

THE  
INFLATIONARY  
SPIRAL

# 通胀螺旋

1939 中国货币经济 1949  
全面崩溃的十年

张嘉璈一著

于杰一译

The  
Experience  
in China  
1939-1950



? 国民政府的法币改革  
是成是败

? 抗战期间中国为什么  
会陷入恶性通胀

? 法币同黄金 / 美元储备  
之间是怎样的关系

? 中国现代金融业的  
早期发展留下了什么教训

中信出版集团

# 通胀螺旋

1939 中国货币经济 1949  
全面崩溃的十年

张嘉璈—著

于 杰—译



THE  
INFLATIONARY SPIRAL

The Experience in China  
1939-1950

图书在版编目 (CIP) 数据

通胀螺旋: 中国货币经济全面崩溃的十年: 1939-1949 / 张嘉璈著; 于杰译. -- 北京: 中信出版社, 2018.10

书名原文: THE INFLATIONARY SPIRAL: The Experience in China, 1939-1950

ISBN 978-7-5086-9356-9

I. ①通… II. ①张… ②于… III. ①通货膨胀-货币史-中国-1939-1949 IV. ①F822.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 186463 号

The Inflationary Spiral by Chang Kia-NGau

Copyright © 1958 by The Massachusetts Institute of Technology

Chinese translation copyright © 2018 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED.

本书仅限中国大陆地区发行销售

通胀螺旋——中国货币经济全面崩溃的十年：1939—1949

著 者：张嘉璈

译 者：于 杰

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承 印 者：北京画中画印刷有限公司

开 本：880mm×1230mm 1/32

印 张：15

字 数：296千字

版 次：2018年10月第1版

印 次：2018年10月第1次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书 号：ISBN 978-7-5086-9356-9

定 价：68.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题，本公司负责调换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

## 本书所获赞誉

1958年7月15日,《华尔街日报》

这本书应立法和行政人员人手一册。如果“真正”的教育要延伸到社会科学领域的话,那每一位大学生都应该阅读。

1959年11月30日,《经济学人》

这本书以客观的态度陈述事实,作者认为,中国经济的瓦解是导致政治与军事整体崩溃的诱因;而期间的恶性通胀,则是国民政府垮台的直接原因。从战前对经济的过分乐观,到战时的供求失衡,再加上国内的政治角力,国民政府此间始终没有长远的经济规划,只是头痛医头、脚痛医脚,始终无力回天。国民政府1948年8月发行金圆券收购民间黄金、美钞,结果民心尽失并节节败退。作者在战时、战后均担任过政府要职,并一度担任中央银行总裁,但书中未论及任何个人。本书对研究近代史和经济学的读者均不可或缺。

1959年5月6日,《英国国际事务》

显然,经济的不稳定让国民政府失去信用。因当局事前未能清楚地认识到这一点,到最终既不能也不愿意采取果断措施,将金融财政问题纳入

正轨，政治和经济的全面崩溃已无法逆转。总之，经济繁荣是政权稳定的前提……作者主张应全面公开财政预算和金融管制措施，这样不仅可以保证货币制度健全，直接促使经济稳定，也可以间接稳定社会秩序。

#### 1959年9月，美国《金融杂志》

这本书中的反思虽然是事后之作，但这些教训足以引起各国政府关注。作者作为经济学家，反对政治力量控制财政金融系统，对通货膨胀尤其深恶痛绝。作者认为国民政府在这本书内容记录期间并没有改进财政金融的基本策略，只是对生产、物价、工资汇率和国际贸易采取了直接且不适宜的全面统制，却并没有综合考虑当时的内外部环境，治标不治本。

