



561.9  
941  
(696)  
2

1078

WORLD FINANCE SINCE 1914

by

Paul Einzig

戰後世界金融史

著 希 席 恩  
譯 修 家 宋



中華書局印行

## 序言

一九三五年確是世界金融史上很可注目的一年。這一年中，全世界的通貨緊縮都告一段落而屈服於「通貨復元」(reflation)的不可抗力之前了。這時候來回顧一下過去二十年間世界金融的發展，想不是不合時宜的吧。

過去約六年間，著者關於金融上各個時期各種問題，特別是一九二九年以後，已寫過好幾冊書了。現在寫這部書却抱着更大的野心。本書所討論的範圍，是從金融狀況反常的歐洲大戰勃發起以至目前將近二十一年的金融史。這個期間的前半事實上已成定案，我們很可用純粹歷史研究的態度去考察它。即是世界經濟恐慌勃發前的各種事情，現在也可以用更冷靜的眼光去評斷了。

著者在這裏有幾句話要聲明的，就是自以前幾冊書出版以來，他關於種種很重要的問題的見解，已經有了改變。經過幾年光陰，過去的事象已容許從和當時完全不同的視角去觀察了。特別是，它們對整個發展傾向的相對重要性，到今天更能够予以正確的判斷。祇須舉一個例，當一九三一年時，著者以為在世界金融上法國偏於政治的態度，乃是引起世界恐慌的最大原因。但現在他已知道不然。法國只是為各種根本勢力所逼迫，做了一個執行者，或者更正確些說做了許多執行者之一，而使那不可避免的影響出現

罷了。固然著者認為法國當時所採的金融政策確要對恐慌負一大部分責任，但相信在一九二五年至二九年間各國爭相安定通貨的情勢之下，一個深刻的恐慌的勃發只是時間的問題。縱令法國政府沒有採取如著者當時所責備的、破壞的政策，這個恐慌的勃發恐怕仍是不可避免的。

著者對於貨幣問題的意見也已改變。他固然一向不是嚴格正統學派的追隨者，但過去五年間事態的展開，却使他和十九世紀的古典學說相離更遠了。他既不敢苟同於某些人相信通貨魔術師的戲法 (monetary conjurers' tricks) 會於世界的不幸有何補益；同時對於主張不顧一切去維持貨幣制度的現狀的人們也絲毫不表同情。在近年通貨復元傾向的影響之下，他比過去更決定地成為計畫的、穩和的通貨膨脹之信奉者了。

著者覺得他這種見解的改變決沒有可羞恥的地方。自然，那些主張自己的見解既經形諸筆墨發表於世，就應始終固執，隨便在甚麼情形下也不可變更的人們是會要嘲笑他的。這就是他們所謂節操。不過著者却認為，在改換的環境影響之下改正自己的態度，並不是和節操相牴觸的。反之，背離事實，規避真理的人纔真是沒有節操，當得起頑迷兩字。常只有道德的怯懦者，智識的不忠實者才會是這樣。心地坦直的人，看見新事態的展開，必須改變意見時，就要毫不遲疑地改變，並且毫不遲疑地承認已經改變了。

批判過去二十一年間各種貨幣政策的時候，著者自不免要對過去的政策有所指摘 (jobbing bar-

ckward)。但是，不有指摘又何貴乎其爲歷史呢？一個歷史家批判過去某項行動，並不是說倘若是他自己就不會犯那種錯誤。歷史家的任務只是要指出，由它的各種後果看來，那行動確係錯誤了。過去的經驗只有加以批判的檢討，才可把它利用於現在。但批判不一定是責備的意思。摘發其錯誤固然是必需的，但究明所以促成這種錯誤的情勢，似乎更爲重要。例如著者認爲過去十五年間種種困難，實皆由於戰後的政治家們希圖阻止一時的商業盛況（commercial boom）而採用高利息和信用限制政策所致；殊不知戰後物價的漲勢乃對於大戰中虛擬財富（fictitious wealth）激增的一種修正運動。著者認爲當時應該採行的政策是聽物價自然騰漲，而以盛況所達到的極頂爲基準把所有通貨都加以貶值。果然如此的話，全世界遭受的緊縮災害也許可以避免，通貨膨脹恐慌及其後的不景氣也許會要減輕些。這都是過去幾年的經驗指示給著者的；但並不是說，倘若一九二〇年時他自己身當其任的話就定會照這樣做。人類是從嘗試和錯誤學習，非難一九二〇年的政治家、銀行家、經濟學家不具備一九三五年的知識是不合情理的。

只有那些到一九三五年仍舊不具備一九三五年的知識的人就須得責備。即是到現在，竟還有許多人，不肯考慮一九一四年以來所發生的根本變化，他們仍想拿戰前的眼光去評斷戰後的事象。本書中所責備的，不是在過去沒有先見之明的人，而是不肯接受過去經驗的教訓的人。

著者在本書中特別着重兩點，雖然像是越出本題以外似的。第一點是很容易被大家輕忽的虛擬財富激增的事實。他相信自一九一四年以來實際財富未能隨虛擬財富增加而增加，因以形成一種根本的不均衡狀態，要打破這種狀態，不把紙的財富(paper wealth)加以削減，就得增加實際財富的創造。這種不均衡狀態存在一天，真正的安定是始終建立不起來的。其次一點是，貨幣政策如其不是有計畫的，並且作為整個經濟計畫之一部分而施行，無論如何不能產生滿意的結果。自一九一四年以來，通貨膨脹，通貨安定，通貨緊縮，乃至通貨復元，無一是合乎這條條件的，其不能產生滿意的結果乃屬當然。著者深信根據過去二十年來的經驗，單只貨幣政策本身決不足以解決進步和繁榮的問題。要解決這些問題，唯有為進步而犧牲一部分經濟的自由；因為，進步是和安定不能分離的，而要達到安定，唯有實行計畫經濟之一法。

至於著者心目中的計畫經濟，究竟如何，那是屬於本書範圍以外，故不詳論。簡單說來，著者固然不否定私有財產，不過認為為人類一般的進步和幸福計，私有財產的使用應該以公衆的利益為依歸，酌量加以控制和管理。著者固然承認個人的創意是進步所不可少的條件，不過覺得也應該和一般的計畫相趨合才好。著者固然主張企業的國有是例外而不是原則，不過以為私企業的活動有加以管理或糾正的必要時，國家應該毫不遲疑地予以干涉。

除非計畫經濟已被充分採用，貨幣政策那怕運用得怎樣巧妙也不會產生滿意的結果的。著者相信

全世界普遍採用計畫經濟只是時間的問題。同時認為貨幣政策所當採取的最賢明的途徑是把一切通貨都大大加以貶低，而在遇到重大事件發生時可隨時停止或更改的條件之下，再回復金本位。把死守金本位視為國民義務的思想，在這幾年間不知造成了多少的禍害。這種思想今後必須放棄。因死守金本位而付的犧牲和因安定而享受的利益，究否可以相抵，不能不有所權衡。切記幣貨安定是達到目的的手段而非目的本身。

一九三五年四月

P. E.





# 戰後世界金融史目次

## 序言

第一章 總論.....一

第一編 通貨膨脹.....二三

第二章 何謂通貨膨脹.....二三

第三章 一九一四年前後的世界金融.....三三

第四章 戰時金融(上).....三一

第五章 戰時金融(下).....四〇

第六章 戰後通貨膨脹.....四八

第七章 戰後的混亂.....五四

第八章 戰後恐慌.....五三

第九章 再度膨脹.....七一

第十章 有限制的通貨膨脹.....八一

第十一章 賠款和戰債·····	八九
第十二章 總結第一編·····	九六
第二編 通貨安定·····	一〇五
第十三章 何謂通貨安定·····	一〇五
第十四章 由緊縮達到安定·····	一一三
第十五章 由膨脹達到安定·····	一二一
第十六章 國際的合作·····	一二九
第十七章 「黃金爭奪」·····	一三六
第十八章 國際貸款狂·····	一四二
第十九章 短期資金·····	一五〇
第二十章 黃金分配的不均·····	一五六
第二十一章 金融和政治·····	一六七
第二十二章 盛況·····	一七三
第二十三章 經濟的因素·····	一八〇

第二十四章	總結第二編	一八六
<b>第三編 通貨緊縮</b>		
第二十五章	何謂通貨緊縮	一九五
第二十六章	恐慌	二〇四
第二十七章	中歐的恐慌	二二二
第二十八章	英鎊的危機	二二九
第二十九章	通貨的混亂	二二七
第三十章	英鎊的稱霸	二三四
第三十一章	美元的危機	二四二
第三十二章	美元的稱霸	二四九
第三十三章	法國的危機	二五六
第三十四章	白銀緊縮	二六五
第三十五章	賠款問題的終結	二七〇
第三十六章	商業債務和恐慌	二七六

第三十七章	總結第三編	二八三
第四編	通貨復元	二九一
第三十八章	何謂通貨復元	二九一
第三十九章	英國的通貨復元	二九九
第四十章	美國的通貨復元	三〇六
第四十一章	德國的通貨復元	三二三
第四十二章	其他各國的通貨復元	三三〇
第四十三章	金集團	三二六
第四十四章	法國的通貨復元	三三三
第四十五章	金集團的晚境	三三九
第四十六章	總結第四編	三四五
第四十七章	結論	三五二

# 戰後世界金融史

## 第一章 總論

### 一 引言

過去二十年，無疑地是近代世界金融史上一個最有興趣的時代。這並不只因為我們對於自身的困難比那屬於前代人的更感覺得痛切的緣故。我相信，假如今後數十年的情形不致更甚於一九一四——三五年這時期的話，將來的歷史研究者必定會對於這個時期感覺特殊濃厚的興趣的。常有人說，一九一四年以後的景氣變動和恐慌，和十九世紀所經驗的那些並沒有根本的不同，只是數字上更加增大罷了。即使這話是對的，仍舊可正確地說，我們這個時期在金融的觀點上比以前任何時代都更有興趣些。只那動輒數十百萬萬的數字，已够使人迷惑了。前人對於他們數百萬的虧空，對於存款一二百萬的銀行的破產，固然是和我們今日對於數倍於此數的虧空數十百萬萬的銀行的風險同樣關懷；然而天文學的數字的出現，要想不令人驚駭，却是不可能的。

而且說今日金融上的發展所與過去不同者，只是數字的問題，是不對的。現代金融組織，紛繁錯雜，已



至極點，決非前代所能比擬。那些曾經煩惱着前人腦筋的原始的問題，今日仍然存在，而新增的極其複雜的問題，却恐怕為十九世紀時人所夢想不及。今日的金融制度裏，已增加無數的新因素和新勢力；它們之間互相聯綴，形成為一幅無盡的網。國際的金融機關日見發達，金融與經濟政治間的聯繫，是愈趨愈緊。因此，將可發生的狀況，潛伏暗漲的困難，及與此相應的救濟方策等，更加增多；相形之下，過去的情形真是幼稚了。

我們有權主張今日這個時期，在金融的觀點上，比以前任何時代都更有興趣。然而，却切不可以為這一個變換值得我們誇耀。更不可以為這是一件可以慶幸的事體。「幸福的國民無歷史」這句諺語，和適用於政治界一樣，亦可適用於金融方面。要是我們的金融史緩慢而單調；要是金融著作者們根本就找不到需要寫作的題目，而不使得他們遑遑然不知在他們那有限的時光內要選擇那些最有興趣的題目來處理的話，那末，我們這一代人，也許還要更幸福些呢。

## 一一 經濟科學的進步

一九一四年以降的金融史所以比過去一切時期更有興趣的另一理由，便是今日的學者乃至大眾，關於金融事情的理解，比前代的人高強多了。這話是最容易惹起物議的，現在還存在着的古典學派的追

隨者們一定不會承認。他們一向主張，關於經濟學所要說的話，都已經亞丹斯密、李嘉圖和其他十九世紀的經濟學者說盡了，二十世紀的學者只須把古典的智慧的語句加以詮釋，並使其適應現實狀況，便已盡其職分。這個見解在戰前比較安定的時代，從未受人攻擊，是很容易理解的。我們並不怪戰前的經濟學者相信他們的科學已經把它的主題闡發得一字無遺；相信他們從先驅者們紹承而來的原理原則，在詮釋上和適用上也許有多少發展，但那些老牌學說的根本真理却毫無更動。他們相信關於貨幣、外國匯兌、財政、銀行等他們所不會知道的，都是不值得知道的。這種自己滿足的態度，誰也不欲加以非難。然而可怪的是，今日之下，竟還有許多學者抱着這種戰前的觀念。過去二十年來的事變，充分證明經濟學者們必須從新學習許多問題。並且他們中有些已經學習了，然而另一些人却什麼也沒有學習，同時甚麼也沒有忘掉。

進步的學派，對十九世紀的教條所採的不遜的態度，已經把經濟學從戰前停滯的泥沼中拯救出來。但依實際的觀點看，甚至比這尤為重要的事實，便是今日的經濟學比戰前更為敏銳更為透澈了。古典經濟學派始終跳不出那曖昧的一般論；不錯，原理愈是曖昧，它的適用範圍便愈廣大，愈不容易消失它的真實性。這類原理，有的簡直曖昧到把實際意義完全忘掉。但大戰以來，學者，至少有一部分，已從雲端降落到地面，而如實地考察着事實，再不站在古典的規條上祇願說它們應當如何了。這種趨向，在金融論的分野內特別顯明。例如高慎（Goschen）的國外匯兌論，戰前被大家奉為金科玉律，若把它和今日的外匯知識比

較起來，却不能不承認它的幼稚。這並不是說，我們對於這位先進者的貢獻毫無感戴之念。倘使如此，便會要陷於另一個極端，即是由古典學派的祖先崇拜而來的一種極自然的反動。不過，對於金融學的經典（classics）的感戴，並不能阻止我們把他們留給後人的遺產，加以完成、修正，甚而至於廢棄，如果必要的話。

### 三 正統學派的態度

正統學派的追隨者認為他們最高無上的職分，便是依照着古典經濟學者的說教，去詮釋現代的事象。不惜花費許多有價值的知識和能力，總想把事實去遷就那在前世紀完全不同的狀況之下所建立的既成學說。若不適合，則不是理論錯誤，而是事實不對（tant pis pour les faits）。我們的責任，便是無視、曲解、否認、不信任、鄙夷、詆誹這種不適宜的事實。這是許多經濟學者所取的態度，他們要是能够無偏見的觀察事實，很可以從過去二十年中得到莫大教益的。非常遺憾的是，他們竟不去追求真理，却拚死的守着舊說。人類已經付的、今日仍在繼續付的學費，實在够多了，若不好好的理解它們的意義，便會等於白費。

經濟科學特別是金融部分晚近的發展，正好和心理學的發展比照。數十年前心理學也和經濟學一樣，跳不出一種曖昧的一般論，絲毫沒有進步的氣象。但最近二三十年來，心理學却侵入了從來無人過



問的領域，而在全新的方向上完成着革命的長足進步了。現代心理學家視過去一般論的心理學家爲原始的幼稚，是完全有權的。正如今日的經濟學家金融專家有權視戰前經濟學家爲幼稚一樣。在經濟學上和和心理學上，都同樣有些分子對於這種新發展表示不勝其悲嘆；因爲，晚近的成就，將要降黜那古典學說的權威的。然而，這種頑固派的態度，並不能阻止他們之外所發生的進步，那怕他們執迷不悟到如何程度。

#### 四 通貨魔術師

而在另一個極端，却存在着各色各樣的通貨魔術師（currency cranks）的幻影，他們想趁着渾水好捉魚。近幾年的經驗，把許多在戰前認爲毫無問題的物事投入坍塌了。因之，給金融學的冒險者一個絕好的發言機會。對於現制度的不滿到了這步田地，就是一篇假內行的反對演說，也可號召多數的聽衆。只須答應他們說，若採用我那種貨幣戲法，保可永慶太平。於是有一部分民衆痛憤正統學派之餘，不知不覺便成爲這種誘惑的學說的俘虜。過去幾年中，通貨魔術師的戲法着實變得不少，陶格拉斯派（Douglassites）、梭第伊派（Soddyites）、特克洛克拉西派（Technocrats）等便是。虧了他們，使一大部分民衆至今仍固執着古典經濟學。因爲這些似是而非的改革家之一面性的胡亂的誇張，使他們甚至對於從古典教

條的適當的解放亦不能無疑了。所以通貨魔術師的陣營，乃是進步之敵的一支援軍。而他方面，又有許多由極端正統學派的反動而投入通貨魔術師的陣營，這兩極之間的關係是相互的。

只有對於最近二十年的教訓的正確理解，才能够使人類走上進步與繁榮之路。因為問題的數量大增，內容益形繁複的結果，對於錯誤的罰鍰是越來越重了。金融的意義無論在經濟的範圍內抑在廣泛的一切人類活動上都非常增大。十九世紀是用比較幼稚的技術程度和那被課於人類的生產問題相關。今日這種障礙已減低到無關重要了。現在的生產，幾乎可以無限的增加。今日阻礙進步的東西，却是一個分配問題。而這分配問題，又大部分，若不是全部，歸着於金融。倘使這個分配問題不獲解決，人類便永受不到技術進步的恩惠；生產的增加，只足加深恐慌的程度而已。

## 五 怎樣處理問題

多事的過去二十年的經驗所提供的材料是非常豐富的，要處理它，必須要非常的努力。關於這問題所寫的書，收集起來可以作成許多圖書館了。要讀完一小部分也近乎不可能。縱使把一九一四年以來關於金融事情的各色各樣見解的檢討擱開，單去分析事實本身，那種工作恐怕仍非人力所能辦到。倘若我們只要編一種一九一四年以來金融情形的參考書，那也比較容易辦。因為讀讀金融新聞和各該部門的

參考書，要是記憶力強的話，便已經足夠。只有一個問題，材料應否依國別去看並依年代順序把它們配列呢？或是否應在各個部門處理各國歷史的發展呢？是否應個別的處理財政、通貨、銀行等等呢？總之，這類的書是非常便當的，但是用這個方法能否達成我們所抱的目的却有疑問。爲要把握在較深處的發展傾向起見，必須用那最能顯出這些傾向的方法去類集事實。那依年代順序或依國別或部門別而蒐集事實的參考書，僅能提供材料罷了。我們現在却要更進一步，想利用這些材料把最近二十年來金融史上顯著的四大傾向加以描述和分析。這些傾向便是通貨膨脹 (inflation)、安定 (stabilization)、緊縮 (deflation) 和復元 (refation) —— 想救濟通貨緊縮的一個謹慎地監製的運動。最初三個傾向以前也存在着，但從沒有像最近二十年來這樣顯明和普遍。從來沒有過像在現代這樣情況之下去研究它們的好機會。

## 六 通貨膨脹安定緊縮和復元

本書分作四部分處理通貨膨脹、安定、緊縮和復元，同時仍要維持某程度的年代順序，不然的話，便將不成其爲一種歷史的研究了。這一個時代的第一期，是作爲大戰所造成的情勢的必然後果而出現的舉世的通貨膨脹。一九一四至一九二〇年間全世界各國都在膨脹的波浪中。一九二〇以後數年間，仍有繼續膨脹者，但到一九二六年却一齊終止了。第二期是安定時期。這個時期，其實是橫跨着膨脹和緊縮兩期

的。當戰後數年開始致力於安定的時候，實際上還有一些國家在繼續膨脹，而在許多場合，又有依賴緊縮以達成和維持安定的。同時，一九二五年至一九三一年這個時期的主要特徵，無疑是那努力國際通貨穩定的全世界的運動。第三期即緊縮時期，有些國家開始於大戰直後，其他則仍舊繼續膨脹。緊縮成爲主要特徵的時期，當開始於一九二九年，但至今尙未完全終了。第四期通貨復元，應該和前三者分別處理，它肇端於一九三一年英國金本位的廢止，或許開始於同年中歐的金融恐慌。它尙未發展到具備世界性，但它是過度緊縮的邏輯的歸結，其發展成爲世界的運動，只是時間問題。

上面這四個時期，要精確加以區劃是不可能的。經濟的各種趨勢，不能和朝代的更換一般，確定出一個至當不移的起訖。一種傾向何時發生，何時成爲主流，何時爲其他傾向所代換，要指出確實的日期，就是國別的也辦不到，若就全世界而言，那越發不可能了。但是真正最重要的，却並非確定某運動的精確的期間，而在於分析它的原因、性質和影響。在這個見地上，我們所區劃的四個時期雖然常和其它時期相跨，也無關緊要。

## 七 胡亂的運動

要判斷上述四個傾向的影響，不可不斟酌它們各自的特殊情勢。通貨膨脹、安定、緊縮和復元，都已在

多數國家中露出它們最惡劣的形象。大戰中和戰後的膨脹，乃是非生產的無統制的運動之尤者。假令某種超自然力，處心積慮想使通貨膨脹這概念失去信任，他也許尚不能把事情擺布得恰好好處而實現他的目的；一九一四年至一九二六年間膨脹的經驗，却給反對通貨膨脹者的武庫裝滿火藥和槍械，甚至今後幾世代還使用不盡咧。說到安定，也如出一轍。通貨安定的計畫，最多數國家都經歷過了，由一國的立場講是很壞的，若就全世界的立場而言，更壞到不堪設想。這便是想在不可能的情勢中企圖安定通貨的適例，其自然的歸結只是替反對安定論者增加實力。緊縮也露出自己那幅破壞的形象。在它的進程中，它所處的情勢使它那內在的壞效果極端強化了。至於通貨復元，亦復非常不利。面臨着那些幾乎不可逾越的阻礙，它的進行直至如今仍然是非常遲緩的。它所收的效果尚不能及它所費的努力的萬一呢。

貨幣政策上這四個運動，都採取着極胡亂的形態，又都處於極惡劣的情勢當中。我們的任務便是：要判定這一切種類的惡劣情勢，到底是否和膨脹、安定、緊縮和復元不可分離，其相互伴隨的必然性究竟到怎樣程度。要判定這四者之中，是否有一個能够發生於一種情勢中，這種情勢能夠替它們減少壞影響而增強好影響？

有了這樣的念頭，我們才進而要求將最近二十年間通貨膨脹、安定、緊縮，乃至復元的原因、情勢和影響，加以考察。並檢查它們對於生產、分配、預算、市場、銀行和貿易一般，影響如何。此外更要越出經濟效果這

嚴格的限制，而視察它們對於政治和社會方面的影響又如何。

## 八 過度的虛擬財富

研究戰後金融史，可以說就是研究各國支付戰費的方法。這個問題經過二十年的長期實驗，至今仍未解決，還得把它作為我們研究的中心。戰時及戰後所製造的巨大的虛擬財富（Fictitious wealth），今日仍依然如故，許多國家且有更行增加的傾向。

大戰和它的萌芽所造成的巨大債務負擔，其意義之重大，就是專家們也未能充分理解。布拉德伯利卿（Lord Bradbury）乃是能理解這意義的少數人之一，他在附載於麥米倫報告書（Macmillan Report）的異議錄（Memorandum of Dissent）中，對於過度的虛擬財富問題敘述得非常好。他主張戰後英國經濟困難的最大原因，便是那非生產的債務的重荷。今引全文如次：

形成非生產的債務之重荷者第一便是戰債，但是不僅戰債而已，收支不相償的企業之債務，以及那為要對今日在經濟上已失去生產性的資本分紅而被維持着的高率鐵路運費，也帶有同樣性質。

一國產業生產物之中，歸於債權者和國家（爲了公債利息之支付，國費之支出）之手的部分，比戰前顯著增大了。運輸和配給方面也拿到比以前多些了（從批發物價與零售物價差隔更大可知）所剩下的除支付工人報酬外，

在許多工業中都不够鼓舞企業家繼續努力或吸引新規資本。其最薄弱者則只有閉廠，而被投出街頭的失業勞工的扶養，便加重着在業者的負擔。於是稍許好點的工廠也只好降服，這個過程不斷繼續，終至於每況愈下而陷於生產完全停頓的破局，即欲維持今日失業勞動者之生活水準亦將不可能了。

自然，國內債務的利息支付和失業工人的津貼，僅不過「一種國內收入之轉換」罷了，可是（除其由對金利息活者或失業工人本身的課稅而開支者外），這是一種由生產者向消費者的轉換。如果這樣下去，至其極，生產者便會無心生產，結果他們必且毫無剩餘，再拿什麼去轉換呢？

這個悲劇的結果所以還沒有發生，完全是因產業技術有了長足進步的原故，但要充分發揮它們的效力，勢非雄厚之資本莫辦，倘若企業無利可獲，這種資本是無法徵集的。

若我這箇診斷爲不誣，則此病的癥結實在已入膏肓，決非通貨或者信用的手術所能醫治。誠然，假使能够提高物價水準的話，債務的重荷是可大大減輕的。

布拉德伯利卿作結論說：「不降低金鎊價值或脫離金本位，而想使英國物價提高至世界物價水準以上，那是不可能的。」

## 九 削減虛擬財富的努力之失敗

企圖減削這龐大的紙的財富(Paper wealth)之一切努力，已盡歸於失敗，沒有產生任何成效。有些國家想用通貨膨脹去削減它，其他則採用因通貨安定而可能的債務之支付或掉換的方法，再有些國家則採用那由通貨緊縮而招致的，總破產的急性方法，最近以來所用的方法則以通貨復元為主。

這些方法，沒有一個可說達到成功。通貨膨脹進行的不利，更加貽誤許多國家以新的債務的重負。安定的期間過於短促，不但沒有藉支付或掉換充分把紙的財富削減，為它所解育出來的盛況(boom)反而製造新的虛擬財富。已走到極端的通貨緊縮雖說藉交易所恐慌，支付不能或破產把一部分虛擬財富破壞了，但另一方面國費的增加或銀行救濟等的費用，却又從新產生紙的財富。無論任何場合，商品價格的跌落總要增加大部分虛擬財富的實際負擔。通貨復元的結果也一樣，特別是美國，所產生的新的國家債務，總是溢出那由於物價提高而減輕的債務負擔以上。

這個實驗顯然是令人氣餒的。虛擬財富果然可以削減嗎？在現存經濟的社會的組織下，想藉通貨膨脹、安定、緊縮、復元等任一方法去削減虛擬的財富，是否必然要失敗呢？其所以歸於失敗，是由於方法本身內在的原因，抑由於施行不得其法呢？這個問題是屢屢要發生的。當我們考察各種通貨傾向的影響時，隨在都要遇見它，而我們的答復却總會這樣：通貨膨脹、安定、緊縮與復元，所以呈出如此惡劣的形象，乃因缺乏計畫性之故。虛擬財富所以未能削減，亦復由於同樣的理由。



# 第一編 通貨膨脹

## 第二章 何謂通貨膨脹

### 一 正統派學者的見解

公曆二〇〇〇年前後的金融史研究者，將來若是依據正統派經濟學者的著作來研究我們這個時期，他必會要在這裏發見一些奇事。他會驚異，大戰前的世界統治者是那樣賢明，有如天使般的和善；而一九一四年以後那些掌握人類運命的，却又何其愚蠢，簡直像惡魔一樣可怕。他更要被這些著作告訴，戰前賢明的政治家常常留意預算的均衡，縱有虧空而發生赤字，亦必採取正常的借債政策。除甚少不重要的例外（大都在中南美及南歐各國）外，赤字預算決不致惹起通貨膨脹，通貨的基礎絕對不會動搖。

他又會被告訴，一九一四年以後的世界是被不正當的或不智的人所支配，他們利用戰爭所造成的混亂，把赤字預算作為常套，施行法外的通貨膨脹而將國家作孤注之一擲。戰後的幾年，黑暗勢力繼續統治着世界，直到它們被挫敗，才漸漸為光明勢力所代替。但光明勢力的勝利，照正統派的編史家看來，仍不是完全的勝利：就是在一般的安定以後，就是在物價開始因緊縮而步跌以後，膨脹的壞影響還是存在的。

## 一一 急進論者的見解

二〇〇〇年的研究者若是往急進派的經濟文獻中去搜求他的知識，他便會得到一幅完全兩樣的圖形。他會被告訴，大戰固然招致種種的禍害，但它得到一種益處，足以補償這些禍害而有餘。即是說，它把人類從正統派經濟學的金融原理解放了。若是這位研究者鑑於戰時及戰後膨脹的經驗而懷疑這個變換是否傾向於較好的方面時，他便會被告訴，人類雖已從正統派經濟學解放出來，但這個自由完全被惡用了，倘使節制非生產的龐大支出，而將新得到的金融力用之於生產目的，那末，世界的繁榮便可以立致。二〇〇〇年前後的研究者又會被如此告訴，戰後，人類的敵人正統派經濟學者，乘這個自由被惡用，又再度使人類就縛了。跟着膨脹的大宴會之後，便來了一個緊縮的故意的大宴會，並帶着它的破壞的結果。

假如我們這位二〇〇〇年前後的研究者具有充量的常識，這時他便會很容易看出，真理乃在乎兩說之間。但是，一九一四至一九三四年間的膨脹或緊縮的責任，可歸之於人類的智慧或不智、善或惡者實少而又少，我們的研究者對於這點是否能夠理解，却是疑問。戰後金融上的改革是一種高度的運命的展開，這個事實，就是現代人尙且很少能夠理解。怎麼還能盼望後代人正確的瞭解它呢？雖然，也許他們的地位將會使他們容易理解的，因為在今日的論爭停息之後，他們便可用冷靜的眼光去觀察事態的發展了。

## 二 貨幣政策是全能的嗎

今日有一個最普遍的誤解，以為金融界所有的事象，無一不是通貨政策的結果。許多人相信通貨政策是一種萬能的武器，政治家可以任意使用它以左右其他一切事物。依照這個見解，則一國有通貨膨脹的現象，便是因該國採取膨脹政策；有通貨緊縮的現象，便是因該國採取緊縮政策的結果了。然而在多數場合，一個國家或奔向膨脹或退回緊縮，都與政府當局所想要實行的政策全無關係。膨脹或緊縮和政府所想採的通貨政策相對抗而發生的事實，是極常見的。

舉一個例來說，人們常以為一九二六年以前法國政府是採用膨脹的貨幣政策。但事實完全不然。到一九二六年止的法國，誠然有通貨膨脹，但那決不是政府當局貨幣政策的結果，却是不顧政府政策如何而自然進行的。一九一四年至一九二六年間法國內閣幾經更迭，但任一個都沒有故意採行過膨脹政策。他們是出於萬不得已才採用着那招致膨脹的手段。是因為經常歲入不敷歲出，這才不得不有赤字預算；是因為正常的舉債不可能，這才不得不訴之於通貨膨脹。這明明白白不能視為膨脹政策的採行。「政策」這名詞乃指為達到某一定目的的周到的行動而言。貶低法郎價格決不會是法國政府的目的。他所以採取招致膨脹的手段亦決不是出於自己的意志。固然，當時法國政府負有巨額的戰債，對於戰區的復興又



必須有數十萬萬的支出，所以認為他是藉貶低貨幣單位價格以圖減輕負擔，亦非全無理由；不過，事實却並不如此。到一九二六年止，歷屆法國政府的企圖，都是反對通貨膨脹，而所以仍不能避免膨脹的結果者，則是因為議會和一般輿論對於完成此目的所必需之手段的反對，他們沒有充分力量去勵行他們的貨幣政策。

#### 四 自然的通貨情勢和意識的通貨情勢

戰時及戰後備嘗通貨膨脹的經驗的其他許多國家，亦復如是。自然，例外也有。用意周到的施行膨脹政策者亦有少數國家，美國即其中之一。羅斯福政府斷乎採行美金貶價和擡高物價的政策。有人說一九二二——二三年德國政府亦曾採行周密的膨脹政策，以減輕協約國方面的賠款要求。日本政府自一九三一年以來據說亦故意地採行日圓貶價政策，以圖擴張貿易。丹麥克倫（Krone）的貶價或亦出於同樣企圖。但是這些都是有疑問的；在大多數場合，通貨膨脹，斷斷不是用意周到的貨幣政策的結果。

在通貨緊縮的情形下，却完全不同。在這場合，貨幣政策演着較大的作用。緊縮的傾向若是背反政府的貨幣政策，那末要使這傾向逆轉起來是極容易的。因為和膨脹相抗好像是上山一樣的困難，而和緊縮相抗却像下山一樣容易。戰後一九二〇——二一年這時期，是作為周到的通貨政策之結果的通貨緊

縮的好例。一九三一年恐慌前的緊縮是否爲貨幣政策的結果，各派意見不一。一九二九年以前究否有通貨緊縮之存在，也成爲爭論的焦點。另一方面，金集團各國的通貨緊縮則是由於周到的貨幣政策的通貨緊縮之最適宜的例子。

大抵說來，重要的通貨趨勢，常是離政府意志而獨立地發生和展開的；這個事實就表示貨幣政策對於人類運命的決定力，很有限制。通貨趨勢的發生，常是許多不同因素的合成結果，例如預算狀況、國庫情形、銀行情形、一般經濟情況，以至國內和國際政治的影響。

## 五 通貨膨脹的意義

這一章我們要處理招致膨脹的種種因素，無論它曾經得到政府貨幣政策的幫助與否。通貨膨脹在普通人的字彙裏是一個很新的名詞。戰前除貨幣經濟家以外是沒有一個人知道它的。一八九〇年頃以降物價雖逐漸騰貴，但一般人却從未想到這事與通貨因素有何關係。就是到大戰的起初，人們還很不容易覺察通貨膨脹的存在。今日則通貨膨脹這個名詞已被全世界的民衆使用着。然而能够精確地懂得它的意義的却恐怕極少。

關於通貨膨脹的定義，學者間意見很不一致。照幼稚的意見說，通貨數量的任何增加，都可視爲通貨

膨脹。稍健全一點的意見，則以為這裏所謂通貨是廣義的，即銀行信用也包含在內。故通貨膨脹應該是通貨和信用之量的增加。更進步一點的見解，則定義通貨膨脹為社會購買力的增加。照這個定義，僅只通貨和信用之量的增加，還不能稱為通貨膨脹。雖然努力把必要以上的通貨投入流通界，那過剩的通貨，仍會要回到銀行金庫的。只要通貨的增加沒有增加購買力，便決不會有通貨膨脹發生。信用之量的增加亦復如此。信用量增加，其本身並不能創造信用需要。僅在有支付能力的信用需要十分充足而擴大的信用量成為購買力的增加時，才能够產出膨脹通貨的效果。

這幾個定義的共通缺點，就是都把問題的商品方面忘掉了。更進一步的定義當然要把實際財富之量的變化也考慮到。倘若通貨和信用量增加而實際財富的生產亦以同一步調增加，則謂通貨和信用的擴張造成通貨膨脹就毫無理由了，不怕社會購買力多少要受些影響。僅在通貨和信用的增加超過實際財富生產時，才可以謂之通貨膨脹。所謂貨幣數量說，就是建築在這個根本原理上面，雖說它現在因把流通速度加入考慮，似乎複雜化了。但是，如果承認通貨和信用量的增加要通過購買力的增加才能產生通貨膨脹的效果，購買力的增加要實際被使用於購買才能產生通貨膨脹的效果。這個事實，則數量說的複雜化，實在沒有必要。購買力要增加到什麼程度才發生膨脹效果？這是依存於一般民衆支出其收入之程度。支出和節約的比率常有很大的變動。收入超過必需生活水準以上時，其變動尤大。

## 六 通貨的膨脹和物價的膨脹

通貨膨脹和物價膨脹不可不加以區別。膨脹在多數場合都是取通貨膨脹的形態，即通貨和信用的膨脹通過其對於購買力的影響而使物價騰貴。但物價的騰貴亦有在通貨膨脹之先者，尤其當膨脹急速進展之時，常常有此現象。因為此時物價之必往上漲是容易預料的，通貨和信用量往往趕不上物價的暴漲。

物價膨脹亦可在較正常的情況下發生。物價騰漲不必一定由於通貨及信用膨脹，也有作為其他因素例如通貨對外價值減低之結果而騰漲的。在這種情形下，首先是進口商品騰漲，繼而乃波及一般物價。一九三一年英國脫離金本位時的現象即其一例。但在這個場合，物價的騰貴只是曇花一現。因為那帶着緊縮傾向的金融政策阻止通貨和信用量去順應高漲的物價，却迫使物價去順應通貨和信用量。

所以，通貨發行額的增加，其本身並不就是膨脹。第一必須考慮到退藏這個事情。就拿法國來說，法國這幾年來通貨發行額確已顯著增加，然通貨流通額是否同樣增加，極有疑問。因為二百五十萬萬法郎的紙幣被退藏了，通貨流通額減少亦如其數。加以通貨流通額的增高，不必便是購買力的增加。例如到期公債不實行掉換而用現金償還時，通貨流通額的增加便不一定能影響物價。既不能增加購買力，即不能增

加一般商品的需要。却只會增加對於各種投資形式的需要，從而使有價證券乃至於不動產價格騰漲起來。在這意義上，它的效果也可以說是膨脹的。

## 七 低利政策和膨脹

低利政策 (cheap money) 和充量的信用供給，其本身並非即為膨脹。有效信用量和實際信用量 (the volume of credit available and the volume of credit actually used) 是應該分清的。正如收入增加不一定招致支出增加一樣，信用量增加不必就使實際使用的信用量增加。收入增加，則支出多少有增加之傾向，而信用量增加的時候却不然。當市面極頂繁榮，一切信用却儘量被使用着的時候，信用量若有增加，必被使用。然一到不景氣時代，却無論如何降低其利息，寬大其信用，亦無法找到借主。低利政策的擁護者和它的反對者，都把這個事實忽略了。那怕條件寬大，利息低降，只要銷路沒有增加希望，無論生產者或商人都不會再借新規資金的。僅僅利息低廉條件寬大還不够，其本身不能為商人們創造市場，亦不能誘致他們增加生產或增加存貨。定要寬大的信用條件使實際的信用量增加了，那才可以產生膨脹的效果。



## 八 由赤字預算而起的膨脹

膨脹往往通過赤字預算而發生。政府的支出比用租稅形式所徵收者更多，一般民衆的潛在購買力便增加了。增發通貨以彌補赤字時更屬如此。但如果是用正常借債方法以彌補赤字，則購買力不致如此增加。因爲在這場合，一面造成潛在的購買力，一面却使那本來可以支出者變爲貯蓄了。蓋政府實行正常的舉債，必定在民衆決心承購公債，以增加貯蓄對於總購買力之比例的時候。但是亦不可一概而論，投於公債的資本，有一部分是賣却其他投資物而改投於公債的；這樣出賣的有價證券，自必有人購買，不過，它的市價跌落多少，便是由支出轉換的貯蓄金額減少多少。

由於赤字預算的收入增加，不必盡爲增加支出，同時亦可增加貯蓄。但是，如此造成的潛在購買力，將會成爲現實的購買力而使膨脹發生，是極有可能的。其膨脹程度如何，當視實際財富的生產增加與現實購買力之增加保持何種步調，及所生產的財富能滿足需要至何種地步爲斷。當生產趕不上消費者需要之增加，或生產能力縮減的時候，膨脹便發揮最大效果。大戰中就屬於這種現象，戰後開始幾年，仍有多少相同的現象存在。在下面兩章裏，我們準備把這個特殊的現象加以檢討。

### 第三章 一九一四年前後的世界金融

#### 一 一九一四年以前的通貨膨脹

通貨膨脹這個名詞在歐戰發生以前差不多聞所未聞，所以大家都以為通貨膨脹是到一九一四年才發生的。受過普通教育的人，當可模糊的憶及他所讀過的關於約翰·勞(John Law)的事蹟以及法國大革命和美國南北戰爭的經驗吧，這些是被視為歷史的陳迹了。即使在歐戰以前，假如有人曾想及那些事，他或許相信我們這一代，至少就已發達的各國言，決不致再有這類的現象發生。自然在中南美各國不能說絕對不會發生，但在西歐却萬不致有這類行爲了。然而戰前約莫二十年當中，確實有一種徐緩而執拗的通貨膨脹廣布於全世界。十九世紀中葉以降的物價騰漲是世界的，除中間經過兩次恐慌外，一直繼續至一九一四年。這種物價騰漲之膨脹的性質雖不甚明顯，但其與南非產金流入歐洲後貨幣資源的陡增恰相符合，却是不可忽視的。這次物價的漲勢之爲因世界存金額增加而招致的通貨擴張之直接後果，非僅是可能而已。

實在說，政府預算能够完全均衡的，就是在戰前也不多觀。因爲年復一年的赤字的結果，公債已一年

增多一年，雖說和我們自一九一四年以來已經習慣的天文學的數字相比，它的進度似乎是很和緩。但是這些赤字預算，與各國物價的漲勢並毫無關係；因為多數國家的資本蓄積（accumulation of savings）都超過於赤字預算，不但不能創造新的潛在購買力，反而要削減原有的潛在購買力。加以，國家支出，主要是用於鐵路建設等吸收現實購買力的事業上面。自然，在歐洲方面，公債的增加大都是因為軍費的原故，就這點講，確乎帶有膨脹的性質。

## 一 購買力的增加

戰前物價的騰漲，在某程度上乃為工資之向上所致。此時各國勞動階級開始有政治的自覺，他們有組織的奮鬥使工資漸漸增高。然而工資之增加尙趕不及批發物價的漲勢，所以不能說它是這次物價騰漲的唯一原因。

存金額的增加，造成這徐緩的物價漲勢的方法，或許是通過通貨和信用的擴張。雖然沒有正確的數字可資依據，但戰前數十年中金貨流通額有顯著增加却是無疑的。近代銀行業務的發展，使銀行存款增加了，信用圓滑了，工商事業發達了。同時又因利潤增加而造出新的購買力。在追加的購買力之造出和追加的實際財富之造出中間，不可避的有種時間的差隔，在這過渡期（實際上是延續的）中，物價便往向

上的方向把自己加以調整。

在那爲發展本國實業必需巨額資本支出的新興各國，可就完全不同。這些國家始終有着相當巨額的赤字。而用以彌補這赤字的，又多係舉借外債。這種借款只要不用以購買外國貨品，便要使本國民衆的購買力增加起來，同時使本國通貨價值貶低，因而造成膨脹的傾向。嚴格說來，因增加通貨量以彌補赤字而釀成的膨脹，應該是例外的。

### 三 戰費的調達沒有限度

在西歐和中歐各國，所謂健全的通貨原則已充分確立了。間或有主張採用不甚正統的政策以圖發展本國產業的，亦不致出於嚴肅的態度。當時誰也不會想到，用膨脹手段可以把通貨形態的資金人爲地增加起來。所以他們相信，因爲資金有限，現代戰爭不能延續至數個月以上。若是有人想到這些資金可以增加幾倍，並且能夠通過一種有害的循環(vicious circle)而被政府一次再次的使用，他們會公認爲荒誕不稽之談。

雖然最近二十年的歷史告訴我們，戰爭常要惹起通貨膨脹，戰費常賴膨脹的手段以資調達，但是歐戰以前的人沒有這種經驗，所以當一九一四年大戰勃發之時，他們還滿以爲戰費的調達可以訴之於正

常手段。以爲交戰國的金融力都有限度，財政一旦告竭，戰爭自必終止。

所以一九一四年八月，頗有信用的專家們預言，這次戰爭最多一兩個月便要完結。同樣，協約國方面的專家們，亦以爲戰爭的最後勝利決於最後一先令，斷言勝利屬於協約國，毫無可疑。但事實上協約國得勝，並非是由於他們金融力的優勝，或者是因爲得到美國金融力的幫助的原故。戰爭開始後好幾個月，戰費的調達並無問題；交戰各國雖已支出超過一九一四年八月所估計的資力限度數倍之多，戰爭却依然繼續未已。這才發現出來：調達戰費的金融力原是沒有限度的。近代通貨和信用組織，已經把那曾經煩惱過過去的政治家的所謂限度粉碎了。

在中世紀時，戰費必須用現金支付，而現金很有限度，況且又沒有印刷機的存在；而那時的戰爭尙且能延續三十年乃至百年之久。今日則各種支付，至少在國內，都可增發紙幣以履行之，金融上的制限實際已不存在。誠然，通貨的貶值是有一定限度的。例如一九二三年的德國，因爲印刷的馬克紙幣完全失去價值，所以各種膨脹方策都變成無效。不過達到這種程度，需要大戰結束後五年的時間。若沒有賠款支付，內政混亂，以及魯爾占領時所採的絕望的政策等，恐怕這種廢止通貨資格的事情（demonetisation of the currency）會不致於發生；縱或發生也一定會遲些。所以，從金融上講，德國至少還可再繼續四年的戰爭。

#### 四 虛擬財富的增加

在大戰以前，參謀本部或海陸部雖想增加一分錢的預算以爲充實軍力之用，也頗費周折才能實現；到戰爭中，他們的手面却像天空一般寬闊了。世人關於金融財政的觀念，好像在一九一四年起了一個變化。在戰前虛擬的資金固然已有漸形擴張之勢；但是，至少就某一定時言，資金的限度是相當固定的，軍費增加，其他支出必相應削減。當戰爭中，這些固定的限度忽一變而成爲極有彈力。爲增加軍費而節約其他各種支出，已是毫無問題。沒有一國的軍費不超過其他各費用合計數十倍，就是要成爲問題也不可能了。

在這種情形之下，戰費支出必然地增加虛擬的財富，造出虛擬的購買力。在戰前，由於自然資源之開發的實際財富的增加，資本財和消費財的增加，與虛擬財富的擴張保持着適當的比例。但在戰爭中，那因過度的軍費以及生產限制財產破壞等所造成的虛擬財富之過度增加，却沒有一種實際財富的增加與它相伴而行。一九一四年至一九一八年間銀行券、公債、銀行存款、股票等所代表的虛擬財富，不知增加多少倍，而實際財富却反而減少。

## 五 一個不自覺的變化

自一九一四年以來政府當局對於金融的態度，顯然起了一個根本的變化。然而，倘若有人在一九一四年八月的時候，斷言在貨幣政策上正起着一種革命，是誰也不會相信他的。變化已經發生，但政治家和一般民衆還是不能充分意識到。戰爭初期，政治家和一般民衆對戰爭之金融側面的態度，最特徵的地方便是對於正在發生的事實完全不知。這本金融史的簡要說明書，或許將爲後代人所傳誦亦未可知。它要把一九一四年目爲從正統派貨幣政策向非正統派貨幣政策的界碑。對於親眼見過這變化的當代人，這界碑是不可見的。戰爭爆發之後必需有非常時的支出，是很明瞭的事，但這種支出，結局會招致非常重要的變化，却誰也始料不及。

我們把事實看得非常清楚，就覺得一九一四年的政治家和經濟學家未能理解這個變化的意義，是可非難的。然就當時的情形而言，戰爭對於金融界的巨大影響並不是很容易瞭解的事。第一，當時大家都相信戰爭不致繼續數月以上。要是這個假設不錯，世界金融政策或許不致於有這樣大的變化發生。三個月戰爭的比較和緩的戰費，本不難通過增加公債和提高租稅的方法而與以調達。要是戰事於一九一四年十一月便停止的話，世人或者再會回到一九一四年八月的正統派的金融觀念去吧，這是很可能的。

加以現代史又告訴我們，戰爭不會使金融政策發生任何根本變化。克里米戰爭未嘗影響英法的通貨制度。普法戰後，法國雖然慘敗，益以賠款的支付，國內的混亂，然法郎的貶值仍未嘗超過百分之三·五。南非戰爭毫未觸及英鎊，一九一二年之戰爭亦毫未波及巴爾幹各國的通貨。所以，主張世界大戰不致予通貨情況以反常的影響，實不為無理。事實上無論交戰國，或中立國都是在這個假設之下行動的。不僅戰爭初期如此，就是到後來已明瞭戰爭還會繼續下去的時候，仍依然如此。

## 六一九一四年八月的錯誤

這個錯誤的假設，對於許多錯誤方策的被採用和許多正當方策的被棄置，應當負大部分責任。一九一四年八月英蘭銀行曾把它的銀行率（重貼現率 bank rate）提高至百分之一〇，這明明是上述錯誤的好例。戰前的經濟學家和銀行家認為這銀行率是神聖的；這個習慣，即到戰爭中和戰後還未能除去。照正統派的教條說，這銀行率乃是萬能的武器，各國中央銀行有了這武器，便可以支配國民的福利，人類的命運，甚至於宇宙的運行。照這種見解，只要把銀行率擡高至適當的高度，就不怕任何危急的事態發生，亦不難克服。巴林恐慌（Baring crisis）可用百分之六的銀行率克服，則戰爭恐慌自可用百分之十的銀行率來克服了。倘若英國當戰爭中曾被敵軍犯境，銀行率恐怕會被提高至百分之十五；倘若它內部勃



發了革命和內亂，銀行率恐怕會被提高至百分之二〇；倘若遭到地震，國土亟亟可危，學者和銀行家更會要把銀行率提高至百分之三〇吧。又倘若天文學家們預言遊星就要與地球發生衝突，他們便必定會要把銀行率提高至百分之百了。有人攻擊一九三一年的恐慌是英國當政者沒有把銀行率充分提高之過，亦無非這種荒謬思想的遺物而已。但無論如何，百分之一〇的銀行率不僅不會救濟一九一四年的恐慌，並且還某程度地使恐慌激化了。倫敦市場的組織本是非常卓越的，英國人的神經本是非常敏銳的，但當着政府當局這種殘酷的狼狽手段之前，却毫不中用。德國只有着幼稚的金融組織，尚且只需把銀行率提高百分之一便滿足，倫敦却偏要一舉提高百分之七，真是荒謬絕倫。結果是使恐慌激化，國際貨幣市場紊亂起來，誰也沒有得到絲毫好處。

## 七 戰費的籌集

一九一四年的英國政府不明白戰爭所惹起的非常事態並非單純的循環性的恐慌，從而非有特別的方法去應付它不可。但是由最初的驚愕復元之後，他們便能够理解這變化了。各交戰國中，能強勉用增稅的手段至少調達一部分戰費者，僅一英國而已。其他各國的租稅，直至戰爭後半期為止，始終沒有變動；就是後來增加的時候，亦尚不敷經常支出之用。

無疑，英國的態度是和所謂健全財政原則呼應着的。要用增稅的手段調達全部的臨時支出，萬無可能；但英國政府却儘量往這方面努力。在大陸各國，則認為戰費業已超過限度，要均衡預算，已非正常手段所能爲力。

然而英國政府和大陸各國的政府都沒有覺悟：巨額的支付是會要使通貨價值不可避免地發生變化的。兩者不同的地方，便是英國政府不懂得膨脹傾向的意義而盡力和它鬭爭着，大陸各國政府則毫無有和它抵抗一下。

一九一四年的變化誰也不覺的發生了。除開少數經濟學家外，就是到後來還沒有人能够瞭解它的真正意義。『通貨膨脹』這名詞直至大戰最後一年才漸爲世人所使用，遠在人們開始覺到它的影響之後。

## 第四章 戰時金融(上)

### 一 幾種世界的傾向

大戰中許多國家的金融史有着驚人的類似點。這個現象，普及於全世界。交戰國無大小之分，都有這種傾向，有時甚至中立國亦無例外。第一是戰爭勃發後國費急激增加。軍隊之空前的大動員，在戰爭初期需要非常巨額的支出。沒有一國的國庫能够拿出預備的款子來調達這項費用。戰爭的經驗把許多傳說打破了。那些傳說是貯以備戰的款子，足以充分調達戰費，至少在戰爭的初期。並且許多人相信德國會經用金幣的形式把一八七一年的法國賠款大部分藏在普茲丹姆 (Potsdam) 的窖裏。這種事情是否確實，姑置不論，事實上，從戰爭勃發以後，德國國庫便羅掘俱窮了。即中立國家亦不得不有巨額臨時支出，而亟亟努力於防衛自己的中立性。

戰費的增加，並不會與通常國費的削減相伴而行。因為物價騰貴了，就是把國家對於經濟界種種干涉的費用以及社會救濟的費用除開不計，通常國費仍舊只有增加。能够用經常歲入調達通常國費的國家，僅有一個英國。餘則無論交戰國也罷，中立國也罷，都不得不發生極大的赤字。

## 一一 正常舉債的困難

另一個普及全世界的現象，便是不能夠利用借款以彌補赤字，特別在戰爭的初期。宣戰布告所引起的混亂狀態，使金融市場完全解體了，致使在最初數月之中，各國政府不能用正常方法發行公債。那時的混亂確已到達極度，就是想維持平時的金融活動亦很困難。於是多數國家感覺有延緩支付（moratorium）和其他各種非常手段的必要了；其中有許多着實是過分的，徒然使混亂益發加深。在這種形勢之下，正常借款政策，自然無法施行，各國政府所以從戰爭的第一日起便爭向印刷機求救。

隨着戰爭的進行，金融市場慢慢由當初的混亂狀態恢復起來，漸漸可能發行公債以救濟赤字了。隨着貨幣資金的擴張，公債的承銷能力顯著增大。這種資金漸次的被公債吸收，但不久便再成爲赤字，復散布於民間。

除了這個有害的循環外，另還有一個有害的循環。爲獎勵民間應募戰時公債起見，各國中央銀行都把放款增多了。結果許多人應募的數目超出自己資力以上，而向民衆銀行或中央銀行借款以調達其不足金額。因爲這兩個有害的循環存在着，各國政府無論如何不能把過剩的通貨收起回來。於是各國的通貨流通額，在整個戰爭中無日不增加着。

### 三 購買力的增加

還有一個爲一切交戰國和中立國所共同的現象，便是赤字預算的結果，民衆的購買力都增加了。戰時通貨膨脹所以影響物價，就是通過這購買力的增加。許多經濟學家以爲通貨流通額的增加和信用之相當的擴張，應該負起通貨膨脹的責任；若是用正常借款政策去彌補赤字的話，通貨膨脹決不致於發生。但實際上，要想發行公債調達全部赤字，是萬不可能的事。因爲赤字財政的結果，大多數民衆的收入固然增加，但要強迫他們一點不使用掉，悉數的貯蓄起來或者投資於公債，却是不可能的。不消說，若能使通貨流通額維持戰前水準，通貨膨脹的程度，當可顯著的減輕；然而，在戰費這個大問題的前面，實無法維持戰前水準。

另還有一個普及世界的現象，便是到消費者手中的商品量都減少了。在交戰各國，一般消費財因種種原因，日少一日。就是中立各國，亦因從交戰國來的定貨單的激增，運輸手段的缺乏、封鎖、潛水艇戰等現象，使得商品的供給備極窘困。與民衆購買力的增加同時，這種購買力的用途慘激的被縮減了。

### 四 物價的騰漲何以緩慢

雖然有上述種種情形，但物價的騰漲，尤其在戰爭的初期，却仍舊比較的徐緩，這是爲什麼呢？這可拿全世界共同的兩樣事實來說明。第一是各國的民衆都沒有把握到通貨膨脹傾向的意義；第二則是物價統制和定量分配制（rationing）。

上章已經說過，各國政府當局，都沒有懂得戰爭會對通貨狀況起什麼影響。政府尙且不能理解正在發生的事情，一般民衆當然不會能够把握這個變化的意義了。已經有好幾代沒有嘗過通貨膨脹的苦了，所以一般民衆從未想到赤字預算會要招致物價騰貴。誰也沒有預知物價會漲，並且在戰爭的初期，物價只是徐徐的漲着。待到通貨膨脹進至相當程度，生產者和消費者都推知物價將更往上漲的時候，政府却又施行物價統制和定量分配制而加以干涉。結果使民衆不能把增大的購買力充分利用，物價遂未致與通貨膨脹取同一步調而騰貴。

無疑，一般民衆的不識不知，對於各交戰國當局，簡直是一種賜物，不知與他們以多少方便。倘若世人，是憑他們在一九二〇年的知識去應付一九一四年的戰爭膨脹的話，可以斷定，物價必會從戰爭第一日起便暴漲起來，通貨膨脹必更會要激烈些呢。

## 五 資本大量逃避

民衆的不識不知既阻止了物價騰貴，同時又防止了交戰國資本的大量逃避。民衆假使懂得戰時金融對於通貨的影響，那末，就是愛國心，恐怕也不能阻止資本向中立國大量的逃避。戰爭初期又沒有匯兌管理的存在——一九一八年雖已有匯兌管理但仍極幼稚——資本的海外逃避必會使通貨的對外價值減削為幾分之一，向中立國購辦軍用品便要發生困難了。這一點，又是受民衆的不識不知之賜。

從一九一四至一九一八年間，資本的海外逃避確實不多。同盟國和法國方面，有少數資本逃入瑞士，法國資本中亦有逃往倫敦和紐約者，但金額都極少。英國沒有資本逃出。英國政府利用特別存息 (special deposit rates) 的方法，甚至還從中立各國吸收了不少資金；因為，匯兌危險 (exchange risk) 已被協約國所採釘住匯兌政策顯著地減輕了。

## 六 匯兌統制

釘住匯兌政策也是戰時許多國家共通的現象。無論協約國或同盟國，沒有不努力用干涉匯兌統制、進口限制等等控制外匯的手段以阻止匯兌的跌落。匯兌市場所以沒有留下匯兌跌落的紀錄，全因這些人爲手段的原故。通貨貶值的程度，在國內則爲某種商品的公定價格和定量分配所掩蔽，在國外則爲匯兌統制所隱匿。

歐洲各交戰國還採用了一個方法，便是動員私人所有的金幣或首飾等作為海外購買資金。第一，各國政府都努力增加金準備。黃金輸出，概被禁止。換言之，即交戰各國為使存金不致散失起見，把金本位停止了。美國當在中立國時候，存金額陡然增多，但到一九一七年九月，它也認為有禁止金輸出的必要了。歐洲各國更進一步，甚至要民衆本愛國的熱心從事現金蒐集。要求他們把金器寶石等類都拿起出來，或者付以代價，或者授以獎章。同盟國方面在戰爭開始後三年間雖然海外支付以及匯兌行市的維持不得不輸出現金，却幸虧有這個方法，仍得積起有相當數量的黃金。特別在德國，三年間準備金足足增加一倍。民衆所以肯把他們所有現金提供出來，一部分也是因為他們不知道通貨將要減價的原故。倘若他們知道戰後通貨的減價會成為加速度的，知道減低的價值將因通貨貶值而永久化，恐怕他們為愛國心所感動的程度，必不會如此其甚吧。

## 七 外國證券的動員

除動員私人藏金之外，有幾個交戰國又把私人所有的外國證券也動員起來。最初的時候，這些證券或是從公開市場收買，或是要民間自發的提供。但一到海外需要迫不及待，更急性的方法便被採用了。英國是課外國證券以特別稅，法德則實行強迫提供。這樣被動員的黃金，絕大部分被遣回債務國去了。這確



實是一個非常便當的辦法，因為直至一九一四年止，歐洲一向是其餘四洲的最大債權人。不幸的是，戰爭延續下去，鐘擺向相反的方向擺動了。到一九一八年，歐洲反而向美國及其他國家負了非常大的債務。在這些點，各國金融史呈現出非常類似的樣相。雖然間有差別，要亦不過程度之分而已。但另一方面，各國根本不同者也很有幾點。不求援於外國而能調達戰費的程度，依國而異。英法及其後美國曾予金融力薄弱的協約各國以巨大幫助。同樣，德國對於金融力薄弱的中歐各國亦有相當接濟。中立各國都會集合存金予交戰各國以信用。他們的外匯行市對歐洲各交戰國的通貨，乃至對參戰後的美金，都要升相當的水。當非軍事性質的生產和消費在交戰國顯著減退的時候，中立國的這類產業却處於未曾有的繁榮狀態。

## 八 通貨膨脹的程度

通貨膨脹的程度，各國甚不一致。戰時的繁榮雖使中立各國購買力增加起來，但這些國家的物價却漲得很少。因為在這裏，商品的供給比在交戰各國充足得多，而對通貨的信用也比較大些。這第二個原因意義非常重大。即使同樣程度的通貨膨脹，亦能因對通貨信用之大小不同而產生相異之效果。

中立各國的物價騰貴，較之交戰各國實微而又微，其所以然，另一個理由便是他們外匯的堅勢（firm

tendency) 這種堅勢是國際收支的順調所造成的。購買力平價說主張外匯市場爲物價水準所決定。上述的見解明明和這個理論相反。照購買力平價說所主張那樣的情形，固然很多，但物價水準爲外匯行市所決定而後者又爲國際收支等所決定的場合，實亦數見不鮮。中立各國對交戰各國供給物資，並不是因爲中立國的物資比較便宜，却是因爲戰爭延續下去，非此不足以支持。這些購買，決不能全部由現金的輸出和外國證券的遣回把它償清，是極顯明的，其會使中立國外匯騰漲，乃屬當然之勢。交戰各國也有多少商品輸到中立國去，所以中立國外匯行市的堅勢必然有把物價壓低至某程度的傾向。

