使之一一實現，殊感必要，幣制之管理方有順利與完美之保證。

丁 新幣制之展望

新貨幣制度，係外匯管理本位制，最初當能維持匯率之穩定，最後能使商業復興，物價恢復。在新貨幣制度之下，白銀之地位與重要性，根本發生變化，此後國內貨幣與信用之供給，不再為存銀數量所限制，且貨幣之匯值，不再由世界市場之銀價所決定。誠然，白銀依然被保留於幣制之中，但其地位，徒具虛名而已，貨幣信用之供給，係隨管理當局者之裁奪而決定，貨幣在國內與國外之價值，大部份由於國際間與國內對貨幣之信任而決定。

故新貨幣制度之將來，完全繫於中央幣制之當局，其最後之結果將隨幣制管理之技術而變動，又由國際與國內的政治力量所決定，尤以國際間的政治關係為重要。將來倘有糾紛，必需設法避免之，且其結果之成就，更賴預算之平衡，與管理健全之政策。

新貨幣制度方告開端，業已相當成功，足以預卜健全的幣制本位，定能逐漸完成。舉凡信任之恢復，物價之復原，商業之復活，金融市況之轉蘇，已一一見諸事實，足證去年十一月所採之行動，極端正當。誠然，因資金之復返，及

貿易入超之減少，國際收支平衡，得以改進，且最近與美國締結白銀協定，使吾國所擱外幣之數量，得以增加，故維持匯率於目前水準之上，尚不甚難。今日之處境，雖尚未完全脫離潛伏的弱點，但熟思金融與經濟的原素，及新政策公布之際，當局允許於短期間內設立中央準備銀行及平衡國家預算，倘政治普遍不安定的局面，得以撤去，則吾國幣制管理之成功，未嘗不可預期也。

最後，必須認定今日貨幣之設施，僅為暫時之性質。大部份當隨國際幣制進展之路程而變更。在今日情況之下，主要各國幣制之實驗，多以其國內自身為目的，且其結果又多不甚可靠。謀幣制與匯率永久的安定，吾人認為國際間大規模的貨幣合作，實較各別進行為有效，過去貨物與資本，多為人為的統制與各類障礙所限制，故求貨幣安定之恢復，國際間貨物與資本之移動，必須有較大之自由，且更需要國際間信任之程度，較今日稍稍提高，國際間不安定的政治糾紛原因，亦須設法撤除。凡此種種，皆為急待解決之問題，中外自有同感，故欲將此項問題達到圓滿之解決，自非經過相當之時間，與國際間有組織的努力不可。

(註一) 國定稅則委員會上海物價月報。

(註二) 同上。

(註三) 中國海關進出口貿易統計月報。

(註四) 上海鑛業月報。

(註五) Supplied by J. P. Bisset & Co.

(註六) Compiled by Swan, Culbertson and Fritz.

(註七) 根據上海華商證券交易所之報告。

(註八) Compiled by Swan, Culbertson and Fritz.

(註九) 上海錢業月報。

(註一〇) 緊縮交換所報告。

(註一一) 自上述協定告終，白銀業已四次運赴美國，總數共達六千四百萬元。據報告有如下述。

日期	運赴美國之白銀價值
五月二十六日	一六,五〇〇,〇〇〇
六月六日	二四,〇〇〇,〇〇〇
六月九日	四,七二五,〇〇〇
六月十日	一九,〇〇〇,〇〇〇
總共	六四,二二五,〇〇〇

(註一二) 自八月一日至四月三十日止，華北運私關稅收入之損失，據海關當局估計共達二五,五〇六,九四六元。North-China Daily News, May 13, 1936.

(註一三) 『同時又將說明者，此次美國白銀實驗，對於全世界實為一個良好教訓，深知白銀之性質，殊不穩定，且受政治之影響，使其價格一有漲落，即能引起幣制恐慌，故一國欲採用或維持一部分或全部之銀本位以前，必須三思而後行。』

“The Silver Situation in China,” a Memorandum Presented to the American Economic Mission in China

by the Chinese Experts' Committee on Monetary Exchange, Investment and Finance, June 10, 1935.
Report of the American Economic Mission to the Far East, N. Y., 1935, Appendix, p. XXIV.

