

書叢小學科會社

編主麟秉劉 松炳何

路出之機危濟經

著基斯拉林麥

譯生樹于



33
23

行發館書印務商

330
H376

書叢小學科會社

編主麟秉劉 松炳何

Feliks Mlynarski 著
于樹生 譯

經濟危機之出路

商務印書館發行

重慶市圖書館藏

譯者序

自吾人經濟組織以自由競爭爲方式，繁榮衰落，交相嬗遞。學者有商業循環之說，闡明事實所以如此之原因，以示週而復始，理有固然。

一九二九年起，各國以生產過剩，而消費需要及購買力量不能與之並進，開始感受不景氣之壓迫。不旋踵而經濟恐慌，波及全球。各國政府當局，社會領袖，企業鉅子，以及專門學者殫心竭力，夙夜研求，斟酌緩急，分治標本，致力於挽斯狂瀾者，亦不爲不久矣。然而恐慌日甚，危機日著，經濟衰落，迄未稍減，復蘇徵象，茫遠無期。所謂商業循環者，幾使人對之有將中斷於恐慌階段，停滯不前之疑慮。

局勢之嚴重深刻如此，其將終無出路乎？抑亦有其特殊原因，須對症處方乎？

國聯財政委員會委員，華沙商學院 (Academy of Commerce) 銀行學教授，前任波蘭銀行副總裁麥林拉斯基博士 (Feliks Mlynarski) 近著「經濟危機之出路」 (Credit and Peace: A

Way Out of the Crisis) 一小冊。謂今茲恐慌之空前無匹的範圍與程度，係由於信用之過度擴張，財政的負擔及普遍的（尤其是美國的）重商主義。林氏認為亟待研究之問題為長期信用之改革，中央銀行之改革及公共團體之預算政策之改革。而尤注重於今日長期信用方法之改善，蓋視固定的利率為不合時宜，足以破壞。此外更於債務之調整，貨幣貶值，恢復金本位及其他社會與心理各方面，多所論列。自不能謂研究今日恐慌挽救今日恐慌之道，即詳盡於此；但探求其特殊原因，建議切實能行之辦法，確為本書之特點。爰遂譯之，以供國人之研究。

作者於書末殿列「信用與和平」一章，慨言今日之經濟構成全繫於信用，而信用之運行及此後之建設改進，端賴和平之得以維持不墜。若和平不能保，則經濟崩潰必不能免。此則於舉世爾詐我虞劍拔弩張聲中，應足發人猛省者也。

二十三年八月廿七日

目錄

譯者序

第一章

緒論

一

第二章

危機之特殊原因

五

(1) 短期信用

八

(2) 國際信用

二

(3) 財政負擔

一五

(4) 重商主義

一八

(5) 分析之結果

二三

第三章

將來之普遍問題

二五

(1) 長期信用之改革

二七

目錄

一

551.9
345
3

485758

(2) 中央銀行之改革……………三一

(3) 預算之改革……………三六

第四章 危機之出路……………四〇

(1) 債務之調整……………四〇

(2) 貨幣貶值……………四六

(3) 金本位之恢復……………五一

(4) 非貨幣的措施……………五六

第五章 信用與和平……………六一



經濟危機之出路

第一章 緒論

今日之恐慌，就所關係之各方面而言，其範圍之廣，程度之深，在歷史上曾未有先例。故產生此當世之無匹危機者，必有若干特殊原因。此等特殊原因，究為何耶？舉世之經濟組織，其結構何以竟如此脆弱，以致一九二九年中開始之物價跌落，一發不可復遏，每况愈下而結果形成一時無與倫比之經濟難關與金本位之崩潰乎？

問題之要素，可以上述之疑問為範圍。以此為範圍之利，觀下列之理論自可明顯：

世人常謂信心之缺乏為今日恐慌之主要原因。信心之缺乏，誠為一有力之因素。然今日恐慌之範圍與程度，能以信心之缺乏解釋之乎？政治的不滿意之原素，自大戰結束即已存在。然此種信



心之缺乏，設未阻礙一九二六至一九二九年間之興榮，何以必產生一九二九至一九三二年間之衰落乎？縱假設信心之缺乏真乃今日恐慌之基本原因，亦未必即能謂其非常之範圍與程度亦由於是。是超然於信心缺乏之外者，必有造成其非常性質之特殊原因焉。

賠款支付及戰債問題，亦有類似之情形。斯二者固構成一種破壞的因素，然而事實上一九二六至一九二八年間賠款及戰債之支付并未造成任何不景氣；反之此一時期且代表戰後繁榮之最順利的一幕，而胡佛總統延期償付計劃亦終未能阻遏今日恐慌之進展。償付延期實行之後，蕭條益甚，再越一年，而人心之惶惶愈甚。是以吾人即使同意謂賠款與戰債為恐慌之主因，亦不得不承認二者不能獨自解說今日危機之程度。直接負其責者，必有若干特殊原因焉。

為貨幣用的黃金存額是否適當之問題，亦處於同樣地位。一九一三至一九二八年中之黃金生產計達五十八萬八千二百萬元，此數等於一八八〇年時全世界之貨幣及非貨幣黃金總額。是一九一三至一九二八中之黃金生產與一八八〇年前數千年來之生產相埒。雖加塞爾教授(Prof. Cassel)亦承認前乎今日恐慌之若干年中，新產黃金每年流作貨幣之用者超過百分

之三，而與其所持理論相符。然而在今日恐慌發生以前之數年中，則貨幣金額之增加率雖其絕對數字不爲不高，若就實物產量而言，不以價值計數，仍不能追蹤他種貨物生產之增加速率也。每值此種局勢發生，輒反映於降落之物價平線與經濟衰落。自此點觀之，今日蕭條之原因或似爲貨幣黃金之流動率與他種貨物之生產率間之不協調。雖然，吾人於何以今日之蕭條如此非常之疑問，仍未獲得答案。該兩種指數如此相差，歷史不乏前例，（如一八八〇至八九年）然祇有今日之恐慌發展至於空前之狀況。是又於黃金供給問題之外，必有特殊原因焉。

吾人若檢視全世界貨幣黃金總額之分配問題，亦不能不達到相同的結論。普通人今俱知貨幣黃金之分配，戰後變爲反常，而美國吸引與保有歐洲之全部損失。法國於戰前恆持有全世界存量百分之十四又六，一九二六年終較此數大爲減少。雖至一九二八年終，法國仍未恢復其地位，蓋其所有尙不過百分之十二又半也。於此後數年中，不景氣潮流已經開始之際，分配情形愈惡而法國超過其戰前地位之事實不能證明黃金之分配失宜卽爲恐慌之主要原因。今日黃金準備之分配之危機，乃一九二九年來經濟的財政的衰落之結果而非其原因。但即使吾人承認黃金之分配

失宜爲今日恐慌之主因，仍必不能獲得一種答案以解說恐慌之非常程度。戰後期內之黃金分配迄皆處於反常狀態，一九二六年終繁榮之現象開始時，較之一九二八年更加惡劣。故於黃金分配問題之外，亦必有特殊原因引起今日恐慌之變成巨禍者也。

上述各例當可澄清吾人研究之領域。無論其對於經濟循環之性質與原因之主見若何，世人常能同意於兩點先決結論：（1）離開資本主義制度下之循環式變動之普通問題，存有一個今日恐慌之範圍之特殊問題；（2）對於此普通問題雖有各種紛歧的觀念與理論，而於對當前恐慌之範圍直接負責的特殊原因之問題，仍能達到相通的結論。

本文目的即爲自此種觀點，試作當前局勢之分析。以後當再進而檢視此中所含之觀念，其根本的卑淺作用厥爲便利自目前之僵點開始前進也。

第二章 危機之特殊原因

世人最普通之觀念，爲物價之迅急低降構成一種特殊因素，招致今日恐慌之空前範圍。此種見解，亟需若干說明與保留。

第一，物價爲供求相對作用之結果。趨勢之變動非從天降，爲一種結果而非基本原因。然而趨勢之變動一經發現，每產生種種更跌之期望或重漲之恐慮，因而阻遏或刺激需求。在此意義（但祇有在此意義）上，或始可謂物價平線之跌落爲不景氣之次要原因。

第二，吾人必須指出躉售價格指數之低落，係漸漸實現。自一九二九年十一月至次年六月止，躉售價格之低落，平均不過百分之十。物價之最初低落率較之一九二〇至一九二一年在美國之大緊縮中，紆緩甚多。在此期緊縮中躉售物價平線之跌落超過現今蕭條的兩年中之紀錄。然而彼時之恐慌，雖亦猛烈，固未臻今日危機之範圍遼闊也。

最後，吾人必須計及最終消費者之計算物價再跌，亦自有限制。限制係生於價格機構在某一時之抵抗能力。在美國躉價指數自一九二五年之平均百分之一三又五降至一九二七年之平均百分之九五又四。同時在英國自百分之一五九又一降至百分之一四一又六。前者之降落為百分之八又一而後者則達百分之一七又五。是在此世界二大工業中心內，物價之趨勢顯然向下。然而此種時防物價再跌之作用亦未曾造成恐慌。反之，在美國且實現一度繁榮時期，一時世界各處幾亦盡信其能垂諸久遠焉。

是以吾人可見物價之低落本身不能構成彼能說明今日恐慌之程度的特殊原因。物價之降落，就其對於經濟組織之影響而論，為一次要因素，屬於心理的性質。其影響之程度，視物價之機構而定。若物價機構健全而有抵抗力，則物價之跌落傾向在比較短少時期內即將被遏止。若其機構不健全而抵抗力弱，則物價低降之趨勢既現，便將積重不返。要點為物價機構之抵抗能力也。恐慌既已達今日可畏之範圍，斯必在以往若干年中物價機構上發生種種不利的變動，以致一遇衆人共慮物價再落之影響，遂爾崩潰。

