

恐慌之救濟與法幣政策的形成 (1932~1935)

—貨幣改革說與貿易平衡說的對立與消長*

李 宇 平**

摘 要

三〇年代經濟思潮的重大特徵之一，即統制經濟思想及與之相輔而行之保護主義思想的高漲。本文試圖說明，若謂法幣政策已展現 1930 年代要求政府更多行動，以發展經濟之統制經濟思想的特徵，則貨幣政策之成爲此一保護主義思想之核心手段，在於貨幣政策，由對內控制通貨數量，進而穩定物價、匯價，其對經濟社會的整合力量，遠遠超過其他形式的保護主義，最有利於經濟資源之動員，因而最適宜政府發揮其統制經濟之特徵。

本文又說明，貨幣政策之被時人認知爲係一有效之保護手段，首先在於貨幣政策的有效性，被共同接受。其次則因貨幣政策的目標：控制貨幣數量於適當水平，使物價與成本之結構恢復正常關係，並使全國國民收入與全國生產兩均增加，此一政策目標，獲得資本家的認同。如是相較於貿易平衡論者之強調與特定的經濟活動—國際貿易與相關產業—相結合，因而強調與特定的社會階層—農人、工人—相結合，因而也是與特定的生產因素—土地、勞力—相結合；貨幣政策則與全面經濟福祉之調整息息相關，因而是與較廣的社會階層—農人、工人、工商業者、資本家—相結合，因而也是與較多的生產因素—土地、勞力、資本—相結合。從而能整合國內經濟，以聯繫國際經濟，將社會全體的保護與全國性的保護融合爲一，故能經常融合各色各樣的利益爲一整體，表現全國性的保護政策之特質。這或者正是法幣政策形成的思想淵源。

• 本文承兩位匿名審查人惠賜寶貴意見，謹此致謝。

** 中央研究院近代史研究所助理研究員。

恐慌之救濟與法幣政策的形成 （1932～1935） —貨幣改革說與貿易平衡說的對立與消長

李宇平

- 一、前言
- 二、關稅保護說與白銀增稅說
 - 1. 白銀購買力說的批評
 - 2. 白銀存量與物價變動
 - 3. 匯價變動與產業發展
 - 4. 匯價變動與國際收支
- 三、幣值減低說與貿易統制說
 - 1. 通貨緊縮說與信用緊縮說
 - 2. 貨幣、貿易與物價的調整
 - 3. 貨幣安定與平衡國際收支
- 四、餘論

一、前言

一九三〇年代經濟思潮的重大特徵之一，即統制經濟及與之並轡而行的保護主義思想的高漲。以落後國家如中國者而言，由於三〇年代中國經濟危機形成的主要根源，與世界市場的擴張及資本主義國家景氣循環有必然的關聯，國際經濟

交換是否具有發展經濟的前瞻性功能，確有值得商榷之處。國際貿易和國際資本運動之具有發動機的成長功能，在其可以建立經濟社會間的補充性質；但以市場力量表現其特徵的國際交易，顯然已危及各國經濟關係的平等，並導致外國對中國的經濟支配。三〇年代中國知識分子對於市場機能的懷疑，因而不只在於把市場機能的運作視同自由放任，同時在於此自由放任所展現的國際經濟自身的發展法則，正是擴張與侵略。相對於此一自由放任所展現之國際社會的發展法則，國家經濟正意味著政府對市場秩序有計劃的干預。國家做為反制世界經濟秩序的機構，其作用因此不僅在於如何組織與運作國內財貨和勞務的生產與支配，藉以增殖國富；同時在於如何在國際社會建立優勢的經濟勢力，抵制國際經濟關係不平衡的擴張。對於此時的中國知識分子而言，一個普遍流行且具影響力的意見，自然是中國應減少對自由市場的依賴，而多藉助於政府有計劃的行動以發展國內經濟。特別是在三〇年代世界經濟普遍蕭條，各國保護主義思潮泛濫瀰漫之際。要求更多的政府行動，此一統制經濟思潮的另一主旨，因此是建立獨立自主之經濟保護體系，反制各國之擴張行爲。

三〇年代中國的經濟政策，最足以彰顯統制經濟思潮之特徵，並表現中國保護主義之本質者，殆爲1935年11月國民政府公布實施的法幣政策。由於法幣政策實施後，法幣發行額逐漸增加，外匯匯率下降，確實有助於物價水平之恢復。又由於大量法幣的供給，金融形勢穩定，利率降低百分之四十，加以外匯匯率穩定在低匯率水平，海外華僑匯款增多，國內資金充裕，工商業者融通資金便利，中國經濟逐漸恢復景氣。中國之能重新走向經濟復甦之路，學者遂多推功於法幣政策實行的功效。(1)唯法幣政策之能使中國經濟走向景氣復甦之路，首先在於法幣政策的實施目的，在防止白銀外流，保護國內存銀，舒解財經困境。再者，也是因爲法幣政策的實施手段，確實可以達成上述目的。至於法幣政策的實施手段，首先，在於集中保存現銀，增加白銀儲備，減少投機，防止資金外溢，並增強紙幣發行信用。其次則在統一發行，管理通貨，使金融流通，籌碼增加，安定幣值於原有水準。(2)正由於法幣政策在保護國內經濟上，主要乃以控制通貨爲手段，進而增加一般購買力，提升物價，經濟乃能藉以復興。本文因此試圖說明，若

(1) 久保亨，〈幣制改革以後の中國經濟〉，見野澤豐編，〈中國的幣制改革と國際關係〉（東京，東京大學出版會，1981），頁96-109。

(2) 鄒志陶，〈新貨幣政策對於我國工商業之影響〉，《中央銀行月報》，卷4，期11（1935年11月）。

謂法幣政策已展現一九三〇年代上述要求政府更多行動，以發展經濟之統制思想本質（法幣政策，由政府統制通貨，已展現統制經濟之特質），則貨幣政策之成爲此一保護主義思想之核心手段，正在於貨幣政策，由對內控制通貨數量，進而穩定物價匯價，其對經濟社會的整合力量，遠遠超過其他形式的保護主義，最有利於經濟資源之動員，因而最適宜政府發揮其統制經濟的特徵。

1930年代中國經濟學界有關中國經濟恐慌之救濟，其興革言論大體可分兩派，而非自始即趨重於貨幣改革論。知識分子之間，一派主貿易平衡的恐慌救濟論，一派採貨幣改革的恐慌救濟論。貿易平衡論者認爲中國經濟恐慌源出於貿易收支逆差，由於貿易收支長期惡化，導致中國國際收支在三〇年代首度出現逆差失衡，從而造成白銀的大量流失。拯救之道，自在改善貿易，增加出口。貨幣改革論者強調，中國經濟恐慌之癥結首在白銀外流。白銀外流與1932、1933年世界主要國家貶低幣值，1934年美國白銀政策有關。由於各國貶低幣值，美國收購白銀，致使中國通貨緊縮，物價跌落，外匯高漲，貨幣升值，貿易收支不利，從而演成中國經濟恐慌。解決之道，唯有訴諸貨幣改革。此期間之專家學者，或採貿易平衡論，或持貨幣改革論。其間之分屬，與學術淵源、身分地位似皆無一定之關聯。大抵學院派之知識分子支持貨幣改革者多，如南開大學、金陵大學的經濟專家者是；而從事經濟實務之專家，多支持貿易平衡論，如立法委員馬寅初，及郵務專家谷春帆即爲其中代表。本文試圖說明，貨幣改革派之所以在1935年法幣改革前夕漸趨優勢，乃因貨幣改革論，滿足較大多數人的較大利益，展現較強的經濟社會統合力量。本文正文將說明貨幣改革論與貿易平衡論的對立，俾明三〇年代中國專家學者有關經濟恐慌的辯論，餘論部分，則就資本家的言論略做分析，以資說明貨幣改革論與貿易平衡論，兩派言論之消長，與工商、金融資本家的言論動向，息息相關，貨幣改革論迎合了工商、金融資本家的言論訴求取向，故具有較強的社會整合性。

1935年國民政府公布法幣政策，其目的在斷絕中國與世界白銀市場的聯繫，解救因白銀大量外流所造成的經濟恐慌。儘管學者如王業鍵、Arthur Salter、Milton Friedman以爲1932、1933年世界主要國家貶低幣值及1934年美國實施購銀法案，爲導致中國經濟蕭條的主要原因，⁽³⁾但中國經濟恐慌的發生，實不自此

(3) 上述諸人論見，分見：Milton Friedman, "Franklin D. Roosevelt, Silver and China", *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 1 (1992), pp. 71-9.; Arthur Salter, *China & the Depression*,

始。在此之前，中國農村經濟加速崩潰，早已是不爭的事實。蓋自從帝國主義勢力伸入中國農村，中國農村便無日不在崩潰腐朽的過程中，加以歷年來的戰亂、飢荒和土匪騷擾，更加速了崩潰的進展。隨著中國農業之加速崩潰，中國的工商業也同樣的陷入了恐慌的絕境。絲的銷路停滯，國內絲織業維持艱困，火柴、捲煙、麵粉工業，因原料恐慌及外商壓迫，早已奄奄垂斃。(4)此期間中國經濟恐慌的發展，並未與世界經濟恐慌發生直接的關聯，但自1932年、1933年及1934年世界主要國家貶低幣值及美國購銀法案實施後，由於國際市場銀價高於國內銀貨價值，白銀大量外流，中國通貨嚴重緊縮，中國經濟恐慌的發展始與世界經濟大恐慌具桴鼓相應的關係。國際蕭條因素危及中國經濟的均衡，以及貨幣因素失序波及實質經濟因素的失衡，遂成此後中國經濟恐慌之特徵。本文因此擬以1932年為討論的上限，探討此後以迄1935年法幣政策形成，通貨緊縮中止，經濟復甦前之期間，有關救濟恐慌言論的演變，及其反映的意義。

