



上海金融恐慌的回顧與前瞻

莫 溼

一 引言

上海是全國金融的樞紐，上海的衰落與繁榮，既為全國景氣的反映，又可影響全國各地的景氣，所以上海的金融恐慌，亦可謂是全國的金融恐慌問題，是值得吾人深深注意的。中國及上海金融恐慌的形勢，現在是仍然存在的。雖然自從幣制改革之後，似乎表面上比較得平安了一些，但是這決不能說金融恐慌已成過去。卻正相反，直到現在，恐慌現象依然是到處存在的。最顯明的一個例子，就是信用流通依然呆滯萬分——上海各業交易，幾乎都以現貨代替了信用流通，上海錢莊在去年年底結賬時，多數是沒有盈餘，同時還清算了四家，其中待收束的，還有好幾家。而商店的倒閉者，在去年十二月中，仍有五千三家之多，各業暗中危急，更是難以形容，紛紛要求金融業的救濟，就是再好沒有的明證。同時民族工業與農業狀況，亦是依然零落不堪，毫無轉機的預兆。

這一切正是表示着，從一九三三年開始爆發的信用恐慌，直到如今，雖然恐慌的程度，已趨和緩，但是並沒有趨向好的方面走的又一明證。

對於上海金融恐慌發生的原因，及其前途的估量問題上，有許多不同的意見。我們在報章與雜誌上最容易見到的，通常的論調中，常把上海金融恐慌的責任，完全歸諸美國的白銀政策。好像如果美國不施行白銀政策的話，則中國的白銀就不會流出，於是上海金融就會永遠平安地過去似的。也有人說上海金融恐慌是上海地產下跌的結果，即所謂因籌碼不足而引起了幣制改革之後，於是又有一部分人說是金融恐慌對策的成功，似乎他們都以為從此以後，中國金融業即可踏上復興之途了。但是事實所表現出來的，卻不是那樣的單純，非但新的現象，未能如我們所期望的，反而在許多的問題中，表現出了上海金融的暗淡情形，有出於已往者，所以為要討論上海金融的前途，將如何發展下去問題之前，我想對於金融恐慌的發生原因，及其經過是

值得回顧的。

東方雜誌 第三十三卷 第二十二號

上海金融恐慌的回顧與前瞻

三四

二 上海金融恐慌之經過及其性質

中國金融恐慌爆發在全國範圍之下，這是一九三二年以後的事，特別是所謂金融中心的上海也深刻地捲起了這個恐慌的怒濤時，大家才感覺到恐慌的嚴重了，其實在這以前中國內地的金融早已枯竭多時，而沿海的大都市如上海的金融業獨特繁榮卻是有其特殊原因的。

在一九三二年之前幾年，上海的金融業確是呈過一時活躍的姿勢，這是因為當時正是在金貴銀賤的時代，中國的民族工業在那個時候無形中受了銀幣跌價的利益，有許多工業如橡皮、肥皂、帽子、文具類、燈炮、水門汀、煉瓦及簡單的機械之類的生產，如雨後春筍般的興起。雖然中國金融業對於工商業投資的直接關係，沒有如其他國家那樣的深切，但是我們絕對不可否認民族工業的發展，直接影響金融業者，有以下數種最重要的關係：（一）都市工商業發展，則內地之原料輸入到都市來的數量增加了，因此貨幣流通速度亦遂增加起來，同時信用流通關係亦得發展起來；（二）因為營業利得的增加，特別是使上海的地產價格亦大漲起來。地產價格既然大漲，則其作抵押品自為金融業者所歡迎。因地產抵押頻繁則所謂「信用籌碼」者，亦隨之增加；而金融上更呈了潤活的現象。

