

民國二十三年五月

凱末爾化貨幣論

孔祥熙題



民國二十三年五月

凱末爾貨幣論

顧張趙  
綏心錫  
祿源麟  
譯

## 秦序

凱末爾 Kemmerer 氏係富於政治思想之經濟學者，前曾受國民政府延聘，研究財政問題，對於幣制一項，擬有具體計劃，主張設立孫幣金兌匯本位，與衛善林 Vissering 計劃先後媲美。綜其綱要，以穩定貨幣爲本，俾交易有健全之折中，財富可積，民有恆心，不斤斤於小利，而爲永久着想，是誠治國理財之根本正論也。

凱氏經濟思想，頗浸潤於英美正統學說，反對任何干涉主義。其論貨幣也亦然。凱氏論貨幣，似承李加圖 David Ricardo 之數量論而潤飾之，其意若謂幣之輕重，與物價貴賤相應，而貨幣輕重之調節，要以其流通週轉之遲速爲準，猶若吾金融界所謂銀根之寬緊是已。蓋銀寬無異於幣輕，於是物價上漲，經濟繁榮。反之銀根緊，則物價下落，經濟於焉不振。然幣之寬緊，經濟榮衰，自有整個原因，斷非政府操貨幣全權，輕重在手，即可左右物價，振作經濟生活。更有甚者，政府未明癥結所在，即欲以貨幣政策，療治經

濟百病，則欲益反損，觀往日各國膨脹之結果，以及美政府今日之努力，從可知矣。美政府之膨脹，購銀，購金政策，要在提高物價，減輕債務担負而已。然勞力多而成功甚少，則當局止注意貨幣之實數，而未明其週轉之功效，有以致之。此爲凱氏批評美國貨幣政策之大意，而其立場多重政治實際方面，頗足供理財家之參攷也。

凱氏評論費咸 Irving Fisher 之物價金元計劃，謂世界未臻大同之治，難得實行。蓋費氏仍欲輕重貨幣，以調劑物價，頗富干涉主義色彩，非凱氏所樂聞也。其論改良幣制，務在使貨幣成爲價值之標準，爲一定不易之價值單位，此當求世界各國之合作，庶幾可期。是以各國政府不宜過分重視國際貿易，希圖虛僞利益，要在穩定幣價，俾買遷往來，債權債務，有所依據，而毋失公正之道，斯可矣。若乃武斷用事，妄冀收效於朝夕，則貽害國家社會，又豈淺鮮哉。

譯者諸君，皆余畏友，三餘有暇，遂譯是書，以饗國人，熱誠慧心，有足多者，余故樂爲之序。二十三年六月秦汾。

## 著者導言

吾近代世界之種種經濟制度最關公衆利益者，莫若錢幣。世界生產與貿易，幾全倚錢幣而進行，工資以錢幣支付之，債務之表示，規定，及清償，亦皆出以錢幣。故近代人士之心目，惟錢幣是務，而彼日常生活所揣想之價值，蓋莫非爲錢幣價值也。

故每遇經濟紊亂，閭巷鄙夫，卽惶惶然以爲皆因關係廣大之錢幣之不良，有以致之，而以改良幣制，爲唯一救濟辦法。再者，一般人士，旣以所有錢幣之多寡，以量其財富與幸福，並無人已有一「充分錢幣」，足堪自娛，尤當經濟恐慌時間，更覺錢幣供給之枯竭。是故一般輿論自然謂國家錢幣稍愈充足，則凡百困難，悉可迎刃而解矣。試爲引證，一九二三年秋，德國以紙幣，一，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，馬克，折合金幣一馬克，遂實行穩定其幣制。正在此時之前，舉國囂然，皆以錢幣流通之不足，爲莫大痛苦

也。

世人類皆知錢幣性質之一二，遂即以「錢幣專家」自居。對於種種經濟制度，衆口鑠金，是非蓬起，莫若錢幣。經濟學中，亦莫若錢幣一門，最大言不慚之徒，彼以爲不恃任何經濟啓蒙學識與貨幣歷史事實，即可調製萬應良藥以治瞭經濟百病也。凡未學化學或生物學者，斷不敢貿然自誇，謂能解決此中難題，但偶一言及同等複雜之錢幣問題，則自居於「權威」地位者，蓋不止恆河沙數也。

處茲近代國家，人人皆依賴貨幣單位之價值及幣制運用之有度，故維持民衆對於貨幣之信任，實當務之最急，然此種信任，一受高等政客之攻擊，不問其在行政或立法方面，即行崩潰也。

貨幣學爲經濟學之一系，治貨幣學者，研究貨幣專門問題，當用經濟原則爲依據，即欲得貨幣之初步認識，亦以明瞭經濟學基本原則爲必要。至進而探求錢幣本身之原則，其爲重要，更不待言矣。

全世界最優秀人材，彈精集慮，研究錢幣科學及其技術者，已歷數世。種種理論，汗牛充棟，有健全者，有不健全者，悉聽貨幣專家之評判，或則束諸高閣，或則經承認而採用，以發展貨幣科學。此種種原則，已歷經世界錢幣歷史之試驗，其中任何國家，亦莫不有數百年之錢幣歷史也。集貨幣歷史經驗及貨幣學理之大成，是爲貨幣學，然此爲進化不絕之學術，未竟工作，尙屬甚多，但專門學者，對於細節意見，頗有份岐，至對於學理根本原則及貨幣史主要教訓，則固無有軒輊也。

今日美國人士，竭畢生精力，考察貨幣及貨幣問題，探求真理，並謀施諸事實，以裨益公衆者，不下數百人，而著者亦得充數其間。當茲民主政治時代，目覩舉國惶惶然摸索真理，以爲貨幣政策之基礎，而不得其道，則當以顯明論調，公布幣制意見，吾輩誠責無旁貸也。

上述爲著者率爾操觚，討論美國今日十一種貨幣問題之動機。本篇所載各章，已於一九三三年十二月及一九三四年正月初旬間，分別登載紐約「太

凱末爾貨幣論

四

陽報」，茲加增改，彙成此著。

凱末爾序

紐求西州，潑靈司登市，一九三四年正月二十日



561.3

582

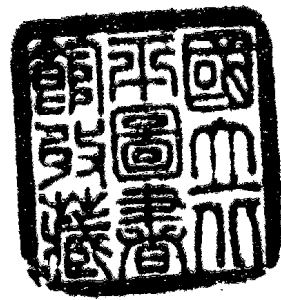
2

## 目 錄

- 第一章 金本位
- 第二章 吾人之現行紙幣本位
- 第三章 收買黃金計劃
- 第四章 膨脹，緊縮，再膨脹
- 第五章 綠背紙幣
- 第六章 德國之膨脹
- 第七章 白銀問題
- 第八章 收買白銀計劃
- 第九章 物價金元
- 第十章 債務者與債權者
- 第十一章 恢復金本位之途徑

# 凱末爾貨幣論

## 第一章 金本位(The Gold Standard)



金本位之定義——金本位之主要弊病——金本位最有早日變成國際本位之希望——今日問題非爲創造新幣制以代金本位，而爲謀金本位之改良

今日社會一切人士；皆注意金本位問題。願能了解其確實定義者，則甚鮮。卽經濟學者，設爲訓誥，亦只大體同意，至其對於細節之意見，仍有逕庭。凡學者討論廣泛字義，欲求精詳解釋，莫不如是。試問甚囂塵上贊否參半之金本位問題，究作何解？

### 金本位定義

簡言之，金本位乃幣制之一種，其價值單位，或曰元，或曰佛郎，或曰

鎊，或其他名目，舉凡物價，工資，以此表示之，債務契約亦以此規定之。此單位之價值，以自由市場一種定量黃金爲準。此項解釋並未曾包括一切與金本位常有關係之事項，如金幣之爲法定貨幣，自由鼓鑄及鈔幣以金兌現等是。凡此種種通常與金本位有密切之關係，並可維持金本位之信用，然初非金本位存在之必要條件。再者，雖備有上述種種事項性質之貨幣，亦仍可爲非真正之金本位也。

例如南非聯邦金鎊，當一九一九年及一九二〇年初期，係無限制法定貨幣，且在倫敦享受自由鼓鑄特權，流通自由，而銀行兌換券，亦可照規定之率，隨時換兌金鎊。但嗣後黃金出口有禁，不能運赴最有利之市場，南非金鎊，止可屯滯於境內矣。

於是金鎊一枚，在南非之價值，若與以前自由市價相較，相差甚遠。南非發行銀行，限於法規，須以金鎊兌換鈔券，不得不出特別高價，向倫敦購買原金，在倫敦鑄幣，再輸往南非。計一金鎊之成本費用，有時竟需南非紙

幣二十六至至二十八先令。而南非銀行接收二十先令鈔券，則須以金鎊一枚兌與之。凡國家於四境之內，強抑貨幣金價，則雖法定鈔幣，仍得十足兌現，要即難稱爲實在之金本位也。

#### 金本位之種類

金本位種類不一。有爲金幣本位 Gold Coin Standard，例如美國一九三三年春季以前之幣制即是。此時國內各種貨幣，折合本位金幣，皆有一定價格，而金市又屬絕對自由。

金條本位 Gold Bullion Standard，亦爲金本位之一種，英國於一九二五年恢復金制，至一九三一年九月，又遭破壞，其中間時代之貨幣，即屬金條本位。在此制度之下，實無流通市面之金幣，惟各種貨幣，皆有規定金價，如需要黃金作國外支付，隨時可持鈔券向英蘭銀行兌換金條，每條價值，約合美金八千元。

金匯兌本位 Gold Exchange Standard 亦係金本位之一種，頗爲各國所採用。

此制不以金幣流通市面，鈔券亦不以金幣或金條兌現之，惟國內各種貨幣，可得兌換國外金存款之匯票而已。

論者常以金本位幣制與管理幣制 *Managed Currency System*，互相較量，其實兩者根本不同，雖然任何金本位幣制，皆以中央銀行運用貼現及其他市場操縱政策，多少含有管理意義。至論施行管理幣制，實為危險之嘗試，如偶遇政治或社會變故，易致一敗而不可收拾（註一），此種制度，自純粹經濟立場觀之，立管理幣制於一國四境之內，以調劑紙幣及銀行信用，維持國內貨幣單位之價值，使與世界市場金價，不作過巨之參差，而紙幣無須兌現，未嘗不言之成理。易言之，積極管理之紙貨幣，亦可想像為金本位也。

英國之不兌現紙鎊，在一九三三年之上半年，經政府管理，頗能維持規定金價，是時，英國幣制，蓋無異為以金為根本之管理紙幣本位也。

（註一）參攷著者所著論文「統制膨脹」，載一九三四年三月號「美國經濟

## 美國金幣本位

各種金本位之主要原則，既皆相同，而美國一九三三年三月前，所採用之金幣本位，復爲近時代最通行之金本位制度，故觀吾美國之經驗，即可見金本位之性質矣。

美國之價值單位，爲金一元，金一元最好視爲十元金幣之十分之一。十元金幣，重二百五十八哩 *Grains* (譯者按哩爲一磅之五千七百六十分之一)，其中二百二十二哩又十分之三爲純金，餘爲合金 *Alloy*，此合金最多爲黃銅。今計一盎士 *Ounce*，折合四百八十哩，而金一元則含「標準金」*Standard Gold* 二十五哩又十分之八，標準金含純金百分之九十，如是則標準金一盎士可照  $\frac{480}{25.8}$  之方式鑄幣十八元六角，任何人可持任何數量標準金，赴美國造幣廠，照此率，熔鑄金元。易言之，每人可將金一盎士向造幣廠易取金元十八元六角(惟須扣除少數試煉費用)。反之，任何人亦得將金幣熔化，由金幣十八元六角，約可取金一盎士。如是美國每一盎士標準金之價值，常等於十八

金元六角。不論世界產金多寡，此價值爲固定，不能變易。實際上，十八元六角者爲標準金一盎士之錢幣形式也。故謂金與幣價爲永遠不變，係無疑問之事，猶如謂「一尺之必爲十二寸長也。」

各種貨幣價值皆以金爲標準

當一九三三年二月底，美國將捨棄金本位之前，美國錢幣總數，約爲，八〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇餘金元（藏于美國國庫者不在內），其中約有二十三萬萬餘元，爲金幣及金券。餘數爲六種不相同之紙幣，其金價由美國政府保證之，及種銀，鎳，銅，諸幣亦由政府依照一九〇〇年金本位條例，保證其折合金幣之定率。是時全國流通周轉之各種貨幣，不下十二種，總數約有六，五〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，皆可隨時照定率兌換金幣。故各幣一元之價值，皆以金幣一元之價值爲標準也。

存款貨幣以金爲標準

美國當金本位時代，非但各種貨幣之價值，隨金價之變遷而漲落，即一





一九三二年美國國內，未清償而有利息之債務之總數，依照克拉格（Cragg）所著「美國國內債務」一書之估計，約有二八五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇金元，當吾國幣制爲金本位時，須以金元償付，其價值常維持至標準金二十五，八哩。如金價以任何原因而上漲，則美國金元之價值亦隨之上漲，如是則物價下跌，而債務者清償債務時，所必須付給債權者之金元，其購買力已經上漲，此時債務者因售貨所得之金額，反常不如以前之多此處債務者受損失矣。

另一場合，當金元隨金價下落時，物價上漲，則一切債務負擔，因以減輕，因債務者售貨所得之物價，繼續增高，但所償付債權者之金元，價已廉矣。如是照原來債額償還，則債權者於此受損失矣。

故爲債務者及債權者雙方之公道着想，此金幣單位之購買力或價值，亟宜穩定。但世界黃金之供給，時時頗有變遷，其需要亦然，故如以長時間觀之，黃金價值，未爲穩定。如吾人以一八九六年至一九三二年間之金元爲價

值尺碼，並假定在一九一三年，此金元購買物品及服務之能力爲三十六寸，即爲一碼，則其在各指定時期之長短，有如下表：

一八九六年	五十一寸
一九一三年	三十六寸
一九二〇年	十九寸
一九二三年	三十三寸
一九二六年	二十一寸
一九二九年	二十寸
一九三二年	二十七寸

價值尺碼，如是長短不一，而各種債務，皆賴以訂定與支付，此蓋爲金本位之莫大缺陷。但銀本位，複金本位以及任何別種金屬本位爲世所經見者，亦有此弊。銀在歷史某一些時期，價值曾較金爲穩定，但自一八九〇年起，則不如黃金之穩定矣。再則從古至今，世界對於所謂「管理紙制」之經驗，

經相當之試驗時期後，亦覺其價值，更比黃金爲不穩定也（註一）。

（註一）膨脹及緊縮與債務之關係，尤其，關於紙幣本位方面，當於第九章詳細討論之。

一九二一年至一九二九年，金元價值之穩定

贊助金本位者，舉以戰後貨幣緊縮後，金元價值特別穩定之事實爲宣傳工具。是時金元價值以美國一般物價比較之非常穩定，約歷九年之久。自一九二一年至一九三〇年，價值尺碼，每年平均極端變遷，約爲三寸，蓋一九二二年爲二十三寸，而一九二九年爲二十寸也。然在經濟恐慌期內，金（與其他重要基本物品同等）之價值，漲落頗甚，惟其漲落之原因，及其現在價高之理由，殆皆屬暫時性質，無可疑也。

（註一）參攷凱末爾著「金本位及經濟現狀」，載「美國哲學社會議錄」，七一卷，第三號，八七—九三，九七—一〇二及下面一七九—一八三頁。

### 廢棄金本位不如改良金本位

歐戰前，大多數國家，皆用金本位。在一九一四年至一九一九年間，各處實際均放棄金本位，但此數年之紙幣本位，處處令人失望。故戰後不久，即有恢復金本位之趨向。至一九二九年，世界各強國又俱恢復金本位。一九二九年十月，經濟狀況發生劇變。此後各國受世界經濟不景氣之壓迫，又多用紙幣本位。但除美國外，放棄金本位非出自願，而爲實逼處此不得不爾。故現在幾乎各處，均渴望早日恢復金本位也。

自國際貿易及財政之立場觀之，世界重要各國家，亟應採用同一之貨幣本位。而此金本位者，爲最有早日形成國際本位之希望者也。

金本位固不能視爲完美無缺之幣制，但其爲最良本位，舉世對之，已有充分經驗。最近將來之緊要幣制問題，不是一國創行新法，以代金本位之國家問題，而爲全世界改良金本位，俾能成爲更適宜之本位之國際問題也。

## 第二章 吾人之現行紙幣本位

紙幣本位與金本位之根本區別——美國八種貨幣之歷史及應用，並如何受現在聯邦政策之影響

金本位與紙幣本位之根本區別

金本位之性質，首章已有陳述。美國現行幣制爲紙本位。試問兩者之主要區別何在？答案可分爲二。

第一：美元紙幣之價值，不與世界市場一種高貴貨物發生連帶關係，完全異於金元。政府或發行紙幣之中央銀行，規定發行數量。紙幣無以金兌現，亦無與市場某種或某類商品維持定價之法定責任。故其發行之可能及價值之漲落，均無底止。

第二，紙幣本位之運用範圍極有限制，大都不出一國四境之外。惟當現在英國採用金鎊紙幣本位時，有數經濟及政治關係密切之國家，亦採用大致相同之紙幣本位。然一概論之任何獨立國家，總不願本國紙幣單位之價值，受別國之規定與統制也。是故紙幣本位國家，各依其經濟及政治之需要，隨

時自行決定發行紙幣多少之數。此事之普通結果，如戰時之紙幣時代，戰後最初數年間，以及今日之結果，各國各有一特殊本位，其貨幣單位價值之漲跌，與別國單位之動靜，並無多大關係，或竟毫無關係。此種情形可使紙幣本位各國間之國際兌匯率，及每一此種紙幣本位國家與各金本位國家之兌匯率，漲落無定，自大不利於國際貿易及國際財政也。

#### 放棄金本位前後之美幣情形

今試考查一九三三年二月以來，幣制各原素所發生之重要變遷。美國在世界列強中，以其流通錢幣種類之多及其幣制之複雜，獨樹一幟。除銅，鎳，銀輔幣及一八九〇年所發行之庫券（此庫券現只有少數在市面上流通）外，尚有八種絕不相同之貨幣。爲：（一）金幣，（二）金券，（三）銀幣，（四）銀券，（五）美國鈔券，或稱綠背紙幣，（六）國民銀行鈔券，（七）聯邦準備鈔券，（八）聯邦準備銀行鈔券。今當一一略加考查，而尤注意其現在地位。惟當先注意者，爲美國各種貨幣，連同銀，鎳，銅輔幣，經國會聯合決議，於一九

三三年六月五日核准，規定爲支付公私債務之無限法定貨幣，殊出人意料之外也。

金幣 (Gold Coins)

美國金幣以一七九二年鑄幣條例之規定爲權輿。而當百年前曾兩次稍變動成色，以保持複金本位時金幣之流通。嗣後金幣流通全國，約近百年，未有間斷。惟當綠背紙幣時代——一九六二年至一八七九年間——則止流通於太平洋沿岸。至法律限制收藏金幣及禁止用爲支付一層，美國自有史以來，未嘗有也。

及至一九三三年三月之立法，而情形劇變。嗣後不准金幣流通國內，卽收藏亦違禁例，須受重罰。以當時美法匯兌率爲準，則一九三三年底金幣一元之價值，當合紙幣一元五角七分。然美政府委托所屬財政經理機關，約出紙幣十六元四角七分之代價，向外國及國內礦主收買等於十元金幣之黃金。（註一）但堅持國內任何收藏金幣者，須以金幣售與政府，價值與紙幣票面同

等，違則處以重罰。

(註一)政府收買黃金政策，詳下章。

### 金券 (Gold Certificates)

民間普通稱金券爲「黃背紙幣」以一八六三年之法律爲權輿，照此法之規定，財政部長有權接收金幣或金條存款，以發行金券。又規定存金「應貯藏國庫以備隨時兌現」，並「不准移作別用」。民衆向視金券猶若一種寄庫憑證。黃金爲持券人所有，而以金券代表其流通之任務也。

然今日收藏此種金券，卽爲違法。雖持券人尙可要求以金兌現，不過兌得黃金，卽應交出，違則照所兌得黃金之價值，處以兩倍之罰款。

### 本位銀元 (註一) (The Standard Silver Dollar)

銀元爲一七九二年鑄幣條例所規定，其淨銀成色至今仍與該法所定者無異。銀元笨重，不便取攜，故向來流通不廣，計今日流通數量，尙不足三，〇〇〇・〇〇〇元也。政府規定銀元與紙幣同價，故當一九三三年年底，銀元



價值，約合金幣六角四分，而銀元一元所含之銀之價值，在世界市場，則不過值紙幣三角四分，故銀元之成色，殊與維持銀元價值問題，無關緊要也。

根據一九三三年五月農業整理條例，總統只須宣言，即有權決定鼓鑄金銀幣之比率，「而在此項比率範圍內，金銀鼓鑄，俱無限制」，雖有若干廣泛規限，然實無限制勢力。雖曰自一八七四年以來，舉世無複金本位之存在，然國會授與總統無限制鼓鑄銀幣全權，實迫使美國進為國內或國際複金本位之試驗。再則一九三三年十二月下旬，市場金銀比價約為七十四與一之比例，而國會中之許多「白銀派」人士，及院外白銀黨人似有恢復舊日複金本位時代，十六與一之比例之意云。

