

# 臺灣戰後的惡性物價膨脹 （1945-1950）

吳聰敏

## 摘 要

日治末期，臺灣的貨幣供給成長率已顯著上升，但在總督府的物價管制政策下，物價膨脹尚屬溫和。1946 年開始，貨幣發行如脫疆野馬，一發不可收拾，物價也隨之而大幅上升。本文說明，戰後初期臺銀貨幣發行之所以大幅增加，早期是因為貸放公營企業，後期則是因為融通中央政府之財政赤字。1949 年 6 月 15 日，臺灣實施幣制改革，但是國民政府於年底遷臺，財政赤字益加嚴重，貨幣融通壓力更上升。1950 年 6 月 25 日韓戰爆發，美國恢復對臺援助，臺灣的財政收支得以平衡，物價終於穩定下來。

關鍵詞：惡性物價膨脹、貨幣供給、經濟管制、財政赤字、美援

## Taiwan's Hyperinflation: 1945-1950

Tsong-min Wu\*

### Abstract

At the end of the Japanese colonial era, Taiwan's money supply had increased tremendously. Due to price regulation, inflation remained relatively minor, however. Beginning in 1946, money supply increased gigantically, and inflation became a serious problem. This study shows that in the first stage of Taiwan's hyperinflation, money supply increase was the result of Bank of Taiwan's loans to the public enterprises. In the later stage, financing government budget deficit became the main cause of money supply increase. A monetary reform program was initialized in June 1949. Unfortunately, the Nationalist government retreated to Taiwan at the end of 1949, government budget deficit became even more severe than before, and exerted more pressure on prices. The Korean War broke out on June 25, 1950, and U.S. aid to Taiwan was resumed immediately. The U.S. aid enabled the Nationalist government to reduce the budget deficit, and eventually ended the hyperinflation.

**Key words :** hyperinflation, money supply, economic controls, budget deficit, U.S. aid

---

\* Professor, Department of Economics, National Taiwan University

# 臺灣戰後的惡性物價膨脹\*

## （1945-1950）

吳聰敏\*\*

### 壹、前言

第二次世界大戰末期，日本於 1945 年 8 月 15 日宣布無條件投降，臺灣的躉售物價指數在 1945 年 7 月底為 242.0（1937 年 6 月為 100），8 月底上升為 1,171.7，跳升接近 5 倍。1945 年 8 月的物價之所以大幅上升，主要原因是戰爭末期的物價管制政策在日本宣告投降之際瓦解，物價從管制的水準上升到市場均衡水準。9 月底，物價指數增加為 2,585.8，為 8 月底的 2.2 倍。10 月及 11 月的月物價膨脹率尚屬溫和，分別為 12.2%及 8.0%，談不上是惡性物價膨脹。不過，出乎許多人意料之外的是，1946 年初開始，物價膨脹率又出現大幅上升趨勢。

從 1945 年初至 1950 年底，臺灣的躉售物價指數上升 218,455.7 倍，平均而言，每年的物價上漲率是 676.1%。這是臺灣前所未有的惡性物價膨脹。相對而言，2004 年的消費者物價上漲率不到 2.0%。關於臺灣戰後初期的惡性物價膨脹，以往即有不少的研究與討論。譬如，潘志奇（1949）綜合討論 1948 年臺灣的經濟情勢時，也分析了物價膨脹問題。1948 年 8 月，國民政府在大陸推動幣制改革時，將銀圓券對臺幣之匯率由浮動匯率改為

---

\* 兩位匿名審查人的寶貴意見，本人受益良多，也對初稿作了許多修正。本文初稿發表於 2005 年 11 月國史館「臺灣 1950-1960 年代的歷史省思」研討會，蔡吉源教授在會中提供改進意見，作者在此一併致謝。

收稿日期：2006 年 5 月 22 日，通過刊登日期：2006 年 7 月 28 日。

\*\* 臺大經濟系教授

固定匯率；吳耀輝（1949）分析此一政策對於臺幣發行之影響。林霖（1952）對於 1949 年 6 月的幣制改革及黃金儲蓄存款辦法有深入的分析。Irvine and Emery（1966）分析幣制改革期間之優利存款政策之效果。

1980 年代初期，學者對於戰後初期經濟之研究興趣似有復燃之勢。首先，潘志奇（1980）分析戰後物價膨脹的起因及其結束。Makinen and Woodward（1989）的討論重點是在惡性物價膨脹如何結束。劉錦添、蔡偉德（1989）以統計方法分析貨幣與物價指數之因果關係。吳聰敏（1994）由 1945 年前後臺灣銀行的資產負債表，分析貨幣發行劇增的原因。吳聰敏（1997）綜合分析戰後初期國民政府的經濟管制政策，並說明部分的管制政策使物價膨脹更為嚴重。

貨幣經濟學的研究文獻上，關於惡性物價膨脹現象的兩個重要結論是：(1)物價膨脹是貨幣現象；(2)惡性物價膨脹幾乎都是嚴重財政赤字所引起，因此，財政收支平衡才能使物價穩定下來（Sargent, 1993）。本文以吳聰敏（1994、1997）之研究為基礎，說明臺灣戰後惡性物價膨脹的原因，並說明美援在物價穩定政策中的重要角色。本文的結果顯示，臺灣的惡性物價膨脹與上述兩個研究結論吻合。因為物價膨脹是貨幣現象，本文第二節首先說明戰後初期貨幣供給增加的原因，第三節則檢討公營企業體制對物價膨脹之影響。第四節說明，臺灣的惡性物價膨脹是國民政府經濟管制政策所造成的。第五節扼要說明 1949 年 6 月的幣制改革，並分析美援在物價穩定中所扮演的重要角色。第六節為結語。

## 貳、貨幣與物價

對於惡性物價膨脹的現象，經濟學家作過許多的研究，並歸納出幾個結論。其中最重要的一個結論是 Milton Friedman 所說的：“Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”（無論何時何地，物價膨脹都是貨幣現象）。這句話的意思是，物價膨脹是因為貨幣發行太多所引起。

圖 1 畫出臺灣 1942-1952 年間之貨幣發行淨額與躉售物價指數之變

動。圖中最顯著的特徵是，1945-1949 年之間物價指數和貨幣供給之變動亦步亦趨。事實上，在 1942-1945 年之間，貨幣供給已出現上升的趨勢，但是物價指數卻相對持平，主要原因是臺灣總督府實施了物價管制。總督府在 1937 年 8 月公布實施「暴利取締令」。1938 年 9 月公布「物品販賣價格取締規則」，開始實施公定價格。1939 年 9 月 18 日發布「價格等統制令」，宣布全面凍結物價。<sup>1</sup>

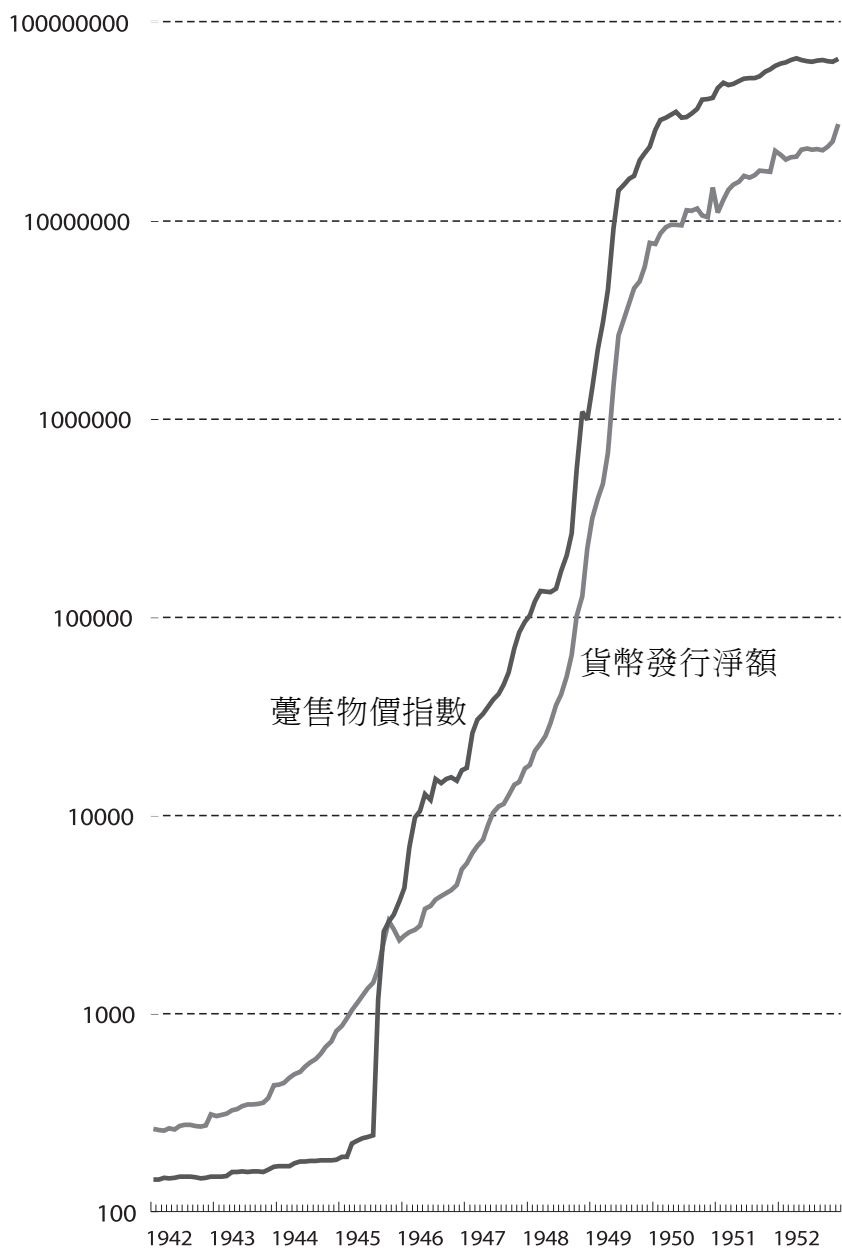
圖 1 所畫出的物價指數，主要是根據公定或經核准之協定價格計算。<sup>2</sup> 因為物價受到管制，因此日治末期雖然貨幣供給上升，物價指數卻相對平穩。1945 年 8 月 15 日日本投降時，物價管制瓦解，物價指數因而跳升至市場均衡水準。整體而言，圖 1 所顯示的物價與貨幣之關係，再度驗證 Friedman 所歸納的結論。