結果，物價之低降，遂招致經濟衰落轉而釀成普遍恐慌。

吾人若謂價格機構之抵抗力繫於生產成本之有伸縮性，當不爲如何新奇之論。若成本能有伸縮，任何企業將能以減少其生產成本應付最初之物價低落。生產者之獲利力，可保持於物價低落之際。反之若生產成本之伸縮性不足，則物價上之較大的低降即能危害生產者之獲利力。生產者慮物價之更跌，非但不節制生產，且不得不加速將其貨物登諸市場。供給日益多於需求，市場自然的預期物價之更跌，工業之獲利力乃與日俱減。在過去三年中，吾人皆目覩此種程序而受其犧牲者也。

歐戰以還，生產成本日見挺固。成本之構成，愈變而愈失伸縮性。固定成本之比例日增，致活動成本之比例日減。各種托辣斯從事於堅挺原料品及半製造品之價格。各種工會致力於提高工資。此外，失業保險制度更造成工資之最低限制。

然而最大變動尤在於一切直接費用，如所投資本之代價、活動資金之代價、國家與地方捐稅以及社會保險等項。在此等方面，戰後經濟中誠發生一種真正變動。吾人將益詳細研究此種變動

之範圍。

(1) 短期信用 (Short-term Credit)

今世短期債務已增加至若何程度，雖乏詳細計算。然而此種信用主要來源之增加，可據以作若干間接的推論。

短期信用之主要來源為中央銀行信用及商業銀行中之活期存款。二者非為僅有之來源，但為統計家所最易獲得材料者。國際聯盟之刊物於此方面頗多發表。以之為根據，吾人可比較一九一三年終及一九二八年終時中央銀行兌換券之流通，其活期負債以及商業銀行之活期存款。所以採用一九二八年者，因翌年即已反常。聯邦準有銀行之政策使各國俱感覺其通貨緊縮之影響，而一九二九年十月普遍恐慌開始。包括一切中央銀行與商業銀行，全世界總額指示如下之趨勢（單位美金百萬元）

	一九一三年	一九二八年	增加百分率
流通之兌換券……	八，〇五一	一六，九一六	(增)一一〇

中央銀行之	一，二二二	五，四二六	(增)三四四
活期負債	一九，四一五	四五，三一	(增)一三三·三
商業銀行之	二八，六八八	六七，六五三	(增)一三五·八
活期存款	七，四八九	一〇，五五四	(增)四〇·九
合計	五五，四三〇	一三〇，九一〇	(增)七五·五

上列數字明示流通之兌換券與活期存款之發展，超過新貨幣黃金之增加者三倍以上。黃金之經濟有甚大進步，并已造成較之一九一三年所有者更大的短期信用之來源。是以使吾人進而假定世界上短期信用亦同樣增多以及生產者可得而用的流動資金亦較之戰前大見增長。關於此一問題，吾人未有充分研究資料。以國際聯盟之統計為根據的若干數字，將供說明歐洲所有之趨勢。附表表示八個歐洲國家中之變動。

	一九一三年	一九二八年	
放款與貼現			(單位各該國本位幣百萬)
英國(聯合股份銀行)	五二三·一	一，二六八·八	(增)一四二·五
			增加百分率

法國	儲蓄銀行 實業銀行 商業銀行	一四,八七〇 (戰前法郎)	八一,八一〇	(增)一〇・五
德國		一〇,二八七	一四,三四一	(增)三九・四
意國		一,二七六・八 (戰前里拉)	一一,〇二五・五	(增)一三五・三
比國		二,一八九 (戰前佛郎)	二〇,六一〇	(增)三五・七
荷蘭		四〇九・三	一,四八一・四	(增)二六一・九
瑞士(商業銀行)		五,七七〇	一一,七一八	(增)一〇三・一
瑞典(商業銀行)		二,三二八	四,一一九・九	(增)七七・〇

除去已貶抑其貨幣之國家及通貨膨脹實已減低貨幣資本之價值的各處外，吾人到處得見短期信用之迅速擴展。若各式短期信用及各式銀行存款（不僅活期存款）均計算在內，此種信用擴展且將更有可觀。德國可以為例；在戰前其短期信用之總額連貨物信用在內共計八十九萬

萬馬克，至一九二八年六月三十日已漲至一百九十四萬萬馬克，升漲一倍有幾。

在美國亦有同等情形。比較一九一四年終與一九二八年終，吾人得見放款加貼現之總額自一百四十萬萬元增至五百七十萬萬元。於十四年中增加三倍，構成世界紀錄，雖美國猶未充分運用其鉅額存金於信用之擴張。

與此舉世無匹的短期信用擴張同時，人口之增加及生產之發達則進展甚緩。自一九一三至一九二八年，世界人口祇增加百分之十，食物與原料增加百分之二十五。支付工具之生產，銀行存款之增加及短期債務之擴張皆大為超過人口之滋長及食品與原料的生產之發展。此是否謂之信用膨脹，祇屬名詞之攷究。見諸事實者，則為一九二八年底，世人所有比例於人口及原料之生產的短期信用與支付工具之供給，較之一九一三年增多甚大。在此種形勢下，祇能有一個結論。

短期信用之比較的增多，就其對人口與生產之比較關係而言，現時在生產之直接成本上，構成較大於戰前的負擔。以短期信用之膨脹超過生產之發展之同樣比例，生產之直接成本上之負擔，亦因信用之代價增加而日增。

信用之代價，爲一種固定的無伸縮性的成本。其日見增加者，不僅因信用之地位愈見重要，且更因利率平均大都較高於戰前。信用成爲一種負擔，不僅因其總額之較鉅，而更因其代價昂貴也。

(2) 國際信用 (International Credit)

各國國內之長期信用之發展，吾人可暫置不論。各國投資信用之國內發展，因通貨膨脹，多受嚴重擾亂，戰前之公私債務之被損者，爲額至有可觀。世人皆知以培植國內資本之方法以獲得此種信用之改造，在戰後十年之後半期中頗有進展。然而在大多數國家中，投資信用仍求過於供。結果，多數國家中，此種信用代價極昂，而益急切尋求外來之助力。於是在其國內資本超過所需之國家中，長期資金之輸出遂見發達。關於此種國際移動之數字，可以指示長期信用之地位及其在現今恐慌開始以前之發展。

一九一四年初，英國之國外投資總額約值美金一百八十萬萬元。法國約有此種投資八十七萬萬元，德國約有五十六萬萬元。美國則債務多於債權，其差數約爲三十萬萬元。

上述情形，大戰後發生根本變動。美國不僅清償其債務，且繼英國之後漸成世界中之最大債

權國家。其增加其國外投資之速，誠足構成紀錄。於一九二八年終，美國國外投資總額，連所謂戰債在內，幾與英國戰前投資總額相埒。戰後十年中，美國之資本輸出，幾相等於英國於十九世紀中之輸出總數。問題之要點不在各種數字之如何準確，但為事實上美國戰後十年中資本輸出之速度，約十倍於英國之戰前輸出。同時英國繼續發行公債以增加其國外存款，而一時步其後塵者更有次要市場如荷蘭，瑞士及瑞典。現今恐慌之前數年，法國亦着手於重振其資本之輸出。

資本輸出之迅速勢必引起輸入國家之相等的債務增加。茲引代表例證數則於左：

資本之輸入淨額（單位美金百萬元）

年份	德國	阿根廷	澳大利亞	日本
一九二三	—	三二	一八七	—
一九二四	四二一	一七〇	二二〇	二二六
一九二五	八六六	—	一一〇	七四
一九二六	一六九	三一	一七〇	一二八

一九二七	一,〇九〇	一三四	二五七	二二
一九二八	一,〇一七	一三一	一九三	五四
一九二九	五六七	三八	一六六	二五
合計	四,一三〇	五三六	一,三〇三	五二九

上引數字明白顯示若干國家中資本輸入曾達到如何非常的速度。普通而論，吾人必須注意各國間資本之分配未免可以訾議。若干國家，如德意志，匈牙利，希臘，奧地利，澳大利亞，阿根廷，巴西等輸入太多；其他國家能受益太少。一種側重一面的資本之集中，發生於中歐，澳大利亞，及南美。是以此等國家中，新投資之危險日增，而此中各國之地位亦日臻特別可慮。

哈登公司 (Messrs. Baker, Weeks and Harder) 月報一九三二年正月份載有對於政治性質的及非政治性質的國際債務總額之計數。當恐慌之際，總額達五百萬萬元以上。此雖概數，但是以據以結論謂「此種鉅額之義務，在任何情形之下，勢必含有嚴重問題，而形成對於國際匯兌之安定的常在威脅。」危險實猶不止於此，蓋仍須加上全部國際短期負債；據國際清算銀行 (Bank

for International Settlements) 之上年報告當恐慌之時此項約計五百萬萬瑞士佛郎。

因此，物價之低落既起，金本位不能任此担負，不足怪也。

然吾人此時不欲涉及金本位問題。吾人所關心者為國際債務對於生產成本之影響。此種成本之負擔勢必隨債務之增多而逐步增加，不僅由於其總額之增長，而更由於投資信用之利率較高於戰前。長期信用戰後迄保持其高昂價格，短期信用有時尚比較低廉。雖在美國，普通負債者對投資資本每年必須付百分之六至百分之十作利息及部分的還本。歐洲情形自愈為惡劣，尤以負債國中為甚。各國所有之正式公佈的利率，不盡能完全代表當時之真相也。

