

社會科學叢刊

# 現代幣制論

趙蘭坪著

正中書局印行

社 會 科 學 叢 刊

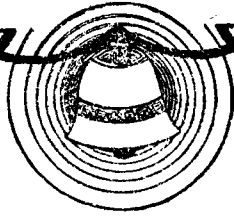
# 現 代 幣 制 論

趙 蘭 坪 著



正 中 書 局 印 行

64-049



版權所有  
翻印必究

中華民國二十五年三月初版

現代幣制論

全一冊 實價銀七角

(外埠酌加寄費)

編著者 趙 蘭 坪

發行人 吳 秉 常

印刷所 正中書局  
南京河北路本局

南京河北路董家巷口  
上海福州路

發行所 正中書局  
南京太平路

( 226 )

## 自序

世界經濟恐慌以來，國際經濟協調，漸形破裂，國家經濟主義，代之而起。於是高築關稅壁壘，減少輸入，貶低貨幣價值，增進輸出。管理匯兌，平衡國際收支。統制貿易，保護國內產業。在此情況之下，各國之幣制，金融，貿易，物價，已非此次世界經濟恐慌以前一般流行之學理原則所能解釋。故如對策之選擇，仍以昔日之學理原則為基礎，則其結果，往往不特不能挽救恐慌於萬一，反有變本加厲之虞。吾國際此空前之經濟困難時期，對於各國經濟之盛衰，所行之挽救方法，以及吾國所受之影響，應行之救治方案，似有探討之必要也。

本集所收論文十五篇，為一二年來對此問題而作。考其內容，一在論究世界若干主要國家，在此數年之間，經濟、金融、幣制、產業之劇變，所行對策之得失，以及對於吾國之影響。二在論證吾國最近經濟金融恐慌之原因，以及將來之趨勢。三在探討各方所主張之對策，並作方案之設計。十五篇中，外交評論發表者七篇，中央時事週報發表者六篇，時事月報與日本評論發表者各一篇。內分中國經濟幣制問題與世界經濟幣制問題二部。各部篇幅之排列，則以發表之先後為序。

然為獲得一貫之理論計，閱讀之順序如次：（一）第十、十一兩篇，論究美國之經濟金融恐慌。此為世界



經濟恐慌之導源。所行對策之得失，亦可供吾國之借鏡。(二)第十二、十三兩篇，論述英美日本等國之貨幣戰爭。此為最近世界各國應付經濟恐慌之比較有效的對策，亦即釀成吾國一般經濟困難之主因。(三)第六、七兩篇，則在論究吾國經濟困難之各種原因。(四)第十四、十五兩篇，一述美國之白銀政策，一論日貨低賤之原因，二者皆是加重吾國所受之經濟壓迫。(五)第五、八、九三篇，吾國經濟困難之癥結既明，更進而論究其對策，及其施行之步驟，並作學理上之商榷。第一、二、三、四篇，則為第五篇之引言與補充。照此順序，雖作單行本觀，亦無不可。不過一國經濟之盛衰，國際經濟關係之變化，因果至為複雜。本集所論各點，皆以經濟因素為主。各種經濟因素之中，尤以重要者為限。掛一漏萬，在所難免。尙祈讀者進而教之。





5 第六篇

今日中國經濟困難之主要癥結

二、病源	……	四三
三、政府之對策	……	四七
四、將來之危機	……	五〇
五、根本救治之道	……	五三
六、施行前之顧慮及其對策	……	五五
七、第一步驟	……	六二
八、第一步驟實行後之推測	……	六五
九、第二步驟	……	六六
一〇、第三步驟	……	七一
一一、本案施行後之結果	……	七五
一二、結論與附錄	……	七八

一、導言	……	八二
二、貿易入超現銀外流是否爲最近吾國經濟困難之主要原因	……	八四

6 第七篇

再論今日中國經濟困難之主要癥結

三、防止現銀外流能否救治目前之困難 …… 九九一

四、平衡貿易能否救治目前之困難 …… 九九二

五、請求美國變更銀政策有何效果 …… 九九六

10

第八篇

我國銀本位不應放棄乎

一、導言 …… 一一五

二、貶低匯價不能增加輸出乎 …… 一一六

三、貿易入超爲現銀外流之唯一原因乎 …… 一一九

四、銀價與物價爲反比例的變動乎 …… 一二一

五、對外匯價可以時加變動乎 …… 一二六

六、馬氏之折衷辦法可以實行乎 …… 一三〇

## // 第九篇 中國金融之危機及其救濟

七、 希望美國改變銀政策能有多效果乎	一三二
八、 結 論	一三三
一、 引 言	一四二
二、 去年輸出大批現銀並非今日金融恐慌之要因	一四三
三、 吾國金融恐慌之根本要因何在	一五〇
四、 現行對策如何	一五三
五、 銀本位制之下切忌膨脹通貨	一五五
六、 推行貼現制度之效果如何	一五六
七、 吾國之金融危機與經濟恐慌	一五九
八、 結 論	一六五

## 世界經濟幣制問題

### I 第十篇 美國經濟恐慌之因果及其對策





七、經濟復興計畫之批評 …… 二〇七

八、擡高金價之觀察 …… 二〇九

### 3 第十二篇 世界貨幣戰爭近況

一、導言 …… 二一一

二、英國 …… 二一四

三、美國 …… 二一八

四、德法日本與貨幣戰爭之前途 …… 二二二

五、吾國所受之影響 …… 二二五

### 4 第十三篇 論第二次世界貨幣戰爭

一、導言——貨幣貶值與匯兌貶價 …… 二二九

二、第二次世界貨幣戰爭之起因 …… 二三三

三、金本位國之作戰方略及其危機 …… 二四二

四、結論 …… 二四四

### 7 第十四篇 美國白銀政策之展望 …… 二四六

第十五篇 日貨何以低廉

一、引言	二五二
二、日匯下落對於日本出口貨之影響	二五五
三、日貨生產費之降低	二六二
四、結論	二六七

# 中國經濟幣制問題

## 第一篇 徵銀出口稅與今後吾國之貨幣政策

——載中央時事週報第三卷第四十二期——

### 一 導言

今春二三月間，作者對於銀價問題，嘗於中央日報發表一文，聲明批准白銀協定，未必可使銀價大漲。然如美國政府更進一步，收買大批白銀，世界銀價，勢必騰貴。對於吾國之影響，其初步現象，即為吾國現銀之外流。流出之原因，即在外國銀價之騰貴，吾國對外匯兌之上升遲，中間發生若干差額。商人輸銀出口，因此可得若干利益。當時主張唯一之對策，即為徵收白銀出口稅。務使輸銀出口之商人，無利可圖。現銀之外流，自可杜絕。至其第二步之現象，則為銀匯上漲，金匯下落，輸入品可以廉價出售，吾國農工等業，大受壓迫。銀價若竟大漲，幼稚之吾國工業，將無立足之餘地。故主採用保護關稅政策。至於貨幣政策，則以現在吾國通貨狀態，尚無利用之可能。惟有迅速準備，以供日後之運用。以上數點，為今春（二十三年）二三月間作者之主張。

## 二 徵銀出口稅之目的

今秋以來，美國實行購銀，以期充實正貨準備中之金三銀一之比。世界銀價，因之逐步上升。吾國外匯，亦隨之而提高。商人牟利而輸出之現銀，約在一萬萬至一萬五千萬元之間。此種不幸之現象，固為作者所預料。惟堪告慰者，即於本月十五日，財部實行徵銀出口稅是。徵稅目的，即在沒收國內外銀價之差額。則以牟利為目的之輸現出口商人，無利可圖。銀之流出，不禁而自絕。此法，作者在半載以前，固已目為防止現銀外流（在短時期內，國外銀貴，國內銀賤，因此而起之現銀外流）之唯一對策。不過此次財部徵銀出口稅令中，有加徵平衡稅之規定。其條文如下：「如倫敦銀價，折合上海匯兌之比價，與中央銀行當日照市核定之匯價，相差之數，除繳納上述出口稅而仍有不足時，應按其不足之數，加徵平衡稅。」此點，固為吾人所贊許者也。蓋自吾國徵收百分之十之銀出口稅後，世界銀價，勢必騰貴更速。國內外銀價之差額，或竟高至百分之十以上。或即根據倫敦銀價，折合上海匯兌之比價，（即將倫敦銀價，乘定數 0.816574，所得之數，即為上海對英匯兌之比價。）較中央銀行掛牌之匯兌市價，相差若在百分之十以上，則除徵收百分之十之出口稅後，再按其剩餘之差額，加徵出口稅。有此規定，將來國內外銀價之差額雖巨，變動雖烈，財部方面，可無另頒部令重定稅率之必要。而以營利為目的之運銀出口，自可杜絕矣。

### 三 徵銀出口稅後之影響

吾國徵銀出口稅後，對於各方面之影響如下：（一）最近世界白銀市場，少一供給者。世界銀價，勢必較前爲貴。且其騰貴程度，將較以前爲速。（二）吾國對外匯兌，可以不再追隨世界銀價之騰貴而上升。至少在相當程度之內，可以脫離世界銀價之束縛。且按吾國對外貿易，向爲入超國家。貿易外收支，亦爲支出多於收入。則其超過額，若購外匯，外匯必高，吾國對外匯兌必低。則於對外貿易方面，可以減少輸入，增進輸出。國內農工等業，亦可少受輸入品之壓迫。是以徵銀出口稅，對於吾國農工等業，實利多於弊。（三）徵銀出口稅後，對於美國方面，利弊各半。弊害方面，則爲美國購銀餘利，勢必因此而減少。蓋按美國白銀之法定價格，雖爲一元二角九分，而於收買之時，則照市價計算。其差額，卽成美國政府之購銀餘利。世界銀價，既因吾國徵銀出口稅，而騰貴更速。則在美國，須出較高之價，以得所需之銀。則其餘利，必然減少。至其利益方面，則因銀價騰貴較速，有銀待售與銀產業者，可得善價而沽。故吾國徵銀出口稅，爲美國白銀派所樂聞也。（四）徵銀出口稅後，國內外銀價之差額更大。私運出口，利益益多。必嚴杜私運，徵銀出口稅之目的，始能充分發揮。否則，一方面徵銀出口稅，防止現銀之外流，而於他方面，則以大利所在，人爭趨之。私運出口，恐將隨內外銀價差額之增加而俱增。則其效果，將等於零。杜絕私運，一方面固屬稅務技術問題，他方面則與吾國金融組織有關。吾國所有現銀，除散在民間者外，尙有二大部分：一爲外



國銀行所有，一爲吾國各地錢莊與私立銀行所有。此種現銀，若令登記封存，固爲法令所不及，且在私立銀行紙幣尙未停兌之時，亦爲事實所不許。故須先將私立發行銀行之現銀，迅行集中，免爲牟利商人密運出口，而期金融之安全。

#### 四 吾國貨幣政策之目標

竊以爲今後吾國貨幣政策，應以左列四項爲目標：

(一) 應付第二次世界貨幣貶值戰爭 第一次世界貨幣戰爭，至美元價值固定於純金一盎斯合美幣三十五元之比，暫告停頓。國際匯兌，暫呈小康局面。而於最近之將來，世界貨幣貶值戰爭，又有再起之可能。其原因如下：德之存金已盡。對外債務利息，雖已一律停付，而其對外貿易，已自出超轉成入超。貿易外之收入，不足以抵付貿易支出。故其國際收支，支出超過收入。最近期內，貿易狀態，若不改善，馬克匯價，必然下落。現雖竭力獎勵輸出，抑制輸入，惟在價值跌至六成以下之英鎊美元二重夾擊之下，德國貨物，是否能在世界市場與英美競爭，已成疑問。若難競爭，惟有更進一步，貶低馬克匯價。馬克下落，首當其衝者，卽爲英國。英爲對德競爭計，恐將再行貶低鎊匯。若是，則美國日本，亦將繼起減低美元價值，貶低日圓匯價。此爲世界貨幣貶值戰爭再起之一因。二、吾國徵銀出口稅後，各國對華匯兌，一致上漲。日本則爲發展對華貿易，實行匯兌傾銷計，已將日圓匯價貶低。今後

吾國匯兌，若再下落，日圓匯價，恐將再行貶低。日圓匯兌，繼續下落，不利於英國之輸出貿易。印度與遠東市場，有被日本完全侵奪之可能。則為抵抗計，惟有再行貶低鎊匯。此亦世界貨幣貶值戰爭再起之一因。三、金本位國集團，雖有成立之說，但此金本位國之中，存金最多者，固為法國。金本位之基礎上最易搖動者，亦為法國。蓋於最近法國對外貿易，轉成入超。短期資本，亦為一大債務國家。故如英美幣值，一旦安定，在法短期資金，將向英美輸送。足以引起法國現金之外流，法國資本之逃避，造成法國金本位之危機。且於金本位國集團之中，若有一國停止金本位制，可使全局崩潰。此亦世界貨幣貶值戰爭再起之一因。

基上三點，最近國際匯兌，雖能暫存小康局面，而其將來貨幣戰爭，未可逆料。在此狀態之下，吾國改革幣制之時，貨幣單位價值，不宜固定，必須具有伸縮性，以便應付未來之世界貨幣戰爭，而免吾國對外匯兌，常處被動地位。

(二)減少貿易入超與保護國內農工等業 減少貿易入超，保護國內農工等業，方法繁多。目下吾國流行之國貨運動，即其例也。然此謂之民衆運動則可，目為國家之產業政策則不可。此外如獎勵產業政策，保護關稅政策，皆能達此目的。不過獎勵產業政策，在政府方面，非有重大犧牲，不能收效。保護關稅政策，則以財政關係，外交關係，一時恐亦難於實現。在此二種對策之外，唯有貨幣政策，運用得宜，亦可增進輸出，減少輸入，並能助長產業之發展。然此貨幣政策，並非歐戰以前，金幣本位制之下，放任自然之自由政策，而由政府嚴密管理之人為政

策。對內，須觀產業之盛衰，物價之漲跌，人民購買能力之大小，決定全國之通貨數量。對外，須視對外貿易之變遷，國際匯兌之漲跌，而定本國對外匯兌之高下。今欲達此目的，國內通貨之數量，必須富於伸縮性。對外匯兌，必須加以管理。

(三)準備未來之太平洋戰爭 太平洋戰爭，或日俄戰爭，一旦發生，吾國能否不至捲入漩渦，固難斷言。假如仍能維持中立，但於吾國金融財政方面，已有極大影響。金融方面，提現兌現之風，恐難倖免。若是，通貨必感不足。正貨準備不甚充足之發行銀行，恐將因此而停兌。財政方面，則為充實國防計，支出必然增加。海上交通，受戰事之影響後，吾國關稅收入，恐將因此而減少。支出增加，收入減少，收支必感不敷。發行公債，則於金融恐慌之時，不特不能應募足額，反予金融界重大壓迫。假如被迫參戰，吾國財政，固將墮入絕境。全國金融，恐將同時崩潰矣。故為未雨綢繆計，今後之幣制政策，必須迅速採用銀行紙幣之單一發行制，並謀現銀之集中，及其存放之安全。

(四)為將來幣制之準備 世界貨幣戰爭，雖有再起之可能。但於將來，必有安定之一日。將來世界各國之本位制度，決非銀本位制，固不待言。亦非歐戰以前之金本位制（作者名之曰金幣本位制），則凡稍有貨幣學識者，皆能預料及之。未來之幣制，可以想像者，大概為金準備制。即以政府或中央銀行為中心，發行政府紙幣或銀行紙幣，而以現金與在外金匯，為兌現準備。凡遇輸現出口，始得兌取現金或金匯。國內通貨，必以紙幣為主，銀幣與賤金屬貨幣為輔。至於匯兌，必取管理制。惟在存金豐富經濟勢力雄厚之國，對外匯兌之限制較寬，而在現

金缺乏經濟狀態不良之國，限制必嚴。

是以預測將來世界幣制之傾向，吾國放棄銀本位制，不失為一賢明之政策。惟其如何放棄，如何準備，如何迎合世界幣制之潮流，則有討論之必要矣。

## 五 今後吾國之貨幣政策

今按吾國致美照會，內有逐漸採用金本位貨幣之意。惟此金本位之內容，及其逐漸採用之步驟，不得而知，故難下一斷語。若據以前財部顧問甘末爾氏之主張，或從一般教科書中之論調，先行金匯本位制，以為過渡，俟存金稍充，再鑄金幣，完成歐戰以前式之金本位制。此種步驟與方式，恐除極端守舊之經濟學者外，現已無人道及。舊式之金匯本位制，試觀印度之經驗，並將印度之經濟狀態與吾國比較後，其難行使於吾國，不言可喻。至於歐戰前之金幣本位制，已成歷史上之遺跡。歐洲金本位國集團之中，於實際上亦無行之者矣。

故據鄙意，今後吾國貨幣政策，第一步在集中發行，集中現銀，整理補助貨幣。第二步，則為放棄銀本位制，暫行紙本位制。第三步，須待各國幣制安定以後，在嚴密管理匯兌之下，行使以生金與金匯為兌現準備之金本位制。茲略述如左：

第一步 在採用多數銀行發行制國家，而欲改行單一發行制，其困難程度，可想而知。故在吾國現狀之下，

若令全國私立銀行紙幣，一律收回，概由中央銀行單獨發行，結果，不特不能收效，且將引起空前之金融恐慌。故爲遷就事實計，須在中央中國交通三行之上，設一金融通貨統制委員會。卽以三行之紙幣爲中心，統一全國之通貨。並以三行之正貨準備爲基礎，集中全國之現銀。至於私立銀行尙未發行紙幣者，以後不得請求發行。已發紙幣者，應以現在各行之發行額，爲最大限度，不得再行增發。但爲集中發行計，對於私立發行銀行之兌現準備條例，必須另加規定。卽其正貨準備之中，除銀元生銀外，得以三行紙幣充之。請求兌現時，私立發行銀行，得給以銀元或三行紙幣。請求兌現者，無選擇之權。若是，既不損害私立發行銀行已得之權利，而能實現現銀之集中。一旦大難臨頭，三行紙幣，停止兌現，一般私立發行銀行紙幣，同爲不兌現紙幣。全國通貨，保持同等之價值。金融幣制，不致陷入極端混亂狀態矣。至於補助貨幣之整理，屬於技術方面者居多，故從略。

第二步 在第一步完成以後，大難雖未臨頭，而世界貨幣貶值戰爭再起。則爲減少輸入，保護農工業計，亦可放棄銀本位制，貶低國幣匯價，以與列強角逐。惟須注意者，卽在實行紙本位後，國內通貨，不宜膨脹。否則物價騰貴，不特貨幣貶值政策，失其效用，人民生計，亦將因此而困苦矣。假如世界貨幣戰爭，並未再起，而爲實行前述之金本位計，亦可放棄銀本位，改行紙本位制，爲其過渡辦法。吾國爲經濟劣勢之國，若行紙本位制，匯兌必然下落，待其下落至相當程度，然後予以安定。匯兌既已安定，再行規定吾國貨幣單位一元，等於純金若干，實行解除金禁。惟須管理匯兌，提高利率，以防現金之外流。

第三步 惟在放棄銀本位後，或準備放棄銀本位時，集中於三行之現銀，必須易成現金與金匯。美國購銀政策，目的純在對內，故必繼續進行。世界銀價，在數年之內，亦必繼續上漲。故如前述之第一步驟，若能於一二年內完成，集中之現銀，可得善價而沽。且按吾國為經濟劣勢之國。若行紙本位制，對外匯兌，必然下落。待其下落至相當程度，然後予以安定。匯兌既已安定，再行規定吾國貨幣單位一元，等於純金若干，實行解除金禁。惟須管理匯兌，提高利率，以防現金之外流。至於吾國貨幣單位價值，似以較低為宜。

以上所述，過於簡單。俟有機會，再當詳論其利害所在，及其運用之方式焉。

二二〇三



## 第二篇 吾國通貨膨脹問題與紙本位制

——載中央時事週報第三卷第四十六期——

### 一 導言

據一般之見解，往往以爲紙本位制，必然膨脹通貨，此種見解，固極錯誤。但亦自有其淵源。例如法國大革命時之不兌現紙幣，美國南北戰爭時之綠背紙幣，莫不發行愈多，價值愈低。歐洲大戰時期，以及戰後數年，德俄等國，皆在紙本位制之下，濫發不兌現紙幣，造成空前之通貨膨脹。通貨單位之價值，亦皆降至極低限度。十年之間，德國馬克之價值，僅有戰前一萬萬分之一。俄國盧布之價值，亦僅有戰前五千萬萬分之一。故在今日，以言紙本位制，莫不談虎變色。以言膨脹通貨，即有市虎杯蛇之感。又有誤解今之貨幣貶值政策，而信膨脹通貨爲唯一救世之良方者。惟在紙本位制之下，始有膨脹通貨之可能，或有膨脹通貨之恐怖。當開徵白銀出口稅時，竟有以爲政府將行膨脹通貨政策。外人之中，亦有以爲吾國恐將減低銀元價值。此種推測，不特不知吾國通貨狀態，以

及紙幣發行情形，且爲毫無貨幣常識之談。本篇所論一從膨脹通貨之原因及其可能性方面，說明吾國在現狀之下，不特無膨脹通貨之必要，且於事實上，亦無膨脹之可能。二、略述紙本位制之意義與類別，以及紙本位制與膨脹通貨之關係。

## 二 膨脹通貨之形態與原因

通貨膨脹之形態，約有下列四種：（一）金屬本位貨幣之膨脹。此爲國際的。例如新大陸發見後，銀產額之增加，歐洲各國之本位貨幣，爲之大增。十九世紀中葉，南非與美國加州，發見大金鑛後，金產增加。金本位國之通貨，爲之激增。若在一國，金屬本位貨幣膨脹，徒然引起現金現銀之外流而已。（二）金屬補助貨幣之膨脹，則其價值下落，但以幣材價值，爲最低限度。例如吾國金屬補助貨幣，鑄造過多，不能按照法定十進位制，與銀本位幣兌換。補助貨幣之面值，因此而降低，不得不照市價行用。惟其市價，必在所含材料價值之上。（三）兌現紙幣之膨脹。兌現紙幣，發行愈多，正貨準備率愈低，足以妨礙兌現之安全，引起現金之外流。世界各國，若遇兌現紙幣膨脹，中央銀行，勢必提高利率。一方面，可以抑制紙幣之增發，收回已發之紙幣。他方面，可以阻止現金之外流，吸收外國之現金。（四）不兌現紙幣之膨脹，則無前述各種通貨膨脹之限制作用。國內現金，既無外流之虞，（一國金屬本位貨幣之膨脹，與兌現紙幣之膨脹，卽有此種危險。）通貨單位價值之下落，亦無一定限度。（金屬補助貨幣膨脹

後，面值雖跌，但有一定限度。惟其結果，足令一般物價，因幣值下落而騰貴。是以今之主張膨脹通貨，反對通貨膨脹者，大概皆指不兌現紙幣之膨脹。蓋對金屬本位貨幣之膨脹，非一國所能行，亦非一國所願爲。兌現紙幣之膨脹，往往爲一時之現象，亦非各國所願行。金屬補助貨幣之膨脹，爲幣制尙未完成時之畸形現象，非國家貨幣政策之目的也。

綜上以觀，可知膨脹通貨，卽用人爲方法，增發不兌現紙幣之意。然其增加發行，一須有增發之原因，二須有增發之可能。先就前者言之。世界各國，濫發不兌現紙幣，造成通貨之膨脹者，莫不源於軍費政費之不足。法國大革命時之 *Assignats* 紙幣，美國南北戰爭時之 *Greenbacks* 紙幣，俄國大革命後，蘇聯政府所發之 *Denechni* 紙幣，皆因財政收支，不敷過鉅，不得不發行大批不兌現紙幣，以應一時之急需。一九二三年底，德國國家銀行紙幣，發行至四萬九千六百五十五萬萬馬克之鉅者，亦以戰後政費不足故也。

### 三 吾國尙無膨脹通貨之原因與可能性

而在吾國則不然。財政收支，已漸平衡。軍費支出，亦未增加。茲據二十三年度吾國財政收支概算而論，臨時收入項下，雖有五千萬元。考其內容，大抵皆爲已成之借款，而無再行起債之必要者。故除非常事變外，收支大致可以適合，不致再有起債之必要。且按最近吾國金融緩慢之現狀，再行銷納二三億元之公債，亦非難事。在此情

形之下，軍政費用，縱有不敷，亦可求之於公債，而無膨脹通貨之必要。故就膨脹通貨之一般原因而論，吾國尙未至此絕境也。

前謂通貨膨脹，應指不兌現紙幣之增發。吾國若上膨脹通貨之途，其先決條件，即爲停止紙幣之兌現。然按吾國，尙行多數銀行發行制。除中央銀行有發行紙幣之特權外，國家性質之中交二行，以及若干私立銀行，皆已獲得紙幣之發行權。故如停止兌現，爲膨脹通貨之準備，則應停止兌現之銀行紙幣，應以何行爲宜。若由中央銀行單獨停止兌現，其他發行銀行則否。則其結果，不兌現紙幣必被折扣行用。而與金屬貨幣以及各行之兌現紙幣，平行於市。反使一國之貨幣制度，更形混亂。不過將北平政府時代，北平中交二行之停兌，以及漢口集中現銀政策之怪劇，重演一次而已。假如中央銀行停兌以後，更進而增發紙幣，膨脹通貨，則其紙幣，對於銀本位幣之折扣亦愈大。即其價值，隨發行額之增加而下落。結果，與通貨尙未膨脹之時相同，對於全國通貨之總值，並未增加。

假如迫令全國公私發行銀行，一律停止兌現。此於事實上，能否辦到，已成一疑問。若難辦到，僅由一部分公私發行銀行停止兌現，尙有一部分照舊兌現，則其結果，較之中央銀行單獨停兌，更爲惡劣。蓋按各行所發紙幣，數量有多寡，信用有高低。停兌以後，各行紙幣價值，未必一致。則對銀本位幣與兌現紙幣之折扣，大小不等。且以發行愈多價值益低，對銀本位幣之折扣亦愈大。膨脹通貨之效果，仍等於零。今如全國發行銀行，竟能一律停止兌現。在此狀態之下，各行不兌現紙幣，能否同價流通？若從前說，恐難同價流通，則其結果，可使全國通貨陷入

極端混亂狀態。若經國家統制能力，使各行紙幣保持等價關係後，同價流通於市，則其弊害，固較不能同價流通者爲少。在此基礎之上，膨脹通貨，似可達到主張膨脹通貨之目的矣。

但於事實上，則不盡然。蓋按歐戰以來，德俄等國之經驗，膨脹通貨，可以概別爲二期。在初行膨脹通貨之時，通貨之膨脹程度，常較通貨價值之降低程度爲大。易言之，通貨價值，雖因通貨膨脹而降低，但其降低程度，不若通貨膨脹程度之速。例如通貨增加一倍，通貨價值，僅低百分之二十。通貨繼續膨脹至相當時期之後，進入第二期。在此時期內，通貨之增加程度，反較通貨價值之降低程度爲小。易言之，通貨價值之降低程度，反較通貨膨脹程度爲速。例如通貨增加一百倍，通貨價值，跌至以前之二十分之一。全國通貨之總值，反較以前爲少，而生通貨不足之現象。此時膨脹通貨，以補財政收入之不足者，財政收支，反感不敷。膨脹通貨，以期提高物價者，國內物價，於表面上，雖已極度騰貴，而於事實上，則反較前爲低。膨脹政策，遂難繼續，而思安定幣值矣。

故遇國家生死存亡關頭，財政狀態，已至絕望之時，爲一時救急計，而作通貨膨脹政策則可。非至此種絕境，世界任何國家，決不冒此絕大危險也。故於吾國，對於通貨膨脹，作杞人之憂者，此乃不知吾國尙無膨脹通貨之原因，且又不明吾國之金融制度，不能行使全國一致之通貨膨脹故也。至於主張膨脹通貨，一因不知吾國之金融組織，尙無行使全部通貨膨脹之可能。二因不知通貨膨脹後之弊害，非至國家生死存亡關頭，決不輕於一試。三則對於最近英美日本等國之貨幣貶值政策，發生錯覺，以爲卽是膨脹通貨政策。（英日二國貨幣之對外價

值，雖已貶低，而其國內通貨，皆未膨脹。美國通貨價值，雖已減去百分之四十強，且有通貨膨脹一倍之企圖。但非不兌現紙幣之增發，而爲十成正貨準備之紙幣之膨脹。故對吾國之經濟恐慌，有亦主張膨脹通貨，以資挽救也。

#### 四 紙本位制與膨脹通貨

惟在完備之紙本位制之下，確有膨脹通貨之可能。作者嘗於上月二十五六日，在本週報發表之「今後吾國之貨幣政策」一文中，主張吾國先行紙本位制，以爲過渡。其理由：一在應付第二次世界大戰；二在應付列強之貨幣戰爭；三在減少貿易輸入，保護國內產業；四爲將來完成金本位制之準備。基此四點，主張迅以中央中國交通三行之紙幣爲中心，統一全國之通貨。並以三行之正貨準備爲基礎，集中全國之現銀。然後停止兌現，行使紙本位制。惟行紙本位制，極易引起一般人之誤會與恐懼。有以爲紙本位制，卽爲濫發不兌現紙幣之代名辭。亦有以爲行使紙本位制，必漸膨脹通貨。且於行使紙本位後，對外匯兌，必然下落。在經濟劣勢之吾國，行使紙本位後，對外匯兌，必然大跌。匯兌下落，必有以爲此乃貨幣價值之降低，物價卽將反比例而騰貴。凡此種種，莫不來自以前貨幣學理之錯誤。故有闡明之必要也。

紙本位制，又可名之曰自由本位制 (Free Standard System) 卽以紙幣爲本位貨幣。本位貨幣，並不與一



定量之貴金屬，保持等價關係。亦即本位貨幣之價值，不受一定量貴金屬之束縛，而有充分自由伸縮之意。然在行使紙本位國，全國本位貨幣，必須保持同等之價值。本位貨幣與各種補助貨幣之間，亦須保持法定比率關係。且在一定目的之下，調節貨幣之供求。具此數種條件，始得謂之紙本位制。是以增發不兌現紙幣，非即行使紙本位制之意。須有一定之制度，一定之系統而後可。吾國內地省分，亦有發行地方性之不兌現紙幣，與兌現紙幣銀本位幣，並行於市者。此種通貨狀態，不得謂之紙本位制。不過紙幣發行尙未集中，貨幣制度尙未完成之時，偶然發生之一種變態而已。

竊按歷來世界各國之紙本位制，可以概別爲二：

(一)有正貨準備之紙本位制 於事實上，法律上，得細別爲甲乙二種。

(甲)本位貨幣，於事實上，雖已脫離一定量貴金屬之束縛，而於法律上，則仍保持等價關係之紙本位制。歐戰以來，至一九二五年五月十二日止，英國之紙本位制，即其例也。在此時期之內，英國政府紙幣與英格蘭銀行紙幣，並未明令停止兌現。且有若干正貨準備，以供兌現之用。本位貨幣（紙幣）之價值，亦於法律上，對於法定純金量，係特等價關係。而於事實上，政府紙幣與銀行紙幣，皆未兌現。本位貨幣之價值，亦在金平價之下，且常自由變動者也。再如一九一七年九月十二日，日本禁金出口，至一九三〇年一月十一日，解除金禁止，在此時期之內，日本所行者，亦爲紙本位制。日本銀行紙幣，雖未完全停止兌現，但其兌現金額，每人僅准一百元，且以離開日本

國境者爲限。故於法律上，日元價值，仍爲純金二分。即與法定純金量，保持等價關係。而於事實上，日元價值，已離法定純金量之束縛，而呈不規則之變化。一九一八年冬，日元價值，嘗至金平價之上。後又降至金平價之下。上述二例，即本位貨幣，於事實上，雖已脫離一定量貴金屬之束縛，而於法律上，則仍保持等價關係之紙本位制是也。

(乙)本位貨幣，於事實上，皆已脫離一定量貴金屬之束縛。價值之大小，不受任何限制，而有充分自由伸縮之紙本位制。例如一九三一年九月二十一日，英國停止金本位後，英鎊價值，在法律上，事實上，皆已不再保持標準金一英兩等於三鎊十七先令十便士半之比。英格蘭銀行之收買價格，亦以生金市價爲標準，不再依照三鎊十七先令九便士之法定價格。故其本位貨幣價值，於事實上，皆已脫離一定量貴金屬之束縛，而成絕對自由之紙本位制矣。

前述二種紙本位制，有爲本位貨幣之價值，在事實上，雖已脫離一定量貴金屬之束縛，而於法律上，則仍保持等價關係者，有爲本位貨幣之價值，在事實上，皆已脫離一定量貴金屬之束縛，不受任何限制者。二者雖有不同，但其發行準備，則皆遵照發行條例之規定。在法定保證準備額外，皆有正貨準備，爲發行紙幣之基礎。非如一般人所想像之紙本位制，可以隨時隨意濫發者，所可比擬也。例如一九三三年七月，英格蘭銀行紙幣之發行額，共有三億七千八百萬鎊。內除法定保證準備發行額二億六千萬鎊外，正貨準備發行額，爲一億一千八百萬鎊。當時英格蘭銀行之正貨準備額，則有一億八千九百萬鎊。故雖增發七千一百萬鎊之紙幣，於法律上，亦

無增加正貨準備之必要。再如一九三四年五月底，日本銀行紙幣之發行額，共有十二億二千一百萬元。內除法定保證準備發行額十億元外，正貨準備發行額，佔二億二千一百萬元。同時日本銀行之正貨準備額，則有四億五千三百萬元。故其紙幣發行額，尙能增加二億三千二百萬元。發行總額，雖至十四億五千三百萬元，亦無納付發行之必要。（保證準備額，若至十億元以上，須得財政部長之許可，並須繳納發行之稅。）此種紙本位制，本位貨幣，雖已脫離一定量貴金屬之束縛，全國通貨之銀行紙幣，則仍按照發行條例之規定，具備正貨準備與保證準備者也。

(二)並無正貨準備或正貨準備極少之紙本位制 即對所發紙幣，並無須有若干正貨準備之規定。或雖有規定，而於事實上，則以存金缺乏，正貨準備，遠在法定比率之下。或竟並無正貨準備。歐戰以來，至金本位成立止，德法俄奧等國之紙本位制，即屬此類。若行此種紙本位制，對於國際收支，必須力求平衡。管理匯兌，統制貿易，皆爲不可或缺之手段。然如國際收支，支出多於收入，則其匯兌，必然暴落，傾於國內，若能防止通貨之膨脹，抑制物價之騰貴。則在輸出貿易方面，亦能獲得匯兌傾銷之效果。國際收支，亦能漸趨平衡也。

上述二種紙本位制之中，第一種之甲類，爲金本位制暫時停止後之變態，仍以迅行恢復金本位制爲目的者也。至於第二種紙本位制，對於發行條例之規定，已置不顧。迫於事實上之需要，不得不繼續增發紙幣。且以發行既多，幣值之降低程度，反較通貨之膨脹程度爲速。全國通貨總值，反較以前爲小。全國通貨，反感不足。通貨更

有增發之必要。猶如治病，愈治而病勢愈增。病勢愈增，不得不加急治療。結果，反使病勢危篤耳。至於第一種之乙類，則較完備。國內通貨，不事膨脹。對外匯兌，因已改行紙本位制而下落。一般物價，雖受匯兌下落之影響，稍稍騰貴。但以貨幣之對內價值，並未下落，故其騰貴極微。則於對外貿易方面，可以促進輸出，抑制輸入。至於本位制度之本身，不特保持相當正貨準備，且皆按照發行條例而運用者也。

總之，紙本位制，與增發不兌現紙幣及膨脹通貨無關。歐戰發生後，德俄等國，因須增發不兌現紙幣，釀成紙本位制。非因行使紙本位制之結果而成通貨膨脹也。增發紙幣，須有增發之原因。膨脹通貨，須有膨脹之條件。歐戰時期，以及戰後數年，參戰各國之紙幣大增，通貨膨脹，此乃源於戰時財政之不足。若在平日，不特無增發之必要，且無膨脹之可能。故就一般而論，若能調節通貨之供求，不受財政上之影響，國際收支，若能平衡，則雖並無正貨準備之紙本位制，亦可通行無阻。惟其對外匯兌，不免時有漲跌耳。若在紙本位制之下，再有相當正貨準備，為匯兌平衡基金之基礎。則其對外匯兌，更可少受巨大之波動。且如匯兌降低，亦可促進輸出貿易，抑制輸入貿易，而使國際收支，漸趨平衡，助長國內產業之發展。惟於國內切忌作不必要之人為的通貨膨脹，以免物價之騰貴耳。

——二十三年十一月十七日書於中央政治學校——

### 第三篇 外商銀行增發紙幣之影響及其對策

#### 一 導言

——載中央時事週報第四卷第九期——

遜清末年，國內通行之銀行紙幣，以外商銀行發行者為主。民國成立以來，本國銀行紙幣，流通漸廣。外商銀行紙幣，遂漸減少。最近全國外商銀行所發紙幣，約在五百萬元左右。上海一埠，約佔二百萬元。較之本國公私銀行所發紙幣之流通數量，微不足道。惟自去秋美國實行購銀政策以來，世界銀價，逐步上升。吾國對外匯兌，雖亦隨之而騰貴，但以世界銀價，折合吾國匯兌比價，較之吾國市場中之實際匯價，前者高而後者低。外商銀行以及投機商人，乃運現銀出口，售諸外國市場，以圖鉅利。因此而輸出之現銀，達一萬五千萬元以上。結果，外商銀行本身，反因銀幣與現銀缺乏，不能應付存戶之提現。故於去年，不得不向吾國銀行，通融一千萬元，以資應付。今春以來，存底更少。吾國公私發行銀行，亦因現銀缺乏，為自身之安全計，不得不限制紙幣流通額，以增正貨準備率，而

期兌現之安全。於是全國通貨漸形緊縮。而在外商銀行方面，所發紙幣，爲數極微，本無減少發行以增正貨準備之必要。惟於支付方面：一、前發紙幣，數額不多，不足以應付存戶之提現；二、銀幣與現銀之存底，則因去秋輸出過多，而感不足，且對存戶提現，亦難悉付銀幣；三、若向吾國銀行拆借，則以吾國銀行界，自願尙且不暇，焉有餘力，以濟他人之急。

外商銀行在上述三種方案之中，第二第三兩種，事實上既難實行。惟有採取第一種方案，增發紙幣，以應存戶之提現。同時提高利息，消極的妨礙存戶提現，限制放款，積極的吸收存款，充實支付準備。銀行提高利息，爲金融恐慌時期世界各國公私銀行普通採用之對策，其目的在求銀行自身之安全。有謂「外商銀行增加利息，以備吸收吾國現銀，實因近來國人覺悟所致。」又謂「在軍閥時代，一部分國人，甚有自願不給利息，而將款存入外商銀行者；今則提高利息，顯然因存戶激滅所致。」此實自欺欺人之談。外商銀行之存款，國人所存者，居其大部分。吾國人士，若已覺悟，「存戶因此而激滅，」則在外商銀行方面，可將現有庫存，應付存戶之提現，而無積極的增發紙幣，消極的提高利息，充實支付準備之必要。惟於事實上，則因存款極鉅，放出之額，又非一時所能收回，外商銀行自身之庫存，又因現銀輸出，而感不足。若向吾國銀行拆借，又因吾國金融恐慌，吾國銀行界，亦有自顧不暇之勢。在此狀態之下，始行增發紙幣，提高利息也。

## 二 對於吾國之影響

外商銀行增發紙幣之結果，對於吾國之經濟、金融、幣制、財政，皆有深刻之影響。影響之大小，須視發行之多寡以爲斷。發行額不多，影響極微。若其發行額，逐漸增加，而達極大數目，則對吾國一般產業金融，以至幣制財政，皆有嚴重深刻之影響。一般產業，須有銀行之援助，目前吾國少數大工商業，雖與外商銀行，仍多往來，仰賴外商銀行之放款。至於新興之小工商業，直接間接，皆賴本國銀行之援助。外商銀行，發行大批紙幣以後，則在吾國大小工商業方面，勢力更大。通商口岸，以至內地農工商業，直接間接，皆有仰賴外商銀行之虞。外商銀行，可以利用放款條件，逐漸操縱吾國之產業。此其一也。

吾國銀行事業勃興，公私銀行增發紙幣以來，全國金融，漸自外商銀行，移入本國銀行之掌握。今如外商銀行，增發大批紙幣流通於市，則將悉反現在狀態。外商銀行，在吾國金融之勢力，又將逐漸膨脹。本國銀行，在全國金融界之地位，勢必逐漸降低。假如外商銀行所發紙幣，數量漸增，流通漸廣，則其結果，不特鉅額存戶，將被吸收；小額存戶，亦有由本國銀行，轉入外商銀行之可能。一國金融，爲全國經濟民生之命脈。全國金融，一入外商銀行之掌握，足制吾國人民於死命。此其二也。

吾國紙幣發行權，現採多數銀行發行制。私立銀行，獲得財政部之許可後，即有發行紙幣之權。此就一國幣

制以及金融組織而論。固非良好之制度。應由中央銀行或至少現存之三大銀行，獨占發行，始能收統一幣制，控制金融之效。然如外商銀行，增發紙幣，吾國私立發行銀行，受其壓迫，所發紙幣之流通，因此而受障礙，流通數量，因此而減少。此即外商銀行紙幣增加，吾國私立銀行紙幣減退，此種現象，更能減低吾國政府或國家銀行統制全國通貨金融之效能。將來吾國通貨政策之實施，以及匯兌政策之推行，皆將受其妨礙，難收全國一致之效。此其三也。

全國金融，若入外商銀行之掌握，或因外商銀行，增發紙幣，在吾國金融界之勢力，因此而膨脹，則遇歲入不足，或因歲出增加，或遇實施經濟建設，而有不得不發行公債庫券之必要時，恐非仰賴外商銀行之推銷承受不為功。且於承平之時，吾國財政，已有依賴外商銀行之危險，若遇非常之變，公債庫券之利息本金，一旦不能按期照付，吾國財政，極易引起外人之干涉。此其四也。

觀此四點，可知外商銀行增發紙幣，對於吾國影響之鉅，則於發行不多之時，即應迅予禁止，防微杜漸，實為當今之要着。不應一味從長計議，迨至發行既多，無法收拾也。禁止方法，或預防方法，可以概別為二，一為治標的對策，二為治本的對策。茲略述如左：

### 三 治標的對策



外商銀行所發紙幣，雖亦代表吾國之銀本位幣，且以銀本位幣與生銀，爲正貨準備，似與吾國之多數銀行發行制，並不抵觸。且其所發紙幣，並非代表外幣，不得目爲外國通貨。故對吾國之貨幣最高權，以及紙幣發行制，並無不合之處。其不同之點，不過發行銀行之資本，屬於本國商人，抑屬國外商人而已。惟就事實而論，外商銀行之資本，遠在本國公私銀行之上。若准外商銀行發行紙幣，則如上面所述對於吾國產業，金融，幣制，財政之前途，皆有深刻不良之影響。故非迅行禁止不可。所謂治標的對策，即採禁止手段。禁止方法，又可略別爲二：

(甲)禁止發行 吾國銀行紙幣，雖採多數銀行發行制。然按私立銀行，若擬發行紙幣，亦須先得財政部之特許。不過吾國私立發行銀行之中，紙幣之發行權，有得自北平政府，與得自國民政府之別。今似宜用財政部令，公佈凡在北平政府時代，取得紙幣發行權，尙未發行者，概行作廢，非得國民政府財政部之特許，不得發行。其已發行者，應在一定時期之內，向國民政府財政部，補請紙幣發行權。財政部認爲合格後，得准其繼續發行。若是一般外商銀行，是否在北平政府時代已得紙幣之發行權，可不置重矣。若未取得發行權而竟貿然發行，則其非法可知。若向財政部聲請追認，當然不予准許。若仍不顧一切，繼續發行，則其非法行爲，更爲顯著。(破壞獨立國家應有之貨幣最高權)。雖於事實上，外商銀行，藉租界爲護符，逃避吾國法令之指揮，吾國政府，雖用財政部令，制止發行，亦必置若罔聞，照舊增發，故以法令禁止外商銀行發行紙幣，其效果恐等於零。惟爲吾國主權計，爲整理幣制計，實屬應有之手續。使外商銀行所發之紙幣，失所依據，至少亦必暴露其經濟侵略，以及破壞吾國貨幣最

高權之事實於世界。

(乙)禁止流通 禁止發行，於事實上，既難收效，應即同時採用有效而又和緩之禁止流通方法。禁止外商銀行紙幣之流通，可分二點：

一、即明令政府稅收機關，以及國營事業，例如一切稅賦，郵政，電局，輪運，以及省市公用事業等，對於未經國民政府財政部許可之銀行紙幣，概行拒絕收受。（所謂未經財政部許可之銀行紙幣，專指外商銀行紙幣而言。本國私立銀行紙幣，大致皆已獲得發行權，未得國民政府財政部之發行權者，亦可請求追認。惟為維持本國金融機關，與外商銀行之情感計，似可不必明白公佈對於外商銀行紙幣，拒絕通用。而可稱之曰，未經財政部許可之銀行紙幣，拒絕收受。）若以命令公佈未經財政部許可之銀行紙幣，拒絕收受，或恐引起人民之誤會，對於一般私立銀行紙幣，發生疑念，則可密令一切稅收機關，以及一切國營省營市營事業，只對於外商銀行紙幣，拒絕收受，亦無不可。

二、即指令或商同吾國銀錢二業，拒絕收解外商銀行紙幣。銀行業對於錢莊商舖以及一般主顧，凡以外商銀行紙幣存放收解者，概行拒絕收受。則凡錢莊，對於商舖煙兌業以及一般主顧，凡以外商銀行紙幣存放解款者，於事實上，亦非拒絕收受不可。而煙兌業與一般商舖，對於人民之用外商銀行紙幣購物或兌換者，勢非拒絕行使不可。若是，則凡持有外商銀行紙幣者，不論其為個人，商舖，煙兌業，銀錢業，除向外商銀行請求兌現外，別無

他法，外商銀行紙幣，即難通行於市矣。

有謂「關於取締外商銀行增發鈔票唯一有效辦法，凡外商銀行鈔票，無論其在民間或華商銀行，隨收隨即向外商銀行兌現。」如果如是，結果恐得其反，隨收則有之，隨即向外商銀行兌現則未必。例如某甲有外商銀行紙幣十元，商鋪與煙兌業，皆可隨時收用，則某甲決不持至外商發行銀行請求兌現，而仍用以購物，或向煙兌店兌換。銀行與錢莊，既可隨時收受，則凡商鋪煙兌店所有之外商銀行紙幣，亦必不至持向發行銀行請求兌換銀本位幣，而仍存解於銀錢業。商鋪煙兌店以及銀錢業，對於外商銀行紙幣，既可隨時收受，則在一般人民方面，對於外商銀行紙幣之使用，不感若何困難。銀錢二業，若竟以此暫應存戶之提現，存戶亦無拒絕收受之必要。（因能通行無阻。）若是，不特不能阻止外商銀行紙幣之增發，反能助長其流通矣。

故其有效辦法，不在隨收隨兌，而在不收請兌。何則？隨收隨兌，各業既能隨時收受，即無隨時請兌之必要。故於事實上，隨收隨兌，必然變成收而不兌。至於作者主張之「不收請兌」，即指來則拒絕收受，有則請求兌現。假如銀錢等業，拒絕收受。則有外商銀行紙幣者，勢非請求兌現不可。若不請求兌現，不能行用，則必拒絕收受矣。

#### 四 治本的對策

治標的對策，僅能消極的暫時防止外商銀行增發紙幣。對於吾國之金融幣制，並無改善之處。且於金融恐

慌時期，尙有相當危險性質在內，故非作根本的改革，不足以期萬全。此卽作者所謂治本的對策是也。然欲確定治本方法，必先明瞭外商銀行增發紙幣提高利息之主要目的，以及吾國金融恐慌之進展程度。最近外商銀行增發紙幣提高利息之主要目的，據一般報紙所載，以及所謂經濟專家之意見，以爲純在吸收吾國現銀。鄙意以爲不然。考其主要目的，則在增加支付準備，應付存戶之提現。提高利息，亦能增加存款，減少貸付，因此而支付準備，亦可相對的增加。結果，銀幣現銀，可以隨之而稍增。但其所增之銀幣現銀，須充正貨準備，以供增發紙幣之用，不至僅圖少許利益，運輸出口，自陷困境也。（徵銀出口稅後，輸銀出口之時，並無利益可得。而在運出國境以後，待世界銀價上漲，再行出售，卽有相當利益可圖。）

故從外商銀行方面着想，亦有困難之處。平日存款既多，目下庫存減少，放出之款，一時不易收回，又難向吾國銀行拆借。若遇存戶提現，卽難應付。惟有一方面提高利息，吸收存款，限制放款。他方面，增發紙幣，暫救目前之急。今如吾國禁止或妨礙外商銀行紙幣之流通，而得相當效果，則在外商銀行方面，處境更艱。紙幣既難增發，惟有再行提高利息，充實支付準備。或竟向國外市場，重行購進現銀。目下外商銀行之利息，雖已提高，仍較吾國銀行爲低。外商銀行之利息，若再提高，更進而收回在華短期債權，則對吾國金融幣制前途，卽有嚴重影響。何則？外商銀行利息，再行提高，更進而收回對於華商之短期債權，吾國銀行之一部分存款，以及其他債務，卽有移歸外商銀行之可能。於是吾國銀行爲債務者，外商銀行爲債權者。外商銀行，可以利用所得之債權，向吾國銀行收取

現幣（紙幣與銀幣）充實外商銀行本身之支付準備。在此情形之下，吾國發行銀行，不得不增發紙幣。正貨準備率，勢必因此而降低。況目前，吾國發行銀行之正貨準備，亦感不足，正向外國市場，收買現銀；其發行紙幣能力，並不強大乎。進一步論，外商銀行或竟以其所有吾國銀行紙幣之一部分，向吾國發行銀行請求兌現。吾國銀行之現銀，即有流入外商銀行之虞。

故如外商銀行，不能增發紙幣，而用全力收回在華短期債權，吸收存款；小之，足為吾國銀行界之重大威脅，大之，足令吾國若干發行銀行，停止兌現。故非預作準備，不足以期吾國金融狀態之安全。準備方法，即去年十月與十一月間，作者在本報一再主張之迅行紙本位制之準備是也。茲再用最簡方法，擇要列舉如下：

一、明令吾國地方發行銀行與私立發行銀行，將中央中交銀行紙幣，列入正貨準備。二、地方發行銀行與私立發行銀行所有正貨準備之中，銀幣與生銀，收歸國家或中央銀行所有，給以較高之代價。（例如紙幣一元二角，易銀本位幣一元。）三、用法令限制地方發行銀行與私立發行銀行每家之紙幣發行額。四、中央中交銀行紙幣，全體一律停止兌現，實行紙本位制。五、中央中交銀行，以一定較高之價，公開無限制收買銀幣與生銀。六、公佈禁銀出口令，嚴禁銀幣生銀出口。七、發行十進位之政府輔幣券，中央中交銀行同時發行亦可。唯由政府發行為宜。八、輔幣券對於本位貨幣，由政府或國家銀行，按照法定比價，負無限兌換之責。九、銅元價格，漲至法定比價時，（即當十銅元一百枚，漲至國幣一元。其他非當十銅元，依此類推。）由政府或國家銀行，按照法定比價，負無限

兌換本位貨幣或輔幣券之責。十、修改中央銀行及中交兩行之兌現準備條例，廢止現行之比例準備制，採用部分準備制（並非實行兌現），以防通貨之膨脹。十一、禁止銀本位幣之通用。十二、在外國市場，出售集中之銀幣與生銀，購進現金或金匯。

施行之結果，可以推測者，對外方面：一、吾國匯兌，不再受英美等國貨幣貶價政策之影響，反比例而騰貴。二、吾國匯兌，不再受世界銀價之影響，正比例而騰貴。三、吾國匯兌下落。四、輸入貿易，以國幣計算，當較以前為多。但其貨物數量，必較以前為少。五、輸出貿易，數量與金額，皆可較前增加。六、現銀不再自動的流出。

至於對內方面：一、吾國匯兌既跌，國內農工商業，可得相當保護而發展。二、外國貨物，在吾國市場之價格騰貴。三、一般物價當較以前稍高。四、愛用外國貨者之生活負擔，特別加重。五、薪俸階級與特利息房租等固定收入者之生活負擔稍增。六、目前金融恐慌之難關，可以安全渡過。七、經濟恐慌之程度，可以減輕，或竟消滅。八、現銀不至流入外商銀行。外商銀行，不至掌握吾國之金融權。九、全國幣制，可以統一。十、將來世界各國貨幣貶值政策進展，與世界銀價繼續騰貴，對於吾國經濟金融之惡影響，可以預先避免。十一、將來世界各國幣值安定後，吾國可按照當時較低之匯價，解除禁止金銀出口令，實行對內用紙，對外用金與金匯之健全之幣制。十二、政府在此改革期間，可得鉅額盈餘。

## 五 結 論

對於外商銀行增發紙幣之治標方法，禁止發行，事實上恐無相當效果，手續上則屬必要。禁止流通，則於一方面，施之於政府之收入機關。他方面，由吾國銀錢二業，拒絕收解。商鋪與煙兌等業，勢必隨之而拒絕使用。市面既通用，則有外商銀行紙幣者，惟有請求兌現，且一律拒絕行用矣。故應採取「不收請兌」方法。但求萬全計，對於現存之幣制金融，惟有迅行統一發行，集中現銀，停止兌現，實行紙本位制，防止通貨膨脹，始可期全國金融經濟之完全。更進而謀經濟產業之復興與發展也。

## 第四篇 評沙遜氏之發行鎊券救濟上海金融計畫

——載中央時事週報第四卷第十二期——

### 一 導言

前日見報載沙遜氏發表救濟上海金融計畫一文，認定「上海所患者，則爲通貨與信用之過少。」欲渡目前難關，而作治標的救濟，應於獲得英鎊借款後，以此爲抵，發行英鎊紙幣（以下簡稱鎊券），與我國之銀本位幣，及以銀本位幣爲兌現之準備銀元紙幣，並行於市。結果，「第一可增多通貨，第二可擴大信用。」全文五六千言，所論各點，雖有一二可取之處。例如對於吾國對外貿易，則謂「中國有若干土貨，銷於國外市場。且有一二種貨物，中國幾享有專利權。……中國非至國內實業完全發展，而在更大程度上成自給國家後，勢必爲輸入國。」再如對於吾國現在所處之地位，則謂「許多他國，現覺削低其幣值，始可經營商業。在此時期，中國繼續營業，所恃之通貨，價值不獨過昂，且有續漲之勢。故以用金國現有之局勢，與中國相較，更爲正確。」以上二點，不失爲卓



越之見解。吾國之理論家與事業家，尙未明白見及者。不過全文亦僅此二點，稍有價值。至其所擬計畫，全爲英鎊國對華輸出商，在華英商及其個人着想。其爲吾國着想，確有相當效力者，僅有一點，卽其結論所謂「最後余覺照余所說之用途，欲覓取英鎊借款，似乎少感困難。不若以前向英國所提出之任何理由，備受困難也。」此卽暗示覓取英鎊借款之條件。其意卽謂若以英鎊借款，爲對外兌換準備，發行英鎊紙幣，以充中國無限法貨，英鎊借款，易爲英國所接受。其見解之卓越，目光之遠大，不失爲一聰明之英國商人。以此爲條件，確能爲吾國闢一覓取英鎊借款之捷徑。惟以在華僑商之地位，對於居留國家之貨幣最高權，而作發行外國通貨之建議，不無遺憾耳。

