

• 专题研究 •

二十世纪前期白银汇率的 两次异常震荡及对中国经济的影响^{*}

杜 恂 诚

摘 要：19 世纪以来，随着越来越多国家采用金本位货币制度，自 20 世纪 70 年代起，金贵银贱呈现为一种长期的变动趋势。近代中国是一个以银铜为金属货币的国家，白银汇率曾出现过两次异常震荡，一次出现在 1919—1921 年间、一次出现在 1930—1935 年间。这两次白银汇率震荡是西方国家向外转嫁危机的结果，对中国经济造成深重的负面影响。在这两次危机中，中国经济遭受的损失是环环相扣的和整体性的。面对白银汇率引发的危机，中国完全处于被动的弱势地位，缺乏及时应对和化解危机的财政货币手段及经济政策措施。

关键词：20 世纪前期 白银汇率 异常震荡 经济萧条 企业运营

近代中国以银和铜为金属货币，其中，铜并不是银的辅币，因此这种货币体制可以称之为银铜平行本位体制，也有人称之为银铜复本位体制。人们日常生活中多使用铜钱或铜元进行交易，工商界则使用白银。当时世界上绝大多数国家的货币制度已陆续采用金本位，在中国对外贸易、外国对华投资中，金银比价的波动和走势显示了其越来越重要的作用和影响，往往关乎中国经济的整体利益和众多企业的微观运营。在一般情况下，白银汇率是由金银比价决定的，但在某些特殊的历史背景下，一些西方国家主动放弃金本位，或者在一段时间内采取让其货币大幅贬值的政策，从而事实上放弃了金本位，这时白银与这些国家的货币汇率就不再以金银比价为基础了。

1919—1921 年间和 1930—1935 年间，因一些西方国家放弃金本位而引致白银汇率的剧烈震荡，从而对中国经济造成深重的负面影响。对于第一次世界大战后的白银汇率异常震荡的负面影响，过去学界少有关注；而对于 1930—1935 年间白银汇率震荡的负面影响，则主要关注美国实施白银政策后，中国白银的大量外流、银价暴涨后的外贸困境以及由于银行收紧信贷引发的工商业萧条状况。^① 而对于其他方面的问题则关注不够，譬如，白银汇率的变化与世界各国白银供

^{*} 本文系 2016 年度国家社科基金重大项目“近代中国金融市场发展与运行研究”（16ZDA133）阶段性研究成果，并列入上海财经大学创新团队支持计划。感谢匿名审稿人的宝贵意见。

^① 谷春帆的《银价变迁与中国》（上海：商务印书馆，1935 年）是研究世界经济大萧条期间银价异常震荡的著作，颇具功力，尤其是关于银价异常震荡对于中国国际贸易的影响分析非常深入，但对白银汇率震荡的具体原因和过程未作梳理，对企业的具体困难、外国在华投资等未有涉及。刘克祥、吴太昌主

需及各国政府财政金融政策之间的关联,这种震荡对外国在华投资的不利影响,在这种汇率震荡背景下中外企业具体的经营困难等,都少有分析。本文拟在系统发掘史料价值颇高的《钱业月报》、《北华捷报》(The North China Herald)等报刊书籍资料的基础上,围绕20世纪前期白银汇率的两次异常震荡作一些讨论。

一、金贵银贱是长期趋势

19世纪以来,越来越多的国家采用了金本位货币制度。其中,最大用银国之一的印度,其货币制度于1893年由银本位改制为金汇兑本位,1927年1月又改制为金本位,于是中国成为世界上仅剩的银本位货币大国。随着黄金需求的上升和白银需求的下降,金银比价呈现出金贵银贱的长期变动趋势,自19世纪70年代起,白银汇率在大多时段总体上呈现下降趋势。^①

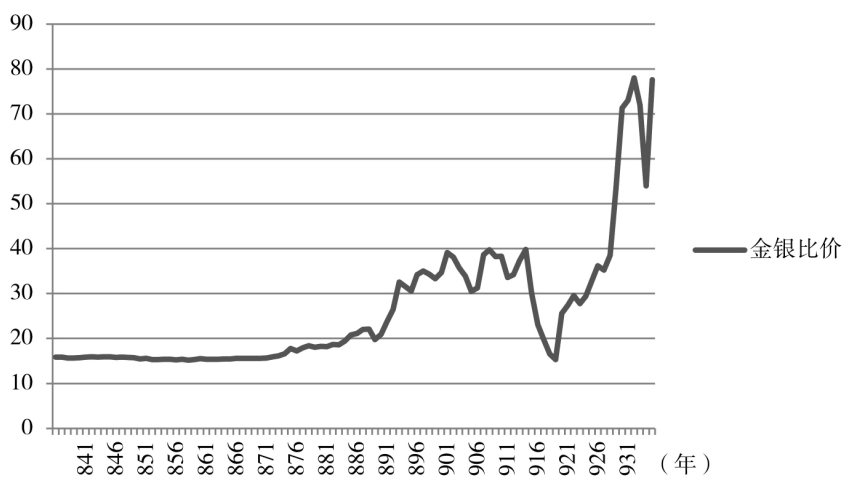


图1 1841—1936年金银比价趋势

编的《中国近代经济史(1927—1937)》(北京:人民出版社,2010年)对西方国家向中国转嫁危机的做法进行了深入分析,认为银价震荡对中国的危害表现于国际贸易,并造成国内工农业的萧条。而管汉晖则认为,大萧条对中国的冲击主要在贸易和农业方面,工业生产未受冲击,并把中国受经济危机影响较小的原因归结为市场机制的成功。(管汉晖:《20世纪30年代大萧条中的中国宏观经济》,《经济研究》2007年第2期)笔者不能认同中国工业生产未受冲击的结论,大量工业企业倒闭、停工或半停工,显然受到了严重影响,而在统计数据中之所以未见明显下降,可能主要是政府投资大量增加的结果,而不是市场机制的成功。赵留彦、隋福民则认为,由于中国使用白银货币,银价下跌是一道天然的防护堤,使世界经济危机对中国的冲击,在初期并不显著,而1933年是一个转折点,当银价上涨、白银外流,中国陷入了严重的通货紧缩和经济衰退局面。(赵留彦、隋福民:《美国白银政策与大萧条时期的中国经济》,《中国经济史研究》2011年第4期)至于第一次世界大战后的中国棉纺织业和面粉业等行业的过度投资引发的产业调整,杜恂诚曾有分析,该书对造成过度投资的重要原因之一的汇率问题,仅点到为止,而未展开分析。(杜恂诚:《民族资本主义与旧中国政府(1840—1937)》,上海:上海社会科学院出版社,1991年,第111、141—142页)

① 《最近一百年金银比价统计》,中国银行经济研究室编:《全国银行年鉴 1937年》,上海:汉文正楷印书局,1937年,第S139页。

图 1 显示, 1841—1872 年的 32 年中, 金银比价大致上是平稳的。1873 年是转折点, 从这一年开始, 金价出现明显的上涨过程。此后, 1906 年前后有一次小幅回调, 而从 1916 年起则有几年的深幅回调, 1931 年因西方国家相继放弃金本位从而再次出现回调。但从总体上看, 这 100 年的总趋势是金贵银贱。

表 1 中国白银汇价 (1862—1920) 汇率: 1 海关两合英币数 (先令/便士)

年份	汇率	年份	汇率	年份	汇率	年份	汇率
1862	6/10. 5	1877	6/0	1892	4/4. 25	1907	3/3
1863	7/1	1878	5/11. 5	1893	3/11. 25	1908	2/8
1864	7/5	1879	5/7. 33	1894	3/2. 38	1909	2/7. 19
1865	6/11. 25	1880	5/9. 63	1895	3/3. 25	1910	2/8. 31
1866	6/11. 5	1881	5/6. 5	1896	3/4	1911	2/8. 25
1867	6/9. 75	1882	5/8. 5	1897	2/11. 75	1912	3/0. 63
1868	6/8	1883	5/7. 25	1898	2/10. 63	1913	3/0. 25
1869	6/7. 75	1884	5/7	1899	3/0. 13	1914	2/8. 75
1870	6/7. 5	1885	5/3. 5	1900	3/1. 25	1915	2/7. 13
1871	6/6	1886	5/0. 13	1901	2/11. 56	1916	3/3. 81
1872	6/7. 75	1887	6/0	1902	2/7. 25	1917	4/3. 81
1873	6/5	1888	5/11. 5	1903	2/7. 67	1918	5/3. 44
1874	6/4. 13	1889	5/7. 33	1904	2/10. 4	1919	6/4
1875	6/2. 2	1890	5/9. 63	1905	3/0. 1	1920	6/9. 5
1876	5/11. 4	1891	5/6. 5	1906	3/3. 5		

资料来源:《近今六十年中之中国米价》,《钱业月报》第 2 卷第 3 号, 1922 年 3 月,“译述”,第 14—20 页。

由表 1 可知, 除了从 1916 年开始的几年外, 在绝大多数年份中, 白银汇价是波动趋跌的。由于白银在世界市场上仍有很大需求, 这一下跌趋势, 是缓慢而不是急速下跌。

