

社會科學小學叢書

何炳松 劉秉麟 主編

通 貨 膨 脹

哈爾武德 福開森 著  
李竹溪 譯



商務印書館發行

社 會 科 學 小 叢 書

何 炳 松 劉 秉 麟 主 編

通 貨 膨 脹

F. C. HARWOOD  
Donald G. Ferguson  
李 竹 溪 著

商 務 印 書 館 發 行

# 目錄

第一章 何謂通貨膨脹	一
一 基本原則	三
二 銀行信用之利用	四
三 對於物價利潤及生產之影響	五
四 儲款投資程序	六
五 過量信用之濫用	六
六 法國之讓與券	八
七 美國革命時代之紙幣	一〇
八 德國之馬克	一一
九 美國自由公債 (Liberty Bond) 之通貨膨脹	一二

第二章 通貨膨脹之種類及其結果……………一四

一 由印行紙幣而成之通貨膨脹……………一四

二 由銀行準備逾額而生之信用膨脹……………一七

三 信用膨脹……………二一

四 政府強制之信用膨脹……………二三

五 低降幣值足使通貨膨脹乎……………二四

六 因用銀而成之通貨膨脹……………二六

七 重要區別……………二九

第三章 德國通貨膨脹……………三二一

一 對於債券及儲蓄存款之影響……………三四

二 對於保險及信託基金之影響……………三六

三 房地產……………三八

四	普通股票·····	三九
五	社會影響·····	四一
第四章	法國之通貨膨脹及低降幣值·····	四二
一	佛郎之跌價·····	四四
二	法國通貨膨脹之影響·····	四六
第五章	美國對於通貨膨脹之經驗·····	五二
一	大陸通貨膨脹·····	五二
二	「野貓」銀行·····	五四
三	南北戰役時之綠背紙幣·····	五五
四	自由公債之通貨膨脹·····	五八
五	「新時代」信用膨脹·····	五九
六	「新時代」通貨膨脹之影響·····	六一

第六章 通貨膨脹指數……………六三

一 收束作用……………六四

二 所用之資料……………六五

三 所顯示之資料……………六七

四 近年變動之原因……………七〇

五 美國政府強制通貨膨脹之進展……………七二

# 通貨膨脹

## 第一章 何謂通貨膨脹

在各種標題上最常見但因不瞭解其意義而被人誤用之字，恐無過於「通貨膨脹」。

（inflation）一詞者，普通字眼而被學者用以代表特殊意義，則此字眼之命運固往往如此，幾已不足爲奇。有一事焉，爲其友者擁護之不遺餘力，爲其敵者批判之異常苛刻，其內容爲何？此乃爲一般人所欲知，然雖查韋氏（Webster）詞典之最新版本，亦不能完全明瞭者也。

對於通貨膨脹一詞，未十分瞭解，事乃頗爲危險，已往之錯誤及將來或有之錯誤，可以充分證明之。例如，若干理論經濟學家，所指爲通貨膨脹之情況，常以物價飛漲爲主要之判別標準。然而前十年至一九二九年大恐慌而達於極點之大規模信用膨脹，並未有飛騰迅速之躉售物價相與俱

來。此對彼等之預測記錄言，誠爲不幸之事。結果，關於市況之穩定，彼等竟被欺騙。猶有甚者，在證券市場崩潰之前夕，尙有一人指陳證券價格將永遠看高焉。

有人以爲，通貨膨脹者，乃純指商業繁榮時代而言。然此義亦過狹且欠正確，不足作爲定義。夫今日之通貨膨脹，已達深重程度，而商業並無一般之繁榮存在也。

間或有人用通貨膨脹，表示一定場合中物價與物價失於調合之某種現象。此在提示之各種意義中，恐爲最不正確者。各類商品之價格，或許因種種情況而起劇烈之變動，而此種情況則與通貨膨脹無關，除非此字含義甚廣，連天氣之影響，獨佔價格之提高，以及其他足以發生該種效果之影響均包括在內也。事實上，此一定義如果被人採用，則通貨膨脹必爲一連續之現象，蓋在現代物質文明下所用成千商品，至少常有若干價格發生顯著之變動也。

上舉種種不同之意義，以及其他在此無須多提之定義，無論矣。此外，多數人以通貨膨脹與幣制政策相連。在彼等之意，一則認通貨膨脹，僅進化逾過粗陋之物物交易時代之國家有之，二則認此情況必隨貨幣及信用制度之運用而轉移。在現代經濟社會中，爲利便貨物之分配，交易機構已



甚發達，交易機構既發達，乃有通貨膨脹之可能。在此意味下，則通貨膨脹之爲貨幣信用現象，亦必爲多數經濟學家之所承認。惟即使通貨膨脹之影響，或可時時發生一如上述之特徵，此一定義並不令人滿意。雖然，建立應用定義，爲任何問題科學研究法之第一要義，吾人唯建立一應用定義，始能免蹈前人所經之陷阱。惟此則非將吾人對本問題之瞭解，建築於基本原理之堅固基礎上不爲功。

## 一 基本原則

在平常情形下，購買力包括以下三種：（一）在流通中——即個人及商業用爲交換媒介——之一部貨幣商品（金或銀）；（二）呈鈔票或他種通用紙幣形式之現物傳遞貨幣（直接代表貨幣商品之現金兌換券除外）；及（三）以開寫支票方法購買貨物及服務之銀行活期存款。現在美國所有金銀，均已收歸國有，而黃金已中止流通，留供使用之主要購買媒介物，爲銀兌換券，聯邦準備銀行與國家銀行鈔票及甲種活期存款。觀乎商業交易百分之九十至九十五，乃用支票撥

付一事實，則此一特種交換媒介物之變動，其具有特殊之意義，自甚顯明。

## 二 銀行信用之利用

商業銀行之職能，在將足以代表製成而在運往市場途中之貨物之購買力付之流通。茲以一汽車製造商，作一代表例證。此汽車製造商，製成汽車若干輛，並裝入火車輸出。因彼在該項汽車售出之前，或覺有支付工資及若干流動票據之必要，依平常慣例，乃向素有往來之銀行，舉行借貸。此中法律上微細之點，或可因情形不同而有異，但其基礎原理則一。設此汽車製造商，以提單作抵，開一匯票，則由其銀行借得債款後，即存入其甲種活期存款帳中。但在他一方面，對於所提之輸送品，或許並未依法查收。銀行業者既聆汽車製造商之聲請：「汽車已隨接得定單而運出，」即接受而無疑，於是僅將其匯票貼現而已。然則匯票之淨額，自存入製造商之活期存款戶矣。（須知此項存入製造商活期存款戶之款，並非自其他存款中提來，乃係現有活期存款總額之新增數也。）

製造商以此項活期存款，開出支票，償付工資，捐稅，及其他種種費用。於是經此手續，存款即行

轉入其他個人及商店之手。最後，在個人及商店手中之購買力，又至市場購買貨物。彼時也用來購買。依時到達市場之汽車者，或爲此同一之購買力，或爲代表他種產品而付諸流通之另一銀行信用放貸額。當汽車製造商售出汽車時，即收到由多數人存款帳開出之支票，製造商將此項款額存入其自己之存款帳中，於是其活期存款大爲增多，足以撥償其原借之債款矣。

### 三 對於物價利潤及生產之影響

由此觀之，應用之絕大部分購買力，即爲適應流動生產而創造之銀行信用也。此項購買力既以支票形式而變爲工薪，並變爲參加生產者之所得，繼而乃又流入市場，終而復返回開創此種程序之銀行業，至是乃停止流通矣。惟新放款（因有新放款故活期存款亦增加）逐日均有舉行，且已往同一性質之商業放款，亦隨時迅即償還，故流通中之購買力，恰如水流：生產進行，水流增加，貨物售出，水流續被排出，以至於停止流通。

然則在流通中購買力之水流中，若增加巨大之數額，超過代表製成並在運送途中之商品之

所需，而收到此項款額之個人，如願將其用出，則其及於物價，利潤，終而及於生產之影響，一定甚爲巨大。

#### 四 儲款投資程序

就美國而論，該國之銀行，已擔任另一重要之職能，即儲款之收受及投資是也。此與上舉之例，迥不相同。參加流動生產之人，以某種理由，或將其所得儲存一部分。彼等將其款項之一部直接放出也可，即將其存入銀行作定期存款或儲蓄存款亦無不可。如所採用爲後者一途，則該銀行即利用供其支配之購買力，購買債券或抵押品，不然，即以之貸與意欲獲得新資本之個人或商家。銀行爲完成此一經濟職能而取得之資產，即債券，或以房地產或其他種擔保品爲抵押之借款人票據也。

#### 五 過量信用之濫用

因銀行既完成上述之兩種職能，尤其因對於已經投資之儲款，注意以充分之擔保品爲抵押，故在一般銀行業方面，已有一種趨勢，不守關於銀行中商業部分須具之嚴格手續。銀行業者既漸悟貸款之安全與適宜，在於擔保品之充分，故對於投資性質之放款，所應具之限制，已棄置不顧。銀行信用以投資程序用於資本用途者，多於銀行資本金加儲蓄存款。如此，以房地產及證券作抵之放款，既爲活期存款總額之額外增加數，結果卽爲大於並超過代表送往市場之貨物所必需之過量流通購買力。

顯然，如用如上所述之方法，將購買力提供個人或商店之利用，則此購買力必將照常用出。於是彼等在市場上購買之商品，必比未將過量資金付諸流通時所購買者爲多。其結果必致一時求過於供，而此種情況遲早至少必招致前述之若干效果也。

由印鈔途徑而將過量之購買力付之流通，此種明顯方法，已爲人所共知，惟印刷公債券，使銀行增加財政部之活期存款以償付之，與直接印發本位券本極爲相同，但不如印發本位券之易爲人看出。雖然，讀者凡於上文所論：「由以房地產及證券爲抵押所放之債款，而產生超過儲蓄存款

之過量信用一處依次接續讀閱至此者，必知以公債券爲抵押之放款，或自財政部直接購買公債券，其款額如超過供此用途之儲金，則舉動仍屬相同，特不無次要之技術上差別耳。

是故吾人將通貨膨脹之意義規定爲：當購買力——貨幣或信用——提供利用於公衆，速於貨物之製造及運售於市場時所起之情況。隨後吾人將示明此一過量之測算法，惟在此時似以僅將通貨膨脹運動在歷史上之實例數則，略一提及之爲最宜。

## 六 法國之讓與券

緊在法國大革命之前，稅收已不足帝制政府之所需。但因國家屢次拒絕償還所發之債券，其信用已不可靠，故再行借債乃絕不可能。財政部長於是想到，以國家收教會之巨值財產爲保證發行紙幣之法。此種舉措與美國發行本位券不以任何金準備爲保證而以其代表國有公園及森林之價值，方法相同。

就法國往事而論，第一次發行四〇〇、〇〇〇、〇〇〇佛郎，繼而以同一擔保品，又發行八

〇〇〇、〇〇〇〇、〇〇〇〇佛郎。一年後又增發，六〇〇〇、〇〇〇〇、〇〇〇〇佛郎，以後紙幣發行復以更速之速率相繼而來。此種紙幣原擬作爲所歿收教會財產所有權之讓與書（assignment），故以讓與券（assignat）名之。當第三批讓與券發出之時，人民對其價值即開始懷疑。當原始發行之紙幣——可以第一次抵押（first mortgage）視之——僅存一種時，尙可認爲保有其面額價值，但第二次抵押第三次抵押接踵而至，而所有各種抵押又均對於作爲保證之財產，保有同一之可疑債權，則人民對於債權之如何可以償付問題不能不起驚疑矣。

自然，當人民發覺物價以某種神祕之理由而上漲時，第一次之懷疑即因之而起。物價之漲高，並非不自然，蓋國內市場上之購買力益愈加多，其壓力促使原來之供求關係失卻平衡也。俟過幾時，又發現金佛郎可購一個紙佛郎以上，理由甚簡單，金佛郎可送往國外購買貨物，而讓與券，則鄰國人民不肯依黃金平價接受之也。

物價既漲，流通貨幣之需要量必增多，而投機勢力之促進物價漲高，以印發讓與券之數量而論，又較所預料者爲速。其結果，爲適應商業上及龐大之政費上之需用起見，印鈔愈多，其需要亦恆

愈益增大。至所謂政費，內尚包括維持貴族及皇室寵幸人慣常奢侈程度之費用也。

最後，發出之讓與券，總數達四五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇之空前驚人數字。一枚金佛郎購紙佛郎至二百以上，即以此價格尚難覓得買主。自然，政府最終果將所發各批之紙幣全部賴債矣，凡以實物或服役換得紙幣者，苟未曾立將紙幣用出，乃發現被人掠奪矣。

