

集一第刊專究研

說學融金代近

(版訂增)

編椿慶梁

行印處究研濟銀行銀民農國中



研究專刊  
第一集

# 近代金融學說(增訂版)

梁慶椿編

## 額序

## 內容目錄

增訂版序.....	編者
霍曲萊 (R. G. Haurey) 之貨幣學說.....	朱炳南 (一一—二五)
凱恩斯 (I. M. Keynes) 之貨幣理論.....	陳振漢 (二六—三七)
威廉斯 (J. H. Williams) 之金融學說.....	梁慶椿 (七三—一一九)
羅伯生 (D. H. Robertson) 之銀行政策理論.....	宋則行 (一二〇—一五一)
狄克斯 (J. R. Hicks) 之利息學說.....	羅志如 (一五二—一六六)
海約克 (F. A. Hayek) 之中和貨幣政策.....	沈慶生 (一六七—一九三)
克那浦 (G. F. Knapp) 之國定貨幣理論.....	陳靜民 (一九四—二一八)
熊配達 (J. Schumpeter) 之利息學說.....	程適豐 (一九四—二一八)
費雪 (Irving Fisher) 之金融學說.....	王惟中 (二一九—二四八)
附錄：作者略歷.....	劉金忠 (二四九—二七八)

近代金融學說



# 近代金融學說

## 顧序

今日之經濟社會，爲一貨幣信用時代，循名覈實，論者無間。蓋自十八九世紀，各國先後採用複本位或金本位制度，及改造銀行組織以還，金融系統，漸趨完善，貨幣信用，乃益宏固，繁榮社會，蔚然以盛，惟金本位制度，行之既久，窳敝亦萌，於是金融恐慌，經濟衰落及國際經濟失調等現象，遂紛至沓來。勢之所敝，百家崛起爭鳴，而金融學說日新月異，風起雲湧，至於今日，吾人習於耳而接於目者，亦燦然以備矣。

新興之金融思想，過去數十年間，或載在專著，或喧於時論，類皆卷帙浩繁，學者無從採索。各學派之意見，互爲紛歧，一是難衷，定論滋少。一得之見，固資珍貴，而偏頗之說，視聽易迷，取精用宏，規制垂法，從善取上之求，實亦學術界所切感者。

中國農民銀行經濟研究處，既先後出版刊物，以介紹世界權威之經濟學說。本年中農月刊，復設『近代金融學說』專欄，由梁君慶椿特約國內經濟學名家，以分別介紹世界金融學說之權威思想。茲特先輯其發表之八篇，付之剞劂，以供時賢先覩之需焉。

美國哥倫比亞大學索爾尼氏，曾於一九三八年出版『現代貨幣理論』一書 (R. J. Sarr-

*Inter: Contemporary Monetary Theory*) 介紹羅伯生 (D. H. Robertson)，霍曲萊 (R. G. Hawtrey) 海約克 (F. A. Hayek) 及凱恩斯 (J. M. Keynes) 等四人之學說，甚便學者參考。茲試將今時之『近代金融學說』八篇，與索氏之書一比較之，則八篇之範圍，所包尤廣。蓋除索氏書中所介紹之四人外，又另加入威廉斯 (J. H. Williams)，歇克斯 (J. R. Hicks)，克那浦 (G. F. Knapp)，熊配達 (J. Schimpcer) 等四人，故所介紹之金融學說，遠倍於索氏之書。又索氏書出版在五年前，最近數年之新思想，自為未及想也。而茲輯八家學說所引用之書，則有一九三八年霍曲萊所著『一百年來之銀行利率』 (A century of Bank Rate)，一九三九年歇克斯所著之『價值與資本』 (Value and capital) 甚至徵引及本年六月威廉斯所發表之凱恩斯及懷特兩國國際貨幣安定計劃之批評一文，取材之新，指事之近，以時間言，茲輯固全為世界最新之金融學說也。

上述八家，以國籍別，包括英美德奧等國，故甚可代表近代各國重要經濟學派之觀點。而執筆諸君子積學深富，又雅達詳事，對於原作者之學說，亦洞曉無遺。故於每家學說所引之專著，或數種或數十種不等。深入淺出，是則讀茲輯八篇，亦無異盡其全集，窺其全豹矣。

茲輯八家學說之內容，所包至廣，例如一般貨幣及銀行學說，發行制度，利息理論，商業循環控制，國際貨幣機構等，既均有論列，且更旁及於國際貿易及賠款等問題。於純粹經

濟理論上固已各有重要之貢獻，而對於吾國當前之經濟問題，倘引而申之，或亦有當於借鑑乎？

戰時之國家，其重要問題之一，厥為價格。茲就八家之價格學說以觀，羅伯生氏謂在生產正在擴張時期，緩和的物價上漲殊屬有利，故宜順應其勢，而供給產業以運轉之資金。然如商人及消費者之『餘存差額』(Unspent Margin)減少，則物價將加速上漲。吾國當抗戰初期，銀行曾擴大放款，以順應物價之和緩上漲及促進產業之擴張，至於其後價格之所以繼續漲，蓋由於商人及消費者囤積居奇所引起。至於生產之趨勢，據凱恩斯之學說，則謂其最終決定因素，乃在於未來收入之心理期望及消費傾向(Propensity of consume)也。

又如利率問題，乃最近吾國聚訟之點。就諸權威之主張而論，熊配達謂利率之升降，乃繫於購買力之供需關係。物價高時，則購買力需安增，而利率即漲。然利率並非成本之因素，而為利潤之一部。歇克氏謂利率之變化，在平時影響企業甚大，如在金融緊張時期，則影響甚小。海約克則謂貨幣利率如能等於均衡利率，則投資可隨儲蓄而增加，而一般物價水準即可穩定。

此外克郡浦氏所言一國之貨幣，應以足值貨幣行於國際，而國內應以使用非足值之貨幣為主；威廉斯氏所言新開發國利用外資之經驗，農業國外匯貶值不足以鼓勵出口之學說，以及金本位之缺點，賠款問題及國際貨幣安定等主張，均可為吾國今後經濟設計之參考。

### 近代金融學說

世界戰爭之演進，人羣之生活思想，遽嬗日新，極其所至，治制爲之因應。金融、銀行、貨幣、利息之學，於此次大戰中，既已顯其新義。茲以執筆諸君子興趣之所在，與夫載籍考借之便利，八家之說，遂得先由茲輯以見於國內賢達。勝利在握，世運方新，後有作者，自在樂於賡述之列。至茲輯中，或有參入執筆諸君子已意者，要亦仁者見仁，智者見智，庶幾隅反切磋之望耳。

顧翊羣

三十二年十二月

## 增訂版序

本書第一版於三十二年十二月印二千冊，並未於任何報紙登載廣告，而不數月即全部售罄。各方索購者，仍紛至沓來，苦無以應，故殊有再版之必要。又該書於三十二年四月開始徵稿時，原訂編輯計劃所擬列入之世界名家金融學說，本不限於八家。祇以後方資料缺乏及時間匆促，截至是年年底集稿時，祇收到八家學說。為應社會之參考起見，故將此八家儘先付梓。未幾即續收到劉全忠教授『費雷之金融學說』一文。費氏所佔金融學說之重要地位，人所公認，亟為補入原書，並名之為增訂版。又『威廉斯之金融學說』一文亦加入，『論布里敦森林貨幣協定之缺點及今後應採之國際貨幣計劃』一節，讀者諸君幸垂察焉。

編者 三十四年三月

近代金融學說

# 霍曲萊之貨幣學說

朱炳南

## 一、引言

二、霍氏的貨幣本質概念

三、貨幣價值（物價水準）變動的解釋

四、霍氏經濟週期變動貨幣解釋論

五、控制經濟週期變動的方法

六、結論

## 一、引言

霍曲萊（R. G. Hawtrey）氏為近代貨幣金融權威之一，與斯旦（Lord J. Stamp）氏同為英國財部文官人員傑出的人物。二人俱以公務員的身份而致力於經濟學的研究，成就很大，儼為一代的大儒。斯氏偏重財政與統計方面的研究，霍氏則專從事於貨幣金融學說的闡述。霍氏的聲譽，在我國雖不如凱因斯之為人所熟知，但論到現代的貨幣金融學說，我們不能不為霍氏備一很高的位置。

霍氏著作豐富，到現在成書者已不下十種，其散見於各雜誌的專文尚不在內。最著名的

爲一九一九年出版之「通貨與信用」(Currency and Credit)。在這本書內，我們可以窺見霍氏貨幣金融學說的概概。其他如一九二三年之「貨幣的改造」(Monetary Reconstruction)一九二七年之「金本位之理論與實際」(The Gold Standard in Theory and Practice)，一九三二年之「中央銀行的技術」(The Arts of Central Banking)，一九三七年之「資本與就業」(Capital and Employment)一九三八年之「英倫銀行利率之一百年」(A Century of Bank Rate)等，皆爲哈夫入口之作。

## 二、霍氏的貨幣本質概念

關於貨幣本質的概念，大別之只有兩種：(一)爲商品論(Commodity Theory)，即視貨幣爲一種商品，經由國家或社會交易習慣選擇爲交易的媒介；貨幣的價值由於構成貨幣的物品本身的價值而來。這種貨幣本質概念，自然着重以本身價值相當穩定的貴金屬(如黃金白銀)做成的硬幣，而排斥那種不能兌現的紙幣或信用貨幣。依貨幣的商品性質，貨幣的價值是絕對的，要看構成貨幣的物品本身的供求情狀，或其邊際效用，甚至其生產成本所決定。(二)爲唯名論(Nominalistic Theory 或稱 Claim Theory)。唯名論視貨幣爲一種憑券(Ticket)。這種憑券代表在社會中取得物品的要求權。貨幣本身，就其全部意義說，須與所謂記帳單位(Unit of Account)有了連繫方能存在。貨幣的發生亦由於國家法令或市場習慣所認可而來，却又自然的與社會記帳單位隱相符合，構成測量價值的尺度。貨幣的價



值是相對的，由其購買力所表示。這種觀念，把有價值的東西以客觀標準區分為二類——貨幣與物品——而不像商品論把牠們排在一堆。一面是那些名義上有價值的可為價值尺度的以平價 (*Par value*) 流通。一面是那些有價格的東西。這樣才能夠在交易上成立一個等式，貨幣數量說才能發生。如果沒有這樣一個客觀標準——價值單位——來區分經濟界上有價值的東西為二大類，貨幣理論簡直無從談起 (註 1)。

霍曲萊氏的貨幣本質概念是屬於唯名論的。什麼是貨幣呢？什麼是貨幣的必要職能呢？霍氏以為從邏輯上比從歷史上追尋貨幣的起源，更能發現貨幣的正確性質。於是他假定在一個現代的經濟社會，那裏沒有貨幣使用，看一看是怎樣一個情形。

在這樣一個沒有貨幣的現代社會裏，貨物仍是要拿到市場去交換別的東西，但並非一定要直接的物物交換方式。譬如甲賣了一噸煤與乙，乙對甲便負了一項債務。但是乙在別一方面也是賣者，而同時甲亦是一個買者。所有市場上買賣雙方可以聚在一起來清算他們的債務。但是這種債權債務代表各種各類不同物品的交易，為清算起見，必須有一共同計算的尺度方可。換言之，一個計算債務的單位是不可缺的。如果國家或社會已經選擇一種貨品為貨幣，這種貨幣自然成為債務的計算單位。如果沒有貨幣，那麼計算單位必然是習慣的或隨便的一個。這樣的單位是一個「記帳貨幣」 (*Money of Account*)。雖然有了貨幣以後，這計算債務單位每每可以貨幣不同。例如在一個國家放棄金本位以後，流通的貨幣與記帳貨幣的區

別，即將成爲一個實際的問題。貨幣與債務的價值同樣須由記帳單位來量度，本位貨幣的價值將由記帳貨幣來表示，那時一項債務可能由各種不同量的本位幣來清還。貨幣本位可變，而記帳單位依然存在。「英鎊永遠是一個英鎊」，雖然一英鎊所含的金分量可以改變。從邏輯上言，記帳單位的概念重於且先於貨幣的概念，貨幣理論必須建立在記帳單位的概念。記帳單位自然是一個抽象而不必是具體的實在的東西。

我們在這裏不必詳述沒有貨幣的經濟社會如何運行，只須知道記帳單位供給我們一個量度債務單位，同時也供給一個量度東西的價格的單位。因爲物品的價格由賣者提出而由買者接受時，即成爲買者對賣者的債務；價格的職能只不過決定債務的大小罷了。

價格的量度單位又必是市場價值量度的單位，因爲市場以價格方式表示物品的相對價值的。既然商品價格表示商品與量度單位的相對價值，那麼量度單位的價值又是甚麼呢？如果價值是指交換價值的話，任何東西的價值，無論他是商品抑或記帳單位，必然是一個比例。如同一種商品有一個拿記帳單位來表示的價值，記帳單位也有一個以任何商品所表示的價值。這點似乎異常抽象的分析，如前所述，給與貨幣數量學說一個理論的根據。不特如此，這種理論還有其重要的實際的涵義。如果記帳單位的價值是相對的，由各種不同量的商品來表示，那些，如果每一記帳貨幣單位都能經常換得一定量的東西，記帳貨幣的價值算是穩定的了。但如何使記帳貨幣經常代表一定量的東西呢？依霍氏看來，貨幣只是一種取得商品的憑

證，憑證增加了，其每張所代表的財富自必減少；反之則加多。那麼只要我們調節牠的數量即可穩定其價值了。若是把貨幣看為一種商品的話，商品有其本身的絕對價值，如果將牠的供需條件穩定，牠的價值也自不可變。商品論者所以選擇黃金為本位幣者以此。但依據霍氏等唯名論者的說法，黃金的法定價格雖然不變，如其信用膨脹，購買力增加，依然可以降低貨幣單位的價值。貨幣單位既然是黃金，那麼，黃金的價值也可同時降低；因此金幣值仍是不穩的，所以還不如設法調節證券的數量來穩定牠所能獲取社會財富的數量。這正是唯名論者所要求採用的貨幣政策的目的。

沒有貨幣的社會既然可以運行，然則貨幣何以發生呢？這是完全出於實際的需求。債務的價值自然看債務人的可靠性而定，即人人不一定可靠。即銀行有時也不能支付為的債務。因此，為便利債權債務的最後清理起見，社會上需要一種在法令上不能拒絕的清償工具。貨幣便是這種法償工具（註2）。由此我們可以窺見貨幣的本質。貨幣不過是法律認可為清還債務的工具，這個觀念比貨幣為交易的媒介物的觀念更為概括普遍。貨幣所以為交易媒介，因為購買生產一種債務；而貨幣是供給一個清還此債務的工具。其他的職能為供給我們一個價值的尺度來糾正信用的內在不穩定性。

要之霍氏的觀念頗受克那浦（Krippel）的影響而加以合理的折衷。他不像 *Chartalism* 那樣過分重視國家或法律決定貨幣價值的權力。但同時他也極力指摘貨幣商品論者。他說：「

視貨幣與商品的性質爲相同的學說有着那似是而非之論的吸引力；牠完成一個概括的觀念。但是除了可應用在金屬貨幣外，這種理論一經分析便解體了。黃金無疑的是一種商品，但黃金如果用爲貨幣即受所有支配貨幣價值的法則所支配，金幣本身還是一張憑券」（註3）。商品論在過去無疑有他的實際的好處，「但如果單純基於實際的效果而不是由於其內在的真確性，便倡爲一個武斷的信徒，這是很危險的。當人們發現了他的理論的弱點時，不特可摒棄這種信條而且忽視他的實際的效果」（註4）。霍氏以爲貨幣理論的基礎必須建築在記帳貨幣的觀念上。一件債務可由法律或習慣強制履行償付的觀念，牢植在人類社會所有經濟關係中。這個觀念在始即假定一個計算負債的記帳貨幣。每天中新債舊債不斷產生與清還，但這只能改變而不能消滅債權債務的本身。本位幣在某一個時候也許變換，但未變換前的債務，變換後仍然由法律強制履行。債務與計算單位永遠存在，雖然牠的財富價值可以變更。堅持記帳單位須以金屬本位幣來表示是一個錯誤。改變以金磅表示的記帳單位的價值有時是必要而且好的（註5）。

又霍氏之所以偏用信用（負債的反面），不特因爲這種分析比較符合現實，現代經濟社會信用流通的分量遠比貨幣爲多，（歐美社會達十與一之比）同時在邏輯上，信用亦應爲主而貨幣爲從。從理論言，貨幣乃是信用的代替物，因爲法律所規定的清償債務的工具，由債權者看來，是和債務本身一樣好的。

### 三、貨幣價值(物價水準)變動的解釋

貨幣的一般價值(物價水準)如何變動與因何變動是貨幣理論所必須企圖解釋的一個重要課題。我們已在上節論過，霍氏是採用數量學說的。但是比對舊的機械式的如非雷教授的数量學說有若干重要的修正，而且更明確的指出數量學說的假設與涵義。他的數量學說的主要特點是着重在物價水準變動中「餘存差額」(*Unspent Margin*)的機要性。

何謂「餘存差額」？這個生硬名詞需安一點解釋。在一個無貨幣的社會中，信用是唯一交換媒介。這裏價值單位完全是一個抽象與任意規定的東西，妥緊的牠是各種物品，勞務，權益，債務交換比例的尺度。這種交換比例受整個經濟社會組織力量所決定。為量度這比例起見，將每個價值化成一數量是較為方便的。假定了這社會組織及其交易是已存在或知道的話，這交換比例是已經決定的東西；那麼，規定了一個商品價值的數量，便等於決定價值的單位，亦即等於決定測量所有各種商品價值的尺度。

在各種有價值的東西中，銀行信用流通總額——交易公式的一方——是可以價值單位量度的。這個總數，即等於社會沒用去的購買力總額(*Unspent Purchasing Power in Circulation*)。霍氏所稱這個數額為「餘存差額」。現在假定價值單位已經決定，「餘存差額」的總數便可決定。反之，如「餘存差額」所含有的價值單位數目已經知道，價值單位亦即決定，其他商品勞務等的價格亦同時決定。因此假定所有的經濟情形已存在或不變，則商品的價格與餘

存差額所含有價值單位的數量成正比。換言之，價值單位的財富價值 (Wealth Value) 與「餘存差額」成反比，這就是數量學說一個最簡單的形式。

貨幣的使用沒有改變上面的結論，不過所謂「餘存差額」，此時應包括流通的銀行信用及貨幣全部罷了。霍氏的數量學說將「餘存差額」與人們所願意留置在身邊隨時可動用的財富處理權相對比。實際上，他將貨幣信用總額與財富總額對比，貨幣單位的價值由財富來表示。但是人們所願意留置在身邊的信用與現金的多少，主要是基於消費者與商人的心理上預期的結果。財富總額也是一個潛在的而不是一實在量，也要看人們對貨幣單位的財富價值的預期如何而定。這種預期主要受現在的市場價格支配 (註 6)。

霍氏對於影響「餘存差額」的因素分析甚詳，從消費者個人方面說，他們所以留些現金及信用在身邊大概有下列諸種原因 (一) 收入與支出的數額與時間常常不能配合，這在工資階級方面情形為尤甚，因此人們必須將若干收入留存起來，以待大宗支出或留存於大宗收入之後。(二) 人們好景不常，難免將來不有意外，故須留存多少以備不虞。(三) 為儲蓄或投資起見，人們大多先積累至一較大的整數拿去儲存或購買證券。至於中間商人，他們因隨時可得到銀行短期放款的便利，較能精密計算調整收支的數額與時間，故普遍可收手頭現款減至最低限額。

在使用貨幣的社會，「餘存差額」包含兩部份：現金及信用。「餘存差額」中之信用及

貨幣的分配及其比例的變動，對經濟週期變動及物價的變動有很大的關係。

社會對於「餘存差額」，亦即購買力準備的需要，構成社會對於貨幣信用的總需求，如前所述，「餘存差額」等於流通中的貨幣（銀行的庫存貨幣除外）加上銀行的信用總數。銀行信用又等於銀行資產減去其資本。如果貨幣從人民手中流入銀行，或從銀行流出，「餘存差額」可不受影響；這不過表示人們所留存的某數額的信用變為現金，或某數額的現金變為信用罷了。但如果銀行增加或減低其放款實額，「餘存差額」便發生變動。

將貨幣理論與心理效用等觀念連繫起來，使之合乎現代價值論的主觀傾向，而避免舊的數量學說的機械說法，是霍氏與皮古（Pigou）凱恩斯（Keynes）諸人所代表的劍橋學派的「現金餘存」方法的特點。非雪公式的貨幣流通速度與心理狀態毫不相關聯，但霍氏所稱的「貨幣週轉速率」（*Circuit Velocity of Money*）實等於消費者支出（*Consumers' outlay*）與「餘存差額」的比率。披古氏的「收入週轉速率」（*Income Velocity of Money*）則等於消費者收入與「餘存差額」的比率，消費者支出與「餘存差額」兩者都可以從消費者及商人的心理動機獲得解釋。霍氏更指出數量學說的限度。只有在一切經濟情形不變之下，物價與貨幣信用數量的增減纔成正確比例，或在均衡局面之下，總的結論才是正確。但價值單位的變動常常引起無數因素的變動，經濟情狀很難假定其不變的。因此霍氏對數量學說很注意這種過渡時期經濟變動的分析。

讓我們再稍為詳細的解說霍氏數量學說的內容。「餘存差額」在霍氏的貨幣理論中既具有機要的地位，「餘存差額」的變動從何而來呢？在現代經濟社會中，無疑是由於銀行採用放寬或緊縮信用政策而起。企業家向銀行借款是為支付工資、地租、利息、利得，來經營他們的營業；因此，信用擴張的結果，必然使人們的貨幣收入增加。收入增加又引起消費者支出的增加。消費者收入與消費者支出兩者差額的變動表示他們「餘存差額」的變動。

霍氏所謂「消費者支出」包括消費者購買消費品資本貨品或資產等支出，有的貨幣收入如贈與遺產，彩票，售費資產 (Capital Asset) 借貸，(除了向銀行借來者) 都不算「消費者收入」。霍氏稱這些收入為「外加的收入」(Extrinsic Receipts)。「外加的收入」用去之後也不算「消費者支出」。「外加的收入」其實等於負號的支出。因此「淨消費者支出」等於總消費者支出減去「外加的收入」。

但如舉消費者向銀行借貸，這種借貸，據霍氏看來，是一個預期的收入，而不是一個「外加的收入」。銀行與消費者間的借貸所以如此區別，是因為銀行不用從一定額的現款中提出來放款，能以它的負債來創造現款。又如消費者將一項資產賣給另一位消費者，這種收入對賣者是一外加的收入，一個負號的消費。但是從買者立場看，這是一項投資，一個正號的支出。非待至賣者再用去此項收入時，這買賣沒有增加「消費者支出」。如果我們把消費者互相借貸時的債務人的收入，算為一「外加的收入」，而必須從總消費者支出減去，同時把債



權者爲一投資者，用了一家正號的消費，則我們可以避免將借款的用途與投資都視爲消費支出時計算上的重複（註7）。

銀行擴張信用既引起消費者收入的增加，增加的收入有兩條可能的出路，或是增加消費者的支出，或是增加他們的「餘存差額」。一般說來，在信用擴張的初期，增加的收入流入於「餘存差額」者大概不多。初期消費者收入的增加大多拿來增加他們的消費支出。中間商人的收入此期自亦增加，但或先拿來作償還債務之用。因此，初期的信用擴張大抵將爲消費者支出及負債清償所抵消。以後的情形則不同。待信用擴張已至若干時日，工資階級吸納現金來增加他們的「餘存差額」的能力可大大增加。但無論如何，信用擴張所引起之消費者收入的增加，如果多用於消費，自然更能鼓勵生產及刺激物價上漲。反之，如多流入於增加「餘存差額」，則影響於物價的上漲甚小。由此可見那些以全力着重「餘存差額」——信用通貨總額——的影響，謂物價常與之成正比者的錯誤。霍氏指出在信用擴張的期間「餘存差額」增加越慢，物價漲得越快。在一個極端的情形之下，物價上漲對「餘存差額」的影響如此顯著，竟可使其減少。反之，物價下降可使「餘存差額」增加。一個急劇的信用緊縮政策對企業發生如此重大的阻撓，可令「餘存差額」真實地增加，因爲消費者此時業將貨幣閑置不用，使消費者支出較消費者收入爲少，或令商人留存其售貨所得不用——一個較可能的事。大部分商人的售貨都在商品流達到消費者以前的中間階段，因此商人向銀行借來的款項停

滯在彼此的餘存中，而不能用在支付新生產的成本上。貨幣既這樣被留置着，牠就不能變成消費者所得，只替代了貨物在商人流動資本中所處的地位。消費者收入的減少，使他們的消費支出也減少。消費者的購買，數量既減少，商人歸還銀行的債務也因之延緩。銀行手頭堆滿了凍結的債務，但「餘存差額」的增加並不能推動工商業活動，因為購買力被劫持在停滯而不動的存餘上」（註8）。只有在銀行停止放款或信用增加恰等於信用消滅的數額之時——這是霍氏的貨幣均衡的主要條件——「餘存差額」才能重為價格的尺度（註9）。

確切一點，與其說「餘存差額」，毋寧說是消費者支出為決定物價的近因（註10）。消費者支出代表社會的有效需求，有效的需求決定生產的興衰，「餘存差額」與物價水準的關係，是透過消費者支出而來的。但「餘存差額」在實際上亦有其重要性。人們對牠有直接的認識。牠是一個可以統計的數量。貨幣制度也根據牠的變動施行管制。對於紙幣發行與銀行準備的規定，也是透過牠才發生效力的。因為霍氏置重消費支出，因此量度物價水平所需要的指數，自然也置重消費貨物的指數。交易公式所根據的應是財富的消費，而不是財富的生產。

#### 四、霍氏經濟週期變動貨幣解釋論

霍氏是經濟週期變動貨幣解釋論一個有力的主張者。所謂經濟週期變動貨幣解釋論的意

義須得弄清。霍氏並非謂週期變動的起因完全由貨幣因素決定。週期變動的發生可以基於許多非貨幣的原因。但氏謂此種原因須得到信用方面的適當助力才能引起一種循環；同時商情循環的「週期」性質只能用貨幣因素才能解釋。他相信週期變動的現象與之暫是由信用的發展程度決定的。如果信用的變動加劇，週期可為之縮短。

霍氏對週期變動過程的描述是他一個獨特的貢獻。茲先從週期變動的表沈階段說起。氏以為商人——特別整售商——在週期變動中據有機要的地位。他們是生產的推動者，是最敏感的一羣，很快的便受到銀行信用政策的影響。假如在某一個時候，銀行因銀根緊絀而提高利率。因為整售商的成本大部分是購存貨物的成本，如果利息不高，借款來買貨存貯不上算，他們即停止向生產者定貨，生產於是逐漸短縮，就業人數及國民所得隨之減少。如果消費者的「餘存差額」不變，消費者支出亦必減低，物價因之下跌，這又增強整售商減少定貨的原因。這種效果是累積的，構成信用內在不安定性的原因之一。

利率政策效力發生的快慢，一部份要看當時商業情形而定（註11）。如果當時生產者手頭還有很多未履行的定貨單，那麼，即使整售商停止定貨，生產仍大量進行，銀行放款仍有需要。因此信用政策須經過一個時期才能發生效力，這時期約等於履行一個定貨單所需要的時間（註12）。這是信用政策中一個難題，此種情形很容易使銀行當局對當時經濟情形判斷錯誤。但無論如何，整售商停止定貨過早必使一般生產及消費者支出低落的。同時因為物價

下落，存費不如存錢，此時商人與消費者之間的「現金餘存」大概有增加的傾向。這是說：消費者支出與餘存差額的比例——即通稱「利率」——有降低的傾向。上面說過，在失衡情勢之下，「餘存差額」的增加，反有促使物價趨下跌的可能。霍氏指出商人在物價上升時付出存餘與在物價下降時增加存餘的傾向，增大了信用擴張或緊縮的結果，因此加劇了信用的內在不安定性。

大概在信用開始緊縮的時候，利得是最先受到影響的一項，工資不會即刻下降，因為生產界仍須繼續生產來應付尚未交貨的定貨單；因此在信用緊縮之後，將有一個相當的期間，工資階級吸進現金，直至其「餘存差額」之現金部分達到一個適合的水準為止。但工資階級吸進現金的現象，不能永久持續，他們的手頭現金超過了其需要之後，即無須以現金方式積存。同時因為放款額縮小，及商人等此時利於清償銀行債務，於是現金不久又有流回銀行的傾向。

在金本位制度之下，這種吸納或放出現金的現象甚為重要。銀行必須維持一個最低限度的現金準備以備不虞。為充實他的準備起見，他必須設法從人們手中的現金拿過來。因此銀行控制市場政策亦必須透過人們「餘存差額」中的信用與現金比例的變動，才能發生效力。現金的吸納及放出有幾種來源。(一)為中間商人。如果他們的支出超過額，其售貨則放出現金，反之吸進。(二)為資本市場。工商企業籌集的資本如果超過「投資額」——等於消

費者支出與消費者購買消費物品支出的差額，則他們在資金市場放出現金。又如工商企業裝置資本設備超過他們所籌集的資金，則他們在資本貨物市場放出現金。在上述兩種情形之下，從事工商經營者都須提用他們自己的餘存，或增加他們對銀行的負債額。自然銀行自己買進證券時，銀行亦放出現金。(三)為消費者。如果消費者的消費多於收入，消費者放出現金，反之則吸納現金。

依霍氏的意見信用擴張及緊縮的時間或週期變動的久暫，皆由人們「除存差額」中之現金部分 (*The Cash Position of the Unspent Margin*) 對信用動向反應的急或緩而決定的 (註13)。(註14)他說「週期變動的長短，由其所依以發生的過程的發展速率而決定，即在擴張時期通貨的吸納與緊縮時期通貨的歸回」(註14)。

當現金慢慢的不斷的流回銀行之後，銀行的準備漸漸充實，這給與銀行再度擴張信用的機會。經濟衰退時候的低利，又漸漸使那原來不值得的經營與交易變成有利。中間商人受到這種鼓勵，便開始增加他們的定貨與信用的需要。結果銀行信用放款活躍，銀行現金流出，就業加多，繁榮又再度恢復。

消費者的現金存餘，消費者支出，現金的吸納與放出——這些名詞，在霍氏的經濟週期變動解釋中佔有重要的位置。現金的吸納與放出，由於牠的對銀行現金準備所發生的影響，限制了信用擴張與緊縮的進程，因而決定了週期的久暫。霍氏以為週期的轉換點與長短在理

論上並無必然，而只視銀行信用政策而定。經濟週期變動的貨幣解釋，追尋週期的根源於信用變動的速率所加於現金準備的影響之中；非貨幣因素只能經由其對信用情形所發生的影響才有效力。霍氏以為如果信用的變動加快，週期的時間便為短縮，以至於我們不能認出是一個週期。我們可以想像到一個境界，信用變動得如此之快，一切工商業活動方面的反應都來不及，那時所有週期的痕跡都全消失。

霍氏的經濟週期變動理論還有幾點值得我們注意。如前所述他的理論是一個貨幣解釋論，以為貨幣或信用的變動是經濟週期變動的必要與充足的條件。貨幣信用的不穩定性是其發生的基本原因，故控制方法必須求之於建立貨幣與信用的均衡。但氏並非謂任何的經濟失調均可由貨幣方法改正。貨幣理論只向一種嚴重的經濟失調提供解釋與指示一個救濟方案。他並不是論一個社會沒有貨幣方面的變動便可免除一切經濟的失調（註15）。氏過去以現金的吸納與放出來解釋週期變動，但在其最近的著作中，似已考慮到銀行金融制度的變革，而只應用現金吸納與放出來解釋上次大戰前一百五十年的經濟週期變動（註16）。上次大戰後的經濟衰頹，氏以為根本是一個貨幣所表示的有收需求普遍緊縮的現象，而歸咎於錯誤的銀行政策的結果。氏以為如果有效需求不緊縮，經濟衰況不會發生，資本過剩亦不會有。即使資本暫時過剩，這也是有效需求緊縮的結果而不是原因。他反對那些經濟週期變動起因於投資失衡的理論（*Investment Theory of Trade Cycle*）。

氏一向着重整售商在週期變動中的機要地位，但最近他似將所為經營製成品的商人無論製造商整售商零售商都包括在機要商人內（註17）。索尼爾氏（Sawinier）以為這是一個滿意的更正，因為他顧慮到近來銷售方法的變更；現時許多大的公司自兼營零售門市，囤存製成與未製成品，頗有代替了整售商之概（註18）。霍氏在其最近的著作中描述極度經濟衰頹下所可能發生一個「信用僵局」的情形，頗值得我們注意。「信用僵局」是在一個可用為投資的金額超過工商業在市場籌得的資金的情形之下發生的。牠起源於一般有效需要的緊縮，使工商界對前途抱着悲觀，不敢擴大其生產設備。用霍氏的言詞講：工商界停止「加寬資本」的結構（*Widening of Capital*），即：使用同量資本來生產一定產額的新資本設備現在不再購置。中間商儲存貨物（資本加寬之一例）亦同時減低。中間商售貨所得與買進用費的差額只拿來增加他們的存餘，他們此時是現金吸納者，但中間商亦可以其閒置存餘的一部購買證券，因此增加投資市場的資金，有減低長期利率的效力。銀行方面，因工商業「加寬資本」的資金需要已告停止，亦開始購進證券，又加劇了長期利率下跌的趨勢。但是：此時人們對將來有效需要抱着悲觀的態度，復鑒於生產設備的只有一部分利用，與「加寬資本」的停止，因此，可能發生一種情形，任何長期利率的下跌都不足以鼓勵「資本加深」所需要的資本設備方面的增加。所謂「資本加深」即需用較多的資本，來生產一定額產品之謂。資本加深既同時停止，投資市場此時也吸納現金，加強了緊縮的影響。霍氏的「信用僵局」顯然是企

圖解釋一九二九年後世界經濟不景氣所經過的情形，長期利率的任何低落都不能起此沈疴。氏以爲此時救治之道須迅速的將短期利率急劇降低，方能收效。同時他認爲新的發明與舊的資本設備的換置，可以引起「資本加深」對資金的需要，幫助打破這個「信用僵局」（註19）。

## 五、控制經濟週期變動的方法

霍氏既以爲貨幣收入決定消費支出，消費支出又決定需求，需求他指的是對購買製成品的全部貨幣支出。因此管制物價的問題實際是一個控制銀行放款的問題。經濟週期變動的控制，必須從信用變動的控制着手，必須先致力求得一個貨幣信用方面的均衡（註10）。

如何消滅這些週期變動？換言之，如何維持一個貨幣的均衡。霍氏對此有如下的意見：他以爲貨幣政策的目的，與其穩定物價，不如穩定消費者收入及支出。如果我們穩定物價，那麼在報酬遞減情形之下，固定收入者佔了便宜，而工資階級吃虧。固定收入的意義，決不是對資源的貧乏所生的結果也要求保障的。以工資利得物價的變動的影響而論，霍氏也以爲穩定物價的弊病甚多；理由是：物價比工資容易調整。假如真實成本上漲，物價必立即上漲；如果所穩定的是消費者的收入與支出的話。假如所穩定的是物價，那麼消費者收入及支出非減低不可；但這一定引起社會與經濟方面的騷動。同樣的，在物價穩定情形之下，如果真



實成本下跌，則工資非增加不可。但誰都知道工資帶有異常的黏性，每每不能及時上升，以至構成社會不安的一個源泉。反之，如果所穩定的是消費者的收入，生產效能的增進自然毫不費力的由物價降低反映出來。末後，如果在真實成本遞增情形之下，徒為穩定物價起見而必須將消費者所得與支出減少，那麼，依照前述的分析，很可能誘致經濟不景氣失業增加等現象的來臨。

霍氏在其一九三七年出版之「資本與就業」一書中對貨幣理論的敘述，與前稍異。他說「理想的政策為穩定消費者的收入，但不是使之絕對不變，而應使之與生產原素的增加相適應，庶使在均衡情形之下，工資可以不變」（註21）。如此說來，霍氏所想像的只是工資罷了；消費者所得必須跟着人口土地資本的變動而變動的。

關於控制經濟週期變動的工具有，氏一向着重商人的短期或流動資金的管制。固定資金與固定設備的籌措與裝置所需要的考慮與時間甚長，故銀行利率對長期資金與設備的影響甚渺；但短期利率對零售商的囤存貨物的關係則甚大。零售商的贏利與所付利息兩者普遍佔其售貨額的百分比相差甚微，利息稍微變動，即足以影響他們囤存貨品的數量。氏既以為商人有左右經濟生產的力量，貨幣金融政策以他們為對象自較適宜。不過氏以為短額利率政策的實施，須適合時機方能收效。如果社會一般有效需要已急降到形成所謂「信用僞角」的時候，短期利率有時是無能為力的。如果短期利率不發生效力時，氏亦贊同酌量採取拒絕向投機者

放款，公關市場活動，公共工程等方法。

對於短期利率的影響，此實值得提一提凱恩斯的意見。凱霍二氏對此問題曾有很多的辯論。凱氏以為商人付給銀行放款的利息，如與貯存費用（*Carrying Costs*）及商品價格的預期比較利息一項費用顯屬無足重要，幾可以忽視，因此他着重長期利率為控制的工具。據凱恩斯的意見：經濟週期的變動，代表着資本的邊際效率的變動；而長期利率對資本的邊際效率有直接的影響。短期利率如影響投資，亦須透過長期利率而來，而氏以為短期與長期利率的關係甚為密切的。

霍氏的答辯，則謂在某種情形之下，價格預期對囤存貨物的影響，自遠比利息一項重要，例如在投機風氣甚盛的時候。但商品的投機只限於那些少數供給不易適應需要的原料品。即使以從事買賣這些原料品的商人論，很多不是專事投機而是把牠當作真正的商業經營；經常用「海琴」的方法來消滅價格淪落的危險。至於囤存費用，有些商品確定是很大的。但如果因為這些費用比利息大，即以為利息在商人的計算上是無足輕重則為謬誤之見。而且囤存費大的只限於而積欠易燃或時尚的少數商品，大部分製成品的囤存費用是比較小的。短期利率對證券投資與長期利率的影響，霍氏亦以為甚微，並舉英國一八八四年至一九一四年的統計為證（註22）。

拿通貨信用膨脹的方法來救治經濟衰況，氏在有條件之下亦予以贊同。氏以為物價緊縮

如不過止，常常會誘致新的經濟失衡的發生，而他的影響又帶有累積性，因此拿通貨膨脹的方法來阻止他的進展是應該的。但通貨膨脹的政策有好有壞。區分的標準在那裏呢？他以為我們可以找到一個簡單的標準來決定任何擴張信用的建議是否合理。如果通貨擴張政策所想的做的不多過於使物價水準與現在的工資水準恢復均衡，他是好的，有益的。但如果通貨擴張進行至一個時期，工資須要增加才能使物價與工資達到均衡，那麼他是一個不合理的膨脹。這種膨脹的徵象是過度的贏利。我們所需要的是一個能使企業經營適可有利而且充分使用的物價水平。任何較高的物價水準都是擾亂了均衡。霍氏所要的不是真性的通貨膨脹而只是可重奠均衡的通貨擴張 (Reinflation) 政策 (註 23)。

## 六、結語

霍氏對金融貨幣學說的成就，或可說其貢獻，有下列諸點：(一) 氏為首先着重信用之一人。由信用的分析而得到的貨幣的概念，此舊說的狹義的能正確更概念地道出貨幣的本質。氏以為「記帳單位」的概念重於與先於貨幣的概念。以派別言，氏是屬於貨幣唯名論者，這無疑也是近代貨幣學說的傾向。(二) 與氏修正了舊的貨幣數量學說。他指出幣值或物價的變動，須透過消費者的一「餘存差額」的變動與消費者的收入及支出的關鍵性。他將貨幣流通速率與人們的心理狀態連繫起來，並掃清舊的數量論的機械涵義，使之與近代價值論的主

觀傾向相融合。從方法上言，氏是採用所謂「現金餘存」(Cash Balance Approach)的方法。這一點他承襲與光大了儲蓄學派的餘緒。(三) 氏對於經濟週期變動過程的分析及敘述有獨特的貢獻，楊格教授(F. F. York)認為這是他的一個極大的成就。他的週期變動理論是一個純貨幣的理論。他以為週期變動的起因與時期的久暫全受貨幣因素所決定支配。在他的週期變動過程的分析中，中間商人居一個主動的關鍵的地位。中間商人的存貨或其營運資金的變動影響於產業的興替。但此種中間商人的存貨或其營運資金的大小與銀行短期利率有密切關聯，故氏對控制經濟週期變動的工具，特別着重於銀行短期利率的運用，贊同英倫銀行控制市場的傳統政策。在資本位制度之下，銀行短期利率變動率無力，由於其可引起社會一般有效的需要，消費者收支與他們的「餘存差額」及現金吸納放出等現象的變動。氏對這些現象的闡述及其變動的線索，闡述簡詳，給予後來研究經濟週期變動的學者及實際控制政策不少可貴的參考。

總括來說：氏的貨幣概念無疑是一個較為正確的概念。他的看法已得到大部分的學者接受。「現金餘存」的方法與費雪教授的「交易方法」(Transac-tion Approach)是並行而非互相排斥的；但前者把貨幣數量與主觀心理相聯繫是其優點所在。氏對於經濟週期變動的純貨幣性質似失之過偏。他忽視了非貨幣因素如真實成本與需求的變動。經濟週期變動的長短或經濟衰沉的轉捩點並非常受貨幣因素所限制，新的發明新的需要每每可使衰沉轉為繁

榮。因此純貨幣政策有時也並非救治經濟衰沉的萬靈膏丹。在一個「信用僵局」的時候，霍氏也承認利率政策的技窮，而不得不借助於非貨幣政策如公共工程等手段。這等於承認貨幣均衡不是經濟均衡的唯一條件，因此霍氏過期變動的純貨幣解釋不全恰當。

霍氏對經濟週期變動過程的描述，亦似乎過重於理論的分析而太少事實的佐證。例如在他的經濟衰沉的解釋中，消費者物品的緊縮必然先於資本物品的緊縮，但實際上資本貨物的緊縮恆先於消費物品。又霍氏對物價變動的解釋及控制週期變動的貨幣政策，都建築在消費者中間商人放出現金可以刺激生產活動的假定上。放出現金主要經由貨幣信用數量或其流通速率的增加表現出來。但據恩琪 (Mills) 氏的實際研究，通貨與存款數量的變動，跟個人所得與零售品消費的變動相連，但與生產數量或整售數量或金融變動的變動無聯繫。流通存款資料指出在主要轉換點時，存款流動每每比工業生產、貨運、工資等指數的變動較慢，與整售物價指數的變動則無密切關聯。通貨流通速率的變動與生產數量及整售數量同時或較後而非先期變動。這些材料，不能證明霍氏現金流出先於生產活動之說。霍氏的理論怎能夠解釋這鐵的事實呢？(註24)：

論者以為對經濟週期變動的政策，似乎太過着重短期劑一這一個工具。霍氏指出大企業業有漸漸在市場經濟市場籌措短期資金之傾向，短期營運資金之取之於其所籌集的永久股本中，亦不復依賴銀行之短期借款(註25)。這種籌措短期營運資金如來越為普遍，短期利率的控

制方法便喪失其重要性，那時控制週期變動的 policy 不能不顧到長期投資市場了。雖然，籌措短期營運資金方法的改變是否將成爲一個普遍現象，還可懷疑，但這可以警覺我們：理論不能全然忽視制度的因素（註26）。

註

- (1) H.S. Ellis: *German Monetary Theory*, p. 105
- (2) H.G. Haurey: *Currency and Credit*, p. 16
- (3) *Ibid*: p. 199
- (4) *Ibid*: p. 442
- (5) *Ibid*: p. 212
- (6) *Ibid*: p. 35
- (7) Haurey: *The Art of Central Banking*, pp. 86-88
- (8) Haurey: *Currency and Credit*, pp. 58-59
- (9) *Ibid*: p. 50
- (10) *Ibid*: p. 59
- (11) *Ibid*: p. 133
- (12) *Ibid*: pp. 133-134

(13) *Ibid.*: pp. 153-154.

(14) *Ibid.*: p. 155.

(15) *Harvard Trade Depression and the Way Out*, pp. V-111.

(16) *Harvard Capital and Employment*, pp. 122-123.

(17) *Ibid.*: p. 119.

(18) *R. G. Sargent: Contemporary Monetary Theory*, p. 97. 此書前半章討論霍氏的學說，本文借助於此書之處甚多。

(19) *Capital and Employment*, pp. 68-80.

(20) *How Our Monetary Institutions Work*, 2nd ed., p. 132.

(21) *Capital and Employment*, pp. 261-265.

(22) *Harvard: A Century of Bank Rate*, pp. 193-195.

(23) *The Art of Central Banking*, p. 271.

(24) J. H. Ingell: *The Behavior of Money*, p. 158.

(25) *Sullivan: Contemporary Monetary Theory*, p. 87.

(26) *A Century of Bank Rate*, pp. 261-263. 霍氏在此處表示印使籌措短期營運資金方法

有改變的趨向短期利率仍是有效的控制工具。

## 凱恩斯之貨幣理論

陳振漢

一、理論與政策：凱恩斯的聲譽，由於政策方面成功居多，但在純粹理論上亦頗有貢獻。

二、賠款與國際支付問題：第一次世界大戰結束，巴黎和約對德國索取鉅額賠款，凱氏力主減少，戰勝國間戰債，亦主一部取消。當時雖不為人所重，後情勢演變，竟成真預言。

三、物價均衡與其維持：凱氏為測量貨幣需要，於貨幣改革論中，提出一個數量公式，分析物價變動因素，於貨幣論中，提出基本公式兩種，未完全正確，至其物價穩定政策，謂維持經濟重任，由銀行當局負之。

四、失業均衡及其決定因子：他在一般理論中，謂生產與就業水準基本決定因子有三：（1）利率（2）資本邊際效率（3）消費傾向。他謂與「古典」派學說不同，其實實質上與前人亦無多大差異，惟說法與注重之點，則殊有不同。

### 一、理論與政策



凱恩斯勳爵 (Lord John Maynard Keynes, 1883—) 恐怕是今日英國甚至全世界最負

威名的經濟學者。一九三九年英國對德宣戰以後，即有「戰費籌措方法」(How to Pay for the War, 1940) (註1) 小冊出版，他所建議大致均經英政府採納。不久以前，英政府以其多年來功在國家，係為貴族院議員，開英國經濟學者禁居上院的先例。

不過，我們私測凱氏的威名，與其說是基於他在理論上的貢獻，毋寧說是由於他對於實際政策方面的建議與忠告。因為凱氏雖然出身劍橋大學(註2)，為馬夏爾(Marshall)的高足弟子(註3)，以二十九歲的青年，即主皇家經濟學會「經濟學誌」(Economic Journal)的筆政(註4)，在經濟學界很有地位，但他自從早年(註5)，服務於印度事務局起，對於實際政策問題即發生濃厚興趣，一九一九年任財政部首席代表，出席巴黎和會，參與最高經濟會議。以至於今日凡是發生重要經濟問題，他不是參與其事，即被諮詢意見，却未嘗一任重要建議，據有任何講座(註6)。他的重要著述，雖在一九一三年已經開始，以至於今日共不下十餘種(註7)，且其中有關於純粹算理的著作，但是使他嶄然露頭角，一躍成名的却是他在一九一九年所發表的「和約的經濟影響」(Economic Consequences of the Peace, 1919) (註8) 一書。這是一本討論實際政策的書。在這書裏，他根據簡單的原理，就當時紛爭不已的賠款與戰債問題，向當時的戰勝國家政府進以忠告。此外在同時及在以後數年中，對於英國的收縮通貨與恢復金本位問題，也先後發表了不少通俗有力的論文小冊(註

9) 提出獨到的主張，不過在當時卻只是言者諄諄，聽者藐藐，既不能顛倒輿論，復不能博得政府重視。但在時過境遷之後，他所指出當時政策的弊端，都已一一言中，他所建議的政策，因事實環境的需要，竟已逐漸付諸實施。於是上下信服，聲譽益著。所以他的關於政策方面的著述，實是聲譽的基礎所在。

不過一般人的見解，往往以為成功的政策，是建築於健全的理論之上的，或是以為理論與實踐，無可劃分。他們以為凱氏所建議的實際政策之所以能切中時弊，適合需要，一定是因為他對理論有透闢的研究與重要的貢獻。這是一種流行的見解，但實不免有誤。解經濟理論的性能之處。理論只不過是根據某種假定所推演出來的結論，雖然在將假定數目增加，使之更切於實際之後，可使理論對於實際較為接近，但理論的中心功用，只是幫助我們分析事實，理解事實。根據純理論的結論因不能作為政策，也不能以之反對政策。理論所能根據的假定，或是所包含的變數，無論如何是極有限度的，但實際政策的成敗則往往決定於許多偶然因子的湊合。在一九二三年十二月德國財政當局正準備發行一種新幣 (Rentenmark) 以整理已陷崩潰的紙馬克時，多數經濟學者根據貨幣數量學說大肆反對，然整理計劃竟告成功！

(註 10)

所以我們以為凱氏的聲譽，可能是由於他在政策方面的成功居多。這當然並不是說他在純粹理論上毫無貢獻。事實上凱氏在這方面，固亦有所成就，先後三十年來經濟學誌的編輯

關於貨幣經濟理論的發展，也具深遠影響，在本文中，我們只預備對他在貨幣理論方面的貢獻，略作介紹。

近人所謂貨幣理論的範圍頗廣，普通把貨幣，利息以及經濟循環與經濟發展等方面的理論皆包括在內（註11）。凱氏著述很多，範圍也很廣，本文限於篇幅，自難作詳盡討論。以下僅就我們認為他在理論上最主要或是有永久價值的三方面的貢獻——國際支付理論，物價均衡以及就業理論，作簡單粗淺的商討。而且即就這三方面而言，其中聖滿之處，在所不免，尤其在最後一部份關於就業理論的討論，中間有許多問題，亦多從略，尚請讀者諒之。

附註：

- (1) 中國農民銀行經濟研究處有中譯本，譯為『如何籌措戰費』
- (2) 劍橋在二十世紀初，亦猶在今日，為英國經濟學之淵藪。
- (3) 馬夏爾執教劍橋甚久，融會前說，創造劍橋之新古典傳統，一時為英國經濟學界之無上主宰。桃李甚盛，然在理論方面之學養皆深。
- (4) 此事亦與馬夏爾之賞識有關。
- (5) 一九〇六。
- (6) 凱恩斯歷年亦在劍橋職務為研究員 (*Fellow of King's College*) 兼會計。
- (7) 其主要著述如下：

凱恩斯之貨幣理論

- Indian Currency and Finance, 1913;*  
*Economic Consequences of the Peace, 1919;*  
*A Treatise on Probability, 1921;*  
*A Revision of the Treaty, 1922;*  
*A Tract on Monetary Reform, 1923;*  
*A Short View of Russia, 1925;*  
*The End of Laissez-Faire, 1926;*  
*A Treatise on Money, 2 Vols. 1930;*  
*Essays in Persuasion, 1931;*  
*Essays in Biography, 1933;*  
*General Theory of Employment, Interest and Money, 1933;*  
*How to pay for the War? 1940.*
- (8) London, Macmillan & Co.
- (9) 現收集於 *Essays in Persuasion*, London, Macmillan & Co.,  
*Popular edition, 1933.*
- (10) *見 A. Lowe. Economics and Sociology, pp.19—20. J. A. Schumpeter's Re-*

view of General Theory Jour. of the American Statistical Association, 1936.