## 九 英國的通貨緊縮政策

除中立各國和美國不論，通貨膨脹進行得最穩健的，當首推英國。這是因爲英國正當通貨膨脹的波濤中便採取緊縮的貨幣政策的原故。這個政策，由銀行率的提高表現出來，百分之十的高利率固然沒有繼續多久便停止了，但戰後總維持着較高的利率。特別存息當初本用以吸引外資，但到了後來，又利用它儘量吸收游資。高率的課稅對於通貨膨脹的減輕，也有相當作用。英國藉租稅收入調達了百分之二〇的戰費，德國僅調達百分之六，其他交戰國則尙不敷通常國費之支付。這個中間的差別究竟在什麼地方呢？第一便是英國人的租稅觀念是非常愛國的。加以在戰爭開始之時，用直接稅支辦大部分國費的，僅

有一個英國。其他國家，要想匆促之間，把直接稅制度樹立起來，實不可能。況且間接稅又有限度，若陡然增加，物價必隨之俱漲，這是各國政府所最怕的。

即在德法兩國，通貨膨脹也比較輕微。休戰當時，德國每一人口的紙幣攤發額為戰前之四倍。但須知德國紙幣主要是流通於佔領地帶。不用說，地方政府和佔領地帶的軍事當局，尚有地方紙幣的發行。休戰當時的德國物價雖已漲至戰前二倍半，但馬克的對外行市却並沒有跌至百分之五〇以下。法國呢，戰爭第一年通貨流通額便增加一倍。但這也是因為國內要地被敵軍蹂躪，金融制度陷於麻痺狀態所致，並不足驚異。然而奇怪的是一九一四年全年，法郎一直對英鎊和美金升水，那怕法國已被敵軍侵占一大部分。法國官方若不收買英鎊和美金，這項升水恐怕還會高些。到一九一五年法郎被折減了，但虧了英美兩國的幫助，在四年戰爭中總算維持住了。

意國的里拉、奧匈的克倫（Krone），俄國的盧布等與其他弱小國的通貨一道，都比法郎和馬克更跌落得厲害。但是這些通貨的價值却直到休戰為止，始終維持着相當水準。這些國家的通貨膨脹都已進到相當高度，不過完全發現出它的效果，却是休戰以後的事，那時跟着物價的騰漲，外匯行市的跌落，通貨膨脹已進展到極端。

## 第五章 戰時金融(下)

### 一 世界的通貨膨脹

一九一八年十一月大戰告終，全世界都沉溺在空前未有的大膨脹的波濤中。過去歷史上可與大戰中發生的這次通貨膨脹相提並論者，只有一個，那便是隨美洲之發現而發生的黃金膨脹 (gold inflation)。但是我們關於那次膨脹的知識太不夠，不能拿兩者的程度來相比較。然而無論如何，十六世紀各種情形尚都在幼稚階段，即此一端，亦可知其難與今日的通貨膨脹相比。這次戰爭膨脹，亦不可和十八世紀歐陸各國及美國的膨脹相比。這許多膨脹都只限於一國之內，影響不及於世界。拿破崙戰爭時的膨脹雖說擴至全歐，但其他各大陸仍未受其波及。國際通商和國際金融充分發達而造成國際通貨膨脹的可能性，和拿破崙戰爭以後之事。

關於戰時通貨膨脹之破壞的影響，有許多書討論到。通貨貶值的恐怖，與經濟生活、政治生活、社會生活各方面以非常可怕的影響，在許多著作中有着極生動的記述。想把戰時通貨膨脹的損害過小視，那是不容赦的，要被列於戰爭商人之流亞。然而爲了歷史真理的探究，却不可不平心靜氣的把戰時通貨膨脹

的效果重新加以檢討。關於這個题目的多數著作，或是親身體驗過膨脹的損害，或是用戰後膨脹的眼光去看戰時膨脹，又或是有意強調戰時膨脹的黑暗面而使其成爲反對通貨膨脹的口實。

## 一一 戰爭的影響和膨脹的影響

揆諸實際，戰時通貨膨脹並非如許多學者所記述那樣破壞的。爲要加以明確的判斷，不可不把通貨膨脹的影響和其他要因的影響截然分開。第一，食糧及其他物資之缺乏不是通貨膨脹的結果，却是它的原因，乃爲封鎖、潛水艇戰、軍事需要的增加、生產能力的減退等所致。縱使戰爭金融是依嚴格的正統派的原則調達的，一般民衆所能得到的商品量亦必沒有差別。誠然，通貨膨脹事實上是增加某階級的購買力，同時削減他階級的購買力。但在戰爭中，這些變化總算比較穩健。差不多每個國家都實行了住宅管理 (rent control)，這就是使生活費中的最大費目不要過分騰貴。最必需的食糧品的價格也被統制，在定量分配額以內，可以用低廉的價格購買。戰爭中因膨脹而招致的生活水準之低落，並不利害，即對於受戰時膨脹影響最大的階級亦然。

通貨膨脹的影響和戰費的影響也須加以區別。若不訴於通貨膨脹的手段，戰費縱可調達，但各國的債務會要驚人的增加。自然，這增加當不致若這次戰爭中實際所增加之甚，因爲爲了物價高漲，特別在戰

爭後半期，戰費顯著增加了。倘使物價維持一九一四年的水準，英國的戰費或者會由七百萬萬鎊降為五百萬萬鎊亦未可知。但是把這相差的二百萬萬一概歸於通貨膨脹之責是不行的。物價騰貴並不是通貨和信用量增加的結果，却是商品缺乏的結果。物價騰貴也決不是通貨膨脹的影響。尤其在中立各國，通貨膨脹多是物價騰貴的結果而不是它的原因。這是因為他們對中立國的反常的輸出所致。

### 三 通貨貶值的不可避免

在國家債務激增之下，通貨貶值是不可避免的。各交戰國自一九一四至一九一八年間，國家債務大抵都增加十倍。在如此浩大的負擔之下，而想與戰前維持同樣的通貨價值，實不可能。如此浩大的負擔，已經超出國民擔稅力限度以外。要減輕這個負擔而不訴於足以致國家於破產的手段，舍貶低通貨價值而外，實在別無他法。關於此點，待後面數章中詳細討論。這裏僅把必要巨額戰費的時候，不可免的要貶低通貨價值的事實指摘出來。由這個視角去看，戰時通貨膨脹實在是用以解決戰費所造成的問題的。

但戰時通貨膨脹，雖不若學者們所主張之甚，却顯然是破壞性的。就是戰爭中通貨膨脹進行輕微的國家，它也把中產階級的金融力破壞無遺了。執拗的物價的漲勢助長社會的投機心，成爲濫亂的生產和存貨，不必要的中間商人的出現，商品的隱藏，以及工商界的頹廢氣氛等而表現出來。爲着發財機會的容

易，使一般民衆貪慾無厭而造成種種墮落的風氣。戰時通貨膨脹之破壞的影響，例證實在太多，這裏毋庸枚舉。

#### 四 非生產的通貨膨脹

在某程度上，壞影響是和通貨膨脹不可避免地連結着的。然而，在更大的程度上，它們乃爲通貨膨脹所以發生的各種情勢所致。濫亂的生產和商人的囤貨居奇固然成爲逐利手段，但這也僅僅小部分是由於物價的漲勢，大部分却是起因於戰時需要的激增和物資供給的缺乏。交戰各國軍事當局，對於軍事資財的購辦，惟恐稍遲，那裏還顧及它的質料和價格。這個事實與需要增而供給不增的情形相伴，便造成上述的逐利機會。自然，物價水準的緩慢的騰漲，其本身已足夠刺戟生產和商業了。在沒有經濟計畫的場合，物價的漲勢常因生產及存貨沒有辨別地增加起來，致使經濟組織爲之紊亂。從這點去看，戰時各種情形並不如戰後那樣完全無政府，却是應於戰時需要的增加，而多少帶有計畫性的。

戰時膨脹所以造出非所望的結果來，其最大理由，便是那使膨脹發生的支出，盡被用於非生產的目的。由社會效用的觀點，這種支出顯然是非生產的。然從技術的見地，軍費上每一鎊的支出，都應當有相當的財貨被製造出來。我們無須問各國政府所支出的是否超過其國軍備所必要以上。我們的問題是：軍火、

軍服及其他軍用資材，乃是賴虛擬財富增加而生產的；若是國家支出的限度和戰前一樣，決不會能够生產這些。這些生產物顯然沒有經濟效用；它們在戰爭中被使用、被破壞了。但是，虛擬的購買力之造出能够增加財貨之生產一事實，並不因此改變。

## 五 生產的通貨膨脹可能嗎

現在我們要來看看，假如數十百萬萬的金錢不消費於武器，而用之於生產的支出，會發生怎樣的情形呢？那會要在人類財富上增加多麼巨大而永久的價值呵！一切自然資源都會被開發，消費者的生活水準會提高至可想像的最高度。自然動力會被統制而完全供人類驅使，勞動時間會縮短至雖樂觀的烏托邦論者亦夢想不及的最低度。若是一切消耗於墾壕等工事上面的人力和金錢，盡用之於建設的方面，恐怕無論何人都可以由茅棚移進宮殿了呢。

然而這徒然是夢想而已，與現實沒有關係。現實絕對不容許上述情形的發生。要是沒有戰爭，全世界仍不會放棄正統學派的思考方法。無論任何政府，不是迫於防禦侵略的必要，總不會放棄健全財政原則。而且，不管其目的是如何生產的，如此巨額的國費支出，總非政府所希望之事。作爲一種想像固未始不可，但結果不但不會增加人類繁榮，而且會要破壞它。必須謹記，一九一四年以前乃是自由放任（Laissez-



(faite) 的世界。自然資源和生產力的急激增加，將會惹起未曾有的過剩生產；水力電氣及其他自然力代替人類勞動，會把夢想不到的失業者投出街頭的。結局，理想的繁榮狀態沒有得到，反而會要發生雖一九三一——三四年的恐慌亦不能相比的慘狀。在完全沒有經濟計畫的情形下，正統派的財政原則阻止了這種生產的支出，亦未始不是幸事。

## 六 錯誤的非常時方策

再由夢想的世界回到現實世界來吧。戰時非正統學派的經濟支出和有限的經濟計畫，是在極不利的情況下實行的。過去並沒有同樣的經驗，各種緊急方策都是匆忙的擬成便拿來實行。計畫經濟下的通貨膨脹究竟利弊如何，戰時的經驗，殊不能用為作這種判斷的根據。戰爭中各國政府採用膨脹政策，並沒有理解自己行動的本質，也並沒有定過任何計畫。通貨發行額、公債和消費者的購買力，無窮無盡地被增加起來，那胡亂的方法只管在黑暗中跳躍着。幸而一般民衆也和政治家一樣，尤其是戰爭初期，對於通貨膨脹的本質都不瞭解。不然的話，膨脹的破壞力當要出現得更早些。

戰時膨脹是否絲毫沒有建設性呢？正統派學者們是以為如此的。實際上膨脹的支出，有一部分確發揮着建設的效果。不錯，膨脹的支出一大部分完全被用於破壞方面，另一大部分則為對於各該國無永久

利益的資本支出。軍火製造設備的增加，到戰爭終止後便要由資產一變而為負債。但另一方面，各國却都有不少有用的工場設備被建設了。農業資源之更有效的利用方法也被發現了。公路和鐵道也被建築了。最初雖然都是供給軍用，但從經濟見地，究不失為有用的建設。

## 七 關於金融的新見解

關於金融的正統派的見解被打破了，這是歸功於戰時通貨膨脹。戰後通貨膨脹之過度的進行雖重新引起對正統學派的傾向，但一九一四至一八年間的經驗却是絕對不可忘記的。大戰中爲了國防關係能够把關於金融的正統學派的理論放棄，這個事實替下面一種思想開了道路，即縱在和平時代，爲人類進步和繁榮計，亦當廢棄嚴格的正統學派的原則。

像周知的，這個新見解一到許多似是而非的改革者手中，便被弄到極端。他們主張，戰時通貨膨脹所以產生如此壞影響，就因爲這次膨脹被用於非生產的目的。他們又主張，若在生產的目的之下，無限制把通貨和信用擴張起來，則通貨膨脹斷不會壞，它的結果一定是大家歡迎的。關於這些，我們現在暫不詳論。但是像後面就要述及的，在沒有適當的經濟計畫的場合，就是比較輕微的信用膨脹也會煽起投機熱而招致悲慘的崩潰。戰時通貨膨脹之破壞性，一方面固然是因爲使用於非生產目的之故，同時也是由於經

濟計畫之不備。

第一編 第五章 戰時金融(下)

## 第六章 戰後通貨膨脹

### 一 復歸「正常」狀態之預測

到戰爭的第三年，世人已漸漸意識到戰爭所必要的異常的國費支出，對於金融上有深大影響；但是，仍以爲金融方面的反常的事態是暫時的。戰爭一告終止，金融事態便會回復常態，物價重會跌至戰前的水準（因某種理由必須認此爲正常水準），外匯將會回到舊有的平價，除國債的增加和增稅的必要不論，金融機構再會走上一九一四年八月被中斷了的常軌。這是一般人的信念，只要看每次和議的謠傳發生，外匯行市便現堅勢也可明白了。物價對於和平的預見，沒有這麼敏感，因爲需要並不減退，供給仍舊艱窘。到一九一八年九月保加利亞投降協約國，德國的失敗已經明白時，奧匈和德國有幾種商品的價格跌落了。但這跌落不是長命的，因爲戰爭的終止並不就是膨脹的終止。

事實上，戰爭終止後，通貨膨脹才漸漸開始充分發揮它的影響。第四章已經說過，通貨膨脹的影響，在戰爭中是給各種理由隱蔽了，甚至在某程度被抑止了。加以民衆對於眼前現象的本質沒有理解，不知道通貨價值會更往下跌落。從金融的觀點，很可以這樣說，在戰爭中，世人是優游於「愚者的樂園」。當戰事繼

續中，人們只知捍衛國家，不惜任何努力，那裏還顧慮費用。英國和某程度上德國及其他二三交戰國雖努力藉租稅支辦了一部分戰費，但這究竟是例外，一般的說，戰費的問題直到戰後才漸漸開始解決。

## 二 龐大的國家債務

到和平之鐘漸鳴的時候，交戰各國才發現自己負了莫大的債務。這項債務大部分取着對外債務的形態，這就使問題更複雜起來。但即就內債而言，也已經大到使政治家感覺爲未之前有的財政問題。這樣龐大的債務負擔，將如何處置呢？誰也承認，戰爭的結果，各國都疲敝不堪，擔稅力是比一九一三年更小了。休戰當時把財富和人命的破壞對於擔稅力的影響估計過大，把人類從災難恢復轉來的能力又估計過小。不過當時仍相信，增加的負擔是可藉正常的租稅手段支辦的。

在中立各國和美國，這樣的信念是很對的，因爲這些國家除國家債務增大外，國富也跟着增大了。況且在美國及其他各國，國富還有很大的增加的可能性。而在歐洲就完全兩樣。歐洲各國雖不說已經達到發展的極頂，但其國富增大的可能性是比較小了。國家債務的增大，無論何時都不會有因國富增大而予以抵銷的希望。

### 三 不可論證的比較

歷史研究者會要提出異議也未可知，當拿破崙戰爭結束時，國家債務的重荷也正和一九一八年一樣，簡直無法處置，但是後來各國竟能忍耐這重荷，在滑鐵盧之戰至馬納之戰這百年間，甚至還能再增加債務。然而，須知十九世紀是產業遂行未曾有的發展的時代。在一九一八年的時候，是否可以希望二十世紀中也會有同樣的發展呢？一九一八年當時握着歐洲各國運命的政治家們，似乎並不非常樂觀的作這種想頭。然而他們却沒有一個人有勇氣有眼光，敢於正視現實，而正當當的去處理國債問題。

英國的政治家是希望英國國民本於愛國心，至少於今後十代中，每一鎊收入繳納四先令至五先令的所得稅。法國的政治家想藉德國的賠款收回大部分戰費。德國的政治家已被失敗和天文學數目的賠款所壓服，對於未來的計畫是談也不用談了。

總之，和議後幾年中的問題，不是應如何處置戰費的重荷，而是在如何才可阻止國債更增加，或減輕其增加的程度。和議後，以前的交戰國政府沒有一個能够阻遏非常經費的增加。復員（demobilization）的進行極其遲緩，而且有許多項費用，就是到復員以後仍不可少。各國戰區的復興，不可不有巨額支出。總而言之，要把在戰爭中已習慣於巨額赤字的政府和議會的浪費癥矯正過來，是極端困難的。

#### 四 怎樣支付戰費

政治家們對於國家債務的態度，最特色的便是毫無現實的意味。想把貨幣單位回復戰前平價以增多實際的債務負擔者，非僅英國而已。事實上，增大的國債重荷，要不是把債務締結所用之貨幣單位價值大大貶低，終久是不堪負擔的。然而能够正視這個事實的國家，一個也不存在。

和議當時，在支配世界的政治家們的辭書中，找不出「通貨貶值」這名詞。他們是在戰前金融思想中長成的，他們想只須多增加租稅，債務便可解決，希望藉換發和償還的方法慢慢把它減少。至於中立各國，債務沒有如此大，他們也採用這種政策倒是至當的。在這點，美國可與中立國列爲一類，他的債務雖然增大，但未至不堪負擔的地步。在歐洲各交戰國中，僅只英國採取這種政策。然像其後的事態所證明一樣，英國這種政策是失當的。

#### 五 大陸各交戰國採取膨脹政策的理由

大陸各交戰國無論戰勝國或戰敗國，都採取了種種方法，以圖把他們從戰爭所得到的遺產——債務減輕些。他們藉各自幣價的跌落達到了這個目的。他們並不是意識的地採取這個政策。他們戰後仍繼

續通貨膨脹，並不是想減輕國家債務，只是沒有方法使它中止而已。在法國，爲了東北一帶的復興，非有通貨膨脹不可。在德國，巨額的賠款義務迫得它實行通貨膨脹。在奧、匈及舊帝國各繼承國，爲要奠定和約所產生的新事態，有實行通貨膨脹的必要。在意大利，則國內政治的紛爭成爲繼續通貨膨脹的原因。

這些國家，沒有一個是意識地貶低它的通貨價值以圖減輕債務負擔。這實在是一件可悲的事。因爲當通貨貶值勢在必行的時候，與其聽其自然發展，不若意識地使之減低更好些。要是戰爭終止後，各國便實行大大的通貨貶值，或者還會能夠在新的水準上維持着安定吧。但是現實上，他們的通貨是聽其自然的減價，有很多時候，通貨價值簡直就像崩雪一樣地慘跌，到發生最大的壞影響之後才得安定下來。

在德國、俄國、波蘭、奧國和匈牙利，通貨膨脹實際已把通貨價值貶爲零了。同時，國家債務亦被消滅。不過如經驗所示，這個支付戰費的方法決不是可喜的。因爲不僅是國家債務消滅，沒有投資於現實財富的一切形態的資本和貯蓄也盡化爲烏有了。這種被毀壞的資本，不要維持國家的正常存立則已，否則必設法使其恢復。恢復的方法，卽是創造新的債務。這在德、奧、匈等國是採取對外債務的形態。

## 六 用穩健的通貨膨脹減輕債務

如上所述，極端的通貨膨脹並不是解決過度債務問題的最好方法。反之，穩健的通貨膨脹却對於這



個問題的解決有莫大作用。法、意、比、葡及捷克抑止了通貨膨脹的過度發展，所以能够把債務減輕，而同時又不致毀壞現代國家所賴以存立的資本和財力。波羅的海各國的通貨減價，比這幾國要厲害些，不過那些國家都缺乏資力，其破壞力量亦不甚大。

穩健的通貨膨脹雖說於債務負擔的減輕上有很大作用，但在現實情形之下，他的效果也大部分被抹殺了。大致說，通貨減價乃作爲因赤字財政而起的通貨膨脹之結果而發生。從而，債務的實際負擔則作爲通貨減價之結果而減少。但反過來說，因爲赤字的結果，債務的名目額却增大了。若是不用由赤字財政而起的通貨價值漸落的方法，而用急激的通貨貶值的方法以圖減輕債務負擔，那效果一定會更大。但實際上各國都自願擔負着戰爭所遺留的巨額債務，而且戰後又增加了。

## 第七章 戰後的混亂

### 一 由樂觀到失望

起初，人們以為戰爭終止，正常的金融狀態就會恢復。但是這個樂觀論馬上被證明錯誤了。上章已經說過，所以不能回復一九一四年的狀態的一個理由，就是各國都擁有龐大的債務。僅此一點便已使得戰爭直後沒有平衡預算，停止膨脹的可能。何況此外另還有種種使舉世金融界陷於混亂狀態的理由存在着呢？

第一，戰爭中對於消費的限制，戰後必然解除。當那非常時期，一般民衆食不飽衣不暖地工作着，戰爭一告終止，四年中久感缺乏的物資便不免被浪費起來。等運輸狀態恢復，瑞士的朱古力（chocolate）便一車車的運進新興各國，巴西的咖啡也一船船的輸至中歐和東南歐洲，至於如何付價，是誰也沒有計及的。虧了這種恢復的需要，中立各國乃至二三交戰國，遂得繼續戰時同樣的繁榮狀態。結果不外金融力薄弱的國家對外債務激增起來。

## 二 釘住匯兌政策的停止

最初使全世界明白地察知戰費支付還剛在開始者，是一九一九年三月協約國方面釘住匯兌政策的停止。這以前，金融的破壞狀態被外匯行市的欺瞞的安定隱蔽了。斷然停止釘住匯兌政策的是英國政府。英國這種態度，頗為當時尤其是法國方面所非難。但事實上，這乃是戰後英國政府採取的第一次現實的行動。倘若英國為着維持英鎊及其他協約國方面的匯價於不當的高率水準，而竭盡本國資力，增加對外債務，那會是不可赦的錯誤。貧窮化的歐洲各國將會利用高率匯價拚命地進口外國商品的。和約調印後五個月時才開始停止匯兌的固定，已經是大錯誤了。協約國方面釘住匯兌政策一停止，自英鎊以次其他各國通貨的外匯便一致暴落。同盟國方面的匯價，和議後即已開始下遊。俄國的盧布因內亂和革命的結果，到一九一九年已經毫無價值。戰後幾個月中，全世界通貨狀態之混亂，恐怕極端悲觀論者亦所料想不到。

## 三 膨脹必須繼續進行

有人以為倘若戰爭直後，各交戰國便一致採用確乎的通貨緊縮政策，那末戰後的混亂或者可以避

免。但實際上，通貨膨脹的趨勢是阻遏不住的。俄國和戰敗的中歐各國沒有左右貨幣趨勢的力量是很明顯的事。革命常和通貨膨脹相伴而行。當法國大革命時是如此，在俄國歷史上只是把它重現一次。先後各個政權發行了種種的通貨（沙皇時代的盧布、克倫茨基盧布、蘇維埃盧布及其他各反革命領袖所發的紙盧布），致使俄國通貨情形陷於極度混亂。匈牙利的情形也不比俄國好。短命的匈牙利蘇維埃所發的紙幣不久便失去價值，以至全然不能用以購買商品。德國和奧國的政權，革命後已是極度疲弱，要遏止通貨膨脹的趨勢是絕對不可能的。這些國家沒有一個在政治上能夠運用通貨緊縮政策以挽回這通貨膨脹的波瀾。

協約國方面的情形沒有壞到這步田地，但各國政府亦無戰後便馬上實行緊縮政策的力量。那怕把和議後仍須繼續相當時的非常巨額國家支出置諸不論，戰勝各國的政府仍不敢把通貨緊縮所必然招致的犧牲和苦惱加諸國民身上。若是休戰之後便採行緊縮政策，把失業者大量投出街頭，那會要發生怎樣事態呢？戰地歸來的兵士們，要給他們找個職業已經極感困難了。若再採用緊縮政策，那就會根本無法解決。戰爭直後，失業者的激增是很可以在協約國內造成革命的。大部分復員兵士們的得到職業，至少暫時的，可以說是戰後盛況（post-war boom）的歷史的功績。誠然，和議後不到兩年，衰落便繼盛況而至了。但一九一八至一九二〇年這鬆了一口氣的期間，對於交戰國的政治穩定上是有無上價值的。馬上把復

員的兵士投出街頭和暫時與以職業而後投出街頭，結果大有分別。衰落延擱至一九二〇年開始，也許替幾個國家防過了嚴重的政治危機咧。

#### 四 解決的困難

把通貨膨脹的繼續和釘住匯兌政策的停止等事姑置不論，造成戰後金融界的混亂局面者大部分由於兩個重要帝國的分解所致。前奧匈帝國和俄羅斯帝國的分裂，是唯一可和如此造成的通貨混亂之解決這事業相比擬的。誠然，和議後同盟各國的軍用通貨概被收回，歐洲通貨情形很是簡單化了。但同時新興各國亦各自努力於本國獨立的貨幣制度之確立。奧匈帝國的繼承國所採方法，是把某個時期在本國內流通的克侖紙幣 (Krone) 加以簽印。結果，通貨價值最高的國家，致有偽造簽印的克侖紙幣大量密輸進來。隨你施行怎樣嚴峻的匯兌管理，也無法杜絕。在羅馬尼亞、南斯拉夫、波蘭等國，各種各樣的貨幣流通着，其間的比率無時無刻不有變動。這個混亂狀態的解決，非有幾年工夫是不行的。

引起戰後通貨混亂的物質的要因，大抵有如上所述，此外還有心理的因素參加了作用，也不可忽視。在多數國家，無論政府、議會或者民衆，對於通貨膨脹都習以為常了。在戰前，要增加預算是必須慎重檢討和批判的，但在這個時候，則甚至國家支出的增加也似乎不算什麼一會事。全世界已經在戰爭中習慣於巨

大的數字，要在金融財政上恢復戰前同樣的思考方法，在當時真不是易事。

## 五 物價再度騰漲

自一九一九至二〇年上半年間，通貨膨脹仍繼續進行着。和議後各國物價略有跌落，但馬上再轉漲勢，一九一九年初期的物價水準達到未曾有的高度。當時物價的漲勢，確比戰爭中更爲激急。許多國家已把公定物價政策 (price fixing) 停止，而委之於自然的需求。誠然，供給亦隨消費的需要增加了。但它的增加究竟緩慢得很。要把軍火及其他軍用品製造場改爲民衆消費品製造場，必需相當時日。有些國家，生產設備有一部分已被破壞，所餘的能力非常低落。因爲鐵道被破壞及船舶噸數減少的結果，運輸交通手段也頗感缺乏。

一九一九年當中，供給漸漸便利了。本章冒頭便說過，在戰後，海外商品的輸入最爲容易，而且它的誘惑是非常強的。那怕供給增加，物價的漲勢仍然急激，這一部分是因爲戰時人爲的減低供給，一部分是因爲對於戰爭中極感缺乏的物品需要激增所致。一般民衆要經過相當時日後，才會理解：原料、食糧、全製品的缺乏乃是戰爭的結果。

整個一九一九年，生產者、商人、消費者都集注努力於供給的增加，作爲這次延長的戰時氣氛的結果。

供給那怕增加也趕不上需要，物價老是狂漲。英國批發物價指數一九二〇年造成三一〇的最高紀錄。美國達到二七〇。少數中立國物價的漲勢更甚。國際貿易和國際金融上的主要障礙去除之後，物價的漲勢遂成爲世界的，中南美和遠東各國亦受波及。不消說，物價騰漲以中歐各國爲最激烈，至於俄國，生產完全破壞，印刷機不停的運轉着，物價的飛漲，更是不堪想像。

## 六 購買力的延遲使用

戰時的通貨膨脹，乃因龐大的戰費支出造成過多購買力所致。就是到了戰後，人爲的購買力仍繼續增加着，雖說不及戰時的程度。這並不是使得物價騰漲的第一個理由。戰後通貨膨脹，一部分是因爲戰時所造成的購買力延遲到戰後才使用的原故，如前所述。戰爭中爲了供給的缺乏和定量分配的實施，當時所增加的購買力未能充分使用。和議直後，通貨流通額雖繼續增勢，但這不是物價騰漲的原因，寧是結果。在中歐各國及俄國，印刷機成爲彌補赤字的唯一手段，協約國方面，則自一九一九年以後，已能發行公債以彌補赤字。但是通貨流通額仍舊增加，因爲高漲的物價使通貨的需要增加了。

## 七 銀行信用的膨脹

同時，銀行信用也擴張了。戰爭中因為政府支出的巨大，生產者和商人都不要像戰前那樣利用銀行信用。以是大多數國家在一九一四至一八年間，銀行信用量都減少了。因為物價騰漲和軍用品的供給，他們都獲利最多，戰前的債務也大部分償清了。但是一到戰後，爲了狂熱的生意和對於戰爭利潤的高率課稅，商人和製造業者等不得不再利用銀行信用。

有許多經濟學者以爲，這個銀行信用的擴張同着紙幣流通額的增加，就產生了通貨膨脹的影響，造成了物價的漲勢。這種主張是把原因和結果混爲一談。前面已經說過，物價騰漲乃是戰後需要激增的結果。銀行對於生產信用和進口信用的授與雖或不甚慷慨，這種需要却不因而減少，只是供給會更趕不上需要罷了。所以結果，物價更往上漲。確然，要是戰爭直後便把信用加以慎重的管理，也許馬上可把這漲勢抑制下來，如一九二〇年的經驗所告訴的。但是前面已經說過，戰爭直後便採行通貨緊縮政策僅就政治的理由言，亦非可能之事。無抵抗地委身於通貨膨脹趨勢，無非是兩弊相權取其輕者而已。問題不在於通貨膨脹抑通貨緊縮，而在於因經濟要因而起的通貨膨脹，抑作爲採用緊縮政策後必會引起的政治混亂之結果的通貨膨脹。第一條路的被選擇，並不是戰後政治家們聰敏過人所致，他們或者還不會知道：他們的國家在向通貨膨脹的路途邁進，其影響將會把戰時所有經驗都掩蓋咧。和屢見不一見的情形一樣，這裏又是失策和無知提供了正當的解決。



政治家們一旦明白了戰後通貨膨脹的性質和程度，便開始想把它抑制，他們在十八個月以前沒有想到有實行緊縮政策的必要，是非常可幸的一會事。如次章所述，一九二〇年所採行的通貨緊縮政策乃是致命的失策，世界至今還遭受它的殃。若是一九二〇年以前便採用通貨緊縮政策，其影響會更不堪設想。

## 八 對於政治和經濟的影響

戰後通貨膨脹惹起了中歐各國的政治混亂，尤其因為把德國的中產階級消滅，實是替數年後的國社黨開闢道路。這是一般的議論，可說很是正確。但與我們前面所說通貨膨脹阻止了國內政治混亂的見解，並不相矛盾。一切都是程度的差別。有些國家，當戰後盛況的時候，通貨價值比戰前跌落三分之一，但這跌落同時，如狂的生意跟着到來，通貨膨脹在這些國家裏確演着積極的作用。至於其他國家，物價大漲特漲，通貨幾全然喪失價值，而其經濟組織的紊亂又使盛況不能伴物價騰漲而到來，在那裏通貨膨脹却明明具有對政治的破壞影響。

就經濟的見地言，戰後膨脹在程度輕微的國家，比戰時膨脹有更大的建設的效果。第一，它使得改編軍需工業為平和事業這工作圓滑地進行了。它使得在戰爭中被弄到莫名一文的人們又得到一個重新

起始的機會。它已把因戰爭的損失所造成的國富的罅隙填補起來。倘若有些國家受到戰後通貨膨脹的極破壞的影響，那是由於兩個理由。一個是比戰時通貨膨脹更無統制。另一個便是繼這膨脹之後實行了金融史上最胡鬧的破壞的通貨緊縮的原故。關於這點，俟下章詳論。

## 第八章 戰後恐慌

### 一 近視眼的政策

照通貨膨脹的反對論者最得意的見解，通貨膨脹縱或可暫時引起虛偽的繁榮狀態，但結局終非至促成通貨緊縮減低貨幣價值不止。反對通貨膨脹者中，有些人站在純粹實際的見地主張這種議論，有些人則注重道德的側面，即通貨膨脹違反健全財政原則，是必然要受懲罰的。他們很得意地指出：戰後胡鬧的通貨膨脹不是已經受到戰後恐慌（Post-war slump）的懲罰了嗎？他們看一九二〇——二三年間人類的受難，恰如舊約聖經視巴比倫或埃及的受罰一樣。

但事實上，戰後恐慌這個災難，乃是人類自作自受。它是近視眼政策的結果，這種政策也許是其後一切經濟混亂的根源。由賠款、戰債及過度的對外債務等而起的各種混亂，都是種因於一九二〇年的錯誤的貨幣政策。即一九二九——三四年的世界恐慌，也是為這政策的原故。恐怕今後數年之中，我們還得遭受一九二〇年這近視眼政策的累，也是未可知的。

戰後主要國家主持通貨政策的人常受到一種責備，說他們當一九一九年初頭，沒有把銀行率提高，

同時把信用加以限制。有人說，倘若他們能對通貨膨脹防微而杜漸，物價騰漲便決不致如此厲害，從而其後的物價跌落也必會和緩得多。我們已在上章指摘過，戰爭直後便採行緊縮政策，縱或金融上經濟上可能，政治上却是不可能的。就說政治上可能，那也是近視眼的政策。國家債務既然激增，要減輕這負擔，就莫如大刀闊斧把貨幣單位的商品價值降低下來。一九一九——二〇年物價急激騰漲，乃是作為戰爭的結果，不可避免地到來的。戰後的政治家們雖沒有利用大大的通貨貶值來解決這問題的勇氣，然而他們至少未妨礙解決之自動的進行，是亦有足多者。

## 二 回到一九一四年去

通貨的金純分乃至戰前的物價水準中似乎有着神聖的意義，這個觀念確是一切災難的根源。許多比這更重大的律則，都在戰爭中為國防而供犧牲了，但是戰後的政治家們却認為他們最大的義務，就是把一九一四年的通貨價值恢復原狀。進步和繁榮都為這見解而供犧牲了。當時很少有人見識到：因戰爭的結果而起的世界金融狀勢的變化，必須藉大大的貨幣減價才可矯正過來。實際上的問題姑置不談，單就道德的觀點，負戰爭責任的一代人也應該負起清償戰爭所遺留的金融影響的重擔，不應該把它推諉於後代人的肩上。

### 三 虛擬財富和實際財富

戰後物價的激漲是戰時所付金融上的巨大犧牲的自然歸結。一九一四至一八年間的未之前有的支出，使那取着公債及各種沒有內在價值的資本形態的虛擬財富比戰前增加許多倍。同時，實體價值物所代表的實際財富却因戰爭的破壞而顯著減少。虛擬財富和實際財富間，在數量上必需有一定的比率。所謂比率並不是固定的數字，只是要有一個合理的限度，在限度之內，數字雖有起落亦不致發生嚴重的擾亂而已。

虛擬資本的存在，對於現代經濟組織的建設是一個不可缺少的條件。經濟落後國家所以貨棄於地不能為社會利用者，實坐虛擬資本缺乏之故。進步和繁榮不可不有一定限度的虛擬資本，沒有虛擬資本，那怕最發達的產業體系也將無能為力。但是另一方面，若是虛擬資本超過於必需以上，却就成為不堪負擔的重荷，而有阻塞進步破壞繁榮的危險。因為，虛擬資本是靠生產收益的一部分來維持的。若是這項收益內，過大部分歸作虛擬資本的紅利，則生產者所得的就非常有限了。虛擬財富，在某程度上雖成爲生產資本的基礎，但是本質上是非生產的，它使得金利生活者 (rentier) 能在生產階級的所得 (earnings) 上度其安閒的生活。作爲使人希望在晚年和平與安全時代得到果實而工作的引動力，金利生活者確是

某程度上不可少的。但是總要有限度，越過限度，生產的階級就不能維持非生產的階級。若是生產者要以大部分所得去供養虛擬資本，生產必受妨礙。

#### 四 紙的財富的過剩

在戰前，中歐、北歐和西歐實際財富與虛擬財富之間的比率，是比較正常的。東歐、英國屬領和美國較正常比率稍低，其他各國則更爲低下。在這些比較不發達的國家，虛擬資本的增加原是一種好現象。但在事實上，較不發達的國家虛擬資本增加得太少，而歐洲却反增加得太多。在歐洲虛擬資本的比例大抵以前便已經够多了，再行增加便釀成紙的財富的過剩。

虛擬財富和實際財富之間的不均衡，矯正的方法有三個：第一是增加實際財富的生產，用以恢復均衡，這個方法最爲可靠。戰時巨額的支出若是用於建設目的，則虛擬財富之增加也大部分可由實際財富的增加抵補了。但是，縱然如此，究因經濟計畫的全然闕如，亦將歸着於過剩生產和浪費。實際上，戰時造出的虛擬財富的對手只是沒有社會效用的軍需品。就是戰後，這種不均衡仍沒有藉生產增加而與以矯正的希望。在自由主義資本主義的體系之下，現實財富的生產決不會有趕上虛擬資本的增加的可能。因爲沒有計畫的生產擴張，必然要惹起不均衡狀態而遭挫敗的，如一九二九年以後的經驗所示。

恢復虛擬財富和實際財富的均衡的另一個方法，便是戰爭停止後，馬上斷行猛烈的資本課稅。這個方法已經有幾個國家試行過，但結果都不滿意。在直接稅體系最是完備的英國，或許有成功之可能性也未可知。但因為戰爭終止時沒有馬上斷行，到後來更沒有實行的可能了。因為戰爭利潤由於恐慌、重稅及長期不景氣的結果，已經顯著減少了。

第三個解決是實行停止支付 (default) 而把國家債務降至負擔力所能忍受的限度。這個方法，在素以金融威信自誇的國家是決不會採用的。因為利用通貨膨脹減低幣價，雖然實際也是一種支付停止，特別是當通貨貶值隨之而至的場合；但是，在一般人看來，這與債務者之故意的契約毀棄，是完全另一會事。從公債所有人的立場，這由幣價跌落而致的公債跌落，比一部支付停止所引起的痛苦是輕微多了。

## 五 矯正的工作

要矯正虛擬資本這種過剩狀態，至當不移的方法，便是減低虛擬資本所賴以表示的貨幣單位的價值。這個方法的原理只是一個算術問題。凡在公司債、股份、抵當權等形態上持有紙的財富的人，都具有對人類實際財富的請求權。若是這些請求權比戰前增加十倍有餘，而為這請求權之基礎的實際財富量却反而減少，那末依算術的計算，這虛擬財富的一定部分是再不能代表對與戰前同量的實際財富的請求

權了。一定要把虛擬財富的單位維持於戰前同一水準，不均衡的狀態是必然要發生的。在某些條件之下，不均衡將會絕對不可忍受，而虛擬資本的價值遂致歸於消滅。擁有三千萬萬法郎債務的法國，若是把法郎價值恢復到戰前水準，恐怕就會有這樣的事象發生。在那時候，法國的國家債務將會超過國富以上。這種情勢馬上便會不能支持，便會要在法郎的減價中找出一個自然的矯正方法。

在英國虛擬財富和實際財富的比率沒有顯著變化，所以也沒有造成絕對不堪忍耐的情勢。很厲害的不均衡是存在的，不過對於生產的壓迫還不甚重。在貨幣單位的商品價值低於戰前的時代，更是如此。這個比率的變化雖然很大，但尚未至不可收拾的地步。然而，看了這個比率，却可以明白：貨幣價值恢復戰前水準並不是吾人所希望的。

一九二〇年英國物價水準和全世界物價的漲勢同一比例，擡高至戰前三倍，這是一種自然而正常的調整運動。政治家們沒有懂得這種調整的必要，所以實際財富和紙的財富的不均衡自然要發生自己調整的運動。虛擬財富的過剩存在雖不必是戰後通貨膨脹的直接原因，但是，在我們這世界裏，像屢見不鮮一樣，正確的事情常是由謬誤的理由而發生。一九二〇年的物價漲勢却明明是一種適宜的調整運動。在這個運動的過程中雖不免許多痛苦，但想一想大戰中的金融情形，就知道這也是無法。



## 六 物價漲勢的逆轉

政治家的短視和金融見識的闕如，在一九二〇年裏面便把這調整運動阻住而使之逆轉了。不等待貨幣單位價值減低至足以消滅那爲虛擬資本之增加所造成的不均衡而把通貨貶值至該水準，各國政府和中央銀行反努力阻止這種調整運動的進行。

一九二〇年春間，主要各國物價已是登峯造極，不過有幾國到秋季仍繼續上漲。在一九一九年已經有幾國中央銀行想把這漲勢加以抑制的。銀行率漸被提高，到一九二〇年春，英美都達到百分之七的恐慌時利率。同時，信用限制的嚴厲手段也到處採行着。致使存貨商人不得不把商品向市場拋售，將所謂盛況破壞無餘。恐慌的局面一經開始，非至像崩雪一樣把它的破壞力消盡是不會停止的。物價愈跌，商品存貨愈向市場投出。恐慌的局面馬上便成爲世界的了。在德國及其他數國，以其預算狀態而言，是只會造成通貨膨脹而不造成通貨緊縮的，但他們一九二〇年二一年的物價仍不免跌落。甚至遠隔的日本，物價也跌落三分之一。

## 七 景氣逆轉的影響

景氣逆轉之不可避免的結果，便是失業者的世界的增加。它把戰爭的少數好影響之一，即私債的減輕一筆抹消了。由於貨幣單位減價以及戰爭利潤的結果，私債的負擔自一九一四至一九一八年間本來已顯著減輕。這種減輕已把因國家債務增加而起的虛擬財富的增加抵消不少。它使得生產事業的新規借款易於進行了。因為戰後好景氣是大部分賴借款融通的，所以到一九二〇年止，私債增加極多。一九二〇年二一年不景氣的結果，貨幣單位價值提高，於是這種新債務便常常不堪負擔。全世界許多企業因而破產了，莫大的債權因而凍結了。戰後景氣的逆轉使多數國家的銀行內容惡化。在英國，各銀行對蘭開夏等的放款無法收回，這就成爲其後數年中他們不能充分活潑地融通工商事業的理由。

到一九二一年夏秋之交，各國景氣逆轉大抵已告終止，不過它已在幾個重要國家如美國、英國、日本，替一種徐緩的緊縮運動做了初步工作，這緊縮運動不斷進行的結果，遂成爲世界恐慌而爆發出來。暫時的反撥並不是完全沒有，不過就大勢而言，世界物價自一九二〇年三月至一九三三年三月間一直沒有間斷的跌落下來。一九二〇年的悲慘的政策，經過十幾年之久才結成一個果子。虛擬財富和實際財富之正當比率本已有恢復之傾向，但至此便逆轉起來，自後的不均衡愈加厲害了。

## 八 傾向膨脹的國家和傾向緊縮的國家

到一九二一年止，世界通貨情勢，大抵走着同一的道路。自一九一四年七月至一九一八年十一月間，通貨膨脹的波浪逐漸高揚。和議後數月間物價有一種穩健的但實在是全世界的跌落趨勢。但至一九一九年初通貨膨脹的波浪再度高漲，直至一九二〇年全世界的不景氣局面開始為止。不消說，這幾年間，各國物價變動總有些差異，但大體的傾向却是同一。一九二一年以後的世界，由通貨的見地，可分爲二大集團。第一個集團是美國、英國及其屬地、日本、歐戰時的中立國、捷克。這幾國利用物價動向的逆轉，都藉緊縮政策把各該國的通貨加以統制。自一九二二年至二六年間他們實行通貨緊縮政策之後，便斷行通貨安定。本書第一編僅處理戰後通貨膨脹，所以這幾個國家所走的道路，等處理安定和緊縮的第二三兩編去討論。

第二個集團是除捷克以外的大陸各交戰國。這些國家當一九二〇——二一年的恐慌一終止，便再行開始通貨膨脹。他們命運如何，且待次章討論。

## 第九章 再度膨脹

### 一 景氣逆轉——通貨膨脹的暫停

對於歐洲大陸各交戰國，一九二〇——二一年的景氣逆轉僅使戰後通貨膨脹暫時停歇一下。嚴格說來，在這些國家中，通貨膨脹的因素實在絲毫不會消滅。他們的預算不平衡如故，人為的購買力增加亦如故。然而仍不免於一九二〇年的景氣逆轉者，蓋有故焉。第一因爲一九一九——二〇年的通貨膨脹來勢實在太凶，購買力會要擴張是可以預料幾分的。所以物價到一九二〇年漲到不能再漲，在那時候，就是不能和通貨膨脹的程度同日而語的技術的限制手段，也能够發生極大的效力。銀行率的提高和信用限制政策所以不僅在英、美、日本，即在德、法、法等國也發揮着可注意的效力，理由就在這裏。

其次便是心理的原因。一國物價的崩落對於其他國家的影響是很顯著的。一般民衆並不知道：通貨情形各國相異，物價的趨勢自然也有不同。大家只是以爲：到一九二〇年爲止，各國物價的動向既大抵相同，所以將來也定會如此。爲了這種想頭的結果，英、美、日本的物價相繼猛跌，使得那照通貨情形本不致於跌落的國家的物價也大跌特跌起來。照這樣，技術的原因以及心理的原因，使得甚至繼續通貨膨脹的國

家，物價也一齊猛落。

## 二 膨脹的三個等級

下降運動達到一定階段，這些原因便再不能抵消通貨膨脹的影響了。景氣的逆轉停止了，稍事猶豫之後，物價便再轉漲勢。這樣，屬於通貨緊縮集團各國和屬於通貨膨脹集團各國便於一九二一年分道揚鑣了。就是在通貨膨脹集團裏面，也仍有顯明的程度之差；應着通貨膨脹的程度，又可把它們分爲三個小集團。

除保加利亞和土耳其外，凡中歐各國、俄國及波蘭，屬於極端通貨膨脹的小集團。這些國家到一九二一年，通貨膨脹已是無法無天地進行着。屬於第二個小集團者爲巴爾幹各國及波羅的海沿岸各國，這些國家的通貨膨脹已達到相當高度，不過政府尙未至全然不能控制。第三個小集團便是法、意、比、西班牙、葡萄牙、及中南美，其通貨膨脹的程度比前兩集團都穩健些。

## 三 德國的通貨膨脹

德國常被舉爲破壞的通貨膨脹的典型例子，總是被濫用做一種警告。無論何時何地，只要當局有

放棄——那怕很輕微地——呆板的正統學派原則的傾向，一種反對的警告便要重複：國家會墮入通貨膨脹的深淵，會逃不出德國的命運。德國的經驗誠哉是不可效法的。德國國民的全部積蓄，除投於實際財貨者外，在一九二三年已盡化為烏有；中產階級完全被毀滅了；極端的通貨膨脹使德國國民所嘗的苦楚，在近世史上實無其例。虧了通貨膨脹，公私的債務的確歸於消滅，但是，資本的破壞至於如此，終非從外國借入巨額資金不能為繼。這樣極端的通貨膨脹，是沒有可辯護的餘地的。它沒有任何可取之處可以抵償或者減緩它所造成的大禍，無疑是惡不容赦的。

正統派經濟學者們對於德國通貨膨脹所與其時代人們的印象和經驗很能充分利用。他們說：這種極端的通貨膨脹乃是放棄健全財政原則的必然的論理的歸結。又說：在這個方向上，一涉足便不可挽救，非至發生災難不止。這個論證是和戰後全部金融史矛盾的，戰後有不少國家他們不等可與德國並比的災難發生便把通貨膨脹抑止了。

#### 四 德國爲什麼實行通貨膨脹

但是，爲要更有效地駁斥這流行的正統派的詭辯，我們有將德國通貨膨脹所以至於此極的情形，略加檢討的必要。戰敗和革命使德國政權根本動搖。要把戰爭中已開始的通貨膨脹抑止，決非強有力的政

權莫辦，而這種政權是不存在的，僅就這個事實而言，通貨膨脹的制止已經難能了。何況德國所受戰禍遠甚於其他各國，商品存貨已一空如洗，國民完全在飢餓線上討活。爲了調達必不可缺的食品和原料，已够使通貨機構弱化起來。

並且，賠款負擔又太苛重了。關於這點，待後與戰債問題合併去討論。這裏只把巨額賠款對於德國通貨制度的不可避的影響加以考察。就除去其他一切因素不論，僅止賠款一項也足够驅使德國陷入極端通貨膨脹的深淵。對內而言，現金或現貨的賠款義務，越加增大了赤字預算，使平衡永無恢復之可期。德國爲要滿足協約國方面的要求，捨實行激烈的通貨膨脹實在沒有第二個方法。加以賠款金的解付，在在需要外幣，因而使馬克對外價值猛落。德國人明白地知道，馬克的命運是操在協約國方面過度的賠款要求手裏的。所以資本向海外逃避，馬克跌落之勢愈益激化。

## 五 德國的通貨膨脹是經過考慮的嗎

過度的賠款要求對於政治方面也有着影響。常有人說，德國政府是故意降低馬克價值，以表示它對於凡爾賽條約所課於它的賠款義務沒有履行的能力。德國政府心中恐怕也漠然地作這樣想吧，所以它沒有竭力去抵禦通貨膨脹。然而，即使它拚命抵禦了，結果也不會有多大分別。馬克的最後崩潰也許可延

遲幾個月，但終局的結果總是一樣。

當通貨膨脹的初期，德國政府本有思想把它制止於較穩健的限度內。但自魯爾占領後，德國政府和國民都陷於絕望了，在他的通貨政策上顯出完全頹廢的色素。在這個階段爲着在魯爾的消極抵抗上所需要的浩大支出，恐怕意識的加速了馬克的崩潰也難說。

德國通貨膨脹是在上述種種情勢下走進極端的。德國的通貨，自開戰以來便已被通貨膨脹弱化了。國內疲敝不堪。戰敗和革命把統御通貨情勢的政權削弱了，食糧和原料不能不加以調達，這又足以減弱通貨之技術的防禦力。巨額的賠款義務對於預算和外匯影響極大，資本大量逃避，魯爾占領影響於政治和財政，這種種可怕的因素，是否可在與一九一八——二三年的德國完全不同的情勢下重演一次呢？除了通貨緊縮迷以外，大家的答復都會說：否。不過我們仍時常聽見有人說，要是法國把法郎貶低二成，要是英國繼續低利息政策，要是羅斯福支付幾十萬萬美金於公共事業的話，那末法國、英國或美國都有成爲戰後德國第二的可能。這種見解若不是太不誠實便是太幼稚。

無論法國、英國或美國，他們想進到一九二三年德國同樣程度的通貨膨脹，就先不先要敗於長期的絕望的戰爭，遭遇着革命，背着超過支付能力二十倍的賠款義務，乃至於國土被敵軍佔去。倘若他們陷入了這樣不幸的境地，或者與此相等的境地，那時他們才會開始成爲極端通貨膨脹的犧牲。這種情形是決



不會有的，所以，說放棄呆板的正統派的原則便不免於戰後德國的命運，那只是一種廉價的「登馬裏革」(demagogy)而已，明明白白是騙人的。

## 六 俄國的通貨膨脹

其他各國通貨，和馬克遭到同樣運命的，惟有俄國。俄國的情形也完全是例外的。戰爭使得俄國通貨情形非常惡化。第一次革命的結果，舊政權被顛覆。在不安定的政治狀態之下，通貨情形陷於極度混亂。第二次革命所樹立的政權把資本主義社會所遺留的貨幣制度連根推倒了。由結果看來，無論這種政策是否只想對那不可避的通貨混亂狀態作自己辯護都沒有關係。蘇聯政權縱使有墨守正統派通貨原則的意志，也決不能阻止盧布的崩潰。世界大戰終止後，俄國連年內亂，就是爲了防禦那受外國援助的白軍的侵入，也就沒有平衡預算的可能。

加以政治狀態的不安定，使蘇聯政府所發行的通貨大失信用。因爲大家以爲倘若白軍握到政權，蘇聯政府所發行的這種通貨便要作爲無效的。沙皇盧布紙幣所以對克命茨基盧布和蘇維埃盧布升水，即因這個原故。此外生產組織的完全破壞，也足以制盧布的死命。生產組織由資本主義轉換爲共產主義後，經過約十年工夫，產業體系才始奠定穩固的基礎。當初幾年，工業生產實際是陷於停頓狀態。農民因爲不

得製造品到手，拒絕把他們的農產品讓與出來。所以蘇聯政府所發行的紙幣，差不多不能用以購買商品。在這種情形下面，盧布完全失去價值，並非不可思議。

## 七 波蘭奧大利及匈牙利的通貨膨脹

在波蘭、奧大利及匈牙利，通貨的減價尙未至德、俄那步田地。他們能够在最後一瞬間把貨幣價值救全了一部分。波蘭的盧布所以與戰敗各國通貨同其命運，一部分是因爲國內秩序難於恢復，一部分是因爲對蘇聯的戰爭，有被紅軍侵入的危險。新建的波蘭國，缺乏老練的官員，一切都在草創時代，不得不從嘗試和錯誤之間去學習，而且國內紛爭不已，外敵時常可以侵入，在這種情勢之下，通貨情形的惡化是當然的。

奧國的通貨安定，被那繼戰敗而起的內亂根本覆滅。社會主義政府下的預算膨脹，更加加緊了克倫減價的速度。而且聖日爾曼條約 (Treaty of St. Germans) 復在奧國國內造成一種困難的經濟情況。在新劃定的疆域內，奧國明明無以謀經濟的自足。人口既經減少，而又大部分是非生產階級，以極少的生產人口，決不能養活國民。他的國際收支不可避的非常不利，甚至於要輸出銀行券，以支付進口商品代價的決不可少的一部。至於匈牙利，他是和俄羅斯一樣的政治的舞臺。在蘇維埃時代固不待言，就是保守黨

內閣時代，困難還是重重，由轉讓與南斯拉夫、羅馬尼亞、捷克的地域逃來的非生產的難民，不得不給他們扶養，而同時出口貿易，又因鄰邦各國實行極端的經濟國家主義，完全阻止了進行。

## 八 通貨減價何以延遲

這些中歐國家通貨的減價並沒什麼可驚奇，可驚奇的寧是：他們何以不減得更快些，何以不馬上便減到極度。他們所以能够把通貨價值維持四五年之久的理由，是因為當時還有大部分人確信着通貨必會回復戰前水準。這種信念，在德國馬克的場合，更為有力。在前述那些情勢下，馬克必然要跌至毫無價值，是稍有利智的人都可以見到的。然而，各國竟會有千千萬萬的人，當匯價跌至每鎊千馬克，十萬馬克，千萬馬克的時候，還預備購買馬克紙幣，希望將來回漲到二十馬克一鎊時可以發注大財咧。這些人中並且還有知識份子，即比較能知道內情的銀行家乃至金融記者也都有在內。他們抵不住馬克匯價騰漲這臆料的誘惑，滿以為通貨減價是暫時的現象；尤其相信從德國民族的性格和財力方面看，馬克遲早會要回到戰前水準去。

由其後的事態發展看來，這些想望實在荒唐無稽，但這種荒唐無稽和擁有戰前十倍的虛擬財富而想維持戰前貨幣價值那種假定，並沒有多大差異。想一躍成爲百萬富翁而購買低值馬克的愚直之人，和

不顧虛擬資本對實際財富的比率已經激增而仍以爲貨幣單位可回復戰前水準的素樸之人，二者實不過程度之差而已。

我們並不低估極端通貨膨脹的悲慘的結果，不過另一方面，它的功勞却也不可不承認。當通貨膨脹的初期，德國及其他各國都實行了許多建設事業，這些事業沒有通貨膨脹是決不會着手的。人們覺着馬克或克侖將會比以前價值減落到九分之一的時候，都忙着把資本投於磚瓦和洋灰。企業家開始改造工場，使它現代化，銀行開始建築新大樓，農民也把農場加以整理。由正統學派的原則說，已瀕於破產的中歐各國是不容許幹這些事業的；但是這些國家，若不是離開了正統派的原則，恐怕戰後幾年間什麼建設也不會成功吧。

這些國家的虛擬資本的命運不管怎樣，戰後初期通貨膨脹所造出的實際財富，總歸是國富的一部。德國西部的新式工廠、維也納的巍峨的銀行大樓和市政建築——這一切都是於極端通貨膨脹的破壞下遂行的建設工作的證據。固然，其所有價值，只能敵極端通貨膨脹所破壞的一部分而已。但是當通貨膨脹的傷痕被醫好被忘懷之後，這些對於國富的附加物却是永遠於人類有用的。

## 第十章 有限制的通貨膨脹

### 一 法國的例子

上章我們已列舉了幾個極端通貨膨脹的例子，正統派經濟學者討論到通貨膨脹時，專門喜歡引用這種例子。他們處心積慮想支持正統派原則，所以他們只舉出最極端的例證使欲實行通貨膨脹者有所忌憚是當然的。然而戰後的歷史另還提供一些例子，它們可以把一般人對於通貨膨脹的見解加以大的修正。這些例子並不是可用以表示出通貨膨脹的光明的一面。斷乎不是這樣。不過見了這些例子，至少可以證明：通貨膨脹若在惡化之前加以抑制，不必定是破壞的，有時且利多於弊。

戰後通貨膨脹利弊相抵之後還受到它的益處的便是法國。法國擁有巨額戰債，加以被戰爭蹂躪的地帶的復興又是一個莫大的負擔。但法國也和其他許多國家一樣，那怕在這種情勢下，無論官民，仍確信法郎會復歸戰前水準。當一九一九——二〇年，物價依自然的進程而取漲勢，但法國政府稍事躊躇之後便照英美的先例於一九二〇年四月把銀行率提高為百分之六，採行信用限制政策，物價遂與世界物價取同一步調而崩落。一九二〇年四月至十二月間法國批發物價約跌二五%。不過不久，由於投機和資本

逃避所惹起的匯價跌落及財政赤字的結果，物價仍復轉為漲勢。戰區的復興費自一九一九年至一九二六年間繼續維持着通貨膨脹的狀態。這項費用中政府所分擔的部分是非常大的，財政赤字急激的增大了。與復興事業相關，種種商品的需要增多，物價因以騰漲。

## 一一 逃避法郎

僅止這一點，就足使任何想把法郎安定於高水準的企圖成爲徒勞了。況且此外還有外匯的壓迫。在一九二二年以前，因爲預見着德國的巨額賠款支付，法郎匯價得以維持較高。這種支付的可能性一旦失望，法郎便跌落起來。想用直接稅平衡預算的企圖，使得法國的資本大量向外逃避。法郎的疲勢既已判明，逃避稅款、逃避法郎本身者愈益增多。全世界的投機者都乘這個機會，儘着賣出法郎。這個運動到魯爾占領時達到極峯。不幸法國連占領的費用也不能取回，益以因這次冒險而引起的政治的影響，愈使法郎跌落。

一九二四年三月普恩賚借英、美信用的幫助，使法郎陡然間恢復了，但是這個反撥不久便歸於消滅。普恩賚僅觸及着外部的表象，而沒有圖謀根本的治療，法郎的恢復自然不能持久。總之，就長期觀察，想把通貨向國家債務所堪負擔的水準跌落的趨勢加以干涉，終久是無用的。

### 三 建設的通貨膨脹

法國要想恐慌之後不再發生通貨膨脹，只有一法，就是當德國的賠款支付未到手以前，暫把戰區復興事業中止進行。採用這個政策，便可把法郎安定於很高的水準，但是法國北方大部分却仍會荒廢着。戰爭的殘破所以能够收拾，實由於通貨膨脹的金融政策之功。法郎價值被減少戰前五分之一，真實的國富也得以回復戰前水準。因為對北部及東部住民會給與非常多的補助費，現在這些地方的財產已比戰前更多了。

當一九二二年到二六年間，法國實在有些狼狽，不知法郎的跌落將伊於胡底，法郎的動搖太大，造成不安定的情勢。法郎貶低戰前五分之一自然是一大部分人民的嚴重損失。但是利弊相權，法國實在還受到通貨膨脹的好處。虧了通貨膨脹，他把戰區復興了，把產業實行合理化了。在通貨膨脹達到極度的國家，商工企業的運轉資金常要歸於消滅；但法國因為穩健的通貨膨脹的結果，却反蓄積了巨額的餘資。法國所以能够抵抗世界恐慌至兩年之久，甚至恐慌襲來以後，影響仍比較輕微，都是受這項積蓄之賜。

