

市场结构、银行行为与 1921—1937 年上海物价波动

——以中国银行上海分行为中心的分析*

刘 愿

内容提要:大萧条前夕中国经济表现优于西方国家,但关于市场和政府在其中所发挥的作用仍有争议。本文以中国银行上海分行为中心考察自由银行体系的运作及法币改革对银行行为的影响。在竞争性货币体系下,中行沪行作为发行的银行恪守谨慎发行、按金融季节调整的发行政策;作为商业性银行极其注重信贷业务,放贷谨慎又不失灵活性;通过银行同业公会发行公单救济陷入危机的银行,发挥银行之银行的作用。在经济稳定时期,中行沪行根据金融季节调整兑换券发行以满足市场流动性需求,保持上海物价稳定;在大萧条前夕,面对白银内流通货膨胀,主动减少兑换券发行;在白银风潮时期,面对白银外流通货紧缩,主动增加兑换券发行以平抑物价波动。但法币改革后中行沪行兑换券发行刚性增长,信贷规模膨胀,导致物价水平快速上升,虽然使中国经济在短期内恢复增长,但却为国民政府统治下的恶性通货膨胀埋下了货币制度的种子。本文证明自由银行体系的金融稳定器功能,为哈耶克的货币非国家化理论提供了一个中国的历史例证。

关键词:自由银行体系 法币改革 中国银行上海分行 市场结构

现有研究表明,在大萧条时期中国经济的表现要优于西方国家,但关于大萧条前夕市场和政府在维持中国经济稳定方面所起的作用存在争议。管汉晖认为,中国经济在这场世界性经济危机中的表现比世界上大多数国家要好,与其说是政府政策的成功,还不如说是市场机制的成功,因为中国竞争性的银行体系使货币供应始终没有减少,银行危机也没有普遍发生。^①杜恂诚既认可中交两银行等核心金融机构在促进工商业发展中所起到的带头示范和同业合作用,也强调政府接管中交两行初期的某种督促作用,从而保持了货币供给的增加,使中国经济较快走出困境。^②刘冲考察发现白银风潮时期政府担保显著降低了银行遭遇储户挤兑的概率,而且政府担保银行在危机期间投放了更多信贷,从而推动了经济的复苏。^③

管汉晖对市场机制在大萧条中作用的分析无疑是极富洞见的,不过其分析主要基于宏观数据,尚缺乏对金融体系微观主体,尤其是商业银行的分析,其结论有待微观证据的支撑。杜恂诚对市场和政府的作用采取了一种折中的观点。如果说中交两行在危机初期已主动带头应对危机,1935年11日法币改革前中国货币供给增加,^④或许并非政府的督促,而是自由银行体系自发行为的延续。

[作者简介]刘愿,华南师范大学经济与管理学院副教授、华南市场经济研究中心研究员,广州,510006,邮箱:yuanliu@m.senu.edu.cn。

* 本文为国家社会科学基金项目“竞争性货币体系的微观机理与宏观绩效研究”(12CJL010)的阶段性成果。

① 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。

② 杜恂诚:《货币、货币化与萧条时期的货币供给——20世纪30年代中国经济走出困局回顾》,《财经研究》2009年第3期。

③ 刘冲:《金融危机、政府担保与储户挤兑——来自中国“白银风潮”的历史证据》,《财经研究》2015年第8期。

④ 在白银外流通货紧缩背景下,1933年上海中交三大行兑换券发行额比1932年增长24.8%,1934年比1933年又增长19.1%,1935年比1934年增长54.1%。参见《上海各银行纸币发行额》,《经济统计月志》第4卷第2期(1937年2月)。可见,在法币改革之前,上海银行体系已经主动增加兑换券发行。

因此,比较法币改革前后市场结构变化对银行行为的影响,对于识别市场和政府的作用尤为重要。刘冲强调了政府信用担保在经济走出危机中的作用,但有两个问题值得注意。第一,其定义的政府担保,实际上是政府以国债增资中交两行从而使中交两行变为政府控股银行。政府注资的真实动机不是增加中交两行的资本金,而是攫取两行的控制权。所以国债注资从账面上看增加了两行实收资本及资产规模,但在银本位货币体系下实际上是稀释了商股资本,其注资的担保作用的市场认可度值得商榷。第二,1935年11月的法币改革赋予了中央银行、中国银行、交通银行法币发行垄断权。法币改革的实际内容是白银国有化,居民和企业须将持有的白银拿到三行换取法币。既然如此,一个合乎逻辑的结果是:居民和企业将换取的法币再存入“政府担保银行”,从而增加三行存款规模进而增加其信贷规模。因此,存款和信贷的增加究竟是“政府担保”的作用还是法币改革所致,有待检验。

本文以中国银行上海分行(以下简称中行沪行)为中心考察其充当的三重角色,分析中行沪行在不同时期的发行和信贷行为,以及法币改革所致的市场结构变化对银行行为的影响。研究表明,在竞争性货币体系下,中行沪行作为发行的银行恪守谨慎发行、按金融季节调整的发行政策;作为商业性银行极其注重信贷业务,在放贷时既保持应有谨慎又不失灵活性;中行沪行带头组建银行公会组织发行公单救济陷入危机的银行,发挥银行之银行的作用。在经济稳定时期,中行沪行根据金融季节调整兑换券发行以满足市场流动性需求,保持上海物价稳定;在大萧条前夕,在白银内流通货膨胀时主动减少兑换券发行;在白银外流通货紧缩的白银风潮时期,主动增加兑换券发行以平抑物价波动。但法币改革后中行沪行兑换券发行刚性增长,信贷规模直线上升,导致物价水平快速上升。本文证明自由银行体系的金融稳定器功能,而法币改革破坏了“看不见的手”的调节作用,为市场机制稳定经济提供了微观证据。

本文可能的贡献有三:第一,以往基于宏观数据的研究缺乏对微观主体行为的分析,而基于大样本数据的计量分析多采用年度数据,年度数据难以刻画银行行为细致的变化。本文以中行沪行为中心考察自由银行体系下的微观主体行为,描述中行沪行的兑换券月度发行,在一定程度上克服了年度数据的不足。第二,民国时期的文献普遍认为法币改革帮助中国走出了20世纪30年代的经济危机。^①在西方各国纷纷放弃金本位实施通货膨胀政策的背景下,法币改革取消银本位固然使中国经济摆脱了白银储备约束,通过通货膨胀政策摆脱当前危机;但法币改革使货币体系从市场竞争走向政府垄断,关于这一市场结构的变化对银行行为产生影响的研究是相当匮乏的。本文将考察银行在市场结构变化前后行为的差异及其影响。第三,哈耶克(F. A. Hayek)1976年提出货币非国家化理论,从逻辑上证明在竞争性货币体系下,发钞行最高目标是维持币值稳定,声誉机制能够约束发钞行行为。^②本文利用法币改革使中国货币体系从自由竞争走向政府垄断这个准自然实验,为哈耶克的货币非国家化理论提供了一个中国的历史例证。

