

國民經濟研究所叢書之一

現代貨幣思潮及
世界幣制趨勢

姚慶三著

國民經濟研究所發行

國民經濟研究所叢書之一

現代貨幣思潮及

世界幣制趨勢

姚慶三著

國民經濟研究所發行

中華民國二十七年九月初版

現代貨幣思潮及世界幣制趨勢一冊

每冊實價國幣壹元

外埠酌加運費郵費

著者 姚慶三

發行人 劉大鈞

印刷所 文瑞印書館

上海河南路金隆街

重慶

發行所 國民經濟研究所
代售處 各埠各大書局

版權所有
翻印必究

劉 序

往年各國通行金本位制，貨幣學說比較簡單。歐戰以來，金本位制已與前異，而各國復多採用管理貨幣，於是幣制複雜 學說繁興，苟非專家，不能明其內蘊。姚君慶三於此學有專長，同事兩載，朝夕研討，互相問難，不佞亦深受其益。本書爲姚君多年研究之結果，所述事實，多以統計爲之證明，而商榷學理，又不爲一、二家學說之所囿。書中歷述各家學說，極爲扼要，兼能闡發其精義。且復根據最新之事實與統計，重加估價；非天資過人，對於此學，融會貫通，焉能臻此？現值抗戰時期，高談學理，似非急務；然我國金融財政在戰時期中，能安定充裕者，實受管理貨幣之賜，而此項制度在十餘年前，亦僅爲一種學說而已。思想爲事實之母，學理可以產生政策；貨幣制度於一切經濟活動皆有密切關係，尤非根據精深學

理，不能確定實行之方針。由是言之，本書雖商討學理，然對於我國應採之貨幣政策，實有重大之貢獻也。

劉大鈞 重慶，二七，七，一七。

自序

慨自一九二九年世界經濟恐慌發生以後，各國貨幣制度之變遷，既光怪陸離，繁複莫可究詰，而各派貨幣思想之演進，尤眩奇鬥異，蓬勃蔚為奇觀，「四十年代」誠為貨幣制度史上貨幣思想史上劃時代之年代也！

昨日之舊貨幣制度既已崩潰無遺，然則在今日各國光怪陸離之貨幣制度中，其亦已透露明日新貨幣制度之一線曙光乎？昨日之舊貨幣思想既已為人懷疑，然則在今日各派眩奇鬥異之貨幣思想中，其亦已傳出明日新貨幣思想之一點消息乎？此二問題無日不循環盤旋於著者之腦際，而為本書所欲大胆加以解答者也。

× × × × ×

恐慌前之世界貨幣制度，大別之不外金本位制及銀本位制，前者各國無不採行之，而後者則僅我國採行之。金本位制至金集團解體而宣告崩潰，銀本位制至我國實施新貨幣政策而壽終正寢。但今日國內外守舊泥古之士，尚多有認金本位或銀本位為昨日之美夢，而欲重溫於明日者，故吾人對於金本位及銀本位之理論與實際先須加以檢討，因列金本位論為本書第一編，而列銀本位論為本書第二編。

第一僅金本位論包括二章：其一述金本位之運用及崩潰，其二論黃金與物價之關係。

同一金本位也，而戰後金本位之運用有異於戰前金本位之運用，最近金本位之崩潰亦有異於戰時金本位之崩潰，故吾人於第一章內乃參考史實，辨其異同。言其所同，則正統派經濟學者之所謂金本位自動調節作用，不惟在戰後未曾實現，即在戰前亦難以置信。言其所異，則在形式上戰前之金本位為金幣本位，而戰後之金本位則為金塊本位或金匯本位；在實質上戰前各國多尚能遵守金本位之規則，故金本位尚能運用自如，至歐戰爆發始告崩潰，而戰後則因各國多不願遵守金本位之規則，故金本位難以運用自如，甫經恢復，旋即崩潰。因此正統派經濟學者，如倫敦經濟學院之羅濱斯教授及格利高雷教授等，乃竭力鼓吹今後各國亟應恢復金本位而竭誠遵守其規則，俾得運用自如，垂之永遠。殊不知戰後之經濟環境已非戰前之經濟環境，今日固定之經濟機構，既因潮流所趨，無法使其恢復彈性，則縱令各國從速恢復金本位而竭誠遵守其規則，亦未必即能運用自如，垂之永遠；何況各國當局傷於戰後之殷鑒，決不願再以其信用政策盲目聽命於黃金之流動，以對內之穩定犧牲於對外之穩定耶？故吾人不惟對於金本位恢復論不能表示贊同，且願附和卡塞爾教授之主張，以為今後紙幣之發行應完全脫離黃金之束縛，各國中央銀行現行發行制度中關於金準備之條文，儘可一舉而廢之也。

近年以來，學者中關於黃金與物價之關係，辯論極為熱烈，卡塞爾，吉城華倫披爾生等竭力以機械的統計方法證明此項關係之存在，而密利那斯干諾格羅哈台等則斥為牽強附會，未盡合理。吾人以第三者之立

場，冷眼旁觀，以爲在金本位制下物價與黃金之供給誠有相當之關係，而物價與黃金之需要亦具相當之關係，特卡塞爾等注重前者而忽視後者，遂不免爲人所訾議。抑又有進者，卡塞爾等之所以證明黃金與物價之關係，初無非欲藉以揭發當時黃金缺乏之危機。孰知不數年而金產突增，今日所患者乃爲黃金過剩之問題。然果能如以上所論，使紙幣之發行脫離黃金之束縛，則黃金缺乏固不至使物價跌落，黃金過剩亦不至促物價狂漲也。

× × × × ×

第二編銀本位論亦包括二章：其一述銀本位之運用及崩潰，其二論銀本位下若干正統貨幣理論之重新的估價。

一九三一年以前銀價之劇跌，引起我國物價水準之狂漲，而誘致投機之繁榮，一九三一年以後銀價之狂漲，引起我國物價水準之劇跌，而造成空前之恐慌，兩者均非我國之福，而後者之爲害尤甚於前者。銀價之狂漲一方由於各國之放棄金本位，一方則由於倫敦白銀協定之成立及美國購銀政策之運用，吾人近數年來不時撰文揭發其危機，並鼓吹放棄銀本位，以爲挽救之方。其後財政當局果於一九三五年十一月四日實行新貨幣政策，凡所設施，如鎊匯制度及複準備制度等等，均與吾人之所建議者若合符節，而其後匯價之穩定及物價之回漲，亦均與吾人之所預期者大致相同，足證吾人曩昔之所論，尙非書生之見也。

正統貨幣學說中最通俗易解而又流行最廣者，厥爲卡塞爾教授之購買力平價說及費歇教授之貨幣數量說。此種學說，國外學者如阿夫達達利登教授等固已曾糾正其錯誤，而著者則以統計方法證明其在銀本

位下亦與事實相違反，蓋在銀本位下，匯價之變動有時固亦足支配物價之變動，而物價之變動有時固又足支配通貨數量與其流通速率之變動也。此外，正統貨幣理論多以貿易平衡之消長解釋現銀流動之趨勢，而著者則以統計方法證明資本移動之方向對於現銀流動之趨勢亦有不容忽視之影響，一九三一年以前現銀之流入，實由於外資之輸入，而一九三一年以後現銀之流出，則又由於資本之逃避也。

× × × × ×

金本位及銀本位既已均告崩潰矣，然則今後之貨幣政策應以何者為目標，並如何加以運用乎？貨幣政策中最為人所討論者，厥為匯價政策及物價政策，匯價穩定與物價穩定常為經濟學者辯論之中心問題，故本書特以第三編論匯價政策，而以第四編論物價政策。

第三編匯價政策論包括四章：第一章論近年各國匯價政策之趨勢，第二章論新金本位之性質及匯兌平準基金之運用，第三章論匯兌統制，第四章論遠期匯率。

世人常以匯價穩定與金本位相提並論，以為唯有金本位始能謀匯價之穩定，不知此種意見之錯誤，已由英鎊集團之形成而暴露無遺，蓋英鎊集團各國雖已放棄金本位，而其相互匯價之穩定如故也。雖然，若匯價穩定僅能見諸實現於英鎊集團之各國，而倫敦對紐約巴黎之相互匯價仍不能臻於穩定，則匯價穩定之範圍仍嫌過狹，國際貿易與國際借貸亦仍有不能圓滑進行之憾，故此年以來，鼓吹英美法三國貨幣之穩定者頗不乏人，而終有一九三六年九月廿六日英美法三國貨幣協定之成立。但今日之所謂匯價穩定又果無異於金本位下之匯價穩定乎？曰，否，

否，今日之所謂匯價穩定，實遠較金本位下之匯價穩定爲有伸縮而富彈性。今日各國相互匯兌之平價爲活動的，而非如金本位下之爲固定的，此其一；今日各國相互匯率變動之限度，亦遠較金本位下之現金輸送點爲擴大，此其二。蓋匯價穩定固爲貨幣政策目標之一，而其重要程度究較國內經濟之穩定爲稍遜，故對穩定之程度不得不稍留伸縮，稍多彈性，俾國內經濟之穩定不致爲匯價之穩定所犧牲也。

英美法三國既成立貨幣協定，同時又有所謂新金本位者之宣布。新金本位與舊金本位之區別，實不僅爲程度之差別，抑亦爲種類之差別。而新金本位下匯兌平準基金之運用，足使黃金之流入與流出與國內市場信用之或張或縮不生固定之關係，則尤與舊金本位下之所謂金本位自動調節作用者不可同日而語矣。

英美法三國之相互匯價固已因三國貨幣協定之成立而臻於相當穩定之境界，其他金集團諸國如比，如意，如荷蘭，如瑞士，固亦已先後放棄金本位而將其匯價維持相當之穩定，但今日尚有若干國家，勵行匯兌統制，以與他國相隔絕，其始作俑者，卽爲推行經濟國家主義最力之德國。匯兌統制之方式滋多，如封鎖帳項，匯兌劃帳等等名詞，均爲恐慌以前所未聞，而今日則幾成爲市場流行之習語矣。此種制度在特殊情形下容有採取之必要，但究爲國際貿易及國際借貸順利進行之阻礙，未足以爲訓也。

昔之言匯價者，均注重卽期匯率而忽視遠期匯率，但自恐慌發生以後，遠期匯率之變動常較卽期匯率爲尤烈，因此遠期匯率問題遂成爲論匯價政策者新闢之園地。按正統派之解釋，遠期匯率乃決定於利率平

吾人既對金本位，銀本位，匯價政策，物價政策，及近年貨幣思想上之二大潮流逐一加以闡發，本書在體制上本已可告結束。但以上所述，皆為私有制度下之貨幣政策，至社會主義下之貨幣政策，則其理論與實際均有絕對之不同；故特再闢第六編加以闡明焉。該編第一章論蘇聯之貨幣制度與貨幣計畫，第二章論蘇聯之短期信用制度及短期信用計畫，第三章論蘇聯之長期信用制度及長期信用計畫，第四章論蘇聯之匯價，第五章論蘇聯之物價。綜觀以上各章之所論，可知蘇聯之貨幣制度及信用制度，均為其計畫經濟中不可分割之一部，貨幣之數量有一定之計畫，信用之分配亦有一定之計畫，而貨幣計畫及信用計畫制定之目標，則又均在促進經濟計畫之完成也。

× × × × ×

本書原稿殺青於中日戰爭爆發之前夕，而因戰事之影響，致稽延至今日始得與讀者相見，誠不無遺憾！原稿中本尚有一編，專論我國今後所應採取之貨幣政策，今則時過境遷，已成明日黃花，故決刪棄之。本書如有再版機會，當就最近情形，另抒所見，以竟前志。

× × × × ×

本書雖以現代貨幣思潮及世界幣制趨勢題名，但因著者所諳文字之有限及平日見聞之不廣，掛一漏萬，在所不免。但亦有若干學說，雖為著者所熟知，而因不合全書之編制體裁，以致不得不忍痛割愛者。此外，如道格拉斯之社會信用說及劉冕執氏之能力本位說，則著者認為全係烏托邦之理論，在學術上初無討論之價值也。

本書各章之文，有若干篇已曾在國民經濟月刊，社會經濟月報，

經濟學社季刊，統計學社社報發表，今承各該刊物主編者允在本書修正重刊，不勝感激！又本書承劉季陶先生撥冗撰序，尤應申謝！

目次

劉序

自序

第一編 金本位論

第一章	金本位之運用及崩潰	1
第一節	戰前金本位之運用	1
第二節	戰時金本位之崩潰	4
第三節	戰後金本位之運用	7
第四節	戰後金本位之崩潰	19
第五節	今後黃金在世界幣制中之地位	26
第二章	黃金與物價之關係	32
第一節	黃金與物價之長期趨勢	32
第二節	卡塞爾教授之黃金物價關係論	33
第三節	吉城氏之黃金物價關係論	39
第四節	華倫及披爾生之黃金物價關係論	48
第五節	黃金物價關係論之批評	59
第六節	黃金物價關係論之真義	65
第七節	今後黃金供需之展望	68

第二編 銀本位論

第一章 銀本位之運用及崩潰 …… 73

第一節 銀價跌落時期我國之應付策 …… 73

第二節 倫敦白銀協定 …… 76

第三節 美國白銀運動 …… 77

第四節 銀價漲高時期我國之應付策 …… 79

第五節 我國放棄銀本位之鼓吹 …… 83

第六節 放棄銀本位之實現 …… 87

第七節 新貨幣政策施行後之匯價 …… 90

第八節 新貨幣政策施行後之物價 …… 99

第二章 銀本位下若干正統貨幣理論之重新的 估價 …… 102

第一節 銀本位下匯價與物價之關係及購買力平價說之
修正 …… 10

第二節 銀本位下物價與通貨之關係及貨幣數量說之
修正 …… 118

第三節 銀本位下資本移動與現銀流動之關係 …… 126

第三編 匯價政策論

第一章 近年各國匯價政策之趨勢 …… 143

第一節 英鎊集團之形成 …… 143

第二節 英美法三國匯價穩定之建議及英美法三國貨幣
協定之成立 …… 144

第三節	瑞典穩定物價之試驗	196
第三章	赫曲萊之反物價穩定論及其檢討	198
第一節	赫曲萊之消費者所得穩定論	198
第二節	赫曲萊消費者所得穩定論之檢討	202
第四章	羅伯曾之反物價穩定論及其評價	208
第一節	羅伯曾之物價變動不能避免論	208
第二節	羅伯曾物價變動不能避免論之評價	211
第五編	漢約克與凱恩斯之貨幣理論	
第一章	漢約克貨幣理論之分析及其批評	213
第一節	漢約克貨幣理論之溯源	213
第二節	漢約克貨幣理論之分析	216
第三節	漢約克貨幣理論之批評	225
第二章	凱恩斯貨幣理論之分析及其例證	228
第一節	貨幣改革論中之 <u>凱恩斯</u>	228
第二節	貨幣論中之 <u>凱恩斯</u>	232
第三節	世界經濟恐慌與 <u>凱恩斯</u>	236
第四節	<u>凱恩斯</u> 就業理論之出發點	239
第五節	公共建設政策之理論	242
第六節	公共建設政策之例證	245
第七節	低廉資金政策之理論	251
第八節	低廉資金政策之例證	256

第九節 儲蓄與投資	258
第十節 通貨擴張政策與物價	260
第十一節 通貨擴張政策與匯價	262

第六編 社會主義之貨幣政策

第一章 <u>蘇聯</u> 之貨幣制度與貨幣計劃	265
第二章 <u>蘇聯</u> 之短期信用制度與短期信用計劃	269
第三章 <u>蘇聯</u> 之長期信用制度與長期信用計劃	375
第四章 <u>蘇聯</u> 之匯價	279
第五章 <u>蘇聯</u> 之物價	283
參考書目錄	287

現代貨幣思潮及世界幣制趨勢

第一編 金本位論

第一章 金本位之運用及崩潰

第一節 戰前金本位之運用

金本位在今日視之，位爲歷史甚久之貨幣制度，但其實卽在金本位鼻祖之英國，亦不過創行之於拿破崙戰爭時期。至其演進爲國際金本位，則猶普，法戰爭以後事耳。

國際金本位在戰前盛極一時，但至歐戰爆發而宣告崩潰；戰後各國又復逐步恢復金本位，但至此次經濟恐慌爆發又復宣告崩潰。戰前之金本位與戰後之金本位在實質上大相逕庭。故本章先於第一第二兩節論戰前金本位之運用及戰時金本位之崩潰，而於第三第四兩節則論戰後金本位之運用及戰後金本位之崩潰。

戰前金本位之特點計有下列各點：其一爲金幣之實際流通，其二爲金幣之自由鑄造，其三爲金幣之自由移動，其四爲紙幣之隨時可兌金幣。關於前三點，主要各國之制度大概盡同，至於紙幣之發行制度，則各國頗有不同，大別之可有英、法、德三種制度。英國制度對於保證準備爲

擔保之發行數額，定一最高限度，在此最高限度以外之發行數額，須以現金為準備。註一 法國制度對於發行總額定一最高限度，而對準備之內容則置之不問。註二 德國制度則折衷英、法兩制之間，即一方規定發行總額之最高限度，一方又規定鈔票發行至少須有三分之一之現金準備，其保證準備至多不得超過三分之二。註三 其他各國之發行制度大概多以英、法、德三國之制度為藍本，其中尤以德國制度最為通行，一九一三年美國聯邦準備法亦即採取德國制度之精神也。註四 惟各國之發行制度雖儘有不同，但其以法令規定中央銀行對於鈔票必須以金幣兌現，初無二致，——除法國及拉丁同盟各國因採跛行本位，亦得以銀幣兌現

註一 一八四四年銀行條例 (Bank Charter Act) 本規定英蘭銀行之保證準備發行限度為一千四百萬鎊，但其後因其他銀行陸續放棄發行權利，而按銀行條例英蘭銀行得繼承上項發行權利之三分之二，故該行保證準備發行限度乃稍有提高

註二 法蘭西銀行之紙幣發行原無任何限制，至一八四八年二次革命時政府始規定該行之紙幣發行額以三萬五千萬法郎為最高限度，但至一八五〇年革命結束後，上項限制亦即廢止；及一八七〇年普、法戰爭發生後，政府又規定該行之紙幣發行額以十八萬萬法郎為最高限度，但上項限度如經該行總裁之請求而得議會之通過，亦得隨時提高，故至歐戰前已陸續提高至六十八萬萬法郎。

註三 德國帝國銀行規定發行數額之最高限度為二萬五千萬馬克，如果超過上項限度，則其超過部份應徵稅百分之五，此外又規定上項比例準備制度。

註四 聯邦準備法規定聯邦準備銀行得發行二種鈔票，其一稱為 Federal Reserve Notes，其二稱為 Federal Reserve Bank Notes，前者須有百分之四十之現金準備，如現金準備不及此數，則須徵課累進稅，其稅率隨不及之程度而累進；至後者則可以聯邦公債為準備，其辦法與 National Banks 之鈔票相同，但至一九三五年八月業已完全收回，以後不准再發

外，——故亦可稱爲金幣本位 (Gold specie standard)。若干國家中央銀行之現金準備中，雖亦可包括外匯，但其紙幣之兌現則仍須以金幣行之。其實行金匯兌本位而可以外匯充紙幣兌現之用者，僅奧匈聯邦，印度，菲列濱，巴西，阿根廷數國而已。

今日正統派經濟學者常對戰前之金本位謳歌贊美：一若戰前金本位爲理想之貨幣制度者，正統派經濟學者以爲戰前之金本位實具有自動調節之作用，使金本位國間之經濟關係得以保持均衡，其理論如下：(1)如一國之存金數量增加，他國之存金數量減少，則根據貨幣數量說，第一國之物價水準必將漲高，第二國之物價水準必將跌落；(2)兩國物價水準既有高低，則第一國之輸入貿易必將增加，輸出貿易必將減退，其貿易平衡及收支平衡將較以前不利，而第二國之輸入貿易必將減退，輸出貿易必將增加，其貿易平衡及收支平衡將較以前有利；(3)兩國貿易平衡及收支平衡既有變遷，則第一國之黃金必將流入第二國，於是世界金分配之均衡，物價水準之均衡，及貿易平衡收支平衡又均行恢復矣。殊不知此種金本位自動調節作用之理論，即在戰前亦未能完全實現。蓋近世信用制度之發達，實已使黃金之增減與物價之漲跌在短期內失去密切之關係矣。如欲使黃金之增減與物價之漲跌在短期內維持密切之關係，則第一國之中央銀行必須因現金數量之增加而降低重貼現率，使本國市場之信用擴張，物價漲高，而第二國之中央銀行必須因現金數量之減少而提高重貼現率，使本國市場之信用緊縮，物價跌落；但果如此，則中央銀行已有管理貨幣之意味，而不能復稱爲金本位之自動調節作用矣。且第一國之中央銀行如果視黃金數量之增加而降低重

貼現率 第二國之中央銀行如果視黃金數量之減少而提高重貼現率，則第一國之市場利率亦必隨而降低 第二國之市場利率亦必隨而提高，國際流動資金必即捨第一國而趨第二國，而黃金亦必即由第一國流出而流入於第二國，初不必待物價漲跌對於貿易平衡發生影響以恢復黃金分配之均衡 此種事實在戰前已屢見不鮮，而正統派經濟學者猶斤斤於金本位之自動調節作用，怪哉！

第二節 戰時金本位之崩潰

歐戰爆發，參戰各國既均被迫採取通貨膨脹政策 金本位即不得不宣告崩潰 其碩果僅存者僅美國一國而已。但戰時各國所行之通貨膨脹政策，作用雖一而方式則殊，茲說明法，德，英，美四國之經過如次，俾下節論戰後金本位之恢復時有所根據。

(一)法國 法國之紙幣政策可謂最為簡單，即政府向法蘭西銀行借款 而特許法蘭西銀行之紙幣停止兌現，並逐漸提高其發行限度。法蘭西銀行對紙幣既無兌現之義務，而發行限度又可逐漸提高，自可儘量借款予政府，而政府則發給庫券以示證明。

政府除發給法蘭西銀行上項庫券以外，又向一般人民發行一月期二月期或三月期之短期庫券。此種短期庫券政府如果能在到期時償還，原與紙幣數額並無關係；但如在到期時政府無力償還，則又勢必發行紙幣以資應付。

法蘭西銀行之紙幣數額 在一九一四年七月為五十五萬萬法郎 在一九一八年年尾已增發至三百四十萬萬法郎，其後尚續有增發，其結果對內則物價暴漲，對外則匯價猛跌。

(二)德國 德國之紙幣政策與法國相似，但較為複雜。德國政府

亦向帝國銀行借款。但因歐戰以前，帝國銀行發行準備中之保證準備，除商業票據外，政府庫券最多僅能佔一萬萬馬克；故歐戰開始，政府即下令以後政府庫券在帝國銀行之發行準備中與商業票據有同等之效力。如此，帝國銀行即可儘量對政府庫券承受貼現，而政府亦即可以庫券向帝國銀行借得紙幣。

但帝國銀行之發行條例中，又有現金準備至少須在三分之一以上之規定，如政府依然忠實遵守上項條例，則紙幣之發行自仍有限制。戰時德國政府一方既欲增發紙幣，以解財政之困難，一方又欲表面上維持現金準備之法定比率，使人心得以安定，於是乃設法使現金準備之實質加以變更，俾紙幣得以增發。蓋帝國銀行之現金準備，本可包含一種國庫票 (Reichs-Kassen-Scheine)，此種國庫票即為一八七〇年普法戰爭後所剩餘之國家紙幣，其性質與美國之「綠背票」(Green Back)相似。帝國銀行之現金準備中既本有國庫票之成份，則德國政府欲在維持現金準備法定比率之範圍內增發紙幣，其最簡便之方法自在設法增發國庫票，以充現金準備。因此德國政府乃特設「戰時貸金庫」(Darlehen Kassen) 許其接受戰時公債為抵押放款，而發行與國庫票性質相同之貸金庫票 (Darlehen-Kassen-Scheine)。此項貸金庫票流入帝國銀行後，帝國銀行即可用以代替現金，作為現金準備而發行三倍之紙幣。如此，帝國銀行之發行條例表面上雖未破壞，而其現金準備之實質則已非現金而為貸金庫票，同時即可無限制發行紙幣以供給政府矣。

帝國銀行之紙幣數額，在一九一四年七月為三十一萬萬馬克，在一九一八年年底已增發至三百十七萬萬馬克，其後增發之數額更為鉅大，

其結果自較法國猶爲惡劣，物價之上漲與匯價之跌落均達驚人程度。

(三)英國 在歐戰之初期，英國政府即決定不令英蘭銀行停止兌現，故在原則上英蘭銀行仍始終保持其原來之制度。惟實際上兌現實爲不可能之事，蓋人民如持英蘭銀行之鈔票，向英蘭銀行請求兌現，必須經過一翻繁瑣之盤詰，且即使兌得之後，亦尚須受警察嚴厲之監視。在此種情形之下，人民自不願無故請求兌現也。

英國亦與法、德相同，其戰時財政亦以英蘭銀行之借款爲挹注，所不同者，其借款之實質非英蘭銀行之紙幣，而爲英蘭銀行之透支。故在歐戰期內，政府對英蘭銀行之負債雖有增加，而英蘭銀行之鈔票數額則並無多大之增加。

英國之紙幣政策與法、德之紙幣政策有一極大之區別：法、德之紙幣政策均由中央銀行濫發紙幣，而英國之紙幣政策則由政府自己發行紙幣。英國政府在歐戰開始時，即發行一種紙幣，稱爲流通券(Currency Notes)專作借給銀行界與實業界之用，使其足以應付日常需要，而不必向英蘭銀行提取鈔票。此項流通券至一九一九年年底共達三萬五千萬英鎊之鉅。英國之紙幣政策與法、德之紙幣政策方式雖有不同，但結果亦爲物價高漲匯價跌落，惟其程度不及法、德之嚴重而已。

(四)美國 美國在參戰時，政府本欲照法、德前例，請求聯邦準備銀行對政府直接供給借款。但聯邦準備銀行總裁不願對政府直接供給借款，而僅允對政府之發行戰時公債間接加以協助，其方法卽爲優待貼現政策之採行。凡聯邦準備銀行之會員銀行(Member Bank，卽有聯邦準備銀行股票之銀行)，均可持其自己所發之期票或經其背書之期

票以戰時公債爲抵押品，向聯邦準備銀行請求貼現。聯邦準備銀行當按特別優待之貼現率予以貼現，此種貼現率較市上通行之貼現率固低，即較戰時公債之利率亦低。戰時公債既有上項便利，其應募自大爲踴躍矣。

聯邦準備銀行優待貼現政策之結果，一方面固使政府募集戰時公債大爲便利，一方面則使鈔票之發行亦爲膨脹，因人民購買戰時公債之現款，既多由聯邦準備銀行貼現而得，聯邦準備銀行貼現以後，自須增發鈔票也。計自一九一四年至歐戰終了時，聯邦準備銀行之鈔票數額共增加二十八萬萬金元。

美國戰時理財政策之結果，本與法、德、英各國相同，均爲通貨膨脹；但美國則因倖遇特別機會，終能避免法、德、英各國之停止兌現。蓋在一九一四年至一九一九年之間，聯邦準備銀行之現金準備亦增加二十萬萬金元，此二十萬萬金元之來源，不外以下兩途：第一爲國內現金之集中，此原爲聯邦準備銀行設立時所定之政策，惟戰爭開始以後則更變本加厲而已；第二爲國外現金之流入，在一九一四年八月至一九一九年十二月之間，美國之現金純輸入額約達八萬萬金元之譜。如此，聯邦準備銀行一方面鈔票數額雖增加甚鉅，而一方面現金準備亦同時增加，故對紙幣之兌現，始終能予以維持也。

第三節 戰後金本位之運用

歐戰時交戰各國，除美國外，既均因財政之困難而放棄金本位，紙幣濫發，信用膨脹，以致物價狂漲，經濟紊亂，迨戰爭結束，乃又相繼恢復金本位。

一九二〇年國際聯盟會曾召集國際經濟會議於比京白魯塞爾 (Brussel)，對於恢復金本位問題曾加以討論；其後一九二二年又於熱那亞 (Genoa) 召集國際經濟會議，對於恢復金本位問題更有具體之建議，其建議之要點為：

(一)各國應於其經濟環境容許時，確定其貨幣單位之金值，此種金值或與戰前之舊平價相等，或與當時之外匯率相等，由各國斟酌情形決定之：

(二)各國中央銀行應儘量合作，最好能訂一國際協定，該項協定之用意，在集中與聯絡各國對於黃金之需要，庶黃金之購買力不致因各國之競相吸收現金準備而發生激烈變動，故該項協定應包括各種節約黃金用途之辦法，如金匯兌本位等等。

熱那亞會議之建議，雖未為各國所一致奉行，但其於戰後金本位之運用究不無先見之明，如其第一點忠告各國慎重選擇新平價，第二點忠告各國節約黃金之用途，均為一針見血之論也。

繼熱那亞會議之後，各國均相繼恢復金本位，至其恢復金本位之辦法，則因各國戰時通貨膨脹之方式與程度不同而互異。例如美國在戰時雖亦有通貨膨脹之徵象，而因黃金之源源流入，金本位始終未曾放棄，故戰後自無恢復金本位之問題。又如德國在戰時及戰後通貨膨脹最為猛烈，致馬克價值之跌落幾同廢紙，故其於一九二四年十月之恢復金本位也，須將舊馬克一筆勾銷，而重新發行新馬克。註五 至如英國，則戰時通貨膨脹之程度既比較緩和，而戰後又復施行通貨收縮政策，故其於一

註五 計十萬萬舊馬克合一新馬克。

九二五年四月之恢復金本位也，英鎊之平價得仍與戰前無異。註六 再如法國，則戰時通貨膨脹之程度既比較猛烈，而戰後又未施行通貨收縮政策，故其於一九二八年五月之恢復金本位也，法郎之平價僅能值戰前五分之一。註七

戰後金本位與戰前有以下各點之不同：

(一)金幣實際流通及自由鑄造之停止。金貨之逐漸集中於中央銀行，戰前已有此種趨勢，當時各國中央銀行多發行面額較小之鈔票以促進此種趨勢。至歐戰發生，各國更因戰時經濟之需要，將金貨集中於中央銀行，故戰後各國人民對於紙幣業已習用，此時如再許金幣自由鑄造實際流通，實為無益之浪費。故英國於一九二五年恢復金本位時，法國於一九二八年恢復金本位時，均停止金幣之自由鑄造及實際流通，戰後其他各國之恢復金本位者亦多屬如此。

(二)金塊本位之採行。戰前各國之現金準備中，雖亦可有金塊，但鈔票則必須以金幣兌現，其以金塊兌現者要為例外，且亦必須獲得兌現

註六 至一九二八年，政府又與英蘭銀行商妥，將戰時政府所發而當時仍在流通之流通券二萬三千三百萬鎊與英蘭銀行之鈔票相合併，其辦法即由英蘭銀行負擔上項流通券收回之責任，而政府則發給同額之債券以作報償，同時政府又許英蘭銀行以後得將保證發行限度提高至二萬六千萬鎊，且如該行認為必要時，亦得請求財部將上項限度再行提高，故一九三一年八月至一九三三年六月間曾一度提高至二萬七千五百萬鎊。最近因匯兌平準基金將鉅額黃金售予英蘭銀行，政府恐信用過度擴張，又於一九三七年一月將該行保證發行限度減少為二萬萬鎊。

