

中國抗日戰爭史料叢刊

1023

主編
虞和平



國家出版基金項目
NATIONAL PUBLICATION FOUNDATION

社會·民衆問題和運動

社會經濟月報（第二卷 第六至十二期）
社會經濟月報（第三卷 第一期）



大象出版社

中國抗日戰爭史料叢刊

1023

社會
民衆問題和運動



大象出版社

虞和平 主編

社會經濟月報（第二卷 第六至十二期）
社會經濟月報（第三卷 第一期）

社會經濟月報

農村復興委員會委託研究

民國二十四年六月

第二卷 第六期

中華郵務局特准掛號認爲新聞紙類

社會經濟調查所

社會經濟月報

第二卷 第六期

目 錄

金融恐慌的原因與救濟辦法提要	谷 春 帆.....	1—16
上海地產之今昔	章 乃 器.....	12—16
商業承兌匯票之意義與實施	金 國 寶	17—20
匯價與物價之統計的研究	姚 慶 三	21—25
我國地方財政之一個分析	賀 渡 人	26—40
農產物價跌落之各方面	李 濤 淑	41—61
統計附錄	穆 祥	62—77
(一) 上海躉售物價指數表		
(二) 華北批發物價指數表		
(三) 上海公債股票市價指數表		
(四) 中國國際貿易統計表		
(五) 中國現銀進出口統計表		
中國經濟指標圖		
(六) 上海銀錢業拆息按月平均表		
(七) 上海銀錢業票據交換概況表		
(八) 上海各銀行發行銀元鈔票數額表		
(九) 上海中外各銀行銀存統計表		
(十) 上海現銀移動按月分析表		
上海金融市場指標圖		
(十一) 各主要市場金銀價格按月平均表		
(十二) 英鎊美金法郎匯價比較表		
(十三) 上海對外匯價按月平均表		
金銀與匯兌圖		
(十四) 中國農產品輸出貿易指數	編 者	
(十五) 上海農產品躉售物價指數	編 者	
關於復興農村之消息	編 者	78—88

金融恐慌的原因與救濟辦法提要

谷 春 帆

(甲)金融恐慌的原因

(一)數字上的證據 金融恐慌的現象，在實業界方面是感覺銀錢業不肯融通，資金不敷周轉，有破產的危險。在金融界方面是感覺放款危險，放款數額已經到了現有準備的最大安全限度，不便多放；尤其因為已放的款呆滯不能收回。所以實業界覺得只要資金豐富，便可以渡過難關，金融界也覺得只要準備充分增加，未嘗不能增加放款來救濟市面。兩方都覺得籌碼不敷；普通人也以為籌碼不敷是金融恐慌的真正原因，而不想再進一步去問籌碼何以會不敷，或者竟冒失地斷定籌碼不敷是因為現銀外流之故。

在過去兩年中，中國現銀確實流去不少。但是直至現在，在金融恐慌的高潮下，上海存銀，比之一九二九年(世界經濟恐慌的前夜)還要多出百分之三十五。比之一九三一年(中國經濟興旺的一年)也要多出百分之二十二。其實數如下；(根據中外商業金融彙報)

年份	上海中外銀行庫存總額(單位千元)	比數
1929	240,260	100
1930	261,956	109
1931	266,188	111
1932	438,339	180
1933	547,446	228
1934	334,997	139
1935(三月)	324,199	135

這樣說來，存銀既然不會減少，而經濟界只覺到存銀之不敷，顯然其原因是經濟界對於存銀的需要增加了。在一九二九年一九三一年以較少的存銀足以周轉的經濟界，現在非要較多的存銀——多至百分之二十二或百分之三十五以上的存銀——是不敷周轉了。

實業界的活動，有賴於金融界的放款。平常庫存現金增加，則放款也可以增加。去年度各銀行放款額，共計多少還沒有綜合的數目。從一九二九至一九三三年，各華商銀行的放款總額如下：（根據中國重要銀行營業概況研究）

年份	放款總額(千元)	比數
1929	1,221,940	100
1930	1,420,541	116
1931	1,633,905	131
1932	1,661,911	136
1933	2,023,180	166

