

短期商業票據，也就無法取得。中央銀行既然沒有短期商業票據，那就所謂公開買賣，以收調整通貨供需之效。所以在我國市場，中央銀行公開買賣短期商業票據，調節通貨，是無法實行的。至於政府公債，則在戰前，已有交易。每日上下午，都有公開行市。交易金額，並不爲少。中央銀行在似乎可以公開買賣公債，以收調整通貨供需之效。但在事實上，也難實行。因爲我國公債市價，雖在戰前，僅有額面的六七成。並且公債市價的彈性很小。中央銀行，大量賣出，公債市價，立刻下落。大量買進，公債市價，立刻上漲。市場彈性，既極薄弱，則爲調整通貨供需起見，中央銀行，大量買賣公債，公債市場，反將爲之擾亂，公債市價，反多波動。並且在中央銀行方面，可能買進或賣出的公債數額不大，對於市價通貨供需的調整，效果不宏。況如大量賣出，市價低落，大量買進，市價高漲，結果，即成低價賣出，高價買進。勉強實施，中央銀行，恐將損失不貲，終必無以爲繼。故在戰前，所謂公開市場政策，也無實行的可能。當時中央銀行，雖然有時也

向證券市場，買賣公債。但其目的，則在穩定公債市價，不在調整通貨供需。故過債市下落，稍稍買進，市價上漲，稍稍賣出。這在銀行方面，可以不受損失，公債市價，賴以穩定。不過買賣數量不大，對於全國通貨的供需，市場信用的收放，並無控制調整作用，不得謂之公開市場政策。

第三節 法定存款準備問題

最後，所謂法定存款準備率的控制政策，在抗戰以前，尚未實行。不過在當時，雖欲實行，也無實行的可能。倘若勉強實行，是否能有相當效果，還是一大疑問。現在先從可以實行與否而論。第一，當時租界尚未收回，領事裁判權，尚未取消。外商銀行在我國金融界的勢力，尚極雄厚。政府一旦規定全國銀行，應提所收存款的百分之幾，為法定存款準備，交存中央銀行。這個法令，是否能令所有外商銀行，一律遵辦？倘若不能，而華商銀行，則非奉行不可。那麼華銀行商的貸放能力，即受限制。外商銀行，反可不受任何束縛。相形之下，華商銀行，業務的發展，必然大受打擊。並且當時日敵謀

我之心，無孔不入，見我幣制金融，日益健全，日商銀行，一定出而阻撓，延不奉行我國法令。其他外商銀行，有例可援，勢必觀望不前。故在當時國際情況之下，無法實施法定存款準備辦法，以達調整通貨供需目的。

第三當時政府對於全國金融機關的控制力量，尙極微薄。邊區省份的地方銀行，仍多發行地方鈔券，金融經濟，幾乎自成一個區域。故在法幣政策實施以後，推廣法幣，尙多困難，責令全國銀行，一律交存款準備百分之若干，當然更談不到。況在我國，新政策的推行，必須假以時日，決非短時期內，所能完成。最初實施的時候，往往觀望不前。政府督促以後，初則陽奉陰違，再則請求變通辦理。況在當時，內地交通，尙極不便。邊遠省份，政府銀行的分支行處，尙未設立。而欲規定各銀行的存款準備，移存中央銀行，事實上亦難做到。

第三，法幣政策實施以後，以前享有發鈔特權的商業銀行與地方銀行，依照十一月三日公佈的法令，不得再行增發紙幣。所以各銀行的頭寸已感短絀。若再責令交存款

準備，各銀行縱有適行的決心，恐也沒有實行的能力。

根據上述數種理由，可知抗戰以前，我國也無規定各銀行的存款準備，以期調整通貨控制信用的可能，並且我國信用制度，遠不及英美等國發達。支票期票匯票的使用，往往以小數熟識者爲限。取得支票期票匯票以後，又必立刻請求兌現，或者存入銀行。所以支票期票匯票，不能在市場流通，既然不能流通無阻，那就不是一般交換的媒介，不得謂之貨幣。並且銀行對於工商業的放款，雖在短時期內，可以增加銀行的活期存款，但是歷時稍久，往往提取一空。所以銀行創造自動活期存款，實行擴大信用，在我國金融市場，比較困難。那麼雖然實行存款準備率的控制辦法，對於全國銀行信用的控制，效果一定遠不及信用制度發達國家的宏大。

至於外匯的管理，本爲一國通貨管理的對外部份。我國外匯管理，擬以第二篇中，詳加說明，現暫從略。

外匯管理，其目的在於維持國際收支平衡，並以此爲標準，以調整國內通貨之發行量，使國內通貨與國際收支相適應，以維持國際收支之平衡。

第七章 戰時我國通貨的管理問題

第一節 戰時利率與通貨管理

經實行法幣政策之日起，到七七事變爆發為止，在這期間，我國雖已採行管理通貨制度，但是一則管理通貨的機構，尙未具備，二則時期過於短促，對於國內通貨的供需，依然在放任自由狀態，無法加以人爲的管理。抗戰軍興，沿江沿海的各大都市，次第淪陷，金融經濟的重要市場，次第喪失，對於戰時通貨的管理，遂更困難。各國戰時通貨的管理，大概利率政策與法定存款準備政策方面，以擴大信用活潑金融爲目的。而在公開市場政策方面，則又採取收縮政策。二者相互爲用，戰時公債，遂能大量出售，戰時通貨，不至過多。我國利率的高低，本爲資本供需所決定，始終未能加以人爲的管理。到了戰時，因爲資本求過於供，利率一再上漲，造成近百來空前的記錄。結果，所謂利率政策，固然無從着手，戰時公債，也就無法推銷。於是通貨有增無減，儲蓄難收

。但其直接的主要癥結，則在利率的過高。

戰前，我國利率過高，利率政策，因之不易實施。戰時，情況更爲嚴重，利率之高，爲近百年來所未有。我國戰時利率高漲的原因，間接是在物價的騰貴程度，過於迅速，商業利潤，過於優厚。直接則在資本的需要，遠在供給之上。並且直接原因與間接原因之間，又有因果關係在內。因爲物價迅速高漲，商業利潤，非常優厚，所以資本愈大，可能獲得的利潤也愈多。工商業者，對於資本的需要，因此劇增。雖出極高的利息，也不計較。而在社會一般，在物價繼續高漲的情況之下，存款利率，雖較戰前高出數倍，但是存款利息的收入，依然不能補償物價高漲的損失，所以與其儲蓄，或做短期存款，不如購買貨物，預先購買日常用品爲有利，至少可以避免物價上漲可能遭受的損失。資本的供給，因此銳減。資本的供需，既已失去平衡，需要遠在供給以上，利率必然因此而上升。故在我國戰時物價繼續上漲期內，利率的上升，實爲必然的結果，無法避免的。

我國戰時利率，雖已較之戰前，高漲一二倍以至三四倍，但是在戰事迅將勝利結束，物價開始反跌以前，非但不能減低，並且也不應減低。換句話說，就是按照我國戰時經濟金融情形，低利政策。已經無法實施，也不應實施，除非將來物價反跌，利率自然下落。現在說明其理由於後：

一，我國戰時利率的上漲，是物價騰貴利潤優厚的結果，不是物價騰貴利潤優厚的原因。原因與結果，既已分明，那末雖然減低利率，實行低利政策，對於物價高漲問題，依然毫無裨益。利息雖然是生產成本的一份子。利率高漲，生產者的利息負擔加重，貨物成本，因此而提高。那末減低利率，就可減輕貨物成本。成本既輕，物價上漲的趨勢，似乎可以因此而緩和。但是這是靜態經濟的說法。一國經濟，沒有重大變動的時候，利率的高低，利息負擔的多少，固然可以影響貨物價格。但是在物價波動，非常劇烈，一般經濟，動搖不定的時候，利率的高低，利息負擔的多少，對於貨物價格，早已失去控制作用，價格的漲跌，早已不照成本計算。這種現象，在物價飛漲時期，固然如此

。物價暴跌時期，也莫不然。所以在我國戰時物價，已極高漲，並且在繼續上漲時期，雖然厲行低利政策，依然不能使物價下跌。況且在現狀之下，低利政策，能否實行，尙成問題。

二，最近一二年來，銀行存款利率，大的在月息二分以上。放款利率，通常在月息五分左右。比較戰前，固已高漲數倍。若與物價上漲程度相比較，依然相形見絀。因為抗戰以來，後方十餘重要城市之中，物價上漲程度，快慢雖不一律，重慶物價的上漲程度，既不最快，也不最慢，適得其中。但是從太平洋戰事爆發以來，重慶的零賣物價，大的每隔十二個月，上漲一倍半。所以放款利率，雖然高至月息五分。合成年息，已達六分。若與物價的上漲程度相比較，債權人仍須受損百分之九十。現在假如採行低利政策，將放款利率，減至月息二分。合成年息，則為二分四厘。結果，非但不能平抑物價，反使利率與物價上漲程度的差額愈大。差額愈大，債權人的損失也愈大。按照上例，物價上漲一倍半，放款利率年息二分四，債權人的損失，即達百分之一百二十六。結果

，有資本的人，與其將資本借給別人，坐收年息二分四厘的利息，遭受百分之一百二十六的損失，不如購買貨物爲有利。因此不願出借，而願購買貨物，物價也就因之而更貴。所以在物價上漲趨勢已極明顯的現在，假如竟然可以採行低利政策，並且付諸實施，對於我國戰時物價前途，有害而無益。

三，上文所謂低利政策，完全出於想像，事實上決無實行的可能。因爲照上面所舉的例，將放款利率，減至月息二分，年息二分四；物價的上漲程度，爲每年一倍半；有資本的人，因此不願存款，而願爭購物資。結果，資本的供給，必然更少。工商業者，以前所借的資本，爲月息五分，合成年息六分。故款利率，減至月息二分年息二分四厘以後，工商業者，的利息負擔，減輕百分之三十六，所得利潤，即可因此而增加，對於資本的需要，必更殷切無疑。所以一方面，是資本的供給更少，他方面是資本的需要更大，供需的距離更遠，所謂減低利率，依然是紙上空談。

四，照上文所論，我國戰時利率的上漲，直接原因，是在資本供需的失調，間接而

又根本的原因，是在物價的上漲利潤的優厚。那末欲減低利率，第一必須增加資本的供給。但是欲增加資本的供給，就應提高存款利率。這與戰時低利政策相衝突。第二必須減少資本的需要。但是欲減少資本的需要，必先穩定物價，減低商業利潤。物價既然不易穩定，商業利潤，既然不能減低，那末對於資本的需要，就無減少的可能。這樣說來，資本的供需，既難調整，利率的減低，即無可能。

五，市場資本的供給，既然不能用提高利率方法，予以增加，於是有人以為，可由中央銀行，放出大量低利資金，以應市場需要，壓低市場利率。但是放款利率減低以後，對於資本的需要更大，中央銀行的低利放款，一定供不應求。倘若無限貸放，即成大規模的信用膨脹。通貨必然隨之而增發，物價因此而更貴。所以希望中央銀行，增加低利頭寸，壓低市場利率，非但不能達到目的，反將使物價為之更貴。

根據上述五個理由，可知我國戰時低利政策，已無實行的可能。其癥結是在物價的高漲。於是又有人以為我國戰時物價的高漲，源於信用過多，通貨膨脹。則欲平抑物價

，就應緊縮信用，收回通貨。有效的方法，就是提高利率。利率一旦提高，放款一定減少，存款必然增加，商業投機資本，即為銀行所吸收。在市場上，是通貨信用的減少。物價即可因此而下落，上漲的趨勢，至少可以為之緩和。在投機商人，因為利率過高，成本太重，囤積居奇，不免有所顧忌。在銀行，可以吸收大量資本，運用於生產事業，戰時生產，即易發展。所以提高利率，厲行高利政策，既可解決戰時物價問題，又可發展戰時生產事業，一舉兩得，似乎確是妥善的辦法。

但是我國戰時利率之高，已為世界各國所未有。利率雖高，比了物價的上漲程度，依然相差極遠。故雖提高利率，對於緊縮信用，收回通貨，於事實上，依然不能達到目的。若欲收效，必須將市場利率，提高到物價騰貴程度以上，至少也須等於物價的騰貴程度。二年以來，重慶的物價騰貴程度，每年大約一倍半。那末重慶市場的利率，必須提高到年息百分之一百五十以上，通貨始能回籠，信用始能收縮。換句話說，政府銀行的存款利率，高至年息大一分五，就是資本一萬元，存儲一年，可得利息七萬五千元。

存款始能迅速增加，放款可以立刻減少，信用始能收縮，通貨始能回籠。但是存款年息高達百分之一百五十，是否政府銀行所能負擔。倘若不能，則其結果，或為高利政策的宣告失敗，或為政府銀行的宣告破產。此其一。

倘若政府銀行，恃政府為後盾，不顧一切，毅然實施。結果，當可吸收數十萬萬，以至數百萬萬元的龐大存款。一年之末，支付本金一倍半的利息。在這情形之下，存戶可能將本金存儲不動，而坐食利息。那末在銀行方面，每年必須付出所收存款總額一半的利息。則在社會一般，比了高利政策實施以前，反而增加百分之五十的通貨與信用。例如政府銀行存息，提高至年息大一分五，即百分之一百五十，吸收存款一百萬萬元，一年期滿，付出利息一百五十萬萬元。則在市場上，減少了一百萬萬元，而又增加了一百五十萬萬元。二者相抵，反而增加了五十萬萬元的通貨與信用。專就通貨與物價關係而論，物價勢將因此而更貴。此其二。

政府銀行，用極高的利率，吸收大量存款以後，是否可以用之於生產事業。所謂生

產事業，不外工礦交通農林水利。這種事業，利潤較薄，資本的週轉較慢，不能負擔很高的利息。可是在銀行方面，存息既然很高，放款利率，不得不高，並且必須稍稍高於存款利率。退一步論，即令等於存款利率，但是所息百分之二十五的利息，決非一般生產事業所能負擔。那末所謂運用於生產事業，發展戰時生產，豈非空話。假如工礦交通各業，不願利率的過高，接受銀行放款，而將貨價提高，以資取償。那末工礦產品，交通運費，恐將提高一倍以上。結果，又是物價的高漲。此其二。

政府銀行利率，迅速提高，超過物價的騰貴程度，或者等於物價的騰貴程度，信用當可收縮，通貨當可回籠。但是一般商業銀行的存款利率，能否同一比例而提高。商業銀行的存息，倘若同一比例而提高，那末放款利息，必更高於存款利息。結果，必因缺乏投資對象，銀行資金，只收不放，頭寸過剩，存息負擔太重，而至無法支持。商業銀行的存息，倘若並不進隨政府銀行之後，同一比例而提高，那末商業銀行的存戶，必將存款移存政府銀行。於是任商業銀行方面，所有存款，盡歸政府銀行所吸收。而在以前

所做的放款，又非短時期內，所能一律收回。結果必然週轉不靈釀成金融恐慌。政府爲安定戰時金融起見，唯有出而維持，貸放鉅款。於是仍爲一收一放。提高利率，吸收大量存款，是通貨信用的收縮。安定金融，外出鉅額資金，是通貨信用的擴大。所謂提高利率，緊縮信用，收回通貨，又必失敗。此其四。

政府銀行，爲緊縮信用，收回通貨起見，將存款利率，提高至物價騰貴程度以上，或與物價騰貴程度相等。這在事實上，不能辦到，已如前論。現在假如一切條件，都極順利，但是仍有一個重要條件，就是假定物價的騰貴程度，不再增加，始能有效。物價的騰貴程度，每年一倍半，所以定期一年的存息，也是一倍半，或者高於一倍半。物價的騰貴程度，倘若增加到三倍，存款利率，是否也增加到百分之三百。倘若利率不再提高，那末以前的高利政策，完全失敗。倘若繼續同一比例而提高，任何金融機關，均非宣告破產不可。此其五。

今按上述五點，可知在物價繼續騰貴利率已極高漲的戰時經濟的現狀之下，所謂提

高利率，收縮信用，通貨回籠，已無實行的可能。行之也未必有效。假如不照一切，積極推行，反將弊害百出。對於物價高漲前途，決無裨益。

這樣說來，我國戰時通貨的管理，已難採行利率政策。各國戰時金融，大概都行低利政策。我國低利政策，無法推行。高利政策，雖未採行，而在實際生活方面，一般利率，較之戰前，又已高出數倍。較之英美等國，則竟高達十倍。我國戰時利率的過高，遂使公債銷路，完全閉塞。戰時收縮通貨之路，遂被杜絕。所謂採行低利政策，以擴大信用增加通貨；發行公債，以緊縮信用收回通貨；一放一收的戰時通貨管理政策遂難實施。

第二節 戰時公債與通貨管理

一個國家，到了戰時，戰費的籌措，不僅是一個財政問題，並且是有關全國的一個經濟金融問題。籌措方式的不同，固然可以影響整個國民的經濟生活，但是各國國民的經濟生活，也能決定籌措戰費的方式。我國經濟落後。所謂經濟落後，不單是生產不發

達而已，凡與經濟生活直接有關的一切，都較先進國家落後的意思。租稅制度，就是一個例證。國民革命以來，中央與地方稅制，雖已步步改進。但是在抗戰以前，中央全年稅收之中，間接稅收入，仍佔極大部份。直接稅收入，寥寥無幾。戰事爆發，全國經濟中心，次第淪陷。間接稅收入，爲之稅減。直接稅收入，因創辦以來，歷史過短，提高稅率，稅收不易迅速增加。所以軍費的籌措，不得不仰賴舉債。

目前舉債方式，除借外債外，一即發行公債庫券，二即向發行銀行透支。在經濟先進國家，往往先向發行銀行透支或發短期庫券，然後發行公債，償還銀行透支，收回所發庫券，或者雙方同時並進，一面向銀行透支，一面發行公債。但是必以公債收入，償還銀行墊款，否則必然釀成通貨膨脹。

但在我國，戰前市場利率，已較公債利息爲高。我國公債利息，普通大概爲年息六厘，而市場利率，以全國金融中心的上海市場而論，戰前已在年息一分一厘左右。公債爲資本財的一種，市價的漲跌，除突發的因素外，決於資本財本身的收益與一般市