法郎的跌落最先把國家債務減少了。當戰區復興完成之時，法國國家債務約達三千萬萬法郎。這個數字以戰前平價換算，等於百二十萬萬英鎊。這樣的重荷，是沒有一個國家能够擔負的。法郎雖已減少戰

前價值五分之一，這種巨額債務的利息支付和資金調達，仍覺日益困難。若要維持法郎戰前價值而負擔這個重荷，其結果將不堪設想了。

我們前面指出，法國由他所經驗的較穩健的通貨膨脹得到不少益處。這並不是說法國的經驗是可以效法的。除非國難臨頭，無論任何國家都不會把通貨價值一次貶低五分之一。但要知道，倘若像法郎貶值那樣的情勢發生，則採取此種激性的方法，要亦無傷於國勢；如其減價政策的採行是很技巧的，國民還可以得到許多利益。並不是說，爲了這種利益，任何國家都應採用這項政策。不過無論任何國家，爲着怕通貨貶值萬一發生不好效果而用絕大的犧牲去防護他的通貨，却是愚不可及的。

我們還要知道，法國得到這種良好結果，是毫未借助經濟計畫的。如其法國是作爲一般經濟計畫之一部分而有系統地遂行通貨膨脹，結果會要更圓滿些。更穩健些的通貨膨脹更能增多些國富。法國沒有經濟計畫而能得到通貨膨脹的利益，其一個理由是因爲，通貨膨脹的建設的效果大部分是被戰區的復興吸收了，假使通貨膨脹和經濟計畫相伴而行，這戰區的復興也會是它的主要事業。

#### 四 意比的通貨膨脹

沒有等通貨膨脹達到破壞地步便加以制止的另一個國家便是意大利。當戰爭中，里拉(Lira)的抵



抗力比法郎更弱。戰後因為財政的惡化和內政的紛擾，使它的價值大減。法西斯蒂政權樹立後，慕索里尼傾全力想控制里拉，但當法郎動搖不定的時候，里拉實在沒有控制的可能。拉丁三個國家的通貨間，即法郎、比時法郎和里拉間，有着心理的連鎖。法國法郎一有漲跌，其他二種通貨也跟着動搖。不過大體說，里拉常要對法郎升水。

當一九二六年普恩贊制止法郎跌落時，慕索里尼的里拉控制也跟着成爲可能。他一九二六年八月在白沙洛(Pesaro)的演說中宣布他將盡力維護里拉；這次宣布的結果，使里拉急激的恢復了。後來里拉被安定在過高的水準上，遂使意大利失掉法國所享受的穩健通貨膨脹的好影響。關於這點，當於本書第二編詳細討論。

比利時的通貨膨脹直可以說是德國軍隊的遺產，因為比利時必須發行法郎紙幣，以收回流通國內的馬克紙幣。匯價被釘住在較高的水準，馬克紙幣以是大量祕密輸，入通貨膨脹乃至激化。其後，戰區復興和魯爾占領，使比利時法郎跌至法國法郎以下。一九二六年初本來計畫使它在比較高的水準安定起來，但是這水準到底不能維持，終歸只好把安定點更降低些。虧了這，比利時產業界遂得繁榮一時，幾年間比利時物價爲歐洲最低者。

此外，西班牙的通貨跌落也比較和緩。雖然當戰爭中白色塔(Peseta)對任何中立國通貨都升水，但

戰後因赤字預算出現，內政紛擾不已，益以摩洛哥戰爭的費用，它的價值早已顯著跌落。白色塔的跌落到拉丁諸國通貨安定後才成爲加速度的。西班牙的產業和旅行事業（tourist traffic）從這個遲到的通貨膨脹很得到不少好處。葡萄牙，在獨裁制樹立以前，政治的紛擾使預算沒有平衡可能。那時期愛斯古（escudo）的跌落亦很可觀。

## 五 介乎二者之間的

介於中歐各國、俄國、波蘭這集團和拉丁系四國之間，另外還有一個集團。巴爾幹各國、波羅的海沿岸各國及中南美洲各國屬之。這些國家的通貨都比拉丁系跌落得厲害，不過又不到中歐各國那種地步。波羅的海沿岸各國通貨的跌落一部分是因新興國的許多困難事態而發生，另一部分則因爲與蘇聯毗連之故，誘起對通貨的不信任。羅馬尼亞和南斯拉夫，大戰中備受敵軍蹂躪，戰後留下許多問題，使新獲得的領土與舊領域合併，又產生種種錯雜的關係，所以通貨價值的跌落是不可避免的。希臘的通貨膨脹乃由於小亞細亞遠征的慘敗和由土耳其其逃來的難民蜂擁而至的結果。至於保加利亞，賠款支付義務是勒華（leva）崩潰的主要原因，不過它跌落比較有限。在土耳其，即休戰後仍繼續着很久的交戰狀態，所以那怕它抵抗力極強，也不得不促成鎊之跌價。

這些國家的通貨，通通比戰前跌落十分之一乃至四十分之一。靠固定收入爲生活的階級最受痛苦，不過未至如德、奧那樣歸於消滅而已。他們因爲經濟情況和政治狀況過於混亂，大多數沒有享受通貨膨脹的益處，但對於新秩序的奠定，却不能不承認是通貨膨脹的功勞。就大體說，這些國家的通貨膨脹是弊多於利。

## 六 有限制的通貨膨脹之效果

限制的通貨膨脹對於中產階級的影響，從人道和社會的見地，是非常遺憾的。但從經濟的見地却不必把這點太看重了。這種通貨膨脹的弊病，實坐於周圍環境的不安定。匯兌動搖的期間延長，使得對外貿易和某程度上國內商業也無法安定。通貨膨脹之建設的效果，也不是可無條件地承認的。物價急激騰貴可使沒有存立理由的企業成立起來，這種例子實不勝枚舉。通貨減價是非常有效的一種關稅壁壘，在這種壁壘掩護之下，薄弱的企業也被建立了。雖說薄弱，但一經設立了，到通貨安定以後，它們仍可得到充分保護，而被人爲地支持着。經濟的國家主義，有不少成分是戰後通貨狀況混亂的產物。

關於這點，不能不特別鄭重者便是，無論任何場合，通貨膨脹總是出於胡亂的方法。從沒有人努力把它的納於建設的軌道，縱或產生過一些建設的結果，那只因爲通貨膨脹本有歸着於實際財富創造的傾向。

完全沒有經濟計畫的時候，非正統派的金融，功績幾近於零，破壞力却是最大。所以，通貨膨脹要是有任何積極的結果，亦決不是由於非正統學派的金融所具有的建設性所致。

## 第十一章 賠款和戰債

### 一 大戰對於國際債權債務關係的影響

前幾章我們屢次鄭重說到，債務的過大，是決定戰後世界貨幣狀況的主因。前此所討論者為對內債務問題，現在要進一步，把對外債務問題對於戰後金融發展史的關係來檢討一下。

戰爭的結果，戰前債務國的債務顯著減輕了。如第四章所述，英、法和德國都會動員本國民所有外國證券，以償付中立國的貨價。這些證券，大抵被送回各自的債務國去了。以前的債權國反而必須向海外舉債。自美國參戰後，這種運動進行更烈。從一九一七年起，美國政府便擔任協約國在美購貨資金的融通。結果，協約國借得美國巨額借款，對中立各國也負有不少債務。同時，協約各國相互間也締結了巨額的貸借關係。英國對協約各國（法國在內）融通大量軍費，法國又把許多資金分配給不直接受英國融通的國家。至中歐各國，因為當戰爭中不能向中立國舉借巨額款項，所以和議時，他們對外債務比較少。不過和約所課於他們的賠款，却比協約國對美國的債務更大得多。

加以和議後歐洲各處仍不時發生小小的衝突，更使對外債務增加。捷克和羅馬尼亞進攻匈牙利蘇

維埃政權，希臘對土耳其開戰。蘇聯與隣近各國間也復紛擾不絕。在和平條約之下建立的好幾個新國家，必需予他們以資金的融通；戰後開始幾年處於不利地位的各國，也不能袖手旁觀不予以金融上的接濟。這些便構成爲協約國間的債務關係。

## 一一 外幣解付問題被忽視了

等到歐洲和平全部恢復，這些國際債務的負擔，已經達到無比的數額。但戰後政治家當中從沒有一個人想到這一切債務到底要怎樣解付。在凡爾賽條約中，以及在一九二四年以前一切國際協定中，都沒有考慮這個國際解付的問題。債權者僅漠然的感覺着：債務者只有憑藉輸出超過才能支付。但是他們並不給債務國以擴張輸出的方便，也不規定外幣解付以輸出超過額爲限度。其結果是可預料的：債務者不能支付債務；要支付現存的債務，就只有舉借新規債務之一法。

在第九章我們已說及，過度的賠款義務怎樣使馬克崩潰了。這個經驗予戰後政治家一個警告：那怕他們不願或者不能面向現實，忽視現實總是不可以的。到一九二四年爲止，一連有好幾次的國際協定，但是關於這問題的暫時的解決法也沒有談到。一切都聽其自然，毫沒有想到這個複雜的國際債務問題，應如何加以整理。

### 三 賠款問題的阻礙

賠款和協約國間的債務問題，是戰後金融史上最最有名的一頁。誰也知道，凡爾賽的近視眼政治家們強迫德國以明知其超過支付能力的賠款義務，乃是他們的環境使然。誰也知道，協約國雖然有意對德國讓步，而仍絲毫不能做到者，是因為美國嚴厲地要求戰債支付的原故。

這個阻礙主要是由於想把威爾遜十四原則和協約國的勝利這事實相融和的結果。威爾遜總統的態度，使協約國不能向德國彰明較著的要求土地割讓。所以戰勝國特別是法國，欲制德國於劣下國的地位，使不致重演一九一四年的攻擊，只好把他們這種希望隱藏於凡爾賽和約的金融條款中。在巴黎，以為德國以無比的巨額賠款，一面可以防止德國的實力恢復，一面又可以作為法國永久對德統治的口實。要是當時締結明白的土地割讓條約而沒有這種金融條款，雙方都一定可以減少一些麻煩。經過十三年之久，法國才始明白，永久的壓服德國是不可能的。在這期間，全世界都在賠款義務所捲起的漩渦內受盡苦難。至於美國，它直到今日還不能省悟，不給予支付可能性而只顧要求支付的錯誤。

### 四 「政治的」債務

要明白戰後的政治家們如何短見，必須拿他們的態度和一九一四——一五年和約的締結者比較一下。維也納會議雖也造成許多嚴重的錯誤，不過決沒有插入不可能的條款而使歐洲四肢不遂。滑鐵盧戰後法國被課的賠款義務，四年之後便忘記了，英國對同盟各國的債權也是如此。替一九一九年和約的締結者辯護的人說，他們的立場比一八一五年的政治家更爲困難，因爲一八一五年當時，開士勒里（C. P. Starbuck）及他的同僚沒有取悅於渴望復仇的大部分選民之必要。事實果然如此，那末民主主義作爲和平要素的，確具有奇妙的意義了。

常有人說，要是從開始起協約國便一齊中止對美戰債支付，政治的債務問題會要簡單許多。一九二二年英國政府尊重對美戰債決議，曾引起嚴厲的批評。這點也是在與一九一四年以前完全不同的情勢下固執戰前觀念所招致的錯誤政策。在一九二二年的英國政府看來，停止支付是不可思議的。經過十一年之久，才明白停止支付的必要。但也許還認爲債務總歸是應該償付的。

## 五 外幣解付問題和貿易

總而言之，世界已面臨着一個不能解決的外幣解付問題。在現代金融發展史上，對外債務年年都有增加，同時外國貿易也以同一步調而推進。但是戰後忽然一變，對外債務激增數十萬萬之多，而國際貿易



却因經濟國家主義的盛行反大為減少。對內債務和想回復戰前通貨價值的努力之間也是有矛盾的，但無論如何沒有這個矛盾的厲害。這個矛盾也曾藉巨額的海外借款隱蔽了幾年，但是，只要沒有奇蹟可以把國際貿易量增加幾倍，或者把幣價急激的貶低，這個債務的摩天大廈是終久會要蹋下來的。在二十世紀，奇蹟是不會發生了，戰後的情勢沒有能令人想像國際貿易可以急激增加，不藉新規借入可以實行債務支付的。

所以唯一可能的出路，就是降低貨幣單位價值。但不幸的是，為大債權國的美國，他的金融勢力仍非常雄厚，美金的商品價值，不僅維持原狀，反而有繼續增高之勢。歐洲債務國實行通貨減價，對內債務負擔固然減輕，但美金價值一天不變，對外債務的負荷總只會一天一天加重。這就把對內債務減輕的有利影響大部分對銷了。

## 六 要是美元貶價的話

一九二〇年初頭美國物價的漲勢，也自動地把需要解決的問題解決了。要是這漲勢能夠持久，要是因美金貶值而把它永久化，歐洲的債務國當不難負起他們的債務，德國的賠款支付也就會容易些。不過這種解決方法太好了，並沒有被採用。就是在擁有超過國富很多的債務的交戰國，一九二〇年，不甚至更

後幾年，都還不理解通貨貶值的必要。所以擁有雄厚金融力和經濟力的美國忘記把美金貶價，也是當然的。不在當時，這種問題簡直提也沒有提及過。誰也沒有想到這種解決，即或有人想到，也決不會有人理會他。世界已經注定要付犧牲才能得到教訓。但至今所付的犧牲和痛苦已經够多了，人類是否覺悟，却仍不能無疑。

跟着一九二〇年物價的潰落，對外債務問題的唯一的解決途徑消失了。對外債務的商品價值沒有間斷地高漲起來，直到一九三三年美金開始減價爲止。這個期間，債務負擔差不多增加一倍。

自一九一九年至二九年間所舉行的關於賠款和戰債問題的協議之類，和這個事情比較起來，從歷史學家的立場看，確是無關重要。較之道斯案、楊格案，確已把賠款相當減少了，但物價的潰落幾乎把它的效果全部打消。在戰債協定中，美國對幾個債務國有所讓步，但也剛剛可抵得因幣價騰貴而致的戰債負擔的增加。

賠款問題對於戰後通貨膨脹的發生與有很大力量。它對於馬克崩潰所負的責任，我們已在第九章適當地討論過了。德國若不是背着這身不可能的債務，通貨膨脹的惡化或者可被制止也難說。奧大利和匈牙利也是這樣。即就法國言，也只因爲預期着賠款的支付，才拚命把金錢用於戰區的復興，以致釀成膨脹。以上種種，明明都是賠款問題負其責任。而且戰債和賠款的存在，使債權者債務者同感不安，這種心理

狀態很足以妨礙金融的安定。

通貨安定所以歸於失敗，大部分因為當進行安定之先，沒有給戰債和賠款問題以適當處置的原故，這在後面還要論到。以後我們又會看見，這些國際債務（大部分由賠款而生），對於世界恐慌的發生實演着決定的作用。我們更會看見，賠款和戰債所促成的黃金偏在，也是使恐慌發生的有力原因。

## 第十二章 總結第一編

### 一 戰後通貨膨脹的特徵

在以上九章中，我們把一九一四年以來通貨膨脹的演進作了一個概觀。我們看見，當戰爭中，龐大的赤字預算所造出的追加購買力使物價騰漲了；不過這騰漲到戰爭進至非常程度時為止是比較穩健的。因為當時採用了各種物價統制政策，而同時一般人對於通貨膨脹的真正性質又沒有充分認識。不僅民衆對於現實的事態沒有認識，就是各國的政府亦然。他們正如哥倫布或羅斯福總統一樣，不懂自己到底是到那裏去，若是達到了一個陸地，也不知道自己究竟是置身在什麼地方。這是戰時通貨膨脹的特徵之一。

一九一四年至一九二八年間通貨膨脹另一個重要特徵，便是它完全是爲非生產的目的而遂行的。依賴人爲的購買力，價值數十萬萬的財貨被製造出來了；不過這些財貨不是實際財富的增加，反足以把它破壞。如此，實際財富沒有應着購買力的增加而增加。巨大的購買力流入民衆的懷裏，同時實際財富量却急速地減少。

戰後膨脹時期還有一個特徵，即它的效果大部分被隱蔽了，到和議數月之後才完全暴露出來。這固然也因為公定價格，定量分配制等人為方策的採行所致，但主要的却是因為大家以為一切變化都是暫時的，戰爭終止，馬上便會消滅的原故。

## 二 戰後的膨脹和恐慌

戰爭結束後無論什麼都會要回復戰前常態，這個觀念，乃因和議後暫時的物價跌落所致。但是無何，一九二〇年春戰後通貨膨脹復又邁步前進。一方面因為戰時膨脹的影響的發覺和赤字預算的存在，一方面因為對於戰爭中久感缺乏的各種財貨的需要突然增加，更加速着物價的漲勢。和物價騰漲相伴，銀行信用也擴張了，但這與其說是通貨膨脹的原因，毋寧說是它的結果。

這個物價漲勢，給許多國家尤其是美國、英國及日本通貨當局用緊縮政策把它挫退了。一九二〇年夏秋二季，物價遂致慘落。因為高利息和信用限制政策的結果，使生產者和商人不得不把存貨向市場拋售。這個反動直繼續至一九二一年第一季為止。這種傾向同戰時及戰後物價騰漲一樣，是世界的。即赤字財政強迫施行通貨膨脹的國家，亦不能避免物價的慘落。

但自一九二一年以降，世界就分裂為兩個集團。第一集團在一九二〇年便開始推進通貨緊縮，第二

集團則回復戰後的通貨膨脹。前者包括英、美、日本及大多數歐洲中立國；後者包括捷克在內的大陸各交戰國。第二集團通貨膨脹的程度，各國很不一致。德、俄、奧、匈等施行極端的通貨膨脹，拉丁系諸國的通貨膨脹却比較穩健些。

戰後膨脹的另一個特徵，便是完全不是出於意識的政策。通貨膨脹是聽其自然地胡亂地進行着，政府當局從沒有想到要把它利用於生產的目的。雖然如此，通貨膨脹仍舊有不少生產的成果，特別在法國。

### 三 通貨膨脹的種種影響

戰時及戰後通貨膨脹的效果，可以概括如次：其對於國家財政的第一個影響便是使赤字更加增大。因為它使歲出激增了，却不能馬上使歲入增加。不過就長期觀察，只要沒有高度的通貨緊縮追蹤而來，通貨膨脹在某程度上確可減輕國庫負擔。歲入隨物價騰漲漸次增加了，而利息支付額却仍舊不變，這實質上是債務負擔的減輕。跟着物價騰漲國家債務固然增加不少，但實質的負擔却減輕了。

通貨膨脹對於生產的影響依它的程度緩急而大不相同。當膨脹的初期及膨脹沒有走進極端的各國，它的影響是非常良好的。第一，消費財的生產增加了；第二，投資於新工場、新住宅等的生產資本增加了。自然，通貨膨脹決沒有以這種生產的結果為目的。在膨脹極度惡化的國家，它的結果顯著的阻礙了生產。

當通貨膨脹的繼續中，貨幣的混沌形勢使產業活動麻痺了，通貨膨脹一旦停止，便非常感覺運轉資金的缺乏。穩健的通貨膨脹雖有減輕債務負擔的傾向，但一經惡化，那就得增加債務才可把被破壞的資本再建起來。

#### 四 對銀行和匯兌的影響

通貨膨脹對於銀行制度的影響，依各國膨脹之程度大有分別。像法國這樣的國家，銀行頗受增加的產業活動的好處，還蓄積了巨額的祕密公積金。像德國那樣的國家，極端的通貨膨脹把銀行資本金減價了，所以安定以後也必得和工商業一樣募集新規資本。在膨脹的進行中並沒有銀行破產，因為當物價騰漲期間，因呆賬而受損失的事是沒有的。同時，膨脹一旦停止，則在向安定狀態的順應過程上，銀行破產便層出迭見。破產的銀行，都是在膨脹中像雨後春筍般地成立的，不過也有堅實的銀行，因膨脹中呆帳太多的原故，膨脹停止後亦不得不關門大吉。

通貨膨脹的影響對於匯價的安定是非常不利的。膨脹的程度對於各國通貨的匯價影響很大。另一方面，各種通貨的匯價對於各國通貨膨脹的進行又有很大的反響。當匯價因資本逃避或賠款支付而跌落時，該國的國內物價便要騰漲，這騰漲又使通貨膨脹激化。通貨的膨脹和物價的膨脹是聯合一致的。不

過就大勢而言，國內通貨膨脹到底是主要的因素。通貨膨脹對匯價反響到什麼地步，國際貿易情況便惡化到什麼地步。有幾個國家的採取保護政策，主要是因為有些國家施行匯兌傾銷(exchange dumping)的原故。同時，低匯價所給與的保護政策的效果，使農業的工業化顯著進行了。通過它對於匯價的影響，通貨膨脹使戰後經濟的國家主義強化起來。

## 五 匯兌投機

當一九一九年釘住匯兌政策停止，世界便被捲入匯兌投機的漩渦。這個事實是造成匯兌混沌狀態的最大原因。戰時因為各國特別是協約國實行匯兌管理，匯兌投機並不怎樣激烈。這種管理一停止，從東縛解放出來的匯市的動搖便誘起那職業的投機者的注意，結果是匯市變動越發擴大。追隨投機者之後，一般民衆也向匯兌投機染指了，於是匯兌投機的局面益發不可收拾。我們已經看見，馬克的多頭投機(bull speculation)怎樣延緩了馬克的崩潰，法郎的空頭投機(bear speculation)怎樣使法國領教了魯爾占領的不良影響了。其他各國的通貨也常常顛簸於激烈的投機的漩渦中，這種事情更使通貨情形陷於混沌狀態。通貨膨脹所以成爲破壞性的，另有一個追加的理由，就是凡想統制匯價變動的一切努力，都被投機者推翻了。在理論上，投機這事情應該只能暫時的影響外匯，因為匯兌的賣者或買者遲早要由



反對賣買抵消的，這便可使先前惹起的傾向逆轉。不過在實際上，投機舉動所造成的影響可以使一般情勢長久發生變化，甚至投機停止以後，投機的結果仍然存在。

當戰後通貨情況混亂時代，資本從甲國到乙國的逃避，以及匯兌的投機所產生的不良結果，沒有被充分認識。縱或採用對抗手段，也都很不充分。多數國家既未曾想要阻止匯兌投機，也沒有想把它の結果加以制約。直至數年以後，才有幾個國家設計種種嚴密的匯兌統制制度，以防杜投機更使經濟情勢激化。戰後許多國家，所以讓通貨膨脹發生如此悲慘的結果，像上述這樣放任匯兌投機發揮它的不良影響，也是理由之一。

## 六 膨脹必定產生悲慘的結果嗎

說通貨膨脹不一定產生悲慘的結果，那是徒然的，只要它已經達到發展的階段。不過主張通貨膨脹無論怎樣穩健，怎樣有計畫性，仍必須招致戰後各國所經驗的結果，那也不免錯誤。須知一九一四年和一九二六年間通貨膨脹所於以發生的環境，實在把膨脹的不良影響激化到極端了。倘若今後再作為費用浩大的長期間戰爭和內亂的結果發生通貨膨脹，其結局之悲慘定會和戰後通貨膨脹相同。不過由於戰時及戰後的經驗，技術的手段已有進步，即有這樣的事情發生，其不良影響也可緩和些了。世界的生產能

力無論農業工業，戰後都已有長足的進步。戰爭直後的生產能力，受戰爭的破壞，低落到極點。但其後有種種技術上化學上的發現，以及合理化政策的採用，世界的生產能力，實在驚人增加了。

所以，如果將來能照戰時和大戰直後那樣程度造出人爲的購買力，那末，只要不爲戰爭和內亂時的非常狀態所妨礙，農業和工業生產定會顯著增加。否則就是極度的通貨膨脹，因爲看見財貨生產擴張，也可暫時不致使物價騰漲。只有人爲購買力增加至財貨生產力以上時，才會再有戰時及戰爭直後的情勢出現。這並不是說，在現存的情勢下，通貨膨脹，甚至比較穩健的，不致發揮破壞性。沒有充分的經濟計畫的時候，就是穩健的通貨膨脹也必會使各生產部門間或生產和消費間發生不均衡，終不免要遭受恐慌的襲擊。

## 七 通貨膨脹和經濟計畫

倘若通貨膨脹穩健而有節制，倘若它發生在生產和分配都有科學的計畫的社會，它決不會產生戰時和戰後那樣不良結果的。統制購買力之創造的當局，也應該統制生產和消費。這個事情極關重要，而常爲似是實非的通貨改革者所忽略。他們以爲，只須把通貨情形稍爲指點一下，不必使社會的基本經濟體制發生變化，便可叫世界一切災難消形斂跡。他們以爲，若繼續不斷實行通貨膨脹，一切民族今後便都可

永久過着快樂的生活。爲了這種理論的原故，弄得世人對於任何嚴肅的改進現狀的企圖都失去信任。因爲除開作這種提議的通貨魔術師自己外，誰也明白：通貨繼續膨脹而不伴以生產和分配的計畫，是要招致混亂的不均衡狀態，而引起悲慘的恐慌的。倘若繼續得幾年的繁榮，那末無論生產者、商人或是投機者，便會樂觀起來，結果是，各部門都發生過剩生產。這種過剩生產是否可爲新增的購買所吸收，殊難斷言。因爲，倘若生產的是無人需要的貨物，倘若購買力到了不肯購買者的手裏，則所生產的財貨仍舊賣不出去。當社會沒有借助於計畫儘量防杜這種危險以前，購買力的擴張總會是不安全的。

## 八 通貨膨脹和虛擬財富

今日重壓着人類的龐大虛擬財富的造出，主要是戰時及戰後通貨膨脹的結果。輕狂的膨脹論者對於這點也忽略了。虛擬財富乃由膨脹政策所造出，以金融增大的生產和消費的，不過這一個過程完了之後，追加的虛擬資本就遺留着不堪擔負的重荷。當虛擬財富尙在造出的過程中，它是有益的，一經造出之後，就成爲重荷了。問題在於人類財富的貸借對照表的借方，是否已增加至足以抵償這種虛擬財富的增加？當戰爭中，自然不是這樣。因虛擬財富的擴張而造出的財貨盡被毀滅了，並且被用以毀滅既存的財貨。戰時及戰後的膨脹雖然在貸方造出巨大的虛擬和資本，在借方却只造出極少的實際財富。

戰後通貨膨脹消除虛擬財富和實際財富間不均衡的程度，各國不一律。在法國，戰後通貨膨脹大半具有生產的目的，並且創造了資本財，結果很是滿意。不消說，自和議以至法郎安定爲止，這期間法國的虛擬資本有顯著增加。但法郎既已減價，債務總額雖增，實際的負擔却減少了。加之，在對照表的借方，作爲虛擬財富膨脹的結果，有持久性的實際財富也增加了。其他各國却没有像法國這樣順利，有些是因爲通貨價值跌落得太厲害，有些則又因爲沒有把幣價充分降低。大多數國家戰後膨脹所造出的都是消費財，不是資本財。所以它的功績被打消了，而罪惡却留存着。

戰時及戰後通貨膨脹告訴我們怎樣去實行膨脹。其後數年間的經驗則告訴我們怎樣去安定。這個教訓將在本書第二篇討論。

## 第二編 通貨安定

### 第十三章 何謂通貨安定

#### 一 「戰前好日子」

自拿破崙戰爭，到歐洲大戰的爆發這一世紀間，以金融異常安定爲特徵。但也並不如「戰前好日子」的讚美者們所想像那樣萬事順利，仍不時有很嚴重的金融恐慌發生；銀行倒閉而與世界以廣大衝擊的事也很常見。在英、法等貨幣制度美備的國家，通貨固然非常安定，但奧、匈、俄等國都曾貶低過通貨價值。美國及中南美各國，且發生過大規模的膨脹。意大利、西班牙等國，通貨價值也輕微的跌落了。政府常有停止對內債務支付的事情，甚至對外債務，也間有被停止支付的。

雖然如此，從金融的見地，十九世紀和二十世紀初期，無論如何可以說是極安定的。一個時代安定的攪亂是例外而不是原則的；主要各國的通貨都對黃金保持安定，所以始終有一個固定點。十九世紀末金本位之世界的普及，更促進了世界金融的安定。關於金本位的解釋，固然各國不同，使用方法很不一致，所以貨幣制度的整齊畫一，寧是外觀的，不是實際的；不過，金本位是國際機構所於以建立的一個共同基礎。

却毫無疑義。

## 二 復歸戰前狀態的不可能

本書第一編已討論一九一四年以降的世界，怎樣脫離了戰前比較安定的狀態。我們已經說過，戰時及某程度上戰後的政治家和經濟學者，都認為復歸戰前狀態，是全世界應該努力以求其實現的理想。戰時有人以為，戰爭一旦告終，戰前的金融狀態便會原封原樣回復的。這種樂天主義，也在戰後經驗的前面漸漸消失了。經過許多歲月，各國才漸漸理解：就是再安定起來，也不能恢復戰前狀態。但仍以為這其間的差異，並不是根本的。有許多國家，貨幣金純分不得不有所變更。大多數國家不得不採用和戰前制度不同的金本位。此外，還有很多很多差異存在着。然而，當時世人仍舊相信：與戰前完全同樣的制度已在回復中。

## 三 匯價安定和物價安定

採用戰前的制度究竟是得是失？這個問題確有人提及過。戰後漸漸發達着一派思想，主張「安定」。這詞的意義，已和戰前的意義迥不相同了。戰前經濟學者所謂安定，是指匯兌和鑄造平價的安定而言。戰後經濟學者所稱安定却是指商品價值的安定。他們提議要使貨幣單位不是對金而是對商品保持安定。

他們支持這樣的見解：通貨膨脹的可能性不在貨幣用金量之多，乃為真正的商業需用所決定。他們所建議的貨幣管理雖各不同，却大家一致的承認：將來的安定該是商品價格的安定。

然而，這只有一種學問上的興味罷了。大多數政治家、銀行家、經濟學者却確信戰前制度是最近於我們所能希望達到的理想，一般人民也深信戰前制度的復歸是當然的。總而言之，對於那想在戰前原則上穩定幣價的努力，從沒有人提出反對。一般民衆腦海裏，安定這東西，似乎是貨幣單位和一定黃金量間的一種固定的關係。雖有若干最著名的戰後的思想家表示過反對意見，可是他們的觀念不能普及在大衆中。

而且揀選這個時機來發動通貨管理運動是非常不利的。世人都是拿結果作判斷。他們總記得當金本位時代，甚麼事不是順利地進行着，而自放棄金本位以來，災難就層出迭見。要他們忘記這個事實是做不到的。對於能記憶戰前事情的那輩人，安定、繁榮、幸福，是和金本位的觀念緊緊相聯着。在他們看來，不兌換的管理紙幣，就等於是通貨狀態的永久混亂。對於戰前制度的任何意識的和根本的變革觀念，他們是一概懷疑的。

#### 四 平價的選擇

戰後處於責任地位的一切政治家的心目中，都認為竭全力於最短時間內恢復金本位，是政府及中央銀行最崇高的任務。那兩大集團（一個一九二一年恐慌後仍繼續膨脹，另一個則採用緊縮政策）間的唯一差別，就是關於安定點的問題。繼續膨脹的國家，漸漸省悟戰前水準的復歸是不可能的。採行緊縮政策的國家，却把戰前水準的復歸當作他們努力的目標。各種關於安定的提案間，絕對沒有互相關聯。他們選擇新平價時，完全忽視了本國通貨的平價（*economic parities of currencies*），完全沒有考慮它對於國際的影響。甚至新平價對於國家債務負擔有如何影響，也絲毫未加注意。

前面已經說過，戰前及戰後的通貨膨脹既沒有計畫也沒有統制，只是任其自然的進行着，乃致惹起最不好的結果。戰後的安定也是這個樣子。恢復安定的世界的趨勢自然地進展着，不會伴隨必需的計畫性。誰也沒有考慮，某國所採的平價，會對旁國家的情勢起重大影響。誰也沒有注意，世界各國如果都採用金本位，就會要發生黃金爭奪，結果會釀成悲慘的狀態。誰也沒有料到，在新平價之下，債務負擔會要大加重。他們只顧叫着：「無論安定點怎樣，越安定得早越好，」後果如何是從沒有人介意的。

## 五 錯誤的安定

很少人懂得這個安定運動在現時情勢之下，要產生許多不好的結果，終歸會把所期望的目的毀掉。



的。各國急急忙忙想去掉通貨不安定的種種不利，却沒有想到安定也有它的種種不利，在一定情勢下，安定的不利甚至可把整個制度破壞。他們所以不惜任何犧牲急於要安定起來，並不難理解。人們總喜歡誇張現制度的不便不利和過去或將來制度的利益。他們又總是低估現制度的利益和過去或將來制度的弊害。

目前這種傾向仍存在着。世人對於通貨的不安定已覺得疲困了，有些人主張要趕緊安定。戰後安定運動的完全失敗，這些人是沒有把它記在心上的。他們準備着把一九二二——二七年犯過的錯誤再來嘗試一次。幸而現在操着決定大權的政治家，比過去慎重些了。他們已決心儘可能的避免以前錯誤的重復。

## 六 安定的企圖何以歸於失敗

就當時的情勢看，戰後的通貨安定之會馬上崩潰而重返不安定狀態，只是時間問題。安定的根本條件乃至維持安定的技術上的條件，沒有一樣具備着。須要記得，戰前的安定並不是通貨安定的結果。剛剛相反，通貨的安定倒是那更根本的，一八一五至一九一四年間政治和經濟情形安定的結果。十九世紀雖然有着戰爭也有着革命，但它們規模都很小，不能和法國大革命、拿破崙戰爭、或世界大戰及繼之而起的

各國內亂相比。當時的經濟情勢，以徐緩的發展為特徵。在經濟組織的展開過程中，從未有過足以攪亂均衡、破壞通貨安定的飛躍。沒有這種種根本的均衡條件的存在，而期待金融機構相當安定，到底是不可能的。

這個事實幫助我們發現了使戰後一般的安定企圖歸於失敗的根本原因所在。安定恢復運動的負責者的錯誤，坐於他們把結果和原因混同了。他們以為使匯價對黃金固定起來，便會恢復戰前的安定。他們不懂得戰前通貨制度的安定乃是一般情形之根本安定的結果，這種根本安定沒有確立的時候，通貨安定的努力是徒勞的。

## 七 根本的和技術的條件

安定的根本條件，除了一般經濟及政治情勢的安定外，還要在所選擇的安定點上確保相當的均衡。虛擬財富和實際財富之間不能相差太遠。倘若安定點選擇得太高，過度的虛擬財富就會成為莫大的壓力，而妨礙真正意味的安定的實現。倘若選擇得太低，又足以破壞經濟組織之正常運用所必要的虛擬資本，而妨礙正常經濟組織的機能。此外，各國物價水準間也有維持相當均衡的必要，設若它們當中有某程度的不均衡，就非有能造成修正運動的條件存在不可。

維持安定所必需的技術上的主要條件是充分的金準備量，這準備量要平等的分配於各國，國際收支順勢的國家要願意把餘額借給別國。這種條件是一個也不存在的。安定的水準對內對外都未能確保。有些國家，由於極端通貨膨脹的必然結果，安定水準過低了。被破壞的資本必須再建起來，這是不安定的一個有力原因。不安定的另一個原因便是有些通貨却安定在過高的水準上。對內則使得國家債務不堪重負，對國際則通貨定價過高和定價過低的國家間，物價水準愈離愈遠。如此，安定的體制表面上和一九一四年以前的很相像，骨子裏却有着各種方向的不均衡狀態，卒至把表面的安定破壞無餘。

就技術的見地，維持安定的各種條件也是很不充分。因為虛擬財富增加，不安定的潛力的存在，世界存金額實在不敷應用。加以分配不均的結果，有些國家的存金額不僅少於他所應得的，就是它的總額也還遠低於增加的需要。而且，由於順勢的國際收支的結果吸收了大量黃金的國家，又不肯把多餘的貸放出來。

## 八 國際合作

在這種情勢下，希望僅僅使通貨安定，便可把世界金融恢復戰前意味的安定狀態，是太樂觀了。負責任的政治家和銀行家中，有多數必定明白這個安定是怎樣無力的。他們想建立各國中央銀行間的緊密

的合作，以補足根本的均衡之闕如和各種維持安定的手段之不充分。要是他們成功了一種真正意味的國際合作，也許可把根本不均衡所造成的不安的局勢支撐幾年吧。不過，就大勢看來，無論合作如何緊密，也不能抵抗由均衡之闕如而來的壓迫。戰後安定這個建築物是遲早要倒蹋的。這個不可避的崩潰沒有延遲到一九三一年以後，未始不是幸事。

戰後國際安定的企圖是注定要失敗的，因為它是建立在完全表面而且錯誤的安定概念上。上面已經指出，除了少數經濟學家外，大家都以為最最重要者，是匯兌對黃金的安定，物價的安定猶在其次。在戰前，這兩者之間從未有過任何衝突。物價雖並不安定，但起跌是很徐緩的。無論對與不對，大家只是相信，欲避免物價的激動，最好的方法莫如使匯兌對黃金保持安定。戰後的經驗已明白的昭示：物價的安定和匯兌的安定間，常有加以選擇的必要。這在戰後安定當時是不理解的，世人硬要等到幾年以後，「白費」了不少的犧牲，才漸漸地認識它。

## 第十四章 由緊縮達到安定

### 一 美元的稱霸

戰時和戰後，美國在國際貨幣制度上占了一個獨特的地位。美國積蓄着巨額的金準備，擁有更多的對外債權，而且國際收支始終居於順勢。他的掌握世界貨幣制度的命運，乃是理之當然。戰時雖曾一時的停止金本位，但戰爭結束，馬上便恢復了，其後直到一九二八年法郎安定時為止，美元一向成爲世界各國通貨安定的準繩。美國通貨政策每一次變動都是影響於全世界，僅只那通貨膨脹達到極度，其物價水準已脫離世界的水準的國家或許是例外。

當一九二〇至二二年的恐慌期，決定世界貨幣制度的方向，是美國的緊縮的貨幣政策。倘使那時英國不採取緊縮政策，恐慌必會要襲擊它的，雖然它在英國的程度會比較和緩些。緊縮程度的差異，會促成鎊對美元的跌落，這是英國政府最所忌避的。他們雖然想把美金和英鎊的平價回復戰前水準，但爲了這，便不得不努力追隨美國的貨幣政策，那怕英國的情形和美國完全不同。戰爭中，美國國家債務顯著增加，不過比英國仍少得多。倘若把美國現實資源和潛在資源的優越加入考慮，那末兩國的差異就更大了。

而且在美國，國家債務增加的反面，私的債務却減輕，且把戰前的外債歸還了。所以倘若有一個國家够得上資格把貨幣回復戰前價值，那就是美國。想維持自己的威信而憧憬於古昔的傳統的英國政府，想也沒有想到要把英、美匯兌穩定在戰前水準以下，雖然就已經變化的情勢講，這乃是勢所必然。

## 一一 美國的金準備

一九二一年恐慌終息，美國貨幣政策便馬上終止意識的緊縮傾向。同時，戰爭中和戰後所積蓄的巨額黃金，依然大部分留在那裏不能發揮作用。戰後美國準備率的非常高，是極明白的事實，不怕關於銀行存款及銀行信用的數字製作得如何精工，也不能掩蔽這事實。這種政策，常被人解釋為美國想把黃金的流入視同「遲早總會要回到原主手裏去的存款」的結果。但這個觀念是錯誤的。使這所謂黃金存款凍結起來，美國政府便有效的阻住它不准回到原主手裏去了。

若是黃金被使用為相應的信用擴張的基礎，美國物價必會上漲，而使黃金容易歸還祖國（repatriation）去。美國的物價上漲，一定要影響於全世界，但美國物價總會占着領導地位。這樣的政策會使那些想復歸戰前水準的國家無需乎為這目的而採行緊縮政策。除可幫助黃金的再分配外，還可以使許多國家免去緊縮政策的必要，同時可以減低對內對外債務的商品價值。

若是美國政府有先見之明，能够預知如果美國沒有充分的通貨膨脹，全世界就不免要招致緊縮的悲慘結果的話，他也許會毫不遲疑的採取正當的解決途徑吧。但是，希望他們在一九二一年的時候用一九三五年的眼睛去看事物，是沒有道理的。爲了減輕歐洲緊縮的必要或債務者的負擔，美國必須改換方向，採用通貨膨脹政策或自由放任膨脹的趨勢。這個道理，在當時是不可思議的。貨幣政策的國際性要得到這種程度的認識，先不先要充分嘗盡痛苦的經驗然後始可能。美國和其他國家一樣，付了莫大的犧牲，才始明白，爲偏狹的國家主義所拘的貨幣政策，終究要在國民本身上起反作用的。戰爭一告終止，美國便採取緊縮政策，逼得全世界都採取緊縮政策，結果自己惹起非常嚴重的經濟恐慌。若以我們今日的知識看來，要是戰後不採取緊縮政策，而馬上採取膨脹政策，貶低美金價值的話，對於美國本身亦不無裨益。

### 三 英國的通貨緊縮

美國的政策以維持美元對商品的高價爲目標，英國的政策則惟想恢復戰前平價，所以英國的安定就非以緊縮爲前導不可。戰後恐慌已經把通貨緊縮的效果充分發揮了。因爲，戰時造出的多餘購買力，已大部分被它消滅。苛酷的賦稅也發揮了同樣效果。而且，政府所正式宣布的貨幣政策也明明是緊縮的。肯列夫委員會（Cunliffe Committee）的勸告已被採納，這勸告主張，以某年的最少通貨發行額爲次年最

高發行限度。

關於這樣重大的貨幣政策的採用，並沒有經過法律的公布，只是財政部一紙命令便決定了鎊的命運。一般民衆絲毫不注意這個問題，緊縮政策的意義如何，他們絲毫沒有理解。這個政策又被一九二四年的工黨內閣繼承着，但仍舊沒有一個人反對它。僅米蘭銀行（Midland Bank）曾經反對，這銀行的行長麥肯納（Mr. McKenna）採取儘量保持現金的政策，以防最高發行額減低到極度。

#### 四 樂觀的假定

一九二四年到一九二五年鎊的堅勢，與其說是由於這種貨幣政策的緊縮的效果，不如說是由於其心理的影響更多。

想復歸戰前水準的英國政府的決心一經判明，外匯市場就認爲這個目的一定可以達到。僅只對於英國官方政策成功的預見，就足夠使英鎊上漲，政府當局者全用不着採取任何積極的步驟。在緊縮的影響尚未充分表現之前，投機的購買已經使鎊價回漲到戰前水準。這樣一來，政府當局的目的很容易就達到了，結果使他們樂觀起來，以爲鎊的戰前水準的安定是不難維持的。他們却不懂得，惟其因爲戰前水準的復歸如此容易，這個水準的維持所以格外困難。只要稍微考慮一下客觀的情勢，就知道鎊的恢復是不



合理，是過早的。

不錯，過早的恢復，使鎊的戰前水準的安定，不管根本條件怎樣，技術上是可能了。一九二五年四月金本位已經恢復，英國物價水準仍比美國約高百分之一〇。顯然的，由其經濟平價看來，英鎊太被高估了。雖然如此，仍決定要把金本位回復戰前水準，這個決定或是因為英國政府希望實行緊縮便足以恢復均衡，或是因為希望世界物價的騰漲會使均衡恢復。但這兩種預想都馬上證明錯誤了。一九二六年的煤礦罷工和總罷工，給英國政府想藉物價及生產費的減低以恢復均衡的希望粉碎了。至於世界物價騰漲的希望，到幾年後才判明錯誤。由今日回顧當時，知道這種事情從開始起就不可能。有些國家爲了恢復他們和美元的平價在實行緊縮政策，其餘則把他們的通貨安定在過低的水準上，從而，不免與世界物價以緊縮的影響。在這種情勢下，世界物價的騰漲是沒有希望的，特別是因為技術進步的結果，世界的生產能力已大大提高了。

## 五 追隨英國的例子

英國採用回復英鎊於戰前水準的政策，後來爲許多國家所仿效。首先是英國各屬領，歐洲各中立國，除西班牙外，一律採取這種政策，例如瑞典，甚至比英國還早些便恢復戰前平價了。其他各國則因緊縮政

策的結果，發生種種困難，到一九二五年以後才恢復了戰前平價。挪威尤其遭了緊縮政策的大難。日本因日圓貶價過甚，益以大震災使物價騰貴了，實行緊縮政策，不免遭受很大的犧牲。但到一九二七年，屬於緊縮集團各國都已經達到恢復平價的目的。

這些國家爲着恢復戰前平價，都付了若干犧牲。各國毫無怨言地忍受這犧牲，怕是因爲戰前平價裏面有着一種魔力，使他們認爲，爲了這個目的，任何犧牲都值得吧。或許是因爲他們假定，戰前平價的復歸，即就是快樂的戰前狀況的復歸吧。很少人懂得，當根本條件與戰前迥然不同的時候，而想復歸戰前平價，是徒勞的。

## 六 緊縮之道德的側面

各國採行緊縮政策，一面是像上述那樣，因爲切望恢復戰前平價的原故；另一面却是由於一種奇妙的見解所致，這見解認爲緊縮是一種高貴的本體的道德。這個奇妙的金融倫理學的原則，恐怕是通貨膨脹的大宴會的反動吧。各國經驗過無節制的濫費時期之後，都向緊縮的苦痛中去覓求治療方法。就是在沒有戰前平價可以恢復的國家如捷克斯拉夫，政府當局的貨幣政策也是以無情的減低物價爲目的，不顧一切犧牲。

唯其因爲這種見解把緊縮化爲道德的正義了，所以幾年之間，一般民衆從未曾對緊縮懷過反感。正統派經濟學者主張，緊縮是膨脹的不可避免的結果，所以因緊縮而生的痛苦和犧牲也只是膨脹之不可避免的結果。誰也沒有想到，戰時通貨膨脹雖然不可避免，但只要把通貨穩定在膨脹所招致的水準上，便可以免除緊縮的災難的。然大家都深信不疑，以爲脫離戰前平價不甚遠的國家，安定只意味着戰前平價的復歸。

## 七 緊縮的種種後果

這種政策的直接結果，便是把繼戰後恐慌而來的經濟衰落拖長了。在英國、日本、斯干的納維亞諸國，尤其是挪威，以及稍次的荷蘭和瑞士，緊縮完結後，幾年間失業數字都異常增大。在勞動階級政治勢力增大的英國，尤其是奧國，要減低生產費是不可能的，所以無法採取必要的修正行動，不均衡依然存在，必至恐慌爆發而後止。其他各國的情形沒有這麼壞。在荷蘭，殖民地的繁榮使得本國也繁榮起來。瑞典和丹麥不久就逃出了緊縮所招致的衰落。盛況和旅行熱使瑞士的觀光收入增加了。日本因爲勞動階級生活水準低的結果，利用生產費低廉的武器，開始在國際市場上現出力量。

不幸的是，當安定運動完結後，用緊縮方法以達到安定目的所產生的許多弊病却仍繼續存在。各國

政策所造成的不均衡狀態依然如故，雖說在許多國家它的勢力已不甚明顯了。各國達到安定的方法上的差異，把他們自己分成兩大集團，即「昂貴國」和「廉價國」，這個區別一直存續到把一切再投入坍塌的大恐慌勃發乃止。藉緊縮而達到安定所造成的不均衡狀態，在採用通貨膨脹政策的國家更爲嚴重，因爲它們多安定在過低的水準上。這個問題，次章就要討論。

## 第十五章 由膨脹達到安定

### 一 新平價之專斷的選擇

緊縮之後，各國通貨的安定，是非常冒失的。負決定責任的政治家們沒有一個預料到這種政策的反作用。就是那安定在戰前水準以下的國家也是如此。從表面看來，這些不復歸舊平價而不顧犧牲採用新水準的國家，似乎應該選擇一個適當的平價了；然而多數場合，平價的選擇完全是專斷的，正和戰前平價的恢復一樣，支配這種決定的許多根本因素，一概被忽略了。

至少在某一集團國家看來，安定點的選擇是無關輕重的。在幣價跌到極度的德國和俄國，因為貨幣和物價都被投進坩堝，安定點無論決定在什麼地方都無可無不可。德國的安定點是一馬克（reichs-mark）合一兆馬克紙幣。但即使是半兆或一兆半，也橫豎是一樣。在那裏新舊物價水準間已絲毫沒有關係；因為當通貨膨脹進展到極度，物價無時無刻不往上漲，各店鋪的牌價互不相同，早已沒有物價水準的存在了。在這種情形下，無論那一個水準都是一樣的。不能說馬克定價過高，也不能說定價過低。重要的事情是，通貨安定便這樣最後完成了——這事業直到已經完成之後，人們才知道它是可能的。

在通貨膨脹沒有惡化到德、俄那地步的國家，安定點被決定於現實的匯價的最低點。波蘭、奧大利、匈牙利都是如此，不過匈牙利爲着政治的體面問題，採用了稍高於奧大利的平價。

## 二 各種安定政策

屬於膨脹集團的其他國家，都安定在現實匯價最低點以上。這個政策被認爲是很對的，因爲這些國家的通貨以心理的理由極度跌落了，若安定在最低點上，有把本國通貨定價過低之虞。到安定時，外匯已經恢復，但程度依國而異。比利時恐怕是最小，意大利却是最大的一九二六年企圖安定於一鎊對百零八法郎而未能成功的比國政府，認爲有慎重的必要，第二次便採取百七十五法郎的安定點。波蘭以同樣理由，第二次把安定點決定在過低的水準上。

另一方面，意大利却決定把里拉的安定點意識的地格外提高。何以慕索里尼明知這是定價過高還要採用一鎊對九十二里拉的安定點呢？不知他是什麼道理。普通的說明，以爲他是想安定於比法郎稍高的匯價上，這種說法是不足信的。但也沒有更適當的說明。一九二四年法國採取了和二年後意國所採取同樣的貨幣政策。若普選之後普恩賚仍繼續組閣，他無疑會把法郎安定在過高的水準上的。普恩賚既藉勒索（squeezing）空頭投機者的方法把法郎恢復，便抵不住想把法郎安定於他所提高的點的誘惑。不

過到一九二六年，他覺悟了，過低的定價實猶愈於過高的定價。膨脹集團其他各國也都同樣地錯走到安全的一方面去了；他們所選擇的水準，都沒有把通貨定價過高，寧是定價過低。

### 三 低值通貨的利益

要通貨的安定點完全相應於它的經濟平價是困難的，但多數國家所以寧肯把通貨定價過低而不肯定價過高，並不止是爲此。自戰時以至戰後，各國的金準備大都耗盡了，所以，它們只想安定在一個足以再補充它們金屬準備的水準上。它們又想避免或減輕安定以後勢所必至的衰落。最後，它們並想利用通貨的低值以圖確保海外市場。

但在當時，這種過低定價的國際的影響，是這些國家本身以及受它不好影響的國家都絕對不理解的。雖然明知通貨低值各國可以享受一些利益，但總認爲這些利益只是暫時性質。相信通貨定價過低各國的物價在比較的短期間內就會要恢復與國際水準的均衡。那些因通貨低值國享受利益而使自己遭受犧牲的國家，從未企圖阻止這種過低定價。比方就法國而言，要由外部去動搖普恩賚的政策，究竟是不可能的。他沒有借助外國把法郎安定了，要是外國去干涉他，他會嗤之以鼻。但是這種干涉的企圖一次也不會有。新平價的選擇悉委之於借入安定資金的國家的自由，貸出安定資金的國家，認爲伴隨通貨低值

而生的利益是一時性質，所以能够忍受因此而生的不利不便而從不介意。這個世界是只有由經驗學習啊！

#### 四 安定恐慌

除膨脹未至惡化、通貨定價較低的國家外，其餘各國膨脹終息後，都不可避免地發生安定恐慌。法國和比國迴避了安定恐慌，未始不是幸福。這兩個國家的膨脹尙未至破壞經濟組織之程度，所以復歸安定所引起的變化不甚重大。在膨脹進至更高階段的國家，安定的結果，不可不有充分的修正運動。這些國家的生產、商業及銀行的整個體系都是建立在多年的膨脹狀況上的。通貨的安定給許多組織奪去了存在理由 (raison d'être)，就是繼續存在的也必須大大的加以改造。

膨脹所引起的，且只能存在於膨脹之下的一切投機組織，不是崩潰便是被清算。膨脹的產物之自發的或強制的清算是非常痛苦的，對各國影響很大。在德國，雨果·斯丁勒斯所建立的大規模的垂直托拉斯 (vertical trust) 被清算了。這一類的企業合併 (combines) 在安定以後未見財界恢復之曙光以前，都被清算。在奧國，徐緩的清算是不可能的。膨脹時代成立的各種企業合併，接二連三的崩潰了，堅實的銀行都蒙受莫大損失。這個修正過程固屬非常痛苦，益以安定必須限制通貨和信用，從而衰落隨之。要維持通



貨安定，惟有使通貨稀少之一法，這是正統學派的老原則。膨脹所惹起的不信之念不是一朝一夕可以消除的，所以，都認為要避免再崩潰的危險，必須謹守極端正統學派的原則。

## 五 安定恐慌不是不可避免的

意大利因為里拉定價過高，安定之後的衰落格外嚴重。依賴海外市場各種產業受害尤大。法國和比國則代表另一極端，在這裏，安定之後反展開一個不弱於膨脹當年的繁榮時代。這兩個國家的例子證明，膨脹時期之後，不必要經歷安定恐慌也可以安定起來。緊縮論者主張，膨脹既不能永久繼續，遲早有招致激烈反動之一日。法、比的例子把這個主張推翻了。確然，在法、比兩國，安定恐慌終於在幾年以後的一九三一——三二年降臨了。事實上，一九三一年的恐慌是無論如何不能避免的，法郎定價過低固屬是其中一個重要因素，但就是沒有這個因素，也仍要在其他時候或其他稍異的形態上發生。一九二二——二七年間經驗着安定恐慌的各國，同時又都受了世界恐慌的影響，法、比兩國僅有一個恐慌沒有兩重恐慌，總算比較幸福些。

## 六 定價過低的通貨和定價過高的通貨

屬於膨脹集團的國家都把它們的通貨價值定得過低。這個事情使那些想安定於戰前水準而把通貨定價過高的國家的情勢更弄糟了。倘若這些國家充分明白通貨定價過低的各種結果；倘若知道在安定的時候，膨脹集團各國會把通貨定價過低；他們或許會要把他們的政策再加以考慮的。但是，捷克的例子使他們誤信膨脹集團各國的通貨，很有定價過高的可能性。新建的捷克國雖然是在膨脹的混沌狀態下建立的，但政府當局却決然採用緊縮政策，把克勞（Crown）的價值提高許多。捷克繼美國之後最先安定通貨，並且顯明地把克勞定價過高。有人以為這種政策的目的，在於使在捷克的德國資本家破產，而把工業生產引渡於國民資本之手。但無論怎樣，捷克的例子極容易使緊縮集團各國相信至少有一部分屬於膨脹集團的國家，膨脹遏止成功之後，會採取同樣政策。果然如此的話，緊縮集團各國的通貨，的確會可以減少定價的過高，而完全的崩潰也還會需要一些時日的。但是，即在這場合，世界恐慌仍是不可免。比方說，倘若法郎不是定價過低而是定價過高，法國預算便沒有保持平衡至相當時日的可能。各種物價水準間的不均衡或者不至於到這步田地，但虛擬財富和實際財富間的根本的不均衡却更會增大。這個事實使一個大規模的世界恐慌成爲只是時間的問題。

## 七 採行緊縮政策各國的態度

倘若沒有捷克的例子，緊縮集團各國，在決定安定於戰前平價之先，會要躊躇一下吧。這若不是蓋然的事，至少是可能的事。倘若充分認識了通貨定價過低的種種後果，他們或許會要等到膨脹各國的方針明時才開始決定自己的政策吧。然而，縱使沒有捷克的例子，大多數國家恐怕仍要採用實際所採用的政策。只有倘若若有幾個幣價跌落的第一流國家顯明地故意地安定在過低水準上，屬於緊縮集團各國才會有所戒備，而改變政策。誠然，當一九二五年大多數緊縮集團國家決定安定於戰前平價之時，已有幾個屬於極端膨脹集團的國家安定通貨了，但是這些國家的膨脹都極度惡化，他們安定率的選擇不能左右緊縮各國的決定。只有那膨脹比較穩和的國家的態度的判明，或許會多少可予緊縮各國的政策以影響。

著者認為，依過去幾年的經驗看來，各國通貨安定率的選擇已發生根本變化。著者從前以為法比等國通貨定價過低乃是世界恐慌的最大原因。但現在却以為應負恐慌責任者並不在於這些通貨定價過低，而是在於其他通貨定價過高。法比兩國所採用的新平價是正確的。若其他國家都採用同樣政策，為戰爭之遺產的不均衡便可大減。物價水準間的距離便可收縮，虛擬財富和實際財富的不均衡便可矯正。為世界恐慌的原因的緊縮潮流便可迴避，至少這個恐慌的深度仍舊會是通常循環性恐慌的深度。

說法即定價過低是恐慌直接原因之一，這在技術方面是正確的，不過其罪不在法國政府，而在於把

通貨定價過高的國家。但法國政府並不是全然不負恐慌的責任。把法郎定價過低固然是正當的，但採用妨礙法郎定價過低對法國物價發揮充分效果的政策，却不能不說是錯誤了。這項政策的結果如何，待下章詳論。

## 第十六章 國際的合作

### 一 合作的必要

多數重要國家所採的緊縮的貨幣政策，造成了一種不自然的事態，在這種事態之下，大規模的恐慌是遲早要勃發的。不過要看到這結果，必需幾年的時日。這是因為世界各主要國採用金融上的國際合作政策的原故。由各國政府或中央銀行，主倡在金融分野實行國際的合作，這在戰前是沒有的。戰前雖然間或也有一國出而救濟別國的事情，但究屬例外，不是原則。戰時協約國間雖有緊密的金融上的合作，但隨戰事終息，這項政策也完全停止了。不過幾年之後，國際的合作重又開始。布魯塞會議和日內瓦會議議決許多議件，要求金融上的緊密的國際合作。國際聯盟成爲遂行國際合作的頂好的媒介。

國際的金融交涉要求各國政府協力的理由，確比戰前更多了。戰前各國大抵都可以募集外債，自然有時要在苛酷的條件下。但戰後的情形，用通常的方法募集外債是不可能的。因為戰爭及戰時種種事情的結果，許多國家停止支付了。投資於俄、土、奧、匈、保、加、利、亞等國的公債的，或把資本完全喪失，或僅可領到一部分支付。結果債權國的投資階級損失數十萬萬。所以戰後開始幾年沒有舉借新規外債的必要，是容

易理解的。總之，要求外資最急的國家，生成是信用不佳。他們的預算不能均衡，輸入外資之後，是否能改善財政狀況，而使其有支付利息的能力，殊難擔保。在這種情形下，要以通常方法舉借外債，自不可能。捷克和南斯拉夫固然借款成功了，但條件極為苛刻。至於其他各國，則無論願付怎樣高的利息，也全然無法借到外資。

普通以為戰後開始的國際合作，單是為對要求外資最急切的國家供給資金。不過，合作不只是在外國政府、中央銀行、國際聯盟的援助下募集外債而已。債務國財政狀態的改善方法的發現，也需要合作。這種外債的舉借，通常是與對債務國財政的某程度的統制相並而行。這種外人統制，在債務國看來雖然有害無利，但實際上，它對於債務國的幫助常在借款本身以上。他們所以能够採取不孚衆意的手段而實行通貨管理，是全賴這種外人財政統制的幫助。

## 一一 中歐諸國的復興

國際合作的第一個結果便是奧大利的復興。這場合，是在數國政府保證之下作國際貸款。同時英蘭銀行也直接間接與以援助通奧國金融復興全期間英蘭銀行所演的重要作用，決不容小視。當國際貸款之任者雖大都是國聯的金融委員會，不過這項工作得英蘭銀行鼓勵最多。後者又與當時協商中的復興

公債以墊款。復興過程的幾個必經階段，非有數月光陰莫辦，這種墊款在外債未正式發行以前，便已使各借款國把通貨安定了。英蘭銀行和其他幾國中央銀行一共，又於借款國安定公債發行後，授與安定信用於其中央銀行以援助之。