首先, 金本位货币国家并不是完全不需要白银, 其辅币的流通和铸造需要大量白银, 而且有的国家还以立法形式规定其国库中必须储备一定数量的白银。例如, 美国根据毕德门条例的规定, 国库可最多储备 9 亿盎司白银, 1923 年 4 月撤废此条例, 限额减至 2 亿盎司, 并宣布自 1923 年 7 月 1 日起政府停止收购白银。^① 1913 年 8 月 28 日, 法国银行存储了相当于 2532.3 万英镑的银币; 1913 年 8 月 29 日, 俄罗斯国家银行存储了相当于 746.3 万英镑的银币; 1913 年 8 月 30 日, 德国国家银行存储了相当于 1400 万英镑的银币。^②

其次, 金本位货币国家在国际贸易中, 特别是在同中国和印度的贸易中, 需要大量白银。第一次世界大战期间, 英国向印度购买军需物品, 需要大量白银, 英国每年产银不敷所需, 乃向美国借用约值 3.5 亿银元的白银, 改铸印度卢比, 以资应用。美国则以 1 盎司 1 美元的价格向本国银矿购银, 每年约 6000 万盎司, 而当时世界市场的白银价格约 1 盎司 0.66 美元。^③ 在美国政府收购本国银矿生产白银的同时, 也从国外进口一部分白银, 1921 年白银净进口 1166.7 万美

① 鸿:《美政府停止购银世界所受之影响》,《钱业月报》第 3 卷第 6 号, 1923 年 6 月, 第 5 页。

② “Gold,” *The North China Herald*, Nov. 4, 1916, p. 261.

③ 《论世界银市之市情》,《钱业月报》第 3 卷第 8 号, 1923 年 8 月,“杂纂”,第 22 页。

元, 1922 年净进口约 800 万美元, 1923 年 1—7 月净进口 760.5 万美元。^①

最后, 印度作为世界最大的用银国之一, 即使在 1893 年实施了金汇兑本位货币制度改革之后, 仍然是主要进口白银的国家。根据印度的货币制度, 印度除在本国存储黄金外, 还在英国存储一部分黄金, 国内使用银卢比, 并规定了卢比与先令的比价。印度发行的纸币也是以白银为储备基础。印度的金、银储备量随着经济发展而逐步增加。据统计, 在 1902—1912 年的十年中, 印度净进口黄金约 9924 万英镑, 净进口白银约合 8570 万英镑, 两者共计 18494 万英镑。^② 1913 年 1 月 3 日印度的货币储备结构 (见表 2)。

表 2 印度金汇兑本位货币储备结构 (1913 年 1 月 3 日) (单位: 10 万卢比)

项目	数量	占比 (%)	在金属货币中占比 (%)
流通中的纸币	6570	53.4	
在英国的金储备	1090	8.9	19.0
在印度的银卢比	1190	9.7	20.7
在印度的金储备	2670	21.7	46.6
银辅币	150	1.2	2.6
运输中的银	75	0.6	1.3
以金标准储备的白银	560	4.5	9.8
总计	12305	100.0	
除纸币外总计	5735		100.0

资料来源: “The Indian Currency Reserves,” *The North China Herald*, March 7, 1914, p. 712.

在金属货币中, 白银占 30% 以上的份额。印度发行的纸币, 与银卢比等价。

印度的货币储备结构, 随着政府政策和市场价格的变化随时进行调整。例如, 1916 年 10 月 15 日, 印度发行的纸币共 7.187 亿卢比, 银币及银大条共 2.623 亿卢比, 金币和金大条 1.066 亿卢比, 储存在英国的黄金为 1.192 亿卢比。^③ 与表 2 中 1913 年 1 月 3 日的货币储备结构相比, 白银储备显著增加, 如不计算纸币, 在金银货币储备总额 4.881 亿卢比中, 份额占 53.7%。在 1917 年 6 月之前的三年中, 印度净进口白银超过 6000 万盎司, 特别是 1916—1917 年度的后半期, 进口白银超过 1.04 亿盎司, 超过同期世界白银产量的一半, 使白银的价格坚挺。^④ 1917 年 9 月 21 日, 伦敦银价达到自 1890 年以来创纪录的每盎司 55 便士的高价,^⑤ 其中很重要的原因是印度对白银的不断购买。1917 年 7 月 28 日, 印度禁止私人进口白银, 企图消减白银从中国流向印度。^⑥ 但印度政府仍不断地在世界市场购买白银。由于巨额贸易出超和政府购买, 1919 年印度进口了价值 2.37 亿英镑的白银。^⑦ 1919 年英国实施货币贬值政策以后, 印度曾努力设法维

① 《战后世界银币制度之变迁与美国之输入增加》,《钱业月报》第 3 卷第 11 号, 1923 年 11 月, “杂纂”, 第 17 页。

② “Bullion,” *The North China Herald*, Oct. 25, 1913, p. 284.

③ “Silver,” *The North China Herald*, Nov. 25, 1916, p. 433.

④ “Silver,” *The North China Herald*, June 30, 1917, p. 770. 其间还出口一部分白银。

⑤ “Bar Silver,” *The North China Herald*, Sept. 29, 1917, p. 740.

⑥ “Silver,” *The North China Herald*, July 28, 1917, p. 222.

⑦ 《需银最多的印度》,《银行周报》第 4 卷 17 号, 1920 年 5 月 18 日, 第 34 页。

持1卢比兑1先令4便士的汇价，但未能成功。英镑对卢比的比价下跌。^①

中国也是白银进出口大国。据海关统计，在1911—1920年的十年间，中国进口白银1.55亿海关两，出口约1.35亿海关两，净进口2000万余海关两。^② 根据郑友揆对更长时段的统计，在1890—1936年的47年间，中国白银进出口有28年入超，入超净额达10.40亿海关两，另外19年出超，出超净额为5.74亿海关两，两者相抵，净入超白银4.66亿海关两，平均每年入超992万海关两。这一时期，中国的贸易入超与白银入超同时存在。^③

虽然自19世纪末期印度、日本等国相继改革币制之后，中国是仅存的以银（或银铜）为本位货币的大国，^④ 但世界市场对白银的需求量仍很大，银价相对于金价，从长期看只是很缓慢地下降，在某些时段还可能表现为一定的上涨趋势。

本文所要讨论的所谓白银汇率的“异常震荡”，依笔者理解，似应具有两个内涵要点：一是银价大起大落，其中要有与金贵银贱的长期趋势相悖的银价变化阶段；二是银价的逆转具有突然性和深度性的双重特征。从图1看，即表现为呈现V字型或反转的V字型，第一个V字型的底部大致上是1919—1921年的状况，第二个反转的V字型的顶部大致上是1930—1935年的状况。当然，从图形上看，有多次中小波动，但这两次波动是最剧烈、最典型的。需要指出的是，关于“异常震荡”的定义，很难有非常精确的时间上或震荡幅度上的规定，对它的理解可能见仁见智，因人而异，但分歧可能只在于如何分析，而不在于历史事实本身。本文以上两个要点的阐述以及对V字型底部和反转的V字型顶部的时间选择，只是笔者对百年间白银汇率史作出的一种解读。

二、第一次白银汇率异常震荡：1919—1921年

从表1可以看出，在1919—1920年间，白银对英镑的汇率忽有巨幅的上涨。这一上涨既与白银汇率的长期趋势不合，也与因市场供求导致的一定程度的上升不同。1912—1921年的《海关十年报告》称，“过去十年汇率波动之剧在中国是前所未有的。标准银价从战前1914年每盎司25便士稳步上升，1920年初竟上升到89 $\frac{1}{2}$ 便士，达到创纪录的惊人数字”，“汇兑一般随着银价从每两兑换2先令4便士升到9先令3便士”。^⑤

在第一次世界大战期间，为了筹措军费，西方主要参战国举借巨额公债，发行巨额货币。^⑥

英国虽然是金本位制国家，但其在战时由中央银行发行的纸币实际上是不能兑现的。^⑦ 根据战前金本位货币规则，英镑有规定的含金量，英镑对美元汇兑，1英镑的平价应是4.867美元，但由于国债和纸币的负担沉重，战后英国希望在战前对美元汇率基础上恢复英镑的金本位制度，

① “Company Meetings: The China Mutual Life Insurance co., Ltd.,” *The North China Herald*, May 29, 1920, p. 529.