(11) 例如 D.H. Robertson 在其 "A Survey of Modern Monetary Controversy" Manchester School X:1, P. 1. (April 1938)

## 二、賠款與國際支付問題

第一次世界大戰結束，德奧失敗，協約國惟恐德國起而報復，於凡爾賽和約中乃設盡方法，冀國東縛德國之發展，使之一蹶不振。在減弱其經濟力量方面，於割地，沒收船隻及海外投資之外，復索巨額賠款。不過在和約中對於賠款總額並未明白規定，除向德國徵輸年金及實物外，說明賠款總額可俟至一九二一年五月一日決定，屆時規定的數目為一三二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金馬克；約等於三三、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇美元。這是賠款問題的背景。同時在四年戰爭中，各國政府彼此之間所欠的戰債不少。在歐洲主要的債權國為英國，而英國實欠美國的債務比他的債權猶大。此外美國也直接對於其他歐洲政府有放款，所以結果美國是主要債權國。在歐洲各戰勝國的私意，以為戰債之借，既由於延續戰爭。戰禍既開自於德，這項戰費應由德國償付。所以頗望用德國的賠款來償付對美的戰債。這是戰債問題的背景。

不過凱恩斯在一九一九年的「和約之經濟影響」一書中主張賠款的總額只應限於四〇、〇

〇〇、〇〇〇、〇〇〇金馬克，而且其中四分之一應以戰勝國所沒收的船隻與其他資產作抵，德國只須實償四分之三，即三〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇萬元。他以為德國當時的賠償能力只限於此，而且此額也足敷法比戰區的建設費用。至於戰勝國間的賠償他主張請美英兩國大開慈懷，全部取消（註1）。可是美國自始即堅主戰債全部償還，從不承認戰債與賠款間的任何關係。因此歐洲各國也只有堅持賠款，加以戰勝餘威，炙手可熱，民族嫉仇無法忘懷，凱氏所建議的數額總不足預備勒索的（一九二一年五月規定數字）數額的四分之一，使自然要被當時的政府與輿論所自為荒誕不經，毫無行政治家的骨幹了。

等到事過情遷之後，凱氏的卓見益為人所稱許，才逐漸被人實踐。但戰時所外西諸國的說法如此：他覺得歐洲大陸在經濟上是不可分的。所以法意若利用戰勝餘威來抑制德奧的經濟發展，如果德奧的經濟因而日益衰落，民生因而日益貧困，法意亦決無善終之可能。舉此以爲賠款與戰債問題，則因賠款與戰債的償付，只是片面的實物與勞務轉移或支付（*Transfer*）直接對於償付的國家固屬有損無益，就是接受償付的國家也不能稱爲善事。但這只是他在「和約的經濟影響」中所根據或包含的原理，其本身並非經濟學上的討論。不過是後來關於國際支付問題爭論的一個背景。

一九二八年奧林（*Berni Ohlin*）教授發表一篇論文（註2），曾述賠款的償付對於賠償國家的經濟影響，因爲當其形勢的轉變，可以趨於緩和。而凱氏在生平均堅聲德奧更計

論德國賠款問題（註子），重申賠款對德國具有惡劣影響。以後幾度反復討論，對於賠款支付所引起之賠款國家的物價影響，有頗重要的結論，雖然這討論的起點，是賠款問題，不過所得的結論是可以用於一切支付問題的。下面為敘述便利計，我們先說明凱氏的立場。

賠款對於償付國家的損害，據凱氏的意見，計有雙重，一是直接的，一是間接的。直接的即是賠款或戰債的償付所引起對於償付國家的損失。政府賠款或償債的款項可以得之於稅收。不過如此籌得的款項，一定要換成外匯，始能償付戰勝國。然而為避免償付國外匯的崩潰或永久贬值，現在要獲得鉅款的外匯以償付賠款或戰債，只有增加一國的淨出口值。換言之，即是只有在其他情形不變時，增加出口，減少入口，或是兩者並行。在德國戰後，以戰敗之餘，出入口額俱已減少，欲增加巨額淨出口值以償付賠款，依凱氏意見，只有減少出口貨品的交換價格，即如進口貨物價格不變，德人須以較前量更多的貨物去交換同一量的進口貨物，換句話說，德國貨物的對外貿易率即趨不利。賠款數量愈大，出口貨物價格愈低，損失也就愈大。所以償付國家，除了要負擔賠款或債額以外，還要蒙受因傾銷貨品而生的損失。

間接的損失係指因賠款的支付，償付國內物價變動所生的惡劣影響而言。因為償付賠款，國民稅負增加，償付國家的經濟已感受緊縮的影響。假如稅收所得尚不足敷全部的需要時，中央銀行的存金與外幣即行外流，準備減少，國內信用益行緊縮，物價與國民收入同時

減低。因為輸入物品的價格不減，所以國民實際收入減低，疾苦增加，這是因賠款與戰債的償還所引起的間接損失。如是，依凱氏的意見，賠款的逾額索取，對於德國經濟與人民俱有極嚴重的損害。

根據奧林的意見，上述凱氏立論的錯誤是忽視賠款的償付，同時可以增加戰勝國家對於賠款國家的貨物需要，因此賠款國家要增加外銷物資，未必即須降低價格。事實上國外市場需要增加，可能的不特不使賠款國家的出口物資價格貶低，反可以使之上漲。因此，在不能預知市場需要的變動以前，我們只能說賠款的償付對於外銷物資的價格沒有什麼一定影響可言，而且即令物價減低，也只有在賠款開始之際，不致延緩或有久遠影響。

當然奧林的說法不免失之偏激。在理論上，固然因賠款的償付反使賠款國家外銷物資的價格上漲，或並無若何影響，皆屬可能。不過在普通情形之下。戰勝國家只是用所得賠款之一部份來購賠款國家之物資，賠款國家外銷物資的價格往往會趨於不利。奧林之說，凱氏本人雖未甘折服，但後之論者大部認凱氏之說具有缺陷（註4）。事實上，英國古典學派經濟學者白桑敦（Benary Thornton）穆勒（J.S.Mill）以至白斯德布（C.F. Bastable）已有類似凱氏的說法（註5）。所以凱氏在這方面的意見在理論上只有拋磚引玉之功而已，並無獨立的貢獻可言。不過在實際的政策上，後來歐美經濟情形與國際經濟關係的演變，即使他在一九一九年的議論成爲預言。



一九二三年一月法比以德國賠款延期，促佔魯爾 (Ruhr)，結果釀成該年空前的德國通貨膨脹。是年十一月有道威斯委員會之組織，翌年四月，成立協定 (Dawes Agreement)，重新規定賠款辦法，每年由德償付二、五〇〇、〇〇〇馬克，其中九六〇、〇〇〇、〇〇〇馬克繼續繳付三十七年，一、五四〇、〇〇〇、〇〇〇馬克則須無定期繳付，此一計劃只是一個過渡計劃，因此未規定賠款總數。到了一九二八年種種的情形使得這個計劃的實行發生困難，因之一九二九年二月又有楊格委員會之組織，成立楊格計劃 (Young Plan)，對於賠款總數復作一規定，即一、一七、三五一、〇〇〇、〇〇〇馬克，由於一九三〇年起分五十九年償付。這數字較一九二一年規定的總數雖已略減，較之凱恩斯所擬定的賠款額，則仍在三倍以上。但是一九二九年起世界經濟陷於空前的大恐慌之局，德國立被波及，賠款執行益感困難。楊格計劃甫經實行，一九三一年六月美總統胡佛即提出延付戰債與賠款方案，而一年之後洛桑協定竟完全取銷賠款了。洛桑協定雖因戰債關係，未經各國政府批准，但整個戰債與賠款已等於從此取消了。

附註：

(一) 參閱 *Economic Consequences of the Peace*, pp. 155—210, 236—79; *Essays in Persuasion*, pp. 3—62. 凱氏係英鎊作單位，茲為便於前後比較起見，折成馬克與美元。

凱恩斯之貨幣理論

- (2) "The Reparations Problem," *Index*, Nos. 27 and 28, March-April, 1926. 原刊未見，茲據 *Interregional and International Trade* (1933), pp. 368—433. 又參閱：“Transfer Difficulties, Real and Imagined,” *Economic Journal*, Jan. and Sep., 1929.
- (3) "The German Transfer Problem," *Economic Journal* (1929). pp. 1—7: 後後討論之文見同卷，pp. 172—82; 400—08.
- (4) Haberler, G.: *Theory of International Trade* p. 73; *Winner*, I.: *Studies in the International Trade*, 308—11.
- (5) Haberler, 同上書，pp. 71—72.

### 二、物價均衡與其維持

凱恩斯對於貨幣理論另一方面的主要貢獻，是關於貨幣價值或物價的理論，或者說是狹義的貨幣理論。凱氏在這方面的貢獻，有頗長久的歷史，首先在其一九二三年出版的幣制改革論 (*A Tract on Monetary Reform*, 1923) 中，師承劍橋學派的現金剩餘觀念 (*Cash-balance Concept*)，提出一個數量公式。但比較重要的是在一九三〇年出版的貨幣論 (*A Treatise on Money*, 1930)。洋洋兩巨冊，上冊討論純粹貨幣理論，下冊討論應用貨幣理論。

脫去在改革論中數字觀念的窠臼，改從消費的目的、程度或貨幣的用途方面着眼，另行提出貨幣價值理論與物價穩定政策。到了一九三六年，凱氏復以其就業利息與貨幣的一般理論（*The General Theory of Employment, Interest and Money 1936*）問世，雖以討論長期經濟趨勢與就業問題為主旨，對於物價理論復有新見。認為在未达到充分就業以前，有效需要的增加，足以促進生產。但在既達充分就業之後，貨幣與需要的繼續增加，便只有引起物價與工資的繼續上升，形成膨脹而無益於生產了（註<sup>1</sup>）。可惜只是提出一種概念，未嘗深論。改革論與貨幣論大體上在現在已是明日黃花，凱氏本人更棄若敝屣，不過在出版之際，特別是貨幣論，固曾轟動一時，影響遐邇，而與凱氏今日的一般理論亦不無關係。現在略予敘述，尚非僅具歷史意義而已。

在幣制改革論中，凱氏的觀念，主要可說是師承馬夏爾與孟因的（註<sup>2</sup>）。但認為一個社會對於貨幣的需要，完全看富裕的程度與用錢習慣而定。如兩者不變，則對於貨幣的需要亦有定額。為測量這需要的程度，凱氏以一定數量的日用品作單位，名之為消費品單位。假定某社會在某時期需要的消費品是「A」單位，而同時所流通的貨幣總量是「B」，每一消費品單位的價格是「P」，則三者之間有一定的數量關係，即  $n \parallel Pk$ 。這只是就對現金的需要而言。如果在一社會存款的習慣很普遍，則可以「K」代表用存款購買消費品單位，「L」代表銀行的現金準備，把公式改成如次： $n \parallel P(L + K)$ 。這實際就是數量公式，只

是其寫法較費雪 (Fisher) 的稍有不同，而近於丕圖的而已。不過在這裏有可以注意的，就是他所謂社會的貨幣需要，視其財富與用錢習慣而異，用錢習慣的形成，則係人民比較儲存現金的便利與投資利益的結果。儲存現金，他引馬夏爾的說法，可以使業務的經營順利，謀買賣時佔優勢 (註3)。這或者可說是後來一般理論中「現金或流通性偏好」(Liquidity Preference) 觀念的胚胎 (註4)。

但這公式，誠如凱恩斯自己後來在貨幣論中所批評 (註5)，有其顯著的缺點，第一、這公式只是表示消費品的物價。因為「 $k$ 」只是消費之單位，「 $n$ 」只是為購置消費品的貨幣需要。實際上，除了消費品購置之外，貨幣的用途當然很多，而物價水準亦須能代表其他貨物的價格。第二、「 $k$ 」所代表只是人民用錢習慣上的變動，但實際上銀行存款所包括的，除了人民的收入存款以外，尚有儲蓄存款，商業存款，其變動往往由於存款利率的高下，商業情況的盛衰，而與人民習慣無甚關係。

如此，上述公式已不足應說明平常貨幣需要與物價變動的需要。然而比較更重要的缺點，為所有這些數量公式所同具的，是不能表示引起物價變動的幾種基本原因，如儲蓄與投資比例的變動，因之不能幫助分析「動態」的經濟變遷。

所以在貨幣論中，凱恩斯乃以「提供一種新的理論，不特可以用來說明靜態均衡狀態，而是可以用來解釋不均衡的現象，獲得貨幣制度從一種均衡狀態到另一種均衡狀態的動態支

配法則」自負（註6）。這新的理論就是他的所謂基本公式（*Fundamental Equations*）。根據基本公式的解釋，他又建議物價的穩定政策。

我們首先敘述基本公式的推尋步驟（註7）：凱氏把所有的貨物分成二大類：一是消費品（*Consumption-goods*）一是用以投資的生財（*investment-goods*）。因之一個社會的貨幣收入（*the community's money income*）的用途，亦可分為二項：即消費或儲蓄。「收入」的內容計包括（1）僱員的工資，薪金與失業時的救濟費。（2）僱主的尋常報酬：（3）利息：（4）尋常的獨佔利潤與地租等。如是收入即等於一切生產元素所得報酬的總和，包括僱主尋常報酬在內，但不包括他們的意外收入與損失（*Windfall Profits or Losses*）。  
一定時期內的社會收入除消費外即歸儲蓄。「投資」是指本期內所增資本的價值，因此不一定等於「儲蓄」。

以上是「收入」，「儲蓄」與「投資」等詞的定義。根據這些定義，我們就看所謂基本公式，以表示這幾種基本因素與物價（消費品物價，生財價格以及一般物價）或貨幣價值的關係。茲以凱氏原用的符號，先介紹其基本公式如下：設以

*E* 代表一時期內一社會的總貨幣收入；

*I* 同時期內該社會中各項新增投資之「成本」，亦即各項生產原素投入生產用途後所得之收入。如是則  $E = I$  即等於同時消費品之生產成本；

近代金融學說

同時期內儲蓄（參看上述儲蓄定義）： $\frac{E}{O} - P = S$  即等於用於消費之收入；

上述各項新增投資之「價值」；

物品總生產量；

在市場出售之消費品與勞役；

新增投資數量；即  $C = O - R$  或  $O = R + C$ ；

同時  $EC = OP$  或  $\frac{E}{O} \times \frac{C}{O} = P$ ；

消費品物價水準；

生財價格水準；

一般物價（包括消費品物價與生財物價在內）水準；如是則

$$PR = E \cdot \frac{C}{O} = \frac{E}{O} (R + C) - S = \frac{E}{O} R + P - S \quad \text{我們就得；}$$

$$(1) \frac{E}{O} R = \frac{P - S}{R} \quad \text{這是第一個基本公式；和}$$

$$(2) \frac{E}{O} R + P = \frac{(E - S) + P}{O} = \frac{E}{O} + \frac{P - S}{O} \quad \text{這是第二個基本公式。}$$

上面的所謂基本公式實際只是法國經濟學者阿富脫里昂 (Albert Aftalion) 氏收入公式 (income equation) 的比較精密的寫法。阿氏的收入公式 (註 3) 即

$$R = P \cdot O \dots \text{或}$$

$$P = \frac{R}{O}$$

其中「 $R$ 」代表貨幣收入，「 $P$ 」代表物價水準，「 $O$ 」代表實際收入。所不同的只是依照上述凱氏的定義，收入之中，並不包括意外利潤，而阿氏的定義，意外利潤包括之內。因此從公式上來看，在基本公式中，物價水準的決定，不只是第一項收入總額與生產總量的關係，尚有第二項儲蓄與投資的關係。

凱氏公式的優點在其能把他所認為物價結構中的變動因子 (即投資與儲蓄) 與穩定因子分開。基本公式的第一項， $\frac{E}{O}$ ，是以社會的實際生產總量去除收入總額的結果。上面說過社會的收入總額 ( $E$ ) 應等於生產因子報酬或生產成本的總和； $\frac{E}{O}$  也就等於每一單位出品的平均生產成本。所以物價水準  $P$  如只等於  $\frac{E}{O}$ ，即是說每一單位出品的價格與成本相等，也就是在這種情形之下，企業家除了應得的酬報以外，並無意外的利潤，因此無意於增加生產，也不會收縮生產，整個經濟制度入於均衡狀態，這時的物價水準也代表一種長期趨勢，

不致有多少急劇波動（註9）。

所以  $E/O$  只是一種觀念上的常態，實際社會收入很少完全適等於「 $E$ 」，價格與成本也很難完全相等。價格與成本如一有差略，「 $S$ 」也就與「 $P$ 」或「 $I$ 」有別，意外的利潤與收入發生，基本公式的第二項就不等於零，物價水準亦或漲或落。

由第一基本公式可以看出，當生財的生產成本（ $P$ ）等於儲蓄（ $S$ ）時，消費品物價（ $P$ ）即趨於均衡，能夠穩定，若兩者不等，則消費品生產者不是獲意外利潤，即是蒙受額外損失，因之引起消費品生產的擴張或緊縮，物價亦生變動，失去均衡。如生財生產成本（ $P$ ）大於儲蓄（ $S$ ），總收入之非用於生財生產者（ $E-I$ ）小於收入之未經儲蓄者（ $E-S$ ）。換言之，即消費品的生產成本小於總收入之用於消費者，如是消費品價格上漲，生產者獲利。反之，如生財生產成本小於儲蓄時，可以解釋消費品價格的下降與其生產者的損失（註10）。

同樣，由第二基本公式，可以推知一般物價（ $P$ ）漲落與意外利潤有無的條件，是投資價值與儲蓄的關係。投資價值大於儲蓄，則一般物價上漲，發生意外利潤，投資價值小於儲蓄，則一般物價下跌，形成意外損失（註11）。

所以凱氏的基本公式，也與其他公式一樣，只是表明一種簡單的真理。但如果要使這種公式有用，主要須能透示經濟失調與物價變動中的因果關係。凱氏自謂其公式的好處即在於



此，由公式的第一項單位成本的變動，使物價從一個均衡水準到另一個均衡水準，而第二項儲蓄與投資數額的變動，引起經濟的失調以及再度趨向均衡的變動（註12）。

決定投資數量的因素是利潤，利潤大則投資增加，小則減少。投資大於儲蓄時，便造成意外利潤，更可促進一般投資的增加。投資增加以後，首先抬高生財價格，同時就業人數增加，又增加社會收入。所增加的社會收入，一部份用於消費，引起消費品價格的上漲，在消費品生產成本未增加以前，是項物品的生產，當然利市百倍，必爭相添購生產因素，謀擴充生產。便形成經濟繁榮之局。但因生產因素供給的有限，生產成本即逐漸上漲，以致物價雖仍上漲，利潤則就漸低減，以至於完全消滅。倘若同時消費品與資財的生產增加，則物價且將下跌，利潤更當削減。或且所入不敷成本，以致虧蝕。於是緊縮生產，裁員停業，益使物價下跌，轉為經濟恐慌（註13）。

這在凱氏以為是物價變動與經濟感衰的原因。不過他更進一層提出銀行政策與經濟變動的關係。他以為在經濟趨於好轉的時候，生產者要增加投資，必須先獲得適量的貨幣與資本，而其能否如此，端視銀行制度的放款與利率政策如何。當然一般人的儲蓄方式對於市場資金的供給亦有關係，如果多數的儲蓄是各種債券，則生產者所需要的銀行信用可少，如多數係銀行存款，則他們所需的銀行透支便大。但這種情形銀行可以以其貼現與公開市場政策調濟，所以對於生產資金的最後控制權，仍大部操之於銀行制度。銀行利用其利率與定額放款

政策，可以控制投資的價值，而由投資的價值與儲蓄數量的關係，可以決定生產者的盈虧，與生產因素的報酬。這兩者的平均額的總和即等於物價水準。所以簡單言之，物價之變動，實可由銀行之放款政策決定。放款利率提高，一方增加儲蓄，一方減低投資價值，而儲蓄增加，又間接減低消費品價格，結果一般物價低於生產成本，生產者虧蝕，經濟即行衰落。反之，如利率減低，則可促進繁榮（註14）。

凱氏所謂銀行利率，即市場上流行的短期放款利率（註15）。所謂市場利率，則係包含市場流行的長期借款利率而言。不過他所謂物價變動，並非市場利率的變動所單獨造成，而是市場利率和自然利率（*natural rate*）相對變動的結果。自然利率是投資恰等於儲蓄時的利率（註16）。上述市場利率上升刺激儲蓄增加，但若此時適逢儲蓄因其他原因而下降，則恰好漲落相消，使市場利率的變動與自然利率的變動趨於相同。因為在這時候，自然率之變動，一方面影響市場利率與生財的預期收入，更引起生財價格的變動，另一方面儲蓄亦受影響，引起消費品物價的變動，兩者相等，但方向相反，其影響適足互相抵消，一般物價仍然不變。生產者有的獲利有的虧損，但社會總利潤仍等於零，不過虧損的生產事業減縮，盈餘的生產部門膨脹，以至達於均衡，各項生產事業都不再變動。但是假使市場利率與自然利率的變遷不相一致時，一般物價即生變動，經濟便有失去均衡的危險。要藉銀行制度的干涉，使市場率與自然率的變動相一致，來維持均衡了（註17）。

所以在貨幣論中，凱氏把維持經濟均衡的重任置於銀行制度當局的身上。他以為只要他可能適宜的調濟利率管制信用，再配合以適當的通貨管理政策，均衡狀態便可維持於不墮（註18）。

以上我們介紹了凱氏的均衡物價理論及其維持政策的要旨。貨幣論自出版以後，曾經轟動一時，引起不少的批評與討論。現在我們在十餘年之後，特別是在他的就業利息與貨幣一般理論發表以後，使我們對於這書的一般估價似乎比較容易。凱氏的分析，雖然較之同類過剩儲蓄論（Over-saving theory）為嚴密（註19），但就其本身而論，實不無遺漏上的疵點。首先就基本公式而論，實際即不可通，因為在這公式的漢譯中，凱氏為使法使基期（base-year）內（即在物價變動以前）平均一年物品與生財的生產成本相等起見，特採用一種特殊單位來量度生財與一般物品。不過他所選擇的單位只能適用於基期，不能用於其他時期。因此，除非我們假定生財與消費品的平均生產成本變動的速率程度完全相同，他的基本公式即無從適用。這種假定既然極不切合實際，基本公式的用途也就可想而知（註20）。

第二、凱恩斯自負其公式有別於物價變動的因索之功用。不過實際因為他所予收入（E）的定義的特殊，使得他的公式的第二項僅能反映物價之變，並不能說明其所以變。因為根據定義，儲蓄（S）是每人尋常收入與消費之差，所以如果實際收入少於尋常收入（即如有意外的損失），則這實際收入與尋常收入的差額，即是儲蓄之一部。換言之，企業家的虧

任，依照定義，也是儲蓄。是以凡遇企業發生虧蝕，儲蓄額即行增加。基本公式的第二項成爲負數，物價即低於成本。如此從公式上看，以及照我們上面所述凱氏的分析，物價均衡的失調，原因在於儲蓄之增加。但實際上這時失調的原因應在於物價與成本機械上的變動，決不在於儲蓄之過度。儲蓄之增儘能反映物價之跌，而非其因（註21）。所以霍曲萊（R. S. Hursey）曾批評之謂：『儲蓄與投資之差不能視爲意外盈餘的原因，僅足表示具有意外盈虧而已』（註22）。是以欲明瞭物價跌落的原因，理應集中注意於物價與成本的失調，而凱氏不此之圖，反而注意於分析儲蓄與投資變動的原因，誠不啻緣木而求魚？

最後一個重要問題。我們可以提出來簡單的討論，是銀行穩定物價的效能問題。凱氏在本書中認爲銀行可藉利率政策左右投資與儲蓄，阻止盈虧的發生，從而維持社會收入與生產的均衡。但因投資者的決定投資數額，不只因銀行利率而異，同時也視他們對於商情的預測或對資本的預期收入而異。爲顧及預期收入對於投資的影響，他復引用維克絲爾（Knut Wittchel）的自然利率觀念（註23），以爲銀行利率政策的標準。在有收縮放款的必要時，即提高銀行利率使之高於自然利率，在需要增加放款者，則使之較自然率爲低。不過我們應當注意，所謂自然利率只是一個抽象概念，視之不見，聽之不聞的。銀行所能真正知道的，還只是一個市場利率。當然銀行如已將物價穩定，固可以說這時的銀行率已很接近自然率，倘若不然，則銀行還只能暗中摸索，並無別的辦法。因此銀行利率政策對於物價變動與商業循環的

影響，因為種種實際上的困難，往往只能推波助瀾，在繁榮時隨着增加信用，在不景氣時轉而緊縮。在商業情形平穩的時候，銀行政策或有穩定物價減少商業變動的可能，但在重大的商業恐慌時，銀行與貨幣政策的影響往往並不重要（註24）。從這裏我們可以瞭然，在一九三〇年貨幣論出版以後，世界經濟恐慌程度逐漸加深，凱氏便不得不改變其立場，企圖從新建立一套理論結構了。

附註：

- (1) *General Theory of Employment, Interest and Money*, (下文引為*General Theory*, pp. 295-6.
- (2) *A Tract on Monetary Reform* (下文引為*Tract*), p. 78 n.
- (3) 同上書, pp. 78-79.
- (4) 見下文第四節『失業均衡及其對策』
- (5) *A Treatise on Money* (以後引作*Treatise*), i. pp. 223-24, 233
- (6) *Treatise*, p. v.
- (7) 同上書, i. pp. 123-26, 133-35.
- (8) *Monnaie, prix et change* (1927), p. 174; 又參看: Bernstein, F. M.: *Money and the Economic System*, (1935) p. 243; Hansen, A. H.: *Full Recovery or*

Stagnation (1938), p.337.

- (9) Treatise, I. pp. 134, 136; Hansen, 引書, pp.337
- (10) Treatise, I: 133.
- (11) Treatise, I: 148.
- (12) 同A
- (13) Treatise, II: 276-92
- (14) Treatise, I: 140-45, 182-84.
- (15) Treatise, I: 200.
- (16) Treatise, I: 154-55
- (17) Treatise, I: 200-13.
- (18) Treatise, I: 216-20.
- (19) 例如轉 Williams, J.H.: "Monetary Doctrines of Keyngs," Quarterly Journal of Economics, XLV:4:542. (1931) 所載。
- (20) Hansen A.H.: "A Fundamental Error in Keynes' Treatise on Money," American Economic Review, (1932), p.462; 參閱回來書 .. Full Recovery or Stagnation? pp.334-37; Marset, A, W.: Theory of peices, 1938, pp.116-23.

- (21) Williams 教授在上引一文中所述凱氏公式不能解決過剩儲蓄之困難(頁五五四)，實際亦即成本結構變動之結果。但實際凱氏公式之最大困難，為其靜態假定。基本公式中之收入(E)一方代表現階段之生產成本，一方代表同階段內之收入，可以用之購置上項生產品者。參閱：Hayek F. A. von: "Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes," Part I, 1934; *Marginal Theory of Prices*, I, pp. 132-36. 此點凱氏在 *General Theory* 中已經承認(見下文)，*詳據 Margel* 上引書中(頁一三九)所言，凱氏所承認者為其未注意消費因子，而非上述靜態一點。

(22) Hawtrey, R. G.: *The Art of Central Banking* (1932), p. 340.

(23) (同註)(10)。

(24) Williams, 上引文, pp. 578-81.

#### 四、失業均衡及其決定因子

凱恩斯在貨幣理論的第三方面的貢獻，也可以說是比較最重要的貢獻，是他在就業利息與貨幣的一般理論(*General Theory of Employment, Interest and Money*)中所討論的長期經濟趨勢問題或是就業理論。在這裏他提出所謂不充分就業的均衡(*Under employment equilibrium*)

一觀念。上面說過，凱恩斯在貨幣論中所討論的中心問題是貨幣價值及其穩定問題。穩定幣值或物價的目的當然在某一般經濟活動的穩定或是解決經濟循環問題，所以凱氏在經濟趨勢上與循環方面的理論實不始於一般理論，不過一般理論代表凱氏在這一方面一個劃時代的貢獻，同時也是一九三六年該書出版以來歐美經濟學界最重要的著作之一。

凱恩斯的貨幣論出版之際，正值世界經濟大恐慌開始。金本位制度的弱點畢露而終免崩潰；同時經濟不景氣的情形不特未能減輕，而且日益嚴重。生產減少，失業加增，竟成爲長時期的現象。凱氏在貨幣論中，雖然以說明物價與其他因子的動態關係自負，但根據我們上面所說，後來他自己也承認（註1），所謂基本公式只是說明在既定生產水準下物價與其他因子的靜態關係，實未足以詮釋實際的動態現象。此外在近代經濟社會中，貨幣與信用雖然佔很重要的地位，終究不是問題的全體。單靠他所建議的銀行政策，殊不足以應付當前問題。因此他在一般理論中便不只以討論物價水準的變動與其控制爲目的，而以樹立一真正「動態理論」，討論整個經濟活動的長期趨勢。探求生產與就業水準的一般決定因素自任。

凱恩斯以爲在傳統經濟學者或「古典學派」（註2）〔凱氏用此一詞以包括李嘉圖（Ricardo）式的英國經濟學者如穆勒（J. S. Mill）馬夏爾（Marshall）艾奇渥士（Edgeworth）與丕固（Pigou）（教授），因爲只假定一種均衡情形，即是充分就業的均衡，所以生產與就業水準都是已定的條件。他們乃是根據既定的就業水準，才來討論生產因素如何分配，以若



于量作投資，若干量歸消費的問題。因此無法解釋當時的長期失業與衰落現象，提出救濟對策（註3）。因為依照他們的假定，消費與投資係立於競爭地位，彼此互相消長的。社會的消費量減少，儲蓄增加，只是節省現在的耗費，儲蓄帶來的享受。增加現在的投資就是預備增加將來的生產。對於就業問題可說毫不相涉。因為既然假定充分就業，無論消費與儲蓄的比例如何變動，對於就業水準，不生影響。

在凱氏則以為經濟均衡的情形不只一種，而有許多，「古典學派」所假定的均衡情形，不是唯一的；也不是最普遍的均衡情形，只是許多種情形中的一種極端情形（註4）。因為依他的意見，現代經濟社會中的均衡情形，實際上往往不在充分就業的階段，而是遠在未達到充分就業的時期（註5）。如是均衡的階段不同，消費與投資的相互關係亦異。在非充分就業的均衡情形下，消費與投資的關係並不是競爭的而是輔助的。增加投資，不但未必節省消費，而且因為可以增加就業與收入，反而能夠增加消費。同時增加消費亦不必，就縮減投資，而能刺激投資。如是消費與投資竟能同時增加，因而更增加就業人數，生產數量與收入水準。在充分就業均衡中的社會，儉樸是美德，在非充分就業均衡中的社會，例應獎勵寫春極修。

實際社會既然多在非充分就業的均衡之中，經濟學家的主要任務就應當是分析與說明均衡水準的法定因子，以便社會能夠控制這些因子，設法提高就業程度，使達到充分就業的均

衡。「古典學派」開首並假定充分就業的均衡狀態，因此對於生產與就業水準的決定因子完全置若罔聞。這在凱氏看來，正是不可恕的錯誤。而他的「一般理論」的主要任務，就在說明均衡的就業水準的決定因子與其間的關係。

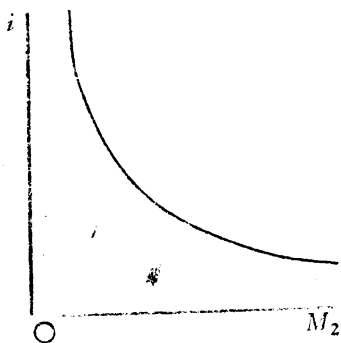
凱氏所提出的均衡水準的決定因子有三：（一）利率；（二）資本邊際效率（*Marginal efficiency of capital*）；（三）消費傾向（*Propensity to consume*）（註6）。我們先逐一為簡略的說明。

（一）利率（註7）「古典學派」傳統的利息學說，認利率的高低係取決於貸放資金或信用的供求。平常利率高時，資金的供給即增而需要減，利率低時則供給減而需要增。若供需情形以兩曲線表示，則此兩曲線之交點即決定利率之高低。換言之，利息一方面為給予儲蓄的代價，另一方面為投資的成本，利率的高下乃使投資之需求與投資資金之供給（即貯蓄）趨於平衡的因素（註8）。不過這種說法，據凱氏的意見，是只有在收入不變的假定下才能成立。如果收入的水準變動，收入的儲蓄率（*rate of savings* 即儲蓄所佔收入的比例）即隨之轉移。一人的收入水準愈高，其儲蓄額亦愈大，實際上人民的收入水準自然常在變動，而收入水準的高低，又因投資數量的大小而異。如是如果投資增加，一方面表示資金的需要曲線上移，而另一方面，因為人民收入亦隨即增加，儲蓄或資金的供給亦有上移趨勢。反之，儲蓄方面的變動也可以影響投資。所以收入並非定額，而因收入之變異。儲蓄與資金的供

求即生變動，利率亦受影響（註9）。

凱氏因而認為利率的高低係定於貨幣的供求。社會的貨幣供給係指該社會的總貨幣數量，（不僅為貸放資金），由財政當局或銀行制度依某種貨幣政策決定（註10）。需求方面則由所謂「現金或流通性偏好」（Liquidity Preference）代表（註11）。流通性偏好是凱氏的新鑄名詞，比較需要詳細的解釋。

平常一般人之所以需要貨幣或現款，是因為現款有流通性，隨時可以用之為支付工具。不過要獲得這種便利，即是保持一部份現款在身旁或活期存款在銀行，即得付相當的代價，犧牲一部份或全部的利息收入。準此意義，利息可以說是放款者犧牲流通性，借款者獲得流通性的代價。至於一般人所以偏愛現款，願意獲得具有流通性的貨幣，凱氏認為有三項動機，即（一）交易——即私人或商號須儲備一部份現款以為平日支付之用；（二）以備不測之需；（三）投機。前二項所需的貨幣數量，可名之為 $M_1$ ，全視私人或商號的收入與營業大小而定，不因利率高低而異；投機所需的貨幣數量， $M_2$ ，則視利率之高低而異。在利率高時，私人為多獲利息，即願意出貸款項，不令閒置而窩藏；反之利率低時，則有犧牲利息，保存或窩藏現款。換言之，利率高時則保藏現款的成本大，對於流通性的偏好即小，反之則大。此種流通性偏好的情形，可以在圖示之（圖中以 $i$ 代表利率， $M_2$ 代表投機的貨幣需要）：

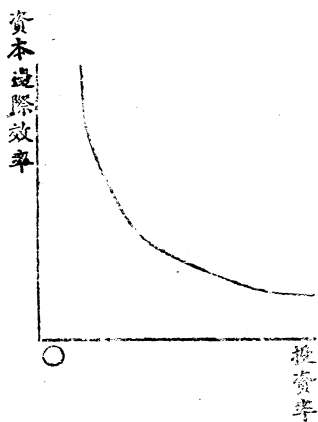


右圖所示的流通性偏好曲線，也即代表貨幣的需求曲線。這現款偏好曲線與貨幣的供給曲線的交點，即決定利率。但在會的貨幣供給既由財政當局或銀行制度根據既定政策決定，我們可以把他的數量看作是固定的，那麼利率的高低，實際即是由現款偏好所決定的了。

(二) 資本的邊際效率 企業家投資於生財 (investment goods)，在其生財的使用期間，每年都有預期的收益，即預期的每年產品的售價價值減去經常生產費用後的淨益。同時此種生財又有其供給價格 (supply price)，即足以使製造家重新製造一單位，此項生財所需之成本 (即所謂置換成本 replacement cost)。所謂資本的邊際效率，即是若將此項生產

的每年預期收入折現，使所折成的現值恰好等於其供給價格時所用的折現率（註12）。係用以表示生財的預期收入與置換成本的關係的。倘預期收入增加，而供給價格不變，則使預期收入現值與其供給價格相等的折現率增加，亦表示資本的邊際效率上升。反之，若預期收入不變，而供給價格上漲，則資本的邊際效率趨減。所以資本邊際效率完全受生財的重置成本與其預期收入的變動支配。

但預期收入與生財供給價格的漲落又視生財的供給狀況而異，若供給增，則預期收益減，而置換成本或供給價格反漲，兩者皆足使資本邊際效率降低。生財供給的增減亦即投資率（*rate of investment* 即投資所佔收入的比例）的增減。所以廣泛言之，可以說在生活習慣與生產技術不變的情形下，資本的邊際效率的大小視投資率的大小而異；投資率大，邊際效率小，反之則大。此項關係亦可以資本邊際效率曲線示之如左圖：



這資本邊際效率曲線代表對於投資的需要，亦即投資的需要曲線。因此凡是生財的邊際效率，高於當時的市場利率時，即表示投資者尚屬有利可圖，投資必繼續增加。一方減低資本邊際效率，一方增加利率，直至投資水準達一程度，使資本邊際效率性等於利率，以抵於平衡為止。如是投資水準乃由資本邊際效率與利率所決定（註13）。

（三）消費傾向與收入增加倍數（multiplier）在凱恩斯系統中，決定生產與就業水準的第三個因子是消費傾向。上面說過流通性偏好（利率）與邊際資本效率為投資水準的決定因素，而用以表明投資與國民收入及就業水準的關係者，則為消費傾向。

資本投入企業以後，其用途不外是僱用人工，購買原料，支付利息，或是分配利潤，直

接開接成爲各種生產因素的報價，變成社會收入。不過這項收入，除去用於償還舊債，存入銀行作爲儲蓄或呆存等一部份漏卮以外，大部可說歸於消費，變爲消費品商人及生產者的收入。而後者又可將全部或大部份漏卮消費，再度成爲消費品商人及生產者的收入。以此類推，轉輾相生相發，假定原來只是一萬元的投資，其所產生與誘致的社會總收入便遠過一萬元。往往可達一倍、二倍、乃至無數倍。其收入增加倍數的大小，則視所消費的一部份收入的大小而異。所消費的部份若大，漏卮小，則收入增加的倍數即大。這消費額與收入額的函數關係，凱氏名之爲「消費傾向」(註14)，所剩餘的部份對收入的關係，爲「儲蓄傾向」(Propensity to save)。然我們所注意的，尚不是全部投資與全部收入的關係，而是投資的淨增額與收入的淨額的關係，即是增加一定額的投資以後，我們要知道所增加的收入是好多。這收入淨增額與其中所消費的部份的關係，謂之邊際消費傾向(註15)。換言之，亦即消費淨增額對收入淨增額的比例。而收入的淨增額往往爲投資淨增額的倍數，這個倍數，叫做收入增加倍數(multiplier)(註16)。如以凱氏原來的符號表示，假定

△I 代表所增加的投資，

△Y 爲所增加的收入，

△C 爲所增加的消費，則

$$\begin{aligned} \triangle C &= \text{即所謂邊際消費傾向，而收入增加倍數} \\ \triangle Y &= \frac{\triangle C}{1 - \text{邊際消費傾向}} \end{aligned}$$

凱恩斯之貨幣理論

$$C + \Delta Y, \quad K = \frac{\Delta Y}{\Delta Y - \Delta C} = \frac{1}{1 - \frac{\Delta C}{\Delta Y}}$$

如定一個時候的投資增加，國民收入亦隨之增加。假定此時的邊際消費傾向  $\left(\frac{\Delta C}{\Delta Y}\right)$  於 1-2，即假定所增加的收入額之中有半數用諸消費，則根據上面的公式，所得的收入增加倍數 (K) 為 2。換言之，假定原來的新投資額為一百萬元，在這時期內可能增加的收入總額達二百萬元：

$$\begin{aligned} \text{收入總額} &= \$1,000,000 + \$500,000 + \$250,000 + 125,000 \\ &+ \$62,500 + \dots \end{aligned}$$

倘若邊際消費傾向為 1，即假定一般人把他們的全部收入都歸於消費，則收入的增加可至無窮倍，又倘若他們把全部收入存儲起來，完全不用諸消費，則所增加的收入，僅等於投資的原額。這兩種是極端情形，是投資所能誘致的收入增加的兩個限度。平常的情形，往往介乎其間。收入倍數以及收入與就業水準都視消費傾向的大小而增減（註 17）。

在這裏有可注意者，即（一）消費傾向的大小，並非各時各地一定不移，而是因社會的收



流弊準衡消滯異(註18)。大凡收入水準較高即較為富裕的社會，消費傾向小，而在收入水準低或比較貧窮的社會，人民的大部收入皆用於消費，因之消費傾向亦較大。由此，在同一社會的不同時期內，消費傾向也可因收入水準的升降而異。收入水準提高時，消費每隨之增加，不過並非比例的增加，而是小於收入增加的比例。(二)從增加投資到整個收入的增加，即是使消費傾向的倍數作用(multiplying effect)完全生效，總需要相當的時間。這一點凱氏本人在其原著中是否認的。認為無需多少時間，倍數作用便可充分表現，收入可依倍數增加。但後人的討論，已使一般相信這中間須有相當時間距離。而且所需的時間，因倍數的大小而異，倍數愈大，所需的生效時間愈長，愈小則愈短(註19)。

上述生產與就業水準的三個基本決定因素——利率、資本邊際效率與邊際消費傾向——的決定，在古典的傳統或「古典」之下，主要因社會的貨幣流通性偏好程度而定；資金的供給與需求，因之而變。在現時的預期收入大小而異。所以在凱氏的「論」。因此比較實際，能夠效用，能對當前的長期趨勢，對的預期收入大小而異。所以，一方面把貨幣因子與其他決定生產與就業水準的因子治於一，對於現狀的心理偏好，對於

為一全部均衡(General Equilibrium)理論；另一方面，不如古典學

只是充分就業的均衡理論。而是以「普遍情形」為根據，是不充分就業。簡單的說(註20)，

平常我們所謂動態理論(註26)是一種解釋變動或生長過程的理論，不計成本，利率與內的情形，而注意他們怎樣從一種情形轉變到另一種情形，再用公式來代表他們的資本邊際效

。所以動態學說也可以說是以過去或現在的因子來解釋現在或將來的。在不同時間內其解釋與被解釋的因子是相同的。只是當中有時間的間隔而已。而靜態理論，則是以一時間的因子或自變數來解釋同時間內的其他因子或自變數，其中並非沒有時間的變遷，而是在每一時間內都是用一套特定的自變數來解釋因變數，一時間的自變數與前一時間的自變數並無關係，前者不能解釋後者。其中只有每一時間內的因子與因子的關係，而無時間與時間的關係。

準是以論，凱氏的一般理論主要可以說是靜態而動態的。因為全書中雖有不容偶然的話以及實例涉及動態關係，但是其各主要因子間的關係都只是限於一時間的。其中有些關係如收入的倍數關係，因可以解釋為時間的或動態關係，但在凱氏自己的系統中，我們上文已經說過，只是一種沒有時間的靜態關係。

不過一般理論中有一個特點，或者可以令人視之為動態的，即是其中多數的觀念如資本的邊際效率，都是以「期望」(expectations)作基礎的，期望觀念的引用，因不可使一種理論有成爲動態的可能，不過在一般理論中，凱氏只是限於說這是一「預期」的價格、成本、或利潤，不是一「實際」的，並沒有說明這些「預期」的因子，是怎樣從過去的實際因子中變化來的。他們本身是無法決定的因子，並無繼往開來之功，也只是在每一時間中的特定因子或自變數。所以就是從這一方面看，一般理論也只是僅具動態之貌而無動態之實(註27)。

第三，一般理論的「一般」性，照上面所說，似可分二方面來看，一是其均衡觀念的全

際效果（註24），引起別的國家的仿效。一般理論的結論，以其著者過去在經濟界的聲望，更益以所具的專門性與理論性，對於這種公共政策的推廣，固不能謂為毫無影響，不過這種政策在事實上的成功，也益加重凱氏的人望，增高他的地位。

但純就理論上的貢獻而論，一般理論的真實價值，從其出版以後這些年來的討論結果來看，或不如其所引起的注意之大。

凱恩斯在一般理論中不但提出了許多新的術語而且予許多舊術語以新的定義。特別對於儲蓄與投資兩詞，以他所予定義的特殊，好似完全成爲名異實同的對象，近年來曾引起無限的紛爭（註25）。現在我們姑不論這些僅限於名詞上的區別，但就上述凱氏所提出的中心理論而言，其貢獻是否真如他本人所自負或如其門人所渲染之大？上面已說過凱氏自負其一般理論與前人（即他所謂英國的傳統或「古典學派」）學說有二大不同之處：第一，是「動態」的。因此比較實際，能為政府，能對當前的長期經濟衰落提出答案。第二，是「一般」的，一方面把貨幣因子與其他決定生產與就業水準的因子合於一爐，以整個經濟制度作對象，為一全部均衡（*General Equilibrium*）理論；另一方面，不如古典學派的均衡理論是特殊的，只是充分就業的均衡理論。而是以「普通情形」為根據，是不充分就業的均衡理論。

平常我們所謂動態理論（註26）是一種解釋變動或生長過程的理論，不只是注意一時間內的情形，而注意他們怎樣從一種情形轉變到另一種情形，再用公式來代表他們的時間關係

。所以動態學說也可以說是以過去或現在的因子來解釋現在或將來。在不同時間內其解釋與被解釋的因子是相同的。只是當中有時間的間隔而已。而靜態理論，則是以一時間的因子成自變數來解釋同時內的其他因子或自變數，其中並非沒有時間的變遷，而是在每一時間內都是用一套特定的自變數來解釋因變數，一時間的自變數與前一時間的自變數並無關係，前者不能解釋後者。其中只有每一時間內的因子與因子的關係，而無時間與時間的關係。

準是以論，凱氏的一般理論主要可以說是靜態而動態的。因為全書中雖有「不」之語，以及實例涉及動態關係，但是其各主要因子間的關係都只限於一時間的。其中有些關係如收入的倍數關係，因可以解釋為時間的或動態關係，但在凱氏自己的系統中，我們上文已經說過，只是一種沒有時間的靜態關係。

不過一般理論中有一個特點，或者可以令人視之為動態的，即是其中多數的觀念如資本的邊際效率，都是以「期望」(expectations)作基礎的，期望觀念的引用，固不可使一種理論有成為動態的可能，不過在一般理論中，凱氏只是限於說道是「預期」的價格、成本、或利潤，不是「實際」的，並沒有說明這些「預期」的因子，是怎樣從過去的實際因子中變化來的。他們本身是無法決定的因子，並無繼續開來之功，也只是在每一時間中的特定因子或自變數。所以就是從這一方面看，一般理論也只是僅具動態之貌而無動態之實(註27)。

第二，一般理論的「一般」性，照上面所說，似可分二方面來看，一是其均衡觀念的全

雖性質，一是其均衡水準的問題。就前一點而論，一般理論的確可以說是一種全盤均衡理論，因其確以整個經濟制度為對象，用幾種因子（貨幣的非貨幣的）來代表其間關係，與一般的商業循環學說的只注意於某一種因子的不同，也與傳統經濟理論的拋開貨幣因子於不問的有異（註28）。

就均衡水準問題而論，凱恩斯以為這是一般理論與「正統」學派理論的基本差別。上文已說過，他以為正統學派因為根本不承認在均衡情形下有失業的存在，他們的理論也只是對充分就業情形的分析。而實際上充分就業的情形，只是一種特殊的均衡情形，因為在實際經濟社會中，失業是普遍現象，而未失去均衡。原因是這種失業現象，雖然不能和「古典派」的均衡相並存，却自有一種均衡，即是非充分就業的均衡，或是失業均衡。充分就業既然只是一種特殊情形而失業較為普遍情形，所以凱氏認為以前者為對象的正統學派理論只是一種特殊理論，而他的就業理論，才是「一般理論」。

然則凱氏的所謂非充分就業均衡或失業均衡現象，是否真是新的發現，為古典學派所未認識？與古典學派的觀念真是鑿枘不合，互相水火，今試對此問題為簡單的答案。

凱氏所謂失業，主要是指強迫或不自願失業（*involuntary unemployment*）而言，所謂強迫失業的情形，就是有許多入寧願收低實際工資（以實物計算之工資）而獲得職業之謂。換句話說，強迫失業的情形，就是在貨幣工資不變，日用品價格上漲以後，仍有不少人願意工作

的情形（註29）。這種情形在他以為古典派未加考慮，也與古典學派的均衡情形不能並存的。至於捨此以外的情形，如自願的失業，或因嫌當時的工資率過低或因嫌工時過長，或享受凍餒以求安逸等等的情形，或因工會與政府的干涉，以致工資率不能降低，以致許多人失業，是古典學派所已注意，也與古典均衡並無衝突，凱氏自亦不加注意（註30）。

強迫或不自願的失業所以與「古典學派」的均衡情形相衝突，主要因為古典學派在自由勞工市場的假定下，認為除非因工會或政府等外力的干涉，工人應能自由增減其貨幣工資率。因此假定有失業的情形，失業者但把工資盡量減低，即應能獲得工作，以至達到均衡時，即可抵於充分就業，不屬有強迫失業的狀況存在。在凱氏則以為實際情形並不如是簡單。第一，因為工會組織的加強與勞工法令的規定，工人決不能如古典學派所想象的能自由減低工資，以求被僱；只有在原來的貨幣工資率下，如果工人日用品的價格稍為提高，（即表示實際工資減低），工人或仍願被僱，就業人數乃能增加。因生產者決定僱用若干工人，是依據實際工資的，現在實際工資降低，所以可以增僱工人（註31）。第二，即使貨幣工資率降低，實際工資未必降低，因之不一定能增加就業人數。因貨幣工資減低，邊際成本隨之下降，在自由競爭之假定下，物價勢必同比例下降，結果實際工資如舊，生產者不能特別獲利，自無增加生產與增僱工人必要。同時如果物價不斷下跌，徒然使生產者更加悲觀，益不敢多所投資，增僱工人。是以除非貨幣工資之跌，程度極大，殊不足以增加就業，使達充分地步（註82）。

不過凱氏的看法與所謂「古典學派」的看法真有多少重要衝突嗎？就上述凱氏所說的第一點而論，「古典學派」只是在自由勞工市場的假定之下立論，因此有貨幣工資可以自由增減，就業可達充分的結論。但並非否認實際上貨幣工資率的膠着性——即是凱氏的出發點。如果因為原來本有失業工人，復因工資不能任意減低，因此在物價上漲之後，就業人數有增加的可能性，即是有強迫失業現象的存在，而且這種強迫失業現象並非與均衡條件相衝突，「古典學派」決不致於否認。不過同時我們也可以說，凱氏也一定承認，假使勞工市場是由競爭的，如有失業工人的存在，工資一定要繼續下跌不已；而工資下跌不已的情形究竟不能說是均衡情形。所以把握一點而論，我們只可以說凱氏與「古典學派」所見的只是問題的兩面，並非真有不同（註釋）。

就第二點貨幣工資與就業數量關係而論，凱氏在一般理論中的立場，前後頗不一致，上述他對於「古典學派」立場的批評引自該書中第二章「論「古典學派」理論的假設」(The Postulates of the Classical Economics)，立論甚為斬截，但在原書中第十九章論「工資率之變動」(Changes in Money Wages)中，即將原來陳述多方加以修正，認為工資率之變動，對於實際工資生產與就業的影響究竟如何，全視實際情形而定。在某種情形之下，工資率減低亦足以促進生產之增加，所以關係甚為複雜，殊難論斷。及至一九三九年，凱氏在經濟學誌(

*Economic Journal*）三月號中發表「實際工資與生產水準之相互變動」（註34）一文，復重申是說，所以大體上與「古典」立場並無什麼差異，就是凱氏所堅執認為與「古典」理論截然不同的，在我們看去也只是說法上的差別，並非本質上有多少不同。

凱氏認為「古典」派的說法——貨幣工資的減低可以減低實際工資與增加失業——只有在假定（對貨物的）總需要不變情形之下才能成立，但是假定需要不變，實屬於理不通。因為工資減低以後，無論開頭的影響是增加或是減少就業人數，因之增加或是減少收入，但因為消費傾向的變動，收入增多時，邊際消費傾向減低，收入減時則增高。在就業人數增加時，生產者所增收的消費品銷售收入，不及所增付的工資支出，因此蒙受損失，遂又縮減就業人數，以迄恢復原來的就業狀態。反之，如就業人數減少時，亦可恢復原狀，所以除非因工資的變動影響消費傾向，資本的邊際效率及現款流通性偏好三次定因素，對於就業水準不會有長久的影響（註35）。

工資減低時對於現款或流通性偏好有最顯著的影響，即是工資率減低，則給付工資與其他營業的現款需要可以減少，現款偏好亦可減低。在其他因素不變時，可以減低利率，刺激投資。因此依照凱氏，只有通過上述三個因素，貨幣工資的減低，才能夠增加就業。因此只有間接圓轉的影響，並無直接的效力。不過我們也可以說，貨幣工資的高低對於就業水準的影響，用凱氏的術語來說，雖似只有間接圓轉的影響，實際上未始不是直接的。拿一個最簡



單的例子來說，譬如一旦僱工的工資減低，在其情形不變時，對於僱工的需求一定會增加的，這就不能不說是直接影響了。

如此，凱氏的一般理論，與他所謂「古典」理論中間，特別是與丕圖教授的著作之間，似乎並沒有如凱氏自己所說的十分大的距離，當然在細微末節，凱氏的敏銳觀察，的確提出了許多新穎而有價值的說法，他的銳利深刻的文筆，激起了不少的爭辯。因此有些方面，如儲蓄與投資，利率與儲蓄（*Savings*）的討論（在上文均以篇幅關係未及討論），在近幾年來都有很大的進步。但在體上，一般理論的立場，如我們上面所述，與前人的不同，偏於說法與注重之點者較多，在實質上者較少。只是根據不同的假設，予以不同的注意而已。一般理論本身不是真正的動感理論，在基本觀念上本之於前人者也屬不少。正如貨幣論頗受瑞典學者維克梭爾的影響，一般理論頗受有瑞典經濟學者如密爾道爾（*G. Myrdal*）及林道爾（*E. Lindahl*）等人的影響，收入增加倍效的觀念最早發自耿氏（*R. F. Kahn*）（註36），所以就理論而言，一般理論近年來能引起經濟學者這樣大的注意，其其說是該書本身的貢獻，不如說是著者的聲望以及他在書中的挑釁態度。至於該書的實際影響如何，比較更難論定，書中所暗示的政策，現在因已司空見慣，我們上面說過，其施行早在一九三六以前，而且關於這種政策的建議，固可以來自一般理論，但也可以自「古典」理論演繹。在劍橋大學中，第一個主張公共建設的也不是凱氏。

就他的全部主要著作而論，在過去的社會經濟學家之中，與他地位最相似的，恐怕是馬克思。馬克斯的資本論與凱氏的貨幣論與一般理論一樣，根據與時人不同的假定，建立一個結構。這結構的本身價值雖可懷疑，但其中包含有不少正確的觀念，提供不少有深悉的建議。凱氏的著作也與資本論一樣，當為反對者與擁護者同樣用去作實際政策的護符。

附註：

(1) *General Theory*, vii.