其次造成中國金融業虛浮的繁榮另外一個原因，就是中國內地經濟恐慌與農村的破產，使得各地的游離資本流向大都市上海來了。本來按照經濟原則說來，農村衰落則都市決沒有單獨繁榮之理，但是上海的金融組織是有其特點的，即有其獨特發展暫時的可能性的。這是因為中國及上海的工商業發展，一向受了列強競爭與壓迫的關係，縛束了他的發展的前途，所以幾乎有一半光景的銀行資本，是依靠投到能特高利的公債投資，及地產買賣等上面去了，所以這許多流離資本能夠脫離工商業的發展關係，獨呈浮腫的暫時的發達現象。一九三一年至一九三三年，是政府公債發行最多的年代，達歷年來未有的程度，約為十億銀元光景。上海二十七家銀行對於政府發行之公債投資額，在一九三一年約占總投資額百分之四七·一九，在一九三二年約占百分之四二·六光景。公債投資所以這樣有利的原因，誰也知道是因為銀行對於政府所發行的公債，可以打六至七的折扣，實際所得之利息，往往能達二三分之多的緣故。所以近幾年來新設銀行數之增加與公債發行之增加，遂成正比例而發展。——有許多中小銀行的主要業務是專門依靠公債、地產、標金的投資而存在的。自然上海金融業這一種繁榮的背面，是藏着內地資金向外流出，因此枯竭的事實的。這一種畸形發展的現象，就不得不成了上海空前的金融恐慌的基礎。所以終極的說來，經濟發展的原則，到底還是不能不起現實作用的。

再次，另一方面上海金融業所以獨呈「繁榮」的形勢，這和地價

上漲不已的現象，也是有相互影響關係的。當然地價高漲之最大原因，是因爲中國經濟在一九三〇——一九三一年時代，是一個「黃金時代」，所以上海地產價格飛漲最快的時代，也在這黃金時期中。不過這樣說法還顯不夠，上海地產價格高漲的另外一個重大原因，是正因爲當時是長江上游各地農村騷亂最烈的時候，不但大部分的資金狂流到了上海，各地的失業者與避難者亦紛紛地聚集到中心都市來了，所以地產價格遂致高漲不已。這種奇怪的現象，也是上海金融恐慌中一個特殊的問題。上海地產總值幾何，雖然誰也不知道，據說十九年上海地產成交數達九六、九〇九、〇〇〇兩，二十年成交數達一八三、二一七、〇〇〇兩，至二十一年經濟恐慌已經爆發，情形隨大變，成交數只減低至三四千萬元左右了。（見中央銀行月報五卷一號）

這些過去的上海的繁榮，在九一八的槍聲與一二八的砲聲之下，好似漁陽擊鼓動地來的一般，驚破了我們的好夢。從上海事件之後，上海的民族工業，開始全面的發生恐慌，物價方面一九三二年即比一九三一年降低了百分之二一。三光景，輕工業如棉花、絲、麵粉、水門汀、火柴、橡皮等工業亦開始極度的衰落。上海民族工業發生這樣嚴重性的恐慌原因，簡單的說來是因爲：（一）日本侵略猛進結果。九一八事件使中國失去了廣大東北國內市場，一二八事變又使上海的大多數居民遭受破產與失業的痛苦，造成了上海空前的蕭條；（二）世界經濟

恐慌的結果，使列強一致的向中國市場傾銷，最重大的打擊中國國際貿易的，是英、美、日三國相繼的放棄了金本位制，或直接減低幣值，或強迫與我國訂立不利的關稅率（如中日關稅協定的修正），這些國家的商品，得在中國市場上狂流與傾銷；（三）中國農村破產更加劇烈，一九三二年及一九三五年長江黃河流域的空前大水災，民族工業有許多依賴內地銷路而存在的工業部門，如日用品、棉織品之類，更加不能不受重大之打擊；（四）中國一般人民購買力的不絕減少。

上海工商業之衰落，是金融恐慌直接的推動力，即工業恐慌之結果，決不能不在流通部面上反映出來。這一反映表示在下面的事實中的，第一是上海信用猛烈的收縮。信用收縮最具體表現，是在於一向視爲信用最足的地產抵押發生困難，甚至於到幾乎完全呆滯爲止。這一現象萌芽於淞滬之戰，再從一九三四年下半年起白銀問題發生之後，到幣制改革之前夕爲止，是達到了嚴重的階段。對於地單道契幾乎完全不能作爲信用籌碼而流通問題，有許多人的意見絕不把他看成爲經濟恐慌中的必然結果，而只把他當作是一個偶然的問題，即他們認爲是因爲籌碼不足，銀行不肯抵押所致，或者只把他認爲是白銀流出的影響。例如下面的二段話：「自白銀大量流出之後，上海中外銀行因之收縮信用，未做地產抵押者固已拒做，即地產押款之已做者亦力事催贖，向佔上海金融市場第一流之地產道契，頓成爲不能週轉之呆貨」（見中央銀行月報第五卷第一號）。「自從一九三四年秋季開