② 《伦敦银市涨高之原因》，《钱业月报》第1卷第9号，1921年9月，“新闻摘要”，第21—22页。

③ 郑友揆：《中国的对外贸易和工业发展（1840—1948）——史实的综合分析》，程麟荪译，上海：上海社会科学院出版社，1984年，第99页。

④ 此外，埃塞俄比亚和香港地区也是以白银为本位货币。

⑤ 徐雪筠等译编：《上海近代社会经济发展概况（1882—1931）——〈海关十年报告〉译编》，上海：上海社会科学院出版社，1985年，第187页。

⑥ 查尔斯·P. 金德尔伯格：《西欧金融史》，徐子健等译，北京：中国金融出版社，2007年，第311页；《纸币增发以后影响于进出口商之今昔观》，《钱业月报》第2卷第7号，1922年7月，“译述”，第2—4页。

⑦ 《欧洲各国纸币现状》，《钱业月报》第1卷第12号，1921年12月，“译述”，第1页。

已属不可行。因此，英国于1919年3月主动采取货币贬值政策，放弃了美元同英镑的固定汇率，推动了英国批发物价的提高，制造了成本与批发物价的差幅：1919年4月为107%，同年12月扩大到123%。英国此举后来被称为“贬值贩子”。^① 法国的财政金融状况还不如英国，更不用说德国等战败国。各国纷纷效仿英国，实行货币贬值，然后在新的市场基础上，寻求新的平衡。1921年9月，英镑兑美元的汇率由战前的1:4.867降至1:3.90；法郎兑英镑是战前的二分之一；马克兑英镑，在1920年6月为153:1，是战前的七分之一。^②

在货币贬值政策的强烈刺激下，1920年西方国家物价急速上涨，给经济打了一针强心剂。

表3 主要西方国家的物价指数（1914年至1921年8月）

1913年=100

年份	美	英	加拿大	奥	法	意	德	瑞典	日本
1914	100	101	101	100	101	95	100	115	95
1915	101	126	110	141	137	133	—	159	97
1916	124	159	135	132	187	202	—	233	117
1917	176	206	177	155	262	299	—	341	147
1918	196	226	206	170	339	409	—	345	192
1919	212	242	217	180	357	364	—	322	236
1920	250	298	246	236	526	655	1056	425	259
1921.8	152	183	174	159	331	542	1777	300	199

资料来源：《纸币增发以后影响于进出口商之今昔观》，《钱业月报》第2卷第7号，1922年7月，“译述”，第8—9页。

但风云突变，英镑汇率在1919年忽然大跌之后，又于1920年忽然大涨。1920年2月以后，白银汇率在暴涨至最高点后开始逐步下跌。2月9日白银汇率最高，1两可兑9先令3便士（即1英镑兑2.16两白银），12月11日的白银汇率是年内最低，1两兑3先令11便士（即1英镑兑5.11两白银）。“此犹为官率，而银行之实行交易，其差数尚不止此”。^③ 进入1921年后，白银汇率继续下跌。

1921年4月23日，《北华捷报》的一篇评论认为，白银就像一个“被遗弃的孩子”，在一年多一点的时间里从[1两兑]89.5便士跌至32便士，跌去64%，其价值恢复到战前水平，刺激了黄金的出口来交换白银。如果用银大国之一的印度能够在更大程度上参与黄金交易，将会有助于英镑在与美元汇兑中处于有利地位，并引导英国恢复有效的金本位制度。^④ 银价暴涨后又暴跌的原因很多，“要以法国与其他拉丁同盟国熔化银币为最重要”，德国也熔化银币出售。^⑤

1921年2月，英国的黄金储备约为1.265亿英镑，虽与英格兰银行发行的纸币数相差不多，但财政部另有3.26亿英镑的通货券，此外国债额高达76.3亿英镑，相对于纸币总量和国债额而言，英国的黄金储备不足，因此它向很多国家，包括印度在内，进口黄金。1921年2月，英国进口黄金346万英镑，而出口到美国的黄金达到417万英镑，可能是为了偿还债务。同样陷于财政问题的法国，也向美国出口黄金110万美元。^⑥ 尽管银价下跌，印度仍在寻求合适的时机进口

① 查尔斯·P. 金德尔伯格：《西欧金融史》，第349页。

② 《欧洲各国纸币现状》，《钱业月报》第1卷第12号，1921年12月，“译述”，第12页。

③ 张贻志：《去年市场不振之溯因及此后趋势之推测》，《钱业月报》第1卷第2号，1921年2月，“论说”，第1—2页。

④ “A Year Fall in Silver,” *The North China Herald*, April 23, 1921, p.269.

⑤ 《银价低落之原因》，《钱业月报》第1卷第5号，1921年5月，“新闻摘要”，第32页。

⑥ “London Money Market,” *The North China Herald*, May 7, 1921, p.410.

白银。中国的白银储备很大，但因出口贸易的能力弱，限制了其在支撑白银价格方面的能力。^①

黄金汇率从1916年开始便明显下降，笔者之所以将1919—1921年作为白银汇率的第一次震荡期，是因为在战争的大背景下，英镑、法郎、马克等金本位货币价格下行，而白银价格上行，是人们可以预期的，因此，开始几年，金货币汇率下行对世界经济的不利影响并不明显，中国经济也没有感受到汇率异常带来的冲击。金货币下行本应带动洋货对中国的出口增加，但在欧战局面下，洋货对中国的出口不增反减。1919年，英国进一步主动采取货币贬值政策，引发了多米诺骨牌效应，爆发了西方国家的货币贬值潮，白银汇率一时涨幅惊人；而在短期内，由于法德及其他很多国家熔化银币后在国际市场上抛售，又引发了白银汇价狂跌。这些都不是人们能预期到的。在此期间，白银价格的暴涨暴跌形成了第一次白银汇率的异常震荡。

三、第一次白银汇率异常震荡对中国经济的影响

过去经济史学界对从第一次世界大战到战后两三年中国经济的发展，持有十分积极的评价，认为这是中国资本主义发展的黄金时期，并且认为战后西方国家对华贸易“卷土重来”，是中国资本主义发展黄金时期结束的原因。

其实，第一次世界大战结束后，大多数参战的西方国家内部都有一系列的财政、金融和经济振兴任务需要规划和进行，短时期内并不能恢复“卷土重来”的元气。另外，所谓“卷土重来”是中国资本主义发展黄金时期结束原因的理论，把中国近代经济发展主要归结为外因，这是值得商榷的。任何一种经济形态的成长都必须是在市场竞争的环境中实现的，只有在压力下，中国新式民族工业和民族经济的进步才是有效率的。因此，从根本上说，不能把西方国家对华商品输出和资本输出，看成是与中国民族经济发展完全对立的。但经济史学界很少有人论及，由英国主导的战后货币贬值政策引发的白银汇率异常震荡，确实对中国经济造成很大的负面影响。

有论者说，在第一次世界大战后的两三年中，上海物价“并没有受这些主要资本主义国家物价波动的影响”。^② 这种说法不一定十分准确。西方国家的物价上涨通过外贸渠道一定会影响到中国，只是由于英镑等货币对白银的汇率一度暴跌，所以以白银衡量的中国物价的涨幅会低于西方国家物价涨幅。如果按照上海批发物价的分类指数观察，1919年9月以后的上海批发物价明显上涨。

表 4 上海批发物价分类指数（1919—1922）1919年9月=100

时间	谷物	其他食品	纺织品	金属制品	燃料	杂项				总平均
						建材	工业原料	杂货	杂项平均	
1919. 9	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0
1921. 12	119. 3	112. 3	106. 9	104. 8	92. 4	123. 6	95. 2	113. 7	106. 2	109. 9
1922. 12	122. 8	121. 2	110. 3	101. 7	102. 6	112. 9	86. 4	104. 5	101. 6	111. 5
1922. 12 (1913. 2=100)	140. 7	141. 7	151. 4	138. 1	189. 2	160. 5	203. 0	130. 2	170. 7	148. 5

资料来源：“Shanghai Price Index,” *The North China Herald*, Jan. 6, 1923, p. 48.

① “The Condition of Silver,” *The North China Herald*, May 7, 1921, p. 410.

