

中央銀行經濟研究處叢書

貨幣與經濟體系

布恩斯坦著
劉鎮泉譯

中國人民銀行
南京分行經濟研究室

圖書二



中央銀行經濟研究處叢書

貨幣與經濟體系

布恩斯坦著
劉鎮泉譯

MG
F820
15/3



3 1798 0956 5

原序

現行的貨幣學說，近年來幾經巨大的修正補充。前輩經濟學家所創立的貨幣原理，雖仍為吾人知識的主要部份，可是在這些原理上已建起新的上層結構，使吾人對貨幣的了解，格外的清楚，廣博而豐富。不幸，當代的政治家多不明白此等新理論的重要性，結果依然保留着一種貨幣制度，於吾人生存其間的複雜的經濟社會全不相稱。

人們對舊式金本位的盲目崇拜，使特別阻礙了適應吾人需要的貨幣制度之發展。有人以為金本位為一種自然而不可避免的本位；一切更換這種本位的建議，都被視為荒誕不經。多少年來，金本位本身就是目的；而經濟制度，不管好壞如何，却不得不遷就事實，以適應那陳舊的貨幣本位，所留給它的種種限制。

貨幣在吾人經濟體系中所佔的地位，應重加考慮。吾人必須明白，在為利潤而生產的自由企業社會中，其經濟生活大半須受貨幣及物價的影響。貨幣政策的基本問題，就在這種影響的發生應經由管制貨幣制度下隨意的物價變動，還是應經由管制貨幣制度下人為的物價變動？人羣全靠貨幣及物價以組織生產，以分配國民所得，同時，亦賴貨幣與物價以指導其如何在消費與生產間利用其所得。顯然以黃金為基礎的貨幣制度，未足達成此等任務。近來的經驗告訴我們，能滿意達成這種任務的，只有管制的貨幣制度。

有人提出爭辯，以為貨幣制度過於複雜，難以管制；況吾人的問題，並非在任何環境中都是

由貨幣而生。誠然，吾人對於貨幣尚未完全了解。但對於已經知道的，如仍忽略，不加利用，就無理由可言。倘必俟獲得絕對的知識，則須無窮期地等待。實則美國英國及瑞典近年來的經驗，已經證明貨幣管制是一種有實用性的政策。

吾人自須注意，經濟問題，並非全是貨幣性的問題：故貨幣管制並不是一切經濟病的萬應良方，但吾人至感迫切的經濟問題——週期性的失業——却大半肇端於貨幣，可受貨幣的管制。同時，差不多沒有什麼經濟問題，在除去貨幣性的騷擾後，不能得着更清楚的認識的。

一般讀者可利用本書所附名詞註釋。第九至十二各章即使略而不讀，也無損於本書的連貫性。

此書及其他拙著的寫成，獲得友好們協助及鼓勵甚多，不勝銘感。對於下列諸位特別要提出申謝：作者三位傑出的先生，陶希格教授 F. W. Taussig，郝推教授 R. G. Hawtrey，舒模彼得教授 J. A. Shumpeter，北嘉羅利納州學院同事布耶教務長 Dean B. F. Brown，富爾斯特爾教授 Prof. G. W. Forster，毛恩教授 Prof. R. O. Moen，及舒倫博格爾教授 Prof. C. B. Shulenberg，北嘉羅利納州大學同事西斯教授 Prof. M. S. Heath，斯蒲瑞教授 Prof. C. P. Spruill，吳斯列教授 Prof. J. B. Woosley，及密蘇里大學吳德教授 Prof. Elmer Wood。北嘉羅利納學院葛瑞恩教授 Prof. R. W. Green 及黎智兒教授 Prof. M. C. Leager 幾次閱讀本書原稿，多承指正，麥雅特先生 Mr. W. A. Myatt 及波特富里德先生 Mr. Paul Porterfield 則為本書繪製圖表；紐約瑞德先生 Mr. J. M. Reid 及北嘉羅利納大學印刷部諸員工對於本書之出版多予援助；至友第蘭再和瓦拉克先生 Mr. E. C. Delaney and Dr. Robert Wallach 亦多方協助鼓勵，均併此誌謝。

下列各發行人及作家，作者頗多引證，亦致謝忱：紐約多美倫公司 Macmillan Company, New York 出版：馬紹爾著：經濟學原理，貨幣，信用與商業，公報 (Official Papers)；陶希格：經濟學原理；開古：工業波動 Industrial Fluctuations；凱賽爾：一九一四年來之貨幣與外匯；勞休：貨幣購買力；哈萊克：物價與生產；勞倫斯：物價之穩定；紐約哈爾寇特，布瑞斯公司；克恩斯：貨幣論，貨幣改革概論，凱賽爾：經濟學基本思想；羅伯森：貨幣學；紐約，哈伯兄弟公司；艾狄 (L. D. Edie) 貨幣，銀行信用與物價；司銜 (B. Strong) 聯邦準備政策之解釋；紐約國民經濟研究所；米勒：物價行為，賈蒲：(W. L. Thorp) 產業平報，紐約約翰維萊孫公司 (John Wiley and Sons, New York) 滙澗及柏爾遜合著：物價；波森 (W. M. Person) 著：經濟循環之預測；紐約龍門葛瑞思公司出版：郝推著：通貨與信用；紐約亨利侯洛特公司 (Henry Holt and Company) 出版：滙科爾 (R. A. Walker) 著：經濟統計漫談；紐約小查里斯查博公司出版：勞甫林著：貨幣與物價；紐約國民工業會議所出版：美國真實及貨幣工資，一九二六年至一九三〇年；麻省牛頓波萊克經濟調查基金 (Polak Foundation for Economic Research, New-fon, Mass.) 出版：波森著：產業預測，麻州哈佛大學印刷部出版：經濟學季刊 Quarterly Journal of Economics；芝加哥，芝加哥大學印刷部出版：政治經濟學季刊 (Journal of Political Economy)；伊州，伊文斯頓美國經濟學會 (American Economic Association, Evanston, Ill.) 出版：美國經濟評論 American Economic Review。

布恩斯坦自序 一九三五，二，十八

原 序

三

中國人民銀行
濟南分行圖書館
二〇〇〇

中譯本序言

本書寫作時所依據的經驗，與其說是西方的，毋寧說是東方的；不過那時正在極端蕭條的階段，不是高速度膨脹的時期，作者認為遺憾的，本書所述還是作者多年以前的見解，現在已來不及改寫，以揭示東方與西方問題的不同處，也無法再來詳細檢討各國所遭遇的通貨膨脹或收縮問題，而且跟着有關貨幣經驗和文獻的累積，本人的見解也有些改變了。

話雖是這麼說，作者希望本書對於中國戰後貨幣問題的研究，仍有所貢獻。不言而喻的，那些問題的解決，對於中國的現在和未來都極關重要。所有處理中國貨幣金融事務的人，所有研究中國貨幣問題，並且願意在製定貨幣政策上有所貢獻的人，都必須於貨幣理論有深刻的了解。

貨幣研究的中心問題，在目前在和在當日寫這本書時仍無二致：就在尋求造成通貨膨脹或收縮的各種因素，並對通貨膨脹及通貨收縮的各種經濟影響加以分析與評價。一種具有創造購買力及消滅購買力的貨幣制度是現代政府極重要的手段，這種手段，在戰時可憑以生產和動員作戰工具；在平時可藉以保障適度的生產；以及國民所得的分配和利用。

民國卅七年八月布恩斯坦寫在華盛頓

原序
中譯本序言

目錄

第一編 貨幣制度	一
第一章 貨幣及物價制度	一
貨幣之特性	一
貨幣之功能	四
貨幣幻覺	九
滿意的貨幣	一
第二章 近代貨幣類型	一五
商品貨幣	一五
鑄幣	一七
代表貨幣	一九
管制貨幣	二〇
貨幣管制目標	二三
目錄	一

管制貨幣之優點.....	二四
第三章 金本位及其他本位.....	二九
本位之意義.....	二九
複本位.....	三一
各種金本位.....	三六
管制本位.....	四一
第四章 貨幣數量.....	四六
黃金之供給量.....	四六
法定貨幣之供給量.....	五三
存款貨幣之供給量.....	六〇
貨幣與準備.....	六四
第五章 美國之貨幣制度.....	六七
一八六一年以前之貨幣制度.....	六七
一八六三年以前之銀行制度.....	七〇
綠背及國民銀行.....	七二
金本位之抬頭.....	七五
聯邦準備條例下之貨幣制度.....	七七

一九三三年以降之貨幣管制.....	八〇
第二編 物價	八七
第六章 物價指數	八七
貨幣價值之測定.....	八七
物價指數之用途.....	八九
指數編製材料之選擇.....	九五
公式之選定.....	九八
指數之解釋.....	一〇二
指數編製概要.....	一〇三
第七章 物價之波動	一一三
各物價格之變動性.....	一一三
物價之季節變動.....	一一七
物價循環變動.....	一二一
物價長期波動.....	一二五
戰時之物價波動.....	一三一
第三編 貨幣價值	一三七

第八章 貨幣價值學說

貨幣之生產成本及價值

金銀貨幣說

貨幣之供需

貨幣數量說

第九章 交換方程式

此說之各種假定

方程式之意義

本說之批評

交換方程式之統計證明

結語

第十章 現款結存及物價水準

現款結存之需要

現款結存方程式

統計證明

反對現款結存之理由

第十一章 所得與支出及物價水準

一三七

一三七

一三八

一四三

一四五

一五〇

一五〇

一五一

一五七

一六〇

一六三

一六六

一六六

一六九

一七三

一七六

一八一

貨幣所得與真實所得.....	一八一
消費人之所得及其支出.....	一八四
儲蓄與投資.....	一八八
統計證明.....	一九三
郝推克思斯二人見解之批評.....	一九七
第十二章 貼現率及物價水準	二〇二
利率及貼現率：真實的及虛名的.....	二〇二
本學說之初期發展.....	二〇四
維克叢物價學說.....	二〇六
物價何以波動.....	二〇九
統計證明.....	二一一
此說之批評.....	二一二
貨幣價值各說之評語.....	二一五
第四編 貨幣問題	二二一
第十三章 膨脹與收縮	二二一
物價費用及利息.....	二二一

膨脹及收縮之害	二二二
膨脹與收縮補救之道	二二八
貶值	二三〇
第十四章 商業銀行與物價水準	二三六
銀行信用物價及生產	二三六
準備與存款之比率	二三九
存款貨幣之產生	二四二
銀行業務之管制	二四六
第十五章 中央銀行及物價水準	二五三
中央銀行之功能	二五三
中央銀行之控制手段	二五三
聯邦準備政策	二六〇
對聯邦準備制度的建議	二六四
中央銀行及金本位	二六六
第十六章 經濟循環	二七二
經濟循環之各方面	二七二
經濟循環之過程及烈度	二七四

環各經濟循環學說	二七七
貨幣性的經濟循環學說	二八〇
經濟循環和經濟進步	二八四
蕭條之挽救方法	二八五
第十七章 國際貿易與外匯	二八九
國際支付差額	二八九
比較成本：物價和利率	二九二
外匯匯率	二九四
購買平價	二九八
入口與就業	三〇二
輸出與匯兌	三〇五
第五編 貨幣管制	三〇九
第十八章 幣值穩定和經濟均衡	三〇九
均衡之基礎	三〇九
穩定物價	三一
穩定所得	三一三

債務人及債權人同得其平.....三一五

穩定政策.....三一八

第十九章 貨幣管制計劃.....三二三

適合本位.....三二三

管制金本位.....五二五

補償元.....三二九

貨幣及信用節制.....三三三

第二十章 一貨幣計劃.....三四一

「國家貨幣」局.....三四一

黃金及外匯之管制.....三四四

銀行信用之管制.....三四六

投資之管制.....三四九

人反對管制政策之理由.....三五一

名詞註解.....三五七

第一編 貨幣制度

第一章 貨幣及物價制度

一 貨幣的特性

近世經濟社會最顯著的一個特點，即其運行的是否靈活，倚賴於貨幣與物價的程度甚大。就是說吾人生存於貨幣社會之中，亦不為過，因一切經濟行為，不僅由貨幣及物價來表示，且多由二者來決定。所有一切商品及勞務的生產，除由政府及社會團體所主持者外，概以貨幣利得為目的。美國人民四分之三，其收入的全部所得（家中自行操作的勞務及家庭中耐用品的使用除外）在一開始，就採取貨幣的形態；其餘四分之一則為農民所得，其大部份收入也是貨幣。最後我們社會上的債務，幾乎全部以貨幣表示；債務的清償也得憑藉貨幣來支付。既然一個適當的經濟社會的組織，幾乎無處不靠貨幣及物價，則一個滿意的貨幣制度的建立實在是很重要的。

吾人社會之依賴於貨幣及物價，並非近世經濟生活中的一種偶然現象。要在一個複雜的經濟社會中沒有任何一類的貨幣，那是難以想像的。現代的企業組織（例如運用鉅額資本，僱用多數勞工，在國內若干地區製造與運銷商品的公司）倘使沒有貨幣，正像自然科學沒有度量衡一樣，一定難以發生作用的。而在一個複雜的專業化的經濟社會中。必須有賴於貨幣，才能進行適當的

生產，分配及其所得的運用。

貨幣是記帳的工具，貨幣單位則是經濟測量單位（註一）。價值是基本的經濟特徵，故貨幣就是用以測量這種經濟價值的。用貨幣來測量的價值，稱做價格。貨幣的這一特性——用作經濟測量單位——對於商業經營至關重要。商人如欲知道其業務的效能（即賺利能力）就可以檢視其貨幣計算的帳目。所有他在進貨、雇用職工，籌借資本及租地立約的時候，都要以經濟測量單位來表示的。社會人士在運用所得及決定其應行消費與投資數量的時候亦以借助於貨幣及物價最為經濟；又消費投資應行採取何種形態亦以求助貨幣與物價為宜。總之，凡屬複雜的經濟生活必需一種經濟測量單位，這一點不獨在自由企業社會是這樣，就是在社會主義社會亦並不兩樣。凡有記帳需要之處，貨幣便不可少。（註二）

貨幣的另一特性，即是支配其所測量的物質（如商品、勞務等）的一種工具。（註三）貨幣因有這一特性，人們才願意接受牠來抵償自己付出的商品及勞務，而不索求其他的商品勞務。也就是說，交易行為採的買賣方式，而不用物物交換制度。無論經理事業，或日常生活，假如沒有這一種工具，顯然就要遭逢極大的不便。因為貨幣支配着物質，故人們為了方便寧願保持足量的貨幣在手頭或隨處隨取的地方，來支應一定時期內所需的物質，這是貨幣的第二特性，可能在貨幣充任經濟測量單位以前，就先存在。（註四）

貨幣尚有第三特性，即清償債務能力。這一點，近來的貨幣理論家漸漸特別注意。（註五）貨幣的這種特性非常重要，因為吾人社會中的生產組織免不了產生債務，——一種支付貨幣的法定義務。例如一個公司，對供給生產資本的，要給以息金或紅利；對供給生產原料的其他事業，要

交付貸款；對從事完成生產所需各種勞務的工作者；要支付工資與薪給。反過來，這公司對向牠借款或除貨物的，又有債權，此等債權，也只有憑支付貨幣，才能清理。

每一交易行為，必引起債務，并且通常以貨幣表示。縱或無此明文規定，通常亦得支付貨幣以清理之。甚至服役及商品供給義務，亦得改為貨幣給付義務。至違約的補救，法庭鮮有令契約人補踐者，一般皆將約定義務改為貨幣給付，以賠償因違約所蒙之損失。此種完結法定義務之貨幣特性，每稱為貨幣的賠償性。有時企業家極難取得清償債務的手段——法償貨幣——這時候整個經濟感受壓迫，終而至於發生金融恐慌。

貨幣制度是否完善，對於經濟社會之靈活運行有密切關係。一完善之貨幣單位為何，此刻尚難下一圓滿定義；但可試作如此假定：「只有貨幣的一般購買力，不會劇烈變動，貨幣始能妥當的完盡其功能。」（註六）一貨幣單位，（無論為元、為鎊、為法郎、或為馬克）其所能控制之物資數量，若有大的變動，則此種貨幣制度即告破產，人民的經濟生活也必大受妨礙。蓋一複雜經濟社會，非有一種經濟測量單位，無以運行靈活，非有某種手段，無以將其每年真實所得分配給各參與生產的原素；也定要有某種手段，才能清理由商務交易所發生之債務。

馬克在跌價最狂時期（一九二三），便完全失却其為經濟測量單位之特性。企業家記憶時，憑藉實際上不存在的一種單位，如金馬克；或者就用外國貨幣單位，如美國或瑞士法郎。物品的價格亦每以外國貨幣單位標列，再按當時的匯價折成馬克。大凡一國的貨幣單位，若不再為完善的經濟測量單位，人們便代以另一種比較準確的單位，縱然較不方便，也無所謂。馬克既然急劇的失却其真實物資控制力，人們自然趨向于減少他們正常所保持的購買力數量，而直接保持實質物

；或採用外國貨幣形式，來控制物資。這時候，一個家庭所保持者并非貨幣，而為其慣常用貨幣去購買的物品，如各種食品衣着等等。自然，勞務不使用同樣方法來儲備。但企業家鑒於物價暴漲，不肯接受以馬克計算的權益，因此所立契約，多以外幣或商品計算，如黃金、糧麥、糖、煤、炭酸鉀或木料等。馬克不能用來清理此種債務，因債務的產生原來就沒有採馬克的形式（註七）

二 貨幣之功能

有了上述的貨幣特性，又有吾人經濟社會的特質，必然的會用貨幣來調度生產，分配以及國民所得之使用。貨幣是通過物價制度來完成其功能，也就是說，憑藉物價，以指導經濟行為。因為在一個自由企業的社會中，須有一種手段，來決定生產數量，分配各種工業所需的生產物資，決定企業家對此種物資之管理方針，決定真實所得在各生產要素間之分配，以及劃分所得用於消費與投資之數量。在我們社會中，控制這種生產分配及國民所得之使用的，正是貨幣制度的功能；此等功能是否美滿的完盡，為整個社會福利所繫。故社會福利與貨幣制度的作為間，存着密切的關係。

在吾人社會中從事生產的，旨在獲得利潤，故生產量及各生產要素就業量悉取決於企業家所得的利潤。利潤高，他們便會增加對生產要素之需要。但要注意的，當就業已達最高峯時，企業家的利潤，如太豐厚，以致使他們尚欲增加就業，對於社會並無好處。反之，利潤低，商人便會減少其對生產要素之需要。但如過低，使生產不能達到最高峯，社會亦無利益可言，因資源——即生產要素——的閒置實為社會之浪費，亦為社會貧乏的根源。至于利潤，其決定因素有二：即

價格與生產費用。一種完善的貨幣制度，須使價格與生產費保持適當之平衡，俾使生產量與生產要素之利用量，同達最圓滿的水準。(Optimum level)。

受貨幣制度操縱的，非僅商品勞務生產的數量，還有生產的種類，在任何社會中，每種物資都可作多種用途；現代的經濟社會裏的商品及勞務，生產數量既大，種類又多，故物資之用途尤為繁多。惟自由企業制度下，以物資配給各工業，並無直接統籌辦法。以此等物資，生產何種商品及勞務悉聽企業家自擇。但并不是說物資之分配，全屬偶然，或強制性質，因為企業家生產之基本旨趣，乃在贏利。而利潤則繫於商品及勞務之售價，及物資之使用費。故企業家願意多生產高價之商品，少用高價之物資。

一種商品相對價格之上漲，表示如將物資由其他工業轉移而用以生產此漲價之商品，社會福利可能增加。商品的相對價格上升，而生產物資之相對價格不變時，此項商品的生產者之利潤必大，因而多多使用物資，努力生產該種商品。于是物資必盡其他工業，而向此需要增加之工業轉移。反之，若此種商品的相對價格下跌，致利潤降低時，生產者將鬆弛生產，減少對此等物資之使用；于是節餘之物資，向其他工業轉移。

與生產調度略有連帶關係者，為營業管理。自由企業制度下，凡能獲得財力者，皆可指揮生產，即配備生產要素，製成商品，並運銷之。一般言之，一位典型企業家所不能操縱者，乃其所使用之物資及其所出售商品之通行價格，因此等價格，非任何單個生產者所能控制。無論他參加或退出此種市場，如無其他企業家採取一致行動，將於價格及生產費毫無作用。凡能利用物資而獲利者，其企業必可繼續，且可由他自己的利潤，和別人的投資得到更多的財力來擴充他對生產

的指揮權。若他不能獲利，則其財力必日絀，他人之投資亦必撤出，他繼續指揮生產的機會，自然隨着完全喪失。

物價制度之作用，固在調度生產，使產品有社會需要之工業擴張，使生產管理集中於能勝任其事的企業家之手；然此決非唯一僅有的方法。在另一種經濟社會裏，可能有另一種調度方法，而且比較更合理想。是以上面所論者，非謂物價制度能使商品勞務的生產，達成最大的可能福利，不過對於自由企業社會之有效完盡其職能，有其供獻而已。經濟學家亦早經公認依據價格與生產費而調度的生產，并不能給予適合現存社會組織的最大福利。但生產如以利潤為目的則貨幣及物價即有助於有效之生產組織。

貨幣之第二功能，在協助分配社會每年真實所得，予各生產要素。任何類的生產者必須支出貨幣所得，換取物品及勞務等實際所得，然後他們才算得着在社會每年真實所得中應得的一份。因此首先求得貨幣所得分配的公允，實為要圖。倘若貨幣制度有缺陷，以致貧民階級預期所得之一部分，轉歸富民階級則社會的總福利必減少。雖然貨幣制度的缺陷未嘗不會使富民階級預期所得之一部份，轉歸貧民，但這種機會究不若前者之多。與分配問題多少有關的另一可能弊端即貨幣制度之缺陷，使契約所訂明的所得實際發生變更。其予社會福利之影響如何，胥視真實所得之轉移方向，以及此種轉移，對於社會生產之影響如何為斷。

真實所得轉移之結果，如使契約預期效力失效，必對生產發生反應，倘貨幣制度之缺陷，剝奪企業家之正常利潤，以為其從業之報酬，則他們將緊縮生產，少用生產要素；國民所得亦於以減低。或有人辯稱貨幣制度之缺陷，如使企業家的利潤增加，其反應應屬可取，蓋商人將擴張生

產，增加生產物資之使用。(註八)自然，倘參加生產的要素，寧願就業量增加而不計報酬率低，則其反應不能說不可取。但如生產活動之增加，係因減縮正常真實報酬率強迫所致，而增加之結果又使最重要生產因素——勞工——不得不犧牲其心愛之餘暇，則如此增加之生產活動，未必不可取。此時國民所得固增，而國民福利，則見減少。

貨幣價值之變動所引起之不良反應，可能持續一長久時期，此外還可能引起對消的，但同樣不良的因素之作用。生產要素之貨幣報酬率因限於契約或習慣，在短期間內不能變動。但隨着貨幣價值之變動，企業家每按照當時之報酬率調整其對生產要素之需要，以致引起生產要素就業的不必要的擴張或收縮。生產費如原料價格，工資率、利率，租金及租稅等，越滯不變，則對生產要素需要之改變，可能越持續長久。此種生產費之呆板性加上價格之幻變性，使因貨幣價值改變而起的真實報酬率變動對生產發生不良之反應，自然此種反應，站在企業家的立場，是屬必要的。

把國民所得，如何恰當的使用于消費及投資，對社會極關重要。貨幣能協助支配當時的支出，使我們從一定量的所得獲取最大的滿足。因為貨幣可使消費者用多種方式使用其購買力，并參照物價之高低，來決定用多少所得，購買各種商品勞務。較此尤為重要者，貨幣能使消費者在未決定用何方式將所得換成實物前，延緩其購買行為。如是，購買者憑藉貨幣及物價之助，得平衡不同商品及勞務所給予之不同滿足，且依照心中認為最合適的方法利用其所得。

貨幣對於儲蓄及投資亦給予大的便利。若某一社會，僅恃商品之集儲以備將來之消費，則欲施行大規模之儲蓄，是否可能，實為疑問。『原始社會裏的人，儲藏實物，以備來日之需，屆時

可能發覺其本人對此等實物之需要，不如其他未曾儲蓄者；況有很多未來慾望，決非遲假商品之蓄集，所能應付。惟有蓄集能生貨幣所得的資本，才可予需要發生時，隨意購買實物以滿足之。』(註九)再者，貨幣可以便利人以其節省之物質，借予他人消費或用以生產。無貨幣之社會，如欲仿吾人作大規模之投資，實是不可能者。

生產與消費，儲蓄與投資，為貨幣行為(Behavior of money)所決定之成分很大，其決定貨幣行為之成分亦大。儲蓄比例及投資比例能影響貨幣價值之變動，貨幣價值之變動又能反過來影響儲蓄比例及投資比例。同時儲蓄比例與投資比例又能改變生產要素之就業量，因而影響國民所得之總額。因為現時消費與未來消費，如能維持適當的平衡，便可使社會福利總量在某一時期內繼續增加，貨幣之基本功能，原在洽當的調度生產分配及國民所得之運用。正因為貨幣有此種決定國民所得總量和使用方式的功能，故貨幣之每一特性及其價值之每一變動都極重要。

在一個以自由企業為基礎，以利潤為生產目的之現代經濟社會中，上述貨幣特性及功能與國民所得大小及其運用間之關係，必然存在。處此種境況，吾人須考慮者乃生產分配及國民所得運用之調度，應悉聽命于貨幣價值之幻變，抑自身負起責任，管理貨幣制度，使生產分配及國民所得之運用都能合乎理想。由於貨幣價值之自由變動，吾人曾遭種種意外困難，顯示吾人殊有採取行動，藉以防止或至少減少此等循環不休的困難之必要。此非謂貨幣制度之管制，能解決吾人社會之一切經濟困難。此等困難既非悉根源於不完備之貨幣制度，而欲悉以貨幣管制解除之，不免希望過奢。然管制貨幣制度，可以解決吾人大部貨幣問題，並使其其他經濟問題易於研討處理，則屬無疑。

三 貨幣幻覺

因為貨幣為經濟測量單位，經濟價值係用貨幣表明，于是很多人認定貨幣價值堅定不變，將物價之所有變動，全歸咎於影響商品實際供需之諸原因。正如物理上的度量衡單位，貨幣單位一般的視為永遠不變，為一穩定之價格尺度。「此正幻覺所在。百物價值，悉取準於貨幣之價值，……故貨幣價值一生變動，輒歸咎於其所交換之對象。」（註十）此種幻覺，實為各經濟謬論之根源，亦為諸經濟困難之起因。

立契時，每以貨幣計算生產要素之報酬。此種習慣加上上述貨幣幻覺，遂造成一種荒謬見解，認為貨幣報酬率本身具有基本重要性。例如，貨幣工資，本須先變成商品勞務，始可滿足吾人慾望，故於決定吾人之經濟狀況時，物價水準與貨幣工資同等重要，然工人每多不察，以為貨幣工資增加，雖消費商品漲價更高，仍屬經濟生活之改善，固然過些時候，大多也能認出此種表面改善，乃一幻覺，于是發動工潮，要求增加工資，以挹注已升漲之生活費。然在商品漲價初期，或在物價升漲之時；鮮有知道貨幣工資縱增，而真實工資仍在減低者。

此種幻覺，當物價低廉或跌落時期，益見堅定。貨幣工資減低，未必即使經濟生活狀況轉劣。但大多數工人則見不及此，以致任何減低工資之議，均遭強力反對；甚至明知物價水準跌落，并非暫時現象，亦不之顧。如職業工會組織健全則所遭之反抗尤非一時所能克服，甚至工資水準非常高，致造成工人繼續的大批失業，情勢亦不見即可減輕。英國一九二〇年以來所以有大批失業之現象者，許多經濟問題作家皆歸咎于此。

此種貨幣幻覺，不僅限於勞工界。卽利息固定之證券的購買人，亦同樣被虛名之利率觀念引入歧途。貸款人只重利率的絕對高低，而不顧及貨幣價值之變動，實則物價升漲時期，虛名之利率恰如工資率一樣，每每落在後面。約訂利息如為六厘，而物價之全年上漲率如亦為百分之六，則利息已全部沖銷；物價升漲率倘再較此為速，則貸款人更將不免虧蝕，蓋以同一數量之款，再不能購得與當初貸款時等量之商品勞務也。此種情形，數見不鮮。自一八九六至一九二〇年，物價升漲之速度非常猛烈，（尤以一九一五至一九二〇年間為甚）在此全期中約訂之正常利率，未必滋生任何真實利息所得。

迨物價水準降落，情形恰巧相反。貨幣價值上漲，使真實利率較貸款契約所規定之虛名利率為大。例如一年貸款，週息六厘，當此期間物價倘跌百分之六，則真實利率將大於虛名利率雙倍而尤過之。此種虛名利率與真實利率間之差別，證券購買人知者甚少，故遇有跌落之勢時便停止其放款以冀挽回。此時之貨幣幻覺，使利率固定化，造成儲蓄與投資間之失衡，使物價與生產費用發生懸殊，致國民所得總額較利率較低時所該有者為少。

工人及證券持有人受貨幣幻覺之支配，未足為奇。蓋彼等與生產之關係是附隸性質。物價及營業利得縱已發生變動，彼等尚茫然無所知。不過企業家，亦受此種貨幣幻覺之支配。當物價升漲時，營利所得，無論為實為虛，本俱迅速增大。但貨幣幻覺使企業家誇大其利得，高估其價值，從而擴張其企業，超過正常限度，甚至超過不受貨幣幻覺支配時他可能採取的非正常限度。此種不正常之企業擴大，予產業安定以不良之反響。

物價騰漲時，貨幣利潤增多，非卽表示真實利潤亦比例的增大。倘物價上漲時期的利潤，有

很多不是真實賺進，只是把原在低價格下進的資產重估一下，才得此結果，則貨幣利潤的增加，更不能表示真實利潤亦比例的增大。在此種時期，一企業家又每把以其債務人身分獲得之暴利 Windfall 與其企業家身分賺得之利潤，混為一談。因為把債權人之真實損失，列入營業收益。故對債權人所作的減少真實支付，便會使其營業帳面利潤顯多。企業家祇見此非常利潤，遂願按當時物價水準繼續借款，以擴張生產；不知當物價漲風停止時，這樣擴張的生產，實并不有利。此點企業家每易於忽視，誤認其非常利潤係原於其特殊之管理效能，遂愈擴張其企業，致使超過適當限度，此一限度，乃企業家能區別營業利潤與因物價上漲及債權人損失而得的暴利時所不願超過者。因此每逢物價騰漲，貨幣幻覺便使企業家誇大其利潤，過份的樂觀。物價跌落時，情形恰相反。那時貨幣幻覺又使人犯過份悲觀的錯誤。

此非謂工人反對減低工資或企業家在物價上漲時擴張生產，是完全出於貨幣幻覺。反對減低工資，亦每每有其正當理由，蓋恐物價回升後，貨幣工資不能恢復也。在他一方面，企業家於物價騰漲時反對增加工資，蓋亦有所顧慮，恐物價回跌後，工資不容再減也。此種相互之疑慮，如能掃除，貨幣工資之固定性，則可大部消逝。同樣企業家在物價騰漲時，擴張其生產，亦非盡原於樂觀的幻覺。彼等雖知擴張生產，多屬虛妄，然為自利計，亦須擴張其企業，以把握有利時機。當貨幣幻覺籠罩經濟社會多數人的思想時，其餘少數人如想抵抗多數人之錯誤，必難成功，除非能取得一致之行動。

四 滿意的貨幣

吾人經濟社會的難題，可謂大都原於貨幣制度之不健全。貨幣制度如健全，其本身雖未能增大社會生產力，却可減除近代經濟社會特有的生產週期紛擾。故尋求一滿意的貨幣，實為貨幣理論及實施上一重要問題。此點前曾提及。吾人且曾試作一假定謂：「只有貨幣的一般購買力不會劇烈變動，貨幣始能妥當的完盡其功能。」蓋問題之核心，乃在社會須有貨幣，助其完成某些使命。故唯有能善盡貨幣功能，即妥當的調度生產分配及國民所得運用，才算最好的貨幣。

一普通見解，尤以企業界為然，認堪作滿意的貨幣之基礎者，僅黃金而已，若用不能以一定重量黃金兌現之紙幣，則此項貨幣制度定然不良。此種見解，並無歷史或理論根據。一自然物形態之貨幣，能不論時間，空間，一貫妥善完盡其功能者，顯然史無先例。如云在某時或某地，黃金曾一度是，或現在是，一至完善之貨幣，自屬可能。但專就美國目前論，建基於黃金之貨幣制度，實不能妥善達成其功能。職是之故，吾人誠應考慮，能否有另一種貨幣，不以黃金為基礎，而更能妥善完盡其調度生產，分配及國民所得之運用各職能。

哈葉克博士曾謂社會最好的貨幣，是中性貨幣 (Neutra money)——所謂中性貨幣是一種貨幣，能容許吾人社會中存立一種經濟組織，與不用貨幣，而採物物交換制度之經濟組織完全相同。(註十二)但從某種意義來說，此種貨幣，殊難想像，蓋無貨幣，即無組織複雜之社會，處當今之社會，欲求一中性貨幣，其可得乎？更簡明具體言之，中性貨幣所含之理想，似為一貨幣社會，其生產要素不受貨幣幻覺之支配，所訂契約，雖用貨幣表示，但條件之真實內容，必恰如訂約人所預期者完全實現。但當吾人對於物價將來變動，預測各不相同——不同本甚自然——則貨幣對於經濟行為之影響，自難保持中性。貨幣制度對經濟組織之影響，甚為普遍，滲入社會經濟生活之

各方面。在此種情形下，中性貨幣之理想，縱值讚揚，亦難望其實現。

經濟學家間今有一通行之見解，謂一滿意的貨幣，其價值必須穩定。此點究竟可取，須俟吾人社會之貨幣問題悉獲充分之討論後，再予評論。現在只提一點，即貨幣價值倘能維持固定，可無貨幣幻覺，彼時貨幣報酬率即為真實報酬率之準確尺度；亦為社會份子的經濟福利之正確指標。雖云如此，吾人尚不可忘記，貨幣價值縱能維持長久不變，貨幣報酬率特具之呆滯性，亦決非可取，因為平衡之報酬率，隨產業狀況而異。貨幣價值穩定，未見即能完全掃除生產及生產要素，就業上之週期波動。購買力能保持穩定之貨幣，自遠較人間向有者為佳，但尚非十分滿意者。

一滿意之貨幣，必須能善盡其功能。須能引起社會現有生產要素之充分就業。須能依適當之比例，供給社會所需之商品及勞務。須將生產物資之管理權，委諸現行社會組織下最能有效使用此等物資的企業家。須在現行產業狀態下依照求得經濟平衡之必要條件分配國民所得，給各生產要素。須在消費與投資間分配國民所得之使用，使所獲結果，既足供應當前需要，又足增進生產要素之效能。凡能完盡此等功能者，乃滿意之貨幣，至其幣材，為金為紙，其購買力穩定與否，均無關係。

註釋

註一 此貨幣特性，每稱為貨幣充價值共同分母，價值標準，價值尺度，記帳單位，或延期支付標準之功能。

註二 馬紹爾謂一種離之經濟社會，可以沒有貨幣。氏嘗稱『具有類似吾人現有經濟學，而無任何貨幣之世界，事實上是不可能者。』見其經濟學原理第二十二頁，註。複雜之經濟社會裏，可以轉移之貨幣縱非必要，但記載帳目，則須

用經濟測定單位，而此抽象之記帳單位即為貨幣。

註三

此一特性，每稱為貨幣充作交易媒介，或價值儲藏之功能。

註四

門斯兒 Karl Menger 謂貨幣之起源，始於其高度之可以出售性，即其能與貨物相交換之自如性。

註五

郝維 Hawley 認此說甚為有用，氏認為有交易必生債務，「測量此債務之單位，為必不可缺者，」此無須為一具體之單位，但「記帳單位」則為必須者。見其通貨與信用第二頁，一九二七年出版。再參考本書註釋二。關於購買力及清償力二貨幣特性之關係，請參閱達文波特 H. J. Daveport 著企業經濟學 (The Economics of Enterprise) 第二四六頁。

註六

馬紹爾 A. Marshall 著貨幣信用及商業 (一九二三年) 第一五頁。關於滿意之貨幣單位，本書第十八章有詳細之論述，第一書第四節有頗略之敘述。

註七

今國海關玻璃板 Helfrich 著貨幣學自五〇九頁至五一一頁。又維里斯與柏克哈特 H. P. Wills and B. H. Bachart 合著外國銀行制度自六三八至六四〇及六五六頁。

註八

閻羅伯森 D. H. Robertson 著貨幣學 (一九二九) 一四八至一五一頁。

註九

馬紹爾 A. Marshall 著經濟學原理第二七頁。

註十

見巴斯馬父 F. Baedat 著「何為貨幣」載於維里斯 David A. Wells 主編之政治經濟文集 (一八七七) 第二一一頁。

註十一

哈萊克 F. A. Hayek 著物價與生產 (Prices and Production) (一九三一) 第二八頁。

第二章 近代貨幣類型

一 商品貨幣

各國各有其形態不同之貨幣，而貨幣之特性及其功能則舉世一致。凡用作經濟測量單位，為一般收受充商品勞務之代價，及債務之清結者悉得視為貨幣。依此而論，不僅政府發行之鑄幣及鈔券，即銀行活期存款，亦應視同貨幣。存款貨幣，用以支付貨價及工資或清結債務時，雖尚未普遍收受，然其使用確廣，（註一）且事實上存款貨幣在各型貨幣中，為使用最廣者。今如欲全部了解一切有關貨幣問題，則貨幣之各種形態如何形成，其特性又如何取得等，均應先有所瞭然。

貨幣特性，首先出現者，為其物資之掌握力。在此以後，貨幣漸具經濟測量單位之特性；直至晚近，清償債務之特性才顯重要。因封建制時代佃戶例應納交之實物勞務，已改用貨幣支付。故最初期之貨幣形態，悉為有廣大需要之商品物資，實無足為奇者。此等貨幣商品（Money Commodities）有多種用途：可充消費品，（此在貨幣演進初期尤為重要），又可用以交換其他商品。惟手下保持一些特種商品，以便換取他類物資之習慣，演成必極為緩慢，因為此時之商品貨幣，尚在商品貨幣演進史之初期。在商品貨幣演進過程上有件饒有趣味之事，即在貨幣商品（Money Commodity）變換之過渡時期，物價是以舊商品計算，新商品支付。故用貨幣掌握真實物資常在先，充經濟測量單位則常在後。

初期商品貨幣，着重於其背後有廣大而持久之需要。蓋近代以前，一物供應之改變，甚為緩

慢。在原始貨幣形態中，牛為典型之商品貨幣，既能供給食品中佔重要部分之肉及奶產品，又能供給製做衣著與器具之皮革、牛角、及牛骨；除人外，牛又為陸路上唯一運輸工具。此外，當時具有持久性，可作殖利的投資對象之重要財產，除土地外，即為牛。現在農業技術不發達之社會裏，土地的有限供給，對於投資頗多阻撓。所以在開始以牛為貨幣之社會裏，人民以其大部真實所得，寄託於牛產品。此外尚有另一因素，足使牛之價值穩定，因而增高其貨幣資格。即一自由人所有之牛數，遠較因交換貨物所付出或收進之牛數為大，所以用牛為支付手段，似不能影響受人對於牛之主觀價值。

在不同之各時代中，各有好多種商品均曾充作貨幣。其背後都有擴大而持久之需要，以為其充貨幣之基本條件。關於不同時代及不同社會充任貨幣之商品伊荻（*Idris*）曾作過分類。今條引如次：（註二）

（1）必需消費品，如米、鹽、玉蜀黍、魚、皮、菸、牛、衣服。

（2）資本財，如刀、釘、彈丸、武器、金屬。

（3）裝飾及陳設品，如貝殼、珠子、（*Beads*）金、銀。

貨幣商品，經經濟淘汰，最後差不多普遍單獨的使用金屬。以貴金屬為貨幣，歷史甚為悠久，或開始於紀元前三千年以前。所有金屬，幾乎全曾先後充任過貨幣；目前，尚有多種，仍充輔幣材料。最後都用黃金及白銀。僅有瑞典在一七七六年尚以大銅塊為本位貨幣。自從一八七〇年以後十年代起，黃金幾獨佔貨幣商品地位，而白銀之使用，則僅限於遠東，西方國家尚使用者，殊為有限。貴金屬為人民最歡迎之貨幣，其所以致此，蓋以其具有數種性質。吉文思曾按各

性質之重要程度列舉之：效用及價值，攜帶便利性，不毀滅性，一致性，分割性，價值穩定性，易於辨別性。（註三）此等名詞之意義甚為明顯，然各重要性之先後，則尚有待斟酌。

此等性質，主要的與貨幣商品充任物質掌握工具一點有關。且物質掌握力一日為貨幣之唯一特性，則此等性質即一日重要。就中與貨幣充任經濟測量單位一特性有關者，僅為吉文思所條舉之第六項即價值之穩定。貨幣價值相當穩定，對於當今吾人之複雜社會至為重要，蓋以充任經濟測量單位，實為貨幣之基本特性。只有價值不受驟烈及偶然變動之影響，貨幣始能妥善達成其對生產，分配，及國民所得運用之調度功能。

二 鑄幣

金屬商品貨幣，隨鼓鑄術之發明及其改進，而達其最高形態。馬紹爾氏曾謂，近代之本位金幣，「實為量與質全用公費檢定之金片而已」。（註四）鼓鑄貨幣，今各國雖視為政府職權，但前此認係個人權利者，則為時已久。鼓鑄金屬貨幣，頗多技術困難，初期之鑄幣距標準重量及成色，甚有出入。如欲防止偽造及「洗澡」等事，極為困難。逮至近世，造幣方法漸臻完善，不僅使幣面花紋凸出，並加鑄文字，而軋光幣之邊緣，使剪邊之機會大為減少。後因行使金幣之習慣，日漸鬆弛，非法漁利者不再偽造貨幣，轉而偽造紙鈔。為防止計，關於製版，印刷及製紙等技術，則又力求精工。

近代各國幾無不允許自由鑄造金幣，即收受黃金，按一定重量及成色為人民，一如為政府，鑄造貨幣。除收檢定及提煉費外，通常不再收其他費用。所收之費用，如等於鑄造成本，名曰鑄

造費。此中有一點，吾人應予注意，代造鑄幣，縱不收任何費用，若金幣金塊授受不在同一時間，則在此期間委託人實已蒙受利息之損失。鑄造費以外之徵課，謂之鑄幣稅。在先達時代，鑄幣稅為各邑王之主要稅源，遞至近世，帝王仍有以此為利源者。惟目前各國，鮮有徵課鑄幣稅者，即鑄造費亦不普遍。

商品貨幣制度，使充幣材之金屬在使用上分為二種：一供工業及美術用，一供鑄造貨幣。此項金屬之總供給量，必于此二用途間適當分配，使其價值在個人看來差不多相等。蓋黃金價值之決定，及其用途之分配，亦遵守有各種需要商品之分配及價值決定原則。關於貨幣價值之特殊決定因素，暫不討論。至於黃金充貨幣使用，或充商品使用，雖在價值上有相等之趨勢，但罕能達到正確之相等，蓋以生金鑄成貨幣或以鑄幣熔為生金，無一不需若干費用也。

任幣材之金屬，原形本為金塊，倘鑄幣之價值，不超過鑄造費用及其含金量之價值，人們必不願以金塊造成鑄幣。然人民如有鑄造貨幣自由，則鑄幣所大於含金量價值者，亦只限于鑄造費用，惟在鑄幣無自由之地方（不代私人造幣之地方）鑄幣價值超過含金量所值之部份，始能大過鑄造費用。（註五）反之，鑄幣之正常價值，不能小於減除熔運費用以後所含金量之價值。祇有在非常情形下，鑄幣價值小於含金量所值之部份，始能大於熔運費用，例如發行不兌現紙幣，同時禁止熔燬或輸出鑄幣，致每單位貨幣跌價，此時之鑄幣價值可能小於含金量所值。但較之同類之紙幣所值可能仍高。蓋有人限於契約關係，須用鑄幣清結其債務（雖然，在此種情形下，此類契約並無束縛性）或將鑄幣收藏，以待熔燬及輸出禁令之廢除，甚或玩視法令，竟以鑄幣充生金使用。此種對鑄幣之需要縱不能提高其價值，使與含金量所值相等。然亦足支持其價值，使在同一市場上，

較同額不兌現紙幣之價值為高。

三 代表貨幣

自從商品取得貨幣特性以來，其歷史延續直到今日，然在交易上，一般總視為一種不滿意的貨幣。究其主要原因有三：一、不便於大宗交易；二、預備足夠貨幣數量所需之費用浩大；三、其價值不穩定。自從用貴金屬代替賤金屬，將大價值集中於微小體積內之後，商品貨幣作大宗支付所感之不便，獲得一部份解救。今黃金所以凌駕他種金屬以上，為商品貨幣中之主要類型者，其原因即在此。此外另有一法，可免除交易時使用商品貨幣之不便，即使用代表物，其形式為要求立即規定商品給付之收據或命令書。此等代表本身，殊少甚或毫無商品價值，然各收據或命令書所指定之貨幣商品數量則的確存在，其價值係由其所代表之商品量決定。

在先遠時代，熟皮或生皮小片均曾充任商品之表徵。美國在殖民時代，維爾幾尼亞省曾以菸草收據充任貨幣，此為使用商品貨幣代表物之一極好例證。英國商人接受牠，作為清償債務，並用來購買向英蘭輸出之菸草。至現代代表貨幣之起源，則可溯及阿姆斯特丹及漢堡之銀行貨幣，此等銀行貨幣在十八世紀人民經濟生活上實佔重要地位。當時一般使用之鑄幣，重量及成色極不一致，為避免支付與收受不便計，各鉅商悉以鑄幣或生金交阿姆斯特丹及漢堡銀行，換取指明憑票照付白銀而可以轉讓之收據。當時須交納銀行若干手續費；而銀行貨幣以鑄幣及生金計算，尚要申水。及至近世，人們悉以印就之鈔券為貨幣代表。美國現使用兩種代表，即金憑證及銀憑證。

使用代表商品貨幣，以代替真實商品貨幣，對於貨幣單位之價值不應有任何巨大之影響。蓋使用金憑證較以商品造成鑄幣自不致使貨幣單位供給量增多。代表貨幣，雖不致影響貨幣單位之供給量，然因使用較便，可能使人增加其對貨幣形態，購買力之需求，使貨幣單位價值因以上漲。使用鑄幣時，人們願在手頭保持之購買力，若足數購買一個月所需真實所得，此刻固有此種便利，或願在手頭保持足數購買一個半月所需真實所得之量。果此則顯有使貨幣單位價值上升之勢。除此種可能外，代表貨幣再不能影響其價值。

代表貨幣，雖能解除以商品貨幣作大宗支付時所感之不便，但商品貨幣本身所遭之反對理由，如須預備足夠供給量所需之費用浩大，及價值之不穩，仍未脫除。故就實用方面言，代表貨幣，應視為商品貨幣之一特種形式。惟代表貨幣，英國作家每用以表示商品貨幣以外的各類貨幣。不兌現貨幣亦包含在內。以此種意義言，代表貨幣包括即行討論之管制貨幣。

四 管制貨幣

商品貨幣之價值及代表貨幣之價值，雖然必須常與幣材或其所代表之商品價值相等。然一國在其領土以內，在一定限度內，亦能控制其商品貨幣及其代表之數量與價值。祇要調度其對國外之貿易，及黃金之輸出入，便能對其貨幣制度內之商品貨幣及代表貨幣加以若干之約束。然從整個言，一國所能加諸其商品貨幣之控制，殊為有限，因為貨幣商品價值不能避免其他國家管制政策之影響，同時貨幣商品之生產，又非各國政府管制所能及。故由實用方面言，商品貨幣及其代表，可視為非各金本位國家貨幣當局所能控制。事實上，各國貨幣當局如能影響商品貨幣及其

代表貨幣的價值，此項影響必大都通過其對管制貨幣的統制。

商品貨幣及代表貨幣，需要與使用中貨幣數量相等之幣材金屬。一個需要鉅量貨幣購買力之國家，專用商品貨幣及代表貨幣，其所需之費用必甚浩大。由此種理由，很多國家所以利用信用貨幣——一種不需要與其流通數量相等之幣材金屬的貨幣——其原因即部份的在此。信用貨幣之數量及其價值大部係由政府及商業銀行之審慎措施所決定，故以稱為管制貨幣為佳。其主要類型，為政府管制貨幣，由政府或中央銀行以鈔券及象徵鑄幣 (Token coins) 發行之，(此後稱曰法定貨幣) (註七) 銀行管制貨幣，由商業銀行供給之，銀行管制貨幣之形態為憑支票提取之活期存款，(此後稱曰存款貨幣)。今美國所流通之貨幣，其絕大部份顯為管制貨幣，尤以存款貨幣為多。

由政府以鈔券形態發行，不與商品貨幣相兌換之管制貨幣，有時稱曰強制貨幣 (Fiat money)。考政府發行紙幣，其歷史甚為悠久，中國在紀元前第二世紀或已創始。此型貨幣在十八世紀以前，尚不重要。美國革命時代，大陸會議曾大批發行紙幣，以挹注其戰時財政。十八世紀末十年代，法國革命政府曾發行兩種強制貨幣，一名阿西納 (Assignat)，一名曼達 (Mandat)，發行後迅即跌價。美國當內戰時期，北方聯邦政府與南方盟邦政府，無不利用強制貨幣，為戰時財政之支柱，盟邦紙幣價值，後來全然消失；聯邦紙幣則跌至其原來價值三分之一。聯邦政府發行之綠背幣，其價值於戰後又行回升，連一八七八年與金鑄幣同值，現更屬於國家管制貨幣之一部份。強制貨幣最廣泛行使者，為第一次世界戰爭時期及戰後歐洲各交戰國政府及其後繼之各政府。結果有數國之貨幣價值狂跌，至僅等於其原先價值的極小部分。

當今大多數國家，都不直接發行紙幣。多由其控制下之中央銀行代理。故中央銀行鈔券應視

為一種政府管制貨幣。按銀行鈔券之起原，或脫胎於商業匯票。歐洲第一個發行銀行為瑞典銀行，創立於一六五六年；其初次之鈔券發行，係在一六五八年。英蘭銀行於一六九四年獲得特許後，其著名鈔券即行問世。英蘭銀行雖為特許之公司組織，得自行聘請其理事與總裁，然實際上則確為英國政府一代理機關。又約翰勞米西西比公司發行之貨幣係採用銀行鈔券式；而法國政府予以納稅及清結私人債務之特權；故得視為法定貨幣。銀行鈔券之使用，通行於各主要國家，在十九世紀前，均由銀行視業務需要予以發行。今紙幣之發行權，在各國均受法律限制，罕有此權者幾均為政府及其控制下之中央銀行。

政府管制中重要的一種，為輔助鑄幣 (Subsidiary coin)。各國的分角幣 (Fractional money) 幾全為金屬，通常多用銅與銀合製。為免輔助鑄幣之供給量受非貨幣因素影響起見，各國政府均使其商品價值較面值為低，以免被人熔燬圖利。分角幣，除非視作曾納極重鑄造稅之商品貨幣，否則顯非商品貨幣。分角幣通常悉按法定貨幣折合，故非獨立型之貨幣；視法償特性不及分角幣，可以說明。輔助鑄幣亦不得視作代表貨幣，因其背後並未儲存有價值與其面值相等之任何商品。馬紹爾氏嘗謂輔助鑄幣，為銀鑄鈔票；今稱輔助鑄幣為一特種之政府管制貨幣，當益有助於了解。分角幣係憑其數量之限制及其供應之調節，以維持其與本位幣之比例價值，並以與本位幣無償相互兌換方法，獲得自動之調節。

由商業銀行製造，聽由借主支用之存款貨幣，在美國為唯一主要之銀行管制貨幣，蓋國民銀行鈔券之供給，實際上非商業銀行所能左右。存款乃充貨幣使用之帳面信用，憑號稱為支票之書面支付命令作轉移。美國存款業務之興起，實原於商業銀行鈔券發行權之式微。英國在一八三〇

至四〇年間尚認銀行業務，如不發行鈔券，難期成功。此時以後，存款貨幣之使用，始在英國逐漸發達；商業銀行，雖無發行權，其業務亦能運營獲利。但存款業務之發達，在美國及其他英語國家均較晚，就美國言，國民銀行制度成立後，對商業銀行發行權之限制，多少給予助力。存款業務，在其他國家迄今尚不重要，雖然存款貨幣之使用，已在德法逐漸抬頭。政府固能限制銀行之特許權，限制其放款，規定其準備，故對存款貨幣亦有管制之力。

五 貨幣管制目標

政府及銀行管制貨幣，有數目的。在平時，保持法定貨幣與幣材黃金間之平價，自一八二一年以至一九一四年，英蘭銀行操縱英國貨幣制度，即專以保持英鎊與黃金之兌換率為目標。一九二〇至一九三一年管制英國貨幣制度之目的，專在恢復並保持戰前以黃金計算之英鎊之價值，與此相似之另一目的，在維持以外幣計算之貨幣價值，而尤以與黃金相兌換之貨幣為然。印度政府管制其盧比，曾有一長久時期，係以保持其對英鎊之兌換率為鵠的，且甚為成功。

在非常時期，當財政感覺支絀，征稅舉債不足以因應需要時，政府每以管制貨幣為籌集其所需購買力之手段。此尤以戰時為然。美國在革命戰爭時代，大陸會議即以發行紙幣方法，籌得其所需物資百分之六十。(註八)。德俄奧諸國政府，在通貨膨脹時期，全部收入皆賴紙幣之發行。近世每一通貨價值驟跌事例，無不與政府發行紙幣，籌措費用有關。有時政府不直接發行，令其所屬之中央銀行代為辦理，並執行其命令。政府之能利用紙幣發行為籌款手段，拉甫林教授以為係由財政權與貨幣發行權混淆所致，然毋寧謂係專為籌集所需物資而始實行之貨幣管制。

政府管制貨幣第三目標，在更能善盡其調度生產，分配，及國民所得運用之功能。此項目標，近來始顯重要。其實此種政策，各國政府在一定限度內久已遵行，只是行於無意之中耳。至提倡此種政策為貨幣管制第一目標，則為近幾年來之事。斯堪狄納維亞各國，在第一次世界戰爭時期，曾採行排斥黃金政策，究其目的，多半即在安定其通貨價值。戰後美國聯邦準備制度信用政策之制定，是否係以此為目的，爭辯尚多，但以安定工商業狀況為目的之一部份，非不可能，各國為使其幣值減少變動起見，已日益加強其貨幣管制，故來日貨幣管制之目標，必益趨於此一方向，自可斷言。

存款貨幣之管制，有二目標，一為政府及銀行當局欲維持存款貨幣與法定貨幣之平價。美國銀行法及較好之金融機關，無不以此為主要目標的。另一為銀行當局欲謀得最大之營業利潤。此一目標每使銀行當局忽略存款貨幣管制之主要目標。近幾年來管制存款貨幣之供給量，雖不無調度實業之意旨，然此一鴉的，尚未可謂已獲臻達。此種政策之倡導，多由中央銀行策動，各商業銀行僅居被動地位。存款貨幣在美國貨幣制度上，佔非常重大部份，今後以調度實業為目標之貨幣管制政策能否成功，即視政府與聯邦準備銀行對於存款貨幣供給量及其運用之能力如何以為斷。

六 管制貨幣之優點

商品貨幣，代表貨幣及管制貨幣，三者為世界各國通有之貨幣形態。金幣今雖少用，但在第一次世界大戰前，幾為所有歐洲國家通貨之主要部份。一九三三年以前，佔美國貨幣制度中主要

部份者，為金憑證型之代表貨幣。當時外國使用代表貨幣者則幾無所聞，僅英蘭銀行之鈔券，有數點類似金憑證而已。當今大多數國家仰給於管制貨幣；美國所仰給之管制貨幣，則為憑支票作轉移之存款貨幣。蓋現代之貨幣制度如再全用商品貨幣，不但費用浩繁，且甚不使。

一典型人為處理其日常事務方便起見，必在手下保持定量貨幣，此種貨幣，必支付貨價或清結債務時，為他人毫不躊躇，遽予收受者。此種需要，現已由政府當局發行之法定貨幣予以滿足；蓋凡以此型貨幣在國境內作支付，收受者無一躊躇。不過人如盡以法定貨幣作各項支付，尤以作鉅額或零星之支付，仍有不便之處，攜運之際，更覺不安全及不經濟。就此而言法定貨幣遠不若隨需要情形簽發支票之商業銀行存款貨幣為便利。支票在工商界固未能通用無阻，然收受確甚廣泛，且確便利多多，故就美國之交易言，就中有百分之九十悉憑存款貨幣完成。銀行所以能供給社會以憑支票支付之存款貨幣，而社會所以能使用存款貨幣，一如法定貨幣者，即由於社會有此需要。

社會人士在手下保存之法定貨幣數量與其保存之憑支票支付之存款貨幣數量有密切關係。此種關係雖非經久不變，然至少在短期內，二者之比例無甚變動。通常就中如有一種發生增減情事，必致引動其他勢力，從而調整另一種之供給量，直至二者恢復至適當之比率而後已。例如，銀行倘若擴充存款貨幣而社會却需要更多之法定貨幣時，存款貨幣持有人必請求銀行將存款貨幣兌成法定貨幣。有時，社會所欲保存之法定貨幣數量，對存款貨幣之比率亦會發生變動。當銀行制度失却信仰時期，法定貨幣所佔之比例數便大。法定貨幣之供給，既非商業銀行所能控制，則社會增加其對法定貨幣之需要，自將使銀行制度遭逢嚴重之困難。

比較純粹商品貨幣制度與管制貨幣制度之優劣時，有三項標準可資考驗。卽便利，儲備費，與調度國民所得之生產分配及運用之效能是也。管制貨幣，尤其存款貨幣，便利無比，無須贅述。管制貨幣之經濟，則比較不甚明顯。美國人民為便於處理其事務所需之各種貨幣總額，幾佔國民所得三分之一。如維持偌大量商品貨幣（包括必須增加之數），每年所需之費用，幾佔國民所得百分之五，不少於聯邦政府所需之經費（註九）。費用如此浩大，是否值得，要看商品貨幣於完盡其職能時，所產生之好處能否確實等於國民所得百分之五。純粹商品貨幣制度果有此種優點乎？事實上尚未獲得普遍之認可。反之，許多經濟學家相信管制貨幣制度，更能適於調度國民所得之生產分配運用。

商品貨幣及以維持與貨幣商品相兌換之管制貨幣，均未能防止貨幣購買力之劇烈變動；及工業因此所遭之紛擾。此可於美國物價史上尋得明白顯示。雖云如此，然較之其他國家，專以籌集政府所需物資為目的，而實行貨幣管制，致幣值發生極端變動時，此等變動，尚稱和緩。過去有一無法否認之事實，卽貨幣制度，一與貨幣商品完全脫離關係，結果即變為一種管制失當之貨幣，使社會經濟生活遭受嚴重之紛擾。但主張管制貨幣者之理論，不在前此曾如何管制，乃在今後能如何管制。當今之社會，已較往昔更能給予貨幣管制以所需之愛護與體念。故最近之未來所採行之貨幣管制，將益以造成國民所得適當的生產，分配運用為目的。

註釋

註一 馬紹爾 (A. Marshall) 論及貨幣一詞之各種意義時，結論稱：「用此名詞時，頗有彈性。見貨幣信用及商業，第十三頁。近代以前，貨幣不說，通採狹義，僅包括政府發行之錢幣及鈔券，與銀行發行之鈔券。F. A. Waller 所下

之定義，可引為該時代貨幣之異型來說，其詞曰：「貨幣者，人人接受作為貨價之全部支付手段，又為負債之最極清結工具，於交付時，不完其人之行為及信譽如何，而即視與貨幣相等而予收受者也。」經濟學字典 (Dictionary of Political Economy) 第二卷第七九〇頁。此種定義自將活期存款摺出。當今趨勢是採廣義來說。有些作家則用通貨及信用以區別不同之貨幣形態。在任何情形下，討論貨幣問題時，實不能不顧及用以掌握生產要素與購買商品所用之大量活期存款。這是之故，本書視活期存款為存款貨幣。

註二 伊坎 L. Edle: 貨幣銀行信用及物價 (Money, Bank Credit, and Price) 第八頁。再參閱吉文說 (W. S. Jevons) 貨幣及交易機構 (Money and the Mechanism of Exchange) 第四章。

註三 吉文說 W. S. Jevons 貨幣及交易機構第五章。並請參閱渥克倫 F. A. Walker 貨幣學 (Money) (一七八) 三三頁至三六頁。

註四 馬紹爾 A. Marshall: 貨幣信用及商業，五七頁，請再參閱吉文說 W. S. Jevons 貨幣及交易機構第七章。

註五 在第一次世界大戰期內，此種情形曾發生於瑞典及其他國家，蓋當時金價大跌，遂停止貨幣自由鑄造。凱賽爾 G. Casel: 一九一四年以後之貨幣與外匯，七九至一〇〇頁。

註六 康南特 C. A. Conant: 近代發行銀行史一九八頁，又二八七頁關於阿海斯特丹銀行歷史之記述，見頓巴爾 C. F. Dunbar: 銀行學之學說及其歷史 (The Theory and History of Banking 再參閱經濟字典 Dictionary of Political Economy 一卷一〇四頁所載英格蘭母 J. K. Ingram: 「初期歐洲銀行」(Early European Banks) 法定貨幣 Lawful Money 為多少世紀來一通用之名稱。就其廣義言之，包括社會上流通之任何型貨幣。在法國法

律上，此名稱及類此之名稱皆法定通貨 Lawful Currency 及法定支付物等 Lawful Tender。頗係與「法幣」Legal tender 同樣意義。一九三三年以前法律僅認金銀鑄幣及美國鈔券為法定貨幣，黃金及白銀為憑證，雖非法幣，得視為國民銀行法定貨幣準備之一部份。反之，國民銀行鈔券及聯合準備券則不為法定貨幣。一九三三年六月撤銷金條款之國會公決案 The Public Resolution of Congress Repealing the gold clause 頒布美國一切金屬貨幣及紙鈔違同銀行鈔券等均視為法幣。自此以後，法定貨幣一詞係指由政府及政府授權發行之一切貨幣而言。政府本身發行

之鑄幣及鈔券則名為政府貨幣。

註八 杜威 D. R. Dewey·美國財政史 *Financial History of the United States* (一九三二) 三三五頁。

註九 亞當斯密斯 Adam Smith·國富論卷二第廿三章。

註十 威爾斯 David A. Wells 主編之經濟文叢 (*Essays on Political Economy*) 二一〇及二一一頁所載 F. Bastiat 著

「何為貨幣？」

註十一 哈萊克 F. A. Hayek 著物價與生產 (一九三一) 二八頁。

第三章 金本位及其他本位

一 本位之意義

一國之貨幣本位，實為決定貨幣行為，及貨幣行為對工業制度之影響的重要因素之一。故選擇良好貨幣本位，乃社會一基本貨幣問題。貨幣本位，原無所謂好壞，僅有職能完盡，滿意與否之分。此亦即考驗貨幣本位好壞之最後基則。

貨幣理論與實務方面的寫作家所給貨幣本位之定義，概不一致。最普通者謂為各型貨幣悉能兌換的一種商品。「任何幣制下的本位幣，必是經法律規定，能換回其他各種貨幣的貨幣。」(註一)一國貨幣能以黃金換回者，稱金本位；能以白銀換回者，稱銀本位。其行使不兌現紙幣者，則曰無本位，亦云自由本位。又有謂；具有無限法償能力之貨幣，便為一國之貨幣本位者。貨幣本位作如此解釋，頗遭訾議，一個國家頗可同時行使數種貨幣，使同具無限法償能力。貨幣理論家復有謂，貨幣本位係指貨幣管制的目的或應予管制的目的者。凡此種種意義，胥有助於對貨幣本位選擇與管理問題之了解。今為簡明計，貨幣本位，僅解作最後限制一國貨幣供給量及其價值之基礎。

一國貨幣制度，如建基於黃金或白銀之上，則幣材金屬之數量必為其貨幣供給量之最後限制，幣材金屬之價值必為其貨幣價值之最後標準。在短時期內，固可藉管制使貨幣與金銀供給量及其價值脫離關係，而尚維持其貨幣本位。然此種管制，將影響貨幣對於國內國外幣材金屬之相

對價值；除非該國準備集積巨量不必妥之準備，或願失却其所集聚之貨幣商品，否則終須聽任貨幣供給量隨幣材金屬作因應之變動，庶可維持其與幣材金屬之等值關係。不願生金銀之供給量及其價值，而欲管制貨幣，此種工作，任何國家，必感艱巨，蓋難免有巨量貨幣商品流出或流入。世間恐無一國，其在國際經濟上之地位如此重要，致管制其貨幣時，雖不顧及貨幣商品之供給量及其價值尚能保持其貨幣本位。如僅圖管制貨幣之供給量及價值，使暫時與幣材金屬脫離關係，世界各國無不能之；然時間一久，則貨幣價值必將等於其與相允之金銀之生產成本。

自由收授之貨幣單位，其價值必常等於其所交換之金銀價值，縱有差異，其限度亦必微小。一貨幣單位之價值，假使小於其所交換之金銀量之價值，不致使人鑄金銀為貨幣，但能使人熔貨幣為生金銀。凡一種商品，具有多方用途時，其較重要之用途，必為人所重視；除非不同用途之價值相等，否則，其物之使用，必無疑悉集於該重要之一途，非徒商品如此，金銀亦然。凡貨幣所交換之一定量黃金或白銀，其價值如較貨幣價值為貴時，此較貴之金屬，必悉充商品使用，而較賤之金屬，則充任貨幣。此理每稱為賤幣驅逐貴幣，若干作家視此為貨幣理論之基本原則（葛萊故定律）。此項原則，實際上即普通經濟代用原則之應用。凡求取同一經濟效果，倘有各種手段時，所採者必為所費最輕之一種。雖云如此，在瞭解商品本位貨幣制度之作用上，此項原則至為重要。

由長時期說，維持基於商品的貨幣制度，必對一國管制貨幣之能力有所限制。有人稱商品本位迺自行調節的貨幣制度，且不至為人所誤用。但若干重要國家，企圖保持金本位，歷經千辛萬苦，卒未成功，可見貨幣管制，絕非輕而易舉之事；縱為金本位，其管制之難亦無二致。最近美

國物價跌落時，適在行使金本位制，然未能逃避慘重之經濟蕭條，由此更足證明號稱防人誤用之本位制，其本身乃一愚笨之本位制。當年之經濟蕭條，其大部嚴重性，即由於企圖管制貨幣供給量及其價值，使與本位商品價值相協調有以致之。

二 複本位制

直到近年以前，大多數文明國家皆用銀幣作為價值之標準。工業進步較淺，國民所得不大之國家，採用白銀為主要通貨幣材，自然極為相宜（註三）。然以銀幣作巨宗交易，則至不便，尤以國際貿易為然；此種不便遂引起黃金之採用，及金銀價值相聯繫之貨幣制度。李嘉圖雖嘗稱銀本位較金本位為優，然近今巨大工業國家則無再加深刻考慮者。目前僅有中國仍用銀本位。白銀在未來世界貨幣制度中僅能充次要的，最多亦不過輔助的用途。故銀本位之優劣，無須再斤斤較量。在原則上，其優劣各點與行將討論之金本位優劣各點，並無不同之處。

有若干國家，金銀價值互相聯繫，均用為貨幣本位。二者均有無限法償力，均由政府代人民自由鑄造。為使達成貨幣任務起見，特按金銀幣單位各含金屬比量，決定金銀幣之比值。金銀之市場比值，縱或發生差異，而二者之貨幣價值，則呆釘於法定比率。不過金銀在工業及造幣用途上可以互相代替，二貴重金屬如欲繼續同時使用，則在工業及造幣用途上之價值必須彼此相等。故管制複本位之主要難題，即在如何保持金銀二金屬法償與市值之相等關係，以便保證二金屬在幣制上得以同時使用。

一般人以為按照一定比率任人自由鑄造金幣及銀幣之貨幣制度，可以管制成功。彼等相信如

將任一金屬提出一部份不使充貨幣使用，足以提高貨幣單位之價值，因而使該金屬工業用途價值降低，如此可防止該金屬與貨幣制度脫離關係。殊不知除非各銀本位及複本位國家在經濟上佔重要地位，否則金銀比值之穩定不易保持。假如有較重要之用銀國家，放棄白銀之貨幣使用，則其餘國家欲長期維持固定比率之鑄造，誠憂乎其難矣。關於此點，馬紹爾氏曾謂：（註三）

吾人固可承認，世間各商業國家倘如成立一協定，共同准許人民按一合理比率，自由鑄造金幣與銀幣，則在此種協定存在期間，除非二者之中有一種金屬被逐出流通界，金銀比值可始終釘住此一比率。但待採掘情形變更，致二金屬相對生產成本發生差異，去協定之比率甚遠時，該協定衡以人類天性，似難持久。如此種變動之結果，使價值低估者為黃金，而黃金在工業上之用途，一般又認為既大且急，則若干政府將盡力收藏黃金。蓋黃金與白銀在規定下雖云比價相等，然待協定一旦撕毀，定價失效時，存黃金者必比存白銀者多獲利益也。

若干政府失信，固足以妨害國際協定保護下複本位之成功，然此尚不若兩型貨幣法定比值與市場比值間所生差異為害之甚。除非能使法定比值與金銀之生產成本相等。否則，雖國際複本位制，亦難久行不廢。高估之金屬，因受高價刺激，生產將驟增，且將脫離工業用途，致該型貨幣量大增；而低估之金屬，則生產不免減少，且將轉向工業一途，直至世界幣制，完全以高估之金屬為基礎而後已。一國之法定比值如與市場比值及外國法定比值互有懸殊，則低估金屬之存量，必迅速減少，蓋外國造幣廠正樂於無限吸收也。職是之故，世間號稱複本位國家，實際僅隨二金屬正常生產成本之變化，行使金銀交替本位制而已。

不主張金本位，亦不主張銀本位，而獨贊成複本位之經濟學家，謂複本位有二優點；一為使

匯率，無論對金本位國，或銀本位國，抑或對複本位國，悉能穩定，不生波動；二為較金或銀單本位制能使幣值更為穩定。固然在各複本位國家同時并用金銀期間，國際匯兌無論對金本位國家，或對銀本位國家，抑或對複本位國家，均維持固定平價。但是，就稱複本位之國家，實際上所行使者，僅為金銀交替本位制。在此種情形下，低估之金屬既已被高估者排除，則欲維持匯率於固定平價，實不可能。雖然如此，但複本位制在某一限度內，確能減少不同金屬本位國家間匯率變動之差異。

複本位制或有減少物價波動之趨勢。按果如若干複本位論者所論，複本位國家之貨幣價值，係按金銀平均價值決定，則複本位有維持物價高度穩定之優點，殆無問題。但事實上，複本位制並未使貨幣價值決定於金銀之平均價值，祇決定於二者之一。即依此而論，祇要此交替本位制，能貫徹始終，亦不無若干減少幣值波動之趨勢。所差者，任一金屬之生產成本，一經脫離法定價值，既遠且久時，幣制雖尚保其複本位之名，亦僅具金屬單本位之實。此後，該複本位制國家貨幣價值所發生之變動，正與採單本位制而所用金屬即依該複本位國家造幣廠平價言屬於高估之金屬的國家相同。

是故複本位所予吾人者，並非金銀并用之貨幣制度，乃一金銀交替之制度而已。馬紹爾氏曾一再建議一種新制度，名曰「二一本位制」(Dummelism)，藉使一國貨幣實際上與金銀相聯繫。馬氏主張貨幣單位，應使與一定量之黃金及一定量之白銀相兌換。為便利計，可用金與銀合鑄為標準條。一單位貨幣價值由二種金屬各個決定之程度，則繫於二金屬兌換貨幣時所授予之各個相對量。「吾人如欲大部幣值由黃金決定，則應使銀條很小，若想主要的由銀條決定，則銀條

要較金條重五十或至一百倍。但如欲使二者具有相等之決定力時，則銀條以當前二金屬之存量衡之，或應較金條重二十倍」(註四)。決定金條與銀條之比重，應一勞永逸。此制一般人雖相信足使貨幣單位價值與金銀之平均價值相聯繫，然尚未獲得官家之考慮。

複本位，曾經充過大多數歐洲國家幣制之基礎。首先放棄者為英國，(一八一六)。係英國首先以法令廢止白銀之貨幣地位。其他各國放棄銀本位制，乃一八七〇以後十來年之事，其所以致此，蓋由一八五〇至一八七〇年間金銀供給量變動太多。加利佛尼亞州及奧斯大利亞洲的金礦發現，及一八五〇以後十年中，黃金產量之驟增，使黃金排除白銀，當時東方對銀之吸收量頗大，故白銀悉向東方輸運。此時世界商品生產亦迅速增加，故無論如何，白銀確已不便作日常用途。至一八七〇年，金銀共有之地位為黃金獨佔時，并未惹起任何紛擾，反於工商業大有便利。一八四八至一八五九年間，白銀對黃金之比值，本略有起色。然一八六〇年一過，情形又復逆轉。白銀產量急劇增加，又當世界各國多在準備以黃金為貨幣材料之時。故白銀價值開始又跌，及至一八七三年，則跌至驚人地步。此時應否仍以白銀充作貨幣準備，政府與銀行無不躊躇。當時人對白銀價值穩定性之懷疑，以及充作貨幣本位白銀本身之不可取，悉為銀價不穩定及其貨幣資格被廢止之造因。

白銀貨幣資格之廢止，由來甚漸。一八一六年英國雖正式宣布採行金本位，而英蘭銀行保持白銀為準備者，以迄一八五三年。新成立之日爾曼帝國於一八七一年採用金本位，助長白銀貨幣資格廢止運動。斯堪狄納維亞國家，如挪威、瑞典、丹麥，於一八七二年召開貨幣會議，協議採行金本位。荷蘭於一八七三年停止銀幣自由鑄造。成立於一八六五年，而以管制銀幣數量為目的

之拉丁貨幣聯盟，於一八七三及次年停止銀幣自由鑄造。美國於一八五〇以後二十年代中停止鑄造銀幣，其一八七三年條例，更不列銀幣為法定鑄幣 (Authorized Coins)。然主張自由製造銀幣運動，迨一八九六年尚未停息。布郎德阿利森法案，及石爾門法案亦授權政府購買白銀，以支撐銀價直至一八九〇年。

曾行紙本位，後來恢復到金屬本位之歐洲國家，未此行銀本位。奧國在發現白銀對黃金比價跌落，致其紙幣價值已可與原初銀本位時代價值相等時，遂停止銀幣之自由鑄造。一八九三年又通過金本位法案，經數年而獲貫徹。俄國情形與此類似。雖名為銀本位，而其實際本位乃為紙盧布。至一八九三年，盧布價值已等於以前所含白銀量之價值，銀幣自由鑄造遂亦予以停止。次年俄國政府採行變相之金本位，按定價供應提供盧布者以金本位幣馬克。印度情形與此稍異。印度向未脫離銀本位，銀幣始終為社會上一普遍之支付手段。惟因與英國金融關係密切之故，匯率波動無常，難以控制。一八九三年銀幣自由鑄造停止，一八九九年政府開始按略有差別之匯率，供給英鎊，收進盧比，或供給盧比，收進英鎊。印度停止銀幣自由鑄造後，白銀對黃金之比價暴跌，金銀幣按固定比率鑄造制度，遂永失其重建之希望矣。

一九三三年，物價繼續下跌，銀價愈形不振，按固定比率自由鑄造銀幣之議復起。當年六月，世界各國在倫敦舉行經濟及貨幣會議，成立協議，規定銀幣成色（純度）不得低於十分之八，視情形許可時，採用銀幣，代替低額之紙幣。各主要產銀及用銀國家，同時又成立另一協定，限制白銀拋售數量，冀以提高銀價。美國參議員畢得門 (Senator Pittman) 曾建議貨幣準備之一部份須為白銀（百分之一五）一部份為黃金（百分之廿五）但未獲採納。

今後貨幣制度增用白銀之任何計劃，必取白銀輔助使用形式，而不至再為按照固定比例鑄造銀幣之方式。英國一八四四年之銀行法，雖准許英蘭銀行，得以白銀充其準備金四分之一。然一八五三年後，其鈔券準備再無白銀。美國一九三四年六月購買白銀法 The Silver Purchase Act 規定美國貨幣政策應使白銀佔其金屬貨幣量四分之一，並授權財政部購買白銀應此需要。利用白銀，以為準備，藉補黃金之不足，本非一新奇之計劃。大名鼎鼎之經濟學家渥爾拉斯 (Leon Walras) 早有如此主張，氏嘗稱各首要國家如增加或減少其對白銀之貨幣使用，可在一定限度內予黃金價值以調劑作用。來日仍依此種目標運用白銀，非無可能，然未可與以往之金屬複本位制等量齊觀。

黃金對白銀之比價

一八四五	一九三〇	一九二五	一九二〇	一九一五	一九一〇	一九〇五	一九〇〇	一八九五	一八九〇	一八八五	一八八〇	一八七五	一八七〇	一八六五	一八六〇	一八五五	一八五〇	一八四五	
一五·九二	一八·七〇	一八·五〇	一八·三〇	一八·一〇	一七·九〇	一七·七〇	一七·五〇	一七·三〇	一七·一〇	一六·九〇	一六·七〇	一六·五〇	一六·三〇	一六·一〇	一五·九〇	一五·七〇	一五·五〇	一五·三〇	一五·一〇
一九·七〇	一九·六〇	一九·五〇	一九·四〇	一九·三〇	一九·二〇	一九·一〇	一九·〇〇	一八·九〇	一八·八〇	一八·七〇	一八·六〇	一八·五〇	一八·四〇	一八·三〇	一八·二〇	一八·一〇	一八·〇〇	一七·九〇	一七·八〇
一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇	一九·七〇

三 各種金本位

自一八七〇以迄一九一四年間，西方國家多行使金本位。速進入歐戰時期，各交戰國及中立

國，多被迫放棄金本位，以適應戰時需要。嗣後雖經恢復，——一九二八年各主要交戰國均相繼恢復——而其維持則感困難重重，故近年來金本位非被停止，即其使用大受限制。金本位之考驗約有數端曰自由鑄造與自由熔燬，曰黃金及外匯之自由使用與自由輸出。政府或其中央銀行如按固定價格，或按略有出入之變動價格買賣黃金，而不加限制，皆得稱為行使金本位。

金本位之最單純形態為金鑄幣本位。實行此制者，其任何型之通貨，悉能兌成金幣。美國往昔曾鑄造五元，十元，廿元之金幣，凡為五之倍數之幣量悉能兌成金鑄幣。歐戰前，金鑄幣為一普遍之金本位。凡行此制之地，流通貨幣，多為金鑄幣；此於缺乏小面額紙幣流通之歐洲國家尤為普遍。與此略異者，僅美國而已，美國社會上雖有金幣流通而實際上未構成通貨之主要部份。金鑄幣本位每稱為金流通本位。

行使金本位，需要相當費用；當社會恐慌時期，人民熔燬，更有使鑄幣告罄之虞；所以李嘉圖氏建議代以金塊本位。氏主張一國通貨僅應使用鈔券，鈔券得兌換帶有官印，重二十盎斯之金塊。此議當時雖未蒙採納，但構成英國一九二五至一九三一年間所行金本位之基礎。此時英蘭銀行鈔券及通貨紙幣 (Currency notes) 得按成色十二分之十一之金每盎斯對三鎊十七仙令十便士半之比價兌換四百盎斯重之金條。凡需要大量生金或需輸現出口者，皆得兌換生金，而使用金幣時所感受之不便處及所需之費用悉以免除。