## 七 美國革命時代之紙幣

在美國革命之時，雖有未開發之廣大財源，但殖民者之收入，則極感缺乏。當時戰費浩大，大陸議會 (Continental Congress) 用盡各種方法，已不能從租稅中籌措款項。各殖民地，銀行制度尙未發達，此新國家不得不發出無保證貨幣形式之期票 (promissory note)，以爲支付戰用品之用。惟因政府之存在，以其最佳之情形言之，尙有疑問。故此項紙幣不久即被人視爲並無原定所代表之價值。使情勢愈惡者，聯邦之各地，又各發行其紙幣，於是在戰事結束之前，此種紙幣之價值，已不及金元之五分。就所有購買力爲大陸貨幣形式之人之觀點論之，生活費已翱翔於不堪言狀



之高度矣。

綜計美國大陸議會所發行之紙幣，約達二四一、〇〇〇、〇〇〇元，各邦發行之數，約達二一〇、〇〇〇、〇〇〇元。各邦紙幣多數失其價值，惟至一七八〇年議會竟規定以四十元紙幣兌換現金一元之定率，收回大陸貨幣焉。

## 八 德國之馬克

戰後德國馬克貶價之結果，以後將以專章論之。惟此爲歷史上通貨膨脹最劇烈者之一例，已爲人舉爲反對印發虛幣（fiat money）之警告。德國因世界大戰而築成巨額之內債。以此巨額債務之故，人民對於政府之償付能力，已漸失信仰，且在戰事結束時，國外匯兌上馬克賣價已有折扣（約當平價百分之五十）。假如各協約國未以極端嚴奇之賠款條件加於德國，則其他參戰之歐洲國家所行之通貨收縮，或已同樣發生於德國。然在德國已有戰債之上，復加以五七、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元之鉅額賠款，於是德國政府之破產乃不可免矣。但爲償付日常債務計，政

府乃趨於印鈔一途。與法國革命時代所發讓與券之例相同，德政府發行之紙馬克，僅為政府之承諾券（promise）而已，發行數量愈增加，承諾券之價值亦愈步跌。至通貨膨脹終局，印行馬克之單位名稱，非天文數字不能表示之，致一切價值均已不見，結果唯有全部賴債矣。

### 九 美國自由公債 (Liberty Bond) 之通貨膨脹

當美國參加歐戰之時，其財力雄厚異常。原為債務國之地位，自歐戰開始後數年間，一變而為債權國。此時美國政府本應一方面徵稅，一方面依流動儲蓄額，發行有節制之債券，則對於戰費之籌措，當較為容易。

無如此時為應付政府之開支，有便於速籌鉅款之法。蓋不久即覺到無須依賴稅收或儲集甚緩之人民儲蓄。將自由公債持往商業銀行，即可換得活期存款，以此活期存款，銀行即為此種用途而創造者也。當銀行購得公債之時，存款即行成立，政府旋即動支此款，作為戰事用費。

戰事果如不僅一年而止，而延長八年之久，吾人將見，此種方法與美國革命戰役所發紙幣，已

同其結果矣。雖然，戰費雖鉅，幸尙不至盡竭美國之財力也。

用如上所述之程序，美國政府籌得之款項，約達七八千兆美元，全係活期存款形式，並非徵稅而來，亦非借自人民儲款。換言之，依吾人前述之定義，此即爲通貨膨脹，且其結果恰在吾人預料之中，多數讀者不難追憶也。一般物價受虛信用幣 (Fiat credit dollar) 壓力之推進，一躍向天；戰費開支劇烈增大，而貽害甚多之投機性繁榮，則受其鼓勵。

## 第二章 通貨膨脹之種類及其結果

根據前章所述通貨膨脹之定義，以及所舉歷史上之實例，可見通貨膨脹舉行時，所用方法可以不同。爲使讀者易於瞭解全部問題起見，茲將各種方法逐一論述之。惟爲進一步使讀者對於通貨膨脹之概念澈底澄清起見，特由貨幣學原理之見地，指明基本之相同點，復明白敘述表面相異之點。

各種方法在原理上雖十分相同，均可名之曰通貨膨脹，但其結果實質上可大不相同，此點亦甚重要。在一切情形之下，其主要效果固無不同，但其次要之後果，則隨所用之膨脹方法而有異，而以國家長期之將來論之，此點尤具根本之重要性。

### 一 由印行紙幣而成之通貨膨脹

或者，一般人對於通貨膨脹方法，最普通之概念，僅爲政府印製貨幣，並無視於金屬準備而發行之而已。德國用此形式之通貨膨脹之驚人經驗，過時未久，故其所用方法，深爲現代人士所深切瞭解也。

卽以此種通貨膨脹而論，有人或以爲必立即爲全部人民所瞭然。實則初時其進展甚緩，迨大眾見及時，已爲末一階段矣。在物價逐漸加速昇高之時期——尤其在生活費用實際上已受影響——之後，工資勞動者收到之報酬，僅數張紙片，而此紙片之價值，則日在跌落，於是事態明顯矣。

當此基本事實，盡爲一般所顯見之時，逃避貨幣之事因之發展。人民在其所有貨幣價值再跌之前，爭往購買貨物。自然，因物價看漲，乃招致投機性之購買，其結果，商業繁榮之建立，甚至較政府印刷局送出之貨幣爲速。

由於商業活動上之投機加速之結果，對於易中品 (medium of exchange) 之需要，仍不斷超過所預備之供給增加額。政府印刷局之工作，雖與日加速，但商業爲應付其激劇之進展，無時不在需求更多之貨幣。此爲通貨膨脹產生結果最有趣者之一。亦爲倡議此種方法者所未及見之

一形態。蓋原倡議者以爲實行印刷政策，使商店或個人取得貨幣較易，但對於各人在貨幣未再跌價以前，盡量將貨幣用出，致不能積起儲蓄，以供投資於需用新資本之商家一事實，則已完全忽略。此外，貨物之屯藏及投機，二者相合而使物價高漲，其高漲之程度極常迅速，故唯彼能獲巨大之投資利益者，始能維持其原來之生活程度。

上文對於通貨膨脹及其效果，略加討論。所述各點對於一以現物傳遞貨幣爲主要購買媒介物之國家，特別可以適用。但美國則不然。美國商業百分之九十至九十五，乃以支票存款帳程序經營之，故結果現物傳遞貨幣，在日常應用之購買力中，只佔比較甚小之成分。

然則，在美國由貨幣而成之通貨膨脹，其運用方法，必與上文所述者略有不同。政府如須開始發出綠背紙幣，一如南北戰役時所爲，則美國大眾必依習慣將所收貨幣交存銀行無疑。因此，普通銀行既無保有巨額貨幣之必要，則存入之貨幣，必轉存於聯邦準備銀行，而登入各該會員銀行之準備帳戶。提及此點，吾人必須注意，該項購買力並未從此離開商業界。當貨幣所有者將其貨幣存入銀行時，其帳戶內必收入一筆債權，以此債權爲基礎，即可開寫支票，購買貨物。故此項存入銀行

之貨幣價值，仍爲流通於商業界中之購買力。

因存入銀行之過量貨幣，使活期存款增多，活期存款增多，則準備亦須依比例而增多，故轉存於聯邦準備銀行之貨幣，必須提一部分作爲新增存款之法定準備。此項失去活動力之款，約當所發過量貨幣並存入銀行作爲活期存款數百分之十。

一會員銀行存入聯邦準備銀行之全部過量貨幣，既須登入該會員銀行之準備帳戶，且依上述之情況，則準備帳戶增加額之大部，乃爲超過法定準備之過量準備。企圖利用此項過額準備，即可演成超過美國政府原來發行總額甚多之銀行信用擴張。

## 二 由銀行準備逾額而生之信用膨脹

此程序之效果，可舉一例說明之。假定平均法定準備額，爲活期存款百分之十，並設國內共有會員銀行二家，則利用逾額準備，必產生下述之結果：

未發新貨幣以前之狀態

	存款	額	準備	額
甲銀行	一〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇		一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇	
乙銀行	一〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇		一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇	

假如新發行之貨幣，收受者均存之於甲銀行，於是甲銀行之準備增加，總數達一、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，又假如甲銀行用其逾額準備，購買乙銀行顧客之各種債券。然則甲乙兩銀行之情況，將為：

	存款	額	準備	額
甲銀行	一〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇		一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇	
乙銀行	一〇、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇		一、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇	

乙銀行之存款，增加八〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，其法定準備額亦增至一、〇八〇、〇〇〇



〇、〇〇〇元。是以乙銀行此時即有逾額準備七二〇、〇〇〇、〇〇〇元。假設乙銀行又轉而購買甲銀行顧客之各種債券，共用去七二〇、〇〇〇、〇〇〇元，則情況必如下：

	存款	準備額
甲銀行	一〇、七二〇、〇〇〇、〇〇〇	一、七二〇、〇〇〇、〇〇〇
乙銀行	一〇、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇	一、〇八〇、〇〇〇、〇〇〇

顯然，此時甲銀行之逾額準備，總額將達六四八、〇〇〇、〇〇〇元。如甲銀行隨又用此逾額準備，購買乙銀行顧客之債券，則情況變為：

	存款	準備額
甲銀行	一〇、七二〇、〇〇〇、〇〇〇	一、〇七二、〇〇〇、〇〇〇
乙銀行	一一、四四八、〇〇〇、〇〇〇	一、七二八、〇〇〇、〇〇〇

此時乙銀行之逾額準備，總額已達五八三、二〇〇、〇〇〇元，亦復顯然。

此中程序將來至何地步，似無完全繼續推演之必要。以數學詞令言之，其得數乃爲一有限總和之無限級數。在程序終了時，甲乙兩銀行投資之總數，可達八、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，或當程序開始時逾額準備之十倍。然則銀行之存款，必亦增至同等數額，於是原來之逾額準備，必成爲法定準備。（吾人於此最好申明，不論有關銀行有若干家，亦不論新發貨幣之存儲，變成若干家銀行之逾額準備，其結果則一。）上述之程序如推演至最後一步，結果所成之新活期存款，必使流通中之購買媒介物大爲增加，其理甚明。凡依此方向之前進行動，均足以促成龐大之投機繁榮無疑。

在如上所述之擴張程序中，新增之購買力，既強迫付諸流通，則對於各類貨物及服役之需要必增加，結果價格必漲高，因此之故，如不用支票而用貨幣時，欲使商業交易照常進行，必需較多之流通貨幣。爲滿足顧客對於多量傳遞貨幣之需要起見，國內銀行必須將前隨增發貨幣存款而生之逾額準備提出。於是實在之信用擴張，原可爲由貨幣而致膨脹之間接結果而實現者，現因增發貨幣之中，有一部分須供直接用貨幣支付之加大交易量之用，故其結果可不致如上文所述之

巨。雖然，即使在增發貨幣之中，有絕大部分，已由會員銀行之逾額準備中提出，但最後所成之信用膨脹，對於原始增發之貨幣而言，仍成異常巨大之比例。

### 三 信用膨脹

上文曾言，信用膨脹或為貨幣擴張之間接結果，但在一國家如美國者，因對直接通貨膨脹（現顯然已存在）一般抱有強烈之反抗情緒，故另一形式之信用膨脹，或有頗大之可能。概而論之，信用膨脹之主要種類有二，吾人亟應逐一詳論之。

在前章，私信用膨脹之程序，業已敘及。惟吾人尚須記清，銀行之投資較其可供支配之儲款為多。銀行方面為舉辦此種投資起見，接受以房地產或證券為抵押之票據，而登入借款人之活期存款帳，實際上，銀行即以此產生之購買力，購買長期資產。在常態情形之下，此種形式之信用膨脹，乃由逐漸改進之情況，以及由此而生商人、投機家及銀行家之過度樂觀而成。

過去三四世紀之經驗，指示吾人，上文所述之信用膨脹，可在任何商業場合下產生。有時因異

常之農況，引起某一商品之投機，於是此商品投機即成創始之因素。在另外之時間及地域，房地產、普通股票，甚至鬱金香之鱗莖，均曾作為投機活動之主要媒介物，成為一頗大投機繁榮之拱心石。