註七 法郎本含純金 0.3225 公分，一九二八年改為 0.655 公分。最近改革見本章第四節。

者之同意。戰後各國之恢復金本位，則多規定鈔票僅能以金塊兌現，且其兌現之數額亦有最低限度之規定，如英國規定至少須在四百盎斯以上，始得要求兌現，法國規定至少須在二十一萬五千法郎以上，始得要求兌現，蓋國內既無金幣之自由鑄造及自由流通，現金自應專供國際間債權債務了結之用也。

(三)金匯兌本位之採行。戰前各國之現金準備中，雖亦可有外匯，但鈔票則必須以金幣兌現，其以外匯兌現者要爲例外，僅有奧，匈聯邦，印度，菲律賓，巴西，阿根廷等國而已。戰後各國之恢復金本位，則多規定鈔票得以匯票兌現，例如德國規定其中央銀行現金準備中之四分之一可以外匯充之，其鈔票之兌現，或以金幣，或以金塊，或以外匯，悉聽其便，此外其他各國之恢復金本位者，亦多有類似之規定，故金匯兌本位在此次經濟恐慌爆發之前，可謂風行一時。

(四)白銀準備資格之喪失。戰前法國及其他拉丁同盟各國，因歷史關係，實行跛行本位，故白銀在此等國家亦得作爲現金準備。戰後則昔之行跛行本位者，均採純粹金本位，故白銀除極少數之例外，不能再作爲現金準備矣。

(五)現金準備比例之提高。戰前各國對於鈔票發行之限制，雖制度不一，但以德國式之三分之一比例準備制度最爲通行。而戰後各國之恢復金本位者，其準備比例類多仿效美國聯邦準備制度，提高至三分之一以上，即如改組後之德國中央銀行，亦規定現金準備須佔鈔票發行百分之四十。再者，戰前之現金準備僅對鈔票而言，而戰後各國之恢復金本位者，其現金準備亦多仿美國聯邦準備制度，兼對存款等即期債務而

言；註八 例如法國規定中央銀行現金準備須佔鈔票發行及即期債務總額百分之三十五。

以上所列戰後金本位之特點，前三者之作用使黃金之需要得以緩和，與熱那亞會議所建議之原則相符合，而後二者之作用則使黃金之需要相形增加，則與熱那亞會議所建議之原則相違反。

以上各點尚為戰後金本位表面之特點；戰後金本位在實質上亦有以下各項特點：

(一)戰後各國不遵守金本位之規則，使金本位之自動調節作用益為失效。吾人於第一節內曾指出金本位自動調節作用之主要論據，為一國黃金之增減，必使物價隨而漲跌，而物價之漲跌，又必使貿易平衡及收支平衡因而變遷；而貿易平衡及收支平衡之變遷，又終使世界黃金分配及物價水準恢復均衡。吾人又曾指出近世信用制度之發達，實已使黃金之增減與物價之漲跌在短時期內失去密切之關係，如果欲使一國黃金之增減與物價之漲跌在短時期內發生密切之關係，則黃金增加國之中央銀行必須降低重貼現率，使本國市場之信用擴張，物價漲高，而黃金減少國之中央銀行必須提高重貼現率，使本國市場之信用緊縮，物價跌落，此即經濟學者所謂金本位之規則。此種金本位之規則，戰前各國之中央銀行多尚能遵守，但在戰後則各國之中央銀行多未能遵守。例如英國自一九二五年恢復金本位後，因英鎊平價過高，致其物價水準高於世界物價水準，而其貨物在國際市場中之競爭力量乃相形減低，故貿易平衡之逆超乃形擴大，而黃金隨時有外流之勢；英蘭銀行在此種情形

註八 聯邦準備法規定聯邦準備銀行之存款須有百分之三十五之現金準備

之下，如果遵守金本位之規則，本應提高重貼現率，使市場信用緊縮，物價抑低，以與世界物價水準相均衡，俾其貨物在國際市場中之競爭力量可以恢復，其貿易平衡之逆超可以縮小，而黃金外流之勢可以挽回。但因戰後工會組織之加強及失業保險之設置，工資極為固定（Rigid），成本勢難隨物價而俱降，故英蘭銀行未敢提高重貼現率，實施信用緊縮政策，使物價抑低過甚，與成本失去均衡，而陷國內產業於更困難之境界；英蘭銀行既不能遵守金本位之規定，則所謂金本位自動調節作用自更不能望其發生作用，而英國之物價水準即不得不恆較世界物價水準為高，英國之現金準備即不得不常有缺乏之虞矣。反之，在戰後之美國及一九二八年後之法國，黃金源源流入，美國聯邦準備銀行及法蘭西銀行如果遵守金本位之規則，本應以流入之黃金為基礎，使信用儘量擴張，物價充份抬高，俾黃金流動之趨勢可以轉變，而世界黃金分配之均衡可以恢復，但實際上當時美國聯邦準備銀行乃以穩定物價為目標，法蘭西銀行亦以通貨膨脹為殷鑒，均故意死藏流入之黃金，使其不生影響於信用。美國聯邦準備銀行及法蘭西銀行既均不能遵守金本位之規則，則所謂金本位自動調節作用自亦不能望其發生作用，而美、法兩國之物價水準即不能高過世界物價水準，美、法兩國之現金準備即不免有壅滯之感矣。

（二）戰後國際流動資金移動極烈，使世界黃金分配之均衡更為破壞。吾人於第一節內又曾指出，戰前世界黃金分配均衡之維持，實際上亦往往並不賴乎所謂金本位之自動調節作用；當黃金增加國之中央銀行減低重貼現率，黃金減少國之中央銀行提高重貼現率，前者之市

場利率亦必隨而降低，後者之市場利率亦必隨而提高，國際流動資金必即捨前者而趨後者，而黃金亦必即由前者流出而流入於後者，初不必待物價之漲跌對於貿易平衡及收支平衡之影響，以恢復黃金分配之均衡也。戰後國際流動資金為數遠較戰前為大；蓋一則戰後歐陸各國之恢復金本位者實際多為金匯兌本位，其中央銀行之現金準備中多含有所謂國外資產（Foreign Assets），此國外資產即指存在國外市場之存款，亦即為國際流動資金；再則戰後歐洲政局迄未安定，一般人對於長期投資多抱疑懼，若干國家且對長期資本禁止輸出，故私人所有者亦多為國際流動資金。綜上二因，戰後國際流動資金為數既較戰前為大，故其對於黃金分配之影響亦較戰前為尤鉅。但有一點，則戰後情形與戰前情形大不相同。在戰前，國際流動資金之移動方向多決定於各主要金融市場利率之發生差異，而各主要金融市場利率之發生差異，又皆由於各國中央銀行遵守金本位規則之結果，故此項國際流動資金之移動，常能協助金本位之自動調節作用，使世界黃金之分配趨於均衡，至戰後則國際流動資金之移動，往往不但不能協助金本位之自動調節作用，且反足使世界黃金之分配益不均衡。蓋一則戰後各主要金融市場利率之發生差異，有時並非由於各國中央銀行遵守金本位規則之結果，而為各國國內特殊環境之結果，例如一九二八年及一九二九年間，美國股票投機之風極盛，因此紐約市場之日拆（Call Loan）漲高極烈，聯邦準備銀行亦一再提高重貼現率，於是國際流動資金鑒於美國利率之高於他國，乃羣捨英，德諸國而趨美國，致英，德諸國之黃金益感缺乏，而美國之黃金益見充裕，世界黃金之分配乃益為不均。

再者，戰後國際流動資金之移動，有時乃由於各國幣制信用之動搖，而非各主要金融市場利率差異之所能左右，例如一九三一年時德國及英國均曾提高重貼現率，以圖抑止黃金之外流，但因當時市場人心對於德國及英國之幣制發生懷疑，故其黃金之外流如故也。

由於以上兩項戰後金本位之特徵，世界黃金分配之均衡乃大受破壞，一方美，法兩國之黃金有源源流入之勢，一方英，德諸國之黃金有日趨缺乏之感。於是乃有若干經濟學者，以世界物價水準之跌落，歸咎於世界黃金分配之不均，英國史脫拉可斯氏（Strakosch）即為其最著名之代表。史氏曾在國聯金委員會之「文獻選錄」中發表一文，說明此種關係。註九 史氏之言曰：「如果認世界貨物生產量每年增加率為百分之三，而主張金本位國之貨幣用黃金儲存量亦應每年增加百分之三，則各金本位國必須在其所有金準備之上建築合理之通貨及信用制度，始可維持物價水準之穩定，如果有某一國不遵守上項規則，則其金準備等於死藏，使全體金本位國失去可有之通貨及信用，必致物價水準跌落，不但對他國有害，即對該國亦屬有害」。史氏上說係對美國法國及阿根廷等三國而發，蓋以該三國存金極多，而未嘗用以增發通貨及信用，故無異等於死藏也。第一表即示一九二五年至一九二九年間主要各國之存金量及其每人平均存金量：

註九 Strakosch, H., "Economic Consequences of the Changes of the Value of Gold," Selected Documents submitted to the Gold Delegation of the Financial Committee, League of Nations, Geneva, 1930

第一表 主要各國之存金量及其每人平均存金量

	存 金 量 (單位百萬金鎊)				1929年人口數 (單位百萬)	每 人 平 均 存 金 量 (單位金鎊)				
	1925 年底	1926 年底	1927 年底	1928 年底		1925 年底	1926 年底	1927 年底	1928 年底	1929 年底
美 國	819	838	818	770	121	6.8	6.9	6.8	6.4	6.6
法 國	164	(175)	(202)	258	42	3.9	4.2	4.8	6.1	8.0
英 國	145	151	152	153	46	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2
德 國	59	90	91	134	64	0.9	1.4	1.4	2.1	1.7
日 本	123	118	115	109	89	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
西 班 牙	101	101	103	101	23	4.4	4.4	4.5	4.4	4.4
阿 根 廷	95	95	111	127	11	8.6	8.6	10.1	11.5	8.3
意 大 利	68	66	69	75	44	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7
	1,574	1,634	1,661	1,727	440	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0

第一表 主要各國之存金量及其每人平均存金量(續)

	存 金 量 (單位百萬金鎊)					1929年人口數 (單位百萬)	每人平均存金量 (單位金鎊)				
	1925 年底	1926 年底	1927 年底	1928 年底	1929 年底		1925 年底	1926 年底	1927 年底	1928 年底	1929 年底
荷 蘭	57	34	33	36	37	8	4.6	4.2	4.1	4.5	4.6
巴 西	11	12	21	30	31	34	0.3	0.4	0.6	0.9	0.9
比 利 時	11	18	21	26	34	8	1.4	2.2	2.6	3.2	4.5
加 拿 大	46	47	47	39	31	10	4.6	4.7	4.7	3.9	3.1
瑞 士	18	19	20	21	24	4	4.5	4.7	5.0	5.2	6.0
奧 國	26	22	22	22	18	6½	4.0	3.4	3.4	3.4	2.5
波 蘭	5	5	12	14	16	31	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
爪 哇	15	16	15	14	14	55	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
烏 拉 圭	12	12	12	14	14	2	6.0	6.0	6.0	7.0	7.0
瑞 典	13	12	13	13	13	6	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1
丹 麥	12	12	10	10	10	3½	3.4	3.4	2.8	2.9	2.8
南 非	9	9	9	9	8	7½	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
捷 克	6	6	6	7	8	14½	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
威 爾 斯	8	8	8	8	8	3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
其他各國	78	85	91	93	102	605	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
	1,881	1,951	2,001	2,083	2,143	1,238	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7

上表表示英國每人存金額不過三·三鎊，而美國每人存金額則平均在六·七鎊。法國每人存金額則一九二八年達六·二鎊，一九二九年，達八·〇鎊。史氏以爲美，法兩國信用制度之發達，既未遠遜於英國，則該兩國之存金額顯係過剩；如與英國相較，則美國約過剩百分之百，法國一九二八年約過剩百分之八五，一九二九年約過剩百分之一四〇。阿根廷之每人存金額平均達九·四鎊，雖云該國之信用制度較不發達，但亦顯係過剩。

史氏又以每年貨幣用黃金儲存量淨增加額與維持經濟發展率所必需之增加額相較，維持經濟發展率所必需之增加額係依卡塞爾及吉城氏所計算之每年增加百分之三推算而得，至貨幣用黃金儲存量淨增加額則由實際增加額減去美國，阿根廷及一九二八年以後法國所死藏之黃金而得，有如第二表：

史氏根據上表之結果，發現兩者之關係對於物價水準極有影響。一九二八年以前三年，各年貨幣用黃金增加不足之數尚少，故物價跌落不烈；至一九二九年，則貨幣用黃金增加不足之數超過百分之百，而物價亦慘跌甚烈。在一九二九年，不但新產黃金之供貨幣用者六千萬鎊，全數爲美，法兩國所吸收，該兩國抑且吸收其他金本位國之原有存金五千萬鎊，故合計之該兩國實死藏黃金共達一萬一千萬鎊，以致其他金本位國不能獲得其必要之通貨及信用，以爲貨物交換之用，卒致一九二九年及一九三〇年物價水準急劇跌落。

世界黃金分配之不均，爲戰後金本位之重大缺憾，吾人並無異議。但史氏認世界黃金分配之不均爲世界物價慘跌之原因，似有過甚其辭

第二表 貨幣用黃金儲存量淨增加額與維持經濟發展率所必需之增加額

時 期	年 月	新產黃 金之可 作貨幣 用者	死藏黃金		單 位 百 萬 金 鎊	貨幣用 黃金儲 存量淨 增加額	維持經濟 發展率所 必需之增 加額	不 足 數	指 數	倫敦經濟 通商會貨 物價指數
			增加量(+)	減少量(-)						
1924	12	74	美國	-45	-47	27	62	35	172.4	+ 6.1
			阿根廷	+ 7						
1925	12	- 4	美國	+23	+22	18	63	45	153.0	- 11.2
			阿根廷	- 1						
1926	12	70	美國	+20	-19	51	64	13	145.1	- 5.2
			阿根廷	-16						
1927	12	50	美國	+48	+ 4	54	65	11	141.9	- 2.2
			阿根廷	-16						
1928	12	82	美國	+16	-24	58	67	9	136.5	- 3.8
			阿根廷	-56						
1929	12	60	法國	+32	-74	-14	68	82	121.0	- 7.0
			阿根廷	+36						
1930	3		法國	-78						- 5.9
			阿根廷							

之嫌，而史氏以上之統計的比較，似亦為偶然之巧合。果如史氏所論，何以世界經濟恐慌反先爆發於黃金最多之美國耶？依吾人之見解，世界黃金分配不均之不良影響，實不在促成世界物價之慘跌，而在促成英，德諸國金融恐慌之爆發也。

第四節 戰後金本位之崩潰

歐戰期中美國雖亦施行通貨膨脹政策，但因處於債權地位，黃金源源流入，故其金本位仍能維持於不墮，而其國內經濟亦因戰時需要之刺激，極為蓬勃興盛。休戰以後，歐陸各國急待復興，對於美貨需要仍亟，故美國之戰時繁榮仍得維持於一時。但至一九二〇年，經濟恐慌終至無法避免而突然爆發矣。一九二〇年之經濟恐慌，程度雖極深刻，所幸恐慌以後之衰落時期絲延不久，至一九二二年之春，復興已露端倪。自此以後，美國經濟之發展，一日千里，因生產之合理化，產量激增，而一般人民之生活程度，亦提高頗速，稱為黃金時代，實非過甚之辭，當時歐人之遊美土者，固莫不以天堂視美國也。

一九二七年時，美國經濟曾現一度之回風，但不久即告恢復，其後二年且由正常之繁榮轉入投機之狂潮，股票市價逐日飛騰，據標準統計公司所編之指數，如以一九二六年為一〇〇，則一九二九年九月之最高指數當為二一六，漲高已逾一倍，然而事實上各種企業之發展並未如是之速，一旦人心動搖，股票市場之崩潰，可立而待。果也，一九二九年秋季，英國大企業家 Clarence Hotrey 一倒，華爾街即受極大之震動，而十月二十二日以後，股票價格乃一瀉千里而莫之能禦矣。隨股票價格之

跌落，物價亦同趨下游，於是金融恐慌乃遽遞而為經濟恐慌矣。

一九二九年之經濟恐慌，雖導源於美國，但不久即延及歐陸，其中最受影響者厥唯德國。德國自一九二四年恢復金本位以後，外國資本源源而來，故雖有鉅額賠款之重負，仍得實行產業合理化，以漸入於復興之路。但在一九二九年美國經濟恐慌之前，因美國股票投機之旺盛，紐約日拆利率之高昂，外國資本之流入德國者已有減退之勢；而自一九二九年美國經濟恐慌以後，德國物價亦日趨跌落，產業亦日形蕭條，外國資本之流入德國者更屬了了無幾。於是德國金融已現危殆之象，至一九三一年五月維也納信用公司 Credit Anstalt 忽告倒閉，柏林市場立即發生動搖，外國資本紛紛提回，黃金外流日形嚴重。六月間雖有胡佛總統延付賠款戰債一年之宣言，要亦無補於事，而七月十三日三大 D 字銀行之一之達納特銀行 (Darmstadt und National Bank) 突告停業，其他銀行之信用亦均呈動搖。金融恐慌爆發以後，德政府乃令銀行一律休假一星期，茲後雖賴政府之應付得當，幸得恢復秩序，但自此以後，德國中央銀行之現金準備日就減退，最低時猶不及發行數額百分之五，馬克匯率之維持全賴匯兌統制之運用，所謂金本位者，蓋已名存實亡矣。茲後中歐、東歐、南美諸債務國亦多步武德國後塵，勵行匯兌統制以維持其貨幣之匯率，其詳細情形當於以下論匯價政策時詳之。註十

此次經濟恐慌雖導源於美國，而首以正式放棄金本位聞者則為英國。英國自一九二五年恢復金本位以後，經濟情形本已不佳，自一九二九年經濟恐慌發生以後，更為惡化。在昔貿易入超尚有無形項目可以抵

註十 見第三編第三章

補國際收支之平衡得保無虞，今則因經濟恐慌之瀰漫各地，海外投資利息及運費佣金等等無形收入均形銳減，於是國際收支之平衡乃受威脅，而金本位遂有汲汲不可終日之勢矣。使當時局勢更爲嚴重者，爲戰後倫敦市場性質之變遷。倫敦在戰前已爲世界重要之短期資金市場，各地遊資多匯集倫敦以資生息，戰後因前節所述之種種原因，倫敦短期資金市場之地位較前益爲重要。短期資金之薈萃倫敦市場，在平時固足增厚倫敦市場之實力，但一遇國際風潮，短期資金紛紛提回，即足陷倫敦市場於窘迫之境。倫敦市場之短期資金頗多轉投於德，奧，故一九三一年夏秋德，奧之金融風潮使倫敦市場之信用亦爲動搖，凡投資於倫敦市場者，均紛紛提回現款，惟恐不及，於是鎊匯跌落而現金外流矣。英蘭銀行爲應付計，乃向法，美兩國借得鉅款以資挹注，但信任已失，初無成效。聯合內閣之組成，雖曾一度振作人心，而海軍事變之發生，則更促成資本逃避，於是一九三一年九月二十一日，英政府乃不得不出於放棄金本位之一途矣。自英國放棄金本位以後，其自治領殖民地及若干獨立國家亦均步其後塵，宣告放棄金本位，而將其貨幣之匯率與英鎊相聯繫，於是乃有英鎊集團之形成，其詳細情形，當於以下論匯價政策時詳之。註十一

美國一九二九年以後之經濟衰落，雖經胡佛總統之多方挽救，初無成效。一九三三年三月四日現任總統羅斯福氏下車伊始，適值彼非金融風潮澎湃激盪之時，羅氏乃下令全國銀行一律休假一週以待整理，同時並停止兌現。及三月十三日，殷實銀行宣告復業，而停兌之令未解。當時

註十一 見第三編第一章第一節

聯邦準備銀行存金極富，現金外流之現象亦並不顯著，故論者皆以爲總統之停止兌現不過一時權宜之計而已。及四月二十日總統重申禁金之令，世人始知美國確已放棄金本位，而美匯乃離平價而下跌矣。夫美國之放棄金本位 既不由於存金之不足，亦非由於現金之外流，然則其效果安在耶？曰 在乎抬高物價而已。羅氏左右，如華倫教授輩；對於此次經濟恐慌均歸咎於物價之跌落，故以爲欲復興美國經濟，捨抬高物價莫由，而欲抬高物價，則非抑低美元價值不可，於是遂毅然出於放棄金本位之一途矣。註十二 金本位放棄以後，又有所謂湯姆斯法案 (Thoma Act) 之通過 授權總統得將美元減成，惟以百分之五十爲限。至一九三四年一月三十一日，羅斯福總統乃即根據該法案宣布美元事實上之穩定，暫定新金元之純金爲 13·71429 格蘭 (重量 $15\frac{5}{12}$ 成色 $\frac{9}{10}$) 僅及舊金元之純金 23·220 格蘭 (重量 25·8 成色 $\frac{9}{10}$) 之百分之五九·〇六 計減成百分之四〇·九四，同時並將全國現金集中國庫，由此得減成利益二十八萬萬元，其中二十萬萬元撥充匯兌平準基金。

一九三三年七月，世界經濟會議開幕於倫敦 其貨幣金融小組委員會曾有如下之決議：「爲各國之利益計，吾人應速謀國際幣制之穩定，黃金應恢復爲國際價值之標準，其時期及平價由各國自行決定之。」但上項決議不料竟爲美國總統羅斯福氏所拒絕，於是世界經濟會議乃不得不因此而宣告流產，而法，意，比，瑞士，荷蘭諸金本位國乃發表共同宣言，擁護金本位，茲後世人即稱此數國爲金集團焉。

自一九二九年經濟恐慌爆發以後，法國於其初二年以法郎幣值本

註十二 見第四編第二章第二節

屬較低，尚能勉強掙扎。但自英、美兩國放棄金本位以後，法郎幣值相形反高。經濟恐慌之怒潮遂亦泛濫於法境矣。法國歷屆內閣之應付方針，均抱保護法郎減輕成本之政策，其初實行輸入限額制度及輸出津貼制度，以冀減輕法郎幣值過高對於貿易方面之不利，最後則擬直接減輕生產成本使與物價水準之跌落相適應，以維持過高之幣值。一九三四年杜邁格 (Doumergue) 內閣以此為揭槩，一九三五年賴佛爾 (Laval) 內閣亦仍以此相標榜，至削減政費以平衡預算而保護法郎 則尤為兩閣所同具之方針，杜閣曾運用議會所授與之權力，勵行裁員減薪以節約經費，賴閣亦曾頒佈行政命令，將一切經費——連公債利息在內——裁減百分之十。但此種一致的收縮政策 (Consistent Deflation) 不幸完全宣告失敗。因法郎匯價之過高，故雖勵行輸入限額制度及輸出津貼制度，貿易狀況依然未能改善。因物價之不斷跌落，故雖設法直接減輕生產成本，各種企業依然未能有利。至削減政費，原欲使預算得臻平衡 但其結果反使社會購買力愈益縮小，經濟恐慌愈益嚴重，各種稅收愈益減退，而預算之平衡終成一紙具文。因此法郎貶值之謠傳，時作時息，尤以一九三五年當比利時實行比幣貶值及佛蘭亭 (Flandin) 內閣壽終正寢之時，巴黎風聲鶴唳，人心極度恐慌，資本逃避之風極熾，法蘭西銀行之存金損失頗多，金本位之維持適足使金本位破壞，天下事之矛盾無逾於此！然則，法國歷屆內閣果何以不惜鉅大犧牲而勵行一致的收縮政策？英、美放棄金本位以後經濟復興之美滿結果不亦足供法國效法乎？依吾人之觀察，法郎之所以不及早貶值，實有以下二大原因：其一，因戰後法郎之劇跌，創鉅痛深，政府不願重蹈覆轍，致遭舉國人民之反對，尤以法國政黨派

別分歧，其右者深恐法郎貶值，致資產階級所有公債實值因以減低；其左者亦恐法郎貶值，致勞動大衆生活負擔因以加重，故歷屆內閣均不敢貿然提出法郎貶值案，以致引起政潮；其二 因恐法郎貶值以後，引起英鎊美元之再貶值，則兩者相殺相消，法國依然不能獲得貶值之利益，徒然引起世界幣制之大紊亂。以上二端，實爲法郎貶值之條件，第一條件之實現須賴法國內閣對於法郎貶值案能否獲得與黨之諒解及贊助，第二條件之實現，須賴英、美兩國之合作。此二條件之實現，至一九三六年始具有眉目。是時在國際方面，則英、美對法郎貶值均有贊助之表示。而在國內方面，則自大選以後，人民陣線獲得勝利 正統派社會黨領袖萊翁白倫(Leon Blum)出而組閣，其所實行之新政，如法蘭西銀行之改組，軍火工業之國營，早已膾炙人口，而增高工人工資減少工作時間等等社會法案之通過，尤博勞動大衆之熱烈同情；但此項社會法案實與保護法郎不能相容，社會政策施行之結果，一反昔日之一致的收縮政策，使法貨成本更爲加重，苟不同時將法郎貶值，則法貨在國際市場之競爭力量更爲薄弱，法國產業更將無法維持而經濟恐慌亦更將深刻嚴重；因此種內在的矛盾，於是人民陣線內閣爲貫徹社會法案之施行，即不得不採取法郎貶值之一途矣。會九月間巴黎市場金融風潮極爲嚴重，九月二十四日法蘭西銀行金準備減至五二，六九一，〇〇〇，〇〇〇法郎之最低記錄，法蘭西銀行之貼現率又由三釐提高至五釐，於是人民陣線內閣乃不能再事猶豫，而遽然於九月二十五日與英、美成立諒解而宣布法郎貶值。註十三 其後復於二十八日召集國會臨時會議，提出新

註十三 見第三編第一章第二節及第三節

貨幣案，幾經修正，卒於十月二日通過參眾兩院。該案之要點，在廢止一九二八年六月二十五日貨幣法國關於法郎金量之條文（按該法規定法郎之金成分為 0.0655 公分），法郎今後金成色應由政府以命令規定之，其含金重量不得少於 0.043 公分，亦不得多於 0.049 公分，換言之，法郎貶值之限度為百分之二五·一九至百分之三四·三六，由政府加以決定。註十四 又法郎貶值以後，法蘭西銀行之存金價值須重行估定，註十五 約可較前溢出一百七十萬萬法郎，其中一百萬萬法郎即用以撥充匯兌平準基金。此外法國新貨幣案尚有防止抬高物價以免加重勞動階級生活負擔之條文，則為人民陣線貨幣政策之特點。

自法郎貶值以後，金集團之殘餘份子，瑞士，荷蘭亦即相繼貶值。瑞士於九月二十七日宣布貶值，其辦法與法國大致相似，瑞士法郎原含純金 0.29025 公分，今後將減低至 0.190 公分至 0.215 公分，由政府決定，換言之，即將貶值百分之二五·九五至百分之三四·五四。荷蘭於九月二十八日宣布禁金出口，其辦法與法國相異，即貨幣法令並未變更，荷盾之金值亦未改訂，不過聽其匯價跌落，仿英國辦法加以管理而已。瑞士與荷蘭既亦隨法國放棄金本位，則金集團可謂完全瓦解，成為幣制史上之遺跡，蓋黃金集團中之比國早已於一九三五年三月將比爾格貶值百分之廿八，至意國里拉之匯價，則自一九三四年冬季起本已跌落，最近亦已繼法國之後正式宣布貶值百分之四十

註十四 一九三七年六月萊翁白倫內閣辭職，旭丹內閣成立，上項規定法郎金值限度之條文又告廢止，今後將任法郎自覓其水準。

註十五 本法一法郎含純金 0.049 公分暫行重估，一九三七年六月又改按一法郎含純金 0.043 公分暫行重估。

矣。

第五節 今後黃金在世界幣制中之地位

論者對於金本位之攻擊，不外兩點：其一，認金本位制度下黃金之產量與物價之長期趨勢具有至為密切之關係，故如實行金本位，則物價之長期趨勢將賴乎黃金產量之豐蓄，黃金產量之增進果幸而能與世界經濟發展率相適應，則世界物價水準固可維持穩定，反之，如黃金產量之增進不及世界經濟發展率，則世界物價水準須被迫跌落，如黃金產量之增進超過世界經濟發展率，則世界物價水準須被迫漲高，故金本位原則上實有其根本之矛盾在；其二，認金本位之運用固有金本位之自動調節作用，但此種自動調節作用因種種阻礙不能實現，戰前如此，戰後尤甚，故金本位在運用上又有其實際之困難在。

對於以上第一種之攻擊，吾人將於下章詳加討論，此間所得而述者，即吾人以爲世界物價水準之變動，黃金之供給固有關係，而黃金之需要亦不無關係，故如世界金產之增加不及世界經濟發展率而有引起物價跌落之危機時，則各國中央銀行亦未始不可以減低現金準備率或發展金匯兌本位之方法，節約黃金之用途，俾物價跌落之危險可以避免；反之如世界金產之增加超過世界經濟發展率而有引起物價漲高之趨勢，則各國中央銀行亦未始不可以提高現金準備率或恢復金幣實際流通之方法，擴大黃金之用途，俾物價漲高之趨勢可以抑止。由上所述，可知以金產與物價之關係攻擊金本位，尚非金本位之致命傷也。

對於第二點之攻擊，則須加較詳之討論。正統學派之經濟學者，如

羅濱斯 (Robbins) 註十六 格利高雷 (Gregory) 註十七 等以爲世界經濟之普遍復興，有賴於國際貿易及國際借貸之順利進行，而國際貿易及國際借貸之順利進行，則有賴於匯兌之穩定，而匯兌之穩定，則有賴於金本位制之早日恢復；惟有早日恢復金本位制，始能措匯兌於永久之穩定，而後國際貿易及國際借貸得以順利進行。蓋在國際金本位制下 國際匯兌之變動不出現金輸送點之範疇，故國際貨物移動及資本移動乃可不負匯兌風險而順利進行；及國際金本位制宣告破壞，國際匯兌如脫韁之馬，奔騰無羈，經營國際貿易者乃於物價上落之風險以外，再負匯兌上落之風險，進行國際借貸者乃於本息問題以外，再負匯兌上落之風險；加以多數國家放棄金本位之後，其未放棄金本位者乃不得不勵行統制匯兌統制貿易政策以相抵抗，於是國際貿易及國際借貸更無法以謀發展矣。

羅氏以爲戰後經濟之困難，非金本位之錯誤而在於各國之不守金本位之規則，致國際經濟失去均衡。故今後各國如果恢復金本位，必須恪守金本位之規則，使國際經濟保持均衡。換言之，各國中央銀行之信用政策，必須視現金之流動方向爲指標，如一國之物價及成本較其他各國爲高，而現金有源源流出之趨勢，則該國之中央銀行即應採取信用緊縮政策 使其物價與成本壓低，以恢復國際經濟之均衡；反之，如一國之物價及成本較其他各國爲低，而該國現金有源源流入之趨勢，則該國之中央銀行即應採取信用擴張政策 使其物價與成本抬高，以恢復國際經濟之均衡。

註十六 Robbins, L., "The Great Depression", London, 1935.

