

民國文獻資料叢編

民國
金融史料
彙編

殷夢霞 李強 選編

國家圖書館出版社



殷夢霞 李強 選編

民國金融史料彙編

第四十三冊

國家圖書館出版社

第四十三冊目錄

中央銀行月報

新四卷第一期	一九四九年一月		一
新四卷第二期	一九四九年二月		一四九
新四卷第三期	一九四九年三月		三〇九
新四卷第四期	一九四九年四月		四二一

報月行銀央中

新 四 卷 第 一 期 三 十 八 年 一 月 份

要目

經濟安定的條件·····	陳 桐
一年來之上海金融·····	李榮廷
日本通貨之今昔·····	孔昭深
戰後世界錫產的管制與貿易·····	黃 翼
美國援外對於美國經濟的影響·····	林國光
戰後各國黃金與美元之外流·····	周寶珠
國內經濟動態述評·····	
國際經濟動態述評·····	
國內及國際經濟統計·····	
中央銀行新三卷總目錄·····	

印編處究研濟經行銀央中

中上內上
華海政通
郵部社通
政政會局
登登明發
記理記明
認局登市
為執掌社
第一第(35)
額二一第
新四一第
開三八一
版三二一
新號號號

中央銀行理監事總裁副總裁及各局處長名錄

理事會

常務理事	宋子文	孔祥熙	張嘉璈	徐堪	陳行	陳其采
	陳輝德	俞鴻鈞				
理事	錢永銘	張羣	朱家驊	王寵惠	李國欽	宋子良
	席德懋					

監事會

監事	李銘(主席)	徐陳晃	熊式輝	顧頌華	戴銘禮	謝銘勳
總裁	劉攻芸	(兼理事會主席)		副總裁	陳行	
設計委員會委員	李駿耀	陳炳章	卞肇新	林維英	姚曾虞	
秘書處	處長	張度	副處長	范鶴言	曹克嵩	李辛陽
		張銳	黃祖耀			
稽核處	處長	李立俠	副處長	溫可樂	高方	武鎬
		王紹齊				
會計處	處長	金國賢	副處長	沈超	劉天可	
經濟研究處	處長	冀朝鼎	副處長	方善桂	滕茂桐	
人事處	處長	張大同	副處長	江叔遠	陳君敏	桑錫菁
業務局	局長	劉總裁兼	副局長	邵曾華	王紫霜	刁培然
		李復莊	吳長賦	陳述曾		
發行局	局長	梁平	副局長	田福璉	陳延祚	李振五
國庫局	局長	夏晉熊	副局長	王守素	陳希誠	李惕生
		余壯東	周舜華			
貼放委員會	主席	總裁兼	秘書長	林崇墉	副秘書長	方善桂兼

中央銀行月報

新四卷 第一期

目次

本刊各欄文字除標明為本行
文件者外均係作者及編者個
人之主張並不代表本行意見

論著

經濟安定的條件.....	陳桐.....(一)
一年來之上海金融.....	李榮廷.....(七)
日本通貨之今昔.....	孔昭深.....(二五)
戰後世界錫產的管制與貿易.....	黃翼.....(四七)

譯述

美國援外對於美國經濟的影響.....	林國光譯.....(五三)
戰後各國黃金與美元之外流.....	周寶珠譯.....(五八)

經濟動態述評

國內經濟動態.....	(六七)
國際經濟動態.....	(七〇)

統計提要

一、國內經濟統計

(七九)

1. 上海貼赤行情
2. 上海國外匯兌行情
3. 上海內匯行情
4. 上海統一公債行情
5. 上海股票行情
6. 上海及重慶利率行情
7. 上海票據交換所票據交換統計
8. 上海金融機構存款總額及其繳存中央銀行之存款準備金數額
9. 全國省市縣及商業行莊存款總額及其繳存中央銀行之存款準備金數額(月報)
10. 四行一庫普通存款餘額
11. 國家行局儲蓄存款數額及其指數
12. 國家行局信託存款餘額
13. 國家行局普通放款餘額
14. 四聯總處核定貼放款數額
15. 四聯總處核定貼放款數額(分類)
16. 上海各商業行莊匯兌數額
17. 國家行局庫匯入匯款數額
18. 國家行局庫匯出匯款數額
19. 進口貿易淨值(組別)
20. 出口貿易淨值
21. 進出口貨物價值(國別)
22. 上海基要商品零售物價指數
23. 上海生活費指數
24. 重慶二十二種基要商品零售物價指數
25. 昆明基要商品零售物價指數
26. 廣州基要商品零售物價指數
27. 上海出口商品零售物價指數
28. 臺北零售物價指數(國貨及外國貨)

二、國際經濟統計

(一一五)

1. 各國中央銀行及政府存金量
2. 各國中央銀行貼現率
3. 世界各主要國家公開市場利率
4. 各國鈔券流通量
5. 美元對外匯率
6. 世界主要國家零售物價指數(總指數)
7. 世界主要國家零售物價指數(分類指數)
8. 世界主要國家零售食物價格指數
9. 世界主要國家生活費指數
10. 各國商業銀行存款數額
11. 美國國際資本交易(按國別分類)
12. 美國國際資本交易(按型式分類)
13. 各國工業生產指數
14. 各國對外貿易淨額

中央銀行月報總目錄.....(一四〇)