二、關稅保護說與白銀增稅說

(一)白銀購買力說的批評

救濟中國經濟恐慌的言論，在1933年美國放棄金本位制、1934年美國實施收購白銀法案後有了不同於農村恐慌論的新的發展。美國之放棄金本位制，目的在減低本國貨幣價值，其宣告白銀收購法案，則是企圖增加美國貨幣準備金中白銀對黃金的比例。美元價值減低，美國以物品計算之白銀價值必然升騰；而貨幣準備金中白銀比例的增加，則顯示美國必須從國際白銀市場中收購價值相當於其貨幣準備金中總值四分之一的白銀。美國的目的，在低減以白銀為部分準備之美元的價值，並影響白銀本身的供求關係。試圖利用貨幣貶值、匯價跌落與白銀升值，對內，提高商品價格，克服通貨緊縮，收經濟復興之效；對外，運用匯價傾銷，突迫他人關稅壁壘，傾銷國內過剩產品，並進一步，藉助世界白銀價格的升騰，增進遠東的購買力，加強其在世界市場的競爭地位。(5)

對於貨幣價值相對較高，可以增進一國對外購買力，此一美國白銀生產論者

Chaps. 2-4.; Yeh-chien Wang (王業鍵) "Economic Depression & China's Monetary Reform in 1935", 《香港大學中國文化研究所學報》，卷9，下冊（1978），pp. 346-7.

(4) 《申報》，1931年12月31日，版七。

(5) 朱傑，〈世界通貨戰爭之現階段及中國應取之對策〉，《東方雜誌》，卷32，期13（1935年7月1日）。

所持的購買力理論，以白銀主要消費國自居的中國大多專家學者表示懷疑。推其原因，世界銀價的變動，對於銀本位國國內幣值、對外匯率的漲跌，有決定性的作用；而對外匯率的漲跌，又與國際收支的漲跌息息相關。故不論就物價變動面而言，或就國際收支面而言，三〇年代中國的專家學者對此一購買力理論，皆表示相當的關切。就貨幣改革論者而言，貨幣問題的嚴重性完全因物價問題而引起，因為想從物價本身解決問題，貨幣即成中國經濟問題的核心。他們對白銀論者購買力的批評，正表現在其對貨幣與物價互動關係的關切上。金陵大學教授張履鸞、路易士稱：

「有人以為中國的貨幣係白銀，如能提高銀值，即能使中國人民的購買力相當的提高。持這種見解的人，卻忘記了銀值高漲，對於一般物價還有一種更為重要的影響，即銀值高漲，每使物價跌落。因此而使各種企業純利的低減，且更甚於每一銀元所增漲的價值。所以人民的純購買力低減，而對於中外物品的需要皆大見衰退。」⁽⁶⁾

相對於貨幣改革論者之強調，貨幣價值增漲的正面利益，將被物價跌落的負面效果所抵銷，貿易平衡論者則從銀匯、中國貿易量與外國物價之間的聯繫，批評美國白銀論者的購買力理論，谷春帆稱：

「因為我國海外市場，已被他人奪去，銀價再提高後，我國出口物以金計算之價值，也須提高，因此我國出口商品在國外的銷路，將更形減少。提高銀價的結果既如是，所謂增加遠東購買力之說，不但不可能，反使我國經濟更大受損傷，而購買力亦必因之而更形低減耳。」⁽⁷⁾

馬寅初亦稱，銀價提高後，美國產品將會在中國市場上泛濫成災，美國產品與國內產品競爭，其結果只會更加阻礙中國的出口貿易，使本國工業倒閉，並導致大量的失業。⁽⁸⁾

中國的觀察家，無論是從貨幣與物價的關係，或從匯價與貿易量的關係，批評美國的白銀政策，他們都同意，提高銀價即意味著中國白銀的大量外流。南開大學教授吳大業在一篇題為「提高銀價與中國銀貨的外流」的文章中稱，銀價提高，將使白銀大量流向美國。他說，銀價的提高既為美國政策作用的結果，所以

(6) 路易士、張履鸞，〈中國之經濟恐慌〉，內，《銀行周報》，卷19，號43（1935年），頁17。

(7) 《申報》，1934年3月2日，版十四。

(8) 馬寅初，《中國之新貨幣政策》（長沙，商務印書館），頁30。

美國的銀價先漲，各國銀價雖將隨之上升，但不若美國之甚，故各地銀貨皆流向美國。中國亦不例外，「自四月底（1933年）至六月底，由上海輸至美國的銀貨值三千餘萬兩」。他又引該年六月八日的《大公報》稱，某船「運赴紐約的銀貨值六十萬萬元。」⁽⁹⁾顧季高強調美國提高銀價，投機者猖狂購進，將導致白銀大量外流的危機。他說：

「蓋自二月中旬迄今（五月），紐約交易所成交總額為一萬八千萬盎司，……致倫敦銀價較上海高逾一辨士半，紐約銀價較上海高逾四分半，上海洋商銀行紛紛裝現出口。……」⁽¹⁰⁾

由於白銀出口對中國經濟之衝擊，貿易平衡論者側重銀價變動對中國國際貿易與相關產業之衝擊，故有關關稅修訂的呼籲，盛行一時，而貨幣改革論者則強調銀價變動對中國貨幣經濟的全面影響，因此另有主張。

（二）白銀存量與物價變動

對於金銀比價由銀賤金貴轉為金賤銀貴，白銀外流不止的現象，貿易平衡論者認為銀價高漲，既然完全由於某一國家的投機作用，白銀乃暫時的替代金貨出口以抵償入超，並非正常的供需狀況使然，故無需恐懼白銀將外流不止，乃至危害中國的經濟組織。吳大業稱，中國銀貨流動的長期趨勢，決定於中外銀價購買力之差。中國每兩白銀的價值高於國外，則銀貨必將輸入中國；反是，國內的銀價賤於國外，則白銀必將輸出國外。⁽¹¹⁾他稱，由1930年至1933年，中國國內銀購買力高於國外的百分數增加甚烈，銀價的上漲，「自長期趨勢觀之，絕不能使國外銀購買力高於國內，而致銀貨的流動改為出口。」他以為現在銀貨的外流，不過因在世界經濟衰落出、口減少的特殊情形下，上海銀貨已然充斥，復遇此國外的投機高漲，銀貨乃暫代金貨出口，償付入超，並非正常的情形。⁽¹²⁾尹伯端對於白銀外流的原因，看法亦同，故稱，吾人以為今後白銀外流之原因，厥為中國之入超激增，不能不以在國際市場較有高價之銀，作償付差額之用。⁽¹³⁾谷春帆以為出口之白銀，縱為逃亡之資本，然此逃亡之資本，「亦多為前數年國際收支逆差可匯未匯之暫存資金」，不必嚴加阻止，亦不必視為財富之漏卮。此等款項，

(9) 吳大業，〈提高銀價與中國銀貨的外流〉，《大公報》，〈經濟周刊〉1933年6月28日。

(10) 顧季高，〈世界貨幣戰與我國〉，《銀行周報》，卷17，號16（1933年5月20日），頁13。

(11) 吳大業，〈中國銀貨進出口的解釋〉，《中國經濟研究》（長沙，商務印書館，1938年），頁746-747。

(12) 吳大業，〈提高銀價與中國銀貨的外流〉，《大公報》〈經濟周刊〉，1933年6月28日。

(13) 尹伯端，〈銀價問題的檢討〉，《東方雜誌》，卷31，號8，1934年4月16日。

既有隨時外流之可能，則暫留國內，無非增加銀匯市場之危險。此等資本流出，既不致於侵害實業生產之範圍，又不致於因提款外流而強迫現有之實業清理結束，谷春帆因是以為，對於此等積存無用而反足以增加匯市不安定之現銀，縱使外流不止，亦殊無特別慌亂之理由。(14)

貨幣改革論者以為中國金融市場政策之趨於國際化，中國金融市場之正式步入國際金融戰爭舞台，應以白銀出口徵稅為始。(15) 論者以為白銀出口徵稅，其主要目的在使輸出口之商人無利可圖，現銀之外流，自可杜絕。對於貿易平衡論者稱，世界各國貨幣對我國貨幣跌價，於我有利，滬埠現銀，應聽其流出，以抵銷大批之進口貨的論點，顧季高稱，英美日早期堅決以維持完善的貨幣（sound money）自任，均曾忍痛實行此一政策，結果發生通貨危機。又，此際國際通貨戰爭方興未艾，世界各國莫不禁現出口，以免本國發生金融恐慌，吾國自應明哲保身以他人之道還治其人。且就事實而言，一國之正貨準備，苟果受他人之意外攻擊而大量流出時，其政府為保持金融命脈，唯有毅然禁銀出口。中國既為僅存之用銀國，美國購銀勢必使吾國現銀大量流出，吾國自應速謀自保，以免命脈操諸於人。(16) 趙蘭坪則指出，美國收買大批白銀，世界銀價逐步騰貴，對於中國的影響，其初步印象，即為吾國現銀之外流，而流出之原因，既在外國銀價之騰貴速，中國對外匯兌之上升緩，中間發生若干差額，商人輸銀出口，有利可圖。他以為，正本清源之道自當使輸銀出口之商人，無利可圖，故徵收白銀出口稅，即為唯一之對策。(17)