(2) 同書，頁 3.

(3) 同書，頁 4, 16-178.

(4) 同書，頁 3, 350.

(5) 同書，頁 16.

(6) 同書，頁 3, 245, 246. 凱恩斯亦承認此二者非完全獨立的因素，而為複雜的綜合體，彼此相互影響。不過有時曾把這種情形忘掉，因而予人以此三者為最後決定因素之說。參看 *Huberler, G.: Prosperity and Depression (1939)*, p. 222n. 關於一般經濟的整個系統，英文中計有下列的簡單介紹：

Meade, J. E.: "A Simplified mode of Mr. Keynes' System", *Review of Economic Studies*, IV: 1: A. P. Lerner: "Mr. Keynes' General Theory of Employment, Interest & Money".

*International Labor Review*, Oct. 1936; Robinson, J.: *Introduction to the Theory of Employment*, 1937 可以參看。

(7) 一般理論發表以後，關於利息學說的討論甚多。此處僅略述凱氏對所謂古典利息學說之批評及彼之現金偏好學說，實則今日多數經濟學者咸認兩者之間並無基本不同，僅係注重之點有異而已。對於此問題之比較重要討論，計有

Hicks, J.R.: "Mr. Keynes and the 'Classes': A Suggested Interpretation," *Economica*, V:2 (April, 1937) ;

Ohlin, B.: "Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment,"

*Economic Journal*, XIV:7: 185-86 (March-June, 1937)

Keynes, J.M.: "Alternative Theories of the Rate of Interest," "The EX Ante Theory of the Rate of Interest," *Economic Journal*, XIV:11:

"The Theory of Interest," *Lessons of Monetary Experience, Essays in Honor of Irving-Fisher*, 1937

Lange, O.: "The Rate of Interest and the Optimum Propensity to Consume,"

*Economica*, (Feb. 1933)

Lerner, A.P.: "Alternative Formulations of the Theory of Interest," *Economic*

*Journal*, XLVIII, 190 (Jun, 1938)

- ( 8 ) *General Theory*, pp. 165, 175-77.
- ( 9 ) 同書, 頁 177—93.
- ( 10 ) 同書, 頁 167—68, 205—8.
- ( 11 ) 同書, 頁 166—74, 194—205.
- ( 12 ) 同書, 頁 135.
- ( 13 ) 同書, 頁 135—37, 141—46
- ( 14 ) 同書, 頁 90.
- ( 15 ) 同書, 頁 114—15.
- ( 16 ) 同書, 頁 113, 115
- ( 17 ) 同書, 頁 116—19.
- ( 18 ) *Statist. Jungs: Short period variations in the distribution of incomes. Review of Economic Statistics*, XI:  
Nachlapp, Fritz: "Period analysis and the Multiplier Theory," *Quarterly Journal of Economics*, LIV.1 (Nov. 1939)
- ( 20 ) *General Theory*, pp. 27—32, 245—49.

- (21) 同書頁28。
- (22) 同上。
- (23) *General Theory*, 31, 164, 376, -77.
- (24) 例如在德國之成就，參看 Guilebaud, C. W.: *Economic Recovery of Germany* 1933-38. pp.32-100.
- (25) *General Theory*, pp.61-65;  
參閱 Haberler, G.: *Prosperity and Depression*, 1939, pp.170-95.
- (26) 參閱 Frisch, R.: "Propagation and Impulse Problems," *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel*, 1933; Tinbergen, J.: "Saggestions on Quantitative Business Cycle Theory," *Economica*, III 1935; Haberler, G.: 同上書，頁249-51
- 同上書，頁249-51
- (27) Linderberg, Eric: *Studies in the Theory of Economic Expansion*, 1932, p.175;  
Haber, 同上書，252-54.
- (28) Haberler, 同上書247.
- (29) *General Theory*, pp.13.
- (30) 同書，頁6, 14.

- (31) 同書，頁8、10。
- (32) 同書，101-13。
- (33) Hbert, 455-6, 238-9. Pigou: *Employment and Equilibrium*, 1941.
- (34) "Relative movements of real wages and output," *Ec. Journal*, March, 1939; 參看 Dunlop, J. T. *Ec. Jour.* Sept. 1938.
- (35) *General Theory*, pp. 257-65.
- (36) "The relation of home investment to unemployment," *Ec. Jour* Jan 1931.

# 威廉斯之金融學說

梁慶椿

- 一、導言
- 二、不兌換紙幣下之國際貿易
- 三、國際貿易學說
  - (甲) 對經典學派之批評
  - (乙) 對奧林學說之批評
- 四、金本位崩潰原因之解釋
- 五、銀行及信用學說
- 六、對費雪交易方程式之批評
- 七、對凱因斯貨幣論之批評
  - (甲) 價格及經濟循環學說
  - (乙) 貨幣機構學說
  - (丙) 中央銀行價格控制政策
- 八、對海約克中和貨幣說之批評
- 九、賠款問題
- 十、對於以國庫支出謀經濟復興說之檢討
- 十一、對凱因斯及懷特兩氏計劃之批評及對安定國際貨幣之建議
- 十二、論布里斯敦森林貨幣協定之缺點及今後應採之國際貨幣計劃

## 一、導言

威廉斯教授 (Prof. John H. Williams) 美國人，幼年在哈佛大學學習經濟學，追隨陶錫格教授 (Prof. F. W. Taussig) 專攻貿易金融。一九一七年得塞爾敦游學獎金 (Sheldon Travelling Fellowship)，承陶教授之指示往阿根廷研究該國不兌換紙幣下之國際貿易問題。其報告書一出，聲譽鵲起，即被潑林斯敦大學聘為經濟學副教授，繼任西北大學貨幣學副教授。未幾由其母校哈佛大學召回任教。該校之貨幣銀行學，以前為登巴 (C. F. Dunbar) 斯潑萊 (O. W. Sprague) 楊格 (A. A. Young) 等教授先後主講，甚負盛名。今威氏繼承其乏，歷二十年以迄於今日。最近威氏已被昇任為該校行政管理學院院長，同時兼任紐約區聯邦準備銀行副總裁之職。

威氏在經濟學之地位，可謂為美國現代國際金融之最高權威。其思想導源有兩方面，一為陶錫格教授之貿易學，一為登巴、斯潑萊等教授之貨幣銀行學。陶氏之國際貿易學說，已在世界經濟學說史中佔有不朽之地位，繼承陶氏衣鉢者，數甚不少，而威氏乃其中最傑出者。

威氏在經濟學說上之貢獻，其最重要者為對經典派國際貿易學說之修正，不兌換紙幣下之貿易問題，金本位崩潰之原因，銀行信用政策，賠款問題之困難，貨幣數量說之檢討，及



對最新貿易金融理論如費實 (Fisher) 凱因斯 (Keynes) 海納克 (Hayek) 奧林 (Ohlin) 等著作之批評與國際貨幣安定之具體計劃等。

一、歐戰之著作多散見於各種期刊，茲舉其最重要者如下：

(一) 按發表先後排列

(一) 阿根廷 (Argentina) 之國際貿易 (Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money, 1880-1900, Harvard University Press, 1920, p. 282)

(二) 德國之國外貿易與賠款支付 (German Foreign Trade and The Reparation Payments, Quarterly Journal of Economics May 1922)

(三) 國際貿易理論之再檢討 (The Theory of International Trade Reconsidered, Economic Journal, June 1929, p. 195-210)

(四) 凱因斯金融學說之批評 (The Monetary Doctrines of I. M. Keynes, Quarterly Journal of Economics, Aug. 1931 p. 547-567)

(五) 金本位之終結 (The Crisis of the Gold Standard Foreign Affairs, Jan 1932, p. 174-187)

(六) 貨幣穩定與國際金本位制度 (Monetary Stability and The Gold Standard, Gold and Monetary Stabilization, Harris Foundation Lectures 1932, The Chicago University Press p. 132-145)

158)

(七) 國際貨幣組織與政策 (International Monetary Organization and Policy—The Adequency of Existing Currency Mechanisms under Varying Circumstances in The Lessons of Monetary Experience, Essays in Honor of Irving Fisher, Edited by A. D. Syer, London 1937, p.23--49)

(八) 聯邦預算問題中，以國庫支出謀經濟復興之影響 (Federal Budget: Economic Consequences of Deficit Financing (Deficit spending) American Economic Review, Feb. 1941, Vol, XXX No.5, P.52--65)

(九) 'Currency Stabilization: The Keynes and White Plan', Foreign Affairs July, 1943.

(十) 'International Monetary Plans after Bretton Woods', Foreign Affairs, Oct. 1944

本文所作威廉斯教授金融學說之介紹，除根據上列之著作，加以分析整理外，另參照筆者於一九三一年至三三年在哈佛大學聆聽威教授講授貨幣銀行學時所作之筆記。筆者不敏，未能發揚師說於萬一。然威教授之學說，過去介紹於吾國者甚少，而其中有不少可供解決吾國當前貿易金融問題之參考者。此文如能達到引起讀者之興趣，對威氏之說作進一步研究，即筆者之所厚望也。

## 二、不兌換紙幣下之國際貿易

國際貿易之經典學說，完成於理嘉圖。其後百年，世之言貿易者多宗理氏。至於光大理氏之說，而加以新的修正者，則歸功於陶錫格教授。陶氏於國際貿易之各方面，已於本世紀初先後有所述作。至於一九一七年，陶氏更於哈佛大學經濟學季刊發表『貶值紙幣下之國際貿易』(International Trade under Depreciated Paper, Quarterly Journal of Economics, May, 1917)一文。意謂理嘉圖之論，以為紙幣貶值國之國際貿易狀況，與金本位國之國際貿易無異，此說殊屬不當。而卡謝爾(Cassel)之購買力平價說，仍未有將貶值紙幣(Depreciated Exchange)下之貿易關係加以解釋。至於陶氏之重要主張，則可分為三點。(一)不兌換紙幣下之匯率，不完全決於紙幣之發行額，而受國際支付中之無形項目所影響；(二)貨幣貶值之圖，其輸出不一定有利；(三)貨幣貶值之外匯，無所謂「正常匯率」，而其變化可無限度。以上主張乃純粹理論之檢討。欲求從歷史之經驗證明此主張是否確當起見，乃示意威廉斯氏往阿根廷作實際之研究。

阿根廷為一新興之國，主要經濟力量來自農業，自十九世紀初，即有銀行設立，因所發鈔票，貶值過甚，遂於一八七二年由政府設立阿國國立銀行(Banco Nacional)，規定鈔票發行額，不得超資本二倍，并有四分之一現金準備。以披蘇(Peso)為貨幣單位，採用複本位制，金銀比值為一五·五五比一。其後並曾一度全用金幣流通。然因鈔票發行之準備規定，形同具文，仍不免於貶值。從一八八五年起即停止兌現。一八八七年遂政府保證銀行法，大

政府效美國之國家註冊銀行制度。其發鈔票除一部分用現金準備外，尚須以足額之政府公債為保證。政府所發公債由銀行以金幣購買，然因銀行等無存金，乃先由銀行向外國募集金債，而以所得黃金購政府之公債，以取得發行權。此項鈔票發行制度，事甚穩健，本應無溢發貶值之憂。然因銀行為取得發行之利，故濫向外國募債而增加發行，於是幣值愈下，而外匯日跌。故甫及四年，此制即完全破壞，全國紙幣仍不能兌現。一八九一年乃改設阿根廷銀行 (*Banodel a Nación Argentina*)，發行額限於用作準備之公債實值百分之七十五。以外並採用債務延期，平衡預算及鼓勵出口等辦法。鈔票發行額漸趨固定，然貨幣仍難恢復平價。一八九九年遂設立兌現基金，從增加關稅，出賣鐵路、公產，發行金儲蓄券及銀行利潤累計而成。並於是年宣佈，以後按當時黃金升水百分之一二五比率，每披蘇紙幣作四十四分金幣 (*Gold Centenos*) 計算，恢復紙幣兌現。至一九〇〇年，兌現基金已累積至三百五十萬美金之數，遂實行恢復兌現，於是不兌現之紙幣史遂以告終。

阿國既為新開發之國，故常用鉅額外資以作經濟建設，尤其鐵路之興築，然其中不少為投機性之事業。外資之流入，以二八八〇至一八九〇之十年間為最鉅，而多由英國之巴釐兄弟商行 (*Baring Bros.*) 經手。凡投資過濫之結果，引起金融恐慌，乃一成不變之法則。至一八九〇年，巴釐商行遂宣告倒閉。英國及他國對於阿根廷之投資，失去信仰，而突然停止。阿國以後不特無外債之供給，反須每年對外支付還本付息之費。金融狀況及貿易差額，悉

改舊觀。故一八九〇年爲阿根廷金融貿易研究之劃時代年度，而威廉斯教授之阿國不兌換紙幣下之國際貿易研究，即包括一八九〇年之前後十年即一八八〇至一九〇〇年是也。

威氏研究結果，已著有專書，洋洋數十萬言（見上列著作第一種）。茲將全書提要扼元，歸括其重要結論於后：

（一）不兌換紙幣下之外匯匯率，一方面因與國內鈔票發行額成反比，而同時受國際收支差額之影響甚鉅。所謂收支差額，即包括商品貿易及無形收支項目。據經典學說所云，一國發行紙幣增加一倍，其貨幣即貶值一半，而外匯亦低落一半，然事實上外匯不一定成此比率，而或較高較低變爲脫節。所以脫節之原因大半由於貿易及無形收支項目所影響。此可於阿根廷之紙幣發行額，國際收支差額，及金價計表（即外匯）觀之，見下列統計表：

年 度	鈔票流通額 (百萬披蘇)	黃金升水 %	國際收支差額 (千披蘇) +(順差)-(逆差)
1884	61	平兌	+ 13,868
85	74	37	+ 7,752
86	89	39	+ 15,242
87	94	35	+ 83,283
88	129	48	+169,973
89	163	91	+ 19,335
1890	235	151	- 56,288
91	261	287	+ 12,678
92	287	232	+ 6,016
93	306	224	- 22,263
94	293	257	- 21,688
95	296	244	+ 4,019
96	295	196	+ 1,999
97	292	191	- 2,810
98	292	158	+ 21,936
99	261	125	+ 38,335
1900	295	131	+ 9,082

(根據原書第104,111,136,138,145,152,154等頁所引統計編製)

從上列統計表以觀，一八八五至一八八九年間，鈔券發行額增加最速，前後約加三倍，而黃金升水並不甚大，祇升百分之九十一。一八九〇年以後，幣制已漸安定，發行額類無加增，祇漲落於二億五千萬至三億披蘇之間，而黃金升水反形狂漲約升至百分之二百至三百之多。此兩種現象所以與經典之匯匯理論不符，可以上列國際支付差額之統計加以解釋。一八九〇年前之支付差額多屬順勢，而小半由於外資入口所致。是年以後，即已凌恐慌以後，支付差額多屬逆勢，即由於外資漸絕，而益以外債本息之付出所致。由此可見不兌換紙幣下之外匯，殊非決於鈔票之發行額也。

(二) 匯價低落不一定鼓勵輸出。按照經典學說，本國貨幣貶值，無異一種輸出津貼，故出口可以大增。在外匯低落之下，並無一貫之出超現象。其原因蓋由於阿根廷為農業國家，主要出口為小麥羊毛。兩者之產量，與天氣極有關係，不因外匯跌而可增加出口。至於外國需要，亦殊易飽和。其中小麥價格，又完全受國際價格所支配，一遇世界麥價跌落，出口或反虧折。故外匯雖跌落，而出口未必享有特殊利益。

(三) 關於在不兌換紙幣下，外匯是否無正常匯率，而可無限制跌落之一問題，阿根廷之經驗比較特殊。在理論上，紙幣既不兌現，無內在價值，且發行額無限制增加，則其外匯自亦可無限制降落而無所謂平價。然在阿國當時之情形，紙幣雖不兌現，然黃金仍可自由出口入口，交易所有黃金及外匯之自由買賣。有此兩種關係，其外匯變化，限於黃金在該國之升

水程度。故阿國在不兌換紙幣下，仍有金匯兌著作爲正常匯率也。

### 國際貿易學說

威廉斯教授關於國際貿易學說之成就，除對不兌換紙幣下之國際貿易理論有所貢獻外，並對英國經典學派理論加以批評。其立論雖多祖述陶錫格教授之思想，然更能發揚其師說，見解透闢，高人一等。此外，並對瑞典學者奧林 (B. Ohlin) 之最新國際貿易學說有所指正，茲分述之。

#### (甲) 對經典學說之批評

經典派之國際貿易理論，實基於李嘉圖對於國內外生產因素流動性之有無而爲之區別。謂經濟上之生產因素在國內有完全之流動性，而在國際則無之。經典派又假定每一貿易國家其生產因素之數量均屬固定。根據此項假定，彼等乃建立比較成本及相互需要之學說。由於各國之所得及物價之差異，從國際貿易所得之利益亦不相等。至於貿易之差額，則藉黃金之流動以爲調節。

威廉斯教授認爲經典理論之假定俱欠正確。就生產因素之流動性而論，在國際間固然缺乏，但在國內亦屬如此。此可由各國國內各業間工資之差異可以證之。蓋國內各業之生產因素常與不競爭性而固定於某一業，流動匪易。若干職業勞動者可謂處於全無競爭關係之集團



內，彼等欲自一集團移向另一集團，遇有強烈的阻礙。故工資的差異，永存存在。而貨物價格，未必與生產時所需勞動量相符合也。在少數先進國家，各業工資有大概趨於一致之勢，然在其他多數國家，則殊不如此，故不能適用經典派之貿易理論。威廉斯教授又指出經典派之前提與結論不免矛盾，彼等謂國際貿易之利，在實行國際分工使各國出口專門化。誠屬如此，則專門化與流動性相反之事，可見其理論未免與假定相衝突。經典派之另一假定，為貿易國生產資源數量之固定，其實今日各國新資源及生產力日在發展，此假定實亦未合理也。

其次，關於國際貿易理論中之成本理論，亦有可得而言者。經典派謂國際貿易乃依於比較成本，而非所謂絕對成本。比較成本，係指勞動成本而言。勞動成本價值學說之本身，原已有難以克服之困難，如勞動品質之歧異，資本及利息之作用及「非競爭集團」之存在等，足使勞動成本說根本動搖。且經典派之分析以不變成本為依據，假定生產量之變動，對於每單位貨物之成本並無關係。事實上，成本未必固定，而係依生產量之大小而變更。此種變動，可以解釋為比較生產費之新的調整，具有改變國際貿易狀態之可能。至成本隨物價成比例的變動一點，亦不盡然。事實上成本係隨生產及輸出品價值而發生變動，未必與物價成比例的漲落也。

經典派理論，謂在國際貿易中，黃金流動有調節貿易差額之作用。例如輸入增加，則黃金外流，國內信用緊縮，物價趨跌，於是輸入減少，輸出增加，貿易之平衡得以再建。威廉斯

教授認為黃金流動非僅由於貿易差額而產生，而實係由於國際收支不能平衡所致，貿易不過為其中的一個因素而已。其他無形交易項目，例如國際債務，海運收入，賠款償付等所引起之支付，俱足影響國際收支之平衡，其重要性殊不容忽視。黃金流動並無若何調節作用，其初為收支失調之結果，如繼續流動不已，抑且更成為失調之原因。經英派認為國際間惟有黃金與貨物之流動，實則資本之流動至為頻繁也。

(乙)對奧林學說之批評

經英派之國際貿易理論，歷經修正與補充，至陶錫格而集其成。廿世紀來其他經濟理論雖已獲得顯著之進步，而在國家貿易理論上，仍以李嘉圖之勞動價值論為基礎。直至一九三三年奧林氏之名著國際與國際貿易 (*International and International Trade*) 一書出版，始能對經英派所根據之基礎原理，作根本上之改革。蓋氏乃以一般均衡及區域理論為出發也。奧林氏認為：(一)勞動價值說之假定均與事實相背馳，(二)經英派認為各國由國際貿易所獲之利得，乃依交易條件 (*terms of trade*) 而決定者，奧林則以此為一種皮相之見，而須從整個國民經濟生活之影響觀察。(三)生產成本本身亦依需要之如何為變動，(四)經典派有輕視運輸費之傾向，且其對生產因素在國際間流動之檢討亦不充分，即未顧及資本移動之事實。

奧氏對經英派理論既作如此之批評，於是乃進而建立自己之新理論。彼謂勞動與資本在

國內區域間之流動亦與在國際間流動有同樣之困難。即就生產要素之分佈，貨物之流動等而言，區域間與國際間亦無何種本質上之差異，故並無所謂特殊之國際貿易理論。彼以為價格決於供需，而在長期中則決於生產所需之貨幣成本，亦即決於生產要素上之價格。而生產要素之價格，則又決於其稀少性。依其理論，則經與派所視為國際貿易上之特殊法則——比較成本說，亦無所謂特殊性矣。蓋氏假定各區域之生產要素乃同質的，(Homogeneous)其組合受最小成本配合法則 (Law of minimum money cost combination) 之支配，各種原素之相對稀少性在區域間有所差異時；則商品之相對價格，亦必有區域上之差異，於是乃有區域貿易之形成。故國與國間之貿易，可有調節原素相對稀少性之作用，使其價格趨於均等化之傾向。

威廉斯教授指出具林氏之生產原素按最低成本配合之理論，無非根據邊際生產力學說所引伸而得者，因之，亦難避免邊際生產力學說之困難。且生產原素在各國間並無同質性，流動不易，是即於數量問題外，尚有一品質問題。當生產原素由一國移至另一國，以平衡原素之配合時，該國之經濟即有變化，其品質是否變動，頗值注意。此點與林氏雖知之，惜未能作精密之分析。如假定每一不同品質者即視作另一原素，結果亦將紛紜繁複，無法作實際之處置。至謂國際貿易可平衡國際間生產原素之相對稀少性，就歷史事實論，尚不能證明此說。威廉斯教授又謂與林氏之分析亦有類經典派，乃橫剖的而非縱斷的。各國經濟發展之階段不同

，此實為引起貿易之重要原因，此點本甚難於分析，故奧林亦忽略之而不置論也。

#### 四、金本位崩潰原因之解釋

金本位之目的，在於安定匯價以平衡貨幣單位之對內對外購買力。按照經濟學派之假說，信用及物價對於黃金流動之感應極為靈敏，金本位本身有調節貿易之功能。當物價上漲輸入增加時，黃金外流，於是國內信用緊縮物價下落，結果欠超減少，黃金停止外流，平衡復告恢復。

按照此種假定，金本位既有自動調節之作用，似應可長久維持而不墜，然就歷史上情形觀之，則各國之放棄金本位實屢見不鮮。推其原故，威廉斯氏以為金本位存在之假定不能成立。蓋金本位有兩種基本假定：(1) 資本或不移動或祇伴同貿易而移動，(2) 國際上貨物之需要乃有彈性者。(3) 成本須能隨物價變動。(4) 銀行信用已達法定準備之最高限度 (Loured up)。設此四項條件中有一項發生阻礙之益本位自動調節作用即行喪失，而告崩潰。對此在戰時及平時均屬如此。

凡遇戰爭，金本位必即放棄，此幾成爲一種原則。蓋國家發生戰事時，政府對於貨物及勞動之需要均告增加，並大舉發行新發之貨幣償付，貨幣數量既增則物價必然上漲。同時國外輸出貨物增加，黃金外流，金本位遂不得不宣告放棄。此又不特戰時爲然，即在承平之世

黃金準備率不易維持，其主要原因，據威氏之主張即由上述金本位之四種假定不能成立所致。

(1) 國際間資本之流動。金本位乃假定國際間並無資本之流動，僅有黃金與貨物流動，實則資本流動極為頻繁，且常易造成單方向流動現象，引起全世界之繁榮與衰落。資本流動純因利率及利潤關係，且常係成累積性者。蓋物價上漲後，利潤增加，則誘引資本流入，於是黃金並非流出，反係內流，結果信用膨脹，而物價再漲，利潤更增，資本更多流入，此與金本位理論，所謂物價上漲，則黃金流出之說實相反。金本位之放棄即以此也。

(2) 國際貿易品之需要並無彈性。經典學派假定國內價格跌，則輸出必增加，此及指物品需要極有彈性而言。其實國際大宗商品多無彈性，例如小麥價跌，輸出未必增加。至於奢侈品雖有彈性，然其總貿易額則甚少。故亦不因價跌而大量輸出。

(3) 國內物價及成本之硬性 (Rigidity)。金本位之能運用裕如，實視乎物價及成本能隨黃金流動而變動。黃金流出則物價及成本下落，黃金流入則物價及成本上漲，但實際則各國國內物價及成本均富有硬性，黃金雖流出，而物價及成本未必能降落，此在英國尤為甚。若金外流，物價及成本不降之成比例跌落，貨物無增加輸出能力，不能停止黃金外流，故金本位乃被迫放棄。

(4) 銀行法款常不致至準備率之最高限度。例如法定存款準備為百分之十，而平時

之準備，絕不止此數，而常在百分之四十。如此則再放款百分之二十，亦不至令金準備減少。故信用相當膨脹，物價相當提高，而黃金未必流出也。

以上乃解釋各國放棄金本位之一般原因，但各國各有其特殊情形，其所以常致放棄金本位者，據威氏之意見，謂有特殊原因之存在。其論各種國家之情形如下：

(甲)英國 英國在第一次大戰時放棄金本位，一九二五年恢復之，願恢復永久，一九三一年九月再度放棄。論其原因，雖為是年德與銀行風潮，各國競向倫敦提存，黃金大量流出所促成。但主要原因，威廉斯以為實如下述：(1)英國物價成本特富硬性，工資及其他成本不能隨物價以俱落，蓋英國勞工組織勢力極強，廠商不易將工資降低。(2)新興國家有豐富之資源，而逐漸自英國學得生產方法甚且超越之，於是若干國外市場遂告喪失，輸入相對增加而輸出減少，黃金多外流。(3)一九二五年恢復金本位時，英鎊價值規定太高，鎊值太高則物價跌落，但成本未隨同降低，國內發生失業，資本轉投入他國，而黃金不斷外流。

(乙)美國 第一次大戰後，美國首先恢復金本位，黃金大量流入，愈積愈夥。美為防止膨脹計，遂力謀黃金推出國外，例如降低利率。但低利政策結果，反促成證券市場繁榮，而令價格猛漲，工商既均獲利，故外資流入而反引起黃金內流。終至一九二九年發生經濟恐慌，繼之有嚴重衰落，於是乃有一九三三年放棄金本位之事。

滿。(丙)法國 法國在一九二八年恢復金本位。其後不久英美兩國相繼放棄，法國雖於此種局勢下，維持金本位數年，一九三六年終不得不宣告放棄。論其所以放棄原因，則以法國自恢復金本位後，因法郎價值規定太低，收入德國之賠款，以及資本之流回國內，使黃金大量流入。黃金流入按金本位理論應為物價上漲，然後產生自動調節作用，此在法國又不然。法國物價水準對於黃金感應甚不靈敏，黃金流入信用並不成比例增加。蓋法國銀行政策雖為審慎，銀行放款數量常不達至法定準備之最高限度。黃金雖增，信用並不能成比例擴張，物價並不比例上漲。且法人不甚注意投資，其金融市場亦乏彈性，於是金本位調節作用失效，終有放棄之舉。

(丁)農業國家 農業國家如阿根廷之類者，其放棄金本位，則又另有其獨特之原因。該國產品之供求均乏彈性，當經濟衰落物價跌落時，減低農業生產既至為困難，而國外對農產品需要又乏彈性，不獨價廉而增加，若將輸出數量增加，則價格更跌。至於國內對工業品需要則富有彈性，他國物品一低，則物品大量流入形成入超現象。對資本借入又告中斷，若欠利息仍須照付，國際收支平衡既不能保持，黃金繼續流出，故常於此時放棄金本位。

## 五、銀行及信用學說

威廉斯教授之一般銀行及信用學說，可得而言者如後：

威廉斯之金融學說

貨幣及信用之重要，蓋人皆知，然其起源與性質，則有待於解釋。在物物交易時代或隨交易而發生之債權債務，兩者確能相銷，則初無貨幣流通之必要。惟今日社會，交易繁複，借貸兩方恆有差額，而商業上更有季節變動與循環變動之特質，必賴貨幣以資調節，而交易始能暢行。其後又有信用制度之產生，以作延遲支付之用，使財富之轉移，迅速便捷，隨時隨地，皆可獲取所需，交易範圍因而擴大，不啻以前之為對人的性質矣。現代銀行業之興起，即所以供給支付之差額與夫担保票據之執行，其職能在接受存款，實行放款，貨幣之支付，因以節省，又可創造信用，使現代經濟機構得以圓滑進行。惟銀行創造信用，亦有其限度，非可以無限制的擴大也。

關於創造信用之職能，個別銀行與銀行全體情形不同，就個別銀行而論，放款依於存款而發生，故信用創造，有其限制，然就整個銀行系統而言，則實係放款引起存款。借款入自此銀行借得款項，並即立即用於支付生產成本或用於消費，常將其全部存入其他銀行，有時且即存於原借銀行。此種存款，一般稱之為引伸存款。在多數銀行之情形下，因交易之繁複，一定現金可以重複使用為新款款之基礎，此即所謂放款之累積作用也。

再考人民之所以欲存款於銀行者其理由甚多。貨幣為支付之用而以存款方式保存貨幣最為有利。生產與消費非可以同時發生，產品須經長時期後始行售出，故生產貨物常須借款。而支出與收入非同時發生，故乃將款項以供隨時支付。人民收入，日漸增加，故存款亦隨之



增加，且交易中之借貸數額，未必相等而常有餘額，此皆現代社會存款發生之原因也。再從銀行授信方面觀察，現代社會生產乃採取迂迴之方式，生產之階段愈多，生產之時間愈長，在此長串之過程中，隨時皆需要資金之協助，於是銀行放款乃成爲必要。且銀行既接受存款，則將其貸放以應借款人之需要，亦屬必然之事。當一銀行以再貼現向其他銀行借得款項，或資本與公積增加，必須準備減少，皆可發生放款超過存款之情形，並無反異也。

關於中央銀行控制金融市場之政策，威廉斯教授以爲利率政策不及中央銀行之其他政策，尤以美國爲然，此不僅因利率政策有對內對外之相反作用，亦因美國貼現市場不如英國之健全也。

## 六、對費雪交易方程式之批評

貨幣價值之解釋，爲過去貨幣論之中心，而其中之數量學說，佔最重要地位且起源甚早。自陸克 (John Locke) 倡導以來，歷經發展。至費雪氏 (I. Fisher) 則以數學方程式表示某一時期中貨幣全體與貨物全體之交易關係，以決定貨幣之價值，此人所盡知之心  $M_0 + M_1^v$  一式也。

威廉斯教授認爲上述方程式所代表之意義甚少。其所討論者，乃一般物價水準，而非個

別物價的相對關係，除用於雷德說明所謂貨幣價值以外，在經濟研究上無甚重要可言。授受兩方之總值（即貨物交易總量與物價水準之乘積及貨幣總量與流通速度之總值）彼此相等，乃係機械的當然的結果，此方程式並未能說明何種新事實。至其何以如此，其因果關係如何，此式亦不能加以說明。費雪所辛勤辯證之公式，實不能予人以若何助力也。

至就此式之本身觀之，其矛盾與缺陷不一而足。費雪以「 $P$ 」代表貨物勞務及證券價格，以「 $T$ 」代表其交易總量，兩者之內容包羅過多，相互之關係隱而不顯。為表明貨幣與價格之比例變化計，須假定流通速度與交易總量同時不變。此種假定，並無理論之依據。費雪氏以為貨幣數量之變化乃主動的，且與流通速度之變化無關，此種靜態的機械看法與實際情形顯然不合。相反之事例，固俯拾即是。且交易數量之增減及生產組織之變更，常能影響貨幣數量之需要，此亦為費雪所未見。總之，自威廉斯教授視之，費雪交易方程式既乏實際上的用途，復欠理論上之根據也。

## 七、對凱因斯貨幣論之批評

一九三〇年凱因斯之鉅著貨幣論（*A Treatise on Money*）問世，此為一震動經濟論壇之作，舉世矚目，自不待言。而此書一出，威廉斯教授即於哈佛大學之經濟學季刊（一九三一年八月號）作「凱因斯之金融學說」一文以批評之。

威氏謂凱氏之書，範圍廣泛，思想精密，而耐人深思，誠屬一種重要之供獻。惟可惜敘述冗長，其中不無解釋欠明及前後不一貫之處。筆者按威氏所著『凱因斯之金融學說』一文，亦甚繁冗，凡四十餘頁。而其中縱錯反覆論斷之處，亦極曲折，殊不易讀。筆者茲就該文所說，重新加以編排整理，以最小之篇幅將凱氏學說之本身及威氏之批評，分項作肯要之介紹，以期能達深入淺出之旨，藉便閱者研討。

威氏謂凱氏書中之特色，包括有下列各項；物價指數之編製，物價之複式水準，英美投資統計，現行金融統計之未足供銀行政策之用，各國中央銀行所採方法之比較分析，產業流動資本統計之重要，歷史上經濟榮衰時期相對價格學說之證明，經濟衰落之原因，及放款擴張之累進性等。

威氏對凱氏貨幣論之批評，大別分為三大部分，即（一）價格及經濟循環學說，（二）貨幣機杼 (*Money Mechanism*)，及（三）中央銀行價格控制政策。茲分述之：

（甲）對凱氏價格及經濟循環學說之批評

凱氏之價格學說，已放棄其十五年前在『貨幣改革論』 (*A Treatise on Monetary Reform, 1925*) 中之貨幣數量說，而着重開支之目的與其過程。此種觀點，經濟學家霍華 (Hawrey) 羅柏生 (*Robertson*) 及『過份儲蓄』論之學者亦已有所開發，且可追溯自密爾 (*J. S. Mill*) 之貨幣學說。

茲先將凱氏學說之本意，作一簡括之說明如下：

(1) 欲明貨幣與貨物之關係，須將兩者各分為小目，使兩者之各自能互成因果關係，而樹立一基本交易公式 (Fundamental Equation of Exchange)。貨物應分為消費品與投資品，而貨幣則分為開支貨幣與儲蓄貨幣。所謂投資品乃指目前不能直接使用之物，如固定資本、半製品，及囤積中之過剩製成品。

(2) 消費品之價格，乃決於社會之所得與生產量。

(3) 欲求價格安定，須儲蓄等於投資。而所謂投資，包括兩種意義，一為投資品之生產成本，一為投資品之售價，而二者必須相等。如儲蓄等於投資品之成本或售價，則社會之所得與生產量不變，而價格即可安定。蓋投資品之價格可從兩方面間接影響消費品價格，先則影響投資品與儲蓄之關係，繼之則影響所得之比率故也。

(4) 價格之不安定，由於以下種種現象：

a. 所得不盡用作消費，而生產品不盡於當時賣出。故所得與生產量之比率發生變化。

b. 儲蓄不等於投資品之成本。蓋如此則儲蓄今所得減少之量，不敵投資品成本今所得增加之量，且投資品今所得增加而並不立即增加消費品之生產也。故投資過剩則價格漲，儲蓄過剩則價格跌。

。投資品之售價高於投資品之成本，於是發生一種利潤。

(5) 利潤為破壞價格安定之最重要因素，因利潤既非正常所得，亦非一種儲蓄。故如將利潤作開支之用時，則基本公式即行破壞。如投資品之生產者以其利潤作增加投資品生產之用，則投資品之成本又超過儲蓄，社會所得超過生產量，而消費品價格漲，又轉令消費品之生產者獲得利潤。如是遂將成膨脹趨勢，利潤與價格作螺旋上升，直至競爭結果令所得膨脹而利潤消滅為止。利潤消滅後如不復建立新的平衡，則產業發生虧損，而轉為經濟緊縮，此即所謂商業循環。

(6) 維持價格之平衡，乃屬銀行制度之機能，因銀行可以調節貨幣之數量及貨幣之價值，而使投資等於儲蓄也。

以上印記氏等說之不能更簡之說明。至於威氏對此說之批評，筆者亦祇將原文之反覆辯證，劃分為數項，以清眉目。

威氏以為上述之說氏等說中，其中最奇創見之部份，為『儲蓄過剩說』(Over-Saving Theory)。以借普通度為經濟衰落之原因者，以前未嘗無之，如布尼亞先(Bunatian)霍布森(Hobson)佛斯特與卡蒂斯(Foster and Cassings)等，且可遠溯至百年前之錫斯蒙敦(Simonidi)。其中尤以佛斯特與卡蒂斯鼓吹最力。然將凱氏之說與佛卡兩氏相比，則覺凱氏更能開闢新的境界。佛卡兩氏謂儲蓄引起價跌，因儲蓄之貨幣在生產上經過兩次方能

使用，而消費之貨幣則一次即使用完也。並以為儲蓄即等於投資二者乃屬一物。惟有時投資可以超過儲蓄，因銀行擴充放款之故。

凱氏之意見則謂儲蓄並不一定等於投資，儲蓄之款，並非俱作投資之用，儲蓄人與投資者乃屬兩種不同之人，彼此互不相謀。如銀行存款率營已達最低額，則存戶如將活期存款改為儲蓄存款，儲蓄已增加，而銀行並不能因此增加存款額。遂致發生所謂「呆置儲蓄」，消費購買力減，即今物價趨跌。由此可見不但投資可超過儲蓄，而儲蓄亦可超過投資。此即凱氏與前人不同之超越投資說，而具極有創作性之貢獻者也。

至於威廉斯教授之意見，則謂凱氏之說仍不免有其缺點，茲分項說明之：

(1) 凱氏所謂過度儲蓄含有兩種含糊不定之意義。一方面指儲蓄用作投資後，消費品生產增加，而消費者因儲蓄過多，無力購買。另一方面又指投資後，投資品之生產者以高價競爭生產因素，而今利潤低落也。

(2) 儲蓄雖等於投資，而生產仍可過剩。當投資入向儲蓄者借款購機器時，儲蓄與投資，所得與產量，固屬各自相等，而價格不變。惟此新的機器在第二生產期，即令生產品增加，而所得並不增加。除非以後儲蓄按生產品增加之程度而減少，否則價格必跌。銀行若隨生產之進步，而長期增加貨幣供給，似可打消此種跌價之趨勢，然是否有此效果，則視貨幣增加之方法及流入何途徑而定。如貨幣祇為一種間歇性之跳躍增加，而非一種繼續性之平均

挹注，則殊無經濟安定之效，又價格跌落，似可藉新投資所引起之單位成本跌落以相抵銷，而實際則投資品是否均能普遍遞減低成本，實至難說，而要視各業之經營效率如何。故價格低落時，必要若干生產者被淘汰，即可見投資未必合成本低也。

(3) 總儲蓄與總投資相等，仍可引起特種之失調。一種產業如在各產業中具有重要地位，則此業偶然生產過剩亦可影響整個社會經濟。例如美國汽車製造業，正常產量每年約三百萬輛。一九二九年之生產突然升至六百萬輛。因生產過剩不得不一部分停造。然因此給予他業一種極大之打擊而破壞物價平衡。欲他業將此移出之生產因素吸收，固須銀行對他業放款，並須社會對於此種產業之產品有相當需要彈性。然即使如此，而生產因素之轉移，阻力甚大，須長時間方能調整也。

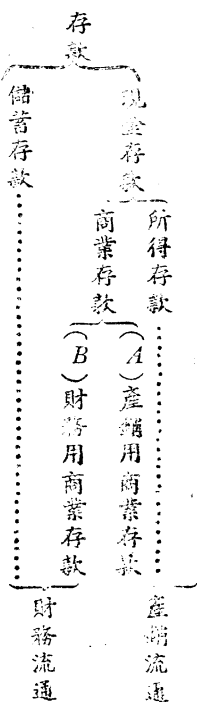
(4) 凱氏既謂利率為失調之因，又謂為失調之果，違犯循環論斷之邏輯錯誤。其後又以為投資超過儲蓄而引起失調之真因，在於『利潤之過望』(Profit Anticipation)。而同時又否認心理的商業循環論，謂樂觀悲觀心理，並不能引起變化，且在短期間之內，可藉銀行政策以打消之。咸以則以為期望雖屬一種幻覺，且即發生於短期內，亦足以引起變化。且銀行之付度與企業之期望未必相符，故殊不易打消之也。

#### (乙) 對凱氏貨幣機構學說之批評

凱氏對於貨幣機構，另有一種新的分類方法，而並不以商業循環為由於純粹貨幣之現象

，而視為由於銀行經營之現象。而威氏則以為此說殊不確當。茲先將凱氏之說分項說明之。

(1) 因所得可分為儲蓄與開支兩部分，故存款亦須按此目的而分類。其分類方法如下：



此所謂『所得存款』(Income Deposit) 乃指個人因收入之時間有先後，為應付日常開支之需要，而隨時將所得存入銀行之款。商業存款(Business Deposit)，乃企業須防日常開入不足以應日常開支，而將資金一部分存入銀行，以應臨時支付之用。儲蓄存款，乃日常暫不需用之款，希望短期內能孳生利息，並等待固定投資之機會。商業存款又分為二部分：(A) 產銷用商業存款，(B) 財務用商業存款。所得存款與(A)種商業存款合併構成『產銷之貨幣流通』(Industrial Circulation)，即所以支付生產，運銷及消費之費用者。儲蓄存款與(B)種商業存款合併，構成『財務之貨幣流通』(Financial Circulation)，所以作為移轉財產所有權之用，如證券之買賣及投機，使儲蓄及利潤變成投資者也。



(2) 各種存款之數額大小及流通速度甚為重要。各種存款比較，儲蓄存款流進最緩有呆置狀態；所得存款變動亦少；產銷用商業存款之數額及速度隨所得存款而變化；財務用商業存款則變化極大，惟其數額則甚小。大體言之，現金存款（即所得及商業存款合計），又表示產銷之流通，而儲蓄存款可表示財務之流通。商業停滯，則一部分商業存款變為儲蓄存款，商業活躍則隨所得存款而變化。

(3) 現金存款及儲蓄存款之變化，即可表示消費開支及社會儲蓄之消長，而引起價格之漲落。儲蓄存款如增，即為儲蓄超過投資，而令價格下跌。凱氏並曾利用英美之存款統計以證明其對物價循環漲落之關係。

(4) 投資品之價格變化可引起消費品之價格變化。投資品之價格，原決於市場利率及此種物品將來效用之期望。利率低下，則投資品根據資本還原之公式，可令投資品價格上漲。且因證券乃代表投資品之產權，故投資品價格漲，則產業證券之價格也漲。

(5) 證券投機所引起之證券價格及物品價格循環變化，可分四種形態：(一) 證券價格漲，儲蓄存款改為活期存款，於是一般價格亦漲；(二) 證券價格跌，結果與上述情形相反；(三) 證券價格看跌，空頭活躍 (*short*)，證券拋出而儲蓄存款增加，物品價格本可發生低落之勢。然如中央銀行於此時增加放款使各銀行自行吸收證券或放款與私人購買證券，則活期存款增加可以抵銷儲蓄存款之增加，而物價可不致於跌落；(四) 證券價格看漲，

人民以儲蓄存款購買證券，引起物價下落。故貨幣非流入於儲蓄存款，即流入所得存款。而證券投機並不吸收信用。

威氏對以上各點，作以下之批評：

(1) 凱氏之存款分類方法，確屬一種重要之貢獻。過去一切價格學說。例如費雪之交易公式，所謂存款均指活期存款而言，而從未有將活期及定期存款分別統計者。

(2) 關於各種存款之大小及流通速度，則凱氏之說，有尚待修正者。活期存款（即現金存款）本身，既為所得及商業兩種存款所構成，故有時流通較速有時較緩。霍爾萊學說，以商人之現金及貨物兩者之合併餘額，決定價格，較為合理。蓋商人於商業活躍時，除將其存款充分利用外，並向銀行多借款項，故商業存款之數額及速度同時加增。反之當商業衰落時，將存貸變成存款，而任之呆置。故商業存款之變化殊不一定。至謂產銷用之商業存款部份隨所得存款而變化一節，亦非確當。蓋在商業活躍時期，生產消費加增，故所得存款加增；在商業停滯時期，則產銷用商業存款加增，故兩者反有相反之趨勢。至於財務用商業存款，其變化固鉅，而其數額亦不在小。美國全國存款統計，分為紐約存款及其他各地存款兩種。紐約存款帶有證券投機性，可代表凱氏所謂財務用商業存款，而此項存款數額甚大。

(3) 呆滯之商業存款，並不能完全變為儲蓄存款。商業存款有其特殊之便利，且亦有利息。在商業停滯時，利率低落，則兩種存款之利息相差極微，轉作儲蓄存款並無若何優惠。

。且即使一部份商業存款改爲儲蓄存款，儲蓄存款固增，然商業存款亦未必大減。此蓋由於兩種存款之法定準備不同，商業存款改作儲蓄後，一部份存款準備可以溢出，即可增加十倍之放款及商業存款。例如商業存款千元轉爲儲蓄存款，則銀行有七十元準備金多餘，可再放款及增加商業存款七百元。故此二種存款之移轉，並不致影響價格，而真足以影響價格者，爲活期存款內容之變化。活期存款之總額雖無變動，而消費者之開支則仍可變化，故價格亦不得不爲之漲落也。

(4) 凱氏謂投資品價漲即引起產業證券價漲，殊與事實不符。誠如凱氏所云，則美國鋼鐵公司普通股由一百漲至一百二十，則鋼鐵廠及鋼鐵製品之價格亦同程度上漲。就美國一九二九年證券投機時期之經驗，並無此種事實。

(5) 凱氏以爲貨幣不入於儲蓄存款，即流入所得存款，而否認證券投機足以吸收信用，殊非確論。其他貨幣學家亦曾有此誤解，例如李特 (Red)、胡佛 (Calvin Hoover)、洛傑士 (Rogers)、卡謝爾、佛斯特與卡清斯等是也。惟凱因斯則謂投機不但不吸收信用，且儲蓄存款改作消費支出之結果，反令產銷用之貨幣流通加增而誘致價格上漲。意謂證券經紀人作證券投機時，其所需保證金甚微，減少存款有限，且因銀行清算關係可以互相抵銷云。凱氏則謂證券投機，確可以吸收信用，其所舉理由甚多。(一) 證券投機與商店投機初無二致。當投機風潮極烈時，證券價格上漲，同數額之證券，已需多量之款項以作交易；(二)

投機吸收信用，雖非謂第一次購買證券之現款，即黏着於證券之上，而乃指證券不斷轉手即不斷需用款項；(三)買者所需之款與賣者所得之款，雖可藉銀行清算而互相抵銷。然交易增加，則銀行為應付此清算起見，不得不保持更鉅額之清算帳；(四)存款雖不必因投機而發生轉移。然存款之流通速度因而加增，即可引起價格上漲；(五)存款人將存款作證券投機，有不能同時作其他應用；(六)凡遇證券投機時期，不但商人借通知放款以買賣證券，且全國社會人士亦提用其存款懷從事購買。故如儲蓄存款移作購買證券之用，並非如凱氏所云此項存款轉變為商業存款或所得存款，而實乃離去存款浮遊於證券投資之中。反之所得存款，亦可流入證券市場從事投資，而非轉為儲蓄存款也。故儲蓄存款減，並不即是活期存款增，亦即與物品價格無直接關係。由此可見中央銀行亦不能徒藉儲蓄存款之變化，而控制物品價格之漲落也。

#### 丙 對凱氏中央銀行價格控制政策之批評

用銀行政策以管制物價水準，乃凱氏之中心思想。惟其所著「貨幣論」因歷時過長，故前後不免有微誤抵觸之處。茲先將凱氏之說分項說明之。

(1) 物價能否安定既視投資與儲蓄是否相等而定，而投資與儲蓄均與利率有關，故銀行可利用利率政策以安定物價。

(2) 利率所以能控制物價，因銀行平時已放款至最高限度，其準備額僅足以符合法律

規定。又因利率變化即變更銀行之準備，故利率變動即引起放款與存款變動，而物價隨之。

(3) 利率之影響，又視借款者為何人而異。霍由萊氏曾作借款人之分析，比前人學說已較為深刻。霍氏謂商人對利率有最富感覺性，因利率影響其成本最甚，且又為對製造商定貸之人而間接左右消費者之支出。例如利率低下，商人願以借款囤貨，則消費者之所得與開支，均超於當時之消費品販賣額，而價格漲。凱氏之意見，則謂商人對於借利率並不甚顧慮，對物品之期望需要，則甚富感覺性。對借利率最富感覺性之借款者實為投資人而非商人，蓋利率稍有變化，則投資品之製造成本與銷售價格即大受影響。至於儲蓄人對於利率亦感覺甚敏，其反應適與投資人相反。例如利率提高，則投資減而儲蓄增。故銀行控制利率，即可平衡儲蓄投資，以安定物價。

(4) 銀行利率政策首先影響短期利率，其次則波及長期利率。因短期款項流入長期儲蓄，故兩種利率，常相吻合。例如短期利率跌，則短期放款利潤減，銀行改購公債，於是公債價漲，而公債之純利息亦隨之而減低也。投資物品之價格，乃按當時利率之資本還原值，與利率成反比。利率低則投資品之價格漲。故可用利率政策使投資品之價格不致超於其成本，即不致發生利潤，而價格可以安定。

(5) 投資品之價格，除受利潤之影響外，亦與商業之展望有關，即社會對於投資物品及其產品之預測需要 (Prospective demand) 是也。然利率有二種，一為自然利率 (Natural

Market rate)，一為市場利率（Market rate）。前者乃令投資與儲蓄平衡之利率，乃決於預測需要，銀行無控制能力。然中央銀行能控制市場利率，使之接近自然利率。如投資過剩則提高之，儲蓄過剩則降低之。

(6) 在熱烈投機及極度衰落（Bombs and slumps）時期，銀行信用政策誠不易挽救狂瀾。然如事先預為之計，在適當時期施行利率政策，則可防免投機與衰落之發生。

(7) 對外投資之控制，在現在情形之下，殊不易為力，蓋對外之安定與對內之安定，兩者異趨，不可得兼。若欲進一步求對外投資控制，以求平衡國際經濟，則惟有採用國際合作以達「超國界之管理」(Supernational management)。

以上各點，乃凱氏貨幣論之最重要理論。茲將威廉斯教授對此之批評，針對以上各項分述於後：

(1) 用利率以控制物價之說，由來已久。然多從貨幣數量說之點立論，利率可收縮或增加通貨之流通，藉此以平衡物價。凱氏則從投資儲蓄之觀點，以主張利率政策，確比前人進步。

(2) 凱氏所言利率所以能控制物價之原因，由於利率足以改變銀行準備及存放款額。此乃指「假定其他因素不變」而定。蓋存款數額雖因利率而起變化，然存款之流通速度變異甚大也。