在常態情況下，私商業上投機繁榮形式之信用膨脹，每因金融緊急，有時因銀行業內部之恐慌情形而停止。放貸資金之缺乏，係由於銀行中存款過於擴大，以致銀行所具之準備，不足法定必要額之故。其後，銀行被迫限制放款，在此時如發生任何不幸事故，則投機氣球即被刺破，通貨收縮緊隨而來。甚至僅因缺乏供經營投機把戲之更多信用，即足招致崩潰以及隨來之通貨收縮。在膨脹進行之時，多數人士因預料上漲趨勢將無限延長，乃借款冒險從事商業及投機。迨膨脹運動以缺乏更多逾額準備而停止，以為厚利足可償付高利率之希望，完全打破，於是投機者被迫而放棄其擁有之財產矣。此事之結果促使物價下落，物價既落，乃損及其他投機者之利益，其終極結果，則在繁榮時代創始之逾額準備，完全入於清楚程序矣。

由此觀之，私信用之膨脹，雖然產生嚴重之失調狀態，其後之信用收縮期，即與投機無干之人，雖亦為感受極大痛苦之時期，但私信用膨脹至少有一種優點，即在傾覆全國金融機構以前，已

隨身帶來毀滅自己之種子。在美國，以有聯邦準備制度之設，全國貨幣信用組織之伸縮力甚大，故私信用膨脹之繩索，足以促成美國人民之自斃。上一次之經濟蕭條特別深刻，即其結果也。

#### 四 政府強制之信用膨脹

另外一種形式之信用膨脹，即爲由一國之政府強力實現者。在常態情況下，此種信用膨脹，係預算虧空之結果。蓋預算一有虧空，財政部爲應付其經常負擔，不得不向銀行舉行借款。平常借款方法，不外發行公債或庫券，而售之於銀行，以換得財政部之活期存款。

假如銀行購買債券，只以存款人存入銀行之實在新儲蓄額爲限，則財政部所得者，僅爲流通中購買力之一部而已。然當銀行已將其保管之儲款完全用於投資時，只能以增加財政部存款之形式，創造新的購買力，方能供給政府借款。但財政部存款帳之增加額，與其他存款人帳戶之減少額，二者並不相抵，讀者可知此即入於膨脹之程序中矣。

在現在情形下，對於或可被此種彌補國庫虧空方法引起之膨脹，實際上並無限制。如購買公

債券者僅爲會員銀行，則最後各銀行之活期存款，終必盡需其所有之巨量逾額準備，以爲一部法定必需準備而後已。但當聯邦準備銀行亦同樣加入購買債券時，一如已往兩年中之情形，則撥付財政部存款帳上之款，最後卽變爲撥付會員銀行準備帳上之數，因此全部膨脹機構之基礎，爲之擴大。是以政府強制實行之膨脹，不論用印發貨幣方法，抑因彌補預算虧空而致，均有私的信用膨脹之內在危機，而缺乏範圍有限制之利。（在實際應用上，現時對於政府強制之膨脹所加之限制，因現行金準備及現在法定條件之故，效力極微。其限制極寬，乃「以天爲界」矣。）

##### 五 低降幣值足使通貨膨脹乎

因長期而具有進展性之通貨膨脹（常用印發紙幣方法，）以致紙幣價值大爲減低之國家，往往求助於低降幣值之一途。在此種情形下，降低幣值，僅爲一既成事實，經官方加以承認而已，此一事實已爲全世界所知，且爲匯兌率以及紙幣停止兌換現金後爲時已久之事實所證明。當此之時，低降幣值並不是通貨膨脹。事實上，鑄新幣成色之規定，通常均比投機家預料之水準略高，其結

果變更之確定宣告，通常即為通貨收縮，於是逃避貨幣之風因之停止，當時盛行之看漲投機亦行告終。

雖然美元之低降幣值，並非隨長時期之通貨膨脹而來，亦非一既成事實之承認，乃為以貨幣操縱方法促成新環境之企圖。但就其本身言之，較之異地異時之同一行為，並不多含膨脹性質。（當然，吾人仍係遵用前章所述通貨膨脹之定義。）

低降幣值雖非膨脹形式，但足以鼓勵，援助並慫恿通貨之膨脹。此可一研究低降幣值之預料效果而證明之。

最顯著之效果，即為新出鑛之黃金，可值較多之金元。故將黃金售諸政府者，收到之購買力，較前時為多。並且，即使黃金本身不久或已藏入財政部之地窖，此一購買力則仍在流通。提及此點，吾人對於傳佈甚廣關於所謂現金死藏（sterilization of gold）之觀念，似宜略加批評。有人以為因黃金或直接代表黃金之紙幣，或可並不流通，故該項購買力已離開商業界。但忘卻彼售黃金與政府者，或以賣出黃金收得之紙幣存入銀行者，其活期存款帳，已收到相當之信用，仍將隨開寫

支票而流通於商業界也。

經一長久時間，貨幣流通於市場者日多，加以逐漸察覺到新幣之價值，以勞力（用以換得金錢之必需勞動量）計之，其價值已較低，於是物價上漲矣。目光銳利之投機家，預先見及此種趨勢，即利用借來資金，藉物價之上漲趨勢圖利。因國內各銀行對投機者擴大放款（在原理及實際效果上與促成一九二八及一九二九年美國股票市場上之擴大放貸額者相同），通貨膨脹之出現，即在此時。

在此期間，商人亦同樣易於助成通貨膨脹，因物價高漲，通常即表示各種營業謀利較易也。因此之故，更促成不智之擴張。此種擴張，係由於利用超過於銀行所具儲蓄額之借款，故亦即由於前文所述之信用膨脹也。

## 六 因用銀而成之通貨膨脹

關於美國之購銀程序，在通行之議論中，有一最有趣之一點，即此程序之真意義似已被人忽



略一事。該一程序之結果，似可達到某種程度之通貨膨脹，已引起普遍之注意，但結果膨脹之程序若何，顯然尙無一致之意見。

吾人之注意力，首應集中於極重之鑄幣稅，蓋政府以價值七角之銀，發行一元二角九分之貨幣，等於在現市場上抽鑄幣稅也。一般對此之態度，似以爲將銀照國幣定價（silver monetization）之全部程序，使通貨膨脹之程度，僅爲發行之貨幣，超出所含金屬之市價而已。假如銀價偶與發行之圓價值相等，則彼之作如此觀察者，對於購銀程序，如就其膨脹性質論之，必十分滿意矣。美國果如繼續其現行政策，向全世界市場購銀，則以美元表示之價格必行漲高。銀價將來未嘗不可達到，且有時甚或超過每盎司一元二角九分（所謂每盎司一元二角九分，即貨幣發行之基礎。）然當彼之時，購銀計劃之膨脹作用，並不視今日爲稍殺也。

爲明瞭其中之基本原理起見，吾人必須將程序之詳細內容略一討論之。此程序在許多方面，均與財政部爲交換所收新出鑛黃金而發行之貨幣相同。但二者尙有若干重要之差別，吾人亦不可忽略之。

政府發行之銀兌換券，除去紙張之內在價值 (intrinsic value) 加上或會儲存之若干現銀外，並不代表任何有形價值。即假定所發行之銀兌換券，其每元之價值，與現時白銀市價相等。銀塊所有人將銀送與造幣廠，取得數張依法令而作為通行貨幣之紙片，即所謂美元也。

收到此項新紙幣者，或存之於銀行，或用之直接購買所需之物品。二者有其一，新購買力不久入於流通矣。假如此項購買力，多於流通中所需之傳遞貨幣，則彼將以超過隨身攜帶之數存於銀行。

此項銀兌換券，儲存於銀行，則儲存人之活期存款增加。儲款人之存款帳，既因加增此項存款而擴大，則該項銀兌換券，雖不再由銀行中提出，其人之購買能力亦將為之增多。易詞言之，即使此項銀兌換券仍存於銀行，其待以支票提取之同額活期存款，依然在流通中也。

惟許多銀行均為聯邦準備制度下之會員，各銀行收到之銀兌換券，頗可轉存於當地之聯邦準備銀行，不然銀兌換券即以業已通用之聯邦準備銀行鈔票代替之，至各銀行所執有之超額鈔票，仍將轉存於聯邦準備銀行。此一程序之效果，未將該項銀兌換券——或同額之購買力——停

止流通，但將各會員銀行之準備金加多而已。現各會員銀行，以全體而論，既有極多之超額準備，即表示準備更爲增多，而投資或放款之引誘，亦隨之增強。討論至此，有一重要事實，吾人不可不注意：全國之各會員銀行，利用此筆款項之壓力，即爲另外之通貨膨脹勢力，遠在原來發行之銀兌換券總額之上，至所謂該項銀兌換券。則已用支票提取之活期存款形式，仍在市面流通也。

## 七 重要區別

上述程序與平常之白銀售賣有別，此一點甚爲重要。美國在現行政策尙未採用之前，銀塊所  
有人得售之市場，取得之代價，即爲在流通中之通貨；此項通貨爲貨幣形式也可，爲對他人活期存款之支票也亦可。

即以銀礦公司之事而論，銀礦公司以銀塊爲抵押，向當地銀行借得款項，而撥入其活期存款。活期存款新增之數，與將銀塊在世界市場之售價相抵。美國在未將白銀收作貨幣前之平常售賣方式下，白銀與其他任何商品正同，銀之生產並不永遠增加美國之流通購買力也。

在他方面，當以新發紙幣購買白銀之時，全部購買力永有增加，所增加數或為紙幣形式，或為活期存款加增形式，蓋紙幣已轉存於銀行也。不特此也，該項銀塊乃由政府封存，並非售諸世界市場。故新購買力之發行，同時並無製成之商品到達市場。此即表示貨物之供給未增而需求加大，於是通貨膨脹現象之必不可免，乃為預定之結論。

以商品（除去黃金）為基礎而發行新貨幣，足以發生通貨膨脹之效果，此種可以預期之效果乃為通貨膨脹之直接效果，除此以外，尚有間接之效果，則係由於全國各銀行之準備額繼續增加而成。此種間接之結果，吾人在前討論通貨膨脹之間接影響時已論及之。

一九三五年六月杪美國之現幣，包含約八、七〇〇、〇〇〇、〇〇〇元之金，及約達一、一〇〇、〇〇〇、〇〇〇元之銀（銀之價值，每盎司按一元二角九分計算。）然則如以上開之黃金數額，作為美國現幣之四分之三，白銀必需額，必須約值二、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。他一方面，假定現金中提出一部作購買力使用，則在程序完成時，現幣總數，必不比現在為多，於是應需之銀，總額亦將略多於二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。

由此論之，現在之購銀程序，繼續進行，最後尚須獲得價值二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。至二、八〇〇、〇〇〇、〇〇〇元之銀。在世界市場購買如是鉅額之銀，銀價之提高，已為預定之結論。至銀價將來究將達到抑或超過每盎司一元二角九分，則不敢斷定。

可能之重要結論，吾人不妨提要述之於下：

(一) 凡以新發行之貨幣購銀，即為與所發行貨幣總額相等之直接膨脹。姑置該項現銀之內在價值不論，此言確為真實。

(二) 因銀行準備額無限度增加，而促成之可能膨脹 (potential inflation) 可以大至驚人，並可達新發行貨幣之十倍。

(三) 在原理上，此程序恰與法國以土地為保證而發行之貨幣相同，法國之方策，前章已略一論及矣。至二者之唯一不同點，乃為銀塊便於運輸，並或比房地產易於賣出耳。然此一異點，與施行購銀程序結果造成之膨脹程度無涉也。

## 第三章 德國通貨膨脹

在第一章吾人已將德國貽害甚大之通貨膨脹之基本原因，略爲述及。惟舊馬克毀滅後終於產生新金馬克時之事，甚爲有趣。欲舉一例解明在一極有組織之國家，由政府強制實行之通貨膨脹，所能達到之終極限度，則在現代歷史上，除德國之經驗外無與匹敵者。

先通貨膨脹而來之物價上漲，一部分乃由於農產品及原料之過分缺乏。在世界大戰之先，德國已發展成一工業國，其糧食及製造原料，一部須賴於輸入。爲償付此項輸入之價值，則輸出製成品以抵補之。迨戰後，協約國索要黃金，商品及服役形式之賠償。於是此項來源留供國內消費之額，不久即感不足。

商品之價漲，對於貨幣之需要，自隨之增加。國家銀行爲供給此項需要，乃發行逐次遞增之款額，但就中一部分則用以彌補政府之虧空。至對於馬克之懷疑，在馬克下降之程途中，究在何時起

佔優勢之影響，吾人甚難斷定，但此一因素在一九二〇年以後有日益增長之重要性，則甚顯然。

自大戰以後至一九二二年以前，擴張貨幣之程序，進行尚較緩和。一九一九年，新馬克之發行，對於已發行額之增加，約當百分之五十。一九二〇年新增馬克之增加額，仍當已發行額百分之五十。至一九二一年，紙幣發行之增加率，亦同。