這幾家放款銀行的庫存現銀總額如下(根據重要銀行營業研究¹)

年份	庫存額(千元)	庫存額 比數	放款額 比數	庫存一月份/前 一月份放款數的計
1929	139,532	100	100	\$ 8.75
1930	156,430	112	116	\$ 9.10
1931	194,281	139	131	\$ 8.25
1932	253,352	182	136	\$ 6.55
1933	305,138	216	166	\$ 6.65

銀行庫存，固然不是單純作為放款用的。上面這種比較或許過於簡單，然而却很可以看出一九三二年及一九三三年銀行放款雖增加，而現銀準備却更高(註)。一九二九年至一九三一年(經濟興旺時期)一元現銀可作八九元放款，而在一九三二年以來，只能放六元半左右。顯然銀行放款的數量比之存銀是減少了。

產業界得到金融界的放款，便用來在市場上周轉。我們沒有周轉率指數；可以表示周轉遲速的，便是錢業及去年來銀行聯合準備庫的票據交換額。其數額如下。

年份	票據交換額(百萬元)	票據交換額比數	放款額比數
1929	16,861	100	100
1930	21,465	128	116
1931	26,986	160	131
1932	17,729	105	136
1933	13,811	82	166
1934	15,561	92	

(註) 庫存現金對各項存款的準備率1929為6.6，1930為6.0，1931為6.9，1932為11.1而1933為12.7。前四年係根據十五家銀行計算之數，其間蔣洲君我國銀行資產負債之分析(中央銀行月報三卷三期)。末一年為根據重要銀行營業研究所補算。來源不同，不能直接連續比較。

如將票據交換額與銀行放款額比較，顯而易見，一九三〇及一九三一兩年票據交換額比放款額增加得快，一九三二及一九三三年票據交換，非但沒有增加，反而跌落了。換句話說，一九三〇及一九三一年少數的放款額，因周轉快而做到多數的交易，一九三二及一九三三年多數放款額而只做到極少的交易。如此說來，很明顯地，籌碼不敷的原因，不是因為銀存不敷，而是因為放款需要較高準備之故；不是因為放款緊縮，而是因為放出去的款周轉不暢之故。因為準備高，周轉不暢，貨幣呆滯，所以覺得放款少，銀根緊，通貨缺乏。百萬款項一月周轉二次便有二百萬的用途，如其二月周轉一次，便只有五十萬的用途。一九三〇及一九三一年以較少存銀可以周轉的經濟界，現在存銀多而反覺不敷者，正是因為通貨不通之故。

吳承禧君「中國的銀行」第四一頁載有十三家銀行活期放款與定期放款的比例。在一九二九年前定期放款的比例，最低35.5%，最高43.5%。一九二九及一九三〇兩年特別減低，但一九三一年以後定期日增而活期則相對減少。

年份	活期放款	對放款總額%	定期放款	對放款總額%
1929	594,672,055	68.86	268,939,709	31.14
1930	669,012,582	69.50	293,623,136	30.50
1931	651,224,672	61.11	414,433,419	38.99
1932	621,470,344	58.52	441,087,634	41.48

一九三三及一九三四年各行綜合的數目，現無可考。把中國銀行作個例子，則

1933	125,844,576	40%	189,133,690	60%
1934	184,187,435	48%	197,761,116	52%

這種種各別的數字，統統證明，用為通貨準備的現銀一部分已經死去，因為金融界放出去的款項死的多了。金融界的放款死去，因為市場上流通的貨幣及信用死了。市場上流通的貨幣和信用為什麼會死，這唯一的解答便是因為市場上流通的貨物死了。

貨物的流通，有賴於買主的購買力。我在“Silver at Work”這本小冊裏，曾計算一九三〇年以來，中國國民購買力的減少。並且將票據交換額（代表生產）和鈔票發行額（代表消費者的購買額）來比較，證明一九三〇年以來生產界的活躍正達到一般枯癯的消費者。茲將其比例的數目列在下面：——

年份	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
買辦交換額指數(註)	100	103	124	137	100	82	92
鈔票發行額指數：							
連中央銀行在內	100	100	101	89	67	71	81
不連中央銀行在內	100	96	98	82	60	59	66