## 二 對於銀本位問題之批評

對於銀本位制，沙遜氏主張必須予以維持。故云「依余觀之，中國無論如何，必須保持銀本位，而用其各種可能的努力，暫時渡過目前難關。……以待美國白銀政策之變更。」又謂「中國若於此時，取消銀本位，而改用紙幣或支配的通貨，勢將發生可悲的結果，此固人所共知者也。」至其所恃理由，可以概別爲二：一爲中國人民，慣於用銀。如謂「中國人民，不識字者，現仍不少。彼等所熟悉者，僅爲有價值之銀本位。……千百年之習慣，不易消滅。中國鄉民，何時可不復偏重白銀，而準備採用他種幣，則今日尙無人能預言之也。」吾人以爲此點已不能

爲維持銀本位之理由。蓋於最近數年，現銀集中於都市，內地主要通貨，一爲紙幣，（包括國家銀行紙幣，地方銀行紙幣，以及角票銅元票等。）二爲銅幣。至於銀幣，或被儲藏，或入都市，使用銀幣之習慣，反因銀幣缺乏，而被打破。使用紙幣之習慣，則因紙幣充斥，而漸養成。故謂中國大多數人民，有用銀習慣，而須維持銀本位制，在十年以前，尙能持之成理。今則情形已變，不能目爲維持銀本位之理由矣。第二理由，則爲美國白銀政策，遲早必變。故爲中國前途計，不若維持銀本位制，以待美國白銀政策之變更，較爲得策。此點吾人以爲不特不能爲維持銀本位之根據，反能爲放棄銀本位之主要理由。美國白銀政策，遲早必有變更之一日，則凡稍知美國幣制發展之經過者，皆能預料及之。變更以後，經過若干年，是否不再有收買白銀政策出現，無人能預言之。而在最近期內，美國未必放棄白銀政策，沙遜氏亦已言之。然則在此時期之內，美國繼續收買白銀，吾國外匯，必隨銀價之騰貴而上漲。將來美國白銀政策變更，不再收買，或竟出售，吾國外匯，又將隨銀價之下落而暴跌。經過若干年後，美國白銀派議員，若又得勢，再行通過購銀議案，收買白銀，吾國外匯，又將隨銀價之騰貴而上漲。故如維持銀本位制，吾國外匯之漲跌，貿易之消長，產業之盛衰，皆將視美國白銀派議員政權之得失而轉移。以此爲維持銀本位之理由，不知根據何在也。

### 三 上海金融恐慌之病象與病源

至於上海金融恐慌之原因，沙遜氏謂「銀價之昂騰，與相偕而來之金融緊張，已予中國工業以特殊重大之打擊。此在上海，當然尤可顯見。」故其對策，不過「設吾人稍稍擴大通貨與信用，而能緩和上海之緊張空氣，恢復信用，並促成較為鬆動之金融市況。」至其計畫，即以獲得之英鎊借款為抵，發行鎊券，流通於吾國市場，以達其稍稍增大通貨，擴大信用之目的。此實頭痛醫頭，腳痛醫腳之政策也。須知此次上海金融恐慌之表面現象，固為通貨與信用之不足。（一般金融恐慌，皆具此現象。）而其原因，不若沙遜氏所說之簡單。美國購銀，吾國現銀外流，金融緊迫，固為此次金融恐慌之直接原因。而其更重要者，則為一般經濟恐慌之結果。商人進貨以後，無法銷售。工廠造成貨物以後，無法出售。因此週轉不靈，不得不賴金融業之救濟。於是需要通貨之增加，信用之擴大。金融遂呈緊張之象。今如稍增通貨，擴大信用，對於一般產業，予以金融上之援助，緊張之空氣，固能緩和一時。然經濟恐慌，若不減輕，農工產物，仍難獲得善價而沽。則於最近之將來，金融恐慌，必再發生。且其形勢，將更嚴重。蓋在金融業方面，以前貸出之款，既難收回，一般產業界，對於信用之需要，又感迫切，金融緊張之現象，行將再見於一年半載之後也。

故如稍增通貨與信用，暫渡目前之難關，確能見效於一時，究非根本救治之道。其效果，不過打一強心針而已。而沙遜氏所以主張稍稍增加通貨與信用，即能安渡難關，一趨向中國現所遭遇的其他各種聯帶難題之解決者，僅見上海金融恐慌之病象，而未探求其病源故耳。是以吾人以沙為遜氏之救濟方案，不過頭痛醫頭，腳

痛醫腳，敷衍一時之治法也。

此次金融恐慌之主要病源，既在一般的經濟恐慌，則須消除經濟恐慌，至少減輕經濟恐慌之嚴重程度，始能獲得根本之治療。然欲救濟吾國之經濟恐慌，亦非探求其主要病源不可。民國十八年（一九二九年），世界經濟恐慌爆發以後，民國十九二十兩年，世界各國，莫不先後墜入恐慌之深淵。物價之暴跌，貿易之萎縮，爲有史以來國際經濟恐慌所僅見。而在吾國，不特未受影響，一般經濟狀態，反有欣欣向榮之象。此乃銀價暴落，吾國外匯，降低百分之六十，釀成自然的被動的匯兌貶價政策故也。而自民國二十一年（一九三二年）起，一方面，受「一二八」之打擊，金融業者，不得不收縮信用，限制放款，以求自身之安全，他方面，則有英日二國之匯兌貶價政策，皆予吾國產業前途，以重大之打擊。經濟恐慌，由此開始。民國二十三年，美元價值，貶低百分之四十強。世界各國，除少數金本位國外，莫不貶低匯價，自金平價之百分之四十，以至百分之七十。吾國外匯，遂反比例而騰貴。對於若干國家，恢復銀價未跌時之狀態。而對少數國家（例如日本），則竟漲至銀價未跌時之外匯之上。吾國幼稚之輕工業，遂受輸入品之壓迫，難以支持。一部分農產品，亦受廉價輸入品之競爭，不能獲得相當之售價。此爲數年以來，吾國經濟恐慌之一大原因。此種原因，一日不消滅，吾國經濟恐慌，惟有愈演愈烈。金融緊迫之象，亦惟日益嚴重耳。

沙遜氏嘗謂「以實際言，中國輸出貿易，尙未受銀價高起之顯著的不利影響。」其意蓋謂各國貶低匯價，

美國抬高銀價，結果，中國匯價，雖已因此而騰貴，而中國之輸出貿易，未受不利之影響。按之去年吾國之輸出貿易，確有此種現象。而其原因，則在匯價貶低各國之經濟狀態（例如英美日本）已有否極泰來之現象。工業生產指數，皆已較前增加。故對原料之需要，較前爲大。吾國之輸出貿易，因此而未銳減。故其原因，純在外國之經濟復興，而非銀匯上漲對於吾國輸出貿易不致發生不利之影響也。至於輸入品，若以銀幣計算，則其總額，固較以前爲少，若以數量計算，恐較以前爲多。吾國人民之一般購買能力，雖於最近數年，日益減退，而其銷納外貨之數量，恐反較前增加。據此推測，可知吾國產業所受外貨匯兌傾銷之壓迫矣。

由是觀之，可知欲救目前之金融恐慌，須從根本着手。即將吾國外匯價格貶低，消滅經濟恐慌之主要原因。經濟若能復蘇，金融即可安定矣。然欲貶低匯價，除放棄銀本位暫行紙本位外，別無他法。至於借入外資，以此爲抵，增發紙幣，擴大信用，固能敷衍一時，結果，不過將目前之難關，移至一年半載之後，徒使政府與銀行，增加若干負擔與損失耳。

#### 四 發行鎊券之批評

沙遜氏救濟上海金融計畫之中心，即在發行鎊券，暫充吾國一般交換之媒介，償付英鎊國輸入品之代價。而其重大之錯誤與矛盾，亦即在此。茲先就其發行鎊券理由，分別批評於下：（一）「英鎊刻在世界中，爲大多數

所採用。……隸於所謂英鎊團之各國，皆較他國，更爲繁榮。此固人所公認。此點固爲最近數年以來之事實。英鎊團各國之經濟狀態，確較金本位國，更爲繁榮，不能加以否認者也。不過沙遜氏僅知其繁榮之事實，不知其所以繁榮之理由。此即知其然而不知其所以然。須知英鎊團各國之所以繁榮，因其匯價較之金本位集團各國，約低百分之四十。故於國際貿易方面，英鎊團，立於優勢地位。金本位集團，無法與之競爭者也。故其要點，在匯價之貶低與否，而非英鎊之採用與否。沙遜氏所謂「皆較他國，更爲繁榮。」應以金本位國與銀本位之吾國爲限。匯價貶低而未參加英鎊集團者，不能包括在「他國」之內。茲以日本爲例。英匯貶低四成，日匯貶低七成，英貨遂難與日貨競爭。雖在印度市場，英國棉布之銷路，幾被日本棉布所侵奪。最近三年，日本經濟狀態，亦較英國更爲繁榮。觀此二國工業生產指數之增加，即可瞭然。可知欲求經濟繁榮，或減輕經濟恐慌之嚴重程度，不在英鎊集團之參加與否，而在匯價之貶低與否，及其貶低之程度耳。

第二理由，則爲吾國獲得英鎊借款計，當以發行鎊券，最爲有效。所謂「余信英鎊借款，中國當有獲得之機會……如中國準備擔負鎊券印刷之經費，而照余所擬計畫辦理之，則實際上，並無借款之必要。」即其作用所在，亦即獲得英鎊借款之條件而已。所謂「實際上並無借款之必要，」此實欺人之談。欲發鎊券，須先設定匯兌資金。而此資金之獲得，其非借款而何。

至其第三理由，則更將其計畫之用意所在，暴露無遺。沙遜氏云「余知私人在此可覓取英鎊信用。若覓取

他種貨幣之大宗信用，則余知其不易。試舉一證以明之。余雖不能以自由公債或黃金或白銀抵借上海銀元，但余於數日前，能以租界中區之地基，借入英鎊。但余不能在上海現有狀況中，用去此項金鎊。若在余所擬之計畫下，則余當能使用之矣。」觀此申述，可知沙遜氏之救濟上海金融計畫，並不純在救濟上海之金融，而在救濟其自身之金融。蓋自上海金融緊迫以來，外商銀行所遭遇之困難，更甚於華商銀行。放出之款，既非一時所能收回。庫中存底，又因去年輪現出口，而大感缺乏。（現僅五千萬元左右。以前約在二萬萬元以上。）所收存款，又較華商銀行為多，故遇存戶提現，即有無法應付之感。乃有發行紙幣，以資週轉之企圖。在此狀態之下，必然限制放款。以增銀行本身之支付準備。沙遜氏擁有大批地產。欲以地產為抵，獲得資金，在現狀之下，不論中外銀行，皆難應命。（最近吾國之地產商人，有將地產為抵，發行四萬五千萬元流通券，以資週轉，維持地產價格之計畫。其動機與沙遜氏相同。）若向倫敦金融界，抵借英鎊，亦有若干困難：一、倫敦金融界，未必願以上海地產為擔保，貸付資金。二、若能貸付，所索之利息必大。三、沙遜氏以地產為抵，獲得英鎊借款後，必須換成吾國通貨，始能在上海行用。將來償還之時，又須將吾國通貨，換成英鎊。而銀價有高低，鎊匯有變化，故其所冒之危險殊大。

今如以英鎊借款為抵，發行鎊券，則其困難，皆可解決。一、發行鎊券，以充吾國通貨，足以發展英國對華貿易。不特為英國資本案所歡迎，英國政府，亦必樂觀其成。借款之易於成立，自不待言。況有地產為擔保，則更不成問題。二、今以所得之英鎊借款為抵，在滬發行鎊券，流通於市，則於償還之時，可免以吾國通貨，易成英鎊時之匯兌。

上之意外損失。三、獲得之英鎊借款，依然存於倫敦，並不匯至上海，可免匯費之損失。

故如沙遜氏以其地產爲抵，獲得英鎊借款，再以英鎊借款爲抵，發行鎊券，假如竟得吾國政府之同意，而能流通於市，以救上海之金融恐慌，則其慈善慷慨，將爲世界各國所僅見。然如一察其本身之利益，可在倫敦市場，獲得資金，以資週轉，而維地產價格，此爲上海市場所不易得者。其利一。所得之資金，不受本位不同國家之間匯兌上之意外損失。其利二。所得之英鎊借款，並不匯至上海，可免匯費之損失。其利三。以此爲條件，借入英鎊，必爲英國政府與資本家所歡迎。借款利息，因此而可低廉。其利四。然欲達此目的，須得吾國政府與金融界之同意。故以稍稍增加通貨，擴大信用，救濟上海金融爲標的，適應吾國金融產業界之需要，迎合吾國金融業者守舊穩健之心理，而作發行鎊券之建議。

發行鎊券之其他理由，則更滑稽可笑。如謂「吾人苟考慮在滬所購之貨物，與所享之服務，其來自國外者，佔大部分……試以旅館言，其所有一大部筭費用，歸於海外。其所置地毯刀叉等物，須隨時更換。其所備之酒類，須來自外洋……而旅館所有之收入，出自來滬旅行家之囊中者，亦復不少。旅客苟能免除當地匯兌之困難，固其所願……」以上所引證者，爲上海流通鎊券之一種理由。而其滑稽專斷，無出其右。在滬所購之外貨，並不完全來自英鎊國家。來滬之外國旅客，亦不以英鎊國家之人民爲限。若僅發行鎊券，對於其他國家之旅客，支付其他國家輸入品之代價，仍多不便。今如沙遜氏所舉之例，旅館中之酒類，固多來自外洋，但此外國酒類之中，恐以



法國酒居多，似應發行法郎券，以付酒類之代價，較爲便利也。

至於因對外貿易關係，而至發行鎊券，則就去年吾國之對外貿易關係言之，美國占第一位，日本占第二位，英國居第三位。則爲輸入品給價之便利計，至少理應發行美元券，日幣券，英鎊券三種。若以發行美元券，日幣券爲條件，並以地產爲擔保，而向美國日本舉債，余信美元日幣借款，「中國當有獲得之機會」也。

發行鎊券計畫，已爲吾國金融界所反對。且可預料未必爲吾國財政當局所接受。今如退一步論，發行鎊券計畫，竟能見諸實行。則於吾國幣制，有二種本位貨幣，一爲銀本位幣，二爲鎊本位幣，同爲無限法貨，流通於市。而此二種本位貨幣之間，並無法定比價，照每日公定市價，折合行使。此種幣制，可以名之曰銀幣英鎊平行本位制。（並非複本位制，因無法定比價。亦非虛金本位制，因銀幣實價，並不在其面值之下。）吾國幣制之發展，將倒退一百年。（蓋於一百年前，除英國外，歐美各國，大致尙在金銀平行本位制時代。）至於一般經濟生活方面，若有二種價值不同之本位貨幣，以充交換之媒介，則其不便，不言可喻。其他國家之反對，以及英國對華貿易之發展，皆在意料之中。

## 五 結 論

總之，沙遜氏之主張，不失爲一聰明之提案。對於吾國，利用金融緊張，需資孔急之機會，提議稍增通貨與信

用，而作穩健之通貨膨脹，以救目前之危局，而實遺禍於將來。對於英國之製造業者，則為開一發展對華貿易之捷徑。而在提案者自己，則可以地產為擔保，不負任何危險，不出任何費用（匯費與鎊券印刷費）而能獲利之英鎊借款。並因通貨信用之增加，地產價格，不致下落，或竟騰貴，可得善價而沽矣。

——二十四年四月一日書於中央政治學校——

## 第五篇 中國經濟金融財政之根本自救方案

——連載中央時事週報第四卷第十八至二十期——

### 一 病 態

最近吾國一般經濟狀態，有二種危險現象。就一般而論，則爲物價下落，農工產物，不得善價而沽。農民之購買能力，因此而降低。全國農村，陷入破產狀態。通商大埠之輕工業製造品，則受輸入品之壓迫，不得不貶價競售。而仍存貨山積。工商業之資金，因此週轉不靈，不得不賴金融業之援助。地產商人，則以所購地產，無人顧問，地產價格，因此跌落。押款到期，遂難取贖。故其處境之艱難，不亞於其他產業。此種現象，可以謂之經濟恐慌。其範圍，遍及全國。而在全國金融中心之上海，則除經濟恐慌外，又時發生金融緊迫之現象。金融業者，因受一般經濟恐慌之影響，貸出之款，既難如期收回，請求救濟援助之聲，則又相迫而來。而在普通金融業者，支付準備，不得不力求充足。故須限制貸付，以備不時之需。發行銀行，則以正貨準備率降低，亦難擴大信用，貸付鉅款，以免引起紙幣之增發，釀成紙幣之擠兌。故爲自身安全計，對於一般產業，幾有愛莫能助之勢。貨幣資本之需要，遠過於供給。金融

狀態，頓感緊迫。此種現象，可以名之曰金融恐慌。故於最近，吾國一般產業，苟延殘喘於經濟金融二重恐慌之下。

## 二 病 源

金融恐慌，往往引起經濟恐慌。經濟恐慌，往往釀成金融恐慌。而於吾國，經濟金融恐慌，在此聯鎖關係外，又有特殊原因在內。先就經濟恐慌言之。吾國經濟恐慌，始於民國二十一年。物價之下落，對外貿易之銳減，皆自民國二十一年開始。試查物價與貿易統計，即可瞭然。竊以為當時發生經濟恐慌之原因有三：

(一) 英日等國，停止金本位後，匯價下落。(民國二十一年，英匯約跌百分之三十，日匯約跌百分之四十。) 匯價下落國家之輸出品，在吾國市場之售價，遂較以前為低。吾國農產品與輕工業製品，受其壓迫，不得不賤價競售。有因無力競爭，以致存貨山積者。此為當時發生經濟恐慌之主要原因。此種原因，具有持久性，至今不特尚未消滅，且有變本加厲之勢。

(二) 民國二十年長江流域之水災，對外削弱吾國貨物之輸出能力，對內減低受災區域之購買能力。此亦當時發生經濟恐慌之一大原因。但為一時的，並無持久性。

(三) 民國二十一年一二八滬戰之結果，金融界為求自身之安全計，不得不收縮信用，限制貸付。影響所及，全國資金之週轉，較前呆遲。有形無形之通貨，較前減少。物價因此而下落，產業因此而不振。此亦助長當時經

濟恐慌之一因。但亦爲一時的，並無持久性。

以上所述，爲吾國經濟恐慌之遠因。至其近因，亦可大別爲三：

(一) 民國二十三年下半年，美國實行購銀政策。世界銀價，因此而騰貴。吾國對外匯價，隨之而上漲。輸入品之售價更低，吾國農工業所受之壓迫亦更重。且此原因，正在發展之中。對於吾國產業之影響，有日益嚴重之勢。

(二) 各國貨幣貶值政策之普遍化與深刻化。除極少數金本位集團各國外，世界各國，或貶幣值，或抑匯價。對華皆爲匯價之下落。其下落程度，約自百分之四十，至百分之六十五。其反面，卽爲吾國對外匯價之騰貴。吾國農工產物，有競爭性者，不論在國內國外市場，更難與外貨角逐。此爲最近吾國經濟恐慌日益嚴重之一大原因。

(三) 民國二十三年吾國中部之旱災，農產爲之減收。農民之購買能力，因此而益低。然此並非目下經濟恐慌之根本原因。蓋如農產減收，而農產價格騰貴，仍可補償農產減收。農民所受之損失，農民之購買能力，或可不致因此而降低。但於吾國，銀匯高漲，外匯低廉，外國農產物，源源輸入。吾國農業，受其壓迫。產量雖已減收，價格仍未騰貴。(例如今春米價不過十一元左右，而於一二兩月，輸入之洋米，已達一千七百萬元。國產棉花，屯積雖多，外國棉花，則仍源源而來。)農產減收之損失，不能獲得農產價格騰貴之補償。農民之購買能力，勢必因此

而降低。遂成吾國經濟恐慌近因之一。惟其根本原因，仍在外匯之低賤，銀匯之上漲，外國農產物，可以廉價輸入也。

至於最近金恐慌之原因，則有直接間接之別：

(一) 直接原因，即爲去秋現銀之外流。計於去年一年之內，輸出之生銀與銀幣，共值二萬五千九百九十萬元。私運出口者，尚不在內。估計約在二千萬元左右。輸出之現銀，外商銀行所有者，居其大部分。大批現銀流出之結果：一、流通於市之銀幣減少。二、吾國發行銀行之紙幣發行能力削弱。三、外商銀行與吾國金融界，對於一般產業之放款能力降低。四、金融緊迫，利率高昂。

(二) 間接原因，即爲經濟恐慌之結果。本國農產物與輕工業製造品，在國內市場，受廉價輸入品之壓迫，與一般購買能力之降低，不得善價而沽，以致存貨山積。商人所進中外貨物，亦因一般購買能力低落，不易迅速脫售，抵押通融之資金，遂難如期償還。輸出品中，有競爭性者，例如生絲、綢緞、紗花、棉布等物，因受貨幣貶值銀價騰貴之影響，輸出總額，莫不銳減。以此爲業者，在國內所做押款，以及通融之資金，即難如期償還。故就全體而論，經濟恐慌之結果，一般產業向金融界通融抵押之資金，不易償還，且須再求援助。此亦最近吾國金融恐慌間接而更重要深刻之原因也。

以上所述，爲吾國經濟金融恐慌之要因。茲爲便於明瞭計，列表如左：

### 吾國經濟恐慌

#### 遠因

民國二十一年，英日等國，開始貶低匯價。吾國銀匯，反比例而上漲。（對於幣值匯價貶低之國為限）

民國二十年長江流域之水災。

民國二十一年一二八滬戰之影響，吾國金融業，收縮信用。

民國二十三年，各國貶低幣值抑低匯價政策之普遍化與深刻化。吾國銀匯更高。（對於幣值匯價貶低之國為限）

民國二十三年夏，吾國中部之旱災。（此非經濟恐慌之根本原因）

民國二十三年秋，美國購銀，銀價騰貴。吾國銀匯上漲。（對於世界各國）

#### 近因

民國二十三年，大批現銀之外流。流出原因，為世界銀價折合上海匯兌比價，於上海實際匯價。

### 吾國金融恐慌

直接原因——經濟恐慌之結果，貨幣資本凍結。

間接原因——經濟恐慌之結果，貨幣資本凍結。

今觀上表，經濟恐慌遠因之中，民國二十年之水災，與一二八滬戰後信用之收縮，對於目前經濟恐慌之影響，已極微弱，可不置論。英日等國之貶低匯價政策，則更普遍而深刻，已成經濟恐慌之近因。至於近因之中，去秋之旱災，不能目為最近經濟恐慌之根本原因。世界銀價之騰貴，各國對華匯價之降低，則予吾國一般產業，重大

之打擊。且此因素正在繼續發展之中。故如綜合言之，吾國經濟恐慌之主要原因，至今尙未消滅，或竟變本加厲者，有二：一爲世界各國幣值匯價之貶低。（此卽一般所謂貨幣貶值政策是也。）民國二十一年開始，民國二十三年，普遍深刻化。現呈停頓狀態。二爲世界銀價之騰貴。去秋以後，世界銀價開始騰貴。但其騰貴程度，比較緩和。今春以來，騰貴較速。最近之將來，或更變本加厲也。

或有以爲去秋現銀之外流，爲貿易入超之結果。此實大誤。民國十九年，貿易入超六四六、四三二千元，現銀進口淨額一〇四、三九五千元。二十年，貿易入超八一六、四一三千元，現銀進口淨額七〇、八〇三千元。可知當時對外貿易，雖有鉅額入超，現銀反有大批進口。又有以爲吾國之經濟金融恐慌，爲鉅額貿易入超必然之結果。此說亦與事實相反。吾國對外貿易，歷年皆有鉅額入超，並無嚴重如今日之恐慌。民國十九二十年，每年貿易入超額，皆在七萬萬元左右，全國經濟狀態，反有欣欣向榮之象。試查當時吾國物價統計，貿易統計，再與同時各國之物價貿易統計比較，即可瞭然。更有以爲吾國之經濟恐慌，直接受世界經濟恐慌之影響。此說亦不盡然。須知世界經濟恐慌，始於民國十八年，至民國二十一年，漸有轉機。吾國之經濟恐慌，恰於是年開始也。

### 三 政府之對策

吾國政府之對策，可分已行，現行，將行三種，略述其梗概，推測其效果於後：



(甲) 已行之對策 卽爲去年十月十五日之徵銀出口稅。其目的，卽在沒收國外銀價，與吾國實際匯價之差額，以防藉此漁利，運現出口。徵銀出口稅後，私運出口，固難完全杜絕，而以牟利爲目的，公運銀出口者，幾告絕跡。至其效果，直接，防止現銀之繼續外流，以免釀成金融緊迫，引起金融恐慌。間接，預防通貨收縮，以免物價下落，加重經濟恐慌。此爲去秋現銀外流時期之良好對策，而爲去春正二月間，作者所主張者也。惜於二萬五千萬元現銀流出以後，始見實施，不無有採用稍遲之憾耳。

(乙) 現行之對策 卽爲上海工商業之救濟方案。其步驟有二：第一步，發行金融公債，增加中央中交三行之國家資本。結果，一方面，增高三行之信用與放款能力，他方面，擴大政府對於中交二行之統制能力，而作救濟工商之準備。第二步，命令中央中交三行，放款二千萬元，救濟上海工商業。此爲經濟恐慌之治標政策，增強工商業之支持能力。預料實行以後，在短期間內，確能獲得相當效果。但其根本原因，並未消滅。故非治本之道。謂之一時救急則可，謂之根本救治則不可。惟於現狀之下，竟能貸付二千萬元，救濟工商，亦屬難能可貴者矣。

(丙) 將行之對策 一爲裁撤轉口稅，二爲減免出口稅。轉口稅，民國二十二年，約收一千八百萬元，財部準備完全裁撤，另籌抵補。出口稅，民國二十二年，約收二千三百萬元，財部準備減免若干。此種對策，可以助長輸出貿易之發展，使利國產貨物之推銷。故爲治本方法，而能垂久者。惟於銀匯高漲之下，收效恐不宏大耳。綜觀上述三種對策，在相當範圍以內，皆能應付當前之困難。第一種，徵銀出口稅，收效迅速。(私運者例外。) 第二種，救

濟工商，可以暫渡目前之難關。惜非根本救治之道。故其效果，不能持久。第三種，雖屬治本辦法，但其效果不大。故如僅恃以上三種對策，應付目前之經濟金融恐慌，則於最近之將來，吾國經濟金融財政上之危機，仍難避免也。

在上述三種對策之外，正在設法進行中者，尚有二種：

(丁) 抗議美國之購銀政策。請求美國停止購銀，緩和購銀程序，以免吾國經濟金融之總崩潰。然按美國購銀，爲已定之國策，決不因吾一紙抗議，而置銀鑛業者之利益與白銀派議員在國會中之勢力於不顧。況如銀價騰貴，銀匯高漲，有利於對華輸出乎。美國政府，決不忽視本國之利益，變更已定之國策，而爲吾國着想。最近吾國一再抗議，而美國續提高購銀官價，卽其明證。

(戊) 商借外資，亦在進行之中。惟於現狀之下，非予外人以有利條件，不易獲得鉅額借款。若是，則與吾國主權有損。且其用途，大有討論之價值。一、若謂彌補國家歲收之不足，則開國府成立以來之惡例。賢明之當局，諒必不致出此下策。二、若謂用以安定匯兌，則於銀價高漲之現狀之下，吾國所患者，爲銀匯之上漲，而非銀匯之下落。借入外資，維持匯兌，用之於匯價下落之時，防止其下落則可用之於匯價上漲之時，防止其上漲則不可。三、若謂用以充實政府與國家銀行之資力，以便增加通貨，救濟工商。然按經濟恐慌之根本原因，既未消除，則雖予以救濟，不過暫救一時之急難。一年半載之後，仍須請求救濟。結果，徒增國家之負擔，無補於實際。四、若謂用之於經濟建設，例如興建土木工程，則對目前之恐慌，不無些微效果。耕種棉麥，則可減少貿易入超。惟其效果，在將來不

在現在。經濟建設，固與吾國有利，而為吾人所贊同。不過對於目前之恐慌，不能立予挽救耳。

有利條件之下，借入外資，固為一般所樂聞。惟其使用，似以留待將來為宜。作者所主張之根本自救方案，若能見諸實施，則於放棄銀本位後，吾國對外匯價，必然下落。待其下落至相當程度，即可利用所借外資，予以安定。是以外資若能借得，則於借得以後，仍宜存於外國，以免匯兌上之損失，而使將來紙本位制之下，安定對外匯價。總之，當今對策，須以自救為前提。力能自救，始易獲得別國之援助。若僅訴諸外國之同情心，請求外國之援助，則在昔日，尚難獲得實效，況於國家經濟主義瀰漫全球之今日乎。

#### 四 將來之危機

在現行對策之下，不能防止銀匯之上漲。數年以來，吾國銀匯上漲之原因，一在各國貨幣貶值政策之推行，二在世界銀價之騰貴。前者雖呈停頓狀態，後者則在繼續發展之中。美國購銀政策，在若干年內，決不放棄。世界銀價之上漲，至少非至每盎司值美金一元二角九分，決不停止。美國購銀官價，本定六角四分五。而於今年四月十日，提高至七角一分。二十四日，又自七角一分，提高至七角七分五釐七。實際市價，已達美金七角。中美匯價，美金一元，已在國幣二元五角以下。假如白銀市價，貴至美金一元二角九，即較現在之七角市價，騰貴百分之八十四。吾國對外匯價，理應隨之上漲百分之八十四。中美匯價，美金一元，將值國幣一元三角五分。（惟於事實上，吾

國對外匯價，因受銀出口稅，與國際收支之影響，未必與銀價同一比例而騰貴。然就已往之趨勢觀察，銀價若至一元二角九分，美金一元，必然降至國幣二元以下。對於其他國家之匯價，可以據此類推。屆時吾國一般產業財政金融所受之影響，大概可以推測估計如左。

(甲) 一般產業之危機 其現象可以概別為二：一、國內貿易，工業製造品，將被輸入品所獨佔。本國輕工業，勢將全部崩潰。外國廉價之農產物，更易輸入。(今春正月二月，米價不過十一元左右，輸入之洋米，已達一千七百萬元。吾國銀匯，若再騰貴百分之七十至八十，米價雖在六元左右，洋米亦能運輸進口，以與本國米競爭。) 本國農產價格，將更低落。農民之購買能力，必更低微。農村破產，決難避免。二、輸出品中，較有競爭性者，例如生絲，綢緞，紗花，棉布，茶，蛋等之輸出額，勢必銳減，或竟幾呈停頓狀態。結果，不特足以影響吾國之國際收支，對於國內經濟界之影響，將更嚴重而深刻。

(乙) 財政上之危機 吾國關稅，現按金單位行市，換成國幣。最近每一金單位，約在國幣一元六角五分左右。(四月二十四日，中央銀行掛牌，海關金單位，一元六角七分七。) 假如銀價漲至美金一元二角九分，吾國銀匯，再行騰貴。金單位一枚，恐將僅值國幣一元左右。合成國幣後，關稅收入，恐將減去十分之四。(償還外債部分，不受銀價騰貴之影響，故可扣除。) 餘如統稅印花稅等，亦將因經濟恐慌嚴重，收入為之銳減。則照預算，經常歲入之不足額，至少當在一萬五千萬元左右。際此民窮財盡之秋，非另闢財源所能抵補者矣。

(丙)金融上之危機 銀價暴騰後，吾國金融上之危機，可分三點觀察：一、銀價愈貴，銀匯益高，吾國經濟恐慌，益臻嚴重，金融必更緊張。二、所發公債庫券，大抵皆以關稅統稅為擔保，本利之償付，亦皆取給於是。稅收短少，直接足以影響公債庫券之信用，間接足以影響全國之金融。三、現銀之私運出口，徵銀出口稅後，現銀輸出與否，須分公運與私運二點觀察。公運，即指中外商行報關納稅運銀出口而言。徵銀稅後，吾國銀匯之理論平價，（倫敦銀價，折合上海匯兌之比價，）與上海實際匯價之差額，須歸國有。故無以此為利，再行運銀出口。然如世界銀價之騰貴程度，迅速而明顯，（猶如今年四月以來，銀價暴騰之趨勢，迅速而明顯，）現銀仍有公開輸出之可能。蓋於輸出之時，繳納銀稅，固已無利可圖。但如輸出以後，經過若干時日，銀價又貴，再行出售，即可獲得若干利益。例如四月八日，倫敦銀價二十八便士，四月二十五日，漲至三十五便士。則於四月八日，繳納銀稅，運銀出口，待至四月二十五日出售，每盎斯，即可盈餘八便士。此為理論上現銀仍能公開輸出之原因也。不過最近上海外商銀行所有之現銀，僅在五千萬元左右。外商銀行，為充實支付準備，力求自身之安全計，不致再如去秋之大批運輸出口。上海本國發行銀行所有之現銀，約在二萬四千萬元左右。此為所發紙幣之正貨準備，決不至不顧利害，運輸出口。故從實際觀察，世界銀價之騰貴，雖極明顯而迅速，中外銀行，為自身之利害與安全計，決不再行輸出大批現銀。

至於私運，則有不然。世界銀價愈貴，吾國實際匯價，隨之上騰。不過前者較速，後者較遲。故此二者之差額亦

愈大。例如今年四月二十五日，倫敦銀價三十五便士，折合上海匯兌比價，爲二先令八便士五八。同日上海實際匯價，爲一先令八便士。二者相差八便士五八，相差率，爲百分之四二·五〇。此卽銀本位幣一元，私運出口，可盈四角二分五釐。（一切私運費用，當然不在內。）是以銀價愈高，差額益大，私運出口者亦愈多，國內現銀卽愈少。全國通貨，更感不足，金融更見緊張矣。

## 五 根本救治之道

吾國目前困難，既在對外匯價之高漲。匯價之高漲，一在世界各國之貨幣貶價，二在世界銀價之暴騰。故其根本救治方法，唯有貶低匯價。然欲貶低匯價，唯有放棄銀本位制。今之徵銀出口稅，亦能使吾國實際匯價，在若干程度以內，脫離世界銀價之束縛。例如最近數日，吾國實際匯銀，與世界銀價，相差幾達百分之四十。（四月十日以前，相差約在百分之二十左右。）考其原因：第一，固在徵銀出口稅。第二，則在吾國國際收支入超。（卽支出多於收入。）第三，更爲重要者，卽在世界銀價，騰貴過速，吾國匯價，追隨較緩。故如銀價之騰貴，告一段落，吾國實際匯價，必漸上升。二者之差額，至多當在百分之三十左右。是以徵銀出口稅，不能使吾國匯價完全脫離銀價之束縛，僅能使吾國匯價，在銀價之下，保持相當比例關係。故欲貶低匯價，唯有禁銀出口，停止兌現，暫行紙本位制，始能完全排脫銀價之束縛。加以國際收支入超，吾國匯價，必然下落。

今之金本位集團各國，受貨幣貶值國家之壓迫，一般經濟狀態，日益惡劣。而在貨幣貶值國家，一般經濟狀態，反有向榮之象。試將法比等國之物價指數，生產指數，貿易統計，失業統計等，以與英美日本相比較，即可瞭然。是以今之金本位國，究難維持較高之幣值。今年三月底，比國不得不將貨幣價值，貶低百分之二十八，即其明證。然按金本位集團各國，僅受外國貨幣貶值一種壓迫，已有不能支持之勢。而在吾國，則除外國貨幣貶值之壓迫外，又有銀價高漲之壓迫。二者皆使吾國匯價，反比例而騰貴。吾國處此二重壓迫之下，所受之困難，更甚於今之金本位國。而仍維持銀本位制。結果，非至一般產業全部崩潰不止。處此危狀之下，唯有斷然放棄銀本位制。待對外匯價，下落到相當標準，予以安定，始能挽此危局，而圖根本救治也。

更就吾國本位制度而論，亦有二種落伍之處。各國國際收支決算，皆已用金。對外匯價，將來亦必完全以金為標準。而吾國則仍沿用銀本位制，匯價之漲跌，時受銀價之影響。此即純從對外關係觀察，銀本位制，實較世界各國幣制為落伍。至於對內關係，雖在今之金本位國，亦已不再鑄造金幣，流通於市。將來世界各國，恢復金本位後，為節省貴金屬計，本位貨幣，亦必仍用紙幣。而在吾國，仍以白銀為原料，鑄造銀本位幣，流通於市。此實不必要之浪費。此落伍之點二。故宜乘此機會，暫行紙本位制。世界各國幣值穩定以後，吾國可用生金與在外金匯為正貨準備，對內用紙，對外用金。若是對外匯價，可少波動。貴金屬之用途，可以節省。外國資本，亦可便於吸收矣。

## 六 施行前之顧慮及其對策

前言根本救治方法，唯有放棄銀本位制，暫行紙本位制。不過吾國紙幣發行，尙未統一。補助貨幣，尙極混亂。用銀習慣，似未破除。故於施行之前，不無顧慮之處。然如決心探行緊急處置，實無顧慮之必要。茲特分別論述於後：

(甲) 統一發行問題 本位貨幣之同價流通，爲紙本位制之第一要義。否則，紙幣價值，參差不一。全國幣制，頓形混亂。通貨膨脹，卽難避免。而在沿用多數銀行發行之吾國，卽有此種困難。今如貿然命令國家銀行，停止兌現，而有若干地方發行銀行，私立發行銀行，對於所發紙幣，繼續兌現，則此國家銀行之不兌現紙幣，必被折扣使用。本位貨幣之同價流通原則，必被打破矣。今如命令全國公私發行銀行，一律停止兌現，結果，是否全體遵令辦理，尙屬疑問。假如竟能一律遵令停兌，各行紙幣，似能保持相等價值。而實不然。何則？各行平日信用，本不相等。所發紙幣，亦有多寡。信用好發行少者，所發不兌現紙幣，價值較高。信用低發行多者，所發不兌現紙幣，價值較低。於是價值不等之各種紙幣，七折八扣，並行於市。通貨之混亂，將極世界之偉觀。況如對於地方發行銀行私立發行銀行之紙幣發行額，不加限制，則於一律停兌以後，勢必竭力擴大信用，增發紙幣，釀成通貨之膨脹，引起物價之騰貴。此於吾國，應加顧慮者也。



故欲停止兌現，改行紙本位制，必先統一紙幣之發行。統一以後，紙幣雖被停兌，而能發生二種作用：一即紙本位幣，可以同價流通。二即國家銀行，有統制全國通貨之能力，可以防止通貨之膨脹。然於吾國現行銀行制度之下，而欲集中發行權於中央銀行，或僅統一於中央三大國家銀行，恐非十年以上之經營，不能達此目的。但於現狀之下，又非放棄銀本位制，停止紙幣兌現，不能根本救治所遭之困難。處此兩難之間，唯有採行緊急處置，始能兼籌並顧也。

作者所主張之緊急處置，可分二點：一即明令地方發行銀行與私立發行銀行，對於所發紙幣，得將國家銀行紙幣列入正貨準備。人民請求兌現時，銀行得兌以銀幣或國家銀行紙幣。一任銀行之自由，人民無選擇之權。結果，地方發行銀行與私立發行銀行，必以國家銀行之不兌現紙幣，應付本行紙幣之兌現。故雖並未明令全國地方發行銀行與私立發行銀行，一律停止兌現，而其紙幣，則已變成不兌現紙幣。且與國家銀行紙幣，保持相等價值，同價流通於市。二即明令國家銀行紙幣停止兌現之時，同時限制地方發行銀行與私立發行銀行，增發紙幣。例如以某行某月之最高發行額，或停止兌現日之發行額為標準，分別規定各行之最大限度發行額，過此不得增發。若是，國家銀行之統制通貨能力，必然大增。通貨膨脹，可以預防矣。

故如採此緊急處置，紙幣發行，雖未統一，而已獲得統一之效。紙幣之種類雖多，但因皆可兌換國家銀行紙幣，故其價值相等。全國本位貨幣之同價流通原則，可以維持。地方發行銀行與私立發行銀行之紙幣發行額，既

被限制，即無通貨膨脹之患。國家銀行統制全國通貨之能力，反能因此而增大焉。

(乙) 補助貨幣問題 吾國補助貨幣之混亂，盡人皆知。分析言之，一為種類之繁多，二為價值之參差。前者有銀角，銅元，角票，銅元票等數十種。後者例如銅元，則自當十文以至當二百文。洋價，則自三千文，以至十六千文。不過補助貨幣之內容，雖極混亂，而仍無礙於紙本位之推行。放棄銀本位制，補助貨幣，反易整理統一也。

先就輔幣價值言之。放棄銀本位後，全國洋價必縮。江浙一帶，目下洋價，約在三千文左右。將來縮近一千文時，國家銀行，按照國幣一元，兌當十銅元一百枚之比，負無限兌換之責。武漢一帶，目下洋價，約在六千文左右。將來縮近二千文時，國家銀行，按照國幣一元，兌當二十銅元一百枚之比，無限兌換之。目下洋價，約在十五千文左右之省分，則待縮近五千文左右時，予以安定。(例如以當二百文銅元二十五枚，等於國幣一元。)此須因地制宜，不能一概論斷。惟此統一銅幣原則，則須全國一致。各省銅元，對於本位貨幣之比例，分別安定以後，即行鑄造十進位之新銅幣，以代現行之各種舊銅元。新銅幣一百枚，等於國幣一元，國家銀行及其各地分行，同負無限兌換之責。收回舊銅元之交換比例，仍照當時各省之交換比例行之。例如當二百文銅元二十五枚，等於國幣一元之省分，則以新銅幣四枚，易當二百文舊銅元一枚。餘可依此類推。舊銅元收回後，一律熔燬改鑄。若是則全國銅幣，反易統一矣。惟於過渡時期，或有若干省分，銅元過少，不足以資週轉，則可自銅元過多省分輸入之。或由地方銀行，暫發銅元票，以供市面流通之用。所發銅元票，仍須按照該省銅元與本位貨幣之比，發行銀行負無限兌換之

責新銅幣鑄發後，銅元票即應收回消燬。至於銀輔幣，則於放棄銀本位後，價格必漲，小銀幣十角，恐將漲至國幣一元以上。故應採取收買政策。另由國家銀行發行十進位之輔幣券（即指今之大洋票）並准地方銀行暫發各該省分之輔幣券，以補國家銀行所發輔幣券之不足。國家銀行與地方銀行對於所發輔幣券，皆須按照十進位之法定比率，負無限兌換之責，以免發行過多，價格下落。

現行之銅元票，應照各該省分屆時銅元對於國幣一元之比價，由發行銀行負無限兌換責任。銅元票過多省分，則宜發行十進位之大洋票，逐漸收回消燬之。

不過一切補助貨幣，應歸國家鑄造發行。此為國家之特權，亦為統一幣制，維持輔幣比價之必要條件。今主張國家銀行與地方銀行發行輔幣券者，本屬一時權宜之計。且按輔幣之授受較繁，毀損較易。發行輔幣券，以代金屬輔幣，總非久遠之計。然於過渡時期，大量新銀輔幣，究非短時期內，所能造成；且於幣值尙未規定之時，新銀輔幣之成色重量，皆難確定。故以暫發輔幣券為宜。將來各國幣值安定，吾國幣值確定以後，再由政府開鑄成色較低之新銀輔幣，收回輔幣券與銅元票。

（丙）用銀習慣問題 吾國本為用銀國家。人民積習相沿，由來已久。一旦改行其他本位，恐為人民所不喜。且如行使紙本位制，以紙幣為全國主要通貨，尤恐為一般所排斥。結果，銀本位幣，或將照舊流通，一切不兌現紙幣，將被折扣使用。若是，即成紙幣與銀幣之兩本位制。內含二種通貨，一為不兌現紙幣，二為銀幣。物價與匯價，

亦將發生二種標準。全國幣制，將更混亂。放棄銀本位，貶低匯價之目的，亦難達到矣。

以上所述，亦有一部分理由，在紙幣停兌以前，應予考慮者也。然如作進一步觀察，並於放棄銀本位後，採行相當對策，此種缺陷，當可不致發生。故其辯正，可分二點，一為理論，一為對策。先就理論言之，又可細別為二：（一）十年以前，吾國人民，確有用銀習慣，但於現在，則已不然。都市方面，紙幣之使用，已極普遍。內地各省，亦因現銀退藏，與流入都市，主要通貨，皆以紙幣為主。銀本位幣，已不多見。用銀習慣，已被打破。外人不察，仍以十年前之情形為根據，而謂吾國仍有用銀習慣。吾國人士，亦竟附和此說，實屬大誤。（二）或謂最近吾國都市與內地各省，固已習用紙幣，然其所以為人樂用者，因能兌換銀幣故也。一旦停兌，所有紙幣，將被拒絕使用矣。但按此說，亦不盡然。蓋於習慣上，吾人對於紙幣所顧慮者，不在兌現與否，而在能用與否。在現狀之下，因不兌現，即難使用，故對不兌現紙幣，予以排斥。假如雖不兌現，仍能照舊使用，即無排斥之必要。故其要點，在能否使用，不在能否兌現。例如有一不識字之農夫，獲得紙幣一元，其所顧慮詢問者，必為「能否使用」，決非「能否兌現」。且據作者所知，吾國有若干省分之地方銀行紙幣，於名義上，雖仍兌現，事實上，並不兌現。而此紙幣，依然通行無阻。今如退一步論，全國紙幣停兌以後，竟為一般所排斥，則將以何物為一般交換之媒介。各界人士所有者，為紙幣而非銀幣，則必仍用紙幣為一般交換之媒介。既充一般交換之媒介，即可通行無阻。既能通行無阻，則其兌現與否，可置不論也。至其對策，可分五點：一、禁銀出口，犯者嚴重處罰。二、廢止銀條例。任何契約所載銀幣、銀洋、銀元、大洋等字樣，

概用無限法貨之國家銀行紙幣償付。三、禁止銀幣之流通。四、政府以國幣（即指停兌後之國家銀行紙幣）爲標準，規定銀幣價格，（例如銀幣一元，等於國幣一元二角）由國家銀行，負無限收買之責。並得委託地方銀行與若干私立銀行執行之。五、各界人士，凡有銀幣在一萬元以上時，國家銀行，有強制收買之特權，並得委託地方銀行與若干私立銀行執行之。

（丁）資本逃避問題 吾國通商大埠，所有資本，究有若干，不易得一確數。所有資本之中，富於流動性之短期活期資本，更難估計。惟於放棄銀本位制已極明顯，並於銀本位制放棄以後，對外匯價下落期內，凡有短期資本者，勢必爭購外匯，形成資本之逃避。此固難免之事實，無可否認者。於是一般論者，以爲紙幣一旦停兌，所有資本，將被輸出。況如對外匯兌，權操外人，政府無法管理，以防資本之外流，結果，全國金融，恐將涸竭矣。

但據作者觀察，決不若是嚴重，其理由如下：（一）遠東金融市場，與歐洲金融市場，性質不同；後者已成國際化。資本之流動，迅速而敏捷，一國金融經濟，稍有不妥，資本即向外流。前者仍爲國家的一國金融經濟，稍有不妥，資本之逃避，決不若歐洲各國之迅速。（二）歐戰以來，歐洲各國國際關係之不安，更甚於戰前。資本家爲預防非常之變計，遂多傾向於短期投資。或購有價證券，或僅暫存銀行。利率雖低，而極便於收放。加以有價證券之國際化，亦爲傾向短期投資之一因，故遇國際政治經濟發生不安，即有大批短期資本，迅速流動。（可參考去年一月拙著「各國通貨政策與貨幣戰爭」一書）。而在遠東金融市場，則無此種現象。有價證券，既未國際化，資

本家之投資，亦未短期化。故於放棄銀本位時，短期資本，雖有輸出之危險，輸出之數量，決不若一般想像之多。不能與歐洲各國，相提並論也。（三）吾國民族，鄉土觀念，極爲濃厚。非至萬不得已，決不就食異國。故自通商以來，僅有勞力輸出，而無資本輸出。放棄銀本位時，通商大埠之短期活期資本，恐將易成外匯，形成資本之逃避。但此資本，未必完全輸往外國，易成外國貨幣，運用於外國市場。實際上，本國短期活期資本，易成外匯後，依然存於國內中外銀行。日後吾國匯價，漸趨安定，必再出售外匯，易成本國通貨，形成資本之輸入。故此資本之逃避，爲一時的，並非真正輸出國境，不再輸入也。縱在歐洲各國，金融不安，貨幣貶值，匯價下落，放棄金本位時，雖有大批短期資本，逃往外國，而在匯價安定以後，往往再行輸入。今年三月底，比國貶低幣值之時，流出之資本，約有二十萬萬貝加（Belge 比幣名）之鉅。而在四月中旬，卽已完全流回，卽其適例也。（四）國際資本之流動，又視利率之高下而轉移。卽自利息較低之國，流入利息較高之國。吾國利息利潤，皆較外國爲高，故於放棄銀本位後，吾國對外匯價，若漸安定，輸出之資本，必再流回。且如匯價安定，外國資本，亦易輸入。不若在銀本位制之下，匯價受銀價之影響，漲落不一，外國資本，受其影響，不易輸入也。

縱觀以上四點，可知資本雖有外流之虞，但其數量，未必如一般想像之鉅。且於短時期內，卽有流回之必然性在內。故於資本開始外流，匯價下落之時，並無恐懼之必要。況如對於英美日本匯價，採取釘住政策，外國資本反有輸入之可能乎。

(戊)外商銀行發行兌現紙幣問題 論者有謂紙幣停兌，外商銀行，「得以維持原有本位十足兌現之號召，以推廣其兌換券……長江下游，幣制之紊亂，與外幣在市場上所得之優勢，將與過去東北以及目下西南之狀態相若。」此實過慮之談。蓋如外商銀行，發行十足兌現紙幣，吾國政府，可以密令銀錢二業，拒絕收解。外商銀行紙幣，即難流通。以前作者所主張之「不收請兌一對策，不外來則拒絕收受，有則請求兌現，即可妨礙其發行。詳見「外商銀行增發紙幣之影響及其對策」一文，（登三月十三日以後中央日報與中央時事週報第四卷第九期）茲不贅述。

綜觀上述五種可以顧慮之點，探求其內容，施以相當對策，實無顧慮之必要。此外，放棄銀本位後，一般物價，必稍騰貴。（騰貴程度，決不若匯兌下落程度之大。）債務債權，難免損益不公之弊。此於理論上，確有相當理由。但為救治恐慌，統一幣制，發展產業，安定金融，救濟財政，推行國家大政計，此種書面上之小節，似無顧慮之必要。顧慮既無，請言施行步驟。

## 七 第一步驟

紙幣停兌，暫行紙本位制以前，不宜公開討論，從長計議，以免引起人心不安，造成不利局面。應由中央，對於財政當局，予以隨機處置特權。或竟另組機關，予以幣制金融之獨裁大權。並須獲得各省地方當局之協助。至少

亦須自珠江流域以北，一致推行，始能獲得預期之效果。條件既備，請言第一步應予施行各點：

(甲) 關於紙幣者

一、明令全國各地中央中交三行紙幣，一律停止兌現。此為放棄銀本位，貶低匯價之必要步驟。

二、明令全國地方發行銀行，私立發行銀行，對於各該行所發紙幣，得將國家銀行紙幣，列入正貨準備，應付各該銀行紙幣之兌換。請求兌換者，無自由選擇要求兌換銀幣之權。兌換之時，銀行亦不得有折扣貼水等情。

此條之作用，一在使全國地方銀行紙幣，私立銀行紙幣，雖不明令停兌，而亦變成不兌現紙幣。二在維持本位貨幣之同價流通原則。

三、對於地方銀行紙幣，私立銀行紙幣，分別規定各行之最高限度發行額。過此限度，不得增發一元紙幣。最高限度之標準，可從下列數種方式中抉擇之：一以國家銀行紙幣停兌日，其他各該銀行紙幣之發行額，為最高限度。二以上月各行之最大發行額，為最高限度。三由政府斟酌各行所負之使命，及其特殊情形，預先定一整數，為其紙幣發行額之最高限度。例如甲行紙幣發行額，以一千萬元為限，乙行紙幣發行額，以五百萬元為限。但此整數，不宜過大，須與最近各該銀行紙幣之最大發行額相近者為宜。

此條之作用，在防止紙幣停兌後，地方發行銀行與私立發行銀行，濫發紙幣，釀成通貨膨脹。

(乙) 關於現銀者



一、禁銀出口 此條之作用，在嚴防現銀輸出。並較今之徵銀出口稅，更進一步，務使吾國對外匯價，完全脫離銀價之束縛，迅速降低。

二、禁止銀幣之流通 此條之作用，一在預防銀幣與不兌現紙幣，並行於市，變成銀紙兩本位制。二在維持本位貨幣之同價流通原則。

三、廢止銀條例（見前） 其作用，與前條同。凡與外商所訂契約，載明用銀本位幣計算者，對於無領事裁判權國籍之外商，不成問題。有領事裁判權國籍之外商，則可引證美國廢止金條例成案，向該國政府交涉，亦可不生問題。

#### 四、頒佈現銀國有令 內分二點：

（1）地方發行銀行與私立發行銀行所有之正貨準備（即指銀幣與生銀）以及一般銀行所有之銀幣生銀，概由中央中交三行，給價收買，收買價格，宜較銀幣稍高，假定銀幣一元，給價一元二角。

（2）中央中交三行所有之正貨準備以及收買之銀幣生銀，則由財政部，或由特設之統制機關，發行國幣證券，收歸國有。收買價格，亦暫假定銀幣一元，給價一元二角。收歸國有後之現銀，仍託三行封存保管。所發國幣證券，並不流通於市。

此條之作用有三：一、銀幣價格，稍予擡高，以便集中現銀。公私發行銀行，出售現銀後，皆能獲得若干利益，則

必樂將所有現銀，直接間按，售與政府。二政府並不向地方發行銀行與私立發行銀行，直接收買現銀而由中央中交三行，發行紙幣，間接收買，轉售與政府。其目的，即在增加國家銀行，統制全國通貨之能力，並免國幣證券，分散各地。三國幣證券，並非通貨，不過移轉現銀所有權之一種證據，而為將來國家銀行取得金準備之憑證，故無流通於市之必要。且為完成未來之幣制，集中全國之現金計，亦以不流通為宜。

第一步驟應予施行各點，必須同時舉行，並須於一二日內，完全實施，始無流弊。第二步驟應予施行各點，則宜分別緩急，次第推行。

## 八 第一步驟實行後之推測

紙幣停兌以後，對外匯價，必然下落。資本逃避，在所難免。匯兌投機，盛極一時。政府雖難管理匯兌，防止資本之逃避，但可指令華商銀行，嚴防匯兌投機，賣買標金與定期外匯之保證金，迅行增加，以期金融之安全，而予投機者以相當壓迫。

至於一般物價，必然稍形騰貴，大致可以恢復民國二十年之指數。惟於此時，難免乘機擡高物價，或竟屯積居奇。究其原因：一在誤以為紙幣停兌，即為膨脹通貨，通貨膨脹，物價必貴。二在國內經濟專家，過信貨幣數量說，而未詳察物價與通貨匯價之關係。茲將全國貨物，概別為五種，推測其漲跌之趨勢如左：