論著

經濟安定的條件

陳 炯

作家們對於物價膨脹的解釋，和一般人對於物價的看法，大都似尚未完全超脫貨幣數量說的窠臼。

經驗證明：貨幣數量說對於物價膨脹病源的診斷，無甚補益；更不能指導我們開方配藥，來療治這個痼疾。我們要想確切了解當前經濟不安定的原因和治法，必先把我們的思想從這個學說解放出來。

貨幣數量說最粗淺的說法是：物價跟着鈔票發行額作正比例的變動。這種粗淺的說法，我們都知道它和事實不符。在物價膨脹的初期，物價固然常和鈔票發行額作正比例的增加，甚且物價增加的比例小於鈔票；但過了相當的時期，物價的增加，總是超過鈔票發行額的。以前，很多人根據物價增加的倍數，來懷疑當局所公佈的鈔票發行額有低報之嫌；實則發行額的低報與否是不能單拿物價增長的倍數來判斷的。

粗淺的貨幣數量說所以錯誤，主要是因為存款通貨和各種流通速率，都不是和鈔票數量作同比例變動。於是有人把它修改，於鈔票發行額外，加上鈔票流通速率，存款通貨數量，和存款通貨流通速率。修正的貨幣數量說是對的；特別是當鈔票和存款兩種流通速

率都作所得流通速率解釋的時候。但修正的貨幣數量說仍然有欠完善的地方。第一、修正貨幣數量說完全建築在需求總值上面，而忽略了其他影響物價的因素，例如匯率。這些因素在物價膨脹的後期，其重要往往不下於需求總值；所以，單根據修正的貨幣數量說，恐怕不足以完全解釋我們當前的物價膨脹。其次，即以需求總值而論，修正的貨幣數量說的說法，太過籠統了。貨幣（鈔票、存款）和它們流通速率的增加，（就算這些增加是物價變動的原因，而不僅是物價變動的結果），只不過是政府支出，人民消費，人民投資等等根本因素的反映而已。我們與其籠統的說：貨幣數量和流通速率的增加，使物價漲了一倍；不如分別指出擾亂物價的個別原因。而正因為貨幣數量說太過籠統了，它對於我們政策的決定，沒有什麼用處。嚴格的說來，根據修正的貨幣數量說，只能推出一種政策：限制發行和收縮信用。其餘如消費限制，降低利率，獎勵輸出等等政策，雖都以平抑物價為標榜，但它們的理論根據都和修正的貨幣數量說無涉。

此外，我們對於修正的貨幣數量說還有一點大要的批評。該說主要（非完全）是以閉關的社會做立論的對象，所以，有時不能用來解釋對外的經濟關係。例如增加輸入對於國內一般物價的影響，似乎便不能援用修正貨幣數量說來決定。輸入一方面減少貨幣數

量，但另一方面則增加交易數量因而增加貨幣的流通速率。貨幣數量的減少和流通速率的增加這兩種的作用是相反的；除非我們知道兩者之中那一種的勢力較強，我們是無法判斷輸入的結果是抑低物價還是抬高物價的。一種不大適用於對外經濟關係的學說，究竟是一種欠完備的學說。

然則，我們拿什麼來替代貨幣數量說呢？

二、

影響物價的因素約略可以歸納為四大類：（一）需求，（二）供給，（三）投機，和（四）匯率。這四類因素是同時並存的；但它們的主從關係，却隨時不同。我們可以根據它們的主從關係，把整個物價膨脹過程，劃分四個階段。一般說來，揭竿起義，首先擾亂物價的大概是需求。現代經濟學說對於需求的分析，至為詳盡，這裏可以借用。

需求總值是消費需求和投資需求相加之和。

消費需求可以分為兩項：（一）公家消費需求，這是中央，地方各層預算中關於消費的部份；（二）私人消費需求。私人消費需求數量主要視流動儲蓄（Liquid Saving）和可支配所得（Disposable Income）而定。如以本年為劃界線，則本年以前之儲蓄，預備在本年作消費之用的，是為流動儲蓄。至於可支配所得，則是本年的個人所得（Personal Income）減去租稅公債和本年儲蓄的差數。換句話說：私人消費需求是：流動儲蓄，個人所得，租稅公債和本年儲蓄四者的函數，但公債租稅一項，普通是和公家預算而非和私人消費相提並論，以後我們也跟從習慣。

投資需求同樣可以分為（一）公家投資需求，即公家（包括中

央政府，地方政府和公營事業）預算中關於投資部份；（二）私人投資需求；和（三）國際投資。所謂國際投資，我們可以根據國際收付平衡表來解釋。該表包含的項目，約略可以分成三大類：一、所得項目（Income or Current Account），包括（甲）貨物勞務，和（乙）單方交易（One-way Transactions），如僑匯、贈與、賠款等；二、長期資本項目；（三）短期資本項目，它的流動或因安全關係，或因各金融市場的利率有差別，或在抵補上述兩個項目的差額；國際間金銀的流動（供國內消費用的除外），政府外匯的動用，都包括在短期資本項目裏面。三種項目各有借（Debit）、貸（Credit）兩方，如貨物勞務中有貨方的輸出及借方的輸入之類。國際投資指所得項目的淨額，如所得項目的貸方超過借方，則國際投資為正號的（Positive），表示本國在外國投資；若反過來借方超過貸方，則國際投資為負號的（Negative），表示外國在本國投資。正號國外投資增加需求總值，故貨物的輸出和僑匯都增加需求總值；負號的投資減少需求總值，故輸入減少需求總值；餘可類推。