設置金準備，無論形態為鑄幣，抑金塊，其本身不免為一種浪費；投鉅大資本於閒置之準備，利息的損失，當甚可觀。至經管保護，尤須其他花費。金匯本位則不然，能免除此種缺憾，而同時又能使一國貨幣保持其與黃金之關係。按要求以貨幣兌為黃金者，既多來自須以黃金在國

外作支付之商人，今祇要能供給之以外匯，便能使之達到其目的，故外匯應與黃金無異。首行此制者為荷蘭，以金匯贖回貨幣，藉以溝通其亞洲領與母國之貨幣關係。其方法為使荷屬殖民地貨幣與盾幣 (Gulden) 相兌換，藉使與金本位間接相聯繫。凡需要黃金者，得將殖民地貨幣兌換成盾幣，再以盾幣購買荷蘭金幣。故金匯本位，乃以另一國內的金幣自由鑄造及貨幣與黃金自由兌換為基礎。俄國曾行此制，穩定其盧布對外之價值，以間接維持其盧布以黃金計算之價值。另一週知之事例乃印度之金匯本位，係以盧比匯票 (Council Bills) 購買英鎊，以英鎊匯票 (Reverse Council Bills) 購買盧比之方法，使盧比匯率穩定於一仙令四便士。凡欲以盧比兌換黃金者，悉得以英鎊 Reverse Council Bills 購買存放於倫敦之黃金。曾經實行此制者，尚有其他國家，即美國海外領亦包括在內。歐戰後，凡行使不兌現紙幣國家，大多均曾實行，以作為恢復金本位之準備。

金匯本位之主要利益，在較行金幣或金塊本位時大為經濟。既不須保持閒置無用之黃金準備，則通貨準備可當作資本，投資于須以其外匯兌換本國貨幣之國家。且從紙本位恢復至金本位時，此制可減少其對各國貨幣制度之壓力，蓋無須提用在他國充任準備之黃金。然反對此制者亦不無理由；其主要者，為此制將使一國之貨幣及物價繫於他國貨幣制度之上，其管制須使順應他國之政策。再假如被投資國家一旦放棄金本位時，投資國殊有蒙受巨大損失之虞，此雖為一次要理由，然於今則頗重要。

有人說，法償力除非賦予能與黃金相兌換之貨幣。否則，一國不能視為行使金本位。蓋每有由複本位過渡為金本位的國家，仍容大量銀本位流通。其鑄造雖經停止或受限制，而其法償力則

不加約束。結果該國政府或其中央銀行雖在維持一單位貨幣與一定量黃金之等值關係，而其社會則仍得以銀本位幣，清結其債務。例如美國之銀幣，歐戰前法國及拉丁貨幣聯盟各國之五法郎銀幣，俱為無限法幣。凡採行金幣自由鑄造，又承認銀幣為本位幣，使具有法償力，與金幣保持自由兌換關係者，其幣制可名為跛行金本位。

另一形式之金本位，曾經多次有人建議，而迄未獲試行。此即金值本位（Gold Value Standard）。在此種制度下，金價與物價作相反之變動。一單位貨幣與價值一定而數量不同之黃金相兌換，不與數量一定而價值幻變之黃金相兌換。此制能與任何用紙幣國家之貨幣制度聯繫，而不遭任何困難。其利弊如何，待與經人建議之其他貨幣改革問題同時詳細討論之。

幣制價值於黃金價值之金本位，顯非一種單純一致之制度。隨國不同，因時而異。蓋各國貨幣制度之歷史背景既不同，基此而生之各種金本位形態；自難一致。所以，若問究以採行何型金本位為佳，其答覆殊難肯定。然有一事，可想像但未必實現者，即將來有黃金價值管制之新方法出現，使一國之貨幣制度，同具金屬本位及管制本位兩種之優點。然在此日未到臨以前，吾人僅可根據從現行各型貨幣經驗，來討論金本位之優劣各點。

「選擇黃金，作價值標準，主要的係根據傳統」（註五）。貨幣制度的歷史延續性，其重要，雖未可否認，然亦不過過於誇張。單一金本位 Single gold standard 在現代貨幣制度中，即較為新創。黃金為法定貨幣基礎，在英國尚不及一百二十年，在其他國家，更不及七十年。在過去六十年中，更無一重要工業國家一貫使用金本位。逮至金鑄幣之貨幣地位，被政府及其中央銀行發行之鈔券與夫商業銀行之存款貨幣代替以後，所謂歷史延續性，益失其重要矣。故貨幣制度之最

後選擇，未可悉憑具有偶然性之事實，致使不完善之貨幣制度永遠存在人間。

金價比較穩定，乃人們認為採用金本位之良好理由。考金價之所以比較穩定，其造因約有數端。一，現存之黃金數量大，而每年新產之數量小，故黃金生產發生巨大變化時，金價不致受急劇影響。二，黃金為一種商品，其供給視其價值如何而定。價值倘如上漲，超過其生產成本時，黃金生產必然增加，使金價之漲風受阻。三，黃金同時有美術工業與造幣二用途，此亦為其價值比較穩定之重要理由。蓋黃金之非貨幣用途，在需要上較有彈性，當貨幣價值上漲時，黃金之非貨幣用途便減少，于是新產之黃金必多供鑄造貨幣使用。四，各國之金本位，實際上為受管制之金本位，而非商品金本位，故各國政府及其中央銀行可能操縱其黃金對法定貨幣之比例數，當金價趨漲時，減少黃金之使用，反之，當金價趨跌時，則增大黃金之使用，以調節金價變動之趨勢。惟此是否屬實，則尚無以證明。

凡上所舉悉為使金本位貨幣價值較為穩定之原因。此等原因對銀本位制及其他持久商品本位貨幣之價值，亦可應用。雖然有人以為金價變動之差異不見定較其他商品為小，但可能如此。惟黃金如有些微變動，亦足予金本位國家經濟組織以不幸之影響。當然，金本位過去曾協助行使該本位之國家免去貨幣價值之巨大變動，如管制貨幣供給而專以措籌政府所需物資為目的之國家所遭受者。然如迷信維持貨幣單位價值，使與一定量黃金價值相等之幣制，竟較以求取經濟平衡為標的之貨幣為優，則殊無理由。

人所稱道之金本位另一優點，在穩定其對其他金本位通貨之匯率，謂此有助於國際貿易之發展，蓋匯率穩定時，用外匯計算之商品價格，企業家始可知能折合國幣若干。匯率穩定，其利

固不可否認，雖然馬紹爾氏及其他學者嘗稱；匯率變動之害，未免為人誇大。但須知匯率之穩定，非多數國家共同行使金本位將無以維持。現很多國家已放棄金本位，如有一國家仍堅持金本位，則金本位穩定匯率之重要性已失，或減少多矣。況最重要之問題，乃在幣值對內對外穩定間，如所抉擇，為求匯率穩定，則該國國內之貨幣價值將隨外國貨幣價值共同浮沉。

四 管制本位

大多數國家之金本位，實際乃一管制金本位。此吾人不可不了解者。其主要之幣型，為法定貨幣及存款貨幣；且須管制其數量，使與一定量之黃金保持等價關係。管制之目的，無非在保持金本位。舉世尚無一國，企圖管制黃金價值，雖云有若干經濟學家曾稱，一九二〇年至一九二四年間之金價，大致係決於美國貨幣當局之政策。管制金價，在一小限度內，及短時間內，固屬可能。然如欲長久管制金本位之貨幣價值，則不可能。甚至多數國採一致行動，欲求長期之成功，亦不可能。終須聽任貨幣價值與黃金需要量之生產成本趨於一致。

幣值最後依賴於黃金，此為反對金本位之主要理由。往昔，當吾人不瞭解各種貨幣問題時，『盲目推崇黃金為價值之天然代表固屬愚妄，但確曾有其用處』(註六)。惟吾人不可使此種盲目的推崇，成為改良幣制之障礙。夫幣制位於黃金，與保持經濟制度之均衡，二者須擇一而行，不能長期首鼠兩端。應知制定一金值本位或類此之制度，使貨幣制度利用黃金，而不使其單位價值繫於一定量之黃金價值，實為可能之事，而且惟有如此，基於黃金之貨幣制度，乃能隨人意加以管制。

與限制幣值變動之金本位相反者，為專靠貨幣當局加以管制之自由紙本位。此種本位，如管理得宜，頗足維持經濟制度之平衡。如管理失當；或用作政府籌措購買力之手段，以代徵稅及舉債，則將為諸種災舉，開啓方便之門。歐戰後，若干國家，誤用此種貨幣制度，結果使人感覺脫離黃金後，滿意的管制貨幣制度殊難實施。但選擇貨幣本位，終應以其能否適於維持經濟平衡準則。就如此論，則管制本位實較金本位為優。

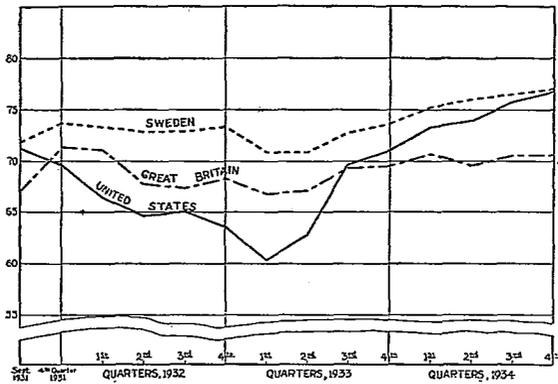
以穩定幣值，或維持經濟平衡為目的之貨幣管制，不乏先例。瑞典於歐戰期間，因鑿金價暴跌，為避免物價騰漲計，曾毅然放棄金本位，即其一端。惟實行未久，又予恢復。逮至一九三一年九月間，該國迫於金價升漲過烈，更鑒於抑低國內物價，藉以換取匯率穩定之不切實際，遂不得不再行放棄金本位。在已往數年間，瑞典管制貨幣制度即純以穩定物價水準為目標。自一九三一年放棄金本位始，至一九三五年二月止，瑞典物價水準約漲百分之七。英國在同一時間內所經歷者，大致相同，自一九三一年九月停止金本位起，至一九三五年二月止，其物價約增百分之六。但在同一時期內金本位國家之物價，則跌落百分之廿五以上。迨至一九三五年二月止，金本位國家之批發物價水準，幾跌至一九二六年水準之百分之五〇。

在若干方面美國情形比較特殊。英國、瑞典、及其他國家，因黃金價值及世界對其出口品需要發生變化，致不能平衡其國際收支，遂被迫放棄金本位。此時美國倘如願意，尚能繼續行使金本位。然為提高物價水準，以恢復經濟平衡起見，美國竟亦毅然放棄金本位。自一九三三年四月正式廢止金本位時起，至一九三四年八月止，批發物價水準上漲竟達百分之廿五，而金本位國家之物價水準，此時則繼續下跌。美國物價所漲程度，雖尚不足恢復經濟平衡，然此時之生產量及

就業量，則必遠較美國物價水準倘仍依附黃金價值時為大。

吾人所建議之貨幣制度，亦即以減少物價水準變動程度，及維持經濟平衡為管制目標之貨幣制度，雖與現行作法有重要之不同，然距離並不甚大。當今各金本位國家之幣制，無不為管制貨幣制度。故新穎之處，不在管制，而在管制之新目標，即如何管制之以求國民所得之適當生產分配、運用是也。管制貨幣，以此為目標，其所需之監督，自遠較維持貨幣與黃金相兌換關係時所需者為大。然物價之相當穩定與經濟之平衡，對於社會至關重要，故實無法長久規避，不本此原則以改革世界之貨幣制度。此中自有若干艱巨之技術問題尚待解決，但近年來貨幣當局所學者已不為少。美國及其他國家對於以穩定物價及經濟制度為貨幣管制目的之經驗，雖均屬有限，然吾人仍有理由相信，貨幣制度能夠管制成功，臻達此一目的。

(1) 美國，瑞典及大不列顛之物價，一九三一
至一九三四年



年份	季	美國	瑞典	大不列顛
一九三二	第一季	六六·五	七三·三	七一·一
	第二季	六四·六	七二·九	六七·八
	第三季	六五·〇	七二·九	六七·四
	第四季	六三·六	七三·三	六八·二
一九三三	第一季	六〇·三	七〇·九	六六·八
	第二季	六二·七	七〇·九	六七·一
	第三季	六九·七	七二·七	六九·三
	第四季	七一·〇	七三·六	六九·五
一九三四	第一季	七三·二	七五·二	七〇·六
	第二季	七三·九	七六·〇	六九·六
	第三季	七五·六	七六·五	七〇·五
	第四季	七六·九	七七·〇	七〇·四

(I) 美國商務部商務報告。一九二六年等於一〇〇。

註釋

- 註一 富爾森斯 E. S. Furness: 外國, 四三頁。
- 註二 馬紹爾 A. Marshall: 貨幣, 信用與商業, 五四及五六頁。
- 註三 馬紹爾 A. Marshall: 貨幣, 信用與商業六三頁。
- 註四 馬紹爾 A. Marshall: 貨幣, 信用與商業六五頁; 又
馬紹爾紀念文集 (Memorials of Alfred Marshall) 二〇四至二〇六頁; 又
馬氏國會答問錄 (Official Papers of Alfred Marshall) 一四至一五頁, 二八至二九, 及一六六至一六七頁。
- 註五 克德爾斯 J. M. Keynes: 英論集 Essays in Persuasion 一八一頁。
- 註六 馬紹爾紀念文集 (Memorials of Alfred Marshall) 三三頁註釋。

第四章 貨幣數量

一 黃金之供給量

一國之貨幣數量，關係該國經濟福利甚切。貨幣數量與物價水準之關係，暫不詳論，茲僅先提示一點，即貨幣數量如繼續增加，物價勢將隨之上漲，貨幣數量減少，物價勢將隨之跌落。足證國民所得之生產分配及運用與物價密切相關，故貨幣數量務須適當，以防止物價之巨大變動，及因此而生之國民經濟之紛擾。

金本位國家及參酌黃金數量而管制其貨幣之國家，其貨幣數量大致取決於幣材黃金之供給數量。充作貨幣使用之黃金，包括流通之金幣及政府與中央銀行保持之金準備。在歐戰前金鑄幣之使用最為普遍，尤以在歐洲國家為然。然在當今各工業國貨幣中，佔主要部分者，則不再為金鑄幣矣。凡面額比較大者，多為紙幣——英蘭銀行鈔券最小額為五鎊，僅中下面額者始以金鑄幣充之。大戰以後，雖小面額之金鑄幣亦由紙幣代之。當今黃金之最重要用途，祇用作政府與中央銀行鈔券及商業銀行存款貨幣之準備金而已。

世間幣材黃金之供給量在短時間內比較固定。貨幣價值增漲時，將有若干黃金由工業用途轉入貨幣用途，然增漲之程度須大，然後始能發生轉移現象，且轉移之數量，仍以來自窖藏之黃金居多。據說因近來黃金價值之上漲，由印度誘出之窖藏黃金，價值達數萬萬元。一般而論，一國之黃金數量如增加，其他國家之數量必有所減。據此而論，世間之黃金數量雖在短時間內幾為固

定，而一國所能利用之黃金量則較有彈性。蓋國際間黃金之分配，係由基本之經濟因素所決定，因此各國現有量，不可視為固定不變者，如有變動亦不可視為偶然現象。

但就整個世界而論，充貨幣使用黃金之增加如尚可觀，必來自金銀礦之每年生產。第此數與現時貨幣使用之黃金存量相較，極為微小，其中用以供給貨幣使用部份，必尤微少。世界現有之黃金量，計達萬萬餘純盎斯。一九三〇至一九三四年間所產之黃金，每年平均數最高者亦不過二千三百萬純盎斯而已。過去十年中每年產量，平均僅較現有幣材用黃金量百分之四稍多，且其中大部份充作工業使用或保存在東方。至近年來供貨幣使用之黃金，其增加率每年僅合百分之二或三而已。大致言之，以往五十年之平均產量尚稱堅穩，僅在合一八八三年存金量百分之三與合一九〇八年存金量百分之七之間變化而已。

(1) 世界幣材用黃金量(以千純盎斯為單位)

一九一三年十二月卅一日		一九三二年十二月卅一日	
美國	九二,一〇六	美國	二一八,三一六
法國	五八,〇五〇	法國	一五七,四二四
俄國	四八,九〇七	英國	二八,二〇〇
德國	四四,二六三	瑞士	二四,四七二
英國	四〇,一五一	西班牙	二一,〇八七
印度	一八,〇九二	荷蘭	二〇,〇八一
奧匈帝國	一四,三一九	俄國	一七,七八七

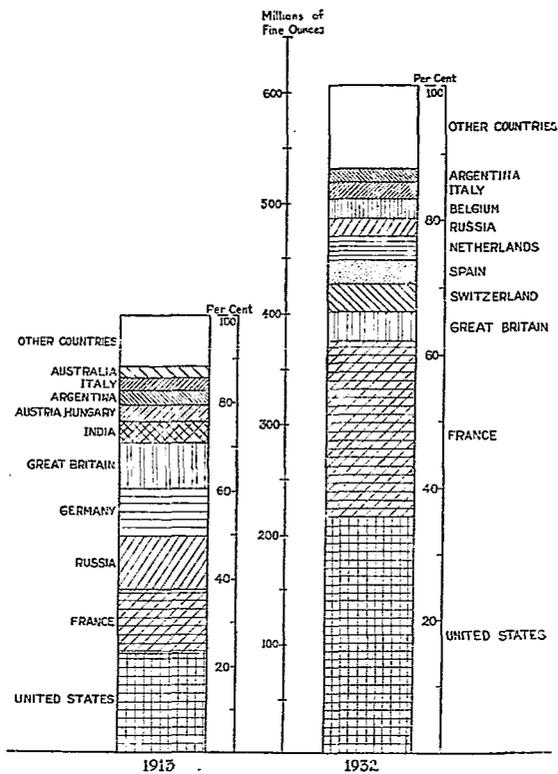
阿根廷	一四,一二六	比利時	一七,四五六
義大利	一二,八一九	義大利	一四,八二九
奧大利亞	一〇,四四九	阿根廷	一二,〇八八
其他各國	四五,二七九	其他國家	七六,二九四
各國總額	三九八,五六一	各國總額	六〇八,〇六四

(1) (右為美國造幣廠廠長之估計)

(1) 美國黃金保存量之急劇變動 (以千純盎斯為單位)

一九一五,六月三〇	九五,四四四
一九一六,六月三〇	一一八,五一九
一九一七,六月三〇	一四五,九九六
一九二〇,六月三〇	一三〇,九五二
一九二一,六月三〇	一五九,三四七
一九二二,六月三〇	一八三,〇五一

(1) (右為美國造幣廠廠長之估計)



世界幣材黃金

一九一三及一九三二年

世界每年產金總量 一八九四—一九三三 (千純盎司計)

一八九四	八、七六四	一九〇四	一六、八〇四	一九一四	二一、八七五	一九二四	一八、六六七
一八九五	九、六一五	一九〇五	一八、三九六	一九一五	二二、〇一〇	一九二五	一八、七三四
一八九六	九、七八三	一九〇六	一九、四七一	一九一六	二二、四〇〇	一九二六	一九、二五一
一八九七	一〇、四二〇	一九〇七	一九、九七七	一九一七	二〇、四五七	一九二七	一九、一八〇
一八九八	一〇、八七七	一九〇八	二〇、四二二	一九一八	一八、七〇一	一九二八	一九、三九九
一八九九	一〇、八三七	一九〇九	二〇、九六五	一九一九	一七、三七六	一九二九	一九、五八五
一九〇〇	一一、三一五	一九一〇	二一、〇二二	一九二〇	一六、一三〇	一九三〇	二〇、八三六
一九〇一	一二、六二五	一九一一	二二、三九七	一九二一	一六、〇〇六	一九三一	二二、三二九
一九〇二	一四、三五四	一九一二	二二、六〇五	一九二二	一五、五七六	一九三二	二四、一四一
一九〇三	一五、八五二	一九一三	二二、九二八	一九二三	一七、九七七	一九三三	二二、九四四

(1) 右為遊幣廠產量之估計

(1) 一九三二年各國產金量 (以千純盎司為單位)

德蘭士瓦	一一、五五八
加拿大	三、〇五〇
美國	二、二一九
俄國	一、九九〇
奧斯大利亞	六六七

墨西哥	五八四
羅得西亞	五八〇
其他國家	三，四九三
世界總額	二四，一四一

幣材用黃金量在長時間內係由每年黃金採得量及其用途決定之。在若干限度內，黃金生產有賴於新礦之偶然發現，因與經濟原因無關，故不予論述。至黃金生產之正常增減，大致須視金價之變動如何以為斷。大概金價上漲，將引起生產之擴張，如上等礦之積極經營，及劣等礦之開發；反之，金價跌落時，將使生產收縮劣等礦紛紛停閉，即上等礦之採發，亦轉趨消極。所謂生產之增減乃相對於金價平穩時原可生產之數量而言。同樣黃金價值之增加，將使黃金工業用途減少，因此黃金每年產量，將有大部分專供造幣使用。所以金價之變動影響貨幣量之方式有二，其一，使黃金產量增多或減少，其二，使變動後之黃金產量供給造幣使用之比例數增多或減少。

物價水準對於黃金生產影響

年	物價指數	純金生產量(以盎司計)
一九一六	一二五	二二，四〇〇，三七〇
一九一七	一七二	二〇，四五七，四七五
一九一八	一九一	一八，七〇一，二九四
一九一九	二〇二	一七，三七六，二〇一

一九二〇	二二六	一六，一三〇，二七三
一九二九	一三九	一九，五八五，五三六
一九三〇	一二六	二〇，八三六，三一八
一九三一	一〇七	二二，三二九，五二五
一九三二	九五	二四，一四一，四八六
一九三三	九六	二三，九四四，〇〇〇

(右物價指數為美國勞工統計局批發物價指數一九一〇——一九一四等於一〇〇；黃金之產量係美國造幣廠廠長之估計)

黃金價值一如人們所生產之經濟品價值，在長時間內必與其生產成本相等。亦即在時間長至生產成本足以影響商品供給時，商品之價值便由其生產成本決定。不過適用於黃金時間格外長，因為黃金之持久性使其積存量，遠較每年出產量為大。至在短時間內，黃金價值則由供求平衡律決定之。黃金供給量既較為固定，則黃金價值之短期變動，必原於社會對貨幣需要之變動。然經濟社會上存有種種力量，可使黃金價值與生產成本相等。凡社會對黃金需要一有變動，必使其價值發生漲跌，然後生產人將隨黃金之變動而增減生產。產量變化，又使黃金對於貨幣用途之供給發生伸縮，此種伸縮在一定限度內足資一部分抵銷需要變動所引起之反應；結果黃金價值自將趨向於與世界每年所須產量之生產成本一致。

黃金之供給及其價值與生產成本有密切關係，正如任一持久性之商品，譬如房屋之供給及其價值與生產成本有密切關係一樣。即是說：商品價值，決定生產者能擔負製銷費用至如何程度，

但當生產成本雖較市場價格為高，惟市場價格尚足抵付主要成本部份時，生產者仍可能繼續生產，暫置其固定成本於不顧。黃金生產之固定成本甚大，致使所擔負之成本距市場價值可有顯著之距離。總括言之，黃金價值與成本之關係，大致如下：金價決定成本，可擔當之程度——短期內指主要成本，長期內指全部成本——所付之成本又決定每年之產量，多年之產量決定黃金之長期供給；黃金之供給與需求決定其價值。惟不可忽略者，貨幣及銀行當局所供給之他型貨幣，如法定貨幣及存款貨幣等。在短時間內亦頗足影響黃金之價值。

二、法定貨幣之供給量

金本位國家法定貨幣之供給與可充作貨幣準備之黃金供給量有連帶關係，並受其限制。此種關係如以統計數字表示之，自屬不易，蓋當黃金供給量之變動微小時，在短時間內可能不致影響法定貨幣之供給；而時間一長，決定貨幣與黃金比例數之規則，又得以新立法更改之。雖云如此，法定貨幣對於黃金之廣泛倚賴關係仍屬明顯。

幣材用黃金與流通中之貨幣（百萬元）

年	(1) 幣材用黃金	(2) 流通中之貨幣
一八九八	八六二	一, 八三八
一九〇一	一, 一二五	二, 二〇三
一九〇四	一, 三二八	二, 五五三
一九〇七	一, 四六六	二, 八一四

一九一〇	一，六三六	三，一四九
一九一三	一，八七一	三，四一九
一九一六	二，四四五	三，六四九
一九一九	三，一一三	四，八七七
一九二二	三，七八五	四，四六三
一九二五	四，三六五	四，八一—
一九二八	四，一〇九	四，七九七
一九三一	四，九五六	四，八二二

(1) (各年十二月三十一日，每元含純金二三，二二兩)

(2) (各年六月三十日)

各國對於發行鈔券悉加管制與限制。限制之最簡單方法，為任發行當局自行決定發行數額，惟遇有兌現要求時，須予兌現。賴巴爾氏稱此種發行式為調節貨幣供給及其價值之原始制度 (Primitive System) 一八四四年銀行特許法 (Bank Charter Act of 1844) 成立以前，英蘭銀行發行鈔券，除須兌現外，即不受其他約束；一八四八年以前，法蘭西銀行發行鈔券，亦不受其他限制。此制極為簡單，且能予法定貨幣供給以其所必須之彈性。況責成兌現，其本身即一極大限制。考歷來加於發行較為嚴格之限制，其目的亦不過在保障能於任何情況下兌現而已。

美國曾用，而加拿大尚用之鈔券發行限制法，在以資本額為最高發行額。一七九一——一八一與一八一六——一八三六年間，美國第一及第二銀行所發行之鈔券額，不得超過其法定資本

額。當今之國民銀行法，規定國民銀行發行額亦以法定資本額為其限度。加拿大銀行亦發行鈔券，然其權限，則以實收資本額為最高限度，且須隨時能以自治領兌換券 (Dominion notes) 及鑄幣贖回其鈔券。迨至一九六六年加拿大各銀行之最高發行額將以各實收資本百分之二五為度。

鈔券之黃金準備額

國名	金幣及金塊	註
比利時	百分之三〇	另百分之十須以黃金或金匯充保存之。準備率與國家銀行活動債務之準備率同。
加拿大	百分之二五	自治領紙幣發行額在五〇，〇〇〇，〇〇〇以下者準備額百分之二五，該數以外之發行，其準備額百分之百。
法國	百分之三五	此為國家銀行鈔券及其活期存款之準備比例數。
德國	百分之三〇	對國家銀行鈔券
英國	百分之百	英鎊銀行鈔券二六〇，〇〇〇，〇〇〇鎊以外之發行準備額為百分之百
義大利		國家銀行之黃金或金匯準備額應為其活動債務額百分之四〇。
日本	百分之七五	一二〇，〇〇〇，〇〇〇元日鈔以外之發行準備比例數
瑞典	百分之五〇	二五〇，〇〇〇，〇〇〇克歐爾 (Kronar) 以外之紙鈔發行準備比率。最低準備額，一五〇，〇〇〇，〇〇〇克歐爾。
瑞士	百分之四〇	對國家銀行鈔券之準備比率。

美國 百分之四〇 對聯邦準備券準備比率。國家紙幣準備額須達一五〇,〇〇〇,〇〇〇元。

(1)根據國際聯盟,「有關黃金之立法」[Legislation on gold] 一九三四年。

一八四四年以後,英蘭銀行之鈔券發行予以固定額之限制。在此限度內,得以政府公債及其他證券為準備,額外之信用發行,應全部以黃金為準備。在大戰時期英國曾改革其貨幣制度。逮至戰後再予修正,然固定信用發行額之原則仍予保存。一八四四年銀行特許法,原准許英蘭銀行得以政府公債為準備,發行一四,〇〇〇,〇〇〇鎊鈔券。此額以外之發行,則全部以金幣或生金為準備,存入英蘭銀行發行部。該行有義務以金鑄幣兌換其鈔券,並按一定價額收買生金。然當貨幣恐慌使鈔券供給量較特許法所准許者為大時,政府曾多次准許該行作定額信用以外之發行。每當停止實行特許條例時,該行貼現率必予提高至一分。一九二八年通貨條例又將該行固定信用發行額提高至二萬六千萬鎊,凡此額以外之發行,須全部以金鑄幣及生金為準備,存入發行部。一九三一年九月,該行奉令停止黃金兌現。按定額信用發行制,亦為加拿大政府及挪威銀行之鈔券發行原則。

按定額信用發行貨幣制度之作用,和由金鑄幣及金憑證(Gold certificates)構成之法定貨幣制度之作用一樣。黃金輸出,必有鈔券退藏;黃金輸入,必有鈔券發出。法定貨幣供給量所反映者,為一國黃金持有量之變動,此種變動又由國際貿易及國際金融決定之。因有是等情形,故貝支哈特(Bagehot)嘗稱此種幣制幾能完全自動調節(註一)。假若真像若干人士所想像,人類對貨幣管制之判斷能力未可信賴時,則此種定額信用發行制之自動調節作用的確極有可採之處。

然反對用定額信用發行方法，以調度法定貨幣供給量者，其理由，亦正在自動調節這一點。蓋貨幣自行調節制度，未見即為一貨幣供應適宜之制度。凡黃金商品制度 Gold Commodity System 所具之一切弊病，英國貨幣制度無一不備，尤其缺乏貨幣供給彈性。黃金遇有損失，不論原因為何，必致造成通貨緊縮，使生產就業同受不良之影響，此種不良影響并非停止施行銀行特許法所能彌補者。蓋停止以前，必已有貨幣恐慌，非得籌碼缺乏特別顯著時，財務大臣必不容越法一步；且特許法停止施行所加於工商業之負擔，非常艱巨，銀行貼現率，須提至一分。且特許法既一再停止，足見自行調節方法不適於大工業國家之需要。吾人儘可保留定額信用發行制之一般性質而仍給予貨幣制度以若干彈性若在適當之保障下，將峻苛之法條放寬，則英國之貨幣制度可更使人滿意矣。

調節法定貨幣供給量之最重要方法，乃規定金準備對鈔券發行額須維持一定之比例，通常之法定準備比率，為百分之三〇至百分之五〇，惟大于此或小于此者，亦非絕無。中央銀行法定發行準備額為百分之三〇者，見於德國，為百分之三五者，見於法國；為百分之四〇者，見於美國；為百分之五者，見於瑞典。準備比率如近於百分之百，則幣制之作用近於定額信用發行制矣。

美國聯邦準備銀行及德意志國家銀行管理鈔券供給之規定乃在大多數國家比例發行金準備辦法之典型。聯邦準備銀行以黃金憑證及合格之證券為準備發行當初須以黃金兌現之聯邦準備券，準備中之百分之四〇須為黃金憑證。當非常時期，於續繳足額合格之證券後得作超比率之額外發行；惟此額外部份僅須交納遞加稅。此外，聯邦準備局更得於必要時，停止實行準備及徵稅之各

條款。至於德意志關於國家銀行發行準備之規定，黃金佔準備百分之三〇，外匯佔百分之二〇。非常時期，該行亦得使準備降至法定比率以下，其準備不足之部份，亦須交納遞加稅。

如此管制貨幣供給，其主要利益在予發行當局以甚大之行動自由。美國祇須保持準備百分之四〇，法團百分之三五，德國百分之三〇，便得在一定限度內擴張鈔券發行，而英國及其他行使定額信用發行之國家則反是，如作額外發行，不論數額大小，其準備必須為百分之百。再者，憑納稅作額外發行之條款，如稅率不過重，但又不過輕，以防時常額外發行，則可使通貨在非常時期自由擴張，不致變更法律或下令停施法律。假如額外發行條款失之過寬，招致濫用，遞加稅之課征辦法，亦足資矯正。考反對比率準備之重大理由，乃在黃金輸出時期將使法定貨幣之供給量驟然收縮。殊不知僅有在黃金準備瀕於法定邊緣及中央銀行不願利用額外發行條款時，始有此種現象。

調節法定貨幣之供給，而未見普遍採用之另一方法，為短期最高發行額之限定。此制除須保持金準備外，並須維持黃金兌現之規定。美國曾行此制。第一及第二美國銀行鈔券發行總額，均須以特許營業年限法定資本額為限。一八六三年成立之國民銀行制，准許國民銀行發行鈔券，總額三萬萬元。此項限額曾多次提高，一八七五年復將限制完全廢除。美國內戰時期及以後，亦曾用此法限制國家紙幣（綠背）之發行數量。一九〇八年成立之艾魯贊馳夫瑞蘭德法（Aldrich-Tree-Land Act）則規定緊急通貨不得超過五萬萬元。一九三三年授權總統，在某種情形下為指定事項得發行國家紙幣，總額以三十萬萬元為限。昔美國初次發行大陸通貨時，大陸會議所決定之最高發行額為二萬萬元。

使用固定最高發行額以調節法定貨幣供給量之要例，尚非美國，而為一九二八年六月二十五日貨幣法實施前之法國。法蘭西銀行在政府鼓勵之下，成立於一八〇〇年。一八〇三年即被指定為唯一發行銀行。逮一八一七年嫡派政府 (Legitimist Government) 曾停止其發行獨佔權，至一八四八年革命政府又予恢復。並於同年令法蘭西銀行停止其鈔券兌現，定該行鈔券為法幣 *Legal tender*，其發行額加以最高限額之限制。逮一八五〇年兌現又予恢復，發行限額亦予廢除。嗣以戰爭原故，一八七〇年兌現又予停止，發行額再予最高限度。此限度此後一再提高，逮一九二八年始又廢除。當今法蘭西銀行，祇要能保持其準備達百分之三五，得發行鈔券至任何數量。

法定貨幣數量如此管制，其主要利益為彈性甚大，蓋法定最高限度，通常遠較實際發行數字為高，必要時，得迅速擴張發行。況發行額接近法定最高限度時，又可制定新法律，展寬其限度。解除貨幣制度所受法定金準備之約束後，管制貨幣之數量可不受黃金流動所造成之紛擾。但反對者以為如此限制貨幣數量，將無以制止發行作不必要之擴張，且聽任黃金準備對發行額比例數降低，必致引起黃金支付一再停止。惟事實上，法國所保持之準備額歷來均異常巨大，自一八七七年以降，其間除一九一四至一九二八年以外，黃金與鈔券相兌換之關係迄在保持。故如貨幣管制能保持經濟平衡，其制度縱未能充分繫於黃金，亦不足成為反對之有力理由。(註二)

若干經濟學家建議，管制貨幣數量之最好方法為鈔券發行總額之限制與最低黃金準備之規定同時並用。最低準備制本不多見，至二制同時並用，更無所聞。芬蘭銀行法規定最低限度準備額為三萬萬馬克，瑞典國家銀行則不得少於一萬五千萬克歐爾 *Kröror*。美國國家紙幣之法定

金準備為一萬五千萬元。此外，再無行使最低金準備制者。一般悉採行比例發行準備制。一九三一年麥克米蘭委員會 (Macmillan Committee) 於其報告書中曾建議英蘭銀行採行最低金準備制，譬如七千五百萬鎊，以代替一九二八年銀行法所規定之定額信用發行以外之發行悉以黃金為準備之辦法。來日其他國家將此一原則包括於黃金準備法以內，殊有可能。郝推氏建議金本位制所需之金準備不須足以應付任何資金逃避，只要能應付一國通貨數量可能的之最高緊縮，而仍維持金本位於不墮即足。為求得金本位制能為較好之貨幣管制制度起見，郝氏認為「金準備如能與鈔券發行脫離關係，將為一顯著之收穫」。(註三)

輔幣及分幣 *Subsidiary and minor coins* 為一國法定貨幣主要部分之一。此等貨幣通常係在政府監督下發行，與中央銀行監督發行之鈔券不同。輔幣及分幣定為象徵幣，所含幣材價值遠較面值為低。職是之故，此等貨幣之鑄造，專由政府辦理。若干國家由法律規定，由輔幣鑄造所獲之利益專充分角幣 *Fractional money* 之發行準備藉以防止過度發行，從而牟利。美國分角幣發行總額在一個時期曾規定以五十萬元為限。除此而外，發行分角幣通常再無其他限制。為使此等貨幣之供給近於人民所需要之數量起見，財政部及中央銀行須保持法幣與分角幣相兌換之關係。分角幣之法償力通常多加以限制。為使過多之鑄幣流回財政部或中央銀行，調換成法幣起見，一國分角幣之法償力每有限制。

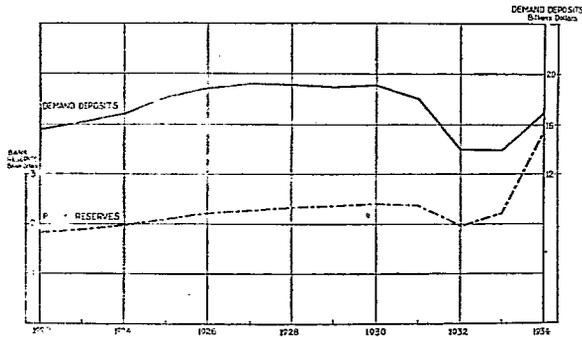
三 存款貨幣之供給量

由商業銀行製造憑支票加以運用之存款貨幣，佔美國貨幣數量最大部份。約束其數量之因

素，有數種，其至要者為經法律規定需要時，須將存款貨幣兌為法幣。又存，須係有準備金。聯邦準備制規定，各會員銀行，須以其法定準備交存聯邦準備銀行，不得存於各行之私庫，其目的，即在使存款貨幣供給量依存於法幣之供給量。照理講，凡屬中央銀行之負債，悉應視同法幣。據此而論，則存款貨幣供給量之最後控制權，可云操之於供應全銀行系統準備金之中央銀行，無論其形式為法定貨幣，或存中央銀行準備金存款。

銀行除非早有準備，能在顧主需現時，將存款兌成法幣，否則業務不能繼續。甚至社會對銀行付現能力發生懷疑，即足損害其信譽，危及其償付力，致須停業清理。惟將一銀行之資產換成法幣，費用既大，虧損又多，無論對股東抑存戶言，損害均屬過鉅。故凡有識見，求目前利益亦不忘未來利益之銀行，對其經放款所供給之存款貨幣必加以節制，縱使目前利得減少亦不之惜。

(1) 銀行準備及活期存款，一九二二至一九三四年（百萬元）



年	活期存款	銀行準備
一九二二	一五,五三九	一,八三五
一九二三	一六,〇六六	一,八七一
一九二四	一六,八三八	一,九六五
一九二五	一八,二七七	二,一九一
一九二六	一八,八〇四	二,二三六
一九二七	一九,二五〇	二,二八〇
一九二八	一九,一九一	二,三四二
一九二九	一八,九七七	二,三五九
一九三〇	一九,一七〇	二,四〇八
一九三一	一八,三五七	二,三九六
一九三二	一四,四八二	一,九九八
一九三三	一四,一五六	二,二三五
一九三四	一六,九八八	三,八二〇

(1) 為各年六月三十日之情形。活期存款為聯邦準備制各會員銀行活期存款之淨額；銀行準備為各會員銀行存放聯邦準備銀行者。

社會及各競爭的及合作的銀行業已樹起一種營業標準，此項標準，縱或銀行發生貽誤業務損失，亦須遵守。標準為何，即維持準備金對存款間一定之比率并維持資產之一般流動性是也。不

遵守標準，任令比率較同業所保持數為低者，其業務必較同業衰落。惟不幸者一銀行為顯示其所保持之準備未較競爭同業為低，每於披露資產負債表前，將準備比率提高，藉資粉飾。銀行資產之流動性，倘如發生疑問，則存款人必將減少，其所發票據，在貼現市場上，將較其他同業之折扣為大，如是，營業利得自然減少。所以一銀行不僅對社會須保持其信譽，即對競爭的及合作的同業亦須保持之，而後者之保持，較之前者尤難。

當今美國及其他各國之銀行法，對於商業銀行供應之存款貨幣，悉加限制。例如資本最低額，放款性質及對個別放款數量之限制，均具重要性。然至有效之限制，則為存款法定準備之規定。聯邦準備法，依各會員銀行所處地方，規定會員銀行活期存款準備，為百分之七，百分之十，或百分之十三，悉應存放聯邦準備銀行。此項準備可藉聯邦準備銀行之貸款加以補充，第以聯邦準備銀行本身對於收進之準備，須保持百分之三十五之黃金憑證或政府貨幣為準備，故亦不能對各會員銀行作無限之放款。除此法定限制外，各行又須保持若干法幣，以應經常業務所需——作櫃台上現時支付，或償付清算逆差之用。凡此有關準備之各種規定，悉為直接間接限制商業銀行供給存款貨幣數量之重要措置。

習慣及法律所加於存款貨幣之限制，固為存款貨幣數量之最後約束。但以各種限制均須透過多層關係之故——如社會與銀行，銀行與中央銀行及法律，中央銀行與法律等——其嚴格性已大不如其所顯示者之甚矣。蓋各層關係均不免有些彈性，累積結果給予存款貨幣之供給量之伸縮性甚大。社會對存款所需之準備及對存款貨幣所需之法定貨幣，皆有一正常比率。此比率因時而異，在商業繁榮時期較小，在蕭條時期則較大。以致金融恐慌時期，各行準備及法幣日有積增，

而存款貨幣獨有衰退之勢。銀行系統之準備，存款，法幣三者間互相聯繫。中央銀行供應之準備數量，決定商業銀行供給存款貨幣最高額。商業銀行供給之存款貨幣額又決定社會所需法定貨幣之量。

法定貨幣，銀行準備，存款貨幣三者間彼此雖有相當依賴關係，然未可即認存款貨幣數量，能自動調節，以與其他二因素相協調。須知存款貨幣之產生，係原於銀行放款。假若企業本不能使銀行借款生利，而不願再按當時貼現率向銀行借款時，銀行剩餘準備儘管大，也不會產生大量之存款貨幣。反之，假如準備不足，而借款需要尚大時，銀行在某種情形下亦必設法向中央銀行借得足數準備及法幣，以增加放款，擴充其存款貨幣數量。故吾人亟須注意者乃銀行貸款之需要情形，對於存款貨幣數量具有極大之影響。

有人以為貨幣數量中應列入儲蓄存款，一如列入活期存款一樣。的確有許多人看待儲蓄存款與旁人看待活期存款相同——均視同隨需要得動用之購買力。惟此種看法，甚不普遍。在大多數人視之，儲蓄存款仍為儲蓄，而非預備支出或投資之現時所得。故惟有能充現時購買力，得以動用之儲蓄，始得列入通貨數量。吾人尚要論及一點，即決定物價水準之重要因素，貨幣之使用次數亦屬其中之一。儲蓄存款固可視為使用次數甚少之貨幣供給，但因其總的使用次數相當的少，可以撥除。必待儲蓄存款之使用非常普通，一如活期存款然後通貨總量中列入儲蓄存款，始有其必要。

四、貨幣與準備

目前無論貨幣制度為何，管制通貨數量時，幾全以準備為依據。一國貨幣當局，見準備額趨於龐大時，貨幣供給量便有增漲之勢；反之，見準備額已形削減時，貨幣供給，即有收縮之勢。在金本位國家，貨幣準備與黃金保有量，乃一而二，二而一者，蓋存款貨幣及法幣供給量之準備，惟黃金是賴。準備之用意為何，一在佐助貨幣當局維持貨幣與一定量黃金之等值關係，二在樹立一客觀方法，以測定社會通貨數量是否保持得合度。就中自以第二用意對於社會福利，尤關重要。所不幸者並世各金本位國準備法之效用，僅在迫使其貨幣當局伸縮通貨量，使與金準備之法定水準一致。保護黃金準備，反成為貨幣管制之目標，而伸縮通貨量，僅為達成此種目標之手段。

使中央銀行及政府黃金之保有量，作一國通貨供給之依據，殊非可取。其害在平時，固不顯著，但當一國黃金大量流出，致使通貨數量及人民之收入緊縮無法避免時，人民因政府為保存黃金所採措施而蒙之痛苦，將暴露無遺。一國之通貨之供給以金準備之大小為依據，并無充足之理由。其初似因人們不信賴人類本身能運用良好之判斷，以管制貨幣制度。但實際上人為的管制，縱然平常，亦定較聽任通貨憑黃金作其供給依據，自行調節為優。蓋黃金準備與社會對貨幣之需要間并無必然之關係！一國之黃金數量，乃由其對外貿易情形，（包括地方所施於商品自由移動之限制在內）所決定。故其變化係原於外來之因素，與社會對貨幣之需要無關。至社會所需要之通貨量，則由國內生產與就業所決定；今反使通貨數量依存於黃金持有量，尚欲使生產及就業，免除不必要之紛擾，豈可得乎。

一國之貨幣供給量，可因保持自由準備使之脫離其對黃金之直接依賴至一巨大程度。自由準

備乃超過法定比率所需之準備。有自由準備一時固可使一國擴張其通貨至最高生產及就業所需之數量。但在金本位國家，其通貨供給量之管制，顯然不能無限期的與準備脫離關係。故終將抵達一點，屆時自由準備消耗殆盡，通貨之供給，不能不仍以法定準備為依據。是以，超然之貨幣管制，非使與黃金準備完全脫離關係不為功。夫如是然後節制貨幣數量，以免除物價之巨大差異，及維持生產與就業於令人滿意之基礎上，始可成功。

註釋

註一 貝文哈特著稱：「從一七九三至一八四四，五十餘年間人多稱其（英蘭銀行）為紙幣之「管制人」，因此，當時有希望受其益者，有預能為害人者，更有預既不能利人亦不能害人者。爭論紛紛，無時或停。逮一八四四年銀行特許法成立一切爭論始告平息。蓋按該法，通貨能自動管制；其全部作用皆發之自動。自此以後英蘭銀行顯然不再管制通貨，亦不足以作此矣。倫巴街一六頁。其實定額信用發行制之管理雖極受限制，然仍有實施管制之餘地。」

註二 自然，所論未能賅括節制法定貨幣發行之各種方法。「節制發行數量之方法」吉文忠列有十四項。W. S. Jevons: 貨幣與交易機構 (Money and the mechanism of Exchange) 二一八頁二二二頁

註三 亦指 R. G. Hawtrey 中央銀行業務指南 The Art of Central Banking 二五九頁

第五章 美國之貨幣制度

一、一八六一年以前之貨幣制度

一國之貨幣制度，是以其經濟需要及其政治與歷史背景為基礎，而產生之結果。今美國之貨幣制度，雖亦係基於此等因素而產生，然其複雜之程度則舉世無雙。蓋美國為樹立一貨幣本位所經奮鬥之悠久與熱烈，非並世各國所能及者。

美國在殖民時代交易上所用之貨幣，雖有從英國帶來者，而大部份則仍為自己的貨幣。舉凡玉米、牛、生皮、菸草、白米及印第安人之貝殼珠等，均曾在各地充過貨幣使用。交易之計算，雖靠先令及便士，但凡鑄幣使用之處，則多來自西班牙及葡萄牙。各殖民區為多吸收貨幣起見，每使銀幣之價值，較其金屬價值為高。此種競爭，貽害甚深，使英國國會議定西班牙幣每元最高價值為六先令，同時則嚴禁以較此為高之價值收授。「一七七五年以前，各殖民區均曾一度發行紙鈔，其發行雖多在政府當局監督之下，然間亦有由私人銀行直接發行者。」（註一）因貨幣價值暴跌，致不得不予收回舊鈔，再易以新鈔者，亦屬司空見慣。一七六四年英國國會議決，先禁止新英屬殖民區繼續發行法幣 *Legal tender notes*，再及其他各區。此項立法當時頗遭各殖民區政府之反對，並激起對英國統治之不滿。

美國革命時代之財政，全靠紙幣之發行，內債、外債、及為數甚微之稅款。大陸會議籌集之款，以其價值估計，約達六千六百萬元，就中有百分之五七係得自紙幣發行，凡四十幾次之多。

一七七九年大陸會議限定大陸通貨流通總額為二萬萬元，自該年十一月以後鈔券不得再發。各州亦發行紙幣，幾達二萬一千萬元。通貨價值遂暴跌，尤以一七七九年以後為烈。該年一月每元大陸幣尚等於西班牙元八分之一，逮至一七八一年，則跌至西班牙元百分之一矣。一七九〇年，大陸通貨始按面值百分之一之價值予以贖回。然以此種方法資助革命，社會所蒙之間接損失，實為不貲。但以當時之政治情形論之，如欲以他法籌措大量資金，殊不可能。

嗣後邦聯憲法 The Articles of Confederation 對於貨幣之統制，僅給國家以有限之權限，仍聽任各州自由鑄造貨幣。逮聯邦憲法 Constitution 成立，始加以矯正，將造幣權完全授諸國會，禁止「各州造幣，發行信用票據：或以金銀以外之物充債務清結工具。」（註二）此等條款，使美國貨幣制度步向統一之途徑。一七九一年哈密爾敦氏關於貨幣及其鑄造問題，曾作一詳盡之報告，條陳各事，構成一七九二年造幣條例之基礎。貨幣制度於以確立。除充價值單位之元外，尚有分角鑄幣 Fractions 及大單位鑄幣 (Multiples of the unit)。金本位鑄幣為價值十元之「伊格爾」Eagle 含純金二四七·五噸。銀本位鑄幣為元，含純銀三七一·二五噸。規定足重之銀分角幣繼續鑄造。更規定金銀幣任人民自由鑄造，二種貨幣同具無限法償力。關於二者價值之比率，則規定「金幣對銀幣之比值為一比一五」（註三）國家幣制於以確定為複本位矣。

法定比率雖係按當時市價比率決定，然維持兩種貨幣同時流通所不能免之困難，不久悉行暴露。銀元被輸往西印度，代替當地較重之鑄幣使用；一八〇五年後，遂停止鑄造銀幣。白銀價值又適逢其會，開始大跌，致分角銀幣較金幣大增。十元之金幣，幾無再造者。而五元及二元五角之金幣雖間有鑄造者，而為數甚鮮。更加較好銀行多不發行五元以下之紙幣，遂致小額金幣極感

缺乏。況當時僅有之小額金幣又難於保持多被運往法國及其他歐洲國家，蓋此等國家，金價較銀價為高。結果除一八一四至一八一七年之現金支付停止時期以外，美國實際所行者僅為銀本位而已。

逮一八三四年，此種情勢始見改觀，該年成立之六月法案，規定十元幣之所含純金量減至二三二噸。黃金對白銀之法定比價，為十六比一，略較市價為高，當時市價為一五·七比一。此後鑄金幣者大量增加，而鑄銀幣者則逐漸減少。自一八三四至一八三七計三年期間鑄金幣者幾與鑄銀幣者相等，為一八〇五年以降金幣鑄造最高紀錄保持時期之最長者。逮一八三七年，造幣條例又有所改變，此次在使各種鑄幣之含金成色標準化。無論為金幣或為銀幣，其成色一律為十分之九。將銀元含銀重減低，但成色則依舊。金幣之標準重量未改變，而其所含純金量則由每元二三·二噸增至二三·二噸。黃金對白銀之法定比率遂定為一五·九八對一之比。

一八三四年之條例無疑高估黃金之價值。故金幣鑄造迅速增多。後十年代中，黃金在俄國，加利佛尼亞及奧斯大利亞之大量生產，使黃金對白銀之價值跌落，並於流通中取代白銀之地位，小額幣於以缺乏。一八四九年，政府專有金元鑄造，問題一部份解救。逮至一八五三年二月法案成立，恐慌始獲全部解決。依該條例，分角銀幣之純度減低幾近三分之一。且分角銀幣之鑄造，僅由政府辦理，其法價力加以限制，定為五元（註四）。銀元鑄造仍得自由，但以法定價值較低之故，以銀輸廠請求鑄造者甚少，輸出白銀者亦少。關於一八五三年之條例，拉甫林氏謂為美國放棄其兩本位之表示（註五）。議會於其辯論中曾認美國已行金本位，銀幣雖可鑄造，實已遷就此一原則。

二、一八六三年以前之銀行制度

美國銀行制度，以一七八一年國會特許成立之北美銀行與不久以後紐約及麻賽初賽特許成立之州銀行為先河，一七九〇年，哈密爾敦氏曾主張設立一聯邦銀行。翟福孫派則極力反對，其所持之理由，就中國有一部份係基於經濟，而主要者則謂有違憲法。然終於次年二月成立條例特許設立第一聯邦銀行，營業以二十年為期。資本以一千萬元為限，政府得認五分之一。其中四分之一以現款交付，餘四分之三以國家公債繳付。該行得在等於資本額限度以內發行票據或鈔券；其鈔券能與金銀相兌換時，人民即可以之納稅，在該行特許執業期間，聯邦政府不得設立其他銀行。總行設於斐拉德斐亞，全國設分行七所，外於紐奧林設立一所。該行代政府墊付及轉撥款項或收存公款，國家受益良多。惜特許狀於一八一一年期滿後，未予再續。

一八一二年，戰端突起政府極需款項以應軍需。初則於斐拉德斐亞，紐約兩地召募內債；繼則發行國庫券，就中小額者流通市面，宛如貨幣。此等庫券不具法償力，但得用以納稅或易成公債。自發行以迄一八一四年八月宣佈停止兌現為止，庫券市面流通價值，完全與鑄幣相等。因前第一聯邦銀行特許狀滿期後，未再延期，致政府在戰期遭逢極大阻礙，並使國家貨幣制度陷於紛亂。州銀行紛紛成立，大量發行鈔券。自一八一四至一八一七年，政府因銀行鈔券失去信用所蒙之損失，凡五百餘萬元。

一八一六年四月經國會特許又設立第二聯邦銀行。資本定為三千五百萬元，由政府認五分之一。其中四分之一須以黃金或白銀繳納，餘四分之三得以國家公債支付。銀行董事二十五人中由

總統委任五人。銀行存款以外之負債額（實際即發行之鈔券）以資本額為限。政府公款，須存放該行，除非財政部長另有指定，並須向國府陳明理由。該行須予政府以轉撥公款便利，且不收費用。發行之鈔券不得停止兌現，該行鈔券，票據或其他債務凡遇有要求而未經贖回者，每年課罰金百分之十二。特許狀並規定由該行貢獻政府一百五十萬元，分三年繳付。議會賦有查賬權，如有違法情形，沒收其特許狀。在特許期間國會不再成立其他銀行，惟哥倫比亞區除外。

該行初期歷史未足稱譽。曾違犯特許狀。其業務經營方法，危及其清償能力。一八一八年拔爾提摩爾分行倒閉，故有請求國會取消其特許狀之醞釀，惟未獲成功。馬瑞蘭歐海歐二州曾主張徵課該行營業稅，並有多人懷疑其憲法根據，凡此均為其不受人民歡迎之表示。自一八一九至二三年間該行始改絃更轍，採行穩健政策。減少通貨，收縮放款，力求能清結其債務。一八二三年該行開始稍有開展，其業務尚稱成功。

反對該行者所持之理由，係以經濟與政治為立場。一八二八年隨翟克遜之當選，該問題被捲入政治。一八二九年十二月翟氏於其致國會咨文中對該行之憲法根據及其必要性大事詰難。惟兩院委員會在議會關於該行業務之調查報告，頗予好評。逮一八三二年一月，延續特許狀之申請，提出議會，並獲讚許，七月間該案通過。但翟氏於其致國會咨文中則嚴峻否決。當年翟再獲當選，反對該行益烈。不願兩財政部部長之反對，飭將公款由該行提出。此種轉移之合法性雖遭嚴厲指摘，並經國會熱烈爭辯，然公款終未再向該行存放。該行特許狀於一八三六年滿期後，未獲重續。賓西荷維尼亞州予以特許，成為一州之銀行，然其重要性，則由國家地位降至一州之地位矣。事隔不久亦即破產。此後政府公款，存放各州銀行而所受之限制，甚為嚴格。逮一八四〇年

遂不得不成立獨立之國庫制度。

在第二聯邦銀行最初幾年間，州行鈔券之發行，雖一時有萎縮之現象，然此未足阻止州銀行之繼續增加。此實以第二聯邦銀行與聯邦政府間有爭端為起因；逮公款由該行撤出，更引起州銀行鈔券之大量發行。一八五一年至一八六〇十年中，州行之數設最為迅速。行數增至一倍之多，鈔券則增加百分之五十。然此間尚有差堪人意者，為一般銀行日趨健全。當時遼遠之區雖仍不免有投機之銀行，但經立法提高其標準之行究竟居多，尤以在紐約，馬賽除賽及魯易斯阿那各州者為然。惜以各州有各州之銀行，各有各自之發行，致增多國家幣制不必要之紛亂。在南方及西方成立之州銀行，其股本一部份為各州所有，就中亦頗有管理得法者，尤以南卡羅利那印迪阿那二州銀行為著名。關於各州行各自發行鈔券事，國家最高法院初曾宣稱違反憲法，然繼又作相反之判決。

三 綠背及國民銀行

逮至一八六一年，國家所行者實際已為金本位，以銀為象徵幣，由政府加以節制，法償力有限制，紙幣仍由各州銀行發行，情形雖極龐雜，欺騙偽造迭出，然情形日見好轉。小額鈔券發行逐漸減少，銀行管理亦較前為佳。

不幸內戰使情形完全改觀。須籌集之款額，為前所僅見，初則依靠借債，繼則提高入口及國內稅率，並開徵所得稅。由貨幣史觀點視之，此時美國有一巨大革新，即聯邦鈔券之發行。一八六一年七月成立之條例，准許財政部部長每年借款二萬五千萬元，借款一部份採國庫券形式，券

額自五元至五十元不等，須能立即兌現，並得用以調換附有利息之證券。聯邦紙幣首次之巨額發行，則為一八六三年二月條例所准許者，發行額為一萬五千萬元，面額為五元以上，其中包括前此發行之見票即付之國券，鈔券定為法價幣，除入口納稅及公債付息外，得作結清公私各種債務之法償手段，一八六二及一八六三年，又成立條例，將綠背幣法定發行總額增至四萬三千五百萬元，面額小者不得低於一元。

戰時借款管理欠佳，至一八六一年十二月遂不得不宣佈停止兌現。鈔券對鑄幣之價值，隨即發行折扣情事。戰期各年折扣率之漲落情形如左：

年	月	最少折扣率	月	最多折扣率
一八六二	一月	百分之二	十二月	百分之二十四
一八六三	八月	百分之二十一	二月	百分之三十八
一八六四	一月	百分之三十六	七月	百分之六十一
一八六五	五月	百分之二十六	一月	百分之五十四

紙幣對硬幣跌價，使鑄幣完全滅跡，即分角銀幣亦不再見。一八六二年七月條例，遂准用郵票為支付工具，嚴禁私自發行一元以下之紙幣。一八六三年三月條例授權政府發行分角幣券，以五千萬元為限，用以代替當時流通之郵票。戰後銀輔幣恢復鑄造，收回分角幣券。

以紙幣發行為戰時財政支柱，開始便有人反對。然終於發行者，蓋作戰需款而借債徵稅又至感困難故耳。計前後發行之鈔券及輔幣券，共達四萬五千八百萬元。故戰後收縮綠背，以為來日恢復兌現之準備之議便應運而起。關於美國鈔券之收回國會曾通過議案多起。至一八七八年，在

外流通之綠背始禁止再行收縮，自該時起，綠背便保持于三萬四千六百萬元之數。一八七五年規定一八七九年一月一日為恢復兌現日，自該時起以迄一九三三年，國家鈔券始終保持與黃金相兌換之關係。(註六)以後復有一個時期，有人主張增加發行綠背，但美國當時極望有廉價之貨幣 (Cheaper money)，故增加發行之要求，已轉變為銀幣自由鑄造要求矣。

一般人對由聯邦政府成立一銀行之期望，並未隨第二美國銀行特許狀之滿期而終止。一八四一年，國會曾通過二法案，設立一國家銀行，惜悉為泰樂爾 (Tyler) 總統所否決。其反對之主要經濟理由，為此種銀行將樹立一獨佔組織。此一反對理由，可由國家特許成立若干國民銀行以消除。財政部部長柴斯即曾多次作如此建議。氏謂國民銀行將發行一種統一的通貨，以政府公債為發行準備，可使通貨穩固；此種措施更為政府證券另闢一新市場。

國民銀行制度，因一八六三年二月及次年六月成立之條例而獲得確立。條例規定由通貨管制局局長監督成立。准許發行全國性通貨，——即國民銀行鈔券——以交存之國家公債為準備，發行額以公債面值或其市值中較低者之百分之九十為限。關於鈔券之贖回及其註銷，鈔券及存款之準備，以及業務之節制等悉有規定。凡州銀行於一八六六年七月一日以後發出之鈔券，悉徵稅百分之十，並訂立條款改組州銀行為國民銀行；爰此國民銀行之設立益受鼓勵。國民銀行一八六三年及次年之發行總額以三萬萬元為限；一八七〇年則以三萬五千四百萬元為度。逮至一八七五年一切有關發行之限制及地域之分配辦法悉予廢除。及至一九〇〇年，國民銀行得按公債面值或市值中較低者之總值百分之百發行鈔券，至於其資本額相等之數。一九三五年三月公佈收回所有國民銀行鈔券之計劃。

四 金本位之抬頭

內戰使美國幣制完全陷於紊亂。取締州行鈔券，曾使幣制趨於單純；但綠背及國民銀行鈔券之使用又重增其龐雜。因通貨之跌價，舊存鑄幣完全滅跡；國家須從新鼓鑄硬幣。一八七三年二月條例，規定鑄造自一元至二十元之金幣，每元含純金為二三·二二噸。銀幣定為貿易元，含純銀三七八噸，另有銀象徽幣，自半元，四分之一元，至角不等。銀幣全為法幣，得按面值作各種支付，惟以五元為限，後增至十元。分幣亦得鑄造，其法償力以二十五分為限。金幣及銀貿易元准許人民自由鑄造，第銀象徽幣則僅由政府發行。舊銀元不見於流通，但一八七三年條例并不影響及其法償力。次年六月條例，規定：「聯邦之銀幣應為法幣，凡一次支付在五元以下者得按面值使用」，此種規定對舊銀元及新貿易幣一律適用。但因為通貨對金銀價值尚有折扣，故貿易元未見應用於國內交易；且其法償力因一八七六年七月條例而完全消失。

由法定鑄幣 Authorized coins 中廢除元，並限制其法償力，此在當時並未違違若何反對，蓋當時白銀之市價遠較法價為高。但一八七三年後，白銀市價下跌甚猛。一部份原因在於綠背兌現恢復期接近，元之價值增高；但大部原因則由白銀之金價下跌。一八七三年後物價下跌，故主張物價應予提高者及白銀採掘業悉要求自由鑄造銀幣。一八七八年二月布郎德阿利森條例將該問題予以折衷。該條例規定恢復鑄造一八三七年銀元，所生損益悉歸諸政府，新鑄銀元及根據以前法律鑄造之銀元授以無限法償力。該條例並授權財政部部長按市價每月購買二百萬元以上四百萬元以下之生銀。復規定收存銀元，發以銀憑證。遵照該法，政府按最低限度購進白銀，鑄成硬幣三

萬五千二百萬元。一八八四年至一八九〇年間每年鑄造之銀幣，較每年所鑄之金幣為多。

隨物價之繼續下跌及銀價之急轉直下，銀幣無限鑄造之要求益形急切。為緩和計，成立兩項妥協辦法。一八八七年三月條例宣佈停止鑄造貿易元，但規定一八七三年以來為出口使用而鑄造之貿易元得改鑄為法償元。較此為重要者，為一八九〇年七月石爾門白銀購買條例，該條例規定國家以不得超過一八三七年法定價格，即一·二九又四分之一元一盎斯之價格每月購買白銀四百五十萬盎斯。并以一八九〇年所發行國庫券償付，該項國庫券可以兌換金銀。該條例有云：「按現行法定比率或由法律規定之其他比率，維持兩種金屬之平價為美國之一貫政策」。雖有此種規定，惟財政部部長則始終以黃金兌現。但黃金準備不大，難于支持此種巨大壓迫。國會因見有黃金支付停止之虞，遂於一八九三年，十一月一日開特別會議，決議取消石爾門條例，但同時則重申國家之根本位政策。前依石爾門條例購進之白銀，幾達三萬盎斯。銀幣自由鑄造為一八九六年總統競選運動中爭論之點，但主張按一六與一之比實行根本位制者終於失敗。一九〇〇年三月條例，規定國家正式採行金單本位。其條款有曰：

含金二十五又十分之八噸而純度為十分之九（二三，二二噸純金）之元應為價值標

單單位，凡屬美國發行或鑄造之各型貨幣須與此標準保持平價，維持此平價應為財政部

部長之天職。……………

本條例之任何規定，不得解釋為將影響銀元或美國鑄造或發行之其他貨幣經法律規

定之法償性。

依金本位條例之規定，美國幣制變為跛行金本位。該條例一直適用，至一九三三年黃金支付停止

而後已。

白銀問題如此處置後，暫告一段落；但未及二十年，白銀收購又恢復，以提高其市價。一九一八年成立之畢德門條例授權財政部部長熔燬及售出以三萬萬五千萬為限之銀元。收進銀元及銀憑證後，發行用國家公債為準備之聯邦準備銀行券以資代替。白銀售出後，則由國內按每盎斯一元價格收進國產白銀以補充之。一九三三年，農業調整條例修正案 (Amendment to the Agricultural Adjustment Act) 授權總統採行複本位制，規定金元與銀元之重量。並授權總統按每盎斯不得超過半元之價格，收受為清結外國政府債務所支付之白銀，惟收受額不得超過二萬萬元，依此條例，收進若干白銀。當年十二月總統遵照所授予之權力，飭令造幣廠收受國內新產白銀，代人民鑄造銀幣，鑄造稅為百分之五十。結果政府收購之白銀，係約按每盎斯六四又二分之一之價格。一九三四年六月白銀收購條例，公佈以保持白銀估貨幣數量四分之一為國家之政策；並授權財政部部長收購白銀，以達成所規定之比例。該條例並授權總統限令人民按貨幣價值減鑄造稅之價格交出國產白銀。總統爰遵照該項條例，號召國人按每盎斯約半元之淨價格交出國產白銀。同時並在國外收買白銀。

五 聯邦準備條例下之貨幣制度

金本位雖經法律加以確定，但國家貨幣制度尚未足以言令人滿意。考其主要弱點在缺乏彈性，當貨幣感覺缺乏時期，無法增加貨幣之供給量。正因為此，故根據清算公會 (Clearing house Associations) 曾經多次發行其自身之證券，作為同業間債務之清結手段。當銀行系統感覺法定貨

幣之供給不足時，政府又曾將公款存放各國民銀行以救濟之。一八九三年及一九〇七年所遭之各金融難關，明示有成立條例，俾於非常時期能額外供給所需貨幣之必要。一九〇八年成立之五月條例，即以此為目的。依照該條例，在必要時，國民銀行如在十家以上，其資本公積總額達五百萬元以上者，經財政部部長之同意後，得交存國家公債，州市公債及商業票據作準備，於五萬萬元限度以內發行緊急通貨。為保證緊急通貨確能收回計，該條例規定，凡屬發行之緊急通貨，悉予徵稅百分之五至百分之十；並規定該條例於一九一四年六月三十日滿期後，展至一九一五年六月三十日。依該條例，由十八人組織貨幣委員會 National Monetary Commission，負責研究有關美國貨幣制度應有與應行改革之事宜，並以研究所得報告國會。

該委員會關於貨幣及銀行之理論與習規 Practice 作一詳盡之報告，並附以銀行及貨幣制度之改革計劃，惟未蒙採納。國會通過一九一三年十二月聯邦準備條例以代之。該條例經修正後，依據所在地經濟及地理上之便利，特許成立，十二聯邦準備銀行，並頒給永久特許狀。其監督事宜由聯邦準備局任之。該局由委員八人組織，財政部部長及通貨管制局局長為當然委員，其餘六名由各聯邦準備區選任，務使足以普遍代表金融業工商業及各地區之利益。該局監理全聯邦準備系統。解釋本條例各條款，並監視本法之施行，協同各聯邦準備銀行擬訂政策。受賦有准許或責令各聯邦準備銀行彼此承受再貼現，及於某種情形下停止實施法定準備額之特權。十二聯邦準備銀行得各由其所在區域選聘一人，合組審議會 Advisory Council 該會有集議、提供建議及索閱聯邦準備系統工作報告之權。

凡屬國民銀行，均須加入聯邦準備制度。其他州銀行，凡願遵行該法規定者，亦得參加。準

備銀行之資本，由各會員行供給，凡屬會員銀行均須認股，認額為各行實收資本及其公債百分之六。惟繳額則僅為其半數而已。一九三三年以前，按規定聯邦準備銀行應按實收資本，以其收益百分之六充累積股息，待公積達百分之百後，以股息以外之盈餘百分之十加入公積，餘者應悉交政府，充特許權稅 Franchise。但一九三三年六月銀行條例，規定聯邦準備銀行應以其股息以外之盈餘悉充作公積。每聯邦準備銀行由一理事會管理，理事會由理事九人組織之，內中三人由聯邦準備局選任，餘六人由會員銀行選任，然被選者中，僅得有三人為銀行家。

聯邦準備銀行之交易對象，為銀行及聯邦政府；在特殊情形之下，亦得直接向工業貸款。蓋其使命即在調動銀行準備，使通貨供應具有彈性，管制貨幣制度，以穩定物價，并按平價代收款項，又充任聯邦政府之財政代理人。會員銀行須以其存款法定準備交存聯邦準備銀行；聯邦準備銀行以其收進存款準備百分之三十五用黃金憑證或政府貨幣保存之，充為準備之準備。會員銀行之法定準備額，定為三級，即百分之七，百分之十，及百分之十三，視各行所處之地域而異。至各行定期存款準備額，則定為百分之三。當非常時期，聯邦準備局得變更法定準備額。會員銀行格外需要款項，以補充其準備時，得憑附有抵押之期票向聯邦準備銀行借款，或以其貼現票據，請求再貼現。凡屬目前為工商農各業使用之健全票據，及以國家公債及黃金憑證 (Treasury Certificates) 作抵押之票據，悉為再貼現之合格票據。凡以此等票據繳付聯邦準備理事會理事長 (Federal Reserve Agent) 之聯邦準備銀行，便得發行價值與押品數額相等之聯邦準備券，惟所交準備中之黃金憑證，不得少於百分之四十。聯邦準備券為政府之負債，一九三三年三月以前，持有人得要求兌成黃金。聯邦準備銀行有權買進或賣出聯邦證券，(Federal securities) 市證券

(Municipal Warrants) 及銀行承兌票據；其目的在增減銀行系統之準備，藉以控制其存款貨幣數量兼以左右物價水準及產業狀況。

第一次世界大戰爆發後不久，聯邦準備制即開始實施。自一九一七至一九二〇年，其政策之決定，幾全以便利政府軍需之籌措為目的。藉此機構，政府向會員銀行及人民募集幾十萬萬元之鉅款。然政府於此鉅大財政措施中所歷之困難，則遠較往昔在戰時所遭者為小。逮一九二〇年以後，聯邦準備系統始能盡其自身之任務，而不必顧政府之財政需要。一九二〇年物價開始跌落，直至是年六月，聯邦準備系統當局，對當時物價之看法，大都以為失常，礙難維持。職是之故，未採任何措施，藉資防止。一九二一至一九二八年之物價，較為穩定。此數年間之貨幣管制，顯已奏功。從此使人相信貨幣管制，可使產業免除巨大波動。所不幸者，美國史上最嚴重之不景氣時期於一九二九年開始，物價日跌，景況愈下。為挽救計，胡佛政權適成立國家信用公司及復興金融公司 The National Credit Corporation and the Reconstruction Finance Corporation，然一切努力悉歸罔效。

六、一九三三年以降之貨幣管制

羅斯福總統於一九三三年三月四日就職，當即宣佈國家非常時期之存在，並宣布全國銀行休假。同時國會於其特別會議中通過非常時期銀行條例，該條例於三月九日獲得總統之批准，該條例授權總統在非常時期管制黃金及外匯之買賣，並責令國民交出黃金及金憑證，掉為任何依法發行之貨幣。此後總統及財政部長曾多次號召國民以黃金及金憑證交付政府，掉為他型貨

幣。該條例又授權通貨管制局局長指派閉鎖銀行資產保護人，以保障存戶及債權人之權利。為供給銀行額外所需之資金起見，財政部部長又得請復興銀行公司認購銀行股本，認股方式為購買其優先股及其資本券 *Capital note*，該條例規定在非常時期聯邦準備銀行得發行鈔券，以國家公債及按照聯邦準備條例之條款獲得之景擔為抵押品。聯邦準備銀行之貸放權，在非常時期亦予擴大。關於銀行復業之方法，該條例亦加以規定，凡狀況健全者，悉予復業。

為使物價回漲，以助經濟復興起見，一九三三年農業調整條例修正案，授總統以非常時期貨幣制度高度之管制權。總統得令聯邦準備局准許聯邦準備銀行額外辦理公開市場業務，即買賣國家直接及間接發行之公債，總額可達三十萬萬元；聯邦準備銀行因辦理此種營業致使準備額不足時，准免納懲罰稅。聯邦準備銀行不遵照辦理時，財政部部長得發行最多以三十萬萬元為度之國家鈔券，贖回到期之債務，並購買國家公債。依照此種規定發行之鈔券，每年收回百分之四。該條例更授權總統將美元之含金量減低至百分之五十。并採行複本位制，規定金元及銀元之重量，准許人民依照此一比例鑄造金銀幣。又授權聯邦準備局在非常時期提高或減低會員銀行之法定準備。一九三三年六月，國會聯合決議案規定「為保證美國硬幣價值及通貨價值一律起見，」凡規定須以黃金或任何特殊型貨幣支付之債務，悉得以法幣 *Legal Tender* 支付。所稱法幣係指一切鈔幣及紙幣而言，如聯邦準備券，聯邦準備銀行券及國民銀行鈔券皆為支付一切公私債務之法幣。此六月決議廢除契約上之金條款 *The gold clause in contracts*，於一九三五年二月四日獲最高法院之有力支持。

一九三三年六月銀行條例曾改革銀行制度。會員銀行之貸款業務，多受該條例之限制。凡屬

會員銀行不得以任何方法對其行政職員放款或給與信用，更不得對其隸屬組織貸款或投資。會員銀行不得代非金融機關在證券市場上出售債票。聯邦準備局得令會員銀行停止繼續為投機使用之放款；會員銀行於接到警告後如再有違犯情事時，將自行失却其向聯邦準備銀行借款之權利，其期限由聯邦準備局決定之。該條例禁止投資業務與存款業務發生密切關係。國民銀行不得從事於投資業務，但得遵照其願主之請求代為買賣證券；亦得依照通貨管制局局長制定之規則，自行買賣證券。會員銀行不得與證券交易組織發生隸屬關係；其職員及理事亦不得代理此種機構職員及其理事之職權。一九三四年六月十六日以後投資銀行不得收受存款。

一九三三年銀行條例在次年六月加以修正，其中有一要點，為創立一聯邦存款保險公司 Federal Deposit Insurance Corporation 凡屬聯邦準備制度之會員均須參加，其他非會員銀行於一九三七年七月一日以前亦得參加。該公司資本，由財政部，各受益銀行及聯邦準備銀行攤集之。該公司依授予權，得為其倒閉之受益銀行 Beneficiary banks 清算人。該公司亦得向倒閉銀行貸款或購買其資產。該公司得發行債券，發行額以其本身資本額之三倍為限。該公司每年應向國會提出業務報告一次。

一九三三年銀行條例，關於銀行制度曾作數項重大改革。將聯邦準備制度之參與範圍，擴及實業及儲蓄銀行。設立一聯邦公開市場委員會，該委員會至少每季集議一次；至公開市場業務之執行，則交由聯邦準備局主持之。聯邦準備局各委員任職期限長至十二年。選舉國民銀行理事時，得用累積投票法。本條例公佈以後設立之國民銀行，得發行不負雙重責任之股票。銀行收付利率之管制，亦予加強。國民銀行收取之利率，加以限制。會員銀行對於活期存款，除州法有相

反規定外，得不給利息；聯邦準備局得限制定期存款之利率。產業界在特殊情形下不能從正常之途徑獲得金融援助時，一九三四年六月條例授權聯邦準備銀行，直接向之放款。

在擬議中之一九三五年銀行條例，將管制貨幣制度之銀行管制之範圍，再予擴大。將聯邦準備銀行之管理權加以改革，廢除各行理事會主席制，將各行總經理職與理事會主席制統一。對於聯邦準備局之權限，更擬作最大之改革，總統選聘聯邦準備局各委員時，須注意其才力與經歷是否足以參預國家經濟及貨幣政策之擬定。該條例更建議設立一新聯合公開市場委員會，由聯邦準備局總裁及二委員與經由各聯邦準備銀行選舉之兩位經理聯合組織之。該委員會負責審議政策問題，作為聯邦準備銀行經營公開市場業務之依據。關於貼現率，該委員會亦得提示意見。該條例又授權聯邦準備局，於必要時變更聯邦準備區內各級聯邦準備銀行之法定準備額，並令各行對政府存款保持準備。如此以佐助貨幣管制為目的之銀行制度之管制政策，迄未停頓。

關於美國貨幣制度，農業條例之膨脹通貨修正案授總統以相機處理權。惟修正案實際見諸實行者，僅數項而已。一九三三年停止兌現後，元之匯價迅即下跌。因與行政當局之計劃一致，故未加制止。當國會於一月開會之際，總統正在準備整理幣制，使之建於固定基礎之上。其具體計劃可見於一九三四年金準備條例。該條例規定不再鑄造金幣，僅鑄標準純度之金條，大小聽便。準備銀行所存黃金，須悉數移交政府，換成不兌現之金憑證，然金憑證得充聯邦準備券之發行準備。黃金交易僅得以財政部部長制定之規條辦理。元之含金量由總統決定，惟不得低於一九〇〇年金本位條例所規定重量百分之五十或高於百分之六十。由變更元之含金量而生之損益，悉歸國庫。為穩定美元匯價計，財政部部長於呈准總統後得買賣黃金、外匯、證券及其他信用工具，並

設立外匯平準基金二十萬萬元，以為達成此目的之用。立法有效期，為二年，總統得展期一年。如何授權總統購買白銀，前面已有申述。至於黃金，總統於一九三三年十月間即令復興金融公司按時與其本人及財政部部長商定之價格購買國內新產黃金。交易開始於十月末週。價格為每盎司三一·三六元。此後價格逐漸提高，逮至一九三四年一月十六日已提至每盎司三四·四五元。同時又按通行之市場價格購買外國黃金，所謂通行價格，則取決於美元之外匯價值。一九三四年一月卅一日，總統又遵照一九三三年一九三四年兩條例所授予之權，決定美元重量為純金一三另七分之二五噸，等於每三五元購黃金一盎司。收購黃金白銀，亦為美元對外貶價政策之部份，此政策實有助於一九三三年三月以還物價水準之回漲。

一九三三年三月金融恐慌過後，美國之貨幣制度及銀行系統悉在總統及財政部長直接管理之下。當此期間貨幣管制係以提升物價至有利水準，並恢復經濟平衡為其主要目的。為此等目的而管制貨幣制度，並世各國所處地位均不若美國所處者之佳。一九三三年十月廿二日羅斯福總統於其廣播演說中稱：

恢復舊日物價水準，為政府自三月以還確定不變之政策，此余幾經申明，而今日又須重複者。

恢復之目的，在使達到一水準，促使農業工業能再予失業者以工作。

又在使公私債務可接近於債務發生時之物價水準償付。

并使價格機構 Price structure 上之平衡能逐漸恢復，使農民生可按照較為公允之交易原則，以其作物交換工業品。

又在防止物價回升至超過此等目標之程度。我國人民，無論所業種類如何，其長期福利及其生活之安定，最後皆將取決於此等目標之能否達到。

考一九三三年來所制定之各種條例，命令及法規等，無不以使國家貨幣當局管制貨幣制度，以達成以上各目標為旨趣。所採手段中自不免有失當致引起不良反應，遭人反對之處，反對之詳情如何，可俟於有關之特殊貨幣問題同時討論。然就大體言之，諸貨幣改革案，尚不失為樹立以維持適當的國民所得生產，分配，應用為目的之貨幣管制制度所必要及當有之步驟。

(1) 流通中之美國貨幣——一九三四、十二、三十一日(以千元計)

存國庫中者

存聯邦準備銀行者

在流通中者

黃金	八, 二三七, 九六七		
金憑證	(2) (四, 三四三, 〇一七)	八〇〇, 三九六	一三〇, 三九三
銀本位幣	五〇八, 三五五	三, 一四〇	三二, 〇四七
銀條	二一一, 六二〇		
銀憑證		一一〇, 六七四	五九一, 五七〇
國庫券, 一八九〇年			一, 一八五
銀輔幣	四, 一七一	一〇, 八八一	二九四, 三八〇
小面額幣 (Minor Co'n)	二, 六四六	二, 七六一	一二五, 一〇一
國家鈔券	二, 四七六	七九, 四五—	二六四, 七五五
聯邦準備券	一六, 九八九	三二七, 七六〇	三, 一七五, 六一七

聯邦準備銀行券	二, 三一八	一五, 六八三
國民銀行券	二一, 八八五	四六, 一八九
總額(一九三四年 十二月卅一日)	九, 〇〇八, 四二六(2)	一, 三九六, 九三五(3)
		五, 五三五, 六七二

(1) 取材於財政部報告

(2) 此款未計入總額內，因為金券之準備已被列入金條及金幣中。此項金憑證係聯合準備銀行及其理事會之理事長保存者。

(3) 由此兩項中須先將金銀憑證及一八九〇年國庫券減出，然後始可與存國庫貨幣合計，而得美國貨幣總量。

註釋

註一 海爾博恩 (A. B. Hepburn) 美國鑄幣及通貨史 (History of Coinage and Currency) 五三頁。

註二 第一條第十款

註三 一九〇九年以前發行之貨幣法條係由波廷頓 (A. T. Huntington) 及馬泰特 (R. J. Ma Whitney) 合編之美國貨幣銀行，及放款法，一七七八——一九〇九年 (Laws of the United States Concerning Money, Banking and Loans, 1778—1909)

註四 輔幣鑄造原則——高估其價值，限制其法償力——首由英國一八一六年造幣條例予以確定。美國對於銀鑄幣之法償力，首由一八五一年之三月條例加以限制，該條例規定三分之二之銀鑄幣之法償力，不得超過三角。

註五 拉甫林 (J. L. Laughlin) 美國銀本位制文，七九頁。

註六 當兌現停止期間，曾在一定限度內使用黃金。一八六三年曾准由財政部長收受金幣及生金，而從發給兌票即付之金憑證 (Gold Certificates) 一八七〇年，准由「國民金銀行」(National Gold Banks) 發行金票，以國家公債券及百分之廿五之黃金或銀幣為準備。持有人得以國民金票要求兌成金幣。迨至一八八〇年有新條款成立，將「金銀行」改組為國民銀行

行」改組為國民銀行

第二編 物價

第六章 物價指數

一、貨幣價值之測定

在理論上，解釋貨幣價值為貨幣對於商品及服役之購買力，至為扼要。蓋在一定時間及空間，一單位貨幣之實際價值，即其購得商品及服役之數量。不過貨幣價值，在經濟社會地位懸殊之人視之，並不相同；因為貨幣價值之高低，視其購得之商品與服役種類以為斷。無論何人，其一單位貨幣之平均價值，即在其總消費支出中，為作最後使用而購進值一單位貨幣之商品及勞役量。例如，一個人在一週中倘若花用二十元，其一元在該週中之平均價值，即其為消費用之二十元所購得之商品及勞役全部之廿分之一。推而廣之，在一定期間，一單位貨幣之社會平均價值，即在社會為最後使用所購得之商品及勞役全部中，一單位貨幣所佔之一部份，亦即一單位貨幣在該社會全部消費費用中所佔之比數。假若美國人民一九三四年全部消費費用為五百萬萬元，則每一元之一九三四年之平均價值，為該年消費商品及勞役量五百萬萬分之一。

以此種方法求一單位貨幣一時一地之絕對購買力，固然可能。不過如此表示之貨幣價值，在多數使用上並無甚用處。一因其將包括為量極微之數千種商品及勞役，而就中大多數乃不關重要

者。在通常情形下，繁複如此之項目，倘想加以利用，必極為不便。二因以一單位貨幣所購得之商品及勞役，其間之比例，隨時隨地不同，故想以一時一地之貨幣價值與另一時一地之貨幣價值相比較，殊為困難。在此時此地以一單位貨幣購得之此種貨物及服役，在數量上或許多；而在他時他地購得之他種貨物及服役，在數量上或許少，所多之部份是否已由所少之部份抵銷，非經慎重研究，亦將無法決定。兼以消費品中，時有舊類絕跡，新類出現，此將使困難情形益趨繁複。統而言之，測度一單位貨幣之絕對價值，極為困難，其解釋亦極紛雜，測得之結果在多數使用上亦無甚用處。

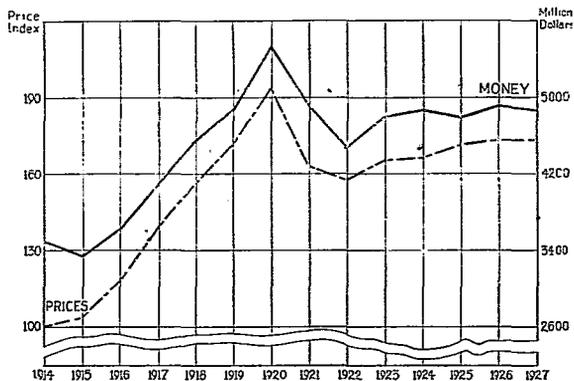
貨幣價值之尺度，欲使有用，必須簡單，尤須能表達貨幣對於為最後使用而購買之各種貨物及勞役之購買力變動後之結果。貨幣之絕對價值不能任此尺度，惟貨幣一時一地之相對價值則能之。研究貨幣價值對於經濟平衡之影響時，亦以相對價值——即貨幣價值變動之顯示——較為合用。因此求貨幣絕對價值之困難，無關重要。貨幣價值在通常了解上，即社會消費商品與勞役價格之倒數，其變動係以物價之變動表示之。如所購之商品及勞役種類以千數計，而欲求諸多種價格之平均變化，必極困難。為實用計，如揀選若干重要商品，作為社會一切消費品表樣 *Sample*，從而求出此等價格之平均變動，即算合用。由種類有限商品價格決定貨幣之相對價值，不至陷入重大錯誤，蓋依重要性選擇之商品必佔社會所消費之大部份，其價格上之變動必足以代表一切商品價格之變動。由若干重要商品價格，求出貨幣之相對價值，曰物價指數。其所表示者為一羣商品及勞務一時一地之價格對另一時一地價格之平均百分比。

二、物價指數之用途

「一般物價水準，並非一確實的自明事實，乃一學理上之抽象表徵。乃用以達成某種科學與實用目的之科學方法。……物價水準在經濟學的適當定義，不能離開吾人心目中之用意，因為不同之用意，要有計算不同之指數。」（註一）欲利用一種物價指數——即貨幣相對價之表示——亟須了解物價指數編製之用意。用意為何，茲舉幾項重要者如下。

- (1) 決定貨幣量與物價水準之關係。
 - (2) 決定物價水準之變動對於生產量之影響。
 - (3) 決定物價之變動對於經濟羣體如勞工、農民、債務人等之福利之影響。
- 編製物價指數尚有其他用意，然較為重要之物價指數，則多為此等用意而編製者。指數之用途，雖久為人所熟知，然商人及政治家用之為其經濟政策之指針者則罕有其人。

為上列各項用意，編制有各種之物價指數。紐約



聯邦準備銀行經理斯耐德爾氏 (Carl Snyder) 曾取十二項個別價格指數，合編為一種指數，氏稱之為「一般物價水準」指數。斯氏所用之個別商品價格指數為：工業品批發價格，農、林、鄉村價格，食品零售價格，五金價格，汽車價格，及混合工資（註二）。凡屬貨幣支付之重要用途，斯氏悉予包括，故其指數能表示其與貨幣數量之密切關係。此於前列各項用意中之第一項至為有用，——即表示貨幣數量與物價水準之關係是也。然此未可即視為一令人滿意足以決定用於購買消費品及勞役之貨幣之價值者。此與批發物價指數及生活費指數尚有不同之處。

斯氏一般物價水準指數及通貨量

年	指數	通貨量 (百萬元)	年	指數	通貨量
一九一四	一〇〇	三、四五九	一九二一	一六三	四、九一一
一九一五	一〇三	三、三二〇	一九二二	一五八	四、四六三
一九一六	一一七	三、六四九	一九二三	一六五	四、八二三
一九一七	一三九	四、〇六六	一九二四	一六六	四、八四九
一九一八	一五七	四、四八二	一九二五	一七〇	四、八一五
一九一九	一七三	四、八七七	一九二六	一七一	四、八八五
一九二〇	一九三	五、四六八	一九二七	一七一	四、八五一
一九二三年等於一九二〇年			一九二八年物價及通貨一九一四至一九二七		

物價指數應用最廣者，厥為批發物價指數。此種指數雖不足表示貨幣對構成社會真實收入之

消耗品及勞役購買力之變動。但如用以表示物價水準對於生產量之影響，則至為有用。有一公認事實，即生產量繫於產業殖利能力 (Profitability)，利得率高，將使生產擴張，利得率低，生產必致緊縮。至於殖利能力之強弱，則視製成品及半製成品之生產成本與售價如何以為斷。今如生產效能不變。而批發物價指數相對於生產成本指數言，有變動，則表示殖利能力有變化，並預算生產量亦將發生變化。蓋按諸經驗，一定量產品之生產成本，在短期間本不致有驟然之變動，則指數今日之變動，必原於製成品及半製成品之批發之變動價格，批發價格既有變動，產業盈益自有變動，並預示出產量將有變動。

批發價格及產量

年	(1) 物價指數	(2) 生產指數	(3) 改正之生產指數
一九一九	二〇二	一一三、六	一一三、六
一九二〇	二二六	一三三、一	一三〇、五
一九二一	一四三	一〇五、七	一〇一、六
一九二二	一四一	一三〇、〇	一二二、五
一九二三	一四七	一四八、七	一三七、四
一九二四	一四三	一三九、六	一二六、四
一九二五	一五一	一五一、七	一三四、七
一九二六	一四六	一五五、五	一三五、四
一九二七	一三九	一五二、五	一三〇、二

貨幣與經濟體系

一九二八	一四一	一五八·七	一三二·八
一九二九	一三九	一六三·五	一三四·二
一九三〇	一二六	一三六·四	一〇八·一

(1) 一九一〇至一九一四年等於一〇〇

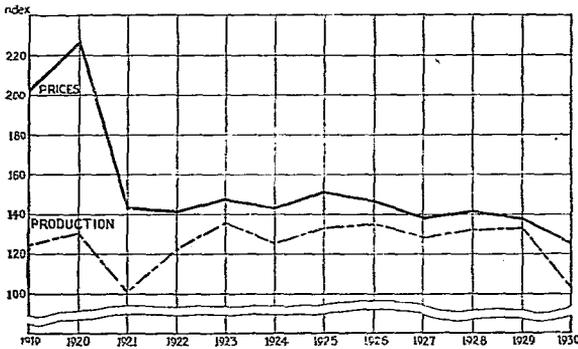
(2) 一九〇九至一九一三年等於一〇〇。 W. M.

