

中国之新金融政策*

自 序

欧战以还，世界各国之币制，几无日不在惊涛骇浪之中。近数年来，因受经济恐慌之影响，各国政府莫不汲汲皇皇，欲操纵其金融制度，以达其经济复兴之企图，遂酿成今日之所谓货币战争。我国通货，向以银为本位，固早陷于孤立地位，有识之士，深思熟虑，纷纷作改革币制之建议：有主张采用金本位者；有主张采用虚金本位者；有主张采用有限银本位者；有主张采用纸本位者；甚至有主张采用物产证券者。各派所见固多独到之处，足供学者之研究，但今日事实上已采用一种汇兑本位制，与各派所主张者根本不同，故有详细讨论之必要。兹应时势需要，将新金融政策未施行以前所讨论之问题，与新金融政策施行以后所讨论之问题，分为两篇，合订成书，以供朝野人士留心币制问题者之参考。

是书系在交通大学研究所工作之结果，得立法院同事王君克有与交通大学助教王君烈望之助力不少，并由史君攸遗、黄君晓春担任缮写与校对。附志数语，以表感忱。

本书原由商务印书馆 1937 年 7 月出版，列为《大学丛书》之一。

引言

一、中国之病在乎穷

中国之病在乎穷、弱、愚三点，亦可说只在穷一点。因中国穷，所以人民弱；因中国穷，所以人民知识低。故欲治中国之病，必须去其穷，欲去其穷，非增加生产不可。生产问题，须从两方面研究，即经济方面与货币方面是也。何以言之？吾人往往以货币方面之支付工具，与经济方面之购买力，混为一谈。以为有货币即有购买力，以个人而论，确是如此，以国家而论，则两者性质不同，安得混而为一。盖购买力（purchasing power）与支付工具（means of payment）系截然两物。在未膨胀通货以前，美国所感缺乏者为支付工具，至于购买力并不缺乏。因购买力在常态之下必与生产相等，生产之多少，即为购买力多少之标准。中国则两者同形缺乏。

二、购买力之性质

请先言购买力如何发生。每种生产，必由劳工、资本、土地及企业家四者所构成。生产之结果，四者各分得其一一份，是为所得。所得即存在于所生产之财货，有财货，即有所得。但实际上四者从其生产之结果所分得者，非为货物而为货币。盖生产之结果，必须换成货币，而后四者再各取其所应得部分之货币。银行之钞票为通货之一种，即为银行之负债。银行一方面有负债，另一方面必有资产与之相抵，此相抵之资产非他，即货物是也。此种货

物即为生产之结果。我以生产之结果，转让与人，人以期票予我。我以期票向银行贴现，于是银行付出钞票，收入期票，此项期票，即为货物之产证。银行有此产证，对于其所代表之货物，即有留置权。故银行因发出钞票所负之债务，即以此项期票为抵补。

譬如劳工、资本、土地、企业家相合而从事于生产衣服，所生产之衣服，作为四股分派。假定我为工人，以所得之衣服，一半自用，一半作为储蓄，然非将衣服储而不用，而系将衣服贷与他人去用。假如将此一半衣服贷与王姓，王姓乃用以去换机器，倘我直接以衣服交换机器，结果亦同。同时生产机器者，其所得之分配，亦为四股分派，倘四者所分得之机器，均与衣服交换，则生产衣服者，因储蓄一部分之衣服，得以换取机器，再以机器从事于生产，则其生产力量可以增加。故储蓄者非贮藏不用之意，乃系以其所得之余存部分，与人交换生产产品之意。由所得中减去消费部分，所余即为储蓄，由储蓄换成生产产品，即为投资，故储蓄必与投资相联。譬如上例中，衣服为消费品，机器为生产产品，生产机器者并非自己需要机器，必须与人交换衣服，倘生产衣服者，不储蓄一部分之衣服以购机器，则机器即无生产之可能。但如衣服与机器一经出产以后，所得即已存在。社会之总共所得，即等于社会之总共生产。

$\text{总共所得} = \text{总共生产}$

生产衣服者，以有衣服在手，可用以交换机器，生产机器者，以有机器在手，可用以交换衣服，故所得即为购买力，非支付工具为购买力也。有所得即有购买力，故购买力亦即等于总共生产。