在此期間，躉售物價之上漲，較紙幣之增加為速。因物價奇漲，德國國家銀行不得不益愈增加其紙幣之發行。至該年年底，紙馬克數量已達十二個月前發行總額之十倍。

一九二三年一年中，發行之馬克，數量之增加，單位之提高，異常急速，至十二月時流通之貨幣，約當本年一月已發總額之二三〇、〇〇〇、〇〇〇倍。同時，躉售物價之增加率，又約達貨幣增加率二倍之多。有人指陳德國儘量擴張貨幣，其程度已超過為反抗協約國強索賠款企圖而取之攻勢之必要，此言或不無真理。然令人不能不極為懷疑者，在一九二二年之末，德國政府不論能採取若何舉動，均可挽救馬克於最終之崩潰也。

德國之通貨膨脹，乃指幣制膨脹及信用膨脹兩種而言。為示明此處兩種形式微有不同起見

吾人殊值得將其程序一敘述之。實則以幾乎無限數量之馬克，付諸流通，其所用方法，與美國今日所行者，並無不同也。

德國當時發行短期庫券，而以之向國家銀行貼現。政府付出庫券，以收得國家銀行鈔票為代價，於是此用作貨幣之鈔票，變成購買力，與一般之活期存款作用正同。至美國現在所用之程序，不外以政府債券售之於聯邦準備銀行，取得聯邦準備銀行之鈔票，並由政府將此項鈔票作為救濟之用耳。

馬克之跌價，呈現於德國境內普通人民者，與其謂為一奇跌之貨幣，無寧謂為生活費具有毀滅性之暴騰。蓋通貨膨脹之程序，並未為一般所瞭解，甚至在所有紙幣均被賴債，一具有確定含量之新馬克業已建立之後，亦尚未為一般人所瞭解也。

#### 一 對於債券及儲蓄存款之影響

在通貨大行膨脹之初，德國尚未收回之債券，具有金條款（gold clause）者，為數極微。故私



家以及政府所發有息證券至全部抵賴之時，仍照常進行。但德國持券人在膨脹程序之初期，則不曾注意及此。

迨膨脹日甚，有產人士已知設法保護其財產，於是羣將國內債券拋售，並將換得之資本，輸之國外。惟馬克之價格既續有跌落，債券開價自亦益愈下降。到償付期之債券，原來發行之公司，可以極微之代價，了卻其債務。其未到償付期者，一部之實在價值尚存，但馬克日有降跌，持有人的利益極微。支付債券利息之馬克，自愈無價值矣。

以儲蓄存款而論，存款人之保障，情形益壞。存款並無一定之資本索償權（claim upon capital），於是全國已投資之儲蓄存款，完全喪失。與債券持有人之情形相同，儲款人，亦並不等待馬克之完全失效，即支取其存款。馬克跌價愈甚，提取之風亦愈速，故至膨脹期告終時，德國存款帳已不足二百萬戶，但在戰前則有二千三百萬戶也。

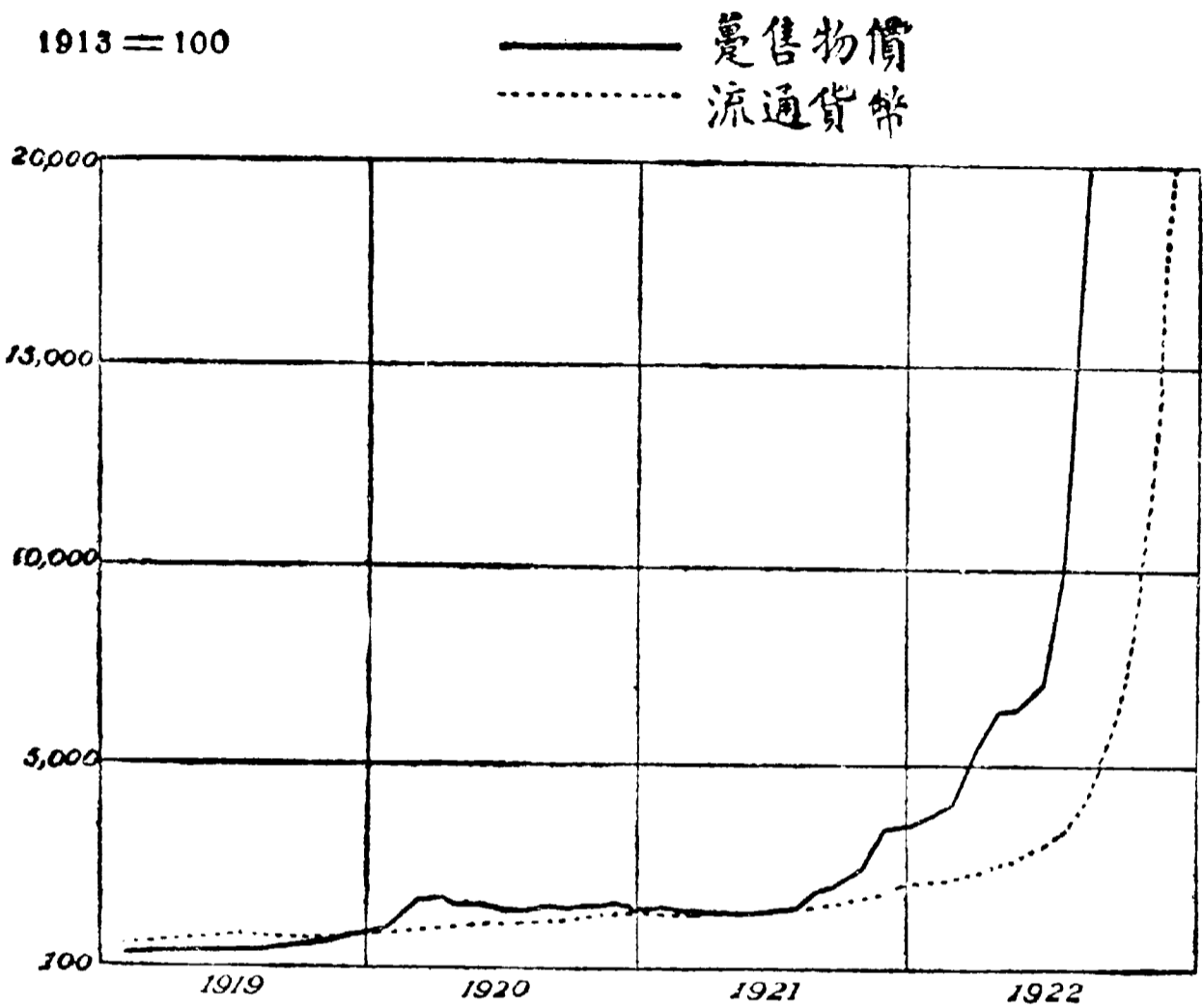
存款人既覺察其生活儲金，將變爲無有，乃結算其存款帳，而以之儘速購買任何能以購買之有形資產。至銀行方面，因遭遇嚴重之提取，乃極力清理債券及抵押放款，最後所留存之資金，盡變

爲短期債券矣。

## 二 對於保險及信託基金之影響

已往討論德國貨幣膨脹所及於保險之影響者，恐較對於其他任何投資方式之影響者爲多。德國保險公司，並未遭遇完全毀滅，此一部分係因保險公司執有若干房地產之故。當馬克價值最後達於穩定之時，所餘保險單當貨幣膨脹前之五分之一。但簽訂此項保險單之保險公司，資產僅損跌原來價值百分之六·五。構成資產大部之投資（大部分爲債券），減縮爲原來價值百分之四·四。房地產保持之價值，則超過百分之四十。然則保險公司如持有更多之房地產，必已以較優越之地位，因通貨膨脹而出人頭地矣。

在人壽保險方面，以正當通貨膨脹達最高峯時償付之保險單而論，保險金收領人，原計算以此項資金，足以維持後半生之生活者，實際收到時幾不足供給一日糧食之需。至最後，有人曾謂將死亡證明書寄交保險公司所需之郵票，所費竟較一巨額保險單之面額價值爲多。



第一圖 德國貨幣膨脹期中躉售物價之趨勢及貨幣流通額

若欲用此同一尺度，將物價曲線，補至一九二三年十二月份，則上圖必須向上垂直延長二九八、六七四英里之距離。蓋一九二三年十二月份，物價係為一九一三年水準之一、二六一、六〇〇、〇〇〇、〇〇〇倍。

欲用圖示明一九二二年十二月至一九二三年十二月增加流通之馬克數字，而以同一尺度表示之，須由上圖伸出一九、三六八英里，因彼時發行總額已達一九一三年流通總數之八一、八一〇、〇〇〇、〇〇〇倍。

此等數字解明馬克跌價之幾難想像之程度。由此亦可表示流通之貨幣，已不足供照常交易貨物及服役之用。此一貨幣膨脹之景象，對於彼之以為流通更多之貨幣及信用利於經營商業並改善國家財富之分配者，所以異常驚訝者，即在此。

信託基金及留本基金 (endowment fund) 因其投資種類分散，並未同歸於盡。據萊特 (Philip G. Wright) 爲公爵基金團 (Duke Endowment) 所作通貨膨脹之研究，此類基金，在膨脹終了之後，約有百分之十二，尙能保全。

資產如此急劇縮小，對於個人以及恃此基金爲收入之慈善機關，影響至爲慘酷。許多醫院及救濟院，均被迫停閉，對於貧苦之殘病衰老者之全部照料責任，只得留待國家擔任矣。

### 三 房地產

建議實行通貨膨脹方案者，極力主張農場及房地產之所有人，可以解除債務之壓迫。以爲彼等之財產將隨貨幣單位之跌價而漲高。不論此一論斷在理論上如何合理，但在事實上運用並不。如在理論上之圓滿，至少以德國所實現如彼激烈通貨之膨脹而論，並不完善也。

在馬克跌價之前，代表極大價值財產之抵押，至通貨膨脹發達至最後情態時，可以一場院前之雞之價格清償之。惟由此一旦解除債務之財產所有人，嗣竟不能繳納稅捐；至貨幣穩定以後，爲

保持財產，往往被迫陷入更多之債務。

彼之預知通貨膨脹之終極結果，而購買房地產以爲防禦者，其遭際或略比投資於債券者爲佳。然房地產所有人竟爲極多困難所圍困。捐稅一日高一日。法律對於提高租價規定嚴厲之懲罰，而退租之訴訟程序，又宣告停止。都市中之房東，所得之租金，不足繳納捐稅之用，而修繕費用則貴不堪言。

農場財產所有人，地位較佳，此因彼等雖已不能再購買所需之衣着及製造品，但至少仍有以自產糧食之大部分供給自用之手段。雖然，農民——特別住居城市附近者——仍處於危急之地位。在通貨膨脹末期，馬克價值日益跌落，農民以任何物品持往市場，只能換來一張毫無價值之紙幣。故以後拒絕將產品運往城市市場。都市中之工人，以饑饉當前，乃結成隊伍，出城掠奪牲畜，強劫倉屋，甚至往田間自掘番薯。

#### 四 普通股票

彼之以購買股票爲防避通貨膨脹之樊籬者，所受之影響，並不一致。在通貨膨脹期中，恰與其他時期相同。股票之價值，隨收益能力（*earning power*）而定。故德國股票之價值，係以工業之利潤爲轉移。

在通貨膨脹期間，德國工業頓受逃避貨幣而入貨物之風氣所激勵。設無此一進展，則營利甚難。本月製成之貨物，雖至下月卽可以一優厚之利潤而賣出，但接替此項貨物所需之勞工及原料費用，增加異常神速，致幾不能覓得繼續生產之流動資本。此一現象，尤以小規模工廠爲然。

當此之時，具有創造力及勇氣之工業家，乃藉此機會創造與 *Hugo Stinnes* 之偉大發展相同之大加迭爾及托拉斯。此等併合之產生，均藉助於借來之款項。當馬克穩定且隨通貨膨脹而生之縱情投機終止時，其中已有若干家破產矣。

因此之故，持有普通股票者之經驗，彼此乃大有不同。彼之投資於巨大通貨膨脹中之聯合（*combines*）者，當通貨膨脹進行之時，收到滿意之收入，但以借來款項爲基礎之組織一崩潰，則其本金喪失。彼之投資於小公司股票者，在通貨膨脹期間，往往不能有所得，但至馬克穩定數年之

後，一般工業股票上漲甚速時，則享有價值之資產矣。

## 五 社會影響

德國通貨膨脹最嚴重之景象，即爲其對於該國青年之影響。彼等固甚目睹其父母之生活儲款，於一極短期間用盡也。

造成德國工業偉大，數十年之辛勤節儉之所有教訓，只爲在通貨膨脹期間引入巨大災禍之路標。目光銳利之奸徒，以及技術精妙之投機家，於數年之短短時間，竟攀登高位，掌握經濟大權。而以前原爲中產階級之有技能之工匠及低薪人員，則淪爲貧乏，其生活儲金已被通貨膨脹之巧妙方法所竊去，而轉渡與投機階級矣。