---

<sup>1</sup> 有關日治末期之物價管制，請見吳聰敏：〈臺灣農畜業之生產額：1902-52〉，《經濟論文叢刊》，29 卷 3 期（2001 年 9 月），第 5 節。

<sup>2</sup> 根據蘇震、葉子謀：《臺灣省通志稿：經濟志物價篇》（臺北：臺灣省文獻會，1958 年），頁 211 之說明，臺灣省行政長官公署統計處編製之日治末期的物價指數，一部分係參酌黑市價格。

圖 1：貨幣供給與物價膨脹（1942-1952）



說明：通貨發行淨額單位為臺幣百萬元；躉售物價指數基期為 1937 年，指數等於 100。

資料來源：吳聰敏、高櫻芬：〈臺灣貨幣與物價長期關係之研究：1970 年至 1986 年〉，  
《經濟論文叢刊》，19 卷 1 期，頁 23-71。

## 一、日治末期貨幣發行增加的原因

關於惡性物價膨脹研究的第 2 項重要結論是：一國的貨幣發行之所以毫無節制的增加，主要原因是政府財政收支無法平衡(Sargent, 1993)。當政府財政出現嚴重赤字時，財政部門被迫向中央銀行借入，央行若以發行貨幣支應，即出現惡性物價膨脹。舉例言之，德國在兩次大戰結束時，政府財政崩潰，央行被迫以發行貨幣融通政府支出，因而發生惡性物價膨脹。

在 1945-1949 年的物價膨脹期間，臺灣的財政狀況如何呢？根據臺灣行政長官公署統計，1937-1944 年度之間，臺灣總督府不僅沒有財政赤字，反而是每年都有巨額的財政盈餘。<sup>3</sup>以 1944 年度（1944 年 4 月至 1945 年 3 月）為例，歲入決算為 844,013,475 圓，歲出決算為 606,998,748 圓，財政盈餘達 237,014,727 圓。既然財政收支出現盈餘，為何臺灣銀行的貨幣發行持續增加？

臺銀的貨幣發行都記錄於資產負債表上，因此，我們可由之分析貨幣發行增加的原因。表 1 列出 1940 年底至 1946 年 5 月 18 日臺灣銀行交接前夕，臺灣銀行的資產負債表。在負債面，鈔券發行由 1940 年底的 199.7 百萬圓增加 1946 年 5 月 18 日的 3,341.3 百萬圓。在短短的五年半之間，貨幣發行額增加為 16.7 倍。就資產面而言，1940 年到 1945 年之間，「放款」、「有價証券」及「各部往來」是數額增加較快速的資產科目。底下，我們首先檢討有價証券之變動。

有價証券項下的國債（日本政府發行的公債）從 1940 年底的 134.9 百萬圓，一路增加到 1945 年 7 月底的 565.0 百萬圓。同一期間，貨幣發行增加了 1,007.4 百萬圓。因此，國債增加占貨幣發行增加的 45.5%，而放款增加（423.1 百萬圓）占 42.0%。臺銀購買日本政府公債，或者對企業放款，都會使貨幣發行增加。在正常的經濟成長下，銀行放款的增加是必然的現象。但是，臺銀購入大量政府公債則非正常現象。

---

<sup>3</sup> 臺灣省行政長官公署：《臺灣省五十一年來統計提要》（臺北：行政長官公署，1946 年），頁 982。

因此，臺灣銀行大量購入日本政府公債，可以說是此一時期貨幣發行激增的主要原因。

表 1：臺灣銀行資產負債表（1940.12-1946.5.18）

|       | 1940.12 | 1942.12 | 1944.12 | 1945.7 | 1945.8 | 1945.12 | 1946.5.18 |
|-------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|-----------|
| 資 產   | 431.3   | 591.9   | 1213.0  | 1695.0 | 2206.7 | 3794.9  | 5481.7    |
| 放 款   | 226.3   | 296.0   | 549.7   | 649.4  | 762.0  | 1477.2  | 1501.8    |
| 有價證券  | 137.2   | 209.8   | 475.9   | 592.9  | 8.7    | 18.4    | 18.4      |
| 國 債   | 134.9   | 182.6   | 448.3   | 565.0  | 2.5    | 0.0     | 12.2      |
| 所 有 物 | 6.7     | 7.9     | 9.1     | 9.2    | 9.2    | 9.2     | 11.6      |
| 各部往來  | 0.0     | 0.0     | 132.8   | 397.2  | 1386.1 | 2054.0  | 1981.9    |
| 其他資產  | 61.1    | 78.2    | 45.5    | 46.3   | 40.7   | 236.1   | 1968.0    |
| 負 債   | 431.3   | 591.9   | 1213.0  | 1695.0 | 2206.7 | 3794.9  | 5481.7    |
| 發行鈔券  | 199.7   | 289.3   | 796.1   | 1207.1 | 1651.7 | 2311.8  | 3341.3    |
| 存 款   | 137.7   | 165.5   | 269.3   | 350.8  | 412.0  | 1386.3  | 1833.6    |
| 其他負債  | 93.9    | 137.1   | 147.6   | 137.1  | 143.0  | 96.8    | 306.8     |

說明：單位為臺銀兌換券百萬圓。

資料來源：吳聰敏：〈臺灣戰後的惡性物價膨脹〉，收錄於梁國樹編：《臺灣經濟發展  
論文集—紀念華嚴教授專集》（臺北：時報文化公司，1994 年），表 1。

日本於 1937 年發動戰爭之後，國防支出日增，最後不得不靠發行公債籌措戰費。在 1936 年度，公債發行收入及借入款占當年度日本政府財政收入的 25.7%，1941 年度，此一比率上升為 59.2%，1944 年度再升為 78.6%，第二次世界大戰結束的 1945 年度，則略降為 72.6%。<sup>4</sup>日治時期，臺灣雖然不直接負擔日本的國防支出，但間接分攤，實屬必然。在臺灣，日本政府所發行的公債有相當大的比例是由金融機構承購，其中臺灣銀行所購入者尤多。<sup>5</sup>1899 年制訂的「臺灣銀行法」規定，臺灣銀行券之發行除了以黃

<sup>4</sup> 臺灣銀行史編纂室：《臺灣銀行史》（東京：編者印行，1964 年）。

<sup>5</sup> 見吳永福：《臺灣之幣制與銀行》（南京：財政部財政研究委員會，1947 年），頁 56-69



金為準備外，還可以政府發行之紙幣、証券或其他確實証券為保證準備。<sup>6</sup>因此，臺銀所購入之日本國債係充當貨幣發行的保證準備。

1945 年 7 月底，臺銀持有之國債餘額為 565.0 百萬圓，8 月底頓然減少為 2.5 百萬圓。但是，「各部往來」的數額則大幅增加。「各部往來」是指臺銀省內總行與省外各分行的財務往來。1945 年 8 月 13 日，臺銀將省內總行之証券 645.99 百萬圓，悉數運往東京分行。<sup>7</sup>因此，有價証券的餘額從 7 月底的 592.9 百萬圓銳減為 8 月底的 8.7 百萬圓，「各部往來」則由 7 月底的 397.2 百萬圓激增為 1,386.1 百萬元。由此可見，要了解 1945 年 8 月以後臺銀對日本政府債權之變動，我們必須把「各部往來」與「國債」合併計算。<sup>8</sup>

其次，我們檢討放款餘額之變動。根據吳聰敏〈臺灣戰後的惡性物價膨脹〉（1994）之表 2，1945 年 7 月之前，臺銀主要放款對象為工業（製造業），其中製糖業尤為重要。日治時期，除了農業之外，製糖業是臺灣最重要的產業。從 1941 年底到 1945 年 3 月之間，臺銀對製糖業放款占放款總餘額的比率平均為 25.7%。但是，1945 年 8 月開始，商業部門之放款比重逐漸上升。同年 10 及 11 兩月，臺銀對商業部門的放款餘額甚至超過工業部門。臺銀對商業部門的放款中，保險業之比率在 1945 年 8 月以後變得尤其重要。這表示在戰爭期間，生命財產損失增加，而保險公司的營運也面臨困境。<sup>9</sup>