$\text{购买力} = \text{总共生产}$

生产衣服者，其所得即为其所生产之衣服，如有储蓄，无非将其所余存之衣服，换成投资（机器）而已，故储蓄必与投资相

联。中国因生产少，故所得亦少，因所得少，故购买力小，又因所得少，故所能储蓄者亦少。

三、支付工具之性质

以上所述，专从经济方面着想，乃系撇开货币而不论。但事实上并非如此，生产衣服者，必先卖去其衣服，换成货币，再以所得货币，按四股分派，故各人所分得者为货币而非衣服。我于分得之货币，储留一部分，借与王姓，王姓以之购买机器，生产机器者，将出卖机器所得之货币，购买衣服，结果亦即等于衣服与机器之交换。我储留一部分之货币所得，非所以死藏，必欲用以生利，故借与王姓，以买机器，另由王姓给付利息，倘不借与王姓，自己用以购买机器，亦可生利。

货币即为支付工具。支付工具之发生，另为一事，未必与购买力之发生相一致。譬如生产衣服者，有衣服即有购买力，但未必即有支付工具。倘银行对于衣服不做押款，则生产衣服者，只有衣服而无支付工具。但不能以衣服直接交换机器，因之支付工具一少，有衣服者不能交换机器，有机器者不能交换衣服，我不能直接以衣服贷与王姓，于是王姓亦无法购买机器，结果交易停滞，物价惨跌，企业亏本，工人失业，造成不景气(*slump*)。此时我虽欲继续储蓄，已不可能，因我所能储蓄者，只有衣服。但衣服不能直接贷人，亦不能直接购买机器，则此种所余留之衣服，一无用处，我何必多留此一部分之衣服乎？但既有此过剩之衣服，又无法脱售，于是物价惨跌矣。物价跌落，企业亏本，下年度之生产，必因以减退。在此种情形之下，病在支付工具之缺乏，问题乃在货币方面，故解救之法，即在使银行多做押款，增加货币或支付工具之数量，以周转停滞之货物。今日外国不景气之情形，或谓即属如此，故外国经济学者，咸聚讼于货币方面，以谋经济之

出路。在中国不但支付工具缺乏（银价高则物价跌，无异于支付工具之缺乏），即本国之经济力量（如储蓄），亦极感缺乏，故洋货得以源源而来，承本国生产之乏。因此解决中国之生产问题，不但须增加支付工具，尤须增加储蓄也。

四、购买力与支付工具容易混为一事

支付工具与购买力颇易混为一事。譬如生产衣服者，必须将衣服出卖，易成货币，此购买力与支付工具混合者一。生产衣服者，再以货币购买机器，此购买力与支付工具混合者二。无论何种生产，必须与货币相交换，故不察者往往将货币与购买力混为一事。即美国政府收买白银，提高银价，谓欲使中国购买力增加，可以多买美国货，是亦大错。因中国之购买力，不在白银，乃在生产。苟生产不增加，无法可以增加出口货物。不增加出口货物，如何可以与美国交换货物。故结果提高银价，反使现银外流，直接减少中国之支付工具，间接压低中国物价，陷中国于不景气状态，此皆由于美国政府将购买力与支付工具混为一谈之所致也。事实上货币自货币，购买力自购买力，两者截然不同。在常态之下，购买力即为所得，而所得则又等于生产，故购买力与生产并存。有生产者即有所得，有所得者即有购买力。社会之总共所得，适足以购买社会之总共产品，支付工具者，即为总共所得购买总共产品中之一媒介而已。倘支付工具太少，则各人之所得或产品，不能互相交换，以致存货积压，物价惨跌，其病即在于支付工具之缺乏，非购买力之缺乏也。中国则两者同感缺乏，尤易混为一谈。

五、储蓄与投资

有生产而后有所得，有所得而后有储蓄，有储蓄而后有投

资。但储蓄与投资之关系如何决定？譬如有生产煤或房屋者，假定其产品为 x ，以：

$$\frac{1}{2}x = \text{节省（出借与人或自购生产工具）}$$

$$\frac{1}{2}x = \text{消费（购买消费品而消费之）}$$

所节省者即是储蓄。即储蓄必须与投资并行，社会上需要多少投资，同时必须有同量之储蓄以济之。譬如经过战事以后，资本尽毁于炮火，欲图恢复原状，非增加生产工具（即增加投资）不为功。但欲增加生产工具，必须有相当之储蓄以购买之，否则生产工具无从增加，即有增加，亦无法移用之。