一、輸入品，必隨吾國匯價之低落，反比例而騰貴。但於吾國市場，有競爭品者，騰貴較低，無競爭品者，騰貴較高。惟其騰貴程度，必以吾國匯價之低落程度，為最大限度。二、輸出品，亦必稍形騰貴。但其騰貴程度，決不若吾國匯價下落程度之大。三、國產消費品，而以輸入品為原料者，則因輸入原料騰貴，市價稍漲。四、國產消費品，而有輸入競爭品者，則因輸入競爭品之迅速騰貴，國產品之價格，不免為之帶高，稍稍上漲。五、國產消費品，不以輸入品為原料，且無輸入競爭品者，不受匯價下落之影響。故就一般物價而論，必稍騰貴。惟其騰貴程度，決不若吾國對外匯價下落程度之大。

一般物價，既稍騰貴，通貨必感不足，故有稍稍增加之必要。且因收買現銀，國家銀行紙幣，亦必增發。然此現象，不得目為膨脹通貨。蓋其增加極微，而又源於一般產業之需要。故與濫發紙幣，實行軍事政治的膨脹通貨，不可同日而語也。

至於紙幣停兌以後，對於一般工商業，是否再宜予以治標的救濟，實有討論之必要。據作者之意，似可不必多此一舉。蓋其病根已除，應俟其健全發展，不必再予額外援助，而免過度擴張生產釀成生產過剩也。惟在第一步驟施行以後，為安定人心，穩定匯價，統一幣制計，應作第二步之行動。

## 九 第二步驟

## 第二步驟應予次第施行者如左：

(一) 安定人心 全國紙幣停兌，人心不免浮動。負責當局，應即說明政府之通貨政策，決不膨脹通貨。又宜闡明吾國並無膨脹通貨之必要與因素在內。

(二) 防止擡高物價 紙幣停兌，商人恐將屯積居奇，擡高物價。政府對策，（統制物價政策，目下不能行，行亦無效。）應即分令各省市地方當局，商同各地商會與同業團體，不得故意擡高物價，並禁屯積居奇。

關於屯積居奇，擡高物價，雖宜先事預防。惟據作者觀察，目下國人之購買能力極低。故意擡高物價，實屬商人之自殺政策。且因不採膨脹通貨政策，囤產實物，決不大漲。故雖屯積居奇，擡高物價，亦必失敗。一九三三年美國之事實，可為殷鑒。

以上二點，全國輿論界與經濟學者。若與政府通力合作，闡明其理由，詳述其利害，收效更大。

(三) 購銀政策 此點為第一步現銀國有之繼續行動。此次購銀之目的，在收買民間存銀，包括銀幣，小銀幣，銀條，寶銀，碎銀等。收買價格，仍照銀幣一元等於國幣一元二角之比。全國發行銀行之銀準備，完全收歸國有以後，因事實上之需要，並為便於集中現銀計，可將銀價稍予提高。例如銀幣一元，給價一元四角，且為迅速集中現銀計，可頒強制收買令。凡有銀幣在一萬元以上時，國家銀行得照官價強制收買之。收買機關，為國家銀行。國家銀行，為便利收買計，得委地方銀行與若干私立銀行代理之。收買代價，為國家銀行紙幣。國家銀行，購得現

銀後，照價轉售與政府，易取國幣證券。

此條之作用，純在集中現銀，並防銀幣照舊流通，破壞本位貨幣之同價流通原則。

(四)修正國家銀行紙幣之兌現準備條例。紙幣既已停兌，兌現準備條例，已等虛設。政府特加修正，似屬多此一舉。但據作者之意，此舉必不可少。蓋於紙幣停兌以後，地方銀行紙幣私立銀行紙幣之發行額，已加限制。國家銀行紙幣之發行額，則未加以規定。人民方面，不免疑慮國家銀行或將濫發紙幣。有此疑慮，紙幣之流通，即受影響。政府爲昭示大信計，對於國家銀行紙幣，仍置正貨準備。保證準備發行額，亦須加以限制。此爲修正兌現準備條例之理由一。國家銀行紙幣停兌以後，紙幣發行額，必較現在稍增。現行之六成正貨準備之比例準備制，決難維持。應予修正之理由二。

茲將修正時應加注意之點，略舉如左：

甲、放棄現在之比例準備制，採用部分準備制。預測紙幣發行額內，流通上不可缺少之最低限度。在此限度以內，僅用保證準備，謂之法定保證準備額。在此限度以外，須有十足之正貨準備。此時之正貨準備，即爲代表十成現銀，將來代表十成現金之國幣證券。

乙、法定保證準備額，須在放棄銀本位後三個月內，按照國家銀行增發紙幣之經過決定之。蓋於國家銀行停兌以後，必須增發紙幣，收買現銀。對於正貨準備不足之地方發行銀行與私立發行銀行，又須增發紙幣，予以

援助，充實其正貨準備。故其紙幣發行額，究有若干，須待一二月後，始能明瞭其大概。但亦不宜過遲，以免人民疑慮。故其決定，須在三個月內。今如假定國家銀行紙幣發行額，共有十萬萬元，出售現銀所得之國幣證券，共有七萬萬元，則可規定保證準備發行額，爲六萬萬元。此額以內，可用保證準備。此額以外，發行紙幣一元，須有一元之正貨準備。（中央中交三行共同發行紙幣，保證準備發行額，必須分別規定。）

丙、兌現準備條例修正以後，每旬應由國家銀行，會同銀錢工商業代表，查點正貨準備額與紙幣發行額，公佈於世。

（五）頒佈地方銀行紙幣與私立銀行紙幣之兌現準備條例 今之地方發行銀行與若干私立發行銀行所有之正貨準備，往往不到發行額之六成。且於過渡期間正貨準備，已由現銀改爲國家銀行紙幣。故其兌現準備條例，已有另行公佈之必要。茲將其要點略述如下：一、此種發行銀行較多。各行之最高限度發行額，分別規定以後，多寡不等。保證準備發行額，不便再行分別規定。故宜仍用比例準備制。二、私立銀行紙幣之正貨準備額，仍以發行額之六成，爲最低限度。三、地方發行紙幣之正貨準備額，爲遷就事實計，似定發行額之四成爲宜。仍有不足時，應向國家銀行商借。

（六）商借短期外資 紙幣停兌以後，匯價必跌。待其下落到相當程度，必須予以安定，防止其更跌。此時須有若干外資，以充安定匯兌之用。故於放棄銀本位後，即應於英美金融市場，覓取短期外資。其金額，若有英幣

二千萬鎊，美金一萬萬元，已能應付裕如。

至於外資之獲得，屆時當不甚難，其理由有三：一、吾國對外匯價愈低，英美等國之對華輸出貿易，愈感不利。故爲英美自身之利害計，不能坐視吾國對外匯價之下降。二、吾國對外匯價，向受銀價之影響，時有漲跌。今於放棄銀本位後，予以安定。對於英美匯價，採取釘住政策。英美等國之對華貿易，可以健全發展。三、可將國有之鉅額現銀爲擔保。

(七) 安定匯價 停止兌現之直接主要目的，本在貶低匯價。然於現狀之下，若干必需品，仍須仰賴外國供給。匯價過低，徒增人民負擔。故如下落至相當程度，即應予以安定。至其標準，作者以爲應較現在匯價降低百分之五十，較爲適宜。若以對美匯價爲標準，則待國幣一百元，降至美金二十元時，即可予以安定。略言其理由如左：

一、民國二十年，吾國對美匯價，曾至美金二十元。目下則在美金四十一元以上。今如貶低一半，仍至美金二十元。不過恢復以前狀態，不得謂之過度抑低匯價。

二、吾國對外貿易總額，英美日本三國（包括香港，印度，菲列濱，朝鮮，台灣）共占百分之七十以上。安定匯價，宜以三國匯價爲標準。今據一年以來之英美匯兌，大致已復昔日之比價。日本對美匯兌，一年以來，日幣一百圓，常在美金三十元左右。將來恢復金本位時，大致以此爲標準。故如吾國對美匯兌，採取釘住政策，對英對日匯

兌，皆可獲得相當安定。若是對英匯兌，約爲十便士弱。對日匯價，日幣一圓，在國幣一元五角左右。

(八)整理輔幣 整理輔幣之原則，可以概括爲下列數點：一、放棄銀本位後，洋價必縮。待其縮至相當程度，按照各省特殊情形，分別規定對於國幣之比價而維持之。二、暫發十進位之輔幣券，以代小銀幣與一部分銅元票。三、開鑄一分與半分之新銅幣。按照各省銅元與國幣之比價，收回舊銅元與銅元票。四、開鑄一角與五分之銀幣，收回一部分輔幣券、銅元票，與當二百文之大銅元。

## 10 第三步驟

上述第二步應行各點，若已次第施行，全國經濟恐慌，必漸消滅。金融狀態，亦趨安定。健全之幣制，已有鞏固之基礎。國家銀行統制全國通貨金融能力，亦已大增。留待解決者，不過出售現銀，確定國幣價值，鑄造新銀輔幣，收回地方銀行與私立銀行紙幣數點而已。茲分別略述如左：

(一)以銀易金 作者主張現銀國有，本爲一時過渡辦法。目的即在收買大批現銀以後，轉售於世界市場，易取現金與金匯。易言之，即在以銀易金。關於此點，應加探討者如左：

甲、現銀國有，積極推行購銀政策以後，究能購得若干現銀，可以估計如下。三月底，上海華商發行銀行，共計約有正貨準備二萬四千萬元。此外，全國各地公私發行銀行之正貨準備，假定僅有一萬六千萬元，則將全國公



私發行銀行所有之正貨準備，購歸國有以後，可得現銀四萬萬元，積極推行購銀政策之結果，所購各種銀幣，銀條，實銀，碎銀之總額，作一消極的估計，假定僅有二萬萬元。內除一萬萬元，留充將來改鑄銀輔幣外，則可出售者，共有銀幣五萬萬元。約合美國純銀三萬六千一百五十萬盎斯。（銀本位幣一元，合銀二三·四九三四四八公分。一盎斯，等於三一·一〇三五公分。美銀與吾國銀本位幣之成色，皆為九九九。）

乙、美國購銀政策，在政權移轉以前，決不變更。金三銀一之比，尙未到達，或純銀市價，未至一元二角九分以前，必再購銀。五月初旬，美國財部存金，已達八十七萬萬元。現銀庫存，則僅十五萬萬元。欲達金三銀一之比，尙須續購十四萬萬元。純銀法定價格，以一元二角九分計算，則須再購純銀十萬零八千五百萬盎斯。世界銀價，勢必因此而續漲，至少可達美國法定銀價一元二角九分。世界銀價，雖至一元二角九分，而美國所需銀額，未必購足額。故於最近之將來，純銀市價，雖至法定價格一元二角九分，美國政府，恐仍繼續購買。一方面，充實金三銀一之準備。他方面，維持銀價，不令下降。

丙、將來各國幣值與匯價，必謀安定，而成對內用紙，對外用金之金本位制。美國或有提議國際複本位之企圖。但非世界各國所能接受。將來美國幣制，大致對內為金銀十足準備之紙幣，與若干銀幣，對外則仍用金為標準。吾國將來幣制，亦應對內用紙，對外用金。（包括在外金匯）故於現銀國有以後，即應乘機出售，易取現金與在外金匯。

丁、吾國若將大批現銀，公開出售，足令世界銀價，爲之下落。此在吾國，不得善價而沽，未免稍受損失。而對美國擡高銀價政策，亦予一大打擊。兩敗俱傷，彼此無益。假如世界銀價，已在美金一元二角九分左右，宜向美國政府商談，按照美國法定銀價，實行以銀易金。結果，吾國方面，可免銀價下跌之損失。美國方面，購銀政策，不受銀價下落之打擊，而能獲得三萬六千餘萬盎斯之純銀，充實金三銀一之比。此實兩便之道也。

戊、銀幣五萬萬元，約合美國純銀三萬六千一百五十萬盎斯，照美國法定銀價一元二角九分，可售美金四萬六千六百餘萬元。假定內除白銀之運輸保險手續等費，美金一千六百萬元，共得美金四萬五千萬元。內以一部分，易取現金，運歸本國。一部分，分存英美日本等國。再除購金損失，以及運輸保險等費美金一千萬元。結果，淨得美金四萬四千萬元。按照當時匯價，國幣五元，合美金一元之比，共合國幣二十二萬萬元。內以一部分，收回前發之國幣證券。餘額存入國家銀行，充實其正貨準備。

(二) 安定幣值行使金本位制 目下金本位集團各國，雖在繼續崩潰，貨幣貶值政策，雖在繼續進行，而安定幣值穩定匯價之機運，反漸成熟。何則？世界各國，一律貶低幣值，抑低匯價，各國貨幣之比價，又漸恢復以前比例。國際貿易之特殊利益，因此而被抵銷。匯兌傾銷政策，已失其效。反因匯價時有波動，國際貿易，不能健全發展。結果，惟有召集國際貨幣會議，共同安定幣值，而將本位貨幣之基礎，重建於黃金之上。屆時吾國亦應採取一致行動，以金爲標準，確定國幣價值。按照現行美金之新平價，國幣五元，等於美金一元之比，規定國幣一元，等於

成色九九九之純金〇・一七七七三四公分。(成色九九九之純金一盎斯，等於美金三十五元。國幣五元，等於美金一元。國幣一百七十五元，等於純金一盎斯。一盎斯，等於三一・一〇三五公分。故國幣一元，等於此數。若仕各國幣值安定以前，美國再行貶低美元價值，當另計算。)

國幣價值，既已確定，金本位制，即可推行。其要點如下：一、並不鑄造金本位幣，流通於市。二、全國所有現金，集中於國家銀行，為國家銀行紙幣之正貨準備。三、國家銀行紙幣，為無限法貨，對內不能兌換金幣。四、國家銀行紙幣之法定保證準備額，定為六萬萬元。(假定的，大致可定。)

五、法定保證準備額外，為十足之金準備。六、金準備之中，存於國內之現金，至少須佔二分之一。餘為存於外國之現金，與用金計算之短期債權。七、人民以國家銀行紙幣，請求兌現時，國家銀行，得照法定國幣價值，給以一定量之金條，或在外交匯，專供輸現出口之用。八、國家銀行，照國幣一元，等於純銀〇・一七七七三四公分之比，對於民間生金，負無限收買責任。並得酌收造幣費。造幣費，以百分之一為最大限度。

(三)整理輔幣 全國輔幣，經過第二步驟之整理後，已具相當眉目。而在實施金本位時，即宜更進一步，一一舉而統一之，其要點有二：

一、國幣單位價值，既已確定，即可熔燬國有之一萬萬元銀幣，改鑄新銀輔幣。新銀輔幣，宜分五角二角兩種。前者應含純銀四公分，後者應含純銀一公分六。(估計輔幣銀成分之理由，從略。)

二、鑄發輔幣，爲國家之特權。故俟銅幣銀幣銀輔幣開鑄以後，國家銀行與地方銀行所發之輔幣券與銅元票，即應逐漸收回。以期統一幣制，而輕銀行負擔，並爲國家產生若干造幣利益。

(四)收回地方銀行與私立銀行紙幣。金本位制實行以後，地方銀行紙幣與私立銀行紙幣，即應限期收回。但爲便利收回計，補償一般發行銀行取消發行權而受之損失計，國家銀行對於一般發行銀行，應作若干年限相當數量之低利放款。

## 一一 本案施行後之結果

本案次第實施以後，所得之結果，比較重要者，可以估計推測如左：

(一)財政收入劇增。財政收入之增加，可分臨時經常二種：

(甲)臨時部分，政府可以一舉盈餘十七萬萬元。茲估計如下：政府收買公私發行銀行之現銀四萬萬元，(銀幣一元，假定給價一元二角。)發行國幣證券四萬八千萬元。後又收買民間存銀二萬萬元。(銀幣一元，假定給價一元四角。)發行國幣證券二萬八千萬元。另加手續費運費保險費等國幣四千萬元。前後共發國幣證券八萬萬元。此爲政府之支出。

匯價下落，銀價騰貴以後，銀幣五萬萬元，淨售美金四萬四千萬元，合成國幣二十二萬萬元。(國幣五元，合

美金一元計算。尙餘未售之銀幣一萬萬元，改鑄銀輔幣，（銀輔幣之成分見前）可得國幣三萬萬元。二者合計，共得二十五萬萬元。此爲政府之收入。內除收回八萬萬元之國幣證券，尙餘十七萬萬元。此爲政府之盈餘，亦卽國家之臨時收入。

（乙）經常部分：關稅收入，將較現在增加。蓋於放棄銀本位後，匯價既跌，吾國之金價必貴，海關金單位，必然上漲。假如吾國對美匯價，安定於一與五之比。海關金單位，理應漲至國幣三元三角左右。（新平價美金，等於舊平價美金百分之五九·〇六。國幣一元，等於新平價美金二角，約合舊平價美金一角二分。海關金單位一枚，等於舊平價美金四角，應合國幣三元三角三分。）現僅一元六角二分。進口稅收，理應增加一倍。民國二十三年，進口稅收，約有二萬六千萬元。內除償付外債四千萬元，淨得二萬二千萬元。匯價貶低一半，海關金單位，騰貴一倍。進口稅收，以國幣計算，理應增至五萬二千萬元。不過吾國匯價下落，進口貨之數量，當較現在爲少。假如減去百分之十，進口稅收，亦作九折計算，當有國幣四萬六千八百萬元。且因匯價下落一半，外債負擔，增加一倍，故自四千萬元，增至八千萬元，償付外債後，尙餘三萬八千八百萬元。較之民國二十三年，進口稅收，當增一萬六千萬元。故於匯價貶低以後，外債負擔雖增，進口貨物之數量雖減，而關稅收入，必較現在爲多。餘如統稅印花稅等，亦因經濟恐慌消滅，國內產業發展，而能增收若干。故就經常收入全體而論，必較現在爲多。

（二）對外貿易之消長 吾國匯價貶低後，對外貿易所受之影響，可以分別推測如下：甲、進口貨物數量，

必較現在爲少。但其總值，若以國幣計算，必較現在爲鉅。（假定其他條件不變）乙、出口貨物數量，必較現在稍增。出口貨物總值，若以國幣計算，亦較現在爲大。丙、貿易入超金額，恐反增加，將較去年之入超金額四萬九千萬元爲多。丁、重要出口貨中，如絲茶蛋煤等物，將較現在增加。

（三）國內產業之影響 出口貨物增加，間接足以助長國內產業之發展。輸入貨物價格之騰貴，可以減輕國產貨物之壓迫。經濟恐慌之根本原因，既已消滅，金融狀況，亦可安定。

（四）生活負擔之增加 匯價貶低以後，物價不免稍貴。一般人民之生活負擔，當較現在爲高，似爲本案之缺點。不過各人之支出雖增，收入亦增。收支相抵，無妨於個人之生計。一切產業，反因購買力增加，賴以發展。較之目下物價雖低，個人之支出雖少，而收入更少，收支不能相抵，不得不力事緊縮，一般購買能力，因此而降低，一切產業，因此而萎縮者，不可相提並論也。

或有以爲物價之騰貴較速，工資之上漲較遲。此案若行，物價必然迅速騰貴，而達民國十九二十年之指數。一般勞動者，恐將大受壓迫。此說確有一部分理由。不過匯價貶低後，一般物價之騰貴，輸入品居多，輸出品次之，國產消費品極微。吾國勞動者之生活，大部分尙在水平線之下。一日所費，粗劣之食物，佔其大部分。此種食糧價格，決不因匯價下落，反比例而騰貴。勞動者所受一時之壓迫，決不若想像之嚴重。況因產業發展，失業人口，可以減少，工資可以逐漸增加乎。

(五) 幣制金融之統一 吾國幣制之紊亂，金融組織之散漫，盡人皆知。此案若行，全國幣制，可以建築於健全基礎之上。對外匯價，可以安定。對內通貨，可以恢復法定比價。(即指輔幣對於本位貨幣) 現金集中於國家銀行，可以節省金之用途，而免額外消耗。至於金融組織，則因國家銀行勢力膨脹，全國金融機關，可以逐漸統制於國家銀行之下。

(六) 外資流入 吾國利息利潤，皆較外國為高。而外資不易流入者，其故有三：一為國內不統一，地方不平靖。二為苛捐雜稅，妨礙貨物之流通。三為沿用銀本位制，對外匯價，時有漲跌，投資者須冒匯兌損失之危險。但自國府成立以來，國內漸趨統一，匪患亦漸救平。苛捐雜稅，次第剷除。妨礙外資流入之一二兩因，已漸消滅。而外資依然不能流入者，銀本位制為其障礙故也。民國十九年二十年，銀價下落百分之六十，吾國對外匯價，亦跌百分之六十。最近又因外國貶低匯價與美國提高銀價，吾國對外匯價，又漸騰貴百分之五十。在此數年之間，匯價之變動，若是劇烈，利率雖高，利潤雖大，誰願冒此危險，輸入外資。而在紙幣停兌，匯價安定，本位貨幣價值，等於一定純金量後，以吾利率之高，利潤之大，外國資本，雖不勸誘，亦將源源輸入也。

## 一二 結論與附錄

目下吾國金融產業經濟財政所遭遇之困難，盡人皆知。日後銀價愈高，吾國所受之壓迫亦愈重。此非空談

抵制外貨，希望全國人民一律覺悟，所能挽救。亦非對於工商等業，予以一時微溫的援助，所能根本解決。處此危狀之下，中央當局，惟有奮大無畏之精神，「迎頭趕上去」，放棄銀本位制，貶低匯價，暫行紙本位制，以爲過渡。更進而行新式之金本位制，始能解此倒懸，而樹經濟復興之基礎。今之論者，往往高唱健全之通貨，其意即指今之銀本位制。中國銀行之營業報告，上月分中行月刊中之論調，即其例也。不過健全之通貨，對外須有安定之匯價，對內須具完善合理之制度。尤爲重要者，須能調劑金融，發展產業。執此以觀今之銀本位制，其能完成此使命乎。以言匯價，時有劇烈之變化。以言產業，則難獲得健全之發展，而反時受外貨之摧殘。故在銀本位制之下，全國通貨不特不能目爲健全，且爲最不健全。今如採行斷然號置，暫用有組織有系統之紙本位制爲過渡，以達新式之金本位制。對外，可以安定匯價。對內，可以發展產業。屆時之通貨，始得謂之健全之通貨。縱在過渡時期，對於匯價，予以人爲的安定。通貨數量，予以法律的限制。輔幣與本位貨幣，保持一定比例關係。通貨價值，雖已脫離貴金屬之束縛，亦較銀本位制之通貨爲優。謂之健全之通貨，亦無不可。故健全二字，適用於將來之通貨，不適用於今之通貨也。

長此以往，一般經濟恐慌，必更嚴重。國家稅收，必漸短絀。全國金融，必更緊張。最後，一般發行銀行，難免次第停兌。於是增發紙幣，釀成通貨之膨脹。幣值不等，形成幣制之大紊亂。不若預爲準備，實施有組織有系統之停兌，暫行管理的紙本位制。結果，不特可以根本救治目前之困難，且能樹立將來經濟復興之基礎。



況就今後國家稅收而論，亦將捨此莫屬。發行公債，已非吾國金融市場所能容納。增加稅率，創辦新稅，亦非恐慌時期一般人民所能負擔。故其唯一有效辦法，唯有貶低匯價，提高金單位價格。消滅恐慌之根本原因，增加其他賦稅收入。若是不特可以防止稅收之減少，且能增加國家之收入。況於國有現銀出售以後，一轉手間，政府可盈國幣十七萬萬元。此爲吾國財政空前之創舉。若是鉅額盈餘，並非完全出於想像，亦不增發一元紙幣，而在必然條件之下，（一、世界銀價騰貴，二、放棄銀本位後，吾國匯價必跌。）確有充分可能者也。

吾國產業落後，（非指目下之恐慌）資本缺乏，實爲一大原因。輸出不振，又爲產業落後必然之結果。今如斷然變更幣制，先行抑低匯價，再行減低幣面，值得十七萬萬之盈餘。以此創辦各種主要產業，實屬輕而易舉。況因匯價貶低，工資低廉，足與外貨角逐而有餘。例如在此鉅額盈餘之中，撥發二萬萬元，開發油鑛，創辦糖廠紙廠，即能減少若干外貨之輸入，而輕人民之負擔。若再撥付數萬萬元，在西北數省，大規模種植美棉，則除供給本國消費外，尚可運往日本銷售。以吾人工之低廉，足與美國競爭。一九三三年，輸入日本之棉花，共值日金六萬萬圓。日本之美棉市場，爲吾所有，並非不可能事。若是，吾國對外貿易，可以轉成出超。建設西北之口號，亦可實現矣。餘如水利之興修，鐵道公路之建築，皆可次第解決其一部分。然欲達此目的，必須放棄吾人之守舊觀念，排斥吾人之依賴心理，不顧世俗之反對，出以斷然之處置。自力更生，此之謂乎。

附錄一、最近上海商會，呈請政府，提高關稅，保護國內產業，免受銀價高漲，吾國匯價騰貴，外貨廉價輸入之壓迫。此點作者於去年正二月間，亦嘗主張之。當時主張之目的，純在應付各國之貨幣貶值，防止匯兌傾銷。（當時銀價未貴。）後因鑒於去夏吾國關稅之修改，以及法國限制輸入減少貿易入超之結果，不再作此主張。其理由有二：一即吾國關稅，尙未完全自主。公開增稅，即有外交上之壓迫。二法國關稅，雖能自主，限制輸入之結果，入超金額，雖自前年之一百萬萬法郎，減至去年之五十萬萬法郎，國內經濟恐慌，依然嚴重。蓋其入超減少，源於輸入貿易之減退。輸出貿易，仍受外國貨幣貶值之壓迫，依然不振。國內生產指數，亦仍降低。是以增加關稅，僅能減少輸入，不能發展輸出。況在吾國特殊情形之下，不易公開增稅乎。

今如按照本案辦法，對外匯價，貶低一半，金單位價格，必然騰貴一倍。進口稅率，雖不增加，而於無形中，則與增稅一倍無異。

附錄二、本文所稱之國家銀行，即指中央、中交、三行。發行紙幣之特權，本應由中央銀行獨占。惟於現狀之下，一舉而由中央銀行單獨發行，中交、二行之紙幣發行額，加以限制紙幣之流通，恐有困難。然由三大國家銀行，共同發行，則對三行紙幣之法定保證準備額，必須分別規定。將來又須另謀統一。不便亦多。惟於放棄銀本位後，國家銀行紙幣之暢流無阻，最爲重要。故主張暫由三行同發共行，總稱之曰國家銀行。假如中央銀行，單獨發行，不生任何障礙，則對中交、二行之紙幣發行額，應加限制矣。

## 第六篇 今日中國經濟困難之主要癥結

### 一 導言

——載外交評論第五卷第一期——

民國二十一年以來，吾國一般經濟狀態，漸入窘境。以言物價，無論華北上海之一般物價指數，農產物價指數，莫不開始降低。以言貿易，亦自民國二十一年起，迅速減少。二十一年，吾國輸出入總額，較之二十年度，約減十二萬四千八百萬元。輸出貿易，則竟減去百分之四十六。至於信用，則受「一二八」滬戰之刺激，金融業者為求自身安全計，不得不迅速收縮。影響所及，全國資金之週轉，為之呆滯。故自民國二十一年起，一般經濟恐慌，已在逐漸演進之中。惟於恐慌期內，農產價格，缺乏伸縮彈性，農民之財力，又較工商業者為弱。週轉能力，則更遠在工商業者之下。故於恐慌初期，工商業者，尚未感覺恐慌之襲臨，而農民已有苦於支持之勢。當時國人僅聞農村破產之呼聲，未聞工商崩潰之警告，職是故耳。故就當時現象觀察，似乎僅屬農業恐慌，而一般經濟恐慌，社會人士，亦皆注意農村之救濟，而未顧及全國一般經濟之衰頹。但自民國二十三年年底以來，吾國工商等業，亦多無

方支持。而吾國經濟恐慌，則更較前爲烈。倒閉停業，遂接踵而起。資力薄弱經營不善之金融業者，受其牽累，亦多週轉不靈，宣告清理。三年以來之經濟金融恐慌，遂全暴露於世焉。

對此嚴重之恐慌，國內論者，有以爲此乃貿易入超之結果。救治方法，唯有平衡貿易。故主提倡國貨，發展產業，抑制外貨，以期輸入減少，貿易平衡，此其一也。又有以爲此乃去秋現銀外流，通貨收縮之結果。現銀之所以外流，則爲貿易入超之結果。故其對策，亦主平衡貿易。至其方法，亦在提倡國貨，抑制外貨，此其二也。又有以爲去秋現銀外流，通貨收縮，釀成金融緊迫，促進物價下落，而成今之經濟金融恐慌。但此現銀之所以外流，則爲美國提高銀價之結果。故其對策，一方面請求美國改變購銀政策，以免國內現銀，再被吸收。他方面，嚴禁私運，以防現銀之繼續輸出，此其三也。更有以爲去年輸出之現銀，幾達二萬八千萬元。國內存底，爲之銳減。存底既減，金融界不得不收縮信用，限制放款。而目前吾國工商等業，最感痛苦者，即在資本缺乏，週轉不靈。處此兩難之間，唯有商借外資，充實存底，增加金融界之貸付能力，援助工商，以免週轉不靈，而至倒閉停業，此其四也。亦有以爲吾國目前之經濟困難，實受世界經濟恐慌之影響。世界經濟恐慌不消滅，吾國之經濟困難，無法解除，此其五也。又有以爲英美日本等國，在吾國市場，傾銷其剩餘產物，實爲吾國目前經濟困難之主要原因。故其對策，唯有提高關稅，或徵傾銷稅，挽救國內產業，此其六也。

以上所述，爲國內人士對於吾國目前經濟困難之各種論調與對策。不過本文目的，不在一一論究其得失，

而在證明民國二十一年以來，吾國一般產業之所以日益衰頹者，皆為外國所賜，亦即外國幣制劇烈變更之結果。更進論述吾國目前之經濟困難，雖受外國之賜，但其有效對策，不在商借外資，亦不在希望美國變更購銀政策，而在「自力更生」，力圖自救。故於本文之中，主張吾國不特不宜希望外國之援助，抑且不能獲得外國之援助。並證明雖得外國之援助，依然無補於當前之困難也。

不過本文內容，並非從技術方面，擬具吾國經濟之自救政策。（關於具體的自救政策，可觀拙作「中國經濟金融之根本自救方案」，連載中央時事週報第四卷第十八期至二十期。）而從學理與事實方面，闡明經濟困難之根本主要原因。論述有效對策，除根本自救外，別無他法。然欲明瞭其根本主要原因，則對一般所認為吾國經濟困難之根本原因之貿易入超與現銀外流，必須加以探討。若干重要對策，例如防止現銀外流，商借外資，要求美國緩和購銀政策等，亦有略加討論之必要也。

## 二 貿易入超現銀外流是否為最近吾國經濟困難之主要原因

今之論者，十之八九，莫不以為吾國當前之經濟困難，源於貿易入超。年有鉅額入超，遂使現銀外流，而成今日之恐慌。故欲救濟恐慌，唯有提倡國貨，排斥外貨，平衡貿易，現銀即不致外流。現銀既不外流，金融即可寬裕，產業亦可復興矣。此種膚淺論調，各報社論，誠難例外。所謂著名經濟專家，亦多不加思考，不據事實，而亦目為吾國

經濟困難之主要原因，不亦謬乎！茲分三點，分別論述於後：一、目前之經濟恐慌，是否為貿易入超之結果。二、去秋現銀外流，是否為貿易入超之結果。三、去秋現銀外流，是否為最近經濟金融恐慌之主要原因。

先就第一點言之。民元以來，吾國對外貿易，年有鉅額入超，未聞有嚴重如今日之恐慌。更就最近數年之事實觀察，民國十九年，貿易入超六萬四千六百餘萬元，二十年，入超八萬一千六百餘萬元，全國經濟狀態，反有欣欣向榮之象。試查當時吾國之物價統計，貿易統計，再與同時世界各國之物價貿易統計相比較，即可瞭然。當時各國物價，莫不暴落，吾國物價指數，並未降低。各國貿易總額，莫不銳減，吾國貿易總額，則未減少。對外貿易，入超雖鉅，全國經濟，未見有何不良現象。世界各國，雖已陷入經濟恐慌，吾國則仍超然獨立於恐慌之外。可知貿易入超，並非最近吾國經濟恐慌之原因。

吾國經濟恐慌，雖已發生於民國二十一年，而能引起全國人士之注意者，則在民國二十三年秋季大批現銀外流以後。工商金融等業之倒閉數目亦自去秋以來，迅速增加。此即吾國之經濟恐慌，去秋以來，更見嚴重之現象也。但按去年對外貿易之入超金額，雖有四萬九千五百萬元，較之民國二十二年，則已減少二萬五千萬萬元。（民國二十二年，入超七萬三千三百七十四萬元。）入超雖已銳減，吾國經濟恐慌，則反嚴重。足證吾國經濟恐慌之所以發生，所以嚴重，不在貿易之有鉅額入超。

更就第二點言之。去秋大批現銀之外流，亦非貿易入超之結果。但按一般論者，十之七八，以為吾國現銀之

外流，爲貿易入超之結果。例如有謂「爲今之計，欲保國內現銀，惟有使國際貿易，得其平衡，解決入超。蓋入超爲現銀外流之根本原因。阻止現銀外流，當對此根本原因設法。此已成爲舉國一致之意見。……」又謂「工商業不繁榮，生產不增加，如何能平衡國外貿易。貿易不平衡，則現銀外流，依然無法阻止。……」此種論調，幼稚而不正確，茲略加論證於後。

貿易入超，現銀外流。如欲阻止現銀外流，唯有平衡貿易。此極簡明易曉，全國人士皆易首肯者也。然如一究事實，決不若其簡單。先就吾國對外貿易言之：一八六八年以來，至去年底止，在此六十七年之間，吾國對外貿易之出超者，僅有五年（即自二八七一年至一八七六年）其餘六十二年，年有入超。假定貿易入超，即須輸出現銀，以資抵補，則吾現銀，早已流盡，何待今日。進一步論民元以來吾國對外貿易，年有鉅額入超，而現銀進口淨額，反有十餘萬萬元之鉅。民國十九年，貿易入超六四六、四三二千元，而現銀進口淨額，一〇四、三九五千元。二十年，貿易入超八一六、四一三千元，而現銀進口淨額，七〇、八〇三元。可知貿易雖有鉅額入超，現銀不特未必流出，反有大批輸入。足證去秋現銀之外流，不在貿易之入超。況如前述，去年貿易入超爲四萬九千五百餘萬元，較之前年，已減二萬五千萬餘元，而現銀出口淨額，則反增加二萬六千五百五十萬元。（民國二十二年，現銀出口淨額，約有一千四百四十萬元。民國二十三年，銀現出口淨額，公私合計，約有二萬七千九百九十萬元。）入超雖減，而現銀出口反增。然則去年大批現銀之外流，其非源於貿易入超，可以不辯自明矣。

至於第三點，去年流出之現銀，幾達二萬八千萬之鉅，似為最近經濟金融恐慌之主要原因。一般論者，以及工商團體，往往以為大批現銀，既被輸出，國內存底，為之銳減。通貨因此而收縮，金融因此而緊張，物價因此而下落，此種見解，於理論上自無異議，然未明瞭吾國之特殊情形，以及物價下落金融緊張之根本原因也。何以言之？去年輸出之現銀，十之八九，為外商銀行之庫存，而非流通於市之銀幣。試查去年春季外商銀行之庫存，與去年冬季外商銀行之庫存，即可瞭然。茲將去年上海中外銀行所有之現銀，及其增減情形，列表如左：

民國二十三年上海中外銀行現銀存底額及其百分比（單位百萬元）

月份	華商		外行		商		外行	
	庫	存	庫	存	庫	存	庫	存
	額	百分比	額	百分比	額	百分比	額	百分比
一月	二八五	五〇・八	二七六	四九・二	二八五	五〇・八	二七六	四九・二
二月	二八五	五一・六	二六八	四八・五	二八五	五一・六	二六八	四八・五
三月	三三七	五七・二	二五二	四二・八	三三七	五七・二	二五二	四二・八
四月	三四四	五八・〇	二五〇	四二・一	三四四	五八・〇	二五〇	四二・一
五月	三三七	五六・七	二五七	四三・三	三三七	五六・七	二五七	四三・三
六月	三三八	五七・九	二四五	四二・一	三三八	五七・九	二四五	四二・一
七月	三三一	五八・七	二三二	四一・三	三三一	五八・七	二三二	四一・三
八月	三一〇	六二・八	一八三	三七・二	三一〇	六二・八	一八三	三七・二
九月	三一〇	六八・七	一四一	三三・一	三一〇	六八・七	一四一	三三・一
十月	三〇九	七五・三	一〇一	二四・七	三〇九	七五・三	一〇一	二四・七
十一月	三〇〇	八二・七	六三	一七・三	三〇〇	八二・七	六三	一七・三
十二月	二六〇	八二・三	五六	一七・七	二六〇	八二・三	五六	一七・七



今觀上表，去年五月，上海外商銀行庫存現銀，共有二萬五千七百萬元，約占上海中外銀行庫存現銀總額百分之四三·三。而自去年八月起，吾國現銀開始外流，外商銀行之現銀存底，即行迅速減少，十月十五日，吾國開徵銀平衡稅，現銀外流，始被杜絕。故自十一月起，外商銀行之現銀存底，即無顯著之減少。然自去年五月至十二月，外商銀行之現銀存底，約減二萬萬元，至於華商銀行之現銀存底，則無顯著之增減，可知去年輸出之現銀，大部分爲外商銀行所有之物，且爲外商銀行之庫存現銀，而非流通於市之銀幣。

輸出之現銀，大部分既非流通於市之銀幣，則雖輸出極多，對於全國通貨之多寡，並無重大影響。全國通貨，決不因此而顯著之收縮。外商銀行，雖亦發行紙幣，但其數量，近已極少，上海一埠，約有二百餘萬元，全國共計，亦僅五百萬元左右。故其庫存現銀，雖因輸出而減少，所發紙幣，決不因此而收縮。況其所發紙幣，數僅五百萬元左右，故雖一律收回，對於全國通貨量，亦無若何影響。

去年外流現銀之中，必有一小部分屬於流通於市之銀幣，此固無可否認者也。惟其數量據作者估計，至多在五千萬元左右，僅居全國通貨之極小部分，故對通貨收縮，並無重大影響。而於他方面，紙幣發行額，則已較前增加。今年正月，上海紙幣發行總額，約有四萬萬元，較之去年正月，約增六千萬元。至於內地國家銀行分行，以及地方銀行之紙幣發行額，雖無明確統計，可資稽考，但其發行總額，今春似乎亦較去春爲多。中國農民銀行，中央銀行四川分行之新發紙幣，卽其例也。

由是觀之，可知去秋輸出之現銀，雖有二萬八千萬元之鉅，有形之通貨，並未因此而收縮。流通於市之銀幣，雖約減少五千萬元左右，但因紙幣增發，可以抵補而有餘。可知去秋大批現銀輸出以後，全國通貨，並不因此而收縮。通貨既未因此而收縮，金融何至因此而緊張。是以最近吾國金融之緊張，不在現銀之外流，經濟恐慌之嚴重，亦非由於金融之緊張。而吾金融之所以緊張，純在擔保品之跌價，放款之不能收回。擔保品跌價，放款不能收回，則為經濟恐慌必然之現象。易言之，最近吾國金融緊張，實為經濟恐慌之結果。若謂現銀外流，引起通貨收縮，通貨收縮，釀成金融緊張，金融緊張，造成經濟恐慌，此乃不切事實，因果倒置之論也。

不過去秋在短時期內，輸出大批現銀，對於吾國經濟金融，並非絕無影響。有之一為心理的影響，現銀迅速外流，引起金融界與社會人士心理上之不安。雖至今日，尚有現銀外流之恐懼。心理上既感不安，則在金融界為求自身安全計，惟有限制放款。故此現銀外流，可以間接的引起信用之收縮，助長金融之緊張。二為外商銀行之庫存現銀，既被輸出達二萬萬元之鉅，庫存既已銳減，放款能力，為之削弱。以前所放之款，一遇到期，惟有迅速收回，不再轉期。至於地產工商業者之請求貸付，則更無力應付。且於他方面，不得不提高利率，吸收現款，充實支付準備。易言之，現銀外流，外商銀行之存底銳減，因此不得不限制放款，收縮信用，直接足以影響上海地產商人，間接亦與全滬金融緊迫有關。

去秋現銀之迅速外流，源於海外銀價，折合吾國匯兌比價，高於同時吾國對外匯兌之實際市價。易言之，即

因外國銀價高於本國銀價，運銀出口，可得若干盈餘故也。然按外國銀價，所以高於本國銀價，則為美國提高銀價所致。美國提高銀價，世界銀價，迅速騰貴。吾國對外匯兌之實際市價，雖亦隨之而上升，但其上升之趨勢，不若銀價騰貴之速，故在同一時期，內外銀價，發生相當差額。此為去秋現銀外流之根本原因，並非貿易入超故也。然以銀價騰貴，吾國對外匯價上升，外國對華匯價下落，進口貨物，在國內市場之售價更低。國產貨物，更難競爭。出口貨物，在外國市場之售價更貴，故於外國市場有競爭品者，例如絲茶綢布等物，輸出更感困難。直接固為輸出貿易之減退，間接則為業此者蒙受重大之打擊。故就對外貿易與對內貿易而論，銀價提高，吾國對外匯價上升，各國對華匯價下落，皆與吾國有害無利，足以加重吾國之經濟恐慌。是以去秋以來吾國經濟恐慌之所以益見嚴重，實為吾國對外匯價上升，各國對華匯價下落之結果，而非現銀外流之直接影響也。

由上所述，可知去秋現銀外流與經濟恐慌之益趨嚴重，皆為銀價提高之結果。銀價提高，內外銀價，發生差額，現銀因此而外流，此其一也。銀價提高，吾國對外匯價騰貴，各國對華匯價下落，吾國經濟恐慌，遂益嚴重，此其二也。是以二者皆為美國提高銀價之結果。至此二者之間，（一即現銀外流，二即吾國經濟恐慌，益趨嚴重）並無直接因果關係在內。故謂現銀外流，引起物價之低落，產業之不振，釀成一般之經濟恐慌，絕不正確。至於去秋現銀外流，對於目前經濟金融之影響，則僅二點：一即心理上之不安，二即外商銀行之收縮信用。二者皆能影響吾國金融，更形緊迫耳。

### 三 防止現銀外流能否救治目前之困難

前已證明去秋大批現銀外流，並非貿易入超之結果，而為國外銀價高於國內銀價必然發生之事實。則在內外銀價仍有相當差額之狀態之下，貿易雖能平衡，依然不能阻止現銀之外流，此其一也。

去年十月十五日，徵銀平衡稅後，凡抱牟利目的，公開運銀出口者，幾告絕跡。至於私運出口，固難完全杜絕。惟其數量，並不甚鉅。據中國銀行估計，去年私運出口者，約有二千萬元。今春政府更頒嚴禁私運現銀出口法令，犯者處以破壞民國罪，私運之數，應較去年為少，然亦仍難完全杜絕。不過此點吾儕不宜過於悲觀。蓋於紙幣尙未停兌，現銀尙未集中之現狀之下，國外銀價較之國內銀價，約高百分之二三十，而欲希望國內現銀，絕不私運出口，本為不可能之事。目下內地若干都市，雖有請求兌現，收藏現銀，私運出口者，惟就全國而論，公私發行銀行之現銀準備，並無顯著之減少。此種現象，已極難能可貴。若在歐美各國，恐已紛起請求兌現，收藏現銀矣。故於徵銀平衡稅與嚴禁私運令之下，仍以現銀外流為念，未免過慮。況於現狀之下，若欲更進一步，防止現銀外流，唯有禁銀出口一法。然於事實上技術上，仍難防止私運出口。然則禁銀出口，與政府現行對策，對於現銀之流出與否，結果相等。故於現行對策之下，現銀外流問題，已不重要。政府已盡最大之努力，防止現銀之外流。雖如更進一步，禁銀出口，未必獲得更佳之效果，況此現銀外流，並非當前經濟困難之要因乎，此其二也。

#### 四 平衡貿易能否救治目前之困難

前已證明吾國對外貿易之年有鉅額入超，並非最近經濟金融恐慌之原因。故雖貿易平衡，仍難救治當前之困難。茲再進一步論吾國對外貿易，能用何法使之平衡。漸趨平衡以後之結果，又將如何。平衡貿易，不外三途：一即輸入減少，輸出不變。二即輸出增加，輸入不變。三輸入漸減，輸出漸增。茲再分別略論如左：

一、輸入減少，輸出不變。貿易漸趨平衡，未必定屬良好之現象。先舉一二年來法國之事實，以證吾說。一九三三年，法國貿易入超一百萬萬法郎，一九三四年，輸入減少五十四萬萬法郎，輸出減少六萬萬法郎，貿易入超，減至五十二萬萬法郎，此非貿易漸趨平衡乎？但其一般經濟狀態，反更惡劣。一九三四年之物價與生產指數，皆較上年為低。失業與倒閉統計，皆較上年為多。此種貿易漸趨平衡之現象，究與法國一般經濟，有何利益？目下吾國社會人士，亦多希望少購外貨，減少入超，輸入既少，貿易自能平衡。今觀法國事實，可知僅僅減少輸入，對於全國經濟繁榮，並無貢獻，不足以救當前之經濟困難。

二、輸出增加，輸入不變，貿易亦可漸趨平衡。輸出增加，國內產業，可以繁榮。貿易平衡，可以增加國際收入，至少亦能減少國際支出。此在任何入超國家所樂聞，而在吾國，則難達此目的。何則？民國二十一年以來，吾國輸出貿易之不振，其故有二：（一）英日等國之貶低匯價，吾國出口貨物，不能與匯價貶低國家之輸出品競爭。故如絲

茶綢布等物，在外國市場之銷路，爲之銳減。(2)去秋美國提高銀價，吾國對外匯價，對於任何國家，一律騰貴。出口貨物，在外國市場之售價又昂。今年輸出貿易，必更不振。處此二重壓力之下而欲增加輸出，平衡貿易，其可得乎？此其一也。吾國生產落後，可供輸出之物，僅有若干原料品與半製品。而有若干進口貨，則非國內所能供給。故雖如作者歷來之主張，放棄銀本位制，貶低匯價，輸出貿易固能因此而增加。然欲貿易平衡，亦不可能。何以言之？輸入品中，有若干貨物，非賴外國供給不可。匯價貶低以後，進口貨之售價提高。假如匯價貶低一半，進口貨將貴一倍。至於出口貨，雖亦騰貴，但爲增加輸出計，決不貴至一倍。例如進口貨之機械一座，本在吾國市場，售價一萬元，但因匯價貶低一半，須售二萬元。進口貨之總值，將增一倍（假定進口貨之數量不變）。出口貨之生絲一包，國內市價四百元，在美國市場，至少須售美金一百六十元。（假定中美匯兌，國幣一百元，等於美金四十元。運費，一律不計在內。）價格較昂不能與日絲競爭，則銷路不振。今如匯價貶低一半，國幣一百元，約合美金二十元。生絲一包，在國內市場之售價，漲至六百元，在美國市場，僅售美金一百二十元即可。在美售價，約跌四分之一。輸出當可增加。而在吾國，出口貨之總值，僅增二分之一（假定出口貨之數量不變）。故就入超金額而論，必較現在反見增加。故如作者之主張，放棄銀本位制，貶低匯價，發展輸出目的，亦非在平衡蓋貿易對外貿易，不特不能平衡，入超金額，恐反較前增加。惟須注意者，進口貨之數量，必較現在爲少；出口貨之數量，必較現在爲多。此點足以解除目前之困難，而樹國內產業復興之基礎，此其二也。

由此可知在現狀之下，而欲增加輸出，以期貿易平衡，為絕對不可能事。將來雖如放棄銀本位制，貶低匯價增加輸出，亦難平衡貿易，減少入超。入超金額，或竟反因匯價貶低而增加。故如必須平衡貿易，則於貶低匯價以後，尤須發展生產，始能收效。例如開發油鑛，創辦糖廠紙廠，即能減少若干外貨之輸入，而輕人民之負擔。發展農業，增加農產，亦可減少食糧之進口。廣植美棉，不特可供本國消費，且可運往外國，至少可得日本之美棉市場。若是，吾國對外貿易，可以漸趨平衡，或竟轉成出超，亦未可知也。

三、輸入漸減，輸出漸增，貿易漸趨平衡。關於此點，又可細別為二：甲、輸出絕對的逐漸增加，輸入絕對的逐漸減少，以至貿易平衡。例如今年輸入八萬萬元，輸出四萬萬元，明年輸入減至七萬萬元，輸出增至五萬萬元，後年輸出輸入，皆為六萬萬元。此乃理想之談，世界各國對外貿易之消長，決無此種奇怪現象。蓋如輸出增加，國內產業，必漸繁榮。一般購買能力，隨之而增，對於進口貨之需要，亦必增加也。乙、輸出絕對的逐漸增加，輸入相對的逐漸減少，貿易漸趨平衡。例如今年輸入八萬萬元，輸出四萬萬元，明年輸出增至五萬萬元，輸入增至八萬五千元。後年輸出增至六萬萬元，輸入增至九萬萬元。此即輸入金額，雖亦有增加，但其比例，則已逐漸減少。若干年後，貿易可自入超而成出超。物產豐富之新興國家，往往有此現象。吾國幣制若能統一，匯兌若能穩定，產業若能開發，則於十年以後，或能有此良好之現象。然非徒事希望全國人民，一律覺悟，一致不購外貨，所能達此目的也。

上述貿易漸趨平衡之三種現象之中，第一種，輸入減少，輸出不變，則因關稅不能完全自主，決難實現。雖竟

實現，亦與吾國一般經濟，弊多於利。第二種，輸出增加，輸入不變，決無此種現象。蓋以輸出增加，國內產業，必漸繁榮，對於進口貨之需要，亦必增加也。第三種，輸出絕對的增加，輸入相對的減少，則如根據經濟科學之原則，利用自然科學之技術，一致努力，十年以後，必能逐漸實現。不過貿易不平衡，並非吾國經濟困難之原因。即平衡貿易，亦非救治吾國經濟困難之方法，故如以平衡貿易，解決入超，為救治吾國經濟困難之唯一對策，不特無補於當前之困難，且必絕無成效可期也。

在平衡貿易之三種現象外，又有二種可能與必然之現象：

一、可能之現象。即於放棄銀本位，貶低匯價以後，對外貿易之輸出輸入總值，一律增加。入超雖不解決，貿易雖不平衡，入超金額，或竟較今尤鉅，然對吾國一般經濟，反利多於弊。蓋其輸入貨物，在吾國市場之售價，較前騰貴，則可減輕國產貨物之壓迫。故其輸入貨物之總量，必較現在為少。輸出貨物，在外國市場之售價，較前降低，可戰勝其他國家之競爭。故其輸出貨物之總量，必較現在為多。若是，國內絲織紗花煤茶等業，可以繁榮。輕工業與農業，亦得復蘇之機會。是以輸出輸入，一律增加，貿易雖不平衡，亦與吾國有利，可解除當前之經濟困難也。

二、必然之現象。即於現狀之下，對於幣制貿易，不作任何設施，則其結果，吾國對外貿易之輸出輸入，一律降低。此為絕對的降低。蓋其輸出貨物之總值與總量，一致減少，輸入貨物之總值與總量，亦皆減少，此為經濟恐慌益趨嚴重之反映。今年度之對外貿易，決難平衡。輸出輸入，按之原則，必較上年度，一律減少。謂予不信，請觀六個



月後，民國二十四年度之對外貿易報告。

## 五 請求美國變更銀政策有何效果

美國購銀政策，自有其成立之原因，非至購買足額，或政權移轉，恐無變更之望。關於此點，上期本刊「美國白銀政策之展望」一文中，已論其大概，茲不贅述。今如退一步論，假定美國政府，竟能接受吾國之抗議，雖仍繼續購銀，不再擡高銀價，而將世界銀價，維持於純銀一盎斯等於美金七角左右。假如銀價迅速騰貴，美國停止購買，銀價降至七角以下，即行大批購進，則在若干年內，世界銀價，大致可以維持美金七角之標準。此為吾國一部分人士所希望者也。若能如是，對於吾國之影響，僅能避免將來更重之壓迫，仍難解除目前之困難。何則？銀價更貴，吾國對外匯價更高，全國產業以及輸出貿易，所受之壓迫更重。經濟恐慌，必更嚴重。今如不再提高銀價，維持現在之標準，雖吾國經濟恐慌，可以不再加重，而對目前困難，則仍無法解決。

吾國目前之經濟困難，主因有二：一為民國二十一年以來，世界各國之減低幣值，貶低匯價。若以英美日本等對華貿易較鉅之國而論，匯價幣值，最多貶去三分之二，最少亦已減低十分之四。其反面，即為吾國對於此種國家之匯價，反比例而騰貴。二為去秋以來，美國提高銀價。當時美銀市價，約在美金五角左右，今則已達美金七角。約貴百分之四十。吾國對外匯價，因受銀平衡稅之限制，並未同一比例而騰貴。當時中美匯兌，國幣百元約在

美金三十三元左右，今則已在美金四十元左右。故自去秋以來，吾國因受美國提高銀價之影響，對於任何國家之匯價，約貴百分之二十。

以上所述，爲民國二十一年以來吾國對外經濟方面所受之二種壓迫。今以具體事實爲例：民國二十年，英國停止金本位前，中英匯兌，英鎊一枚，約合吾國二十五元。英國停止金本位後，截至去年夏季爲止，英鎊匯價，約跌十分之四。英鎊一枚，約在吾國十五元左右。（試查去夏中英匯率可知。）而自去秋美國提高銀價以來，吾國對外匯價，又貴十分之二。英鎊一枚，約合吾國十二元左右。其他各國，可以據此類推。至於日本，則更嚴重，蓋其匯價本已抑低百分之六十有餘，吾國對外匯價，又受銀高影響，騰貴二成。民國二十年，日金一元，在吾國二元四角以上，今則僅合吾國七角強。故雖美國不再提高銀價，吾國對於匯價，仍有過高之嫌，所受二重壓迫，仍未解除，對於目前經濟困難，依然無法救治。惟有自動放棄銀本位制，使吾國對外匯價，自然降低，恢復民國二十年之標準，始能解除目前之困難也。

二十四年七月五日

## 第七篇 再論今日中國經濟困難之主要癥結

——載外交評論第五卷第二期——

### 一 美國購銀政策是否爲吾國經濟困難之唯一主要原因

今之論者，每謂最近吾國產業消沈，金融梗塞，皆出美國購銀政策之賜，而爲銀價騰貴之結果。易言之，即將美國購銀政策，目爲吾國經濟困難之唯一要因。世界銀價之騰貴，實爲吾國經濟困難之根本要素。此種見解，可以概別爲二，茲分別論述於後。

一 卽專指去秋美國之購銀政策，釀成吾國之金融經濟恐慌。其經過，則謂美國擡高銀價，吾國現銀外流。大批現銀外流以後，通貨隨之而收縮，籌碼因此而缺乏。結果，一方面爲物價下落，市面不振。他方面爲限制放款，收縮信用。於是工商等業，既受物價下落之壓迫，又難獲得金融業者之援助。週轉漸感不靈，不得不出於倒閉一途。若干金融業者，亦以呆賬過多，無法週轉，唯有宣告清理一法。吾國工商業界，以及若干經濟專家，大致皆具此種見解。關於此點，又可分成二部：甲卽去秋現銀外流，全國通貨，是否因此而收縮。市面籌碼，是否因此而缺乏。則於