投資（無論由於公家投資、私人投資、抑國際投資）增加後，將間接增加消費需求，即所謂乘數效果（Multiplier Effect）是也，它的大小，要看人民的邊際消費傾向（即消費的增加對所得增加的比率）或邊際儲蓄傾向而定。

在理論上，我們不妨把若干商品當作一件複合的東西（所謂 A Composite Commodity 是也）看待，那麼我們可以說：物價膨脹過程第一個階段裏的特點是需求曲線因為需求總值的增加而向上移動。物價膨脹第二個階段特點則在供給曲線的移動。我們如果把複合商品的假定取消，而恢復實在的情形，即商品的數目無限，供求的分析法，仍舊適用，不過因為需求的着落點（Locus）不同，而各物的需求和供給彈性也不一樣，故個別物價的漲落有多少之別

罷。農產品的供給彈性比較的小，所以農產品價格的漲落特別利害，而在以農立國的國家，糧食的價格在物價膨脹過程裏佔着支配的地位。但我們無論採取複合商品的觀點，抑或採取個別物品的觀點，供給線移動的第一個原因是物價數量的變動。物價的來源不外下列三種：（一）前期存貨；（二）當前生產，和（三）貿易差額。貿易入超增加物價的供給，出超則減少物價的供給；故單從物價的數量來看，入超於平抑物價有利，出超則反是。

至於生產一方面增加物價數量，但一方面亦增加人民的收入；所以增加生產對於平抑物價是否有利，那就要看社會邊際儲蓄傾向（儲蓄增加對所得增加的比例）的大小而定了。邊際儲蓄傾向大，則增加的收入，只有一部份變成實際的需求，需求少過供給，常於平抑物價有利。反過來說，如果社會的邊際儲蓄傾向小，則增加的物資差可供應增加的需求，這樣一來，則增加生產對於平抑物價的有利程度是不會大的。照理，我國的邊際儲蓄傾向應該是屬於極低的一邊；所以，在我國而欲利用增加生產的方法來壓低物價，則必須做到兩件事：其一、生產必須大量的增加，把一點一滴的小效果積而成大效；其二、必須設法提高社會的儲蓄傾向。

以上尤假定增加生產所需的資金來自儲蓄，若資金係靠擴張信用或增發鈔票籌措，則將另外發生兩種結果，皆於平抑物價不利：其一、增加需求總量：如果資金來自儲蓄，則投資雖然增加，但消費同等減少，故需求總量沒有變化，但如資金靠增發鈔票，則一方面投資增加，但另一方面則消費沒有減少，結果需求總量增加了；第二、是增加貨幣的供給，由是引起利率的下降和投機的增加，這一點下文將再討論。

物資的數量如果可以自由增加，則物價將等於成本（生產成本或輸入成本）。成本中最重要項目是工資，於是有所謂工資物價

惡性循環說。根據這個理論，物價增加後，工資也跟着增加；工資增加，物價又必然再度增加；如是循環不已，但物價永遠寬在工資的前頭，正像地平線永遠寬在行客的前頭一樣。

工資的增加既然無法追上物價，然則工資按着指數調整對於工人的實際收入是沒有什麼好處的，而只刺激物價上升。不過，工資若不按指數調整，亦有困難；若任由物價上漲而工資不動，則工人的實際收入，勢將江河日下，況且，安定工資而不安定利潤，對於工人也欠公平，像這樣的矛盾各國都會遇到過；戰時，英國政府為安定經濟起見，堅決主張安定工資；但英國總工會則持反對見解，為解決這種對立起見，英政府只得採用釜底抽薪的辦法，用津貼來把生活費指數穩定，同時並開徵過額利得稅，來吸收戰時利潤，稅率提高到百分之十，用意都在剷除工人要求增加工資的藉口。英國戰時的生活費指數十分穩定；所以工資變動的幅度也很小。

假若物價繼續受着需求和供給的雙重壓迫，而不斷上升，則社會將逐漸養成投機的心態和習慣。投機是物價膨脹過程第三個階段的特點。這裏所謂投機是指廣義的投機，凡一切意在適應物價變動環境的行為，都包括在內。在物價膨脹時，投機行為可以大體分做兩類：一類是積極的投機，目的在利用現在和將來價格的差異來牟利，如囤積居奇，拒絕拋售貨物，增加投機性的存貨等行為都是；另一類是消極的投機，目的僅在保存幣值，到了極點，便發生所謂逃避貨幣（Flight From the Currency）現象。

投機固有所得，但亦有所犧牲；如果物價的上升率趕不上利率，則投機是不會發生的。在這種情形之下，借款投機固然不上算，即自己已有錢的人，因為放款更為有利，也不會從事囤積貨物。八九前我們所經驗的週期漲風，主要是利率和物價失衡所引起的投機現象。

我們上面說過，投資（消投同）的資金若靠增發貨幣來混注，則將發生兩重後果：需求總值和貨幣數量的增加。需求總值增加首先抬高物價；再加上貨幣數量的增加，壓使利率下降，投機更爲有利，於是物價再度上升。物價的升勢是累積的；一則因爲物價的上升繼續拉寬利率和物價的差額，再則因爲物價的上升，影響人民對於物價的預期。不過，漲風也不是漫無止境的；物價上升到了一定的程度，人們將會相信它已漲無可漲，於是開始改變對於物價的預期，同時交易數量和物價的增加，也將增加對於貨幣的需求，因而提高利率。等到利率的上升率追上物價的上升率，漲風自會停止，物價開始下跌。但物價的下跌，在人們的心目中，也有一個最低的限度，「看跌」的心理改變之後，物價當可享受短期間的穩定，若適於此時貨幣數量和需求總值又告增加，則如火如荼的漲風必又再起。事實上，利率和物價常循着相反的方向變動，利率低則物價漲，利率高則物價跌，和上述的理論正相符合。