註十七 Gregory, T. E., "The Gold Standard and It's Future", London, 1934.

爲使金本位之自動調節作用有效起見，羅氏並主實現以下各項條件：其一爲恢復國際貿易之自由，現在各國所行之限額政策及其他對於貿易有妨礙之種種政策，均須加以撤消或修正；其二爲恢復經濟結構之彈性，各種獨佔價格均應取消，工資制度亦應自由，使物價與成本均有伸縮。

羅氏爲正統派之自由主義者，其以上言論均無異爲自由主義張目。吾人對其理論之明暢透闢，自應表示相當欽佩，但其實行之可能，似有可疑。由吾人依實際之見地加以觀察，在此統制經濟計劃經濟高唱入雲之際，自由主義殆已成爲昨日之美夢，姑無論其理論之是否健全，今日各國似均少實行之誠意。以言國際貿易，各國於恐慌前所行者猶僅爲傳統之關稅政策，而恐慌後則變本加厲復有種種統制政策之採行。此種種統制政策於經濟復興後縱有放棄之希望，但傳統之關稅政策恐終少放棄之希望。以言經濟結構之固定，則如「托辣斯」「卡脫爾」及工會組織失業保險等等，均爲不能否認之既成事實。自由主義者縱可指摘其足使經濟結構缺乏彈性，使經濟困難益形加甚，但社會勢力亦決不容其取消也。

國際貿易之自由及經濟結構之彈性，在實際上既少實現之可能，則金本位之自動調節作用即無從發揮，金本位之自動調節作用既無從發揮，則各國中央銀行之信用政策縱以黃金之流動方向爲指標，恐國際經濟之均衡仍不能維持，徒使國內經濟感受不良之影響。況事實上各國中央銀行當局明於此理，亦不願以其信用政策盲目聽命於此種不可必之自動調節作用也。

金本位自動調節作用之失效及各國中央銀行之不願遵守金本位之規則，實爲金本位之致命傷，故金本位如欲復活，必須不惜拋棄其舊的外套而從新樹立其新的姿態。最近金集團之瓦解，實無異爲舊金本位之結束，而英，美，法三國貨幣協定之成立，則又無異爲新金本位之曙光。惟新金本位之與舊金本位不僅爲程度之差異 (Difference in Degree)，而實爲性質之差異 (Difference in Kind)，其詳細情形，容於以下論匯價政策時詳之。註十八

舊金本位崩潰矣！新金本位建立矣！然則，黃金在將來世界幣制中之地位又將何若耶？將來之貨幣仍將以黃金爲準備乎？卡塞爾教授對於金本位反對最烈，據彼之意見，以爲將來之貨幣實可不必規定以黃金爲準備，請詳其說。註十九

現在國內既無金之流通，則對內而言，中央銀行之紙幣及存款自無黃金準備之必要，故黃金準備之在今日，至多不過備抵補國際收支平衡之差額之用而已。但實際上國際收支平衡之差額，在通常時亦未始不可以國際信用彌補之，初不必全賴黃金之輸送也。即使認黃金準備爲平衡國際收支所必需，則依邏輯言，黃金準備之多少應與進口數額維持相當之關係，大概等於若干個月之進口數額，或已足矣。

但實際上黃金準備從無合乎上項原則之現象，一九三四年七月底之世界黃金準備總額爲六七，二五〇百萬瑞士法郎，而一九三四年之世界國際貿易總額達一二一，一四四百萬瑞士法郎，假定世界進口總額爲

註十八 見第三編第二章。

註十九 Cassel. G., "The Downfall of the Gold Standard", London, 1936.

上額之半，則世界黃金準備總額已超過世界進口總額矣。

更可怪者，黃金準備過剩之國家，偏在美，法兩債權國家，美國之國際貿易僅一一，五四七百萬瑞士法郎，而其黃金準備則達二五，二一六百萬瑞士法郎。法國之國際貿易僅八，三〇六百萬瑞士法郎，而其黃金準備則達一六，六七五百萬瑞士法郎。如果黃金準備之功用僅在平衡國際收支，則以美，法兩國之貿易情形，固無須如許黃金準備也。一設論者常以為黃金準備之充足，足以增加中央銀行之安全，此亦未必盡然。一九二九年底之世界黃金準備為五五，八六九百萬瑞士法郎，鈔票流通額為一一六，三五〇百萬瑞士法郎，至一九三四年底，前者增為六七，二五〇百萬瑞士法郎，而後者則減為九八，四七〇百萬瑞士法郎；一九二九年之準備比率為四八，一九三四年為七〇，但吾人固不能謂一九三四年之世界通貨較一九二九年時為安全也。

卡氏對於黃金準備之無用，所以反覆加以申述，不過欲使現行一切關於黃金準備之條文加以廢止，俾通貨得不顧黃金準備之多寡而自由擴張或自由收縮，至黃金之足為國際間債權債務了結之用，則亦並不否認之也。

平心而論，各國現行一切關於黃金準備之條文，實均無理論之基礎，蓋所貴乎黃金準備者，以其可以隨時動用也，而各國現行一切關於黃金準備之條文，其結果則反使一部份之黃金準備固定不能動用。如所採行者為英國式之保證發行最高限度制，則凡超過此最高限度之發行數額概須以黃金為準備，苟非違反法律，其中央銀行對於黃金準備即不能加以動用。又如所採行者為戰後通行之比例準備制，則發行數額亦須有

一定比例之黃金準備，苟非違反法律，其中央銀行對於此項黃金準備亦不能加以動用。因此，一國無論採行保證發行最高限度制抑或比例準備制，其中央銀行如果欲有若干可以自由支配之黃金，則必須使其黃金準備遠在法定數額之上，法定數額以下之黃金準備僅可視為裝飾品而已。

學者中之反對黃金準備條文而主授中央銀行以較大權力以伸縮鈔票發行者，初不僅一卡塞爾，英國名經濟學者如坎農教授（Cannan），註二十 如赫曲來（Hawtrey），註廿一 如凱恩斯（Keynes）註廿二 等，亦均曾積極鼓吹，一九三一年英國麥密倫委員會（MacMillan Committee）且於其報告書中正式建議將該國現行之保證發行最高限度制加以廢止，其意以為鈔票發行之數額不必與黃金準備之數額維持一定之關係，鈔票發行之數額，可依戰前法國之制度，由議會暫按國內之實際需要，規定最高限度，以後如環境變遷，議會仍得隨時斟酌變更之，至其準備內容如何，則可不必加以規定也。註廿三

世人對於黃金之迷信極深，積重難返，故黃金準備條文雖一無是處而存在如故，但今者舊金本位既已崩潰，新金本位既已建立，吾知各國之發行制度遲早必能脫離黃金準備之束縛也。

註二十 Cannan, E., "Modern Currency and the Regulation of It's Value", London, 1932.

註廿一 Hawtrey, R. G., "The Art of Central Banking", London, 1935.

註廿二 Keynes, J. M., "A Treaty on Money", London, 1930.

註廿三 "Report of the Committee on Finance and Industry", London, 1931.

第二章 黃金與物價之關係

第一節 黃金與物價之長期趨勢

經濟學者運用統計方法以觀察前世紀以來世界物價之變動，嘗得二大循環變動焉。其一為短時期之循環變動，其時期約在十年左右，其間物價之一漲一跌，適與經濟之一盛一衰相呼應，此即世人所稱之經濟循環，此間不擬加以論列。其二為長時期之循環變動，其時期約在五十年左右：第一大循環始於一七九〇年，迄於一八四七年，其間一七九〇年至一八二〇年為物價長期高漲時期，而一八二〇年至一八四七年則為物價長期跌落時期；第二大循環始於一八四八年，迄於一八九六年，其間一八四八年至一八七三年為物價長期高漲時期，一八七三年至一八九六年則為物價長期跌落時期；至第三大循環，則為吾人所親歷，在一九二〇年以前為物價長期高漲時期，自一九二〇年以後則為物價長期跌落時期。

經濟學者對於世界物價之短時期的循環變動，學說紛紜，莫衷一是，但於世界物價之長時期的循環變動，則大多均以黃金產量之豐嗇解釋之。一八四八年以後物價之長期漲高，非即由於加利福尼亞金礦之發現乎？一八九六年以後物價之長期漲高，非即由南非洲金礦之發現乎？至一八七三年以後及一九二〇年以後之物價長期跌落，則似可歸咎於世界金產之不足。

黃金與物價之關係經濟學者固已早有論列，但首以科學方法提出於世者，則為一九三〇年國聯金委員會之第一次臨時報告書，其所附錄之瑞典，卡塞爾教授(Prof. Gustav Cassel)及英人吉城氏(Mr. Joseph

Kitchin) 之論文二篇，尤有卓絕之價值，請詳其說如次。

第二節 卡塞爾教授之黃金物價關係論 註一

卡氏之研究方法先將一八五〇年與一九一〇年之黃金儲存量與物價水準作一比較。據卡氏之計算，一八五〇年之世界黃金儲存量為一百萬萬金馬克，至一九一〇年世界黃金儲存量增至五百二十萬萬金馬克換言之，在六十年間世界黃金儲存量增加五·二倍 即每年增加百分之二·八 ($\sqrt[60]{5.2} = 1.0279$)，如果估計每年之黃金消失量為百分之〇·二，則每年實增加百分之三，至物價水準，則一八五〇年與一九一〇年幾屬完全相同。卡氏因認世界每年黃金產量如果等於黃金儲存量之百分之三，則物價水準必可維持穩定，此每年百分之三之黃金儲存量增加率，可稱為常態增加率 (Normal Increase)，而依此常態增加率推算而得之黃金儲存量，可稱為常態黃金儲存量 (Normal Stock)。

卡氏繼以一八〇〇年至一九一〇年間之常態黃金儲存量持與同時期內之實際黃金儲存量 (Real Stock) 相比較，其比較結果即以相對黃金儲存量 (Relation Stock) 表示之；相對黃金儲存量即由常態黃金儲存量除實際黃金儲存量而得：如實際黃金儲存量等於常態黃金儲存量，則相對黃金儲存量為一；如實際黃金儲存量大於常態黃金儲存量，則相對黃金儲存量大於一；如實際黃金儲存量小於常態黃金儲存量，則相對黃金儲存量小於一。(見第一表)

註一 Cassel, G., "The Supply of Gold," Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, League of Nations, 1930

第一表 世界黃金儲存量 (卡塞爾氏估計數)

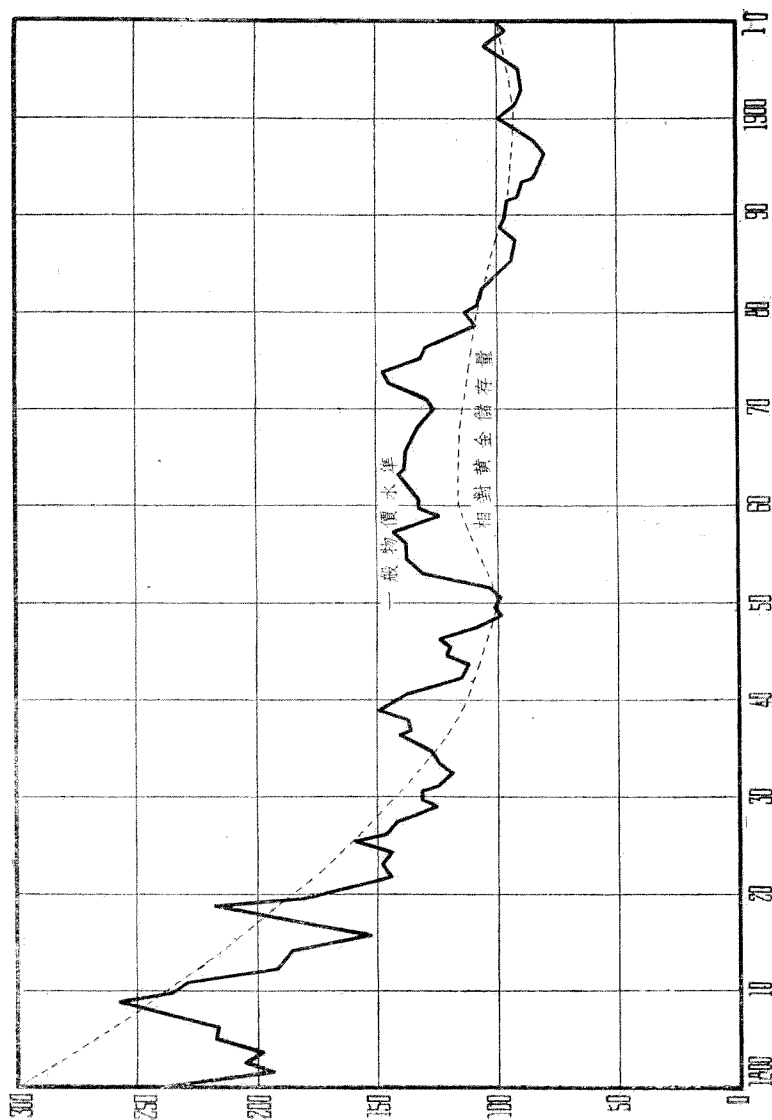
年 份	I 實際黃金儲存量			II 常態黃金儲存量			III 相對黃金儲存量 (I + II)	
	百萬馬克	百萬金元	百萬金鎊	百萬馬克	百萬金元	百萬金鎊	百萬金元	百萬金鎊
1800	7,535	1,795	368.8	2,531	603	123.9	603	123.9
1810	7,875	1,876	385.5	3,332	794	163.1	794	163.1
1820	8,033	1,913	393.2	4,385	1,045	214.8	1,045	214.8
1830	8,265	1,969	404.6	5,772	1,375	282.5	1,375	282.5
1840	8,660	2,063	423.9	7,597	1,810	371.9	1,810	371.9
1850	10,000	2,382	489.5	10,000	2,382	489.5	2,382	489.5
1855	12,650	3,020	620.7	11,470	2,732	561.5	2,732	561.5
1860	15,370	3,631	752.4	13,160	3,135	644.2	3,135	644.2
1865	17,795	4,239	871.1	15,100	3,597	739.1	3,597	739.1
1870	20,335	4,841	995.4	17,320	4,126	847.8	4,126	847.8
1875	22,555	5,373	1,104.1	19,880	4,735	973.1	4,735	973.1
1876	22,973	5,472	1,124.5	20,435	4,868	1,000.3	4,868	1,000.3
1877	23,428	5,581	1,146.8	21,005	5,003	1,028.2	5,003	1,028.2

1878	23,900	5,693	1,169.9	21,591	5,143	1,056.9	1.11
1879	24,319	5,793	1,190.4	22,193	5,286	1,086.3	1.10
1880	24,735	5,892	1,210.8	22,800	5,431	1,116.1	1.08
1881	25,146	5,990	1,230.9	23,448	5,585	1,147.8	1.07
1882	25,525	6,080	1,249.4	24,102	5,741	1,179.8	1.06
1883	25,884	6,166	1,267.0	24,774	5,901	1,212.7	1.04
1884	26,272	6,258	1,286.0	25,465	6,066	1,245.5	1.03
1885	26,650	6,348	1,304.5	26,160	6,231	1,280.5	1.02
1886	27,046	6,442	1,323.9	26,890	6,405	1,316.3	1.01
1887	27,433	6,535	1,342.8	27,640	6,584	1,353.0	0.99
1888	27,836	6,631	1,362.6	28,411	6,768	1,390.7	0.98
1889	28,272	6,734	1,383.9	29,204	6,956	1,429.5	0.97
1890	28,775	6,854	1,408.5	30,010	7,148	1,469.0	0.96
1891	29,266	6,971	1,432.6	30,847	7,348	1,510.0	0.95
1892	29,823	7,104	1,459.8	31,708	7,563	1,552.1	0.94
1893	30,423	7,247	1,489.3	32,593	7,764	1,595.4	0.93
1894	31,124	7,414	1,523.5	33,502	7,980	1,640.0	0.93
1895	31,885	7,595	1,560.8	34,430	8,201	1,685.3	0.93

第一表 世界黃金儲存量(卡塞爾氏計估數)(續)

年 份	I 實際黃金儲存量			II 常態黃金儲存量			III 相對黃金儲存量 (I + II)
	百萬金馬克	百萬金元	百萬金鎊	百萬金馬克	百萬金元	百萬金鎊	
	1896	32,670	7,782	1,599.2	35,391	8,430	
1897	33,596	8,003	1,644.5	36,378	8,665	1,780.7	0.92
1898	34,733	8,273	1,700.2	37,392	8,907	1,830.3	0.93
1899	35,951	8,564	1,759.8	38,435	9,155	1,881.4	0.94
1900	36,957	8,803	1,809.0	39,510	9,411	1,934.0	0.94
1901	37,970	9,044	1,858.6	40,612	9,674	1,988.0	0.93
1902	39,140	9,323	1,915.9	41,745	9,944	2,043.4	0.94
1903	40,438	9,632	1,979.4	42,910	10,221	2,100.4	0.94
1904	41,815	9,960	2,046.8	44,107	10,506	2,159.0	0.95
1905	43,366	10,330	2,122.8	45,320	10,795	2,218.4	0.96
1906	44,970	10,712	2,201.3	46,584	11,066	2,280.3	0.97
1907	46,614	11,103	2,281.8	47,884	11,406	2,343.9	0.97
1908	48,381	11,524	2,368.2	49,220	11,724	2,409.3	0.98
1909	50,192	11,956	2,456.9	50,593	12,051	2,476.5	0.99
1910	52,003	12,387	2,545.5	52,000	12,386	2,545.4	1.00

第一圖 卡塞爾之黃金物價關係圖



卡氏再以相對黃金儲存量與同時期內之物價水準繪圖以相比較，其結果有如第一圖。據該圖以觀，則物價水準之長期趨勢實與相對黃金儲存量具有至為密切之關係。換言之，每當實際黃金儲存量有超出常態之趨勢時，物價之長期趨勢有漲高之象；反之，每當實際黃金儲存量有不及常態之趨勢時，則物價之長期趨勢有跌落之象。至物價水準之短期變動，則另有其他解釋，固與實際黃金儲存量之超過或不及常態與否無關也。

卡氏以爲一八五〇年至一九一〇年黃金儲存量之增加率，必適與同時期內之經濟發展率相符合，故能維持該時期始末之物價水準於穩定。該時期內之黃金儲存量增加率既爲每年百分之三，則該時期內之經濟發展率亦可間接估計爲百分之三。卡氏又以直接估計法證明該時期內之經濟發展率確與以上數字相近。蓋世界鋼鐵產量在一八五〇年至一九〇七年間平均每年約增百分之四·二，鋼鐵產量可作爲工業發展之指標，故可估計同時期內世界工業發展率每年約爲百分之四·二；至農業發展率，則按人口增加速度及食物改善情形加以估計，每年約爲百分之一·二；如認工業與農業具有同等重要，則以四·二與一·二平均計算，世界經濟發展率當爲每年百分之二·七；如認工業之重要地位佔三分之二，農業之重要地位佔三分之一，則世界經濟發展率當爲每年百分之三·二；如果將二·七與三·二折中計算，則估定世界經濟發展率爲百分之三·〇，當爲適當。

論及一九一〇年以後之情形，卡氏謂在一九一〇年至一九一六年之七年中，世界黃金產量每年均超出黃金儲存量之百分之三，故物價有

漲高之勢，但自一九一七年起，世界黃金產量即常在黃金儲存量之百分之三以下，故物價有跌落之勢，其挽救之道，唯有節約黃金用途，籍以彌補黃金之缺乏耳。

第三節 吉城氏之黃金物價關係論 註二

吉城氏之研究方法與卡塞爾教授之研究方法相似，所不同者卡氏以黃金儲存量與物價水準相比較，而吉氏則以貨幣用黃金儲存量與物價水準相比較耳。至貨幣用黃金儲存量與黃金儲存量之不同，則在後者包括一切黃金儲存量，而前者則須減去歐、美兩洲之工業用黃金及印度、埃及與中國所吸收之黃金也。

據吉氏之計算，一八五〇年之世界貨幣用黃金儲存量為二萬三千萬金鎊，一九一〇年之世界貨幣用黃金儲存量為十四萬四千六百萬金鎊，在六十年間，世界貨幣用黃金儲存量約增加六·三倍，即每年平均約增加百分之三·一（ $\sqrt[60]{6.3} = 1.03096$ ），至物價水準，則一八五〇年與一九一〇年幾屬完全相同。吉氏因認世界每年貨幣用黃金產量如果等於貨幣用黃金儲存量百分之三·一，則物價水準必可維持穩定，此每年百分之三·一之貨幣用黃金儲存量增加率，可稱為常態增加率，而依此常態增加率推算而得之貨幣用黃金儲存量，可稱為常態貨幣用黃金儲存量。

註二 Kitchin, J., "The Supply of Gold Compared with the Price of Commodities" Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, League of Nations, 1930

吉氏繼以一八〇〇年至一九一〇年間之常態貨幣用黃金儲存量，持與同時期內之實際貨幣用黃金儲存量相比較，其比較結果亦以相對貨幣用黃金儲存量表示之。相對貨幣用黃金儲存量亦由常態貨幣用黃金儲存量除實際貨幣用黃金儲存量而得。如實際貨幣用黃金儲存量等於常態貨幣用黃金儲存量，則相對貨幣用黃金儲存量為一；如實際貨幣用黃金儲存量大於常態貨幣用黃金儲存量，則相對貨幣用黃金儲存量大於一；如實際貨幣用黃金儲存量小於常態貨幣用黃金儲存量，則相對貨幣用黃金儲存量小於一。（見第二表）

吉氏再以相對貨幣用黃金儲存量與同時期之物價水準繪圖以相比較，其結果有如第二圖。據該圖以觀，則物價水準之長期趨勢實與相對貨幣用黃金儲存量具有至為密切之關係。換言之，每當實際貨幣用黃金儲存量有超出常態之趨勢時，物價之長期趨勢有漲高之象；反之，每當實際貨幣用黃金儲存量有不及常態之趨勢時，則物價之長期趨勢有跌落之象。至物價水準之短期變動，則亦另有其池解釋，固與實際貨幣用黃金儲存量之超過或不及常態與否無關也。

吉氏雖認世界貨幣用黃金儲存量之常態增加率為百分之三。一，但並不因此以間接方法推測世界經濟發展率為每年百分之三。一，亦並不另以直接方法推測世界經濟發展率與每年百分之三。一相近，此點亦為吉氏研究方法與卡塞爾教授研究方法之異點。

論及一九一〇年以後之情形，吉氏以為一九一三年之世界貨幣用黃金儲存量為一，五七九百萬金鎊，如以每年應增加百分之三。一計算，則每年應增加四九百萬金鎊，但當時五年平均增加五六百萬金鎊，

第二表 世界貨幣用黃金儲存量(吉城氏估計數)

年 份	I 實際貨幣用 黃金儲存量 (百萬金鎊)	II 常態貨幣用 黃金儲存量 (百萬金鎊)	III 相對貨幣用 黃金儲存量 I + II	IV 臺售物價指數 (1850 = 100)
1807	160	62	258	202
1834	196	141	339	122
1839	196	164	360	144
1849	197	170	367	136
1841	198	175	373	133
1842	199	180	379	117
1843	200	186	386	111
1844	201	192	393	108
1845	203	197	400	116
1846	205	204	409	116
1847	207	210	417	122
1848	210	216	426	106
1849	220	223	443	100

第二表 世界貨幣用黃金儲存量(吉城氏估計數)(續)

年份	I 實際貨幣用 黃金儲存量 (百萬元鎊)	II 常態貨幣用 黃金儲存量 (百萬元鎊)	III 相對貨幣用 黃金儲存量 I + II	IV 躉售物價指數 (1850 = 100)
1850	230	230	100	100
1851	243	237	103	97
1852	268	245	109	101
1853	294	252	117	123
1854	216	260	121	132
1855	338	268	126	131
1856	361	276	131	131
1857	382	284	135	136
1858	401	293	137	118
1859	417	303	138	127
1860	433	312	139	130
1861	447	321	139	129
1862	459	331	139	131

1863	468	342	137	134
1864	476	353	135	136
1865	490	363	135	131
1866	506	374	135	132
1867	519	386	134	130
1868	531	398	134	129
1869	543	410	133	127
1870	556	423	132	125
1871	568	436	130	130
1872	577	449	129	142
1873	586	463	127	144
1874	594	478	124	132
1875	601	492	122	125
1876	610	508	120	123
1877	621	523	119	122
1878	634	539	118	113
1879	639	556	115	108
1880	643	573	112	114
1881	649	591	100	110
1882	653	610	107	109

第二表 世界貨幣用黃金儲存量 (吉城氏估計數) (續)

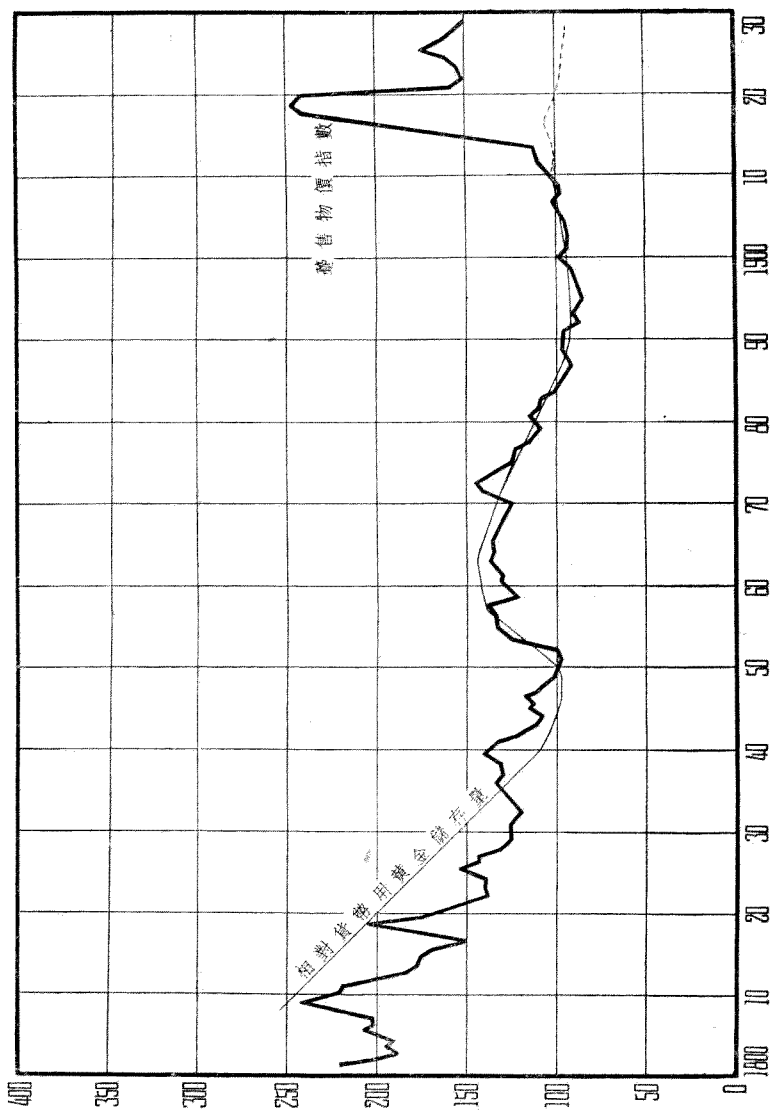
年份	I 實際貨幣用 黃金儲存量 (百萬金鎊)	II 常態貨幣用 黃金儲存量 (百萬金鎊)	III 相對貨幣用 黃金儲存量 I ÷ II	IV 零售物價指數 (1850 = 100)
1883	657	628	105	106
1884	662	648	102	97
1885	670	668	100	94
1886	681	688	99	90
1887	689	710	97	88
1888	701	732	96	91
1889	711	754	94	94
1890	720	778	93	94
1891	733	802	91	94
1892	753	827	91	88
1893	774	852	91	88
1894	802	878	91	82
1895	827	906	91	81

1896	852	934	91	79
1897	882	962	92	81
1898	921	993	93	83
1899	958	1,023	94	88
1900	989	1,055	94	97
1901	1,022	1,087	94	91
1902	1,056	1,121	94	90
1903	1,093	1,156	95	90
1904	1,132	1,191	95	91
1905	1,188	1,228	97	94
1906	1,231	1,266	97	100
1907	1,278	1,305	98	104
1908	1,346	1,346	100	95
1909	1,400	1,387	101	96
1910	1,446	1,430	101	103
1911	1,489	1,474	101	104
1912	1,528	1,520	101	110
1913	1,579	1,567	101	110
1914	1,647	1,615	102	109
1915	1,728	1,666	104	138

第二表 世界貨幣用黃金儲存量(吉城氏估計數)(續)

年份	I 實際貨幣用 黃金儲存量 (百萬金鎊)	II 常態貨幣用 黃金儲存量 (百萬金鎊)	III 相對貨幣用 黃金儲存量 I ÷ II	IV 零售物價指數 (1850=100)
1916	1,796	1,717	105	173
1917	1,844	1,770	104	222
1918	1,909	1,825	105	244
1919	1,922	1,881	102	248
1920	1,968	1,939	101	246
1921	2,023	1,999	101	160
1922	2,043	2,061	99	155
1923	2,080	2,125	98	157
1924	2,093	2,191	96	163
1925	2,129	2,259	94	176
1926	2,180	2,328	94	161
1927	2,232	2,401	93	159
1928	2,282	2,475	92	156
1929	2,336	2,552	92	148

第二圖 吉城之黃金物價關係圖



故當時貨幣用黃金儲存量實有餘。至一九二九年世界貨幣用黃金儲存量爲二,三三六百萬金鎊,如亦以每年應增加百分之三。一計算,則每年應增加七二百萬金鎊,但當時五年平均增加僅五二百萬金鎊,故貨幣用黃金儲存量實不足。至一九二九年之物價水準所以尚較一九一三年之物價水準爲高,則吉氏以爲大部份當由於貨幣用黃金逐漸集中於國庫或中央銀行,使其效用因以增進之故,按一九一三年黃金之在國庫或中央銀行者,僅有九七五百萬金鎊,約佔全部貨幣用黃金之百分之六二,而至一九二九年黃金之在國庫或中央銀行者計達二,一五〇百萬金鎊,約佔全部貨幣用黃金百分之九二。

第四節 華倫及披爾生之黃金物價關係論

美國康奈爾大學教授華倫及披爾生兩氏研究物價問題有年,於其所編之農產物價 (Farm Prices) 刊物中屢有關於物價問題之論文發表,一九三二年兩氏以其所著之物價 註三 一書問世,及一九三五年又增訂修正爲黃金與物價,註四 兩氏之研究亦完全以統計爲根據,但其方法則有異於卡塞爾教授及吉城氏所應用者。

華倫及披爾生之方法先以世界貨幣用黃金儲存量指數與紐約聯邦準備銀行須拿特氏 (Snyder) 所編之世界基本貨物生產數量指數相比較而求其比例 (即以世界基本貨物生產數量指數除世界貨幣用黃金儲

註三 George F. Warren & Frank A. Pearson, "Prices", New York, 1932.