貿易平衡論者可以接受白銀外流乃是平衡國際收支逆差後的自然結果，實則是因為他們認為銀庫或國內保存銀貨的增加，不一定是通貨的增加，通貨數量

(14) 谷春帆，《銀價變遷與中國》（上海，商務印書館，民國二十五年），頁140。

(15) 程紹德，〈外匯平市問題〉，《工商半月刊》，卷6，期15（1934年10月23日）。又，關於白銀出口徵稅，國民政府財政部於1935年10月14日公布「白銀出口加稅及徵收平衡稅令」，所定銀出口稅率如下：一、銀本位幣徵出口稅百分之十，減去鑄費百分之二點二五，淨徵百分之七點七五；二、大條實銀及其他銀類加徵出口稅百分之七點七五，合原定百分之二點二五，共為百分之十。如倫敦銀價折合上海匯兌之比價，與中央銀行當日照市檢定之洋貨相差之數，除繳納上述出口稅而仍有不足時，應按其不足之數，並行加徵平衡稅，即自本月十五日起，一律施行。合行電令該署長轉行總稅務司暨各關監督各稅務司，一體遵照辦理。此令。見卓遵宏編，《抗戰前十年貨幣史資料》——（一）幣制改革（台北：國史館，1985年），頁174。

(16) 顧季高，〈世界貨幣戰與我國〉，《銀行周報》，卷17，號16，（1933年5月20日），頁15。

(17) 趙蘭坪，〈徵銀出口稅與吾國今後之貨幣政策〉，《中央日報》，1934年10月25日；《民國二十至三十年代中國經濟農業土地水利問題資料》（1932-1950），（臺北，成文出版社，1980年），徵片，編號75-F5-7。

的增加，亦未必意味著國內購買力的提昇。吳大業說，中國對外交易，貨物進口，先至洋商之手，物品由洋商經華商轉內地，貨款由內地經華商轉交洋商；貨物出口時，物品由內地經華商交洋商，貨款由洋商經華商交內地。進出口均衡，則現銀不流動，洋商庫存不增。今出口既減而進口不減，款入洋商手後，不再交出，故洋商庫存增加多，華商庫存增加少。內地現銀集中都會，既係由於各國不買華貨，而集中後的白銀，又毫無用處，故白銀大量流入，未必表示國內通貨的增加。國內通貨增加，亦未必與國內購買力的提升相關。(18)

貿易收支均衡論者不認為國內貨幣存量是重要的，是因為他們不認為銀貨數量的增減必然與國內物價的變動，息息相關；控制國內通貨數量，即可預測物價變動的趨勢。他們認為，一般所謂銀貨外流可使銀根緊縮，物價下跌，工商業受損失，乃基於經濟學原理解釋，事實則遠為複雜。吳大業比較 1930 年代前後數年中國銀貨進口數量、上海存銀量與上海物價的變動趨勢後，發現自 1929 年至 1933 年銀貨雖始終流入，上海庫存雖始終繼續增長，但上海物價指數則僅由 1929 年至 1931 年，顯上升之勢；1932 年上海存銀較 1931 年增加百分之三十九，但上海物價下跌百分之十二；1933 年庫存較 1932 年增加百分之三十七，但物價更下降百分之七。顯見，以 1933 年庫存與 1929 年相較增加一倍有餘，但物價指數，兩年相等。所以，「銀子的增加既不能使物價上漲，則銀子的減少……也不一定能使物價下降。」(19)《申報》〈經濟專刊〉主編張一凡也對單純的物價與通貨數量的關係表示懷疑，他表示：「歐美的學者，對於他們本國物價的慘跌，現在也都不再深信是全由於通貨數量變動。何況根本無力自主物價市場的我國！」國內一般物價——尤其是糧食物價——的昇騰，主要原因，他認為是拜全世界普遍災荒之賜。且不獨於白銀增稅之前如此，之後亦然。(20)換言之，物價變動不純粹受白銀存量變動的影響，且以白銀增稅防阻銀貨外流，未必能增加華商銀行存底，亦未必能增加本國白銀存底，降低本國物價，故無補於實際經濟恐慌的改善。

(三)匯價變動與產業發展

貿易平衡論者認為銀價高低、匯率漲落，各有利弊，而一漲一跌，變動不居，最為有損無益。銀價高低，既非中國所能控制，則與其呼籲銀價之勿漲，不如

(18) 吳大業，〈答顧翊群君關於「提高銀價與中國銀貨外流」討論〉，《大公報》，〈經濟周刊〉，1933 年 8 月 2 日。

(19) 吳大業，〈提高銀價與中國銀貨的外流〉，《大公報》，〈經濟周刊〉，1933 年 6 月 28 日。

(20) 《申報》，1935 年 10 月 28 日，版十五。

設法防止銀價上漲之惡影響，而利用其有益之點。谷春帆以為，從消費者之立場言，目前銀匯高漲，並非無利。進口必需品之價格，可以減低，國際貿易平衡，較易維持。且銀匯漲落對於國際收支之其他無形項目，似無明顯之影響。故國際收支平衡，將因貿易平衡之改善而進步，現銀流出之患，因可自戢。固然，就生產者言之，銀匯高漲，其弊既深且切。谷春帆認為，匯價高漲後必須建立相當之關稅壁壘，使不需要而有害之進口貨，不得入口。對於幣值跌落各國之進口貨，應立法特別加徵其進口稅，其稅率且應有計劃地隨時增減。如此可使國外物價平準之變動，及國際匯價之變動，適被隨時變動的稅率所沖消。使被保護之實業，有常規之保護稅，而國內物價，亦因此而得免擾亂。⁽²¹⁾ 關稅政策儘管僅對國際貿易和被保護的產業發生直接影響，唯因其可通過對不同種類的商品實施不同稅率等辦法，嚴格地適應國內產業的需求，故於國外匯價傾銷，對本國貿易的衝擊的同時，亦具有平衡物價，穩定產業發展的功效。

貨幣改革論者則認為，關稅政策提高競爭性進口商品之稅準，不僅無法降低各類商品的進口額，且將增加本國產業的生產成本。顧季高稱，自中國米麥棉等商品跌價以來，舉國人士，奔走呼號，以為應用加高關稅辦法，乃可避免外國傾銷。豈知全世界各國曾用高稅率或特許分配制度（quota system），企圖抬高本國進口物價者，均未奏效。⁽²²⁾ 今日世界之不景氣，正由於高關稅政策所致，各國正謀減低，以利國際貿易，吾國安可再蹈覆轍？⁽²³⁾ 且中國進口貨品，除約兩萬萬元之消費品，可以絕對禁止外，其餘或為生產品，或為原料品，進口絕不應加以限制。⁽²⁴⁾ 即使增加關稅，進口商品得以減少，出口業仍絲毫無補。況全國利害不一致，如湘皖贊成洋米加稅，閩廣則堅決反對。⁽²⁵⁾ 再者，中國對於米麥棉諸品，均已徵收進口稅，然該項產品之價格並未上漲，轉瞬收成登場後，此等商品之新低價，均將出現。⁽²⁶⁾ 加以關稅雖已到不能再加之會，偷漏進口之洋貨，猖獗如故。故所謂加高關稅，「不外增高公眾生活費及工業成本，更陷工業於苦境。」⁽²⁷⁾

(21) 谷春帆，《銀價變遷與中國》（上海，商務印書館，1935年），頁137-139。

(22) 顧季高，〈銀問題與中國物價問題〉，《民國二十至三十年代中國經濟農業土地水利問題資料》（1932-1950）（臺北，成文出版社，1980年），微片，編號74C8。

(23) 顧季高，〈世界貨幣戰與我國〉，《銀行周報》，卷17，號16（1933年5月2日），頁5。

(24) 顧季高，〈中國當前之貨幣改革問題〉，《東方雜誌》，卷31，號8（1934年4月16日），頁69。

(25) 同註21。

(26) 同註20。

(27) 同註22，頁70。

貨幣改革論者如趙蘭坪則認為，保護國內農工等業，減少貿易入超，方法繁多。目下中國流行之國貨運動，即其例也。然此視為民眾運動則可，目為國家產業政策，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，一時恐難實現。在此二種政策之外，唯有貨幣政策運用得宜，可增進輸出，減少輸入，助長產業之發展。此一政策須由政府採嚴密管理的人為政策。對內視產業的盛衰、物價之漲跌，人民購買力的大小，決定全國通貨數量；對外則視對外貿易之變遷，國際匯兌之漲跌，定本國對外匯兌之高下。今欲達此目的，國內通貨數量，必須富於伸縮性，則唯有白銀出口徵稅，具此功效。⁽²⁸⁾顧季高亦稱，保持生產者元氣之道，「厥為增銀之出口稅，使其目前不致出口，然後與各國折衝，謀安定銀價於可忍受之價格。⁽²⁹⁾換言之，貨幣改革論者以為，銀價提高後其第一步之現象，固然銀貨外流，其第二步之現象，則為銀匯上漲，金價下落，輸入品可以低價出售，吾國農工等業大受壓迫，幼稚之中國產業，將無立足之地。故期待徵銀出口稅後，吾國對外匯兌，可以不再追隨世界銀價之騰貴而上升，至少在相當程度內，可以脫離世界銀價之束縛，其於中國農工等業，將利多於弊。貿易平衡論者以為徵銀出口稅、降低銀匯，縱有刺激國內產業，改善貿易收支之功，然銀匯的漲跌傾向於迅速的、全面的影響中國的經濟。不論製成品或原料，生產資源或消費品，奢侈品或必需品，皆同受衝擊。除國際貿易和工業部門外，銀價變動又與華僑匯款的盛衰、外人在華投資、規定用外幣結算的外債及賠款本息的支付等，息息相關。⁽³⁰⁾谷春帆因此以為，銀匯漲跌對於各業影響相等，正「如不分差別之加稅，其為害殆無可疑」，且銀匯跌落未及使出口增加，各國先發制人，可再漲其關稅稅率，則銀匯雖然失落，出口仍無增加之可能。