第六章 概述與結論

過去數年來，吾國經過緊縮恐慌之時期，一部份係受銀本位之固有困難，一部份係受世界不景氣之影響。過去十年中，白銀地位，已全變更，其供給受某種金屬生產量之多寡而決定，白銀僅為副產品而已，其需求為政治的妄念所支配，其生產頗少彈性，而其需求又不固定，致銀價變動無定。在此種情況之下，紙幣本位與金本位之世界中，單獨與銀本位相聯繫，所受影響，殊為嚴重，尤以外匯之變動，至為劇烈，使國內物價與收入組織，常須調整。當壓力由外而來，調整之程序，更為困難，現金移動，對於物價變動，缺乏交互影響，物價漲落，對於商業盛衰，又少相關效果。國際收支之情況，需要現金大量移動，因之益甚，國際調整之程序，由是延緩；兼之匯率之劇烈變動，及相隨而來之外匯危機，使輸入短期信用，補救國際收支之暫時虧負為不可能。國際間不平衡情況，無論為何種性質，國內物價與收入組織，須負調整之全部責任，故銀本位實缺乏健全幣制本位之基礎條件，不足以維持對外相當程度之穩定，又不足以保證其價值達相當程度之穩定，銀匯劇烈之變動，及其不時加諸國內經濟組織之種種壓力，及其在國際調整程序中之固有延緩性，皆為銀本位制之根本困難點，使此制之維持，殊不可能。

銀本位制之理論的困難，因吾國最近之經驗，更為明瞭。過去十年中，我國國內經濟，完全受制於二次相隨而

來之經濟的脫節 (Dislocation) 一次係民國十八年後銀價慘跌，經濟向上的調整，民國二十年來，反映銀價高漲，隨之以經濟向下的調整。當向上調整之際，致物價與貨幣收入上漲，經過一度不常有之紛擾，當向下調整時，致物價與收入減少，又遭極度之困難，尤以過去三四十年來，因物價上漲，我國經濟已習以爲常，一旦遇此挫折，其困難爲尤甚。

過去數年來緊縮之恐慌，僅示我國國內經濟調整之結果，第一次爲全世界經濟不景氣之潮流所引起，第二次因銀匯不自然之高漲而發生。二次調整，備嘗痛苦。誠然，在世界不景氣時期之初，我國躉售物價，因銀價下跌，而繼續上漲，但農產物價之低落，與輸出物價之傾跌，在民國十九年已甚顯明，我國經濟，本以農業爲基礎，農業不振，則遲早能影響佔全人口百分之八十以上的農民購買力，間接影響沿海各埠之商業，因沿海各埠商業之盛衰，大部份隨內地各處之是否繁榮而轉變。因物價組織之交互作用，及金融與商業關係之複雜，農產物價下跌，與國內貿易衰落，往往使其傳播之面積，愈趨愈廣。誠然，銀價繼續下跌，一部份世界經濟不景氣之影響，足以由中和，由內地向外展佈之緊縮的原動力，足以稍稍延擱，不幸金本位制爲主要商業國家所放棄，繼之競貶幣值，銀價由是繼續上漲，我國國內物價，立刻爲外來之影響所蹂躪。兼之世界經濟恐慌之潮流，業已侵襲各地，我國經濟之自身，對於幣制本位之漲值，又須重加調整。十九年農產物價，開始下跌，且以我國匯率不自然之漲值，下落愈甚，其嚴重之結果，第一使人超數字激增，第二使出口之原料與農產品減少，農產物價下跌，能影響農產品與工業品之交換

比例，對於農村，殊多不利，以致資金逐漸由內地流向沿海各埠，觀夫白銀不斷輸入上海銀行，及其存款之日漸增加，可以概知。此類進展，含義至爲重大，蓋由是可知失當之安排，早已潛伏於我國農業，其蕭條之影響，日後沿海各岸，均將次第波及，現銀集中都市之結果，若干不健全之金融趨勢，日益滋長，使日後劇烈之調整爲不可免。