任中央银行职位之人，  
必须品性纯洁无瑕，  
而且具有丰富的银行经验，  
你二者兼而有之，不必怀疑。

——约翰·M. 凯恩斯 1945年6月10日给张嘉璈的建议

## 推荐序一

中国在“二战”前几十年的经济发展中，有一代银行家和金融家发挥了至关重要的作用，张嘉璈（1889—1979）先生是他们中的翘楚。

1916年，张先生在中国银行上海分行担任副经理，他带头拒绝袁世凯迫使各大银行停兑的要求，此举让张先生在全国声名鹊起。袁氏的动议当时如果成功，那将在中国切断纸币同白银储备之间的联系，从而开启政府强占银行白银资产、纸币通胀的大门。

通过稳健诚信经营及成功地维持客户的存款价值，在没有政府支持或监督的情况下，张先生和其他银行家使得中国几家主要银行成为动荡的20年中金融稳定的基石。公众对这些银行家及其银行的信任度逐渐提升，从而加速了私营银行纸币对金属货币的替代。由此导致的交易成本下降推动了中国的商业化并减少了国内贸易壁垒。这些变化促进了中国经济增长，中国的人均收入水平因此在1937年之前的几十年间有所上升。

管理得当的纸币有助于促进经济增长，但纸币过度发行则会摧毁经济活动赖以存续的制度。1935年，南京国民政府控制了包括中

国银行（张先生已担任其总经理）在内的主要私营银行。两年后，日本的全面入侵迫使政府从首都撤离，同时也被迫放弃了曾提供大部分财政收入的沿海地区。

没有了税源，蒋介石政府随即通过发行纸币以填补税收下降和支出增加之间的缺口。张先生的书（原本用英文写就，今天才有中文版示人）用简洁通俗的语言阐述了因此引发的通胀形势下的中国政治经济。关于这段历史，我在匹兹堡大学的同事、已故经济学家周舜莘教授（1915—2001）有一本专业性更强的著作：《中国的通货膨胀，1937—1949》（哥伦比亚大学出版社，1963）。

身为战时中国的交通部部长，张先生的著作围绕着官方举措和政府财政展开讨论，阐述了通货膨胀的起源。即便如此，我们从书中能够看到，作者认识到通货膨胀对普通居民生活的灾难性影响，因为投机比农业或制造业更有利可图，而当农民因为担心食品价格可能超过棉花价格而放弃棉花种植后，纺织品生产则陷入了停滞。

这本书是张嘉璈先生精通企业财务和公共财政的证明。后来的中国领导人得益于张先生的洞察力，使其民众免受失控的通货膨胀之苦。那些陷入通胀深渊的国家——比如最近的津巴布韦和委内瑞拉——应该思考书中所述的经验教训。

除了支持战前经济增长并留下有关中国通货膨胀的宝贵历史记录外，张嘉璈先生与当时的金融家同行一道，强化了中国的金融诚信文化，尤其是在上海地区，这种文化经受住了战争、恶性通货膨胀和苏联式经济规划的考验。在1982年访问上海期间，我遇到大隆机器厂的代表，大隆机器厂是一家成立于1902年的设备厂，1933年



有工人 1 300 名，1971 年的员工数达到 4 300 名。他们在谈到全额并及时偿还银行贷款的重要性时使用了这样的语言：“维护我们的信用评级。”这不仅是我在 1949 年以后的论著中没有见过的，也是在此前与中国接待方交流过程中没有听到过的。这种思想是所有市场经济的精髓，也体现了张嘉璈先生的思想传承。

托马斯·G. 罗斯基  
美国匹兹堡大学教授  
2018 年 7 月

## 推荐序二

# 中国经济问题之“由来”

1958年，美国洛杉矶洛亚拉大学访问教授张嘉璈先生，将其记录、研判中国抗战及内战时期货币经济恶化及崩溃总情势的英文手稿，交予麻省理工学院出版社出版。60年来，这部出自中国前银行家、前政府经济阁僚、中国恶性通胀亲历者之手的详细记录，成为西方学界解析20世纪40年代中国货币经济总溃败最权威、经典之作，被广为引用，且奉为圭臬。