吾人於此須牢記在一九一三至一九二八年之期間，人口僅增長百分之十而原料增加百分之二十五。雖缺乏準確數字，似可謂全國所得之增加未能追跡債務之增加。信用之成本，日漸增長，為生產成本之一因素。因此遂使價格之機構漸失其伸縮性，蓋信用之代價構成一種固定費用也。

(3) 財政負擔

過度財政費用之破壞的影響，自無疑問。雖然，吾人可據數字加以檢視。

大戰以前，各國對於國家及地方行政機關之財政上付與，構成全國所得之百分之十至百分之十四（依曼恩門瑟 Mann and Münzer 二氏之計算）一九二八年已臻此種所得之百分之二十五至百分之三十。無論何處，其增加約達一倍，若吾人算入公共事業及社會保險，則其比例，且更為惡劣。司托甫氏 (Stolper) 曾計算謂在德國社會所得之百分之五十以上獻於政治。吾人於公共支出之發展中，見有類似的趨勢。例如據安吉羅斯氏 (Angelos Angelopoulos) 之計算，德法英意之公共支出之增加之發達，有如下表：

公共支出 (單位百萬法郎)		增加百分率
(1) 法蘭西	一九一三 四, 六六三	一九三〇 一〇, 八一八
(2) 德意志	一九一三 五, 〇六六	一九三〇 一二, 一五二
(3) 意大利	一九一三 一, 九二八	一九三〇 四, 七九七
(4) 英(聯合王國)	一九一三 四, 九八〇	一九三〇 一六, 七七一

所有增加超過百分之二百四十。安氏又計算此四國中財政負擔對於全國所得之比例。各國互別如下：

年份	法國百分率	德國百分率	意國百分率	英（聯合王國）百分率
一九一三	一三・四	八・一	一三・〇	一一・三
一九一五	二一・五	一八・五	二六・四	二二・一
一九三〇	二二・〇	二三・二	二二・八	二四・九

於此吾人復可見平均約一倍之增長，公共事業與社會保險尚不計及。自上列之數字似可見現今之人民必須每年工作兩個月至四個月，以供給公共團體之度支需要。

不必更詳細檢視此等數字，并撇開如此龐大的公共支出所以漸長之原因問題，吾人將試作若干切實的結論。第一，財政費用之增加，因其提高直接費用，對於生產成本有極慘之影響，以及因此減少價格機構之伸縮性。第二，財政負擔之增加較速於全國所得之增加，以致增加此種負擔對於生產成本之比較的壓力。第三，在此種負擔之影響下，農工實業活動信用之需要日長，俾能應付

繁數的高額的各種捐稅。第四，公共團體之大規模的參與社會所得（達百分之三十以上）足以遏制國內之資本培殖而增多對於國外信用之需要。

在此種種情形之下，吾人可作下列之普泛結論：

戰後之財政主義不僅造成直接生產成本上之過度增長及堅挺此種成本之機構，且到處使農工商業較之戰前益加依賴國內與國外信用。信用代價之增加及生產成本之普通結構與財政負擔之增加間，有密切關係。財政費用日增，加高信用之代價。

於是全國經濟遂漸被曳入一種不健全的循環。

（4）重商主義 (Mercantilism)

短期信用之非常迅速的擴展及戰後國際債務之速度相等的增長，一部份係由於過度的財政主義。然而更別有一重要原因，即各國之重商主義是也，而以美利堅為最。在戰後最初數年中，歐洲之重商主義殊為創巨病深各國其貨幣價值已經低落者之必需。在債務國家中，此主義繼續為一種必需，其性質一部份為防護現金轉移一部份為保護工業。然而若此種趨勢竟漸有永久性質

者，則大半因美國關稅政策之影響。

美國重商主義對於世界經濟之極端重要，源於兩點：一由於其為戰後主要資本輸出國，一由於其在農工生產上之領袖地位。

英國之資本輸出，發生於戰前，在一種商業自由放任主義的空氣之下。英國受取以貨物償付之利息及還本，而不假關稅壁壘拒絕世界各國之來覓市場。美國於戰後開始輸出資本，速率十倍於十九世紀中英國之資本輸出。然而同時美國採取保護關稅政策。

美國之國外投資愈發達，其關稅壁壘愈增高。加之拒絕移民，使歐洲不能輸出其剩餘人口。此種舉措，即不啻美人不欲以貨物或人工之方式受取對其資金的本利之付納也。

此種政策對於世界經濟之破壞的影響，必求永久而深鉅，因在世界之全部農工生產中，美國約佔百分之三十三。在主要原料物之生產上，其地位猶不止此。美國煤，生鐵，鋼，鋅，鉛及烟草之生產約佔世界產額百分之四十，紫銅及棉花約百分之五十，玉黍約百分之六十，煤油百分之七十以上。是以世界之倚賴美國生產，遠過於其戰前之倚賴英國生產。因之歐洲必須以任何價格向美國至

少購買若干，而其每年對美貿易皆爲入超，不足怪也。

貿易永久入超，移民被拒使人力之輸出不可能，然歐洲必須償還其債務之本息。此如何而後可乎？其方法誠甚簡單。即一部份輸出現金，另一部借新債以還舊債而已。且亦不僅歐洲反覆於此程序，世界各處莫不皆然，蓋舉世俱處於大致相同之情形也。

吾人於是乃達到此中情勢之要點。因美國重商主義造成之情形及美國生產在世界經濟組織中之重要地位，以信用代替貨物交換勢必發達而漸增勢力。此即謂債務者不得不舉借新債以償付舊債之本息。一九二五年以後，此種替代增長甚速，而在債務較多之國家中最爲明顯。美國資本輸出之加速十倍，不足爲奇。爲美國重商主義之近果耳。（註一）

此種輪迴方法不能永遠推演，不加阻制。負債者之國際債務與其全國所得間之比例。終將底於不健全的程度。償付本息之能力，繫於債務者之所得。此則無論債務者之爲國家或個人，固無差

（註一）關稅限制之影響，以上各節中，未能詳述。關於此點之詳盡討論，可參閱國際聯盟出版之世界經濟測量——一九

異。資本輸出所趨之國中，其債務之負擔，遂日漸加重。

以信用代替貨物與勞動之輸出的制度，進展過速，以致求獲新信用資以維持幣制之穩定及準確應付舊債之義務的需要，亦隨而增加。

債務之將不能清償，於日後恐慌中之正式破產發生以前，已早存在。

吾人無各國全國所得之精確計算。然而凡曾見德勒斯率銀行 (Dresdner Bank) 一九三〇年報告中之約數者，當能記憶其歐洲及歐洲以外大多數國家全國所得之比較（一九一三，一九一四及一九二八，三年）未曾示人此十五年中有任何所得之增加達一倍以上。其增加百分之五十者，已屬例外，大多數全國所得未能增長至百分之五十。同時在各國中及國際間各種方式的債務之增長，速度却遠過之。

此中事實，可自各種數字間接求得之。例如，在澳大利亞，其輸入資本非常之速者，其每人所負之公共債務自戰後至一九二九年止，計增百分之一百五十。在德國，僅對外債務之利息一端，自一九二五年之三萬二千萬馬克增加至一九二八年之九萬四千五百萬，即於三年中增多幾達二倍。

次年——一九二九——德國須付利息十二萬五千五百萬馬克，還本尚在外。

歐美之關係，更因戰債與賠款之負擔而益複雜。此二者之構成一種破壞的因素，自無疑問。然其影響亦不應言之過甚。即使戰債與賠款未曾存在，大勢亦未必有何根本不同。其病症或缺點決為當此迅速的資本輸出時之美國重商主義。戰債與賠款之較早的取消，亦祇能予人暫時的救濟而展緩恐慌。於此方面，吾人實已有直接證明。當美國因內部原因停止其資本之輸出時，中歐并未首告破產。最先之無力清償徵象，發現於南美及澳大利亞——是發生於戰債與賠款問題不存在之區域也。同樣，胡佛延付計劃亦不能遏止恐慌。主要原因非為戰債與賠款之支付，但為過度的以信用替代貨物與人工之交換；此種替代，直接為美國重商主義之結果，在此主義之掩護下，曾發生過度迅速的資本輸出也。

佔有一種事業總量三分之一者，能左右其事業之命運。美國代表世界生產百分之三十三，而其重商主義未能避免造成國際債務之過度迅速的增長。此種因素之如何增加不能伸縮的成本之比例以致重累生產成本，吾人不須重複贅言矣。

(5) 分析之結果

如前文已經提及，吾人撇開現今恐慌之原因之大問題。然而一九二九年中之物價跌落，顯為前此社會所得分配失宜之結果，此更轉而產生貨物之供給與購買力實現於市場上為真正需要者間之失其比例。但此際吾人所欲深究者非普通蕭條之原因，而目的在探討能說明現今恐慌之非常程度與範圍的特殊原因也。

吾人此時之分析檢視此等特殊原因之機構。在恐慌發生前之數年中，物價之結構，漸失其伸縮性，并因此而漸失其抵抗能力。原料及勞働之成本，漸失其伸縮性，而永無伸縮的直接費用，較之全國所得，增長較速。此種程序大都發生於由於信用代價之成本與財政的擔負之成本。經濟組織日益脆弱而對於需要之變動，感覺靈敏。物價之降落既已開始，趨勢必產生進一步的降落，因供給狂增俾資以應付信用及財政捐稅上之高重義務也。