107894 始，上海外商銀行所有的存銀，大批的外流，至年終為止，外商銀行的存銀，由約莫三萬萬元降到五千萬元左右。外商銀行的存銀減少了，自然

在營業上要收縮他們的信用，這樣，向來為他們信用膨脹的主要對象地產，自然要受着最無情的打擊了。他們不單是拒做新的地產押款，而且催贖已做的地產押款。向來作上海金融市場第一位信用工具的道契，於是就成爲不能流通不能週轉的呆貨。」（見社會經濟月報第二卷第二期。）

對於上海地價下跌原因，上面的意見可說是一般的代表者。同時有的人或以同樣的筆調，企圖把地價的下跌，作爲上海金融恐慌的原因。其實這是絕對不正確的意見，他們是把因果倒置了。他們絕對不能把地產跌價問題，看爲中國產業恐慌中，一個特殊的現象這是不對的。要知道如果沒有上海的經濟恐慌發生在前，則地產的需要是不致於這樣減少的。而且前幾年上海地產投機之活躍與漲價，也正因爲一般的工商業曾經有過一度「繁榮」的緣故。這是因爲土地這個東西本來是沒有價值的，地價之形成，是因爲有地租存在的緣故，而地租的所以有高低之分的，是被決定於土地利用的需要與否，即依據工商業之發展與否。上海地產之跌價，是發生於上海之戰，與一般工商業一致蕭條以後（要知道那時白銀外流問題還沒有發生呢！）可見上海地價下跌之原因，不完全是因爲白銀外流所促成的，而是因爲恐慌發生之後地產需要銳減，同時又因信用全般收縮之故，所以地產之抵押更成

爲完全不可能結果便發生「慘跌」與「呆滯」現象。從這一點看來，也可知上海金融恐慌的發生，決不是因地產跌價所造成，倒是因爲上海產業恐慌之結果，所以纔發生地價下跌問題。自然同時我們也不能不承認地產的跌價，特別是向來視爲信用流通最主要工具的地產之跌價，是信用收縮的一個重要表示。這一信用收縮，是足以特別助長上海金融恐慌的全面發展的。但是決不能說，上海金融恐慌的發生，原因是在於地產的下跌。由此亦足見過去信用膨脹之過度，而且是脫離着正當的產業循環的發展而進行的，也即是受了過多的貸借資本集中的禍害。上海金融恐慌中，所發生的奇突的現象——地產的總呆滯，是中國經濟組織不健全的表现。也許正因爲太奇突之故，所以容易被許多人，把現象看作事物的本質吧！

信用收縮的直接結果當然是使得許多工廠、小企業、商店、錢莊、小銀行等完全湮沒在金融恐慌的怒潮中了。這一倒閉之風在一九三四年初至新貨幣政策實行時爲止，是一個最激烈的時期。上海銀行倒閉的有江南、寧波實業、五華、美豐、明華、廣東、香港國民銀行等二十四家。錢莊倒閉的有保慎、豐和、承和等十五家。這一時期中，因白銀問題發生，信用收縮更快，所以倒閉之風，盛極一時。

信用收縮是金融恐慌中最主要的特徵之一，同時信用收縮的實際意義不過是貸借資本供給的大大減少，與需要的相對增大，所以洋拆的變動現象很足以反映出這一供需關係來。上海洋拆，一九三二年

一二八事變中，曾漲到最高價七角，以後則逐漸的向下低落。這是表示着工商業全般的蕭條，所以對於資本的需要一時大減，但到一九三四年八月之後，上海洋拆又復高漲，幾達一二八時代之數字，這無疑的是受了美國實行白銀政策，使中國白銀外流的影響。近年來金融恐慌時期中，上海洋拆平均的變動如左：

全年平均拆息表（以分爲單位）

年別	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
二十一年	一三	三五	一九	一三	六	七	九	七	四	四	四	一一
二十二年	五	一	三	四	七	七	五	九	一二	七	一九	三三
二十三年	六	二	六	六	一〇	一六	八	一五	一三	一三	一五	一一
二十四年	六	二	六	六	一〇	一六	八	一五	一三	一三	一五	一一