Persons, Business Forecasting

(3) 依每年增加百分之二之趨勢，加以改正

貨幣價值，即為最後使用而購買之商品及勞務價格之倒數。故用以決定貨幣價值之物價指數之編製，應以消費財零售價格為基礎。惜社會為最後使用而購買之商品及勞務及其價格尚無可靠之統計。迄今各方所以仍以批發物價指數為貨幣購買力之尺度者，此實部分理由。有人辯護稱，批發物價指數如有變化，即表示零售物價指數有同樣之變化。然此未足視作以批發物價為貨幣價值之尺度之充分理由。一則因為批發物價所包括之零售商品種類不多，如居住，公用勞務 (Utility Services) 及家庭與職業化之勞

一九一九—一九三〇 生產量及物價指數



役等均未包括在內。二則因為在短促時間內，零售物價之變動較批發物價為少，結果在驟變時期批發物價指數遂誇大貨幣對消費商品及勞役購買力之變化。所以如想測度構成社會各經濟羣之福利時，未可以批發物價指數代替零售物價指數使用。

根據消費財零售價格編制之指數中，其最妥善者為各地勞工家庭之生活費指數。蓋此等指數，可藉貨幣所得與生活費之比較，以測度全日工作者 (fully employed laborers) 福利之變化。蓋工人福利係由其真實所得之變化以測驗之，亦即憑其所得指數與生活費指數之比例之變化表示之。

年	季	週所得及生活費	週所得指數	週生活費指數	真實所得指數
一九二五	第一季	一週所得及生活費	二一六	一六五·九	一三〇
	第二季		二一四	一六五·七	一二九
	第三季		二二二	一六八·五	一二六
	第四季		二一七	一七一·〇	一二七
一九二六	第一季		二一八	一六九·四	一二九
	第二季		二一六	一六八·〇	一二九
	第三季		二一六	一六六·〇	一三〇
	第四季		二一八	一六七·九	一三〇
一九二七	第一季		二一九	一六五·四	一三二

一九二八	第一季	二一九	一六四·一	一三三
	第二季	二一六	一六二·三	一三三
	第三季	二一五	一六三·八	一三一
	第四季	二一九	一六一·九	一三五
一九二九	第一季	二一八	一六一·一	一三五
	第二季	二一九	一六二·〇	一三五
	第三季	二一三	一六二·五	一三一
	第四季	二二七	一六〇·六	一四一
	第一季	二二七	一五九·六	一四二
	第二季	二二六	一六二·六	一三九
	第三季	二二二	一六二·八	一三六
	第四季	二一七	一五八·九	一三七
一九三〇	第一季	二一一	一五六·二	一三五
	第二季	一九八	一五二·三	一三〇
	第三季	一九〇	一四九·八	一二七

(取材於國家工業會議局 (National Industrial Conference Board) 之美國之工資，一九一四至一九三〇年，一九一四年七月等於一百)

此三種物價指數，係用以測度貨幣之不同使用價值者。其用租金，不動產及證券價值，零售

價格，批發價格，及工資所編制之一般物價水準之指數，乃貨幣交易價值之尺度——亦即一切有關貨幣交易 (Monetary transactions) 之貨幣效用 (Usefulness) 之尺度用以表示一共同社會 Community 按一般物價水準實行交易時，所需之貨幣數量者也。至批發物價指數，則為貨幣購買力之尺度——或云貨幣對資源掌握能力之尺度也。因編製時，未計及各種勞役，兼以所用之價格，乃商人而非消費者支付之價格，故批發物價指數未可視作貨幣價值之妥善尺度。更切實言之，批發指數及生產人收得價格之指數，亦即貨幣對於生產人產品之購買力之指數也。至於貨幣對構成真實所得之消費品及勞役之價值，僅能以生活費指數測度之。蓋貨幣之購買力，迥異於消費之價值，其能妥切測度貨幣價值之物價指數，自為生活費指數。生活費指數隨一共同社會各經濟羣而異。然可取材於一典型之家庭編制一生活費指數，用以表示一共同社會之平均貨幣價值。

三 指數編制材料之選擇

物價指數之運用，既有不同之目的，則編制之指數能否切實，全視物價水準變動測度之目的如何。茲舉幾項有關編製物價指數較為重要的技術問題如次：

- 一 選擇一適當基準做為測度物價水準變動之依據；
- 二 選擇若干適合於目的之商品及勞役種類；
- 三 決定業經選定商品之價格；
- 四 決定業經選定各項商品及勞役之相對重要性，亦即加權；
- 五 選擇適於編製物價指數之公式。

凡此五項均須顧到，蓋五項密切關連，互相影響。例如商品表樣或基年之選定，均有賴於有關各年所購各種商品及勞役之價格及其數量情報之獲得。

測度不同之地點譬如紐約芝加哥兩地方貨幣相對價值時，固不須要基年。但如測度不同時間之貨幣相對價值，則須有一基期——俾便以另一時期之物價水準與之相較量。其選擇標準：第一須時歲正常。產業既不過形繁榮，也不蕭條，務須正常。譬如選一九二〇年為基期，以測度他年之物價水準，可說完全不適宜。包雷教授及其他傑出統計學家均建議採用一較為廣泛之基期，如若千年之平均數，藉以避免產業之變態情形。然採用若干年物價之平均數時，時間亦不宜過長。五年之平均數或為延續多年之物價指數的理想基期。第二、時間允須較近。美國勞工統計局編製批發物價指數，其基期所以由戰前改為一九二六年者此實為其一部分理由。英國物價指數，本已繼續多年，今竟遭人反對者，基期太遠，為原因之一——統計雜誌 (The Statist) 指數之基期，為一八六七至七七年；倫敦經濟學人報 (The Economist) 指數之基期，為一九〇〇，原為一八四五至一八五〇年，僅於一九一一年改用。基期既可隨時提前，而各年指數之啣接又可假多種方法求得之，則保持一悠遠年代為基期，實無正當理由。

編制指數，選擇商品表樣時，至須審慎。在決定貨幣的消費價值時，凡典型家庭所消費之商品及勞役，只要在所得之支出中相當重要，即悉應包羅在內。然數以萬計之商品及勞役樣樣包括在內自非可能。由消費使用之商品及勞役中選出表樣 (Sample)，如能代表一切重要商品，便為已足。所擇表樣須佔典型家庭真實所得至少百分之七五，如此用以編製之指數，方足以表示貨幣之消費價值 (Consumption value of money)。

所選商品，雖為表樣，係用以測度一切商品及勞役價格之平均變化者，然在選擇時，務須顧到廣泛而有代表性。米乞爾教授代軍火工業局 (War Industries Board) 編制批發物價指數時，用一四七四項商品。勞工統計局編制其批發物價指數時，用七八四項。而倫敦經濟學報編製英國批發物價指數時，則僅用四四項。未免太少。勞工統計局編製零售食品價格指數時，一九〇七年包括三十項，一九〇八至一九一二年包括十五項，一九一三至一九二〇年包括二十二項，一九二一以降增至四十三項。為有限之目的使用（測度零售食品價格指數之平均變化）四十三項或已足用。商品選擇範圍雖云越廣，物價指數之正確性越增，然正確性之增加，每隨範圍之繼續擴大而減少。連增至譬如說二五〇項時，則正確性所增者可云微末不足道矣。

最適用於編製物價指數者商品材料，若不應手時，可用他種商品代替。惟此不免有使正確性減低之弊。不過難題並不在此，而在兩地兩時商品不相同時貨幣價值應如何計算。克恩斯 (J.M. Keynes) 以為如兩地共有商品能佔商品表樣 (Samples) 之大部份時，其一時一地特有之種類，雖完全忽視，亦不致因此發生重大錯誤。馬紹爾氏 (Alfred Marshall) 謂一種商品之興既漸，其去也又緩，則兩相相啣接年之商品代表，自不致有若干重大差異。故比較兩距離甚遠時期商品之貨幣價值時，最好採用間接方法，使各與其次年者相比較，直至求得貨幣一個時間對另一個時間之比值而後已。此種方法，謂之指數鏈鎖編制法 (Chain method) 下面加以申論。

編製物價指數尤其是零售物價指數時所遭之巨大難題，在取得合意之掛牌價格。固然可以由百貨商店或鏈索商店售物賬及新聞廣告摘錄若干資料，第此未必可靠，蓋時間不同或地方不同之貨物，其品名雖同，而其物未必相同。職是之故，編製指數時，多利用重要市場或交易所上之主

要商品，蓋分等之棉花或小麥，無論在任何情形下，無不相同，故兩物所處之時間或地方無論相距如何遙遠祇要同屬一等，其價格便可比較。人人所以多歡迎批發物價指數者，即多半原於合意之掛牌價格，容易蒐集，又蒐集之價格確可以比較故也。

商品加權問題，不若通常想像之難。包雷教授以為「個別商品量項目較多時，無論任用任何加權方法，其所得結果之良好必如本問題各情形所許者」。此說雖未免失之太寬，然亦自有其道理在。商品表樣之差別重要性，不予計較者，由此編得之指數謂之簡單或不加權指數。其實加權問題無法避免，所謂不加權，實即各表樣予以相等之權數。一普通之加權方法，為係以個人對於各表樣相對重要性之判斷為依據。斯列赤特爾 (Stichler) 教授所謂「加權將使指數有所偏差」者，概即指此。其實根據正當之判斷加權，縱有偏差，也定較因放任而不加權所生之自然偏差為輕。加權之最好方法，當為選擇商品相對市值總額作依據者。市值總額年代不同，彼此關係自異，如何加權，自須予以抉擇。一般言之，編製指數時，如一定要用某一年，則無其道理。總以使用兩期之數量（基期與計算期）之平均數為佳。

四 公式之選擇

資料獲得後，須加以組合，以表示兩組商品價格之百分比。費休教授曾試驗過一百三十四種公式，結果凡用比較完善之公式，所得者彼此無甚差異（註三）。故公式之選擇，視所妥之正確程度及所能給指數編製注意程度如何而定。物價指數最重要者，有算術平均，幾何平均，中數 (Median) 及總合平均等。悉可加權，悉可交叉 (Crossed)，以增大其正確性。

算術平均為最普通之公式。一九〇〇年以前編製之較為重要物價指數，幾乎全部——包括倫敦經濟學報及統計雜誌之指數在內——係根據此一公式編製者。所謂算術平均物價指數乃計算各價比 (Price relatives) 之平均數，(所謂價比，即一商品計算年價格對其基年價格之百分比) (註四)。算術平均，人多稱其方法確實，編製簡易。按此法所以最普遍者，亦確原於編製簡易與方法為人所嫻熟之故。惟此法在美國不若英國普遍；在需要特別精確計算之處，更鮮有用之者。但算術平均法如比照商品表樣之市值總額加權時，自亦可以增加若干正確性。

簡單算術平均法，雖多為人採用，然未見即屬完善。其不加權致生偏差之弊，縱置不論，然由其計算而得之指數，尚有較以他種方式求得者偏高之弊。考其原因，乃在一價比 (a price relative) 上漲時，能高至任何數，然當其下降時則僅能到零而已。故各價比之算術平均數，有誇大價格上漲重要性之嫌。至於加權，固能免除因一律看待各商品表樣而生之偏差弊病，但仍未能免除算術平均特有之偏高弊病 upward bias。然就大體言之，加權確較不加權有使偏高減低之效，蓋相對價格較低之商品，使用者每每較多，故加權之後可以減低偏高之弊。(註四)

許多統計學家所稱譽之一種指數公式，為幾何平均法。首先重用者為吉文斯氏。此公式雖極受人重視，然當今編製指數者，已罕用之。所謂幾何平均物價指數者，乃計算年價比之幾何平均數也 (即 n 數價比之積之 n 次方根)。(註五) 因此幾何平均可以免除數學平均物價指數誇大物價上漲之弊。然幾何平均又時遭人指摘，稱有偏低之弊 (downward bias)，蓋此式係將價格之低度跌落與價格之高度上漲相抵。惟此說實不啻承認此式符合多用相對價格跌落商品，減用相對價格上漲商品之趨勢。故幾何平均如有偏差，則偏差之來源必係為誇大相對價格變化後之購買量變動

趨勢。更有人反對稱，幾何平均並非名實相符之平均。此說似不具甚重要性，蓋陶希格氏嘗言：「幾何平均一如算術平均；應稱為真正之平均」，利用對數，可以求出幾何平均而毫無困難，蓋幾何平均乃計算年各價比對數平均數之「反對數」也。幾何平均可以加權，以給予各商品以其在實際支出上所佔之重要性。

另一種博受稱許之指數公式，為中數 *The Median*，用此法編製物價指數者，有艾知維、米乞爾及包雷諸氏。以此法求得之物價指數，乃係價比依照重要性排列之中項。(註七)此法倘能免除偏差之弊，則其計算之簡易應為其可取之處。包雷氏嘗云：「假如中數能夠包括足夠之商品項目時，恐無學理能證明，除此以外尚有其他平均數，比較更能滿足所需之條件」惟在物價波動開始以後，短時期內用中數測動物價之波動時將略有偏低之弊。蓋緊隨產業復興而來之一般物價平準之上漲，係原於數種領導商品 *Leading Commodities* 之漲價，而其他大部商品價格則尚未變動或僅略有升漲而已。故中數實低估漲價商品之重要，用作指數時，自較以其他公式求得者為低。同樣在一般物價緊隨產業蕭條之開始而跌落時，管制商品及獨佔商品價格每有一時不變之趨勢，此時中數所表示之物價跌落程度較其他公式表示者又為大。中數遭反對之最大理由，費休氏謂係有情性 *Stinginess* 在短期內，中數反映者乃商品表樣中大多數商品價格之變動，而非全部價格變動之平均數。惟有在長時期內，此種偏差之弊始逐漸減少而至消滅。中數法一如算術及幾何平均法，可以加權。(註八)

美國重要物價指數，係根據總合公式 *Aggregate formulas* 編製者。勞工統計局之批發物價指數，即此類指數中之最著名者。所謂總合物價指數，乃同一組之商品表樣一時或一地之購買總

值對另一時或一地購買總值之百分比。(註九)編製總合物價指數一最重妥問題，在表樣數量之選擇。單擇基年或單擇計算年者，均無道理。然任意選擇，亦非無關，蓋如所選者為基年數量時，指數每有偏高之弊，如為計算年者，又每有偏低之嫌，其所以然者，乃因一種商品漲價時將使其消費量減低；反之，跌價時將使其消費量增加。所以所擇者如為基年之數量時，此項數量對於基年價格較低之商品，與對於計算年價格較高之商品悉較大。故選擇數量時，以用二期之平均數為最佳。故馬紹爾艾知維斯及費休均係屬意於此。此法之計算，雖云繁雜，然其精確性較高，故應予選用。

一切基本之物價指數公式，悉能「交叉」Crossed「聯合」(Combined)。選擇時，單擇用此一年，而不擇彼一年者，每發生「偏差」之弊，「交叉」「聯合」，則可使之免除。馬紹爾氏首用之鏈索法 Chain method，為一新穎之創作，能減少基年與計算年商品表樣不同對於指數所生之影響。根據此種方法，計算年對基年之物價指數，係間接求得者。其法為挨次以各居間年為基，以其次一年為計算年，求出各居間年之物價指數，或云以各居間年前一年之表樣為基。各環指數 link index numbers 之積即為計算年對基年之指數。譬如以一九一三年為基，求一九一七年物價指數時，則以一九一三年為基，求一九一四年之指數，再以一九一四年為基，求一九一五年之指數，再以一九一五年為基，求一九一六年之指數；再以一九一六年為基，求一九一七年之指數。假如求得之結果是，一九一四年者為九六，一九一五年者為一〇二，一九一六年者為一二八，一九一七年者為一四〇，則以一九一三年為基，用連索法求得之一九一七年之指數，即為 $100 \times 96 \times 1.02 \times 1.28 \times 140 = 175.4$ 。凡基年與計算年商品表樣大有

差異者，用連索法，最為適宜。

五 指數之解釋

編製令人滿意之物價指數，其難處既巨且繁，不但物價水準概念之意義模糊不清，即關於其涵意與其確實性，亦議論紛紛，莫衷一是。編製時之各種錯誤，就中固有獨立而可互相抵銷者，但亦有許多係累積錯誤，結果使指數不能作測驗物價平準變化之正確尺度。就美國改變其原有批發物價指數之結果觀之，此等錯誤之嚴重性，實非輕微。在美國使用之指數中，此種指數在設計與編製上本為精心之作。然依原估計，一九一三至一九二〇年五月間物價上漲百分之一七二，而按改變之指數，則在同期中僅漲百分之一四七。錯誤程度達基期百分之二五，大於所表示之全部變化六分之一，此項錯誤估計中七年物價平準百分之十。考指數錯誤之主要來源，在資料之不正確，不過改善公式，亦足以提高正確性。

一八九六年傑出之荷蘭經濟學家兼政治家皮爾遜氏(N. G. Pierson)首謂指數無甚價值，反足誤事，蓋其中有巨大錯誤存在；氏以為改善之可能性甚微，故應予廢止。(註十)指數所含之錯誤過大，有損於其功用，固無疑問，然此等錯誤亦未足使指數之重要性完全消失。在毫無訓練，不諳此種測驗限度及濫用此種公式之人之手中，物價指數自然無甚好處，反而有害。然如用以測驗較為重要經濟現象之大致情形時，尚屬有用，未可全然鄙視。『指數能否求得精細之正確性，諸經濟學家固然議論紛紛，然能求得之足夠可靠性，已使指數在有關數量的研究中不可或缺，則為各家所同意者』(註十一)由指數測定之估計，縱不甚正確，然確為一種由比較而得之結果，故其

正確程度，仍較徒憑細心觀察所作之有關物價水準變動之估計為高。

指數之輕微不正確，尚未足構成廢棄指數之理由；但亦足資證明此等測度本身實非絕對之指針；解釋時，須顧及可能獲得之資料，尤須佐以有經驗之人判斷。以吾人有關物價指數之有限知識，堅持指數之輕微變動，譬如在五年期間不及百分之五之變動，具有意義，自非明哲。但當在等長期間，其變動已達百分之三十時，如謂此仍不足以顯示物價水準變動之方向及大小，自亦同屬錯誤。不過有一重要警告，應予提出：解釋指數時，切須審慎，不可過於自信。蓋顧名思義，指數乃表示，而非測量物價水準變動之工具也。

就指數之眼前情形言，吾人雖無理由完全相信指數作精細測量之正確性，然尚有理由相信，極端小心編製之指數，將因資料搜集方法之改良而如溫度一樣正確。連指數應用一廣，商品分數再精，其行市更形可靠時，資料錯誤之剔除，乃意料中事。現用之公式，或已改善，足供分析現有資料使用。但再予改善，仍屬可能，至於創制足以計及各樣商品需求變動之彈性之方法，尤為必需。言論至此，再提醒一言：指數確屬有用，但尚不完善，然極端小心解釋之指數，對於物價變動所代表及指數所表示之複雜現象所作之測驗，雖不能十分正確，然所差者當亦無幾。

指數編製概要

試以一九一三年為基，用十三項重要商品，求一九一八年批發物價指數，藉以闡明指數編製方法之不同。惟須注意，所選商品表樣為數太少，未能正確表示此等年間批發物價水準之變動。

商品選擇	一九一三年		一九一八年	
	(1) 價格	(2) 數量	(1) 價格	(2) 數量
一、牛肉(磅)	二,一九五	六,五八九.〇	二二一三	一〇,二四四.〇
二、牛(百磅)	一二,〇三九六	六九八	一八,八六四六	一一八.三
三、烟煤	一,二七〇〇	四七七.〇	二,四〇〇〇	五九三.〇
四、棉(磅)	一二九七	二,七八五.〇	三一七八	三,二九八.〇
五、雞蛋(打)	二四六八	一,七二二.〇	四八二七	一,九〇八.〇
六、乾草(噸)	一一,二五〇〇	七九.二	一一,八九五八	八九.八
七、猪(百磅)	八,三六五四	六八.四	一七,五九九五	八二.四
八、生鐵(噸)	一四,九〇二五	三一.〇	三六,五三四〇	三八.一
九、木料(千立方尺)	九〇,三九七四	二一.八	一一,〇四五五	一九.二
十、汽油(加倫)	一二三三	一〇,四〇〇.〇	二六九五	一五,六八〇.〇
十一、猪肉(磅)	一四八六	九,二一一.〇	二四九五	一一,四二六.〇
十二、小麥(蒲式耳)	九一三一	五五五.〇	二,二三五二	五六二.〇
十三、燕麥(蒲式耳)	三七五八	一,一二二.〇	七七四七	一,五三八.〇

(1) 每單位元數

(2) 百萬為單位

一、算術平均物價指數係計算年(一九一六)價比之平均數——價比云者，為一種商品計算

年(一九一八)價格對其基年(一九一三)價格之百分比。依左法求之：

商品選擇 一九一三年價格(P_0) 一九一八年價格(P_1) 價比 $100(P_1/P_0)$

一、牛肉(每磅)	一二九.五元	二二一.三元	一七〇.〇九
二、牛(每百噸)	一二,〇三九.六元	一八,八六四.六元	一五六.〇〇
三、烟煤(每噸)	一,二七〇.〇元	二,四〇〇.〇元	二八九.〇〇
四、棉(每磅)	一二七.九元	三一七八元	二四八.五
五、雞蛋(每打)	二四六.八元	四八二.七元	一九五.六
六、乾草(每噸)	一一,二五〇.〇元	二一,八九五.八元	一九四.六
七、猪(每百磅)	八,三六五.四元	一七,五九九.五元	二一〇.四
八、生鐵(每噸)	一四,九〇二.五元	三六,五三四.〇元	二四五.二
九、木料(每千立方尺)	九〇,三九七.四元	一一一,〇四五.五元	一三三.九
十、汽油(每加侖)	一二三.三元	一六九.五元	一三七.四
十一、猪肉(每磅)	一四八.六元	二四九.五元	一六七.九
十二、小麥(每蒲式耳)	九一三.一元	二,二三五.二元	二四四.八
十三、燕麥(每蒲式耳)	三七五.八元	七七四.七元	二〇六.一
價比總額			二五〇.一〇
算術平均			一九二.四

二 加權算術平均指數，乃商品表樣價比之加權平均數。權數可任意決定，即根據商品表樣

相對重要性而作估計之謂也。或根據基年（一九一三）或計算年（一九一八）商品相對市價總額為根據，每權以市價一萬萬元為一單位，其不及一單位者，五舍六入。所以牛肉一九一三年市價總額（六十五萬八千九百萬磅每磅一角二分九厘五）為八萬五千三百萬元，故牛肉一九一三年市價數為九。同樣牛肉一九一八年市價總額（二百零二萬四千四百萬磅，每磅二角二分一釐三）為二十二萬六千七百萬元，故其一九一八年權數為二三。

商品選樣	價 比	一九一三年		一九一八年	
		權 數	加權價比	權 數	加權價比
一、牛肉	一七〇·九	九	一，五三八·一	二三	三，九三〇·七
二、牛	一五六·七	八	一，二五三·六	二二	三，四四七·四
三、煤	一八九·〇	六	一，一三四·〇	一四	二，六四六·〇
四、棉	二四八·五	四	九九四·〇	一〇	二，四八五·〇
五、蛋	一九五·六	四	七八二·四	九	一，七六〇·四
六、乾草	一九四·六	九	一，七五一·四	二〇	三，八九二·〇
七、猪	二一〇·四	六	一，二六二·四	一五	三，一五六·〇
八、鐵	二四五·二	五	一，二二六·〇	一四	三，四三二·八
九、木料	一三三·九	二〇	二，六七八·〇	二三	三，〇七九·七
十、汽油	一三七·四	一三	一，七八六·二	二七	三，七〇九·八
十一、猪肉	一六七·九	一四	二，三五〇·六	二九	四，八六九·一

十二、小麥 二四四·八
 十三、燕麥 二〇六·一

總額 一〇七
 加權算術平均指數一七五·八(一九一三年權數)一八二·一(一九一八年權數)

用一九一三年及一九一八年權數之平均數，亦屬可能。將一九一三年及一九一八年加權價比加起，再以一九一三年及一九一八年權數之總數除之。如此求得之加權算術平均指數為一八〇·一。

三、幾何平均指數，為計算年(一九一八)價比之幾何平均數，即n數價比之積之n次方根。以對數求幾何平均，毫無困難。蓋計算年比價比對數平均數之反對數 Antilogarithm 即幾何平均也。

商品選擇	價 比	價 比 對 數
一、牛肉	一七〇·九	二，二三二七四
二、牛	一五六·七	二，一九五〇七
三、煤	一八九·〇	二，二七六四六
四、棉	二四八·五	二，三九五三三
五、蛋	一九五·六	二，二九一三七
六、乾草	一九四·六	二，二八九一四
七、猪	二一〇·四	二，三二三〇五

八、鐵	二四五·二	二、三八九五三
九、木料	一三三·九	二、一二六七八
十、汽油	一三七·四	二、一三七九九
十一、豬肉	一六七·九	二、二二五〇五
十二、小麥	二四四·八	二、三八八八一
十三、燕麥	二〇六·一	二、三一四〇八
總數		二九、五八五三九
平均		二、三七五七九
幾何平均指數		一八八·七

(二·二七五七九之反對數)

按照前面所舉加權算術平均之求法，將價比對數加權，可以求出加權之幾何平均。假如使用一九一三年之權數時加權之幾何平均指數便為一七二·一。假如使用一九一八年之權數時，加權之幾何平均指數則為一七八·六。惟幾何平均指數較同類之算術平均指數為低，是須注意者。

四、以中數法求得之物價指數，為依照重要性排列價比中之中項。就本例言，表樣共十三項，依重要性居第七位之價比便為中項。

重要性之次第

價比

- 一、木料 一三三·九
- 二、汽油 一三七·四

三、牛	一五六·七	
四、猪肉	一六七·九	
五、牛肉	一七〇·九	
六、煤	一八九·〇	
七、乾草	一九四·六	中項
八、蛋	一九五·六	
九、燕麥	二〇六·一	
十、猪	二一〇·四	
十一、小麥	二四四·八	
十二、鐵	二四五·二	
十三、棉	二四八·五	

以上用中數求得之物價指數為一九四·六。

中數亦可使與權數聯合，而成為加權之物價指數。假如使用前面所闡述之加權算術平均一九一三年之權數（總數為一七）而各權單位在排列中視作一位次時，加權之中數則為依重要性排列之第五十四價比。利用一九一三年權數之加權中數應為一六七·九，係猪肉之價比，在排列中所佔位次為自四十二至五十五。假如使用一九一八年權數時（總數為二三一）加權之中數則為依重要性排列之第一一六項價比。指數則為一七〇·九，係牛肉之價比，所佔位次為自一〇二至一二四。須注意者，加權之中數，有偏低之弊。時間須長至五年以上，此偏低之弊始能消滅。

五、總合物價指數為商品「表樣」計算年(一九一八)購價總額對基年(一九一三)購價總額之百分比。商品「表樣」數量可採用基年者，亦可採用計算年者，更得採用二期之平均數。

商品	一九一三年		一九一八年		一九一三年		一九一八年	
	(1)價 格(P)	(1)價 格(P)	(2)數 量(Q)	(2)數 量(Q)	(3)購 值(PQ)	(3)購 值(PQ)	(3)購 值(PQ)	(3)購 值(PQ)
一 牛肉(磅)	0.25	0.33	6,600	6,600	1,650.0	2,178.0	1,650.0	2,178.0
二 牛(百磅)	30.0	16.6	6,600	6,600	198,000.0	109,980.0	198,000.0	109,980.0
三 煤(噸)	13.00	11.00	7,000	7,000	91,000.0	77,000.0	91,000.0	77,000.0
四 棉(磅)	13.00	11.00	1,000	1,000	13,000.0	11,000.0	13,000.0	11,000.0
五 蛋(打)	13.00	11.00	1,000	1,000	13,000.0	11,000.0	13,000.0	11,000.0
六 乾草(噸)	13.00	11.00	1,000	1,000	13,000.0	11,000.0	13,000.0	11,000.0
七 豬(百磅)	8.00	17.75	1,000	1,000	8,000.0	17,750.0	8,000.0	17,750.0
八 鐵(噸)	14.00	16.00	1,000	1,000	14,000.0	16,000.0	14,000.0	16,000.0
九 木料(千尺)	9.00	13.00	1,000	1,000	9,000.0	13,000.0	9,000.0	13,000.0
十 汽油(加倫)	13.00	11.00	10,000	10,000	130,000.0	110,000.0	130,000.0	110,000.0
十一 豬肉(磅)	13.00	11.00	1,000	1,000	13,000.0	11,000.0	13,000.0	11,000.0
十二 小麥(薄式耳)	13.00	11.00	1,000	1,000	13,000.0	11,000.0	13,000.0	11,000.0
十三 燕麥(薄式耳)	13.00	11.00	1,000	1,000	13,000.0	11,000.0	13,000.0	11,000.0
總購值(百萬元)					10,556.1	10,556.1	10,556.1	10,556.1

以此為基之總合指數為 $P_{18}-100 \times \frac{10,556.1}{10,556.1} = 100$

(1) 每單位元數

(2) 每單位為百磅

(3) 百萬元

此指數係用一九一三年數量(Q₀)計算者。如用一九一八年之數量(Q₁)計算時，所得之總合指數則為一七五·一。如用兩期之平均購買量 $\left(\frac{Q_0 + Q_1}{2}\right)$ [原文誤寫 $Q_0 Q_1$ ——譯者]，則指數為一七五·二。如用兩期之平均數量之兩總合指數之幾何平均 $\left(100 \sqrt{\frac{M_{D_0 Q_0} \times M_{D_1 Q_1}}{M_{D_0 Q_1} \times M_{D_1 Q_0}}}\right)$ ，指數則為一七五·二，幾與按通常方法，用一九一三及一九一八兩年之平均數量編製之總合指數相同。

註釋

註一 哈特雷爾 Gotfried Haberler 一般物價指數之意義及其用途，載於一九二八年五月經濟季刊四三五至四三六頁 ("The Meaning and use of a General Price Index", Quarterly Journal of Economics, May 1928)

註二 斯賓德 Carl Snyder 一般物價水準之測定 The Measure of the General Price Level 見經濟統計評論 Review of Economic Statistics) 二月號·一九二八·頁四九五—五二頁

註三 費休 I. Fisher 指數之編製 The Making of Index Numbers

註四 一種商品價比之方程式為 $R = 100 \frac{P_1}{P_0}$ ，R 代表價比，P₁ 為一種商品計算年價格，P₀ 則為同一商品基年價格。物價指數屬平算術平均方程式為 $\frac{1}{n} \sum \frac{M(R)}{R}$ ，M 代表指數，R 為諸價比之和，n 則為諸價比之項數。此種指數如何編製，本章末段將予以闡述。

註五 有時使用之另一種算術平均為調和平均指數 Harmonic mean index number。係按各價比例數之算術平均數而求符。按調和平均法求得之物價指數，定較算術平均法求得者為低。

註六 物價指數幾何平均方程式為 $\frac{1}{n} \sqrt[n]{R_1 R_2 \dots R_n}$ ，式中 I 為指數，各 R 乃各價比，n 則為價比項數。物價指數之編製，將于本章末尾概要闡述之。

註七 中數之物價指數，為價比 $\frac{R_{n+1}}{2}$ ， R 為價比， $n+1$ 為 R 在排列中所處之位次。編製法見本章末尾指數編製概要。

註八 求類似中數，物價指數之另一方法為「耗散」法 *Mode*，以此法求得之指數，為最普通之價比，或為利用時間節段時，包含最大多數價比之時間節段。耗散平均亦能加權。

註九 總合指數方程式，為 $\frac{1}{100} \frac{MM}{P_{01}} \frac{P_{10}}{P_{01}}$ ， 1 為指數， P_0 及 P_1 乃基年及計算年之物價。 100 則為「表樣」指數。編製方法，見本章末尾。

註十 皮爾遜 *N. G. Pierson* 再論指數。Further Considerations on Index Numbers 見經濟月刊，三月號一八九六。

註十一 波遜 *W. M. Percans* 經濟循環之預測 *Forecasting Business cycles* 二四七頁

第七章 物價之皮動

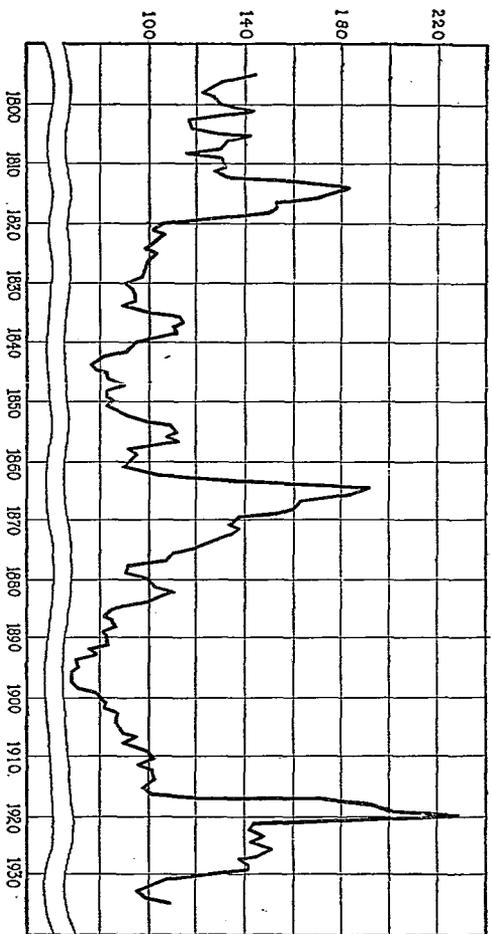
一 各價格之變動性

一國一般物價水準之高低為多種不同因素作用之結果。全本位國家物價水準正常趨勢之決定因素，為黃金之供給量及其使用效能與物品勞役之生產量及貿易量。一般言之，物品勞役之生產量之增加率通常相當穩定，雖有時因技術改良，生產突然增加，或因戰事發生，生產銳減——故物價之正常趨勢發生改變時，則多半原於黃金生產及其使用效能之變動。惟此種正常趨勢，每向一個期間，不常被戰爭及其他不常有之現象及雇業活躍與消沉之循環等所擾亂。同時須注意一全本位國物價水準之皮動，又每每引起其他全本位國物價水準之皮動。

一般物價水準，為多種商品價格之平均數。故一般物價水準所發生之差異，乃為個別商品價格變動之結果。一最顯著之價格特性即其有趨向差異之傾向。此本不足為奇，蓋價格，係由左右商品供求及貨幣供求之多種因素所決定。凡屬商品，其價格，無不變動，惟變動之次數及變幅，則各有不同。一般言之，由習俗決定，由政府節制或由企業聯盟規定者，其變動次數較由生產人及消費者互相競爭所決定者為少。無競爭狀態下之商品，其售價不變則已，一變，其變幅必大。

(1) 美國批發物價指數一七九六至一九三六年

| 年指數 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 一九零一 | 一九一〇 | 一九一五 | 一九二〇 | 一九二五 | 一九三〇 | 一九三五 | 一九四〇 |
| 一〇〇 |



競爭商品價格相對變動次數及其變幅，係由許多需求特性所決定。凡需求愈乏彈性者，其價格變動之可能性愈大。參價較糖價變動較多，即一部份原於此理。又供給有恆者，其價格變動亦小。肉價較魚價為穩定，即大半原於其供給具有恆常性。再生產時所用資本。固定成分愈多之商品，其價格之變動亦視較少者為勤；再如所用之固定資本極持久，或其工作壽命恆長者，其價格變動之趨勢必愈強。棉布較麻布價格變動為多，即部份原於此理，最後，售諸生產人之商品，其價格之變動較售諸消費者者為勤；此可於零售價格較批發價格為穩定一端，獲得明證。

此外尚有其他甚多因素，均足以影響個別商品價格及一般物價水準。如欲一一詳論，十分困難，即僅就重要者詳論之亦非易易，紐約聯邦準備銀行已故經理司街氏認下列各項為物價變動之重要因素：（註一）

- 一、戰爭及政治糾紛
- 二、各型貨幣及信用工具發行之膨脹
- 三、因水旱災及社會政治情況變動交通系統效能變更所造成之農作物之豐歉。
- 四、因寄生蟲及蝗蝻形成之農作物歉收。
- 五、流行病及鼠疫。
- 六、火災、地震，及類此不可避免之天災；
- 七、金銀礦之新發現或其枯竭，及因此而生之生產擴張或收縮；
- 八、羣衆心理狀態，無論屬於商品之買，賣，購囤，拋空，進貨，出貨，浪費，儲蓄，或罷工，作工等。

九、政府之財政政策。

個別商品價格及一般物價水準之變動，雖有若干係原於此等偶然而不重演之因素而生者，然亦有若干係原於恆常因素而生者，其規律性幾如音樂之節拍。此等循環之價格變動甚關重要，蓋為社會經濟生產實際變動之因果及其指針。吾人可就以下三種循環之物價波動加以探討，如個別商品價格及一般物價水準在一年期間內之波動，物價水準及若干商品價格在長短不等之商業循環週中之漲跌，及與商品生產及貨幣供應量之長期變動符合之物價水準之長期變動。

二、物價之季節變動

許多商品價格之變動在一年期間頗有規律性。就是說：以長時期觀察，在不同之時月裏觀察相對之價格時可以發現物價在一年某季節內有一定漲跌之傾向。此種季節差異通常係由於若干種商品生產率及其消費率不能配合有以致之。茲以穀類言，其生產與消費之失衡便為不可避免者，蓋氣候為每年農業生產之限制因素 (Limiting factor) 非人類控制力所能及者，再以煤論，其四季消費量本不平均，人如欲控制其生產使與消費率相配合，必極困難而多浪費。蓋此舉須增添生產設備，而其大部份將一年三季閒置無用，徒使煤之生產費較正常時增大而已。是以就穀煤及其他類此之商品言，社會為合經濟起見，寧照不同比率生產與消費，另用儲藏設備以平衡一年間之消費與生產。

一年中不經常生產，而消費一定之商品，其價格之季節變動，可於每月之棉價見之。為觀察棉價究以一年某月為最高起見，一九〇〇年八月至一九一四年七月之紐約交易所每月棉價曾加以

研究。結果十四作物年 (Crop year) 中有五年棉價以七月為最高，此十四年期間每月棉價平均數亦確實顯示棉價有七月漲至最高峯之趨勢。某物價格每至一年一定時月便漲，此種慣性，未可視為偶然。例如棉花，如其供求情況，當知每年此月之所以高，實正常現象。考棉之需求，一年四季較為一致，獨其供給具有季節性。蓋收棉季節始於八月，了於九十兩月。故棉每年供給時間較短。新棉成本僅限於種耕收等費用。但逮至六七月時，棉之成本除此等費用外，尚須加入九月來之利息，儲藏，保險及保管等費。故凡收進棉花須儲藏，以待作物年終再行出售者均須墊付此等費用。所以棉價每於棉上市以前數月中漲至最高峯，殊為自然。

無煙煤之消費亦具有季節性，故其價格之變動，與上述相同。即在消費率超出其生產率時其價即行高漲。蓋當照春夏時期生產，煤大抵多供儲藏。然儲藏必須費用，而此項費用之擔負，將以晚秋及冬季煤價增漲部份等於儲藏費用為限。故一俟嚴冬季節一逝，無煙煤價立即下跌，待寒季將臨又立時上漲，自為意料中事。試一觀一八九〇年四月至一九〇一年三月期間，每月紐約之無煙煤價，便可發現無煙煤價以四五兩月為最低，逮至十一十二兩月則漲至最高峯，一至三月又立見下跌。凡商品消費無常，如無煙煤者，其價格之變動必於此相同。

紐約每月平均棉價 一九〇〇年八月至一九一四年七月 (價格每磅以分計)

年 月	一 月	二 月	三 月	四 月	五 月	六 月	七 月	八 月	九 月	十 月	十 一 月	十 二 月
1900	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	九九	106	101	100	101
1901	101	九五	八六	八四	八一	八五	八四	八二	八四	八四	七九	八四

一八四八—五	一八四七								
一八四九—五	一八四八								
一八五〇—五	一八四九								
一八五一—五	一八五〇								
平均數	一八四九								

三、物價循環變動

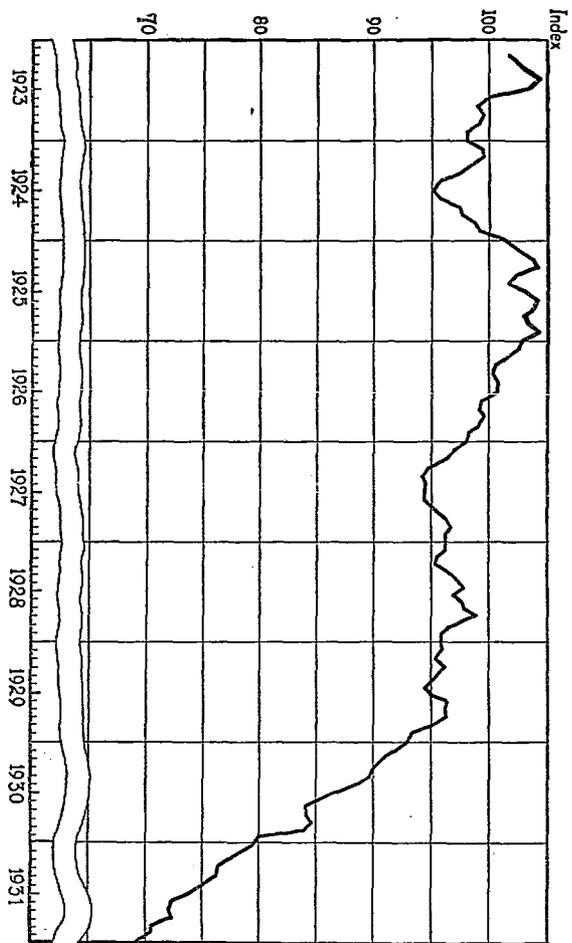
許多商品價格及一般物價水準之週期變動，其引人注意與研究者，為伴隨產業循環而來之波動。惟物價雖有隨產業活動之變化而生漲跌之趨勢，然未見物價水準之巨大變動，必隨產業循環以供來；故如以為幾乎一切商品價格悉隨產業週期變動而漲跌，誠屬大錯而特錯。不過有幾種商品，其價格變動確與產業活動之變化相協調；且其依附關係至為密切，其波動竟可視為產業活動進程之指針。

尚有幾種商品其價格當產業循環時期，不顯示若何變動。例如橫截鋸，手鋸，鋸三者在一八九〇年至一九二五年其價格之變動極微，而全國在同一時期所歷之產業循環則達十次之多。再如當時無煙煤價隨產業循環亦僅顯示極輕微之變動趨勢。煤本為民生重要商品，但當全國經歷產業循環凡十餘次之時，其價格僅經三次循環。較此更為重要者，如鋼軌，其價格在此期間所歷之循環變動，亦不過五次，雖然五金對於產業變動素稱敏感。故個別物價在產業循環時期並無一致變動之趨勢此種結論當不致錯誤。

在另一方面，則有大部份商品尤以生產所用原料及用以製造資本財之原料，其價格近來隨每期產業循環作週期變動，甚為顯然。此等商品，就中可舉為代表者，有鑄鐵、錫、銅、煙煤、焦

炭、牛生皮及棉。甚至有若干消費財如咖啡、鮮牛肉、牛奶產品等對於產業狀態之變化顯有極敏銳之反應。不過所顯示之關係，則未見彼此盡同。以鑄鐵言，大抵在產業活動未見衰退數月以前便先跌價，待產業活動，已見增強，若干時期以後，始見回升。凡屬產業活動未減而先行跌價之商品，其跌價時間通常必較漲價時間為長；產業活動未增而先行漲價者，其漲價時期亦較長。統而言之，各商品價格之波動趨勢，在跌價時期較在漲價時期更為一致。產業向榮（*Business Revival*）時期，物價水準之回升，大抵為幾種商品先行漲價之結果。蓋大多數商品，其價格在向榮時期，一時保持不變，然後個別回升，或一牽一羣的上升。

在產業循環各階段，一般物價之變動，較個別商品價之變動更為顯著，更具規律。物價水準當產業向榮時期，款款上升至繁榮時 *Prosperity* 期則扶搖直上，遽轉入漸衰 *Recession* 時期下跌急驟，及進入蕭條 *Depression* 時期，跌落轉緩，以後相當穩定，非待向榮時期開始，不再行回升。近年來產業循環時期，物價水準之波動，可於下表見之。一九二四，一九二七，及一九三〇年為產業漸衰時期，當時批發物價水準之跌落至為顯著。



批發物價指數 一九二三年一月至一九三一年十二月(以一九二六年為100)

年月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
一九三三	101.0	103.3	104.5	103.9	102.9	100.3	98.4	97.8	98.7	98.4	98.4	98.1
一九三二	99.6	98.7	98.5	98.3	98.9	98.9	98.6	98.0	98.1	98.2	98.1	101.5
一九三一	101.9	103.0	103.2	101.9	101.6	100.0	103.3	103.9	103.4	103.4	103.4	103.4
一九三〇	103.2	103.0	100.4	100.3	100.5	100.5	98.5	98.1	98.7	98.4	98.4	98.9
一九二九	98.5	98.8	98.5	98.1	98.2	98.3	98.3	98.1	98.2	98.6	98.3	98.4
一九二八	98.4	98.9	98.5	98.7	98.5	98.1	98.3	98.7	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二七	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二六	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二五	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二四	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二三	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二二	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二一	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九二〇	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一九	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一八	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一七	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一六	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一五	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一四	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一三	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一二	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一一	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九一〇	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇九	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇八	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇七	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇六	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇五	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇四	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇三	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇二	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇一	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8
一九〇〇	98.9	98.4	98.1	98.5	98.7	98.2	98.5	98.6	98.6	98.7	98.6	98.8

物價漲跌程度及其後果，使穆勒教授相信，產業波動與週期性之物價波動有因果關係。氏曾稱：(註三)

伴隨一般循環而來之物價波動，通常均有真正之經濟規律 [Economic regularities]。在各循環期，物價無論在其上漲或回跌時候，及在其行為之其他方面，無不顯有若干之一致性，週期波動，假如僅代表環繞一中準或一種趨向之變化行為時，將見每一週期之物價變動與另一期者不同，即有相似，亦僅為少數之偶合現象而已。然實際上偶合以外，顯有極大的一致性之現象，物價波動之循環，無論在其振幅及持續時間上每期均有相同之處。各期之變化固去十分一致尚遠，但週期波動如僅代表自由波動 Random fluctu-

ations，則吾人所發現之相類之點必不致出現。

本書以後尚須討論有關經濟循環之貨幣方面，無庸先加申述。然關於經濟循環各階段物價之漲跌無關於貨幣黃金現有供給量一點，則應提起注意。凱賽爾教授曾予指明，幣材黃金供給量之多寡縱予計入，物價週期波動，依然存在。夫經濟循環各階段貨幣支付量之不同，自為事實，願此種差異，已藉改變存款貨幣及法幣之利用強度及在黃金供給量所許可範圍內二者供給量之變動得以應付矣。（註四）物價之週期波動，不僅見於金本位國，亦見於非金本位國。

四、物價長期波動

試將多年批發物價每年平均數一加研究，其所顯示者為一長期繼續向上或一繼續向下之趨勢，而非週期變動所能解釋者。例如一九年物價移動平均 Moving average 即某一年及其前後各四年物價平均數可使週期影響失掉作用，其所顯示者，乃為更基本之趨勢。最好例證，為英國之批發物價指數，蓋較他國者所受關稅及貿易限制之影響為少。自一八四六至一九二〇計七十五年間似有三個各佔二十五年界線明顯之物價動向，始則向上，繼則回降，後又上升。前曾述及，金本位國家物價之正常變動大概原於同時之黃金生產及其存量之變化。

關於黃金生產與長期物價波動之一般關係，統計資料有顯著之表示。一八四〇年代末五年物價開始向上波動以前，物價水準逐漸跌落者，凡二十餘年。此種跌落大半原於金銀生產之不足。自一八二一至一八四〇年，黃金每年產量，平均僅五十五萬純盎斯。一八四〇年後，以迄一八七〇年代首五年物價上漲停止以前黃金生產驟增，其變動情形可由次表見之。

●英國批發物價九年變動之平均

年	指數	年	指數	年	指數	年	指數	年	指數
一九四八	二六四	一九六二	二七	一九六八	二二	一九九一	八二	一九六九	二六
一九四七	二六三	二七	二七	一九六七	二二	一九九〇	八二	一九六八	二六
一九四六	二六二	二七	二七	一九六六	二二	一九八九	八二	一九六七	二六
一九四五	二六一	二七	二七	一九六五	二二	一九八八	八二	一九六六	二六
一九四四	二六〇	二七	二七	一九六四	二二	一九八七	八二	一九六五	二六
一九四三	二五九	二七	二七	一九六三	二二	一九八六	八二	一九六四	二六
一九四二	二五八	二七	二七	一九六二	二二	一九八五	八二	一九六三	二六
一九四一	二五七	二七	二七	一九六一	二二	一九八四	八二	一九六二	二六
一九四〇	二五六	二七	二七	一九六〇	二二	一九八三	八二	一九六一	二六
一九三九	二五五	二七	二七	一九五九	二二	一九八二	八二	一九六〇	二六
一九三八	二五四	二七	二七	一九五八	二二	一九八一	八二	一九五九	二六
一九三七	二五三	二七	二七	一九五七	二二	一九八〇	八二	一九五八	二六
一九三六	二五二	二七	二七	一九五六	二二	一九七九	八二	一九五七	二六
一九三五	二五一	二七	二七	一九五五	二二	一九七八	八二	一九五六	二六
一九三四	二五〇	二七	二七	一九五四	二二	一九七七	八二	一九五五	二六
一九三三	二四九	二七	二七	一九五三	二二	一九七六	八二	一九五四	二六
一九三二	二四八	二七	二七	一九五二	二二	一九七五	八二	一九五三	二六
一九三一	二四七	二七	二七	一九五一	二二	一九七四	八二	一九五二	二六
一九三〇	二四六	二七	二七	一九五〇	二二	一九七三	八二	一九五一	二六
一九二九	二四五	二七	二七	一九四九	二二	一九七二	八二	一九五〇	二六
一九二八	二四四	二七	二七	一九四八	二二	一九七一	八二	一九四九	二六
一九二七	二四三	二七	二七	一九四七	二二	一九七〇	八二	一九四八	二六
一九二六	二四二	二七	二七	一九四六	二二	一九六九	八二	一九四七	二六
一九二五	二四一	二七	二七	一九四五	二二	一九六八	八二	一九四六	二六
一九二四	二四〇	二七	二七	一九四四	二二	一九六七	八二	一九四五	二六
一九二三	二三九	二七	二七	一九四三	二二	一九六六	八二	一九四四	二六
一九二二	二三八	二七	二七	一九四二	二二	一九六五	八二	一九四三	二六
一九二一	二三七	二七	二七	一九四一	二二	一九六四	八二	一九四二	二六
一九二〇	二三六	二七	二七	一九四〇	二二	一九六三	八二	一九四一	二六
一九一九	二三五	二七	二七	一九三九	二二	一九六二	八二	一九四〇	二六
一九一八	二三四	二七	二七	一九三八	二二	一九六一	八二	一九三九	二六
一九一七	二三三	二七	二七	一九三七	二二	一九六〇	八二	一九三八	二六
一九一六	二三二	二七	二七	一九三六	二二	一九五九	八二	一九三七	二六
一九一五	二三一	二七	二七	一九三五	二二	一九五八	八二	一九三六	二六
一九一四	二三〇	二七	二七	一九三四	二二	一九五七	八二	一九三五	二六
一九一三	二二九	二七	二七	一九三三	二二	一九五六	八二	一九三四	二六
一九一二	二二八	二七	二七	一九三二	二二	一九五五	八二	一九三三	二六
一九一一	二二七	二七	二七	一九三一	二二	一九五四	八二	一九三二	二六
一九一〇	二二六	二七	二七	一九三〇	二二	一九五三	八二	一九三一	二六
一九〇九	二二五	二七	二七	一九二九	二二	一九五二	八二	一九三〇	二六
一九〇八	二二四	二七	二七	一九二八	二二	一九五一	八二	一九二九	二六
一九〇七	二二三	二七	二七	一九二七	二二	一九五〇	八二	一九二八	二六
一九〇六	二二二	二七	二七	一九二六	二二	一九四九	八二	一九二七	二六
一九〇五	二二一	二七	二七	一九二五	二二	一九四八	八二	一九二六	二六
一九〇四	二二〇	二七	二七	一九二四	二二	一九四七	八二	一九二五	二六
一九〇三	二一九	二七	二七	一九二三	二二	一九四六	八二	一九二四	二六
一九〇二	二一八	二七	二七	一九二二	二二	一九四五	八二	一九二三	二六
一九〇一	二一七	二七	二七	一九二一	二二	一九四四	八二	一九二二	二六
一九〇〇	二一六	二七	二七	一九二〇	二二	一九四三	八二	一九二一	二六

●一九一三年為一〇〇。揚格(J. P. Young)歐洲通貨與財政一卷，四五〇至四五二頁。
 ●一九一五年至一九二四年物價以黃金計算

●黃金生產 一八四一年至一八七〇年(以千純盎斯計)

- 一八四一至一八四五年……每年平均為一、二六七
- 一八四六至一八五〇年……每年平均為二、二五五
- 一八五一至一八五五年……每年平均為六、一八七
- 一八五六至一八六〇年……每年平均為六、三六一
- 一八六一至一八六五年……每年平均為五、九七五
- 一八六六至一八七〇年……每年平均為六、二四三

●渥湖柏爾遜(G. F. Warren and F. A. Pearson)合著價格論(Prices)九七頁。

一八七一年起至一八九一年止，黃金生產每月減退，隨之而來者，為物價平準之逐漸低落，以迄一八九五年。此期黃金生產之減少可於下表見之。

●黃金生產 自一八七一年至一八九五年(以千純盎斯計)

- 一八七一至一八七五年每年平均為五、四〇五
- 一八七六至一八八〇年每年平均為五、三四〇
- 一八八一至一八八五年每年平均為四、九四〇
- 一八八六至一八九〇年每年平均為五、四六一
- 一八九一至一八九五年每年平均為七、八八二

●渥湖柏爾遜合著價格論九七頁。

自一八九一年至一八九五年黃金生產略增，物價頽勢稍振；逮一八九六年後黃金生產大增，物價始穩步上升，直至一九二〇年。本期黃金生產情況由下表予以說明。

●黃金生產（一八九六至一九二〇年以千純盎司計）

- 一八九六至一九〇〇年每年平均為一二、四四七
- 一九〇一至一九〇五年每年平均為一五、六〇七
- 一九〇六至一九一〇年每年平均為二〇、九七一
- 一九一一至一九一五年每年平均為二二、二五九
- 一九一六至一九二〇年每年平均為一八、九六四

●茲將拍賣適合者價格論九七頁。

但一九〇七至一九一六年黃金生產，在黃金生產史上為量最高亦為期最長者。惟物價之變動似較黃金生產遲五年是須注意者。

凱賽爾教授曾以黃金正常生產率之概念，解釋長期之物價波動。氏發現一八五〇年之批發物價指數（騷爾柏科氏之指數）幾乎一九一〇年者相等。而一八四八至一八五一年與一九〇八至一九一一年兩個四年平均數，完全相等。所以一八五〇年幣材黃金之供給與一九一〇年者足以維持此等年間一相等之物價水準。氏結論稱，假如當此期間幣材黃金之供給增加率具有一定規律，每年幾乎增加百分之三，則物價水準之差異，當原於經濟發展率缺乏規律。據此而論一八五〇年至一九一〇年間物價之所以波動，凱氏歸咎於兩種造因——第一屬於經濟者，為經濟進展率逸出常軌；第二屬於貨幣者，為幣材黃金實際供給量與估計之正常供給量發生出入。實際上凱氏在本期（一八五〇至一九一〇年）所發現者，「為一般物價水準之長期變動，係以相等對黃金供給量之變動為主因」。（註五）故氏之結論為，金本位國家正常物價如欲使之經常穩定，世界幣材黃金之

增加率，須長期保持在近於百分之三。

當生產增加時期，帶材黃金之供給亦須增加，始能維持物價於穩定，此種觀念并不新。雖十九世紀初期之簡單課本亦有謂物價平準之變動，係原於黃金商品二者生產率之變動。馬爾賽特夫人於其政治經濟漫談一書即曾著稱：（註六）

「貴金屬鑛場每年採掘量，如適與美術及年有增加之農作物交易量所需之現金相等，幣值將無所變動，商品將依照從前價格交易。但如金銀產量較所需者為小時，則物價將跌，反之，如產量較大時，則物價將漲，蓋物價之波動，逐漸不斷求與其價值測量尺度之變動相一致」

自然凱氏之立論方法，在基本上並無錯謬之處。蓋氏承認物價離開正常水準乃為兩種造因之後果！即經濟發展及黃金生產與認為正常之長期平均數脫節。其理論惟有一點至須注意。本學說假定物價水準在此時期之始末相同且視為正常。但騷爾柏柯氏之指數并非物價水準之美滿測定方法，編製指數時，騷爾柏柯所用之基期，公式及商品選擇似均未足完成此一任務。如認一八五〇至一九一〇年間之經濟發展為正常，則尤無令人滿意之證據。再氏之分析對於黃金生產及其物價影響間之時延（Time）亦未予顧及。復次，氏似以為黃金使用效能之增進率，為恆久不變者。此或為凱氏分析中之最大弱點。蓋當一九一〇年之際並世各國幾乎悉用黃金為其貨幣本位；而當一八五〇年時，黃金在世界貨幣制度所佔之地位尚不若白銀為重要。據此而論，一八五〇至一九一〇年期間，黃金每年近乎百分之三之增加率，匪特足以平衡平時之經濟發展，且足以供給金本位國家之貨幣準備。總之，黃金使用效能之增進率，係累進者，凱氏竟未加充份之考慮。（註七）其差強人意者，凱氏尚承認其結論，僅在其分析時期有效。氏有言曰：「應用此等結論於未來，非需

委之發展，一如在本期中所表現者，未可應用」。(註八)

渥潤柏爾遜二氏謂任一時期正常物價水準係決於黃金供給量指數對生產量之百分比，此種持論與凱賽爾氏所主張之相對黃金供給量之理論略有相關之處。(註九)黃金量對生產量比率之變動與正常物價水準變動間有顯著之協調。自一八四八至一八七二年間世界每年生產量幾增百分之一百二十。而世界黃金之生產在同時則幾增百分之一百八十。故物價將漲，乃意料中事。正常物價水準，即英國批發物價九年移動平均(Moving average)漲百分之三十，黃金供給量對生產量之比率亦增百分之六十。自一八七二至一八九六年，生產量增百分之十一，幣材黃金供給量增百分之四十，當此期間正常物價水準跌百分之三十五，幣材黃金對生產比率間之連帶關係不甚顯著。當此等年間至一九二〇年期間因受戰時影響，故物價與黃金對生產比率間之連帶關係不甚顯著。當此等年間，生產量所增者為百分之六十六，黃金所增者為百分之二十三。英國批發物價九年移動平均——自一九一五至一九二四年以黃金計算之價格——增百分之九十強，而黃金對生產量比率所增者，尚不及百分之四十。此巨大距離，係由於戰期及戰後初期多數國家放棄金本位，有以致之。

渥潤柏爾遜二氏之結論，完全以統計分析作基礎。二氏稱：『戰前七十五年間世界黃金量非按世界生產量同樣增加，不足以維持英國商品價格之穩定。假如黃金較他物增加為速，物價即漲，假如較緩，物價即跌』(註十)此雖不失為事實之一公允說明，但對於未來黃金與物價之可能關係，則未足加以證明。蓋幣材黃金供給量及生產量，並非足以影響正常物價之唯一因素。當此七十五年間，幣材黃金供給量增加，而其貨幣使用效能同時亦有巨大之增加。當此期間，生產量固然增加，而採用金本位之國家同時亦增加。世界幣制廣泛應用黃金之結果，幾乎完全被黃金更為

有效使用所抵銷。所以正常物價與黃金對生產比率間之協調變動，一部份係屬偶然者，此種協調變動，未能期諸於未來。世界幣制依賴黃金，不致再行加強。黃金使用效能尚再繼續增加（大概如此）則未來正常物價大抵將較黃金供給量對生產量之比為高。

凱賽爾氏及滙潤柏爾遜二氏之理論，雖未能視為物價水準長期變動之切實解釋，然亦足為顯示正常物價水準變動與黃金生產變動有關之證明。惟使此種關係改變之因素極多，如貨幣本位及其需要之改變等，故未能以統計數字表示之。其可確言者，當黃金增產時期較維持相當長久，且為量較大時，金本位國家物價水準大抵將漲；當生產減少或所增者有限，且為時較長時，金本位國家物價水準大抵將跌。此種長期之物價波動，可能受在短期間內佔優勢之週期勢力 *Cyclical influences* 所擾亂，但不致使之改變其方向。

正常物價水準向一方面進行達二十五年之久者，近代曾發生三次。此種波動，表示有一長期循環之存在，足以影響黃金生產及正常物價。在此期間如黃金之生產，悉出於已知之來源則可云黃金生產及正常物價確有長期循環。第一八四〇及一八九〇兩個十年代期間所增產之黃金，乃原於加利弗尼亞、奧斯大利亞及南非新金礦之發現。此等增產，雖非與當時物價跌落完全無關，然大抵究屬偶然性質。現有金礦，悉經勘過。黃金生產如仍想大量增加，希望甚渺。故黃金生產率之變動，縱或能使正常物價有長期循環，然本期統計資料則尚未足以證明，本期之波動即為長期之循環。

五、戰時物價之波動

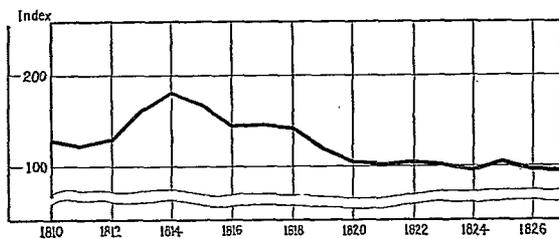
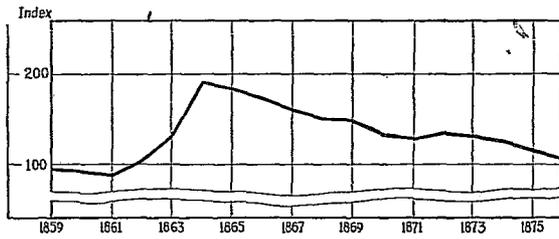
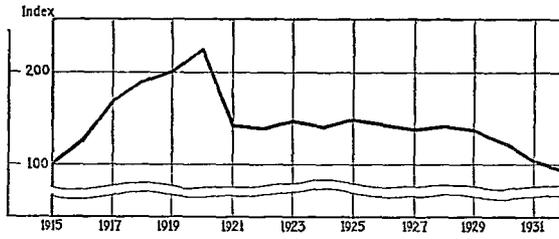
戰爭為最足擾亂物價規律波動因素之一。當物價高漲時期容易發生戰爭，似為顯著之趨勢。一八二〇至一八五〇年為物價跌落時期，戰爭較少，至少無甚主要戰爭。一八五〇至一八七三年為物價高漲時期，有許多重大戰爭發生，如克里米亞戰爭，俄國英國法國及撒地尼亞悉被捲入；美國南北戰爭；義大利解放戰爭；普丹普奧及普德各戰爭。一八七三至一八九六年又為物價跌落時期，無甚主要戰爭發生。一八九六至一九二〇年物價飛漲重大戰爭又層見迭出，如美西之戰；布爾之戰 [The Boer War] 日俄之戰；義土之戰；巴爾幹戰爭；及世界大戰。戰爭與物價間之因果關係，固難判定。但戰爭使物價騰漲，則了無疑義；物價高昂時期，利於進行戰爭，亦屬可能。大概物價跌落時，使國際關係緊張之事件將變為物價騰漲時戰爭暴發之導因。

美國戰時及戰後之物價 (一九一三年為一〇〇)

一八一—二戰時		內		世界	
年	指數	年	指數	年	指數
一八一〇	一三一	一八五九	九五	一九一五	一〇一
一八一—	一二六	一八六〇	九三	一九一六	一二五
一八一二	一三一	一八六一	八九	一九一七	一七二

第二編 物價

一八二七	一八二六	一八二五	一八二四	一八二三	一八二二	一八二一	一八二〇	一八一九	一八一八	一八一七	一八一六	一八一五	一八一四	一八一三
九八	九九	〇三	九八	〇三	〇六	〇二	〇六	二五	四七	五一	五一	七〇	八二	六二
一八七六	一八七五	一八七四	一八七三	一八七二	一八七一	一八七〇	一八六九	一八六八	一八六七	一八六六	一八六五	一八六四	一八六三	一八六二
一〇	一八	二六	三三	三六	三〇	三五	五一	五八	六二	七四	八五	九三	三三	〇四
一九三二	一九三一	一九三〇	一九二九	一九二八	一九二七	一九二六	一九二五	一九二四	一九二三	一九二二	一九二一	一九二〇	一九一九	一九一八
九五	〇七	二六	三九	四一	三九	四六	五一	四三	四七	四一	四三	二六	〇三	一九



重大戰爭時期，物價之波動，似循一定軌跡。徵之美國三個主要戰爭時期，如一八一二年戰爭，內戰及世界大戰，物價波動趨勢為戰幕初啓時立即上漲，待戰幕甫閉時，立即猛跌；然後轉緩，但款款不停，繼續一較長時期。戰爭甫告結束時，物價下跌，原因有二：（一）為政府購買行為及其他財政支出之終結，使轉入社會之購買力減少。（二）為戰爭發生於物價上漲行將屆止時期，故物價之跌落無論如何必然發生。戰爭使物價騰漲，不僅在交戰國為然，即在與交戰國家有經濟關係之一切國家亦不能幸免。戰爭既促使物價先期漲至其平時所能升達之最高峯，故能使下跌之早日來臨，物價既被提升至其原來所不能達到之水準，其故跌勢亦必加劇，其後患亦必加甚。

常有人議稱戰時物價之升漲，既非必須，尤非必要，蓋此將使社會於物價跌落後之債務担加劇。而克思斯氏 J. M. Keynes 則主張戰時物價之升漲，為限制社會消費，與集中所得於企業家之手，以便借債與抽稅方法徵入國庫之必要手段。竊以為戰時物價之上漲，縱屬必須，而戰後物價之跌落是否必要，尚為疑問。在金本位國家，如欲保持其貨幣本位之戰前形式，戰後物價之跌落，必無以避免。但在已採行管制貨幣制度或有心改變其貨幣制度之國家，如仍不能避免戰後物價之跌落，則殊無理由。

註釋

註一 司街 Benjamin Strong 聯邦準備政策之解釋 Interpretations of Federal Reserve Policy 124頁。

註二 費休 (I. Fisher) 貨幣購買力 The Purchasing Power of Money 41頁。

註三 米勒 F. C. Mills 價格行為 The Behavior of Prices 159頁。

- 註四 凱賽爾 G. Cassel 社會經濟論 A Theory of Social Economy 五七三至五七九頁。
- 註五 凱賽爾 G. Cassel 社會經濟理論 A Theory of Social Economy 四四七頁。關於氏之相對黃金供給量之理論，請閱該書四四一至四五頁。
- 註六 馬爾賽特 J. H. Marcell 政治經濟漫談 Conversations on Political Economy (1817) 二七二頁。
- 註七 請參閱該書 J. T. Phinney 黃金生產及物價水準一文附「瑞氏百分之三之估計」The Cause of Three Percent Estimation 見經濟月刊 Quarterly Journal of Economics 卷一九三三，六四七至六七九頁。
- 註八 凱賽爾 G. Cassel 社會經濟理論 A Theory of Social Economy 四四四頁。
- 註九 溫河柏爾遜：物價論 Prices 卷五章。
- 註十 溫河柏爾遜：物價論八二頁。