因過度的債務及財政負擔，物價之低落勢須迅速增加此種義務之真正擔負并致物價之更落；生產者獲利能力自然減少矣。

就國際的關係言之，債務既會同樣迅速的增長，而且以普遍的重商主義為基礎，則美國之中止輸出其剩餘資本，實於短時期內，逼使債務國家以任何價格傾銷其貨物，俾能應付其所負的信用之昂重代價；若遇此種銷售為不可能時，此等義務之暫不履行乃無可避免。前此在若干國家中因資本輸入過速而潛伏的無力償還，於今茲恐慌開始後旋即實現。因此而起者，關於國外投資之運命的疑慮更造成對於銀行之能力的疑慮。金融的恐慌遂為此悲劇之第二幕；第三幕乃為多數國中金本位之崩潰。未來者更有幾幕耶？

迄今之反動為何？言財政負擔，則日見其增益，各國政府幾無不增高捐稅及關稅，并加徵新稅以維持預算之均衡；其預算則因國課收入日減，失業救濟費用日多而極感困難。言國內及國際間債務之範圍及代價，則迄未有何善處之方。鉅額債務之逐漸清理，并無通體計劃，祇以一部份的破產了事。三年以來，吾人所見者，為各處以進一步的緊縮療治緊縮，進一步的不景氣療治不景氣。循此進展，吾人將日益窒息不通而至氣閉矣。

第三章 將來之普遍問題

病症之診斷既明，則較易覓補救之方法。若今茲恐慌之甚係由於價格構成之缺乏伸縮性，則救濟之方法應首施於伸縮性缺乏之所由起處，至為明顯。吾人熟聞世人之論，謂生產成本應重加組織以恢復物價之伸縮性及生產之獲利力。

然而世人仍未十足了解信用之昂貴代價及財政負擔之破壞力遠勝於原料及工資上代價之若干堅挺。論者每攻擊加太兒（Carter）與工會。同時財政主義進展不止，而鉅額債務之調節進行太緩且無計劃。

近年來加太兒之運用結果并不甚妥善。工會之政策亦不能毫無錯誤。然吾人必須恍然於歷史不能使其倒流。今日之資本主義，已非十九世紀下半期之資本主義。純粹自由主義已因不合時宜漸成過去。各國之生活及國際生活均已較前複雜。單獨力量之完全的自由發揮，不能應付一切

需要及解決一切問題。吾人今日實似生活於計劃經濟之下。資本主義今已進至一個新階段，桑巴特(Sombart)謂之「末期資本主義」(Spätkapitalismus)者。各種加太兒及生產者間之協約，無論其錯誤如何，實為計劃經濟預備途徑，雖當事者或尙未領會此種事實。若希望勞動組織之肯被抹殺，不事爭逐於其間，思想亦太簡單矣。

吾人必須知原料與工資之價格之降落，并不直接影響全部購買力。生產者之所得，即為工人或原料供給者之所失。此類生產成本之減縮，其影響有限。蓋不啻以減少市場之代價，試求恢復獲利能力。此種方法不能盲目與絕對施行也。反之，減低直接成本，（即信用之代價與社會費用）效力遠勝。利率之低減，與減低捐稅同樣增高生產者之獲利能力，而不若減低原料價格或削減工資之直接減少消費市場。

欲拯救世界經濟蕭條之任何政策，第一應注意改革此種因其高昂與不能伸縮而為患的直接生產成本，即信用之代價與財政之担負是也。其他原素（原料代價與工資）之伸縮性，構成一重要問題，但較次於第一組之各因素。然而於直接研究現今情形下救濟方法問題之先，吾人須先

檢視三數普遍問題；此種問題發生於今茲恐慌之經驗，而其將來之重要亦不因吾人將於何時及如何逃出今日之困難而減少者也。

(1) 長期信用之改革

信用之重要，隨世界經濟之發展而俱長。經濟進步，主要基於信用。此為吾人經濟文明之主要基礎。凡今日目視普遍的信心之恐慌及信用之衰落者，勢必為世界之經濟的前途憂慮也。

主要信用方式為長期投資信用。今日影響此種信用的恐慌，不僅由於債務之龐大，亦由於制度之不良。此種制度之慣例，為債務者提出十足擔保而獲得長期借款，例如二十或三十年。資本之償還，每以一年或半年繳付一次。借款之利率，訂明於契約中，在此借款期限內始終如一。若係公開發行之債款，則由銀行為居間人，介於借債者與購買證券的債權人之間；此種情形不影響此交易之原則。借入此種債款之人，若係於一九二八年終時舉借，言明年利七厘，即必須每年按照一定數目繳付息金與本金之分期撥還數。然而此時物價已跌落約百分之五十。結果債務者勢必須賣出雙倍產物以繳付應納之本息。本利負擔之名義價值固定未變，但實際價值增加至為猛烈，由於貨

幣單位（即黃金）之購買力增高。此種負擔漸為債務者所不勝任，彼無力付款而被迫至於依法破產。值此恐慌之際，仍能照舊償還者，愈過愈少矣。

源於今茲經驗之第一普通問題，為習慣的長期信用方式之改革。償還基金辦法方面之改革，不若改動利率之為必要。基金之分期抽付，通常似皆為數不大。其繳付之分配於二三十年，傾向於平均此種每期所付款之當年真正價值上之差異。債權者在物價趨跌時所獲利益亦易於物價趨漲時損失之。就長期而言，實際價值之差異有均衡之勢。顯然，債務人之須付攤還借款額百分之二者，在今日較之在物價趨漲時即略多困難。然而利息之繳付，實構成較大之問題。每次所付利息輒多於分期償還基金之繳付額，且亦高過經濟進步之平均數。（此種平均數常在每年百分之三左右。）利率大多數為百分之六七，有時常較高，較低者甚少。

此點包含最大的危險。如物價上漲或穩定，債務者能應付其義務。如物價下落驟疾，最好的債務者亦終必不免無力清償。設非長期信用之總額增加如此之多，則破產數額必仍較小。因此種信用之大擴張（尤以國際關係上為最）破產之總額與件數隨之增多。

改革之道，應專注意於厘定利率之方法。固定的利率延用於二三十年。在二十世紀已不適宜。此種辦法，祇表現債務者之輕心及債權者之缺乏遠慮。債務之範圍日廣，信用之重要大增且益將為進步之更重要的條件，是長期信用上之固定利率，日成其為足以破壞的陳舊之物矣。

茲有一種辦法，即採用活動的利率，使其隨躉售物價之指數上下；蓋物價指數反映金銀之購買力最為迅速。此種理想之新奇，亦不如昔日美洲之發現。於舊制度之中，新制度之原素每隨在而產生。吾人於現今制度之中，已有此種原素。工業之獲取投資信用，已經習於發行混合利率股票或債券；即利息之一部份為固定，一部份隨事業之利潤而變動。故今日之問題，祇為擴充此種制度於各式長期信用而已。農業取得投資資金，盡自固定利率之借款，同樣情形亦見於建築事業及公共信用。是以農業、建築業及公共團體之預算中，感覺固定的利率之負擔最甚。此點構成今茲恐慌所以深刻而延長的主要原因之一。農業及建築事業對於商業循環之發展，有極大之重要。預算之不敷，則傾向於退滯新的投資而加深緊縮。

陳述如上之問題似為不經之論。然而凡了解信用之重大地位及其關係與年俱增者，

必深切感覺此改革之必要。蓋吾人所已目覩之程序實對於投資信用之傳統的固定利率原則構成死罪。仍懷疑此說者，須勿忘資本之利息即爲此資本之價格。今日之生產者，若與人訂立長期供給水電之契約，亦有願指定一個價格使適用於未來之二三十年者乎？此類契約能不預計一種隨某種指數而上下的活動價格乎？今日以固定價格訂立長期契約之生產者，銀行家亦有願對之放款者乎？然則資本之價格，在長期契約中，何以獨須仍無伸縮耶？

在實踐上，各種解決此一問題之方法，可以覓得。譬如，當訂立契約時，債務人可言定付固定利息週息三厘或任何適合經濟進步之數目，此外復可約定加付（假定）四厘利券，視每年之躉售物價指數而增減。如指數上升，債務人須付四厘以上；如指數下落，債務人付四厘以下。債權人名義上於物價低落期內所損失者，將於物價上漲期內得所補償。質言之即爲在契約存在之期內，彼將永久受得真正同量之貨物。然而名義上的利息，絕不能降至三厘以下。經濟進步之平均率，若爲每年百分之三，債權人理應受取其資本之三厘，作爲其於增加的全國所得中分享之最低一份。此法自不必禁除一切規定三厘以下之固定利率的契約。

如上所建議之辦法，必更有一種重要利益。金銀之購買力，在長期信用之範圍內，可被穩定，——此即在吾人經濟文明最重要基礎之內也。此穩定之原素，將大有裨於輕減金銀之購買力向所不免的波動。

吾人今日目觀此種購買力猛烈上漲，致使世界經濟組織趨於崩潰，而身受犧牲。若一九二九年前即已於長期信用中有此種活動利率制度，不亦較易遏止物價下跌之趨勢乎？農業建築業，公共團體等之地位，不亦較愈於今日乎？其對於新的投資貨物之需要，最能榮養維持市場者也。

若創行活動利率制度，自必需要產生債權人之永久代表組織。行政法將須規定選舉代表之制度；所選代表之責任將為與有關當局合作，從事於計算指數之變動及其如何應用於到期利息之支付。