註四 George F. Warren & Frank A. Pearson, "Gold and Prices," New York, 1935.

存量指數)，再以此項比例與英，法，美三國之物價指數及其平均指數相比較（見第三表），結果發現在戰前之七十五年中（即一八四〇年至一九一四年）兩者變動趨勢極為符合，有如第三圖，因此兩氏乃得到以下之實證公式：

$$\frac{\text{黃金}}{\text{生產}} = \text{物價}$$

此公式之意義，即「在戰前之七十五年中，世界貨幣用黃金儲存量之增加率必須與生產數量之增加率相同，始足維持物價水準之穩定。每當前者之增加率超過後者，則物價漲，反之，每當前者之增加率不及後者，則物價跌」。

此外華倫及披爾生又以美國貨幣數量及信用數量對貨物生產量之比例與美國物價指數相比較，亦發現在戰前之七十五年中，兩者關係極為密切；但此為普通貨幣數量說之應用，非兩氏之特創學說，可不置論。

華倫及披爾生之黃金與物價關係論在戰前固得統計之證明。但在戰時及戰後則不然，此可由上圖見之。兩氏對於此點之解釋，以為戰時物價之狂漲，實因各國放棄金本位，致黃金之需要驟然減少之故；而一九二九年以後物價之慘跌，則因戰後各國紛紛恢復金本位，致黃金之需要驟然增加之故。

此外，華倫及披爾生對於物價之構成，尚有一特創之理論，即以為每一貨物之價格乃決定於以下五項因素：(1) 該貨物之供給，(2) 該貨物之需要，(3) 黃金之供給，(4) 黃金之需要，(5) 黃金之價格。依據上項公式，則以上第1, 2, 3, 4, 各因素如果不變，則黃金之價格即可決定物價。兩氏又以一九三三年美國放棄金本位後金價變動與物價變動之密

第三表 世界貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產數量之比例
與英法美三國舊售物價指數之關係

年 份	I 世界貨幣用 黃金儲存量 (百萬盎司)	II 世界貨幣用 黃金儲存量 指數 1880 — 1914 =100	III 世界基本貨 物生產數量 指數 1880 — 1914 =100	IV 黃金對生產 之比例 (II÷III)	V 英國舊售 物價指數 1880 — 1914 =100	VI 美國舊售 物價指數 1880 — 1914 =100	VII 法國舊售 物價指數 1880 — 1914 =100	英法美平均 舊售物價 指數 V + VI + VII ÷ 3
1880—1914	231	100	100	100	100	100	100	111
1840—1844	47	20	17	118	125	96	128	116
1845—1849	49	21	20	105	115	96	122	111
1850—1854	63	27	24	113	116	105	125	115
1855—1859	89	38	28	136	134	118	147	133
1860—1864	107	46	32	144	137	105	142	128
1865—1869	122	53	36	147	136	135	132	134
1870—1874	136	59	44	134	141	134	138	138
1875—1879	146	63	52	121	124	111	125	120
1880—1884	154	67	63	106	113	116	112	114
1885—1889	162	70	71	99	96	96	96	96

1890—1894	178	77	79	97	93	89	95	92
1895—1899	209	90	96	94	87	81	86	85
1900—1904	249	108	111	97	97	97	96	97
1905—1909	304	131	131	100	102	107	103	104
1910—1914	362	157	138	106	113	115	115	114
1915—1919	433	187	143	131	214	181	253	216
1920—1924	481	208	159	131	186	183	167	179
1925—1929	525	227	194	117	169	165	145	160
1839	46	20	16	125	140	128	130	133
1840	46	20	16	125	140	109	135	128
1841	47	20	17	118	137	105	134	125
1842	47	20	17	118	124	94	131	116
1843	47	20	18	111	113	86	121	107
1844	47	20	18	111	114	83	118	107
1845	48	21	19	111	118	95	121	111
1846	48	21	20	105	120	95	129	115
1847	49	21	20	105	129	103	136	123
1848	49	21	21	100	106	94	112	104
1849	52	22	22	100	100	94	111	102

第三表 世界貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產數量之比例
與英、美、法三國躉售物價指數之關係(續)

年 份	I 世界貨幣用 黃金儲存量 (百萬盎司)	II 世界貨幣用 黃金儲存量 指數 1880 — 1914 = 100	III 世界基本貨 物生產數量 指數 1880 — 1914 = 100	IV 黃金對生產 之比例 (II÷III)	V 英國躉售 物價指數 1880 — 1914 = 100	VI 美國躉售 物價指數 1880 — 1914 = 100	VII 法國躉售 物價指數 1880 — 1914 = 100	英、美、法平均 躉售物價 指數 V + VI + VII 3
1850	54	23	22	105	105	96	111	104
1851	57	25	23	109	102	95	110	102
1852	63	27	24	113	106	102	119	109
1853	69	30	24	125	129	111	139	126
1854	74	32	25	128	138	124	148	137
1855	80	35	26	135	137	126	154	139
1856	85	37	27	137	137	120	156	138
1857	90	39	28	139	143	127	151	140
1858	94	41	28	146	124	107	137	123
1859	98	42	29	145	128	109	137	125

1860	102	44	30	147	135	107	144	129
1861	105	45	31	145	133	102	142	126
1862	108	47	32	147	137	105	142	128
1863	110	48	33	145	140	105	143	129
1864	112	48	34	141	143	110	141	131
1865	115	50	34	147	137	136	132	135
1866	119	51	35	146	138	141	134	138
1867	122	53	36	147	136	135	131	134
1868	125	54	38	142	135	130	132	132
1869	128	55	37	149	133	131	130	131
1870	131	57	42	136	131	134	133	133
1871	134	58	42	133	136	134	138	136
1872	136	59	45	131	149	139	144	144
1873	138	60	45	133	151	134	144	143
1874	140	61	45	133	138	130	132	133
1875	141	61	49	124	131	118	129	126
1876	144	62	49	127	129	113	130	124
1877	146	63	52	121	128	117	131	125
1878	149	64	54	119	118	103	120	114
1879	150	65	55	118	114	103	117	111

第三表 世界貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產數量之比例
與英美法三國躉售物價指數之關係(續)

年 份	I 世界貨幣用 黃金儲存量 (百萬盎司)	II 世界貨幣用 黃金儲存量 指數 1880 — 1914 = 100	III 世界基本貨 物生產數量 指數 1880 — 1914 = 100	IV 黃金對生產 之比例 (II+III)	V 英 國 躉 售 物 價 指 數 1880 — 1914 = 100	VI 美 國 躉 售 物 價 指 數 1880 — 1914 = 100	VII 法 國 躉 售 物 價 指 數 1880 — 1914 = 100	英美法平均	
								躉售物價 指數 V+VI+VII 3	
1880	151	65	60	108	120	115	120	118	
1881	153	66	56	118	116	118	117	117	
1882	154	67	65	103	114	124	114	117	
1883	155	67	63	106	111	116	110	112	
1884	156	67	68	99	104	107	101	104	
1885	158	68	68	100	98	97	99	98	
1886	160	69	68	101	95	94	95	95	
1887	162	70	68	103	92	97	92	94	
1888	165	71	75	95	96	99	96	97	
1889	167	72	66	94	98	93	100	97	

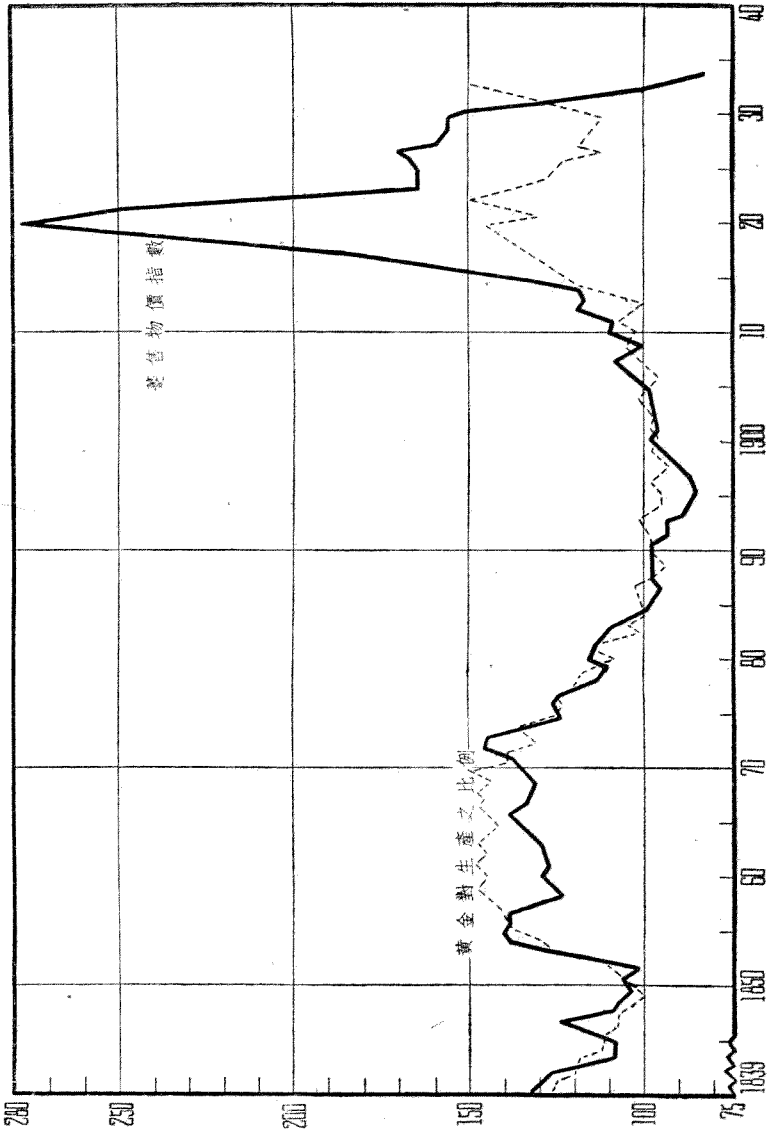
1890	169	73	74	99	98	94	100	97
1891	173	75	83	90	98	94	98	97
1892	177	77	78	99	92	87	95	91
1893	182	79	80	99	92	89	94	92
1894	189	82	80	103	86	80	87	84
1895	195	84	90	93	54	81	85	83
1896	201	87	94	93	83	78	82	81
1897	208	90	94	96	84	78	83	82
1898	217	94	102	92	88	81	86	85
1899	226	98	101	97	92	88	93	91
1900	233	101	106	95	102	94	99	98
1901	241	104	107	97	96	93	95	95
1902	249	108	114	95	95	99	94	96
1903	257	111	115	97	95	100	96	97
1904	266	115	115	100	96	100	94	97
1905	280	121	125	97	98	101	98	99
1906	290	125	134	93	105	103	104	104
1907	301	130	129	101	109	109	109	109
1908	317	137	129	106	99	105	101	102
1909	330	143	138	104	101	113	101	105

第三表 世界貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產數量之比例
與英、美、法三國躉售物價指數之關係(續)

年 份	I 世界貨幣用 黃金儲存量 (百萬鎊斯)	II 世界貨幣用 黃金儲存量 指數 1880 - 1914 = 100	III 世界基本貨 物生產數量 指數 1880 - 1914 = 100	IV 黃金對生產 之比例 (II+III)	V 英國躉售 物價指數 1880 - 1914 = 100	VI 美國躉售 物價指數 1880 - 1914 = 100	VII 法國躉售 物價指數 1880 - 1914 = 100	英美法平均	
								躉售物價 指數 V + VI + VII 3	
1910	340	147	140	105	106	118	108	111	111
1911	351	152	143	106	109	109	113	110	110
1912	360	156	156	100	116	116	118	117	117
1913	372	161	157	103	116	117	116	116	116
1914	388	168	146	115	117	113	119	116	116
1915	407	176	148	119	144	116	151	137	137
1916	423	183	142	129	181	143	191	172	172
1917	434	188	144	131	233	197	270	233	233
1918	449	194	142	137	255	219	363	279	279
1919	452	195	138	141	255	231	292	259	259

1920	463	200	156	128	258	259	215	244
1921	476	206	138	149	168	164	154	162
1922	481	208	159	131	163	162	161	162
1923	490	212	169	125	165	168	153	162
1924	493	213	171	125	172	164	153	163
1925	501	217	187	116	185	173	157	172
1926	513	222	183	121	172	167	136	158
1927	525	227	192	118	167	159	145	157
1928	537	232	202	115	163	162	146	157
1929	550	238	208	114	156	159	143	153
1930	569	246	198	125	132	144	125	134
1931	584	253	184	138	105	123	106	111
1932	614	266	175	152	79	109	94	94
1933	645	279	173	161	73	86	90	83

第三圖 華倫及披爾生之黃金物價關係圖



切關係證明其理論之真確。蓋據兩氏之意，一九三三年美國放棄金本位後物價之上漲，非由於貨幣數量之增加，非由於信用數量之增加，亦非由於流通速率之增加，實乃由於金價（以美元表示）之上漲也。

第五節 黃金物價關係論之批評

卡塞爾，吉城，華倫，披爾生之黃金物價關係論，對於近年之貨幣思潮影響極大，但加以抨擊者亦不乏人。其對卡塞爾，吉城兩氏之學說加以抨擊者，可以波蘭密利那斯干氏（Mlynarski）及法人諾格羅教授（Nogaro）為代表；其對華倫，披爾生兩氏之學說加以抨擊者，可以美國白魯金研究所哈台博士（Dr. Charles O. Hardy）為代表，請詳其說如下。

密利那斯干氏於一九三一年著有金本位之運用一書，註五以國聯金委員會備忘錄名義發表。密氏對於黃金與物價長期趨勢之關係，雖亦不加否認，但對於卡塞爾教授及吉城氏所用之方法，則深感不滿。以卡塞爾教授之研究與吉城氏之研究相較，密氏以為吉城氏之研究尚較卡塞爾教授之研究為略勝一籌。蓋一則卡塞爾教授之研究對象為世界黃金儲存量之增加率，而吉城氏之研究對象則為世界貨幣用黃金儲存量之增加率，後者對於本問題自較前者為適當；二則卡塞爾教授以間接方法估計世界經濟發展率為每年百分之三，又以直接方法估計世界經濟發展率亦為每年百分之三，兩者均嫌牽強，而吉氏則對經濟發展率並未

註五 Dr. Feliks Mlynarski, "The Functioning of the Gold Standard,"
League of Nations, 1931

妄加估計，故後者之論據亦較前者爲妥善也。惟密氏以爲吉城氏之研究亦不過較卡塞爾教授之研究略勝一籌而已，而兩者實有其共同之缺點。其一，兩氏以一八五〇年至一九一〇年之世界黃金儲存量增加率或世界貨幣用黃金儲存量增加率持與物價水準相比較，自認世界黃金儲存量或世界貨幣用黃金儲存量足以代表該時期內貨幣數量之變動。然在一八五〇年時，除英國已採用金本位外，其餘各國尚多採行複本位制；故當時之貨幣基礎，捨黃金外，白銀實亦居重要地位。即在一九一〇年時，採行金本位之國家雖已增多，但白銀之充作貨幣用途者亦所在多有，故當時之貨幣基礎，捨黃金外，白銀實亦仍居相當地位。白銀在一八五〇年至一九一〇年間，既亦可作爲貨幣基礎，而卡塞爾教授及吉城氏之統計均未加以計入，實爲不妥。如果加以計入，則據密氏之計算，世界金銀儲存量每年增加率當爲百分之〇·七八，即使將金銀消失數量加以考慮，世界金銀儲存量每年增加率當亦不能超過百分之一，無論如何決非復爲卡塞爾教授或吉城氏之百分之三或百分之三·一，而依此計算之相對金銀儲存量亦不復與物價水準之趨勢相符矣。再者密氏以爲世界黃金需要決非一成不變，有如卡塞爾教授之百分之三，或吉城氏之百分之三·一者；如果能以各種方法節約黃金之用途，則黃金之需要固不難減少。密氏以爲「金準備是否充足」此一問題之解決，不能單由金之生產着想，而忽略金之需要，亦不能單由金之需要着想，而忽略金之生產。

諾格羅教授 註六 亦以爲黃金之增加率未必可以代表全部通貨(包

註六 Bertrand Nogaro, "La Question de l'or devant la Société des Nations", *Révue d'Economie Politique*, Jan-Fev., 1931

括黃金白銀鈔票存款)之增加率,僅以黃金之增加率持與物價水準相比較,是否適宜,不無疑問。再者,即使承認黃金之增加率足以代表全部通貨之增加率,似亦不能因一八五〇年及一九一〇年之物價水準約略相同,而即稱該時期內之黃金平均增加率或全部通貨平均增加率為常態增加率,蓋一八五〇年及一九一〇年之通貨流通速率亦仍可大不相同也。

諾格羅教授亦以為卡塞爾教授及吉城氏之世界黃金儲存量常態增加率或世界貨幣用黃金儲存量常態增加率,均係根據一八五〇年至一九一〇年之統計材料推算而得,故縱認此項常態增加率係維持物價穩定所必要,亦僅能應用於一八五〇年至一九一〇年之時期。以此項常態增加率應用於一八五〇年以前,而研究當時黃金與物價之關係,已屬不宜。以此項常態增加率應用於一九一〇年以後,而估計黃金之有餘或不足,更屬不當。

至華倫及披爾生之黃金物價關係論,則以最近美國白魯金研究所哈台氏之批評最為深刻。^{註七} 哈氏以為華倫及披爾生之研究,對於戰前與戰後兩時期物價變動之分析方法與結論完全不同。關於戰前物價問題之研究,兩氏完全應用統計方法,而於黃金與物價之關係初未有理論之闡明。至戰後物價問題之研究,則兩氏改用歷史敘述方法,而於黃金與物價之關係亦有因果的解釋。兩種方法之研究結果亦並不相同,戰前之統計說明物價變動與黃金供給之關係,而戰後之分析則說明物價變

註七 Charles O. Hardy, "The Warren-Pearson Price Theory". The Brookings Intitution, 1935

動與黃金需要之關係，戰前之統計無助於戰後之分析，戰後之分析亦不能應用於戰前之統計。

哈氏以爲兩氏之研究，就大概而言，有兩大可議之處。第一即作者對於凡足以證明其結論之一部份材料常加特別重寫，而對於與其結論相衝突之一部份材料，則常略而不提；第二，即作者於其所選用之材料，其本身亦有矛盾處，如作者認爲：

(1) 戰前世界貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產數量之比例與各國物價指數有密切關係；

(2) 戰前美國貨幣流通量對生產數量之比例與美國躉售物價指數有密切關係；

(3) 戰前美國銀行信用量對生產數量之比例與美國一般物價指數有密切關係；

(4) 戰前世界黃金產量對世界貨幣用黃金儲存量之比例與十三年後各國物價指數有密切關係。

以上各種關係，無論其如何可靠，如何密切，要不無矛盾之處，例如苟非黃金與貨幣流通量或銀行信用量變動趨勢相同，物價變動何以能同時與黃金及貨幣流通量或銀行信用量發生關係？又如苟非美國黃金儲存量與世界黃金儲存量變動趨勢相同，物價變動何以能同時與美國黃金儲存量及世界黃金儲存量發生關係？

哈氏又以爲華倫及披爾生作爲計算根據之須拿特氏世界基本貨物生產指數，在一八八〇年以前，僅以極少數貨物之不完全材料爲根據，其可靠性甚爲可疑。且貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產指數之

比例與物價指數之趨勢，實際上除若干年份完全相符外，其餘各年至多亦不過大概趨勢約略相似而已。

華倫及披爾生以美國貨幣流通量對生產數量之比例持與美國躉售物價指數相比較，哈氏以為即使認其關係極為密切，亦僅足為證明舊式貨幣數量說之一助，而不足證明兩氏之黃金物價關係機械論。蓋貨幣流通量不必全恃黃金，諸如貨幣政策及金融制度亦均有關係也。

華倫及披爾生又以美國銀行信用量對生產數量之比例持與美國一般物價指數相比較，哈氏亦以為即使認其關係極為密切，亦僅足為證明新式貨幣數量說之一助，而不足證明兩氏之黃金物價關係機械論，蓋黃金與銀行信用量之關係較黃金與貨幣流通量之關係更為間接矣。

至華倫及披爾生又以世界黃金產量對世界貨幣用黃金儲存量及十三年後各國物價指數相比較，則更屬想入非非。兩氏以為世界黃金產量如增加特甚，必使貨幣用黃金儲存量加速積累，而終至影響若干年以後之物價，反之，如世界黃金產量增加過緩，則必使貨幣用黃金儲存量積累延緩，而終至影響若干年以後之物價。哈氏以為此項關係全屬偶然，殊不足道也。

哈氏以為在純粹金本位之下，如貨幣政策及金融制度均無變動，則世界黃金供給量及貨物生產量自為物價變動之主要因素。此種純粹的金本位固從未存在，但戰前之金本位與純粹金本位比較接近，戰後之金本位與純粹金本位相差更遠，故戰前經驗與華倫，披爾生之結論比較相合，而戰後之經驗則與華倫，披爾生之結論大相逕庭，以戰前之經驗應用於戰後，自屬不可行也。

然即以戰前經驗而論，若謂物價決定於世界貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產數量之比例，亦須假定在一定物價水準下調劑某一生產數量所需之黃金數量並無顯著之變動，始可謂黃金數量與生產數量為決定物價水準之唯一主要因素，但實際上上項假定並不成立，蓋一方面各國之相繼採行金本位既使黃金之需要增加，而一方面信用制度之發展又使黃金之需要減少。故華倫及披爾生之統計至多僅足證明在某時期內關於黃金需要之其他因素可以互相抵消，致黃金數量生產數量與物價水準得以維持一定之關係，而在某時期內其他關於黃金需要之因素並未互相抵消，致黃金數量生產數量與物價水準不能維持一定之關係。

關於戰後之情形，華倫，披爾生之圖顯示物價之變動與世界貨幣用黃金儲存量對世界基本貨物生產數量之比例毫無關係。此點華倫，披爾生亦承認不諱，故另從黃金之需要方面以解釋戰後之情形。華倫，披爾生以為一九一五年至一九二〇年物價之漲高，當由於戰時各國之放棄金本位致黃金之需要驟然減少之故，而一九二九年至一九三二年物價之慘跌，則由於戰後各國恢復金本位致黃金之需要驟然增加之故。哈氏以為華倫，披爾生此種解釋亦有可議者數點：其一，華倫，披爾生對於一九一五年至一九二〇年物價高漲之解釋，忽視通貨及信用之膨脹，實欠完備；其二，華倫，披爾生對於一九二〇年至一九二八年之物價變動未曾明白加以說明，亦為不解；其三，戰後各國恢復金本位，自一九二三年起即已着着進行，即最後之法國亦已於一九二八年恢復金本位，何以物價之慘跌於一九二九年至一九三二年始行實現耶？

至華倫，披爾生認一九三三年美國放棄金本位後之物價趨勢，完全受金價變動之影響，哈氏亦以為有語病，蓋華倫，披爾生所採以比較之物價指數，為紐約商報所編之三十種基本物價指數，而非普通躉售物價指數；前者與金價之關係誠屬密切，而後者與金價之關係則遠為遜色；所謂基本物價指數，實際即係輸出入物價指數，故華倫，披爾生所證明之金價與基本物價指數之關係，毋甯認為匯價與輸出入物價指數之關係，較為適當，蓋匯價變動之足以影響輸出入物價指數，固為明顯之事實也。

第六節 黃金物價關係論之真義

卡塞爾，吉城，華倫，披爾生之黃金物價關係論，雖遇密利那斯干，諾格羅，哈台諸氏之猛烈抨擊，但其原則頗為各國經濟學者所接受，英國名經濟學者如坎農教授（Edwin Cannan）註八如赫曲來（Hawtrey）註九如凱恩斯（Keynes）註一〇等對於以上理論雖未詳加推敲，但於黃金與物價長期趨勢之關係，在原則上均表承認。至法國方面，則西米盎教授（Simiand）註一一黎斯教授（Rist）註一二均曾由獨立之研究，證

註八 Cannan, E., *Modern Currency and the Regulation of It's Value*, London, 1932

註九 Hawtrey, R. G., *Gold Standard in Theory and in Practice*, London, 1933

註一〇 Keynes, J. M., "The Supply of Gold", *The Economic Journal*, September, 1936

註一一 Simiand F., *Le Salaire, l'Evolution Sociale et la Monnaie* Tome I, Paris, 1932

註一二 Rist, C., "Doctrines Relatives à l'action de l'or Sur les Prix" (1850-1936), *Révue d'economie Poltique*, Sept.-Oct., 1936

明十九世紀下半期黃金與物價長期趨勢關係之存在。阿夫達利盎教授 (Aftalion) 雖為貨幣數量說之反對者，但於黃金與物價長期趨勢之關係，則亦加以承認，並於所著之世界黃金分配論一書中，應用其特創之貨幣所得說，對於此種關係加以解釋，註一三 阿氏以為因貨物生產技術之進步，生產成本之減低，物價之長期趨勢原有逐漸下跌之趨勢，惟在金產激增之時，則物價之長期趨勢反可逐漸上漲。蓋在金產激增之時，產金國之人民所得增加，對貨物之需要亦隨之增加，故產金國物價自趨上漲；產金國物價之上漲，終至使其他國家輸自產金國之進口貨物及輸往產金國之出口貨物同趨漲價。而因物價聯帶之關係，又終至使此種漲價趨勢普及於世界一般貨物。又金產激增以後，必使紙幣及信用隨之擴張，其結果亦足使人民貨幣所得增加而誘致物價之漲高。阿氏以上論，解釋黃金與物價之機械的關係，實可為卡塞爾，吉城，華倫，披爾生諸氏學說有力之補充也。

夫以相同之理論，同時出諸名重一時之學者如卡塞爾，吉城，華倫，披爾生輩，宜其能為多數經濟學者所贊同矣；然而對之抨擊者竟亦不乏其人，且其權威要亦不能加以忽視，難矣哉吾人之結論也。

平心而論，卡塞爾，吉城，華倫，披爾生諸氏之統計方法，雖如評者所論，不無可議，但其所欲證明黃金供給與物價長期趨勢之關係則亦不能一概否認。惟須注意者，黃金供給不過為決定物價長期趨勢之一因素，而黃金需要亦為決定物價長期趨勢之一因素，此外貨物方面之因素亦不容忽視。此數因素華倫，披爾生於論列個別物價之決定時已曾指

註一三 Aftalion, A., L'or et la distribution Mondiale, Paris, 1932

出，獨怪其當論列一般物價時，在戰前僅顧及黃金之供給與貨物之供給而忽視黃金之需要，而在戰後則僅顧及黃金之需要與貨物之供給而忽視黃金之供給耳。

所謂黃金之需要，其涵義甚廣。如各國恢復金本位，則黃金之需要自增，如各國放棄金本位，則黃金之需要自減。又如黃金如實際流通，則黃金之需要自大，而各國對於黃金用途如能節約，如金準備比率之減低，金匯兌本位之採行等，則黃金之需要自小。黃金之需要亦為決定物價長期趨勢之一重要因素，此華倫，披爾生之所以以此解釋戰後物價之跌落，而卡塞爾及吉城亦不加否認，卡塞爾曾竭力鼓吹黃金用途之節約以抵補黃金之缺乏，吉城亦曾以戰後黃金之集中國庫及中央銀行，使黃金效用增大，解釋一九二九年物價水準之尚高於一九一三年。至華倫，披爾生，卡塞爾，吉城對戰前之研究所以忽略黃金之需要者，或以戰前各國之競採金本位，固足使黃金之需要增加，而戰前鈔票制度及支票制度之逐漸發達，亦足使黃金之需要減少，故以為兩者當能互相抵銷而可摒絕不計也。但在戰前此兩種對於黃金需要相反之影響是否適足互相抵銷，則華倫，披爾生，卡塞爾，吉城均無以釋吾人之疑也。

至貨物方面之因素，則即為卡塞爾所稱之經濟發展率，亦即為華倫，披爾生之基本貨物生產量，但其統計材料離真確程度尚遠，似不足以為估計之根據。又生產技術之進步亦為貨物方面之一重要因素，誠如阿夫達利蓋教授之所言，不容吾人忽視也。

根據以上所論，吾人可對黃金與物價之關係作一如下之結論：即如假定世界經濟發展率不變，而黃金之需要亦不變，則黃金之供給當能影

響於物價之長期趨勢；反之，如假定世界經濟發展率不變，而黃金之供給亦不變，則黃金之需要亦能影響於物價之長期趨勢。

但實際上黃金之供給與需要及世界經濟發展率均非一成不變而日在變動者。茲姑假定世界經濟發展率比較穩定，則物價之長期趨勢，亦當決定於黃金之供給與需要兩因素，而非任何單一因素所能左右，特在某一時期中，供給因素之影響特大，而在另一時期中需要因素之影響特大耳。

據此而觀，吾人可謂一八五〇年至一八七三年及一八九六年至一九二〇年間物價長期趨勢之所以有漲高之趨勢，其主要原因當為加利福尼亞及南非洲金礦之發現及其以後黃金供給之增加，其間黃金之需要雖亦發生變動，但比較上尚不甚重要也。反之，在一八七三年至一八九六年及一九二〇年以後物價長期趨勢所以有跌落之趨勢，其主要原因當由於黃金需要之增加，蓋一八七三年至一八九六年間為各國競採金本位之時期，而一九二〇年以後，則為各國恢復金本位之時期，其間黃金之供給，雖亦發生變動，但比較上尚不甚重要也。

第七節 今後黃金供需之展望

卡塞爾，吉城，華倫，披爾生諸氏之鼓吹黃金物價關係論，其動機似均在指出過去黃金與物價之關係，使世人注意今後黃金缺乏足以引起物價慘跌之危機，故吾人於論列諸氏學說之餘，必須再對今後黃金之供需趨勢加以推測。

關於今後黃金產量，國聯金委員會曾作有估計，此外吉城氏亦曾作

有估計，註一四 吉城氏之估計雖較國聯金委員會之估計為樂觀，但兩者均以爲一九三三年或一九三五年以後，世界金產將降至四萬萬金元之下，（此係指舊金元而言，如折合新金元，約爲七萬萬金元）而有逐漸減少之趨勢，其主要原因當由於南非洲金鑛之漸趨涸竭。