奧大利復興之後便是匈牙利的復興。在匈牙利的場合，外債是在國聯主倡之下發行的，沒有其他各國政府的保證。國際合作演着主要作用的事業，再其次是德國的復興。德國的通貨安定沒有假外國的援助；但新的馬克 (Reichsmark) 的安定若不是基於道斯案的國際合作，却會難以維持。道斯案藉道斯公債的發行，對德國供給巨額資金，並且把賠款金的外幣支付加以制約，使無妨外匯的穩定。英蘭銀行對於道斯公債的發行也演有很大作用。受到國際合作的益處的，此外還有許多國家。保加利亞、希臘、但澤自由市和愛沙尼亞都曾在國聯主倡下發行外債，使他們把通貨安定了，把許多急迫的財政問題解決了。

### 三 暫時的結果或永久的結果

由今日看來，這種國際合作的意義是比當時小多了。它所得到的結果只是暫時的，這在今日看來，分外明顯。最先由國際合作建立的奧大利，在經濟恐慌的壓迫下最先崩潰。匈牙利和德國的情形並不更好。他們和保加利亞、希臘都將為他們通貨安定之基礎的外債停止支付了。

不過一般地說，國際合作沒有留下任何永續的效果。在奧大利的場合，在各國保證下發行的外債，其他各種外債，以及其幾年中所獲得的信用，都只給他造成不健全的情勢。在匈牙利的場合，復興事業最初很是順利，因之很得債權國的信用，但後來終因過度的外債，產生種種不良結果。德國的情形僅只規模更來得大些罷了，本質上沒有任何差別。像次章將討論的，一九二四年到二九年之間過度的信賴集積過度的借款，是恐慌的最大原因。

#### 四 可歡迎的小憩

事後的聰明是容易的，以這種失敗的責任去咎責那些國家的復興事業的責任者，實在有失公平。他們直到那因虛擬財富激增而引起的不平衡已被相當矯正時，才始明白在那時候復興和穩定是太早了，他們的努力，生成會在這種不平衡的壓迫之下完全失敗。然而，他們的事業雖然最後歸於失敗，但它提供了一個很可歡迎的憩息，使世界恢復到足以面臨其後的恐慌。

倘若戰後政治家們明瞭虛擬財富必得藉適當的安定率把它削減下來，而不去助長一種根基不穩的情勢那就好多了。但他們既沒有可以達到正當解決底能力，只有退而求其次，在最必要的各國造出暫時的穩定。



要是沒有國際合作給予中歐各國以鬆一口氣的期間，這些國家全會要崩潰，混亂狀態會把現在的社會組織整個傾覆了。從這點看來，說國際合作根本失敗，就是暫時的效果也不承認它有，是對從事這運動的人們不起的。

國際合作不僅幫助了金融力薄弱的國家而已。它的主要目的乃在於使比較雄厚的幾個國家的外匯，在黃金基礎上穩定起來。如此，在比利時、意大利等國中央銀行的信用借款被商洽了，即如英國，穩定英鎊當時，也曾從美國貨幣當局得到巨大的信用借款。這些信用借款大多數並沒有使用，但它被允許的事實，已足夠有效地使許多國家回復金本位。

常有人說，金本位復歸於各國所選擇的平價是一個錯誤，所以想支持它們這種事業，想使它們能夠把它們的通貨維持於非經濟的平價的種種努力，全是無用的。這又只是事後的聰明而已。各關係國政府既然都沒有選擇正當平價的見識，當然只有互相維持各自所選擇的任何平價了。如其沒有國際合作，各國的通貨絲毫無法穩定，會要發生怎樣的情形呢？那是不堪設想的。著者相信，大體的說，暫時的穩定是有益的，雖然決不能維持長久。通貨當局的錯誤只是，當所選擇的安定率的不利已經判明後，仍還要固執新平價。

## 五 各中央銀行的更密切的接觸

國際合作除採取外債和信用兩種形式外，又採取在各中央銀行間建立緊密關係的方式。這是純粹的戰後的現象，其目的是想使主要各國的貨幣政策互相關聯起來。這種目的正和復興金融力薄弱的國家的努力一樣，是非常可喜的。然而終爲了根本的不均衡的存在，中央銀行的負擔非常重大，這種目的也不得不遭受挫折。若在較正常的狀態下，中央銀行的合作是容易成功的。但在現存情勢之下，合作的目的乃在於支持那不均衡的狀態，這項事業却極端困難。

而且三個主要國家想採行的貨幣政策根本各不相謀。美國的目的在維持物價穩定，而英國則希望世界物價騰漲，俾使英國物價與世界物價恢復均衡。法國却又想把法國物價與世界物價間的不均衡永久維持下去，因爲這是於法國有利的。這三國貨幣政策如此相互矛盾的時候，而望他們協調，那有可能？我人所能期望者，充其量能够把由通貨政策的差異所發生的摩擦減至最少限度便到極頂了。

## 六 技術的協動

中央銀行間合作的一個成果，就是互相保證，不得當該中央銀行之允諾不向其提取現金，故各國中

中央銀行的金準備得以不減。各中央銀行在倫敦購買黃金，悉委於英蘭銀行代辦，以調節其需要。中央銀行資金的提出，以儘可能不攪亂當該市場的方法行之。中央銀行間互相交換規定的報告，重要之決議，如銀行率的變更等，皆於事前通告主要各國中央銀行。

各中央銀行的首腦常有集會，對於貨幣政策上各種問題，成立某程度的諒解。在技術方面，合作的範圍很是廣泛。譬如，大多數中央銀行都同意把它們的外匯準備存放於當該國的中央銀行。國際清算銀行（Bank for International Settlements）成立後，使中央銀行間的國際的合作更容易了。這在以後數章，就要講到。在正常狀況下，這樣的成就就可以免去許多的困難。但在現存的狀況之下，却不過把那不可免的恐慌延遲些日子罷了。

## 第十七章 「黃金爭奪」

### 一 金本位的普遍採用

通貨穩定運動徒然支持了戰後的不均衡狀態，因而使恐慌的最重要的一個因素出來，那就是所謂「黃金爭奪」(Gold rush)。黃金爭奪這名詞的意義本來是說，採金者爭先恐後趨向於新發現的金礦。但戰後的意義却變為黃金購買者的爭奪，在乎增加他們的存金額。國際合作的主要目的，在儘量使多數國家採取金本位，這是要對黃金爭奪負很大責任的。

戰爭中及戰後幾年，歐洲各國的金準備都已告竭。他們的黃金流向美國和中立各國去了。從而，要採用金本位就要增加這些國家的出超，而使金準備充實起來。但是，這是需要幾年光陰的，歐洲各國那裏能夠等待。不兌換紙幣已使它的信用大大失墜。各國都認為，不怕技術上的條件怎樣缺乏，起先有恢復金本位的必要。金融力強固的國家，對於這種傾向不但沒有阻止，而且很是鼓勵。就是戰前非金本位的國家也想採用金本位，因而使黃金需要益發增加。國際聯盟要求採用金本位為貸與復興資金之條件。甘末爾教授的熱心也不弱於國聯，他曾受中南美、歐洲及東洋各國招聘，而主張它們必須採用金本位。他對於自中

國以至秘魯等國，也是這樣進言。中央銀行間的合作和國際聯盟的出力，使歐洲大部分採用了金本位，甘末爾教授的力量使中美各國採取了同樣的行動。他希望中國也脫離銀本位國而轉向金本位國，不過因必要的外資輸入的困難，這個背理的步驟終未能實現。但印度和其他歐洲國家却都由白銀轉向黃金了。

## 二 黃金供給不足

結果是黃金需要激增。由於逐年金產額的積累，由於金幣退出流通的結果，供給固然也增加了。但是，因為現有的供給分配不均，加以持有大量金準備者又不肯拿出一點來，所以對於想增加準備的各中央銀行，供給很是有限。雖然，這種不足，一部分已由金匯兌本位的採用補償了。多數國家的中央銀行，都把外國匯兌作為發行準備的一部。當國際聯盟和各中央銀行使許多國家穩定時，它們以為其中大多數只需採用金匯兌本位便滿足了。但實際上，事情的發展却和它們的預見相反。金匯兌本位在各國政府和中央銀行間很不受人歡迎，它們都儘速地拿手頭的外幣去購換黃金。

著者認為：在需要增加之下，世界貨幣用金額的不足，是一個最重要的對恐慌負直接責任的因素。抱同樣見解的人還有很多，他們的論據是，現在的存金，不够作為充分的通貨和信用量的基礎。對與不對，下

面再去討論。不過，黃金的供給不足却是一般所不理解的。

### 三 黃金和虛擬財富

一九一四年以來世界存金額的增加沒有和虛擬資本總量的增加取同樣速度。這兩者之間固然不一定要有固定的比率，但貨幣用金量多少和虛擬資本的增加合步調，却是必要的。不錯，公債和股票不能兌換黃金，從而中央銀行對它們也無需金準備。但是虛擬資本的增加已使通貨價值的國際的變動激化，中央銀行却不可不加以防護。舉一個例，戰前外國人所有的英國債券是動搖於二千萬鎊和四千萬鎊之間。到戰後，動搖的範圍更大，也許是五千萬鎊和四萬萬鎊之間。這個增加之要求存金額的增加，是絕對不能否定的。

而且，虛擬財富量的增加還使世界黃金需要不甚明顯地增加了。戰前的金融恐慌，被捲入漩渦的數量比較狹小，只需放出幾百萬鎊的資金，就可以打破難關。一九一四年以後，因為虛擬財富激增，被捲入金融恐慌的金額比十九世紀大多了。從而救濟所必需的金額也增加幾倍。戰前千萬鎊够了的，現在却要幾萬萬鎊才能濟事。這種信用擴大，在實行金本位時，若不是金準備大到常態以上，是不可能的。只要考慮這個事實，就可以明白，把法定準備以上的黃金「窖藏」起來是正當的行動。

#### 四 黃金需要的增加

龐大的對外債權的存在，其本身即足以使貨幣用金的需要增加。特別是這種債權，都取着短期資金的形態，在國與國之間，移動非常頻繁。這類短期資金具有攪亂的力量。它的數量比戰前多了幾倍，它的所有者比正常時代更加不定心，更加喜歡移動些。國際貿易上的不安定的情勢使國際收支變動無常，這又是使黃金的需要增加的。而且，物價比戰前漲高五倍，也使黃金需要增加了。若其他事情不變，僅僅這個事情就使得發行準備顯著增加。許多國家的通貨流通額增到物價騰漲率以上。照戰前的準備率說，存金額無論如何要比戰前增加許多才行。

準備率的基礎本身也有了變化，這又是需要更多黃金的。在戰前，金本位國的法定準備率總是以通貨發行額為基準。自許多國家回復金本位之後，一般通行的原則，却認為準備率的計算基礎當為通貨發行額加短期債務（*sight liabilities*）。這個原則已為好幾個國家的銀行法所採用，而且有被普遍採用的趨勢。

還有一件事情，就是戰前採用銀本位或不兌換紙幣制或有一部分銀幣流通的國家，現在都採用金本位了。印度首先決定採用金本位，其次東洋各國倣效之，即中國也想放棄白銀而採用黃金。形成拉丁貨

幣同盟的各國，銀幣已完全廢棄，這些國家的黃金需要增加了。

## 五 求過於供

把這種事情考慮一下，便可知貨幣用金的需要，是遠過於世界貨幣用金供給量。從這點看來，勸告多數國家採用金本位，是否得計，實大有問題。十九世紀中各進步國家採用金本位，是逐漸地進行的。其所造成的需要，都由差不多和金本位的採用同時的金礦的新發現滿足了。另一方面，戰後金本位的回復却是陡然的。五六年之間採用金本位的國家竟多過十九世紀全世紀。過度的黃金需要的急迫，實為歷史上所無，供給的增加決不能滿足它。生產實際是停滯着，流通界也很少鑄貨可以撤回了，這時候一國的急迫的黃金需要，除依賴別國的存金，再沒有第二個方法可以滿足。這樣，一國中央銀行的所得，便成為別國中中央銀行的所失。

## 六 黃金爭奪促成了緊縮嗎

世界黃金保有額的不足，是否產生緊縮的影響，這有很多種不同的意見總而言之，這種事情阻止了通貨和信用量沒有應着那期間內的商品生產的增加而膨脹。自戰後恐慌以來，世界物價水準不斷下跌



的事實，似乎表示有種根本的緊縮影響在作用着，但黃金保有額是否能敷國內需要，暫置不論，其不敷國際的需要却是很明顯的。世界存金額，能否使各國維持充足的通貨和信用量，且不去管它，其不足以抵擋增加的國際的變動却是可斷言的。

戰後若是各國大大的把通貨貶低，會怎樣緩和這種黃金的不足呢？第一，黃金所表示的平均物價會全世界的跌落。也許有人會說，通貨貶值之後，物價必會騰漲。但按之實際，騰漲總不及貶值的程度，除非像意大利那樣，在通貨貶值之先外匯已急激地恢復了。僅只一國或數國實行貶值的時候，物價當然會順應世界物價水準而行，但所有國家都實行貶值的時候，就完全不同。英國、美國及其他屬於緊縮集團各國若在一九二〇年斷行通貨貶值，他們的通貨所表示的物價是會騰貴的，但這騰貴不會騰貴到用黃金表示的物價那地步。金物價只要比較低些，黃金需要量也就可以小些。

而且，由於通貨貶值的虛擬財富負擔的減輕，也可以減去黃金需要不少。不均衡的消除，可使得各國通貨能穩定在更堅固的基礎，因而可減少需要強力的金準備變動的原因。只因為緊縮集團各國都把通貨定價太高，才使得黃金稀少起來。

## 第十八章 國際貸款狂

### 一 貸款和黃金爭奪

在最近金融史上演着如此運命的作用的「黃金爭奪」，而竟主要的由從事國際合作的人們做出來，這真是一件奇事。各國金準備的增加，都是藉復興公債和安定公債之力。而且，各國因國際合作而復興這事的心理的結果，鼓起各國爭相對他們貸款。在國聯主倡之下給予貸款和財政顧問的任命，就被各國國際金融中心視為可擔保不會發生損失的證明。於是貸款和信用便從各方面向這些國家流注。這樣借得的資金，大部分被用以增加金準備。

一九二三——二八年這期間的國際貸款，把現存的不均衡狀態的效果隱蔽了。美國貸予歐洲的資金，把不自然的狀態維持着幾年。同時，這種國際貸款的過程展開出那使恐慌不可避免的事態，使這恐慌一旦勃發便無限地激化。

許多國家把通貨安定後，以為穩定和安全是不成問題了。這種錯誤的感覺很予國際貸款以刺戟。安定的基礎是這樣脆弱，而當時人們偏會相信它的外觀，今日看來，實在不可理解。因為，只要賠款問題未得

解決，德國及中歐各國總非安全的投資地域，那是極顯明的。只要沒有非常激烈的恐慌勃發，法國決不會答應減低賠款額，那也是極顯明的。金融家和投資家應當明白，這樣的恐慌是不限於德國一國的。在現在貨幣政策之下，各種物價水準間或虛擬財富和實際財富間的不均衡沒有方法可以消除，這雖然不大顯明，也是應當理解的。然而除了少數專家之外，能理解這些事情的沒有一人，並且專家的忠告也全被忽視了。

## 二 銀行間的競爭

金融中心間的競爭，也是促成貸款狂的一個原因。戰前主要貸款中心即倫敦、巴黎、柏林間的競爭是有限制的。各自有着各自的顧客，不擅自侵入他人的勢力範圍。但自紐約作為新興勢力登場之後，事態可完全變了。紐約的金融業者既無經驗又無傳統，只是熱中於對外貸款。他們一方面互相競爭着，一方面又和其他金融中心的銀行競爭着。貸款者拚命地爭着供應資本需求的權利，所以無論外國政府也好，公共機關也好，都可以很容易地發行外債。當時德國的一流旅館繁榮一時，它們的房間給美國金融業者的代表住滿了。這些代表都是想貸款給那些公共機關而派到德國來的。德國是最好的角逐之場，但其他各國也並不怎樣壞。中歐各國和中南美各國也都借到巨額的資金。許多自治體的公債被發行了，在它的名目

沒有在發行旨趣書上出現以前，誰也不知道是叫作什麼公債。爲要把公債賣給無知的沒有選擇能力的投資公衆，什麼兜銷的方法都被想盡了。

在這個競爭當中，美國各銀行雖然居於首要地位，但把過度貸款的責任完全歸於它們却不可以。英國也會參加這競爭，而且它所貸出的金額超過了它的能力。美國所貸出的金額還在海外貸款能力以內，英國的情形却不然。自昔以來一直爲世界金融中心地的倫敦，不會毫無抵抗地將這有名譽的地位拱手讓人。政府發表的國際收支數字事實上是過於樂觀了，但倫敦因此不僅對舊顧客，而且對新顧客也實行寬大的貸出。結果，安定時代的海外貸款超過能力以上，又成爲壓迫英鎊的一個原因。政府當局常想禁止外債的發行，藉以抑制過度的貸款，但是，私人的借款或短期資金的融通，却是制止不了的。所以政府的辦法很少發生效果。倫敦實行海外貸款，相反的，短期資金却累積於倫敦。這項資金復被用於長期貸款。於是倫敦的地位便非常可危了。在瑞士也是這樣。然瑞士當局，沒有忘記增加金屬準備，以防萬一。亞姆斯特丹和斯托克荷爾姆也參加於海外貸款競爭。法郎安定後，巴黎也參加了，雖然它對於這種競爭，沒有其他金融中心地那麼熱心。

### 三 借款國的態度

借款國對於這種貸款狂的態度是可想而知的。在他們看來，應該很明顯的，對外債務的增加會有損於他們的地位。尤其應該知道，借入短期的海外信用，而在不一定可以收回的形態上把這項資金再投放出去，是非常危險。然而，當債權者熱中於貸款的時候，而認債務者能拒絕他的誘惑，是無理的。能够這樣做的只是少數的少數。例如意大利，因為慕索里尼禁止海外借款，所以在這次國際貸款的大宴會上，意大利參加的很有限。德國國家銀行總裁沙哈特博士竭力想遏止這個波浪，特為設立統制海外借款的機關，但終於抵不過借款者和貸款者兩方面的壓力。

德國的海外借款主要被使用於賠款支付。但這並不可以持為熱中於借款的理由。相反的，正確的政策應該從開始起便禁止任何海外借款，以表示道斯案沒有實行的可能。要是沒有外資的流入，道斯案會於調印後十二個月中就粉碎的。法國會要迫不得已面對現實而降低它的賠款要求的。但是，藉着外資的幫助，道斯案被實行了。馬克的跌落把經濟組織之正常運轉所必要的虛擬資本一掃而空，所以，要抵抗這種外資輸入的誘惑是很困難的。德國政府當局的錯過是，沒有使這種外資用之於生產的目的。輸入的外資大部分被使用於地方自治體的游泳池等等建設上面去了。國富固然增加，但却沒有增加外債的支付能力。

#### 四 商業債權的優先權

德國政府終於採取這樣一個態度：這些借款是爲了支付賠款而「被強迫借入」的，商業債務無非是商業化的賠款債務而已。這種態度完全錯誤。債務契約的締結，必需兩方的當事人。借入外人所提供的資金，乃德國自發的行動。雖然，並不是說，貸款國對於其後的事態沒有很大的責任。前面說過，他們應當知道，賠款問題一天不解決，貸款給德國總是不安全。

充任德國公債之發行的金融業者，從來就沒有考慮過這些債權是否要優先於賠款要求。如其道斯案成立後馬上提出這個問題，法國及其他各國無疑會承認商業貸款優先於政治債權的，因爲在一九二四年和一九三一年間，法國領得巨額的賠款，是全賴這種商業貸款啊。但是全世界的金融業者，競爭惟恐不及，那有時間顧及這些。當一九二七年著者在金融報（*Financial News*）發表確立商業債權優先權的評論時，國際金融界毫未加以注意。就是政府當局也不願把優先權問題闡明出來，因爲他們是想藉商業債務使德國能履行賠款支付，以揆延那總決算的日期（*The evil day of reckoning*）。

貸款狂的結果，大多數借款國都太借多了，輸入太多了。若是債務國當局拒絕用入超形態接受借入金，金屬準備就會增加，而黃金爭奪也就會更形激烈。另一方面，這種政策會限制國際收支，會使債權債務

兩者不致陷入窮境。但借款國把較大部分的外資用於外貨的輸入了，以致到了支付期限，沒有充分的支付準備。這個事情對於短期信用尤其重要。

## 五 短期信用

長期的國際貸款之外，短期的國際信用也是非常旺盛的。戰前承受信用的中心只有一個倫敦。但戰後紐約一躍成爲世界的金融中心地，遂開始大規模的承受信用業務。加以在荷蘭、瑞士及瑞典，又有第二流的承受信用市場成立了。法郎安定後巴黎也開始參加這種業務。同時，在自戰前以來以承受信用爲專門業務的金融業者，和到戰時及戰後才開始這種業務的商業銀行間，開始着激烈的競爭。其結果，給與的承受信用額超過戰前遠甚。

而且承受信用業務放棄了戰前保守的原則。被使用於真正的商業交易者，只是小部分而已。給與的承受信用大半被用以融通長期交易。尤其是在德國，由海外承受信用得來的資金，很大部分被用以融通對俄輸出，其支付是尙未到期或是數年以後的。這種行動比那用長期外債的形式過度借入，實在更要危險。德國及其他大陸各國的高利率也吸收到很大的外國存款，結果，依短期預告便能退出的對外債務大增加。

## 六 危險被忽略了

精諳國際金融業務的人們當時沒有注意到這種情勢的危險，實是極可驚的事。手頭沒有關於國際短期債務的數字，但其過度是顯明的。縱使在正常狀態下，擁有這樣程度的短期債務已經是危險，若大部分沒有自能清償性（self-liquidation），那危險更不堪言。很明顯的，借這種短期的國際債務的助力所建造的卡片房子，一受搖撼就必定會要坍塌。但是世界的狀態既如此不均衡，受外力搖撼的機會非常多着。

當時的經濟組織確是在不均衡的狀態，雖然一般人沒有留意它。益以德、法關係的險惡，隨時都可與它以政治的衝擊。一九二九年楊格委員會的會商幾至於決裂，就是暗示着這種危險。但是已經太遲。短期債務的增加，主要是一九二八年後半至一九二九年間。那時候因為華爾街的狂熱的人氣，決不容許長期債券的發行。反之，短期債務却增加了。或者取承受信用的形式，以存款的形態增加；又或者以日後將發行的長期債為抵押而給予短期信用。一九二九年中頃已經到了這樣的形勢：要想不予國際機構以激烈的衝擊，短期債務決無削減之可能。

當資金的貸借自由奔放着數年間，根本的不均衡狀態是普遍的現象。但這樣的事態不能夠永久



繼續。無論貸款國借款國都會次第被陷於窮境的；如此，大恐慌的勃發，便成爲僅僅時間的問題。

## 第十九章 短期資金

### 一 短期外國資金的增加

上章已經說過，戰後國際短期債務的增加，乃是這次恐慌的直接原因之一。除許與債務國的承受信用、存款、墊款等外，另一個形態的國際債權開始發揮其攪亂勢力。巨額的短期資金在幾個主要金融中心地，特別如倫敦和紐約集中起來。取着往來賬、通知存款、財政證券、銀行票據、公債及其他證券等形態。這些資金都可以以一日或數日的預告實行提取。因為賣出遠期匯兌是很方便，所以雖然等待期限的到來或利息的領取頗需時間，實際上却等於沒有預告便能提取。

這些短期資金，數量之大，遠非戰前所可比擬。它的增加有種種理由。當戰時及戰後通貨混亂時代，金融力薄弱國的公司或私人，都養成一種保有在外資金的習慣。瑞士和荷蘭一時成爲中歐各國、法國、意國等逃避資金的逋逃藪。這類資金被稱爲「神經病的黃金」。逃往倫敦、紐約去的資金也很是不少。資本被遣送出國的原因，非僅因爲對於通貨減價的恐怖而已。實由於沒有直接稅習慣的各國都開始增稅，大多是爲要免除租稅，才把資金送出海外的。這個運動，就是通貨穩定已經恢復信任之後，仍繼續未已。富裕的

法國人必定把資金放在外國。僅僅一個法國公司，其在恐慌前數年間置於倫敦的資金即達六百萬鎊至八百萬鎊，這種在外資金量之多，由此可想而知。

作這種行動的並不只是法國人。其他大陸各國的人都有這種行動，僅程度稍有差別。以處理逃避資金爲目的的金融公司、信託公司、股份公司爲數甚多，盧森堡、利克頓斯泰恩（Liechtenstein）以及瑞士兩三州皆有設立。即使對直接稅已有一世紀的經驗的英國人，自工黨內閣成立後，也做了一行行動。工黨內閣好像對付敵人般地處理納稅者，逼着他們把資金往海外遣送。

## 二 金融的國際化

戰後發達的金融國際化的傾向，也是短期資金積集的大原因。各國間的金融的連鎖，戰後大大增加了。銀行和海外銀行結成本支店的關係或友好的關係。戰前專從事國內銀行業務的倫敦和紐約的股份銀行之發展國際的業務，也是海外所在銀行存款增加的原因之一。並且，在戰後安定時期，海外證券交易所的投機或投資甚盛。前面已經說過，投於英國國債的外國資金，一時竟達數萬萬鎊之多。倫敦證券交易所及大陸各市場中的種種證券，與外國人交易的量也漸次增加。

華爾街由世界各地吸收的資金比任何地方都多。對於海外情勢的關心和知識的增加，也是促成這

傾向的原因。無論何國，保險公司、投資信託以及其他大投資家都極關心投資外國的利潤，即對於沒有國際市場的證券的投資也毫不躊躇。

這種傾向，因戰時外國證券的歸還祖國，股票之國際裁定交易的減少，事實上已減低效果了。不過裁定交易限為股票交易者所經營，數量比較的小。另一方面，通貨安定時期，一般大眾間所發生的國際投機熱，其數量之大，却是未曾有的。華爾街的繁榮使全世界都發起賭博熱來。華爾街處理賭博的商社數目也增加了，紐約吸引外國資金達數十萬萬之多。除那以證券投機為目的而被送至紐約的資金外，居間人放款（*broker's loan*）的高利率所吸引的資金量也非常大。不關心賭博的銀行和投資家都被紐約通知放款（*call money*）的高利率所引動而放款給別人去賭博了。

這種種短期資金有着顯著的攪亂作用。它的移動主要是以利息的差異為轉移。但證券投機那樣的原因也很與有力。這類資金由一市場向另一市場移動，使得流出的國家困惑起來，而對於流入國家却又有金滿之患（*embarras de richesses*）。

### 三 中央銀行的在外資金

私人所有的數十萬萬短期資金這樣輾轉不息的移動着，而各國政府及中央銀行保有的短期在外

資金亦爲數甚大。在戰前即已有不少中央銀行拿外國匯兌作爲其發行準備之一部，以便統制匯兌市場而無需現金輸出入。戰後這種行動更爲普遍，爲擁護通貨的第一道防線的外匯持有額顯著增加了。許多國家都積聚有巨額的在外資金，或是因爲對外貸款的結果，其取回的一部分仍留在海外，或是因爲逃避資金的歸還。

許多國家施行這種方法，是由於金匯兌本位的採用所鼓勵的。新成立的或改造後的中央銀行的章程，規定其金屬準備中得包含一定比率之在外資金。各主要中央銀行爲防止黃金爭奪的激化，對於這種行動多所鼓勵。賴復與外債把通貨安定了的弱小國家，其發行準備大部分是取在外資金的形態。即德、意、日本等強國也採同一政策。法國積聚在外資金尤多，一方面是逃避資本在法郎安定後歸還的結果，另一方面是因法郎定價過低，貿易差額繼續順調的原故。法國國庫及法蘭西銀行保有的美元資金和英鎊資金，數年之間增至二萬萬鎊。這項資金在國際金融分野上是具有第一流意義的。

#### 四 金匯兌本位的影響

這些在政府當局手裏的在外資金，對於國際金融影響如何呢？關於這，有各種不同的見解。有的主張在通貨安定期廣泛地採用金匯兌本位，其影響與通貨膨脹無異，而會成爲投機熱的主要原因。依理論，金

匯兌本位應該會促成信用之國際的二重化，因為一定的金量成爲兩國通貨或信用膨脹的基礎了。不過實際上，這種二重化有相當限制，因為以外國匯兌準備爲基礎而濫發通貨的中央銀行是絕少的。大抵的情形，法定的最低準備率是以金準備表示，僅那超出法定準備率的安全邊際才是由外國匯兌準備所構成。

在法國，中央銀行所持巨額外幣不許加入發行準備，僅只金準備便常超過法定準備率以上。只有少數第二流的中央銀行才用在資金作爲發行準備之一部，但也漸漸地用黃金代換了。在這種情形下，大規模的信用之國際的二重化是決沒有的事。事實寧爲金匯兌本位的採用使那保有法定最低限度以上的準備的國家黃金凍結的程度減低了。只有這限度以上的準備一部分是由外國匯兌所構成。

## 五 緩和物價的跌勢

若不是金匯兌本位的運用，黃金的缺乏會要發揮更大的緊縮效果。若所有中央銀行把他們的發行準備盡換成黃金，那會使黃金爭奪戰愈形激烈，有些中央銀行定要喪失大量黃金。結果必會制限信用，而使正在進行中的緊縮過程更爲激化。倘使沒有把在外資金作爲準備的一部，也許金本位在一九二七年或一九二八年便要完場，決等不到一九三一年呢。

物價不斷反跌的事實，即足以證明金匯兌本位運動招來大規模的通貨膨脹是錯了的。但主張這種理論的人却說，物價的跌勢是生產增加和生產費減低的結果，這些因素因為受了金匯兌本位的膨脹影響，以致不能對物價充分的發揮作用。這裏便發生一個問題，到底是否生產增加和生產費減低招來物價跌落呢？經濟學者大半與這個問題以肯定的答復。他們說，生產費減低給予人類的恩惠只有通過物價跌落才可能。由於生產利得增加的購買力增加，也達到同樣結果。它使一般大眾能夠沾到低生產費的恩惠。

## 六 生產費減低和收入增加

生產費的減低還是以通過物價跌落而轉移於消費者好呢，還是以通過收入增加而轉移於消費者好呢？這純然是見解的問題。前一個方法有利於債權者，後一個方法有利於債務者。對於工資階級却都是有利的。就整個言，商業是以物價徐徐上漲為最佳，但物價的反跌很輕微且不急驟的時候，也不定是有害的，只要的確是由於生產費減低的結果。依我們的見解，購買力增加要比物價輕微的跌落好些；要是物價暴落，那更不若增加購買力之為愈了。一九二五年至一九二九年間美國勞工局批發物價指數自一四八降至一三八，同一期間，英國商業部的批發物價指數自一五九降至一三七。美國的降落已經是很厲害，平

均每年降落百分之二又二分之一。英國更不消說。要是沒有金匯兌本位的運用把它抵消了些，物價的反落自然更要厲害。

在這種情形之下，只有極端的緊縮論者才會認為金匯兌本位對於信用量的影響是膨脹的。倘沒有採用金匯兌本位，世界恐慌的勃發會要提早幾年。從社會的政治的觀點，把恐慌的勃發延遲，使得有鬆一口氣的機會，是非常有利的，且不問在純經濟的觀點上有無這個必要。它給予人類以從戰爭和膨脹恢復的機會，使他能夠忍耐幾年後的恐慌所給予的痛苦。

## 七 鼓舞過度的貸款

從它對信用量的影響看來，金匯兌本位是非常有利的；但它對於國際貨幣穩定是否有同樣效果却很成問題。它使得貸款國能够一而再再而三地把同一資金重貸出去，所以它必須對過度的貸款負大部分責任。不過錯誤並不在於制度本身，而是因為施行的不得當。這種國際貸款使金融力薄弱的國家把他們的通貨穩定了，但同時又使貸款國和借款國雙方都陷於危險地位。

而政府所保持的短期資金為數甚巨，這又是危險要素之一。私人保有的短期資金的移動尚能某程度地為銀行率所左右，政府短期資金的動向却完全不同。巨額的在外短期資金，使法國政府在外匯市場



取得莫大勢力，這種資金所在的外國金融市場也受他操縱。這個問題將在「金融與政治」一章中更詳細地討論。

## 第二十章 黃金分配的不均

### 一 分配不均的事實是不可爭的

恐慌前黃金是否供給不足，專家的意見很是紛歧；但是黃金分配的不均，却大家一致承認。世界存金額，半數以上是在美國和法國的手中。而另有許多國家，却金準備極不充分。就是依戰前的觀念承認金準備只是爲通貨發行準備，英國及其他多數國的存金額仍決不能說是充分的。何況戰後的實際情形，金準備的主要目的已不是保證通貨的兌換——國內是不兌換的——而乃是對國際上各種勢力維護匯兌。

在英國一萬五千萬鎊的金準備，對於達到八萬萬鎊的短期資金（包含外人投資）顯然是不夠。其他小國金準備的不足，從世界金融的見地看的確無關重要，但對於那些主要的、能够引起國際動搖的金融中心，却非至惹起可怕的結果不止。

### 一一 英國黃金供給不足

一九二五年英鎊的定價過高，是黃金分配不均的主要原因之一。這分明是於英國當局的黃金集聚

有妨礙的，雖說縱使一九二五年至一九三一年間英國國際收支居於順調，金準備是否會有許多增加仍是疑問。英國當局不會理解保有充分金準備的必要。就是麥米倫委員會也只勸告要由一萬五千萬鎊增至二萬萬鎊。縱使順調的國際收支使金準備顯著增加，仍必會刺戟更大規模的對外貸款，多餘的金額不旋踵就會歸於消滅。

英國政府和大多數專家都不會知道，戰後的情形與戰前迥不相同了。戰前倫敦遂行世界銀行的任務，只需三千萬鎊乃至四千萬鎊的金準備便已足夠，但在戰後不同的情形下，僅只這個數目是絕對不濟事的。這個事情沒有被充分理解。當美國和法國擁着巨額黃金，其他各國也都努力積聚相當多的黃金的時候，英國當局却以為能夠維持最低限度就充分了。他們看見別國的同僚鑽頭覓縫地蒐集黃金，很瞧他們不起。嘲笑他們的態度是非科學的，幼稚的。然而，結果還是這些國家對了。要是法、美及其他國家的黃金窖藏熱稍稍少一點，而英國的窖藏熱稍稍多一點，分配的不均是可以相當矯正的。英國當局之所以毫不遲疑地把英鎊安定於非常高的水準上，就是因為他們低估了英國現實而潛伏的黃金需要的原故。要是他們對那相當於戰後增加的要求的金準備之獲得和維持更重視一點，決不致於遽然把鎊安定於戰前水準。

### 三 法國和美國使黃金凍結了嗎

黃金分配不均的事實雖是一般所承認的，但這個事實是否與恐慌的招來有關，專家的意見却很不一致。有的——著者也是其一——以為黃金分配不均是因為美國和法國使餘額黃金凍結了。換言之，即因為這兩個大存金國不許他們的準備金充分地作為通貨和信用擴張的基礎，而把反常狀態矯正過來。有的則主張黃金分配不均，咎在英國，因為他不肯儘量緊縮，至足夠從法、美吸收黃金的程度。他們說法國和美國並沒有使黃金凍結起來。他們以為國際的不均衡之存在，不是因為美國和法國不肯擴張信用，却是因為英國不肯限制信用。

比這個問題更被人詭辯的問題是沒有了。辯護法國和美國態度的人，否認法國和美國使黃金凍結的事實。像那些以為僅僅否定嫌疑還不以為滿足的辯護士一樣，他們再採用二者擇一的論法，一面主張美國和法國信用充分擴張了，一面說英國一天不肯把信用加以限制，美國和法國就一天無法擴張信用，除非是冒通貨膨脹的危險。

### 四 信用擴張的程度

讓我們先考察頭一個辯護論。爲要證明美國不會使黃金凍結這議論，那比較着一九二六年至一九二九年間金準備的變動和商業銀行的放款、貼現及投資的變動的數字，常被引用。不錯，這個特殊時期中，信用的擴張的確超過於金準備。但是倘若不拿一九二九年和一九二六年而拿它和一九一三年比較，那結果會完全不同。一九一三年至一九二九年間美國金準備約增四倍，而國立銀行、州銀行以及私立銀行的總信用量却增加三倍不到。若一九二六年和一九二九年間信用擴張超過金準備，那是因爲一九一三年至二六年間信用擴張太不充分之故，其後恐慌前三年間才把這差隔減縮了。信用量順應金準備而增加的傾向，到戰後興旺期便被人爲的阻止了。若聽其自然，則物價會騰漲，黃金會外溢。一九二〇年所採用的緊縮政策終於使多餘的黃金額凍結起來，恐慌恢復後，事態仍沒有多大變更。

這個就法國而言也一樣。法國政策的辯護士儘管證明一九二八年到一九三一年間，新獲得的黃金餘額沒有被凍結，但是，若把一九一三年和一九三一年加以比較，就要得出完全不同的結論。

## 五 英國不能緊縮

現在讓我們再考察他們第二個論證吧。他們使用非常曖昧的邏輯主張道，法國和美國雖然都不會使餘額黃金凍結起來，但只要英國沒有限制信用的意願，他們是有使餘額黃金凍結的完全權利的。他們

憤慨地問道：「英國自己不願限制信用，怎樣期望法國和美國擴張信用呢？」不過我們可以反過來問他們：「但是，法國和美國不準備擴張信用，怎能期望英國限制信用而不冒通貨緊縮的危險呢？」總言之，英國的態度不是出於貨幣政策。一九二六年的時候，英國不能實行緊縮政策是顯然的。勞動階級政治勢力的增大使工資無法減低，若因收縮的信用限制政策而增加失業數目，民衆的不滿會更甚。一九二六年的時候，法國和美國是明白這種事情的不均衡不能由英國的緊縮除去，從而剩下的唯一條出路，就是法國和美國擴張信用，使他們的物價漲至和英國相等。這個事情他們是很知道的。然而他們使多餘的黃金凍結，阻止這種修正運動。美國至少還會貸予資金給英國以幫助英鎊的維持，法國却連這種助力也拒絕了。在這種情形下，不難明白那使英鎊崩潰的不均衡，究竟應該誰負責任。

## 六 「銀行率和機關槍」的貨幣政策

當然，如果必要的話，應該實行大大的緊縮政策，把工資減低才是；英國不這樣做，是可以非難的。主張這種見解的人希望自一九二五年以後仍繼續提高銀行率，要是有人反對工資的急激減低，甚至不惜以機關槍相對付。惟有這類「銀行率和機關槍」的經濟學者才不懂得，在工會發達，失業救濟制度存在的時候，急激的緊縮政策的遂行，是政治的不可能。另一方面，法國和美國是否應對國際均衡的恢復盡一番

力量，那是完全決於他們的政府的。那純然是一個貨幣政策的問題。

一九二七年美國當局很想救濟英國的立場，於是降低銀行率，準備把信用加以擴張。無奈已經太遲了，加以法國方面不能採共同步調，完全無結果而終。

非難英國不隨着金準備的減少而把信用加以限制者指摘出，一九二五年至一九二九年間金準備雖然減少，金銀存款却反而增加了。拿比較短的期間的數字來作自己論證的材料，便當是非常便當的。不過一九二五年的情形是否可說是處在均衡狀態呢？爲要得到表示均衡狀態的數字，非回溯到一九一三年去不可。自一九一三年至一九二九年英蘭銀行的金準備由三千五百萬鎊增至一萬四千萬鎊，約爲百分之三百。而同期間英國全國銀行的往來賬、存款及其他賬項總計不過增加百分之一百。紙幣發行額確實比戰前增加了，但是兩者的差隔仍然很大。一九二五年至一九二九年間存款的微小擴張僅是一個修正過程，即到一九二九年，金準備仍未被用以增加信用如一九一三年正常狀態下之程度。其他形態的虛擬財富增加過大，而流動資本却比較地很少增加。

在英國正和法國、美國一樣，一九二五年至一九二九年間信用是擴張了。但這不過是一九二五年以前積蓄下來的黃金的後果而已。只有拿一九二九年的數字和戰前最後一年（一九一三）的數字相較，才可明白地看出信用擴張的程度如何。無論英國或美法二國，同量的黃金，在一九二九年都只作着比一

九一三年更少量的信用的基礎。

## 七 「金本位遊戲」

「金本位遊戲」的規則：是得到黃金的國家便如數地擴張通貨和信用，失去黃金的國家則如數地限制通貨和信用。英國不會收縮通貨和信用是事實，但這種政策是政治地不可能的。然如批發物價指數所示，雖則沒有意識信用制限，緊縮仍有相當進行。另一方面，法國和美國對於短期負債的準備率却讓它增到未曾有的數字。這種事實是刀子也削不掉的。關於信用擴張的數字不怕如何精巧也不能改變這事實。當法國和美國沒有充分擴張的時候，為要恢復均衡，英國自非採取激烈的緊縮政策不可。以為英國按着失去的黃金限制信用，則法美二國便會按着得到的黃金擴張信用，是沒有根據的。剛剛相反，要是英國能夠實行緊縮政策的話，恐怕法美二國會實行更高度的緊縮政策呢。

黃金分配不均的結果，使倫敦不能遂行它那傳統的任務，給予全世界以安定影響的事也不可能了。倫敦勢力的衰落為事實上的不安定的主要原因之一，應對金融恐慌負很大責任。責備英國未能斷行緊縮的人們應該記着，依他們的見地應該是伴隨信用限制而來的黃金喪失，並不是由於國際收支的逆調。自然，英國國際收支雖受英鎊定價過高的惡影響，但貿易外承收項下仍能抵補貿易入超而有餘。英國政



府的政策要是可有非難的，那末就是他們沒有理解英國地位的弱點，不會將超出餘力以上的對外貸款加以制止。這餘力與對外貸款之差額，由採取短期資金形態的對外債務彌補了。使得英國喪失黃金者，第一是資金向華爾街的移動，第二便是短期外國資金特別是法國政府資金的撤退。國際貸借上這些項目是不能由因採用緊縮的貨幣政策而致的輸出增加或輸入減少抵補的。

## 八 黃金的不足和分配不均

黃金分配不均這問題，在恐慌之前幾年中成爲大大的論爭題目。承認分配不均這事實的人，大都相信法、美兩國的黃金太多了。實際却只怪得其他各國特別是英國存金太少。物價比戰前高漲許多，其他種種原因也使黃金需要大大增加，但世界的黃金供給額不能充分滿足這增大的需要。各種困難事態的發生，根本原因就在這裏。若這供給更合理地分配着，弊病也可緩和許多的，不過，想完全供應需求却萬萬做不到。

黃金的不足，只有兩個方法可以救濟，或是各國通貨都大大貶價，或是實行急激的緊縮。第一個方法爲屬於緊縮集團各國所反對；聽隨自然發展，物價水準必定跌落下來，直至黃金量足以滿足需要爲止。要是存金額分配得更均勻些，那麼不待物價跌至這地步，存金量和物價的均衡便可恢復轉來。然而事實上

法國和美國的存金額反常的大，物價必須向相應地位較不利的國家的存金額的水準低降。

物價的跌落固然有緩和存金額與物價的不均衡的傾向，但同時却使實際財富和虛擬財富的不均衡更加激化起來。所以這個過程很難說是朝向均衡恢復的一步前進。理想的解決方法不是緊縮，而應該求之於所有通貨都貶低價值，因為這個方法，一面可減少虛擬財富和實際財富之間的不均衡，同時可回復黃金供給和物價水準間的均衡。

## 第二十一章 金融和政治

### 一 法國和恐慌

著者在前面幾章中已經把攪亂那因通貨安定所招來的金融情況之表面的安定的各個金融因素指摘了。其次我們想拿這個時期的政治上的影響來討論一下。在著者以前各著作中，特別是國際金融的幕後和金融與政治中，曾經將政治因素的作用充分討論過。當時著者主張法國的政治的金融應對恐慌負最大責任。但現在看起來這種政治因素的力量，並不如著者當時所想那樣大。現在著者以為法國的態度不過是應對恐慌負責任的主要原因之一而已。而且在根本的不均衡未消去時，恐慌總不可避免，這種不均衡是因為緊縮集團各國把通貨安定於戰前水準所惹起的。著者還覺悟以前責備法國的安定點過低是錯誤了。事實却是其他各國的安定點過高。但關於其他各點，似乎並沒有把從來的見解撤回或修正的必要。法國把金融力用於政治目的這事，是一九三一年勃發的恐慌的直接原因之一，這是至今還可以主張的。

上章已經討論，法國和美國使戰後新獲得的多餘黃金大部分凍結了。美國雖然肯出力替受這種政

策的災難的英國減鬆幾分痛苦，法國却並沒有同一行動。相反的，法國並且把它那大部分短期資金撤退，使英國更無所措手足。

## 二 巨大的法國資金

法郎定價過低的結果，法國在一九二七年至一九三一年間很有餘額可以貸予其他各國。但除非在金融上，商務上特別政治上於它有利的條件下，它是不願把這餘額重貸出去的。這項餘額和歸還的法國資金，作為法蘭西銀行和法國國庫所有的美元和英鎊資金留在海外。法郎正式安定後，這類資金便有一部分變為黃金而被撤退，或被由倫敦移至紐約。結果英鎊大受其壓迫。

這項巨額的英鎊資金給與法國當局以莫大勢力，對倫敦脅迫起來。他們開始使用這勢力是一九二七年五六月間的事，從英蘭銀行撤退過相當量的黃金。這種行動的目的是要在倫敦市場造成一種金融緊急的情勢，使有利於法國的貨幣政策。這種對別國貨幣政策的有意的干涉，引起了激烈的憤懣，相信在其後的協議中，英國政府一定有這樣的暗示：要是黃金繼續被撤退，英國將廢止金本位也難說。無論怎樣，法國終於同意不再撤退黃金，後來甚至還同意不直接到倫敦金塊市場購買黃金。

然而這個讓步徒然是表面文章。金本位既已恢復，為要使黃金流入，並無須乎從英蘭銀行撤退黃金，

也無須乎到公開市場去購買它。只要撤回一部分英鎊資金便足够了。實則，使黃金從倫敦向巴黎移動，增加國庫和債務償還金庫的呆資金，很足以使巴黎金融市場陷於緊迫狀態。因為法國的金融組織異常特別，上述那些資金完全凍結，市場流動資金大為減縮。結果法國各銀行不得不將留在倫敦的短期資金召還一部分來。

### 三 政治的壓迫

有充分的理由相信：法國政府是爲使自己的政治立場有利起見，才使用這項對倫敦的勢力的。當時的英法關係並不怎麼好。自凡爾賽和約締結以來，英國政府不斷想緩和法國對於賠款問題的態度。在一九二二年的巴爾福覺書 (Balfour Note) 中，英國政府聲明，若他國政府採同一行動，英國願放棄對戰債及賠款的要求。美國和法國一致拒絕這項提案。自凡爾賽和約締結以至一九三二年洛桑會議止，法國政府的態度始終一貫，只同意戰債削減多少，賠款便削減多少。

英國政治家費了不少心血，屢次想緩和法國這種態度，但是甚麼效果也沒有。當魯爾佔領時，英法關係是非常緊張的，道斯案的採用和羅加洛條約締結後雖然多少改善了些，但一九二八年以後再轉惡化；這種情勢明白昭示，賠款問題非大大加以修正不可。關於賠款問題的幾次會商席上，英法代表時常有衝

突，前者堅持合理的條件，後者則頑強地反對對德國作任何讓步。

英法政府間每次發生意見衝突，英鎊必隨而跌落，巨額的資金由倫敦向巴黎流出，情勢稍稍緩和一點，這些撤退便終止了。說這僅僅是種偶然的暗合，未免過於輕信。著者常以爲黃金的撤退乃是居心要壓迫英國政治的法國當局一種意識的行動。

黃金的移動和英法兩國政治關係之間的關聯，到一九二九年工黨內閣成立後特別明白了。直到那時爲止，英國和法國的政治關係是相當好的，僅僅諾爾曼（Mr. Montagu Norman）的非公式的外交政策會和法國利益發生過衝突。但到一九二九年以後，就是公式的對外政策也成爲非友誼的了。這是因爲史諾登特別討厭法國的政策的原故。史諾登每次在議會或巴黎方面很不樂意的國際會議席上發表意見，馬上便會有一批黃金從倫敦流出來。

#### 四 缺乏充分的合作

倫敦和巴黎間的政治的金融的關係，屢次努力想加以改善，但是總得不到法國貨幣當局的由衷的協力。法國之所以不肯和別國協作，除開政治的顧慮外，還有一個原因，就是他們想把巴黎造成一個世界主要金融市場。要達到這個目的，倫敦的利息率必須高於巴黎才行。這個事情和想增加在外資金之利息

收入的希望，便構成法國必欲擡高倫敦利息率的理由。

法國的銀行家除非自己是國際銀行團的首領，決不參加國際的貸款，這也是因為他抱有做國際金融霸者的野心之故。想使巴黎成爲承兌市場的努力也實行了。這些希望本身決不是錯誤的，不過就他們及於金融的政治影響言，却有力地妨礙實際的合作。當時希望，一九三〇年正月的海牙條約調印後事態會得改善。實際上，楊格案中已包含削減德國賠款的條款，這個方案的採擇也很把英法兩國間的摩擦減輕了。

## 五 國際清算銀行

國際清算銀行的設立，大家以爲是國際金融上開展一條更密切合作的道路。這個新銀行除處理賠款支付外，並擔任各中央銀行間的聯絡之責。不過設立當時的情形很於它的前途不利。法國堅決地反對把這個銀行設在倫敦，且想在理事會中占居指導地位。清算銀行在如此嫉視和猜忌之下開業了。這種空氣一直沒有改變。月例理事會中，主要歐洲各國中央銀行總裁都出席的，但並不能緩和這種空氣，反而造成爭論的機會。銀行業務的執行上也有暗鬪，理事會也是如此，在這種情形下，當然不能起甚麼有用的作用。

楊格公債發行當時的情形又提供一個爭執的機會。法國政府把這項公債的賣得金大部分塞進自己荷包裏，却盼望倫敦發行的金額要更多些。但倫敦嚴厲地拒絕發行自己認銷的本分以上。於是黃金便源源從倫敦往巴黎撤退，致使英蘭銀行喪失大量存金，就是答應法國的要求，也不過要喪失這麼多吧。

## 六 英鎊的疲軟

一九三〇年秋，英鎊不斷受着賣風的壓迫。法蘭西銀行拒絕接受標準純分金——英蘭銀行所能提供者只是這種純分金——，所以鎊價大跌，有時跌到現金輸送點以下。一九三一年正月間這個黃金自由移動的阻礙固然除去了，但鎊的恢復僅只曇花一現，是年夏季，終因會一時跌至現金輸送點以下，鎊的信任大為失墜。法郎之政治的金融果然將英鎊安定的信用顛覆了。這個政治的金融因素當一九三一年六月恐慌爆發時所演的作用，等次章詳論。

很明顯的，若在正常狀況下，法國政治的金融決不會有這樣大力量，或者能影響於二等國家的運命也說不定，但決不致於會左右世界的動向。法國政治的金融所以能够發揮這樣大的作用，完全是因為根本的不均衡、黃金不足和分配不均、巨額的國際債務（一部分採取短期資金的形態）等事情存在着。但不能因為這些事情，就可以卸去法國對於這悲慘的結果的責任。



## 第二十二章 盛況

### 一 盛況和緊縮的宣傳

本書第一編已經指摘出，德國及其他數國通貨膨脹的悲慘的結果，給緊縮論者的陣營提供着使用不盡的軍火。他們反對信用之合理的擴張、利息的降低以及藉通貨貶值把過高的定價加以訂正等，說要是採取這些辦法，就必不免於德國的命運。但是前面說過，德國的通貨膨脹乃是戰敗及其悲慘的結果所產生出來的。

隨着歲月的推移，那種議論，即放棄古典金融論原則就不免於通貨膨脹的崩潰那議論，已漸漸暗淡了。緊縮論者漸漸向一九二七年至一九二九年間的投機的盛況中去找他們新鮮的論證材料。它的後果雖不若一九二三年德國通貨崩潰的後果那樣嚴重，但已經很够使緊縮論者大肆其宣傳了。頑固的經濟學者一則為使人不注意緊縮對於恐慌的發生所起的作用，一則要使非正統學派的政策失去信任，說一切痛苦和犧牲皆因這次恐慌發生前幾年的政策帶有很濃重的膨脹色彩所致。

我們並不為這種盛況作辯護，正如我們不擁護戰後德國所行那樣的極端通貨膨脹一樣。不過我們

也不像緊縮論者一般，用海德公園中在野黨首領的演說式來處理這問題。當時的貨幣政策確和變化的事情下的進步原則相合，而把十九世紀所定的舊原則放棄了。我們最好不要因為這種盛況的經驗去抹殺這種貨幣制度才是。膨脹和盛況危險固屬是危險，但須知要避免這種危險，僅僅固執正統學派的原則仍是不够的。

## 一 一九二七年紐約利息降低

盛況究竟開始於那一年，很難正確地說。據正統派經濟學者的見解，這次盛況是在一九二七年紐約的利息自四%降至三·五%的時候開始的。這次利息降低的目的在維持英鎊舊平價，所以都認為英國的貨幣政策應該負整個盛況及其崩潰的責任。不過為盛況之晴雨表的紐約證券價格，遠在利息降低以前便已有顯著漲勢。自英國恢復金本位的一九二五年四月以至紐約聯邦準備銀行降低重貼現率的一九二七年八月間，證券指數由八〇升至一二二。騰漲率約為五〇%。到一九二九年開始以前，又曾一度漲至五〇%。利息降低後證券價格的騰漲率並不格外比利息降低前大。英國的證券價格在一九二五年四月至一九二七年八月間，騰漲率約為一五%，到一九二九年正月止，又漲一五%。如此，無論紐約或倫敦，證券的騰漲率，在利息降低前後，並沒有很大差異。

凡是懂得投機者的心理，尤其美國投機者的心理的人，就會毫不躊躇地放棄招來盛況者為利息降低這結論。確信這是「永久繁榮」的美國公眾，是無論利息為4%或更低些，總一樣要拚命地投機的。我們看見，在後來，當美國當局者努力限制居間人放款量的時候，結果只是使這類放款的利率暴漲起來。利息縱使保持在4%，其後數年間的投機熱也不會有何差異。

### 三 投機與生產過剩

以為利息的降低能够影響農工事業債務的增加，也沒有理由。那產生了華爾街盛況的過於高興的樂觀主義，又在每一個生產部門的擴張中顯現出來。總言之，利息的降低對於這與物價跌落極有關係的生產過剩，僅有很少的影響罷了。關於這個問題等下章詳論。

紐約利息的降低，其本身並無重要意義。另一方面，一九二五年至一九二九年間的信用擴張，却對這次盛況不無相當責任。無疑，藉急激的信用限制政策，不難於一九二六年或一九二七年把盛況的萌芽摘去而使崩潰提早兩年發生。那時候，崩潰的程度當可縮減許多，因為在那場合，一九二七年至一九二九年間證券交易所的投機既不會如此熾烈，私的債務乃至生產也不致如此擴張，崩潰所給與人類的痛苦自然會要輕微得多。但以為若不是物價急激地跌至戰前水準以下，而是漸次的下落，那末今日的人類會更

幸福些，這却錯誤了。無論國家債務或私的債務，它的負擔都不會和今日有何分別。

這次盛況的錯處是在於物價騰貴沒有誘致生產的增加，而徒然造成無限的投機和借款。生產固然也有增加，但私的債務和證券資本形態的虛擬資本的增加更大得多。盛況使得實際財富和虛擬財富之間的差隔愈離愈遠。不消說，過度的借款和證券價格的投機的暴漲可謂是盛況的必然的同伴。這是完全不錯的。在自由放任制度下，投機總是弄到最壞，政府用以和投機鬭爭的武器，不是沒有效力便是破壞了合理的商工活動。所以在自由主義經濟組織下面，只有兩條路，或是聽任投機者的自由，或是爲了阻止投機，而用信用限制政策以壓迫生產者。

#### 四 盛況的種種形態

盛況的形態各國不同。在美國是證券交易所中發生猛烈的投機，一切種類的私的債務激增，生產資本的投機移動。同時，農工業生產，因爲各種近代生產手段的採用，亦顯著增加。在英國是生產停滯，失業常常是百萬之多。盛況成爲多數極不健全的公司之股票發行而顯現，其一先令延期股票（the shilling deferred shares），尤爲一般民衆所爭購。

在法國沒有超過普通繁榮狀況以上。它使法國能避免了安定恐慌，並使各種工業於完成戰區復興

工作後仍能充分作業。德國在外資的基礎上起着一種外觀的繁榮，大半是爲了非生產的目的。意大利不見有繁榮的形迹。意大利他必須和里拉定價過高所惹起的種種困難鬭爭。過度的借款欲使中歐及南美各國造出類似繁榮的情況。戰後不怕各國關稅壁壘高築，國際貿易仍然增加了。物價雖沒有騰貴，但投機的繁榮現象仍可充分看出來。除意大利、英國及其他二三國外，在一九二六年至一九二九年間，全世界都處在一時的繁榮狀態中。

## 五 政府干涉的不充分

和清教徒的緊縮論者所相信的相反，繁榮在本質上決不是不好的。若是用經濟計畫加以統制，決不致於有恐慌和衰落伴隨繁榮時期而到來。許多國家繁榮的波浪所以致於墮落爲無節制的盛況，皆因政府對於經濟及金融活動，沒有充分加以干涉所致。凡是敢於干涉私的創意以防弊害的國家，都可以阻止非生產的目的，和以不健全的事業活動爲目的的無節制的借款。政府當局若能對於銀行活動充分予以監督，而設立投資局，那末上述的目的就大部分達到了。

至於證券投機，可用固定紅利的最大限度的方法，使它維持於合理的限度之內。這個見解實與了一個革命的暗示，但這個原則已經在多數國家（英國在內），或在法律規定上或在實際上某程度地實行

了。英蘭銀行不管純益如何大，紅利決不派發到百分之六以上。公共企業的紅利都受法律限制，只許在租金減低時才可增加。這個原則若能考慮各種企業的特殊情形而儘力順應事情的變化，那就拿它適用於一般工商企業都是行得通的。若在一九二六年或一九二七年便採用這些政策，有價證券的利潤已減到不上百分之一的華爾街的證券市場，就決不致於暴漲到這地步。若有投資局的活動，而政府對借款行動監督更嚴密些，會比任何高利息和信用限制政策更易阻止盛況。而且，毫不妨礙生產活動便可收到這理想的結果；若是用正統學派的方法去阻止投機，這種妨礙是免不了的。

## 六 盛況的心理狀態

既然沒有這種干涉，就只有聽盛況自然進行了。一九二九年華爾街的投機簡直達到令人不可相信的程度。美國被捲入了以我們的經驗所不能置信的投機大波濤中。就是優秀的專家也深信盛況是會永久繼續的，不知道行市每騰貴一次，虛擬資本每增多一次，危險的情勢便愈臨近一步。但是在自由主義制度下，這種盛況心理狀態是不可避免的。繁榮若是繼續幾年，投機者的膽量長大了，自會確信繁榮的繼續與增加。他們折減將來的昇價，遂使證券行市完全和現實絕離。上次盛況的教訓在這方面也是一樣的。過去的盛況都有着同樣的教訓，不過盛況後的衰落一終止，便又把它忘記了。

常有許多恣肆的投機者和不務正的冒險者想乘着盛況的機會而以那些疏忽的過於樂觀的大眾作犧牲。克路革 (Dvar Kreugers)、赫特里 (Clarence Hatrys) 等等數不盡的金融業者，在盛況期中莫不大發其財，但是並沒有破壞法律，或者觸犯法律。他們實形成爲自由放任主義組織的不可避免的構成分子。他們在神聖的好詐權上准許完全自由行動，只要不越出法律範圍是不受政府干涉的。政府對於這些金融業者全然無力干涉，好一種奇怪的制度！雖明知他們的行動是危險的，但在沒有觸犯法律的時候，政府不敢下手，要等到真正違反法律也許需要數年光陰。就較小的規模講，小公司的發起業者和公債販賣業者儘量將無價值的有價證券賣給無辜的公眾。政府對於他們的活動也絲毫不加干涉。這真是一種值得贊美的制度啊！

榮繁這東西，本質上並沒有壞處，要是它表現於有計畫的擴張中而無投機熱伴隨着的話。一九二七年——二九年的盛況可說是欲修正戰時及戰後所造成的虛擬財富和實際財富間的差隔的一種自然的傾向。要是經濟計畫的存在，這個目的是定可以達到的。若能把虛擬財富的不相應的增加加以抑制，便可將這種盛況轉爲建設和生產的方向。若是這個盛況的結果，實際財富量和虛擬財富的增加相應而大大增加的話，那怕物價沒有顯著的騰漲，根本的不均衡狀態仍舊可以消除。關於這個問題，待次章詳論。