(3) 凱氏謂投資人對於利率之感覺性比之商人為甚。然其實商人亦屬投資人之一種，凱氏亦曾承認此點，而惜並不加以詳細分析。

(4) 所謂長期利率常與短期利率相吻合一點。曾引里佛勒所著美國利率與金融市場 (Riefler: Money Rates and Money Markets in the U. S., 1930) 為證。其實兩種利率常有長期脫節之現象，例如一九二九年後之世界經濟衰落時期是也。凱氏亦曾承認此種事實 (詳見下節)。且公債價格，並非純由於利率關係，而每反影響企業之收益，故利率低而公債價格未必上漲。

(5) 自然利率與市價利率之說，最初為一八九八年威克靈爾 (Wickell) 所發明，而凱氏進而發揚之。其實此種觀念並不能解決問題上困難，而無非將困難問題作另一說法耳。自然利率無非一種抽象觀念，並不可見，無數量可稽。如利率偶然能安定價格，則謂為此利率適與自然利率相吻合。如市場利率既降低，而仍不能鼓勵投資，則謂為自然利率太低，市場利率尚未充分降落。此種解釋，於華無濟。市場利率之提高，雖有限度，而其降低則定不能低於零點。且如以募集公債作投資而言，人民所信仰之公司不必發債，募債之公司又未必為人民所信仰。公債之價格，又視公司之收益，而非盡根據當時利率，低利政策，未必能引起投資，社會常藉此批評中央銀行謂利率降低之程度尚未充分。其實低利所以不能促進投資，蓋銀行雖可控制放款存款之數量，然借款入則有決定其款項在國內投資抑向國外投資之權

，至於存款人則可控制存款之使用方法及其流通速度。即使低利能提高產業證券價格，而未必提高公司股票價格。且低利之結果，資金或趨向於消費品之增加生產，而未必作投資之用。故投資、儲蓄及價格之變化，除利率外尚有其他因素，其中「預測需要」一項，實為左右投資之一最重要原因。凱氏於過去經濟循環之歷史，亦承認利率政策未能達經濟復興之目的。例如一八九〇至一八九六年之間，英格蘭銀行已盡力使信用低廉，「該行之存款增加一倍，準備增加三倍，存款增加而倍。銀行貼現利率降至二厘歷二年半之久，然而貿易停滯，失業增加及價格狂跌不止。」低利率所以不能防止經濟衰落者，蓋由於人民不願投資故也（*Treasury on Money, Vol. II, P. 185*）。歐戰後之經濟恐慌，凱氏亦承認非盡由金融關係。斯時利率雖跌，而英國工資不隨物價低落，人民向外投資而不趨向本國產業。故凱氏對於挽救經濟恐慌之對策，為不得不放棄其利率論，而主張公共工程計劃及政府保險保息辦法。

(6) 凱氏謂控制商業循環須先事預防，誠屬確論。所借者先事預防有待兩情預測，而此種技術至今未甚發達。過去預測工作失敗多而成功少，故於實用上尚成問題。

(7) 關於凱氏之國際金融合作論，威氏甚抱懷疑。國際合作之功用，端在便利清算，交易簡便，節省貨幣，及促進後進國之金融制度改良。然其中困難甚多，各國經濟發展不同，商業組織各異，對金融因素之感覺性有大小，而國際調整之阻力甚大也。

筆者按凱氏國際合作之論及威氏之批評，均發生於距今十年以前。最近英國所提出之國



際清算計劃，乃出於凱氏之手，威氏於本年七月曾撰文檢討之，詳見本文第十一節。

## 八、對海約克中和貨幣說之批評

海約克 (E. J. Hack) 之中和貨幣學說，可以代表英國學派對現代貨幣理論之貢獻。其思想淵源於威克塞爾，而實能自開蹊徑，蔚為一家之言。氏之理論係以充分就業為出發點，一切生產資源，均已付諸利用。貨物之生產採取所謂迂迴的生產方法，即先由基本生產因素生產資本貨物，再生產消費貨物。如所經之階段愈長，則消費貨物之生產亦愈多，氏特稱之曰生產機構之延長。

海氏之中心思想，以為此種生產機構變化之結果如何，當視其引伸之原因以為斷。苟消費者自願儲蓄增加，於是資本貨物價格上漲，生產階段加長，消費品之數量因生產效率之進步而大增，可重達均衡狀態。反之，如因貨幣數量增加，消費品與資本貨物之相對需要發生變化，則消費品因生產減少而漲價，引起強迫儲蓄現象。繼之人民重新分配所得中消費與儲蓄之比例，於是消費品生產較之資本物之生產為有利，而生產階段又復縮短。因之前此因貨幣增加而擴充之投資，乃成浪費，經濟恐慌，於焉爆發。氏根據此種分析，乃倡言一種中和貨幣政策，主張控制流通中貨幣之有效數量，使其固定不變，從而使貨幣利率等於自然利率。利率對投資之影響既已減除，則投資可隨真實儲蓄而增加，消費品價格隨生產效率之進步

而跌落。前述由於對消費品及資本貨物相對需要失調而引起之恐慌現象，亦可告免除云。

海氏之學說具見於一九三一年出版之『物價與生產』一書。威廉斯認為其理論系統中頗多可建議之處。

(1) 海納克從貨幣方面解釋經濟恐慌之發生，以為基本原因乃由於銀行放款超過真實儲蓄，引起投資與儲蓄之失衡。就威廉斯所見，尚有其他原因，如人民現金餘額之節用，存款之由定期轉為活期及投機因素之作用等，皆足影響貨幣之有效使用。故消弭恐慌，非僅藉控制銀行放款數量即可收得全效也。

(2) 海納克亦如威克塞爾然，認為貨幣數量影響利率，利率影響物價與投資，此固為公認之程序，然海氏未免過份重視利率之作用。利率誠為指導投資之工具，但只當利率有較大及持續的變動，始有影響投資之作用。

(3) 海納克力言消費貨物與資本貨物價格之異向變動，此點雖有討論餘地。在未達充分就業時，兩者常呈同方向的變動，即在充分就業時亦未必俱為異向的變動，須視其究在經濟循環中某一階段而定，甚難有一普遍之原則可言。

(4) 海氏過份注重消費者之作用，一若消費者意志即可決定一切，其實生產者對自動儲蓄之作用，亦甚重要。今捨此不談，顯欠充實，此蓋與國學派之傳統觀念，有以使然。

(5) 威氏認為海氏之中和貨幣政策，至為難行，如何使貨幣利率等於自然利率，如何

使流通中貨幣之有效數量不變？皆無確定之標準可資遵循。此點實為他人批評之焦點，而亦為海氏自身所承認者。

(6) 海約克忽視經濟阻力 (Economic Friction) 之作用，例如短識或錯誤之投資，資源在產業間流動之障礙等，皆是使其理論有修正之必要。

世之批評海約克理論者甚多，而威廉斯教授立論獨早，且極中肯，故常為他人所引述也。

## 九、賠款問題

第一次世界大戰協約國戰勝後，凡舊塞和會規定德國應繳付巨額之賠款。德國在戰敗之餘，國內經濟幾瀕破產，通貨膨脹，幣值慘跌，黃金大量外流，頗不堪此巨額賠款之負擔。於是乃先後有道威斯計劃及楊格計劃之擬定；皆所以謀免德國國內經濟及解決賠款問題者也。但賠款問題，錯綜複雜，不僅由於各國政治立場不同，金幣各異，且牽涉不少理論問題，有待於學者之探討。其時研究賠款問題者有兩派看法：

(1) 第一派學者認為賠款實一德國國內預算問題。亦即清償能力 (Paying Capacity) 問題。至於賠款之付出，則其本身有自動調節作用。賠款之徵集方法，當由德國政府向人民課以租稅，使消費有所得，一部移轉於政府，於是國內物價必將降低，輸出貿易則因國內外差

別價格之存在而獲得鼓勵。屬於此派之學者有霍爾泰 (Hortley) 安德生 (Anderson) 等。

(2) 第二派學者如凱因斯，以為賠款劃撥 (Transfer) 問題，實更重於清償能力與賠款徵集。德國人民雖有能力集積其應付之賠款，但因國際貿易之供求關係，劃撥時殊有困難。蓋德國在輸入方面，多係糧食，缺乏彈性，無法減少。故解決賠款之劃撥問題當自輸出方面着手。但德國輸出品多屬有高度競爭性者，是則價格雖低，而輸出價值未必增。若求減低成本，則工資及一切國民所得均因此低落，結果人民亦無力繳納租稅，以償付賠款矣。故凱因斯以為劃撥賠款，實不能藉助於鼓勵輸出。

威廉斯比較上述兩派意見雖認後者較為適當，但認二派俱為暫態的觀點。威廉以為賠款徵集之能力與賠款之劃撥兩項問題，皆互相關聯，且係一事之兩面。德國欲增加其擔負賠款之能力，苟行課稅方法，勢須將德人之生活程度更行壓低，此易引起心理上及政治上之紛擾。至於輸出貨價跌落雖使輸出數量增多，但輸出總價值並未增加，實際收入反形減少，終必令無力繳納租稅。

就賠款之劃撥問題而論，威廉斯以為凱因斯所論自屬正確，然未免誇張過甚。從長期觀點言，德國可以高利率吸引大量外資之輸入。且德國各單位生產成本，又因生產合理化及效率增加結果而減低。故凱氏所謂德人已毫無支付賠款可能之見解，亦未盡贊同。

### 十、對於以國庫支出救濟經濟復興說之批評

一九二九年經濟恐慌發生後，美國財政收支每年俱呈缺額現象。其最大原因為國庫支出增加，以求提高國民所得，彌補資本缺損，救濟失業，進而謀經濟之復興。一九三三年羅斯福就任總統，改用貨幣貶值政策，以謀復興，不願增加國庫支出，以期預算得以平衡。翌年凱因斯遊歷美國，倡言如國庫支出減少，則經濟衰落，必益嚴重，欲謀復興，則政府必須繼續支出至百達三萬億之數。於是國庫支出之經濟復興政策漸為當局所注意。此項政策謂之『缺額支出』(Deficit Spending)即寧可國庫預算有缺額，仍須有大堂支出作復興之工具也。

威廉斯教授為研究上述政策起見，首先檢討過去控制經濟變動政策之演變。一九二〇年後數年，所注重者為中央銀行政策，即由控制準備，從而控制貨幣數量、利率及投資，藉以控制經濟循環。迨一九二九年以後，中央銀行政策雖仍採用，但認其運用至有限度，因而公開市場政策益受人注意。同時由於經濟衰落，雖種種種努力，仍無起色，識者漸知僅憑傳統上之政策尚不足以控制全局，而謀經濟之復興，於是乃有缺額支出之學說。其實仍為補中央銀行政策之不足，並使低廉資金政策更有致而已。主其說者，以為政府之復興支出，除新貨幣之創造外，即採取向外籌款之計劃。於是銀行呆滯之存款，過去不敢冒險投資者，今可得一正當之出路。同時因準備於復興之支出，成為消費者之新所得，於是消費品工業首受刺激。就業人數增加，實際消費之增，影響繁榮，經濟界全體乃可漸趨繁榮。國庫往日之缺額，亦可因繁榮期之溢額而行彌補，此即近年來平衡預算之長期觀點也。

一九三六年後，財政理論之重點不在刺激私人投資而在另行設法以抵補私人投資之不足，此乃一根本之改革。其說以為現階段之私有資本主義制度，殊不能完成充分就業。推原其故，有謂由於儲蓄之過剩，有謂由於投資之不足。此兩種學說，已為世人所熟知。願「缺額支出」政策果足調節儲蓄過度及投資不足之兩種趨勢耶？

威廉斯以為實有所不能。彼且以為上述二說之觀點，均屬錯誤。蓋現代經濟之新現象，為投資與總所得比較亦屬相對減少，而就業與所得比較亦屬相對減少。所得增加，本屬佳事，蓋此即經濟進步之所在。至於投資相對減少，殊無足礙，蓋現代之投資已顯有過多之現象，此可於耐用消費物之增加證之。且在現在生產中，投資對生產效率之影響已不甚重大，蓋多投人力與其他生產工具增加生產效率較小，故生產效率甚少取決於投資之數量，而多決於新的生產技術矣。

欲求防免經濟衰落，而調節國民所得，威廉斯以為租稅政策或較「缺額支出」計劃為優良。「缺額支出」計劃未必能完全解決失業問題，且反有助長商業循環之勢。今如過份注重此計劃則其影響所致，不僅使其他財政政策失去信仰，更且忽視物價及成本等作用。「缺額支出」若不適當推行，必使物價工資暫時上漲，而仍不能達其最終之目的。惟威廉斯非建議取消此項財政政策，祇主張對於「缺額支出」計劃詳加研究，從事改進，以免過份借助此政策，致摧毀現時經濟制度及民主組織也。

## 十一、對凱恩斯及懷特兩氏計劃之批評及對安國國際貨幣之

建議

威氏於一九四三年七月發表『貨幣安定——凱恩斯及懷特計劃』(Currency stability—*tion: The Keynes and White Plan*)一文，對於兩氏之計劃，不但作極中肯之批評且建議一種以樞紐國為中心之國際貨幣安定計劃。議論深刻，眼光遠大，確屬不同凡響。

(一) 威氏謂兩計劃意在糾正前次大戰後匯價變化及世界貨幣紊亂之惡果，殊富建設性。然兩計劃雖經不斷辯論，而最後決定，須尚待時日。

(二) 過去對兩計劃之檢討，多側重其差異之點，其實兩者之本質，根本相同，無非金本位制度之一種形式變化。蓋金本位之功能，乃在(1)規定匯率；(2)藉黃金移動以維持匯率；(3)黃金移動之結果，令各國銀行準備發生變化；(4)藉準備之變化，而控制價格及平衡國際收支。此種機能，今兩計劃均兼而有之，所不同者，為藉清算以代黃金移動而已。在技術方面，凱氏計劃，蓋重清算，乃脫胎於英國銀行之透支制度，而懷氏計劃，着重基金，乃根據美國銀行之存放制度。兩計劃均對於黃金有所規定，蓋無非由於英國乃黃金之最大生產國，而美國乃黃金之最大持有者，故易取得兩國接受也。其實國際雖有組織，往往易被各國避而不用。故不妨成立一種複式制度，使一方面有國際機構，而另一方面有機構

外之交易，同時並行。

(三)此等計劃之目的，如在於妥善分配世界之黃金與外匯資源，則殊有困難，因不在此機構內之外匯資源，為量至鉅。例如封存餘額，各國在美國之存款，存在美國以外之黃金，世界黃金之新產額等，實為紊亂之原因。此等外匯，如意在鼓勵通貨膨脹，以便促進經濟復興，未可厚非。然因數額太鉅，且如集中雷對美元，則易令美國資金過剩及通貨膨脹，故美國尤不宜急切採用。又負債過多之國，國際機構雖訂有處罰之條文，然殊不易實施。為防免戰後通貨膨脹起見，各國仍宜暫時維持戰時之統制制度，及繼續租借法，此外並供給復興救濟資金等。僅從此方面而言，則懷氏計劃較優，然仍須待世界過渡至正常狀況後，方宜實施也。

(四)過去社會注意力集中於雨計劃之比較，而不思除此以外，尚有其他更切實之方法。威氏主張以樞紐國為中心，以安定世界各國之貨幣。先由英美等國規定其匯率，設法提高其國民所得，及安定其國內經濟。其他新興國家之匯率，可暫任其變化。此等國家國際收支所以不能平衡，全由樞紐國經濟狀況之劣化所引起。故如樞紐國之貨幣已告安定，則新興國之匯率亦可逐漸歸於平衡。凱懷雨氏之計劃，對於國內經濟，殊少有力之控制。如採樞紐國為中心之政策，則國內國外安定，均可同時達到。惟在安定世界貨幣之先，必須將國際貿易，商品產銷價格及國際投資問題加以解決，蓋此乃貨幣計劃成功與否之所繫也。



## 十二、論布里斯敦森林貨幣協定之缺點及今後應採之國際貨幣

計劃

一九四四年七月，四十四國在美國布里斯敦森林舉行國際貨幣會議。結果通過國際貨幣協定，包括有貨幣基金與國際開發建設銀行兩大部分。自該會議開幕後，威氏即於是年十月之國際事務雜誌發表論文，以『國際貨幣計劃——布里斯敦森林會議後』為題，對於國際貨幣協定，作深刻而有建設性之批評。意謂該協定缺點甚多，然亦不應推翻之而另起爐灶，而贊成先設立國際銀行加以擴充而代替基金。茲將其全文大旨，介紹於后：

(一) 布里斯敦森林會議所決定之國際貨幣基金與開發銀行兩種計劃，乃經技術專家及四十四國代表研討之結果，然已遠於各國立法之階段。所惜國內民意尚起不上國際之談判。此項計劃，事先雖未有在國會議論，亦不在國內公開徵取社會意見，然如此以為藉口而全部推翻之，固屬不近情理且有孤立主義之嫌。且貨幣合作如不能實現，則其他各種國際合作亦將無由進展。今因時機已迫，如此計劃有缺點，祇有就原有之典型而加以改進，若必欲另起爐灶，則無非一種破壞行為。威氏對於貨幣基金計劃，向抱懷疑，惟對於建設開發銀行，則甚為贊許。故主張儘先將銀行成立，而將基金暫行緩辦，蓋銀行可以獲得基金之一切利益而可避免其缺點也。

(二) 基金之主要問題有三：(1) 需要基金之範圍性質及時間；(2) 貨幣機構；(3) 運用之經濟原理。說基之範圍性質而論，乃屬一種長期之貨幣調節，故救濟復興與債務整理不在業務範圍，而戰後之五年則視為過渡時期，允許外匯統制。今既將此種特殊用途除去，則對基金之需要當不致甚大，且並無普遍之需要。歐洲比法等被佔領國之復興需要，應由銀行供給；中立國因戰爭而累積外匯甚多；其他國家又祇需救濟捐贈而不需外匯。各國中不少以外匯過多為慮者，至於急需外匯之國又受總額所限。欲在此過渡時期，視需要情形而供給信用，當以銀行為較優。

(三) 欲研究貨幣機構問題，須先明瞭凱恩斯所擬清算聯盟之缺點。此項機構乃與黃金聯系，以鎊柯為單位，以期各國差額全部清算。其缺點在於各國可避免與聯盟交易，而交易國則集中需求美元，且設置時需基金二百億美元以上。然各國所願接受之貨幣為樞紐貨幣。過去欲求各國收付達於均衡，則必需藉黃金移動。今既不藉黃金移動以作清算，同時最受歡迎之樞紐貨幣，祇有美元，而美元之供給，又為一固定之限額，故清算聯盟於是推翻，而以國際基金代之。

至於基金最大之缺點為所規定美元之供給與需求不相適應。基金總數八十億，而以美國總額二十七億五千萬代表美元之供給，他國攤額六十億五千萬代表對美元需要。為防止在此種供求失調起見，國際貨幣協定遂有「重新購回本國貨幣」之規定。蓋因基金之美元及黃金

有稀少之可能，乃鼓勵及限定會員國在可能範圍以美元及黃金向基金贖回其本國貨幣。售出本國貨幣過多之國，除須納緊縮手續費外，並受其他種種限制。然此種規定乃不能令基金排除無用之貨幣，或增加美元之供給。蓋美國入口貨支付與他國者乃用美元，並無以美元向基金購買他國貨幣之必要，而他國入口貨則需不斷以本國貨幣向基金購買美元也。美國有完備之國際金融市場，美元為國際支付之工具，故稱為極經濟。此種習慣，殊難改革。又如外匯統制解決後，美元且將不斷滲入於私人之手而不易追回。因此基金對於稀少貨幣另有補救之規定。即基金可向會員國及國際市場贖入稀少貨幣，實行限量供給，並授權會員國實施統制。

基金對於各國之商業政策，亦有規定。即國際貨幣協定之效力，佔有絕對優先權。以前各國間之商約，凡與協定抵觸者，不得援引以妨礙基金之實施。然此種規定，亦殊有缺點。例如美國之商約多規定訂約國不得以所兌貿易為歧視美國，今如此種約成無效，將引致不幸之結果。

故基金雖有種種防範之規定，仍難免美元求過於供，將來必致有美元之恐慌，而誘致基金崩潰。且欲實施重新贖回之規定，必需維持外匯統制。今基金規定此種時期即逐漸放鬆短期帳項之統制，而祇准許資本交易統制。殊不知短期帳項與資本交易亦互難劃分也。在基金制度之下，美國將不斷接受黃金。然黃金必須對流方能維持平衡。故美國無限制接受黃金

，亦將須無限制供給美元也。

(四) 關於貨幣制度之原理，在原則上之聯合聲明中，曾主張寬放各國之幣值變動權。凱恩斯謂此制度乃與金本位相反，各國可改變其貨幣對外價值以適應其對內價值。惟基金協定，則並不如此極端。然關於貨幣之原則，英美兩國態度殊有出入。蓋此兩國從第一次大戰後所得經驗，殊有不同，而兩國之國內政策亦異。既欲保持國家自由權而一方面又欲獲得國際協定，自屬矛盾。欲建立一種原則使兩國能同時接受，至為困難。故不如先設國際銀行，而將貨幣原則從緩討論。

基金本祇為處理款項移轉之一種制度，今其所列之糾正性條文，有徵收累進性利率辦法，并可按會員之過去行為而作超額捐款，此皆屬一般銀行之經營原則，故基金已帶有銀行色彩。

基金規定各國如遇基本失調，可得匯率相當變更。匯率變更自宜從緩規定，然何謂基本失調，其失調原因應否加以祈別，及外匯變更應否作為正常調整之方法，似均應加以討論。故威氏批評基金作以下之結論：基金本為長期而設非作過渡時期之用，在機構上可影起美元缺乏，有恢復外匯貿易統制之危險，今如操切施行，反有礙國際合作之發展。

(五) 至于建設開發銀行，則為布里敦會議最有建設性之工作。此銀行之條文本已具有種種優點，例如放款保證之充分，資金來源之廣泛，及實際需要之適應等。銀行則不致如基

金牽連貨幣問題及感受美元缺乏之壓迫。在過渡時期，尤以銀行為較優，在此時期，銀行亦可援助匯票之調整。今如稍加擴充加入基金之若干優點，則基金可不必要而又得事半功倍之效。例如於銀行加設一種定外匯放款部，則所需款額較少，而所供外匯更有効力也。

(六) 最後威氏對於世界金融問題之解決，仍堅持其一貫之樞紐貨幣主張。樞紐貨幣即美元與英鎊之儘先安定，比基金及銀行為重要，且為此二者之成功所系。戰後之中心問題為英國特殊困難之解決。英國在此次戰爭積欠他國短期英鎊債務甚鉅，此鉅額之償還與移轉，均有困難。此問題將如第一次大戰之戰債問題，成為將來國際關係之擾亂因素。此方面如不能解決，則世界貨幣計劃殊無所施云。

# 羅伯生之銀行政策理論

宋則行

(一) 近代貨幣理論的發展趨勢與羅伯生的貢獻——近代貨幣理論與經濟循環理論的交融——貨幣因素在經濟循環理論中的重要性——各家的解釋——羅伯生對此問題的貢獻及于貨幣理論界的影響——羅氏的基本主義及其理論基礎——羅氏有關銀行政策理論的著作。

(二) 現代銀行制度在工業生產中的功能及其對於資本形成的影響——

甲) 現代工業生產的特質：資本與儲蓄的需要——工業生產的固定資本與流轉資本——資本的形成有賴人民的儲蓄——儲蓄的意義——*Savings* 與 *Loack*

的區別——長期儲蓄供應固定資本——短期儲蓄供應流轉資本——

乙) 現代銀行制度的功能與流轉資本的形成——對於現代銀行制度特質的幾個假定——短期儲蓄經由銀行活動轉化為流轉資本的幾個不同過程——(A) 自願儲蓄與流轉資本形成過程——(B) 強迫儲蓄與流轉資本的形成過程——

(C) 貨幣窖藏與流轉資本的形成過程——(D) 人民生產力普遍增加下的銀行

活動與流轉資本的形成過程——(E) 人口增加下的銀行活動與流轉資本的形

成過程——(丙)銀行活動對於物價穩定與流轉資本擴張速率的影響——(A)一個窺測物價穩定條件的平衡公式——(B)扶持流轉資本的間歇擴張與穩定物價之不可兼得。

(三)銀行政策的抉擇標準及其運用限度——(甲)衡度銀行政策是否理想的原則與抉擇標準——前節分析所得的幾個原則——絕對的物價穩定不是銀行政策的目的——人民生產力普遍增加與物價下落的必然性與必要性——工業生產如速擴展與物價上漲的必然性與必要性——工業生產的適當變動與不適當變動乃銀行政策扶持資本形成與犧牲物價穩定的抉擇標準——(乙)銀行政策的積極面：扶持工業生產的適當變動——(A)適當生產變動的成因——(B)工資制度下適當生產變動的形態——(C)貨幣制度與生產適當變動的實現——(丙)銀行政策的消極面：避免不適當的生產變動與累積性的物價漲落——(A)它們的成因——(B)銀行政策的運用及其限度——(丁)結語——羅氏銀行政策理論的總述。

## 一、近代貨幣理論的發展趨勢與羅伯生的貢獻

近二三十年來貨幣理論的發展，有個顯著趨勢，就是和經濟循環理論的交融不分。經濟

循環理論的開發，常須從貨幣因素的分析着手；而貨幣理論的最終目的，亦祇為解釋繁榮衰落的循環現象。這趨勢自然有它的歷史背景：在較近數十年迭次恐慌中，貨幣信用伸縮所生的擾亂作用，已越來越顯著，工商業繁榮衰落的變替過程，同時也就是貨幣信用擴張緊縮的變替過程。這兩種現象的交織，很自然的會反映到理論中來，然而這趨勢與貨幣理論本身的進步亦有很大關係，過去的貨幣理論只知道貨幣數量與一般物價之平問，建立一個直接的機械關係，自然不能解釋許多複雜現象，於是若干經濟學家進而從貨幣信用之伸縮怎這影響到利率、投資、儲備、生產等變動，間接說明物價的漲落，這種分析也很自然的會引導到經濟循環現象之開發的。

然而貨幣因素在經濟循環中究佔若何重要地位，至今是一個爭論的問題。我們雖不能說各個經濟學家各有不同的解釋，但至少各有不同的着重點；有的認為經濟循環純粹是個貨幣現象，貨幣信用量的變動，是誘致工商業繁榮衰落的一個原因，通貨信用的膨脹過程，就是循環變動的繁榮階段，通貨信用的收縮過程，也就是循環變動的衰落階段；這如英國的霍曲萊氏 (R. G. Hawtrey)。有的雖以為貨幣信用量的變動，確是循環變動的主動的推進力 (impelling cause)，但循環變動本身不是一個純粹的貨幣現象；而是因為貨幣信用量的擴張，引起過度投資，使生產機構內部失調，資本貨物與消費貨物之生產需要間的相對關係失却均衡，終於使繁榮局面不能久持，而恐慌發生；持此說者，如美國學派中海納克 (Hayek) 米賽



斯 (Mises) 等。有的亦主張循環變動是由投資過度，生產機構內部失調而起，但對失調原因則着重在技術上的新發明，資源的新發見，及新市場的開闢等外在因素；認為貨幣因素只是「一個輔助條件 (Conditioning Factor)」，並不能主動的擾亂平衡，祇是因發明等原因而激起的投資生產擴張，常須貨幣信用之充分供給為條件而已；作此主張的，如凱賽爾 (G. Cassel) 史波索夫 (Spichoff) 史伯特 (Schumpeter) 諸人 (註 1)。

但無論把貨幣信用的伸縮當作經濟循環的推動力也好。或當作輔助條件也好，究竟生產變動與貨幣信用的伸縮具有何種關係？其相互影響的複雜過程又如何？具有伸縮貨幣信用權力的銀行，究採何種政策才能避免生產的劇烈變動？此種政策的效力又如何？正是貨幣理論的中心課題，我們翻開近代貨幣理論的重要著作，都無非為了解答這些問題，自然今日的答案並未一致，亦未臻完善；但在這一領域內的知識，日見增多，理論的闡析，日見精密，也是不可否認的事實。我們追溯這一貨幣理論的進步過程，若干經濟學家的功績是不可磨滅的，其中英國劍橋大學的羅伯生 (D. H. Robertson) 氏，實為重要的一個，其在一九二六年出版的「銀行政策與物價水準」一書 (註 2) 雖然因用極少的篇幅和極簡括的文字來傳達一艱深的理論，無可避免的妨礙其在普通讀者間的流行，但對於經濟理論界的影響，是廣大而深入的。美國教授 (Prof. L. C. Pigou) 曾稱譽此書為經濟循環與貨幣信用理論界開闢了一條新路，無異對經濟分析這一部「引擎」增加了一項新武器 (註 3)。在今日以壓倒之勢支配

着英美貨幣理論界的凱恩斯(J. M. Keynes)，曾謂：在脫離傳統理論羈絆的道上，霍曲萊是他的祖父，羅伯生是他的父親，可見羅氏對近代理論影響之深了(註4)。

說到羅氏對前述問題的基本立場，多少是帶有綜合性的。他並不忽視貨幣信用不適當的擴張收縮，一定會引起工業生產的擾亂，但它並非是惟一的原因。同樣在政治循環變動弊害的政策上，貨幣信用的控制，自比較放任強，但其效果不如一般倡議者之大，並且不能當作獨一的萬靈藥膏，而只能作為整個穩定計劃的一部份，何況許多根源於現代工業組織技術條件，甚至由人性本身而生的弊害和失調，決非任何最「健全」最革命的貨幣銀行政策所可醫治的，因此他認為貨幣因素從這方面說，究竟是次要的。而且他同意凱賽爾的話：祇要人類一天企求進步，同時如果在滿足慾望的物質條件中，必須應用大量固定資本的話，那末類似現代循環現象的社會生產力的變動，是不可避免，而且也是必要的；對這種變動若想用什麼政策去消弭它，結果怕更糟。因之他進一步的主張祇要一種生產變動，認為是適當的，應更運用貨幣政策使之充分實現。在這種情形下，一般物價水準自會隨着生產的變動而失却穩定，但這不穩定是必要而且是無礙的，祇當貨幣信用數量的伸縮，引起生產不適當的變動和物價過度不穩定時，才須銀行政策及時的制止。

羅氏這些主張的根據可說建立在他全部銀行政策理論上的，這正是本文打算陳述的對象。羅氏首先開發其理論，是在「銀行政策與物價水準」一書中；其後在一九二八年倫敦演說

經濟學院一篇演講辭裏，重作重要的分析，並有若干修正及添增；該演講現編入羅氏與教古教授的「經濟論文演辭合集」中（註5），並將要義插入一九二八年第五版的「貨幣學」中（註6）。再後他在一九三三及一九三四兩年英國「經濟學雜誌」發表的「儲蓄與窖藏」一書中（註7）也正是根據其一貫理論而來的。

羅氏最重要的貢獻，在於給貨幣信用理論若干新的分析工具和研究的新方法。然而限於本文的性質，下面只就其理論的具體內容分作兩部份來闡述：一是現代銀行制度在工業生產中的功能及其對於資本形成的影響；二是銀行政策抉擇的標準及其運用（註8）。

## 二、現代銀行制度在工業生產中的功能及其對於資本形成的影響 (Capital Formation)

(甲) 現代工業生產的特質：資本與儲蓄的需要

現代工業生產的方式，是一種迂迴生產的方式。一項消費貨品從原料的種植，到成品的出賣，需要相當的時間。在這生產過程中，一方面有固定的生產工具的輔助，一方面須先有屬於各種不同程序而不能立即消費的貨品生產。棉布的生產，須要織布機的輔助，並須先有棉紗的生產。而棉紗的生產，須要紡紗機的輔助，並須先有棉花的生產。而棉花的生產又須農具的輔助，並須先有糞料肥料的生產。因此從整個社會生產言，在生產過程中所需的一切

生產工具，如工廠設備、鐵路等，可稱為固定資本（Fixed Capital）。而在生產過程中屬於各級程序尚未達到消費者手中的貨物，可稱流轉資本（Circulating Capital）。這依據羅氏不但包括生產過程中各級在製品以及所耗損而永不到達消費者手中的原料（如煤），與準備用以生產而尚未摻入生產過程的原料（如未下種的種籽）等，而且包括已完成未出售的貨品在內。

這裏全社會的生產，可以分作三部分：一、為固定資本（貨物），二、為流動資本（貨物），三、為到達消費者手中的貨物。在這裏我們可看到人民的生產，不能全部立即消費，否則迂迴的生產方式必將不可能。換言之，如果一項消費貨品的生產，必須經過若干程序，利用若干生產工具的話，為了供應在生產過程中所必需的固定資本與流轉資本，必須人民的消費小於他所生產的價值，也就是說全民全體必須有與固定流轉兩項資本同值的儲蓄，社會生產才有運轉的可能。

一、不過羅氏在這裏所謂儲蓄，與普通儲蓄的意義不同：第一、普通所謂儲蓄，含有自願的行為在內，但羅氏所謂的儲蓄，則不一定，它可以是出於自願，亦可能因身外的原因，使他的消費少於他生產的價值。第二、普通所謂儲蓄是以貨幣計算的，而羅氏所謂儲蓄是以實物計算的。故羅氏以 *Lacking* 一字代替 *Saving* 以免誤解（惟 *Lacking* 在中文內無適當譯名故亦仍譯為「儲蓄」）。例如一人某日用於消費的貨幣額小於他所能支配的所得，即 *Lacking*。

Income) 其餘額即為 *Saving*，如果一人某日以實物計算的消費量少於該日所能支配之所獲的實值 (Real Value) 其餘額即為 *Lacking* (註 9)。自然 *Saving* 可以包含 *Investment* 與儲蓄。某日某日所能支配的所得為拾元，花去八元則有 *Saving* 兩元，若一般情形 (如物價等) 與平時比較均未變更，則亦可以說他 *Lacking* 了兩元可購之消費貨量，然亦可能有下列兩種情形發生：

第一種情形，有 *Lacking* 而無 *Saving*：如某人在某日花其全部可能支配的所得拾元於消費貨品，故無 *Saving*。但是日因他突以增發的貨幣在市場上與之競購貨物，物價上漲，其十元按收進該筆所得時物價，原可購拾單位的貨物 (亦即其生產的價值)，而今只能購八個單位，如此他便是 *Lacking* 了兩單位的貨物，但並未 *Saving*。

第二種情形，有 *Saving* 而無 *Lacking*：如某人是日只花八元於消費，故有二元之 *Saving*。但因他人審慎貨幣減少消費，致價下跌，原只能購得八單位貨物者，而今意外的可得十個單位；換言之是日其實際消費額相當於其全部所得 (亦即其生產額) 原有之價值。因此他並無 *Lacking*，但有 *Saving* 兩元。

總之，固定資本與流轉資本的形成，必需人民有 *Lacking*。但人民的 *Lacking*，不一定來自人民自動的 *Saving*，亦可用增發貨幣使人民被動的 *Lacking*。反之人民自動的 *Saving*，不一定全部轉換為供應固定資本與流轉資本形成之用的 *Lacking*。這種不能供給資本形成之

用的儲蓄祇等於貨幣的窖藏，亦可稱為「無用的儲蓄」(Abusive Hoarding on new Hoarding)。不能直接間接供應資本形成之用的儲蓄，才是「有用的儲蓄」(Applied Hoarding)。

至於怎樣把人民「無用的儲蓄」轉換為「有用的儲蓄」，以供應工業生產資本形成之用。或者人民有動的儲蓄不足以應資本增加之需要，如何以其他方式增加人民儲蓄，這些正是現代銀行制度的功能所在。

自然我們不能說工業生產的全部資本必須賴銀行轉手供給。因定資本所需要的是長期儲蓄，這在現社會差不多由投資者自己供給的。此項長期儲蓄：來源有三：一、私人企業將其利潤的一部份重投資於其事業；二、股份公司未經分紅的利潤加入投資；三、社會人士購買各企業所發的股票債券等。但流轉資本，所需要的是短期儲蓄，除一小部份直接由企業者自己的儲蓄供給外，可說大部分靠銀行一面吸收人民的短期儲蓄，一面以放款的方式供應的。

(乙)現代銀行制度的功能與流轉資本的形成

然而現代銀行制度怎樣以吸收存款，創造通貨，縮放放款等方式，將人民的短期儲蓄轉換為流轉資本，使工業生產之擴展得以進行，是一個極複雜的過程。同時銀行通貨信用數量的擴張收縮，對人民儲蓄與工業生產的影響，在不同情況下亦有不同的結果。故在下文分開幾個由簡單而複雜的情形來討論，並為說明便利起見，首先對現代銀行制度的特質下幾個假

【第一】假定一國貨幣最主要的形式爲可以對之開發支票的銀行存款 (Bank deposits, sub-jetto cheque or cheque breeding deposits)；無鈔票或金屬貨幣的流通。這假定在英美銀行信用制度發達的國家，可說大致符合的，現稱此種形式的貨幣爲存款通貨。

第二、假定這種通貨由一個權威銀行供給的。這假定在一個健全的中央銀行制度下，也很近似的，因爲各銀行存款通貨的伸縮，視其在中央銀行的存款準備多少（各銀行在中央銀行的存款準備額大小，中央銀行可運用政策伸縮的。因此不妨說全社會存款通貨的總量，乃由一個權威銀行供給的。自然我們也不能否認，即使是最健全最有力量的中央銀行，其對全國存款通貨總量的控制，在若干情形下是不完全的。

第三、假定人民的所得，除消費外，全存入銀行，亦即以存款通貨形式保有其消費所餘的所得，同時銀行的資產項目亦僅有對工商業的放款一種。換言之，所有工商業流轉資本的供應，全須經由銀行；而銀行的惟一業務就是供給流轉資本（此項假定全爲說明方便，在下文必要時會取消的）。

根據上列三項假定，再從人民短期儲蓄轉換爲流轉資本各種不同的過程中，看銀行制度的功能及其作用；

(一) 有願儲蓄與流轉資本的形成過程

上面說過全社會通貨的供給總量，是由銀行決定的（第二個假定）；但通貨總量的實值（Real Value）可說是由人民決定的。設全社會人民的所得（以實物表示）為 $R$ ，人民願以通貨的形式保有其所得額之一部份的比例為 $K$ ； $KR$ 即可代表人民儲蓄的實值。再若全國通貨的供給總量為 $M$ ，其每單位以實物表示的價值為 $P$ ，則在平衡狀態下 $P \cdot M = KR$ ，換言之，全國通貨的實值等於人民儲蓄的實值，如全國的出產（ $R$ ）一定，人民的儲蓄額隨 $K$ 而定，而決定此項比例的是人民使用（用於消費）或窖藏貨幣（存入銀行）的習慣而定。因此全國通貨的數量雖由銀行決定，但其實值是由人民的儲蓄決定的。

再從銀行資產負債必須平衡的原則看，其所供給的通貨總值（負債項目）自必等於其所保有的資產總值，而銀行的資產，也就是供應工商業流轉資本的放款總值（第三個假定）。因此我們亦可以說銀行放款總值間接決定於人民的儲蓄實值，更簡單的說，人民願以貨幣（存款通貨）形式保有多少比例的所得，亦即願有多少儲蓄存入銀行，銀行才能有同值的放款以供應工業生產為流轉資本。總之在這情形下經由銀行供應流轉資本的，都是人民短期的「自願儲蓄」（Spontaneous Lacking）。然而在事實上，現代銀行業務並不如此簡單，上述的情形亦有「儲蓄」的「舊式」的「衣物存放室」似的銀行制度（Clothes Bank）才如此。人民將儲蓄的錢送進銀行，銀行再供給企業家，如僱勞工，從事生產，這樣人民因儲蓄而未消費的貨物，為增僱的勞工所購，而增僱的勞工的生產（無論為在製品抑已完成



尚未出產之資），則增加了社會流轉資本的總額。換言之，經由這類「未物存放」似的銀行業務，人民的自願儲蓄，變成了工業生產中的流轉資本了。

(A) (B) 強迫儲蓄與流轉資本的形成過程

現代銀行制度已非上述舊式銀行業務可比，它不僅收受人民儲蓄，而能向工商業放款，而且亦可創造通貨，貸放工商業以擴展流轉資本。從銀行資產負債的觀點看，創造一筆通貨（增開存款通貨額），因是負債；而同數額的放款，即為資產。因此從表面上看，兩者永遠是平衡的，但與此通貨總額同值的儲蓄，已非全係人民的「自動儲蓄」，而流轉資本的形成過程亦與前述情形不同了。

第一、銀行增整的新通貨，經由企業家擴張生產，增僱勞工，輾轉流入市場時，乃與市面上原有日常流通的通貨量競購市場貨物，致使物價上漲，又展原期消費的數量，不得不因而減少。在這種情形下，人民所減少的消費，不是出於人民的自願，而是因外界的變化，自然而然的結果。因之羅氏稱此消費的減少為「自然節約」(Automatic Saving)。如果因為「自然節約」，不但使他的實際消費量小於原來計劃的消費量，而且小於其出產的價值時，也就有了儲蓄。但這儲蓄不是「自動儲蓄」而是因「自然節約」而來的「自然儲蓄」(Auto-matic-Lacking)。因此當銀行創造通貨貸放於工商業時，必須有某一部分的人民「自然儲蓄」，才能使另一部人民（如增僱的勞工等）獲得消費貨物，然後擴充生產，增加流轉資本才

有可能。換言之，在銀行增發通貨方式下，供給工業生產流轉資本的是某部分人民的「自然儲蓄」，而非「自動儲蓄」了。

第二、因銀行新增通貨流入市場競購貨物，而使物價上升後，人民原來保有的貨幣額（存款通貨）之價值，無形中也降低了。這時如有一部分人爲維持其貨幣額之價值不變起見，自必更須減少一部份消費以補足之，因是而減少的消費，羅氏稱爲「誘導儲蓄」（*Induced Saving*）。此與「自然儲蓄」所異者，在其仍出於自願，所同者兩者俱係市場上過貨增加的直接結果，故羅氏又將兩者合稱爲「強迫儲蓄」（*Imposed Saving*——普通稱爲 *Forced Saving*）。意思是說：因銀行創造新通貨，終使人民轉移一部分消費給新貨幣的所得者；在工商業，因因銀行貸款擴充了生產，增加了流轉資本額；而在人民，則無形中被迫增加了同值的儲蓄。

### (C) 貨幣窖藏與流轉資本的形成過程

現代銀行制度由於業務的複雜，除了可能創造新貨幣，供應工業生產的流轉資本，以強迫儲蓄如諸人民外，常另有不能使人民的「自願儲蓄」全部轉供工商業之用的情形。例如一部分人民（或全部）願意增加其儲蓄，這在原始的銀行制度下，人民將錢存入銀行，由銀行再貸給工商業使用。然在現制度下，人民更增加儲蓄，祇要保有原有的存款額，少開支票購買就是。因此其儲蓄的意願，首先表現於通貨流通速度的減低，其作用等於貨幣流窖藏（*Ho-*

ording) 的增加。這樣從銀行存款的總額看，並沒有增加，但經常流向市場的通貨量却減少了。這時銀行如不另有動作，物價自將下落，而使一部份人民不期然的增加了消費。例如某人某日所可支配的所得為十元，在其收入該項所得時的價值。可購得十單位的貨物，是日原期以八元購貨八單位，但忽因他人增加貨幣窖藏，物價下落，而可購得十單位，因此他的消費，自然而然的增加了兩單位，羅氏稱此為「自然消費」(Automatic Spending)。不過「自然消費」不一定有「負儲蓄」(Disaving) 的行為在內；如前例其實際消費額雖增為十單位，但仍未超過其所得，亦即其出產的實值(因亦為十單位)。因此，正如自然節約與自然儲蓄的關係相似，「自然消費」必須使其實際消費量，不但超過原來計劃的消費量，而且超過其生產的價值才是「自然的負儲蓄」(Automatic Disaving)。

在這里可以看出如果人民以貨幣窖藏的形式(減少通貨流通速度)增加其儲蓄時，銀行沒有適當的動作，這種儲蓄就將轉變為他部分人民的「自然消費」，或為「自然的負儲蓄」所抵銷，這是儲蓄的浪費。換言之，銀行未能將人民的「無用的儲蓄」，間接的轉換為有用的儲蓄，以增社會的流轉資本。但銀行在這種情形下，向工商業貸放適當款項，使市場流通貨幣額增加，發生前文所述「自然節約」的現象，以沖銷「自然消費」。這樣就可把一部分人民以貨幣窖藏形式增加的「自願儲蓄」，充分轉供工業生產之用，增加同值的流轉資本額了。

(D) 人民生產力普遍增加下的銀行活動與流轉資本的形成過程

在上述三種情形內，我們隱含地假定這社會是比較固定的社會，沒有人口的增加，亦沒有勞動生產力的增加。但這兩者作一個進步的社會裏，是不可避免的。在這種進步社會裏，銀行採取什麼動作，與人民儲蓄及工業生產的變動關係至大。

我們先假定一個社會人口數量未變，而人民的生產力却有普遍的增加；這時如果銀行不採取任何動作，物價水準必趨下落，人民所保有貨幣額的價值必隨而增加。但這種價值的增加乃是生產物增加的反映，並非由於人民有新的「自願儲蓄」的結果；同時流轉資本的供給，以勞力單位計算，雖未增加，如以貨物表示，則自然隨着每日出產同比例的增加。這時銀行若增加相當數額的放款，固可阻止物價下落，使之穩定於原有水準；然而如此轉供工業生產使用的流轉資本來源，已非人民的「自願儲蓄」而是人民的「強迫儲蓄」。換言之，流轉資本額雖有增加，但人民原可因生產力的增加，經由物價下落的機能，增加消費，以分享其成果的，而今不得不減至原定數額了。

(E) 人口增加下的銀行活動與流轉資本形成過程

再我們假定各人的生產力不變，但全社會的生產 (rate of output) 因各工業增像新增加人口而增加，這樣在貨物的「生產時期」(Period of production) 內，流轉資本的需要增加，惟因成品尚未出貨，物價自較期初時為高，人民乃有強迫儲蓄的情形。但及期者，新成品出貨

，這時物價變動趨勢如何，則須視已傳用的新增人口對儲蓄所採行動如何，自然，他們亦須在每個時候保有適當的貨幣量在手頭（在前文的假定下，即需有一筆隨時可開發支票的存款在銀行裏），如果在第一個生產時期內（產品尚未完成、所預支的所得、因某種關係已全部用去，未能保留若干貨幣額，則當產品完成，即可將出售所得，以銀行存款的方式窖藏一部份。這時銀行如不採取適當的動作，物價自將下跌，於是新增人口，以貨幣窖藏形式新增的「自願儲蓄」即轉化為一部份舊有人口的自然的或誘導的「負債蓄」，而浪費了。但如銀行能以適當步調，增加適當數量的放款，阻止物價下落，一方面使舊有人民有「自然節約」，以沖銷其「自然消費」，一面防止誘導「負債蓄」的發生，這樣新增人口的貨幣窖藏，即可轉化為「有用的儲蓄」而供工業生產的流轉資本之用了。

根據以上五項的分析，可知流轉資本的形成，實是一個複雜過程，在各種不同的情況下，銀行所採行動的不同，其形成過程也就不同，有的祇是由人民的自願儲蓄轉化的，有的必經人民的強迫儲蓄才能形成。在另一方面明人民的「自願儲蓄」，不一定能全部轉化為流轉資本，人民的「強迫儲蓄」亦可因他人的「自然消費」，或「誘導消費」而被沖銷，而一切的關鍵都在銀行政策的如何運用。人民自願保有的銀行存款，是短期儲蓄的供給；銀行對工商業的放款，是工業生產對短期儲蓄的需要。銀行應如何調節這短期儲蓄的供需，而在調節過程中，對物價水準應採一貫的穩定政策，還是隨情勢使作必要的漲落，銀行在運用政策時，

，就須有個抉擇標準才是。惟在討論這問題之前，在下節再就銀行放款對物價穩定與流轉資本擴展速率兩者的影響一加闡析：

(丙) 銀行活動對於物價穩定與流轉資本擴展的影響

(A) 銀行活動與物價穩定的條件——一個般性的平衡公式

以上各節我們都假定人民的儲蓄，係悉數以存款通貨的形式保有，換言之，都存入銀行，另由銀行轉供工商業使用的，因之工業生產中的流轉資本，全部經由銀行放款而形成的。同時，我們假定銀行除對工商業放款外，則無其他業務，換言之，人民交由銀行處理的儲蓄，係經銀行全部轉供流轉資本用的。自然實際上的情形並不如此簡單，流轉資本的造成，並不全部靠銀行放款的融通，而可由企業家股份公司本身的儲蓄充用，或由他們直接向人民借貸。同樣，人民聽由銀行處理的儲蓄，亦並不全部轉化為流轉資本，亦有一部分轉化為固定資本的，尤當生產工具的生產間歇的急速的增加，投資者的長期儲蓄不足以應需要時，必須求助於銀行。這樣，如果：

R 代表每年全社會的真實所得（以貨物計算者）：

K 代表人民願以存款通貨形式，保有此項所得之一部分的比例。則  $KR$  即為銀行存款總額的實值，亦即人民短期儲蓄的實值。

代表銀行將  $KR$  轉化為流轉資本的比例（其他則轉化為固定資本，銀行不動產，現

金準備，政府借款等）：

C 代表全社會流轉資本總額（以實物計算者）：

b 代表流轉資本經由銀行放款而形成之比例，（其餘則由工商業本身供給或直接向人民發行債券而得）。

這樣， $aKR$ 是人民儲蓄經由銀行轉化為流轉資本的實值， $bC$ 為流轉資本經由銀行之助力而形成的總額，在平衡狀態下，兩者相等，即：

$$aKR = bC \dots \dots \dots (1)$$

再設  $D$  為實物生產時期（*Period of Production*）在一年中所佔的比例，則  $DK$  為該時期內的生產額，亦為該時期內人民的真實所得，再實物生產所需流轉資本，其數額與貨物的生產時期有一定的比例關係，通常約相當於半個生產時期內的生產額。因此： $C = \frac{1}{2} DR$   
.....(2)

由 (1) 及 (2) 可知： $aK = \frac{1}{2} bD$

這里  $a$ ，不視人民消費、儲蓄、零散、習慣、及銀行政策而定。 $b$ ， $D$  則視工商業界的習慣及生產的技術條件而定。在一個固定的社會裏，如果四者沒有變動，平衡維持，物價水

準必可穩定。如果因有任何一個發生變動，足使平衡破壞，物價水準隨而波動。例如：若一定，而  $D$  增加（如商人囤積，延長生產時期），則必須減少  $b$ ，即必須減少銀行對工商業放款，在其所需全部流轉資本中的比例，才能維持平衡，否則相信必將上漲。如  $b$  增則必須  $D$  減少才是，否則物價亦將上漲。反之：如  $D$ ， $a$  一定，而  $K$  增加（如人民增加貨幣窖藏），則必須  $b$  增加才能維持平衡，否則物價自將下跌（餘例類推）。

至在一個人口生產俱有增加的進步社會裏，如果  $a$  與  $b$  兩個比例的相對大小，或  $D$  與  $K$  兩個比例的相對大小不變，則祇要人口及生產的擴展，以等速度進行的，此項平衡亦可維持，而不致使物價失却穩定。自然，在生產擴展過程中，也需要新的流轉資本同速率的增加；而欲達此目的，必需銀行能同速度的增加貨幣供給。因此，在正常的進步過程中，為了維持流轉資本的擴展速率，而使物價不致波動起見，銀行通貨供給的增加，顯然是必要的。

(B) 扶持流轉資本的間歇擴展與物價穩定之不可兼得

工業生產的擴展，並不是按等速度進行的，而是間歇的 (*Discontinues*)，以不同速度進行的。如果因某項原因加速擴展時，上面四個比例的關係，即生變化；第一、當工業生產加速進行時，流轉資本擴充率的增加，自在出產率 (*Rate of Output*) 增加之前，因之對供應流轉資本的短期儲蓄需要之增加，遠在新產品完成，足使人民增加新儲蓄供給之前；第二、工業界需要銀行助力，才能造成的流轉資本的比例  $b$ ，自將有增大的趨勢，亦即因生產擴