自民國二十年末季以來，我國對外匯率，曾有一度異常高漲之時期，時世界主要貨幣，相繼跌價，及後因美國實施購銀政策，又有大量變動，按對外匯率指數表所示，至二十四年十月爲止，四年來外匯指數，幾漲百分之百，因我國國際收支平衡之順利，及向海外購銀之結果，外匯高漲，所以示我國匯率之調整於較高水準之上，但自我國國際收支轉趨逆境，一如民國二十年以來之情況，匯率上漲，一方面惹起收入與物價組織之向下調整，他方面因我國匯率之不穩，緊隨銀價而上漲，使理論平價與實際匯率之距離，日益遙遠，現銀由是外輸，緊縮愈見嚴重，故我國匯率之不自然的及急劇之上漲，對於國內與國際間之影響，殊屬重大。

以外幣計算之輸出與輸入物價，已充分受到世界不景氣之影響，國際間外幣匯值低落，我國匯值高漲，足以證明緊縮之嚴重，尤以輸出物價至二十三年底爲止，四年來下落達百分之三十七·八，彼輸入物價，僅跌百分之十二·五。誠然，輸出與輸入物價二者同告下落，但輸出物價之低落，發現稍早，下跌之程度，又稍大，蓋世界原料與農產物價，下落稍大，此類物品，又爲我國輸出品中之主要項目也。

一部份因輸入與輸出物價變動之不同，一部份因滿洲之失陷，二十年至二十三年中我國輸出價值減少百

分之七八·六，輸入價值減少百分之六八，入超之極對數字雖有顯著改進，但在二十三年，入超數額，仍達五萬萬元，二十四年十個月來，仍有三萬四千萬元。匯率之變動，僅處境中許多原素之一，我國出口貿易性質之幼稚，外國對於我國貨物之需要，比較富有彈性，及海外各國普遍的關稅高築，均係形成今日情況之原因，不自然的提高匯率，最少使世界不景氣之不利影響，愈趨嚴重，並促使我國輸出物價愈跌，此皆不能否認者也。由海關所報告之數字，似足顯示入超數字之遞減，但顧及私運之盛行，及入口貨估價之低微，則知至二十三年止，我國貿易入超，依然有增無已。

我國出口貿易所受不景氣之影響，亦能妨害我國國際之收支平衡。民國二十年前若干年，我國入超數字，爲無形服務輸出如華僑匯款，在華外人之費用等，及外國資本之輸入所抵銷而有餘，結果能使國際收支平衡有盈餘，差額，白銀由是向內流入。當世界經濟不景氣時，無形之收入，即開始下降，因海外經濟不景氣，在華外人費用減少，因南洋羣島一帶橡膠與錫市場衰落，及對華工移民之種種限制，華僑匯款逐漸下降，最後外資之輸入，實際上亦已停止，反映金融之前途，至不安定。主要信用國之盈餘差額減少，外國借款與外國投資，因亦延擱，由此種來源之資金輸入減少，實受世界不景氣之直接影響，兼之中國外匯高漲，匯入中國之款，以華幣計之，亦愈見稀少。

此無形收入項目之減少，與貿易入超之持久，實由於二十年來國際收支平衡之有利的現象至二十一與二十二年遽轉不利之故。迨二十三年至二十四年，國際收支之不利情況爲尤甚。此種進展，對於幣制實有重大含義。