## 第二十三章 經濟的因素

### 一 恐慌之通貨的和經濟的原因

本書目的，在將過去二十五年中金融現象展開的跡象作批判的檢討。從而，一般的經濟的發展，除非有關金融事象的原因或者結果，這裏概不論及。但是要說明繼盛況而起的恐慌，不考慮它的經濟的背景是不可能的。

有一派學說主張，世界恐慌完全是由於通貨的原因。這派當中，有的說一切都是通貨膨脹之過，有的却說惟其膨脹不充分，纔有這許多的困難。但兩個極端都同意恐慌完全是由於貨幣的因素。據另一派思想，則恐慌的產生，貨幣因素還是第二義的，經濟危機倒是它的主要原因。真理橫在這兩派見解的中間，對於恐慌的發生，貨幣原因和經濟原因都與有力量。

在貨幣方面無疑有膨脹，但就物價的趨勢看，這膨脹仍趕不上生產的增加。這膨脹或許沒有被通貨當局用一九二九年所採用的意識及緊縮政策所阻止也未可知。不過一九二九年英國銀行率由四·五%提高至六·五%，却暗示着大規模的信用限制政策，有如一九二〇年戰後盛況期所實行的一般。一九



二九年九月英國銀行率由四·五%提高至六·五%，是一個很重要的因素，對於其後幾星期華爾街勃發的恐慌與有最大力量。赫特里事件也許和這次銀行率的提高不無關係；但銀行率的提高完全是由蕭安（M. Chéron）和史諾登在海牙決裂的結果。法國資金撤退，致使英蘭銀行存金大量流出所致。若不是黃金不足和分配不均，英國政府也就不致於駭怕黃金的撤退了。所以，使華爾街恐慌勃發的這個衝擊，乃是黃金不足和分配不均的結果。

## 一一 恐慌是不可避免的嗎

有許多專家以為若不斷地擴張信用，恐慌就可以防止發生。誠然，若不是英國銀行率的提高給與一個衝擊，信用的繼續擴張是可以把恐慌的勃發日期延遲些的。但是不相信用這種手段便可迴避恐慌。爆發物積聚這麼多，是遲早不免要爆發的。就是英國銀行率不提高，仍舊會有旁的導火線。對內對外的債務過大，黃金的不足和分配不均，賭博熱無節制，益以使經濟失均衡的種種原因，和金融的因素相俟而成爲莫大的攪亂力。

在計畫經濟之下，不均衡狀態的發展被縮減至最小限度，所以可藉信用擴張以防止恐慌。但像現在這種情形下，繼續擴張信用，固可把崩潰的日期延遲，但是盛況之後恐慌終究要跟着來的。盛況期諸情形

有激化各種不均衡的傾向。

### 三 購買力分配不均

把金融的因素完全除開不計，有一個根本重要的經濟因素，它本身已够遲早促成恐慌。這因素便是生產過剩。這個術語被用於種種意義。其最廣義是，超過人類需要的生產。在這個意義上，今後幾世紀都不會有生產過剩的事實。要使得貧民窳裏的人都可住宮殿，要使得人人合理的欲望通通得到滿足，社會的生產過剩是決不可能的。但生產總量若超過現實的需要，那就發生商業的生產過剩。這是那些促成購買力分配不均或過度貯蓄的因素的結果。購買力分配不均便阻止消費者需求的滿足，以致所生產的財貨不能賣出。依理，購買力的總量是不變的，但若是總量中大部分由多數消費者手中移到少數消費者手中，那末使用於現實購買的量便少了。這個事情沒有被充分理解。那些與現實隔離了的經濟學者，對於購買力再分配的問題是非常專斷的。

農產物價慘跌的事例是這問題最特徵的地方。像衆所周知的，恐慌前的幾年，新發明的機器大規模地被農業上採用，結果小麥行市大跌特跌。幾百萬農業勞動者因而失業，農民收入激烈地減少。全世界數十百萬人的購買力都減少了。這個因素對於製造品需要的減少，與有大力。農業恐慌馬上便發展爲一般

的經濟恐慌。這個理論看來好像是常識的，經濟學的修辭家（economic purists）不免要譏嘲它。他們說，全世界消費者購買力的總量決不致因小麥價格的慘落而有任何變化。不錯，幾萬萬農民確實進項減少了；但這有什麼關係呢，橫豎他們的苦毒就是別人的梁肉啦。小麥價廉是消費者沾便宜。用於小麥的金錢減少，用於其他商品的便比較多了。

照這個卓越的理論，購買力只是由農民手裏移轉到非農業人口手裏去了。好個簡單明瞭的解說！但是，在這個理論當中，有一個焦石被卓越的理論家們忽略了。消費者事實上並沒有受到小麥價格慘落的利益。就是受到也是很充分的，並且是遲而又遲。

#### 四 批發物價和零售物價間的時間差隔

批發物價和零售物價間常有着時間的差隔。小麥跌價的恩惠需要相當時日才可以及於消費者。這個差隔有時甚至維持幾年之久。當麪包的零售價格還未能照這變動調整自身以前，批發物價已經在反漲着而把差隔訂正了。麪包價格沒有彈力。要降低麪包價格，小麥的批發價格非有大大的跌落是不行的。小麥生產者和消費者間，有無數中間商人介在其中，他們個個都惟願這調整過程越遲越好。結果要到小麥生產者的購買力減少很久很久後，才能造成消費者的購買力增加。

「如此不也很好嗎？」經濟學的修辭家們或許會這樣回答。「總言之，購買力總歸會在一個地方，決不致歸於消滅。消費者縱或沒有得到它的利益，那些使麪包價格向小麥價格調整遲緩起來的中間商人們却是得到利益了。在這過渡期中獲得剩餘購買力的就是他們。」這話是對的也未可知，不過這等於說，數萬萬農民所失掉的購買力，不會移到數萬萬非農業人口的手裏，却會移到幾千或者幾萬商人、製造家、居間人的手裏。這明明是購買力分配不均。農業人口購買力的喪失一定使現實的需要顯著減少。少數人購買力的增加固然可使需要有某程度的增加，但所增加的總量必不敵農業人口需要的減少量。從事生產的人，大多數是以全部收入消費的。從而它的收入減少多少必定使他們的購買力減少亦如其數。另一方面，若是少數商人博得莫大的利潤，他們或許不會把剩餘的大部分消費掉，而會把它貯蓄起來的。這樣一來，需求的方向便起變化（比方靴子的需要減少，而香檳的需要增加），而財貨的總需要量，不管性質如何，也得降落了。恐慌前的幾年便是這種現象。購買力分配不均的結果，便有生產過剩的現象發生。農業人口購買力減少的結果（這減少僅由其他階級的購買力增加補償了一部分），增加的工業生產物找不到市場。

就是受到過渡期批發物價和零售物價的差隔的利益的居間商人肯把他們多餘的賺項全部消費掉（這是不可能的假定），結果也不會使那些從來供應生產階級的需求的人們所受大損失稍稍減輕。

些各個事業的生產過剩所惹起的購買力再分配的效果，常爲學者們所忽視。他們以爲，倘若利潤量不變，而且全部被消費了，那麼，從一般的見地，消費者是甲抑是乙都沒有關係。這個見解足以證明他們對於現實如何無知。小麥生產者衰落的結果，對蘭開夏的定貨減少了。奢侈品生產者的販賣額雖跟着居間商人利潤的增加而增加，但這事實究竟於蘭開夏的損失有何補償呢？要他們加以說明，恐怕很困難吧。他們只會這樣答復，只要有人利潤增加了，蘭開夏的損失管它做什麼。依算術的見地，利潤總量還是照原，繁榮的程度也沒有變化。但是在經濟學上，變化常不能用算術表現。甲所增多的利潤，雖然恰如乙所喪失的，却不能說社會一般，仍舊是以前一樣順遂。乙的損失也許可反響至丙、丁和戊，而且至其極，甲或許會要覺悟，當社會一般衰落之時，他一個人的繁榮也是靠不住的。一種重要商品的過剩生產每每容易招來其他商品的過少消費，而釀成恐慌的原因。

## 五 個別商品的生產過剩

有許多重要商品都生產過剩。其中惟有小麥它的價格自恐慌前便慘落了。橡膠、咖啡、石油及其他各種金屬都生產過剩。石油和水力電氣的消費增加，招來石炭的過剩生產。這類例子不勝枚舉。這種過剩生產的結果雖僅是當該商品价格跌落，該商品的生產者購買力減少，却已準備着到恐慌的道路。但是個別

商品的生產過剩影響購買力的方法各各不同。這些商品生產者不肯把它們在價格低落時賣出去。有時則除非在生產費以下絕對賣不出去。存貨開始累積，現實的購買力便如數減少。

正統派經濟學者會說，人爲的生產限制使得生產費不能照應供求關係而降低，這要對恐慌負一部分責任。他們把會一時受過生產限制的商品臚列而成的表，誠哉非常動人。看了這個表之後，我們會覺得，恐慌前的世界便已經在普遍的經濟限制的統治中。這正是正統派經濟學者所欲創造的一種印象，以轉移人們的目光，不去注視恐慌是過分的經濟自由的結果那事實。

## 六 自由和限制

若是能以把戰前受限制的商品的數目和產量與那些它們的生產和貿易都不受限制的商品數目和產量加以比較，那真理就可大白。受着限制的咖啡和橡膠同不受限制的小麥或石炭或其他任何製造品比較，其商業的重要性是如何呢？限制下的商品不過居總貿易量百分之三至五，完全不受限制的商品却居百分之九五乃至九七，而說引起恐慌的是前者不是後者，其誰信之？

各種商品存貨的累積，並不是任何限制的結果，却是由於生產者具有自己認爲適當時才處分生產物那種自由所致。生產者有時組成聯合（Pools）不向市場供給，但也有不組織聯合而這樣做的。總而言

之，生產者總希望壓抑供給以便得到更好的價格，所以常常減低售額。

這樣造成成功的經濟的不均衡離任何擾亂的通貨因素而存在着。替恐慌開闢道路的貨幣因素就說消弭了，是否可同時將經濟的困難克服却仍很有問題。恐慌的直接原因必須求於貨幣的分野，而且在各種根本原因中，貨幣因素亦居其一。但忽略那些因生產和分配制度不備而來的原因是不可能的。這些不備主要是由於經濟計畫的闕如。要是有着國際規模的計畫的話，各種部門的過剩生產都是可防止的。購買力的分配不均也可由政府的干涉大大與以矯正。所以就經濟因素而言，困難事態的發生，不是因為計畫性過強而是因為計畫性不足。

## 第二十四章 總結第二編

### 一 達到安定的兩條路

我們關於最近金融史的第二個時期即安定時期的檢討已告結束了。自華爾街恐慌發後約二年間，各國通貨總算很安定。西班牙的白色塔及其他兩三個小國通貨的安定，是華爾街崩潰以後的事。技術的講，安定時期也許可說是一直繼續至一九三一年九月英國放棄金本位為止。但自一九二九年十月至一九三一年九月這時期是以激烈的緊縮為主要特徵，所以把一九二九年十月看作緊縮的開始更要適當些。關於緊縮政策，準備第三編中去討論。現在讓我們把上面十一章中所處理的安定時期各種事象，先得總括一下。

我們知道，各國達到安定的道路有兩條，或由膨脹，或由緊縮。屬於膨脹方面者，有大陸各交戰國及美大半數國家。屬於緊縮方面者，有英國、美國、日本等及大多數中立國。在緊縮各國，到一九二〇年膨脹便已告終。他們想把通貨安定於戰前水準，從而不僅必須追隨美國的緊縮政策，為要恢復本國通貨對美元的折差，還必得實行美國以上的緊縮呢。這一羣國家在金融上都是第一流重要的，這種政策實在決定着



其後十年間世界的動向。它的結果，使多數國家戰時及戰後膨脹所造成的虛擬財富不但不能減少，反而更增加了。這便使得虛擬財富和實際財富之間的不均衡成爲永久性，這個不均衡是真正的安定可能性的支配者。在這種形情下，安定根本建築在表面上，是遲早不免於崩潰的命運的。

## 二 膨脹的結果

從根本的安定說，膨脹各國所產生的結果也不見得更好。在這幾個國家，膨脹是惡化到了極度，以致各種事業的運轉所必不可少的虛擬資本也被消滅。結果不外借款以調達必要的資本，於是國內資本乃爲那由外債表示的虛擬財富的最不好的種類所代替。而且在德國及大陸各交戰國，那非政治的虛擬資本負擔之上，又加以賠款和戰債的重荷。

在法國呢，因爲戰區復興的結果，國家債務激增，由於法郎貶價的負擔的減輕又大部分恢復原狀。至於意大利，虛擬財富的負擔，因爲安定前後所行意識的緊縮的結果，也顯著地增大。就世界全體來看，通貨的穩定點的選擇或招來穩定點的各种情形，使那虛擬資本的負擔永久比戰前水準增加幾倍。

## 三 物價的差隔

除上述那根本的不均衡外，還有許多攪亂的因素存在着，有漸漸將新近完成的通貨安定推翻的趨勢。第一便是各國物價間的差別。這是由既不顧經濟的平價，又不顧可否使經濟平價和它相順應，遂武斷地決定新平價的結果。緊縮各國幾於無一國不把他們的通貨定價過高，所以安定之後，不得不更加緊縮，俾使他們的物價和世界水準恢復均衡。這個順應過程有些國家毫無困難地進行了，但其他許多國家如英國、挪威、意大利，却因通貨定價過高，貿易上不得不蒙受很大損失。尤其是英國，降低生產費的嘗試惹起勞資的衝突，使緊縮的困難明明白白地表顯出來。

人們期待着：世界物價的一般騰漲，不用強迫通貨定價過高的國家繼續緊縮，便會把這差隔矯正過來。同時，物價顯著騰貴會大大地減輕虛擬財富的實際負擔，而使虛擬財富和實際財富漸漸恢復均衡。但是不幸的很，物價偏偏朝相反的方向進行着。這個，一部分乃因為農工業生產增加和生產設備改良的結果。加以黃金爭奪（各國間增加準備金的競爭）又加速物價的跌勢。黃金供給不足和分配不均，是妨礙物價騰漲的最大原因。反之，金匯兌本位的採用，使同量黃金成為兩個國家的信用基礎，因而對於信用擴張多少有些作用。不過，這個因素和那加速物價跌勢的因素沒有對敵的資格。

英國政府爲什麼會把全部希望寄託於世界物價的騰漲上面，實不知其理由何在。就貨幣用金量講，這樣的騰漲是不可能的。物價要是顯著騰漲了，黃金的需要就會跟着增加。但因為貨幣用金額很不充分，

這種事態必使黃金益感不足，結果物價騰漲還沒有達到所希望的地步，便會轉趨反落。事實上，主要各國通貨若不實行貶值，物價是決不會有顯著而持久的騰漲的。各國通貨的穩定點有如前述，而通貨定價過低的國家又不願意膨脹，那末，各國物價間的均衡恢復運動只有朝向下的方向，是很顯然的。

#### 四 各種攪亂因素

除物價的跌落有增加根本的不均衡之趨勢外，另還有許多攪亂勢力在活動着。其中有着政治的因素，這因素阻止主要國的貨幣當局不能由衷的合作。不消說，所謂合作也者只不過把那不堪支持的情勢暫時支持一下罷了，根本的不均衡終不是用表面的手段所可除去的。同時，若沒有這種合作，則金融世界又會受到始料不及的不必要的衝擊，而加速並激揚恐慌的降臨。

而國際債務的增加又使得對這些衝擊的抵抗力衰弱了。尤其是巨額的短期負債和那在國與國之間反復移動着的短期資金，更使情勢危險萬分。通貨安定所造成的一種虛偽的安全感養成一些傾向，終於把這安定破壞了。海外放款的盛行實為前所未有，投資或投機資金大量地流入外國證券交易所，這也是因為虛偽的安全感所致。繁榮所以墮落而為投機的盛況，一半也是因為這虛偽的安全感之故。

## 五 安定時期的功罪

講起安定時期的功罪，那是罪浮於功。物價的跌落和投機的盛況都更使虛擬資本的負擔增加了。增加的虛擬資本，主要是國際的債務，但大都是採取在外資金的形態。在那維持高價通貨的國家，生產階級爲要獲得並維持通貨的穩定，忍受了好幾年的大犧牲。在安定時期內，實際財富誠然增加，但正和膨脹時期一樣，是非常恣意的增加，完全沒有計畫性。這就造成那對恐慌負大部分責任的生產過剩。通貨安定所造成的表面的穩定惹起投機盛況，這種盛況不旋踵便崩潰起來。

安定時期的功績，第一是它給與人類在戰爭和膨脹後，有一個休息的時間。膨脹時期犧牲特大的國家藉這機會把那被通貨價值跌落所破壞的貯蓄收回了一部分。生產已超過戰前數字，生活程度也高於戰前水準了。然而對於這種事實的意義不可估量得太高。一九二九年——三四年的恐慌和衰落，若是早十年以同樣的規模發生，恐怕西洋文明會要完結吧。各國都在這個安定期間培養了足以臨對未來恐慌的力量。一九三一年——三二年維也納和柏林的乞丐比一九二一年——二二年減少了，這是安定時期有暫時的恢復的原故。

不幸的是，這種利益的獲得，必須同時在安定時期的弊害的形態上支付代價。這其中的理由有兩層。

第一，安定的進行全然沒有顧到那些終久決定着維持安定的努力的成敗的根本因素。其次，安定雖已實現，但因為沒有充分的計畫性，不能把攪亂因素的力量減縮至最少限度。農業工業各部門的過剩生產毫無方法加以抑制，對於有限的購買力而言的一般過剩生產也未能加以阻止。無節制的投機，不健全的發起事業，私的債務的激增，也沒有方法控制。要是有經濟計畫，就可以增加真實財富而使虛擬財富的負擔成爲合理的。但是，既然沒有計畫性，這種成果根本不能成問題。像一九二五年至二九年間所見的那樣，實際財富的生產只微有增加便使投機的盛況發生了，結果虛擬財富大大地超過於實際財富。過度投機的弊害乃是自由放任主義的構成分子之一。

## 六 良好的結果

通盤計算起來，安定時期的借貸表上可以結出一個良好的差額。實際財富的生產和生產能力都已增加，這增加雖則招來恐慌，但恐慌過後它仍存留着而成爲人類財富的一部分。那會調達這種財富的創造的虛擬資本的命運如何，是沒有關係的，就是完全歸於消滅，實際財富的增加仍還是存在。不消說，在許多場合，計畫性的不充分使無數找不到銷路的生產品被毀滅了。巴西的咖啡大量地被燒燬，美國的棉田被人工的限制。但和生產能力的增加對比起來，這類損失原不算什麼。須知分配問題要是圓滿解決，人類

生產能力要增加兩倍三倍是極容易的事。增加財富和福利的各種技術手段，在這安定時期發見最多。這已够使安定的嘗試有充分價值了。

安定時期的經驗給與我們貴重的教訓。一九二五年至二九年間各國都只想由通貨的安定得到解脫，然後才去恢復那必要的均衡，以鞏固這安定。安定時期的經驗告訴我們，這樣的辦法是危險很多的。安定的嘗試失敗了。爲安定所支付的犧牲是白犧牲了。將來圖謀安定的時候，必須首先達到充分的均衡，然後才採取安定的方策。

通貨安定的利益是明顯的，爲它而付犧牲也是值得。重要的是，不要妄把手段當作目的。通貨安定並不是目的本身，而只是一種手段，能達到進步與繁榮的終極目的的一種手段。倘使它不能幫助人類達到這目的，或者它需要比它對於繁榮和進步所幫助者更多的犧牲的話，那末負有管理世界貨幣事務之責的政治家們就應該毫不躊躇的把通貨安定犧牲掉。

## 第二編 通貨緊縮

### 第二十五章 何謂通貨緊縮

#### 一 物價騰漲和跌落

安定的通貨狀況比物價騰漲跌落或者動搖不定都更有利於進步和繁榮。因為通貨安定的時候，正當的商業和投資的危險顯著地減少，未知因素減至極少限度，從而，能力、勤勉和正直能有獲得充分報酬的機會。而物價或漲或落或動搖不定却使計算困難，使個人或團體都沒有預作計畫的可能。它們導入未知因素，增加危險成分；結果有的獲得不當利益，有的却蒙受不當損失。所以通貨安定，無論比脹膨或緊縮都要好些。問題只在於膨脹和緊縮這兩個極端中究竟孰得孰失。若果物價沒有安定的可能，則究竟是騰漲較好還是跌落較好呢？

由純粹實業家的立場看來，物價騰貴只要沒有越出穩和的限度，對於進步和繁榮，當然比物價跌落有利多了。物價的漲勢足以鼓舞生產活動，因為它答應增加生產者的利潤，並且處罰那非生產的資本。在物價騰漲期間，使生產於外延上或內包上都有大大擴張的可能性。是於使那從來非生產的地域也有人

耕種了。邊境僻遠之區被現代的運輸機關聯絡了。耕地和一般生產手段都被改進了。工廠被改造，新發明被應用，商業價值尙未判明的新生產方法被實驗了。各種各樣改良、發明、刷新都進行了。而物價跌落時期呢，比較利益少的生產手段被人廢棄，由擴張一變而為收縮，適用新方法的危險增大，對發明和改良沒有人肯踴躍地投資。

## 一一 通貨緊縮的辯護

物價跌落的不利，好像無論如何沒有辯護的餘地似的。然而熱心的緊縮論者却極不以為然。他們主張，物價下落時期正是有效率的組織發揮真價的時候；物價騰貴則生產多浪費；而且唯有物價跌落時期可以將生產費降低至最少限度。但是我們不承認這種議論有何力量。在有工作意志而無工可作的人存着的時代，由人類全體看來，所採用的生產方法是否與物價下落時期一樣地合乎經濟，是無關重要的。在這點，我們必須將各個企業的利害和全體的利害分清。當衰落時期，股東大會席上為主席的必定要誇示對於生產費的降低如何成功了。他告訴股東們說，在現今情形之下，我們已克盡我們的能事，上年度利潤的確莫名一文，但是經理解僱了兩個打字生和一個僕役，節約是儘量地節約了。股東們聽了這點，也許會感着相當滿足；但是另一方面，剩下的問題是，被退職者又將如何是好呢？在每個打字生和僕役不但都



有工可作，並且還感覺供不應求的時候，一個公司解僱打字生和僕役或許真是於進步有利的，但是當衆多的失業羣存在着的時候，更加減少就職者人數，是否是進步現象却不能無疑。

有人會說，董事的任務不是服務全體社會，而是維護股東的利益的。從而，要是因之有增加利潤或者減少損失的可能性，他們便應該毫不遲疑地，儘量削減薪金，裁減人員。這種褊狹的利己的態度，是正統派經濟學者所擁護的。據他們的見解，吾人依一己的利害所作的任何行爲都是於社會全體有利益的。自由放任的整個組織，便樹立在這條原則上面。依照這條原則，那因解僱而被犧牲的人們的命運便毫不足介意了。因爲，裁減人員，削減薪金，使僱主才有增加生產的可能性，故從大處看，犧牲者們的苦痛，終久是利於進步的。

這種議論的荒謬，在過去數年間已異常顯明了，通貨緊縮的結果，工銀固然削減，但不僅沒有使就職人數增加，並且更使商業萎縮，失業增加了。不用說，那些欣然裁減使用人員、計畫節約經費的董事們，對於問題的這個側面是不顧及的。如果取這種政策者單是一個公司，或者少數公司，那末股東們誠能收得節約的全部利益，而不致蒙受它的不利。但是這種傾向既成爲全般的，購買力的減少使市面衰落甚，於是這些公司的利潤也就減少。徵於這種經驗，自由放任的根本原則，不如倒轉來好像還好些。因爲很明顯，縱令是個別的公司，採取和公衆利害一致的行動，結局仍是有益於自己。

### 三 道德的側面

替緊縮辯護的人，常不提出實踐上的論證而提出道德上的論證，以支持他們的意見。他們主張遏阻通貨減價的唯一方法便是使通貨量稀少，而且通貨減價往往使廣泛的階級蒙受莫大損害，所以緊縮乃是最高正義的工具。但是因着兩個理由，這個論證很難以成立。第一，我們不能斷言緊縮是能維持安定的唯一方法。剛剛相反，當生產增加的時候，要維持物價的穩定，唯一方法是相應地擴張通貨和信用。若生產擴張而信用量仍照原不變，其結果不是安定，而是物價下落。反之，若是信用膨脹，生產也相應地增加，物價並不必騰漲。生產增加的可能性極大，所以維持安定者常是信用擴張而不是信用限制。

某種階級因貨幣單位減價蒙受禍害，不能遂持為違背正義的根據。通貨價值騰漲而使某階級受害，也同樣是違背正義的。而我們的緊縮論者偏偏不承認這個事實。他們說，為阻止通貨價值跌落百分之二〇而使通貨價值騰漲百分之四，是合乎正義的。但是因通貨騰漲而受損害者事實上決不比因跌落而受損害者更少些。一切種類的債務者都是通貨緊縮的犧牲者。生產者雖不是這樣顯明的犧牲者，但經驗告訴我們，隨着物價的下落，貿易必定萎縮，失業必定增加。要是貨幣政策是最高正義的武器，就至少不能不和抗議通貨膨脹同程度地反對通貨緊縮。

#### 四 意識的通貨緊縮和自然發生的緊縮

和通貨膨脹同樣，通貨緊縮也有當作意識的政策之結果而發生的，也有自然地發生的。意識的緊縮和自然發生的緊縮之間，不能畫出一根嚴格的界線。緊縮政策雖是作為意識的政策，為通貨和信用量的減少所招來。但是，僅僅關於信用限制政策的預想，也夠引起緊縮。

緊縮的辯護者常引用各種數字，想論證在恐慌勃發前沒有任何意識的信用限制政策的存在。不錯，銀行率提高至造成現實的信用限制那樣程度的時候是很少的。但是，銀行率的提高，可視作一種警告，各銀行一聽到這危險的信號，便會立刻收回放款。從而，中央銀行為要造成通貨緊縮，無需乎限制信用。只須中央銀行發個警告，其他銀行自然會遵照實行。這在一九二〇年是如此，在一九二九年也是如此。

一國的意識的緊縮，常常引起他國的自然發生的緊縮。也有很多場合，在政府已經放棄緊縮政策之後，緊縮現象仍長久地殘留着。若是一國的通貨價值下落，而物價不見伴隨騰漲的話，也會要給其他國家以緊縮影響。

#### 五 緊縮論者的錯誤的論證

熱心的緊縮論者主張，在「適者生存」的自由主義原則下，限制信用政策，往往是極有效果的。因為它不僅維護通貨，而且能清除那「薄弱」和「不健全」的企業。但是，緊縮論者差不多沒有一人具有勇氣和正直，能精確地說明其所謂健全者是什麼意思；所謂不健全者又是什麼意思。他們單只說實行信用限制以減低物價，却不說明這一個過程是如何的。他們不承認這種方法太殘忍，太無慈悲。這方法強迫生產者拋出其所持商品於市場，能夠這樣做的蒙受莫大損失，不能夠這樣做的便只有宣告破產。破產者的商品被投出市場，物價自然下落。但是，是以什麼作犧牲的呢？緊縮論者答道：『由於消去薄弱的「不健全者」。在他們看來，這好像是除去不必要的或者不中意的東西一樣。總而言之，實行限制信用，使那些經不起風險的容易破產的企業不能存在，這世界便要更幸福了。不能想像還有比這種見解更荒唐的。須知那些沈沒於緊縮恐慌中的企業，也有很好的，也有不好的，不能以它們被沈沒，就斷定它們都不好。』

薄弱的「不健全者」的消滅，使緊縮論者這樣地開心；究竟他們所謂薄弱的「不健全」的企業是指什麼企業而言呢？是意指其活動沒有社會的效用的企業嗎？決不是這樣。如果跑狗公司、奴隸販賣公司保持能通過恐慌的流動資金，由他們的眼光看來，也顯然是健全的。製造醫療器具的公司若是不能急速地售出大量商品，以應付意外的借款償還，據他們看來也可說是不健全的。他們製造的醫療器具也許拯救了無數的生命，替人類減少了許多痛苦，但是當它陷於破產的時候，緊縮論者仍會要拍手喜道：『我們好好地使

薄弱的，不健者消除了。」

## 六 「最廉價者仍舊殘留着」

很顯明的，緊縮論者並不是由其社會的效用判斷企業是否健全。然則他們是根據企業之商業的健全作判斷嗎？這也很是疑問。有許多企業的商品本來是很銷得的，但也因為在恐慌時，被要求清償借款而不能急速增加販賣額，遂致作了信用限制政策的犧牲。商業上有生存意義的企業，只是沒有機會蓄積充分的貯蓄，在緊縮的重壓之下，也有陷於不能支付的。另一方面，商業價值很可疑的企業，如果幸而有充分的貯蓄，却能通過恐慌。不待說，容易通過恐慌者不是那些提高公眾趣味，想使消費者商品品質向上的企業，而是那些最低級趣味的企業。所以緊縮的結果，「最廉價者仍舊殘留着。」

照緊縮論者看來，實行信用限制的時候，試驗企業健全或不健全的標準是，這企業還是餘有現金呢？還是負有債務。在現存制度之下，這種見解是正確或是錯誤暫置不論，但是倡這種論調的正統派學者們的讀者或聽衆却首先有權利質問，所謂「薄弱」和「不健全」究竟指什麼呢？全靠謬誤的掩飾而求人贊同一項政策，決不是正當辦法。信用限制可以是必要的，也可以是不必要的。但無論怎樣，被要求贊成這種政策的人總應該有權利知道並且比較考量它的利害得失才好。徒然說緊縮是一種掃除工作，使人不

作通貨上的考慮，而覺得僅只這項掃除工作便已是有利了；這種見解，那怕僅僅是暗示，可說是自欺欺人。緊縮論者或意識地或無意地忽視了另一個重大事實，即：和掃除所謂薄弱者同時，緊縮過程又從新製造了薄弱者。每逢信用被限制，利息被提高，總有許多生產者和商人不得不拋售其商品，致受莫大損失，結局陷於不能支付。許多公司在物價指數爲一四〇的時候，就是從正統學派的最狹義的見地也是具有完全支付能力而健全的；但一到物價降爲一〇〇，也就得無望地陷於破產了。他們顯然是緊縮的犧牲者，但是正統派經濟學者却很高興地說道：「這兒又了結了一批弱者。」

## 七 緊縮的限度

和無統制的膨脹同樣，無統制的緊縮也具有崩雪般的破壞力。所謂弱體企業，多數歸於消滅，銀行損失極巨，銀行恐慌遂追蹤而至，許許多多銀行於是倒閉。結果存款者蒙受莫大損害，因而激化緊縮恐慌，更又造出弱體企業。

但是，這過程不能永久繼續下去。雖通貨當局不採取意識的膨脹方策，以轉移緊縮的傾向；可是緊縮進行到極端，它會自動地逆轉起來。經濟衰落的結果，國庫的赤字增加而支出却絲毫不能節約。因爲公債的本息支付等無法變動的費項太多了。失業救濟使國庫負擔顯著增大。爲着防止悲慘的結果，又不能不

開始救濟銀行。國家債務表示增大的傾向，常態的借款政策愈益難於供給這些支出。終於不得不另行設法，或者停止公債付息，或者採取膨脹的借款政策。

如後面將要論及的，緊縮的破壞性和惡化的通貨膨脹程度相等。一九二九年起始的緊縮恐慌的痛苦，其所以不如德國及其他數國通貨膨脹那樣厲害，是因為其間相去的十年中，事態已顯著改善了。戰後的世界對恐慌的抵抗力弱到極點，到一九二九年已有顯著恢復之勢。要是在一九一九年的情況下，如此廣大的失業將會惹起廣泛範圍的饑餓和無政府狀態的；而事實上自一九二九年以來，並沒有發生這樣悲慘的結果。拿一九二九年至一九三四年的緊縮的影響和一九一九年後的膨脹的影響兩相比較時，切不可忘記其間十年一般情況已有顯著的變化。

## 第二十六章 恐慌

### 一 華爾街的任務

盛況之後何以便有近代史上無比的悲慘的恐慌追蹤而來呢？自一九二九年以來，關於這個問題的爭論始終沒有停止。有的主張，美國交易所恐慌應對衰落和恐慌或隨後發生的多次恐慌負大部分責任。有的却說華爾街僅只演着敏感的晴雨表的任務而指出經濟繁榮的破綻和一步迫近一步的經濟困難了。我們認為真理乃在兩說之間。不消說，華爾街的恐慌曾予美國經濟構造以非常大的衝擊，而這重要國家的經濟事情的突變，又對全世界都有影響。然而，要不是世界經濟情勢極不安定，華爾街的恐慌，無論對於美國或其他國家，都決不致發生這樣大的影響。我們已在本書第二編中討論替恐慌開關道路的一個因素了。華爾街的恐慌不過把已堆積着的可燃物點燃而已。但以爲華爾街的作用僅如一隻晴雨表却是錯誤。因爲晴雨表是絕對不能夠左右天氣的，而華爾街的恐慌却無疑地是恐慌的直接原因。

從一九二九年開始，華爾街的情勢便達到恐慌的危境了。問題只是什麼來充當直接的動機。美國通貨當局曾經想減少對華爾街的放款，以防杜投機熱的奔騰，但是無效。其唯一結果僅使居間人放款利息



大大提高，華爾街於是得以吸收它所需要的資金。利息率那怕提高，賭博熱却並不稍殺，因為幾天當中的漲價，便足可抵得整年的利息支付啦。尤有甚者，那怕投機者把價格抬到怎樣高，真正的投資家也不會把他的股票售出，因為在美國，法律規定，凡因賣却行爲獲得投資物昇價利益，都要課納所得稅。所以，要是這時出售股票，便非支付巨額所得稅不可。這個因素也許使恐慌延遲了，要不然的話，恐慌大概在一九二八年或一九二九年初便已經爆發了吧。

## 一一 英國的情形

我們有充分理由相信，華爾街恐慌的直接原因乃在英國。一九二九年六月工黨在總選中獲得勝利的結果，英國財界立即被以悲觀的眼睛相看。這個對於華爾街是很有利的，因為大量英國資本源源往美國流去了。同時，却使英國的公司創設狂消滅無餘。一九二七年至一九二九年間所設立的公司當中，常有被以危懼的眼睛相看的。社會主義者的勝利掌握住了這些公司的命運。

一九二九年九月赫特里事件是許許多多痛苦的清算的第一着。這事件發生的情勢以及被捲入的金額的巨大，給予倫敦市場一個很不好的印象。同時，黃金不息地向巴黎和紐約流出，一九二九年九月遂改把銀行率提高爲百分之六·五。赫特里事件的衝擊和銀行率的提高，產生了合成結果，即是英國短期

資金從華爾街撤退，雖然撤退的英國資金僅只是用於華爾街投機的資金的一極小部分，但這衝擊已足够使那直到如今還繼續着的恐慌勃發起來。

### 三 華爾街恐慌的影響

一九二九年十月和十一月間，華爾街的巨額的拋賣，促進美國經濟衰落的急速發展。一九二九年已登峯造極的繁榮，主要是以股票昇價的利潤，尤其是以對於將來利潤增加的預見為基礎。當繁榮的幾年中，分期付款販賣制（instalment）風行全世界，但以美國最為發達。千千萬萬的消費者預想着將來的收益更會增加，或者至少不會減少，於是把以後一兩年的收入作為購買的擔保。華爾街恐慌所造成的不安立即將這購買熱澆冷了。不久之後，繁榮期中顯著增大的產業活動的生產能力便一落千丈。失業者增加，使購買力更加減少。一九三〇年物價跌勢猛烈，使生產和購買都萎縮了。破產的數目日見增多；一切銀行都有巨額放款被凍結已成爲公開的祕密。這個事情更加重不安的空氣，使消費者愈益限制其購買力的使用。

而且，銀行認爲有限制信用的必要了，於是上章所述的緊縮的有害循環便開始。美國政府的貨幣政策，在這個段階上，不能說是朝向意識的緊縮。招致衰落的緊縮方策是華爾街恐慌勃發之前所採用的，不

是以後所採用的。認為有收回放款以防恐慌結果發生呆賬的危險或者準備流動資金以應付緊急事態的必要者，不是政府當局，而是銀行本身。因着不好的貸款馬上停滯了，迫使銀行不得不連良好的貸款也收回。於是許多殷實的有支付能力的企業，亦因信用受限制，非縮小生產活動不可。這時候，華爾街證券價格跌落不已。證券價格每跌落一次，銀行爲防止準備金短絀起見，必要變賣一大批放款擔保品。一九三〇年的美國是喘息於極端衰落之下的典型。

#### 四 對歐洲的影響

奇怪得很，歐洲對於美國這次恐慌的第一個反響是覺得歐洲的困難已得到解救。華爾街的狂熱的人氣，自一九二八年以後便給歐洲造成一種不利的情勢，巨額的資金被華爾街吸去了，使德國及其他借款國感覺外資輸入的困難。而且歐洲的資金也源源向華爾街流出。於是便以爲這次恐慌的結果，於歐洲只有好處，沒有壞處。因爲資金又會要回到歐洲，而過去對證券感到不安的美國投資家又重會關心外債了。然而華爾街恐慌所給予歐洲的好處實在是不足論的。不消說，歐洲資金歸還（至少經過華爾街慘跌以後所剩餘的）的確可使歐洲情勢多少緩和些。但另一方面，許多受了大損失的持有美國證券的歐洲人却陷於困難。美國的貸款熱沒有復活的徵候。華爾街恐慌使得美國各種金融活動都萎縮了，海外貸款

也再沒有恢復。

不久歐洲便覺悟了，像美國那樣富有的國家尙且喘息於恐慌之下，想自己一人獨享繁榮是不行的。物價的跌落不僅限於美國。急激的衰落不久便光臨整個世界。在工業國，則失業人數驚人增加。在農業國，則農產物價格慘跌，陷於極度衰落的狀態。像澳洲和巴西等國，遠在歐洲或美國恐慌激化以前，恐慌便已達到最高點。在繁榮之波中除掉不健全的公司創設熱外沒有別的舉措的英國，也受了恐慌百分之百的影響。德國的失業人數，在一九二九年當時便已因沒有計畫的合理化運動和外資輸入的杜絕而大增，到一九三〇年以來，更增加到可怕的程度。法國因法郎貶價的結果，對於這次經濟恐慌頗表示了相當的抵抗力，但到一九三〇年尾，銀行恐慌終於光臨了。渥斯特利（Overstich）銀行團和其他各銀行、殖民地銀行一同停止支付。其他國家，特別是美國，也有銀行破產，雖然這階段的規模比之恐慌要小得多。

## 五 循環性的恐慌

由於原料品價格低落的結果，全世界購買力一齊減縮。同時，全世界的消費者又越發不肯充量使用購買力。雖然沒有一九二〇年——二二年當時那樣形成消費者罷工（consumers' strike）的局面，消費者愈益不肯購買却是事實。不過到一九三〇年，尙不覺得這次恐慌會要凌駕一九二〇——二二年恐慌

以上。世人都不知道，已經是在未之前有的金融大恐慌的前夕了。一般人相信，商品和股票交易的跌落一經達到某程度，事態便會重行穩定，經過一個比較衰落的期間，又會恢復向上。却不理解這次恐慌比那通常循環性的恐慌規模要大得多。

一九三一年初期事態的發展，好像肯定着這種見解似的。剛剛跨過新年，事態便有顯著進步的徵候。在金融方面，法、美等國的銀行破產風潮通通停息。一九三〇年下半年造成了某種不安的對於英鎊的反壓也阻遏了。在經濟方面，貿易頗有轉機，人們對於前途雖仍不免有戒心但已是樂觀的了。在盛況的最後階段被急激提高了的各重要國家的利息漸次降低了，信用需要的減退造成了低利息時代。這是循環性恐慌後依照正統派的規條而措施的辦法，它給與一個印象：最壞的時期已經過去，向上的過程又開始了。

## 六 不安定的要素

但是這種樂觀論的錯誤不久便明白了。要是在中歐方面沒有那和恐慌的一般趨勢不相干的、政治和金融事態的發展，那末或許會依循一九二〇——二一年恐慌後景氣恢復的路線而有全世界的景氣恢復之望也未可知。可是事態已經和一九二〇——二一年恐慌當時大不相同。恐慌前十年間，短期國際債務顯著增加，已經播下了不安定的種子。德國和中歐各國的金融機構，被建築在短期國際債務的不安

定的基礎上。用卡片造成的房子遲早會要坍塌是極明白的。戰債和賠款問題也是所謂達摩克萊士的劍（Damocles' sword）——譯者這是一個故事，表示最危險的意思。物價的崩落使這些債務及其他各項債務的負擔大大增重，而國際貿易的萎縮又復使解付問題非常困難。直到恐慌勃發為止向來用以解決外幣解付問題的國際貸款的機構，已經停止活動。在政治方面，自海牙協定調印後，政治的債務未嘗再度改訂。由一九三〇年選舉的結果所表示的德國極端國家主義的勢力增加，以及法國的國家主義的不妥協的內閣之存在，極易惹起於經濟上金融上有莫大影響的政治紛爭。

最後是英鎊地位的極度危險。英國的生產費不能順應世界的水準，有形貿易的入超逐漸增加。在工黨內閣時代，降低生產費固屬是不可能，以他那種自由貿易的政策，希望貿易好轉也是不可能的。同時預算也極不均衡。這或許一部分可歸之於經濟衰落，一部分可歸之於工黨的濫費政策，但它的根本原因却是由於巨額的國家債務使預算失去彈性了。那怕全世界都減低租稅，在英國却不管旺盛時期或恐慌時期總賦課着最高的租稅。應付經濟衰落所引起的各種情勢是沒有一定的限度的。只要租稅稍稍短絀一點，工黨內閣的支出稍稍超過一點，預算的危機就發生了。加以在倫敦的外國短期資金為數甚巨，它們的持有者開始感覺不安。對德國和中歐貸出巨額資金也是釀成這危險的原因。一九三一年上半年恐慌縱令告終，這些不安的因素却依然存在，總會有一天要促成激烈的金融恐慌。物價很少有由一九三一年的

水準反漲起來的機會，想由物價漲高來改善事態是不可能的。在這種情形之下，可知一九三一年的金融恐慌乃是恐慌前各種事態的論理的歸結，絕對不是什麼偶然的事情。

## 第二十七章 中歐的恐慌

### 一 信用銀行事件

一九三一年一月至二月間，樂觀論再擡頭了。但到三月，國際的地平線上又出現新的暗雲，並且這回是取着政治國難的形式。白魯寧內閣在不適當的時期提出的德奧關稅同盟案，釀成重大的國際糾紛。由這個問題造成的不安的空氣，已够阻止那剛開始表露出來的樂觀態度。但是真正的搖撼直到兩個月以後才始到來。

一九三一年五月奧國信用銀行 (Kreditanstalt) 被宣布激烈改造，全世界爲之震驚。直至這聲明發表的前夕止，這信用銀行乃是歐陸最優秀的銀行之一。奧國的銀行和產業，百分之七五都在它支配之下，對於捷克、匈牙利、巴爾幹諸國甚至西歐各金融中心也都有很深關係。因爲大家相信它是第一流銀行，所以在海外得到巨額信用，英、美、法、荷、瑞士各國的銀行都對它有巨額債權。上述聲明書一發表，便發生了存款提取風潮，外國債權者也努力召回放款金。國內存款人固然都得到完全支付，但對外國債權者却根本停止支付，以待成立若干至當的協定。奧國政府雖則保證各外國銀行的債權請求，但交涉的進行頗需時



日。而同時奧國各銀行繼續發生擠兌。匯兌市場和國內情勢也愈趨嚴重。若不是即刻得到國際的援助，崩潰是勢所必然的了。所以才有協議的成立，由英蘭銀行爲首的中央銀行團給予奧國以信用借款。法國也表示願意參加。

## 二 法國的政策

不幸的是，臨到最後的瞬間，法國政府却想乘奧國的困境攫取一些政治利益。奧國政府接到一個「最後通牒」，上面說：要是他不廢棄和德國的關稅同盟，法國政府便要撤退金融上的援助。在這時的情形下，若得不到法國的參加，實在沒有第二個辦法。雖然如此，奧國政府却情願聽天由命，而不能接受巴黎的苛刻條件。

奧國的金融狀況好像要陷於極度混亂狀態了。但終於由英蘭銀行出面，通融必要的五百萬鎊。崩潰這才避免。信用銀行的外國債權者亦訂結停頓協定（Standstill Agreement），以待奧國政府對於他們債權的擔保條款獲得確定的解決。這樣，奧國迫在眉睫的危機便過去了，但這一個衝擊究竟太大，中歐各國的金融組織已開始動搖。信用銀行恐慌所造成的不信任，波及到德國和匈牙利。外國信用被急速地撤退，中央銀行的金準備在六月間大大減少了。

### 三 胡佛延緩支付案

胡佛總統提出戰債和賠款一年延緩支付案，是這個階段的事。要是延緩支付案的提出和批准早得幾個月，中歐的金融恐慌也許可以避免吧，因為債權者們對於中歐事態所以如此敏感，主要是因為賠款義務的存在。物價的普遍的跌落，增加了賠款負擔，而舉世的經濟衰落又使或由輸出，或由新規外債以支付賠款的可能性減少了。很明顯的，在這種情形之下，法國遲早會被要求同意於把楊格案大大加以修改。關於奧國關稅同盟問題的德法紛爭，使人不肯信法國對於賠款問題會作任何讓步。信用銀行恐慌時，德國的外國債權人所以神經過敏也即是爲此。

不幸法國政府對於胡佛所提條款很是遲疑不決。交涉愈延長，這個提案的心理的效果便減弱了。但是一年的延緩支付不足以改善事態，是很明白的。對德商業債權的所有者不等延緩支付令滿期便想收回他們的債權。這樣一來，等到協定成立，它的效果已是等於零。後來雖明白它對於賠款和戰債問題的發展有根本重要性，但要它阻止巨額的資金從德國收回已是不可能了。

德國國家銀行雖然得到巨額的國際信用，但還不足以應付擠兌，馬上便使光用盡了。同時從匈牙利、從中歐及東南歐也都有大量資金被撤退。

#### 四 德國的銀行恐慌

外國信用的撤退弄得一些德國銀行莫可如何。德國的銀行還是照戰前老習慣，使用短期信用而融通中期的交易（*medium term transactions*），這幾乎是公開的祕密。所以一到外資被撤退而同時又發生提存風潮的時候，他們就難於在短期通知之內提供款項了。重要商業機關北方羊毛公司（*Nordwolle*）的破產，使達姆城國立銀行（*Darmstädter und Nationalbank*）發生擠兌，其他的銀行也都發生急激的提存。德國政府想發動全國一切銀行共同予這些銀行以救濟，終因一二個有力銀行拒絕參加而未成事實。七月十三日達姆城國立銀行遂致停止支付。德國政府無論對內對外一概宣布延緩支付。

結果是銀行恐慌風靡歐陸各國。幾乎無論那一國都有些銀行陷入困境。有些國家有宣布延緩支付的必要，其他的國家則大銀行都停止支付了。世界各處的銀行債權者都爭相收回債權，逼得他們的債權者必須急速地清償擔保證券。金融恐慌便是世界經濟恐慌的惡化。

#### 五 「債務停頓」

德國政府模倣奧國政府的例，親自出而救濟銀行，支出大量的救濟資金。不過爲穩固持有大量凍結

資產的國家銀行的地位起見，採取了嚴格的信用限制政策。對於德國政府，與其宣布延緩支付，採行緊縮政策，是否不若任馬克自然地跌落更好些呢？這是公開討論着的。馬克的跌落固然有為極右派所利用的可慮，但緊縮政策也同樣可為他們所利用。由債務者的立場說，馬克跌價可使債務支付容易。但各個債務者實行海外支付，必需要更多的馬克，那困難却會更大。總之，馬克減價對於國防通貨情勢的嚴重影響至少是和延緩支付宣言同樣。

到八月間，對內債務的延緩支付稍稍和緩了些，但外國債權者却只有承認所謂債務停頓協定。這協定規定他們不收回信用，而只維持一定限度的支付以及利息的支付。奧國和匈牙利各銀行也結有同樣的停頓協定，其他幾個國家，銀行信用為當該國政府單方的行為所凍結了。這樣一來，各貸款中心的所有銀行差不多都有大量信用遭到無望的凍結。人們慮到，這種信用的固結，不重會使銀行風潮發生嗎？事實上，為着這種的顧慮，瑞士和美國又發生了銀行擠兌。

## 六 這次恐慌是不可避免的嗎

中歐方面這種事態的展開使全世界發生空前大規模的金融恐慌。這時正是人們以為經濟衰落已有回蘇之望的時候。常有人說，若是沒有信用銀行的危機，一九三一——三三年的金融恐慌便不致於發

生。確然，至少有一個權威學者是這樣想：信用銀行某董事拒絕簽名於一張過於樂觀地估計事物的貸借表，就是這次恐慌的原因。不消說，將來會如何，常是不能預斷的，不過在目前情形下却很明顯，事變的決定者決不是單獨一個人物的態度，也不是單獨一個銀行的狀況。縱令信用銀行由於對資產的樂觀的估計，像當時其他許多銀行所做的一樣，而把不順利的情勢掩飾了，金融恐慌仍舊會發生的。中歐的金融狀況危險到這地步，可以引起外國信用撤退的事，隨時都有發生的可能。當一九二九年楊格委員會決裂時，和一九三〇年總選舉國社黨議席顯著增多時，德國已兩度發生擠兌了。關於德奧同盟的紛爭的惡化，或者國社黨的勝利——這勝利只是時間的問題，必然會要造成大規模的提存風潮，而發展為中歐金融恐慌的。就是一九三一年不發生，一九三三年或一九三五年終於會要發生。

不過，世界固然注定要遭遇金融恐慌，但並不是說，那些對於中歐恐慌的發生形式和發生時期負有責任的人，就完全沒有罪過。法國在凡爾賽條約中的政策，對這次恐慌負有莫大責任。德國之輸入巨額外資主要是因為法國過度的賠款要求。想用金融的武器制服德國的政策，招致了這次恐慌。要是法國誠心予奧國以金融的援助，而不以得到政治讓步為條件，中歐的擠兌風潮是可以早些停止的。

德國的態度也須對恐慌負很大責任。政府脅於議會中國家主義份子勢力的擴大，於不適當時期提出德奧關稅同盟問題，在國際政局上造成不安的空氣，使得中歐各國的金融事情大大失去信任。德國銀

行的自私自利，拒絕援助他們比較薄弱的競爭者，也要對恐慌負相當責任。

各國的債權者在恐慌前拚命貸款給德國和中歐，而恐慌發生後却又狼狽不堪，這也是應該歸咎的。但美國及其他對中歐的債權者若是不無情地收回債權，恐慌會決不致於發生。沒有充分經驗而去從事國際的銀行業務，其危險為如何，已在中歐這次恐慌中暴露出來了。急激地收回債權而使債務者迫不得已實行停止支付者，是那類不知怎樣處理困境中的顧客的新興金融中心。美國、法國及其他銀行想乘這多事之秋發展國際銀行業務的野心，莫說他們自己，就是全世界也為它付了很大的費用。不過借款國方面也同樣不能逃避責任。他們常說，他們的借款是被強迫，這種態度實在是荒謬的。照他們借款時的情形和使用這種借款的情形看來，會令人不相信他們為甚麼老實到這步田地，竟為狡猾的貸款人所惑而借他的款子使用呢！由此看來，很明顯的，中歐恐慌的責任，所有各關係方面都不能辭其咎。

## 第二十八章 英鎊的危機

### 一 技術上的弱點

金融恐慌不僅限於中歐方面，是勃發的當初便明白了的。當恐慌在德國採取一般的延緩支付宣言的形式而達到頂點時，其對於英鎊的重大影響已經是無可避免了。我們已在前面某章中說過，爲着對其他各國通貨定價過高，爲着英國生產費用不能減低以及過度的國債負擔，英鎊的地位岌岌可危。英蘭銀行的金準備非常微弱，而能用短期預告動員的在外短期資金，也很不够和在倫敦的外國資金量相比。

依據當時發表的麥美倫委員會報告書 (Macmillan Report)，倫敦對外短期債權才不過一萬五千萬鎊，而外國人所保有的存款和票據却達四萬萬鎊之多。直到那時，才識破英鎊的防衛技術上的弱點。而且僅只外人所持五釐戰時公債一項便達數萬萬，這是周知的事實。麥美倫報告書不早不遲，恰好丁着中歐恐慌最激烈的時候發表出來，可謂不得其時。倫敦各銀行僅有的一萬五千萬鎊對外短期債權，因爲恐慌的結果，大部分被凍結了，流動資產和短期負債的隔差，比麥美倫報告書所記載的數字更來得大。僅僅這一個事實，已足使鎊資金融持有者有些心慌了。況且鎊在一九二九年和三〇年頗形不振，對於鎊的信

心早已打了一個對折。

政治上的因素，也足使英鎊的信心失墜。大家知道，法國在倫敦保有巨額短期資金。基於過去的經驗，他會不會利用金融手段於政治目的是難說的。法國政府對於英國干涉信用銀行事件一層，極不滿意。奧國之拒絕法國的要求，乃因為他在英國方面得到援助之故。不消說，奧國拒絕法國要求是在英國的援助成爲事實以前，然而英法間的衝突却並不因此稍緩和。光景又會和以前多次的情形一樣，法國結果會從英蘭銀行撤退黃金。從兩個對於中歐政治問題的互不相謀看來，越發使人這樣地擔心。

## 一一 逃避英鎊

到七月下半月，外國存款大量被撤退。英蘭銀行只用了不多的美元準備以支持英鎊，而存金可喪失不少。這回的撤退，與其說是由於對英鎊的不信，不如說是由於對那些深入中歐各國的銀行的不信。但多數外國中央銀行却並不想把這項鎊資金售賣出去，他們對英蘭銀行的這種態度實在可爲模範。即法蘭西銀行也維持了它的資金，那怕有着政治的衝突。不消說，它用貸款的形式把若干鎊資金轉解西班牙銀行以維護白色塔，也許間接對這次撤退有些關係。很明顯的，英鎊萬一跌落，於法國會極爲不利，所以到最後的關頭，法國乃自動聲明願與以救濟。



英蘭銀行於是乃設定五千萬鎊的法美信用，同時把銀行率由二·五%提高爲四·五%。但是在這一般的擠兌擴大着的時候，要以五千萬鎊恢復對鎊的信心是不可能的。梅衣報告書（May Report）發表國家財政狀況意外惡化，使得對鎊的信心更加失墜。當局於是不得不一天天地把外國信用動用起來，信用額數很快很快地減少了。此外，在英鎊的衛護上，還犯着一些戰術上的錯誤。這在拙著英鎊的悲劇一書中已有詳細討論。不過招致最後的結果者却並不是戰術上的錯誤。根本的原因，技術的原因都極不利於鎊，就是最熟練的戰術也只能把最後的結果延遲幾星期罷了。

### 三 放棄金本位

後來雖再又設定八千萬鎊的信用，但事態毫無改善。擠兌仍繼續如故，信用借款馬上就消耗光了。以爲內閣的更迭是可以恢復預算的均衡，是可以藉增稅的實施而使鎊的擁護加強的，然而，時候已經太遲。一九三一年九月聯合內閣雖然實施了急激的增稅，却是毫無效果。只要看看議會的情勢，就明白不舉行總選舉，是不可能實行關稅案的；而英鎊之不能忍受總選舉的緊張空氣，又是非常明顯。而且若施行對法關稅，法國就會要宣言中止對鎊的援助。

整個九月，鎊只是受賣風的壓迫，因爲外國資金被撤退，投機者極力拋賣，英國資本，雖說是規模不大，

也有往外逃避的。法美的信用不久便要告竭，愈益顯明了。與海軍軍人俸給減低問題相關，印發戈登（Verfordon）的大西洋艦隊中發生了紛擾（外國對於這事變極度誇張），這也是與鎊的命運攸關的。逃避英鎊的傾向成爲加速度的，九月二十一日，金本位遂宣告停止。

#### 四 關於銀行率的論爭

英國政府當局很受各方面的不合理的非難，說他們沒有儘量提高銀行率，並實行激性的信用限制政策，以遏止從鎊的逃避。近代金融史上重大的事件也算多了，但獨斷論者對於這一次事件，尤其喋喋不休不知發了多少議論。由這一個例子，最可看出正統派學者對於銀行率怎樣視如神聖不可侵犯。通過整個十九世紀以及二十世紀初期發展而來的觀念，以爲銀行率乃是萬能的武器，中央銀行可以使用它以左右本國通貨的命運。當一九一四年遭遇着大危機，英蘭銀行於七月三十日至八月一日間把銀行率（重貼現率）由三%提高至一〇%，表示了這個理論的最壞的應用。這種荒謬絕倫的舉措終於使專家們覺悟了，銀行率的激烈的提高並不足以征服大危機，提高過度了反而要使恐慌激化。然而正統派經濟學者無論如何也不承認在非常的情形下，他們這一個原則應該加以修正。他們拘執着戰前的經驗，以爲提高銀行率便可將英鎊的賣風遏阻。在戰前時代，英鎊的拋賣就說多也無過於數百萬，只須把銀行率提高

一%就得了。到一九三一年，鎊拋賣達數萬萬之多，而銀行率崇拜者却依然以為提高銀行率便能阻止這種傾向。阻止戰前千萬鎊的拋賣需要把銀行率提高一%，那末阻止一萬萬鎊的拋賣便需要提高一〇%。他們却不懂得，信賴的問題是不能夠用算術表現的。

鎊資金持有者所以撤退他的資金，並不是因為利息不佳，而是恐怕英鎊崩潰致使本金喪失。銀行率提高，就大勢言，無疑可以降低物價改善貿易，因而影響於匯兌。但希望它能在短短的時期內，在足以救濟英鎊的規模上得到這結果，却是不能的。數萬萬鎊的資本的移動，不能期待由眼前的貿易改善去阻止它。採用急激的緊縮政策固然可使物價崩落起來，不過其他各國是否肯忍受英國的探併却極有疑問。

## 五 緊縮政策沒有達到目的

總而言之，當一九三一年，英國的經濟和金融組織實在都受不起由銀行率急激提高和急性的信用限制政策的衝擊。自一九二〇年以來財界便極度沈滯，其後兩年間緊縮政策的施行更使英國財界的抵抗力損失不少。緊縮論者曾提議把銀行率提高一二%，作為英鎊擁護策，這種方策若是真正見諸實行，破產的事件會要層出不窮吧。結果銀行的信賴被毀壞，那怕大銀行是否不致被以不信之眼相看也還是疑問。這種極端的手段非特不能防止從英鎊的逃避，反而會使恐慌激化。這是懂得一點實際的人，誰也要承

認的。

任何能充分影響物價的急性的緊縮政策，結果反會要歸於失敗。這條路既走不通，那末救濟鎊的惟一辦法便是徐徐地恢復預算均衡，減低生產費，改善貿易了。英國當局縱然持有打破當前難局的資金，是否會採用這種政策還是疑問。何況根本沒有這項資金呢？八月盡梢，設定和英蘭銀行全部存金額相等的外國信用，但到九月二十一日，這項信用又差不多使光用盡。法國政府雖願再與以援助，美國方面却束手不前了。法國提供新的信用，定會伴隨苛刻的條件，即對法國商品不提高關稅，這條件將使英鎊終究無法維持。

## 六 英鎊減價是不可避免的且是希望的

英鎊減價的不可免是顯然的。並且，為掃除物價跌落這世界的障礙物起見，英鎊減價是吾人所希望的。即純然從英國的立場，也是希望的，因為它可開闢一條道路，減輕國家的債務負擔。在麥美倫報告書上附載的異議錄中，布拉德伯利卿指摘道：恐慌前英國各種經濟困難的真正原因，就是非生產的債務負擔。不過可惜得很，他沒有勇氣得出一個唯一的結論來，即對於這種事態的唯一救濟方策便是鎊的減價或貶值。然而他一方面承認世界物價沒有騰漲的可能性，一面却用着很有問題的邏輯，對麥美倫委員會多