若以放款數額之變動而論，1945 年 8 至 12 月之間臺銀放款結構最重

---

及黃通、張宗漢、李昌瑾：《日據時代之臺灣財政》（臺北：聯經出版社，1978 年），頁 84-89。1937 年時臺灣各金融機構保有日本國債總額為 108 百萬餘元，1945 年 9 月底則達 1,111 百萬餘元。

<sup>6</sup> 有關日治時期臺灣之幣制及金融機構之演變，參見吳耀輝：《臺灣省通志稿：經濟志金融篇》（臺北：臺灣省文獻會，1959 年）。

<sup>7</sup> 見吳永福：《臺灣之幣制與銀行》，頁 58。

<sup>8</sup> 臺灣銀行：《臺灣金融經濟資料蒐錄附錄統計表》（臺北：臺灣銀行，1946 年），頁 43，載有 1945 年底臺灣銀行對於日本之債權（3,038.3 百萬圓）及各部往來餘額（2,020.1 百萬元）。後項數字和表 1 的「各部往來」數字頗為一致。遺憾的是，細節數字不明。

<sup>9</sup> 根據《臺灣省統計要覽》，第 1 期，頁 57，1945 年臺灣省的戰爭保險的保險費收入共計 8.6 百萬元，賠償金額則高達 706.8 百萬元。另見黃秉心：〈臺灣保險業之史的研究〉，《臺灣銀行季刊》，1 卷 2 期，頁 58-59。

要的改變是對日本政府公庫的墊款上升。此項墊款是計入在表1的「其他資產」項下。日本政府的國庫收支是由日本銀行代理；在臺灣，則由日銀委託臺銀辦理。日本在1945年8月15日投降之後，臺灣總督府依然有各項公務支出，但稅收則陷入混亂狀態。1945年9月底，日本政府在臺銀仍有存款8.6百萬圓。10月份起，存款餘額變成赤字，公務支出反而必須由臺灣銀行墊付。10月底臺銀對日本國庫金的墊付餘額為291.4百萬圓；11月底上升為408.7百萬圓；12月底再上升為422.7百萬圓。<sup>10</sup>

臺灣行政長官公署於1945年10月底成立之後，即開始進行接收工作。從1945年11月至1946年3月之間是所謂的監理時期。以臺銀為例，日常之業務營運仍由日本人負責，但由行政長官公署監督。1946年5月20日，臺銀正式交接給長官公署。在臺銀交接前夕（5月18日），資產負債表上的「其他資產」餘額劇增為1,968.0百萬圓。其中，除了臺銀對日本國庫墊付款445.4百萬圓之外，還包括對臺灣省公庫墊款776.6百萬圓。到了5月底，省公庫透支又劇升為1,308.7百萬圓。由此可見，從1946年初開始，行政長官公署之財政問題已變成是臺銀貨幣發行的壓力來源。綜合以上所述，1940年至1945年底，臺銀通貨發行增加的主要原因為：

- (1)1940年到1945年8月之間，臺銀購入巨額的日本政府公債。
- (2)1945年8月至12月之間，臺銀對日本國庫提供巨額墊款。
- (3)1945年8月至12月之間，臺銀對保險業提供巨額放款。

前兩項政策背後的原因是日本政府的財政赤字。由此可見，日治末期臺灣物價上漲的壓力是因為貨幣供給增加，而貨幣供給增加的原因的確是財政赤字。但這是日本本國之財政赤字，而非臺灣總督府的財政赤字。1946年初開始到臺銀交接前夕，貨幣發行的壓力則來自對行政長官公署的墊借。

## 二、戰後初期貨幣發行增加的原因

<sup>10</sup> 見臺灣銀行史編纂室：《臺灣銀行史》，頁854a、854b，表85；頁1164，表2。我們把臺銀對公庫的墊付款計入表1的「其他資產」科目下，因此該科目在10月底的數字明顯上升。

臺灣的物價雖然在日治末期已經上升，但嚴重的物價膨脹是發生於戰後的 1946-1950 年之間。因此，接下來我們分析財政赤字是否為此一時期惡性物價膨脹的原因。臺灣省行政長官公署於 1945 年 10 月 25 日在臺北成立，11 月 1 日起，行政長官公署財務處接管前臺灣總督府財務課，開始掌管臺灣省財政會計事務。這是所謂的「監理時期」的起點。行政長官公署接管之後，會計年度改為曆年制，因此，1945 年度之預算僅包含當年 4 月至 12 月期間。

1945 年度之財政，前 10 個月是由總督府負責，後 2 個月是由行政長官公署經管。因為經歷戰爭之結束，收支數字不易釐清。但是，1946 年開始的財政收支有明確的統計數字。根據臺灣省政府主計處統計，1946-1950 年度之間，臺灣省政府每年都出現財政盈餘。<sup>11</sup>以幣制改革的 1949 年為例，歲入決算為新臺幣 105.714 百萬元，歲出決算為 92.659 百萬元，財政盈餘為 13.055 百萬元。既然財政收支有盈餘，為什麼臺銀的貨幣發行增加如此之多？原因是，財政統計並未表現省庫之現金流量。

舉例言之，根據《臺灣省財政統計》（1953 年版），1946 年度臺灣省的財政賒借收入為 1,255.3 百萬元，但是，臺灣省政府則記載，1946 年度行政長官公署總會計的短期借款為 2,000.0 百萬元，核准債款為 377.7 百萬元。<sup>12</sup>「短期借款」大於「財政賒借收入」表示，省政府對臺銀的短期借款有一部分並未列入《臺灣省財政統計》內。但是，只要省庫向臺銀借錢，臺銀即出現貨幣融通壓力。因此，我們不能由財政收支統計來分析臺灣銀行的貨幣融通壓力，必須直接觀察臺銀的資產負債表。

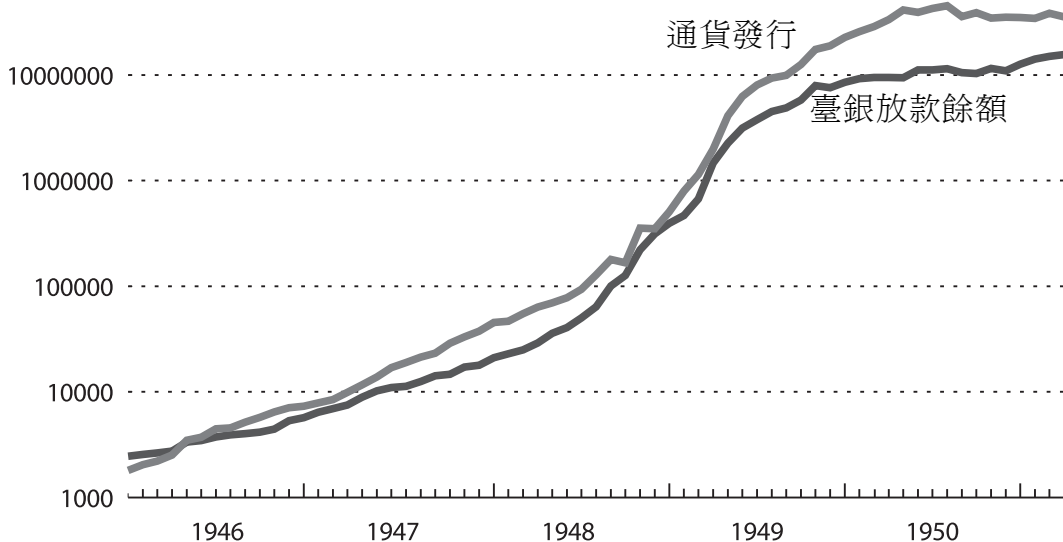
圖 2 顯示，1946.1-1951.4 之間，通貨發行與臺銀放款餘額之變動亦步亦趨。顯然，貨幣發行增加主要是臺銀持續增加放款所致。臺銀主要的放款對象有那些？從日治初期開始，臺銀一方面是商業銀行，同時也負責發行臺灣銀行券，因此，兼具中央銀行與商業銀行的功能。日治時期，臺銀之放款以民營企業為主。戰後開始，臺銀的放款對象幾乎百分之百都是公

<sup>11</sup> 臺灣省政府統計處：《中華民國臺灣省統計提要：1946 年-1967 年》（臺北：臺灣省政府主計處，1971 年），頁 694、700。

<sup>12</sup> 臺灣省政府：《中華民國三十五年度行政紀要》（臺北：臺灣省政府，1947 年），頁 200。

營企業。譬如，在 1947 年底臺銀的總放款餘額中，民營企業只占 0.64%，1948 年底為 1.35%，1949 年底增為 8.09%。臺銀之放款變成以公營企業為主，原因之一是日治時期日本人所經營之企業，在國民政府接收時大都被收歸為公營企業。