本文内容安排如下:第一节介绍法币改革的背景和过程;第二节考察在自由银行体系中,中行沪行是如何扮演发行的银行、商业银行和银行的银行三重角色的;第三节将银行行为和物价波动联系起来,讨论中行沪行在不同环境下的发行和信贷行为及其对物价水平的作用;第四节是结论性评述。

一、法币改革:从竞争到垄断

我国自由货币制度历史久远,纸币的竞争性供给至少可以追溯至清代。清代币制由银铜复本位

^① 顾季高:《中国新货币政策与国际经济均衡》,《经济学季刊》第7卷第1期(1936年6月);马寅初:《对新货币政策之意见》,《中央周刊》第389—404期合刊(1935年);姚庆三:《新货币政策之回顾与前瞻》,《中央时事周报》第5卷第46期(1936年11月);余捷琼:《中国的新货币政策》,上海:商务印书馆1937年版。

^② [英]弗里德里希·冯·哈耶克著,姚中秋译:《货币的非国家化》,北京:新星出版社2007年版。

发展到银、铜钱和纸币三大部门,即增加了信用货币部门。白银供给主要视中国对外贸易差额而定,政府毫无控制力量。铜钱的供给量,由于民间私铸私销活动,政府所能控制的程度有限。除顺治年间的十年(1651—1661)外,清政府没有发行纸币。在 19 世纪 20 年代以前,清政府也没有对纸币发行做任何管制。即使后来立下一些规章(如五家联保、禁发期票等),但并没有切实执行,纸币发行也不受政府控制。^① 晚清时期官商银行钱号纷起并发行钱票或银票,外商银行在通商各埠设立银行发行钞票,华商银行则竞相效仿,始形成清末纸币分散发行的格局。^② 辛亥革命后民国初立,各省均发行军用票,特许银行、外国银行、官银钱号亦发行纸币。民国四年(1915)财政部颁布取缔纸币条例以图统一纸币发行,但由于北洋政府对各地方无实质管治权,统一纸币政策并未切实奉行。在大萧条后,西方主要国家相继放弃金本位,白银价格上涨;1934 年美国实施白银收购政策进一步提高了国际银价,中国白银外流严重;国民政府实行白银出口征税和平衡税政策亦难以阻止白银私运之风,中国国内出现严重通货紧缩,经济陷入危机。在此背景下,国民政府分两个步骤推行法币改革。

首先,国民政府加强对中交两行尤其是中国银行的控制。1935 年 4 月国民政府强行以不流通市面之国债抵充资本金增资中交两行。其中,中国银行资本金从 2 500 万元增加至 4 000 万元,官股从 500 万元增加至 2 000 万元,官股比重从 20% 提高到 50%;^③ 中行总经理张嘉璈调任中央银行副总裁,国民政府高官宋子文担任中行董事长。^④ 其次,国民政府取消其他银行自由发行货币的权力。1935 年 11 月 4 日,国民政府实行法币改革,规定中央银行、中国银行、交通银行三行所发钞票为法币,并集中发行。中交三行对外汇为无限制之购售,直至 1938 年 3 月国民政府因外汇资源枯竭而不得不对外汇买卖实行限额管制,逐步取消法币发行的外汇准备限制。^⑤

法币改革意味着从清初以来的纸币的竞争性发行被政府垄断发行替代,但发行准备金制度并未立即发生根本变化。^⑥ 在法币改革之前,各银行发行准备六成为现金,包括银元银两大条、存出国外同业、运送中现金等;四成为保证准备,包括证券、房屋道契、押款及押汇品等。^⑦ 法币改革初期发行准备仍为现金准备六成,保证准备四成。其中现金准备的构成除金银外增加了不少英镑及美元外汇。^⑧ 在 1938 年 3 月之前,国民政府实行自由购售外汇政策,英镑和美元作为硬通货其功能与白银类似,法币发行受银行外汇储备的约束。1938 年 3 月由于外汇储备不足,国民政府取消了自由购售外汇制度,转而采取外汇管制措施,限制居民以法币自由兑换外汇,部分地解除了法币发行的外汇储备约束。1941 年底太平洋战争爆发,国民政府彻底取消了法币发行的汇兑制,法币发行不再受到外汇储备的约束。

因此,法币改革前后,货币发行从竞争变为垄断,但在自由购售外汇体制下,发行准备金制度基本没有变化,只是在 1938 年 3 月以后法币发行的准备金制度发生了实质性的变化。这为检验市场结构的变化对银行行为的影响提供了一个自然实验。发钞行的发行决策主要受两种力量的作用。一

① 王业键:《中国近代货币与银行的演进(1644—1937)》,台北:“中央研究院”经济研究所 1981 年印行,第 22 页。

② 杨联陞:《中国货币与信贷史》,刘梦溪主编:《中国现代学术经典——洪业杨联陞卷》,石家庄:河北教育出版社 1996 年版。

③ 卜明主编:《中国银行行史(1912—1949)》,北京:中国金融出版社 1995 年版,第 909 页。

④ 这次改组的真实目的,“并不是主要为了对处于困境中的工商企业提供贷款或是什么比例失衡问题,而是要清除‘不听命’的障碍,以便利用两行的财力,任意弥补政府的财政赤字。”(卜明主编:《中国银行行史(1912—1949)》,第 379 页)。

⑤ 中国人民银行总行参事室编:《中华民国货币史资料》第 2 辑,上海人民出版社 1991 年版,第 179—186 页。

⑥ 城山智子这样评论法币改革的意义:“这样,几个世纪以来作为中国通货的白银退出历史舞台,多元货币体系也自此结束”。

[日]城山智子著,孟凡礼等译:《大萧条时期的中国》,南京:江苏省人民出版社 2010 年版,第 7 页。

⑦ 葛庐:《论上海中国银行之公开准备》,《银行周报》第 12 卷第 12 期(1928 年)。

⑧ 截至 1937 年 7 月 25 日中中交农四行(包括广东在内)法币发行总额为 16.45 亿元,其中现金准备占 67.4%,保证准备占 38.1%。其中,现金准备中白银折合美元 1.42 亿,占发行额 28.9%;黄金准备(美国部分)折合美元 6136 万元,占发行额 12.4%;外汇折合美元 7383 万元,和发行额 15%,其他现金准备折合美元 5484 万元,占发行额 11.1%(中国人民银行总行参事室编:《中华民国货币史资料》第 2 辑,第 857—860 页)。

是发行准备金制度,二是市场结构。由于法币改革前后货币发行均实行100%准备金制度。因此,如果法币改革前后发钞行的行为存在显著差异,这种差异并非缘于发行准备制度的不同,而是市场结构的变化所致。

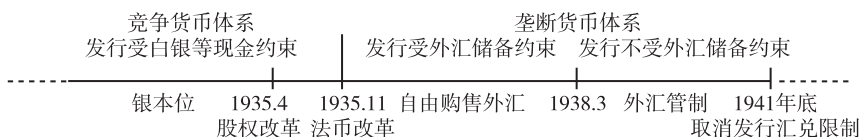


图1 法币改革:从竞争到垄断

二、中行沪行的三重角色

自1912年成立之日起,中国银行即享有发行兑换券的特权,作为市场规模最大的银行,担负稳定金融市场的重任。下面考察中行沪行作为发行的银行、商业性银行和银行的银行所发挥的作用。