我所节省者本为 $\frac{1}{2}x$ （产品），此 $\frac{1}{2}x$ 变成货币以后，存在银行作为储蓄。假定购此 $\frac{1}{2}x$ （产品者，为生产机器之人，生产机器之人何以能购买此 $\frac{1}{2}x$ ？因其出售机器以后，获得货币，故可用以购买此 $\frac{1}{2}x$ 。而我乃以出售 $\frac{1}{2}x$ 所得之货币，存在银行。但购买机器者为谁？则为企业家王君，王君购买机器之款何自来，则为其所出之期票。卖机器者收到王姓期票，即持往银行贴现，取出钞票，用以向我购 $\frac{1}{2}x$ 。我乃以所得钞票存入银行。结果银行之资产负债表上为：

银 行	
期票（王姓）\$ ——	存款 \$ —— ($\frac{1}{2}x$)

结果银行不啻将我之存款转借与王姓购买机器。换言之，我自己不能直接投资，乃委托银行请王姓代为投资。由此可知储蓄与投资必须相等，而后储蓄与投资始能继续进行。否则如王姓不

投资，则机器无法脱售，生产机器者不能出售其机器，即无支付工具可以向我购买此 $\frac{1}{2}x$ ，而我所节省之 $\frac{1}{2}x$ ，亦即成为废物矣。

然则如何能保持储蓄与投资之平衡，曰惟银行可以作主。倘储蓄超过投资，银行即应放低利率，企业家见银行利率放低，物价有高涨希望，必纷纷来向银行借款，购买机器、原料（是即投资），从事生产，于是投资与储蓄趋于平衡。在储蓄与投资相等时之利率，是为自然利率（natural rate）^①；止下于自然利率者，是为银行利率（bank rate）。中央银行之最大任务，即在调整银行利率，使常与自然利率相一致。银行利率与自然利率一致时，社会之储蓄，适足以购买当前所造成之资本物（capital goods），换言之，即为储蓄等于投资。倘银行利率低于自然利率，则信用膨胀，企业家以借款容易，滥行投资，结果投资反超过储蓄，极不可靠之事业，亦纷纷而兴，以投机于一时，倘信用一经收缩，或一露破绽，即告崩溃，以致当初所投之资本，尽成废物，酿成今日之经济恐慌。故银行必须有先见之明，预为之计。倘银行利率低过于自然利率时，亟宜收风转舵，逐渐提高利率，使复与自然利率相一致。反之，银行利率如高于自然利率，则储蓄存款，不能尽数借出，支付工具即有不足之感（即不能完全购买当前所造成之资本物）。此其一。银行利率提高以后，企业家不但不愿再借新款，反将以售货所得，偿还旧欠（譬如企业家将货物卖出以后，尽数偿还旧欠，不再扩充工厂之制造。）钞票流回银行，支付工具，愈感缺乏。此其二。此两层作用连贯而来，于是物价惨跌，恐慌起矣。

① J. M. Keynes, A Treatise on Money 此书论银行利率甚详，惟不甚有系统，其意义难以捉摸。1935年中国经济学社出版之《经济学季刊》第6卷第2期及第3期载有王烈望氏之《凯恩斯之〈货币管理论〉》，可供读者参考。