二十四年四五月及六月間上海金融危機是表現得最爲嚴重，信用幾乎全部凍結了，所以洋拆也步步高陞起來。當時如無政府二千五百萬的金融公債的救濟與延期償還各項債務，則上海的金融業倒閉的一定還要多些。

第二，通貨收縮即所謂籌碼不足，自從上海金融恐慌發生之後，便成了普遍的現象。通貨收縮的原因很多，也是金融恐慌中一個重要的必生特徵之一。上海金融恐慌中通貨收縮問題，是在下面的幾種事實中發生出來：（一）自從美國白銀政策宣佈之後，中國存銀向海外流出過多，另一方面，因世界不景氣之影響，中國華僑匯款歸國者更少。查列

年來華僑匯款歸國者減少之趨勢，在一九三〇年爲三億一千餘元，一九三一年減爲二億三千餘元，至一九三三年僅爲二萬元，至一九三四年起至一九三五年時期，雖無確數，但其激減，是確實的事實。同時白銀之流出，直接影響流通貨幣數量的減少，亦很屬嚴重。因爲中國貨幣本位一向是以銀本位爲單位，所以銀子流出，其直接意義，即能引起通貨收縮之危險。統計自美國收買白銀之後，上海各銀行現銀存底之減少約如下：二十三年度十月份，上海存銀共有三二、四四〇、〇〇〇元，與九八、四五一、〇〇〇銀兩及大條銀，但到二十四年十月底，即實行平衡稅之前夕，上海存銀已減至如下的數目：銀元減至二八七、三六〇、〇〇〇，銀兩及大條減至四七、〇五三、〇〇〇，其中外商銀行之存銀流出者，佔最多數，幾及其存銀之半數以上。華商銀行比較少些。這樣，上海存銀的減少，當然不僅使通貨直接收縮，同時信用收縮亦更甚起來，而金融恐慌自然也更加劇烈化了。（二）貨幣流通速度的減少原因，是在於商品交換額之減少，而商品交換額的減少，自然是經濟恐慌的具體內容，所以由通貨收縮一端現象看來，可知金融恐慌的發生，是與產業恐慌合併而生的孿生兒。（三）因信用動搖，紙幣發行，不得不入爲地減少，所以市面上籌碼更感不足。從一九三二年到一九三四年底，三年之內，中國白銀流出數爲三億二千萬，三年內紙幣增發額約爲一億元，所以大約計算起來，在金融恐慌最劇烈時期中，通貨收縮量約爲二億元光景。至於一九三五年下半年後，紙幣流通額增發頗多，大約是

107896

因爲八月以後，對外輸出如桐油、絲，略見增加之故。

上面既把金融恐慌的具體表現——信用收縮與通貨收縮二個現象說過了，至於第三個金融恐慌的最高表現，就是紙幣的擠兌與銀本位的停止。我們都知道上海金融在一九三四年八月至一九三五年六月之間，因白銀激烈輸出而感到非常恐慌，在十月初實施白銀輸出平衡稅後，形勢雖似乎緩和了一些，但事實上信用恐慌，暗中卻進入了更高階段，這是因爲：（一）海外銀價仍然甚高，白銀秘密輸出的仍然很多；（二）信用收縮與資金凍結更甚；（三）產業恐慌亦更甚，上海各大工廠甚至有停業消息；（四）提款之風，甚極一時，特別中小商業銀行與錢莊之提款者，日見擁擠；（五）對外輸出，因銀價高漲更形減少，國際收支，也因此日益不平衡；（六）內地金融恐慌，因信用枯竭更甚；（七）上海白銀存底日減，擠兌與投機收藏之風，甚極一時。在這樣的四面楚歌的金融市場現狀下，政府遂不得已於十一月十四日宣佈了停止銀本位與禁止運用現銀。

民國以來，中國雖也曾發生過好幾次的金融恐慌風潮，但決沒有像這樣急轉直下，甚至停止銀本位的現象發生過，所以這正是因爲中國經濟是世界經濟的一環，我國之停止銀本位，並不是學時髦，實在是殖民地的經濟恐慌，非常嚴重的結果。如果我國的民族工業尚有轉機之餘地，外來的壓迫，能夠澈底的排除的話，我想決不致於有今日的地步的。

以上我們已把中國產業恐慌，怎樣影響到金融恐慌上面去的問題說過了，以下我們再來談談金融恐慌的另外二個的重要推動力——農業恐慌與白銀外流問題，因爲這二個問題在上海金融恐慌中，也起着特殊的作用，是不能忽視的。