(一)作为发行的银行

根据货币非国家化理论批评者的分析,拥有发钞权的银行将倾向于无限发行货币以获得铸币税,最终引发通货膨胀。^①然而,中行沪行的经验表明,在竞争性货币体系下,维护币信是发钞行的首要目标,其有足够的动力保持币值稳定。

1916年5月袁世凯政府密令中国银行和交通银行各地分行停止兑现,以将两行各地现金准备运集北京作中央政府还债及日常运作之经费。接到停兑令后,中行沪行对外宣告拒绝执行院令,并采取了一系列措施应对即将来临的挤兑风潮:通过法院以涉讼为由确保宋汉章、张嘉璈正副经理对沪行的管理之权;仔细估算发钞数及现金准备额,与麦加利和正金两家外商银行商借200万元现金备用;两次登报公告在休息日延长兑现营业时间以安定人心;在本行兑现的同时委托南北市的钱庄悬牌代兑。宋汉章和张嘉璈认为,如遵令停兑,“则中国之银行将从此信用扫地,永无恢复之望,而中国整个金融组织亦将无由脱离外商银行之桎梏”。^②由于中行沪行向来经营稳健准备充分,成功抵抗停兑令应付挤兑风潮。

1916年成功抵抗停兑令后,中行沪券信誉及需求大增,沪券发行额增长迅速。中行沪行认为,发行愈增则中行之责任愈重,发行兑换券应有充足的准备金,如未将准备情况公开,难得社会上的完全信用。因此,1928年初中行沪行主动向政府呈请公开准备检查发行情况,“以使社会增加其信用”。为此,沪行邀集各方代表组织发行准备检查委员会,公开检查其发行准备金。在中行沪行公开发行准备情况的影响下,其他各主要发行银行也纷纷先后公开了自己的发行准备情况,除各行沪行公开发行准备检查报告外,外埠发行机构也在上海公布发行准备检查报告以增强所发钞券的信誉,以提高本行库的社会认同。^③

上述分析表明,在市场竞争环境下,中行沪行极其重视维护本行兑换券信用,不仅勇于抵御中央政府破坏币信的命令,而且主动公开发行准备施以自我约束,使中行沪券信誉渐增、流通范围日广。中国银行作为市场份额最大、实力最强的竞争者,其历来恪守之方针政策为:“当资金过剩,市面宽松之日,懔然于循环之比至,不敢不审慎从事,宁忍亏耗;及市面紧迫,则权衡轻重,维持常度,尽本行应尽之责。”^④

^① Bart Tuab, “Private Fiat Money with Many Suppliers”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 16, No. 2, 1985, pp. 195 - 208; John Bryant, “The Competitive Provision of Fiat Money”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 5, Issue4, 1981, pp. 587 - 593.

^② 卜明主编:《中国银行行史(1912—1949)》,第77页。

^③ 董昕:《中国银行上海分行研究(1912—1937)》,上海人民出版社2009年版,第136—145页。

^④ 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(1912—1949)第3册,北京:档案出版社1991年版,第2172—2173页。

总体上看,如图 2 所示,在 1935 年 11 月法币改革之前,中行沪行采取谨慎发行、按金融季节吞吐调节的发行政策。^① 在 1929 年世界经济危机爆发后金贵银贱导致白银内流通货膨胀之际,中行沪行及时减少兑换券发行;从 1932 年起白银价格上涨白银外流,国内出现通货紧缩,中行沪行转而增加兑换券发行。在上述两波外生冲击中,中行沪行的货币发行仍然遵循按金融季节调节的政策。然而,法币改革确立了中中交三行货币发行的垄断地位,发行银行逐渐沦为国民政府财政赤字的融资工具,中行沪行的货币发行政策发生了根本性变化,从谨慎发行、吞吐调节变为刚性增长。第三节将详细考察货币发行与物价稳定之间的关系。

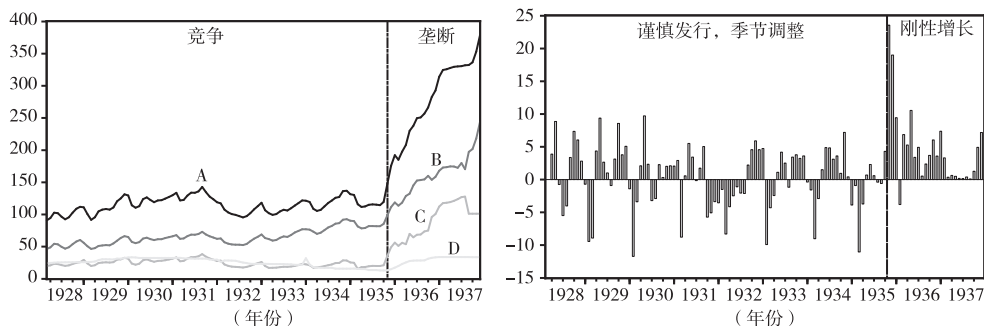


图 2 中国银行上海分行月度发行情况(1928—1937)

资料来源:董昕:《中国银行上海分行研究(1912—1937)》“附录三”。

说明:左图为月发行流通额,A 为总发行流通额,B 为本行月发行流通额,C 为联行月领用流通额,D 为行庄月领用流通额;右图为发行总额逐月增减率。发行余额单位均为百万元,增减率单位为%。

(二) 作为商业性银行

竞争可能使优胜者在市场中具有相对优势,甚至发展成寡头垄断者。但中行沪行的经验表明,即使成为行业执牛耳者,激烈的市场竞争仍然像紧箍咒一样时刻约束着大银行的行为。中行沪行兑换券发行额占在沪华商银行发行总额的比重,1927 年达到最高值 62.5%,1928 年中央银行成立后虽然逐渐下降,但在法币改革前的 1934 年仍然达 33.1%。^② 因此,中行沪行可谓各发券行的领先者。从 1912 年成立至 1935 年底法币改革前的 20 多年中,中行沪行始终将广纳存款、审慎放贷作为一项重要业务,甚至视为银行的生命线。

在存款业务方面,中行总经理张嘉璈一贯将顾客当股东,提出:不论哪一家银行,绝没有单靠资本营业的,股本之外,全靠存款,存款愈多,营业愈大,利益愈厚……存款是商业银行的永久基础。^③ 这一指导思想体现在中行沪行的系列业务创新之中:1914 年开始对银元存款付息,改变了当时外国银行及钱庄只对银两存款付息的惯例;通过增强服务提高效率广揽存户,如鼓励缴税单位开立支票账户使用支票付税,避免职员私吞税款潜逃;银两银元互换均不收手续费;率先试行柜员制加速临柜处理速度、减少顾客等候的时间;对存款余额不计多少,即使当日结清亦不计较,银行虽多费手续毫无收益,但可使存户乐于往来。^④