(31)

四匯價變動與國際收支

貨幣改革論者強調，貿易入超，是否足以為患中國，乃依同期間之物價水準及金銀出口現象而定。銀價跌及銀購買力跌，則對中國國際貿易利多於害，銀價

(28) 趙蘭坪，〈徵銀出口稅與今後吾國之貨幣政策〉，《中央日報》（1934年3月25日），轉見《民國二十至三十年代中國經濟農業土地水利問題資料》（1932-1950），編號75-F5-7。

(29) 顧季高，〈世界貨幣戰與我國〉，《銀行周報》，卷17，號16（1933年5月2日），頁15。

(30) Cheng Yu-kwei, *Foreign Trade and Industrial Development of China: An Historical and Integrated Analysis through 1948*, (Washington, 1956), Chapter 4, Section 6.

(31) 谷春帆，前揭書，頁137。

高或銀購買力高，則於中國害多於利。銀購買力跌，中國進口物價上漲速，出口物價上漲緩，故進口價值易升，出口價值難升，中國對外交換條件乃愈趨有利；銀購買力漲時，中國進口物價下跌緩，出口物價下跌速，故進口價值減退少，出口價值減退多，中國對外交換條件乃愈益不利。此其所以中國在1930年以前入超逐年加大，經濟依然繁榮；1931年以後，入超有減小傾向，然國力日損。正由於1930年代以後中國對外交換條件惡化之原因，在於出口價值下跌之速度大於進口價值下跌之速度。顧季高說，中國現在大患非入超問題，而係出口貨價值減縮問題。出口價值之減縮，由於出口貨價格之大跌，而出口貨價格之下跌，由於銀價及銀購買力兩均上升之故。⁽³²⁾ 銀價及銀購買力兩均上漲，反映在出口價值之快速下滑及進出口貿易之大量縮減，其原因則為國內通貨之緊縮。⁽³³⁾ 故防範之道，「厥為增銀之出口稅，使白銀不致出口，……苟其不能，無寧實行禁銀出口。」⁽³⁴⁾ 保存國內白銀數量，其目的因此不僅在降低銀匯，控制銀價之購買力，更在改善貿易交換條件。

貿易平衡論者認為，銀匯跌落，縱有刺激國內產業之功，卻難論及貿易條件的改善。因為1930年代初期中國在銀價下跌的時期內，並未享受出口增加，進口減少的利益，並且只有進口多於出口，而維持著一個巨額的入超。吳大業以為，現在中國出口物價的下降，已在其他各國之上。出口貨值之低，並非因為物價太高，而是因為各國對於這種貨物的不需要，所以想要增加中國的出口，只能有待於世界經濟的繁榮與各國購買力的恢復，而不能僅用禁銀出口的辦法以求出口物價的更跌。⁽³⁵⁾ 況且，禁銀出口以壓低國內銀價即便成功，則以銀計算的進口物價，必更升漲。但事實上，進口貨物多為必需品，若無相當的替代品而進口量不能因物價的升漲而成比例的減少，則進口物價必更增加。出口方面，各國在經濟衰落的時期內，能否因中國物價的低跌而增加其對華貨的需要，且中國貨價雖能降低，但能否與各國的傾銷品相競，均為問題。⁽³⁶⁾ 谷春帆也言及，匯價雖跌，日用食品還是要進口，入超數目不能減少，而匯價跌落後，國際支付只會增加，「如此國際收支既不能因國際脫離銀本位而平衡，即現銀流出的必要，也不因徵收銀

(32) 顧季高，〈中國當前之貨幣改革問題〉，《東方雜誌》，卷31，號8（1934年4月1日），頁69。

(33) 顧季高，〈中國新貨幣政策與國際經濟均衡〉，《抗戰前貨幣史資料》（三）法幣政策，頁4110。

(34) 顧季高，〈世界貨幣戰與我國〉，《銀行周報》，卷17，號16（1933年5月2日），頁15。

(35) 吳大業，〈提高銀價與中國銀貨的外流〉，《大公報》〈經濟周刊〉，1933年6月28日，頁713。

(36) 同上。

出口稅而免除。」⁽³⁷⁾況且 1930 及 1931 年匯價之跌，已使中國國際收支，從有餘變為不足，如再徵銀出口稅，以人為方法對本應匯出之款，阻令不匯，中國貨幣的對外匯價將跌至實值以下，輸銀出口必成有利可圖。私運紛起，禁絕為難，⁽³⁸⁾國際收支逆差勢將更為惡化。

三、幣值減低說與貿易統制說

(一)通貨緊縮說與信用緊縮說

1934 年下半年至 1935 年上半年，由於國外銀價繼續上漲，國內白銀外流之情勢愈演愈烈，不只工商恐慌之程度更為加深，且演化為金融危機。有關金融資本與產業資本分道揚鑣之說，因此甚囂塵上。誠如金國寶等人所言，由於貨幣流通量的減少，工商業發生資金周轉危機後，金融業因工商債權之虧負，不願再予資金之融通，工商業於是一面受債權結凍之痛苦，一面復遭受金融業拒絕資金融通之打擊。金融業以放款難收，於是工商業者之資金凍結，再轉嫁於金融業，又成為金融業賬面債權之凍結。⁽³⁹⁾《申報》〈經濟專刊〉主編張一凡也說：

「在實業界的人，認為產業恐慌的成因，只因銀錢業專做公債投機，不負扶植產業的根本大計，所以資金不敷周轉。……但是金融界方面，……他們只覺得放款危險。……目前發生的金融恐慌幾乎就受了產業恐慌的影響。」⁽⁴⁰⁾

金融界與產業界，一方是資金凍結，生產萎縮；一方是金融停滯，信用收縮。資金凍結與信用停息，輾轉相循，金融恐慌隨產業恐慌而起，經濟恐慌遂演成籌碼不敷的危機。

籌碼不敷，意味著貨幣數量或貨幣所得的下降。貨幣數量的下降，即指在市場上與財貨勞務相交換的貨幣的減少，而貨幣所得的下降，則指每人平均貨幣存量或平均每人貨幣所得的降低。⁽⁴¹⁾論者認為當前經濟危機之癥結以及個人所得的降低，「不在支付籌碼之枯竭，而在支付籌碼之不能流通周轉」。⁽⁴²⁾換言之，非

(37) 谷春帆，〈徵銀出口稅能不能遏阻現銀外流〉，《申報月刊》，卷 3，期 11（1934 年 11 月 15 日），頁 22。

(38) 谷春帆，前揭書，頁 142。

(39) 上海市商會工商復興委員會，〈對於增加籌碼問題之意見〉，《銀行周報》，卷 19，號 37（1935 年 9 月 24 日），頁 18-19。

(40) 張一凡，〈中國產業金融出路之商榷〉，《申報》，1935 年 10 月 28 日，〈經濟專刊〉。

(41) 林鐘雄，《貨幣與銀行》（台北，三民書局，1981 年），頁 269。

(42) 畢秉燮，〈讀工商復興委員會對增加籌碼意見書後〉，《銀行周報》，卷 19，號 38（1935 年 10 月 1

經濟社會中貨幣總量的不足，決定性的造成了經濟景氣之榮枯，乃貨幣總量中流通量的短缺，影響物價之漲跌。如金國寶等人認為，就表面觀之，滬市存銀，由1934年五月終之五億九千萬元，降至1935年9月之三億三千萬元，喪失之數，達百分之四十五，「支付籌碼縮減之形勢，不能謂為不嚴重」，但自1934年11月至1935年9月為止，凡九閱月間，存銀並未繼續減少，除發行鈔票分配六成現金準備外，尚綽有餘裕，則以「籌碼枯竭稱之，似屬過言。」⁽⁴³⁾他們以為，中國目下金融體系之病態，在於呆滯的帳面債權，不能化為可資融通之資金。他們說：「大抵固定者使之變為流通，原自有道。其道唯何？則信用籌碼之運用是也。」⁽⁴⁴⁾信用籌碼運用的結果，一般價值雖不能直接變為貨幣，唯經由信用制度之機構，即可間接的取得貨幣。因此，中國金融體系之癥結，與其歸咎於支付籌碼之不敷周轉，毋寧謂為信用籌碼之不善運用。各方對於籌碼枯竭一端頗表關切，實乃因其忽略了金融市場中籌碼分類之不同，將信用工具與支付籌碼混同為一，遂視信用籌碼之消乏，為支付籌碼之枯竭，以信用工具之緊縮為通貨數量之緊縮。金國寶等人稱，一切切合當下中國工商業之所需者，為信用籌碼之增加，為「信用擴張」，而非支付籌碼之增加，或稱之為「通貨膨脹」，⁽⁴⁵⁾正說明他們反對「通貨緊縮」的現狀認知，以及強調增加信用供給可能量的必要性。