故银行利率不与自然利率相一致，必发生下列两种征象：

(1) 银行利率高于自然利率，则借款者少，通货紧缩，货物停滞，物价惨跌，酿成恐慌。

(2) 银行利率低于自然利率，则信用膨胀，投机事业勃兴，一露破绽，全局瓦解，酿成恐慌。

由此可知银行利率如不能与自然利率相一致，结果均足以酿成恐慌。

社会经济之各部门，本有一定之配比，譬如木材，可用以造住宅(消费)，亦可用以造工厂(生产或投资)。倘银行利率低于自然利率，则企业家纷纷开设工厂(投资)，本将用以造住宅之木材，转用于建筑工厂矣。结果工厂骤增，竞争剧烈，终则物价跌落，工厂关门，于是工厂废置，向之可用以造住宅之木材，亦成废物矣，此岂非社会之损失乎？追溯其故，银行利率，应负其责。反之，如银行利率高于自然利率，则贴现者少，市上便感支付工具之缺乏。此其一。第二，商人售货所得，不再订购新货，而用以归还银行，于是物价跌落，物价一跌，人怀恐惧之心，争藏现款(boarding money)，于是市上支付工具愈感缺乏，货物愈滞，物价愈跌，生产工具，无人再愿购办，于是生产工具之价亦大跌，恐慌乃弥漫矣。追溯其故，咎在银行利率之太高。

以上所述之投资与储蓄，系属于生产问题中之经济方面。银行利率是一种货币政策，属于生产问题中之货币方面。故对于中国之生产问题，必须从两方面着想，两者相辅而行，不能须臾离也。乃今日之讨论中国生产问题者，多注重于货币方面，忽略经济方面也！

吾人再回头以观中国生产问题，当知中国今日之病，其由于货币方面者半，而由于经济方面者亦半。中国之货币问题，其病起自外感。今日因美国提高银价，以致中国现银源源流出，银行

现银准备日减，不敢放款，因之市上支付工具日感缺乏，以致货物停滞，物价惨跌。追溯其故，咎在外来势力之捣乱，与本国银行利率无关。今日就令中央银行降低利率，亦抵不过美国购银势力之大。如欲阻银外流，必须减少消费品之入超，非增加生产不为功。但欲增加生产，又遇一大阻碍，即储蓄太少，因储蓄太少，所以缺少资本，因资本缺少，所以中国生产力之发展阻碍而缓慢，欲求迅速，非利用外资不可。

综以上所述，中国之生产问题，须从两方面研究，所谓两方面者，即经济方面与货币方面是也。拙著《中国经济改造》注重在经济方面，本书则注重在货币方面，两者必须相辅而行。盖一国之生产问题，不能单从经济方面求解决，必须从经济转而至至于货币，亦不能单从货币方面求解决，必须由货币转而至至于经济。

第一篇 新金融政策施行 以前所讨论之问题

第一章 世界空前之大经济恐慌

此次世界空前之大恐慌，影响及于中国，吾国今日之新金融政策，即由世界大恐慌胚胎而来也。故欲明新金融政策之性质及作用，不可不从大恐慌说起。但欲明大恐慌之原因，应由下列三点分述之：(1) 世界经济恐慌如何发生；(2) 世界经济恐慌如何影响及于中国经济；(3) 中国经济何以受世界经济恐慌之重大影响。(中国自无抵抗能力，故所受影响甚大。)