(2) 中央銀行之改革

國際債務之迅速增加，使各國間之支付日多，尤以各式短期信用為最。除因通常長短期借款本息之支付轉移外，外國銀行之短期存款，亦關係日增；此種存款更隨利率之變動而鉅額轉移於

各市場間。金匯兌本位制度，對於此種局勢之造成，頗有關係，蓋其本身會引起短期貨幣債務上至少二十萬萬元之滋長也。

現金轉移之主要担負自在中央銀行。中央銀行之組織，今日根據下列之原則：

(一) 中央銀行集中一切現金及若干鉅額國外匯兌。

(二) 對於全部負債之現金準備之規定，戰後愈見嚴格；大多數，規定最少準備為百分之四十，且合兌換券發行額及全部活期負債兩者計算之。

(三) 兌換券之發行，由中央銀行獨家經營。

上述原則適用於一切中央銀行，無論各國之經濟性質如何也。既已經驗今茲恐慌之事實教訓，吾人必須檢視此種組織是否需要若干改革。

現金之集中，利弊互見。一家銀行之存金增加，構成一種資產實力，因其增多該銀行對於信用之控制。其弊則在使該銀行負擔移轉之責任。現金在流通便利時，若遇收付相抵有虧，私人所有通用之硬幣將首先出國，中央銀行之準備金稍緩始見活動。今日中央銀行之準備已中止其為準備，

一有不足，立即反映於該行之資產負債表。大眾見之遂生恐慌。然而雖有此種弊害，其利益猶較爲重要，故現今之制度可以維持。

在另一方面，提高最低準備之法定定額，亦非得計。現金移轉之負擔，隨短期款項之累積及實際債務之加多而增長。就此點而論，可以自由運用之金額應儘量使其多。最低準備法定額之較高，已大減少自由金額。中央銀行今日負較大的移轉責任而持有較小的活動準備（Working Reserve）；即所有自由金額或國外匯兌較少也。

上述之評議，世人常言之。然而吾人願担不經之名而謂每一國家由一中央銀行獨家發行兌換券之制度并未能證明其盡合事實。在獨佔制度之下，增加兌換券之發行以收受商業票據之重貼現，爲唯一的中央銀行之負擔。中央銀行收受貼現或重貼現愈多，其因兌換券及活期存款而起之責任亦愈重。現金準備之比率亦隨之下落。今日凡受最低準備法定額限制較嚴的中央銀行，其活動之自由愈被限制。若於中央銀行以外，有少數股份銀行有權發行有限額之兌換券以應付商業票據之貼現，則中央銀行之地位將大見輕鬆。中央銀行之責任將不若在現今獨佔制度下增漲

之速，結果資以應付移轉日多之需要的自由金額與國外匯兌必可較多。

兌換券發行之獨佔，更自另一觀點需要準備。私營股份銀行既被剝奪發行權利，勢必努力吸引存款，以資營業之週轉。結果在多數國家中，存款之利率遂太高。在債務國家中，活期存款之利率，每高過於債權國家中定期存款之利率。

此種情形第一對於資本市場之發達有破壞的影響。投資者既能自銀行短期存款獲得較高利率，自不欲購買脫手較難的利率固定之證券。金融市場吸引而保持之資金過多，社會餘資之流入資本市場乃受阻制。短期款項之積聚過多，而有礙於資本市場之發達。投資信用在國內之來源不足，而短期信用之供給則過剩。

最後之結果，以短期票據換得之信用，漸多用於長期投資。銀行急求生利之道以運用其以高利吸來之存款者，亦遂開始容許其資力之如此運用。巨額短期款項被困於長期投資之普遍事實，為世人所熟知。然而吾人仍願冒不經之名倡論謂此種失常事態之主要原因，當求之於發行獨佔制度。

吾人之說或較爲緩和，若補充之謂發行獨佔制度於事實不盡合宜，尤以在債務國家爲甚。其重要有失常道之一點，爲中央銀行組織之同樣原則一律應用於各國，不顧債權國家與債務國家之區別。夫債務國家之地位，大不相同，其中央銀行之組織應予以較大的流動之自由。

故第二大體問題即在中央銀行之改革。改革之原則應爲債務國之中央銀行須受不同的待遇，其中央銀行應常於可能範圍內持有大量自由現金與國外匯兌，並不應負擔重貼現商業票據之主要責任，因其必須負現金移轉之主要責任也。

就此而論，債務國家之中央銀行應：

(一) 減低最低準備之法定額。

(二) 研究事實上是否得計，若放棄兌換券發行之獨佔，而予少數最完善的股份銀行以有限制的兌換券發行權，專爲承受商業票據貼現之用；并在相當程度內根據加拿大制度。

加拿大之銀行在今日恐慌中受累較其他各國（尤其美國）之銀行稍輕，其非一特點乎？在兌換券發行獨佔之債權國家中，資本市場之重新建設遲緩而多痛苦，又非一特點乎？

最後，此種改革豈亦不將終止人爲的吸引存款入於金融市場以致損礙資本市場乎？

獨佔發行制度現時爲一極端；加拿大制度爲另一極端。今日之問題，在於債權國中創造一種混合制度，類似十九世紀後半期中金本位之運用因而優於今日者。

(3) 預算之改革。

與戰前情形相較，重累全國收入的財政費用至一九二八年終約已增長一倍。此點曾大有損於生產成本之伸縮性及國內資本化之速率，更益以其他因素，遂釀成現今之恐慌。恐慌之結果，公家收入低落，以及吾人隨處目視減少各種用費以求預算之平衡。撙節費用之外，到處復有增高稅捐、關稅及其他財政收入之趨勢。此種新增之財政負擔，將來仍維持之乎？公共支出其亦不將更有迅速之增漲乎？

不須究其詳盡，吾人必致問何以公共支出之準繩不應返於戰前之水平，使現今財政担負之低減爲可能。此乃將來主要問題之一。其要點在公共機關對於全國所得之分用必需普遍降低至一較爲合理的比率，譬若逐漸減至全國所得百分之二十。

信用在世界經濟生活中之重要，將不減低；反之，必繼續上漲。勞働之工資，無論何處將不能恢復其原來之伸縮性。趨於計劃經濟之傾向，將因加太兒及一切其他生產者之協約之居間，繼續對於原料品及半製造品之價格有一種反伸縮性的影響。背景如此，抑制支出之擴張以求公共機關分用全國所得之減少，愈成必要矣。

然而支出之純粹機械的減少，猶爲未足。傳統的預算政策應有所改革。迄於今日，每逢經濟情勢進步，公共機關輒增益其支出并減低捐稅而不別徵新稅。若經濟情形趨於惡劣，則減削支出且更立新稅。

驟視之，此種政策頗爲合理。且公共機關分用全國所得甚少之時，其弊害亦不爲大。然當公共機關分用之一份增長時，其對於商業循環之影響乃見增多。今日吾人即目覩此種程序。恐慌已減少公共稅收。結果爲各處減低俸給，不作新的投資以及各種緊縮方法，此徒加深與延長恐慌也。一九二五年至一九二九年間，吾人實見有相反之程序。各處公共收入增多，政府以提高俸給投資於公共事業或減少稅捐等措施，給予市場以種種資源。柯立治總統發還若干萬萬元所得稅時所受

之讚譽，吾人猶能記憶。此若干萬萬元在今日當爲如何有用乎！自德國代表團供給拜司耳專家委員會（Basel Committee of Experts）之數字中，吾人得知一九二四年至一九二九年中，德國共投資三百二十八萬四千五百萬馬克之鉅數。此中公共機關之投資佔三分之二（共二二，四二八，〇〇〇，〇〇〇馬克）。第一例指最大債權國，而第二例指最大債務國。

此種事例，無須再舉。由來預算政策之原則，卽爲跟踪商業循環。值物價上漲，卽增加公共支出，生產猛進而納稅於公庫愈多。及至衰落襲入，情形乃恰相反。支出削減而人民之財政負擔加多。吾人方目視此種政策之結果。若欲求避免猛烈的不景氣循環之復來，此種預算政策不能繼續不變也。

自上文之論列，吾人可作結論曰，公共支出之發達，應與物價平線成反比例。在物價上漲期內，公共機關應減少投資及不可輕率增高俸給，而應以多得之稅收留備物價變動而退落時之用。當此物價退落時，公共支出應力求增加，利用累積之準備金增加公共機關之投資需要以維持生產。物價上漲時，更應提高稅率，而於跌落時減低之。

此說在今日或似非常論，就吾人之痛苦的經驗言之，預算政策或將不得不採此途徑。若今日之經驗仍未增益吾人之智慧，同樣的新經驗行且源源而來，至最後吾人終達於了解採取上述原則之必要時，則吾人將已獲得一種額外之益。蕭條之應付，將不僅由中央銀行任之，今日則人人向之求助也。公共機關之預算政策與中央銀行之信用政策將彼此協調。公共機關之擴充投資需要，將維持生產使其不墜，商業票據亦不致於物價之低落開始時即不見於市場。中央銀行將獲有可以貼現之票據，而中央銀行之信用政策與公共機關之投資計劃將互相掙扎。

此種制度更將有裨於減少金銀購買力之變動，蓋爲於投資信用行活動利率外之又一辦法也。兩種辦法若同時實施，對於減少金銀購買力之過度變動，收效當宏於今日可能做到者。

第四章 危機之出路

今日恐慌之非常範圍與程度，吾人已諗其係由於生產成本之無伸縮性，所以如此者，不必由於工會及加太兒之政策而多由於過度的負債與過度的財政負擔。吾人若於此理論之起點，意見愈同，即可進而求得若干補救方法。此種方法若於合宜的國際空氣下迅捷而同時實施之，或可遏止現今之恐慌而使一切趨於改善也。