(註) 各項指數均經將物價變動影響及長期趨勢除去

生產界在一九三〇及一九三一兩年有高度的活動，一九三二以後便進入恐慌時期。但消費界則便是在一九三〇及一九三一兩年，也不會充分興旺。有生產而沒有消費。一九三二年以後的衰沈，一九三四年以來的恐慌，都是有因有果的自然法則。根本上就不是一個單純的籌碼多寡問題，而是經濟組織本身是否康健的問題。

(二)恐慌的來源 一九三〇年銀匯大跌，進口物價劇烈上漲。本來與外國進口貨競爭而不能發展的本國工業，因為高物價的刺激，頃刻之間，飛黃騰達起來。在一九二九年製造品中的消費品價格比之原料品僅高百分之二(用一九二六年作基期比較)，比之生產品僅高百分之八。一九三〇年消費品價格高於原料品百分之二十，高于生產品百分之十五。這樣比航空獎券還要穩妥有利的消費生產，誰不想趁這千載一時的機會來幹一下呢？其結果便是一九三〇及一九三一兩年上海國貨工業之勃興。然而反過來說，消費品價格之高，便是原料品價格之低。生產消費品的人，不能不將所生產的消費品出賣給原料品的生產人。而原料品的生產人偏偏是受到價格跌落購買力減少的農人，偏偏又是占全中國人口百分之八十的農人。其結果就可想而知了。

中國是極度貧乏的國家。在一九三〇年及一九三一年上海的消費品工業生產者拼命要想生產發財的時候，那裏來的資本呢？這便是現時被人咒詛而當時被人歡迎的金融界的功績。在篇首所列的數字中，我們顯然可以看到銀行放款額，比之當時的銀存額，更迅速地增加了。換句話說，當時銀行界曾經把少數的銀存額，來支持一個更大的放款額了。在正當的經濟發展過程中，生產資本是蓄積來的。而我們的生產資本却是從短期借款來的。這樣，生產者的情形，從最初就不利。既要負擔狠重的利息，又要負擔這時清償的責任。除非他們所生產的消費品能以高於種種利率地租的利潤率來出賣，並且能夠充分地出賣以得到償債的總數，則這種局勢顯然不能持久。困難的情形從一九三一年便

已著明了。銀行放款額增加的速率比存銀額減退了。放款中的定期部分增加了。表示着工業界對於債務不能履行的困苦，和銀行資金不能靈活應用的煩悶。

原料品的價格繼續跌落，農民的購買力繼續減少，內地社會的生活程度繼續降低，工業生產者便愈加沒有出路。在此時期，銀匯價又飛漲起來。兩重交迫之下的物價，便迅速下降。在生產狂熱的時候，房租翔貴，地產價一日千里。金融界惑於黃金時代之好夢，根據當時的價格，接受商品及地產為押品而放款。現在物價落，工商業無力取贖押款，（便是有力恐怕也不願取贖），最後金融界便不能不成為預付高價壘批收盤存貨的好主顧。尤可憐的是金融界手中的地產，出賣既無購主，不賣又恐其跌價，於是形成一種欲罷不能之勢。直至最後而窮困俱窮，生產者的工廠，機器，設備，土地，已製成之商品，未製成之原料，一切化為金融界之資本。在生產者方面，除聽憑金融界接收盤頂外更無辦法，而在金融界則活資俱成死貨，死貨又日日跌價。雙方交困。

(乙)救濟辦法提要

(三)整理之必要 簡單說來，經濟界的病困在內的由於利息太重，生產成本太高，生產能率太低，物價高低不平均，在外的則更由於匯價上升物價下落，外國貨的競爭大兇。金融界被生產界害了，而生產界亦被金融界累了。現在的情形，不單是需要救濟，還需要整理。大概說來各國在這次經濟衰沈期內，也全是救濟與整理，同時進行的。