貿易平衡論者對於上述的看法，似乎頗表贊同。谷春帆認為，造成經濟榮枯的原因，乃資產兌現之呆滯及帳面周轉之失靈，是貨幣總量中流通量的不足，直接影響了金融界的資金融通，並造成生產界的經營困境，谷春帆說：

「自中日一二八事變後，以迄一九三四年秋季，上海各銀行庫存現銀有加無減，利率鬆弛非常。故衰沈期內之通貨準備並不缺乏。所缺乏者乃流通之通貨也。……如生產界有需銀周轉之必要，則先應設法將現存無用之銀，儘量利用。」⁽⁴⁶⁾

此處指出資產兌現的呆滯，帳面周轉之失靈，顯示貿易平衡論者認為，恐慌的形成主要是非貨幣的實質因素變動的結果，物價水準的低落，貨幣與交易活動脫節，正反映生產面上供給與需要之未能配合。⁽⁴⁷⁾馬寅初在一篇題為「吾國生產問題

日），頁11。

(43) 同註39，頁17。

(44) 同註39，頁18。

(45) 同註43，頁18。

(46) 谷春帆，《銀價變遷與中國》，頁139-140。

(47) 《申報》，1935年3月1日，版十。

中之兩方面——貨幣方面與經濟方面」的文章中宣稱，吾人往往以支付工具與貨幣購買力混為一談，以為有貨幣即有購買力，實則不然。購買力與貨幣係截然二物。購買力與生產相等，生產之多少，即為購買力多少之標準。馬寅初又指出，外國學者多聚訟於貨幣方面，以謀經濟之出路，乃因外國正感生產過剩，所感缺乏者非購買力，而為貨幣，而中國則二者同告缺乏。故解決中國之生產問題，不但須增加支付工具，尤須增加儲蓄與投資。不但須注重貨幣方面，尤須注意於經濟方面。(48) 或正有鑒於此，馬寅初一方面強調建立一健全的金融市場，以強化溝通或協助溝通資金供給者與其需要者的機能，切合當下中國所需，一方面又強調非貨幣的實質經濟政策的重要性。他之所以重視國外貿易，固然與貿易平衡論者有關貿易入超為現銀外流之根本原因的現狀況知有關，再者，也是因為他認為改善貿易的不二法門，在獎勵本國工業，減少進口，增加出口，以倡用國貨，提昇本國之生產力。(49) 正因為獎勵貿易政策的目的，在倡用國貨，發展進口替代產業，此輩論者雖主張增加信用工具的流動性，又強調金融機構增加資金融通的功能，須以輔助對外貿易為主要目的，唯他們又同時認為對進口商之資金融通，須以進口民生必需品者為限。他們強化金融市場的用心，與改善國際貿易的目的，顯然是相輔相成，互相呼應的。(50) 谷春帆因此認為，統制貿易、限制融通之結果，易收貿易統制，匯兌統制之實效，並稱圓融資產、活潑金融、充實資本供給，為推行貿易統制政策的基礎。(51)

就貨幣改革論者而言，中國經濟恐慌的根源為籌碼枯竭，其意指經濟紛擾乃係貨幣數量或貨幣價值變動的結果，特別是指貨幣數量未能對一般物價水準維持平衡的變動關係。路易士、張履鸞稱：「貨幣價值高漲，物價低落，實為中國經濟恐慌之唯一原因。……及至身感銀根緊急，對於恐慌原因之貨幣本質，方始開始加以注意。」(52) 恐慌之源出於貨幣方面，一方面說明凡力能生產貨物者，均患其貨物之無銷路，以致造成市場上商品供給之過剩。一方面又說明，通貨因供給減少而對貨物漲價，使物價下跌。正是太少的貨幣追逐太多的物品，從而造成

(48) 馬寅初，《中國之新金融政策》（長沙，商務印書館，1939年），引言。

(49) 馬寅初，〈吾國生產問題中之兩方面——貨幣方面與經濟方面〉，《銀行周報》，卷19，號25（1935年6月），頁11~13；〈世界經濟恐慌如何影響及於中國與中國之對策〉，《東方雜誌》，卷32，號13（1935年7月），頁17。

(50) 同註39，頁24。

(51) 谷春帆，〈物價與恐慌〉，《社會經濟月報》，卷2，期9（1935年9月），頁13。

(52) 路易士、張履鸞，〈中國之經濟恐慌〉（八），《銀行周報》，卷19，號45（1935年），頁10。

不均衡的生產，以及國民購買力的下降。總言之，面臨金融資本與產業資本分離，論者皆意識到所謂籌碼不敷的危機，可能衍申為購買力的不足。唯貿易平衡論者以為，籌碼不敷，是通貨之不能入手，乃是貨幣流通量不足所致；貨幣改革論者則以為籌碼不敷，就是通貨緊縮。

（二）貨幣、貿易與物價之調整

貨幣改革論者強調貨幣狀況的均衡，他們以為在一均衡的貨幣狀況下，物價與成本適為相等。各企業之發展或衰退，不受貨幣因素之擾亂，而領取各項收入者，如工人及企業家，以及有固定利息進款者，得以保持適當衡平之關係。顧季高以為，中國過去數年人為的通貨緊縮之特徵，不僅在物價之不斷下跌，且在（一）、一般物價之下跌遠逾一般成本（如租稅、運費、人工）之下跌；（二）、在一般物價中，出口品、原料品、農產品之下跌，遠過於進口品及製成品之下跌。生產人、債務人由是受損，債權人漸次受益，因之表面利息甚高，資本聚積則不無影響。為使債務人有還債之能力，顧季高因此主張按物價下跌之程度，減低幣值。⁽⁵³⁾ 路易士、張履鸞也主張減輕銀幣中之含銀量，以貶低幣值。他們稱，物價低落時，易於變動之物價，跌落最速；零售物價、工資、薪金及固定費用等之影響較少。貶低幣值可救濟通貨緊縮所生之災厄，正因提昇物價能使「感應性最敏捷之物價上漲，而對於零售物價、工資、薪津與固定費用，則影響些微，至於對於債務及其他固定物價，且毫無影響焉」。⁽⁵⁴⁾ 物價高漲既能使原料品之批發價格升漲，「由是各項活動物價，可與薪金、工資、賦稅、債務、租金、運費，以及其他固定費用等等，互相合拍」，各得其平。⁽⁵⁵⁾ 此中關鍵，在一般物價之騰升，可使物價與成本以及原料品、出口品等對製成品之關係恢復正常，太少的貨物追逐較多的物品，此一現象，不再發生，通貨緊縮因而中止。

正由於貨幣改革論者期望「一般物價水準能發生大量的、與永久的增漲」，又由於以銀元計算之物價，乃依銀元中減低之銀量多寡而比例增漲，⁽⁵⁶⁾ 他們主張減低通貨價值，擴充通貨供給，以期恢復 1931 年中國通貨緊縮發生之前的高物價水平。唯亦正由於貨幣改革論者認為物價水準之昇降，即貨幣購買力之漲落；減低幣值，即提升物價；路易士、張履鸞反對以貿易統制調節物價，蓋該項政策雖

(53) 顧季高，〈中國之新貨幣政策與國際經濟均衡〉，《抗戰前十年貨幣史資料》（三），頁 373。

(54) 路易士、張履鸞，〈中國之經濟恐慌〉（九），《銀行周報》，卷 19，號 47（1935 年），頁 13。

(55) 同上註。

(56) 同上註。

能使某種進口商品之價格提高，「卻不能影響貨幣之平均價值，亦不能提高一般商品之平均價格」，⁽⁵⁷⁾故不能解救普遍於一般實業之不景氣。

貿易改良論者則以為經濟恐慌之害，不單在物價之低落，更在於物價下落之不均。谷春帆稱，若物價下降平均，必使幣值普遍高漲。「惟其升降不均，而後升降劇烈，而後有害」。又稱，普遍提高物價，雖可減少經濟界重債之負擔，「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甚。」他因此主張，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。如低價生產者，可恢復購買力，高價生產者，乃有銷售之可能。⁽⁵⁸⁾

貿易平衡論者之目的，不在普遍提高物價，而在改正物價高下之差度，他們以為貿易統制政策（進口貿易之統制與出口貿易之津貼），所能盡力於物價高低之改正者，或比貨幣政策力量有效。谷春帆稱，減低貨幣成色，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，則農產品之價格將相對的低落。貨幣貶值使一切物價上升，對進口原料及進口之同種類工業品，不加分別，則有增加成本，減阻出口之實。他更進一步說：

「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。」⁽⁵⁹⁾

(三)貨幣安定與平衡國際收支

貨幣平衡論者強調，貨幣安定則國內經濟與國際經濟均衡，然後國際經濟之進步，我皆可以承受。苟貨幣不安定，則國內經濟與國際經濟背道而馳。當世界經濟恐慌時，吾國固可藉獨立之貨幣，以保持半獨立之經濟狀況，但當世界經濟