圖 2：通貨發行與臺銀放款餘額



單位：臺幣百萬元。1949 年 6 月底起原資料以新臺幣統計，本圖改為以臺幣顯示。

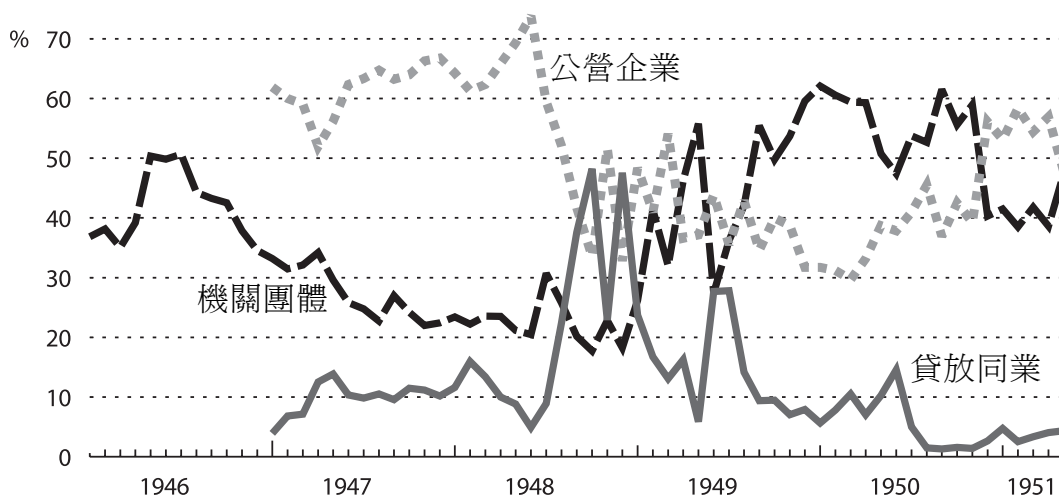
行政長官公署時期開始，臺糖公司是臺銀最主要的放款對象。上一小節說明，1941 年底到 1945 年 3 月之間，製糖業之放款占臺銀放款總額的 25.7%。在監理時期（1945 年 11 月至 1946 年 3 月底）臺糖已積欠臺銀臺幣 3.07 億元，約占臺銀放款餘額的 21.4%。此一比率略低於日治末期。但到了 1946 年底，臺糖之借款增至臺幣 21 億餘元，約占放款餘額的 35%。1949 年底，臺糖公司之負債總額高達新臺幣 8 千萬元，占臺銀對企業放款餘額的 50%。<sup>13</sup>

<sup>13</sup> 參見張季熙：〈糖業〉，收錄於《臺灣工業復興史》（臺北：中國工程師學會，1958 年），頁 100；吳聰敏：〈臺灣戰後的惡性物價膨脹〉，收錄於梁國樹編：《臺灣經濟發展論文集—紀念華嚴教授專集》（臺北：時報文化，1994 年），頁 153、166。

除了公營企業之外，臺銀放款的另一個主要對象是機關團體，包括省政府與中央政府。上一小節曾說明，在 1946 上半年，臺銀對公庫墊款之對象由日本國庫轉變成行政長官公署，而且金額持續擴大。圖 3 將臺銀之放款對象區分為：公營企業、機關團體、以及貸放同業三部分。我們未能找到 1946 年臺銀對公營企業放款與貸放同業之統計，不過，猜測 1946 年貸放同業之數額應該不大。若暫且不論 1946 年，從 1947 年初到 1948 上半年，公營企業是臺銀最主要的放款對象。換言之，臺銀對公營企業的巨額放款是此一時期惡性膨脹的主要原因，而其中尤以對臺糖的放款最為重要。

圖 3 也顯示，在 1948 年 8 月到 12 月之間臺銀貸放同業之數額大幅上升，其比率甚至超過對公營企業與機關團體之放款。下一小節說明其中原因。

圖 3：臺銀放款之比率



說明：1946 年資料取自《臺灣金融經濟月報》，第 4 號（1947 年 3 月），1947 年開始，取自《臺灣銀行季刊》各期。

### 三、熱錢與疏散應變匯款

戰後初期臺灣發生惡性物價膨脹之際，中國大陸也發生物價膨脹，而且情況更嚴重。1948年8月19日，國民政府在大陸宣布財政緊急處分令，實施幣制改革，並發行金圓券以替代法幣，此即所謂的「八一九」幣制改革。此次改革中，中央銀行規定人民不得持有金銀外匯。臺灣於8月21日開始，由臺灣銀行收兌民間的金銀外匯。從8月21日到10月底止，臺銀收兌的金銀外匯價值總計達臺幣18,009.8百萬元。<sup>14</sup>不過，「八一九」對臺灣經濟的影響還不在此，而是在於金圓券與臺幣之間的匯率制度。

「八一九」之前，臺幣對法幣的匯率是由省政府機動調整的。此一期間因為法幣貶值速度遠高於臺幣，匯率經常調整。到了8月19日大陸幣制改革前夕，臺幣對法幣的兌換率為1:1635。幣制改革時，金圓券對法幣的兌換率為1:3000000，折換成臺幣對金圓券的兌換率為1835:1。「八一九」幣制改革時，國民政府宣布匯率為固定，非經行政院許可不得變動。在固定匯率制度下，除非民眾預期臺灣與上海兩地有相同的物價膨脹率，否則即會出現套利行為。

「八一九」幣制改革時，國民政府同時在上海等地實施物價管制。臺北的躉售物價指數10月底是8月底的2.72倍，11月底又是10月底的1.96倍。相對而言，在物價管制之下，上海的物價從8月23日到8月底幾乎維持不變。10月的物價指數也不過是8月底的1.3倍。但到了11月，物價管制完全崩潰，指數劇升11倍之多。<sup>15</sup>8月到10月之間，上海實施物價管制，因此，臺灣的物價膨脹率高於上海。但是，根據許建裕的說明，早在10月上旬上海某些商品的價格及黑市金鈔已開始上漲，甚至發生搶購的現象。<sup>16</sup>

事後看來，顯然有不少人預期幣制改革終將失敗，臺幣將對金圓券升值。因此，從8月19日匯率固定開始，上海的「熱錢」大筆流入臺灣。匯入款從1948年8月開始逐漸增加，9月及10月的匯入款增加更為猛烈，

<sup>14</sup> 潘志奇：〈民國三十七年之臺灣經濟〉，《臺灣銀行季刊》，2卷3期，頁1-34。

<sup>15</sup> 上海物價資料見吳岡：《舊中國通貨膨脹史料》（上海：上海人民出版社，1958年），及《中央銀行月報》，新4卷2期（1949年2月號），頁20。

<sup>16</sup> 許建裕：〈民國三十七年之臺灣物價〉，《臺灣銀行季刊》，2卷3期，頁54-70。



兩月合計高達臺幣 112,523 百萬元。相對的，匯出額只有 16,542 百萬元，匯入淨額達 95,981 百萬元。這些匯入款對貨幣發行產生壓力，臺幣發行額從 8 月底的 50,005 百萬元上升為 10 月底的 100,341 百萬元，共計增加 50,336 百萬元。兩相比較，臺幣發行額增加遠低於匯入淨額。但事實上，為了應付市場上鈔券不足的問題，臺銀從 1948 年 5 月 3 日開始發行面額 5 千元的「即期定額本票」，此項本票在市場上廣泛被當作貨幣使用。若將臺銀本票與貨幣發行餘額合計，則 8 月至 10 月之間共計增加 71,395 百萬元，為匯入淨額的 74.3%。<sup>17</sup>

在此一時期，臺灣與大陸間的匯兌業務係由中央銀行委託臺銀辦理，由省外匯入的金圓券有相當的數額存放於中央銀行。因此，1948 年 8-10 月匯入淨額增加時，如上面圖 3 所示，臺灣銀行貸放同業（央行）的金額也隨之而上升。<sup>18</sup>1948 年 8 月到 10 月之間，臺銀貸放同業的金額共計增加 65,632.8 百萬元。

1948 年 11 月 1 日，臺幣對金圓券的匯率調整為 1:1000，並且恢復機動調整。匯率反映市場供需之後，熱錢開始流出。11 月份，匯出金額即高達 70,759 百萬元，是 10 月份的 8.8 倍；匯入款則為 47,382 百萬元。匯率恢復機動調整之後，熱錢流入的問題即告解決。不幸的是，另一個更嚴重的問題緊接著出現。

到了 1948 年下半年，國民政府在大陸的軍事情勢已接近絕望，部分中央政府機關開始撤遷臺灣。1949 年 1 月 23 日北平易手之後，長江以北幾乎

<sup>17</sup> 臺銀後來又發行票面金額一萬元、十萬元、及百萬元（1949 年 5 月 17 日）的本票。臺銀於 5 月下旬起，陸續收回各種本票。6 月 15 日新臺幣發行之後，收回之定額本票可折換新臺幣。而且，負責檢查新臺幣發行準備的監理委員會在其檢查公告中，把未收回之定額本票也計入新臺幣發行額中，表示定額本票確實等同於臺幣流通。以上資料請見《臺灣銀行季刊》，3 卷 1 期「臺灣經濟日誌」。遺憾的是，作者未能找到 1948 年 5 月至 8 月之間本票發行餘額。

<sup>18</sup> 《臺灣省參議會第一屆第六次會議》（1948 年 12 月），頁 55-57，有臺銀放款內容的簡單說明。該資料說明，10 月份臺銀「京滬兩行存放中央銀行頭寸激增達 345 億餘元，至十一月份減至 29 億元」。同項資料中又說明 11 月份臺銀存放同業數字為臺幣 38,271 百萬元。其中最主要者為臺銀代理經營外匯業務所得外匯折合臺幣約 23,300 百萬元，存放於中國銀行。

已全部在中共的掌握之中。因此，1948年12月起臺灣的省外匯入款中開始出現所謂的「疏散應變」匯款。據吳耀輝所述，到了1948年12月省外的匯入款幾乎全部都是逃難資金。<sup>19</sup>總計11月及12月兩個月，省外匯入淨額為191,218百萬元。相對的，計入定額本票的貨幣發行額在這兩個月之間增加177,993.1百萬元。