② 中国科学院上海经济研究所、上海社会科学院经济研究所编：《上海解放前后物价资料汇编（1921年—1957年）》，上海：上海人民出版社，1958年，第9页。

表4中的物价指数是一个平均值,应该已经磨平了很多差异。值得注意的是,工业原料(包括棉花)的价格指数如果按照战前1913年的水平衡量,仍远高出纺织品等制成品。这为后来出现的工业危机埋下了伏笔。

白银汇率的异常震荡使中国经济遭受了沉重打击。这种打击可以分为短期影响和长期影响两种。短期影响是直接而明显的,主要表现在外贸领域。《钱业月报》上一篇题为《庚申年各业之损益》的文章说,“回忆上年(指1920年——引者注)各项商业,受亏者居其多数,良以对外交易,受汇率之影响,对内经营,则因国内灾荒兵燹忧患频仍之故”;洋货业“春消尚称可观,入夏后承汇率之影响,市情已觉麻木,秋冬复苦时局纷乱,销路更形停顿。该业失败状况,实非笔墨所能形容者也。其间仅十分之一,素抱稳健主义,故无甚损失,余则无一不蒙损害云”;茶业“去年洋商交易微细,售价尤属低廉,以故目下存栈之货,不知凡几,即各种茶叶,亦木立不动。岂止该业受其顿挫,亦吾国出口业前途之悲观耳”;钱庄业“钱庄营业,向视各业兴衰为转移……入夏后,仙令骤缩,营进口业者大受亏损,出口亦复不动,钱庄握金融总枢,安得不受影响”。^①就洋布进口而言,受汇率骤变影响,进口洋布增多,但很难销售出去。1920年洋布进口增多却滞销的原因是汇率的涨落不定。春时白银汇率大涨,“华商争相购办”,“迨后先令渐低,而前定之货,则已陆续到沪”。此外,还有日本棉布的廉价竞销。滞销的以英货为最多。^②

自上海开埠以来,洋行接受华商定购洋货,“向不先取定银,只以双方签字之定货合同为凭,俟货运到,方始货款两交”。洋商不收定银,意在推广销路,华商则因无需先交定银,可放胆定购,加上货价系照货到时的先令价格结算,如果“货到时之先令价格,较定货时而伸”(按:所谓先令价伸,系指白银兑换先令的汇价涨),则所获盈余更多。欧战期间,先令有伸无缩,故凡业匹头之字号,莫不利市百倍。“迨战事既终,各国欲恢复其战前之金融状态,于是先令之价,遂于去年暴跌,华商大受亏损,倒闭潜逃、破产等事,日有所闻,而洋商因货到不出,亦受损失,决定限制华商定货办法,如嗣后定货者,须先约计货价若干,着交定价一成,否则不允。”^③

1920年上海的“出口市面,既极困疲,本埠大小洋行,恒至数星期毫无生意”;“进口行家,亦以汇水低落,年内市面甚恶,一时正难看好”,洋人纷纷改业保险。^④时人著文《四年内上海金融之变迁》称,上海金融在最近的“四五年内忽起急激之变动,现银忽尔输出,忽尔输入,银价忽尔大长,忽尔大缩,银拆由紧而宽,洋厘由高而低,先令由硬而软,大条由涨而落,实随在使人注意,随在足以引起吾人无限之感想”。^⑤有外国人评论说,1919—1920年间,“商人所受之损失”,“以中国为最巨”。^⑥

白银汇价暴涨暴跌给中国经济带来的负面影响,不仅有短期的直接影响,而且有长期的连锁影响。每一种经济动能产生后,都会产生传导效应,并在时滞若干期后爆发出来,表现为市场供求或经济结构方面的严重问题。白银汇率暴涨暴跌带来的长期影响,主要表现在棉纺织工业和面粉工业等方面的过度投资,以致造成产能过剩。

① 翁华锋:《庚申年各业之损益》,《钱业月报》第1卷第1号,1921年1月,第17—21页。

② 《洋布到货及存底之历年比较》,《钱业月报》第1卷第3号,1921年3月,“新闻摘要”,第17—18页。所谓“先令渐低”,是指白银兑换先令的汇价渐低。

③ 《洋商对于定货将有限制》,《钱业月报》第1卷第1号,1921年1月,“新闻摘要”,第2页。

④ 《行将增多保险行之预测》,《钱业月报》第1卷第1号,1921年1月,“新闻摘要”,第3页。

⑤ 进之:《四年内上海金融之变迁》,《钱业月报》第1卷第2号,1921年2月,“论说”,第48页。

⑥ 《中国商业将有复兴之望》,《钱业月报》第2卷第1号,1922年1月,“译述”,第18页。

1922年起中国棉纺织工业和面粉工业系统性行业困境的主要原因，并不是洋货的卷土重来，而主要是本国产业的过度投资，以及日本在华投资的扩张。^① 本国产业之所以投资过度，主要原因有二：一为价格诱导；一为汇率诱导。从价格方面看，从1916年起纱价节节攀升，1919年和1920年达到高位，纺纱盈利丰厚。

表5 中国纱厂盈利情况（1914—1922）

年份	棉价（每担/元）	成本（每包/元）	纱价（每包/元）	纱盈利（每包/元）
1914	29.37	119.58	139.16	19.58
1915	32.17	130.95	126.57	-4.38
1916	33.71	136.45	144.06	7.61
1917	43.71	175.66	212.59	36.93
1918	51.75	200.25	221.68	21.43
1919	47.90	209.16	279.72	70.56
1920	47.20	206.64	271.61	64.97
1921	45.45	200.28	210.49	10.21
1922	50.14	217.13	196.50	-20.63

资料来源：严中平等编：《中国近代经济史统计资料选辑》，北京：中国社会科学出版社，2012年，第116页。

随着国内市场的开拓，洋纱进口的减少，本土纱价高昂，自然是吸引投资的诱导信号。

另一个主要的投资诱导信号是白银汇率。中国人创办的纱厂和面粉厂的机器绝大部分从英美等西方国家进口，1919年和1920年前期，白银汇率暴涨并处于高位，投资者争相投资、创办纱厂和面粉厂。当时从国外订购机器的结算办法，并不是以订货时的汇率为准，而是以货到提货时的汇率为准。订货和到货这两个时点的汇率如果发生大幅震荡，会给企业造成极大影响。1919年，白银汇率高昂，人们纷纷订购国外机器，但交货时间常常是一两年之后。而1920年后期，银价忽然大跌，所定购的机器到货时结算须多付白银，造成成本奇昂，企业背上沉重包袱。^②

从已建成并开工的纱厂和纱锭数量来看，1919年华商纱厂有29家、纱锭71.5万枚，1922年扩大到纱厂65家、纱锭163.2万枚，扩大了一倍以上。如果把在华外商纱厂一并计算进来，1919年全国有纱厂45家、纱锭129.2万枚，1922年则为95家、纱锭256.1万枚。^③ 1922年以后棉纺织工业继续扩张，1923年2月1日的统计称，中国已建成纱锭202.3万枚，建设中纱锭62万枚，预估纱锭总共255.2万枚。^④ 到1924年7月，全国纱厂实开纱锭已达274.2万枚，包括建设中和尚未安装的纱锭，全国纱锭总数为330万枚。^⑤

在有利的市场条件下设厂过多，以致超过了市场所能容纳的限度，这是欧战以后中国棉纺织工业遭遇挫折的一个重要原因。期间汇率因素起到重要作用，以后就是环环相扣的产业颓势的出现。工厂设立过多，势必出现对原料竞相争购，而产品削价竞销的局面，因而就有“花贵纱贱”之说，之前工业原料价贵而成品相对便宜的状况进一步恶化了；当然，引起“花贵纱贱”

① 杜恂诚：《民族资本主义与旧中国政府（1840—1937）》，第110—111页。

② 谦益：《我国汇兑之缺点》，《钱业月报》第5卷特刊号，1925年5月，第22页。

③ 丁昶贤：《中国近代机器棉纺工业设备、资本、产量、产值的统计和估量》，中国近代经济史丛书编委会编：《中国近代经济史研究资料》（6），上海：上海社会科学院出版社，1987年，第88页。

④ 《各国纱厂锭数统计》，“1923年2月1日万国纺织联合会报告”，《钱业月报》第3卷第8号，1923年8月，“杂纂”，第27—28页。建设中的部分纱锭有可能是更新旧有设备。

⑤ 《今年上半年之棉业统计》，《钱业月报》第4卷第9号，1924年9月，“杂纂”，第16—17页。

的原因,在不同时期有所不同,这一时期,世界市场也是重要诱因。花贵纱贱迫使许多华商纱厂减产,甚至倒闭。1923年有25%—30%的华商纱厂倒闭。^①棉纺织机器的进口也减少了。1919年和1920年在英美等国订货的纺织机器,大多在1921年和1922年进口,1921年和1922年上海进口机器共值6400万两。随着棉纺织机器进口的减少,1923年和1924年两年,上海进口机器的价值减至2390万两。^②未倒闭的工厂也开工不足。^③

农商总长颜惠庆在1924年9月1日的全国实业会议演讲称:“我国工业,首推纱厂,然苟使植棉不增,原料缺乏,纱厂亦惟有停工。年前上海纱业,纷纷歇闭,即其著例。”^④其实,原料不足只是表象,原料不足与投资过度联系在一起,而投资过度又是与汇率异常联系在一起。面粉工业的情况也相类似。在1924年9月初的全国实业会议上,天津麦商同业公会的代表提出议案:“津埠虽为北数省商业荟萃之区,究其容量,亦有一定限制,假使工业商家企望,一时风尚,归于一途,供需不平,不但自相摧残,天然归诸倾轧,而于资本之牺牲,殊多不利”,面粉事业“一时设立十余家之多,未几相继倒闭,最后只有八家,而此八家,能可维持现状,经营业务者,仅四家而已”,其原因在于“盲然投资”。^⑤