在贷款业务方面,中行沪行既保持应有的谨慎,又不失灵活性。中国钱庄放款一向仅凭信用,新式银行推行抵押放款往往遇到阻力。中行内地各分支行信用放款比例较大,沪行则严格限制信用放

① 当然,1935 年 4 月国民政府加强对中交两行的控制,中国银行官股比重从改组前的 20% 上升至 50%,这一股权结构的变化可能会影响中国银行的行为。但从发行情况看,增资后的中行在发行上并没有出现立刻的扩张,仍然保持稳健的发行政策。同年 11 月法币改革之后,中行的发行才出现了刚性增长的趋势。因此,股权结构变化并非货币发行刚性增长的根本原因,市场结构从竞争转为垄断才是银行发行行为变化的根源。

② 《上海各银行纸币发行额》,《经济统计月志》第 4 卷第 2 期(1937 年 2 月)。

③ 中国银行上海国际金融研究所行史编写组:《中国银行上海分行史》,北京:经济科学出版社 1991 年版,第 51 页。

④ 中国银行上海国际金融研究所行史编写组:《中国银行上海分行史》,第 28 页。

款并制定了苛刻的条件,要求各行信用放款,应与汇兑、发行、存款确有关系并有充分信用者,经总处批准后叙做;在叙做信用放款时,对有些较殷实的客户,则可不需提供保证人;但对个人的信用放款,则绝对禁止。中行沪行作为全国信誉最好、规模最大的银行,在贷款业务上并非一味地追求大客户,而是以是否稳健及盈利为标准。例如,针对国内手工业发展稳健但缺乏资金支持的现状,1934年中行沪行首创工业小额低息放款业务,每户大者2000元,小者300元,利率很低,很受中小手工业户的欢迎,这些小工厂,大都能顾全信用,到期偿还。^①

(三)作为银行的银行

在自由银行体系下,虽然不存在实质性的中央银行,以中行沪行为首成立的银行公会组织,在市场发生危机时充当最后贷款人角色,在一定程度上发挥了银行之银行的功能。

鉴于上海各国银行林立、中国金融机构势力较弱,中行沪行副经理张嘉璈与钱新之、陈光甫、李馥荪等人于1915年创议组织公会,1918年10月19日上海银行公会正式成立;1919年3月公会设立公共准备金,会员行即时缴足准备总额30万元,由中行沪行专库保管。其中中交两行各认缴准备金6万两(规元),其余10家银行认缴余下的18万两。“系为在会各银行不虞之备,减少向来营业危险,增长同业公共信用。”此项准备金系现银不起息,专为维持市面之用。凡银行公会的在会银行或其他大钱庄,因市面发生意外或风潮需要维持时,均可以相当的抵押品向公会抵押借借款项。“斯举不独巩固银行之营业,而增加其对外之信用,且足维持市面之金融。”1919年9月及11月,上海银行公会曾两次拆出公共准备金救济市面,中行沪行皆以行库中自有银两暂为垫付,收回时再行归还,所得利银由中行沪行另行立户代存。^②1927年12月上海银行公会议决将准备金连同利息发还各会员行,其主要原因是部分会员银行对公共准备金制度存有异议,称此项准备金设立以来,实际作用不大。“而各行徒然搁置一款,两无裨益。殊非图谋经济发展之道,刻拟请将此项准备金各自提回。”^③事后表明,银行公会公共准备金在应对外部危机时仍能发挥重要作用,类似的制度安排在危机中恢复。

1932年“一·二八”事件爆发,上海银行公会响应上海市商会号召决定停市三天,但鉴于金融业停市影响甚巨,上海各银行仍变相暗中兑现拨款项;随着形势的变化,全国各界呼吁上海银行业复业的声音不断,上海银行业亦觉得有必要尽快开业,但复业后可能发生的挤兑及提取存款将摧毁上海金融。1932年2月4日上海银行业毅然复业,上海银行公会拟定九条临时办法以应对危机,并迅速组织成立上海银行同业公会联合准备委员会及联合准备库,各行认缴地产、证券、金银等各种形式的财产7420万元作保证入库,中行沪行一家即认缴1000万两。^④委员会发行一种“公单”来救市,这种公单“足以代替现金,实无异沪市存银骤增千数百万,风声所播,人心因以渐安”。3月15日,银行公会联合准备委员会正式开办。在各会员行缴存财产的基础上,由委员会“依财产估价七折分别发给公单、公库证、抵押证三种单证。公单可在市面行使代替现金,公库证及抵押证则可为各银行发行钞票及储蓄存款之保证。准备公单一项,除可由原领用银行持向该会抵借款项外,若已在市面行使,则持有人可随时向该会兑现取款。盖藉公单之行使,既可使银行间之资金更形活泼,并可增进商业上不少之便利”。上海钱业也有相似举措,钱业联合准备库起到了“银行的银行”之职能。^⑤

综上所述,在竞争性货币体系下,中行沪行作为上海金融界的执牛耳者,在货币发行方面保持了相当谨慎,在存贷业务方面积极创新吸纳存款的同时稳健放贷,并通过组织同业公会的方式充当了准中央银行的职责,为维持上海金融市面稳定发挥了积极作用。

① 中国银行上海国际金融研究所行史编写组:《中国银行上海分行史》,第51—52页。

② 董昕:《中国银行上海分行研究(1912—1937)》,第276—279页。

③ 张天政:《略论上海银行公会与20世纪30年代华商银行业务制度建设》,《中国经济史研究》2005年第2期。

④ 王晶:《上海银行公会研究(1927—1937)》,上海人民出版社2009年版,第138—143页。

⑤ 杜恂诚:《货币、货币化与萧条时期的货币供给——20世纪30年代中国经济走出困局回顾》,《财经研究》2009年第3期。

三、货币供给与物价波动

由于本文无法获得全国层面的兑换券发行数量和物价波动的长时期月度数据,中国银行上海分行作为上海最重要的银行,其兑换券发行对货币总供给有指引性作用。本节以中行沪行为中心具体考察货币供给与上海物价波动之间的关系,并在第五小节讨论全国层面各银行兑换券年度发行额的变化,以检验其它银行与中国银行行为是否存在差异。

图 3 描述了 1921 年 1 月至 1937 年 6 月上海市物价波动。在这一期间除 1932 年发生“一·二八”事件外,上海基本上不受战争因素的影响,物价的波动主要受经济因素作用。总体来说,上海物价从 1921 年至抗战全面爆发期间,经历了 8 年多物价基本稳定、大萧条期间白银内流引发通胀、西方国家放弃金本位制后白银外流导致通缩、法币改革后物价持续上涨四个阶段。根据费雪方程 $MV = PT$,物价变动受货币供给、货币流通速度和总产出的影响。在样本期间,货币流通速度和总产出固然并非一成不变,但货币流通速度和总产出可视为外生变量,货币供应量才是货币政策可控变量。健全的货币体系的作用,恰恰在于根据货币流通速度和总产出的变化适时调整货币存量以保持物价水平稳定。下文将揭示竞争性货币体系在正常时期及遭遇外生性冲击时如何维持币信进而竭力维持物价稳定,而法币改革对银行的行为及物价波动带来了哪些根本性的变化。

