

貨幣供給量與通貨膨脹 - 從民國三十七年發行的金圓券談起

陳建良

國立暨南國際大學經濟學系副教授

clchen@ncnu.edu.tw

一、從銀圓、法幣到金圓券

自兩漢至明清，中國貨幣大多是金、銀並行，官方以黃金計徵賦賞罰，民間以銀兩行日常交易。清末中國積弱不振，甲午戰爭及八國聯軍後，因賠款外債都以黃金為計算標的，財政負擔沉重，加上英、美列強和中國締結商約，都要求劃一幣值，朝中幣制改革之議日起，皆主張以銀為本位。1910年清廷批准度支部的《幣制則例》，確定國幣單位為以「圓」為單位的銀元。銀元流通後，銀兩同時停止使用。旋不久民國肇建，起初是各省軍閥割據的局面，歷經各種幣制改革芻議；這段時間金銀本位同時存在，一直到1919年上海貨幣市場以銀元行市為主，才又確立銀本位制度。

1927年國民政府於南京成立，積極醞釀幣制改革，建議「廢兩改元」，但是一直到1933年，才正式廢除銀元，統一全國各地改用紙幣。其後國民政府為控制全國金融，於1935年1月推行法幣 (Fiat money) 政策，規定以中央銀行、中國銀行、交通銀行、中國農民銀行等四大行庫發行的紙幣為法定貨幣，1元法幣等於1銀元，同時禁止銀元流通。二次戰後，國民政府為了彌補戰時大量軍費支出造成的財政赤字，加上國共內戰的動盪，貨幣發行量逐漸失控，同時帶來嚴重的通貨膨脹。1946年，經濟危機快速惡化，上海一地的躉售物價年上漲率達到700%。通貨膨脹不止使得法幣在國內市場失去購買力，在國際市場的匯價也隨之貶值。觀察中美兩國貨幣的匯價，法幣和美元匯率在二次大戰期間為20：1，戰後二年升高到3,350：1，1946年年底更加倍為6,500：1。對照當今匯率的微幅波動，這樣的貶值幅度委實驚人。

同一段時間，中國黃金儲藏急劇下降，更加快貨幣購買力的流失速度。抗日戰爭勝利時，國庫黃金準備總價值為9億美元，然而到了1946年底，黃金儲量下跌到不足該數字的半數。黃金作為貨幣發行的準備，代表的是該貨幣的法償地位。如果貨幣發行量和作為發行準備的比例脫節，亦即發行量遠大於準備的數量，則貨幣準備所代表的購買力會被過度發行的貨幣所稀釋，貨幣購買力下降導致通貨膨脹，貨幣隨之貶值。一旦貨幣的信用不再受到人民信任，則貨幣的購買力也就消失。1947年初法幣流通面值總額為3萬5千億，半年之內，發行面額總量就增加了3倍；同一年上海地區的美元與法幣的兌換率在9月份為1：38,000，11月份升高為1：73,000。1948年初再由1：2,000,000漲到1：4,000,000；幾星期之後，非官方兌換就達到1：8,000,000，8月份更上漲到1：11,000,000，匯率變化之速，貶值幅度之大，非身歷其境者難以想像。

面對已經崩潰的貨幣信用，國民政府於1948年8月19日發布經濟緊急處分令，主要的措施是凍結各種商品價格，並以金圓為本位幣，十足準備發行金圓券取代法幣，1元金圓券等於300萬元法幣或是30萬元東北通券；金圓券和美元的匯兌比例則為4：1。同時，民間不可私有黃金、白銀、銀元或美元，必須將金銀外幣結售中央銀行換取金圓券。發行金圓券是一種貨幣改革的方法，由於人民對法幣已經失去信心，因此重新發行新的貨幣取代舊貨幣，如果新貨幣的發行量和發行準備可以維持一個合理比例，或可重新建立金融秩序。金圓券發行之初嚴格限制20億元發行額度，但是面對迅速擴大的財政赤字，此發行限量措施不久之後就告失控。1949年1月，金圓券的發行額達到200億元，5月23日達到3,400億元，6月底的發行額度已達1,303,046億元的天文數字。至此民間對於金圓券完全失去信心，銀元之類的實體貨幣再度成為交易媒介。由於金圓券的改革罔效，國民政府進一步於1949年7月2日宣布發行銀圓券，並以1銀元券等於5億元金圓券收兌，但至此時人民對於貨幣改革已經喪失信心，貨幣制度完全崩潰。

二、貨幣供給量與通貨膨脹

從法幣到金圓券，都是貨幣發行數量失控之後，紙幣所代表的購買力喪失，隨之造成物價的激漲。當一國的財政支出遠大於收入，尤其是戰時龐大的軍費支出遠超過正常財政收入所能支應時，最直接的辦法就是以貨幣政策融通 (monetary accommodation)，也就是財政赤字的貨幣化 (monetizing budget deficit)。但是貨幣的購買力來自於貨幣準備所提供的法償地位，過多的貨幣供給相對於過少的準備，會稀釋貨幣的購買力，使貨幣的法償地位受到質疑，幣值貶低，物價也就隨之上漲。這個現象可以由貨幣的供需均衡來探討。