(註一)銀及銀元之詳細討論，參考第七，八兩章。

#### 銀券 (Silver Certificates)

銀券與上述金券，大要無甚區別。原於一八七六年規定發行，至一九三三年十二月，銀券數量，約佔全部流通貨幣之百分之三七。每一元銀券白銀

之準備價值，在世界自由市場，不過合美金三角四分，故白銀對於維持銀券價值，實無多大影響。持銀券以求兌換銀券者，甚不多見。銀券至今，繼續流通無阻，仍可隨時兌換銀元。銀券與金之比價，已同其他貨幣，頗形折減。依照一九三三年五月農業整理條例之規定，將增發銀券，并授權總統，使得允准負債國家，照協約國債務協議，用銀折償美國債務，以二〇〇，〇〇〇，〇〇〇金元爲度。且折合價目，頗超過市價。財政部長接收此銀，卽用爲發行銀券（註一）之基金。

（註一）據總統一九三三年十二月二十一日宣言，且有增發銀元之準備，參考第八章第一節。

#### 綠背紙幣 (The Greenbacks)

綠背紙幣亦稱美國鈔券，居美國貨幣流通第五重要地位。卽爲一八六二年至一八九七年間折價之紙幣。綠背紙幣由政府直接發行，照一九〇〇年金本位條例之規定，國庫存金一五〇，〇〇〇，〇〇〇元，作爲發行準備金。

其流通數量，自一八七八年以來，約以三四六，〇〇〇，〇〇〇元爲限度。綠背紙幣爲政府紙幣，又有一八六二年至一八七八年間，十七年之折價及不穩定之不幸歷史（註一），當政府需款殷急時，最易膨脹，以濟急用，故研究貨幣學者，久視爲美國貨幣制度中之不良成份，頗多主張完全廢去之者。

吾人之一九三三年春季立法，停止以金兌換綠背紙幣。且實行授權總統，增發綠背紙幣至三，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，此約爲綠背紙幣有史以來，流通最大數量之七倍之數也。

（註一）參考第五章

#### 國民銀行鈔券 (National Bank Notes)

國民銀行鈔券以一八六三年國民銀行條例爲權輿，發行鈔券者，爲五千國民銀行，徧佈全國。國民銀行鈔券爲美政府之債務，亦爲發行銀行之債務，須以十足政府公債票及合法貨幣，存放國庫爲保證，再須以百分之五之合

法貨幣，爲兌現準備，以加保障。發行數量不得超過發行銀行實收資本之數。至一九三三年底，其數量約佔全部流通貨幣之六分之一。而當一九三二年七月至一九三三年十一月間，流通數量，激增過二〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。凡國債增加甚速之際，國民銀行鈔券，亦有增加之趨勢。根據最近立法，此種鈔券，已停止以金兌現。

#### 聯邦準備鈔券 (Federal Reserve Notes)

聯邦準備鈔券爲美國現在流通貨幣最重要之一種，一九三三年底，此券約佔全部貨幣流通之一半以上。聯邦準備鈔券爲十二聯邦準備銀行及美政府之負債，發行保證品爲所指定之存金，上等商業票據，美國政府證券及以此種證券爲抵當之契據，保證品之總數，須超過流通鈔券之額。據條例規定，直止最近爲止，聯邦準備鈔券，隨時可以兌現，而聯邦準備銀行，須隨時準備現兌，至少限度爲發行額數百分之四十，附有條件，如金準備，減至百分之四十以下，則聯邦準備局應按法定準備之不足數，按成遞加徵稅，準備愈

減則稅率愈高，而聯邦準備銀行，則以納稅同等之數，加入貼現率內，以取償於顧客。此稅及增加貼現率之用意，爲欲使準備減少有膨脹之症像時，可以阻制信用之伸漲也。

然照現在立法，則此種保護作用，已失功效，而聯邦準備鈔券之地位，亦已劇變。此券已不能隨時兌換黃金，在一九三三年十二月，其黃金價值，每元跌至六角四分，與其他紙幣同等。聯邦準備局仍可如前隨時減輕一切法定準備，至任何程度，今則該局準備百分數減少時，不必徵收準備減少稅，亦無須要求提高貼現率。易言之，聯邦準備局可任意減少聯邦準備銀行之準備至零度也。

#### 聯邦準備銀行鈔券 (Federal Reserve Bank Notes)

聯邦準備銀行鈔券爲最後討論之一種貨幣。此項鈔券雖由一九一三年聯邦準備銀行條例所規定，然直至最近，除自一九一八年起之數年內，因施行畢德門白銀條例之關係外，並無重要意義。其性質大致與以公債票爲保證之

國民銀行鈔券相彷彿，但由聯邦準備銀行直接發行。爲銀行本身之負債，直至最近，須十足以美國公債票爲保證。兌現準備爲百分之五三合法貨幣，須存放美國國庫，此外並無準備規定。其流通額數，至一九三三年二月底，尙不足三，〇〇〇，〇〇〇元。

及至一九三三年季春及孟夏間之立法，聯邦準備銀行鈔券突變爲重要。自一九三三年二月至十一月，其流通額數月有劇增，十一月底之流通數量，已達二〇六，〇〇〇，〇〇〇元。

根據一九三三年月銀行緊急條例，發行聯邦準備銀鈔券，非但如前可存放美國政府債券爲保證，十足發行，亦可用若干種票據，匯票，劃條及銀行照見匯票爲保證，照其估價百分之九十，發行鈔券。

聯邦準備銀行鈔券，不以金兌現，其發行亦無最高限度。法律既不規定政府發行公債之數額，則政府可自由發行公債，售與聯邦準備銀行，以吸收其鈔券，聯邦準備銀行發行，遂亦毫無限制矣。

德國國家銀行鈔券，戰後最後跌價程度，與原來金價值比較，直至一，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，與一之比例，其性質極似聯邦準備銀行鈔券，蓋大部分皆以國債為保證也。（註一）自各方面觀之，聯邦準備銀行鈔券誠為美國幣制全部關節中之最薄弱部份也。

（註一）德幣跌價情形，參考第六章，第五節至第十一節。

過激貨幣法律之存在，為經濟復興之阻礙

結論，應聲明此新立法律授與總統之種種廣大權限，多為消極允許，而非積極命令，且多屬臨時性質，俾總統得以應付緊急困難而已。當通過此法之際，紛傳總統獲得此種種權限，但大多數為總統所不願執行者，藉使國家弗受過激國會之害，亦以保護國會，使弗為過激選民所騷動也。處茲複雜情形之下，欲指出及估量其動機，固為不可能。然有一事可斷言者，此種法律，一日留存於法律彙編之內，總統復不能以堅決態度，反對此種過激權限之實施，則健全及歷久之復興，所需要之信任，必將形缺乏也。

### 第三章 收買黃金計劃

試分析此項計劃——在一紙幣本位國家，黃金特一貨物——英國之經驗——只如一增加流通市面之錢幣與存款貨幣之粗魯方策，此計劃有永久提高物價之趨勢

#### 此項計劃

一九三三年十月下旬以後，有些時間，國內外人士注意美國錢幣試驗者，集中視綫於政府之收買黃金計劃。此項計劃，係由羅斯福總統在其十月二十二日無線電演說中，忽然宣布於世，事前並無公共討論。

在此演說中，總統說道：

當我們已經恢復物價平線時，我們將設法去設立並維持一金元，其購買力與償債力在下一時代中將不變遷。……

我們的金元現在完全太受國際貿易之偶然事變，外國國內政策，及



其他大陸上政治擾亂之影響。故美國必需緊握我們的金元之黃金價值之控制權。爲防止金元變動，致使我們不能達到繼續恢復我們的物價之最後目的起見，此事是必須做的。

如一達到此目的之更爲有效之工具，我將在美國設立一政府黃金市場。所以……我命金融復興公司去收買美國新近出產之黃金，應付之價，隨時商承財政部長及總統決定之。無論何時，爲達到此目的起見，我們亦將買賣黃金於世界市場。

總統又謂此乃「一政策而非權宜之計」，且我們「如是繼續向統制貨幣方面前進。

簡言之，此計劃之目的在如是控制我們的紙幣金元之價值，俾得提高物價至所期待之平線，大致如一九二六年者，並且嗣後以管理貨幣方策，維持物價於彼平線。

一九三三年十月，此時發表無線電演說，我們的勞工統計局所計之躉賣

物價平線，與一九二六年相較，約低至百分之二十九，並且生活費用約低至百分之二十五。

後數日，彰明較著的以大部份屬於法律性質之理由，宣布由金融復興公司，不以現款，而以政府所保證之債券償付黃金購價，此項債券，於一九三四年二月一日到期，將「賣與黃金主人，每年有百分之二之四分之一回扣」。爲施行此項計劃起見，業已命令發行五千萬金元，且以後隨時勢之需要，曾增加發行票額。爲安定「賣金人」心起見，使其所有之債券等於現款，金融復興公司主席宣言，賣金者「將能在聯邦準備制下之任何會員銀行，按照承購定金融復興公司債券日之牌示黃金價值，自由兌現，毫無困難」。

上述情形，可以概括此項計劃之普通性質及目的，爲一般人士所知，政府所曾加解釋者。

收買國內黃金，自一九三三年十月二十五日起，所給之價，頗高於當時市價。至十月二十九日，政府聲言將往國外市場收買黃金。以金融復興公司

名義，經紐約聯邦準備銀行，向國外市場收買黃金。此事立刻見諸實行。此政策之施行，與收買國內黃金相同，所出之價，頗高於市價，並隨時提高所出之價。

此項計劃，極為新奇。凡中央銀行所用以買賣黃金及外匯之穩定基金，雖常被用以平穩匯兌之暫時紊亂，及輔助造成實際穩定，據我所知，此類基金絕未曾用以提高物價至比較甚高平綫，且欲永久保持此比較甚高平綫。因此計劃新奇，政府又未解釋此計劃將如何進行，國內外貨幣專家或外匯專家均未了解。

#### 可能之解釋

直至今日，政府尙未正式指明此項計劃之根本理想，我們只能揣摩其中之用意。簡言之，我自己的揣測如下：

希望以收買黃金計劃來提高物價，其道有二：

第一，每當紙幣跌價，期黃金及金匯之價值，首先上漲，以後躉賣物價

及生活費用繼續上漲。例如在自一八六二年至一八六五時美國綠背紙幣膨脹時期。又如正在世界大戰後，各強國之紙幣跌價，為時甚久，佔當紙幣普遍貨膨脹時期之大部份。並且許多人誤以黃金為一貨物，其價值不變，可以的確測量其他各種貨物價值之變遷。以此種假設為根據，若將黃金之紙幣金元價值提高後，物價亦隨而提高，理至明也。

第二，提高黃金及金匯之美國價值，可鼓勵我們的出口貿易，尤以農產品為最多，於是乎可提高我們的出口貨物之價值，其他物價可隨而增高。試舉一例，如法國商人於一九三三年十月二十五日，即收買黃金計劃開始之日，向美國購一船生棉，所付之款為十萬金佛郎，此時一金佛郎可換美金五。八七分故美國出口商人總收五。八七〇金元。在十二月一日告終之一週中，紐約所公佈之巴黎平均電匯為每一佛郎值美金六。一三分。於是乎，此時同樣一般棉花，若在法國賣價與前相同，同樣賣得十萬金佛郎，而美國出口商人可總得六。一三〇金元，較前多二六〇金元，因匯兌上漲也。此處上原因，

由於美國紙幣金元跌價，因在此時期，法國黃金價值並無顯明之變遷也。

此類以紙幣金元計算之匯兌利益，有鼓勵出口之趨勢，除非為通常國內生產價值之徐徐增加所抵消。鼓勵出口，匯兌上漲，如前所述，將減少進口商人之利益。何以言之？現在他們約用六，一三〇金元，以購價值十萬佛郎之法國貨物，例如絲貨，以前有五，八七〇金元，即云足矣。此項匯兌上漲，可減少進口貨，凡由法國輸入美國之一切進口貨物，其價值有上漲之趨勢。此原則可由目前習見之事實證明之。美國人漸漸不能往法國旅行（此種旅行等於美國進口貨，直接稍耗於法國境內），因美金在法國之匯價甚低也。同時法國人往美國旅行，費用非常之廉（此種旅行，等於美國輸出到法國之貨物），因佛郎可多換美國紙幣金元也。

第三可能方法是增加國家金準備，以作增發銀行兌換券及存款貨幣之基礎，用此方法，這些黃金收買在某種情形之下，可有提高物價之趨勢。

最後一步，此類收買可有提高物價之趨勢，只因其直接增加我們的流通

媒介物，若爲政府收買黃金，無論直接間接增加錢幣或存款貨幣，此流通媒介物量數之增加，卽有提高物價之趨勢，不甯惟是，若爲政府收買麥棉或任何他種貨物，或爲各聯邦準備銀行公開收買美國政府抵押品，而膨脹流通媒介物，結果與收買黃金相同。

雖然所有收買黃金之四個理由，似可贊許，一旦考察收買黃金之情形，將見惟有最後理由，對於提高物價，稍有力焉。

在一紙幣本位國家，黃金不是錢幣，特一貨物

在美國現行紙幣本位之下，物價平線爲兩方面關係問題，一方面爲目前交換之貨物及服務數量，另一方面爲買賣此貨物及服務之錢幣及存款貨幣之數量。錢幣及存款貨幣之解釋，必須依據其個別流通速度。目下美國境內之每一貨價表示一個貨物與我們的紙幣金元之價值關係。黃金無涉焉。在錢幣歷史中，未用之金準備「支持」不兌現紙幣，按照市場匯兌率，其價值遠高於流通市面之全數紙幣，金準備固用以支持流通紙幣也。凡不用之準備金，對

於流通市面之紙幣之價值，無若何之影響，除非大有早日重行兌現之希望。在一紙幣本位之下，黃金特一買賣之貨物，與他種貨物相同也。

英國之最近經驗

自一九三一年九月英國廢棄金本位時，至一九三三年十一月末尾，英國標金每盎士漲價百分之六十一，但英國躉賣物價指數，在此二十六月中，無甚變遷，在一九三三年十二月十三日，僅較一九三一年九月英國廢棄金本位時，漲百分之五。自一九三一年九月起，英國紙金鎊之國內價值，雖屬大致平穩，但從此時起至一九三三年初葉，全世界黃金價值實行上漲，觀乎金本位國家之物價平緩下跌，可以知之。言至此，特引一九三三年十月二十八日之倫敦經濟學者報所言如下：

最近二年之英國經驗，足以證明貨幣之國外價值之變遷，不能影響國內物價。若此現象在英國是真的，美國何獨不然？因英國經濟生活有三分之一與世界發生直接關係，而美國之國際貿易未佔如此重要地位

也。

### 以物易物之事件

以每年付息百分之二之四分之一之短期庫券，收買國內黃金，對於物價，並不發生任何直接影響。此特一以有息證券掉換黃金之事耳，並不使用錢幣。自然，若此庫券，用作副抵押品，以向銀行借款，結果或為增加銀行兌換券或存款貨幣之流通市面，但此情形，隨時可見，不必論當初發行庫券之目的何若也。

顯然，若政府到市場與其他購買者競爭收買黃金，自有使黃金價值高於一般貨物價值之勢，但與國內物價不發生直接影響，因此係以不兌現紙幣交易也，自美國方面言之，美國政府祇提高一種物價，即為黃金，而未提高一般物價也。在一九三三年十二月三十日，金價較十月前漲至百分之六十四，遠超物價上漲之程度，政府固宣言以提高一般物價為目的者也。此種收買，可使黃金價值與物價平綫，距離日遠。再者，政府任意以重價競買國外黃金



，必擾亂國際匯兌，而滋長無謂之國際惡感，尤以幾個力謀維持金本位國爲尤甚。

此項計劃，用以提高國外貿易之物價，並不健全

當一國採用不兌現紙幣本位時，黃金價值對於物價平緩，只能由與金本位國貿易方面，發生間接之影響。

若收買黃金，提高與金本位國交易之外匯率，暫有增加出口貨之趨勢，同時入口貨亦受妨礙，如是賣與外人之貨日多，購自外人之貨日少，國無因此致富之理，更無安穩提高物價平緩之望。並且以貨幣跌價之不自然方法，鼓勵出口貨，恆受進口國之人爲的抵制，如施行抵制傾銷法律，釐定入口比例分額，以及高築關稅壁壘，以抵消我們的貨幣跌價之利益。並且他國亦能用繼續貨價膨脹方法，以鼓勵其出口貨，如是形成國際貨價膨之競爭，世界上之國際貿易，貨價，以及國際金融之各種運用，全行擾亂。

收買黃金，增加準備金，以便利貨幣膨脹

此種收買黃金，增加我們的金準備，將使銀行兌換券及銀行存款貨幣膨漲，以致將提高物價，此種理論，在國家採用紙幣本位而非金本位時期中不能成立。且我們現有之金準備，存而不用，已居世界各國首位，平均計算，一九三三年所有之金準備，略較一九二八年及一九二九年為多，在此二年繁榮時期中，國內商業，以金元價值計算，較一九三三年多至二倍之譜，政府似欲於將來減少金元成分，必大大增加我們的金準備比率。例如現在聯邦準備各銀行及政府所有之四十萬萬金元，其重量價及分均合法定標準，若減少金元之黃金成分至三分之一，則變為六十萬萬金元。參看第十一章第九節與第十節

惟如一貨幣膨漲方策，收買黃金計劃有提高物價之趨勢

這些黃金收買有提高物價之趨勢，其所由之要道，除使人民對於貨幣信仰薄弱，爭相擺脫而使貨幣流通迅速外，是使銀行兌換券收存款貨幣日形增加。何以言之；因收買黃金而付出之庫券，有流入銀行之趨勢，遂成增加銀行流通信用之基金。若政府決定繼續膨漲貨幣，則聯邦準備各銀行公開購買

政府抵押品，較之收買黃金，尤爲有效。此種計劃，易於了解，並少惹起國外惡感，因其爲國家內政也。

如一外國財政週刊（倫敦經濟學家報，一九三三年十月四日，八五〇頁）所言：「若總統已決定用錢幣工具以提高物價，無可挽回，幾乎任何方法，均勝於此項計劃」。

在實行收買黃金計劃後，物價低落

此項計劃，是否可行，當視其結果如何。其爲「再膨脹」政策，彰明較著，並以提高物價爲目的。關乎此點，試驗時期尙短，難下定評。直至一九三三年底，此項計劃，除擾亂外匯，惹起國外惡感，及到處減少金元信用外，別無成就。第一次收買國內黃金，所給之價爲每盎士值三二·三六金元。與我們的金元之金價相較，高至百分之五十二，我們的紙幣金元只有六角六分之金價。一九三三年底，政府提高黃金價值至每盎士值三四·〇六金元，與我們的金元之金價相較，高至百分之六十五，對於紙幣金元，只給以六角一分

之金價。自一九三三年十月二十五日起，至該月底，我們的紙幣金元之金價，雖約低至百分之八，而普通物價，在此時期中，仍一齊低落。例如「旬刊」每週所載物價普通指數，在一九三三年十二月二十六日，較之一九三三年十月二十四日，約低百分之二·六焉。

#### 第四章 膨脹，緊縮，再膨脹

此三個炫耀字眼之意義——國內錢幣與銀行存款，異常充足，可以恢復衆望所歸之一九二六年之物價平線——何以終歸泡影。

此三炫耀字眼——「膨脹」，「緊縮」與「再膨脹」，爲目下世人之口頭禪。其意義爲何？現在美國如有膨脹，究竟到何地步？此章之目的在簡單答覆此二問題。

下定義常有危險，尤以關於政潮中通常習有之名辭爲更難。本章名稱可有許多不同之意義。下列定義乃予所採用者。經濟學家與其他研究錢幣問題

人士皆習用之。其應用並不限於不兌現之紙幣，凡金本位，金銀二本位，銀本位，及其他世界所有之一切本位，皆可適用之。

### 膨脹

凡一國之錢幣及以支票流通市面之銀行存款，即所謂「存款貨幣」，與交換媒介之需要相較，數量增加，致使普通物價平綫提高，則發生膨脹現象。普通物價平綫，係由國內所買賣之一切物價與服務之價值之平均指數所組合而成。包括零售與躉賣之物價，並應於物價之外，包含工資，服務手續費，以及抵押品之價值，各項均視其在錢幣需要中所佔之地位，而評其輕重焉。

錢幣與存款貨幣之供給，須常視其各個流通速度如何而解釋之。（參看第九章第八節）例如速度永久增加一倍，即增加交換媒介物之供給一倍，正如增加流通數量一倍。需要包含準備交換之貨物及服務之數量。