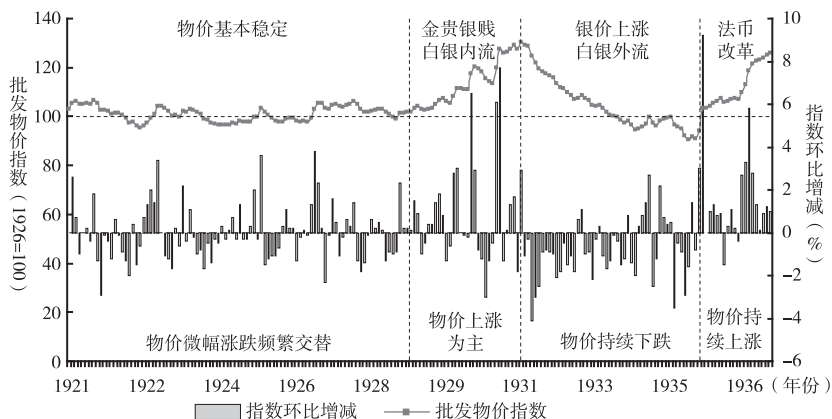


图 3 1921 年 1 月至 1937 年 6 月上海批发物价指数

资料来源:1921—1931 年资料来源于《上海批发物价指数表》,《上海物价季刊》1932 年第 4 季。1932—1937 年资料来源于[美]阿瑟·恩·杨格著,陈泽宪等译《一九二七至一九三七年中国财政经济情况》,北京:中国社会科学出版社 1981 年版,第 527—531 页。两处数据均以 1926 年均值为 100,直接可比。

(一) 第一阶段:季节调整,物价稳定

在 1929 年世界经济危机爆发之前,上海物价相当稳定。从 1921—1928 年的 8 年间,上海物价指数最高为 106.8,最低为 95.5,平均值为 101,物价水平小幅波动。譬如,在 96 个月内,价格连续上涨时间最长 5 个月,连续下跌时间最长也是 5 个月,更多的情况是小幅涨跌逐月频繁交替,物价水平基本稳定,这实归功于发行银行根据金融季节调整发行数量。不同季节资金供求状况迥异,资金需求受货物生产及买卖期、租税征收期、商业结算期、国际贸易盛衰、债票股票的募集及还本付息等因素影响,资金供给则受通货铸造多寡、纸币发行增减、领用制度发达程度等因素左右。如表 1 所示,上海的金融季节大体上可分为 6 期,综合来看,大致为上半年常宽,下半年则常紧。

图 4 描述了 1928 年 7 月至 1935 年 6 月 7 年间中行沪行兑换券发行的情况。除 1932 年受“一·二八”事件影响,货币发行额持续下降外,其他年份在元旦前夕、一年中期金融紧急季节迎来兑换券发行高峰,在春节过后迎来发行低谷。例如,1928 年 4—5 月份增加发行以应付丝茧及茶上市之需,6—8 月则连续减少发行度过金融平和期,9—12 月则连续增加发行以应对棉粮交易及年关结算之

需,1929年1—3月又连续减少发行度过金融最为宽松的时期。在没有外部冲击的情况下,金融季节稳定,中行沪行发行额亦与上海金融季节之变化一致。其中,本行发行数的金融季节调整最为明显,联行领用次之,行庄领用数在大萧条后基本上处于萎缩状态,金融季节调整特征不明显。

表1 上海金融季节情况表

第一季	2—3月	承旧历新年之用,银洋存底既丰,大宗商业尚未恢复,为金融最宽松时期。
第二季	4—6月	丝茧及茶逐渐上市,又为端节清帐之期,资金需要增加,为金融最紧急时期。
第三季	7月	各业大都清淡,银洋用途少,为金融平和时期。
第四季	8—10月	江浙棉花、汉口杂粮、东三省豆饼等同时登场,又为秋节结账之期,为金融最紧急时期。
第五季	11月	与第三季同,为金融平和时期。
第六季	12月至次年元月	为阳历及阴历年底先后结账期,商贾全年交易均在此时结账,为金融最紧急时期。

资料来源:仓水:《论金融之季节》,《银行周报》第5卷10号(1921年3月22日)。

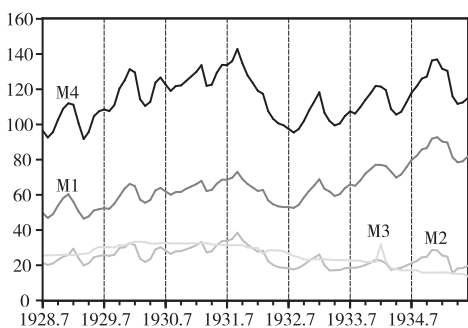


图4 中行沪行发行的金融季节调整

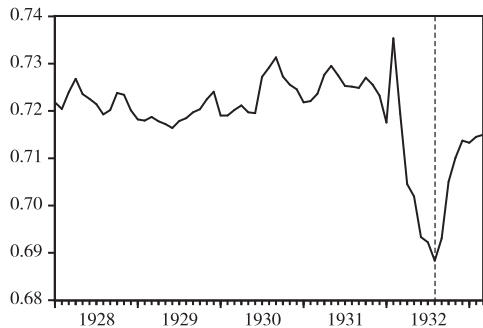


图5 上海洋厘行市(1928年1月—1933年3月)

资料来源:董昕:《中国银行上海分行研究(1912—1937)》“附录三”;中国人民银行上海市分行:《上海钱庄史料》,上海人民出版社1978年版,第622—627页。

说明:M1为本行发行数,M2为联行领用数,M3为行庄领用数,M4为发行总额。单位为百万元。

(二)第二阶段:白银内流,紧缩通货

1929年世界经济危机爆发,金贵银贱,大量白银内流。这一外生冲击的确不断推高上海物价水平,但以中行沪行为首的竞争性货币体系通过调整兑换券发行规模及信贷政策,部分地抵消了外生冲击所引发的通货膨胀。

在货币发行方面,中行沪行紧缩发行规模。1929—1932年,中行沪行纸币发行流通额逐年递减,分别为1.313亿元、1.272亿元、1.234亿元、1.129亿元,^①表明中行沪行为应对“金贵银贱、白银内流”的外部冲击采取了连续紧缩的发行政策。如图5所示,随着白银进口数量增加,上海市面现洋(银元)存底增加,洋厘行市下跌。^②在这一价格信号指引下,上海各银行纷纷以银两购买市面银元,导致银行银两存底减少,银元存底增加,银行白银存底总数只是略有增加,基本保持不变。例如,1931年杭州造币厂添铸银币9130万元,而上海市面现洋(银元)存底只增加3370万元,年底现洋存底为17751万元。1931年底中国生银之纯进口额有4500余万海关两,而上海市面之现银存底转减1800万两,现银存底为5321.3万两。一方增加现洋3370万元,一方减少银1800万两,实际存底,仍旧无大出入。^③如图6(1)所示,竞争性货币体系下,以中行沪行为首的上海各银行通过减少银

