



對發行美金債券的分析和建議

王璧岑

繼經濟緊急措施法案之後，政府決定發行三十六年度短期庫券美金三億元及三十六年度美金公債一億元，業於三月杪經立法院通過，並已着手發行，我們認為緊急方案與公債發行乃本年度國家財政經濟上的兩大措施，成功失敗，關係至鉅，爰對庫券公債之發行，略加分析並作建議如下：

庫券公債之發行，縱然與緊急措施同樣對當前國家財政經濟，是消極的而非積極的，治標的而非治本的辦法，期其根本解決當前危機，固不可能。但據美國塞爾伽（Seliger）氏在經濟評論上所撰演進中的美國貨幣銀行政策一文中，有云：「第二次世界大戰前十年來，商業的不景氣，財政的大虧空，以及政府在經濟方面的推進，遂使中央銀行的境遇大為改變。改變的第三個趨向，便是公債激增到非常龐大的程度。美國有利息的公債，已達二千七百億美圓，按現在利率計算，此項公債利息，竟超過聯邦政府在戰前任何年度的全部預算。」由此足證公債的發行，已為補救赤字財政與推進經濟事業上重要工具之一。所以

中國發行庫券公債，如果處理適當，至少可能收到以下幾點效果。

自從經濟緊急措施方案實施之後，以往作為投機對象的黃金美鈔，大都被凍結起來，成為死的資金，如果讓這一很大數目的財富，長期擱置不用，實在是國家的極大損失。此次一億美元公債的發行，規定以美金存款、美金現幣、其他外幣、以及黃金等，折合繳購，則原來被凍結的美鈔黃金，從此獲得一條合法合理的正當出路，可以之充實外匯備作建設之用。是故美金公債的發行，可使死的金鈔，變為活的財富，此其一。抗戰以來，國內游資作祟，所到之處，莫不興風作浪，影響國計民生，已為國人所週知。這些游資，在經濟緊急措施方案實行以後，固然一部份已被凍結在黃金美鈔上，但其大部仍在隨風使舵，待機蠢動。此次發行之三億元美金庫券，規定以法幣按照中央銀行牌價繳購，將來還本付息，亦均按照央行美匯牌價發付，如是則法幣持有人，以之購買庫券，無異收存美鈔，既可保持其所有貨幣之價值，復可獲得較高之利息。因之庫券之發行，可能藉以吸收社會游資，使游資第一步走上儲蓄，然後

再進一步轉入生產建設的正途，此其二。

本年度中央政府總預算，計歲出總額爲九萬三千二百億零三千一百六十萬元，歲入總額爲七萬零三百三十億六千一百一十七萬元，收支不敷爲二萬二千八百六十六億餘元，此項不敷之數，雖經國防最高委員會議決，由主管機關迅速規劃抵補，但是抵補之法，除了增加法幣發行外，似無善策。而且我國最近十年來，財政決算始終都在超過預算中過日子，從抗戰開始至民國三十二年，決算超出預算，平均約在百分之四十至五十，三十三年度爲百分之一百三十，三十四年度爲百分之三百，到了去年（三十五年度），預算爲二萬五千億，卻在八個月之內用完了，八月份的支出爲上半年每月平均的二倍至三倍，全年支出估計當在七萬五千億以上，亦即超過預算三倍以上。本年度的決算，假定爲預算的一倍，財政赤字數額亦在十萬億元以上，這個龐大的赤字，如果不在公債上求彌補，似乎再也沒有更好的辦法了。所以庫券之發行，有彌補財政赤字的功用，此其三。

我國通貨，據立法委員簡貫三先生的看法，認爲自民國三十年春，即已患了膨脹病，到了三十年後半，轉向真性膨脹時期，三十五年度純依法幣的發行維持開支，故就目前物價的上漲情形看，中國已經到了惡性通貨膨脹時期，如果再不想辦法，仍然專依鈔票的發行來維持政府的開支，則中國財政經濟總崩潰，恐怕就在眼前了。此次庫券公債的發行，固然不能說因此即可停止通貨膨脹，但最低限度亦有緩和通