在国内，旧中国的恶性通胀一直被定讞为政治溃败的“并发症”，并不被视为“独立的”经济事件，也便无须做“纯粹的”经济解释，更谈不上运用“西方”货币经济理论阐述，故此，张嘉璈先生的作品在国内不免鲜为人知，引用者更是凤毛麟角。“同一著作，两样光景”似乎折射出“同一历史，两张面孔”。然而，毕竟“……困扰并最终葬送国民政府的通货膨胀现象背后的基本经济状况”，才是历史的本来面目。

今日来看，这本书所做的观察、分析与总结，不仅是权威的经济文献，更是弥足珍贵的历史文献，照亮了对整个20世纪中国货币经济历史的理性认知。深入研读这部著作，有助于拓宽中国货币经

济历史研究的国际视野、深度与广度。更为重要的是，对整体把握与全面认识中国货币经济的渊源助益良多，对认知当下形势尤显重要，不可或缺。



本书系统性地阐述了 1939—1949 年中国恶性通胀及其所导致的货币失败与货币经济崩溃的“基本经济状况”，实证地分析了政府的反通胀政策。作者坦陈：“……如果不解决第一部分罗列的那些基本问题，通货膨胀现象就很难遏制。”概言之，“那些基本问题”亦即“总需求超过了总供给”。这无异于宣称，长达 10 年的政府反通胀政策，并不能解决根本问题，也终不能免于货币的失败与货币经济的崩溃……

书中论述的“总供给不能满足总需求”的矛盾，其症结依然不失其货币本质，彼时中国之货币经济正处于国际性“梗阻”，及为克服这一梗阻而进入的“现代货币经济转型”之中。

19 世纪中叶，世界发起了“货币大分流”：西方列强及其殖民地都先后确立了金本位制，中国却致力于建立自身的银本位制。这实际上是“固定汇率”与“浮动汇率”的货币分流。中国币制改革的“银本位”目标，即为在全球金本位制下的“固定汇率体制”中造就一个“浮动汇率”之“银本位制”。银本位制（即浮动汇率制）十分脆弱，原因在于，全球货币体制只能存在一个固定汇率体制，金本位的确立意味着白银等的“去货币化”，沦为价格浮动的国际商品。

中国银本位的货币体系因此是建立在价格浮动基础上的，将因国际银价的剧烈波动（特别是银价走高）而极其脆弱：银价高企将直接冲击货币基础，造成白银外流，导致通货紧缩。无论是否建成银本位制，白银货币经济的本质没有变化，其浮动汇率的脆弱性也不会发生改变，政府当局又缺乏抑制白银外流的管制措施和监管能力，中国的白银货币经济因此面临着极为强大的国际银价（或然性）上涨所带来的致命“外部冲击”，这是国际性的“货币梗阻”。

为了顺应中外货币情势，改变这种被动局面，晚清以降，中国当局皆在谋求币制改革，并渐趋形成了“先银本位制，再金汇兑制”的货币转轨渐进主义方略。

1929—1933年的“大萧条”是人类经济史上第一次全球性的经济衰退，史无前例的全球通货紧缩促发了“颠覆性”的全球货币变革，历史性地将黄金逐出货币体系，瓦解了“金本位”，进入管理通货和外汇管理时代。作为重大社会经济历史事件，大萧条在经济上塑造了美国的国民性，而解释大萧条时宏观经济的“圣杯”，探求大萧条的货币冲击及其遗产亦应是理解中国经济现代化的重要出发点。

从1933年白银危机到1948年法币崩溃，中国货币经济的现代转型历时16年，是在最为不利的历史条件下和极为恶劣的国际环境中发生、发展的。作者以现代西方经济理论对中国恶性通胀做总结分析，并没有将发行纸币本身作为有可能导致货币失败的根本动因，但事实上，这确实是已历数个世纪的中国白银经济日趋衰败及至“行钞”失败的历史绝唱。