農業恐慌是怎樣影響到都市繁榮，這一問題有許多有識之士，在資金集中上海，公債地產投機之風大盛時，已經指出過，這是來日都市危機的隱患。果然，這一預言不幸而中了，關於農業恐慌之原因，因爲不是本文範圍所及，故姑置不論。唯歷年來觀於農村日漸衰落，對於都市之購買力日益減少現象，早已隱藏「同歸於盡」的危機。農村貧困日甚，最早受其影響的，自然是內地的小都市。這些小都市的金融恐慌，與現金不足之苦痛，近幾年來早已嘗足了。深居於滬上的人士，往往忽視這種險象——事實上，也無能爲力。所以積久之後，不但小都市的工商業，手工業從此衰落，即金融中心的上海，畢竟也不能不轉入了這個漩渦中去了。所以「由來也漸」正是這種情形的寫照。

內地資金匯入上海之數，在金融恐慌爆發之前，還是非常之激烈的，中國銀行二十二年度營業報告中云：「本年度（二十二年度）本行匯入總數計達四三七、七三〇、〇〇〇元，佔本行全部匯款百分之五九·三，以與上列口岸（即長江流域、華北、東三省、華南）匯款入超比率百分之四五·六對照，可知全國匯款，趨向口岸，而口岸匯款又集中上海，此則輸出入不能相抵之結果，而促成內地資金枯竭之徵象。」

二十一年度與二十二年度內地資金流入上海之形勢，觀於該行匯入之款如左，便可見其一般：

經由中行匯出百分率		經由中行匯入之百分比		口岸匯入超過匯出
二十一年度	口岸 三六·一 內地 六三·九	六三·四	二七·三	
二十二年度	口岸 二八·四 內地 七一·六	七四·〇	四五·六	
二十三年度	該行之對內地匯出入數字如左：			
口岸匯出	三三·九一	內地匯出	六七·〇九	
口岸匯入	七二·九一	內地匯入	二七·〇九	

由上列數字即足見內地資金集中口岸及上海之速，所以內地金融之枯竭，在一定時期之後，上海資金亦不能不告竭，而促進上海金融恐慌之爆發。

最後，來談一談白銀的流出，怎樣影響到中國金融恐慌的問題。對於白銀流出，影響中國金融恐慌之加甚問題，一般人往往誤把他解釋成爲金融恐慌的唯一原因，已如上述。其實在羅斯福總統提高銀價政策實行之前，中國銀子出超問題，早已發生，銀子不絕流出，所以不致於急激引起恐慌的，是因爲上海出口的銀子雖多，而內地銀子輸入到上海來的，比較流出的數量更多關係，所以上海的存銀還能保持其入超。然而白銀輸出國外的絕對量，則是年復一年的增加。這種輸出情形，自世界經濟會議後，至羅斯福政策實行時，便成了一種突變。自然從一九

三四年八月之後，中國存銀急速流出了三億之巨，更是使得上海金融恐慌，全面地發展起來，其最顯著的影響，應當歸納如下：（一）白銀激烈輸出使得全國的存銀枯竭更甚，因爲內地的存銀，多半是集中在通商口岸中的，所以由通商口岸直接運輸白銀出口，其意義即等於使全國的金融破產；（二）白銀流出過多，使得通貨及信用的猛烈收縮，則金融恐慌，不能不全面地激化起來。同時，信用制度亦隨之而猛烈破產；（三）白銀流出，使得物價更跌，因爲信用收縮後，各業都因「急欲求現，不惜犧牲」的拋售，則物價因商品供過於求而激跌，則工商業破產，亦因此更甚。同時因爲中國幣值隨銀價高漲而上昂，則列強輸入的商品之價格，相對的降低，他們的「屯併」更加令我民族工業日趨破滅；（四）存銀既然日形減少，則流通紙幣之信用日少，擠兌現象勢必發生，直接的使吾國貨幣本位動搖起來。