1949年國民政府在大陸的軍事局勢持續惡化，撤遷臺灣的中央政府機構日增。此一局勢演變加深臺灣的財政及金融危機。省政府於「臺灣省幣制改革方案」（1949年6月15日）的前言中，對此情勢轉變有具體說明：「近數月來復因中央在臺之軍公費用及各公營事業之資金，多由臺省墊借，歷時既久，為數又鉅，……去年十一月以降，……中央軍政款項之墊借尤為龐大。」在1948年11月底，臺銀對中央機關的墊借款為數仍微。<sup>20</sup>但是，12月開始臺銀對「機關團體」之放款則大幅增加。一直到1950年底，臺銀對機關團體之墊借才稍見緩和。

綜合以上所述，1946-1950年之間，臺銀貨幣供給增加的主要原因各期間並不同，但可扼要歸納如下：

- (1)1946上半年，臺銀對省公庫墊款。
- (2)1946下半年至1948年之間，臺銀對公營企業放款。
- (3)1948年8月到10月底，上海熱錢流入。
- (4)1948年11月至1950年底，對中央政府軍政機關墊借。

表2為臺灣銀行1945-1950年之資產負債表。其中，臺灣省政府曾在1949年6月15日實施幣制改革，發行新臺幣取代原來的臺幣。

<sup>19</sup> 吳耀輝：〈民國三十七年之臺灣金融〉，《臺灣銀行季刊》，2卷3期（1949年），頁35-53。另根據《臺灣銀行季刊》（2卷4期，頁193）之統計，從臺灣銀行開始辦理省外匯兌至1948年底止，省外匯入款總計為金圓券1,006.85百萬元。其中，軍款占35.44%，公款占22.91%，合計為58.35%。此外，臺糖在大陸售糖之收入款占20.60%。

<sup>20</sup> 該月底臺銀對機關團體的放款額為38,059.7百萬元，占全部放款的22.8%。其中對省庫放款約7,300百萬元，警備總司令部400百萬元。其餘為對農林處、水利局、糧食局、教育廳及各縣市政府之放款。見《臺灣省參議會第一屆第六次會議》（1948年12月），頁55。



表 2：臺灣銀行資產負債表（1945.12-1950.12）

|         | 1945.12 | 1946.12 | 1947.12 | 1948.12  | 1949.5    | 1949.12 | 1950.12 |
|---------|---------|---------|---------|----------|-----------|---------|---------|
| 資 產     | 3794.9  | 12430.2 | 60472.0 | 796673.8 | n.a.      | 954.3   | 2065.0  |
| 放 款     | 1477.2  | 5544.0  | 30569.3 | 199531.0 | 1874428.0 | 419.1   | 828.3   |
| 對政府機構   | n.a.    | n.a.    | 7443.3  | 64695.0  | 1106311.0 | 259.7   | 348.6   |
| 存 放 同 業 | 4.3     | 244.5   | 2617.0  | 153225.8 | 108782.9  | 33.9    | 135.4   |
| 各 部 往 來 | 2054.0  | 934.9   | 9145.9  | 21483.0  | n.a.      | 84.9    | 71.9    |
| 發 行 準 備 | -       | 5029.2  | 14489.5 | 139397.1 | n.a.      | 197.6   | 282.1   |
| 其 他 資 產 | 259.4   | 677.6   | 3650.3  | 283036.9 | n.a.      | 218.8   | 747.3   |
| 負 債     | 3794.9  | 12430.2 | 60472.0 | 796673.8 | n.a.      | 954.3   | 2065.0  |
| 鈔 券 發 行 | 2311.8  | 5330.6  | 17133.2 | 142040.8 | 509351.7  | 197.6   | 297.9   |
| 定 額 本 票 | -       | -       | -       | 78676.1  | 952901.9  | -       | -       |
| 存 款     | 1386.3  | 3627.8  | 9362.9  | 296112.5 | n.a.      | 155.2   | 758.9   |
| 抵繳存款準   | -       | 0.0     | 10089.5 | 47782.5  | n.a.      | 252.0   | 73.6    |
| 其 他 負 債 | 96.8    | 3471.8  | 23886.4 | 310738.0 | n.a.      | 349.5   | 934.6   |

說明：- 代表無此項科目，n.a. 代表無資料。1949 年 5 月以前，單位為舊臺幣百萬元，6 月以後為新臺幣百萬元。

資料來源：吳聰敏：〈臺灣戰後的惡性物價膨脹〉，表 3；資料調整方法請見該表之說明。

### 叁、公營企業

上一節說明，1946 年下半年至 1948 年之間，臺銀對公營企業之放款是貨幣發行增加的主要原因。事實上，收受存款與對企業放款是銀行正常的商業活動。因此，臺銀對公營企業放款為何會導致物價膨脹，值得進一步探討。戰後初期，臺糖是全臺灣最重要的公營企業，其對於臺銀的借入款也最多，故本節以臺糖公司為例作一說明。

日治時期，稻米與砂糖是臺灣最重要的產出，戰後初期仍是如此。1930 年代晚期，臺灣有四家大規模的民營製糖公司，都是日本人所經營。國民

政府接收之後，將之合併成一家，取名臺灣製糖公司，為國省合營。民營糖廠變成公營企業之後，國民政府可以直接控制砂糖的訂價與銷售，但是，製糖所需之甘蔗原料大部分是由一般農民所栽種。農民是否選種甘蔗，可以自由決定。因此，雖然國民政府管制砂糖的訂價與銷售，但砂糖生產仍面臨市場的力量：農民的植蔗意願。

日本戰敗投降之後，1945年8月底四大糖公司計有存糖347,286公噸。到了1946年3月底監理階段結束時，存糖餘額減為173,262公噸。再經過所謂的「疏開糖」、「改裝溢數」之損失，臺糖公司實際接收之砂糖約15萬公噸。<sup>21</sup>對臺糖公司而言，出售此15萬噸存糖之所得，將是下一年期營運資金之來源。不幸的是，國民政府竟於此時下令接收日人所遺留的存糖：「所有接收日人存糖，奉令撥歸中央，集運上海代為銷售。」<sup>22</sup>中央政府強制徵收砂糖的政策對於臺糖的營運而言是一嚴重打擊。

1947年228事件發生後，3月6日臺北市「二二八事件官民處理委員會」向行政長官公署提出處理大綱共計32條，其中與經濟有關的包括：撤銷專賣局（第18條），撤銷貿易局（第19條）。隔日，又增列十條要求，其中第10條為「送與中央食糖一十五萬噸，要求中央依時估價撥歸臺灣省」。那麼，這15萬噸砂糖價值多少？

從1946年4月至11月底，臺糖公司共計輸出砂糖88,485.36公噸至上海，其中1946年11月份為12,320.03公噸，因此截至10月底止，輸出數量為76,165.33公噸。而1946年10月31日臺糖資產負債表列出代售中

<sup>21</sup> 參見張季熙：〈糖業〉，頁17-18，表6。臺糖公司所得到存糖之外的砂糖（約17萬公噸）去處為何，頗值得探究，但我未能找到足以具體說明的相關資料。參見葉榮鐘：《臺灣人物群像》（臺北：時報文化，1995年），頁415。

<sup>22</sup> 參見臺糖公司：《臺灣糖業概況》（臺北：編者印行，1946年），頁70。此一事件始末，請見鄭友揆、程麟蓀、張傳洪：《舊中國的資源委員會：1932-1949》（上海：上海社會科學院出版社，1991年），頁223-225。陳儀於1946年6月8日向行政院電函：「糖之輸出，奉院長規定交由上海敵偽產業處理局統籌銷配，不由本省自賣……。」見陳興唐：《臺灣「二二八」事件檔案史料》（臺北：人間出版社，1992年），頁66。同一電文中尚說明臺灣外銷上海之煤，「售價均由經濟部上海區燃料管理委員會……統制核給……」。

央糖現款合計 6.03 億元，占臺糖公司資產總額的 18.5%。假設此款項即對應前述 10 月底之輸出數量，則臺糖「捐獻」中央 15 萬公噸砂糖之價值約為 13.26 億元。<sup>23</sup>1947 年 228 事件發生之後，蔣介石才批准將存糖出售收入之一半劃歸臺糖公司。但其時物價膨脹嚴重，臺糖實際所得恐遠低於原先之價值。<sup>24</sup>

1947 年臺糖銷至上海的砂糖數量占全部內外銷的 98.8%，1948 年則占 74.3%。更重要的是，銷往上海的砂糖「定價必須低於市價，以協助政府實施平抑物價政策」。除了售價的問題之外，臺灣砂糖出口也面臨匯率的干預。張季熙說明，因為政府干預，臺糖公司出口砂糖之匯率遠低於正常水準，使臺糖在 1947-1949 年間，「損失達新臺幣一億四千餘萬元」。<sup>25</sup>臺糖因為奉命捐獻 15 萬噸砂糖，而致缺乏營運資金，只能向臺灣銀行借貸。再加上砂糖出口價格管制以及匯率的干預，臺糖越借越多。在監理期間（1946 年 3 月底之前），臺糖已向臺銀借入舊臺幣 3.07 億元；1946 年底，借款額高達 21.436 億元，占臺銀全部放款餘額的 21.4%。1947 年底，臺糖之臺幣負債餘額增加至 90.4586 億元。<sup>26</sup>