消極投機的極點是逃避貨幣，到了逃避貨幣的現象發生，法價貨幣已經逐步失掉它「貯藏價值」(Store of Value)的功能了；更進一步——也就是物價膨脹的第四個階段——法價貨幣又要喪失它做「價值標準」(Standard of Value)的功能。到了這個時候，被用來做價值標準的，當然不是法價的貨幣，而是外幣、黃金、白銀、米麥等東西；其中，外幣尤爲通用，所以我們可以說物價膨脹的第四個階段是受着外匯價格的支配，不過這裏所謂「外匯」是廣義的，包括金、銀、米麥及其他一切用來做價值標準的東西。根據匯率來釐訂價格，起先限於少數物品（指非進口品；進口品當然是根據匯率定價的），但以後適用的範圍將愈來愈廣。不過訂價的標準固然是匯率，但交易仍然使用本國貨幣；所以，以本國貨幣計算的物價，將如影隨形，跟着匯率變動。

據 Brechani-Turroni 教授的研究，第一次歐戰後德國物價膨脹的結果如下：「在初期，馬克的對外價值，主要受馬克在國內購買力下跌的支配。」換句話說，購買力平價說適用於物價膨脹初期的德國；但後來物價和匯率的因果關係剛好相反，Brechani-Turroni 教授繼續說：「到了後來，馬克的對內和對外購買力似乎主要決定於美元對紙馬克的兌換率。至於美元兌換率則因（國內購買力以外）其他原因而變動；兌換率變動引起國內購買力的相對變動，不過反應不是立刻的，是以對外的購買力常低於對內的購買力。」

八一九以前，我國很多地方已經在採用「外幣」（廣義的）做價值標準了，如：廣州之採用港幣，漢口、貴州及其他內地省份之採用銀元，昆明之採用盧比，和上海之採用黃金美鈔都是。而米的被採用也很普遍。不過，這些「外幣」對於各地物價支配的程度，也有深淺之別；現在試一分析八一九前夕上海物價和美匯黑市的關係。

我們所用的資料，是中央銀行經濟研究處搜集的；該處把每日批發物價指數、出口物價指數、和黃金、白銀、麵粉（兵船牌）、豆油、白糖、食鹽、棉紗（廿支雙馬）、棉布（十二磅龍頭細布）、烟煤、股票（永紗）等每日的行情，用半對數紙劃成曲線。我們在分析的時候，採用最粗淺但輕而易舉的方法，即用透明紙把美鈔黑市曲線描出，而覆在每張物價的圖表上去作比較，而分別記明下列三點：

(一)變動的先後：美鈔領先用「+」，美鈔落後用「-」，兩者同時用「O」。先同時，後落後，則先寫「O」後寫「+」，如此類推。

(二)變動的方向：兩者方向相同（同時增加或同時減少）用「+」，兩者方向相反（此增則彼減）用「-」。先相同後相反，則先寫「+」，後寫「-」，如此類推。

(三)變動的比率：美鈔變動比率較大用「+」，物價變動比率較大用「-」，兩者變動比率相同時用「=」。先同後大，則先寫「=」，接着寫「+」，大小相間用「+」，如此類推。

關於卅七年二月至四月的情形，我們比較所得的結果如下：

卅七年二月至四月				卅七年五月至八月			
變動	方向	比率	批發	變動	方向	比率	批發
+	+	+	出口金	+	+	+	出口金
+	+	+	黃白麵粉	+	+	+	黃白麵粉
+	+	+	豆油	+	+	+	豆油
+	+	+	白糖	+	+	+	白糖
+	+	+	食鹽	+	+	+	食鹽
+	+	+	紗棉	+	+	+	紗棉
+	+	+	布棉	+	+	+	布棉
+	+	+	煤煙	+	+	+	煤煙
+	+	+	水紗	+	+	+	水紗

從上面的表，我們可以得到三個結論：(一)美鈔和物價變動的方
向大體是一致的，只有在一個短期間內食鹽價格會有過方向相反的
變動，而烟煤和豆油價格的一上一下也只大處和美鈔相同；(二)
美鈔和物價的變動大體是同時的，我們很難說美鈔領導物價上漲，
也不容易說物價領導美鈔上漲；(三)美鈔變動的比率有時和物價
相等，但超過物價變動比率的時候居多。

再看卅八一九前夕卅七年五月至八月的情形：

卅七年五月至八月				卅八年一月至三月			
變動	方向	比率	批發	變動	方向	比率	批發
+	+	+	出口金	+	+	+	出口金
+	+	+	黃白麵粉	+	+	+	黃白麵粉
+	+	+	豆油	+	+	+	豆油
+	+	+	白糖	+	+	+	白糖
+	+	+	食鹽	+	+	+	食鹽
+	+	+	紗棉	+	+	+	紗棉
+	+	+	布棉	+	+	+	布棉
+	+	+	煤煙	+	+	+	煤煙
+	+	+	水紗	+	+	+	水紗