第三編 貨幣價值

第八章 貨幣價值學說

一、貨幣之生產成本及價值

貨幣價值，為貨幣理論之中心問題，今如欲就貨幣制度各具體問題詳加探討，則須先明瞭其價值之各決定因素。因素非常之多，故議論紛紜，亦不足為奇也。如前所述，貨幣購買力（價值），即其所換取商品及勞役價格平均數之倒數，亦即物價水準之反面。解釋貨幣價值之決定方法，有兩點先須說明：一、使物價如其已表現者，既不高，又不低之原因為何；二、使之上漲或下降之原因又為何。

有一說，謂決定貨幣價值，與吾人經濟社會裏商品及勞役價值之決定方法相同，按一種可在競爭狀態下售賣及得以自由再生產之商品的正常價值，乃按照社會需要量生產該種商品所用之費用。故貨幣之正常價值，亦由其生產費用決定之。以此種論據解釋吾人社會裏貨幣價值之決定或影響因素，殊有困難。一則因為貨幣未見恆為以勞動及資本所生之商品。有甚多之貨幣制度，其貨幣之供給，係完全由政府及銀行控制之，以商品生產所須費用之理論適用於貨幣生產所用之費用，極非可能。二則因為貨幣價值縱有由其生產成本決定之趨勢，然此已因國際間商品及貨幣商

品自由流動普遍受到阻撓而幾至消滅矣。三則因為，商品貨幣之正常價值決定於生產成本之說，并未指明幣值與成本之因果關係。商品貨幣之正常價值固等於生產成本，但事實上商品貨幣之生產成本，一部份係決定於生產要素所獲之報酬率，而此貨幣報酬率本身？又大半決定於貨幣價值，故與其說貨幣價值決定於生產成本，毋寧說貨幣生產成本決定於貨幣價值，較為更近道理。

假如吾人不論貨幣生產費用，而論生產商品及商品貨幣所需之真實成本，如勞工及期待等，則此一難點可予免除。然後謂商品貨幣之正常價值係由貨幣與用貨幣購買之商品及勞役之相對真實生產成本所決定。生產貨幣與生產商品及勞役，二者所用勞動及資本數量不同，均應計及，又二者所用勞動種類之差異，亦不應忽視。蓋經此等斟酌後，貨幣之正常價值，乃得謂由其生產成本決定之，其正常價值之變動，乃為生產商品貨幣與商品及勞役時所用相對真實成本之變化之結果。

不過所不幸者非商品本位國家貨幣決定或影響因素尚未予以任何表明；此外對於正常形態以外的任何商品貨幣價值之決定或影響因素，或短期內貨幣價值之變動造因，亦未予說明。生產商品貨幣所用成本，在任何時期必繫於其價值，並隨之而變化。商品貨幣之正常價值，雖云在長期內係由其相對真實生產成本決定，然此不足以說明通行物價水準及其時時發生之巨大差異。商品貨幣生產成本與正常價值之長期關係縱承認，然此種關係為生產成本，對於商品貨幣數量之直接影響抑為經過貨幣數量之間接影響，則仍為疑問。

二、金銀貨幣說 *The Bullionist Theory of Money*

貨幣生產成本論及其他屬於商品方面之貨幣主張，應用至極點時，必將歸結於金銀貨幣學說。此學說之基本信條，艾黎斯條舉如次：

- 一、貨幣所以流通者，繫於商品貨幣之效用；
 - 二、法幣及存款貨幣僅為商品貨幣之代表；
 - 三、代表貨幣之價值，生於商品貨幣之價值；
 - 四、代表貨幣對貨幣價值之影響，係經由商品貨幣需要之減少；
 - 五、不兌現之紙幣價值，繫於最後可以兌為商品貨幣之期望；
 - 六、商品貨幣價值之變動，大半原於商品生產所用真實成本之變動。（註一）
- 用第一、第五、第六、三項解釋貨幣價值，最可反對。

各國貨幣制度，無不各在一時曾以黃金或白銀為基礎，即其貨幣得兌為金幣或銀幣。依金銀貨幣學說，在此等情形下，雖云金銀之貨幣用途，如鑄造貨幣及充法幣與存款貨幣準備等，能減少其非貨幣使用之供給量，因以增高此貨幣商品之價值，而一單位貨幣之價值却仍由工業用途對貨幣商品之供需決定之。正如尼西爾所云：「貴金屬充貨幣使用，其價值終須由其製造裝飾品及器具之使用價值決定之，蓋如不充商品使用，則不能當貨幣流通矣。」（註二）在長期間內貨幣商品之價值，固由其生產成本決定之；在短期間，金銀貨幣論者則認為比較安定，因貴金屬之現有量，遠較每年所增之數為大，且其需要之變動亦緩。其藉一般物價水準表現之價值倘如變動，必原於生產用貨幣購買之商品及勞役所需之真實成本數量有所改變。

金銀貨幣學說，以同樣論調解釋自由管制本位 Free managed standard 國家之貨幣價值。謂

不兌現紙幣，曾一度兌現，在未來或仍將按照某種條件再予恢復。此種情形下，不兌現紙幣之價值即決定於期望中之價格除去不兌現之風險及自當時至或許兌現時日期間內之利息。比如，某國政府發行過鉅，人民因懷疑其贖償能力，遂紛紛請求兌為黃金，致政府不得不宣佈停止兌現。俟來日兌現遠景明朗化後，此不兌現之紙幣價值，即將固結於期望中之贖償條件上。（註三）依照金銀貨幣學說，戰時貨幣價值，所以因戰爭之勝利而變化者即原於此。贖償價格在預料中將較前為低時，將由貨幣價值反映而出。

情形較此更為複雜之不兌現紙幣，亦想以此種理論加以解釋。一八七三年荷蘭停止銀幣自由鑄造。當將盾幣 *gulden* 仍能兌成白銀，而其價值却漲至其所含白銀價值以上。盾幣此種價值，顯非再由用以贖償盾幣之白銀之價值所決定矣。依照貨幣金銀論者，盾幣此種價值，必為按照盾幣所含白銀為高之價值將銀本位改為金本位之期望之反映。嗣後，盾幣果然改以黃金為基礎。金銀貨幣論者乃得辯論稱，此種遠景，即為銀幣自由鑄造停止後，盾幣價值之決定因素。不過瑞典第一次世界大戰時期，亦停止金幣自由鑄造，但其貨幣單位之價值，却較其以前及其以後之同額金幣為高，此則非金銀貨幣論者所能解釋者矣。又當一單位貨幣所含貴金屬量貶低，而物價却不立即比例下跌，此事究應如何解說，金銀貨幣學說尤有辭窮之苦。當貨幣單位貶值之時，物價必然蹣跚落後此實為貨幣金銀學說所莫解之現象。

用以購買消費品及勞役使用之貨幣價值，按諸金銀貨幣學說，係決定於生金之價值。而此貨幣金屬價值改變之造因，可來自黃金方面，亦可來自商品方面。但以黃金存量巨大，變動緩慢之故，則此貨幣金屬價值急猝或巨大變動之造因，必來自商品方面。此造因顯即生產商品及勞役

時所用成本之改變。拉甫林教授為此說之主要擁護人，嘗著論稱：「假如本位為經久不變之物，人人皆知商品生產費用發生改變時，必使物價發生差異。試加賦稅於商品，其價格大抵將漲；再如採用節省勞工之新奇發明於生產時，商品受影響者，其價格必跌無疑。凡此二例無一可推原於貨幣供需之改變。」（註四）

黃金為價值之不變尺度，乃銀行界及企業界一普遍見解，此種見解即以貨幣價值影響因素不易猝然經由黃金發生作用為依據者。與黃金相兌換之貨幣，以商品計算時，其價值仍將永久一致，自非事實。第其變化，依照此種理論，可原於商品之生產影響因素。「黃金之購買力，的確時時在變動，但此不原於影響黃金之造因，却以商品產銷費用時時在改變。」（註五）因生產商品所用費用之改變而起之貨幣價值之改變，本為漸進者，然人每每企圖維持物價。此種努力一旦失敗時，貨幣價值即生巨而急之變化。一九二九至一九三三年間物價之狂跌，在金銀貨幣論者視之，即生產所用真實成本累積跌落之勢，一旦傾注於競爭世界之結果。企業家所加於跌落物價之限制，一經廢除，向日生產所用之低廉真實成本，今即由低廉之物價水準盡情表出。

依此學說，不但貨幣價值係依此種方法由生金銀之價值決定，而且其價值之變動，縱非全然，亦必大部為商品及勞役生產時，所用之真實成本有變動之結果。故貨幣數量對於貨幣價值，殆無或毫無影響。假貨幣以計算價格之商品，其價格之決定在先，貨幣支付在後，實際決定在任何購買行為以前。乃先決定價格，購買商品，然後購買人始須支付貨幣也。在實際上，更有俟買來之商品售出後，或俟以此宗商品向銀行押得借款後，再行支付貨幣者。總之，貨幣數量視為一般物價水準之後果，而非其前因。

金銀貨幣學說，所論各點，有一處自屬真理。彼等討論金本位之際，當謂貨幣價值，恆等於其所相交換之貨幣金屬之價值。但此項恆等，可能是貨幣價值決定黃金之價值，而非黃金之價值決定貨幣價值。貨幣用途對黃金之需要遠較工業所需要者為大。因此，影響黃金價值之貨幣因素較工業因素更為重要。（註六）再者，黃金方面無影響其本身價值之因素之說，亦非事實。此等因素發生作用，自不以黃金之供給為對象，因黃金之供給，在短期間內無變化，乃以其需要為對象。工業對黃金之需要，因社會之繁榮而異，因所得之變化而有增減。法幣及存款貨幣之準備對黃金之需要，尤易發生巨大之變化。當準備有消耗殆盡之虞時，黃金需要即頓增。即以窖藏為目的之黃金需要，亦有變化，每因黃金之預料價值而增減。當黃金需要不能擺脫巨大及猝然之變化時，黃金之供給雖云較為固定，仍不能保證其價值之安定。

此說以商品及勞役之真實生產成本所生之變化，解釋一般物價水準之短期波動，似十分不妥。生產技術之改良，甚為緩慢，個別商品生產技術縱然發生巨大改進，然如與所需之各種巨大商品及勞役量相較，則迷失其重要性。故即在生產技術猛進時期一般商品之生產成本仍不見立即減少，所以此說不能說明吾人經濟社會所特有之物價水準之巨而速之變動。在平時，一種商品價格自然係由其生產費所決定。此不獨於個別商品為然，即商品及勞役全體而論，亦莫不如是。第此尚不足以表明一時貨幣價值之決定因素。在短期間內決定生產能担當若干費用者，為該商品之價格。此生產費用本身同時又為貨幣價值所決定。因費用適即生產要素之貨幣報酬，而報酬率則又繫於貨幣價值。故金銀貨幣價值學說於貨幣價值之決定或其價值之影響因素，未能予以令人滿意之說明。

今有一普遍錯誤見解，謂金銀貨幣學說，乃古典學派經濟學家之產物。其實李嘉圖及其後繼人則稱，不兌現紙幣及貶值鑄幣所以能維其原初價值者，全靠限制其數量。「為紙幣所付之全部代價，可視為鑄稅。紙幣本身雖無價值，然其數量因受限制之故，其交換價值則得與其同額鑄幣價值或鑄幣所含金銀之價值相等。基於同一道理，即限制其數量，雖經貶值之鑄幣，亦得按照其原初法定重量及純度流通，而不按照其當時所含金銀之價值流通。」（註七）

三、貨幣之供需

另有許多經濟學家，企圖在價值之一般經濟理論中尋求貨幣通行價值及其變動之解釋。按一種商品之市場價值（以貨幣表示者），即由此商品供需之平衡決定之。一種商品在同一市場上僅有一個價格，按照此一價格，此商品之需要量，等於其供給量，蓋有因素常在發揮作用，使一種商品之市場價值定於此價格。貨幣價值在短期間，依照此一理論，亦由貨幣之供需平衡決定之。

如此解釋貨幣價值，將涉及幾種假定，應予考慮。此種解釋，顯視貨幣為商品，並依照價值之一般原則，決定其價值。依此則貨幣亦應具有效用與稀少二特性，各社會對之亦應有需供二「表」。此種論據欲使有效，則此等名辭，須以施予經濟財之通常意義解釋之，蓋非如此，則二者之價值之決定，即失却其相似點矣。

貨幣效用，在瞭解上通常有數意義。有時視為給予社會之一種便利，俾藉以達成更高度之專門化，及更有秩序之生產，與國民所得更有秩序之分配和利用者。另一種意義，視此更為普遍，為貨幣給予個人之效用。如此解釋時，則為一種「引得效用」Derived utility，其大小視人從購

買商品所得之滿足如何而定。依此種意義，貨幣價值如有改變，必使其效用改變，物價漲，使貨幣效用減低，物價跌使之增高。就此點而論，則貨幣與商品毫無相似處。蓋商品價值決之於其效用，而貨幣效用則決之其價值。貨幣效用此一特性，於考慮貨幣數量增加所施於其邊際效用及其總效用之影響時，顯示將尤為明顯。商品數量增加，使其邊際效用減低，却使其總效用增加。第當貨幣數量增加而物價比例上漲時，貨幣邊際效用雖亦減低，而其總效用却不受任何影響。人謂除於過渡時期不計外，社會貨幣數量多寡為一無關輕重之事，當即影射此點而言。

貨幣稀少特性；亦不可視與商品稀少特性相同。商品稀少，乃天賦有限之結果。若貨幣之稀少，除商品貨幣不計外，則為國家貨幣當局人為之結果，意圖藉以節制貨幣者也。今一公認事實，為減小貨幣稀少性未足促進社會福利，（假如貨幣視作一種商品則無有促進社會福利之結論）如維持相當程度之稀少，反而可以增益之。此等反對貨幣效用及稀少性概念之理由，得同用於專用商品貨幣之貨幣制度，雖云貨幣商品工業用途增加或減少所生之影響可以使反對理由失去一部份力量。

貨幣有需要乎？無疑社會需要貨幣，以完成其經濟事務。如前文所述，此種意義之貨幣需要，並非指某數量之單位貨幣，乃指一種能掌握真實資源之手段。故社會所需者，非一定量之貨幣，厥為一定量之購買力。此購買力需要，倘為一真正貨幣需要表，則此需要將因幣值之跌落，而漲大，因其上升，而縮小。然實際上則無此趨勢。購買力社會需要量雖與貨幣價值之變化有關，然對貨幣價值本身則為獨立者；且此需要量在平時有不變之勢。因貨幣價值之變化而生之購買力，社會需要量，無論為何，必適與真正之需要表相反。蓋幣值一漲，社會所願保持之購買力

量反增，（至少一時如此）幣值跌，所欲保持之量反減（至少一時如此）此種心理，不之明證。

何者構成貨幣供給量，貨幣有否真正供給表，關於此等問題所作之決定企圖，遭逢同樣困難。此貨幣供給量，無論如何解釋，或解作貨幣數量，或解作數量與速度之積，總之決無真正給表之特徵。假如貨幣供給量果真為一供給表，則貨幣數量必適隨其價值之變化而變動，即充其極，亦不過不顧其價值而不變而已。其實貨幣價值上漲（即物價漲）反使其數量減少；價值下跌（即物價跌），反使其數量增多，理由至為明顯。社會貨幣供給量中，存款貨幣佔其大部。由銀行供給社會以其所需之信用構成之。然銀行是否願以其信用貸予生產人，或生產人願否接受銀行信用，則又決之於貼現率及生產之利得率。因此，物價漲，遂使貨幣數量增加，迨其跌也，又使之收縮。故貨幣供給表，似適為真正供給表之反面。

若干經濟學家，所以接受貨幣價值供需說者，僅在企圖鞏固貨幣數量說，使與價值之一般理論一致，吾人如此相信，確有理由。蓋米勒氏嘗云：「在一開始，貨幣價值或其購買力，即由需供決定之。不過貨幣需供所表現之方式，視其他等物之需供所表現之方法略為不同而已。」（註八）事實上，米氏將貨幣數量說又予發揮。滙科克之主張亦與此無殊，謂貨幣數量說，為商品供需決定其價值說之一特殊形式」（註九）關於此輩經濟學家之基本假定，乖柯瑞教授有明晰之評論曰：「數量說之真面目，不過以價格之供需解釋，應用於貨幣理論之範疇；以貨幣數量與商品數量相對照而已。」（註十）貨幣供需說與其他各數量說為一物之理論，殊無理由可予接受。

四 貨幣數量說

以供需解釋貨幣價值，大多意在證明社會現有貨幣數量，約即貨幣供給量。基此而生之理論，最好解為諸貨幣數量說之特殊形式。數量說之中心點可概括如次：(註十一)

一 貨幣所以能流通者，以其能掌握真實資源及清結債務；

二 各型貨幣，如商品貨幣代表貨幣管制貨幣等悉能影響幣值；

三 貨幣價值直接或間接決之於其數量；

四 解釋不允現紙幣之價值，不另需新理論。

貨幣數量說之擁護人有認此等基本要點為自明事實均係以貨幣特性為依據者。其餘則視此等要點為可得自統計之結論，足以證明貨幣價值與其數量之關係。

貨幣數量說最簡明者，為凱賽爾教授之理論，氏自稱之為貨幣稀少說。貨幣要有價值必須能用以購買商品，清結債務，及完成類此之任務。單位貨幣之正確價值繫之於其稀少性，即其有限數量。蓋其稀少性愈大，假如無其他變化發生，則其價值亦愈大；其稀少性發生變化，其價值多半亦發生變化。所謂稀少性，在了解上並非指一絕對貨幣數量而言，乃社會所需要之相對數量之謂。關於因貨幣數量改變而生之影響，凱氏有言曰：(註十二)

假如有新支付手段產生，其形式無論為法幣，抑為銀行支付工具，必為購買力之增加，結果物價因以上漲。上漲之程度自難斷言。但一經上漲，支付手段之純正需要，頗將依同一比例而增加。如此新支付手段在人民手頭所保持之部份，為其按照較前為高之物價所需要者。新支付手段其餘部份，則流回其製造銀行。結果為一般物價水準及支付手段之總供給量之依同一比例而增加。

此種理論，極設貨幣數量說者多表同意。此種理論，謂貨幣數量與其價值之關係為直接者，價值變動之起因應於數量之變化中求之。並強調貨幣數量、支出、物價、與社會為辦理其事務對貨幣需要間之關係。

諸貨幣數量說，關於貨幣價值與其數量之直接關係，雖云見解相同，然於此種關係之構成方法則仁智各異。最初貨幣數量說之一，為與費休意見有連帶關係之機械理論。社會在一個時期之貨幣支付額等於其在同一時期所使用之貨幣數量乘以單位貨幣平均使用次數。貨幣支付額，必與同期間用貨幣購買之全部商品價值相等。所以一單位貨幣之價值，必等於商品購買總量除以支付總額。貨幣使用次數因與貨幣價值，貨幣數量，貿易額三者無依賴關係，故其變動遲緩，貨幣數量發生變化，必使支付手段數量發生變化；又將使貨幣價值有同一比例之變化，假如交易額未曾發生變化。此種理論以為唯有貨幣數量在貨幣價值影響因素中為主動者。此貨幣數量，容易發生快速之變化，其為貨幣價值之變化造因者，亦即此貨幣數量。此簡短說明，後文將再予申論。

另一重要貨幣數量說，置重於社會為辦理其經濟事務所需之貨幣數量及此數量如何決定貨幣價值。為便利起見，社會慣於在手頭以貨幣形式保持足夠之購買力，以備獲取一定量之真實資源。假如以當時物價水準衡之，此貨幣數量所能掌握之真實資源量較其欲假貨幣形式所保持之數為多或少時，則必增多或減少其購買行為，以使其現款結存量與物價水準相適合。以社會為一整體論，變化其支出，顯然不能使其貨幣持有量改變，蓋其中若干人之支出，即他人之收入。但改變支出，則將影響物價，無論漲高或降低，貨幣總量之購買力，必按照此新水準求與社會假貨幣形式所保持之真實資源量相適合。待貨幣數量貨幣價值，社會所欲保持之現款結存三者間之平衡

抵達時，貨幣數量如再發生變化，則必影響所欲保持之現款餘額及其支出；以後物價即有隨貨幣數量同一比例而變化之勢。社會對於現款餘額之需要如何影響貨幣價值，將於後文詳細論之。

支出為貨幣數量藉以影響其價值一鏈串因素中一環之重要性，諸貨幣數量說均曾見及。貨幣價值決定於購買行為；唯有憑此支出之改變，貨幣數量之改變，始能引起物價水準之改變。最新之貨幣價值學說咸注意社會所得及其支出如何引起貨幣價值之改變，自無可訛異者。在通常狀態下，在貨幣數量與社會所得及其支出間有一密切關係。貨幣數量上之改變，在短時間內，能影響及所得；俟後社會即依此變化增減其支出。此等支出調整行為，或原於所得之變化，或因其他理由，悉為貨幣價值改變之直接原因。貨幣數量究竟如何影響社會所得及其支出，又所得及支出如何影響貨幣價值，各家意見極紛紜。但以此法解決貨幣價值問題之重要性，則為各家所公認；近今貨幣問題之重要研究，亦以求出社會所得及支出之改變如何影響貨幣價值為目標。本學說之詳細探討，留待下文。

一 貨幣價值變化之基本原因按照此等學說，在貨幣數量之改變。概而論之，存款貨幣數量較法幣數量容易發生巨大變化。以美國論，法幣數量，在一定限度內之依附於存款貨幣數量不之明證。存款貨幣變化之原因，大多為商業銀行向企業家伸縮其放款之結果。銀行放款之需要，大半決之於生產資金有利運用之機會；而此機會則又繫於銀行之貼現率。蓋當資金用於生產能生利時，企業家便向銀行借款，多用生產要素，因而影響社會所得及其支出，並予物價以若干之影響。近年來研究貼現率如何影響物價水準者，頗不乏人，其理論如何，留待下文詳加討論。

諸貨幣數量說有一共同見解：在貨幣數量變化所歷之時間，足以影響及社會經濟生活以後

時，貨幣數量改變之正常結果，即為貨幣價值同一比例之改變。諸說多密切相關，所差者，各家對於貨幣數量如何影響物價水準，各有其解答方法而已。此外關於貨幣價值之意義及其測度與夫相關之若干複雜因素間之因果關係，各家之見解亦略有出入。即此等差異，亦已大致須將貨幣數量說加以分門別類，更進一步研究此等貨幣數量說，為全面瞭解貨幣理論各中心問題所必須者。

註釋

- 註一 艾黎斯 H. S. Ellis：德國貨幣學說一九〇五至一九三三年 German Monetary, 1905-1933 第五頁。
- 註二 西尼爾 N. W. Senior：貨幣價值，第一七頁。
- 註三 關於一七九一至一八二一年間紙幣在限制兌現時期，其價值之決定因素，有一見解。「假如英蘭銀行鈔票不能隨意兌現時，其價值將何所繫？將繫於未來將有一日能兌為黃金或與黃金相等之物之期望；此種信心使銀行鈔票繼續流通；此種信心一旦破裂滅時，其價值即被貶至與其所製之紙料相等」。馬爾賽特 J. H. Marcell：政治經濟雜誌，二八一頁。
- 註四 拉甫林 J. L. Laughlin：貨幣與物價，六頁。關於貨幣價值，請閱第一章。
- 註五 拉甫林 J. L. Laughlin：貨幣信用及物價新論 A new Exposition of Money, Credit, and Prices 二卷，六九六頁。
- 註六 嚴格言之，決定貨幣價值者，為「需求與供給」Composite demand 雜齊爾 F. Wiesner 論貨幣價值時，曾云：「貨幣價值，乃為幣元交易媒介及黃金工業使用聯合產生之結果」。社會經濟學 二七〇頁。
- 註七 李嘉圖 D. Ricardo：政治經濟與租稅原理 Principles of Political Economy and Taxation 二十章。
- 註八 米勒 J. S. Mill：政治經濟原理 Principles of Political Economy 二卷，八章。
- 註九 羅科倫 F. A. Walker：「貨幣價值」The Value of Money，見經濟學刊 Quarterly Journal of Economics 八卷，六二頁至七六頁。又「貨幣數量說」The Quantity Theory of Money，見同刊九卷，三二二至三三九頁。
- 註十 社會科學叢書 Encyclopedia of Social Science 卷十，六〇八頁。
- 註十一 參閱艾黎斯 H. S. Ellis 德國貨幣學說，一九〇五至一九三三年，第五頁。
- 註十二 凱賽爾 G. Cassel：經濟學基本思想 Fundamental Thoughts in Economics 一四五頁。

第九章 交換方程式

一 此說之各種假定

貨幣數量說，人最習知者，為交換方程式，尤以費休教授者為然。此一數量說之大概輪廓，已見知於人，而為人所瞭解者，已歷有年所。費氏嘗稱：李嘉圖或為此說之初創者。米勒約翰司徒 John Stuart Mill 於其一八四八年出版之原理 Principle 一書中所講數量說之輪廓，殆與當今所講者相同。其先以代數公式解釋此理者，厥為西門紐荳姆，此可見於其一八八五年之政治經濟原理一書。甚至今日反對此說之理由，亦為當年之老生常談。（註一）故交換方程式可視為數量說中之最早者。而敘論最精密者，無疑為費氏之作，費氏於此多所發揮，澄清及證明。故本文此後可徵引者。除有特別聲明者外，悉為費氏在其貨幣購買力一書中所表示之意見。（註二）

在藉貨幣以完其交易之社會裏，假如購買行為悉憑貨幣，而貨幣僅用於購買，則其貨幣支付總額，顯然必等於其商品及勞役之貨幣總值。其貨幣支付總額，又等於貨幣總額乘以購買所用貨幣單位之平均使用資數，而售出商品及勞役之貨幣總值，則必又等於二者之總量乘以二者價格之平均數。商品及勞役之平均價格，則自亦等於貨幣總量乘以貨幣單位平均使用次數，除以交易商品及勞役總量。凡此在購買悉憑貨幣而貨幣僅用於購買之社會裏，必悉為事實。

此等命題，如以代數公式出之，於人反更為嫻熟，雖此等公式僅為總結前面各假定之一種方便方法而已。費氏之方程式如次：

$$PT = MV + M'V'$$

P 代表一個時期，譬如一年期間之一般物價水準；

T 代表本期中以貨幣為支付手段之交易量；

M 代表本期中所用之貨幣量，即法幣共若干；

V 代表貨幣流通速度，即本期中交易所用貨幣單位之平均使用次數；

M' 及 V' 各代表本期所使用存款貨幣數量及其流通速度。

因種種理由，各型貨幣得歸結為一類，則方程式又得寫為： $PT = MV$ ，式中 M 代各型貨幣總量，而 V 則代表各型貨幣之平均流通速度。

本方程式之公式理論，人多不否認。所反對者，為由公式抽得之結論。依費氏及其後繼人，交易量及貨幣流通速度，在短期間內有不變動之趨勢；至少不受貨幣數量及物價水準之影響。其在短期間內能發生變化者，僅有貨幣數量及物價水準，而貨幣數量之變化，則有獨立性，而物價水準則為隨貨幣數量之變化而變化。總之，凡以交換方程式解釋貨幣數量如何決定物價水準者，無不持以上之意見。知方程式本身自不足以表示物價決定因素間之因果關係。

二 方程式之意義

一般物價水準 P，或云貨幣價值 $\bar{I}P$ ，係由方程式中其他因數 M V T 三者所決定。方程式中之貨幣數量，包括一個時期中一切支付手段，如法幣及存款貨幣之數量。不可專注重法幣，而排除存款貨幣，且存款貨幣之重要性，費氏於其論著中，亦已予明白承認。不過費氏以為存款貨幣

在供給量中為非獨立因素，乃法幣數量之函數。費氏嘗云：「加入存款貨幣，通常不至影響貨幣與物價之數量關係」。意即法幣與物價之關係為直接者，不因存款貨幣之加入，而受影響。如此立論，頗係置重於法幣，認法幣為物價之主要決定因素。視存款貨幣為附屬貨幣，如再依若干經濟學家之意見，僅為貨幣之替身而已。此或為一種錯誤見解，因存款貨幣實為影響貨幣價值之一獨立因素，其重要性並不在法幣以下。

社會貨幣數量，可分為二種，即手頭保持之法幣及憑支票動用之存款是也。以社會全體論，有按照存款貨幣比例數在手頭保持一定量法幣之趨勢，此種趨勢，在平時較為固定。手頭所保持之法幣之比例數比較太大時，必以一部份存放銀行，變為存款貨幣；假如此比例數太小時，則提出一部份存款貨幣，使變成法幣。銀行為保持其兌現能力起見，必限制存款貨幣之供給量；並保持若干法幣，以資準備。存款貨幣所以依賴於法幣者，由此般數量論者視之，道理在此。更有若干人因鑒於金本位國家之法幣數量受金準備之限制，竟謂一切貨幣之總量（即物價水準）係由黃金之供給量決定之。

在金本位國家，黃金與各型貨幣之關係，的確為具有限制性及被動性者。但各型貨幣在彼此數量上，在一定限度內，亦各有獨立性，由物價水準影響因素間排除存款貨幣，將使貨幣數量決定貨幣價值之說失却效用。費休亦曾承認「在過渡時期貨幣（M）與存款（M）之關係決不死板。」在經濟蕭條時期，存款貨幣之供給量減少，而法幣供給量則增加。此乃人人盡知之事。實際上M與M之關係時在變動中。在經濟行為擴展時期，M與M之比率則增高，在衰退時期則降低。故各型貨幣彼此之關係，非常固定，貨幣數量無論如何解釋而所至之結論必相同之說，豈有依據？

存款貨幣在交換方程式中烏得視為一不重要因數？

貨幣價值之理論，如依費氏及其信徒之解釋必貨幣數量不受方程式中諸因數之影響，然後始能成立。貨幣數量自能單獨變化，但交易量及一般物價水準亦可決定其數量。今對貨幣數量說之主要假定，加以如此之批評，性質非常重要，須後文再予評論。然此刻不妨指出貨幣數量之變化，凡非季節或循環性者，在交易方程式諸因數間通常確為獨立者，但貨幣數量之季節變化，即費氏亦承認一部份為交易量變化之結果。

貨幣每年流通速度，係單位貨幣在一年期間用以交換商品之平均使用次數；或如一般經濟學家所下之定義。乃一年期間之貨幣支付總額除以同一期間之貨幣數量。貨幣流通速度之決定因素多而複雜，舉其要者如次：（註四）

一 屬於個人習慣者：

- (1) 節儉，窖藏；
- (2) 利用記帳信用；
- (3) 使用支票。

二 屬於社會支付制度者：

- (1) 收付次數之頻數；
 - (2) 收付之規律性；
 - (3) 收付次數與數量之相符。
- 屬於一般之原因者；

三

(1) 人口密度

(2) 運輸速度。

貨幣流動速度此等影響因素，悉為工業進步社會所特有者。比較言之，貨幣在工業社會比在農業社會流速較大，在城市又較鄉村為大，而以在用較小之貨幣結存以運營巨額金融事務之都市者為最大。

費氏係以間接方法，計算法幣每年流通速度。先求出使用中法幣之平均數量（銀行持有者不計）。然後決定活期存款中以法幣存入所佔之比較。即以此大概方法，決定一年透過銀行而由社會所使用之法幣總量。法幣於流回銀行變為存款以前尚有多次使用，亦須計入。如此處理之後，所顯示之結果，為法幣之總使用次數殆為銀行活期存款戶以法幣存入數額之一另三分之二。以法幣（銀行所持者除外）之平均數除其總使用次數，所得結果，便為法幣每年流通速度。（註五）

計算存款貨幣之流通速度，尤為易易。從速度之定義觀之，存款貨幣之流通速度，顯然可由當年存款貨幣之總使用次數除以該年存款貨幣之平均數決定之。活期存款借方總額所表示者，為存款貨幣之總使用次數。活期存款每日結餘平均所表示者，為存款貨幣之平均數。故每年存款貨幣之流通速度，即該年借方之總額除以當年每日結餘之平均數。存款貨幣之流通速度，因地而異。在一九一九至一九二五年間，以紐約為最高，一九二一年為六八·三次，迨至一九二五年則增至八七·七次。在鄉村者較低，全國一樣，在同一期間，一九一九年為二四·七次，一九二一年者為二八·八次。

費氏及其他經濟學家認貨幣流通速度為恆常而獨立者，既不影響交易方程式其他因數，亦不

受其影響。費氏之統計，顯示貨幣流通速度在一八九六至一九〇九年期間曾有增加，但其原因氏歸之於貨幣流通速度之通常決定因素。費氏承認流通速度在經濟循環過程中有變化趨勢，但氏認此無關重要。在費氏看來，貨幣流通速度平時不受交易量或物價水準之影響。如凱賽爾對於貨幣速度所發之言云：「予所以謂貨幣流通速度為一獨立因素者，謂其有單獨造因，寄存於物價決定問題範圍以外之意。」（註六）如後文所示，實則貨幣流通速度與物價水準之變化密切相關。貨幣流通速度在穩定之物價水準下，恆常不變，也許可能，但不穩定乃物價之特性，以此種物價水準，假定貨幣速度不受其影響，將使有關貨幣決定因素所作之結論，失却效用。貨幣流通速度亦受交易量之影響，也有明證。在產業活動踴躍時期，速度即增；在消沉時期，即減。

倘同貨幣數量及其速度決定物價水準之貿易量，費氏界說為「商品權利移轉之流」“Stream of transferred rights in goods”。影響此貿易量之因素，多而且複雜，其要者有：（註七）

一、影響生產人之條件：

（一）天然資源地域上之差異；

（二）分工；

（三）有關生產技術之知識；

（四）資本之集聚。

二、影響消費人之條件：

（一）人類慾望之繁多及其程度。

三、同時影響生產人及消費人之條件：

- (1) 運輸便利；
- (2) 相對之貿易自由；
- (3) 貨幣制度及銀行制度之性質；
- (4) 產業信心 Business confidence。

產業信心除外，其他因素在短時間內感不發生急劇變化。因此，遂謂貿易量之決定，不受交易方程式中其他因數之影響。

交易量，非僅指為最後使用而購買之商品及勞役量而言，乃指一切涉及貨幣使用之交易量而言。其性質之複雜，可由費休之貿易指數之編製方法見之。編製時，氏取國內貿易、出口、進口、股票售額、鐵路運輸量及郵政收入之加權平均數。(註八) 此種指數可測量產業活動之變化，為不可否認之事實。但此種貿易量所指者，僅能約略表示，為最後使用而購買之商品及勞役，故一屬於交易量方面之物價指數，未可視為為消費而購買商品及勞役所用貨幣之價值之完美尺度。

依費氏，交易量在方程式中諸因數間為一獨立者。「商業之流」Stream of business，繫於天然資源及技術情況，而不繫於貨幣數量。」但如前文所示，一般物價水準之變化，亦為工業生產量變化之造因。費氏雖亦承認在某種情形下，交易量亦受物價水準之影響，但又謂此種情形並非常態。貨幣價值學說，如不顧及經濟循環，且視產業波動為經濟生活中變態情事，必使其理論價值大為減損。反之，貨幣價值，可視為生產量一極常影響因素，雖然在經濟均衡狀態下，其效用在維持生產於生產要素效能所決定之水準上。因為在物價穩定時期，貿易量不受物價水準之影響，遂假定生產與物價無關，立為學說，用以解釋一般物價水準之變化，似為不通之論。

由交換方程式所決定之物價水準 Average level of Prices，或為就所包括之交換量言之物價水準的良好尺度。但未可視為消費購買商品及勞役所用貨幣價值之尺度。費氏曾編制一適合此方程式之物價指數，係將批發商品物價指數，計時工資指數，及股票價格指數加以聯合。（註九）以此種方法編制之一般物價指數，亦只能約略表示為消費而購買商品及勞役所用貨幣購買力。

三 本說之批評

以交換方程式解釋貨幣價值者，必假定貿易量及貨幣流通速度不受貨幣數量或物價水準之影響；必假定貨幣數量之變化為物價水準變化之造因。必假定貿易量由生產要素之供給及其效能所決定，並在短時間內不發生巨大變化，惟經濟循環時期除外。必假定貨幣流通速度，係由社會習慣所決定，且通常可持續一長久時期而幾乎不變。其在短時間內發生變化者，唯有貨幣數量及物價水準而已；貨幣數量之變化，為物價水準變化之造因，而不受其影響者。此數假定之是否真確，即以交換方程式解釋貨幣價值決定因素理論是否有用之根據。

其實貿易量，並非完全由生產要素之供給及其效能所決定。有關生產週期及長期波動之研究，表示貨幣價值之變化，為交易量一重要決定因素。且也，由此所引起之生產變化，亦非微不足道者。一九二九年六月至十一月間，生產曾減少百分之二十強，一九二九至一九三三年間所減少者，殆達百分之五十。工業生產發生如此巨大變動，如云貿易量之決定與交換方程式其他因素無關，洵屬大錯而特錯。通常生產量，係由生產要素之供給及其效能所決定，自屬無疑，但生產要素實際就業之比例數，乃繫於其報酬率及其所產生之商品之物價水準。在平衡狀態下，生產

變化尚有依附生產要素供給量及其效能之變化之趨勢。但此平衡狀態鮮有持久者。

再者，在交換方程式諸因數間，貨幣數量為一獨立者之假定，亦有問題。費休雖承認貨幣數量在作物流動 *Crop Flowing* 或在其他時間在一定限度內受交易量之影響。然氏却低估交易與貨幣數量在短期間內存在之密切關係。陶希格教授嘗曰：「在其方程式中， M （存款）應云為不完全獨立者，在某種限度內乃 T 之函數。……意即在短期間內（亦未見太短，乃一連數年之期間）交易量增大，有自行引起存款量增加之勢……此種現象由證券交易放款所表示者尤為顯明，特別在金融中心如紐約者為甚。此等地區之交易，幾自動製造其自身所需之交易媒介。」（註十）費氏之見解，謂貨幣數量在交易方程式諸因數間為一不受影響之一項，此無異假定貨幣供給條件具有固定性，而不知此固定性為不存在者。貨幣制度頗具彈性。在任一時可用之貨幣數量，係由多種複雜因素所決定，此等因素中，不但有貿易量，且有物價水準及貨幣流通速度。貨幣數量之變化，自獨有其限度；願在此等限度內，則與方程式中其他因數有連帶關係。

如前所述，費休假定貨幣流通速度為一獨立及幾乎不變之因數。在他方面，開古及其他若干經濟學家則謂貨幣流通速度因生產量及物價水準而變化。其證明似為英國貨幣流通速度，與貿易量相比時，變動比例較大；即在美國，其貨幣流通速度亦隨其貿易同一比例而變化。經濟學家以交換方程式解釋如何決定貨幣價值，其重要論據，即在假定交易量及貨幣流通速度在短期間內幾乎不變，其變者為貨幣數量及物價。此等假定雖不正確，然亦未必即使方程式及從而抽得之結論失其效用。如史愛德所指稱，美國之貨幣流通速度及貿易量依同一比例而變化，故其差異為五價者； V 與 T 雖均非恆久不變者，然 V/T 則為固定者。

貨幣流通速度，不但受貿易量之影響，亦受貨幣價值變化及預期變化之影響。貨幣數量任何變化，凡足以影響物價水準者，定於貨幣流通速度有影響。茲舉一非常事例，一九二〇年十一月至一九二三年八月當德國通貨極度膨脹時期，其流通速度增加四十餘倍。大概社會對於物價水準之變化，愈敏感，其貨幣流通速度之變化愈大。故貨幣流通速度不變之假定，適至其隨交易量同一比例而變化之假定，均未見有何根據。

「數量說之反對論者，謂物價應視為前因，不可視為後果」。(註十二)而費休及其他若干人均謂物價高並不使金本位國家貨幣數量增多。據謂物價漲，將阻撓黃金生產，使黃金轉入非貨幣用途，並將引起黃金外流。(註十三)為此種種原因，故物價上漲，不能使貨幣數量增多。殊不知貨幣並非悉為黃金；其中法幣及存款貨幣供給量所受之物價影響，亦不盡與黃金供給量所受者相同。蓋物價高，利得大，必增多銀行放款需要，及其利率。迨利率一漲，將使銀行更利用貨幣制度之彈性擴大其存款貨幣數量。此外，貼現率高亦利於黃金輸入，凡欲利用有利短期存款市場者，悉紛運入黃金。此即物價升漲使貨幣數量增多之理。至物價所能影響貨幣數量之程度，則受節制貨幣供給對黃金關係之法律及習慣之限制。然此種限制，即在金本位國家亦非絕對不變，各型貨幣對黃金之比例供給量，在平時頗有出入。

交換方程式諸因數，無一為完全獨立或完全被動者，不過單獨變化之可能性，在貨幣數量或者為最大而已。方程式中任一因數所生變化之影響，繫於此變化之大小，及當時工商業之狀況。在經濟復興時期，貨幣數量膨脹，使現款結存增多，至感覺過多而後已。待此過多結存悉行用出或投資後，物價水準便開始上漲。物價既漲，利得必高，此必使企業家增多銀行借款，增大生產

要素之就業。結局生產成本與物價相比增漲較大，又使生產收縮，就業減少，企業家償還銀行借款。物價回跌，利得減少，產量及貨幣數量均形收縮。如此方程式諸因數均息息相連。不能動其一，而不影響其他。對各方之影響縱有強弱之不同，但影響總有，未可忽略。如必假定某因數為獨立者，某因數為被動者，不免對於貨幣購買力之決定方法，予人以錯誤見解。

四 交換方程式之統計證明

交換方程式多次予以統計測驗。顯示史愛德一般物價指數之變化與貨幣流通數量之變化有驚人相合之現象。凱賽爾亦曾指出瑞典鈔券流通量與物價水準有同樣關係。惟此關係雖相近，但尚不一致，不若史愛德一般物價指數變化與美國貨幣流通數量之變化相合之顯著。原因在史氏之指數不僅可施用於商品，並可施用於牽及貨幣之其他交易，而凱氏之指數則施用於批發物價平均數及食品物價，即僅僅施用於商品。又凱氏所計算之時期較史氏所計算之時期，有因貨幣及非貨幣原因而生之較大紛擾。瑞典一九一五至一九二〇年貨幣流通額物價之相對情形有如下表：

(1) 瑞典一九一五至一九二〇年鈔券流通與物價相對之情形

年 手 節	物價指數		鈔券指數		年 手 節	物價指數		鈔券指數			
	指數	指數	指數	指數		指數	指數	指數	指數		
第一手	一九一五	一一二	一一三	一九一七	第一手	二〇七	一八五	一九一九	第一手	三六二	三四〇
第二手	一一三	一一三	一一三	二〇一	第二手	二一三	二〇一	一九一九	第二手	三四一	三二八
第三手	一三八	一三一	一三一	二二八	第三手	二二八	二一〇	一九一九	第三手	三三一	三一三
第四手	一四六	一三六	一三六	二五三	第四手	二五三	二三三	一九一九	第四手	三二一	三一四

一九一六	第一季	一五五	一四四	一九一八	第一季	二八一	二六〇	一九二〇	第一季	三二七	三二六
	第二季	一六一	一五一		第二季	三四〇	二八五		第二季	三三八	三二〇
	第三季	一七七	一五六		第三季	三四〇	三〇七		第三季	三四七	三二六
	第四季	一九二	一六六		第四季	三七一	三三九		第四季	三二四	三二二

(1) 一九一三年為一〇〇。凱氏：一九一四年以來之貨幣與物價，五八頁。

物價較貨幣數量增漲為速，大半由貨幣數量所生之變化使貨幣速度增加有以致之。

費休將交換方程各因數變化之大小曾加以計算。其為一八九六年及一九〇九年氏求出方程式

各因數之相對變化如次：

(1) 年	M	M'	V	V'	T	P	MV	M'V'	PT
一八九六	一〇〇	一〇〇							
一九〇九	一八七	二五二	一一六	一五〇	一九一	一五九	二二七	三七五	三〇四

(1) 費休：貨幣之購買力，二九〇頁。

此等數字之不符處，可由比較 $MV + M'V'$ 與 PT 之加權平均見之。 $MV + M'V'$ 之「指數比」index relative 為三五三，而 PT 之「指數比」則為三〇四。計算交換方程式各因數所遇似此之困難，亦可由比較以直接及間接方法求得之一般物價指數見之。

(1) 物價指數一八九六至一九〇九年

年	直接		間接	
	P	$\frac{MV+M'V'}{I}$	P	$\frac{MV+M'V'}{I}$
一八九六	六三	五四	一九〇三	七五
一八九七	六四	五二	一九〇四	八一
一八九八	六六	五六	一九〇五	八三
一八九九	七四	六九	一九〇六	九〇
一九〇〇	八〇	六八	一九〇七	八六
一九〇一	八四	七六	一九〇八	九二
一九〇二	八九	八二	一九〇九	一〇〇

(1) 費休：貨幣購買力，二九三頁。

計算各因數變化大小所遭逢之統計困難予計入，各差錯之距離，顯然仍舊十分巨大。

更有趣者，為費氏就一八九六至一九〇九年物價波動各因素之相對重要性所加之分析。貿易量之變化如置諸不論，費氏發現M倘如不變，而其他各因數仍舊變動時，則物價較低百分之四十五；V假如沒變，而其他因數仍舊變時，則物價較低百分之二十八；M—M倘若沒變，而其他因數之變化依舊時，則物價水準較低百分之二十三；V假若沒變，而其他因數之變化照舊時，則物價水準較低百分之一。此一分析是否亦證明其他持數量說者之意見，極為疑問。法幣數量加多，無疑為一八九六至一九〇九年間物價波動一重要因素。然以視存款貨幣數量及其流通速度之變化

，則尚屬次要。費氏之分析，似顯出物價波動最重要之單純造因，或為存款貨幣數量之膨脹及其速度之增加，且此造因亦非不受生產量及物價波動之影響者。

五、結語

上面之一切檢討，悉集中於交換方程諸因數間之關係。然以交換方程式顯示貨幣價值決定因素之性質，尚有更基本之遺人反對的理由，反對之目標特別集中於P及T二符號所代表之概念。其一謂，貨幣不徒用於購買商品及勞務，因貨幣亦可用以清結債務，又購買亦不僅靠貨幣，亦可憑信用。其二謂，商品及勞役，即符號T不應使包括貨幣權益，即金融事務。其三謂，貨幣價值亦非一切購買及支付之平均大小 Average magnitude，僅為為使用而購買之商品及勞役之平均價格。此三理由密切相連。按人反對交易方程式之主要理由，在其未求貨幣價值之決定方法；徒從事於一切涉及貨幣往來平均大小之探討。今此三理由，即該主要理由之他方面。

前第一個理由，係由米華爾及其他經濟學家所提出。一個時期之貨幣支付，不盡與同期交易有關。生產在先，產品買賣在後，支付貨幣視此為尤晚。一九三四年貨幣之支付，有的完結在一九三三，有的則在一九三五；又一九三四年之支付，有的係為清結一九三三年之貨幣，有的則為預交一九三五年之貨幣。故某一年之MY及TP並不恰指當年之交易而言。方程式所包括之時間如再縮短，則此反對理由並增其重要性。此不啻暗示時間愈長，方程式愈顯有效。計算方程式各因數時，統計結果發生出入，原因或即在此。(註十三)

對於方程式所包括交易及貨幣支付之性質，人所提出之反對理由，視此尤為重要。此等交

易，所包括者，却推謂：「不僅為協同構成物價水準之商品及勞役，亦包括着信用工具及收取貨幣之權利之交易。在出售貨幣權利，如匯票，公債票，或公司債票，以易貨幣時，此種交易，對於貨幣之購買並無所顯示。」（註十四）或云屬於貨幣之交易亦不應掛漏。但交換方程式對於此純屬貨幣之交易則又未免過於重視，似亦屬千真萬確之事。

第三而最重要之反對理由，為由交換方程式所決定之貨幣價值，並非其購買力，乃其交易價值 Transaction value。方程式所包括之大部支付，係屬於工、商、及貨幣權利之交易。其屬為消費而購買商品及勞役之交易者，僅佔一小部份。故由方程式所決定之貨幣價值并非對消費使用商品及勞役之購買力。「計算P精確」，克恩斯稱，此『現款交易本位』 Cash-transactions Standard 愈顯為一極其龐雜的本位 Hotch-potch standard，「愈顯為貨幣購買力一極不正確之指針。」（註十五）

註釋

註一 例如馬紹爾在一八八七年在黃金白銀委員會作證言時所述者。馬紹爾證言錄 Official Papers 三四頁。

註二 欲了解費氏關於貨幣數量說及交換方程式理論之概要時，可閱其貨幣購買力一書第二章。

註三 費教授近年來對於此問題之見解，似有改變。氏在國會作證言時，嘗稱：「昔日，信用為一次要因素，因黃金尚為基本因素。當今『乃犬尾搖蕩犬身』，目前信用遠較黃金為重要，今決定元之購買力者，（物價水準）信用數量較黃金數量，尤其權威；然二者仍同為重要因素。且在長期內，黃金仍為二者中基本因素，蓋信乃是以黃金為基礎之金字塔而已。」見穩定聽取，一九二七年，四七頁。

註四 費氏：貨幣購買力，七九頁。

註五 同上，四六〇至四七一頁。

註六 凱察爾·一社會經濟理論 *A Theory of Social Economy*，四二一頁。

註七 費休：貨幣購買力，七四頁，至七五頁。

註八 凱察爾 *Kameter* 曾就交換方程式作一統計研究，以探討此貨幣數量並說之效用。於計算貿易指數時，氏取用該指數

之平均數，如人口，進出口噸數，出入口商船，郵政收入，玉米，棉花，毛，酒，飲料入者之消費，和紐約證券交易所之交易市位。凱察爾貨幣及信用工具與一般物價之關係 *Money and Credit Instruments in Their Relation to General Prices*，一三〇至一三一頁。此種指數所遺之物價，頗與費氏所遺者相同。於決定貿易指數時，何以必將貨幣價值指數列入，甚令人莫解。

註九 請就費氏聯合數種指數而得之一般物價指數與前面史登德編製者一加比較。凱察爾於研討中所用之指數，幾與費氏者之編製法相同。

註十 費休學說專號，轉載於費利蒲斯 *C. A. Phillip* 貨幣與銀行文集，二〇〇至二〇一頁。

註十一 費休貨幣購買力一六九頁。

註十二 巴克爾 *D. A. Barker* 貨幣理論，第七章，自然引起黃金外流者，非高昂之物價，僅為較高之物價。

註十三 米樂德 *W. G. Mitchell* 經濟循環 *Business Cycles*，一三〇至一三一頁。

註十四 斯維 *R. G. Hawley* 通貨與信用 *Currency and Credit*，三十七頁。

註十五 克恩斯 *J. M. Keynes* 貨幣論 *A Treatise on Money*，一卷，二三六頁。

第十章 現款結存及物價水準

一、現存結存的需要

如前所述，貨幣特性之一，為其對於真實資源之掌握力。前面亦曾述及此一特性，為人民願意接受貨幣，以充貨價及工資，與願意在手下或能隨時提取地方保存若干貨幣之原因。此物資掌握力，使與之相等之貨幣價值與今後以之相掉換之真實資源相比較時，更多方受人歡迎；蓋以保有真實物資掌握力，可以有展緩取得特須儲藏設備之真實資源之巨大便利。又以在手頭或在應手處保有貨幣時，則商品及勞役可俟有最滿意之選擇後再行購買。再者，現款結存，更須於債務未到期以前集成之。

在專業化社會裏，個人於購買其所需真實資源所須之貨幣數量未獲得補充以前，非先在手頭或在應手處保持該數量之貨幣不感覺方便。此一數量之貨幣，非一確定，乃一隨貨幣價值而變異之單位貨幣數量。在物價高漲時期，社會所需要者定較跌落時期者為大。當社會對其貨幣持有量，便適合其需要時，即決定了貨幣速度。「貨幣流通速度，隨人民變通其在手頭保存於己便利之購買力數量而變化。」（註）其影響社會在手頭保存於己方便之購買力數量者，為所得、財富、商業習慣，及貨幣價值之安定等因素。人收進所得後，必在手頭保持一貨幣結存額，足以在下次收進所得以前購買其習常需用之商品及勞務，並應付意外之需。發現結存額大過其需要時，則以一部份購買消費財，換取「滿足所得」Income of gratification，或投資於資本財或證券，換

取貨幣所得 Money income。

此亦即指導企業家以其企業資產若干部份由貨幣形式保持之理。蓋企業家亦須在手頭或應手處保持一足夠貨幣數量，以應付其收支上所發生之差額。企業家自亦計劃以銀行借款或其他來源，應付其一部份臨時需要。此計劃於其所欲保持之貨幣數量頗有影響。「一半憑本能，一半憑經驗，權衡保持結存額所生之得失；深知購買力在手頭保持得過少時，將時時感到窘迫；保持得過多時，又使其所得重要來源減少，更難覓得機會，使全部手頭購買力生利。」（註二）此同一意念，亦即銀行家決定以其資金若干比數由法幣及中央銀行準備存款形式保持之之指針。銀行家自願保持足夠之法幣及銀行準備，以應付提現及償付清算逆差所需，但亦不願白白放過其殖利資產之擴張機會。故無論在個人或在企業，均存在着在手頭及應手處保持最合乎經濟現款結存額之決定因素。

社會以貨幣形式保持真實資源掌握力之意願，決定於如此運用貨幣之利益。人不在其更多之貨幣，購買消費品或投資於資本財，以換取心理或貨幣所得，而必留待於更有利或更有價值時再行花用，此中淨益必足與其由於放棄此種心理或貨幣所得所蒙之不利相抵，此一點即其個人現款結存額應大應小之決定原則。貨幣價值預料將漲時，則保持貨幣之利益增加，民衆即擴大其結存額。貨幣價值即因此升漲。反之，貨幣價值預料將跌時，則保持貨幣之利益減少，民衆即盡力減縮其結存額。貨幣價值即因此下跌。習常保持之結存額所發生之任一變動，必引起非彼則此之不利情事，而以巨大變動所引起為更嚴重。此理不但適用於貨幣之保持，即以貨幣表示之權利主權，如公債，押據，及各種債務等，亦得在一定限度內同樣適用。

此為馬紹爾之理論，由此理論，劍橋經濟學家，開古、克恩斯及羅伯孫等人為另一貨幣數量說創出方程式，置重於任一時間貨幣價值之決定因素。社會貨幣供給量之總價值，繫於其以貨幣形式保持真實資源掌握力之意願。而社會貨幣供給量，則由多種因素所決定，如國家節制貨幣制度之法律，世界之黃金供給量（假如該國所行者為金本位），及其在國際貿易與國際金融所處之地位。此貨幣數量無論為何，其總值則繫於人民願以貨幣持有量所保持之真實購買力；此外又與社會財富，所得，貨幣使用習慣，幣值變動之展望有關。而此等因素雖於寄身於貨幣形式之購買力社會需要量有若干影響，然各自亦不免有變化。故社會所需之貨幣數量，亦具有彈性，絕不死板。隨保持結存之淨益而變。

一 社會內貨幣供給量之總價值，通常完為幾何，殊難確定。關於社會貨幣需要與其所得及財富之關係，柏蒂及其他曾有所估計。亞當斯密曾說欲精確決定一國貨幣總值完為若干，極不可能，雖云前曾有人估計其為國民所得五分之一，十分之一，二十分之一，或三十分之一。吉文斯之見解，與亞當斯密者同。蓋嘗稱：「一國完需若干通貨，無一人能說。」馬紹爾於其論著中則估計一社會之貨幣需要，等於其所得十分之一，為其財富五十分之一。而克恩斯則謂人民活期存款額，佔其所得十至十五分之一，其一切存款，包括定期者在內，佔其所得二分之一。羅伯孫則謂英國所用各型貨幣之總值，幾為其國民所得二分之一。可知人民所用之貨幣數量與其一年所得，並無固定關係，因國而殊，隨時而異，視貨幣流通速度各影響因素如何而定。（註三）美國一九二六年（可視較為典型之一年）貨幣流通總量，除財政部及聯邦準備銀行所持有者不計外，約為國民所得十六分之一。此外尚有若干存款貨幣，係憑支票動用者，約為國民所得四十分之一

強。在其他時間，美國人所需之法幣數量，頗有出入，在蕭條時期，遠在國民所得十六分之一以上，而在繁榮時期，則又在十六分之一以下。美國人所需之存款貨幣却無甚變化，經常略較其所
得四分之一為強。

現款結存方程式

社會使用之貨幣總量與人民欲假貨幣形式保持真實資源掌握力之意願關係，亦可藉代數方程式表示之。開古為劍橋經濟學家，先以此種方程式表示此等概念者。各款結存方程式之基本理論，彼此一致。一方為社會上流通之貨幣量，而其決定，一部份與社會欲假貨幣保存真實資源掌握力之意願無關。他方則為社會欲假貨幣對之保持掌握力之物質量，而其決定，亦一部份與社會上流通之貨幣量無關。一單位貨幣之價值，即其在貨幣總量對社會願保持之真實資源中應攤得之比例數；易言之，一單位真實資源之價格，即其在社會願假貨幣持有量以掌握之真實資源對貨幣總量中應攤之比例數。

開古現款結存方程式，不表示一單位真實資源之貨幣價格，而表示一單位貨幣之價值，即一單位貨幣所能買之真實資源單位數量。故其方程式，僅為物價水準方程式之反式。開古認社會假貨幣所能掌握之真實資源量，乃其所享受真實資源中一個時期之固定部份，——即其真實所得。其實社會假貨幣持有數量所掌握之真實資源量，如開古表示雖與所得有關，如馬紹爾所云雖與財富有關，並與工商業習慣有關，然一部份則不受此等因素之影響，故以視作一獨立變數為較佳。在平時，開古之假定，謂社會假貨幣持有量掌握之真實資源量為其真實所得中一固定比例數，尚

屬有理。

開古方程式係以左列各假定為基礎。「假定：

R 為吾人所欲調查之社會所享受之全部資源，以小麥作代表；

K 為社會欲假法幣所有權 [Titles to legal tender] 形式所保持之資源比例數；

P 為此等權益每一單位之價值或價格，以小麥表示之。

則適所述之需要表，得以左列方程式代表之：

$$P = \frac{KR}{M} \quad \text{。} \quad \text{〔註B〕}$$

方程式亦可列入社會願假其對銀行債權形式所保持現款結存部份——即存款貨幣。

克恩斯於其貨幣改革概論中論及貨幣數量說之際，亦以同樣方法解釋此一問題。氏承認社會貨幣供給量與其願假貨幣以保持真實資源掌握力之意願有關；並認為「此購買力數量，一部份繫於社會財富，一部份繫於其習慣。」惟克氏所謂之財富，究係指資本而言，或指所得而言，抑同指二者而言，則無明白表示。社會願假貨幣購買之物資，氏則指為一定數量之消費單位 Consumption units，而各單位則為「若干種標準消費品 Standard Articles of consumption 或其他用錢對象之規定數量；比如為編製生活費指數而聯合起來之物品種類及其數量。」此種關係可假一方程式表示之。

$$n = p (k + rk) \quad \text{，式中}$$

n 為社會法幣及銀行準備量；

p 為一消費單位之價格；

k 為前文所解釋之消費單位之數量，為社會願假貨幣持有量所購買者；

k' 為消費單位數量，為社會願假存款貨幣持有量以掌握之者，

r 為存款中用法幣及中央銀行準備存款作準備之比例。

k, k' 及 r 三者一日不變，則物價水準 p 一日與法幣及準備量 n 同一比例而變化。(註五)

克氏不相信貨幣與物價之關係，為其數量之變化，必足以引起物價水準同一比例之變化者。法幣數量 n，人每認不影響社會假貨幣持有量所掌握之物資數量 k，活期存款準備率 r，及社會假存款貨幣所掌握之真實資源量 k'，而為一獨立之變數。克氏承認此在長期內為事實，但在短時間內 n 之變化，亦可能對於 K 及 K'，並對於 r 發生影響。n 之變化愈大，則此種影響亦愈大。變化細小時，短時間內，對於物價僅有輕微之影響，或較貨幣數量變化之比率為小，因物價有固定性，為未可忽略者。但當變化巨大時，將使社會願假貨幣持有量掌握物資之意願，發生較重之變化，因物價漲時，將使社會保持貨幣之意念減弱，物價跌時，將使之增強。

克氏在一九二三年寫著之際，雖為此型貨幣數量說之擁護人，而今則認此說之各項假定缺乏根據矣。劍橋學派之方程式所表示之貨幣價值，在克氏看來，一如費氏方程式所表示者，僅為幣的「一」種價值，非購買消費品及勞役所用的貨幣價值。用現款結存方程式時，默認貨幣持有量，為僅用以購買消費品。此點殊為錯誤，蓋貨幣亦用以墊付工商業及金融交易所需之資金。因此克氏另想象一使用現款結存之交易物價水準 A price level for transactions，各真實交易因其所需現款結餘之數量，而予以加權。(註六)

克氏之批評，羅伯孫於其方式程中早經識及。羅氏認為社會要保持某一數量之貨幣，足以購買國民所得其願假貨幣形式所保持之部份，並要保持某一數量之貨幣，足資經營其一年真實交易之用。此二需要及此貨幣數量，即決定該社會所得價格水準及其交易價格水準 *Income price level and transaction price level*。此種關係可以兩方程式表示之：一、所得價格方程式為：

$$P = \frac{M}{KR}, \text{ 式中}$$

P 為所得價格水準；

M 為現有之貨幣量；

R 為一年國民真實所得；

K 為一年國民真實所得而人民願保持足夠貨幣以購買之比例數。

二、交易價格方程式為：

$$P^I = \frac{M}{K^I T}, \text{ 式中}$$

P^I 為交易價格水準；

M 為現有之貨幣數量；

T 為一年真實交易量；

K^I 為一年真實交易量而人民願保持足夠貨幣以經營之者。

除關於現有貨幣數量 M 之界說外，此二方程式無可反對者。但吾人保存，用以購買所得，與保存

用以經營企業之貨幣，似有加以劃分之必要。此貨幣不同使用，克氏即加以劃分，分存款貨幣為所得存款 *Income deposits* 及企業存款 *business deposits*。

貨幣數量之變化對於方程式中其他因數之影響，羅氏如克氏亦曾見及。在生產要素未完全就業時，*M* 繼續增加，一方面影響 *P*，一方面使真實年所得及當年真實交易量增加。此可以阻止所得價格水準及交易價格水準與貨幣數額同一比例增漲。國民所得因受高昂物價之刺激而增加，顯然不能常此繼續；待此生產量一旦終止時，物價即開始隨貨幣數量同一比例而上漲。反之，在貨幣價值因其數量增加而跌落時，將使一年真實所得人民願持足夠貨幣以購買之比例數，及一年真實交易量人民願持足夠貨幣以經營之比例數，均行減少。結果物價增漲之比例數，較貨幣數量所增者為大。羅氏又表示其方程式可加以改變，使包括交易在來日始行完結之此時掛牌價格，以免除交換方程式原初遭人反對之理由。（註七）

三 統計證明

以統計測驗現款結存方程式，不若交換方程式較為易易。直接表示人民願持足夠貨幣以購買之真實所得數量，及人民願持足夠貨幣以經營之真實交易量，毫無記錄。僅可由物價水準及法幣與存款貨幣之數量間接求得之。代表英國一九二〇年十月及一九二二年十月之各因數之大小，克思斯曾依此現款結存方程式加以計算。此兩年期間物價水準跌三分之一，而法幣數量（包括銀行準備及存款貨幣數量在內）僅跌百分之十五。其比較數字列舉如次：

	物價指數	貨幣及準備數量	銀行存款
一九二〇年十月	一五〇	五八五磅(百萬)	二,〇〇〇磅(百萬)
一九二二年十月	一〇〇	五〇四磅(百萬)	一,七〇〇磅(百萬)

此等數字，可代入克氏第一現款結存方程式：

$$n = D(k + k'), \text{ 式中}$$

n 為貨幣與銀行準備量；

p 為物價水準；

k 與 k' 為消費單位數量為社會欲假足夠法幣及存款貨幣以購買者；

r 為銀行存款準備比例數。

各符號之等值為：

	n	p	k	k'	r
一九二〇年十月	五八五	一·五	二三〇	一三三	二
一九二二年十月	五〇四	一	三〇〇	一七〇	二

物價跌落之主要造因，非貨幣數量之減少，乃社會欲假貨幣持有量所掌握真實資源數量之增多。蓋前者之變化，僅及後者三分之二。社會持有真實資源(k及k')之增加，乃為物價跌落之造因及結果。(註八)

社會假貨幣所掌握真實資源數量之急劇變化及其所予物價之影響，在一度經過巨量膨脹發行之歐洲尤為顯明。茲列舉奧國各期鈔券之黃金價值如次：

(1) 年 月

紙克樓乃乃 1000。發行額，單位為十萬鎊

紙克樓乃等於一 金克樓乃之數

發行價值，百 鎊金克樓乃

一九二〇年六月	一七
一九二〇年十一月	三〇
一九二一年十一月	一七四
一九二二年三月	三〇四
一九二二年六月	五五〇
一九二二年九月	二，二七八
一九二二年十一月	四，〇八〇
一九二三年三月	四，二三八
一九二三年八月	五，五五七

一九二〇年六月	二七
一九二〇年十一月	七〇
一九二一年十一月	五三三
一九二二年三月	一，三二八
一九二二年六月	二，九一一
一九二二年九月	一四，四七三
一九二二年十一月	一四，四七三
一九二三年三月	一四，三六三
一九二三年八月	一四，三六九

一九二〇年六月	六二〇
一九二〇年十一月	四三〇
一九二一年十一月	三二六
一九二二年三月	二二九
一九二二年六月	一八九
一九二二年九月	一五七
一九二二年十一月	二八二
一九二三年三月	二九五
一九二三年八月	三八七

(1) 克恩斯：貨幣改革概論，五二頁。

因發行過猛，物價上漲遠較比率為大，鈔票之黃金價值因以下跌。逮至一九二二年九月以後，發行始逐漸鬆弛，克樓乃之黃金價值漸形安定，鈔票之黃金總值款上漲。

更甚於此者，為同期德國鈔票黃金價值之變動，其嚴重情形可由左表見之：

(1) 年 月

紙馬克發行額 單位為十萬鎊

紙馬克等於一 金馬克之價值

發行總值，單位 為百萬金馬克

一九二〇年十一月	八一
一九二一年十一月	一二二
一九二二年三月	一四〇
一九二二年六月	一八〇

一九二〇年十一月	一七
一九二一年十一月	四六
一九二二年三月	六五
一九二二年六月	九〇

一九二〇年十一月	四，八〇〇
一九二一年十一月	二，七〇〇
一九二二年三月	二，二〇〇
一九二二年六月	二，〇〇〇

第三編 貨幣價值

一九二二年九月	三三一	三三九	九〇〇
一九二二年十一月	一, 二九三	一, 七七八	七〇〇
一九二三年二月	二, 二六六	一, 二〇〇	二〇〇
一九二三年三月	四, 九五六	四, 九五〇	(2) 一, 〇〇〇
一九二三年六月	一七, 〇〇〇	四五, 〇〇〇	五〇〇
一九二三年八月	一六, 〇〇〇	一, 〇〇〇, 〇〇〇	一一六

(1) 克思斯，貨幣改革概論，五一頁。

(2) 為當時企圖提高限價之暫時成就。

馬克發行黃金總值之急劇變化，表示社會欲假貨幣持有量所掌握之物資量，在物價波動時期如何變幻莫定。一九二三年八月期間德國馬克發行總值僅合美元二千七百萬；每一德國人所脹得之數尚不及半元。當社會持有之貨幣總值降至最低水準時，政府如再膨攤發行，其所得之實際購買力，必極微小，此乃穩定幣值之時機。奧俄德三國皆於此際置其發行於新基礎上。

四、反對現款結存之理由

現款結存方程式與費休之交換方程式，在基本上無甚差異，並不若其所顯示者之甚。現款結存方程式之用意，在表示購買消費品及勞役所用貨幣之價值之決定因素。此即為闢古建議假小麥測定物資及克氏主張利用消費單位之本意。但實際現款結存方程式所測定者，並非購買消費品及勞役所用貨幣之價值，因方程式未將用於工商業之現款結存與購買真實所得所用之現款結存加以劃分。故克氏事後亦稱此方程式與費休之方程式所測驗者，均為貨幣之交易價值 Transaction

value 此語或不無所見。其他劍橋經濟學家，亦承認此兩種方程式僅為同一現象之兩面。現款結存方程式所求者，為某一時之貨幣價值，即羅伯孫所稱「靜幣」Money Sitting 之價值，而交換方程式所求者，則為一長期，譬如一年之貨幣平均價值，即羅氏所稱「動幣」Money on the Wing 之價值。

交換方程式置重於貨幣數量及流通速度，而現款結存方程式之焦點則在人民所得其願假貨幣形式保存之比例數，現款方程式之優點，在「使吾人研究吾人之意願，即需要之終極造因，而不使吾人探討一種一見即似偶然勉強不若實際之物，如貨幣流通速度者」(註九)此種立論，用意中表示貨幣價值之改變，能影響假貨幣以掌握真實資源之淨益。因此劍橋經濟學家向不若交換方程式論者，對貨幣數量與物價之關係作極端之言論。蓋深知貨幣數量變化之影響，不僅為物價依同一比例之變化，更為一複雜序列有關物價生產及社會假貨幣結存以掌握物質之意願之反應。且因微小而孤立之貨幣數量變化而生之影響，與由大而連續之變化所生者不同；再者、短時間之影響與長時間者亦不同。

現款結存方程式，使人根本反對者，在其所測驗之貨幣價值，有關社會所欲掌握之物質之假定，及社會所欲保持之現款結存。第一反對者，方程式所測驗之貨幣價值，並非為最後使用而購買商品及勞役所用之貨幣之購買力。方程式中之貨幣數量如確指社會之法幣及存款貨幣總量而言，則所反對者，殊為有理。羅伯孫為免除此種反對理由起見，遂建議使方程式不包括貨幣總量——法幣及存款貨幣——而僅包括法幣由消費人所保持之部份及存款僅用於購買真實所得之部份。貨幣數量果能給以若是之界說，則用以說明購買消費品及勞役所用貨幣之價值，方程式自有其效

用矣。持以經營工商業交易之法幣量及企業存款數量，亦可用以決定貨幣之交易價值矣。不過在為真實所得支付貨價時，必有貨幣由「所得結存」Income balances 流入「交易結存」Transaction balances，在向生產要素支付報酬時，又有貨幣由「交易結存」流入「所得結存」，是亦應注意者。

貨幣總量中，究有若干係為購買真實所得而保持者，可說無法判定。現款結存方程式諸因數中，實際沒有幾個，其大小 Magnitude 可以直接判定者。如前於論及物價指數時所言，購買真實所得所用貨幣之價值本身，即難於決定。社會欲假貨幣持有量掌握之真實資源量，亦僅得依憑貨幣數量及其價值求得之。最容易測驗之因數，一般認為貨幣數量。社會購買所得而保持之現款結存與為經營貿易而保持之現款結存，雖云難以劃分，然尚非可能。當今之趨勢，企業大多為公司組合所經營，則凡屬公司名下之存款，便可假定为「企業存款」，其在私人名下者，即可假定为「所得存款」。由後者中減除獨資企業家之存款及為購買所得與為經營工商業共同使用而保持之結存，餘者即可決定為購買消費品及服役使用之貨幣量矣。

第二反對理由，經克恩斯提出，謂通常之方程式於決定社會假貨幣持有量所願掌握之真實資源時，過於置重於國民所得。其用意如在表示物價水準既為交易物價水準，則應與「商業及金融交易」量 Volume of commercial and financial transactions 有關，今竟使與社會真實所得有關，則所指責者自有道理。不過「商業及金融交易」大多與國民所得有關，因此等交易，為獲致國民所得生產及分配之手段，且其本身又為國民所得所決定，能影響社會假貨幣持有量所掌握之真實資源量者，尚有其他因素，如貨幣使用習慣，工業與貨幣制度之組織，及貨幣變化之展望等。今如

假定在任一時必有一真實資源量，為社會願假貨幣持有量以掌握之者，而此量不由社會所得所決定，而由假貨幣形式以掌握真實資源之淨益決定之，則前面受人指責之原因可以免除。凡能影響持有貨幣之淨益者，即影響社會之真實結存 *real balances* 及貨幣價值。

關於現款結存方程式，郝推提出另一反對理由。氏辯論稱，人民「決定其現款結存額時，並非直接參照其以財富計算之購買力。」反之，「人決定其所要保持之購買力未用部份 *Margin of unspent purchasing power* 時，乃參照其以貨幣為單位之收入與支出之展望。」物價水準本身，並不在計算之例。(註十) 消費者及企業家之現款保持額，雖有賴於收入及支出之展望，然收入及支出却由物價水準及社會真實所得決定之。故最有利之結存額，雖非直接，亦必根本由社會真實所得及該所得社會欲假貨幣所能購買之部份決定之。

謂社會貨幣總量之實值，決定物價水準，似有陷於循環論斷之弊，因物價水準亦決定社會持有貨幣之價值。但無論如何亦有一半獨立之因素——即社會願假貨幣所能購買之真實物資量。貨幣價值可能趨向於一點，即社會經過權衡其目前及未來之一切情形後，不願其現款結存額之真實價值，增高或再減低，能擊破此均衡者，唯有貨幣數量之改變，或社會假貨幣形式保持真實資源意願之改變。

反對現款結存方程式者，尚有一最基本之理由，謂其未足輸出物價水準脫節諸造因之複雜性。此非原於使用此等方程式諸家未能諳通此等因素，乃以此等方程式本身，不能明白表出諸因素重要。又社會以貨幣形式保持真實資源掌握力之意願發生改變時，將影響物價機構，此點現款結存方程式亦未表出。顯然社會係憑增加支出，以減少其真實結存，憑減少支出，以增大其真實

結存。克恩斯提出，有現款結存方程之諸假定，物價水準變動之機械原因，頗易解說而無困難。
 (註十)故所反對者，非謂方程式不對，乃云不完全。解釋如果得當用以說明幾項物價影響因素，則極為有用。應加注意者，此等方程式係創製於貨幣數量發生巨而速之變動，使社會假貨幣掌握真貨資源之意願受其影響之際。

註釋

- 註一 馬紹爾 A. Marshall：貨幣，信用與商業，頁三頁。
- 註二 馬紹爾 A. Marshall：貨幣，信用與商業，頁六至四七頁。再閱凱南 E. Cannan：近代通貨 Modern Currency，一二頁。
- 註三 關於此字估計請閱馬紹爾：貨幣信用與物價，四七頁又四四頁；吉文斯：貨幣及交易機構，三三五頁；克恩斯：貨幣論，一卷，二三〇頁；又羅伯孫：貨幣論，Money 三九頁。
- 西尼爾 N. W. Senior 亦曾討論一國所需之貨幣量。氏有言曰。「第一社會貨幣總量，頗須包括社會個人所持有大小不同之貨幣數額。」
- 「此數額究竟若干，一部份繫於人口之數目；一部份繫於人民所得總量之貨幣價值，又一部份繫於個人習常以貨幣形式在手頭持有其所得價值之平均比例數。」見貨幣價值 The Value of Money 十一頁。
- 註四 開古 A. C. Pigou：實用經濟文集 Essays in Applied Economics 一七七頁。
- 註五 克恩斯：貨幣改革概論，七四至八七頁。
- 註六 克恩斯貨幣論，卷一，二二四頁。
- 註七 羅伯孫 D. H. Robertson 貨幣論，附錄中 Money, Appendix A 一九五至一九六頁。
- 註八 克恩斯：貨幣改革概論，八三至八四頁。
- 註九 開古：實用經濟文集，一七九頁。
- 註十 耶維：通貨與信用，四〇頁。
- 註十一 克恩斯：貨幣論卷一，二二四至二二九頁。

第十一章 所得與支出及物價水準

一、貨幣所得與真實所得

物價水準，既為諸個別商品價格之平均數，故一切因素非先透過個別商品價格，不能影響物價水準。無論何時，物價水準必決定此等商品供需之均衡。需要則繫於消費人之慾望及其所得。而供給則視生產量及商品價格之展望如何以為轉移。人之慾望，在平時無甚變動，故商品需要係由消費人之貨幣所得決定之；物價變動之展望，在平時亦有其限度，故商品之供給係由生產量決定之。以是一般物價水準實繫於社會貨幣所得及其一年中之生產量；貨幣之正常價值，則決定於此二因素（社會貨幣所得及其真實所得）之均衡。所謂社會貨幣所得為何？即生產要素收穫之工資、利息、租金、及利潤之總合。至於真實所得，則為一切商品與勞役之總合，包括生產要素為換取貨幣所得而生產之投資財。

此種貨幣價值學說之基本原理，法國經濟學家阿夫託良 Albert Aftalion 曾以一簡明公式表示之。阿氏謂一般物價之變化，僅為社會貨幣所得及其真實所得相對變化之結果。真實所得假如不變，物價水準則隨貨幣所得同一比例而變化；反之如貨幣所得不變，物價水準則隨社會真實所得之變化作反比例之變動。此等假定歸納為一方程式如左：

$$P = \frac{1}{R} \cdot W, \text{ 式中}$$

P 為一假定時期某社會一單位商品及服役之平均價格；

I 為其貨幣所得；

R 為其當時以單位商品及勞役計算之真實所得。(註一)

此為以所得與支出解釋貨幣價值之一切方程式之基本公式。

此方程式之效用如何，繫於其假定之真實性。顯然某一假定年之貨幣所得，未見悉於當年用出。其中必有一部份，留待未來使用；更有一部份，用以償付往年貨價。人除非於借貸與儲蓄感有困難，否則，必以其一年貨幣所得之一部份，供他年真實所得貨價之支付。同樣，一年之全部真實所得，亦未見悉於當年售出，蓋必有一部份經販賣而留待來年出售，而當年出售者，亦必有係往年所製者。是以，某一假定年之真實所得未必即與其貨幣所得相等；惟有以長時期觀察，此長時期之貨幣所得始有必用於購買本期真實所得之趨勢。生產既佔時間，某一假定時期之費用，必大半用於購買前期之產品；而本期產品之大部，則俟在未來出售。此實為不可忽略之事實。阿氏方程式所以遭人反對者，即其所含之假定未見悉能與事實相符合。除此而外，如用以表示數項貨幣價值影響因素之重要性，此方式尚屬有用。

馬丁 P. W. Martin 於其分析中，雖承認社會所獲報酬（其貨幣所得），未見悉數用以購買其產品，然其分析仍有與阿夫託良之論調相似之處。馬氏稱，社會全部報酬，假如悉數用以購買其全部產品，由此而生之物價，必適足抵償 (Remunerative)，就是說，足以抵償企業家生產時所用之成本，外加正常利潤。一單位生產成本如發生變動，必使其抵償價格發生相等之變化。不過「實際物價水準」雖有與「抵償物價水準」相等之勢，而二者則罕有正確相等之時，蓋常有數因

素，攪擾「實際物價水準」，不是使較「抵償物價水準」為高，便是使較之為低。

使「實際物價水準」Actual Price level 離開「抵償物價水準」Remunerative Price level 者，為引起購買力過剩或不足之各因素。其最顯著者，為通貨總量之變動。比如新幣之鼓鑄，黃金之輸入，法幣之膨脹發行，銀行放款之擴張，或窖藏貨幣之拋出等。凡此如無其他因素抵銷其作用，必致造成購買力之過剩，使物價漲至「抵償水準」以上。反之，當通貨總量減少，如無其他因素出而抵銷其作用時，必致造成通貨不足，使物價降至「抵償水準」以下。又如各企業公司流動資金倘行增加，比如保留巨大現款結存額，保持巨量存貨，多作掛賬交易，或購買證券等，資金之來源無論來自消費人或出於利得，必致造成購買力之不足，此時如無其他因素出而抵銷其作用，物價水準必降至「抵償水準」以下。反之，流動資本，倘如減少，而其原因並非為清償銀行借款，此時倘無其他因素抵銷其他作用，必致造成購買力之過剩，使物價漲至「抵償水準」以上。影響購買力及物價水準之第三重要因素，為企業公司自動保持之存貨之貨幣量 Money volume of Commodity stocks。此存貨之貨幣量倘如增加，必致引起購買力過剩，使物價漲至「抵償水準」以上，除非有其他因素出而抵銷其作用。反之，倘如減低，在同等情形必致引起購買力之不足，使物價跌至「抵償水準」以下。