^① 《重要各银行纸币发行额及其准备金数目统计表》,《中外商业金融汇报》第2卷第11期(1935年11月)。

^② 自从1857年记账单位开始采用上海九八规元,商业贸易中银元与银两的兑换问题就随之出现。上海九八规元只不过是一记账的虚银两,在实际交易过程中,交易双方收付时则使用的是银元,而在记账时须将实际流通中使用的银元折合成银两,这种银元折合成银两的比价叫做洋厘(邹晓昇:《银元主币流通于上海洋厘行市的更替》,《史学月刊》2006年第8期)。洋厘行市因废两改元在1933年4月结束。

^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(1912—1949)第3册,第2055页。

两存底数来抵消由于白银内流所导致的银元供应增加的影响,使上海现银存底在 1929—1931 年期间基本保持稳定。

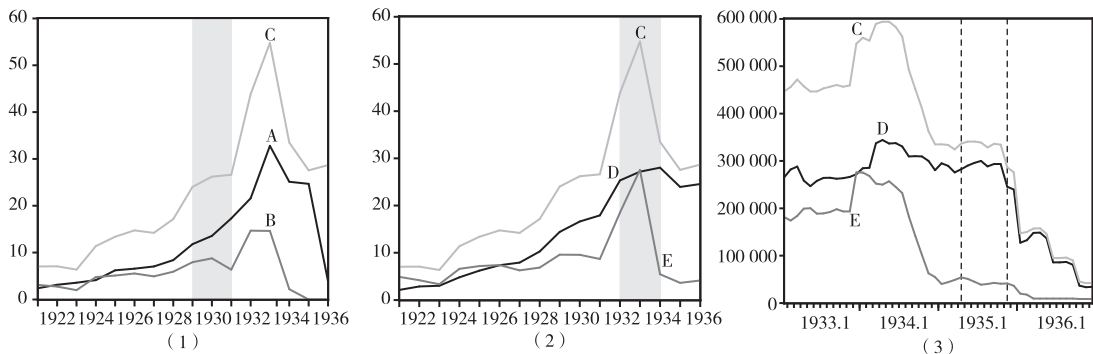


图 6 民国十年来上海各银行现银存底统计

资料来源:《民国十年以来上海各银行现银存底统计表》,《中外商业金融汇报》第 3 卷第 12 期(1936 年 12 月)。

说明:A 为银元存量,B 为银两存量,C 为折合银元存量,D 为华商银行折合银元存量,E 为外商银行折合银元存量。单位为千万元。

在存贷业务上中行沪行亦采取了相当的紧缩政策,库存现金从 1927 年的 207 万元增加至 1929 年的 1 006.2 万元,1931、1932 两年连续增加至 1 978.2 万元、4 592.1 万元。^① 表明沪行在银根宽松之际主动窖藏现金,压缩信贷规模。值得指出的是,在经历了 1931 年的物价上涨之后,沪行在 1932 年加大紧缩力度,现金准备虽然从 1931 年的 565 万元增加至 644 万元,但兑换券发行额却从 1.234 亿元降至 1.129 亿元,现金准备成数从 45.7% 提高至 57.1%。关于减少兑换券发行数的原因,中国银行 1932 年年度报告的解释是:“本行认为市面通货,已有过剩趋向,不应再事膨胀。故本行对于发行,不取积极推进方针,只令维持相当固有数目,以应信用本行钞票者之切要而已。”^② 这说明,中行沪行主动采取紧缩政策,并非受现金准备的约束,而是在“看不见的手”指引下,为维护物价及币值稳定而采取的措施。

(三) 第三阶段:白银外流,主动增发

世界经济危机爆发后,英美等国先后放弃金本位制,白银价格上涨,中国白银由内流转为外流,1934 年 6 月美国的白银收购计划加剧了这一趋势:1932 年起我国白银进出口改变了入超的局面,1933 年中国对世界市场供应之白银量为 1 950 万盎司,1934 年即猛增至 2.6 亿盎司。^③ 这一外生冲击使中国从通货膨胀急转为通货紧缩,世界经济危机的影响波及中国。上海批发物价指数在 1933 年底已跌至 1926 年的水平。竞争性货币体系在实质性中央银行缺位的情况下,是如何应对这场危机的呢?

中国银行提出的应对之策是:“全国上下,排除一切不生产的信用之膨胀,节减一切不必要之消费,银行对于生产事业之信用,勿为过度之紧缩,人民对于辛勤所得之金钱,勿为不生产之仓储。”^④ 为此,面对通货紧缩的形势,中行采取有进无退之方针,“对于金融界巩固及改进金融组织之合作运动,固已尽力援助,以促其成;即凡工业因缺乏资金,不能进展者,则充分接济之;凡农产品因无金融帮助,不能维持相当价格者,则尽量调剂之;凡各省建设事业,需要巨大资金者,亦无不尽力助其完成;一面尽量向内地放款,矫正集中现金于都市之弊病。”^⑤

① 中国银行上海国际金融研究所史编写组:《中国银行上海分行史》“附录二”。

② 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(1912—1949)第 3 册,第 2065—2966 页。

③ 中国人民银行总行参事室编:《中华民国货币史资料》第 2 辑,第 158 页。

④ 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(1912—1949)第 3 册,第 2056 页。

⑤ 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(1912—1949)第 3 册,第 2061 页。

在发行业务方面,1934年在白银外流的情况下,中行沪行将发行的现金准备增加至7 293万元,兑换券发行总余额增至1.36亿元,均比1933年增加了12.3%。1935年现金准备及发行余额又增至1.29亿元、1.75亿元。^①与第二阶段转减现银存底相反,面对白银外流通货紧缩的局势,上海各银行大幅度增加现银存底。1932年年底现银存底即从上年的2.66亿元增加至4.38亿元,1933年进一步增至5.47亿元。1934年现银存底骤降至3.35亿元,但仍高于1932年的存底水平。如图6(2)所示,1934年现银存底下降的原因是,美国实施白银收购法案,上海外商银行增加现银出口图利,使其现银存底从1933年的2.75亿元骤减至5 467万元。而上海华商银行行为维持上海物价及币值稳定,现银存底仍然从1933年的2.7亿元略增至2.8亿元。^②值得指出的是,如图6(3)所示,华商银行的库存现银在1935年4月中交两行股权改革时仍保持在较高水平,只是在1935年11月法币改革后,华商银行的库存现银才出现大幅度下滑,说明年度数据所观察到的银行行为在1935年前后的变化,主要不是源于股权改革,而是法币改革所致。

在贷款业务方面,中行认为,金融业在此时应“转易方针”:一起降低利率,减轻借款人负担。从总量上看,1933年中行沪行库存现金从上年度的4 592.1万元下降至3 165万元,1934年进一步降至462.4万元;信用放款则从1932年的1 905.4万元增至2 194.1万元,1934年进一步增加至2 361.7万元。^③交行的情况与此相类似,1932年工商业放款641万元,1933年增至926万元,1934年更增至2 444万元。据上海15家重要银行的工矿企业放款统计,1930年共放款0.91亿元,1933年增加到1.63亿元,增长了79%。^④