本期和前期一樣，美鈔和物價變動的方向，幾乎完全一致；變動的

比率還是美鈔較大，這表明物價的粘性較大；但本期和前期有一個
顯著不同的地方，在前期美鈔和物價的變動大體是同時的，到了本
期美鈔沒問題在領導物價（金價在內）上漲。這個結論，很是重要
；因為它表明在八一九前夕，我們的物價膨脹已經到了受匯率支配
的階段，八一九以後的情形，時有變動。

但支配匯率的因素是什麼呢？當然不是物價，而是外幣的供求
。國際收付平衡表裏面貨方的項目（輸出、僑匯等）使匯率上升；
借方的項目，則使匯率下跌；故匯率的升降，要看所得項目的淨額
是正號的（貸方超過借方）抑是負號的而定。假使所得的項目淨額
是負號的，則匯率應該下跌，但如長期資本項目淨額的數量是相
等，而符號則是相反（正號即向外國借入），則匯率可以一時不致
變動，不過，短期資本項目的存在表示這種平衡狀態是不穩定的，
所以，從匯率的觀點來看，國際收付平衡項目裏最重要的項目是短
期資本。不過，外幣攜帶方便，而且可以做保存幣值的工具，因此
對於外幣的需要，雖在國際收付平衡表之外，但應計入。

一種貨幣喪失了它做價值標準的功能以後，早晚要繼續喪失它
做交易媒介的功能的。到了那個時候，一種貨幣便告完全崩潰，但
崩潰的過程是緩慢的，因為無論那一種貨幣，總不會一下子完全喪
失它做交易媒介的功能。

三

上面對於物價膨脹的分析，如果沒有錯誤，則穩定經濟有十一
種因素需要控制，就是：私人消費、公家消費、私人投資、公家投
資、國際收支差額、滾存貨物、當前生產、貿易差額、生產成本、
投資和匯率。我們更可融合上述十一個因素歸納成為穩定經濟的六
項條件如下：

- 一、供給需求相等；
- 二、儲蓄投資相等（投資指私人投資）；
- 三、預算平衡（預算包括中央、地方、及國營事業的消費支出和投資支出）；
- 四、成本安定；
- 五、投機絕跡；
- 六、匯率穩固。

四

物價指數證券的問題，在於實行，現在撇開實行問題不談，而根據本篇的理論來研究一下指數證券和物價的關係，藉以說明本篇所述的理論，也可用作分析問題的工具。

假定舉辦指數證券的初步影響是提高利率則就供需的平衡來講，指數證券將增加消費，因為它提高利率，增加個人所得；又將減少生產，因為高的利率窒息投資；這兩點都使供需不平衡。但反過來，指數證券將增加輸入，因為人民的所得增加後，他們對於舶來品的需求也將增加，即所謂輸入傾向（Propensity to Import）是也；同時，利率提高，增加人民的儲蓄傾向，因而增加生產對於平抑物價的效力：這兩點都於供需的平衡有利。拉勻來講，指數證券對於供需平衡究竟是害是利，不容易一言斷定。

從儲蓄投資的平衡來講，則指數證券在抬高利率之後，將削減投資，提高儲蓄傾向；但因國民所得減少，儲蓄的絕對數字將增加抑將減少，不容易判斷。如果儲蓄的絕對數量不變，則因投資減少，儲蓄投資將更接近平衡。

財政方面，指數證券提高利率將增加政府利息的支出，但如推行有效，則借款的收入，當可超過利息的支出，故財政不敷的數額可以減少。

利率提高的結果，當然要增加生產成本。

指數證券使利率永遠和物價的上漲率保持平衡的關係，一方面使投機無利可圖，另一方面又替游資找到出路，所以，它是打擊投

機最有力的武器。

關於匯率方面，指數證券既鼓勵輸入，必將壓低匯率；但從另一個觀點來講，指數證券使人民有保存幣值的工具，減少對於外幣的需要，可以改善匯率；後面一個勢力，應當強於前者。

現在把指數證券上述各種影響，列表如下，以清眉目。

安定條件	
(一)供給需求	提高物價
(二)儲蓄投資	減少生產增加消費
(三)財政平衡	增加利息支出
(四)成本安定	增加成本
(五)投機絕跡	壓低匯率
(六)匯率穩固	指數證券提高利率，雖然增加成本，但上文說過：利率高時物價反跌，這一點證明利率經由成本對於物價的影響，不如它經由打擊投機對於物價影響之大。此外無論從儲蓄投資、財政平衡、匯率穩定那一方面看，指數證券對於平抑物價也都是有利的；僅係對於供需平衡一方面，它是利害參半而已。

指數證券推行而有效，則利率將隨同物價下跌，所以，在此一個階段裏，指數證券的影響應和上面的分析適好相反。不過如果工商界習慣了以實際利率來做他們行動的標準，則上面所述物價指數的各種影響，有些是不會因名義利率的下跌而變動的。

現在再舉一個例，應用本篇的系統來分析促進輸出對於物價的影響。這種影響可以分開三個方面：第一、需求；促進輸出增加需求總值。第二、供給；促進輸出減少供給；以上兩點都增加供給需求，於物價的平抑不利。第三、匯率；促進輸出改善匯率，於平抑物價有利。所以，促進輸出對於物價有利有不利；我們應否採用促進輸出政策，那就要看物價膨脹到了什麼階段，在上述物價膨脹的第四個階段裏，穩定匯率自然是最緊要的企圖；但在其他階段裏，則促進輸出反會增加平抑物價的困難。