(1) 債務之調整

國際債務有政治的及非政治的兩大類，非政治的債務有長期短期及普通期限之別。關於政治的債務，吾人已以全部的或一部份的取消趨近其調整。然吾人不可以爲此即構成問題之解決。若胡佛延付償款計劃不能控制恐慌，則吾人自此種新了解其能期望更多於此乎？此種新了解，就實在支付之觀點而言，將不能改變今日之情勢也。此或有許多政治的與心理的重要。或能恢復國

際清算銀行之地位，德國債券代表賠款之最終清算者將存押於此者。然而國際債務問題及因此而起的移轉之困難，所獲得之利益不能超過胡佛延付計劃所已有之結果。且德國債券將不能加強國際清算銀行之現金準備，因此種債券之銷售於債權國家市場，將有賴於建設之進步而非建設之進步有賴於此種債券之發行也。

債務因素當愈顯著，若吾人回溯恐慌開始之初，全部國際長期債務超過美金五百萬萬元。短期債務超過一百萬萬元。吾人姑作為祇有一半短期債務源起於恐慌之前。若將五十萬萬元加於長期債務（因戰債之削減長期債務約剩四百萬萬元），共得四百五十萬萬元。吾人若照週年七厘計算利息及長期債之還本，并照五厘計算對於恐慌前短期債之義務則約得每年三十萬萬元以上，為起於全部債務之移轉問題。無疑，此數字，或太較高。

一九二八年以來，物價跌落幾及百分之五十。以一九八八年時之物價，為數幾及三十萬萬元之負債義務，較之此後物價低落時，易於担負。吾人姑謂一九二八年終，此三十萬萬元代表一萬萬單位重量之貨物。若按跌去百分之五十的現今物價計之，則負債者必須出售約二萬萬單位重量

之貨物方能換得此三十萬萬元。此種情勢殊爲嚴重。蓋欲實現現今全部債務之義務所必需的移轉（每年約三十萬萬元）債務國家勢必驟增價值十五萬萬元之貨物輸出。觀於今日之情勢及美國與其他各處之關稅高壘，此舉爲可能乎？抑此種移轉，實際可以債務國手中之存金充用乎？

對此問題，實無答復之必要。蓋祇能有一結論。吾人姑不必過言政治的債務新規章之重要，因此問題之要點，新解決亦未能觸及也。吾人方漸進近於一種時日，屆時此世界將有以合理解決此全部債務或否則即繼續受普遍破產的慘劇之威脅。

至於國內債務，情形亦未能較佳。按現今之物價水準，其累人之担負亦已過度。故現今之問題爲國際及國內債務之聯合問題，而第一有關於恐慌以前所訂立之長期債務。

此種困難之出路爲何耶？

就基本的理論觀念言之；此種難關之一出路可求之於依今日之低賤物價調整對於長期債款之義務。凡在恐慌以前訂約之債款，其利息應暫時減低，以一九二九年來躉售物價之跌落比率爲標準。其原則故即如此極爲普通。此普通原則之實際施行，自能取各種不同的方式，視債款之性

質及債務人之清償能力爲斷。於此吾人欣於指出在國際商會之六月大會中，曾有一包含上述原則之動議提出，已交特別委員會詳細研究矣。

此非討論各種實施方法之處。最極端的方法，同時亦最能說明此原則者，可以如下：

應由一個國際會議建議一切國內及國際長期債務凡訂約在一九二九年終之前者，應由各國之立法機關改爲新債券，此種新債券之息券有兩部份。同此原則亦應適用於抵押分期拔還借款之未以債券發行代表者。週年三厘之固定息券當至債務滿期止永不更改。外附另一息券，其利率使隨躉售物價指數之變動而上下，以前一年或半年之均數爲計算之根據。息券計算之起點，應取一九二九年躉售物價指數之平均數爲標準。若依此計算，息券利率應爲週年七厘，則須以本年之已經跌落的物價指數均數與一九二九年之數字比較而比例核減其息率；但須規定此項息券利率不得減過週年三厘之最低額，蓋三厘約代表每年之經濟進步也。至於指數之選擇問題，可留待專門討論，以斟酌決定於債權國與債務國之指數之間或取兩者之聯合。此際吾人所關心者祇原則耳。

若以現今物價平線爲準，此原則之實施，對於訂約七厘之借款，勢將減去三厘至三厘半之利息。然而若物價復開始上漲，則息券將漸回至原來之七厘。若物價超過一九二九年之標準，則債務者必須依據物價之比例支付多於七厘之利息。此點極爲重要。在有伸縮的息券制度之下，債權者將能重得其此際暫時名義上所損失。此爲其在任何別種制度下所不能獲享之利益。設今日債務者因兩方同意或由政府強制得將債務改爲利率較低之債券，則債權者損失其本來契約所永遠賦予的利息之一部份。即使商業情形變更，無論物價上漲至若何程度，債權者將永不能復得其今日之損失矣。

吾人刻所研討之制度，自穩定金銀之購買力之觀點而言，更有種種大益。物價驟漲之際，長期信用之活動利率亦將上漲。因其壓迫，債務者勢必加速出售其貨物，於是其利潤遂不致漲至不健全的程度而致引起如最近美國繁榮狀況下之投機。若遇經濟衰落，則一切將適得其反。長期信用上利率負擔之低降將維持生產者之獲利能力而能相助遏止物價之跌落傾向。

就現今情形而論，若能實行此種改革，將平均對於國內外長期信用之利息擔負。第一將拯救

農業俾得免於完全窮困。又將緩和房主之困難，刺激建築事業，及使公共機關不須再行加重捐稅即可保持預算之穩定。

此種制度雖有其一切利益，從道德方面仍有一點足資辨駁，即破壞契約之神聖是也。若一個國家以片面手段實現此種計劃，誠可謂為一種新式破產。然而若由一個國際會議在債權國家之左右下通過一決議介紹此種制度，而一切債務國家一致同時實行此種解決，則吾人所見者將非為破產而為一種改革，聯合採用以求解救世界之經濟結構或竟挽救白種人之文明者。若債權國家因其國內之債務，亦參加此種解決，則結果將尤見良好。蓋各國之國內債務多已太重非國民所能擔負，并產生經濟呆滯，失業恐慌，威脅預算之平衡，而使之在此一觀點上與債務國家處於同等地位也。

吾人更可謂在法律上亦每有因欲挽回不幸事件，當局不得不予人民以助力者。一人溺於水，則水上警士有赴援之責任。吾人今日非盡在水中乎？政府之干涉及於契約之神聖，今日亦具同此性質。事實上此種干涉在若干國家中已經實現，但單獨而原則各異之措施，害多於利。近有一銀行

學權威學者極力斥難所有之一切延付契約，誠屬有識之言。（註一）彼力主真實情勢須受公正應付。

吾人於此更願申述活動利率原則之實施，不必要採取最激烈之方法。此一問題之解決，可以不需立法之強迫。活動利率之原則，可能亦應該構成債務者與債權者間自動契約之基礎。為便利此種契約計，各國應制定法令產生持券人之代表組織。此種代表組織之缺乏，在今日之恐慌中有頗壞之影響也。

英格蘭銀行（Bank of England）之組織委員會代表國聯主持發行的債券持券人之利益，可為現代化的改革長期信用之第一步。

（2）貨幣貶值

短期債務——國內的與國際的——之問題，吾人將順次討論及之。此種債務數額頗鉅，而在大多數國家中利率均太高此種債務之大部份俱成立於現今恐慌之前或其開始當美國停止其

（註一）Felix Somary 氏著“Krisen wende” 1932.

資本輸出時，及借入短期債款以清償其他積欠者。此種辦法引起大宗款項之凝結。利息繼續支付或加入本金計算。至於物價之繼續跌落使付利償本之負擔愈過愈重，更不待言矣。

國際的短期信用問題，不需特別研討。一部份為能自身清理的商業債務，早遲終將償還。此問題刻在銀行家之手中，此輩有所謂「停頓協定」(Standstill agreements) 施用於多數重要事件。其一部份由債務人宣告破產者，則將依破產法按常例削減了結。其另一部份之必須清償者，則吾人所主張調整長期債務之原則，應逐件一一斟酌施行，而不作為普遍辦法。

國內短期債務問題，必須自另一方面解決之。其形勢日趨惡劣。因物價日落，利息之重担不能負荷。故普及全部債務之根本改革，遂為必要。此種改革可由於債務國家中行貨幣貶值。貶值之實行，可採取減低貨幣之法定金量。貶值之程度，應約合於躉售物價之低落。債務國家應貶去百分之三十至四十。債權國家之已暫棄金本位而不欲重返至往日之平價者，應維持約百分之二十之貶值。關於此點，英國之政策對於歐洲極具重要，而尤以對債務國家為最。

吾人此時對於若干債務國家之已放棄金本位或仍維持名義上之舊平價而實際匯兌率有

甚大之降落與波動者，暫置其問題於勿論。暫時吾人可以假定在此等國家中將採用額外維護辦法，而以之與其他債務國家列於同類。如此，則吾人可重謂債務國家中之普遍法定貶值為適宜之處置。其立時的利益計有三層：短期債務之實金價值立時減少。工資之實金價值削減，及物價之上漲一時不能抵沖貶值，如英國及斯坎狄納維亞（Scandinavian）諸國皆有此情形也。