按照這個定義，美國在綠背紙幣時代初期，自一八六二年至一八六五年，有紙幣膨脹。自一八九六年至一九一四年，大致因彼時世界產金特多，美

國有金本位膨脹。自一八五一年至一八五五年，美國有金銀二本位膨脹，理由如前。我們的南方鄰國墨西哥，自一八九三年，至一九〇五年初期採用金本位時，多數時間，有銀膨脹。在世界戰爭時期中，我們名用金本位，實在美國已有膨脹，大致因為我們的存款貨幣大形增加也。一九二八年，美國之濫利膨脹，是一金本位膨脹，重要原因，為我們的銀行存款之流通速度，大增加也。

### 緊縮

緊縮正與膨脹相反。無論何時，錢幣與存款貨幣之供給減少，不足以應付需要，使致普通物價平綫跌落，即發生緊縮情形。用此定義，則美國自一八二〇年至一八三二年，常有金銀二本位緊縮。自一八六五年至一八七八年，美國有紙幣緊縮。自一八七九年，約至一八九三年，美國有金緊縮。自一九三〇年，至一九三三年二月，我們經過一大緊縮，此時美國用金本位，重要原因，在商業信用崩潰，與流通銀行信用之機械，一蹶不振，以致政行存

款，大大減少，並且就比例之言，存款之流通速度，亦大大縮小。

### 再膨脹

「再膨脹」是目前美國經濟蕭條時，所新造之名辭。字典中無此字，其意義爲膨脹（或緊縮，隨時勢而變遷）貨幣，「回」到原狀，以期恢復以前物價平線。

當「再膨脹」名辭用於美國時，普通想望之物價平綫係屬於一九二六年，或簡略言之，自一九二一年夏季初期至一九二九年十一月，在此長時期中，美國之物價平綫，異常平穩。前乎此者，爲戰時膨脹，在一九二〇年後半期與一九二二年初期，此項膨脹，業已崩潰。

故「再膨脹」在今日之口頭禪中，係指增加我們的流通媒介物，以應付需要，而能恢復正在一九二九年十月恐慌以前數年之物價平綫而言。此物平綫，現在許多人認爲適合於美國目前情形。自一九三三年三月四日以來，我們的華盛頓政府顯欲實行此種「再膨脹」，以達到救濟債務者之初衷。自一九

二九年二月至一九三三年二月（現政府執政之前一月），金元價值約漲百分之二十五，因普通物價低落也。於是乎債務者之負擔，無形增加，而政府思有以救濟之。

政府所採取之許多經濟復興方略，係專以實行此再膨脹為動機。這些方略包含廢棄金本位；以寬大條件，借款與農民，而以其農作物為抵押品；政府大興土木；政府直接收買農產品；徵收累進稅而使農夫得額外之紅利；聯邦籌備各銀行採取寬大放款政策，貼現率非常之低；由聯邦準備各銀行，在公開市場中，大行收買政府抵押品，以特別增加流通銀行信用；一九三三年十月所創行之「收買黃金計劃」；以及一九三三年十二月所創行之收買白銀計劃。自經濟尙未蕭條以來，我們的流通媒介物之供給，與需要相較，因此種種膨脹計劃之方，究竟增加至何程度？

我們的錢幣與存款貨幣之增加程度，與需要比較

商業之物質數量 美國生產與商業之物質數量，以噸，碼，斗，或他種



單位度量之，與物價變遷無關聯，在最近一月，其統計數目可得而考者，與一九二六年及一九三三年二月之統計數目相較，按照一二著名商業指數，結果如下：

商業情形

指數名稱 一九二六年 一九三三年三月 一九三三年七月 增加之百分數

(一) 紐約時報年刊

每週商業指數 一〇〇 五六 六三 一一

(二) 標準統計指數

工業生產 一〇〇 五〇 五七 一三

簡略言之，一九三三年十一月之商業物質數量，與一九二六年比較，不過佔五分之三。自一九三三年二月至十一月，約增加百分之十二。

流通市面之錢幣數量 在一九三三年十一月末，我們的流通錢幣總數，比一九二六年六月三十日多百分之十八，比一九三三年二月約少百分之十二。

。我們所儲藏的錢幣黃金，在上述各時期，數量大致相同。

既然美國商業之百分之九十，係用存款貨幣，則估計我們的流通媒介物之數量，必賴商業銀行之存款數耳。不幸各銀行之最近數目，尙未刊布，以致不能引用。就現可引用之數目而言，估計國內一切商業銀行之淨存款，現在約佔一九二六年之四分之三，並非過甚之言。

若國內現有商業之物質數量，約只及一九二六年之五分之三，若爲此商業之進行，而流通市面之錢幣反增加百分之十八，銀行存款亦有以前四分之三，如是流通媒介物似甚充足，應能提高物價平綫至一九二六年之高。

#### 流通媒介物充足之別項證明

全國之內，流通媒介物異常充足，他種證據甚多，雖在銀行失敗之區域，或有真正缺少流通媒介物之虞。聯邦準備制下之各會員銀行，在一九三三年十月底，所存準備金，超過法律限制至七萬五千萬。一九三三年之後數月，過多準備金，爲我們的歷史上之最多者，並且此類準備金分散全國。彼

時會員銀行雖有許多可用以借款之證券，但未向聯邦準備各銀行借款。聯邦準備各銀行之現款準備金甚多，且貼現率甚低。在一九三三年後半期，短期借款之普通利率，在我們的歷史上，可謂最低者，如以最有價值之證券借款，則利息幾減至零度。

### 物價

流通媒介物既如是之多，世人自然希望物價平線上漲，以致高於一九二六年，並將續價不已。按諸事實，適得其反。如以一九二六年為計算基礎而予以一百之物價指數；則在金本位廢棄之前月，即一九三三年二月，及同年十一月，各種有關係之物價指數如下：

指數名稱

一九三三年二月	一九三三年十一月	增加之百分數

(一) 勞工統計局

指數：

(甲) 躉賣物價，七八四種貨物

六〇

七一

十八

(乙)躉賣物價，農產品

四一 五七 三九

(丙)零售物價，食物

五七 六七 十八

(二)普通物價，紐約聯邦準備銀行

七三 七八 七

(三)生活費用，全國工業會議委員會之指數

六九 七五 九

(四)金佛郎之匯兌價(定率等於一百)

一〇〇 一六〇 六〇

(五)年刊，易變物價

七四 九一 二三

黃金價值，以其在法，荷，比等金本位國之購買力計算，自一九三三年二月至該年底，雖屬非常穩定，但美國紙幣金元，以黃金計算，價值慘跌，自二月至十一月，金佛郎與金元比價，漲百分之六十。

前表所載之美國物價，自一九三三年二月至十一月，並未上漲至相當程度，以表明金元之金價之低落。在此情形之下，各種貨物與服務之漲價，程度不齊。在膨脹時期中，須經若干長時期，物價方能上漲。此種時期，因貨物種類之不同而生差異，卽在同一種類，又因貨物之不同，而有變遷焉。雖

然普通物價平線只漲百分之七，一切農產品漲價至百分之三十九，年刊所載之貨物，其價值常有變遷，漲價至百分之二十五，並且標準統計數所包括之四百二十一種普通貨物，漲價約達百分之五十六。

#### 錢幣與銀行存款流通非常遲緩

此問題之癥結，不在流通媒介物之稀罕，而在我們的錢幣與銀行存款之流通，甚為遲緩(甲)。例如我們的大城之活期存款每年平均流通率，在一九三三年十一月，與一九二六年比較，只及其半而稍強，同時紐約一城之流通率只及其百分之四十五。我們已有充分錢幣與開支票之銀行存款，以做較十一月更多之貿易，並且所按照之普通物價平線，可與一九二六年相等，故尤過之，惟一條件，錢幣與銀行存款之流通速率能恢復原狀耳。流通不及以前之速之重要原因，在擁有財富而執商業之牛耳者，不敢前進。他們對於商業情形，抱無限悲觀，他們怕將來金元貶價，因一切合同，舉辦將來事業，均須以金元表現之也。

(甲)參看第九章之圖表

膨脹似一養成惡習之激刺品

我們已於短時期中，將膨脹之人造激刺品，打入我們的經濟組織，並且繼續不斷，將此養成惡習之毒藥，放入身內。我之組織強健，抵抗力大，所受激刺，尙屬和緩。雖用膨脹政策，而在一九三三年十一月，我們的工業生產，遠不及經濟蕭條時期以前之平線，與他國相較，瞠乎其後矣。例如用金本位之法國，以及德國，加拿大，與英國。且在實際膨脹與將繼續膨脹情形之下，貨幣信用，仍然昭著。目前最大危機，莫如人民畏懼紙幣跌價心，日益加甚，因現在膨脹派勢力正在活動也。金元或日益被人唾棄。如此情形，見諸事實，則我們的錢幣與銀行存款之流通速度，勢將增加許多倍，豈僅目前在水平線下而已哉。病人所受膨脹激刺愈多，他所要求愈多，如欲戒除，則病人與醫師俱感困難矣。

## 第五章 綠背紙幣 (The Greenbacks)

我們的最後紙幣本位經驗——十七年「暫時與緊急」不兌現紙幣之歷史，目前爭執之殷鑒

歷史只給我們一個教訓，就是我們未嘗從歷史學到一點心得。此乃一滑稽之語，相傳出諸一著名政治家之口。

每一經濟問題，變為政爭事件，如以歷史經驗批評之，無論國內國外，均遇「今日情形不同」之答覆。但歷史仍照舊重演。全世界人之天性，大致相同，世代相傳，變遷甚少。世界經濟史中，有一特別顯明事實，即紙幣歷史重演之道。無論研究中華古國之經驗，或殖民時期美國之經驗，或法國在羅約翰時代之經驗，或聲名狼藉之法國革命時之紙幣史，或世界戰中戰後之紙幣情形。此章與下章，將討論此類之兩種經驗，蓋因其有重要教訓，可為我們今日錢幣爭執之殷鑒也。

美國跌價紙幣，當時通稱爲「綠背」，自一八二六年初期發行，至一八七八年終方行收回。在此全部時期中，「綠背」爲經濟政治爭執之焦點，且惹起地方惡感。當一八六八年總統選舉時，因「綠背」問題，二大黨暫行內鬥，小派林立，竟創立「綠背」黨，推薦總統候選人。由歷史家與經濟家觀之，我們的綠背歷史，仍爲爭執之地。

#### 一、戰時暫時緊急方策

在一八六〇年，美國幣制爲複金本位——按照法律規定，自一七九二年以來，採用金銀二本位——有金元，銀，鎊，及銅之輔幣，與各州銀行兌換券。在南北戰爭之始，流通忠實各州之錢幣共在二萬五千五百萬與二萬八千萬金元之間，各州銀行兌換券即約佔一萬五千萬金元之多。

在一八六二年二月，一萬五千萬金元之綠背紙幣，初次發行。其時停止兌現，已一年餘，並當我們的銀行兌換券之貨幣，以黃金計算，業已跌價約至百分之三。發行綠背紙幣，乃一救濟政府之暫時緊急方策，俾得應付大規



模內戰之軍費，其時政府收入，以海關稅收爲大宗。發行此種通稱法定貨幣，非林肯政府之所心願，即國會議員投票贊成發行者，大多數亦甚猶豫，其時國會及全國之反對者，至爲激烈云。

剛在贊成發行綠背紙幣以前，財政部長齊斯 Salmon P. Chase 謂發行此項紙幣，應特別小心，以免變成不兌現紙幣，「而造成誤國病民之不二法門」。參議員費信頓 Fessenden，時爲參議院財政委員會委員長，在第一次法定貨幣案辯論中，確然無疑，代表大多數國會議員之投票贊成此案者，當他說道：（國會議事錄，一八六二年二月十二日，七六三頁。）

……我相信凡曾討論此問題之人，全體一致，毫無異議——或有一二例外——據我所曾聽着之議論，均同意於此點：惟經非常猶豫，惟曾戰戰兢兢，恐大禍之將至，我們方敢採此以爲幣紙法定貨幣政策，以備償債之用。

反對此案之領袖，有飛爾蒙州 Vermont 之參議員莫里爾 Justin S. Morrill。

伊謂「此案無一好例可援，爲衆所棄」，呼爲「不道德」與「破壞公共誠信」，並呼贊成此案者爲「庸醫」，使用「庸藥以救濟病人，彼實不需任何醫藥」。他提倡增加賦稅，並採一適宜公債政策，以應付緊急事件。（國會議事錄，一八六二年二月四日，六二九頁至六三三頁，及一八六二年二月十九日，八八六頁至八八七頁。）

衆議員代表美利蘭州 *Maryland* 之議員克士非 *Crisp* 提醒大衆，須知當時國債，州債，市債，公司債務及私人債務，數目龐大，且國內銀行存款，數目亦多，均以金銀計算，一旦通過以紙幣爲法定貨幣案，則將均以紙幣償付，而此紙幣之價值勢將跌落，不能倖免。他呼此案爲一「大規模沒收」計劃，並謂將毀滅私人信用，而使錢幣單位之價值，隨戰爭勝負與政治變化爲轉移。

自然，其時有少數長於辭令，拍案叫絕，爲紙幣辯護者，古令如出一轍。他們希望由發行綠背紙幣而得神祕之效果。例如一參議員（甲）宣言：

(甲)威斯康辛州 Wisconsin 參議員哈好 F. C. Howe，國會議事錄，一八六二年二月十二日，七六三頁。

以一偉大國家之財富，作發行貨幣之基金，……無跌價至百分之五十之可能，即跌價僅至百分之五，亦屬不可能。在過去時期中，無此種貨幣曾經跌價，且敢預言，將來亦不致跌價。

#### 增加發行綠背紙幣

當第一次發行一萬五千萬金元之綠背紙幣時，一般人士，雖望其為唯一之舉，並望其流行市面，僅屬暫時，但當印刷第一次綠背紙幣尚未告終時，一般人士即要求發行第二次之一萬五千萬金元之綠背紙幣，並且反對力量，不如前次之甚，國會即准許發行。數月後，發行第三次，數為一萬萬金元之綠背紙幣，不久即增至一萬五千萬金元之綠背紙幣。於是乎，准許發行之總數為四萬五千萬金元之綠背紙幣，無論何時，市面流通共有四萬三千一百萬金元之綠背紙幣。此外復發行約一千五百萬金元之輔幣券，票面價值，自三

分至五角，通稱爲「脛膏皮」，以備零星兌換之用，因此時價值低落之綠背紙幣，在勒襄定律 *Cresham's Law* 勢力之下，已將我們的銀銅錢幣，驅逐殆盡。許多各州銀行所發紙幣，繼續發行，直至戰後，與國家銀行所新發行之紙幣，在要求時，均可換成綠背紙幣，故其價值隨綠背紙幣之漲落而生差異。

自一八六二至一八六五年，綠背紙幣之金價變遷

在此綠背紙幣之全時期中，黃金在市面上買賣，儼如一貨物然。海關收黃金，國債以黃金付息，所還之本，大部份亦用黃金。一八六二年正月前半期，在紐約證券交易所，開始以黃金正式交易。一次要市場，不久發展成一交易所，稱爲「黃金室」，同時城中尚有二黃金市場，其重要不如前者。故自一八六二年至一八七八年，每日以綠背紙幣標價之黃金價值。除一八六三年前半期之唯一重要中止外，黃金價值，繼續上續，至爲迅速，直至一八六四年七月十一日，每一金元，可換二元八角五分之綠背紙幣，匯兌率之高，以此爲最。如是一元綠背紙幣之金價，稍高於三角五分。考查黃金之每日價值

，將見直至國會制定第一次綠背紙幣法二年餘後，一個金元價值方漲至一元六角四分半。此價等於以三十四元零一分購一盎士之淨質黃金。在一九三三年十二月初期，我們的政府即以此價收買新出產之黃金，時在三月初銀行休假，廢棄金本位後，僅有九月之久耳。

自一八六二年至一八六五年，以綠背紙幣計算之物價與工資

米齊爾 Wesley C. Mitchell 所著綠背紙幣時期物價與工資之詳細研究（米齊爾，綠背紙幣史，與綠背紙幣下之金，物價及工資），其中所含關於一八六二年至一八七九年間之物價與工資變遷，甚為豐富。米齊爾之指數，為本章所引用，以一八六〇年為基礎，而以一百名之普通躉賣物價之上漲，不及黃金之速，在一八六五年，實達一八五之最高點。零售物價及生活費用之上漲，復在躉賣物價之後，在一八六六年，前者漲至一八〇，後者漲至一七〇。至於工資上漲，又不及生活費用，至一八六七年，方能與之並駕齊驅，此時指數為一六八。

自然，各種物價，例如農產品，礦產，與製造品，以及每種中之各項物價，上漲速度，極不相等。工資亦然。在戰爭時期中，生活費用上漲，既速於錢幣工資，則真正工資低落而勞工受害矣。無論何國，無論何時，凡採用不兌現紙幣之貨幣，經驗皆然，許多年前，法國因此經驗而有諺語曰：「斷頭臺跟隨紙幣印刷機，此二機器互相爲用」。

農夫稍得微利，因其躉賣而零買，而零售物價上漲不及躉賣物價上漲之速也。但在此綠背紙幣初期，農夫因上述事實而得之利益不大，因普通農產物價上漲，並不及一八六三年十一月前一切零售物價指數上漲之速也。廣義言之，債務者沾得債權者之便宜，但大多數人爲債權者又爲債務者，截長補短，兩相抵消。一農夫將農場抵押與人，變賣麥黍牛肉與豬肉。以還本——若彼真正還本——付息，所賣之數量，不及無貨幣膨脹時之多，勞工以較少之勞工時日，而償付其房產押款。但從生活費用亦有飛騰上漲之勢觀之，農夫與勞工常於支付飛騰上漲之費用後，手中所剩餘之跌價綠背紙幣，用償債

務，不及戰前所剩餘之金本位金元之多。再者，若農夫或勞工已有一銀行存款，或有一保險單，或存有一些公債或抵押品，將見其購買力迅速跌落。

戰爭告終時，早日恢復金本位運動

當戰爭告終時，美國錢幣，除已成廢紙之巨量南部獨立政府所發行之紙幣及繼續流通於太平洋沿岸少數金幣外，大致約有四萬三千一百萬金元之綠背紙幣，一千五百萬金元之美國政府輔幣券，一萬四千六百萬金元之國民銀行兌換券，與一萬四千三百萬金元之各州銀行兌換券，且有少數價值較小之錢幣。此類錢幣，流通市面，以綠背紙幣爲定率之標準。國內幣大制問題，遂爲恢復此錢幣與金銀之定率。

在一八六五年十二月，財政部長謂綠背紙幣「存在之期，比使人民預備回到憲法的幣制所必須之時，不應稍多一日」，且伊贊成積極貨幣緊縮政策，期於最短期間，恢復紙幣與金之定率。一般人士與國會，對於此種觀察均表同情。一八六五年十二月十八日，衆議院以一四四票對六票通過一決議案

，以熱誠贊助「財政部長之緊縮貨幣之必要觀，其目的在於最早期間，在國內商業利益允許條件下，恢復兌現」，國會誓同財部合作，以達到此目的。

### 反對緊縮勢力日增

但贊成貨幣緊縮政策熱心，不久即烟消雲散，且在開始後，進步非常遲緩。再接再厲，贊成膨脹勢力，暫告勝利，不止一次。實際上目前習聞之一切反對貨幣緊縮理由，當時即已提及，以反對緊縮貨幣而提高綠背紙幣之黃金價值，時人謂緊縮即將增加債務者之負擔，而演成不公道之現象，商業即將蕭條，因使物價低落而使勞工即將失業，並將減少政府稅收。在南北戰爭後之十三年中，早日恢復金本位問題，為政爭之焦點，至一八七五年通過著名之恢復金本位案，此項政爭始告結束。是案設立機關，俾得於一八七九年正月一日，恢復金本位。

### 自一八六五年至一八七八年，物價與工資之變遷

在此十三年中，全國普通物價有向下跌落之趨勢。一金元之每年平均價



值，以綠背紙幣計算，異常慘跌，自一八六四年之二，〇三元，跌至一八七一年之一，一二元。至此比率，趨勢平穩，直至一八七七年，此時方漸漸趨向定率，於一八七九年達到目的。自一八六五年至一八七九年，躉賣物價每年跌落，毫無間斷。但不如黃金跌價之速，直至一八七七年，始跌價過於黃金。自一八六六年至一八七九年，零售物價與生活費用幾乎繼續跌落，但與躉賣物價比，異常遲緩。在戰後六年中，工資繼續上漲，如在戰時然，至一八七一年，達到一七九之最高指數，嗣後每年下跌，直達一八七九年之一三八之指數。

如是普通言之，凡在戰時膨脹時期中得利之人，在戰後之長期緊縮時期中，即受損失。反而言之，受膨脹之害者，在戰後緊縮，當有利焉。但此汎論，須有許多修正。且在膨脹時期中屬於一階級之人，待至緊縮時期，則變而屬於另一階級，農夫通常躉賣而零買，因生活費用降低，不及他們的農產物價之速，而受害吃虧，勞工佔便宜，因在生活費用開始長期低落後，其工

資繼續上漲，佔相當時間，嗣後工資降低，亦不及生活費用之速。但繼續降低之物價，妨害商業之發展，而有許多失業者，一八六七年，及自一八七三年至一八七七年之五年中，爲商業蕭條時期。（參看第十一章第一節）。債權者佔債務者之便宜，但當物價低落時，收賬較爲甚難，同時有許多宣告破產者。