展的加速度進行，其必須依靠銀行放款的部份愈大。第一種情形如以前列公式中的符號表示，即  $C$  將大於  $\frac{1}{2}DR$ ，與第二種情形的總結果，乃使  $bC$  更大於  $aKR$ ，平衡破壞，勢必使物價上漲，而以強迫儲蓄加諸人民了。

因此，在工業生產的擴展，不以等速度進行， $aKR$  小於  $bC$ （亦即  $aK$  小於  $\frac{1}{2}bD$ ）時，物價勢必繼續上漲，否則流轉資本的擴展速率即受阻滯（反之，如  $aK$  大於  $\frac{1}{2}bD$ ，而流轉資本不繼續擴展的話，物價必得下落），在這裏又可看到銀行在政策的取捨上，絕對的定穩物價水準，與適應工業生產擴展的需要，在事實上是不可兼得的。然則在什麼情形的生產擴展，銀行即使犧牲物價的穩定，亦應扶助；在什麼情形下，不為任意循所謂「工商業需要」，而助長不適當的生產擴展，致使人民遭強迫儲蓄之苦，這正是下文所要討論的單行政策抉擇標準的問題了。

## 二、銀行政策的抉擇標準及其運用限度

（甲）衡度銀行政策是否理想的原則與抉擇標準

從上文分析中，我們已可略看到要衡度一個銀行政策是否理想，有三個大原則。

一、能否做到不致恣意地以「強迫儲蓄」加諸人民；

二、能否將人民交由銀行處理的一切真實儲蓄，全部轉化為工業生產的流轉資本而不致浪費；

三、能否供應工業加速擴展時所必須的例外儲蓄，而不致失當。

如果這三個原則能充分實現，其結果不一定有一個穩定的物價水準，換言之，一個絕對穩定的物價，不一定是一個理想銀行政策的目的。在一個固定不變的社會裏，人口生產均不增加，如果一二兩個原則（前者可不使物價上漲，後者可不使物價下落）能實現，物價自可隨而有個穩定的水準。但如果在一個人口生產俱在擴展，或人民生產力有一般增加的進步社會裏，根據前文的分析，情形就不同：

第一、如果各人的生產力普遍增加，物價下落是生產物增加的反映，並非人民增加自願儲蓄的結果。如果強欲穩定物價於原有水準，祇有使人民不能分享生產力增加的成果，而遭受強迫儲蓄之苦（見上文（二）（D））。故若遵守前述第一第二兩原則，物價自將下落，但其下落是無礙的。

第二、如果人口生產以等速度擴展，流轉資本需求等速增加時，銀行以同一速度增加通貨，自不致破壞平衡與物價之穩定，而且與前述第一二兩原則無悖。但如工業生產在間歇的大

量擴展時，流轉資本擴張率的增加，先於出產率的增加。短期儲蓄的供給（人民儲蓄習慣較固定，其供給彈性較小），不足以應付儲蓄的大量需要；或即使新出產完成，人民所得增加，可望新儲蓄增加，但事實上卻不及應足其供需差額的。結果祇有銀行增加新通貨，以放款方式供應之，而遠不及法避免物價的上漲的。這樣如何調和前述第一個和第三個原則，就看這種工業生產的擴展，是否適當；如果是適當的，一個理想的銀行政策自須犧牲一時物價的穩定而扶植之。

(乙) 銀行政策的積極面：扶持工業生產的適當變動

(A) 成因

然而怎樣才是適當的生產變動 (*Appropriate fluctuations of output*)，怎樣才是不適當的變動 (*Inappropriate fluctuations of output*) 呢？按馬氏的主張，認為由貨物本身效用與成本的基本情況 (*Underlying conditions of utility and cost*) 變更，而引起的生產擴張或減縮，才是適當的生產變動，應使其充分實現。引起這種適當變動的原因，析言之有三：

一為真實製造成本 (*Real operating cost*) 之增減；所謂真實成本係指貨幣成本 (*Money cost*) 而言，以生產實際所需勞力訂算。或實成本減低，生產者將擴充其產額，如增高，則反之。這種變動，多由因各工業生產技術改進新發明，使每單位貨品所需勞力減低所致。

二為生產者對其所需貨物慾望之增減，慾望強度增加，勢須增加該貨品（可為消費貨品

，可為生產生具）之購買。於是不增不增加自己的生產額與之交換，反之，則反是。故其生產額隨其對所需貨品之增減而增減，同方向的變動。

三為產品本身其質素與價格之增減，亦即因他人對此貨品慾望之增減，而引起的生產變動。在這種情形下，如某一貨品計與其產品交換的貨物，需要彈性很大，則當其產品的需要價格上漲時，為了多籌集所需貨品，很有機會引導他去擴張生產。反之，在需要價格下跌時，則緊縮其生產。但如一貨品對其產品交換之貨品，需要彈性很小，則當其產品的需要價格下落時，因其對交換貨物之需要，不能大為減少，為抵補起見，勢必擴充其產額。反之在需要價格上升時，則將減縮其產額。

#### (B) 工資制度下適當生產變動的形態

上述三項均由貨品本身效用與成本情況變更，而起的生產變動，是必要的，適當的。不過在現社會因工資制度的存在，工業生產是由較富有的企業家，僱用貧窮的勞工進行的；生產額的擴張減縮由僱主決定。在這制度下，因上述原因而引起的生產變動，較之工人自有生產工具從事生產，或由少數人合夥生產情形下的變動，要大得多。一因僱主對所得（亦即對一般貨品）的需要彈性遠大於工人，故當兩情有變動時，其對生產額擴張減縮程度亦大；二因工資制度下生產工具對僱主的重要性，遠大於自備生產工具生產的工人，故一旦生產工具的製造成本或技術效率有所變更時，僱主的反響最直接，其產額的變動亦大；三因產額

擴充初期，貨幣工資（及其他固定貨幣支付）未增，而物價漸漲，於是真實工資（及其他以實物表示的各種支付）相對的下降，（在產額收縮的早期則相反），此一如真實成本的漲落，足以引起更大的生產額的伸縮。

所以在工資制度下，其由真實因素變更引起的生產變動，較為劇烈。但如承認社會的組織，則此項較劇烈的生產變動，仍不失為適宜的，而現社會中貨幣制度的目的，即應使此項適當的生產變動得以充分實現。

### （C）貨幣制度與適當生產變動的實現

貨幣制度的存在所以會影響適當生產變動之能否充分實現，在因銀行貨幣供給量的伸縮，可以影響物價，進而增減生產者伸縮產額的意願。例如某項貨品生產，因真實成本減低，或因對其所需貨品期望增進而增加，同時誘導與之交換貨物之生產增加時，（A）如貨幣供給不變，勢將使兩類貨品價格均趨下落。（B）如其供給機械地調整至一般物價水準（即兩類貨品的平均物價）穩定不變，則貨品生產量較多的貨品，其價格下落，生產量減少之貨品，價格可稍上升。（D）如其供給額增至足以反映某類貨品對他類貨品之需要彈性之增加時，（即貨幣供給隨此類需要或產額比例增加），則貨幣供給彈性大於此項貨幣增加率者，價格將跌，其供給彈性小於此項貨幣增加率者，價格將漲。由此平均而得的一般物價水準，上漲抑下落則不一。（D）如貨幣供給調整至少使供給彈性最大之貨品的價格穩定（即貨幣

供給隨供給增加比例最大之貨物間比例增加)。這樣其他供給彈性較小的貨品價格上升，一般物價水準亦因而上升。這四項不同的貨幣供給量，如從扶助適當的生產擴展其充分實現的觀點來抉擇，自以第四項政策最理想。

蓋在貨幣工資高度下，貨幣收入上增，對於生產擴展的刺激，遠較消費品價格下落（可增加真實所得）的效果為直接而迅速。從位主方面說，他所最注目的是貨幣利潤的上升，而不是本人生活費用的降低，或因工人生活費用降低而有減低工資的可能。在工人方面說，無論是在業的，失業的，其受聘於企業，貨幣工資上漲的誘力還大於生活費用的降落，換言之，對貨幣工資增減的反應遠較生活費用增減為敏速。在這情形下，欲使一項適當的生產擴展，充分實現其效果，上述第四項使一般物價水準稍稍自然上漲的政策，自較的合理。其中第二項穩定物價於一絕對水準的政策，既不能達到上項目的，又覺不太自然，因此缺乏必須採行的理論根據。

(丙) 銀行政策的消極面：避免工業生產不適當的變動與物價累積性的漲落  
(d) 它們的成因

實際生產變動，雖常因工業組織與技術條件本身的原因超過前述的適當程度；而使適當的生產變動充分實現的銀行政策，常因物價漲落的累積性亦有超過適當限度的可能。

就前面一點說：

第一，現代工業生產常須置用所費極大而時間持久的生產工具。由此一技術上的特質，連帶發生三件事項，足以使實際生產超過適當程度：(a) 生產工具龐大，在投資過程中，要用就是全套，而不能完全細分應用；若某種經濟情況祇須擴充生產力百分之五十，但因生產工具之不可分，要增加就是百分之百，否則就不增。(b) 許多工業生產的成本大部用在生產工具，其產額愈大，每單位所負的固定成本愈小，故當商情不佳，成本雖已大於市價，照例必須減縮產額。但如增加產額，成本下落速度，大於市價下落速度，或因增加產額總收入增加之速度(非產額)大於總成本增加的速度，則其所受的損失反可減小，因此照例須減縮產額的，反而增加了。(c) 時間持久費用龐大的生產工具，不易駕馭。一個熔鐵爐，如不閉用，維持修理費用甚大，一個熔鐵爐如停止開掘，反易致水沒或崩塌。在此種情形下，即使實際商情必須產額減縮，而為避免此項耗損及維持費，不如繼續開工。這三個事實對現實技術條件而言，亦屬相當合理的變動。但自前文所說，純從貨品效用成本情況變更觀點而言，已超過了適當的限度。

第二，因自由競爭的盲目，實際生產的擴展，甚或常超過前文所述對技術條件尚稱適當的程度。例如一工業，包括五十個廠家，相互獨立競爭。按照需要全業只要增加10%的出產，已臻適當。故每家合理的擴充額，可佔全增額的 $\frac{1}{50}$ ，但如每一廠家都以為自己有特殊的境

遇，擴充全增額的<sup>1</sup>/<sub>20</sub>，不管其鄰廠的舉動如何，於是全部出產的增加額乃25%，而非10%了。同時各廠家對新工具的需要，因同樣的過度增大，而新工具生產需要相當時間，時間愈長，錯誤計算範圍愈大，工具實際生產額超過其合理程度亦愈大。

第三，工商界在心理上互有互相依賴性，某商業界對商情樂觀或悲觀的預測，很快的會傳播到整個工商業範圍，而造成極不合理的過度膨脹或收縮情形。

再從物價漲落的累積性說，適當的物價上漲，雖為適當的生產變動充分實現的必要條件，但亦常有若干原因使其超過合理的程度：

第一，當物價上漲時，企業家即使僅欲維持其流轉資本之價值於不變，經常需要之現款，亦須增加。至若增加其個人消費（因預期將來收入增加），或新投資，則更須資金之融通，而求助於銀行，於是通貨擴張，物價更將上漲。

第二，物價上漲常使生產時期延長，即是同一生產率，所需流轉資本亦勢將增加，通貨需要更大，物價更漲。此項生產時期的延長，一因預測物價將繼續上漲，商人不願脫售，而囤貨心切，於是貨品的存儲時間因以延長。二因生產率到達某項水準後，如再擴充，即將遭遇製造上運輸上的困難與滯延。

第三，因消費者預期物價上漲，乃不願窖藏貨幣急欲購貨，於是物價更趨上漲。再如企業家在物價上漲過程中，對短期儲蓄之需要日增，其原有窖藏之貨幣，亦直接供給其流轉資



本之用，此項脫手之通貨，又使物價上漲，其作用一如銀行借款之貸放。

(B) 銀行政策的運用及其限度

如果我們承認現社會組織，其因貨物效用與成本基本情況變更而發生的工業生產間歇性的擴張，對社會是有益的。銀行制度的功能，就在一面創造通貨，一面吸收人民的短期儲蓄，供應工商業，以使此種適當的生產擴展，得以充分實現。這時如果前項生產擴展，對短期儲蓄的需要，超過人民交由銀行處理的短期儲蓄時，銀行爲了扶助該項生產擴展所需增加的流轉資本，不可避免的要增發通貨，使物價稍形上漲，間接以人民的「強迫儲蓄」供應工業之需。然而一方面由於工業組織與技術條件本身的特質，實際生產額的擴展，要大於前述適當程度，另一方面由於物價上漲的累積性，對於短期儲蓄需要的膨脹，常超出工業生產膨脹的比例。對於這些工業生產擴張過程中的續發現象 (Secondary Phenomena)，銀行制度自應儘可能的設法避免，或阻抑之。如果銀行對於這種短期儲蓄需要貪慾的增加失却控制，則其平衡短期儲蓄供需的企圖，自歸無望，而可能陷於極端不穩定的局面，更無法再吸收人民的短期儲蓄，以維持現時的或籌劃中的生產額了。

反之，其由效用或成本基本情況變更而致的生產減縮，也是適當的，但這時物價的下落，當會引起人民的貨幣窖藏，並減少對短期儲蓄的需要，因爲使物價再度下落，結果更使生產額降低。因此銀行的責任，對於第一度的物價下落，固應放任，以維適當的生產規模，但對

續發的物價下落，應設法由刺激短期儲蓄的需要，恢復原有適中的生產規模，及適中的生產時期，以阻止之。祇是用銀行政策來阻止不適當的物價下落，其效力不如阻止不適當的物價上漲大，第一，因為利息可以不斷提高，以阻止急渴的借款者，但它決不能降到零以下，以刺激不願借款者。第三，在物價上漲時，對借款者可用直接的限制方法，但物價下落時，則不能強迫人借款，及大量迅速增加其通貨供給來阻止它，這是值得注意的一個銀行政策運用的限度。

#### (丁) 結語

寫到這裏，我們已可參羅氏對於銀行政策的最後結論了：

一、一個理想的銀行政策，不妨以物價穩定原則為一規範，但絕對的穩定於某一水準，不但不自然，而且有弊害。

二、為了充分利用工業技術的進步，使適當工業生產的擴展得以完全實現，銀行對緩和的物價上漲應聽順之，以助此項生產擴張過程中流轉資本的形成。

三、然而這種聽順物價上漲的政策，應有限度。對於發生的物價累積上騰現象，應及時設法阻抑之，以免陷於極端不穩定狀態。

四、對於適當的生產減縮而起的物價下落，應聽順之。但對由此續發的物價累積下落趨勢，亦應設法阻抑之，雖然其效力較受限制。

五、當人民生產力長期的普遍增加時，為使各人分享其進步的成果，物價反比例的下落是必要的方式，應聽順之。如果銀行勉強穩定物價於一定水準，勢必使人民遭受強迫儲蓄之苦。

六、對於根源於社會經濟組織與人性本身的變動因素，銀行政策的運用，自有其限度。因此銀行政策並非全能者，其對經濟變動弊害的救治，仍須與穩定社會經濟活動之較廣博的政策相配合，才能有較大的效果。

附註

- (1) 關於近代經濟循環學說，參閱 Hilberlert: "Prosperity and Depression" first edition 1937. Revised edition 1936. Part 1. 內有扼要而系統之闡析。
- (2) "Banking Policy and Price Level" 1st. ed. 1926, Revised ed. 1932
- (3) 參 Pigou, A. C. "A Contribution to the Theory of Credit" Economic Journal, June, 1926
- (4) 參 Keynes, J. M. "Alternative Theories of the rate of Interest" Economic Journal June, 1937, P. 242.
- (5) Pigou and Robertson: "Economic Essays and Addresses" 1928. Part II Chp. 1: "Theories

of Banking Policy.”

- (6) Robertson, D. H. "Money" 1st ed. 1922, Revised edition. 1928. Reprinted with new Preface, 1937.

- (7) "Saving and Hoarding" *Economic Journal* Sept., 1933

"Industrial Fluctuation and Natural Rate of Interest" *Economic Journal* Dec. 1934  
兩文已收入 "Essays in Monetary Theory" (1940)

- (8) 關於上文，筆者有數點聲明：

- 一、本文係屬介紹性質，未涉及批評，及與他家說學之比較；
- 二、本文雖以銀行政策理論為闡析對象，但此實係羅氏貨幣理論之中心體系；
- 三、本文係融會羅氏各書中（見附註（4）（5）（6）（7））有關材料而作之較有系統的介紹，上文各節，本擬一一指出其出處（原書的章節頁數），惟為節省篇幅計，概予從略；

四、關於批評或闡述羅氏學說才，除附註（1）所述 Haberler 一書中曾零星提及外，重要的有：

Pigo's, "A Contribution to the Theory of Credits"

Hawtrey, R. C. "Mr. Robertson Banking Policy. *Economic Journal* Sept. 1926

Saunier, R. J., "Contemporary Monetary Theory", 1938,

五、羅氏另一有關的著作 "A study of Industrial fluctuation" (1915) 因手頭無此書，未克參考。

(9) 此處 *Saving* 與 *Tacking* 的區別，從羅氏 "Saving and Hoarding" 中的解釋。所謂某人某日所支配的所得，必解釋如次：羅氏假定在一個時期收進的所得，至第二個時期才能支用，若此時期為一天，則今天所能支配的所得，即昨天收進的所得，亦即此人昨天生產的價值。故文中所謂今日所能支配的所得之實值，即指其昨日所生產的價值。

## 歇克斯之利息學說

羅志如

- 一、利息的性質：利息為對投資所生麻煩的報酬。
- 二、利率的決定：基於當時市場上貨幣的供求。
- 三、利率的差別：主因由於風險的大小及欠債期間的久暫。
- 四、利率變動的影響：利率的變化，影響生產計劃起一種前後的轉動。

關於利息的解釋，在經濟學中爭論甚多，直到現在還不能說了一定的結論，從孫尼（S. Cnio）的節約論（*Theory of Abstinence*）起，後來的等待（*Waiting*），時間計較（*Time preference*），資本的供求，直到凱恩斯（*Keynes*）的流動偏好，都曾為解釋利息的有力理論。

歇克斯（*J. R. Hicks*）檢討過去各家的學說，都覺仍有缺憾，仍有研求一個新的學說的必要，他經過幾年的努力，在他最後所著 *Value and Capital* 一書中（一九三八年），他認為他已尋到這個新的利息學說。不過陳述起來，相當麻煩，他自己也覺得好像把本來簡單的

筆體，故意弄得繁複了（參看原書二二四頁）。而且介紹他這個理論，另外還有一重困難，即是他這利息學說就是他全書中的一部分，全書有一貫性，因此在解釋利息時，就不免要牽涉到其他部門新的學說，甚至用了一些新的名詞，單獨在解釋利息上用起來反覺牽強晦澀。本篇主旨乃在介紹他的利息學說的大意，僅擇其主要的幾點加以詮釋，也就是列舉幾個主要問題，看他的答案如何？

任何一個完整的利息學說總須回答四個問題，第一、何以社會有利息這個現象？即利息是如何起來的；第二、利率的高低是如何決定的？第三、各種利率如何會有差別，彼此間會發生何種影響？本篇即依這個次序以敘述歐氏的利息學說。

## 一、利息的性質

利率原為一種價格，也由交易而來，交易有即期交易，有遠期交易。買賣雙方的行為都在當時執行，沈為即期交易。買賣雙方的行為都約定在將來某一時候執行，就為遠期交易。此外還有一種交易，即是借貸行為，在這種交易中，一方的行為為係即期執行，而他一方的行為則留待將來執行，利息即起於此第三種的交易。

一切債務的交易，都可認為係取貨幣的方式，縱然是實物借貸，亦可認為是貨幣借貸而再加貨物與貨幣的一個即期交易及一個遠期交易。譬如甲以實物貸於乙，約期一年歸還，這

亦可認為是甲方先以實物出售（即期交貨），獲得之款，貸于乙方（貨幣借貸），過一年乙方再購進實物（遠期交易）償還甲方。由是雖原為實物借貸，亦可化作貨幣借貸，故吾人研究利率，可限於貨幣利率，不及其他。

要明白利息的起源，即何以會有利息的支付，我們須先明瞭利息與貨幣的關係。自從硬幣不流通以來，可以說現在一切貨幣都無非是一種允許支付券，也可以說都是一種證券，不過有的證券要生利息，有的證券不生利息，也就是說前一種去打折扣，後一種不打折扣，打折扣的（生利息的）證券即是他的現值低於面值，不打折扣的（不生利息的）證券即是他的現值與面值相等，這種面值與現值相等的才是最完全的證券。特別稱之曰貨幣，其他都是不完全的證券，都帶有一點「貨幣性」，可是都不完全（因其現值低於面值），而利息即為此「貨幣性」不完全的測量，所以利息問題與貨幣問題是同一問題，知道了為什麼貨幣價值要高於他種證券價值，就知道了為什麼要支付利息。

實際，債券的利息，其一部分係起於債務人可能失約的風險，而另一部分乃起於訂約後將來利率本息變化之不一定，實在說來，這兩種因素，都無非是風險，利息固然有一部分係因擔負此種風險的報酬，可是也不能全部都認作係此種性質，因為極短期的債券，而又最可靠全無損失危險的證券，仍然有利息，即其現值仍然是低於面值，對這種債券而仍要付利息的理由，即為純利息存在的理由。



由貨幣變為不完全的證券，普通謂之為投資，即把一百元面值的票子，變為一百二十元面值的票子，惟須一年後方可收款，這就叫做投資生息。若是由貨幣變作證券，金無一點障礙，則大家都要將餘資全部變作證券，以圖生息，那末貨幣與證券混而為一，而利息也就等於零。實際我們未將所得現款立即變作證券，乃因由貨幣變為證券，又為另一種交易，須有另一種手續；代表另一種麻煩，必須有相當的報酬，我們才願忍受這種麻煩。故對短期而又最可靠的證券。其利息即為對投資所生麻煩的報酬，亦即純利息存在的理由，而利率的高低，即測量此種投資麻煩的大小。

我們尚須注意一點，投資之所以有麻煩，必定是我們先接受者為貨幣，而須由貨幣再作一道交易變成證券，才有這種麻煩，假若我們先接受者即是證券，而一般皆以證券作支付工具，則又無所謂投資的麻煩了，而證券亦無發生折扣的理由了。縱然是極可靠的證券，對最初收受者固無問題，可是他付出時或許就有問題了，或許就仍須以現金支付，這種普遍接受性的缺乏，即是貨幣性的不完全，亦即投資須另有一道手續的須要，因有投資成本（一種麻煩），利息支付也即由是產生。

按凱恩斯與歌克斯兩氏皆着重利息與貨幣的關係，而打破一般所謂純經濟學家與貨幣專家的分界。不過凱氏似將利息的起源，完全歸諸於風險（損失的風險及利率變化不定的風險），而歌氏則進一步更溯源於投資的真正成本，即由貨幣變作證券的麻煩。

## 二、利率的決定

在來討論利率高低如何決定這個問題之先，須有三點加以說明。第一、一般之所謂利率決定於資本的供求，要看看所指資本的意義是什麼，如為實物資本，則利率之決定當繫於若干技術及心理上的因素，如龐巴衛克 (Bohm-Bawerk) 着重對現在貨物與將來貨物之相對的需要，即為此種看法而來。惟我們所指的資本，乃是可以貸借的資金，亦即是指對貨幣的供求，其理由已申述於前節。

第二、利率既為一種價格，即為整個價格制度中的一環，亦即與他種價格各有相互的關係，研究其決定的原因，即不能單獨提出利率而論，必須將利率與他種價格同時並論，即須以整個價格制度為背景，如是看法雖覺整形複雜，然而在下了解上反倒容易多了。

第三、當我們談利率如何決定，似乎只有一種利率，其實不然，利率不只一個，而有若干個，彼此互相聯繫，成爲一個利息系統，不過我們爲分析方便起見，可將問題簡單化，而擇一較爲基本的利率（如特定的短期利率或某長期利率等），以爲分析的對象，只要基本利率的決定明白了，然後依各利率間的關係，就可推斷其他，關於這一點，下節當再加說明。

今假定一社會中，僅有短期借貸，而其餘一切皆爲即期交易，如是當市地在某日開始時，過去的契約皆已結清，而僅須決定各種貨物及勞務的即期價格，與乎短期（如一期）借貸

的利率，一切皆決定於當時的供求。企業家及私人根據任何一套價格（包利率）以作計劃，即形成市場上供求相對的力量，雖然他們也顧及對將來價格及利率的期望，但因為是即期交易，惟有對現時的決定乃能執行，故市場上即只注意現時供需兩方面的對立。如根據原來價格及利率，供求兩方不能相等，則是不能平衡，就必須變更計劃，調整供需，直至得一暫時的平衡為止，亦即使現時的供需相等為止。

由是看來，利率與其他種價格必需要作同時的決定，即由若干的供求方程式，以決定整個價格的制度，能否得一解答，要看方程式的數目是否等於所須決定的價格及利率的數目，今設有 $n$ 種可以交易的貨物及勞務，其中 $1$ 種用作價值的尺度，如是有 $1$ 個價格須加決定，惟另有一種利率（即貸借款項的價格）合起來，就有 $n$ 個價格須加決定。按每一貨物及勞務皆有一個供求的方程式，所以就有 $n+1$ 個貨物及勞務的供求方程式，此外尚有一貨幣供求的方程式及一款項貸借的供求方程式，合共就有 $n+1$ 個方程式，惟在此 $n+1$ 個方程式中，若有 $n$ 個解決，那其餘一個自然解決，故由此可謂僅有 $n$ 個方程式以決定 $n$ 個價格（包利率），因而全體價格制度的分解即不成問題。

何以上述 $n+1$ 個方程式中，除 $n$ 個外其餘一個可以自然解決，即是自然消除，我們須加密切注意。按一切交易皆無非以某一貨幣價值交換等量的另一貨幣價值，今以一個私人而論，假若他的支出多過於收入，那他必定有借款或減低他的現存；同理假若他的收入多過於

支出，那他必定有貸款或增加他的現存，以公式表示，可為：

$$\text{現存} = \text{貸款} + \text{增加現存} - \text{支出}$$
 其中「增加現存」項可為正數（凡私人帳項皆可如是表示），結各個人的帳項亦可是表示。

關於一個廠店的帳項就較為複雜了，最初可有現存以償還過去借款，其後可又借入款項，因應用生產因素而減低其現存，可又因出賣貨品而增加其現存，最後則又發放股息而減少現存，故由公式可作如下表示：

$$\text{現存} = \text{貸款} + \text{增加現存} - \text{支出} + \text{股息}$$

全體商店的總結帳項亦可照這樣表示，若合一業而論，則凡一廠一店的未製成品而賣與其他廠店的，就可不必計入，由是所謂成本，即為勞力與私人供給的物料，而出品亦即為售與私人的製成品。同理在全體私人帳項總結時，凡一部分私人的收入而即為他人的支出者亦可消除，由是私人之淨收入則皆為由廠店付出的成本，（按償還舊債亦為先付的成本，而付股息乃一自由項目）故如在生產成本市場上供求相等，則全作私人的淨收入必等於廠店的總成本，同理，如在產品市場上供求相等，則產品總值必等於私人之淨支出，如在借貸市場上供求相等，借款必等於貸款。故以全社會而論，其帳項可由上列公式表示：

$$\text{交易獲得現金} = (\text{產品總值} - \text{全體私人之淨支出})$$

十 (全體私人之淨收入—成本總值—股息—償還儲蓄)

十一 (私人—存款)

〇〇

所謂以全體社會而論，由交易獲得現金等於零者，其意義即是說貨幣的需求等於貨幣的供給，故由此推論，若在貨物及勞務市場上達到平衡，若借貸市場上亦達到平衡，則貨幣市場上自然亦達到平衡，故貨幣供求方程式的解答，是隨其他方程式的解答而來，即僅有 $n$ 個獨立方程式去決定 $n$ 個價格（包利率），整個價格制度同時得一解答。

按上述推論乃為除去貨幣的供求方程式，即皆貨幣供求的平衡，可由其他方面的平衡自然求得。惟我們亦可逆隨凱恩斯所用的方法，除去貨幣供求的方程式，而以貨幣的供求方程式列為上述 $n$ 個方程式中之一，即以此 $n$ 個方程式決定 $n-1$ 個價格，及一個利率，由是每一方程式皆有作用，而利率的決定，即配合於貨幣的供求，由是更可著重利率與貨幣的關係。

### 三、利率的差別

我們縱不談實物利率而僅談貨幣利率（因實物利率亦可化為貨幣利率），實際上亦不只是一個單純的利率，對於各種貸款，各有不同的利率，彼此相關成爲一個系統，我們現在先舉其彼此差別的原因，然後尋求其關係的所在。

按各項利率的差別，其主要原因，不外起於兩方面，其一由於借款人失約風險的大小，

其二由於大債期間的久暫，其實兩方面都有風險的因素在內，可是利息中之一部分為風險的報酬，其主要的對象乃為債務人的失約，其他情形相同，若借款人的信用好，則利率可較低，借款人信用壞，利率必較高。其實一個借款人是否可靠，或者說他信用的好壞，大半憑貸款人的估計而定，而各人的估計自然各有不同，借款人若欲借得少數，必定先向對他較有信任者去借，若數目大時，自然就要推廣到對他不大信任的人去借，因而出的利率亦必較高。大凡一個借款人能夠向一個貸款人借得的數目須受兩重限制，一為貸款人可動用的款項，一為貸款投資於一個方向的願意程度。自然借款人出利較高能從一個貸款人借得的數目當亦愈大，貸借市場是一個不完全競爭的市場，借貸兩方都有相當的獨佔地位，所以一般的不完全競爭學說，亦可在此應用。

關於由債務時間的久暫而引起利率的差別，我們可有更詳細的分析，同時亦可尋出幾種主要利率間的關係來，此種差別的由來，一部分還是由於風險（因為在債務約定期限內，利率也許又有變化），但此外亦有他種考慮。

凡一長期的債務總等於若干次遠期訂定的短期債務，譬如今有訂定六個月為期的一筆債務，等於以一月為期的近期債務，再加上五個遠期訂定的以一月為期的債務。如吾人決定一最短期間（如一週）為基礎，比較時期更短的債務可暫不計及，則任何長久期間的債務，都可化為此基礎時期的一個近期債務，再加上一串同時期的遠期訂定的債務，譬如以原訂兩週

的債務而論，則可化爲一週的近期債務（即本週一借來，訂下週一償還的債務）再加上一個遠期訂定的以一週爲期的債務（即現在訂定下週一借來而於再下週一償還的債務）。所謂遠期訂定者，即是借貸雙方於現時訂約，而交款與還款（及利息）皆於將來執行，所以本爲定期兩週的利率，亦可視爲是一種混合數，即由第一週的近期利率與第二週的遠期利率混合而來，如果支付利息定於全期之末執行，那末由兩週爲期的利率計算所得的本息總和，必等於以第一週的近期利率計算本息，再以第二週的遠期利率計算本息摺乘之積。今設  $B_1, R_1, \dots$  等表示以兩週三週……等爲期之長期利率，而以  $r_1, r_2, r_3, \dots$  等爲第二週第三週……等之遠期的短期利率，而  $r_1$  即爲  $R_1$ ，我們即得如下結果：

$$1 + R_1 = 1 + r_1$$

$$(1 + R_2)^2 = (1 + r_1)(1 + r_2)$$

$$(1 + R_3)^3 = (1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)$$

如果，我們以一簡單利息爲一近似值，則上列公式更可簡單化爲

$$R_1 = r_1$$

$$2R_2 = r_1 + r_2$$

$$3R_3 = r_1 + r_2 + r_3$$

由是可知長期利率乃爲近期和遠期的短期利率之算術平均數。

任何一週之遠期利率的決定，亦如貨物的遠期交易價格，含有相當投機因素，其利率必達相當高度以吸引充分數目的投機者進入遠期市場，並且必高於一般預料在該週內的短期利率，否則投機者所遭的風險即為報酬，故遠期的短期利率必超過預期同時期的短期利率，其超過之數即為風險的報酬。此在預期短期利率在將來不致有變化，其情形即如此，如預期短期利率將來會有上升，超過之後，必大於風險的報酬，惟有在預期短期利率將來會下降時，遠期利率乃能低於近期利率。

關於長短期利率的關係，亦復如此，即如預期短期利率不致有變化時，則長期利率超過短期利率之數，即為正常的風險報酬，如一般認為現時的短期利率特別的低，則無疑的長期利率是在短期利率之上，惟有在認為現時的短期利率特別的高時，短期利率的變化常大於長期利率的變化。

上述分析係以短期利率為根據而得的結果，如假定某一種長期利率，以作分析，亦可得相同的結果，實際上對短期長期利率，皆有預期的作用，惟皆可化為任何一種以作分析。

#### 四、利率變動的影響

任何一種利率的變化，都受影響企業家對其成本（或投資）及產品價格的計算發生變動，所有有關的折扣價格都受影響，並且所計劃要出的產品及要作的投資愈在較遠的將來，所



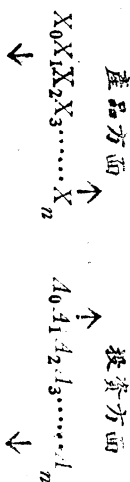
受的影響愈大，這種影響雖有一定的系統，但決不是一個單純的比例，所以在分析時，只有將一般的變化，分析為若干種利率的特殊變化，各別推論。

今設對每一期間的貸借市場皆有一個特殊的利率，假定其中只有一個利率變化，而其餘的皆不變，且一切價格及預期價格亦皆不變，在這種情形下，看要發生何種影響？假設變動的那個利率是  $i$  週的利率，則企業家計劃在第十二週內要出的一切產品，和要作的一切投資，其所扣的價額都要受影響。譬如這個利率下落了，則  $X_1, Y_1, \dots$  等各項產品的折扣價格和  $X_2, Y_2, \dots$  等各項投資的折扣價格都要上升。  $X_1, Y_1, \dots$  等代表企業家原計劃在  $(i-1)$  週內要出的產品和要作的投資，其結果企業家必計劃增加該時期的產品  $X_1, Y_1, \dots$  等，並且計劃減少該時期的投資  $X_1, Y_1, \dots$  等，由比即為減少其他時期的產品或增加其他時期的投資，或兩者都在。

按  $X_1, Y_1, \dots$  及  $X_2, Y_2, \dots$  等既為同時期的，則因利率變化而引起他們折扣價格變動，乃為同比例的，凡各種貨物其價格的變動為同比例的，在研究時，就直可視為一種貨物看待，因為在計劃增減時，投資與產品的變動方向各有不同，或者說他們有各別的正負符號，可是因為他們的變化是同比例的，所以還是可以當作是一種貨物看待，而專注意於兩者價值之差

(即同時期的產品價值與投資價值之差)，我們就叫這種差別的價值為剩餘價值，如是前面的結論，我們就可以這樣說：如果 $r$ 過的利率下降，其影響即為企業家變更生產計劃，使 $r$ 過去的剩餘價值有所增加。

一個利率的變化，既可作如是看法，則推而廣之，如各時期的利率皆有下降，則各時期的剩餘價值皆將上升，惟這種變動，並非一純粹的比例，乃為時期愈近的剩餘價值，上升愈小，時期愈遠的剩餘價值上升愈多。誠然每一時期的剩餘價值皆受兩重的影響，即其自身的價值上升，企業家將以之代替他種計劃，但是其他時期的剩餘價值上升，則又有被代替的趨勢。不過時期愈後的計劃，擴張的力量愈大，收縮的力量愈小，其結果最遠的計劃得着最大的擴張，最近的計劃得着最大的收縮，整個生產計劃前後各時期的產品和投資都形成一種轉動，不過方向不同。用圖來表示，產品和投資前後的轉動，其方向各如箭頭所示：



至於整個剩餘價值的前後轉動，當視產品方面的轉動與投資方面的如何劃分，而此種劃分又決定於生產技術的狀況。如各時期利率上升，其對生產計劃的影響，恰與上圖所示的相

反。總結而論，利率變化的影響，乃為生產計劃起一種前後的轉動。在純粹的形式理論上來說，我們的結論，不過如是而已。

但在實際上我們亦須考慮到利率變化究在何種情形下有最大的影響。按通常情形，利率變動的範圍頗狹（往往在幾厘之間），在這種範圍內的變化，其對於近期的產品及投資的折扣價格所發生的影響極小，常為一般企業家所不計及。既然依同一道理，如企業家計及將來的時期甚遠，則利率變動的影響極大，而企業家對之亦最注意。

惟企業家計劃將來，究到多遠的時期，一方面要看生產技術的情形（有若干事業較其他的事業計劃須更遠），一方面也要看風險的程度，譬如將來產品的有效預期價格（即作為生產計劃的基礎者），並非將來最可能實現的價格，乃為在此價格內除去風險的報酬，如是計劃愈遠，風險的因素愈大（即將來價格的變動不一定），過一定點後，全部皆為風險的報酬，而有致預期價格即等於零，生產計劃的時期亦即以此為止境，不致無限延長，即是正在利率變化的影響最大的時候，而又被風險的因素壓倒。

由是看來，在實際上，在最近將來，利率的影響太弱，為企業家所不甚注意，而在最遠的將來，風險的勢力又太大，以致利率的影響又無從顯出，故利率對企業家所生的影響，乃在此兩極端之間，其間的範圍大如何，當視風險因素的力量，在恐慌時，一般互不信任，大多作「由手到口」的計劃，則利率的變化影響甚小，在平靜時期，相互間的信任較大，風

險的力量較小，則利率活動的範圍較廣，而其變動所發生的影響即為前述在生產計劃上所起的  
前後的轉動。

# 海約克之中和貨幣政策

沈慶生

- 一、引言：海約克之貨幣理論發展概觀。
- 二、海約克之貨幣理論提要；（1）生產資本品與生產消費品間之平衡條件；（2）在信用循環狀態下之價格機械。
- 三、中和貨幣政策。
- 四、一般的批評。
- 五、海約克的修正。

## 一、引言——海約克之貨幣理論發展概觀

海約克 (Hicks) 在其「生產與物價」一書中，將貨幣理論的發展分為四個階段：

第一個階段，以費歇 (Irving Fisher) 之理論為代表。費歇認為貨幣總量可以決定貨幣之價值（這是一般物價水準），由此而得到其著名之「交易方程式」(Exchange Equation  $M = P \cdot Y$ )。海約克謂此種解釋過於機械；且只講貨幣總量與一般物價水準，必然忽略個別活動所生之影響，同時非貨幣因素所生之影響，便也無法看出。在這種情形下，貨幣理論與經濟理論遂成爲兩個截然不同的題目。

第二個階段，是一方承認貨幣總量與物價的關係，一方進而探討貨幣增加是以何種途徑

來影響物價。因此這派所注重的是貨幣與個別物價的關係。這派的代表是洛克 (Locke)、坎涕龍 (Cantilhon)、和凱尼斯 (Cairnes) 等。凱尼斯以後，差不多經過一世紀，這派又進步到解釋貨幣數量與界限效用的關係，希望由貨幣所得來說明一般物價之變動。

第三個階段，不是單純地看貨幣對個別物價有何影響，而是看貨幣增加或減少如何先影響利率，再由利率的變動，變更消費品需要與生產品需要之比例，使一般物價水準發生變動。這派看法肇始於洛克，至吐克 (Tooke) 及賈頓 (Thornton) 時方比較具體。但一直到威克塞爾 (Wicksell) 才發揚光大。威克塞爾提出「中和利率」一詞 (Neutral rate)，這名辭的意義是：如果儲蓄之需要等於供給，則此利率為自然利率 (Natural rate) 或均衡利率 (Equilibrium rate)。但在貨幣經濟時代，銀行能伸縮信用，所以貨幣利率 (Money rate or Market rate) 不必等於自然利率。設貨幣利率高於自然利率，則物價下落；低於自然利率，則物價上升；等於自然利率，則物價不動。因此在貨幣利率等於均衡利率之情形下，物價不交貨幣因素的擾亂，成爲中和狀態，這時候的貨幣利率，就叫作中和利率。海約克認爲這派缺點也是在過於重視一般物價水準。

第四個階段的理論等於對威克塞爾之解釋作進一步的分析。這一階段的代表是米西斯 (Von Mises)，米西斯謂貨幣利率不等於自然利率時，對消費品及生產品發生不同之影響。因爲影響之不同，遂發生經濟循環之現象。海約克承認其理論，而認爲太簡略，所以在他的

「物價與生產」一書中，理論方面可以說是根據米西斯的學說加以發揮。他放棄貨幣之一般價值的觀點，只談貨幣在何種情形下能夠影響貨幣之相對價值。如果貨幣之作用能使貨物之相對價值不變，則此時的貨幣是在中和狀態中因此海約克之貨幣政策乃以中和貨幣理論為對象，而不以價值穩定之貨幣為目標，這一點頗與眾不同，很受不少人的攻擊。

海約克是奧國學派的一員，所以他的生產理論與賈巴衛克 (Bohm-Bawerk) 差不多。兩人都認為如果減少消費品的需要，增加資本品之需要，則生產機構 (Structure of Production) 必更資本化 (Capitalistic)。此時如果貨幣政策運用不當，使擴充生產所需之資本出自新發出的貨幣，而不出自人民之儲蓄，則最終結果必入于恐慌態，所以哈伯勒 (Herbertler) 稱海約克之經濟循環理論為「貨幣的過度投資理論」 (Money over investment Theory)。

## 二、海約克貨幣理論概要

海約克之中和貨幣政策，徐穆據其對於經濟循環之解釋；所以中和貨幣政策之是否可行，全靠其貨幣理論是否正確；其假定是否合乎實際。關於第一點，海約克自己聲明其理論並不完全（註一），以不完全之理論來決定政策，則該政策之實用性自一定可疑。第二點受攻擊最力，尤以自均衡狀態出發一點，海約克在其「利潤與投資」一文中亦已加以修正，不過並未因此而表示其放棄中和貨幣政策之見解。

海克約貨幣理論之前提為均衡狀態；即所有之生產要素 (*Factor resources*) 均已充分利用，無失業之現象存在。其分析方法是將貨物分為兩大類；第一類為「生產者貨物」 (*Producers Goods*)，第二類為「消費者貨物」 (*Consumers goods*)。生產者貨物包括中間貨物 (*Intermediate Products*) 及各種基本生產要素 (*Original means of Production*) 如土地與勞力。由于技術上的原因，現代資本主義生產方法的特徵即是迂迴生產 (*Round about Method of Production*)，先節省一部勞力資源來生產「生產者貨物」，使生產機構延長 (*Structure of Production*)，俾于一定時間後能生產較多之消費品。這時如果生產品的需要與消費品的需要離開了原來的平衡的地位，則兩者的相對價值也必隨之改變，生產機構自然也發生伸縮。這是海約克貨幣理論的中心觀點，但這裏隱含的假定並不清楚，因此在「物價與生產」的第二版序言中，他說明所謂對資本品之需要，雖是以貨幣形式，然而並不限制于新的資本品 (*New Capital Goods*)，所有資本品的需要也都計算在內 (*General Demand for Capital Goods*)。○于是在某一時間內用于資本品的貨幣就等于該時間內資本量的價值，不過這裏仍有兩個困難，第一是對于耐久貨物 (*Durable goods*) 無適當之解釋，第二是只注重于貨幣之量的變動而未及于流通速度的變動，海約克認為這兩個困難並不影響其理論，反之，他認為如欲在同時顧及生產機構之變化與貨幣之運用則必須有這個假定。

根據這幾個假定，海約克先分析生產資本品與生產消費品之平衡條件，再進而分析生產

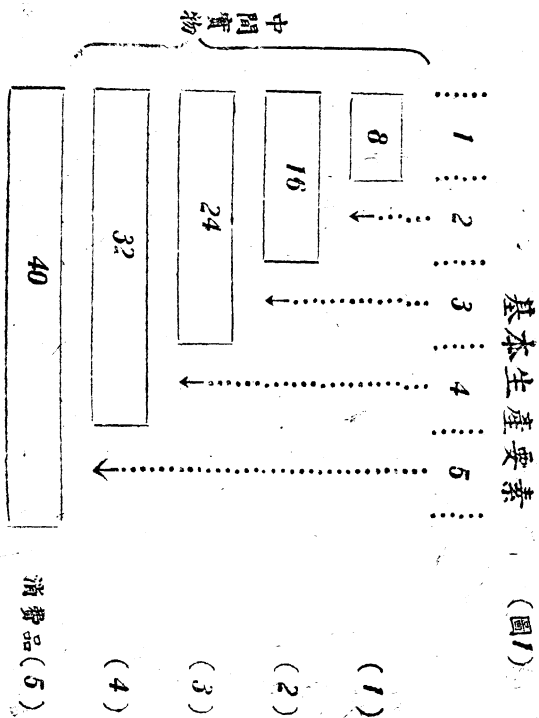


機轉變動時物價之變動與利率關係。

(一) 生產資本品與生產消費品之平衡條件

海約克先假定將基本生產要素 (Original means of Production) 分為五部分。以第一部分

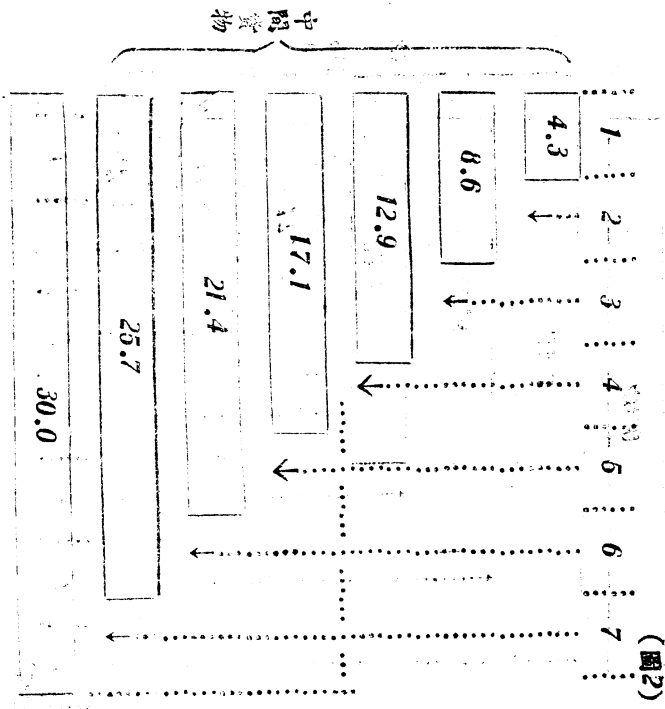
生產價值為八個貨幣單位之資本品，再以第二部分基本生產要素 (亦值八個貨幣單位，以下簡稱元) 與第一類資本品相合生產第二類資本品，價值為十六元。同理加上第三第四部分基本生活要素，所生產者均為資本品，直至加入第五部分基本生產要素與第四類資本品配合始生產價值四十元之消費品。貨物由早期投資 (earlier stage of Production) 至晚期生產消費品中間的過程，海約克以下圖來表示：



海約克之中和貨幣政策

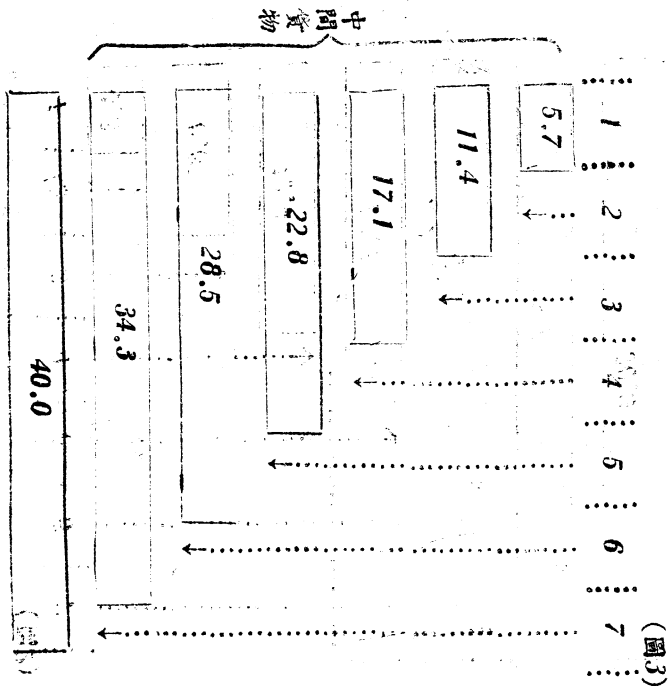
圖中每一長方形代表一個生產階段 (Stage of Production)，在圖上面的階段稱爲早期 (Earlier Stage)，接近生產消費品的階段稱爲晚期 (Later Stage)。圖中由上到下，代表生產要素及貨物之流動方向，由下到上則代表貨幣之流動方向。圖中消費品之生產者將其所售之四十元中之八元付與第五部分生產要素，以卅元購買第四類資本品，第四類資本品之生產者以八元付與第四部分生產要素，以廿四元購買第三類之資本品。以此類推，此四十元乃平均分配于各生產要素，資本品總值與消費品總值之比爲 30:80 或 1:2。

海約克認爲以上的情形屬于靜態的社會 (Stagnant State) (註 1)。今假定自動儲蓄繼續增加 (Voluntary Saving)，增加的來源是減少消費品的需要，增加資本品的需要。設消費品之生產者所得之代價因此由四十元減爲三十元，則生產資本品之總值應增加至九十元，消費品生產者之收入減少，其所付于資本品及生產要素之貨幣單位亦必減少，于是生產要素之價格乃同比例的降落。但因利用迂迴生產關係，消費品之供給量最後必增加，故其價格落得比資本品及生產原素還要多。消費品價格既比較低落，投資于較晚之生產階段 (Later Stage Production) 者減少，投資于較早之生產階段者增多，于是生產階段增加，生產機構之延長，貨幣之用於中間貨物者因之加多。這個時候如米儲蓄與投資不生變動，則消費品之價格雖減低，而其成本亦因生產要素之報酬而減少，人民之貨幣所得詳減，實物所得反增 (註 3)，生產機構也就可以維持平衡，如以圖表示之應如下。



上圖中生產品貨幣價值與消費品貨幣價值兩者間之比例是30:90或1:3

其海納克  
 假定資本品需要之增加，不由於自動儲蓄之增加，而是由於銀行對生產者增加放款四十元。此時因對生產品之需要增加，生產階段乃亦因之由四段增至六段，生產品之價值與消費品之價值比例由二：一變為三：一，如附圖所示。



(圖3)

消費品與生產品之比例由40:86或1:2

倍為40:120或1:3

這種生產機構的延長與由自動儲蓄所造成之生產機構，在動機上有一根本的異點；即在前者，減少消費比例乃出于自動，所以在生產完成後，實物所得增加，人民不會變更其生產品需要的比例。在銀行信用膨脹之情形下，則消費者並無改

變其消費比例之意圖，不過是因為生產要素有限，增加中間產物只有減少消費，一旦貨幣之增加停止，發出之貨幣成為人民之所得時，則消費者一定要恢復其原來之消費比例，消費品價格增加，生產資本品者無利可圖，已經延長之生產機構，至是必須縮短，以維持其舊有之比例，此時許多生產設備將擱置無用，而入于恐慌的局面。茲以圖表示之如下：

消費品總值與生產品總

值之比較最後又回至1:2。

設貨幣增加不用于生產

資本品而用于購買消費品，

其情形又當如何？海約克認

為亦能造成恐慌，比如增加

儲蓄後，生產機構延長如圖

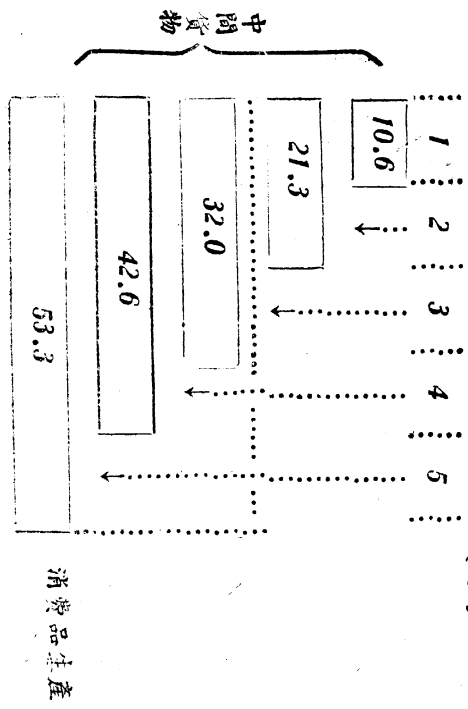
(4)，如此時增加消費者

購買力五十元（數量須足以

抵償其儲蓄）則消費品之需

要與資本品之需要仍回到原

來之比例，生產機構縮短使

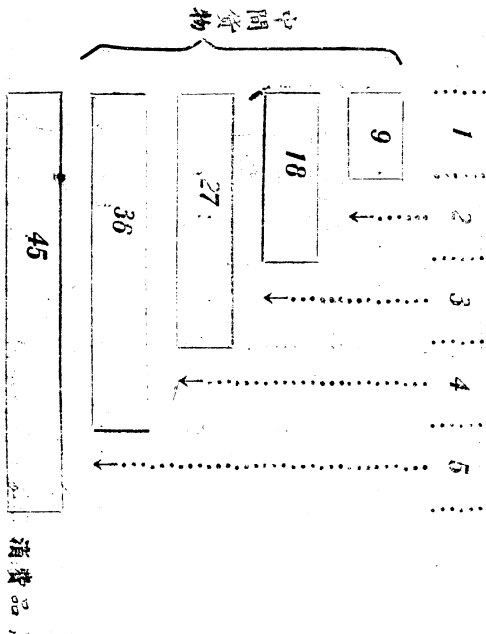


(圖4)