本場利率。市場利率不變，資本財本身的收益增加，資本財的市價上漲。反之，收益減少，市價下落。資本財本身的收益不變，市場利率上升，資本財的市價下落。反之，市場利率下落，資本財的市價騰貴。可是我國戰前的市場利率，已在年息一分一厘左右。公債利息，僅有年息六厘。則以資本按照額面購買公債，每年僅有年息六厘的收益。一萬元的公債，每年僅有六百元約利息。投資其他事業，照市場利率計算，每年就有一分一厘的收益。一萬元的資本，每年至少可得一千一百元。所以人民不願照公債額面，投資公債。公債市價，因此下落，降至額面的六成或者七成。那末照額面六七成的公債市價，投資六七千元，買進額面一萬元的公債，年收利息六百元，再加中签以後十足還本的可能性，大致可與年息一分一厘的市場利率相等。所以戰前我國公債市價，僅有額面的六七成。抗戰以還，利率更高，銀行存款利率，在年息二分四厘以上，放款利率，在年息六分左右，而公債利息，仍為年息六厘。公債利率與市場放款利率，相差幾達十倍。那末有資本的人，投資一萬元，照公債額面，購買公債一萬元，每年收益，僅有六百元。

。若將一萬元借給工商業者，每年可得利息六千元。即使存入銀行，每年存息收入，也遠在公債利息之上。所以人民不願投資公債。結果，公債市價，必然跌至額面以下。目下後方公債市場，尙未設立，各種公債，尙無公定市價。然而可以斷言各種法幣公債的市價，必在戰前公債市價之下。所以我國戰時公債的不易推銷，並非人民愛國心的薄弱，其癥結實在市場利率的過高。

在這種情形之下，政府若欲發行大批戰時公債，並須完全賣出，只有二個辦法，即將公債利息，提高至市場利率以上。例如市場放款利率，約在年息六分左右，那末公債利息，增加到年息六分，或者六分以上，大批戰時公債，就可銷售一空。但是財政方面，公債利息負擔，增加十倍，將來更須發行大批公債，專付公債利息。所發公債愈多，利息負擔愈重，利息負擔愈重，發行公債愈多。互爲因果，全國財政，非至破產不止，二即照公債市價推銷。但是市場利率愈高，公債市價愈低，政府公債收入愈少，將來還本付息的負擔愈重，結果仍與第一種辦法相同。所以爲政府財政前途計算，第一，公債

利息，不能提高。況且我國各種法幣公債，年息六厘，已較各國所發公債，僅在年息四厘左右者為優。第二，所發公債，不能照市價出售。

公債利息，既然不宜提高，並且不應照市價出售。市場利率，又無法減低。公債銷路，必然停滯。這在戰時，發生下列數種結果。一，財政方面，戰時公債政策，既然行不通，戰費籌措，必極困難。銀行墊款，無法消償。通貨膨脹，即難避免。二，政府籌措戰費，既難增加稅收，又難發行公債，於是唯有向銀行商借。由銀行發行紙幣，以應政府急需。政府即用所借款項，支付新餉，購買物資。所借之款，又全分散民間。民間資金，因此增加，通貨隨之膨脹。若能運用戰時公債政策，發行公債，就可將民間新增的資金收回。全部收回，雖然困難，但是大部分收回，不難達到目的。民間資金，既然大部分收回，通貨也就隨之而回籠。故在戰時金融方面，公債的出賣，可以緊縮通貨。我國戰時公債，既因利率相差過鉅，無法推銷。民間資金，也就無法收回。戰時通貨，也就無法緊縮了。三，通貨與信用，既因政府放出大量資金，而漸膨脹。通貨膨脹，信

用擴大以後，戰時公債，依然不能出售。所以信用不能收縮，通貨不能回籠。可是他方面，抗戰既須繼續，有關軍政的一切財政支出，也就不易減省。於是財政收支不敷的差額，專賴銀行墊款彌補，而以通貨與信用形態，分散民間，民間資金愈多，對於貨物的賣買能力愈強，物價也就因此而更貴了。

所以我國戰時物價的高漲，原因很多，以後當再詳細說明，但是通貨的繼續增加，實為重要原因之一。而我國戰時通貨之所以有增無減，公債銷路的呆滯，又為主要原因之一。這點也與經濟先進各國不同。經濟先進各國，對於戰時通貨的管理，利率方面，採取低利政策，以期擴大信用，活潑金融。公債方面，則能繼續推銷，故可緊縮信用，收回通貨。我國情形，恰好相反。利率方面，雖未採取高利政策，但已造成空前的高利狀態。這與緊縮信用無異。公債方面，既難推銷發行，故難緊縮信用，收回通貨。這也與消極的擴大信用膨脹通貨無異。我國戰時通貨，就在這種矛盾與艱難情況之下，逐漸增加了。

我國戰時通貨，既非公債政策利率政策所能促其回籠，於是一部份人士，認為若欲平抑物價，當從收縮信用着手。信用若能收縮，通貨即可回籠。並且以為我國銀行放款，過於寬大，社會資金，遂多流入商業投機，放款利率既高，銀行不免創造信用，增加放款，以圖厚利。且有若干銀行，直接經營商業，囤積貨物，物價因此而更貴。但是緊縮信用，既然不能從提高利率着手，因此主張政府應即規定銀行的存款準備。存款準備對於存款總額的比例提高，銀行的放款能力，就可削弱。並且銀行的存款準備充足，存戶的安全，更多保障。戰時金融，也就更臻健全了。在這種輿論要求之下，政府遂於二十一年十二月九日公佈「修正非常時期管理銀行暫行辦法」，中內第三條規定「銀行經收存款，除儲蓄存款，應照儲蓄銀行法辦理外，其普通存款，應以所收存款總額百分之二十為準備金，轉存當地中交農四行任何一行。並由收存行，給以適當利息。」這是明令規定普通存款的法定存款準備，須佔存款總額的百分之二十。換句話說，就是法定

存款準備率，為百分之二十。實為我國第一次實行法定存款準備辦法，

各銀行的普通存款準備，規定為存款總額的百分之二十以後，對於當時各銀行的放款能力，確是一大打擊，對於收縮信用，也有相當貢獻。然而不能目為管理通貨的一種政策。因為若欲運用法定存款準備政策，實行調整通貨的供需，第一，法定存款準備率，必須具有伸縮增減之餘地。例如規定存款準備金，對於存款總額，最低不少於百分之五，最高不得多於百分之三十，政府或者中央銀行，根據市場的需要，得在一個月以前，或者二十日以前，公告變更。假定現在的法定存款準備率，是百分之十，倘若政府或者中央銀行，認為市場信用過多，而有收縮的必要，即可公告全國銀行，從某月某日起，所收存款的準備金，一律提高至百分之二十。從公告之日起，到實行之日為止，中間至少須隔二星期，至多不得超過一個月。以便在這期間，各銀行可以從事準備，收回舊欠，減少貸付。存款準備率，既然自百分之十，提高至百分之二十，銀行的放款能力，必然因此而降低。放款既少，自動的活期存款，也就隨之而減少。於是放款能力更低，

形成一般信用的收縮。但是「修正非常時期管理銀行暫行辦法第三條所規定的，是百分之二十，並無伸縮增減的餘地。假如今後市場信用，有擴大或者再度緊縮的必要。存款準備率，必須降低或者再予提高。那末「修正非常時期管理銀行暫行辦法」，又非再加修正不可。要是預留伸縮增減的餘地，那末政府或者中央銀行，認爲有變更存款準備率的必要時，只要一紙命令，或者一次公告，就可達到目的，而無修正法規的必要。

第二，存款之中，有長期存款，短期存款，活期存款之別。活期存款，隨時可以提取。故在銀行方面，爲準備存戶提現起見，須有較多的存款準備。並且活期存款，易於創造信用。借款人往往將所借之款，暫作活期存款，存入銀行。所以放款增加，活期存款，隨之而增加。活期存款，既然增加，放款又可因之而加多。長期存款則不然，在銀行方面，可以不預留較多的存款準備。並且銀行運用長期存款，貸給工商業者，長期存款，決不因此而增加。可能增加的，仍爲活期存款。至於短期存款，則在二者之間。從銀行的安全方面觀察，與活期存款相同，也須預留相當存款準備。但是從信用的創造方

面觀察，則與長期存款相同。因為銀行運用短期存款，因此而能創造的，也是活期存款，而非短期存款。所以控制信用，管理通貨，並謀銀行的安全起見，活期存款的準備率，理應高於長期存款的準備率。至於短期存款，可視其時期的長短，性質的異同，或者列入活期存款之內，或者併入長期存款之內。

第三，銀行資金的運用，在工商發達的大城市，比較靈活，但是金融方面的危機，易於發生。而在工商落後的小城市，比較呆滯。可是金融方面的危機，也就不易發生。所以為求金融市場的安全，控制信用與管理通貨的供需起見，在工商發達的大城市，銀行的存款準備，應該較高，在工商落後的小城市，銀行的存款準備率，應該較低，況且我國交通不便，各地經濟發展，大有先後之別，對於銀行存款準備率的高低，尤須視各地經濟情形，加以區別。

根據上述三點，可知「修正非常時期管理銀行暫行辦法」第三條所規定的不易完成。管理通貨的使命。其目的，是在適應當時的需要，緊縮信用，而非控制信用調整通貨的

供需。不過我國一種新政策的實施，必須假以時日，逐步推進，始能收效。倘若操切從事，那就難免完全失敗。運用銀行存款準備率的高低，控制市場信用，調整通貨供需，在已付實施的經濟先進國家，尚未脫離試驗時期。至於我國，當然更爲新穎。立刻完全付諸實施，全國銀行，能否一律奉行，行之而無流弊，實屬疑問。並且交存中中交農四行的存款準備，須用現金，對於信用控制，始有效力。倘若改用公債證券，則政策的本義，完全喪失。其作用，也僅在保障存戶的安全，對於市場信用的控制完全失效。再如銀行存款準備金，必須交存一家政府銀行，例如中央銀行，對於全國信用的控制，始有效力。分存中中交農四行，信用控制力量，不免因此而分散了。所以今後可以利用現行的百分之二十的法定存款準備辦法，逐步改進：第一，各銀行的法定存款準備，以現金爲限。第二，凡有中央銀行分支行處的地方，必須存入中央銀行的分支行處。沒有中央銀行分支行處的地方，則應存入中央銀行所指定的代理銀行。第三，一二兩項辦到以後，可以另訂法規，實施存款準備辦法，而以控制信用管理通貨，爲第一目的，保障存戶

第八章 貨幣價值

第一節 有關貨幣的各種價值

貨幣價值 (Value of money) 或者貨幣的購買能力 (purchasing power of money) 是什麼，其大小怎樣決定的，為研究貨幣學者感覺頭痛的一個問題。現為便於了解起見，先將有關貨幣的各種價值、加以分析與說明。

第一，個人對於所有貨幣的評價，就是個人對於所有一定量貨幣的主觀的評價，或者主觀價值。這種價值，筆者謂之貨幣的個人價值。例如某甲對於一頂帽子，最多願出一千元，某乙對於這頂帽這子最多願出一百元。帽子是一頂，一千元與一百元，相差十倍。何以能夠相差這樣大？原因是在各人所有貨幣的多少，與對於貨幣慾望的強弱。除此之外，對於貨物慾望強弱，與所有貨物數量的多少，也有關係。現在分別說明如下：甲，對於所要的貨物，慾望很強，當然願意出較大的代價，願付較多的貨幣。反之，對於所

要的貨物，慾望不強，那就不願出較大的代價，願付的貨幣一定不多。乙，所有貨物的數量較多，願出的代價較小。比如帽子已有一頂，就不願出高價再買一頂同樣的帽子。反之，所有貨物的數量少，願出的代價較大。比如帽子沒有，就想買一頂，就願出較大的代價。丙，個人所有的貨幣較多，對於貨幣的評價就小，所有的貨幣較少，對於貨幣的評價就大。所以錢多的富翁，對於貨幣，看得很輕，對於所要購買的貨物，願出很高的代價。洋囡囡一個，化錢五千元，在所不計。錢少的窮人，對於貨幣，看得很重。對於所要購買的貨物，不願出很高的代價。棉衣一件，雖為人生所必需，代價雖僅五百元，也非詳細考慮不可。這種不同之其原因是在所有貨幣的多少，直接是在對於每個貨幣評價的大小。例如甲乙二人，甲富，所有的貨幣量多，對於每個貨幣的評價小，假定對於一個貨幣的評價，用一方寸來表示。乙窮，所有的貨幣量少，對於每個貨幣的評價大，假定對於一個貨幣的評價，用一方尺來表示。甲乙二人對於貨幣的評價，相差一百倍。對於某一貨物的慾望，強度相等。換句話說，就是這件貨物，對於甲乙二人的重要

程度，是相等的。甲乙二人，對於這件貨物的評價，是相同的。假定貨物評價的大小，用一方丈來表示。那麻在某甲，願意出一萬元。因為一萬方寸，等於一方丈。可是在某乙，只願出一百元。因為一百方尺，也等於一方丈。這是一個最明顯的例。丁，所有貨幣量的多少，固然可以決定個人對於每個貨幣評價的大小，但是對於貨幣慾望的強弱，人各不同，有些人，所有的貨幣量，雖然不多，對於每個貨幣的評價，理應很大，但是揮金如土，毫不顧惜。另有一些千萬富翁，所有的貨幣量，雖已很多，對於每個貨幣的評價，理應很小，但是孜孜爲利，一毛不拔。其原因，不在貨幣數量的多少，是在對於貨幣的慾望，大有強弱之別。揮金如土者流，對於貨幣的慾望很弱，因此對於每個貨幣的評價很小。一毛不拔之徒，對於貨幣的慾望很強，因此對於每個貨幣的評價很大。

上述四種因素之中，第一第二兩種因素，屬於貨物方面。第三第四兩種因素，屬於貨幣方面。但是第三第四兩種因素之中，第四種因素，源於個人的本性，有一錢如命的人，也有浪費過度的人，故與幣制無關。第三種因素，是在各人所有貨幣量的多少。換

句話說，就是各人收入的多少。收入多的人，對於貨幣的評價小，願出高價購買所要的貨物。收入少的人，對於貨幣的評價大，不願出高價購買所要的貨物。這在平時，完全是一個分配問題。可是在戰時，尤其是在我國現狀之下，非但是一個分配問題，並且是一個物價問題。我國現在物價的高漲，原因雖然很多，但是各人收入的增加，對於貨幣評價的降低，因此願出高價購買所要的貨物，實在是一個重要原因。關於個人所有貨物量的多少與對於貨幣評價的基本理論變化，可看商務印書館出版的拙著，「經濟學大綱」一書，茲不贅述。

第二，貨幣的材料價值，就是造成貨幣的一切生產費用。這在使用紙幣的國家，無關重要。並且也明瞭印製紙幣的一切費用，是很低的，對於紙幣購買貨物的能力，並無關係。但是在以前採用金幣本位或者銀幣本位的時代，就有不然。因為金本位幣或者銀本位幣，是用金銀製造的。金銀的價值很大，因此金幣或者銀幣的材料價值，也很高。於是各國貨幣學者，都以為金銀貨幣，所以能夠購買貨物，所以有購買能力，因為製造

貨幣的材料價值很高的緣故。並且認為貨幣的購買能力，就由貨幣的材料價值決定。所以金幣的材料價值降低，金幣的購買能力，也就減少，用金幣計算的物價，一定是反比例的騰貴。銀本位國家，也是如此。銀價倘若下落，就是銀本位幣的材料價值降低，銀幣的購買能力，因此價少，用銀幣計算的物價，一定反比例的騰貴。倘若金幣或者銀價上漲，結果相反。這種論調，在現在看來，當然並不正確。因為不兌現紙幣的材料價值很小，僅有一張紙，加油與印刷人工，但是購買貨物的能力很大。可見貨幣的材料價值，不能決定貨幣的購買能力的，並且並不等於貨幣的購買能力。但是數百年來，世界各國的貨幣論著，大概都受這種論調的支配。外國不必說，民國二十二年，二十三年，二十四年的時候，國內學者，對於當時世界銀價的波動，所予我國經濟物價的影響，也持這種調論。試查當時出版的各種經濟刊物，就可瞭然。這是受了外國落伍的錯誤學說的影響。現在應該明瞭貨幣的材料價值，並不是貨幣的購買能力，二者並不相等，並且也不能決定貨幣的購買能力。

第三，貨幣的直接使用價值。近代貨幣，沒有直接使用價值。除充貨幣用途，購買貨物勞務，儲藏價值，以備將來使用以外，不再有其他用途。假如說近代貨幣，是有直接使用價值的，那麼貨幣作貨幣用，就是貨幣的直接使用價值。此外，將外國金幣，作裝飾品，或許是外國金幣的直接使用。一九二三年，德國通貨大膨脹的時候，紙馬克的價值，幾近於零，購買能力，反在材料價值以下，於是有些人，將所有不兌現的馬克紙幣，糊牆壁，糊窗戶，花花綠綠，或許是紙馬克的直接使用價值。日敵的財閥，曾將紙幣燃着吸煙，以代火柴，或許是這些暴發戶心目中的貨幣的直接使用價值。除此之外，大概沒有其他直接使用價值了。但是在古代則不然。初有貨幣的時候，貨幣所以能夠在一定區域以內，流通無阻，因為這些貨幣，除充一般交換之媒介外，又能直接使用。帛與穀，是當時農業社會的貨幣。這種實物貨幣，一方面，可充一般交換之媒介，他方面，又能製衣服，煮米飲。後者是實物貨幣的直接使用價值。因為有直接使用價值，人民才願授受，才能充一般交換之媒介。所以在當時，直接使用價值，是貨幣成立的條件。

現在則不然。貨幣的直接使用價值，非但不是貨幣成立的條件，並且貨幣已經不再直接使用價值了。

第四，貨幣的對外價值，就是一國貨幣，對於外國貨幣的購買能力。例如法幣二十元，等於美金一元，這就表示法幣二十元，對於美金一元的購買能力。普通謂之外匯。一國外匯的漲跌，在國際路線暢通，國際貿易順利進行時期，對於國內物價與通貨，立刻發生影響。並且也能影響到外國的物價與通貨。所以外國的外匯，發生波動，直接影響本國的外匯，間接也能影響到本國的物價與通貨。這在第三篇中，再加說明。一國貨幣的對外價值，並不就是一國貨幣的購買能力。不過二者是能互相影響的。

第五，貨幣價值或者貨幣的購買能力，這是本章所要說明的主題。所謂貨幣價值，就是一國貨幣，在國內市場，對於一般貨幣的購買能力。所以簡稱之曰貨幣的購買能力，或者貨幣購買力。