因此，臺銀之所以對公營企業提供巨額放款，起源於國民政府對於公營企業的管制與干預。公營企業的效率原本就不如民營企業，再加上政府管制，其所面臨的財務困難最後終須靠臺銀提供貸款來解決，而造成臺銀貨幣發行的壓力。

## 肆、經濟管制與惡性物價膨脹

1895-1945 年之間，臺灣是日本的殖民地。日本國內與臺灣之間常出

<sup>23</sup> 相關資料請見臺糖公司：《臺灣糖業概況》，頁 70、80，及其附表。若依臺糖公司總經理沈鎮南按時價估計，「捐獻」砂糖價值 6,000 萬美元。

<sup>24</sup> 參見鄭友揆、程麟蓀、張傳洪：《舊中國的資源委員會：1932-1949》，頁 223。

<sup>25</sup> 張季熙：〈糖業〉，頁 99-100。

<sup>26</sup> 見鄭友揆、程麟蓀、張傳洪：《舊中國的資源委員會：1932-1949》，頁 240；薛月順：《光復初期臺灣經濟建設》（臺北：國史館，1993 年），頁 462。

現資源重分配。當日本國內財政狀況較佳時，資源通常是由日本流向臺灣。反之，當日本國內出現嚴重財政赤字時，自然會設法由臺灣取得資源。日本統治臺灣之初，曾對臺灣提供許多補助。反之，日治末期，日本銀行發行公債，要求臺灣銀行承購，等於是臺灣分擔日本之國防支出。同理，國民政府接收臺灣之後，臺灣與中國大陸間也出現資源重分配。

1945-49 年之間，國民政府仍位於中國大陸，但財政面臨破產，臺灣與大陸之間的資源重分配方向不言可喻。國民政府取用臺灣資源的方法有很多種，要求省公庫（臺銀）墊付中央軍政款項是最直接的方法。將日本民營企業（如製糖公司）收歸為獨占的公營企業，則是間接的方法。以上兩節說明，這兩項政策都迫使臺灣銀行增加貨幣發行。

除此之外，國民政府還實施許多經濟管制政策。這些政策直接或間接地影響臺銀的貨幣發行，並引發物價膨脹問題。本節將以貿易管制及匯率管制為例，說明國民政府的經濟管制政策及其影響。

## 一、貿易管制

日治末期因應戰時之貿易管制，總督府於 1944 年 1 月設立「臺灣重要物資營團」，為官商合營。行政長官公署接收之後，併入三井物產株式會社、三菱商事株式會社、菊之商行等其他七個民營貿易公司，改名為臺灣省貿易公司。1946 年 2 月，臺灣省貿易公司改稱「臺灣省貿易局」，仍然隸屬行政長官公署。228 事件之後，1947 年 6 月改組為「物資調節委員會」。臺灣省貿易局及其後的物資調節委員會掌管戰後初期臺灣進出口（特別是對中國大陸）貿易。戰後初期，國民政府對於臺灣經濟資源的控制，此一機構扮演相當重要的角色。

1946 年全年，貿易局經辦之進口物資總價額為臺幣 4.03 億元，占臺灣全年進口貨物價值（10.85 億元）的 37.1%。出口方面，貿易局經辦之數額為臺幣 8.47 億元，占出口總額（24.82 億元）的 34.1%。<sup>27</sup>換言之，貿易

<sup>27</sup> 貿易局進出口數字見臺灣省政府：《中華民國三十五年度行政紀要》，頁 50-51；總進

局經辦之進出口超過臺灣總進出口的三分之一。根據張澤南統計，省貿易局在 1946 年度的盈餘繳庫額高達臺幣 5.47 億元，占當年省支出決算額（26.09 億元）的 21%。<sup>28</sup>貿易局經手之進出口總額為臺幣 12.50 億元。將貿易局之利潤視為對進出口商品之課稅收入，並假設 12.50 億元為含稅數字，則進出口商品之平均稅率高達 77.8%！

陳榮富指出，貿易局及其後的物資調節委員會都是在「彌補赤字財政的任務下，經管對外貿易」。<sup>29</sup>以 1947-1948 年的統計數字來看，此一觀察極為正確。1947 年，公營企業盈餘繳庫總額為臺幣 18.18 億元，其中，物資調節委員會及其前身之貿易局之盈餘繳庫達臺幣 11.53 億元。1948 年，物資調節委員解繳省庫之盈餘達 70 餘億元，而省營、國省合營全部公營企業盈餘不過 160 億元左右。<sup>30</sup>

## 二、匯率管制

日治時期，臺灣的主要貿易對象是日本。1946-1949 年之間，臺灣之出口主要是輸往中國大陸。若由進出口數額來看，1946-1947 兩年臺灣對大陸之貿易都出現巨額順差。但是，張澤南指出，雖然對「省外貿易出超」，省外的匯兌基金卻常在緊迫狀態，其中原因乃為「中央在臺灣接收和徵購物資的價格有極不利的影響」。<sup>31</sup>以第 3 節之分析為例，臺糖公司自日人手中所接收之 15 萬噸砂糖「奉命撥歸中央」，因此臺糖雖有出口，但並無外匯收入。

1947 年開始，臺糖生產的砂糖運銷上海。但因為臺幣對法幣之匯率受

---

出口數字見臺灣省政府：《臺灣貿易五十三表》（臺北：臺灣省政府，1950 年），頁 2-3。

<sup>28</sup> 張澤南：《臺灣經濟提要》（臺北：善後救濟總署臺灣分署，1948 年），頁 171。另參見臺灣省政府：《中華民國三十五年行政紀要》，頁 49。

<sup>29</sup> 陳榮富：《六十年來臺灣之金融與貿易》（臺北：三省堂，1956 年），頁 150。

<sup>30</sup> 潘志奇：〈民國三十七年之臺灣經濟〉，《臺灣銀行季刊》，2 卷 3 期，頁 14、31-32。

<sup>31</sup> 張澤南：《臺灣經濟提要》，頁 130。

中央管制，出口砂糖之收入折算為臺幣之後，出現龐大的匯兌損失。因此，臺糖雖然出口大量砂糖到中國大陸，但仍然缺乏法幣，1947年10月臺灣銀行必須向中央銀行借入法幣5,500億元。<sup>32</sup>Jarman 檢討臺糖1950年的營運時即指出，因為匯率與糖價的管制，臺糖公司預期會面臨極大的財務困難。<sup>33</sup>

除了干預臺幣對法幣之匯率之外，國民政府也干預臺幣對外幣之匯率。匯率管制政策對於臺灣的出口極為不利，茶葉出口是一個例子。張我軍對於戰後初期的茶葉外銷，有如下的檢討：「原料和工資是與黑市外匯看齊，而銷售到外國的製品，價款回來時按官價結款，往往拿不到市價的半數甚至三分之一。」<sup>34</sup>

對於民營企業而言，貿易管制與匯率管制提高其成本，因此降低其在國際市場的競爭力。但對於公營企業而言，貿易與匯率管制導致營運資金不足時，必然求助於臺銀。因為有臺銀提供資金，公營企業能夠繼續存活，但物價膨脹的壓力也持續上升。

## 伍、幣制改革與美援

1945-1949年物價膨脹期間，省政府曾數度採行物價穩定措施，但沒有產生任何效果。1949年6月15日省政府實施幣制改革，發行新臺幣以替換原來的臺幣，相關的措施包括優利存款、黃金儲蓄存款、整頓財政收支等。<sup>35</sup>幣制改革之後，物價膨脹率很快地降下來。1949年1-6月之間，月平均躉售物價上漲率高達57.25%，7-12月之間物價上漲率跌至9.03%。

<sup>32</sup> 當時臺幣對法幣匯率為1比72，故折合臺幣約76.4億元。參見《臺灣銀行季刊》，1卷4期，「臺灣經濟日誌」，頁177。

<sup>33</sup> Robert L. Jarman ed., *Taiwan: Political and Economic Reports: 1861-1960*, volume 9 (Slough, U.K.: Archive Editions Limited, 1997), p.206.