而爲大衆所忽視，以理論言，除非資本項目有貸方差額，收入項目有逆差，最後終必使現銀外輸，以資補償。二十一年來我國白銀輸出多於輸入，適與過去之經驗相反，足以證明形成今日情況之主要原因的我國國際收支平衡業已根本變動。誠然，二十一年至二十二年黃金經過合法之輸出頗多，否則白銀淨輸出之意義，不易爲人充分認識，至二十三年夏白銀大量輸出，遂爲大衆所注目，但表面上一般均歸過於美國白銀政策，多忽視國際收支平衡之逆差，蓋金銀之外輸，必隨此逆差而俱來者也。論者多謂中國之不景氣，乃由美國白銀立法與相隨而來之銀價高漲之惡果，但事實並不如此，美國內地商業衰落，早始於民主黨握政三年以前，倘以吾人方才所示白銀之輸出爲我國國際收支平衡逆轉後不可免之結果，則無寧謂爲美國政策於我有利，因我國白銀在無論何種情形下，必須外輸，因此反可獲得白銀之較高價格。此方面理由，雖屬重要，同時未可遺忘相隨而來之心理的不安，及匯兌市場之投機活躍，因致資金大量逃避，並使國際收支逆轉所引起之種種困難，益臻嚴重。亦不能遺忘銀價不自然及劇烈的上漲，使資金之外輸益甚，美國白銀政策雖非爲我國經濟恐慌之直接原因，惟緊縮之影響，業已開展，其政策之施行，使情況更趨險惡，使理論平價差額益大，使現銀之外流益甚，無可否認。倘我國貨幣匯值在通常之水準上，而現有存銀，又足以應國內金融之急需，則恐慌之壓力，自不致非常劇烈，調整之程序，亦不致過於繁重矣。

白銀之驚人外流，尤以二十三年夏季以來爲甚，銀行準備金之一再減少，一方面致緊縮之變動愈甚，他方面金融組織之安定，更受威脅。國際性商品物價變動，未能一致，現銀外溢，貨幣與信用，至爲緊縮，國內物價受世界經

濟恐慌之影響以致下降，今因貨幣與信用之緊縮而更甚，按主要城市之躉售物價指數於民國二十一年下降百分之五，二十二年與二十三年下降百分之九·四，物價下跌，以致許多營業無利可圖，若干商業機關，又無法經營，宣告停業，比比皆是。各類商品跌價未能一致，性質尤為嚴重，吾人業已發現農產物價較工業物價下跌尤甚，原料物價較製成物價下落尤巨，消費物價較生產物價下降更多，躉售物價較生活費指數下傾更大，各類物價未能平衡發展。蓋反映經濟組織之未能完善，加諸各類經濟集團之壓力，程度不一，自不免產生新的不安成份，使物價之下跌愈甚。

國內物價之變動，對於金融組織緊縮之結果，亦未可忽視。因存銀之下降，及金融恐慌之一再循環，銀行未敢放膽貸款，致銀根益緊，商業與金融各業，驟然衰落。誠然，當恐慌開始之際，銀行業尚未受到不良影響，抑且上海各銀行顯然會享受一度膨脹之時期，存款之激增，及放款常較存款落後，可以概知。信用之膨脹，本繫於商業之繁榮，而今則不然，完全由於內地現銀之流入上海，及外人因希望匯率較優，而延緩其匯款所致。當時上海各銀行雖以內地普遍的不景氣，依然會享有一度短期假的繁榮，信用不規則的膨脹，結果至為嚴重，在通常情形之下，資金多被利用於一定方向之商業，今則不然，多用於其他方向，殊不合於銀行流動性之原則，因此使金融激烈調整，至為困難，但此種調整，又為經濟情況所必須者也。

按應用之統計材料所表示，銀行制度已開始若干重要之變遷，例如資本比例之下降，及後現金比例之減縮，

及一部份信用之凝結，實妨害銀行組織之流動性，當金融恐慌之際，使銀行組織所遭受之困難，更爲嚴重。許多困難，大部份固然由於工商業之不景氣，但若干固有的不穩定的趨向，在銀價下落之數年中，業已逐漸開展，如不動產之過度投資，工業預期可獲之盈利，過份樂觀，致資本擴充太大。凡此種種，使經濟恐慌時所必須的清理程序，不幸而延緩，日後遭遇，更趨嚴重。商業不景氣時期之初，吾人發覺與通常經驗完全相反，信用之不斷膨脹，最初實因內地現銀流入都市所致，其後傾向不動產之買賣，及政府證券之經營，致銀行業務，隨此種市場之是否穩定而轉移。