從貨幣需求函數來看，決定貨幣需求主要是實質國民所得、物價和利率。假設沒有貨幣幻覺 (money illusion)，貨幣需求不受到物價影響，則實質貨幣需求 M^d 可以表示為所得 Y 和名目利率 nr 的函數

$$M^d = f(Y, r) = cY/nr. \quad (1)$$

由於所得和貨幣需求為正相關，利率和貨幣需求為負相關 (因為持有貨幣成本上升)，因此式 (1) 中的所得上升貨幣需求增加，利率上升則貨幣需求下降；式 (1) 中的 c 則為常數，表示貨幣需求和所得及利率兩個變數比例之間的線性關係。另一方面，名目貨幣供給量主要由央行來決定，以 M^s 表示。當貨幣供需達到均衡時，

$$M^s = M^d = P (cY/nr). \quad (2)$$

如果 c 維持不變，式 (2) 可以推導得出¹

$$\frac{dM^s}{M^s} = \frac{dP}{P} + \frac{dY}{Y} - \frac{dnr}{nr}. \quad (3)$$

式 (3) 經過整理，將物價上漲率移至等號右邊，可以得到

¹兩邊取對數之後再做全導數 (total derivative)。

$$\frac{dP}{P} = \frac{dM^s}{M^s} - \frac{dY}{Y} + \frac{dnr}{nr} \quad (4)$$

式 (4) 表示在貨幣供需達到均衡時，物價膨脹率等於貨幣供給成長率減去實質所得成長率，再加上名目利率的變動率。在承平時期，實質所得和名目利率處於長期水準下，只要貨幣供給量穩定成長，物價膨脹率也會維持相對穩定。如果是戰亂時期，貨幣發行數量失控，物價一日三市，名目利率已不具意義；實質成長因戰亂不進反退，使得物價膨脹雪上加霜。如果將式 (4) 的實質所得成長和名目利率假設為0，則通貨膨脹率和貨幣供給成長率就呈現對等關係。

從抗日戰爭到戰後期間的貨幣數量成長率來觀察，1937年6月的法幣發行量是14億元，1945年8月是5,567億元，八年間的貨幣發行量達到四百倍；十年後的1948年8月達到6,946萬億元，是1937年發行量的5百萬倍。更有甚者，1948年8月開始發行的金圓券發行量由初時限制的20億元額度，在不到一年期間的發行量就達到原額度的62萬5千倍，由此也就不難理解法幣以及金圓券時期的惡性通貨膨脹 (hyper-inflation)，都是由毫無限制的貨幣供給造成的。要言之，貨幣是交易的媒介，過多的貨幣追逐數目相對不足的產出，將造成貨幣的購買力下降，形成通貨膨脹。失控的貨幣供給，必定會造成惡性通貨膨脹。

三、其他惡性通貨膨脹的歷史經驗

除了金圓券的顯例之外，因為戰亂造成的惡性通貨膨脹，在各國的歷史上也時有所聞。上一個世紀兩次世界大戰之後，許多參戰國家的生產因為戰亂而停滯，政府為了應付龐大的軍費以及賠款，以大量印發鈔票的方式來融通財政困境，反而使得國家陷入惡性通貨膨脹，帶來戰爭之後的另一波經濟災難。例如德國在第一次世界大戰後的 1923 年陷入惡性通貨膨脹，物價較戰前上漲約 1 萬 4 千億倍，一份報紙售價達 2 千億馬克。再以 1945 年抗戰結束的台灣為例，台灣光復後國民政府為了隔絕大陸經濟波動對台灣的影響，由台灣銀行發行台幣 (其時稱舊台幣)。來台灣接收的政府為了融通龐大的軍政經費與重建資金，同樣採取發行貨幣墊付財政赤字的方法，台幣發行額在短期內急速增加，終至失控，並演變成惡性通貨膨脹。1945-1949 年間，臺灣的物價上漲率超過 1,000,000% (吳聰敏與高櫻芬, 1991)。1949 年 6 月台灣省政府頒布「新台幣發行辦法」，實施貨幣改革，由台灣銀行發行新台幣取代舊台幣，每 4 萬舊台幣兌換新台幣 1 元，並嚴格控制新台幣的發行量，由此才逐漸恢復民眾對於貨幣的信心，加上其他穩定經濟的措施，使台灣的物價逐漸平穩，奠定後來經濟發展的基礎。

參考資料

1. 中央銀行網站資料，<http://www.cbc.gov.tw>。
2. 吳聰敏、高櫻芬 (1991)，「臺灣貨幣與物價長期關係之研究：1907 年至 1986 年」，經濟論文叢刊 19：1，頁 23-71。

3. 洪葭管 (1993), 中國金融史, 西南財經大學出版社。
4. 武力, 中華人民共和國成立前後的貨幣統一, 中國經濟史論壇, <http://economy.guoxue.com/article.php/389>。
5. 張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏 (2004), 經濟學—理論與實際, 下冊, 五版, 翰蘆圖書。
6. 潘志奇 (1980), 光復初期台灣通貨膨脹的分析, 台北, 聯經出版社。
7. 薛暮橋 (1985), 價格是價值的貨幣形態, 經濟研究, 第 5 期。
8. Dornbusch, R. and S. Fischer, (2004), Macroeconomics, 9th edition, McGraw Hill.