一、世界经济恐慌如何发生

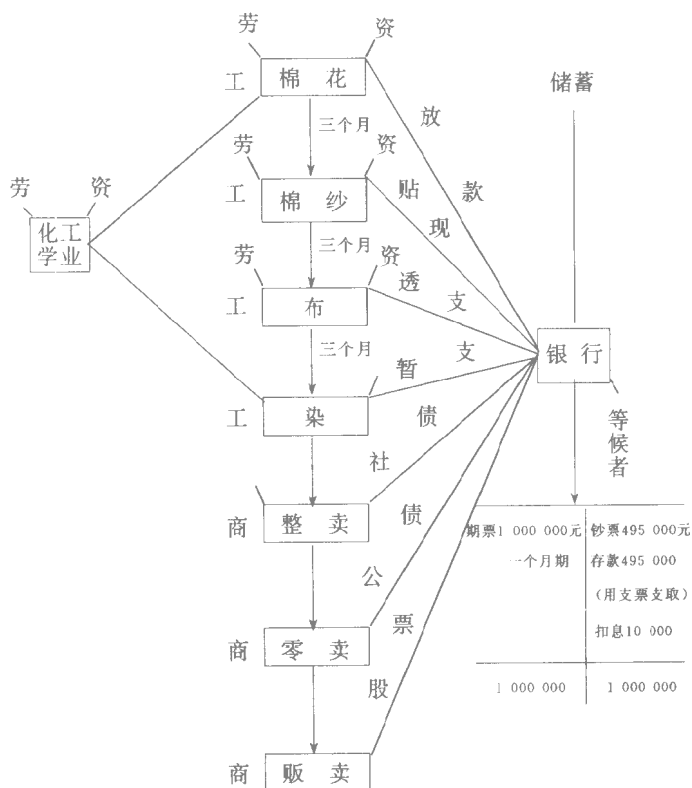
欲说明世界大恐慌，关系本极复杂。生产期间之延长，实为造成恐慌之一大因素。

吾人皆知现代经济以大量生产 (large scale production) 为原则。大量生产之必要条件为生产期间之延长，物价之低廉。因在旧式家庭工业时代，对于每件产物往往由一人或数人完成之，自始至终，甚少易手，完成之时期虽不短，完成之物量则甚有限，成本实昂。譬如农民所穿之土布衣服，皆就地取材，由家庭妇女亲手纺织裁制。现代工场工业则反是，利用分工制度，不但有地域上之分工，且有职业上之分工，不但有职业上之分工，更有技术上之分工。譬如日本以纺织业发达著称于世，但日本本国不产棉花，多仰给于美国、印度等地，即为地域分工之明证。都市与乡村经济事业判若两途，亦地域分工之一例。又同一棉纺织业，纺者、织者、染者又往往各自独立经营，不相统属，故有棉纱厂、织布厂、染色厂等之设立，此即职业上之分工。而棉纱厂、织布厂、染色厂之内部，又各按技术性质分工作为若干段落，分别雇用适当之工人，各设工头负责监督管理。吾人所穿之衣服，追溯其源流，经染色、纺织以及收集及输送棉花等阶段，往往非经数月或数年不能完成，然每次可成之量则千万倍于往昔，成本大减，此即大量生产之特质。

延长生产期间为大量生产所必需。兹就资本主义国家之大量生产加以分析，然后方能寻出大恐慌症结之所在。为求简明起见，以图例解释之。

第一图之一

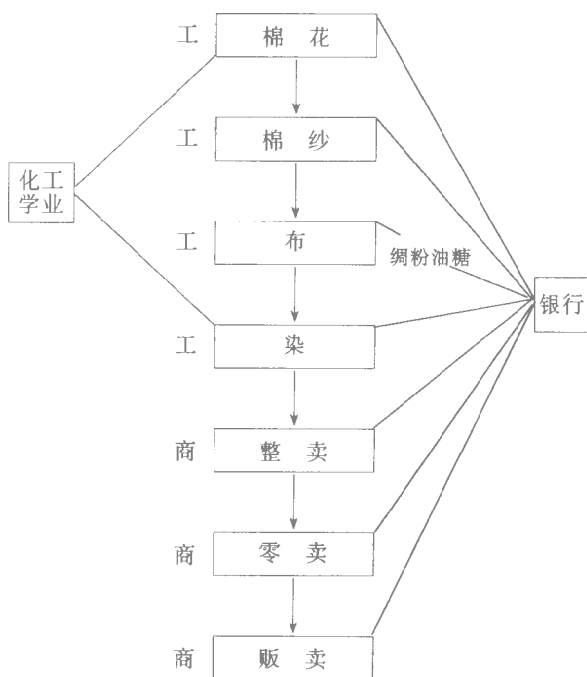
第一期



第一图之二

营业发达
转入第二期

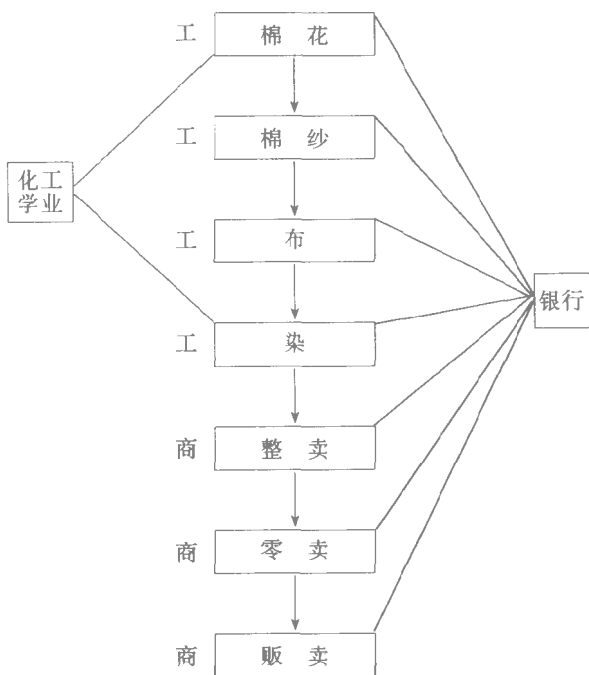
(竞争加入者)