第二節 貨幣價值與物價

貨幣價值，既然是在國內市場，對於一般貨價的購買能力，那麼也可謂之貨幣的對內價值，以價與外匯或者貨幣的對外價值，有所區別。然則貨幣價值，怎樣發生的？這就是說一國貨幣在國內市場，何以有購買貨物的能力？關於這個問題，有一部份經濟學者，認為來自製造金銀貨幣的金銀價值。換句話說，就是來自貨幣的材料價值。這在上一節已經說明其不確。貨幣是一般交換之媒介，獲得財貨勞務的證書。在交易的時候，一方面是貨物與勞務，他方面是貨幣，二者立於相對地位。互相交換，貨幣的職能，才能完成，貨幣價值，才能顯示。所以貨幣價值，來自貨幣的職能。任何貨物，倘若能充一般交換之媒介，保證所有者獲得所需的財貨與勞務，就是貨幣。既然是貨幣，就能與財貨勞務相交換，就有購買物的能力。就有貨幣價值。倘若不能充一般交換之媒介，不能交換所需的財貨與勞務，那就不是貨幣，沒有購買貨物的能力，沒有貨幣價值。所以貨幣價值，來自貨幣的職能。是貨幣能夠完成貨幣的職能，就有貨幣價值。不是貨幣，不能完成貨幣的職能，就沒有貨幣價值。例如我國以前的銀本位幣，在銀本位時代，

是我國的貨幣，能充一般交換之媒介，保證所有者交換所需的財貨與勞務，能夠交換任何貨物，就有購買貨物的能力。而在法幣政策實施以後，銀幣禁止流通，不能再充一般交換之媒介，交換所需要的財貨與勞務。既然不能交換任何貨物，就是沒有購買貨物的能力，沒有貨幣價值。所以金幣一元，成色重量形狀，毫未變動，以前能作貨幣使用的時候，是有貨幣價值，具有購買能力。禁止流通，不能再作貨幣使用的時候，銀幣不過是一塊銀片，是一件貨物，不能充一般交換之媒介，就沒有購買貨物的能力，不再有貨幣價值。

貨幣價值，既然來自貨幣的職能，在交貨的時候，一方面是貨物與勞務，他方面是貨幣，二者立於相對地位。交易以後，貨幣價值的大小，就可從所易貨物與勞務方面表示出來。例如去年現在，雞蛋每個一元，十元可買十個。今年現在，雞蛋每個五元，十元只能買到二個。用最初淺而不正確的例來說，去年一個雞蛋，可以表示法幣一元的價值或者購買能力。今年一個雞蛋，表示法幣五元的價值或者購買能力。那麼現在法幣一

元的購買能力，僅有一個雞蛋的五分之一，或者等於去年法幣價值的五分之一。不過這個例，是不正確的。因為雞蛋本身，有供給與需要關係，其價值是在漲跌的。但是一般物價則不然。所謂一般物價，就是一國以內數十種或者數百種重要貨物的價格。在這數十種或數百種重要貨物之中，也許有若干種貨物的價格，因為供需或者成本關係：發生波動。但是從數十種或者數百種重要貨物的全體看來，影響不大，例如雞蛋漲了五倍，而其他各種貨物，完全不漲，那麼一般物價，可說大概不變。所以不能從一二種貨物，看出一國貨幣的購買能力。況且貨幣所能交換的，是任何貨物與勞務，所以應用全國各種貨物，始能表示一國貨幣的價值。不過一國所有的貨物，至少當有幾萬種，種類既多，一一調查計算，為事實所不可能，所以挑選重要或基本貨物數十種或者數百種，編成物價指數。這種物價，大概可以表示貨幣價值。所以貨幣價值的大小，是由一般物價表示的。

因此貨幣價值與物價，猶如一物的兩面，而又處於相反地位。一般物價上漲，用一定數量的貨幣，可以買到的貨物較少，就是貨幣價值的下落。一般物價下落，用一定數

量的貨幣，可以買到的貨物較多，就是貨幣價值的上昇。所以貨幣價值，須看一般物價的漲跌，始能知道其高低。因此一般物價的漲跌，就是表示貨幣價值的變動。而貨幣價值的變動，就是一般物價漲跌的反面。

貨幣價值與物價，既然是一物的兩面，那末物價的騰貴，就是貨幣價值的下落。貨幣價值的下落，就是物價的騰貴。物價的下落，就是貨幣價值的上漲。貨幣價值的上漲，就是物價的下落。所以貨幣價值與物價，實爲一物兩面觀察，而非二者的因果作用。物價的下落，並不源於貨幣價值的上漲。貨幣價值的上漲，也不源於物價的下落。反之物價的騰貴，並不源於貨幣價值的下落。貨幣價值的下落，也不源於物價的騰貴。二者之間。並無因果關係在內。所以我們不應說，因爲物價騰貴，所以貨幣價值下落了。也不應說，因爲貨幣價值下落，所以物價騰貴了。

這樣說來，物價的漲跌，不外貨幣價值變動的具體形態。因爲物價下低，就可表示貨幣價值的上漲，貨幣購買能力的上昇。物價騰貴，就可以表示貨幣價值的下落，貨幣

購買能力的降低。所以各國貨幣價值的大小，可由各國物價水準測定。不過這是測定貨幣價值的大小，並非決定貨幣價值的大小。然則決定貨幣價值的因素是什麼？決定貨幣價值的因素，就是決定物價的因素。物值騰貴的原因，就是貨幣價值下落的原因。物價下落的原因，也就是貨幣價值上漲的原因。關於物價或者貨幣價值漲跌的原因，論者的見解，各不相同。現在擇其最爲重要最爲普通的分節論述於後。

第三節 貨幣的金銀價值

貨幣價值，如何決定？貨幣的購買能力，何以有大小？關於這個問題，最簡單而又歷史最久的解釋，就是說，貨幣之中的金銀價值定之。以爲貨幣本身，必須是有價值之物，因爲有價值，所以能充價值的標準，價值的尺度。比如尺的本身，是有長度的，所以能充長度的標準，測量貨物的長度。假如尺的本身，沒有長度，那末怎能測量貨物的長度，表示貨物的長度？一切貨物，也是如此。貨物本身，必所相當價值，才能與其他有價值的貨物相交換，互相表示對方價值的大小。貨幣既然能與一切有價值的貨物相交

換，那末貨幣本身，一定也有價值。這就是貨幣價值。貨幣價值，雖然有面值或名稱價值 (Nominal value) 與真值或真正價值之別，但是二者必然相等。換句話說，就是充貨幣用時的價值，與熔解後所得貴金屬的價值，一定相等。例如我國採行銀本位時代，銀幣一元，含純銀二三，四九三四八公分。這是銀幣一元的價值。熔解以後，雖然變成純銀二三，四九三四八公分的一塊生銀，但其價值，仍與銀幣一元相等。所不同的，鑄造銀幣一元，須納造幣費二分二厘五。所以銀幣一元的價值，是純銀二三，四九三四八公分，加造幣費百分之二，二五，熔解以後，變成銀塊，造幣費消滅，僅有純銀二三，四九三四八公分了。二者的差額，就是造幣費。世界各國，所收的造幣費很小，並且有些國家，根本不收造幣費。不收造幣費的金屬貨幣，在充貨幣用時的價值，與熔解以後所得金銀的價值，完全相等。所以原則上，是作相等論的。貨幣價值，既然等於所含金銀的價值，那末金銀價值騰貴，金銀貨幣的價值，必然隨之而上漲，金銀價值下落，金銀貨幣的價值，也必隨之而降低。這樣說來，貨幣價值，是由貨幣之中的金銀價值

定之。世界金價騰貴，金本位國的貨幣價值上昇，物價反比例而下落。金價下落，結果相反。銀價騰貴，銀本位國的貨幣價值上漲，物價反比例而下落。銀價下落，結果相反。

上文所述，是在說明貨幣的金銀價值，決定貨幣價值。凡持貨幣商品說（Commodity Theory of money）的人，對於貨幣價值的決定，一定採用上述的一套理論。那就是貨幣的材料價值，決定貨幣價值。這些學者，大概屬於金屬主義派。他們認為只有金屬貨幣，是貨幣。金屬貨幣以外，沒有貨幣。所以對於貨幣價值，從貨幣之中的金銀價值，加以解釋。這是金屬主義派的貨幣價值論。最近二十年來，世界各國的貨幣，已有重大的改進，上述一套貨幣價值理論，早已不能說明事實的真相。各國貨幣學者，也已放棄這種解釋。我國在法幣政策實施以前，國內學者，大概都受這種思想的支配。其原因，一受外國錯誤學說的影響，一為銀幣所生幻象的結果。法幣政策實施以後，思想為之一變。但是這種陳腐的解釋，早已深入人心，故於不知不覺之間，依然流露金銀價值決定貨幣價值的論調。影響所及，足以使我國今後的貨幣政策，因此而入歧途。今按

一般所以易於犯此誤謬的原因，約有下列三種：第一，忽視貨幣發展的時代性。將貨幣發展過程之中，貨幣性質與貨幣價值的演變，置諸不顧。關於這一點，可參考第一篇第一章第三節。第二，以金屬本位貨幣為唯一的研究對象，而將其他各種貨幣，置諸不顧，沒有作全國通貨的總觀察。第三，自從正統學派以來，一般通俗的經濟著作，對於貨幣價值的說明，往往一方面，從金銀價值的漲跌，說明貨幣價值的變動，他方面，又從貨幣數量的多少，說明貨幣價值的高低。這種理論上的矛盾，後世學者，往往不加思索，完全承繼，因此沒有正確的見解，不能說明貨幣價值的真相。貨幣的金銀價值，決定貨幣價值之說，錯誤與缺點很多，現在說明於後。

第一，對於貨幣與貨幣材料的貴金屬，不加區別。這是根本錯誤所在。因為金銀貨幣，雖用金銀製造，但於造成貨幣以後，貨幣與金銀，即須加以區別。金銀不過是貨物的一種，貨幣則為一般交換的媒介，獲得財貨勞務的證書。前者可以消費，故有直接使用價值，後者為獲得財貨勞務的手段，故無直接使用價值。在貨幣經濟時代，我們所以

終年勤勞，取得若干貨幣，因為貨幣具有一種特性，可使所有者，隨時隨地，交換所需的財貨與勞務。那末這種貨幣，用金銀製造，固然可以。用紙張印刷，也可以。僅有數字，沒有實質，也未常不可。倘若不能保證所有者交換所需的財貨與勞務，那末金銀寶石，飢不能以為食，寒不能以為衣，決不願勤勞終年，取得這種無用之物了。雖然使用金銀貨幣時代，金條銀塊，在習慣上，也有保證所有者交換所需財貨與勞務的能力。但是這是間接的。必須換成金銀貨幣以後，始有效力。不能用金條銀塊，直接交換所需的財貨與勞務。所以金條銀塊，並非一般交換之媒介，不是貨幣，對方可以拒絕收受。至於不用金銀貨幣為貨幣，那末金條銀塊，更與貨幣無關。可知金銀並非貨幣成立的條件，二者非嚴加區別不可。

第二，又有以為採用金幣本位制或者銀幣本位制，金銀本位貨幣，可以自由鑄造，又可自由銷燬自由輸出，所以金銀本位貨幣的價值，一定等於金銀價值。因此金銀價值，決定貨幣價值。例如金銀器具，倘若構造簡單，所費人工不多，那末金銀器具的價值

通常即由金銀材料價值決定。貨幣也是如此。金銀貨幣，既用金銀製造，所費人工很少，故其價值，也由金銀價值決定。這是因果倒置的論調。金銀價值，非但不能決定金銀貨幣的價值，金銀貨幣的價值，反而決定金銀的價值。因為採行金本位制或者銀本位制的國家，對於黃金或者白銀，都有法定的價格。例如以前英國行使金幣本位制的時候，法定標準金一英兩，等於貨幣三鎊十七先令十便士半。除造幣期間的利息一便士半，得照三鎊十七先令九便士的價格，售給英格蘭銀行。所以三鎊十七先令九便士，是英格蘭銀行，對於標準金一英兩的收買價格。可是將英幣熔燬或者輸出，那末三鎊十七先令十便士半，始合標準金一英兩。當時英國標準金一英兩的價格，即為三鎊十七先令九便士與三鎊十七先令十便士半所限制。金價倘若下落，標準金一英兩，跌到三鎊十七先令九便士，必然售給英格蘭銀行，金價不再下落。金價倘若上漲，標準金一英兩，漲至三鎊十七先令十便士半，金幣必被熔成生金，金價也就不再上漲。所以是金幣價值，決定黃金價值，並非黃金價值，決定金幣價值。我國在銀本位時代，也是如此。民國二十二

年銀本位幣鑄造條例第十一條規定，銀本位幣一元，含純銀二三·四九三四四八公分，加納造幣費一元之百分之二·二五。銀價倘若上漲，純銀二三·四九三四四八公分，倘若漲至銀幣一元，銀幣即被熔成生銀，銀價不再上漲。銀價倘若下落，純銀二三·四九三四四八公分，倘若跌至九角七分七釐五，生銀必然輸入造幣局，請求代造銀幣，而銀價也就不再下落。所以當時我國銀價的漲跌，有一法定限度，純銀二三·四九三四四八公分的價值，局限於一元與九角七分七釐五之間。這是銀幣價值，決定銀價，並非銀價決定銀幣價值。

或者有人以為金銀價值，雖為各國貨幣條例所規定，一定量的金銀，等於一定額的貨幣。但是金銀的生產費降低，金銀的生產額增加，金銀價值，一定下落。金銀與金銀貨幣之間，雖有一定的比價，用金銀貨幣表示金銀的價值，金銀價值，當然並未下落。因為金銀貨幣，用金銀為材料，金銀價值下落，金銀貨幣的價也下落，並且同一比例而下落。所以金銀對金銀貨幣的比價，是不變的。但是若與其他一般貨物相比較，結果

就不同了。黃金的生產費減少，黃金的生產量增加，黃金的價值下落，金本位國的貨幣價值，一定降低。其現象，就是一般物價的騰貴。例如發見新大陸以後，金銀的生產量增加，價值下落，歐洲各國的物價，因此而騰貴。十九世紀中葉，加洲與南非，發見大金礦後，世界黃金的生產量，增加不少，黃金價值又跌，金本位國的物價，又會因此而騰貴。這種歷史事實，似可證明金銀貨幣的價值，是由金銀價值決定的了。但是也不盡然。因為大金礦發見以後，黃金的生產費，雖然減少。生產量，雖然增加。但是有黃金的人，利用金幣本位制度與金銀並行本位制度的金幣的自由鑄造特權，輸入各國造幣局，造成金幣，流通於市。通貨數量，遂較以前為多。貨幣價值。因此而下落。一般物價，因此而騰貴。所以當時貨幣價值的下落，物價的騰貴，並不源於黃金生產費的減少，黃金價值的下落，而是貨幣數量增加的結果。

其實非但如此。黃金屬的生產費，雖然減少，生產量，雖然增加，黃金屬的價值，雖然下落，倘若一國的貨幣數量，並不因此而增加，貨幣價值，決不因此而降低，物價也不

因此而騰貴。例如民國十九二十年，世界銀價，暴跌百分之六十，要是貨幣的金銀價值決定貨幣價值，那末當時我國銀幣的價值，也應降低百分之六十，物價即應反比例的騰貴百分之一百五十。以前值銀幣一元的貨物，在銀價跌去百分之六十以後，就應漲到二元五角。但是當時我國物價，並未騰貴一倍半。雖也稍稍上漲，然而所漲不多。其原因是在外匯的下落。當時我國物價所以並未大漲，其原因即在通貨數量，並未因銀價下落而劇增。所以金銀價值的下落或者上漲，並不能夠直接決定貨幣價值的高低，物價的漲跌。物價或者貨幣價值的波動，在貨幣方面的因素，是外匯與貨幣數量，不是金銀價值。

第三，紙幣的材料價值很小，何以有很大的購買能力？關於這個問題，論者以為紙幣的本身，雖是無價值之物，但是紙幣所代表的，是金銀貨幣與生金生銀。紙幣的價值，即由所兌的金銀貨幣價值決定。但是也不盡然。現在假定有銀幣與生銀六萬萬元，照現金準備六成，保證準備四成之比，發行兌現紙幣十萬萬元。假如因為某種原因，紙幣

的發行額，增加到十五萬萬元。其原因，或者是銀幣與生銀，增加了三萬萬元，或者是法定的現金準備，減低到發行額的四成。紙幣發行額，既然增加了百分之五十，無形通貨的信用，大概也能同一比例而增加。通貨數量，既然增加不少，其他情形不變，物價大概隨之而騰貴。物價的騰貴程度，雖不一定等於通貨的增加程度，但在其他情形不變的條件之下，物價的騰貴，大概是可能的。物價的騰貴，就是貨幣價值的跌落。但是紙幣所代表的銀幣，成色重量，並未減低，銀價也未下落。換句話說，就是銀價的材料價值，完全未變，可是紙幣的購買能力，已較以前為低。不知銀幣價值，非但不能決定紙幣的價值，紙幣的價值，反而決定銀幣的價值。

第四，兌現紙幣的價值，既然不能從所兌金屬貨幣的價值方面，加以說明，不兌現紙幣的價值，當然更難從金屬貨幣方面，予以解釋了。不過論者每謂，不兌現紙幣，是一時的不兌現，將來一定有兌現的可能。將來兌現可能性的大小，就決定不兌現紙幣的價值。可能性愈大，紙幣的價值愈大，購買能力愈高。可能性愈小，紙幣的價值愈小，

購買能力愈低。但是所謂將來兌現的可能性，並不正確而可靠。因為將來，究竟在什麼時候？並且將來兌現的時候，是否照舊平價，抑照新平價？，都不是事前所能推測的。那末所謂可能性的大小，完全是空中樓閣了。並且採行紙本位制的國家，所發紙幣，根本沒有兌換金屬貨幣的規定。可知將來決無兌現的可能。所謂將來兌現的可能性。完全沒有。可是這種不兌現幣幣，仍能在市面流通，仍有很大的購買能力。那末這種不兌現紙幣的價值，那裏來的？

根據上面的各種說明，可知金銀價值，不能決定貨幣價值，不能決定物價。即使採行金幣本位制或者銀幣本位制國家，市面流通的貨幣，以金本位幣或者銀本位幣為主，但是金價或銀價，發生漲跌，金幣或者銀幣之中所含金銀的價值，發生變動，也不影響金幣或者銀幣的購買能力。這就是說，一般物價，並不因為金銀價值的漲跌而波動，除非通貨數量，發生變化，外匯發生漲跌。