歐美各國在這次經濟衰沈期內曾屢次減低利率（我意思是指長期利率說。至於金融恐慌發生後，短期利率騰貴，是一時間的現象）。政府債券利率自二厘三厘以上不等。我國債券利率，雖曾減低一次，但於長期投資利率，不生關係。銀行業為吸收存款計，相率提高利率，近來雖有一二行減低者，大抵仍是極高。政府為了軍費債務費的支出，幾乎連印度人的印子錢都願意承借。在這種局面下，要想減低利率，顯然先要有平衡的預算，不要把政府的力量，來搶奪民間生產的貸本。存款利率要減低，然後放款利率可以減低。中外長期投資利率的差異，恐怕不止百分之十。而生產界要得到百分之十的利潤，已經是很不容易的事了。生產界與金融界過去既然彼此為投機的迷夢所惑，現在既然彼此為過度的債務所累，便應當爽快地承認以前的錯誤，設法改正。沒有清償希望的

呆賬應當減除，過高的利率，應當削低。如此辦法，對於工商界及金融界的資本自然要減削。然而這種資本，本來是根據着過去三年前不相稱的高物價而膨脹來的，自然應當在收縮之列。並且不如此辦，也不會更有好處。工商業負債破產，金融資本一樣要削弱，還是早些自動磋商核減，倒或者可以蘇息一些。

有許多受一九三〇年物價上漲刺激而生產的工商業，其生產成本以當時的物價為根據，與國內農產物價不能相應。如其國內農產物價相當提高以後，仍舊不能相稱時，這種生產成本，便有改正之必要，而生產能率過低的，尤其不能不清理整頓。我們對於民族工業，固然有維護的必要，但對於生產組織太不上軌道生產率太低的產業，也不能太予姑息，否則人民的生活程度反而被他壓低。減低工資或者是很困難的事情，但是減低利息減低地租之外，便只有極力提高生產效率。這次經濟衰沈中逐漸恢復的各國，其生產效率，差不多均大有增加。例如德國每人每小時之生產率指數一九二九年為100，一九三二年為116；瑞典則由100進為111；美國由100進為124（一九三三年）（均見World Economic Survey 1933—4）。而管理效率，也有注意改良的必要。

（四）兩種不同的救濟主張 針對了經濟界困苦內在的原因而定的整理辦法，如減輕利率，減輕生產成本，提高生產效率，是多數人可以同意的。對於物價高低不平均一層，在我以為是金融恐慌經濟衰沈中的一個重要罅漏，應當設法糾正，經濟界方才有重返平衡之望。但也有人很不注重這一點。若說到經濟界困苦之外來的原因——匯價上升，物價下降，外國競爭——要用什麼方法來救濟，則意見便不同了。大概說來，可以分做兩種。一種主張貨幣貶值，一種主張統制貿易。從我說來這兩種主張，不是根本上不相容納，或者可以說僅是施行先後的問題。因為兩種辦法，統是有利有弊的。不過那一種利輕害重，則見仁見智各人不同。我覺得貿易統制其害較輕，其效較確，所以我贊成先從統制貿易上入手。到得統制貿易此路不通，然後實逼處此，再來將貨幣貶值。無論統制貿易及貨幣貶值，其目的不外乎（一）避免銀匯漲落的風險，（二）平衡國際收支以免現銀流出，（三）限制進口刺激出口，（四）提高國內物價。現在把這四種目的，和兩種方法來比較討論一下。為便利起見再把貨幣貶值分為國外貶值（匯兌貶值）及國內外同時貶值（減低成色）。