前文（見五卷一期）第二節中，已明其非。嘗謂「可知去秋輸出之現銀，雖有二萬八千萬之鉅，有形之通貨，並未因此而收縮。流通於市之銀幣，雖約減少五千萬元左右，但因紙幣增發，可以抵補而有餘。」上期本刊程紹德先生之「美國提高銀價對於中國之影響」一文中，亦有類似之見解，證明吾國通貨，並未因白銀外流而收縮。乙卽時期方面，以爲最近吾國之經濟困難，始於去秋美國實行購銀政策，此與事實不符。蓋自民國二十一年以來，吾國經濟恐慌，已在逐漸演進之中。明顯之例證，而有統計可資稽考者，一爲對外貿易之減退，二爲一般物價之下落。雖無統計可資稽考，而仍確切可恃者，則爲一般產業之漸趨衰頹。例如報載上海電車公司，自民國二十一年以來，收入漸減，今夏該公司之營業收入，僅有民國二十年同時期之半額，足證上海中下階級購買能力之減退。故謂最近吾國之經濟困難始於去秋美國之購銀政策，似與事實不合。

今觀上述甲乙二點，可知最近吾國經濟困難之發生原因，不能純從美國之購銀政策解釋。至其發生時期，亦在去秋美國擡高銀價以前。於是又有第二種解釋，以爲吾國經濟困難，已有三年之久。至其原因，則在世界銀價之騰貴。有謂「一九三二年後，因銀價之漲，我國物價，開始下落。」又謂「最近三年，我國物價的下落，全由於銀價的上漲所致。」又謂「銀價上騰，卽是我國貨幣對外幣漲價，外貨輸入我國容易，我國貨物，輸出外國，則反感覺困難矣……是以幾年以來，出口物價的跌風特甚，此實爲銀價提高後不得不然的結果。」以上所論，不特將最近吾國之經濟困難，完全歸咎於銀價之上漲，抑且將三年以來之經濟恐慌，亦皆目爲銀貴之結果焉。

然則三年以來，吾國物價之下落，市面之蕭條，是否皆為銀價騰貴之結果？若是，則今日吾國經濟困難之主  
要癥結，即在世界銀價之騰貴。不然，則須另求其他原因，不能一概歸諸銀價之騰貴。欲明其是非，須查三年以來  
英美二國之銀價，與世界金銀比價。茲分別列表如左：

三年來之英美銀價表（單位倫敦便士，紐約仙。）

年	月	倫	敦	近	期	紐	約	現	貨	年	月	倫	敦	近	期	紐	約	現	貨
民國二十年平均		一四	·	四七	〇	二八	·	三七	五	八	月	二一	·	三七	七	四八	·	九八	六
二十一年		一七	·	八一	二	二七	·	三七	五	九	月	二一	·	八八	七	四九	·	四八	四
二十二年		一八	·	一五六		三四	·	八一	二	十	月	二三	·	五八一		五二	·	四二	一
二十三年一月		一九	·	六六七		四四	·	二五	〇	十	月	二五	·	二五七		五四	·	二五	五
二	月	二〇	·	一二五		四四	·	一七八		十	月	二四	·	四〇四		五四	·	四二	七
三	月	二〇	·	二五〇		四五	·	八七五		二	月	二四	·	五八四		五四	·	四一	八
四	月	一九	·	三一二		四五	·	一二五		二	月	二四	·	八一八		五四	·	六〇	二
五	月	一九	·	二七六		四四	·	三七五		三	月	二七	·	三八〇		五九	·	〇四	八
六	月	一九	·	九八一		四五	·	一六三		四	月	三〇	·	九八六		六七	·	八一	〇
七	月	二〇	·	五一一		四六	·	三一〇		五	月	三三	·	八六五		七四	·	三五	六

今觀上表，民國二十年，倫敦標準銀價，每盎斯平均十四便士半；而於二十一年，漲至十七便士八；二十三年春，則在二十便士左右；以後逐步上升，至今年五月，則已貴至三十三便士強。此非銀價騰貴而何？然此不過一種幻象而已。世界銀價之騰貴，始於去年秋季。民國二十一年以來，至去年秋季美國實施購銀政策爲止，世界銀價並無重大之漲跌。在此時期之內，英美銀價之所以上漲者，並非白銀之騰貴，而爲英鎊幣值降低之結果。今就上表而論，即可得一明確之證據。民國二十年，倫敦近期銀價，平均爲十四便士四七；紐約現銀市價，平均爲美金二角八分三七五。而至民國二十一年，倫敦近期銀價，漲至十七便士八一，較之上年，平均約貴三便士強。紐約現銀市價，則爲二角七分三七五，較之上年，度，平均反跌一分。此即在同一時期之內，英美銀價，背道而馳，倫敦銀價騰貴，紐約銀價稍跌。此種現象，可以目爲銀價騰貴乎？考其所以生此幻象者，純在兩國幣值之變化。民國二十一年，美國維持舊平價之金本位制。美元價值，並無變化。紐約現銀市價，較之二十年度，平均每盎斯跌去一分。此爲銀價之下落。而在英國則不然。民國二十年九月二十一日，英國放棄金本位後，英鎊匯價，開始下落。國際貨物之白銀，反比例而騰貴。故於二十一年，用英鎊計算之倫敦銀價，遂較上年爲高。平均每盎斯約貴三便士強。此非銀價之上漲，實爲鎊匯之下落。當時倫敦銀價平均漲至十七便士八一二者，不過鎊匯下落所生之幻象而已。

更就民國二十一年至二十三年一月之英美銀價而論，亦同此理。民國二十一年，倫敦近期銀價，平均爲十七便士八一，而於民國二十三年一月，則爲十九便士六六七。在此時期之內，倫敦銀價，平均約漲百分之一〇。

• 四。而在美國則不然，民國二十一年，紐約現銀市價，平均為二角七分三七五，民國二十三年一月，則已漲至四角四分二五。在此時期之內，紐約銀價，平均約漲百分之六一·六。時期相同，而英美之銀價騰貴程度，相差若是之鉅，其故安在？在美元貶值之結果耳。美元價值，既已較前貶低，則對國際貨物之白銀，用美元計算，必然反比例而騰貴。故於當時紐約銀價之暴騰，不過美元貶值所生之幻象，並非世界銀價一律騰貴百分之六十也。

證之三四年來之金銀比價，則更瞭然。茲將民國十九年來之金銀比價，列表如左：

金銀比價表（金一合銀若干倍）

年	月	比	價	年	月	比	價	年	月	比	價
民國十九年	平均		五三·六	九	月		七九·八	八	月		七二·〇
二十	年		七〇·三	十	月		八〇·〇	九	月		七一·三
二十一	年		七三·五	十	月		七七·五	十	月		六六·七
二十二	年	一月	八〇·五	十	二月		七七·五	十	一月		六三·八
二	月		七九·四	二十三	年	一月	七四·三	十	二月		六四·二
三	月		七五·九	二	月		七五·七	二十四	年	一月	六四·三
四	月		七二·六	三	月		七四·七	二	月		六四·一
五	月		七一·九	四	月		七六·一	三	月		六〇·九

六	月	七一九	五	月	七八五	四	月	五一六
七	月	五七〇	六	月	七六五	五	月	四七一
八	月	七八一	七	月	七四六			

今觀上表，可知民國二十年銀價下落以來，金銀比價，上下於一對七十五左右，最低嘗至一對八十，最高則為一對七十。去年秋季，美國大購現銀，銀價始貴。去年九月，金銀比價，始起變化。白銀市價，始漸騰貴。去年九月，金銀比價，為一對七十一，今年五月，則為一對四十七，較之民國十九年之平均比價一對五十三，尤為高昂。可知世界銀價之騰貴，始於去年秋季，而非始於三年以前。然則三年以來之吾國經濟恐慌，並非完全銀價上漲之結果。去秋世界銀價開始騰貴以前，吾國經濟恐慌之進展，絕對未受銀價之影響。去秋美國擡高銀價以後，始受相當影響。但此影響，並非吾國之貨幣價值直接隨銀價上漲而騰貴，一般物價，因幣值騰貴而下落。亦非國外銀價，高於國內銀價，引起現銀外流，通貨收縮，間接釀成金融梗塞，物價下落。而為銀價擡高，吾國對外匯價上升，國產貨物，在國外國內市場，所受外國貨物之壓迫更重。此為去秋美國購銀政策，對於吾國一般經濟之深刻影響也。美國收買大批現銀，吾國現銀，迅速外流，全國人心，為之動搖。金融業者，為自衛計，不得不限制放款，工商業界，更感週轉不靈。此即心理上之刺激，反映於產業金融，而使一般經濟困難，立刻呈露於外。亦即去秋美國購銀政策，對於吾國一般經濟之敏銳影響也。



綜觀以上所論各點，若謂三年以來，銀價上漲，遂使吾國物價下落，現銀外流，通貨收縮，物價更低，此種解釋固與事實不符，且於學理上，亦有未盡然處。若將吾國之經濟困難，完全歸咎於去秋美國之購銀政策，則與吾國經濟困難之發生時期，及其演進之經過，亦有不合。假如以為去秋現銀外流，通貨收縮，物價下落，釀成經濟金融恐慌，則距事實更遠矣。由是以觀，可知去秋美國之購銀政策，並非最近吾國經濟困難之唯一要因，不過於吾國經濟困難繼續演進之中，銀價擡高，吾國所受之壓迫更重。現銀外流，引起全國人士之注意，予以心理上之打擊，反映於一般經濟界，增加經濟困難進展之速度耳。故在美國實施購銀政策以前，吾國之經濟困難為緩進的，且未引起社會人士之注意。而自去秋美國大購現銀，銀價騰貴以後，吾國經濟困難之進展程度較前增加，且已引起社會人士之注意，釀成全國人心之不安。人心既感不安，金融遂見緊張，經濟困難程度，亦遂加速進展焉。

## 二 最近吾國經濟困難之主要癥結何在

然則最近吾國經濟困難之主要原因何在？若謂產業落後，則吾國產業，本較各國落後，何以昔日並無嚴重恐慌，今則有之？若謂生產不振，則吾國生產，本不發達，工商製造，尤為幼稚，而在三四年前，何以未聞有嚴重如今日之恐慌？若謂最近數年，生產更見衰落，遂成今日之困難局面，然則數年以來，生產更見衰落之原因何在？若謂交通不便，內地商貨，不能外運，則在最近數年，公路日益發達，何以商貨反難暢銷，市面反覺蕭條？若謂稅捐繁重，

商貨之成本加重，銷路不免減色；然按二三年來，內地各省之苛捐雜稅，早已先後減免，較之釐金尙未撤消時期，不可相提並論；而吾農工產物之銷路，何以反較以前不振？若謂農村破產，則吾農村，何以不破產於三四年前，而在最近三年，始有破產現象？更就農村破產之原因言之：若謂農村資金，流入都市，農業資本，遂感缺乏；則在以前，農村資金，何以不流入都市，而在最近數年，農村資金始入都市，而呈農業資本不足之現象？若謂土豪劣紳之重利盤剝，農產成本，爲之加重；然按吾國鄉間之重利盤剝，由來已久，亦與最近之農村破產無關；最近三年，信用合作事業之發展，農村放款之增加，對於數百年來重利盤剝農民之缺陷，豈無小補？若謂匪盜橫行，地方不靖，工商裹足；則在三年以前，是否太平無事，匪盜絕跡？若謂世界經濟恐慌之影響，但按世界經濟恐慌，爆發於民國十八年冬季，翌年蔓延各國，而以民國二十年，最爲劇烈；但在民國十九二十年，吾國一般經濟狀態，不特未見有何恐慌現象，反較以前數年爲繁榮；民國二十一年起，世界經濟恐慌，漸見轉機，日本與英鎊集團各國之一般經濟狀態，皆呈向榮之象，而吾對外貿易，何以反形銳減，物價亦漸降低，一般經濟恐慌，反在暗中演進？若謂帝國主義之經濟壓迫，則吾國所受帝國主義之經濟壓迫，並不始於最近數年，況自國民政府成立以來，關稅漸能自主，稅率亦已增加，國產貨物，雖未充分獲得關稅之保護，但較以前類似自由進口者，相去不可以道里計；此即最近數年，帝國主義之經濟壓迫，已稍減輕，而吾經濟恐慌，則反爆發，謂之帝國主義對於吾國所施之經濟壓迫，其可得乎？若謂吾國金融組織不健全，金融市場不完備，銀錢二業，側重抵押放款與信用放款，而無貼現制度；此固吾國

金融市場之一大缺陷，然此缺陷並不始於今日，何以至今日始有金融梗塞，週轉不靈之現象？若謂吾國金融市場，因無貼現制度，週轉稍感不靈，不易獲得國家銀行之援助，國家銀行亦無再貼現制度，收買票據，調劑金融，是以金融易於梗塞；然則最近若干金融業者，感受週轉不靈，而須請求國家銀行之援助者，其故安在？若謂呆賬過多，無法收回，以至週轉不靈；然則在數年以前，呆賬何故無若是之多？最近何以呆賬過多，在呆賬過多之現狀之下，若有貼現制度，所買之商業票據，是否不致有變成空頭票據，不能收現之虞？此種票據，國家銀行，是否樂於再貼現，盡量收買？由是觀之，可知吾國金融市場之無貼現制度，並非今日金融梗塞之要因也。

以上十四點，往往目爲今日吾國經濟困難之要因；按諸實際，則皆非是。至如現銀外流，通貨收縮，釀成今日經濟困難之論調，前已辯明其非，茲不贅述焉。

民國二十年，長江流域之水災，對外削弱吾國貨物之輸出能力，對內減低受災區域之購買能力，固爲民國二十一年經濟漸趨衰頹之一大原因。然其影響，爲局部的，一時的，對於今日之經濟困難，已無直接關係。去年吾國中部之旱災，農產爲之減收，農民之購買能力，因此而益低。然此亦非目下經濟困難之主要原因。蓋如農產減收，價格騰貴，尙可補償減收之損失。農民之購買能力，或不致因此而降低。然於吾國現狀之下，農產雖已減收，價格並不同漲。低廉之外國農產物品，源源輸入。本國農產價格，無法提高。故在被災區域之農村，固難支持。而在未受水旱災荒之農村，亦受農產價格跌落之壓迫。吾國農產價格之所以降低，則非供求律所能解釋。蓋遇水旱

災荒，農產減收，按諸原則，價格應貴，但因吾國對外匯價騰貴，各國對華匯價下落，外國輸入之農產物品，得在吾國市場，廉價出售，本國農產價格，不特無法擡高，且有繼續跌落之可能。是以民國二十年與二十三年，吾國中部之水旱災荒，對於全國一般之經濟困難，僅有被災區域之局部影響。農產價格，若能騰貴，被災區域之農村，恢復較易。無災區域之農村，可得繁榮。今則不然，三年以來，農產價格，逐步降低，遂使全國農村，皆呈破產局面。是以農產價格之降低，不特加重被災區域農民之壓迫，且令無災區域之農民，同受其害。故吾三年以來，一般農民購買能力之降低，全國農村岌岌不支之現象，實為農產價格下落之結果。至如水旱災荒所生之影響，尚屬次要者焉。

至於農產價格，不能因農產減收而騰貴，且受外國低廉農產品之壓迫而降低，其唯一原因，即在吾國對外匯價之騰貴，反而即為各國對華匯價之低落。然按吾國對外匯價，在民國十七年，尚未下落，對美匯價，平均約合美金四十五元。較之最近國幣百元，約合美金三十八元左右，尤為高昂。當時匯價雖高，並無嚴重如今日之經濟恐慌，而在三年以來，對外匯價，雖漸騰貴，然至今日，尚未到達民國十七年之匯價標準，而吾國經濟恐慌，則已日益嚴重。則吾國對外匯價之上漲，表面上似與最近之經濟恐慌，並無關係；而其實不然，茲特闡明於後：

民國十七年，吾國對美電匯平均為美金四十五元九角，十八年，則為美金四十一元五角。當時世界經濟恐慌，尚未發生。各國關稅壁壘，亦未建立。國際貿易，得按常態進行。故吾對外貿易，純視正常需要而消長。但自民國十九年起，美國經濟恐慌，已漸蔓延而成世界經濟恐慌。各國對外貿易，莫不迅速銳減。吾國既為世界經濟之一

環，當然亦難例外。如用美金計算，民國十九二十年吾國之對外貿易總額，亦已較前減低。然此並非皆屬貨物數量之減少。用金計算之貨物價格之降低，實為其主要原因。惟於此時，世界銀價，亦隨一般物價而下降，吾國對外匯價，又隨銀價下落而降低。各國對華匯價，則成反比例的騰貴。茲將民國十九二十年，吾國對英美日本之平均匯價，列表如左：

上海對英美日本之平均匯價表

年	分	倫敦（每元合便士數）	紐約（每百元合美金數）	東京（每百元合日金數）
十九年		一四·七八九	二九·八五〇	五九·六八〇
二十年		一二·〇〇四	二二·二四三	四五·二一五

今觀上表，吾國對外匯價，既隨銀價下落而暴縮，民國二十年，對美匯價，平均僅有美金二十二元強，對英則僅十二便士，對日亦僅日金四十五元。在此匯價之下，並在世界經濟恐慌時期，吾國對外貿易總額，用金與用銀計算標準之不同，而生相反之現象。用金計算，吾國進出口貿易，一律減少。用銀計算，則反一律增加。今以對美匯價與對美貿易為例，民國十七年，對美匯價，國幣百元，平均合美金四十五元，民國二十年則為美金二十二元。前後相較，吾國對美匯價，約跌一半。今如假定民國十七年，輸往美國貨物，值國幣一百元。用金計算，則為美金四十五元。同時美國輸入吾國貨物，值美金一百元，合成國幣，則為二百二十元。照此假定，則於民國十七年，吾國對美

輸出值國幣一百元，輸入則爲二百二十元，對美貿易總額，共計三百二十元。若用美金計算，則吾對美輸出值美金四十五元，輸入則值美金一百元，對美貿易總額，共值美金一百四十五元。

而在民國二十年，吾國對外匯價，約跌一倍。同時世界經濟恐慌，正在演進之中。故有下列數種事實發生：一、世界各國用金計算之物價，一律降低。二、外國對於吾國原料之需要較少，故吾原料之輸出數量，較前減少。三、吾國出口貨物，在國際市場，因匯價下落，可以廉價出售。四、出口貨中，在國際市場有競爭品者，因售價低廉，數量較增。五、用銀計算之出口貨物，價格稍貴。六、各國對華匯價上漲，進口貨物，在吾國市場，用銀計算之售價，較前騰貴。七、但因世界經濟恐慌，用金計算之物價，本已降低，故在吾國市場，進口貨價之騰貴程度，決不若各國對華匯價上漲程度之大。八、進口貨之數量，因在吾國售價騰貴而減少。基上八點，對於民國二十年之對美貿易，可以設例如下：根據第二點，吾國若干出口貨之數量，理應減少；根據第四點，吾國若干出口貨之數量，理應增加。假定第二、第四兩點，互相抵消，吾國出口貨之平均數量不變。根據第五點，吾國出口貨，用銀計算之價格，假定騰貴十分之一，則在民國二十年，吾國出口貨物之數量不變，用銀計算之總值，則爲一百十元。按照當時匯價，則值美金二十四元二角。至於進口方面，根據第八點，進口貨之數量，假定減少十分之二，根據第一點，用金計算，進口貨之價格，假定跌落百分之三十，則在以前，進口貨共值美金一百元，而在民國二十年，僅值美金五十六元，（即以一百元爲標準，數量方面，打八折，價格方面，打七扣。）按照當時匯價，則值吾國二百五十五元。照此假定，則於民國二十

年對美輸出值國幣一百十元，輸入則爲二百五十五元，對美貿易總額，共計三百六十五元，較之民國十七年之貿易總額與輸出入額，一律增加。若用美金計算，輸出約值美金二十四元，輸入則爲美金五十六元，總額則僅美金八十元。較之十七年之貿易總額與輸出入額，一律減少。故在世界經濟恐慌時期，銀價下落，吾國對外匯價降低以後，吾國對外貿易，用金計算，無論輸出輸入，皆已一律較前減少。則從國際立場觀察，吾國亦已陷入世界經濟恐慌之漩渦，而在吾國，用國幣計算之對外貿易，無論輸出輸入，莫不一律較前增加，則從吾國立場觀察，不特並未陷入世界經濟恐慌之漩渦，且反獲得相當繁榮焉。

以上所論，雖屬假定，然如按諸當時事實，於大體上，並無不合。上述假定（或即當時事實）似已過去，可證不論而實不然。蓋其影響所及，不特與民國十九二十兩年吾國之能避免經濟恐慌，獲得相當繁榮，有密切關係，且與最近吾國之經濟困難，亦有間接影響；並爲放棄銀本位制，貶低對外匯價之學理上之一部分根據。故再作進一步之研究如下。

根據上述假定，先就輸出入品在國內外用金銀計算之價格而論，即與吾國產業，有重大關係。民國十七年，吾國百元之物，在美國市場，須售美金四十五元。（按照當時中美匯價，其他一切費用，不在內。）吾國一元之物，售美金四角五分。假定輸美貨物之數量，等於一百單位，則吾每一單位之出口貨物，售美金四角五分。而在二十年，吾國對美匯價，降低美金二十二元。輸美貨物之數量未變，仍爲一百單位。但在美國市場，僅售美金二十四元。

有餘。此時吾國一元之物，僅售美金二角二分，每一單位之物，則售二角四分。因吾出口貨物，在國內之市價，較前已貴十分之一，故吾生產經營出口貨物之農工商人，皆可獲得較多之盈餘。至於進口貿易，則據十七年之假定，美金百元之物，在吾國市場，售國幣二百二十元。此時美金一元之進口貨物，售國幣二元二角。假定進口貨物之數量，亦為一百單位，則凡一個單位之進口貨物，售國幣二元二角。而在二十年，各國物價下落，對華匯價騰貴，進口貨物之值，僅售美金五十六元，而在吾國市場之售價，則為國幣二百五十五元。美金一元之物，須售國幣四元四角七分。至於進口貨物之數量，則已假定減少十分之二。以前為一百單位，當時則僅八十單位。每一單位，在吾國市場之售價，則為國幣三元二角。（以八十除二百五十五元）若與民國十七年之進口貨價相比較，即有重大不同之處。美金一元之進口貨物，在吾國市場之售價，自國幣二元二角，漲至四元四角七。每一單位之進口貨物，在吾國市場之售價，則自國幣二元二角，漲至國幣三元二角。在此情形之下，進口貨之售價擡高，人民之生活負擔，必稍增加。而對本國產業，則有重大利益。蓋以進口貨之售價騰貴，數量減少，本國農業所受進口貨之壓迫，賴以減輕。國內輕工業，亦能得一發展機會。故於民國十九二十年，吾國資本較小製造較易之輕工業，漸形發展。日常應用之工業品，已有一部分，可以自製自給。此種良好現象，直接為匯價下落之結果，間接則為銀價下落之結果。謂之銀本位制所賜，亦無不可。

然如吾國對外匯價反漲，則其結果，必然相反。出口貿易，必漸減少。出口貨物，在國內市場之售價，必被壓低。



生產經營出口貨物之農工商人，盈餘必漸減少，或竟無利可圖，以至虧耗。至於進口貨物，則因外國對華匯價漸跌，可在吾國市場，以較低之價出售。進口貨售價既低，國內新興之輕工業，即受壓迫。農產物亦因輸入品之競爭，不能善價而沽。國外一般產業，無論內銷外銷（出口貨中，有獨占性者除外）皆呈萎縮之象。一般物價，亦必被逼降低。所謂被逼降低，一即出口貨物，因受對外匯價上漲之影響，不得不將國內市價壓低，否則在國外市場，不能與其他國家競爭；二即國產內銷貨物，亦因外國對華匯價下落之影響，進口貨物，得在吾國市場廉價出售，不得不減價競爭。結果，形成物價之低落。物價既漸跌落，一般人民之收入，亦漸減少。收入漸減，一般購買能力，亦必因此而降低。購買能力降低，貨物銷路，更見呆滯，物價亦更下落，產業亦更萎縮矣。經濟恐慌，既漸進展，工商業界，向金融業者抵押通融之資本，不能如期取贖清償者，必漸增加。而在金融業方面，不能收回之呆賬亦漸多。資力不足，經營不善者，即有週轉不靈之虞。金融恐慌，亦必追隨經濟恐慌而發生。一般的經濟困難局面，必然呈現於眼前矣。

故在民國二十年後，吾國對外匯價，若竟反騰，經濟恐慌，決難避免。當時吾國對外匯價之降低，源於銀價之低落。故如銀價上漲，吾國對外匯價，亦必隨之而騰貴。此為吾國對外匯價反騰之一因。對外匯價之漲跌，本為相對的，外國對外匯價下落，即為吾國對外匯價之騰貴。故如各國貶低匯價，吾國對於貶低匯價國家之匯價，必然反比例而騰貴。此為吾國對外匯價反騰之二因。而自民國二十一年以來，至去年冬季止，吾國對外匯價之反騰，

即受日本與英鎊集團各國之貶低匯價，以及美國減低幣值之賜。客冬以來，又因銀價騰貴，吾國對外匯價，對於任何國家，一律上漲。經濟恐慌，亦更嚴重。是以最近吾國經濟困難之主要癥結，即自民國二十一年以來對外匯價之反騰也。

以上所論，為吾國匯價騰貴，對於國內一般產業金融之影響，釀成今日經濟困難局面。至其構成要素，一為各國貶低匯價減低幣值，二為銀價上漲。二者似可相提並論，何以言之？貶低匯價，減低幣值，世界各國，雖未一律實施，然按行此政策者，皆為吾國對外貿易之主要國家，故對吾國，影響極大。此其一也。各國匯價幣值貶低以後，將來決不再行提高，故其影響，為永久的。（銀價則有反跌之可能，故非永久的。）此其二也。吾國所受貶低幣值匯價之弊害，已有三年之久，銀價騰貴之弊害，則僅半年。此其三也。不過銀價騰貴，各國對華匯價，一律下落，故其影響，較之貶低幣值匯價尤為普遍。此其一也。銀價既有繼續上漲之可能，吾國之經濟困難，即有加重之可慮。此其二也。觀此數點，可知二者皆難忽視，似應相提並論。今後世界銀價，若不再漲，則此貶低幣值匯價要素，較之銀價騰貴之影響，似乎尤為重要也。

### 三 結論

今日吾國經濟困難之主要癥結，固尚言人人殊。而其困難現象，則已呈現於眼前。對此困難現象，不能坐視

不救。然如處置稍一失當，不特不能挽救目前之困難局面，且能使之變本加厲，無法收拾。最近數星期來，京滬工商業界，一再請求膨脹通貨，即其例也。雖於開始膨脹通貨之時，金融寬裕，物價騰貴，生產增加，短時期內，可得良好現象；然以國內物價既漸騰貴，對外匯價並未降低，則於輸出方面，必然更感困難。輸出既不增加，則此出口貨物，在國內市場，其能維持較高之市價乎？對外匯價既未降低，進口貨物，依然得在吾國市場，廉價出售。國產貨物，雖因通貨膨脹而騰貴，但此騰貴之市價，在外貨競爭之下，可以繼續維持乎？製造業者，一時惑於物價之騰貴，加工製造。但其造成之物，將用何法銷售於市場？不過增加若干存貨而已。金融業者，則因通貨膨脹，資金寬裕，勢必企圖放款，以求什一之利。而又鑒於物價騰貴，生產發展，因此擴大信用，安心放款。然以商人批進之貨，既難高價脫售，工廠新製之物，又難獲得主顧，則其所放之款，可以收回乎？不過增加若干呆賬而已。故於現狀之下，而欲膨脹通貨以救時艱，不過取快一時，結果必使目前之經濟困難，變本加厲，無法收拾也。則吾工商界之一再請求膨脹通貨，與飲鴆止渴有何異哉？

## 第八篇 我國銀本位不應放棄乎

——載中央時事週報第三卷第二十三期——

### 一 導言

吾國經濟恐慌日益嚴重，金融狀態日益緊張以來，主張唯有提倡國貨，排斥外貨，始能救治經濟困難者，大有人在。希望全國人民，一律覺悟，一致排斥外貨而用國貨。全國人民，竟能有此覺悟，具此決心，尙有何說。無如本國貨之品質，不及外國貨之精良。此卽外貨之物美是也。民國二十一年以來，吾國對外匯價，逐漸騰貴，最近銀價上升，吾國對外匯價又貴。外國貨物，得在吾國市場，廉價傾銷。此卽外貨之價廉是也。外國貨物，挾此價廉物美條件，以臨吾國市場，而欲希望全國人民，一律不購外貨，其可得乎？提倡國貨，本屬國民之天職。但其有效方法，不在空談人心之覺悟，而在採行適宜之對策。積極言之，須使國貨之品質，既較外貨爲優，售價又較外貨爲廉。退一步言之，國貨之品質，雖與外貨相等，但其售價，則較外貨爲廉。更退一步言之，國貨之品質，雖較外貨爲劣，但其售價，至少須較外貨爲廉。易言之，至少須使外貨之售價，高於國貨。必如是，始能提倡國貨，始能收效也。今如放棄銀本位

制，貶低對外匯價，而使外國貨物，在吾國市場之售價，騰貴一倍，提倡國貨，必可事半功倍。較之今之空言提倡，難收實效者，相去不可以道里計矣。

最近馬寅初先生，在「我國銀本位應放棄乎抑應維持」一文中，似已放棄「希望全國人民，一律覺悟，服用國貨」之唯一對策，而向美國考察團，進一忠告：「希望美國顧全兩國向來之友誼，改變方針則幸甚。」竊以爲此種希望，亦等於零。美之購銀政策，決不因吾國人士之忠告而改變也。（理由後詳）

故於經濟恐慌，金融緊迫，稅收短絀之現狀之下，唯一有效對策，惟有斷然放棄銀本位制，貶低匯價。此乃去秋以來，作者一貫之主張。匯價貶低，進口貨之售價自高，國貨之銷路自廣。經濟恐慌，自然消滅。此其一也。最近金融恐慌之根本原因，亦在經濟恐慌。例如最近上海江南銀行與寧波實業銀行之倒閉，莫不源於放款不能收回。而放款之不能收回，或因商店營業清淡，或因地產價格跌落。故如經濟恐慌消滅，金融即可自緊迫而入寬裕狀態。此其二也。一般產業既能復蘇，國家稅收自能增加。況以匯價貶低，金價自貴。海關金單位之價格，亦必騰貴。進口稅收，必然隨之而增加。國家經常歲入，必較現在爲多。此其三也。

## 二 貶低匯價不能增加輸出乎

匯價貶低以後，吾國輸出品中，除有獨占性者，例如桐油等外，其他輸出品，例如生絲、綢緞、紗花、棉布、煤、茶等

物必較現在爲多。出口貨物總值，必較現在爲大。此其四也。關於此點，馬先生之見解，以爲未必定有把握。其理由如下：一、至若以貨幣貶值政策，增加出口，在英、美、日本諸國，已有成效可觀。此在理論上，無可非議。但中國所出口者，非爲工業品，而爲絲、茶、桐油、芝麻等品。此種物品，必須外國有需要，而後中國方能出口。際此世界恐慌正深之秋，外人是否需要此種物品，猶在不可知之數。如其需要不增，中國之出口，亦安望其能增加哉。操縱幣值之權在我，而需要之伸縮在人。我雖貶低幣值，彼不增加需要，仍無濟於事。故欲以貶低幣值增加出口，未必定有把握。二、竊以爲此種見解，恰如馬先生所謂「在理論上無可非議」，而於事實上則不盡然。茲舉具體事實，以明其非，並證貶低匯價，確能增加輸出。

(一) 六月三日朝報所載，本市絲業鉅子薛壽萱氏，於今年二月間，親赴歐美各國，考察絲業近狀。最近特向本市絲業界，報告美國絲市現狀，與華絲受日絲侵軋，市場衰落情形。其原文中有云：「……除非價廉物美，不足以引動買主之心。物美，則日本絲之絲身光潔，既如上述，華絲難與競爭。價廉，則吾國匯兌，毫無辦法……而日絲之所以價廉者，不外匯兌關係。日匯不過二十八元光景。低於吾國三分之一強。假使吾國匯率，亦祇三十元左右，則不難與其角逐於紐約市場。今以四十元之美匯，海外銀價，復因美國購銀政策，尙有上漲趨勢。銀價愈高，國際貿易之絲業，實無維持之可能也。」觀此報告，可知最近吾國生絲輸出之不振，純在匯價之高昂。據薛氏調查之結果，假如吾國匯率，亦祇三十元左右，不難與日絲角逐於紐約市場。若如作者之主張，對美匯價，貶低至美金

二十元，（詳見拙著「中國經濟金融財政之根本自救方案」）生絲輸出，必可大增。國內絲業，亦可復興矣。餘如綢緞、棉布、紗花、煤、茶等物，亦同此理。可知貶低匯價，確能增加輸出也。

（二）民國十九、二十年，世界各國，已入經濟恐慌時期。對外貿易，莫不銳減。而吾輸出總值，並未減少。民國十九年，輸出總值一、三九四、一六六、三一九元。民國二十年，一、四一六、九六二、八六八元。考其原因，即在銀價下落，吾國對外匯價降低。此即在各國輸出貿易一律銳減之狀況之下，吾國輸出總值，例應減少。但因銀價下落，吾國受銀匯下落之惠，輸出總值，得未減少。此亦匯價下落，可以增加輸出之明證也。

民國二十一年，日本與用鎊國家，開始貶低匯價。吾國對於此種國家之匯價，反比例而騰貴。輸出貿易，為之銳減。輸出總值，僅七六七、五三五、三三四元。較上年年度幾減一半。反證匯價騰貴，足以妨礙輸出貿易之發展。

（三）世界經濟恐慌，自民國二十一年（一九三二年）起漸見轉機。日下除少數幣值未貶低之金本位國外，其他各國之一般經濟狀態，皆有欣欣向榮之象。試查貨幣貶值或匯價貶低各國之物價指數、貿易統計、生產指數、失業統計，即可瞭然（恕不一一引證）。足證馬先生所謂「際此世界恐慌正深之秋，外人是否需要此種貨物，猶在不可知之數」，並未根據事實，不過隨便說說而已。況如生絲等物，受日絲之競爭，以致銷路日狹，假如匯價貶低，可與日絲競爭，雖在「世界恐慌正深之秋」，亦能增加輸出乎。

茲據上述三種具體事實，足證貶低匯價，確能增加輸出。雖在「世界恐慌正深之秋」，亦能增加若干輸出。

品之輸出總值。況在今之世界恐慌，並非正深之。乎。可知馬先生所謂「欲以貶低幣值，增加出口，未必定有把握。」「理論上自屬無可非議。」事實上並不正確。作者以為貶低匯價，增加輸出，確有充分把握也。

（註作者於「中國經濟金融財政之根本自救方案」第十一節中，僅謂「匯價貶低以後，出口貨物數量，必較現在稍增。出口貨物總值，若以國幣計算，亦較現在為大。」而未詳加說明，以為此乃自明之理，並無特加說明之必要。今覺其不然，故特補加說明如上。

### 三 貿易入超為現銀外流之唯一原因乎

今之論現銀出口者，往往歸諸貿易入超。以為貿易不平衡，則現銀外流，無法阻止。馬先生一文中，充滿此種見解。其第一項中即云「為今之計，欲保國內現銀，惟有使國際貿易，得其平衡，解決入超。蓋入超為現銀外流之根本原因。阻止現銀外流，當對此根本原因設法。此已成爲舉國一致之意見。……」第三項中有云「……以農產品換外國之生產工具，既屬不可能，則又有何法可以阻銀之出口。蓋生產品之入超，如無其他抵補辦法，仍惟有輸出現銀。」又云「外債既不可借，則如何均衡國際收支，如何使現銀不至於出口。」又云「誠以現銀不斷外流，國內庫存日就乾枯。……」其結論中亦云「有主張向外國借款者，但亦限於種種條件，不能實現。結果現銀仍須出口。……」又云「工商業不繁榮，生產不增加，如何能平衡國外貿易。貿易不平衡，則現銀外流，依然無



法阻止……」

綜觀馬先生之意見，以爲吾國現銀外流，完全出於貿易入超。貿易若不平衡，卽無法阻止現銀之外流。此乃一般通俗之見解。信如馬先生所謂「已成爲舉國一致之意見。」不過此種單純之見解，似非專攻經濟學者所宜有。須知國際間現金現銀之流動，決不若是簡單。而在用銀國家，則更複雜。茲略爲解釋如左。

對外貿易之盛衰，僅能影響國際收支之消長。而國際收支之消長，並不僅在貿易之盛衰。國際收支之中，除貿易收支外，又有對外勞資收支，以及長期短期資本之流動。例如吾國對外貿易入超五萬萬元，此卽貿易收支損失五萬萬元。然而並不如馬先生以爲卽須輸出現銀，以付進口之貨款。蓋於其他國際收支項下，或可抵補。例如華僑輸款三萬萬元，外人在華之私人投資一萬萬元（餘如使領開支，旅客收支，投資利息盈餘等，暫不計算在內。）除此四萬萬元外，國際收支差額，僅有一萬萬元。國際收支，支出多於收入，匯價降低。匯價降低，則於一方面，進口商人，以及在華商行，爲避免損失計，往往將其所得盈餘，運用於吾國市場。而於他方面，反因吾國匯價降低，引起資本之輸入。於是國際收支，漸趨平衡。國際收支，既已平衡，現銀何至流出。況因資本輸入（此指私人對華投資，並非如馬先生所說之商借外債，平衡國際收支。）現銀反有流入之可能乎。

更就事實而論：民元以來，吾國對外貿易，年有鉅額入超。而現銀進口淨額，約有十餘萬萬元之鉅。民國十九年，貿易入超六四六、四三二千元，而現銀進口淨額，一〇四、三九五千元。二十年，貿易入超八一六、四一三

千元，而現銀進口淨額七〇、八〇三千元。可知貿易雖有鉅額入超，而現銀反有大批輸入，足證吾國貿易入超現銀未必因此而流出。馬先生所謂「貿易不平衡，則現銀外流，依然無法阻止……」可以不辯自明矣。

作者以為吾國貿易入超之大患，不在現銀之外流，而在一般產業漸為外人所有。例如吾國主要交通機關，外資經營者，居其大部分。通商大埠之重要產業，亦多屬於外國資本。地產房產，亦有一大部分為外人所有。此即外國在華商行，將其歷年所得之盈餘，並不一律收回，而仍運用於吾國市場，經營各種產業。這使吾國變成一大債務國家。此為貿易入超，國際支出多於收入之大患，不在現銀之外流也。

去秋大埠現銀之流出，純在世界銀價折合吾國對外匯兌比價，高於同時吾國實際對外匯價。此點，去年春季，世界銀價尚未騰貴，吾國現銀尚未外流之時，作者早已預言及之。然自徵收平衡稅後，公運銀出口者，已被杜絕。關於此點，馬先生之一文中，亦已道破之，嘗云：「所謂平衡稅者，即國外銀價高於國內銀價時，現銀出口，須就內外銀價相差之數課稅……如此，國內銀價，雖較外國為低，但現銀可以不致激急流出……」觀此說明，可知馬先生亦知吾國現銀外流之原因，在國外銀價高於國內銀價。而於他方面，又謂貿易入超為現銀外流之根本原因，不亦矛盾乎。

#### 四 銀價與物價為反比例的變動乎

馬先生於其大文第八項「再論放棄銀本位之利益」中，亦有二大錯誤在內。雖其標題，似為主張放棄銀本位者張目，但其所舉理由，實非作者所敢贊同。一即尙未明瞭吾國物價與銀價之關係。二即誤解紙本位制之下，匯價政策之運用。先就第一點言之。馬先生曰：「在銀本位制之下，如欲伸縮通貨，惟有運用銀行利率政策。比如當物價下跌時，祇有抑低利率，擴張信用，增加通貨，藉以提高物價。但中國物價，乃以銀價爲表示。銀價與物價，爲反比例之變動。今如美國提高銀價，以致中國物價跌落，爾時雖貶低銀行利率，即使自6%減至3%，禁不起美國再提高一下銀價。結果，提高物價之勢力，恐仍抵不過物價下跌之勢力。故在銀本位制之下，銀行利率政策，在今日之中國，殆已失其效用。倘能放棄銀本位，則可以管理通貨方法操縱物價，以補銀行利率政策之不足。此又一利也。」此種解說，似是而非。不能目爲放棄銀本位之理由。其要點即在吾國物價，是否與銀價爲反比例的變動。若爲反比例的變動，則銀價提高，吾國物價，反比例的跌落。反之，銀價下落，吾國物價，反比例的騰貴。馬先生即持此種見解。觀其所謂「中國之物價，乃以銀價爲表示。銀價與物價，爲反比例之變動。今如美國提高銀價，以致中國物價跌落……」已極明顯。但據作者觀察，此種解釋，無論於事實上學理上，皆難說明吾國物價與銀價之關係。則凡以此爲根據，而謂銀本位應予放棄者，立論之基礎既已錯誤，所示理由即難成立矣。茲從事實上學理上，分別說明其錯誤如左：

若如馬先生所說，「中國之物價，乃以銀價爲表示。銀價與物價，爲反比例之變動……」則於事實上，銀價

騰貴一倍，吾國物價即應跌落百分之五十。銀價跌落百分之五十，吾國物價即應騰貴一倍。但據五年來經過之事實，並不如此。民國二十年之銀價，較之民國十八年上半年，約跌百分之六十。吾國物價，並未反比例的騰貴百分之五十。可知吾國物價之變動，並不直接受銀價之影響。且亦並無比例關係在內。銀價雖跌，國內通貨若不膨脹，國產貨物，以進口貨為原料者，決不因銀價下落而騰貴。

最近銀價騰貴，吾國對外匯價，隨之而上升。各國對華匯價，反比例而低落。進口貨物，待在我國市場，廉價傾銷。國產貨物，不得不貶價競爭。此為最近物價下落之一因。國產貨物，既須貶價競爭，產業利潤，為之減少。或竟競爭失敗，倒閉停業。全國購買能力，為之降低。亦為物價下落之一因。吾國對外匯價，既已騰貴，若干重要出口貨物，為之銳減。在國內市場之售價，亦必因此而降低。且更削弱業者之購買能力。皆為物價下落之原因。是以民國二十一年以來，吾國物價下落之根本主要原因，純在匯價之騰貴。而吾對外匯價之所以騰貴，一在各國之貶低匯價，減低幣值；二在美國之提高銀價。並非如馬先生所謂「銀價與物價，為反比例之變動，美國提高銀價，以致中國物價跌落」也。

更就學理言之。馬先生之解釋，亦有相當學理上之根據。其意蓋謂吾國為用銀國家，銀價騰貴，吾國之貨幣價值即高，物價反比例而低落。所謂「中國之物價，乃以銀為表示。銀價與物價，為反比例之變動。」即是此意。此種見解，在貨幣學說史上，謂之幣材價值論，屬於金屬主義派。古典派經濟學者，大多數皆持此說。雖在今日，若干

守舊之英美經濟學者，仍有此種見解。吾國經濟學者之中，隨便作此論調者，大有人在。蓋受外國錯誤學說之影響，而未加以思考故也。須知銀幣材料價值（銀價）之跌漲，爲一事。銀幣在國內市場購買能力（一般所謂貨幣價值。作者名之曰貨幣對內價值。）之大小，又爲一事。二者絕對不能混同。銀價雖無漲跌，全國通貨若竟膨脹，結果物價騰貴，銀幣之對內價值下落。銀價雖有漲跌，通貨數量不變，物價或貨幣之對內價值，於原則上亦無變化。（不過銀價之漲跌，引起銀匯之漲跌，銀匯之漲跌，影響物價之變化。）可知幣材之漲跌，與幣值之高低，並不一致。亦即銀價之漲跌，與吾國物價之變動，並無反比例的因果關係在內。又憶民國十九年，銀價暴跌。國內一部分經濟學者，以爲銀價暴跌，吾國幣值銳減，物價必然暴騰。又有以爲吾國國富，亦因銀價暴跌而銳減。此亦外國錯誤學說作祟耳。

更有進者，匯價之漲跌，對於物價之變動，亦有重大影響。故欲安定物價，必先穩定匯價。試觀阿夫脫良教授之研究報告可知。再按民國十九年以來，吾國對外匯價之漲跌，對於國內物價之影響，亦可瞭然。而馬先生則謂「但欲穩定國內物價，必不能同時穩定對外匯價……」又謂「欲求國內物價與對外匯價同時穩定，必不可得。」並設一例，以明二者不可兼得。但按馬先生所設之例，純出想像，事實上決不若是簡單。須知一國通貨，雖在紙本位制之下，決不時有大量之增減（軍事政治原因例外。）物價之漲跌，匯價之高下，亦不純在通貨之伸縮。物價之變動，除通貨量之影響外，又受匯價之影響。至於匯價之高下，則在通貨尙未極度膨脹之時，受資本流動

之影響大，通貨伸縮之影響小。況有匯兌平準基金，以供安定匯價之用乎，是以馬先生所謂「……外國一見英國通貨膨脹，則對英鎊必加估低。……但英國為穩定國內物價起見，不得不增加通貨。否則物價必將跌落。而增加通貨，則匯價跌落。」絕不正確。一、英國決不大事膨脹通貨，引起鎊匯估低。（出自軍事政治原因者，當作別論）。二、英國既為穩定國內物價起見，何以不得不增加通貨。三、增加通貨，擡高物價，尚可說「不得不增加通貨，否則物價必將跌落。」無此理。四、稍增通貨，匯價未必跌落。

今置理論不談。試查去年英、日二國之對外匯價，通貨數量，以及物價指數，莫不皆得相當穩定。匯價既無劇烈之變化，通貨亦無顯著之增減，物價亦無重大之漲跌。事實勝於雄辯。馬先生所謂「欲使匯價與物價同時穩定，實屬夢想。」似乎不妥。

吾國對外匯價過高，實為經濟金融恐慌之根本主要原因。去秋以來，吾人早已一再言之。最近姚慶三君，於其所著「沙遜爵士建議之檢討及施行鎊匯制度之商榷」一文中，亦有同樣之見解。姚君乃引 Keynes 氏之「犧牲匯價以維持物價」之說，以證金本位國（吾國亦難例外）幣值匯價過高之害，極為恰當。蓋於英國恢復金本位前，英鎊匯價較金平價約低百分之十。當時英國政府之對策，為收縮通貨，提高鎊匯，實行舊平價兌現。結果，物價為之跌落，產業為之不振。此即犧牲物價，以維持匯價。Keynes Case 1 諸氏，以為應照當時跌落之鎊匯，新平價兌現，而不收縮通貨，提高鎊匯，以免物價下落。此即所謂犧牲匯價，以維持物價。易言之，不外不減少通

貨，不擡高匯價，維持當時之物價水準而已。並非置漲落不定之匯價於不顧，而圖物價之安定也。馬先生並未注意當時事實，僅於文字上解釋 Keynes 氏之主張，而謂「與其犧牲物價之安定，不如犧牲匯價之安定。此為經斯 (Keynes) 之說……」以為 Keynes 亦有物價與匯價不能同時安定，則應犧牲匯價，安定物價之意。須知匯價之漲跌，亦能影響物價之變動。匯價若不安定，物價何能安定？觀此可知馬先生於結論中所謂「蓋國內物價，與四萬萬人民，都有關係。而匯價祇與幾個進出口商有關係也。」完全不切事實。試問重要進口貨中，如紗花、棉布、紙糖、煤油、木材、煤鐵，以及米麥麩粉等物，價格之漲跌，是否與四萬萬人民無關？而其所以漲跌，是否不受匯價之影響？若是，匯價之漲跌，是否祇與幾個進出口商有關，可以不辯自明矣。

## 五 對外匯價可以時加變動乎

紙本位制之下，匯價政策之運用，並非本月提高，下月貶低。而須在相當標準之下，予以安定，不令時有變動。目下吾國匯價太高，故須停止兌現，放棄銀本位制，而使匯價降低。待其下落至相當程度，必須設法安定。除受外國壓迫外，不宜多事變動。此為行使紙本位國不可不知之政策。而馬先生於再論放棄銀本位之利益時，則謂「今如放棄銀本位，外匯之漲落，不復受現銀輸送點之限制。吾人即可利用匯價政策，以控制對外貿易。比如當中英匯價為一英鎊等於十五元時，中國進口太多。如欲減少進口，則須貶低本國幣值。假定貶至一鎊等於十六

元，則以前一英鎊之貨，祇賣十五元者，今須賣十六元。貨價提高，則買者自少。在另一方面，出口可以增加。」（此與前言貶低匯價，不能增加出口，似乎矛盾。）又云：「如用匯價政策，則需要阻止進口獎勵出口時，貶低幣值可也，無需阻止進口時，回復幣值可也。」此種設想，未免太近樂觀。不知用何妙法，能將一國匯價，忽予貶低，忽予提高。假定竟如馬先生所設想，用人為方法，將放棄銀本位後之匯價，貶低十二分之一，結果，往往引起資本之外流，匯價為之暴跌，降至預定標準之下。假如匯價過低，而擬稍予提高，則較貶低更難。故在紙本位制之下，對外匯價，不特不宜隨時運用人為方法，予以貶低或提高，且亦不能隨時貶低或提高。僅能運用利率政策，管理匯兌政策，以及匯兌平準基金，而作消極的安定也。假如竟能隨時貶低匯價，增進輸出，他國不將起而效尤，貶低匯價，以資抵制乎？竊以為吾國放棄銀本位暫行紙本位之條件，雖未完備，但可探行緊急處置，施行相當對策以後，大概不至若何困難。而最感困難者，即在放棄銀本位後，匯價之安定耳。若能如馬先生想像之易，匯價可以隨意提高，隨意貶低，則對放棄銀本位制，當更不成問題矣。

以上所論，為安定匯價方法及其困難。茲就安定匯價之標準言之。馬先生對於姚君之批評，確有相當理由。但有若干點，則反自陷於錯誤。姚君所主張者，可以名之曰鎊匯本位制。即將吾國匯價，貶低至國幣一元等於英幣一先令。在此比例之下，予以法律上之規定。並用匯兌基金，予以事實上之安定。此即變相之金匯本位制。所不同者，金匯本位制之下，本國銀幣，對於外國金幣，保持一定比例。鎊匯本位制，則為本國紙幣，對於英鎊，保持一定



法定比例而已。印度前行金匯本位制，印度盧比對於英國金幣，保持一定比例。後因英國停止金本位，盧比匯價，仍與英鎊保持一定比例。印度即成鎊匯本位制。其缺點，確如馬先生所說，足令吾國匯價，失其獨立性，而無自主之餘地。所謂「中國貨幣之匯價，與英鎊相聯，則本國幣值之上下，將一視英鎊之高低而定。」即是此意。此為批評之結論，大體上，無可非議也。

但按馬先生所下批評之內容觀察，則似尙未明瞭鎊匯本位制之作用。何以言之？「假定中國貨幣之匯價，已與英鎊相聯，並假定一英鎊，等於國幣十五元……」此即在法律上，規定國幣十五元，等於英幣一鎊。買賣外匯，以此為準。姚君所謂「蓋若實行英鎊匯兌制度，則持有紙幣者，均可按照一定之匯率，向銀行購買英鎊匯票。」即是此意。惟此一定匯率之維持，須有匯兌基金。國幣匯價，既與英鎊相聯，則鎊匯下落，國幣匯價亦隨之而下落。（對於其他國家下落，對於英國，仍為國幣十五元等於一鎊之比。）而馬先生則謂「若英國為適應其商業之需要，大發通貨，英國之通貨增，則鎊匯跌。假如跌至十四元，但中國對於鎊匯，必須維持一與十五之比。欲達此目的，則中國亦惟有增加通貨，壓低本國幣值，始能維持原來比價……」此實根本不知鎊匯本位者矣。國幣匯價，既與英鎊相聯，鎊匯下落，國幣匯價，亦必同一比例而下落。（對於英匯，仍為一與十五之比。）所謂「鎊匯跌，假如跌至十四元。」不知從何而來？

竊以為馬先生所以有此錯誤者，即將鎊匯本位制，誤作對英匯價釘住政策解，二者混作一談。須知二者絕

對不同幣制上，匯兌上，二者皆不相等。對於一般經濟金融所生之影響，亦不相同。目下日圓匯兌，係對英美匯價，採取釘住政策。印度則行鎊匯本位制。（根據一九二七年三月二十七日之印度貨幣條例，盧比一枚，等於英幣一先令六便士。）若對鎊匯，採取釘住政策，鎊匯下落，國幣匯價，未必下落。欲復原有標準，須將國幣匯價貶低。馬先生似未明察鎊匯本位制與匯兌釘住政策之區別，所以有此錯誤之批評。

今如退一步論。放棄銀本位後，對外匯價，採取釘住政策，假定維持國幣十五元約合英幣一鎊之標準。今如鎊匯下落，跌至國幣十四元。吾國欲復原有之標準，貶低匯價，然欲達此目的，決非如馬先生所說「……欲達此目的，則中國亦惟有增加通貨，壓低本國幣值。」壓低匯價，並非惟有增加通貨一法。通貨之伸縮，須有事實上之需要，決非金融當局所宜隨意增減。此時若欲壓迫匯價至原有標準，可由金融當局，減低利率。並由財政當局表示本國匯價政策，在恢復原有標準。結果，人民方面，必然爭購外匯。對外匯價，因此而下落。降至原有標準，即須予以安定。惟此政策之運用，須視國際金融情況而定，不能冒昧從事也。

今觀馬先生之說明，「……但中國對於鎊匯，必須維持一與十五之比。欲達此目的，則中國亦惟有增加通貨，壓迫本國幣值。」似受 Cassel 氏所倡購買力平價說（Purchasing Power Parity Theory）之餘毒。即將匯價與幣值，聯成一氣，以為匯價之漲跌，源於貨幣購買力之變化，貨幣購買力之變化，源於通貨量之伸縮。所以馬先生說「欲達此目的（貶低匯價），則中國亦惟有增加通貨，壓低本國幣值。」須知購買力平價說，並不正確。對

外匯價之漲跌，與貨幣對內購買力之變化，並不一致。證之四五年來各國匯價之變動，可以瞭然。余於經濟學教科書中，亦已排斥之矣。（經濟學大綱，商務版。）故論匯價之漲跌者，不宜專恃購買力平價說。況於銀本位之吾國，又有特殊情形乎。

## 六 馬氏之折衷辦法可以實行乎

馬先生於說明放棄銀本位之利弊後，以爲「均非萬全之策。」於是提出一折衷辦法：「所謂折衷辦法者，即爲採用有限制的貨幣貶值政策。譬如貨幣貶值，每星期至多不能超過千分之五，一年不能超過百分之二又六（作者按此處數目字，恐有錯誤。每星期不能超過千分之五，一年應作不能超過百分之二十八。 $\frac{28}{100} \times 5 = 1.4$ ）但此須在兩金本位國之間，互相約定，始能行之無弊。以其貨幣減值，有一定限度，商人可以預計，投機不致盛行。」馬先生作此折衷方案後，又恐未必有效。其理由則謂：「今中國爲銀本位國。就令實行此法，在我每年至多不過減百分之二又六，而美國於指願之間，可以提高銀價至百分之二三十之高。二者相抵，中國幣值減低之數，仍不能敵銀價提高之勢也。」

但按馬先生所提折衷辦法之不能實行，不在「美國於指願之間，可以提高銀價至百分之二三十。」美國提高銀價，爲漸進的，決不於指願之間，提高至百分之二三十。試觀一年以來之趨勢，以及最近美國對於銀政策