(57) 實業部銀價物價討論委員會，《中國銀價物價問題》（上海，商務印書館，1935年），頁216。

(58) 谷春帆，〈金融恐慌的原因與救濟辦法提要〉，《社會經濟月報》，卷2，期6（1935年6月），頁9。

(59) 谷春帆，前引文，頁10。

漸趨恢復時，吾國若不參與，則自陷恐慌絕境，長受經濟落後之苦痛。路易士、張履鸞均主張貨幣貶值之後，由國家銀行當局將國幣匯率加以穩定，使其與某外國通貨保持一個固定的匯率，則中國物價水準，以後將與該國的物價水準趨向一致。蓋該國的通貨乃國幣之所由穩定者也。⁽⁶⁰⁾又由於此一減低與穩定中國通貨之方法，除使國幣對一種外幣的匯率穩定而外，更在求此外幣，其以一般物品計算的價值亦須穩定不變。⁽⁶¹⁾「物價水準之昇除，即為貨幣購買力之漲落」，⁽⁶²⁾貨幣安定則物價隨之安定。減低與穩定貨幣的價值，將能恢復外人向中國實業方面投資所得到的利潤。⁽⁶³⁾顧季高因此說：「欲發展經濟，最扼要之舉，莫過於參加世界經濟者也。……顧欲參加世界經濟，果由何術？曰：自安定貨幣始。」既然世界各國經濟已有相當恢復，吾國經濟與之聯繫後，乃可利用其資源以佐我開發產業，而享受貿易增進之利益。⁽⁶⁴⁾貨幣安定，使國內經濟與國際經濟相聯結，遂為一切經濟復興工作之基本。

貨幣改革論者固然重視本國貨幣購買力與國內物價成本諸結構的調整，唯他們同時強調，經濟安定之意義不只在維持一國通貨數量及與其相交換之財貨勞務於一平衡關係，追求國內幣值安定之先決條件，厥在維繫本國貨幣對外國貨幣購買力之穩定，藉以平衡中外。又因對外匯價的變動，間接影響一國的物價漲跌與經濟榮枯，直接且影響一國的對外貿易與國際收支，此派論者於是強調貨幣安定的意義在以匯價安定追求物價安定，匯價安定的重要性因此相對重要於物價安定。正如路易士、張履鸞稱，減低與穩定中國通貨的辦法，在按照比較以前匯價水準高百分之三三的匯率，買賣外匯後，應「使其與某一外國通貨保持一個固定的匯率」，以使中國的物價水準，與該國的物價水準趨向一致。⁽⁶⁵⁾顧季高且以為，對於安定國內經濟與平衡對外匯率作為貨幣政策目標，欲求其兼容並蓄可能存有的兩難，其唯一的取捨之道，在適應世界經濟潮流，求匯價的安定。

貿易平衡論者馬寅初以為，欲求國內物價與對外匯價同時穩定，乃不可得兼之事。馬寅初舉例說，若中國貨幣之匯價，已與英鎊聯繫，並假定一英鎊等於國幣十五元，若鎊匯跌至十四元，但中國對於鎊匯必須維持一與十五之比，欲達此

(60) 路易士、張履鸞，〈中國之經濟恐慌〉，(九)，《銀行周報》，卷19，號47（1935年），頁11。

(61) 同上註，頁12。

(62) 同註55。

(63) 同註58。

(64) 顧季高，〈中國新貨幣政策與國際經濟均衡〉，《抗戰前貨幣史資料》(三)，頁376。

(65) 同註58。

目的，則中國惟有增發通貨，壓低本國幣值。倘此際中國商業並未增加，對於通貨並無需要，則增加通貨，適足抬高物價。以此之故，以本國貨幣之匯價與英鎊相聯，以為可以達到國內物價與國外匯價同時安定之目的，乃不可信之說也。中國貨幣之匯價與英鎊相聯，其結果，本國價值之上下，勢必視英鎊之高低而定，中國勢將自失其自主之餘地。(66) 因此，中國不欲改革幣制則已，如欲改革幣制，亦唯有以穩定國內物價為標準，並應由我控制，以取一適當之物價水準，使幣值與此物價水準相聯。對於匯價穩定與物價穩定不能兩全之說，吳鐵峰亦有雷同的看法。他說：「先要求物價的穩定，再求匯價的穩定，至少，前者重於後者」。理由在於，如果物價——貨幣的對內價值——不安定，匯價——貨幣的對外價值——亦將變動不定。蓋根據購買力平價說，外匯的決定是兩國物價的對比，此即是說，是物價決定了匯價。物價機構調整執行，匯價機構自可獲得穩定。(67)

由於僅重視貨幣內在價值的安定，以及本國經濟體系的穩定，貿易平衡論者視國際收支之順差，而非平衡，為擴張通貨、振興經濟的首要目標。馬寅初主張通貨擴張須堅守信用統制的原則。在信用統制限制資金融通，可收貿易統制、匯兌統制之實效，而其最終目的則可減少貿易逆勢。(68) 谷春帆則主張有意識的保持國際收支的平衡。他以為中國急須採行絕對有效的方法，管理進出口貿易及無形收支，務使國際收支抵銷後，有餘資可供投資建設之用。出口之貨物與勞務，依世界市場價格而出售，而其數量則務使適合進口貨物勞務之總價值，進口貨物勞務之數量，務使適合於出口貨物勞務之價值。債務債權亦務使互相平衡。(69) 如是相對於貨幣改革論者之主張貨幣安定以求經濟均衡，貿易平衡論者則以追求平衡國際收支的政策目標，達成經濟成長。

貨幣改革論者不以為管理匯兌及貿易可資以平衡國際收支，反認為管理匯兌及管理貿易本身，將肇致貨幣信任心的喪失。顧季高稱，管理匯兌及貿易，不特無益，且有大害。他以為中國經濟今日對外資之需要異常迫切，苟吾國政府不為惡性的通貨及信用膨脹，而對外匯照目前定價做無限制的購售，且聲明永不變更定價，則人民對貨幣信任心恢復，外資及本國已逃出之資本，均將輸入，且有形

(66) 馬寅初，〈我國銀本位應放棄乎抑應維持〉，《銀行周報》，卷19，號22（1935年6月11日），頁18。

(67) 吳鐵峰，〈我國幣制改革的檢討〉，《抗戰前貨幣史資料》（一），頁368。

(68) 馬寅初，前引書，第九章。

(69) 同註37，頁24。

貿易之進口出口及入超三者均將逐月增加，國內生產及國民收入亦將連帶增加，同時對外收支之有利，亦將表現於中央銀行對外準備的不斷上升。反之，苟政府對通貨信用做無限制之膨脹，對金融制度不加整理，則外資及本國資本均將逃出，屆時即使實行嚴格之統制經濟以限制匯兌買賣，及阻止進口貨，經濟亦終於崩潰而已。(70)換言之，管理匯兌及貿易，徒然使貨幣匯價失其平衡，卻無補國際收支現狀的持續惡化。

貿易平衡論者以為，就達成平衡國際收支的政策目標而言，貿易統制較諸貨幣貶值，更為確實有效。谷春帆以為，就現有國際收支合計而言，支出方面，有形貿易支出佔總支出百分之八十以上。除進口貨的支付以外，其他百分之二十，便為政府外債及外人投資利潤匯回之款，此外另有零星小款。收入方面，出口貿易的收入，在東三省未失之前，佔全體收入百分之七十左右，東三省已失之後，尚佔百分之六十左右。其餘則以華僑匯款為大宗。總括言之，中國國際收支之平衡，百分之六十至八十，有賴於國際貿易之平衡。而貨幣貶值的結果，則恰恰有增加入超的可能。蓋支出方面的外債本息，較前更多；而收入方面的華僑匯款，卻未必增加。外人投資也非直接與貨幣貶值相關。所以貨幣貶值的結果，恐怕國際收支愈不平衡，現銀愈有流出的必要，而金融恐慌也愈深。貿易統制直接從貿易上求其平衡，自然無此弊病。貨幣既不貶值，反因外匯提高之故，入超減少，外債本息減少，現銀流出，可望停止。貨幣信用恢復，而後未逃亡之資本不逃，已逃亡之資本，重新歸來。(71)可知，就貿易平衡論者而言，貿易統制由促進貿易著手，即可安定幣值，進而平衡國際收支。

四、餘論：資本家與知識分子間觀點的分歧與聯繫

相對於知識分子在救濟恐慌言論上之分為貨幣改革派與貿易平衡派，資本家們的改革主張，隨著經濟恐慌情勢的發展，則顯現由分歧而整合的過程。在1933、1934年資本家的救濟言論，大體可依資本家個人身分之為金融資本家或工商資本家，或支持關稅保護說，或支持白銀徵稅說。試以工商資本家而言，1933年6月上海市商會（由工業資本、商業資本及銀行資本等同業團體，組成的組織）召開第四期會員代表大會，其中十項議案與關稅有關。1934年7月5日，他們致電