影響購買力足夠量之重要因素，時時有變化。實際物價發生波動，抑漲至「抵償價格」以上，或降至以下，須視那方因素佔優勢，係造成購買力過剩之因素佔優勢，抑係造成不足者佔優勢以為斷。故通行物價水準，係由二因素決定之，單位產品之抵償價格及單位產品售得購買力之盈虧是也。物價水準可因抵償價格之變動而變化惟此不致影響就業；亦可因購買力足夠量之變動

而變化，此可變就業發生反響，故於社會至關重要。（註二）

二、消費人之所得及其支出

郝推 R. G. Hawkey 檢討貨幣價值問題，雖有若干點與劍橋經濟學派相類似，例如其所使用之「購買力未用部份」(Unspent margin of Purchasing Power) 之概念。然其基本觀點則與持「所得及費用」為影響幣值主要因素人之見解相同，例如郝氏亦置重於消費人所得與支出。依郝氏，消費人所得發生改變，或其支出發生改變，或其結存發生改變，或生產人之產量發生改變，或其存貨發生改變，或其結存發生改變，悉足使幣值發生變動。此等因素互為因果，共同決定貨幣價值。

保存「貨幣未用部份」，郝氏認為必要之措置，其理由一如劍橋經濟學家所指陳者。個人所以須保存一部份貨幣作準備者，蓋以所得之收進及其支出並非同時，又以人須保持一些貨幣，以應付不時之需，更以人須先事儲蓄，然後始能投資。企業家所以要保持現款結存者，其理由與此無殊。彼等自可仰給銀行借款，以資應非常之需，更不須儲蓄，以待投資；但為應付買賣收付差額計，則不得不保持一現款結存額。個人之適量之……現款結存額，於其所得中佔一決定比例數 A determinate proportion to his income……一企業所保持之適量現款結存額，亦以便利為其決定因素，但與交易總額或賣出額成比率，而不與營業淨益成比率。「……一切工商業胥無例外，於決定其現款結存額之際，必先考慮先須墊款之交易額」。（註三）就是說，消費人之現款結存額，由其所得支出二者之展望決定之。企業家之結存額則因其賣出總額決定之，惟商人之現款結

存額於其賣出總額中所佔比例數顯較消費人之結存額在其所得及支出中所佔之比例數為小。

購買力保持部份，郝氏稱之為「未用部份」(Unused margin) 分為消費結存 Consumers' balances 係消費人所保持，用以購買消費品及用於投資者，與工商結存 (Traders balances)，係企業家所保持，用以經營生產與商業者。「未用部份」等於民衆手中法幣及銀行存款負債二者之合。現貨由流通中收回一部份，存儲銀行，記入存款貸方，或由銀行提出一部份，加入流通，所提出者則記入存款借方，凡此均未使「未用部份」之總額有所損益。其能使此「未用部份」改變者，惟有發行當局對法幣發行有所增減，與銀行對信用製造有所伸縮而已。銀行經常製造信用，而工商則經常清償銀行借款，惟二者則未見能按照同一比率交流。銀行借款未清償額所發生之變動，實為「未用部份」變動之主因。

銀行放款貸放率，超過其清償率時，其所發生之直接結果，為工商結存之增加。銀行放款，既在資助生產，則增加之工商結存，必支給各生產要素，使消費人所得增加。消費人所得增加時其直接結果，多半即為其消費結存之增加，惟所增之大部份，不久又將因消費而支出(包括投資)。一經用於消費與投資，則又回至販賣商手中。工商結存又於以增加，其所增之一部份則用以應付較前期為大之賣出額 Turnover 所需之墊款之用，但其餘大部份則無所需用，工商業者不願徒累積結存，遂用以清付其銀行借款。

銀行擴張信用，受其影響者，不僅消費人之支出，尚有生產與物價。消費人增加支出，將使販賣商手中存貨與證券告匱。然販賣商不肯坐視其存貨過感空虛，遂一面提高其價格，一面增加貨物之訂購。此時生產假如已達充量點，不能再有增加時，則銀行擴張信用之反映，徒為物價之

上漲。惟當生產要素尚未完全就業時，其結果必為生產之增加，而非物價之騰貴。故消費人增加支出，其影響之序列，首為販賣商存貨與證券售量之激增，次為生產及新證券發行之增加，再次則為物價上漲。此等程序互相錯疊，更有一部份同時發生。惟有銀行擴張信用不影響消費人之支出時，始於物價與生產不生作用，然此為不可想象之事。

工商業家償付銀行借款，較銀行放出率為大時，其直接結果，為工商結存之減低，生產要素報酬減少。所得既經減少，消費人難繼續動用其「未用部份」，一時維持其習常之開支，使其支出所減少者一時不及其所得所減少之大，然其支出終將隨之降低。消費人之支出減少後，販賣商將感覺存貨過剩，超不得不壓低價格，少訂貨物。由是觀之，銀行緊縮信用必致使消費人減少其支出，物價因而下跌，生產隨之萎縮。

任一時期之物價水準，大半決定於消費人對消費品所作之支出。消費人之支出，又繫於消費人之所得及其「未用部份」之大小。消費人所得，更繫於信用之製造與其償付及工商結存之大小。消費量則繫於生產量及販賣商存貨之多寡。『在一定量之消費狀態下（包括投資在內），物價水準與消費人之支出成正比。如不與之成正比時，即消費量有變化之意，此或原於有存貨有增加或有消耗，否則或原於生產有增加或有減少。』（註四）凡影響消費人之支出及消費量之因素，悉決定物價水準。

此種分析，可用方程式表示之。茲假定一平衡狀態，在此種平衡狀態下，消費人之所得等於其支出，又生產等於消費。此等因素與物價之關係，可由左列方程式表示之：

$P = \frac{B}{X}$ (此為基本之所得消費方程式)，式中：

P 為一個時期之物價平準 Average level of prices。

B 為消費人之所得及支出；

X 為本期中生產與消費之商品及勞役量。

此方程式可加以改變，以便適合不平衡狀態。茲假定貸放對償還之比率發生增減情形，致擊破均衡狀態，使消費人之支出不再等於其所得，消費不再等於生產。此所得與支出之差異及生產與消費之差異，悉能假消費人結存額之變化與販賣商存貨量之變化加以計算。此可由次一公式表示之：

$$P = \frac{M+B-M'}{S+X-S'} \text{ 式中：}$$

P 為一個時期中物價平準；

M 為本期開始時消費人之結存額；

B 為本期間消費人之所得；

M' 為本期末尾消費人之結存額；

S 為本期開始時販賣商手中存貨及投資量；

X 為本期間生產量；

S' 為本期末尾販賣商手中存貨及投資量。

消費人之支出等於 $M+B-M_1$ ，所以在消費人結存沒有變動時， $(M \parallel M_1)$ ，消費人之支出即為其所得。同樣，消費（包括投資）等於 $S+X-S_1$ ，所以在販賣商存貨沒有變化時 $(S \parallel S_1)$ ，消費即等於生產。均衡（消費人所得等於其支出，又生產等於消費）鮮能維持長久，蓋以信用根本不穩定故耳。（註五）

銀行信用製造與償還之比率，通常繫於營業利得之機會。其展望如為物價看漲，而銀行貼現率看跌，則信用需要增加；反之，如為物價看跌，而銀行貼現率看漲，則銀行信用需要減少。銀行供給使用，決於其法幣準備量及存於中央銀行之「準備存款」Reserve deposit。第當貼現率漲高時，銀行將受其引誘，減低其存款準備，再向中央銀行借款而充實之，藉以增加其信用供給。但如降低時，銀行將提高其準備並償付中央銀行借款，以減少信用之供給。故信用製造率之最後決定權，操之於中央銀行，因其得以各種方法控制銀行準備之供給。

郝氏謂貨幣與物價間未見常有直接關係。一定量之貨幣對於消費人所得及其支出，與對於生產及消費之影響，隨工商業之狀況而異。通常物價水準有隨「未用部份」之大小而異之趨勢。惟此種關係每為保持貨幣之利益所擾亂。「提高警覺，再加以適當之斟酌，由支付手段數量之增減，推斷物價之漲跌，應屬合理，通常物價之波動率，實較支付手段數量之變動率為大。」（註六）在任何情形下，貨幣數量之變動，僅有憑消費人之支出，始能影響物價。

三、儲蓄與投資

克恩斯於其貨幣論中論述貨幣價值時，近似郝氏，雖其置重點係在費用之另一面即投資。當

初克氏係用保持物資掌握力於貨幣形式之意願，以解釋貨幣價值，今則幾乎完全放棄其舊說。於其新論中，克氏不僅企圖「確定貨幣工具 Money instrument 之週轉與為換取貨幣所出售商品之週轉實為一體之二面創製一有關二者之靜止方程式，……且企圖以動的方法解決此一問題；分析各有關二因素，以顯示物價水準所由決定之因果程序及其由一均衡狀態渡至另一均衡狀態之方法。」(註七)

克氏謂社會貨幣所得，即為企業家之生產成本，蓋生產成本云者，不過為工資、利息、租金、獨佔利益 Monopoly gains 及營業收益之總合而已。其中所謂營業收益者，並非企業家之全部淨所得，乃其淨所得一部份，足以誘使企業家不致改變其使用生產要素之數量者。(註八) 營業收益溢出部份，稱曰利得；淨所得不及營業收益者，為負利得。社會貨幣所得，分配給各致力於製造消費財及投資財之各生產要素，各生產要素又以此等報酬用於購買消費財及儲蓄（亦可稱為「不消費」 Non. Consumption. (註九) 當社會購用消費財，其支出等於當初為生產此等商品所付之報酬時，此時消費財價格水準則屬正常——亦即等於生產成本，（內中包括企業家之收益 Earnings. 同樣，當投資財之市值等於其生產成本時，投資財之價格水準則屬正常。

凡此數假定可編為數方程式，以表示一切商品物價水準，消費財物價水準及投資新增部份物價水準。

O 為一個時期所生產單位之總數，內包括……

R 為本期為消費而購買之商品單位總數及……

C 為新投資財單位之淨數。

商品單位之意義，為各單位生產成本，不論種類，在基期彼此相同者。

E 為本期社會全部所得，亦為生產成本之全部，而……

S 為本期之社會儲蓄，亦即社會所得當時未用於購買消費品之部份。

為消費而購買之商品價格水準，可由左一方程式表示之：

$$P = \frac{E - S}{R} \quad \text{式中：}$$

P 為消費而購買之單位商品之價格，其他符號之定義則悉如上述。

新投資財之價格水準，可由左一方程式表示之：

$$P = \frac{I}{C} \quad \text{式中。}$$

P' 為投資而購買之商品單位價格，

I 為新投資財之市場總值，而……

C 之定義如前。

一切商品價格水準，可由左一方程式表示之：

$$P = \frac{E - S + I}{O} \quad \text{，式中}$$

O 為各單位商品之價格，其他符號之意義悉如前。

根據此等方程式，各類商品每一單位之價格，係由用在購得該類商品量上之費用決定之。

此等方程式，可加以改變，顯示各類商品價格水準對生產成本，並對儲蓄投資兩項數量之關

係。不同種類商品數量單位，解作每作每一單位具有相等之成本。社會所得E，既為生產總量O所用之費用，則各單位之成本自為E/O。假如新投資生產費以I'為符號，新投資每一單位之生產成本即為I'C。而消費品生產成本，則為E-I'，其每單位之生產成本，則為E-I'/R。不同種類商品單位成本既然相等，故 $\frac{E}{O} = \frac{I'}{O} = \frac{E-I'}{R}$ 。

一單位商品之價格，即其生產成本加或減各單位應攤之利潤或虧損。售賣消費品之利潤，即售賣總收入(E-I'S)減生產費用(E-I'I)，其式為I'-S；故各單位之利潤為 $\frac{I'-S}{R}$ 。一單位消費品之價格(成本減利潤)，可由左一方程式表示之：

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I'-S}{R}。$$

同樣，全部產品每一單位之價格，即其生產成本加或減各單位應攤之利潤或虧損，可由左一方程式表示之：

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I'-S}{O}。 (註十)$$

一單位消費財之價格，由三種因素決定之：生產成本，新投資財之購置成本，及儲蓄量。故物價可能因三因素中任一項之變動而發生變化。其於企業家至關重要之變動，則為牽涉新投資財購置成本及儲蓄量二因素之變動，蓋此等因素，足以影響營業利得。至全部產品每一單位價值，亦由此三因素決定之：生產成本，新投資財之購置成本，及儲蓄量，是以價格之變動，亦可原於

三因素中任一項所發生之變動，其於企業家，至關重要之變動，則為牽涉新投資財價值及儲蓄量之變動。生產量之增減，係原於利得之豐歉。故維持儲蓄量與新投資之價值及其成本間之適當關係，於社會之休戚至有關係。

企業家所得，如能使與其正常營業收益相等，此中雖無利潤，而亦無虧累，欲有此種平衡狀態，則須儲蓄與投資相等。國民所得中之社會儲蓄部份，其比例之大小繫於真實之利率（即虛名利率及貨幣價值之變動率。）投資量之大小，則繫於增產利潤之展望及為墊付增產所需資金之借款利率。利率跌，使投資對儲蓄之比例增大。投資手段通常為銀行放款，故銀行界實為投資量一重要決定因素；蓋投資之引誘力繫於銀行之貼放率。是以對於投資量握有直接控制力者，乃為銀行；今為維持儲蓄與投資間之手段間之平衡，社會對於銀行界寄以熱望，不亦宜乎？

物價水準之變動，亦可原於生產要素效能之改變，第須以能影響儲蓄或投資為條件，否則，不會引起失衡。生產要素之報酬，假如靈活，能隨效能而變化，則效能縱有變動，亦不致影響物價水準。蓋效能有改進時，則報酬及產量亦即隨以提高，所以在當時假如無造成失衡之其他原因發生，物價水準當必穩定不動。第假如報酬方法呆板，效能雖有改進，而待以不予以提高，則情形將與此略異。假如待遇不變，而產量獨有增減時，物價水準將隨效能之改變作相反之變動。假如生產成本發生變動，而物價水準不能迎頭趕及時，將發生暫時失衡現象，此時企業家所獲者不為利潤，便為損失。此種失衡與因投資對儲蓄關係所發生變化而生者不同。因投資改變所生之失衡，有累積作用，其存在也非速造因消滅不止；原於物價落後而生之失衡，無累積作用，僅存在於物價落後之期間，總之失衡為一暫時現象，為由一均衡至另一均衡之過渡歷程。

克氏謂原於投資對儲蓄之改變而生之失衡，徒憑調整生產要素之報酬，不足以使之恢復。變動就業量及報酬率，固足以使生產要素發生改變。第此等改變除非能影響儲蓄與投資之關係，否則於當時產業之盈虧，不會發生作用。所得縱然增加甚高，而如悉用於消費與投資，全部利潤不會降低。同樣，當產量及報酬率減低，而所得亦因之減少，此時大於投資之儲蓄假如繼續不止，工商業必繼續有虧累。惟有單個企業，其成本較同業為低者，始能提高其利潤或使其虧累減少。但以企業家全體而論，僅調整報酬率，於企業之盈虧必無何影響，除非能影響儲蓄對投資之關係。

按照克氏，物價水準對貨幣數量之關係並非直接性質，猶如其他貨幣數量說所假定者。惟在經濟活動平衡，或云生產要素完全就業，社會儲蓄等於新投資成本及其價值時，貨幣數量始對物價發生直接作用。在此等情形下，貨幣數量之變動如不影響就業或儲蓄對投資之關係，必使物價依同一比例而變動。但「實際上任一事物發生改變時，大抵其他各物亦隨之發生若干變化。貨幣數量，所得，生產量三者所發生變化，對於物價變化之關係，決非恰如所預斷者。此在經濟循環嚴重階段尤難預料。

四、統計證明

郝氏謂在商品量及投資量一定之條件下，消費人之支出量決定物價水準。消費人支出量之變動，既原於銀行信用製造與償還率所發生之變動，故可由銀行放款之多寡見之。左表用以表示物價水準與銀行放款有變動一致之趨勢。

銀行放款及批發物價，一九二一至一九二五年

	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
一九二三(1)放款	七五七											
(2)物價	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0
一九二四(1)放款	七六六											
(2)物價	九七六											
一九二五(1)放款	八二七											
(2)物價	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9	101.9

(1) 放款，(以證券為押之放款例外)以百萬為單位，總聯邦準備報告會月銀行放出者，見 Survey of Current Business, 1932, Annual Supplement, P. 76.

(2) 物價，統計局，批發物價指數，一九二六年為 100。

然須注意者，因近來各產業有保持鉅額現款結存之趨勢，故銀行縱不擴張放款，生產量與就業量亦可有相當的增加，物價水準亦可同時略漲。

國民銀行放款及投資，與(1)產業情況

月 年	產業狀況	銀行信用，百萬元為單位。
六月，一八七六年	不正常	1,000
十二月，一八七八年	極不景氣	906
十月，一八七九年	正常	972
四月，一八八四年	正常	1,422
五月，一八八五年	極不景氣	1,331

六月，一八八六年	正常	一，四九五
五月，一八九三年	不正常	二，三一六
二月，一八九四年	極不景氣	二，〇六三
六月，一八九五年	正常	二，二二五
八月，一九〇七年	不正常	五，三六八
五月，一九〇八年	極不景氣	五，二六八
九月，一九〇九年	正常	六，〇五〇
九月，一九二〇年	不正常	(2)一七，〇五七
九月，一九二一年	極不景氣	(2)一四，九〇一
九月，一九二二年	復興	(2)一五，四四五
九月，一九二九年	不正常	(2)二，六四六
四月，一九三三年	極不景氣	(2)一六，二八八
六月，一九三四年	略形復興	(2)一七，七三七

(1) 波森 W. M. Porson 經濟循環之推測，六〇至六一頁。
 (2) 聯邦準備制各報告員銀行。

可利用之銀行信用量，在產業不景氣時期，必減少；在復興及繁榮時期必增多。

銀行信用製造與償還之比率，繫於營業生利機會及銀行之貼現率。據郝氏云，商人向銀行借款購儲貨物，對於貼現率之變動至為敏感。就現有之統計資料觀之，郝氏之言似是。販賣商手頭所需要之存貨量，視生產量及消費量如何而定。貼現率高時，製成品存貨量則較所需要為少；反之，貼現率低時，則較所需要者為大，此不乏證明，可由左表證之。

製成品之存貨量與利息，一九二二至一九三一年

年	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
(1) 工業生產	123	123	123	123	123	123	123	123	123	123
(2) 製成品存貨量	86	101	98	108	108	108	113	118	98	80
(3) 相對量	101	82	101	108	108	113	118	110	113	111
(3) 利息	101	110	108	108	108	108	101	113	111	111

(1) 一九二二至一九二五，見 Survey of Current Business, Annual Supplement, 1932, p. 8.

(2) 一九二二至一九二五，同上，第十八頁。

(3) 四至六個月之原始商業票據每年平均貼現率，同上，七十六頁。

製成品存貨量隨貼現率作相反之變動，有明顯之趨勢。一九二四，一九二七，一九三〇，一九三一，各年存貨較多，在一定限度內為難於按照抵償價格出售商品之反照，為不可忽視之事實。

全部產品物價水準，克思斯謂決之於三種因素，如生產成本，儲蓄量，投資量。惜現有資料，尚不足證明近年來物價變動之原因，三基本因素究各佔幾分。現僅有粗糙之估計，聊示各因素在變動原因內所佔成分之大小，却亦可用以說明此等因素如何影響經濟狀況。生產要素效能之改進率，每年約為百分之一或百分之三；美國貨幣收益，一般言之，多半隨效能之改進而增漲，僅不若效能進度之速。美國每年之儲蓄，約為其國民所得百分之十至十六，每隨所得而改變，平均約為百分之十四。投資變化最多，可由零至國民所得百分之二十。三者中變化最速者，顯在投資量。

生產要素效能，自一九二五至一九二九年間每年至少受增進百分之三。生產素報酬率，由實

幣工資證之，增加百分之一強。當此期間，生產成本狂跌，而物價下跌之程度，却不若成本跌落之速，大多由投資大於儲蓄有以致之。此時美國儲蓄，究為若干，惜缺乏令人滿意之統計。其投資量，殆已由建築數量及生產人之存貨增加量表出。自一九二五至一九二八年間，此等型之投資，頗有增加。但自一九二九年而後，建築數量大為減少，一九三〇年而後，流通資金投資量亦頗有減退。應注意者，流動資金所減者，即為負投資量。茲引一表，用示一九二五至一九三三年間幾項重要投資之變化情形。

批發物價及投資——一九二五至一九三三年

年	一九二五	一九二六	一九二七	一九二八	一九二九	一九三〇	一九三一	一九三二	一九三三
(1) 物價指數	101.5	100.0	98.4	95.7	92.8	86.4	75	64.8	65.9
(2) 建築指數	111	112	113	114	115	116	117	118	119
(3) 製成品存貨指數	100	102	112	114	110	111	112	108	104

(1) 一九二六 = 100。勞工統計局，批發物價指數，Bureau of Labor Statistics, index number of wholesale prices。

(2) 一九二五 = 一九二五年 = 100。Survey of Current Business。

(3) 一九二五 = 一九二五年 = 100。同上。

五、郝稚克恩斯二人見解之批評

郝克二氏貨幣價值之理論十分相似，雖對於物價變動之造因各有其置重之點。郝氏謂物價變化之主因，在銀行放款與其償還率發生差異。依克氏，則在儲蓄與投資關係之變化。因儲蓄較投

資少有變化，故謂克氏係視投資之變化為物價水準在短期間波動之主因，亦不為過。考銀行放款之目的，大多在投資，而尤以投於流動資金者為多；銀行放款與企業家償還借款比較，除非放得快，否則投資大過儲蓄的話，必難於想象。反之，儲蓄較投資有巨大之溢額時，必以償還銀行放款與銀行放款相比，數量較大。實際上，「信用製造」與「投資量」在意義上並無分別。惟在銀行系統大量發放消費信用 Consumers' credit 時，始發生差別。郝氏謂擴張此類信用，必如他類信用擴張，將影響物價，蓋消費者必增大其支出也。依克氏之理論，消費信用，比如分期付款售賣，可視為儲蓄；如無投資減縮，以資抵消，物價即將上漲，當信用製造比較償還信用，有增加時，投資比較儲蓄，亦必有所加增，似為不可避免者。

郝氏之分析，凡屬基本重要之點，均無可反駁者。在以一定量出品出售條件下，物價水準波動，必原於消費者支出，（內中包括用於投資者）有改變。除非消費人之結存，有所增或有所減，則其支出之改變，必原於消費者所得有所變化。消費者因參加生產而獲得所得，故其所得之來源，為工商結存 Traders' balances；而工商結存又一部份繫於銀行信用之製造及其償還。此製造與償還差額，依郝氏即為一獨立因素，足以影響消費者之所得及支出與物價水準者。如此分析物價水準影響因素，自極健全，惟尚有其他重要因素，郝氏則未予充分之注意。例如，消費人之支出對於工商結存額之影響；及工商業保持結存之意願之改變，對於生產要素就業及其報酬（即消費所得）之影響，郝氏悉行忽略。企業家既不償還銀行借款，又不用以生產，尚願保持巨額結存，豈為不可想象者？許多大公司，均非短期信用借用人，在營業無利可圖時期，寧任其現款結存累積，而不願付給生產要素，充其所得，即為一九二〇年代以來之普遍景象。

克氏所用名詞，亦頗受人訾議。然其大部原因，可由多用負投資及負儲蓄等概念以消除之。因製成品又由販賣商收回，因折舊資本財不加補充之故，投資量可能為負的，克氏亦曾見及；但負投資究作何解，却未予充分說明。償還銀行借款之償還，應如何分類，亦略有困難。或即應視為負投資。償還銀行借款，即有投資撤回，銀行放款，便有投資放出，故償還銀行借款之償還，實為銀行放款之對面。又政府印發鈔票所作之支出，應歸某類，亦有人感覺困難。克氏表示用以完成事工之支出，可列為投資，否則，即為負儲蓄。以習熟名詞，表示新概念，其困難遠較表面所顯之為巨，比較言之，克氏應付此等困難，尚能令人滿意。

更嚴重之指責，尚不在此，乃謂方程式並非動的，而仍為靜的。因生產須時間，故某一假定時期以內之所持，與本期為消費而購買之商品生產成本無關，其有關者，乃為本期以後所消費之商品生產成本。克氏為使其方程式有效起見，乃不得不假定在足以包括以往及現時生產時間之一段時期內，收益 *Earnings* 及生產費穩定不變，又假定生產量，生產要素，效能及報酬率在本時期內亦穩定不變。此種方程式，以之顯示擊破靜態均衡之因素則可；若以之表示實際生活中均衡之擾亂因素之作用，則殊嫌不足。羅伯孫有言云：此種方程式與費休及關古舊方程式之根本差別，或較所意想者為少。

尚有一重要問題，即投資對儲蓄之改變，原於生產要素報酬率之改變而生者究佔幾何。克氏亦未予充分之討論。增加之收益，倘用之於購買商品，則必還原，又成為企業家之收入；但在增加收益 *Increased earnings* 之支出過程中，真實所得在生產要素間之分配則已生變化。報酬率被提高後，第一個影響，或為企業家減少其對消費之支出，及社會真實所得其應享部份亦因以減少。

若非企業家在其他生產要素報酬率提高時，亦依同一比例增加其自身待遇，以充營業收益（短期內均不增加），其真實所得降低，為勢所必然者。提高生產要素報酬率，必產生兩種儲蓄，擾亂儲蓄與投資之關係：第一，生產要素於貨幣收益增加後，定願略行增大其現款結存額，并可能維持其原來真實消費量，以增益其儲蓄；第二，企業家消費不足部份即等於以此不足部份之貨幣價值作儲蓄。

克氏三個方程式（表示全部產品物價水準，消費財物價水準及投資財物價水準），遭人重大反對者，為第三式。蓋用以表示投資財物價水準之商品選擇，在性質上不同。不但包括資本財及構成流動資本之原料，且包括充實販賣商存貨以待消費之商品。如此商品，僅得強解為投資財，因其使用與用於再生產之資本財迥然不同。且全部投資亦可能為負的，此種情形下，理應沒有投資財物價水準之存在，雖然或仍有資本財不斷製出供銷。

克氏之三方程式，用以說明物價水準之變動，較用以解釋通行之物價水準更為有用。此等方程式表示物價等於生產成本外加或減因投資對儲蓄關係所生之損益。但決定生產成本者為何，則未予表明。徒云近似由生產要素之效能及報酬率決定之；但報酬率一部份又由物價水準決定之。克氏之方程式固指出使物價與成本脫節之造因為何。事實上方程式又默認單位生產成本在物價水準正決定期間不發生變化。惟此種批評，並不足以減少克氏理論之效用，因實際問題，不在物價某一水準之決定因素為何，乃在使物價水準變動者為何。

註釋

註二 馬丁 P. W. Martin：維持購買力第一節，四至九頁。

註三 韋推 R. G. Hawtrey：通貨與信用，四二至四三頁。

註四 韋推：同上，五一頁。

註五 閻都推代數分析法：見通貨與信用六〇至六三頁。

註六 韋推通貨與信用，五十八頁。

註七 克恩斯 J. M. Keynes 貨幣論卷一 一三三頁。

註八

以下各相互有關係之名稱，本章及次章均將通用。產業家之「淨所得」為總售額（包括應收款項）溢出生產成本部份。「營業收益」business earnings 為適足以維持生產要素當時就業量之淨所得額。「正常營業收益」normal business earnings 為適足以維持生產要素完全而不過分就業之淨所得額。營業利得 business profits 各企業家「淨所得」溢出其「營業收益」部份。「膨脹性的利得」inflationary profits 為「淨所得」溢出「正常營業收益」部份，「收縮性的利得」deflationary profits 為「淨所得」不及「正常營業收益」部份。欲知人們對克氏「營業收益」定義之批評，請閱斯列且特爾 S. H. Slichter 著「趨向穩定」四七頁。斯氏建議「營業收益」應擇為一報酬率，此率可以誘使企業家擴張生產其擴張率足以吸收當時所有之儲蓄。

註九

未用於購買消費品之貨幣所得（即儲蓄），也許不用於購買投資使用之商品 Goods for investment。同樣用於購買新投資財之貨幣數量，可能等於或大於，或小於儲蓄量。此種區別見於克氏以前諸家。例如陶希格教授曾云：當一切所得及支出悉取貨幣形式時，儲蓄並非由個人採取直接儲蓄物形式，乃採取為未來需要之積蓄貨幣形式。在另一方面，生產工具及其他器械雖係為市場需要而製造，然製造人為非有意為未來而製者。嗣由有志於「投資」者購買之。近代工業組織中有此聯合結果其所以致此之個別步驟，頗值詳細研究。經濟原理卷一，七三頁。

註十

克恩斯：貨幣論卷一，一三五至一四〇頁。

第十二章 貼現率及物價水準

一、利率及貼現率：真實的及虛名的 Real and Nominal

所得及支出貨幣價值說 *Income and expenditure theories of the value of money*，意在指明物價水準與社會所得及支出有同一比例變化之關係。郝推謂消費人之所得及支出，繫於信用製造與償還之比率，而此比率又繫於銀行信用之生利機會，但銀行信用能否生利，則又以貼現率為其主要因素。克恩斯謂物價水準，大半決定於儲蓄及投資量。在一定所得之社會裏，儲蓄量繫於真實利率，投資量則繫於在通行貼放率下資本生利之機會。經由此等途徑，社會所得及支出與通行貼放率及投資收益發生關係。

決定社會之通行利率者，為供作長期借款使用之儲蓄的供給與需要均衡。放款人願意供給之儲蓄量，有數個決定因素：社會所得，該所得在貧富間之分配，人民願為未來節省其現時所得一部份之熱忱，及為放款所能取得之利率。儲蓄之需要，係來自願意購買生產手段之企業家，來自政府，又有一部份來自寅年支卯年糧之消費者。而絕大部份則來自利用儲蓄，以購買資本財之企業家。以此利率亦可云決定於真實資本之供需，而儲蓄可視為獲得真實資本之手段。長期借款入願意利用儲蓄，亦繫於數個因素：利用固定資本以生產之勞工的生產力，物價與生產成本之動態，及借款須付之利率。

除長期放款有其市場外，短期放款亦有其市場。其供給之來源大部為銀行及其他有款出借之

金融機關。其需求者，為在短期間需要產銷墊款之生產人，及商品與證券之投機分子。短期放款之可能的供給量，殆全視銀行及其他金融機關所持剩餘資金量之大小而定。至此需要之大小，則以生產率的能力及商品與證券價格在短期內之動態為轉移。長期與短期放款之需供亦有密切關係，短期貼現率，平時係由長期放款利率決定之。然以長期及短期放款之供需人，非同一人羣之故，長期資金市場與短期者，仍各有其獨特之處。

企業家對於貨幣數量與貼現率之關係，頗多誤解之處。每以為貨幣數量倘有增加，必使一切借款利率降低，且將延續一長久時期，此種見解，未免錯誤。今假定某國因黃金輸入致貨幣數量有增加，所輸入之黃金，自然先流入銀行，及其他金融機關，金融機關遂感覺準備過多，願按照較低之貼現率供給短期放款。長期利率亦可能因此略降，因為短期利率跌落較大，將使放款人由金融市場 money market 撤回一部份資金，轉放入資本市場 capital market。俟所增加之貨幣數量流入借款人手中，用於墊付生產或投機所須資金時，商品及證券價格即有升漲之勢。此時按照較高物價，經營同一交易，所需之借款數量必較大，至此貼放率即開始回升，至其原來水準。如生產成本不若物價上漲為速時，利得仍將增加，則放款仍有額外需要，以資助生產之擴張。結果利率必漲而貼現率允漲。待物價與生產費用恢復平衡時，貼現率始又恢復正常水準。貨幣數量增加之影響序列如下：貼放率低，借款增多，物價較高，工商業利得較大，貼放率漲過正常水準，生產費用增加，平衡恢復，貼放率又降至正常水準。

須指出者，物價上漲一日不止，企業便一日有利可圖，此時貼放率縱然提高，亦不能使借款需要減少。原因何在，如欲瞭解，須辨知真實貼放率與虛名貼放率之別。因物價上漲之故，虛名

利率可能升高；第如物價上漲之百分比，視利率所增者為大時，真實利率（以商品計算者）却形較低。企業家之生意經，本不在虛名利率，乃在真實利率。故在物價上漲而所漲之程度不為貼放率所增者抵消時，企業家便增加其對放款之需要，擴張生產投資。

企業家由資本市場所能借得之長期資金，在數量上並無巨大變化，蓋其來源為社會人士之自願儲蓄。企業家為短期借用之資金數量，却變動較大，此一半因為銀行及其他金融機關的剩餘資金增加或減少過速，一半因為銀行放款不直接受社會自願儲蓄之限制，因此真實及虛名貼現率，實為投資量及物價水準之重要影響因素。

二、本學說之初期發展

貼現率為物價影響因素，其重要性，首於一七九七至一八二一年間當英蘭銀行限制現金支付時期為人所共認。當時有許多貨幣問題專家悉認銀行系統過於自由，假人以信用的政策，為物價上漲，英匯下跌之基本原因。高利貸法，限定貼現率為百分之五，假如英蘭銀行及其他商業銀行 Country banks，長期按照此一點現率供給一切信用需要，則物價可以漲至極高，金鎊匯率可以跌至極低的水準。今貼現率既被強定如此之低，自無有效方法，可以限制銀行供給信用，抑制物價上漲，挽止匯率之跌勢。（註二）

其不同意此種見解者，為英蘭銀行之諸理事。彼等謂「按照需要，依同一比例發行鈔票，收進定期兌現之良好有價證券，必不至發生膨脹或跌價情事。」（註三）限制英蘭銀行付現，其影響問題，曾由一議會委員會加以調查，該會報告承認貼現率與物價水準有密切關係。該報告有言曰：

(註四)

須指明者，本國限制利率之法律，即英蘭銀行合法貼現利率，使該行不得不供應更多之商業貼現需要。當今商業利率遠在五釐以上，如近來吾國國外貿易若干部門所顯示者，則凡屬資本雄厚，執業嚴謹之商人，悉得儘可能向該行請求借款或請假以貼現之便利，銀行則無以限制之。但該行理事，凡本會徵詢所及者，在理論上所持之主張，無不謂貼現率縱然減至四釐，甚至三釐，而仍可予人民以發行不過度之保證，其成見之深，有非理論或比喻所能明白顯示者。

當時經濟問題專家多承認，銀行貼現率高過通行利率時，企業界對銀行信用之需求便減少；反之，通行利率超過銀行貼現率時，對銀行信用之需求便大。李嘉圖於其原理 *Principles* 一書中即曾表示此種見解，嘗云：「向銀行申請借款，視利用借款所生之利得與銀行願意按之放款之利率二者之比較如何而定。假如收息較市場利率為低，必無不能放出之款；但如取息較高，其仍願中借者，唯浪人與敗子而已。」(註五)

貼現率為物價決定因素，其重要性雖為英國晚近經濟學家所忽視，然亦未悉被湮沒。一鱗半爪仍可見於西尼爾 *Senior*，米勒 *Mill*，希芝維克 *Sidgwick*，聶卡洛孫 *Nicholson*，馬紹爾 *Marshall* 諸家。銀行家初雖否認貼現率與物價及匯率有關係，然不久後即改變其態度，迨至十九世紀中葉，則完全承認矣。英蘭銀行表示得尤為顯明，不但逐漸承認此種關係，且更隨時調整其貼現率，以保護其金準備，而維持匯率之平衡矣。

較早之英國經濟學家悉強調稱，當主要發行銀行免除兌現責任，而又不能提高其貼現率時，

欲限制信用之製造，良有困難。晚近之經濟學家比如馬紹爾，則特別指出通常利用貼現率以調整貨幣數量及物價之方法。例如，金本位國家黃金數量之增加，不是直接影響物價。迨先影響銀行之準備及其願意按照供給信用之利率。貼現率一降，企業家則受其鼓動，而願意借款，用以購買商品。馬氏有言曰：「假如生金有額外供給，銀行及其他金融家則能以低廉之放款條件給與企業家及票據經紀人，結果有多數資金放出，人民因而步入市場，作商品之購買人，作新企業，新工廠，新鐵路等之建築人。」（註六）一社會的黃金數量所發生之變化，係憑改變流向企業家之貨幣數量，以影響物價，蓋企業家即憑此增減其支出也。貼現率實為節制貨幣流向企業家之龍頭也。

三 維克叢物價說 Wicksell's Theory of Prices

英國經濟學家雖首先見及利率決定貨幣價值之重要性，然其理論之近世發展，則通常與二瑞典經濟學家，維克叢及凱賽爾之貨幣見解有關。維克叢於其利息與物價一書中，以當今人通常接受之形式重申貼現率與物價之關係。假如銀行按照較當時資本收益為低之利率供給信用，則凡由銀行借款者，悉能且願增大其對再生產品之購買，並以當初所不能出之高價購買此等商品。物價已漲，利得又增，使當時之資本收益再較通行之利率為高時，物價則繼續上漲。物價水準即如此不斷上漲，直至貼現率與資本收益再達均衡而後已。反之，大於當時資本收益之銀行利率，則引起物價不斷下跌。如維氏所云：（註七）

在任一時，任一經濟情狀下，必有一平均利率高度，物價水準既不致越過亦不致低於此項高度。此可名為正常利率 Normal interest rate。其數量係由與之同時存在之天然利率

Natural interest rate之高度決定之，並隨之漲跌。

倘平均利率被規定略較此正常高度為低，並停於此而不變時，物價必上漲不止；如適在物價行將跌落之際作此決定時，其跌也必漸，終則回升。

反之，利率規定，較與之同時存在之天然利率稍形為高時，物價必下跌不止，可至任何限度以下。

使通行利率與資本收益率脫節者，為使用貨幣作資本交易 *Capital transactions*，然必有一利率與直接以商品形式出借真實資本時所收受之利率相同，此一利率，維氏稱為天然利率。（註八）

概言之，維氏之見解，多為其重要信徒凱賽爾及哈葉克所接受，並加以闡揚，不過二人亦各持有與維氏不同之點。凱賽爾認近代社會對資本之需要，為貨幣形式之借款。此種需要，一部份由社會以儲蓄供應，一部份亦得由銀行以製造之信用供應之。而使物價脫節者，亦即銀行對信用之製造。故銀行放款應以社會儲蓄為根源。假如其所供給之信用，視社會假儲蓄所供給者為多時，徒使國內購買力增多，商品却無等量之增益。此種情形下，物價即不免升漲。唯有適當節制貼現率，銀行始能使借款需要量與社會現有之儲蓄相等。適當利率者，即平衡利率也。貼現率是否即為平衡率，在任何時銀行亦難知也；但如物價不斷上漲或不斷下跌時，則當時之貼現率，必非平衡利率可知也。今有一可以遵行之原則，即調整利率時，須以維持物價於長久穩定為目標。維克賽爾與凱賽爾有一相同之點，表示得甚為肯定，咸謂天然利率（能使儲蓄之供給與借款之需要相等）亦將保持物價水準於安定。此未見十分正確。假如貨幣數量變化之造因，除銀行信用之製造與償還外，別無其他原因，又生產與消費，所得與支出悉能維持原狀不變時，天然利率亦

將維持物價於安定之說，或屬可能。但在當今之社會其貨幣數量，生產方法，及其他因素不斷發生變化，則其能使儲蓄與投資相等者，亦將保持物價於安定，殊未見其然。此種複雜情形下，物價水準之變化，並非原於貼現率與天然利率之脫節，可斷言也。

維氏謂，貼現率與天然利率脫節一日，則物價不斷上漲或下跌一日。此說曾多次遭人訾議。凱賽爾稱物價隨利率脫節而漲跌之勢，並無累積作用。氏辯論稱，強迫儲蓄及資本財之製造使資本收益減低，故經若干時期後，低廉之銀行貼現率並非使物價更高之刺激因素。但凱氏此種以為貼現率常保持在較低之水準期間，物價上漲並無累積作用之說，亦無理論根據。蓋資本設備之真實收益降落極慢，凱氏本人於其利息之性質及其必然性 *The Nature and Necessity of Interest* 一書中，亦曾指明。所以在資本真實收益未降及百分之一以前，銀行系統可能製出大量購買力。況決定資本需要者，並非其真實收益（縱然有降落），乃其貨幣收益 *money yield*。如此假如資本真實收益降低，而物價上漲較生產力所萎縮者為速時，則此收益之貨幣價值，必繼續上漲。因此過低之貼現率，並無因完全滿足資本需要之故，而自行矯正之趨勢。其他因素比如報酬之提高，可能減低資本之貨幣收益，使天然利率與通行貼現率平衡。在存款貨幣數量受準備規定之限制的社會裏，貼現率在資本真實收益未發生任何巨大跌落以前，即已提高，便與天然利率平衡矣。

關於貼現率與物價之關係，開古近曾加以論列。凡貨幣制度使社會貨幣所得與生產要素使用量作同一比例之變化又使物價水準與生產要素效能作反比例之變化者，氏稱為標準貨幣制度 *Standard monetary system*。在任何時期中與標準貨幣制度條件相符合之銀行利率，為便利計，及在不使含有倫理概念之了解下，可稱為「適當率」*Proper rate*。（註十）一國之貨幣制度，未能常

使與「標準貨幣制度」相符合，因通行之貼現率，未能隨「適當率」之變化加以調整。假如有某等因素，發揮作用，使貨幣所得總量趨於膨脹，此種趨勢，可藉提高通行貼現率予以抵消，第如使之趨於緊縮時，則每有不能抵消之憾，因「適當率」在此等情形下，可能為負的。唯有興建公共工程，增加支出，提高「適當貼現率」，庶可使之升至正常水準恢復二者間之平衡。實際上營利銀行常使通行利率所漲跌者較「適當貼現率」隨生產要素真實需要之改變而變化程度為小。因此，不原於就業量而生之所得變化，及不原於生產要素效能而生之物價波動，遍布當今貨幣社會裏。

四 物價何以波動

前於討論貼現率及物價水準之際，曾假定物價因貼現率低廉而上漲，蓋貼現率低廉能鼓勵借款，使社會貨幣數量增加。自然非貨幣數量直接影響物價。僅能藉影響社會之支出以達成之。決定是否願意以現有或潛伏之貨幣供給量置諸有意利用此等款項的人之手中者，貼現率為因素之一，但貼現率影響物價水準，尚有其他途徑。此等途徑之重要性，克恩斯特予指出。貼現率降低，貨幣數量增加，物價上漲，三者雖常有相應之勢，但此種現象並非不變者，物價並不隨貨幣數量之增加同一比例而上漲。須另尋說明以解釋物價波動與貨幣數量變化脫節之原因；果爾，則貼現率與物價關係之理論，另成一家矣。

依克氏，貼現率影響物價，係藉改變儲蓄對投資之關係。放款各種利率，均彼此相連。在一定限度內，長期短期兩種放款之供給構成一種需要之多方供給 *A composite supply*。二者之需要，又構成一種供給之多方需要 *A composite demand*。假如長期與短期放款，利息有顯著之差

異，供作放款之資金，將由低廉的市場撤回，放入高昂者。借款人亦然，必由高利貸人，轉向低利者。此非長期短期兩種放款，得完全互相代替，乃云有足夠之代替，能使二種利率有變動一致之現象。(註十)銀行減低貼現率時，結果終將引起長期利率之下跌。長期利率一經降低，則持久商品之現值被提高，因其未來未使用，必按較低之準度而化現也 *discounted*。如此減低貼現率，終必引起投資財物價水準之上漲，及其生產之增加。速投資財生產增加，儲蓄量如無相應之改變則消費財物價水準亦漲。反之，貼現率提高，亦使長期利率上漲，使投資財物價水準降低，使企業家減少其對投資財生產之支出，最後使消費財物價水準降低。(註十二)

克恩斯相信，貼現率與物價的此種關係，馬紹爾曾有所見，而維克叢所見者更為深刻。多次馬紹爾稱減低貼現率，必致增加投機，又稱因貼現率較低而來之資金流入企業家手中，用於投資創立新事業 *New business*，設立工廠，建築鐵路等等。克氏此種見解，由維克叢所表現尤為清楚。維氏由放款與投資間之貨幣使用中發現物價與貼現率之直接關係。此種直接關係之所以發生，蓋以真實資本並非直接借入或直接放出，乃經由買與賣之手續。因此資本需要之增加，不僅為對放款需要之增加，(使放款利率增高)更為對商品需要之增加(使資本財物價上漲)。此外，維氏又見及貼現率與物價之另一關係。生產人售貨假如多懸掛帳，貼現率降低，必增高商品售價之現值。(註十三)維氏於其較近之一文中，幾乎道盡克氏之意。維氏云：「假使貼現率停頓於低廉之水準，長期放款利率，亦必降低，則建築公司及鐵路公司即能按照百分之五為低，譬如百分之四之利率募集資金，所以假如此時其他情形不變，各公司便有力或因限於競爭不得不較以往高百分之二十五之價格僱用工人或購買原料，蓋以一百二十五鎊之百分之四正與一百鎊之百分之五

相等也。(註十四)

五 統計證明

貼現率如何影響物價，克維二氏所指示者自無疑問。貼現率降低其直接結果確非貨幣數量之增加。反之却為因存款貨幣數量減少而銀行準備變大之後果。貼現率減低後，存款貨幣數量有增加，但此似隨物價升漲而來，而非其造因。貼現率與物價之關係為直接的，並不先透過貨幣數量。貼現率首先影響者為長期利率，次為持久商品之價格，最後為消費品。此種因果關係，斷難僅以統計數字表現之。左表列舉原始商業票據之利息及一種政府公債之價格，略示此種因果關係。債票價格(在若干方面類似投資財)，顯然似與短期利率之變動背道而馳。(註十五)但亦須注意，利率給予債票價格之影響，較給予更為持久商品價格者為有限制，因公債到期時，必然還本。此種限制乃使公債市價不能與長期利率作同比例相反變動之原因。

短期利率及政府公債一九二六至一九三三年

年 季	(1) 短期利率 (率百分數)		(2) 政府公債	
	年 季	短期利率 (百分數)	年 季	政府公債 (百分數)
一九二六 第一季	一九二六 第一季	四·三四	一九三〇 第一季	一〇七·〇四
第二季	第二季	四·〇九	第二季	一〇七·六六
第三季	第三季	四·三四	第三季	一〇七·九四
第四季	第四季	四·五四	第四季	一〇八·二三
一九二七 第一季	一九二七 第一季	四·一七	一九三一 第一季	一〇七·一七

第三編 貨幣價值

年份	第一季	第二季	第三季	第四季
一九二八	四·〇〇	四·〇四	四·〇九	四·一四
一九二九	四·五九	五·〇九	五·一六	五·二八
一九三〇	五·四二	五·五九	五·七三	五·八五
一九三一	六·〇〇	六·一三	六·二九	六·四一
一九三二	六·一三	六·二七	六·四一	六·五三
一九三三	六·二七	六·四一	六·五五	六·六七
一九三四	六·四一	六·五五	六·六九	六·八一
一九三五	六·五五	六·六九	六·八三	六·九五
一九三六	六·六九	六·八三	六·九七	七·〇九
一九三七	六·八三	六·九七	七·一〇	七·二二
一九三八	六·九七	七·一〇	七·二四	七·三六
一九三九	七·一〇	七·二四	七·三八	七·五〇
一九四〇	七·二四	七·三八	七·五二	七·六四
一九四一	七·三八	七·五二	七·六六	七·七八
一九四二	七·五二	七·六六	七·八〇	七·九二
一九四三	七·六六	七·八〇	七·九四	八·〇六
一九四四	七·八〇	七·九四	八·〇八	八·二〇
一九四五	七·九四	八·〇八	八·二二	八·三四
一九四六	八·〇八	八·二二	八·三六	八·四八
一九四七	八·二二	八·三六	八·五〇	八·六二
一九四八	八·三六	八·五〇	八·六四	八·七六
一九四九	八·五〇	八·六四	八·七八	八·九〇
一九五〇	八·六四	八·七八	九·〇二	九·一四
一九五一	八·七八	九·〇二	九·一六	九·二八
一九五二	九·〇二	九·一六	九·三〇	九·四二
一九五三	九·一六	九·三〇	九·四四	九·五六
一九五四	九·三〇	九·四四	九·五八	九·七〇
一九五五	九·四四	九·五八	九·七二	九·八四
一九五六	九·五八	九·七二	九·八六	九·九八
一九五七	九·七二	九·八六	一〇·〇〇	一〇·一二
一九五八	九·八六	一〇·〇〇	一〇·一四	一〇·二六
一九五九	一〇·〇〇	一〇·一四	一〇·二八	一〇·四〇
一九六〇	一〇·一四	一〇·二八	一〇·四二	一〇·五四
一九六一	一〇·二八	一〇·四二	一〇·五六	一〇·六八
一九六二	一〇·四二	一〇·五六	一〇·七〇	一〇·八二
一九六三	一〇·五六	一〇·七〇	一〇·八四	一〇·九六
一九六四	一〇·七〇	一〇·八四	一〇·九八	一一·一〇
一九六五	一〇·八四	一〇·九八	一一·一二	一一·二四
一九六六	一〇·九八	一一·一二	一一·二六	一一·三八
一九六七	一一·一二	一一·二六	一一·四〇	一一·五二
一九六八	一一·二六	一一·四〇	一一·五四	一一·六六
一九六九	一一·四〇	一一·五四	一一·六八	一一·八〇
一九七〇	一一·五四	一一·六八	一一·八二	一一·九四
一九七一	一一·六八	一一·八二	一一·九六	一二·〇八
一九七二	一一·八二	一二·〇〇	一二·一四	一二·二六
一九七三	一二·〇〇	一二·一四	一二·二八	一二·四〇
一九七四	一二·一四	一二·二八	一二·四二	一二·五四
一九七五	一二·二八	一二·四二	一二·五六	一二·六八
一九七六	一二·四二	一二·五六	一二·七〇	一二·八二
一九七七	一二·五六	一二·七〇	一二·八四	一二·九六
一九七八	一二·七〇	一二·八四	一二·九八	一三·一〇
一九七九	一二·八四	一二·九八	一三·一四	一三·二六
一九八〇	一二·九八	一三·一四	一三·二八	一三·四〇
一九八一	一三·一四	一三·二八	一三·四二	一三·五四
一九八二	一三·二八	一三·四二	一三·五六	一三·六八
一九八三	一三·四二	一三·五六	一三·七〇	一三·八二
一九八四	一三·五六	一三·七〇	一三·八四	一三·九六
一九八五	一三·七〇	一三·八四	一三·九八	一四·一〇
一九八六	一三·八四	一三·九八	一四·〇二	一四·一四
一九八七	一三·九八	一四·〇二	一四·一六	一四·二八
一九八八	一四·〇二	一四·一六	一四·三〇	一四·四二
一九八九	一四·一六	一四·三〇	一四·四四	一四·五六
一九九〇	一四·三〇	一四·四四	一四·五八	一四·七〇
一九九一	一四·四四	一四·五八	一四·七二	一四·八四
一九九二	一四·五八	一四·七二	一四·八六	一四·九八
一九九三	一四·七二	一四·八六	一五·〇〇	一五·一二
一九九四	一四·八六	一五·〇〇	一五·一四	一五·二六
一九九五	一五·〇〇	一五·一四	一五·二八	一五·四〇
一九九六	一五·一四	一五·二八	一五·四二	一五·五四
一九九七	一五·二八	一五·四二	一五·五六	一五·六八
一九九八	一五·四二	一五·五六	一五·七〇	一五·八二
一九九九	一五·五六	一五·七〇	一五·八四	一五·九六
二〇〇〇	一五·七〇	一五·八四	一五·九八	一六·一〇

(1) 準備會員銀行四至六個月原始商業存款利率。
 (2) Treasury's, Series of 1944-51。

以統計方法，分析物價與貼現率之關係至需有關適當貼現率之資料，惜此尚付缺如。如直接以通行貼現率與物價水準相連繫，藉以證明或否定此種關係，必至徒勞。

六 此說之批評

通行貼現率與「適當貼現率」之關係，決定物價水準之說不無所見。蓋如通行貼現率減至「適當率」以下，便有因素發揮作用，使物價上漲，反之，通行率被提至「適當率」以上時，物價必跌。貼現率與物價雖略有此種因果關係，然如云物價漲或跌之造因，僅為貼現率之波動，亦未

見為是。有一評語，可以略示對於此說之異議。大意謂時時發現低廉之貼現率與低廉之物價同在，高昂之貼現率與高昂之物價同在。維克霞見有如是之批評，遂謂要點不在貼現率之高低，乃在其與天然率之關係。馬紹爾亦見及此一批評，故其所發揮之意見，尚足以顯示貼現率與物價相關之真正道理。謂貼現率降低，未見高昂之物價即接踵而至。須視減低之原因，還是企業乏利，抑是可借之資金供給增加。假如原於產業乏利，貼現率縱低，亦不能激漲物價；假如原於資金供給增多，過一時期後，即發生作用，刺激物價上漲。（註十六）當一單位產品之生產費用小於其通行價格時，減低貼現率雖激漲投資財價格，却仍使企業家加多借款，以擴大生產。但當大於其通行價格時，即減低貼現率，亦未見有力刺激物價。

無疑有一「適當貼現率」，此率抵達後，物價不能使之再跌，雖可使之上漲，以迄平衡。但「適當貼現率」如開古所指示者，可能為負的；按照此種利率，絕無方法可使營利銀行供給資金由人借用。此種情形下之真正困難，是「適當貼現率」過低而非通行率過高。利率非一簡單現象，可由可借資本數量所能單獨決定者。資本需要與其他生產要素之報酬率密切相關，因一切生產要素須連合使用也。如此工資降低，必致引起資本需要之增加，及利率之上漲。反之，工資率提高，資本需要必減少，利率必降低。假如「適當貼現率」因工資提高而降低，而通行貼現率不隨之降低時，物價必然下跌。但不能說此即原於通行貼現率高。

「適當貼現率」乃為多種因素之積合體，如無詳盡研究，不能即以物價之漲跌完全歸咎於通行貼現率。「適當貼現率」與通行率失銜，原因何在，在貼現率歟，抑在工資率歟，每難斷言。有一考驗，或可試用。假定「適當貼現率」是這樣，通行率依之維持，過一時期後引起儲蓄供給

量的減少時，則此失衡之造因，不在貼現率過高，乃在工資高昂。「適當貼現率」究較資本正常價格為高抑較之為低，此似為唯一令人滿意之考驗。（註十七）調整通行率，固然可以停止物價之波動（「適當貼現率」為負時除外），但一如此成立之平均，却不能持久，除非「適當貼現率」使與資本供需量的影響因素相應，至一較長時期，故暫時之平衡祇若能使「適當貼現率」與通行率相等，便可成立，惟連續之平衡，非「適當貼現率」之水準為使社會在未來對儲蓄之需要，獲得適量而不過多之供給，則不足以保持之。

解決貼現率與物價水準之關係，於生產要素真實報酬率中求之，可能更為有效。假如為一單位產品所給與之真實報酬超過平衡水準時，便有因素發揮作用，壓低物價——蓋因使「適當貼現率」降低者，為衆生產要素之過分總報酬；反之，假如為一單位產品所給予之真實報酬率達平衡水準以下時，便有因素發揮作用，激漲物價。真實報酬率過低，企業家便擴張生產，以增多利得；真實報酬率過高，便收縮生產，以減少損失。真實報酬率即如此決定信用之製造與償還之比例，又如此決定物價水準。

此種講法，頗可與克恩斯之方程式並用。生產一單位產品所用貨幣費用加多時，通常必引起物價上漲。但如貨幣費用增多，致真實報酬增加，以迄超過平衡水準時（即真實產量），企業家必蒙損失。真實報酬率增高，便引起投資的收縮，結果投資與儲蓄相較，即顯不足。此種不足，乃真實報酬率之函數，假如生產效能不變，則因真實報酬率之改變而大或小。此函數可稱為投資之彈性。假如一單位產品投資的不足額，恰等於一單位產品生產要素真實報酬之溢額時，物價必長此穩定，雖生產量及就業仍舊要變。但實際上投資彈性較大，所以一單位產品真實報酬之微小

溢額便可使一單位產品投資發生巨大的不足，因以引起物價下跌；反之，一單位產品生產要素真實報酬之微小差額，可以使一單位產品投資發生巨大溢額；因以引起物價的上漲。（註十八）

貨幣價值各說之評語

一、介紹貨幣價值各理論，以示一般物價水準影響因素之繁多及各家關於諸因素重要性之意見的分歧。各說雖各有其基本差別之點；然僅可視同相輔相成，而非可任擇其一以代其他者。故各說在若干限度內，不過為同一現象之面面觀而已。譬如貨幣量之變化，在費休則為影響物價之基本因素；而在郝推則僅有在其能影響消費人之所得及支出時，方形重要，而郝氏同時則又同意貨幣數量有變化時，勢將影響消費人之所得及其支出。又貨幣速度，在費休為影響物價之一獨立因素；而聞古認影響物價者，乃社會假貨幣持有量所掌握之物質的改變；而在郝推，則為消費人所得與支出之比率之變化。

曾有人企圖以算術方法，將有關此學說之方程式加以劃一，不過關於貨幣量與社會貨幣所得（所得速度）之關係及與社會貨幣支出（流通速度）之關係，則須設若干可疑之假定。且現有諸方程式所用之項目，各有不同之界說，除非各加以修正，改變其意義，致各說失却其原來面目，否則，絕不能以數學公式加以劃一。總之，各家貨幣價值學說的差異，非常基本，非解說所能殫除者。

除費休外，其他各數量說論者，幾乎無不認貨幣數量與物價之關係，為非直接，而更非正比例的。貨幣數量之變化，須經過一相當長久時間後，方能使物價發生正比例之變化，更須以產業

狀況在本期間不發生變動為條件。實際貨幣數量發生變化時，必使貨幣價值之其他各影響因素，發生不良之反應，所以物價水準之變化，即或有時與貨幣數量之變化成比例，亦必鮮有恰為正比例者。

各貨幣價值說的效用如何，胥視其能否表明物價及生產波動的控制方法而定。各家全同意貨幣數量之變化，遲早必影響所得，支出及物價。惟郝克二氏之論，於說明物價之如何發生變化及如何管制則更為有用。按諸郝氏，銀行信用之製造與償還的比率，發生改變時，必將影響物價。在一定的就業及利得的條件下，貼現率之改變，將使信用製造淨額發生相反的變動。克氏表明物價之波動，繫諸生產成本之變化及投資與儲蓄相對量之變化。在一定的就業及成本之條件下，利率降低，將使投資較比儲蓄增多致衝激物價上漲。反之，提高利率時，將使投資較比儲蓄減少，至引起物價下跌。故管制貼現率，實為控制物價水準及無波動的一重要手段。

二、生產過程各階段，如何牽涉投資，關於此一點，貨幣學家及其他貨幣問題作者，全未予充分之注意。高度資本主義社會的生產，需時甚長。如欲使製成品產量驟然增加，極非可能，除非半製品的生產先有增加，且先此尤須有加工粗製品的增產。企業家為經營生產所用之每項支出，無論是用於購買資本設備及原料，或是用於僱用勞工，統為投資。其產品無論是售與後段生產 Later stages of production 企業家或是最後的消費者，悉可視為負投資（吉文思用「反投資」uninvestment 一詞）。假如是售與後段生產企業家，則負投資為進貨人的正投資所抵消。企業家當時投資的總額，由其對於增加產量及產品價值所作之支出顯出之，其當時投資淨額，即其生產總支出大於售與消費人之商品成本的部份。

前段生產 The earlier stages of production 於決定投資量時之重要性，透出一理由，顯示投資的增加或減少，何以有累積的趨勢。一社會的製成品之產量，不斷增加時，其前段的生產必先而更速地有增加，因製成品之生產，實有賴於半製品及加工粗製品之先期完成也。因投資總額與生產有關，又負投資與製成品之售銷有關，故社會當時投資的淨額，在半製品及初期製品比較製成品生產更速的期間，必然繼續。再者，因投資的增加，擴大了利得，而又引出更多的投資，故此種程序有累積趨勢。

反而言之，製成品產量，因某一原因降低時，半製品及初期製品的減產，必然更快。社會當時投資淨額的萎縮，在半製品及初期製品比較製成品生產減縮更速的時期，必然繼續。因投資的減少，使利得萎縮，又引起投資更多的減少，所以此一程序也有累積作用。此種累積作用，非有新因素出現，比如新發明，或新發現，或擴張信用，使前段生產產量增加，則無以挽止之。

當時投資淨額的增減，對於物價的影響如何，全看社會如何使用其有變化的貨幣所得而定。假如由當時所得（即投資總額）中提出作儲蓄的部份，恰等於當時投資的淨額，則物價必穩定。就上面第一例言，當時投資的淨額正加增時，非社會的儲蓄有等量的增加，不能遏止物價的漲風。就上面第二例言，當時投資的淨額正在減縮時，非社會的儲蓄有等量的減少，不足以挽回物價的漲勢。無論何時，當時投資淨額為負的時，唯有消費者（包括政府在內）提用其現款結存（造成員儲蓄）的數量，使等於當時投資淨額之欠數，才能制止物價的跌勢。

與此不同的見解，可見於法司特爾 Foster 與凱清斯 Catchings 及非正統派的貨幣理論家，如道葛拉斯者之流。此輩作家對於社會因對製完品所作支出的不足而起之物價跌落，悉高度強調

(統為不當的強調)稱難於避免。但尋不出理由，可以相信，社會貨幣所得及支出的決定之道，必使物價跌落。

三、物價波動造因加以研討後可予正常物價水準(即無儲蓄與投資相對量變化時的紛擾而佔優勢者)的決定因素以一最後的考慮。一單位產品生產時所用之貨幣成本，決定正常物價水準。一單位產品生產時所用貨幣成本的變動，可因生產要素效能的改變而生，亦可因其貨幣報酬率的改變而生。

考慮一單位產品當時所用貨幣成本的決定因素時，又須重提一個社會的貨幣數量。如前所述，企業家手中的貨幣結存是付與生產要素，作他們出力的代價；消費者手中的貨幣結存又付與企業家作為彼等所購買之真實所得(消費財及投資財)的貨價。貨幣如此循環，其由企業家轉入生產要素手中的速度稱為貨幣的所得速度 *Income velocity of money* (定義為貨幣所得與貨幣數量之比)，其由消費者轉入企業家手中的速度，稱為貨幣的來復速度 *Circuit velocity of money* (解為貨幣支出與貨幣數量之比)。在平衡狀態下，即消費者所得等於其支出之時，此一速度實相等。故社會貨幣所得，實繫於貨幣數量及貨幣的所得速度。

今可以指出一貨幣正常的所得速度，在短的期間無急劇變化，比如美國一九二三至一九二七年間之貨幣的所得速度，根據居里之統計，低時為二·九九，高時為三·〇八，五年期間之變化，僅略強於百分之三。故社會貨幣所得總額上之變化，大多繫於貨幣數量上的變化。各型貨幣總量的最後束縛，在金本位國家以長時間觀察時，為數量由生產決定之帶材黃金的存有量。假如社會的貨幣量不足以容任生產要素的貨幣報酬率隨其效能的增進提高時，則一單位產品生產時所用

之貨幣成本必然降低，正常物價水準亦隨以跌落。反之，企業家手中的貨幣數量之增多，必使企業家提高貨幣報酬率，以爭取生產要素有限供給的勞務。假如貨幣報酬率提高，而生產效能無相當之增進時，一單位產品生產時所用的成本必增多，正常物價水準必隨之上漲。

凱賽爾謂正常物價水準的穩定，繫於幣材黃金存有量每年有近於百分之三的增益。此說僅在此黃金的增益能使貨幣數量膨脹，而此膨脹，同緩緩增高之貨幣的所得速度足以容任生產要素報酬率有與其效能的進步恰相等之提高，方屬有理。渥潤及柏爾遜謂正常物價水準，決於幣材黃金存置指數與生產指數之比之論，亦須在此種條件下，才能屬實。此等理論主要的錯誤根源，在忽略了貨幣的所得速度。

註釋

註一 參閱楊格教授之言：「短期借款，在某一時是否有利，繫於利息與利得之差」。A. A. Young 新舊經濟問題 *Economic Problems New and Old*, 六八頁。再閱維伯倫 Thorstein Veblen 之言，新投資係基於當時之利率及利得溢利率的差別之展望」。見企業的心理 *The Theory of Business Enterprise*, 第二一八頁。

註二 此說的歷史發展，哈普克有所追述，見其物價與生產 *Price and Production*, 第一章，又其貨幣理論及商業循環 *Monetary Theory and the Trade Cycle*, 三章，又經濟季刊四十七期，一二三頁註 *The Quarterly Journal of Economics*。

註三 一七九七至一八二一年間之紙幣，見生金調查委員會之報告 *Report of the Bullion Committee*, 三九頁。

註四 同上五二至五三頁。

註五 參見四：政治經濟原理，廿七章。

註六 馬紹爾：證言錄 *Official Papers* 四九頁。

註七 維克賽：K. Wickacill 利息與物價 *Goldzins and Gulorpreise* 三頁。再參其論文「利息對物價之影響」

見 *Economic Journal*, 一九〇七年二一三頁。

註八 「放款利率，對物價之關係，使之通中，既不避之上漲，更不避之下跌，此種利率非他，必為不依貨幣交易，而進以商品形成之真實資本相借貸時由供需所決定之利率——即與天然利率相等之利率」。見維克薩：利息與物價，九三頁。

註九 凱賽爾一九一四年來之貨幣與外匯 *Money and Foreign Exchange After 1914*, 一〇三頁；經濟學基本思想 *Funda mental Thoughts in Economics*, 一三四頁；「利率銀行率與平衡物價」見經濟學刊四十二期，五一七至五一八頁 *Quarterly Journal of Economics*。

註十 開卡 A. C. Pigou 失業理論 *The Theory of Unemployment* 二一一頁。

註十一 長短期兩種放款供求相代替的可能性，在兩方面的強度並不相等。供作長期放款的資金轉向短期市場較比供作短期放款的資金轉向長期市場，可能性大。一般言之，短期放款利率比較長期者為低。此或以短期放款的現值較比長期放款的現值之波動為少，有以致之。參閱馬紹爾：證言錄，二七二頁。

註十二 克恩斯：貨幣論，卷一，一三頁。

註十三 維克薩：利息與物價，二二五頁，又八二頁。

註十四 維克薩：「利息對物價的影響」。見經濟學刊 *Economic Journal*, 一九〇七年，二一六頁。

註十五 參閱柏克哈特 B. H. Peohart：對於銀行利率能影響公債價格的意見，可閱聯邦準備系統之貼現政策，五六頁，又揚格有同樣的見解，見新舊經濟問題，六八頁。

註十六 馬紹爾：證言錄二七四頁。

註十七 假如勞工有供給價格，則本考驗可憑工資而加以應用。但長期工資率或係由發明之進步及長期利率決定之，而勞工之供給，則由與工資率無關係之社會因素決定之。

註十八 茲引馬丁 P. W. Martin 之語：真實報酬率超過平衡水準時，將使抵償物價水準上漲，但必致使購買力所感到的缺乏比較抵償物價水準所漲者大。反之，當真實報酬率降過平衡水準時，必使抵償物價水準下跌，但使購買力所感覺之有剩餘較比抵償物價水準所跌者為大。

第四編 貨幣問題

第十三章 膨脹與收縮 Inflation and Deflation

一 物價費用及利得

受人較大注意之貨幣問題，莫過於有關膨脹與收縮及起伏不定的物價之問題。惟膨脹與收縮二詞在通常使用上，並無正確之定義。膨脹由多數經濟學家視之，雖原於幣材黃金數量的增加，或原於銀行信用數量的膨脹，然在一般人視之，則為原於政府當局增大法幣發行而起之物價暴漲。這種平民看法，在歷史上自有其充足依據，故因多種理由，尚予以接受。本來極度的膨脹之主要原因，即政府異常的財政支絀，尤以戰時及戰後為然。即在當今，這種的財政支絀，仍是每大部由政府當局發行法幣應付之。至於收縮，在多數平民視之則為原於政府減少其法幣供給量而生之物價暴跌，此每與政府之重大戰爭以後的貨幣政策相隨。膨脹與收縮二詞，如僅用於此一較有限的意義上，不啻否認由同類原因所造成同種結果之關係。及今所注意之膨脹和收縮，既非赫赫的極端之例，而僅為時常發生，較為和緩之例，則政府之財政政策未見即與之有關，殊為顯然。

一般論之，膨脹與收縮雖與貨幣數量的增減和物價的漲跌有關，但亦可與貨幣及物價之變動

毫無因緣。伴着膨脹或收縮而來者，可能為恆常之、逐增之、或遞減之貨幣數量，及穩定之、逐漲之、或逐跌之物價。膨脹及收縮，非此時與彼時物價之關係，仍任一時物價與同時的生產費用之關係，假如物價及費用之為物，是使企業家為獲致利得者（淨所得多於正常營業收益）即為膨脹；假如是使企業遭受損失者，（淨所得少於正常營業收益）即為收縮。營業利得之變動，究竟原於貨幣數量之增減，抑原於物價之漲跌，無關宏旨，膨脹與收縮之基本特性，乃在營業利得或虧蝕之有無。（註一）

營業利得或虧蝕之所以產生，可原於物價之改變，亦可原於生產費用之變更。但將此膨脹或收縮，由大半造因於物價之變化者與大半原於成本之改變者加以分辨，則至為有用。其因物價之漲跌而生之利得或虧蝕，可稱為絕對之膨脹或收縮，其因單位成本之漲跌而生之利得或虧蝕，可稱為相對之膨脹或收縮。物價的變動，有多種原因，如法幣或存款貨幣的增減，社會欲假貨幣以掌握物資的意願之增強或減弱，消費者所得與支出的增多或減少，儲蓄對投資比量的伸縮；就中任一原因，即足造成絕對膨脹或收縮。單位成本變動的造因，可能是生產要素效能有改變，也可能是其貨幣報酬率有增減，任一造因，均可引起相對膨脹或收縮（註二）。惟絕對及相對膨脹或收縮，可能在同時演進——即物價逐漲而成本下跌，或物價步跌而成本步高——此種現象，亦非不可想像者。

如前所述，膨脹或收縮之重要特徵，為商業利得或虧蝕的存在。當膨脹時期，企業家的活動增強，生產要素勞務的需要和生產所需原料的需要均增大。因為企業有較大之生利的能力，投資自有巨量的增加。生產量普遍的增多，此尤以在膨脹的初期較在末期為甚。而收縮則有與此相背

之傾向。企業家收斂其活動；勞工和原料的需要均減低。因生產乏利，故投資有大量的減少；產量自亦減低。終至物價水準及生產費水準達至均衡，膨脹或收縮於焉以止。

有膨脹或收縮而無物價的波動，可能；有物價的波動而無膨脹或收縮，也可能。件有在成本上相等變化的物價波動，於工業均衡並無影響。物價步漲而無膨脹，可稱為貨幣跌價，就是說購買力步跌，反之，物價步跌，而無收縮，可稱為貨幣漲價，就是說購買力步漲。物價波動，可原於來自貨幣這一方面的因素，也可原於來自商品這一方面的因素。原於貨幣供給或社會貨幣需要之改變而生的物價波動，可稱為絕對的物價波動；因商品生產時所用真實成本的改變而生的物價波動，可稱為相對的物價波動。（註三）不影響利得的物價波動，雖不能影響就業及產量，然於債務人與債權人之關係及人民福利則大有影響。

二 膨脹及收縮之害

克恩斯云：「企業界為某一理由，不論是否正確，預料物價將跌時（與生產費比較觀之），生產程序則有收斂傾向，假如意料中將漲時，（與生產費比較觀之）生產程序則有過受刺激的傾向」（註四）其理深藏在競爭的經濟社會之基本機構中。蓋企業家從事生產，其目的乃在利得。凡屬視生產費上漲為高之物價，必增大商業利益。為充分利用這有利局勢起見，企業家自必擴展其對生產要素的利用範圍；僱用更多的勞工，借用更多的資本，租用更多的土地。個人的工作，亦趨緊張；但工人以團體而論，是否甘心從事於此更為緊張的工作，則誠為疑問，而尤以在較低的真實工資水準時期為甚。因為生產費用多受契約和習慣限制，及工人偏在貨幣這一方面着眼的原

故，所以恢復物價與費用水準的平衡所須之貨幣工資的提高，常遭阻撓。

從那一方面論，當物價視生產費跌落為低時，企業家必遭損失。為減少這種損失起見，企業家便減少其對生產要素的使用；少僱勞工，少借資本，少租土地；更減少其對原料的購買（註五）。如此收縮所帶來者，為生產要素行為的收斂。此種收斂，以在新興的企業者為甚，因為舊企業所用固定資本為量較大，減少使用生產要素至一較長時間時，可能更不經濟。一般而論，收縮必引起就業的減少，持續的時間越長，則所減的程度越大。減低生產，減用生產要素，從企業家的立場論或可說是有利，或為維持其清償能力計，亦不得不出此；但從整個社會的立場論，則為招致貧窮的行為。

時有人辯護稱，在膨脹時期，生產必增，此殊有益於社會，因有裨於國民所得。此就往例觀之，未見其然，因為擴張生產，須生產要素多出精力，而這多出的精力，與社會由增產所得之效用相比時，可能過之。況這增產的大部，變為非常利得，由企業家佔有，並不分給這額外出力的工人。況膨脹時期的增產，又未免誇大。當時企業家的活動，有一部份是用於商品及證券投機和囤積，於國民所得的增進並無裨益。此外，企業管理效能的標準，在膨脹時期也降低，因為低能的生產人妄以企業家自居，視非常利得為自己技術的碩果，從而擴張企業，至超過其可以管理成功的限度以外。觀膨脹甫過，輒有多數企業紛紛倒閉，足為管理低能的明證。

與生產成本變化成正比的物價之漲跌，對於生產及就業僅有暫時的影響，因為物價與費用水準的平衡未受擾亂，企業家淨所得仍與其正常營業收益相等。假如企業家的淨所得所減者，為量不過大，物價的跌落略較正常生產費為低時，則不致引起生產量上的巨大緊縮。輕微的緊縮自所

難免，固有若干企業家要減少產量，以維持價格，但在有巨量固定投資的工業，必保持其舊日生產的水準。此生產的輕微緊縮，為時亦不會長久，因輕微的收縮 Deflation，不難因生產效能的改進而獲得挽救。嚴重的失衡，若非物價向生產費水準間發生巨大差異，則不會出現。

前於討論膨脹與收縮對於生產的影響之際，曾無意的涉及其予分配的若干影響。例如曾稱，在膨脹時期企業家收獲較營業收益為大的利益，在收縮時期，則蒙受損失。此過分利得，乃其他生產要素的血汗，而該損失的一部分，又為其收獲。但該損失的絕大部份，並不與其他要素所得之收獲相抵。故財富在膨脹與收縮相更迭時期的轉移，假如悉聽偶然，在經濟上斷無可取；遠不若生產要素不過度就業，而經常獲得平衡報酬，（即充量就業的報酬）反為更佳。故由分配這一觀點，論膨脹與收縮之害時，孰重孰輕，胥視其如何影響國民所得在貧富二階層間的分配而定。

人常以為真實工資效能報酬率 Efficiency rates of real Wages 在膨脹時期逐減。此洵為常情，却非定例；蓋如生產費因真實利率及真實租金較低而所降落之程度，視物價所跌者為大時，則仍有膨脹的可能。上次大戰末段及戰後的膨脹時期，英美當時的財富，並未按照正常速度增進，而其工人却獲得較往者為高之真實工資。如克恩斯所稱：「企業家認為，交納權利酬金，與工人共享當日之財運，亦頗值得。」再者，膨脹時期的企業過份利得，常由政府以所得及遺產稅的形式課去一部份，而大多用之於謀求工人的福利。在膨脹時期，工人在國民所得中所分的部份逐漸增加，特別在就業上有增進的時候，此並不與膨脹之理相背。不過一般言之，真實工資效能率之趨勢，在膨脹時期確是轉低，在收縮時期確是轉高，惜轉高之利尚不足以抵補就業的減退所致之害

耳。

膨脹與收縮可置勿論，僅論物價，物價一變，必致影響債務人與債權人的關係。假如是漲，債務人便能以較前為少之商品和勞役，亦即以較前為少的努力清償其舊欠；反之，假如是跌，清償舊欠，則須較多之商品及勞役，亦即須較多的努力。由分配的觀點論物價漲跌的利害時，至須顧及其給予國民所得在積極消極兩經濟階層和貧富二階層間分配上的影響。物價上漲的結果，無疑的是財富由資本家和地主這一類消極的主權人，向企業家和臨時勞工這一般積極的使用人轉移。「貨幣跌價的作用，一向為抵制複利及家產承繼的累積作用之一種重大平衡力。又是對既得財富呆板之分配和對所有權與勞動之分離的一解效力。此即每一世代能一部分廢棄其前一世的繼承人之道。」（註六）物價上漲的這種結果，如不至過於減弱主權人對儲蓄和放款的意願時，確屬可取。

財富在債務人與債權人間之轉移，為利為害，大半看國民所得分配額之增多的受益人為富民抑為貧民而定。概而論之，最重要的債務人，為從事於實業的公司和政府。就公司的債務而論，債務人即公司普通股票之持有人。普通股所有人，大多同時也持有公司債票，其對股票之比率，去公司債總額與普通股總額之比不遠。這些股票和債票所有人，既是債權人，又是債務人，公司債務既僅限於其債票部份，則因物價波動所引起之財富轉移，自不會造成若何之巨大不公平情事。論及政府債務，政府證券持有人，多半即為納稅人。則此等人因居債權人地位所獲或所失者，亦即其因居納稅人地位所失或所獲者。富民大半即為債權人的通常見解，殊屬錯誤。如云富民易流為債務人反却更近道理，此尤以在美國為然，因在美國沒有職業尊卑的觀念，限制積極從

事於工商業的人。

貧民大多為債務人之說，一般言之，亦未見為是。以其居保險單及銀行儲蓄持有之地位而論，他們顯為債權人。他們最重要的身分是工人，再以這種身分論，在他們的貨幣工噴流於呆板，其就業因以不受物價波動之影響的限度內，他們也是債權人。債權人階級中另一重要集團，為公益及信託機構，以謀求貧民之福利為營業目標，其基金悉投資於指定一類的公債者。這等機構由公債收進之所得，其購買力因物價緩和的上漲而跌，所生之損失，遠非其在當時收進巨額基金捐款之利益所能抵補者。貧民所居最重要債務人的地位，為彼等抵押房地的主人所居者，此等地位是否與工人以保險單和儲蓄所有人的身分所居之地位相匹敵，至成疑問。在物價上漲的時期，自有財富由消極階層向積極階層轉移的傾向，但也有使由貧窮階級向富足階級轉移的趨勢。物價上漲，可能增加財富分配的不均，物價跌落，尤其緩緩地跌落，則有減低此種不均之傾向。

國民所得在消費，儲蓄和投資間的利用，受膨脹和收縮及物價漲跌影響的程度甚大。前曾提到，儲蓄量繫於真實利率——虛名利率和貨幣價值之漲跌率。因為虛名利率相當的穩定，可以持續至一較長時期的原故，所以真實利率之變動繫於貨幣價值的漲跌之說，一般言之，尚為可靠。幣值一漲——物價下跌——使儲蓄量增大，反之，物價一漲，則使儲蓄量較所得不變而物價穩定時之儲蓄量減少。