白銀由內地流向都市，數量頗鉅，足以抵補外溢之數，故當時上海銀行未受若何不利之影響，然以物價之不斷下跌，及國際收支之未能平衡，致銀行業務之調整，爲不可免，倘我國匯率處於常態，則必須之清算，可望不致過劇，對於金融之組織，亦不致有過份之壓迫。不自然及急遽的提高匯率，使世界經濟恐慌之緊縮結果，愈趨嚴重，以致信用的必須調整，步驟過速，範圍過廣。因白銀大量外溢，及銀行準備金一再減少，其後銀行開始減縮信用，催收借款，並拒絕借款轉期，要求增加抵押物品，有時或竟將借款抵押品，在公開市場出賣，銀行信用清理延緩，繼之以掙扎維持，觀拆息之增漲不已，及不顧任何可靠之抵押品，資金依然無處通融，可以概知。

在民國二十二年以前，定期存款，激增不已，一部份反映普遍的不景氣情況，一部份反映投機獲利之機會消失。且定期存款激增之速率，較活期存款爲尤甚，定期放款較活期放款更多，此種趨勢，含義至爲重大，所以示商業

之不振，致一部份信用由是凝滯，工商衰落，直接妨害銀行制度之流動性，一部份銀行爲靈活金融而掙扎維持，結果使緊縮之勢力，益趨濃厚。

信用成本之增漲，觀拆息之高昂可知。在二十三年冬季以前千元日息，竟達七角，遠期匯率，折扣有時竟達年息百分之三十。昔日資金，多用於匯兌與國內債券市場，其時關於新的放款，實際上業已停止，今利率高漲，故許多企業，金融上備感困苦。短期與長期資金之需要，多賴信用之便利，許多工商企業，本已遭物價慘跌之痛苦，今復受信用嚴格之限制，因之多無利益可圖。於此進展之途中，復以金融之極度不安，情況更形複雜，一方面商業成交之減少，商店倒閉與改組數字之增加，他方面標金與外匯及主要商品之交易，發達異常，藉謀意外之利益，或防幣制貶值後可怖的後果。匯兌市場內此種大規模投機活動，資金之一部，由是逃避，因之使大眾對於金融之安定性，未敢信任，使國際收支平衡之逆超，益見增加，銀本位制之維持，愈感困難。

過去數年來緊縮的演進，所以示複雜原動力之正在擴展，倘以不幸之情況，完全歸過於一種特殊的原素，不免視處境過於簡單。關於許多經濟的或其他影響之間，吾人固無意建立一種因果的關係，我國商業最初，大約受世界經濟恐慌之惡果，其壓力在十九年農產物價與輸出物價中，已甚明顯，但其後我國匯率不自然的及激烈的高漲，商業受害尤鉅，時適我國國際收支轉處逆境，匯率又高漲不已，致匯率之理論平價與實際匯價，差額頗巨，白銀由是外輸不已，緊縮之影響，愈演愈烈，此種騷擾與恐慌之原素，在最後時期，因人心浮動，與信用消滅，愈成複雜。

因此，吾人所遭遇者，爲農業之衰落，物價之慘跌，白銀之外溢，及貨幣準備之減縮；其中任何一種，許其繼續存在，已足妨害金融組織之安定，何況此種困難，均同時並作，故自行調節與自由之銀本位制之繼續採用，已不可能。誠然，政府所採許多改進現狀及處置金融恐慌之種種步驟，難免零碎破殘，實施時又多無切實效果，最後結果，終致銀本位之基本特質，破壞無餘。二十三年十月中旬，白銀加徵出口稅，及平衡稅以來，使華幣匯值與海外銀價之固有關係，已完全脫離，正示幣制實驗發展之開端，予吾人以籌備之機會，最後得以放棄歷年沿襲而來之貨幣本位。現銀出口徵稅以後，繼之以現銀之限制，在沿海及國內自由移運，訂有種種章程，其後「紳士協定」訂定，相約不運銀出國，禁銀出口，頗奏奇效。白銀自由移動，係自行節制之銀本位又一特點，最初爲二十三年十月所採用之平衡稅所阻撓，其後因國內運銀，訂有許多規則，「紳士協定」亦相約不運出口，故實際上現銀之輸運，已屬禁止。更有意義者，爲二十四年夏季，因當時華北與廈門偷運盛行，銀行擠兌，用現升水，迫使當地銀行不得不竭力限制紙幣兌現，事實上已成不兌現之紙幣。紙幣兌現停止，雖非經過法律手續，但已不顧吾人爲維持而實行之經久與痛苦的努力，實際上已完全表示銀本位之放棄矣。