(五)兩種方法對於救濟效驗之比較

(1)銀匯漲落，對於國內物價的影響太大。所以中國一定要使其物價脫離銀匯漲落的風險，否則其前途的困難無有止境。銀出口平衡稅雖然收了，但中央銀行沒有充分執行的力量，匯價還不能脫離銀價的關係。（據聞中央銀行因為市場資金緊急，故銀價漲其他銀行匯價放長時，他也不得不放長。否則人人以外匯向中央求售，甚至外商銀行亦來賣匯而中央窘矣。）要完全脫離銀價漲落的風險，惟有在國際間切實脫離銀本位。（時人所議採用金本位或依英鎊安定匯兌，倒是澈底辦法，可惜以暴易暴。）如其僅僅將銀幣貶值——削減銀幣成色——則銀幣的匯價，仍受銀價的支配。只要我們有力量充分施行平衡稅的話，銀匯與銀價本應絕緣。如其平衡稅不能有效，私運不能禁止，則減低銀幣成色，僅有暫時減低匯價之效，而無避免銀價漲跌風險之效。萬一銀價更漲不已，勢非第二次減值不行。且成色減低，則舊銀幣之私運愈有利。（除非政府對舊銀幣准許其中水流通，如此則有兩種價值標準，而市場紊亂可想。）所以減低成色不是絕對有效辦法。我在本刊前期曾主張用伸縮關稅來中和銀匯上落的危險。所議辦法是好是歹，乃是另一問題。主張的焦點，是對於匯價下跌而進口貨價賤的貨品，加征一種伸縮稅，以抵沖匯價下落的惡影響，使國內物價不至於被迫降低。如其單就保護國內物價不受進口貨價壓迫一點來說，伸縮稅率的經驗，恐怕比貨幣貶值還要確實些。（至於增加的關稅，終極由誰負擔，那是另一問題，貨幣貶值的負擔者又是誰呢？）其壞處，從經濟方面說，各種貨品須定各種稅率，似乎太麻煩，沒有貨幣貶值那樣簡單爽快；而從外交方面說，恐怕有很大的阻礙。這是國家主權問題。照現在這種局勢，國幾不國，改訂關稅固然困難，恐怕貨幣貶值也會有人抗議阻撓吧。

(2)要明白貨幣貶值或貿易統制來平衡國際收支，究竟那一種比較確實有效，可以先察看一下國際收支的內容。現有國際收支估計，支出方面有形貿易支出佔總支出百分之八十以上。除去進口貨的支付以外，其他百分之二十，便是政府外債及外人投資利得匯回之款，此外還有些零星小款。收入方面，出口貿易的收入，在東三省未失以前，佔全體收入百分之七十左右，東三省已失以後，尚佔百分之六十左右。其餘只有華僑匯款是大宗；很可憐的外國在華軍事費也不少。總括起來說，中國國際收支之平衡，百分之

六十以至八十，有賴於國際貿易之平衡。而貨幣貶值的結果，如下節所述，恰恰有增加入超之可能。支出方面的外債本息，也要加多，而收入方面的華僑匯款，却不見得因此增加。外人投資也不是貶值貨幣所能招攬的。所以貨幣貶值的結果恐怕國際收支愈不平衡，現銀愈有流出之必要，而金融恐慌也愈深。貿易統制既然直接從貿易上求其平衡，自然沒有這種毛病。貨幣既不貶值，反因銀匯提高之故，入超減少（理由見下節），外債本息減少，現銀流出，可望停止。貨幣信用恢復，而後未逃之資本放心不逃，已逃之資本，放心歸來。

（3）用貨幣貶值來限制進口數量，固可望其有效，因物價貴則進口自少也。（不能不進口之貨物，姑且不計。）但數量之減少，係以物價之上升為條件。數量雖少，物價則漲，故進口貨物之價值未必一定減少。一九三〇年及一九三一年銀匯大跌時，進口貨物價值均漲高。一九三二以後三年，銀匯漲高時，進口價值亦減少。故貨幣貶值使入超多而貨幣漲價使入超少，此為最近數年之實地經驗。用貨幣貶值來刺激出口，理論上有此一說，但過去經驗則未能證實此理論。反之物價漲時（同時是世界經濟好轉時）出口反稍有起色。各國之貶值幣值者頗多，其經濟之恢復者亦頗多，然大多均為國內市場之恢復，或數個國家經濟集團（如渥太華會後之英帝國）內市場之恢復，國際貿易日減一日，似未受貶值貨幣之刺激而生色。至於用統制貿易來限制進口，甚至可以從寓禁於征的關稅政策過渡到直接管理貿易數量的 Quota 或 bilateral bargains，當然要比貨幣貶值來得確實。但其缺點對於出口貿易並無幫助。我以為照中國這樣廣土衆民的國家，國內市場當然要比出口市場重要。如其出口業需要幫助的話，採用津貼辦法也可以。（免除出口稅是當然的）許多人反對用貿易上的保護或統制辦法——自然這種辦法不是絕無流弊的——乃至引用了自由貿易論者反對保護關稅的舊理論來說，如加稅後不能再減等等說法。這固然是至理，然而國權保護的時候，難道中國偏不要保護不成？保護關稅自有保護關稅的作用，不是貨幣貶值所能代替的。在貨幣貶值的各國中，英國經濟恢復，似乎最穩定。從一個極端自由貿易的國家一轉而為極進步的保護關稅國家，我想不是沒有關係吧！