貨幣的金銀價值，雖與貨幣價值，並無直接關係，但是間接關係，是無法避免的。

所謂間接關係，最爲重要的，就是外匯的漲跌。採用金本制或者銀本位制的國家，外匯的漲跌，有二種因素，一是國際收支的順逆，二是金銀價值的變動。例如民國十九二十年，我國尚行銀本位制，世界銀價，約跌百分之六十，我國對外匯價，也跌百分之六十。外匯下跌，進口貨物，在國內市場的售價，必然反比例的騰貴。出口貨物，在國內市場的市價，也必稍稍上漲。國產內銷的貨物，經過相當時期，受進出口貨漲價的影響，也漸騰貴。結果，就是一般物價的上漲。所以銀價下落，銀本位國的物價，是要上漲的。銀幣的價值或者購買能力，是要低落的。但須注意下列二點：一卽銀本位國物價的上漲，銀幣價值的低落，並不直接源於銀價的下落，銀幣材料價值的降低，而是源於外匯的下落。銀本位國外匯的降低，則爲銀價下落的結果。假如銀價上漲，結果相反。二卽物價的上漲程度，或者銀幣價值的騰貴程度，並不同比例於銀價的下落程度，或者銀本位國外匯的下落程度。前者遠較後者爲小。例如銀價下落百分之六十，銀本位國的外匯，也跌百分之六十，但是物價所漲甚微，決不騰貴百分之一百五十。這就是銀幣價

值，所跌不多，決不與銀價或銀匯同一比例而下落。

第四節 貨幣數量說

貨幣的金銀價值，既然不能決定貨幣價值或者物價，那末物價何以有漲跌？貨幣價值，何以有高低？其決定因素，究竟是什麼？關於這個問題，有一大部分經濟學者，從貨幣的數量方面，提出答復，遂成有名的貨幣數量說。貨幣數量說，已有悠久的歷史。到了最近數十年，反對者固然很多，擁護者也不少，修正者也很多。大別起來，可分二種說法，一是指某一時期內貨幣的流通數量，這是正充一般交換媒介之用的貨幣。二是指某一時期內貨幣的存儲數量，這是用作購買力的儲藏，以便隨時購買所需貨物的貨幣。採用第一種說法的，有費休（Fisher），加賽爾（Cassel）諸人。作第二種說法的，有馬吸爾（A. Marshall）披哥（Pigou）陸柏生（Robertson）諸人。今就最普通的費休氏的貨幣數量說，極簡單的介紹與批評於後。

費休氏在其所著「貨幣購買力」一書，先作「交換方程式」，表示在一某社會裏面，

某一時期之內，用貨幣爲媒介的交易總額。用 P 表示貨物的交易總額， V 表示一般物價水準， M 表示金屬貨幣與紙幣數量， V 表示金屬貨幣與紙幣的流轉速度。

於是可以成立一個最簡單的交換公程式如左：

$$MV = PT$$

在上列的等式中，一方面是全社會的貨幣數量，乘其流轉速度，他方面是全社會的貨物交易總額，乘一般物價水準。二者一定相等。但是在近代經濟社會裏面，充一般交換之媒介，能夠完成貨幣使命的，不以金屬貨幣與紙幣爲限。在這二種貨幣之外，支票期票，也多用作支付手段，便利貨物的交換。支票期票，源於銀行中的活期存款，謂之存款貨幣。所以存款貨幣，也應列入貨幣方面。並且支票期票的使用次數，多少不等。使用次數的多少，就是流轉速度的大小。現在用 M 表示存款貨幣的數量， V 表示存款貨幣的流轉速度，那末交換方程式，可以擴大如左：

$$MV + M_1V_1 = PT$$

這就是，一方面爲金屬貨幣與紙幣，乘其流轉速度，再加存款貨幣，乘其流轉速度。他方面則爲全社會的貨物交易總額，乘一般物價水準。上列方程式，也可改作如左：

$$P = \frac{T}{M, V, + MV}$$

照上列方程式可知各種貨幣，乘其流轉速度，而用貨物交易總額除之，即爲物價水準。現在假定 $M, M, V, V,$ 不變，貨物交易額 T 發生變化，那末物價 P ，發生反比例的變化。就是貨物交易額增加，物價下落，貨物交易額減少，物價騰貴。但是貨物交易額的變化，源於生產技術的進步或退步，勞動能率的上昇或降低。這在某一社會，某一時期之內，大概不變的。所以物價 P ，受貨物交易額 T 的影響，而發生漲跌，實際上是很少的，此其一。再如 M, M, T 不變，貨幣的流轉速度 $V, V,$ 發生變化，那末物價 P ，發生正比例的變化。這就是貨幣的流轉速度增加，物價騰貴，貨幣的流轉速度減少，物價下落。但是各種貨幣的流轉速度，是由人民的支付習慣決定的。這在某一社會，某一時期之

內，大概不變。所以在事實上，物價 P ，因為各種貨幣的流轉速度 V 的變化，而發生漲跌的，也不多見。此其二。假如 V, V, T 不變，各種貨幣數量 M 變，發生變化，那末物價 P ，發生正比例的變化。這就是金屬貨幣紙幣與存款貨幣增加，物價騰貴，反之，物價下落。但是存款貨幣 M ，本以金屬貨幣與紙幣為基礎，並且與金屬貨幣與紙幣，保持一定的比例關係。所以 M 增加， M 也就隨之而增加， M 減少， M 也就隨之而減少。那末 M 的變動，可以併入 M 的變動之內。故在實際上，物價 P 的漲跌，源於貨幣數量 M 的增減，而成正比例的變化。交換方程式，也可簡單化成：

$$P = \frac{M}{T}$$

根據這個方程式，某一社會，某一時期之內的貨物交易額，在實際上，是大概不變的。那末物價 P ，即與貨幣數量 M ，成正比例的變化，貨幣數量增加一倍，物價也就騰貴一倍。貨幣數量減少百分之五十，物價也跌去一半。二者的變化，成一正確的比例關係。並且決定物價漲跌的各種因素之中，存款貨幣 M ，與貨幣數量 M ，有一定的比例關

係，並由貨幣數量 M 決定。貨幣的流轉速度 V ，與存款貨幣的流轉速度 V ，在一定社會，一定時期，大概不變。貨物的交易總額 T 在一定社會，一定時期，大概也定不變。所以那末可能變化的，祇有貨幣數量 M 。因此決定物價的因素，是貨幣數量 M ，費休氏又認為物價 T ，倘若因受其他原因的影響而騰貴，結果，貨幣數量 M ，是不變的。貨幣數量，既不增加，或者反而因為物價騰貴，引起貿易入超，現金外流，貨幣數量，反見減少。貨幣數量 M ，既然不增以此為基礎的存款貨幣 M ，也無增加的可能，至於各種貨幣的流轉速度，則為人民的支付習慣，地方的交通情形，各地的人口密度所決定，並不受物價漲跌的影響。所以物價水準 P ，雖然騰貴，流轉速度 V ，並不因此而增加。並且物價騰貴，人民所得增加，對於同樣貨物，就可出較高的代價。所以物價騰貴，人民的購買能力，即較以前為大，商品的交易額，即可不墜因為物價騰貴而減少。這樣說來，物價水準 P ，因受其他原因的影響，發生漲跌，其他五種因素 M 、 V 、 T ，並不因為物價漲跌而變動。五種因素，既然不變，那末物價 P 的變動，也難持久，必然恢復原狀。物

價的漲跌，雖然不能使其他因素，發生變化。但是其他因素，發生變化，物價必然因此而變動。所以物價是被動的因素。其他五項，是主動的因素。物價不能成爲主動的因素，其他五項，也不成爲被動的因素。五項主動因素之中， V, V, T ，在一定社會，一定時期，很少變動，存款貨幣 M ，是與貨幣數量 M ，有一定的比例關係，隨貨幣數量 M 的變動。所以在實際上，五項主動因素之中，最爲重要的，是貨幣數量 M 。併且貨幣數量 M 與物價 P 之間，有一種因果關係，就是貨幣數量 M 的變動，爲原因，物價 P 的漲跌，爲結果。物價 P ，不能爲貨幣數量 M 的原因，貨幣數量 M ，也不能爲物價 P 的結果。這是二者的因果關係。

費休的貨幣數量說，以靜態的經濟社會爲對象。假定其他事項不變，始能有效。所謂正常狀態，就是一切不變的經濟狀態。但是世界各國的經濟狀態，是在變動不息的。所謂不變的正常狀態，完全出於想像，事實上，並不存在。所以他的貨幣數量說，與變動不息的實際經濟社會，相去很遠，

因爲假定其他事項不變，那末根據他的交換方程式，貨幣數量 M ，發生變化，物價 P ，必然發生漲跌，並且與貨幣數量 M ，保持正確的比例關係。但是事實上並不這樣簡單。通貨數量增加，物價 P 固然因此而上漲。商品交易額，也因物價上漲，利潤增加，產業發展，而增加了。商品交易額，既然比了通貨增加以前爲大，那末對於通貨的需要量，一定也比前爲多。對於通貨的需要量，既然增加，物價的騰貴程度，就不能與新增的通貨量，保持正確的比例關係，並且大概在通貨的增加程度以下。例如通貨增加一倍。物價並不騰貴一倍。存款貨幣 M ，對於貨幣數量 M 事實上也無一定的比例關係。一國利率的高低，存款準備對於存款總額比例的大小，都能左右存款貨幣 M 的多少。再如貨幣的流轉速度，也非固定不變之物。在通貨膨脹的初期，貨幣的流轉速度，往往反比以前爲低。到了通貨膨脹的後期，貨幣的流轉速度，迅速上昇。凡此通貨方面的種種變動，都能影響物價，決定物價的漲跌而物價的漲跌，又能反應到這些變動因素。所以貨幣數量 M 不能單獨決定物價 P ，物價 P 與貨幣數量 M 不能保持正確的比例關係。況且在決

定物價漲跌的貨幣方面的因素之外，又有非貨幣方面的因素。在貨幣方面的因素之中，除貨幣數量及其流轉速度外，又有外匯的高低，對於物價，也有決定作用。這些因素的發動，足使通貨與物價脫節。所謂正確的比例關係，遂與事實不符。

費休氏的貨幣數量說，否認決定物價的其他一切因素，以為物價的漲跌，僅有貨幣方面的因素。並且認為貨幣方面的因素之中，在一定社會，一定時期，只有貨幣數量，是在變動的。貨幣的流轉速度，大概不變，通貨也非物價的結果。但是上文說過，決定物價的因素很多，有通貨方面的因素，又有非通貨方面的因素。在通貨方面的因素之中，又有外匯因素。這些因素，一旦發生作用，其他事項不變，物價必然發生漲跌。物價的漲跌，又能影響到貨幣數量以及其他通貨方面的因素。例如其他事項不變，對外匯價下落，國內物價，必然因此而上漲。物價既然上漲，商品交易額，又未減少，結果，或者是貨幣數量的增加，或者是流轉速度的加快，或竟二者同時並進。所以物價的漲跌，也不能為貨幣數量變動的原因。貨幣數量的變動，也能為物價漲跌的結果。可知費休氏

所論通貨一定是原因，物價一定是結果，也與事實不符。考其所以有此錯誤的原因，即除貨幣數量外，忽視其他一切因素所致。

上述二項，一即以爲通貨數量與物價漲跌，有一正確的比例關係。這是以想像中的靜態經濟社會，爲研究的對象，遂與變動不息的實際經濟社會不合。二即以爲貨幣數量的變動，必爲原因，物價的漲跌，必爲結果。

這是以貨幣數量的變動，爲決定物價的唯一因素，而將其他一切因素，目爲無足輕重的結果。事實上，決定物價的因素很多。所以物價可因其他因素而波動，通貨又因物價波動而變化。通貨爲因，物價爲果的必然的因果關係，並不存在。

貨幣數量說，除於學理上，有無可否認的錯誤外，更可從事實上加以證明。上屆歐戰以後，法國經濟學者阿夫脫郎 (A. Afalion)，根據一九一〇年至二十四年，法國的通貨與物價統計，證明通貨與物價之間，並無正確的比例關係。自從一九二〇年，法國發生經濟恐慌起，到一九二二年二月止，物價指數（一九一三年爲基期等於一〇〇），

從五八八，降到三〇六，約跌百分之四十八。但是在此時期之內，通貨數量，不過減少百分之二九。從一九二二年起，法國經濟，又漸繁榮，物價開始上漲。但是通貨數量，並未大增。一九二二年二月，物價指數，爲三〇六。到一九三四年二月，昇至五四四。較前約貴百分之七十八。但是在此時期之內，通貨不過增加了百分之七。根據這二件事實，已可明瞭物價與通貨，並不同一比例而變化。並且從一九二四年二月，到十二月底，在這十個月內，物價指數，又從五四四減至五〇八，通貨反而增加了十二萬六千萬法郎。這樣看來，物價與通貨，非但不能同一比例而變化，並且在相反方向變動了。不僅如此。一九二二年二月，法國生產指數，爲七〇。一九二四年九月，增加到一一五。在這時期之內，法國生產額，增加了百分之六十四。生產指數，既然上昇，商品交易額，必然隨之而增加。商品交易額，既然增加，所需的通貨量，一定也比以前爲多。通貨數量，倘若不增，物價理應下跌。按照貨幣數量說，這是一定的道理。但是事實上，通貨並未大增，物價反而高了百分之六十六。這種事實，足以證明貨幣數量說的不可靠。就

當時法國的物價與通貨的變動關係而論，大概經濟繁榮時期，物價上漲，經濟衰敗時期，物價下落。物價雖因經濟的盛衰，發生劇烈的波動，但是通貨數量，沒有重大變化。物價下落期內，通貨減少不多。物價上漲期內，通貨所增極微。所以大體看來，物價雖有重大的漲跌，通貨數量，幾乎靜止不變。

阿夫脫郎又以爲物價與通貨的不一致，並不以法國爲限，其他國家，也是如此。所以又將美法意比荷蘭瑞典挪威丹麥瑞士西班牙十個國家的物價與通貨，分期比較，加以證明。從一九二〇年，到一九二二年，歐洲各國的經濟衰敗期內，物價的下落程度，都比通貨的減少的程度爲大。至如意大利的物價指數，則從一九二〇年四月至一九二一年六月，在這十四個月之中，降低百分之二十四，貨幣數量，反而增加了百分之九。即從一百八十七萬里拉，增至二百另四萬二千六百萬里拉。物價與通貨，相反方向的變動，更足以證明貨幣數量說，不能說明經濟恐慌時期物價與通貨的關係。

從正從經濟衰敗時期，進入經濟繁榮時期，物價一定上漲，但是通貨數量，很少增加。

一九二四年十二月，就一般而論，歐洲各國，又入經濟繁榮時期。當時歐洲各國的物價指數，都比以前爲高。通貨數量，雖也較前爲多。但是比了物價的高漲程度，相差很遠。例如當時法國的物價，比了經濟衰敗時期，騰貴百分之六十六，通貨則僅增加了百分之十一。比國的物價，騰貴百分之六十三，通貨增加百分之二十二。挪威的物價，騰貴百分之二十六，通貨增加百分之二。再如當時荷蘭的物價，雖僅騰貴百分之十三，但是通貨數量，反而減少了百分之六。丹麥的物價，騰貴百分之三十三。意大利的物價，騰貴百分之二十六。但是兩國的通貨數量，非但沒有增加，反而減少了百分之二。這種現象，足以證明物價與通貨，並不同一比例而變化，並且表示，一方面發生變化，他方面未必受其影響而變化，或竟發生相反方向的變化。不過在這十個國家之中，西班牙是一個例外。當時西班牙的物價與通貨，大概有一致的傾向。但從大體觀察，經濟繁榮時期，各國物價上漲很多，通貨數量，增加很少，幾乎呈現靜止不變狀態。

上述例證，爲各國通貨與物價，在短時期內的不一致。不一致的原因，阿夫脫鄭認

爲約有二個。一在週期性的經濟循環。一國經濟，從繁榮而漸衰敗，物價暴跌。從衰敗而漸繁榮，物價大漲。物價雖有劇烈的漲跌，通貨數量，幾乎靜止不變。二卽外匯的漲跌，在短時期內，也能使物價與通貨，發生不一致的變化。阿夫脫郎，又根據從一九二一年到一九二三年歐洲各國的經濟事實，對於外匯通貨與物價的關係，分成三種不同的狀態。第一，對外匯價不變，通貨數量增加。在這種情形之下，通貨雖然增加，但因外匯不變，物價大概也靜止不變。第二，對外匯價下落，通貨數量不變，或者稍稍增加。在這種情形之下，通貨雖然沒有明顯的膨脹，但是物價卽因對外匯價的下落而騰貴了。第三，對外匯價上漲，通貨數量不變，或者稍稍減少。在這種情形之下，通貨雖然沒有明顯的收縮，但是物價又因對外匯的上漲而下落了。阿夫脫郎根據上述三種情形，斷言，在短時期內，物價的漲跌，不受通貨數量的支配，而受對外匯市的影響。可知所謂通貨數量，決定物價，並且二者之間，有一正確的比例關係，完全與事實不符，其原因卽在忽視決定物價的其他因素所致。

第五節 通貨與物價

貨幣數量說，既然不能說明通貨與物價的關係，通貨並不是決定物價的唯一因素，有時反爲物價所決定。那末通貨與物價，究有何種關係。在決定物價漲跌的各種因素之中，通貨究居何種地位，關於這些問題，即使反對貨幣數量說的人，也不否認通貨數量對於物價的影響。但是主張或者擁護貨幣數量說，是一事，承認通貨數量對於物價的影響，又是一件事，不能因爲承認通貨數量對於物價有很大的影響，而目爲貨幣數量說的擁護者。抗戰以來，我國通貨日多，物價日高，物價的繼續高漲，固與通貨的增加有關，但是通貨的增加，也與物價的高漲有關。並且我國戰時物價的高漲，原因甚多。通貨的增加，是各種原因之一。論者每將我國戰時物價的高漲，完全歸諸通貨數量的增加，這是受了錯誤學說的影響。不過我國戰時通貨的增發，及其流通區域的縮小，實爲後方物價高漲的一大原因，則爲無可否認的事實。