總之，白銀流出問題，對於助長吾國之金融恐慌，這是絕對不能否認的事實，不過專拿白銀之輸出激增一點，欲來解釋爲中國金融恐慌之唯一原因，這是絕對不正確的。

以上所論的是關於幣制改革以前的金融恐慌之一般情形。但是對於幣制改革問題的真實意義，我們也應當指出他與金融恐慌的關係來。

對於幣制改革問題，一般人往往看作爲一個技術問題，甚至視爲「金融建設」，那是大誤特誤的。幣制改革爲什麼不發生在「黃金時

107898

代」爲什麼發生在十一月四日金融恐慌不可終日的前夕，這便是問題的所在了。蓋所謂幣制改革的真實意義，不過是停止銀行券的兌現，同時爲了維持銀行券之流通信用，自然更不能不禁止用銀。蓋在四號之前夕，橫在我們面前的金融危機，是非常嚴重了，即如果再行延擱時日，則不但一切小銀行、錢莊、工商業機關，可以因此完全破產，即國立銀行，亦將同歸於盡了。而中國的五億餘存銀，在最短時期中亦可以兌換罄盡，流到海外去。所以這一停止銀本位之舉動，是決然不能避免的。亦即是金融恐慌發展到貨幣本位恐慌時之必然經過的一個階段。不過吾人絕對不能承認，這一舉動是根本拯救了金融恐慌的危機。對於幣制改革之最高估量，只能說是暫時緩和了破滅的局面。但是在金融恐慌的根源——全面的工商業與農業恐慌危機，在完全沒有消滅的前提下，他是要繼續的向更高階段發展的。

三 上海金融恐慌的前途

根據上面所述的種種，可知上海金融恐慌的發生，並不是單純地被白銀問題或地產跌價等所促成，這是外國資本壓迫下，中國經濟總危機下所產生出來的結果，而且更因中國金融業過去發展的畸形關係，所以他所表現出來的形態，也就更加險惡了。換句話說，這就是過去繁榮中蘊藏着的，中國工商業農業危機，非常深刻化時，不得不反映出來的現象。這一內在的矛盾的擴大和白銀問題，政治危機問題等交織

地混合生長起來，遂發生了上海空前未有的金融大恐慌。自從幣制改革之後，雖有不少的人，對於上海的金融問題，就非常樂觀起來，但是實際上，卻是相反的。上海金融潛在的危機，與一切經濟問題一樣，可以樂觀的畢竟還厭太早！

我們現在且把上海金融問題中，幾個最重要的不良現象，與幾個潛在的危機問題，先來敘述一下，以推論他的前途。第一個問題，這就是上海信用流通的呆滯與破產現象的廣續存在。從十一月四日幣制改革之後，上海金融恐慌，表面上的形勢，確是和緩了不少，年底二月底都平安地「穩渡」了過去，四月底的情形，更是「空前未有穩定」。但是這一種表面的現象，是不是因爲「信用活潑」，「產業發達」，「銀根鬆動的象徵呢」，按諸實際情形，卻是與理想的相反。這正是因爲信用呆滯到了極度，信用交易減少到了前所未有的限度時所致的。他的實在內容就因爲「貨銷呆滯萬分，銀錢業放款及收解，亦隨而減少到極度。且上海工商業之放款，大部分都因無力歸還，多再延至十月底。」因此四底難關，遂一變爲空前未有的穩定；洋拆亦因貸借關係非常之少的緣故，僅爲八分。從這樣簡簡單單的事實中，銀錢業一種衰落與信用流通的停滯現象，也就淋漓成致地，描寫出來了！

這一種事實的原因，我們在理論上去探討，則應當如此：本來現代的信用制度，並不是建築在個人道德上，心理上的，他的發生的基礎，是在於生產過程。信用制度在資本主義的時代，使得商品及貨幣流通過