但實際上自一九三〇年以降，世界金產不惟無逐漸減少之徵象，抑且有與年俱增之趨勢。國際清算銀行之第八次年報，曾歷舉近年以來之世界金產統計，有如以下第四表。註一五

據該表以觀，世界金產在一九三〇年至一九三七年之八年中約共增加三分之二；南非洲之金產雖增加不多，但亦並未減少；蘇聯之金產增加最速，幾已及南非洲之一半，此外美國，加拿大及其他各國之金產，亦均增加一倍左右。國聯金委員會及吉城氏之估計所以陷於錯誤者，無他，蓋事過境遷，環境有所不同也。

蘇聯近年金產之激增，當歸功於彼邦計劃經濟之成功及生產效率之進步，可不多言。至南非洲及其他各地金產之所以亦有增加之趨勢，則因金產自然調節作用之故。蓋自經濟恐慌發生以後，物價跌落，工資跌落，各種貨物之生產成本均有減低趨勢，黃金之生產成本亦然；昔之鑛主覺成本過重對次等金鑛不願開採者，今則以成本減低，即次等金鑛亦願加以開採矣。

註一四 Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, p. 12, League of Nations, 1930

註一五 Annual Report of The Bank for International Settlements, 1938

第四表 近年世界金產統計

年 別	南非洲	蘇 聯	美 國	加 拿 大	其 他 各 國	世 界	金 產 總 額 單 位 百 萬 金 元 (每 盎 斯 合 三 十 五 元)
	單 位 一 千 斯 盎						
1930	10,716	1,501	2,286	2,102	4,318	20,923	732
1931	10,878	1,656	2,396	2,694	4,702	22,326	781
1932	11,559	1,938	2,449	3,044	5,264	24,254	849
1933	11,014	2,700	2,537	2,949	6,378	25,578	895
1934	10,480	3,858	2,916	2,972	7,070	27,296	955
1935	10,774	4,784	3,619	3,285	7,570	30,032	1,051
1936	11,336	5,173	4,296	3,735	8,616	33,156	1,160
1937	11,733	5,000	4,753	4,091	9,254	34,831	1,219

又此次經濟恐慌發生以後，結果各國多放棄金本位，因此以紙幣表示之金價乃形狂漲，金價狂漲使金鑛之開採愈為有利，使金產之發掘愈受刺激。且各國既已於放棄金本位之後，多將其貨幣之金成份減低，則同量之黃金即可供較多紙幣及存款之準備，故黃金之生產雖增，而其需要則反減退。卡塞爾教授以為欲維持物價水準之穩定，世界每年金產必須等於世界黃金儲存量百分之三，以與世界經濟發展率相適合；但因世界黃金儲存量逐年均在擴大，故世界每年金產亦須逐年擴大，始能維持百分之三之比率，此即卡塞爾教授所謂金本位之矛盾。然近年黃金供給之增加及黃金需要之減退，竟使世人不復感黃金之缺乏而反覺黃金之過剩，一九三七年上半期中且反因此釀成黃金風潮 (Gold Scare)，此又豈卡塞爾教授始料之所及耶？註一六

註一六 卡塞爾教授在新著金本位之崩潰 Downfall of the Gold Standard 中，亦承認黃金不足之慮，目前已不復存在，但以爲黃金過多，將使物價狂漲，而物價狂漲後，又將使黃金之供給減少，終至再度發現黃金之不足。

第二編 銀本位論

第一章 銀本位之運用及崩潰

第一節 銀價跌落時期我國之應付策

我國在清末之時，即有改革幣制之議，當時外籍顧問之應聘來華者，如赫德，精琦，衛士林等均曾以金匯兌本位制建議於我國，然終以時局多故 未能見諸實行。註一 迨國民政府建都金陵，財政部又聘美國貨幣專家甘末爾教授來華，設計幣制改革事宜，甘氏於民十八年擬就「中國逐漸採行金本位幣制法」草案，條分縷析 極為精密。註二 當甘末爾報告書發表之時，正海外銀價猛跌劇降之秋，於是學者專家紛紛撰文建議，有主速按甘末爾之計劃採行金本位或金匯兌本位者，有欲另闢蹊徑以改造幣制者。其最動人聽聞者，為劉振東氏之有限銀本位註三 及黃元彬氏之物銀矯正策。註四 劉氏之有限銀本位，主張禁止現銀之進口

註一 詳金國寶著：中國幣制問題

註二 見甘末爾著：中國逐漸採行金本位幣制法草案附理由書

註三 見劉振東著：中國幣制改造問題與有限銀本位制

註四 見黃元彬著：白銀國有論

及出口，使國內銀價脫離國外銀價之羈絆，而以現銀流通之伸縮，維持物價水準之穩定，至對外匯兌則謂可以自然決定於購買力平價，亦無劇漲劇跌之理。劉氏上項制度固頗具匠心，但其立論完全以貨幣數量說及購買力平價說為依據，事實上恐非如此簡單；蓋物價與貨幣數量實並無機械之關係，而匯價亦常可離購買力平價而變動。其理論與例證吾人將於下章詳加闡明，故劉氏有限銀本位之理論根據實殊嫌其脆弱也。至黃氏之物銀矯正策，主張以產銀用銀諸國合作之方式，據世界物價指數而定銀價。如世界物價指數升一級，則改定銀價，使銀價亦升一級，俾銀價隨世界物價為同比例之上漲，而我國之物價得依然穩定；反之，如世界物價指數降一級，則改定銀價，使銀價亦降一級，俾銀價隨世界物價為同比例之跌落，而我國之物價水準亦得依然穩定。故無論銀價漲跌，國內物價水準均可因物銀矯正之作用而趨於穩定。黃氏上項制度雖亦極為精巧，但世界銀價是否可以不顧供求狀況而按照世界物價指數之升降擅為改定，不無疑問；故黃氏之物銀矯正策陳義雖高，事實上亦屬扞格難行也。

當時政府對於劉、黃諸氏之建議，固未曾加以考慮，即對甘末爾之計劃，亦未付諸實行。此種消極態度，在當時或目為無能，但在今日思之，亦未始不為得計；蓋當時我國如果採行甘末爾之計劃，則我國物價水準必早於一九二九年隨世界物價水準而俱跌，世界經濟恐慌亦早已於一九二九年侵入我國之藩籬矣。我國當時物價之猶能上漲，經濟之猶能繁榮，實賴銀價之跌落以為緩衝耳。

當時政府對於幣制雖未有澈底之改革，但亦不無局部之改進。其

一，爲關稅之改徵海關金單位，使銀價之跌落不致對於財政發生不良影響；其二，爲廢兩改元，使幣制之統一有進一步之推動。

關稅之改徵海關金單位，始於一九三〇年二月一日。海關金單位由政府規定值六〇·一八六六公釐純金，當時等於英金一九·七二六五便士，美金〇·四〇元，日金〇·八〇二五圓。海關金單位對於銀元之兌換率，由總稅務司按照當時銀價隨時於三日前公布。商人納稅得以銀元按照上項兌換率逕向海關繳付，但亦得先以銀元向中央銀行購買海關金單位票，再以海關金單位票向海關繳付。

廢兩改元實行於一九三三年三月三日，是日國民政府公佈施行銀本位鑄造條例。該條例將銀本位幣定名曰元，總重二六·六九七一公分，成色百分之八十八，即含純銀二三·四九三四四八公分。銀本位幣之鑄造專屬於中央造幣廠，凡以可供鑄幣銀類或舊有銀幣向中央造幣廠請求代鑄銀本位幣者，須納鑄費百分之二·二五。同時並由財政部訓令上海市商會及銀錢業兩公會，規定上海市面適用銀兩與銀本位幣之換算率，以七錢一分五釐合一元爲準，自三月十日起，無論何種營業，凡關於貨物市價以及一切交易，均應一律用銀幣計算，不得再用銀兩。按上項換算率之計算法如次：

$$\text{銀本位幣 1 元} = \text{純銀 } 23.493448 \text{ 公分}$$

$$\text{上海銀兩 1 兩} = \text{純銀 } 33.599 \text{ 公分}$$

$$\text{每銀本位幣 1 元} = \text{上海銀兩(純銀)} .6992305 \left(\frac{23.493448}{33.599} \right)$$

$$\text{加鑄費 } 2 \frac{1}{4} \% = \text{上海銀兩(純銀)} .0157327$$

$$\text{每銀本位幣 1 元} = \text{上海銀兩(純銀)} .715$$

第二節 倫敦白銀協定

一九三三年七月二十二日倫敦世界經濟會議開會時，重要產銀國之美國、澳洲、加拿大、祕魯、墨西哥之出席代表，及主要藏銀國或用銀國之印度、西班牙及我國之出席代表，有八國白銀協定之簽訂。該協定之目的，在緩和銀價之變動，其內容大致如下：(1)印度政府自一九三四年一月一日起四年之中，售出純銀不得超過一萬四千萬盎斯之限額，四年中每年售出之數，平均以純銀三千五百萬盎斯為度；(2)西班牙政府自一九三四年一月一日起四年之中，售出純銀不得超過二千萬盎斯之限額，四年中每年售出之數，平均以純銀五百萬盎斯為度；(3)美國、澳洲、加拿大、祕魯、墨西哥各國政府於本協定有效期間，不得出售白銀，並自一九三四年起四年之中，每年應整批購入或次第吸收其新產礦銀三千五百萬盎斯，各該國政府應行購入或吸收之比例，由協定另訂之，又此項應行購入或吸收之白銀，應充作貨幣用途或設法收藏之，在以上所規定之四年內，不得出售；(4)中國政府自一九三四年起四年之中，不得出售由銷毀銀幣而得之白銀。就以上各項而觀，可知倫敦白銀協定之目標，即一方限制印度、西班牙及我國等藏銀國或用銀國之出售白銀數量，以減少白銀之供給，一方規定美國、澳洲、加拿大、祕魯、墨西哥等產銀國之購銀數量，以增加白銀之需要，俾銀價之變動可以緩和。倫敦白銀協定之目標雖在避免銀價之變動，但對穩定之標準及程度初未提及，不無空洞之憾。至規定我國在協定有效期間，不得出售由銷毀銀幣而得之白銀，則又有束縛我國改革幣制之嫌。該協定於一九三

四年四月一日以前須由有關各國政府批准，其時美國白銀運動正在醞釀，國人已深切感到銀價抬高對於我國之不良影響，對於以上兩點不無顧忌，故於批准該協定時，特附帶保留聲明如下：

「中國政府批准此約時聲明，因銀幣既為中國本位幣，倘遇金銀比價發生變動，至中國政府認為足以妨害中國國民經濟而與本協定穩定銀價之精神不合時，得自由採取適當之行動。」

第三節 美國白銀運動

美國之白銀運動，其歷史頗為悠久，吾人於未述近年美國白銀法案之前，不妨先將美國白銀立法之演變略一申述，以明其由來。美國在一七九二年時即已採取金銀複本位制，定金銀之比價為一與一五之比，惟因當時金銀市價約為一五·五之比，金幣實值超過法定價值，致格蘭歇姆法則發生作用，金幣多為銀幣所驅逐，故實際上所通行者乃成銀本位制。始一八三四年，始重定金銀比價為一比一六·〇〇二，一八三七年又改為一比一五·九八八，然因當時金銀市價之比不及此數，銀幣實值反超過法定價值，致格蘭歇姆法則又發生作用，銀幣又被金幣所驅逐，實際上無異為金本位制焉。至一八七三年，美國國會乃追認事實，取消銀幣之無限法償資格，而正式宣布實行金本位制。一八七四年以後，銀價猛跌，對於美國西部產銀各州頗有不利，故代表西部產銀各州之議員極力鼓吹重鑄銀幣，以資救濟銀價；於是乃有一八七八年白蘭特阿立生法案 (Bland Allison Act) 之通過，恢復銀幣之無限法償資格，但仍停止其自由鑄造，而成為跛行本位制，同時復命政府每年至少購銀二千四百

萬元以鼓鑄銀幣。白蘭特阿立生法案對於銀價並無顯著之影響，故一八九〇年乃又有休門法案 (Sherman Act) 之通過，增加政府每年購銀之數至五千四百萬元，此數幾可盡購當時美國銀礦所產之生銀，故於銀價一時不無良好影響；惟此項人為方法，終難持久，不久銀價又復趨跌，於是一八九三年卒由克利夫蘭總統 (President Cleveland) 之提議，將休門法案廢止。一九〇〇年之新法案並聲明以後不再鼓鑄銀幣。歐戰時期英國由於遠東債務之了結，需銀甚亟，銀價大漲，美國乃乘機以國庫所儲之白銀儘量售諸英國；於是又因白銀派之鼓吹，而有一九一八年畢特門法案 (Pittman Act) 之通過，命令政府須向國內銀礦以每盎斯一元之價格購入現銀，以抵補售諸英國之數額。一九二九年以來，銀價暴跌，白銀派乃又大張聲勢以謀補救，及一九三三年民主黨選舉勝利，羅斯福就任總統，白銀派之活動更為積極，倫敦白銀協定之成立，亦即該派參議員畢特門氏奔走之力也。

倫敦白銀協定既規定在協定期內美國、澳洲、加拿大、祕魯、墨西哥等五國每年應整批購入或次第吸收其新產礦銀三千五百萬盎斯，羅斯福總統即於一九三三年十二月二十一日以命令宣布，美國將於以上三千五百萬盎斯中擔任二千四百萬盎斯，以每盎斯六角四分半之價格（按此價適為美國貨幣銀法定價格一元二角九分之一半），收買國內銀礦新產之生銀。

一九三四年六月二十日羅斯福總統又正式批准參眾兩院所通過之白銀法案，該法案之要點如下：

- (1) 規定增多美國存銀，許總統接收全國貨幣銀之存底；

(2) 准財長按照其所認為最有益於公共利益之價格，時期與辦法，在國內外市場收買白銀，國內收買五月一日所有之存銀，其價格以每盎斯五角為限；

(3) 准財長於銀價超過其貨幣價值時（即為每盎斯一元二角九分）或貨幣銀多逾金三銀一之比率時，出售白銀；

(4) 准財長發行銀券，其面值不得低於所購白銀之成本。

自上項白銀法案通過以後，羅斯福總統即於同年八月接收全國貨幣銀之存底，美財部亦陸續在國內外市場收買鉅額白銀。於是倫敦及紐約銀價均逐步上漲，至一九三五年上半年而登峯造極，是年四月間倫敦銀價曾達三六·二五便士之最高記錄，紐約銀價曾達八一美分之最高記錄，卒使羅斯福總統不得不再提高其收買國內新產礦銀之價格，初經提高至每盎斯七角一分，繼又抬高至每盎斯七角七分五釐七毫。

第四節 銀價漲高時期我國之應付策

銀價之漲高雖始於一九三一年，但其對於我國國民經濟之惡劣影響，則初尚未為國人所注意。最初撰文揭發此項危機者為顧季高氏。顧氏於一九三三年中曾陸續在復興月刊，註五 銀行週報，註六 及英文金融

註五 見『該刊』第一卷第八期中國當前之金融危機，第二卷第一期中國應定貨幣政策之緒論及第二卷第二期中國安定貨幣之方策。

註六 見『該刊』第十七卷第十期中國當前之金融危機，第十七卷第十二期再論美國購銀之危險性及第十七卷第三十六期中國貨幣應如何安定。

商業報註七中，對本問題發表論文多篇，見解極為深刻，議論極為警闢。其後又於一九三四年二月與本書著者合作今日之銀價問題一文，註八發表於社會經濟月報，鼓吹放棄銀本位以爲應付之對策。但當時讀者尙多引爲驚世駭俗之論，蓋未嘗予以應得之注意也。

其後美國白銀法案正式通過議會，浸且見諸實行，緣是海外銀價有如脫羈之怒馬，益呈奔騰馳躍之象，國內存銀乃若決堤之橫流，驟竭傾注倒瀉之致，於是工商各業，於物價跌落之餘，益受通貨緊縮之痛，國人乃奔走驚告，相視失色，財政當局亦不得不注意及此，密籌應付方案矣。政府先於是年九月間，迭電美政府，請其尊重倫敦白銀協定穩定銀價之精神，緩和其購銀政策，但所得覆音，並不滿意。迫不得已，乃於十月十五日宣布徵收白銀出口稅及平衡稅，以平衡理論平價（即倫敦銀價）與實際匯價（即上海匯價）之差額，使投機性質之現銀外流可以減少，白銀出口稅及平衡稅之稅率，規定如下：

- (1) 銀本位幣徵出口稅百分之七·七五；
- (2) 大條實銀及其他銀類徵出口稅百分之十；
- (3) 如倫敦銀價折合上海匯兌之比價（即平價）與中央銀行當日照市核定之匯價（即市價）相差之數，加徵平衡稅。

註七 “Finance and Commerce”:

Koo, Y. C., “Suggested Embargo on Export of Silver from China,” March 14, 1933

“An Open letter to Senator Key Pittmen on The Silver Question,” March 29, 1933

“The Silver Problem and China's Economic Plight, May 17, 1933”

註八 見社會經濟月報第一卷第二期。

銀本位幣本有鑄造費百分之二·二五而無出口稅率，大條寶銀及其他銀類本徵出口稅率百分之二·二五以抵補鑄造費；故以上辦法對銀本位幣創徵出口稅率百分之七·七五，而對大條寶銀及其他銀類則加徵出口稅率百分之七·七五，使與原徵之百分之二·二五相加，合成百分之十。至平衡稅率則當一九三四年十月十五日創徵時，其稅率為百分之四·七五，其算法如次：

平價	$19\frac{15}{16}$ 便士
減去市價	$17\frac{12}{16}$ 便士
市價低於平價	$2\frac{3}{16}$ 便士
市價低於平價百分比	$\frac{2\frac{3}{16}}{17\frac{12}{16}} = 12.50\%$
應徵出口稅	7.75%
應加徵平衡稅	4.75%

平衡稅除平衡倫敦銀價與上海匯價之差額，使投機性質之現銀外流減少以外，是否尚有壓低匯價之作用，實為一極饒興趣之問題。但此項問題之解答，須視平衡稅之實際運用而定。如每當倫敦銀價高漲若干，中央銀行即將平衡稅提高若干，而將上海匯價穩定於一定之水準，俾倫敦銀價與上海匯價得以維持平衡，而使運銀出口無利可圖，則當倫敦銀價漲高時，國幣匯價確可藉平衡稅之運用而對其理論平價為相當之壓低。反之，如每當倫敦銀價漲高若干，中央銀行仍聽上海匯價隨而漲

高，而將平衡稅率加以穩定，俾倫敦銀價與上海匯價得以維持平衡，而使運銀出口無利可圖，則當倫敦銀價漲高時，國幣匯價即不能藉平衡稅之運用而對其理論平價為相當之壓低矣。第一方法乃匯價由平衡稅而決定，而第二方法則平衡稅由匯價而決定。平衡稅之實際運用，似非採第一方法而係採第二方法。蓋自一九三四年十月五日平衡稅開徵以後，僅於最初半月內有顯著之升降，當時最高曾達百分之十四；其後自是年十一月以至次年三月，平衡稅率即未曾逾越百分之六至百分之八。二五之範圍，極為穩定；而自次年四月以至十一月四日新貨幣政策之實行，平衡稅率即完全穩定於百分之七·七五，絕無變動。因此，當一九三五年上半年倫敦銀價逐漸漲高時，國幣匯價亦隨而漲高，但因後者之漲高率終在前者之下，而平衡稅則並未提高以彌補其差額，故運銀出口仍有高利可圖。於是當局為防止出口起見，乃又迫不得已，商請上海外商銀行合作，而有所謂紳士協定之訂立。同時財部為防止私運起見，復建議將偷運銀幣出洋或前往不行使銀本位幣地方之人犯，一律准照危害民國緊急治罪法，分別情形輕重，處以死刑，無期徒刑或五年以上有期徒刑，並得併科幣額或價額五倍以下之罰金，由國民政府通令全國軍警機關協同各關認真查緝，以示懲一儆百。

由上所言，可知平衡稅施行之結果，不惟無壓低國幣匯價之作用，即對平衡倫敦銀價與上海匯價之差額，亦未完全收效，似為不可否認之失敗。至當局對於平衡稅之實際運用何以僅求平衡倫敦銀價與上海匯價之差額，而不望壓低國幣匯價，則似由於重視白銀外流而忽視匯價高漲對於國民經濟之不良影響。當時本書著者嘗對此種錯誤見解，加以

糾正如次：註九

『國內通貨信用之緊縮，此爲今日工商金融各界公認之事實，然若探原其因而謀補救之方，則言者殊焉。或謂通貨信用之緊縮，由於客歲白銀之外流，今後如能杜其外流而再行招致，則金融之緊縮可以立解。此言得真理之半面而未得其全面，今日通貨信用之緊縮，起因於客歲白銀之外流固矣，然謂今後如能杜其外流而再行招致，即可立解金融之緊縮，則未見其然也。自銀稅開徵以後，白銀外流確已減少，然而金融之緊縮不反加甚乎？平市委員會自去冬以來，先向香港運銀，繼向倫敦購銀，然而人心之恐慌曾有稍減乎？此非由於白銀外流之猶未完全消滅也，亦非由於購銀運銀之爲數猶少也，依今日之情形，即使白銀反出超爲入超，同時平市委員會再斥鉅萬之資，收買國外之白銀，吾知其亦必無濟於事也。蓋今日金融之緊縮，雖起因於客歲白銀之外流，而根本原因則實爲工商彫敝，致金融界爲保障自身安全計，未敢下井以救人。故工商一日未能恢復繁榮，即使金融界之庫存旦夕倍蓰，通貨之不足必如故也，信用之凝結亦必如故也。今日工商衰落之根本原因在於國幣對外匯價之被動的抬高，以致物價跌落，蒙受損失，通貨信用之緊縮雖有推波助瀾之嫌，然其影響猶爲次焉者耳。使匯價未能壓低，物價未能提高，則金融界即以慈悲爲懷，對工商業廣施甘霖，亦不過勉強維持於一時，最後唯同歸於盡而已。』

第五節 我國放棄銀本位之鼓吹

當一九三五年春間 國幣匯價既隨海外銀價而奔騰狂漲，上海金融恐慌乃益爲嚴重，本書著者既認國幣匯價之漲高爲金融恐慌之根本原因，乃復重申放棄銀本位之議。會其時有英僑沙遜爵士者，主張發行鎊券以爲應付之策，本書著者認其計劃爲不可行，乃撰文以駁斥之，同時主實行鎊匯制度，將國幣匯價聯繫於英鎊，其言曰：註一〇

註九 見社會經濟月報第二卷第三期拙作今日之金融問題。

註一〇 見社會經濟月報第二卷第四期拙作沙遜爵士建議之檢討及鎊匯制度之商榷。

『純正的金匯兌本位，其目的在使國內無金幣之流通，而國幣之對外匯價仍可維持與金幣相等之價值，此制印度於一八九三年首先實行，戰後各國行之尤多，我國談幣制改革者亦不少此項建議，暹如赫德，精琦，衛斯林，近如甘末爾，蓋甘氏之建議雖名為金本位，實亦無異為金匯兌本位也。』

『此項純正的金匯兌本位現時採行望疑頗多，金集團諸國如法，如意，如荷蘭，如瑞士，其國內物價仍在繼續下跌，中國之幣制如果與金相聯，則亦必至遭遇今日金集團諸國共同之命運，當可斷言。金本位或純正的金匯兌本位非不可行，但必須待世界主要各國多已恢復金本位，而其經濟生活亦已入於繁榮之軌道耳。』

『金本位或純正的金匯兌本位雖尚未至實行之時機，但如實行英鎊匯兌制度，美元匯兌制度，或日圓匯兌制度，則又當別論。』

『中國如果實行英鎊匯兌制度，美元匯兌制度，或日圓匯兌制度，即使中國銀元及其代用紙幣對於英鎊，美元或日圓維持一定之匯率，俾中國之物價水準亦可與英，美或日本之物價水準維持相當之平衡。』

『世人或以為外幣匯兌制度無異使國幣附庸於外幣，於幣制之獨立性不無損失。依吾人之見，此種見解或為過慮。沙遜爵士主張在中國境內發行鎊券，誠屬有損幣制之獨立性，但使國幣對於某種外幣維持一定之匯率，則當無傷，瑞典，挪威亦為英鎊集團之一員，但其幣制之獨立性固未受若何之影響也。』

『採行外幣匯兌制度，吾人應考慮者有二：（1）銀元及其代用紙幣之匯價究應與何種外幣相聯，（2）其相聯之匯率又應如何？』

『對於第一問題之答案，當視各國經濟情形及金融狀況而定，在目前環境之下，如果採行外幣匯兌制度，則可資吾人考慮者當不外英，美，日三國，蓋銀元及其代用紙幣之匯價設若與法郎或其他金集團國之貨幣相聯，則即無異採取純正的金匯兌本位，而於避免銀價影響之後，又將遭遇法國及其他金集團各國所共同經驗之悲慘的命運矣。』

『在英，美，日三國之中，目前經濟情形最為穩固者，當推英國首屈一指。英國自一九三一年放棄金本位以後，物價穩定，其經濟狀況確已恢復相當之繁榮，而財政方面預

算亦確已臻於平衡之境界，一九三三年度決算盈餘三一·一四八·〇〇〇鎊，一九三四年度雖經減低所得稅率，恢復失業津貼，而決算盈餘亦有七·六五二·〇〇〇鎊。在如此良好情形之下，苟無意外變化，則因財政關係而膨脹通貨信用以致鎊值猛跌之危險，當可不至發生。故銀元及其代用紙幣之匯價如與英鎊相聯，當可分普英國目前之物價穩定及經濟繁榮而貨幣價值亦不致有劇烈跌落之危險也。』

『至於美國及日本在經濟立場言，實不能作為吾人選擇匯兌制度之良好對象，蓋美國之經濟狀況，自羅斯福總統就任以後，雖亦不無相當之好轉，但離健全之發展相距猶遠，而其貨幣政策又多受政治勢力之支配，常呈舉棋不定之狀態也。至若日本自一九三一年放棄金本位以後，經濟生活雖呈蓬勃氣象，但大致由於軍火事業之刺激，究能維持多久，不無疑問，況日本之財政狀況每况愈下，赤字數額愈見擴大，是否將因財政關係而膨脹通貨信用以致日圓價值劇烈下跌，亦難臆測。』

『由上而言，可知在目前局面之下，如欲銀元及其代用紙幣之匯價，與某種外幣相聯，則英鎊實最為適宜。事實上現今各國之加入英鎊集團者確亦不少，瑞典、挪威皆為英鎊集團之一員，其國內經濟狀況現均已恢復相當之繁榮矣。』

『如果吾人以為國幣匯價與英鎊相聯，乃為妥善之辦法，則此種聯繫當建築在若何基礎之上，實為值得縝密考慮之問題。目前中，英匯價約在一先令七便士，如果就此項匯率而加以穩定，則以後銀價漲高對於中國物價之影響當可避免。但目前英國物價已由上漲而趨於穩定之境界，則中，英匯價如果穩定在一先令七便士之上，中國物價亦僅能望其穩定而不能望其抬高。但近兩年來中國物價水準約跌落百分之二十四。故農工商各業均感空前之困難，現在如仍維持低落的物價水準，農工商各業亦仍難望恢復相當之繁榮。平時之貨幣制度，固以物價穩定為鵠的，然在目前危急狀況之下，吾人之目標則為物價之回漲(Reflation)。故依吾人之私見，國幣匯價如果與英鎊相聯，則在目前匯率上謀穩定，似非得計。一九三一年時(是年九月以前英國尚未放棄金本位而中國物價亦未大跌)中，英匯價平均約為一先令，吾人如將目前匯價抑低三分之一而穩定於一先令，或為適當之度。誠能如此，物價當可回漲至衰落以前之水準，而農工商各業亦不難恢復相

當之繁榮矣。』

『金集團各國現亦不能忍受幣值過高之痛苦，故比利時最近亦已將比幣貶值百分之二十八，法，意，荷蘭，及瑞士諸國現在雖尚竭力掙扎，以圖保持原有之幣值，但此種掙扎究能維持多久，亦難臆料。總之，在幣值過高之國家，抑低幣值似為唯一之出路也。』

『犧牲匯價以維持物價，此為英國名經濟學者凱恩斯(Keynes)所早已提出之主張，惜乎英國不能早用其言，否則一九二五年以後所受幣值過高之痛苦當可避免於未形。但英國政府最後終以環境之脅迫，而不能不出於放棄金本位之一途，雖云亡羊補牢，然猶未為晚也。』

『使國幣與英鎊維持固定之匯率於一先令之數，俾中國物價水準可以回漲至一九三一年之高度，中國之經濟生活得以恢復相當之繁榮，細節自可商榷，原則當無大誤。吾人今請進一步對於實施問題加以申述。』

『在國幣貶值以後，欲使國幣與英鎊維持一定之匯率，匯兌平準基金當不可少。倘使英鎊借款可以成功，則即以此項借款撥充平準基金，自為妥善之辦法；此外，如能集中全國銀行之存銀，則平準基金當亦可加厚也。』

『論者或謂貶值以後，恐將發生資本逃避之現象，是實過於悲觀之論調。須知資本逃避之現象，僅在貨幣政策動搖不定之時，始有發生之可能。例如客歲財部實行平衡稅以後，一般人士懷疑政府或將採取更為決斷之措施，故於國幣之信任發生動搖，而紛紛匯款國外，以避或有之風險。但如果實行貶值之後，政府表示有維持匯價之決心與辦法，則人心大定，資本逃避即或有之，要亦必為暫時之現象。試觀最近報載比利時自實行貶值以後，反有大量資本之輸入，足證吾言之不謬也。總之，政府政策愈為舉棋不定，資本逃避之風必愈甚，此則當局所應加以注意者也。』

『國幣貶值，禁銀出口自為必要之措施，蓋銀元之國內貨幣價值與其國外貨物價值，既生顯著之差異，若不禁止出口，則存銀旦夕可罄也。禁銀出口以後，偷運誠所難免，惟若紙幣停兌，現銀集中，則銀行之庫存當可保持無虞也。』

『論者又謂紙幣停兌恐將不能避免財政膨脹之危險。答曰，不然，蓋若實行英鎊匯

兌制度，則持有紙幣者均可按照一定之匯率向銀行購買英鎊匯票，是則銀行如欲維持匯價，固不能以財政關係而濫發紙幣也。』

著者上文之發表，幸能引起國人深切之注意及熱烈之討論，馬寅初氏首先在各報上發表我國銀本位應放棄乎抑應維持一文，對於不佞建議詳加批評，註一一當即撰文答復，釋其疑慮。註一二 是時國人對於銀本位之即應放棄 輿論漸趨一致，學者中如趙蘭坪 註一三 張素民 註一四 諸氏亦均撰文鼓吹，雖其詳細辦法與著者稍有不同，但其對於銀本位即應放棄之意見，則固與著者完全一致也。

第六節 放棄銀本位之實現

是年秋，英政府遣其首席顧問李滋羅斯（Sir Frederick Leith-Ross）來華，顧季高氏亦由海外考察歸來 均曾向當局為改革幣制之建議，其性質當與著者向所鼓吹之鎊匯制度大致相似。於是當局以詢謀僉同，乃下放棄銀本位之決心。會十月間上海金融恐慌極為嚴重，市場對於國幣信任極為薄弱，故不但標金市價因投機猛烈而激漲，國幣對外匯價隨而跌落，即基本貨物，如麥粉花紗等亦因多方操縱而猛騰，致國幣對內購買力亦因而下降。及十一月一日 行政院長汪精衛氏被刺之消息傳至上海，上海金融市場之空氣更為緊張，銀行擠提一日數見，即主要