至於學理方面，通貨與物價，究有何種關係，那就必先知道物價的決定因素。決定

物價的因素，或者決定貨幣價值的因素，可以分成貨幣方面的因素與非貨幣方面的因素二大類。屬於第一類的。一，貨幣數量或者有形貨幣的數量。二，存款貨幣數量或者無形貨幣的數量。三，以上二種貨幣的流轉速度。四，對外匯價的高低。屬於第二類的。

一，一般貨物的供需關係。在平時，全國一般貨物的供需，大概不至有重大的變化。但是一入戰時，一般貨物的供需，立刻發生重大的變化，對於物價，在遲早之間，必然發生嚴重的影響。二，一國經濟的盛衰。資本主義的經濟社會，有週期性的經濟恐慌。從經濟繁榮時期，進入經濟衰敗時期，物價下落。從經濟衰敗時期，進入經濟繁榮時期，物價上漲。三，生產成本，也是決定物價的一大因素。此處所謂生產成本，並非是一物或者少數貨物的生產成本，而是一般貨物或者大多數貨物的生產成本。例如利率的減低或提高，一方面是信用的伸縮，可以決定企業家獲得資本的易難，可以左右存款貨幣數量的多少。而在另一方面，足以影響一般貨物生產成本的大小。利率高，貨物的成本重，利率低，貨物的成本輕。四，國家政策的作用。所謂國家政策，並不以物價政策為限，

凡與物價漲跌直接間接有關的政策，都可包括在內。但是最為重要的，當然是物價政策與租稅政策。五，人民對於物價的心理。市場心理的變動，在一定時期之內，本可決定某種貨物的市價。例如花紗市場，人心看漲，花紗市價，往往上漲。人心看跌，則又往往下落。不過這種漲跌，倘若沒有其他重要因素為基礎，決難維持久遠。戰時物價心理的變化，不以某種貨物為限，往往足以影響一般貨物，或者大多數貨物的市價。

物價與貨幣價值，是一物的兩面觀察，所以決定物價的各種因素，就是決定貨幣價值或者貨幣購買能力的因素。因此我們可以說，決定貨幣價值的因素，有貨幣方面的因素與非貨幣方面的因素。屬於前者，有各種貨幣的數量及其流轉速度與對外匯價。屬於後者，則有一般貨物的供需關係，一國經濟的週期性的盛衰，生產成本的高低，國家政策的發動，人民對於物價心理的變化等。決定貨幣價值或者物價的因素，雖然很多，但是直接決定一般貨物價格，或者一般物價的原則，依然不外供需關係與生產成本二項。平時固然如是，戰時也未例外。

上述各種因素之中，非貨幣方面的因素，留待第三篇物價論，再加討論。貨幣方面的因素之中，對外匯價對於物價的關係，留待第二篇外匯論，再予說明。本節所擬檢討的，是各種貨幣的數量及其流轉速度與物價或者貨幣價值的關係。貨幣數量的變化，雖然不能單獨決定物價的漲跌。但是在其他因素不變的條件之下，通貨增加，物價大概可以上漲。所增的通貨數量，倘若已有相當程度，物價必然上漲。假如通貨繼續增加的趨勢，已極明顯，則其流轉速度，必然因此而加快，物價的騰貴程度，也就超過了通貨的增加程度。反之，通貨減少，物價大概可以下落，所減的通貨數量，已有相當程度，物價必然下落。但是通貨的過度收縮，則必引起全國經濟的衰敗。

通貨繼續增加，物價逐漸上漲，企業家的利潤收入，繼長增高，企業家必然擴大生產規模，增加生產數量，以期獲得更大的利潤。所以各種貨物的生產數量，大概可比通貨增加物價騰貴以前為多。雖然在理論上，有一極端的名辭，就是所謂充分就業。這就是說，一國經濟，已經發展到了極點，通貨雖增，物價雖貴，生產也無增加的可能。生

產彈性，已經到了零點，絕無再行增產的可能。不過這是一種理論，一種假條，因為自古以來，世界各國的經濟發展，從未到此地步。我們可以斷言，世界各國的生產彈性，大概都在零點以上。所以物價逐漸上漲，生產都能相當增加。不過生產增加的可能性的

大小，須視一國生產彈性的大小以爲斷。彈性大，增產的可能性也大。彈性小，增產的可能性也小。然而雖在生產彈性極大的國家，通貨增加一倍，生產也無增加一倍的可能性。因爲不能，所以其他條件不變，物價必因通貨增加而騰貴了。但是物價的騰貴程度，並不恰好等於通貨的增加程度。假如人民對於物價的心理不變，那末物價的騰貴程度，大概低於通貨的增加程度，其原因，即在生產增加，商品交易額，比較通貨增加以前爲多。故照以前的物價水準，需要更多的通貨。例如原有的通貨數量，等於十萬萬元。商品交易額，等於一〇〇。通貨的流轉速度不變。現在通貨漸增，物價漸貴，生產增加，商品交易額，增至一二〇。商品交易額，既然增加了百分之二十，對於通貨的需要量，也必增加百分之二十。通貨數量，假定增至二十萬萬元。即比以前增加十萬萬元，或

者百分之一百。那末從十萬萬元之中，扣去二萬萬元，或者從百分之一百之中，扣去百分之二十，所餘的八萬萬元，或者百分之八十，對於物價，發生上漲作用。通貨十萬萬元，商品交易額，等於一〇〇，物價指數，等於一〇〇。今物價指數，假定仍爲一〇〇，商品交易額，則爲一二〇。那末對於通貨的需要量，當爲十二萬萬元。現在通貨數量，有二十萬萬元，商品交易額，等於一二〇，那末物價指數，在其他事項不變的條件之下，一定比以前爲高。物價的騰貴程度，大概爲十二分之八，或者三分之二。就是說物價約貴百分之六十六。不過所謂其他事項不變，事實上是很困難的。在這變化過程之中，可能發生變動的，一即存款貨幣對有形貨幣比例的變動。二即通貨的流轉速度，發生變化。三即對外匯價，發生變化。上述三種變化之中，第一，存款貨幣的增加，較之有形貨幣的增加，更爲迅速。第二，通貨的流轉速度，在通貨增加的初期，大概不變，但是在通貨增加，已極明顯以後，則必加快。第三，對外匯價，可用人爲方法，加以控制；但在通貨增加過多，物價上漲過高以後，對外匯價，究難維持，遲早之間，必然因此

離下落。

以上所說，是通貨對於物價的關係，其動因是在通貨數量方面。因為通貨數量的增加，影響及於物價的上漲。又因為物價上漲，而生產增加，對於通貨的需要量，也較以前為多。並且在物價上漲過程之中，通貨的流轉速度，逐漸加快。又在有形貨幣逐漸增加期內，存款貨幣的增加速率，往往高於有形貨幣。不過存款貨幣增加速率的大小，須視一國的信用制度以為斷。

至於物價因受其他因素的影響，發生漲跌，通貨數量及其流轉速度，遲早之間，也必發生變化。例如一國的對外匯價上漲，物價因此而下落，有形貨幣，雖不立刻收縮，但是存款貨幣，必因產業不振而減少。貨物銷路呆滯，通貨的流轉速度，又常因此而降低。假如物價因受其他因素的影響而騰貴，結果相反，通貨勢必因此而增加。假如有形通貨不增，那末存款貨幣，一定增加，流轉速度，一定加快。這在信用制度發達國家，存款貨幣的增加，大概先於並且多於有形通貨的增加。而在信用制度不發達的國家，稍

有不同，有形通貨的增加，大概先於並且多於存款貨幣的增加。一九二三年，德國的通貨膨脹，就是一個很好的例。當時德國的對外匯價暴跌，物價因此而飛漲。因為物價的飛漲，通貨數量，大減不足，不得不隨之而增加。於是對外匯價，又因通貨增發而下落。故如單就通貨與物價關係而論，物價的下落，實為原因，通貨的增加，則為結果。可見物價的上漲，也能使通貨為之增加。並且通貨增加，又能直接間接影響到物價。

上文說過，物價的反面。就是貨幣價值。然則貨幣數量的變動，對於物價的影響，也就是對於貨幣價值的影響。因此貨幣數量增加，其他因素不變，貨幣價值下落。不過貨幣價值的下落程度，並不與貨幣數量的增加程度，保持正確的比例關係。假如存款貨幣對於有形貨幣的比例關係不變，流轉速度不變，那末貨幣數量的增加程度較大，貨幣價值的下落程度較小。貨幣數量減少，結果相反。但是在信用制度發達的國家，存款貨幣的增加速率，往往大於有形貨幣。並且在各種貨幣繼續增加時期，流轉速度，往往加快，於是貨幣價值更低。所以貨幣價值，除受存款貨幣的影響外，又受各種貨幣流轉速

概的影響。流轉速度快，貨幣價值低。流轉速度慢，貨幣價值高。但是流轉速度的變動，與貨幣價值的高低，也無一定正確的比例關係。因為是互相影響的。貨幣價值下落，而貨幣數量不增，可使貨幣的流轉速度增加。反之，貨幣價值上漲，而貨幣數量不減，流轉速度，也必因此而降低。

總之，有形貨幣的數量，存款貨幣的數量，以及二者的流轉速度，都是決定貨幣價值，或者決定物價的貨幣方面的因素。這些因素，固然可以影響物價，或者貨幣價值，但是物價或者貨幣價值，又能相反的影響這些因素。並且貨幣方面的各種因素之間，也能互相影響。非貨幣方面的各種因素，固然也能決定物價或者貨幣價值。因為物價或者貨幣價值的變動，又能影響到貨幣方面的各種因素。同樣，貨幣方面的各種因素，發生變動，影響物價或貨幣價值以後，經由物價或者貨幣價值的變動，也能影響到非貨幣方面各種因素。非但如是，各種因素，對於物價或者貨幣價值的影響，物價或者貨幣價值，對於各種因素的影響，所生作用的大小與久暫，又須視一國的經濟組織，信用制度

，以及人民習慣，政治狀況以爲斷。現在暫以貨幣方面的一部分因素爲限，略述物價或者貨幣價值的大概如上。

一、貨幣的數量。貨幣的數量，對於物價有極大的影響。在現代社會中，貨幣的數量，往往是由中央銀行所控制的。中央銀行通過發行貨幣，可以增加貨幣的數量，也可以減少貨幣的數量。貨幣數量的增加，通常會導致物價的上升；而貨幣數量的減少，則通常會導致物價的下降。

二、生產和消費的水平。生產和消費的水平，也是影響物價的重要因素。當生產水平提高，而消費水平不變時，物價會下降；反之，當消費水平提高，而生產水平不變時，物價會上升。

三、貨幣的流通速度。貨幣的流通速度，即指單位貨幣在一定時間內流通的次數。流通速度的增加，會導致物價的上升；而流通速度的減少，則會導致物價的下降。

四、政府的干預。政府在物價的形成過程中，往往會採取一些干預措施。例如，政府可以通過控制生產和消費的水平，來影響物價；也可以通過控制貨幣的數量，來影響物價。

五、國際貿易。國際貿易的發展，也會對物價產生影響。當一個國家的出口增加時，物價會上升；而當一個國家的進口增加時，物價會下降。

第九章 通貨膨脹與通貨收縮

第一節 通貨膨脹是什麼

通貨膨脹 (Inflation) 是什麼？學者之間，雖有很多定義，但是能夠確切說明通貨膨脹，而為一般所公認的，直到現在，可說沒有。一九三一年，英日等國停止金本位制。一九三二年起，採行貶低外匯政策。在一九三三年，美國放棄金本位制，貶低美元匯價。一九三四年，雖又恢復金本位制，但是美元的金價值，已從純金一盎斯，等於二十元又六角七分，貶低到三十五元。這種政策，當時論者謂之通貨膨脹。其實不然。當時英美日本等國所行的貨幣政策，為貨幣貶值，而非通貨膨脹。貨幣貶值以後，可能更進一步，實行通貨膨脹。但是貨幣貶值，並不就是通貨膨脹。因為實行貨幣貶值政策，所貶低的，不是貨幣的購買能力，不是貨幣價值，而是貨幣的黃金價值。例如美國在貨幣貶值以前，美金二十元又六角七分，等於純金一盎斯。而在貶值以後，必須美金三十五

元，始合純金一盎司。美金一元的金價值，大約貶去百分之四十。美元金價值的貶低，並不就是美元貨幣價值的下落。因為貨幣價值，是物價的反面。假如在美元的金價值，貶去百分之四十以後，美國物價，居然反比例而騰貴。以前六元的貨物，貨幣貶值以後，須賣十元。這就是物價騰貴百分之六十六。那末貨幣貶值，非但貶低貨幣的金價值，並且同一比例的貶低了貨幣價值。但是事實並不如此。貨幣的金價值，並不就是貨幣價值，所以美國物價，並未騰貴百分之六十六。美元的購買能力，也未降低百分之四十。不過在金本位國之間，貨幣的黃金價值，是與對外匯價一致的。貨幣金價值貶低以後，對外匯價，必然同一比例而下落。因為外匯的下落，進口貨價，必然反比例而騰貴。出口貨價，逐漸上漲。國產內銷貨物，也可稍稍騰貴。於是一般物價，較前為高。這是物價的騰貴，貨幣價值的下落。但是物價的騰貴程度，或者貨幣價值的下落程度，並不等於貨幣的貶值程度，前者必較後者為小。例如貨幣的金價值，貶去百分之四十，貨幣價值，不過下落百分之十，或者百分之十五。這在當時日本，尤為明顯。從一九三一年十

十一月，到一九三三年正二月，日元匯價，貶去百分之六十。日元的貨幣價值，倘若同一比例而下落，一九三三年正二月的日本物價，應較一九三一年十一月，騰貴百分之一百五十。但是在這時期之內，日本物價，大約漲了百分之二十五。這就是日元的貨幣價值，降低了百分之二十。所以當時各國所行貨幣貶值，並不就是貨幣購買能力的貶低，二者的下落程度，既不相等，其原因也不相同。

倘若在貨幣貶值以後，更進一步，擴大信用，增發貨幣，那末一般物價，必因有形無形通貨的增加而上漲。其反面，就是貨幣購買能力或者貨幣價值的下落。近世初期，歐洲各國所行的貨幣貶損政策（Depasement of money），就是一個很好的例。當時歐洲各國的君主，因為財政困難，收支不敷，所以異想天開，將市面流通的金銀貨幣，逐漸收回改鑄，造成成色較低的新幣，而與成色較高的舊幣，同價流通。例如將金銀貨幣的成色，減低百分之五十，那末一百萬元的舊幣，可以造成二百萬元的新幣，所增的一百萬元，成為君主的收入，撥充財政支出。結果，物價飛漲。這種政策，實際上，有二

種政策在內。第一，將金銀貨幣的成色減低，是貶低貨幣的金銀價值，這與最近的貨幣貶值政策，並無重大差別。第二，將貨幣貶值所得的金銀，造成新幣，流通於市。這是通貨膨脹。所以當時的貨幣貶損政策，是貨幣貶值與通貨膨脹，同時並進的。物價當然因此而騰貴，貨幣價值，當然因此而下落了。

假如世界各國，都已採行金本位制，同時將世界各國貨幣的金價值，一律貶去若干成，國內通貨，並不增加或減少，那末國際匯兌，可以不變。各國物價，也可不變。反之，世界各國貨幣的金價值不變，那末國際匯兌不變。經由國際匯兌對於各國的物價，也無影響。但是各國通貨，有些增加，有些減少，那末各國物價，可能發生漲跌。國際間的物價水準，倘若相差過大，在國際貿易不受障礙的條件之下，國際匯兌，難免發生變動。所以一九三一年以來的世界各國的貨幣貶值，非但不是通貨膨脹，並且也非通貨膨脹的必要條件。貨幣雖不貶值，也有實行通貨膨脹的可能。貨幣雖已貶值，也無實行通貨膨脹的必要。

通貨膨脹，既然不是貨幣貶值。然則通貨膨脹是什麼？所謂通貨膨脹，可以說是「並不源於一般產業需要的一國通貨數量的增加」。因為貨幣在國民經濟生活中的地位，雖然日益重要，但是貨幣本身，不能充直接消費之用，依然是財貨交換的媒介。其作用，在便利財貨的生產與交換。所以有了健全的幣制，生產者容易獲得所需的原料燃料勞力與工具，原料燃料勞力與工具的價格，不至有劇烈的波動，所產貨物的價格，也可不至有劇烈的波動。各種貨物的價格，既無劇烈的波動，生產者就可根據生產物可能出賣的市價，購買原料燃料勞力與工具，從事生產，生產就易發展了。生產完畢以後，因為市價的穩定，消費者的需要量，不至有重大變化。於是消費者，易於獲得所要的貨物，生產者，也可安心繼續生產了。一國的貨幣制度，若不健全，各物的市價，時有劇烈的波動，生產者，不易計算生產物的成本，無法估計生產物可能的售價。生產事業，就將陷入停頓狀態了。貨物的市價，既有劇烈的波動，消費者的需要量，必然發生重大的變化。結果，消費者既難獲得所要的貨物，生產者也難安心繼續生產了。

近代國民經濟生活的核心，是在物價。物價的漲跌，一方面可以左右一般產業的盛衰，他方面可以影響全國人民的經濟生活。全國人民之中，除去少數不事生產，遊手好閒純粹消費份子以外，大多數人民，大概都有二種資格，從生產方面看，是一個生產者，從消費方面看，又是一個消費者。所以產業繁榮，經濟發展，生產者的收入增加，同時也是消費者，購買能力的增強。產業不振，經濟衰敗，生產者的收入減少，同時也是消費者購買能力的減退。故除分配制度外，一國產業的盛衰，可以左右全國國民經濟生活的榮枯。決定產業盛衰的因素，雖然很多，物價實為其最重要者。決定物價的因素也很多，通貨數量，在常態之下，亦為其重要者。這樣說來，通貨數量的多少，可以左右物價的漲跌。物價的漲跌，可以左右產業的盛衰。產業的盛衰，可以左右國民經濟生活的榮枯。然則通貨數量，在國民經濟生活中的地位，非常重要。雖極重要，但是依然是一種手段。至其目的，則在發展產業，繁榮經濟。

故如通貨過少，信用不足，物價因此低落，產業因此不振，則為提高物價，發展產

業起見，擴大信用，增發通貨。這是源於一般產業的需要，不得謂之通貨膨脹。反之，通貨與信用，並無不足現象，物價也無低落的傾向，產業也無衰敗的趨勢，而再擴大信用，增加通貨，那就不是源於一般產業的需要，可以謂之通貨膨脹了。所以通貨的增發，是否為通貨膨脹，須視一般產業是否有增加通貨之必要以為斷。有則不是通貨膨脹，無則便是通貨膨脹。