程，加速起來，而促進再生產的過程。因為信用制度的健全化，是能使少數的流通貨幣額，盡極大的流通職務。所以信用制度的健全與發達，確是幫助了生產範圍的擴大。近代的銀行，就是信用制度的組織者，他把社會上無數的大小流離資本，變成了有作用的生產資本。——銀行的貸借資本。但是這個貸借資本，能否收回與增殖，則是完全要看生產本身，能否繼續不斷地擴大（現實的資本運動，決不是單純的再生產運動，所以增殖了的價值，能否收回，是要看擴大再生產的過程，能否無阻地進行）。至於商業資本亦是一種增加生產的資本，商業信用能否流轉，亦要看生產過程，能否無阻的進行。所以信用——金融恐慌的發生，是決不能和產業恐慌相脫離的。中國金融資本的發展，雖然有其特殊的性質，他與產業關係，沒有像歐美資本主義國家的那般密切。但這幷不能說：直接地，間接地，他與產業「絕對無緣」，或能脫離生產而獨立的。（這種意見在現在的論壇上亦頗普遍）。最顯著的現象，但看上海金融恐慌全面的發展，是在於物價一致的下墜，產業大破產，商業危機非常深刻化之後，因此信用流轉便收縮與呆滯起來，就可以知道這兩者關係之不可分性。地產抵押的不可能，洋拆的大漲，資本的逃避，銀行券的擠兌，以及錢莊銀行的紛紛倒閉等，畢竟是產業恐慌附帶的必生的現象。所以，我們要把握上海金融，有沒有發展的可能，與了解他的潛在的危機已達什麼程度，主要的先決問題，是在於估量整個中國的產業前途，有沒有使得金融事業可以發展的條件。換句話說，就是我們決

不能，因為中國金融帶有官僚性，就以爲中國金融，可以脫離着工商業關係而興衰，我們應當把他看成爲整個中國經濟機構中，不能分離的流通部面的問題。如果站在這個觀點上來分析上海以及全國的金融問題，那末我們對於他的前途，是很少有樂觀的可能。

去年年底結賬時，上海各銀行都算有盈餘，但是如把這個看爲金融業發展現象之一，那是不對的。因爲（一）上海各銀行盈餘最多的，是中、交、三行，而中小銀行盈餘極少，滬地五十二家錢莊平者竟佔二十五家，盈餘最多者，亦只有五萬三千元而已！如此，可見小數銀行之略有盈餘者，正是以多數小銀行與銀莊沒落爲背景的；（二）所謂盈餘者，是連呆賬倒賬也一起算在裏面的，真實的盈餘究有多少，這是無從清算的。再在存款的減少上（這種減少之趨勢爲近年來所罕見的），亦足見因爲經濟恐慌，資金有益加枯竭的現象。據申報週刊魏友棊君在「其恐慌過程中的儲蓄事業」一文中的估計，上海二十一家銀行（即上海、中孚、中商、浙興、浙實、四明、交通、農工、墾業等銀行），去年存款總額與二十三年相比，約減百分之四光景，共計一千二百萬元，若再全部的利子，則其總數目當更比此爲大云。這一些現象，是怎樣形成的呢，這難道就是所謂穩定嗎？決不是的，確切地說來，這就是大恐慌過程中的一種呆滯現象。不過在這一種呆滯現象中，決沒有轉好的因素與預兆。所以抵押事業，工商貸款等等，都只有減少的趨勢，信用是在全面的收縮中，因此四月底突呈「空前未有的平穩」現象！

總之，這一種金融呆滯的現象，正是反映出了中國產業經濟，全部走向崩潰的慘狀。一提到這個問題時，我想誰都會聯想到民族淪亡危機的直面下，中國工商業全部有被摧毀的現狀吧。在這樣成批私貨獵獮於中國的市場上，外資迅速地增加的時代，金融事業自然就與全般的經濟危機合流起來，而呈恐慌的現象。這種惡劣的現象，如任其延長下去的話，那末，上海金融資本，還有他最後縮少的可能。所以隨着民族危機而俱長的經濟沒落，正是上海及全國金融業中，最大的潛在危機的所在點。

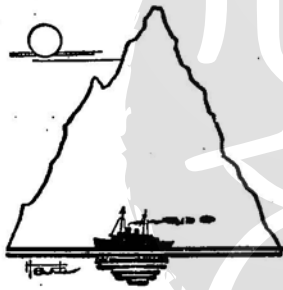
在這一種客觀基礎上，上海的金融業，遂找到了他的另一投資的道路——農村。據報上的消息，去年上海各銀行投資於農村的資本總額，共達二萬萬元，銀行業雖美其名爲「繁榮農村」，「復興都市」，但是事實上，不論其名義上是爲了什麼，而實際上卻是一種「鑽牛角尖」的方法。因爲中國農村的殒落，最基本的原因，是在於帝國主義聯繫下的封建殘餘超利潤的剝削。銀行資本不論直接的放款，或間接的借款給農民，但除了參加并加強農村的高利貸剝削之外，是什麼意義也沒有的。所以要復興農村的計劃，也是一個夢想，同時在農村迅速的飢饉與逃亡的過程中，銀行資本要在那裏，造一個投資的基礎，也是不可能的。并且農村的發達與否，同農民被剝削的程度與都市的工業發展是有極密切的關係的，農民的剝削不斷增加，都市的工業不斷衰落，欲使農村在高利貸資本增加之下，來發達中國農業，這是一個十足的烏托