(70) 谷春帆，〈金融恐慌的原因與救濟辦法提要〉，《社會經濟月報》，卷2，期6（1935年6月），頁8。

(71) 同上註。

政府，要求撤回當局發布的1934年關稅稅則，並嚴正要求政府修正其中有關提高機器、棉花進口稅，以及降低棉製成品、洋紙進口稅的條文。蓋機器與棉花為中國工業發展不可或缺的原料與設備，棉製品及洋紙進口稅的下降，則對正值擴展中的造紙及棉布工業，構成威脅。(72) 儘管該項電文以上海市商會為名發出，唯該項電文實已明顯的反映了民族資本工業的利益，且可見在該會的決策過程中，工業資本掌握了資本總體意志的領導權。工業資本支配了修改關稅稅則的輿論走向，說明工業資本家要求提高有關競爭性進口商品的稅則，目的在使該類商品的進口趨勢持續下降，刺激國內有關工業的發展。換言之，若謂1933、1934年中國增訂關稅稅則，就是企圖緩和，或至少是部分地緩和因銀價上漲引起的通貨緊縮對中國經濟造成的傷害，(73) 則這些資本家認同貿易平衡論派知識分子的救濟主張，將言論付諸實際，其立論基礎在將關稅政策性質由原本以增加財政收入為主的財政性關稅，改為有利發展進口替代產業的保護性關稅，(74) 以使中國經濟走向獨立自主的道路。

這種實施保護關稅以緩和銀價上漲對中國經濟可能造成之危害的主張，並未獲得同期間銀行資本家的認同。對銀行資本家而言，保護關稅同維持財政關稅的功能是同樣重要的。他們懷疑支持保護關稅是否可能造成進口量的減少，導致稅收總額的減少，進而降低政府對公債還本付息的能力，影響銀行家本身購買公債的利益。(75) 銀行資本家在1934年秋季之前，儘管也對白銀出口徵稅表示懷疑，惟懷疑的焦點在政府徵收稅準是否可能隨銀價漲落而增減，並未對政府應以徵稅限制白銀出境的手段，表示疑慮。(76) 正如上海商業儲蓄銀行經理陳光甫所說，現銀大量流出，銀行準備銳減，存底日薄，各家銀行只得致力於推行承兌匯票，以替代信用放款及透支，銀行盈利乃有漸薄之趨勢。(77) 白銀數量之趨減，直接威脅銀行業務之經營，白銀出口徵稅得以直接穩定現銀數量，自然受到銀行家們一致

(72) 久保亨，〈一九三〇年代中國的關稅政策と資産階級〉，《社會經濟史學》，卷47，號1（1981年5月）。本文所稱資本家，乃依久保亨先生的認定，久保亨先生認為，參加同業組織之工商界及金融界人士，大抵皆該業該界之資本較雄、力量較大者，故逕以資本家稱之。《申報》，1934年7月6日，版10；1933年6月10日，版十。

(73) Chen Yu-kwei, *op.cit.*, chapter 4, section 7.

(74) 久保亨，〈南京政府の關稅政策とその歴史意義〉，《土地制度史學》，86號（1980年），頁43-44。

(75) 同註72，頁262。

(76) 《申報》，1934年2月25日，版十一。

(77) 中國人民銀行上海市分行金融研究所編，《上海商業儲蓄銀行史料》（上海，上海人民出版社，1990年），頁359-60。

的擁護。(78)

金融資本家與工商資本家有關救濟恐慌的言論，在1935年漸漸凝成共識。此不獨是因為雙方皆認識到，自1931年以後，先之以農業恐慌，繼之以工商凋敝，1935年中國經濟已進入金融恐慌的階段。此期間，工商業者固受資金周轉不敷之苦，金融業者亦覺放款難收。其次，也是因為金融業者與工商業者雙方都發現，中國之金融恐慌，欲其弛緩，必須自銀錢市場及資本市場之改良入手。蓋銀錢市場及資本市場開放，有助於增加銀行資金的運用力量，解決工商業者的資金需要，金融資本與產業資本兩收其利，可收刺激經濟之效：

「信用之為物，不問其為賬面或票據，皆建立於工商之基礎上，而尤貴乎流通。工商不振，則信用縮小而呆滯；工商繁榮，則信用膨脹而流通，故在經濟景氣之時，票據信用之優於賬面信用者多，而在經濟恐慌之時，則兩者均有趨於呆滯之憂。」(79)

上海市商會工商復興委員會以為，銀錢市場及資本市場步入正軌後，欲補救短期資金市場中信用籌碼之缺乏，工商業可以利用票據以代替放帳制度，則金融業不致有欲貼現而無票可貼之苦；健全證券交易所，發行及買賣產業證券後，造成金融體系中之長期資金市場，則長期資金市場中之畸形狀態，如外商產業證券之喧賓奪主，華商證券市場中財政證券之不平衡的發展，以及地產契據之高度投機性，或可從此杜絕。工商業者自此容易取得資本，一般人民此後易於投資產業，而公司組織下之大量生產事業，自易勃興。由於可知，工商資本家及銀行資本家之所以以為發達銀錢市場及資本市場，有助於增加銀行資本的運用力量，解決工商業者的資金需要，是因為發達銀錢市場及資本市場，可建立貨幣性資產的交易中心，提高各種信用工具的流動性，如此，不但可確保貸款者的流動性，且復能滿足借款者的資金需要。(80)換言之，銀錢市場及資本市場的健全發展，在其可增進資金的有效利用，使銀錢市場及資本市場的功能由投機性轉向產業化，信用工具或可貸資金的供給，隨有效需要之變動而變動。

金融資本家及工商資本家訴諸銀錢市場及資本市場的改良，期以解救恐慌。其原始用意，不僅在增加信用籌碼的靈活運用，更在策動通貨膨脹。通貨膨脹之

(78) 《申報》，1934年3月16日，版十二。

(79) 《申報》，1935年3月23日，版六。

(80) 上海市商會工商復興委員會，〈對於增加籌碼問題之意見〉，《銀行周報》，卷19，號37（1935年9月24日），頁18-20。

說，自1934年底，即在上海商界，喧騰一時。⁽⁸¹⁾此或可由中華工業總聯合會斟酌通貨膨脹實施之可能性得知。⁽⁸²⁾論其動機，或者在於輕微的通貨膨脹，對工商業者大多非常有利。因為一來存貨價格增加，二來銷售品售價上漲率，速於成本的增加率，尤其實質工資的增加，比不上銷售品售價增加之速，無形中構成了意外的利潤。加以工商業較易獲得賒買與周轉資金的機會，更易擴大經營，增加餘利。⁽⁸³⁾如上海申新紗廠總經理榮宗敬致行政院農村復興委員會主任秘書彭學沛函，要求國家發行巨額紙幣，即嘗云及通貨膨脹在繁榮實業上的功能：

「金融與實業休戚相關，利害與共，維持實業必先維持金融，其理至為明顯。如何使呆滯之金融變為活潑，宗敬之愚，以為莫如由國家銀行發行巨量紙幣。通貨膨脹已成市上之口頭禪，在商民心理無不樂從。」⁽⁸⁴⁾

但是通貨膨脹不只具有帶動產業擴張的效果。通貨膨脹後，貨幣流通量增加，農村交易媒介增多，小農向外輸出生產可望增加，農產品交易範圍擴大，於提昇農民所得，顯有助於益。榮宗敬對此種狀況，顯然也抱有某種期望：

「中央銀行信用久著，鈔票價值無異現金。若購買棉花必需現金，目前現金多數集中都市，在短期而不易還諸農村，即貨物有積滯之虞。自貴院（所、會）積極提倡棉產，確有相當進步，惟為救濟農村計，流通貨物似為要圖。以鈔票代現金，在中央銀貨資力雄厚，當屬輕而易舉。」⁽⁸⁵⁾

就銀行界而言，中國銀行二十四年度年度報告，亦顯示銀行界對通貨膨脹抱有同樣的期待。他們固然認為通貨膨脹，可增加資本的使用價值，調節資本供需時間性或地域性分配的失調：

「廿四年四月末，華北時局分擾，形勢益惡，內債市場，反響尤烈。其時通貨貶值謠言繁興，外匯與標金投機之風大熾，合法營業，損失不貲，偷運白銀，處罰雖獲，但利之所在，人所必趨，利運之事，未嘗或戢，匯率即期與遠長相差之巨，划頭升水之奇昂，銀根奇緊，昭然者前，且物價下落，信用緊縮，工商業益就衰敝，通貨膨脹之呼聲，忽又傳來。」⁽⁸⁶⁾

(81) 《申報》，1934年10月22日，版十。

(82) 〈工商業金融問題研究報告書〉，《申報》，1935年3月24日，版十二。

(83) 《雲五社會科學大辭典》，《經濟學》。（台北，台灣商務印書館，1971年），頁306。

(84) 上海社會科學院經濟研究所編，《榮家企業史料》，上冊（上海，上海人民出版社，1980年），頁501。

(85) 上海社會科學院經濟研究所編，《榮家企業史料》，上冊頁501。

(86) 中國銀行總行、中國第二歷史檔案館合編，《中國銀行行史資料匯編》，上編（1912-1949年）（南

但他們也主張實施通貨膨脹，提昇農民所得，故謂：「以農產價格低落，生產資金缺乏，思藉通貨膨脹之機能，以增加資金數量，提高農產價格。」⁽⁸⁷⁾凡此皆說明，膨脹通貨，無論就銀行界或工商界而言，皆有使經濟資源發揮較大的經濟效益的可能。