之態度，不難知之。而此折衷辦法之決難實行，仍在辦法之本身。假定採用馬先生之「有限制的貨幣貶值政策」，每星期貶低千分之五，一年來，貶去百分之二十八。第一星期，貶低千分之五，第二星期，再行貶低千分之五。則有資本者，必然爭購外匯，形成資本之逃避。決不坐視幣值之逐漸貶低而蒙損失也。商人亦必購進定期外匯，實行匯兌投機。恰與馬先生所謂「商人可以預計，投機不至盛行」者相反，匯兌投機，必然大盛。資本輸出，對外匯價必跌。爭購定期外匯，外匯高漲，本國之對外匯價又跌。結果，匯價必然暴落。每星期至多不過千分之五之限制，迅被打破。所謂「有限制的貨幣貶值政策」行之數星期，必成無限制的貨幣貶值政策。則此折衷辦法之不能行，已極明顯。且其不能行，不在美國迅速提高銀價，而在辦法之本身也。

又有進者。吾國若欲行此折衷辦法，其先決條件，放棄銀本位乎？不放棄銀本位乎？（甲）放棄銀本位，則吾對外匯價，必然迅速降低。有限制的貶低幣值政策，即難實現。況按放棄銀本位制，馬先生斥為「並非萬全之策」乎。（乙）不放棄銀本位，則在現銀尙未集中，紙幣發行尙未統一之現狀之下，將用何法，行此有限制的貨幣貶值政策乎？是否對於含有純銀二三·四九三四八公分之銀本位幣，每週貶低千分之五之價值？則雖絕無經濟常識之人，亦知其不能也。

更有進者。馬先生嘗謂「……但此（即指有限制的貨幣貶值政策）須在兩金本位之間，互相約定，始能行之無弊……」則更莫名其妙。一、假定兩金本位國，互相約定，同時一律採行有限制的貨幣貶值政策，每週各

自貶低千分之五，則此兩國貨幣之比價，依然如舊，並無變化，未免多此一舉。二、假定兩金本位國，互相約定，中國幣值每週貶低千分之五，乙國不變，則此兩國之對外貿易，甲國漸入有利地位，乙國漸入不利地位。決非乙國所願爲。以上兩點：一、假定吾國行此折衷辦法之先決條件，是否放棄銀本位制；二、是否兩國一律貶低，或僅一國貶低，實爲折衷辦法原則上之錯誤。況於事實上根本不能實行乎。

## 七 希望美國改變銀政策能有效果乎

美國銀政策，非至完全失敗，恐難幡然改圖。按照現在美國庫存金銀，尙須收買十萬另八千五百萬盎斯之純銀，始能達金三銀一之比，以美國之財力，購此大批現銀，並非難事，不過時間問題而已。繼續購買，銀價必貴。銀鑛業者大獲其利。銀派議員，亦可與政府合作。美國一般人民，既無利益，亦無弊害，漠不關心而已。至於吾國所受之弊害，美國政府，非不知之。不過蒙受銀價提高之害者，爲華人而非美人。享受銀價提高之益者，爲美國之銀鑛業者。利害相權，美國政府，其肯犧牲銀鑛業者之利益，忽視銀派議員之勢力，而爲吾國着想，幡然改變其銀政策乎？抑仍擁護本國銀鑛業者之利益，拉攏銀派議員，而置吾國所遭之困難於不顧，繼續進行其銀政策乎？明乎此理，雖向美國政府，一再抗議，一再忠告，有何益哉。

至於美國銀政策之前途，則在購買足額，到達金三銀一以後，恐無續購之理。屆時世界銀之供給，多於需要，

銀價必然回跌。或在政權移轉以後，購銀政策，亦有停止進行之可能。美國政府，確實停止購銀，世界銀價，亦必回跌。故其政策之變更，銀價之回跌，一在購買足額以後，二在政權移轉以後。究非外國之忠告抗議，所能動搖也。

作者以爲美之購銀政策，猶如對於銀鑛業者，支出一批救濟資金，以博銀派議員之歡心。然若真正支付救濟資金，一則增加財政支出，二恐各業效尤。今如採行購銀政策，充實正貨準備，結果：一、不需財政支出。二、政府可得若干購銀餘利。（卽法定銀價與購銀實價之差。）三、各業不致起而效尤。四、銀鑛業者可得實惠。皆大歡喜，此之謂乎。將來購買足額，銀價回跌，則至將來再說。至如最近吾國所遭之困難，雖受美國購銀政策之賜，究非美國人士所能關心。但爲維持國際禮貌計，不得不表示歉意與同情。是以吾之抗議與忠告，僅能易得口頭上之安慰。深恐其內心，反覺吾人不自振作，幣制混亂不自統一，金融散漫不自整理；各國幣值貶低，世界銀價提高，即覺束手無策，僅能「希望美國顧全兩國向來之交誼，改變方針」也。

## 八 結論

總之，美國購銀政策，自有其成立之原因。非至購買足額，或政權移轉，未必卽能改變方針。雖對吾國有害，而對美國銀鑛業者，則爲大利所在。美國政府，決不至犧牲本國銀鑛業者之利益，而爲吾國着想。故雖一再抗議，依然無效。至於一部分人之忠告，則更無論矣。故以忠告美國人士變更銀政策，爲救治吾國困難之唯一對策，則與

束手無策，有何別哉。

至於提倡國貨，不購外貨，本爲任何國家任何時期皆應有之運動，不僅以經濟困難時期爲限。惟於平日，收效較易，而在吾國現狀之下，收效較難。考其原因：一則吾國生產落後，有若干貨物非賴外國供給不可。二則最近數年，對外匯價高漲，進口貨物價格低廉，國產貨物難與競爭。吾人雖可訴諸全國人士之愛國心，而在進口貨物價廉物美之條件之下，究有若何效果耶。吾人並非反對國貨運動，且亦竭力主張國貨運動，惟其成效，則甚懷疑耳。故如僅恃國貨運動，爲救治當前經濟困難之唯一對策，似與束手無策，相去無幾也。

國產貨物品質上之改善，非短時期內所能達此目的。國產貨物生產費之減低，亦非旦夕可期。今如有一方法，可使進口貨物，在吾國市場之售價，提高一倍，國貨銷路，自必增加；輸出貿易，亦可發展。雖有若干貨物，非本國所能供給，售價一旦提高，人民負擔自必加重；但因農工產業，既得發展，一般利潤，當較現在爲多。人民之支出雖增，收入亦多。一般經濟繁榮，可以預卜。欲使進口貨物，在吾國市場之售價，提高一倍，惟有將吾國對外匯價，貶低一半。然欲貶低匯價，惟有全國紙幣停兌，禁銀出口，集中現銀，放棄銀本位制而已。

故對目前吾國所遭受之困難，並非絕無自救方法。馬先生所謂「中國經濟，殆已失去其自救之能力」，絕非作者所敢贊同。吾人所患者，爲依賴成性，不自振作，而非「殆已失去其自救之能力」。然欲製定自救方案，必先對於吾國經濟金融財政所遭之困難，作一探本窮源之觀察。觀察錯誤，所論即謬。是以病源之診斷，實爲醫師

下藥之重要步驟。今觀馬先生所作中國經濟之陷於循環圖，即有診斷錯誤之弊。蓋其循環圖中，將吾國所遭之經濟困難，歸源於貿易不平衡與現銀外流二點。但按目前吾國經濟困難之根本主要原因，並不在此。何以言之？最近現銀之外流，並非貿易不平衡之結果，而為世界銀價折合吾國匯兌比價，高於吾國實際匯價所致。易言之，國外銀價高於國內銀價，必然引起現銀之外流。惟自徵銀平衡稅後，現銀外流，已被杜絕。私運雖有，數量不鉅。是以現銀外流，絕非如馬先生所謂乃貿易不平衡之結果。此其一也。

退一步論。貿易雖不平衡，現銀亦未必外流，或竟反有流入。民元以來吾國對外貿易，年有鉅額入超，而輸入之現銀，反達十餘萬萬元之鉅，即其明證。此其二也。

進一步論。一、貿易不平衡，年有鉅額入超，未必即為吾國之大患。二、輸出不振，產業萎縮，實為吾國當前之病源。三、輸入減少，輸出不增，貿易漸趨平衡，未必定屬良好現象。四、輸出增加，輸入不增，貿易漸趨平衡，始為吾人所樂聞。茲以法國事實為例，以證吾說。一九三三年，法國輸入貿易，共值二百八十四萬萬法郎。輸出貿易，共值一百八十四萬萬法郎。貿易入超一百萬萬法郎。一九三四年，輸入貿易，共值二百三十萬萬法郎，較前減少五十四萬萬法郎。輸出貿易，共值一百七十八萬萬法郎，較前減少六萬萬法郎。貿易入超五十二萬萬法郎。一年之內，貿易入超，自一百萬萬法郎，減至五十二萬萬法郎，此非貿易漸趨平衡之現象乎？然其入超金額所以銳減，貿易所以漸趨平衡者，並非輸出增加而為輸入減少之結果。此即作者所謂「輸入減少，輸出不增，貿易漸趨平衡，未必定



屬良好現象」是也。試查當時法國一般經濟現象，即知吾言之非誣。茲爲便於明瞭計，列表如左：

一九三三年與三四四年法國主要經濟統計表

年 代	批發物價指數	工業生產指數	失業統計	每月倒閉統計
一九三三年	八〇九	八四·三	三〇七、八四四	一、一四七
一九三四年	七六·四	七八·四	三七六、三八六	一、二一四

今觀上表，可知物價與生產指數，一律降低，失業與倒閉統計，一律增加。足證一九三四年法國之一般經濟狀況，較之一九三三年，更爲惡劣。然其貿易入超，則反減少百分之四十八。（一九三三年，入超一百萬萬法郎。一九三四，入超五十二萬萬法郎。）貿易平衡，待於一年之內，實現其半。不過此種貿易漸趨平衡之現象，究與法國一般經濟，有何益哉。考其原因，即作者所謂輸入雖減，輸出不增，國內產業，無由發展，不過顯示一般購買能力之減退而已。況其輸出，亦稍減少乎。

故對吾國目前經濟困難，僅以貿易不平衡爲其主要原因，未免跡近皮相觀察。若以平衡貿易爲救治目前困難之唯一對策，亦極幼稚之論調。輸入減少，輸出不增，貿易雖趨平衡，依然無補於吾國當前之困難。輸出增加，輸入不增，貿易漸趨平衡，果屬可喜之現象。輸出增加，輸入亦增，貿易雖不平衡，亦爲經濟繁榮之反映。然於現狀之下，而欲增加輸出，非貶低匯價，不能收效也。

更進一步而論。現銀外流，亦非吾國金融緊迫經濟恐慌之主要原因。何以言之？去年輸出之現銀大部分爲外商銀行之庫存，市面流通之銀幣，僅居一小部分。故就全國觀察，去年現銀外流，對於通貨收縮，並無重大關係。而於他方面，紙幣發行額，則已較前增加。今年正月，上海紙幣發行總額，約有四萬萬元。較之去年正月，約增六千萬元。可知現銀外流，有形通貨並未因此而緊縮，故非最近金融緊迫之重要原因。而吾國金融狀況之所以緊張，純在放款之不能收回。放款之不能收回，則爲經濟恐慌之結果。經濟恐慌，又爲對外匯價高漲之結果。故將吾國目前所遭之經濟困難，歸源於現銀外流，亦有皮相觀察之感。質之馬先生，以爲如何？

作者以爲吾國目前之經濟困難，始於民國二十一年（一九三二年）。證之當時貿易統計，物價指數，可以瞭然。考其主要原因，則在吾國對外匯價之騰貴。對外匯價之所以騰貴，則爲英日等國開始貶低匯價，減低幣值所致。對外匯價騰貴之結果，國外市場，若干重要出口貨物，爲之銳減。全部輸出貿易，爲之減退。國內市場，進口貨物，可以廉價出售。國產貨物，難與競爭，農工事業，大受打擊。一般物價，爲之下落。人民購買能力，爲之降低，遂成遍及全國之經濟恐慌。去秋美國提高銀價，吾國對外匯價更高，所受之壓迫亦愈重。影響所及，金融業者所放之款，無法收回，金融遂呈緊張之象。故吾目前經濟困難之根本主要原因，不在現銀之外流，而在貿易之入超，而在對外匯價之高漲。匯價高漲之原因，一在世界各國之貶低幣值，二在美國之提高銀價。故吾國所受之困難，較之金本位集團各國，尤爲嚴重。金本位集團各國所遭遇者，爲其他各國貨幣貶值之壓迫。而在吾國，既受貨幣貶值之

壓迫，又受美國提高銀價之弊害。作者於「中國經濟金融財政之根本自救方案」一文中，所謂吾國現受二重之壓迫，卽是此意。馬先生似未看到此點，以爲吾國僅受美國提高銀價之害，未受各國貶低幣值之累。故其大文中，有謂「（吾國幣值）若與金本位集團諸國之貨幣相聯，則彼方咸物價繼續下跌之苦，中國亦必至遭遇今日金集團諸國共同之運命。」須知吾國幣值，雖不與金集團諸國之貨幣相聯，早已遭遇今日金集團諸國共同之運命。此外，又受銀價高漲之害。若與金集團諸國之貨幣相聯，雖未避免貨幣貶值國家之壓迫，而與金集團諸國同一運命；但可避免銀價高漲之害。易言之，卽自二重壓迫，減爲一重壓迫也。

恐慌之根本主要原因，既爲對外匯價之高漲。則其唯一有效出路，卽在希望匯價之自然下落，或用人爲方法，貶低匯價。故可概別爲二：

（甲）希望吾國對外匯價下落。又可細別爲三：一、積極的希望世界各國，提高幣值，恢復以前之平價。此爲絕對不可能之事。二、消極的希望美國改變銀政策，不再提高銀價。若是，吾國對外匯價，雖不下落，亦可不再上漲。（馬先生卽具此種希望）但據作者觀察，亦爲絕對不可能之事。三、希望美國購銀政策失敗，或購銀足額，銀價回跌，吾國對外匯價自然下落。然此希望，十年以內恐難實現。故在銀價回跌以前，吾國對外匯價，仍有上漲之可能。

今觀上述三點，希望吾國對外匯價自然下落，在最近期內，決無實現之望。

(乙)用人爲方法，貶低匯價。則在銀本位制之下，雖有紙幣停兌，集中現銀，放棄銀本位制。結果，吾國對外匯價，必然降低。經濟金融困難，固可賴以解決，國家稅收，亦可賴以增加。將來經濟建設之基礎，亦可賴以樹立。故於現狀之下，所成爲問題者，已非銀本位之應否放棄，而爲銀本位之能否放棄。能則即宜斷然實行，解除一切經濟困難。不能，則唯有坐以待斃，別無他法。

銀本位之能否放棄，放棄銀本位應予顧慮之點，以及放棄時之步驟與各種對策，作者已於前文中言其大概，此處不再述。惟觀馬先生之大作，對於放棄銀本位之利弊，僅有若干通俗之說明。其論放棄銀本位之弊病有四：「倘放棄銀本位，貶低幣值，則償還外債匯兌上之損失甚大。」此點確爲貶低匯價之弊。匯價貶低一半，外債匯兌上之損失，增加一倍。惟於他方面，須知吾國海關進口稅，以金單位計算，匯價貶低一半，金單位價格，必然騰貴一倍。以此補償外債匯兌上之損失，足以抵補而有餘。馬先生又謂「幣值既由當局操縱，高低不定。看高看低，紛紛不一。投機之風，必將大熾。……」又謂：「幣值可由當局操縱，則一經貶值，不知伊於胡底。……」又謂：「倘外匯不斷高漲，無法運現抵償，進口必大感困難。……」此即馬先生目爲放棄銀本位之三種弊病。然如按諸實際，概括言之，不外放棄銀本位後，對外匯價，不易安定，且恐下落過鉅。所謂三種弊病，實卽一種弊病而已。竊以爲匯價之安定，本爲放棄銀本位後之必要步驟，而亦爲放棄銀本位後最感困難之行動。作者已一再言之。惟亦不宜過於悲觀。蓋按吾國經濟金融，對於放棄銀本位後之匯價，固有弱點，足以促進其下落。但亦有強點，可以

使之上升。強弱相抵，匯價不致下落過鉅。可用人為方法，予以安定也。

至於放棄銀本位之利益，馬先生所提示者，亦有四點。似為主張放棄銀本位者張目，理應歡迎者也。惜在作者視之，竟亦不敢完全贊同。所論第一理由，並無異議。第二理由，「吾人即可利用匯價政策，以控制對外貿易……」。「需要阻止進口獎勵出口時，貶低幣值可也。無需阻止進口時，回復幣值可也。」所論純屬理想。須知放棄銀本位後，匯價須在相當標準之下，予以安定。不特不宜隨時提高，隨時抑抵，抑且不能隨意提高，隨意抑低。第三理由，則謂「倘能放棄銀本位，則可以管理通貨之方法，操縱物價，以補銀行利率政策之不足。」所論亦不正確。以為物價之漲跌，純在通貨之伸縮。須知放棄銀本位後，通貨雖不膨脹，物價亦必稍形騰貴。此乃匯價下落之結果。而匯價之下落，未必皆為通貨膨脹之結果。今之論者，往往以為若欲擡高物價，唯有膨脹通貨。此為 *Paider* *Lisman* 等貨幣數量說之誤。又有以為若欲貶低匯價，唯有膨脹通貨。此為 *O'Connell* 氏購買力平價說之誤。試查今之英日二國，匯價雖已大跌，物價雖已較前稍貴，而通貨並無明顯之膨脹，可知其不確。至於第四理由，又分甲乙丙丁四點，內中贊否各半。

綜觀馬先生所示放棄銀本位之理由，並未得其正鵠。除第一理由，當然贊同外，其餘皆無事實與學理上之根據。且於放棄銀本位後，不宜採行者也。須知目下銀本位之必須放棄，不在控制貿易，控制物價，而在貶低匯價。一方面，避免外國貶低幣值所予吾國之壓迫，他方面，避免銀價騰貴吾國所受之弊害。至於國內通貨，產業上若

無增加之需要，則以防止膨脹爲宜。

本文目的，本在討論吾國銀本位之應否放棄，及其不得不放棄之理由。而在下筆以後，不知不覺之間，對於友人馬寅初先生之大作，下一比較嚴格之批評，以供學術上之探討。好學如馬先生，當不我責也。

二十四年六月十二日書於中央政治學校

## 第九篇 中國金融之危機及其救濟

——載時事月報第十三卷第三期——

### 一 引言

去秋以來，吾國金融，更見緊張。金融業倒閉之數，迅速增加。據中國銀行經濟研究室調查之結果，去年吾國內地二十六都市，倒閉之大錢莊，共有九十九家。每家資本，皆在萬元以上。萬元以下之中小錢莊，尙未計算在內，其數當數倍於此。上海、漢口、廣州等重要都市，尙未包括在內。至於上海一埠，去年以來，中外銀行之宣告清理者，計有十二家。資本較大之錢莊，倒閉者計有十八家之多。最近尙有二大華商銀行，幸得政府之援助，始免停業之危險。此種嚴重狀態，爲歷來所未有。自非迅予根本救治，不特不足以期全國金融之安全，且恐變本加厲，釀成全國經濟金融之總崩潰。然欲設法救濟，必須明瞭其病源所在。病源未明，而僅頭痛醫頭，腳痛醫腳，究非根本辦法，且亦無補於事。或竟僅作皮相觀察，誤解最近吾國金融恐慌之病源，而作藥不對症之治療，結果將更不堪設想。故欲制定對策，設法救濟，必先闡明其癥結所在。本文先從論證吾國金融危機之病源入手，然後再述治療與治

本的對策焉。

## 二 去年輸出大批現銀並非今日金融恐慌之要因

最近吾國金融現象，一方面，固為資力薄弱之金融業者，繼續宣告清理；資力雄厚之金融業者，雖能勉力支持，而亦痛感呆賬難收，週轉不靈之苦。他方面，則為拆息之高漲。去年四月，每千元每日之利息，最低嘗至二分，平均為四分。而於今年五月，最高已至二角，平均亦有一角三分。茲將一年以來，上海拆息市況，列表如左：

一年來上海拆息市況表 (每千元每日之利息)

年 月	最 高	最 低	平 均	指 數
廿三四月	〇・〇六	〇・〇二	〇・〇四	一〇〇・〇〇
五月	〇・〇九	〇・〇三	〇・〇七	一四〇・〇〇
六月	〇・〇九	〇・〇四	〇・〇七	一〇〇・〇〇
七月	〇・〇六	〇・〇四	〇・〇五	一〇〇・〇〇
八月	〇・一五	〇・〇七	〇・〇九	一五〇・〇〇
九月	〇・一六	〇・〇六	〇・一二	一七一・四三

中國金融之危機及其救濟



十月	〇・一四	〇・〇五	〇・〇七	八七・五〇
十一月	〇・四〇	〇・一〇	〇・一九	二三七・五〇
十二月	〇・六〇	〇・二〇	〇・三三	四一二・五〇
廿四年一月	〇・五五	〇・〇六	〇・二二	四四〇・〇〇
二月	〇・一一	〇・〇二	〇・〇八	八〇〇・〇〇
三月	〇・〇九	〇・〇六	〇・〇八	二六六・六七
四月	〇・二〇	〇・〇六	〇・一〇	二五〇・〇〇
五月	〇・二〇	〇・一〇	〇・一三	一八五・七一

(附註)上表根據中行月刊所列折息指數，乃以上年同月爲基準。例如二十四年一月指數，則以去年一月份之拆價爲基準。餘可類推。

今觀上表，可知一年以來，上海拆息日高。內地可以類推。此卽貨幣資本求過於供之現象。不特工商各業，俱感籌碼不敷之苦，銀錢二業，亦有週轉不靈之感。於是一般論者，以及國內經濟專家，莫不歸咎於去秋現銀之外流。去年吾國公開輸出之現銀，計有二萬五千九百九十萬元。私運出口者，估計約在二千萬元左右。二者共計，約有二萬八千萬元。論者以爲大批現銀，既被輸出。國內現銀，爲之銳減。籌碼遂感不敷，通貨因此收縮。籌碼不敷，金

融必然因此而緊張，拆價必然因此而高昂。通貨收縮，物價必然因此而下落，產業必然因此而不振。故其對策，一方面主張嚴杜現銀之外流。他方面主張增加信用工具，以補市中籌碼之不足。此為半載以來，大多數金融業者經濟專家以及日報社評共通一致之主張。然據吾人之見解，則不盡然。茲分別論證於後。

先就現銀外流言之。去年輸出大批現銀，固予吾國金融界一大刺激，而成最近金融恐慌之近因。然非吾國金融恐慌之唯一原因，亦非日後金融危機之主要原因。何以言之？去年流出之現銀，十分之八為上海外商銀行庫存之現銀。既非華商發行銀行之正貨準備，又非流通於市之銀幣。試查去年六月以後，至去年年底止，上海中外銀行之庫存現銀，即可瞭然。茲列表如左：

二十三年下半年上海中外銀行之庫存現銀額及其百分比

月份	華商銀行		外商銀行	
	庫存額	百分比	庫存額	百分比
六月	三三七、六三二	五七、九二	二四五、二六六	四二、〇八
七月	三三〇、五九八	五八、七四	二三二、二〇五	四一、二六
八月	三〇九、五五二	六二、八四	一八三、〇六七	三七、一六
九月	三〇九、九七二	六八、六九	一四一、三二二	三一、三一

十月	三〇九、三九五	七五·三〇	一〇一、四九六	二四·七〇
十一月	二九九、九二六	八二·七一	六二、七一三	一七·二九
十二月	二八〇、三二五	八三·六八	五四、六七二	一六·三二

此表之外，吾人又須注意者，為去年六月十九日美國之購銀法案，與八月九日之白銀國有法案，二者皆使世界銀價開始騰貴。世界銀價，折合吾國匯兌比價，與吾對外實際匯價之差額，亦於當時發生。吾國現銀，因此差額而外流。故吾大批現銀之外流，在去年七月以後，事實既明，再觀上表，可供例證者有二：

(一) 在此現銀外流期內，華商銀行之庫存，並未減少。華商銀行庫存之中，發行銀行之正貨準備，佔極大部分。故其庫存未減，即吾發行銀行之正貨準備，並未因現銀外流而減少。所發紙幣，即無收縮之理，且於事實上反見增加。(今年五月，上海華商銀行之紙幣發行額，共計三萬五千六百七十萬元。較之上年五月，約增二千二百萬元。) 足證所謂去年大批現銀流出以後，吾國通貨因此收縮，籌碼因此缺乏之說，並不正確。

(二) 去年七月至十一月，為吾國現銀大批流出時期。十一月以後，因受銀出口稅之限制，公開運銀出口者，幾被杜絕。在此時期之內，外商銀行之庫存現銀，迅速減少。計於去年七月，上海外商銀行，尚有現銀二萬三千二百萬元。而於十一月，僅存六千二百萬元。在此四個月內，減少一萬七千萬元。至於八月以前，十一月以後，外商銀行庫存現銀之減少數額，尙未計算在內。故據作者估計，去年外流現銀之中，至少有一萬七千萬元，為外商銀

行庫存之現銀。此乃僅就上海一地而論，其他口岸，尙未計算在內。如作大體觀察，去年輸出之現銀，屬於外商銀行之庫存者，約在一萬七千萬至二萬萬元之間。流通於市之銀幣，至多不過五千萬而已。外商銀行庫存現銀之減少，對於吾國通貨數量，並無重大影響。流通於市之銀幣，雖被輸出達五千萬之鉅，但於他方面，紙幣則已較前增加。僅就上海一埠而論，在此一年之間，已增二千二百萬元。內地各省之紙幣發行額，雖無明確統計，大致亦較現銀外流以前爲多。足證吾國通貨，並未因去年大批現銀外流而有顯著之收縮。銀幣固較以前稍減，紙幣則較以前爲多。全國通貨數量，並無重大變化。

今觀上述二種例證，可知最近一般論者，以爲去年大批現銀外流，爲最近金融恐慌之唯一原因，並不正確。利息高漲，資金缺乏，並非皆屬現銀外流之結果。不過現銀外流，雖非最近金融恐慌之主要原因，而對吾國金融，仍有若干影響，可以目爲最近吾國金融恐慌之近因。何以言之？最近吾國金融危機之釀成，一方面，吾國金融組織本有缺點在內。他方面，則爲三年以來經濟恐慌必然之結果。惟其進展，爲慢性的，故未引起社會人士之注意。去秋美國擡高銀價，大批現銀，迅速外運。報章雜誌，大事登載，一再警告，以期引起社會人士之注意。結果，社會人士之注意，果被引起。政府亦出而加徵銀出口稅，防止現銀之外流。而其弊害，則爲社會人士，受此刺激，人心爲之極度不安。於是凡有資本，力能貸付者，莫不一律停止放款。資本不足者，則更進而追索放出之款。遇有到期之款，在平日本可商請轉期，亦因人心極度不安，而不肯通融辦理。因此反使全國金融，更見緊張。若謂去秋大批現銀

之外流，實爲最近金融恐慌之原因，則此原因，爲心理的間接的，而非經濟的直接的。

由是言之，去秋現銀之外流時期，全國報紙之大事登載，各種雜誌之爲文警告，對於吾國金融，利害各半，屬於利的方面，則爲引起政府之注意，加徵銀出口稅，防止現銀之繼續外流，屬於害的方面，則爲宣傳過度，反使人心不安，加重金融恐慌。須知去年輸出大批現銀，對於吾國金融，固無良好影響，但其惡劣影響，並不若社會一般想像之甚，亦不如一般專家論者所說之嚴重。而此專家論者之警告，社會一般之想像，以爲現銀外流，資金枯竭之觀念，反予吾國金融更惡劣之影響。較之去年輸出大批現銀，尤爲嚴重也。

況自去年十月十五日加徵銀出口稅以來，公開運銀出口者，幾被杜絕。今年以來，中國銀行，嘗於倫敦白銀市場，收買現銀，運歸本國，充實正貨準備。吾國現銀之流動，輸入遂較輸出爲多，而成現銀之入超。若將私運出口者，一併估計在內，勢必仍爲現銀之出超。然於國外銀價與國內銀價相差過鉅之現狀之下，現銀之私運出口，究難完全避免。況按私運現銀，不若私運現金之易。國府與地方政府，又已一再禁止，犯者則有處以破壞民國罪之明文。故於現行政策之下，政府對於現銀之外流，已盡防止之能事。雖欲更進一步，明令禁銀出口，恐亦未必獲得更佳之效果。是以現銀之外流與否，現在已非重要問題。報章雜誌之大事宣傳，不特不能減少現銀之私運，反予全國金融惡劣之影響焉。

不過作者非謂現銀之外流，可以放任自然，不加限制也。蓋國外銀價，高出國內銀價至百分之二十左右，若

對現銀外流，不加阻止，國內現銀，有被完全輸出之可能。惟須注意者：（一）去年流出之現銀，雖有二萬八千萬元之鉅，而對吾國金融，並無直接嚴重之影響，其理由見前。（二）去年十月十五日加徵銀出口稅後，以牟利爲目的，公開運銀出口者，已被杜絕。（三）私運出口，則於銀幣尙准流通之現狀之下，不易完全禁絕。不過白銀之私運，難於黃金之私運。此其一也。國府嚴禁私運出口，省府限制運出省境。此其二也。有此二點，今年現銀之私運出口者，決不甚鉅，似可斷言。（四）私立發行銀行之紙幣，雖有請求兌現，並將所兌現銀，密運出口者。結果固足以減少全國發行銀行之正貨準備，而使現銀分散民間，秘密外運。然遇此種不幸事實，可將國家銀行紙幣，應付私立銀行紙幣之兌現。凡持私立銀行紙幣，請求兌換銀幣者，私立發行銀行，兌以中央、中、交紙幣，即能暫時防止全國正貨準備之消散。作者於「中國經濟金融財政之根本自救方案」一文中，早已主張之。最近天津公私發行銀行亦已自動用此方法，應付私立銀行紙幣之兌現，防止正貨準備之消散矣。（五）基上四點，目下對於現銀外流問題，已無恐怖之必要。且自今春以來，除若干私運出口，非現在政府力量所能防止者外，現銀外流，可謂已被杜絕。故如仍以現銀外流爲念，大聲疾呼，警告國人，不特未明事實，反使全國人心，爲之不安，而予金融界一大不良印象。若謂貿易不平衡，足令現銀外流，則更膚淺之論矣。（六）現行對策方面，對於公運出口，可以繼續運用銀平衡稅，防止外流。對於私運，則由中央政府與地方政府，嚴予禁止。對於私立銀行紙幣，則用國家銀行紙幣，應付兌現，以防正貨準備之消散。至於言論方面，則應闡明：一、去年流出大批現銀，對於吾國金融，並無直接嚴

重影響。二、在現行對策之下，現銀不致再有大批流出之虞。三、私運雖難完全杜絕，但其數量，必不甚鉅。對於吾國金融，並無重大危險。

竊以爲目下國家政策，固宜繼續防止現銀外流。而在社會一般，則應消滅人民對於現銀外流之恐怖。恐怖既除，人心自安，金融反可不致若是梗塞矣。然欲消除此種不必要之恐怖心理，則對現銀外流所生之影響，必須有一正確觀念。在現行對策之下，不宜再事大聲疾呼，引起國人注意現銀之外流也。

### 三 吾國金融恐慌之根本要因何在

去年大批現銀之外流，既非最近吾國金融恐慌之主要原因，則其根本要因何在？有謂此乃通貨收縮，信用收縮，市面籌碼缺乏所致。此種見解，未免因果倒置，跡近皮相觀察。蓋就有形通貨而論，銀行紙幣，反見增加。至於無形通貨之信用，雖有收縮之徵象，金融業者，雖多限制放款，市面籌碼，遂感不敷，此乃一般金融恐慌之現象，而非吾國金融恐慌之要因。金融業者之所以限制放款，則因以前所放之款，不能到期收回，此即資本凍結是也。資本既被凍結，信用必趨收縮，遂呈籌碼不敷之象。是以各地工商業所以俱感籌碼不敷之苦者，並非源於通貨之收縮，而爲原有之資本，爲各地工商業凍結故也。資本之所以凍結，則爲三年以來經濟恐慌之結果。由是言之，資本凍結，爲吾國金融恐慌之直接主要原因。經濟恐慌，又爲資本凍結之原因，亦爲吾國金融恐慌之間接根本原

因。茲再分別論述於後。

先就資本凍結言之。試查一年以來上海與各地銀錢業之倒閉原因，即可瞭然。據中行月刊第十卷第六期所載，各地工商業倒閉概況之中，上海銀行業之倒閉原因，不外營業清淡，呆賬過鉅，週轉不靈。錢業之倒閉原因，則為呆賬太多，地產押款過多，週轉不靈。再據中行月刊第三期所載內地錢業之倒閉原因，則有農村破產，賬款呆滯；絲米市價低落影響；經營雜糧失敗；商業衰落，股東無意經營；市面蕭條，週轉不靈；放款難收，資本虧耗；營業不佳，地產押款虧蝕；倒賬過多，無法維持；放款過多，不能收回，以致週轉不靈等。各地工商情形不同，錢業之倒閉原因，遂不相等。然以大體觀察，不外市面不振，呆賬過多，週轉不靈。此即作者所謂資本凍結，無法收回是也。至如投機失敗，經理捲逃，經營不善，股東不和，以至宣告清理者，雖亦有之，究屬少數，不到十分之一，不能目為最近金融事業失敗之一般原因也。

今觀上述事實，可知上海與內地銀錢業之繼續宣告清理倒閉者，其原因，十分之九，皆為呆賬過多，週轉不靈。所謂呆賬過多，或作地產押款，而地價暴跌，無法收回；或對商品放款，而市面不振，商品不易脫售，放款遂難收回；或作信用放款，而市面蕭條，營業失敗，不能如期清償；則在銀錢業方面，皆成呆賬。呆賬既多，以至週轉不靈，惟有宣告清理而已。呆賬所以過多，不外市面蕭條，物價下落，地價暴跌所致。此即一般經濟恐慌是也。是以銀錢業之呆賬過多，週轉不靈，實為吾國三年以來之經濟恐慌所釀成。故謂吾國經濟恐慌造成金融業之大批呆賬，亦



即金融業之大批營業資本，因經濟恐慌而凍結。金融業之資本，既因經濟恐慌而凍結，則在金融業本身，亦有資本缺乏週轉困難之感。勢必嚴追呆賬，限制貸付，吸收存款。至於一般工商業，前欠既未償清，資本又感不足，則非再行仰求金融業之援助，獲得若干放款，不足以資維持。結果，金融市場中之資本，供給驟減，需要頓增。遂呈籌碼不敷，拆息高漲之現象。

故欲消滅金融恐慌，挽救金融危機，則經濟恐慌發生以來逐漸凍結之資本，必次第收回而後可。易言之，大批呆賬，逐漸減少，放出之款，次第收回，則資本之供給自增，一般金融自可鬆動矣。退一步論，以前之呆賬，一時固難收回，可以暫置不論。今後貸付之款項，必須不致再成呆賬，而為工商地產等業所凍結。則在資力充實之金融業者，自可勉力貸付，予以維持。一般金融，亦可漸形鬆動也。然欲收回已成之呆賬，在經濟恐慌日益嚴重之現狀之下，固非易易。縱欲今後貸付之款項，不致再成呆賬，則在經濟恐慌程度尚未減輕以前，亦無充分把握。故於現狀之下，各地工商等業，因受經濟恐慌之威脅，更需資本，以延殘喘。呆賬過多，週轉漸感不靈之金融業者，亦需資本，以資維持。而在資力充裕之金融業者，則又限制放款，深恐再蹈其他金融業者之覆轍。工商等業，既難獲得金融業之援助，殘喘無法苟延，唯有次第倒閉。金融業之呆賬，因此而更多。資力較厚之金融業者，更感放款之危險，唯有嚴加限制，以圖自全。互為因果，遂成今日之嚴重局面。而其根本原因，則在經濟恐慌，不特未見減輕，反有變本加厲之勢耳。

假如輸出貿易，可以發展，國內絲業綢布雜糧等業，必然漸見起色。業此者之購買能力，直接間接，皆可因此而增加。國產內銷之農工貨物，若能不受廉價進口貨物之壓迫，本國農工商業，亦必漸見起色。一般購買能力，亦可因此而增加。貨物銷路，不致再若以前之呆滯。工商既漸繁榮，地價自趨高昂。銀錢二業之呆賬，不致再增。今後貸付之款項，不致再成呆賬。以前凍結之資本，亦可逐漸收回。資本多被凍結，週轉漸感不靈之金融業者，即可漸形鬆動。資力較厚之金融業者，亦可放膽貸付矣。若是，金融必漸寬裕。所謂市面籌碼不敷之現象，亦可一掃無餘。可知吾國金融危機之根本原因，純在經濟恐慌。經濟恐慌不消滅，金融危機，無法根本解決也。

#### 四 現行對策如何

政府現行金融對策，屬於治標方面。概別言之，可分二種步驟：一即發行金融公債，增加中央、中、交三行資本，提高三行地位，以期逐漸造成全國金融業之中心，而為銀錢業之後援。二即由中央、中、交三行實行援助銀錢二業。金融放款，即其一例。遇有週轉不靈而營業圍籠較大之銀行，則由三行出資，增加該行資本，以資維持。其例二也。此種對策，確能暫救呆賬稍多週轉漸感不靈之金融業者，令其暫渡難關，不致立刻倒閉。然亦僅能暫救一時之急難，究非根本救治之道也。何則，國家銀行，對於若干錢莊與私立銀行，貸以款項，或竟增加其資本，不過使此銀行錢莊，獲得若干現款，應付存戶之提現而已。對於以前之呆賬，既難助其收回。以後之貸付，更難保證其不再

變成呆賬。則在金融業者方面，雖得國家銀行之援助，而為自身之安全計，依然不敢放款。故對金融緊張，仍無補益。不過本應宣告清理之銀行錢莊，獲得國家銀行之援助後，可以暫不倒閉耳。

況按目下吾國國家銀行，對於一般金融業者之援助救濟，能力究屬有限。蓋如擴大信用，貸付大批資本，必然引起有形通貨之膨脹，但按最近中央、中、交三行之發行情形，紙幣已無增發之可能。五月份，上海中央、中、交三行，共發紙幣二五〇、〇二一、六四二元。內計現銀準備，一五四、五六七、〇八九元，約占發行總額百分之六一・八二。較之法定正貨準備率百分之六十，相去僅有百分之一・八二。故如正貨準備，不再增加，而仍增發紙幣，即有打破法定正貨準備率之危險。國家銀行，為求自身與全國金融之安全計，對於一般金融業者，勢難繼續援助，擴大信用，釀成紙幣之擠兌。可知現行之救濟金融政策，不特為治標的，且為有限的。不健全之金融業者，不能無限制請求救濟。國家銀行，雖有力予救濟之表示，亦無充分援助之能力。惟在幣制金融根本改造以前，經濟恐慌尚未解決之時，欲免全國金融再行惡化，唯有暫予救濟一法耳。

政府現行之對策，雖屬消極的治標的，且其效果，雖難根本解決目下之金融危機，而可使全國金融暫時安定，不至再行惡化。故其成效，固極微薄，惟於現狀之下，已盡最大之努力，實為無法中之唯一辦法。較之若干論者所提示之方案，反能獲得相當實效也。

## 五 銀本位制之下切忌膨脹通貨

有人以爲今日吾國金融之危機，源於通貨之不足。然如膨脹通貨，必須增發紙幣。紙幣增加而現銀不增，正貨準備率，必然降至法定正貨準備率之下，引起紙幣之擠兌。但按吾國法定正貨準備率，爲百分之六十，較之任何國家之法定正貨準備率爲高。假如減至百分之四十，紙幣即可增發，而無打破法定正貨準備率之虞。例如五月份上海公私發行銀行之紙幣發行額，約有三萬五千六百七十萬元。正貨準備額，約有二萬三千六百萬元。正貨準備率，爲百分之六十六。較之法定正貨準備率，相差不過百分之六。假如將法定正貨準備率，改爲百分之四十。此卽重行規定紙幣之兌現準備，至少十分之四爲現銀，餘爲保證準備。經此修正以後，現銀雖不增加，仍爲二萬三千六百萬元。紙幣雖再增發一萬五千萬元，連前共計五萬零六百七十萬元。正貨準備率，降至百分之四十六。而較修正後之法定正貨準備率百分之四十，尙差百分之六。按諸規定，尙未打破法定比例，通貨則可增加一萬五千萬元。市面籌碼不敷之困難，自可不再發生。金融危機，亦可解決矣。

此種計畫，似是而非。假如行此計畫，則於修正兌現準備條例之時，卽易引起人心之不安，釀成紙幣之擠兌。況如照此計畫，則就上海一埠而論，有形通貨，將增百分之五十。全國通貨數量，可以據此類推。結果，一般物價，必然騰貴。而吾今日之大患，一在輸出貿易之不振，二在進口貨物之低廉。二者皆爲吾國對外匯價高漲之結果。

吾國對外匯價高漲，出口貨物，在外國市場之售價，爲之擡高，難與其他國家競爭。吾國生絲，在美國市場，受日絲之侵軋，卽其一例。今如國內通貨膨脹，物價騰貴，出口貨物之成本增加，則在外國市場之售價更高，出口必更困難，輸出貿易必更萎縮矣。至於進口貨物，亦因吾國對外匯價騰貴，外國對華匯價下落，得在吾國市場，廉價出售。國產貨物，難與競爭，遂至銷路呆滯，購買能力降低。今如採此計畫，膨脹通貨，物價因此騰貴，本國農工產物，更難與低廉之進口貨競爭。銷路必更呆滯，市面必更蕭條。一般購買能力，必更低落。經濟恐慌，益形嚴重。在此狀態之下，一般金融，可以單獨繁榮乎？結果，必得其反。金融工商等業，雖可由發行銀行增發紙幣，貸以資本，但此增貸之資本，勢必漸被凍結，變成呆賬焉。

## 六 推行貼現制度之效果如何

又有主張改造信用工具，自對人信用，對物信用，改成對票據信用。此卽十年以前，吾人所主張採用之貼現制度是也。吾國金融市場，確有一大缺點，僅有抵押與信用放款。工商業往來，亦多暫時記賬。而無富於活動性之票據，爲銀錢業之放款對象。今能乘此金融恐慌時期，推行貼現制度，增加金融市場之活動能力，確爲一大進步。資本可以活動，不若今日之呆滯矣。

惟於現在，推行貼現制度，謂之吾國金融市場之改進則可，目爲消滅金融恐慌之對策則不可。蓋吾國今日

金融之大患，一在原有資本，多被凍結。二在今後貸付之資本，亦有凍結之可能。並非源於通貨之收縮，信用之缺乏。而於表面，雖有信用缺乏通貨收縮之感者，資本已被凍結，且有繼續凍結可能之結果也。故雖增加信用工具，推行票據貼現，依然無補於時艱。票據須有實際商貨交易為背景。票據到期，能否收現，須視商貨之能否如期脫售以為斷。例如商人向廠家批運貨物，出一三個月期之票據。廠家將此票據，向銀行貼現，獲得現金，即可再事製造。在此三個月內，商人批進之貨物，可以如願脫售，則待票據到期，固可解現。今如商人批進貨物以後，並未脫售，即無現金，可以抵解到期之票據。則此票據，即難收現。貼現銀行雖可向請求貼現者之廠家追索。廠家無力賠墊，銀行所放之款，即成呆賬矣。故於經濟恐慌更見嚴重之現狀之下，雖增信用工具之貼現票據，有何益哉。

有之，金融業者，一旦週轉困難，可將收進之票據，再向國家銀行或較大之私立銀行，請求再貼現。營業資本，可以不致如押抵放款之固定。則在週轉困難之金融業者，可以暫救目前之困難。雖於恐慌時期，亦可稍具活動之餘地。然此票據之能否收現，並不因是否再貼現而有差別。貼現以後，票據到期，不能收現，則此損失，在貼現銀行方面。再貼現以後，票據到期，不能收現，則此損失，再貼現銀行，亦受其累。故就金融業全體而論，票據到期，不能收現，皆屬金融業之損失，而成金融業之呆賬。況按再貼現後，到期不能收現，請求再貼現之私立銀行，亦為債務人之一，而有賠償之責。故今根本問題，仍在票據到期，能否收現。至於將收進之票據，轉向國家銀行，請求再貼現，暫救一時之急迫，尚屬次要。假如收受之票據，百之九九，皆能到期收現，固可不生問題，然今工商不振，市面蕭條，

呆賬極多，而謂推行貼現制度以後，票據皆能到期收現，其可得乎。故其結果，不能收現之票據，恐必不在少數。呆賬之構成，依然如故。惟其方式，稍有不同。押抵放款，信用放款，則爲到期不能取贖清償，變成呆賬。票據貼現，則爲到期不能收現，變成呆賬。方式雖有不同，資本之被凍結則一。

前謂乘此時機，推行貼現制度，不失爲改進吾國金融市場之一法。此於理論上，當作如是觀。而於事實上，反有一大困難在內。蓋於今之恐慌時期，資力稍裕之銀行，皆多限制放款，以免危險。而對所創之商業票據，其能不稍疑慮，放膽投資乎？更按各國事實，凡遇經濟恐慌，貼現票據必迅減少。不能收現之票據，則反增加。吾國若行貼現制度，際此經濟恐慌時期，焉能例外。況於創辦之初，困難必更倍加。餘如技術人員之養成，附屬制度之設置，皆非旦夕可期，暫置不論焉。

退一步論。假如貼現制度，竟能順利進行。今之押抵放款，信用放款，竟有大部分，改成貼現放款。則其結果，製造業者，可以不待賬款到期，而將當時所得之期票，卽向銀行貼現。貨款既不延擱，營業自較活動。於是大事生產，以待批售，發生一種需要殷繁之幻象。商人雖無充足之資本，亦可批進貨物，簽發期票，以待將來解現。一般金融業者，可以投資於較有活動性之商業票據。一旦週轉稍感不靈，可將票據向國家銀行，請求再貼現。資本不致固定，金融自無緊迫之虞。故於極短時期之內，信用擴大，金融活潑，物價騰貴，而呈繁榮之景象。然此一時之幻象，決難持久。蓋其要點，卽在商人批進貨物以後，能否如願脫售；出口貨物，能否較前增加。能則一切不成問題，不能則

一切皆成問題。但按事實，萬不可能。一則國產內銷貨物，已受廉價進口貨物之壓迫，以致銷路呆滯。若再擴大信用，國貨價格騰貴，更難與進口貨物競爭，銷路將更呆滯。二則吾國出口貨物，已受對外匯價騰貴之影響，在外國市場，不能跌價競爭。若再擴大信用，擡高物價，則在國內之生產費增加，在外國市場之售價更貴。出口貿易，必更萎縮。故於現狀之下，增加信用工具，擴大信用，無論對內對外，皆足減少農工產物之銷路，加重經濟恐慌。貨物之銷路，若更呆滯，銀行錢莊收受之商業票據，至少有一部分不能收現。所放之資本，即有凍結之虞矣。

## 七 吾國之金融危機與經濟恐慌

在銀本位制之下，膨脹通貨，直接足以加重經濟恐慌，間接足以加重金融恐慌，且能引起擠兌鉅潮。在現狀之下，增加信用工具，擴大信用，亦有加重經濟恐慌與金融恐慌之可能。至於政府與國家銀行之救濟，僅能暫救一時之急難，維持現狀，不令倒閉而已，亦非根本救治之道也。

欲圖根本消滅吾國之金融危機，必先解決經濟恐慌。經濟恐慌程度，若能減輕，全國金融，即可漸見寬裕。然欲解決吾國經濟恐慌，必先明瞭其成立原因。考其釀成要因，一為輸出貿易之銳減，對於國內產業，予以一大打擊。二為進口貨物，得在吾國市場，廉價出售，又予吾國農工產物，一重大打擊。吾國農工產物，既在國內國外市場，銷路呆滯，一般收入，必然減少。收入既減，購買能力自低。購買能力，既漸降落，則對廉價出售之進口貨物，亦漸無力



購買，輸入貿易，亦必因此而萎縮。遂呈一般經濟恐慌之現象。然按所以致此者，則在民國二十一年以來，吾國對外匯價騰貴，外國對華匯價低落。將茲民國二十年以來，吾國對於英、美、日、法四國之匯價，列表如左：

上海對英美日法匯價表

年 月	倫敦 每元合 便士數	紐約 每百元合 美元數	巴黎 每百元合 法郎數	日本 每百元合 日圓數
民國二十年 二十一年一月	111.000 166.851	331.333 335.059	535.277 589.875	451.235 80.447
二月	161.311	333.446	555.933	75.443
三月	151.441	331.337	552.377	70.765
四月	141.241	331.443	561.443	67.219
五月	131.041	331.518	546.419	66.971
六月	121.104	331.443	543.571	69.766
七月	111.104	331.804	537.744	75.020
八月	101.000	331.607	551.857	67.191
九月	111.089	331.766	555.744	91.374

十月	一五,〇八九	三二,三九九	五四三,七七一	九一,五七四
十一月	一五,二六八	三〇,八九四	五三一,四四三	
十二月	一四,三七五	一九六四三	五四三,七七一	九四,〇七九
二十二年一月	一四,一九六	一九八二二	五四七,一三三	九五,〇一七
二月	一四,一〇七	二〇,〇八九	五二二,八五七	九五,九七三
三月	一四,四六四	二〇,七四四	五二七,八五七	九五,九七三
四月	一四,三七五	二一,二〇〇	五二五,〇〇〇	九六,五〇〇
五月	一四,七九〇	二二,一二五	五二六,〇〇〇	九九,七五〇
六月	一五,〇〇〇	二五,七六〇	五三七,〇〇〇	九九,五〇〇
七月	一五,〇〇〇	三九,〇〇〇	五三一,〇〇〇	九九,七五〇
八月	一四,八九四	三七,八七五	五二八,〇〇〇	一〇三,二五〇
九月	一五,二二五	三九,二五〇	五〇六,〇〇〇	一〇六,七五〇
十月	一五,一八七	三九,五〇〇	五〇八,〇〇〇	一〇五,七五〇
十一月	一五,三三三	三三,五三三	五四三,〇〇〇	一〇七,二五〇

中國金融之危機及其救濟

現代・幣制論

三月	一六・一三五	三三・二七三	五二・〇〇〇	一三三・七九〇
四月	一五・八〇七	三三・九六四	五三・〇〇〇	一三〇・五九〇
五月	一五・一三六	三三・三三六	四八・六六〇	一〇六・〇六七
六月	一五・五七五	三三・七六〇	四九・八五〇	一〇九・一六〇
七月	一六・〇一六	三三・六五五	五〇・〇〇〇	一一三・三三〇
八月	一六・三九九	三三・六六三	五二・九七〇	一一五・〇一九
九月	一六・九四八	三五・二七九	五八・〇〇〇	一二七・九三〇
十月	一六・六九八	三四・三三三	五八・三三〇	一二九・〇九〇
十一月	一五・八八九	三三・〇三三	五〇・一一〇	一一三・一六〇
十二月	一六・四四八	三三・〇一九	五三・〇〇〇	一一八・三三〇
三十四年一月	一六・九六八	三四・五六八	五三・〇〇〇	一二三・二四〇

一五・四七四

三三・一〇〇

五九・〇〇〇

一〇六・六九〇

三十四年一月

一六・〇〇〇

三三・五〇〇

五三・〇〇〇

一一一・二四〇

二月

一六・三三六

三三・九六六

五三・〇〇〇

一一三・三三〇

三月

一六・一三五

三三・二七三

五二・〇〇〇

一三三・七九〇

四月

一五・八〇七

三三・九六四

五三・〇〇〇

一三〇・五九〇

五月

一五・一三六

三三・三三六

四八・六六〇

一〇六・〇六七

六月

一五・五七五

三三・七六〇

四九・八五〇

一〇九・一六〇

七月

一六・〇一六

三三・六五五

五〇・〇〇〇

一一三・三三〇

八月

一六・三九九

三三・六六三

五二・九七〇

一一五・〇一九

九月

一六・九四八

三五・二七九

五八・〇〇〇

一二七・九三〇

十月

一六・六九八

三四・三三三

五八・三三〇

一二九・〇九〇

十一月

一五・八八九

三三・〇三三

五〇・一一〇

一一三・一六〇

十二月

一六・四四八

三三・〇一九

五三・〇〇〇

一一八・三三〇

三十四年一月

一六・九六八

三四・五六八

五三・〇〇〇

一二三・二四〇

月份	最高	最低	平均
二月	一七·七六	一六·三三	一七·〇四
三月	一九·〇六五	一六·〇〇〇	一七·五三〇
四月	一九·一〇九	一六·五〇五	一七·八一〇
五月	二〇·三九五	一八·五〇〇	一九·四二五
最低	一九·八七五	一七·三三三	一九·七二二
平均	二〇·九七二	一八·〇〇〇	一九·九八六

今觀上表，吾國對外匯價之高漲，可以略見一斑。民國二十年，平均對日匯價，為日金四十五圓。此即吾國百元之物，在日本市場，售日金四十五圓，即可收回成本。（關稅、運費、行金、保險費等，皆未計算在內。以下仿此。）亦即日金四十五圓之日本貨物，在吾國市場，至少須售吾國一百元，始能夠本。今則不然。今年五月，上海對日平均匯價，吾國一百元，合日金一百四十二圓。日金四十五圓之貨物，在吾國市場，僅售吾國三十二元，即可夠本。較之民國二十年，不到三分之一。反之，吾國百元之物，在日本市場，至少須售日金一百四十二圓。較之民國二十年，增加二倍有餘。在此情形之下，吾國輸出貿易，必然不振。國內農工產業，必然大受進口貨物之打擊也。

然按民國二十年來，吾國對外匯價之所以騰貴，有二種不同原因在內。騰貴之經過，亦可概別為前後二期。前期，即自民國二十一年起，至二十三年底止。在此時期之內，吾國對外匯價之騰貴，源於世界各國匯價之貶低，

幣值之減少。故如專就匯價漲跌之因果關係而論，屬於他動的騰貴。即因外國匯價下落，反比例的變成吾國對外匯價之騰貴，故吾對外匯價之騰貴，對於幣值減少，匯價貶低之國為限，例如英、美、日本。對於幣值未減少，匯價未貶低之國，則仍維持原狀，並無重大變化，例如法國。後期，即自去年冬季，以至現在。在此短時期內，吾國對外匯價，又高百分之二十。中美匯價，自美金三十三元，高至四十元。中英匯價，自十六便士半，高至二十便士。中日匯價，自日金一百十餘圓，漲至一百四十餘圓。中法匯價，亦自五百餘法郎，漲至六百餘法郎。在此時期之內，最堪注意者，即為對法匯價之騰貴。此與前期，截然不同。考其原因，即自去年以來，世界銀價，迅速上漲，對外匯價，遂有普遍的騰貴。今如專就匯價漲跌之因果關係而論，屬於自動的騰貴。並非外國匯價下落，反比例的變成吾國對外匯價之騰貴。而為吾國對外匯價，受銀貴影響而騰貴，反比例的變成各國對華匯價之下落也。