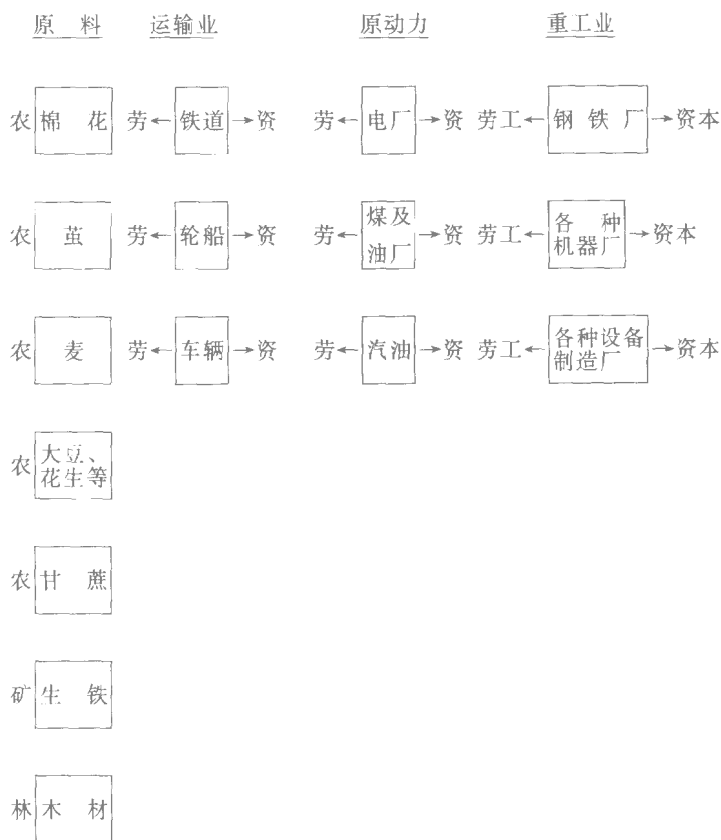
第一图之三

营业发达
转入第三期

(竞争者愈多)