（4）最後來說提高國內物價。這一種才真是減低貨幣成色門當戶對的好觀事。（有

時報章上主張貨幣貶值的論文，似乎並不含有提高國內物價的意思，而只想使貨幣在國際間貶值。兩者之目的，實不盡同。英國之脫離金本位，是壓低匯價的辦法，而美國之減低金元成色，則係提高國內物價之辦法。中國今日受物價跌落之害甚深，故減低幣值以提高國內物價，未嘗非切當之舉。（惟論者又多欲減低幣值以扶助出口業，此則又與提高國內物價衝突。匯兌貶值，理論上有扶助出口之效。若欲減低貨幣成色以扶助出口，則必須設法防止物價之上升，）但今日之害，不單在於物價之落，而在於物價下落之不勻。如物價平均下落，其意即為幣值普遍高漲，其過程不致劇烈，亦不致有害於生產界。惟其升降不勻，而後升降劇烈，而後有害。故普遍提高物價，雖可減少經濟界重債之負擔，而萬一各種物價均以同程度提高，則不平均之物價，高者愈高，低者愈低，而物價不平之害將愈著。故我意與其提高物價，不如調整物價，使高低之間，恢復相當比例，則彼此生產交換，可以有利。現在之低價生產者，可以恢復購買力。現在之高價生產者，乃有銷售之可能。欲達到此目的，則減低貨幣成色明屬無用。

貿易統制或關稅政策亦不能有調整國內物價高低之效，但對於因受進口貨競爭而致跌價之物品，則可藉關稅政策而提高售價，因此也可間接影響其他有關係商品的售價。但其效驗究不確實，不能作為調整國內物價的對症藥。美國的救濟農業法案，Processing Tax 的辦法，工業法規(Codes)的施行，全含有調整國內物價的意思。英國在一九三三年有農產品銷售法案(The Agricultural Marketing Act)，用政府補助來提高農產品價格。德國也有提高關稅，減輕賦稅，及調節產銷以提高小農產品售價之辦法（均見World Economic Survey 1933—1934，其施行細則未詳）。這些立法的最重要原理，便是將社會上比較最享樂的消費階級的收入，抽取出來，來補助社會上比較最困苦的生产階級，其方式儘有緩急迂回之處，其原理初無二致。中國工業的困苦已甚，而農民的困苦尤甚。農民負擔極重的賦稅徭役附捐借征乃至租課息金中牙酬側，各地政府以其收入，好一些的來修建馬路改良市政，移急切待用之農業資本，來辦理都市之消費建設。壞一些的來供養政客官僚軍閥流氓，獎勵動亂反以破壞生產。現在政府對於農村復興，已注意提倡。根本之道，固須注意水利肥料種子等等來提高生產能力，而減輕租稅，疏有通無亦是刻不容緩之舉。庶幾農民購買力可以增加，而工業產品乃有消路。物價如趨

平衡，則劇跌之風亦可挽住。中國將來之必須逐漸工業化，固屬甚確，然中國之工業化，決不能脫離農業之改良。現在農村資金，這樣奇窘，雖然吸收了一部分銀行資金，到農村去投資，然而比較着農村流入都市的資金，真是微乎其微。在最近的將來，我們似乎不必憂慮農村之發展，會侵奪了工業資本之蓄積。他非但不會阻撓工業化的進行，而反是工業化過程必要的階段。