在此情形之下，勤儉變爲聲名狼藉，並不足爲奇。新時代所習知經濟生活之規律，完全相反；彼雖昧於當時之顛倒狀況，僅爲一時之現象，亦幾不足譴責。

然而對於德國新青年之影響，並不見得爲一時之現象。大抵言之，該國凡自該事以後，所發生

之事態，極多均可直接溯及通貨大規模膨脹之毀滅一切之影響。



## 第四章 法國之通貨膨脹及低降幣值

法國關於通貨膨脹之經驗，特別有趣，理由厥有數端。第一，法國戰後之復興努力，與美國奮力為挽救經濟蕭條而舉辦公共工程之程序，大致相同。第二，法國之通貨膨脹程序，在步至德國所達到之猛烈極端前，即已終止，今日美國通貨膨脹之最後結局，諒與之相似。最後一點，因政府收支不敷由銀行彌補而產生通貨膨脹之方法，恰與美國今日所行之方法相同。

關於法國通貨膨脹及其結果，已有若干篇論文及數本書籍討論之。其中甚多均着重於戰後期間，似全部通貨膨脹均集中於戰後數年者。因此引出關於商品、普通股票、及房地產在通貨膨脹進行期間之命運之結論，乃陷於錯誤。當通貨膨脹之影響已甚顯著之後，設法防避之為一事，但此一事，在通貨膨脹之初期，則多少係為一另外之問題。

例如，曾有人主張，因為法國在一九二二年至一九二八年間，普通股票價格不過約增百分之

五十，故普通股股票並不為避免通貨膨脹影響之滿意辦法。美國此後數年情況，是否與之相同，現在誠難斷定。一九二二年法國之商業則正在繁盛，故其工業價格自然映出此種情形。在另外一方面，美國今日之商業，尚在常態情況以下，就一切股票而論，其價格猶足以削弱復興程序也。

### 一 佛郎之跌價

討論法國佛郎之膨脹，為述及全部情形，必須將歐戰期間包括在內，蓋此一循環起於一九一四年，終於一九二六年七月之恐慌也。佛郎之跌價，有幾個劃然不同之情態。第一種情態包括世界大戰期間，在此期中，法國政府自法蘭西銀行（Bank of France）舉借鉅款，並借用人民之儲蓄金。在此期間，佛郎在外匯上雖尚較穩定，但躉售物價及零售物價，則一致迅速上漲。

至大戰終了時，法國全部債務，已由約為三三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇佛郎，增至一七〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇佛郎。英美二國債務之增加本亦相同，但在和平建立之後，各該國政府收支旋即獲得平衡。至於法國，仍不斷需要巨額款項，以便供給重建被毀區域之用。此種費用，係

由各銀行籌措，即出賣政府債券，以抵補繼續不斷之政府虧空。當此之時，法國原望德國所付之賠款，終可將此項不敷之數補償。故終此期間，一般工商業，主要因政府之通貨膨脹中之支付程序之故，均現活躍之狀。

政府累年虧空，數年之後，公債總額自戰末之一七〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇佛郎，增至一九二四年之三一七、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇佛郎。同時已證明德國雖被迫但終於無力償付賠款。並且，德國之經濟崩潰，使法國有理性之人士，注意到法國正在推行之輕率政策。

於是，當時曾有一度努力，企圖停止通貨膨脹之進行。英美兩國以法國允諾加稅及平衡預算為條件，貸款與法國，故法國政府之信用，一時頗得英美借款之支撐。但法國國內之政治情形，阻撓政府財政之恢復。加稅固為平衡預算所必需，但法國人民則不許可高度之租稅。全國公意，迫使衆議院放棄其曾擬採用之保守貨幣政策，並寧用增發短期庫券以取得收入，而不用徵稅方法。當法國政府回復其固有軟性貨幣政策（soft money Policy）之事實，明顯，政府證券之市價，因之降跌矣。

在政府信用破產之前，法國即已實行印發紙幣。惟當此方法，為民衆所明瞭之時，始有真正逃避佛郎之事實。投機盛行；於是資本不顧政府之禁止，仍以外國證券為庇護場所。此種情態下之通貨膨脹，雖未至在德國所達之儘情花用貨幣購買任何有形物品（不論有用無用）之荒謬程度，但在巴黎證券交易所及他處法國金融中心，已發生尖銳之金融恐慌。

法國當發生此種情態之通貨膨脹時，衆議院正在擾攘中尋求遏止佛郎暴跌之方法。全國選民，在一九二四年曾擯棄保守幣制政策之代表者，此時竟為幣制情況所驚動，而舉出代表健全金融集團之樸恩加萊（M. Poincaré）組閣矣。

此事甫一完成，基於承認平衡預算之故，對於佛郎之信任，即行恢復。以法律規定定率之實際低降幣值，雖在一九二八年以前，未曾實現，但佛郎對美元匯價由二分漲過四分後，至實行低降幣值時為止，即始終保持穩定之四分定價。

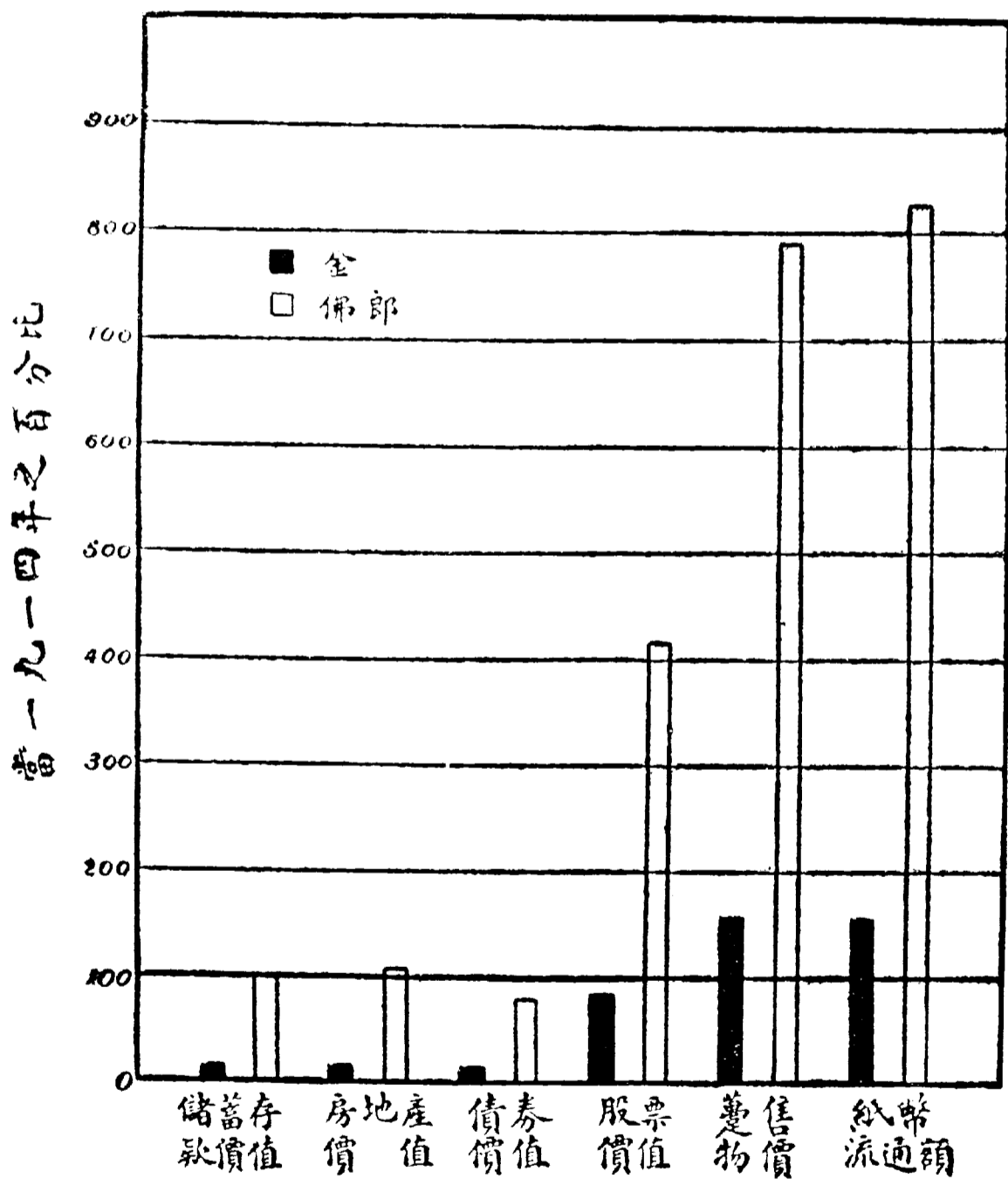
## 二 法國通貨膨脹之影響

若欲決定爲避免通貨膨脹之惡劣影響，其最優手段爲何？吾人頗可估量法國自一九一四年開始膨脹時起，至一九二六年膨脹達最高峯時止，通貨膨脹對於物價所生之影響。基此觀點，吾人宜僅就執有者衆取得甚易之財產形式討論之。

自然，最穩妥之防衛形式，莫過於積藏黃金。然當大戰暴發之時，黃金轉瞬卽由流通中消失，故欲屯積若干黃金，以爲防避通貨膨脹之樊籬，竟乃不可取得。防避通貨膨脹之禍患之另一媒介品，則爲購買外國證券。然資本輸出已被禁止，而購買外國證券（大部爲富人所爲）又非設法躲避政府企圖獲得國外差額以便購買軍火之努力不爲功（尤以在戰事期間爲甚。）事實上，在大戰期中，法國人民以愛國之理由，則正在被人慫恿提供其所藏之外國證券也。固然，如就彼之在一九二一及一九二二年能以購得美國股票者而論，不只免去執有國內證券所受之損失，且一般均得極大之利潤。

至彼之因具有國內財富，以防通貨膨脹之禍害，而得最優良之保衛者，自推商品執有人。在通貨膨脹循環之程途中，躉售物價飛漲達百分之七五〇以上。當此整個期間，執有商品者，必有人在，

則凡執有貨物者，幾可完全免去佛郎跌價之惡果。試將躉售物價之高漲，加以分析，可以指出諸如棉花、羊毛等製造原料，以及紫銅與其他非金屬等，各漲起若干。一九一四至一九二六年間，礦產價格平均躍進百分之九二五；紡織材料躍進達百分之一〇〇〇以上。畜產漲價，最高約以百分之四五〇為



第二圖 一九二八年法國之基本指數(當一九一四年之百分比)

止，但穀類則過之，約達百分之七〇〇。至其他奢侈品如糖、咖啡及可可茶，飛躍之程度則約與一般物價平均數之升進相同。

當通貨膨脹發展至末一情態時，工業股票價格，亦有極大之飛躍。惟吾人觀第二圖可知，股票價格以佛郎計算，固漲高百分之三一五，但以金價計算，對於投資者仍係損失。工業之活動，在全部通貨膨脹期間，始終以高速度繼續進展。在戰期中，法國工業以全部力量，製造軍用品。戰事初停時，浩大之復興動作，又催動工業之活動。迨至通貨膨脹之投機階段時，物價飛騰暴漲，工業活動，因又受其鼓舞。就全般而論，法國工業上活動與農業上活動之比例，並不如英美之以前者佔絕大之優勢。因此之故，此種工業活動對於佛郎跌價之不利影響之改善效力，實較為微弱也。

法國在通貨膨脹期中，房地產之執有人及購買者，較之固定收益證券之執有人，乃處於頗為有利之地位。房地產之平均價值，吾人雖不易覓得，但一分析大規模人壽保險公司所執之不動產，則通貨膨脹對於房地產之影響，即可得一十分滿意之指示。據查，房地產賣價之降跌，幾與佛郎跌價之程度相等時，房地產之收益，以時價照算，終較債券之收益為多。在某一限度之內，法國房地主

亦曾遭遇德國房地主在通貨膨脹期中所遇之困難。法國衆議院會議決防止房地主之增租及退租。惟在通過此種法律之前，租金業已提高，故房地主設不先事增加租金，其收入必不能若是之高也。

至於有固定收益之證券方面，其降跌則甚劇烈。票息之價值，降至戰前價值五分之一。此外，證券面價之跌落，似應以息票價值之損失爲限度矣，然其跌落之程度，甚且過之。此因當通貨膨脹期間，利率高漲，具有固定收益之證券，市價自然低降。在政府證券價格最虛弱時，若干種之法國債券，賣價之低，只當票面價格百分之一〇。