國際間現銀自由移運，及無限制之紙幣兌現，均爲銀本位之必具條件，及維持銀本位應有之策略，但今我國貨幣匯值變動，與海外銀價已脫離關係，且已實施有效的禁銀出口，及有效的限制紙幣兌現，自由銀本位根本所具之功效，已逐漸停止，故可謂爲銀本位之廢棄，早在緊急法令正式公布四五閱月以前，去年十一月所採之動作，

僅將二十四年夏季所盛行之實際狀況加以合法的認可而已。

誠然，一方面銀本位之展望，至不安定，又極騷擾，一方面又以市況之緊縮不已，困苦備嘗，故多認為改進現狀，既無有效方法，銀本位之全部廢棄，最後必不可免。去年十一月幣制改革，吾人已論為僅將實際狀況加以合法的正式的承認而已。此實為過去四年來，吾人所遭受之極度緊縮恐慌後，合理的及不可避免的結果。此種動作，政府居然實施，其英勇有足多者。

簡言之，緊急法令之內容，使三家政府銀行之紙幣為法幣現銀國有，三個月內完成，後改為六個月完成，發行之集中管理，及其準備握諸發行準備管理委員會之手，並維持匯率之穩定，此類步驟，大部份係受海外流行的幣制發展所影響，致使吾人在實際上已採用不兌現的管理本位制。其最初用意，係以吾國自身之資力為基礎，藉以維持對外匯率之穩定，非為維持國內之物價有如昔日英、美二國所實行然者。

幣制改革時，民衆擁護之熱烈，實出乎預料，除西南及華北數省，因政治複雜，物價因暫時投機而上漲，及輔幣偶然短絀外，幣制改革，並無過分騷擾，由人民之熱誠擁護，尤以英國政府之懇摯合作論斷，幣制改進之初步，業已完全成功。

雖改革之整個意義的澈底認識，須待諸將來事實之開展，但簡示其對於全國經濟與金融組織之重要意義，決不致大誤，可斷言也，極端不安定之匯率時期，業已告終，繼之以幣制之管理，得以維持匯率之穩定，於當時宣布

時之匯率水準，昔日發行未能統一，紙幣準備，又散置各處，今則發行集中，準備之保管又握諸發行準備管理委員會之手矣。日後且將由中央準備銀行管理，今日之中央銀行，不久即將改組，除廣東、廣西依然以毫洋爲本位幣，記帳均以標準銀元爲單位，業已全國一致，銀輔幣與銅輔幣，對標準貨幣之兌換價格，亦已改訂，並加維持。標準單位之應用，不僅各地一致，且銀銅並重之雙重單位，亦已取消。此次改革，除幣制受其影響外，物價組織，亦同遭變動，處金本位或紙幣本位之世界中，昔日我國幣制，獨與白銀相聯繫，我國物價組織，得以不受外來變動之全部影響，對於世界物價之變動，感覺稍差，反應較少。自外匯管理本位制採行以來，使我國物價組織，大部份受制於外來之物價漲落，尤以我國貨幣匯值保持與主要國家之貨幣相穩定以後，他國內物價變動，我國更易受其影響。最後，再經中央準備銀行與不動產抵押銀行之設立，票據承兌所之組織，及三家政府銀行對商業銀行管理較爲集中，商業銀行之信用數量，不再由每一銀行自身之存銀數量多寡而決定，將隨政府銀行發行之法幣而左右，金融機構之完備，庶乎有賴。