由此看来,白银汇率异常震荡带给中国经济的,不仅有直接而明显的短期影响,而且有环环传导而生的中长期影响,后者关系到经济结构和产业周期。

北洋政府尤其是袁世凯之后的历届政府,逐渐失去对全国政治和经济统一有效的控制力,主要靠借外债度日。1913年的善后大借款达到2500万英镑之巨(约合2.5亿元),海关税收主要用来偿还外债;1914年的海关税收全部用来归还外债;^⑥1917年和1918年外债支出占海关收入的比重达到70%左右;从1921年起,北洋政府已无关余可用。^⑦外国人控制盐务稽核所,继而控制盐税,这也是借外债的苛刻条件之一。地方军阀尾大不掉,截留税款,北洋政府自顾不暇,谈不上能够采取任何应对金贵银贱或汇率异常波动风险的措施。对于所借外债,北洋政府实行借金还银措施,在金贵银贱的大趋势中,这构成了巨大的财政风险。一些大企业,特别是在华外商企业,只能采取某些应对措施。例如,汇丰银行是一家以银(港币)为资本和经营货币单位的银行,股东以英国人为主,其投资时也以英镑折算成港币,并坚持用英镑支付股息和红利,在金贵银贱,特别是银价剧烈波动时,经营业绩很不稳定。为应对危机,汇丰银行将银公积(主要为港币)减少到最低限度,银储备转换成金公积(主要为英镑)。同时,它还以大笔港元购进香港、上海等地的房地产或建造大楼以保值。^⑧

四、第二次白银汇率的异常震荡(1930—1935)

第二次白银汇率的异常震荡发生在1930—1935年间,中国在白银汇率的暴跌暴涨过程中,

① 《海关贸易报告册》,中国海关总税务司造册处印制,上海,1923年,第30页。

② 《海关贸易报告册》,中国海关总税务司造册处印制,上海,1924年,第33页。

③ 《今年上半年之棉业统计》,《钱业月报》第4卷第9号,1924年9月,“杂纂”,第18页。每年度的上半期指2月至7月,下半期指8月至第2年的1月。

④ 《纪全国实业会议》,《钱业月报》第4卷第9号,1924年9月,“专件”,第3页。

⑤ 《天津麦商同业公会代表之提案》,《〈纪全国实业会议〉议案之(十)》,《钱业月报》第4卷第9号,1924年9月,“专件”,第18页。

⑥ 岩井茂树:《中国近代财政史研究》,付勇译,北京:社会科学文献出版社,2011年,第376页。

⑦ 杨荫溥:《民国财政史》,北京:中国财政经济出版社,1985年,第7页。

⑧ 杜恂诚:《中国金融通史》第3卷《北洋政府时期》,北京:中国金融出版社,2002年,第53页。

承接了西方世界经济危机转嫁的部分恶果。

20 世纪 20 年代, 银价下跌趋势加快, 其主要原因是白银非货币化趋势加速。许多国家通过重新熔铸成色较低的银币, 把相当数量的白银投入市场。在这方面, 英国又是始作俑者。1920 年, 英国政府为了平衡财政预算, 在英镑汇率大跌、白银汇率大涨之时, 对银币重新熔铸, 成色由 0.925 降至 0.500, 把大量白银非货币化后投入市场。1921 年和 1922 年, 英国通过这种方式, 大约处理了 9000 万盎司白银, 价值约 300 万英镑。这种做法持续进行, 1929 年, 英国投入市场 1000 万盎司白银。英国的做法很快被德国、波兰和法国效仿。法国用铜和铝铸造 1 法郎和 2 法郎钱币, 并大大降低 10 法郎和 20 法郎银币的含银量。这些国家的欧洲邻国, 如比利时、瑞士、意大利等, 也都将出售白银作为他们随时可能采取的手段。1929 年后期, 当时的印度支那各国出售大量非货币化白银, 为 1930 年春实行金本位货币制度作准备。对银价稳定构成最大冲击的是印度。1926 年底, 印度尝试将原先的金汇兑货币本位制度向更有效率的金本位货币制度转变, 需要处理掉大约 2.4 亿盎司白银卢比, 只保留 8500 万盎司白银卢比。印度是最主要的白银吸收国, 现在却成为白银出售国。此外, 银价下跌还由于世界商品价格总体下跌。在中国, 白银购买力过分集中于少数大都市, 造成供过于求, 也是银价下跌的原因。^①

1929 年下半年以后, “金价继续高涨, 其势甚炽, 金潮澎湃, 金贵银贱之象, 前所未见”。^② 1930 年银价比 1929 年跌落 28%, 1931 年银价比 1929 年跌落 46%。^③ 银价下跌使投资者更愿意持有黄金或其他能固定价值的生产资料, 这些资产比一年前的价格上涨了 40%—60%, 这也部分解释了土地价格上涨的原因。^④ 生活资料的价格也明显上涨了, 如果以 1926 年的生活品价格指数为 100 的话, 1931 年 9 月的生活品价格指数为 135.3, 其中食品、棉布和房租的价格指数分别为 124.4、104.9 和 107.3, 这个月的食品价格指数是四五年来最高的一个月。^⑤

从 1931 年 9 月起, 物价总指数开始出现下跌, 这是因为西方国家为了转嫁经济危机, 开始实施新的货币政策, 从而影响到中国的经济和物价。中国被强行拖入危机之中。

在经济危机的环境中, 英国的金货不断大量流出, 财政困难, 物价低迷。^⑥ 1931 年 9 月 20 日, 英国放弃金本位。^⑦ 这是 1919 年的故伎重演。英镑与美元的平价, 原先为 4.86 美元合 1 英镑, 自英国放弃金本位后, 英镑汇率便迅速下跌, 到 1932 年 11 月降至 3.2675 美元合 1 英镑。^⑧ 英国放弃金本位, 对其他国家经济造成巨大的冲击, 各国纷纷提高利率或采取各种应对措施。^⑨ 英国首创废止金本位在前, 其领土属地及爱尔兰、埃及等国学步于后, 欧洲的挪威、丹麦、瑞典、希腊、葡萄牙以及东亚的日本, 南美洲的阿根廷、智利、巴西、乌拉圭等国家相继效仿。^⑩

① E. Kann, "A Consideration of the Silver Crisis," *The North China Herald*, Nov. 4, 1930, p.164.

② 何育禧:《十年来上海金市之回顾》,《银行周报》16 卷 8 号, 1932 年 3 月 8 日, 第 17 页。

③ 谷春帆:《银价变迁与中国》, 第 4 页。

④ "The Property Market in Shanghai," *The North China Herald*, July 15, 1930, p.93.

⑤ "Shanghai Cost of Living," *The North China Herald*, Jan.5, 1932, p.16.

⑥ 《英国金本位停止以前之情形》,《工商半月刊》1931 年第 22 号,“国际经济”, 第 8—11 页。

⑦ 斯坦利·L. 恩格尔曼、罗伯特·E. 高尔曼主编:《剑桥美国经济史(第三卷): 20 世纪》, 蔡挺等译, 北京: 中国人民大学出版社, 2008 年, 第 225 页。

⑧ 曾:《一再下跌之英镑》,《钱业月报》第 12 卷第 11 号, 1932 年 11 月,“专论”, 第 13—14 页。

⑨ 《英国停用金本位制之影响》,《工商半月刊》1931 年第 23—24 号,“国际经济”, 第 3—7 页。

⑩ 武:《世界经济恐慌与中国》,《钱业月报》第 12 卷第 12 号, 1932 年 12 月,“丛载”, 第 13 页。

到1932年底,世界上已有45个国家放弃了金本位。^①1933年4月18日,美国放弃金本位。^②罗斯福总统就职施政的第一个措施便是停止金本位。^③西方国家为了走出经济危机的阴影,除了各自在其国内实施一系列相应的财政经济政策外,无不大打国际牌,希望通过关税、汇率、债权等各种通道把危机更多地转嫁他国。时人评论称:经济战争中美国所使用的武器是“战债和高关税”,英国所使用的武器是“帝国协定和英镑跌价”。^④但英镑贬值要能成为“新式武器”,前提是其他国家维持金本位不变,但日本紧随其后也废止金本位,因此英镑贬值首先在远东市场失效。及至美国停止金本位,可以说西方主要国家(除法国外)在货币贬值方面所实施的政策影响大部分相互抵消了。但中国无从抵消,中国是西方货币战争的最大转嫁受害国。

白银对英镑的汇率在1931年降到最低,是1926年的一半,忽而又反弹,1935年恢复到1926年的水平。白银对美元的汇率,1932年降到最低,忽而又反弹,1935年甚至超过1926年的水平(见表6)。

表6 英美银价、物价及其指数(1926—1937)

年份	伦敦大条 银价 (每盎司合便士)	伦敦大条 银价指数 (1926=100)	英国批发 物价指数 (1926=100)	纽约大条 银价 (每盎司合美元)	纽约大条 银价指数 (1926=100)	美国批发 物价指数 (1926=100)
1926	28.69	100.0	100.0	0.624	100.0	100.0
1927	26.04	90.8	96.7	0.567	90.9	95.2
1928	26.74	93.2	94.8	0.585	93.7	96.6
1929	24.48	85.3	90.9	0.533	85.4	95.2
1930	17.65	61.5	76.5	0.385	61.7	86.3
1931	14.46	50.4	66.0	0.290	46.5	73.3
1932	17.81	62.1	69.0	0.279	44.7	64.8
1933	18.09	63.1	69.1	0.345	55.3	65.9
1934	21.31	74.3	71.1	0.481	77.1	74.9
1935	28.94	100.9	71.8	0.644	103.2	80.0
1936	20.06	69.9	76.2	0.449	72.0	80.8
1937	20.06	69.9	87.7	0.449	72.0	86.3