(六)兩種救濟辦法對於工農業之利害 農產品中一部分是為出口市場生產的，自然不需要征收保護稅，然而貨幣貶值則對於這些農產品的進口，一樣也提高進口價，因之一樣會提高國內生產的價格，匯價落時出口物價也會上漲便是明證。農產品中一部分是與進口農產品競爭的。加收保護稅或貨幣貶值同樣會提高售價，因之同樣會增加用這種農產品為原料的工業成本。農產品中又一部分純為國內市場消費，既不出口，亦與進口農產品無衝突。其他產品加收保護稅與之不生關係，但因間接影響而致提高價格。如減低貨幣成色，則此種農產品之絕對價格，可以提高；然其他高物價之工業品亦同樣提高，故此種農產品之價格變成相對的低落。

工業生產方面，出口工業而利用外國原料製造的，當然對於進口原料及進口之同種類工業品不需征收保護稅。但貨幣貶值則不能分別而有增加生產成本減阻出口之害。出口工業而利用本國原料製造的，當然也用不到保護稅。貨幣貶值使一切物價上升，對於這種出口間接也是有害無利。供給國內市場之工業產品，如用進口原料製造而無進口同種類貨品與之競爭者，當然也不用保護稅。貨幣貶值在這種地方有增加原料成本之害。如與同種類進口洋貨競爭者，則原料進口應減稅而成製品進口應加稅。貨幣貶值辦不到。供給國內市場之工業品，用國產原料製造如與進口洋貨競爭者，應加稅；不競爭者不必加稅。工業產品而兼用國產及進口原料或兼供國內及國外市場者，便應當權衡工業與農業方面利害的輕重，而酌定折中的稅率或折中的 Quota。統制貿易關稅政策對於這種複雜的利害，尚不能面面顧到，貨幣貶值更辦不到。為明晰起見，可繪圖以表示上述情形。（圖中僅說加稅，當然加稅與統制進出口是一而二而一的。）

產品	農產				工業產品											
	出口		國內		出口				國內							
市場	無		有		無				有				無			
有無競爭	無		有		無				有				無			
生產原料	可稅		非但稅		國產				進口				國產			
應否加稅(或統制)	以不妨礙消費為度		免稅		可以度稅不為礙				無稅				原料稅			
貨幣貶值	以外幣計以國幣價為適用		適用		以外幣計以國幣價為適用				原料價漲				原料價漲			
	以外幣計以國幣價為適用		適用		以外幣計以國幣價為適用				原料價漲				原料價漲			

這樣一種複雜的情形，而用貨幣貶值簡單地來處理，自然不能完全適用。而稅率輕重，須有等差，貨幣貶值，不分皂白，這還是圖中所不能表示的大毛病。所以從純經濟的立場上想，減低貨幣成色不如減低貨幣匯價，減低貨幣匯價不如統制貿易伸縮關稅。統制貿易伸縮關稅而不用貨幣貶值政策則可，減低幣值而不用貿易政策來輔助補救則不可。歐美各國有竭力維持幣值而統制進出口貿易者，有單獨削貶幣值而放任貿易者。我國金融組織，不甚健全，減低匯價既不能充分收效，削減成色又有諸種危險。從純經濟的立場上想，尚以從貿易方面設法為比較穩妥。至於政治上的困難，如何解除，或不能解除而不得不採用比較冒險的貨幣政策，這是政府當局的決擇。經濟學者終希望不要以政治上的難易，作違背經濟上利害的事情。然而無論用何種方法來救濟，內部的整理，還是根本上切要之圖，在高度金融恐慌之下救急辦法，固然唯有寬放信用，暫渡難關。但信用之力有時而窮，寬放不已，必致泛濫，終不能不從根本上整飭起來。

廿四，六，十九。

上海地產之今昔

章 乃 器

在『一二八』事變之後，我就時時替上海的地產擔憂。有一位地產家反對我的意見，他很樂觀的告訴我：上海的人口並不會因為『一二八』事變而減少；而且，近萬宅的開北房屋被燬了之後，他們只好遷到租界裏來。我那時回答他：倘使市面這樣的衰敗不去，一家住一宅的只好退下來兩家合住一宅，一個人占一間房間的只好退下來兩個人甚至三個人合佔一間房間，人口不減少又有何用？