關於儲蓄存款方面，佛郎價跌，儲款之值自當隨之俱降。有趣者，德國通貨膨脹期中，極多時間，均向銀行急劇提取其存款，惟在法國，除去一九二六年經濟恐慌中，曾有數月之例外情形外，其餘時間，均無擠提存款之事。反之，有時佛郎儲蓄存款日漸增多，但其真值自然大形縮減也。

法國通貨膨脹之影響，上圖已繪出其圖像矣。在圖中，各種數值均分別用黃金及幣值已跌落且已低降之佛郎表示之。



設有人焉，對於法國通貨膨脹情形，其主要宗旨，在求得一防避通貨膨脹之妙着，則吾人爲此類人物之利益起見，似須另加說明。第一，法國並非有極多大公司，工業極爲發達之國家，此與美國之情形不同。就一般而論，法國之製造事業，規模較小多多，且依本章上文所述，工業股票平均數，幾不堪與爲描畫美國紐約交易所股票價格運動之任何著名平均數相比擬。

而且一平均數，在其本身內，即隱蔽各個證券及特種工業全類證券之分歧運動。例如，法國礦業股票價格大漲，足使執有人免除通貨膨脹之影響，而工業股票平均數，則大謬不然。

另有一因子，用平均數所未顧慮及之者，即爲通貨膨脹期中之股息收入。許多工業之股票價格，雖未能完滿保障執有人之利益，但支付之股息，則超出尋常息率多多。

抑有進者，在以商品價格之上漲，與工業股票價值之變動作比較時，吾人務須考慮到，執有商品者並無進息可得之一事實。在通貨膨脹進展之十四年間，利率五釐之複利，足以雙倍其本金也。

## 第五章 美國對於通貨膨脹之經驗

美國在其短短之歷史中，已經歷數種形式不同之通貨膨脹矣。綜其膨脹之次數，主要者共有五起。內爲籌措大規模戰爭費用而採印發紙幣途徑者兩次，信用膨脹者三次，在此三次中，有一次則爲政府強制之形態也。茲以各次發生次序之先後，將此五者略一討論之。

### 一 大陸通貨膨脹

在美洲各殖民地爲獨立而戰爭之初期，革命軍之供給及軍火，不得不以任何犧牲而取得之。一七七五年，大西洋西岸，除英幣及其他歐洲貨幣外，在數處殖民地，有不顧英國之禁止而發行之貨幣。大陸議會已批准發行紙幣，而以議會之完整及公有土地之價值爲保障。後者之範圍如何，尙不可知。至土地所有權，則須賴一無訓練之軍隊，以革命建立主權之成功保證之。

大陸議會，嘗爲籌措兵餉及購備軍需品之用，開始印發紙幣。惟爲抵補紙幣之跌價起見，自不能不增加其發行紙幣之數量。所發紙幣名之曰大陸幣（Continental currency）；此幣之價值，對於商品及黃金而言，其跌落頗速；以此新國家黃金之供給甚微也。在首次發行紙幣之三年內，食物費用狂漲，致一桶麵粉之價，高至一、五〇〇元，一磅牛油之價，高至一二元，而茶及咖啡等奢侈品之價，尤且過之。一般平民，多用物物交易，不以貨幣爲易中品（means of exchange）焉。

經過四年戰事之後，新政府向各邦徵供，已收集若干現金，並向法國及表示同情之其他歐洲國家借到款項。故大陸議會得於一七八〇年，以面額四十分之一之價值，兌收大陸幣，美國革命時代之通貨膨脹於焉告終。

以此一通貨膨脹產生之情況觀之，此次膨脹在美國歷史上，乃爲不折不扣之政府強制實行形式之通貨膨脹。但此一通貨膨脹對於以貨物換得貨幣之人，所生影響之嚴重，並不因係政府強制形式而稍減也。

## 二 「野貓」銀行

如欲瞭解隨「野貓」銀行時代而來之通貨膨脹，必須推原於美國第二銀行（2nd Bank of U. S.）之業務，並考查各邦銀行保守性質之營業。所謂第二銀行，即企圖節制國家銀行（彼時大部分為各邦銀行所組成）之中央銀行也。因此銀行所採行者為通貨收縮政策，故已不孚衆望；在一八三二年之總統選舉運動中，亦引為一政治上之爭論點。傑克遜（Jackson）氏，原為反對設立中央銀行者，既膺衆選，乃拒絕該銀行特許狀之展期。

因此一舉，乃開各邦銀行實行信用膨脹之途徑。各銀行均進行大規模之信用膨脹，蓋當此時以高率利息，貸款與在西部經營投機性質之開發工作者，正為營利之絕妙機會也。據查，各邦銀行之放款，（大部分為供給西部土地投資之用）由一八二九年之一三七、〇〇〇、〇〇〇元至一八三四年增至三二四、〇〇〇、〇〇〇元，至一八三五年又增至四五八、〇〇〇、〇〇〇元，至一八三六年又增至五二五、〇〇〇、〇〇〇元。至一八三七年，美國政府下令凡購買公有

土地必須交付現金，於是此一投機之水泡終被戳破矣。因土地投機大部分係賴銀行信用之維持，今爲命令所限，經濟恐慌乃緊隨而來，加以通貨急劇猛烈之收縮，許多銀行於是倒閉矣。

當時美國以未開發之財源而言，人口尙少，而供給甚豐，故此次通貨膨脹對於物價之影響，並不如預料之大。然在短短兩年中，物價已漲高百分之三十。

一八三七年經濟恐慌之後，又有另一通貨膨脹發生，大部分係因棉花投機，其形式較爲緩和。各邦銀行之管理欠善，各行旋即開始新信用之擴張。「野貓」銀行，仍續有開設。「野貓」銀行之名稱，係由於各行皆開設於偏僻之處，銀行委員不易到達。因此等地點爲野貓往往降臨之處，故此幽默之名稱，加之於銀行。在銀行委員首途赴某一銀行檢察時，即由其他狼狽爲奸之銀行將現金銀先期送到，及銀行委員到達之時，必發現該行存款確有充分之保障。據云，銀行委員巡迴視察時，在數家不同之銀行，所發現之現金銀，竟可認出同一之金幣，但尋得詐欺之證明則甚難。

### 三 南北戰役時之綠背紙幣

美國南北戰役開戰時，因政府信用甚低，即使政府願出極高之利率，各銀行亦不願吸收聯邦債券，故政府決定以虛幣政策籌措戰費。財政部長雖竭力勸告國會，開設若干國家銀行，以便政府利用之以發行債券，籌集款項。無如國會起初時竟決定試發法幣（legal tender note）。此項法幣，以其顏色之鮮豔，旋即被人稱作綠背紙幣；在發行之後，幾立即跌價，所值較金元為低矣。

戰費之主要部分，雖均經由嗣後設立之國家銀行，以政府發行債券辦法支付之，但綠背紙幣所具有之通貨膨脹性質，終於促使戰爭期間之物價漲高一倍。綜計南北戰役所費，約達二、五〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，就中由發行虛幣籌得者，僅為四五〇、〇〇〇、〇〇〇元。餘額即代表政府新發行之債券也。

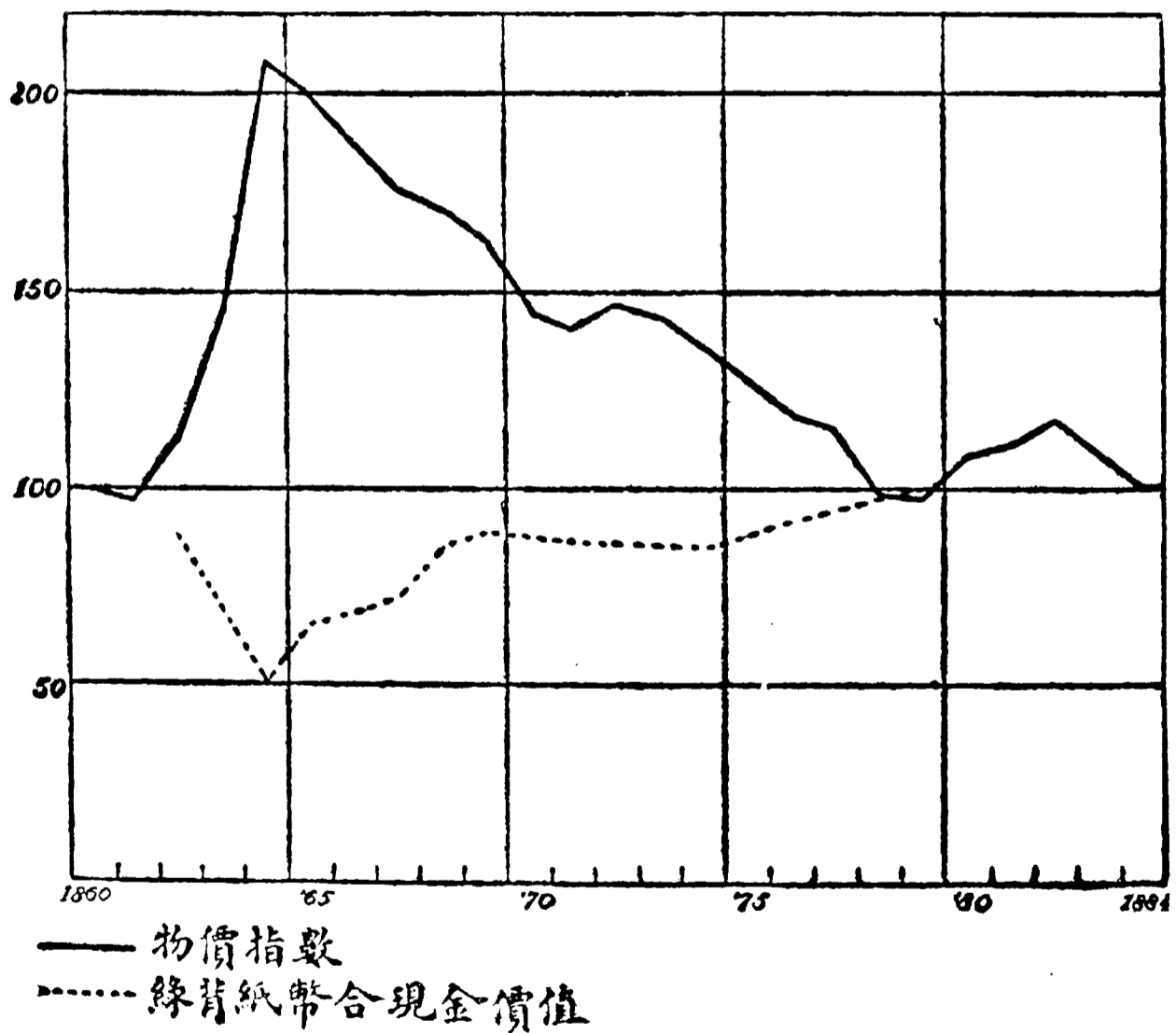
綠背紙幣為膨脹性質之貨幣，即在所有貨幣已足供給全國商業之流通媒介品時之額外新增數。此種貨幣膨脹之外，復加之以信用之膨脹，於是二者相合所造成通貨膨脹之程度，與歐戰期間美國之通貨膨脹相似，且其及於物價之影響，亦大略相同。與任何通貨膨脹——不論為戰時政府強制形式，抑或為私信用膨脹——同，美國南北戰役期間，大規模之投機亦同時發生。惟此時則

為戰用品投機之形式耳。

發行綠背紙幣之影響，已解明如第三圖。在此圖中，凡幣值跌落之程度，及物價上升之運動，均得指明。

至南北戰役告終時，物價驟然下瀉，其後繼續保持跌勢者凡二十四年。在此期間，現金銀之償付，自戰端乍起時，宣告停止後，迄未恢復，直至一八七九年一月，財政部着手以現金收兌綠背紙幣時為止。

美國勞工統計局物價指數，1860=100  
綠背紙幣合現金價值 \$ 1.00=100



第三圖 在法幣膨脹期中之物價指數及綠背紙幣合現金價值指數

## 四 自由公債之通貨膨脹

當美國參加歐戰之時，聯邦債務尙少，惟財政部爲籌措龐大之軍費，幾以一夜之時間，即須募集數千兆之巨款。如此巨額，自不能完全恃徵稅籌辦，故政府盡力以債券售之大衆以獲得資金。

嗣後不久，證明全國之流動儲金，不足隨需要而迅速供給以資金。政府在加稅與募債二者之中，終以加稅不能籌集甚多，故仍採行將債券售與銀行之方策。聯邦準備銀行購買政府債券，供給各銀行以巨大之準備額，於是各銀行，利用此項準備額，將債券之購價，記入政府之存款帳。政府即以此項存款爲基礎，開出支票償付戰用品。但政府之支票，又轉而復存入銀行，於是由此造成之超額信用，即以熟知之開寫支票方法，付諸流通，形成商業中之購買力矣。