以“大历史”的视角来看，法币改革及其失败，无疑是所谓的

“纸币的回归”。大萧条破坏性地推高了全球银价，动摇了中国经济的货币基础，截断了中国渐进“银本位”的币制改革路径，迫使政府实行急进的货币转型，奉行“纸币本位”。如果说“废两改元”是从容不迫并水到渠成的话，那么，法币改革则是在外力致命冲击下应对白银危机的“急就章”，亦即采外汇本位制之纸币发行，实施白银去货币化。中国货币经济同时也步入了连绵战事与不断恶化的通胀胶着叠加的不归路。全面抗战爆发，军兴不断，法币已然财政性发行，类近于史上“行钞”。历史上几次大的“行钞”，都导致了王朝财政瓦解乃至国祚崩殒。本书记录的中国恶性通胀所导致的货币失败，同样终结了国民党政权在大陆的统治。国民政府赢得了抗战胜利，输掉了反通胀之战，接下来，输掉了内战，更彻底地输掉了货币。

法币改革是一场分水岭式的货币变革，将“(传统)旧经济”的总根子(即白银货币体系)拔除了，但在播种“(现代)新经济”的货币种子(即管理通货体系)方面最终陷于失败。这一失败带来了巨大而持久的社会经济困难，使得国民经济最终成为政府计划和行政管理对象，从而改变了20世纪中国社会经济的性质与走向。

从这个角度，本书是整体性认识、理解与把握中国货币经济现代转轨所不可或缺的经济和历史文献。

## 二

1933—1948年中国经济的核心问题是货币，此后很快就转到体制上来了。

20 世纪上半叶，西方列强、日本、苏联是影响与角逐中国体系的三股外来力量：大萧条代表着西方世界的经济冲击，通过美国购银政策改变了中国货币经济的历史命运；日本的侵华战争恶化了美元化的中国法币经济；苏联对红色中国之革命和建设的支持与援助促使中国计划体制的兴起。但就根本原因而论，这本书认为，无疑是货币的失败导致了政权的兴替。

从货币经济史的视角，考察 1933—1948 年中国货币经济现代转型、失败及其遗产，不难发现，大萧条的货币冲击直接导致中国货币经济的转轨、失败，引发了一系列现代经济命题，如政府统制经济、产业组织面临全面重组、外汇本位无法恢复、国债体系瓦解等。这最终从根本上改变了中国社会经济的性质和方向，为政府部门全面掌控经济资源创造了条件，为计划经济体制的确立提供了历史契机。

也就是说，正是货币经济转轨的大失败，才破坏并瓦解了并不成熟、并不发达的市场经济，从而使总供给与总需求的关系纳入到政府部门的管理之中，并嵌入式地引入了计划经济体制，实行全面的行政性政府控制。换言之，正是货币经济转轨的失败，才带来经济体制的巨大变化。货币的“失败”导致了政府的“成功”：国民政府竭尽全力想要使政府获取对经济的主导权甚或支配权，却戏剧性地在中国共产党的政府治下实现了。国民经济成为被计划和管理对象，这在中国经济历史上可以说是前所未有的，即便是大萧条冲击时也无法想象。

这是前计划经济时代最为本质的经济事实。

严格的计划经济需要强有力的政府指导，这是德国、俄国等国

家从大萧条中学到的深刻教训。在中国，这一点日益演化为：计划的本质就是压制乃至取消市场信号，甚或在市场信号完全失败而不能恢复的情况下的一种被动选择，政府部门只有借助于重大的经济危机才有能力做到以行政力量去取代市场的力量，甚或只有在市场崩溃瓦解之后，行政力量才能够起到有效的统制作用。失去货币的稳定性，价格信号（市场的基础信号）就会出现严重混乱甚至崩溃，从而导致市场的混乱、崩溃。从这个意义上说，计划经济体制“有效地”遏制了法币崩溃后的经济乱局。