资料来源:中国科学院上海经济研究所、上海社会科学院经济研究所编:《上海解放前后物价资料汇编(1921年—1957年)》,第114页。

1933年6月,在伦敦召开的世界经济会议根据产银国的提议,为了稳定银价,通过“白银议定书”一案,以限制各国的白银销售。其中规定:印度政府自1934年1月1日起的四年内售出白银不得超过1.4亿盎司的限额,在此四年内每一年的售出之数,须以每年平均3500万盎司为基准。但若在任何一年内印度政府售出白银不足3500万盎司,其差额可并入翌年出售,唯任

① 《四十五国废止金本位》,《银行周报》17卷1号,1933年1月17日,“国际要闻”,第5页。

② 斯坦利·L. 恩格尔曼、罗伯特·E. 高尔曼主编:《剑桥美国经济史(第三卷):20世纪》,第228页。

③ 叶慧观:《美元的命运》,《钱业月报》第13卷第5号,1933年5月,“专论”,第33页。

④ 汪家培:《世界经济会议的几个议题检讨》,《钱业月报》第13卷第8号,1933年8月,“丛载”,第9页。“帝国协定”是指:1932年,英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、纽芬兰、印度、南非等英联邦国家在渥太华召开帝国经济会议,签订了11个双边协定,制定了帝国特惠制关税。其主要内容是:对成员国间的进口商品相互降低税率或免税,对成员国以外的进口商品,则征收高额关税。

何一年售出的上限为 5000 万盎司。澳大利亚、加拿大、美国、墨西哥和秘鲁五国在本协定存在时期，即自 1934 年开始的四年中的任何一年内，不得售出任何白银，且须收买或设法止售白银 3500 万盎司。上述五国政府负责在 3500 万盎司中协同商定其各自收买或止售之数。五国如此收买或禁售之银，须留充货币用途或在四年内保存不卖。中国政府在此四年内不得熔币售银。西班牙政府自 1934 年 1 月 1 日起的四年内，不得售出白银超过 2000 万盎司。各签约国之承担责任，以其他签约国之履行并承担责任为条件。本协定须俟各关系国政府的批准才能生效。^① 澳大利亚、加拿大、美国、墨西哥和秘鲁等五个产银国间分配收买或止售白银 3500 万盎司的协议为：美国 2440 万盎司、墨西哥 715 万盎司、加拿大 160 万盎司、秘鲁 100 万盎司、澳大利亚 65 万盎司。^②

美国自罗斯福总统上台以后，致力于实施人为提高银价的政策。时人评论说，美国政府“用白银资本家之主张，以货币战方策，抑低金价，提高银价，企图独霸中国市场，推广其工农业生产过剩品之销路，以繁荣其本国”。^③ 美国之所以抬高银价，是因为墨西哥、加拿大和南美其他各国的银矿，美国都有直接或间接投资，墨西哥每年银产量的八成，由美国资本开采。民主党别称“银党”，代表了银矿资本家的利益。^④ 纽约银价自 1933 年 6 月起逐步上涨，由每盎司 0.36 美元涨至 0.46 美元。1934 年 5 月 8 日，罗斯福总统核准以下三点：第一，收白银为国有；第二，重定白银为基本货币；第三，美国财政部收购白银，直至白银准备占总准备的 25%。^⑤ 美国《金准备法案》规定以每盎司 0.50 美元的价格收购白银，而收买之数可达金准备的 25%，若以 1934 年 2 月前的旧成色计，美国金准备计有 45 亿美元，若以 1934 年 2 月规定的新成色计，美国金准备可达 76 亿美元，其中的 25% 则为 19 亿美元。^⑥ 中国银行 1934 年度的营业报告称：“顾美国若竟实行准备中金三银一，购足生银 24 亿盎司；则即吸收中、印两国全部存银而犹未足。”^⑦ 1934 年 8 月 9 日，美国宣布白银国有政策，银价暴涨，对中国的影响更为深重，中国白银大量流出，“中国的货币恐慌又进入一个新阶段”。^⑧

表 7 1933—1935 年间中国白银流出量估计

年份	A 中国对世界市场的白银供应量 (百万盎司)	A 合中国元 (百万元)	B 其中走私白银估计 (百万盎司)	B 合中国元 (百万元)
1933	19.5	25.4	5.1	6.6
1934	260.0	338.0	3.3	4.3
1935	247.0	321.1	187.6	243.9

资料来源：根据 Hardy & Harman, *Annual Review of the Silver Market*, N. Y. 计算，转引自中国人民银行总行参事室编：《中华民国货币史资料》第 2 辑，上海：上海人民出版社，1991 年，第 158 页。汇率以 1 盎司合 1.3 元换算。

- ① 鑫伯：《经济会议之白银议定》，《钱业月报》第 13 卷第 8 号，1933 年 8 月，“专论”，第 1—2 页。
- ② “Supplementary Silver Agreement,” *The North China Herald*, Aug. 2, 1933, p.179.
- ③ 伯鑫：《美国白银政策与我国》，《钱业月报》第 14 卷第 3 号，1934 年 3 月，“专论”，第 2 页。
- ④ 《银与中国市场》，《工商半月刊》1934 年第 6 卷第 10 号，“撰述”，第 18 页。
- ⑤ 《白银案之最近趋势》，《银行周报》18 卷 18 号，1934 年 5 月 15 日，“国际要闻”，第 3 页。
- ⑥ 《论美国白银案》，《钱业月报》第 14 卷第 7 号，1934 年 7 月，“专论”，第 9 页。
- ⑦ 中国银行总行、中国第二历史档案馆合编：《中国银行行史资料汇编》上编（三），北京：档案出版社，1991 年，第 2134 页。
- ⑧ 谭秉文：《现阶段之中国货币恐慌与对策》，《钱业月报》第 14 卷第 11 号，“专论”，第 8 页。

1934年第四季度征收白银出口税和平衡税以后，白银从海关出口大幅减少，但走私剧增。美国实施各项白银法案后，中国白银大量流出。对美国而言，银价提高有助于刺激物价提高、通货膨胀；对中国而言，却造成通货紧缩、物价跌落的局面。中国最终实施法币改革，停止纸币兑现。

总之，在20世纪20年代延续了多年的白银贬值，到1930年和1931年加快了步伐，却在1931年因英国等西方国家放弃金本位货币制度而发生逆转，白银价格先抑后扬，以后又由于1933年世界经济会议稳定银价的决议和美国政府购银法案的实施而得以强化。

五、第二次异常震荡对中国经济的影响

英国首创于前，美国继行于后的废止金本位及购银政策，造成白银汇率大起大落、大开大合的异常震荡，对中国经济造成的危害更甚于第一次世界大战结束后的第一次白银汇率异常震荡，无论在广度上，还是深度上，中国经济遭遇前所未有的危机。

银价上涨、白银外流造成中国通货紧缩、物价下跌。1931年是中国各地批发物价指数最高的一年，此后逐年下跌。上海批发物价跌落情形见表8。

表8 上海批发物价的跌落（1931年至1935年10月）

1931年=100

年份	物价指数（%）	比上年跌落（%）	四年来跌落（%）
1931	100.0		
1932	88.8	11.3	
1933	82.0	7.6	
1934	76.6	6.6	
1935前十个月平均	74.6	2.7	25.4

资料来源：陈开夫：《上年中国经济恐慌的总结及今后动向》，《钱业月报》第16卷第1号，1936年1月，第2—3页。

上海的批发物价从1932年开始下跌，到1935年10月跌落了25.4%，物价水平甚至低于1926年。批发物价的跌落幅度虽然有逐年减小的趋势，但这并不能表明物价跌风已趋缓和，而是跌价已逼近，甚至跌进生产和销售成本。我们再比较进出口货物的物价水平：如果以1931年的进出口价格指数为100，则1935年前十个月的进口物价指数为83.7，出口物价指数则仅为69.8，四年中进口物价跌落16.3%，出口物价跌落30.2%。^①进口物价的跌幅小于上海批发物价跌幅，而出口物价跌幅高于批发物价的跌幅。

由于各国相继放弃金本位和采取高关税政策，使中国的对外贸易遭受沉重打击。中国出口金物价指数，乃以银价折算而得，其中并未计及关税、运费等种种费用。外国的保护性关税常常在值百抽百以上。种种费用，在物价跌落期内，其所占比重尤为见涨。所以“中国之出口物价，如按外国最后消费者所付之价格言，则高于世界趸售金物价无疑。何况农产品之跌价，比任何商品为甚。在农产品进口国，其国内农产品价格，虽然以种种方法维持于较高之地位，但此等国家，对于外国农产品之进口，恒故为限制”。^②