#### 以綠背紙幣償付政府公債之問題

在戰後綠背紙幣史中，政府公債之還本，應否用現金，抑用綠背紙幣，乃一爭論激烈之問題。允許發行綠背紙幣之組織法規定：

除進口稅外，凡美國政府所徵收……之一切賦稅，均用綠背紙幣繳納。除公債及庫券之利息須以現金償付外，凡向美國政府索取要求之一切款項，均以綠背紙幣償付。

並宣言綠背紙幣爲「一法定貨幣，用償美國境內之公私債務，但進口稅與上述之利息不在此列」。

政府公債與庫券之利息，顯然應以現金償付，但還本一層，將如之何？在戰爭初期，此問題顯然未令人注意，因幾乎彼時每人希望戰爭時期，將爲短促，在須償付戰爭公債之巨額正本以前，跌價紙幣業已收銷。當在一八六一年後，批准發行幾種公債之法律，規定還本付息，均以現金，許多法律對於還本一層，無明文規定。當發行公債時，似乎一般人士之諒解——有人力持異議——係將以現金償付本息。此普遍諒解，顯然無疑的使政府以較好的條件，借得款項，如以紙幣償付，則條件無如是之便宜也。關於此項爭執，在一八六七年，財政部長麥克拉克齊 Hugh Mc Culloch 說道：（一八六七年十一月三十日，財政部長報告，二十三至二十四。）

……公債之商訂，係以現金償付爲一定不易之諒解。雙方係以誠信簽訂合同，一部份在當政府危急，需款孔亟以維持其生命時簽訂，其餘亦在政府同樣需款時簽訂。……誠信與公德，國家之寶，督促吾人遵守合同原意。

但政府發售公債時，所接受之紙幣，係照票面計算，不折不扣，而此紙幣，日後跌價。且未經法律的確指定以現款還本之公債——此佔公債之大部份——按照法律嚴格字句言，可以綠背紙幣償付而不違法。除由法律或合同另有規定外，政府業已正式規定綠背紙幣爲法定貨幣，償還公私債務，一律通用，再者，在一八六二年初期以後所發行之一切公債，均以綠背紙幣購買，因此有人主張以綠背紙幣償付一切公債之本，但經法律或合同特別規定以現金支付者不在此刊。論者謂「耕田之錢應足償公債持票人」。約翰生 Johnson 總統之一八六八年十二月咨文，反對繼續以現金完全償付此類公債之本。參議院答以四十三票對六票之決議案，意謂「爲謹守國家誠信起見，我們完全反對並懲責總統最近咨文……所含之情感與提議」。衆議院亦以一五五票對六票通過同樣之決議案。格蘭脫 Grant 總統於一八六九年三月四日接任時謂：爲保持國家名譽起見，除合同別有明白規定外，政府債務應盡現金償付。

此繼續爲央中政府之政策，直至十年後重行付現，此問題解決時方止。

## 第六章 德幣之膨脹

德國馬克膨脹，擾亂幣制，達到極點。例如德國在一九一三年舉借抵押借款，折合美金一〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元之數，至一九二三年，可用美金一分清償之。——紙幣膨脹爲重新支配財富之偉大機械，其作用係爲盲進性質。

德國政府在戰時及大戰後數年間，頗能駕御紙幣之膨脹，然其後則突跌犇馳，不可復制。

當戰事初興，德國幣制爲金本位，而所有各種貨幣，均與金馬克，貨幣之單位，有規定之率，金馬克一枚，約等於美金二角四分。其時國內雖有若干種紙幣流行，然皆不佔重要地位。例外者爲中央銀行，即德國國家銀行之鈔券。計其時德國硬幣及紙幣流通之總數爲六，五〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬

克，而國家銀行鈔券，佔其中二，六〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。

### 戰時之膨脹

戰事開始，德國即放棄金本位，政府且用種種方法，集中全國金幣及金條，以充實國家銀行金庫。政府勸求民衆激發愛國熱誠，各以黃金飾物珍玩，售與國家銀行，所得代價，全爲紙幣，國家贈與鐵質證章以獎勵之，章上鐫有下列銘語：

我捨金以捍衛祖國。

我取鐵爲榮譽徽章。

政府減輕國家銀行發行鈔券之限制，又規定發行新紙幣，爲戰時緊急紙幣，命名爲「國債局鈔券」，亦由國家銀行管理發行。此項鈔券多用以供給小規模商業機關信用。

德國預料戰爭可於短時期內告終，遂希望戰爭費用，可取償於戰敗之敵人，故其籌劃軍用，採用借債政策而不務增加賦稅。在政治方面，此種方策

，較得民心，至少程度，於短時間爲然。是故德國戰時之膨脹，亦止爲政府利用幣制作用之舊話重提而已。幣制作用，卽爲設備良好之交易媒介品，以供公衆之用。德國政府利用之，俾得有充足之收入。

膨脹流毒，進行遲緩

德國受戰爭影響，度支費用，自戰事開始之預算年度起，至一九一八年度戰事告終爲止，增至五倍，而其全部國債則於此四年內，增至六倍。德國紙幣流通（緊急紙幣不在內）當戰事初起時，不及三，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，至一九一八年底，增至二九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。在戰事期間，政府以國庫券及商業票據，向國家銀行貼現及請求墊款之數，由一，三〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克增至二二，一〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。國家銀行活期存款，由八五八，〇〇〇，〇〇〇馬克，增至一〇，七〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，而國家金準備，亦由一，二五〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，增至二，三八〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。自一九一四年至一九一八年

，金價以馬克計算，按照紐約柏林間之匯兌率，止漲百分之四十一。德國批發物價，稍增至二倍有餘，而各種工資，據此數年間可考之指數，反有下跌之勢。

今觀德國戰時通貨增加之多，而物價則直至停戰時，上漲極微。可知膨脹之流毒，通常須經過長時期，始見作用，美國最近之經驗，亦若是也。

#### 戰後初期之膨脹

戰後德幣膨脹歷史，爲便利計，可分爲兩段落。第一期自停戰起至一九二一年四月賠款委員會指定德國應付協約國鉅額賠款一三二，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇金馬克之時期爲止。第二時期由是時起至將近一九二三年年底施行穩定馬克價值計劃時爲止。

戰事初終，德國決心擴大貨幣膨脹，實非無因，而政府亦覺實僑處此。德國經長時期消費億萬之苦鬥，終歸失敗，對外已失信用。加以國內商業全陷混亂，而民衆之物質及精神狀況，俱極頹敗。數百萬壯丁，自戰地回鄉，謀



求職業，又有數百萬製造軍火工人，須改事和平事業，又以政治及社會情形之不穩，俄國共黨，到處煽動革命。凡此種種，皆使政府無從增加賦稅，即欲向民衆銷售巨額公債，又爲絕對難能之事，蓋大部分人民無力購買，而有資者又恐日後膨脹益甚，躊躇不敢舉手。是故阻力最少之點，或竟爲應付緊急之唯一可能辦法，止有擴大貨幣膨脹而已。

自簽訂停戰條約之預算年度起，以至一九二一年三月三十一日，政府支出，約增至三倍，而自一九一八年四月一日起至一九二一年三月三十一日，政府全部負債，增至百分之一百三十六。政府國庫券，持向國家銀行貼現之數，增至五倍，紙幣流通總量，緊急紙幣除外，增至四倍。政府賦稅收入（連關稅在內），自一九一八年三月底爲止之預算年度起，至一九二一年三月三十一日止，自三，二〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，增至三九，六〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，是爲其時環境狀況之下，值得注意之紀錄也。

一九一八年至一九二一年間之物價工資

茲試考慮停戰後最初數年間物價及工資變遷情形。以柏林紐約間匯兌率爲準，估量馬克金價，則見金價於此四年間，不絕上升，而一九二一年之金價，爲一九一八年之十七倍有餘。一九二一年批發物價平均約爲一九一八年之十六倍。生活指數在戰時及戰後最初數年，無從稽考，然戰前及一九二〇年二月後之生活指數，則可得見之。是皆表示膨脹時期所常有之傾向。生活費用上漲，不如批發物價之速也。

關於德國此時工資情形之資料，並不豐富。有之，止涉及國有鐵道工人，包括精工及粗工兩種，魯爾區域礦工及其助手，印刷工人，以及政府上，中，下三級官吏而已。可得稽考之工資指數。皆爲「實在工資」，即視其能購買若干生活用品而言，而非金錢工資。各種工資指數，皆以一九一三年爲基本，是年指數，命爲一百。

戰事既停，各種工資即形上升，除政府官吏之高中兩級外，工資上升，繼續不息，歷經一九一九年全年。至一九二〇年又皆急轉直下，一九二二年

再度上升。然任何可考之工資，除國有鐵道粗工外，一九二一年之實在工資，皆比一九一三年為低。鐵道粗工之實在工資，一九二一年與一九一三年相等，政府最低級官吏之實在工資，則稍有折減，自一九一三年至一九二一年，其他各種工資之折減，如下表（註一）：

熟練鐵道工匠	百分之二十五
礦工及助手	百分之十一
印刷匠	百分之三十一
政府高級官吏	百分之六十
政府中級官吏	百分之四十八

當此時期內，各種工人，皆有職業，與戰事爆發前情形相似。

（註一）參考德國「全國統計局」發表「一九一四年至一九二三年德國貨幣折價之指數」，四〇，四一及四三頁。

證券（註一）

此數年中，政府短期債券頗能維持票面價值，長期債券，則見跌價，然亦不巨。例如德國四厘公債，以一九一三年之價格爲一百計算，則一九三二年正月之價格爲八十七，至九月，則升至票面價值。此種公債，雖能維持價格，然所持以支付之錢幣之價值，則已一落千丈。故持有公債票者，真有如收藏酒瓶，而酒已完全漏出之嘆也。股份公司證券雖曰飛漲，然不足抵補馬克之折價於萬一。以一九一三年爲一百，則一九二二年正月股票之價值只爲二八〇，而生活費用則爲一一八〇，粗工之工資則爲一一四〇也。

〔註一〕同上，第五頁，及參攷全國統計局所刊佈之「經濟及統計」。

#### 不可控制之貨幣膨脹時期

以前貨幣膨脹，多少尙有秩序，稍能控制，至一九二二年及一九三三年大部份時期，情形大變，堤防盡撤，不可遏抑，膨脹之烈，爲世界有史以來所未有。方以美洲革命時代紙幣及後數年法國革命時代紙幣 *Assignats* 之跌

價率，猶若小巫之見大巫。論一九二三年馬克跌價之速度，不啻乘雪毳直下峻坂，瞬息千里，無有底止也。是時德國財政及經濟生活，俱受敵人壓迫，勒索鉅量賠款等等，不可勝紀，至一九二三年正月，法比軍隊佔領魯爾區域，壓迫程度，於斯為極。於此吾人亦即見馬克跌價，迅速達到天文家所用之數字也。

德國政府經費在一九二一年三月三十一日為止之預算年度，為一〇五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，兩年後，超過八，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，次年又增至四九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。至一九二四年三月三十一日為止之預算年度，賦稅歲入總數，約為五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，此誠為些微不足道之數字，蓋一九二三年十一月十五日政府以國庫券向國家銀行貼現之總數，已有一九一，六〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克也。

一九二一年至一九二三年間，通貨及銀行信用之膨脹。

在此時期通貨膨脹之烈，爲空前未有，尤以一九二二年夏季後爲甚。一九二二年八月，通貨總數爲二五二，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，一九二三年正月增至二，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，同年九月，激增至二八，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，至年底達到登峯造極之數字，爲四九七，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，是在採行穩定通貨計劃，以一，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克折合金馬克一杖（美金二角四分）之後，爲時無幾也。此時銀行存款亦告未有之激增。柏林各大銀行，分行偏於全國，至一九二一年十二月底，存款爲一一六，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，一後年增至一，六〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，而一九二二年底，竟超過一，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。上論國家銀行各項存款，一九二一年年底爲三六，五〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，一年後增至五三一，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，一九二二年底，激增至五四八，〇〇〇，〇〇〇，

〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。

### 公衆之逃避馬克

馬克價值，因貨幣及存款之膨脹，跌落益甚，其跌落速率，遠甚於通貨數量之膨脹。人民視馬克如蛇蝎，爭圖用去，故其流通速率猛進。無人願于任何時期中，存款於銀行，或隨身攜帶現款，蓋馬克價值及購買力之跌落非常神速也。商店貨物標價，每日須更改數次。當膨脹之最後時期，民衆爭先恐後，求用其錢財。當馬克跌落最速時，人民爭購不需要物品，聊圖補救。

同時奧國情形類似德國，特包台氏 *de Borjes* 曾發表下列之感像（註一）：

「當物價劇烈增漲之日，民家擁擠購物於商店，於是物價每小時增加不已。……於此時可目覩種種「滑稽景像，如某白首獨身漢，因該店無別物出售，遂買襪襪布疋，投資於四打牙刷，鉤心鬪角，無非欲消耗用脫其錢財已耳」。

以柏林紐約間匯兌率，估計馬克金價，則一九二一年十二月，馬克可合

美金半分而強，一年後跌至美金一分之百分之一，至一九二三年底，跌至美金一分之一，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇分之二。

(註一)參考特包台所著「奧國之克郎 Crown」，一六三頁。

### 過度之膨脹

凡紙幣跌價過甚之國，往往有「過度膨脹」(註)之現像，德國彼時即有此事發生。通貨數量愈增，則其全部價值，以黃金及貨物之時價計算，愈見折減。例如一九二一年二月，馬克流通數量，有八〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，折合美金，一三〇七，〇〇〇，〇〇〇元，一九二三年十二月馬克增至四九七，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，而折合美金，不過一一四，〇〇〇，〇〇〇元，或不及以前十一分之一(註二)。

另一重要事實，則國家銀行及國債局之金準備，雖實在一九二一年至一九二三年之年底，無時不有下降趨勢，而在此時期之末季，竟不及此時期開始時之一半。然當一九二二年底，此項金準備之價值，以柏林紐約間匯兌率



計算，約爲全部流通紙幣（救急紙幣在外）價值之八倍。亦幾三倍於全部流通紙幣，及國家銀行與柏林各大銀行之總支各行存款之和。

（註一）關係德國過度膨脹之詳細經過，詳見格蘭姆 Graham「德國一九二〇年至一九二三至過度膨脹下之匯兌，物價及生產」。

（註二）參考「全國統計局一九一四年，一九二三年貨幣折價數字」四五—四七及五九頁。

又國家銀行每年報告。

又楊格 Young「歐州幣制及財政」卷一，五三七及五三八頁。

### 物價及工資

一九二一年十二月底批發物價，平均爲戰前之三十五倍，一年後，突增至一千五百倍，至一九二三年十二月，則爲一，二六二，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇倍。在此時期之大部份，生活費用增長，不如批發物價之速，然至一九二三年底，則可與並駕齊驅，因此時生活需用約爲一九一三年之一，二四

七，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇倍也。

一九二四年正月初旬，予游柏林，赴烟鋪購雪茄。付商人一侖登馬克 *Rentennark*，值美金二角四分，計雪茄一支值半侖登馬克，商人以舊紙幣馬克找回半侖登馬克，值美金一角二分。計共找回五〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇紙幣馬克，若以戰前金價計算，當值美金一二五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，是爲今日美國流通貨幣之二十倍以上之數。然吾人如以謂如此巨數，當以貨車運轉回家，則又大誤。予所付者，爲小型紙幣一張，票面載明一侖登馬克，找來餘數，亦爲大小相同之紙幣一張，上印五〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克。

各種工資在此兩年內，飛漲速度，不如生活費用之甚，粗工工資，激增最速，次爲熟練工人，再次所謂「白領階級」，而政府官吏爲殿。馬克跌價之率，繼長增高，工人一得工資，當日卽爭赴商店購買大宗日用品，以足夠至下次發薪日之消耗爲度，爲防止貨幣價值再跌計也。

當貨幣膨脹之末期，曾採用種種保護勞工階級方法，如縮短發放工資日期之間隔，縮短工資契約所規定之時期，并一部份以生活費用指數，或美金匯兌率之移動為基礎，設立活動增加之工資制度。有時工資外，再給補助，名曰家屬津貼。凡此種種補助，固有益處，然比較言之，總難補救一般工人所受通貨膨脹之損失於萬一。幸在大部份膨脹時期，工人未感失業之痛苦也。

#### 膨脹及債務

貨幣膨脹所引起之空前影響，則為舉凡德國政府，公司及一般德國人民之債務，一掃而空之也。

債務本利，皆以折價馬克支付。每一場合，債權人所受損失，及債務人所得利益，自然當以舉債時及還債時馬克價值折減之差額為斷。

長期債票及票據，人壽保險單及種種類似之債票，為戰前所發行，而在一九二三年膨脹最甚時到期者，債權人或受益人之損失最大，因到期還本，

其數真同毫末也。

在膨脹之末期，謠傳將提高馬克現在價格而穩定之，於是債主「避匿，不敢面見負債者，而負債者則尾追還債，引爲大幸。」德國人民之全部抵押債務，在一九一三年估計約爲四〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克，折合美金一〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，及至一九二三年十月，可以美金一分清償之。

一九二五年夏季通過繁複之重新估價法律，規定若干種長期債務，其價值實已爲貨幣膨脹所破壞者，當稍恢復其金價值之百分之幾。此項法律，最高限度，只有益於曾受膨脹損失之極少數德國債權人，而所受之利益，又殊卑卑不足道也。

#### 證券價格

一九二二年及一九二三年，股票價格，上漲甚速，而公債價格，則少有變動。然股票漲價，若與所期望者比較，則幾等於零，蓋馬克跌價劇烈，已

使公司債務，一舉清還矣（註一）。今以一九二三年十二月與一九一三年比較，則見股票漲價平均爲二六九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇倍，而高級政府官吏，其工資增加，最爲遲緩，亦已增至五〇九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇倍矣。

德政府四厘公債價格，在一九二二年秋季以前，未呈劇變。一九二二年正月標價爲七八，已見上文，九月間恢復原價。是年年底，謠誑繁興，謂若政府施行穩定政策，將特別顧全此項公債。於是國內國外，買者日衆，數日間標價增至不可思議之數字。嗣後謠傳不能證實，價值遂急轉直下，一落千丈。普通論之，德國高等債票，不問爲政府或公司所發，經過整個膨脹時期，頗能保持其紙幣馬克價值，然其持爲支付之馬克價值，已跌至不值半文。易言之，債票常能保持其票面價值，卽有參差，數亦甚微，而一切物價飛漲，瞬息千里，非債票所能步其後塵也。

（註一）參考第十三章第八節。

膨脹爲重新分配財富之機械，其作用係爲盲進性質。

大致感受貨幣膨脹痛苦最深者，莫若通常所謂德國之「強健中等階級」。

安吉爾 Angell 稱述彼等之痛苦如下：（註一）

感受膨脹痛苦最深者，……爲最無自禦能力之民衆，即城市居民之中等階級是也。彼等類皆恃有固定小數收入，如領薪俸之官吏或辦事員，如接受養老金者，如倚利息及房租爲生之小投資家。城市中房主因政府規限房租，故感受痛苦最深。受貨幣折價之害最深者，正是此輩，而又無抵禦之智識及機會。所有積蓄（及）養老金，年金，化爲烏有。數十萬受過教育之男女或年齡太高，或身體太弱，或太無訓練，不能自謀生活，忽然遭逢饑饉。許多喪其生命。其他日日絕望，惟恃犧牲寶貴書籍，家具，飾物，以及其他可售之物，以苟延殘喘，最後必須仰仗國外及國內之義賑爲生。彼等之歷史，誠爲一切戰時及戰後悲劇中最悲慘一齣也。

如是可見貨幣膨脹，在德國，或其他任何國家，一旦大規模實行，已證明爲從新分配財富之巨大機械，此機械日夜工作，盲無頭緒，取財於此間，又給財於他處，劫奪一經濟團體或社會階級，以利另一團體或階級，作此一切事件，無步驟亦無理由，更不問受益者與受害者之應否如是看待也。

## 第七章 白銀問題

白銀在美國係一政治問題，而非經濟問題，七州產銀僅佔全美每年所產花生價值之半數，惟此七州在美國上議院中，有議員十四人。

白銀一項，或以此或因彼，在十九世紀最後三十餘年間貨幣論戰中，相爭最烈，今於美國貨幣問題，又成爲要點。白銀之驟見重要，一般美民對之，無不愕然，此蓋爲第七三屆國會第一次常會之結果也。

一九三三年間之白銀急進法案

四月十七日重鑄銀幣之說，以十六與一之比例自由鼓鑄，美國上議院以四十三對三十三票否決之。顧此四十三反對票中，主張用銀者頗多，而結果如此，顯係有待當局對銀，有所表示，然後爲銀努力也。當此議未提出三月以前，在美國上院，卽有五十六對十八票多數贊助自由鼓鑄銀幣之預測。