復說一句，本段目的非在鼓吹指數證券，也不是在反對促進輸出，我們不過借這兩個例來說明本篇所述的系統的應用方法而已。

一年來之上海金融市場

李榮廷

一 總論

過去一年來，上海金融市場，隨國內政治，軍事及財政局勢變化，變動之激烈，殆十餘年所未有，與金融市場，有密切聯繫者，莫過於財政，財政的赤字膨脹，截至本年八月十九日，法幣發行額，已達六百萬億元，而上海批發物價水準，截至八月中旬為止，已逾五百五、六十萬倍，在八月十九日改幣前夕，法幣之發行額，與日俱增，物價之上漲率，則朝夕數倍，彼時幣制改建，固缺乏有利條件，然如不改行新幣，法幣之膨脹率，將至無法計算單位之境地，故改幣一舉在經濟上，雖認為不容樂觀，然如不用政治手段改幣，財政，經濟乃至軍政政治諸方面，亦統無出路，撫今思昔，這一回改革幣制，一言以蔽之曰：「令人啼笑皆非，欲罷不能」，幣制既經改革矣，因為客觀的條件不具備，硬性限價，收兌金鈔之結果，游資泛濫，苦無出路，而物價搶購風潮，於焉發生矣。十一月一日限價開放後，物價如脫韁之馬，不可收拾，十一月十一日金圓券貶值五分之四，外匯放長之結果，物價應漲而未漲，此非經濟原因，乃由於軍事失利使然，十一月廿一日金銀存兌辦法開始，游資被存兌金銀所吸引，物價再度回軟，其中經濟的原因較小，而時局的因素較大，大家爭兌金銀，為便於逃難攜帶便利，十二月廿四日金銀兌換風潮擴大，政府被迫停止，而物價狂瀾，又死灰復燃，平心而論，物價之漲勢，阻礙於時局戰穩定之秋，縱不停兌金銀，物

價靜極思動，乃勢所必然，試看新鈔票，不斷發出，而發行總額，自十一月份起，已不再公告，通貨膨脹趨勢，再度恢復法幣時代之舊態，物價如果長此只跌不漲，時局前途，更不敢預測。吾人決非欲頌通貨膨脹，與物價上漲之樂於觀派，然野衙大局，物價止跌回漲，至少對目前時局的看法，具有相當有利的因素，誠不可否認。

回顧一年來之上海金融市場，波濤洶湧，千變萬化，實難捉摸，無已，僅就新舊幣存廢前後，分為兩個階段，並分別就①一年來財政金融法令之演變，②一年來中央銀行之業務動靜，③一年來之銀根與利率變動，④一年來之存放款業務，⑤一年來內匯業務及資金南流，及⑥一年來之外匯行情等六項，分別略述如次，以示不忘云爾。

二 一年來財政金融法令之演變

一月一日財政部通令，各商業銀行莊，在同一地區，增設臨時辦事處，應視為增設分支機構，依照銀行法第十五條之規定，先行呈部核准，發給營業執照，方得開始營業。至銀行附設儲蓄部，信託部，如由銀行部選出，另立門面營業，亦應先呈報核准。關於銀錢行莊準備金之繳存，財部會依據銀行法之規定，並參酌當前實際情況，規定實施辦法六項，自本年一月一日起實施，嗣以其中公債庫券抵繳準備金一節，恐抵充準備金之現金，一旦流出，對於市

場，影響必巨，特再明令暫緩實施。一月七日國府明令修正省銀行條例第二、四、五、十及十四條，省銀行直隸於省政府，（不再隸屬於省財政廳）以一省一行為限，省銀行之資本，由省庫撥給，並得由縣市公庫，參加公股。一月九日頒行救濟特種辦法十八條，全國分區辦理，總額十萬元，以有資產百元以上之自然人，為募集對象。同日，國務會議通過，本年上期總預算案，歲入五十八萬億元，歲出九十六萬億元，不敷三十八萬億元，今後地方財政自給，中央將不再津貼。一月二十五日財部通令省市銀行，與商業銀行莊間，不得訂立通匯契約，已訂立者，應即日清結解除。一月二十六日財政經濟兩部會令上海證券交易所，對經紀人資本，前經規定，最低應逾五千元，現以市場動盪，股價增高，為保障市場安全及利益起見，各經紀人資本額，最少應增至五萬元，限文到之日起辦理，並於三個月內，增資完竣，逾期吊銷執照。又對經紀人之身份保證金，應自五千元，增至二萬元，限文到之日起實行，於一個月內辦竣。財部為防止資金集中滬粵兩地，特於二月三日訂定各地對上海、廣州兩地匯款及運現管理辦法：（一）匯款及運現，均不得超過兩億元，違者將其超過額，送交當地中央銀行專戶存儲，發給三個月定期存單，到期發還，此項規定，對銀錢行莊一律實用。（二）逾額匯款，必須逐日詳報呈核。本辦法自二月二十一日起實施。行政院張院長於二月五日在立法院報告法幣發行總額，在本年一月底止，尚未超過三十五萬億元，其後，蔣主席向國民大會報告，法幣發行總額，截至三月底尚不足七十萬億，六月初，王財長雲五，向立法院報告，法幣發行總額，截至三月底，尚不足七十萬億，六月初，王財長雲五，向立法院報告，法幣發行總額，截至五月底止，已達一百三十五萬億，由此可知，發行額，每二個月，約增加一倍左右。二月中旬財部對儲蓄存款準備金，改訂繳存辦法，