自新貨幣政策實施以來，已七閱月於茲，幣制改革後，國際與國內之影響，大體令人滿意，縱令銀價驟落，繼美、國停止向世界市場購銀之後，及一再受人惡意的干涉與阻撓，而匯率依然得以維持。幣制未改革以前數月來，匯率變動頗烈，今日已甚安定，誠足以助民衆信任之恢復。最後，管理本位制在各地圓滿的施行，出口貿易的復活，及物價之復原，實均賴此信任之恢復也。按應用之統計論斷，我國出口貿易似已被激動，進口貿易亦呈下減，貿易入

超，改進頗多，我國物價，同樣有顯著之增進，尤以農產物價爲甚。經濟恐慌之年份中，各類物價變動，未能平衡，至爲嚴重，今已逐漸改正。民衆信任之恢復，金融安定之維持，金融市況之漸趨鬆動，昔日經營匯兌之資金，可望改變方向，以助工商業之復興，有如產業證券與地產市場交易之增進，及商業倒閉數字之減少所示，可以概知。

以上所述之進步，至爲重要，頗具意義，但健全幣制之若干基本條件，猶待完成。在嚴重威脅情形之下，幾成金融恐慌之時，採取新制，固不能兼顧充分安全之準備，及獲得國際間金融之援助，且幣制管理之許多問題，及將要遇到的種種困難，事前當然亦不能完全認清。健全有效的幣制管理，其成功基於若干基本情況之維持，惜今日尙未完全獲得。第一，國內與國外之政治，須達到相當程度之安定，方可提高與喚起民衆對於貨幣之信任。對於民衆，必須保持國內之安寧與秩序，及避免國際間之種種糾紛，在未來相當長久之時期內，我國財政與國際關係，自當保證不爲國際間對於和平之一再威脅所危害。其次需要者，爲金融機構之完成，及金融統制之集中。中央幣制當局必須強健與獨立，足以抗禦政府不負責任之借款，同時須有充足之能力，利用貼現政策或公開市場政策，對銀錢市場，得按希望而執行管理，並必須鼓勵與計劃向外國實行普遍的長期借款，藉以減少國際收支平衡之壓迫，及增進外幣之資源。最後，廣博與新穎之金融經濟統計，對於適當貨幣政策之宣示，至爲重要，充分與及時之輿論，亦至有效，使民衆得熟知實際之情況，對於時時變動之各類政策，亦得充分瞭解與認識。凡此種種，皆爲幣制管理之特殊情形，與特殊問題，管理當局，不得不加重視，向此方面邁進，新貨幣政策之可能的結果，終必由此而完成。

今日需要許多有組織的堅決的努力，幣制管理之不可缺少的種種條件，得早日完成，中央銀行之改組，成爲獨立之中央準備銀行，亦須切實執行，俾得成爲真正的銀行之銀行。預算情況，頗不令人滿意，支出總數百分之八十以上，用於軍務與債務，且二十四年關稅收入減少，兼之華北走私猖獗，影響尤多。誠然，過去二月間統一公債計劃實施，固足減少內債還本付息之負擔，但因此所引起不利的影響，及於政府信用與大眾信任，迄今未得完全補償，抑且國內政治與國際關係之威脅，使處境更趨困難，此種不健全之發展，倘任其繼續存在，自必妨害大眾信任，而引起資金之逃避，使幣制管理之艱辛工作，更增其嚴重與複雜。今日緊張之關係，與不斷之紛爭，最後或不免兵戎相見，軍務費用之增加，兼之預算原來之虧負，政府終必賴借款以度日，最後難免形成膨脹之後果。

誠然，新貨幣制度之前途，不免爲環境中潛伏之困難所妨害，但視此次改革後有利的結果，尤以大眾信任之逐漸恢復，及貿易入超之減少，最近又與美國訂定白銀協定，我國金融在國際間之地位，頗多改進。倘昔日所宣布的金融改進之程序，尤以中央銀行改組爲獨立的準備銀行，及預算之改革，能澈底實施，並採行種種步驟，增進與保證對內與對外之安定，則健全幣制本位之確立，非不可能也。