減輕債務負擔之利益，不必重言申明。然而暫時保持物價於貶值程度以下之利益，却需要略加解說。事實上，在某一時期中物價將仍低於據新平價計算之平線，此點若與他國之未曾同時減低其貨幣之價值者相較，將等於物價之低減。此種情形將增加債務國家輸出之可能。然此種情形之重要亦不應言之過分。若以金計的物價在世界市場上停止下降，則必需之調整將發生極速，尤以在曾經通貨膨脹之國家中為最。

然而另一理由亦可用以辨護貨幣貶值。貨幣貶值可使政府得以動用鉅款作公共生產投資，此舉因增加對於資本貨物之需要與減少失業，將增多國中之消費能力。法定貶值使發行銀行由於所存現金及國外匯兌之折合，獲特殊利潤。此種意外收穫不能作為平常利潤而分給於股東。中

中央銀行應指定一切由於法定貶值的利潤俱歸其準備金。在此種情形下，若投資此一部份準備金於長期政府債券，勢無法律上的困難，此種辦法，在中央銀行條例之下亦屬可行。設在任何國家中，竟須變更其條例，亦不難實現其改革，祇須人人了解打破恐慌之重要如何；打破之道則由於各債務國家中同時實行一種生產投資計劃，利用自貨幣貶值獲得之利潤也。

此事之實行殊為簡單。政府或其他公共機關發行一種新公債籌款專為建設公共事業之用，使其利息特低，不過三厘。債款總額應約相當於中央銀行因法定貶值所獲之利潤。此新公債將全數歸中央銀行承購，作為新的額外準備金之投資。若貨幣貶值不能盡得各債務國家同時實行，則此種運用之關係勢必較小。然而若此種改革一切債務國家及若干債權國家均一致實行之，則各國中央銀行因普遍貶值所獲之利潤勢將達可觀之數額。吾人不須進作詳細計算，即可期望此種改革將約略動員二萬萬元，一切繫於貶值之程度及若干債權國家之參加此項聯合行動也。

約數二萬萬元之投資，再輔以預算上之財源，當配成一種原動力，出此種國家於現今之不景氣或至少中止進一步之衰落。若債權國家亦用國內借款同時動員鉅額以應其投資之需要，則世

界中對於資本貨物之需要勢必繼續增加，直至終止現今恐慌之機會大見活動有望。

上述之計劃可以成功，若由債權及債務國家同時採取一種國際舉動之方式以實現之。因恢復信心之必要，國際的一致施行遂以心理的原因成爲成功之必不可少之條件。爲着重所建議的投資計劃之國際性質及創造較大的對於成功之信心起見，貨幣貶值以發動資源及債務國中之事業計劃，應均受國際聯盟及國際清算銀行之維助。該銀行應公告獲自貨幣貶值之利潤總額，使人週知。此種利潤之總額，一經公布，將發生心理影響而造成深信此款將照預定計劃支配用途之心思。國際聯盟及國際勞工局之工作即開始於此。國聯之責任，將爲對於運用此款之計劃供獻意見，俾投資活動對於應付恐慌有最大之效力。

世界之農業生產不久即將不患過剩，因耕殖之面積已被減少，尤重要者更有人工肥料之使用亦漸減。大規模的生產投資，勢將減少失業，而增多食物之消費於其供給減落之際。農產物價格既漲，經濟生活之其他方面將受同樣影響。農人將復變爲工業品之購買者，商業之數額升漲，而中央銀行將能實行一種通貨緊縮政策。向來不景氣俱多如此結束，現今之恐慌，何以將獨不然耶？

(3) 金本位之恢復

上述之貨幣貶值計劃假定一切有關係的國家俱將返於金本位，以及各中央銀行將採取與維持其紙幣之無限制的兌取現金及國外匯兌。法定貨幣貶值之有價值，全在其將產生一個真正新的不受牽制的金本位。此點事實上能辦到乎？現今若干中央銀行之情形似不能容許如此的希望。是以必須發動特別的國際辦法，以創造一致聯合復返於金本位之可能。

趨向於提高各債務國家中央銀行之準備金之第一步之做到，可由於貨幣貶值之利潤之清算；此種清算吾人現以為勢將在國際清算銀行實行。

吾人已建議各銀行應向國際清算銀行申述其自貨幣貶值所獲之利潤。此種聲明同時即構成中央銀行如無國際清算銀行之同意不得購買新投資債券之義務。在此種制度之下，國際清算銀行將能實行各種貨幣之清算。其清算對於彼此貿易關係特別活躍的鄰近國家之幣制，將最有關係。商業活動形成有關係的幣制之清算之自然根據。由國際清算銀行通知有關各行之總裁，而得其合作以規定此種清算之計劃。於實施此計劃之中，合作之銀行將能用其獲自貶值之盈利購

買若干鄰國之貨幣。實際活動之數，將不過大。但此能稍稍提高各債務國家中央銀行之準備。然而若無國際清算銀行之居間，則此種清算不能實現。

如此獲得之助力且猶將嫌不足，而對於將來亦不能担保其妥善，尤以若奧地利匈牙利等國。其中央銀行之準備非常低少者，更有此種情形。其他各國中央銀行之情勢，雖屬較優，亦需要實力之充實。債權國家之援助爲不可少。援助之方式可爲在國際清算銀行設立一種建設基金，即由歐洲各主要債權強國中央銀行之存款構成之。各中央銀行如同意，可存放其國外匯兌準備金之一部份於國際清算銀行。不必繼續折合成爲現金，各行可即存放其所有之外國匯兌。所開賬戶且可名義上爲短期戶，但須預備延長之可能，俾事實上存款能繼續至三五年。以法國而論，楊格計劃會預留在某種情形下須有一種保證款項之撥付。此中思想與意見可應用於現今歐洲建設及重返於金本位之問題。因事實之必需，法律觀點須暫行退讓焉。

英格蘭銀行對於此種建設基金勢將有甚大關係，如同時英國同意於英鎊之貶值。英格蘭銀行勢將自貶值獲得極大之利潤。若能將此項利潤之半數存放國際清算銀行三五年，再加之法蘭

西荷蘭與瑞士之存入額，此項基金將不難達到一萬五千萬至二萬萬元。爲免除各國銀行因國際共益而存款之或受損耗計，國際清算銀行須予各存款者一種金條款聲，明以將來幣值或有低落時「實金」計算（Gold Clause）（註1）

運用上述之建設基金，國際清算銀行將能大爲扶助充實債務國家中央銀行之準備。實行之方法，可建議者甚多。例如，國際清算銀行可向某某幾國中央銀行購入鉅數其本國貨幣。所購入之數仍存放於各銀行，全數在名義上爲活期，但實際上將任其繼續至三年或五年。此種存款或可用於投資或即留作準備。各債務國之政府或其銀行本身亦應予國際清算銀行以「金條款」如事實必需更當輔以特別担保——例如許以分享中央銀行每年盈利之優先權。此種負債可分期五年拔還，每期還數遞增，第一年或即以百分之五開始。其他能行之方式，可以想到者至多，但原則將無二致也。

（註一）另一同樣適宜辦法，爲由國際清算銀行收足其法定資本總額五萬萬瑞士佛郎。該行現因資本未嘗收足，實力及活動大受限制。

因上述之辦法，債務國之中央銀行將能大大加強其準備。重返於金本位，庶可實現。此種制度之政治的優點，在國際清算銀行之居間。任何債權國家之銀行均不與債務國家之銀行發生直接的信用關係。債權國之銀行祇有國際清算銀行一個債戶。如此可以避免許多特殊困難。債權國之銀行對於放款對方之為誰範圍若何及條件若何，均不須調查。蓋此等問題，盡歸於對國際清算銀行之信任。債權國銀行祇須於國際清算銀行保持較多於現時之存額。彼等現時其絕無此種存款乎？所謂建設基金之理想，并無新奇之處。問題祇為增多原有之存額，而於數年內如無真正嚴重急迫之必需，不加提取而已。是以所述之計劃，若被採用，勢將構成金準備之重行分配方法（A method of redistribution of gold reserves）。此舉時人屢申言其必要且危險極少，所需之犧牲至少者也。

國際清算銀行之工作必能便利不少，若能獲得美國之參加此種廣大合作計劃。向彼邦覓助，殊為有益。若聯邦準備銀行能決議給予國際銀行一種專為建設基金之特別信用保險，其方式相似於恐慌前所准許之穩定信用放款，則國際合作之連鎖將告完全。其放款之數額及技術上的細

節，無大關係。美國之參預此種歐洲恢復金本位的舉動，僅此事實，已足有鉅大心理重要矣。

建設基金給予援助，應先使債務國家同意於廢止其國外匯兌限制及一切外貨輸入規則，在此恐慌期內所採用以維護現金之移轉者。凡此種種限制規則及關稅壁壘已使國際貿易窒息將死，若能廢除之，其重要自不待言。

上項計劃若能實行，將完成甚大之進步。但欲鞏固所得之影響，仍須另有舉措。第一為減低法定最低準備額，以增加債務國家中央銀行之流動能力。此為將來之一極端重要的改革。此點之限制過嚴，實際每有反於所期望的影響。如最低準備額法定過高，則可以運用的自由現金與外國匯兌恰被減至真正最少額。在此種情形之下，偶值現金流出較多，易發生公眾心理不安及恐準備金降至法定最低額以下之憂慮。過高之最低額限制，不能增加信心，反足以搖動薄弱之也。

一切國家對於中央銀行之組織採取同樣辦法之原則，乃足以遺害之錯誤觀念。由此更產生流弊相同的在債務國中由一家中央銀行獨佔發行之原則。此層如有改革，將為建設計劃中之另一要着。然而世人對於發行獨佔之必要，致信至深；若竟難使其一反其觀念，則關於此點之改革，惟