與普通存款準備金合併，統稱為銀行存款保證準備金，自本年度起，每月調整一次，暫以繳存現金為限，分別報繳當地中央銀行或其委託行辦理。二月十六日財部為限制票據抵用，訂定四項辦法，通令遵行，其訂有抵用契約者，一律於六月底以前停止。財部於三月十三日頒行東北流通券行使兌換辦法，自三月十七日起實施，東北流通券一元，合法幣十元，入關旅客，攜帶東北流通券准在山海關及北平兩地，中央銀行兌換法幣。立法院於三月十三日院令通過交易稅條例，共九條，稅率按交易所總收益額百分之六計徵。江海關奉財部令，自三月十三日起，凡入國境，隨身攜帶之黃金，每人以關秤十兩為限，外幣以美金一百元為限，超過數額，應向海關登記，於入境之日，照市價向中央銀行兌換法幣，三月十八日訂定匯款限用真實姓名，辦法五項，通令施行。三月二十三日財部通令嚴禁各行莊以支票辦理匯款，以免游資集中滬市。三月二十六日國務會議通過，發行短期國庫券，券額分一千萬、五千萬、一億、五億，及十億元五種，該券為不記名式，期限為一個月、二個月，及三個月，月息五分，由中央銀行在公開市場發行。三十六年短期庫券，財部下令於三月二十六日停止募銷，美金公債，仍繼續募銷。四月四日行政院規定取締證券遞延交割業務，至四月五日起停做，以後業務，以現貨交易為限，經紀人場外交易，決吊銷執照，自此令公布後，滬市華股現還十八種，全面慘跌，咸一蹶不振。財部四月十五日令，自四月十六日起，以「元」為記賬最小單位，以省手續。四月二十日財部重申限制攜帶金飾進出口令，外國來華旅客，每人攜帶自用金飾，不得超過三十公分，出國旅客，每人攜帶金飾，不得超過七五公分，其超過數量，應沒收充公。當日票據不得抵用，現決定自六月一日起實施，但經收妥或照票無訛者，不受限制。五月三十一日財部修通券一元，合法幣十一元五角；（三）東北流

正公佈東北流通券行使及兌換辦法：(一)東北流通券，停止發行，法幣出關行使；(二)東北流通券與法幣兌換比率，定為東北流通券，匯入關內各地，准按照關內各地法幣，匯至上海辦法一致辦理；(四)旅客入關，攜帶東北流通券，准在設有中央銀行地方，按照關內各地，攜帶法幣至上海之限額，向該行按照比率，兌換法幣。

六月廿日票據有條件恢復抵用，金管局已核准試辦。七月四日滬金管局奉財部電令，以外股買賣，有違外匯管理條例，爰加以禁止，市場得訊，一致下瀉。七月八日，四聯總處核定，國家行局放款利率，分為兩種：(一)國策貸款，月息八分五厘，合掛牌市息三分之一，(二)業務貸款中，(A)出口及交通公用事業，月息一角五分，約合掛牌市息之百分之六十，(B)工礦生產事業，月息一角八分，約合掛牌市息之百分之八十，(C)民生日用必需品運銷事業，月息二角，約合掛牌市息之百分之八十以上，各行局向中央銀行辦理轉抵押，重貼現及轉押匯，國策貸款部分，較原定利率，減少月息二分五厘，業務貸款中，出口及交通公用事業較原定利率，減少一分五厘，工礦生產事業，較原定利率，減少一分。七月十二日，各省銀行之國庫資本，已由行政院決定，劃歸省財政廳。七月十九日起，法幣在東北各地，以一·五元比一，與東北流通券同等行使。七月廿日四聯總處通過，定貨貸款及收購成品處理辦法十條，交中央銀行貼放委員會執行，收購對象，限定為日用必需品，審核貸款，以增加生產為原則。同月廿二日，四聯總處通過各行局辦理信託投資注意事項共六點。七月廿七日，政院公布偽資及國人在外資金投資國內生產事業申請辦法共十一條，但事實上，不易收效。八月二日，滬金融管理局長，由中央銀行貼放委員會秘書長林崇墉氏兼任。同日，總統頒令，修正海關進口稅則，將奢侈品及非必需品稅率提高。八月十二日總統公布本年下半年總預算，普通歲