是年五月湯姆氏 Thomas 農村修正案中之白銀條例，業經頒佈成法，釐訂金銀比價。授總統以特權，得依所定之比率，爲無限制之鼓鑄。雖規定金元爲價值之標準單位，然此實爲純粹之複金本位之意義。複金本位之應否採用，全由總統決之。既採用矣，限於國內，抑及國際，亦由總統決之。

於是國會及輿論，均無討論餘地。大權操之一人。致使一萬二千三百萬人民之國家，驟然操用六十年來各地鮮見之複金本位矣。然當施行時對於下列事實，蓋未遑顧慮也。

(一) 六十年前各國經歷相當試驗，均相率放棄複金本位。

(二) 嗣後各國力謀恢復金本位者，經二十五年之奮鬥，國際多次會議以



及美國兩次白銀之政治運動。然複金本位無處不遭挫折。三十餘年來，在歐在美，蓋皆在遺忘之列矣。

十九世紀末葉國際複金本位諸說中之最具力量者

當千八百九十年之初數年複金本位論戰中之最足動人者，有三說；

(一)自一八七三年各國廢棄複金本位以來，世界產金已不甚豐，而用金之需求，反日見增加，此蓋各國採用金本位者，逐漸增多之所致也，金之供給，加增甚緩，而幣制用金，需要日增，金價與物價相比，逐呈激增之勢。易言之！民衆不能不以更多之貨物，以易一定數量之黃金。易言之；即物價低落是也。自一八七三年以至一八九〇年之初，用金各國之物價，無不逐漸跌落，不特商業因以不振，即負債者之負擔，亦以愈增，最難堪者，首推農民，農產物價格銳落，勢不得不以額外之米，麥，粟，棉花等物，以償其抵押之舊欠。論者謂苟採用複金本位，使白銀得以輔助黃金，以爲貨幣標準金屬，則可增貨幣之供給，以抑物價之慘落，甚或可使物價上騰，此實減輕

負債階級負擔之一良法也。

(二)第二說有類上說，自歷史言之，白銀產量，往往當黃金缺少或出產不豐之際，而有增加。有時黃金產量，亦當白銀缺少或所產不豐之際，而有增加。如以物價計之。金價上騰，總在銀價慘落之際，反之亦然。若用複金本位，使金銀互相結合，則漲落得以互相調劑，貨幣需求之重量，將不專壓迫日見昂貴之金屬，而移向傾向低廉之金屬，故兩金屬有一定之比率，用作貨幣，其價值必較單獨金屬之本位爲安定也(註一)。誠如諺謂：兩醉漢攜手同行，總較一人獨行爲穩妥也。

(三)第三說者以一定之鑄幣比率，使金銀價值互相牽掣，俾金銀相對之價值，不致漲落過甚，於是用金國與銀國間，單金本位國及複金本位國間之匯兌，得以安定，國際之貿易，亦可免除匯兌不定及投機之危險矣。

(註一)調劑貨幣求要，卽爲複金主義之所謂妥協原則之主要用意。此項原則，雖爲複金主義之基礎，然在今日討論中頗少聽聞。而贊助複金制度者

，亦似全無了解。此係複雜之原則，此間難以說明。喔荷所著之國際複金制度 Francis A. Walker, *International Bimetallism* 九四—一〇五頁，有良好之解釋。

今日複金主義之主張遠不如四十年之有力

複金本位三說，在一八八〇及一八九〇年間，頗具勢力，然亦未有充分力量，可促成國際間恢復複金本位之協定，且各國著名學者，鮮有信不恃國際協定，可以維持複金本位者。各種建議；如伯里安 *Berlioz* 之屬，科學上本無立足之點。各重要國家（註一），卅餘年來，運動訂立國際複金本位協定，雖甚劇烈，且有企業家之援助，而此類協定，總未能實現。以目前論，捨美國產銀數州外，歐洲及其他各國，對於複金本位，蓋無積極注意者矣。美國固不宜單獨採用此制，貿然用之，勢必鑄成大錯。

以上三說，於四五十年前，本極有力，然至今日，已失時效。上述複金本位之第一說，主張黃金以外，以銀鑄幣，以增貨幣之供給，提高物價。然此『黃金缺少』之說，已不若三十年前之有力。自一八九六年來，金本位國之

物價，相繼跌落，歷二十三年。而一八九六年以後之三十六年間，美國物價，則大抵上騰，實際言之，此三十六年中，物價上漲者二十六年，跌落者五年，維持原狀者七年。吾等目前所患之物價低落，不過爲一極暫之時間耳。

且也；世界產金，不特不若一八七〇至一八九六年間之低落，自一八九〇年後，且日見增加，僅戰時及戰後至暫之數年間，稍不同耳。一八九七年世界產金之額，二倍於一八八六年至一八九〇年間五年中之平均產額。一九一五年之產額，又二倍於一八九七年所產之量。自一九一三年一九三二年之十九年內，世界幣金存底，逐漸增多，平均每年增加百分之四·八。而一九一三至一九三十年之十六年間，世界原料生產，質量上之增加，據司乃德(Snyder)研究之結果，平均不過百分之一，八六而已。且一九三一年世界產金之豐，爲歷年所未有。而一九三二年或更過之。

印度向例吸收世界每年產金百分之二五，而近年來，反將其所藏，傾售

於市。每年銷數，約及世界每年產金百分之四五，今日大部份產金，均用之於所謂錢幣，非若曩昔之作商品用途。加以二十年來，支票用途日廣，增加流通速度，中央銀行制度，日漸發達，其效用皆使幣金用途，節省至極大程度也。謂今日世界患『黃金缺乏』，殊無佐證。目前金與物品相較，價值上騰及黃金顯然缺少者，蓋由於全世界——如政府中央銀行及個人等，在茲經濟恐慌之際，相率窖藏現金之故也。世界之人心惶惶，惟黃金是藏，即有空前未有之幣金供給，亦將無濟於事，苟吾人能設法自脫於目前困頓之境。將知世界幣金，爲數極豐，（註二），固無須採用複金本位，以阻止金本位制度下物價之慘落也。

『醉漢攜手同行』之說，近年來已不如昔日之動聽，蓋自一八九六年來，金銀價值，設以貨物相較，大祇同一傾向也。例如一八九六至一九二〇年間，金價之銳跌，可於物價猛漲中見之。然當時之銀價，以物價比較，跌落亦甚。設當時採用極妥善之複金本位，猶恐不如單金本位之安定，此豈非醉漢

向一方面傾跌之謂歟。

設與白銀互爲牽掣，勢必使金價之跌落，更甚於實際。而一八九六至一九二〇年間物價之飛漲，恐比吾等所身受者，爲尤烈。自一九二一年中及一九二九年終，金價與銀價比較，特別安定。此際如行複金本位，必弊多於利。當一九二〇及一九二一之交，及一九三〇年正月以後，設有妥善之複金本位，或有隱定之效用。然此五年之時間，自一八九六年伯李安 *Boyle* 選舉失敗後，不過爲一極短之部分也。

第三說穩定金本位及銀本位國際之匯兌率，現已失去時效。除中國，香港及伊沙比亞外，世界更無銀本位之國，且中國本身，一待統一，亦有採用金本位之議。各國與中國之匯兌，固須安定。然中國之對外貿易，不過國際貿易中至微之部分。例如一九二九爲繁之年，中國對外貿易之總數，不過佔世界貿易總數百分之二。是年中國所購美貨，不過佔美國出口總數百分之二，一，而中國輸入美國貨物，僅佔美國進口總數百分之三，四而已。

(註一)關係國際貨幣會議對復金制度之注意，參考呂塞爾著「國際貨幣會議其目的性質及結果」Russell, Henry B. *Internationale Monetary Conferences, Their Purpose, Character, and Results*。(註二)參考至七節

### 以其他貨幣方法救濟白銀

美金本位苟欲行之有效，其範圍必須普及國際，如目前之情勢，在經濟上，固屬不宜，即政治上亦屬不可能。美國何以不用其他貨幣方法廣用白銀乎？試從正面答之，美國銀派有如下兩端建議(一)增加銀幣之流通(二)在美國十二聯邦準備銀行之現金準備中，黃金之外，更添用白銀若干，法定準備之數成，得以白銀充之，今請一一論之。

#### (一)增加銀幣之流通

美國之銀幣凡有三種：曰銀輔幣，曰銀元，曰銀券。

美國之半元——二角五分——一角之銀輔幣，均隨社會之需要，以定流通之量，並對於政府及銀行之支付，均可通用。設一旦過量之銀輔幣，加入流通

。往往自動由付款方法，退回銀行，由銀行退回聯邦銀行及政府，其運行極速，故今日輔幣流通之多寡，與社會之需要。幾能自動調劑。

銀幣重笨不靈，攜帶更感不便，故不受歡迎。昔年政府曾以鉅額銀幣，強使流通，然屢試無效。人心喜用鈔票，遠勝「車輪」。每次銀幣強使流通之結果，傾刻即回，銀幣在美國貨幣流通之地位，逐漸減少，已有年數，以至今日，僅佔千份之五矣。

銀幣流通，有時以銀券代表之。國庫有十足之準備，當一九三三年十一月底，美國約有三四四，〇〇〇，〇〇〇元之白銀，流通市上。然準備庫中爲銀券所存之白銀，一無他用。在一九三三年春季，美國尙未放棄金本位以前，一元之銀券價值，與一元金元同等。而財政部更有法定責任，維持此項價格。一銀元所含之銀，以市價計之，僅值一元幣價一小部份而已。例如在一九三三年十二月二十日，其市價不過合金元二角二分四，折合貶價紙幣，則爲三角四分八。



銀幣之價，與白銀市價，本無鉅大出入，人民以鉅額銀券兌換現銀者，頗不多見，且往往適得其反。以一元銀券，兌換銀幣一元，其價值爲金洋二角至三角不等，對於維持該券之金價，蓋無任何影響。苟非膨脹貨幣，使銀券金價值，降至銀元含銀之金價，大約相等時，誠無絲毫影響可言也。

耗國帑於白銀，以充銀券準備，停滯庫中，顯係浪費。健全之貨幣政策，當以聯邦準備鈔券，代替銀券，是當廢去銀券銀準備，遂漸售出銀條，此實卽印度政府於數年前所採用之政策也（註一）。

（註一）見第八章第二節

在聯邦準備銀行法定準備中一部分，須以白銀充之之建議，

近來銀派主張，欲將銀充作聯邦準備銀行準備之一部分，而最近中央銀行準備兼用白銀之說，在歐陸亦頗有信仰者。

倘一國既採用金本位制度，其貨幣與黃金有一定之率，則謂中央銀行準備，可用不流通之銀元或銀條充之，銀之金價值，變遷不已，誠難知其用意

所在也。

民衆鮮有持銀券以兌銀元者，前已言之。人民既不信任銀元以爲窖藏之用，又不能以銀爲國外支付，兌換銀條，其與金元之比價，時有變更，同樣不便，銀條重笨不靈，時價彌定，民衆不肯注意於此。昔年白銀，倍昂於今日。當塔夫脫總統任非立濱總督時，每月廉俸，以通行該地之墨西哥銀洋支付，其數雖微，然稱量其銀，與塔氏之體重相等。收藏如此重笨之物，爲中央銀行準備，耗費至鉅，卽爲國際支付，運輸現銀，所費亦必極昂。倘白銀欲如黃金，成爲國際支付之媒介，則各國中央銀行，似宜有所協定，然實現是類協定，是否可能，誠屬疑問也。

主張用銀充美國聯邦銀行法定準備之一部分者，往往以爲準備中，一用白銀，卽能事已足，而謂價值以銀之形式，存在於準備中，雖置之不用，亦足爲聯邦準備鈔券及存款之價值之後盾。此誠爲誤解準備功用之原則矣。

準備爲「調節基金」非爲「後盾金」

準備置而不用，則無功用，準備亦不當視爲後盾基金，而當爲調節之用。一九二二年間，有一時期，正值德國馬克膨脹之際，德國國家銀行鈔券，價值驟落。而國家銀行之金準備，以市價計之，實八倍於流通紙幣之總數，亦三倍於其各種鈔券，再加柏林各大銀行存款之總數（註一）。類似此種情形，當不兌換之鈔券，價值繼續跌落之時，金準備往往十足存在，此在貨幣史上，誠屢見不鮮者也。

中央銀行準備之主要功用，專爲適合商業之需求，以調節貨幣之供給。倘在金本位制度之下，如國內貨幣之供給，與別國貨幣供給相較，超過商業之求要，則國內貨幣之價值，必將較外幣爲賤。國內物價及證券價值，與他國相較，亦將騰漲，兌匯率亦將漲至金出口之點，如達此點，則國外金價，將高於國內，運金出口，將獲厚利，於是國內黃金，必致外溢矣。

紙幣及輕質銀幣，均不能替代黃金出口，因除發行之國以外，絕無人承認之也。惟有黃金，爲國際支付之貨幣。黃金出口，繼續不息，須待兌匯率

跌至金出口點以下，及減少貨幣之供給，使國內之物價，與國外恢復平衡而後止。易言之：非待國內貨幣供給減至適宜程度，使國內幣價日昂，運金出口，無利可圖，則運金出口之事，恐難停止也。

國內貨幣充斥，有如上述，則中央銀行應能將金儘量外運，以救濟國內貨幣相對之過賸，並以揶抑兌匯率，使降至金出口點之下，方可使國內物價，與他國價值恢復平衡。苟過剩之幣，不能以此法流出，則內國貨幣，無有不貶價者。

以上所述，不過為中央銀行金準備平常運用之原理而已。金準備之性質及額數，均可由此定之。普通準備，當然須要充分，以備國內流通貨幣因貿易盛衰關係，而有相對之過賸時，可用兌現運赴國外之方法，以吸收此過賸之幣也。此外，金準備尚須留有安全之餘地，以備商業非常凋敝及金融財政恐慌時之急用。

故中央銀行準備，不當止視為銀行流行鈔券及存款之後盾，更不得視為

銀行穩健之擔保。諸如此類，蓋有銀行之全部資產任其事。中央銀行之準備，對於銀行之穩健問題，並不重要。主要問題，則準備乃一必要之機械，持調劑通貨供給之方法，如鈔券支票存款，與商業增減之求要相應，以維持銀行鈔券及存款之金價值。如是則貨幣庶不致以數量相對之變動，而價值有漲落矣。貨幣之供給，必須隨時隨貨幣之需要而調劑之，故中央銀行準備，本屬調劑基金，亦必以能真真用以伸縮國內通貨，始稱能勝其任。其額數宜充分，俾能吸收商業變更時過賸之貨幣。不運用之準備，即不用為兌現者，實際上無異虛設，且絲毫無補於維持金本位之重要功用。

美國聯邦準備銀行準備庫中之白銀，停滯不用，或與美國政府目前為銀券所保管者相等。

(註一)見第六章第十節過度之膨脹

白銀在美係一政治問題而少為經濟問題

銀幣問題在美國，根本非一經濟問題，而為一政治問題，目前之成重要

問題者，非起於國內貨幣之需要，乃以產銀之州，每州有參議員二人之故耳。若輩幾惟各選區之利益是視，否則恐不能安於位也。雖於一九三一年七州產銀，佔美國產銀總數百分之九五，然其人口不過佔全美人口百分之三而已，雖在一九三一年銀價昂過於一九三二年。然其產銀總值，不及九百萬元。僅及是年全國麥產價值百分之一，或花生價值之一半也。

## 第八章 收買白銀計劃

收賣白銀乃「稍爲救濟白銀」之計劃，於四年時期中，由美國政府大行津貼美國白銀生產者。——所收買之白銀，在美國不能有錢幣功用，只可使此美產白銀退出世界市場，不參加競爭，而印度所存之巨額過賸錢幣白銀遂得善價出售，其所引起白銀市場恐慌，可以減輕。

一九三三年十二月二十一日總統公布收買白銀宣言，謂美國政府決定每

年收買白銀，至少爲二四，四二一，四一〇盎士，期限定爲四年，此數與美國一九三二年產銀之量，約略相等。約二週後，總統咨文國會，言及此項宣言，總統謂伊現正施行國會所授與之職權，以收買美產白銀。收買定價，一盎士爲一元六角九分，如以黃金折付，則無異於當金銀實際市場比率約爲七十五與一之時，按照白愛恩 *White* 所鼓吹之十六與一之比率，自由鼓鑄美國新產白銀之全部份也。然實際付款，不用金而用吾人之折價紙幣，且白銀產主名義上每盎士雖得價一元二角九分，而購計劃，尙有一項奇特規定，其用意顯是尊重十六與一比率之文字，而不尊重其精神，此項規定謂「造幣廠長得（銀）主之自願許可，將所收白銀減存百分之五十，作爲鑄幣稅，並抵償政府鼓鑄及發行銀幣之費用」。

依照此項規定，則政府所付淨價，每盎士爲紙幣六角四分半，或約金幣四角，大約代表金銀五十一與一之比率。此每盎士六角四分半之實價，在總統宣布計劃之日，超過市場銀價百分之五十，此項市價，因人民預料政府將

採取有利白銀之動作，業已提高幾許時矣。美國收買白銀，係履行一九三三年夏季倫敦經濟會議時所簽訂之白銀協定也。

試問何爲此動作之解釋？此動作使政府當茲經濟大恐慌預算甚不足之秋，耗費鉅萬國幣，以津貼產銀者。欲答此問，吾人必返觀數年以前之歷史。

#### 銀價低落之原因

自一九二八年至一九三二年，銀之金價，業已下落不已。銀價在一九二八年，每盎士平均值金五角八分二厘，一九三二年十二月，減至二角五分，是爲世界有史以來最低之每月平均銀價。

銀價下跌，原因甚多，其最要三項爲：

(一)黃金本身，以適處世界不景氣時期，人人收括窖藏，遂成奇貨，而價值上升。金價上漲，在金本位國家，卽爲物價低落，而銀價當然隨之下趨。多數重要物品，如銅，棉，麥等項之跌價，在此數年竟超過白銀。(註一)

(二)自一九二八年起，經一九三一年，銀價雖跌，而銀產則未大減少。



主要原因，爲世界通常銀產，約三分之二爲銅，鉛及鋅之副產，故苟此主要產品，尙屬有利可圖時，則產主必繼續出產，而其副產白銀，亦將繼續拋售於市場，縱其本身價值爲低及正續降也。近二年銀產之減，雖曰銀價低下，亦顯是一因，然大致多由銅鉛鋅之跌值也。

(三)近來銀價低跌之第三原因，係貨幣性質，而與各國政府晚近鼓鑄銀幣切實節省白銀成色有關係，節省之道有三：

(甲)較大銀幣，許多地方以紙幣代之，較小銀幣，以銀，白銅及銅幣代之。近年印度，德，法，菲律賓，以及許多其他國家俱用紙幣，大舉代替銀貨流通。再則純銀輔幣，雖遲至一八八一年，始初發行，而現在至少已有二十四國，使用純銀幣，此種純銀幣，及銀銅混合幣，奪取銀輔幣之地位，日趨廣大。此種紙幣與銀、銅及白銅輔幣，流通頗暢，且成本通常遠在白銀之下。

(乙)世界戰爭時及正在世界戰爭後數年，銀價騰漲，使多數國家銀幣之

生銀價值，超過銀幣本身之表面上的金價值。以數字說明許多國家，「其銀一元，或兩個半元，或四個兩角半，所含之銀之價值，不止一元也」。各國政府，如英國，挪威，瑞典，荷蘭，德國，巴西，及希臘等，或以經濟節省理由，或爲保護其銀幣，免被溶化漁利起見，皆大減輕其銀幣所含之純銀。例如英國減輕其銀輔幣之成色，自一千分之九百二十五減至一千分之五百，而以銅代之。銀色不足之幣，固較足色者爲遜，顧尙能盡其任務，亦未遭民衆反對。由是亦可見各國政府，當此種時期，需要緊縮之急迫矣。

(丙)第三或亦爲近來銀價低落之最重要之錢幣的原因，爲印度政府對其銀準備之處置。印度自一八九九年來，除世界戰爭時期及戰後數年外，至一九三一年九月爲止，已行金本位幣制。其放棄銀本位，已遠在一八九三年。然印度最多數錢幣，歷來爲銀羅比रुपया及其輔幣，再有以金，銀幣，銀條，及保證品爲準備之鈔券。印度皇家委員會曾於一九二六年建議，印度當由金匯兌本位，轉入金條本位，而當大減其銀準備，曾加金準備，以抵補之。此

委員會正當說道：（註二）

「在金本位制度下，銀準備通常無留存餘地；當考察羅比爲準備金之價值時，將見發行局宜取消之，刻不容緩。自銀行管理貨幣之立場觀之，羅比硬幣，無異於其所發行之鈔券，雖其原料貴於紙券，但實可稱爲「印在銀上之鈔券」也。二者皆爲代用貨幣 *Token* 其購買力皆以其發行之限制爲轉移，其對外價值，則更恃數量充足之金及金保證品爲後盾也。」

委員會建議以一羅比鈔券，代替羅比銀幣，此鈔券之用途日廣，故委員會信銀準備，宜大量減輕之。遂依此建議於十年之過渡時期內，政府所藏銀準備，當自純銀二萬四千七百萬盎士減至七千三百萬盎士。此項建議，即經英國政府採納，已造成極大之可能的銀供給，於十年內在市場拋售，此數約等於世界每一通常年份產銀之五分之四。政府業於一九二七年開始出售此銀，至一九三二年三月，已總售出純銀一萬二千八百萬盎士。然自一九二