貨膨脹的作用，此其四。

經過了這次的抗戰，某些人利用其權勢地位，囤積居奇，投機操縱，形成國內財富的集中，已爲略具經濟常識者所公認。這種集中趨勢，且在繼續增強擴大，倘不設法防止，非但與三民主義之經濟原則相背謬，適與共黨煽動農工暴動以口實，庫券公債之發行，如果能夠收到壓制一部份投機活動的話，則對於財富集中的趨勢，似亦可收到緩和之效，此其五。

以上所云，對庫券公債之發行，寄望旣然如是之大，所以在推銷技術上，應當特別重視，我們認爲除了嚴密庫券及公債基金監理委員會之組織外，尤應注重信用。誠如財政部長俞鴻鈞所謂：「以前政府常常變更法令，失信於民，今後當盡力恢復信用，以事實表現，樹立信用。」那麼如何在還本付息時，不再採以往黃金儲蓄捐獻四成的賴債手段，藉以收回人民對政府的信心，非僅關乎此次庫券公債發行的成敗，並於今後政府發行任何公債之成敗，均有極大之關係。至於推銷辦法，採取自由抑或強迫方式，均無不可。關鍵所在，乃爲如何使庫券公債之發行，能夠針對游資之操縱人，金鈔之持有人，而不使之成爲一般生活在水平以下平民的「苛捐雜稅」耳。

另一方面，此次庫券公債之發行，寄望固大，但我們對於立法委員簡貫三先生所謂：「僅以此種債券，仍不足挽救財政經濟危機」的看法，確有同感。因爲：

第一、就彌補財政赤字來說，根據我們前面的估計，本年度的財政赤字數額，可能在十萬億元以上，而此次發行之短期庫券三億美元，假定按照票面以中央銀行一二、〇〇〇元的牌價全部銷售，亦不過三萬六千億元，以之全部用作彌補財政赤字，僅約為本年度財政赤字的三分之一，杯水車薪，其無裨於實際，已極顯然。

第二、現下國內所有美金現鈔，雖無確切統計數目，但在想像中，數額當甚可觀。因之要想利用美金公債吸收此項美鈔，則公債數額應與美金現鈔數額相當。現下美鈔數額，既無數字可考，可勿詳論。其次，作為投機對象之黃金，其已知者，即為三十二年向美借款中的黃金五百六十七萬兩，此項黃金據聞早已售罄，其後陸續由美購運來華供作央行配售之黃金，數目究有多少，尚不可知。即就已知之五百六十七萬兩來說，按照每兩折購美金公債五十元計算，即需美金公債二億八千餘萬元，是則此次發行之一億元美金公債，究能收回若干黃金？使投機對象之黃金，減少若干威力？亦極明顯，無庸智者，即可瞭然其作用之渺小。其次，據估計國人在美存款，計達三億至五億美元之鉅，而此次美金公債發行額一億美元，對於上述兩項吸收國內美鈔黃金，已顯極端渺小，更無論其能發生吸收國人在美存款了。因之美金公債之發行，如侈言吸收金鈔，尤其企望吸收在美存款，無異自欺。

第三、此次庫券公債的發行，非但用以彌補財政赤字，吸收金鈔，感到渺小，即僅對游資之吸收一點來說，也不見得就會發生多大的效果。

有人估計中國目前的游資，除凍結在金鈔上者約二萬五千億元以外，可能還有六萬億元之鉅，再加東北九省和台灣，總計可能在七萬億至八萬億元左右。可是三億美元庫券，僅合法幣三萬六千億元，縱然完全銷售，也不過僅能吸收現有游資之半數，何況在幣值平均每月貶低百分之二十至三十，以及黑市利率高達二角以上的現況下，能夠實銷若干，仍然大成問題。