从区域上看,中行为抑制经济萧条现金集中大都市之弊,在详细调查内地经济基础上采取了一系列措施,主动扩大对内地的贷款规模:(1)增设内地机构。1933年在交通比较便利的物产集散中心添设分支行处40处,1934年又在内地土产集散区添设分支机构27处。(2)增加内地贷款、减低利率。中行率先增加对内地工商业贷款,对缺乏资金的工业给予充分救济,对农产品因无金融帮助不能维护相当价格的,尽量予以调剂。1933年中行全行贷款比1932年增加2 850万元,口岸所增贷款仅占35%,内地所增贷款约占65%,这是一个巨大的转变;1933年起贷款利率较往年减低2—3厘。(3)承受内地物产期票。20世纪30年代初,内地钱庄不愿承受期票导致物产滞销、农村困苦,中行特令内地分支行处尽量多做期票贴现及买进期票,向内地输送资金。^⑤中行既维护了上海乃至全国金融稳定,在发展内地经济的同时自身业务也得以扩展,帮助中行摆脱世界经济危机之影响。^⑥

可见,在白银大量外流、通货紧缩的情况下,以中行沪行为首的银行机构通过增加货币发行及贷款额度的办法,走出货币供给的瓶颈,在一定程度上减轻白银外流这一外部冲击所造成的通货紧缩。

(四)第四阶段:法币改革,刚性增长

1935年11月法币改革后上海物价出现了恐慌性上涨,批发物价指数比同年9月份上涨了

① 《重要各银行纸币发行额及其准备金数目统计表》,《中外商业金融汇报》第2卷第11期(1935年11月)。外商银行与华商银行在现银出口方面行为迥异,原因有二:首先,外商银行享有治外法权,国民政府征收白银出口税和平衡税、禁止白银走私出口的种种规定并不适用于外商银行;华商银行则受相关法规的限制。其次,货币发行并非外商银行的主要业务,但对于华商银行来说却至关重要。保持白银存底的稳定是维持币值稳定的一个重要途径,华商银行在权衡出口白银获利与维持币值稳定之间,选择了后者。

② 《民国十年以来上海各银行现银存底统计表》,《中外商业金融汇报》第3卷第12期(1936年12月)。

③ 中国银行上海国际金融研究所史编写组:《中国银行上海分行史》“附录二”。信用放款数原文为“定期放款”,根据董昕《中国银行上海分行研究(1912—1937)》第291页的分析改为“信用放款”。

④ 杜恂诚:《货币、货币化与萧条时期的货币供给——20世纪30年代中国经济走出困局回顾》,《财经研究》2009年第3期。

⑤ 卜明主编:《中国银行行史(1912—1949)》,第274—277页。

⑥ 在大萧条时期,中行沪行保持了较稳定的纯收益,1928—1932年纯收益分别为67.1万元、82.9万元、68.2万元、71.5万元、84.9万元;随后的通货紧缩使其纯收益下降至1933年的27.1万元,但1934年即增至47.2万元,这与中行采取发展内地经济的策略不无关系:中行沪行1934年利息收入达453.3万元,比上年增加了115万元,在通货紧缩的背景下这是难能可贵的。中国银行上海国际金融研究所史编写组:《中国银行上海分行史》“附录二表三”。

13.4%，每月物价指数上涨 6.4%。^① 从法币改革至抗战全面爆发前期间，上海物价持续上涨，1937 年 6 月批发物价指数上涨至 126.1（以 1926 年 = 100）。^② 令人困惑的是，在物价不断攀升之际，昔日竭力采取紧缩政策以应对通胀的银行体系，反其道而行，不断扩大货币发行规模、增加贷款规模。1935 年底上海各银行货币发行额从 1934 年的 4.13 亿元增加至 6.37 亿元，1936 年底大幅度增加至 10.1 亿元。^③ 其中，1935 年 11 月中行沪行发行额即比上月增加 23.5%，达 1.47 亿元，^④ 交通银行上海分行发行额比上月增加 27.2%，达 6 981 万元。^⑤ 从 1935 年至 1936 年，中行沪行库存现金从 166.9 万元减少至 122.1 万元，信用放款则从 312.4 万元骤增至 984.6 万元，定期抵押放款从 4 536.2 万元猛增至 8 146.8 万元。^⑥ 1935 年、1936 年交通银行放款总额从 2.27 亿元增加至 3.44 亿元，增长了 51.5%。其中，定期放款从 6 369.5 万元增至 8 295.8 万元，活期放款从 1.5 亿元增至 2.34 亿元，贴现放款从 594.2 万元增至 1 612.4 万元，买汇放款则从 771.4 万元增至 1 116.3 万元。^⑦

当然，法币改革初期中交两行为了收回民间藏银而大量增发法币，似乎不能视为通货之过度增加。^⑧ 但考虑以下两方面因素，过度发行仍是不可否认之事实。第一，我国人民向有沿用现银的旧习，既然增发法币是为了收兑民间存银，单纯的收兑并不会增加流通中货币总量，也不会抬高物价。但从上海的情况来看，法币改革后物价确实出现了过快的上涨，这不能不说是货币供应量过快增加的后果。第二，中交两行增加官股的改组及法币改革，增强了国民政府对两行的控制力，中交两行逐渐沦为国民政府财政赤字的融资工具。1928 年中国银行改组为国际汇兑银行后，对政府机关和个人的贷款所占比重逐年减少，但 1935 年改组后，对政府机关的贷款又趋上升。^⑨ 法币改革后，交通银行对政府放款也出现了大幅增长：1936 年交通银行对政府（中央政府及省市政府）放款额比上年增长 4 619.5 万元，增长 100%；而 1934 年比 1933 年增加 458.3 万元，增长 19.8%。^⑩ 这是昔日谨慎有加的银行体系在物价不断上涨的背景下却逆道而行，不断扩张信用的重要原因，政府垄断货币发行破坏了市场竞争这只“看不见的手”的作用。

（五）其他银行的情况

上述分析以中行沪行为中心，表 2 列示了其他银行货币发行的情况，呈现两大特征。

第一，交通银行上海分行货币发行情况与中行沪行类似，既保持了应有的谨慎，又积极发挥宏观调控的功能：在金贵银贱上海通胀时期采取了紧缩发行的政策，在银价上涨通货紧缩之际则采取增加发行的政策。例如，交通银行发行指数从 1929 年的 277 下降至 1930 年的 225，1931 年进一步下降至 208，1932 年略增至 210，1933 年上升至 234，1934 年大幅度增至 317。这说明，作为第二大商业银行，交通银行的行为模式与中行沪行一致。

第二，市场结构的变动对中央银行及其他银行的行为有显著作用。总体上看，中央银行与其他

① 《二十四年上海物价概况》，《上海物价年刊》1935 年第 1 期。

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—1957）》，上海人民出版社 1958 年版，第 133 页。