海約克之中和貨幣政策

資本品之價值與消費品價值之比為45:90或1:2，而實物所得毫無所增，如下圖所示：

以上的分析均假定每一生產階段均與其前後之生產階段作貨幣交易。如果將這個假定取銷，用一個企業來經營某一種工業（非所有工業）之各階段，則出售消費品之所得，不必有一部用于購買中間產物，全部可立刻用於付給各基本生產要素，如此則雖然貨物流動數量未變，而貨幣之需要減少，換句話說，就是貨幣之效能（*efficiency*）加大，設拿以前的例子來說：，一個企業者準備增加生產設備，開始儲



(圖5)

蓄。在生產之前彼須減少其消費（即工資等），並移其一部生產要素以製造中間產物，至生產機構完成後，彼始可以將其所得全部花費（如恢復工資等等），不必再繼續儲蓄。因為所延長之生產階段，彼此間不需要貨幣交易，所以生產機構延長後，消費品價值與生產品價值之比仍為40:80而非30:90。

1 2 3 4 5

80

中間貨物

40

消費品生產

(二) 在信用循環狀態下之物價機構

生產要素的移動之結果，已如上述。現在我們要問生產要素為何移動？海約克的解釋，生產要素自一生產階段移至另一生產階段，一定是此新的生產階段中之報酬較高（因為需要的變動），也就是說各階段產物之價格比例發生差異，是生產要素移動之主因。生產階段的變動一定要包括生產工具的移動，而生產工具又因性質的不同，其流動性也不一律。因此價格的變動也必受其影響。海約克將資本品分成爲兩類：一類叫特殊的資本品 (Specific goods)

，是指在特定之生產階段中，方可以應用的貨物。一類叫普通資本品 (Non-specific goods) ，是指在所有生產階段中的可以應用的工具。設各生產階段之產品在價格上發生差異，則普通資本品必流入價格較高階段，直到報酬遞減律發生作用為止，這就是海約克的「價格差度」理論 (Price Margin Theory) 。在平衡的狀態下因為工資地租均一律，前後階段的價格差異就是所付利息的差異。譬如第二階段借款九十元，第三階段借款一百元，假定利率為一分，則在平衡狀態下，兩個階段所付利息差額為一元，這一元差額即為其「價格差度」。這時如果利率降低到八厘，生產機構延長，則利息的差異為0.80元，也就是說「價格差度」減小。

在不平衡的條件下，或者說是在由簡單生產機構到複雜的生產機構中間，則利息差額不必等於「物價差度」，因此追究這兩個變量變動的原因，便也可以看出生產機構是如何的延長或縮短，「利息差額」與「價格差度」間之相反關係可由兩個方向去探討。

第一、我們假定社會上對於資本品的需要與對於消費品的需要之比例發生了變動；此時資本品之價格與消費品之價格也必發生變動，利率便也跟着發生變動。第二、我們假定利率因為生產之膨脹或緊縮而變動，再看他如何影響物價機構而達到新的平衡。

海約克的分析完全是照着第一種情形（註四），他先假定消費者決定節省其消費用於投資方面，這時候因為對於資本品之需要加多，故資本品之價格必上升，同時因為對消費品之



需要減少，致消費品之價格降低。不過所有資本品之漲價程度不一定相同，並且也未必一定均漲，普通是靠近生產消費品之生產階段對消費品之落價感覺最靈敏，所以這階段的資本品的價格一定要落（註五）。但是落得決不會比消費品多，結果是「物價差異」的範圍縮小（註六）。生產工具用於較晚之生產階段，遂不如用於較早之階段，如此則較早之生產階段因需要之加多，其價格不但不會下落反而上升，一旦此階段之產品價格上升；則在更早之生產階段產品之需要也更增，其價格上升之程度也愈甚，最後是各階段間之「價格差度」作普遍的減少。

各階段產品價格之差異，影響該生產者之利潤，於是「普通資本品」將盡量用於較早之生產階段，直至報酬遞減律發生作用，使各生產階段之利潤均等為止。在此時期各中間產物必較未移動前之價格為高，且必有較大部分之「普通資本品」用於較早之階段，不但如此，且因為早期生產有利，將增加新階段，使生產階段加多，生產機構延長。

資本品有許多是只能用於幾個特定之生產階段，假若是只能用於較晚的生產階段，則因為「普通資本品」的缺乏必使此「特殊生產品」之效能或生產力減少，因之其需要及生產量也要減少，但如果此「特殊生產品」可用於較早之生產階段，則因為普通資本品之供給豐富，其本身之需要加多，價格上升，生產量也加大。

上面談的是減少消費，增加生產的情形，如果人民增加消費，減少生產，則情形正與此

相反。「價格差度」將普遍的加大，「普通生產品」必多用於較晚的生產階段，「特殊生產品」之用於早期者將歸於無用，用於晚期者其價格最高，結果是生產階段減少，生活機構縮短。但是生產機構的變動，需要相當的時間，在這時間內，貨物之供給與需要很難一致，生產惟一的指標便是借款的利率，利率的決定一方要看供給（儲蓄）的數量，一方要看生產者對於投資利益的計算，如果計算恰當，則在新的平衡情形下，利息支付應等於各階段間之「價格差異」，如此物價可以維持平衡，故海約克認為可以利用之款最先應入於最有希望獲利之人的手，在由儲蓄增加投資情形下，生產機構的變動是如上所述，如果增加生產不來自儲蓄而出自新的貨幣，則情形自將不同，海約克將這問題分成兩方面來分析。

第一、新的貨幣用於購買資本品。新貨幣增加的方式，海約克假定是由銀行減低利率以增加信用，並假定資本品在平衡狀態中已充分利用，所以購買資本品等於自原來之生產階段中搶走。且照普通情形看，在低利情形下任何生產者只會增加資本不會減少資本；不過因為利率的降低，使各生產要素之相對重要性改變；生產階段之用較多資本品者比用較少者上算，於是有一部生產者，將其用於基本生產要素（人工，土地）之貨幣，改用於購買其他中間產物，因之此一部之基本生產要素遂為新的投資所吸收。這時如果舊的生產者的不用的基本生產要素不敷新投資之用，則基本生產要素一定漲價，價格一漲，舊的投資者更將多購買資本品，留出更多之基本生產要素及「普通資本品」。至於「特殊生產品」的價格則因舊生產

者的需要加大而上升，生產此種貨物之利益加大，因而舊的生產機構也就為之延長。生產機構延長可以增加消費品的未來產量，然在延長的期中，較晚的生產階段感覺「資本品」的缺乏，致消費品的生產量減少，人民便不得不被動的減少消費，此波動的減少消費，由於貨幣工資的增加很難繼續，最後必是消費品的需要加多，價格上升，使社會對於消費品的需要大於對生產品之需要。這時如果沒有新貨幣繼續發出，則生產機構便要縮短而入於恐慌狀態。

第二、新的貨幣用於購買消費品。消費品之需要增加，價格上升；較晚之生產階段間之「價格差度」大於較早之生產階段間之「價格差度」；「普通資本品」多流入於較晚之生產階段，且價格亦必上漲。較早之生產階段，必感覺「特殊生產品」過多，致「特殊生產品」之價格下落。但因為消費品之生產不能很快增加，所以在過渡時期，生產階段縮小之程度，超過其新平衡點所需要之生產階段，（即消費品增加以後之平衡狀態）且因較晚階段之生產品（中間產物）的價格下落有累積性，於是較晚之生產階段，可能驟然停止生產。此外自較晚階段停工所留下之資本品及工人不能很快的為較早之階段所吸收，必須等到生產機構縮短接近完成的時候（即平衡狀態），才能夠為人所利用，原因是在生產階段過渡縮短時不能斷定其投資之方向，不敢大量吸收此剩餘之基本生產要素，因之失業的恐慌乃不可避免。

根據上面兩種分析，海約克的結論是在資本主義的生產制度下，欲求進行圓滿，必須使投資不超過儲蓄，他指出許多人誤認現在的資本足可供給此增加的消費量，而其實增加消費

量不能專靠既存的「耐久資本」的生產，同時也要靠大量的流動資本。所以如果消費品需要之增加由既存的資本來供給則無法使生產機構加長；消費品的供應終有竭蹶的一日，因此他說：「使生產健全，所須要的是使生產機構能很快的適應於由自動儲蓄及消費習慣改變所發生的消費品需要與生產品需要之比例的變動」（註七），「充分利用資源的惟一方法是不用任何人為的刺激」，因為任何人工治療「在自然發展未終了之前決無任何結果」（註八）。

### 三、中和貨幣政策

從海約克的理論中已經可以看出他是反對一般人所贊同的「彈性通貨」之主張。在具體的計劃中，他首先認為生產力增加，物價下落，乃是自然的趨勢。不但無害處而且不致使生產走入歧途。他贊同羅伯生（Robertson）馬夏爾（A. Marshall）等所主張之穩定收入，而反對蓋賽爾（G. Cassel）等之穩定一般物價水準的辦法。不過在這裏他發現在過渡時期中因為工資的固定性，要使收入不變必須增加貨幣數量，所以他的中和貨幣政策又多了一個假定，即工資可以隨意變動，這一點在後來也變成了受人攻擊的目標。

撇開了「工資固定性」這一點不談，海約克舉出兩個增加貨幣而無害的例子：

第一、因為季節變動，貨幣的需要自然也變動，這時銀行放款乃屬必需。

第二、在恐慌的時期中，銀行增加放款確已證明有效。

關於第一點，海約克認為流通的貨幣有兩個意義：在理論上貨幣流通量是指在一個「封閉狀態」(Closed System)的社會裏或指全世界所有的交易媒介物而言，在實際上則是指特定在某一經濟單位裏的交易媒介物而言，所以在有對外關係的社會裏(Open System)，很難想像到可以不變更貨幣的流通量。同樣一個國家一個地方也確是要隨着生產的變化增減貨幣的數量；然而談到整個貨幣數量或在封閉狀態社會中的貨幣流通量時，則變更數量便屬不當。因為在一國中任何一省增加貨幣等於該省人民在總生產量中取得較多一份，因此在全世界一國增加貨幣等於該國在全世界產量中得到較多一份，所以從一國來看，增加絕對的貨幣數量，只證明將各國之貨幣流通數量之比例加以改變，使生產的分配發生變動。設這國不增加生產而其他國家減少生產，其情形也與此相同。因此就整個世界或一個孤立(Isolated Country)的國家來看，增加貨幣不特無補於生產者，反而將生產者的產品送給產生新貨幣者。

關於第二點，海約克認為在恐慌時(或繁榮末期)人民窖藏貨幣，致銀行存款被提出，與在季節變動及景氣時期時人民提取現款，同屬一種情形。在這情形下所變更的貨幣數量乃指泉幣(Coins)紙幣及銀行存款等現款而言，其實除此之外構成貨幣總量者尚有其他交易媒介物如商業匯票之類，這種信用與現款不同處，在一方由此增加購買力，他方不會因此而減

少購買力，且通常不直接受中央銀行的支配，但牠的發生完全要看牠是否能在需要時易成他種貨幣，因此間接也受中央銀行的影響。這數交易媒介的存在不能證明生產變動必須變更貨幣流通量，只有證明一旦此種新貨幣加入，則將來必定可以轉換成現款。海約克指出歐洲國家因為重貼現制度關係，倒立金字塔式的貨幣制度，使信用在繁榮時可以自動的擴張（即倒立三角形的底角可以伸縮）不必經由中央銀行的作用。這時中央銀行如要防止事業膨脹便須自動的加以緊縮，不能純以其本身之信用數量為標準。貨幣的數量固可以影響貨幣的價值，貨幣流通速度之影響亦不在小。海約克在這方面的假定原是「貨幣交易係數」不變（Coefficient of money circulation）。但如果因為企業組織的改變——如合併分裂，使貨幣的需要發生變動，則為使生產維持常態，中央銀行應收回或放出紙幣，加以適應之調節，這種辦法等於是用控制貨幣數量以中和貨幣流通速度之作用，因為貨幣流通速度增加實等於數量之增加，即貨幣數量不變一點並非絕對的，主要仍在中和貨幣對物價之作用。

綜合上面幾點，我們可以看出海約克的中和貨幣政策的目的，是要使物價不受貨幣因素的影響。為要達成這個目的，一定要使貨幣處在被動的狀態中，也就是不要任何人為的增加，自然的需要貨幣如企業分裂，海約克並不反對增加，自然的節省貨幣如企業合併，海約克也主張收回，因此中和貨幣並不是永遠使貨幣數量不變，也不是使貨幣價值不變，所謂變與不變全要看生產與消費自然調節時的需要而定，也就是貨幣本身之作用要被動等於零。

最後中和利率不一定便是中和貨幣。在景氣的時候雖在中和利率下也會使貨幣之需要超過儲蓄的供給，要使資本合於正常的需要不走入錯誤的途徑，銀行一定要使生產增加自儲蓄，而不出自人為的增加貨幣。因為這樣便可以使生產品需求與消費品需求之比例的變動維持平衡，不會入於恐慌的境地。

#### 四、一般的批評

海約克的理論，受指責的地方最多。因為他的中和貨幣政策是由他理論中推演出來的，所以批評也就全集中在這一點上，我們就在許多批評中擇約一下，可以發現下列幾點是不少名家所共同認為可以懷疑的。

(一) 貨幣數量不變，生產增加則物價下落，法伯生、海約克均認為這時成本也下降不會造成惡劣影響，但實平 (E. M. Durbin) (註九) 愛理斯 (H. S. Sills) (註十) 哈洛德 (Harrod) 等則認為物價下落人民將增加貨幣餘額 (Cash balance)，如此貨幣數量必成不足，物價更將下落，所以中和貨幣對於通貨緊縮 (Deflation) 會造成物價之循環下落。

(二) 海約克忽略了「金融交易」 (Financial Transaction) 所需要之貨幣，在實際上這樣吸收的資金相當多，因此愛理斯、羅伯生、凱因斯、實平等均認為在生產階段增加時，需要增加資金；安吉爾 (Angell) 更指出貨幣流通速度在短時間內變動太快，難於利用數量上

的增減，加以中和，從長期間來看，流通速度變動最劇，是在金融交易上；而海約克却未曾顧及。

(三) 因為海約克的理論過于簡單，而在實際上許多地方却不可忽略，如消費，需要與生產品需要之比例變動後，資本價值並不能作同比例的變動，因為，這等於完全否認各階段中存貨的存在。

(四) 海約克承認工資固定性之困難，而未承認因此困難便減損其中和貨幣之價值，其實除此之外，制度上尚有種種障礙，如長期契約、物價之堅性 (Rigidity of Price) 等。使海約克之中和理想無法實現，所以他在答覆漢生 (Hanson) 及塔脫 (Tow) 時說「中和貨幣的意義最要緊的是在理論上之分析，不必為實際政策之工具」，因此「如果種種困難不能克服，則不完整之「貨幣管理」政策，反不如半金本位制為合宜」。

(五) 海約克之中和貨幣政策只用于「封閉制度」中，或以全世界為對象，而事實上不可能有一國家與其他國家完全隔絕。

(六) 海約克認為在中和貨幣政策下，允許增減貨幣數量以適應貨幣流通速度之改變、交易制度、與生產組織之變更，但對於增加生產階段是否需要增加貨幣一點則未提及。愛理斯謂如果此時不增加貨幣則一方由於消費品之生產增加，一方面由於新生產階段之貨幣缺乏，將使物價更為下落，超過真實成本所降落之程度。



(七) 各生產階段之存費（消費品除外），海約克既未加以注意，各階段之資本價值，海約克亦未曾予以計算。實平、海約克所計算之每一階段的貨幣價值，只是該生產階段之活動資本，譬如以基本生產要素產煤，所產煤之價值，只能包括利息、工資、地租及機器之折舊部分，在海約克圖中所表示者僅八元，資本價值未計算在內，然在事實上資本價值對於生產機構之影響頗大。

(八) 實平之批評中，最重要者為充分就業一點。海約克的理論只能解釋充分就業時的現象，在這個前提下，增加消費品的生產，便必然的要減少資本品的生產，這時如果資本品的生產不能以適宜價格獲得其基本生產要素，則必須將其固定資產停止運用，因之一部分工人必至失業，假使這社會上有剩餘的生產要素存在，則消費品利潤增加所引起的對生產要素的需要，不必取之於其他的生產階段，同時消費品工業的勃興亦可能刺激資本品之生產。所以實平的理論在實質上與海約克並無大分別，所異者僅在前提，但因前提之不同，兩人之貨幣政策亦有分歧，海約克主張貨幣數量不變，實平則認適度通貨膨脹並無不利。

總之，海約克的理論是建築在很不確實的完全競爭的前提上面；並假定第一、生產要素均已充分利用，各生產階段之利潤相同，第二、生產要素可以隨意移動（海約克只分別「普通資本品」與「特殊資本品」），價格可以改變，第三、企業家對將來之利益有正確之計算，這三個假定在現實社會裏均不存在，且由於各企業者（消費者同）之計算錯誤所引起之全

體行動，影響至鉅。而海約克却未加以考慮，殊嫌美中不足。

### 五、海約克的修正

海約克在一九三九年著一文曰「利潤、利率與投資」，這篇文章可以算是對於各家批評的總答覆，在這篇文章的序言裏面，他提出兩個重要的修正和幾個新的假定。第一個修正是暫時假定貨幣利率不變，看利潤率對生產變動的影響；第二個修正是分清貨幣工資與實際工資的變動以及原料品價格變動對生產的關係。前提方面最重要的改變是充分就業假定的取消，其次是利率不變，貨幣工資固定，短期間工人不能流動，生產設備不能隨意轉移等等的假定。

任何嚴格的假定均不足以解釋整個的事實，所以海約克這篇文章只是供給另一個理論的模型，並且其基本的觀念在這裏亦未變更，即增加消費品的需要，這個現象不一定在平衡狀態下要發生，在從衰落到復原的期間也是一樣。

「物價與生產」一書中分析的出發點，是利率變動，由於利率的變動，信用的數量必發生變化。再假定先有一個平衡狀態，看信用伸縮如何影響到消費品與資本品的相對需要和生產機構，這個分析基本的弱點在於平衡狀態的假定，海約克將這個假定取消後，第一個問題便是在平衡狀態下各個企業之利潤以及預期利潤沒有什麼大變動，波動的發生，可以由利率

來造成，但在非平衡狀態下（海約克指由衰落到復興的一個階段，這個階段自然是不平衡的階段並有大量尚未利用的資源）則利率的影響不甚重要，企業家對事業的進行都以利潤率（*rate of profit*）為根據，（尤其是在復興的階段）所以海約克便必須以利潤率為起點，而假定利率不變。

一定工作的利潤是工資與邊際生產價格的差數，如果物價上升，則每一週轉期間內的利潤也上升，生產完成之時間愈長，則每單位時間內的利潤也越低，所以在物價上升的情形下，資本化生產方法之利潤率低於利用人工的生產方法，生產機構因之便要縮短，一直到邊際生產力降低使各生產階段之利潤率相等為止。

這個作用海約克稱之為李嘉圖作用（*Ricardian effect*），因為李嘉圖最先指出在物價上升，貨幣工資不變，實物工資減低時，企業家為減少成本，便少用機器，多用人工，於是資本化生產萎縮。

從技術觀點來看，消費品需要（海約克稱此為最後需求 *Final Demand* 或 *Multiplicand*）增加後，投資增加有一定的數目，換句話說，就是投資倍數（*multiplier*）是固定的，但從事實上說，則消費品需要增加，投資倍數可能減少，也可能消費品需要減少，投資倍數增加，最後結果是，要麼消費需要增加，刺激資本品需要的作用與李嘉圖作用，二者孰大孰小，決定這結果的因素很多，最重要的是：（一）消費品需要的態度，（二）現存機器之耐久

性；(三)對置換新機器之需要，(四)利潤率之大小。消費品的需要總量取決於人民所得之多少，與消費品價格之高低，資本品的需要數量(或投資量)則取決於消費品總需要量之乘積，與投資倍數的乘積，(即預期每一單位消費品增加所增加之資本品與預期總消費量之乘積)，投資倍數又取決於利潤率之大小，因此，如果開始的時候利潤率很低，預期消費品需要也很低，則投資於早期生產階段者加多，在一定時期內(如一年)此新的投資中只有很少的一部分對消費品的生產有貢獻，(如製造鐵路用費\$5,000，最初一年對消費之貢獻實很有限)，海納克稱此種對消費品之貢獻為 $Q$ ； $Q$ 為投資倍數之倒數，所以 $Q$ 愈大即表示生產方法愈簡單，愈小則表示生產方法愈資本化，則利率低則 $Q$ 一定小，利率高則 $Q$ 一定大， $Q$ 同時可以指出資本品生產至何時可以無須純投資(Net investment)，假使 $Q = \frac{1}{10}$ ，則十年以後消費品生產將等於該年之總投資(Current gross investment)，由這一連串的關係，可以看出利潤率對生產機構與信用循環具有決定性的作用。在恐慌的時期，失業增加，人民所得減少，消費品需要也很少，假定工資不變，則利用人工較多之工業受影響最深，他們一定要減少僱傭，至相當時期後，各工業均已減少人工到一定限度，消費品需要便不會再減少很快，而達到一個準平衡的狀態，(Onset-equilibrium)，在這個時候，利潤率很低，實物工資則高，很可能使企業家開始用資本制的生產方法，從最初的目的不是要增加

生產，而是要減低成本，（海約克引 *Hanney* 之「資本的縱面擴張」 *Deepening of Capital* 代表此種現象。）但投資倍數一增，人民之所得亦多，消費品之需要便也加大，投資的機會因之也更多，而所以也愈增，於是（*Deepening of Capital*）資本之縱面擴張，與資本之橫面擴張（*Widening of Capital*）均發生衰落的現象告終，復興的現象開始。如果在衰落時期有大量未開的資源，則復興的期間可以很長，直至消費品的需要超過供給，利潤率增加，李嘉圖作用發生為止。

整個復興的階段，開始於利潤率的降低，終於利潤率的上升，這個時期的久暫，因之也要看開始時利潤率低落的程度。海約克謂：起始時利潤率愈低，則收入之增加也愈快，不久消費品之需要將超過供給，若利潤率太高，則復興又難完成，故最好的利潤率應使純投資（*Net investment*）能與純儲蓄（*Net Saving*）同率的增加，消費品的生產可以合於需要，利潤率上升至一定程度後，可以維持不變，這個利潤率海約克稱之為平衡利潤率。

單純達到平衡利潤率並非最高的目的，社會的需要是（一）最高的僱傭平衡（*Highest Ceiling of Stable employment*）和（二）穩定的利潤率。

要得到最高的僱傭平衡，海約克認為須具備下列三個條件：

- （一）較高的利潤率，使收入增加不會太快超過消費品的供給（亦即通貨膨脹狀態）。
- （二）投資增加率要小（要受利潤率及心理因素的影響）。

(三)儲蓄率要高 (Rate of Saving)，或消費率要小 (Propensity to Consume)。穩定的利潤率海約克則認為：

第一、在衰落的後期，應用公家支出來加以補救。

第二、減少工資，因工資為成本之一，減少工資，利潤率自然可以不會太低。

第三、利率不惟不可降低，且須上升；但用之必得其當，亦即須與利潤率之增加，能保持相當速度。

所以從整個看來，海約克的理論毫無變更，所改變的只是分析的工具，中和貨幣政策根本未曾提到，但在某附註中可以看出他對這一點有相當的讓步。他說：「所以我認為在進步的社會中，生產要素增加（特別是人口），人民總所得也應該不減。這個結論是錯的，因為增加一定量生產要素的生產力，與生產要素增加所增加之生產力，兩者根本不同的」。海約克既假定有未利用之資源，則在復興階段生產力的增加等於出自新的生產要素，按邏輯言，海約克應當是主張可以變更貨幣總量，但利率既不可減低，則收入增加的方法只靠增發紙幣，海約克文中並無如此含義，他所指出的惟一增加貨幣方法只是在恐慌時用公家支出來防止利潤率之過度下落。

註一：「物價與生產」第十三頁

註二：同上第四九頁

註三：關於這一點，實平謂海約克亦承認在平衡轉變期中，消費品工業要受損失，而同在「無價差度」之分析中海約克穩約中似認識實際工資與貨幣工資同時降落。

註四：利率變動的影響可參閱「物價與生產」一書中第八十頁之圖。

註五：「物價與生產」第七五頁

註六：如平衡時生產品價格為九元，消費品價格為十元，「價格差度」為一元，設消費品價格至九元，而生產品只落至八元五角，則「價格差度」減少至五角。

註七：「物價與生產」第九七頁

註八：同上第九八頁

註九：E.F. Durbin

註十：H.S. Ellis "Common monetary theory"

# 克那浦之貨幣理論

陳靜民  
程迺豐

一、克那浦之生世及其著述。

二、克那浦之貨幣理論：甲、支付工具之意義及名目主義單位價值之歷史觀；乙、貨幣為法定標記價值之支付工具；丙、貨幣與金屬之關係及足值製幣金屬價值穩定之原因；丁、一國之貨幣系統及其本位貨幣之特質；戊、世界各國本位貨幣之分類方法；己、一國之貨幣對於他國貨幣之匯價及其穩定之方法；庚、足值貨幣用於國際而非足值貨幣用於國內之貨幣政策。

三、克那浦貨幣理論之軒輊：甲、關於貨幣之本質；乙、關於貨幣之對內價值；丙、關於貨幣之對外價值。

## 一、克那浦之生世及其著述

克那浦之全名為 *Georg Friedrich Knapp*，一八四二年三月七日生於德國給生 (*Giessen*)，一九二六年二月廿日終於德國達姆城 (*Darmstadt*)，一八六七年被任為藍浦且格 (*Leipzig*) 新辦之市立統計局局長，一八六九年在西特拉司波而格 (*Srossburg*) 充任國民經濟及



統計學副教授，一八七四年至一九一八年間仍在原處任全教授，其經濟理論屬於歷史學派，其於一八八七年出版之「農民解放及普魯士舊土農民之本原」(Die Bauernbefreiung naher Utopie der Landarbeiter in den älteren Teilen Preussens)一書爲其歷史學派經濟理論之代表傑作，對於司塔因哈赫教拜赫格地方農業改造之經濟及社會發展開發極詳，其對於經濟制度方面之貢獻以其一九〇五年在藍浦且格所出版之「國定貨幣理論」(Staatsliche Theorie des Geldes)爲最著，建立其名目主義(Nominalismus)之貨幣制度理論，蓋當時德國貨幣學者，分爲金屬主義(Metallismus)與名目主義兩派；彼則本則歷史學派之經濟理論，建立國定貨幣理論，闡明其名目主義之主張，解決當時之爭論，此外彼此著作中，尚有下列數種：

一八七四年出版之「人口轉變之理論」(Theorie des Bevölkerungswechsels)

一八九一年出版之「奴隸農民及自由農民」(Die Lan Larigier in Knautschal und Freiheit)

一八九七年出版之「貴族主權及貴族之領域」(Grundherrschaft und Bittgenau)

一九二五至一九二七發表之「選文集」(Ausgewählte Werke)

一九二七年出版之「德國學者之青年自傳」(Aus der Jugend eines deutschen Gelehrten)

其所著「德國學者之青年自傳」一書中，對於其一生之事略敘述頗詳。

## 二、克那浦之貨幣理論

本節擬將克那浦之貨幣理論，作有系統之介紹，分爲七段以說明之，第一段支付工具之意義及名目主義價值單位之歷史觀，第二段貨幣爲法定標記價值之支付工具，此二段爲其理論之主流，闡明其貨幣之見解。第三段貨幣與金屬之關係及足值製幣金屬價值穩定之原因，第四段一國貨幣之系統及其本位貨幣之特質，此二段說明克氏討論貨幣對於國內關係之見解，第五段世界各國本位貨幣之種類，第六段一國貨幣對於他國貨幣之匯價及其穩定之方法，此二段說明克氏討論貨幣對於國際關係之見解，第七段現金用於國際而紙幣用於國內之貨幣政策，此段爲克氏對於當時貨幣政策之具體主張。筆者分段介紹其理論者，使讀者易於明瞭其理論之主流，循其思想之線索，窺其理論之層次耳。

### 甲、支付工具之意義及名目主義價值單位之歷史觀

克氏謂貨幣法制之產物，研究貨幣理論，應從歷史上探討有關貨幣法制之變遷，自古以來，各國貨幣之外形，代有更改，其用以製成之物質，各有不同，雖古今中外對於金屬所製成之貨幣較爲歡迎，但紙幣風行一時，亦爲歷史上所常見，由此可知貨幣之精神，不在其外形是否爲金屬硬幣，而在規定其效用之法制而已。

克氏又謂貨幣不論其為金或為紙所製成，均為支付工具之一種。所謂支付工具者，常人竊解為交易用之貨物（*Exchange Commodity*），實為不確之論，例如二人互以白銀與米穀交換時，以持銀以易米者而論，固可以白銀為貨幣，但以持米以易銀者而論，亦可以米穀為貨幣，固二者同為交易用之貨物也。必以一國之內，一社會之內，其居民互相交易時，相習均先以易得某種為最通用貨物（例如白銀）為務，然後該物始因該社會之公認成為交易的媒介用之貨物，久之政府予以承認，加以規定，成為支付工具之真意，不僅為交易用之貨物，而係為社會公認法律規定為交易媒介之貨物也。克氏又謂一切支付工具必經社會公認法律規定用為交易之媒介品固矣，但此工為支付工具者之本身，未必為貨物，例如不兌現紙幣為社會公認用為交易媒介者，但非為貨物所製成，可知貨物非支付工具之必要條件也。常人之喜以支付工具之本身亦為貨物者，以其能兩用也，例如售米者所得若為白銀，則可用為製銀器之原料，亦可用為易取其他所需之貨物，以銀製器者，用在其本身，以銀易貨者，用在其所易得之貨物，由此可知，白銀之被社會認得交易媒介品者，或以其本身之效用，或以其所可易得貨物之效用，然則享受貨物效用之可能，實為一物被社會公認為交易媒介品之主要條件，但享受貨物效用之可能，非必支付工具之本身，即為貨物而後可，若其本身雖非貨物，而可以之易得可用之物以供享受者，亦復相同。

克氏又謂實物交換社會中，以物易物，各物均為享受效用者之目的物，是否即能謂此各

物均爲支付工具，若以各物均爲支付工具，則等於無支付工具，必有一物爲各人相習用爲普通交易之媒介品，持此者可以換取一切所需之貨物，其後受此者更可用以易得其他所需之貨物，如此繼續交易，均以此爲交易之媒介品，形成其通用之特性而後可。此通用特性之由來，以其可以換取一切所需之物，以供享用，是以具有通用本能之媒介品，其本身或無效用，例如紙幣，但必能以之易取有用之物，以供人類享受，此實爲支付工具真意之所在也。推而論之，具有效用之貨物未必成爲社會所公認之交易媒介品，一物必先具有通用性，其本身即無可享用，但可以之易取需要之貨物以供享用者，方能成爲社會公認之交易媒介品，此用作交換之通用性，實爲法律所賦予，故支付工具之正確意義，爲經法制規定爲標明價值單位之流動物也。

克氏解釋支付工具之真意，重其法制規定之通用性，而不問其是否爲實物，是其所謂標明價值單位之通用物者，非其物之本身即有價值，而謂其本身僅爲價值單位之表示而已。此表示之價值單位，或名爲鎊，或名爲元，其意義如何，其價值如何規定，乃貨幣理論中各家爭辯之焦點。金質貨幣主義者 (Metallists) 謂美元等於一三·七又七分之一純金量，美元之價值即等於其含金量之價值，世俗之人對於單位價值之估量無不以其含金量之價值爲標準，是以以含金量之價值解釋單位之價值者，世俗之見也。至於貨幣理論家，則均爲名目主義者 (Nominalists)。蓋如窮究貨幣理論，則每覺難以某定量金屬之價值解釋單位之價值，例如

不兌現紙幣本不能代表某金屬某重量，自不能與以某定量之某金屬價值為某價值之解釋，即貨幣為金屬所製成，其價值亦難以其所合金屬量為標準，蓋一國之貨幣，於歷史之過程中，常有變更，或為製幣金屬之更易，或為其重量之改變，一經變更，則其內容金屬之價值亦即更改，但貨幣單位之名稱如故，是以即令單位之價值，昔日代表其所製成之金屬量者，今已不能代表矣。是以單位價值為歷史之概念，而不能以某量金屬之價值解釋之也。觀夫債務之償還，常人均以為償還債務必還其所欠之原物，而歷史可資考證者，各國法制，僅能保護債權之相當數額，政府對於支付工具，於其償還期間，隨時可以變換，昔日以銅為之者，今可改以銀鑄造之。政府對於債權債務關係，固應有所規定，例如以某量銀等於某量銅，昔日欠債為某量銅者，今日償還某量銀，由此可知政府昔日承認某量銅債務之成立者，今則准許債務者以某量銀清償其債務。是以昔日以銅代表單位價值者，僅為計算之表示，而非強迫債務人於到期時，必償還某量原金屬之謂，易言之，政府對於一切債權債務關係，皆准以償還時之通用支付工具為之，視舊債為目標債務，而非實物債務，但此並非不確定之債務，因支付工具之物價雖變，而新支付工具之數量，係根據其與舊支付工具間之比例而定，我之欠人者，與人之欠我，均按此比例計算為新支付工具之數量，故支付工具雖改，於我無所損益。一國之支付工具，固不常常變更，但其變更之可能，無時或已，是以貨幣理論家，對於一切債務關係，以及價值單位，均注意其名目性，並認此名目性為貨幣形成之基本觀念，且認為支

付工具所代表單位價值之名目性，自昔已然，非此無以達成改進之目的。歷史所昭示於吾人者，當政府更易支付工具以求改進之時，政府可以自由選擇支付工具，政府可以自由選定新支付工具之名稱，政府對於新支付工具之意義及其價值，可以自由決省。由此可知標明價值單位之支付工具，不必具有實體，其名稱不必依其重量，其價值亦不必根據其與舊支付工具間物價水準之比例為標準。是以根據理論之立場而言，支付工具之效力如何，不在其製造支付工具之物質，而其單位價值之決定，實根據支付工具價值之歷史由法制為之規定也。

觀於上列所述克氏關於貨幣支付工具及價值單位之理論，可知克氏之主張認為貨幣乃支付工具之一種，支付工具乃為經法制規定為標明價值單位之流動物，其效力如何，不在其製造支付工具之物質，而其價值單位之決定係根據其歷史由法制為之規定，是以構成支付工具主要條件之通用性及單位價值，均為法制所產生。故克氏又稱貨幣為法制之產物，其於歷史過程中所表現之外形，則代有變遷，故一切貨幣之理論，不能離開歷史而研究也。（*Dann Geld ist ein Geschöpf der Rechtsordnungs ist in Lauf der Geschichte in den verschiedensten Formen aufgetreten; Eine Theorie des Geldes kann daher nur rechtsgeschichtlich sein*）

乙、貨幣為法定標記價值之支付工具

貨幣為支付工具之一種，前既言之矣，但如支付工具之價值，必以其製成之物質之價值

為準，則不得稱為貨幣。茲觀支付工具形成貨幣之階段，以明貨幣之意義。

(一) 本位金屬無定式而認其重量為其價值之標準之支付工具。此項支付工具為具有移動性之本位金屬，而無一定之形式，其價值之確定，依其所衡之重量。所謂本位金屬者，即公認為用以為支付工具之金屬，蓋如非公認之本位金屬，則不能僅以秤其重量，為規定其價值之條件也。

(二) 法定形式之支付工具。社會文明進步，支付工具具有一定之形式與一定之花紋，凡具有一定之形式與花紋之支付工具，必為某重量之某種金屬所製成，無需鑑別，由此交付支付工具，但交付具有一定形式與一定花紋之流動物而已。其初尚為社會自由規定之辦法，及行之既久，頗為方便，法律遂加規定，凡流動物件之具有規定之形式與花紋者，方認為支付工具，但此項法定形式支付工具之效用，亦必於交付時，衡其重量，而後方能決定，是法定形式支付工具，亦可稱為實際重量法定形式之支付工具。但以此項支付工具，既有法定之形式及花紋可資鑑別其真偽與輕重，若再進一步，與價值即可依法令之公佈規定矣。

(三) 法定標記價值之支付工具。支付工具既可根據法定形式而辨別其真偽，及文明進步，於交付之時亦可不需經過秤其重量，而但憑法令公佈，以確定其價值。支付工具之價值，既憑法令公佈而決定，則法令公佈支付工具之價值時，不必以該支付工具定為某

種物質為拘束。是以近代之貨幣制度，以法令公佈為主，以物質製成支付工具，或有其自身之理由，但非為決定支付工具價值之基礎也。支付工具不論其為硬幣或紙幣，其價值不以其實物為決定之標準，但憑法令宣佈者可為的一種價值標記 (Pay-Token) 或籌碼 (Token) 作為支付工具也。表明是項支付工具之特性，貨幣學上尚無一定之名稱。克氏借用拉丁字 *Charta* 以表示之，此字具有標記價值 (Token) 或支付號碼 (Token) 之意義，並創造 *Chartal* 為 *Charta* 之形容字，以表示此類支付工具之特性。茲譯 *Charta* 為法定標記價值，蓋此項支付工具之價值，視其法定之形式與花紋以及法令之公佈而決定，此項支付工具，可名為法定標記價值之支付工具，( *Chartales Zahlungsmittel* )，法定標記價值之支付工具，即紙幣之定額也。自此非足值之支付工具，乃得有成立之可能，貨幣並可離足值金屬而存在。( *Geld bedeutet stets Chartales Zahlungsmittel*.....*Die Chartalverfassung verhält sich nicht die Verwendung k-ostbarer Stoffe zur Herstellung von Zahlungsmitteln aber sie fordert es auch nicht*.....*.....und dies geschieht deshalb weil durch die Chartalverfassung der Begriff des Zahlungsmittels unabhängig wird vom Stoff* ) 。

要而言之，貨幣形成之歷史為研究貨幣者之所必知，其發展之過程之初僅指定以足值金屬為支付工具，其價值遂可以憑其所秤得之重量而定，後來支付工具具有法定形式與花紋，



以資鑑別，雖此時其價值仍憑其重量而決定，但可進而由法令公佈，以規定其價值，最後支付工具經法令公佈，規定其所標記之價值，是時支付工具遂可脫離本位金屬而存在，是即為現時通行之非足值實質之貨幣也。

前節所論價值單位之名目性，係由政府以護法考之資格所產生，本節所論支付工具之標記性，亦由於政府宣佈而產生，是二者皆為政府法制之產物，故克氏謂貨幣為政府法制之產物也。

丙、貨幣與金屬之關係及足值貨幣金屬價值穩定之原因

克氏發現貨幣與金屬之關係有三：

(一) 貨幣之性質。例如研究貨幣是否為金屬所鑄造，如為金屬所鑄成，則其製造之技術方面諸問題，均應按鑄幣之標準解決。此種關係分別貨幣是否為金屬所鑄成，常人頗為重視，實則對於研究理論方面並無重要關係。

(二) 貨幣之產生。此種關係解釋貨幣之本源，例如某種貨幣，僅能根據法令規定，由某種金屬所製造，凡持有該金屬者，可以無限制自由製成貨幣，他種金屬則不能自由鑄造，此種關係之功用，可以辨別何者為足值貨幣，頗為重要。

(三) 足值貨幣金屬對於足值貨幣之穩定價值。此種關係可以分別各種金屬，何者有穩定之價值。

根據貨幣之產生關係，可以發現貨幣中有足值貨幣與非足值貨幣之分，足值貨幣中更可分為足值硬幣與非足值硬幣，非足值貨幣更可分為金屬虛值貨幣與非金屬虛貨幣，此種根據貨幣產生所得之貨幣分類，對於貨幣理論之關係，在於足值硬幣 (Specie Money) 之發現，克氏對之解釋如下：

分別貨幣是否為足值硬幣，應先察製造該幣之金屬是否為足值製幣之金屬 (Metal)，即足值金屬是否可以無限制用以製造該幣。關於足值金屬與非足值貨幣比例之規定，名為足值規定 (Hillogenic norms)，其要旨在於規定每一單位價值內應含足值金屬若干重量，例如每一英鎊內含有<sup>40</sup>/<sub>1869</sub>之一鎊標準金，反之，每一鎊足值金屬可製若干足值硬幣，此足值規定，克氏頗為重視，認為此項足值規定，為真正認識足值硬幣之關係，但此與鑄幣標準 (Gold Standard) 無關，因此項規定並非規定貨幣如何製造，而係規定足值金屬可以根據規定無限制製成足值硬幣也。例如德國昔日以銀為足值金屬之時，凡持有每鎊白銀者，約可以製成卅個塔拉 (Thaler)，其後改以金為足值金屬時，凡持一鎊金者，可以製成 1300 馬克，此項根據，足值規定可以無限制製造足值硬幣之規定，使該硬幣之內容，不得不與足值規定相符合，故足值硬幣為有足值金屬最低限量之支付工具也。但足值規定並非確定單位價值之標準，蓋貨幣之不以足值金屬所製者，當無足值規定，但亦有單位價值，良以單位價值生於足值規定之前，根據歷史關係而確定也。

非足值硬幣者，指凡以足值金屬持交政府，用以製幣，政府不給以硬幣，但給以收條，此項收條即為非足值硬幣。在德國以一鎊金交給政府者，政府給以 135 馬克之收條，而不給以硬幣。此項收條並非金屬虛值貨幣，蓋此為可以兌取足值金屬之紙幣也。

非足值貨幣為貨幣之非由於足值金屬所製成者，自無足值規定，其支付效力係由法令規定而定。

非金屬虛值貨幣者，即該幣之本源為非足值金屬，而以紙印票作為代表以流通之幣也。政府不以足值金屬為貨幣之基礎，亦無足值貨幣作為準備金，至其是否能兌換現幣，則無關係也。

金屬虛值貨幣，流行最廣，德國當一八七一年所流行之 *Mark* 及一切銀行鑄銀幣銅幣，均屬於此類。以前之研究貨幣制度者，對於此等貨幣無所歸類，蓋由於彼等對於足值金屬，無正確之認識也。

足值貨幣金屬對於足值貨幣之穩定價值關係，係由貨幣之產生關係發展而成，根據貨幣之產生關係，人民可以某量之足值金屬交給政府，取得某數量之足值貨幣，但政府並無代表其鑄幣之責任。及自由鑄造之原則成立後，政府負有管理貨幣責任，於是足值金屬之最低價值成立。其後因貨幣流通既久，逐日消磨，初尚能勉強流通，及貨幣之磨蝕過巨，政府勢非設法收回舊幣，換發新幣不可，然舊幣之磨蝕過巨，政府不能負擔此項損失，故準許人民交

入較高數量之貨幣，換回足值金屬，是以其足值金屬之最高價值於以產生。觀夫足值金屬對於足值貨幣之定價關係，可知足值金屬之有穩定價值者，實為政府對於足值金屬價值加以管理之結果也。足值金屬之本身，並非價值之測量者，價值單位係由於其歷史之關係而確定，是以認為黃金有確定價值之特性，為貨幣之最良者，實為不確之論也。且以足值金屬價值管理之規定而論，所謂黃金有穩定價值，亦僅指人民與貨幣管理機關之關係而言，至於貨幣管理機關，對於該足值金屬，則無定價可言也。

#### 丁、一國之貨幣系統及其本位貨幣之特質

由於貨幣之發達，一國內往往硬幣與紙幣同時併用，固是需要法令為之規定，標明各種貨幣間之關係，為成系統，同時流通國內，各按其功能，發揮其效力。所謂法令，係指政府執行政策所頒之一切法令而言，蓋法律雖嚴，不能阻止廢法法律之政府之行爲，是以政府執行政策時，往往可以頒發命令，而變更法律，發生直接效力也。一國之貨幣系統，不能以政府為發行之主體而分，例如銀行發行之鈔票，亦為政府所發行，但為貨幣之一種，亦不能以貨幣之法律性而分，如德國之國庫券，並非法定貨幣，但屬於貨幣系統之內，是以一國之貨幣系統應以政府是否強制人民接收，能否發生確定效力，作為分類之根據。克氏依據觀點，研究一國內之貨幣系統，依其使用之功能，分類如下：

(一) 強制人民接受者 (Obligatory) …

(1) 發生確定效力者。即付款人於付款後，即解除責任，收款人於收款後，即無權利，發行者亦無兌換之責任，如法償貨幣是。

(2) 不發生確定效力者。即收款人可以向政府要求兌換其他貨幣，因此(甲)政府必設立機關辦理兌換，或(乙)政府必需無限數接收，而付出時，必先得收款人之同意。

(二) 非強制接受者 (Passive) 。必先得到收款人之同意，然後支付，方能發生效力。發生確定效力之貨幣，又分為政府強迫使用者，與政府不強迫使用者兩種。政府對於某種具有確定效力之貨幣，存儲甚豐，命令全國強迫使用時，則此項發生確定效力之貨幣，名為主要貨幣，或本位貨幣 (Value money) ；其餘雖發生確定效力，而未經政府強迫使用之貨幣，以及不發生確定效力與非強制接受之貨幣，總名之曰輔助貨幣 (Accessory) 。一國之本位貨幣，其特質為：

(1) 有最確定之效力；

(2) 政府有大量存儲，以備支付一切；

(3) 強逼人民使用。

政府是否存儲大量該項貨幣數目，係屬於政府之政策問題，政府往往因某幣之存儲甚多，不問法律如何規定，因而先行強迫人民使用，然後對於法律加以修訂。例如德國雖同時採行銀達拉與金幣，二者同具確定之效力，但政府對於銀達拉並不強迫人民使用，故銀達拉不

得稱爲本位貨幣；法國當 1803 年迄 1870 年存儲大量五法郎銀幣，並強迫人民使用，故該五法郎銀幣稱爲本位貨幣，其後改而強迫使用金幣，於是金幣取銀五法郎而代之，爲本位貨幣，但照法律規定，兩者在法國同爲強制接收而有確定效力者，並無差異之規定。故貨幣之是否爲本位貨幣，不能視其法律如何規定，而應視政府於實際使用時，如何選擇以爲斷，是以本位貨幣爲一國政策之產物，由一國之本位貨幣，可以窺得一國貨幣發展之歷史，及其奧妙。

克氏又解釋本位貨幣不是一國之流通貨幣 (Current money)，或流通硬幣 (Current coin)，因爲此種流通貨幣不一定是能發生確定效力者，亦不能將足值貨幣與本位貨幣混爲一談，因有數種本位貨幣，而非足值金屬所造成也。亦不能以法律規定而判斷，蓋政府支付款項爲事實問題，乃根據一國之政策而決定。要而言之，一國之貨幣，按其功能分類時，分爲本位貨幣與輔助貨幣兩種，萬不能誤解本位貨幣必爲硬幣，輔助貨幣爲紙幣，實則本位貨幣可爲硬幣亦可爲紙幣，輔助貨幣亦然，理論家僅分析事實，而不可拘於好惡之成見也。

戊、世界各國本位貨幣之分類方法

各國貨幣應依其本位貨幣爲分類標準，克氏依各國本位貨幣之性質、產生及其對足值金屬之穩定價值如何而加以分類，並爲觀察入手便利起見，根據其是否屬於足值硬幣，列爲分類綱要如次：

(一) 屬於足值硬幣者

(1) 以銀爲足值金屬者

(甲) 足值金屬無穩定之價值者，例如英國昔時以銀幣爲本位貨幣，而該幣之含銀量，往往不能達到標準，故白銀對於銀幣無穩定之價值。

(乙) 足值金屬有穩定之價值者，法德兩國之本位銀幣對於白銀有穩定價值。

(2) 以金爲足值金屬者

(甲) 英之金幣，於損壞時政府照常以之付出，故其黃金對於金幣無穩定之價值。

(乙) 法德之金幣，還有損壞時政府即不再付出，故其黃金對金幣有穩定之價值。

(二) 不屬於足值硬幣者

(1) 以金屬製幣者

(甲) 法國於1870年政府付款時用銀幣，但銀並非爲足值金屬，且其銀與銀幣間之價值亦不穩定。

(乙) 荷蘭之銀幣，利用外匯管理之間接方法維持白銀對於銀幣之穩定價值。

(2) 以紙印幣者

(甲) 英法當戰爭時代均曾利用紙幣，並停止維持其價值。

克那浦之貨幣理論

(乙)與荷英均曾利用紙幣，而於實行後數年方開始兌現，以維持其價值。

金屬主義者對於規定各國本位貨幣種類時，常常發生錯誤。例如其所設本位制度者，表明其不能指出何者為足值貨幣，並不知以是否為政府所強迫使用，而分別何者為本位貨幣也。

乙、一國貨幣對於他國貨幣之匯價及其穩定之方法

一國貨幣與他國貨幣之關係，以兩國本位貨幣之互匯匯率而決定，此項匯率之決定，不由於政府，而由於兩國之貿易等一切應收應付關係，以及投機家視其盈虧而做之期貨買賣，是以匯率之決定，非由於技術及法令，而由於商業買賣及投機心理也。

各國往往因其貨幣制度與貨幣政策有穩定匯價之必要，固先選定其本位貨幣與他國本位貨幣間之平價，甚至外匯市價與之不平時，則政府實行下列之外匯穩定政策：

(一)如於本國本位貨幣不利時，則提高本國之貼放利率，以維持金準備，否則反是。

(二)中央銀行預先備備大量外匯，以備隨時賣出，維持匯價。

(三)政府預先備備大量外匯，與他國內外之銀行，維持匯平。

上項穩定政策，只能發生臨時效力，因為第一種政策使銀行貼現之商人負擔高利之損失，第二種政策使銀行發生損失，而第三種政策使人民之納稅負擔因政府損失而加重，均不足持久。是以一國對他國匯率之維持平穩，必求之於其國民經濟力量之加強，貿易之發展，國



際收支實況之好轉而後可。故穩定匯率，惟有從平衡一國之國際收支入手。

外匯變動之原因，固以國際收支為主，但有時亦因有兩國貨幣制度不同，使匯率易於發生波動。故各國為穩定匯率起見，除盡力改進其國際收支關係外，並謀幣制之改良，以適應於國際收支減少穩定匯率之困難。

(一) 國際同盟通用同一之貨幣以求穩定匯價，例如1857年之德國聯盟，以塔拉為盟國間之通用貨幣，在下聯盟亦以五法郎銀幣及十法郎金幣為盟國間之通用貨幣。此種同盟結果僅能減少穩定兩國間匯率之困難，而不能絕對穩定其匯率，蓋任何同盟，不能強迫任何一國於領失情形下採用指定之貨幣，為其本位貨幣也。惟有各國協定其本位貨幣聯盟，方可穩定其匯率。

(二) 促進各國採用同一之足值金屬以製造本位貨幣，蓋如此可以利用各國本位貨幣對於其足值金屬之穩定價值，以穩定外匯匯率也。自前世紀起索稱經濟強盛之英國，既以金為足值製造本位貨幣後，各國遂莫不解者，其目的在求其對英幣匯率之易於平穩也。

(三) 法國採用其所稱之銀本位制，其宗旨亦在穩定匯率，蓋同時世界各國有多數國家已行金本位，尚有多數國家停留在銀本位時代，法國時或採用金本位，時或採用銀本位，其用意在於附屬於經濟較弱之一方，以平衡金本位及銀本位國家兩方之力量，以穩定匯率。