數派的結論即貶低鎊的金價值或停止金本位是最非所希望的。但事實上，唯有用這個方法，才可把英國的虛擬資本削減下來。

然而英國政府雖沒有負起意識地放棄金本位的責任，也無妨礙。英國終於被迫脫離金本位，爲一種不可抗力所驅使，不得不採用和他（英國）的根本利益相合的解決。

## 七 政治的側面

這問題也另還有一個側面。要是英國拚命維持鎊的話，那無論從政治的見地或金融的見地，結果會要使他在國際上大失威信。懇求法國勿將他在倫敦的資金撤退，是非常有礙體面的，一九二七年至一九三一年間賴法國政府的力量維持鎊的安定，實有傷於作爲金融中心地的倫敦的威信。歐洲交戰國中獨英國對於鎊的恢復付了莫大犧牲，這個事實也足以暴露英鎊勢力的薄弱，表示誰也不肯用高價去買它。放棄金本位前數年的經驗證明：在金融方面，重要的不是過去的紀錄，而是現在的狀況和將來的展望。

從政治的觀點，英國一天靠法國的力量維持鎊，就一天不能遂行獨立的政策。需要額外支出才能維持鎊之安定的情勢是於英國對外政策很不利的。英國顯然不能用充分的金錢於他的國防上，所以戰後他在國際會議中的發言就比較有「人微言輕」之感了。鎊值急激的貶低是英國能以打破這種局勢的

唯一條道路。所以，英國放棄金本位可以說是最為得計，雖說是爲了錯誤而偶然的碰着這正當解決。

## 第二十九章 通貨的混亂

### 一 鎊價慘落的直接影響

金本位停止後鎊價的慘落與國際貨幣機構以猛烈的打擊。它的直接影響似乎是非常悲慘的，在許多人看來，一切事態都變得更壞了。鎊資金的外國持有者蒙受莫大損失。其中有許多中央銀行因為英鎊準備跌落的結果，發行準備率大為低落。對外貿易因鎊價慘落後通貨混亂的結果遭受破壞。不信任的波浪廣布全世界；每一種通貨，甚至每一個銀行都不免被人懷疑。鎊價慘落所造成的恐慌空氣，使那毫未因鎊價跌落而受損失的銀行也發生擠兌。有幾個國家，再又爆發銀行恐慌。英國放棄金本位給與法國的影響最大。在此以前，法國對於恐慌的打擊尙能抵抗，但一九三一年九月以降，他的經濟和金融狀況却惡化了。大多數銀行都發生擠兌，為大銀行之一的國立信用銀行 (Banque Nationale de Credit) 賴政府的急激手段，好容易得免於破產。但政府為這事，不得不硬從國庫中拿出差不多十萬萬法郎來。

全世界的新聞紙對於惹起這種種結果的行動，莫不表示憤慨。英國不是故意脫離金本位而是出於不得已這事實，完全被他們忽略了。這個變化怎樣不可避免，也是大家所不理解的。因鎊價跌落而受的損

失太被誇大，特別是關於中央銀行。差不多所有國家中央銀行的鎊資金損失都由政府補償了。所有各國政府都直接間接因鎊價跌落得到利益。他們都有用鎊表示的公債、政府保證債券、國營企業和半國營企業的公司債。這些債務負擔的減輕，足夠國庫補償中央銀行的損失。鎊資金持有者的損失常常被談論着，而鎊債務所有者的利益却完全沒有人提及。但是，因鎊價跌落而得到利益的確定利息債務，實在十萬萬鎊以上。給與債務者的利益要比鎊資金持有者所受損失更大許多。

## 一一 對國際貿易的影響

國際金融和貿易方面的混沌狀況雖是悲慘的，但數個月之後便多少安穩了。外匯變動對於貿易的壞影響常被人誇張過分。但鎊或其他通貨的減價招致了關稅壁壘的增高，促進了比例制度及其他進口限制政策的採用，是不錯的。就是隨放棄金本位而俱來的混沌狀態安穩以後，這些障礙仍舊存在。對外貿易額所以一天減少一天。

鎊價跌落對於這個應該負多少程度的責任呢？它顯然是直接原因。但我們要是從更廣大的觀點去考察當時的情勢，就定要達到這樣的結論：英國放棄金本位後，全世界所以陷於困難，是因為其他各國沒有都照英國的例放棄金本位所致。常有人說，不是英鎊脫離了黃金，而是黃金脫離了英鎊。這個見解當中



含蓄着很深的真理。當因為稀少和分配不均的關係，黃金的商品價值漲到不便利的高度的時候，全世界還把通貨和黃金連結在固定比率上，忍受一切的不利不便，而視為最高無上的義務，那是毫無理由的。要是所有或者大多數國家都照英國的例放棄金本位，也許會要惹起幾個月的極度混亂，但這之後，通貨價值的跌落穩定起來，對內對外的商業便都會有重行恢復的可能。恐慌的延長，不能歸咎於英國放棄金本位，而應該歸咎於各國不做英國的例子。

### 三 幾種做效英國例子的通貨

有許多國家馬上或經過若干時日跟着英鎊跑了。英帝國所有各種通貨除加拿大達拉和南非鎊外，都馬上跟着跑了。經過幾天的猶豫和抵抗後，斯干的納維亞各種通貨都脫離金本位，稍後芬蘭又步他們的後塵。葡萄牙的愛斯古對英鎊多少保持着穩定的關係。到一九三一年十二月，日本在因資本向美國逃避喪失大量黃金後宣布放棄金本位。希臘和南非很猶疑地，而且遲遲不決地跟着英鎊後面跑了。

如此，到一九三一年又如十年前一樣，世界被分割為放棄金本位國家和藉緊縮手段維護其通貨的國家兩集團。又常稱為「英鎊集團」和「黃金集團」，但實際上二者的區分並不這樣簡單。有許多國家放棄金本位，並沒有和英鎊相聯繫。日本把圓價降到和英鎊的平價以下。加拿大達拉幾年以來始終彷徨

於黃金和英鎊之間。另一方面，其他幾國則對黃金保持安定，却又並沒有站在金本位上面。其中也有減低通貨價值者，最初是非公式的，後來却成爲公式的。所以在這兩集團之間，不像一九二九年那樣容易畫出一條界線。

#### 四 對金本位通貨的打擊

英鎊減價的直接結果之一，是予美元一個大打擊。因爲它使得公私外國資金大量地離開紐約了。也有許多持有者因爲鎊資金受了損失，怕美元再步英鎊的後塵，急忙將元資金撤回本國的。結果美元常低至現金輸送點以下，尤其因爲裝運技術常感覺不甚充分，金本位的正常機能往往要受妨礙。一九三一年十月間，巨額黃金由美國流出，致引起恐慌心理。擔心美國不也會步英國的後塵嗎？一九三二年上半年，仍不時有大量黃金從美國流出。

其他金本位通貨也都成爲攻擊的目標。英鎊的脫離金本位把信賴心墮毀得太厲害了，致使任何通貨都從此失去信任。對於英國放棄金本位有很大作用的國際短期資金，不斷地由這國流到那國，對匯兌發生種種不利的影響。

## 五 對英國的影響

英鎊減價對於英國的影響如何呢？九月二十一日的事情所給與的第一個印象，是覺得從此得到解救了。在報紙上雖然見不到這類調子，可是在火車內、街路上、飯店或者理髮店中却聽見大家交談着：「金本位終於被放棄了，也有今日！」在放棄金本位後幾個月中，我們見到幾年來不曾看見的微笑的面孔，雖然他們爲了恢復預算均衡受着苛酷的課稅、增稅和銀行率提高至六%構成一種緊縮方策，這方策足以表明英國政府並沒有實行膨脹的意圖。但這兩個方策的本身並不能阻止因外國資金及某程度的英國資本逃避而招致的英鎊的慘落。更重要得多的因素是十一月總選舉中聯合內閣的大勝，以及隨後的保護關稅的採行。此外，印度黃金的大量吐出也是對英鎊的一個有價值的支持，因爲在倫敦售出黃金的進款大部分留在倫敦。

英鎊減價對於英國商業活動的影響馬上表現出來。一部分因爲這個變換的心理的影響，一部分因爲競爭能力的增大，一種樂觀空氣又復活了。那怕租稅增多，工資、薪俸、津貼等都被減低，從而將購買力減低了，英國的貿易却很快地便得到鎊價跌落的利益。

也許有人要問，倘若英國政府讓鎊自由地減價，而不採用緊縮方策去阻止它，豈不是更聰明些嗎？

顯明的，鎊並沒有減價到充分減輕內國債務負擔的程度。不錯，物價一度微騰之後，就穩定在與戰前水準相近的點，致使七十萬萬紙幣鎊的債務負擔恰好等於戰前七十萬萬金鎊債務負擔。但政府所以竭力阻止鎊的跌落，實有兩種理由。第一，政府仍依依不捨正統學派的原則，必欲把鎊的跌落制約在最狹小的限度內。第二是政府不可不償還一萬萬三千萬鎊的法、美信用借款，要是鎊減價太厲害的話，償付的金額會要大增加。爲要在匯兌市場購買必要的法和美元，也不可恢復鎊價。要不是他們採取正統派的通貨政策，放棄金本位後的通貨混亂怕會更要深化更要延長些吧。

## 六 通貨混亂的告終

到一九三一年盡梢，通貨的混亂事實上已經終結。想放棄金本位的國家大都已在九月至十二月間把這項工作做完了，他們的通貨和英鎊一道完結了。第一次減價。新年一過便明白，這些通貨並沒有步戰後價值大跌的德國馬克和中歐各國通貨的後塵。他們雖然在其後幾年中續有跌落，並且變動很大，但這時的通貨困難甚至還沒有達到一九二四年——二六年間法國法郎困難那樣程度，和馬克的恐慌是更差得遠了。

在外匯市場人心也漸趨穩定。當英國放棄金本位直後，大量的買賣是很難的，尤其是遠期匯兌。不僅

是因為要冒莫大危險，而且因為缺乏可信賴和他做遠期交易的人。充分的遠期匯兌市場的闕如，對於國際貿易是一個嚴重的障礙，因為它減少了補償匯兌危險的可能性，當輸入者和輸出者正需要這種補償的時候。但是幾個月後，遠期市場又漸次恢復，這個困難即已克服了。

通貨混亂為期很短，而且比較很是穩和。其後匯兌不安定雖仍舊繼續（本書屬筆時仍如此），激烈的混亂却再未發生了。美國放棄金本位後，外匯市場的機能也繼續未斷，世界所受的衝擊也比英國放棄金本位時輕微些。把一九三一年通貨混亂的結果決算一下，鎊及其他通貨的根本內容和技術上的要件被改良了，國內貿易至少在一部分國家，顯出好轉的傾向了。但另一方面，世界的不信的波浪却繼長增高，國際貿易愈益趨於惡化。關於這點，待後面詳細討論。

英鎊和其他減價的通貨，在本編所要討論者，只限於其減價對其餘各國的緊縮的效果。至於各種減價的通貨所產生出來的通貨復元的影響將於本書第四編特別處理之。

## 第三十章 英鎊的稱霸

### 一 向英鎊逃避

一九二〇年到三〇年間，想恢復鎊的戰前霸權的一切努力，支付莫大的犧牲而終歸於失敗，及至放棄金本位後，數月之間，鎊在世界金融上的勢力却忽然凌駕戰前以上。這真是所謂運命的諷刺。只要維持着戰前平價，鎊始終是一種脆弱的通貨，不免爲自然的或人爲的種種因素所左右。一九三一年九月以後的幾個月間，鎊成爲投機者的玩物，威信掃地以盡。不過一到一九三二年，鎊的地位可非常快地恢復了。由增稅和緊縮以恢復預算均衡的努力，使對於鎊的信賴蘇生了。這個事實以及輸出貿易的改善，印度金的流入，使匯兌行市逆轉起來。不久，逃往海外的英國資本便大量地回來。結果英國政府對於信用借款的償還所需要的匯兌，就有方法籌措。這便誘致英鎊的購買，伴隨着鎊資金的歸還，外國資本源源流入倫敦。

不久之後，英國開始深深地感覺有「金滿之患」。充分供應償還法，美信用借款所需美元和法郎外，外資仍不斷向倫敦流入。爲阻止鎊的非所望的恢復起見，英國當局遂買進巨額外幣。政府於是又得到左右鎊價的力量。外匯的動向在他們控制之下，在國際匯兌市場中具有支配的勢力。但他們對於這力量的

使用過於怯懦了。一九三二年三月初，爲避免買進更多的美元和法郎計，乃放任鎊的動向，聽其自由發展，結果鎊價大漲。

## 二 匯兌平準基金

四月間英國政府乃決心整備匯兌操縱手段，在關於預算的聲明書中提議設定匯兌平準基金。這基金在其後幾年的國際金融上演着非常重大的作用。達到一萬萬七千五百萬鎊的匯兌平準基金，其目的在消除鎊的反常變動，而同時不使它安定，不違反它的根本的趨向。

隨着鎊的信賴增高，美元及其他通貨的愈益不安，一九三二年上半年大量資金向鎊逃避。鎊價的恢復對於世界經濟情勢影響極大。它一九三一年跌落的效果是金本位國的物價更往下跌，而一九三二年三月至七月間鎊價恢復却使這傾向逆轉了。一九三二年末鎊價的崩落使世界物價再又不振。

到一九三一年九月爲止，世界物價的動向向來爲美國的通貨情形所支配，但自是以降直至一九三三年四月美國放棄金本位止，支配世界物價動向者却是鎊。這個時期鎊在世界經濟中所演的重大作用，可和它在世界金融上的支配地媲美。匯兌平準基金的運用，在外國匯兌市場具有莫大勢力。

### 三 英國政府的勢力

英國當局對於那些沈溺在不安的波浪中的通貨，或伸手打救，或束手不前讓其沒落，皆無不可。當美元或法郎呈現疲軟時，常是由匯兌平準基金的運用去解救它。自然，這種運用的目的並非擁護那正受着攻擊的金本位通貨，而是在於阻止鎊價的非所望的恢復。而要達到這個目的，却非買進那呈現疲軟的通貨不可，所以結果等於對這些通貨與以援救。不過到一九三三年初頭，英國政府決定改變政策，不再收買外幣而負擔其減價的危險，却把這些外幣馬上換為黃金。結果，對處在困難中的匯兌的救濟停止了；為放棄金本位諸原因之一的美國黃金大流出，一部分是因這種政策改變所致。有些人非難英國政府常常由外國中央銀行準備中撤退黃金，以致招惹後來不便不利的事態。但這些人不要忘記，匯兌平準基金的操縱黃金是在兩個方向上進行的。當鎊疲軟而必需予以救濟時，匯兌平準基金便要賣出黃金，這樣就把在鎊的非所望的堅勢時期所招惹的不便不利消去了。

英國在國際貨幣市場的勢力也增大了。銀行率漸次由六%降為二%，促成利息之世界的降低。利息降低不僅限於短期資金，且漸次波及到長期債款。五釐戰債的換發是這個方向上的最有意義的第一步。因為政府有權隨時償還或換發的原故不能漲至額面以上的二十萬萬鎊戰債的存在，是英國及海外公



司債降低利息的一個大障礙。這個問題藉三釐半掉換公債的發行大膽地把它解決了，這個大刀闊斧的處置得到意外的成功。自此以後英國的利息便繼續下游，各國都跟着下游。不過同時，外國戰債持有者撤退資金使鎊疲軟了，匯兌平準基金也不能阻止它不跌落。

但一九三二年盡尾鎊的狂落却並不以此為主要原因。主要原因乃是十二月十五日對美支付戰債。市場上料到政府方面必需購買大量的美元，自十一月末到十二月開始鎊價便慘跌了。但一旦判明這支付，將會取現金輸送的形式，鎊價馬上又恢復。加以法郎因為預算的不安，逃避者日益增多，過了年之後，美國銀行風潮迭起，美元也向外逃避，更增強了鎊的堅勢。於是一九三三年初頭，匯兌平準基金不得不再出馬阻止鎊的非所望的恢復。一九三三年的經驗重演了。匯兌平準基金的鎊資金很快地盡被用於黃金買進。把若干購得的黃金賣與英蘭銀行，新規的鎊資金固然調達了，但自此政府當局便必須讓鎊自由地騰漲。一九三三年四月再由預算劃出二萬萬鎊為匯兌平準基金，以期防遏這麻煩事態的發生。

#### 四 金本位國的情勢

在這個時期，金本位國的情勢越弄越壞。輸出業者要和通貨貶價國競爭，感覺得一天比一天困難。國內市場則必須高築關稅壁壘，採用比例制度以保護之。在金融力薄弱的國家，為要防護定價過高的通貨，

不得不採種種的匯兌限制政策，使得國際貿易愈形不振。在金準備不充分的債務國中，有的已實行急激的停止外幣支付，輸出的所得金於是凍結。

對內而言，金本位國的緊縮依然繼續。物價跌落不已。這一部分是緊縮政策的結果，一部分是鎊的跌落對於世界物價的影響。一九三一年以來破產的事件層出不窮，一直繼續到一九三二年初頭，遂有克路革企業團的沒落。金本位國的財政狀況日益陷於困難。商業萎縮和物價下落的結果，歲入年年減少。一切金本位國都要爲着均衡預算，採用急激的緊縮方針。及到這種方針發生效果的時候，更進一層的緊縮已經造成了新赤字。

金本位通貨雖然大都依仗金準備的增加，技術的方面確是增強，但匯兌市場仍然不能信賴它們。稍微發生一點事件，資金就從美元、法郎及其他金幣逃避。金本位國的定價過高的通貨對於國際收支的影響漸漸顯露，許多國家爲要減低生產費起見，不得不採用意識的緊縮方策。英國的物價自一九三一年九月以降差不多沒有變動，反之，金本位國的物價却大落而特落。金本位國當中必定有忍受不住這種緊張的，不過一九三二年中放棄金本位者僅祇希臘和南非聯邦二國。

## 五 對於鎊安定的壓力

一九三一年九月以來常有一種壓力加於英國政府，促他同意把鎊價安定起來。但英國政府鑑於今日國際情勢的不安，拒絕了這種勸言，且常常發表聲明，只要戰債問題和賠款問題仍未告解決，國際貿易仍處在種種攪亂勢力之下，鎊安定不能成爲問題。當一九三一年九月，一部分人認爲不安定期決不出數星期或最多數個月以外，但政府方面却早見到這動搖時期是非常長的。一九一四年八月許多人以爲戰事不到幾個月便要結束，而實際上却差不多繼續四年有半的期間。這兩個事情是很相像的。

這些事情到一九三二年，在某意味上顯著好轉了。法國政府稍事躊躇之後，於七月的洛桑會議中聲明，美國苟把戰債一筆勾銷，法國可同意把賠款減至很低的數目。但是這個決定的心理的好影響，爲着美國對於戰債協定的變更或戰債延緩支付的延長不能同意，殆完全被打銷。英國政府聲明，這個問題一天沒有解決，便一天無意安定鎊價。

## 六 正統學派的政策

到一九三二年末，鎊似乎已跌落到不能再跌了。若沒有其後美國事態的發生，鎊或許會在折減百分之三〇的地方安定起來也難說。政府當局的政策，反對鎊價更往下落；而想在不妨害輸出利益的範圍內，把鎊安定於最高點。由於鎊的急激的貶值，要把國家債務的重荷減輕起來，這是官方一向不會想到的。鎊

的兌換雖然停止，鎊的價值雖然跌落，但政府仍舊是採取最正統學派的金融政策。他反對任何支出，比方大規模的貧民窖的掃除，空軍的充實之類，深怕它們會影響於鎊。鎊已經脫離黃金了，但是英國政府的態度却是，好像仍維持着金本位似的，好像財政政策仍須特別注意於維持鎊的金價值似的。

直到美國放棄金本位，一九三三年秋間美元大跌的時候，英國這才遲疑不決地允許鎊更往下跌落。若不是羅斯福總統採用膨脹政策，英鎊恐怕再又會安定在太高的水平上吧。

## 第三十一章 美元的危機

### 一 美國的銀行風潮

普及世界的緊縮，老是繼續着，到一九三三年，愈益感覺到它的影響了。在法國是表現為赤字預算的增大；在德國是表現為失業者的增加，對於政治方面很有影響。在美國，緊縮更促成一個空前大規模的銀行風潮。羅斯福總統上任後第一步便放棄金本位，與其說是爲了克服經濟衰弱或因現金外流，不如說是想救濟這銀行風潮。

美國銀行風潮的根本原因，是那使無數債務者破產了的有價證券、商品和不動產價格的慘落。一九二九年的華爾街恐慌要算是第一個衝擊，這時的行市實在跌得太驟，銀行都來不及變賣擔保品，準備金却早已告竭。而且有許多銀行，因爲手裏的有價證券價格跌落，遭受莫大打擊。銀行組織應該是可以挽救這個打擊的，不過長期的衰落不容許有這樣一個機會。債務的凍結有增無已，因爲商業不振的結果，普通利潤也低落了。中歐恐慌給與多數銀行以大打擊，使他們的資產陷於凍結。使他們當中也有對德國貸放了巨額款項的。再者，鎊價跌落又復使銀行蒙受損失。不過這類困難事情的主要原因，還在於農產物價的

慘落，使得農業債務者多半不能支付。地價比盛況期一落千丈，想把抵押品變賣現金絕對沒有可能。

## 二 銀行的擠兌

整個一九三三年，爲救濟那困境中的銀行，很作了不少努力。復興金融公司（The Reconstruction Finance Corporation）給與銀行及其他企業數十萬萬美元的資金。那怕費了這許多犧牲，存款者對於銀行的不信仍是有增無已。許多銀行發生擠兌，其他銀行則得不到充分的或者及時的援助，不得不關門大吉。從一九三二年十一月總統選舉起以至新總統就任這期間，情形尤爲惡化。選舉失敗後的胡佛總統不能或者不願採取任何急激的行動。在這個時期，民衆全然不能期待政府有任何積極的行動。英鎊於一九三二年十二月猛落之後驟然恢復起來，使巨額資金從紐約流往倫敦，美元對歐洲金本位通貨老在現金輸送點以下。

給與最後的大打擊的，是上院極力要求復興金融公司把放款的詳情發表出來。結果把對於銀行援助到如何程度的情形，原原本本地暴露了。於是全國到處爆發恐慌。處在不信的波浪中的民衆，以爲大多數銀行都是靠不住的，於是存款大量提出。同時，黃金的不斷流出和國內銀行情勢的混亂，加強了對美元安定的懷疑，致惹起大規模的現金退藏運動。外國人持有的，特別是外國中央銀行持有的美元資金，都被

換爲黃金，美國人的賬項下，也從聯邦準備銀行撤退了巨量黃金。聯邦準備局報所發表的金準備減少的事實，使恐慌更加惡化。

一九三三年二月情形更加變壞，幾乎一切銀行都發生擠兌。常常等不到去打聽它的情形，究竟值得救濟，就老早關了門了。延緩支付的宣言由一州波及另一州，到三月羅斯福總統舉行就職典禮的時候，美國的經濟體制，已經瀕於崩潰的危機。

### 三 放棄金本位

羅斯福總統剛剛舉行了就職典禮，便決意採取斷然的手段，一面宣告全美國銀行休假，同時禁止現金輸出。過了幾天，被認爲健全的許多銀行重行開業，其餘則仍暫停閉以待調查。禁金出口令雖仍生效力，但美國當局却繼續維持美元平價。及至一個月後才放棄這種政策，而許美元自由跌落。在技術的方面，金本位實際在三月三日便停止了，不過到四月二十日美元才完全脫離金平價。三月十日銀行休假告終。美元便停止兌換，在停止金本位之前作了種種努力，以收回退藏民間的黃金。

美國的停止金本位，比十八個月前英國的停止金本位更惹起一般人的憤懣。非難英國的人說，英國當局沒有把銀行率急激地提高，不容情地限制信用，以充分維護英鎊；而對美國的非難却和這不同，他們

說，美國從技術方面看來，是很能夠維護美元的，却不是之圖，而竟意識的地放棄金本位。英國的金準備到放棄金本位時已經是一光二盡了，美國則在放棄金本位的瞬間仍擁有巨額金準備。用這準備很可以維持美元平價至很多時候。著者當時也是非難美國政府沒有充分防護美元的一人。但是若把那時的情形充分加以檢討，就知道羅斯福總統的措置是對的。

#### 四 美元何以減價

從技術的見地，金本位的維持並非不可能，但就大勢而言，總歸有被放棄的一日。克服恐慌的唯一一個方法就是造成對物價騰貴和貿易改善的希望。當美元維持金本位時，這是不可能的。數千的銀行若任其破產，結果會使政治經濟情勢完全崩潰，資本大量逃避，準備銀行的存金將見告竭。另一方面，若是美國政府藉保證農工業債務或銀行存款的方法，以從事這種事態的救濟，那末國家債務隨而增大，足使美元信賴完全動搖，資本也會大量逃避。

不消說，美國等到準備金完全告竭才放棄金本位，起碼要一兩年工夫。也有人說，必須待金準備完全用盡後，始可決定離開金本位，這是美國當局的神聖的義務。凡屬明瞭實際的人，對於這種從錯誤的道德觀點發出來的議論，沒有會贊同的。事實上明明是因為黃金的商品價值騰漲得太厲害，才致使它和美元



脫離了。在這種情形下還說要不惜一切犧牲，使美元和黃金固結，那未免愚蠢透頂。主張美國的恐慌，提高銀行率便可以克服，那和主張一服丸藥可以鎮壓地震有何分別呢？

## 五 美元崩落的影響

一九三二年四月二十日以降，美元跌落所發生的影響，和一九三一年九月以降英鎊減價的影響很相類似。美元資金的持有者蒙受莫大損失，一九三一年以來，以美元為基礎的國際貿易大受打擊。不過一九三三年的世界對於這種打擊的襲來，已比一九三一年有準備了。從而它的結果，不及一九三一年英鎊脫離金本位時那樣嚴重。許多國家的中央銀行都在放棄金本位前便把它的美元資金變做黃金收回了。他們把黃金拿回，加重美國政府的困難，會頗受非難，但其後事態的發展，却證明他們的行動是正確的。若不是外國銀行大量撤回他們美元資金，金本位究竟會在何時放棄，這倒難說。外國匯兌準備用黃金的形式歸還本國，在全世界引起緊縮的影響，更加加速美國物價的落勢。這個要因對於美國銀行風潮的發生影響至如何程度，不可過於誇大。我在本書第二編曾這樣說：金匯兌本位的運用所招致的信用二重化是極有限的，中央銀行所持外匯準備都是作為一種以備萬一的安全餘額，而不是作為發行準備的一部，實際用它為基礎發行鈔票是沒有的。所以在這種情形下，金匯兌本位清算之緊縮的影響比較輕微。

到一九三三年三月，金融力薄弱的國家，大都放棄金本位了。仍舊維持金本位者，只有那些在技術上能够抵抗美元減價的衝擊的。其後數月間，美國的金集團所屬其他各國的通貨都維持安定。不用說，它們的緊迫情勢已顯著增大。這些國家的輸出，在先還只須和英鎊集團各國競爭，現在美元減價，又不免增加一個勁敵。美元的減價，在某程度上，爲美國物價及世界物價的上漲所抹消了；但已經對金本位各國發生了緊縮的影響。英鎊減價使鎊集團以外各國都發生了緊縮的影響，但是在英鎊集團內部也未能促起物價的漲勢；而美元的減價却使金集團以外一切國家物價都騰漲起來。這是什麼道理呢？使這兩種通貨減價的影響互不相同的原因有很多。第一，一九三三年的情勢比一九三一年更見轉機了。世界物價已經降到戰前水準以下，落勢顯然到了絕頂。從一九三一年九月至一九三三年四月這期間內，大多數所謂「弱體企業」已歸於消滅。通過了恐慌的一九三三年仍殘存的企業，都是有充分支付能力的，都不致於被迫把他們的存貨向市場傾賣。國際貨幣市場的情勢也比一九三一年緩和得多了。低廉的利息，其本身並不足以使物價騰貴，不過它使得由於其他要因的騰貴更爲容易。

使英鎊減價和美元減價對於世界物價的影響絕不相同的第二個理由，是英美在世界經濟上的作用各不相同。英國是原料品的大購買者，僅英國的鎊減價，其購買力的減退，也足以使世界物價跌落。而況有好幾個農業國追隨英國之後把通貨價值降低了。他們能够比通貨沒有減價的國家更便宜的賣給

英國。英鎊集團的物價所以左右着金集團的物價，就是爲此。而美國則是原料品的大消費者，和大生產者。而且美國採取擡高物價政策，他所處的生產者和消費者的地位，使他能够促起世界物價的漲勢。他們停止金本位後所採取的貨幣政策的不同，也值得注意。英國政府極力阻遏物價的漲勢；美國政府却極力要使物價騰漲。卽此一點，也足以說明他們的結果很有分別了。

羅斯福總統極力想借膨脹的貨幣政策和一般經濟政策的力量，促起物價的漲勢，但是物價的騰漲終趕不上美元的跌落，從而，金集團各國不得不更往緊縮方面前進。因爲這個緣故，金集團各國所以不能享受到美元跌落在通貨跌落各國所促起的好影響。

## 六 轉換點

說美國放棄金本位是世界恐慌的一個轉換點，這話並沒有矛盾。確然，在一九三一年初已有輕微的恢復，一九三二年秋季又重見轉機。不過這兩個場合，都是非常有限而且短命的。一九三二年秋間的物價微有起色之後，同年盡稍再又反落，到一九三三年三月，大多數國家的物價水準都低落到了極點。自此以後，物價遂一般地上漲，失業數目也顯著減少。除金集團各國爲例外外，不可避免的暫時的崩落暫置不論，這個好轉不但得以維持，在一九三四年甚至更有增進，到本書執筆時仍然如此。

反對羅斯福總統的政策的人看見這種事實說，一九三三年三月以來世界物價的轉漲，僅只是偶然的一致而已。不過事實上，美國內外經濟的好轉，都完全是羅斯福總統就任以來由他一手造成的。爲克服恐慌起見，不辭積極的國家干涉者，以他爲第一人。法國及其他金本位國的政策都只是消極的，以爲只須降低利息便什麼都可好轉起來。而羅斯福總統却利用種種方法極力擡高物價，如美元減價、巨額的國家支出，以增進消費者購買力爲目的的復興計畫(National Recovery Administration)等。他犯了無數的過錯那是事實。但是他常用錯誤的方法做出了正當的事業。因爲他躊躇、沮喪、政策常常變更，致使恢復的程度不甚顯著。雖然如此，由他那行動的政策把國際經濟的難關打開了，這個功績是不可磨滅的。

## 第三十二章 美元的稱霸

### 一 當作世界的因素的鎊暫時退讓

自從美國放棄金本位的瞬間起，英鎊便不得不將一九三一年以來所得到的在世界金融上的支配地位丟棄。於是各種國際趨勢的決定者，已不再是英鎊的動向，也不再是英國政府的政策。鎊在各種世界的因素中雖仍不失為重要，但自一九三三年四月以降已不得不退居於美元的次位。就是一九三四年一月美元暫時的安定之後，各種世界的傾向仍舊不受英鎊所支配，而是在美國通貨政策勢力之下，是羅斯福總統掌握着先機。

不錯，鎊是英鎊集團全體的代表，它的經濟的勢力決不弱似美國。但是英國政府沒有採取積極的政策，而羅斯福總統却有許多積極的措施。

美國脫離金本位當時，人們以為，這個會使英國政府失驚的行動，定要惹起英美間的減價競爭的。不過抱這種見解的人忽略了：英國當局的正統學派見解是牢不可破的，他們萬萬不會把通貨價值貶跌到他們所認為絕對必要者以下。他們雖然盲目地助長了物價，但卻沒有勇氣把這作為行動的標的。要是沒

有羅斯福總統的政策，恐怕他們遲早會要把鎊安定在使物價不能有多大上漲的水準上吧。

## 一一 沒有通貨減價競爭

美國放棄金本位後，英國採取一種叫做「期待的躊躇」(expectant hesitation)的政策。同時和法國也有某程度的接近，這接近的結果是由英國各銀行貸與英鎊資金，救濟了法國國庫的窮困，又使法郎得以支持。美元對英鎊雖然狂落，英國政府並不加以積極的阻止。硬等到英鎊和美元差不多回復到舊平價的時候，英國當局才開始考慮讓英鎊和美元同樣跌落。甚至這之後很久很久，還沒有一樣切實的措施以阻止美元對英鎊更往下落。一九三三年秋間，英美匯兌且曾一度升至五元五角。通貨減價競爭明明沒有發生。英國政府允許鎊跟着美元後面跑，是出於非常勉強的。政府嘗想，至少有一回，把鎊和金集團連結起來，後來也許是因爲屬領的堅決反對才把這念頭打消了。考察最近幾年來國際金融上的力的均衡之演變，是很有趣味的一樁事。自大戰以來至一九二八年止，美國在世界金融上的霸權牢固不拔。一九二八年以後隨着證券投機熱的奔騰，美國的貨幣政策遂喪失其作爲積極因素之意義。同時法國通貨政策的勢力却急速增高起來。到一九三一年九月爲止，巴黎集注着全世界的視聽。英國放棄金本位後形勢爲之一變。自一九三一年九月到一九三三年四月，倫敦成爲世界金融中心。不過到一九三三年四月以後，關心

世界金融的人們又不絕留意華盛頓方面的動靜了。羅斯福總統贊成美元減價是明白的。問題只在於這方針會進行到怎樣地步。金本位各國對於美元減價很表示不安。他們希望美元儘快地在儘高的水準上再安定起來。那怕羅斯福總統的政策於英國很有利益，英國政府却和金本位各國有着同感。

### 三 世界經濟會議

一九三三年夏世界經濟會議開於倫敦，想在通貨安定方面謀若干妥協。會議雖議及了通貨以外許多問題，但它的成敗却全繫於能否達到一種事實上的安定辦法。這個會議的成功與否依存於英美法三大強國的態度如何，也是明白的。從而在英蘭銀行或財政部所舉行的三國專家協議，實較開於南肯興頓(South Kensington)地理學博物館的公式的會議更爲重要。法國方面希望在會議的進行中各國通貨能夠達到初步的安定。這種想頭並不是不合理的。因爲當美元步跌常有大大的變動而不知究會落着於何處的時候，關於經濟上各種問題自不能有所決議。

同時，一九三三年六月間，美元尙未減價至羅斯福總統或可着手安定的地步。在這種情形下，要達到一定的諒解，時機尙早，其失敗是注定的。雖然如此，非公式的會議在最初的時候，並進行得意外的順利，會成立一種非公式的協議，主張在會議進行中實行英鎊和美元的初步安定(Pre-stabilization)。依照這

「紳士協定，」美國當局預備在四元五角的近旁把美元安定起來，不過保留着用臨時通告即可廢棄這協定的權利。

#### 四 羅斯福總統的態度

但是這個協定沒有得到羅斯福總統的裁可。羅斯福總統的變更意見，是否因為美國的代表們在會議的國際空氣影響之下越出了空洞的訓令的範圍以外，或者是否因為這非公式的協定成立之報道，使商品和證券的行市跌落了，我們這裏可不必詳論。羅斯福總統拒絕這個協定，不啻向民衆宣布他依然要繼續他的膨脹政策。但是，若法國和金本位集團不亟亟於更決定的字句上的爭執，這個諒解或許會能够成立的。金本位各國的代表為恢復當時已成爲拋賣的對象的本國通貨之信賴起見，認爲有使美國就縛於明白的協定之絕對必要。荷蘭政府尤其頑強。因爲他的通貨——福祿令 (Gorin) 最受攻擊。

六月三日羅斯福總統對會議致送覺書，聲明他絕無安定的意思。但這乃是金本位各國堅持明白的字句所致。覺書的字句給與一種印象，好像羅斯福總統在疑問：復歸舊有的金本位是否是聰明的勾當？這覺書的字句和內容使金本位各國的代表異常憤激，以致不惜使會議決裂以作爲報復。斡旋於這兩個極端間的英國的態度雖然防止會議沒有馬上決裂，但其後數星期的會議，除了努力於挽救面子和敷衍外



表外，實在沒有做一點別的事。關於安定的協議既找不到一個共同基礎，其他重大問題，自然沒有成立協定的希望。

## 五 金集團和英鎊集團

會議爲掩飾它的失敗的事實起見，只是挨延着時日；參加各國都趁這機會，鉤心鬪角，各自忙於強化自己的立場。維持金本位的國家發表共同宣言，宣布金集團的成立，及誓死擁護其平價之意。他們會利用一切手段促英國決意安定鎊價，卒因各屬領的反對，未能成爲事實。當美元繼續跌落時，而把鎊安定起來，是違反坎拿大、澳洲、新西蘭、印度等農業國的利益的。要是英國政府決意安定鎊價，這些國家的通貨定會跟着美元跑吧。

關於安定問題是否確被認真地考慮過，是一個疑問；不過英國政府終於受屬領態度的感動，重行確認了渥大華宣言中所宣布的通貨政策，從而鞏固了英鎊集團。

英鎊集團的團結宣言一發表，荷蘭、福祿令（Florin）及其他金幣的擠兌便停止了。同時，預料鎊會跟着美元跑，致發生英鎊的拋賣。匯兌平準基金會暫時地抗拒這種壓迫，使鎊維持於八六法郎。不過當季節影響加增鎊的緊迫時，英國當局便決計不再使用存金，而讓鎊自然跌落。雖然是年晚秋，美元和法郎的逃避

曾使鎊略有恢復，但一九三四年中鎊不斷呈現軟調，英鎊匯兌差不多落至舊平價的近旁。

美國在世界金融上的霸權，到一九三三年末和一九三四年初才明顯地威風凜凜地表露出來。一九三三年羅斯福總統所採行的黃金購買政策，是一種歷史上無前例的貨幣政策手段。其要旨是美國政府在時價以上購買黃金。雖說這政策實行之初，在海外購買的黃金為量不多，但它的心理影響却是非常大。一時人們甚至以為羅斯福的購金政策會驅迫金集團各國都放棄金本位。果然，新年後法郎的逃避便是這種恐怖的表现。要不是羅斯福總統於一九三四年一月盡暫時的安定美元，他的購金政策對於金集團的壓迫，一定會加強法國的危機而產生出悲慘的結果來的。英國政府所以放棄接近金集團的政策，而決意使鎊和美元接近，就為羅斯福總統這種大膽的干涉政策所致。

購金政策的猛浪，就是贊成羅斯福的一般政策的人也大不以為然。然而為着打破經濟和金融的僵局，這種激性的政策是絕對必要的。對於塹壕戰的單調感覺厭倦時往往需要一次激烈的攻擊以換換空氣，在經濟和金融到了僵局的時，也正像這種心情。再沒有別的方法可把美元減價到希望的水準。僅只這個理由，也可斷定羅斯福總統的政策是對的。

美國勢力對英鎊集團和金集團勢力的勝利，就是放棄金本位後美元稱霸的明證。美元稱霸還有更重要的一個證明，便是羅斯福總統的政策使世界物價的趨勢轉變了。提高世界物價的美國政策，內容究

竟如何，待本書處理匯兌膨脹的第四編中詳論。這個時期顯著地跨着緊縮時期，因為美國匯兌膨脹政策的採用及其對於英鎊集團的影響，使金本位集團各國不得不繼續緊縮。金本位各國的緊縮實際將幣價跌落各國匯兌膨脹的好影響抹殺了很多。

## 第三十三章 法國的危機

### 一 金本位——真實的和虛擬的

當美國和英鎊集團各國享到因幣價跌落而招致的經濟改善和金融穩定的利益時，金集團各國却愈形衰落。隨着英鎊和美元的減價，金集團各國的物價更往下落。物價的下落又招致許多不好的現象，失業增加，工商困難，豫算不均衡，甚至於政治的紛爭。

在這種情形下面，沒有在一九三一年馬上跟着英鎊跑的許多國家，其後兩年間漸漸脫離金本位，是不用驚奇的。就是在名目上維持着金本位的國家，也有些公然地或祕密裏把通貨價值減低了。在德國、奧國、匈牙利、羅馬尼亞、南斯拉夫各國，照掛牌匯兌行市做生意的只是極小部分而已，其餘都是照「暗盤」(black bourses)的行市，或是依各種對掛牌率有很大折扣的特殊通貨。這些國家的金本位僅只是虛擬的存在，口裏雖說維持金平價，其實完全是表面文章。奧國甚至對非公式的市場所發生的先令減價予以法律的承認。捷克也公式地斷行一六%的通貨貶值。

整個衰落期間，嚴格固執舊平價的國家，實在很少。世界經濟會議中公式地形成的金集團，包括法、意、

比、盧森堡、荷蘭、瑞士和波蘭。受衰落的禍害最重者就是這些國家。

## 一一 法國的強固的地位

一九三一年至一九三四年間法國所得到的經驗，充分表明緊縮的影響是怎樣的。若是曾經有一個實行緊縮的國家而具有最強的抵抗力，那就只有法國。由於一連數年的繁榮的結果，法國的國庫、中央銀行、普通銀行、工商企業，無一不貯有充分的資力，好好地準備着抵抗那衰落的年頭。法國似乎是經濟上金融上都 very 能自給自足的國家。其依存於海外繁榮的程度沒有其他各國厲害。他的銀行對中歐各國的關係也比較稀薄。就是一九二七年到一九二九年的繁榮，在法國也沒有墮落為投機的盛況。加以在恐慌初期，法國批發物價和生活費都顯著地低於世界水準，這是受一九二八年法郎定價過低之賜。從而，要消滅法國藉通貨低價所獲得的利益，先須使世界物價跌落，或則要其他各國都減低通貨價值，然後可能。

事實上到一九三一年九月為止，似乎僅止法國能超然於世界恐慌之外。其失業人數並不嚴重。商業活動比較活潑，除兩三家銀行或因地方的原因或因獨自的原因致於破產外，在這個時期，再沒有別的困難事件發生。奢侈品的輸出雖因世界的衰落而退減，但一般貿易並不受其影響。

### 三 轉換點

英國放棄金本位對於法國的恐慌的發展成爲一個轉換點。鎊及其他各種通貨的減價，法郎由定價過低一變而爲定價過高。結果是雖然採取了防制輸入政策，貿易差額仍不免惡化。隨着英鎊和其他通貨的減價，世界物價的跌勢愈益加強了，而法國也再不能超然獨立。那怕提高關稅，採用比例制，用特別的手段以維持小麥和葡萄酒的價格，法國物價仍然只有跌落。結果預算的均衡便非常感到困難。赤字的增加和銀行的補助金已將國庫的剩餘存金用得一光二盡。長期恐慌的損失和放款的凍結，把銀行的準備金吞噬了。英國脫離金本位後不久，法國也像旁的國家一樣已經喘息在恐慌下面。

最初的時候，法國政府對於緊縮的進展很是心滿意足。他們利用一切機會鄭重地表示贊成緊縮。他們的政策是儘量降低生產費和物價以解決經濟財政的困難，對於這個方向上每一個進展都覺得非常滿意。這種政策的採用，一則是因爲此外找不到別的好方法，而最大原因却須求諸法國的心理狀態中。生活費的提高，在法國人看來比什麼都可怕；至於物價跌落，只須還沒有壞影響表現出來，民間總是贊稱的。但不久之後，法國大多數人必定會明白，像一九三一年至一九三四年間那樣情形下的物價跌落，倒不如提高生活費或者還好些。物價跌落沒有帶來所期望的幸福。不但沒有幸福，物價續跌的結果，情形反一天

不如一天了。利潤由減少而至於消失，繁榮期間所積蓄的準備金也日見減少了。銀行所受的損失促成不信的波浪，層出不窮的擠兌風潮使許多銀行倒閉，雖說比較重要的幾家銀行賴政府的救援，未至陷於同樣命運。自一九三〇年以來預算便已絕望的失去均衡。歲入減少，而丁此恐慌激化時期，又無法開闢新財源。削減歲出，又爲議會和官吏所竭力反對。數十萬萬的赤字，年復一年地累增起來，金融市場對於新公債已經沒有銷路。各項經常費和償還金的不易調達，使國庫危機日迫。法蘭西銀行中的國庫存款，常常一次提出十萬萬法郎。但是敷衍不了幾天便又完了。

#### 四 通貨膨脹的恐怖

人們深慮國庫現金不足，遲早會迫促政府採取膨脹的借款政策的。由是，那怕法蘭西銀行擁有巨額的準備金，法郎仍時時逃避。除法國人所有法郎資金逃避外，避難巴黎的外人所有法郎資金也逃避。法國這才認識，做一個世界的金融中心原來有許多不利，其不利有時還甚於其利益呢。像意大利那一類國家，沒有吸收多少外國資金，從不受外國資金撤退的衝擊。而法國却不時要遇到外國資金的大量流出。不錯，法蘭西銀行些微喪失一點黃金算不得怎麼會事。不過現金老不斷地流出，法國民衆却恐慌起來，或者忙着窖藏，或者把所有資金送出海外。心理的因素在法國特別重要。

恐慌於一九三四年初頭達到極峯。金融風潮以那有名的斯達威士忌事件 (Stavisky affair) 爲頂點，促成一個空前的信賴危機 (crise de confiance)，國民的氣氛爲之一落千丈。民衆對於沒有解決金融問題的意志和能力的政府，開始喪失信任。街頭常常有小衝突爆發出來，一九三四年二月間簡直達到酷似革命的情勢。其時資金大量向海外逃避，法蘭西銀行 喪失巨額黃金。法郎的崩潰似乎是不可免的了。

以杜美格 (Doumergue) 爲首的國民內閣的成立，和財長馬丹 (Germain Martin) 對均衡預算的必死的努力，大大把信賴恢復了。誠然，藉激性的節約，節約數日約達四十萬萬法郎，紙上的預算似乎已均衡。國庫的危機也由從荷蘭借到短期資金克服了。這種借款，條件雖然很是屈辱的，但給與國庫以鬆一口氣的期間，等到他的各種經濟方策發生效果。黃金的外流被逆轉了，到九月間，法蘭西銀行 業已把喪失的黃金全數恢復。

## 五 經費節約之緊縮的影響

一時預算的赤字好像已被克服。鐵道預算雖然節約仍留有赤字，並且還有幾項歲出不在經常預算之列。但是人們除此以外，相信預算問題已經解決。他們是把經費節約的緊縮的影響忽略了。他們不知道節約經費就是削減購買力，結果會要使衰落激化。一九三四年的情形正是如此。一切商情的指標都表示



衰落每況愈下。物價更跌落，失業更增加，生產指數更減低，鐵道運費收入更縮少。在這種情形之下，歲入的減退是不可避免的。是年秋，政府誠然在紙面上恢復了預算均衡，但一九三五年的赤字一定會增加許多，是很明顯的。鐵道赤字和預算外項目，合共實不下百二十萬萬法郎。

到一九三四年末梢，法國的緊縮已發展到極度，再也不能支持了。更加緊縮，會使赤字預算更增多，會使國庫陷於涸竭。爲着防備國庫的危機，法國遲早非訴諸膨脹不可。一九三四年十一月繼杜美格的新內閣，好像已覺悟到這種危機。佛蘭亭（Flandin）聲明，反對更加緊縮。兩個月後，他便採用通貨復元政策，關於這，等本書第四編中討論。

## 六 其他金本位國的緊縮

法國的例子證明緊縮不是可無限地實行的，但證明緊縮有着算術的限界的，不僅法國而已。比利時也是這樣。比利時把通貨價值貶到比法國還低，而且好幾年來它的物價是文明國中最低的。但是物價繼續跌落，以及各國通貨貶價，終於把這有利的立場抹消而使比利時的產業界陷於非常不利的地位。比利時所依存於輸出貿易者甚於法國，其輸出貿易之受英美競爭亦甚於法國。從而這種通貨紊亂的情勢給與比利時的打擊超過法國以上。降低工資的努力遇着頑強的抵抗，政府處於這種難境，不得不要求獨裁。

的權力。工商界的通貨貶值運動頗為熾烈，白爾加（Belga）常為資本逃避的波濤所襲擊。

荷蘭也是如此，緊縮政策招來了暴動，緊縮的武器中於是不可不有機關槍加入。荷蘭的殖民地受衰落影響最深，而且因為母國的繁榮多依存於殖民地的發達，所以荷蘭受衰落的影響，比任何其他金集團國家都厲害。

瑞士不能降低生活費至足以吸引遊客的程度。低價貨幣各國的競爭，比如奧國或德國，把他的遊客奪去了許多。瑞士既是依靠遊客收入的國家，所以這事愈益使他不振，以至有幾家二流的銀行陷於破產。通貨貶值運動在這個國家中也相當有勢力。

## 七 意大利的緊縮

跟着恐慌勃發，意大利產業界遂陷於萎靡不振的狀態。里拉定價過高的結果，大工商企業和銀行中，有許多在恐慌勃發之前，便陷於困難了。政府對於那因證券和商品價格慘落的結果以致資金凍結的大銀行，不得予以救濟。為救濟銀行對工商業的放款起見，設立種種的特殊機關。所幸這個國家的經濟統制比較完備，所以降低物價、生活費和工資的努力，比各國收效較大。薪俸、工資、租金等都會普減兩次，每次約一〇%。政府雖投有巨額資金於公共生產事業，但並沒有引起膨脹現象。小麥生產額增加，意大利的自

給自足更加成功了。雖然如此，意大利也不能免為恐慌的俘虜。

意大利在某程度上避免了嚴格的緊縮，結果，一九三四年中他的生產量雖然增加，物價却未像其他金本位國那樣跌落。從而入超增大，現金巨額流出，到一九三四年末梢，里拉的安定已是很成問題。不過藉私人所有外國證券和在外資產的動員，里拉的安定總算維持了。

## 八 金集團的合作

在金本位國間建立密切的合作以便防衛各國通貨的努力，沒有產生什麼實際效果。或是把大家的金準備匯集起來，或是相互給予金融上的援助，這些都不能成爲問題。實際所給予的援助，沒有超出金集團外各中央銀行間也存在着的技術合作之限度以外。里拉在巴黎得到法蘭西銀行的援助，但是這援助所需的資金却是由意大利銀行供給的。金集團其他各國常有大量現金向巴黎流注，法國當局對於這種足以使關係中央銀行發生紛亂的運動也並不稍加抑制。

他們希望增進金集團間的貿易，像英鎊集團一樣。一九三四年十月的布魯塞會議可決一個議案，金本位國間締結適當的協定，俾於一年以內增進互相間的貿易一〇%。但這項決議至今未見實行模樣。

在這種情形之下，一九三四年末，金集團各國達到即行中止緊縮的結論。他們從此靜待美國方面事

態的發展，希望世界物價的恢復，會把他們受難的不均衡狀態除去。

## 第三十四章 白銀緊縮

### 一 歐戰前後的白銀

不把白銀問題作一個簡短的考察，不能算是一九二九年——三四年的大緊縮的全部歷史。今日是複雜的問題紛至沓來的時代，白銀問題亦其一端而已。無論美國或者英國，白銀問題都成爲激烈的論爭焦點。

大家知道，白銀自歐戰前以來，便已被大多數文明國廢去它的貨幣資格。白銀成爲主要貨幣用金屬，實歷數世紀之久，但它的意義漸次消失，除印度和中國爲例外，在歐洲及其他大陸各國，它容易才保存着輔幣的地位。雖然常常，特別是美國，有恢復白銀貨幣資格的運動，但在一九一四年以前可以說沒有金銀複本位運動的存在。雖然亞洲和非洲大部分還是以白銀爲貨幣用金屬，但金融發達的國家都以黃金代替白銀爲貨幣用金屬了。

大戰中及戰後的白銀，實際已和普通商品沒有分別。它的價格和一般物價一致變動着。到戰後盛況期，白銀行市暴漲，突破過去紀錄，戰後恐慌期一到來，却又猛落起來。這樣，銀對金的價格，起落極不一定，所

以英國政府乃決意廢除印度白銀的本位幣資格，而把它轉變為金匯兌本位。這個事情使銀價更加慘落。銀價慘落的原因，不僅是因為英印當局出售白銀，一面也是因為恐怕一般的廢除本位幣資格的原故。波斯、暹羅及其他幾個國家也都追隨印度之後決意由白銀改為黃金。

## 一 白銀和中國

甚至中國也曾考慮過廢銀用金。甘末爾教授的計畫書雖終沒有見諸實現，但那是因為不大大降低銀價不能售出白銀，同時又不能向外募集巨額的外債，從而籌不到充分的準備金所致。這位博學的中國顧問怎麼會希望處分中國這樣多的存銀而不惹起銀價的崩落，着實是不可解的。

世界恐慌的初期，乘着一般物價的落潮，銀價也日趨跌落。不過因為這原故，銀價對商品價格比較安定。中國及其他銀本位國，都避免了由全物價下落所致的恐慌的最壞影響。但因為匯兌行市下落，對外購買力却減低了。這事情加重對華輸出國的困難，而中國本身却是非常有利。國內紛擾不絕，而且著著受日本侵略的中國，他的經濟情勢所以一直到一九三四年止比較良好，就是沒有所謂緊縮的原故。

這種事情對於中國國民是難得的，可是在外國看來就相反了。自一九三一年以來便有許多專家以及似是而非的專家們提議恢復白銀的本位幣資格。關於銀本位制的特徵的舊論調再蒸騰起來，十九世

紀的論爭又繞着白銀勃發了。

### 三 「利他的」復本位

在黃金不足所招來的恐慌之最中，發生恢復白銀本位幣運動，決非不可思議。不過奇怪的是，復本位論者的選手們主張擡高銀價，是於中國有利的。爲着可憐的中國，把銀價提高，這是正義和公平所要求的！他們指出，亞洲、菲洲及其他數萬萬人類現在還使用白銀，所以把銀價提高至以前的水準，是非常正當的。

提高銀價以救中國的運動，好像和戰前行了幾十年的，由土耳其的手裏救出亞美尼亞人的運動如出一轍。如亞美尼亞人的運動差不多把亞美尼亞人滅絕了。白銀運動雖不致發生這樣悲慘的結果，但美國方面的部分的成功已經給中國很大打擊，却是事實。

甘末爾教授所建議的廢除銀本位，不過會給中國窖藏階級以打擊，而銀價騰漲却打擊了中國的生產者和商人。因爲商品價格必定隨銀價高漲而慘落。這個運動縱有一善可稱，中國國民也沒有對它表示感激的理由。

#### 四 美國的銀政策

一九三四年美國政府爲產銀各州所壓服，採用部分地恢復白銀本位及提高白銀價格的政策。雖未把銀置於和金同等地位，已規定用銀充當百分之二五的金屬準備。

美國政府的購銀政策使銀價陡然恢復。美國、印度及其他存銀持有者都得到將手裏的白銀用較好價格處分的機會；但對於以白銀爲通貨的中國及其他國家却不知爲福爲禍了。銀價昂騰使銀本位國物價跌落。到一九三四年爲止，賴銀價跌落而避免了的緊縮的苦杯，今日却被強迫着飲下了。同時銀價高漲，使中國的白銀所有者紛紛向海外售出。於是中國被巨額白銀的流出光臨，致使通貨的供給大感缺乏。這樣，美國的銀政策不僅使中國物價下落且又造成通貨供給不足的現象。在這二重影響之下，一九三四年末，中國便墮入深刻的恐慌當中。到一九三五年初，斷行停止支付的銀行也有了。

#### 五 中國政府的對策

中國政府爲遏止美國銀政策這種緊縮的影響起見，決定以中國銀價和世界市場銀價之差爲準，實行徵課白銀出口稅。依理講，這種對策該會使白銀出口無利可圖了，因爲國內價格和國外價格之差一有



增加，出口稅便照着增高。但實際上白銀仍繼續流出，一則因為偷運相當的多，一則有許多人畏懼政府將來的對策，雖暫受若干損失，仍寧願輸出。到一九三五年初，情形愈益迫切。咸以為政府為補救起見，或者會斷行貶低銀元，或者會廢銀改金。要是採用這類手段，美國政府會要覺悟，巨額的投賣當前，擡高銀價非常困難。

把白銀作為一部分通貨準備，也有種種可是認的理由，不過說是因此就有人為擡高銀價的必要，却是不可解的。銀價愈高，則銀對金的價格安定愈難維持。中國的態度如何姑置不論，若是銀對金高漲起來，白銀所有者都會把手頭的白銀變賣，產銀額也必會增多。欲維持金銀固定比率的通貨當局將會得到他們需要以上的白銀供給。倘若主張恢復銀本位幣者不要求提高銀價，他們的意見定會更有效力。

## 第三十五章 賠款問題的終結

### 一 楊格委員會的樂觀主義

要是一九二九年——三四年的經濟恐慌有個把良好的結果的話，那就是它使世界的政治家們不得不急求解決作為大戰之遺產的政治的債務。前面已經說過，這種政治的債務乃為中歐悲慘的通貨膨脹之主要原因，直接間接刺戟了招致恐慌的種種原因的發展。恐慌中未能及早予以解決，致使恐慌的程度加深而且延長。

一九三〇年初，各國的政治家或經濟學家都不能瞭解漸漸開始着的這個恐慌的根本性質和發展力量。一九三一年一月的海牙協定是以楊格委員會的勸告為基礎。這個勸告在繁榮永久增大的假定之下，像一九二九年初的樂觀論者一般，計算着德國的支付能力。很明顯的，就是華爾街恐慌也不足使世人覺悟在這種假定之下確定賠款金額是無用的。

參與作成楊格報告書者當中，僅沙哈特 (Schacht) 一人拒絕簽名。他這個行動是對的，雖然他所持理由很不正確。使沙哈特寧肯辭職不肯簽字，致使楊格案不能實現者，並不是比國要求並不算多的特別

賠款之類的問題，而是華爾街恐慌已引起根本變化，關於德國支付能力的見解必須有所變更了。

縱令楊格報告書關於德國支付能力的數字是對的，那也是一九二九年初頭的話。自華爾街恐慌崩落以後，當然應該加以修正。而況實際上，楊格報告書的數字，就是作為恐慌前的數字也未免過大。這個報告書是政治的妥協的產物，而且採用於華爾街恐慌之後，這或者是因為不理解這變化的意義所致，或者是簡單地爲了怕這個問題再引起糾紛。

## 二 外債和賠款

德國於海牙會議中再又承認能力以上的支付。這事本身並不致使事態惡化。自和議以來，德國一向實行着能力以上的支付。到一九二三年爲止，德國常常靠出售馬克紙幣於外國投機者（他們很愚蠢地相信德國通貨有最後恢復的一日）調達了賠款金。自一九二四年到二九年間，賠款是用外債支付。不過自此而後，長期外債沒有發行的可能了，德國遂只有利用短期外債之一法。結果發生非常危險的事態，恐慌的可能性被強化了，恐慌勃發後，狀況更加嚴重。若沒有海牙條約的成立，一九三一年夏德國的短期外債，當不致於這樣多吧。

海牙會議決定設立國際清算銀行，這確是一個建設的工作。其建議人之一約西雅·斯湯普（Josiah

Stamp) 卿希望由於國際清算銀行的設立，緊縮的影響可以減輕起來，世界物價可以騰漲起來。倘若事態依照他這期待進展的話，楊格案的賠款條項的實行就非常容易了。但不幸的是，這個銀行不能成長到「克盡厥職」縱令成長了，也仍不免為法國緊縮政策所左右。

### 三 賠款和恐慌

賠款對於一九三一年的中歐恐慌不負直接責任。一九二三年賠款問題固然為德國金融崩潰的直接原因，但在一九三一年却只是附隨的原因而已。當中歐各國勃發銀行擠兌風潮之時，賠款問題的存在使不信的波浪更為激化。一九三一年六月確曾有一種努力，暫時解除賠款負擔，以防遏崩潰的降臨。對於胡佛總統關於外債和賠款的一年延緩支付宣言，無論歐洲或全世界都同聲感戴。這乃是美國從前以及爾後對於戰債問題的態度的贖罪。前面說過，胡佛的延緩支付宣言所以未能發揮預期的效果，是因為期間過於迫促，而交涉中的種種糾紛又令人想起將來糾紛未已所致。於是對德國的擠兌終無法遏止，從而德國的恐慌也沒有防遏的可能，最後遂至短期信用借款停止支付。然而就大勢講，胡佛延緩支付的意義實在極大。第一，政治債務的難局被打開了。若沒有這延緩支付宣言，法國會在恐慌期中堅持賠款支付，而在第二次魯爾佔領的恐懼之下，德國也許會把他的海外商業債務完全擱置不理，以便在國家銀行中仍