③ 《上海各银行纸币发行额》，《经济统计月志》第 4 卷第 2 期（1937 年 2 月）。

④ 董昕：《中国银行上海分行研究（1912—1937）》“附录三”。

⑤ 交通银行总行、中国第二历史博物馆：《交通银行史料》第 1 卷（1907—1949）（上册），北京：中国金融出版社 1995 年版，第 877—880 页。

⑥ 中国银行上海国际金融研究所行史编写组：《中国银行上海分行史》“附录二”。

⑦ 交通银行总行、中国第二历史博物馆：《交通银行史料》第 1 卷（1907—1949）（上册），第 359—361 页。

⑧ 改组后的中国银行成为南京国民政府控股的官方银行。中国银行 1936 年年度报告解释法币发行额过度的原因时说：“如此激增，或将视为通货过度增加之明证。但细加分析，大部分实系发行集中之结果。换回市面之白银，收回三行以外之杂钞，兼之去岁农产之丰收，工商业之向荣，法币需要由是益增。”中国银行总行、中国第二历史档案馆：《中国银行行史资料汇编》上编（1912—1949）第 3 册，第 2210 页。

⑨ 卜明主编：《中国银行行史（1912—1949）》，第 251 页。

⑩ 交通银行总行、中国第二历史博物馆：《交通银行史料》第 1 卷（1907—1949）（上册），第 362 页。

银行的货币发行增速明显快于中交两行,但法币改革前后其行为还是有显著差异。1928年成立的中央银行货币发行数量总体来说是不断增加,但在1931年发行增速减缓,仅比上年增长9.28%;而1929、1930年同比增速则高达31.48%、47.39%。在法币改革后,中央银行上海分行货币发行出现刚性增长,1935年同比增速高达106.3%,1936年达92.78%,远高于同期中国银行货币发行增速。^①其他银行的情况与中央银行相似,发行货币流通额总体趋涨,但在通胀时期增速减缓,在通缩时期增速加快;法币改革后,中国农民银行之外的其他银行货币发行权被取消,其他银行的货币发行额增长较缓慢。

尽管如此,以中交两行为首的私人发行银行在通货膨胀时期紧缩发行,从而使上海兑换券供应总量基本稳定在2.6亿元左右,在通货紧缩之际中交两行则带头扩大发行积极抵消银根不足的负面影响。

表2 上海各银行纸币发行额统计 单位:国币千万元

年份	合计		中国银行		交通银行		中央银行		其他银行	
	发行额	指数	发行额	指数	发行额	指数	发行额	指数	发行额	指数
1926	9	100	4.6	100	1.8	100	—	—	2.6	100
1927	11.3	125	7	154	1.6	90	—	—	2.6	100
1928	19.8	220	11.2	244	3	162	1.2	100	4.5	174
1929	25.9	289	13.1	287	5.1	277	1.5	131	6.2	241
1930	26.5	295	12.7	278	4.1	225	2.3	194	7.4	287
1931	26.6	296	12.3	270	3.8	208	2.5	212	7.9	309
1932	27.8	310	11.3	246	3.8	210	3.9	335	8.7	340
1933	34.7	386	12.2	266	4.3	234	7	601	11.2	436
1934	41.3	460	13.7	299	5.8	317	8.5	730	13.3	518
1935	63.7	709	17.6	384	8.4	461	17.6	1505	20.1	781
1936	92.7	1032	29.3	639	29.5	1614	33.9	2902	16.2	630

资料来源:《上海各银行纸币发行额》,《经济统计月志》第4卷第2期(1937年2月)。

说明:发行额指数除中央银行以1928年为100外,其他均以1926年为100。其他银行包括四行、浙江实业银行、中国实业、通商银行、四明银行、垦业银行、中国农工银行、农商银行、中国农民银行,1935年后其他行主要是中国农民银行。

四、结论

本文分析表明,在竞争性货币体系下,中行沪行充当了发行的银行、商业性银行和银行的银行三重角色。在市场稳定的情况下,中行沪行根据金融形势对其货币发行及存贷业务进行季节性调整,保持了总体物价水平稳定。在白银内流通货膨胀的大萧条时期和白银外流通货紧缩的白银风潮时期,中行沪行采取调控政策,至少部分地化解了外生冲击对物价及宏观经济带来的负面影响。然而,法币改革确立了货币垄断发行之地位,破坏了市场竞争对发行银行的约束,以中行为首的金融机构最终沦为政府财政赤字的融资工具,面对物价持续上涨银行体系失去原有的伸缩调整机制。

因此,无论是在经济平稳还是在经济危机时期,竞争性货币体系均发挥了金融稳定器的功能。特别是在白银风潮时期,以中行沪行为首的自由银行体系通过增加白银存底、兑换券数量和扩大信贷应对白银外流导致的通货紧缩。只是由于银本位制下白银外流量巨大,自由银行体系无法完全对冲白银流失的影响。从这个角度来说,法币改革取消银本位制,使中国经济免受金银比价波动的影

^① 原因可能有二:第一,中央银行为政府之银行,承担国民政府财政融资的职能。第二,中央银行于1928年成立,亟需扩大货币发行额占领市场。

响,的确有助于中国经济逐渐走出衰退。但法币改革在取消银本位制的同时取消了竞争性的货币体系,建立了政府垄断发行的体制。法币改革后政府实行增加流动性的政策虽然使中国经济在短期内恢复增长,但却为国民政府统治下的恶性通货膨胀埋下了货币制度的种子。^①

Market Structure, Banking Action and Shanghai's Price Fluctuation from 1921 to 1937: A Case Study Focusing on the Shanghai Branch of Bank of China

Liu Yuan

Abstract: Chinese economy performs better than western countries during Great Depress, but there are still debates on the role of market and government on the economy. Focusing on the Shanghai Branch of Bank of China, this paper studies the operation of free banking system and the impact of Fiat Currency Reform in 1935 on banks' action. In the competitive monetary system, as the issuing bank, the Shanghai Branch of Bank of China behaves quietly prudent in issuance and adjusts the stock of currency according to the financial seasons; as the commercial bank, the Shanghai Branch of Bank of China places much emphasis on credit and keep being prudent and flexible in lending; as the quasi central bank, it also issues "public note" by banking association to relieve the bank in crisis. During economic stable period, the Shanghai Branch of Bank of China adjusts the stock of currency according to the financial seasons to satisfy the demand of the market and keep the price stable. In the eve of great depression, the Shanghai Branch of Bank of China reduces or increases the issuance of currency to mitigate the impact of silver inflow or outflow to keep the price stable. After the Fiat Currency Reform, however, both the issuance and lending of the Shanghai Branch of Bank of China are rigidly growing so that the price inflates rapidly. The reform plants a seed for the hyperinflation hereafter, though it makes the economy recover in the short-run. This paper demonstrates the function of free banking as financial stabilizer, and provides an evidence for Hayek's theory of denationalization of money basing on China's History.

Key Words: Free Bank System; Fiat Currency Reform; The Shanghai Branch of Bank of China; Market Structure

(责任编辑:高超群)

^① Milton Friedman, "Franklin D. Roosevelt, Silver, and China", *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 1, 1992, pp. 62 - 83.