七年來，巨額白銀，已自流通逸出，歸入貨幣準備，故準備之總數，不見減少，而反大有增加，在一九三三年十二月十五日，約達三萬五千二百萬盎士，比一九二七年開始減輕準備時，約增百分之四十三。此種大量之銀集中，尋覓市場，極能壓低世界銀價，固理之甚明顯者也。

(註一)參考凱末爾「低價白銀之影響之證明」，第七十二次國會，第一會期，衆議院決議案，二七四頁。

(註二)報告書三十二及六十三頁。

#### 世界經濟會議中之白銀問題

簡言之，是爲一九三三年七月間世界經濟會議開幕於倫敦時，世界所有之白銀狀況。美國代表團前往赴會，負有使命，遇有可能機會，即採取有利白銀之舉動，而著名之白銀贊助家，即奈伐大州 Nevada 參議員畢德門 Senator Key Pittman 亦爲美國有力代表之一。就全體言之，經濟會議所通過之唯一有效決議案，即關白銀問題，而大多數代表，顯然不甚重視之。白銀決議案由

六十六國代表一致核准之。

決議案之主要條款，以供全體派遣代表出席會議之政府之採取，列之如下：

(甲)世界重要產銀國與最大藏銀及用銀國應使其互相協定，以減輕銀價漲落。而訂約國以外各國，亦當制止一切可稍影響銀市之舉動。

(乙)參預此會議之各政府，應將制止減輕其銀幣成色至千分之八百以下之新法律。

(丙)各政府如爲其預算及當地情形所允許，應將用銀幣以代替低微價值之紙幣……。

此數決議案，惟於(甲)項所規定之協定能於一九三四年四月一日以前實施，方生效力。此項協定成立於經濟會議範圍之後，而不屬於會議正式會議錄之一部份，業於一九三三年七月二十二日由澳洲，加拿大，中國，印度，墨西哥，祕魯，西班牙及美國代表簽字。通常稱爲「增補協定」，其所規定，

除別項外，有下列數則：

- (一) 印度政府自一九三四年正月一日起，於四年之期限內，不得售純銀至超過一萬四千萬盎士……（代表每年三千五百萬盎士之比率）。
- (二) 奧大利，加拿大，美國，墨要哥及祕魯政府，於此協定有效期內不得出售白銀，並將自一九三四年起之四年內，每年用收買方法，或協定別種吸取辦法，向其白銀礦區，總吸收純銀三千五百萬盎士（此即允許印度每年在世界市場銷售之最大限度之數）。上述各政府協定每政府應將分担收買或設法吸收此三千五百萬盎士之成數。
- (三) 依照上述第二項規定所收買或吸收之白銀，應將用作貨幣（用以鑄幣，或用作貨幣準備金），或於所言四年期限內，用別種方法，將白銀留存庫內，不售於市場。
- (四) 中華民國政府自一九三四年正月一日起，於四年期內，不得出售由溶化銀幣所得來之白銀。（註一）

(五)西班牙政府，自一九三四年正月一日起，於四年期內，出售純銀，不得超過二千萬盎士……。

此協定之第六第七兩條，與吾人此際所討論者，無關重要，茲略之。吾人現可觀最後一條之規定。

本協定草案，由各關係政府核准之。核准文件至遲不得逾一九三四年四月一日，應將送交美國政府保存之。……請美國政府，採取必要之步驟，以達到完成此協定之目的。

羅斯福總統於一九三三年十二月二十一日公布宣言時，並未言印度以外之各政府已接受此特別協定，但只謂

……我今日已用宣言方式，進行批准財政部之關係銀案協定。印度政府業已使其發生效力。且予知其他關係國，亦將進行。

故直至今日，可見顯然正式批准此增補協定者，為印度，前已言之，次為美國，由總統新近宣言見之。

吾人現可觀察此協定對於各關係方面，將發生若何之影響。

(註一) 既然中國爲銀本位國，其銀幣成色皆十足，故關於此點，似無危

險。

### 白銀協定與「其他五十八國」

今姑置簽定白銀增補協定之八國不問，尙餘五十八國，其代表曾簽字於會議之普通白銀協定。試問此五十八國將如何受此協定之影響？除愛舍阿比亞 Ethiopia 一國外，無一爲銀本位國，更無出產大量白銀者。大多數絕不產銀。有些國家如比利時，丹麥，挪威，及芬蘭無銀幣。其中許多國家已以票面價格微小紙幣，代替較大銀幣，又以鎳幣或銅幣大規模代替其以前之銀輔幣。卽有保存銀幣流通者，近來許多已將其銀成色大大減折。此中約有三十國，如奧，法，德，英，匈，及波蘭。

大致與節省用銀決議案有關之大多數國家早已採用實行。計此五十八國中，在此紙幣膨脹貿易衰敗之秋，必少有購銀以鑄幣者，其中更有許多國家



因上述鑄銀方略，積銀過多，對於美國應允收買白銀，以人力提高白銀市價，當然歡迎也。

### 印度與西班牙

第二種國家爲印度及西班牙，皆有巨量贖銀，願以最有利條件，售於市場。今止論印度，因其較爲重要也。如上文所述，印度約於過去七年中，曾竭力銷售其巨額贖銀，願雖有巨額售賣，而其過贖之貨幣白銀，較前始出售時更增。今美國故意提高銀價，收買巨額白銀，且此銀退出世界市場，將爲印度之意外幸福，因其使印度穩得較好之市場與較良之價值，爲其在他種情況下所不能得者也。依照協定，印度每年可得售銀三千五百萬盎士之全額於世界市場，是卽爲希望其他特別協定簽字國所吸收之數也。

### 中國

因中國爲銀本位國家，故自此白銀協定觀之，處特別地位。增補協定關係中國部份，止稱「爲有效穩定銀價起見，收買白銀，如此中所規定，以抵

償貨幣存銀之出售，係有利於中國之舉」。當會議之決議案如是言為中國而謀穩定時，美國大多數白銀派人物，則盛稱中國現受銀價低落之害，並謂切實提高銀價，將大有利於中國，「因提高四萬萬人民之購買力也」。總統之一九三三年十二月二十一日白銀宣言，曾特別提及與別國政府合作之適宜，「以增加用銀國人民之購買力」，雖未言明究竟誰為用銀之國。今日世界上惟一銀本位國為中國，香港，及愛舍阿比亞而已。

美國收買大量白銀，的確如何有補於中國，需待證明。中國如其他各國，主要以物品出口，抵償輸入。既然中國幾乎每年均有巨量白銀淨輸入，如視銀為貨物，則銀價高漲，必須增多貨物，以易取同量之銀，是明為不利於中國，如視銀為貨幣，則銀價高漲，將無利益可言。自一九二九年以來，中國物價平線，比較任何金本位國，頗為穩定。然自一九三三年正月起，中國物價，轉而下降。例如上海批發物價指數，自一九三三年正月至同年十一月，除一個月外，物價每月均有折減，而十一月份物價，比較正月份平線，約

低百分之八。吾人殊難諒解，美國銀派人士既對於中國貧苦民衆，表示極大好感，又爲彼等灑如許虛僞同情之淚，何以欲採取一種政策，以提高中國銀價，而壓抑物價，使華人之債務担負增加，簡言之，銀派人士無非欲重鑄銀幣，以救濟美國人民，免受緊縮之害，而反以緊縮之種種困難，強制加諸中國。如謂中國銀價增高，可鼓勵中國之貨物輸入，但亦同樣阻礙其輸出。此事及中國物價平綫因此跌落，將使中國由大量白銀輸入國變爲白銀輸出國，結果，白銀供給增加，拋售於美國，歐洲及印度市場。

茲有一值得注意之事實，即自一九二九年經濟不景氣以來，中國國際貿易所受之惡影響，遠不及美國或其他許多金本位國之甚。事實上，中國在世界各國中，已維持其國際貿易地位，到良好地步。例如自一九二九年至一九三二年，中國所佔世界全體國際貿易之百分數，自百分之二·一三，減至百分之二·九〇，同時美國所佔之百分數，則自百分之一三·八三，減至一〇·九二也。

## 產銀各國

第四種予以考慮之國家，包含各主要產銀國，美國，加拿大，澳洲，祕魯及墨西哥。如後列四國於今後四年內，果能各保留所產白銀之相當部分，不向市場求售，尙屬問題。即曰能之，吾美國人民每年仍約收買印度及西班牙拋售於市場之白銀總數之八分之五。我政府將每年必須用種種方法，向美國人民征收數百萬賦稅，以大行津貼我產銀者，且助印度及西班牙得善價而售其贖銀。此種額外津貼將大大鼓勵增加美國白銀生產，而政府將受壓迫，以繼續收買全部美國所產之白銀。

此時期中，吾人將繼續堆集吾人之幣銀供給，如鑄成銀幣，則流通不廣，（註一）如用作準備，則金本位國無所用之。（註二）此巨額死銀，存於美國國庫，對於世界銀市，如大馬克里士 *Darnocles* 之刀，作將斬之勢，類似印度之新近巨額贖銀。且當將來吾人對於此白銀問題，恢復知覺時，吾人必將出售白銀，如今日印度與西班牙之出售然。彼時吾人將往何處尋找慷慨祖父國

家，俾其以吾人今日爲他人所作之事，反施之于吾人也。其他出席世界經濟會議之六十五國，不能同意於別一任何重要事件，但熱誠接受美國所提議之白銀收買計劃，用意至明，無足怪也。

(註一)參看第二章第五節與第七章第六節。

(註二)參看第二章第六節與第七章第六節。

### 第九章 物價金元 *The Commodity Dollar*

此項計劃主張時時變更金元之黃金成分之重量，使金元之購買力歷久不變。

「物價金元」之大意，雖百餘年來，屢經學者稱道，然如今日所常用之意義，則較爲新創也。

美國天文學者紐康 *Simon Newcomb* 於一八七九年提議一物價金元計劃，十二年後，英人威廉士 *Aneurin Williams* 將此計劃，詳定細目。顧時人對此早先

建議未加注意。至一九一一年，費虛 Irving Fisher 獨出心裁，想出一物價金元計劃，而此計劃之嗣後發展及引起輿論之注意，當多歸功於費氏。雖今日所討論者，有種種物價金元計劃，而以費氏所著「穩定金元」一書中所倡明者，最爲著名。本章所想像者卽此計劃。內容約略如下：

#### 使金元有固定價值之計劃

今吾人以固定之重量爲衡之單位，曰磅是也，以固定之長短爲度之單位，曰尺是也，又以固定容積爲量之單位，曰升是也。然在金本位制度下，吾人却不以固定價值爲價值之單位，而以適逢其會在此時間屬於一固定重量黃金之任何價值爲標準，此固定重量爲二三，二二釐純金，卽美元一元之黃金成分也。既然黃金價值受世界求供之支配，變遷不已，吾人金單位之價值，非爲固定而時有升降，吾人貨幣單位價值之不穩定，實一嚴重缺陷，尤以關於債權者及債務者之關係爲尤甚。（註一）

物價金元計劃，求免除此項困難起見，主張隨時變動金元之重量，使金

元常能購買大約同量之物品；易言之，以一固定價值或購買力給金元。自提倡物價金元者觀之，如呼爲「橡皮金元」Rubber dollar，則成名不副實矣。事實上，彼等欲將「橡皮」，自金元價值方面，是爲其最重要性質，移至重量方面，此則非重要者也。

創設物價金元之初期，當使與若干量之黃金相等。然不事鼓鑄，惟發行兌換券以資流通，如要求時，可換成不等量之金條，即所謂「金條金元」Ballion dollar 者是也。

(註一) 參考第一章第六節。

如何規定物價金元之價值

政府對於吾人經濟生活中各種主要物品，應設製物價指數。於指定時間，或每二月，公布一次。當物價增漲時，則加重金條金元以制之，當其減折時，則減輕金條金元以應之。例如實施計劃之初，以黃金二三、二二釐爲一金條金元之重量，如在最初二月之末，物價指數，已由一百增至一百零一，

是則三月前以一百元所能購之物品，今須出一百零一元，方能得之，於是應付之道，所金條金元而加重之，其程度，假定爲百分之二，或自純金二三、二二釐增至二三、四五二釐，一切金條金元兌換券，現即兌換此已增加重量之金條金元。如再歷二月，物價指數又漲，則再度增加金條金元之重量，每歷二月皆然，直至物價停止上漲，物價指數逼回一百之數爲止。反而言之，無論何時，物價指數，在任何二月之末，不及一百，則應減輕金條金元之重量，每歷二月，減輕一次，俟至物價指數逼回一百之原狀爲止。

費氏問道：「吾人如何能知，若物價指數高出平綫百分之一，增加金元重量百分之一，即可將指數逼回平綫？答語爲吾人不知之，所可知者，惟如御者於曲折之際，操縱舵輪，得心應手，而無過甚或不及之弊耳。」

設如第一次修正不充足，或設如有過甚之嫌，將見於第二次計算物價指數時，且每歷二月，繼續施行必要之修正，俟達其目的方止。

政府由其準備基金局，以金條金元兌換券，照每一金條金元兌換券等於



每一金條金元之定率，收買金條。另一方面，政府於有人要求時，將發售金條金元以掉換金條金元兌換券，惟作價較高於以一金元兌換券，掉換一金條金元。此政府買賣金條金元定率之差，在起初以相差百分之一為適宜，此舉用以防止預料金條金元之黃金成分增加或減少，而為之危險投機。每次金條金元之重量增減，以百分之一為度。費氏堅持曰，此百分之一之徵課，必將吞盡投機者之利益。投機者預料金條金元即將減輕重量時，向政府購金，既減之後，又售金與政府；或預料金條金元將增，即先售金與政府，既增之後，又向政府購金。費氏相信任何大規模之金條金元投機，歷二月以上之長期，則所期望之利益，殊不足抵償其所負之費用與危險也。

#### 此項計劃之評判

費氏計劃自一九一一年初次發表後，評論之者甚衆。歐美經濟學者對之，毀譽參半，費氏亦曾為有力之辯護。費氏計劃，歷經評判，亦已數度修改，以間執言者之口。本章以限於篇幅，未能一一批評態度陳述之。故予只將

就予所信爲反對此項計劃之主要充足理由略述之。

物價高漲，經長時期不變，有減少金準備之危險。

當物價平緩有繼續上漲之趨向時，則金條金元準備，與在流通中之金條金元兌換券之比率，必將繼續減少，蓋當金條金元之重量既增時，則此時現存之金準備所代表之金條金元之數量，當然折減。吾人經驗所得，物價升漲，可經過長時期，繼續不息。再則物價升漲須受限制者，往往年年極爲明顯，或竟月月如是。例如吾人之批發物價，自一八九六年直至一九二〇年夏季幾乎繼續上漲，至一九二〇年五月達到最高程度，較之一八九六年，增加百分之二百六十。在此時期內，至少有三個月，其中每月增加爲百分之六或百分之六以上，至少有六個月，其中每月增加超過百分之四。自然當物價低落而金條金元之重量逐漸減輕時，則情形大變，適得其反。彼時百分數之準備必將增加矣。

黃金投機有破壞計劃之趨勢

第二反對理由，曾爲時人所常倡言者，謂當物價平緩有劇烈上漲或下跌之趨向時，此計劃必將引起大規模金條金元之投機，而使設法調劑物價之事，頓成不可能之舉。計劃中之建議，謂政府買賣金條金元之定價，當有百分之一之差別，再謂每歷二月變更價值，不能超過百分之一，此爲應付上述之困難。然當物價平緩漲落甚巨，歷久不息之時，果能有效與否，甚屬疑問。安特生博士 Dr. B. M. Anderson 詳論此項困難，見所著「物價金元實際爲不可能」論文載於一九三三十二月十三日「威司經濟公報」，今摘錄一段，以明安氏用意之大概：

吾人先論物價之跌落之場合。吾人將假定物價下落已有百分之二或三，而趨勢尙屬下向，故吾人頗有把握，能預料二三月內，兌現機關必將累進減輕黃金分量。試問在美之外國人，又由吾人之市場，提出其錢財，將其在美國銀行之現款換成黃金，以避免彼輩所能明白預料之百分之二或三之損失乎？試問投機家不將爭以金元兌取黃金乎？彼輩頗料不

久能將此同樣黃金，售回與兌換機關，而得較多之金元。每人須作國外支付者，不將爭購外匯，而將造成黃金外溢之患乎？再問此種種業務之運用，不將減少國內錢幣之供給乎？蓋退回紙幣，即可向中央機關兌取黃金也。再問此等一切運用，不將由銀行準備金中提取款項，使金融機關周轉不靈，提高短期借款之利率，減少經營物品及證券事業所可用之信用之額數乎？試問金融周轉不靈，爲提高物價之正當辦法乎？

物價金元必將使吾人之國際貿易，大不穩定

設如此項計劃，係一國家的計劃，在事實上，正適用於美國國內，則其運用可引起吾人之國際貿易之不穩定及投機，必甚重大。美國與外國兌換率，漲落必將其巨而無定。自國外商業之立場觀之，則吾人必將與數年前之中國同一地位，蓋中國爲唯一銀本位國家，而世界上大多數其他各國，與中國通商者，皆用金本位也。故必待世界重要商業國家，一致以國際物價指數爲基礎，採行物價金元，則大可免除此孤立之困難，然國際採用之希望，非常

微細，二十一年前，費氏答復此種與其他責難，曾謂（註一）：

我深信我對於早日採取任一計劃以穩定金元之可能，不作任何幻想。此或需數世紀也……。

（註一）一九一三年三月號「美國經濟學報」補編，四六頁，費氏計劃忽略影響物價變遷之堅強的心理原素。

反對此計劃之最有力力量之責難，或爲其包含一關於錢幣與銀行信用對於物價之關係之極富機械性之理論，而坐此輕視變化不測之人類感情，感覺，成見，希望及恐懼，對於吾人之物價平線之升降，發生重大影響，尤以在經濟及政治緊張時期爲最烈。

本書第四章曾明示物價平綫，無非爲對於流通交易媒介物之求供兩方互相作用之結局。供給之交易媒介物，爲錢幣及以支票爲授受之銀行存款。需要此項媒介物者，爲用備交換之貨物及服務之實質容量。同時又曾聲明流通交易媒介物之供給，不專爲錢幣及銀行存款之額數問題，而亦應注意錢幣及

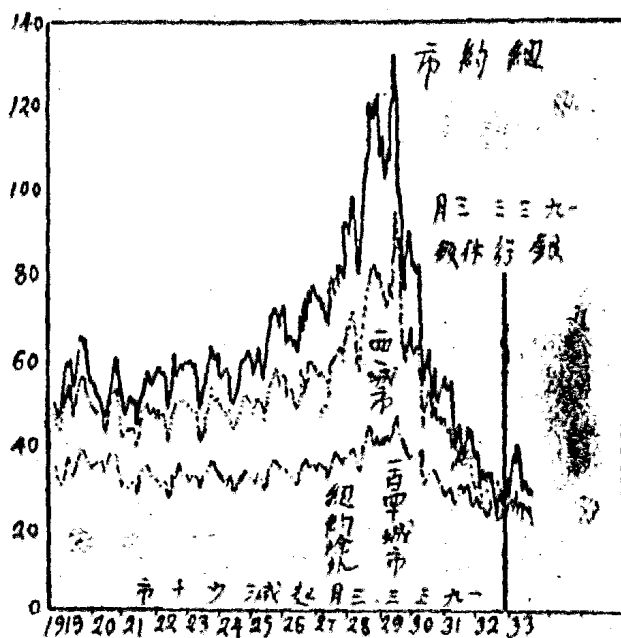
銀行存款流通之速度。在白愛恩爲銀自由鼓鑄奮鬥時期，常用「十丑角表演」，以資說明錢幣流通速度之概念。此項表演有兩齣，第一齣十丑登台，排列一行。每丑角各虧欠另一丑一元，而每人各有一元。鈴聲一動，丑甲以所有一元授與乙，乙又以其所有授丙，如是不已，至癸以所有一元授與甲爲止。此際價值十元之錢幣工作，以十元任其事，而每元曾周轉流通一次。第二齣同樣十丑登台排列，而每丑亦虧欠另一丑一元。除甲丑尙有一元外，餘皆腰無半文。鈴聲又作，丑甲以所有一元授與丑乙，丑乙以受於丑甲者授與丑丙，如是不已，至丑癸以一元授還丑甲爲止。此際又有價值十元之錢幣工作，但以一元經過十度之周轉流通以完成之。錢幣流通，遲速無定。窖藏錢幣，則絕無流通速度之可言。

上文已言美國商業，百分之九十，皆以銀行存款爲周轉，以支票爲授受，所謂「存款貨幣」(譯者按卽我國匯劃之意)是也。假定一商人營業收支，皆用支票，每日收進支票，卽存放銀行，亦每日自出支票，以爲付款。又假定