社會上之投資量，繫於賺利的機會，所以投資在膨脹時期則增，在收縮時期則減。儲蓄超過投資量時，利得便減，收縮即臨；社會因儲蓄所歷之犧牲，在若干限度內，遂歸徒然，因儲蓄在

生產要素失業時即不能用之於再生產。反之，投資超過儲蓄時，利得便增，膨脹即臨；社會即以其較在均衡狀態下所出為多之精力，生產投資財——這便是強迫儲蓄。貶低生產要素的真實效能報酬率至均衡水準以下，便產生過量的儲蓄。此種情勢達至極端，在膨脹與物價上騰相偕并進——絕對的膨脹——又在收縮與物價下瀉相偕并進的時候——絕對的收縮。在此等時期，強迫的儲蓄和流產的儲蓄為量至大。真實資本最平均發展，大抵還是在生產行為均衡的時期；即生產要素充量就業而不過度就業，企業家僅賺致正常營業收益的時期。

膨脹和收縮及物價的漲跌，均為害至巨。其最能促進一般人之利益者，厥為經濟均衡和物價的穩定。就膨脹與收縮之比較言之，收縮之害為更巨，因為在這個時期，國民所得的數量減小，又以工人自衛在收縮時期不使自己就業不足，不若在膨脹時期不使自己過度就業較易為力。再就物價猛漲狂跌之比較言之，以猛漲之害為更大，蓋以物價猛漲，加劇財富分配的不均，而狂跌則減輕之，更以貨幣工資率流於呆板之故；真實工資在短期間作與物價變化相背之波動。絕對的膨脹和收縮，大抵較相對的更為有害，因二者招引物價不穩和經濟失衡聯袂而至。如可以選擇時，自當寧取經濟均衡與物價穩定而舍膨脹與收縮和波動不定之物價。故管制貨幣制度，應力求經濟之均衡及物價之穩定，此實為一國貨幣當局之急務，而尤應以保持經濟均衡為其貨幣管制之更重妥目標。

三 膨脹與收縮的補救之道

物價水準與成本水準二者中任一方發生變化，而他方無相等反應以資抵消時，便有膨脹或收

縮發生。恢復經濟均衡之基本要圖，在求二水準之相等。此一目的可由調整物價，調整成本，或二者同時調整，以達成之。實際上，輕微的膨脹，在生產要素報酬率提高，使生產費加大後，即能獲得矯正，而恢復均衡。輕微的收縮，亦不難抵銷，待生產要素效能一有改進，其報酬率在同時再偶有降低，則生產費，不久即可降至均衡水準。故緩和的膨脹和收縮，一般言之，可於短期內因生產要素真實報酬及效能之長期趨勢，在生產費用上所造成之相當變化，而獲得矯正。

較為嚴重之膨脹或收縮，則非徒憑成本水準之相當調整，所可望自行矯正者。生產要素報酬率之固定性甚大，非經長久時期，報酬在膨脹時期獲得提高，或報酬和效能收縮時期一減一增，則無以恢復均衡。在此種情況下，若想恢復均衡，須採用意在引起物價水準上之適當波動的措施，並佐以費用水準上之若干調整，才能有濟。引起物價水準上之適當調整，可由變通銀行信用的製造對償還的比率，以達成之，也就是經過變通當時貼現率的途徑。以這種方法，促使物價水準下跌，平時并無巨大困難。若想促使物價水準上漲，至達均衡水準，則大為不易，因為不但當時的「適當貼現率」可能為負的，且即為正的時，採取有效措施，也許為維持金本位起見，為事實所不許。在金本位國家，提升物價水準，僅能與其他金本位國家採取一致之步驟，以達成之；如單獨行動，以冀克服收縮，將見其金準備立有消耗殆盡之虞；假如視保護準備較恢復均衡更具重要，則提升物價水準之企圖，又須放棄矣。一個金本位國家首先單獨調整物價，然後引起其他金本位國家採行同樣步驟，結果一切國家在同時採行一致之措施，使彼此物價水準同達與費用相等之水準，自然也有可能。雖云如此，金本位所施於物價管制之牽制，未可忽置之。

膨脹或收縮達至嚴重的極峯時，若想恢復均衡，則非貨幣政策有積極之轉變不為功。極端的

膨脹通常係由政府利用貨幣制度，籌措平時假稅及舉債所徵集之款項，有以致之。在此種情形下，制止物價狂漲的首要，在平衡預算，使財政的挹注不再乞憐於發行及中央銀行借款。發行一經停止，物價即有回跌之勢，蓋社會即將減小其貨幣結存之真實價值，以迄小至感覺不便之數量；待過個時期，結存之真實價值即行回升，至人民願假貨幣形式以保持之正常水準。假如膨脹未至艱奇嚴重程度，生產要素報酬率經長期連續的增高後，即可恢復均衡。此曾見諸法義二國，在上次大戰及戰後的膨脹時期，二國的物價均曾漲達五倍。但當已達極點，物價及貨幣制度感陷於混亂時，或須另樹新貨幣制度按照舊鈔面值極小的百分數，換發新鈔。前德奧二國於極度膨脹後，即採行此法。

金本位國家之極度收縮，一般言之，係由於幣材之相當供給，有增產的困難，使黃金的價值發生長期的變化，有以致之。在此種情形下，謀均衡的恢復，如僅憑成本水準的下降，顯難濟事。一單位產品的真實成本，減退緩慢，欲使生產要素的報酬率有長期連續的減退，則須有巨量的失業，此由經濟方面言之，實為浪費，由社會方面言之，亦非可能。極度之收縮，在金本位國家，亦非徒靠信用擴張所能克服者，蓋如黃金生產所用真實成本有較大的增加時，雖一切金本位國家同時採行一致之行動，亦不能使物價上漲好多，且此種行動尤難持久。在此種情形下，建立膨脹通貨所須之基礎的簡便途徑，即為放棄金本位，或貶低通貨價值——就是減低貨幣單位所含之純金量。

四 貶價

收縮與物價跌落之害，非吾代所特有。世界在以往亦有多次經驗，惟於瞭解上則嫌渺茫而已。在中世紀及其以後二百年間，黃金白銀的產量，微末不足道而當時二金屬的存量可供造貨幣者，又趨減少。貨幣存有量，除因磨擦而有減損外，又因輸出和非貨幣用途的分用，而日感空虛。蓋以十字軍後，於東方的初期的貿易，大抵引起了金銀的外流。在第十五世紀，御庫中金銀的增多，減少了社會上貨幣的供給。僅亨利七世一年中所聚斂之金銀，大抵幾達五十萬鎊，此數在當時英國頗為可觀。社會的真實財富，在當時有巨量的增進，又使貴金屬在美術及工業的用途時髦。在十四十五兩世紀中竟有以貨幣金屬製花邊，織錦，鞍韉，和盤碟者。在當時，人口和貿易均有增進，貨幣經濟又取了封建時代經濟地位，此亦增大了貨幣有限供給的負荷。

在當時為保存貴金屬的供給量，以充貨幣使用計，金銀的出口及貨幣的熔燬，悉加限制。辦法頗與當今統制貨幣黃金供給量的條例相似。一三三五年愛德華三世的敕令有如下之規定：

(註七)

一、茲規定今後教徒及其他，如無朕頒執照，不得運金幣出境，銀盤及其他金銀器皿同此，違者，禁品沒收。

又，金匠及其他均不得熔燬金半便士及法星 *Halfpenny*，以製器皿，違者，除沒收熔金外，並予拘押，非待另獻與熔金半數相等之黃金後，不予釋放。前頒與本旨相背之特許狀及特權均失效。

在此以前，已有類似之限制。遠在十三世紀的末葉，已有禁運金銀，出口船隻須受檢查，以防金

銀外流之事，凡此悉有案可查。可知金銀禁運，由來已久。此後重商主義派，悉以金銀貨幣論聞名，無不主張貴金屬一概禁運，臆其理由，或恐引起物價連續的下跌和收縮的來臨。此等理論自難云合理，然亦不若經濟學家多人所指稱之甚。似此禁運禁燬的限制，垂至今世尚在實行。聽任貨幣黃金，由人民恣意使用，眼前各國恐無數例焉。（註八）

減緩物價下跌的一重要方法，在貶低鑄幣之價值——即減少貨幣單位所含之貴金屬的重量。世界上的重要國家，及今尚未採行此法，以貶低其貨幣價值者，恐無一例。以法國而論，其法郎（利佛 Livre），原為銀質，重一鎊。建法國在一八七三年停止鑄造銀幣時，一法郎所含之純銀，約為其原有者五分之一矣。當今之金法郎，其純金僅為其一九一四年含量五分之一強而已。以英國而論，其鎊原為「陶耳鎊」Tower-pound（一一·二五金銜壺斯）之白銀。二百餘年來，幾經改鑄，當今一單位之純金屬含量，已減至不及原有者二分之一矣。減少貨幣金屬含量，由來已久，究起於何時，已不能憶及，且在各國今後不放棄金屬本位，而有收縮之虞的期間貶低貨幣純金屬含量之事，必繼續有之。（註九）

可驚異者，貨幣貶值，反對者殊少。根據郝推，羅智兒斯，肯寧漢三氏之研究，英國當日之貨幣貶值，適足抵銷白銀價值的上漲。肯寧漢嘗著論稱：「白銀價值已緩緩上漲，而物價尚相當穩定者，以貨幣改小故耳，蓋此足以預防虛名物價之下跌，否則烏得不跌。」羅智兒斯有言曰：「雖一再減少貨幣純金屬含量，而物價並無蒙受影響的跡象可尋，而人民亦毫無怨懟，實為大可注意者。」蓋以在物價與工資受習慣的決定之限度內，減低貨幣單位的純金屬量較調整商品及勞務價格為易耳。如郝推所云：「為保存一國之貨幣計，將貨幣金屬的純度減低，此中決無不忠實

之處；當中世紀的世代，工資和物價甚為固定，如此貶低貨幣成色，自非妄舉。」（註十）英國減低其貨幣成色至巨大程度，迄未激盪物價上漲，原因何在，每有人發問。李嘉圖謂以貨幣貶值，沒使貨幣數量有相等之膨脹故耳。「所以在英國的鑄幣史上決尋不得通貨跌價與貨幣貶值成正比之事例；其所以然者，蓋以未嘗使貨幣數量與其內在價值之減低，有正比例之增加耳。」（註十一）

茲再就美國而論，其本位幣之純銀含量，自然向無變更，雖於一八七三年廢止自由鑄造。然其金元之純度，則數經改革。當一七九二至一八三四年間，金元純度原為二四·七五噸。此由銀元之純度比較觀之，未免過高，故鮮有運黃金至造幣廠，請求代鑄金幣者，即時或有之，亦必多為運輸出口者。遂於一八三四年減低金幣純度為純金二三·二噸，以使金銀法定比價與二者之市場比值相等。逮一八三七年，又提高元之含金量至純金二三·二噸，使兩種貨幣所含貴金屬量彼此一致。美國在一八六二至一八七八年間，因採行不兌現紙本位之故，僅停止鑄造金幣；然自一八三七以迄一九三三年，則金幣之純含量，始終保持在二三·二噸。一九三三年農業調整條例塔馬斯修正案，授權總統相機減低金幣純含量至百分之五十。當時雖未正式貶低金元之價值，而復興金融公司 Reconstruction Finance Corporation，則按照略較二〇·六七元一盎斯純金法價為高之價格購買黃金。一九三四年之金準備條例 Gold Reserve Act，則直令總統減低金幣的純含量，以不少於百分之四十，又不多於百分之五十為度。金元遂依令貶值，純金含量減至原度百分之六十弱。

一國實行通貨貶值，非即為膨脹，其用意或在遏止物價繼續下跌，及極端嚴重之收縮，或藉作提升物價，以恢復經濟均衡之手段。此非謂貨幣貶值本身，能引起物價自動的上漲。須社會所

得及支出有所增加，而此則有賴於貨幣數量的增多，否則，貶值於物價並無影響。僅有在貨幣含金量減少以後，銀行準備增多，信用擴張有了基礎，物價始受衝激而上漲。故貶值政策欲期奏功，尚須再將貼現率壓低，或使「適當貼現率」升高，足使二者相等，引起銀行擴張信用，然後經濟均衡於焉以至。當今美元已與一定重量之黃金脫離關係，此可使美國貨幣當局自由管制其幣制，而不受黃金價值波動之牽制。故今後能避免極端嚴重的收縮，並非過奢之望。

註釋

註一 克思斯：貨幣論，卷一，一五五至一五六頁，分膨脹和收縮為三種：商品膨脹與收縮 Commodity Inflation and deflation 即物價漲跌；所稱膨脹與收縮，即貨幣所得之增減；利得膨脹與收縮，即利得的增減；今統稱膨脹與收縮。

註二 絕對的或相對的膨脹一詞，曾經多位經濟學家使用。見哈伯雷 G. Haberler：黃金與貨幣穩定，五五頁。

註三 論及絕對的和相對物價波動時，馬紹爾曾著論稱「黃金之漲價，即為一般物價之下跌。……但人民使用此二名詞時，無疑必各有其涵意。當我以黃金之漲價與一般（黃金）物價之跌落相較時，……黃金漲價是指購買一切勞工之能力增加。此地所指一切勞工，係只包括手工，即生產人之勞動與從事於任何工業人之勞動均包括在內。為增加我所用的涵意之正確性起見，容舉一例。今假定由一般物價所測度之黃金購買力，增加百分之三十；再假定黃金購買力工作之能力，增加百分之十二，或云平均的黃金收益跌落百分之十二，則依我使用之涵意。物價原於生產的改進而生之跌落，為百分之十八，而原於漲價或云價值黃金昂高者，為百分之十二。此與一般物價下跌之意義不同。馬紹爾：證言錄，三二至三三頁。

註四 克思斯：貨幣改革概論，二二頁。

註五 貨幣供給量減少，其害之大者，恐為生產人與財富交換人的企業所遭之損害。應記取當今工業制度下財富生產之

唯一目的，為預期中之營業利潤。……在此種情形下，假如物價在原料購置與成品運銷期間發生略跌趨向，且有延
續傾跌時，必致演為嚴重事項。」渥克爾 F. A. Walker：經濟與統計漫談 A Discussion in Economics and
Statistics，二二三頁。

註六 克恩斯，貨幣改革概論，二八頁。

註七 布蘭德 A. E. Bland 布銳恩 P. E. Brown 及陶森 R. H. Tawney 有關英國經濟史之公文摘要，二一八頁。

註八 或立法案，節制工資利息，及物價等，用意除政治宗教者外，無非在一部分地維持低水準之生產成本，以避免收
縮。

註九 減低貨幣純金屬之另一辦法，為維持其總量，而增大其合金比例成分。採行此法者，待過個時期後，當再將貨幣
加以改進，減低其總量，恢復原來成色。達成此種貶值之方法甚多，頗有以高妙方法。持飾貨幣之劣質者。例如有
以劣金屬為心，外包以標準純度之厚銀片，使新幣之外表及重量與原幣無殊者。有選增合金百分數，致劣金屬量甚
多。使其顏色及性質俱形外溢者。英國於一五四三年至一五五一年，當亨利八世及愛德華六世朝代，即極度採行此
法。

註十 肯普漢 W. Cunningham：英國工商業之發展一冊，三二七頁註。羅奇克斯 J. H. T. Rogers：工作與工資六百
年，二四一頁；郝雅，通貨與信用，二七八頁。

註十一 李嘉圖：經濟原理，廿七章。

第十四章 商業銀行與物價水準

一、銀行信用，物價及生產

如前所述，美國貨幣供給量之最大部份，為經商業銀行製造，由存戶簽發支票之活期存款。此在貨幣總量中約佔百分之八十。其運用亦較法幣為頻，故美國交易百分之九十，悉憑存款貨幣作支付。人所以妥係持存款貨幣者，全繫於以此種方式保持其財力之利益。在一定的條件下，存款貨幣與法幣間有一定之比例，為於人至形便利者；人即依此比例支配其所有之貨幣數量。此一於人方便之比例，此時與彼時不同；在繁榮時期存款比例較在蕭條時期為高。存款貨幣之製造率，在蕭條時期減緩，為原因之一。在蕭條時期，社會因對銀行將存款充為法幣的能力發生懷疑，故寧願保持法幣，為原因之二。社會喜愛法幣勝過存款貨幣，實即金融恐慌的起因和其後果。社會持有貨幣數量的轉變，如僅限於形態，於物價並無影響，惟此種轉變每與其價值之波動同時演進。

存款貨幣在數量上的變動，則至關重要，蓋將影響物價與生產。一般言之，存款貨幣，係因銀行為應付企業家對借款的需要而製出者。借得後，即付與生產要素，以換取其勞役，社會所得及支出因以增大。這較大之支出，乃引起生產的增加，物價的上漲。生產增加幾何，物價上漲若干，胥視當時產業狀態如何而定。倘就業已達充量點，則支出所增者，大多僅刺激物價；如尚有若干之失業，則這較大的支出，也能促進生產。反之，假如企業家償還銀行借款，致存款貨幣數

量萎縮時，生產要素的報酬率減少，社會所得及支出遂以減低。其於物價及生產之影響，亦視當時產業狀態如何而定。倘企業家所獲利得大過正常營業收益時，則此支出所減者，大多僅影響物價；當時企業家所得僅為正常營業收益時，則此所減者，大多影響生產。因為銀行借款，主要用於資助投資，又因為物價及利得的差異影響投資的原故，所以存款貨幣數量上的變動，必改變社會資源用於生產消費財和投資財的形態。

存款貨幣數量上之差異，所予生產和國民所得的運用之影響，可由一具體舉例見之。茲假定一社會有人口一百萬，每年共生產真實所得一億二千萬件(R)，貨幣報酬為一億二千萬元(E)。假如一年全部生產悉數售出，換進貨幣，而全部貨幣所得，亦盡用於購買這些產品，則一件產品之價格，按諸所得與支出之基本方程式 $R = E$ ，應為一元。在此種情形下，物價恰與成本相等，所以企業家所獲者，適為正常營業收益，無利得，亦無腐蝕。假如生產及支出(包括投資在內)依此準度進行，則物價水準在此全歷程中，必安定不變，一單位產品，恰賣一單位貨幣。

茲再假定社會有貨幣供給量二千萬元，以資此等交易的進行，其中六百萬元由企業家保持為最低限度的結存，備以應付營業上的需要；其中四百萬元由消費者持為最低限度之結存，藉供購買消費品使用。所餘之一千萬元，在一個時期內譬如一個月，由企業家支給各生產要素，作為報酬，然後再由生產要素付與企業家，作為購買其產品一千萬件的貨價。在此種情形下，每尺每月貨幣所得為十元，而每人每月所生產與消費者，亦為十件。在所得與支出，生產與消費不生變化的期間，此均衡狀態即得維持於不墜。

今更假定企業家由銀行借款二百五十萬元，用於在一個月內購買為投資使用的商品，社會消

費及投資在本月內爰以增至一千二百五十萬元，而生產量則仍為一千萬件，但每件產品的價格則在本期間漲至一·二五元。在此較高的物價水準下，消費者將發現其真實所得減了二百萬件，而企業家的投資則增了二百萬元。（註一）今消費者因真實所得降低而其消費因以減少的部份，即社會因出於強迫所作的儲蓄部份；亦即社會投資所增之部份。投資一增，物價便漲，企業家即於生產及售銷中賺致利得。倘生產要素尚未充量就業，則投資增加一種影響，為增大生產；但如已達充量就業點時，則其影響為刺激物價上漲。

假如報酬率不予提高，企業家仍按照一千萬元酬給生產要素時，則維持每件一·二五元之價值，非企業家將其二百五十萬元之利得用於投資或支出不為功。一般言之，在企業家有利可賺，社會遭受膨脹時期，則投資依舊進行。但利得的存在，終必激漲生產要素之報酬率，消費人之支出因以增大，待均衡一經恢復，則生產要素之真實報酬，復為所產之一千萬件矣。此新均衡必恢復在較高之物價水準，所得較大，支出也較大，所須現款結存亦較以前為大。

企業家償還銀行借款，影響物價，利得和生產，及社會儲蓄和投資之理，正復與此相同。可假定貨幣數量為二千二百五十萬元，就中有六百萬元由企業家持為最低之現款結存，準備營業使用；四百萬元由消費者持為最少現款結存，以備購買消費品使用。所餘一千二百五十萬元於每月初由企業家支給各生產要素充作報酬，再於本期中又變為一千萬件商品之貨價轉回至企業家手中。在這種情形下，每人每月平均所得及支出，則為一二·五元；而其在本期中的生產及消費量（包括投資在內）則為十個單位；每單位的價格，則為一·二五元。

假定，企業家於某月以二百五十萬元歸還銀行。倘如此數係由其結存額內撥出，而此後其結

存額即保持在此較低之數，則另外措施，自無採行必要。但償還銀行借款，而尚欲維持其原數之結存額時，則必至擊破經濟均衡。籌措這筆款項，通常有兩種方法：（一）為多提存貸出售。（二）為減少就業，及減低生產要素的報酬。惟這兩種方法，均不免使投資萎縮。如所採者為第一種方法，則物價跌落，營業有虧蝕，就業降低，報酬減少，終至新均衡建立於較前為低之物價及貨幣所得的水準上。如所採者為第二種方法，最後結果仍復相同，僅不過就業及報酬率降落在先，物價跌落在後而已。慣例多半是二法兼用：既減用生產要素的就業，又多拋存貸。物價必較成本所跌落者為低，社會必經歷收縮，待物價與成本，儲蓄與投資獲得所必須之調整後，均衡始行恢復。

銀行信用的製造，並不能直接增進社會財富；銀行借款的償還也不能直接減少社會的財富；其能影響財富的生產和利用者，乃存款貨幣數量的變化，故此於社會至關重要。舒模彼得嘗稱：「這為顛撲不滅之真理者，銀行業務不能產生財富，……僅為達成生產因素更佳部署的一重要手段而已；如有儲蓄因此而生，亦非普通所謂之儲蓄，乃吾人可名為強迫儲蓄者」。（註二）

社會未嘗不可採行措施，以抵銷銀行信用製造與歸還比率上之變化而維持經濟均衡；惟此須經濟制度具有彈性，惜這種制度尚付闕如也。是以必須管制銀行業務，使銀行信用製造與償還的變化不致引出擊破經濟均衡的因素，並須用巧妙的管制使經濟體系上擊破均衡之因素得以抵銷。

二 準備與存款之比率

商業銀行之組織及經營，係以賺取最大利得為目的。此一廣泛觀念，由短時間觀察縱非如

此，但由長時期觀察時，則確為屬實。無疑在銀行界中亦具有意念，視所任者為公眾信託，在某種情形下決定政策時，公眾福利應放在私利的前面。這種意念，在英蘭銀行十二聯邦準備銀行，其他中央銀行這一類金融機構的管理上最為顯明；這些銀行的主權及經營雖操在私人手中，然以謀求公眾福利為主旨。但這公眾信託的意念在商業銀行殆全不知為何物。即充其量，僅有一渺茫意念，謂賺致最大利得之政策，大多同時於公眾利益亦有裨益而已。

銀行業既為商業之一，故持資產以牟利得為目的，於選擇資產時，以有滋生淨營業利得之能力為指針。故銀行賺致所得之資產悉為其滋生利息，租金和利得的權利——總之，即其放款與投資。但為維持業務計，銀行亦須持有他類資產，此類資產雖不能直接滋生所得然於其管理上之便利與經濟，則至有必要。這類在銀行為維持其業務絕對所必需，而非所得直接來源的重要資產，就是他的準備。銀行系統製造信用的政策，即大多參照其現有的準備量而決定者。職是之故，欲研究銀行業務時，須就其準備先加以研究。

準備有時經立法加以規定，而實際上亦為維持業務經常所必需者。此一則因為每日有以存款貨幣兌為法幣的需求。平時櫃台上的支付，總是等於在一個時期中存進的法幣額。惟這提取，可能集中在早晨，而存進則在下午；或提取發生在一週的某幾日，而存進則在這週的其他幾日。應付法幣週流上之這種差異，銀行非有足夠的準備莫辦。二則因為票據交換發生逆差時，須有法幣以資清結。在平時，一行的對其他銀行的債權，本足以抵銷其對他行的債務，但有時他的債務也大過其債權，清結這種的差額，亦非素有準備不可。三則因為，有時對法幣突然發生非常巨大需要，為應付這樣意外之需，亦非常有準備莫辦。此外社會態度的驟變，也可能引起重大的提現，

或造成鉅大清算逆差。銀行應依照預料中突發事件的性質及其頻繁次數，保有較足應付平時提現及清結清算逆差所需為多之準備。

廣義言之，銀行一切資產，悉為準備，於必要時得用以換取法幣。但狹義言之，銀行僅視其庫存及存放中央銀行和同業的法幣為準備。在美國依法律之規定，聯邦準備會員銀行須各以其存款百分之七或百分之十或百分之十三交存其當地聯邦準備銀行。此種存款名為法定準備。大多數銀行此外又以其資金存放聯邦準備銀行或其他地區的商業銀行以備清結其票據清算逆差之用。——稱曰清算基金。銀行更保持一定數量的各級面額之法幣，以備櫃台上憑票付現使用——稱為庫存現金。清算基金及庫存現金連同「緊急準備」Emergency Allowance，三者構成營業準備，法定準備及營業準備，同為必需之準備。此必需準備，在存款中通常佔一定之比例，惟此比例，在收縮或膨脹時期，各有不同而已。準備對存款之比例數可稱為準備比率 Reserve ratio，存款對準備之比例數，可稱為存款倍數 Reserve multiple，故二者互為倒數。

準備率超過正常準度時即為超額準備。銀行即憑此決定其滋生所得之資產（放款及投資）持有量的擴張政策，因超額準備的存在表示增加所得之機會，尚未予利用。從那方面講，當準備率低於正常準度時，所持者即為額下準備 Insufficient reserve 銀行此時如依然維持其滋生所得之原有資產量，利得自大，但高瞻遠矚時，則須將其一部份資產化為資金，補足準備欠額。調整信用製造率的唯一方法，為提高或減低放款的條件，此條件為何，即貼現率是也。假如貼現率係受法律或習慣的規定，而不能自由提高時，銀行或須按照定量在其願主間分配信用；假如不能自由減低時，在願主間則難覓得借戶，勢須到無習慣限制的公開市場上去放款，或購買投資。

因準備過多，向願主放款或購買投資，以擴大滋生所得的資產量時，即有減少準備的作用。蓋以購買投資簽發支票以付貨價，或願主放款任由簽發支票提用時，其在票據交換所的清算差額，則為逆勢，清付這逆差，則其準備為之減低。銀行凡認其準備額在當時為過多者，必擴張其滋生所得的資產之持有量，直至盡加利用而後已。就行為本身言，即是擴張放款和投資藉以貶低準備，使達正常準度，即與存款數量所必需之比例。人雖不明言，常是默認此乃一個銀行增大其滋生所得之資產量的單獨行為。但實際一銀行對準備的調整行為，則大多繫諸其追隨全銀行系統同樣行為的速度。全銀行系統調整準備的行為，則又大多視中央銀行對法幣及準備存款的供給速度而定。

三 存款貨幣之產生

銀行系統增多或減少其滋生所得之資產量，將影響存款貨幣數量。此可由一究存款之性質及其根源見之。一銀行收進之存款，不原於其本身之放款者，為「基本存款」Primary-deposit必增大其準備。假如這項存款，使另一行之準備有數量相等的減少時，則為「轉移基本存款」Transfer-primary-deposit。假如此項存款的產生，不是原於其他銀行的存款和準備有與此相當之減少時，為「額外基本存款」Additional-primary-deposit。三者各自的特徵是：「基本存款」增大收受銀行的準備；「轉移基本存款」使銀行系統的準備無所增減；而「額外基本存款」則使全銀行系統之準備增加。應注意者，「額外基本存款」僅發生於黃金的輸入，法幣的發行，中央銀行對滋生所得之資產的購買，中央銀行對準備信用的融通，和民衆變法幣為存款貨幣。在某種情況下，中

中央政府之財政措施，亦可引起超額準備和「額外基本存款」的增加。

由銀行假以書面信用而生之存款，為「借貸存款」Loan deposit如前所述，願主動用其「借貸存款」時，即使其他銀行發生「轉移基本存款」。當借戶以其「借貸存款」之一部份向同一銀行之願主作支付時，即產生「過戶存款」Derivative-deposit（即不出貸放銀行之存款）。「借貸存款」使其他銀行「轉移基本存款」所增之程度，亦即該放款銀行的準備所減之程度，但於銀行系統之準備總額則無何影響。但以「借貸存款」既增加銀行系統存款總額及使其準備需要額加大的原故，所以使其超額準備率縮小。故當銀行系統製出足夠之「借貸存款」時，雖不能使其準備數量減少。但可使溢額完全消滅。

「額外基本存款」或超額準備能使銀行系統對滋生所得的資產之擁持力和對存款的製造力，至其額外或超額準備數倍之大。譬如某金本位國家銀行乙的願主，存進若干由國外運入的黃金。此即為「額外基本存款」，能使銀行乙及銀行系統的準備增大。擊破法幣與存款貨幣之正常比率，結果有一部份存款被提出，使社會之法幣持有量增大，使銀行系統之準備有等量的減少。對此存款的餘額，銀行乙須保有準備。所以因「額外基本存款」而生之超額準備的大小，胥視社會手頭對法幣的需要，及銀行對新存款所須保持之準備如何而定。

銀行乙有了超額準備，即擴張其對滋生所得之資產的持有量，比如假借放款的形式。今假定銀行乙決定以與超額準備相等之放款貸予其願主丙。而以「借貸存款」的形式之信用授之。這項「借貸存款」必有一部份以法幣形式被願主提出，以維持法幣與存款貨幣之比率，餘者則以支票動用之。此「借貸存款」中必有一小部份因變為「過戶存款」的原故，仍由銀行乙保持；但其中

大部份則在同業中變為「轉移基本存款」，使其準備增多。銀行乙的超額準備固已消除，但其他銀行則生了超額準備，至與其「轉移基本存款」減除其應有之準備的相等之數。茲再假定這些銀行亦憑其超額準備擴張其對滋生所得之資產的持有量，因而製出「借貸存款」。這些「借貸存款」亦必有一部份以法幣形式由借戶提出，以維持其手頭法幣對存款之比率，餘者亦憑支票動用。如此銀行乙之超額準備佈滿全銀行系統，原始之「額外基本存款」引出倍許之「借貸存款」。社會對法幣之額外需要以及銀行系統製造「借貸存款」對準備之需要，二者為消除超額準備之因素；銀行系統製造「借貸存款」的總額，胥視此二種需要如何而定。反之，準備的減低，亦使放款、準備、及存款貨幣有數倍大之收縮。

安哲爾及費思科 Angell and Fick 二教授，曾就美國銀行在一定超額準備條件下影響擴張因素之重要性加以估計。一銀行擴張其「借貸存款」之力量，可由次一方程式見之。

$$L = \frac{C}{r + (1-r)\left(1 - \frac{s}{1+b}\right)}, \text{ 式中}$$

L 為一銀行所能製造之「借貸存款」的淨額；

c 為用以應付各種需要的現行法幣及準備額——即超額準備；

r 為銀行之通常準備比率；

s 為放款銀行與銀行相對的大小；

b 為社會平時所需法幣對存款貨幣之比率。

假如放款銀行未收得「過戶存款」（此由其相對的大小決定之），則其所能製造之「借貸存款」、

必恰與其超額準備數量相等。在準備比率（ r ）為 $\cdot 10$ 時，而法幣對存款貨幣（ b ）之比率為 $\cdot 09$ 的條件下，一普通美國銀行能製出之「借貸存款」為其超額準備之一， 00000 四倍。一最大銀行能製出之「借貸存款」為其超額準備之一， 017 倍。

全銀行系統可能製造之「借貸存款」，視其超額準備及社會對法幣的需要與各銀行對準備的需要如何而定。其製造能力可由次一方程式表示之：

$$L = \frac{C}{b+r}, \text{ 式 } \gamma$$

L 為銀行系統所能製造的「借貸存款」總額；其他符號之意義，各仍如上所述。在銀行系統準備比率為 $\cdot 10$ ，而法幣對存款貨幣之比率為 $\cdot 09$ 的條件下，銀行系統所能製造之「借貸存款」，為其超額準備五 $\cdot 26$ 倍。（註三）在繁榮時期，當法幣對存款貨幣之比率降低時，則法幣需要對準備之壓力即行免除；銀行系統所能製造之「借貸存款」，可達其超額準備的十倍（存款倍數）。

銀行能否製造存款論戰已久，此種論戰一部份原於名詞定義的不同，一部份原於未能把握個別銀行營業政策所能施於全銀行系統狀態之全部影響。卓著的銀行家李夫先生曾明白表示稱，銀行不能製造存款，其言有曰：「銀行不能貸放較其本身所能借得者（即其收進之存款）為多之款。……蓋於放款業務，銀行受存戶認為合於經營交與之款數的嚴格限制」。（註四）誠然，設有一個銀行放款，能超過其超額準備所允許之範圍者；但此超額準備，即可憑以製造「借貸存款」。故銀行放款即或無深遠影響，而云銀行能製造存款，尚為屬實。況銀行放款確有深遠影響，且極為

重要，蓋一銀行之「借貸存款」，使全銀行系統發生「轉移基本存款」，亦從而製出「借貸存款」。誠如魁克所云：「一銀行之現款，有額外之增加時，雖不能使其自身之存款立即有數倍之增益，然其累積作用，則使全銀行系統的存款有數倍之增益」。(註五)

以上各種關係，可總結如下：當一銀行之準備率顯示正常時，非「基本存款」能增加，不能作額外放款。基本存款一旦增加，即能製造「借貸存款」，與其超額準備相等。不過所增者如僅為「轉移基本存款」致使另一銀行之準備因以降至正常準度以下時，則此另一銀行又須收縮其放款矣。「額外基本存款」，使全銀行系統之準備增加。此不僅使承受銀行能製造「借貸存款」，至與其超額準備相等之數，更將使全銀行系統之準備因收進「轉移基本存款」而膨脹，憑此超額準備製造「借貸存款」，達存款倍數之最高峯。由此觀之，銀行係假放款與投資，以製造存款，不過其製造率則視其收進之準備如何而定而已。

四 銀行業務之管制

如上面所假定者，銀行系統係比照準備以節制其存款使達到與準備之正常倍數。在英國能節制準備率者，僅此方法而已。英蘭銀行的放款及投資行為，決定銀行準備的供給量，銀行系統即比照這供給量，調節其「借貸放款」，寧可自己收縮放款，請願主逕向英蘭銀行融通資金，而決不想使英蘭銀行多假以放款或收購其所持之證券。在美國會員銀行想達到其準備與存款最高的倍數時，不但可假調節其「借貸存款」製造的途徑，更可經由向聯邦準備銀行質押或出售其資產，以求額外融通準備的途徑。如此恢復正常準備率，在英國則徒憑「借貸存款」製造率的調節，而

在美國則更可依賴向聯邦準備銀行借款，以增加準備的能力。故美國第二種調節準備的方法，在必要的時候，雖可容許放款有緩和的收縮，但於有利可圖時，亦可使放款根據借得的準備趨於極度之膨脹。

銀行準備率，實際上並非固定一成不變者。在工商業活躍時期，銀行系統即增加放款和投資，則其準備率每較正常準度略形為小，反之在經濟蕭條時期則遠較正常準度為大，假如須交存中央銀行之法定準備為一不變的存款百分比，此種準備率雖有其彈性，仍不免流於呆板。在英加及其他無法定準備規定的國家，準備率十分靈活；在經濟循環不同的階段中之變動，可有較大出入。死板的準備規定大抵有害而無益，因為於必要時，使銀行系統及個別銀行猝然調整其準備對存款之比率，雖於自身有害，亦不得不收縮存款或膨脹準備。故貨幣管制的廣括計劃，極應包含準備限制之節制。

銀行系統激起物價水準上之變動，係憑擴張或收縮其「借貸存款」的速度。膨脹或收縮「借貸存款」的影響為累積的，蓋擴張存款物價即漲，利得加多，企業家受其激蕩，從而益多借款項；收縮存款，物價便跌，利得減少，企業家遂減少借款。職是之故，物價因漲而益漲，因跌而益跌之說不無所見。銀行系統提高其放款條件（即其貼現率）和價格不低不購買投資，此在平時本可遏止物價和利得的增漲。但在無利可圖的時期，如想僅憑降低放款條件以提升物價及利得，則未見恆常有效。歷低放款條件，能激動邊緣借款人向銀行借款，自無疑義；但想引起借款上大量的增加，則非減低這條件至無利水準，斷難濟事。在此等情形下，欲提高物價水準，唯有增大平衡貼現率，而此則須政府擴大其投資行為——本問題當待後文討論。

銀行係為牟利而設立；於製造信用時以牟得至大利得之意念為指導原則。利得最高時期，為工商業最活躍時期，即膨脹時期，比如在一九一四至一九二〇年期間，銀行系統即曾獲得非常鉅大利得。在蕭條時期，利得則大為減縮；倘如放款及投資屆時再不能收回，而資產又行跌價，則更有破產之虞。就全部得失比較言之，繁榮時期的非常得利，未足以抵償蕭條時期利得之低微和巨大的風險，則似了無疑義者。舒模彼得云：「銀行在穩定的狀態下營業，較在重息高利的繁榮時期與有損失之經濟萎縮和蕭條時期相尋的狀態下營業更易繁榮」。(註六)

緩和信用製造的波動，雖於銀行本身有利，但在膨脹時期而熱心於限制信用之供給；在收縮時期而熱心於增大其供給，務採一種與一般銀行政策相反之方針者，則尚無一例。蓋在共同膨脹時期，如一家銀行單獨不增大其放款及投資，將見其自身較競爭的同業擁有過多之不生所得的資產，其所獲利得亦遠在一般水準以下；反之，在收縮時期其準備雖極形雄厚，而其放款在顧客間仍覓不得需求。如此一行之政策，對於產業榮枯時期信用之製造量殆無影響，徒使自己失却其在產業活躍時期本可賺致之利得，不能隨同業增大其在產業蕭索時期的利得。是以背着一般銀行信用政策以期不違公眾利益，獨作砥柱，於己必毫無利益。唯有中央銀行管制銀行準備的供給，能左右銀行的信用製造量，此政策既不須僅着眼於利得，則其決定正可以公眾利益為依據。

紐約大通國民銀行資產負債表 一九三四年十二月三十一日

資產

現款及存放同業

五一四、七三一、五三三・五五元

直接並完全保證之聯邦政府債券	五〇三、四三四、八〇三・一九元
省及市證券(二年滿期)	七七、三六八、五三五・七二元
其他省市證券	三一、六八七、五三五・七二元
其他證券(二年滿期)	二〇、四五二、三九六・五二元
聯邦準備銀行股票	八、一六〇、〇〇〇・〇〇元
其他債票及證券	九三、五三一、五八七・九二元
放款，貼現，及銀行承兌票據	六五一、〇六九、七六六・〇三元
銀行房產	三九、九三〇、〇二九・八〇元
其他不動產	一、六四〇、三八四・五〇元
抵押放款	四、〇五五、二八一・七四元
顧客承兌負債 Customers' acceptance liability	四一、四三六、五四一・五五元
其他資產	一一、五五二、九一七・六三元
總額	一、九九九、〇五〇、八四七・三一元
債	
股本(優先)	五〇、〇〇〇、〇〇〇・〇〇元
股本(普通)	一〇〇、二七〇、〇〇〇・〇〇元
公積金	五〇、〇〇〇、〇〇〇・〇〇元
未分利得	一八、八三九、三六三・四四元

意外準備

租稅，利息等項準備

存款

保付支票及本票

待付承兌票款

待轉交分支行項目

因票書承兌票據及外國匯票之負債

其他負債

總額

(1) 各種銀行資產負債表

一九三九年六月三十日(百萬元)

一八、五七〇、三二〇・七〇元	一、二一六、四三五・三二二	一、六三九、〇八六、三八六・八四元	七〇、七〇五、九八八・〇三元	四三、八三六、八一九・八六元	八八六、八一三・七七元	四〇八、〇五五・一五元	五、二三〇、六六四・二〇元	一、九九九、〇五〇、八四七・三一元
----------------	---------------	-------------------	----------------	----------------	-------------	-------------	---------------	-------------------

資產

庫存現款

存放聯邦準備銀行及其他銀行之準備

由其他銀行應收項目

票據交換應收款項及其他現款

放款，貼現，及透支

聯邦政府證券

國民銀行

三五二

二、四九七

二、五三五

三一二

七、六九八

五、六四六

(2) 其他銀行

二九九

一、九〇一

一、三九九

三〇八

七、六九八

四、二一七

其他債票股票及投資	三、七〇三	三、一四八
銀行房產及設備	六五六	四七四
其他不動產	一五二	二九〇
其他資產	三五一	六一一
總額	二三、九〇二	二〇、三四五
負債項目	國民銀行	其他銀行
股票及資本券 Capital notes	一、七三八	一、七四六
公積金	八五四	一、二三八
未分利得(淨)	二五七	二三七
意外準備	一二五	二九九
未分類活期存款	九、二八一	八、二五二
聯邦存款(郵政儲金除外)	八八九	八三六
應付其他銀行及信託公司項目	二、六八四	一、六八三
定期存款(包括郵政儲金)	六、八九一	五、一七二
保付及本票和其他存款	一八七	一九一
國民銀行鈔票流通額	六九八	.....
應付票據，再貼現及附帶費用	五八	一九六
其他負債	二一二	四九五

總額

二三、九〇一

二〇、三四五

(1) 通貨管制局局長一九三四年報告，九四至九六頁。

(2) 不包括股份儲蓄及互助儲蓄銀行。

註釋

註一 本例係假定社會所作之支出，不用以購買上期之產品乃用以購買本期者。並假定生產要素不徒用以生產消費品且毫無困難的亦用以生產投資財。此等假定既非事實，故生產要素之真實所得自較本書文中所說者為少。此為工資基金說 Wages fund theory 應用於強迫儲蓄之一特例。

註二 舒模彼得 J. A. Schumpeter. 「經濟循環之說明」The Explanation of Business Cycle. 見 *Economica* 一九二七年，三〇五頁。

註三 安普瑪及齊恩科 J. W. Angell and K. F. Fleck. 「銀行信用之擴張」"The Expansion of Bank Credit". 見 *政治經濟學刊* *Journal of Political Economy* 二月及四月份一九三三年。

註四 李夫 W. Leaf. 「銀行業」*Banking* 一〇二頁。

註五 魁克 W. F. Chick. 「銀行存款之產生」見 *Economica* 一九二七年，一九六頁。

註六 舒模彼得 J. A. Schumpeter. 「經濟循環之解釋」The Explanation of Business Cycle. 見 *Economica* 一九二七年，三〇六頁註。

第十五章 中央銀行及物價水準

一 中央銀行之功能

在大多數國家貨幣制度之管理，係由中央銀行任之。中央銀行增大或減少其滋生所得資產的數量時，多半能決定銀行系統憑以製造存款貨幣的準備數量。中央銀行又供給社會用以補充存款貨幣之法幣；遇社會要求以存款兌現時，銀行系統即仰賴中央銀行供給以足夠之法幣。在金本位國家，中央銀行更經營黃金及金匯的準備（此視本位為何而定）。既管理銀行準備和法幣，又經管金準備，故中央銀行實為貨幣制度運營的最後關鍵，其政策如何對於一國之經濟生活的節制，頗具左右能力。

銀行系統之準備的大部份，存放中央銀行，此一以限於法令，二以亦有其便利。遇有需要時，會員行得憑此簽發支票，互作支付。如達準備感有不足時，更得持其貼現票據請求重貼現，或以資產向之押借，以補充其準備。至會員銀行願否利用中央銀行重貼現的便利，則視其對準備有無即時需要，及額外借貸準備，有無生利機會而定。假如企業家大量需要銀行信用，而中央銀行之重貼率又形低廉，則會員銀行自願貶低準備，擴張放款，因有按照有利條件再借得準備之把握。在特別有利的條件下，也許專為增大其滋生所得資產量（放款和投資）起見，而申借準備。是以在中央銀行調整其願向會員銀行所收之重貼現率時，（就是說供給銀行準備），即足以影響銀行系統願意貸予企業家之信用數量。

中央銀行左右會員銀行準備，尚有一重要方法，即公開市場政策。中央銀行購買證券時（如承兌票據或政府公債），能使銀行系統的準備增加。假如證券係由企業家售出，而以售賣所得存放會員銀行時，則銀行系統自由準備所增者，即中央銀行所付一證券價款減「額外基本存款」應有準備所餘之數。假如證券係由會員銀行所售，則銀行系統的準備所增者，即為中央銀行所付證券價款之全數。反之，中央銀行拋售證券時，承受者無論是會員銀行或為企業家，必使銀行系統之準備減少。故中央銀行之公開市場政策（買或賣證券）於左右銀行系統之準備，實與其貼現營業具有相等之重要性。惟二者間有一重要區別：請求重貼現，而願納因此所生之費用者，由會員銀行主動之，辦理公開市場政策，則由中央銀行自主之。

社會對存款的供給，決定法幣的需要當法幣對存款貨幣的比率顯示過大時，社會即以其法幣的一部份存放銀行，以減小之。會員銀行亦能憑藉放款及投資的方法，減低這種比率，況有民衆存進之法幣，正可充作放款的準備。反之，當法幣對存款貨幣的比率顯示過低時，社會能變其存款為法幣，以提高之。會員銀行的償付力本繫諸其對存款兌現力之保持，因以亦繫諸其為應付民衆這種需要而保持的足夠之法幣。會員銀行固能將存放中央銀行之準備立即掉為法幣。惟這種掉現，必使銀行系統之準備趨於空虛，便發生另借準備的必要。其所以然者，即以民衆對法幣有更多之需要有致之。能應付這種法幣及額外準備需要者，唯中央銀行而已。

於供給銀行以準備和法幣，中央銀行能隨時相機自由處理。但在金本位國家，這種行動，亦受須對存款及法幣發行保有金準備之規定的限制。以美國而論，本已放棄金本位，而聯邦準備銀行對於存款須係有百分之三十五之黃金憑證，對於聯邦準備券則須係有百分之四十之黃金憑證充作

準備。如此中央銀行的營業，一部份係繫諸其對黃金之持有量。緊急條款 Emergency provisions，雖准許在某種情況下停施有關金準備的規定，但中央銀行所受之限制，未因此即行免除。故在某種時期，譬如經濟蕭條，加強銀行系統的準備，雖有其需要，却中央銀行所持黃金數量的不足，而不能滿足。且停施金準備之規定，亦未見恆為一良好驗方，頗可引起人對黃金準備及兌現力之懷疑，使資金逃避，致金準備無以維持。故加諸中央銀行營業之任何限制，均足削弱其對貨幣制度之控制力，使以維持經濟均衡為目標之貨幣管理工作，益感棘手。

須保持金準備的重要性如何，視其如何影響中央銀行重貼現及公開市場營業而定。假定中央銀行係以維持貨幣與黃金或外匯之平價為其管制之主要目標，則其一切業務之控制，或在達成這一鵝之際。在這種條件下，假如會員銀行須格外借貸準備及法幣，而適達中央銀行之金準備正感低微之際，則或有告貸無門之苦，迫不得已，則須緊縮其存款貨幣數量，使達與準備之正常比率。在中央銀行自身感覺準備低微時，其自身亦須採行措施，以補充之。達成之方法，在誘使物價下跌，利得降低，生產和報酬率均形收縮。比照黃金準備，管理貨幣制度，所以可以擊破經濟均衡者，原因在此。

中央銀行之政策，尚有其他二目標，近年來極受人之重視，即穩定物價和維持經濟均衡是也。以足以促成物價水準上之相當穩定，和足以抑止膨脹或收縮趨勢之方法，來節制中央銀行之業務，為普遍相信可能者。大致言之，會員銀行的準備倘如予以妥善的管理，使足保證銀行信用的製造與償還還有適當之比率，則此二目的，或可以達成。

二、中央銀行之控制手段

聯邦準備銀行，為美國中央銀行，其控制銀行信用的擴張和緊縮之重要方法有三，即勸導，重貼現，公開市場營業是也。三者未見恆常有效，即有效，亦未見相等。聯邦準備銀行，對全部企業界之政策，具有影響力。其職員所發表之意見，各報均廣為徵引，而企業家更每遵為指針。其聲明如謂銀行擴張信用已形過度，則可能使企業家不熱心於訂立再需銀行借款之承造契約，沖淡會員銀行擴張放款及投資之志願。至其與會員銀行與企業界之直接關係，對於銀行信用政策之形成，尤其重要。蓋於平日往來之際，可表達意見，使之注意，更可提出建議或忠告，以左右其信用政策，復可經由兼任聯邦準備局職員或聯邦準備銀行理事的重要企業家，使其意見達諸工業界。

聯邦準備銀行憑藉勸告，指導信用政策能力，因近年來的立法，大為增強。向者，僅依習慣限制會員銀行須憑其所給予之重貼現，便利申借準備；其利用這種便利，作投機放款者亦想加以制止。一九三三年之銀行營業法 Banking Act，始授權聯邦準備局厘訂規章，由聯邦準備系統遵照承受會員銀行所申請之重貼現，並授權聯邦準備局對會員銀行所作之證券市場票據抵押放款加以限制。凡經警告，而仍利用聯邦準備銀行所給予之便利，從事於投機放款者，得拒絕再予以重貼現之便利。對於不遵行聯邦準備系統信用政策之會員銀行的懲處權，授權聯邦準備局及銀行後，使這控制手段較以往更具威力。雖云如此，然尚非一十分有效之控制手段。蓋勸告於遏止膨脹性之信用擴張，雖云有效，而於矯正收縮性之信用緊縮，則斷難奏功。

屈至一九二三年止，重貼現制，迄被認為聯邦準備系統有效之最重要控制手段。其論據為，提高重貼現率時，將使會員銀行歸還其借用之準備，並收縮其放款與投資；反之，減低重貼現率時，則將使之增多其對準備的申請，從而擴張放款和投資。近年來，人多開始懷疑重貼現控制銀行信用之效力。無疑的、重貼現率之調整，於節制銀行信用之效力，確不若原初人所預料者之大。

重貼銀率效力有兩方面，應加辨識。現在人多承認，因為工商業無利可圖，致銀行信用沒有需求時，雖按照低廉之利率供給準備，亦不能誘使會員銀行擴張信用。但提高重貼現率時，則足以制止以借貸準備為基礎的信用擴張。重貼現率，每當抵達賡懲點時 A Penalty rate，（即借貸準備的費用大過其所能賺致之利益，）即有限制信用和減少對準備銀行負債的傾向。因為重貼現率鮮有高遠習慣的貼現率的原故，所以每有人說重貼現率並不能制止信用擴張。不知銀行放款亦有費用；故低於貼現率之重貼現率，仍可為賡懲率。更以銀行的資金不但用於貼現，而亦供作拆款 Making call loans 和投資的原故，所以重貼現率，每逢高過銀行不願意按照放款或投資，却願意按照借進準備之利率時，便發生限制作用。百分之四或以上的重貼現率，在平時狀態下即可生效。使信用擴張減少。但通常有效，而又變為無效的時候，亦有之。在拆息 Call money rates 和投資收益高的時期，百分之四的重貼現率，顯非賡懲率。

時有人辯論稱，因銀行系統能擴張放款至其借貸準備數倍之大，故雖賡懲率，亦未能制止信用的擴張。此實為本問題一錯誤見解。一個別銀行，增加其放款及投資，僅能及其借貸準備之數。速重貼現率提至近於會員銀行放款利率時，再靠借貸準備放款，則無利可圖矣。除非會員銀

行採取共同行動，全部借貸準備，一齊擴張信用，纔能獲利，蓋非如此全體經重貼現可增之準備，則斷不能給予各單獨銀行以放款至其借貸準備數倍大之能力。惟此種情形，不易發生，因為太不穩定。假如銀行各自減少重貼現的申請，而多靠「轉移基本存款」為其增加放款的準備，也可增多其利得。惟此種情形也不易出現，因銀行系統須有若干程度的聯合，而此在美國則尚未作到。(註一)

偶爾也有人說，即或個別銀行擴張放款，不能超過其借貸準備之數，而按曆懲率借貸準備，仍可有利，因這較高之重貼現費用，可使依據原有準備所作之放款平均担負之。如此之論據，殊為刺謬。假如在根據這新借得的準備放款之際，能夠提高懲原有準備而放款的貼現率時，則可不待新放款，而這貼現率亦必能提高。按高昂之重貼現率，借貸準備，斷不會徒因根據原有準備而放款的利率能以同時提高的原故，即行有利。利與不利，僅得以根據新借來之準備而放之款測之。在想像中僅有一種情形，能使會員銀行按照曆懲率借進準備放款而尚可獲利。即會員銀行向企業家所收之貼現率，全不高於重貼現率，然後齊向中央銀行申借準備，誘使提高其重貼現率，因而給會員銀行造成乘機提高貼現率的機會。惟此種情形，在美國顯然為不存在。

假如會員銀行準備的供應，甚為豐盈，或其準備因「額外基本存款」而有增加，而此增加之來源，非中央銀行控制力所能及者，比如來自國外的黃金輸入，此時想控制製造信用，中央銀行必極感棘手，因銀行準備的供給，在當時已不再仰賴於中央銀行所供給之便利。遭逢此種情形時，想節制會員銀行的準備，仍有可能，即由中央銀行拋售證券。此須中央銀行減低其滋生所得之資產持有量，方可使會員銀行的準備有同量之減少。但如由外來的「額外基本存款」為量至

巨，而中央銀行的資產，又為量有限時，如欲節制會員銀行的準備，以遏止其擴張放款，或非所能濟事。有一點，應加注意，由外來的「額外基本存款」之巨量增加，在非金本位國不會發生。

聯邦準備銀行在公開市場上的營業，以買賣政府公債及銀行承兌票據為主，至買賣他類證券，僅偶爾有之。聯邦準備銀行此種營業，自一九二三年以還，即被視為最重要之控制手段。其運營權，現操之一公開市場委員會 Open Market Committee，該委員會由聯邦準備銀行各出一代表組設之，每季在華盛頓至少集議一次。凡不遵行聯邦準備局所採納之規章的聯邦準備銀行，不得經營公開市場營業，其決定不參加經聯邦準備局所建議之公開市場營業者，須以此事函知公開市場委員會。

時常會員銀行不仰賴聯邦準備銀行供給準備的時候。其信用量的控制僅能假手於證券的拋售。這種營業，假如規模宏大，可壓低會員銀行的準備，至迫使之申請重貼現，以補充其準備，或自行緊縮其信用，聯邦準備銀行即以此種方法，使其重貼現率發揮效力，而同時即以其信用收縮政策強施於各借款的會員銀行。以控制手段的效力而論，公開市場營業所以較重貼現營業為優者，蓋以聯邦準備系統能操自主權促成隨己意的信用狀況。

聯邦準備銀行之公開市場上營業，在收縮時期欲引起信用擴張，不若在膨脹時期欲引起信用緊縮，更容易收效。在公開市場上購買證券，其美意雖在多供給準備，然其無力於引起銀行信用的膨脹，則與低廉的重貼現率在企業家不需向銀行借款的時期，不能誘使申借準備是一樣。假如會員銀行對聯邦準備銀行有負欠，則此證券的購買，將使之償還其前借之準備。如無負欠，則徒使發生超額準備，而不能使之擴張信用。以某一意義言之，在公開市場上購買證券，假如不是由

會員銀行自己拋出，則可視為無償供給準備的特種辦法。

在收縮時期如何增大銀行放款的数量，厥是信用管制上的鉅大問題。此固不能由按照低廉之重貼現率額外供給準備直接達成之，然如經由公開市場營業，或可間接以達成之。大規模的購買證券，有增高長期利率的傾向，因以有誘使投資財物價上漲的傾向，因亦有增加生產投資財借款需要的傾向。然欲求顯著之效，或須將購買的規模較前再行擴大。即此間接方法，仍未見一定有效。遇有此種情勢時，能引起物價上漲，和踵此而來之銀行放款需要增加的唯一有效方法，厥為直接投資。這種控制手段中央銀行則不便運用，或須由政府承做，而由中央銀行供給因政府投資引起信用擴張所需之準備。

三 聯邦準備政策

聯邦準備制，始於一九一四年，僅一短短時期發展廣泛之信用管制政策和其達成之有效控制方法。自一九一四至一九一七，三年的光陰，盡耗於有關組織的問題上。一時曾實行差等重貼現率的複雜制度，擇定數種票據，特予優待，惟施之未久，即予廢除。在聯邦準備制度實施最初的幾年期間，各方的情形，殊不利於當今視為基本重要目標的達成，如穩定物價和維持經濟均衡等。黃金由交戰國大量的湧入，法定準備依照聯邦準備條例的減低，使銀行系統的超額準備增加，至遠非聯邦準備銀行的能力所能吸收，以制止膨脹者。結果物價猛漲，在二年中漲達百分之七十。在這黃金有大量流入，供作擴張信用的準備之期間，物價究否能予穩定，無論如何，均成問題。

在一九一七至一九二〇年期間聯邦準備系統業務的運營，特以便利政府籌措軍需為目標。其重貼現率始終保持在較低之水準，以誘使會員銀行消納政府公債，及以信用假給其願主，以資助他們也購買公債。政府財政需要，一直到一九二〇年均在支配着聯邦準備政策。物價馬有不漲，自一九一七年國家參戰起至以後三年為止，騰漲之最高峯幾達百分之五十。在一九一九年為緩和物價的漲勢起見，聯邦準備系統曾有所努力。重貼現率予以提高，警告會員銀行對信用的擴張須加以限制，並不得利用重貼現便利，作投機使用。可注意的，在這參戰連同戰後共三年期間，物價確較前二年上漲者為緩。

一九一九年以後，聯邦準備當局認物價高漲，迥人為之結果，非壓低，不足以建立正常之商業狀態。因此，在一九一九及次一年的期間，始終維持着一高度的重貼現率，準備銀行所擁之證券數量，立形巨減。對一九二〇及次一年的巨大收縮，顯未作任何制止性的努力；在一年有奇的期間，物價下跌者，達百分之四十四。一九二二年後工商業及物價的回蘇，大半因為又有大量黃金的流入。如此因聯邦準備銀行假予之便利而得製造之信用總量在一九二二至一九二四年間雖減少十萬萬餘元，而在同時各會員銀行之準備則有增加。惟一九二三年後的聯邦準備政策，有一位得注意之點，即對於公開市場營業重要性之認識是也。聯邦準備銀行故於一九二四年，在公開市場上大量購買證券。供給該年經濟不景氣之後膨脹信用所需之準備。連復興後，又減低所持證券之數量，增加重貼現票據，而準備信用總額，則幾乎仍舊。自一九二一至一九二七年，尤其是於此種政策之實行，故聯邦準備銀行得以奏功。

為遏止一九二七年的收縮和物價之跌勢起見，又將貼現率減低，同時又大量買證券。在一九二七至一九二九年期間準備信用 Reserve Credit 爰有大量之增加，而尤以經由重貼現之形式者為多。此時之準備信用寬大政策之意圖，一半在補充會員銀行之準備在一九二七及次一年因黃金外流而引起之減少，一半在協助英國維持其對外匯率之穩定。逮至末期，此政策又自相矛盾，一方面既憂鬆動的信用狀態，而他方又要避免會員銀行信用的擴張。聯邦準備銀行曾想制止會員銀行承作抵押放款，為貫徹計，將重貼現率提高。一九二九年之信用準備及重貼現數量悉因以略形減少。會員銀行之準備，雖未因之減少，但此乃原於紐約市拆息高昂，致有黃金由外湧入，而為量之大，遠非聯邦準備銀行所能吸收有以致之者。為制止擴張信用，以免供作證券市場票據投機起見，重貼現率再予提高。一九二九年工商業及物價之衰退和證券市場之崩潰，乃美國在歷史上最嚴重的經濟蕭條之先驅。

聯邦準備銀行遏止收縮企圖的失敗，明示中央銀行通常之控制方法，有其限度。一九三〇年，紐約聯邦準備銀行將重貼現率貶至其有史以來最低之水準。次年各聯邦準備銀行的信用政策，又趨過度緊縮，此或出於願保護金準備之意圖。及至一九三二年，信用準備量又迅予增加，但物價下跌不止。四月間，又開始大量購買證券，而物價的下瀉則仍不能制止。外國銀行在當時雖由紐約市場撤走其資金，致銀行準備減少，但此準備信用的巨量增加，則足抵補之而有餘。會員銀行之準備總額，固然較前為大，第以當時民衆失却其對銀行之信賴一事衡之，則亦未見過大。聯邦準備銀行促成銀行信用擴張的計劃，未能奏功，因為在商業無利可圖的時候，企業家不需要生產借款。可知聯邦準備銀行在膨脹時期制止信用擴張（雖未見恆常有效），較在收縮

時期刺激信用擴張則易為力。職是之故，聯邦準備銀行之管制計劃，應主要側重於信用和物價機
構上失衡的預防，雖其能矯正一部份失衡狀態之現有方法，亦不必忽視。

(1) 聯邦準備信用及重貼現率 一九二一至一九三三年(百萬元)

年	準備信用總額	美國證券	貼現票據數	(2) 重貼現率(紐約)之百分比
一九二一	二、一二八	二四八	一、七五〇	四·五〇
一九二二	一、二二四	四五三	五六五	四·〇〇
一九二三	一、二一一	一七三	七六八	四·五〇
一九二四	一、〇〇二	四一六	三七二	三·〇〇
一九二五	一、二一二	三五二	五一一	三·五〇
一九二六	一、二七二	三四〇	六〇一	四·〇〇
一九二七	一、一八八	四二二	四五六	三·五〇
一九二八	一、五三四	二八〇	八九六	五·〇〇
一九二九	一、四八八	二二四	九七一	四·五〇
一九三〇	一、〇九〇	五七一	二七五	二·〇〇
一九三一	一、二八九	六七三	三三五	三·五〇
一九三二	二、〇八三	一、五〇二	五〇二	二·五〇
一九三三	二、四二四	二、〇七五	二四七	二·〇〇

(1) Survey of Current Business, Annual supplement, 一九三二年；二月，一九三三年；二月，一九三四。未清信用平均數。

(2) 各年終之通行率。

四 對聯邦準備制度上所建議之改革

聯邦準備銀行對於貨幣制度之管制，尚未足以言已告全功。其在一九二三年至一九二七年間之營業，於穩定物價及減少工商業之波動雖有裨益，然其於防止在一九二七至一九三三年間之銀行信用不必要之擴張和矯正繼此而來之嚴重收縮，却完全失敗。其政策所以失效者，在一定限度內應歸咎於黃金有大量之輸入與輸出，致調節準備信用之功用被抵銷。由這個來源所生之紛擾後因金本位的放棄，幸得免除一部份。此外，十二準備銀行又各自為政，於幣制之管理每互有掣肘之處。彼此之政策，乃至時相衝突！在同一時間，此則擴張準備信用，彼則緊縮，此在當時，決非出於州際貿易差額所必須者。此種情勢，倘有聯邦準備銀行更精誠之團結，如另組織一新公開市場委員會更兼有聯邦準備局賦予之擴大權限，大可獲得補救，如此等權限再予延伸，則所致之成效，當更巨大。

聯邦準備銀行，向於防止會員銀行過度擴張信用上所遭之困難，今因有權拒絕以重貼現之便利再予作投機放款之會員銀行而獲得一部份之解救。惟此外，聯邦準備銀行更應賦有得以準備信用拒絕假予為任何目的過度放款之會員銀行，以為佐助。較此略形緩和，而尚足以防止根據借貸準備而作過度信用擴張的方法，為對信用基限以外之會員銀行負債徵收累進的重貼現費。聯邦準

備條例一九二〇年四月修正案即以此權授諸聯邦準備銀行。這一防止過度利用準備信用的方法，僅有數行曾予運用，且未奏效，此一部份因為收縮期間非運用此一方法的適宜時機有以致之。惜此法實行未久，即於一九二三年予以廢除。聯邦準備局本應賦有權柄，於見借款不相宜時，准由準備銀行對過度的借款課取累進利息。此如行之於一九二八及一九二九年，或足以防止會員銀行重貼現營業之巨量增加及防止隨之而來之膨脹狀態。(註二)

加強信用管制最有效之方法，莫過於授聯邦準備局以調節會員銀行法定準備之權。當今會員銀行祇須以其活期存款百分之七至十三存放當地聯邦準備銀行，充作準備。此種規定，因限於法律，不能配合銀行信用擴張或收縮的需要。必使有彈性，方不須辦理未見恆常有效之公開市場及重貼現營業，即可使銀行系統自由準備伸縮自如。一九一七年聯邦準備局曾首提此建議，惜因遭人反對，而被放棄。克恩斯向然此說；魯克未爾委員會曾以此建議給英蘭銀行。(註三)一九三三年農業調整條例塔馬斯修正案以此權授諸聯邦準備局，在非常時期於呈准總統後，而予以執行。修正案有云：「聯邦準備局於經不少於其職員五人之可決投票，並經呈准總統後，得依據信用膨脹情形宣佈緊急狀態的存在，並得依照緊急時期規章相機提高或減低活期或定期存款的準備結存額」reserve balances。這權柄，不應僅限於緊急時期得以運用，在其他時期，不使聯邦準備系統多具此一控制力，並無良好理由。

聯邦準備制度應有之最重要改革，即其管理目標應有所更張。必須承認，貨幣管制之基要目標，乃在維持經濟均衡，及減少物價之波動。聯邦準備制度之一切權柄，即應向此一目標而予利用。

五、中央銀行及金本位

中央銀行行動的自由，如受黃金準備對法幣及會員銀行準備比率規定之限制，則貨幣管制必不能抵達維持經濟均衡和減少物價波動之目的。當國外物價適在跌落之際，如想維持國內物價水準之安定，必致引起黃金外流。此時中央銀行如無自由黃金（超額準備），則須緊縮其對法幣及會員銀行準備之供給。其於銀行信用數量之影響，可由次一方程式見之：

$$D = \frac{G}{R(b+r)}, \text{ 式中}$$

D 為必須減縮之銀行信用量，即存款貨幣量。

G 為黃金之輸出量；

R 為黃金準備對法幣及會員銀行準備之比率；

b 為人民所須法幣對存款貨幣之比率；

r 為會員銀行準備對其存款之比率。

在美國，假如聯邦準備銀行須以黃金贖其法幣，更假定適在聯邦準備銀行缺乏自由黃金，而會員銀行又無自由準備之際，又有若干的黃金被輸出，則銀行信用將有較黃金輸出量大五倍的收縮，倘若此 R 為 .35，b 為 .09，而 r 為 .10 時。（註四）此種情形下，維持金準備的呆板限制，顯予中央銀行貨幣管理工作以至大之束縛。

聯邦準備銀行之資產，一九三四年，十二月卅一日。（千元計）

黃金憑證，現存及存財政部之數

黃金

兌換基金—聯邦準備券

其他現款

準備總額

兌換基金—聯邦準備銀行券

經貼現之票據：

對會員銀行貼現者

對中介信用銀行貼現者

對非會員銀行貼現者

貼現總額

購進票據：

應以元支付者：

即時購進者

約定轉售者

應以外幣支付者

票據購進總額

工業放款

五、一二四、三四七

.....

一九、〇六〇

二五七、五七七

五、四〇〇、九八四

一、六七七

六、九八八

.....

七四

七、〇六二

一一二

.....

五、五〇一

五、六一三

一四、三〇一

聯邦準備證券

即時購進者

二、四三〇、二五六

約定轉售者

.....

政府證券購進總額

二、四三〇、五二六

其他信用：

市債券

.....

向外國銀行應收款

八〇五

浮存(未收超過應付而未付之數)

四、八八〇

其他信用總額

五、六八五

其他準備銀行之債券

二八、五〇二

未收項目(未包括在浮存項目以內者)

四五五、二五二

本行房產

四九、一六一

一切其他資產

四三、六五二

資產總額

八、四四二、一四五

聯邦準備銀行負債，一九三四，十二月三十一日。(千元計)

聯邦準備券：

由其他準備銀行持存者

二八、五〇二

行外流通者

三、一九二、六〇五

聯邦準備券流通總額

三、二二一、一〇七

聯邦準備銀行券在流通中者，淨存款：

二六、三九〇

會員銀行——準備存款

四、〇九五、九四六

聯邦政府財政部——普通存款

一二〇、七四六

外國銀行

一九、三九四

其他存款

一六九、二六四

存款總額

四、四〇五、三五〇

應付未付

四五五、二五二

資本實收額

一四六、七二五

公積 (sec. 7)

一四四、八九三

公積 (sec. 13b)

八、〇六九

意外準備

三〇、八一六

其他負債

三、五四三

負債總額

八、四四二、一四五

聯邦準備券的發行額

三、五二〇、三六五

銀券由聯邦準備代表人發與聯邦準備銀行者

三、三一六、二〇〇

由領券行交進，現由代表人保持之質品

三、三一六、二〇〇

黃金憑證現存及由聯邦政府財政部應收者

三、三一六、二〇〇

黃金

合格票據

聯邦政府證券

質品總額

聯邦準備銀行鈔券發行額

發與聯邦準備銀行者（未收回者）

發行質押品：

貼現及購買之票據

聯邦政府證券

假如中央銀行持有自由黃金準備，信用緊縮則可以避免。因有多人以增加中央銀行可隨時動

用之自由黃金準備數量為建議者。穩健者提議減低中央銀行法定黃金準備額，急進者則主張完全廢除。麥克米蘭委員會則建議斬斷法幣供給量與金準備之關係，對金準備僅予最低限度之規定，

且經財務部許可後可暫時再行減低，藉以增大英蘭銀行的自由黃金數量。（註五）此如予實行，定

能增強中央銀行對國內物價水準及工商業之控制力。且一時能使中央銀行維持國內物價水準不受其他金本位國家物價之影響。但繼續維持國內物價水準，在其他金本位國家物價水準以上時，則

此按照一定比率以黃金贖法幣的規定終將使中央銀行的金準備流於空虛。此固可假國際貿易及金融的限制辦法而予以防止；但如必須破壞國際貿易的關係，方足以維持金本位時，則保持金本位

以其有便利於國際貿易之說，豈非失其依據。

.....
五、四八七
二四一、四〇〇
三、五六三、〇八七

三十七、五九〇

.....
四二、八七四

若干經濟學家稱，在金本位制度下，個別國家自不能管制其貨幣制度，以達成穩定物價之目的，但如多數重要國家的中央銀行彼此合作，則能管制黃金之價值，以保持物價之穩定。在範圍廣大的合作條件下，此自可奏效一時。但黃金乃一商品，其價值終須由其與其他商品及勞務的相對生產成本決定之。要黃金價值高時，（即物價較低），非持有大量閒置之黃金莫辦；要黃金之價值較低時（即物價較高），非津貼其生產無濟。在近的期間，黃金價值的管制能否奏功，殊為問題。即或黃金的價值能在一切國家保持得相當之穩定，（此為不可能者），此恐仍不能防止經濟行為上的波動。欲防止經濟體系上的失衡，必須使中央銀行居主動地位，能節制銀行信用量，和儲蓄與投資量的變化，以消滅貨幣以外之擾亂因素。假如再免除中央銀行按固定比率以黃金贖貨幣的義務，俾能便宜管理貨幣制度，以求經濟均衡之維持及物價波動之減低，則此目的更易達成。

注釋

注一 即或在一致行動條件下，會員銀行能作數倍其「借貸準備」之放款，而得按較重貼現率為低之利率向願主放款，然聯邦準備銀行如欲制止，則仍屬易事。聯邦準備銀行得按照使企業家向會員銀行借款，以購買證券而能獲利之價格出售證券。此將使銀行之準備隨借隨空，凡按照重貼現率為低之利率承辦貼現者，悉為虧本人。

注二 此種方法應係以另一種權柄，凡地限借貸準備者。得令提交質押品。當今聯邦準備銀行向之借款至起還其資本及公積時，在習慣上僅使及百分之二十五保質品 *marginal collateral*。此種方法可將諸超越信用界限之借貸。保證質押品數量可使為累積者；此可使借款銀行耗盡其提交質品之能力。故為使上項規定具有彈性計，當聯邦準備銀行認為用狀況有其需要時，得令提交保證質品。

注三 克恩斯：貨幣論二卷，二六〇至二六一頁；財政及工業委員會報告，一五九頁。

注四 安哲瑪與賓德科 J. M. Angell and K. F. Flook. 「銀行信用之擴張」見 *Journal of Political Economy*, February and April, 1933. 參政分會參政員 A. E. Goldenweiser. 「有關穩定之點數」，一九二九，二六頁。

注五 財政工業委員會報告，一四二頁。

第十六章 經濟循環

一 經濟循環之各方面

經濟行為 *business activity*，有一特性，即其不斷之變動。其所表示者，一部份為人口和社會財富正常之發展，一部份為生產力求與季節相配合。此外尚有他類之經濟行為的波動，因有週期性，稱之為經濟循環者。其顯著之特性，則為在生產量和國民所得運用上之巨大差異。這差異在各工業上，並不一致，而在資本財生產業上者為最大。消費財的生產除非在異常繁榮或極端蕭條的時期，致生產的進展一時受阻，不能盡其所能，否則不至有若何巨大差異。投資的數量則反是，在國民支出中乃變動最大者，在經濟行為波動的歷程中可升至高峯，亦可降達谷底。故經濟循環理論之主要問題，在解明資本財生產及投資差異的原因。

典型經濟循環的各方面，指明經濟行為週期變動之性質。生產行為在正常準度以下，而繼續消沉的時期，曰蕭條期。其表徵為，生產減退，而尤以屬於資本財者為甚；及生產要素大量的失業。此時商品價格視成本所跌者為低，企業家所賺者，較正常收益為小。破產者時有所聞，企業改組者在在皆是，為墊付生產所須資金向銀行借款有減無增，投資差以日見萎縮，凡此悉表示企業在當時之利。

生產行為仍在正常水準以下，但逐漸加緊的時期，曰復興期。其表徵為生產增加，而尤以屬於資本財者為最，但其準度仍較低。此時商品價格視生產成本增漲者為高，惟工業家所賺者仍不

及正常收益。雖云如此，然為墊付生產所需資金而向銀行借款者，則漸有起色，投資雖仍形渺少，但逐有增加。生產要素就業者，亦開始加多，但距充量程度則尚遠而已。

經濟循環中之蕭條及復興期，可合稱為產業收縮期 *Period of business deflation*。其特徵為：生產要素就業不足，生產量較小，物價視生產成本為低，商人所賺者不及正常收益，銀行信用及投資量均較小。此時生產要素之報酬率，有轉較物價為高之傾向。

生產行為在正常準度以上，且日形增強的時期，曰繁榮期。生產量，尤其是屬於資本財者日形巨大，走向最高峯。物價視成本為高，且繼續上漲，企業家賺巨大利得，期望中之利得更形龐大。結果就業增加，向銀行借款者日衆，投資水準高漲。

物價開始跌落，視生產成本為甚，商業利得逐漸縮小，但未至完全消滅的時期，曰衰落期。此時的生產，尤其是屬於資本財者日呈減少，但為量仍大；就業不若前此之甚 *Intensive*，第並無失業。在此期的前段，銀行放款不見減少。逮至後期，則開始衰退，投資銳減。

經濟循環中之繁榮及衰落期，可統視為產業膨脹期 *Period of business inflation*。其特徵為生產要素充量及過度就業，生產量較大，物價視成本為高，商業利得過份的大，銀行信用及投資量同較為多。在此期間生產要素之報酬率視物價水準為低。

經濟行為上之波動，偶爾有另一特性，亦甚為重要，向受人人之注意，這一特性名金融恐慌。在經濟行為每一階段中心有其一定之物價水準和生產水準，爰必有其一定數量之貨幣，為不但便於，亦為扶育生產和國民所得的利用所必須者。此一貨幣數量，由一適度數量之存款貨幣和法幣相配合而成。假如這貨幣數量及其配合比率不敷社會需要時，便發生所謂之金融恐慌。譬

如，商人需要更多之存款貨幣，以履行其承製諾言，而銀行系統獨感準備空虛，致無以再假以信用時，即發生商業危機。挽救之道，在由中央銀行額外供給準備，再由會員銀行按照相宜條件向穩健借戶慷慨放款。又如，社會因某一原因，突然願假法幣形式以保持其大部結存，爰紛紛請求以其大部存款兌現，而會員銀行尚無力應付時，則發生銀行業危機。救濟之道，在由中央銀行以適量之法幣供給有清償能力之銀行。在經濟循環的各階段中，均可發生金融恐慌，不過商業危機多隨極度繁榮而來，銀行業危機則多與極度蕭條相偕而至。

二 經濟循環之過程及烈度

經濟循環及其構成階段之烈度和過程，各有巨大差異。有極度緩和，經濟行為上的變動非一般人所能見及者。有極度顯赫，能引常人之注意者。在一九二四年的蕭條期間，工業生產之最低點，比較一九二三至一九二五計三年期間之平均數，低百分之十六。一九三三年之最低生產點比較一九二九年的平均生產量，低幾近百分之五十。此等差異，亦可見諸繁榮時期，僅不若蕭條時期者顯著而已。一九二六年為一中常繁榮時期，其間經濟行為最緊張一個月的生產，較在一九二三至一九二五年期間之平均數高百分之十一。一九二九年五月為生產在美國史上最高的一月，其產量比較在一九二六年七月至次年八月間之平均生產量則僅高百分之十七。可知繁榮期之差異，顯然較蕭條期者為小。此為勢所必然者，蓋可利用之生產要素的供給，有一高度的界限，為增產所不能超越者；而減產，除完全停止外，則無所謂低度的界限。（註一）

關於典型經濟循環的長度，在估計上有巨大差異。前一世紀之普遍見解，為十至十一年。及

至本世紀的初期，則多謂為七至八年。更近美國人士又認為長短不定，雖其平均數認為三至四年。估計有如此之懸殊甚難折衷。所以如此懸殊者，一部份或因在不同的國家有不相等的歷程。也許原於近年來有關循環研究的對象，均為短期者，故反映循環有趨於簡短之傾向。或因經濟學家於估計以往之經濟循環時，僅測度兩個商務危機當中之時期，或僅測度經濟行為上之巨大差異，而致估計上發生錯誤。此暗示又有一新可能，即週而復始，烈度強弱不同的循回，或云以十年為期之劇烈長期循環，此長期循環又包含性質緩和的三小循環，而每小循環，長達四十個月；惟此說尚無足以服人之證明。

美國之經濟循環的過程，確較其他國家者為短。依據驛浦教授之研究，美國自一七九六至一八六〇年，於六十四年中共有循環十六週，每週恰為四年。自一八六〇至一九二三年，於六十三年中亦有循環十六週，每週則不及四年。自一九〇〇至一九二三年，美國經濟循環平均的歷程，幾縮為三・四年。在英國，由一八五七至一九二〇年，計共六十三年，其間經濟循環平均的歷程，恰為七年。足證美英二國之經濟循環的歷程，有顯著之差異。茲做引一表如次，以示美國經濟循環歷程的參差，及三年一週者佔多數的情形。

(1) 美國經濟循環歷程之長度，一七九六至一九二三年

年數不同 之循環 之數目	循環 之數目
一年者	一
二年者	四
三年者	十

四年者	五
五年者	六
六年者	四
七年者	一
八年者	〇
九年者	一

(一) W. L. Thorp, *Business Annals*, 十三頁。

經濟循環的各階段，長短亦極不一致。一般言之，衰落期及復興期均為時較短。蕭條期和繁榮期則遠較為長，佔全週所歷時間四分之三強。蕭條期長短之變化，又較繁榮期者為大，猶如蕭條期之烈度視繁榮期者為甚。最長之蕭條期，為近代義大利所遭者，歷時一百個月，待至一八九七年復興期始行停止。英國曾歷兩次較長蕭條期，一歷時六十九個月，終止於一八八〇之復興期；一歷時六十八個月，終止於一八四三年之復興期。美國前所經，而終止於一八七八年復興期之蕭條期，歷時凡五十七個月。前開始於一九二九年十二月之蕭條，為美國史上最嚴重者，已經（一九三五年，三月）超過六十三個月。蕭條歷時最長者，亦必為最嚴重者。

繁榮期在近代中歷時最長者，為法國所經者，截至一八四七年衰落期開始時為止，凡歷時七十二個月。英國所經最久之繁榮期，歷時四十八個月，終止於一九〇〇年衰落開始之時；次一繁榮期，屆至一八四七年衰落期發端時為止，計歷時四十四個月。美國所歷最長之繁榮，截至一八八二年衰落期開始時為止，共歷四十二個月。綿長而嚴重之經濟循環，似有國際性，其短而緩和者，則似以個別國家為限界。循環歷程之差異，大半決定於蕭條期之長短。此表示繁榮的變態，

有自行矯正之勢，而蕭條性的失衡，則有累積作用。

有關經濟循環之統計的分析，明白顯示並無所謂正常之經濟循環。循環之烈度和歷程，彼此不同，同一週的各階段之烈度和長短彼此也懸殊。其所以然者，要以經濟行為影響因素之多寡為主因。造成膨脹和收縮的因素，時時存在，不斷活動，以決定商業狀態。當造成膨脹的因素取得優勢時，物價便視成本上漲為速，經濟行為因以增強。當收緊性的因素，取得優勢時，物價即視成本下跌為快，經濟行為因以轉弛。兩方因素假如勢均力敵時，則互相抵銷，可以防止生產發生巨大差異。如此豐年或歉歲，可以防止要發生之商業收縮或膨脹而使之不得發生。當多種的膨脹性或收縮性之因素同時發生，而在他方無勢力以與之相抵抗時，經濟循環之烈度必達極點。

三 各經濟循環學說

經濟行為，按週期變化，原因何在，學說至多。最初之見解，謂經濟循環（商業危機）之顯著特性，乃由當時獨立之現象如戰爭、荒年、重大公司之倒閉，或其他類此之獨立事件所造成，而非歷史之重演。較此為晚近之說，則強調經濟循環有規律性，因舉氣候，雨量，大陽熱，及其他類此之自然現象作解答。當今普遍的觀察，則謂基本原因相同，不過各有特殊之點使循環之烈度增強或減弱而已。茲為便利計，按學說所置重之造因為貨幣的與非貨幣的加以分析，但其他因素之重要性，多數學說亦予承認。

經濟循環最初解答之一，謂為肇端於生產過剩。據謂社會生產能力，每每超過其消費能力，結果生產停頓及若干的失業必致間而有之。常人論經濟蕭條者，多持此見，故其所提供解救之

道，為禁止或減少機械的使用，大量而普遍的減低工時等等，以減少生產。惟經濟學家持此淺近之生產過剩說者，則寥寥無幾人。倘謂生產量，已如此巨大，非復社會所能儘數消費者，無論在以往或在當今，似尚非事實。在想像中將來或有一日，生產力竟如是巨大，至社會願意縮短其長如當今之工時，但如謂此即為目前之情形，則殊為疑問。蕭條並非即生產已超過需要之明證，乃以現有生產要素，按一般成本標準所生產之商品，照通行價格出售而未能獲利之謂。問題乃在物價何以較成本為低，如僅云生產過大，必無裨於問題之解決。(註三)

前經多人主張，而今尚擁有多數信徒之學說，謂經濟行幕上之波動乃影響農作物的自然現象之結果。一八〇一年，天文學家黑爾石勒以太陽黑點可以影響氣候，農作物和物價之議就正於社會人士。吉文思發揮斯議，將英國物價的波動連繫於太陽熱的上面。在吉氏的研究前半個世紀之期間，十或十一年一週之大陽黑點的循環頗與商業危機的趨勢相脗合——一八二五、一八三六、一八四七、一八五七、一八六六各年均有商業危機發生。及至晚近，穆爾又發現農作物在一年之緊要關頭有隨雨量之循環而變化之趨向。雨量八年一週的循環之原因，穆氏歸諸金星對太陽及地球所居之部位的運動。穆氏相信金星的旋轉和繞行之特性，能引起氣象上的風暴，及傳至地球，氣候及作物悉受其影響。此作物上之差異，便影響凡利用農產品為原料而生產之商品的價格和成本。假如工業品的價格有若干之異板性，而其他成本之變動又不足以抵銷農產原料價格的增漲時，則利得必減低，生產差以萎縮。作物的生產有循環，固為公認之事實。這些循環影響工業生產究能至何程度，却尚待研究；但這些循環本身能否構成工業品生產上巨大差異的有力造因，則又頗成疑問。(註四)

若干經濟學家，——內中包括貝之哈特、吉文思、馬紹爾、陶希格、闕古及其他等人——咸認經濟行為週期變動之造因，為產業信心 *business confidence* 之搖動。馬紹爾曾著論稱：「社會整個機構，建立在信心上，當這信心為戰爭、內戰、擾亂性之財政立法，或重大公司發生巨大騙案或有孟浪交易行為的流言所搖動時，產業生命即感窒息」。(註五) 在這為賺利得而高度分工以生產，而生產墊款或靠銀行信用的社會裏，欲維持生產和就業，使循常規前進，而不遭阻撓，則此信心之維持，確屬至要。在這樣之社會裏，使企業家信心動搖的因素頗多，而企業家彼此之關係又甚密切，其中如有一人對產業的信心發生懷疑，則由一傳十、十傳百、至影響全工商業。

假如為某種原因，企業家預料生產將愈為有利時，即從而擴張生產。這種樂觀，可能有其正當理由，但一經傳佈，和增長後，則所引起之生產樂觀和擴張，已非當時產業狀態所許可者。此尤以為遠期及遠地製造商品之工業為然。雖云如此，然如即依所期者進行生產，企望亦可獲一時之滿足。但終有一日生產過多，待拋入市場時，發現其價值已不及所企望者之高。(註六) 此固構成減產之理由，但企業家矯正其以往之錯誤的樂觀時，又每每奔向另一極端，緊縮生產至非所應為的程度。「當樂觀的錯誤暴露後，又走向悲觀的錯誤，其程度如何，則視以前樂觀的錯誤之大小而定。」(註七) 樂觀的錯誤，如此鑄成悲觀的錯誤；兼以二者同有傳染性，故其存在也，牢不可拔。犯樂觀和悲觀的錯誤，既不可免，速犯之後，又影響生產，則此一犯再犯之原因，實有求得解答之必要。

近代擁有衆多信徒之另一重要經濟循環學說，以週期之儲蓄過剩為經濟行為上變動之造因。此說謂在一定之經濟情況下，國民所得在消費與儲蓄間有一足以維持經濟均衡之劃分，又國民所

得在生產要素間有一足以促成這在消費與儲蓄間之適當劃分的分配。假如勞動階級在國民所得中所分之份為數太小時，則消費有降低，儲蓄有過多之傾向。蓋以主權和管理階級，如資本家、地主和企業家既不能，亦不願以其所得之巨大部份用於消費。結果為儲蓄過多，資本生產工業 *capital producing industries* 首先繁榮。速由新資本生產出消費財後，此所增之供給，即促成其價格的跌落。隨物價的下跌、生產收縮、就業減少、工商業趨於蕭條。在蕭條時期，領有及管理階級的所得減少，國民所得的大部用於消費，待儲蓄與消費的失比獲得矯正後，生產即復常態。

(註八)

失比的儲蓄，能引起生產的解體，殆無疑問。假如由消費財構成之真實國民所得大過貨幣所得用於購買這消費財的部份時，消費財之價格即趨下跌，其原因可歸諸儲蓄失比之大，或云消費財失比之多。但基本問題，乃為在消費財的數量倘與貨幣所得用於消費的部份相配合時，巨量的儲蓄是否仍能引起物價與生產上的失衡。社會儲蓄，果如全數用於購買投資財，自無失衡由此一來源產生，不過儲蓄人並非親自以其儲蓄購買資本財。逆條貸與儲戶（企業家）以換取利息。倘若這放款人之利率高至不能引誘企業家借用其全部儲蓄時，失衡即將出現，該時的失衡，係由儲蓄的過多，或投資的不足，或消費的不足所造成，但其近因，則在以儲蓄放款時，所索之利息過高。

四 貨幣性的經濟循環說

近年來，人對貨幣因素所引起經濟行為上之波動的重要性，日增其注意。如前所示。繁榮有

較成本為高之物價相隨，蕭條則有視成本為低之物價相伴。雖云在物價跌落時期可能有繁榮，在物價上漲時期可能有蕭條，但影響經濟循環及其各階段之歷程和度烈者，乃長期物價的動態，則為千真萬確者。渥克爾故云：「受高度刺激的生產時期，與生產緊縮的蕭條時期互相交替，似為與當今世事結構不可分者。處這種的普遍而又不可避免之工商業狀態下，余不能不相信一般物價下跌之趨勢，使紛擾愈來愈頻，愈來愈嚴重，更使之拖長。」（註九）統計證明，在物價繼續漲時期，經濟循環中之繁榮階段則被拖長，在物價繼續跌時期，蕭條階段則被拖長。

(1) 在物價漲跌時期，經濟榮枯之歷程

英國

繁榮時期與蕭條時期之比率（蕭條時期為一年）

一七九〇——一八一五物價漲
一八一五——一八四九物價跌
一八四九——一八七三漲
一八七三——一八九六跌
一八九六——一九二〇漲

一·〇
·九
三·三
·四
二·七

(*) W. L. Thorp, *Business Annals*, p. 66.