<sup>34</sup> 張我軍：〈臺灣之茶〉，《臺灣銀行季刊》，2卷3期，頁87。另見張佩英、曹淑珍：〈臺灣之茶〉，收錄於《臺灣之茶》，臺灣特產叢刊第三種（臺北：臺灣銀行），頁44；張澤南：《臺灣經濟提要》，頁18-20、49-50。

<sup>35</sup> 參見臺灣銀行（n.d.）。



1951 全年之月平均物價上漲率為 5.02%，1952 年再降為 3.25%。有人認為省政府的幣制改革解決了惡性物價膨脹問題。譬如，Irvine and Emery 即認為優利存款政策使臺銀回收大量貨幣，因此發揮了穩定物價的效果。<sup>36</sup>

不過，進一步觀察貨幣供給成長率以及臺銀之放款，很快可以看出來省政府的幣制改革政策本身對於穩定物價應該只有短暫效果。幣制改革時，省政府公告新臺幣發行額不得超過 200 百萬元之上限。1949 年 6 月底，新臺幣發行額為 31.90 百萬元，但 12 月底已增加為 194.62 百萬元，逼近發行額上限。依據英國駐臺領事館之觀察，貨幣發行快速增加的主要原因是國防支出增加。<sup>37</sup>在正常情況下，新臺幣發行額訂定上限事實上毫無道理；當時的財政廳長也同意這個看法，但財政廳限制發行上限的目的是希望藉此重建人民對紙幣的信心。<sup>38</sup>

1949 年底中央政府撤退到臺灣之後，臺灣的國防支出日增，財政赤字也擴大。1950 年 1 月，美國杜魯門總統表示不介入中國的內戰；中共已準備一舉拿下臺灣，美國駐臺領事館也開始將僑民撤出臺灣。<sup>39</sup>在此情勢下，國民政府當然把可以動用的資源全部投入國防。1950 年度，中央政府支出為新臺幣 1,296.25 百萬元，國防支出占 89.4%。當年的稅課與公賣等政府收入為 863.24 百萬元，財政赤字為 409.60 百萬元，占政府支出的 31.6%。<sup>40</sup>如上面圖 3 所示，1949 年 6 月底臺銀對公務機關之放款占總放款餘額的 27.4%，12 月底上升至 59.3%。1950 年 6 月底為 47.4%，年底略降至

<sup>36</sup> Reed J Irvine. and Robert E .Emery , “Interest rates as an anti-inflationary instrument in Taiwan,” *The National Banking Review*, 4 (1966).

<sup>37</sup> 見 Robert L. Jarman ed., *Taiwan: Political and Economic Reports: 1861-1960*, volume 9, p.590。此一報告是當時少數持續觀察臺灣惡性物價膨脹始末的外國人的記錄。

<sup>38</sup> Robert L. Jarman ed., *Taiwan: Political and Economic Reports: 1861-1960*, volume 9, p.250。

<sup>39</sup> Bruce Cummings, *The Origins of Korean War*, volume 2 (New Jersey: Princeton University Press, 1990), C.16.

<sup>40</sup> 參見《財政統計年報》，民國 57 年版，頁 34-37。《財政統計年報》列有「差額抵補收入」（financing the budget deficit）會計科目，其下包含「財產收回及售價收入」、「公債收入」及「相對基金協助收入」三項。以上之計算將「財產收回及售價收入」（23.41 百萬元）視為經常收入。

40.3%。<sup>41</sup>因此，1950 年貨幣融通的壓力比起以往而言，可說是有過之而無不及。

因為國防支出無法降低，省政府能夠作的是儘可能回收市場流通的貨幣。幣制改革時所實施的黃金儲蓄存款與優利存款都是鼓勵人民把錢回存臺銀之帳戶，因此都有減少通貨發行之效果。不過，如果財政赤字無法減少，回收通貨之政策只能治標，不能治本。1950 年 2 月英國領事報告中評估臺灣的物價膨脹問題，認為解決之道是政府支出與軍事支出必須“drastically cut”。<sup>42</sup>

## 一、美援

1950 上半年，新臺幣的發行額一直都逼近發行上限，省政府與中央政府也沒有任何方法可以紓解財政赤字與通貨發行壓力。到了 6 月底，新臺幣發行額為 195.74 百萬元，仍勉力維持在 200 百萬元上限之下。但是，1950 年 6 月 25 日韓戰爆發，戲劇性地改變了臺灣面臨中共侵襲的情勢。6 月 28 日，杜魯門總統宣示美國第七艦隊巡航臺灣海峽，保護臺灣免於中國的攻擊，並對臺灣提供軍事與經濟援助。<sup>43</sup>美援宣布之後，省政府「明智地掌握此一機會」，7 月底的貨幣發行額一舉增加 21.1%，超越上限變成

<sup>41</sup> 原資料 1951 年 6 月之比率突然下降至 5.8%，但原因不是公務機關之借款減少。公論報社：《臺灣年鑑》（臺北：公論報社，1954 年），頁 25，表 10 之說明中指出，1951 年 6 月開始，放款數字中不再包括「公庫透支，出口押匯及買匯」，因此，1951 年 6 月以後的比率無法與之前的數字直接比較。另見陳榮富：《臺灣之金融史料》（臺北：臺灣銀行金融研究室，1953 年），頁 33。

<sup>42</sup> Robert L. Jarman, ed., *Taiwan: Political and Economic Reports: 1861-1960*, volume 9, p.200。

<sup>43</sup> 美國早在 1948 年就開始援助中國，在 1949 年度因為中國內戰加劇，援助計畫暫停。但上一年度未撥用之援助款與物資得繼續使用。這些援助物資中有一部分用於臺灣。關於美國對臺灣援助之經過及影響，可參見 Neil Jacoby, *U.S. Aid to Taiwan* (New York: Fredric A. Prager Publishers, 1966) 與周琇環：《臺灣光復後美援史料，第 1 冊—軍協計畫(一)》（臺北：國史館，1995 年）。



238.49 百萬元。<sup>44</sup>1951 年 6 月底，新臺幣發行額再增加至 344.06 百萬元，但臺灣的物價仍然相對穩定。

美援對於物價穩定之作用，與文獻上惡性物價膨脹相關研究之結論相符。譬如，Sargent 研究第一次世界大戰之後歐洲四個國家之惡性物價膨脹，結論是欲解決惡性物價膨脹問題，政府必須改變貨幣與財政政策之體制（regime switch）。<sup>45</sup>本文第 2 節的分析說明，1948-1949 年臺灣的物價之所以持續上升，財政赤字是主要原因。因此，除非財政赤字問題能夠解決，物價膨脹之壓力無法消除。但是，1949 年底國民政府撤退來臺之後，財政赤字更為嚴重，物價膨脹之壓力有增無減。以往的研究，如 Makinen and Woodward 與 Li and Wu 都指出，1949 年 6 月的幣制改革並不構成財政體制變革，無法根本解決物價膨脹問題。反之，1950 下半年美援的到來，大幅降低了財政赤字，也消除了物價膨脹的壓力。<sup>46</sup>

美國對臺灣之援助可區分為軍援及經援兩部分。在軍援計畫之下，美國供給臺灣武器、物資及技術援助，此一部分幾乎全部是免費提供。相對而言，經援計畫下所輸入的物質，也有一部分是免費提供使用（主要是提供軍事或政府公務部門使用），其餘則由使用者付費購買。因此，軍援與免付費部分的經援物資，直接減少國民政府自行融通的支出，這是美援在 1950 年代初期對臺灣財政收支最直接的幫助。除此之外，由出售美援物資收入所成立的「相對基金」帳戶，每年也撥付款項支援國防支出。<sup>47</sup>

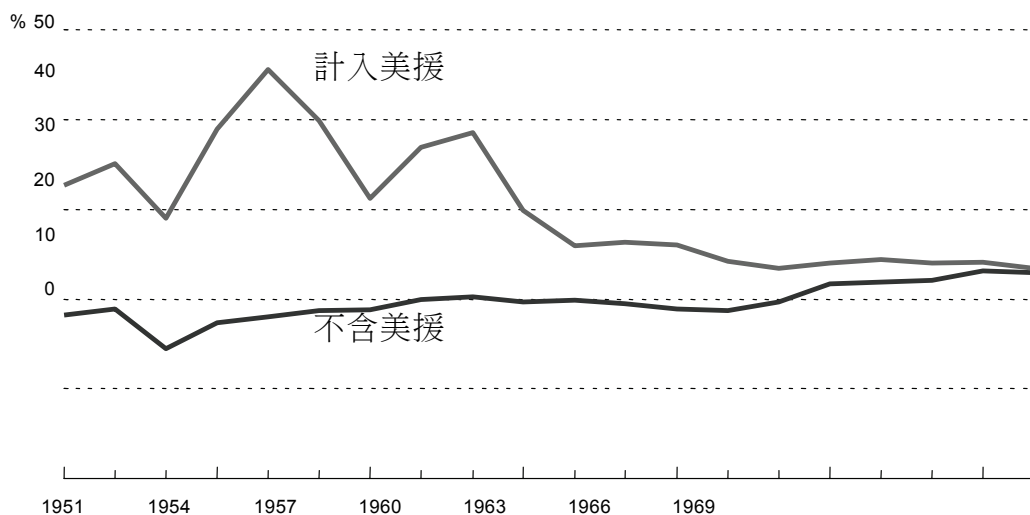
<sup>44</sup> Robert L. Jarman, ed., *Taiwan: Political and Economic Reports: 1861-1960*, volume 9, p.261。

<sup>45</sup> Thomas J. Sargent, *Rational Expectations and Inflation* (New York: Harper-Collins College Publishers, 2nd edition, 1993), C.3.

<sup>46</sup> Gail E. Makinen, and Thomas G. Woodward, "The Taiwanese hyperinflation and stabilization of 1945-1952," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 21(1), 1989；Yiting Li and Tsong-min Wu, "Taiwan's big inflation, stabilization, and U.S. aid," Manuscript, National Taiwan University, 1998.