此商人常年銀行存款項下，每日平均有一〇，〇〇〇元，而其常年支付之數，共有一〇〇，〇〇〇元，則可謂其存款已周轉十次，而其每年流通速度則爲十也。如其在此一年中，以支票支付之數，達二〇〇，〇〇〇元，則其流通速度爲二十。如至三〇〇，〇〇〇元，則流通速度爲三十。不論流通速度爲十，二十，三十，或其他任何數目，而法定現款或存放準備金爲銀行，所必須保留者，始終不變。蓋是爲存款結餘之一固定百分數，與其週轉遲速，初無關係也。美國一百四十一城市會員銀行活期存款每月流通速度，大約包括十五年，皆有指數。（註一）此類數字，在各城市，及在每一城市之各時間，相差頗甚。上文已述及，凡當商業活潑，及商人對於經濟情形及希望，信任甚深之際，則指數甚高。如營業衰頹，商人對於經濟前途，滿懷疑慮，則指數轉低。其高下運行，當經濟盛衰之季，與商業信任心理，相依爲用（註二）。銀行存款，不事週轉應用者，其不能影響物價，無異於窖藏之錢幣也。下圖表示紐約市，一百四十重要城市（紐約除外），及一百四十重要城市及

紐約城之流通速度之起落。近七年來漲落差別極形巨大。

某城市會員銀行  
 行活期存款每  
 年週轉遲速一  
 覽表（根據紐  
 約市聯邦準備  
 銀行指數）



（註一）自一九三三年三月銀行休業後，止有一百三十一市有統計指數。

（註二）關於營業信任心，存款流通速度及物價之連帶關係，參考著者論

文「統制之膨脹」，載於一九三四年五月號美國「經濟學報」，附錄



。及一五〇頁附註。

流通速度減少，可使以擴大錢幣及銀行存款之數量，求達到提高物價之努力，全歸無效。

自一九二九年及一九三〇年初期經濟危機發生以來，聯邦政府及聯邦準備機關，已皆努力抑制下跌之物價，而使其上漲，由聯邦準備銀行在公開市場收買大量政府證券，使會員銀行，富有準備基金，大行擴張信用。貨幣流通之供給，曾經過長時期，比較一九二九年繁榮時期為豐富。聯邦準備銀行之再貼現率，久已維持極低數字，又取極寬大再貼現政策以強使信用膨脹。政府委託復興金融公司經手及取他途徑，以巨量信用墊借民衆，以望物價有強固之復興。然除數月外，是多在一九三三年前半期，自一九二九年十月衰敗開始，直至一九三三年底，商業信任心，非常低微不振。銀行存款之流通速度，亦一落千丈。擴大存款貨幣之努力，被流通速度迅速跌落所抵消而有餘。雖有此種努力，而物價自一九二九年至一九三三年底，除一九三三年內

數月略有升漲外，幾乎繼續下降。

此足充分證明只靠增加流通錢幣及準備銀行信用之數量，難以控制物價也。「君可引馬至水邊，但不能強使就飲也」。凡負責商人如覺營業希望甚微，苟擴張業務，則其損失機會多於獲利，則雖銀行信用甚充足而代價廉，亦必不願冒昧使用之。當不兌現紙幣時代，政府及聯邦準備各銀行，固可控制錢幣及存款貨幣之數量，到相當地步，但不能控制其流通速度也。此類貨幣流通速度，係商業信任，前途希望，恐懼，情感，成見之問題。皆為階級感覺及羣衆心理之事件。當如現在危急時期，不能時時變更金條金元之重量，以調節錢幣之供給，而控制物價平綫，是為主要原因。

（註一）此際所論為對於營業前途之信任心，有異於對錢幣之信任。當對於商業之信任心薄弱，則流通速度遲緩，但當對錢幣之信任心甚弱，則流通速度，趨向增高。彼時有「逃避錢幣」之現象。參考第六章第八節，及第十一章第八節。

### 政治及物價金元

與上述爲物價金元本位運行之阻礙有密切關係者爲政治性質之阻礙。物價與民衆及階級利害，關係甚深。其漲落對於社會各階級民衆，如農夫，製造家，商賈，專門職業人士以及持家主婦，皆息息相關。今假定人類天性如今人所賦有，美國政治，如今日之政治，則華盛頓之任何委員會，欲照行擁護物價金元者所想像之方式，試行控制吾人之物價平綫，必將備受國會及一般民衆之政治的壓力。在此壓力之下，欲以一科學的及公正的態度，施行此種計劃，必常一敗塗地。此物價指數，政府欲大致維持爲一百，必將由多種各個物品之價格，彙集而成。無論何時，某種物品，價格飛漲，更有數種則下落。如當普通物價上漲，而數種物品價值下跌，則其生產者，必將以政治壓力，反對華盛頓當局，增加金條金元重量，以減低物價平綫。此舉將使彼等所製物品，價值一跌再跌。今舉一例，如政府所發表之物價指數，繼續上升，而麥棉兩項，以特別豐收或市場不利之關係，價值慘跌，試問將作何處

置？

### 結 論

總論之，在美國今日經濟及政治情形之下，如將物價平綫，繫於舉世皆需之貨物，如黃金，則比較任一此類機械如物價金元所控制之物價平綫，必大為穩定而可靠，蓋可時常供給市場之黃金數量甚大，而其常年生產，與世界存底相較，則止佔極少之百分數也。此種物價金元，可施用於久遠將來之模範烏托邦。欲用于一九三四年之美國，必致一敗而不可收拾也。

## 第十章 債務者與債權者

目下美國膨脹及其對於各方之關係——全國農場抵押只幾等於紐約城之房產抵押——誰欠巨債，且欠何人之債？

美國目前膨脹問題之最重要方面，為其對於債務者與債權者之關係。膨脹與緊縮之性質，前已討論，其與債務關係之基本原則，業已說明。在此章

內，我們將討論美國實際或期望之膨脹，與現今美國債務與債權者之關係。

### 我們之債額

現今國內債額有若干？的確答覆，不可得也。但負責人員曾有許多估計。此類估計，殊不一致。全國工業會議委員會估計我們的一九二九年之生利債務，自一五五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元至二八五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元。各種估計不同之處，大致由於所包含之短期債務，人壽保險費，與銀行存款，多少不等。許多短期債務，不生利息。無論我們採用任何數目，現今美國債務之巨，顯然無疑。

克拉格 Evans Clark 新著一書，名曰「美國之國內債務」，其中之估計，所包甚廣，概括一九三二年之一切國內債務，除列長期債務外，並舉短期商業債務，個人與家庭債務，及銀行債務。伊之一切債務總數為前述之較大數目，即二八五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元。此中一三四、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元、屬於長期債務，即在若干年內償清者。此總數中，只有一二

六、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元，可以分類統計考核之。

研究膨脹與緊縮問題，最宜注意長期債務。大多數短期債務，近方成立，在借債與還債時期中，金元價值，常無重要變遷。自然，此種論調不適用於劇烈膨脹與緊縮時期。

長期債務一三四、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元，包含尙未付足之人壽保險單之已付價值，在一九三一年，此項已付價值爲一七、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元。此類保險單之票面價值爲一〇九、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元。

此種長期債務，多爲公債與抵押，大部份係由規定以美國現金償付之合同所訂立，但現政府最近已使此類合同不能再執行。

此類長期債務，時期長短，極爲不同。有在一代以前訂立者，亦有在現今恐慌時期中訂立者。大多數在一九一三年與一九二九年間訂立。既然普通物價平緩，在一九三三年平均計算，低於一九一六年以後之任何年，此類長

期債務之大部份，在一九三三年，以金元償付，其購買力，大於借貸之時。換言之，在一九三三年，償付一百金元之債務，所需要之麥、黍、牛肉、豬肉、與棉花，比當大多數債務訂立時爲多。債務人負擔甚重，繼續如是。

新近緊縮，顯然增加債務負擔，其和緩之條件

考慮債務增加及其對於債務者之不公平，某種和緩原素，世人常不注意，或輕視其重要，應予顧慮。是爲：

(一) 不公平之程度視借債日期爲轉移。例如一切債務，係在一九一七年以前訂立者，在此恐慌全部期間，可用跌價金元償付，與借債時之金元比較，當然便利。另一方面，戰爭期間及戰爭甫告結束後數年中，物價膨脹，金元跌價，凡在此時負長期債務者，至於今日，其負擔非常之重。

(二) 在此恐慌困難期間，債權者對於債務者，極力讓步。利率已曾自願減低。債額業已減少，應收之債已讓其累集如山，同時許多債權者對於屢次不能按期償付借款者，允許延長贖回押契之期。有些讓步，爲時勢所逼，有

些係屬自願，無論如何，總成事實。自然恐慌時期以前所借之巨額長期債務，早經破產而取消矣。

(三)自一八九六年至一九二九年（與一八九六年以前之二十三年不同，彼時物價繼續跌落），大部份時間，物價平線上漲。由事實言之，自一八九六年至一九二九年之全時期中，只有一慘跌之時，即自一九二〇年夏至一九二一年夏。換言之，如前所述第七章第四節在此三十六年之大部份時期中，大多數債務者以跌價金元還本付息。債務者因金元價值不穩定而得利益，債權者則受損失焉。

(四)在日下恐慌時期中，因金元漲價而增加債務者之負擔，但此負擔之大部份，大多數為暫時的，若目前恐慌，瞬息過去，且物價平綫大致回到一九二九年危機以前之八年半中之較為穩定地位。根據別處討論之理由，凱末爾所著「金本位與現今經濟狀況」，載于美國哲學會議錄之第七十一卷第三期（一九三二年），八七頁至九三頁及九七頁至一〇二頁。予信目前物價指數之慘落，與世界戰爭及其結局後之物價高漲，同無悠久之原因，證據的確，毫



無疑義。予又信縱不重定金元價值，以黃金計算之一九二六年物價平綫，不久可以恢復。苟此議論，可證爲顛撲不破，則渡此恐慌之長期債務之本息，可再得以與借大多數債款時價值略等之金元償付之。

誰是債務者？

誰是債務者？在答此問題之前，吾人應注意一普通事實，即吾大多數人民一面爲債務者，一面又爲債權者，不能截然劃分爲二階級。在幾種商業中，大多數人居債務與債權之地位。例如一銀行，對於借款者，及其所存有一切公債之負有義務者，居于債權者之地位，但對於全體存款者，則居債務者之地位。一人壽保險公司就其所有公債及抵押品言，則爲債權者，但對於全體持其保險單者，則爲債務者。如吾人慮及短期及長期債款，則美國之債權者多於債務者。

簡而言之，根據克拉格所舉之數目美國之國內債務，第六頁。美國重要長期債務者，可依其負債多寡之可考數目，而分類列之如下：

美國長期債務者

債務者

數目以十萬萬為單位 總數一二六，八萬萬之百分數

(一) 我們的城市房產主人

二七、五 二一、七

(二) 財務公司，包含人壽保險公司（人壽保險之已付價值），投資托辣司，及借款經紀機關

二一、九 一七、三

(三) 各州城，鎮等人民負有州及地方債者

一八、七 一四、七

(四) 鐵路

一四、三 一一、三

(五) 我們全體，即美國全體人民，負有聯邦政府之長期債務者

一四、二 一一、二

(六) 公用公司

一一、三 八、九

(七) 工業公司

一〇、四 八、二

(八) 農民（抵押）

八、五 六、七

一二六、八 一〇〇、〇

農場抵押爲分類中之最小項目，此乃一應加注意之事實。此項抵押，就全美國言，大致剛等於紐約城之房產抵押，或等於全國城市抵押之三分之一而弱。長期債款之最大一類爲我們的公司（鐵路，公用，與工業的）數達三六、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元，或佔全數四分之一而強。此類公司之股東，負此債務，因其爲此類公司之主人也。

誰是債權者？

誰爲此類債務之債權者？自然是人民，商店，與持有此公債票，抵押品及票據之機關。不幸負欠各債權者之款額，苦無可考數目字，不能通盤估計。但大致依據克拉格之研究，可以徵引一些重要數目字。

我們的大人壽保險公司，在一九三一年底，有現行之二二二、〇〇〇、〇〇〇普通及工業保險單——等于美國每一男人，女人，及幼孩有一保險單——值一〇九、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元，其大部份資本，係投資于公債及抵押品。他們是我們的農場抵押之最大持票人，在一九二八年，持有未付全

數之百分之二十三；在一九三一年持有我們的一切城市抵押債款之百分之十九而強。我們的六四一，〇〇〇戰士，持有現行政府保險，在一九三二年，數達三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元，必賴等於政府公債之美國政府債款，以支持此項保險，且全以指定數目之金元支付，無論金元之價值與購買力爲何如也。農民本身約有一切農場抵押品之百分之十四。

次言我們的大儲蓄機關之投資，例如我們的共同儲蓄銀行，在一九三二年，存款者幾達一千三百萬人，所存之款超過一百萬萬金元；又如我們的郵政儲金銀行，存款者超過一百五十萬人，所存之款爲七十五萬萬金元；我們的建造與借款會社，會員一千萬人，代表我們的樸素的美國建造住宅與購買住宅之階級。共同的，股份的，與郵政的儲蓄銀行，在一九三二年，獨佔一百萬萬金元之房產抵押及公債，幾爲他們的投資之全部；且此建造與借款會社，在一九二九年，卽就城市抵押品一項而言，幾持有八十萬萬金元之數，佔其一切財產之大部份。吾各州銀行及各國家銀行，在一九三二年，所有儲

蓄存款及活期存款達一百四十萬萬金元，其保障此存款之財產，大多數爲公債票，抵押品，及其所保證之票據。

美國因其人民，慷慨輸捐，久覺增光，因此已建立並捐助大學，醫院，研究實驗室，公共圖書館，及其他慈善基金。新近有人估計此類慈善及宗教機關之財產及捐款，由董事管理，價值多於九萬萬金元。伍特，「美國捐款之代管」，第六頁。其捐款之最大部份，大多數爲公債與抵押之投資，係以規定數目之金元償付。

是爲美國重要長期債權者——人壽保險公司，建造與借款會社，儲蓄銀行，與其他收受儲蓄存款之銀行，以及吾大教育的，慈善的，宗教的，及其他公益的機關。

另一方面，任一階級所負長期債款之最大數目，即吾大公司所負之公債。此處真正債務者爲各公司之股東。

委託基金之投資，大部份限於公債與抵押

再者，此人壽保險公司，儲蓄銀行，建造與借款會社，及大教育的，科

學的，與公共慈善機關，對於投資，毫無成見，一方面可投資於公債與抵押品，一方面可投資於所謂公平債券。吾各州委託管理法及吾國家與各州銀行法，爲真誠努力保護委託基金受惠人起見，督促此類機關，將大部份基金投資於公債與抵押，並常強迫之；且此壓力有健強輿論爲後盾。間有時，引誘銀行大規模投資於美國政府抵押品之政府壓力，至爲雄厚，且吾美國銀行之財產之大部份，已如是投資，並有繼長增高之勢。

#### 膨脹與債務者及債權者之關係

在膨脹情形之下，債權者之境遇如何？若債務者以跌價金元償其債，則債權接受同樣跌價之金元，此是彰明較著之事實。當通用之金元跌價，則公債票與抵押品之價值，就購買力論，亦將跌落。因金元如是跌價，則一切人壽保險之價值，建造與借款會社之信用，儲蓄存款，養老金，年俸，及公共慈善機關之捐款，亦照樣跌價。若吾大公共慈善捐款因膨脹而消滅，或喪失其大部份之收入，誰將補充之？此類捐款，係在吾國草創開闢時期，大多數

由富翁所捐助而累集者。吾政府統治商業，日益加緊，累進所得捐及遺產稅，日益採用，以得公共收入，而應付騰漲之政府支出，將來吾人能有富翁以再捐助此類慈善機關否？

公司之股東及債券持票人

就公司而言，股東匪獨自然享受物價上漲之利益，並且得公債持票人之所失。此點可用一簡例以說明之。

假如有一公司，其資本爲一千萬金元，此中二百萬金元係屬長期四厘半第一抵押公債，三百萬金元係屬長期六厘債券，其餘五百萬金元係屬普通股票。假如公司經售一工業出產品，公司得批發淨價一金元。假定此公司在恐慌前，生易興隆，所得贏利，足償債款本息，普通股股票紅利，頗稱公平，並可儲集相當之盈餘。

現在將此公司由繁榮之一九二九年，移至一九三三年二月，吾人將假定公司盈餘業已消滅，普通股股票已久不分紅，公司進款現雖足以付償第一抵押債

票之本息而有餘，但對於債券義務，只能勉強應付、在此情形之下，讓我們假設第一抵押債票之賣價仍為一百，債券跌至市價五十，且普通股票跌至廿。

遇此情形，假定國內發生巨大膨脹，結果，金元跌價至一九三二年二月時價之四分之一，且物價平線，經過一長時間，終較一九三二年二月，上漲四倍。

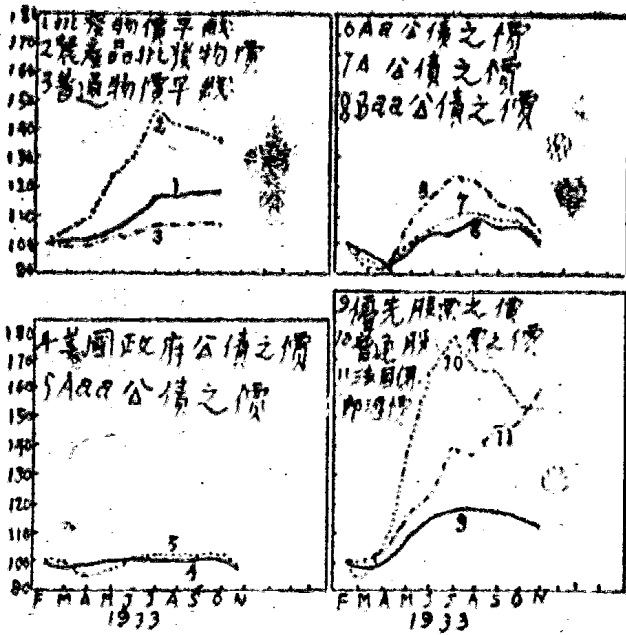
物價騰漲四倍，則公司所產之物品，可假定由一金元之價漲至四金元，製造與分銷費亦已同樣上漲，且公司之總收入已增四倍，其房產及設備之市價，亦同樣上漲。公司債務，以金元計算，與前相同，現均可以與膨脹前金元相較只值百分之二十五之金元償付之。第一抵押債票市價實際仍為一百。公司收入激增，俾能履行其債券之義務，綽綽有餘，而此債券之價值，現已恢復原價，或竟過之，但亦可以實值二角五分之金元償付之。此公司所收入之金元，較前增加四倍，且股東進款及財產，以此跌價金元計算，漲價四倍。無論如何，股東實際上又可得公債持票人及債券持票人之所失；因其為公司主人，可以實值二角五分之金元，償付其五百萬金元全部債款之本息也。



故普通股票以新金元計算，將漲價至四倍以上。

在膨脹可能情形之下，一般人士，預望此種利益，將其資本，由高級公債票與抵押品，且竟由優先股票，移往普通股票，並到較少程度，移歸較下級之公債票。

下表(甲)略示一九三三年二月以來，即金本位之最後月，美國已發見之關於此點之事實。



美國廢棄金本位前一月以來之物價變遷

1933年2月=100

(甲)批發價係採自美國勞工統計局；普通物價平線係根據紐約準備銀行所計算之數目；政府公債，優先股票，與普通股票之數目，係採自標準統計公司；公司公債數目，係採自莫底 Moody 投資報告。一切數目，均根據一九三三年二月之一百基本數以計算之。

再者，自一九三三年二月以來，黃金之世界價值，未曾有大變遷。

經濟學說與世界錢幣史的確表明在紙幣本位情形之下，一旦開始膨脹，極難統制之，且巨量膨脹所生之害，有如洪水猛獸，美國亟宜迅速並切實恢復金本位。

## 第十一章 恢復金本位之途徑

貨幣不穩定，足爲繁榮之阻礙——緊縮貨幣，恢復舊日每金元爲一百分之金價，政治上爲不可能——迅速穩定幣價，使每金元值六十六分又三分之二，必將激發歷久不變之復興。

貨幣不穩定，足爲經濟繁榮之阻礙。

今以本國及外國所得不少經驗爲根據，可見貨幣價值之不穩定，加以人心對於貨幣單位之將來價值之恐慌，實爲經濟繁榮之莫大妨礙。試以美國去今不遠兩次貨幣不穩定時期爲例，可以知之。第一次爲綠背紙幣之折價及變遷。自內戰告終後即起，計自一八六六年至一八七八年，歷時十三年。第二

次起自一八九〇年至一八九六年，共歷七年，是適當白愛恩「自由白銀」宣傳盛行時也。

據商潑及米齊爾之「商業史鑑」之記載，謂第一次十三年中，四年爲繁盛，二年局部繁盛，局部衰落，而七年則爲一般衰落時期。第二次七年中，一年繁榮，二年盛衰參半，而四年爲全部不景氣。世界各國，當戰時及正在戰後數年，幾無不曾經歷貨幣巨大膨脹及巨大不穩定之困難者，而一九二〇年及一九二一年之交，舉世商業之一敗塗地，乃爲膨脹之一種代價也。一般輿論經過此番教訓，皆要求早日恢復金本位，而其後八年間，大多數列強實際恢復金本位，實爲人心厭棄管理紙幣制度之明證也。