美國

繁榮時期與蕭條時期之比率（蕭條時期為一年）

一七九〇——一八一五物價漲
一八一五——一八四九物價跌
一八四九——一八六五漲
一八六五——一八九六跌
一八九六——一九二〇漲

二·六
·八
二·九
·九
三·一

郝推為名聞素著之貨幣性的經濟循環論者。郝氏稱：「經濟循環之其他特性，無論為何，而更重要的則為生產行為及物價水準上之週期波動。」又曰：「經濟循環之重要特性為最大量的生產行為發生於物價水準最高的時候；最小量的生產行為則發生於物價水準最低的時候。」（註十）其要義在指示貨幣性的因素，如何影響物價和生產。

假定以某一原因比如利率降低或機會利於短期資本的利用，銀行信用需要增加。遽增加之信用，用於生產時，消費人之所得及支出差以增多，物價及生產又固以增大。物價一漲，利得即厚。在利率的提高，不足以抵銷較大之利得的期間，銀行信用的需要則繼續增大。終有一日，銀行感覺準備空虛，益以企業家為支付工人工資提取法幣的原故，而更感支絀，致不得不收縮信用。在金本位國家，這黃金準備的支絀所引起之信用收縮，可能為入口及國外投資所需信用之緊縮。信用收縮政策，欲使生效，須提高短期放款之利率，此外自尚有其他阻撓借款的方法。蓋利率提高，將迫使商人向製造商減少訂貨，並拋售存貨，以減少其負債。此雖不致立即影響消費人之所得和支出，因為業經着手之生產必須完成，但過個時期後，物價必跌，生產因以緊縮。此必使產量再為減小，因以引起物價和利得的再跌，銀行信用需要更趨減少。此終有一日，使銀行準備又集結過多，使之減低其利率，以利放款；因此銀行信用再趨擴張。(註十一)

貨幣性的重要經濟循環理論，多視利率及其施於信用、物價、生產和消費財與資本財比例的生產上之影響，為繁榮與蕭條交替之原因。當資本市場的利率過低，不足以使儲蓄的供給與資本的需要相等時，則必求助於銀行，以濟不足。此將使物價水準較在無銀行信用的增加時趨高，蓋此增加之信用，必予物價及生產以刺激；而尤以屬於資本財者為甚。欲使工業安定，須通行之利率等於平衡利率——即使儲蓄供給與資本需要相等之利率。當放款資金供給的，或其需要的影響因素，出現而發揮其作用時，可使市場利率與平衡利率脫節。放款資金的供給，決之於社會的儲蓄和銀行系統的準備。失衡的基因，在銀行系統恐其準備，而不恐儲蓄的供給以決定其利率。

(註十二)

經濟循環近代理論的分析最燦爛者之一，為克恩斯於其貨幣論中所作之檢討。克氏主張，失衡可由貨幣的，工業的和投資的因素促成。茲假定一由貨幣數量增加，比如由黃金的輸入所造成之金融分擾。銀行系統的準備有了增加，即調整其悉以給予信用之條件，以恢復準備與負債之應有的比率。利率既降低，所擁之準備又較大，則銀行信用的數量因以增大，因前未得滿足的借戶，今悉獲資金的融通，因這較低之利率使物價頗高，刺激資本財之生產，更凡以見及此於未來利得之影響的商人，咸增多其對銀行放款的需要。此較大的就業和生產促成對流動資本和製成品存貨投資的增加，因以激使物價再漲。但終有一日，生產要素報酬率被提高，銀行系統不願再格外供給準備，致使繼續投資受阻，因有新均衡結於較高之物價水準。

投資上直接之改變，為最具紛擾性者，因為貨幣的和工業的因素所引起之變化，有促成新均衡之傾向，而投資上之改變則反是，其趨向假如偏左，則適為向右反動之屬階。經濟均衡，須儲蓄與投資相等。但儲蓄向稱穩定，則失衡多半因投資數量發生改變而生。使企業家投資的原因本多，而就中一端，即可引起投資之增加（其刺激為滋生非常利得之機會）。投資一旦增多，物價即漲。速物價比較成本上漲為高時，則投資益受引誘而繼續增加。如此，這投資的擴張，分二階段：第一為原於某一利於投資的機緣而生者。第二則為踵物價比較成本上漲為高而來者，逮至此時，投資能生利，已成普遍現象矣。

擴張之第二階段常有反動種籽，消費品的供給量一經增多，其價格必降至成本水準，有多種理由，物價的反動，通常將促成收縮。以前看物價將再漲，因而增加生產之企業家，今必削減生產，減少其對流動資本的投資。當此階段，貨幣因素也可以造成投資上之紛擾。因生產墊款而

增大之貨幣數量，終必耗盡銀行準備，因此經提高貼現率而造成之信用緊縮，必引起投資上同量之減少。在本位國家，先有物價的上漲，後必有黃金的外流，（除非對國際貿易及金融加以限制，藉資遏止）此為另一擾亂因素。膨脹中雖有因素，可以引起收縮，然亦非不可避免者，要在銀行系統能預先防止投資超過儲蓄的傾向，使儲蓄超過投資，再予投資的不足以補救。（註十三）

經濟循環純為貨幣現象，其程度如何，難以確言。若謂其恆為物價水準波動之直接結果，則斷然不確，僅不過有時係肇端於物價之變動又常受其影響而已。故今視經濟循環為貨幣性質，僅以廣義言之耳。一則經濟循環易發生於經貨幣居間，以達成生產消費，儲蓄及投資之社會。二則，經濟循環一部份為貨幣和工業因素所引起經濟體系上相互紛擾之起因，一部份復為其後果。三則，經濟循環可大部假貨幣制度之切實管理，視其他因素之變化，採取因應對策，藉資抵銷，以控制之。必在此種瞭解下，經濟循環始可視為純粹貨幣現象。

五 經濟循環和經濟進步

維持經濟均衡，應為貨幣管制之基要目標，乃為公認之事實，就業過分與就業不足之交替，予社會尤其是勞動階級以巨大損失；這種損失極應設法避免。在繁榮時期，生產固然增加，然其為量遠不足以抵償生產在蕭條時期所減者。繁榮時期之高度而過分的就業，intensive and excessive employment，亦遠不若恆常之充量就業 full employment 為佳。完全消除經濟行為上之波動，或不可能——「十全十美之管制為難於想象者。」但減輕一般之週期波動，以求相當之經濟穩定，却亦不難。

若干經濟學家辯論稱，膨脹乃經濟進步所必需者。物價上漲，生產要素的報酬率因得提高，實有助於工業體系上需要生產要素轉業的變化。發展新企業，須改良家有大量資本的供給。在社會儲蓄不足以滿足此需要時，膨脹則可由民眾取得強迫儲蓄。限制膨脹，在某限度內必至阻礙新企業的創設和舊企業的發展。羅伯遜有言曰：「向使一千八百四十年代之英國鐵路繁榮 [Boon] boom，一千八百七十年代之美國鐵路繁榮和一千八百九十年代之德國電業繁榮果於萌芽之際即予遏止，此種尋求物價生產和就業穩定的政策，如云果能更有益於有關各國之人民，余未敢置信。」（註十四）

銀行過度膨脹信用，每每有助於新企業的創建和舊企業發展的促成，自未便否認。然如云無膨脹與收縮交替，即無經濟進步，則未免言之過甚。每年的社會儲蓄，已足以保證其物質的設備有相當之迅速增加，因膨脹而來之倉猝工業發展，却每有人謀不臧之嫌。由增加生產而來之持續充量就業，在長期內所生之真實資本，却較今日之得自志願及強迫的儲蓄者為多。使無四十和七十年代之膨脹，英美兩國之鐵路，亦能建起，且或較佳。總之，經濟進步，雖每與膨脹相偕而至，但消滅膨脹，非即進步之休止，却使之更具規律。克恩斯有結論，頗值注意，其詞曰：「羅伯遜選擇信用循環波動之說，縱有考慮價值，然却不足以推翻根據眼前事所推出寧選購買力之穩定的主張」。（註十五）

六 蕭條之挽救方法

為防止波動，而審慎管理工商業企業家縱能之，亦未克以之相期。即銀行系統，就其目前之

組織觀之，亦未能以防止抉有生產和就業上巨大差異的信用循環之期望寄之。工業上的波動，乃現行經濟社會組織上不可分的一部份，如欲解救，須統籌辦理。其能任此重大責任者，非一國家性之金融機關，賦有信用和投資管理之全權，不足以弭除經濟行為上之波動。

避免蕭條之妙策，在減輕膨脹，因膨脹孕育有收縮之種籽。但避免收縮的努力失敗時，則應採取積極步迅予制止。其道即在提高物價水準，至與成本水準相等，以恢復投資與儲蓄之平衡。公共工程式之公共投資可使一部份替私人投資。(註十六)同時應採取行動，壓低真實利率，誘使私人投資回至正常準度。此須緩和物價的跌落及減低虛名利率。足以制止物價連續下跌之貨幣制度之管制，或須使貨幣與黃金脫離關係。以寬大政策供給銀行準備，再足以左右證券價格的，因以使其價款數量受相反之影響的規模購買證券，即足以壓低虛名利率。勇往的政策，迅於執行，必較小心翼翼，延緩時間逐漸實行者，容易奏功。

物價水準與成本水準的均衡，本可由提高物價或壓低成本致之。但以生產要素貨幣報酬率較為固定，不易變更之故，仍以提高物價以求平衡為明智。如因限於本位的原故，必須假壓低物價和所得以求獲平衡時，則以採行能達成所須之物價和所得水準的迅速收縮為最佳。凡屬支撐物價，工資，租金和利率之努力，必致延長蕭條之過程，阻撓經濟均衡迅速的復原。

註釋

註一 閱皮爾遜 W. M. Person 經濟循環的預測一章「減縮亦有止境乎」？Is there a Red rock to Curtailment?

註二 本節後段所用統計資料全取於 W. L. Thorp, *Business Annals*。

註三 反對過淺近的消费不足說，尚有相似之理由，馬紹爾曾言為稱，在蕭條時期，消費的解體對於信用和生產的解體之

延緩或阻礙其發生原因。但其解救之道，未能從總消費的觀點來考，「如急便之經濟學家所主張者。」 Principles, p. 711n.

註四 參閱 H. L. Moore, *Generating Business Cycles*。

註五 A. Marshall, *Industry and Trade*, 165 頁 Cf. F. W. Taussig, *Principles of Economics*, I, 393-394。

註六 閱參心譯 E. Bohm-Bawerk, *資本與利息論 Capital and Interest* 一書第五章。[「總之……除商賈能運用資本法與其他，則不能將剩餘額之價格外，別無其他原因。」]

註七 A. C. Pigou, *Industrial Fluctuations*, P. 94. Cf. D. H. Robertson, *Banking Policy and the Price Level*, chaps. II and IV.

註八 參閱 J. A. Hobson, *工資制度*，頁八十八等。將比較馬克思與 Karl Marx 之說：「一社會主義社會主義制度，其民衆之收入是受限制之消費，其所受限制之限制者，係指資本家以整個社會之全部消費為其應用生產要素於世界之傾向。[馬克思]資本論卷三，五卷，六卷，三十一等。英國前世紀以前哈里斯 Joseph Harris 曾等及論者所說：「這在勞工廉價地方，亦即勞工生活艱苦的地方，地價必廉之因窮人佔多數此等入又為比較純土產品的消費者。……由是以說，亦即給與過於等待貧窮階級似非良好政策」。見 McCulloch 主編之，古代貨幣史 *Old and Searce Treatise on Money*，四四四頁。

註九 參閱 F. A. Walker, *經濟學與統計學 Discussions in Economics and Statistics*，一三四頁。簡 M. Parsons, *Forecasting Business Cycles*, pp. 205-206。

註十 R. G. Hawtry, "The Monetary Theory of the Trade Cycle and Its Statistical Test," *Quarterly Journal of Economics*, 1927, pp. 472-473。

註十一 R. G. Hawtry, *Currency and Credit*, chap. IX.

註十二 F. A. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Chaps. III-IV.

註十三 J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol. I, chaps. 16-18。參閱《國貨月刊》卷八期，頁 10-11。

Johannsen, A Neglected Point in Connection with Ortes, p. 88. 「消滅着條，祇有一法，即有害的儲蓄之防止是也。達成此一目的，可想象之途徑有二：第一，創造利於投資之無限機會，以積起新生產財，俾使儲蓄無論如何之多，悉得投入資本型 *Capitalistic Form*……第二，約束儲蓄行為，限制儲蓄總額，俾使全數投入資本型或化身為舊資本的補充。」

註十四

D. H. Robertson, 銀行政策和物價水準, 二十二頁。Professor Schumpeter 現信用膨脹為應有之措施，為使於企業改良家獲得創立新企業所用之生產財的方法。見 *Theory of Economic Development*, III.

註十五

J. M. Keynes, *A Treatise on Money* I, 297.

註十六

政府額外支出，給予所得，物價及就業之影響，究能多大，難以確言。在極端情形下，可能無甚良好結果，政府支出所增者，可能由個人支出所減者抵銷。惟此種情形，在嚴重蕭條期間或不致發生，今就此設一假定：政府向銀行借款，投資於公共工程，結果社會上之貨幣數量有相等之增加。假如貨幣的所得速度，不因政府之支出而減緩而其每年之速度為三時，則當年社會所得所增者將為政府額外支出之三倍。且社會每年所得將增加至政府支出之三倍，直至政府借款阻住銀行對私人投資之借款時為止，惟此種現象非至相當之商業恢復時期，不致出現。故政府之支出——總開始其于國民所得之影響，必年復一年（不過在程度上有逐減之勢），直至繁榮時期開始。其于物價之影響，尤不易決定，或者不大。就業的增加，有較國民所得所增者漸減之勢。克恩斯曾用不同之論點，亦達到與此相同之結論。見繁榮之路，六至十二頁。其他應考慮之因素，為政府支出對於貼放利率與工資率之影響。見 R. G. Hawtrey, *Trade and Credit*, chap. VI.

第十七章 國際貿易與外匯

一 國際支付差額

在金本位國家，貨幣制度的穩定，對外須保持國際貿易和金融上收支的平衡，一如對內須保持物價與費用的平衡，中央銀行以維持對外之平衡，為其管制之基要目標，此種努力在近代金融史上佔較大部份。國際收付失衡，因累及貨幣制度，故能影響經濟生活的各方面，對於物價，生產和就業均有嚴重反擊影響。不產金國家欲求國際收付平衡，須其國民對外債權和債務的關係足以保證有若干之黃金淨輸入，在數量上足以滿足工業用途上的需要和貨幣供給上常年應有增益量的需要。其能達成這對外平衡之收付差額，可稱為適當差額。

茲設一假定，以資說明。外國人對某國企業家之債權，超過此等企業家對彼等之債權時，在金本位國家，這些剩餘債權雖以當地貨幣支付，終必兌為黃金，由主權人運出。中央銀行倘無自由黃金而會員銀行又無剩餘準備，以應付這種需要時，銀行系統則須緊縮其國內通貨。蓋這黃金的輸出，將使中央銀行的準備空虛，有無力支撐其法幣和會員銀行的準備存款。今中央銀行為恢復其黃金準備與負債之適宜比率計，則必減少其負債——特別是會員銀行之準備存款。達成之道，在提高重貼現率及拋售證券。這黃金輸出之影響，並不僅就會員銀行準備的減低而止。速準備不足以支撐其存款負債時，使不得不減少其放款及投資，直至準備恢復正常準度而後已。銀行信用的收縮，更將消費人的所得和支出減低，因以引起物價的跌落，和一切收縮的後果，利得，生

產，就業和報酬率均將降落，以迄新的均衡出現。至在適當差額以外有黃金的輸入時，其影響除應有之不同點外，大致與此相同，惟方向則相反而已。故國際收付的失衡，為一重要因素，能引起國內的經濟失衡，不為膨脹，則為收縮。

如前所述，國際收付失衡，乃原於本國人對外債權及債務於相抵後而尚有差額，未能與「適當差額」相等有以致之。這債權債務的大部份，係發生於進出口貿易，餘者則不原於商品之買賣。例如有多種勞役，乃由一國人為他國人完成者，如運輸，銀行匯兌，及保險等。另一種債權或債務的發生，乃因人以其在這一國所收進之所得到另一國去花用——如國外旅行，僑民匯款，及慈善捐等。另一種則發生於國際金融上之交易——此不僅包括放款，並有本息之償還。近年來，政府應收之戰債及賠款，亦構成國際收支中重要項目。

國際交易之性質，可由一九三〇年美國人民及政府應收債權和應付債務之總報告中一窺其梗概。該年美國運出及寄存黃金總額為一四二萬萬元，而其運入及寄存他國者則為四二〇萬萬元。如此巨大黃金數目之移動，誠屬異常，但亦決非罕見。當一九一五至一九二〇年戰爭期間，交戰國之輸出額及若干中立國黃金之輸入額，均遠較此等數額為大。在一九三一年，資金由英鎊的逃避，及在一九三三年由美元之逃避引起此巨額黃金之輸出。如此巨量黃金之移動，必予世界貨幣制度以嚴重騷擾，應無疑義。

(I) 美國國際收支對照表 一九三〇年(百萬元)

交易項目

美國人對外國人之債權

外國人對美國人之債權

國際貿易：

商品及其他

貨運（船及鐵路）

旅行及過境人之支付

保險，廣告，版稅，及其他

僑民匯款

慈善及教會捐款

美國政府交易（戰債除外）

國際金融：

新投資平價

證券貼現及銀行佣金

外人在美存款所減少

私人投資利息

戰債收入

遺漏及意義不清者

清結項目

黃金運輸額

黃金寄存額

四，〇九七

一五五

一九二

一六五

三三

四六

五〇

六六

九〇四

二四一

三七四

一一六

二六

三，三三九

二五一

七八三

一五八

一九九

四九

一二七

四〇六

四四三

三一〇

三九六

二四

美國紙幣出口額（淨）

二〇

(1) 商務部，美國國際收支額，一九三二年，第八頁。

1 比較成本 Comparative Costs 物價和利率

國際債權債務的絕大部份，係發生於商品與勞務之買賣。考一國人民所以願在國外買賣商品和勞務者，不外其價格較在國內買賣者為有利耳。而商品與勞務的價格在某一國所以較在其他國內為高或低者，其造因固多，而基本者，則為生產要素的供給，報酬，和其技術效能。大凡生產要素豐，工資低，而技術效能又高之國家，即利用其所長，從而生產，就是說專生產其成本由生產效能比較觀之，顯示輕微之商品和勞務。因生產要素報酬率之規定，一部份即憑生產效能，故有人云各國所專於生產之商品與勞務，必為其生產要素，因而獲利較大，或失利較少者。Have a Superior Advantage or an inferior disadvantage。

在一定之需要條件下，一國之入口，決定於其物價水準及國外生產成本水準，其出口，決定於國外物價水準與其國內成本水準。在不生產黃金而行使金本位的國家，其對外收付的平衡，須相對的物價水準和相對的成本水準能促成貿易出超，保證有黃金的流入，而其流入量足付工業用途及貨幣數量常年應增部份的需要，就是，國際收付適當差額。國內徵收關稅，使入口艱難，將使達成對外平衡之物價水準升高；國外徵收關稅，使出口者却步，將壓低達成對外平衡之成本水準。假如金本位國家通行的物價及成本水準，不足以維持其對外收付之平衡時，將有多種因素出而發揮作用，調節物價及生產費用，以迄對外的平衡建起而後已。但這物價和所得的波動，必擾

及國內之平衡，致引來膨脹或收縮。唯有貨幣制度與黃金的分立，能使對外的平衡獲得自動之調節，此雖於進出口品的價格略有影響，但於一般商品價格和生產要素之報酬率則殆無紛擾。

倘如一國專從事於國外貿易，（如所示，與國際金融有別），而其對外收付如若失衡此中原因必在其本身物價水準和成本水準與國外二者失却適宜之關係。清結此差額，寓有自行矯正作用，不過因此而生之黃金輸送的後果，則未必盡如人意耳。如牽及國際借款，則事體必愈趨複雜。第如放款恰為實際差額超過「適當差額」之數時，則不類有後果不良之黃金輸運，致引起膨脹或收縮。是以維持對外平衡之唯一條件，在使國際放款恰等於大過適當差額之實際差額。

國際放款之供求，決定於兩借貸國家的相對利率。美國人所以能在國外放款者，必以外國人能在美國按較低之利率借得款項，而美國人則能按較高之利率在國外放出。金本位國家間的放款，倘若不等於其真實差額大過其適當差額之數，其對外收支即將失衡。非妥切調整貼現率，不足以恢復之。比如，一國之國外放款，大過其適當貿易差額時，貼現率的提高，必引起物價的下跌，（增加國際貿易差額），利率的上漲（減少國際放款的數額）。惜此雖足以阻撓外人借款，而亦有礙於國內投資，反使原來擬制止之情形發生，即國內的失衡，物價水準的下跌，和因此而生之收縮。

有一種國際借款，須特別注意。國際間時有尋求短期投資之資金，非常流動，任何重要金融中心有其需要時，即可應聲而至。其決定此種短期資金之流動方向者，厥為貼現率。在短期間內，高昂之貼現率，十分可能與低廉之長期利率同時存在，結果長期放款趨向此一方，而短期者則奔向彼一方。因此在一九二九年，當證券市場繁盛時期，外人在紐約銀行存款和在拆款市場

Call Market 放款達至最高峯時，而紐約市場則對外人之長期公債作大量投資者，原因即在此。其使短期資金流動者，為較高之貼現率。多少國家即以此貼現率為手段，以減少黃金的輸出或輸入——對外的失衡。茲有一點，須加注意。在以貼現率上之微小差額吸收短期資金之時，須有把握，能使之返還其需要地，而自己尚不蒙受損失。蓋如貪圖較紐約貼現率高百分之二之利益，而以美元四八六、六五〇元折為一〇〇、〇〇〇英鎊存放於英倫時，假如英匯跌三分，即足以抵銷幾達四個月之全部利益。故貼現率吸收短期資金之效力，大部繫於匯率之穩定。

三 外匯匯率

凡從事於國際貿易和國際金融活躍的國家咸有大批商人（特別是入口商）需要外國貨幣，以清償其當地負債。又凡屬重要的從事於國外貿易之國家，亦必有匯票商，按有利價格買賣外國通貨。以另一國貨幣計算之貨幣價值通稱為其對那另一國重要商業中心之匯率。如云紐約的英匯係指以美元計之英鎊價值。外匯匯率，通常以兩種方法開列：一單位外國貨幣換本國貨幣若干；一單位本國貨幣換外國貨幣若干。在美國多用第一種方法，每一單位外幣折合美幣幾元幾分。

匯票商多為銀行，以資金供給國際貿易，證券交易和國內貿易所需短期借款之用者。此等人既為銀行家，復為匯票商，則非在各商業中心均保有結存，不感覺方便與有利益。有此國內國外結存後，遇商人有此需要時，才能以一國之款項換為寄存在他國之通貨。如此當匯率呈見有利，足以補償匯兌手續所須費用時，（包括此項交易可能使倫敦紐約兩地結存之正常分配比率失常所致之不便在內，）匯票商無不願收受美元，供以英鎊，或收受英鎊供以美元。當匯票商見其在倫

敦之結存積結過巨時，即提高其美元供給價格，而同時則壓低英鎊的供給價格。此中意圖，則在矯正結存分配的失常，蓋原擬按照較低價格購買美元者，今則願展緩購買或竟取消初意，其原來不擬購買英鎊者，今則受此低廉價格的鼓動，而願即時購買。

外匯

紐約，一月十九，一九三五年

英國——每鎊平價八·二三九七元

即期 四·八八 $\frac{1}{4}$

電匯 四·八八 $\frac{1}{4}$

法國——每法郎平價六·六三三五分

即期 六·五八 $\frac{3}{4}$

電匯 六·五八 $\frac{3}{4}$

德國——每馬克平價四〇·三三二五分

即期 四〇·〇〇五

電匯 四〇·〇〇五

義國——每里拉平價八·九一一二分

即期 八·五二

電匯 八·五二

比國——每比利荷平價二三·五四一九分

即期 二二·三二

電匯 二二·三二

荷蘭——每弗洛林平價六八·五六七分

即期 六七·四六

電匯 六七·四六

挪威——每克羅尼平價四五·三七四〇分

即期 二四·五三

電匯 二四·五三

西國——每比賽塔平價三二·六六九三分

即期 一三·六六

電匯 一三·六六

瑞典——每克羅納平價四五·三七〇分

即期 二五·一八

電匯 二五·一八

瑞士——每法郎平價三二·六六九三分

即期 三二·三四

電匯 三二·三四

蒙特利爾——每加元平價一·六九三一·二五元

一〇〇・〇〇

墨西哥即期 D · F —— 每銀披蘇平價八四 · 四〇分

即期 三七 · 八五

加爾各達 —— 每盧比平價六一 · 七九七八分

即期 三六 · 八一

電匯 三六 · 八七

日本 —— 每日元平價八四 · 三九五七分

即期 二八 · 三七

電匯 二八 · 四三

(1) 紐約時報，一月二十日，一九三五年，平價係根據一九三四年一月三十一日總統宣佈之黃金價值折合而得者。

在須以黃金或白銀贖回貨幣的國家，匯率之波動，有巨大限制。一單位須以黃金或白銀贖回之貨幣的售價，如小於以該量貨幣所含金銀售予本國造幣廠或生金銀買賣商所得之數時，顯無人肯予收售。一單位與黃金相兌換之貨幣與另一國須以黃金贖回之一單位貨幣相兌換，其正常價位，趨向於兩國造幣廠買賣黃金的價格之比率。(註一)此比率，即為法定匯兌平價，可由兩種方法計得之：憑兩種貨幣所含純金之比率，或憑兩國造幣廠或中央銀行法定價格之比例。例如，在一九三一年以前，美元與英鎊之法定匯兌平價，可曰一索弗令 Sovereign (113.0016 〇〇一六噸) 與一美元 (23.22 噸) 各所含純金之比例量決定之。故法定匯兌平價為 $\frac{113.0016}{23.22}$ ，即每鎊折

合美幣四·八六五六元。

一英鎊與每四·八六七美元，雖各含一一三噸純金，然在價值上則未見永久恰恰相等，因金價在不同的地方，不恆常相等。但其差異亦有限度，一一三噸黃金之價值在紐約倫敦二地必須相差無幾，因將黃金運至較高之地須費無幾。一九三一年以前，賣英鎊買美元所得之數，如少於担負費用，將英鎊運至紐約，賣與造幣廠所得之數，則英鎊持有人寧願運現出口，此雖連帶有包裝，運輸，保險等費用和短期之利息損失，而此等費用之大小，雖又一時與一時者不同，但總數必較每鎊兩分為少。故每當以英鎊向美國的匯兌，跌至略較四·八四七美元為低時，人便運以黃金向紐約輸運，又向英國匯兌，匯率漲至幾較四·八八七美元為高時，便運以黃金向倫敦輸運。是以美英市場匯率雖時有變動，然終以輸現點為其範圍。

當匯票商見其各地結存額與當地需要不相配合時，便將其地結存剩餘之數，兌成黃金，運至不足地方，以資充實。在金本位國人所以利用黃金為在其他商業中心獲致資金之手段者，蓋因大量購買黃金，其價格固定，運費低廉，待運至目的地，又能按固定價格出售而無困難。假如世界有另一種商品，能大量買賣猶如黃金一樣經濟，則這一商品必將黃金之地位取而代之，用為充實國外結存之用，而其運輸費用，亦即為正常匯率變動之界限。

四 購買平價

購買外匯，主要目的在獲得該國真實資源，即入口商品的掌握權。外匯之價格，則由以外匯購得商品在其他國家售得之價格決定之。

兩國貨幣之購買力，如何影響其匯率，可由一舉例見之。茲假定市場美英匯率為五·一〇元，又美國出口商品在倫敦的價格為足使美商照當時通行匯率由其出口貿易獲得非常利潤者。在此種假定下，由美輸英的商品，必有增加之趨勢。此美國商品在倫敦之較大供給，又將壓低其以英鎊計算之價格；因這些交易而生之英鎊供給的增多，必又壓低美元對英鎊之價格。連美匯降至某程度，譬如五·〇〇元時，則倫敦和紐約的物價，必為進出口商無論向任一方輸運商品而不能獲得非常利得者。此即為國際貿易平衡所建立之匯率。

當第一次世界大戰，金融紊亂，匯率波動甚厲，而尚似無甚理由之際，凱賽爾教授曾作此說，其言為人所週知者有云：（註三）

吾人所以願意出代價，購買一種外幣者，其終極且至要之原因，在其對該國商品及勞務具有購買力。在另一方面，當吾人以國幣若干奉人時，亦實際以對本國商品和勞役之購買力投入。是以吾人以國幣計算外幣之價格時，主要繫於兩種貨幣之相對購買力。

應以兩國相對物價為基礎之匯率，凱氏稱之為購買力平價，根據這種理論，一九一四年英匯匯率倘為四·八六七元而該時美英物價指數同為一〇〇時，則此後任一年英匯之購買力平價，應為美英物價指數比率乘以四·八六七元。但事實上英美匯率並不與兩國貨幣購買力之比率嚴密相符。待政府停止維持外匯市場後，英匯和購買力平價上之變動，可由次表見之。

(1) 購買力平價和匯率

貨幣與經濟體系

三〇〇

年	月	美國物價指數	英國物價指數	購買力平價(美元)	實際匯率(美元)
一九二〇	一	二三三	二八八	三·九三七〇	三·六七七九
	五	二四七	三〇五	三·九四〇九	三·九四八八
	九	二二六	二八二	三·九〇〇〇	三·五一〇三
一九二一	一	一七〇	二三二	三·五六六二	三·七四二〇
	五	一四五	一九一	三·六九四六	三·九七五四
	九	一四一	一七五	三·九二〇九	三·七二四〇
一九二二	一	一三八	一五六	四·三〇四九	四·二二四八
	五	一四八	一五九	四·五二九七	四·四四六一
	九	一五三	一五〇	四·九六三八	四·四三〇七
一九二三	一	一五六	一五三	四·九六一九	四·六五四六
	五	一五六	一五五	四·八九八一	四·六二五七
	九	一五四	一五〇	四·九九六四	四·五四二二
一九二四	一	一五一	一六一	四·五六四三	四·二五九一
	五	一四七	一六一	四·四四三一	四·三六〇八
	九	一四九	一六六	四·三六八二	四·四六〇五

(一) 楊格 I.P. Young: 歐洲通貨和財政 European Currency and Finance, 卷一, 四五至四五六頁。

統計已有證明，匯率並不與兩種貨幣之購買力嚴密符合。雖云與相對物價略有同一方向之波動，但匯率與購買力平價間，則每有巨大差異。有人辯護稱，實際匯率所以脫離計算中之平價者，乃因當時特殊的經濟條件，例如投機，通貨糾紛，政府複雜的統制等，凡此可合力阻撓購買力平價不得為實際匯率。此外更有人提出所用之指數，並非購買力之精確尺度為理由。此等論據自有所見，但未能說明實際匯率何以在短期內有高於或低於購買力平價之遠大距離。如是，則不入國際貿易之兩國商業和勞務的相對價格，不能決定兩國匯率，自為應至之結論。

無疑，匯率有隨兩國相對物價而波動之趨勢，此趨勢無論為何，必以物價指數內含有進出口商品，進出口商品被利用為內銷品的製造原料和內銷品及出口品生產成本有變動一致之傾向等等的原故有以致之。假如輸入品在兩國中的需要，對國產品言并無變化時，則正常的匯率有隨兩國貨幣單位購買力的比率而變化之趨勢。但如入口品的需要比較國製品，在這一國有增加，而在那一國，却有減退時，則正常之匯率，不再有隨兩國貨幣購買力的比率同一比例而變化之趨勢。

兩國正常匯率，為其進出口商品物價水準之比（須計及因運輸而生之直接及間接費用違同關稅在內），自然屬實。此不但在一般進出口商品為然，即以國際貿易中一個別商品而論，亦何嘗不如是。即使這樣，其受入口比額制之限制的商品，仍須劃為例外。蓋在此種情況下，物價與匯兌間並無必然之關係。故今所能下而大致具有效力之斷語，不外兩種貨幣兌換率之趨勢，為在某些貿易條件下將達成兩國對我商品和勞務（包括放款和利息之支付）彼此需要均衡者。此中以相對物價為最重要因素。至其他條件如相對利率，運費，關稅和其他貿易限制於正常匯率之決定，亦各略具重要性。

五 入口與就業

一問題，近年來甚引人注意者，為入口與就業之關係。當今多少國家以減少輸入能增加國內就業為理由，大事宣傳，勸國人消費國貨。而今多少國家征收關稅，實行入口比額制，施行種種入口刁難手續，亦無非以增加國內就業為目的。想及入口對就業有影響，自將假定金本位國家征收關稅，其意圖係在排除以往要輸入之商品。

當一國有相當數目失業時，其表徵為生產要素真實報酬率過高，亦即費用水準比較物價水準為昂。處此種情形下，提升物價水準，假如費用水準照舊不動，定將增大就業量。此時征收入口稅，結果必使當時在國外的結存增多。將有黃金流入，物價將比較假如無黃金的流入時漲高。假如此貨幣報酬率不隨物價同一比例而上漲；就是真實報酬率下跌，就業量定將增加。但其造因應加注意，並非前入口品生產所須之勞工，今被利用在國內生產此等商品；乃以這物價之上漲，使工商業比較可獲大利，使企業家增加其對生產要素的需要。第在非金本位國家，關稅則不能有此種效果。

假如這物價的增漲，被生產要素報酬率等量的增加所抵銷時，則此入口的排除，再不能以同樣方法增多就業。茲假定一國對入口品的需要具有彈性，又外國對其出口品之需要，亦有彈性。假如在此等假定下對入口品征收高額關稅，致一切入口悉被排除時，結果必有若干種前須由外輸入的商品，將在國內製造。此等商品，必為該國因生產所蒙損失比較少者。以前完全為國內自銷而製造之商品的生產，至此必更多。最後，平時出口之商品，今在國內必有更多之消費（而非生

產)。易言之，國產品在國內的消費量增多，不過由新消費中所得之滿足，則較由入口品消費中所得者為少耳。

國貨內銷雖將增加，但此國貨的生產並無增加。排除入口貨自必增大該國之國際收付差額，使有黃金流入。待這較大數量的黃金進入貨幣制度後，該國物價即比較他國者上漲為高。其出口品的價格用外幣計算時，自亦顯示昂貴，則其他國家將減少對該國輸出品之消費，或代以另外國家同樣的商品或儘就國貨消費。限制入口所以必歸結到出口之枯萎者，其道理在此；國貨內銷固有增加，但一般言之，却不足以抵補輸出業上失業之損失，此乃理所必致者，因為社會真實所得因入口被排除而減少；假如生產要素真實報酬率再不予減削，企業家之淨所得將較前為歛，則生產必再緊縮其生產。所以就一情形而論，生產要素真實報酬率，倘如不使因物價的增漲而減低，則排除外貨以增加國內就業之企望毫無可能。(註三)

然有二假定事例，就業可使暫時增加，不過須消費者遭受犧牲，但對於新就業人的收獲，却也超過所犧牲於消費者者，所以就此等事例言，假如無不良之反應，關稅確亦可取。茲即假定有大批工人失業，因企業家的所得小於其營業收益，致增用生產要素有心，而惜無力的原故，在最近的將來不得再就業。

(一)在這種假定下，倘如外人對該國出口品的需要沒有彈性，而其對舶來品的需要則有之，因此這個國家在消費上以國貨代舶來品而不甚感困難，而其他國家欲以旁的商品代替這個國家的出口貨，則甚不容易，假如這個國家有此準備，願意借款給外人，使購本國之出口貨，則該國頗可一時（短暫而非長久）不輸入而繼續輸出。然時間一久，待外人清結其負債，而支付子母

全時，該國勢必發生入超，以與其目前之出超相抵。實際上，在此等情形下假排除入口以增大就業的可能性，亦至有限，且無實行價值。外人對任一國家輸出品之需要，事實上均有巨大彈性；且在極度蕭條時期，對外國證券投資的機會，亦至微細。

(二)再假定一個國家對舶來品之需要，沒有彈性；輸出品由國內製造時所須成本比較由國外製造所需者略高；輸出品在國內的需要，彈性甚大；又輸出品之製造，係用大量之高度專門化之資本。在此等條件下，排除入口，以增加國內就業，尚有其可能。因為對輸出品之需要缺乏彈性，則排除輸出品，結果這些商品須由國內自製，又以國內生產所需成本較在國外生產所需者並不過高的原故，則其消費當無巨大減少。今在製造前須輸入之商品的工業上，自有就業的增加。第出口業又將何如？將以其一部份出口品供給當今從事生產前須輸入之商品的生產要素消費。其售價則須較正常成本為低；但以這些出口品在國內消費，其需要極具彈性的原故，其價格的下跌，必形輕微。再者，因這些商品的生產，係用大量之高度專門化的資本，則其生產在短期內亦必不致有巨大減縮。

在此等條件下，排除入口的結果，國內就業有短時間的增加；費用水準因生產有改進而貨幣報酬率不依同一比例上漲的原故，即行下跌，以迄抵達物價水準，而就業又呈正常，凡此均為可想像者。但此等條件，同時并存，直無可能。況尚有仍須注意者，因為徵收關稅必在其他工業上引起不良反應，蓋這關稅的徵收，使經濟均衡所需之真實報酬率降低；如不使之降低，又將引起更多之失業，其弊必非禁止入口之利所能抵者。至對於關稅已高，其輸入由國內的生產和失業比較觀之，為數微小，其所輸入者又充作再生產用之原料，且所輸入者尤非國內得以同樣商品所可

代替者之國家，這種補救的方法之重要性，甚為有限。故於美國，並不適用。（註四）

六 輸出與匯兌

在平常狀態下，一國之國際收支發生逆差時，其對外之匯率便漲，結果使輸入利少，而輸出利多，因國外物價已與國內較高的物價相埒。匯兌上這樣的波動，可能足此調節輸入與輸出的數量，使國際貿易恢復均衡，假如調節之程度原本不大。這國際貿易的均衡，假如不能憑物價之變動以求得之時，這匯率予以適當之調整後，過個時期均衡即可恢復。近年來在匯率所作之巨大調整，即因國際貿易均衡上有巨大之脫節，而非准許之物價波動所能矯正有以致之。

一種通貨匯率下跌對於進出口貿易量之影響，固無關於這匯率變動的造因。但在由國際貿易失衡所引起之匯兌下跌和由投機的資金逃避所引起者，間則有一區別。假如這匯率的變動，係由失衡引來，則這匯率將自動走向均衡所由恢復的水準。假如一國的通貨在外匯市場上定價抵微時，這出口貿易和在國外對本國匯票需要的增多，將激使該通貨的匯率上漲，而這出口比較入口所增者，將僅為適足以恢復國際貿易均衡者。即貶低其匯價，一國如無以其出口貨換進他國的證券，通貨和黃金之決心時，其輸出者在價值上，斷不能大過其所輸入者。

匯率變動，如原於投機的資金逃避，則情形與此略異，該國的輸出量將等於其輸入量，外加以本國貨幣換成國外存款之數。該國資金由本國通貨逃避一日不止，輸出必繼續超過輸入一日，匯率必繼續停在正常水準以下。待輸出差額歸還時，則輸入（包括黃金）必同量的大過輸出。一九三三年美元匯率之下跌，即大部因資金為投機由美元向他國通貨逃避有以致之。蓋人以為那些

通貨的購買力行將較高也。這樣結存的調適，即我國此時輸出比輸入，有大量增加之原因。

假定一國之貨幣當局有積結國外結存和黃金之決心，頗可依願訂定一低廉之匯率，且可奏效一時。第如非金本位國家有心的貶低其匯率時，則每每招致金本位國家的反對。蓋不原於進出口商品國內價格的上漲而起之匯率跌落，將使金本位國家的商人以其黃金換取貶值之外匯。此於金本位國家之準備金至為有損，故不得不採取對策，使輸入乏利，輸出利多。不放棄金本位而尚可達成此目標之唯一方法，為減低進出口品黃金計算價格。因為金本位國家的物價可低至使生產要素不得充量就業的原故，則物價之一跌再跌，誠非人所願者。有一點可予注意，貶低匯價之國家，如無心套取黃金，而接受外國通貨，則可少遭人之反對。

一九三三年三月以還，美國外匯政策之目的有二：增加國內生產，和提高國內一般物價水準。如前所述，外匯貶價和資金逃避，能一時增加商品的輸出。其增加最多者，為世界對其需要有彈性，而國內供給又靈活之商品。這增加的輸出量，給這貶低匯價的國家造成額外之就業，不過輸出品工業上之就業，則未隨輸出的賺進而有等量的增加，因為隨外匯貶價而起之物價上漲，減低了國內對輸出品的消費。生產和就業上的增加，並不僅限於輸出工業，蓋以國內對進出口品因其價格上漲而減低之消費，使國人增加其對不入國際貿易商品的消費和生產。

外匯貶價對於輸出品價格的影響，前面已有表示。因匯率的減低，出口商得將其以外幣計的貸款兌為較多之本國貨幣。以此在國內雖仍按較高之價格出售其商品，而在國外却願照較低的價格出賣，以期增多其輸出量。出口品價格容易漲至最高峯者，為國外對其需要較有彈性，而國內對其供給却不甚靈活之種類。匯率並不直接影響不入國際貿易之商品的價格。在平時，當生產要

素已形充量就業之時，出口價格的上漲，使出口利大，遂招引生產要素較大的比例數轉入出口業中就業。生產資源這樣的轉業，必致減少非出口品的供給，而激漲其價格，以迄商業利得率和生產要素報酬率在一切工業均形幾乎相等時而後已。在蕭條時期，輸出品價格之和緩增漲，則未能以同一道理影響非輸出品之價格。

在此等情形下，匯率須能增加社會對非輸出用的國貨之支出，始能提高國內物價。達成這目的，有二因素。第一，輸出品之數量及其價格的提高，須能增大輸出工業勞工的所得和支出。第二，進出口品價格的上漲，有使社會節省其對此等商品的支出，而用之於他類貨物，使非輸出品之生產和價格升高。這第二種因素的效力，繫諸對於進出口品的需要之性質；有彈性，則有效；無彈性，則罔效。根本講來，所希望者，在使工商業更為有利，因而上漲的物價將使對銀行信用的需要增加，這銀行為生產墊款而擴張信用的程度，（使物價和就業再增）即為外匯貶價目的達到的程度。假如所引起之物價上漲未能使銀行信用有擴張，則就業不致因外匯貶價而大有增加。

有人辯論稱，一種通貨匯兌價值貶低的政策，並無可取處，「因一種通貨予以某程度之貶值後，無人能斷言物價水準必如所預期者一定上漲。」（註五）更引證英國物價並未隨英鎊匯價貶值同一比率而升漲，此於當時各金本位國家的物價之一再下跌一點，並未予忽略。不過所引證之事例，則未能證明匯率的下跌，不能引起物價的升漲。在一九三三年九月間英國放棄金本位之際，其以黃金計算之物價，實非達成平衡之物價，乃較之為高的物價。故當時英國物價未升至預計之水準的原故，一部份即在其輸出品以黃金計算之價格的下跌，而此種下跌原為達成對外平衡所必須者。總之，一國貶低其匯率，固不足使其物價水準依同一比例而上漲，但能使其物價和就業有

若干之增加，則了無疑義。

有人反對購買黃金，以貶低匯率的政策。結存的逃避，可能損及一國之流動資本，使國內投資減少，或更減少生產和就業。統觀之，來自此方面之弊甚少。過於貶低匯價，以積結黃金，而受其害者，乃其他之金本位國家，蓋將危及其準備，使其物價一再下跌，生產和就業交相枯萎，使本國能按照國際貿易平衡的基礎出售之出口品數量減少。損人政策，並無好處，必致引起自衛和報復的對策。如必須將匯率貶至平衡水準以下，以冀先引起物價的上漲，以後再引起銀行信用的膨脹時，亦應以獲得外國通貨，而不委其黃金為準。保持國外結存之風險，遠非避免引起金本位國家採取一再之收縮政策所能消除者。

註釋

註一 嚴格言之，正常匯率為法定匯兌平價加銀票兩之佣金。

註二 凱賽爾 G. Casel：一九一四年以來之通貨與外匯。一三八頁。再閱馬紹爾向印度通貨委員會發表之言論：「廣泛言之，銀幣停止鑄造前後，印匯所表示者，為印度海口以盧比計之物價與英國海口以金鎊計之物價之比；依此而論，匯率除二國間之運費外，為以金鎊計之物價與以盧比計之物價之比。」馬紹爾，證言錄二九三頁。

註三 哈羅德 R. F. Harrod：國際經濟 International Economics，一九五頁。

註四 柏維路克 W. Beveridge Tariffs, the Case Examined, chap. VI...論輸入與就業之關係。再閱 J. A. Hobson... 失業經濟。附錄 The Economics of Unemployment. Appendix. 再閱 A. C. Pigou, A Study in Public Finance, pp. 218—227。

註五 L. Pasvolaky, Current monetary issues, p. 125。

第五編 貨幣管制

第十八章 幣值穩定與經濟均衡

一 均衡之基礎

貨幣制度之功能，在節制國民所得之生產，分配及運用。社會福利，繫於社會現有生產要素，如勞工與企業，資本與資源悉得適度就業；繫於國民所得在生產要素間之分配，足使各要素從事於充量生產，因而獲得至大之福利；繫於國民所得在消費與投資間之分配，使足敷當時之需要，更有助於生產要素效能之進步。其能圓滿達成此三項功能者，堪稱至善之貨幣制度；管理貨幣制度，應以便利此三項功能之良好達成，為其終極目標。

世界主要商業國家，以金本位為其幣制基礎者，凡五十餘年。當此期間工業確有極大進步，但貨幣制度，則對之了無貢獻。自金本位廢採採用以來，物價甚為不穩，使國民所得之生產，分配及運用悉未進入佳境。因物價波動而來之膨脹與收縮，使就業過度與就業不足陳陳相因；使國民所得之分配失常，不能引起生產要素充量就業；更未能保證國民所得在消費與投資間有至佳之運用。在膨脹時期資本財雖有過度生產，然此乃由消費人之「強迫儲蓄」所造成者；在收縮時期，社會雖有儲蓄，然亦未用以生產資本財。

生產之週期波動，自未盡肇端於貨幣制度，故亦未能悉假貨幣管理以消除之。然大部經濟循環，則確由以保持與黃金兌換關係為目的之幣制管理所引起之紛擾而生；此外尚有若干不原於貨幣制度而起之紛擾，亦可假貨幣制度之良好管理，以掃除之。故無論在任何情形下，如予貨幣制度以適當之管理，必能和緩物價之不穩定，免除經濟行為上較為嚴重之波動。此非謂世界上一切難題，咸造因於貨幣。雖一十全十美之貨幣制度，亦未能完全解決社會上一切經濟問題。蓋問題中有發生於工業及社會之組織者。但一良好貨幣制度，能減少此等問題，並免除社會之至大浪費，如物資及閒置之勞工，則無疑也。此實為貨幣管理之基本目標，即促成生產分配及國民所得運用之經濟均衡是也。

自由企業社會，係為利得而生產；產業波動之近因，在企業家所收價格水準與所出成本水準失衡。故貨幣改革，應以管理經濟事務，使能達成物價水準與成本水準之平衡為首要。概言之，生產成本，即生產要素之貨幣報酬率，素不受控制，僅受習俗與契約之約束，雖生產要素需要發生巨大變動，亦不生反應者也。故物價水準與成本水準之平衡，須於物價水準即貨幣制度之管制中求之。

管理貨幣制度，迄今係以保持貨幣與黃金兌換關係及匯率穩定為其二目標。似如默認若是之貨幣制度，即足以控制成本水準，而保持經濟均衡者。或以物價水準與成本水準一旦脫節便將影響利得，利得之豐歉，又將影響企業家對生產要素之需要，便矚望由此種改變來影響貨幣報酬率，而至重建其與物價水準之均衡也。其實在想象中任何經濟社會均存在着若干因素，力求促成均衡，此即迄今擬藉成本控制以達成之者。在平時，物價水準假如波動不大，調整報酬率，或

改進生產效能，而不使貨幣報酬率有相當之改變，亦確能達成適當之平衡。但如物價波動巨大，則非再調整報酬率或改進效能所可濟事者矣；況處此貨幣報酬率對生產要素需要之改變不生反應之社會裏，而云調整報酬，何其容易。是知維持經濟均衡，非予物價水準以靈活性，用濟成本水準之呆板，不為功。惟此如無以維持均衡為基本目標貨幣制度之管理，則又無以實現之。

二 穩定物價

物價波動之害，受人注意者，凡數百年。測度物價波動之技術，近年來有高度之進展，穩定之方法層見疊出。物價水準不一，有零售，批發，國際，及其他之別。各在一時無不被認為應予穩定者。贊成穩定零售物價者，謂為最後消費，用貨幣購買之商品與勞役，能正確測定貨幣之價值。實際穩定零售物價水準，困難重重，前於討論指數之際，已略予涉及。現有之資料不足，商品與勞役之性質隨時隨地而異，因此零售物價指數斷難正確。固然，十分穩定，亦非必須。如能約束此種物價使其波動去公認標準不遠，於一切實用目的亦云已足。即此亦可望而不可及也。

物價穩定方案，以消滅批發物價水準波動為目的者居多。編製此種指數，除有資料蒐集之便利外，其所測度者，為企業家實際所收受之價格，是其另一優點。企業家對生產要素需要之增減，本決定於物價水準與成本水準之關係。今批發物價如予穩定，即可消除使膨脹與收縮循環原因之一。在工業國家，成本水準，原罕有突變，故失衡，多半來自物價水準所發生之巨大變動。批發物價但予穩定，收縮及經濟蕭條，便不至頻頻發生，猶如其發生於金本位制之下者，況即使發生，亦斷不至如彼之嚴重。由是以觀，穩定批發物價，作為貨幣管理之直接目標，至為相宜。

反對穩定批發物價或其他商品價格水準者，謂將引起膨脹。生產效能本不斷改進，且必繼續。今貨幣報酬率遲遲不動，而生產效能則駁駁日上，單位生產成本自必相形降低。此種情形下再穩定批發物價水準，企業家之利得必然日增，而引起膨脹。本派反對論者中，門羅教授之言，可稱為典型者：（註一）

穩定依照其中第一項之意義，是當勞工效能更有改進時，仍不准以貨幣計算之物價下跌也。如此支撥物價，而當生產增加之時，貨幣數量顯須增大。結果將使企業家生產費用與售貨所得之差額擴大。蓋企業家既得在商品單位價格不跌之市場上拋售貨物，則其為勞工所須支付者必然較少，因勞工之需要量業已減少，而勞工價格（貨幣工資）又未依照在單位勞工生產量增加，而貨幣價格依然不變情形時，物價必行上漲之理而上漲也。故穩定以商品計算之貨幣購買力，實未見即能免除膨脹也。

應注意者，穩定批發物價，雖不至使發生收縮，但亦非不可能。夫貨幣所得，多多益善，乃人通有之慾望，為不可忽略者，豈一平衡應予維持之意念所能彈除。

門氏之批評，未見恆常合理。如前面所述，輕微之膨脹，並無甚可反對者。勞動階級當能明哲保身，不自行過度就業；企業家亦可能提高報酬率，以其因犧牲資本家及地主利益而獲得之非常利得之一部份，分與工人。現行社會制度下，輕微之膨脹，及更有裨於民眾福利之此種見解，羅伯遜即深表贊同。「在少數人把持着生產主持權，非利得波動，無以獲得其報酬之期間，和緩之物價上漲，可能產生良好之結果，於企業家及社會全體同屬有利」。（註二）今果能保證工人必能獲得其與平衡狀態時所獲得者相同之真實工資，企業家因犧牲資本家而獲得之利益，果真不至

使儲蓄及投資發生不良之反應，和緩之物價上漲，却不必反對。人所以反對以穩定批發物價為貨幣管理之理想目標者，即以雖緩和之膨脹，對於生產進步及儲蓄亦有不良影響，工人亦未必能獲得平衡真實工資報酬。

克恩斯提出另一穩定物價基礎。鑒於企業家及政治家咸重視匯率之穩定，遂建議穩定列入國際貿易之商品價格水準。但反對者則謂在短期間內此種標準雖不致去批發物價水準太遠，但時間一經持久，雙方對彼此商品之需要發生變化，而各國生產要素效能又有進步或退化時，則管理貨幣以求國際商品價格穩定之國家，即將發生長期膨脹或收縮。此種反對理由，雖無決定能力，然持穩定國際物價之見解者，亦確應加以注意。

三 穩定所得

在經濟學家間，廣受贊許之另一建議，為穩定貨幣所得者。開古氏有言曰：「進步社會，節制信用最有用之目的，不在絕對之物價穩定 Price stabilization，乃在與個人真實所得變動趨勢相配合之物價穩定，即物價依平均真實所得之漲勢作反比例下跌之狀態」。(註三)就穩定物價與穩定消費人之支出(以長時間觀察即消費人之所得)二者間之選擇論之，郝推有共鳴之言，氏曰：「仍以穩定消費人之支出為佳，然自非絕對不變之謂，應使隨人口而變化，更應使隨工作效能而變化。果爾，則以勞工計算之貨幣單位價值，可保穩定矣」。(註四)

假如人人對於國民所得之生產，不有直接，便有間接貢獻，貨幣所得穩定方案之解釋，自無困難。但生產要素數量，並不隨社會人口而變化，故穩定平均貨幣所得，可以引起生產要素貨幣

報酬率之累進下跌。聞古見解之較好描述，可於其失業理論 *The Theory of Unemployment* 中見之，於該論中氏界說標準貨幣制度 *Standard monetary system*，顯為社會全部貨幣所得隨生產要素就業量同一比例而變化者，又為物價水準與生產要素效能反比例而變化者。處此種貨幣制度下，倘使貨幣所得速度及生產要素數量均無變，則社會貨幣數量將固定不變。假使勞工，土地或資本在數量上有增加時，則須貨幣數量及社會全部貨幣所得有若干之增加。

穩定平均貨幣所得，無論如何可取，而其實行性，仍成問題。因大量生產日漸發達，所須資本數量日漸偉大之故，社會真實所得必日漸增多，而勞動階級所享用部份，則日趨減少。「有閒階級日增，勞動階級所得日少，此乃私產制度下，伴物質進步而來之自然結果」。(註五) 故穩定社會平均貨幣所得，須勞工貨幣工資較低，須企業家貨幣收益較少。然效能有改進，而貨幣收入反見減少，如此貨幣制度，勞動階級恐未能認為滿意，雖其真實工資因物價下跌相形增高，亦未見甘心。為企業家者，亦不無貨幣錯覺 *money illusion*，今見貨幣收益減低，頗可能收縮其生產。穩定社會貨幣所得，固無理由一定引起產業收縮及失業；但處此當前工資及利得制度下，則亦可能有此結果。

因鑒於穩定社會平均貨幣所得之不易，遂又有建議同時管制貨幣制度及物價水準，使不變之貨幣工資，恆為平衡之真實工資率者。持此論者，咸謂貨幣工資率之呆板性為經濟行為波動主要造因。故主張貨幣制度及物價水準同時穩定，此將有助於僱主與工會間長期契約之締結，使勞資糾紛減少，蓋勞工可獲保證，不須修改工資契約，即得分享社會進步之結果。(註六)

前用以反對穩定平均貨幣所得之理由，今亦可用為反對穩定貨幣工資率之理由，僅在程度上

略有不同而已。在勞工未脫離貨幣錯覺以前，物價跌雖使其真實工資相形漲高，然恆常不變之貨幣工資，仍將使勞工感覺未分及社會經濟進步之碩果。俟再使聞知資本家及地主之貨幣所得日增時，此種感覺必益尖銳化。穩定平均貨幣工資，更須減低價值較其他類勞工有遜色之勞工之工資。且此種計劃，亦未能平息勞資糾紛，不過僅使由工資之爭，轉為價格之爭而已；此時為勞工者，將力求物價水準低，為僱主者則力求其高。假如工資率真能全然呆板不動，穩定貨幣工資，尚不失為維持經濟均衡之理想方法。但處當今情形下，則未見可以實行，因其對於勞工貨幣報酬率緩而不停之自然上漲趨勢，未加注意。

管制貨幣制度及物價水準之另一方法，為使固定之虛名利率恆為平衡真實利率。此種見解乃維持「適當利率」失敗為經濟行為波動主要造因之自然結果。本主張雖有其價值，然亦有可反對之重要理由。真實利率之長期趨勢，乃在下跌。今如穩定虛名利率，自須物價，貨幣工資及其他貨幣報酬率統統上漲，方能維持經濟均衡。處當今情形下，貨幣工資本已落後，而虛名利率再予穩定，必將引起膨脹(inflation)。此外尚有另一反對理由，平衡真實利率，不祇是下跌，有時亦上漲。逢此之會，非壓低物價，則不足以維持經濟均衡。果爾，貨幣工資率，如不迅速降低，則將發生收縮(deflation)。

四 債務人及債權人同得其平

某一類型之穩定，未見即較他類型者有顯著之優點。所期望於最良好之貨幣管理者，乃經濟均衡之維持。此可由保持成本水準與物價水準相等，以達成之。如前所示，欲求經濟均衡，須一

單位勞力之真實報酬率，隨其生產力之變動而變化，以使一單位生產效能之均衡真實報酬率恆常不變。假使社會生產力有所改進，將使真實所得及生產要素之均衡真實報酬率同有增加。假如此所增之真實所得，係依照各自之經濟價值，分配給各生產要素，則真實報酬率之增多，無論係假改變貨幣所得以達成之，或係由變動物價水準以實現之，均不關重要。自然，企業家與勞工，借戶與債主亦須洞曉此維持均衡之穩定原則，並依照遵行。

穩定之首要目標，適生產要素之充量就業，而非過分就業；達成之道，在使真實報酬率恆常穩定在均衡水準。改變物價水準，可使真實報酬率較均衡率為高，也可使之為低。如此標縱真實所得，將由生產要素需要之改變反映而出。在為利得而生產之自由企業社會裏，不應以物價水準為國民所得之支配工具，使某一生產要素較其他要素所享受者為多。社會共有之生產，應如何改革其分配，須依照另一基礎求之，如靠操縱物價或成本以達成之，必致擾及經濟均衡及生產要素之就業量。

選定某一穩定標準，不是利於此一階層，而損於彼階層，便是損於此階層，而利於彼階層，業經多人指出；尤以關於選擇物價或所得為穩定對象時，債務人及債權人各所蒙之得失議論更多。(註七)簡述之，其贊成穩定物價者稱，穩定貨幣所得，容任物價水準下跌，將利於債權人，而有害於債務人，蓋將使債務人承受不公允之負擔，而債權人則得不應有之意外收獲。其贊成穩定所得者則云，夫社會生產力不斷進步，物價水準繼續下跌，乃全社會進步之碩果，債權階級如不得沾及，豈理之平？此種情形下債權人收回其本息後，其因物價下跌所購得之商品，為量自較物價穩定時為多，但債務人所購者亦多，故於清償其數量較大之真實負欠，應亦無較大困難。然

似此爭辯，難達滿意結論。定欲求一標準，憑以支付一定量商品或勞役之代價，對於債務及債權同屬公平者，必至徒勞。

雖云如此，真實利率之適當決定，却於社會至關重要。適當真實利率為何？其使貸主供給社會以足用之儲蓄，使借戶從事於資本之發展，以延續社會生產技術之進步者，即為適當真實利率。此真實利率假如過低，社會將發現儲蓄不足，未能因應資本需要；反之，假使過高，又將發現儲蓄過多，不能悉用於資本財之生產。是以，適當真實利率如能恆常得勢，必至有裨於社會福利。以常情論之，假如借戶貸主關於物價水準未來變動，能獲有充分知識，必自知相機調整虛名利率，以抵消意料中物價之變動。依此種情形而論，維持適當真實利率之基本要義，不在使債務人及債權人同得其平，乃在使國民所得在消費與投資間獲得至佳之運用。

在經濟狀況變動中，支付債息或本金時，假如債務人所付者及債權人所收者，即為兩方早經料及將有此種變化而願意締結之數目，則此中似無不公之處。平時，貸主願以其現時商品換取未來貨物，而借戶願以未來貨物換取現時商品，此交換率在一定程度內即決定於貸主及借戶當時及未來之所得額。今因生產效能進步原故，社會成員所得所增之部份如較想象者為多時，則必非初料所及，假如當初料及，則前此借貸雙方所締結之利率必然較高。以此而論，以社會之意外較大所得利益，分予債權人一部份，於債務人亦無不公之處。前聞古嘗云因生產效能進步，物價下跌之故，利息收受人獲得較多之所得，並無不可。當聞氏發此言之時，其在想象中之情形或即指此而言。（註八）

況於實行上，債務人與債權人間之公平問題，亦不能解決。

非保證按照適當真實利率報酬企望中之貸主，則無以使國民所得在現時與未來使用間之分配

符合社會需要，此種保證之重要，無論如何強調，然其理論則未能同施於業經放出及久欠之放款。蓋以為未來穩定而選擇之基礎，對於既經放出之款不能發生高度之影響。故此克恩斯謂穩定所得，不若穩定物價，使債票持有人在國民所得分配中所享受部份，因社會進步之故，日漸減少。克氏謂「使由往昔借貸所生之債權，就中以國家公債為最重要者，對於勞力及勞力結果所能掌握之數量，隨歲月之進展而逐漸減少，不使死人的手覆去死人去後很久始有之進步碩果，」〔註九〕使國民所得債票持有人所應享受之部份減少，主要受益人固為股票持有人，而此般人在企業管理上則多為不活躍之分子，然如以社會未來所得之較大部份留給活躍之生產階級，以其餘之小部份給予消極領有階級，則有足以動人之理由。

五 一穩定政策

辦理穩定工作，假如能有如此保證，經濟體系中必無故障，使穩定目的失敗，則穩定貨幣所得必為維持經濟均衡至有效之方法。但現行工資及利得制度下，因工人及企業家悉視貨幣所得，而不以真實所得為經濟福利考驗之故，則穩定貨幣所得，又不能保證經濟均衡之持久。故穩定工作之適當基礎，不但應注意貨幣報酬率之呆板性及其對於需要改變之缺乏反應性，其在長期上漲之趨勢，例如原於生產要素效能改進而來之上漲亦應顧及。此種複雜情況下，意在維持經濟均衡之貨幣制度，其管制如僅靠穩定物價或所得一方，斷難奏效；須兼籌并顧，使物價水準之波動適足以抵消成本水準相等之變動，方可成功。此種管制，對於平時不漲之物價水準及平時不跌貨幣工資及貨幣利得水準，或須加以維持。各物價究竟可聽任跌落若干，所得究竟可聽任增漲若

干，胥視社會經濟習慣及狀況而定。

穩定工作之適當基礎，固社會而異，視報酬率對於生產要素需要改變之反應趨勢而定，亦即視成本水準之呆板程度而定。在每單位生產勞力貨幣報酬率流於穩定之社會裏，亦即貨幣收益 Money earnings 較為固定之社會裏，管制貨幣制度，須能使物價水準對生產效能之改進發生相反之變動。反之在每單位生產效能之貨幣報酬率流於穩定之社會裏，亦即貨幣收益隨生產力而變化之社會裏，管制貨幣制度，須能維持物價於穩定。蓋非如此，必無以避免生產要素過度就業與就業不足之更迭循環。(註十)

美國貨幣報酬率之趨勢，迥為在若干限度內隨效能及生產要素需要之改變而變化者。故在美國穩定物價較穩定所得或更為有助於經濟均衡之維持。美國人之經濟思想，或亦更適於以較為穩定之物價及較有變動之所得以維持經濟均衡，而不適於以較有變動之物價及較為穩定之所得以維持之。此非謂絕對穩定之物價水準，為美國所必需，或為美國所應選者。反之，美國欲求經濟均衡，須聽任其物價水準有若干之變動，藉以抵消成本水準之連續呆板性。因此種種理由，美國應以相當而非完全穩定之物價水準為其貨幣管理之最近目標。

選擇至相宜之物價水準，作為相當穩定之對象時，須注意商品選擇，內中不使混有特殊項目，其價格之變動為能引起膨脹或收縮者。職是之故，維持經濟均衡，不應以穩定國際物價水準為手段。倘如穩定國際物價水準，入口品價格一漲，將使出口品價格有相等之跌落。國內物價既有行動一致之趨勢，則出口品一經跌價，必將引起收縮。此種理由，在較小限度內亦可引為反對選擇所有商品批發物價為穩定對象之理由。蓋以不僅入口品價格上漲，能使國產品跌價，即農產

品價格上漲，亦能使工業品價格有相等之下跌。更以農產品價值特別容易發生變化之故（因歲收有巨大差異），收縮或膨脹之虞，時時存在，故最適為相當穩定之對象者，為國產工業品物價水準。因物價波動而來之就業巨大變動，幾僅限於工業生產，而所謂維持經濟均衡者，亦大半即在消滅此工業波動。穩定此種物價水準，於農家利益亦無害處，蓋農產品以工業品計算價值時，並無不利之影響。反之，消弭工業波動，正可以減少工業繁榮及蕭條所引起之農業製造原料價格之變動。

穩定物價水準，雖非保持經濟均衡之理想貨幣管理方法，却亦有數優點。一、以物價為穩定目標，較穩定所得或平衡物價成本二水準為明確，為人所週知。以穩定物價水準為貨幣管理最近目標，更可減少維持經濟均衡行政上之困難。二、穩定物價膨脹及收縮之趨勢容易發覺而且迅速。蓋如前所云，生產要素真實報酬率失衡，輒引起物價波動。其微而驟者，亦即為膨脹或收縮之顯示。故穩定國產工業品批發物價，貨幣制度縱未能完全管理，亦必更易於管理，以維持經濟均衡。

以穩定物價為貨幣管制最近目標，所以差強人意者，尚另有一重要理由。此一管制目標，數月以來已為人所週知；蓋以當局業經一再表示，其政策乃在物價水準之穩定。羅斯福總統一九三三年七月三日咨文倫敦經濟會議稱：「茲坦白相告，美國所祈求者，乃其百年以後之購買力及償付力，即為最近未來所冀求達到之價值。」其於當年十月二十二日廣播演說中又云：貨幣管理，乃其行政之政策，其終極目標，則在穩定物價水準。

至此應特加說明者，減低物價水準波動，乃貨幣管制之最近目標。其終極目標，應在經濟均

衡。貨幣當局最近物價水準政策不拘為何，應為次要者，其基本政策，須為生產要素充量適當就業；依照平衡真實報酬率，以國民所得分配給各合作生產要素，以國民所得，利用於消費與投資間，使足以因應目前需要，更足以資助社會未來之進步。

注釋

註一 門版 A. E. Monroe：「價值本位」Standard of Value，見經濟季刊 Quarterly Journal of Economics，二月份，一九三二年，二六五頁。

註二 羅伯森 D. H. Robertson：貨幣學，一五〇頁。再閱「銀行政策與物價水準」二六至二七頁。

註三 聞古：產業波動 Industrial Fluctuation 二五七頁。

註四 却報：通貨與信用，四五—一頁。消費人支出異於所得至何程度，幣制即在報度內出現一種亂因素，穩定消費人所得。因此却氏贊成穩定消費人支出，而不同意穩定其所得。參閱克拉克 J. M. Clark 之言：「為獲得美滿結果起見，吾人應製一種以勞計算，不以商品計算之單位。」美國經濟評論 American Economic Review，一九一三，五十六頁。

註五 陶希格 F. W. Taussig：經濟學原理，卷二，二二二頁。

註六 此種主張，係由紐約州居室委員會委員毛瑞斯華文 Dr. Maurice Levon of New York State Housing Commission 提出，以示維護穩定按時計算之工資率。參教授 Professor W. I. King 略載此有所論列。（見 Journal of the American Statistical Association, March, 1928, Supplement, p. p. 146—147）。門羅亦同樣建議，謂價值之標準，應為社會富有之勞工，工作不用資本，其工作與土地供給之關係，為不使土地產生租金者。氏稱此為基本勞工本位 Basic labor standard。假如基本勞工貨幣工資率予以穩定，社會貨幣所得總額將隨生產資源之供給量而變化，其他生產要素按照各自價值變為基本勞工。門版 A. E. Monroe：「價值本位」見經濟季刊二月份，一九三二年，勞工為價值特好尺度之見解，在經濟理論中久已普遍。閱亞當斯密：國富論，卷一，五章。

註七 岡柏德德 F. A. Bradford: 「穩定之貨幣問題幾方面」見經濟季刊 Quarterly Journal of Economics 八月份，一九二九年。丹閣翰森 A. H. Hansen: 「不平衡世界裏之經濟穩定 Economic Stabilization in an Unbalanced World」第十九章。

註八 岡古: 產業波動，二五六頁。

註九 克恩斯: 貨幣論，卷二，三九三至三九四。克氏見及意料中之物價變動對於約定利率之影響。「此種變動，即使完全料及，且使貸主於其訂定利率時，完全計入，在理上亦無傷害；——不啻使長期債券當時之息金含有一小部份基金，以為清付本金之用而已。此在克氏為可取者。」

註十 顯然在非為利得而生產之社會裏，適當之貨幣管理方法，不由物價水準與成本水準平衡之維持，乃由其他之考慮決定之。在社會主義社會裏，最重要之貨幣問題，在求得國民所得在消費與投資間之適當分配。在社會主義社會裏，投資之由國家辦理，其形式為以若干生產要素用於製造投資財。此種情形下之適當物價水準，必為使消費財之支出與社會貨幣收益相等者。此能由使物價與用於製造消費財生產要素作反比例之變動，而同時則保持貨幣收益之穩定，或由使貨幣所得與用於製造之消費財之生產要素作正比例之變動，而同時則維持物價之穩定以達成之。但以人性在社會主義社會裏與在資本主義社會裏無殊之故，物價同所得須悉聽任有若干之變動。