<sup>47</sup> 根據中美雙方最初之協定，美援物資抵達之後中華民國政府必須把等值之國幣存入中央銀行之「相對基金」帳戶。但是在 1949 年前後，財政部無力撥付基金存款，因此乃採取變通辦法，將出售美援物資所得繳存所謂的「聯合售價帳戶」，由中美雙方共同管理。

圖 4：各級政府支出淨額與美援占 GDP 之比率



資料來源：軍事援助，*Statistical Abstract of the United States*, 各期，U.S. Department of Commerce；*U.S. External Assistance*, 各期，U.S. International Cooperation Administration。經濟援助，Neil Jacoby, *U.S. Aid to Taiwan*, p.40, 121。臺灣財政收支，《財政統計年報》，財政部。原資料若為美元統計，以匯率折算為新臺幣。此一期間，臺灣會計年度期間歷經二次改變之後，變成與美國的會計年度期間一致。會計年度之統計數字先以簡單平均法折算為曆年數字，再除以 GDP。

上面說明，1950 年度中央政府財政赤字對支出淨額之比率為 31.6%。1951 年度財政赤字比率略降為 27.2%，原因之一是中央政府由出售財產中取得相當的收入。同一年度，相對基金開始對政府預算提供補助，當年度之補助金額為新臺幣 40 百萬元。1952 年度，名目財政支出與收入都大幅增加，財政赤字比率也高達 24.21%。不過，該年度相對基金提供新臺幣 290.0 百萬元補助中央政府預算，占財政赤字的 62.5%。換言之，雖然財政赤字相當高，但在相對基金的挹注之下，財政赤字並沒有產生太大的貨幣融通壓力。

美援對於減輕財政赤字壓力之幫助，相對基金協助收入只是其中一小部分。美國第七艦隊巡航臺灣海峽，美國軍事援助提供武器與軍事設備等，都直接減輕臺灣的國防支出。此外，經濟援助中的「防衛援助」（defense support）與「直接軍事援助」（direct forces support）計畫，免費提供物資供公務與軍事部門使用，也直接減輕政府支出。我們將經濟援助中免費提供公務及軍事部門使用之金額，加上相對基金對政府預算之協助，再加上軍事援助金額，作為美援對於政府支出之協助。圖 4 畫出各級政府支出淨額占 GDP 之比率。我們假設相對基金之補助使政府支出同額增加，故圖中之「不含美援」是由《財政統計年報》之各級政府支出減去相對基金協助收入後之淨額，「計入美援」則加入軍援，經濟援助中之「防衛援助」與「直接軍事援助」，以及相對基金協助收入。

1951 年，不含美援之各級政府支出淨額對 GDP 之比率為 18.25%，加上美援協助之後，比率上升為 32.72%。1955 年，計入美援協助之比率高達 45.61%，為歷年最高，這反映 1954 年 9 月第一次臺海砲戰後的緊張局勢。實際上，若無美國的援助，所有的支出都必須自籌財源，故政府支出會高於圖中「不含美援」之比率，但不可能高達「計入美援」之水準。更重要的是，如果沒有美援，財政赤字必然上升，貨幣融通的壓力會加大，故無法想像惡性物價膨脹如何解決。

## 陸、結 語

本文分析臺灣戰後初期惡性物價膨脹之始末。物價膨脹是因為貨幣供給大幅增加所引起。經由分析臺灣銀行之資產負債表可知，物價膨脹期間貨幣供給之所以增加，初期的主要原因是臺灣銀行對公營企業的放款，後期則是因為融通中央政府之財政赤字。因此，臺灣的惡性物價膨脹主要是因為政府財政崩潰所引起，這與其他國家之惡性物價膨脹並無不同。由此也可推測，欲求物價穩定下來，必須先解決財政赤字問題。

1949 年 6 月，臺灣省政府實施貨幣改革之後，物價很快地穩定下來。

有人認為這表示貨幣改革是成功的。不過，由財政赤字及臺灣銀行之放款可知，在 1949 年底國民政府撤退到臺灣之後，臺灣的財政赤字有增無減。因此，貨幣改革應該只有短期的效果，無法根本解決物價膨脹問題。1950 年 6 月韓戰爆發之後，美國迅即對臺灣提供軍事與經濟援助。美國的政策保障了臺灣的安全，美援物資的到來也解決臺灣的財政赤字，臺灣的惡性物價膨脹問題終於根本解決。

## 徵引書目

### (一)專書

- 公論報社，《臺灣年鑑》。臺北：公論報社，1954 年。
- 吳永福，《臺灣之幣制與銀行》。南京：財政部財政研究委員會，1947 年。
- 吳岡，《舊中國通貨膨脹史料》。上海：上海人民出版社，1958 年。
- 吳耀輝，《臺灣省通志稿：經濟志金融篇》。臺北：臺灣省文獻會 1959。
- 周琇環，《臺灣光復後美援史料，第 1 冊—軍協計畫(一)》。臺北：國史館，1995 年。
- 林霖，《中國經濟之出路》。臺北：稅務月刊出版社，1952 年。
- 張澤南，《臺灣經濟提要》。臺北：善後救濟總署臺灣分署，1948 年。
- 陳榮富，《臺灣之金融史料》。臺北：臺灣銀行金融研究室，1953 年。
- 陳榮富，《六十年來臺灣之金融與貿易》。臺北：三省堂，1956 年。
- 陳興唐，《臺灣「二二八」事件檔案史料》。臺北：人間出版社，1992 年。
- 黃通、張宗漢、李昌謹，《日據時代之臺灣財政》。臺北：聯經，1978 年。
- 葉榮鐘，《臺灣人物群像》。臺北：時報文化，1995 年。
- 臺糖公司，《臺灣糖業概況》。臺北：臺糖公司，1946 年。

臺灣省行政長官公署，《臺灣省五十一年來統計提要》。臺北：行政長官公署，1946年。

臺灣省政府，《中華民國三十五年度行政紀要》。臺北：臺灣省政府，1947年。

臺灣省政府，《臺灣貿易五十三年表》。臺北：臺灣省政府，1950年。

臺灣省政府主計處，《中華民國臺灣省統計提要：1946年-1967年》。臺北：臺灣省政府主計處，1971年。

臺灣銀行，《臺灣金融經濟資料蒐錄附錄統計表》。臺北：臺灣銀行，1946年。

臺灣銀行，《臺灣省幣制改革》。臺北：臺灣銀行經濟研究室。

臺灣銀行史編纂室，《臺灣銀行史》。東京：編者印行，1964年。

潘志奇，《光復初期臺灣通貨膨脹的分析》。臺北：聯經，1980年。

鄭友揆、程麟蓀、張傳洪，《舊中國的資源委員會：1932-1949》。上海：上海社會科學院出版社，1991年。

薛月順，《光復初期臺灣經濟建設》。臺北：國史館，1993年。

蘇震、葉子謀，《臺灣省通志稿：經濟志物價篇》。臺北：臺灣省文獻會，1958年。

Cummings, Bruce, *The Origins of Korean War*, volume 2, New Jersey: Princeton University Press, 1990.

Jacoby, Neil, *U.S. Aid to Taiwan*, New York: Fredric A. Prager Publishers, 1966.

Jarman, Robert L. ed., *Taiwan: Political and Economic Reports: 1861-1960*, Slough, U.K.: Archive Editions Limited, 10 volumes, 1997.

Sargent, Thomas J., *Rational Expectations and Inflation*, New York: Harper-Collins College Publishers, 2nd edition, 1993.

## (二)論文

- 吳聰敏，〈1910 年至 1950 年臺灣地區國內生產毛額之估計〉，《經濟論文叢刊》，19 卷 2 期（1991 年）。
- 吳聰敏，〈臺灣戰後的惡性物價膨脹〉，收錄於梁國樹編，《臺灣經濟發展論文集—紀念華嚴教授專集》。臺北：時報文化公司，1994 年。
- 吳聰敏，〈1945-1949 年國民政府對臺灣的經濟政策〉，《經濟論文叢刊》，25 卷 4 期（1997 年 12 月）。
- 吳聰敏，〈臺灣農畜業之生產額：1902-52〉，《經濟論文叢刊》，29 卷 3 期（2001 年 9 月）。
- 吳聰敏、高櫻芬，〈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 卷 1 期（1991 年）。
- 吳耀輝，〈民國三十七年之臺灣金融〉，《臺灣銀行季刊》，2 卷 3 期（1949 年）。
- 張我軍，〈臺灣之茶〉，《臺灣銀行季刊》，2 卷 3 期（1949 年）。
- 張佩英、曹淑珍，〈臺灣之茶〉，收錄於《臺灣之茶》，臺灣特產叢刊第 3 種。臺北：臺灣銀行，1976 年。
- 張季熙，〈糖業〉，收錄於《臺灣工業復興史》。臺北：中國工程師學會，1958 年。
- 許建裕，〈民國三十七年之臺灣物價〉，《臺灣銀行季刊》，2 卷 3 期（1949 年）。
- 黃秉心，〈臺灣保險業之史的研究〉，《臺灣銀行季刊》，1 卷 2 期（1947 年）。
- 劉錦添、蔡偉德，〈光復初期臺灣地區的惡性物價膨脹〉，《經濟論文叢刊》，17 卷 2 期（1989 年）。
- 潘志奇，〈民國三十七年之臺灣經濟〉，《臺灣銀行季刊》，2 卷 3 期（1949 年）。
- Irvine, Reed J. and Emery, Robert E., "Interest rates as an anti-inflationary instrument in Taiwan," *The National Banking Review*, 4, 1966.

Li, Yiting and Wu, Tsong-min , “Taiwan’s big inflation, stabilization, and U.S. aid,” Manuscript, National Taiwan University, 1998.

Makinen, Gail E. and Woodward, G. Thomas, “The Taiwanese hyperinflation and stabilization of 1945-952,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, 21(1), 1989.