表格目錄

- 一 民國二十年至二十四年來倫敦紐約之銀價
- 二 民國二十年至二十四年來上海對外匯率按月指數
- 三 民國二十四年一月至十月倫敦銀價與上海匯率之平價差額
- 四 民國二十四年一月至十月按月對倫敦即期與遠期匯率差額之利率
- 五 民國二十年至二十四年來上海輸入與輸出物價指數
- 六 民國二十年至二十四年來中國輸入與輸出貿易價值之變遷
- 七 民國二十年至二十四年來中國輸入與輸出及入超對輸出比例之價值變遷
- 八 民國十七年至二十四年來中國國際收支平衡估計概略
- 九 民國十七年至二十四年來中國國際收支平衡概況
- 十 民國二十年至二十四年來中國國際收支平衡表內主要項目之變遷
- 十一 民國二十年至二十四年來中國國際收支平衡及金銀之移動

- 十二 民國十六年至二十四年來中國對倫敦紐約匯率與二地銀價之比例
- 十三 民國二十年來中國躉售物價每年百分數之變遷
- 十四 民國二十年至二十四年來上海一般躉售物價與農產物價每年下降之百分數
- 十五 民國十五年至二十二年來農夫收入與支出物價指數
- 十六 民國二十年至二十三年來華北製造與原料躉售物價每年下降百分數
- 十七 民國二十年至二十三年來華北生產與消費物價每年下跌之百分數
- 十八 民國二十年至二十四年來中國躉售物價指數與生活費指數每年變遷之百分數
- 十九 民國十五年至二十年來中國主要銀行存款增加數
- 二十 民國十五年至二十年來中國主要銀行放款貼現及透支之擴展
- 二十一 民國十五年至二十年來中國主要銀行放款總數對於存款總數之比例
- 二十二 民國十八年至二十三年來政府對銀行之借款
- 二十三 民國十六年至二十三年來主要銀行投資證券之數額
- 二十四 民國十年十五年二十年至二十三年銀行資本對其存款比例
- 二十五 民國十年十五年二十年至二十三年銀行現金對其存款比例

- 二十六 民國二十年至二十三年來活期與定期存款百分數分配
- 二十七 民國二十年至二十三年來借款貼現透支之總額及其增加數
- 二十八 民國十九年至二十二年來活期與定期放款百分數分配
- 二十九 民國十八年至二十四年來白銀國內之移動
- 三十 民國二十年至二十四年來上海存銀與紙幣發行額
- 三十一 民國二十年至二十四年來按月平均拆息表
- 三十二 民國十九年至二十二年來上海若干種工業營業消漲指數
- 三十三 民國二十二年至二十四年來上海倒閉或改組之工商業
- 三十四 民國二十三年至二十四年營業倒閉原因之百分數分配
- 三十五 民國二十一年至二十四年來上海證券指數
- 三十六 民國十九年至二十四年來上海證券市場證券按月成交數
- 三十七 民國十九年至二十三年來上海地產成交數
- 三十八 民國二十年至二十三年來上海物品交易指數
- 三十九 民國二十二年至二十四年來上海標金成交數

- 四十 民國二十年至二十四年來中國政府內國公債成交數
- 四十一 民國二十年至二十四年來錢莊每日平均票據交換額
- 四十二 民國二十年至二十三年來票據交換數除去物價趨向及季節變動之修改指數
- 四十三 民國二十三年至二十四年來按月每日平均票據交換額
- 四十四 民國二十四年十月十四日至十一月二日上海對倫敦之外匯標金及其他物品指數
- 四十五 民國十六年至二十三年來中央收入支出及短絀之比較
- 四十六 民國十六年至二十三年來中央主要支出項目之百分數分配
- 四十七 民國十七年至二十四年來中國國際資本之移動除出債務還本
- 四十八 民國二十四年十一月以來對倫敦紐約之每週平均匯率
- 四十九 民國二十四年十月至二十五年四月上海物價指數與生活費指數
- 五十 民國二十四年十月至二十五年三月上海以外各主要城市之躉售物價指數
- 五十一 民國二十四年十月至二十五年四月中國輸入與輸出貨物之價值及其每月變遷之百分數
- 五十二 民國二十四年十一月至二十五年四月按月中國貿易差額
- 五十三 民國二十一年至二十四年來之入超數額