註一一 見銀行週報第十九卷第二十二期。

註一二 見該報同期拙作為鎊匯制度答馬寅初先生。

註一三 見趙蘭坪著中國經濟金融財政之根本自救方案及我國銀本位不應放棄乎均載中央時事週報。

註一四 見張素民著中國金融問題之癥結及其對策及中國金融問題解決方案之商榷均載文化建設月刊。

銀行亦所不免，於是時勢所趨，銀本位之放棄不能再為遷延矣。

十一月四日，財部布告實施新貨幣政策，規定辦法六項：

(一)自本年十一月四日起，以中央、中國、交通三銀行所發行之鈔票定為法幣，所有完糧納稅及一切公私款項之收付，概以法幣為限，不得行使現金，違者全數沒收，以防白銀之偷漏，如有故存隱匿，意圖偷漏者，應准照危害民國緊急治罪法處治；

(二)中央、中國、交通三銀行以外，曾經財政部核准發行銀行鈔票現在流通者，准其照常行使，其發行數額即以截至十一月三日止流通之總額為限，不得增發，由財政部酌定限期，逐漸以中央鈔票收回，並將流通總額之法定準備金，連同已印未發之新鈔及已發收回之舊鈔，悉數交由發行準備管理委員會保管，其核准印製中之新鈔，並俟印就時一併照交保管；

(三)法幣準備金之保管及其發行收換事宜，設發行準備管理委員會辦理之，以昭確實而固信用，其委員會章程另案公布；

(四)凡銀錢行號商店及其他公私機關或個人，持有銀本位幣或其他銀幣生銀等類者，應自十一月四日起交由發行準備管理委員會或其指定銀行，兌換法幣，除銀本位幣按照面額兌換法幣外，其餘銀類各依其實含純銀數目兌換；

(五)舊有以銀幣為單位訂立之契約，應各照原定數額，於到期日概以法幣結算收付之；

(六)為使法幣對外匯價按照目前價格穩定起見，應由中央、中國、交通三銀行無限制買賣外匯。

上項辦法與吾人夙昔所鼓吹者正相符合。依其第一條之規定，既以中，中，交三行所發行之鈔票爲法幣，而不得行使現金，即無異停止銀本位；依其第二條之規定，中，中，交三行以後得享有鈔票發行之特權，其他銀行之鈔票准其暫時行使，但其發行數額則以截至十一月三日止流通之總額爲限，不得增發，並由財部酌定期限逐漸以中央鈔票換回，此其辦法蓋與英國一八四四年之披爾條例相似，均爲吾人所曾鼓吹者也；依其第三項之規定，法幣準備金之保管及其發行收換事宜，設發行準備管理委員會辦理之，以昭確實而固信用，其用意亦良是；至其第四條之用意在集中現銀，第五條之用意在廢止銀條文，則又停止銀本位必然之道也。

但以上辦法中，最可注意者猶爲其第六條。依該條之規定，中，中，交三銀行應無限制買賣外匯，使法幣對外匯價臻於穩定，此項辦法實卽爲著者所建議之外匯本位制也。

新貨幣政策實行後，中，中，交三行所定之法幣匯率，宋子文氏謂以最近五年之平均匯率爲標準。按新貨幣政策初行時，中，中，交三行所決定之法幣匯率，對英爲一先令二便士半，對美爲二十九元七角半，對日爲一〇三圓，其中唯對英匯率係由近五年來平均匯率直接推算而得，至美匯，日匯則均係按英、美、英、日套匯匯價間接計算而得，由此可知新貨幣政策所行之外匯本位制又卽爲著者所建議之鎊匯制度也。惟著者建議將中，英匯率定於一先令，而新貨幣政策則定於一先令二便士半耳。註一五

註一五 見社會經濟月報第二卷第十一期及第十二期合刊附件新貨幣政策之前因後果及今後之金融問題。

國人心理，對於放棄銀本位，恐將流於無限制之通貨膨脹，對於實行外匯本位制，則恐以法幣附庸於外幣而損失幣制之獨立性，故財部於實行新貨幣政策之後，仍一再聲明並未放棄銀本位，而多數經濟學者對於新貨幣政策雖表示擁護，而對其性質則亦強辯為非放棄銀本位。殊不知新貨幣政策實即為外匯本位制，絕不能謂非放棄銀本位。即參與新貨幣政策計劃之宋子文氏於其一九三六年四月六日所發表之談話中，亦謂「吾國之銀本位制，因實行法幣後，現已放棄，現在所實行者則為外匯本位制」，可為明證。蓋果為銀元本位也，則必紙幣可以兌換銀元，果為銀塊本位也，則必紙幣可以兌換銀塊，無一於此，徒以準備中尚有若干現銀之存在，而遂謂中國猶未放棄銀本位也，其烏乎可？在新貨幣制度下，法幣準備之為金為銀或為外匯，在技術上容有斟酌之必要，在原則上初無可否之分別也。

第七節 新貨幣政策施行後之匯價

新貨幣政策初行時，倫敦銀價高達二九·五〇便士，而至同年年底則倫敦銀價跌至一九·〇〇便士，於是法幣白銀準備之實值乃驟形減少，呱呱墮地之新貨幣政策不幸又遇嚴重之試驗矣！

新貨幣政策釘住法幣對外匯價於一先令二便士半之數，今試計算倫敦銀價為若干便士，則作為法幣準備之銀元其面值乃與實值相等。

若干便士	=	1 標準盎斯現銀
1 標準盎斯現銀	=	28.77 公分純銀
23.49348公分純銀	=	1 銀元

$$1 \text{ 銀元} = 14.5 \text{ 便士}$$

$$x = \frac{1 \times 28.77 \times 1 \times 14.5}{1 \times 23.49348 \times 1} = 17.75 \text{ 便士}$$

依上項連鎖法計算，作為法幣準備之銀元，如其面值與實值相等，則倫敦銀價應為一七·七五便士。

如倫敦銀價適為一七·七五便士，則中，中，交三行集中銀元，無益亦無損；而每一銀元之準備價值亦與往昔無異。如倫敦銀價在一七·七五便士之上，則中，中，交三行集中銀元，有利可圖，而每一銀元之準備價值勝於往昔。反之，如倫敦銀價在一七·七五便士之下，則中，中，交三行集中銀元，將反受損，而每一銀元之準備價值遜於往昔。

當一九三五年十一月四日新貨幣政策頒布之時，倫敦銀價達二九五〇便士，超過一七·七五便士計一一·七五便士，故其時政府預計可獲利極鉅，而法幣準備亦倍形充實，其後銀價劇跌猛降，以至同年年底之一九·〇〇便士，雖猶較一七·七五便士高出一·二五便士，但政府前此預計之鉅利已成泡影，而法幣準備之價值亦於無形之中減低不少矣。

當時論者多謂新貨幣政策之成敗，將決於今後倫敦銀價之趨勢。苟倫敦銀價繼續跌至一七·七五便士之下，則一先令二便士半之法幣匯價殆不易維持，而新貨幣政策即無異宣告死刑矣。本書著者認此種論調過甚其辭，乃特撰文以闢之，其言曰：註一六

『近年銀價之最低記錄，發現於一九三一年，是年銀價平均為一四·六〇二便士，而

註一六 見社會經濟月報第三卷第二期拙作銀價跌落聲中新貨幣政策之前途及復準備制度之建議。

金銀之比價爲一與七〇·三之比。同年英國放棄金本位，英鎊跌落而倫敦之金價與銀價俱漲。放棄金本位之前，金價每盎司約值一，〇—九便士，一九三二年平均漲爲一，四一六·八二便士，一九三三年平均漲爲一，四九八·四〇便士；同時銀價則由一九三一年之一四·六〇二便士，一九三二年漲爲一七·八四〇便士，一九三三年漲爲一八·二一五便士。但因銀價之漲較緩於金價，故金銀比價反形放長，計一九三二年爲一比七三·五，一九三三年爲一比七五·七。及一九三四年英鎊跌落更烈，倫敦金價漲爲一，六五一·八五便士，而銀價則因美國方面實施購銀政策，亦漲爲二一·二二五便士，銀價之漲逾於金價，金銀比價乃同降至一比七二·〇。至一九三五年倫敦金價少所變動，而銀價則初因美國方面購銀政策之再接再厲，五月間曾達三三·八六五便士之最高紀錄，金銀比價縮爲一比四六·七；其後始因美國購銀政策之漸趨緩和，銀價逐步回降，下半年間盤旋於廿九便士之數，金銀比價徘徊於一比五〇之數；及至臘月中旬，美國在倫敦市場購銀數額忽然大減，於是倫敦銀市頓呈混亂，銀價猛跌劇降，由廿九便士之市價，一瀉至十九便士之最低紀錄。』

『今後倫敦銀價之趨勢，表面觀之，美國政府購銀政策自有決定之力量。蓋美國如果繼續向倫敦市場大量購銀也，則銀價自有回漲之一日；美國如果反將存銀向倫敦市場大量拋售也，則銀價不知將伊於胡底矣。由余觀之，此兩項極端之趨勢，似均少可能，不聞美財長摩根已聲明，今後美國購銀將舍倫敦而往他處乎？若就購銀技術而言，此種轉變確有至理。蓋同一購銀也，直接向售銀國購買，條件自較有利，美國又何必再向倫敦購買，以助長投機者之氣焰耶？反之，若謂美國或將一反購銀政策而將存銀向倫敦市場大量拋售，則揆之現時美國政治上白銀派之勢力，又爲必無之事也。』

『綜上而論，可知表面上美國政府之購銀政策雖爲今後倫敦銀價之決定勢力，但就實際而言，至少在短時期內，今後倫敦銀市或將脫離美國白銀政策之羈絆，而復回於數年前自然演進之途歟？』

『果吾人之所料爲非謬也，則今後倫敦銀市之自然演進又將如何耶？其將復跌至一九三一年十二便士之最低價乎？抑將如一九三二及一九三三兩年之盤旋於十七便士十

八便士左右乎？若暫置供求之變化於不顧，則以英鎊價值加以反證，後者之可能當較前者爲大。蓋十二便士之銀價乃發現於英國放棄金本位之前，自英國放棄金本位之後，各種物價均趨上漲，故一九三二及一九三三兩年銀價亦隨而上漲至十七便士十八便士；今者英國仍未恢復金本位，各種物價亦多仍漲而未跌，銀價倘無供求兩方之特殊變化，又何至再跌再降以至十二便士之最低價耶？』

『若就供求情形而觀，近年以來白銀生產雖有增加，但爲數則並不顯著。中國雖已放棄銀本位，但存銀既由美國政府出而購買，亦無向倫敦市場拋售之必要，故供方之勢力與一九三二及一九三三兩年相較，當非懸殊。至需要方面，則因中國放棄銀本位之故，雖有減少，但倫敦白銀協定在二年內尚有效力，美國等產銀國固有每年收買國內白銀三千五百萬盎司之義務也。綜上以觀，可知供求情形數年以來並無顯著之變遷，而吾人預測今後倫敦銀價將盤旋於十七，八便士左右者，蓋非向壁所虛構也。』

著者上項預測，以後事實證明並無絲毫錯誤，倫敦銀價果未繼續跌至一七·七五便士以下。

當時著者並爲避免銀價漲落之危險起見，並有複準備制之建議，其言曰：註一七

『新貨幣政策下法幣準備之爲金爲銀，抑爲外匯，在原則上初無可否之分別，但就技術上而論，則固有斟酌之必要也。新貨幣政策之目標在維持法幣匯價於相當穩定，故準備中一部份之存放國外，當不可少，但若舉大部份之準備存放國外，則又未見其可。即置政治變化於不顧，若他國違將幣值抑低，我將受累不少矣。今日之可存放準備金者，爲紐約，爲倫敦，但美總統尚有將美金再行貶值百分之十之可能權力，故我準備之存放於紐約者，臨時有損失價值百分之十之危險；如美金再行貶值百分之十，則英鎊亦必將隨而抑低，則我準備之存放於倫敦者亦隨時有損失之危險也。』

『法幣準備之以外匯方式存放於國外者，既應僅佔小部份，則其餘大部份將爲金耶？』

抑爲銀耶？我國民間存銀極富，自無完全拋棄白銀之可能，但法幣準備如大部份爲價格漲落靡定之白銀，幣制前途亦多糾紛。故最爲有利之解決辦法，當使金銀比價穩定，而以一部份之白銀易黃金。爲達此目的，余乃有複準備制之建築，茲請申其說如下：』

『美國白銀政策之終極目的，在乎奠定複本位制之基礎，彼邦參議院領袖畢德門言之屢矣。就原則言，複本位制確較金本位或銀本位爲優，以其有二種金屬作爲通貨之基礎，自然較易適應社會之需要也。此次經濟恐慌之原因，經濟學者有歸咎於黃金之缺乏者，此說固未免過偏，苟各國中央銀行能充分合作以利用現有之黃金，則現有之黃金或可足敷應用；但無論如何，倘於黃金之外，白銀亦得作爲通貨之準備，則其裨於世界幣制之維持，必非尠也。』

『就原則而言，複本位制固無可非議，但就實際而論，複本位制則實窒礙難行。蓋在純粹之複本位制下，金銀二幣實際流通，而二者之間定有法定之比價，故必須世界各國同採複本位制而所定金銀比價又均劃一無二，始可避免法定比價與市場比價之差異，而防止格蘭歇姆法則之流弊，此徵之十九世紀美國及拉丁同盟諸國之歷史而莫有或爽者也。』

『國際複本位制在各國爭霸金融之今日，蔽於私利，昧於公益，恐少成功之望，但果將複本位制加以變通，則即由少數國家相約實行，亦非不可能之事也。純正之複本位制必使金銀二幣實際流通或使紙幣可以換金及銀，變通之複本位制則可不必如此。實言之，吾之所謂變通之複本位制者，即一國之內通行紙幣，各國之間則維持彼此紙幣之匯價於某一水準，其辦法與我國最近施行之新貨幣政策初無二致，金銀二者均足爲紙幣之準備，專作國際間債債務了結之用，絕無兌現之必要也。此種變通之複本位制，稱爲複準備制較爲適當，其利益即在無金銀二幣之實際流通，故可避免純正複本位制下格蘭歇姆法則之流弊，又可擴大世界通貨之準備基礎，俾各國對於黃金缺乏所感之恐慌可以減輕，而於世界經濟之復興亦可裨益非淺也。』

『此種複準備制在今日行之，特爲相宜，蓋今日世界各國，昔之行金本位者今已放棄金本位，昔之行銀本位者今已放棄銀本位，此等國家之紙幣對內均不兌現，以金爲準備

或以銀爲準備，初無異也。』

『雖然，複準備制之行也，亦必有先決條件焉。先決條件維何？卽採行複準備制之各國必須訂立協定，對金銀二者之價值定一共同之比價，各協定國之中央銀行均有按照此項比價接受金銀了結債權債務之義務，有此規定，金銀兩者相互間有固定之價值，始具紙幣準備之資格矣。』

『金銀法定比價自僅通行於複準備制同盟國之間，世界市場之金銀比價當仍以倫敦金銀市價爲標準。但加入同盟之國數如能包括多數產銀國及用銀國，則倫敦金銀市價當不能與法定比價相差過遠。蓋倫敦銀價如高於法定比價，則各複準備制國利之所在，自將羣起向倫敦拋售白銀，則倫敦銀價自復與法定比價相接近；反之，苟倫敦銀價在法定比價之下，則各複準備制國利之所在，自將羣起向倫敦市場購買白銀，則倫敦銀價自復與法定比價相接近。故複準備制採行之結果，不但可使複準備制同盟國之間維持固定之金銀比價，卽倫敦之金銀比價亦可因此而臻穩定，倫敦之金銀比價能臻於穩定，則白銀爲紙幣準備之資格愈形具備，行見世界各國均採行複準備制矣。』

「複準備制初行之時，可卽以倫敦白銀協定簽字國爲基礎。倫敦白銀協定簽字國包括主要產銀國及用銀國，對於此制必均表歡迎。就中國言，此制如果成功，可使存銀價值穩定，而以一部之白銀易黃金，則新貨幣政策之前途當益爲光明。就印度及西班牙言，其利亦與中國相同，蓋其尚擁有鉅額現銀，如果此制成功，可無急急拋售存銀之必要。就美國言，此制誠能見諸實行，則白銀貨幣地位恢復，固彼邦白銀派之所且夕馨香禱祝者也。就加拿大、澳洲、墨西哥、秘魯等其他產銀國而言，金銀比價之穩定，於彼極爲有利，固無不贊成之理由也」。

著者上項建議發表以後，財部果派陳光甫，顧季高等赴美，與彼邦財長龐根韜氏磋商此事，幾經折衝，乃有中 美白銀協定之成立。協定詳細內容雖未經明白宣布，但窺其大概，自不外由美國按每月平均市價向我購買白銀，而我則許彼以後在國內對於白銀仍予維持相當之用途，

故孔部長於五月十七日發表如下之宣言：

『自上年十一月三日公布法幣政策，經政府積極施行，半年以來，國外匯兌已形穩定，國家經濟及人民生活亦臻順適，茲根據過去經驗，並審討國內外金融現況，規定施行事項如次，以謀金融之安全而增法幣之保障：

(1) 政府為充分維持法幣信用起見，其現金準備部分仍以金銀及外匯充之，內白銀準備最低限度應佔發行總額百分之廿五；

(2) 政府為便利商民起見，即鑄造半圓，一圓銀幣，以完成銀幣之種類；

(3) 政府為增進法幣地位之鞏固起見，其現金準備業已籌得鉅款，將金及外匯充分增加。

依據上項規定，我國幣制自仍保持其獨立地位而不受任何國家幣制變動之牽制，法幣地位既臻鞏固，國民經濟當趨繁榮，此堪深信者也。』

據中，美貨幣協定及孔部長之宣言以觀，吾人以上建議之複準備制，實已部份的見諸實現矣。一九三四年五月美國白銀法案授權總統購買白銀，使現金準備中金佔百分之七十五，銀佔百分之二十五，成金三銀一之比例，而孔部長之宣言，一則曰白銀準備最低限度應佔發行總額百分之二十五，再則曰政府為增進法幣地位之鞏固起見，其現金準備業已籌得鉅款，將金及外匯充分增加，是中美兩國貨幣之採複準備制，已趨一致。所不同者，美國所謂白銀應佔百分之二十五，係對準備總額而言，孔部長所謂白銀應佔百分之二十五，則係對發行總額而言，就複準

備制之精神言，對準備總額定金銀比例，實較對發行總額定金銀比例爲合理也。

又吾人以上建議之複準備制，主張金銀二者僅作國際債權債務了結之用，而國內則不必有金銀之實際流通。美國對於貨幣準備雖採複準備制，似亦不至鼓鑄銀幣，而孔部長之宣言則謂政府爲便利商民起見，即鑄造半圓，一圓銀幣以完成硬幣之種類，此殆爲對美國方面不得已之讓步也。但自新貨幣政策實行以後，法幣信用極爲堅固，人民用紙幣習慣業已養成，對於銀幣流通毫無需要，將來鑄造半圓，一圓之銀幣，其成色雖必較舊銀幣減低，但我國非產銀之國，鑄造銀幣終有浪費之嫌，且如一旦世界銀價上漲，以致新銀幣平價高出法幣匯價之上，則數年以來通貨收縮之現象，又將重演於來茲矣。故如中美貨幣協定對於我國鼓鑄銀幣僅有原則之規定，而於鼓鑄時期及數量均無訂明，則我國於鼓鑄銀幣似可不必急急進行也。

又吾人以上建議之複準備制，主張採行複準備制之各國訂立協定，對金銀二者之價值定一共同之比價，各協定國之中央銀行均有按照此項比價接受金銀了結債權債務之義務，而此次中美貨幣協定則規定美國政府向中國購買白銀，以每月平均市價爲標準。就複準備制之理論言，自以確定金銀比價爲合理，但就實際着想，則中美貨幣協定所規定之辦法，自屬易於施行。惟此究爲過渡辦法，茲後中美兩國政府當仍以確定金銀比價爲鵠的。現在實行複準備制者，僅有中美兩國，確定金銀比價誠有困難，將來主要產銀國及存銀國如果能參考中國之先例，與美國成立性質相似之貨幣協定，則確定金銀比價當亦無困難也。

因白銀價格之穩定及複準備制之實行，新貨幣政策之基礎乃益為穩固。自新貨幣政策實行後，中，中，交三行之英匯掛牌向為一先令二便士半，從未變動，至美匯則曾因英，美套匯之變動而由二十九元半改訂為三十元。但英匯掛牌雖為一先令二便士半，美匯掛牌雖為三十元，而買價與賣價則仍稍有上落，有如金本位國家之現金輸出點及現金輸入點。在一九三六年九月以前，英匯買價向為一先令二便士又八分之五，賣價向為一先令二便士又八分之三，計相差八分之二或四分之一，美匯買價向為三十元又四分之一，賣價向為二十九元又四分之三，計相差為半元。至一九三六年九月，英美套匯發生變動，呈鎊堅元疲之象，依常理言，英匯掛牌如仍維持不動，即須將美匯掛牌再行改訂。但中，中，交三行則將英匯美匯之買賣限價擴大，使英匯掛牌固可維持不動，美匯掛牌亦可免去改訂。因此，英匯買價改為一先令二便士四分之三，賣價改為一先令二便士四分之一，計相差四分之二或二分之一，美匯買價改為三十元又二分之一，賣價改為二十九元又二分之一，元計相差一元。法幣對英對美買賣限價加以擴大以後，則英美套匯最高即至五·一三六八四元，最低即至四·八〇元，匯兌裁定亦無利可圖，而法幣對英對美之匯率仍可維持不變，試列算式如下，以資說明：

(A) 由中央銀行出售英鎊，購進美元，而算得之英美套匯：

$$\begin{aligned}
 x \quad \text{美元} &= 240 \quad \text{便士}(1\text{鎊}) \\
 14.25\text{便士} &= 1 \quad \text{法幣} \\
 100 \quad \text{法幣} &= 30.5 \quad \text{美元} \\
 \therefore x &= \frac{240 \times 1 \times 30.5}{14.25 \times 100} = 5.13684 \text{美元}(合 1 \text{鎊})
 \end{aligned}$$

(B)由中央銀行購進英鎊，出售美元，而算得之英美套匯：

$$\begin{aligned} x \quad \text{美元} &= 240 \quad \text{便士}(1\text{鎊}) \\ 14.75 \text{便士} &= 1 \quad \text{法幣} \\ 100 \quad \text{法幣} &= 29.5 \quad \text{美元} \\ \therefore x &= \frac{240 \times 1 \times 29.5}{14.75 \times 100} = 4.80 \text{美元(合 1 鎊)} \end{aligned}$$

自英，美，法三國貨幣協定訂立以後，英美套匯業已恢復常態，而與舊平價四·八六六五相接近。英，美兩國對於此點似已有默契，在最近之將來，英美套匯當不致有何劇烈變動，至少不致越出上述四·八〇與五·一三六八四之範圍，故我國對英對美之買賣限價，亦決無再行擴大之必要矣。

第八節 新貨幣政策施行後之物價

新貨幣政策實施後，我國物價之趨勢，應分三期加以觀察。第一期自新貨幣政策施行時起，以至一九三五年之年底，在此時期中，我國物價受新貨幣政策之刺激而漲高。第二期為一九三六年之一月至九月，在此時期中，我國物價比較穩定。第三期為一九三六年十月至一九三七年三月，在此時期中，我國物價隨世界物價之漲高而俱漲。

我國近年以來之經濟恐慌，表現於物價之跌落，而物價之跌落，則又導源於國幣對外匯價之提高，此點著者將於下章以統計方法加以證明，此間無庸贅述。故新貨幣政策之主要目標，實在壓低法幣對外匯價，藉使物價回漲。當新貨幣政策初行時，著者曾撰文預測此後之物價趨勢如下：註一八

『新貨幣政策所定之匯率，與一九三三年之平均匯率最相接近，其時鎊匯為一四·八二八便士，美匯為二六·〇五五元，日匯為一〇〇·七五圓。苟物價完全受支配於匯價者，則此後物價當可恢復一九三三年之水準。按一九三三各月之上海躉售物價指數；平均為一〇三·八，而目前之上海躉售物價指數為九一·一，故可漲高百分之一三·九五。但物價並非完全受支配於匯價，除匯價以外，國際物價之變動及國內通貨之增減等亦均有關係，故今後物價將抬高至如何程度，殆未能為機械式之推斷也。惟無論如何，物價之必趨上漲，則可斷言，蓋自近月以來，匯價轉跌，輸出入物價本已有上漲之勢，今更抑低匯價，此種漲勢自將繼續也。且就現時情勢觀之，國際物價既有漸趨上漲之勢，國內通貨因新貨幣政策之施行亦有擴張之勢，則物價又何得而不漲哉？』

著者上項預測，與以後物價之變動若合符節，不爽毫釐。蓋自新貨幣政策實行後，上海躉售物價指數在十一，十二兩月中即回漲至一〇三·三，而恢復一九三三年之水準矣。此一時期中，世界物價堪稱穩定，我國物價之漲高可謂完全係受匯價壓低之刺激所致。自一九三六年之一月至九月，世界物價亦尚稱穩定，英國商務部物價指數 註一九 最低未過二月及三月之八〇·三，最高未逾九月之八四·二，美國勞工統計局物價指數 註二〇 最低未過五月之八二·五，最高未逾九月之八五·六。此時期中我國法幣對英對美之匯價均稱穩定，故我國物價水準亦隨英、美物價水準而同趨穩定，計上海躉售物價指數，最低未過一月之一〇四·三，最高未逾八月之一〇七·四。自一九三六年十月以至一九三七年

註一八 見社會經濟月報第二卷第十一期及第十二期合刊冊作新貨幣政策之前因後果及今後之金融問題。

註一九 見國聯統計月報 League of Nations, "Monthly Bulletin of Statistics," Vol. XVIII, No. 1, January, 1937, P. 27

註二〇 同上 P. 26

三月，世界物價劇漲狂騰，英國商務部物價指數 註二一 自八五·五漲至九四·〇，美國勞工統計局物價指數 註二二 自八五·五漲至九二·一。此時期中我國法幣對英對美之匯價亦均稱穩定，故我國物價水準亦隨英，美物價水準而同趨高漲。惟我國物價之漲高率猶不及英，美，蓋此時期中英國物價之漲高率為百分之九·九，美國物價之漲高率為百分之七·七，而我國物價之漲高率則僅百分之二·九也。

論者每不將新貨幣政策實施後之物價趨勢分段觀察，而逕將今日之物價持與新貨幣政策實行前之物價相比較，遂謂我國物價漲高之速率甚於他國，而斷為通貨膨脹之結果，實屬一無是處也。

新貨幣政策實行後，全國法幣數額誠有逐漸增加之趨勢，但其原因，一部份實由於銀元及私立銀行鈔票之換回 對於整個通貨流通初無影響，一部份則由於經濟復興致社會對於通貨之需要增加，要亦不能謂為通貨膨脹也。

註二一 見 國聯統計月報 League of Nations, "Monthly Bulletin of Statistics," Vol. XVIII. No. 12, December, 1937, P. 555

註二二 同上 P. 554

第二章 銀本位下若干正統貨幣

理論之重新的估價

在一九二六至一九三五之十年間，銀賤銀貴之風潮，更迭影響於我國國民經濟。當一九二六至一九三一數年間銀價之猛騰劇漲也，時議騷擾，若岌岌不可終日；及一九三二至一九三五數年間銀價之狂瀉急跌也，亦輿論鼎沸，惶惶莫知措手。此在秉國鈞者，固深感應付之非易，而在吾儕任研究工作者，則恍如置身實驗室中，對於向日所得自西籍之理論，今日皆可以本國之事實一一加以印證矣。本章以下各節之所論，即為著者數年來實驗之結果也。

第一節 銀本位下匯價與物價之關係及購買力平價說之修正

近年以來 國內外經濟學者之研究我國物價水準之變遷者，得二大派別焉；其一，以世界銀購買力之變遷解釋我國物價水準之漲跌，如金陵大學農業經濟系之路易士君是；其二，以我國國幣對外匯價之變遷解釋我國物價水準之漲跌，如孫恭度、劉季陶兩氏及本書作者是。

路易士君之見解初於一九三三年發表於其所著之銀價與中國物價水準之關係一文，註一繼又於一九三五年發表於實業部銀值物價研究委員會所編之中國銀價物價問題註二，最近又於金陵大學農業經濟系出版

註一 Lewis, A. B. and Chang, L. L. "Silver and the Chinese Price Level," *University of Nanking, Bulletin* No. 11, (New Series) 1933

註二 "Silver and Prices in China," Report of the Committee for the Study of Silver Values and Commodity Prices, Ministry of Industries, Commercial Press, 1935

之經濟統計雜誌中反覆申論。註三路君之方法乃以世界銀購買力指數與我國物價指數繪圖以相比較而明兩者之關係，其結果極為顯著。每當世界銀購買力跌，我國物價水準必漲，每當世界銀購買力漲，我國物價水準必跌，兩者如響斯應，無有或爽。但路君對於世界銀購買力如何支配我國物價水準，並無理論之闡發，實為遺憾。按路君出身美國康奈爾大學，故其研究方法完全師承華倫教授及披爾生教授。最近美國白魯金研究所哈台君曾撰文批評華倫教授及披爾生教授之新著金與物價註四，譏其過於機械化，吾人殆可以哈台君批評華倫教授及披爾生教授者轉以批評路君也。

抑又有進者，路易士君所計算之海外銀購買力指數，係由英、美物價指數除英、美銀價指數而得，故影響我國物價水準者，簡言之為海外銀購買力，詳言之則為海外之物價及銀價。海外之物價及銀價之能影響於我國物價水準者，乃以國際貿易及國際匯兌為中介。設我國為閉關自守之國，則海外物價之漲跌未能影響我國之物價水準也；設我國為金本位國，則海外物價之漲跌亦未能影響我國物價水準也。因我國為自由通商之國，故海外物價之漲跌自即影響我國之進出口物價，再由進出口物價而影響普及一般物價；又我國為銀本位國，故海外銀價之漲跌自即影響國幣之對外匯價，而國幣對外匯價之漲跌又必影響我國之進出口物價，再由進出口物價而影響普及一般物價。由上所論，可知支配我國物價水準者為海外物價及銀價或匯價。物價之具有國際性，為一般週知

註三 Lewis, A. B. and Wang, L. "Purchasing Power of Chinese and Hongkong Currencies and Silver," *Economic Facts*, No. 3, 1936

註四 Hardy, C. O.: "The Warren-Pearson Price Theory," The Brookings Institution, Pamphlet No. 19, 1935