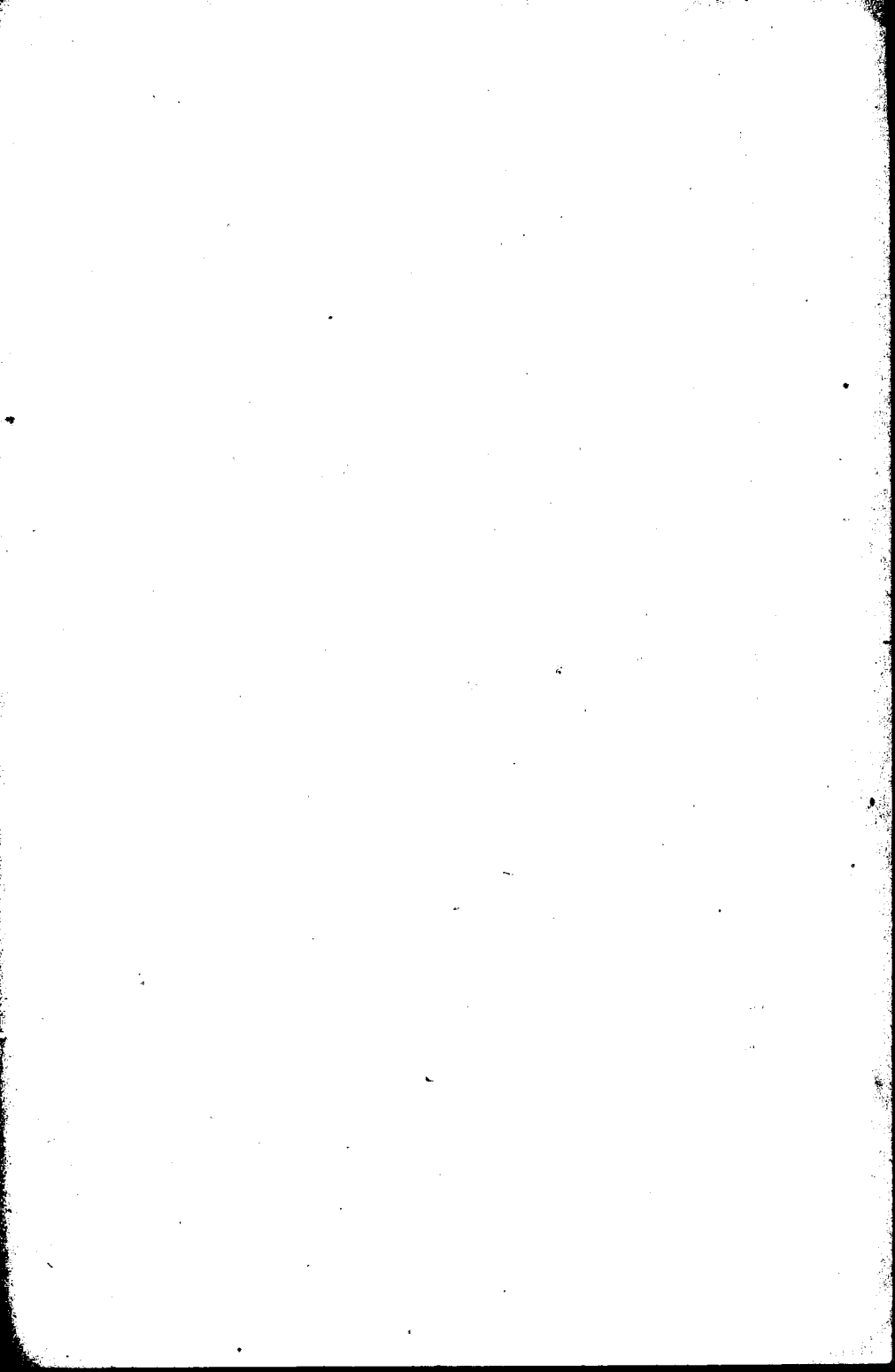
吾國經濟恐慌之主要原因，既在匯價過高。而吾匯價高漲之原因，一在大多數國家，減低幣值，貶低匯價。二在銀價騰貴。原因既明，則欲解決吾國經濟恐慌，一即希望各國擡高幣值舊平價，恢復金本位制。此為絕對不可能事。二即希望銀價下落，至少不再上漲。此在短時期內，亦為不可能事。蓋如各國幣值擡高，吾國對於此等國家之匯價，可以反比例而下落。匯價下落，吾國匯價，對於任何國家，皆可隨之而下落。二者皆令吾國對外匯價下落。經濟金融恐慌，皆可賴以解決。惜皆權操外人，僅有夢想而已。希望吾國對外匯價，被動的降低，既不可得，則其唯一有效之救濟辦法，唯有起而自動貶低對外匯價。貶低匯價，惟有放棄銀本位制，暫行紙本位制。至於放棄前之

顧慮與準備，放棄時之步驟，放棄後之對策，已在「中國經濟金融財政之根本自救方案」（載中央時事週報第十八至二十期）一文中，略言其大概，茲不贅述焉。

## 八 結論

吾國金融危機之病源，不在通貨之收縮，信用之缺乏，而在資本之被凍結，且有繼續凍結之可能。資本之所以凍結，則在經濟恐慌。經濟恐慌之所以釀成，則在對外匯價之高漲。對外匯價之所以高漲，一在英、美、日本等國之貶低匯價，減低幣值，二在美國之擡高銀價。故其根本救治方法，既難希望英、美、日本等國恢復貨幣之舊平價，又難希望美國抑低銀價。二者皆不可得，唯有自動貶低吾國之對外匯價。匯價下落，出口貨在外國市場之售價，可以減低，則其銷路自增。進口貨在吾國市場之售價必貴，則其銷路自減。若是，本國農工產物，無論對內對外，銷路皆可不致呆滯。金融業所放之資本，不致再有凍結之虞。以前所凍結之資本，亦可逐漸解凍矣。

二十四年七月二十四日



# 世界經濟幣制問題

## 第十篇 美國經濟恐慌之因果及其對策

——載外交評論第二卷第十期——

### 一 導言

歐戰以來，國際經濟狀況，已生劇烈變化。昔之債務國，今已一躍而為債權國者，有之；昔之債權國，今已一變而為債務國者，亦有之。因國際債務債權之消長，而各國經濟勢力之強弱，遂與前異。各國經濟勢力，雖與戰前不同，而國際間之經濟關係，依然如故。且較戰前更為密切。故如一國經濟狀況，發生劇變，其他各國，即有深刻嚴重之影響。在此國際的經濟連鎖之下，各國當局，似應以解決世界經濟問題為標的。蓋世界經濟問題解決，一國經濟，始有繁榮發展之望。按之事實，則有不然。戰後國際間之猜忌，不亞於戰前。政治上之不安，反較戰前為甚。而經濟國家主義之發展，則更甚於戰前。傾銷政策之盛行，關稅壁壘之高築，管理匯兌，禁金出口，限制輸入，國營貿易，皆為經濟國家主義之表現。在此國際的經濟連鎖之下，而行以國家為本位之經濟政策，則其格格不能相入，不言可喻。故其結果，不特不能使一國經濟，欣欣向榮，抑且互相釀成空前之世界經濟恐慌。各國經濟狀況之危急，



遂有不可終日之勢矣。

以國家爲本位之經濟政策，不特施行於因歐戰而元氣大傷之歐洲各國，抑且行之於因歐戰而成暴發戶之美國。歐戰以來，美國經濟狀況，日在繁榮發展之中，而成世界各國羨慕之的。但自一九二九年十月底，紐約股票市價暴跌以來，美國經濟狀況，一落千丈，衰落不振，更甚於其他各國。故其挽救之心，亦較其他各國，尤爲迫切。先於華盛頓召集各國代表，力言國際經濟協調之必要。繼於倫敦之世界經濟會議中，勸說各國代表，放棄以國家爲本位之經濟政策，而行國際的經濟合作。但其結果，幾等於零。乃又改變方針，對內實施經濟的自救政策；對外，不特維持其關稅壁壘，且更進而採用貨幣貶值政策，以與各國對抗。至其將來，是否能脫離經濟恐慌之悲境，而上向榮之途，固難預料。不過通貨膨脹貨幣貶值之結果，或能繁榮一時。然如未獲國際經濟協調，則其繁榮，決難持久，似可斷言也。

本篇目的，即在敘述一九二九年冬，美國股票市價之暴落，釀成交易所恐慌；自交易所恐慌，引起全國經濟恐慌，其間之經過情形，及其因果關係。更自經濟恐慌發生以來，以至今日，中間之經過，以及所施各種挽救政策，並對將來之趨勢，略加預測焉。

## 二 紐約交易所恐慌

美國經濟恐慌，固已種因於一九二九年十月底紐約交易所恐慌以前。但此交易所恐慌，股票市價之暴跌，實為美國經濟恐慌之導火線。蓋在交易所恐慌以前，就一般而論，皆為經濟繁榮之現象，而無產業沈滯之傾向。今就生產方面言之。若以一九二三——一九二五年為基本年度，每月平均之生產指數，等於一〇〇。則自一九二九年正月以來，至十一月止，一般生產物之生產指數，皆在一〇〇以上。足證美國經濟狀況，正在繁榮發展中。茲據商部總計，將一九二九年下半年，美國各種主要產業之生產指數，列表如左：

一九二九年美國各業之生產指數

(一九二三——二五年每月平均之生產指數等於一〇〇)

產業	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
製造品	一二五・〇	一二四・〇	一二二・〇	一二七・〇	一〇五・〇	九六・〇
礦產物	一一四・〇	一一五・〇	一一八・〇	一二八・〇	一一〇・〇	一一六・〇
鉄鐵	一二六・七	一二五・七	一一七・一	一二〇・一	一〇六・五	九四・九
鋼鐵	一三九・九	一四二・五	一三〇・五	一三〇・五	一〇一・六	九〇・二
汽車	一五一・五	一五〇・七	一二五・七	一一四・九	六五・八	三六・三
水泥	一三九・三	一四九・五	一三八・六	一三四・六	一一三・一	九〇・二

美國經濟恐慌之因果及其對策

棉花消費額	一〇六·六	一〇八·七	一〇六·三	一二四·九	一〇六·〇	八八·四
羊毛消費額	九九·八	一一一·一	一〇五·〇	一二五·三	九八·五	九六·八

故就生產方面而論，交易所恐慌以前，並無發生經濟恐慌之現象。且據七、八、九三個月內各業生產指數，皆呈欣欣向榮之狀。至於有價證券之價格指數，則較生產指數更高。茲將一九二九年下半年，美國有價證券之價格指數，列表如左：

一九二九年美國有價證券之平均價格指數 (基本年度同前)

有價證券類別	七 月	八 月	九 月	十 月	十一 月	十二 月
鐵路股票	二一三·四	二一六·三	二一七·七	二〇三·五	一七六·二	一八一·四
工業股票	三三〇·八	三四四·五	三五八·五	三一六·三	二一九·四	二二九·三
公司債券	一〇四·九	一〇四·一	一〇三·九	一〇五·二	一〇五·〇	一〇七·二

故就有價證券之價格指數觀之，七、八、九三個月，爲一九二四年以來，美國有價證券價格之最高時期。至其金額，則較一九二四年，幾漲美金一千億元。故在一九二九年之上半年，對於紐約證券交易所經紀人之短期放款 (Broker's Loan)，達美金七十億零七千萬元。股票交易額，七月份達九千四百五十萬枚，每枚平均價格八十一元三角七分。八月份之股票交易額，達一億零二百萬枚，每枚平均價格八十二元五角六分。故於此時，美國人

民沉溺於投機狂潮之中。公司之可恃與否，固已無暇計及，所購股票之年收，按之市中一般利率，是否可以漲至當時之市價，亦不顧及。惟冀於購進漲價後，即行出售，即可一攫萬金。故多踴躍購進，而成投機狂潮。

一九二九年八月八日，紐約準備銀行，為抑制投機狂潮，預防金融恐慌起見，提高利率，自五釐增至六釐。市中一般商業銀行，亦採同樣步驟。此即收縮信用通貨，減少經紀人之短期放款，壓迫證券市場之良法也。施行之初，股票市價，即見下落，似已行之見效矣。但須注意者，即自歐戰告終以來，國際間之短期資金，較前大增。此種短期資金，常自利率低落之處，流入利率高昂之地。又自政治經濟不安之國，輸入政治經濟安全之國。故自八月八日紐約市之利率提高後，美國在外短期資金，復返本國，集中紐約。國內遊資，亦向紐約輸送。遂使信用通貨收縮政策，失其效力。對於經紀人之短期放款，增至八十萬萬元以上。股票市價，又見騰貴焉。

但按股票市價之騰落，一在股東年收之多寡，二在一般利率之高低。假如每股之年收不變，股票之市價，應隨一般利率之高低，反比例而漲落。利率高，股票之市價跌。利率低，股票之市價漲。當時紐約市之銀行利率，既已提高，按之一般原則，股票市價，不特無騰貴之可能，且有暴落之危險。考其所以能維持一時者，鉅額短期資金，流入美國故也。但此短期資金，流動性極大。一國經濟稍感不安，或金本位制稍有動搖，鉅額資金，迅即流出。則由短期資金所支持之股票市價，必然暴落無疑。故在紐約市之銀行利率提高以後，股票市價，雖因短期資金之收回，而能維持一時，但已包藏危險性在內，隨時有暴落之可能。此其一也。至於股東年收之多寡，可分二點。一為已往

之年收，二爲豫測將來之年收。就其前者言之，已往之年收，按之當時股票市價，與一般利率，已遠在一般利率之下。其非投資對象，不言可喻。至於將來之年收，則自一九二九年正月以來，若干重要工業，已有生產過剩之現象。例如一九二九年初，所存原油，已達三萬七千三百萬桶。幾與半年之生產額相等。農產物之市價，亦在跌落之中。例如小麥市價，在三月底，售一二四·五仙。四月底，則售一一八·五仙。五月底，則僅九七·五仙。批發物價指數，一九二九年正月以來，常在九六左右，亦較一九二三至一九二五之基本年度爲低。是以各業利潤，增加之希望極少。股東將來之年收，並無增加之可能。則其股票市價，即無預先騰貴之理由。

但於事實上，當時股票市價，未見下落者，其原因，一在短期資金充斥於市，不受紐約準備銀行收縮信用通貨之影響。二爲人心過於樂觀，沉醉於投機狂潮之中，不加省察。但按投機者之心理，樂觀過度，往往一往直前，對於悲觀材料，絕不顧及。股票市價，一旦暴落，則其所見者，又無一非悲觀材料。於是買者不前，賣者紛至，以前購進者，亦多不限價格，拋售於市。凡此皆足助長股票市價之暴落。股票市場，既見動搖，則對經紀人之短期放款，必加限制且多收回已放之款。此點亦足以促進股票市價之暴落。況按當時一般利率，已見提高。於投機狂潮，已在抑制之中。股票市價之跌落，遂有一觸即發之勢矣。

一九二九年十月四日，紐約股票市價，已呈下落之勢，二十三日與二十四日，頹勢漸增。延至二十八日，仍無挽救之望。乃於二十九日，造成空前之大暴落。是日紐約股票交易所中，不限價拋售之股票，達一千一百六十萬

枚。一日之間，美國全國，因股票市價暴落而受之損失，達美金二百五十萬萬元。損失之大，可見一斑。

### 三 交易所恐慌與經濟恐慌之關係

交易所恐慌既已釀成，經濟恐慌，即有隨時爆發之可能。交易所恐慌，雖非造成經濟恐慌之原因，但常為經濟恐慌之預兆，且有促進經濟恐慌之可能。蓋自股票上漲，以至投機極盛，股票暴騰，其原因，固非純在投機者之心理作用。一般利率之低落，企業利潤之增加，實為股票騰貴之根本原因。利潤既增，則必增加生產。在此無政府狀態之資本主義經濟組織之下，所增產額，是否與有效需要一致，不易估計。惟以利潤既多，往往增加生產，以期獲得更多之利潤。於是產額增加，購買力不足，造成生產過剩之現象。故於股票上漲之時，生產過剩之隱患，已潛伏於內。股票市價，一旦暴落，此種隱患，即顯露於外，而成經濟恐慌。此其一也。

今如企業利潤並未增加，股東收入，仍如原狀，而一般利率低落，則其結果，亦可使股票市價騰貴。但於此時，一般利率低落，造成信用通貨膨脹。信用通貨膨脹，亦能助長產業之發展，提高一般物價。故一般利率低落之下，一方面為股票市價之迅速騰貴，他方面則為產業之逐漸發展，產額之漸見增加。一般物價，亦有些微騰貴之傾向。反之，一般利率提高，股票市價，勢必下落。一般產業，亦多受其壓迫，不得不減少生產，解雇職工，減低工資。同時因金融急迫，不得不廉售產物。於是失業增加，物價下落。且因失業增加，工資降低，社會一般之購買能力，遂較以

前爲小。則於金融恐慌發生以前，增產之物，悉成過剩之產物。經濟恐慌，遂顯露於眼前。此種狀態，似爲金融恐慌所釀成。但其內部，則爲生產力與購買力之不一致。蓋於利息低落，股票騰貴之時，產業之發展較速，社會一般購買能力之增加較緩。而於利率提高，股票暴落之時，購買能力之減低較速，生產能力之減低較緩。加以存貨之銷納，亦非短時期內所能實現。結果，遂呈生產過剩，購買力不足之現象。此其二也。

且於股票投機狂熱之時，各種產業資金，往往輸入股票市場。或對交易所之經紀人，作短期放款。或作直接投機之用。此種資金，輸入股票市場，可使投機之風，更甚於前。二者互爲因果者也。然按各業資金，所以不充生產之用，而作股票投機者，其原因，一方面固在輸入股票市場，利益較多，且可一攫萬金。他方面，則因一般生產事業，已無再行擴張之可能。易言之，即按當時一般購買能力，生產事業，已至飽和之境。若再增加生產，即有過剩之危險。故對此種資金，暫時不生需要，因此運用於股票市場。是以各業資金之流入投機狂潮，已有經濟恐慌之可能性在內。即各種生產事業，已至飽和之境，不能再事擴張。今如一般購買能力銳減，則其生產過剩之現象，立刻顯露。此其三也。

股票投機，固須手腕敏捷，消息靈通，目光遠大。然其要點，仍在資金之豐富與否。資金豐常者，對於金融界方面之消息，比較靈通。對於國內外之經濟情形，比較熟悉。且其營利手段，亦較一般敏捷。故作股票投機，此種人物，常占勝利。而在中產階級，資本既不充足。國內外之經濟情形，亦多不甚熟悉。金融界方面之消息，則更不易獲得。

故對股票投機，失敗者多，獲利者少。且於事實上，股票市價之暴騰，往往為極少數大資本家所釀成。市價既高，則將以前廉價購進之股票，逐漸脫售。更於市價極高之時，出售期貨。待至市價暴落之後，廉價購回。在此漲落之間，可使無數資本不足之投機者之金錢，悉為大資本家所有。故在交易所恐慌以後，一部分中產階級，往往頓失其購買能力。影響所及，社會一般之購買能力，為之減低。遂與生產能力，不相一致。經濟恐慌，因此而發生。此其四也。以上所述，係從理論上說明交易所恐慌所以為經濟恐慌之預兆，且有促進經濟恐慌之可能。美國政府，有見及此，故於交易所恐慌爆發以後，即定防止經濟恐慌之應急策焉。

#### 四 經濟恐慌之防止方案

金融恐慌，既已爆發。胡佛總統，深恐範圍擴大，釀成全國經濟恐慌。故即決行積極政策。救濟與預防，同時並進。因即招集全國各業勞資代表，約定資本家方面，不再減低工資，以防一般購買力之降低。勞動者方面，亦不要求增加工資，以免發生勞資爭議，引起社會不安。政府方面，公布十年建築計畫，每年由國庫支出美金五千萬元，建造或修理一切國有建築物。又令各州預定興築之土木工事，提前施行。並勸國內資本家，大興土木，以資減少失業人口。結果，土木業協會，發表可以投資二十萬萬元，以充修築道路之用。公用事業公司，則稱可以投資十五萬萬元，以充擴張事業之用。此種積極表示，足見當時形勢嚴重，非此不足以刺激人心也。至於金融方面，則令紐



約聯邦準備銀行，減低貼現率。十月三十一日，減至五釐。後又減至四釐半。以增信用通貨，減少一般產業所受金融上之壓迫。財政方面，則於議會中提議，將所得稅率減低百分之一，約可減收一萬六千萬美元，以增一般人民之購買能力。並於十二月五日，召集全國大實業家四百人於國都，商討組織一安定市況之永久機關，名曰全國實業諮議會 (National Business Advisory Council)。由委員七十二人組織之。其任務，即在研究安定市況之各種方策。

故在交易所恐慌發生以後，美國政府所擬之應急政策，不可不謂積極。且其行動，不可不謂迅速。惜多徒事宣傳，未能見諸實施。故自交易所恐慌發生以後，全國經濟狀況，日見惡劣。一九三〇年起，遍及全國之經濟恐慌，已在急進中矣。

## 五 經濟恐慌之發展

美國自一九三〇年以來，經濟狀況，突轉惡劣。農工商業，固已較前消沉。其他一切，如物價、工資、就業指數等，莫不皆呈衰落之象。茲將一九二九與一九三〇年商部所發表之若干經濟統計，列舉如左，以見當時經濟統計之一斑。

### 主要工業生產額

種類	一九二九年之產額	一九三〇年之產額	年比較
烟煤	五三四、九九千噸	四六、六〇千噸	一・七減
無烟煤	一七三、八六千噸	六九、八〇千噸	五・五減
魚煤	五五、四三噸	四九、五四千噸	一四・八減
原油	一、〇〇七、三三噸	八九五、五五六千桶	一・二減
汽油	四四一、五五三桶	四四一、五五三桶	〇・五增
鋼	一、〇〇六千噸	六〇〇千噸	二・四減
銑鐵	四三、二六千噸	三、四〇〇千噸	三・七減
鋼鐵	五五、三三噸	三九、六三噸	二七・〇減
汽車	五、三五千輛	二、八〇五千輛	三六・六減

就以上九種生產物觀之，一九三〇年，僅有汽油增加千分之五。其他各業之產額，莫不較前銳減，內以汽車工業為尤甚。至於農業，則其所受影響，更為嚴重。一九二九年全國農產物之總值，共有八十六萬七千五百萬元。而於一九三〇年僅值六十二萬七千四百萬元。二者相比，約減百分之二十八。內如棉花一項，一九三〇年之產額，幾與一九二九年相等，但其價格總額，則竟減少百分之四四・七。再如大麥，一九三〇年之生產額較一九二

九年增加百分之五。二、但其價格總額則反減少百分之三八·六。

再按對外貿易，亦可瞭然當時美國經濟恐慌之深刻。一九三〇年之輸入總額，共值美金三十萬六千一百萬元。較之一九二九年約減百分之三〇·四。輸出總額，共值三十七萬八千一百萬元，較之一九二九年約減百分之二六·七。若就國別言之，則除蘇聯外，對於任何國家，一九三〇年之貿易額，輸出輸入方面，皆較一九二九年為少。茲以洲為單位，一九三〇年美國對外貿易銳減之概況，如左表：

一九三〇年美國對於世界各洲之貿易額（商部調查）

洲別	輸入額單位千元		減少率	輸出額單位千元		減少率
	一九二九年	一九三〇年		一九二九年	一九三〇年	
北美	九二、五二	六六、八三	三三·四	一、三九五、〇三	一、〇一九、九七	二六·九
南美	三九、七七	四三、四七	三三·二	五九、三〇	三三、五一	三七·四
歐洲	一、三三三、六七	九〇、八三	三三·八	二、三四〇、八四	一、八八六、三七	三三·五
亞洲	一、三六〇、三六	八六、五六	三三·一	六四三、二五	四四七、八五	三〇·四
澳洲	五、五五	三、七三	三三·〇	一九三、〇四	一〇七、八〇	四三·九
非洲	一六、六七	七、五九	三七·八	一三〇、五七	五、三三	二九·三

餘如批發物價，若以一九二三至二五年為基本年度，物價指數等於一〇〇。則於一九二九年十二月，原料品之批發價格指數等於九五，半製品等於九四・三，精製品等於九・三九。而在一九三〇年十二月，原料品之批發價格指數，僅有七四・二，半製品七四・二，精製品八一・九。綜計一年之間，物價跌落程度，幾達百分之三〇。

一般工資，自入一九三〇年以來，亦在逐漸下落之中。今以一九一四年七月每週之平均工資為標準，則自一九三〇年一月起，至十二月止，一年之間，工資約跌百分之二十。其跌落之趨勢如左：

一九三〇年工資指數（一九一四年七月等於一〇〇）

月份	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
工資指數	三五	三六	三六	三六	三三	三三	三三	三三	三三	三三	三三	三三

工資跌落，為資家減低工資之結果，一般經濟恐慌必有之現象。與工資跌落同時發生者，即為失業之增加，就業之減少。若以一九二〇年六月為基本年度，就業指數等於一〇〇。則自一九三〇年一月起，一年之間，就業指數，約減百分之十九。其遞減之趨勢如左：

一九三〇年就業指數（一九二〇年六月等於一〇〇）

月份	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
就業指數	八三・四	八三・六	八三・九	八三・六	八三・三	八三・〇	八二・六	八二・六	八二・二	八二・六	八二・四	八二・四

同時，一般生活費，亦見減低。生活費指數，以一九一四年七月為基本年度，等於一〇〇。則於一九三〇年一月，生活費指數為一六〇·四。而在十二月則僅一四七·六。至如變動最為劇烈之證券市場，經濟恐慌所予之影響，則更顯著。即以經紀人之短期放款 (Brokers' Loan) 言之，在一九二九年股票市價最高時期，利率雖已提高，而短期放款，尙有八十萬萬元。一九三〇年底，利率雖已一再降低，亦僅十八萬九千四百萬元。且於此時，紐約聯邦準備銀行，為擴張信用，維持證券市場計，一再減低利率。故至是年年底，利率竟降至二釐，而證券市場，不特無恢復之望，且其狀況不振，較前更甚焉。

隨經濟恐慌之進展，予一般人民以重大打擊者，即為銀行與其他事業破產者之劇增。一九二九年，美國全國，宣告破產之銀行，計共四百三十七家。負債額共達二萬一千八百七十九萬元。其他事業，如商鋪、製造業、經紀人等，宣告破產者，計共二萬二千九百零九家。負債額共達四萬八千三百廿五萬元。而在一九三〇年中，破產者數，及其負債額，皆較上年增加數倍。

銀行破產	九三四家	負債額	九〇八、一五八、〇〇〇元
其他各業破產	二六、三五五家	負債額	六六八、二八三、〇〇〇元

觀此，可知一年之間，銀行之宣告破產者，較之上年，增加一倍有餘。負債金額，則竟增至四倍以上。因此一般人民，對於銀行之信用漸減，提現與儲藏現金之風漸起。銀行恐慌風潮，遂漸遍及全國矣。

以上所述，爲一九三〇年美國經濟恐慌之大概。及入一九三一年，美國經濟狀況，不特未見起色，且其趨勢較一九三〇年尤爲嚴重。此固不特美國如是，其他各國，亦莫不然。不過美國政府之處置失當，難辭其咎。蓋其所施對策，不特不能作事後之挽救，且使世界經濟恐慌，較前更烈。而美國本身所受經濟上之刺痛，亦較其他各國爲尤甚。一九三〇年，提高進口稅率，卽其一例也。茲先將一九三一年，美國經濟恐慌程度，略述其梗概。

一九三一年，美國經濟狀況之嚴重，可自其農產價格之暴落與對外貿易之衰退，略見一斑。一九三〇年之農產物，其值六十二萬七千四百萬元。已較一九二九年減少百分之二十八。而在一九三一年，全國農產物，僅值四十一萬二千三百萬元。較之上年，又減百分之三十四。但其產額，則反較前爲多。茲將二年間主要農產物之生產量與價格總額，列表如左，以資比較：

年 度	玉蜀黍		小 麥		燕 麥		棉 花	
	百萬斛	百萬元	百萬斛	百萬元	百萬斛	百萬元	百萬捆	百萬元
一九三〇年	二、〇六〇	一、八四九	八、六	五、五	一、一、二六	四〇三	一三、九	六、五九
一九三一年	二、五五七	二、〇〇	八、五	二、五六	一、一、二三	三、五	一六、九	一、八

至於對外貿易，則其衰退程度，較之上年，尤爲猛烈。輸入總額，僅有二十萬零八千九百萬元。較之上年度，又減百分之三一·七。（上年度之輸入總額，雖較前年度已減百分之三〇·四，但尙有三十萬零六千一百萬元）輸出總額，僅有二十四萬二千三百萬元。較之上年度，又減百分之三六·九。（上年度之輸出總額，雖較前年度

已減百分之二六。但尚有二十七萬八千一百萬元。茲將一九三一年美國對於世界各洲之貿易額，並對上年度之百分比列表如左：

一九三一年美國對於世界各洲之貿易額

洲別	輸入額(單位百萬元)	對於一九三〇年之減少率	輸出額(單位百萬元)	對於一九三〇年之減少率
北美	五七〇	三三〇	五九三	四三九
南美	三〇三	五二	二七	五〇
歐洲	六四〇	一六六	一、八六〇	三五五
亞洲	五七〇	三三	三〇三	一三八
澳洲	一九一	四八	四六	六〇
非洲	三三九	五三	〇〇	三五
共計	二、〇九八	三七	二、四三八	三六九

此外，如國內一般勞動階級，其工資尤較上年為低。例如上年一月，每週工資，平均尚有二七元五角一分。十二月，則已減至二四元二角三分。而在一九三一年一月，已降至二三元零七分。十二月，則竟僅有二十元七角四分。餘如就業指數，生活費指數，莫不皆較一九三〇年為低。凡此種種，皆減低一般購買能力之原素。且為購買

## 能力低落之徵象。

至於證券市場與一般金融狀況，則其慘淡情形，不亞於上述各種經濟衰退現象。例如股票，則於一九三一年十二月，紐約股票交易所中各種股票之平均價格，不過等於一九二九年市價最高時之百分之二十。各種股票之價格總額，亦竟降至二百六十六萬九千三百萬元。至如每年新設公司所發之普通股，則於一九二九年旺盛時期，一年之中，共達五十萬萬元。翌年，即減至十一萬萬元。一九三一年，則僅一萬九千五百萬元。較之前年，不過二十五分之一而已。

金融方面，則為破產銀行數之銳增。綜計一年之間，達二千二百九十家。內以九十兩月，宣告破產者為最多，計共八百二十七家。究其原因，不僅國內經濟恐慌之結果而已。外國在美短期資金之回收，與本國資金，因恐停止金本位，而向外國逃亡，實為當時釀成銀行破產之一大原因。

此外如政府財政，則自交易所恐慌發生以來，已有捉襟見肘之象。收入既已銳減，支出反較前增。例如聯邦農業局 (Federal Farm Board) 為維持農產價格，所費幾達五萬萬元。皆屬恐慌發生以來，國家之臨時支出。而於收入方面，則在一九三〇——三一年度，所得稅較上年度減收百分之二二·八，關稅亦較上年度減收百分之三五·六。支出，則較上年度增加百分之一〇·五。收支遂無相抵之可能。收支不能相抵，唯有借債以補稅收之不足。借款既增，一般金融狀況，更趨惡劣矣。例如一九三一年，政府證券之中，屬於赤字者，幾達二十五萬萬



元。故其市價，亦隨其他有價證券而下落。足證財政狀況之不良，並因財政狀況之不良，影響一般金融，加深信用恐慌之程度焉。

綜觀一九三一年度，美國經濟恐慌，似為急進的。但自九、十月起，金融恐慌，如資金之外流，銀行之倒閉，尤為猛烈。一般產業，反有慢性化之傾向，及入一九三二年，金融恐慌，較前更烈。一般經濟狀況，雖未改善，但其惡化之趨勢，似已較前二年，略為緩和。政府對策，亦多集中於金融方面。但其根本方針，仍以國家為本位，自給自足為目標。此種方針，胡佛總統，已於一九三〇年十月，在銀行家大會席上，申言之矣。茲將美國政府所探恐慌對策分述於後。

## 六 經濟恐慌之對策

美國在交易所恐慌以後，首先實施者，即為關稅政策。按美國關稅，向採保護主義。而在一九三〇年六月，又高築關稅壁壘。考其目的，本在保護農業，與不易與外國競爭之一部分工業。稅率增加之輸入品，計達八百八十七種。內有一大部分，為工業原料。稅率，平均從百分之三十三增至百分之四十。實施之時，雖經三十三國之抗議，國內一般經濟學者之反對，但因獲得勞動者與農業者之擁護，以為關稅增高，國內農工等業，可以不受輸入品之壓迫，失業人口，或可減少。故其反對抗議，卒歸無效。又是年十月，對於強制勞動所製之貨物，禁止輸入。一九三

一年三月，對於北歐輸入之廉價燐寸，施行傾銷防止法。根據一九二一年緊急關稅法中之傾銷防止規定。是年四月，英國輸入之絲織品及人造絲織品，因受英國政府之補助金，故於輸入時，另徵附加稅。一九三二年六月，對於輸入之、焦煤、銅、木材等，另設消費稅。名稱雖異，實亦關稅之變相也。

對於金融方面，則其最初施行者，為信用膨脹政策。蓋其目的，在恢復金融界之信用，救濟陷於困境之各種產業，而非膨脹全國通貨。且恐實行通貨膨脹政策，幣值勢必下落，金本位制，即有發生動搖之危險。至於實施方策，計有下列數種：

(一) 全國信用公司 (National Credit Corporation) 設立於一九三一年十一月，目的在應付銀行提現，防止銀行破產。設立動機，出於全國銀行之要求。資本預定十萬萬元，由全國銀行共同負擔。但其結果，僅得資本一萬五千萬元。資本既少，勢力遂弱。對於當時金融狀況，貢獻不大。

(二) 復興金融公司 (Reconstruction Finance Corporation) 政府鑒於全國信用公司勢力之薄弱，不足以應付當時金融上之劇變，乃於一九三二年一月二十二日，制定復興金融公司法規，以援助農工商業為目的。對於一般銀行、信託公司、保險公司，以及其他信用機關，貸付資金。公司資本，額定五萬萬元，由政府承受。並得發行公司債券十五萬萬元，後又增至三十八萬萬元。復興金融公司，設立於一九三二年二月一日。至六月底，五個月中，共計貸出八萬八千萬元。內計貸與銀行及信託公司者，達四萬九千七百餘萬元。但其效果，亦甚微薄。二

三兩月，因公司之援助，銀行之停業者，雖見減少。而自四月以後，又見增加。綜計自公司成立日起，至六月底止，五個月中，停業銀行，仍達四百六十六家。存款總額，共計三萬五百萬元。因公司之援助，再開之銀行，僅有一百四十三家。存款總額，不過九千二百萬元而已。惟於是年六月，芝加哥之銀行提現風潮，則賴該公司與紐約金融界之援助，始告平靜焉。該公司之主要目的，本在間接援助一般農工商業。而自公司成立後，五個月內，農工商業之破產者，仍有一萬一千二百八十七家。負債總額，達三萬六千三百萬元。反較上年同時期內之破產數與負債額為多。是以復興金融公司，僅能直接防止一部分銀行之停業，而難間接援助一般農工商業之失敗。

(三) 格來斯史德格爾條例 (Glass-Steagall Act) 即為聯邦準備法之修正法案，而由上院議員 Glass 與 Steagall 二人所提議者也。考其目的，在擴張聯邦準備制度之機能。至其內容，一在擴大票據再貼現之範圍，使一般銀行資金，不至枯竭。二即准許國債列入兌現準備，以增聯邦準備銀行之發行紙幣能力。蓋在以前，兌現準備之中，正貨準備，雖僅四成，保證準備，則占六成。不過保證準備，須用短期票據。故如票據缺乏，即非用現不可。按之歷年事實，市一般銀行，對於準備銀行，請求再貼現者不多。故在準備銀行方面，常感票據缺乏，則非增加正貨準備不可。故其正貨準備，常達紙幣發行額之八九成。準備外之現金，遂不甚多。但自恐慌發生以來，對外，則現金外流，對內，則現金死藏。準備外之現金，遂感不足。發行紙幣能力，為之大減。而在準備制度修正後，可用國債，加入保證準備。則遇票據缺乏，可以國債為準備，增發紙幣。正貨準備，減至四成，亦無妨礙矣。故此修正，於名義上，雖

非膨脹通貨，而於事實上，則為膨脹通貨之準備也。

以上為防止金融恐慌與挽救經濟恐慌之主要方案。一九二二年二月底，準備銀行利用準備制度之修正，大舉收買國債，以充發行準備。初定每週購買國債二千五百萬元，後又增至七千五百萬元，實施金本位制度下之通貨膨脹政策。而一般金融狀況，仍無起色。後以各地小銀行之反對，收買國債之舉，遂告停止。但至六月底，準備銀行手中之國債，已達十萬零六百萬元。至其反面，現金準備，減少三萬五千九百萬。貼現票據，減少三萬六千五百萬元。紙幣發行額，僅增一萬一千三百萬元。一般銀行之支付準備存款，不過增加一萬五千六百萬元而已。故此公開收買國債政策，又告失敗矣。

對於農業，則於一九三〇年，因農產價格之暴落，不得不加挽救。乃以五萬萬元之鉅金，撥充聯邦農業局，專供調節農產價格之用。聯邦農業局，遂於一九三一年，投資二萬七千萬元，收買小麥三萬二千九百六十四萬斛。又用一萬零七百五十萬元，收買棉花一百三十二萬捆。而農產價格之跌落，依然如舊。聯邦農業局，遂蒙一萬七千七百萬元之損失。在此二年之間，五萬萬元之基金，皆隨農產價格之跌落而俱去。此為政府救濟農業之失敗也。此外如聯邦土地銀行，農業及家畜信用公司，為美國之農業金融機關，因擔保品價格之下落，貸付資金之不能收回，漸陷困境。議會乃准政府得以增加官股名義，對於此種農業金融機關，投資一萬二千五百萬元，以資挽救焉。

至於失業救濟事業，由各州各市之地方團體與私人團體行之，政府於此則上力避直接援助之嫌疑。但於經濟恐慌期內，地方團體，因財政困難，已無救濟能力。故於一九三一年，提出政府直接救濟失業法案，內計救濟資金三萬七千萬元。但遭議會之否決，未能見諸實施。至如以工代賑，減少失業人口之對策，則於一九三〇年初，即擬行之。預定自一九三〇年正月，起至三二年六月止，投資十五萬萬元。一九三二——三三年度，投資五萬七千五百萬元。但亦未見實施。後於一九三二年七月十六日，議會通過二十一萬二千二百萬元之緊急救濟法案。內計十八萬萬元，提充復興金融公司之資本。餘額三萬二千二百萬元，撥充公共事業之用。

以上所述，為美國停止金本位以前，主要救濟政策之大概。施行之結果，美國經濟狀況，不特未見改善，且有變本加厲之勢。努力挽救金融，而於本年春，發生遍及全國之銀行風潮。力維金本位制，而金本位制卒告停止。高築關稅壁壘，而本國輸出，為之銳減。失業人口，直接間接，亦因此而增加。雖至現在，仍未脫離窘境，考其種種救濟方案所以無效者，則非一究其恐慌之原因不可。

## 七 經濟恐慌之原因研究

竊以為美國經濟恐慌之發生原因，及其所以變本加厲者，一方面固受世界經濟恐慌之影響，他方面則為美國政府與人民，自身所造成之惡果。而此二者之間，後者尤為重要。今按一九二三年至一九二五年時，美國一

般產業家，方熱中於科學管理，產業合理化運動，以增生產能力。故於一九二六年，因生產技術之進步，勞動者漸有被解雇者。當時製造業之工資，雖見增加，全國工廠勞動者之工資總額，則自一九二六年起，已見減少。此為一般購買能力減退之重要原因。農業方面，則於一九二九年初，農產物之價格，已在下落之中。農業者之購買能力，亦有停滯之傾向。而在一般製造業方面，則方運用其偉大之生產能力，努力生產。故在交易所恐慌發生以前，已有生產力與購買力日益分離之隱患在內。交易所恐慌發生以後，一般購買能力，為之銳減。生產力與購買力之不一致，遂益顯著，而呈生產過剩之現象。此為美國經濟恐慌之一因。

美國經濟恐慌，既肇因於生產力之增加與購買力之減退，則其挽救方法，理應減少生產，增加購買能力，但其所施政策，則與此異。例如一九三〇年，農產價格總額，已較上年度減少百分之二十八。則於一九三一與一九三二年，即應減少產額，擡高價格。按之事實，在此二年之間，全國農產總額，不特未見減少，且較一九三〇年為增加。則其價格之更見跌落，自在意料之中，一般農業者購買能力之降低，亦為必然之勢。此點，足以增加經濟恐慌之強度。此其二也。

經濟恐慌，既已發生，且有變本加厲之勢，則在一般製造業者，勢必減低工資，解雇職工。凡此皆足令一般購買能力，更為低落。此時政府所擬之救濟方案，例如大興土木，公用事業之擴張計畫等，若能見諸實施，亦能減少失業人口，稍增購買能力。但於實際上，僅有宣傳，未見實行。經濟恐慌，遂更惡化，此其三也。

且按經濟恐慌初發生時，胡佛總統所施之救濟政策，注重於膨脹信用，其目的，直接在維持一般產業，不使倒閉。間接則在防止失業者之增加，以免購買能力之低落。而於事實上，購買能力早已低落，且其低落原因，不僅在工業勞動者方面，農業者購買能力之減低，亦居其一部分。但於他方面，維持一般產業，不使倒閉，或縮小範圍，則必繼續生產。所產之物，因購買能力未增，而難出售，於是資金不足之企業家，終因無力維持，而縮小範圍，或竟停止營業。試觀一九三〇年以來，一般產業破產者之增加，即其明證。於是失業業者更多，購買力更低，經濟恐慌，更為深刻矣。此其四也。

歐戰以前，美國本為一債務國。且其工業，亦不若歐洲先進資本主義國家之發達。故為保護本國幼稚之工業，與防止對外貿易之入超計，當以採用保護關稅為宜。而在歐戰以後，自債務國一躍而為世界最大之債權國。且其工業發展程度，已與歐洲先進資本主義國家，並駕齊驅。生產能力，則在世界任何國家之上。則其關稅制度，理應放棄保護政策，使其債務國，可將貨物售諸美國，而以所得代價，償付利息與本金。輸入美國之貨物既多，則其本國之購買能力，不致減低，對於美國貨物之需要，不致減少；而於事實上，美國高築關稅壁壘，維持其出超之優勢貿易，遂使一般債務國家，對於美國貨物，喪失其購買能力。美國之輸出額遂較前低。世界各國，又為報復計，亦築關稅壁壘，以為抵制。美國之輸出額，因此而銳減。此點不特影響國內一般產業，且足增加失業人口，減低國內一般購買能力，而使經濟恐慌，更為嚴重。此其五也。

餘如銀行制度之不良，足使聯邦準備銀行，缺乏統制金融之能力。政府權力之狹小，雖有臨機應變之計畫，亦無隨時施行之可能。皆為釀成美國經濟恐慌，助長美國經濟恐慌之原因。對外言之，則如戰債問題之不易解決，戰後金本位制之變革，國際間政治經濟之不安，間接直接，皆與美國經濟恐慌有關。再如今春停止金本位，與今夏世界經濟會議失敗以來，美國政府，仍本經濟的國家主義，力圖自救政策。至於最近，依然徘徊於通貨膨脹政策與信用膨脹政策之間，尙無有效之挽救政策。至於將來，是否因通貨膨脹而能脫離恐慌之悲境，則在未得世界經濟協調以前，雖能暫見起色，究難持久，則可斷言也。以上各點，以限於時間與篇幅，未能盡述，他日有暇，容當另文說明之。

二二九，廿九，南京



## 第十一篇 再論美國經濟恐慌與貨幣政策

——載外交評論第二卷第十二期——

### 一 引言

本刊第二卷第十期中，嘗作美國經濟恐慌之因果及其對策一文，論述一九二九年十月以來，美國經濟恐慌之發展，及其所施各種對策，後以時間與篇幅關係，故至今春全國銀行提現潮止，未及探討。茲將前篇未及論述之經濟恐慌之原因與對策，予以研究。並對今春銀行提現潮之直接間接原因，加以解釋。略述美國放棄金本位之特殊情形，以示與英日二國停止金本位之不同。最後，則對美國放棄金本位後之經濟復興運動，與收買生金政策，略加評述，以作本篇之結束。

### 二 增稅減費與提高購買力之矛盾

美國在經濟恐慌進展期中，所施對策，頭緒萬端。然其唯一要點，則在增進一般人民之購買能力。例如增高

關稅，固在防止外貨之侵入，以免國內競爭能力薄弱之一部分產業，受其壓迫。從事該業之職工，有減薪失業之危險。此即消極的防止購買能力之減低。大興土木，減少失業人口，即為積極的增加購買能力。但其所施財政政策，適得其反。不特不能維持原狀，且更實行增稅政策。稅賦既增，人民之負擔加重，一般購買能力，因此而減低。此固所施政策之矛盾，要亦經濟恐慌發生以來，稅源枯竭，稅入銳減之結果也。且於支出方面，則因救濟費之支出，建設費之提前，反較以前為多。財政收支，不能平衡。則除發行赤字公債外，唯有增加稅賦，以補不足耳。

茲就事實言之。一九三一——一九三二年度，歲入共計美金二十一萬二千一百萬元，歲出則達五十萬零六百萬元。收支相抵，不足二十八萬八千五百萬元。考其所以達此鉅額者，收入方面，則為所得稅、營業稅、關稅，以及其他稅賦之減收，與歐洲戰債之停付。支出方面，則為實行救濟政策之結果，國家歲出，勢必隨之而膨脹。故至一九三二年六月底，不得不發行二十八萬八千五百萬美金之赤字公債，以補該年度歲入之不足。

一九三二——一九三三年度之財政狀況，則據一九三二年二月所發表之預算觀之，租稅收入，十八萬四千七百萬元，其他雜收入，五萬二千八百萬元，兩共二十三萬七千五百萬元。此為該年度之歲入總額。至於歲出，則雖力予撙節，仍達四十一萬一千三百萬元。收支相抵，歲入不足，計有十七萬三千八百萬元。內除償還公債費四萬九千七百萬元，另發新債調換外，尚差十二萬四千一百萬元，非另闢財源不足以期預算之均衡。政府乃取增稅與撙節經費政策，以期收支適合。一九三二年六月四日，上下兩院協議之結果，決定增稅十一萬一千八百

五十萬元。六日，胡佛總統批准施行。考此增稅案之內容：一、對於個人所得稅，則將免稅點減低，約可增收一萬七千八百萬元。二、對於法人所得稅，則為稅率之提高，與所得額估計方法之修正，約可增收一萬二千一百萬元。三、創辦販賣稅二十餘種，預計可收四萬五千七百萬元。內以汽油稅一萬五千萬元為最鉅。四、增加遺產稅，另設贈與稅，約可增收五百萬元。五、其他雜稅之新設與增加，約可增收三萬五千七百五十萬元。以上五項新稅之設立，舊稅之增加，預計可收十一萬一千八百五十萬元。

增稅方案，雖已決定，收支不敷，尚在一萬二千萬元以上。乃於六月二十八日，兩院協議之結果，成立一萬五千萬元至一萬八千萬元之撙節經費案。內容為：一、刪減官吏人數。二年俸一千元以上之官吏，每年給假一月，在此假期內，不支薪俸。

以上所述，為一九三三年度美國預算案之大概。自其表面觀之，收支似已適合。但以經濟恐慌發展之結果，預計之稅收，皆難足額。而在支出方面，則自預算案實行以後，不到一月，兩院通過二十一萬二千二百萬元之緊急救濟法案（一九三二年七月十六日）內計十八萬萬元，提充復興與金融公司資本。此款雖有收回之可能，但其餘額三萬二千三百萬元，撥充公共事業之用。此為政府之臨時支出，前定之預算案，即被打破矣。

但與經濟恐慌之發展，有密切關係者，則為十一萬一千八百餘萬元之增稅，與一萬五千萬之撙節經費案。若就前者言之，個人所得稅免稅點之減低，則在以前免稅之小所得者，在增稅案實行以後，即有一部分小所

得者，亦須納付所得稅。則此小所得者，因須納付所得稅，購買能力為之減低。法、所得稅率之提高，直接減少企業收入，間接減少持有股票者之所得，最後亦為一般購買能力之減低。至於設立販賣稅之結果，則徵販賣稅之貨物，價格因徵稅而騰貴。此在經濟恐慌時期，足以減少貨物之銷路，助長經濟恐慌之發展。餘如其他雜稅三萬五千七百五十萬元之增收，間接直接皆足減低購買能力。至其擲節經費案，如官吏之刪減，薪水之減發，雖僅一萬五千萬。國家雖可減少一萬五千萬之支出。而在官吏方面，即為減少一萬五千萬之購買能力。故其恐慌對策，雖在增加一般人民之購買能力。但其財政政策，則在減低一般人民之購買能力。二者之結果相反，遂使救濟恐慌之政策，失其效力。此亦美國經濟恐慌，愈演愈烈之一因也。

### 三 公開市場政策與膨脹信用之矛盾

再據格來斯史德格爾條例 (Glass-Steagall Act) 准許國債列入兌現準備，以增聯邦準備銀行之發行紙幣能力，而為膨脹通貨之準備（此點已在本刊第二卷第十期中論及之，茲不贅述）。亦為防止金融恐慌與救濟經濟恐慌之一策。但其反作用，則甚顯著。先就財政方面言之，國債既能列入聯邦準備銀行所發紙幣之兌現準備，則在恐慌期內，政府因收支不敷，所發鉅額公債，得一銷路。公債市價，不致因赤字公債之增發而下落。故在政府方面，可以暫渡財政上之難關。若從財政方面立論，可謂一種應急之良方。而在一般金融方面則不然。蓋以

公債列入兌現準備，增發紙幣，膨脹通貨，此在金本位制之下，有一危險性在內，所增通貨，適合一般需要，固可不生問題。若在一般需要以上，則有紙幣者，在金本位制之下，有請求兌現之權，反足以引起現金之外流，與現金之退藏。金準備率，因之而減低。金本位制之基礎，為之動搖矣。

按之當時事實，在一九三二年二月底，聯邦準備銀行，利用準備制度之修正，大舉收買公債，以充發行準備。至六月底止，聯邦準備銀行所有之公債，已達十萬零六百萬元。紙幣發行額，僅增一萬一千三百萬元。一般銀行之支付準備存款，不過增加一萬五千六百萬元。金準備，則減三萬五千九百萬。此即雖欲膨脹通貨，而在金本位制之下，通貨無法膨脹，紙幣勉予增發，現金即被窖藏及輸出之明證也。

聯邦準備銀行，既行公開市場政策，收買政府所發之公債，而其紙幣發行額，並不同一比例而增加。則其結果，必予金融市場以重大壓迫。足令全國金融，為之梗塞不通。簡言之，聯邦準備銀行，以其資金之大部分，承受政府所發公債，則對加盟銀行，與一般產業界之貸付能力，為之減低。此在聯邦準備銀行，固已如是。一般加盟銀行，亦莫不然。加盟銀行，投資於公債者多，則對一般貸付減少。茲將美國主要都市中之加盟銀行，對於政府證券之投資額，及其貼現貸付額之消長，列表如左：

加盟銀行之政府證券投資額與貼現貸付額之消長（單位一億美金）

月	主要都市中加盟銀行之貼現貸付額	主要都市中加盟銀行對於政府證券之投資額	後者對於前者之百分比
---	-----------------	---------------------	------------

一九二九年一月	一六三	三〇	一八・四
一九三一年一月	一五八	三一	一九・八
一九三二年一月	一二九	三九	三〇・二
七月	一一〇	四一	三七・三
十二月	一〇三	五三	五〇・五

今觀此表，可知美國經濟恐慌之發展期內，主要都市中之加盟銀行，對於政府證券之投資額漸增，對於一般產業界之貼現貸付額漸少。若就其百分比言之，則於一九二九年一月，恐慌未發生時，主要都市中之加盟銀行，對於政府證券之投資額，僅居對於一般產業界之投資額之百分之一八・四。而在一九三二年十二月，則達百分之五〇・五。至於聯邦準備銀行對於政府證券之投資額，則如左表：

年	月	投資額	年	月	投資額
一九二九年	十月	一五四	一九三一年	一月	六四七
一九三〇年	一月	四八五	十月	七三三	一〇〇六
	十月	六〇二	一九三二年	一月	七五九

至其貼現貸付額，則至一九三二年六月底止，貼現票據較前減少三萬六千五百萬元。此種事實，似與經濟恐慌之發展並無聯帶關係。實則不然。蓋自經濟恐慌發生以來，美國所採對策之中，膨脹信用，實為主要對策之一。例如減低公定利率，即其一也。設立復興金融公司，對於銀行、信託公司，以及一般產業，實行貸付，即其二也。而在銀行方面，實行收買公債政策，結果，反使聯邦準備銀行對於一般加盟銀行，與一般加盟銀行對於一般產業，直接間接，收縮信用，限制貸付。蓋其資本，投資於公債者，既漸增加，則對一般產業界之貼現貸付，勢非減少不可，故與政府之膨脹信用政策，適得其反。是以膨脹信用，而信用反見萎縮。救濟恐慌，而恐慌反見蔓延也。

惟就銀行之營業方針而論，際此經濟恐慌時期，投資於一般產業界之貼現貸付，不若購買政府證券，比較安全可靠。故減貼現貸付，增購政府證券。此為世界各國，在經濟恐慌期內，常有之現象。但在一九三二年二月二十七日，美國修正兌現準備制度，准許國債列入兌現準備，遂使聯邦準備銀行，大購公債，一般加盟銀行，繼之而起。影響所及，政府雖欲膨脹信用，而信用反見收縮。此亦美國經濟恐慌所以繼長發展之一因也。

#### 四 經濟恐慌之發展及其現狀

以上所述，一為增加稅賦，撙節經費，皆足減低一般購買能力，而使政府所採增進一般購買能力之對策，失其效力。二為銀行投資於公債之金額增加，投資於貼現貸付之金額減少，足使政府所採之信用膨脹政策，減弱

其效力。上述二點，固為美國經濟恐慌發生以來，所採對策之缺陷，而為經濟恐慌所以蔓延之一部分原因。然此二點，非美國特有之缺點，而為任何國家，在經濟恐慌時期，施行救濟政策之時，極易發生之矛盾現象。蓋於經濟恐慌時期，歲入必然減少，歲出必然增加。收支不敷，勢必開源節流。節流，不外擲節經費。開源，不外發行公債。增加稅賦。但按擲節經費，增加稅賦，足以減少一般人民之購買能力。購買能力下落，生產過剩之現象，更為顯著。經濟恐慌，遂愈演愈烈。再如發行鉅額公債，以補歲入之不足。則此鉅額赤字公債，一須求其推銷順利，二須防其市價下落。今欲達此目的，在金屬貨幣本位制度之下（例如美之金本位制之下），殊非易易。何則，鉅額赤字公債之推銷，勢非增發紙幣，膨脹通貨不可。而在金本位制之下，經濟恐慌時代，膨脹通貨，極易引起現金之外流與退藏，今為維持金本位計，不作膨脹通貨計畫，而使一般銀行，承受所發之公債，則必減少一般銀行對於產業界之投資能力。信用因此而收縮。結果，又與膨脹信用政策相抵觸，遂使所行膨脹信用政策，失其一部分效力。經濟恐慌之挽救，遂難如願以償。故自一九二九年十月，交易所恐慌發生以來，至放棄金本位止，美國經濟恐慌，日在繼長發展之中。推其原因，除本刊第十期拙作「美國經濟恐慌之因果及其對策」中所述者外，亦非僅有本篇所述之二種矛盾性而已。蓋如國際間政治經濟狀態之不安，歐戰以來各國幣制之改變，亦與美國經濟恐慌，有間接關係，而使美國經濟狀態，遲遲不易復元。但就美國經濟恐慌及其對策之內部而論，則其增稅政策與提高購買力之矛盾，公開市場政策與膨脹信用之抵觸，實為所施恐慌對策中之內在的缺陷，且為經濟恐慌不易終止之



要因。故至放棄金本位止。美國經濟狀態，並無改善之狀，茲將今春（民國二十二年）美國主要經濟統計，列表如左，以見當時經濟狀態之一斑。並將一九二九年度之最高標準，與一九三二年度之經濟統計，附錄於下，藉窺經濟恐慌發展之趨勢。