① 陈开夫：《上年中国经济恐慌的总结及今后动向》，《钱业月报》第16卷第1号，1936年1月，第2—3页。

② 谷春帆：《银价变迁与中国》，第69页。

根据同口径的统计数字,1932—1935年的外贸额一路下降。^① 南京国民政府时期虽然提高了一些关税,但提高额度有限,且仍受制于英、美、日等国。^② 我国当时总体上还是农业国,是西方国家的工业品销售市场和原料供应地,20世纪30年代初,中国农村经济极度衰退,农产品跌价,在此背景下,中国进口商品数额最大的竟然是农产品,其中主要是米、棉花、麦、面粉和烟叶。1931年度进口农产品达4.08亿海关两,1932年度为3.49亿海关两。进口农产品“价格低减,不特时时威胁中国农产品之价格,使之无法向上,其输入中国之数量,已足间接压倒中国之农产。而美国棉麦借款,亦与中国棉麦价格有极大之影响”。如果米、棉花、麦“此三者果能自给,则中国之入超,可去其半”。^③

白银汇率的陡跌陡涨,是外国对华投资之大忌,外国对华投资需要一种相对可预期的安定环境。根据郑友揆的研究,在1931年及之前,中国的外贸逆差,主要通过外国人在华投资得以平衡,因此中国在很长时期内能够实现贸易入超与白银入超同时存在。但从1932年开始,白银入超不复存在,其主要原因是外国在华新设企业投资减少,1933—1935年没有数字记录,1934—1936年还有大量资本外流。^④ 从存量来看,1930年外国在华投资总额36.49亿美元,1936年增至39.41亿美元,其中主要是日本增加了投资,^⑤ 而且很可能其增加的部分主要出现在1931年,而之后的经济形势并不适合外国在中国直接投资。

已经在中国设立运营的外商企业,在白银汇率暴跌暴涨的条件制约下,经营陷入困境。1930年,上海自来水公司的最大困难就是由汇率造成的:营业收入的是银货币,对股票支付股息却须用英镑,由于银汇暴跌,公司已无力对三类股票各支付9%、8%和7%的股息,因此要求公共租界工部局董事会批准该公司征收自来水附加费。^⑥ 汇率问题也把上海电话公司拖入困境,该公司很大一部分投入资本以美元计入,白银汇率大跌让公司无从回报美元资本。1933年12月,公司计划提高收费,并筹足银两,转换美元债务。^⑦ 1930年在香港注册的工商银行,主要因白银汇率暴跌等原因而倒闭。^⑧ 上海纺织株式会社负责人在该公司1930年6月第15届股东年会上指出,银价的巨幅下跌、高物价和高米价是影响制造业成本的主要因素。^⑨ 在1931年3月会德丰公司第28届股东年会上,公司经营者认为,公司遇到的三大困难是商业萧条、银价跌落和缺乏救助资金。^⑩ 银价暴涨造成的伤害可能更大,而且会是一种全局性的深度伤害,表面看起来似乎白银汇率抬高了,但企业运营赖以支撑的市场机制却已全面倾覆。1934年2月,张嘉璈、李铭、贝祖贻等几个中国银行家给美国总统罗斯福发去电报,强调

① 郑友揆:《中国的对外贸易和工业发展(1840—1948)——史实的综合分析》,第337页。在统计时,将历年贸易额统一折算成海关两。1932年6月以后的数字不包括东北的贸易统计数字。

② 叶松年:《中国近代海关税则史》,上海:上海三联书店,1991年,第290—338页。

③ 中国银行总行、中国第二历史档案馆合编:《中国银行行史资料汇编》上编(三),第2078、2111、2159页。

④ 郑友揆:《中国的对外贸易和工业发展(1840—1948)——史实的综合分析》,第99、115、340—341页。

⑤ 许涤新、吴承明主编:《中国资本主义发展史》第3卷《新民主主义革命时期的中国资本主义》,北京:人民出版社,1993年,第39页。

⑥ 上海市档案馆编:《工部局董事会会议录》第24册,上海:上海古籍出版社,2001年,第655页。

⑦ 上海市档案馆编:《工部局董事会会议录》第26册,上海:上海古籍出版社,2001年,第420页。

⑧ 《工商银行闭幕之忠告》,《银行周报》14卷30号,1930年8月12日,第25页。

⑨ “Company Meetings; Shanghai Cotton Mfg. Co., Ltd.,” *The North China Herald*, June 3, 1930, p. 390.

⑩ “Company Meetings; Tug & Lighter Co.,” *The North China Herald*, March 3, 1931, p. 300.

人为抬高银价，对中国会构成更大的伤害。^① 1934年4月，中国银行总经理张嘉璈对经济形势的年度综合分析报告指出，各国对华采取的倾销政策加上高银价，将极大地阻碍中国国内工业的发展。^②

在物价下跌、市场萧条、银根紧缩的大背景下，中国工商企业遭遇全面困境，工商企业纷纷倒闭。1930年，辽宁省商家大破产，因银价大跌而倒闭1700家商业企业，资本均在万元以上。^③ 1935年春，上海31家华资纱厂停工的有8家，33家丝厂停工的有28家，面粉厂开工的只有14家，不到原有厂数的一半。倒闭的橡胶厂有15家，约占华资橡胶厂的35%。倒闭的商店多达521家。^④ 有一项统计称：1934年上半年，上海有193家企业歇业、741家企业改组和83家企业新创，而1935年上半年则有250家企业歇业、931家企业改组、48家企业新创。上海的股票价格指数，如以1931年7月底为100的话，之后便经历四年的下跌，1935年前十个月的平均指数为57.07，跌落了42.93。^⑤ 工商业倒闭牵连了银钱业。根据1934年初的统计，1931—1933年间停业银行共15家，“上海居其十”。^⑥ 1935年上海停业银行达12家，占全市67家银行的17.9%。^⑦ 上海的汇划钱庄，1929年有87家，逐年降至1935年的55家。南京1931年有钱庄60家，1935年底减至25家。常州原有钱庄20家，1936年初停歇90%。天津银号在1935年一年中停歇超过20余家。^⑧

银行业的信用紧缩到1935年达到高潮，1935年4月，天原化工厂的一次会议上，经理人员说：“现在市面不景气，银行钱庄为自顾计，闻有以道契、公债向其抵借者，且多不愿接受，信用放款更无论矣。”^⑨ 1935年9月，刘鸿生“感到最恐慌的是缺乏现金”，求贷无门，刘鸿生企业对金融业负债总额从1932年的665万元降至501万元，从1932年起参加刘鸿记账房工作的张棣生回忆说：刘鸿生“经常不断地向银行告贷，华商银行的路子走不通时，又多次转向外商银行，如纽约花旗银行上海分行，联系借款，但结果均未能如愿”。^⑩ 报纸说绍兴的金融市场是“资金丰裕而生意很少”。上海丝业银行绍兴分行在1935年3月23日营业的第一天，游资即蜂拥而至作为存款，达36万元之多，年息10%。^⑪ 1935年，东亚银行经营业绩良好，是因为它收缩信贷，将存款的60%作为现金准备，而另外40%则以购买香港和国外政府债券为主，保持了非常好的流动性。^⑫ 由于信用紧缩，银钱业的拆息则节节攀升。^⑬

① “China and U.S. Silver Policy,” *The North China Herald*, Feb. 28, 1934, p. 338.

② “Annual Survey by the Bank of China,” *The North China Herald*, April 18, 1934, p. 77.

③ 《金涨影响辽省商家大破产》，《商业月刊》1930年10卷2号，第6—7页。

④ 张仲礼主编：《近代上海城市研究》，上海：上海人民出版社，1990年，第303页；上海市工商行政管理局、上海市橡胶工业公司史料工作组编：《上海民族橡胶工业》，北京：中华书局，1979年，第128页。

⑤ 陈开夫：《上年中国经济恐慌的总结及今后动向》，《钱业月报》第16卷第1号，1936年1月，第7—8页。

⑥ 《最近三年银行大事述略》，中国银行经济研究室编：《全国银行年鉴 1934年》，上海：汉文正楷印书局，1934年，第A15页。

⑦ 张仲礼主编：《近代上海城市研究》，第303页。

⑧ 沈雷春：《中国金融年鉴 1939年》，上海：黎明书店，1947年，第146—148页。

⑨ 上海市档案馆编：《吴蕴初企业史料·天原化工厂卷》，南京：档案出版社，1989年，第111页。

⑩ 上海社会科学院经济所编：《刘鸿生企业史料》中册，上海：上海人民出版社，1981年，第29—30、33页。

⑪ “More Banks for Shaoxing,” *The North China Herald*, May 1, 1935, p. 174.

⑫ “The Bank of East Asia, Ltd.,” *Finance & Commerce*, Feb. 19, 1936, p. 195.