出入均為三百廿三萬餘億元，但特別預算，則未公布。八月十九日，政府改革幣制，實行金圓券，全國金融業，奉令臨時停業兩天，至廿二日開業，而津、滬兩地證券交易所，則奉令停止業務，截至年底，尚未開業，綜計在改幣前，法幣額額，已達六百萬億以上。九月四日公佈外幣兌換處理辦法共十二條，將外幣債條，一律換成新金圓公債，並延長其償還期限，同日又公布法幣公債處理辦法，共十條。金圓券發行準備監理委員會公布，自八月廿三日起，至八月終止，全國金圓券發行總額，為二億九千六百八十一萬七千二百零一元四角。九月十一日財部公告取消法幣時代之匯款攜現限制辦法，惟對出入國境者，只准攜帶金圓每人廿圓。九月卅日政院會議通過收兌金鈔，延期一月，至十月卅一日為止，收兌白銀及銀元，准延期十一月卅日止。十月二日金圓券發行監理會公布，九月份發行總額，為九億五千餘萬元，內只收兌金銀外幣支出，即占六億圓，國庫及其他支出，約占二億餘圓。十月四日，政院核定事業機關自備外匯使用原則。十月六日政院通過撤銷四聯總處，並於十月底結束，所有該處業務，由財部及中央銀行接辦。十月八日財部公布商業銀行增資現金部分，繳存中央銀行動用辦法，共五條。十月十三日政院接受立法院決議，着手編製下半年追加預算。十月十六日政院分別公布自費生留學結購外匯規則十四條，華僑回國興辦實業獎勵辦法十項。十月十六日政院通過自備外匯進口貨物申請輸入辦法，共五條，同日復通過華僑投資國內生產事業輸入辦法共十四條，暨該辦法之實施細則共十四條，十月廿日修正公布短期國庫券發行條例仍交中央銀行繼續發行。同日政院通過廠商行號資本額折算金圓變更登記辦法共廿一條，即日公布施行。十月廿七日政院公布金圓輔幣鑄造行使辦法共九條，同日財部規定「中央銀行結售出國旅行零用外國幣券證明辦法」共六條。十月廿九日財部公布「審

陽等地對國內匯款及運現管理辦法」五項，集中由中央銀行辦理，其他行局，一律停做。十月卅一日政院臨時會議通過，放棄限價政策。十一月二日金圓券發行管理會公布，截至十月卅一日止，金圓券發行額，共十五億九千五百餘萬元。此後發行數額，即不再公布矣。十一月三日翁文灝內閣承認政策失敗，決定總辭職。十一月十日王財長雲五辭職，改由徐堪繼任財長。十一日政院通過批准金銀外幣持有，惟仍禁止流通買賣，金圓券對金銀外幣兌換率放長，黃金每兩一千圓，白銀每兩十五圓，銀幣每元兌金圓十元，美鈔每元兌金圓廿元，計貶值五分之四。十一月十六日總統明令公布國庫法共卅二條。十一月十九日財政部公布存款兌換金銀通則，存款定期一年，按週息二分計息，兌金分五錢、一兩、三兩、五兩及十兩等五種，不足黃金五錢者，兌換銀幣。自十一月廿一日起，先在京、滬、渝、穗、漢、平、津等七地舉辦。十一月廿一日政院通過輸出入聯鎖制辦法。十一月卅日財政部補充規定，各商業行莊增資之現金動用辦法，凡承做一個月以上之抵押放款，其資金不足時，可動用增資現金。十二月一日政院修正通過管理外匯條例二十二條，同日，又通過管理進出口貿易辦法廿五條。十二月三日立法院例會修正通過短期國庫券條例共八條。滬金管局奉令規定，自十二月九日起，凡赴港、澳兩地旅客，每人以攜帶金圓一千元為限，超過時，予以沒收，赴廣州者，每人以四千元為限，超過之數，強制存入央行，三個月後發還。金銀存兌辦法實行以來，日趨擁擠，形勢嚴重，自十二月十日起，改變辦法，限制每人只准兌黃金十兩。又前經政院會議通過之整理公債條例十六條，業經十二月十一日立法院會議三讀會通過，總額共五億二千三百萬圓，將以之掉換舊有各種外幣債券。十二月十五日政院又修正黃金存兌辦法，將每人存兌數額，由十兩改為一兩，成人須憑身份證，每三個月申請兌換一次，但仍未

能遏阻擁擠狂潮，卒於十二月廿四日起，暫行停兌。十二月十六日財政部擬定無證自備外匯進口貨品處理辦法四項，採用差別待遇，以期損益平均。同日政院公布管理進出口貿易辦法共廿五條，根據進出口連鎖制原則，由輸出入管理委員會執行之。十二月廿九日，滬金管局將奉財政部訓令，為鼓勵行莊吸收存款，存放款利率，得隨時由公會議定。十二月卅一日立法院會議通過「國營事業管理法」共卅八條，同日並通過前經財政部擬定，政院會議通過之管理外匯條例廿二條，至此立法程序完成，新外匯管理方式，並依之為準據矣。

三 一年來中央銀行之業務動態

中央銀行於去年十二月卅一日正式發行五千元國庫券，流通市面。中港金融協定，自一月五日起實施，該協定係上年八月十五日簽訂，其內容要點有三：①我國主要出口貨物，運港轉口須呈繳「COB」修正式證明書，證明該貨由中國製造運香港所得之外匯，業經售給，或訂明將售給與中國指定銀行，否則，香港政府，不准轉運出口；②自即日起，香港政府，禁止攜帶國幣五百萬元以上之現鈔進出；③凡由香港駛華之船隻，其貨單，必須經由香港政府，加蓋鈐記。此項辦法，對防止走私及資金逃避，雖不無相當効力，然究非澈底辦法。國家行局收購廠商成品辦法，業經四聯總處核准，自二月二日起實施，至七日止，各廠商可自由申請，此為去年底停止貸款後，於二月中旬前，對廠商之特殊臨時變通貸款辦法，計共付出金額一千〇一億元。中央銀行為減輕各商業行莊之成本負擔起見，自二月中旬起，對存款準備金利率，前已由週息二分，提高為四分，茲再參酌實情，一律改為週息五分計算。又該行舉辦之同業定期存款，原定月息八分，因市場暗息增高，提為一角二分，至其存款單位，仍為一億元，期限七天，並未變更，再該行對