一九三三年春美國經濟恐慌之現狀

項 目	一九三三年				一九三二年	一九二九年	度最高標準
	一月	二月	三月	四月			
就業指數	五九·六	五八·一	五九·二	五六·七	六七·三	一〇五·〇（九月）	
工資指數	四〇·九	三九·二	四〇·〇	三六·九	五三·五	一一二·〇（九月）	
工業指數	五七·一	五五·九	五六·三	五二·六	六二·八	一一〇·一（六月）	
鐵鐵 千噸	五七八	五六三	五五一	六三四	九八〇	三九六一（五月）	
鋼鐵 千噸	一〇二二	一〇八二	九〇〇	一三五五	一四八一	五三七一（五月）	
汽車 千輛	一三三	一二六	一二五	未詳	一二三	六二二（四月）	
批發物價指數	八二·四	八〇·五	八二·〇	八三·七	九二·三	四九·一（七月）	
輸入額 百萬元	九六	八三	九九	未詳	一三一	三九七（二月）	
輸出額 百萬元	一二〇	一〇〇	一〇八	未詳	一五二	四八二（二月）	

工業股票	四六·二	四二·五	四四·八	未詳	五二·九	二一六·一(九月)
市價指數						
生活費指數	一一九·五	一一七·二	一一四·六	一一四·二	一二七·四	一六三·四(十月)

今觀上表，各種經濟指數，主要產物之生產數量，對外貿易之輸出入額，皆呈停滯之狀。可知恐慌發展之趨勢，雖已緩和，仍無絲毫改善之象。而於二三月間，銀行提現風潮，又遍及全國，幾成空前之金融恐慌。此固經濟恐慌之一幕，但其發生，自有特殊原因，不能純以經濟恐慌之直接結果目之也。

## 五 銀行潮之直接原因

銀行提現風潮之發生原因，在銀行方面，固為銀行資產之凍結，營業資本之固定，以致週轉不靈，不能應付存戶之提現。在人民方面，則為存戶對於銀行之懷疑。疑念既生，紛向銀行提現。銀行無以應付，遂至停止支付。以上二點，國內學者，已多論述。茲不贅述。惟在上述二點外，美國金融組織之不良，胡佛政府應付之失當，直接間接，皆為釀成當時銀行風潮之重要原因。茲略述如左：

先就美國金融組織言之。美之銀行制度，即為盡人皆知之聯邦準備制度 (Federal Reserve System)。此制根據一九一三年十二月廿三日公佈之聯邦準備法規 (The Federal Reserve Act) 至一九一四年十一月完全成立者也。在此聯邦準備制度之下，全國分成十二聯邦準備區，每區有一聯邦準備銀行。聯邦準備銀行之

資本，即由所在準備區內之國立銀行、州立銀行、信託公司等任之。十二聯邦準備銀行之上，則有一聯邦準備局 (Federal Reserve Board)。故就理想言之，十二聯邦準備銀行，統轄於聯邦準備局之下。每一聯邦準備區內之銀行，則又統轄於該區內之聯邦準備銀行。按之實際，則不盡然。蓋在一區之內，有國立銀行與州立銀行之別。國立銀行 (National Banks)。即在美國中央政府之法律之下所設之銀行。州立銀行 (State Banks) 即在各州法律之下所設之銀行。二種銀行成立之根據，並不一致。故雖同在一地，往往不相聯絡。二者之間，所恃為聯絡機關者，即為每一聯邦準備區內之聯邦準備銀行。然按一區以內，所有州立銀行，並不完全加入聯邦準備銀行。聯邦準備銀行，對此未加入之州立銀行，即無統制能力。此外如個人銀行、信託公司等，未加入聯邦準備銀行者，亦居多數。是以聯邦準備銀行，對於每一準備區內之一般銀行，統制能力，極為薄弱。而在美國銀行極多，一九三二年九月底，存在之銀行，尚有一萬八千七百九十四家。內計加入聯邦準備銀行者，為國立銀行全體六千零八十八家，州立銀行之一部分八百二十四家。二者共計六千九百零四家，為聯邦準備銀行之加盟銀行，可受聯邦準備銀行之統制。未加盟者，計有一萬一千八百九十家。此種銀行，僅受各州之管轄，而非準備銀行所能統制。經濟恐慌發展以來，未加盟州立銀行之停止營業者，實居大多數。蓋其內容，本非健全；又遇數年經濟恐慌之風波，遂難支持也。而在聯邦準備銀行方面，對於一萬餘家之未加盟銀行，歷來營業方針之內容，所有營業資本之大小，活期定期存款之多寡，經濟恐慌以來資本之被凍結者之多少，在平日，皆難顧問。一遇提現風潮，雖欲予以救助，亦

難着手矣。是以美國不健全銀行之過多，與聯邦準備銀行統制能力之薄弱，實為今春美國銀行提現潮之一大原因。

至其直接原因，則為政府應付之失常。蓋自一九三二年二月，復興金融公司成立以來，截至一九三二年十二月底止，貸付額共達十一萬二千七百萬元。內計貸予銀行者，五萬九千四百萬元。貸予鐵路公司者，二萬七千二百萬元。貸予保險公司建築金融公司者，約二萬萬元。三者共計十一萬二千七百萬元。此為十二月底止之未收數。但自復興金融公司之貸付額逐漸膨脹以來，國內非難之聲漸起。何則？一般銀行之向復興金融公司請求貸付者，大銀行較易，小銀行較難。故在中小銀行方面，漸感不平，攻擊之者亦漸多。且按復興金融公司之總董，為瓊斯氏。瓊斯氏本為銀行家，久任 City Republic and Trust Company 銀行之總董，其他董事，亦多與銀行有關。於是中小銀行之間，疑念頓生，謠言蜂起，以為瓊斯氏與該公司之董事，對於與自己有關之銀行，貸付較多，而對其他銀行，貸付較少。故於今年一月，下院對於復興金融公司，要求提出向該公司借款之銀行行名，及其所借金額。該公司遂將對於各銀行之貸付表，送交議會，由政府公佈於世，以釋羣疑。就其公佈之貸付表觀之，足證該公司之總董董事，並未利用地位，對於有關之銀行貸付獨多。所蒙之冤，於焉大白。而空前之銀行風潮，亦竟因此而起矣。

蓋據復興金融公司之貸付表，截至十二月底止，貸借銀行，共有五千五百八十二家。各行貸借金額，最多者

達一千五百萬元，最少者，則在一萬元以下。此表公佈之結果，存戶疑懼之心頓生。平日往來銀行之行名，若在該表之中，足證該行已無週轉之能力，不得不求復興金融公司之援助。於是紛往提現，以防支付之停止。一九三三年二月十四日，最初發生提現潮者，爲密歇根州之二大銀行，卽向復興金融公司借得四五百萬元者。提現風潮，既已發生，銀行無力應付，不得不暫停支付。但此提現風潮，已有波及全州之勢。州知事乃命密歇根州所有銀行，一律停業一星期。但在其他各州，提現風潮，亦接踵而起。地方銀行，爲充實支付準備計，紛向紐約垣街各銀行，提取存款。故於二月十四日，垣街各銀行之地方銀行存款，共有十四萬一千八百萬元。而在二月底，僅餘五萬二千萬。此予紐約各銀行一大打擊。至於紐約全州各銀行，則自二月二十八日至三月三日，不過四日之間，被提之存款，共達十五萬五千萬元。三月四日，羅斯福就職翌日，卽以一九一七年之對敵通商條例爲根據，通令全國銀行，暫停營業，停止支付，並禁金銀貨幣、金銀塊，以及一般通貨之移動。又於三月九日，公佈緊急銀行法規。至三月十一日，銀行次第復興。空前之提現風潮，亦漸平息矣。

由是觀之，復興金融公司貸付表之公佈，予人心一大刺激，實爲此次銀行提現風潮之直接原因。此種事實，謂之民主政治之優點，固可謂之民主政治之缺陷，亦無不可。蓋如社會一般，對於復興金融公司，發生疑念，一經議會要求，立刻提出報告，以示大公無私。此種精神，固爲民主政治之特長。惟在經濟恐慌人心動搖之時，政府所行之政策，應以安定人心爲要着。而於當時，因須保持民主政治之精神，貿然將五千餘家銀行之信用狀態，公佈

於世，則其影響之大，不言可喻。因此而釀成空前之銀行風潮。則其直接原因，固在政府之處置失當，要亦民主政治不足以應付金融劇變之缺陷也。

至於羅斯福之對策，固極週到而迅速。能於十日之間，使遍及全國之提現風潮，完全平息。則其手段，不可不謂敏捷。但之所以能得此效果者，則在經濟獨裁故也。假如羅斯福總統，無經濟獨裁之權，政策法令，皆須先得上下兩院之協贊，則此銀行風潮之平息，決不若是迅速。對於社會一般之影響，決不若是輕微。似可斷言也。

回憶一九三一年六月，德國銀行風潮發生，其範圍，雖不若美國之廣大。而其形勢之嚴重，則更過之。蓋在美國，僅有存戶之提現，至於現金之輸出，則不甚鉅。而在當時德國則不然。國內現金，既因外國資金之回收而外流。本國資本，亦恐金本位停止而逃避。一般銀行，又受存戶提現之壓迫。此在內外夾擊之下，應付之難，尤較美國為甚。卒因德國總統，不顧一切，實行獨裁，屢頒緊急命令，停止銀行營業，實行管理匯兌，嚴禁資本逃避，銀行鉅潮，頓以安渡。由是觀之，凡遇猛烈之金融恐慌，最高政府當局，非有臨機處置之特權，不足以資應付。故自羅斯福就任後，即向議會要求，給予經濟上之獨裁權者，即此意也。

## 六 放棄金本位之特殊原因

至於金本位之放棄，論者或謂美國自經銀行提現風潮以來，現金多被窖藏，輸出金本位制，已有不能維持

之勢。故於四月十九日，禁金出口，管理匯兌。五月三十日與六月三日，上下兩院，通過放棄金本位制。惟按美國放棄金本位之原因，與英日二國不同。英日之停止金本位，爲外界壓迫之結果。美國之放棄金本位，出於自動。例如一九三一年七月，英國受德國金融恐慌之影響，倫敦之外國短期資金，漸被回收。英格蘭銀行之現金，遂向外流。計自七月中旬起，至九月二十一日，停止金本位，英國所失之現金，共達二萬萬鎊。雖有一部分，在挽救金本位期內，得自美法二國之貸付，但其大部分，則爲英格蘭銀行之正貨準備。後以美法二國，拒絕貸付（八月一日，美法二國，共貸五千萬鎊。八月二十八日，又貸八千萬鎊）。英格蘭銀行之正貨準備，僅餘一萬三千萬鎊，資本之逃避，現金之流出，依然不絕。金本位制，已無維持之可能。乃決停止兌現，放棄金本位制。

美國則不然。金準備之減少，源於現金之窖藏。而自反對窖藏運動（Anti-hoarding Movement）以來，以前窖藏之現金，又漸存入銀行。故其放棄金本位之原因，對外則在運用貨幣貶值政策，以與停止金本位國抵抗。對內，則擬行通貨膨脹政策，挽救經濟恐慌之類勢。茲分別論述於後。

最近貨幣貶值政策，始於英國。英之停止金本位，雖非出於本願。而在停止金本位後，英幣之對外價值，隨之而下落。英美匯兌，約在美金三元四角左右（英美貨幣之金平價，英金一鎊，等於美金四·八六六五）。但其經濟狀態，在若干方面，反較以前爲佳。故對美幣匯價，不願高漲，而願維持現狀。即英幣一鎊，約合美金三元四角之比。英幣之對外價值，既已抑抵，則其對外貿易，比較有利。日本於被迫停止金本位後，亦採此種政策，將日幣之

對外價值，降至日金約合美金二十元之比（日美匯兌之金平價，爲日金百圓，等於美金四十九元八角五分）。日本之對外輸出，因此而大增，而在維持金本位制之美國，適得其反。美金之對外價值較高，對於英國本國及其殖民地之輸出貿易，幾等於零。故在華盛頓經濟預備會議之前，英國有以貨幣貶值政策之利器，以與美國交涉，易取經濟權益之勢。例如美國關稅之減低，對英戰債之取消等。而在美國，則自英國停止金本位以來，已向英國一再要求安定匯兌，復行金本位制，皆未獲得滿意之答覆。乃於英相麥唐納赴美途中，突然放棄金本位，使英國特爲利器之貨幣貶值政策，頓失其效力。麥唐納至美後，遂有原定之計畫，因美國放棄金本位，而被完全推翻之感。此即美國抵制外國之貨幣貶值政策，放棄金本位之一因也。

至於對內，則因膨脹信用政策，收效不大。經濟恐慌，雖無進展之勢，亦無改善之象，故擬更進一步，實行通貨膨脹政策。惟在金本位制之下，增發貨幣，膨脹通貨，極易引起現金之外流，現金之窖藏。且如紙幣增發，金準備率，即隨之而降低。金本位制，亦難維持。故先放棄金本位制，以爲膨脹通貨之準備，間接即爲提高物價，救濟恐慌之預備耳。

## 七 經濟復興計畫之批評

美自放棄金本位以來，一般物價，已較以前爲高。一般股票市價，則更騰貴不少。茲將美國放棄金本位前後



之一般物價指數與一般股票市價指數列表如左，以見提高物價運動之一斑。

一般物價指數與一般股票市價指數

前者以一九一三年為標準  
後者以一九二六年為標準

項 目	今年三月	四 月	五 月	六 月	七 月
一般物價指數	七一·〇	七五·八	八七·一	九〇·五	九七·八
一般股票市價指數	四一·六	四八·八	六五·三	七七·三	八三·五

上表，股票之騰貴，固為投機之結果。物價之騰貴，恐亦惑於膨脹通貨之宣傳，有若干投機性質在內。今如通貨之膨脹，不若預料之甚，則其反動之來，自在意料之中，故此一時之騰貴，不能目為美國經濟狀態已在恢復中也。

今年六月十六日，美國議會閉會以後，羅斯福總統，運用其經濟獨裁之特權，實行經濟復興計畫。按其內容不外二點：一即縮短勞動時間，二為增加工資。縮短勞動時間，可以增加勞動機會，減少失業人口，間接即能增進購買能力。增加工資，直接即能增進購買能力。故此經濟復興計畫，仍以增進購買能力為最後目的。此本一九三〇年以來，美國應付經濟恐慌之一貫政策。惟於現在，則較具體耳。

但其實行方案，仍有偏於消極之感。何則？縮短勞動時間，工廠勞動者，以每週三十五小時為最大限度。其他不熟練勞動者，以四十小時為最大限度。此即將一般勞動者之每週勞動時間，定一最大限度。若在限度以內，固

無縮短之必要。至於增加工資，工廠勞動者，每小時以美金四角為最低限度。其他不熟練勞動者，每週以十五元為最低限度。此即定一工資之最低標準。在此標準以上，固無增加之必要也。不過實行之結果，雖難完全挽回恐慌之頹勢，究於勞動階級之購買能力，有相當增加也。

## 八 擡高金價之觀察

至於最近，十月廿五日，復興金融公司，開始收買國內所有之生金。純金一盎斯，給價美金三十一元三角六分。較倫敦金價，約高二角三分。二十六日，定價三十一元五角四分。較之前日，擡高一角八分。且此價格，亦較世界金融為高。數日以來，世界各國，大抵不知其用意所在。茲將各國之推測，並就管見所及，略予評述，以作本篇之結束。

甲、收買國內所產之生金，不使輸出。按美國產金，本不豐富。每週之產額，不過美金百萬元而已。全年產額，亦僅六千萬元左右。似無大事宣傳之必要。此其一。且其所定價格，較之運赴國外售價，高至一元五角以上。若僅防止輸出，亦無過高其價至一元五角以上之必要。此其二。復興金融公司所定之金價，有逐漸提高之勢。有生金者，勢必觀望不前，以待善價而沽。收買生金之目的，不易達到。此其三。觀此三點，可知復興金融公司，收買國內所產生金之目的，並不純在收買生金而已。

乙、收買生金價格，較之倫敦金價爲高。故有收吸歐洲現金，壓迫法國放棄金本位之可能。但按美國方面之聲明，則在收買國內所產之生金，而非吸收歐洲之現金。此其一。且按最近美法二國之間，政治經濟方面，並無重大衝突之處。則對法之金本位制，亦無予以破壞之必要。此其二。觀此二點，可知美國收買生金之目的，不在壓迫歐洲金本位國。

丙、提高金價，可使一般物價騰貴，亦爲救濟恐慌之一種手段。然按此種解釋，不甚正確。蓋自美國放棄金本位後，生金已成一種貨物。此種貨物之漲落，已與經濟恐慌無關。金價雖高，物價決不隨之而騰貴。

竊以爲美國收買生金，並將金價逐漸提高，目的似在抑抵通貨之價值。蓋自美國放棄金本位制以來，雖有膨脹通貨之計畫，而無實行膨脹之決心。深恐膨脹以後，全國通貨，不易得一安定之標準。而對現在通貨之價值，仍覺有過高之嫌。今欲使之下落，而不膨脹通貨，乃將金價擡高。待金價高至相當限度，（例如純金一盎司，價格四十元）卽照當時金價，復行管理的金本位制。易言之，卽將以前之金元價值，減低若干而已。

上述方法，雖爲各國幣制史上所未見，但其結果，則與停止金本位，膨脹通貨，幣值下落以後，再行新平價兌現，減低幣值者相同。惟較膨脹通貨再行新平價兌現，穩健安全耳。至於美國擡高金價之目的，是否在此，須待將來事實之證明。惟就美國經濟現狀，與所施對策而論，此種貨幣貶值與穩定幣值政策，似有採用之可能也。

## 第十二篇 世界貨幣戰爭近況

——載外交評論第三卷第九期——

1934. 9. 27

### 一 導言

列強貨幣戰爭，始於最近數年。蓋於一九三〇年以前，各國通貨政策，對內在穩定幣值，恢復金本位制，對外在提高匯價，安定匯率。故無利用大批短期資金，為壓迫別國之工具。亦無運用貨幣貶值政策，為發展貿易之手段。而於一九三一年六七月間，法國反對德奧關稅同盟。在柏林市場，收回大批短期資金。德國現金，遂向外流，釀成德國之金融恐慌。德之金本位制，雖未明令停止，然已名存而實亡，此即貨幣戰爭之一例也。

德國金融恐慌以後，在德外國資金，皆被凍結。英國在德資金之被凍結者，長短合計，在二十四萬萬馬克以上。然此鉅額資金，並非完全英國之物，而為法國與其他國家之存於倫敦者。英國利用之，以助德國之經濟復興。此非法國之所喜，故乘英國對德投資，不能收回之時，即在倫敦市場，收回大批短期資金。一方面固為自身之安全計，不得不迅行收回。他方面，則為一種報復政策，予英國以重大壓迫。法國在英資金，若不儘量收回，英國之金

融基礎，未必動搖。倫敦市場中之內外短期資金，未必大批流出。輸出之現金，決不達二萬萬金鎊之鉅。（英格蘭銀行金準備之減少額，與臨時借入以外國貨幣計算之外資，二者共計，約有二萬萬金鎊。）英之金本位制，不至於一九三一年九月二十一日被迫崩潰。此貨幣戰爭之又一例也。

然按上述二例，與最近二年之貨幣戰爭不同。蓋於一九三二年以前，以為幣值減低，匯兌下落，為一國之恥辱，故多力予維持。然欲維持幣值，不使下跌，則非維持金本位制不可。且又以為幣值下落，國內物價必然反比例而騰貴。物價既貴，則對輸出貿易，即無發展之可能。故與國計民生，兩無裨益。而在一九三二年以後，漸知其不然。蓋按停止金本位以來之經驗，幣值之漲跌對內外未必一致。一國幣值之對外價值（匯兌）雖因停止金本位而暴落，國內一般物價未必反比例而騰貴。輸入品固因匯兌下落而騰貴，本國品常視通貨之膨脹程度而定。通貨若不膨脹，國內物價所漲甚微。則對匯兌較高之金本位國，在國際貿易方面，立於有利地位。輸出貿易若能發展，輸入貿易若能減少，則其結果，不特對外交支可以改善，國內產業亦可因輸出增加，立呈繁榮之象。至於幣值降低，匯兌下落，是否為國家之恥辱，已置不論矣。

就作者觀察，最近三四年來之貨幣戰爭，已經一度重大之變化。蓋其形態與戰略，既已不同。觀念與目的，亦已互異。大體言之，在最近貨幣戰爭之初期，為黃金之爭奪戰，或為金本位之攻防戰。作戰工具，則為短期資金之收放，與貼現利率之升降。此時歐美各國皆信匯兌下落，幣值降低，不特有損國家之威信，且於一國之金融產業，

亦皆有害而無利。故在守者方面，莫不努力維持原有之幣值，不令被迫而下落。然欲達此目的，惟有維持金本位制。故多運用利率政策，積極的吸收外國之現金，消極的防止本國現金之流出。現金充足，金本位制之基礎自固。而在攻者方面，則皆迅行收回在外短期資金，使債務國之現金，隨短期資金之外流而輸出。因此引起嚴重之金融恐慌，金本位制，或竟因之而崩潰。但自一九三二年以來，國際貨幣戰，略適得其反。金本位制被迫崩潰之國，反守為攻。利用其低落之匯兌，發展輸出貿易，改善對外收支。此時，不特不願恢復以前之金本位制，且更努力維持已跌之標準，不使對外匯兌，因國際收支改善而上漲。對於金本位國，亦無希望其繼起停止金本位之必要。蓋如現存之金本位國，亦起停止金本位制，則其匯兌，勢必下落。結果，金本位制已被停止之國（紙本位國），因匯兌下落，對於金本位國，在貿易方面所享之特別利益，將因現存金本位國停止金本位制而喪失矣。且於紙本位國之間，互以減低幣值，抑低匯兌為作戰之工具。此與以前維持較高之幣值匯兌者，亦得其反。故自一九三二年以來，國際貨幣戰爭，實為貨幣貶值之爭。至其最後目的，則在發展輸出貿易。故就貿易方面觀察，即為匯兌傾銷政策。考其背景一為嚴重之世界經濟恐慌，二為高率之關稅壁壘。在此二重難關之下，而欲發展輸出貿易，惟有一方面抑低匯兌，他方面抑制國內物價，不令反比例而騰貴。同時又不願其他國家之匯兌，更低於吾。貨幣貶值之戰，遂隨之而起矣。

上述二種貨幣戰爭之中，金本位之攻防戰，在思想上，事實上，皆已成爲過去之遺跡。至於貨幣貶值之戰，恰

在進行之中。且於最近之將來，恐有愈演愈烈之勢。是以本篇所述，以後者為限。茲將英、美二國作戰之經過，及其現狀，略言其梗概。德、法、日本三國將來幣制之趨勢，及其對於其他國家之影響，加以論斷。最後則為吾國所受之影響，及其可能之對策，以充本篇之結論焉。

## 二 英國

一九三五年起，世界貨幣戰略，為之一變。開此端者，即為英國。英自一九三一年九月二十一日被迫停止金本位後，英鎊匯價，立刻下落。十二月，對法匯兌，最低至八十三法郎（平價一鎊——一二四·二一法郎）。對美匯兌，最低跌至美金三·二五元（平價一鎊——美金四·八六六元）。較之未停止金本位時，約跌百分之三十。故於一九三一年底，英鎊匯價，僅有金平價之七成。

而在鎊匯下落以後，英國國內物價，固較以前騰貴。但如用金計算，則反較前為低。茲將當時英法美三國物價指數之變遷，列表如左，以資比較。

英國停止金本位後英法美三國物價指數表

年 月	英國一般物價指數	倫敦金價指數	用金表示英國物價指數	美國物價指數	法國物價指數
一九三一年九月十八日	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0

129.5  
129.5  
129.5  
129.5

一九三一年十二月三十日

一〇八·九

一四二·〇

七六·四

九六·〇

九三·四

一九三二年四月二十日

一〇三·八

一二九·五

八〇·〇

九七·〇

九七·〇

今觀上表，自英國停止金本位時起，至十二月三十日止，美法二國物價，皆較以前為低。美國物價，跌至九六。法國物價，跌至九三·四。而在英國則反增至一〇八·九。然按金鎊匯價，僅有以前之七成。故如按照倫敦金價計算，英國物價，僅有七六·四。較之美法二國，跌落尤鉅。物價既較金本位國為低，則必輸出增加，輸入減少。故於一九三二年，英國對外貿易，反見進步。一九三一年，貿易入超，達四萬零八百萬鎊，而在一九三二年度，貿易入超額，減至二萬八千九百萬鎊。此為英國之對外支出。此外，償還外國債務二千五百萬鎊。二者共計，一九三二年度之對外支出，有三萬一千四百萬鎊。收入方面，則有對外投資收入一萬四千萬鎊，短期債權之利息與手續費等三千萬鎊。海運事業以及其他雜收入八千五百萬鎊。三項共計，達二萬五千五百萬鎊。收支相抵，約損五千九百萬鎊。此為一九三二年，英國之對外純支出。較之一九三一年度，約損一萬零四百萬鎊，確已改善不少。考其原因，即在鎊匯下落，貿易入超減少故也。

在此過程之中，鎊匯又漸騰貴。一九三二年四月，對法匯兌，平均達九五法郎。較之上年十二月，約貴十法郎。鎊匯騰貴之主要原因，一即貿易入超減少，對外收支改善。二即美國金融恐慌，更見嚴重。銀行停止倒閉之數，較前為多。美國金元信用，遂較以前為低。於是在美之外國短期資金，與美國本國之短期資金，大批流出。內有一部



分，輸入英國。對於英鎊之需要，因此增加。英鎊匯價，遂漸騰貴，鎊匯既貴，倫敦金價，反比例而下降。一般物價，雖未變化，然如用金計算，則已較前為高。試觀上表一九三二年四月二十日，英國一般物價指數，雖自一〇八·九降至一〇三·八，但如用金計算，則反自七六·四，漲至八〇·〇。此於英國輸出貿易，極為不利。於是引起國內製造業者之反對。英國政府，乃用匯兌平準基金，抑制鎊匯之上漲，以便發展輸出貿易。此即一般所謂匯兌傾銷政策是也。至是，不特英國通貨政策為之一變，世界貨幣貶值戰爭，亦隨之而起矣。

一九三三年上半年，對外貿易之入超，減至一萬一千九百萬鎊。較之上年度之上半年，又少二千五百萬鎊。此種成績，不得不目為貨幣貶值政策之收穫。然能得此優良成績者，則與美國維持金本位有關。而自美國放棄金本位後，美元匯價，逐漸下落。美國物價，雖已較前騰貴，用金表示，則反較前為低。英之匯兌傾銷政策，已難施之於美。茲將美國放棄金本位前後，英、法、美三國物價指數之變遷，列表如左。

## 美國放棄金本位前後英法美三國物價指數表

年	月	英國物價指數	倫敦金價指數	用金表示英 國物價指數	美國物價指數	用金表示美 國物價指數	法國物價指數
一九三三年	四月十九日	九八·七	一四一·四	六九·八	八二·五	八二·五	八七·五
	七月十二日	一〇九·一	一四七·〇	六七·四	九六·六	六七·九	八九·〇

在此時期之內，法國物價，幾無重大變化。英、美物價，則皆騰貴。但如用金計算，則皆較前為低。美國物價，已與

英國相等。英國對美貿易，已無特殊利益可圖，若就兩國匯兌言之，則自美國放棄金本位後，美元匯價，固漸下落。英國對美匯兌，即反步漲。美國放棄金本位前，英幣一鎊，約在美金三元四角左右。而於一九三三年夏，英國對美匯兌，已至美金四元。當時英國方面，願以美金四元為標準，安定英美匯兌，但為美國所拒絕。且自去年（民國二十二年）十月二十五日，美國政府，實行購金政策，抑低美元價值以後，英國對美匯兌，騰貴極速。至十一月底，英幣一鎊，竟至美金五元四角左右，已在昔日兩國貨幣平價之上。對美匯兌既高，對美貿易，將陷絕境。英國乃以五元二角五分，為最高限度，運用三萬七千五百萬鎊之匯兌平準基金，抑低匯兌，以與美國作貨幣貶值戰。當時美國方面，適因美匯步跌，資金逃避之風漸起，乃為防止資金外流計，貨幣貶值政策，不得不暫行停止。兩國貨幣戰爭，始得於數日之間，頓告平息焉。

今春（民國二十三年）美國政府，規定純金一盎司，合美金三十五元，至今未變。英美匯兌，亦無重大變化，常在美金五元一角左右。然此匯率，已在昔日金平價之上（以前鎊元之金平價為美金四元八角六分六厘六）。不利於英，不言可喻。不過目前英國似無再行貶低幣值，以與美國作戰之企圖。兩國匯兌，遂能保持小康局面。惟按今年六月十五日，羅斯福總統之咨文中，聲明美元價值，得減至舊平價之百分之五十（現為百分之五九·〇五七）。若於將來，美元價值，繼續下降至此最低限度，英國政府，勢必急起直追，運用匯兌平準基金，貶低鎊金，以與美元角逐矣。

### 三 美國

美於去年四月十九日，禁金出口。五月三十日與六月三日，上下兩院，通過放棄金本位制。考其原因，不在現金之缺乏，而在對外運用貨幣貶值政策，以與紙本位國相抵抗。對內擬行通貨膨脹政策，挽救經濟恐慌。蓋自英國停止金本位，鎊匯下落以來，英美匯兌，僅在三元四角左右。英國對美貿易，固較有利，而在維持金本位之美國，適得其反。對於英國本國及其殖民地之輸出貿易，爲之銳減。故在去年（民國二十二年）華盛頓經濟預備會議之前，英國有以貨幣貶值政策之利器，以與美國交涉，易取經濟權益之勢，例如美國關稅之減低，對英戰債之取消等。而在美國方面，則自英國停止金本位，實施貨幣貶值政策，鎊匯下落以來，已向英國一再要求安定匯兌，恢復金本位制。蓋於一九三三年七月，英格蘭銀行之金準備額，已達一萬八千九百萬鎊。較之金本位制發生恐慌以前，亦已多出二千五百萬鎊。金準備既已充足，似可恢復金本位制。而在英國，鑒於貨幣貶值之利，並無恢復金本位之決心。故對美國要求，不予圓滿答復。美國乃於英國首相麥唐納赴美途中，突然放棄金本位制。使英國特爲利器之貨幣貶值政策，頓失效力。麥唐納至美後，遂有原定之計畫，因美國放棄金本位，而被完全推翻之感。此即美國抵制英國之貨幣貶值政策，放棄金本位制，追隨英國之後，貶低美元價值以與英國競爭之一因也。

至於對內，則因信用膨脹政策，收效不宏，經濟恐慌，雖無進展之勢，亦無改善之象。故擬更進一步，實行通貨

膨脹政策，抑低美元價值，使一般物價，反比例而騰貴。惟在金本位制之下，增發紙幣，膨脹通貨，極易引起現金之外流與窖藏。且如紙幣增發，金準備率，即將隨之而減低。金本位制，亦難維持。故先放棄金本位制，以爲膨脹通貨之準備。間接即爲提高物價，救濟恐慌之預備。此爲美國之對內政策，亦即放棄金本位制，實行貨幣貶值政策之一因也。

是以美國放棄金本位制，行使貨幣貶值政策之動機，與英國不同。英國因現金流出過多，金本位制雖欲維持，亦已無能爲力。故其停止，純出被動。美國則不然。發行銀行之現金，並無大批外流之象。且自美國政府厲行反對窖藏運動（Anti- hoarding movement）以後，以前窖藏之現金，又漸存入銀行。故無現金缺乏，不得不放棄金本位之原因在內。則與英、日等國之努力維持金本位制，直至無法維持，始行停止者，截然不同。至於貨幣貶值政策，在英國方面，得之於偶然，故其初步行動，屬於無意識的。而在美國方面，因欲抵制英國之貨幣貶值政策，乃亦自貶其貨幣價值。故其初步行動，屬於有意識的。故在美國放棄金本位，貶美元價值之時，各國責其目的，純在對外。此即暗示美將運用貨幣貶值政策，以與各國角逐之意。美則一再聲明，放棄金本位之目的，不在對外，而在對內。此即表示不在運用貨幣貶值政策，以與各國競爭，而在提高國內物價，救濟經濟恐慌。按之事實，一方面固爲救濟恐慌之準備，他方面亦擬行使貨幣貶值政策，以與各國競爭。惟於對外方面，美國政府，所以一再否認者，蓋恐引起各國之反感耳。

美國放棄金本位後，美匯雖跌，而所跌甚微。英、美匯兌，約在四元左右。雖較金本位未放棄時，已跌六角左右。但與二國貨幣之金平價相比，仍差八九角。金元匯價之所以不致大跌者，美國之經濟地位使然。蓋於國際貸借方面，既爲世界最大之債權國家。對外貿易方面，又爲出超國家。故其國際收支、貿易收支與貿易外收支，莫不收多於支。此爲金本位制雖被放棄，而美匯不能暴落之一因也。經濟地位，既極鞏固，短期資本，不至外流，美匯不至因此而暴落。此亦美匯跌落甚微之一因也。美匯若不大跌，則其貨幣貶值政策，仍難實現。故非運用人爲方法，使之降低不可。至於對內，本爲膨脹通貨之準備。然如增發不兌現紙幣，膨脹通貨，深恐膨脹以後，貨幣價值，不易得一安定之標準。蓋幣值愈跌，國內資金，將向外流。資金流出愈多，幣值將更跌落。同時幣值愈低，物價更貴。物價愈貴，通貨又感不足，又有增發通貨之必要。通貨愈多，幣值更低。循環往復，一九二六年法郎暴落之現象，恐將復演於美國。故自放棄金本位以來，雖有膨脹通貨之準備，仍無實行之決心。依然徬徨於信用膨脹與通貨膨脹之間。而對當時美元價值，仍覺有過高之嫌。故須另用人爲方法，使之降低。對外可以貶低幣值，對內乃無膨脹通貨之危險。

美國欲達上述目的，乃於去年（二十二年）十月二十五日，開始購買生金。購金之目的，不在吸收生金，而在擡高金價。故於購買之時，官方給價，逐漸步漲。金價既高，美元價值即低。對外匯兌，亦因金價擡高而下落矣。至十一月下旬，純金一盎司，官方給價三十四元零六分。對英匯兌，跌至五元四角左右。此非英國之所喜。蓋以美國

對英匯兌過低，英美貿易，英國將陷入極端不利地位，故如美國再將金價擡高，美元價值減低，英國勢必起而應戰。抑低鎊匯，與美元作貶值之爭。且以英幣一鎊，合美幣五元二角五分，為最大限度。過此限度，英國政府，即用匯兌平準基金，防止鎊匯之上漲。故於此時，美國政府之貨幣貶值政策，在國際方面，遇一頓挫。至於國內，亦以貨幣貶值，不知底止，短期資金，開始外流。於是美國政府，一面干涉匯兌，以防資金之流出。一面停止擡高金價，以安人心。故在去年十一月底，美國收買生金價格，固定於三十四元零六分，英、美二國間之貨幣戰爭，得未實現。

今年（二十三年）一月十五日，美國議會通過一貨幣法案，得將全國黃金，收歸國有。總統咨文中，亦明白聲明，將來美元價值，在舊平價百分之六十至五十之間。財政部長亦於同時聲稱，自十六日起，純金一盎司，給價三十四元四角五分。此數恰合原價百分之六十。後又改為純金一盎司等於美金三十五元，合舊平價之百分之五九·〇五七。此價至今未變。故自美國行使貨幣政策以來，通貨價值，已被貶去百分之四十強。今後是否再行貶低，以達舊平價之半，須視國際形勢以為斷。若就現狀而論，美國似可不致甘作戎首，再貶美元價值，破壞最近國際匯兌之小康局面也。

至其對內政策，則已根據貨幣法案，將全國黃金，收歸國有。當時收買價格，仍照舊平價純金一盎司，合美金二十元六角七分計算。由政府發給金券，交與聯邦準備銀行。現在美元價值，為純金一盎司，合美元三十五元。是按照舊平價計算之四十餘萬萬元生金，合成新平價，已達七十餘萬萬元。政府在此一轉移間，淨盈三十餘萬

萬元最近並將白銀收歸國有。且於國內，按照市價，收買白銀。白銀法定價格，為每盎斯一元二角九分。而其收買價格，則僅五角有零。在此一轉移間，可盈一倍有餘。此舉亦可助成通貨之膨脹。故在現狀之下，已有黃金七十餘萬萬元。所需白銀，亦在繼續購求之中。依此鉅額之金銀，發行紙幣，雖達一百萬萬元，亦可不生危險。通貨膨脹一倍之希望，亦可實現矣。（以前美國通貨，約在五十萬萬左右。所有黃金，以舊平價計算，約有四十萬萬。）

#### 四 德法日本與貨幣戰爭之前途

最近數日，吾國現銀，輸出甚多。運往美國者有之，運往倫敦者亦有之。國人不容，以為英美二國，爭購白銀，兩國間之貨幣戰爭又起，此實大誤。今之購買白銀者，為美國，而非英國。吾國白銀之運往英倫者，不過輸入倫敦銀市場後，再行待價而沽，或再運往美國耳。除吾國外，白銀於國際間，仍為一種貨物，美國雖已列入正貨準備，然其實價與法定價格，相差一倍以上。不能按照法定價格，移充國際決算之用，不言可喻。美國固有特殊情形，例如白銀派之要求提高銀價，通貨膨脹派之要求膨脹通貨，乃由政府收買白銀，既可提高銀價，又可為膨脹通貨之基礎。英國則不然，既無膨脹通貨，以救濟恐慌之企圖。國內白銀產額，又遠不若美國之多。故英國之於白銀問題，不若美國之重視。美國收買白銀，英國決無起而爭購之理。不特此也，印度存銀極多，銀價漸高，反予印度政府以出售白銀之機會。惟受銀協定之束縛，不能儘量脫售耳。是以美國收買白銀，英國屬於售者方面。供求相應，何至

起二國貨幣戰爭，此理至顯，可不贅述。

竊以爲最近之將來，能使貨幣戰爭繼續爆發者，恐與德法之幣制有關。德自一九二一年金融恐慌以來，金本位制，早已名存而實亡。茲將最近德國國家銀行紙幣流通額，及其金準備額，列表如左，以見德國缺乏現金之一斑。

德國國家銀行紙幣流通額與準備額（單位百萬馬克）

時 期	所有現金與外國金匯	紙幣發行額	金準備率
一九三三年十二月三十一日	三九五·六	三六四五·〇	一〇·九
一九三四年一月三十一日	三八三·一	三四五八·四	一一·一
一九三四年二月二十八日	三四〇·二	三四九四·一	九·七
一九三四年三月三十一日	二四五·二	三六七四·六	六·七
一九三四年四月三十日	二一一·〇	三六四〇·一	五·八
一九三四年五月二十三日	一五四·五	三三六八·五	四·六

今年六月中旬，金準備率，已降至百分之三·七。金準備之不足，可想而知。名存實亡之金本位制，已有難予維持之勢。而自一九三一年夏季以來，馬克匯價，所以能勉爲維持者，一爲貿易出超，二爲停付對外債務。初僅償



付利息與盈餘之金額。去年七月一日起至年底止，對於利息與盈餘，雖暫減半償付，仍感不敷。本年度，據德國政府之調查，所需交割之外匯，共有十二萬一千三百萬馬克。貿易外收入，約有三萬二千萬。兩者相抵，尚有八萬九千三百萬馬克，每月平均七千四百萬馬克，則非購買外匯，輸往外國不可。若照去年之例，緩付百分之五十，則可節省三萬五千三百萬（因有一部分外債利息，不能緩付，故雖減半，並非利息總額之半。）每月所需外匯，平均仍有四千五百萬馬克。此數亦非貿易出超額所能抵付。故於去年年底，又以輸出貿易衰退，國際收支不敷為名，在德外資利息與財產收入，僅准百分之三十匯出德境。雖僅暫付百分之三十，而每月所需輸出之外匯，仍有三千六百萬馬克。貿易出超額，每月平均，若為二千五百萬馬克。對外收支，每月尙短少一千一百萬馬克。況自今年（二十三年）以來，德國對外貿易，轉成入超乎。計於一九三三年，德國對外貿易，每月平均出超五千六百萬馬克。今年一月，入超二千二百萬馬克。二月，入超三千五百萬馬克。三月，出超三百萬馬克。四月，又入超八千三百萬馬克。故於最近暫停一切外資利息之償付，以防德匯之下落。同時於對外貿易方面，限制輸入，促進輸出。不過德國對外貿易，若仍繼續入超，則雖停付外資利息，對外收支，仍難抵補德國國家銀行所有一萬萬有餘之金準備額，勢必流出，而馬克匯價之暴落，恐難倖免。無準備之紙本位制，恐將復見於德國矣。

德國馬克匯價，若竟暴落，首先受其影響者，即為英國。英鎊匯價，是否不予貶低，固屬疑問。恐將減低若干，以防德貨傾銷。若是，則英、美、日本之貨幣貶值戰，又將繼之而起。暫呈小康局面之國際匯兌，又將波動矣。

至於法國，則自英、德等國，發生金融恐慌以來，國內現金，繼長增高。一九三二年十二月二日，法蘭西銀行之金準備，最多嘗達八百三十三萬五千九百萬法郎。但於國際貸借方面，則已變成短期債務國家。外國金融狀態，一旦安定，或竟復行金本位制，法國現金，即有流出之危險。且按英美等國之恢復金本位制，必為貶值後之新平價。若是，則法郎價值較高，對外貿易，恐將繼續不利。故有貶低法郎價值之可能。因此亦可引起貨幣戰爭。

至於日本，已竭匯兌傾銷之能事。蓋自停止金本位以來，日圓匯價，跌去百分之六十強。國內物價，僅漲百分之二十五。輸出貿易，極度發展。年有鉅額入超之日本，已有轉成出超之勢。一九三二年度，入超日幣六千七百萬圓。合成現金，不過二千七百萬圓。一九三三年度，入超八千六百萬圓。合成現金，不過三千五百萬圓。較之停止金本位前，入超額年在一萬五千萬日金左右者，不可以道里計矣。不過日、美貿易，以多易少，互補不足，故無衝突之虞。英、日貿易，則於輕工業品之推銷，競爭極烈。是以英、日之貨幣戰，較之美、日之貨幣戰，尤易爆發。至於最近之日匯，則在世界各國之下。且其輸出貿易，正在發展之中。故無再行自動貶低幣值之理。然如其他國家，再行貶低幣值。日本政府，恐將立即抑低圓匯，以與競爭也。

## 五 吾國所受之影響

至於吾國，幣制既未統一，紙幣亦未集中，金融機關，又皆漫無統制。在此狀態之下，參加貨幣戰爭，固為事實。

所不許。行使通貨政策，亦無效果可期。故於匯兌方面，無法可以擺脫被動之地位。加以產業落後，生產不振。雖遇良機，亦難利用。惡運當頭，自救更難矣。

例如世界經濟恐慌以來，物價下落，銀價隨之而暴跌。吾國貨幣，以銀為本位。銀價跌落，吾國對外匯兌，亦隨之而低落。世界各國之對華匯兌，反比例而騰貴。一九二九年以來，世界銀價，約跌百分之六十。吾國對外匯兌，同一比例而低落。則在吾國，實為一種被動的貨幣貶值現象。與今之英、美、日本等國，苦心焦慮，以期減低幣值者，原因雖有不同，結果則無二致。且於銀價下落以後，吾國物價，輸入品固隨高漲而騰貴，本國品則皆上漲甚微。國內物價，騰貴甚微，對外匯兌，跌落百分之六十（對於金本位國），則在對外貿易方面，立於極端有利地位。輸入應漸減少，輸出應漸增加。雖難自入超一變而為出超，至少入超額當較以前為少。但按吾國四年來經過之事實，適得其反。貿易入超，不特未見減少，且反較前增加。一九二九年之入超額，值美金一萬六千一百萬元。一九三二年之入超額，值美金一萬八千四百萬元。一九二九年銀價尚高，一九三二年銀價已跌。故如以銀計算，一九三二年之入超額，遠在一九二九年之上。此即按照對外匯兌與國內物價，貿易入超，理應減少，而於事實上，則反增加之明證也。

至於輸出貿易之減少，本為世界經濟恐慌以來各國通具之現象。而自銀匯下落以後，吾國輸出貿易，立於有利地位。輸出總額，雖漸減少，但其減少程度，當較各國為低。按之事實，亦有不然。四年以來，各國之輸出貿易，

均約減三分之二。而在吾國，則竟減少四分之三。此即按照對外匯兌與國內物價，輸出貿易，理應發展，而於事實上，反較世界各國更爲減少之明證也。吾國輸入貿易，在銀價下落金匯高漲時期，理應銳減，而於事實上，亦得其反。一九二九年輸入總額，共值美金八萬一千萬元。一九三二年減至三萬四千五百萬元。四年以來，約減百分之五十七。在此四年之間，世界各國之輸入貿易，約減三分之二，吾國僅減二分之一有零。故就一般減少程度而論，目爲吾國輸入貿易之增加，亦無不可。

惟自金匯高漲以後，資本輕製造易之小工業，漸形發展。日常應用之物，已有一小部分可以自製自給。此種局部的良好現象，皆出銀價下落之賜。但自各國施行貨幣貶值政策以來，形勢爲之一變。例如英、美、日本等國之對華匯兌，莫不因貶低幣值而大跌。若照最近金銀比價，日金一圓，至少需合吾國二元三角左右。美金一元（舊平價）當在吾國四元五角以上。而於現在，日幣一圓，已在吾國九角以下。美幣一元，僅合吾國二元八角有零。在此狀態之下，不特吾國對外貿易，將更陷於不利地位。三四年來稍形發展之小工業，亦將被迫崩潰矣。

況美國政府之收買白銀政策，正在進展之中，銀價愈高，吾國之對外匯兌愈漲，各國之對華匯兌益低。對於吾國之影響，與各國之厲行貨幣貶值政策相同。吾國之農工業，更難支持。在此危狀之下，惟有一方面採行保護關稅制度，防止外國之傾銷。一方面集中紙幣發行權於中央，中、交、三行。在此三行之上，設局統制，以期集中現銀，

而爲行使通貨政策，應付世界貨幣戰爭之準備焉。

## 第十三篇 論第二次世界貨幣戰爭

——戰外交評論第四卷第三期——

### 一 導言——貨幣貶值與匯兌貶價

本文所稱之世界貨幣戰爭，即指最近世界若干重要國家之貨幣貶值戰爭。貨幣貶值，在吾國一般及若干外國報章雜誌，往往以爲將金屬本位貨幣之純分，減低若干之意。例如吾國之銀本位幣一元，含有純銀二三·四九三四四八公分。若行貨幣貶值政策，即將每元所含二三·四九三四四八公分之純銀，減去百分之若干。此實誤解最近貨幣貶值之真義。今之行使貨幣貶值政策國家，並無金屬本位貨幣，流通於市。雖在歐洲之金本位集團，例如法、比、瑞、荷等國，亦無金本位幣，行用於市。有之，惟在吾國銀幣本位制之下，依然鑄造行使金屬本位貨幣（即銀本位幣）而已。故將吾國幣制，以與世界各國相比較，落伍之點有二：一即本位制度之性質，依然採用銀本位制；二即本位貨幣之形態，照舊行用金屬本位貨幣。而在世界各國，無論採用紙本位制或金本位制，國內

流通之本位貨幣，皆爲紙幣，具有無限法貨資格。而在吾國銀行紙幣，不過銀本位幣之代表，隨時可以請求兌換銀本位幣。吾國幣制，有此特點，故於貨幣貶值政策遍及各國之時，往往誤以爲貨幣貶值，不外金屬本位貨幣之純分，減低若干而已。不知此乃貨幣材料價值之減低，非即貨幣購買能力之減低也。

貨幣貶值，即將貨幣價值或其購買能力減低之意。但其價值或購買能力，有對內與對外之別。一國貨幣之對內價值，或其對內購買能力，即在國內市場，對於財貨勞務之購買能力。一般稱之曰貨幣價值。其大小，即由國內一般物價之漲跌，反比例表示之。一國貨幣之對外價值，或其對外購買能力，即在國際市場，對於外國貨幣之購買能力。一般名之曰匯價。其漲跌即由外國貨幣與本國貨幣之比價表示之。竊以爲此種區別，實爲論述貨幣貶值政策之前提。明乎此理，始能瞭解最近世界各國貨幣貶值政策之運用，探求貨幣戰爭之前因後果，及其將來之趨勢也。

茲據上述貨幣價值之區別，證之一九三二年以來，主要各國之貨幣貶值政策，可得二種不同之形態：一、本位貨幣，脫離一定量金屬之束縛，易言之，一國之本位貨幣，於法制上，不再與一定量之貴金屬，保持等價關係。貨幣之對外價值或其匯價，固已較前降低，而其對內價值，或其對內購買能力，下落甚微。例如今之英、日二國，英鎊、日圓，究含生金若干，雖在二國之財政金融當局，亦不知之。至其匯價，前者約跌百分之四十，後者約跌三分之二。而其貨幣價值，並無重大變化。蓋此二國物價，並無顯著之騰貴，較其匯價之下落程度，則仍騰貴甚微。二、本位貨

幣，仍受一定量貴金屬之束縛。易言之，一國之本位貨幣，於法制上，仍與一定量之貴金屬，保持等價關係。但此一定量之貴金屬，則已較前爲少。故其等價，亦已較前降低。貨幣之對外價值或其匯價，亦隨等價之降低，同一比例而下落。但其對內價值，或其對內購買能力，並不同一比例而下落，物價並不同一比例而騰貴。例如今之美國，美元昔爲二十元六角七分等於純金一盎司，今則三十五元等於純金一盎司。此即美國本位貨幣之美元，於法制上，雖仍與一定量之貴金屬，保持等價關係，但此一定量之貴金屬，則已較前爲少。結果，美匯價值，固亦同一比例而降低。但其變化漲跌，則以純金一盎司等於三十五元，爲其漲跌之中心。現金輸出入點，爲其漲跌之最大限度。而其貨幣價值，或其對內購買能力，並無重大變化。蓋按美國批發物價指數，一九三二年內，平均等於九二·八。（一九一三年爲基準，等於一〇〇·〇）一九三三年平均等於九四·五。一九三四年平均等於一〇七·二。零售物價指數（一九一四年爲基準），一九三二年平均等於一三三·六。一九三三年等於一三一·七。一九三四年等於一三六·四。在一九三四年度，美國批發物價零售物價指數，雖已較前爲高，但其騰貴程度，較之美元減值程度相去尙遠也。

上述二種貨幣貶值形態，就其不同點言之。第一種形態，例如英鎊、日圓，不特匯價降低，且已脫離一定量貴金屬之束縛，故有隨時發生劇烈變化之可能。第二種形態，例如美元，匯價固已降低，仍受一定量貴金屬之束縛。法令若不更改，不致有劇烈之漲落。此其一也。英鎊、日圓之對內對外價值，於法律上，並未明令貶低。惟其對外價



值，於事實上，則已下落。美元價值，於法律上，則已明令貶低。（即自純金一盎司等於二十元六角七分，降至純金一盎司等於三十五元之比。）惟於事實上，美元之對外價值，雖已下落，而其對內價值，則未同一比例而降低。此其二也。故就法律與事實而論，英、日二國之貨幣貶值，作者以為可以名之曰匯兌貶價，較為適宜。而在美國，則可名之曰貨幣貶值。蓋其本位貨幣，與一定量貴金屬之等價，在法律上事實上，皆已減低故也。

貨幣貶值之二種形態，雖有不同，但其對外關係，皆為匯價之降低。對內關係，或為消極的不敢作膨脹通貨之嘗試（例如美國），或為積極的防止通貨之膨脹（例如英、日），以免國內一般物價，因此而騰貴，貨幣之對內購買能力，因此而下落。此種對內對外關係，在英、美、日本行使廣義的貨幣貶值政策之國，大體相同。故在貨幣貶值或匯兌貶值之國，匯價雖已大跌，國內物價，上漲甚微。若將國內物價，按照市中金價，或對金本位國之匯價計算，則其物價，反較前為低。故其貿易，對於貨幣未貶值匯價未貶低之國，利於輸出，不利於輸入。則在入超之國，入超額可以因此而減少。英、日二國，即其例也。出超之國，出超額可以因此而增加。美國即其例也。結果可使一國之貿易收支，漸自不利地位，轉成有利局面。間接可以減輕一國之經濟恐慌程度，助長產業之發展。至少亦可抵抗貨幣貶值國家貿易上之壓迫。而在貨幣未貶值匯價未貶低之國，適得其反。輸入貿易增加，輸出貿易萎縮，貿易收支入超。國內產業，受其壓迫。經濟恐慌，較前嚴重。際此世界經濟恐慌時期，各國關稅壁壘，既已高築，積極的欲謀輸出貿易之發展，惟有一方面，貶低匯價，他方面，防止本國物價之騰貴。若欲消極的防止匯兌貶值國家之

傾銷；則除限制輸入外，惟有亦起行使匯兌貶價政策，或竟實行貨幣貶值政策，始能抵制也。

故自一九三二年，英國行使匯兌貶價政策，獲得相當效果以後，日、美等國，繼之而起，釀成世界貶值之爭。至一九三四年正月，美元價值，固定於純金一盎司等於三十五元之比，英、美匯兌，始呈小康局面。國際貨幣貶值之爭，暫告平息。此即作者所謂第一次世界貨幣戰爭是也。至其經過，可觀本刊第三卷第九期拙作「世界貨幣戰爭近況」一文。至於第二次世界貨幣戰爭，不特在最近期內，有爆發之可能，且其爆發之必然性，早已潛伏在內，並在逐漸發展之中。今年（二十四年）二月下旬，英金之下落，引起金本位集團與美、日等國之恐慌。三月十九日，比利時內閣之辭職，皆其預兆也。（編者按：比國新內閣成立後，比幣已一落千丈，比政府且已令交易所停市，可見作者所謂第二次世界貨幣戰爭有爆發之必然性，實係確論。）

本篇所論，即在說明第二次世界貨幣戰爭必然發生之原因，推測發生後之現象，對於吾國之影響，以及吾國先事預防，或臨時抵抗之方法。

## 二 第二次世界貨幣戰爭之起因

竊以為第二次世界貨幣戰爭爆發之主要原因，似在參加金本位集團各國之金本位制，不易維持。參加金本位集團者，有法、比、瑞士、意大利、荷蘭、波蘭六國。去年十月，又嘗集會於比京，協議金融上之互助，鞏固六國之金

本位制。今以金準備比較充足之法，比二國為例，可以略見金本位制，不易維持之一斑。先就物價言之，可與貨幣貶值國家之物價，列表比較如左：

批發物價指數表（一九一三年為基準）

國別	一九三〇年	一九三一年	一九三二年	一九三三年	一九三四年
法國	一一二·五	一〇一·一	八六·八	八〇·九	七六·四
比國	一〇八·四	九〇·二	七七·二	七二·三	六八·〇
英國	一一九·五	一〇四·二	一〇一·六	一〇〇·九	一〇四·〇
美國	一二三·八	一〇四·六	九二·八	九四·五	一〇七·二
日本	一三六·八	一一五·六	一二一·七	一三五·六	一三四·二