⑬ 陈开夫：《上年中国经济恐慌的总结及今后动向》，《钱业月报》第16卷第1号，1936年1月，第10页。

上海房地产金融泡沫的破裂，对于当时的金融紧缩也是雪上加霜。20世纪30年代初，游资集中于上海，曾造成上海地产投资的狂热，仅上海各主要外商房地产公司发行公司债就吸纳资金7668.5万元，^①以“道契”（租界房地产凭证）到金融机关融资是很方便的。但从1934年开始，银钱业停止房地产抵押贷款，房地产泡沫破裂，房地产无人问津，其价格一落千丈。本国银钱业收受下来作为放款押品的房地产无法脱手。先前道契在市面上流通总额10亿元以上，至此竟成为不能流通、不能周转的呆滞资金，以致银根更趋紧张，拆息越来越高。^②上海房地产交易额，1931年曾达到历史高点1.83亿元，1934年已萎缩至1300万元。^③

银行业自身的危机在1935年也达到高潮，许多银行停业、重组，甚至破产。中小银行往往求助无门，山穷水尽。总部在香港的国民商业储蓄银行（National Commercial and Savings Bank）在已经背负着房地产抵押贷款40万元的债务时，甚至还想用房地产作抵押借贷10万元，但没有成功，而在香港又得不到任何帮助。在董事会上，有债权人提议每位董事垫款5万港元来挽救银行，则被董事们拒绝。^④

总之，第二次白银汇率的异常震荡给中国经济造成了严重危害。银价忽大跌忽大涨，中国出口受阻，包括外商在内的企业无所适从，大量工商企业和银行倒闭，农业萧条。

相对于北洋政府而言，南京国民政府对经济有一定的控制力。1928年，南京国民政府听取了马寅初的意见，将中国币制由银本位改成金本位，而币制改革的第一步是实行“废两改元”。^⑤1929年2月，美国人甘末尔受中国政府之邀来华考察，对中国改行金本位币制的方案进行设计，同年11月提交了方案。^⑥但世界经济和货币形势风云突变，“废两改元”尚未推行，西方国家却纷纷放弃了金本位。在币制大局未变的情况下，南京国民政府采取了一些局部的应对措施，如进口关税从1930年2月起改按海关金单位计征，^⑦在一定程度上缓解了银价下跌导致关税收入减少的问题；1934年10月15日开始实行征收现银出口税和平衡税，在一定程度上减缓了白银外流。^⑧南京国民政府在1935年实施法币改革，将法币与英镑和美元的汇率固定，以为据此可以解决外部冲击的问题。其实这样的币制改革仍然只是表面的和形式的，南京国民政府无论是开始想要实行金本位货币制度，还是后来将法币与英美货币捆绑在一起，当时的中国缺乏与西方主要国家的货币体系持久联动并防范风险的基础条件，包括黄金、外汇储备的持续积累，以及经济和社会的持久安定等。基础条件不解决，法币的稳定只能是短期的。

结 语

20世纪前期白银汇率的两次异常震荡，对银本位（或银铜平行本位）货币制度的中国经济

① 张仲礼、陈曾年：《沙逊集团在旧中国》，北京：人民出版社，1985年，第119页。

② 黄逸峰等：《旧中国民族资产阶级》，南京：江苏古籍出版社，1990年，第400页。

③ W. Y. Lin, *The New Monetary System of China: A Personal Interpretation*, Chicago: The University of Chicago Press, 1936, p. 64.

④ “Another Bank Shuts Down,” *The North China Herald*, Sept. 18, 1935, p. 462.

⑤ 刘克祥、吴太昌主编：《中国近代经济史（1927—1937）》下册，第1872—1873页。

⑥ 卓遵宏编：《抗战前十年货币史资料（一）：币制改革》，台北：“国史馆”，1985年，第135—163页。

⑦ 陈诗启：《中国近代海关史》，北京：人民出版社，2002年，第644—645页。

⑧ 中国第二历史档案馆、中国人民银行江苏省分行、江苏省金融志编委会合编：《中华民国金融法规档案资料选编》（上），北京：档案出版社，1989年，第390页。

造成巨大冲击，无论是大涨后大跌，还是大跌后大涨，这类暴涨暴跌所造成的负面后果是多层次的、全方位的。经济增长需要稳定预期，暴涨暴跌则破坏预期，把经济行为变成一种投机，贸易和投资无法正常开展，货币流动无法得到控制。

两次白银汇率的异常震荡，是由西方国家为使其本国货币贬值而放弃金本位货币制度引发的。在各国经济联系日益紧密的形势下，一国货币制度既是对其本国人民，也是对世界各国的信用承诺，为一国利益而贸然放弃金本位，是一种自私的经济背信行为。西方国家并不是像他们挂在口头上的所谓的“公道”和“正义”。中国在国际上处于弱势地位，只能被动承受西方国家转嫁的恶果；政府也没有应对这类危机的基础性的制度保障、机制保障和手段保障，货币制度落后，其银行甚至没有考虑如何建立一套应对白银汇率异常波动的运作机制，而当时也确实不具备进行此类运作的实力和条件。在第二次汇率震荡和白银外流时，南京国民政府征收白银出口税和出口平衡税是最严厉的行政手段，但仍无法遏制白银的走私出口。两次白银汇率异常震荡给予我们的历史启示是：在世界各国经济联系越来越紧密、各国之间越来越呈现出你中有我、我中有你的条件下，一国的财政货币政策不仅是对内的，也是对外的，不仅调节国内经济，也须应付国外危机的波及，需要建立能够与世界主要经济大国的货币体系持久联动并且防范风险的本国货币金融体系。

〔作者杜恂诚，上海财经大学经济学院教授。上海 200433〕

（责任编辑：武雪彬）

commercial operations. The process was accompanied by fierce gaming over rights between government and merchants. Ultimately, the favorable political conditions brought about by the Preparatory Constitution and the Revolution of 1911 enabled the full realization of the transfer. On the one hand, the case reflects the difficulty of reforming profitable government-owned enterprises; on the other, it reflects the changing policies and attitudes of government departments in dealing with commercial assets and commercial rights during this period and demonstrates the actual effect of the reform on the relationship between the government and merchants.

Wu Dingchang and the 1919 North-South Peace Talks

Lin Xuwu and Wang Xingang(56)

In the 1919 North-South peace talks, Wu Dingchang was elected the representative of the North due to the support and recognition he had gained from the Anhui Clique, the Anfu Clique, and Xu Shichang. As one of the decision-makers on the Northern delegation, Wu Dingchang assiduously cultivated the different sides, striving for compromise between them, in an attempt to advance preparations for the talks. In 1919, he tried to lobby for the North's offer of certain compromises to the South on public debt, a legislative assembly and other issues, but when this was opposed by the Anhui Clique, he took a tough stance and tried unsuccessfully to force the South to make concessions. In the end he opted for the negative step of ending the negotiations. The main reason the peace talks failed was that the many factors in their favor did not cohere into a dominant central force that could drive the negotiations. Ultimately, the talks failed because the various participants had irreconcilable differences. Not only did the 1919 North-South peace talks affect the power structure of China's old warlords; they were also an important catalyst for the transition of Chinese society from the old democratic revolution to the new democratic revolution.

Abnormal Shocks to the Silver Exchange Rate in the Early 20th Century and Their Impact on the Chinese Economy

Du Xuncheng(75)

From the 19th century on, an increasing number of countries adopted the gold standard. Since the 1970s, the long-term trend has been for gold to appreciate and silver to depreciate. China, however, had long used silver and copper for its coinage. In the Republican era, the silver exchange rate experienced two abnormal shocks, one during 1919-1921 and the other during 1930-1935. These fluctuations in the silver exchange rate arose because Western countries shifted their crises to other countries, with a profound negative effect on the Chinese economy. During these crises, the whole Chinese economy suffered interlocking losses. Faced with these crises, China was in a totally passive and weak position, lacking the financial and monetary strategies and economic policy measures required to deal with and resolve the crises in a timely manner.

The Dual Structure of Village Organizations in Medieval Western Europe

Hou Jianxin(93)

Two trends can be discerned in research on manorial and village organizations in medieval Western Europe. The complex historical phenomena of this period cannot ultimately be explained away either by ignoring the existence of rural communities or by rediscovering them and "leaving the manor behind." To reveal the true history of this period, we must focus on economic and social history as a whole over the *longue durée*, introduce the new concept of the "mixed manorial-village community," clarify the logical relationship of the two, and construct an analytical framework for the dual structure of rural organizations in Western Europe. In this concept, "manor" and "village" are two parallel and coexisting components whose combination is characterized by the term "mixed community." The feudal manor and the village community, with its long history, were never integrated but nor were they completely independent; rather, their tense relationship of collaboration and confrontation drove the development of rural organizations. That relationship was the basis of the dual structure and unique historical characteristics of the rural organizations of Western Europe. The idea of the medieval rural community had a profound impact on Europe and is a historical heritage worthy of study.