通貨膨脹，有經濟的原因與財政的原因之別，所以也可謂之經濟的通貨膨脹與財政的通貨膨脹。例如一般物價水準，並未低落，並且也無低落的傾向，一般產業，並未衰敗，並且也無衰敗的兆徵，可是政府或中央銀行，減低利率，或者減少銀行的法定存款準備，或者收買大批證券，放出大量資金，或竟各種方法，同時進行。最初雖是信用的擴大，但其結果，即成通貨膨脹。非但存款貨幣，因此而增加，有形通貨，也必隨之而增發。這是經濟的通貨膨脹。再如政府支出大量資金，舉辦公共工程，這種公共工程，不論是生產的或者消費的，在大量資金流入民間的時候，信用增加，通貨增發。政府若

不通用政策，作有效的收縮，即成財政的通貨膨脹。至於戰時，財政支出，必較平時為多，大量資金，分發民間，倘若不能採用稅收公債等政策，陸續收回，也就成為財政的通貨膨脹。

通貨膨脹，雖有經濟的與財政的之別，但在實際上，財政的通貨膨脹較多，經濟的通貨膨脹較少。因為一般產業，既無擴大信用，增加通貨的必要，那末雖然擴大信用，減低利率，或者放出資金，或者減低存款準備，但是在短時期內，通貨未必因此而增加。所以並不一定成為通貨膨脹。最可能的經濟的通貨膨脹，就是在經濟恐慌以後，市場利率，已趨低落，政府又為挽救產業不振經濟衰敗起見，往往買進大批證券，放出大量資金。這在當時，本為源於一般產業的需要，不得謂之通貨膨脹。但在經過相當時期以後，物價已漸上昇，產業已告恢復，經濟已呈繁榮。可是低利政策，照舊繼續，銀行資金，照舊放出，結果，信用更大，通貨更多，物價飛漲，投機旺盛，經濟產業，呈現不健全的繁榮現象，最後必然發生嚴重的經濟金融恐慌。這是最易釀成的經濟的通貨膨脹。

。但是財政的通貨膨脹，極易發生，尤其是在戰時，政府動用大量資金，收買民間物資，支付士兵薪餉。一般產業，雖無擴大信用，增加通貨的必要，但是大量資金，流入民間，就是有形通貨與存款貨幣的增加，結果即為戰時通貨的膨脹。

所以戰時通貨的膨脹，為任何國家所難免，所不同者，不過程度之差而已。上屆歐戰期內，英國的有形通貨，約增一萬九千六百萬鎊。一九一四年六月，流通於市以及商業銀行庫存的金幣與紙幣，約共一萬八千萬鎊。一九一八年底，歐戰已告結束，英國政府紙幣與英格蘭銀行紙幣的流通額，兩共三萬七千六百萬鎊。至於金幣，則在戰爭期內，早已絕跡。德國在上屆歐戰以前，全國通貨量，約在六十五萬萬馬克左右。內計國家銀行紙幣，約有三十萬萬馬克，金屬貨幣，約在三十五萬萬馬克左右。至一九一八年十一月七日宣佈停戰的時候，全國通貨，共有二百八十四萬萬馬克。內以國家銀行紙幣與貸付金庫證券，佔居極大部分，金屬貨幣，僅有一萬七千萬馬克。故從數量方面說，德國在戰爭結束時的通貨數量，大約等於戰前的百分之四百五十。至於德國通貨的大膨脹

在戰爭結束以後五年，方才發生的。

最後，擴大信用，並不一定就是膨脹通貨。因為銀行增加貸放，是擴大信用。所增加的，是工商業的貨幣資本。資本並不只是貨幣。所以擴大信用的本身，不是膨脹通貨。但是信用擴大，工商業者，獲得貸款以後，往往存入放款銀行，作為活期存款，簽發支票，購買貨物與勞力，這就成為存款貨幣。所以擴大信用的結果，在信用制度發達的國家，存款貨幣，必然隨之而增加。出賣貨物與勞力的人，取得支票以後，雖可仍用支票，購買所需的貨物，但是必有一部分，請求兌現。於是形通貨的紙幣與金屬貨幣，也就因此而增發了。若在信用制度不發達的國家，那末擴大信用的結果，有形通貨的增加，往往多於存款貨幣。可知經濟的通貨膨脹，是擴大信用的結果，尤其是過度擴大信用的結果，而並不就是擴大信用的本身。

第二節 通貨收縮是什麼

通貨收縮 (Deflation) 是什麼？學者之間，也無定論。一國通貨的多少，本在適應

一般產業的需要。通貨過多，物價不自然的上漲，產業不合理的繁榮，固然不是一國經濟健全的發展。但是通貨過少，物價下落，產業衰敗，也非一國經濟應有的現象，故從健全的貨幣政策而論，一國通貨的多少，必須配合全國產業的需要。所以通貨過少，物價低落，產業衰敗，那末擴大信用，增加通貨，即在配合一般產業的需要，實為健全的貨幣制度所應有的措置，不得謂之通貨膨脹。通貨過多，物價飛漲，產業呈現不健全的發展，那末收縮信用，減少通貨，其目的，也在配合一般產業的需要，亦為健全的貨幣制度所應有措置，不得謂之通貨收縮。源於一般產業需要的通貨的減少，既然不是通貨收縮，然則通貨收縮是什麼？通貨收縮，就是「並不源於一般產業需要的一國通貨數量的減少」。例如一國通貨，並不過多，物價既未過度高漲，產業亦無過度繁榮的現象，而竟實施收縮政策。或者一般產業，正需稍稍擴大信用，增加通貨。但是所行的政策，恰好相反，緊縮信用，減少通貨，那就是通貨收縮了。

通貨收縮，也可分財政的通貨收縮與經濟的通貨收縮。所謂財政的通貨收縮，就是

市場金融，並不寬裕，通貨信用，並不過多，但是政府發行大批公債，吸收大量資金。因爲資金之被吸收，通貨往往隨之而收縮。此時通貨的減少，並不源於一般產業的需要，而爲財政收支不敷的結果，所以是財政的通貨收縮。所謂經濟的通貨收縮，則爲達到經濟方面的某種目的起見，減少通貨的流通數量。所謂經濟方面的某種目的，並非一般產業的需要。例如爲提高對外匯價起見，不惜將全國通貨數量，竭力減少。上屆歐戰以後，英國就曾實行過通貨收縮政策。從一九一四年九月起，到一九一八年十一月止，英國通貨，增加不少。一九一八年底，政府紙幣，約有三萬二千三百萬鎊，英格蘭銀行紙幣，約有五千三百萬鎊，兩共三萬七千六百萬鎊。一九一九年底，政府紙幣，增至三萬五千六百萬鎊，英格蘭銀行紙幣，則爲七千八百萬鎊，兩共四萬三千四百萬鎊。一九二〇年，政府紙幣，三萬六千七百萬鎊，英格蘭銀行紙幣，一萬一千五百萬鎊，兩共四萬八千二百萬鎊。但是戰前的通貨數量，紙幣與金屬合計，僅有一萬八千萬鎊。英國政府，乃自一九二一年起，竭力減少通貨數量。一九二一年，政府紙幣與銀行紙幣，共計

減至四萬五千二百萬鎊。一九二二年，又減至四萬二千二百萬鎊。當時英國實行通貨收縮政策，並不源於一般產業的需要。因為戰後通貨數量，較之戰前，雖已多出一倍有餘，但是物價已較戰前為高，生產能力，已較戰前為大，商品交易額，已較戰前為多，對外匯價，已較戰前為低，所以所增的通貨，並非過剩的通貨，而為一般產業所切需的通貨。倘若予以收縮，勢必導致物價的下落，產業的不振，經濟的衰敗，但是當時英國政府，為提高英鎊匯價起見，實行通貨收縮政策。一九二四年底，英鎊匯價，較之金平價，僅差百分之一五。一九二五年四月，鎊匯漲至金平價。於是准許黃金出口，照舊平價恢復金本位制。但其結果，一方面是鎊匯的提高，他方面是通貨的收縮，遂使貿易產業，衰沉不振。這是減少通貨，壓低物價，犧牲產業，提高匯價，實行經濟的通貨收縮的一例。

所以減少通貨數量，必須源於一般產業的需要。倘若並不源於一般產業的需要，而將全國通貨，過度收縮，那就是通貨收縮。實行以後，難免招致不幸。這樣說來，通貨

膨脹，固然可以遭致不幸，通貨收縮，亦莫不然。故非萬不得已，二者都不宜採行。筆者對於通貨膨脹與通貨收縮，作狹義的解釋，因為源於一般產業的需要，對於全國通貨數量，作合理的調整，或者擴大信用，增加通貨，或者收縮信用，減少通貨，實為採行管理通貨制度國家應有的措置，不能作通貨膨脹與通貨收縮論。至於並不源於一般產業的需要，增加或者減少通貨的數量，那是通貨膨脹與通貨收縮，除萬不得已外，都應力予避免。不過數十年來，世界各國的通貨數量，除戰時通貨膨脹不計外，大概都有逐漸增加的傾向。這是世界各國經濟發展的結果，同時也是促進經濟發展的因素。但是通貨收縮，並不多見。所以本章以下各節，專論通貨膨脹。

第三節 通貨膨脹與通貨膨脹政策

第一節所說的是通貨膨脹。本節所欲討論的，是通貨膨脹政策。通貨膨脹與通貨膨脹政策，並不是一件事。抗戰以來，我國通貨數量，增加不少。物價也因各種因素的轉合，繼續上漲。於是論者每謂這是我國政府，採用通貨膨脹政策的結果。於是更進而要

求停止通貨膨脹政策，改用公債政策，租稅政策，以籌措戰費。但是筆者認為我國戰時通貨的膨脹，固然是無庸諱言的事實，但是以為政府採用通貨膨脹政策，未免言之過甚了。

所謂政策，須有一定目標，一定計劃。通貨膨脹，能使物價騰貴。所以有計劃的採行通貨膨脹政策，其目的，是在提高物價，減低貨幣價值。倘若源於一般產業的需要，實行擴大信用，增加通貨，則在本章第一節中，已經說過，不得謂之通貨膨脹。那末所謂通貨膨脹政策，並不源於一般產業的需要，而將物價提高，貶低貨幣價值。這種政策，世界各國，決不願意嘗試，並且也不敢嘗試的。一九二三年年底，德國不兌現紙幣的發行額，增加到七七三、五八〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。這是空前的通貨膨脹。但是謂之通貨膨脹則可，謂之通貨膨脹政策則不可。因為當時德國政府，並不是有目的的有計劃的大發通貨。所以弄成這種局面的，決不是德國政府有計劃的企圖。但是在這通貨膨脹過程之中，有一段事實，可以謂之通貨膨脹政策。就是一九

工三年正月，法比二國，出兵佔領羅爾以後，佔領區內的人民，實行消極抵抗起見，發行無數不兌現的緊急貨幣，其目的，在使物價飛漲，人民生活，極度不安，一般產業，陷入停頓狀態。發行數字，計有一三二、〇〇〇、〇〇〇萬萬馬克。這是有目的有計劃的通貨膨脹，可以說是通貨膨脹政策。此外，蘇聯在十月革命以後，因為財政收支不敷，也曾大發紙幣。這是通貨膨脹，不是通貨膨脹政策。後因發行既多，幣值已低，於是為實現共產社會起見，而作廢止貨幣的企圖。廢止方法，就是增發大量貨幣，使貨幣價值，降到極低，以至於零。貨幣價值，降至零點，就是一文不值，貨幣的功能，自然消滅。這是通貨膨脹政策。後因感覺不用貨幣的不便，乃於一九二二年，着手整理，重建幣制。一九三三年，美國放棄金本位制以後，也有膨脹通貨提高物價的企圖。輿論方面，也時作通貨膨脹的宣傳。並且當時美國物價低落，產業不振，確有提高物價，發展產業的必要。但是當時美國產業的不振，物價的低落，其原因是在世界性的經濟恐慌與英鎊集團的貨幣貶值。膨脹通貨，提高物價，反而有害。所以終未實行。

這樣看來，可知真正的通貨膨脹政策，實在不多。戰時財政困難，通貨不免膨脹。這是通貨膨脹，而非有目的有計劃的通貨膨脹政策。戰時物價，為安定人民生活起見，不宜過高，然而依然難免上漲，倘若再行通貨膨脹政策，抬高物價，非但是自殺，簡直是笑話。但是戰時通貨，依然不免膨脹，其原因是在財政收支的不敷。美國在南北戰爭以後，財政狀態，非常困窘，乃由政府發行不兌現紙幣。就是世界幣制史上有名綠背紙幣（Green Back）。發行總額，四萬五千萬元。紙幣一元，約合金幣的三角五分。這是發行不兌現紙幣，形成通貨膨脹的一例。然而不得謂之通貨膨脹政策。再如一七八九年，法國革命政府的財政困難，達於極點，乃以沒收的土地為担保，發行有名的，Assignat 紙幣。後因發行愈多，價值下落。到一七九五年，僅值額面的千分之三。一七九七年，完全作廢。

上面所引證的二個例，都是通貨膨脹。其原因，是在財政收支的不敷，而非有目的有計劃的通貨膨脹政策。二十世紀以來，世界各國的戰時通貨，也是如此。因為近代戰

爭，消耗極大，軍需浩繁，經常收入，決難應付。所以一方面，一定增加舊稅，舉辦新稅，就是所謂戰時租稅政策。不過增稅收入，數量有限，既難應付一切軍需支出，時間上又多緩不濟急。所以他方面又必發行戰時公債。公債的推銷，在經濟金融機構已經近代化的國家，當然不成問題。但是戰期延長，物價漸高，利潤增加，企業家必然擴張營業，增加生產。對於資本的需要，因此而增加，利率也就隨之而上漲。利率上漲，公債的銷路，必漸呆滯。若欲增加公債銷路，惟有增加公債利息。但是市場利率，因為資本的需要殷繁，可以繼續上昇，公債利息，則為避免財政破產起見，不能無限制的提高。所以結果，戰時公債的銷路，必然日益困難。可是戰爭既需繼續進行，那末唯有以公債為準備，發行紙幣，通貨膨脹現象，因此而出現。上屆歐戰期內，直接參戰各國的通貨與財政，都是如此，這次世界大戰各國，何嘗不然。所以戰時通貨的逐漸膨脹，其原因，是在租稅政策與公債政策的失效，尤其是戰時公債銷路呆滯的結果，而決不是有目的有計劃的實行通貨膨脹政策。我國也是如此。我國戰時公債的推銷，較之其他國家，尤

爲困難，所以通貨的膨脹程度，較之其他國家爲尤高。然而可以斷言，政府決不以膨脹通貨爲政策。可知所謂我國政府，採行通貨膨脹政策，是不正確的。問題是在怎樣減少發行，怎樣收縮通貨？

第四節 一九二三年德國的通貨膨脹

我國戰時通貨數量，截至現在爲止，已較戰前增加。這是毋庸諱言的事實。於是論者往往聯想及於以前德國通貨大膨脹情形，而作杞人憂天之談。我國戰時通貨的增加，其原因，其環境，以及將來的趨勢，都與當時德國不同，所以不能相提並論。關於我國戰時通貨的增加，以後當再論及，茲不贅述。況且德國通貨的大膨脹，已在戰事結束以後的五年。其根本原因，實爲戰敗的結果，而非戰爭的結果，故與戰爭已無直接關係。現爲明瞭翼相起見，將當時德國通貨膨脹情形，略述於後：

上屆歐戰以前，德國的金屬貨幣與國家銀行紙幣，兩共約有六十五萬萬馬克。一九一八年十一月，歐戰結束的時候，德國全國通貨量，約有二百八十四萬馬克，約合戰前

的百分之四百五十。至於通貨內容，第一，國家銀行紙幣，數量最多。第二，貸付金庫證券，數量次之。第三，四家私立銀行所發的紙幣，數量不多，歐戰結束時，共有二萬八千三百萬馬克。第四，帝國金庫證券，數量不多，一九一八年底，約有三萬五千六百萬。第五，緊急通貨，爲小額紙幣，發行者爲公私機關，例如地方政府，地方團體，儲蓄銀行以及各地商會等。歐戰結束時，發行緊急通貨的機關，約有一百多家，戰後增至二千二百五十餘家。往往毫無準備，隨意亂發。這是戰後通貨膨脹幣制混亂的一大原因。第六，金屬貨幣，數量不多，歐戰結束時，約有一萬七千萬馬克。以上五種紙幣之中，帝國金庫證券，雖然也是不兌現紙幣，但有黃金爲準備，謂之金證券。并且戰後發行額，逐漸減少，故在幣制混亂，通貨膨脹時期，比較殷實可靠。至於其他四種紙幣，除國家銀行紙幣，稍有黃金準備外，其餘都是沒有黃金爲準備的不兌現紙幣。

通貨數量，既然增加了三倍半，並且在紙幣停兌狀態之下，對外匯價，必然下落。歐戰以前，一九一四年六月，德國對美匯價，爲四·一九馬克，合美金一元。戰時，德

國政府，爲防止外匯下落起見，實行外匯管理。但是馬克匯兌，依然降低。一九一八年十二月，對美匯價，八·二八馬克，合美金一元。所以經過四年有半的戰爭，馬克匯價，跌去一半。至於物價，則在政府嚴格統制之下，雖然未見大漲，但是物資供給不足，通貨繼續增加，物價的騰貴，仍難避免。以一九一三年的批發物價指數爲基準，等於一〇〇，那末在一九一八年十一月，歐戰結束的時候，德國的批發物價指數，昇至二三四，比了戰前，騰貴一倍半弱。

戰後情形，更爲惡劣。從國際貸借關係方面說，戰前德國對外投資，約有二百萬萬馬克。戰事結束後，僅餘三十萬萬馬克。並且在戰後四年之中，對外貿易，繼續入超。入超總額，約有一百十萬萬馬克。在這四年之間，貿易外的收入，約有四十萬萬馬克。所以在戰後四年之中，德國國際收支，約損七十萬萬馬克。除此之外，每年尚須交納數十萬萬馬克的賠款。政府財政收支，因此陷入極端困境，惟有發行不兌現紙幣，以資應付。於是人民爭購英美貨幣，國際金融業者，又都拋售馬克。馬克匯價，每况愈下。一