試觀上表，自一九三〇年至一九三一年，各國批發物價指數，一致下落。此乃世界經濟恐慌之現象。而自一九三二年起，英美日三國之物價指數漸高。此為停止金本位及貨幣貶值，匯價下落之結果。內中英國物價，騰貴極微，幾呈靜止狀態。蓋其匯價，在一九三三年，約跌百分之三十一。一九三四年，始跌百分之四十，故於一九三四年，物價稍貴。美國匯價，於一九三三年上半年，仍行金本位制，故未下落。下半年度放棄金幣本位後，開始下落，然亦並未大跌。故在一九三三年，物價未貴。而於一九三四年，美元匯價，跌去百分之四十強，物價因此而騰貴。且按美國貶低幣值之目的，對內方面，本在擡高物價。國內通貨，事實上雖未膨脹，而膨脹通貨之主張，則常為一部分人。

士所唱道。物價受此刺激，騰貴較速。至於日本，則以日匯過低，輸入品之價格自貴。故其批發物價指數，一九三二年爲一·二一·七，一九三四年增至一三四·二。法比二國，維持金本位制，批發物價，自一九三〇年以來，繼續下落，並無反騰之象。

茲據上表所列幣值貶低之國與幣值未貶低之國，物價指數之消長，可得二種不同之結果：（一）對內方面，法比二國之物價，繼續下落。生產指數，必漸降低。企業利潤，必漸減少。失業人口，有增無減。經濟恐慌，必更嚴重。而在英、美、日三國，自一九三二年起，物價漸高，則其結果相反。生產指數，與企業利潤，必漸增加。失業人口，必漸減少。經濟恐慌程度，必漸減輕。（二）對外方面，一九三四年，英、美、日之物價，雖較一九三二年爲高，法比二國之物價，雖較一九三二年爲低，然按法比物價，用金計算，英、美、日物價，則以匯價下落之通貨計算。英、美、日貨物，若以運輸出口爲目的，按照騰貴之金價，或照下落之匯價計，則此三國之批發物價指數，反在法比二國之下。易言之，即將一九三四年英、美、日之物價，用金計算，反較法比二國之物價爲低。則於國際貿易方面，法比二國之競爭能力，至爲薄弱。直接即爲對外貿易，繼續入超，國際收支，支出多於收入。間接則國內產業，受其壓迫，無法發展。經濟恐慌，日趨嚴重。若將五國之工業生產指數與對外貿易之消長，加以比較，即可瞭然。

#### 五國工業生產指數表（一九二八年爲基準）

國別	一九三〇年	一九三一年	一九三二年	一九三三年	一九三四年
法國	一一〇・二	七七・六	七五・六	八四・三	七八・四
比國	八九・八	八二・三	六九・九	七一・七	六一・三
英國	九七・九	八八・〇	八八・四	九三・五	一〇二・五
美國	八六・五	七三・〇	五七・七	六八・五	七〇・八
日本	一〇五・八	一〇八・三	一一四・二	一三一・三	一四〇・九

自一九三二年至三四年，法比二國之工業生產指數，比國減低，法國增加極微，幾呈靜止狀態。而在英、美、日，莫不皆有顯著之增加。對外貿易之消長，則更顯著。茲再列表比較如左：

五國對外貿易每月平均金額表（各以本國貨幣為標準）（單位百萬）

國別	輸 入		輸 出		國別	輸 入		輸 出	
	超額	金額	超額	金額		超額	金額	超額	金額
法 國	(一)	二、五三五	(一)	一、六四一	比 國	(一)	一、九二二	(一)	一、二三四
	(二)	三、五一六	(二)	二、四八五		(二)	一、九七三	(二)	一、三四七
	(三)	五八一	(三)	八四四		(三)	五一一	(三)	一一三
	(四)	八三三	(四)	三、三六九		(四)	一、一七三	(四)	一、二三三
	(五)	四三六	(五)	一、九二一		(五)	六〇	(五)	一、一四一
英 國	(一)	一、四八五	(一)	一、五三六	美 國	(一)	一、一七三	(一)	一、一四一
	(二)	一、九二一	(二)	一、五三六		(二)	一、一七三	(二)	一、一四一
	(三)	一、四八五	(三)	一、五三六		(三)	一、一七三	(三)	一、一四一
	(四)	一、九二一	(四)	一、五三六		(四)	一、一七三	(四)	一、一四一
	(五)	一、四八五	(五)	一、五三六		(五)	一、一七三	(五)	一、一四一

日 本	美 國		英 國	
	出 超	輸 入	出 超	輸 入
(一)	(+)	(-)	(-)	(-)
一〇二 一一二	九〇 一七四	三二 六六	三四 二四	五〇 三四
(一)	(+)	(-)	(-)	(-)
一一三 一〇九	一一〇 一一〇	三〇 五四	二四 二四	三〇 五四
(一)	(+)	(-)	(-)	(-)
一五〇 一五七	一三七 一一九	三〇 五二	三二 三二	三〇 五二
(一)	(+)	(-)	(-)	(-)
一七五 一八一	一七五 一〇六	三三 五六	二二 三三	三三 五六

五國對外貿易表中，英、日二國，本為入超國家。一九二九年與一九三〇年，英國之貿易入超額，每月平均，皆在三千二百萬鎊左右。而自一九三二年起，每月平均減至二千二百萬鎊左右。若照英鎊之金平價計算，每月平均不過一千三百萬鎊而已。日本之對外貿易入超額，雖自一九二九年以來，較前為低，而每年平均仍在一萬五千萬圓左右。一九二九年入超一萬七千一百萬圓。一九三〇年入超一萬六千萬圓。一九三一年入超一萬四千萬圓，但自日匯下落以後，一九三二年之入超額，每月平均約有六百萬圓。全年共計，僅有六千七百萬圓。合成現金，不過二千七百萬圓。一九三三年之入超額，每月平均約有七百萬圓。全年共計，僅有八千六百萬圓。約合現金三千五百萬圓。一九三四年度之入超額，每月平均亦僅六百萬圓。全年共計，合成現金，不過二千五百萬圓左右。

而已。美國本爲出超國家。但自一九三〇年起，出超銳減。一九三〇年度，每月平均，出超美金五千六百萬元。而於一九三一年度，降至二千四百萬元。一九三四年正月，美元貶值以後，出超劇增。每月平均，又達六千萬。由是觀之，可知貨幣貶值，匯價貶低以後，入超國家，入超金額，爲之稅減。出超國家，出超金額，爲之劇增。而在維持金本位，匯價未貶低之法，比二國則不然。法國對外貿易，自一九二四年至二七年，繼續出超。而自一九二八年起，轉成入超。一九三〇年，因受世界經濟恐慌之影響，全年入超額，達九十六萬二千萬法郎之鉅。一九三一年以來，至三三年止，每年入超額，皆在一百萬法郎以上。一九三四年，減至五十二萬三千萬法郎。此乃輸入貿易之減退，而非輸出貿易之增加。試觀上表，即可瞭然。比國亦然。一九三一年以來，輸出貿易繼續減少，並無反增之象。雖於一九三四年，每月平均，出超三千四百萬法郎。但亦輸入貿易銳減之結果也。法比二國，一九三四年之輸入貿易，所以迅行減少，貿易收支賴以改善者，並非維持金本位之結果，而爲限制輸入之效也。限制輸入固能防止貨幣貶值國家之傾銷，而難促進本國之輸出。故其貿易收支，雖能改善，而對本國農工商業，依然無利也。

故就一般經濟狀況而論，貨幣貶值或匯兌貶價各國，莫不較前改善。不特貿易發展，生產增加，失業人口，亦漸減少。而在金本位國，則以匯價較高，國際貿易，遂受匯價貶低國家之壓迫。國內一般經濟狀態，受其影響，已有岌岌不可終日之勢。惟有追隨英國、日本之後，放棄現行之金本位制，貶低匯價，或如美國所採方法，將本位貨幣之金平價，減去若干，則其對外匯價，亦必隨之而降低。若是，始能與今之匯兌貶價各國抗衡，挽救國內經濟恐慌。

之狂瀾。故於最近之將來，金本位集團，必然崩潰。金平價較高之本位貨幣，終難維持也。

更就金準備額與短期債務言之。法蘭西銀行之金準備額，在一九三二年十二月二日，達最高點，計有八百三十三萬五千九百萬法郎。一九三三年雖漸減少，而自一九三四年以來，又漸增至八百萬萬法郎以上。法國金準備之充足，未必即能保證法國金本位之安全。蓋其金準備之增加，不外二種原因：一為法國短期資本短期債權回收之結果。短期資本，在一九三二年，幾已完全收回。法國銀行所有之外國票據，亦已大部分脫售。所得代價，皆已輸歸本國。二為外國短期資本之輸入。此在一九三二年底，已達一百五十萬萬至二百萬萬法郎左右。故就法國之金融而論，在一九三二年底，已成短期資本之債務國家。一九三三年以來，貿易收支，約損一百五十萬萬法郎。（一九三三年，入超一百萬萬法郎。一九三四年，入超五十二萬萬法郎。）賴以抵補者，除少數海運保險收入外，惟有外人遊法者之消費金額。然亦不足補償貿易之鉅額入超。故其國際收支，依然不利。但其現金，既未流出，則其債務，必已增加。故如外國與法國之短期資本，一旦輸出，法蘭西銀行之金準備額，必然隨之而減低。金本位之基礎，恐將因此而動搖。故其金準備充足，不足以期金法郎之安全也。

最近法國財政狀態之不良，亦為法郎前途之一大危機。法國財政，自一九三一年起，受經濟恐慌之影響，收入漸感不足。不得不發赤字公債以資彌補。故自一九二六年起，法國公債，漸見減少。至一九三〇年底，為二千六百九十萬萬法郎。而自一九三一年起，又漸增加。二年之間，約增二百萬萬法郎。故於一九三二年底，全國公債，又



達二千九百萬法郎，與一九二六年未加整理時相等。赤字公債之增發，不特財政方面發生不良印象，且足減低法郎之信用，引起資金之外流。故自英美等國，貶低幣值以來，凡遇外國匯價下落，法國政府以及其他金本位國，往往一再表示維持金本位之決心。蓋其目的，即在安定人心，以防資金之外流，而免金本位之崩潰。現行金本位之不易維持，亦可略見一斑矣。

總之，金本位集團各國之金本位制，無論對內對外，皆有不<sub>易</sub>維持之勢。且在世界各國貶低匯價之政策之下，金本位國之貨幣價值，並無維持較高標準之必要。故於理論上，當以放棄金本位制，貶低匯價，或將貨幣價值貶低，較為得策。至於事實上，則在最近之將來，金本位集團各國之貨幣政策，大致不出上述二種方式，似可斷言也。

在金本位集團之外，德國馬克之前途，亦為釀成第二次世界貨幣戰爭之一大原因。一九三四年六月中旬，德國國家銀行貨幣之金準備率，僅有百分之三·七。金準備之不足，可想而知。自一九三四年起，德國對外貿易，轉成入超。國際收支，更感不利。德國政府，為預防變成純粹之紙本位計，迅即完全停止一切外資利息與外人財產收入之償付。雖經各國嚴厲反對，亦所不顧。此固不顧國際信誼，要亦現金枯竭，雖欲維持，亦難應付故耳。不過在德外資利息與外人財產收入，雖已禁止匯出德境，對外支出，可以因此而減少。若其對外貿易，繼續入超，則此入超額，依然無法償付。若其貿易外收入，不能抵補貿易支出，德國國家銀行所有一萬萬餘馬克之現金與金匯，

仍難保存，名存實亡之金本位制，終難維持。馬克匯價之暴落，自在意料之中。故於最近，馬克匯價之暴落與否，專從經濟方面而論，完全繫於德國對外貿易之消長。德國政府，有見及此，故於對外貿易方面，努力限制輸入，促進輸出，以期自一九三四年正月以來之入超貿易，轉成出超。惟其所採政策，是否有效，實屬疑問。何則？德為工業國家，所需原料有一大部分，仰賴外國供給。輸入限制過嚴，反足以妨礙本國產業之發展。至於輸出方面，雖由政府予以獎勵，但自英、美施行貨幣貶值政策以來，英鎊美元之匯價，僅有以前金平價之六成。德貨在世界市場，受此英鎊美元之二重夾擊，仍能繼續發展乎？欲圖發展，惟有拋棄名存實亡之金本位制，對外貶低馬克匯價對內嚴防通貨膨脹。若是，德國貨物，始能與英、美競爭。對外貿易，或能日入超轉成出超。國際收支，或可漸趨平衡也。

故就馬克前途而論，若其現行之貿易政策，不能收效，貿易外收入，不能抵補貿易支出。金本位制，終難維持。馬克匯價，必然下落。若欲積極發展輸出貿易，惟有追隨英、美之後，貶低馬克匯價。是以馬克前途，繫於現行貿易政策之成敗。但此貿易政策，殊少成功希望。故於最近之將來，馬克匯價，或為自然的下落，或作人為的貶低。其他國家，直接間接，受其影響，亦有紛起貶低匯價之可能。此亦世界貨幣戰爭再起之一因也。

餘如德國宣佈重整軍備以來，國際風雲，突見緊張。歐美各國，莫不擴張軍備，以防萬一。軍備擴張，支出增加。財政收支，必感不敷。際此世界經濟恐慌尚未復原時期，自非增加稅賦所能彌補。結果惟有發行赤字公債，以應臨時支出之需要。若是不特財政狀態，日趨惡化，各國貨幣信用，亦將大為減低。各國之間，若有一國，因財政狀態

不良，引起資本之外流，匯價之下落，影響所及，亦能牽動全局，釀成第二次世界貨幣戰爭也。

### 三 金本位國之作戰方略及其危機

第二次世界貨幣戰爭之形態，大致仍與第一次同。金本位國之作戰方略，大致不出下列二種：一即禁金出口。結果即為匯價之下落。匯價下落至相當程度，達某國匯價之若干，然後予以安定。對於某國匯價，保持相當比例關係。二即將本國貨幣價值，減低若干，而不禁金出口。至少對於金本位國，並不禁止現金之輸出。上述二種方式之中，前者之匯價，富於伸縮性。故可隨時應付別國匯價之變化。而其缺點，則在減弱貨幣之信用，極易引起資本之外流。後者之匯價，固定於新平價。故其信用較厚，可以促進外國資本之輸入。但其缺點，則因匯價既受新金平價之束縛，即無自由伸縮之餘地（例如現在美匯之現金輸入點為純金一盎斯，等於三十五元二角二分。輸出點為三十四元七角八分）。若遇其他國家，更行貶低匯價，即有不易應付之困難。

在上述二種方式之中，任何一種，對於外國，皆在貶低匯價。金本位集團之中，若有一國，起而貶低匯價，則其結果，其他金本位國，受其影響，國內資本，恐將輸出，現金亦將隨之而外流。然在最近國際風雲日見緊張之時，大批現金之外流，決非本國之所喜。則防止現金外流計，惟有禁止出口之一法。且以金本位國愈少，匯價貶低之國愈多，則此殘餘之金本位國，在一般經濟方面，所受之壓迫亦愈大。則為避免匯價貶低國家之壓迫計，惟有追

隨其後停止金本位制，貶低幣值而已。

金本位集團崩潰之時，輸出之資金，大致將向英美輸送。結果可使英鎊美元之匯價，發生相反作用，反比例而騰貴。美元之騰貴，為其他國家匯價貶低之反映。英鎊之騰貴，一為其他國家匯價貶低，二為外國短期資本流入之結果。原因雖不盡同，而在金本位集團崩潰，匯價下落之時，英美等國之匯價，勢必反比例而騰貴。則在英美方面，以前貶低匯價所占之優勢，將漸喪失。對外貿易之特殊利益，亦將隨之而減少。於是不得不運用匯兌平準基金，防止匯價之上漲。世界貨幣貶值之爭，隨之而起矣。

英國現行紙本位制。英鎊匯價，有充分自由伸縮之餘地。劇烈之漲跌，常視短期資本之移動以為斷。且可運用三萬七千五百萬鎊之匯兌平準基金，出售英鎊，迫令英鎊之匯價下落。美元匯價，則已規定三十五元等於純金一盎斯之比。但據一九三四年正月美國之貨幣法案，總統有權隨時可將美元價值，減低至舊平價之百分之五十。此即美元匯價，可以減至純金一盎斯等於四十一元三角四分之比。故如英匯下落至相當程度，美元亦能再行貶值，且有貶低之必要也。

至於日圓匯價，則在美國尚未放棄金本位時，一度下落至日幣一百圓等於美金二十元。（日、美貨幣之舊平價，為日金一百圓等於美金四十九元八角五分。）美元貶值以後，日美匯兌，事實上，固定於日幣百圓等於美幣三十元。此為日本金融當局，對於日美匯兌，必須維持之比例。今如美元價值，再行貶低六分之一，日本亦必貶

低日圓匯價。決不坐視日匯之上漲，妨礙其輸出貿易也。

金本位集團崩潰以後，比意、瑞士、西班牙等國，皆有立刻參加貨幣戰爭，貶低匯價之可能。法之金本位制，亦難單獨維持。若是，世界重要國家之中，未行貶低匯價者，僅餘中、俄二國。俄國之匯兌與對外貿易，皆由國家管理。對外貿易與國際收支，大致可以平衡。外國匯價雖跌，對於俄國，並無重大影響。故可超然獨立於世界貨幣戰爭之外。吾國則不然。對外貿易與對外匯兌，不特政府無管理統制之能力，本國輸出貿易與對外匯兌事業，亦在外國商行之掌握。故欲效法俄國，超然獨立於貨幣戰爭之外，實為萬不可能之事。更就吾國一般經濟情形而論，對外貿易，年有鉅額入超，國內農工商業，又極幼稚。外國匯價，若再貶低，吾國匯價，即為反比例的騰貴。進口貨物之數量，勢必增加。吾國農工商業所受之壓迫，將更加重。此在對華輸出貿易之國，固能推銷較多之商品，欣然樂道。吾國購買能力之增加。而在吾國本身，則將陷入經濟崩潰之絕境矣。

#### 四 結論

總之，大部分國家，皆已貶低匯價。僅有一小部分國家，堅持金本位制，維持較高之匯價。則此匯價較高之金本位國，在國際貿易方面，處於不利地位。國內產業，間接受其壓迫，惟有日見萎縮。一般經濟狀態，日陷困境。故其崩潰，不過時間問題。崩潰以後，世界貨幣貶值戰爭，必然再起。世界各國，皆起貶低匯價，則因貶低匯價於貿易上

所享之特殊利益，互相抵消。反因匯價漲跌不定，妨礙國際貿易之發展。此時始能招集國際會議，安定各國匯價，重定各國幣值。惟其所定幣值，必較舊平價爲低，至少在百分之四十以下，則可斷言也。

在此過渡時期，以及將來各國幣值減低匯價安定以後，吾國匯價，則成反比例的騰貴。對於外貨之購買能力，固較以前爲大。而一般產業所受之損害，則難以數量計。是以際此世界貨幣戰爭，吾國不宜袖手旁觀，坐視匯價之上漲，進口貨之劇增，農工業之萎縮。須知今之軍事戰爭，敗者固必受損，勝者未必有利，中立國家，往往反能坐收漁人之利。而在今之貨幣戰爭，積極貶低匯價者，可獲一般經濟上之繁榮。消極貶低匯價者，至少亦可防止別國貿易上之壓迫。而在袖手旁觀，維持原有之幣值，以示不參加貨幣戰爭，保守中立者，卽爲戰敗國家。貿易方面，以及國內一般產業方面，皆須蒙受鉅大之損失。況吾國之匯兌事業，對外貿易，操於外商之掌握，不能如俄國之嚴加管理，以求出入平衡乎？故就吾國之經濟地位而論，惟有急起直追，放棄現行之銀本位制，貶低匯價，以與各國角逐耳。

## 第十四篇 美國白銀政策之展望

——載外交評論第四卷第五期——

美國白銀政策之動機何在，其反響若何，非本文所欲討論，作者今欲評述者，乃對於最近美國白銀政策之展望。按美國法定銀價，本為純銀一盎司等於美金一元二角九分。但於民國二十二年，美元貶值以前，純銀市價，不過美金二角有餘，已在若干銀鑛之白銀生產費之下。世界產銀數量，雖以墨西哥為最鉅，但其銀鑛資本，屬於美國者居多。故自民國十九年以來，世界銀價之暴跌，不特為美國銀鑛主人之一大打擊，且為美國一般銀鑛業者所不喜。故於民國二十二年倫敦經濟會議，訂立白銀協定，以期消極的防止銀價之下落，積極的促進銀價之騰貴。白銀協定批准以後，銀價雖不再跌，但亦並未騰貴。故於去年初秋，全國白銀收歸國有，列入通貨之正貨準備；而定金三銀一之比，在國內國外市場，開始收買大批白銀，世界銀價，因此而漸貴。故其現行之購銀政策，充實金三銀一之比，為其法律上之根據。至其主要目的，則在提高價銀。銀價之所以必須提高，在經濟方面，則在增加

銀鑛業者之利益，增進銀鑛業者之購買能力，促進全國經濟之復興。在政治方面，則在拉攏白銀派議員，便利政府在幣制、通貨，以及一般經濟方面之一切設施。

美國法定銀價，爲一元二角九分，而其收買價格，則照實際市價。白銀市價，若爲美金七角五分，購銀一盎斯，政府卽有五角四分之購銀餘利。假如銀價迅速騰貴，政府之購銀餘利，必然因此而減少。故在美國政府方面，不願銀價迅速騰貴。且於今年五月初旬，美國財部存款，已達八十七萬萬元。現銀庫存，則僅十五萬萬元。欲達金三銀一之比，尙須續購現銀十四萬萬元。法定銀價，以一元二角九分計算，則須再購純銀十萬萬零八千五百萬盎斯。今如白銀市價，迅速騰貴，已達一元二角九分，則欲購買大批白銀，反感困難，不易收買足額。故爲完成金三銀一之比計，決不希望銀價之迅速騰貴。況如銀價迅速騰貴，徒令投機業者，坐收鉅利。銀鑛業者，未必身受其惠。是以美國購銀政策，爲漸進的，而非急進的。不願白銀市價之迅速騰貴，而期世界銀價之逐漸上漲。今年四月初旬，世界銀價，因受投機者之策動，騰貴較速。美國政府對於購銀政策之態度，卽自明顯變成曖昧。最近，並禁外國銀幣進口，世界銀價，爲之回跌。此非美國購銀政策有所變更，亦非吾國抗議之效果，而爲美國一貫之政策，壓迫白銀投機業，緩和銀價上漲之趨勢耳。

故於最近一個月來，世界銀價，雖呈停頓狀態，而美國購銀政策，仍在暗中進行。吾國政府，雖已一再抗議，決不能使美國已定之國策，爲之變更。若向美國一部分人士，貢獻意見，請求設法變更購銀政策，以免吾國經濟金



融之崩潰，此種行動，則更幼稚無聊矣。

然則美之購銀政策，究在何種情況之下，始能變更？固非吾人所敢斷言。然如根據美國幣制發展之經過，以及最近美國經濟能力之消長，加以推斷，不難得其梗概。一八七八年，美國通過勃來特條例（Brandt's Act），開始收買白銀，鑄造銀幣。至一八九〇年八月止，共鑄銀幣三萬七千萬元。是年七月十四日，公佈休門條例（Sherman Act），八月十三日實施，以代勃來特條例。休門條例，授權財部，得在純銀一盎斯值美金一元二角九分以下，按照市價，收買白銀。收買數量，每月以四百五十萬盎斯為最大限度。休門條例實施之時，銀價稍見起色。不久又漸下落。世界銀價下落之頹勢，終非當時美國購銀政策所能挽救。乃於一八九三年十一月一日，廢止休門條例，停止購銀。考其失敗原因，一、歐洲各國，次第改行金本位制，出售大批現銀，銀之供給過多，助長銀價之下落。二、當時美國之購銀政策，並不積極。每月最多僅購四百五十萬盎斯。三、當時美國財力，並不雄厚。廢止休門條例之時，政府存金，已在一萬萬元以下，紙幣即有停兌之虞。有此三大經濟的原因，購銀政策之失敗，自難避免也。

最近購銀政策之前途，則有不然。一、今之美國，遠非昔比。國際貸借，已成世界最大債權國家。對外貿易，年有鉅額出超。故其財力之雄厚，雖購全世界之現銀，亦非難事。對外投資之收入，足購每年世界銀產總額而有餘。二、實施休門條例之時，現銀雖增，現金則減。而於現在，國庫存銀，固因購買而增加。國庫存金，不特未見減少，且其增加更速。三、此次購銀數量，遠在休門條例之上。照現在美國國庫所有金銀數量估計，至少須再購銀十萬萬盎斯。

始達金三銀一之比。但此十萬萬盎斯之純銀，決非二三年內，所能購買足額，故如繼續購銀，世界銀價，必因求過於供而漸貴。

今觀上述三種經濟原因，可知美之購銀政策，可以推行無阻。施行之結果，確能引起銀價之騰貴，至少可達法定銀價一元二角九分。白銀市價，雖至一元二角九分，而美國所需現銀，未必即已購買足額。則可在此法定價格之下，逐漸收買出鑄白銀，以防銀價之回跌。今日美國財力之雄厚，遠非四十餘年以前行施休門條例之時，所可比擬。故從經濟方面，希望美之購銀政策，不生效力而放棄，或竟宣告失敗而終止，皆屬不可能事。

然其購銀政策，決非永不變更。世界銀價，亦非美國政府所能永久維持。惟其政策之變更，若干年後，世界銀價之回跌，決不源於美國財力之不足。購銀政策之失效，一在政權之移轉，二在國際複本位制之企圖，宣告失敗，三在金三銀一之比，到達以後，停止購銀。先就第一點言之。美國政權，一旦移轉，白銀派議員，一旦失勢，購銀政策，大有變更之可能。惟據目前美國情況觀察，羅斯福之通貨政策與經濟復興政策，皆已獲得相當良好效果。下屆改選，大致仍有聯任之可能。故於最近期內，美國政權，不致移轉。購銀政策，亦必不致改弦更張。至於第二點，則觀一、二年來美國之貨幣政策，現金現銀，已歸國有，並定金三銀一之比。且有將銀價提高，以達金銀比價一對十六之傳說。將來若至某種程度，恐有提議行使國際複本位制之企圖。然此企圖，必歸失敗。尤非產金主國之大不列顛所能接受。將來美國幣制，大致對內為金銀十足準備之紙幣，與若干銀幣，對外則仍以金為標準，對外既仍用

金，則其國有正貨準備之中，現銀不宜過多，多則一旦資本外流，現金即有大批輸出之危險。故於金三銀一之比到達以後，不宜續購現銀，而增幣制金融之不安。就第三點而論，將來美國現銀收買足額以後，除國庫存金繼續增加外，已無續購現銀之必要。但按平日世界現銀之產銷情形，銀之供給，多於需要。美國停止購銀，世界銀價，必再下落。屆時吾國若不吸收大批白銀，銀價之暴落，恐較今之上漲尤為劇烈。

茲據上述各種情形推測，美之購銀政策，確能提高世界銀價，至少可達一元二角九分，決不因財力不足而失敗。然如政權移轉，購銀政策，即有變更之可能。政權雖不移轉，所需現銀，購買足額，金三銀一之比到達以後，現銀即無續購之必要。屆時世界銀價，必又下落矣。

世界銀價之漲跌，對於吾國之直接影響有二：一為吾國現銀之輸出入。世界銀價下落，吾國對外匯價，隨之而降低。不過前者較速，後者較緩。具體言之，倫敦銀價，合成上海對英匯兌比價，低於當日上海對英實際匯價，則於外國市價，購進現銀，同時在吾國市場，出售定期外匯。到期運銀來華，交付現銀，可得若干利益。民國十九年，銀價暴落，外國現銀，源源而來，即其例也。反之，世界銀價之騰貴較速，吾國銀匯之追隨較遲，則其結果相反。具體言之，倫敦銀價，合成上海對英匯兌之比價，高於當日上海對英之實際匯價，則於外國市場，出售定期白銀。同時在吾國市場，購進外匯，運銀出口。到期在國外市場，交付現銀，亦可獲得若干利益。去年秋季，銀價漸貴，吾國輸出之現銀，達二萬六千萬元之鉅，即其例也。惟自去年十月十五日，徵銀出口稅後，公開運銀出口之風，已告杜絕。最近

私運現銀出口者，決照破壞民國罪處罰。私運出口額，亦可減少矣。

二爲吾國對外匯價之漲跌。銀價下落，吾國對外匯價，隨之而降低。對外可以促進吾國之輸出貿易，對內可以提高進口貨物之售價，便利國內產業之發展。銀價騰貴，吾國對外匯價，隨之而上升。進口貨物，得在吾國市場，廉價出售。國內產業，受其壓迫，唯有跌價競爭，或竟無法競爭，而至倒閉停業。出口貨物，除有獨佔性者外，輸出數量，莫不因吾對外匯價騰貴而銳減。國內一般經濟，遂呈恐慌狀態。全國金融，亦因經濟恐慌而緊張。最近吾國之經濟金融恐慌，卽其例也。

上述二種直接影響，第一種，現銀之外流，爲一時的，各方已羣知其害，不必置論。第二種，則在銀價回跌以前，實爲吾國經濟財政金融之大患。世界銀價之回跌，在若干年內既無希望，則爲自衛計，唯有貶低吾國對外匯價。果能如是，進口貨物之數量，可以減少，進口貨物之售價，必然騰貴。國內產業，既有復蘇之望，出口貨物，自可望其增加。且一般經濟恐慌，既可無形消滅，全國金融，不難寬裕，而以海關金單位價格，日趨騰貴之故，國家稅收，亦可隨之增加。此誠吾國當前急務，深願全國人士，予以深切之注意也。

二十四年六月一日，南京

## 第十五篇 日貨何以低廉

——載日本評論第七卷第一期——

### 一 引言

最近二三年來，日本貨物，氾濫世界市場。世界各國，對之猶如洪水猛獸，防禦惟恐不力。或增關稅壁壘，或竟限制輸入。而日貨之傾銷，依然如故。其中受害最烈者，首推吾國。蓋在其他國家，關稅有完全自主之權，可藉增加關稅，保護國內產業之名，而收防堵日貨之實。印度即其例也。吾國關稅，名雖自主，事實上則常遭受外力之壓迫。且以生產落後，若干日常必需之物，尚賴外國供給。故對進口稅率，不能提高，以達保護產業之目的。或竟反因外力之壓迫，減低進口稅率。國內產業，遂受外貨之摧殘。內以日貨為尤甚。然按日貨之對華傾銷，其意義，已與前異。昔之所謂傾銷，即將國內剩餘產物，賤價至生產費之下，拋售於國外市場。對內，則將售價提高至生產費之上，以補國外傾銷之損失。對外，則因售價奇廉，可以制勝別國，壟斷市場。壟斷以後，再行提高售價。此乃資本主義國家

慣行之政策。何以言之，假如生產過剩，而在國內競售，價格必然跌落。則對全部產業，有害無利。不若將其剩餘產物，傾售於外國市場。則在國內售價，不特不至跌落，反因物量減少而騰貴。至於對外傾銷之物，雖因售價低廉，固須忍受若干損失。但可將國內之盈餘，補償對外傾銷之損失。況在某國市場，實行傾銷，往往因售價奇廉，可將其他國家之同種貨物，驅逐於該國市場之外，實行壟斷，而為將來推銷剩餘產物之餘地。故就內外貿易全體而論，既可免除生產過剩之壓迫，又可避免價格跌落之損失。並能開拓市場，增加將來之銷路。此為資本主義國家，處分剩餘產物，壟斷國外市場之不二法門。

然此傾銷政策，究屬一時性質。蓋其售價，既在生產費之下，終非以營利為目的之資本家所能忍受。生產過剩，為避免損失計，一時行之則可。生產若不過剩，僅為對外競爭計，永久行之則不願。故於一度傾銷之後，必然提高售價，補償以前之損失。而在被傾銷之產業落後國家，工資往往較廉。本國貨物在國內市場之運費，自較進口貨物為少。且有輸入稅，可以增加進口貨之售價。故在常態之下，進口貨物，究非本國貨物之敵。進口貨物，賤價競爭，固當別論。然其賤價競爭，僅能摧殘一時，究難壓迫永久。是以昔之資本主義國家，壟斷產業落後國家之市場，誠為產業落後國家之重大壓迫。而此產業落後國家，仍能在此壓迫之下，次第發展其產業，而將先進資本國家之進口貨物，逐漸驅逐於市場之外也。

最近日貨之傾銷，其意義則與上述者異。日貨之所以汜濫世界市場，得在吾國大事傾銷者，非如一般所論，

源於生產過剩也。日貨價格低廉，而使各國恐怖，並為吾國之大患者，亦非如一般普通傾銷政策，將出口貨物之售價，貶低至生產費以下故也。考其所以低廉之原因，則在生產費之減少，與日圓對外價值之低落。二者皆使日本貨物，在外國市場之售價，較前銳減。售價雖低，仍在生產費之上。故此低廉之售價，可以持久不變。非至日本人生活程度提高，決無上漲之可能。故與以前一時之減價傾銷，性質不同。所予經濟落後國家之影響，亦不相等。昔日之傾銷，為一時的。對於經濟落後國家之產業，固能予以重大打擊，而難使之一蹶不振，永無復興之望。最近日貨之傾銷，則為永久的。故於開始傾銷之時，固予吾國產業一大打擊。而自傾銷以來，繼續維持低廉之售價，足令吾國產業，永無發展之望。吾國農工業界，處此嚴重壓迫之下，當求所以自存之道。然欲掙扎圖存，對於日貨之所以低廉，實有探討之必要。一則日貨低廉之原因既明，即可採取適當對策，以資應付。二則日貨低廉之原因，可供吾國產業界之借鏡。本文目的，即在探討日貨何以低廉。所論內容，即在闡明其低廉之原因也。

又憶民國二十二年底，作者嘗於「各國通貨政策與貨幣戰爭」一書之第四章第四節中，概論日本輸出貿易之發展，有謂：「日本商品所以能向世界各國，實施傾銷者，約有三點：一為工資之低廉，二為政府之補助獎勵，三為日匯之跌落。先就工資言之，日本勞動者之工資，較之其他工業國家為低。例如日本人造絲之紡工，每日工資，約有日幣一圓五角。一星期以六日半計算，每星期之工資，為日幣九圓七角五分。合成英幣，縱照二國貨幣之金平價計算（英國一鎊，等於日本九·七六三圓）僅合英幣二十先令。而在英國，同樣職業之勞動者，每星

期之工資，約須七十五先令。其他職業，亦呈此狀。是以日本勞動者之工資，僅有英國勞動者之工資之四分之一。至於政府之補助獎勵，雖為日本所否認，而於實際上，輸出貿易之統制，海運事業之補助，日輪減低日本輸出品之運費，皆為公開之事實，難予否認者也。惟於最近二年，日本輸出貿易之發展，則為日匯暴落之結果。即就現狀而論（民國二十二年底），日匯對於紙本位國，約低百分之四十，對於金本位國，或銀本位國，約低百分之六十。易言之，即對世界各國，日匯約低百分之四十至百分之六十。而在日本國內物價，上漲甚微，故其出口貨物，可

以享受日匯下落之利益，實施匯兌傾銷耳。

以上所論，雖極簡單，而日本出口貨之所以低廉，不外上述三大原因。政府對於出口貨物之補助獎勵，向為日本所否認，故於本文之中，亦置不論。惟於最近二三年來，生產技術之合理化，又使日貨之生產費用，較前銳減。本文所論，即以日匯下落與生產費降低為限。

## 二 日匯下落對於日本出口貨之影響

最近世界重要貿易國家之中，當以日圓匯價，跌落最鉅。民國二十年八月，世界各國，尙未停止金本位，或未貶低幣值之時，日本對外匯兌，亦未降至現金輸出點之下。對美匯兌，為美金四九·三七五元。較之金平價，約低百分之〇·九四。對英匯兌，為二四·三七五便士。較之金平價，約低百分之〇·八四。對法匯兌，為一二·四五



○法郎較之金平價，約低百分之二·一四。而自十二月十三日，停止金本位後，日匯開始下落。茲將民國二十一年起，至民國二十三年七月，世界銀價尚未下落時止，日本對於英、美、法三國之匯價，與日匯之下落程度，列表如左：

日圓對英、法、美匯價及其下落程度表

年	月	對美匯價	對舊平價下落率	對英匯價	對平價下落率	對法匯價	對平價下落率
二十一年	一月	三五·七七七	二八·二二	二四·九一三	一·三五五	九·〇三九	二八·九五
	三月	三二·〇四三	三五·七一	二一·一六三	一三·九一	八·〇四七	三六·七五
	五月	三一·八九九	三六·〇〇	二〇·七八八	一五·三九	七·九九一	三七·一八
	七月	二七·三七二	四五·〇九	一八·四七三	二四·八五	六·八八二	四五·九〇
	九月	二三·五一五	五二·八二	一六·二三五	三三·九六	五·九二九	五三·三九
	十一月	二〇·七二三	五八·四三	一五·一三八	三八·四二	五·二〇七	五九·〇七
二十二年	一月	二〇·七四〇	五八·三九	一四·七七四	三九·九〇	五·二四三	五八·七九
	三月	二一·一一八	五七·六三	一四·五九一	四〇·六四	五·二五四	五八·七〇
	五月	二三·六六二	五二·五三	一四·四〇七	四一·三九	五·〇八二	六〇·〇六
	七月	二七·九八六	四三·八五	一四·五〇〇	四一·〇一	五·二三五	五八·八五

九月	二七·一六五	四五·五〇	一四·一五八	四二·四一	四·七二五	六二·六八
十一月	二九·八九五	四〇·〇二	一四·一〇九	四二·六〇	四·八二二	六二·一一
二十三年一月	二九·七一四	四〇·四一	一四·一二五	四二·五四	四·七九三	六二·三三
三月	二九·九四二	三九·九三	一四·一二五	四二·五四	四·五五〇	六四·二四
五月	二九·九八一	三九·八五	一四·〇六二	四二·八〇	四·五二〇	七四·四七
七月	二九·六二五	四〇·五六	一四·〇六二	四二·八〇	四·七四六	六四·八二

上表之中，有須稍加說明者。一、日本對美匯兌，在二十一年底，與二十二年初，日幣百圓，降至美金二十元有零。較之舊平價（四九·八五美金）降低百分之五十八強。後以美國貶低美元價值，美元對外匯價，一律下落。日本對美匯兌，反比例而騰貴。故至二十三年七月，日美匯兌，漲至美金二九·六二五元。但較舊平價，仍低百分之四〇·五六。二、民國二十年九月二十一日，英國停止金本位後，英鎊匯價下落。日本對英匯價，反比例而騰貴。二十二年正月，日本雖已停止金本位，日匯雖已下落，但其下落程度，尙未若鎊匯之大。故對英鎊，仍爲日匯之騰貴。較之平價，高出百分之一·三五。是年二月初，日匯下落更甚。故對英鎊匯價，亦漸降低。三、法國既未停止金本位制，亦未貶低幣值。日圓對法匯價，遂呈繼續下落之勢。去年七月，日圓對法匯價，僅有四·四七六法郎。較之平價約低百分之六四·八二。故在日匯未跌時，日本一圓之物，在法國市場，至少須售一二·七二三法郎（此爲

日法匯兌之平價。而在日匯下落以後，民國二十三年七月，日本一圓之物，在法國市場，僅售四·四七六法郎（此為當時之匯價），即可收回成本。（運費、保險費、關稅、佣金等，皆未計算在內。）前後比較，日匯下落以後，日貨在法國市場之售價，僅有日匯未跌時之三分之一強。（假定日貨出口時之價格未變。）對於英美二國，英鎊匯價，早已賤低，美元價值，亦已減少。不過鎊匯美匯，下落較少，日匯下落較鉅。故在對英對美匯兌方面，仍為日匯之下落。去年七月，日本對英匯兌，約跌百分之四二·八〇。對美匯兌，約跌百分之四十強。故在國際貿易方面，日本亦仍立於有利地位。日絲一包，在國內市價，假定日幣四百圓。昔在美國市場，至少須售美金二百元（約照二國貨幣之平價計算。）而至去年七月，美元價值，雖已減去百分之四十強，日圓匯價下落更鉅，日美匯兌，僅有二九元餘。故售美金一百二十元，即可合成日幣四百圓。（一切費用，皆未計算在內。）日絲得在美國市場，廉價出售，即此理也。

至於吾國，則與法國所受者同，而與英美所受者異。蓋英法匯價，在此時期之內，皆已貶低百分之四十強。故與極度低落之日匯相較，雖亦騰貴，但其騰貴程度不大。若就日匯立場而論，則對英美匯兌，約跌百分之四十強。法國則未減低幣值，貶低匯價。日匯對於法郎下落更甚。亦即法郎對於日圓騰貴更多。吾國亦然。在此時期之內，既未減少幣值，亦未抑低匯價。且按金銀比價，在此時期之內，並無顯著之漲跌。金銀比價之變化，有如左表：

在上述期內之金銀比價表（紐約）

年	月	金銀比價	年	月	金銀比價	年	月	金銀比價
民國二十一年		七三・〇	二十三年二月		七七・一		五月	七九・二
二十二年		七八・六	三月		七六・三		六月	七七・一
二十三年一月		七七・五	四月		七七・一		七月	七五・六

當時中法匯兌，並無顯著之漲跌。日本對華匯兌，約跌百分之六十有餘。故在日匯未跌之時，日金一元之物，在吾國市場，至少須售吾國二元五角。而在去年七月，則售國幣一元，已可收回其成本。至如關稅、運費、佣金等項，皆未計算在內。易言之，以前須售國幣一元之日貨，去年七月，減售國幣四角亦無損失。（假定出口價格未貴。）日貨得在吾國市場，大事傾銷，於此可知。

而於去年八月九日，美國正式公布白銀國有令以來，紐約銀價，日益騰貴。世界銀價，隨之上升，金銀比價，發生重大變化。茲將去年八月以來，至今年五月底止，紐約現銀之平均價格，與金銀比價，列表如左：

紐約銀價與金銀比價（紐約）

年	月	純銀一盎司 之美金市價	金銀比價	年	月	純銀一盎司 之美金市價	金銀比價
民國二十三年七月		〇・四六三	七五・六	二十四年一月		〇・五四四	六四・三
八月		〇・四九〇	七一・四	二月		〇・五四六	六四・一

九月	〇·四九五	七〇·七	三月	〇·五九〇	五九·三
十月	〇·五二五	六六·八	四月	〇·六七八	五一·六
十一月	〇·五四三	六四·五	五月	〇·七四四	四七·〇
十二月	〇·五四四	六四·三			

今觀上表，自去年八月至今年五月，美國銀價，自四角九分，漲至七角五分，較前約貴百分之五十。吾國銀匯，理應隨之而騰貴。假如吾國對外匯價，亦竟隨之騰貴百分之五十。日金一圓之物，昔在吾國市場，須售國幣二元五角者，今年五月，僅售五角，即已夠本。日貨之氾濫吾國市場，將更不堪設想。幸有二點，可使吾國對外匯價，並不悉隨銀價之騰貴，同一比例而上升。一即銀出口稅，可使國內銀價，在若干程度以內，脫離世界銀價之束縛。是以銀價雖貴，吾國對外匯兌之理論的平價雖高，而我實際匯價，則無若是高昂。理論的平價，與實際匯價，發生差額以後，雖已引起現銀之外流。差額愈多，私運愈多。惟吾對外匯價，未隨銀價同一比例而上漲，未始不為吾國不幸中之幸也。二即吾國國際收支，支出多於收入。國際收支逆調，本非一國之良好現象。惟以支出多於收入，遂使吾國對外匯價下落。故於銀價騰貴期內，吾國對外匯價，理應同一比例而上升。但因國際收支逆調，得在銀價之下，並未同一比例而騰貴。

上述二種因素，足令吾國對外匯價，不隨世界銀價，同一比例而騰貴。雖未同一比例而騰貴，但已深受銀貴

之影響。吾國對外匯價，計自去年八月銀價開始騰貴以來，至今年五月止，約已騰貴百分之二十五至三十（以去年七月為標準）。此為普遍的騰貴，對於任何國家，皆無例外者也。故於今年五月，日本對華匯價又跌。（即吾對外匯價騰貴之反映。）日幣一圓，僅合吾國七角。較之去年七月，又跌百分之三十。此為銀價騰貴之影響，而非日匯再行貶低之結果也。

故就現狀而論，日貨得向世界各國，廉價出售者，即其匯價較之任何主要貿易國家為低故也。（智利、墨西哥、哥倫比亞三國之對外匯價，較之日匯，跌落尤鉅。日匯佔第四位。）惟對各國之影響，並不一致。可分三類：一、對於減低幣值，貶低匯價諸國，例如英、美，日匯約跌百分之四十二。二、對於金本位集團諸國，例如法、荷、瑞士，日匯約跌百分之六十至六十五。蓋其幣值匯價，並未貶低故也。三、對於銀本位之吾國，日匯約跌百分之七十二。（日本未停止金本位時，日金一圓，約合吾國二元五角。今年五月，僅合吾國七角。前後相較，約跌百分之七十二。）蓋吾幣值匯價，既未貶低，又受銀價騰貴之影響故也。

日匯對於各國之跌落程度既不相等，則其出口貨物，在各國市場之售價，亦不相同。在第一類國家之市場，日貨售價，雖較前低廉，假如其他條件不變，僅能減低百分之四十。在第二類國家之市場，日貨售價，假定其他條件不變，可以減去百分之六十至六十五。而在吾國市場，假定其他條件不變，日貨售價，可以減去百分之七十二。日貨在各國市場之廉價出售，若能謂之傾銷，則因日貨之傾銷，受害最烈者，當推吾國。比較緩和者，則為幣值匯

價貶低諸國，試觀上述例證，可知吾言之不誣也。

尤有進者。第二類幣值未減低之金本位國，對於日貨傾銷所受之影響，雖於原則上，較之幣值匯價貶低諸國，尤爲嚴重。惟於實際上，因對日貿易關係並不密切，故其影響較輕。更爲重要者，則其關稅，有絕對自主之權。往往提高關稅，或竟限制輸入，以防日貨之大量輸入，妨礙國內產業之發展。而在吾國，對於日貨傾銷所受之影響，既較幣值未減低之金本位國，尤爲嚴重。對日貿易關係，又極密切。進口稅率，又無絕對自主之權。惟有坐視日貨之大量輸入，廉價傾銷，國內產業，日益萎縮而已。

### 三 日貨生產費之降低

日匯雖已降低，然如日貨價格，同一比例而騰貴，則在日本國內，一般生活，必感困難。輸出貿易，亦無發展之可能。各國商品市場，不至感受日貨之威脅矣。故於論究日匯下落之後，日貨市價之騰貴程度，亦爲日本輸出貿易能否發展之一大關鍵。吾國產業，是否受日貨之壓迫，一方面固受日匯下落之影響，他方面又須取決於日貨出口價格之騰貴程度。出口價格之高下，則與生產費用，有極大關係。日貨生產費之大小，一方面固與原料價格有關，他方面又受生產技術工資薪金影響。至於一般物價，則與全國通貨數量，亦有相當聯帶關係。茲再分別論證於後。

先就日貨之原料價格言之。則自日匯下落以後，按之原則，當然反比例而騰貴。惟其騰貴程度，因受供求關係之影響，並不一致。茲將若干重要輸入品，以日圓計算之市價，及其騰貴程度，列表如左：

日本停止金本位前後重要輸入品之價格比較表（單位日圓）

輸入品種類	單位	二十年十二月十日停止金本位前之價格		騰貴百分比
		二十三年十二月十日		
重油	噸	一七·五〇	三二·〇〇	八三
美棉	百斤	二一·〇〇	六八·五〇	二二六
印棉	百斤	二〇·〇〇	五〇·五〇	一五〇
銑鐵	噸	三二·〇〇	四八·〇〇	五〇
鋼	百瓦	五·五五	一〇·五〇	八九
大豆	百斤	二·六〇	五·四四	一〇九

今觀上表，可知若干重要輸入品，在日本市場之價格，莫不因日匯下落而騰貴。雖其騰貴程度，各不相等，美棉約費二倍有餘，銑鐵約費百分之五十。若就全體而論，大致約費一倍。則以輸入品為原料之產物，價格亦必騰貴。出口貨物，未必定能享受日匯下落之利益。惟於他方面，則因生產技術進步，工資下落，一般出口貨物之生產費用，在此數年之內，莫不較前為低。故其輸入原料，雖因日匯下落而騰貴，但其生產費用，則反較前為低。二者相

日貨何以低廉



抵，生產物之價格，得免昂貴。故於國外市場，可以充分享受日匯下落之利益焉。

先就工資言之，日本一般工資，本較其他工業國家為低。而自停止金本位貶低匯價以來，按諸原則，工資與物價，理應騰貴。而於事實上，物價雖稍騰貴，工資則反下落。工業勞動者之人數，除製絲業外，莫不一律增加。失業危險，固得避免。但其一般生活，莫不較前困難。茲特別列表比較如左：

最近日本勞動者之人數與工資指數表

年	月	勞動者人數總指數	名稱工資指數	生活費指數	真正工資指數
民國二十年平均		一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇
二十一年平均		一〇〇・四	九六・五	一〇二・六	九五・〇
二十二年平均		一一〇・一	九三・二	一〇五・三	八八・五
二十三年一月平均		一一五・九	九二・一	一〇五・一	八七・六
二月平均		一一六・五	九一・七	一〇六・一	八六・四
三月平均		一一八・〇	九一・五	一〇六・七	八五・八
四月平均		一二一・六	九〇・九	一〇七・三	八四・七
五月平均		一二三・三	九〇・七	一〇八・〇	八四・〇
六月平均		一二二・六	九〇・六	一〇七・八	八四・〇

上表之中，第一項表示日本貶低匯價以來，各業所雇勞動者之人數，約增百分之二二·六。第二項表示勞動者所得之貨幣工資。第三項表示生活費指數。日匯貶低以後，物價稍貴，一般生活費，遂較以前約高百分之七八。生活費既高，勞動者之貨幣工資，理應增加，生活始不艱難。而於事實上，貨幣工資，則反減少，降至百分之九〇·六。故如以生活費指數，除貨幣工資，勞動者實際所得之真正工資，更較以前為低。真正工資，截至去年六月止，僅有百分之八十四。考其原因，即其貨幣工資，理應增加，而反減少故也。

日本勞動者之工資，本較其他工業國家為低，而自停止金本位貶低匯價以來，工資更較以前為賤。結果，足令工資製造品之生產費，為之降低。而於他方面，又因生產技術進步，動力價格下落，運輸包裝費用減少，營業修理費用減省，一般出口貨物之生產費用，莫不銳減。茲再分別列表如左：

日本人造絲生產費降低表

生產費及其指數	十八年上	十九年下	二十年下	廿一年下	廿二年下	廿三年上
一 百 磅	一七五·四	一〇〇	八二	六八	五六	六〇
措 數	一〇〇	五七	四七	三九	三二	三四

日本棉紗生產費降低表

日貨何以低廉

生產費及其指數	十八年上	十九年下	二十年下	廿一年下	廿二年下	廿三年上
二十支每包加工費	四〇圓	三二	二八	二四	二五	二五
指數	一〇〇	八〇	七〇	六〇	六三	六三

日本水泥生產費降低表（每桶單位圓）

生產費及其指數	十八年下	十九年下	二十年下	廿一年下	廿二年下	廿三年上
生產費	三・六四	二・八四	二・六六	二・五四	二・六一	二・七二
指數	一〇〇・〇	七八・七	七三・七	七〇・四	七二・三	七五・三

日本生絲加工費降低表（每百斤單位圓）

加工費及其指數	十八年	十九年	二十年	二十一年	二十二年	二十三年
加工費	三四四	二八四	二〇四	一五〇	一二〇	一一〇
指數	一〇〇	八二	五九	四二	三四	三四

日煤生產費降低表（在鑛地每噸之生產費單位圓）

加工費及其指數	十八年	十九年	二十年	二十一年	二十二年	二十三年
生產費	四・四八	四・三二	三・五七	三・二五	三・三三	三・六〇
指數	一〇〇・〇	九六・四	七九・七	七二・五	六四・三	八〇・四

餘如粗糖、精糖、麪粉、紙張等之生產費，莫不一律降低。總之數年以來，日本工業製品，除鋼塊、鋼管與軍需工業直接有關者外，生產費用，皆較民國十八年度為低。生產費指數，大致降低百分之三十左右。至如人造絲生產費與生絲加工費，則竟減去百分之六六。易言之，即已減去三分之二。僅有以前三分之一。故於輸出方面，可以大受發展。再如棉紗，原料價格，雖因日匯下落而騰貴，但其生產費，則竟減少百分之三十七。故於輸出方面，仍可享受日匯下落之利也。

#### 四 結論

總之，日貨之低賤，除政府之補助獎勵外，又有二大原因：一為日匯之下落，二為生產費之減少。生產費之所以減少，又可概別為二種原因：甲、生產與經營技術之合理化，乙、工資之下落。而努力防止通貨之膨脹，故未引起一般物價之騰貴，亦為其原因之一。此種稀有之現象，不特非歐戰以前一般通俗之經濟原則所能解釋，縱據歐戰以後最新發見之經濟原則，亦難予以說明。例如根據阿夫脫良教授所證實之原則，則於日匯暴跌以後，日本進口貨物，必然反比例的騰貴。出口貨物，亦必騰貴若干。國內物價，必較以前為高。國內通貨，必感不足，而漸膨脹。而於最近之日本則不然。日匯雖已暴跌，進口貨物，雖亦騰貴，而國內物價，騰貴極微。生活費指數，僅高百分之七。

• 八。全國通貨，亦未膨脹。出口貨價格，以輸入品為原料者，固已較前稍貴，而仍不若日匯下落之甚。若為純粹日

本國產貨物，則其輸出價格，反較以前爲廉。故在國際市場，可以橫行一時。雖築關稅壁壘，仍難防禦也。

民國二十二年以來，日本物價指數，常在百分之一四〇左右。通貨數量，常在十一萬萬圓左右。二者皆無顯著之變化。對外兌匯，亦自民國二十三年以來，並無重大變化。對美對英對法之日圓匯價，雖已遠在平價之下，但皆獲得相當之安定。假如將來恢復金本位制，亦必按照新平價兌現，決不再行提高日圓價值也。而於他方面，日貨之生產費，既因生產經營技術之合理化，以及工資之下落，而可維持較低之標準。有此種種因素，足使日本貨物，在國際市場，繼續廉價出售。故非一時之傾銷所可比擬。此在其他國家，尙可利用關稅壁壘，以資抵制。而在吾國，則竟僅此消極的自衛手段亦無之，此其一也。其他國家，僅受日匯過低之弊害。吾國則除日匯過低之弊害外，又受銀價騰貴，銀匯高漲之壓迫。日貨在吾國市場之售價，較在金本位國，尤爲低廉，此其二也。處此二種特殊情形之下，而欲發展國內產業，其困難不言可喻。假如日貨在吾國市場之廉價出售，屬於一時性質，則吾產業，尙有復蘇之機會。但按日貨之低廉，並非一時之傾銷，而具相當永久性質，故吾產業，勢必常在低廉之日貨壓迫之下，雖欲苟延殘喘，亦難支持也。

故欲苟延殘喘，勉圖掙扎，更進而期發展產業計，惟有貶低對外匯價。至少將國幣價值減去百分之五十。若是日貨在吾國市場之售價，可以提高一倍，吾國出口貨物，例如絲、茶、綢布等物，在外國市場之競爭能力，可以增加一倍。此外，生產與經營技術，亦須予以改進。生產費用，可以因此而減低。至於工資，則於現狀之下，已無減少之

可能。而不過勞動能率，則大有增加之必要。不過貶低匯價，唯有放棄銀本位制。銀本位制放棄以後，必須防止通貨膨脹，以免物價騰貴，前功盡棄。最近國內人士皆主膨脹通貨，以救經濟困難。此真令人大惑不解者矣。

二十四年七月十六日