邦所以，銀行資本在這樣的事實之下，想避免外力的壓迫，而圖分潤農業上的利潤，這是要失敗的。

中國金融危機中第二個大問題，就是幣制不安問題。對於這個問題的估量，有許多人是犯了太主觀太近視的毛病。他們不知道幣制改革的真實原因，也沒有看清楚幣制改革後，信用極度收縮的現狀，而高呼着幣制金融的穩定！這不用說是一種偏見，若是我們把一切事理，用科學的、客觀的方法，去分析一下，則事實便會告訴我們：我國幣制並沒有長期穩定的可能。這是因爲：（一）幣制不安擴大的可能性，是與整個產業恐慌，金融恐慌不能分開的。上面我們既已指出了，我國產業的前途發展，因爲受帝國主義的壓迫，失去了他的發達的前程，而金融恐慌在前一基礎上，又有繼續惡化的可能，所以這裏就種下了幣制不能安定的根源。因爲產業恐慌如果更甚，信用收縮到了一定限度時，便有招致貨幣貶值的可能。貨幣貶值雖然不能根本地拯救了經濟恐慌，但經濟恐慌，達到某一程度時，貨幣貶值便會成爲必然的東西。證以各國的例子，無不如此。（二）國家財政收入，與支出不平衡化，在經濟恐慌與政治危機加深的過程中是更甚了。財政收入的劇減的原因，就是因爲（a）關稅收入，受輸入減少，與私運猖獗影響而驟減，（b）因經濟恐慌的加甚，一般租稅收入也非常地減少起來。但在支出方面，卻是相反的增加，因爲軍費的膨脹與公債數量之過大，利息支出甚大（兩者合計約占政府支出百分之七十以上）。財政不足，顯然更使通貨膨

脹的條件日漸的成熟。證之過去財政之不足額，都是利用銀行過剩資金發行公債來填補的，所以自從一九三二年以來，三年之中，公債數量就增加了六億餘元。其中去年一年中，公債就增加了三億餘元。可見公債量的增加，是與財政經濟破產而俱增的。就現在的情形看，公債的發行額，可說已將達其飽和點了，如果再發大量的公債，則就有引起通貨膨脹的可能。而且我國一切債信多以關稅等擔保，現在不但正規的輸入商品是在激減中，而私運問題無疑的還有再行擴大之可能，則公債之信用以及以公債為擔保的紙幣價格之維持，只怕是大有問題的。

(三) 國際收支繼續地不平衡化，也是直接地可以影響幣制的不安。國際收支不平衡的情形，雖然沒有一個可靠的統計，但是我們如一估量入超量之鉅大（今年第一季入超量為四千萬元），與私運問題嚴重的發展（去年佔輸入貿易總額三分之一，今年更甚）。華僑匯款之減少等等，就能想見收支不平衡之實數，一定是出人意外之多的。國際收支不平衡，這樣的嚴重，則以外匯為本位的我國貨幣的價格，能夠長



久地維持下去嗎？我想稍有經濟常識的，誰都知道，這是非常不可靠的。所以國際收支不平衡問題，如不能解決的話，則存於中國的現銀現金，便會全部到外國去的。而中國對外幣值的維持，恐怕是無論如何不可能的了。

總之，在上述的幾個現狀中，顯然我國金融恐慌的前途，已包含着一個通貨膨脹的危險。這個前途幾時會到來呢，我想隨着國民經濟的不斷的破產，只怕是不遠的將來吧！所以用一切人爲的方法，想要發達金融事業，這是不可能的。金融業的總前途上，如沒有國民經濟的上昇與民族解放的前提，他是沒有繁榮的曙光的！怎樣來發展我國的金融事業呢，這個首先的問題，便是怎樣消滅，阻礙我們發展的外國資本的壓迫。執中國牛耳的上海金融業者，應當在這一方面去求金融業者苦悶解放的出路！

一九三六年，四月，二十六日。