十九章、貨幣管理計劃

一 複合本位 Multiple standard

歷史上各期物價巨大波動及因此而生之弊害，使經濟學家及政治家不斷努力，另求一價值較為穩定之貨幣本位。爰產生多種建議，清付長期負欠，不靠金銀，另用其他手段。洛克主張，「恆為各國經常食品之小麥，在世界此隅可令長期任為物品變動價值判斷之尺度。」洛克以降，經濟學家持此見解者輩出。(註一) 此般人認小麥宜為價值之尺度之根據，顯以一典型人用其大部所得於小麥為基礎。今者一人之支出，種類繁多，其真實所得係由多種商品聯合構成，小麥一項不復能任價值之滿意尺度矣。因此晚近之建議，悉主張參照多種商品，決定一長期負債清償基礎，就是說建立一複合價值本位。

有關複合或表格本位之建議，人多主張以一與物價水準成正比之活動貨幣數額償付負欠，租金，工資及其他長期負債。如此物價在一種負債借債期間增添百分之二十時，則每百元之負債，須以一百二十元清結之；如跌百分之二十時，則清償百元之負債，僅須八十元。依此制，借貸合同則訂明不以貨幣，乃以一定量之購買力為償付手段。前當美國貨幣極度跌價之時，麻州於一七四七及一七八〇年即曾實行此種辦法。此後英國屢有人作此同樣建議，惟未付實行。(註二) 此種計劃，因吉文思於其貨幣學一書中力表贊同之意，激起甚多爭論。吉氏謂此種計劃雖將增加債務人與債權人關係之複雜性，然所生紛擾不至巨大。(註三)

一八八七年馬紹爾亦曾有一如此建議。由政府某一機關，調查一切重要商品價格，隨時予以公布，聲明妥若干貨幣始有與某一基期一金鎊價值相等之購買力。此量購買力，馬氏稱為「單位」unit。放款得以貨幣或單位計算。如以單位計，則企業家不致在某一時急於借款，草率創立企業，冀圖意料中一般物價上漲所致之利得；而在另一時期則又視借貸為畏途，恐為物價跌落所乘，致有虧累，此外地租賦稅新給及工資亦可以單位表示之。另訂單位，亦未始不可，俾予特殊商品以特別加權，以達成特殊之目的。（註四）

贊成此議者，謂表格本位為長期契約，謀得購買力穩定之方法，實行此制，現行契約可不虞強制之脫節，其猶貨幣本位發生變化時所生者。反對者，亦振振有詞，一八七五年，貝之哈特曾提出如此異議。謂將擾亂國際貿易，使銀行業雖不至不能維持，亦必使之遭逢困難，因其負債既須以貨幣計算，而其若干種類資產又須以單位計算；商品素質因時因地而異，編製可靠指數，必然困難；使價值本位與真正貨幣分離，亦非所宜。（註五）此等理由，自無決定作用；因表格本位，僅在雙方協議之假定下實行。此外尚有一較為重要之反對理由，謂表格本位未能供作購買力短期穩定之貨幣單位，更未能消除經濟行為上之波動。表格本位，即作最後貨幣改革計劃，自未能令人滿意。然在更為廣廓計劃未採行以前，亦有種種理由，提倡其使用。

嚴格言之，吉文思及馬紹爾之計劃，並非一以複合本位為基礎之貨幣制度，乃一在現行貨幣制度下可作數宗支付之複合本位。最近路易斯教授曾建議成立一種以一單位得換為四宗一定量本位商品，如麥，棉，鐵，銀之貨幣制度。凡持有一單位貨幣券者，得提交一政府機關，換取四件指定交付一定量麥，棉，鐵及銀之命令書。四命令書之價值，共計常等於一固定貨幣數量，但一

命令書之價值，則隨其所指令交付之商品價值而變化。命令書所指定之商品得儲藏在貨棧，其願有該等商品屬有權者，得提取之。假如多數國家採行此一計劃，共同採用此四種商品之相對數量，則此制頗可獲致匯兌之穩定。(註六)

本計劃有與馬紹爾所提出而適於較大團體採行之「二一本位制」Symmetrical 相似之處。雖云新穎，然未可即視為令人滿意之貨幣改革基礎。此種貨幣單位在長時間內無論如何穩定，而在短時間內必不穩定。蓋本位商品中棉麥二項之供給，大半繫於氣候，其產量及價值如發生巨大差異，將使貨幣價值發生巨大變化。勞潤斯曾就黃金長期價值之穩定性與棉、麥及壞鐵合為本位制之穩定性加以比較，發現平均每年價值之變動，在複合本位者較在金本位者為大。(註七)「二一本位制」所遭之攻擊，今頗可引為對於四宗商品本位制之批評。合用四宗商品為貨幣，將使四者之價值密切相關，就中一項不穩，必至波及其他三者。如此，一巨大重要工業被選為複合本位四宗商品之一時，其繁榮頗易發生巨大差異。此在鋼鐵業，尤為不相宜，因鐵價波動，將使資本財價格及投資數量發生巨大差異。

二 管制金本位

近年來有甚多之計劃經人提出，謂現行金本位不須更張，僅略予前此未曾實行之管制，即足減低貨幣價值之巨大波動。此等計劃約分兩類：一類主張管理黃金生產，俾其供給足以維持其價值於相當之安定；二主張節制貨幣用途對於黃金之需要，以防止黃金價值發生巨大及猝然之變動。

新近逝世之南非雷費德特教授嘗云：控制金鑛產量，即足以維持貨幣價值於長期穩定。氏建議各主要國家共同成立資本團，取得世界金鑛及業經查明有金苗地區之屬有權，而加以經營，藉以安定金價。如是物價水準下跌時，則開發金鑛，供給世界以足夠維持物價穩定所須之黃金數量；物價上漲時，則將黃金收藏，不使流入市場，直至黃金價值復達穩定之水準而後已。資本團如此經營金鑛，不以牟利，而以節制黃金價值為目標，固能謀得黃金價值長期較高之安定。然尚未足以保證物價之短期安定，亦殊為顯明；但此由雷氏視之，為中央銀行之責任，應假貼現政策及公開市場營業以達成之者。假如世界主要國家不能合作，雷氏謂美英二國之攜手，亦足以有濟，蓋二國所產之黃金，已達世界總產量五分之四。（註八）

控制黃金產量，如無不利事件橫生，將大有助於黃金價值之長期穩定，自無疑義。然有一點亦須承認，即因世界對黃金需要有巨大增加之故，非按高度水準生產，不足以穩定其價值時，資本團頗將窮於應付。此種情形下，大量而無利之生產，但大有助於鑛藏之消耗，而不能長期穩定黃金之價值。尚有一點，亦須承認，某一具有大量黃金國家，比如法國或美國永久放棄金本位，更以其存金售諸他國時，至此屬有黃金鑛之資本團雖限制生產，亦不能維持黃金之價值矣。況創立此種企業所需之成本，亦須考慮。少於十萬萬元之數，能否購得全世界之金鑛，殊為問題。固不論世界主要國家能否為此而合作也。

關於控制貨幣對黃金之需要，以安定其價值之可能性，經濟學家曾予更多之考慮。先作此主張者，却推為其一。一九一九年氏嘗著論稱：「吾人於未來如仍維持金本位，貨幣用途對黃金之吸收，至宜加以管制。……而管制之道，須為使黃金價值不生重要波動者。」（註九）氏主張各國

從事節制其貨幣供給量，使彼此貨幣之匯兌率為比照彼此貨幣及黃金數量而應予穩定者。穩定一經達到，此平衡宜假金匯本位以保持之。用外匯贖回本國貨幣，其業經贖回者，應使之退藏。中央銀行如不採取步驟，管制信用，以恢復均衡，僅此尚不足以保證穩定。必中央銀行管制信用，國際節制黃金，雙管齊下，然後方能穩定國內物價及黃金價值。郝氏雖比較贊成國際協定，然又稱即美英二國之聯合行動，亦足以保證大部穩定。

一九二二年四月，日內瓦舉行之世界經濟會議，對於國際合作曾有所努力。嘗通過議案，願請各國恢復金本位，以穩定物價。為達成此目的起見，又願請各國中央銀行互相合作，穩定匯率，防止黃金購買力過分波動。議案指稱，採行金匯本位，各國管制其貨幣制度，以維持金平價，再加各國中央銀行一致穩定黃金價值，此事最易成功。關於共同管制黃金需要之建議，其文曰：（註十）

決議九：此等步驟或已足以建起金本位，但維持其成功，不僅大有賴於擬議中之中央銀行合作，更繫於在適當時機成立之國際協定。該協定之目的，應在集中與配合黃金之需要，以冀避免其購買力之廣大變動，此種變動，如無上述集中與配合措施，必將因有若干國家同時爭購黃金，以充準備之故，而不能幸免。該協定應確定節省黃金使用辦法，如金匯本位或國際清算制度，並限各國應以國外結存形式保持準備。

關於管制黃金需要之重要性，各國政府悉有所認識，但始終未採行與決議精神相符合之專一措施。因有此一會議，各國中央銀行的確有較大之合作，惟未及決議案所需要之限度。其欲恢復金本位者，有貸與放款之安排。此後美國及外國決定貼現率，亦以調節國際間黃金之分配為目的。英

，法，德，美各國中央銀行關於彼此之政策，亦時有互相諮詢。一九三三年，世界經濟及貨幣會議舉行於倫敦，其貨幣及財政委員會復以節省黃金準備之使用及各國中央銀行互相諮詢為建議。

克思斯本久為國家而非國際貨幣本位制之主要擁護者，然於貨幣論中亦承認國際本位之傳統，根深蒂固，不可忽視，如必欲單獨成立一國家本位，必將危及求得任何貨幣穩定之可能性。因而力持金本位須如此管制，使用以購買列入國際貿易商品之一單位貨幣價值實際穩定。惟此須各國中央銀行關於左列政策各點取得協議：（註十一）

一 金幣及金憑證停止流通；

二 各國中央銀行在其他各中央銀行或國際清算銀行保持結存；

三 各國中央銀行準備條例須具彈性，足使容納不受黃金供給限制之國際管制；

四 各國中央銀行黃金買賣價格間保持百分之二之距離，以便利當地短期利率獨立之調整。各國如能同意更高度之管制，克氏則又主張成立超國銀行，比如國際清算銀行，收受各國中央銀行存款，並向之放款。在超國銀行存放之國家貨幣及存款得按與黃金相等之價值互相調換，意即買賣價格間具有百分之二之距離。在超國銀行存放之存款，視為各中央銀行之準備，超國銀行得放款及從事公開市場營業，以穩定黃金價值及工商業狀態。

一九三三年，克氏另主張一種政策，與前經描述者相似，但提出一有效方法，可以迅速提高以黃金計算之商品物價水準。其新政策為成立一國際機構，發行金券，以五十萬萬元為最高額，由參加國家以同類之低利金公債掉換。一國之攤額，以其一九二八年末之金準備額為度，然任何一國之最高額，亦不得超過四萬五千萬元，但遇有特殊情形時，可予變更。參與國家須通過法

律，規定金券於收授之際等於黃金，不過金券須絕對由政府及中央銀行保持之。該機構之執行部職員，由參與政府或其中央銀行委派，各國投票權與其攤額成正比。執行部得相機變更發行額或債票之利率，以防止以黃金計算之國際商品價格漲過所協議之正常水準，譬如一九三〇年者。

(註十二)

假國際管理，予黃金價值以若干限度之穩定，自無問題。然比較言之，由需要方面管制較由供給方面管制，或更為有效。蓋以需要較供給更易發生巨而猝之變化。然管制縱由需要方面着手，仍未能使黃金價值恆久穩定，除非使之安定於其成本水準，即此亦難持久。可能者僅為斷續之穩定，遇黃金價值去成本水準太遠，至不能維持時，隨予調整。至金匯本位，亦有反對之理由。蓋擁有巨額國外結存之國家，在不相宜時機以之掉為黃金，致打破黃金價值之安定，此種危險時時有之。一九二九至一九三二年當法蘭西銀行大量吸收黃金之際，世人即飽嘗此種經驗。即國際合作，同以金準備存放國外金融中心，亦未見其可能，因以黃金計算價值之國外結存，有因貶值蒙受損失之虞，此由英美上次放棄金本位所表示者，極為顯明。由是以觀，國際行動可以安定黃金價值之說，豈可信乎。

三 補償元 The compensating dollar

前所檢討之貨幣改革計劃，除路易斯所提供者外，均未予現行貨幣制度以根本改革，因一單位貨幣在價值仍有一定重量之黃金。在多少經濟學家視之，穩定黃金價值，縱然可能，亦有其困難；惟有金值本位，始能予幣制以迅速及確實之安定。一九一一年以來，費休教授迭次建議改現

行金本位為金值本位，使一單位貨幣，不等於一定量之黃金，而等於一定量之黃金價值。如是物價上漲，黃金價值下跌時，則以數量較前為大而價值與前相等之黃金贖回一單位貨幣；反之，物價下跌，黃金價值上漲時，則以數量較前為少，而價值與前相同之黃金，贖回之。使黃金價值任意變動，一單位貨幣雖仍與黃金相兌換，然其價值則始終一致。

如費氏自己所云，金值本位，並非由其本身首創其說，費氏僅加以補充，使之完備，使世界明瞭遵循此一途徑，改革幣制之重要性而已。其始倡使一單位貨幣等於貴金屬恆久不變之價值者，為蘇格蘭人約翰若克 John Rooke，其說首見於一八二四年。美人先提出此議者，為西門紐寇姆，其事在一八七九年。為維持物價之安定起見，一八八七年馬紹爾亦提出與此相似之主張，內容有其「二一本位制」之原則。一八九二年，英國實業家及議會議員安紐潤維廉在經濟季刊上亦發表金值本位之主張。其內容要點可由次文見之：（註十三）

假如吾人具有如此魔力，能使一金磅之黃金重量增加，適與一噸黃金購買力所跌者相等，或使之減少，適與一噸黃金購買力所漲者相等時，顯然吾人能保持一金磅購買力之安定。

.....
假如黃金價值上漲，則減少一單位紙幣所兌換之黃金噸數，意即提高生金法價。假如下跌，則增加一單位紙幣所兌換之黃金噸數，意即減低生金法價。此制為簡便計，作者稱之為「價值制度」。曷一試行，予價值本位 Standard of value 以有效之節制？

此議雖經吉芬 Giffen 批評過，然久已經湮沒不聞，直至最近費氏再予發揮光大。

貨幣管制計劃，經人詳密研究，受廣大之贊譽者，莫如費氏之說。費氏主張之補償元，首載於一九一一年出版之貨幣購買力一書。後經幾度修正，其內容要點却未改觀。（註十四）依其計劃，金幣完全廢除，貨幣僅為鈔券形式，其贖回，則用重量有改而價值不變之黃金。政府無限買賣黃金，此為金本位之素質，仍予保存。政府當事機關，每月或在類此調整期內根據若干選定商品，編製一物價指數，即根據此指數，依照物價水準變化之同一比例，增減元之含金量，但每期之增減數，不得大於百分之一或百分之二。為防止黃金投機起見，政府買賣黃金價格之距離，須等於本調整期一元含金量最高之增減數。元之含金量如此補償，以免除其價值之變動，費氏雖亦知未能維持物價恆常不變，却相信能縮小其波動範圍，使去規定標準不遠。馬瑞蘭州國會代表勾路德斯伯儒在眾議院提出之草案，曾包括費休計劃之要點，惟國會未採若何決定。（註十五）

費休本人認其計劃之成功處，在不貫以任何特別貨幣價值理論。氏相信元之購買力，大部由其含金量決定之。變更元之含金量，必使其價值有相等之變化，此點在金銀貨幣論者顯然不難表示同意。然持其他貨幣價值理論之人則未能同意費氏計劃能自動靈活，像其所顯現者之甚，不過亦或同意其有效。如此物價漲，元之含金量增加時，將發生黃金出口之需要，社會對國產品之支出將減少，物價亦即隨之而跌，再如增加元之含金量時，將減低金準備元之價值，將使銀行系統收縮法幣及存款數量。此又須中央銀行節制貼現率及經營公開市場營業。（註十六）

反對補償元之至大理由，謂將擊破匯兌安定，擾亂國際貿易。除非世界普遍採行，否則此一反對理由難以推翻。又謂物價漲，增加元之含金量時，將消耗金準備；如兌現發生大量需要，政府斯時為維持兌現所付之費用，必然巨大。凡此悉表示本計劃所需要之管制較費氏所想像者更為

複雜。(註十七)此外又嫌其未能顧及社會偏見及其習慣。(註十八)但社會使用貨幣習慣，能否予成立金值本位以阻礙，亦洵為疑問；且穩定問題亦非常重要，不容成本一端成為決定理由。合理問題，乃在費氏之計劃是否有效。陶希格教授為費氏計劃批評家最著名者，嘗云：「先須承認，實行此計劃，如持之以時日，兼堅之以意志，定能達成心目中之主要結果，即物價長期較大上漲之防止是也。」(註十九)

一九三三年，克恩斯主張一與金值本位略似之計劃。費氏計劃，克氏認為行動過於緩慢，但求矯正物價波動，亦屬錯誤，不若預求避免為佳。克氏承認費氏計劃能消除貨幣價值之長期波動，但對其防止伴經濟循環而來之物價短期波動，究否有此力量，則表示懷疑。故主張管理貨幣，應以達成選定商品物價指數所指示之物價水準之安定為目標；而此指數，則應隨時加以修正，以保持其代表性。管制時，寧賴信用控制，而不假手於黃金。克氏主張由財政部及英蘭銀行共任貨幣管理之責，以安定物價及經濟。為決定政策時，應參照選定代表商品物價指數，就業狀況及生產數量，銀行信用需要，利率、國外貿易，外匯，及其他有關因素。黃金準備，用於防止匯率短期波動。英蘭銀行按靈活價格買賣黃金，而價格之調整，每週公佈一次，其決定時，應以物價水準之變化及工商業狀況為依據。此一計劃，克氏認為能安定物價及生產，能予匯率以短期安定，而因貿易真實交換條件而生之外匯波動，則聽之。(註二十)

金本位一切管制計劃，無為供給管制，或為需要管制，或為一單位貨幣合金量管制，有一共同反對理由，尚須加以考慮；即實際不啻同為金本位之放棄是也。此理由固無決定作用，却至足以減弱管制金本位非即放棄金本位國家傳統幣制之理論之效力。關於本問題，聯邦準備局未勒爾

博士有言曰：「穩定之金本位，為世人向所未聞之物……一旦付諸實行，不啻為放棄金本位，而代以黃金為基礎之元本位 Dollar standard；此元本位雖不受影響單純金本位自由運用下貨幣價值之因素之支配，則受另一套因素之支配而已。」（註二十一）

四 貨幣及信用節制

在不同時期，有人提出各種假貨幣數量自動調節，抵消物價波動，以保持物價安定之計劃。達成之道，或假證券買賣，或假超過或低於現行需要之賦稅徵收，或假額外發行以補赤字，及收回過剩貨幣，以減膨脹。凡此計劃貨幣與黃金兌換關係不見悉予保留。提供此等計劃者，多為傑出之經濟學家，內有門格兒，滙爾拉斯，馬紹爾等。門格兒主張使幣制與金銀脫離關係，節制貨幣發行數量，使物價波動因隨出隨減，以安定貨幣單位價值。滙爾拉斯主張發行與收縮銀幣（節制幣 billon regulateur），以節制黃金價值之波動，而予貨幣價值以安定。惟實行此種跛行金本位，非國際間成立協定，不能生效。馬紹爾謂見物價下跌，則由一政府當事機關收購公債，以放出貨幣，待見物價上漲，則又拋出公債，以收回貨幣，即不兌換紙通貨，亦能予以穩定。馬氏雖作此議，却不提倡。（註二十二）關於此等計劃，陶希格有一總評，其言曰：「貨幣價值所獲之安定程度，以長時間觀察時，必較金銀本位所致者為大。」（註二十三）

較此為新穎者，為近來剋瑞博士 Dr. Lauchlin Currie 所提出之計劃。係假貨幣數量膨脹及收縮之節制，以控制物價水準者。剋氏謂物價水準完全控制，須政府發行法幣，並佐以一切存款貨幣政府發行權。為達成此一目的，應成立一政府機關，專司社會一切活期存款。此存款數量，可

由收買政府公債以擴張之，亦可拋售，以收縮之。儲蓄存款，準由現有銀行收受，惟不得憑支票提取。將存款貨幣之製造與借款之貸放各職責分開，前者由政府接辦，後者仍由銀行經營。為行政便利計，現有銀行可利用為政府審事機關之存款貨幣結存賬簿保管及支票兌現之辦事處。對此存款結餘，銀行須持有百分之百之準備，內中得包括兌付支票所須之小額法幣。尅氏建議之基本健全性，自無問題，惟去現行習慣太遠，將使物價水準控制工作益滋困難。（註二十四）

紐約聯邦準備銀行斯愛德提議，假買賣證券，節制貨幣數量，及視情形需要，增減聯邦準備銀行重貼現率，以穩定物價水準。特別主張由財政部及聯邦準備銀行釀其所有黃金為公共贖償基金 Redemption fund，用以維持貨幣兌現力。廢除聯邦準備條例有關水準之規定，參照物價指數，節制貨幣數量，而該指數又參照生產就業，及貿易等指數時加完正。該計劃之自動性，悉由提供用以管制鈔券之方法表出之。

鈔券發行，應假聯邦準備銀行途徑加以管制，由法律授權，見物價水準有變動時，比如說達百分之三（或任一決定之數），即提升或減低重貼現率百分之一，或將其抵押品及承兌票據之持有數，增加或減去，比如說所決定之某一習常數類如一萬萬元，或兩法同時並施。

調整銀行率及證券持有數，可依和緩累進率辦理，比如物價指數初有百分之三變動時，貼現率則調整百分之一，俟物價指數，但有百分之二變動時，則又調整百分之一。（註二十五）

其目的在保持貨幣數量與物價水準平衡，及儘可能使物價水準為一幾乎不變數字。斯氏復稱據其調查所顯示者，高度安定能假這等簡單方法快速達成之。

美國第六十九期國會，第一屆會議中，堪薩斯眾議院代表司銜提一草案，請求修正聯邦準備

銀行之職權，以使更注意物價之安定。該草案續云：

提請修正案 提請修正前經修正之聯邦準備條例第十四條第四款，以使穩定一般商品物價水準為其立法精神。

本屆參眾兩院議員諸公，請依左列修正文將前經修正之聯邦準備條例第十四條第四款惠予通過：

一四 隨時核定聯邦準備局得以覆察而予抉擇之聯邦準備銀行對各類票據最低之貼現率，此等銀行遵照貼現時，應以融通商業所須資金並促進一般商品物價水準之安定為目的。

聯邦準備銀行系統之一切權利，應悉用於促成物價水準之安定。」

本草案，國會未對之採行動。

在聽取會上，多少經濟學家表示擁護該草案，內中有費休及羅智兒二教授。彼等謂調解貨幣及信用數量，聯邦準備銀行在一定限度內，能控制物價水準。且如金準備大至能使貨幣管制自如運用，而不須顧慮金準備之變化時，尚能管制得有效。費休特別強調金準備不充，欲假公開市場營業及重貼現政策，以求連續安定之困難。在某種情況下，實施司銜草案各條款時，聯邦準備銀行非有調節金準備之權以為佐助不可，故費氏又主張其前經提倡後又經勾路德斯伯儒草案加以條陳之補償元。羅智兒之主張，在實質上與此相同。羅氏相信司銜草案的確提供有效方法，可以消除物價之短期波動，而此種波動，正為於產業安定至有擾亂性者。

聯邦準備系統當局之態度為聯邦準備銀行向未控制物價，今一旦使按照該草案之擬議範圍穩定物價，恐非能力所及。紐約聯邦準備銀行總經理史壯雖同意稱聯邦準備銀行在一定限度內，特

別在物價上漲時期能約束物價之波動；但當其向下波動時，氏則認為無力挽止之。聯邦準備局米勒爾之態度更為懷疑。米氏嘗云：「現有堅強引誘，使人誇張聯邦準備銀行能假其貼現率或公開市場業務，以影響產業波動及物價動態之力量。」聯邦準備當軸雖承認聯邦準備銀行曾在一定限度內安定一九二二至一九二六年間之物價，却不願有一項明令，使利用該系統之便利以安定物價。參照物價指數，推行聯邦準備政策之智慧，無論如何彼等均表懷疑。（註二十七）

中央銀行雖能假公開市場營業及寬大之重貼現政策擴張貨幣數量，然於投資乏利時，却未能款動企業家借款，以墊付生產所需之資金。因此，若干人提出更直接影響物價方法。例如馬丁 P. W. Martin 曾建議成立一與政府及中央銀行分離關係之購買力節制局，專司經濟體系上購買力調劑事宜。該局備有公共工程計劃，俟時機相當，即依照經營；譬如見失業情形發生，購買力顯示不足時，則將公共工程包與承造商，至營建之限度，則以均衡恢復為度。此所需之資金，由局向商業銀行借貸，同時更高請中央銀行，在公開市場上購買證券，充實會員銀行之準備，構成銀行信用擴張基金。反之，當購買力顯示過多時，則以由徵稅或舉債籌得之收入，償付所欠商業銀行之負債，藉以收縮。同時，又商請中央銀行拋售證券，收回數量適當之準備，以減少銀行信用。以此種方法，該局控制投資，使安定於相當之水準。此建議之要義，不在直接左右就業，而在假投資之節制，使物價恰安定於報價水準，此水準於充量之，而不過分之生產要素就業，至關重要。

馬丁計劃之目的，在維持生產行為最高之可能水準，尚不激起物價膨脹。購買力節制局參照失業及生產指數之變動或生產指數，決定其措施。雖不必堅持物價死板不動，不斷上漲或下跌之

物價却亦不應容忍。根據經驗更敏感更有效之指數，可以編得，作為該局之指針。以此種貨幣管制方法，維持金本位，如以為可取，則須國際合作，共同管制購買力。更須重要國家，成立同樣之管制局，採行一致之行動。但非金本位國家，不採取單獨行動，亦殊無理由。(註二十八)

註釋

- 註一 此曾為溫科爾 J. A. Walker 所徵引，可見其貨幣學，一五九頁。參閱斯密思：國富論，卷一，五章，又馬紹爾：貨幣，信用，與商業，五四頁。
- 註二 費休 W. Fisher：「麻州之表格本位」見經濟季刊，五月份，一九一三年。既德克蒂斯公司 Rand Kardex Company 於一九一五年曾發行「七種三十年穩定債券，其本金及利息悉予登記及保證。」關於原文，請參閱穩定穩取五八至六一頁。
- 註三 吉文思 W. S. Jovons：因兌換國兌換機三三〇至三三二頁。
- 註四 馬紹爾：紀念文集 Memorials of Alfred Marshall，一九八頁，又馬紹爾：發言錄 Official Papers，一一至一三頁。
- 註五 原載於經濟學人雜誌 The Economist (倫敦) 十一月份，一八七五年，又轉載於經濟季刊 Economic Journal 一八九二年，四七至四七七頁。
- 註六 路易斯 G. N. Lewis：「物價穩定計劃」見經濟季刊，三月份，一九二五年。前一世紀有同樣建議，溫科爾 F. A. Walker 於其貨幣學，一六〇頁曾予徵引，「薩敦 Count Soden。羅士爾 Roscher，及沙甫洛 Schaffle 曾懇切介紹假黃金局，麵包原料，及布料價值計算之混合租金制。」
- 註七 麥湖斯 J. S. Lawrence：物價之安定，二〇六頁註。
- 註八 雷費特 R. A. Lehfeldt：世界通貨之公平 Restoration of the World's Currencies 五六至六〇頁，穩定問題證字 Stabilization Hearings 一九二一年，一〇四八至一〇四九頁。
- 註九 韋拉 R. G. Hawtry：貨幣改革論 Monetary Reconstruction 八頁，又五〇至五五頁。再閱凱賽爾 G. Cassel：一

九一四年采之貨幣與外匯，二六三頁。

註十 日內瓦決議案之原文見穩定問題證言，一九二七年，九五七至九五八頁。論此等決議案時，費氏嘗云：「在穩定物價為目標之措施中，日內瓦會議之決議，由我視之，可稱為至燦爛者。」惜決議案未付諸施行。

註十一 克羅斯：貨幣論，卷二，三九五至三九八頁。

註十二 克羅斯：貨幣之路 *The Means to Prosperity*，二八至三〇頁。

註十三 安奴利維廉 *Anutha William*，「金本位固定價值——一般經濟波動之防止計劃」，見經濟季刊 *Economic Journal*，一八九二年，二八〇至二八九頁。若克及紐寇姆之計劃，見賈休者：元之穩定，二九三頁。馬紹爾建議「一種兌換通貨，每一金鎊券存在政府當事機關要求付與在當時具有半單位（購買力）價值之黃金及具有半單位價值之白銀。」馬紹爾紀念文集，二〇七頁，註。

註十四 經濟季刊 *Quarterly Journal of Economics* 一九一三年，二一三至二三五頁，經濟季刊 *Economic Journal*，一九一二年，五七〇至五七六頁，美國經濟評論補充誌 *American Economic Review, Supplement*，三月份，一九一三年，元之穩定。

註十五 有關勾路德斯伯備草案之證言，見一九二七年穩定問題證言。第二十七次國會提出修正之勾路德斯伯備草案建議聯邦準備銀行採一切可能步驟，提高跌落之物價，然後再加穩定。為達成此一目的計，授權聯邦準備局在聯邦準備銀行政覺證券持有量空虛時，得發行債券，並於需要時，得提高或壓低黃金法價，以增加或減少聯邦準備銀行黃金準備。見穩定問題證言一九三二年。

註十六 郵報稱，假如各國一律採行稱價元，則國際貿易變化所予物價之影響即被抵消，自然，假使更實款利率，以變更以元計算之準備價值，遲早能予物價以調整。郵氏繼續稱，但此亦不可假變更以元計算之金準備價值，以達成之。中央銀行營業技術 *The Art of Central Banking*，一九二至一九三頁。

註十七 克拉克 *J.M. Clark*，美國經濟評論 *American Economic Review*，一九一三年，五七六至五七八頁，開奇 *A. C. Pigou*，工業之波動 *Industrial Fluctuations* 一九二頁至一九三頁。

註十八

勞潤斯 J. S. Lawrence 管轄此類極爲嚴刻之批評，見物價之安定 *Stabilization of Prices*，一〇九頁：「此計劃有一不可原宥之缺點，即完全忽視人性是也。人斷不容忍此類經濟處政存在。多數人全願「憑運氣」，其所希求於政府者，僅爲在變動情況時，得加以利用之機會。明哲之社會，絕不願接受或保存「圍嘴及切瓶」式之貨幣制度，更不容有母情之政府，繫人民於其裙帶上。若彼之計劃之擬成，是由於不了解人性。完全以「人無錯處」，「官僚無所不知」及「社會易使」之錯誤前題爲基礎。」

註十九

陶希格 F. W. Taussig，「補償元之計劃」見經濟季刊 *Quarterly Journal of Economics* 一九一三年，E 一六至四二〇頁。

註二十

克恩斯：貨幣改革概論，第五章。

註二十一

穩定問題證言一九二九，二六八至二六九頁。

註二十二

關於門格兒之計劃，請閱實休：元之穩定，二九一頁。關於渥爾拉斯之計劃，請閱其本人著作：政治經濟學原理 *Elements of Economic Politiqne* 第二版，四七七至四八五頁。關於馬紹爾之計劃，請閱馬紹爾紀念文集，二〇六頁，註。

註二十三

陶希格：經濟學原理，卷一，四三六頁。

註二十四

魁瑞 L. Currie，美國貨幣之供給及管理，十五章。

註二十五

斯愛德 G. Snyder，「黃金之穩定」，*The Stabilization of Gold*，見美國經濟評論 *American Economic Review*，一九二三年二八四頁。

註二十六

草案中「最低」一詞，爲一錯誤。修正案，將法律中原文「及產業」，「*and business*」一詞刪除，續以「促進一般商品物價之安定。聯邦準備銀行系統之一切權力，應用於促進物價水準之安定。」H.R. 七八九五，六十九期國會，第一屆會議。本草案之證言載於政府公報，穩定問題證言，一九二七。

註二十七

關於各方之見解，可閱穩定問題證言，一九二七，實休，七〇頁，羅智兒，二一九頁；司街，五五〇頁，未勃爾，八三七頁。修正司街草案：「草案，意在修正前在一九一三年，十二月，二十三日議決而稱爲聯邦準備條

例者，確定聯邦準備系統權權運用政策；進一步提倡「穩定金本位」(A stable gold standard)之維持；以促進高，工，農及就業之安定，以扶助實現元之更穩定之購買力，及其他。』本草案於第七十期國會提出。本草案問題證言載於政府公報，穩定問題證言，一九二九年。

註二十八
馬丁 P. W. Martin·維持購買力十五及十六章；再參閱克恩斯：繁榮之路，三至二十四頁。

第二十章 一貨幣計劃 A Monetary Program

一 「國家貨幣」局 A National Monetary Authority

一八九二年，英國傑出之經濟學家吉芬嘗著論稱：「一貨幣單位，但是逼得去，則不宜倡議改革，或考慮改革，除非有壓倒之需要。」（註一）考慮貨幣管理是否需要，此為一良好指針。吾人對於能在現行社會組織下，促成令人滿意之生產及國民所得之分配與利用之貨幣制度有壓倒之需要，為時已久，初非自今日始。蓋吾人如今至感迫切之經濟問題，有若干條弊端於有缺陷之貨幣制度，則其解答應予公認之，且傳統已久之貨幣本位之改革中求之。依近幾年來之經驗所給吾人之明確指示，金量本位 gold quantity standard 之貨幣制度，匪特去差強人意遙遠，且為一惡劣不堪之貨幣制度。尚有人謂舊金本位，乃一有效貨幣制度之適宜基礎，豈可置喙。實則既非是，尤非能令人滿意之貨幣本位也。

複雜之工業社會之貨幣制度，其功能之達成，不能使之悉憑偶然因素決定黃金之價值。反之却應加以管制，藉保其功能之適當達成。管制之目標，則在求得產業之安定，即充量之就業與足以維持經濟均衡之國民所得之分配及其運用。此種意義之安定，假如以減小國產工業品之物價水準之波動為目標，而予貨幣以管理，或能大部竟成。此類之「國家貨幣」制度 National monetary standard，雖不必與其他國家貨幣制度完全無連繫，却亦應自具其獨立性。如此有擾亂因素在國外發生時，不至波及本國貨幣制度，在國內發生時，可不顧其將予貨幣對外價之影響為何，即加

以控制。故貨幣制度，欲求其管理良好，必須為國家的，不可為國際者。

每人稱：「國家貨幣」制度，使與外國貨幣制度分離關係，必有害於國際貿易。蓋匯率之差異，即為對於貨幣本位不同國家供給商品之額外成本。此成本為量若干，則視外匯之變化程度，及消滅此種風險，或轉嫁給外匯商之情形如何以為斷。但總之，多半不大。惟亦不妨承認，縱使國家貨幣制度對於生產及所得沒有反響影響，却亦略有使國際貿易減縮之輕微趨勢。匯率變動之較大影響，厥在國際金融。長期放款借債期間，匯率之巨大變動，為一重要因素；變幻之外匯，定使國際放款減少。其予短期放款之影響，視此為尤甚。雖小如百分之一之變動，亦足以完全抵消三個月放款變動四厘之利息。然流動資金在世界金融中心間往復移動，為害於金融之安定者，為時已久，今如能一旦剔除，應視為一顯著之利益。

管制貨幣，不能僅由其與變幻匯率之關係，決定其予國際貿易之影響。國家的本位，能穩定國內物價水準，能免除產業行為之波動，自亦增進國際貿易。一國之對外貿易，本繫諸其生產量及社會之所得與支出。今假使生產要素之就業及其真實所得均高，其對輸入之支出自必亦大，其商品及服役之輸出，也必相當於其輸入。再者，一「國際本位」International standard，縱能維持外匯之安定，然能否保證國際貿易量必如進出口商品比較成本所允許者之大，亦尚為一疑問。及今各國所施於國際貿易之限制，如關稅，入口比額，及匯兌限制等，亦無非為種種手段，在不犧牲國內物價水準安定之原則下力求固定匯率之維持，當不謂于言之過。倘使各國一致採行獨立成貨幣制度，則此等限制，多可廢除，且可不虞擾亂貨幣制度，匯率可聽任自行調整，安定於達之各國對彼此進出口商品之需要互相平衡之水準。此無疑將較在統一貨幣制度及固定之匯率下，

有數量更大之國際貿易。(註二)

變幻匯率所加諸國際貿易困難，每每為人誇大。進出口商能確知其外幣計算之未來債權債務將折合國幣若干，固屬重要；但此等債權債務之價值必永久不變，却無此必要。一組織完好之遠期外匯市場，即能供給此般商人所需之知識。

「國家貨幣」制度，即或於國外貿易略有阻礙，然此未得即視為足以推翻以穩定國產工業品物價為目的之管制貨幣制度之理由。美國涉及外匯之金融事務 Monetary transactions 尚不及其全部百分之二。尋求金融事務全數百分之九十八之安定，顯然較求取百分之二之安定遠為重要。能穩定物價水準之管制「國家本位」與能穩定匯率之「國際本位」相權時，寧取前者，自為順理成章之結論。(註三)

管理「國家貨幣」制度，確為一舉；但以瑞典大不列顛及美國數年間之經驗觀之，此一措施，尚可辦理成功。惟首要條件，應成立一機構，職掌貨幣政策，比如「國家貨幣」局 National Monetary Authority。此局直隸白宮，其工作完成之最後責任，由總統負之。該局應設各門專家及幹練之統計人員各若干人。為使管制面面俱到起見，該局應設三科，分掌黃金及外匯，銀行信用，及投資之管制。我國各緊急條例 Emergency Acts，為其一九三三年來貨幣管制之圭臬。此等條例，對於有效管制所需之權力，業多有所規定。為推行該局各政策計，國家現有之各機關，如聯邦準備系統，復興金融公司 Reconstruction Finance Corporation，公共工程署 Public Works Administration 及類此之政府機關，均可加以利用。一久設之政府機關，如「國家貨幣」局者，在完善之領導下，管制貨幣，以穩定國產工業品物價水準，及減低生產要素就業之波動，

定能成功。

二 黃金及外匯之管制

安定匯率，本無須為貨幣管制之主要目標，但由「國家貨幣」局黃金外匯管制科加以節制，以減低匯率之波動，亦有其價值，更與國內物價水準之安定政策適相符合。在任何時期，對於進出口商品物價及對此等商品之互相需要，必有一正常匯率。貨幣管制目標之一，即在防止匯率游離此正常平衡水準過遠。為達成此一目的起見，「國家貨幣」局見匯率游離平衡水準太遠時，可收售外匯，以資挽止。待不能或不願再繼續收售時，可以黃金之收售繼之，俾使匯率必穩定於或接近於平衡水準。控制外匯市場之目的，應不在操縱匯率，使較平衡水準為高或較之為低，乃在避免不必要而且過大之短期波動。

控制欲使有效，須設巨量外匯基金，使為足敷完全控制外匯市場所需者。其與一國每年入口半數相等之額，當可足用。一九三四年金準備條例，規定撥交財政部部長二十萬萬元，充作基金，以備減低匯率波動之用。該基金已成立二年，經總統布告，得延至第三年。其運營性質，如該條例第十條第一款所指出者，「為安定元之匯兌價值起見，財政部部長於呈准總統後，得視需要買賣黃金，外匯及其他類此信用工具與證券，以達成本節所指定之目的，凡由此等交易所生之損益，悉歸本節所指定之資金。」該條例所授之權限甚廣，足以控制匯率；假如控制之目的，不在使匯率超過或低過平衡水準過遠，則該基金足敷應用。控制匯率時，「國家貨幣」局應就現行機構加以利用，其影響或尤為有效。

或有人反對稱：「國家貨幣」局在外匯市場並無地位，維持匯率平衡一事，可任經濟因素自由處理。此未免低估有關因素之重要性，及金本位制下政府對於匯兌之作用。在交易旺盛季節，如有巨量農作物湧入國際貿易，如棉花、菸草、或小麥等，此時一方面對於外匯之需要，可能大至匯票商不能供給。達此之會，在金本位國家，按照距正常平衡水準不遠之匯率在外國購買外匯所需之黃金者，即為政府或中央銀行。此為金本位一巨大優點。此外匯市場之管制，如由「國家貨幣」局任之，見匯票商非按照較平衡水準甚低之匯率不能供給此種季節需要時，則供給以相似之便利。此非金本位之放棄，乃其延伸也。

管理外匯，尚有一點，須由「國家貨幣」局負責，即遠期外匯市場之建立是也。因交易而應付應收之外匯，宜按如何匯率買賣，此點商人如能知之，遠較有固定率為重要，已如前述。遠期外匯市場建立後，出口商以遠期匯票供給入出口商對遠期匯票之需要，則大可免除由匯率變幻所構成之額外成本。此種市場，匯票商自亦能逐漸建起，然由「國家貨幣」局以其基金，補助一般商人外匯供給之不足，以減低遠期外匯之波動，並以保持遠期與近期外匯市場間之密切關係，亦殊有其價值。

在管制貨幣制度下，黃金之主要用途，在充管制匯率之輔助工具，並得偶爾用為影響物價水準之手段。職是之故，國內所有黃金，應悉數置諸「國家貨幣」局職掌之下，殊為重要。依照一九三四年金準備條例，聯邦準備銀行所有之黃金，悉歸政府，由政府發與不須以一定重量黃金贖回之金憑證。（註四）又財政部部長經呈准總統後，得釐訂辦法，「依照收集黃金並予保存，運輸、熔化，或加手術，亦得輸入，輸出或寄存」。財政部部長亦得按有利於民衆之價格收售黃

金。賦予此等職權後，該局便可運用國內黃金，以完成其對匯率之控制。蓋在某幾種不可避免之情形下，該局或許不願或不能再買賣外匯，然尚有心維持匯率。遇到此種情形時，該局便得運用黃金，控制外匯市場。

依一九三四年金準備條例之規定，總統得決定元之含金量為一九三三年以前一元含金量百分之五十與百分之六十間之任一數，即其含金量多不得超過一三·九三二噸，少不得低過一一·六一噸。如此建立費休所提倡之金值本位，已有其根據。然權衡其利弊，仍以不採行金值本位為是。一則因為該局所需之行動自由較金值本位所能給與者為大。二則因為金值本位一經成立，如因某種原因再行廢止時，該局之權威必減，其對匯率之控制再難美滿。「管制金本位」自較「管制自由本位」更難於控馭，於穩定國產工業品物價水準亦不至更有效力。但待貨幣管制試行成功，證明金值本位能減低匯率之波動時，再予採行，亦未為遲。當此期間，該局收售黃金，不須具有命令性。

三 銀行信用之管制

「國家貨幣局」之基本問題，在控制銀行信用，即銀行信用之製造及其償還。考社會所得及其支出與夫物價水準之決定，多半係參照存款貨幣之數量及其變化程度；今此貨幣存款之製造，如不加控制，則貨幣管制，必難期成功。惟此有關銀行放款之貸放及其償還政策之決定，應由信用管制科員之，至其執行，則仍由聯邦準備銀行任之。為達成此目的計，現行銀行系統不須大加更張，改聯邦準備局為「國家貨幣」局信用管制科，便得已足。僅其控制聯邦準備銀行及會員銀

行之權限，須再加擴充耳。

為保證銀行信用管理周至起見，「國家貨幣」局須有控制銀行系統營業之更大便利。首要步驟，為使商業銀行悉加入聯邦準備系統。此可使不加入系統之誘力減小，以達成之。一九三三年之銀行條例，依照永久計劃之規定，凡不加入聯邦系統之銀行，不得加入聯邦存款保險公司 Federal Deposit Corporation，此一條款，即有助於本目的之達成。然使參加聯邦系統最有效之方法，或為禁止會員銀行向非會員銀行放款及收受其存款。於必要時，更得採行更為嚴峻措施，使非會員銀行悉數參加。為貫徹管制計，聯邦準備銀行尚須經營較以往範圍更為廣泛之營業。為此準備銀行應持有較前更大之準備。此項額外資金，可由會員銀行未繳股本之徵繳，新參加銀行所繳納之股本及準備存款三者集成之。依照一九三三年銀行條例之規定，聯邦準備銀行法定分紅以外之收益，悉應撥充公集，此自將使其資產集至甚大數額。但聯邦準備銀行因經營公開市場營業，致所存證券告罄時，得發行其自己之債票，猶如一九三二年勾路德斯伯儒草案所建議者，仍有其需要。

現行辦法，仍應保存，作為「國家貨幣」局信用管制科加強其信用管制之基礎。建起管制貨幣制度後，勸誘力自將加強。但單此間接管制方法，仍嫌未足；聯邦準備銀行尚須假重貼現政策及公開市場營業推動其政策，以資補充。如再授權，得視借款用途不違背聯邦準備局一般政策，而決定會員銀行重貼現票據之收受性，則將見其控制力量更行提高。一九三三年之銀行條例，業已以此種權柄之一部份授諸聯邦準備銀行，凡會員銀行利用重貼現便利以圖膨脹其投機放款者，得拒絕再假以信用。聯邦準備系統對於信用之控制，最後更有賴於其能變動會員銀行準備之力

量。大規模之公開市場營業，能生相當效力；聯邦準備銀行應持足夠之資產，用以影響會員銀行之準備。在極端情形下，或尚須以直接方法增減準備額。一九三三年農業調整條例塔馬斯修正案即以此權授諸聯邦準備局，在非常時期，經呈准總統後，得便宜行事。此一條款，應予保留，作為「國家貨幣」局節制下聯邦準備局平時權柄之一部份。

近年來經驗表示，聯邦準備銀行以權限內平時方法控制信用，不勝其繁雜。此等方法，如佐以行政管理，當必更為有效。依照一九三三年銀行條例，本以節制會員銀行定期存款利息之權授與聯邦準備。該條例並規定，除州法另有規定者外，活期存款不得付給利息。今如再以決定各類存款利率之全權授與代理「國家貨幣」局之聯邦準備局，則必更為相宜。另一重要行政管理 Administrative control，為會員銀行對放款所收貼現率之決定權。一九三三年銀行條例對於國民銀行貼現率已加以限制。今如同施於會員銀行，由聯邦準備局決定其放款貼現率，亦為所必須。最重要者，聯邦準備局應有權決定會員銀行得供給之信用量及其用途。此可由根據各會員銀行之平均準備額及其資本與公債額規定一靈活放款及投資比額，以達成之。依一九三三年銀行條例，聯邦準備局有權決定會員銀行證券市場票據抵押放款對其資本及公債之比率。此權應擴及一切放款及投資。凡會員銀行供給信用，而「國家貨幣」局認為過度時，聯邦準備局得減低其放款及投資比額。迨此會員銀行不得再行放款，及投資，至放款總額減至彼等比額以下時為止。此外如再為會員銀行規定一放款及投資最低比額，由聯邦準備銀行供應所需之重點現便利，各會員銀行恐以獲得額外準備；如由「國家貨幣」局投資管制科供應相當之投資，則屬更佳。此種極端管制措施，或不需要，然不可不備。

有此等管制方法，如仍形不足，或須再取得各會員銀行直接操縱權。由「國家貨幣」局派代表參加各會員銀行理事會，或取得其主權，即可達成此一目的。前者復興金融公司取得各會員銀行優先股票及資本券 Capital notes 之所有權，可為此種措施之借鏡。取得會員銀行操縱權之簡便方法，為限令以其資本百分之五十一認作聯邦準備銀行之股本，認額以其自家股票交付。餘百分之四十九之股票，仍由私人持有，私人亦得繼續經營各行業務，但當方針與「國家貨幣」局之政策相背時，聯邦準備銀行便得憑股票所有權接管之。依此等原則組織之銀行系統除給該局以高度管制權外，尚有其他多種利益。予銀行以更大之安定，給存戶以更大之安全，銀行業之經營，益有條理。銀行系統如此統一，在非常時期必益形有用，蓋將增強各行對全系統力量之關切，皆是也。

四 投資之管制

前面所論之控制方法，或已足使「國家貨幣」局控制信用數量，抑止物價上漲及產業膨脹趨勢。但如用以制止物價下跌及產業收縮，則恐有所未足。因此該局尚有取得投資直接控制權之必要。利用公共工程，以為挽救經濟凋零之手段，已久為人所週知。一九二三年白宮失業會議 President's Conference on Employment 一委員會之報告，即以廣大之公共工程計劃為建議。其他國家亦有與此相似之計劃，將勞工需要，由繁榮時期轉至蕭條時期。（註五）考其用意，無非在有限增加蕭條時期之就業。至經濟學家認識投資與物價水準有密切關係，妥當調整投資數量，足以控制物價水準之可能性，乃近年來之事。

「國家貨幣」局之廣大管制計劃，應包括投資之節制。此種節制，可假審核政府及類似政府機關之投資計劃以達成其大部。該局應設一科，專司聯邦政府及其各機關，州政府及其各機關，各縣、各市、各學校區、各公園區、衛生區、居室計劃機關，港口橋樑建築機關，及其他類似機關之投資計劃之統籌事宜。有計劃之公共工程，匪特能解救私人投資之不足及其過剩，更為獲得各級政府所需生財設備更有效之手段。政府機關投資為額甚大，如加以管制，在平時則足以防止投資與儲蓄發生差異矣。如再擴大管制範圍，使及公益事業，則可經由州際商事委員會 Interstate Commerce Commission 控制鐵路，經由公益委員會 Public Service Commission 控制地方公益事業。

為安定物價及產業狀態起見，將政府及其各機關之投資事宜加以計劃，「國家貨幣」局投資管制科，應不難獲得聯邦政府及其各機關之合作。然欲獲得其他政府及其各機關之合作，或須以獎金酬給其願於投資缺乏，經濟均衡不能維持之時，舉辦核准計劃者，藉資勸勵。獎金可不拘形式，或助以現金形式出之，一若給予州際公路之建築者，或以低利放款形式出之，或二法同時並行，蓋當經濟蕭條時期，有若干機關非付極高利息，借不得放款，此時如僅給資助金，恐尚不足使之舉辦不能即時滿足眼前需要之投資事業；此外更有若干機關，雖能於任何情形下，借得低利放款，惟尚須給以助金，始克使之與辦不能即時滿足眼前需要之投資事業，公共工程署即以二法并用，既給予政府各機關百分之三十之助金，又按四釐低利貸予所需之放款，此種利率為多數機關雖在平時亦不能獲得者。如欲使鐵路及公益事業悉依照該局政策，計劃其投資，頗可仿照復興金融公司數年來鐵路放款方法，經投資管制科對之放款。俟情形利於證券市場舉債時，再由鐵路及公

益事業發行債票及股票，以籌得之資金歸還投資管制科。

用以博得投資控制權所需之資金，雖須由該局供給，然其徵集則須由商業銀行出之。當私人生產事業對銀行信用需要極形低微之時，「國家貨幣」局發行證券，使為聯邦政府之負債，銀行自必爭相購買。為便利所需資金之籌集起見，信用管制科（即聯邦準備局）可再從事於公開市場營業，並減低其重貼現率，以增強各會員銀行之準備。此外尚得採行一極端手段，派定放款及投資比額，強迫會員銀行對投資管制科之證券投資。供應鐵路及公益事業投資所需之資金，亦得由商業銀行籌集之。達成之方法，可由借戶出證券 securities of borrowers，或由投資管制科任保證人，或於必要時，由「國家貨幣」局直接舉債。

管制公共投資或已足以挽回蕭條時期物價及生產之頹風。但於繁榮時期假過度投資制止膨脹，是否有效，則尚無把握。故為取得投資及其波動完全之控制權起見，私人企業所需之資金籌集事宜，亦應略加管制。管制之法，可取發給執照方式，凡擬發行證券者，限令向該局投資管制科請領。一九三三年證券條例 Securities Acts 之登記辦法，今可予擴充，使包括證券發行可否權，視發行計劃之健全性如何及其與貨幣政策之依違，而予許可或否決。藉此可在物價上漲時期，限制有關投資證券之發行，在跌落時期，則加以鼓勵。第一次世界大戰時，各交戰國即曾管制資本市場。此種節制權，應授予「國家貨幣」局，惟其運用，則應限於管制公共投資，尚不足以制止產業膨脹或收縮之時。

五 人反對管制政策之理由

稅有效管制所需方法之多，可知貨幣管制問題之繁雜。但黃金及外匯，信用，投資三者經各別機構分別加以管制後，則「國家貨幣」局減低國產工業品物價波動，及維持生產要素不過度而充量就業之計劃，或可成功。至管理技術，則須視經驗所指示各管制方法之有效程度如何，而增加培植。為便利明哲之管理起見，「國家貨幣」局或需有關下列各項之情報，如物價，生產，就業，工資率及其支付額，利率，利得，銀行放款及其負債，證券價格及其發行額，建築工程，存貨，及其他類此事宜。此等情報，隨經濟預測技術之進步，或可用以防止極度失衡，使矯正措施無大規模實行之必要。俟貨幣管制之傳統有堅固之基礎後，則本問題之繁雜，自當隨以減少。

反對貨幣管制者，其理由多原於一種錯誤觀念，謂管制為過激，已脫離根深蒂固之習慣。實際各國之金本位，特別是英國之金本位已久為管制金本位矣。蓋金本位，不再使用鑄幣及金憑證，而僅使用法幣及存款貨幣，勢須加以管制，以保持各型貨幣與黃金之平價。故擬議中之政策巨大改革，不在實行管制，乃在改變以維持貨幣與黃金平價為目的之管制，而為以安定物價及維持經濟均衡為歸趨之管制。

許多經濟學家及商人對管制貨幣深懷憎惡，並目為「新奇貨幣本位」Fancy monetary standards。如此稱呼，善解之，似在承認業經建起之貨幣制度為滿意者，而今所擬議之改革，則無其必要，而更為考慮欠周者，固以對之表示善意之懷疑。惡解之，此種稱呼，殊為貨幣改革之障礙。其所以反對者，概以對於社會實行貨幣管制之準備有所懷疑。哈葉克教授有言曰：「貨幣理論最基本問題，一日未能觀察更為透闢，貨幣理論上之巨大疑難，一日未能取得協議，而想對吾人之貨幣制度作巨大之改革，尤其以多少含有武斷管制之通貨來代替現行半自動之金本位，必一日

為環境所不許」。(註六) 斯泰納爾教授有相似之言曰：「銀行業及物價之知識與技術，均尚未臻完善，不足以執行所須之管制」。(註七) 執行管制，現有之方法，固未能滿足需要，但能以滿足需要之方法，却能致之關於管制貨幣制度之智慧，勞潤斯亦表示懷疑稱：「一種因素，其力量尚未洞曉，又不能駕馭，而竟想玩弄之，危險無此為甚」。(註八) 勞氏雖持論有據，然竟欲使不妥善及非所欲之貨幣制度常留人間，則又未免過猶不及。管理貨幣，誠有失當之虞，但其為害絕不若當今不管制之貨幣制度滋害之甚。(註九)

復有若干經濟學家滿心贊成管制，亦相信可以成功，惟恐管理失當。紐約聯邦準備銀行經理司銜嘗云：「人類，美國人亦然，無論在智慧方面，或在道德方面，均尚未超化至如神明完善之境地，足以達成此種任務，而不虞顛蹶。」(註十) 司氏所慮者，不免有誇大之嫌。謂「國家貨幣」局任職人員必將有意濫職，以利私圖，乃一不可想象之事。今尚一種杞憂，更為普遍，恐政府有時鼓勵甚或強迫濫用此種制度，以適應其一時之需要。此確有其可能，無可諱言，但有此危險者，何限所擬議之貨幣制度。此種危險，乃政府與貨幣有因緣之內在結果。當國家遭逢巨大危險之秋，即金本位亦未能阻止政府濫用貨幣制度，以取得其因作戰或其他事故所需之物資。今定求一不虞濫用之貨幣本位，豈可得乎？自由本位，亦不過僅較金本位之危險為大而已。蓋不須改變現行貨幣法，即可加以利用故也。但此得假立法，禁止政府濫用貨幣制度，為其取得平時所需資源之手段，以減免之。又可假立法，規定法幣發行最高額，並規定在物價水準上漲已超過比如百分之十時，非經立法機關特別授權，不得再增法幣發行額以防止幣制之極端濫用。似此適度保障，在平時極為可能，然在非常時期，恐非所能，亦非所宜。

有一般人，對世事雖持恢宏遠觀，然對現行經濟制度之一切改革，則概予反對，謂此種改革未能針對為利得而生產之自由企業社會之基本弊端。此般人對於管制貨幣，自亦具異議。其所持之理由，謂管制將使彼等所認為較大之目的，即計劃經濟社會反遭受挫敗。竊以為成功之貨幣管制，必定為計劃經社會之發展障礙，殊為疑問。反之，貨幣管制，却為計劃經濟社會實行成功之關鍵。更有守舊者流，對貨幣管制本亦有向慕之意，但恐其為社會主義之開端。此種疑慮，不免短見。不知改良幣制，增進自由企業之效能，正可避免整個經濟行為之全面管制。然管制政策，縱有其優點而非即至善之經濟社會之謂。作者亦無意謂管制貨幣制度，能解救經濟體系上之一切病態。深知非其所能，但如以之解除因貨幣制度有瑕疵而生之較大弊端，當能勝任愉快。

註釋

註一 查芬 Robert Clifton: 「新貨幣本位」(「Fancy Monetary Standards」)見經濟季刊 *Economic Journal*, 一九二一年, 四六五頁。

註二 金教授 Professor W. I. King 在修正勾路德斯伯僑草案證言會上曾發言稱：「余不相信諸君能尋一些證明，足以顯示匯率變動於貿易有損。」穩定問題證言 *Stabilization Hearings* 一九三二年, 一八九頁。蓋瑞平及灰特洛歐 F. D. Graham and G. R. Whiteley 於論文中亦有與此相同之結論，見二人「匯率與外貿易及物價水準」一文，載在英國經濟評論，一九三四年，九月，四〇九至四一一頁。二氏結論稱：「關於物價政策之取舍，並無一致之意見，但當一般經濟行為抵達崇高水準，安定匯率與穩定物價相衝突時，其應犧牲者，為匯率之穩定，則為不約而同之主張。」四一二頁。

註三

有人辯論稱，穩定國內物價，在同時亦能獲得匯率之安定。上章曾就此類貨幣管制計劃加以論列。惟此種計劃定須國際合作，而非實際政治領域內所可期者。況且即屬可能，而欲匯率及國產物價水準同時安定，亦未見可能。蓋各國對彼此商品需要一旦發生改變時，彼此物價必相對發生參差。正如一八八七年馬紹爾著論所稱：「凡屬計劃通

貨供給量，以求安定其價值之計劃，竊以為必須為國家性，而非國際性者。」馬紹爾紀念文集，二〇六頁，註。

黃金所有權應安交政府，一則因為不應使人懷疑當聯邦準備銀行決定其政策時，係參酌其可由存金政利之可能性，一則因為時時調整政府因憑元計算存金價值之變動所蒙之損益，頗為繁雜，一則因為欲求管制制度有效時，須「國家貨幣」局對存金有完全控制權。今後政府如徵收聯邦準備銀行因元之黃金價值之改變所得之利益時，此於既定政策，並無抵觸。一九三三年以前，依照聯邦準備條例，政府在限制聯邦準備銀行之分紅額，額外之數則由政府徵收。此種徵收，乃該政策之延長。值得注意者，凡變更其通貨黃金價值之其他國家無不仿行此種政策。

註五 經濟循環及失業十四章，聞古 A. C. Pigou，產業波動卷二，第十一，十四，及十六章。

註六 哈萊克 F. A. Hayek，物價與生產 Price and Production，一〇頁。

註七 斯泰納爾 W. H. Steiner，貨幣與銀行 Money and Banking，一〇〇頁。

註八 萊潤斯 J. S. Lawrence，物價之安定 Stabilization of Prices，一八〇頁。

註九 凱賽爾之言恰符此語。「有若干人反對一切，避至反對以最大理智創出而用以恢復正常狀態之計劃，謂人為之方法無用，一切事態應聽其自然，其所生之弊害，唯有時間能予補救。發此種言論者，殊乏智慧。」凱賽爾 G. Cassel
：一九一四後之貨幣及外匯二八二頁。經濟學上最大之錯誤假定，謂自由企業之弊害，無法挽救。

註十 司街 B. Strong，聯邦準備政策之解釋 Interpretations of Federal Reserve Policy 二一九頁。

名詞註解

Appreciation of money 貨幣價值增添。貨幣購買力增添；物價跌落。

Auxiliary silver reserve 銀副準備。金本位國用以補充金準備之銀準備。美國的政策，為保持

與黃金準備三分之一相等之銀準備。

Balance of international payments 國際收支差額。不同國家的政府和人民對彼此所持，因國際貿易或金融而生之債權；此等債權總額彼此相抵後之餘額。請參考 Proper balance of international payments 適當國際收支差額。

Bank credit 銀行信用。商業銀行的放款和投資，存款貨幣。

Bank rate 銀行率。在英國，英蘭銀行放款時所收之利率，貼現率。

Bimetallism 複本位制。按照一定比例自由鑄造金和銀幣之貨幣制度。在複本制度下，造貨幣金銀價值之比與市場金銀價格之比之間如有差異，可使這種制度上之一種貨幣完全被驅除。職是之故，複本位每稱為金銀交替本位。請參考 Symmetallism，「二一本位」。

Bullionism 金銀貨幣說。貨幣價值由用以贖回之幣材的價值決定之學說。

Business earnings 營業收益。引誘企業家維持當時就業量之淨所得。此須當時淨投資與當時淨儲蓄相等。除非營業收益與正常營業收益相等，生活要素則不能充量就業。見正常營業收益。

Capital good 資本財。用於再生產之商品，蓋如無此一商品加入生產程序則不能獲得更多之所得。

Capital market 資本市場。長期放款市場；長期放款的供需。

Capitalization 化現。以折扣其於未來所滋生之所得的方法，以決定一持久財或財產之現時價值。

Coin 鑄幣。帶有政府標記，以顯示其名義價值之金屬貨幣。如果這金屬的市場價值如這鑄幣之名義價值相等，此貨幣便為十足的商品貨幣；否則，則為象徵貨幣。

Fractional coins 角幣。較貨幣單位為小之鑄幣；在美國凡小於元者則皆屬之。一般而論，角幣全是象徵貨幣。

Minor coins 分幣。在美國一分及五分之鑄幣皆屬之。

Subsidiary silver coins 銀輔幣。在美國凡小於元之銀幣皆屬之。

Token coins 象徵貨幣。其名義價值超過其所含金屬之市場價值之鑄幣。

Compensated dollar 補償元。見 **Gold value standard**。

Consumers' income 消費人之所得。見 **income** 條。

Consumers' outlay 消費人之支出。消費人因消費和投資所作之支出。

Consumption goods 消費財。為最後使用而購買之商品和勞務——就是不為再生產或轉售用者。

Cost of production 生產成本。生產費用；生產總費用；一單位產品生產時所用之費用。

Real cost of production 真實生產成本。在生產過程上所出的血本，生產時所用之勞動量，期待，風險，和管理。

Credit 信用。見 Bank credit 條。

Deflation 收縮。較費用下跌為甚之物價的跌落，致企業家淨所得小於正常營業收益，使對生產要素的需要呈現不足，因以不能給予充量就業。

Absolute deflation 絕對的收縮。物價的下跌，費用不若物價跌者為劇。

Relative deflation 相對的收縮。費用增漲，物價亦增漲，惟不若費用增漲者為甚。

Demonetization 廢除貨幣資格。自由鑄造權的廢止，如白銀貨幣資格之廢止。

Deposit 存款。商業銀行付入個人或公司貸方，得由存款人簽發支票提用之款項。

Additional primary-deposit 「額外基金存款」。使存入銀行的準備和銀行系統的準備增加之存款，即法幣存款。

Loan-deposit 借貸放款。即以某行放款存放某行之存款。借貸存款經提出後，即變為他行之轉移基本存款。

Transfer-primary deposit 轉移基本存款。使存入銀行的準備增多，而使其他銀行準備減少之存款，以他行支票存入的存款。

Depreciation, foreign exchange 外匯跌價。以外幣計算之貨幣交易價值的跌落。

Depreciation of money 貨幣跌價。貨幣購買力的下跌；物價的上漲。

Devaluation 貨幣貶值。減少貨幣單位所含商品的數量。

Discount rate 貼現率。商業銀行為短期放款所收之利率。見 *proper discount rate* 條。

Distribution of national income 國民所得的分配。見 *functions of money* 條。

Efficiency of gold 黄金的能率。一切貨幣總量與貨幣黃金數量之比。

Elastic demand 有彈性的需要。一種商品價格上微小的變動，初起在該商品購買量上能引起較

比例為大之變動。

Equilibrium 均衡。相輔相成之因素如供給與需要，物價與費用，又儲蓄與投資的均等。

Economic equilibrium 經濟均衡。物價等於生產費用，企業家因以給予生產要素以充量，

第非過度的就業之情況。

External equilibrium 對外均衡。既不引起膨脹又不引起收縮之國際收支差額的情況。見

proper balance of international payments 條。

Equilibrium price or rate 平衡價格或率。一種商品或生產要素等於其供給量之價格或率。

Exchange restrictions 外匯限制。為維持一種通貨對外之交易價值而對於外匯需要所施之管制；

一種限制入口的方法。

Expenditure 支出。為購買消費財而行之貨幣使用；亦為因某等目的為購買投資財而行之貨幣

使用。

Expense level 費用水準。見 *cost of production* 條。

Factors of production 生產要素。聯合用於生產國民所得使用之勞工資本財，天然資源和企業

管理。

Fiduciary issue 信用發行額。在英國，在金準備以外的英蘭銀行鈔票之發行額。

Free coinage 貨幣自由鑄造。為自己將商品鑄成貨幣之權。在金本位制下，有金幣的自由鑄造；在被本位制下，有金銀兩種貨幣的自由鑄造。

Free enterprise 自由企業。各個人有依照在法律前一律平等的原則，從事於經濟行為之權力的經濟制度，在此種經濟制度下，經濟行為如不明確違反社會，很少遭受限制，所以經濟行為多由人民自任，因便於其目標之達成，見 **Price system** 條。

Free standard 自由本位。不以貨幣商品或外匯為基礎之貨幣制度。見 **Managed standard** 條。
Functions of Money 貨幣功能。國民所得應有的生產，即社會最希冀的商品大量之生產；國民所得應有的分配，即國民所得依各自之經濟價值在生產要素間的分配，於企業家有充量利用當時生產要素之引力；足以供應當時需要又利於社會經濟進步的國民所得在消費和投資上之利用。

Gold 黃金。帶材黃金包括流通中的金鑄幣，和充準備使用的金鑄幣，生金及金本位國家的外匯。

Gold payment; Specie payments 黃金支付；現金支付。政府或中央銀行按照固定或近於固定貨幣數量的價格出售黃金。

Gold standard 金本位。貨幣數量及其價值最後受黃金供給量之限制的貨幣制度。

Gold bullion standard 金塊本位。以金條贖回法幣的貨幣制度，通常每條重約四百純盎斯。

Gold coin standard 金鑄幣本位。以金鑄幣贖回法幣之貨幣制度。

Gold exchange standard 金匯本位。以金本位國家匯票贖回法幣之貨幣制度。

Gold value standard 金值本位。以購買力一定而數量有變化之黃金贖回法幣的貨幣制度。

Limping gold standard 跛行金本位。大額銀鑄幣有無限法償力，而法幣仍須以黃金贖回之貨幣制度。

Gresham's law 格來款定律。在金銀複本位國家，某一類貨幣獨佔優勢的傾向；在放棄金本位的國家，跌價的紙幣代替金鑄幣的傾向。

Import quota 輸入定額。限制某些商品的輸入在某一期間為某議定數量或價值之規定。見 Tariff 條。

Income 所得。社會個人貨幣所得之總額；社會在一個時期內之生產的貨幣價值。

Real income 真實所得。社會在一個時期所生產商品和勞務的淨額，內中不包括原料和資本財的折舊部份；貨幣所得的購買力。

Income-earning assets 滋生所得的資產。產生貨幣所得的資產；即商業銀行的放款和投資，中央銀行的重貼現票據和證券。法幣的準備或黃金，均非滋生所得的資產。

Index number of prices 物價指數。某一時或某一地一組商品和勞務的價格與另一時或一地同類之一組商品和勞務的價格之平均百分比；貨幣相對價值的指示。

Inelastic demand 無彈性的需要。一種商品價格上微小之變動在其購買數量上可以引起較比例為小之變動。

Inflation 膨脹。較費用上漲為高之物價的升漲，企業家之淨所得因以較正常營業收益為多，因以對生產要素有引起過度就業之需要。

Absolute inflation 絕對的膨脹。物價上漲，費用亦上漲，但不若物價所漲者為甚。

Credit inflation 信用膨脹。以銀行信用數量的增加為因而較費用上漲為劇之物價上漲。

Gold inflation 金膨脹。以幣材黃金數量增加為因較費用上漲為甚之物價上漲。

Relative inflation 相對的膨脹。費用下跌，物價亦下跌，獨不若費用所跌者為甚。

Interest 利息。借款母金以外之貨幣支付額；本之假以放款的價格。見 **Discount rate** 條。

Natural interest rate 天然利率。假如不使貨幣居間，而直接貸以真實資源時所收取之利率。參考 **real interest rate** 條。

Negative interest 負利息。放款人給予借貸人之報酬，着令償還較所借予者為少之貨幣數量或購買力數量的利率。

Normal interest rate 正常利率。按照凱賽爾及維克叢所使用之意義，為使儲蓄和放款的數量彼此相等之利率；可以穩定物價之利率。參考 **proper discount rate** 條。

Real interest 真實利息。利息之購買力；利息購買力與放款時母金購買力之比。

International standard 國際本位。多少國家採行之一種貨幣本位和金本位；在若干國家內引起相似的物價變動之本位；穩定入國際貿易商品價格水準之建議；限制匯率上之變動的本位。

Investment 投資。對再生產使用或轉售之商品和勞務所作之支出。

Current investment 當時的投資。企業家對當時生產所作之支出總額。

Negative investment 負投資。因資本財折舊而不予補充，或因投資財轉讓而不以其所得再用於投資所形成之商品由投資中的撤出。

Net current investment 當時投資淨額。企業家當時投資較比當時出售的為消費使用之商品生產時所用的成本總額，前者大過後者的部份。

Investment goods 投資財。為再生產使用或為轉售而購買或生產之商品。

Legal tender 法償物。於清償債務時，必須收受之貨幣。在美國一切法定貨幣皆屬之。

Managed money 管制貨幣。因供給量受管制而有價值之貨幣；舉例言之，法幣和存款貨幣；非金本位國家的貨幣。

Managed standard 管制本位。以維持經濟均衡或穩定物價為貨幣管制目標之貨幣制度。

Market ratio 市場比率。一國生金市場金價值與銀價值之比率。見 **Bimetallism** 條。

Member banks 會員銀行。聯邦準備系統上之商業銀行。

Mint par of exchange 法定匯兌平價。兩同一金屬本位國家單位鑄幣所含純金屬之比率。

Mint price of gold 法定金價。造幣廠或中央銀行依照購買黃金之價格。

Mint ratio 法定比率。複本位國家造幣廠或中央銀行所規定之黃金價值與白銀價值之比率。見 **Bimetallism** 條。

Monetary standard 貨幣本位。決定或限制貨幣供給量和其價值之商品如金本位國家之黃金；

一國本以管制其貨幣制度之目標。參考 **Managed standard** 條。

Money 貨幣。充經濟測量單位，又用以支付商品及勞務價款和清償工商負債時而人予收受之

任何物體。

Commodity money 商品貨幣。用一定量金屬鑄造之貨幣，其所含金屬量的價值與名義價值相等，金本位國家之金鑄幣。

Deposit money 存款貨幣。憑簽發支票提用而充作貨幣之商業銀行活期存款。

Fiat money 強行貨幣。不以黃金或白銀贖回之法幣；不兌現紙幣。

Government money 政府貨幣。由政府直接發行之法幣，如美國鈔票銀元，及憑證，和角幣。

Lawful money 法幣。政府發行或由政府授權發行之一切貨幣，內中包括鈔票和鑄幣。

Representative money 代表貨幣。有與代表物名義價值全額相等之金或銀的存儲為保證之貨幣。

Money commodity 貨幣商品。供貨幣及工業用途使用之商品如黃金和白銀。

Money illusion 貨幣錯覺。謂貨幣價值恆常不變之一般見解；視貨幣工資率和名義利率為工人及證券持有人的福利，精確測定尺度之見解。

Money market 金融市場。短期放款市場；短期放款的供求。

Money metal 貨幣金屬。黃金或白銀。

Monometallism 單本位制。貨幣價值由一種金屬如金或銀所決定或限制之貨幣制度。參考 Bimetallism, Symmetallism 各條。

Multiple standard 複合本位。以數量有限而購買力一定之貨幣清結貨幣契約之貨幣制度。用意

在穩定物價之管制貨幣制度。見 *Managed standard* 條。

National income 國民所得。見 *Income* 條。

National standard 國家本位。使一國之物價水準獨立，而不受他國物價之影響的貨幣本位；容許匯率變動之貨幣制度。見 *Managed standard* 條。

Normal business earnings 正常營業收益。引起生產要素充量就業之企業家的淨所得。當這企業家淨所得超過正常營業收益時，則對於生產要素有過度之需要。在不及正常營業收益時，對生產要素的需要則形不足。

Open market operations 公開市場營業。中央銀行收購或拋售證券，以增加或減少會員銀行準備的營業。

Output 產量。一切商品和勞務在一個期間內之生產量。

Penalty rate 罰懲率。使由中央銀行融通而再轉放之借款，不能獲利之高昂的重貼現率。

Price level 物價水準。數種商品和勞務的平均價格水準。

General price level 一般物價水準。所有的物價平均水準，包括零售和批發物價，工資，租金和證券價格。

Industrial price level 工業物價水準。工業品批發物價水準；在美國或為最宜於穩定之物價水準。

International price level 國際物價水準。入國際貿易的商品之批發物價水準。

Retail price level 零售物價水準。為消費而購買之商品和勞務的物價水準。

Wholesale price level 批發物價水準。為投資用而購買之商品的物價水準。

Price system 物價系統。參照物價和利得而決定經濟行為的經濟體系。見 Free enterprise 條。

Production of national income 國民所得的生產。見 Functions of money 條。

Productive resources 生產資源。見 Factors of production 條。

Profits 利得。營業收益以外之企業家的淨所得；企業家從事於生產的動力。

Deflationary profits 收縮性的利得。企業家淨所得小於正常營業收益的部份；就業不足的範圍。

Inflationary profits 膨脹性的利得。企業家淨所得大過正常營業收益的部份；過度就業的範圍。

Proper balance of international payments 適當國際收支差額。在金本位國，引起足夠黃金輸入（或輸出），以適應工業和貨幣用途需要之差額；不擾亂經濟均衡的差額。

Proper discount rate 適當貼現率。引起足夠投資之貼現率，這足夠投資，乃足以維持充量，而非過度的就業者。

Purchasing power of money 貨幣購買力。貨幣價值；為消費使用，能用貨幣所購買之商品數量，物價水準之反面。

Purchasing power parity 購買力平價。與兩國貨幣購買力之比率相符合之匯兌率。

Rates of remuneration 報酬率。支給生產要素的貨幣。報酬率大半決定企業家的成本水準。

Efficiency rates of remuneration 效能報酬率。根據出產量所給予之真實或貨幣報酬率。

計件報酬率。

Effort rates of remuneration 「汗血報酬率」。根據所作之努力而給予之真實或貨幣或報酬率；計時報酬率。

Real rates of remuneration 真實報酬率。生產要素所獲貨幣代價之購買力。當因產量中一個單位所獲之真實報酬率（包括正常營業收益）大過這產量中期之一個單位時，企業家即有腐蝕，就業必呈現不足；而在小於這產量中一個單位時，企業家則獲膨脹性的利得，就業呈現過度。

Real resources 真實資源。以貨幣購買之經濟和勞務。

Rediscount rate 重貼現率。中央銀行憑以向會員銀行放款之利率。見 Penalty rate 條。

Rediscounting 重貼現。中央銀行向會員銀行遵照放款之手續。

Remunerative price level 抵償物價水準。企業家淨所得等於其正常營業收益時之物價水準，維持經濟均衡的物價水準。

Reserve ratio 準備比率。法定準備與負債之比率。聯邦準備券準備比率為百分之四十的金準備券。聯邦準備存款的準備比率為百分之三十五的金準備券或政府貨幣。會員銀行活期存款的準備比率在紐約和芝加哥者為百分之十三，在某大（準備）城市為百分之十；在其他地方者為百分之七，凡屬準備皆須存聯邦準備銀行。

Reserves bank 銀行準備。法幣及參照存款負債加以決定，而由會員銀行存放中央銀行之存款。

Borrowed reserves 借貸準備。商業銀行由中央銀行借得之準備。

Excess reserves 超額準備。商業銀行在限度以外存放中央銀行之存款和自己保持之法幣。

Free reserves 自由準備。法定最低限度以外之中央銀行或政府的黃金準備。

Gold reserves 金準備。由中央銀行或政府所持有，以充其所發行之法幣和商業銀行準備

存款之準備的鑄幣，生金和金位國家之匯票。

Legal reserves 法定準備。由法律規定商業銀行所須保持之法幣形式的準備和須提交中央銀行之存款。

Savings 儲蓄。社會貨幣所得不用於購買消費財之部份。

Abortive savings 流產的儲蓄，心機枉費的儲蓄。社會儲蓄超過投資的部份。因物價下跌的原故，雖有儲蓄而消費不減。

Forced savings 強迫儲蓄。社會投資超過儲蓄的部份。因物價上漲的原故，消費減少，第

此儲蓄却非出自本心。銀行過於擴張信用為強迫儲蓄的主要造因。

Negative savings 負儲蓄。大於所得的消費支出；信用售貨，消費放款，賑濟等為造成負儲蓄之因。

Seignorage 鑄幣稅。鑄商品為貨幣，政府所收之費用；象徵鑄幣名義價值與商品價值間之差異。

Standard money 本位幣。一切他種貨幣與之保持兌換關係的那種貨幣在金本位國家金鑄幣屬之，在跛行金本位國家，某種銀鑄幣亦屬之。見 *Monetary standard* 條。

Symmetallism 「二一本位」。使單位貨幣與一定量之黃金和白銀保持兌換關係之貨幣制度，此為馬紹爾之計劃。參考 Bimetallism 條。

Tabular standard 表格本位。見 Multiple standard 條。

Tariff 關稅。加於入口貨之徵課，有使對於舶來品購買行為減少之效。

Utilization of the national income 國民所得的利用。見 Functions of money 條。

Value of money 貨幣價值。見 Purchasing power of money 條。

Velocity of money 貨幣的速度。一單位貨幣在一年期間所作一切支付之平均次數。

Income velocity of money 貨幣的所得速度。一單位貨幣在一年期間為支付所得而用之平均次數。

Yield of capital 資本收益。因資本財投資而生之貨幣所得；貨幣所得與資本財價格之百分比。

Real yield of capital 真實資本收益。生產要素聯合出產量中可歸功於資本財的部份；資本收益的購買力。

中華民國三十七年十月初版

中央銀行經濟研究處叢書之一

貨幣與經濟體系

定價金圓三元五角

(外埠酌加郵費匯費)

中央銀行經濟研究處

布 恩 斯 坦

著 者 劉 鎮 泉

上海福州路三九〇號

總經售處 世 界 書 局

電話九二二九〇

上海(19)周家嘴路一〇二〇號

印刷者 六聯印刷股份有限公司

電話五二一八一

版權所有 不准翻印

55
402264
1/2