但是，正如法币改革除旧得力而发展新经济失败一样，计划经济体制虽然有力地阻止了经济的崩溃瓦解，但是在提振经济发展与现代化方面并不成功。特别是未能有效地确立现代货币管理体制，中国人民银行作为中央银行沦为财政的簿记，货币活动体制性地财政化，通过大量全国与地方性票证发行，虽然“稳定”了物价，但也根本上抑制了货币职能，票证与计划指令的经济体制得以固化，任何货币经济活动都受到严厉的管制甚或禁锢：严禁私人市场活动、外贸长期禁锢于政府部门（1957年，创办了类近于“一口通商”的中国进出口商品交易会，即“广交会”）。

相较战前水平，计划体制下的经济产出并没有大的提高，1960—1962年甚至出现了严重经济滑坡，总供给因此长期不能满足总需求，经济“短缺”成为体制性常态，社会经济矛盾日益突出，1966—1976年国民经济甚至陷入“濒临破产的边缘”。这些最终形成了重大经济改革的压力与动力，并在国际上汇聚为社会主义改革的历史运动，而改革的中心、难点正是经济体制本身。

大体上看，从 1948 年的货币崩溃到 1978 年的经济改革与开放，再到 1988 年的“物价闯关”，中国经济现代化的历史进程经历了曲折动荡的几十年。可以说，该进程是大萧条外部冲击下，一个不断适变、改革、挫折与再生的进程。离开 20 世纪三四十年代中国货币经济的被动转轨与瓦解失败，过往一个多世纪的中国货币经济历史的总脉络就失去了完整性，在诸如中美货币经济关系、城乡二元经济结构、政府部门的经济职能角色地位等一系列基本经济议题上，错失相当的历史依据。

于此，重读张嘉璈先生的这部著作，有助于我们把握前计划经济时代社会经济的历史脉动，深刻理解中国计划经济体制的历史命运：缘起、发展、挫折及其市场化的改革与开放。

### 三

日光之下，并无新事。

史上，“行钞”失败后，货币的功能受到极大的抑制，通货反趋匮乏，于是，大量的实物性“代用券”开始流通起来，纸币的别称即为“钱引”。这些纸质的“引”或“券”大量流通起来，往往是“行钞”失败后的一大景观。

1956 年，中国大陆全面建立了户籍制度，这就使得票证可以直达每个家庭乃至个人，1950 年后军政部门等所实施的计划配给制便有条件适时地全面推广开来，并成为 1958 年“跑步进入共产主义社会”的“大跃进”运动中动员与支持的体制性力量。不过，时居澳、



美的张嘉璈先生已然难以亲临其观 1948 年大陆货币经济崩溃后的极度“衰变”与扭曲“反弹”了。

不难发现，同为东方社会主义阵营，中国与苏东的计划经济体制有极大差异：中国大量发行票证，以安排商品零售并计划其流通；苏东则完全依靠“排队”来解决居民家庭部门的零售需求。这就意味着，中国居民家庭部门或个人有可能先于体制的重大变革，先行自票证计划等管控中获得“解放”，其途径不外乎通过搞活农村使得农副产品等供给增长、促进商品流通的放松管控，从而渐进恢复货币功能、完善市场价格信号。这一重大的体制差异，并没有引起比较经济体制学界的关注。这些因素或在事实上导致中国与苏东间计划经济体制改革道路的重大分殊：中国走渐进改革之路；而苏东自觉不自觉地选择了激进策略，甚或“休克疗法”。

诚如诺斯所言，我们的理想是“解释经济在整个时期的结构和表现”。将中国货币经济的近现代历史脉动在时间轴上延展开来，不难发现，中国货币经济的现代转轨、失败与再生，是“大历史”嬗变中的货币主题所在。

“历史服务于长跑，有时服务于中跑，但很少服务于短跑。”

时隔一甲子，先生手稿之中译本得以面世，实为“遗珠”重拾、熠熠重光！

值此，吾辈后学如秉巨烛，鉴往知来，幸甚大矣！

周子衡

2018 年 8 月