第四、此次庫券公債的發行，既不足以吸收游資，金鈔，彌補財政赤字，那麼對於生產建設又是怎樣呢？據估計日本對華賠款中的四百萬噸工業設備，約值美金二十億元，如果按照工業設備資金與流動資金為一比一之比例來說，即需二十億美元的資金，這些機器才能為我運轉生產，是則此次庫券公債總額不過四億美元，以之全部用以生產建設，祇是九牛一毛，絕不能敷實際需要的。

總上所論，我們認為政府此次發行的庫券公債，祇可視作試探性質，期其挽救目前危機，固不可能，即望其解決財政經濟上之局部問題，亦屬奢望。因之我們願就管見所及，提供以下的意見和建議。

(一) 根據前面所舉的各項數字，即假定本年財政赤字為法幣十億萬元，中國各地成為禍水之游資為國幣七萬億元，兩項合計國幣十七萬億元，按照央行牌價，約為十四億美元，所以要想彌補財政赤字，吸收游資，停止通貨膨脹，除了此次發行之三億美元庫券外，仍須繼續增加發行庫券十億至十一億美元（完全以法幣折購），然後本年度的

財政赤字，方可彌補，通貨方可暫時停止膨脹，游資方可暫時停止作祟，政府亦可藉此時機從事工業生產建設。

(一)工業建設資金，如果作通盤計劃，數額之龐大，一定十分驚人，根據伍啓元先生的估計，在第一個五年計劃中，約須戰前國幣三百億或一百億美元，這個估計數字，筆者認為太少，因為僅就日本賠償之工業設備，要想使其運轉生產，即需二十億美元。目前的問題，乃是如何籌措使這一部份工業設備運轉生產的二十億美元流動資金。因之筆者極端贊成立委簡費三先生對國人在美存款以長期公債收買四成，同時以捐獻方式徵用四成的主張。假定國人在美存款為五億美元，則以公債收買四成即為二億美元，另外為吸收國內金鈔約計公債四億美元，因之除了已在發行之一億美元公債外，還有增加發行美金公債五億美元的可能與必要，此五億美元公債，再加上國人在美存款中捐獻的四成二億美元，共計七億美元，應全部以之作爲工業生產資金。

英國一九四七年輸出輸入計劃

英國自工黨執政以後，積極經濟復興工作雖在種種困難之下，已卓然有所成就。一九四七年之輸入，依政府計劃，可達戰前百分之八十至八五，其中包括糧食及農業供應品二十九億美元，原料及工業供應品二十一億元，機器設備船隻二億四千萬美元，汽油產品二億二千萬元，煙草二億元，消費用品一億四千萬美元。本年輸出按計劃應達戰前（一九三八年）水準之百分之一百四十。爲達到這個平均數，輸出之製造品須趕達百分之一百六十五，關於無線電、工具、機器、汽車以及許多英國著名的高度技術製造品，皆須大量出口。

(二)前項七億美元，和日本賠償設備運轉所需二十億美元，仍然還有一個相當大的差額，所以筆者最後願再強調政府徵收財產特捐。中國經過這次戰爭，國內財富集中極爲顯明，此項集中之財富，除一部份在作投機囤積外，也有不少投資在土地、房產，以及工業之壟斷上，這非但與三民主義之經濟原則大相背謬，且對國家經濟建設，亦會發生不良之牽制作用。論情論理，應由政府釐訂辦法，一次徵收其所有財產之一部，充作國家經濟建設資金。此項辦法，遠在二十年前，歐洲的波蘭、德國、捷克、奧、匈等國，即已先後舉辦，均著成效，希望政府當局加以檢討付諸實施，則當前工業建設資金問題，也就不難解決了。

總之，此次美金債券的發行，我們祇可認係試探性質，如欲挽救當前財政經濟危機，仍須作進一步之計劃與實施，始獲有濟。管見如是，願以之就正於國內同道以及有關當局。