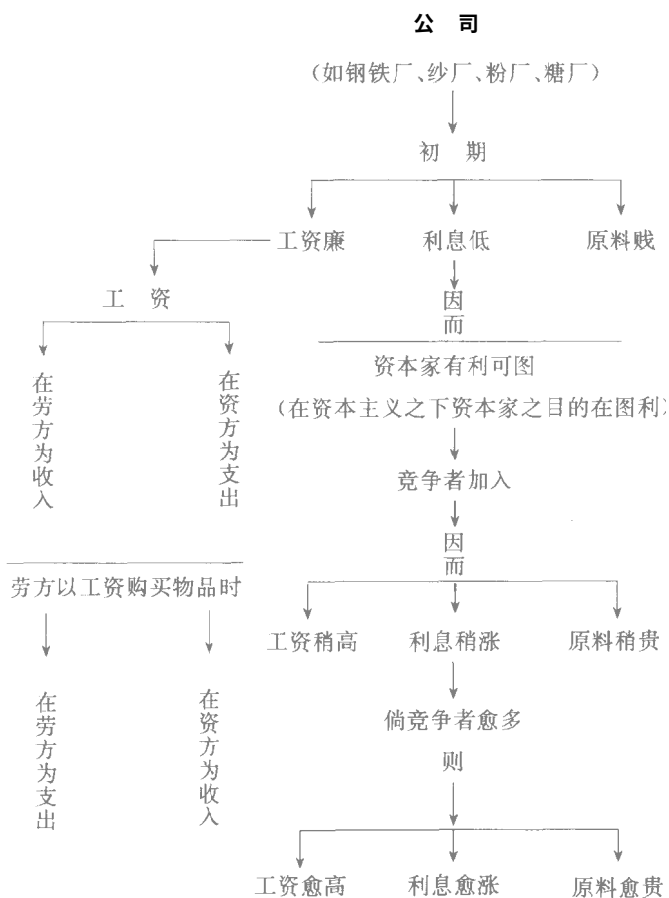


第 二 图



重工业与轻工业竞用资金，竞雇工人，故利息与工资逐渐上涨。

第 三 图



第 四 图

结 果

↓ 1
固定之资本价值跌落，资本家损失甚巨。

↓ 2
工厂歇业，工人失业。

↓ 3
银行因放款不能收回，相继倒闭。

↓ 4
工厂既停工，工人既失业，银行既倒闭，其购买力大减。

↓ 5
出品销路缩小。

↓ 6
工厂既停工，农产品亦少销路（纱厂不买棉，粉厂不买麦，油厂不买豆，钢厂不买铁）。

↓ 7
农人经济困难，人民之购买力愈减。

↓ 8
人民购买力愈减，物价愈跌。

↓ 9
此时银行主紧缩政策只收不放，虽出重利，亦无款可借。

↓ 10
尚能维持之工厂，因无款可借，亦不能继续营业，倒闭者愈多。

↓ 11
营业不振，房租积欠不付，地产买者少卖者多，地价大跌，破产者愈多，物价愈跌。

↓ 12
所得税，货物税，关税等均大减，而支出仍旧，影响及于财政，入不敷出。

第四图（续）

结 果

↓ 于是

各国设法阻止进口货（阻止之法在英、美、日为
通货贬值，或通货膨胀，在法为定额分配制，在
德为封锁款项，但在中国皆不适用）。

一面用倾销方法奖励出口货。

↓ 加以

本来战争之可惧，益使各国采用闭关政策，以谋生产之独立。他国物产过剩之时，中国之出口货销路大减，农业大受打击，进口货如潮涌入，民族工业遂陷于危境。都市地价大跌，百业萧条，此今日不景气之由来也。

在第一图左端第一期之下以棉业为例，生产过程，假定以棉花为起点，经纱、布、染、整卖、零卖以至贩卖为止，棉花即为农产品，纱与布则为工业品。在经济落后之国家，此各种生产过程，或可由一人兼为之。盖其生产方法，至为简单，自种棉，自纺纱，以至织成布匹，一家操之裕如，不必与他人合作也。今则生产方法至为复杂，故非分工不可。棉花为农工之分界处，自纱布以至染色属于工业范围，自整卖以至贩卖则属于商业范围。棉花固为农产品，但亦可为商品，在农人之手为农产品，在商人之手则为商品，棉花在湖南产地为农产品，一至汉口即成商品。以前工商部与农矿部争管理棉花之权，如检验棉花之品质、潮湿等等，前者谓棉花属于农产品，应归农矿部管理，而后者则谓棉花属于商品，应归工商部管理，各有理由，相持不决，即其例也。故棉花即为农与工之交界。

总之，农、工、商皆包含于此生产过程以内。在农工之左方又发生旁支，而为化学工业，盖农业所需之肥料与染色工业所需之染色，皆有恃于化学工业也。在农、工业范围内，每一方格之两端，列劳资两字，即表示无论何种企业，均须劳工与资本家合作。左方之银行，为各业流通之总汇，其资金之来源为储蓄，经银行而流转于农工商。

请说储蓄与资本之关系。

银行贷放资金之来源与广大群众之储蓄，由银行转放于企业家，则成资本，均如上述。储蓄资金如何而来，资本如何构成，吾人尚有彻底了解之必要。储蓄之来源有二，一节省消费，二增加生产。今假定一简单之例说明之。如渔人甲每日徒手捕鱼，可得七尾，悉供消费，则甲之生活程度，永无增进之望。今甲如欲提高其生活程度，节省其消费，如每日食鱼五尾，已足果腹，积两日半之余力，可供一日消闲之用。甲仍不休息，利用其余力，从事渔