戰事費用愈增加，自由公債發行亦加多，則通貨膨脹程序之進行亦愈速。膨脹中流通媒介品之數量一增大，物價因之高漲，而維持戰事開支，不得不需要更多之收入。美國在未參加世界大戰之前，聯邦債務總數爲一、二二五、〇〇〇、〇〇〇元，大戰停後總債額約增至二五、五〇〇



、〇〇〇、〇〇〇〇元。此項內債之中，一大部分係爲銀行所吸收，至流通中過量之購買力（卽用支票提取之膨大活期存款）在大戰過去以後依然存在。

##### 五 「新時代」信用膨脹

過度投機活動，與平常投機，重要不同之點，乃在該項新危機之產生，在頗長時間中，足以增加投機事業繼續有利之概然率。易詞言之，過度投機可以幫助產生所預料之價格上漲。

在一九二六至一九二九年，美國股票交易所之價格上漲，卽爲上述結果之明顯例證。股票價格上漲，招致價格看高進一步之投機。加入市場者，均向銀行借得巨額款項，此項資金大部分又係銀行專爲此項用途新創造者；故結果投機所得之利潤，實際上又供給商業繁盛之資本，而彼時出現之商業繁盛，又保證證券價格上漲之市場。如銀行永遠準備產生新信用，此種程序實際上卽漸累漸增。蓋新信用一經產生，則始而變爲購買證券之購買力，繼而形成投機者之利潤，終而出現於商業界中，變爲對於許多種貨物莫可捉摸之需求。

至一九二九年爲止之繁盛期間中，有可駭異之畸形狀態甚多。股票市場之旺盛，無疑卽爲其中之一。其次卽爲建築工業之極端繁榮。第三則爲在佛羅里達 (Florida) 及其他若干大城市達奇異高度之全國土地價格飛騰。

股票市場之興旺，全賴信用之供給。此需有空前擴張之經紀人借款，與全國各處銀行對於得各該地方銀行輔助經營投機之人士，以及對於在華爾街上從事買空賣空營業者之借款。

建築工業之繁榮，同樣需要鬆動之資金。僅只龐大數額以異常低率利息供人利用一點，已足促成建築投機狂，形成新時代 (New Era) 之特色。因各大城市中，極大規模之旅館，及顯然毫無必要之官廳建築，既已造成，則狂妄之人士，必有取得巨額款項之可能。

遍及全國地產之漲價，在佛羅里達及美國其他若干地方，已達有害之地步，自亦同樣藉助於鬆動之資金。在銀行中，信用枯竭，與信用充盈，均足以促使地產興盛之死亡。

由此可見，此新時代中驚人之畸形發展，其先決必要條件，卽爲有大規模之銀行信用以低率利息供人利用也。何以有若是之多之鬆動資金供人利用耶？其答案，吾人可於在彼數年中之聯邦

準備政策中尋得之。

吾人可以回憶，在一九二四年之春季及初夏，美國商業及物價，已漸形傾跌，且同年之後六個月，聯邦準備銀行在公開市場上大規模收買證券，其目的顯然在扶持物價水準。因此之故，使各會員銀行產生超額準備，並使其可以遠超過所有儲金之數額，舉行投資及放款。在一九二七年，商業活動及物價，重現疲勢之時，聯邦準備銀行在公開市場收買證券，又給各銀行注入一次信用膨脹劑。與過去一九二四年相同，由是各銀行之準備，增加約達二萬五千萬元之多。

## 六 「新時代」通貨膨脹之影響

此種所謂通貨膨脹之程序，對於商業界，更由是而及於平均人（average man），自具有重要而有趣之影響。因新造成之貨幣及信用，對於貨物之需求，必隨之增多。因此過量之需求，遲早必促物價漲高，並使一般商人獲得意外之利潤。所以名為意外利潤者，以其完全係商業界本身勢力以外之影響所造成也。實際上，商人甚少得知其暫時幸運之根本原因，竟冒然信任彼等本身之經

營能力。當此期間，投機盛行，故如此種程序果進行甚久，使其影響滲透所有各種型態之經濟生活，則以毫無所事卻擬所有得之空前慾望，必滋生發展。在通貨膨脹進行中，連續發生之事實，竟然使此種樂觀之希望往往實現，致致力各種生業之人，咸以為：支出少許之勞力，在長期中即能享受極多之利益。此時之新青年，因見先人所述之格言，被人破壞，並無任何苦楚，於是得出「已往之智慧，盡係欺人之談」之結論。若干年代養成之習慣，即使其中若干原不無真實價值，但在爭趨掃除陳腐語言之束縛，清除向「新時代」進行之路途中，竟將其完全推翻矣。

## 第六章 通貨膨脹指數

根據以前數章所述，可知通貨膨脹並非罕見之事。自然，一貨幣單位之價值，過度降跌，以至完全廢棄如德國者，並不常有。惟在實際上每一商業復興時期，尤其達到投機繁榮之階段時，實即含有某種程度之通貨膨脹。然則求得一實用方法以測定某一時間存在之通貨膨脹之程度，對於經濟前途在危險中之所有人士，誠為極端重要。

提及此點，吾人可以重加說明，通貨膨脹指數，乃為用科學眼光判斷通貨膨脹對於復興工作之價值時所必不可少。除非通貨膨脹之提議者，知曉通貨膨脹究竟已否達到頗深之程度，則如以商業趨勢或選取他種相類指數，表示通貨膨脹之程度，其結果當然無用。彼之無自通貨膨脹取得利益之把握者，必亦甚關心一確定之判別標準，蓋對於企圖得到保障以便免去通貨膨脹之危險者，惟通貨膨脹指數，始為唯一之安全指南針也。

再者，防避通貨膨脹，以在物價未上漲，投機活動尙未過度時，卽行所有舉措，乃最爲安全。若等待至商業已超過常態，一般物價高於今日時，始採取防衛措施，則在物價較高時再辦理委託，必遭遇極大之危險。

在前面一章，吾人曾指明，在商業上大部分係用支票交易之國家，其通貨膨脹，幾可確定爲信用膨脹之一類。在此種信用膨脹之下，銀行投資形式之資產，必大於所有儲金形式之負債。其情況可由銀行之資產負債表反映之，吾人利用各方按期發表之材料，可以測定此等重要項目如何，從而得知究竟已否達到不當之擴張——換言之，卽上文所謂之通貨膨脹也。

#### 一 收束作用

當然，凡從上文所論讀閱至此者，必深知在通貨膨脹之反對方面，亦可以發生誤用貨幣信用機構之事。易詞言之，銀行產生之貨幣信用，數量或有不足之時，或者大衆屯藏貨幣，亦足產生同樣之效果。就事實言之，銀行應放債以供商業上應用而竟不放款，斯乃罕見之事，至政治上人物對於

此事主張如何，則姑置不論。而貯藏大批貨幣，事亦極爲鮮見。然而，在一九三三年冬末春初，此兩種誤用貨幣信用機構之事，一時確會同時存在。（大衆屯藏貨幣之舉，曾繼續若干時間，至一九三三年二三月又劇增。）

此項舉動，吾人名之爲「收束作用」(constriction)，「收束作用」之效果，在此無須詳細敘述。惟此爲或有之事，其嚴重程度遠超過平常之通貨收縮（超額投資形式資產之清理，）故此種貨幣信用制度之誤用，恰爲通貨膨脹之反面。

## 二 所用之資料

因信用購買力，苟有有餘或不足，既可在銀行之活期存款中表現出來，然則儲蓄銀行既不辦理活期存款，故可置之不顧，吾人必須顧及者，乃爲全國所有之商業銀行。

吾人引以爲幸者，即關於每一商業銀行之資料，雖然不能如吾人之願望而隨時取得，但聯邦準備銀行下負有報告義務之各會員銀行之每週報告，足可供給吾人作一滿意計算之基礎。此外，

各銀行均有定期結算日（通常每年四次），故可獲得聯邦準備銀行所有各會員銀行之資料，並可核對根據每週資料之計算，以明其出入並不甚大。固然，有許多商業銀行並非聯邦準備銀行之會員，但吾人另有兩種憑藉，可以隨時糾正估計數。一則為包括存款保證制度下所有銀行之報告，一則為貨幣司長（Comptroller of the Currency）之常年報告，均可供給所需之資料。且因活期存款，大部分乃在聯邦準備制度下之會員銀行，故與所有商業銀行之總估計，必不至有極大之錯誤。

決定流通中超額購買力之數額，必須從呈投資形式之全部資產中，減去定期存款及資本基金等負債，蓋此等負債應與該項資產相符也。此二項相減所得之差額，即成全部活期存款總額外之淨增數，而無製成正運往市場之貨物足以相抵也。是以當此種超過數額一發現，通貨膨脹即在矣。此一差額之趨勢，如上升也，則表示通貨膨脹加強，如其下降也，表示通貨收縮。

惟有若干項目，吾人尙未提及，必須酌量情形辦理，不可一概而論；且通貨膨脹指數之限制，亦宜記在心中。良以此膨脹指數雖有極大價值，但如以應用者而論，此指數究非剔除將來種種一切



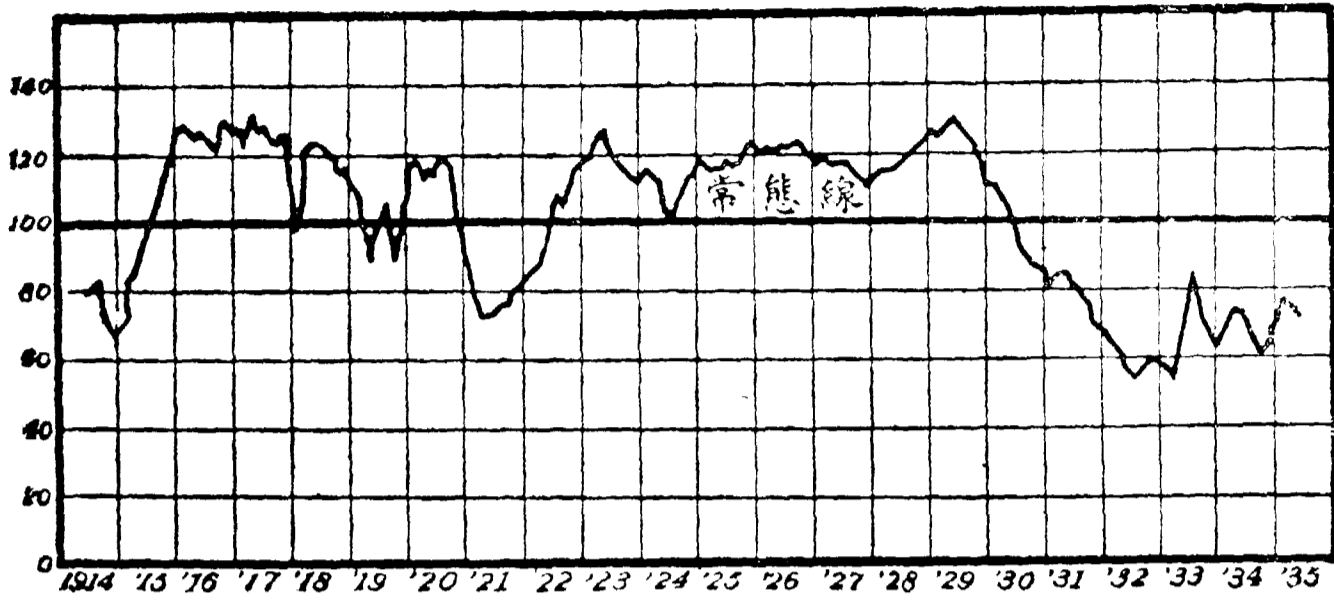
變化之完善預測工具也

### 三 所顯示之資料

下列第四圖之比率數，即哈爾武德（Harwood）氏通貨膨脹指數。編製此指數之時，超過代表製成並運往市場貨物所必需之購買力之貨幣數額，既依上述方法求得，則此數額，即由活期存款淨額加上流通中聯邦準備及各國家銀行鈔票之總數中減去之。所得餘額自為並無通貨膨脹存在時所需之購買力總額。自然，此一總額隨商業活動之變化而時時變動。惟以此一總額為基礎（在任一特定時間）並以流通中購買力總數為其百分數表示之，吾人乃得一系列數字，用此數列，足可表現在通貨膨脹程序中超額購買力增減變化之比較意義矣。