殘有任何黃金的時候，儘先支付賠款吧。不用說，一九三四年商業債務，事實上幾於停止支付。不過這三年的休息期間對於債權者是非常有意義的。要是德國全般的支付停止不發生於一九三四年，而發生於一九三一年，那末金融恐慌將會無比地惡化吧。在這三年間，銀行、保險公司、私人的投資者等都將他們對德國債權的處置顯著地減少了，使他們加強不少對恐慌的抵抗力。即僅僅就這種意味上說，世界對於胡佛那種豁達的舉措，也是值得感戴的。他雖未能阻止恐慌的發生，究使恐慌的悲慘的結果減輕多了。

關於胡佛延緩支付宣言，還有一點值得注意。德國和戰債債務國要單方地停止支付本來是很困難的，但一旦在債權者承諾之下暫時猶豫支付，則以後拖延債務的支付就比較容易了。若沒有胡佛延緩支付宣言，世界恐怕會爲着政治債務的支付發生許多糾葛，非至一般經濟陷於崩潰不止吧。

#### 四 近視眼的態度

有些人在一九三一年時，預料賠款問題，縱有胡佛的宣言延緩支付，仍將發生了新的困難。這個預見是不錯的。在一九三一年下半年至一九三二年初，關於賠款對德國所持外幣有無優先權一層，發生激烈的論爭。法國政府對於這個問題的不妥協的態度，釀成對歐洲復興的全世界的悲觀論。咸以爲胡佛延緩支付期限屆滿，法國的強迫支付政策會要把世界經濟完全破壞。

希望一九三〇年初的政治家理解恐慌對德國的支付能力影響如何，那是無理的；不過對於其後兩年間事態的發展也說不理解，那就不可原諒了。然而賴發爾仍希望巨額的賠款支付是可能的。他強硬地主張將洛桑會議由一月延期至七月，以為在這五個月之中，好去說服英國，要他幫同強迫德國實行那既無能力亦無意志的賠款支付。白魯寧內閣的倒臺以至其後七個月中希特勒政權的樹立，應該由洛桑會議的延期負很大責任。一九三二年七月洛桑會議中，法國終於不得不對德國讓步，要是這讓步早五個月實現，歷史會走全然別樣的路吧。那會使德法關係大為改善，它所釀成的心理的雰圍氣將使景氣恢復有顯著的發展。

## 五 洛桑會議後

洛桑會議把賠款金額削減至合理的數字。這對於各關係方面，當然比把賠款一筆勾銷要好些。法國政府很明瞭德國就是對洛桑協定削減後的比較少額的賠款也沒有支付能力。但為鎮壓法國的輿論起見，賠款支付的外觀，不可不有所維持。洛桑協定未能達成所預期的效果，像胡佛延緩支付宣言一般，無望地僵住了。第一是協定成立前法國的強硬態度把這協定所給與的好感打銷了。加以這個協定乃以美國政府大大削減戰債為條件。賠款問題既依然沒有解決，這明明是一個錯誤。很明顯的，在總統選舉的前後，

胡佛決不會作任何讓步。在這種情形之下，人們深怕法國國會拒絕批准洛桑協定，整個賠款問題仍會和洛桑會議以前一樣。果然，洛桑協定沒有批准；不過賠款問題却漸次地消除了。假使這個實際的結果是通過法國取消賠款的意願而為洛桑協定所達成的話，會要產生更好的影響吧。但賠款問題幾於煙消雲散，從而隨着這重大變化而起的心理影響很是微薄。

## 六 戰債停止支付

賠款問題剛剛告一段落，戰債又成爲其後六個月間的中心問題。序幕是由協約國方面勸誘胡佛總統延長戰債支付停止期間直至最後的協定成立爲止，但是沒有得到回答。胡佛對於一九三一年的宣言全無反響，已不免氣餒，他再沒有心思重演這齣戲了。議會或輿論都反對對戰債作任何讓步。各債務國政府和華盛頓之間，常有覺書往還，但適足使雙方感情惡化而已。

當解決的希望渺無可期的時候，法國和其他幾個債務國遂決定停止一九三二年十二月十五日的支付。英國及其他數國則決定支付。

前面說過，爲了預想到英國國會斷行支付，所以一九三二年十一月，鎊價慘落，到一九三三年一月却發生反動，起了一個急激的反撥，向鎊的逃避盛極一時，美元大受壓迫。從而這次支付的要求，實在是使美

國爆發恐慌乃至放棄金本位的最大原因之一。美國一九三二年末的態度還從別的方面誘發這次恐慌。當時英國的匯兌平準基金，有一部分資金是採美元的形態。抑制鎊價的過度騰貴，當然同時便幫着維持了美元。但爲了一九三二年十二月十五日戰債的支付，必需拿出二千萬鎊的現金，英國當局因此才盡將美之資金換成黃金。若不是一九三三年一月英國購買黃金，美國的現金流出當可緩和許多。現金的巨額流出是恐慌的原因之一，所以美國強要十二月的戰債支付，應該對金本位的停止負一半責任。

## 七 完全停止支付

次一個戰債支付日期是一九三三年六月十五日，但英國政府再不準備全數支付了。英國與其他國家取同一步調，暫令美國受領一部支付，以待問題的圓滿解決。完全支付者，僅只芬蘭一國而已。一九三三年十二月再有一部支付，但到一九三四年却連一部支付也沒有了。屢經協商，都毫無效果，到一九三四年末戰債問題已經是幾乎和賠款問題一樣烟消霧散。

如賠款的場合一樣，這巨額的國際債務在這種情形下消滅，把有利的心理影響減得極微薄了。要是一九三二年十二月英國政府同意完全放棄戰債，或者大大予以削減的話，會可以產生非常樂觀的空氣吧。但實際上，各大國停止支付，給與一種不好的印象，致使弱小國家也都停止債務支付。而且，戰債問題也



決不致於完全消滅。一般都覺得，英國政府關於戰債問題遲早會要和美國當局有所協定。英國政府在戰債沒有解決以前，決不肯安定英鎊。這對國際通貨的安定，實加重不少困難。像這樣，戰債問題實不能說已經圓滿解決。而同時，它的意義却顯著地減低了，它在國際情勢上已經失去了主要因素的地位。

## 第三十六章 商業債務和恐慌

### 一 因外幣解付困難而停止支付

恐慌把所有國際的政治債務一掃而盡。同時由於停止支付、償還、通貨減價等，把商業債務也減削很多。自從恐慌勃發以來，債務國便很少能實行對外支付。外幣解付的困難，成爲普遍停止支付的最好藉口。在恐慌以前，停止支付的原因，大都由於政府或其他借手金融緊迫所致。但一九三一年以後無數的支付停止却由於全然別樣的原因。債務者承認自己有支付對外債務本息的意志並能力，只緣外幣解付上有困難，不得不用本國的通貨支付。債務國的政府訴說他們所持黃金和外匯，不够支付外債。而且，也不許這些答應用本國通貨而不用契約所規定的通貨支付的外國債權者自由使用其所得到的數量，因如此難免不使匯兌行情暴落，這是各國政府最所忌避的。

如此，充當外債支付的國內通貨不得不繳入截留信用賬 (blocked accounts)，規定只能使用於長期債或購買不動產等特殊用途。各債務國造出了無數這類的截留信用賬。內中有馬克、辨果 (Pegpos)、先令 (shillings)、第拉爾 (dinars) 等七八種不同的貨幣，其匯兌率隨所容許的用途而異。在某場合，截留信

用帳也有被使用於輸出貿易的。因為，這些通貨的折扣不啻是有力的輸出獎勵金。

## 一一 喬裝的支付不能

在大多數場合，停止外債本息的外幣解付，僅僅是把債務國的支付不能假裝成的。債務者雖有支付能力，徒以缺乏必要的外幣，以致不能解付，這是確有的事實；但縱然發生奇蹟，給與以必要的外幣，多數債務者仍會不能支付，這也是不可否認的。種種債務停頓協定，包含着有支付能力的，也包含着沒有支付能力的，因為應承以截留通貨（blocked national currencies）支付的債權者，究竟只是少數。就債務國政府而言，不解付部分的外債之繳入截留信用帳，僅是一種假裝罷了。因為沒有方法能夠阻止他們不從中央銀行再借入同樣的數目。所以，說繳入截留信用帳的資金一任債權者自由處分，那僅只是幻想。

不過在恐慌繼續的幾年間，截留信用制度實構成一條通路，至少有一部分國際貸借關係在這條通路上清結了。答應以截留信用帳領受支付的債權者都以相當的折扣把他的資金大部分處分了。同時各種外幣證券的部分的或完全的支付停止已使其行市慘落，益以若干債權國的通貨跌落，故此等證券回歸債務國者為數不少。債務國政府和公司大量地收回，本國人持有的也有巨額的歸還，這便使外債轉成了內債。在恐慌的幾年中，由於額面以下的支付以及向祖國的歸還，國際債務必定減少許多。

### 三 債權國通貨的減價

此外，債權國通貨的減價也把國際債務顯著地減削了。若以仍舊維持舊平價的債務國通貨表示出來，英鎊和美元所表示的債務已顯著縮減。不過這對於債務國的實際負擔，並沒有減輕多少，因為隨着英鎊和美元的減價，金本位國的物價已大大低落。這樣，債務國解付一定數量的英鎊或美元，誠然只需較少的本國通貨便足夠，但同時爲了解付這較少的本國通貨所需輸出的貨物，却仍舊要美金、英鎊未減價以前一樣多。由於通貨減價的債務負擔的減輕，僅有一個表面。

英鎊和美元的減價把倫敦或紐約所保有的資金或投資由金幣表示的價值減削了。但這個減削也僅是外表的。因爲債權國的物價自這兩種通貨減價後已顯著下落。從而，就作爲全體的債權國立場說，美金和英鎊資金的商品價值那怕物價下落也未能增加。而就各個債權者的立場說，用金幣表示的損失却非常大。

關於恐慌對國際債務的影響，至今還不能下一個確切的斷語。不過，若是匯兌限制和外幣支付停止再能繼續幾年，由於償還或向祖國歸還等，國際債務自可更減少許多。

#### 四 債務償還問題

當正常狀態漸漸復原，於是便會有和債務者訂立協定的必要。債務償還協定將會在和從來全不相同的基礎上訂結起來。到這個恐慌終熄的時候，除非物價騰漲到顯著減輕債務負擔的程度，是不會有許多債務者全部履行對外債務的。在多數場合，債權者必得將本利金大加減削，像戰後承認奧、匈、保等國戰前債務之減削一般。債務者吃了恐慌的苦頭，當然希望支付愈少愈好，其所以勉強支付一點，也無非想藉此以便再作新規借款而已。

國際商業債務的削減過程，對於各國投資家是相當痛苦的事，但國際債務過度增加，物價崩落又加重債務負擔，這種激性的行動已是不可避免的了。國際商業債務的削減並政治債務的消滅，將使國際金融組織基礎穩固起來。國際債務量愈少，受一九三一年及其後所經驗的衝擊的機會也愈少。

要是國際商業債務負擔的減輕，是因物價騰貴而發生的，那末對各關係方面，是再好沒有的了。但實際上，却是物價崩落，債務負擔大大增加，致使多數債務者逼不獲已而停止支付。停止支付是種傳染病，許多有力支付的也跟着學樣。支付之部分的或完全的停止，其所招致的損失實較物價騰貴的損失更大。而且，在債權者的立場，由債務者停止支付所感受的損失實較用商品表示的自己債權的減價更為痛切。許

多場合，他們用公司債做爲借款的擔保。隨着債權的商品價值的減價，借款的商品價值也減價了。不過在停止支付的場合，借款的負擔沒有變動，自己的債權却喪失了價值。緊縮行到使債務者不堪負擔的程度，對於債權者的利也是有妨礙的。穩和的緊縮雖然於債權者不無利益，但緊縮行到極度，他們就會要得不償失。

## 第三十七章 總結第三編

### 一 恐慌略史

過去二十年中充滿許多有興味的歷史，而其中最有趣味者便是世界恐慌時期。華爾街的崩潰在金融史上最是最戲劇化的一樁事，雖說中歐恐慌、英鎊危機、美元危機或許還要超過它。若在正常時代，信用銀行事件、克路革破產事件等恐怕要算最可注目的事吧，而在今日，却只是層出不窮的許多恐慌之一。

緊縮時代始於華爾街的崩落。是時美國正被激烈的經濟恐慌襲擊着。它的原因，一部分是因為證券價格暴落，購買力隨之減少，一部分是因為對於前途感覺悲觀所致。恐慌馬上便波及整個世界。商品價格大落特落，失業者激增起來。有幾個國家，再又發生銀行破產。多數國的銀行都採取信用限制政策，結果越發加深恐慌。一九三〇年下半年英鎊的疲軟，使悲觀空氣更加濃厚。

一九三一年剛剛開始，似乎微有恢復的徵候。鎊價看住轉堅，貿易也稍有起色，雖說不是一般的。關於德、奧關稅同盟案的德、法間的爭執激起政治的不安，突然地把經濟恢復的趨勢挫退了。信用銀行事件使情形更爲惡化，遂成爲空前的金融大恐慌的發端。外國資金從中歐各國急速撤退，債務國準備金急激減

少，以至陷於非常困難的狀態。英蘭銀行雖出而救濟，在奧國政府和信用銀行的債權者間成立了協定，但仍舊無濟於事，而法國對中歐金融恐慌的態度尤其使事態惡化了。

## 一一 恐慌的頂點

到六月中旬暴風的中心已由奧國移向德國。國家銀行得到充分的信用借款，好容易能應付外資的撤退，但這種傾向依然如故，此項信用借款也感覺不足了。胡佛總統關於賠款和戰債一年延緩支付的提案沒有立即被接受，其所預期的心理影響沒有發生出來。德國財界的不振誘發銀行的擠兌，而全國的銀行又不能共同合作，以阻遏這可怕的傾向。七月十三日德國政府宣布延緩一切銀行支付。其後，這延緩支付令對國內支付已漸次解除，惟關於對外短期債務，則由債務停頓協定把它永久化了。

到七月末梢，暴風的中心又由德國移到英國。中歐恐慌促成存放倫敦的資金的撤退。一則因為英鎊減價，一則因為對於和中歐關係很深的銀行失去信任。英蘭銀行把貼現率由二·五%提高為四·五%，和美、法間設定五千萬鎊的信用借款。但就是用這種手段，也不能阻止從鎊的逃避，新內閣成立後，情形仍依然如此。後來再又設定八千萬鎊的信用借款，仍舊沒有效果。印發戈登駐在艦隊事件發生以來，英鎊賣氣異常熾烈，九月二十一日，英國政府遂決計停止金本位。



### 三 英鎊慘落

英鎊暴落了。鎊資金的外國持有人蒙受嚴重損失，其中並且包含數國的中央銀行。許多國家步了英國的後塵，金本位通貨因以大失信任。也有從紐約撤退資金的，結果誘發美元資金之一般撤退，但隨即就平靜了。在一九三一年下半年那種混沌的金融狀況中，有兩三個國家曾於匯兌管理和貿易管理上覓求維護本國通貨的方法。十一月，從日圓的逃避開始。十二月，日本遂放棄金本位。

由年尾到年頭，國際情勢頗有起色。英鎊主要由於政府財政緊縮方針之故，開始有顯著恢復。英國政府充分收買法郎和美元，把以前設定的信用借款償清之外，還積蓄了相當的外幣。對美元的不信成爲向英鎊的逃避，間或也有從法郎向英鎊逃避的。一九三三年四月，英國政府以統制英鎊爲目的，設定匯兌半準基金。

從美元的逃避到一九三二年中便告終止。而同時五釐戰時公債的換發又誘起從英鎊的逃避。並且預料十二月到期的戰債支付，季節的疲軟期的到來，秋間英鎊遂大落特落。不過年末再來了個急激的反應。法國財政的惡化，美國金融恐慌的擴大，再又發生向英鎊的逃避。

#### 四 法國和美國的恐慌

法國的財政困難，是一九三一年以來才開始向法國侵襲的恐慌的結果。深刻的銀行恐慌也發生了，爲了救濟兩三個大銀行，已把國庫用得空空如也。到一九三二年初頭，法國的銀行恐慌和其他各國一同歸於平靜。克路革的破產與國際銀行界極大打擊，但其影響並不如預想般激烈。

美國的銀行大破產，復興金融公司放款詳情的發表，使存款者動搖起來。擠兌的波浪遍及全美。有幾州遂不得不宣言銀行休假。胡佛總統任期快滿，已沒有出於斷然行動的權限，當然使事情更加嚴重。一九三三年三月三日，羅斯福總統甫行就職典禮，馬上宣言全美銀行休假，明令禁止現金輸出。很多銀行未能隨即再開營業，須靜待調查。美元平價雖維持了數星期，但四月二十日以後便開始下游傾向。羅斯福總統以擡高物價的目的，實行將美元減價。一九三三年開於倫敦的世界經濟會議席上，關於通貨安定的協定所以未能成立，就是爲此。英鎊嘗一度想和金本位通貨連繫起來，但終歸步了美元的後塵。

#### 五 緊縮的告終

一九三一年以後英鎊的減價，一九三三年以後美元的減價，對於仍維持金本位的國家發揮了緊縮

的影響。使他們的物價激落，經濟衰落更加深化。洛桑賠款協定以及由於支付停止的戰債問題之事實上的消滅，都沒有發生良好的影響。美國和英鎊集團各國的經濟情形大有起色，而金集團各國的情形却只是一天不如一天。法國自一九三三年末到一九三四年初，金融上政治上都經過激烈的危機。隨後爲平衡預算，採用急激的方策，雖然使法郎的信賴恢復了，經濟衰落却因此愈益嚴重。在其他仍維持金本位的國家，也發生同樣影響。一九三四年末，法國新內閣乃放棄更進的緊縮方策，其他金集團國亦皆倣之。

自從金集團各國決計放棄更進的緊縮方策以起，那由華爾街恐慌開其端的緊縮時期可說已告終止。自然，有些國家的物價也許還會要跌落，不過就大多數國家而言，緊縮已經到了極限，再實行緊縮，必定會發生反對傾向。從而，由現在看來，緊縮時代已是過去的時代，關於這種傾向的原因和結果，不妨稍爲說說。

## 六 緊縮的原因

先說直接原因，再說間接原因。最顯而易見的原因便是恐慌之先的投機狂。一九二九年證券價格法外高漲，其必至反落是很明顯的。證券價格的漲落，當然是遵照振動的自然律的，過度的高漲必然招致過度的低落。就普通股票或普通證券而言，繼續五年的衰落已將其過高的價格清除了。關於這點，一九二九

年的反常狀態完全被矯正。隨過度高漲而來的過度低落，也於一九三三年、三四年間自行訂正。現在的證券價格可說一點反常狀態也沒有了。

形成緊縮恐慌的第二個原因者便是商品價格的低落。不消說，也有人主張物價跌落不是恐慌的原因，却是恐慌的結果；其實兩者互為因果的。這兩個現象同時發生，在任何一定時間，都不能斷言誰是原因誰是結果。作為全體去觀察恐慌期間，恐慌也可說是物價跌落的原因，也可以說是物價跌落的結果。證券價格的緊縮雖可說是一個修正過程；商品價格的低落却是使一九二九年以前便存在的不均衡更加激化。一九二九年的物價不能說是太高。和戰前一九一三年的水準比較固屬太高了，但是戰前水準，決不能假定它直到其他遊星與地球相碰而問題告終時止，始終是物價應該遵循的規準啊。由貨幣用金量看來，物價確實太高，但和虛擬財富對比起來却顯然是過低。

## 七 不均衡加甚

無疑，物價的跌落已將因黃金不足和分配不均而起的不均衡訂正了。但同時，虛擬財富和實際財富間的不均衡却又激化。由於證券價格的潰落以及債務者的停止支付，虛擬財富固然顯著縮減。賠款問題和戰債問題的消滅也將虛擬財富削減不少。外國政府債和公司債的停止支付，就個別持有人的立場說，

固然是很痛苦的，却不能不承認它對於虛擬財富的減削與有大力。銀行破產和個別的債務者破產也把虛擬財富縮少了。自然，這種縮少的方法不能否定是不正常的。要是降低通貨的商品價值，那末同一程度的虛擬財富會用不着這樣的混亂並且還公平些便可實際削減了吧。但現實上通貨的商品價格反而漲高，削減虛擬財富的效果大半喪失了。

當恐慌開始的時候，信用的限制無疑是使商品價格跌落的最大原因。但到了後來，這個因素已經失其意義，信用的需要由於不景氣和物價低落的結果，比供給更減退得厲害。一九二九——三〇年的恐慌，信用限制所演的作用確實是很大的，但其後不景氣和物價跌落相互影響，致形成緊縮過程。自一九三一年以來，英鎊的減價很促進了金本位國的緊縮。一九三三年以後美元又演了同樣作用。但是金本位國之受緊縮的苦惱，不能把責任完全歸於美國和英國。其最大原因還在於他們自己不願物價崩落，而頑固地維持着金本位。

英鎊、美元及其他通貨的減價，其所走的路向是正確的。它把黃金不足的問題相當解決了。因為它使同量的黃金盡了更多的職務，作了更多的信用的基礎。同時，它把虛擬財富和實際財富間的不均衡矯正了許多。國內物價隨通貨減價而騰貴，該國的虛擬財富亦削減如其程度。但是物價騰貴率不及匯兌下落率，所以由黃金不足而引起的不均衡也相當矯正了。這兩者所走的路向都是不錯的。這個結果的達成，對

於關係各國幾乎毫沒有使他感覺不便利的地方。

## 第四編 通貨復元

### 第三十八章 何謂通貨復元

#### 一 這個傾向還不是世界的

我們想以這一編討論一九一四年後金融史的第四期，即通貨復元（*reflation*）時期。這項工作比上述三期，即通貨膨脹、安定、緊縮的論究困難許多。因為通貨復元時代，在目前還剛剛開始。最初兩時代在幾年前便已告終，可以當作過去的事情去處理。第三期緊縮時代也可說告一段落，雖說它何時終止仍不無疑問。而通貨復元却尚未成爲全世界的傾向。有些國家從相當久以前便開始這傾向了。英國及其他數國，一九三一年隨着英國放棄金本位遂開始通貨復元時代。美國則開始於一九三三年金本位的脫離和羅斯福總統通貨復元政策的採用。德國則開始於國社黨政權的樹立，龐大的公共工程，軍備的再擴張。日本則開始於日圓脫離金本位和財政困難的發生。

不過金集團各國，通貨復元時代都還未開始。意大利到一九三四年緊縮已經告終，法國政府也於是年年尾聲明終止緊縮。其後法國政府且進一步宣布新政策，造成相當程度的通貨復元。其他金集團國家

也很有做這種例的可能性。但至今爲止，這些國家仍無現實的通貨復元的徵候。

## 一一 意識的通貨復元和自然發生的通貨復元

通貨復元這名詞是最近才產生的。通貨膨脹、安定和緊縮今日已成爲一般人的用語，通貨復元這名詞却除了美國外還很少人使用。促進這個新名詞的使用的是羅斯福總統的復興政策。它的涵意需要下一個定義：通貨復元是欲逆轉它之前的緊縮傾向的一種通貨膨脹的傾向。有時亦被解釋爲意識的膨脹傾向，但不必定如此。像通貨膨脹和通貨緊縮有意識的和自然發生的一樣，通貨復元也有由於意識的貨幣政策者，也有作爲通貨當局所不能左右的事情的結果而發生者。

意識的通貨復元的典型便是羅斯福總統的貨幣政策。其所採的方式是：意識的放棄金本位；廣泛的補助金制度；大規模的國家支出；採用提高工資政策；意識的貶低美元價格；斷行準備金的再評價；採用恢復白銀貨幣資格政策。舉凡這些行動，都是想把開始於一九二九年的緊縮傾向逆轉起來。

自然發生的通貨復元的典型是英國的。英鎊被一些不可抗力逼着脫離金本位，結果通過鎊價的低落，發生了某程度的通貨復元。又在緊縮發展到極度的金本位國，也自動地發生許多因素，使緊縮傾向逆轉了。



繼緊縮而起的膨脹的傾向並不都是通貨復元。通貨膨脹一度爲反動所阻止，再又回復勢力的時候，這通貨膨脹的新姿容不能視爲通貨復元。它只是單純的通貨膨脹的繼續而已。這是一九二〇年——二一年戰後恐慌後通貨膨脹集團各國所經驗的。法國、德國及其他大陸交戰國，戰後通貨膨脹經過一度恐慌之後，再又恢復了。這第二次的通貨膨脹雖是緊接於通貨緊縮之後，但決不是通貨復元。這個場合與一九三三年——三四年美國的通貨膨脹的差異在什麼地方呢？前者是同樣的膨脹因素，自戰後以來便作着用着，僅只它的效果會一度爲緊縮勢力所妨礙罷了；反之，後者却是全新的因素在活動着，這些因素在緊縮時代都不存在。一九二一年法國的場合，使膨脹再發生的諸勢力，既不是恐慌引起來的，也不是意識的貨幣政策變更的結果。事實上，是因爲會暫時消除膨脹因素的諸勢力都已停止活動了。美國及其他一九三一年以後發生通貨膨脹的國家，情勢完全是新的，並且是恐慌所造成的結果。

### 三 緊縮自動地逆轉

現在讓我來考察那不是當局意識地採取通貨復元政策而乃自然地發生通貨復元的情形。在平常，自然發生的通貨復元乃是景氣循環的一環，自動地緊隨緊縮之後。循環性的恐慌發展到某程度，就有種種喚起商業活動恢復和信用擴張的勢力發生出來，而暫時地帶着通貨膨脹的性質。但有幾個國家作爲

一九二九年——三四年緊縮恐慌的結果而發生通貨復元情形却有些不同。這場合喚起信用之復元的擴張者並不是商業活動的恢復。反而是各種通貨復元方策使商業活動多少恢復了。

過去數年間自動發生通貨復元的情形，各國不一致。喚起通貨復元勢力所必要的緊縮的程度，依各國的抵抗力而異。德國各種通貨復元勢力，在一九三一年夏季便開始了活動。因為對銀行、儲蓄銀行等的救濟資金的放出，要求信用的擴張。但德國政府一方面又採取極端的緊縮政策，因而妨礙了通貨復元的進行。一九三一年的英國對通貨復元勢力很少抵抗力。工資沒有減低餘地，財政發生赤字，工黨內閣對於保護關稅的採用猶預不決，而通貨當局的技術情勢又異常微弱。英國所以首先屈服於自動的通貨復元勢力之前，就因為這種種情形。同時，英國政府提高貼現率，計議緊縮財政，圖謀抵抗這通貨復元勢力。

美國喚起通貨復元勢力的是銀行恐慌。縱使新總統沒有採取意識的通貨復元政策，由銀行的大量破產所促成的恐慌的激化，仍會自動地喚起通貨復元的。

#### 四 通貨復元勢力和金集團

法國及其他金集團各國，自從一九三一年以來便有通貨復元的因素的存在，不過政府當局把它的勢力遏止了。銀行的救濟使意大利和比利時發生通貨復元。但法國當銀行恐慌勃發的時候，國庫的現金

很是充足，所以沒有採用通貨復元政策的必要。經濟恐慌使意國和較少程度使法國在由借款調達的公共事業的形態上採用意識的通貨復元政策。在意國，這政策與其他通貨復元勢力一併，於一九三四年中把緊縮傾向阻止了。

在法國，那怕公共事業發揮了通貨復元的效果，緊縮傾向却自一九三四年以來仍舊繼續如故。更要的一個通貨復元勢力是財政的困乏。這困難主要由增加歲入削減歲出的緊縮方法把它打開了。但大多數金本位國，却都是用借款的通貨復元政策以補救歲入不足。一九三二年以來法國具有最重要的通貨復元勢力的便是國庫的困乏。這常常有誘發通貨膨脹的可能，但至今為止總算避免了。不過一九三五年開始法國政府所採的新政策，要是真正成功，却定會誘發通貨復元的。

## 五 意識的通貨復元之各種形態

意識的通貨復元政策有種種形態。在這點是和膨脹通貨政策沒有分別的。最無害處同時最少效果的方法是通過低利政策而達到通貨復元。英國政府一九三二年以來所採取的便是這種政策。法國政府在一九三五年初似乎也有採取這種政策的意圖。還有一個方法就是公共事業政策。這種政策不必以通貨復元爲目的。德國、意國、法國政府採取這種政策，都不是想要達到通貨復元，而是恐怕經濟衰落使失業

增加。就其效果而言，這幾國政府是否有意爲了通貨復元欲想增加購買力，是沒有關係的。他們也許只想津貼一定的生產者和消費者階級，結果消費力總歸增加，而發揮通貨復元的效果。這個方法在美國被廣泛的採用着。支給補助金以救濟失業，或特定企業特定貿易的救濟等，也無非這個方法的應用。

意識的通貨復元，另外還有一個方法，就是聽任通貨自由減價。通貨平價難以維持以致脫離金本位，那是自然發生的通貨復元。平價雖然尚可暫時維持而仍放棄金本位，便要發生意識的通貨復元。意識的通貨復元之最粗野的方法是破壞預算均衡，而借助印刷機去彌補虧空。到今日爲止，還沒有採取這個方法的。

## 六 通貨復元之道德的方面

通貨復元是否合乎道德，也有加以充分注意的必要。若通貨復元是自然發生的，那政府的態度正常與否原沒有關係。不過實際上這個問題倒常常爲紛議的焦點。通貨復元雖然極明瞭地是自動發生的，政府却仍不免常受攻擊，怪他沒有竭力阻止，依正統派經濟學者看來，爲政府者那怕支付多少犧牲，都要阻止通貨復元。這乃是神聖的義務。爲了抗拒通貨復元勢力隨你付多少犧牲也不爲過大。倘若要他們在破壞生產或讓通貨復元自動進行這兩者之中選擇其一，他們會毫不遲疑地選擇前者。政府當局若不選

擇前者，在他們看來實爲天人所共棄。他們沒有懂得，這個當中實際沒有選擇的餘地，因爲緊縮達到一定程度之後，通貨復元勢力便已成爲不可抗拒的。

自然，緊縮的限度決不是固定的。不過通貨復元勢力阻止緊縮的無限繼續，却是不可否認的事實。問題只在於政府當局還是應該竭死力和通貨復元勢力鬭爭呢？還是到了顯然要失敗時便停止鬭爭而屈服於通貨復元勢力之前呢？恐怕只有迷信的緊縮論者才不採取第二個辦法吧。

在意識的通貨復元的場合，通貨復元是否合乎道德的問題，更加被置重。但卽在這場合，獨斷的緊縮論者的論證也並不是非常有力的。他們對於通貨膨脹的反對論比較尙可以說得過去，雖則他們自己所擁護的政策，也和通貨膨脹一樣非道德的。但他們站在道德論上反對通貨復元的論證却明明無力。他們的論證說通貨膨脹是從彼得搶來拿給保羅，這是對的。但他們很聰明，通貨緊縮是從保羅搶來拿給彼得的。這事實却給他們掩蔽了。從道德的觀點，兩者實在是二而一者也。但是在通貨復元的場合，情形可完全兩樣。緊縮已由債務者生產者保羅搶來給與債權者消費者彼得了。通貨復元只是要把保羅被搶去的東西由彼得手裏取回來而已。在這個調整當中實在沒有什麼不合於道德的。難道彼得持有由緊縮所給與的不當利得是至高無上的正義嗎？自然，一九一四年——二〇年（有些國家是二六年）的通貨膨脹會從彼得手裏搶給保羅，所以有人以爲其後的緊縮，不過仍把彼得的當然所有物還諸彼得罷了。不過大部分

債務都是在物價高於現在水準時成立的，所以物價恢復一九二六年水準時成爲犧牲的彼得的人數，比這種物價的騰貴被阻止時成爲犧牲的保羅的人數要少得多。

## 第三十九章 英國的通貨復元

### 一 因緊縮而緩和了通貨復元

英國的放棄金本位，是具有恐慌中發生的通貨復元性質的許多變化裏面有重要意義的最初一個變化。一九三一年九月以後鎊的跌落使通貨復元勢力很是活動，但現實的通貨復元效果尙很微小。

物價暫時反騰之後，馬上又跌回戰前水準，其後雖多少稍有起落，直到最近爲止，始終穩住在這地位。這是一般未想到的。人們期待英鎊減價會使物價騰貴，會阻止世界的緊縮傾向，但實際上英國的物價幾乎沒有變化，緊縮傾向反隨鎊價跌落而激化了。這個理由，在於放棄金本位這種通貨復元的行動，是和英國及其他金本位國的緊縮政策相伴而行的。英國的利息被提高到恐慌水準以上。政府和企業者的工資和俸給減低，削減了購買力。預算的均衡藉增稅和緊縮而恢復。物價全面的跌落，放棄金本位時出現的通貨復元的形迹，隨着歲序更新便消滅於無形。仍維持金本位的幾個國家也於英國放棄金本位後強行緊縮政策。他們努力核減歲出。生產者和商人爲要驅逐利用英鎊減價的英國的競爭，竭力減低生產費。金本位國的通貨當局也採用緊縮的貨幣政策。在這種情形之下，英國的物價騰貴不會在金本位國家引起反

響，乃屬當然之事。

自一九三二年初春以來，隨着鎊的恢復，英國遂發生緊縮的傾向。這種傾向某程度上為政府當局阻止了。因為他們不欲恢復鎊價。但政府的干涉決不帶通貨復元性質。他們單只努力阻止緊縮而已。同時，利息漸被降低。一九三二年二月以來，英國開始實行低利政策。銀行率在一九三二年上半年，漸漸由六%降為二·五%。這種低利息和一般游資的投資，使公債市場頓現活氣。斷行換發五釐戰時公債，就是為此。自此而後，政府、自治領、屬領政府和公共團都紛紛實行換發。低利息的影響由公司債市場漸漸地波及股票市場。

## 二 低利的原因

從本章的觀點，下面兩個問題是很有趣味的：低利息到怎樣程度是意識的貨幣政策的結果呢？到怎樣程度發揮着通貨復元的效果呢？一九三四年十二月，張伯倫（Neville Chamberlain）曾在下院鄭重地要求承認利息率的普遍降低完全為政府政策的功績。但這是很值得討論的。政府那種正統派的財政方針替低利息開了道路是沒有疑義的。銀行率政策也有同等功勞，雖說銀行率常只是追隨公開市場的利息率。國家勇敢地斷行換發五釐戰時公債，明明是把長期利息降低的障礙物去掉了。外債發行的禁止，



特別是大換發計劃成功後還繼續很久的內債發行的禁止，更助長了低利息傾向。

贊同張伯倫的主張，說低利完全是政府政策之結果的人們要記得次一事實：美國政府的政策和英國的完全不同，可是美國的利息也低落到和英國相同的水準。美國的預算是故意使它失去平衡；而且其赤字雖然浩大，長期國債利息却降低為三·二%，和英國的國債利息幾乎無別。至於銀行票據、財政證券的貼現率，一向是紐約低於倫敦。

無論英國或美國，助長低利傾向者，除政府行動外，都還有旁的因素。這個因素便是長期的商業衰落。商業信用的需要總是非常微小，新投資額總少於貯蓄額。低利的原因大部分都在這裏。所以，低利息乃是自然發生的東西，是經濟衰落的必然歸結。

### 三 低利之有限的直接效果

第二個問題便是低利發揮了通貨復元的效果沒有呢？它確實沒有使物價顯著騰貴。另一方面，却以證券價格騰貴的形式造出了追加的購買力。但並不是說，因此使公債及其他有價證券持有人急於消費其元本的增價。同時，毫無疑義地，因為元本增加的結果，它們的收入是全部被使用了。不過換發計畫的實行減少大量元本的收入，却是確實的。

金利生活者階級的代辯人說，換發使購買力減少，所以不利於工商界。但換發從金利生活者手中奪去的購買力並沒有消失，不過轉移到其他消費階級手裏去了。若是因換發而租稅減低，那就要增加納稅人的購買力；若是財務大臣把它作為造船補助金，那就會增加造船業的購買力。結果從購買力的現實的使用這觀點看來，購買力被分配得更好了。因為有利證券的持有人，大半都是大資本家，他們的消費不因收入減少而受影響，至少比較不大受影響。自然，外債的換發減少英國投資家的收入，而這所減少的又沒有移入英國人手裏，結果英國的購買力減少。不過外債的換發比之於內債的換發是不算什麼的。這個因素的重要性不足予關於換發對購買力之效果的結論以若何修正。所以我們可以說，由於換發的任何再分配不會減少只會增加財貨或勞務的需要。

雖是這麼說，低利對於通貨復元的直接效果很是微小。不過在給其他通貨復元因素開拓道路一點却是具有相當意義的。低利本身確沒有惹起通貨復元，但要知道高利是要阻止通貨復元的。低利的種種結果，在消極的意味上，不可太小視了。

#### 四 羅斯福總統的勢力

一九三一年到三四年間英國的通貨復元，並不是由於英鎊減價，也不是由於低利政策。一九三三年

通貨復元的景氣恢復，其最主要因素乃是由於羅斯福總統的通貨復元政策而起的美國的物價騰貴。因為英鎊是跟美元的，所以美國物價上漲，英國物價亦隨而微漲。刺激工商活動者，便是這物價的漲勢。

常有人說一九三四年英國商業的好轉乃是長期衰落的自然的歸結。幾年以來，消費者已把消費抑低到最低限度，到如今，起碼衣服不可不改換了，房子不可不翻造了。這個主張很包含不少真理在裏面。不過為什麼決意購買商品者僅是通貨減價各國的消費者，而金本位國的消費者却仍不肯購買呢？這是因為前者物價步漲後者物價續跌的原故。使一九三四年的英國消費者決意購買商品的，是因為預料物價不會再往下落，並且恐怕它騰貴起來。

## 五 美國物價騰漲的影響

美國物價的騰漲對於英國的通貨復元的效果不只是單純的心理現象。原料生產國的物價騰貴使英國對外投資收益增加。在自治領、殖民地、中南美、東方等處的英國企業的股東紅利增多了。對借款的利息支付也恢復了。如此，購買力遂以增加。加以農產物價騰貴使英國農民的購買力增加。農業在今日英國仍還是最重要的事業，從事農業的人的購買力決不容忽視，但事實上常常被忽視了。

如此，英國景氣恢復主要是由於羅斯福總統的通貨復元的貨幣政策。英國政府的貢獻是非常少的。

自然，英國政府的代辯者常表明他們是贊成物價騰貴的，但政府實際上並未採取爲這目的的任何步驟。英國政府這種態度，正像王爾德（Oscar Wilde）小說裏的主人翁，他說爲着保持青春他是什麼事都願意做的，不過早起、運動和規律的生活這三項却要求除外。英國政府也是這樣，爲了提高物價什麼事都願做，祇是不採用任何有效力的通貨復元手段。那怕輿論界如何督促，政府始終反對大規模的公共事業，例如清除貧民窟增築公路等等。就是發行住宅建築債的提案也被拒絕了。預算仍保持着平衡，關於這點，英政府是始終不肯放棄正統派原則的。也不會意識地使鎊減價。到一九三四年，一半由於貿易逆調，一半由於一九三三年到一九三四年初逃來倫敦的美國或大陸資金撤退的結果，鎊價自然跌落，爲了遏阻這種傾向，匯兌平準基金保有的現金差不多全數使光了。四元八角六分至五元間的最近英美匯價，政府當局承認過高，是公開的祕密，但是並不見設法去降低它；剛剛相反，假如自然發生這種調整時，他們還會要盡力去阻止呢。據張伯倫的意見，認爲美國的物價和英國比較太跌厲害了，但是仍不見抑低鎊價去矯正這種事態。他原是希望美國物價騰貴來矯正它的。

英政府對通貨復元的唯一功勞是把曾經核減的失業津貼，政府使用人的工資薪俸等提高了。這個行動的直接結果雖並不顯著，但有着間接的效果，即使各個的企業家都做照這樣作了。通盤說來，英國的通貨復元由於意識的政策者實在少極。英國的通貨復元大部分是自然發生的，是美國通貨復元政策的

結果。

第四編 第三十九章 英國的通貨復元

三〇五

## 第四十章 美國的通貨復元

### 一 意識的行動

作爲意識的貨幣政策，大規模實行通貨復元的國家僅美國一個。德國和日本雖有很高度的通貨復元的發展，但都不是貨幣政策的結果。德國政策或日本政府並無擡高物價的目的。德國政府的目的在救濟失業，斷行再軍備。伴隨這個過程而來的物價漲貴和信用擴張，政府認爲是不可避免的弊病，只想竭力加以阻止。日本圓的減價不是爲發展通貨復元起見，意識地貶低的。而只是在中國的軍費支出的不可避免的結果。僅有美國才是爲擡高物價而增加國家支出，意識地貶低通貨價值。

給予銀行及其他企業的巨額救濟資金，成爲一個離政府政策而獨立的通貨復元因素。但美國要是維持金本位的話，僅僅這個因素恐怕尚不能使物價騰貴。對於陷於支付不能的救濟資金並沒有造出追加的購買力，單阻止了由於銀行破產的購買力收縮。

對支付不能的銀行提供救濟資金或銀行的大批休業所以會產生通貨復元，是因爲它促成了美元資金的逃避，最後必致於放棄金本位的原故。當美國能够抗拒這樣造成的美元危機的期間內，銀行救濟

資金或銀行大批破產都不會產生現實的物價騰貴。不過銀行救濟資金是和其他種種意識的通貨復元方策一致的，所以對於通貨復元也與有力。

自然發生的通貨復元另還有一個因素，那便是放棄金本位後美元資金逃避所促成的美元減價。不過美國放棄金本位乃是新總統的意識的貨幣政策的一部分，所以美元自然發生的減價也可視為意識的貨幣政策的結果。

## 一一 通貨復元是合乎道德的

倘若世界上有一個國家的通貨復元的貨幣政策是充分合乎道德的，那就是美國。由於物價慘跌的結果，私的債務負擔隨着通貨緊縮的進行，一天一天加重。物價的慘跌尤以農產物為甚，所以農民受害最大。

常有人說，與其採用通貨復元政策，不如由政府直接給予必要者 (deserving cases) 以救濟資金好些。不過深知政策的利害對於美國行政的勢力的人就明白，要是採用這種方法，必至產生最不好的差別待遇。獲得救濟資金者，將會不是最受緊縮的災禍的人，而是那最巧妙地運用政治利害的人。迴避政治的差別待遇底唯一方法，便是擡高物價，一視同仁地救濟農民和其他的債務者。

爲達到這目的，第一步是放棄金本位。美元只要維持在黃金的基礎上，物價總沒有永久顯著騰漲的可能。這點是值得鄭重注意的。維持舊平價時縱或在美國或別處使物價大大騰貴了，這騰貴也只是一時的。僅因爲就世界全體而言，黃金量不足以維持高物價這理由，就得立刻使它反落。貨幣用金量既然有限，那末要使物價在騰貴的水準上安定起來，就只有主要國家都實行通貨貶值這一法。英國和美國的脫離金本位便替這個解決開了先路。

通貨復元的第二步便是以救濟資金補助金爲主要形態的、急激的歲出增加。這個政策不是無差別地處理它的對象。羅斯福總統對於軍人恩餉及其他要求都拒絕了。公共事業大規模地實行起來。自然，這種事業大部分都無甚價值，不過因爲沒有慎重計議的餘裕，也是不得已。但是，既完全是爲要造出購買力，不能說這是白費的。

### 三 通貨復元和「新政策」

再其次一步便是藉提高工資和俸給以增加購買力。復興運動完全集中於這個目標。經濟恢復而工資不跟着增高，會釀成追加購買力分配不均的弊病，必至阻礙恢復的進行。反動經濟學者對於這點是一向沒有考慮的。他們常稱工資沒有彈性，乃是正常經濟修正運動的障礙；意思就是說，物價雖然跌落，勞動



者仍不肯減低工資。但是，與這相反的一面他們却忘記了。企業家們那怕物價騰貴或生產增加而利潤增多，也不會肯輕易提高工資。正統派經濟學者悲歎着「早前好日子」在那個時候，沒有什麼工會和失業津貼，衰落時期可以減低工資，不會有任何阻礙。但是經濟制度的另一種固定性，他們却從未介意。工資在興旺期遠落在利潤和物價的後面，但他們認爲這是正常的、自然的現象。若工資在恐慌期落在利潤和物價的後面，他們就要喧嚷起來了。不過，興旺期工資不能趕上利潤這事實，應該對循環性恐慌負最大責任，乃是一九二九年恐慌的因子之一。恐慌前的時期中，雖沒有物價騰貴的現象，但由於生產增加和生產減低，利潤已是增大，當然應該提高工資才對。所以一九二九年以前，工資不能與生產增加取同一步調，而遠落在利潤增加的後面，以致釀成購買力分配不均，對於恐慌的發生與有不少力量。

羅斯福「新政」(New Deal)的功績就在於充分考慮到這一向被人忽略了的事實。在他未聲明提高工資爲通貨復元政策的一部以前，除社會主義者外，誰都以爲工資的提高是有害於經濟活動的。以爲僅只工資落在利潤和物價後面時，經濟界才有興旺的希望。促使大家注意高工資原來和企業家利害一致這事實，確實是羅斯福的功績。

不幸他的理論在美國被實施得很不滿意。被政府擡高物價政策鼓起了勇氣的工會提出過度的要求。在其壓力之下訂結的協定，常常越出必需以外。貨車被放在馬前面去了。工資被提高至物價騰貴和經

濟情勢所不能容許的水準了。結果，過高的工資遂開始阻礙經濟的恢復。但是，要達到正當的解決，試驗和錯誤是免不了的，高工資原則雖在適用上不免錯誤，仍不失為向通貨復元的一個重要步驟。

#### 四 美金之意識的減價

美金之意識的減價，目的是在實行通貨復元。到一九三三年秋止，預料膨脹政策勢所必行，美元自然地跌落了。一九三三年十月以來採用意識的美元減價政策。美政府提高購金價格，以使美元減價。這個過程到一九三四年二月便完了。一月三十一日最後決定公定購金價格為三十五元。但仍保留於必要時可以變更之權。議會賦與總統以權限，得於五角至六角之間使美元安定起來。三十五元的購金價格相當於五角九分〇六毫。一九三四年二月間，美元匯兌已漸漸和這個臨時平價接近了。

各種通貨復元政策對於美國通貨復元的貢獻如何，很難斷言，不過著者認為美元減價是一個最大的因素。公共事業及其他國家支出雖造出追加購買力，究竟不能說很大。若不是美元貶價，物價恐怕不會漲到這樣高呢。

#### 五 所謂「通貨膨脹的恐怖」

爲什麼努力了兩年，物價的騰貴和失業的減退還是很微少呢？批評羅斯福總統的政策的人說，這是因爲通貨膨脹的恐怖使工商活動麻痺了。這種恐怖和貨幣政策使資本家失去了信念，資本家是事業的實行者，他們不信任政府政策的必然結果，財界活動遂漸漸失去對通貨復元方策的反應。但是這種主張似乎是違反人情的。說資本家會駭怕通貨膨脹使物價騰貴，未免太荒唐。無論製造業者和販賣業者沒有會受物價騰貴的不利的。從而，通貨膨脹的可能性正和他們所主張者相反地，能够刺激生產，增加商品的販賣。而且，經濟界的恢復固然要靠資本家；但尤其要看消費者是否有意思有能力購買商品爲斷。消費者有這種意思和能力，則製造業者和商人，不管自己主張如何，政府政策如何，終歸會供給有需要的商品。通貨膨脹的預測對於消費者並無不利影響。若預想通貨復元的結果物價將要騰貴，他們便會趕緊購買更多的商品，因而對生產加以刺激。

通貨復元的努力所以收效不宏的理由，恰好在幾種批評者所說的反面。羅斯福政策的批評者主張由通貨膨脹的預測而引起的不安阻止了經濟界的恢復。這個意見本來不錯，可是這個不安所產生的效果完全和通貨復元的批評者所假定的相反。製造業者不敢放膽生產，商人不敢多備存貨，那不是因爲怕懼通貨復元，而是恐怕通貨復元不發生。消費者所以不急於購買貨物，不是因他們認爲有發生通貨復元的可能，而是因爲他們希望不發生通貨復元。

## 六 羅斯福總統的矛盾

阻止景氣恢復者是因為羅斯福總統的通貨復元政策成功與否不能確定，他的貨幣政策前後衝突，又似乎沒有充分的熱心把它見諸實施。所造出的追加購買力不足以使物價充分騰貴，而美元減價也沒有到足夠的程度。羅斯福的政策剛剛起始便遇到兩條路，還是實行通貨復元呢，還是用正常的借款政策抵補赤字以穩固財政狀況呢？政府當局想兩方面都兼籌並顧，並且希望僅只通貨復元的招來或脅迫就足夠使物價騰漲起來。因為對有效的通貨復元政策的期待未能實現，生產者、商人乃至消費者，由是都懷疑，不知充分的通貨復元究竟會發生不。

一九三四年一月美元暫時的安定，沒有產生正統派經濟學者所期待的結果。美國經濟界到一九三四年秋季止繼續停滯，不，簡直有反動傾向；但是，上院選舉的結果，通貨復元派佔到多數，物價這纜漸漸反撥了。

美國政府在這通貨復元政策上，比英國勇敢得多，但也沒有勇敢到足以貫徹這目的，其以通貨復元為目的的國家支出單只阻遏了各種緊縮勢力，並沒有改善物價和就業狀態。要達成所期望的結果，羅斯福總統非得下決心更大大貶低美元價值不可。

## 第四十一章 德國的通貨復元

### 一 通貨復元和通貨安定

前面說過，一九三四年以前的世界被分爲兩個集團，即藉通貨減價以克服緊縮恐慌的國家，和不願恐慌的激化繼續維持通貨平價的國家。但是也有不屬於這兩個集團的任何方面的。因爲他們沒有抑低幣價而有效地克服了緊縮恐慌。誠然，德國成功了吃餅乾而又保存餅乾的不可能的事業。馬克（Reichsmark）對金幣維持着平價；而且有時昇水到够使黃金從荷蘭流來。雖然如此，一九三三年和一九三四年中，失業已大爲減少，物價也相當騰貴。

這個異常的結果依存通貨復元政策到怎樣程度呢？不錯，國庫會發行失業救濟事業債，以融通公共事業，這類公共事業大部分在一九三三年已經着手了，但國社黨上臺以前並沒有發揮過通貨復元的效果的。確，除對外價值穩定的馬克（Reichsmark）以外，那裏還有登錄馬克（registered mark）、信用馬克（credit mark）、證券馬克（security mark）、臨時證券（scrips）等等減價通貨的存在。

## 一 虛偽的安定

有人說這種特殊馬克既都減價，馬克的安定僅是一個名目而已。主張德國馬克的安定已告成功，那是不免要受許多批評的，不過也要考慮國內流通的通貨，祇限於馬克一種。特殊馬克僅可使用於對外支付，而且其在對外支付中所占的量比較很少。用這些馬克輸入的商品的高價格，對於國內物價騰貴確有相當影響，但這個因素不能太重視了。無疑，最初給與通貨復元以刺激的便是這個因素，以及那用在公共事業和再軍備的浩大支出。在國社黨政權底下，通貨復元支出增加，特殊馬克更加跌落。一九三三年到一九三四年初的通貨復元，大半由於這個因素。德國的物價所以沒有和其他金本位國一樣下跌，而相反地有逐漸向上的趨勢，是由這些因素所致。

## 三 通貨膨脹的心理狀態

不過德國物價在一九三四年整年往上漲，却是德國民衆之通貨膨脹的心理狀態與有大力。美國因爲沒有這種心理狀態，所以不管政府如何努力，通貨復元的進展仍是很輕微的。美國民衆沒有通貨膨脹的經驗，所以不會聽見通貨膨脹就把貨物囤藏起來。要不是已十分確定，美國的生產者和消費者決不致

相信會發生通貨膨脹。在德國却有完全另一種心理狀態。一九二三年的經驗還活生生地留在德國民衆腦海裏。大多數人至今沒有忘記戰時及戰後物價狂漲和商品缺乏的情形。只要稍微覺得有發生同樣現象的可能時，民衆便會大忙地購藏貨物。撇開這心理的考慮，美國和德國民衆對於通貨膨脹之可能性的態度的相異，也可從兩國技術地位的迥異得到說明。擁有巨大金準備的美國，隨時都可以阻止通貨膨脹傾向。反之，德國準備金極是缺乏，通貨膨脹一旦惡化，就完全沒有阻止的可能。一九三四年上半期馬克減價的危懼非常濃厚，就是因爲金準備激減的原故。同時，馬克的金準備一旦告罄，物資的輸入便有斷絕之虞。民衆眼見着這兩樣事情，當然爭先恐後的把認爲最受匯價暴落和輸入制限的影響的商品購藏起來。例如大家都定做衣服，因爲預料布匹會要漲價，會要缺貨。

這種急迫的需要的結果，國內商業繁榮了，物價狂漲了。貿易差額因而惡化。因爲國內的繁榮使原料輸入增加，物價騰貴使輸出困難。結果是金準備更形減少。一九三四年六月金準備低落到極度，致使國家銀行不得不停止爲支付商業債務的特定外匯資金 (allotment of exchange)。

#### 四 「金支付不能本位」

德國所以不怕物價騰貴仍能維持馬克的平價，是因爲他們的當局毫不躊躇地限制對外支付到輸

出貿易所能得到的外匯額爲度。若在這種情形下斷行停止債務支付，實沒有理由說他不應該無限地維持通貨平價，只要匯兌管理有效力的話。若貿易差額轉爲逆勢，僅入超額不予支付，至於舊債，也只於外匯有餘裕時才支付。這個制度被很妙地稱爲「金支付不能本位」(gold insolvency standard)。利用這種手段縱然維持了平價，也是毫不足誇示的。

關於德國停止支付，常成爲爭論的題目。德國自己是這樣主張：德國所以停止支付，是因爲其他各國不能購買相當於債務支付的德國商品。但是，在通貨復元發生於德國以前，德國常是出超國。而且當時的通商壁壘自一九三三年以前便已存在，除了作爲對德國輸入限制的報復外，並未提高或者新增。德國貿易差額所以轉爲入超乃是因爲德國物價開始騰漲的原故。因爲德國商品在以前的外國市場的競爭力已經衰弱，加以國內的盛況使原料品的輸入大增。國內消費的增加意即爲原料品需要增加。倘若因爲缺乏充分的外匯資金，致不能輸入足夠的原料品，那會怎麼樣呢？那時物價會強制騰貴起來，因爲商品減少，需要却增多了。一九三四年下半年德國的狀態便是如此。那次物價的漲勢所以不怎樣厲害，乃因政府極力阻遏的原故。商品缺乏之通貨復元效果未能充分發揮其勢力。

## 五 通貨復元是不可避免的



對德的債權者們非難德國採用通貨復元政策，故意地使他的貿易差額惡化。從技術的見地說，這個意見是正確的。不過縱令政府不實行通貨復元政策，緊縮過了一定限度也遲早總會轉為通貨復元。法國及其他金集團國家因為擁有巨額黃金，於一九三三年和三四斷行通貨緊縮。但德國情形完全不同。他的抵抗力到一九三三年止已微弱到極點。窮困的國家有着五百萬至六百萬的失業人數，終非至訴之通貨膨脹（不是一種政策，而是一種必需）不止。

允許馬克減價也是造成通貨復元之一法。這樣做，貿易狀況會大大好轉，對外支付能力也會增加。另一方面，馬克減價會使各個債務者蒙受莫大損害。因為用美元或英鎊表示的債務，換算為馬克就增多了。結果有些債務者遂陷於不能支付，這却又使那些可忍耐損害的債務者的對外支付容易起來。

## 六 經濟紀律的效果

要是在別國，德國所採各種通貨復元手段必會減少輸出，從而減少輸入原料的手段，以至使通貨復元逆轉起來。到了因原料缺乏，工廠不得不關閉的時候，購買力的減少會使消費者需要收縮，會使國內興旺告終。在德國，這種事態也某程度地發生了。其所以沒有達到很高的程度，是因為國社黨所採的經濟紀律（economic discipline）和巧妙的大膽的貿易政策的原故。把一九三四年上半年商品輸入的商業

債務停止支付之後，德國遂進行和列國商談以信用借款輸入。利用種種巧妙的方法，信用借款直接間接地得到手了。譬如他們最初在英國得到信用借款，雙方成立匯兌協定，根據這協定英國商品的進口業者得用馬克將其債務支付於國家銀行。這個協定放棄後，又從新成立一支付協定。英蘭銀行給與對德債權擱淺的輸出業者七十五萬鎊信用借款。各輸出業者既可從英蘭銀行得到支付，當然又可答應德國新規定信用，於是這七十五萬鎊信用借款等於是給與德國。他們在瑞士、法國、意大利也採用各種各樣的方法，成立了許多匯兌清算協定，根據這協定，德國進口業者得支付馬克於國家銀行以償清其債務。從成立匯兌清算協定的國家的輸入由是激增起來，使得這些國家都把巨額債權凍結於國家銀行。

同時，增進輸出的方策也被講求了。為要獲得外幣，以支付原料輸入的代價，那怕明知有損失也不得不輸出。輸出的損失必須賴輸入商品彌補起來，因此助長國內物價騰貴，促進通貨復元勢力。

有人曾預言德國的通貨復元將使經濟界陷於潰崩而釀成混亂局面，但上述種種辦法已證明這是過慮，就是將來也會如此。從技術的見地，德國的通貨情形固然有許多大弱點，但對外國利益的大膽的干涉和對國內工商業的經濟紀律的強制已把術技上的弱點抵補許多了。很可以說，德國就是將來，仍會可一面維持馬克的平價，一面繼續國內的通貨復元。不過這種不自然的過程，若不學蘇俄一樣完全和世界經濟脫離關係，是不能無限地進行的。若從世界經濟隔離起來，德國的物價便會和蘇俄的物價那樣脫離

世界物價水準的影響

第四編 第四十一章 德國的通貨復元

## 第四十二章 其他各國的通貨復元

### 一 英鎊集團的通貨復元

美國、英國、德國表示了各自不同的通貨復元形態，但通貨復元的傾向並不限於這三個國家而已。它幾乎已成爲世界的傾向，僅只繼續通貨緊縮的金集團各國爲例外。各國的通貨復元都起因於種種原因，例如意識的貨幣政策政府對通貨膨脹的無抵抗，低值通貨和本國通貨的聯繫，美國農產物價格騰貴的影響等。

屬於英鎊集團各國當然要受英國通貨復元的影響。自一九三一年到一九三三年間，英國通貨復元勢力僅僅阻住其匯兌行市對英鎊釘住了的各國，即印度、埃及、葡萄芽等的通貨緊縮之繼續進行罷了。另一方面，澳洲和新西蘭却因爲他們的通貨對英鎊減低了百分之二五，所以得到許多利益。澳洲的鎊在金融恐慌勃發前便已減價。這個一部分是社會主義內閣漫無限制的歲出的結果。新西蘭鎊的減價是意識的通貨復元政策的表現，因爲並沒有非減價不可的必要。丹麥的通貨減價，不知究竟是意識的通貨復元的結果，或是勢所必至的結果。但政府當局意識地抑低克侖，降低對英鎊的安定點則是事實。從技術的見

地，或可維持其較高的平價於相當時日也未可知，但自英國實行保護關稅、成立帝國特惠關稅之後，丹麥的貿易差額便會趨於惡化，通貨的減價遲早是不可避免的。意識的貨幣政策，究其極，要不過使那將會自然發生的事態早些發生而已。

坎拿大遲疑了很久，應該追從美國的通貨緊縮，還是應該追從英國的通貨復元呢？在這期間，他的通貨彷彿於英鎊和美元之間。坎拿大的歧路直到美國脫離金本位，美元貶低到英鎊的水準時才漸漸解決。自此而後，坎拿大也和美國一樣受着通貨復元勢力的支配。

## 二 加盟於英鎊集團的國家

後來加盟於英鎊集團的國家中，也暫時地遂行緊縮政策。在南非聯邦，自然發生的通貨復元勢力表現為資本的海外逃避，政府也被逼迫着於一九三二年稍斷行放棄金本位。南非鎊於數日間遂減價至英鎊的舊平價。英鎊減價經過長期間才釀成的通貨復元效果，幾天之內便在南非發見。雖然如此，他的物價水準却仍保留在英國之下。日本於一年以前也發生過同樣的情形。一九三一年盡稍受資本海外逃避的壓迫，日圓遂脫離金本位，日圓的跌落和海陸軍費的大增使物價陡漲。日圓也未於恢復對鎊平價時便停止減價。預算的赤字加強通貨復元的勢力，圓對鎊益發跌落起來。自一九三三年初以後，圓被釘住於