資本家對通貨膨脹抱有深切的期待，除因通貨膨脹可滿足小農、工商業者與資本家本身的交易與資金需求外，另在通貨膨脹可能帶來的一種使一般物價水準超乎正常地上漲狀態，可以在改變資源利用途徑及財富分配狀況的同時，達到平衡城鄉收支的效果。此一過程或者係透過金融機構，擴大信用，增加貸款而展開。或者係由於政府機構增發通貨而呈現。其結果，或者使存款貨幣與紙鈔發行額增加，工商業者獲得貸款後，得擴充舊企業，或創辦新企業。或者由於市上貨幣流通量加多，工商企業者所能支配的貨幣數量，較前為多，對於所需原料、勞力以及一切生產設備，因此願出較高的代價。增加生產的結果，對於各種來自農村的生產因素的需要數量，必然增加，即可導致農村諸生產因素供給者的所得，也就因此增加。因為農村所得增加，農民對於一般消費品願出較高的代價，購買較多的數量，消費品價格也就因此上漲。物價上漲，因此意謂著農村購買力，之必然提高。如是，農民得以出售更多的農產品以購買城市工商業者的製造品，城市工商業者得運用更多金融業者提供的資金，購買農村的生產原料以從事生產，金融業者得運用更多的資力，扶助產業部門的生產與流通。產業資本與金融資本，因而重新結合。農民購買力的提昇，乃成扭轉城鄉收支不平衡的樞紐。張一凡揣測上海資本家健全金融市場，擴張信用，膨脹通貨的用意正在於此：

「廠家因使用匯票隨時貼現的結果，所以資金活動，生產得以復振，失業問題，乃得逐漸解決；社會購買力，由此亦可回昇。……中國的基本大眾是農民，構成社會購買力的主要要素，是農民的收入。農產物價的慘落，是社會購買力最大的打擊。農民的購買力沒有提高，內地廣大的零售交易，便無由增進，建築在內地零售交易上的批發交易……自然也無法增加。……增加信用籌碼，正是中國目前唯一的出路。」⁽⁸⁸⁾

反觀本文有關知識分子的救時主張，不論貿易平衡論者的恐慌救濟論，或貨

京，檔案出版社，1991年10月），冊三，頁2181。

(87) 中國銀行總行、中國第二歷史檔案館合編，《中國銀行行史資料匯編》，上編（1912-1949年）（南京，檔案出版社，1991年10月），冊三，頁2128。

(88) 張一凡，〈中國產業金融出路之商榷〉，《申報》，1935年10月28日，版十五。

幣改革論者的恐慌救濟說，在1935年恐慌發展最為危急的時期，均或多或少承認貨幣政策的有效性。此可由其政策主張所反映的若干爭論得知。這些爭論或者說明在三〇年代中國經濟恐慌期間，非貨幣的實質經濟政策，做為恐慌的救濟策略有其限制。首先，貨幣改革派僅將當時作為交換工具的銀元視作貨幣，因此，白銀外流，即視同通貨緊縮，白銀內流，則認為通貨存底上升。由於認定白銀流出入與通貨數量有直接的關聯，且以為貨幣數量為國際收支、經濟紛擾及物價水準變動的根本原因，故強力主張貨幣政策的有效性。貿易平衡論者則因把銀行存款或其他信用工具的都包括在貨幣之內（如本文第三節第一目所論者），故他們認為貨幣供給量或貨幣存量可以由貨幣需要被動決定。只要健全金融市場，貨幣供給量的多寡，可以由民間經濟主動創造信用工具的多寡來決定，民間流通量不足的補充，無需受制於金屬貨幣準備的高低。換言之，貿易平衡論者大抵以為經濟活動的變化，先於貨幣供給量的變動，只要健全金融市場，貨幣供給量的增減可隨貨幣需要之變動而變動。故經濟社會之內不會有太少的貨幣追逐太多的物品，也不會有太多的貨幣追逐太少的貨品。此其所以他們認為白銀外流乃係自然現象，且認為白銀外流並不會造成貨幣流通量不足的結果。此其所以貿易平衡派認為，經濟紛擾及物價水準的變動，應由非貨幣因素來解釋，且控制貨幣數量不能獲致經濟安定的效果。唯亦正如貿易平衡論者所論，非貨幣的經濟政策（貿易統制政策），用為恐慌的解救之道，仍須以健全金融市場為前提，且須以健全的金融市場為其政策實施之準備。這正說明任何經濟政策的施行，仍不能逃離貨幣政策的範圍之外，因此貨幣政策的有效性，在救濟經濟恐慌上，仍具若干的適用性。

暫且撇開貿易平衡論者的論點不談，相較於資本家之主張採取一種以較多的貨幣追逐較少的貨品的通貨膨脹政策，貨幣改革論者則強調，足以解救中國經濟恐慌之困局者乃通貨擴張，而非「通貨膨脹」的貨幣政策。⁽⁸⁹⁾ 他們相信，採取壓低利息的放寬信用措施，或維持通貨數量與物價水平於一較高水準之平衡關係，即可擴大貨幣供給，刺激景氣之復甦。正如本文第三節，第二、三目所說，貨幣改革論者主張提昇物價，一方面，在透過國內經濟與國際經濟關係的維繫，平衡物價與匯價，另外，在國內方面，則在使物價與成本，以及原料品、出口品等對製成品之關係恢復正常，而其最終目標，則在使國民生產及國民所得兩均增加，並改變生產因素或製成品現有相對價格變化，提升農民購買力，增加城市工業

⁽⁸⁹⁾ 顧季高，〈中國新貨幣政策與國際經濟均衡〉，頁408。

品之銷售量及雇工的就業機會。路易士，張履鸞稱：

「假使中國貨幣價值，能降低與一九三一年水準相同，則原料物品之批發價格亦必能升漲與一九三一年水準相似，由是各項活動物價，可與薪金、工資、賦稅、債款、租金、運費，以及其他固定費用等等，互相合拍。如此，則中國全部人四分之三以上之農民，必能重臻良好之境界，而再需要城市之工業品。由是雇工有利，失業減低，經濟恐慌之病徵，必能一掃而去。……」⁽⁹⁰⁾

由此可知，知識分子的強調貨幣擴張政策，其預期目標，與資本家所見通貨膨脹政策的預期效果，若合符節。他們都看到了通貨數量擴張在強化小農家庭作為生產者與消費者的雙重角色後，對重新配置生產要素部門與商品部門間的資源分配、城市經濟部門與鄉村經濟部門間的資源配置，因而也必然是資本部門與產業部門間的資源配置，所具有的提昇作用。對他們的目的而言，貨幣或貨幣數量的作用，不僅在扮演交換的媒介之角色，發揮經濟資源的價值儲藏工具的機能，更在發展貨幣使之成為資源合理分配的手段。換言之，他們強力主張通貨膨脹政策，在通貨膨脹對全國整體經濟所具有的貨幣數量效果、資本效果以及由此衍申的資源再分配效果。

通貨膨脹的資源分配效果，說明貨幣政策的有效性，部分建立於對貨幣政策本身的認知，部分則係因為貨幣政策具較大的整合力量，且在一較大的程度上，是一全國性的要素。此另可由貿易平衡論與貨幣改革論的若干論點的比較得知。以貿易平衡論而言，其主張保護關稅，管制貿易，目標在（一）隨時增減稅率，以抵銷國際物價變動及國際匯價變動對中國產業的衝擊；（二）提高競爭性商品的稅率，以保護國內產業；（三）增進對外貿易，平衡國際收支。此等目標大體側重平衡中外。貿易改革因此是與特定的經濟活動—國際貿易與相關產業（多半為原料與半製造業）—相連結，因而也是與特定的社會階層—農民、工人、部分的工商業者（如經營非必需品的進口業者與有關部門，即不包括在內）—相連結，因而也是與特定的生產因素—土地、勞力—相結合，而貨幣改革論主張白銀出口徵稅或減低幣值，其救經濟恐慌目標的設定，除在維持對外匯率，以使我國經濟與國際經濟聯繫平穩外，大體在控制貨幣數量於適當水平，使物價與成本之結構恢復正當關係，而使全國生產及國民收入，兩均增加。此其效果，除聯繫國內經濟與

⁽⁹⁰⁾ 路易士、張履鸞，〈中國之經濟恐慌〉，（八），《銀行周報》，卷19，號46（1935年），頁12。

國際經濟，目標遠大，短期內不易見到效果，較難獲得民間資本家或工商、金融界人士之認同外，其他可預期的效果，正如上文所述，在使城鄉經濟互蒙其惠，生產要素部門與產品商部，皆得其利，產業資本與金融資本再度結合。換言之，貨幣政策不只是與特定的經濟活動—國際貿易與相關產業—相連結，而是與全面經濟福祉的榮枯，息息相關；貨幣政策因而不是與特定的社會階層—農人、工人、部分工商業者—相連結，而是與工人、農人、工商業者，資本家—相連結；貨幣政策因而也非與特定的生產因素息息相關，而是與土地、勞力、資本（貨幣）—皆密不可分。從而能整合國內經濟，以聯繫國際經濟，將社會性的保護與全國性的保護融合為一，經常融合各色各樣的利益為一整體，表現全國性的政策特質。貨幣改革論以如此的形式，契合了法幣政策的貨幣數量調整論，正是世界保護主義漲漫之際，貨幣政策何以適宜作為一保護手段，而貿易平衡論相形失色的原因。