有期諸異日，俟愈過愈苦之經驗終令其接受斯議耳。

(4) 非貨幣的措施

吾人首當將此整個計劃，撮要述之。

長期信用之改革，將大為減輕利息及移轉之担負。此將啓發建設之途徑。債務國中之貨幣貶值將減低短期信用之担負而增益所有長期信用方面的改革之影響。歐洲各債權國中央銀行之存款所造成由國際清算銀行經手的建設基金，使債務國銀行之準備得以充實。各國銀行將其獲自貶值之利潤集中於國際銀行，及有時清結其所有之鄰國貨幣，亦可同時受益。美國若對國際清算銀行放予鉅額信用，可以加強建設基金之實力，備用於一時之必需。復回於金本位將告完成。同時債務國之銀行應減低其法定最低準備金額，使其得以自由運用之餘額可以增多。

上述計劃將不僅使回復金本位成爲可能，且使大規模的投資可約於同時實現於各債權與債務國家。債權國家以貨幣貶值爲基礎，運用建設基金，協助實現金本位之恢復，亦能獲一大利益爲其犧牲之代價；即債務國家將能自身供給其所需之款項，以謀其投資事業之復活。此種款項之

來源，即爲中央銀行因貨幣法定貶值所得之利潤。此種款項之如何運用勢必由國際聯盟或國際清算銀行監督之。

最後但絕非不重要者，有一種情形必須重視：即上述計劃之實現，不必需要任何國際借款，國際條約及担保。其重要與特點在於以大家同意之原則，同時舉動。此中原則勢必由所建議的國際會議公佈之。此外則全繫於各人民及政府之善意好感。

然而此外尙有其他條件必須做到，俾技術的計劃可以實行。第一，債權國家之自建設基金獲取援助者，應立即減少其在恐慌期內爲保護現金移轉所採用的外國匯兌限制、高重關稅、輸入限制及其他類似的辦法。近年來中歐各邦所創行之似是而非的貨幣本位，吾人必須儘量廢止之。然此種非常辦法之廢除，并非即完成一切必需的改革。欲求回復生產與商業之常態發展，必得一切國家——債權與債務——改變其政策。

貨物流動必須有較大於恐慌以前之自由，庶可使金本位平善運行。

債權各國應提倡重商主義之逐漸的清理結束，如麥密倫報告書（McMillan Report）所指

陳者。第一此將適宜施於美國，該國爲最大的生產者及居第二位之債權者。最近之比荷關稅協約，可爲第一個重要事例。

更有一端改革，爲金本位之常軌運用所必需者，爲公共機關因襲的預算政策之改革。第一，吾人當努力減少公共機關在全國所得中所分享之一份。此點可以辦到，若繁榮恢復時，公共開支不復回於其恐慌以前之標準。因軍縮之進展而節省的軍備費用應能構成一種永久儲蓄。源於失業之減少的節省，亦當構成一種永久儲蓄，若有用於提高公務員在恐慌中被減過多的薪俸者，則屬特別例外。商業情形進步之際，關稅稅收之增加，當能容許關稅壁壘之逐漸的減低。倘繁榮之時代來復，而公共收入增長，預算上之剩餘應留作準備荒年之再臨。

在繁榮時期內增加支出減少捐稅之傳統的政策，決不能再因循不改。吾人今日已見及此種政策之目光短近。若將來公共機關能於興盛之年積聚準備，俾至不景氣時資以運用，則預算政策將與貨幣政策聯絡一氣，不若今日之相反矣。

根據物價指數實行活動利率以改革長期信用，以及依上述原則以改革預算政策，將來當可

均衡現金購買力之過度變動。此種購買力之相當的穩定，將爲金本位之穩定之最好的担保。不景氣并非絕對不可免之事實。其爲進步鐵律之結果，不若其爲人類了解的錯誤之結果之甚也。

最後，生產方法上技術進步之問題，必待解決。各種新發明，如採用過速，產生永久失業。新工業發生之先，對於人口增加之吸收減少。情形且能更愈惡劣。美國在戰後之最先十年中，生產增長約百分之四十而工業所僱用之工人反減少百分之七。即本已受僱之工人中有五十八萬五千人變爲失業，對於人口增多之吸收之等於零，更不待言。薛婁（Scheler）之計算謂美國若用四十五年之前之方法收割一九三〇年之農產，則可多需要二千萬人。此種情形發生於美國，其經濟最賴於其國內市場之容量。且此種情形，見於農業生產，雖食物之需要，伸縮性不及工業產物之需要。

於此吾人遭遇將來大問題之一，與許多其他問題歷今茲恐慌之經驗同被了解者也。機器應不爲人類勞動之仇敵而爲其同盟。前乎此次恐慌，殊立於仇敵之地位。此種情形，不容其繼續不變。工作時間之減少，似愈過愈成爲必要，以矯救技術進步太速之損失。然而鐘點之減少，不能前進不止。終有一日，人類必須覓得方法以組織對於技術進步速率之公共控制，庶幾機械能力不能繼

續蹂躪侵略勞動的人類之生活必需焉。

第五章 信用與和平

本書以上各章所述之計劃，包含幾組的辦法。各有其利弊長短，此於將來之討論中將加以檢視。但須更切實重言之者，為各種辦法成功之主要條件。此條件為何，即以國際規模聯合施行是也。各種單獨辦法之成功，全屬互相倚賴。若能於許多國家中同時實行，并由國聯及國際清算銀行主導其事，則心理影響將加速及增多物質的結果也。

自此點言之，方來的世界經濟與財政會議之責任特別重大。將來如達到任何協約，應鄭重昭告世界，俾世界得知此聯合政策之將為何及使世人之信心能得恢復。吾人姑假設其計劃根據於類似於本書所演繹之原則。第一，今日長期債務之普遍改組勢將可能，而約於同時，債務國家中之貨幣貶值勢將減低短期債務之負擔。第三的同時效果，將為借建設基金之力普遍的復返於金本位。凡此種種情形將十分和緩現在之局面及造成較好的空氣。社會各人將見到并恍然於反抗恐

慌之奮鬥最後已鄭重開始。此外，一俟物質條件許可，亦能開始一種國際的生產投資舉動，以挽救物價之跌落傾向為肯定目標。工作之契約立即訂立，失業將可相當減少。人人將知斯世實有一計劃，而有鉅大資源為之後盾。公衆將深信其可以成功。物價上漲之期望，亦將預先發生焉。

對於物價上漲之信心，能使其上漲發生較早。所必需者為創造確信此種上漲之必然的心理。國際會議之鄭重決議與其迅速實行，能創造此種信心。

然而此種信心，不能發生於各事不和諧、計較、爭執以及在普遍困倦疲竭中所採取的純粹形式的決議。亦不能發生於政治的不滿意之空氣或戰爭之威脅中。分析各方情勢之結果，似必認為須有至少五年為期之政治休戰，在此期內，舉行建設。

不有此種休戰，最好的建設計劃亦易被破壞，蓋果政治關係上缺乏合作精神，則無人肯真正致信於經濟合作。故政治的休戰，（至少須以足敷建設為期）為期雖難必其永久，但却為最重要的方策，資以抗禦目今之恐慌并預備復蘇時代之來臨於此精疲力竭的人羣也。

關於此點，英首相有極合理的動議。

和平問題與任何建設復興計劃之關係，不僅在今日非常情形下爲然。經濟文明已達到高度的複雜。信用在一國之生活及國際關係上之重要日增，卽爲此點之外徵。一九一三年至一九二八年間，黃金之生產給予世界美金五十八萬八千二百萬元。此數幾等於一八八〇年前數千年之產額。新產黃金雖增加如此之鉅，而現金準備對於兌換券，中央銀行之活期負債及商業銀行之全部存款之比例於此十五年中降低幾及一半。信用在經濟組織中之地位亦增漲一倍。信用之結構之發展，取倒轉塔形。紙幣的上層之增長較速於現金基礎。於此等情形下，和平之重要，立時明顯。十九世紀未曾見有如此的信用之塔。今日則世界之事未有更易於動搖顛覆此倒轉金字塔之平衡者。果有變動，結果必不分勝負同歸於盡。

經濟進步之速率，在十九世紀中，平均約每年百分之三。十九世紀之無數戰事，無一能阻止此種進步。吾人所經歷之世界大戰始爲遏止此種進步之規律的第一個戰爭。吾人且曾退後不少。生產之滋長，呈現猛烈的低落。據著名世界權威此種統計專家美國史乃斗氏(Snyder)之計算，大戰中及戰後原料物生產之減少約值美金二千萬萬元。製造事業減削之損失，約計亦達此數。若吾人

再加以戰事所毀的實際資本之損失，其數至少可達五千萬萬元。如此鉅數，吾人無故失之，否則吾人之改良分配，當較易覓得妥善之道也。

觀於上列數字，世非癡癲狂妄，孰將繼續信任以戰爭解決國際爭執之有裨乎！

中華民國二十五年二月初版

三三七上

社會科學
小叢書
經濟危機之出路一冊

(32822)

Credit and Peace: A Way Out

of the Crisis

每冊定價國幣貳角

外埠酌加運費匯費

Feliks Mlynarski

原著者

于樹生

譯述者

何炳麟

主編者

劉秉麟

發行人

王雲五

印刷所

上海河南路商務印書館

發行所

上海及各埠商務印書館

版 權 所 有
翻 印 必 究

（本書校對者 劉宮紹 劉秀勳）