一先令二便士光景，舊平價是二先令二分之一便士。愛沙尼亞於一九三三年七月加入英鎊集團。愛沙尼亞和中央銀行保有鎊資金的減價及其他種種通貨復元勢力抗爭，在英國、斯干的納維亞諸國、芬蘭等脫離金本位後二年之久，始終維持着他的金本位。

屬於英鎊集團的幾個國家，特別是葡萄牙和瑞典，都一面把匯價釘住於鎊，一面採用獨自的貨幣政策。瑞典維持物價安定，是貨幣政策規定的目的。英國物價的安定僅是一種自然的結果，在瑞典却是由貨幣政策達到的。只要英鎊沒有激烈的動搖，葡萄牙總是追隨英鎊的。愛斯古 (escudo) 也常暫時地脫離英鎊，因為跌落得太厲害，是和政府的政策不合的。

### 三 中歐及東南歐各國的通貨復元

中歐及東南歐各國的通貨復元勢力，其活動方向和英鎊集團各國截然不同。多腦河沿岸及巴爾幹各國都極力抵抗通貨復元勢力，但其技術地位的薄弱，不容許他們作長期抵抗。他們的通貨跌落不已。最初的時候是在非公式的市場中減價，隨後遂不得不公式地承認這種減價的事實。奧國先令、匈國彭古 (pengo) 乃至得拉奇馬 (drachma)、登拉 (dinar)、利歐 (leu)、利瓦 (leva) 等的暗盤，當掛牌率 (official rates) 仍名義上維持平價的時候，業已減價百分之二〇乃至五〇。奧國、希臘、捷克都承認他們已歸於失

敗，公式地認可通貨減價。但其他國家却還想在外表上維持對黃金的平價。這兩個集團雖然程度有差別，通貨復元勢力可都增大了。

有幾個國家自然發生的通貨復元採取着特殊的形態。許多銀行的破產，政府也無力遏止，民衆對銀行的信任失墜，存款大半被提出了。這些資金投資到什麼地方去呢？這是一個問題。匯兌管理的存在不許把資金送往海外。而國內則不僅缺乏投資對象，而且是很缺乏安全性的。就是犧牲利息不計，也找不到一個安全投放的地方。在這些國家，窖藏也決不是安全的。使用資金的唯一途徑便是興造建築物。在羅馬尼亞及其他國家，這種傾向流行一時。建築材料的需要增加，失業者減少，消費者購買力增加，從而國內物價也騰漲起來。其騰漲率雖尚不及德國，也已經可使貿易差額惡化。要不是和幾個國家成立匯兌清算協定，停止商業債務的支付的話，這些通貨復元勢力必定對匯兌行市有很大影響。

#### 四 世界物價騰貴的影響

這些國的通貨復元到美國放棄金本位爲止，僅只把通貨緊縮的勢力減殺一些罷了。通貨減價的國家現實地發現通貨復元，是因爲美國放棄金本位後美元減價，物價騰漲的原故。

伴隨通貨復元而起的景氣恢復的程度，依地域的條件和通貨減價的程度而異。過去一二年間日本

曾享受一個大繁榮時期。國內經濟情況和對外貿易都大有進步。裝着低生產費這武器的日本商品，是世界市場上最可怕的競爭者。瑞典也獨享着繁榮，雖說和日本完全異趣。克路革的沒落所引起的緊縮的影響，出於預期之外很快便消滅了，他的景氣情形比英鎊集團各國還要好些。其他斯干的納維亞諸國和波羅的海沿岸諸國中的芬蘭、愛沙尼亞也很有進步。葡萄牙的經濟界也顯得明朗了，但這可歸功於通貨減價者至何程度，可歸功於獨裁制下的經濟統制者又至何程度，固不容易判明。英國諸屬領中，澳洲、新西蘭和南非很是興旺。前二者的興旺是因美國脫離金本位後物價騰貴所致。自然，這兩國的景氣到一九三四年便因種種理由停滯了。不過，南非的興旺却被金鑛景氣 (Gold-mining boom) 支持着。在印度，由盧比減價而起的通貨復元使緊縮恐慌告一結束。不過印度的黃金繼續從窖藏放出，却又表示情形似乎尚未許樂觀。巴勒斯坦的通貨復元是因大量移民帶來資本而起的。這個國家的經濟情形頗是活潑。在原料生產國中，坎拿大很受小麥價格騰貴和匯兌行市低落的恩惠。坎拿大沒有採用擡高物價的政策，他的物價遠在美國物價下面。這很予坎拿大的輸出貿易以刺激。在中南美，阿根廷享受着比索 (Peso) 跌落的好影響。這個國家至今還可說是英鎊集團的一員。智利因為比索的暴落，也把困難克服了些。

中歐及東南歐洲，希臘金本位減價最為激烈，其通貨復元的好影響也很大。就是大家都以為瀕於沒落的奧國的情勢，也大為轉好了。獨斷的緊縮論者主張過去有通貨膨脹經驗的國家若是脫離金本位，他



的通貨將會無所底止地跌落起來；但是奧國脫離金本位也並不見發生怎樣極端的通貨膨脹，這個事實不啻給他們的論證以重大打擊。奧國的例足以證明實行通貨復元，不必定產生非常悲慘的事態。通貨膨脹的經驗總沒有奧國人民那樣深切的了。然而，通貨的適度的減價，並沒有引起通貨膨脹恐慌，並且反而產生適度的通貨復元，將這個國家由破滅的深淵中打救出來了。匈牙利、南斯拉夫、保加利亞、羅馬尼亞的通貨價值都多少減低了，但這些國家的情形並未怎樣轉好，因為政府爲了對內的理由，不能承認通貨的減價。前面說過，這些國家中有些受到另一種完全異樣的通貨復元的利益，這一種通貨復元是因一般對於銀行的不信任和除不動產外沒有安全投資對象而起的。

## 第四十三章 金集團

### 一 金集團對英鎊集團

到一九三四年末，通貨復元傾向已漸成爲世界的了。其形態、原因乃至程度，雖然各不相同，但五大洲都可以看見它的發展。不過另有一羣重要國家却至今還在努力抗拒通貨復元勢力。那便是法國、意國、瑞士、荷蘭、比利時和波蘭。這些國家被稱爲金集團（Gold Bloc）。此外還有一些國家雖不屬於金集團，不過他們的通貨釘住在法國的法郎上。那就是西班牙、拉脫維亞、立陶宛、土耳其，但澤自由市。這些國家的金本位都祇是表面上的，好容易才藉匯兌管理等手段支持着。金集團各國並不想把這些國家拿到集團裏面來。因爲恐怕那只是損失而沒有利益的勾當。

在經濟會議開會以前，金本位國間除了像金本位國和低值通貨國間的合同或協約以外，再沒有任何公式的或非公式的協定。第三編中已經說過，羅斯福總統在經濟會議期中的態度促使金本位各國結成集團。羅斯福總統的膨脹的貨幣政策，英政府對安定的不同意，使得這些國家更決意維持其通貨的過高水準。於是他們遂結成一種金融同盟，較之英鎊集團間的鬆弛的結合更要嚴密得多。除僅包括英國及

其屬領的渥太華會議的調印者發表一個聲明書以外，英鎊集團的成員並沒有取共同一致的行動。金集團是理論上平等的成員之民主的結果，而在英鎊集團，則英國所實行的政策不受其他諸國的牽制，其他各國願不願意追隨這種政策也聽其自便。金集團在某程度內是建立在互相扶助的原則上面的，在某程度內大家採取一致的行動。

## 二 一種種的防衛手段

金集團各國所採的金本位防衛手段依國而異，不過有幾點是共同的。這些國家的預算都很安定，都避免通貨膨脹的借款政策。在這一點，是和通貨復元傾向最強的美國的政策共通的。從這點看來，自一九三一年末以來便維持着預算均衡的英國，緊縮傾向實比這些國家的政策還要濃厚些。金集團各國政策上另一個共同點是盡力地避免公共事業的通貨膨脹的支出。關於這點，像後面將要述及，意大利獨爲例外。這裏，法國及其他各國，較之英國，正統學派的色彩也比較少些。

金集團各國在緊縮的高度階段沒有一國採取意識的信用限制政策。恐慌初期銀行雖曾限制信用，但那是爲了怕損失，爲了維持資產的流動性才出此的。到一九三三年，這些制限都停止了。銀行且因爲信用缺乏需要，漸漸感到資金沒有用途。金集團各國中央銀行，當通貨受到攻擊的時候，便提高銀行率，不過

一般地說，他們的銀行率常是很低的。到一九三四年初頭，法蘭西銀行曾提高銀行率以排除法郎所受的攻擊，是年末梢，意大利銀行也爲某項目的把銀行率提高了。不過藉提高利息以限制信用的程度很是輕微，唯其如此，所以不會產生顯著的緊縮效果。

### 三 緊縮政策

金集團各國爲要極端地實行緊縮，所以採用緊縮政策。經濟衰落使歲入短少了，爲減少赤字計，不能不節縮支出。生產者和商人都採取同樣政策。面臨着這種不愉快的必要，金本位國的政治家、經濟學者、新聞記者所以始終贊美着緊縮政策亦不爲無理。他們贊美低生產費和低廉的物價。他們的口頭禪是：「每一天，又每一方面，生產費愈減低，經濟情形便愈健全。」他們說工資薪俸、生產費物價的降低，不管其原因或目的如何，它的本身就是善良的。他們看見各種指數有低落的模樣就引爲心滿意足。覺得緊縮政策已於各方面着着成功了。想像着這種低落傾向的結果，各種情形已更加健全，景氣恢復已在着着前進。

但是這一切都只是自欺而已。金集團各國的緊縮政策並沒有使經濟情形轉好，反而每況愈下了。不僅工資和薪俸降低，就業數、生產也都大爲減少。這本是當然的結果，因爲公私經費的節約使購買力銳減了。而且購買力的減少會遠超過節約額以上。私人企業的支出比方說削減十萬萬法郎，那末因此而發生

的直接間接購買力的削減便要達數十萬萬法郎，因為，不僅直接受這緊縮政策犧牲的人們減少消費額，因這些人的消費減退而受影響的人們也減少消費了。通貨緊縮的支出削減祇有通過財貨需要的減少纔能充分發揮效果。

#### 四 經濟衰落激化

有人說採取這些緊縮政策以後，緊縮國的情形略為好些了。這也是不可信的。到經費節約的效果在物價上表現出來的時候，衰落的激化已經使國家收入和購買力益發減少了，公私都得再來一次節縮才行。這個過程是種沒有窮盡的有害的循環。

通貨緊縮對於金集團各國國內經濟情形的影響，從國際的見地看來也仍舊是一個非常重大的問題。一羣重要的國家都遭受着嚴重的衰落的時候，而期待繁榮狀況的到來，那是不可思議。這些國家的通貨的過高評價本來具有增加海外購買的傾向，但國民購買力的減退終歸把這良好的結果打消了。在採取人爲的限制輸入政策時，更是如此。這一些話好像是累贅地陳述着自明的道理一般，不過這種事情常常被人忽視，實在也不得不多說幾句。主張擡高銀價以增進對華輸出的議論，就是忘記了這初步的真理的。銀價騰貴固然可使外國商品在中國的價格低落，但要是緊縮的結果已使購買力減少的话，恐怕外國

商品的購買額不見得會增多吧。

## 五 國際的影響

金集團各國的通貨緊縮又通過一聯的輸入限制政策而影響於世界經濟情勢。爲擁護其定價過高的通貨起見，政府竭力減少入超差額。通貨定價過高，要增加輸出是可能的，那末唯一的方法便是限制輸入。關稅的提高，比例制度的創設，主要是由於這種理由。結果，對手國亦起而報復，世界的貿易額遂一般地減少。金集團各國定價過高的通貨的防衛策，爲了這種互相報復的手段，把景氣恢復的進路阻塞了。

金本位各國的通貨緊縮對於世界物價的影響也不可忽視。這一羣國家的物價落勢把其他各國由於通貨復元政策的結果的物價漲勢一部分打消了。例如，假定在正常情形下，美國一定程度的通貨復元可以惹起三〇%的物價騰貴，同時金集團各國物價則跌落一五%，那末美國的物價騰貴率就只有一五%了。金集團各國的通貨緊縮使通貨復元各國恢復的步調緩慢起來。如此，金集團各國的緊縮政策不僅影響於金集團外各國的對外貿易，對國內經濟情勢也有其影響。

## 六 金集團阻塞着景氣復興的道路

從而，金集團阻塞着景氣復興的道路是顯明的。美國及其他各國的通貨復元也只產生不能和所耗費的努力同日而語的成效。在正常時候可以發生生產作用的能力，爲了打消金集團各國通貨緊縮的世界的效果，一部分被使用掉了。如此看來，金集團各國固執舊平價，不僅已予自身以懲罰，而且使全世界同受其禍。這點殊有鄭重注意的必要。他們非難英、美憑藉任性的貨幣政策給予金集團以種種不利，上述的事實便是給他們一個頂好的回答。金集團各國的近視眼的政策不僅使他們自己吃了苦頭，並且還給予全世界以大痛苦。

金集團各國的通貨防衛策，除實行緊縮政策而外，又實行互相合作。踏向這個方向的第一步爲一九三三年世界經濟會議的時候，不過金集團開始採取更具體的形態却是一九三四年末的事。一九三四年十月開會的布魯塞會議中，決定爲使金集團間的貿易量增加一〇%起見，應協商締結通商條約。同時關於旅行事業等，爲實行技術上的合作起見，設置永久委員會。但關於金融上的互相援助，或設立聯合準備等未達到任何妥協。關於通貨方面，合作限於諸國中央銀行間那樣的問題。金集團各國對於這些協議並不怎樣注重。增進金集團各國間的貿易這事業，是被目爲非常艱難的。英鎊集團間的貿易增進是自然的傾向。因爲匯兌行市低落可以互相廉價售賣。反之，金集團間要增進貿易却違背自然傾向，因爲這是說，不可從低廉的國家輸入，而必須從昂貴的國家輸入。金集團各國間增進貿易的努力若果得到成

功，那就是說一切國家的物價都不自然地高漲了。如此，合作的結果會要歸於失敗。通貨緊縮足以矯正金集團內外物價水準間的不均衡，而金集團的合作却會使這種傾向逆轉起來。

雖努力於更緊密的互相合作，可是金集團至今尚未取同盟的形式。最近的經濟已明白昭示，金集團各國遇緊急事態發生時並不期待相互的援助。三月，比利時的首相、金集團的臺柱之一的丘尼斯 (Théunis) 爲打開比加爾的窘狀特赴巴黎，想在那裏得到通商上的讓步和信用借款；但是沒有達到目的，不得不廢然而返。法國政府深怕使本國的衰落益發惡化，不贊同比利時對法輸出增加。雖然提供了巨額信用借款，可是附有條件，須指定 (earmarked) 現金作爲擔保。這就是說，比利時要使用自己的黃金而對它支付利息。雖然明知拒絕充分援助，會使比利時脫退金集團；但要法國爲防止這種事態的發生而支付相當犧牲，他是決不肯幹的。「聯合起來便可存立，分離起來便會倒敗，」這個最初的口號，現在已變成「優勝劣敗」了。法國認爲與其犧牲資力去救濟別國的窘困，不如留着防衛自己。從而，作爲一個同盟的金集團，已失去其實際上的意義。



## 第四十四章 法國的通貨復元

### 一 通貨緊縮的告終

一九三四年末金集團的通貨緊縮已達到不能繼續進行的階段。法國新內閣承認這種事態。一九三四年十二月佛蘭亭氏遂在下院聲明中止緊縮。意大利輿論界亦承受官方意旨，反對繼續緊縮。這兩個國家的政策，是想把物價維持於現水準。希望世界物價的騰貴會把更以上緊縮的必要消除的。

有兩三個屬於金集團的國家想把經濟組織加以改造，使能適合於通貨防衛。意大利以防衛里拉爲目的，把政府對經濟活動的干涉增大了。比利時想把生產和流通過程加以嚴格的統制。甚至法國，那裏是舊式經濟組織的最後的要塞，也想改造經濟組織而使其受干涉的可能性。金集團各國要想持久地抗拒那因通貨定價過高而生的壓迫，恐怕除把經濟因素嚴格地予以統制外再沒有二法了。金集團各國的情勢，很有幾分像德國。若是放棄緊縮政策，則要想蔑視本國物價和世界物價的不均衡而維持其通貨，就非採行嚴格的統制政策不可。但是，到現在爲止，就是意大利的國家統制也還遠不及德國。

## 一一 法國的新貨幣政策

屬於金集團的幾個國家決意停止緊縮政策，實在金融史上劃一時期，這是很值得注目的。事實上，政策的變更不僅是通貨緊縮的放棄。在操着金集團的命運的法國，一九三五年初頭已經採取帶有鮮明的通貨復元性質的新貨幣政策。其他金本位國是否模倣法國的例不得而知；不過這些國家的通貨都和法國聯繫着，所以像英鎊集團與英國共命運同樣，有不得不步法國後塵之勢。法國之通貨復元的貨幣政策要是把物價擡高了，其影響將不限於法國，金集團其他各國也都會波及。

法國新貨幣政策的表面上的目的，是改善巴黎金融市場之技術的機構，並矯正短期和長期放款利息間的差隔，並沒有降低短期放款利息的目的。短期利息已經是很低了，雖說沒有產生英國低利政策同樣的效果。

使法蘭西銀行實行重貼現或貸款於國庫券 (treasury bills) 的這項新政策，其真正目的乃是想利用國庫券去彌補歲入的不足，以免從來那樣依存長期金融市場。法國政府想將資金需要由長期金融市場 (capital market) 移於短期金融市場 (money market) 藉以降低長期資金的利息。因為他們相信公債利息 (yield) 所以總維持五釐左右，是預想再會有新規長期債發行的原故。

要是這個政策的結果，短期金融市場只多吸收五十萬萬法郎的國庫券，長期債的發行額也僅僅減少這麼多，則其通貨復元的效果是非常輕微的。長期利息雖多少可降低些，但這降低的效果被短期利息的騰漲對消了。只有短期金融市場所吸收的國庫券流入法蘭西銀行的場合，才會發生很嚴重的通貨復元傾向。這時候，實際上無非是從法蘭西銀行借款以填補政府的赤字。其結果金融市場資金增加，短期利息也會伴隨長期利息的低下而降落。這會使經濟界相當恢復，使物價稍微騰漲。

### 三 法國的通貨復元是意識的嗎

法國的新通貨復元政策，乍見似乎是意識的，但實際上法國政策乃是屈服於現實的前面。一九三五年年度一百萬萬乃至一百二十萬萬的赤字是不可避免的，假使長期金融市場不能予以融通，即不得不訴諸膨脹的借款政策。這項巨額赤字乃是過度通貨緊縮的結果，所以這場合は通貨緊縮自身喚起了使下向運動逆轉的勢力。

這個新政策是否會發生所期待的結果，視心理的要素為斷。在還沒有直接必需的時候，便使法蘭西銀行改變對國庫券的態度，是非常技巧的行動。要是到國庫的現金準備告竭時臨時改變法蘭西銀行的態度，那末民衆便要恐慌心理所驅策，而使資本向海外逃避。但這個新政策發表當時，法蘭西銀行中的

國庫存款達十萬萬法郎，所以反響很是良好。並不是說絲毫沒有發生恐慌的危險。當法國政府開始發行新規國庫券，市場開始拿它向法蘭西銀行請求重貼現的時候，真相才始判明。倘使法蘭西銀行的公債擔保放款招來了信任恐慌（*crise de confiance*），那便難免法郎向海外逃避及因此而起的恐慌了。那時候政府不得已，或是停止金本位，或是斷行法郎的通貨貶值。那時候，通貨復元便會以很急的速度邁進，它的範圍不僅限於法國，且會波及其他金集團國。

#### 四 法國能實行通貨復元嗎

另一方面，倘使法國國民對於新政策的實行取冷靜態度，則其結果和一九三一年至三三年間的英國一樣，會有一種穩和的通貨復元徐徐地進展起來。問題是在法國及其他金本位國是否經得起物價騰漲，即使是比較輕微的？除非至少和世界物價相呼應而騰貴，不然總要加重金本位國的壓迫。德國的例子告訴我們，利用計畫和經濟紀律可以對抗這種壓迫，但金集團各國除意大利外，能否學德國一樣實行經濟生活的國家干涉，很有疑問。

世界物價的動向是不可預測的。不過金集團各國的緊縮之終熄，却毫無疑義是除去了海外有效的通貨復元的一個大障礙。法國採用通貨復元政策，那怕很輕微地，也會使美國的通貨復元政策效果更加

宏大。不過這效果不會表現於物價騰貴，而會表現為生產增加。美國及其他工業國的產業都只用着生產能力的一小部分，農業鑛業也受有各種各樣的限制。若物價騰貴，生產便會增加，而阻止物價更往上漲。若不是世界物價大騰貴，金集團各國能否長期抵抗其通貨復元所惹起的緊張狀態，實有疑問。他們遲早會要覺悟總維持着定價過高的通貨是毫無意思，而決意加以合理的貶低吧。恐怕他們一見到通貨復元政策所發揮的良好心理效果，就會改變從來的態度的。當民衆知悉再不採用嚴格正統學派的方法擁護金通貨的時候，很容易引起恐慌，好像這是做錯了似的。雖然政治上金融上的情形那樣惡化，一九三四年初頭從法郎的逃避所以尙未大規模發展者，是因為大多數民衆仍信任政府的緊縮政策。隨着貨幣政策的變更，這種難得的心理作用便消滅了。一旦發生金融恐慌或政治上的危機，法郎賣氣會更形熾烈，其程度恐怕會遠過於一九三四年初頭的情形。

法國政府所決意採取的那種通貨復元，對於金集團各國諸問題的解決不會有多大貢獻。到現在為止，它的效果還等於零，有時甚至是零以下。法國的低利政策對於長期放款利息的降低極少貢獻，不久，公債 (rentes) 的騰貴便突落了，使長期利息仍復回漲到新政策採用以前的水準。佛蘭亭氏的政策對於短期利息的影響起初便不好。要斷定新政策的成效，現在時期尙早，不過這政策的期待不會成爲事實，却是明顯的。法國遲早會不得不實行更有效的通貨復元，或是作爲意識的政策的结果，或是環境的勢力促成

的結果。

戰後世界金融史

三三八

## 第四十五章 金集團的晚境

### 一 比利時的通貨緊縮

至今爲止，法國的通貨復元尙不出於膽怯的，不成功的嘗試之範圍；但金集團其他各國却會有重大事態像演戲一般地展開。在比利時，通貨復元業已擊破政府的抵抗力，到三月末，比爾加決定貶值二八%。這個事件的意義非常值得注意。比爾加何以至於貶價，這其中的過程是怎樣發展來的，很有予以考察的必要。因爲這件事表示着自然發生的通貨復元是怎樣演變的。

比利時的經濟體制比較更依存於對外貿易，所以其受通貨定價過高的打擊也特別厲害些。他是一個高度的工業國，食糧和原料都要仰給外國。所以輸出是絕對要維持的。從而，政府不管比爾加如何定價過高，爲維持本國商品在海外市場的競爭力計，仍得強行嚴峻的通貨緊縮。但是這些方策漸漸遭受勞動者階級的反對，到一九三四年末，已達最後階段，勢不能再繼續緊縮了。財政狀況也不甚佳。想藉增稅或節約經費的方法克服赤字也不可能。益以繼續不已的經濟衰落，使銀行的狀況也惡化了。

## 二 比爾加擠兌

一九三四年十一月發生的對比爾加的擠兌，丘尼斯 (Theunis) 內閣成立後便阻止了。但平靜時期沒有支持很久。一九三五年二月和三月英鎊的減價使比利時的輸出貿易愈益不振。總選前鎊價更會要跌落這預想，給與比利時很不好的影響。很明顯的，若是鎊價更加跌落，生產費不怕再減低也是毫無效果的。人們一天一天覺悟，繼續通貨緊縮是毫無意思的了。

比利時的新聞界沒有掩蔽它的悲觀論；他們決不是不歡迎丘尼斯，因為丘氏是注重比利時的窮困而希望法國能與以讓步的。如第四十章所述，丘尼斯這種努力沒有收到成效。另一方面，新聞的悲觀論却促進資本的海外逃避，這是最後的一擊，是使比爾加不得不貶值的直接原因。三月的第二星期間，有巨額資本向海外逃避。比利時國立銀行雖於巴黎實行調劑匯兌，但只限於現期，遠期仍聽其自然起落。從而比爾加的遠期貼現陡然增大，這種事實更又釀成悲觀論。

## 三 比爾加貶值二八%

丘尼斯自巴黎歸來，即開始管理匯兌，政府為救濟比爾加起見，有意強行嚴峻的手段。但政府看到一



一般人對於這種手段以及緊縮政策很不歡迎，於是提出總辭職。內閣的危機約莫繼續一星期之久。資本不斷向海外逃避。一部分是採取提存的形式，所以銀行狀況也大為不安。比爾加的防衛實在花了不少代價，國立銀行的準備率於十四天內由六五%降為五六%。政府漸漸覺悟這個鬭爭是無效果的，徒然耗費更多的現金而已，所以決計放棄比爾加的維持。布魯塞爾的匯兌行市仍保持在現送點以內，在海外市場，比爾加打百分之七的折扣。芳·色蘭德(Van Zeeland)氏為首的國民聯立內閣成立後，比爾加的軟調仍未嘗終止。比利時國內已充滿恐慌空氣。商品被狂購着，物價陡漲起來。

處在這種情形之下的新內閣除了放棄金本位的維持外沒有別法。實際上，在新內閣成立以前比爾加早已脫離黃金。只要把這事實加以法律的承認便够了。雖然有一部分人主張加入英鎊集團，但政府終於採取貶低比爾加價值二八%的辦法。然後在這新水準上使比爾加和黃金聯繫起來。和比爾加貶值同時，政府曾作種種的提案。其中有幾個帶有很顯明的通貨復元性質。但實際上因為那裏物價常是騰漲，根本沒有刺激通貨復元的必要。富有戰後通貨膨脹經驗的比利時國民對於通貨膨脹是非常敏感的。從而為政府者並不必要促進通貨復元，而是要設法控制它。

#### 四 國際的影響

比爾加的減價是再重要沒有一個事件。金集團各國中最先走上這條路的是比利時。從技術的觀點，要繼續擁護比爾加未嘗不可能，而她却在被逼脫離金本位以前便自行放棄了舊平價。這開了一個非常重要的先例，其他金集團各國到了萬不得已的時候，也都會自行脫離金本位的。

比利時的通貨貶值使對金集團之安定的信賴很是動搖了。在以前，確有不少人相信，金集團是永久或者至少是幾年間不會有絲毫動搖的。但比利時的例子告訴他們，金集團這東西並不像他們所想像那麼強固。比爾加的貶價所給與金集團各國的現實的影響也不容輕視。它會使得法國及其他金本位國的經濟困難更加惡化，會心理的、實際的強化集團內的通貨復元勢力。

## 五 意大利瑞士與荷蘭

金集團各國中通貨復元勢力產生了現實結果的，不僅比利時一國而已。意大利的通貨復元雖程度上不及比利時却也多少進展着。意大利至今仍不過在名目上是金集團的一員，實際他是允許里拉遠跌至現金輸送點以下的。有時還對法郎打百分之六乃至百分之八的折扣。如此惹起來的通貨復元，雖然程度很是輕微，但這更加使金集團國各種通貨的安定動搖了。相信意大利徐徐地把里拉貶低，總會於不知不覺之中退出金集團的。

瑞士也是金集團的脆弱的一環。對政府緊縮的貨幣政策的反對聲浪正有增無已。事實上，通貨緊縮的反對者已糾合到建議應於六月舉行國民一般投票的法定署名人數。瑞士的選民必須決定的議程，包括有禁止再削減工資。換言之，禁止再減少生產，增加公共事業及失業貼津等通貨復元手段。要是這些提案得到多數贊同，瑞士法郎的命運就被決定了。不過，倘若可能，當國民一般的投票還沒有舉行時，外國資金由瑞士逃避起來，本國資金也跟着逃避，那末會要減少對通貨復元的抵抗也說不定。銀行的情形也是不安的泉源，也會要促成法郎貶價。

荷蘭的盾(guilder)也和瑞士法郎差不多。許多人相信荷蘭會在瑞士之先斷行通貨貶值。荷蘭的準備率比瑞士更低得多。資本向海外逃避的危險也以荷蘭為甚。而且，荷蘭比瑞士更受比爾加減價的影響。

## 六 金集團的告終

不遠的將來，一切金本位國都會要步比利時的後塵。只僅法國一國仍舊會頑固地努力維持其舊平價吧。法國新聞界的論調，使人感覺法國已經到了孤守金集團殘壘之日了。他們說那怕金集團各國一個個都脫離金本位，法國一國仍會以其充分的資力維持現在的平價。

不過說法國會能够長久地維持這種政策，是誰也不相信的。一旦孤立起來，就會有一種自然發生的通貨復元勢力，經過數月之久，即可使法國屈服於不可避免的情勢前面的。要是再予以抵抗，徒然使國內經濟狀況愈益惡化罷了。恢復法郎信賴的努力倘使得到成功，英鎊便會再呈軟勢。英鎊的軟勢常常爲從法郎或其他若干金通貨的逃避所逆轉。這個因素一停止活動，英鎊便馬上更加疲軟，這樣一來，法國心想解救自己，實則徒然弄得經濟恐慌愈益惡化，他已經走到一條死路，只有貶低他的通貨價值，才可以逃出這條死路。

## 第四十六章 總結第四編

### 一 通貨復元的種種結果

在前面幾章中，我們已把全世界通貨復元的進展和成果考察過了。這個傾向的程度和手段依國而異，並且依各地的情形而不同。所以其結果自然各國很不一致。通貨復元產生好結果者第一要算日本，但瑞典和巴勒斯坦在完全不同的情形底下也得到類似的結果。通貨復元使英鎊集團各國、美國、阿根廷及若干其他中南美國家發生穩和的各種程度的景氣恢復，雖然常常被反動阻撓了。甚至受恐慌打擊最厲害的國家如奧國，通貨復元也出乎意外地把經濟情形轉好了。德國一半由於通貨復元一半由於經濟計畫，經濟界已大有起色。另一方面，金集團各國的事情却隨通貨緊縮的進展，一天惡化一天。中國則呻吟於美國白銀政策所引起的緊縮之下。

如前章所論，現在金集團各國的通貨緊縮已達到最後階段了，再要強行緊縮，即不啻強化通貨復元勢力。金集團中的通貨復元已在着着進展，並且已有一個金本位國家斷行貨幣貶值了。

## 一一 物價水準間的不均衡依然如故

通貨復元過程是否把爲世界困難之根源的各種根本的不均衡除去了呢？通貨復元的程度依國而異，所以未能將各國物價水準間的差異除去。通貨復元，大多數場合是作爲匯兌行情跌落的結果發生的，而物價又並未跟着匯兌的跌落而騰貴，所以這些差異仍舊如故，有時且更形擴大。金集團各國的緊縮的努力也未能把這種差異縮減多少。甚至英鎊集團內部，各國物價水準間仍還有顯著的差異。英鎊對各屬領通貨及英鎊集團中其他各種通貨稍稍定價過高；其對於美元更顯然定價過高了。金集團各國也相當失了均衡，由於緊縮程度各不相同的原故。意大利的物價在一九三四年中簡直沒有跌落，因此，里拉便對於法郎定價過高。從而，一九三五年各國物價水準間的不均衡可以說比四年前更顯著擴大了。

但是，通貨復元並不是沒有除去或者緩和這種弊害的能力。這只是說，各國間毫無諒解的、漫然遂行的通貨復元，決不能緩和這種不均衡，並且還要把它激化。只有各國一致，採用儘量接近其經濟平價的匯兌率，通貨復元才可以矯正物價水準間的不均衡。然而，卽令在這場合，要通貨復元充分發揮效果，完結修正過程，也必得需要相當時間。當各國沒有約定採用儘量接近經濟平價的匯兌率的時候，物價水準間的差異只能慢慢地被除去。批發、零售物價、工資、生活費等裏面的固定部分都發生變化，那是需要幾年工夫

的。當這些指數向下時開始修正過程的國家，尤其要困難而緩慢。但如果一切國家都急激地抑低幣價，則物價工資都會騰貴，使修正過程比下落時更容易完成。有幾個國家賴政府對經濟生活的積極干涉，前述的固定部分已能克服了。

### 二 對於債務負擔的影響

就大勢說來，其重要性似尤勝過各國物價水準間的均衡者，是通貨復元對於債務負擔的影響。通貨復元使虛擬財富和實際財富的均衡恢復到怎樣程度呢？各國的答復不一樣。這要看通貨復元的程度和進展的方式為斷。

由低利政策達到的通貨復元有減輕債務負擔之傾向。本金雖然未變，利息支付却減少了。在英國和其他國家屢次的公債換發，雖然本位仍原封原樣，公私的利息負擔却因此大為減輕。僅只這個結果本身，便足以證明低利政策的正確的，且莫說它還能夠刺戟商業活動。

反之，若通貨復元是由歲出增加而發生，那就必然要增加債務負擔。美國和德國就是最好的例子。這兩個國家的債務向來比較不大，它的增大並不怎麼不堪負擔。但是總有一天，債務增加到不堪負擔的時候，這些國家通貨復元便要歸於失敗。不過總要看通貨復元的結果如何。倘若能夠提高物價，或者增加實

際財富至足以平衡虛擬財富之增加，則通貨復元的良好影響，必定超出它所有費用以上。

#### 四 由於貨幣貶值的通貨復元

通貨復元減輕債務負擔的最有效的方法是通貨減價。隨美元減價而起的物價騰貴和通貨貶值，對於美國及其他各國虛擬財富負擔的減輕有不少功勞。爲了減輕過度的債務重荷，實在找不到比這更有效的方法。由於低利的通貨復元僅僅減輕利息負擔，對於元本負擔毫無及。由於國庫支出的通貨復元，只要國家債務的增加未爲通貨減價所抵消，適足以增加債務負擔。由於物價水準的通貨復元，沒有伴隨貨幣貶值的時候，也只能暫時減輕虛擬財富的負擔，物價一度騰漲之後必會反落，而把所有的好結果完全掃除。另一方面，貨幣貶值却可以促成物價騰漲，減輕債務負擔，而不必使國家債務增加。實際上，國家債務倒因金準備再估價發生溢額而減少了。

不幸的是，通貨復元減縮虛擬財富的程度實在小得可憐。就是美國的物價也僅高出戰前水準一點點，至於英鎊集團更僅僅達到戰前水準罷了。通貨復元的效果所以這樣不充分，金集團的緊縮政策實有以致之。因爲金本位國的物價落勢妨礙匯兌低落國的物價不能按着匯兌下落的比率騰貴起來。自然，物價雖然沒有同匯兌下落取同一步調而騰貴的希望，但將來金集團放棄緊縮政策時，必定會更往上騰貴。



的。

## 五 胡亂的運動

正如通貨膨脹安定和緊縮一樣，通貨復元也是以非常胡亂地發生的。這個傾向當中找不出國際合作的痕跡來。就是關係各國間，對於通貨復元所包含各種問題也沒有確切的理解，更沒有採取任何有目的意識的政策。以減輕債務負擔為明白目標而採行通貨復元者僅就是一個美國。美國所以採行意識的通貨復元政策，是因為受緊縮的禍害最深的債務者階級占着政治優勢的原故。像英國這樣的國家，那裏過度的虛擬財富底不當的大部分是採取國債的形態，贊成由通貨復元減輕債務負擔的政治壓力是不存在的。但是英國的過度的國家債務給與國民的苦惱正和美國的過度的私人債務相同。不過在美國，虛擬財富負擔的增大表現為擔保負擔的直接增加；反之，在英國却是增加租稅負擔，增稅和虛擬財富的關聯是一般人所不理解的。很少人明瞭：爲要把過度的虛擬財富減到非常小，尚須將通貨復元大大予以發展。雖然如此，發展的傾向是朝對正確的方位上的，雖說沒有以此爲目的的意識的政策。

## 六 通貨復元的展望

以後數年中通貨復元或許會繼續有長足的發展。就美國而言，大規模的公共事業計畫必須促進通貨復元。自然，其對於虛擬財富的效果由國家債務的增加大部分抵銷了。倘若由於預算赤字的通貨復元使美國物價顯著騰貴，又倘若這物價騰勢波及到全世界的話，其他各國都可在美國的費用上享受好影響。美國為美元減輕其過度的債務負擔，必須使物價騰貴的速度超過債務增加的速度。除此外沒有第二個方法。為要達到這目的，美元的再度貶值將會是不可避免的。

英國通貨復元的將來也是很有希望的。物價水準會跟着美國騰漲起來。英國的通貨復元將會由英鎊繼續減價而促進。一般都相信，英鎊的匯價至少到總選舉期近的時候定要暴落，或者還會早些。而且總選舉期近的時候，財務大臣便會打開荷包開始通貨復元的公共支出，也是未可知的。若總選舉的結果工黨得到勝利，就會招來鎊的慘落和大規模的國家支出，因而促進通貨復元過程。

英鎊集團各國的通貨復元會和英國的通貨復元取非常相近的步調而進展，雖然其中有幾個國家採取着獨自的貨幣政策。例如日本，由於浩大的軍費的結果，便很有繼續通貨復元的可能。

## 七 金集團的態度

方程式中最重要的未知數便是金集團的將來。如前章所述，法國及其他金集團國，遲早會要抑低通

貨價值的。這樣的行動自然會大大促進通貨復元過程，其影響將不限於關係各國，並且會波及全世界。在這意味上，比爾加的貶值乃正確的方向上的最重要的一步。

倘使金集團各國實行通貨貶值，匯兌低落各國再又貶低通貨的話，將來通貨膨脹的可能便更加增大。其結果，就大勢而言，或者會使物價大大騰貴，或者會使生產顯著增加，或則兩者都激增起來。從而，虛擬財富的負擔，無論絕對或相對都會大為減少。但若是匯兌低落各國在現在的水準或更高的水準安定起來，而金集團各國不斷行通貨貶值，則減輕虛擬財富負擔的希望是很稀薄的。雖有美國及其他二三國家的大努力，通貨復元仍將不能進展到足以恢復虛擬財富和實際財富的均衡。到那時候看見這種悲慘的經驗，臨時想來除去這種不均衡，就只有增加生產之一法了。沒有充分的經濟計畫，而想達到這種目的，實在難乎其難。

## 第四十七章 結論

### 一 貨幣政策的限度

過去二十年金融史上各種事件，可以作種種意味的解釋，也可得出種種不同的結論。有些人以為這是對通貨膨脹的警告，有些人以為這是對通貨緊縮的警告，又有些人以為這是對通貨安定的警告。這些結論在某意味上都是正確的，但都只包含一部分真理。通貨膨脹、安定、緊縮、復元都不能單憑最近的經驗去加以評斷。這些潮流其本身固有種種弊害，但是，一九一四年以來所經驗的弊害，却多是由於計畫性不完全或採行種種不同的通貨政策的結果。加以一般的情勢，使通貨政策又不能好好地遂行。法國王政復古時代的財務大臣路易（Baron Louis）嘗對他的閣僚說：「政治清平，財政便有辦法。」這句話到今日還是正確的。貨幣政策那怕計畫如何周詳，遂行如何巧妙，在一九一四年以後的情勢底下總產生不出滿意的結果來。

要批評處在這種動蕩不安的時代主持貨幣政策的政治家，切不可忘記了那橫在貨幣政策分野以外的種種因素。非難歐洲各國政府於大戰中遂行無計畫的膨脹政策者，必須記取宣戰布告是貨幣政策

以外的問題，對於空前的大戰爭的金融，除通貨膨脹而外實在沒有他法。最近有人提議，將來採用百分之百的戰事利得稅制度，可以從戰爭取出利潤。在計畫經濟底下這種解釋也是可能的，但在一九一四年的自由資本主義制度中是絕對不可想像。縱令一切軍用品商人毫無利潤地提供商品，國家支出仍要激增；支出的激增和商品的不足，便使通貨膨脹傾向不可避免。

## 一一 根本的錯誤

戰時及戰後政治家們的錯誤不在於他們實行通貨膨脹，而在於他們認為通貨膨脹不會產生永續的效果。他們認為國債增加數倍是合理的，好像什麼變化也沒有發生。到一九一八年止，一切交戰國及中立國的債務都超過一九一四年的水準遠甚，所以希望戰前的平價可以復歸，那是蠢透頂了。貨幣政策上的根本錯誤，不是一九一四年開始通貨膨脹，而是一九三〇年採用完全忽視通貨膨脹之結果的貨幣政策。現今大多數困難的病源都是這時候開始的。

一九二〇年物價的自然趨勢本是順應於虛擬財富和實際財富之新的均衡狀態的，却被幾個主要國家的貨幣當局人爲地把它遏止了。這是再大沒有一個錯誤。世界至今仍在替這個錯誤還債。自然，要求一九二〇年的政治家和十五年後的我們同樣，是無理的。無論十九世紀的教科書或者戰前的經驗都

告訴說，盛況一發生便須提高銀行率並限制信用以阻止之；於是銀行家和政治家們便謹遵而行了。他們不理解那順應通貨膨脹所造成的新情勢的、物價的根本動向和循環性的盛況大有差別。一九一四年八月倫敦金利率提高百分之一〇，也是因為同樣幼稚的思想。這個又妨害了自然的順應過程。

### 三 不合理的通貨緊縮

爲什麼會犯這樣錯誤呢？這種順應過程所必要的程度各國不同，怕也是一個理由。美國這種必要最少，戰時增加的國家債務，只要把戰債收回便抵銷了。總之一九二〇年美國國債及其他各種虛擬財富的負擔，若就他那龐大的國富說，實在算不得什麼。從而，美國虛擬財富的增加並不怎樣必需貶低美元。

英國的情形和這完全不同。超過七十萬萬的國家債務和他的國富相比實在是不堪的負擔。英國如果據有可和美國相匹敵的資源，那末也總可以有增加實際財富而減輕虛擬財富的比重之一日，但是事實上却沒有。而且又不能希望國民總收入在短短一二年中能有顯著增加。雖然如此，戰後英國的政治家們却認爲在榮譽上英鎊應該和美元穩定在它的舊平價上。到一九三一年英國才漸漸覺得這種威信政策是錯誤的。

能做英國的例的國家，或者自以爲能做英國的國家，自一九二〇年以來都相繼採用緊縮政策。明明

不能實行緊縮的國家便向膨脹奔去了。要是通貨在一九二〇年跌落時便安定起來，屬於通貨膨脹組的國家中或許有兩三國可以避免更甚的膨脹吧。

#### 四 輕率的通貨膨脹

緊縮集團各國多是意識的地實行緊縮政策，膨脹集團各國的通貨膨脹却是沒有受貨幣政策影響的各種情勢之必然的歸結。對德的過度的賠款要求，政治的騷擾，德、奧、匈政權的薄弱化，俄國的內亂，法國及其他各國戰區復興的必要，種種一切的原因，那怕政府採怎樣通貨政策，也必然要使通貨膨脹發生。不用說，若是議會和政府更堅決地抗拒通貨膨脹，通貨膨脹的程度在某場合是會要輕微些的。但總而言之，使通貨膨脹發生的力量是極強的，對它抵抗也不過把痛苦延遲些時罷了，通貨的減價決不會有多大差別。

國內的政治動亂，和戰爭一樣促成通貨膨脹。這些國家的極度的通貨膨脹實際都是由於這類因素，並不是由於一種膨脹的貨幣政策。在中歐及東歐那種使通貨膨脹發生的險惡的政治狀況底下，恐怕隨你怎樣去抵抗，通貨膨脹終究不能避免。同時應該記着，若不是有這些狀態發生，極度的通貨膨脹是決不致發生的。

## 五 貨幣膨脹和計畫

首先要知道，戰時及戰後貨幣的擴張是既沒有計畫也沒有規制的，只是胡亂地擴張着。沒有把貨幣擴張的創造力用之於國家經濟。單只這一個理由就够明白，不能以戰後通貨膨脹為藉口，對於穩和的生產的貨幣擴張一概加以非難。那些主張一九一四年至一九二六年的經驗是警告我們不可絲毫脫離正統派原則的人，一定把戰時及戰後金融史的教訓讀錯了。極端通貨膨脹時代的經驗，可以認為是對戰爭，對革命，對超過戰敗國支付能力的賠款要求的警告，但決不是對貨幣擴張本身的警告。它是對無統制的通貨膨脹的警告，對非生產目的之下遂行的通貨膨脹的警告；尤其是對在自由放任的資本主義之下實行通貨膨脹的警告。

有些人主張在生產目的之下，不出合理的限度的通貨膨脹政策，是建設的有益的政策，那自然是正當的；但是，這種政策若不在經濟計畫之下遂行，就不能如他們所願了。在自由放任的經濟體制底下，貨幣的擴張要惹起投機盛況、生產過剩以及種種的不均衡，遲早會使恐慌爆發。過去的通貨膨脹所以發生最不好的結果並不單由於政治情勢，又不僅是因為在非生產目的下非科學地遂行的，一部分也因為是在自由放任的資本主義底下遂行的原故。只有中央政權完全支配生產和分配，貨幣的擴張然後可永久地



增進人類福祉。在自由放任的資本主義底下，貨幣的擴張是很危險的，隨盛況而至的恐慌要把盛況時所建設的物事一掃而盡。在沒有計畫的經濟制度下而侈談計畫的通貨膨脹，其自相矛盾爲何如呢！

## 六 通貨安定何以失敗

要是通貨膨脹是失敗了，則通貨安定也是失敗了。其失敗的理由，幾乎相同。自一九二五年到一九三一年間，政治上的、政治金融上的（politico-financial）因素完全處於不安狀態。在這種情形底下而認爲萬事如常或者會逐漸恢復常態，那是自欺欺人。和通貨膨脹一樣，通貨安定也是非科學地遂行的，沒有顧及各種根本的因素，這些因素的均衡乃是通貨安定底不可少的條件。所選擇的安定水準沒有考慮虛擬財富對實際財富的擴大，也沒有考慮各國物價水準間的差異，世界黃金供給額的不足，以及由於黃金分配不均的某種通貨之技術的脆弱性。在沒有經濟計畫的場合而期待進行漸次的修正過程，那是無理的，想消除各種的不均衡狀態也沒有希望。在計畫經濟底下，則可漸次增加實際財富，致使虛擬財富的增加成爲合理的。在自由放任主義底下，這種修正過程是不可能的。因爲生產增加會惹起投機的盛況，盛況的結果必然要發生恐慌。在計畫經濟底下，各國物價水準間的差隔也會可以除去。而在自由放任主義底下，影響物價的各種因素太固定了，不能容許自動的修正運動，而且當局的控制對於這些因素是莫可如何

的。

在這種情形之下，通貨安定呈出最惡劣的樣相來亦不爲無理。但從一九二五年——三一年的經驗推斷，通貨安定有着內在的壞地方，那等如說通貨膨脹百無一是般的，都是錯誤。在某些情況中，通貨安定造福於人類。這些情況便是政治狀況的穩定，正當安定水準之選擇，安定之維持（藉經濟計畫）。

## 七 安定招致盛況

在沒有經濟計畫的場合，長期的安定也和通貨膨脹一樣招來投機的盛況。倘若不是連年的緊縮阻害了經濟活動，世人生成會成爲樂觀主義的俘虜而奔向無節制的賭博去。在自由放任資本主義底下，迴避這種盛況的唯一方法，只有藉穩和的經常的通貨緊縮阻止繁榮時期的發展。這正是正統派經濟學者所期望的理想。除非工商活動低落到恐慌時那地步，他們總不會快樂安心。恐慌到極底時，稍稍現出恢復的徵候，他們就會主張要用緊縮加以阻止。他們以爲在自由放任主義底下，要阻止恐慌，就唯有此法。換言之，必須斷念繁榮和進步，不望藉發明使生活水準向上，然後才可以無憂無慮地住在安定世界。要是我們能够安於僅够生存的生活水準（the bare level of subsistence），那就甚麼危險都不會有了。在自由放任主義底下，我們必須選擇於二者之間，或是貧困的經濟學（economics of poverty）或是通過永恆的動

搖不安而贏得一時之進步。當十九世紀，這種一時的進步大體地說並產生了頗好的結果；但自大戰以來，情形已經變了。自大戰以來，虛擬財富的增加，以及國際金融體制之複雜，根本的不均衡之發展，使盛況和恐慌的規模比戰前大無數倍了。在自由放任資本主義這個變化的情勢底下，比經常的衰落時期更加談不到安定。唯有在計畫經濟制度之下，安定才可以和永續的，不為反動所阻礙的進步並存不悖。

## 八 計畫性緩和了緊縮的災難

通貨緊縮是伴自由放任資本主義而來的賣淫婦。在這種制度底下，要阻止投機的盛況，過剩生產乃至過剩交易，唯一的武器便是信用限制。在這個制度下的進步只有通過物價下落（生產增加、生產費減低的結果）才能發現。要提高工資才可以使消費者也享到這進步的利益，可是在這種制度下工資是無法提高的。美國現在所採行的新政（New Deal），主要目的，就是想達到這種解決。

依我們的見解，通貨緊縮實有百弊而無一利。在計畫經濟底下，此種弊害的性質可以緩和些。因為那時各種形態的收入和價格可予以適當的修正。不過計畫經濟更進一步，根本要使緊縮的必要減少起來。自然，就是在計畫經濟底下，有時爲了矯正計算的錯誤，也可發生緊縮的必要。倘或由於什麼理由，被分配於消費者的購買力比財貨量大得多的時候，就必須將購買力全般地加以減削；自然，提高物價也是恢復

均衡之一法。

## 九 通貨緊縮不是不可避免的

一九二九年到一九三四年間，通貨緊縮也和前兩期的膨脹和安定一樣，走着胡亂的路途。和前兩時期一樣，要是沒有經濟計畫的話，緊縮的災難可以減輕許多，但是要把緊縮轉禍為福却是沒有方法的。近來的金融史最重要的一個教訓，已經使人類完全明白通貨緊縮是破壞性的，也不能像極端通貨膨脹的場合一般，說這種破壞的結果為一種不可抗拒的勢力所促成。一個國家對外有戰爭，或內部發生革命，或負擔有天文學數字的賠款要求，那他就非實行極端的通貨膨脹，再沒有二法。但過去五年間所經驗的極端通貨緊縮究竟是出於何種必要呢？我們不能想像。倘若再有同樣的事情發生，我們該充分知道所應該取的道路了。我們要以不實行緊縮而減低其通貨價值的各國為榜樣，使各國成為通貨緊縮的犧牲者。是「無論怎樣也應該維持現在的金本位」這正統學派的觀念。

## 十 計畫的通貨復元之必要

通貨復元已被證明是對通貨緊縮的很好的治療法。雖至未表示充分的結果，但這個傾向尙未進展

到足以斷定它爲利爲害的程度。顯明地，它也和以前三種傾向一樣，受了一般情勢的混亂，施行的輕率從事，計畫性的闕如的影響。倘使計畫經濟普及全世界，保可得到通貨復元的十足的好結果。在現在這時候，我們却只能滿足於不適當情形下的各種結果罷了。

只是一件，除非通貨復元是有計畫的，是科學的地執行的，它本身決無法治療過度的虛擬財富的惡疾；除非伴隨着整個經濟組織的計畫性，它會有重蹈一九二九年的覆轍的危險。近幾年各種經驗的教訓還好像未能使人們充分覺悟計畫經濟的重要性似的。我們承認，在通貨復元把事態改善之後，在多數國家對於經濟計畫有合理的進展之後，說不定又會有許多經濟自由主義的必然伴隨物發生出來。到那時候，世人又會被告訴，進化的新動向是如何的，這種教訓並且是一個時間的問題。

## 十一 正當的貨幣政策

在戰後變化的狀況中，只要仍維持自由放任的體制，不怕怎樣的貨幣政策也不會產生出令人滿意的結果來。那麼當自由放任主義高度地存在着的時候，採用那一種體制可以產生比較令人滿意的結果呢？依正統學派的見解，救濟的法子就是回復金本位，或者不妨稍許加以修正。他們主張貨幣政策應該建立在通貨單位對黃金維持安定這原則上，商品價值的起落不定，當然是要竭全力遏止的，假如要他們選

擇穩定通貨對內價值抑對外價值，他們會毫不遲疑地放棄前者而選取後者。急進論者則主張應該毅然放棄金本位，或者根據物價指數把平價加以訂正。在他們看來，貨幣政策首先應該以維持對內價值之安定為原則，那怕對外價值如何動搖。這兩種辦法都是很不妥當的。

不過這裏有一個辦法。它綜合着上述二法的長處，雖然不能說可把它們不妥當的地方完全消除，至少可以減至最少限度。這個辦法就是在必要時得試行改訂平價這諒解之下採用金本位。通貨當局在安定的通貨對外價值底下，努力維持物價安定，但遇嚴重的反動發生時，却要不遲疑地放棄對外價值的安定。這種制度和那金價值為物價指數所制約的通貨制度所不同者，就是照這種擬議，物價上面的小變動應該不計。僅只發生大變動時才變更平價。因為我們只要使貨幣當局再不顧一切壓迫而認為他們的「天職」是維持現存的平價到最後犧牲便好了。

要使這種提案好好地實現，事先要把各種主要的通貨大大予以貶值，而把它們穩定於和新經濟平價最接近的地方。這樣一來，主要各國物價水準的差隔便可矯正，虛擬財富和實際財富的不均衡便可以減輕。若沒有這步準備行動，則這種新制度也就會遇着很大困難。總而言之，這個方案也不過是一時的解決罷了，永久的解決還是在經濟計畫上面。

## 戰後世界金融史終





# 研究幣制之要籍

<p><b>中國貨幣史綱</b> (社會科學叢書之一) 吉田虎雄著 周伯棣編譯 一冊 原售一元二角 改售一元〇五分</p>	<p>[大 學 用 書 之 一] <b>貨幣學</b> 劉覺民編 精裝一冊 一元六角 本書內容，除泛論貨幣之本質、機能、及其演進而外，對於貨幣形態，貨幣本位制度，貨幣價值，信用與物價，貨幣改造思潮，及各重要國家貨幣改革簡史等，均有切要論述。對於戰後新學說介紹甚多，如肯斯之貨幣價值說及近代各家貨幣改革思潮等，均詳細闡述。</p>	<p><b>貨幣學原理</b> 朱佛樂編 一冊 原售六角五分 改售五角五分</p>
<p><b>白銀問題與中國貨幣政策</b> (新中華叢書：社會科學叢刊) 周伯棣編 一冊 原售五角 改售四角五分</p>	<p><b>紙幣概論</b> [社會科學叢書之一] 蔣廷黻著 一冊 九角 本書上編為理論及業務，關於理論者，先對於紙幣之意義、性質、種類說明，再將紙幣之利弊、發行、準備、兌換、各種學說，分別詳論。關於業務者，如紙幣之製造、銷燬、及發行之會計等，並附有各種帳表式樣。下編將紙幣之起源、及各國發行之歷史，作一系統之記載。其發行之數額及年份，均自其發行之起始至最近為止，列有詳表。關於我國歷代及各地發行之狀況，記載尤詳。</p>	<p><b>貨幣概論</b> (常識叢書之一) 王恆編 一冊 原售二角五分 改售二角二分</p>
<p><b>貨幣與金融(二)</b> (新中華叢書：社會科學叢刊) 周伯棣著 一冊 二角五分</p>		<p><b>貨幣與金融(一)</b> (新中華叢書：社會科學叢刊) 楊蔭溥等著 一冊 原售四角 改售三角五分</p>

大 學 用 書

● 一 之 書 叢 院 學 政 計 校 學 治 政 央 中 ●

# 中 國 農 業 金 融

林 和 成 編 精 裝 一 冊 實 售 二 元 八 角

著者留美，專攻銀行及經濟，並在紐約市聯邦準備銀行及銀行家信託公司實習兩載。回國以來，服務政府及金融機關。近年改就大學教授之後，擔任銀行管理、農業金融、統計、會計等課程。是書即為留美時，與教授討論之筆錄，以及整理積稿及年來親歷各省實地考察國內農業金融機關所得。際茲國民經濟建設運動，全國輿論沸騰，要求設立農業金融制度，以資恢復農村經濟之時，本書之輯，對於我國農業金融問題之解決，實大有裨助之功也。全書少談理論，注重事實。首編討論農業金融對於我國農業經濟之緊要；次編至第五編，敘述及檢討我國新舊農業金融機關之沿革、現狀、趨勢、組織、經營、管理，及其得失利弊之所在，以為籌辦農業銀行之參攷，並以為建議我國農業金融制度之背景，庶可免畸重畸輕，或疊牀架屋，枉費資金與人才之弊端；末編建議關於我國農業金融應採之制度，并陳述其運用及實施所述辦法，均極切合於我國現階段之情勢。本書除適合於大學經濟系採作教本外，經濟學者及負經濟建設之責者，備為參攷，亦極相宜。





# ● 史 學 經 濟 ●

## 世界經濟史

野村兼太郎等著 凌璧如譯

原二角四分 改一元二角五分 冊五

本書凡三十餘萬言，包含英、美、德、法、俄五國之經濟史，原著者為日本著名經濟學家野村兼太郎、丸岡重堯、石濱知行、平貞藏、嘉隆治一等。內容闡述各國自古代以至於現代的社會組織以及經濟組織的變遷情形，至為詳明而切要。

## 經濟史概論

(社會科學叢書之一)

黃通編 原四角五分 售五角

本書參酌德國經濟學泰斗畢漢爾、魏拔爾、宋巴德、諸大家學說而成。內容分：緒論，孤家內經濟時代，都市經濟時代，國民經濟時代，資本主義之發達等五章。立論公允，條理明晰，文字流暢；而於資本主義之發達，剖釋更為詳盡。

## 歐洲經濟史綱

石濱知行著 陳綬孫 鄧伯粹譯 實售一元

本書著者根據原始時代到今日發達的資本主義的全經濟的發展程序，編成是書。全書內容宏實精審，計分二大部，●歐洲經濟史概說：分序說，原始社會，古代社會，中世封建社會，資本主義的社會，●經濟史概論：分序論，原始共產體，古代社會，中世封建制度及都市的經濟，資本主義的制度時代，德國資本主義的發達，資本主義之將來與新制度轉換的萌芽。各部首章，對於經濟史觀，力排異說，教吾人研究歷史，不要走錯方向，而闡明經濟史的眞諦，尤為難能可貴，為經濟史著作中之白眉。

## 產業革命史

上田貞次郎著 鄭誠譯

原售一元 改售九角

## 世界產業革命史

(中華百科叢書之一)

周伯棣·魯君明編

原售六角 改售五角

# ● 版 出 局 書 華 中 ●

大學  
用書

# 經濟學理論

郭大  
力譯

W. Stanley Jevons: Theory of political Economy

◀ 精裝一冊 實售一元三角 ▶

英國近代著名的經濟學者論理學者斯坦勒·耶方斯 W. Stanley Jevons 在經濟學上，是數理學派建設者，Theory of Political Economy 一書，又是他在經濟學方面的代表作。此書，應用數理的方法與符號，從主觀的效用學說出發，說明經濟學的主要觀念。其學說，在經濟學上，實具有極大的影響。郭大力先生為中國的著名經濟學者，茲經其以忠實的態度，明暢的文章，將本書譯出，不但與原作精神，脗合無間，且以釋理的顯豁精審為原書生色不少。實為大學經濟學系最適宜的教材。

## ▼ 本書目次 ▲

第一章	導論
第二章	快樂與痛苦論
第三章	效用論
第四章	交換論
第五章	勞働論
第六章	地租論
第七章	資本論
第八章	結論
附錄	數理經濟學簡論



1078

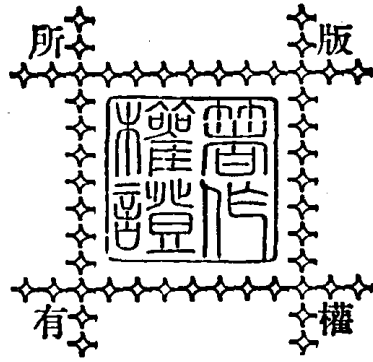
民國二十六年六月印刷  
民國二十六年六月發行

大學用書  
戰後世界金融史 (全一册)

◎ 實價 國幣 82.00

(郵運匯費另加)

5.70



總發行處  
分發行處

上海  
各

原譯者  
發行者  
印者

宋 冢 修

Paul Finzig

中華書局有限公司

代表人

華書發行所

華書局

（一六三七）