以後事態的發展，大體是不出所料。所以，我在去年一月號本刊『民國二十二年國內金融之回顧』一文內，寫了下列的一段：

『此新興之金融業，將仍致力於地產之投機乎？則地產之在今日，空屋日多，收益日薄，交易日滯；其危險已若虎尾春冰』。這種危險，到現在可說是暴露無遺了。

★ ★ ★ ★

上海的發展是畸形的發展，這是誰都知道的；然而，某一部分畸形的發展，一般人都都不了解。我在『上海底兩個證券市場』一文內，（見本刊二十三年七月號）曾經指出：在華的外商，已經建立起來他們的資本市場——衆業公所，因而能得着低廉的資金；華商因為沒有能夠建立起來自己的資本市場，所以依然是呻吟在高利貸資本之下。事實上，上海地產過去的發展，就依賴着外商資本市場的勢力。

金融的意義，僅僅能流通還是不夠的，還要能周轉；周轉就是俗語『兜得轉』的意思。在一個金融制度完善的國家，中央銀行做了周轉的中心——象循環系中的心臟一樣，而證券和票據做了周轉的工具。普通銀行承受或者抵押下來證券，可以向中央銀行轉抵押，貼現下來票據，可以向中央銀行轉貼現；或者可以用證券或者票據做保證準備，向中央銀行領用兌換券。這樣，普通銀行就可以兜得轉了。中央銀行一面用轉抵押或者轉貼現的方式，向普通銀行通融資金，一面在準備金集中的方式之下，吸收普通銀行的游

資；往往對甲銀行通融，立刻變成乙銀行在中央銀行的存款——因為甲銀行所需要的通融，就是為支付乙銀行的交換尾數之用的，這樣，在中央銀行不過是一轉帳之勞，並沒有喪失牠的資金，而甲銀行已經得着了資金的通融，甲乙兩銀行間的債權債務，也已經解決清楚。只有在國際收支入不敷出的情形之下，中央銀行才必須喪失牠的資金。

上海過去的情形是怎樣呢？在半殖民的經濟組織之下，外商銀行是負起來一大部分中央銀行的任務；而外商銀行所認可的周轉工具，就是『道契』和外商產業證券，只要你手裏有道契或者上海電力公司和上海電話公司一類的債券，資金的周轉往往不成問題。錢莊股東只要能拿出來道契，錢莊就決不至於周轉不靈；銀行或者錢莊受押下來道契，一旦需能資金，馬上可以拿到外商銀行裏去轉押。在那個時候，道契的地位，幾乎和別國金融市場裏的第一流票據或者證券差不多，成為上海金融市場上數量最大而流通最易的信用工具。

地產要成為流通性最高的信用工具，這本來是舉世所無的怪事，是畸形發展中最畸形的一種現象。這種現象的成因，是因為上海租界的主人翁——外商，企圖運用他們的資金，企圖造成租界的虛偽繁榮，然而不願意有一個足以發展中國國民經濟的金融市場；所以，他們在開發一個他們自己的資本市場之後，只有半有意半盲目的向地產方面開展。而附庸式的中國金融資本，也沒有智識去發展票據貼現業務，以完成一個現代的銀錢市場，同時更沒有智識去發展產業證券的發行，以完成一個現代的資本市場；反而追隨在外商資本之後，為地產推波助瀾。因此就形成當時地產高度流通的稀世怪象。

在一九三一年以前的幾年中間，上海地價差不多是每天跟着銀價的下跌而高漲。然而，同時房租的收入，並不能比例的提高，所以，收益就一天一天的下降；公共租界中區地產的收益，有的竟跌到年息三厘以下。那時外商銀行雖肯以低利受押地產，但是利率終還在年息五六厘之譜，高出收益甚多。在這不合理的情況之下，上海地產就必然的向着下述的兩種方向發展：（一）投機的買入，只求在短時期內賣出取得很高的利潤，而不計及利息的負擔；（二）建築高樓，以求收益的增高。前一種投機的危險，是很明白的；而後一種建築的發展，也形成了地產本身的矛盾——因為，高樓的建築必然要引起房風的過剩，而造成地價的跌落。