貨幣價值不穩定，足以妨礙商業繁榮，理由甚簡。蓋凡百商業，眼光皆注重於將來。最多數營業，皆以信用爲之，而多爲長期信用。各種商業契約，莫不以錢幣規定之，一旦貨幣膨脹（或緊縮），則營業上種種因素之價值，如各種原料價值，機械及建築材料價值，工人之工資，及賦稅等項。亦失其

平準，而不能平均一致與膨脹或緊縮，追隨呼應。再則此種呼應及其發生時期，初無極少把握，可得預料。故當膨脹時期，極少負責商人願為將來絕對負責之事，而有資者，更不敢購買公債或作別種長期投資，蓋將來債務清還須以金元，而其價值，將作何狀，難有把握，投資者自必裹足不前也。

有時如預測膨脹，極屬可能，如美國一九三三年春季及夏時之現像，亦可引起若干種商業之狂熱繁榮，是則預料物價將漲，可以獲利，有以致之。然此種「繁榮」，歷時甚暫，如吾人最近所得之痛苦經驗也。吾人需依仗民衆發動，以復興經濟，故需先立穩定之幣制，使民衆對之，有堅固之信仰，則始可期望有歷久及有秩序之繁榮。今率直表露此意，敢謂恢復金本位，以愈早為愈佳也。

#### 任何穩定貨幣計劃應求民衆之堅固信任

凡為穩定計劃必求民衆堅固信任，為成功之基礎，對此信任心，不容參雜任何條件。穩定計劃須備固定，確實，及永久不變之三點，如政府能為

「實際」之穩定，則更易爲「法律」之穩定，蓋民衆如見政府對於穩定計劃，自抱猶豫態度，而不肯担負絕對及永遠實行此計劃之責任，則又何能傾心信任之哉。

穩定之途徑是去穩定

今人多謂穩定以前，先當等待貨幣達到「自然水平」，誠屬妄論。著者幸得助理十一國家，穩定貨幣復歸金制，處處皆有「自然水平」之語。然據著者所知，初無有能指示何爲紙幣折價時物價之自然水平，或能規定其義者。當美國綠背紙幣折價時代，對於恢復金支付問題，議論甚多，而減司以一語道破之，謂「恢復之方法是去恢復之而已」。今日吾人襲用此諺語而謂「穩定之方法，是去穩定之而已」。

主張緊縮復歸舊金元者之意見

今日不少經濟學者及財政界重要人物，對於幣制之評論，可值得注意者，彼等信仰抑止膨脹，恢復金元舊制，爲適當政策，此蓋爲美國內戰告終後

恢復綠背紙幣價值之辦法，而為英國歐戰後穩定英磅政策，然英國經濟學者則多引為憾事。美國完成穩定政策，經歷十三年，而英國亦費時七載，兩國之進行經過，皆附帶不少痛苦與困難也。

主張復歸舊時金定率者，蓋多重於道德公正思想。美國現在未清長期債務，大都成立於金本位時代，而當簽訂債務契約，債權債務人兩方，皆本謂當以歷史上傳統之金元為支付。然欲避免對此問題一切誤會，大多數債券及押款票據，皆有確切聲明，清還借款，當以美國金幣支付，其重量及成色，當以訂約時情形為準。

美國內戰告終後，（一八六八年）未幾，最高法院處理勃龍生控訴祿茲一案，Bronson vs. Roden 曾聲明此種契約為有效，可依法執行。當綠背紙幣本位折價時之最後數年，及當白銀爭執時期，終於一八九六年白愛恩之失敗，人心對於美元將來價值，極無把握，故債務票據，附載金條件者，頗易售出，蓋其債權之保障，較勝於不載金條件者也。

美國中央政府及各州市公開發售債券時，多已逐漸採用附載金條件之政策。政府機關及鐵道，實業以及私人負債者，皆受此政策之利益。蓋如政府以後故意決定放棄金本位，待至紙幣經過一番折價以後，照非常低廉金價，穩定金元，而以廉價金元償付未清債票，並規定私人債務及押款之附帶金條件者，亦以此新定折價之錢幣清償，豈非信用之破產哉。當雙方訂定債務契約時，雙方已知金元之價值之不穩，此不穩之事，固為雙方所願任命忍受者也。

然公眾之收入，皆為大行折價之紙幣，而欲強使以與訂約時同一分量及成色之舊金幣，清償債務，亦為不可思議，故有若干經濟學者以為解決此項道德問題，惟有恢復金元之舊日金價值之一途而已。

除此項道德理由外，再有二經濟理由，可以輔助上列結論。其第一項經濟理由，簡單如下列。

貨幣折價為一危險之先例

設如一旦開立先例，減少貨幣單位之價值，即以之清償債務，以政府舉動，取消特訂協議，此即爲附帶債權人弗受金元折價損失之條件，試問將來借款契約之保證何在？如一次舉行減低幣價之事，則二次三次，將無有底止，而人亦將習見而少加反抗。此種先例，無疑具有危險性質，而其結果可妨礙信用制度之運用一國營業，大多持信用周轉，必更見困難，而債務者之負擔，必更加重，爲期甚久也。

#### 現在黃金價高或係暫時性質

第二項輔助前述政策之經濟理由，即爲現在物價平線與黃金比價之低下，易言之，即黃金金元現在之高價，或屬暫時性質，而以世界一般不景氣，羣事搜括黃金以爲窖藏，有以致之。然可注意者，設如無大戰發生，而美國自一九一三年至一九二九年批發物價累進增漲，平均每年爲百分之二·四，此即爲一八九六年至一九一三年，物價逐年增漲之百分率，則吾人所假定一九二一年至一九二九年之物價平線，與實際並無多大區別。

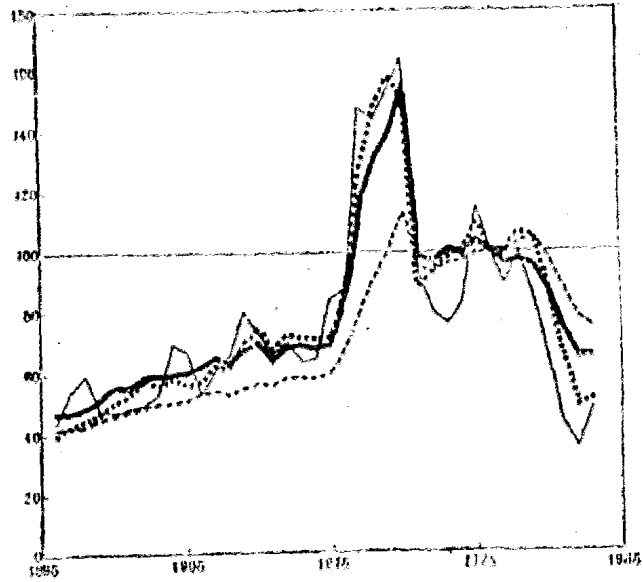


規定世界物價平線，增長不已之主要勢力，近數年來，未有巨大變動。世界戶口及戶口分配，實際未有改變，而人類之好尚慾望以及工作能力，亦無異於五年以前。世界科學及機械設備，今尙存在，發明之精力，未見減少。如此則世界基本物品之產量，據司拿德 *Carl Snyder* 之推算，至少經歷二世，每年可作百分之三之增加，吾人殊難謂生產條件，已有劇變，而產量因以折減也。自一九二一年來，黃金產量，頗有增加，而自一九一三年來造幣用金供給之增加，更速於基本物品之產量，而況以貨幣及銀行制度之猛進，黃金爲信用基本之實效，繼續增加不已。計一九二九年爲止之八年中物價，比較頗形穩定，倘世界黃金供給及信用流通，及世界基本物品之生產，製造及銷售方法，俱無根本及歷久之變動，如吾人果能自拔於困難，則當不難恢復危機以前之物價平線也。

上述一八九六年來物價之趨勢，及戰時之情形一變，而現在經濟危迫時代，形勢再變。皆可於表圖中一一索驥也。

比較表。

自一八九六年至一九三三年，批發及普通物價平線與農產品批發物價之



指數以一九二六年爲一百

■批發物價平線，勞工統計局之指數。

●普通物價平線，司拿德之指數。

⋯農產品物價，勞工統計局之指數。

—支加哥麥價。

美金元對金折價更甚于對物品之折價

自美國放棄金本位時，以至一九三三年十一月，紙幣每元之黃金價值，

雖已折減百分之三十六，此在金本位國家之黃金價值立場觀之，無異吾人於一九三三年十一月稱金六角四分爲一元，貨幣如此折價，雖應將物價平線比較一九三三年二月，抬高至百分之五十六，然直至是年十一月，物價升漲，尙遠不及此數，（參考上面表圖）。由此觀之，論者謂美元之折價，至一九三三年十一月爲止，蓋多爲對金比價三折減，而以美國資本奔逃外國，爲之厲階。根據此種假設，或謂迅速恢復舊時金本位之決心，可使大量資本復歸故土。資本復歸，卽甚足以使美國金元之金兌匯價值，恢復其舊時之黃金定率也。

緊縮貨幣至舊時黃金定率，在政治上爲不可能。

此類復歸舊時黃金定率之說，頗有巨大力量。然著者敢信欲於現時恢復舊日金制，殊非善計，而予之理由，多爲政治性質，而少屬經濟性質。預料國中反對此種緊縮政策者，必甚劇烈。苟欲實施此計劃，必將使切實恢復金本位之企圖，遷延歲月，不克告成，而在此遷延期間，現有之恐慌，恐將愈

陷愈深矣。

不幸美國輿情，在國會之內外，皆竭力主持膨脹政策。國內宣傳甚久，謀以廉價貨幣，減輕農民及其他債務之担負，此語深合人心，影響甚巨。今日有欲倡緊縮貨幣，以規復舊日黃金定率之說者，衆且將目爲垣街錢儉，求索「一磅之肉」，卽所謂垣街之聖人時至今日，亦不爲舉國所尊崇。今欲保障國家，使不蒙不可駕御之膨脹之危害，端以急速施行有實效之穩定計劃，恢復貨幣健全秩序，爲當務之急。凡欲於此危難之秋，堅持恢復舊日黃金定率，是無異於頭衝石壁，徒作無謂犧牲，不若運其智慧，以求健全貨幣於更有效力之道也。

華盛頓之醫國手，向以能成癮癖之「膨脹」藥劑，爲療治吾經濟機官之川。直至今日，方興未艾。病軀延至今日，差能抵抗，而藥劑作用，幸屬和緩，但病人全部組織，已充滿此劑，不能外洩。民衆對於貨幣之信任，徐徐喪失，試觀資之本逃避國外，普通股票價值之上漲，上等債票要求之減少，及

最近市場之不穩定，皆其症像也。夫一九三三年春季之放棄金本位，實無必要，且大失策，但木已成舟，無可奈何，補救之道，既難且久也。

吾人現在遭遇再行逃避金元之嚴重危險，其結局可造成不可控制之膨脹。避免此種不可控制之膨脹與確定早日恢復金本位之唯一捷徑爲迅速穩定之一法。今假定一元折合金六角六分又三分之二，比率與現在紙幣一元之金價值，相去不遠，而與一九三二年九月以來，英磅紙幣之金價值，亦可稱適合比例，殆爲最合環境情形之金率。實際上，如現欲提高比率，參考政治情形，誠極爲疑問也。

今以金本位國家黃金之購買力，測量黃金價值，則可見美國放棄金本位以來，金價未有特別升漲。今以每元金值，作六十六又三分之二計算，當能使物價比較一九三三年二月，增高百分之五十，使批發物價平綫，比較一九二六年減低百分之十，普通物價平綫，提高百分之九，而生活費用提高百分之四。若與一九三三年十一月比較，則可有批發物價平綫，約較高百分之

二十六，普通物價平綫較高百分之四十，生活費用較高百分之三十六。比率在適當時期，當能充分提高物價，而當道者提倡救濟債務之用意，亦可得其實現。據著者個人之推測，數年之內，物價升漲，當更超過此項數字，其理由，上文已有討論（註一）并亦預料，一九四〇年以前，黃金本身價值，至少亦將減至一九二六年之價。如此則物價平綫，將比一九三三年春季，增加至兩倍以上也。

當紙幣美金，價值折落，物價升漲之速，每不逮金價之甚，如貨幣膨脹繼續不息，直待物價達到一九二六年之水平，乃以其時之紙幣之金價值為準，施行穩定，則最後之物價平綫，必更超過是時之物價。其故以貨幣穩定後若干時期內，物價必再繼續增長，以至達到「與金同價」為止。

（註一）參考第十章第三節（四）及第十一章第五、六兩節。

穩定貨幣之利益，約有二，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，必將歸諸

政府。

如採納以金價值六十六又三分之二分爲穩定每元價值之計劃，則政府及各聯邦準備銀行所有每一金元，將變成一元半，計政府及各銀行，現在握有金幣，約有四，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，折算新幣，當爲六，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。按照現行法律，聯邦準備銀行全部利潤，除付會員銀行資本利息，每年百分之六外，皆歸諸政府。再則近來各國，凡曾減輕幣值，重訂貨幣價值者，所得利潤，概歸政府，殆已成國際通行政策，亦以政府代表民衆全體，故愈於移歸中央銀行或任何私人也。施行任何減輕美元金成分之計劃，所獲利益應歸政府，實理之極明顯者也。

然在另一方面，政府如欲利用此項利潤，爲擴大貨幣及信用之張本，以應付其增加不已之經費，政治之壓迫甚大，使政府實逼處此，則其結果必使幣制再行膨脹，而金本位作再度之破裂。故雖曰利益應歸政府，而黃金則應交於聯邦準備各銀行，是即現在最大部分黃金停留之處。政府應用所得利益，清還負欠聯邦準備各銀行債務，計政府負欠銀行款項，至一九三三年年底

爲止，以各銀行所有政府負債表示之，約有二，五〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。政府債務未免過巨，殊使國內信用流通，無故受政府信用之牽制，而此復大受政治之影響。是故政府如能清還債務，聯邦準備銀行，亦能恢復其本來使命，以中央銀行地位，維持健全之幣制，與準備信用之供給，俾美國商業，得順序進行，則對於美國幣制及金融，誠非小補。今考聯邦準備銀行，違反本來用意，實際上已殆變成政府之財政機關矣。

#### 金條本位之建議

在上述迅速恢復金本位計劃之下，應當採用金條本位，以代替舊有金幣本位，金幣處現今環境，殆爲奢侈之舉，而無保持其流通之必要。至少須待黃金折價，已達相當程度，而爲穩定貨幣起見，自不妨重行鼓鑄金幣，以增加黃金之要求。鈔券隨時可以金條免現，每條約合美金元八千元，聯邦準備銀行，不止以金條收兌鈔券，亦收受黃金，發行鈔券。銀行收金發行鈔票，可以阻止美元匯兌價值之劇烈增長。蓋具體之穩定計劃，一經正式發表，則



美國資本之流溢國外者，必將復歸故土，是可引起美匯之過度漲價也。

設政府果能明白確實，決定此種穩定貨幣計劃，而總統能以克里夫蘭 Grover Cleveland 果斷態度之咨文，聲明政府將以全力維持貨幣之新定率，儘可不患金準備之空虛枯竭。此項準備，以美國金元之重定價值，數量且增加甚巨。歐洲各國，不能吸收之。因彼等在美市場流動款項，大部分早已提回本國也。反之美國資本，前以恐懼膨脹危險，逃奔海外者，今且重返故土，暫時更可引起黃金由歐奔美之現象。因政府穩定政策，足使人民信其貨幣，可不再有窖藏黃金或投資外國之舉。此項果斷與及時之穩定政策之結果，必可恢復營業之信任心，且能大激發有秩序及歷久之經濟復興。

#### 總統之貨幣穩定計劃

正常本書行將出版時，羅斯福總統於一九三四年正月十五日咨文國會，宣布穩定貨幣計劃。主意擬將美國全數貨幣黃金之所有權，移歸政府，由國會授權總統，在現在吾人之金元之五角至六角範圍內，總統可隨意重定金元

之金價值，穩定貨幣之一切利益，統歸政府，其一部份用爲穩定貨幣及購買政府證券用途。此計劃，擬永遠廢止金幣流通，而以金條兌換紙幣。在該限度內，顯欲設立物價金元，並欲增加白銀用途，以爲吾人貨幣準備之一部份。總統計劃中之大多數建議，本書已有討論，而著者尙願貢獻一端意見，則爲其所定之穩定率太低，令人驚訝也。

如本篇前述假定（註二）果屬健全有據，謂現在黃金高價，爲暫時性質，一旦世界經濟危機，僥倖渡過，窖藏黃金之狂熱，既歸鎮定，而黃金價值，亦將行折減，約至一九二一至一九二九年間，或如一九二六年之程度，則實行總統所提之穩定計劃，必作約略如下之結局；以每金價值六角，折合一元，必致提高普通物價平綫，與一九二三年十一月比較，約高百分之七十二，與一九二六年比較，亦約高百分之三十七。根據同樣假定，如以金價值五角折合一元，則最後必將有普通物價平綫之增高，比較一九二三年十一月，約高百分之一百一十一，比較一九二六年，約高百分之五十八。

此種物價平綫，皆表示美元價值之巨大折減。則與一九三三年十一月美國金元比較，物價平綫，高出一九三三年十一月至百分之一百一十一，無異每元金價值，爲四角七分。而物價水平，高出一九二六年百分之五十八，則與一九二六年美元比較，無異每元之金價值，爲金六角三分。此種重訂幣價辦法，犧牲債權以減輕債務担負，未免過甚，不得稱爲公允。故上文建議，減輕每元金成份至三分之一，當視爲重訂幣價之最高限度，宜予以考慮，且此項減輕事件，苟爲政治情形所許可，應更少於此最高限度也。

此事係極端重要問題，關係全美民衆將來數代之幸福，吾人對於此事，當果斷表示意見，弗失之太晚也。

(註一)參攷本章第六節。



勘誤表

誤	正	頁數	行數
吾近代	近代	一	二
並無人	並無無人	一	八
錢幣消歇	錢幣耗歇	一	九
份	份	三	六
德國之膨脹	德幣之膨脹	三	一
試問甚	試問此甚	三	七
凡此種種	凡此種種	三	八
事項詳列	性質之	二	四
Ex change	Exchange	二	五
Brains	Brains	二	六
哩爲，金衡	釐爲金衡	二	六
及種銀	及各種銀	二	六
等運授受	發達，授受	二	六
專於	必等於	二	六
流運度	流通速度	二	六
之多	之多	二	六
比較之	比較之	二	六
一九三三年三月	一九三三年三月	二	六
進	進	二	六
買	買	二	六
期	期	二	六
時	時	二	六
紙幣	紙幣	二	六
膨脹	膨脹	二	六
五。	五。	二	六
八七分	八七分	二	六
總收五·八七〇金元	總收五·八七〇金元	二	六
六·一三分	六·一三分	二	六
六·一三〇	六·一三〇	二	六
此處上原因	此處上原因	二	六
國際貨幣膨脹之競爭	國際貨幣膨脹之競爭	二	六
其重疊及成分	其重疊及成分	二	六
收	收	二	六
至該月底	至該月底	二	六
及	及	二	六
銀	銀	二	六
比例之言	比例之言	二	六
款	款	二	六
此物平價	此物平價	二	六
日	日	二	六
方	方	二	六
力	力	二	六
目	目	二	六
價	價	二	六
統計數	統計指數	二	六
門	門	二	六
一、戰時	一、戰時	二	六
紙幣爲	紙幣爲	二	六
自一八六二年	自一八六二年	二	六
每日以線背紙幣計算	每日以線背紙幣計算	二	六
皆然	皆然	二	六
估	估	二	六
幣大	幣大	二	六
二·〇三元	二·〇三元	二	六

而	物價	則與	金	此	費本之	平線	運用	Clark	準備金為銀行所	(遺漏節目)	又	物價之	所	子以	將	如	銷貨之	要	澳大刊	列之	會	為低及正續降也	此動作	收買	塔夫脫總統	International Results	Russell, Henry B.	Russell, Henry B.	Bryan	得而充足	中央	通用	失業者	一. 一元
如	則物價	與	某種限	此	費本之	平線	運用	Clark	準備金為銀行所	此計劃忽略影響物價變遷之強有力之心理因素	不	物價之	取	當子	起	包含	收	澳大刊	列之	會	為低及正續降也	此項動作	減除	塔夫脫總統	International Results	Russell, Henry B.	Russell, Henry B.	Bryan	得間接有充足	中央	通用	失業者	一. 一元	
五	四	五	四	四	四	四	二	二	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一	一
三	二	一	四	四	五	五	九	五	五	六	十一	九	十二	七	六	四	四	四	四	三	三	三	七	七	三	二	二	一	一	一	一	一	一	一



凱末爾貨幣論 Kemmerer on Money

定價五角

著者 Edwin Walter Kemmerer

譯者 顧綏祿

兼發者 張心源

行者 趙錫麟

印者 南京朝報社

禁止翻印  
尊重版權

中華民國二十三年五月初版。