之事實，故證明海外物價之足以影響我國物價水準，在理論上不能謂有新穎之貢獻。至銀價及匯價在昔本極相接近，縱有上落，亦極微細，故謂銀價影響我國物價水準，即無異謂匯價影響我國物價水準。但近年以來，銀價匯價時有鉅大差額；夫直接影響我國物價水準者，既非銀價而為匯價，則與其謂銀價影響我國物價水準，毋寧謂匯價影響我國物價水準之為愈也。且近年以來，歐，美，日本各國相繼放棄金本位，因各國幣值跌落之程度不同，各地銀價亦有顯著之差異，執一不能概其餘，故與其以某國銀價與我國物價水準相比較，又毋寧以各國對華之平均匯率與我國物價水準相比較；蓋一則各國對華匯率之變動如此均可計算在內，二則如果平均匯率之計算，以各國對華貿易之價值為權數，則各國對華匯率對於我國物價水準之影響，亦可斟酌輕重，分別衡量矣。

研究匯價與物價之關係，始於孫恭度氏之上海物價之國際考察一文，註五 其後劉季陶氏在其近八年我國物價之研究一文亦有伸引。註六 本書作者於一九三二及一九三五年亦先後以匯價與物價之統計的研究發表同樣研究結果，註七 惟所採用之統計方法則與孫，劉二氏稍有不同耳。茲再將研究時期擴充至一九二六至一九三五之十年，以與本章題材相適合；並以研究結果列舉於下，俾作下文討論之根據。

註五 載立法院統計月報第一卷第六期。

註六 載東方雜誌第三十一卷第十六期。

註七 載復旦大學商學期刊及社會經濟月報第二卷第六期。

第一表 匯價與物價

	I 上海匯價指數 (1930=100)	II 上海物價 指數 (1926=100)	III 匯價指數對 平均的差額 (I-M ₁)(1)	IV 物價指數對 平均的差額 (II-M ₂)(2)	V III+σ ₁ (3)	VI VI+σ ₂ (4)
一九二六年						
一月	52.35	97.9	-39.53	- 8.1	- 1.35	- 6.87
二月	54.02	99.0	-28.9)	- 7.0	- 1.27	- 0.75
三月	54.29	99.2	-28.63	- 6.8	- 1.26	- 0.73
四月	56.71	99.4	-26.21	- 6.6	- 1.16	- 0.71
五月	56.15	98.1	-23.76	- 7.9	- 1.18	- 0.85
六月	55.48	97.9	-27.44	- 8.1	- 1.21	- 0.87
七月	55.64	98.0	-27.58	- 8.0	- 1.20	- 0.86
八月	58.89	97.9	-24.03	- 8.1	- 1.06	- 0.87
九月	60.32	99.2	-22.69	- 6.8	- 1.00	- 0.73
十月	67.38	103.0	-15.54	- 3.0	- 0.68	- 0.32
十一月	70.50	105.3	-12.42	- 0.7	- 0.55	- 0.08
十二月	71.16	105.5	-11.76	- 0.5	- 0.52	- 0.05
一九二七年						
一月	67.66	103.2	- 5.26	- 2.8	- 0.67	- 0.30

第一表 匯價與物價 (續)

	I 上海匯價指數 (1930=100)	II 上海物價指數 (1926=100)	III 匯價指數對 平均的差額 (I-M ₁)(1)	IV 物價指數對 平均的差額 (II-M ₂)(2)	V III-σ ₁ (3)	VI IV+σ ₂ (4)
二月	65.09	103.1	-17.83	-2.9	-0.79	-0.31
三月	68.35	104.7	-14.57	-1.3	-0.64	-0.14
四月	67.25	105.2	-15.67	-0.8	-0.69	-0.09
五月	66.29	104.1	-16.63	-1.9	-0.73	-0.20
六月	65.17	103.9	-17.75	-2.1	-0.78	-0.23
七月	65.76	104.5	-17.16	-1.5	-0.76	-0.16
八月	68.05	104.8	-14.87	-1.2	-0.66	-0.13
九月	67.03	106.2	-15.89	+0.2	-0.70	+0.02
十月	66.21	104.9	-16.71	-1.1	-0.74	-0.12
十一月	64.18	103.1	-18.74	-2.9	-0.83	-0.31
十二月	63.76	101.7	-19.16	-4.3	-0.84	-0.46
一九二八年						
一月	64.05	101.0	-18.87	-5.0	-0.83	-0.54
二月	64.91	102.2	-18.01	-3.8	-0.79	-0.41
三月	64.91	102.4	-18.01	-3.6	-0.79	-0.37

四 月	65.34	102.9	-17.58	- 3.1	- 0.77	- 0.33
五 月	61.59	103.0	-21.33	- 3.0	- 0.94	- 0.32
六 月	61.59	101.7	-21.33	- 4.3	- 0.94	- 0.46
七 月	61.98	100.8	-20.94	- 5.2	- 0.92	- 0.56
八 月	61.84	99.8	-21.08	- 6.2	- 0.93	- 0.67
九 月	63.13	98.9	-19.79	- 7.1	- 0.87	- 0.76
十 月	63.35	101.2	-19.57	- 4.8	- 0.86	- 0.52
十一 月	63.35	101.4	-19.35	- 4.6	- 0.85	- 0.49
十二 月	63.74	101.6	-19.18	- 4.4	- 0.85	- 0.47
一九二九年						
一 月	63.30	101.7	-19.62	- 4.3	- 0.86	- 0.46
二 月	64.18	103.2	-18.74	- 2.8	- 0.83	- 0.30
三 月	63.89	104.1	-19.03	- 1.9	- 0.84	- 0.20
四 月	64.80	103.1	-18.12	- 2.9	- 0.80	- 0.31
五 月	63.63	102.6	-16.29	- 3.4	- 0.72	- 0.36
六 月	68.23	103.0	-14.69	- 3.0	- 0.65	- 0.32
七 月	69.46	103.4	-13.46	- 2.6	- 0.59	- 0.28
八 月	70.20	104.8	-12.72	- 1.2	- 0.56	- 0.13
九 月	72.50	106.6	-10.42	+ 0.6	- 0.46	+ 0.06

第一表 匯價與物價 (續)

	I 上海匯價指數 (1930=100)	II 上海物價指數 (1926=100)	III 匯價指數對 平均的差額 (I-M ₁)(1)	IV 物價指數對 平均的差額 (II-M ₂)(2)	V III+σ ₁ (3)	VI IV+σ ₂ (4)
十月	74.76	107.4	- 8.16	+ 1.4	- 0.36	+ 0.15
十一月	75.62	106.1	- 7.30	+ 0.1	- 0.32	+ 0.01
十二月	77.24	105.5	- 5.68	- 0.5	- 0.25	- 0.05
一九三〇年						
一月	83.88	108.3	+ 0.98	+ 2.3	+ 0.04	+ 0.25
二月	86.78	111.3	+ 3.86	+ 5.3	+ 0.17	+ 0.57
三月	83.66	111.3	+ 5.74	+ 5.3	+ 0.25	+ 0.57
四月	88.66	111.2	+ 5.74	+ 5.2	+ 0.25	+ 0.56
五月	93.48	111.0	+ 0.56	+ 5.0	+ 0.47	+ 0.54
六月	112.55	117.5	+ 29.63	+ 11.5	+ 1.31	+ 1.23
七月	113.06	120.4	+ 30.14	+ 14.4	+ 1.33	+ 1.55
八月	108.05	119.6	+ 25.13	+ 13.6	+ 1.11	+ 1.45
九月	105.25	118.4	+ 22.33	+ 12.4	+ 0.98	+ 1.33
十月	106.83	115.4	+ 23.91	+ 9.4	+ 1.05	+ 1.01
十一月	107.11	114.1	+ 24.19	+ 8.1	+ 1.07	+ 0.87

十二月	116.96	113.6	+34.04	+ 7.6	+ 1.50	+ 0.82
一九三一年						
一月	131.85	119.7	+48.93	+ 13.7	+ 2.16	+ 1.47
二月	143.36	127.4	+60.44	+ 21.4	+ 2.66	+ 2.30
三月	132.58	126.1	+49.66	+ 20.1	+ 2.19	+ 2.16
四月	134.20	126.2	+51.28	+ 20.2	+ 2.26	+ 2.17
五月	138.07	127.5	+55.15	+ 21.5	+ 2.43	+ 2.31
六月	139.83	129.2	+56.91	+ 23.2	+ 2.51	+ 2.49
七月	134.42	127.4	+51.50	+ 21.4	+ 2.27	+ 2.30
八月	139.40	130.3	+56.48	+ 24.3	+ 2.49	+ 2.61
九月	135.07	129.2	+52.15	+ 23.2	+ 2.30	+ 2.49
十月	126.15	126.9	+43.25	+ 20.9	+ 1.91	+ 2.24
十一月	118.13	124.8	+35.21	+ 18.8	+ 1.55	+ 2.02
十二月	114.26	121.8	+31.34	+ 15.8	+ 1.38	+ 1.70
一九三二年						
一月	106.12	119.3	+23.20	+ 13.3	+ 1.02	+ 1.43
二月	103.76	118.4	+10.84	+ 12.4	+ 0.92	+ 1.33
三月	102.10	117.6	+19.18	+ 11.6	+ 0.85	+ 1.24
四月	109.07	116.7	+26.15	+ 10.7	+ 1.15	+ 1.15

第一表 匯價與物價 (續)

	I 上海匯價指數 (1930=100)	II 上海物價指數 (1926=100)	III 匯價指數對 平均的差額 (I-M ₁)(1)	IV 物價指數對 平均的差額 (II-M ₂)(2)	V III+σ ₁ (3)	VI IV+σ ₂ (4)
五月	110.39	115.7	+27.47	+9.7	+1.21	+1.04
六月	109.06	113.6	+26.14	+7.6	+1.15	+0.82
七月	108.24	111.8	+25.32	+5.8	+1.12	+0.62
八月	100.37	111.3	+17.45	+5.3	+0.77	+0.57
九月	98.93	109.8	+160.1	+3.8	+0.71	+0.40
十月	99.58	108.7	+16.66	+2.7	+0.73	+0.29
十一月	98.98	106.9	+16.06	+0.9	+0.71	+0.10
十二月	103.80	107.5	+20.88	+1.5	+0.92	+0.16
一九三三年						
一月	93.68	108.6	+10.76	+2.6	+0.47	+0.28
二月	92.42	107.6	+9.50	+1.6	+0.42	+0.17
三月	89.67	106.7	+6.75	+0.7	+0.30	+0.08
四月	89.65	104.5	+6.73	-1.5	+0.30	-0.16
五月	83.71	104.2	+0.79	-1.8	+0.03	-0.19
六月	81.59	104.5	-1.33	-1.5	-0.06	-0.16

七 月	78.83	103.4	- 4.09	- 2.6	- 0.18	- 0.28
八 月	79.48	101.7	- 3.44	- 4.3	- 0.15	- 0.46
九 月	76.29	100.4	- 6.63	- 5.4	- 0.29	- 0.58
十 月	76.20	100.3	- 6.72	- 5.7	- 0.30	- 0.61
十 一 月	73.37	99.9	- 9.55	- 6.1	- 0.42	- 0.65
十 二 月	72.72	98.4	- 10.20	- 7.6	- 0.45	- 0.82
一 月	79.13	97.2	- 3.79	- 8.8	- 0.17	- 0.94
二 月	78.08	98.0	- 4.84	- 8.0	- 0.21	- 0.86
三 月	78.41	96.6	- 4.51	- 9.4	- 0.20	- 1.01
四 月	79.06	94.6	- 3.86	- 11.4	- 0.17	- 1.22
五 月	84.05	94.9	+ 1.13	- 11.1	+ 0.05	- 1.19
六 月	82.02	95.7	- 0.90	- 10.3	- 0.04	- 1.10
七 月	79.84	97.1	- 3.08	- 8.9	- 0.14	- 0.95
八 月	77.13	99.8	- 5.79	- 6.2	- 0.26	- 0.67
九 月	75.30	97.3	- 7.62	- 8.7	- 0.34	- 0.93
十 月	76.04	96.1	- 6.88	- 9.9	- 0.30	- 1.06
十 一 月	79.41	98.3	- 3.51	- 7.7	- 0.15	- 0.83
十 二 月	77.44	99.0	- 5.48	- 7.0	- 0.24	- 0.75

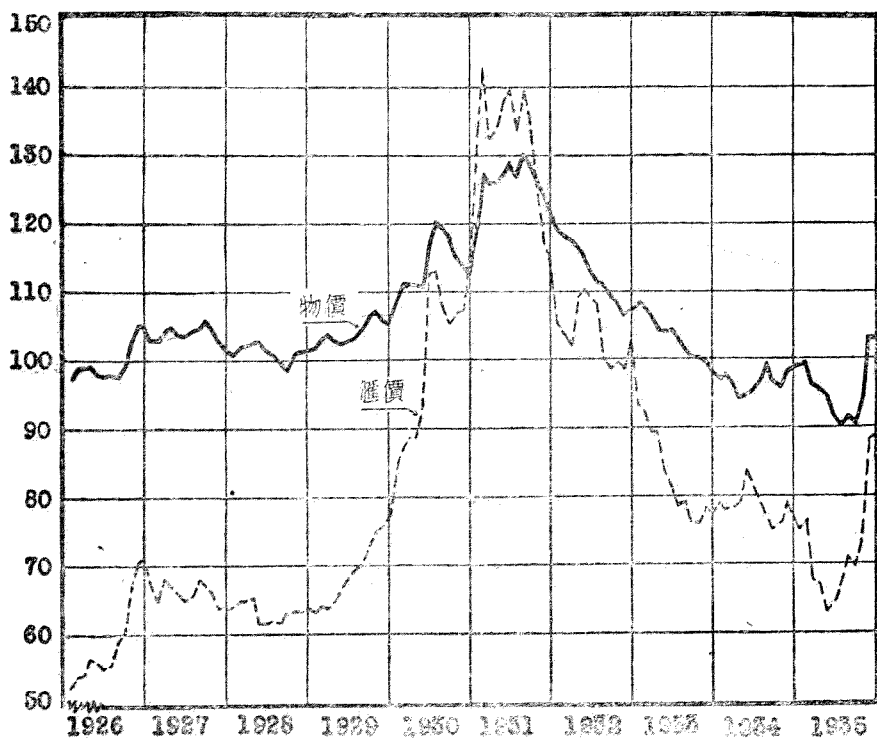
一九三四年

第一表 匯價與物價 (續)

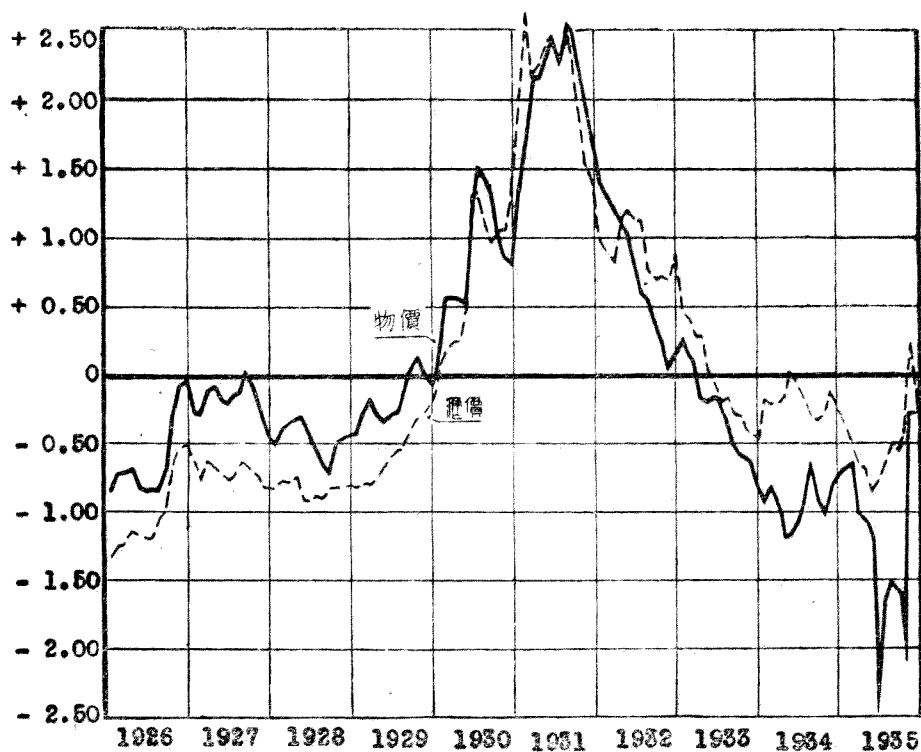
	I 上海匯價指數 (1936=100)	II 上海物價指數 (1926=100)	III 匯價指數對 平均的差額 (I-M ₁)(1)	IV 物價指數對 平均的差額 (II-M ₂)(2)	V III+σ ₁ (3)	VI IV+σ ₂ (4)
一九三五年						
一月	75.20	99.4	- 7.72	- 6.6	- 0.34	- 0.71
二月	71.69	99.9	- 11.23	- 6.1	- 0.49	- 0.66
三月	67.84	96.4	- 15.08	- 9.6	- 0.66	- 1.03
四月	67.32	95.9	- 15.60	- 10.1	- 0.69	- 1.08
五月	63.34	95.0	- 19.58	- 11.0	- 0.86	- 1.18
六月	64.07	92.1	- 18.25	- 13.9	- 0.89	- 2.49
七月	67.70	90.5	- 15.22	- 15.5	- 0.67	- 1.66
八月	71.43	91.9	- 11.44	- 14.1	- 0.59	- 1.51
九月	70.10	91.1	- 12.28	- 14.9	- 0.57	- 1.60
十月	73.33	94.1	- 9.59	- 11.9	- 0.42	- 1.28
十一月	88.28	103.3	+ 5.36	- 2.7	+ 0.24	- 0.29
十二月	88.90	103.3	+ 5.98	- 2.7	+ 0.26	- 0.29

(1) M₁=82.92(1) M₂=106.00(3) σ₁=22.69(4) σ₂=9.32

第一圖 上海匯價物價比較圖
(單位—原指數)



第二圖 上海匯價物價比較圖
(單位—標準差)



以上第一表之匯價指數係引用南開大學經濟研究所所編之上海外匯指數，物價指數係引用國定稅則委員會所編之上海躉售物價指數，第一圖即係根據第一表之 I, II 兩項數字而繪成。觀此，匯價物價之關係已極明顯，特因兩者波動之程度頗有分別，故觀察者每生錯覺。吾人爲消除兩者波動之程度，使其升降之趨勢更臻明顯起見，特將第一表之各月匯價指數及物價指數，先各求其對於平均數之差額，其結果如第一表之 III, IV 兩項，再各以其標準差除上項差額，其結果如第一表之 V, VI 兩項，第二圖即係根據上項數字而繪成。觀此，即可明瞭物價與匯價之趨勢，如影隨形，極爲一致，即變動亦每多發生於同時。

此種關係亦可以普通聯繫係數求得之，依吾人之計算，物價與匯價之聯繫係數爲·九〇，可謂極高。

支配我國物價之因素，除匯價外，尚有海外物價，前已言之。以上計算未將海外物價加以考慮者，以物價之具有國際性，原爲一般週知之事實，初無待於證明也。谷春帆君亦曾以統計方法研究匯價，海外物價及我國進出口物價之關係，註八 其所得結果可爲吾人以上計算之佐證。依谷君之計算，如果假定海外物價不變，則匯價與我國進口物價之偏聯繫係數爲·八九六，匯價與我國出口物價之偏聯繫係數爲·九六二。又匯價，海外物價與我國進口物價之複聯繫係數爲·九七三，而匯價，海外物價與我國出口物價之複聯繫係數爲·八九三。惟谷君之計算乃以一九二六至一九三三年之按年數字爲根據，而非以按月數字爲根據耳。

註八 Koh Tsung Fei, 'Silver at Work', *Finance and Commerce*, Nos. 9 and 13, 1935

匯價與物價之關係既已由統計方法加以闡明，但此種關係究係偶然的關係或因果的關係，則尚有待於理論之探討，蓋統計方法雖為研究經濟問題之重要方法，而其結果之解釋固仍有待於理論；此點為吾人之研究立場所以異於康奈爾學派者。

如匯價與物價誠有因果之關係，則何者為因？何者為果？因果之關係又將如何加以解釋？

據卡塞爾教授之購買力平價說，某兩國貨幣之匯價當決定於該兩國貨幣之購買力平價。按貨幣之購買力即係物價之反面，故所謂購買力平價說者，亦即謂某兩國貨幣之匯價當決定於該兩國之物價水準。例如某國因某種原因，物價水準漲高一倍，即其貨幣購買力減低一半，如同時他國之物價水準不變，即其貨幣購買力不變，則該國之輸入必將激增，輸出必將銳減，而其貨幣之對外匯價必將因外國匯票之求過於供而跌落一半，使兩國之物價因匯率之變遷而復趨於平；反之，如某國因某種原因，物價水準跌落一半，即其貨幣購買力漲高一倍，如同時他國之物價水準不變，即其貨幣購買力不變，則該國之輸出必將激增，輸入必將銳減，而其貨幣之對外匯價必將因外國匯票之供過於求而漲高一倍，使兩國之物價水準因匯率之變遷而復趨於平。

購買力平價說當一國之物價水準確因他種原因而漲跌，致匯價因而變動以相調節之時，原屬無可非議。但此種理論是否足以解釋近年我國物價匯價之變動，則不無疑問。蓋我國近十年來匯價之變動實為銀價變動之結果，初非受物價變動之影響，而物價之變動則顯受匯價變動之影響，此外難求更佳之解釋。故匯價之變動為因，物價之變動為果，昭

然若揭，與購買力平價說之以物價變動爲因，匯價變動爲果者，蓋大相逕庭也。國定稅則委員會曾將我國對於英、美、日、法四國匯兌率線持與購買力平價線相比較，而發現購買力平價之變動大致後於匯兌率，註九 此與吾人之結論實相暗合，註一〇 足證在過去十年間，我國之購買力平價實受匯兌率之支配，而非匯兌率受購買力平價之支配也。至匯價對於物價之影響，則可說明其作用如次。

我國在實行新貨幣政策之前，原爲銀本位制，故匯價隨銀價而漲跌。一九二六至一九三一年間，銀價陸續下跌，故國幣對外匯價亦隨而下跌；一九三二至一九三五年間，銀價陸續上漲，故國幣對外匯價亦隨而上漲。在前一時期，外匯日昂，故進出口貨物之海外市價折成國幣亦日昂；在後一時期，外匯日賤，故進出口貨物之海外市價折成國幣亦日賤。按現代之物質制度下，各種物價均具有連帶之關係，進出口物價之漲跌自決不能限於局部而必須波及於一般物價，蓋進出口物價如果漲高或跌落，則具有競爭性質之貨物或作爲原料之貨物自亦隨之漲價或跌價，此一九二六至一九三一年間國幣對外匯價之跌落之所以誘致一般物價水準之高漲，與夫一九三二至一九三五年間國幣對外匯價之漲高之所以誘致一般物價水準之跌落也。

以上所述，爲吾人對於近十年來匯價支配物價之解釋，其理極顯，似無置疑之餘地。

註九 見財政部國定稅則委員會編 民國二十三年上海物價年刊第八頁。

註一〇 財政部國定稅則委員會編，民國二十四年上海物價年刊第八頁亦曾引證吾人之統計。

吾人研究至此，已足以我國近十年來之經驗，對卡塞爾教授之購買力平價說提出一個重要之修正。夫各國之物價水準及匯價必因調節作用而維持相當之均衡，此點購買力平價說承認之，吾人亦承認之。但購買力平價說認物價之變動必爲因，匯價之變動斯爲果，匯價之變動常爲適應物價變動之調節作用，則吾人不能全部接受之；蓋據近十年來我國之經驗以觀，匯價之變動實爲因，物價之變動乃爲果，物價之變動實爲適應匯價變動之調節作用也。

第二節 銀本位下物價與通貨之關係及貨幣數量說之修正

在以上第一節中，吾人說明近十年來我國匯價與物價之關係；在本節內則擬對近十年來我國物價與通貨之關係加以檢討。

論及物價與通貨之關係，即使人連帶想及費歇教授 (Prof. Irving Fisher) 之交換方程式，費歇教授之交換方程式爲 $M V + M' V' = P T$ ，其中 M 代表貨幣流通數量， M' 代表活期存款數量， V 代表貨幣之流通速率， V' 代表存款之流通速率， P 代表物價水準， T 代表交易總量。由數學之見地加以觀察，上項方程式實屬無可指摘。蓋方程式右方之 $P T$ 表示在一定時期內貨物勞務之交易總值，而方程式左方之 $M V + M' V'$ 表示在一定時期內一切交易之支付總額，兩者自屬相等也。惟費歇教授之用意，並不僅止於此，而欲以上項方程式解釋其貨幣數量說之理論。其意以爲如 T 不生變動，則方程式右方之 P 恆隨左方之 M 而爲比例之變動，換言之，即如交易數量不生變動，則物價水準恆隨貨幣數量而爲比例之變動。至 $M' V V'$ 各項則均無足輕重，蓋據費歇教授之意見，活期存款大

致常與貨幣數量維持相當之比例，而流通速率則又與人民之習慣相關，不至輕易發生變動也。

茲請以我國近十年來貨幣流通量及銀行存款量之統計列舉於下，以觀費歇教授之貨幣數量說是否與我國之經驗相符合。（見第二表）

據上表觀察，如果認現銀出入超或上海存銀量足以代表我國貨幣流通量之消長，則我國近十年來之經驗似足為費歇教授貨幣數量說之佐證，蓋在一九二六至一九三一之數年間，我國現銀均有入超，而上海存銀量在一九二六至一九三三之數年間亦年見增加，適與同時期內物價水準之上漲相符合；反之，在一九三二至一九三五之數年間，我國現銀均有出超，而上海存銀量在一九三四至一九三五之數年間亦年見減少，亦與同時期內物價水準之下跌相符合。但吾人在上節已曾指出，近十年來我國物價水準之變動，實受匯價之影響；吾人在下節又將指出，近十年來我國現銀出入超或上海存銀量之變動，亦受匯價之影響。故物價水準之變動與現銀出入超或上海存銀量之變動，在趨勢上雖屬約略相符，而其共同之原因則實為匯價；吾人固不能因其趨勢之約略相符，遂武斷謂物價水準受現銀出入超或上海存銀量之支配，而證明費歇教授貨幣數量說足以解釋近十年來我國物價水準之變動也。

再者，現銀出入超或上海存銀量是否足以代表貨幣流通量之消長，亦為疑問；蓋現銀不過為紙幣發行或銀行信用之基礎，而實際上足以代表貨幣流通量者，實為紙幣發行額及銀行存款額。今試就上表中之上海各銀行紙幣發行額及各重要銀行各項存款額而觀，在一九二六至一九三五之十年間。物價水準蹉漲落甚烈，而紙幣與存款則莫不逐漸增加，

第二表 通貨與物價 (單位一千元)

年份	I 現銀入超(-) 或出超(+)	II 上海 銀量	III 上海各 行紙幣 發行額	IV 重要 各項 存款	V 上海 躉售物 價指數
一九二六年	- 82,891	147,353	89,786	534,821	100.0
一九二七年	- 101,389	142,249	112,514	976,122	104.4
一九二八年	- 165,764	171,541	197,889	1,123,470	101.7
一九二九年	- 164,876	240,260	237,400	1,320,151	104.5
一九三〇年	- 104,335	261,956	284,855	1,620,261	114.8
一九三一年	- 70,803	266,188	266,057	1,860,656	126.7
一九三二年	+ 11,444	488,339	278,605	1,974,097	112.4
一九三三年	+ 14,122	547,446	347,523	2,418,589	103.8
一九三四年	+ 256,728	334,937	413,965	2,751,362	97.1
一九三五年	+ 59,397	275,602	637,712	—	96.4

1. 根據歷年海關報告冊

2. 根據中國銀行編中外商業金融彙報

3. 根據中國經濟統計研究所編經濟統計月誌

4. 根據中國銀行編中國重要銀行營業概況研究

5. 根據國定稅則委員會編上海物價月報

此足證貨幣數量與物價水準實無關係，而費歇教授之理論與我國近十年來之經驗亦毫不相符也。

吾人以上既承認費歇教授之交換方程式 $MV + M'V' = PT$ ，由數學之見地加以觀察，實屬無可指摘，而據上表觀察，在一九二六至一九三一之數年間， M 與 M' 之趨勢雖與 P 相符，而在一九三二至一九三五之數年間， M 與 M' 之趨勢則與 P 不符，可知 V 、 V' 及 T 三者在同時期內亦必發生變化，始足使方程式之兩方得臻平衡。

先言 T 之變動，我國每年交易數量至今尚無完美之統計足以代表，上海銀錢業票據交換額或可為其比較近似之代表，惟上海銀錢業票據交換額係以價值表示，故必須以物價指數加以折合，始可求出以數量表示之上海銀錢業票據交換量。下表即係如此計算而得之結果。（見第三表）

由上表觀察，可知在過去十年中，我國交易數量之趨勢實與物價水準之趨勢同其方向。即在一九二六至一九三一之數年間，交易數量有趨繁之勢，而在一九三二至一九三五之數年間，交易數量則有趨簡之勢。按費歇教授之交換方程式， T 與 P 同在方程式之右方，今 T 與 P 之趨勢既屬相同，則方程式左方各項 $MV + M'V'$ 之變動，當須較 P 之變動為大，始可維持方程式之平衡。

依上所述，在一九二六至一九三一之數年間， M 與 M' 之變動與 PT 之變動相適應， PT 為上漲而 M 與 M' 亦為增加，則同時期內 V 及 V' 或亦稍有增高，使方程式之兩方得以平衡；反之，在一九三二至一九三五之數年間， M 與 M' 之變動既與 PT 之變動相背馳， PT 為下跌而 M 與 M' 反為增加，則同時期內， V 及 V' 當必縮小極烈，使方

第三表 上海銀錢業票據交換額從值指數與從量指數

年 份	I 上海銀錢業每日 平均票據交換值 (單位千元) I	II 上海銀錢業票 據交換值指數 ² (1926=100)	III 上 海 臺 售 物 價 指 數 (1926=100)	IV 上海銀錢業票 據交換量指數 (II÷III)
一九二六年	42,468	100.00	100.00	100.00
一九二七年	35,499	83.59	104.40	80.07
一九二八年	41,676	98.14	101.70	96.50
一九二九年	47,126	110.97	104.50	106.19
一九三〇年	59,970	141.21	114.80	123.00
一九三一年	75,022	176.66	126.70	139.43
一九三二年	51,301	126.79	112.49	107.46
一九三三年	45,642	107.47	103.80	103.53
一九三四年	53,246	125.38	97.10	129.12
一九三五年	—	—	—	—

1. 根據一九三五年商情統計年刊

2. 根據國定稅則委員會編上海物價月報

程式之兩方仍得平衡。

V 無法可以測驗，至 V' 則有各種測驗方法。註——其一，即以某時期內各銀行之活期存款帳支付總額 (Debit Entries) 與活期存款帳之平均結餘 (Average Balance) 相比而得之比率，代表該時期內活期存款之流通速率，此法實為最嚴格之計算方法。其二，即以某時期內之銀行票據交換總額與活期存款帳之平均結餘相比而得之比率，代表該時期內活期存款之流通速率；此法僅能顧到活期存款支付之形於銀行票據交換者，而於活期存款帳內之現金支付或轉帳支付者則未能顧及，故較前法為不完備。其三，以活期存款對定期存款之比例測驗流通速率，活期存款對定期存款之比例趨增則為流通速率增高之表示；反之，如活期存款對定期存款之比例趨減，則為流通速率減低之表示。其四，為混合方法，即以活期存款支付總額或銀行票據交換總額與活期存款及定期存款之總和相比而得之比率，測驗流通速率；其以活期存款及定期存款之總和為比較之對象者，即所以顧到活期存款對定期存款比例之變動對於流通速率之影響也。

以上第一，第二，第四各法在我國均不能適用，因各銀行之活期存款帳平均結餘雖尚可稽考，而其活期存款帳支付總額則並無統計發表，故第一法不能適用。因上海票據交換數字以錢業交換為重要，而錢業存款則無統計發表，故第二法亦不能適用。第一法及第二法既不能適用，故第四法亦不能適用，因第四法之材料須以第一法及第二法之材料為根據

註 — “Money and Banking”, 1935-1936, Vol. I, pp. 14-17, League of Nations, Geneva.