一九二二年正月月底，美金一元，合六十馬克。一九二二年正月，則合二百另九馬克。十二月底，則為七千三百五十馬克。而在一九二三年正月，四萬九千馬克，始合美金一元。當時法比軍隊，開入德之羅爾（Rhein），馬克匯價，一落千丈。到一九二三年十一月，美金一元，可匯四萬二千萬馬克（四、二〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克），造成有史以來空前的記錄。

馬克匯價的暴跌，引起物價的飛漲。德國的批發物價指數，若以一九一三年為基準，等於一〇〇，那末一九二〇年十二月，等於一、四四〇。一九二一年十二月的物價指數，是三、四八七。而在一九二二年十二月，則已增至一四七、五〇〇。即比戰前高漲一千四百七十五倍。但是從一九二三年起，物價上漲程度，更為迅速。七月份的物價指數，是七、四七八·七〇〇，就是七萬四千七百八十七倍。十月份的物價指數，則達七、〇九四·八〇〇·〇〇〇。即比戰前，漲了七千另九萬四千八百倍。到了十一月，造成空前的記錄。當時的物價指數，是一、二六一·六〇〇·〇〇〇·〇〇〇。比了戰前

，高漲一百二十六萬一千六百萬倍。物價空前的飛漲，薪給階級的生活，遂極度困難。勞動者的工資，雖然改成按日發給，并且按照當日的物價支付，但是勞動者工作完畢，領到工資，飛跑到麵包鋪，麵包已經漲價，一天的勤勞所得，早已買不到一斤麵包了。人民爭購糧食，糧食鋪前，人山人海。警察爲防止擁擠維持秩序起見，使購者排成長列，依次購買。主婦們，按照當時糧食市價，帶了金錢，前往依次購買。但是糧食市價，非但上午與下午不同，每隔數小時，甚至每隔數十分鐘，即須漲價。排在行殯後面的人，輪到購買的時候，所帶的金錢，往往早已不夠，只有含淚而返。當時德國人民生活的困苦，不是筆墨所能形容的。

外匯既然暴跌，造成空前的記錄。物價既然飛漲，爲有史以來所未見。通貨數量，遂更不足，財政收支，遂更不敷。於是不得不增發紙幣，以應急需。起初印刷額面較大的新鈔。後來印刷新鈔，依然供不應求。并且紙料高漲，太不上算。於是收回舊鈔，就在舊鈔上面，加上幾個圈，例如一百馬克的紙幣，在一〇〇以下，加上三個圈，就作十

萬馬克行用。既省人工，又省紙料，可謂一舉兩得。於是通貨劇增。截至一九二三年底，德國不兌現紙幣的發行數量，造成空前的記錄。紙馬克的發行數字，爲天文學上的數字，紙馬克的價值，是顯微鏡之下的價值。這是形容紙馬克發行數量之鉅，及其購買能力之小。然則當時紙馬克的發行數量，究有多少，在德國官方，也無絕對正確的統計。根據各方報告與估計以及當時匯率推算，計有七七三、五八五、三四五、八五四、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。爲便利記憶起見，將四個萬字以下的數字刪去，那末當時的發行總額，計有七萬七千三百五十八萬萬馬克。或者在七七、三五八以下再加十六個圈。

當時紙馬克的數量既多，種類又極複雜，政府早已沒有統制能力。一九二三年正月法比二國，出兵佔領羅爾以後，當地人民，爲消極抵抗計，發行無數不兌現的緊急貨幣。發行既多，物價飛漲，生活艱難，當地一切產業，陷入停頓狀態。這是當時德人抵制法比二國的一種策略。結果，通貨膨脹，更爲迅速。所以截至一九二三年年底，德國國

家銀行紙幣，四大私立銀行紙幣，貸付金庫證券，帝國金庫證券，四種的發行總額，爲四九六、五八五、三四五、八五四、八〇〇百萬馬克。獲得政府許可而由公私團體發行的緊急貨幣，計有三、四〇〇、〇〇〇萬萬馬克。未經政府許可，在法比佔領區域以內發行的緊急貨幣，約有一三二、〇〇〇、〇〇〇萬萬馬克。未經政府許可，在佔領區域以外發行的緊急貨幣，約有二七、六〇〇、〇〇〇萬萬馬克。國有鐵路所發的不兌現紙幣，計有一一四、〇〇〇、〇〇〇萬萬馬克。全體共計，達七萬七千三百五十八萬萬馬克有餘。此外，價值穩定，基礎鞏固的有價證券，在幣制混亂，物價飛漲時代，亦多用作貨幣，充一般交換之媒介，在一九二三年底，一九二四年初，約有九萬六千一百萬馬克。內計：一，以六釐財政部金證券爲準備的價值穩定的紙幣，各地公司商會發行的，有一萬一千萬馬克。國有鐵路發行的，有一萬三千一百九十萬馬克。二，美金財政部證券，二萬一千萬馬克。三，金公債，四萬八千六百萬馬克。四，聯邦政府發行的公債，五千萬馬克。五，漢堡銀行發行的計算證券，二千五百萬馬克。

紙馬克的發行數量，既已造成空前的記錄，紙馬克的金價值，也爲有史以來所未見。美七屆歐戰以前，四、二〇馬克，合美金一元。這是馬克的金價值。但至一九二三年年終，四萬二千萬馬克（四、二〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克），始合美金一元，僅有以前金馬克價值的一萬萬分之一，所以謂之顯微鏡以下的價值。

當時馬克匯價的下落，通貨的膨脹，物價的飛漲，三者變化的經過，並不如一般所想像的所謂通貨膨脹，物價飛漲。在一九二二年，德國國際收支，雖已不敷甚鉅，賠款本息，雖已無力償付，財政狀態，雖已陷入絕境，但是通貨外匯與物價，尙未到完全絕望境地。是年十二月底，對美匯價，是七千三百五十馬克，合美金一元。物價指數，則爲一四七、五〇〇，即較戰前高漲一千四百七十五倍。但於一九二三年正月，法比軍隊佔領羅爾以後，馬克匯價，立刻暴跌，對美匯價，爲四萬九千馬克，合美金一元。較之上月，約跌七倍。但是一九二三年正月的物價指數，是二七八、五〇〇，即較戰前，高漲二千七百八十五倍，較之上月，約費一倍。在此一月之間，外匯跌去七倍，物價上漲

一倍。二月三月四月，對美匯價，稍稍回漲，並且相當穩定，物價也未繼續飛漲。四月份的英匯，是三萬九千八百馬克。較之戰前，約跌七千倍。物價指數，則為五二一、二〇〇。即較戰前，高漲五千二百十二倍。這是四個月來，物價逐漸上漲，以與外匯的下落程度相配合。七月起，馬克匯價，又開始暴跌，美金一元，可合一百十萬馬克。較之戰前，約跌二十六萬二千倍。物價也就開始飛漲。七月份的物價指數，是七、四七八、七〇〇。即較戰前，高漲七萬四千七百八十七倍。從這七個月間，外匯的下落，物價的上漲情形觀察，可知外匯的下落在前，物價的上漲在後。換句話說，就是外匯的下落為因，物價的上漲為果。從八月到十二月，德國外匯與物價的變化，也是如此。故在十一月外匯下落，一萬萬萬倍，但是物價高漲一百二十六萬一千六百萬倍。可見外匯的下落程度，遠在物價之上。物價的上漲，遠在外匯下落之後。兩者的距離，幾達八十倍。當時德國的實際生活情形，也是如此。凡有美英貨幣的人，生活的優裕，幾難想像。因舊美金一元，等於戰前美金八十元，那末每天化美金一元，當然可以過奢侈浪費的

生活了。

外匯既然暴跌，物價既然飛漲，財政的通貨膨脹與經濟的通貨膨脹，必然隨之而發生。所謂財政的通貨膨脹，就是財政收支，更感不敷，勢必發行更多的紙幣，以應急需。此其一。賠款的償付，更無辦法，於是多發紙幣，出賣紙幣。當時世界各國人仕，以為將來馬克必能回漲，所以竭力收買。德國政府，因此而得的代價，約在四十萬萬至七十萬萬金馬克之間。即用出賣紙馬克所得的代價，償付賠款。發行因此而愈多。此其二。所謂經濟的通貨膨脹，就是物價愈高，幣值愈低，通貨籌碼，更感不足，不得不增加發行，以應市場需要。財政的通貨膨脹與經濟的通貨膨脹雙管齊下的結果，紙馬克的發行數量，遂成空前的數字。通貨愈多，人心愈感不安，馬克匯價愈低，物價因此而更貴。所以當時德國的通貨外匯與物價的演變，是外匯先跌，物價繼漲，而通貨增加。又因通貨增加，而外匯更低，物價更貴。並不如一般所想像傳說的這樣簡單，所謂因為通貨膨脹，所以物價飛漲了。

第五節 通貨膨脹物價何以騰貴

然則外匯因素，假定不變，通貨膨脹，物價何以會貴？更具體些說，在通貨膨脹過程之中，外匯對於物價，假定不生影響，那末物價何以會騰貴的？通貨膨脹，物價騰貴，彷彿是天經地義，無可否認的必然因果關係。可是這種關係，是怎樣產生的？關於這個問題的解答，必先明瞭決定貨物價格的基本原則。

討論的，雖是一般貨幣價格的上漲。但是一般貨物的價格，集合各種貨物的各種貨物，在一定區域，一定時間，各有市價。所以一般物價，以各種貨物的市價為基礎。一般物價的決定，也以決定各物市價的原則為原則。一物的市價，是由無數供給者與無數需要者所決定。所以一種貨物的市價，是以供給者一人與需要者一人

所決定的價格為基礎。因此市價的決定，也以決定一物價格的原則為原則。換句話說，就是全國一般物價的決定，完全建築在最小單位的，供給者一人，需要者一人，雙方所定的一種貨物的價格之上，並以最基本的決定價格的原則為原則。

一物價格的決定。—— 價格是貨物的供給與需要關係。其實更進一步的研究，當知決定於貨物的供給與需要，其價格。所謂供給價格 (Supply Price)，就是供給者，對於一定數量的貨物，因要賣的最少的貨幣額。也就是供給者，對於一定數量的貨物，勉強出賣，其最低價。例如供給者某乙，對於布一尺，最少須賣三十元。這三十元，表示

於布一尺的主觀價值，也就是某乙對於布一尺的供給價格。所謂需要價格 (Demand Price)，就是需要者，對於一定數量的貨物，最多願出的貨幣額。也就是需要者某甲，對於布一尺，最多願出五十元。這五十元，表示某甲對於布一尺的主觀價值，也就是某甲對於布一尺的需要價格。所謂最多願出五十元，即在五十元以上，不願購買。五十元以下，隨所願也。或者照五十元的代價，決不願意購買二尺。所以僅有一尺，最多願出五十元。現在某乙對於布一尺的供給價格，是三十元，某甲對於布一尺的需要價格，是五十元。甲乙二人，互相爭論欺騙的結果，成立交易，產生布一尺的價格。假如某乙二人的買賣技能相等，那

末布一尺，大概可照四十元成交。四十元，就是布一尺的價格，表示布一尺的交換價格。可是某甲對於布一尺的需要價格，是五十元，現用四十元買進，獲得消費者剩餘十元。某乙對於布一尺供給價格，是三十元，現照四十元賣出，也得供給者剩餘十元。今如需要價格上升，例如某甲對於布一尺，最多願出七十元。供給價格不變。那末照上例，布一尺的價格，恐怕要漲到五十元。反之，需要價格下落，供給價格不變，貨物的價格，一定下落。假定某甲對於布一尺的需要價格，降為四十元，供給價格，仍為三十元，那末布一尺的價格，大概是三十五元。至於供給價格變動的結果，亦同此理。供給價格上昇，貨物的價格上漲。供給價格降低，貨物的價格下落，所以貨物的價格，決於供給價格與需要價格，並且決定於供給價格與需要價格之間。但如需要價格，低於供給價格，交易就不能成立，價格也無從產生。例如某甲對於布二尺，最多願出二十五元，某乙對於布一尺，最少須賣三十元，甲乙二人，對於布一尺，當然沒有成立交易的可能。這樣說來，需要價格，或者供給價格上昇，可使一物的價格，決定於較高的水準。

供給價格，在經濟變動劇烈時期，決於供給者對於所有貨物與所有貨幣的主觀評價。但是在常態之下，供給價格，必以生產費用，爲其最低限度。所以一般生產費用增加，例如利率騰貴，工資增加，一切貨物的供給價格，必然隨之而上升，物價也就因此而騰貴。需要價格，也是一方面決於需要者對於所需貨物的主觀評價，他方面，決於需要者對於所有貨幣的主觀評價。假如對於貨物的主觀評價不變，那末對於所有貨幣評價的大小，就能決定需要價格的高低。對於所有貨幣的主觀評價，人各不同。其大小，決於個人貨幣慾望的強弱，與所有貨幣數量的多少。前者源於各人的本性，後者源於收入的多少。收入多，對於貨幣的主觀評價小，對於同樣貨物，最多願出的貨幣額多，需要價格上升。收入少，對於貨幣的主觀評價大，對於同樣貨物，最多願出的貨幣額少，需要價格降低。所以就個人而論，收入的多少，可以決定個人對於所需各種貨物的需要價格的高低。就全國人民而論，收入的增加或減少，即能決定對於一切貨物的需要價格的高低。對於一切貨物的需要價格上升，物價必然因此而騰貴。降低，物價必然因此而下落。

戰時，政府運用龐大的財力，動員全國的人力與物力，其方式，就是支出大額資金，購買物資，支付薪餉。結果即為大量資金，流入民間。故就一般而論，人民的收入，必比平時為多。收入增加，對於貨幣的評價降低，顯出較多的貨幣，購買所需的貨物。這是一般需要價格的上升，或者就是人民購買能力的增強。那末其他情形不變，物價必然因此而上漲。況且戰時交通困難，物資供給不足，貨物的供給價格，又常因此而上漲。漲時物價，即因需要價格與供給價格的上升而騰貴。假如在平時，那末財部的通貨膨脹，也能使物價騰貴。其原因，即在人民的貨幣收入增加，對於消費品的需要價格上升，消費品的市價，因此而騰貴。企業家的利潤，又因消費品的市價騰貴而增加。利潤既多，則必擴大生產，增加產量。於是不惜高價添置機器，建築廠房，增購原料，生產用具與原料的市價，也就因此而上漲。結果就是一般物價的騰貴。進入戰時，通貨膨脹而影響於經濟的通貨膨脹，情形雖與財政的通貨膨脹，稍有不同，結果也是一樣的。例如過度擴大信用，減低利率，企業家，非但容易獲得資金，並且利息負擔減輕。於是擴

大生產，增加產量。結果就是對於原料燃料以及生產用具的需要增加，需要價格上昇。這些貨物的市價上漲。生產與經營這些貨物的人，收入增加，購買能力增進。對於消費品的需要價格上昇，消費品的市價上漲。生產與經營消費品者的收入，也就因此而增加。於是在生產方面，就是增加消費品的產量，以期獲得更多的利潤。消費方面，又是對於消費品的需要價格上昇，消費品的市價高漲。結果即成一般物價的騰貴。

但是在資本主義社會，財富分配，本不平均，所以社會生產力與社會購買力，不易維持平衡。通貨膨脹，物價高漲，產業發展，到了相當階段，生產力必然超過了購買力。結果必因購買力趕不上生產力，發生生產過剩現象，釀成經濟恐慌。因為在物價高漲，利潤增加，生產發展的時候，勞動者的工資，雖也稍稍提高，失業人口，雖可逐漸減少，大多數人民的貨幣收入，當可較前為多，購買能力，當可較前為大。但是資本家與企業家的貨幣收入，所增更多，購買能力更大。不過資本家與企業家，人數極少。購買能力，雖然很大，對於一般消費品的市價，影響極小。換句話說，就是一般消費品的市

價，完全由大多數人民的購買能力所決定。資本家與企業家的收入，雖然很多，並且在通貨膨脹時期，增加更多，但是對於一般消費品市價的影響，簡直無足輕重。可能影響的，不過若干特殊奢侈品而已。於是因為通貨膨脹，物價高漲所創造的購買力，有一部分，並不在市場出現。購買力遂與生產力，失去平衡，前者在後者之下。並且資本家與企業家，獲得大量貨幣收入以後，雖然並不完全消費，但是也不存儲不用，勢必用以擴大生產，增加貨物產量，以期獲得更多收入。於是生產能力更大，而購買能力不增，購買能力與生產能力，相差更遠，結果必然釀成經濟恐慌。

總之，通貨膨脹，不論是經濟的原因，或者是財政的原因，都能使物價騰貴。但是物價的所以騰貴，並不就是對於通貨數量的一種比例關係，而是必須經由貨物的供需關係。所謂供需關係，就是供給價格與需要價格的變化。因此因為通貨膨脹性質的不同，經過的不同，對於各種貨物市價的影響，也有先後之別。就平時而論，經濟的通貨膨脹，大概生產用具與原料的市價先漲，消費品的市價後漲。財政的通貨膨脹，大概消費品

的市價先漲，生產用具與原料品的市價後漲。但是戰時情形，各國不同，須視全國平時的經濟情形，戰時的軍事政治經濟外交情況以為斷。非但如此，通貨膨脹，對於各物市價的影響，又須視一國財富的分配狀態，人民生活程度以為斷。

第六節 我國戰時通貨的數量問題

關於我國戰時通貨問題，在第七章中，已有說明。但是第七章所討論的，是我國戰時通貨的管理問題，不是戰時通貨的數量問題。因為無法管理，所增的通貨，不能收縮，這是通貨膨脹的消極方面。因為戰時財政的需要，通貨數量，日益增加，這是通貨膨脹的積極方面。第七章所討論的，就是我國戰時通貨膨脹的消極方面。並且內容偏重學理上的研討。現在除從積極方面研討我國戰時通貨膨脹的因果外，再從實際上說明通貨膨脹的消極方面。

我國戰時通貨數量的繼續增加，是否為通貨膨脹？論者之間，有過一度爭辯。在政府立場，當然不便公開承認通貨膨脹。而在人民輿論方面，又必一定說是通貨膨脹。關

於這個問題的解答，不在通貨數量的多少，而在通貨增加的原因。通貨數量，雖然增加很多，要是源於一般產業的需要，那就不得謂之通貨膨脹。通貨數量，雖然增加不多，要是並不源於一般產業的需要，那末就是通貨膨脹了。所以目下我國通貨增加不少，不能因此目爲通貨膨脹。反之，抗戰初起，通貨數量，所增無幾，不能因此目爲不是通貨膨脹。所以我國戰時通貨，是否爲通貨膨脹，其決定標準，在通貨增加的原因，不在通貨的數量。