由此可知各國對於其本位貨幣，時有更改，或與他國結為貨幣同盟，或改行金本位，或概行復本位，原因雖多，但其最為主要者，在謀其本位貨幣之對於外國本位貨幣匯率之穩定而已。

### 度、足值貨幣用於國際而非足值貨幣用於國內之貨幣政策

世界經濟先進國家，自前世紀以來，多已用金製足值貨幣為其本位貨幣，而事實上各國國內所實用之貨幣，除收付之數適中者外，對於大數與小數之收支，均為非足值貨幣。例如英國採行金製足值貨幣，但其國內除兩磅至五磅使用足值硬幣外，其餘四十先令以下之收付，則用銅幣，五磅以上之收付，則用支票轉帳或鈔票等。法國亦採行金製足值貨幣，但其普通使用者為銅幣，五法郎以上之收付，用五法郎銀幣，五十法郎以上則用鈔票，僅十法郎以至五十法郎之收付，使用金製足值貨幣。德國所採之本位貨幣，亦為金製足值貨幣，然普通行使者，則為銅幣，收付之數在二十馬克以內用銅幣，在一百馬克以上者，則用支票鈔票，僅二十馬克與一百馬克間數目之收付方用金幣。觀於世界各國國內流通之貨幣，多為輔幣，若將中數之收付亦改用輔幣，則各國雖尚採以金製足值貨幣為其本位貨幣者，事實上國內所使用者，已金非足值貨幣而為輔幣矣。各國國內如均改以輔幣行使，則各國所堅持以金製足值貨幣為本位貨幣者，實以其便於國際匯兌之管理耳。

若輔幣普通行於國內，為防止輔幣之過量發行起見，政府可設立兌換本位貨幣之機關，

夫量儲備金製足值貨幣，以備人民隨時可來兌換，如此則可免輔幣之價值跌落。

若各國進而規定以票數紙幣（如1869鎊）可至兌換機關換取黃金若干（如四十鎊），則金塊可以代替金幣，以盡維持輔幣之力，各國既可於國內以金塊代替金幣，於國際亦可如此辦理。

且理論上國際匯率之穩定，不必待國內金價之穩定而後可，要在其兩國對於其本位貨幣相互間之匯率平價，有所協定而已。例如英德協定以一鎊等於二十馬克匯兌平價，英國根據協約在其國內照此平價無限制買賣馬克，而德國亦根據此協約在其國內照此平價無限制買賣英鎊，則此平價自可維持。至兩國所以買賣外匯者，均可適用其本國通用之紙幣。誠能如此，則國內之法定標記價值之貨幣制度，與國際協定匯率之匯兌制度相合，可使一國之本位貨幣，脫離足值金屬而同時行於國內與國際，毫無阻滯。貨幣為法制之產物，前既言之矣，貨幣之法定標記價值，非屬於技術而屬於法制，其行使應限於一國之內，但若國際間成立協定，亦可推廣其效力，而及於國際。理論雖然如此，但各國以其利害關係不同，是項協定殊難成立。蓋穩定國際匯率，雖為各國共同之目標，但經濟較強之國家注意其經濟之向外發展，以推廣貿易為主，而經濟較弱之國家，則注意其國內經濟備用外力開發，以向外舉債為主。經濟較強之國家，例如英國，自採行金製之足值貨幣為其本位貨幣後，不願更張，以維其威信，於是各國因需於國際財政上求得資助者，必與強國之貨幣發生聯繫而後可。

要而言之，貨幣既為法制之產物，一國政府對於貨幣應抱積極態度，根據歷史上所得之經驗，切實作有計劃之推行，而不應任世俗習慣為之主宰，蓋一般人多屬貨幣主義者，實不明貨幣之真確也。

克氏對於一國貨幣政策之主張，謂以理論言，非十足貨幣既可以通行於國內，亦可以通行於國際，惟以事實上世界經濟強國尚以十足貨幣為其本位貨幣，則經濟弱國為求其本位貨幣與經濟強國之本位貨幣間匯率之穩定計，暫應以十足貨幣行於國際，以資流通。至其國內應以行便非十足貨幣為主，以使足值金屬與十足貨幣大量集中，俾加強其國際匯兌之力量與地位。

## 二、克氏清償幣理論之評議

### 中、關於貨幣之本質

克氏說貨幣為法定標記價值之支付工具 (*Gold bedauft's sets charact's Zahlungsmittel*)。支付工具之真意，為經法制規定為標明價值單位之流通物，其物之本身，非必即有價值，僅為價值單位之表示而已。分析克氏對於貨幣本質之主張，可以歸納為下列兩點：

(1) 貨幣是個標記的東西，也是個名目的東西，貨幣之重要問題就是單位，貨幣是脫離幣材價值而存在的。

(2) 貨幣得以當做貨幣而流通，就是依靠法制力，即依據國家的布告而流通的，並不是因貨幣本身具有材料價值而流通。

克氏主張貨幣是標記的東西，其單位是脫離幣材價值而存在，確為進步之論，啓發後世貨幣理論進步之門路。因為幣材價值與貨幣本身，從貨幣的概念以及性質上研究，兩者均不是相連的，倘是不然，則一切不兌換紙幣，以及一切虛值輔幣，均不能圓滿解釋。金屬主義者對於這個根本概念沒有澈底的研究，便相信貨幣本身，祇存在幣材價值上，對於不兌換紙幣，毫無解釋，對於輔幣之解釋，亦大圓滿，是以克氏在貨幣根本學理上之貢獻，實在不可磨滅。

克氏學說，其初僅有學者注意，在事實上尚無勢力。及一九一四年世界大戰開始，以及戰爭結束之後各國均經驗到許多珍貴的貨幣現象，由此，金屬主義者不敢再堅持其主張，代之而起者，為名目學派，其來源於各國貨幣政策者，色澤甚多，茲就金屬主義之老牌——英國——而論，英國在大戰之前，市面普遍流通的為金幣，一般學派，多以此誇耀。甚至戰事發生後，方始覺得市場上流通金幣，毫無意義。在一九二五年解除禁止出口令施行後，國內流通即為紙幣，蓋當時英政府認為集中現金，實為必要，故實行專用紙幣之紙幣政策。現在英國確認即在現金存量甚豐之時，亦無流通金幣之必要，其他各國亦多如此，均實行紙幣政策。是以紙幣制度，迄今已經確立，足證克氏之說，不但為學理之確論，亦為事實所通行。

克氏對於貨幣本質之第二點主張，認為貨幣乃法制之創造物，貨幣是根據國家佈告來做貨幣而流通的，此說之正確性，證之事實，頗有可疑之處。

克氏至於德國之書盛世，國權充實時代，看到國權如此之大，認定其下所產生之貨幣現象，將行之久遠，因此制定貨幣主義之學說，加以提倡，以致戰後其當一九二三年間，一切馬克紙幣，均在國權保護下成為合法貨幣，因此貨幣發生極大紊亂，不能再盡貨幣之任務，幣制之大，非言可喻。再視我國發行之紙幣，唐有「寶鈔」，五代末至宋代初（西歷九〇〇年至一、〇〇〇年之間）則有「交子」，但始初發行交子者，並非國家，却是蜀國富民。晚近我國本部所流行之紙幣，由外國銀行所發行者甚多，匯豐、麥加利、東方匯理、華比、橫濱、正金及臺灣等銀行均在中國本部發行。這種由蜀國富民所發行之交子，靠着該富民之信用鞏固而流通；各國銀行所發行之紙幣，靠着各國銀行信用鞏固而流通；皆無靠國家力量之事實。

即以德國而論，當一九二三——一九二四年間，柏林以及其他大都市，常有英美兩國紙幣之流通。此種紙幣在德國之所以通行者，顯然不是因為國家的力量。克氏僅據其至當盛世國權伸張時所見之貨幣現象，便歸納的創造國定貨幣學說，可知克氏乃將國家權力來確定貨幣信用，而使其通行無阻之事實，和貨幣信用本身混為一談，因而創造出國定貨幣學說。這種學說，當然是謬誤的。此說不但對於說明我國複雜的貨幣現象，難免阻礙，即對於德國存取

後發生的貨幣混亂狀態，也不能作學理的說明。

### 乙、關於貨幣之對內價值

克氏說：根據理論之立場言之，支付工具之效力如何，不在其製造支付工具之物質，而其單位價值之決定，實根據支付工具價值之歷史，而由法制為之規定也。克氏因反對金屬主義之理論，認為貨幣不能脫離實物，及其價值應等於其所製成實物價值之主張，完全不通，故造為名目貨幣學說，其價值根據支付工具之歷史，由法制為之規定。實則克氏一方面雖反對金屬主義之貨幣價值論，一方面接受金屬貨幣時代歷史相傳之價值，利用法制力量，加以規定，不無自相矛盾之處。並且對於歷史所傳之貨幣價值，如何決定，書中亦未有提及。後來名目主義者般迪克生（Bathenson）且曾說過，貨幣價值問題，是金屬主義隔世遺傳，可知價值問題，在名目主義者，認為不成問題。是以一般貨幣學者，認為克氏對於貨幣之價值形成，未加說明，但取歷史上貨幣既存之單位，而加以規定，覺其理論尚有未盡之處，誠屬適當之評論。

### 丙、關於貨幣之對外價值

克氏認為貨幣之對外價值與對內價值不同，應該分別研究。良以貨幣之對外價值完全取決於外幣之供需，其根本則在國際貿易之結餘；如國際貿易逆差，則貨幣之對外價值跌落，否則上漲。其對於貨幣之對外價值與對內價值，應該分別討論之主張，殊為確當。又對於穩

定匯率之見解，認為加強國民經濟力量發展貿易，平衡國際收支，方為穩定匯率根本之圖。至於一切國際同盟，採用同一貨幣，或同一金屬製造貨幣等等，僅能減少穩定國際匯價工作之困難而已。此說亦屬確當之論。但經濟復甦國家，當謀開發資源從事建國之時，若匯價僅恃國際貿易平衡之改善而穩定，則難以達成加強國民經濟力量，以維持世界各國經濟發展平衡之目的。克氏對於利用國際資金，開發資源，從事建設之國家，須借用資金之輸入，以穩定匯率之理論，未有所說明。生於我國今日，感於建國迫切，需要外國物資，認為國際資金移動與國際匯率之平穩，必為同一問題之兩面，不能分別討論。復鑑於最近英美倡議平穩國際匯兌，而不同時研究國際資金移動問題，頗感未盡適宜，尤覺克氏對於此一缺點之重要也。



# 熊配達之利息學說

王惟中

一、緒論：(一)熊氏研究之對象：(1)以借貸利息為主，(2)注重生產利息，(3)為實幣利息，(4)為純利息，(5)為自由市場中利息。(二)熊氏利息學說之範圍：約為(1)利息為何物，(2)從何而來，(3)何以歸資本家所有，(4)其與物實有無關係，(5)利率決定於何種力量，(6)其升降與社會經濟有無關係，(7)利息是否為某一時代或制度之產物，(8)利息是否為正當之所得。(三)熊氏研究之方法：心理與数理並用，集純理論之大成。(四)熊氏之立場：雖傾向於個人主義，但有時不以自由競爭之結果為然。(五)熊氏之理論重心：雖有交易及信用仲維與個人之心理判斷。二、本論：熊氏認利息之生存僅由於動態經濟中，而動態乃源於生產手段之新的結合，其最大之原動力，為銀行家與企業家互濟，相得益彰，利潤與利息遂成運而生。彼謂企業家利潤為利息之來源。又謂利息與實幣資本相輔相依，而與實物資本無關，是為其理論之特點。三、結論：熊氏學說固有待之於社會主義者，然究其精義，則其個人主義一脈相傳，可謂兼收並蓄，其理論之有足稱者凡四：(1)近於現實，(2)據位重心，(3)內容充實，(4)體系完整。

## 一、緒論

熊配達教授 (Joseph Schumpeter 1883) 為當代理論經濟學權威，英國人，維也納大學畢業，歷任德國 Gms 德國 Bohn 及美國紐約、哈佛等大學教授，又曾任英國財政部部長及銀行總經理，數年前間仍在美講學。熊氏著作等身，其卓然成一家之言者，為理論經濟學之本質與內容，( *Das Wesen und der Kauphin halt der Theoretischen Nationalöcnomie* ) 及經濟發展理論 ( *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung* ) 二書，利息學說即其中之一部份。

利息一現象，如其所屬之整個社會現象然，似簡而實繁，似明而實晦，二千餘年來，眾說紛紛，莫衷一是，究其原因，約可分為五端：

(一) 對象含糊：原始利息 ( *Ursprünglicherzins* ) 與借貸利息 ( *Darlehenszins* ) 有別，毛利息與淨利息有別，名義利息與實際利息又有別，消費利息與生產利息更復迫殊。研究之對象不同，結論已異，倘再混淆不清，自必矛盾互見。如復混利息與利潤為一體，併自由市場與統制經濟利息為一談，則將南轅北轍無可疑義。設對此昧然，而徒入主出奴，甯非妄人？

(二) 範圍不清：利息問題，綜括言之，共有三類：一為利息史的發展。歷史學派，常將經濟劃為若干階段，在某一階段中，利息究取何種形式？發現於何種情形之下？以及發生

何種效果？二為利息的純粹理論，即利息究竟是何物？來源何自？以及為何人所有？三為利息的「價值評判」(Werturteil)即利息是否正當？應否歸某階級或某人所有？其對於整個社會所得之分配有無惡劣影響？進而研究其歧違之道。此三類問題，各有其領域。在討論某一類問題時，如涉及其他領域，則不失於混雜，即失於偏狹，終致理論歪曲，其相不明。

(三) 研究方法不同：研究經濟現象之方法，世人常謂有心理與數學之別，又謂有演繹與歸納之分。實則前二者為運用之技術，後二者為相輔相依之理論方式，皆為研究經濟現象之不可缺，惟何時何處對何種現象必適用何者，要不可執一而論。私嘗以為研究方法之真正異點，僅在靜態與動態之分，以及機械與有機之別。應用靜態方法者，視一切現象為既定(given)之事實，其所經之途徑，為變遷之軌迹，由此假設之中，推得解釋現象之原理。此種原理，自多與實際相扞牾，因有所謂「理念範型」之說(Ideal types)。即謂所推得之原理，僅屬一種理想的範式；如既定之情形變更，則此範式亦變，由此遂可引出恰合實際的現象。但認識對象(Erkennnis object)已與經驗對象(Erfahrungs object)相脫離。以此方法研究利息，則利息僅為理念的假設物，而非實際的實在體，但欲由此假設物，推得或想像得此實在體耳。愚見 Ricardo, V. Thunen, Cant 等之利息學說皆屬之。應用動態方法者，適得其反，以社會現象為時無地不在演變中，但其演變之迹，必有可尋，從而求得其相互關係，而認為適於某一特殊情況之趨勢。因此認識對象即為經驗對象，而並無所謂理念範型者

，從此眼光中，利息僅為某一時代某一制度之產物，其變化，其升降，當與某數特殊因素有關，利息之本身並非是，而制度有良窳；利息之動向無準繩，而各因素之變化關係或有常經。服膺歷史學派、制度學派、以及社會法學派者皆屬之。其次應用機械方法者，視社會現象與自然現象無殊，其內容僅為死的物質，而祇有機械的關係。因思發現三數偉大公式，將此光怪陸離之社會現象包括淨盡，有如 *Laplace's Formulas* 之對於宇宙現象然；一切一切均有其因果關係，有如 *Boyer's Law* 中之壓力與體積然；此種關係復表現於均衡之趨向，有如力學中之 *Lever* 與 *Pendulum* 然。據此以觀利息，則利息自為某數種力量之合力 (*Resultant*)，其高低與某數種因素比例，但終歸於均衡。古典學派、界限效用學派、以及所謂新古典學派，類皆正越此雷池一步。但應用有機方法者，視社會現象與有機體相彷彿。其構成之因素並非三數種死的物質，而是不可以數計之活的細胞；其動態，並非陳陳相因的循環軌迹，而為新陳代謝滋生滋長的螺旋進展；其內部關係，並非局部的牽制與彼此互成的因果，而為整體與個體的一致性，大有牽一髮而動全身之概。如據此以論利息，則利息復為與時俱變，生息無常之有機物；其形成，賴於其所屬之整體，其動態，亦視此整體為依歸。服膺生物的有機論者，自孔德 (*Comte*) 而後，代有其人，近復有持理念的可機論者；但有機的利息學說尚不多觀，倡導發揚，仍待戮力。

(四) 立場不同：所謂立場者，包含宇宙觀、人生觀而言。站在個人主義之立場者，以

促進個人幸福，維護個人權利為目標，以發展個性，崇尚自由競爭為手段。深以為個人目標的發展，亦將不期然而然。持此論者，自不措彈指竭慮，以證明利息之必然性與當然性。中如能完成，則社會國家之目的亦達，個性能以發展，競爭亦能自由，則自然的和諧，與必然的發展，亦將不期然而然，持此論者，自不措彈指竭慮，以證明利息之必然性與當然性。中古以後，論利息者類不外乎此，近世以還，濫調浮調，尤不絕於耳。站在社會主義之立場者，視分配之不均，為萬惡之淵藪。深以為貧窮懸殊，勢力迥異，則智者無由展其材，不肖者徒以榮其欲，因而文化之路阻，怨抑之氣騰。服膺此說者，對利息之存在，自當嚴詞駁斥，而創為各種剝削學說（Ausbeutungstheorie），必使其惡態畢露，體無完膚，終至於泯絕人寰而後已，馬克思，普魯東即其彰彰者也。站在全體主義立場者，常發為折衷之論。個性固當發展，但全體仍為至上，要在促進全體利益之前提之下，而發展個性，並行其極端，則各有虛失，足其中道，始得兩全。就利息而言，如舉而禁絕之，則誰復儲蓄，而投資之來源以空；如任其技猖，則財富集中於少數人之手，而流弊殆不可以想像。故不否定其存在，亦不否認其本質，但規定其實施限度，而納之於幸福人權之正軌。持此說者，近已為見，但此皆屬於利息論之政策範圍，而非其理論中心。

(五) 體系重心不同：解釋經濟現象之每一種理論體系，皆有其特殊注意之點，作者常之為重心，蓋其一切原理，皆以不離此重心為依歸。以生產為重心，則利息之處於無足輕重

之地位，甚至略而不論；以交易為重心，則利息僅為交易價格之一種；以分配為重心，則利息頓為左右一切之樞紐。重視實物之理論體系，視資本為生產工具，則利息非資本生產力之代價，即資本內含效用之補償；反之，重視貨幣之體系，視資本為貨幣，為購買力，則利息之解釋，非根據貨幣質量之變遷，即根據購買力之供需關係。有從主觀觀察經濟現象者，則心理上之估計，便為利息理論之鎖鑰；有從客觀觀察者，則功能之發揮與組織，乃為解釋利息之準繩。總之，體系之重心不同，利息之解釋亦異。成一家之言者，各有其體系，亦各有其重心，於是利息理論之龐雜，遂使吾人墮入五里霧中矣！

利息理論，卓然有以自立者，無慮數十家，然上列五端，實為其仁智互見之主因，亦為其正確與否之試金石，其詳非本文所能罄。但據此五端以測量熊配達氏之利息理論，其學學大者，已可概見。

(一) 熊氏研究之對象：(1) 以借貸利息為主，原始利息為輔。據票之見，因世有借貸之必需，而後始發生利息；借貸利息既經成立，變成俗尚，而後自有資本以從事生產者，遂亦於成本中算入利息，於是始有所謂原始利息。是借貸利息為原始利息之因，而原始利息則為借貸利息之果。前者為現時普遍之現象，故為研究之中心，而後者則處於從屬地位，故無研究之必要。(2) 注重生產利息，而忽視消費利息。斤熊氏利息學說者，常謂熊氏僅認識在動態經濟中之生產利息，而不知在靜態經濟中，亦有消費利息，且消費利息之生存，實

已無間今古，無分地域，甯得一概抹殺。實則，此一事實，熊氏固已明言。但其所着眼者，惟在現代貨幣經濟與商業經濟中之顯著現象。若數千年前雖盛行一時，而今則無關重輕者，應在不論之列。(3) 爲貨幣利息，而非實物利息。此與常人之見似無不同，但熊氏動應理論之關鍵即在於此。蓋以爲社會經濟之何以發生變化，一切既定之條件何以悉改舊觀，其主因即在信用之伸縮，而生產利息之源泉亦繫於此。(4) 爲純利而非毛利息。論利息者，對此常多未注意，因而投資之危險，企業家之工資等，常與利息混淆，而理論之嚴整性亦失；但在熊氏所稱之利息中，均已剔除淨盡。(5) 爲自由競爭市場中之利息，而非管理經濟下之利息。利息現象，在現行蘇聯經濟制度之下，與在德國或英美者相較，迥不相同。蓋社會經濟制度，爲形成利息現象之前提，前提變更，則一切悉改。熊氏之經濟理論，以完全的自由經濟爲前提，與此前提不符者，悉在摒棄之列，實已進入所謂純粹理論之域。其餘利息亦然，深以爲利息完全決定於經濟力量，而此力量之發揮，悉憑各個人爭取其最大利益之行爲，而此種爭取，復不受任何外力之阻擾。

(二) 熊氏利息學說之範圍，劃然分明，迥非一般可比。利息史的發展，概置勿論，縱偶一涉及，亦僅爲說明其中心理論之助。利息之應否存在，及應歸何人所有，均未詳加探討，僅於其議論之最末一段中，聲明此非其研究之鵠的；但其含義，亦已見諸字裏行間。其所認爲中心問題，即有關利息之本質者，約爲：

- (1) 利息究為何物？在何種情形下始能發生？
- (2) 利息究竟為何而來？何以川流不息，永無底止？
- (3) 利息何以歸資本家所有，在何種條件下，始為其所有？
- (4) 利息與物資有無聯帶關係？如無關係，究屬何故？
- (5) 利率決定於何種力量？此種力量如何發揮？
- (6) 利率之升降與社會經濟狀況有無關係？與各種所行有無關係？
- (7) 利息是否為某一時代或某一制度之產物？抑為與天地長存之現象？
- (8) 此一問題可推論得知者，即利息是否為正當之所得？
- (三) 就熊氏研究之方法觀察，純粹經濟學，實由熊氏而登臺造極，其體系之完整，殆無以過。在其利息學說中，龐巴衛克之若石心理根據，雖慘遭駁斥，而資本之供雷，亦力以客觀的生產條件為依歸，但界限效用學派之基本思想，如歸與論 (Zurechnungstheorie)，均衡論、界限效用論等，幾被其全吸收。歷其全部動態理論中，雖求一數學公式而不可得，但相等的比例的等確切意義，猶隱約於字裏行間。故謂其心理與數理並用，而集純理論之大成，實不為過。然其與一般正統派迥異者，則為其靜態與動態之分，而將利息僅列為動態經濟中之一重要現象。果認為惟有信用膨脹，生產方式變更，一切既定之經濟條件蛻變，然後利息始能發生。是根本即視社會經濟為日進無疆，即在此日進無疆的變態中，始能找出利



息來，此爲熊氏利息學說之特點，謂爲個人主義派之異彩，殆無不可。但利息之來源，僅止一端，而利率之升降，復不出供求率之掌握，利息現象甚至整個經濟現象，仍可歸納於一、二公式之中，而此公式所說明者，復不外三數因素間之相互關係，熊氏謂爲功能關係，( *Functionale Beziehung oder Abhängigkeitsverhältnis* ) 是仍混自然與社會現象爲一談，而思以機械方法解釋之。此而可能，亦太易矣！

(四) 熊氏之立場，頗令人有捉摸不定之感，因其著作嘗力避「應當如何」之探討。謂其傾向於個人主義，則有時似不以自由競爭之結果爲然；謂其不然，而其理論又未脫個人主義之窠臼，但其論利息，純以自由競爭爲前提，而視各個人之行動如一盤散沙然，但同時又不以利息之存在爲是。

(五) 熊氏之經濟理論，以交易爲重心。一切經濟現象，非交易之變態，即交易之關係。利息即此現象之一，僅爲交易價格之一種。其成因，由於交易兩方之供需關係，其結果，即爲社會所得之分配。故利息學說並非熊氏理論之中心，而僅爲交易論之副產物。在交易論中，熊氏又特別重視貨幣之功用，而忽略實物之循環。認貨幣及其變態之信用，具有左右社會經濟之動力，實物循環，即隨之轉移，而社會亦因以發展。利息即在此發展的情況中，露其頭角，故利息完全脫離實物循環，而依附於金融動態。此促成經濟發展之金融動態，就表面觀之似若以純粹客觀的事物爲根據，但究其根源，仍滲透於各個人之心理作用。資本之需

供兩方，似若各本其所經營之經濟單位之實況，而步入市場從事競爭，但其最後決定仍憑主觀的估計。是熊氏之理論重心在於交易，在於信用伸縮，在於個人之心理判斷，故其利息學說，亦由此演繹而來。

## 二、本論

據熊配達教授之見，在靜態經濟中，絕無產生利息之可能。所謂靜態者：（一）在連續不斷之時期中，社會上一切財貨之質、量、種類、以及應用方式均無變更。（二）生產、分配、消費等情形均一仍舊，恍若桃花源記所描寫之景象：「男女衣着，悉如外人！」但「不知秦漢，無論魏晉，」自避秦亂以來，世代相傳，已歷千數百年，而生活方式依然。在此靜態的社會中，一切現象莫非黏固不動，但其動的軌迹亦變，有如日月經天，週而復始。生產、分配、消費等，無莫非動的表現，但其動的方式與內容，以此一時期與彼一時期較，則別並無迥異之處，是謂之經濟循環（Kreislauf der Wirtschaft），又謂之均衡狀態。在此種循環的經濟中，各經濟主體（Wirtschaftssubject）因其所依附之一切經濟條件依舊，其一切經濟行為亦必不變；因此，遂無借貸必要，亦不發生價值餘額。無借貸，則利息之始因以減；無價值餘額，則利息之根源以斬。

假設若干經濟主體向其他主體予以利息，借入資本（購買力），以為生產之用，此時借

入者所有之生產工具必較未借時爲多，貸出者所有之生產工具必較未貸時爲少。兩方生產工具之量變更，即生產因素之配合變更，亦即生產方式變更，於是生產品之質、量、種類等與前一時期較，必然迥異。其結果，整個社會的交易、分配、消費等現象，亦必改其舊觀，此與靜態經濟之假設，即一切不變之前提，迥不相符。換言之，假設借貸成立，利息發生，則靜態經濟不能存在。故熊氏認在靜態經濟中，並無說明利息存在之可能，此爲消極的證明。

就積極方面而言，熊氏之意，原始生產因素，僅勞動與自然，其他用以爲生產者，皆此二者之產物。但勞動與自然本身並不能生產，其能生產者，爲二者之功用（*Leistungs*）。此項功用之價格（地租與工資）即其生產物之成本，此爲熊氏理論之基礎。再根據歸與理論，消費財（消費物品）之價格，決定生產財（用爲生產工具之物品）之價格，生產財之價格，又決定構成該生產財之原始生產因素之功用之價格。換言之，消費財價格高時，生產財價格亦高，因爲勞動與自然之功用之價格亦高；低時，亦低。此僅說明消費財價格與其成本（地租與工資）之比例的關係。在靜態經濟狀態之下，因生產方式未改，生產價值餘額無從發生；即令能以發生，終爲完全的自由競爭消滅淨盡。所以消費財之價格，僅能等於生產財之價格，而生產財之價格，又僅能等於構成該生產財之勞動與土地的功用之價格。換言之，消費財之價格，僅能等於其所費勞動與自然之功用之價格。此又說明消費財價格與其成本之相等的關係。由此相等的價格關係，可見自然的功用有報酬，謂爲地租，勞動的功用有報酬，謂

爲工資。此兩種報酬已將消費財之價格吸收淨盡，其外尋不出任何功用有任何報酬而可謂爲利息者，故在靜態經濟中不能發現利息。

利息之存在，在靜態經濟中既經否定，則僅能於動態經濟中求之。所謂動態者，據熊氏之意，由於生產手段之新的結合，財貨之質量與種類變更，其相互的依存關係變更，因而有相繼不斷的時態中，整個經濟現象所行之迹亦變更。由陳陳相因之循環軌盤，一躍而爲與時俱進之自動發展；由傾向於均衡狀態之過程，一變而爲該過程本身之移動。顯而易見者，在農業經濟階段，社會生產與人民生活方式，以數百年前與數百年後者較，恆無大異；但在農工商業經濟階段，以數十年前與數十年後者較，已相懸殊。此靜態與動態之別也。考動態之源，溯於生產手段之新的結合。此新的結合，復由於新的生產方法或財貨種類之發明，新的市場或原料之發現，或新的獨佔地位之獲得。其最大之原動力，則爲銀行家所創造信用；其首要之條件，則爲企業家之英明果敢。徵前者，則後者無以施其技；徵後者，則前者亦無以盡其力。二者風雲會合，相得益彰，而社會經濟於以發展，利潤與利息亦應運而生。

然利息究爲何物？據熊氏之定義，利息爲現在購買力與將來購買力之價值超額，(Zins ist ein Wertzuwachs von gegenwärtiger Kaufkraft über die künftige)。換言之，現在購買力之價值大於將來購買力之價值，其超額，即爲利息。由此發現三點：(一)熊氏眼光中之利息，與物價脫離關係。乘所注意者，爲超額之價值，而非多量之物質，爲購買力之比較，而非

物資之測定。其重心，在於貨幣，隱含重商主義之餘義，此與古典學派顯然有別。(二)時間為利息之因素。利息之所以發生，即因購買力在此時差中發生作用。此時差愈長，則作用愈廣，而價值起頓亦愈大。如遇特種原因，時差不但不計，則利息立即消滅。(三)在熊氏論數字中，數學公式顯然若揭，即  $Z_{ins} = 1 (K_{g-1} K_k)_{E} (K_{g-1} K_k) = (Z_{Zit})$ ，此處  $K_g = gegenwärtige Kaufkraft, K_k = künftige Kaufkraft$ 。以文字表示數學之含義，幾遍覓於熊氏書中，其晦澀難讀，或即以此。

吾人對此定義當生疑問：(一)兩物之比較必有共同之尺度，現在之購買力與將來之購買力間，究竟有無共同之尺度？如其無之，何從比較？熊氏對此並未解答，僅謂異時間購買力之交換，與異時間物價之交換同；後者當發生價值差額，故前者亦然，後者可能，故前者亦可能。殊不知物之測量單位可以不變，代表購買力之貨幣價值則常有激變，於戰時尤甚，其影響利息甚鉅，固本可以相提並論。(二)在何種條件下利息始能發生？在熊氏議論中，可以推論者：(一)為私有財產制度，以激勵購買力之供給；(二)為信用制度，以流暢購買力之源泉；(三)為動態經濟，以提高購買力之需要。此皆與他節有關，當須詳論之。(四)現在購買力之價值，何以大於將來？熊氏於解答時，乃非龐巴衛克之「心理的理由」，以心理變遷，因為人異，絕不可為價值度量之準繩。熊氏之「繞道的生產」論 *Produktionsumweg* 亦以為不可，因繞道愈長者，其生產未必愈多。惟龐氏之另一理由，即現在欲

望 (Betung) 較將來欲望爲大，而現在滿足欲望之可能性 (Deckungs) 又較將來爲小，故現在財貨之價值較大，則深爲熊氏所贊許，而引爲解答此問題之根據。實則，凡涉及欲望者，仍屬於心理範圍，此與其否定心理之論，已不相伴；且屬於心理範圍者，仍非數學所能解釋，而熊氏固以利息爲可精計者也。

利息之來源爲何，迄今仍爲一大懸案。熊氏對此，竟作肯定之答復，而以企業家利潤爲利息之來源。使服膺社會主義者聞之，當不禁咋然失色。熊氏認爲在靜態經濟中，社會所得，捨工資與地租外，別無所有。其理前已詳論。但在動態經濟中，復可找出企業家利潤來。上乘之企業家，具有三種功能：一爲交易的功能，熟習市場情況，並平衡現在，預測將來，而決定交易之時間、地域與品類。二爲組織的功能，集所有必須之生產手段於一定之時間空間，而加以最經濟最合理之管理、配合、與運用，使其共同發揮最大可能之預期的效果。三爲理財的功能，所需之生產手段，如何可以集合，所需之市場情報，如何可以獲得，是皆有關於資本之籌措，即購買力之獲取，此又賴於理財的功能。交易與組織功能，固爲企業之成敗關鍵，而其能否發揮，則視理財功能之健全與否。故企業家欲發揮其交易與組織功能，以獲致利潤，不得不向擁有購買力者借取現在之購買力，而允於將來以較多之數償還之。此較多之數，非從利潤中抽出，別無他途，故利息唯一來源，即爲利潤。

但利潤又從何而來？此可於企業家之交易與組織功能求得之。即熊氏所謂生產力之有利

的新結合也 (Die Fortbildung der Produktionskräfte)。上乘之企業家，賴其借得之購買力，集中所需之生產手段，內而作技術上之改進；外而與社會作更有效之適應。其結果，或生產產品之量未增加，但每一單位能有較高之價格，或量加多，因而獲致較多之價格總額。在前一情形，每一單位生產產品之成本未變，在後一情形，成本減低；但在任何情形下，其總收入與總成本較，均有餘額。此餘額即為利潤。敘述至此，應發疑問：前論靜態經濟時，謂消費財之價格受歸與自由競爭之影響，僅能等於其成本（即工資與地租），今何獨有餘額可為利潤？豈歸與原產物禁？或自由競爭失敗否？但無以認為以生產力有利的新結合，惟動態經濟中有之。當此新結合發生有利之效果之時，自由競爭時亦又發生作用。其他未能實施此項新結合之企業，尚屬多數，其生產產品之價格，受習慣之影響，仍保持其固有之水準。其能實施有利的新結合之企業，則改善其生產產品或增多其生產量，其效有致的適應社會之需要，故能得價額餘額以為利潤。吾人對此，愚又疑問：若執此而論，一俟此項新結合普及於大多數企業，益以自由競爭之力量，則習慣的原有價格應即降低，而此構成利潤之價格餘額應即化為烏有。是利潤僅為暫時之現象，而利息乃永存之事實（指在現制度下而言），謂利息源於利潤，豈非大謬？但熊氏以為不然，其理由：（1）生產力有利的結合永無止境。社會需要隨欲望以俱進，生產技術隨生產力以發展；社會環境之變遷無已，生產方式之配合無窮，而所謂充分就業永為不可及之理想。（2）某一有利的新結合成功，

時，則其他更有利的新結合益易；於是人類企業精神益高，努力益切，而發展益速。近世紀物質文化之進步，為前人所不能想像者，即其證明。所以，因社會經濟日進無疆，利潤有其不斷之泉源，利息遂亦有其久而不渝之性質。

批評此說者，恆謂利息既從利潤而來，則界限企業與消費借費者均未獲得利潤，其所付利息，固非由於利潤而來，但在現社會中此為少數，故僅為不重要之現象。但因生產方式不斷的改進，社會經濟不斷的發展，界限以上之企業自為最大多數，故利潤之存在，為今日普遍之現象。熊氏學說之重心，即在此普遍者，而不在彼片面者；一為經常，一為例外，未可相混。且熊氏之理論，是就整個企業界或整個社會而言，非就各個企業或各個經濟主體而言，亦未可以無別。

借用購買力，無論其為生產或為消費，凡無其能否獲致利潤，均須支付利息於購買力所有者，其故安在？熊氏之解釋有三：（1）在現行財產私有制度之下，購買力之所有者，受法律之保障。其所有者，倘不獲適當之代價，自不願借給他人；故需用此項購買力者，必須予以代價，固有付息之必要。（2）任何情事，一經成為習慣，非遂激變，常事不可破，從一地波及全國，從一時垂為永久，利息亦然。在各大國家銀行中，大部份存款，均僅為收付上便利而存，即不給息，亦少提出，但仍予以極微之利息者，即習慣使然。（3）因社會



之繼續發展。及彼鑿之日進無疆，故購買力之需要存任何情形下，均超越於其供給，於是購買力之價格，必顯大於其原本。換言之，利息之存在，為情勢所必需。

根據上述，可見利息寄託於三大前提之上：(1) 私有財產制度，(2) 資本的生產方式 (Capitalistic Production)，(3) 交易經濟制度 (Marketants' life)。彼此前提切滅，利息遂亦絕迹；利息現象之顯晦，即決定於其前提之確立與否。在上古之共產社會，或封建的家庭經濟階段，固無此三大前提。故亦無利息之參預。及至城市經濟階段，財產私有制度早經確立，交易經濟亦日趨發達，而資本的生產方式之實施範圍尚小，此時利息已成習見之現象，惟生產利息較為隱晦，而消費利息則大為世所垢病。在近代國家經濟及世界經濟階段之下，三大前提靡不具備，而大規模的資本生產方式，尤為精心動魄，絕古空前，於是利息現象遂呼聲露其頭角。經濟學家如 Clark, Fisher, Veblen 等，謂社會一切所得均皆為利息之一種，其論雖偏，然利息之重要性於此可見。鮑之以觀，利息實為社會制度之產物，時代之結晶，其或時或明，或或擁護，或或唾罵，皆視此制度之盛衰，其時代之轉移為依歸。如拘古泥今，自有所失。

熊氏復將利息寄託於購買力之上，而使失其實物 (Karl's's Guiter) 之根基，換言之，利息與實物資本相輔相依，而實物資本無關。此為其學說之一特點。其理由：利息為永存者 (Perpetual) (當然指上述三大前提不變而言) 而任何實物均歸消滅 (即物理文化學上

的變更)；如以永存之利息，來自與時俱損之實物自不可能。

熊氏習用機械方法，以解釋社會現象，於其利率理論尤為顯然。渠認利率之升降，繫於購買力之供需關係。在某一時期某一市場中，所有購買力之供給與需要，可以供給與需要曲線表示之。此兩曲線之相交點或均衡點，即代表該時期之利率。供需要變更，均衡點隨之轉移，利率於以升降，此與一般物品之價格適用供需律之情形，殆無二致。據渠之見，構成購買力供給之因素，計有五種：(1)企業家利潤；(2)各經濟單位因在界限以下，或他特殊緣由，以致停止活動時所能抽出之資本；(3)因經濟發展之影響(指一般企業將生產力作有利的新結合而言)，佔有特殊地位之企業所能多得之利潤，例如因造紙業之發達，造紙機器之價格增高，擁有此項機器以待售之企業，遂獲較多利潤。此種情形，熊氏謂為「發展的反響」(Reaktion der Entwicklung)；(4)儲蓄；(5)信用創造(Krediterschub)；舉凡國家發行之通貨以及銀行信用貸款等皆是。構成購買力需要之因素，自為生產手段更有利的新結合之可能性，此則繫於整個社會之經濟狀況(Wirtschaftslage)。上列諸列，皆為影響購買力需求之客觀條件。然在一定場合，對此供需要有決定的影響者，仍為各經濟主體之主觀的估計(Schätzung)。在可能的供方(指在一定情形下，始願出貸其所有之購買力者)，認所行之利率，能較高於其自行運用其購買力之所得時，始願貸其購買力，在可能的需方，認運用此購買力所能獲致之利潤率，高於其所付之利率時，始願借此購買力。

此無數可能的供需者，各本其客觀條件與主觀估計，在同一時間同一市場中，相較量，相競爭。此兩方之競爭情形與相互關係，可於供需曲線現得之。熊氏特別說明，此二曲線，按諸事實，均為非連續者（*Discontinuous*），超過一定限度以外為尤甚，例如利率高於最大可能之利潤率時，則購買力將無需要，而其供給亦不能為無限大。故僅在一定的範圍以內，始有真正的連續曲線。有真正的連續曲線，然後始可有均衡點。此種解釋，實與物理學無殊，而數學含義與心理作用，又同滲雜其間，異國學派之氣味，於斯已極。

熊氏之購買力供需論，有值得特予注意者：（1）所謂購買力之供給，是指實際可供資出者而言。如資本家之餘款，或銀行存款，而非指一般的交易媒介而言，如消費者之待用款項或工場商號之流動資金。是以貨幣量雖多，而購買力之供給未必大，貨幣量雖少而供給亦未必小，要視此貨幣流在何處或將為何用而定。如在以放款為業之資本家或銀行家之手，並隨時準備投放，則構成購買力之供給；反之，如在消費者或企業家之手，而僅資周轉用者，則與購買力之供給無關。戰時通貨膨脹，恒所難免。但市面銀根依然堅緊，此或其原因之一。

（2）購買力供給之最大來源之一，即為信用創造，銀行家按其調度貨幣之技術，益以非現款收付之擴張（*Banknotes Zaklung*）竟能以少數之準備金，作大量之放款，以完成無數交易，一若無中生有，又若空中樓閣然。此項技巧之運用，如能依於計劃，限有範圍，其有俾於生產甚大，熊氏謂為創造性的信用膨脹。但如麻木不仁，散亂無章，一聽市噲之玩弄，

爲私利是圖，則危殆之深，百不可言！戰時如火益熾，尤不堪想像！（八）影響購買力之需要者，不止於一二因素，如其他學說所言，而於整個經濟狀況。此整個經濟狀況爲何，熊氏雖未詳加分析，然其于覽萬化，概可想知。購買力之需要永遠大於供給，生產力有利的新結合之可能性無限，社會經濟之發展無垠，均於此聊聊數字盡之，自非其他機械論者之枯澀單調可比。（4）物價高漲影響購買力之供需如何？亦即利率如何？熊氏以爲：物價高時，如企業仍須繼續，則購買力之需要增，否則即減，此時如供給不變，則利率在前一情形下必漲，在後一情形下必落。進一步推論，當一般物價皆高時，購買力之需要大，而社會所需周轉之貨幣亦較多，如供給不能相稱並進，則利率必高。當消費財（消費物品）價格之漲度，不及生產財（生產工具）時，則購買力之需要較小，反之則較大；再視供給如何，利率即隨以升降。實則，要視當時整個情形以爲判，執一而論，每多疵謬。

利率升降對於社會影響如何，乃一富有興趣之問題，恰熊氏並未詳論。僅謂利率高漲，即企業活動激烈之象徵，此時物價必增，其增高之程度，首爲生產財，次爲通常需要較切之物品，最後爲一般物品，其理至明，當待詳述。惟須注意者，據熊氏之理論，物價增高並非利率增高之結果，但由於企業活動激烈，互相爭購生產財之所致；蓋利率並非成本之因素，僅爲利潤之一部份。總此以言，可見物價愈高，獲致利潤之可能性愈大。則企業活動愈烈，而利率亦愈高，相激相盪，輾轉無已。在貨幣惡性膨脹物資缺乏之時，影響所及，尤爲彰

者。

但利率高漲如逾一定限度，則界限以下之企業日多，企業活動漸減。如利率之高能將任何可能之利潤吸收淨盡或竟超過之，在相當時期以後，企業活動必歸岑寂。此時物資需要日少，如他種情形不變，則物價必跌，其下跌之程度，與上述之高漲情形同。是以利率高漲固為經濟發展之障礙，但亦為其阻礙。

在一國家中，如生產財缺乏，進致剩餘之可能甚又較大，其利率必高。反之，在一富裕國家，因其發展已達相當程度，其利率必低，而社會經濟常易趨於停滯狀態（*stagnated*）。但投資危險性較小，信用制度較為完善，亦為低利率之一因。

近代經濟學者，因重視時間因素，遂視各種皆為所得利息之一種，竟有以工資為勞働之利息，地租為土地之利息者。然氏則謂，如日經者不變之收入為利息，尚無大弊，若以斷續無定者亦為利息，則大謬不然；因為利息乃一永存之現象（自指在現行制度之下而言），凡不能永存者，皆與其根本性質不符。例如股票之紅利，地產物之租金等，絕不能謂為利息，因為股票之價格有時能為高有，而地產物之消耗亦與時俱進。其本身既有時而盡，則其產生之所得，亦有時而絕，謂為永存之利息自為不倫。但在現時經濟社會中，利率漸為各種所得率之標準，而為投資方向之指南。當利率高於其他所得率時，則羣將放棄他種所得而轉求利息；低時則放棄利息，而轉求他種所得。以同一購買力，究用以購地，抑用以經商，抑用以

投放，胥視可能獲致之地租、利潤或利息孰高以為斷，此即各種所得趨於平均之說。惟在此高度資本主義時代，貨幣之作用至大，借貸之市場確立，而投放之方式亦多，利率為一切所得率之樞紐，自為當然。

### 三、結論

德氏利息理論是否獨出心裁，言前人所未言？吾人反觀各家之說，即可瞭然。愚見：近代言利息者，莫不外乎兩大學派。一為社會主義學派，對利息之存在，攻擊不遺餘力，其理論即在說明其欲除惡務盡之故。一為個人主義學派，方為利息辯護，而以英理論為辯護之張本。德氏儕於後者之林，自多師承，但在其利息學說中，前者之所辯護之點，亦不可尋。

社會主義學派，雖認利息由於資產階級剝削勞動階級而來，但因研究之出發點不同，亦可別為兩大學派：其一，以生產過程為出發點，如羅百士 (Karl Rodbertus Jassios) 馬克思及何彭赫 (Franz Oppenheimer) 等；其一，以交換過程為出發點，如普魯米 (Prodhon) 瓦塞爾 (Sibio Gressl) 及實特爾 (Gottfried Feller) 等。羅百士以物品之價值由於造成該物品所費之勞動。當財產未私有之時，勞動者各得其勞動之值；達私有制度成立，遂不得不以其一部份勞動所得給與地主及資本所有者，以為利用其土地與資本之報酬。迄於近代，勞動者變成僱傭。資本家將其獨佔地位，僅將生產所得之一部份給與勞動者，而此一部份僅以足數

份動者之生活爲限，其餘則撥爲利息。是利息源於資本之獨佔，而爲剝削之結果。何彭赫之見解大意略同，惟置重心於土地之獨佔，以爲：使土地未經獨佔，則勞動者得自由利任何土地，惟備制度根本無存，則利息亦不致發生。馬克思亦以來利息自利餘價值，使財產不得私有，則剩餘價值自然幻滅，利息亦無從發生。

以熊配達之利源理論參證上說，發見兩大要點彼此相同：（一）利息現象僅能在私有財產制度之下始能發生，並非福巴衛克（Fohn Bamerk）與蓋賽爾（Cassel）之見，以利息爲今古同然，而能與世長存者。（二）利息由於剝削而來，但此處亦有一大異點，即剝削之對象並非勞動者，而爲企業家。據熊氏分配說，勞動功用之報酬，純歸勞動者所有，並隨物價之升降而升降，勞動者固已得其應得。惟企業家將財產力作有利的新結合，其成果之一部，必舉而奉給資本家。在資本家可謂不勞而獲，但在企業家則受剝削。企業家受剝削愈甚，其企業活動之興味愈減，社會遂食其果。引用剝削理論而爲企業家張目，實非科學社會主義之馬克思，二百士與自由社會主義之何彭赫諸前輩所能料及也。

普魯東亦認惟有勞動爲能生產，資本則否；是以惟勞動應有報酬，資本則否。但勞動者因需要資本以爲助，遂向資本家求借，乃不得不付利息。於是，不能生產之資本，竟有利息之報酬，其爲剝削，爲不公平，以至於流弊無窮，自不待言。去之之道，並不須廢除私有財產制度，只須儘量擴張信用，使凡有物品者皆可得其所需之交易媒介，則貨幣（指硬幣）之

稀少性消滅，借貸為不必要，利息自不發生。為實施計，建議設立國民銀行（Volksbank）。凡有物品者均可按其內含之勞動量，向該行換取交易券（Naturalatkinson），持券者亦可換取物品。於是，人民只須盡力生產，不憂為物可換。結實腰袋，貨幣絕迹，利息以滅，萬惡俱泯。貨幣額與貨幣商之見地相同，亦以影響信用為實施利息之利器。曾氏主張設立「社會建築一濟銀行」（Soziale Bau- und Wirtschaftsbank），以實物為抵押，發行證券，無利貸出。蓋氏主張實施（Schwindgeld）貨幣政策，使貨幣之價值隨流通之時間而遞減，從而提高貨幣流通速度，以消滅其稀少性，終使需要貨幣者隨時隨地可得而有之，以形成「自由貨幣」（Freigeld）之境界，則借貸自成贅疣，而利息之慘惡，亦歸待沮咒。

熊氏利息理論，行之於此派者似亦不少，考其相同之點：（1）利息與實物資本不相關聯，但隨貨幣資本之多寡而消長。（2）借貸利息為原始利息之根基，因有前者，始有後者；使前者不存在，則後者亦不存在。蓋漢氏對此主張尤為堅定。（3）通之缺乏，足以阻礙經濟發展。防範之道，自在擴張信用。熊氏尤以此為經濟動盪之一大動力。凡此三端，皆為熊氏利息理論之基點。但與此傾向社會主義者流，正復同調。然亦有出入之處，舉其要者；（1）傾向於社會主義者，以為信用膨脹，硬幣失其重要性，利息遂可絕迹。熊氏則不謂然，而謂在任何時期，購賦力之需要終超過於其供給，故利息仍然存在。（2）此輩以為私有財產制度不須廢除，只須信用儘量供給，利息即不致發生。熊氏之見解與此迥異。（3）



熊氏雖主張擴張信用，但以用之於生產為限。此為必要條件。而若輩對此似若茫然。(4) 熊氏雖不題利息之存在，但亦不以之為萬惡淵藪。傾向於社會主義者，先有是非之念，而後創為理論，熊氏則適得其反。

綜上以觀，熊氏利息學說，得之於社會主義者，並非初計所及。然究其精義，於個人主義，可謂一絲相傳，但於收並蓄，不損其大，此所以為當代大家也。

個人主義學派言利息者，雖多古資本家之論，然亦各有其說。熊氏何為何從，頗值得探討。愚見，此學派之利息理論，約可別為三大主流：其一，注重主觀，依心理立論，如孫立 (Senior, Muelson, James Mill) 等；其二，注重客觀，依生產及交易過程立論，如 I. B. Say, Lande, Mengel 等；其三，則客觀與主觀並重，而從社會兩方面立論，如 Bohm Bawerk, Marshall, Cassel 等。孫立爾以其忍欲學說 (Abstinence Theory) 見稱，認為利息之所以發生，由於資本所有者，因延期享受所忍受之痛苦。此純就心理立論，而證明利息之正當，其不值一擊。幾為公認，熊氏更力非之。不獨此也，即龐巴衛兄現在德望重於將來德望之說，孫亦力言其謬。舉凡以心理為主體之利息理論，皆非熊氏所許。

服膺生產力論者，或以資本本身富有自然的生產力，所謂 *Nature Productive*，正與土地勞動之生產力相同。利息與地租工資同為生產力之正當報酬，I. S. Say 師承 A. Smith 之片面理由，即認此為定論。後人又從而光大之，或以資本有代替勞動之功能，其所代替之勞動之生產

力，即為資本之生產力。Ludewig力持此說，Cary, J. Thunen等亦深悉之。或以資本內藏效用，此效用有其獨立性，與資本本質脫離。資本雖可償還，而其效用不可償還，利息即此效用之代價。德國舊效用學派首倡此說，因格爾仍襲因之。

熊氏以利息與實物脫離關係，對此派學說自無接受之理，故亦明示異議。但如將熊氏學說詳加分析，實多吻合之處。彼熊氏所謂生產力有利的新結合之結果，非為生產品量的增加，即為生產品質的改進，此非資本的生產力之表現而何？但此種結果，不可望於任何資本，僅可望於有條件下之資本，即所謂有利的新結合。故據熊氏之說，利息之直接成因，在於購買力借貸，實即貨幣資本之借貸，但其間接成因，仍為實物資本之生產力。熊氏之整個經濟理論體系，偏重交易過程中之貨幣資本，遂忽視其進一步之關係而不自知。

專從交易過程以解釋利息者，百餘年前即有陶商士 (Torrens) 其人。舉凡一物之自然價格，僅等於其製成時所費之地租與工資。惟其市場價格，始含有利息。是利息之發生，全由於市場中之交易過程。廿世紀初期，與國學派重鎮薩克思 (Frisch) 亦倡利息為交換贏餘之說 (Zins als Tauschgewinn)。意謂在孤立經濟時代 (Geokhronol Wirtschaft) 利用資本所能生產較多之物品，可謂為福利贏餘 (Wohlfahrtsgewinn)。但在交易經濟時代，(Leibknecht's Wirtschaft)，因財產私有制度成立，資本所有者可以現時之財貨換取將來之財貨，但以獲得較高價值為條件。比較高之價值因由交易得來，故謂為交易贏餘，即是利息。薩氏雖祖述心理