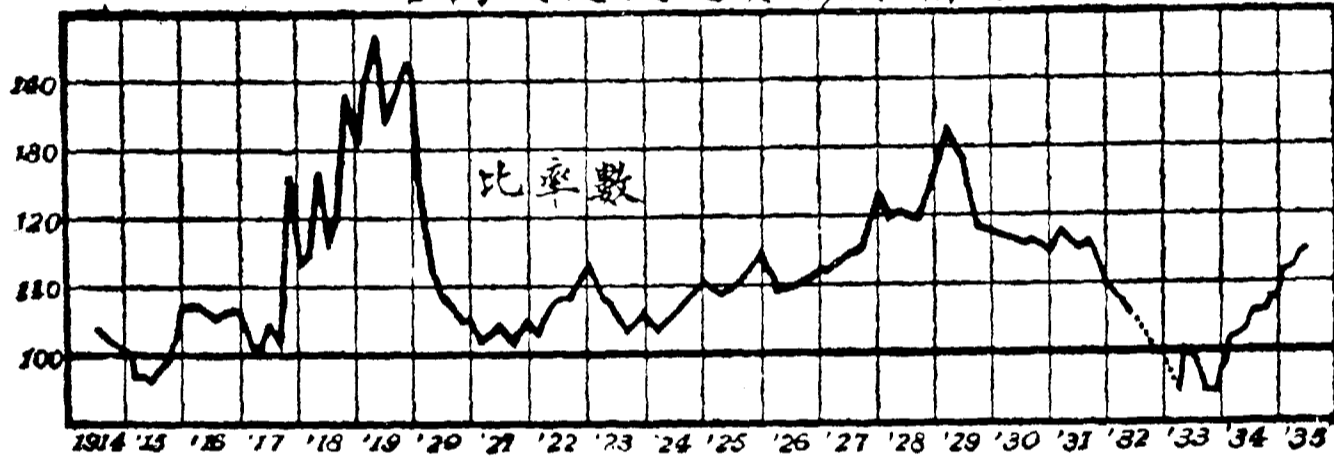
上述方法，如舉一例，似可較易瞭解。假定某日投資形態之資產（證券投資加證券及房地產放款）為二〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，並假定銀行中全部儲蓄存款加上資本資金，為一八、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，則流通中之超額購買力總數，即為二者之差，即二、〇〇〇、

# 工業生產

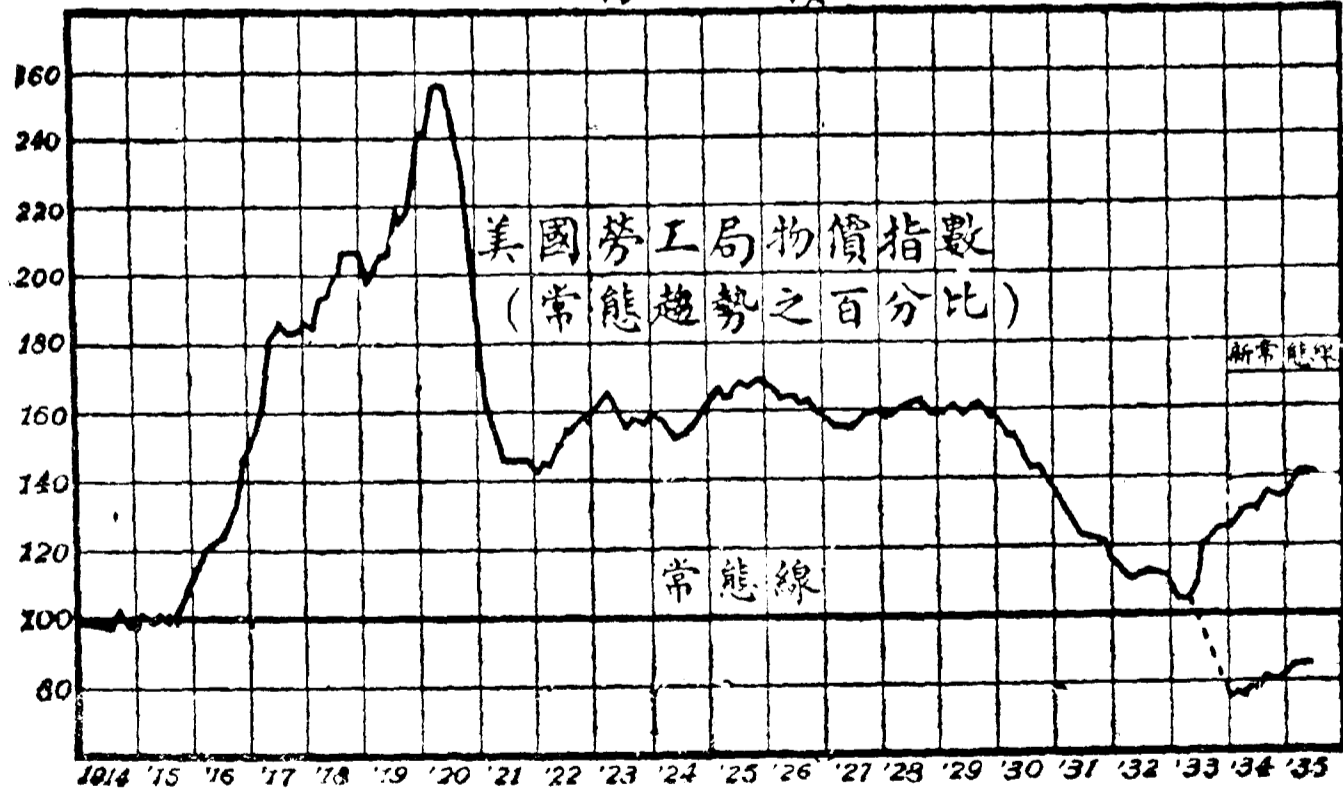


通貨膨脹

# 哈爾武德氏通貨膨脹指數



# 物價



六八

第四圖 美國之生產購買力及物價基本指數

〇〇〇、〇〇〇元。

假如在同時，全部活期存款，加上流通中之銀行鈔票，總數達一〇、〇〇〇、〇〇〇元，則通貨膨脹未存在時應需之總數，必爲八、〇〇〇、〇〇〇元。以通貨膨脹未存在時應需之總數（八、〇〇〇、〇〇〇元）除實際總數（一〇、〇〇〇、〇〇〇元），得數爲一二五，此即哈爾武德氏通貨膨脹指數之該期比率數也。（第四圖之曲線，在美國特准銀行延期付款令前之九個月間，曾有間斷，此因當時許多銀行倒閉造成混亂情形，並資料不足之故。）

在第四圖上，吾人可以看出，通貨膨脹指數，早自一九二九年即有下降趨勢，稍在工業生產決著點之前，而遠比股票跌落之期爲早。本指數在蕭條時間中，確不會盡其前導職責，惟此一事實，或即反映出以商業及金融上暫緩作必要整頓，企圖阻止清理巨潮之努力。顯然，該種努力僅拖長蕭條期間而已也。

在一九三三年，即銀行延期付款之前後，曾有如前所述之收束作用。此已由通貨膨脹指數之

負數表示之。在此必須指明者，在一九三三年春末，已有微小程度之通貨膨脹，以致促成該年中之商業及股票市場之旺盛。過去數月，存在之通貨膨脹性質購買力之總額，曾步趨上漲。自是年二月後工業活動即不隨通貨膨脹指數之趨勢而進退。此並非表示此指數已失去其預測之價值，惟表示一部資金被無數之小商業及私人所吸收，以恢復彼等之活期存款帳，並用之購買業已集積甚多之存貨（現正日趨減少）耳。

#### 四 近年變動之原因

若干矛盾勢力合而組成哈爾武德氏最近數月通貨膨脹指數之全圖。最占勢力之因子，即為美國商業銀行購買數千兆之政府債券。商業銀行為償付此項債券，即以新信用登入美國財政部之活期存款帳，此種活期存款又以支付程序而轉入私人或商業之手。

在商業蕭條期間發生之信用收縮，至一九三三年初之銀行緩付存款而告終止。自是厥後若干重要變動發生。

以現在資料與一九三三年三月之資料比較，可以看出已發現根本變動者，惟有四項，與銀本有極端重要之關係。投資由一一、四二〇、〇〇〇、〇〇〇元增至一六、四九〇、〇〇〇、〇〇〇元，增加在五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元以上。此增加數大部分，係由於購買政府債券而成。又聯邦準備銀行所購政府債券，總額亦增加五六六、〇〇〇、〇〇〇元。

在一九三三年三月，商業銀行之證券放款，總額為四、五五〇、〇〇〇、〇〇〇元。現在為三、七九七、〇〇〇、〇〇〇元，約減少七萬五千萬元。

一九三三年，屯藏貨幣致生收束之作用，至銀行恐慌之後而減低。在銀行緩付存款之時，屯藏貨幣總數達二、一五〇、〇〇〇、〇〇〇元之多。緊在美國政府收黃金為國有之後，屯藏之數即驟形減縮，至一九三三年末竟減去一千兆元以上。時至今日，據聯邦準備局之估計，貨幣屯藏總額約為六〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。

吾人既將銀行中此種重要變動加以分析，可知其中具有通貨收縮性質者僅有一種而已。證券放款減少七五〇、〇〇〇、〇〇〇元，一部分抵銷由提用屯藏貨幣而生之恢復膨脹之影響，

一部分抵銷商業銀行對政府及私家投資之增加，一部分並抵銷聯邦準備銀行購買政府債券之數額。

定期存款，本應代表儲蓄，乃在此期間竟增加不多。在一九三三年三月，原為八、七〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，現在只為九、一五〇、〇〇〇、〇〇〇元。此一增加額一部分，已為建設金融公司（Reconstruction Finance Corporation）對於商業銀行放款之減少所抵沖。一九三三年三月，此項放款約為七千五百萬元，現已減少二〇〇、〇〇〇、〇〇〇元矣。

##### 五 美國政府強制通貨膨脹之進展

美國業已發軔之通貨膨脹，顯然為政府強制之一類。為對於在此方向之趨勢，作一最好之估價，必須考察過去數年中政府之理財，並測量銀行吸收政府新債之程度。

政府債券所代表之聯邦公債，已由一九三〇年末之一六、〇〇〇、〇〇〇元，增至現在之二八、〇〇〇、〇〇〇元以上。銀行執有之政府債券，總額則由略超過

五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元之數，在同一期間竟增至一二、五〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。此一可驚之增加額，吾人若憶及在彼一期間會有數千銀行業已倒閉，且全國銀行儲金，幾降低三分之一時，則益爲驚動矣。

除銀行之外，其他機關及私人之政府債券執有量，至一九三一年中間爲止，實際已形降低。在一九三一年中季以後，增加數亦僅四、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元，而銀行執有額之增加，則爲七、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。

大衆只知全國之政府債券執有量增加，表示流動性增強，一般銀行情況見佳也。實則大謬不然。夫此種政府債券之持有量，如不貶價出售，損及銀行資本，其一般流動性甚少，乃十分顯然。在他一方面，如認政府債券持有量之全部增加量，卽足代表銀行以信用供給政府耗費之通貨膨脹發端，亦不正確。吾人不應忘記，在同時期銀行他項投資之清理，內證券放款卽達一二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元至一五、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元之間也。

銀行持有之政府債券，實際增加額，以其最終效果觀之，原可視爲通貨膨脹性質者，現在大約

不過三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元。此一估計數，乃係經精細之計算而求得，此處如加復述，本文必爲之大爲延長，尤須申明者，即使銀行購買之政府債券，如上所述，或已供給政府以三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元之膨脹購買力，實際上已用出而傾入商業界中者僅爲該數之三分之一。

當前之重大危險，絕非因現行持有政府債券數額，以致發生所預料之通貨膨脹之直接效果一端而已。其困難乃在下列一事實：各銀行爲保持地位，不得不維持政府信用。保持此巨大持有額之市價，已成銀行以及聯邦政府之要務。結果，政府一有虧空，卽以債券售與銀行得款以彌補之。此種程序繼續進行，可至無窮之將來，且出售債券之實收額，呈活期存款形式備美國財政部以支票提取，卽由此被迫而達於商業界，自不免發生種種之通貨膨脹之效果矣。此一程序，恰與法國前此所行者相同。法國行此程序有七年之久，直至全國人民強迫政治上人物放棄其解除困難過於容易之辦法時爲止。美國今日所行政策與之或不無相同。如此言不虛，有兩點實際結論，可以推得。第一，將來必有極大之通貨膨脹，結果必有更行低降幣值之事。第二，關於此方面智識之傳佈，以及情事演進之普通瞭解，乃爲防此程序釀成大害之唯一且最佳保障也。