關於這個問題的解答，可分學理與行政兩方面。一，從學理方面說，那是肯定的。因爲通貨數量的增加，倘若並不源於一般產業的需要，就是通貨膨脹。我國通貨，自從七七事變之日起，就已開始增加，到民國二十六年年底，所增數量，雖極有限，但是增加的原因，並不源於一般產業的需要，而在應付一切軍需支出，所以謂之通貨膨脹。雖在我國現狀之下，勝利第一，實爲最高至上的目標。軍事方面的需要，較之產業方面的需要，尤爲重要。前者是目的，後者是手段。那末源於軍事上的需要，而增加通貨，當

然較之源於產業方面的需要，而增加通貨，尤有必要。似乎不應名之曰通貨膨脹。但是通貨膨脹，是一個學術上的名辭，並不是一個道德上的名辭，所以名之曰通貨膨脹，並不損神聖抗戰的尊嚴。

十二、從行政方面說，那是否定的。這可分成前後二期。前期，就是抗戰初起，通貨開始膨脹的時候。從年代方面說，就是從七七事變，到民國三十年。在那個時候，通貨數量，所增不多，通貨膨脹的趨勢，尙未十分明顯。那末爲防止人心反應起見，理應否認通貨膨脹。因爲在通貨開始膨脹的時候，一般人民的收入，雖在逐漸增加，但是尙未覺得這是通貨膨脹。所以對於貨幣的評價，並不立刻降低。所增的收入，也都存儲保藏，並不立刻完全購買貨物。對於物價的反應，因此較少。物價的騰貴程度，往往低於通貨的增加程度。假如在那個時候，論者爲誇示博學起見，明言這是通貨膨脹，政府也竟率直承認，結果，不特無補時艱，反將刺激人心，而使物價飛漲。一九三三年，美國放棄金本位後，似有膨脹通貨，提高物價的企圖，輿論方面，大事宣傳。若干種貨物的市

價，因此漲貴了百分之二十左右。後因通貨膨脹政策，並未實施，已漲的物價，又漸回跌。要是當時美國政府，的確實行通貨膨脹，那末物價當更上漲無疑。可見輿論宣傳，雖然不能單獨提高物價，要是確有事實為背景，那就不無推波助瀾的力量。當時美國物價低落，產業不振，輿論雖作通貨膨脹的宣傳，物價一度為之上漲，但與整個國民經濟尚並無損害。而在當時我國情形則不然。通貨膨脹的事實，既已存在，倘若再作通貨膨脹的宣傳，無異火上加油，對於國家經濟前途，無益而反損。所以政府固應諱言通貨膨脹。論者在勝利第一的目標之下，也不應多方宣揚，以免人心動搖，物價更漲。至於後期，就是從民國三十年以來，通貨膨脹情形，已極明顯，論者既無宣揚誇示的價值，政府也可毋庸諱言事實的存在。但是多方宣揚，究與時艱毫無裨益。故從行政方面而論，理應否認通貨膨脹。軍費、支出預算、日皇陛下式而，既已列入，因與外幣兌換率，至平然則我國戰時通貨，何以繼續增加的問題，可分積極與消極方面。前者就是通貨的增加，後者就是通貨的收縮。先就前者而論，我國戰時通貨的增加，直接原

於財政收支的不敷，間接則爲神聖抗戰必然的結果。抗戰以前，我國財政收支，尙未完全平衡。民國二十六年預算收入，約有十萬萬元。內計租稅收入，約佔百分之八十餘，則須賴公債彌補。抗戰軍興，支出劇增。但是收入方面，租稅收入，因爲稅收旺盛區域，或者已有軍事行動，或者已告淪陷，所以關鹽統三種主要稅收，立刻銳減。至於公債，那末銷路最廣的金融中心上海，從八月十三日起，已在敵人炮火威脅之下，發行公債，自極困難。救國公債，雖在這種困難情況之下，尙能銷去二萬萬元有餘，這在人民已極難能可貴，而在國家，依然杯水車薪，無補時艱。所以唯有以公債證券爲担保，向發行銀行，商借鉅款。發行銀行，唯有發行紙幣，以應國家急需。故自抗戰軍興，就須仰賴發行。後來國府西遷，戰時稅制，重加調整。但是我國直接稅制，歷史尙短，提高稅率，稅收的增加，依然寥寥無幾。至於遺產稅與戰時利得稅，則爲戰時所創辦，歷史更短，收入更少。至於關鹽統三種主要稅收，則因全國工商發達城市，次第淪陷，收入也較戰前短絀。例如上海一地，關稅統稅收入，幾佔關統兩稅收入總額的半數。上海

淞滬陷，上海方面的關稅統稅收入，也就先後喪失。餘如天津漢口關稅統稅，以及沿海地區之關稅收入，也是如此。故在抗戰初期，仰賴租稅收入，應付經常支出，已不可能，何能龐大的事事支出。

至於發行公債，那末在戰前，公債消化能力，本不雄厚。其原因是在一般市場利率較高，公債利息，雖已高至年息六厘，依然遠在市場利率之下。所以公債市價，常在額面七折左右。當時發行公債，若照額面出售，勢必無人承購。若照市價出售，則又損失不貲。假如增加公債利息，使與市場利率相等，公債市價，當可上漲，公債銷路，當可增加，但是財政負擔，未免過重，將來公債本息的清償，又將無法籌措。但是在戰前，尚有全國金融中心的上海，可以稍稍消納。上海漢口淪陷，國府西遷重慶以後，公債的推銷，更感困難。其原因，一即後方各大都市，對於公債的消化能力，當然遠在上海以下。二即後方各地的利率，更較上海為高。利率既高，依照額面購買公債，經濟上的損失更大。三即從民國二十七年起，後方物價，逐漸騰貴。利率又因物價騰貴而上昇。利

學上昇，公債的發行，更感困難。所以在抗戰初期，仰賴公債，籌措戰費，彌補收入的不不足，又爲事實所不許。結果，唯有以公債證券爲担保，發行紙幣，以應戰時軍政支出的急需。並且長期抗戰，又須增加生產，始能支持。而我後方各地的生產事業，更爲落後。所以人民不易經營的產業，政府唯有出資經營。人民可以經營的產業，政府也須予以財力上的援助。故在軍政支出以外，又有戰時經濟上的支出。以上所說，爲七七事變以來，到民國二十九年爲止，通貨逐漸增加的原因。同時也是抗戰以來，通貨膨脹的一般的原因。

二十九年秋季，後方各地，農產歉收，內以四川一省，尤爲顯著。結果，四川糧價，迅速上漲。二十九年夏季，重慶山米一市石，不過二十五元左右。而在二十九年年底，漲至一百五十元以上。我國大多數人民的生活水準，本較其他國家爲低，用於糧食方面的支出，實佔生活費用的大部份。糧價既然騰貴，人民的生活費用，隨之而劇增，工資也就因此而上昇。並且我國經濟落後，後方各地，尙未脫離手工業時代。無論工廠交

通農商各業，採用機器者寥寥無幾，沿用人力者，實居大多數，因此工資佔生產成本的大部份。以前工資低賤，各物的成本較輕。而在糧價騰貴工資高漲以後，各物的生產成本，迅速增加，一般物價，也就因此而騰貴。所以我國戰時物價的迅速上漲，開始於民國二十九年，至少在四川是這樣的。其原因是在農產的歉收，糧價的騰貴。糧價騰貴，一般物價上漲的結果，財政支出，更感不敷。我國戰時軍需支出，除軍用品外，軍糧支出，在糧價低賤的時候，本非大宗開支，但是在糧價高漲五六倍以後，軍糧支出，遂佔軍需支出的大部份。再加其他各物的騰貴，一般工資的上漲，全部軍需支出，因此迅速增加。此外，公教人員薪津的增加，後方建設經費的膨脹，又加重了當時的財政負擔。故在民國二十九年秋季，農產歉收，糧價高漲，物價騰貴以後，我國財政支出，迅速增加。可是收入方面，租稅收入，所增無幾。公債銷路，依然是滯。結果，唯有增加發行，以應急需。通貨膨脹的趨勢，遂益明顯。通貨數量，既然日益增加，其他因素，縱令不變，物價也就難免上漲。物價愈貴，財政支出愈大，通貨數量也愈多。通貨更

多，物價也就因此而更貴。這是民國二十年以來，通貨數量日益增加的原因。

上文所說，是我國戰時通貨的增加方面。通貨數量，雖然日益增加，要是一面發行，一面收回，戰時通貨，雖仍不免膨脹，但是膨脹程度，必可賴以緩和。然而事實上，我國戰時通貨的收縮，極為困難。戰時通貨的收縮方法，不外租稅政策，公債政策，以及提倡儲蓄等。租稅政策與公債政策，倘若行之有效，從戰時通貨膨脹的積極方面看，可以減少發行，緩和通貨的增發。從戰時通貨膨脹的消極方面看，可以收縮通貨，緩和通貨的膨脹程度。倘若行之無效，那末從戰時通貨膨脹的積極方面看，即為增加發行。從戰時通貨膨脹的消極方面看，就是無法緩和通貨的膨脹程度。至於提倡儲蓄，若能行之有效，直接可以減少通貨的流通數量，間接可以減少通貨的發行數量。行之無效，對於戰時通貨的膨脹，也就毫無裨益。而我戰時通貨，因為軍政經濟各方的需要，迅速增加以後，既難推行租稅政策，又難推行公債政策，以達收縮目的。且難鼓勵人民儲蓄，以期減少通貨的流通數量。所以我國戰時通貨，逐漸膨脹，以至今日。至於這些政策，

何以不易實行，行之也難收效，本篇第七章第一二兩節，已有詳細說明，茲不贅述。

第七節 我國通貨的前途

我國戰時通貨，繼續增加，因此不免有人懷疑，我國通貨，是否將步上屆歐戰以後德國的後塵。關於這個問題，筆者的答復，是絕對不會的，併且是不可能的。當時德國通貨的大膨脹，幣制的總崩潰，是由各種因素湊合而成的。這些因素，我國完全沒有。所以決不至於追隨德國之後，造成通貨大膨脹的局面。現就各種因素，分別比較說明於後。

第一，德國在上屆歐戰時期，幣制即已混亂。紙幣種類，除國家銀行所發的不兌現紙幣外，又有帝國金庫證券，貸付金庫證券，私立銀行紙幣。更爲重要的，就是額面較小的緊急貨幣。這種貨幣，在事實上，既無法律根據，又無發行準備，公私機關，民衆團體，都可隨意濫發。在歐戰期內，發行這種緊急貨幣的，已有一百餘家之多。戰後，發行者愈多，增至二千二百五十餘家。並且在發行日多，價值日低的各種不兌現紙幣以

外，又有發行不多，價值穩固的各種有價證券，也充一般交換之媒介。此外，又有以英美二國貨幣以及其他外國貨幣，也在暗中行用。幣制既極混亂，政府早已無法統制。可是我國戰時通貨，僅有法幣一種。發行者，雖有中中交農四行，但是各行的發行數量，均受財政部的統制。新鈔的印製，事前也須呈請財政部核准。最近中國交通農民三行的發行權，也已取消。全國通貨，由中央銀行統一發行。至於地方銀行所發的小額紙幣，本在補助輔幣的不足。發行的時候，須有法幣為準備。故與法幣無異。這樣看來，我國戰時通貨，非但未因長期抗戰而混亂，制度方面，反較戰前為健全。發行的統一，就是一個例。故與當時德國幣制的日益混亂，不能相提並論。

第二，上屆歐戰以後，德國應繳賠款一千三百二十萬萬金馬克，約合當時世界貨幣用金的三倍。換句話說，就為將世界各國所有的金幣與黃金準備，完全收集起來，其總額，也不過等於德國賠款的三分之一。要是將這批賠款，完全換成黃金，其重量，約有五萬噸用每輛載重二噸的貨車搬運，就要貨車二萬五千輛之多。並且規定這批賠款之中

，八百二十萬萬馬克，可以不算利息，五百萬萬馬克，每年須納四厘利息。所以每年賠款利息，就有二十萬萬馬克。一九一八年底，德國國家銀行所有的現金準備，計有二十二萬六千二百萬馬克，是夠償付一年的賠款利息。可是在和約簽計以後，賠款本息，必須如期償付。德國的財政金融，因此陷入絕境。於是不惜飲鳩止渴，即發不兌現紙幣，騙取世界各國人民的現金，償付到期的賠款本息。通貨因此而大增。我國情形，恰好與此相反。勝利的降臨，不過時間的遲早問題。屆時以戰勝國的地位，恐須要求日敵繳納大批賠款。所以只有賠款收入，決無賠款支出。並且在勝利以後，國際地位提高，國際信用增加，法幣的對內對外價值，也可因此而上漲。

第三，上屆歐戰期內，德國的國際收支，早已支出多於收入。貿易入超總額，約有一百五十萬萬馬克之鉅。故在戰前，在外債權，約有二百萬萬馬克。而在戰後，僅剩三十萬萬馬克。戰後四年之內，貿易入超，又達一百十萬萬馬克。貿易外的收入，不過四十萬萬馬克。二者相抵以後，國際收支，淨損七十萬萬馬克。國際收支，既極不利，又

須償付賠款本息，馬克匯價，怎能維持？外匯既然暴跌，物價怎能不漲？物價既然飛漲，通貨怎能不增？可是我國戰時國際收支，並不如此。在太平洋戰事爆發以前，國際路線尚通，對外貿易，雖仍入超，但是入超金額，遠較戰前爲少。其原因，是在交通不便，運輸困難，外國貨物，不易輸入。所以當時國際支出之中的貿易支出，金額不大。但是國際收入之中的貿易外收入，數目不少。例如華僑，匯款，各國人士的捐助。至於外債收入，尚不在內。故除購買外國軍需與公債收入外，普通國際收支，是平衡的，或竟盈餘的。太平洋戰事爆發以來，國際路線中斷。結果，一方面固然是外來物資斷絕，影響物價的上漲，他方面，貿易入超，或者對外貿易支出，也就減至極低限度。但是貿易外的收入，反見增加。同盟國家軍政人員的在華支出，以及在華購用物資的代價，截至現在爲止，每月當在二千萬美金左右。將來尚有增加的趨勢。戰後，需要大批外來物資，貿易入超金額，一定很大。但是戰時所積聚的外匯，尚未完全動用的鉅額外債，以及戰後可能獲得的賠款收入，大概足以抵補我國產業復興以前的貿易入超而有餘。所以我

國戰時與戰後若干年內，對外匯價，大概可以穩定不變。那末如當時德國，因為匯價的慘跌，引起物價的飛漲，通貨的空前膨脹，我國當然不會發生的。

第四，更就所發紙幣的現金準備而論。一九二三年底，德國國家銀行紙幣的發行額，已達空前之數字，但是現金準備，僅有四萬六千七百萬馬克。二者相差，不能以道里計。至於其他完全設有準備的紙幣，尚不在內。我國則不然。最近曾用美金借款二萬萬元，換成黃金，運歸本國，共得純金之價值，大致已與法幣發行額相等。所以我國現行的法幣，已有百分之一百的現金準備。併且五萬萬元美金借款之中，尚有一萬萬元，未曾動用。我國原有的法幣準備，至少也在美金一萬萬元以上。那末二者共計，又有美金二萬萬元，可充法幣的現金準備。現金準備率，因此可達發行額的百分之二百。五千萬鎊的借款，雖以購買英國物資為條件，但亦可以因此減少外匯的支付，間接也與充實法幣準備無異。這批借款，雖不計算在內，法幣的現金準備率，已達百分之二百。就是法幣一元，有二倍於法幣的黃金與金匯為準備。準備的充足，可稱空前，並且現在貿易外

的國際收入，日益增加，每月約在二千萬美金左右，今後尚有增加的可能。這筆外匯收入，數極可觀。照現在情形，每年已有美金二萬萬元之譜。即以一年所得的外匯，撥充法幣的現金準備，現金準備率，可以高至百分之三百。假如今後法幣發行額，再加一倍，而黃金市價，仍作一萬元計算，那末法幣的現金準備，仍有發行額的百分之二百五十。故與上屆歐戰以後，德國各種紙幣的毫無現金準備，情形完全不同。

第五，一九二三年正月，法比軍隊，闖入德之羅爾，實行佔領，佔領區內的公私機關，遂大發紙幣。其目的，在使物價飛漲，生活不佞，一切產業，陷於停頓狀態。這是有目的有計劃的通貨膨脹政策。這種事實，在我國，當然不至發生。我國淪陷區域，雖然也有各種偽鈔。將來淪陷區域，逐漸收回，偽鈔市價，必然慘跌。屆時可以按照市價，悉數收換，持向日敵清算。所以對於戰後我國幣制的影響，也不嚴重。

根據上面五點，可知我國戰時通貨，雖在不斷增加，但是前途依然樂觀。將來戰局好轉，越南，次第收復，國際路線暢通以後，人民對於物價心理，即可轉變，物價

必然因此而慘跌。物價反跌，利率下落，即可造成游資過多現象，通貨即可自動回籠。因為物價下落，銀行為安全起見，必取審慎方針，減少放款，收回舊欠。商人看到物價的繼續下落，只能拋舊存貨，不敢再進新貨。工業也是如此。所以工商資本，反而過剩。既然不敢運用，唯有存入銀行。這在銀行方面，就是存款劇增，放款銳減，形成信用收縮，通貨回籠。這是將來絕對可能發生的情形。所以在戰事勝利結束的時候，我國通貨，雖然不能完全恢復戰前的數量，但是在物價回跌的時候，通貨的流通數量，必然逐漸減少，那是可以斷言的。若再更進一步，調整幣值，恢復對外價值與對內價值的平衡，那末實際的通貨收縮，即可達其目的。故在現狀之下，源於軍事上的需要，引起通貨數量的增加，雖然無法避免，但也無庸恐懼的。

中華民國三十三年六月初版

通貨外匯與物價

上下兩冊定價一百二十九元

(外埠酌加郵包費)

著作兼
發行人

趙蘭坪

廠址 南岸敦厚上段二十六號

印刷所 文化建設印務局

辦事處 儲奇門行街二十八號

經售處 重慶谷大書坊

重慶南溫泉

郵購處 黎明書局

國史館藏書



0070795

國史館藏書



0070795