學派，但論利息則獨重生產力與交易過程，又不無客觀意味。

以熊配達教授之利息學說，與陶陸二氏者較，吻合之處，不一而足。所謂利息不生於靜態經濟，而生於動態經濟，衡諸自然價格中無利息，而市場價格中則有之之說，如出一轍。理論之重心在於交易與私有財產制度，熊陸兩氏所見皆同。然略有差別者，陶言之未詳，熊則發揮盡致。價值與財貨兩概念，陸未免混為一談，熊則專從貨幣立論，而思將財貨一概論完全撇開。

在個人主義學派之利息學說中：主觀與客觀並重，而發為折衷之論者，以龐巴衛克，凱賽爾，馬夏爾（A. Marshall）及實雪（Irving Fisher）四人最著。在主觀方面，亦即供給方面，龐巴衛克有其現在財貨重於將來財貨之兩大理由；蓋賽爾與馬夏爾則以「等待」（Waiting）為解釋；費雪爾則偏「不耐」（Impatience）之說。在客觀亦即需要方面，龐巴衛克重視「繞道的生產」，蓋賽爾着眼於「資本處置權」（Capitaldisposition）的確少性（Knappheit），馬夏爾則根據於資本的生產力（Productivity）與獲致生產的期望；實雪之力主投資本機會之論（Opportunity of Investment）。此四大學人之利息理論，小處雖有出入，然大義實無不同。

熊氏之說與此四人者相較，實含有萬流同源之感。熊氏固力非心理的理由，而置「等待」「不耐」等解釋於不顧；然當其討論交易一節中，購買力之供給者決定交易與否，仍以心

理的估計為其主要根據。舉所謂購買力者，亦即資本處置權；所謂生產力有利的新結合者，亦即投資的選擇；此在龐巴衛克之「統道的生產」論中，亦已可尋，惜言之未暢耳。

綜觀上述，吾人在熊氏利息學說中，求一新穎之論，足供深思者苦不可得。但又覺其兼收並蓄，磅礴無倫，多而不嫌其雜，繁而不厭其精。究竟有無足稱之處，擇愚見，其可得而言者有四：

(一) 近於現實：任何理論如與事實相背，即無正確性之可言。熊氏利息學說，能為多數人所接受者，即在其近於事實。撮其要者：如利率隨利潤率之高低而升降，隨銀行庫存之多寡而變遷；利息並非自古已然之現象，而為制度之產物，其發生由於借貸，其根源在於財產私有，其所以川流不息，仍在有利之生產之可能性，此皆世所習，見無可否認者。

(二) 握住重心：今日非上古之共產社會，亦非中古之封建社會，而為近代資本主義社會。在此社會中，利息之最普遍者為生產利息，而非消費利息，為貨幣利息，而非實物利息。熊氏即以此最普遍者為研討之中心，其他概置無論。其理論之所以能近於現實者，要亦以此。

(三) 內容充實：論利息者，常僅以其與少數因素有關，而試從某一方面求其解釋。殊不知其整個經濟社會均有關聯，因而不失於掛一漏萬，即失於空疏無當。熊氏則不出此。雖仍以供需律為依歸，但謂影響供需者，絕非三款因素，而存整個的經濟情況。其包涵之廣，

意義之深，已非通常機械論者所可及。其能於數十家學說中，擷其精英，去其糟粕，而治於一爐，蔚為大觀者，殊非偶然。

(四) 體系完整：熊氏以交易為其理論體系之骨幹，在交易論中，又以貨幣為主體。其整個的動態經濟學說，悉以此為樞紐，利息論即其中之一部，故亦不出此範圍；試所謂萬象不離其宗。在許多名著中常見矛盾叠出，而熊氏則為例外。

雖然，熊氏利息理論之正確性究至如何程度？其許若非本文所能罄，但可提出若干問題，以助讀者之玩味。

(一) 在熊氏所假設之靜態經濟中，是否不發生利息？所謂歸與理論如龐巴衛克與 Mises 所爭辯者，是否可靠？自由競爭是否能以完全？即令歸與理論可資應用，自由競爭，亦絕對完全，一物之價格，是否即可等於其所費之工資與地租？如其不然，靜態中不生利息之說，即為虛構！

(二) 原始的生產因素是否僅為土地與勞動？一切物資本是否均可化為此二原始因素？如何化法？社會中有許多新種因素，與勞動及土地無關者，但為生產所必需，又不知如何化法？如皆不可能，則熊氏理論之前提似已站立不住。

(三) 貨幣循環與貨物循環，究竟何為主體，何為附庸？如前者為主體，後者為附庸，則熊氏之理論，大致已不可破之，則無一是處，如彼此互相影響，有如吾人所經驗者，則熊

氏學說未免過甚其辭。

(四) 購買力之供需是否能成線形？此線形是否能為連續不斷者？此兩線形是否只相遇於一點？如皆屬否定，則利率率終於不可求？即令其然，同一時空間內，是否只有一種利率，當影響購買力供需之無數因素，稍有變更時，利息率是否隨即變更，有如數學公式所表示者？如皆非事實，則熊氏對利息率之說明，仍未可盡信！

熊氏學說如有可攻之處，當在其所用之方法，所取之立場及所成之體系中求之。質諸同好，以為何如？

# 費雪之金融學說

劉全志

一、費雪教授的生平與著作：費氏為當代國際知名之美國經濟學家數學家統計學家及貨幣理論家，其著作不下數百種。

二、費雪的貨幣理論：甲、貨幣數量學說：由法人寶丹創始，中經各國學者開發，至費雪時始集其大成。乙、貨幣數量之意義：費氏所倡者，通稱為現金交易學說。假定貨幣週轉次數不變，貨幣數量之變動，可使貨幣價值作反方向等比例之變動。丙、貨幣與貨物之交流：貨幣與貨物相互對流，其作用雖相反，而其價值則相等。丁、交易方程式：貨物之平均價格等於貨幣數量與貨幣平均流通速度，而以商品交易總量除之。戊、對費雪現金交易學說之批評：贊成者雖多，反對者亦大有人在。

三、補償本位制：甲、補償本位制之作用：在求金元價值之固定。乙、補償本位制之方法：以物價指數調節金元購買力，而以變更金元成份為手段。丙、對補償本位制之批評：舉者有之，反對者亦眾。

四、百分之百的貨幣：甲、作用：使銀行之信用擴張與所收之存款相等。乙、實施方法：建立通貨委員會，發行通貨，并擔任再貼現，買賣證券等職務。丙、批評：此制度之最大缺點，為使通貨無膨脹與緊縮之現象，但在技術上尚多缺點。

一、費雪教授的生平與著作

費雪教授 (Prof. Irving Fisher) 是當代國際知名的美國經濟學家、數學家、會計學家和實業理論家，一八六七年二月二十七日降生於美國紐約州的哈德威城 (Hawthorne)，計算起來，現今已七十七歲之學者矣。

費氏於一八八八年由耶魯大學 (Yale University) 畢業之後，繼續在原校攻讀二年，於一八九一年得博士學位 (Ph. D.)，二年之後，又至巴黎和柏林繼續研究一年 (1893—1894)，從一八九〇年起被聘為耶魯大學數學講師 (Tutor of Mathematics)，二年之後，升為數學助理教授 (Assistant Prof. of mathematics)，又二年，被聘為政治經濟學助理教授 (Assistant Prof. of Political Economy)，自一八九八年起以至今日，始終是耶魯大學的政治經濟學教授，故時至今日，已歷五十五年之久矣。

在一八九六至一九一〇年間，費氏曾任耶魯學報 (Yale Review) 之編輯，一九一七年被聘為加州大學 (University of California) 之黑芝克講座 (Hickock Lecturer)，一九二一年被聘為敦倫大學政治經濟院 (London School of Economics and Political Science) 講座，一九二七年應日內瓦國際學院 (Geneva School of International Studies) 之聘，前往講學一年，費氏曾獲美國四個著名大學文學博士 (LL. D.) 學位。

費氏為一位國際知名之貨幣學家，尤其主張穩定貨幣之購買力；從一九一二年到一九三



四年二十二年之中，關於穩定貨幣一問題，曾寫書十三本，論文一七三篇，九十九次公開講演，三十七封在報紙上的公開信，並且在國會九次證詞 (Testimony) (註一)，統共是三百三十一項，由此可見其對此問題之努力矣。此外，又發起許多有關貨幣價值安定的組織，藉資實地研究，並且積極宣傳，以求其理想得早日實現；例如穩定貨幣會社 (Stable Money League)，美國貨幣同盟 (National monetary Association) 與穩定貨幣聯合會 (Stable Money Association)，為說明貨幣購買力為時常變動起見，他在一九二三年開始編造一種批發物價指數，每週在報紙發表，至今繼續未停。

費氏除從事純學術的工作外，曾先後擔任數十種美國著名社團與法團的會長，例如美國勞工立法委員會 (The American Association for Labor Legislation)，社會科學學院 (The National Institute of Social Science)，經濟學家 (The American Economic Association)，人種改良研究會 (The Eugenics Research Association)，及美國統計學會等團體的會長。此外曾以並曾為美國科學促進委員會 (American Association for the Advancement of Science)，英國皇家經濟學會 (Royal Economic Society)，皇家統計學會 (Royal Statistical Society)，美國政治經濟學會 (American Academy of Political and Social Science)，國際自由貿易會 (International Free Trade League) 等團體的會員。

在一八九八年，費氏因患肺疾之故，曾暫時停止教讀生涯。痊癒後，除繼續教授外，曾

致力於衛生學之研究，曾與醫學博士菲斯克 (Dr. Fisk) 合著如何生活 (How to Live) 一書，此書不獨為美國一般學校的教本，且已譯成西班牙、德、法、波、俄、意、瑞典、挪威，中、日諸國文字。此外對養生之道，頗為注意，關於斯道之著述亦豐。

費氏之著作不但甚多，且其範圍亦廣，舉凡政治經濟統計數學及衛生諸科無不有其著作，而每一著作，多少皆有其特殊之貢獻，所有著作總計不下數百種，謹就其有關經濟與貨幣的著作，列舉如下：

資本與所得的性質 *The Nature of Capital and Income*

利率 *The Rate of Interest. Its Nature, Determination, and Relation to Economic Phenomena*

貨幣的購買力 *The Purchasing Power of Money*

經濟學原理 *Elementary Principles of Economics*

何以金元縮小 *Why Is the Dollar Shrinking?*

穩定金元 *Stabilizing the Dollar*

貨幣幻想 *The Money Illusion*

利息理論 *The Theory of Interest*

證券市場的崩潰與崩潰之後 *The Stock Market Crash and After*

繁榮與蕭條 *Booms and Depressions*

膨脹 *Inflation*

穩定的貨幣 *Stable Money, A History of the Movement*

百分之百的貨幣 *100% Money*

控制崩潰 *Mastering the Crisis*

## 二 費雪的貨幣理論

甲、貨幣數量學說 貨幣數量學說 (*Quantity Theory of Money*) 是說明貨幣價值變動的  
一種理論，其要點是貨幣數量的增減是貨幣價值變動的主要原因，而貨幣價值的變動是以物  
價表示的，因此貨幣數量的增減為物價變動的原因，物價為貨幣數量變動的結果。換言之，  
設其他情形不變 (*Other things being equal*)，貨幣數量與貨幣價值成反比例之變動；若數量  
增加，則幣值下跌，數量減少，則幣值上升。

此種理論，由法人寶丹 (*Jean Bodin*) 所創始，中經意大利學者達芳扎蒂 (*B. Davanzati*)  
英儒陸克 (*John Locke*)，法儒孟德斯鳩 (*Montesquieu*) 與英儒休謨 (*David Hume*) 李加  
圖 (*D. Ricardo*) 等一再開發，至費雪時始集其大成。

貨幣數量學說之歷史雖甚久遠，主張斯說者雖甚衆多，惟在眾說紛紛之下，不無一致之  
意見，下列各點為主張斯說者的共同觀念：

(1) 貨幣之所以能在社會流通成爲交易媒介者，因其可以交換真實財富，可以清償債務。

(2) 各種形式的貨幣，無論爲商品貨幣，代表貨幣，管理貨幣，抑或信用貨幣，皆能影響貨幣的價值。

(3) 貨幣的價值由貨幣數量直接的或間接的決定之。

(4) 關於不兌換紙幣無須另有理論說明之。

貨幣數量之意義 在錢莊費雪教授的貨幣理論之先，須將貨幣數量的意義說明，若貨幣數量的意義不清，則貨幣數量學說之理論，亦難解明。

據英儒羅伯孫 (Robertson D. H.) 之意見，貨幣數量可有兩種看法，一種是在某一特定時間貨幣存儲量 (The stock of money in existence at a given point of time)，一種是在某一特定時間內貨幣之流通數量 (The flow of money being used during a given period time) (註二)，因爲看法不同，對於貨幣價值的解釋，亦不一致，第一種看法是着重於貨幣的直捷價值，而第二種看法是着重於貨幣的抽繹價值。

基於第一種觀點，貨幣乃用作儲藏購買力，以便隨時隨地購買各個人所需要之商品與勞務，人人之所以皆需要在手中保持一部份現款，或在銀行保持一部份活期存款，無非是儲藏一般的購買力，或一般的支付工具，以備不時之需；所以在某一時期內，人人保留於手中之

現金數量。代表當時社會上所需要之實物，而保持着貨幣形態的總值，人人所保持之現款或活期存款，不過為某一時期內收入中之一部份，其餘者早已用之於消費與投資，或變成別種形態之財富，是故社會中流通貨幣之數量，等於各個人平均儲藏之貨幣數量之和，所謂在流通中之貨幣數量，不過為一抽象觀念而已。實際上貨幣總是在哲息候用之中，依據上述觀點，倡為學說者，通稱為現金餘額學說（Cash Balance Theory），因為此為英國劍橋大學諸學者所主張，故又可稱為劍橋學派（Cambridge School）。關於此說，非本文所欲討論。

基於第二種觀念，倡為學說者為美國費雪教授，費氏注意於貨幣之使用與流通，故通稱此說為現金交易學說（Cash Spending Theory），蓋以貨幣之效用在於購買貨物與勞務，貨幣之本身，毫無價值可言，既不能供人衣食，亦不能滿足其他人類各種慾望。貨幣之功用，在於交換貨物與勞務，在某一特定時期內，貨幣流通總量等於購買貨物總量，貨幣之總價值等於貨物之總價值，貨幣總價值等於貨幣總量與單位貨幣在此時間之平均轉手次數，貨物之總量等於經濟財富交易之總數量，所以單位貨幣之價值等於以支付工具總數除購買商品總數，假定貨幣週轉次數不變，貨幣數量之變動可以使貨幣價值作反方向等比例之變動。

丙、貨幣與實物之交流。貨幣與實物為一相對待之名稱，貨幣之支付即對實物之需要，而實物之供給即對貨幣之需要，每項交易必有實物與貨幣之流轉，買賣雙方，同時舉行。實物與貨幣相互對流，其作用雖相反，而其價值則相等，換言之，買者因購物而付出之貨幣總

值，必與賣者因售物而收到之貨幣總值相等。

經濟交易，一方面為付銀收貨，一方面為付貨收錢，買方所付出之錢等於賣方所售貨物之價值。然而每一單位貨幣不只僅用一次，乃經轉授交，用了又用，故在某一單位時間內，各個人所付出之貨幣總值，遠在貨幣儲存量之上。在某一單位時間內，每個單位貨幣之平均支付次數，稱為貨幣流通速度 (*Velocity of Money*)。貨幣交易之總值，為貨幣流通數量與其流通速度之乘積，而此積數必與交易總值相等。

貨幣既有儲存量與流通速度，貨物亦有儲存量 (*Stock of Goods*) 與流通速度 (*Flow of Goods*)。在某一單位時間內，貨物之存在數量即貨物之儲存量。貨物由生產家轉移到批發商，由批發商轉移到零售商，再由零售商轉移到消費者；簡言之，貨物之由生產到達最後消費者，中經若干次之轉移，此轉移即為貨物流通之速度也。

經濟財貨之流通，可以分為三類：第一為狀態之改變 (*Change of Condition*)，如生產與消費等；第二為地位之改變 (*Change of Position*)，如運輸進出口等；第三為所有權之改變 (*Change of Ownership*)，如各種交易，所有權之改變，在經濟術語中通稱為轉讓 (*Transfers*)。貿易即轉讓之彙總 (*Flow of Transfers*)，無論國內貿易與國外貿易，要不外乎貨幣與貨物之交流，貨幣之一流與貨物之一流，雖方向相反而其價值則相等，因此費雪教授貨幣之一流與貨物之一流並在一起，而構成一個價值相等之方程式 (*Equation of Exchange*) 也。

丁、交易方程式 費雪之公式由六種不同因素構成之；換言之，費雪以爲貨幣之價值或一般物價水準（General Price Level），由五種因素決定之（1）貨幣數量，（2）貨幣流通速度，（3）銀行存款通貨數量，（4）銀行存款通貨流通速度，（5）商品交易總數量。因爲貨幣之最大功用爲交易中介，購買貨物與勞務，在任何使用貨幣之社會中，各項交易，皆須以貨幣完成，其貨幣支付總額一定等於同時期各項貨物與勞務出售之總值。惟貨幣支付總額，等於貨幣數量乘單位貨幣平均流通次數，貨物與勞務出售之總值，等於其總數量乘平均價格，所以貨物與勞務之平均價格等於貨幣數量乘單位貨幣平均使用次數，以與貨幣相交換之貨物與勞務總數量除之。以數學公式表示之如下：

設  $M$  代表貨幣數量

以  $V$  代表貨幣平均流通速度

以  $P'$  代表第一種貨物價格

$P''$  代表第二種貨物價格

$P'''$  代表第三種貨物價格

以  $Q'$  代表第一種貨物交易數量

費雪之金融學說

$Q''$  代表第二種貨物交易數量

$Q'''$  代表第三種貨物交易數量

.....

以  $P$  代表貨物平均價格

以  $T$  代表商品交易總量

則得公式如下：

$$MV = P_1Q_1 + P_2Q_2 + P_3Q_3 + \dots = MPQ$$

$$= PT$$

$$\text{或 } MV = PT$$

$$\text{或 } P = \frac{MV}{T}$$

上述為費雪教授之基本方程式，費氏並舉例以說明之，假如一國貨幣數量為五百萬元，貨幣流通速度每年二十次，則每年購物付出之貨幣總數為一億元，此為方程式之貨幣方面（Money Side）。在貨幣方面有一億元，在貨物方面（Goods Side）亦必有一億元之交易，前者代表買進，後者代表賣出，一方面有一億元之買進，他方面有一億元之賣出，茲假定麵包煤與布三種物品出費之數量及其價格如下：

麵包 二〇〇、〇〇〇、〇〇〇塊，每塊售洋十分



煤 10,000,000,000 噸，每噸售洋五元  
 布 30,000,000,000 碼，每碼售洋一元

這些交易之總值爲一億元，而貨幣方面支付總額亦爲一億元，是故可得下列之等值方程

式：

$$25,000,000 \times 20 = 200,000,000 \times \$0.10$$

$$+ 10,000,000 \times \$5.00$$

$$+ 30,000,000 \times \$1.00$$

$$\$100,000,000 = \$100,000,000$$

由於以上之說明，吾人可得以下之結論：

(1) 一般物價水準必與貨幣數量及其流通速度成正比例之變動，而與貨物之交易數量成反比例之變動。

(2) 假定貨幣流通速度與貨物交易量(即  $U$  與  $T$ ) 不變，則貨幣數量( $M$ )與物價水準( $P$ ) 爲等比例之變動，貨幣數量增多一倍，物價水準抬高一倍，貨幣數量減少一倍，物價水準降低一倍。

(3) 假如貨幣數量與貨物交易量不變(即  $M$  與  $T$ )，則貨幣流通速度( $V$ )與物價水準( $P$ ) 爲正比例之變動，貨幣流通速度增加一倍，物價水準抬高一倍，貨幣流通速度減

少一倍，物價水準降低一倍。

(4) 假如貨幣數量與流通速度 ( $M$  與  $V$ ) 不變，則貨物交易量與物價水準成反比例之變動，若貨物交易量增多一倍，物價水準必跌落一倍；若貨物交易量減少一倍，物價水準亦必上漲一倍。

(5) 假如方程式中有二種因子或三種因子同時變動，則物價必將成爲這些因子之變動混合結果。若貨幣數量加倍，其流通速度減半，而貨物之交易數量不變，則物價必不致受影響而發生變動；若貨幣數量與貨物數量皆加倍，而貨幣流通速度不變，物價亦不致受影響。

以上所說之貨幣數量，僅指正貨與銀行鈔票而言，在信用制度發達之國家，銀行存款通貨之使用，約佔交易總額百分之九十以上，是故銀行存款通貨，當然有列入交易方程式中之必要。所謂銀行存款乃指隨時可以支票提取之銀行活期存款而言，此種存款之來源，不外二途，一爲存戶所存之現款，一爲銀行放款之化身，在二者之中，以後者爲最重要。故銀行放款越多，銀行存款通貨亦越多，假如  $M'$  代表銀行存款通貨數量， $V'$  代表銀行存款通貨平均使用次數，故某一特定時期內之購買總值應爲：

$$M' + M'V'$$

故交易方程式應爲：

$$M' + M'V' = P'Y'$$

銀行存款通貨 ( $M'$ ) 數量對於物價變動之影響，與貨幣數量 ( $M$ ) 相同，若其他情形不變，銀行存款通貨數目增加一倍，物價上漲一倍；反之，則下跌一倍。銀行存款通貨流通之速度 ( $V'$ ) 對於物價變動之影響與貨幣流通速度 ( $V$ ) 相同，若其他情形不變，則物價水準依隨銀行存款通貨流通速度之增加或減少而抬高或降低。

戊、對費雪現金交易學說之批評 自費雪名著貨幣購買力問世之後，贊賞者雖多，而反對者亦大有人在，吾人總括各家批評，列舉以下各點：

(1) 費雪以為交易數量 ( $T$ ) 及貨幣流通速度 ( $V$ ) 在短期內是靜止的，即令生變化，亦是獨立的變化，故在短時期內，只有貨幣數量與其物價發生變化。貨幣數量為主動的，物價為被動的，並且貨幣數量之變化又是獨立的 (*Independent*)；所謂獨立的，即不受方程式內其他因素之影響，而受方程式以外因素之影響。此點並不可靠，因為在若干情形下，貨幣數量要受貨幣流通速度 ( $V$ ) 及交易數量 ( $T$ ) 之影響，且有時亦受物價變動之影響，如在經濟繁榮時期，交易數量加多，貨幣數量亦應擴大，以適應需要。

(2) 就公式看來。 $M$  與  $M'$  之地位是一樣的，費雪雖承認存款貨幣 ( $M'$ ) 在現在社會中之重要，但以為存款貨幣之供給量，乃由合法貨幣 ( $M$ ) 之供給量所定，所以  $M$  與  $P$  之直接關係，並不因為  $M'$  之加入而有所變動， $M$  為決定貨幣之主要原因， $M'$  為附屬之因素，有人甚至於謂存款通貨為合法貨幣之代替品，並且費雪以為在正常狀態下 (*Normal Condition*)， $M$

與 $M'$ 有一定之比例，假定 $V'$ 及 $I'$ 等皆不變，則 $M'$ 增加一倍， $M$ 亦增加一倍。若 $M'$ 減少一倍， $M$ 亦減少一倍，因為社會所有之支付工具包括硬幣合法貨幣，及可以支票提取之存款。就整個社會看，為使用方便起見，保持手頭之合法貨幣與存款貨幣保持一相當之比例，如合法貨幣過多，大半願意存入銀行變成存款貨幣。為使存款貨幣隨時變成合法貨幣起見，銀行必須保持適當之準備金，因此費雪及其信徒謂存款通貨隨合法貨幣而增減，在金屬本位國家，合法貨幣之數量受黃金準備數量之限制，因而有人更進一步謂所有貨幣之數量受黃金數量之決定，故物價變動為黃金數量所決定。此種推論，顯與事實不符，因為黃金與白銀對於一國貨幣數量之影響只是消積的在相當範圍之內，各種貨幣皆有其伸縮之餘地，存款貨幣與合法貨幣之關係，亦復如此，並非一成不變，如在恐慌時期，社會信心低落，對於合法貨幣之需要必增，而對存款貨幣之需要必減，因此 $M$ 與 $M'$ 之固定關係脫節。又如在經濟繁榮時期，商業銀行皆一致擴張放款，則 $M$ 與 $M'$ 亦離開正常比例，而為劇烈之變動。按安吉爾(J. W. Angell)教授之估計，美國在一八九〇年至一九三五年四十五年之間，合法貨幣增加四倍，而銀行存款增加十倍，是故 $M$ 與 $M'$ 並無一定之關係，亦非從屬之關係，二者對於物價影響，其作用相同。

(3) 費氏認定貨幣流通速度是獨立的，不受方程式中各因素的影響，而受方程式以外的因素之影響。費氏列舉三大類：共計有六種，第一種因素為個人習慣，包括節約及蓄藏習

慣，欠帳習慣及使用支票等習慣三項；第二種因素為社會支付制度，包括收付款之習慣，收付款之規律性，暨收款與付款之時間與數額是否符合平衡等三項；第三種因素為一般情形，包括人口密度及交通制度等二項。因為有此八種外在之因素，故流通速度（ $V$ 與 $V'$ ）為獨立變動，不受方程式中其他諸因素之影響，除物價而外亦不影響於其他各因素。此種見解，殊為不切實際，因為有許多時候，貨幣流通速度，要受其他各種因素之影響而發生變動，並且貨幣流通速度一有變動，可立即影響於其他各因素，不僅只影響物價而已。例如當經濟恐慌或戰爭時期，政府採取通貨膨脹政策，增加紙幣發行數量，一般人預測將來膨脹之程度，有加無已，故為避免損失起見，凡持有紙幣者，無不積極設法脫手，因而貨幣流通速度亦隨之增加。

(4) 費雪以為交易量是獨立的，不受方程式內其他各種因素之影響。依據費氏之意見，交易量（ $T$ ）要受十種極複雜的力量所決定，此種外在的力量，可分為三大類：第一種因素為影響生產者之力量，包括分工狀態，天然資源之地理分佈情形，生產技術，暨資本積蓄數額等四項；第二種因素為影響消費者之力量，包括個人嗜好之情形，暨各人收益之多寡等二項；第三種因素為影響生產消費雙方之力量，包括運輸設備，貿易情形，貨幣銀行制度，暨商業信心（悲觀樂觀）等四項。此十種力量在短期內，除最後一種外，皆不起重大之變化，故交易量之決定不受方程式中其他因素之影響。此種觀點亦與實際不符，因為交易量之多

寡，並不全由生產效能所決定，在商業循環及季節變化等動態經濟情形中，貨幣價值為決定交易量之重要因素，貨幣價值發生變動，可以促使交易量起很猛烈之變動，觀夫我國之今日情形，因貨幣價值變動，致交易量加大速度，即一證明也。況且即在經濟平衡時，吾人固然可以說生產原素之供給情形，及生產效能之大小，決定生產量之多寡，但是生產原素雇用成分之大小，受報酬率（生產成本）及商品價格水準所決定，因利潤之大小與生產數量有密切之關係，由此亦可推論交易量之大小受貨幣價值之影響。

(5) 費雪之交易方程式乃假定其他條件不變 (*Other things being equal*)，貨幣數量與物價水準成正比之變動。此種推論在實際上很少有作用，因為在實際上吾人不能使其他條件不變，其他條件如生產消費等皆在時時變動中，因此貨幣數量之變動，對於物價水準之影響，很難識別。

(6) 交易方程式之作用，有一個單位時期之假定（費氏以一年為例）。在某一單位時期內，有許多交易只有片面之轉移，或只有交貨而不付錢，例如除帳，或只有付錢而不提貨，例如解帳與清算；因此在一個單位時期內，貨幣支付總額與交易總值殊難相等（即  $M \neq P \cdot T$ ），而單位時期越短，其差異越顯著。

(7) 方程式中之  $T$ ，祇代表商品交易數量， $P$  祇代表商品之價格，然而在實際上，貨幣與信用不但可以購買貨物，並且可以用作其他各種支出，例如償付醫生費用，律師費用，

購買土地租賃房屋，購買信用工具（如各種有價證券），及買賣貨幣所有權等。此種財務交易，包括在貨幣價值之中，殊屬錯誤之至。

(8) 貨幣數量學說，不能解釋一切事實，例如自一八七六至一八九六年，美國銀行存款通貨 $M'$ 增加六倍，而物價水準不但未見上升，反趨於下跌。又如自一九二〇年至一九二四年，美國黃金增加百分之七十三，銀行存款通貨增加百分之十四，而物價水準下跌百分之二十七。又如我國自抗戰迄今，貨幣增加之程度，與物價上漲之程度，亦不呈比例之進行。

(9) 方程式中之 $M$ ，代表流通中之現金與鈔票， $M'$ 代表銀行活期存款，所謂在流通中之貨幣數量，頗難確定。因為在儲藏中之貨幣或許流至市場，而在流通中之貨幣或許流入儲藏之中，再者定期存款可以預先通知銀行支用，而活期存款亦可隨時變為定期存款，並且費氏所謂存儲藏中之貨幣，只計算國庫與銀行中所藏之貨幣，至於民間窖藏之貨幣，則未計算在內。

(10) 方程式中之支付工具，僅包括貨幣與存款通貨，其他與交易媒介具有同等效力之支付工具，如期票匯票等，則未計算在內。

(11) 現在銀行存款，亦有以透支方式行之者，顧客與銀行約定透支數目，隨時可以支票支取。故活期存款與未用透支（*Uniset Overdraft*）相加，為銀行存款通貨之總數，然而費氏並未將銀行未用透支計算在 $M'$ 之內。

(12) 費雪僅注意於貨幣流通之數量及銀行存款之數量，而忽略準備金之規定，無論貨幣準備金或存款準備金之變動，皆足以影響物價。

(13) 就因果關係而論，依據費氏之意見，貨幣方面 (Money side) 為因，而貨物方面 (Goods side) 為果，但在事實上，有些時候先有貨物方面之變動而後始有貨幣方面之變動。如在經濟繁榮時期，因為交易數量增加，故需要較多之貨幣與信用；又如在季節變動之時，當秋季農產收穫後，農產品之交易量增多，故需要較多之貨幣數量，藉資融通。

### 三、補償本位制

甲、補償本位制之作用 費氏在一八九二年開始研究經濟學時，對於穩定貨幣之購買力問題，即已生興趣，因此有補償本位制計劃之提出。費氏主張以增減金元中所含之重量為手段，而達到穩定物價之目的，因為自世界黃金供求失調以後，黃金價格變化無定，以致單位貨幣價值不能穩定，影響實深。因此費氏有見及此，欲求改正此項缺點，補償本位計劃尚屬一此計劃使金元含金量隨時變更，以求金元價值之固定，在任何時期皆能購買同量之貨物，換言之，即使金元有一定的價值，其購買力永久一致。此種金元謂之補償金元 (Compensated Dollar)。此名詞為費氏所首創，有時或稱為標準金元 (Standarding the Dollar) 或不變金元 (Unshrinkable Dollar)，亦稱商品金元 (Commodity Dollar)，又因其可換得之黃金量之多



寡不定，故亦稱橡皮金元 (Rubber Dollar)。

補償本位所根據之原理甚為簡單，即欲測量一物之長短，必須有一固定之測量標準，如此標準隨時變動，則所測量之長短，亦隨之變化無常。如量輕重則有磅為固定單位，量長短則有尺為固定單位，但為價值標準之貨幣並無固定，以致被測量之價值，亦隨時有升降之變化，為求金元價值之永恆不變起見，故補償作用尚焉。所謂補償作用者，即對任何黃金購買力之升降，皆以增加或減少金元含金量而補正之意也。

乙、補償本位制之方法 補償本位之意義與作用，已如上述，至其實行之方法，根據費氏之貨幣幻想 (The Money Illusion) 一書中，所提議之方法如下：

(1) 廢止金鑄幣，而以大條金元券 (Gold Bullion Dollar Certificate) 代替之。此種票券之等值常為政府不時公佈之黃金重量，故所有之黃金皆應鑄成金條，儲存國庫。

(2) 保持百分之百的黃金準備，換言之，因金元券所含之金量有變動，而引起準備比例之變化，必須依票券金量之漲落而行相當之收回與增發，務使黃金準備與券額保持百分之百比率。

(3) 保持金幣自由鑄造，而行使大條金元券之自由兌換。此為與當時之幣制不同，黃金價格不復再為二十元六角七分，兌換一盎司 (Ounce)，而依其購買力決定其兌換之多寡。

(4) 選擇多數重要商品，在某特定時期價值一元金幣作基礎，用為商品元 (Goods De

(4) 之計算標準，然後按時以金元計算此商品元市價之變化，而作成商品元之指數。

(5) 根據已得之指數，在一定期間，依指數之升降，而增減大條金元券之金量。

(6) 政府為防止投機起見，可以酌量徵收鑄費百分之一，換言之，政府於兌出黃金較其收買黃金價格相差百分之一為限最低。

總之，此計劃之核心，在於以物價指數節制金元購買力。此點與計表本位相同，但計表本位不以變更本位幣成色重量為條件，而補償金元計劃却以變更金元成份為必要手段。費雪曾云：「吾人之目的，在以購買力不變，而重量可變之金元，代替重量不變，而購買力常變之金元」，可謂補償本位之真義所在矣。

如實行補償本位制時，由政府將人民必需品，定立一物價總指數，此項物價指數即所謂商品元；相當時期公佈一次。當物價指數提高時，大條金元券所代表之金幣重量亦增加，反之，當物價指數下跌時，大條金元券所代表金幣重量亦減少。例如補償本位開始時，金元含純金二三·二二格令，經若干時後，指數公佈，由一〇〇漲至一〇一，亦即表示物價抬高百分之一，物價抬高即為貨幣價值降低，此時欲求金元購買力前後一致，大條金元券代表之金量，亦須增加百分之一，即從每元含純金二三·二二格令增至二三·四五二格令，即大條金元券增兌至每單位二三·四五二格令黃金也。若第二次公佈指數時，物價又漲，則金元券之兌換黃金量隨之增加，此種辦法，繼續實行，直至物價指數降至一〇〇為止。反之，倘物

價指數下跌至一〇〇以下，則大條金元券單位貨幣之重量亦須減少，如物價仍跌，則金元券代表之重量仍減，直至物價指數復至一〇〇為止。倘商品貨幣第一次校正過多或不足，則第二次計算所得之指數，即能知其原因而加以必要之校正，如是每期繼續一次，以完成商品貨幣之目的。

丙、對補償本位制之批評 費氏之補償本位計劃發表後，各方討論熱烈，譽者有之，反對者亦衆，尤以彼邦經濟學者爲甚。茲將各家反對之意見，歸納於後：

(1) 補償作用太遲，因在物價上漲之後，方提高金元之含金量，而金元含金量之減低，又須在物價跌落之後；但吾人之目的，在事先救濟，而非事後補償，蓋穩定物價之中心目的，非在繁榮時硬行壓低物價，即在衰落時期硬行抬高物價。換言之，吾人所需要之安置計劃，爲在繁榮時期，如何避免物價之上升，在衰落時期如何防止物價之降落也。

(2) 當物價水準上漲時，補償貨幣之金成分，亦必隨之上漲，故代表補償貨幣數量之金準備必因成份之增加而減少，流通市上之大條金元券與其準備之比例，亦必減少。就經驗觀之，物價上漲時有長期趨勢者，物價上漲以後，對補償貨幣之含金量，在一相當期內必須宣佈而加糾正，反之，物價下跌，則補償幣之含金量繼續減輕，而金準備比例因而增加。無論物價上漲或下跌，如其爲長期趨勢，將使補償貨幣之含金量永爲繼續增加或減少，其金準備亦變爲永久之下減或永久之上升，此種結果將不堪設想矣。

(子) 此計劃將引起黃金買賣投機之危險，因當物價猛烈上漲或下跌時，必將發生補償幣嚴重之投機，使此計劃不能達到校正物價之目的。按費氏計劃提議政府於賣買黃金時有百分之十的，若於兩月內物價變動限於百分之一以內，故該計劃不致發生困難，如一旦物價長期猛漲或猛跌，則實行此項方法能否有效，實屬疑問。茲先就物價下跌事實言之，如物價跌落百分之二或百分之三，且有繼續下跌之趨勢，預期今後兩三月之內兌券當局，必將繼續物價跌落之後，以減補償幣之金成份，人民預期金成份之必減，勢必收回其在市場之大條金元券，及提出銀行之存款，換成黃金以避免將來之損失，投機者將羣起以貨幣兌成生金，以防貨幣日後之減低成份，迨至已減之後，彼輩仍可持黃金向兌券當局換取較前更多之貨幣，持有外國證券者，亦必迅速購買匯票，以避免金成份減少之損失，則現金之流出國外，將無法阻止。上述之種種事實皆可使一國之貨幣減少，蓋人民不願儲藏紙幣以受損失，故皆欲向兌券當局換成現金而儲藏也。銀行準備金由於被存戶提取而緊縮，遂提高短期債權之利率，以減少商品及證券之放款，此種趨勢如何避免？

(4) 此種計劃欲得列國一致採用，頗為不易，如一國單獨實行，則此國之外匯價格之計算頗生困難，使其對外貿易陷于不安或投機之情形下，此國與其他各國間匯相之變動，亦將擴大範圍。故從對外貿易之立場言，如補償本位一旦實行，則此實行國在外匯上將受莫大之困難與損失。

(5) 此種計劃，對於國際貿易中之商品價格，實有莫大之影響，因為假設其他條件不變，若本國價格抬高，不啻獎勵入口，打擊出口，反之，若本國貨幣所含之黃金減輕，則入口貨之價格抬高，出口貨之價格抬高，出口貨之價格降低，即等於獎勵出口，打擊入口。

(6) 此項計劃，太拘泥於機械之原理，對人類心理之變遷，評價之高低，對物價變動之關係皆未顧及。蓋通貨之供給，不單指貨幣數量及銀行存款之數量而言，此項貨幣與銀行存款流通速度亦與通貨供給有關，尤其在英美使用支票盛行之國家，銀行存款流通速度極為重要。當商業興盛及一般經濟情況使商人之信心增強時，則存款通貨流通速度亦增；反之，在不景氣及商人信心低減時，存款通貨流通速度亦隨之減小，此種變動均有效的影響於物價，物價水準受此心理作用影響甚深，非僅為變更補償幣重量所能左右也。

(7) 補償本位之目的，在於穩定批發物價指數，批發物價指數乃由多種物品之價格所形成，若採行補償本位制度，則各種物品之生產者，往往發生糾葛。例如若我國產麥區發生大旱災，麥價必定上漲，而棉產豐收，棉價下跌，若其上漲之程度與下跌之程度相等，則二者可相互抵消，物價指數依然不變。然而在實際上，產棉區民眾一定要求減輕貨幣中所含之黃金，以冀抬高物價，反之麵粉公司及消費者一定要求增加貨幣中所含之黃金，俾物價下跌。

(8) 近代企業經營資本大多由借貸而來，如此計劃一經實行，企業界會計制度定引起

極大之騷動。

#### 四 百分之百的貨幣

甲、百分之百的貨幣作用 費氏穩定貨幣之另一方面，厥為百分之百的貨幣計劃，其名著百分之百的貨幣 (100% Money) 一書，在一九三五年發表，主張由金融制度着手，以求通貨數量之穩定，而使貨幣價值之均衡。費氏理論之出發點，蓋鑒於現代銀行存款準備制度，多為百分之十，即願存入現金百元，銀行提出十元作為準備，其餘九十元作為放款，出借於其他顧客，此願定將其所借之借款由轉賬手續存於銀行為活期存款，以便隨時以支票提出，而此銀行根據此九十元之轉賬存款，提九元為準備，又可擴張其放款八十一元，如此返復擴張，使銀行之信用膨脹總數超過其存款十倍以上。此種情形，在正常經濟情況下，並無若何不良之影響，但在經濟恐慌之際，市場籌碼不足銀根吃緊，如有一存戶提現一元，則銀行信用即收縮十元，如銀行有大批存戶提現，則該行信用一定更大形收縮，市場籌碼更感不足，故無異火上添油，增加恐慌之嚴重性。反之，在經濟繁榮時期，游資充斥，一般人皆將現款存入銀行，銀行復根據其收到之存款擴張十倍數額以上之信用，市場上本患通貨之充斥，今又因銀行之擴張信用，籌碼更形增加。此種反自然要求之信用制度，造成市場上通貨數量巨大之變動，而影響於物價。費雷氏根據此種理論，主張增加存款準備金為百分之百，使銀

行之信用擴張與所收之存款相等，一先現金存入銀行，銀行即以百分之百比例提存準備金，而不能根據其剩餘部份擴充放款，增加其存款。故一元現金退出流通界存入銀行，銀行只能增加一元之支票貨幣（*Check Book Money*）於流通界，反之；一元現金由銀行提出，則銀行必減少一元之支票貨幣，故使流通界中之通貨總數量始終保持一致，通貨數量不變，根據數量原理，其價值即可穩定。

為矯正現今存款制度計，政府可特組織通貨委員會（*Currency Commission*），將每一商業銀行資產十足變為現金，以增加各銀行之支票存款準備至百分之百，換言之，即由政府以通貨委員會發行之貨幣購買（或對下述各種證券放款）債票期票或他種銀行資產，則所有之支票貨幣皆有十足之準備矣。此種新貨幣——委員會通貨或美國鈔票（*Commission Currency or U. S. Note*），僅使支票存款得有百分之百的十足準備，對流通中介總額既不增加亦不減少。如一銀行有支票存款一萬萬元，對此存款僅有一千萬元現金準備（其餘九千萬為證券證備）時，此銀行必將此九千萬元有價證券，持向通貨委員會換取九千萬元現金，而使其存款有一萬萬元準備，即百分之百準備。在將所有銀行之有價證券換成現金後，各銀行必須對其要求即付之存款，永久保持百分之百的現金準備，因此銀行實等於保存顧客現金之信託事業。由於百分之百準備之需要，故新增加之貨幣皆為銀行所保存，而不能流入流通界。銀行之支票存款部份僅變為一貨幣儲藏所，支票存款與準備金無實際上之區別，只有現金增

加，方可使銀行存設有同數量之增加耳！

乙、百分之百的貨幣實施之方法 此種計劃之實施，必須經過立法手續，故費氏將其計劃大綱分別如下（註三）：

- (1) 建立一通貨委員會（或貨幣局 *Monetary Authority*）此委員會具有下列之權力：
  - a. 發行委員會通貨（*Commission Currency*）簡稱 C.C.
  - b. 對聯邦準備銀行本票之再貼現與保證。
  - c. 買賣美國之債票或他種債務證券，及已為準備銀行買賣之合格有價證券。
  - d. 買賣金銀，並為美國關於買賣金銀法律之執行者。
  - e. 買賣外匯。
- (2) 在美國國內，通貨委員會之放款及一切購買行為，均以 C.C. 支付（或小部給以信用）。
- (3) 通貨委員會，須購買十二聯邦準備銀行之美國債票（或其他合格票據），使各準備銀行，對其要求即付債務（*Demand Liabilities*），皆有百分之百之準備金。此種債務非僅限於會員銀行之存款，尚有聯邦準備鈔票在內，並使準備銀行以 C.C. 將其鈔票兌回，不再發行。
- (4) 通貨委員會必須更進一步（經由聯邦準備銀行以 C.C. 或信用）購買各經營支票存



款業案銀行保有之美國債券（或其他合格票據），使各銀行對其支票存款及國立銀行鈔票（*National Bank Notes*），保有百分之百之準備金，使各銀行將在外面之鈔票，以 C.C. 兌現收回。

(5) 所有支票存款，必須保有法定額之信託基金（*Trust Funds*）。銀行，其他組織或私人開立支票存款賬，如不按百分之百制度之規定提存十足實際貨幣為準備金者，皆須禁止（此種銀行經營支票存款，必經由聯邦準備銀行取得通貨委員會之許可，其賬簿須備考察）。

(6) 所有之支票存款業務，以後將由特種「支票銀行」（*Check Bank*）辦理。為免公眾觀念混淆起見，任何現存之銀行，對此種業務，分設專管支票存款部，即可視為支票銀行之設立。

(7) 通貨委員會并規定禁止其他一切之支票代用品，如儲蓄存款開發支票及代替貨幣流通之所有權證明等。

(8) 通貨委員會允許有支票賬款之銀行，收取因辦理此種業務之倉庫費及手續費等。

(9) 此後所有之一切貨幣交易，必須以實際貨幣或以特許之支票銀行所開之支票進行。

(10) 通貨委員會為保持一固定指數，必須控制金元價值，用下述之方法增減流通中之

貨幣：

a. 變動委員會之再貼現率。

b. 委員會之公開市場交易，即經由或直接從聯邦準備銀行手中，買賣政府債票或其他合格票據。

c. 必要時則變動黃金之價格。

(11) 控制金元價值之標準適合一法定常態生活費之零售指數 (*Retail Index Number of Cost of Living*)，通貨委員會必以其最大努力，首先管制零售價格水準，達此法定常態標準，以後再保持其固定不變。

(12) 通貨委員會必從事於指數之普通調查，隨時報告與國會，以為正常指數之標準，及穩定貨幣與控制貨幣之重要根據。

(13) 通貨委員會有權建議於美國財政部，復興金融公司 (*R.F.C.*)，準備銀行，及其他銀行與私人，作為建立穩定金元各有關部份密切有效之合作。

(14) 各聯邦準備銀行之利潤限於百分之六。

(15) 劃定專款供通貨委員會之支出費用，其所有之收入則必移歸美國財政部。

以上各點，為費雪氏百分之百貨幣措置之大要，此種制度之採行，將使美國金融機構有一新發展，而出現三種不同之範疇，即數千會員銀行，十二聯邦準備銀行，與一通貨委員會是也。

丙、百分之百的貨幣制度之批評 在此制度下，銀行放款，因有百分之百的準備金限制之故，新放款之發出，即為舊放款到期之收回，則放款額保持不變，因此通貨數量能保持一定，使通貨不致有膨脹與緊縮之現象發生。此為此制之最大優點，此外尚有下列數點之利益

(1) 此種制度，可使商業銀行不再發生擠兌 (No More Runs) —— 蓋在此制下存款者之錢幣，永遠存入銀行，以備提取。如此則提存者一定很少，因為人民心理作用，在銀行有力支付時，存款者並不提存；反之，在銀行不能支付時，則客戶皆競先提存矣。

(2) 將使銀行失敗減至最低限度 —— 因為最能使銀行遭遇失敗者，即為存款人，今存款者在百分之百制度下，均有保障。

(3) 使政府債務利息負擔減少 —— 因大批公債皆由銀行手中轉移至通貨委員會，該會代表政府。

(4) 貨幣制度趨於簡化 —— 因在手頭貨幣與支票貨幣之間，已無任何區別。

(5) 銀行業務亦趨於簡單化 —— 在此制下之支票存款，即屬於存款者之貨幣，銀行代為保管，而無利息支付。

(0) 無通貨膨脹與通貨緊縮 —— 在此制下，銀行之行動無力影響整個通貨之數量，因無通貨之膨脹與緊縮，故商業之繁榮與衰頹 (Boom and Depression) 亦隨之減輕。

百分之百的貨幣制度優點，已如上述，但實施時政治上及技術上之困難，亦所在多有。就委員會通貸言之，在費氏計劃中，並未提其準備問題，且人類爲進步的，經濟進步，交易價值提高，對貨幣之需要亦日增，如貨幣總額永保不變，則無異爲通貨緊縮，亦使幣值發生變化。此外此種制度本身，亦有其技術上之缺點：

(1) 使銀行失去可獲收益之資產，且限制其放款能力，結果所致，使其向支票存款者收取高額之手續費。此種高額之費用，又必使普通支付方法改變，而採其他政府較難統制之方法，如以私債務爲支付等。

(2) 一般有價證券爲銀行最佳之資產，一經通貨委員會吸去，銀行必須調整其放款，結果必然騷動資本市場。若銀行喪失此種最佳之資產，則對固定存戶之信用亦必減低，有定存者相率以之改爲活期存款，則緊縮之現象，勢將發生。

(3) 銀行保有政府債券之減少，將使公開市場政策，更難奏效，故通貨管理上又失去重要武器矣。

註一 見 *Stable Money* 條文 *Autobiographical Sketch*

註二 *Robertson, D. H. Money P. 30*

註三 *100% Money pp. 20-24.*

附錄：作者略歷（按論文排列先後）

朱炳南

美國伊利諾大學經濟學博士，歷任國立中央研究院社會科學研究所專任研究員，國立雲南大學及南開大學教授，現任戰時生產局參事，著作甚多，散見各期刊。

陳振漢

美國哈佛大學經濟學博士，歷任各大學教授，現任南開大學經濟研究所及國立中央大學經濟系教授，著有：*Regional Differences in Cotton Manufacturing Industry, 1880-1910* (The Quarterly Journal of Economics, Vol. IV, August, 1941)

梁慶椿

國立東南大學商學士，美國哈佛大學農業經濟學博士，歷任國立中央研究院研究員，國立浙江大學農業經濟學教授兼系主任七年，現任中國農民銀行經濟研究處處長，著有「世界糧食問題」由商務印書館印行。

宋則行

南開大學經濟研究所畢業，曾任該所研究員，現任中央設計局專員，著有「國際貿易利得之來源及其衡量」（南開碩士論文）。又三十四年考取教育部留英研究，赴英深造。

羅志如

美國哈佛大學經濟學博士，歷在國立中央研究院，國防最高委員會，資源委員會，中央設計局等機關任職，並曾任國立中央大學教授，現任中央幹部學校主任教授，著有「生命表編製法」由商務印書館出版。

作者略歷

### 沈慶生

燕京大學經濟系畢業，南開大學經濟研究所畢業，歷任行政機關及銀行職務，現任財政部花紗布管制局布疋配銷委員會稽核，著有「國際貨幣單位問題」（南開畢業論文）。

### 陳靜民

國立東南大學商學院畢業，倫敦經濟學院研究，維也納國立經濟學院經濟學博士，歷任財政部貿易委員會外匯處處長，交通銀行總管理處專員，現任交行儲蓄部副經理，著有論文多篇，散見貿易月刊，財政評論，中農月刊等期刊。

### 程迺豐

國立中央大學商學士，歷任北平民國學院講師，北平法商學院教授，歷任中國農民銀行洛陽分行及韶關分行經理，現任中農行總管理處稽核，著有專篇論文，登載各期刊。

### 王惟中

維也納商科大學商學博士，歷任各大學教授，現任四聯總處銀行人員訓練所班主任，兼中央大學及重慶大學教授，經濟方面著作甚多。

### 劉全忠

國立清華大學經濟系畢業，美國密西根大學經濟學碩士，芝加哥大學研究，哥倫比亞大學研究院研究並為博士候選人，曾任國立東北大學經濟系教授兼系主任凡七年，現在休假中，著有「銀行學」一書。

中華民國三十四年七月增訂再版

中國農民銀行經濟研究處  
研究專刊第一集

近代

主編人 梁

發行人 梁

發行所 中國

印刷所 中

重慶化龍橋正街

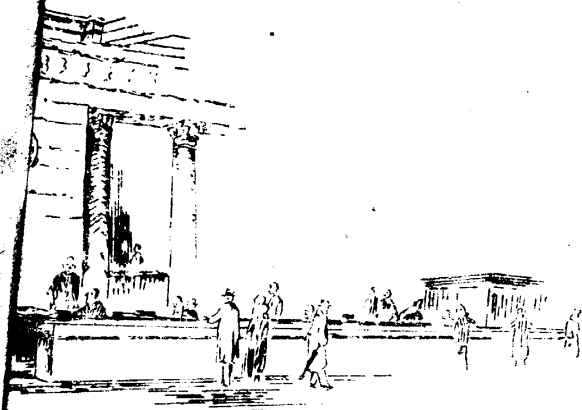
# 中國農民銀行

—存款—

手續簡便 利息優厚 服務週到

存款種類：

- 甲種活期存款——使用支票
- 乙種活期存款——使用存摺
- 定期存款——時期三月半年一年
- 儲蓄存款——活期定期分期俱可



辦——農貸業務



兼辦——土地金融

匯兌——儲蓄——信託