也。第一，第二，第四各法既均不能適用，則惟採用第三法以爲約略之估計耳。

中央研究院社會科學研究所吳承禧君曾搜集一九二一年至一九三二年二十家銀行之活期存款及定期存款之統計，註一二 茲採取其一九二六年至一九三〇年之統計，並計算活期存款對定期存款之比例如次，以見物價上漲及交易旺盛時期流通速率之變遷：

第四表 活期存款對定期存款之比率 (1926—1930)

年 份	活 期 存 款 (百 萬 元)	定 期 存 款 (百 萬 元)	活期存款對定期存款 之比率
一九二六年	563.6	237.5	237.31
一九二七年	586.3	231.1	253.70
一九二八年	672.5	262.1	256.58
一九二九年	758.9	287.5	263.97
一九三〇年	924.2	335.2	275.72

全國經濟委員會林維英君亦曾搜集一九三一年至一九三四年十四家銀行之活期存款及定期存款之統計，註一三 茲採取其一九三一年至一九三四年之統計，並計算活期存款對定期存款之比例如次，以見物價下跌及交易衰落時期流通速率之變遷：

註一二 見吳承禧著中國的銀行第三十二頁，商務印書館出版，一九三四年。

註一三 Lin, W. Y., "The New Monetary System of China", p. 52,

第五表 活期存款對定期存款之比率 (1931—1934)

年 份	活 期 存 款 (百 萬 元)	定 期 存 款 (百 萬 元)	活期存款對定期存款 之比率
一九三一年	621.0	432.8	143.48
一九三二年	629.5	511.9	122.97
一九三三年	686.6	552.5	124.27
一九三四年	749.7	631.6	118.70

據以上統計，可知在一九二六至一九三〇年之物價上漲及交易旺盛時期，活期存款對定期存款之比例逐年趨增；換言之，即流通速率逐年趨高，俾得與紙幣及存款之增加趨勢相併合，以維持上漲之物價及旺盛之交易。反之，在一九三一至一九三四年之物價下跌及交易衰落時期，活期存款對定期存款之比例逐年趨減；換言之，即流通速率逐年趨低，故得與紙幣及存款之增加趨勢相抵消，以適應下跌之物價及衰落之交易。

費歇教授謂 V 與 V' 因與人民習慣有關，不至輕易變動，此種意見實與國際聯盟會一九三五至一九三六年之貨幣與銀行一書中之統計結論註一四不合，亦與吾人以上所引之統計結論不合，蓋無論依國際聯盟會對於近年各國金融情形之研究，或依吾人對於近年我國金融情形之研究，均以爲當物價及交易發生劇烈變動時，流通速率之變動實反較通貨數量之變動爲猛烈。在物價上漲及交易旺盛時期，流通速率常增

註一四 “Money and Banking”, 1935—1936, Vol. I, League of Nations,

高，使同量通貨之運用效率增加；反之，在物價下跌及交易衰落時期，流通速率常減低，使同量通貨之運用效率減少。

吾人研究至此，已足以我國近十年來之經驗對於費歇教授之貨幣數量說提出一個重要之修正。費歇教授之交換方程式原屬無可指摘，吾人何能非議。特費歇教授認通貨數量之變動必為因，物價水準之變動必為果，而流通速率則因與人民之習慣相關，不至輕易變動；而吾人則根據我國近十年來之經驗，以為物價水準之變動亦可為因，通貨數量之變動亦可為果，且通貨數量之變動亦不必與物價水準之變動相符合；縱令通貨數量之變動與物價水準之變動背道而馳，亦可由流通速率之變動，使費歇教授交換方程式之左右兩方仍趨平衡也。

第三節 資本移動與現銀流動之關係

近年以來，我國現銀之流動為數極鉅，在一九二六至一九三一之數年間，現銀蜂擁流入我國，而在一九三二至一九三五之數年間，則現銀紛紛流出我國，其原因安在，殊值吾人之研究。

在金本位國家與金本位國家間，金之國際移動決定於匯價之是否超出現金輸入點或現金輸出點；在銀本位國家與金本位國家間，銀之國際移動依理亦應決定於匯價之是否超出現銀輸入點或現銀輸出點。所異者，在金本位國家與金本位國家間，其匯兌平價為固定的，而在銀本位國家與金本位國家間，則其匯兌平價為活動的。以下第六表之用意，即欲證明近十年來我國現銀流動與國幣實際匯價對理論平價之關係。

理論平價之計算公式如次：

第六表 近十年來我國現銀流動與國幣實際匯價對理論平價之比率

年份	倫敦銀價 (每益斯合 便士)1.	中英理論 平價1. (國幣每 元合便士)	中英實際 匯價2. (國幣每 元合便士)	中英實際 匯價對理 論平價之 比率5.	紐約銀價 (每益斯 合美分)1.	中美理論 平價4. (國幣每 元合美分)	中美實際 匯價2. (國幣每 元合美分)	中美實際 匯價對理 論平價之 比率6.	現銀移動 (單一位 千元)7.
1926年	28,688	23,425	23,997	102.44	67,125	46,925	48,575	102.52	- 82,891
1927年	26,031	21,256	21,629	101.75	56,375	42,582	43,883	103.06	- 101,400
1928年	26,750	21,843	22,433	102.70	58,125	43,904	45,492	103.62	- 165,764
1929年	24,500	20,006	20,422	102.08	53,063	40,080	41,291	103.02	- 164,877
1930年	17,625	14,392	14,568	101.22	38,125	28,797	29,539	102.57	- 104,395
1931年	14,438	11,789	11,753	99.69	28,563	21,574	21,808	101.08	- 70,803
1932年	17,813	14,545	14,926	102.62	27,938	21,102	21,763	103.13	+ 11,444
1933年	18,094	14,775	14,828	100.36	34,500	26,059	26,055	99.98	+ 14,122
1934年	21,306	17,398	16,141	92.77	48,188	38,398	33,911	93.17	+ 256,728
1935年(S)	28,938	23,630	17,792	75.29	64,375	48,624	36,349	74.76	+ 59,397

1. 根據國定稅則委員會上海貨價季刊及上海物價月報

2. 一九二六年至一九三二年根據上海貨價季刊,原數為規銀每兩合便士數或美分數,茲以0.715乘之,折成國幣每元合便士數或美分數。一九三三年至一九三五年根據上海物價月報。

3. 倫敦銀價乘0.816575

4. 紐約銀價乘0.755332

5. 中英理論平價除其實際匯價

6. 中美理論平價除其實際匯價

7. 根據海關報告冊

8. 自一九三五年十月起,增加白銀出口稅及徵收平衡稅。

(一) 中英理論平價：

$$X \text{ 便士} = \text{國幣 1 元}$$

$$\text{國幣 1 元} = 23,49348 \text{ 公分純銀}$$

$$31,1035 \text{ 公分純銀} = 1 \text{ 盎斯純銀}$$

$$.925 \text{ 盎斯純銀} = \text{倫敦銀價}$$

$$\begin{aligned} \text{用錙法求理論平價 } X &= \frac{1 \times 23,49348 \times 1}{1 \times 31,1035 \times .925} \times \text{倫敦銀價} \\ &= .816575 \times \text{倫敦銀價} \end{aligned}$$

(二) 中美理論平價：

$$X \text{ 美元} = \text{國幣 100 元}$$

$$\text{國幣 1 元} = 23,49348 \text{ 公分純銀}$$

$$31,1035 \text{ 公分純銀} = 1 \text{ 盎斯純銀}$$

$$1 \text{ 盎斯純銀} = \text{紐約銀價}$$

$$\begin{aligned} \text{用錙法求理論平價 } X &= \frac{100 \times 23,49348 \times 1}{1 \times 31,1035 \times 1} \times \text{紐約銀價} \\ &= .755332 \times \text{紐約銀價} \end{aligned}$$

根據以上公式，即不難由倫敦銀價求出中英理論平價，由紐約銀價求出中美理論平價。至國幣實際匯價，則一九三三年至一九三五年之匯率，原以國幣一元或百元為標準，自無問題；其一九二六至一九三二年之匯率，則以規銀一兩或百兩為標準，因國幣一元等於規銀·七一五兩，故以·七一五乘規銀匯率即可求得國幣匯率，其所以不按當時洋釐折合者，蓋洋釐變動純由於銀兩與銀元相對供求之消長，與實際匯價與理論平價之比較固無關係也。

理論平價與實際匯價既已求得，即可以理論平價除實際匯價而求得實際匯價對理論平價之比率。求得之比率如在一百以上，即表示當時之國幣實際匯率較其銀平價高百分之幾，而有接近現銀輸入點之傾向；

如在一百以下，即表示當時之國幣實際匯率較其銀平價低百分之幾，而有接近現銀輸出點之傾向。

如果將此項比率持與第六表最後一項「現銀流動」相比較，即可發現在一九二六年至一九三〇年國幣對英對美之實際匯價均高於其銀平價，而有接近現銀輸入點之傾向；換言之，即銀在我國之價值較其在國外之價值為高，故輸入現銀為有利可圖，而該數年間現銀實際上亦有輸入。反之，在一九三四年至一九三五年間，國幣對英對美之實際匯價均低於其銀平價，而有接近現銀輸出點之傾向，換言之，即銀在我國之價值較其在國外之價值為低，故輸出現銀為有利可圖，而該數年內現銀實際上亦有輸出。惟一九三一年至一九三三年之統計則與理論並不完全相符。一九三一年國幣對美匯價高於銀平價，固與是年現銀之輸入在理論上可以相合；而對英匯價則低於銀平價，實與是年現銀之輸入在理論上不可相通。一九三三年國幣對美匯價低於銀平價，固亦與是年現銀之輸出在理論上可以相合，而對英匯價則高於銀平價，實亦與是年現銀之輸出在理論上不可相通。至一九三二年則國幣對英對美匯價均高於銀平價，而現銀則反有輸出，更屬違反理論。故據上表之統計，在一九二六至一九三五之十年中，有七年之數字完全與理論相符合，有二年之數字一半與理論相符合，一半與理論相違反，僅有一年之數字完全與理論相違反；如就全部觀察，則除少數例外以外，以上統計實足證明理論之真確。至此少數例外之存在，其原因或由於以上統計材料乃以按年數字為根據而非以按月數字為根據之故；蓋實際上現銀之流動，乃決定於每日實際匯價與理論平價之比較，故欲比較現銀流動與實際匯價對理

論平價之差額，最好能以按日數字爲根據，即退而求其次，按月數字亦較按年數字爲有意義。以上統計，本應採取按月數字而不採取按年數字，徒以在一九三二年以前，海關對於現銀流動初無按月數字之發表，故不得不以按年數字爲根據耳。

以國幣實際匯價與其銀平價之差額，解釋近年我國現銀之移動，雖極簡單明瞭，但國幣實際匯價何以能與其銀平價發生差額？又何以在一九二六年至一九三一年間國幣實際匯價常較其銀平價爲高？又何以在一九三二年至一九三五年間國幣實際匯價常較其銀平價爲低？則均尙有待於解釋。

國幣實際匯價與其銀平價之差額，當決定於匯票之供給與需要；至匯票之供給與需要，則爲借貸平衡及資本移動之結果。所謂借貸平衡 (Balance des Comptes) 係指一切因有形貿易與無形貿易而發生之債權債務而言，凡各種貨物之輸出入，與各種勞務之輸出入，如本國僑商匯入款，外國僑商匯出款，外人在國內之消費，國人在海外之消費，外人付給本國之債務本息，國人付給外國之債務本息，以及佣金，運輸費，保險費等等勞務報酬，均應計算在內，至現金輸出入及新資本移動則不計算在內。如借方（或收方）超過貸方（或付方），則表示債權多於債務，而借貸平衡爲順調；如貸方（或付方）超過借方（或收方），則表示債務多於債權，而借貸平衡爲逆調。如借貸平衡順調，而外資又復輸入，則國幣對外匯價必形堅挺，甚至漲至現銀輸入點以上，使現銀輸入，以恢復收支之平衡。反之，如借貸平衡逆調，而資金又有逃避，則國幣對外匯價必形軟弱，甚至跌至現銀輸出點以下，使現銀輸出，以

恢復收支之平衡。故收支平衡 (Balance des Paiements) 之義較借貸平衡爲廣，除借貸平衡之原有各項目外，尚包括新資本移動及現銀流動。

我國在一九二八年至一九三〇年間，海外銀價陸續下跌，國幣對外匯價亦陸續下跌，但在此時期內，我國借貸平衡之逆調不大，而因匯價下跌，物價高漲，工商繁榮，投機盛行，外資之流入我國以投資於證券及地產者爲數當必甚鉅，故外國匯票常供過於求，致國幣對外匯價常在其銀平價以上，甚至超過現銀輸入點，而誘致現銀之流入；故在此數年內，現銀流入爲數最鉅，計一九二八年及一九二九年各流入一萬六千五百萬元左右，一九三〇年流入約一萬零五百萬元。反之，在一九三三年至一九三五年內，銀價因美國之白銀政策而逐漸抬高，國幣對外匯價亦隨之高漲，但在此時期內，我國借貸平衡之逆調日大，而因匯價高漲，物價下跌，工商衰落，信用搖動，外資固裹足不前，本國資金且反形逃避，故外國匯票常求過於供，致國幣對外匯價常在其銀平價以下，甚至落過現銀輸出點，而誘致現銀之流出；故在此數年內，現銀流出爲數甚鉅，計一九三四年流出幾達二萬六千萬元之鉅，一九三五年亦流出六千萬元之譜，其私運出外者，尙未計算在內。

以上理論實有統計爲根據，我國收支平衡之分析，歷來外人研究者頗不乏人，如馬爾士氏 (Morse)，註一五如魏格爾氏 (Wagel)，註一六如

註一五 Morse, H. B., "An Inquiry into Commercial Liabilities and Assets of China in International Trade", 1904

註一六 Wagel, S. R., "Finance in China". 1914, pp. 473-475

施氏 (See), 註一七 如穆拉克夫氏 (Marakueff), 註一八如孔氏 (Coons), 註一九 對於上項研究均有貢獻, 但其較為精密者, 當推雷穆氏 (Remer), 於一九三三年所發表之估計, 註二〇 茲後中國銀行於一九三三年起亦有同類估計之發表。註二一 茲錄雷穆氏及中國銀行之估計數字如次: (見第七表)

據上表觀察, 可知我國有形貿易連年均為入超, 而無形貿易則連年多為出超, 但因有形貿易之入超通常大於無形貿易之出超, 故借貸平衡皆為逆調; 惟一九二八年及一九二九年逆調極小, 而一九三〇年, 一九三三年, 一九三四年及一九三五年則逆調較大耳。至借貸平衡逆調抵補之道, 則一九三〇年以前與一九三三年以後頗有不同; 一九三〇年以前借貸平衡之逆調多賴資本之移入以為抵補, 而金銀則反有流入; 一九三三年以後借貸平衡之逆調多賴金銀之流出以為抵補, 而資本移入則減少。

雷穆氏與中國銀行之上項估計, 並非十分可靠, 故因差誤或遺漏而發生之差額仍甚鉅大。但據最近中央研究院社會科學研究所鄭友揆君及吳承禧君對於有形貿易及無形貿易方面之研究結果, 則此項差額至少當有一部份可以獲得圓滿之解釋。

雷穆氏及中國銀行對於有形貿易之入超數, 誠亦有所修正, 但其修

註一七 See, C. S., "The Foreign Trade of China", 1919, pp. 334 & 336

註一八 Marakueff, A. V., "Foreign Trade of China and Its Place in World Trade, 1927, p. 35

註一九 Coons, A. G., "The Foreign Public Debits of China", 1930, p. 183

註二〇 Remer, C. F., "Foreign Investments in China", 1933

註二一 見該行歷年營業報告。

第七表 我國歷年收支平衡之估計

(單位百萬元)

年 份	有形貿易 出超 (+) 或入超 (-)	無形貿易 出超 (+) 或入超 (-)	借貸平衡 順調 (+) 或逆調 (-)	金銀移動 出口 (+) 或進口 (-)*	資本移動 移入 (+) 或移出 (-)	因差誤或遺漏發生之差額
						收方 (+) 或付方 (-)
1928	- 232.6	+ 207.4	- 25.2	- 168.7	+ 100.0	+ 93.9
1929	- 260.9	+ 193.2	- 67.7	- 155.7	+ 170.0	+ 53.4
1930	- 488.1	+ 182.9	- 306.2	- 52.6	+ 202.0	+ 156.3
1933	- 807.2	+ 291.0	- 516.2	+ 203.6	+ 30.0	+ 282.6
1934	- 568.7	+ 191.4	- 277.3	+ 391.4	+ 80.0	- 194.1
1935	- 467.0	+ 241.6	- 225.4	+ 357.4	+ 140.0	- 272.0

* 按照以上理論，金之移動本應列入借貸平衡項下，但為顧全普通習慣起見，仍將金之移動與銀之移動並列一

項。幸此於歷年借貸平衡順逆調之方向及金銀移動出口進口之方向均無影響，故於本文論據亦無影響。

正之根據究嫌粗略。鄭友揆君之修正數較為精密 註二二 鄭君對於出口值之修正，分應加少報與應加實收比數，應加出口稅額及陸地貿易出超值三項，分別加以估計。應加少報比數係由主要出口貨之應有出口值與關冊所載值比較而得，應加實收比數係由主要出口貨之海外實收值與應有出口值比較而得，應加出口稅額係由出口正附各稅相加而得，陸地貿易出超值係由蒙古，新疆對俄貿易出超值估計而得。鄭君對於進口值之修正，分一般商品私運進口值，鴉片，軍火私運進口值及陸地貿易入超值三項，分別加以估計。一般商品私運進口值係由緝私查獲值推算而得，鴉片私運進口值係由各國鴉片輸出值估計而得，軍火私運進口值係由各年軍火輸入值估計而得，陸地貿易入超值係由蒙古，新疆對俄貿易入超值估計而得。鄭君以上各項估計，均極精審，如果其推算無誤 則其修正後之入超數有如下表。（見第八表）

第八表 鄭友揆君修正入超值與雷穆氏及中國銀行
修正入超值之比較
(單位 百萬元)

年 份	I. <u>鄭君</u> 修正 入 超 值	II. <u>雷穆氏</u> 及 <u>中國銀行</u> 修正入超值	III. I 較 II	IV. 原有收支 平衡差額
1926	277.3	—	—	—
1927	9.1	—	—	—

註二二 見鄭友揆著我國近十年來國際貿易平衡之研究載社會科學雜誌第六卷第四期。

第八表 鄭友揆君修正入超值與雷穆氏及中國銀行
修正入超值之比較(續)
(單位百萬元)

年 份	I. 鄭君修正 入超值	II. 雷穆氏及 中國銀行 修正入超值	III. I 較 II	IV. 原有收支 平衡差額
1928	167.4	232.6	- 65.2	+ 93.9
1929	201.0	260.9	- 59.9	+ 53.4
1930	383.5	488.1	-104.6	+156.3
1931	655.3	—	—	—
1932	820.5	—	—	—
1933	762.0	807.2	- 45.2	+282.6
1934	535.6	508.7	- 33.1	-194.1
1935	—	467.0	—	-272.0

據上表觀察，一九二八年至一九三〇年雷穆氏所估計之收支平衡中之「因錯誤或遺漏而發生之差額」，似由於對有形貿易入超之估計過高。如依鄭君所估計之修正數，則有形貿易之入超即可減少，而上項「因錯誤或遺漏而發生之差額」即有大部份可以彌補矣。至一九三三年至一九三五年中國銀行所估計之入超數，則與鄭君所估計之修正數相差不多，故單從有形貿易之入超加以修正，仍不能彌補其「因錯誤或遺漏而發生之差額」也。

無形貿易中，以華僑匯款為最重要。因南洋，美洲之華僑多為粵籍或閩籍；故華僑匯款多經由香港，汕頭，廈門各地，吳承禱君曾由香港，汕頭，廈門各地實地調查之結果，對一九三一年至一九三五年間之華僑

註二三 見吳承禱著近五年華僑匯款的一個新估計載中山文化教育館季刊一九三六年秋季號。

匯款曾作有較真確之估計。註二三 茲將吳君估計與雷穆氏及中國銀行之估計並例如下表。(見九表)

第九表 吳承禧君華僑匯款估計數與雷穆氏及
中國銀行華僑匯款估計數之比較
(單位百萬元)

年 份	I. 吳君估計數	II. 雷穆氏及 中國銀行 估計數	III. I 較 II	IV. 原有收支 平衡差額
1923	—	—	—	—
1927	—	—	—	—
1928	—	250.6	—	+ 93.9
1929	—	280.7	—	+ 53.4
1930	—	316.3	—	+156.3
1931	421.2	190.0	+231.2	—
1932	323.5	320.0	+ 3.5	—
1933	305.7	200.0	+105.7	+282.6
1934	232.8	250.0	- 17.2	-194.1
1935	316.0	260.0	+ 56.0	-272.0

吳君調查所得之數字，起自一九三一年，故不能持與雷穆氏之估計相比較。至以吳君之調查結果持與中國銀行之估計相比較，則一九三二年，一九三四年及一九三五年相差尚不大，而一九三一年及一九三三年則相差較大。如認吳君之估計較為可靠，則一九三三年中國銀行收支平衡中之「因錯誤或遺漏而發生之差額」，其一部份當可以此彌補矣。

以上係對於收支平衡中有形貿易及無形貿易之修正。此外，依吾人

之估計，資本移動項下亦應有所修正。在一九二八年至一九三〇年間因我國匯價下跌，物價上漲，工商繁榮，投機盛行，故外國遊資之投資於我國證券地產者為數極鉅；此項外國遊資之大部，殆即為貨物輸入或勞務輸入之本應匯出而未匯出者，雷穆氏估計此時期內外資移入之總額，一九二八年達一萬萬元，一九二九年達一萬七千萬元，一九三〇年達二萬萬元，似仍有少估之嫌，否則其因差誤或遺漏而發生之收方差額，當更可減少也。反之，在一九三三年至一九三五年間，我國匯價上漲，物價下跌，工商衰落，信用動搖，故以前投資我國之外國遊資均相率收回，而國內資金且紛紛逃避。據中國銀行之估計，此時期內外資移入之數額一九三三年僅三千萬元，一九三四年列八千萬元（包括美國棉麥借款及中國在外投資收入），一九三五年列一萬三千萬元（包括中國在外投資收入及出售白銀利益）。但在同時期內，一九三三年收支平衡有收方差額二八二·六百萬元，一九三四年列支方差額一九四·一百萬元，一九三五年列支方差額二七二·〇百萬元。一九三三年收方差額當有一部份由於華僑匯款估計之過低，一九三四年及一九三五年之支方差額，則大部當為外國遊資之收回及本國資金之逃避，殆無疑義；如將此項收回之外資及逃避之資金計算在內，則以上二年內資本之移出必多於資本之移入也。

根據以上推斷，吾人可謂我國近年現銀之流動，直接乃決定於國幣匯價與其理論平價之差額，而間接乃決定於借貸平衡及資本移動之消長。至何以在一九二八年至一九三〇年間借資平衡之逆調不大，資本反有大量移入，致國幣匯價高於其理論平價，而誘致現銀之流入，而在一

九三三年至一九三五年間，則借貸平衡之逆調擴大，資本反有大量移出，致國幣匯價低於其理論平價，而促成現銀之流出，則竊以為應由國幣匯價或銀價（即其理論平價）解釋之，請申其說。

在一九二八年至一九二九年間，海外銀價下跌，國幣匯價亦跌，此其影響足使借貸平衡之逆調縮小，資本移入；反之，在一九三三年至一九三五年間，海外銀價上漲，國幣匯價亦漲，此其影響足使借貸平衡之逆調擴大，資本移出。低匯價所以能使借貸平衡之逆調縮小，係因：（一）低匯價比較利於輸出而不利於輸入，故有形貿易之入超不至過於擴大；（二）低匯價利於華僑匯款，故無形貿易之出超可以增加。反之，高匯價之所以能使借貸平衡之逆差擴大，則因：（一）高匯價比較利於輸入而不利於輸出，故有形貿易之入超勢須擴大；（二）高匯價不利於華僑匯款，故無形貿易之出超勢須減少。上項理論大概無誤，但因影響有形貿易及無形貿易之因素過於繁複，諸如國內經濟情形國際經濟情形均有關係，且因若干重要材料之不備，吾人尚不敢為非常肯定之論斷。至匯價對資本移動之影響，則較易為肯定之解釋。低匯價之利於資本移入係因：（一）匯價低，則以較少之外幣可在中國為較大之投資；（二）匯價低時投資中國，可望將來匯價較高時收回投資而獲得匯價差額之利益；（三）匯價低，中國物價高漲，工商繁榮，投機旺盛，在中國投資較為有利。反之，高匯價之利於資本移出，係因：（一）匯價高，可以較少之華幣在國外為較大的投資，（二）匯價高時收回投資，可因過去投資中國時匯價較低而獲得匯價差額之利益；（三）匯價高，中國物價跌落，工商衰落，信用動搖，在中國投資較為危險。

綜上所論，可知近十年來我國資本移動之影響於現銀流動，實較借貸平衡之影響於現銀流動尤為顯著；但此點不幸常為正統派現銀流動學說所忽視。

吳大業君為研究我國金銀貨流動原則最早之一人。註二四 吳君亦以匯價對其銀平價之差額解釋該時期內現銀流動之方向，與吾人之見解相同，但吳君以為「中國銀貨的輸入點乃以國外金銀比價為平價，而其輸出點則以國內金銀比價為平價」，則非吾人所敢贊同。吳君之根本錯誤，似在將金貨流動與銀貨流動相提並論，殊不知金貨在我國為貨物而非貨幣，實不必予以同樣重視，誠如顧季高君之評論，「吳君苟將金之移動放開不談，而認其為一種在國外有無限銷路之貨物，則其說理當不致如此之艱與難懂，而價值亦可以大白於世矣。」註二五 又吳君以中國出口物價指數代表國內物價或國內銀購買力，以中國進口物價指數代表國外物價或國外銀購買力，而以兩者之比率代表「銀購買力差」，再以上項「銀購買力差」解釋中國現銀進出口之趨勢，謂中國銀購買力高於國外時，銀子應當進口，低於國外時，銀子應當出口；探原其意，無非以為中國物價如低於國外物價，則有形貿易可比較有利，故現銀可以流入，反之中國物價如高於國外物價，則有形貿易將比較失利，故現銀自須流出。上項論據，姑無論如顧季高君所評：「以中國出口物價指數代表國內物價或國內銀購買力，以中國進口物價指數代表國外物

註二四 見吳大業著金銀本位國間金銀流動之原則及中國金銀進出口之解釋，南開大學經濟統計季刊第二卷第二期。

註二五 見顧季高著中國新貨幣政策與國際經濟均衡，載東方雜誌第三十二卷第二十三期。

價或國外銀購買力，理論上之根據已極其薄弱」；註二六 卽就國內外物價之差是否足爲現銀流動之解釋言，亦大有問題 因其所謂「中國對外無形項目收支變動較少，而商品貿易變動較甚」之假定，與事實亦大相逕庭，蓋據吾人以上之研究，資本移動對於中國國際收支平衡影響固極大，有時且足以左右實際匯價對理論平價之差額也。

顧季高君對於收支平衡與現銀流動之關係，亦有深刻研究。其意謂當世界市場上現銀供過於求時，則中國實爲邊際購買者，註二七 反之，當世界市場上現銀求過於供時，則中國實爲邊際出售者。此與近數年來之事實極相符合。至其所以然之理由，則顧氏之解釋，以爲當世界市場現銀供過於求時，則第一，銀價在世界市場必先下落；第二，上海對外匯率亦必縮短；第三，因上海對外匯率縮短後，中國之物價水準低於國際物價水準，出口有利，進口不利，同時無形貿易方面亦然，於是在一定時期內中國對外收支爲某程度之有利，此有利之程度最少必將邊際供給之生銀吸收來華；第四，生銀來華後，如國際收支之有利程度由於外人對上海租界之投資，則將留存於洋商銀行之銀庫而爲其信用擴張之準備，如國際收支之有利程度由於內地出口之增加，則華商銀行之庫存增加而鈔票或信用得以逐漸增發；第五，中國之物價水準將因通貨信用擴張而有上升之傾向；第六，物價水準上升後，中國對外貿易將自進口超過出口之現象，卽所謂入超增加，此新增之入超與進口之銀貨總計，應等於國際收支上因銀供給增加銀價跌落後所發生順差之數額，於是均衡得

註二六 全上。

註二七 全上。

以恢復。註二八顧氏上項論證中之第一至第三各段，與吾人以上之論據相合，惟對資本移動似尚欠重視耳。至其第四至第六各段，謂現銀流入之結果，使通貨信用擴張，因而促成物價之上漲，而誘致入超之增加，則據吾人於以上第一第二兩節中之研究，物價之上漲似直接由於上海對外匯率之縮短，初無待於通貨信用之擴張也。

吾人在以上各節中，由近十年來我國金融演變之統計的分析而獲得結論三點：

- (一)近十年來，我國匯價與物價之變動趨勢極爲一致，但匯價之變動實爲因，而物價之變動則爲果；
- (二)近十年來，我國物價與通貨數量之變動趨勢不全相符合，而與流通速率之變動趨勢則頗相符合，但物價之變動實爲因，而通貨數量及其流通速率之變動則爲果；
- (三)近十年來，我國現銀之流動決定於國幣實際匯率對其理論平價之差額，而國幣實際匯率對其理論平價之差額，則又決定於借貸平衡及資本移動，但實際上資本移動對於現銀流動之影響實較借貸平衡對於資本移動之影響爲尤鉅。

根據以上第一點，吾人對於卡塞爾教授之購買力平價說提出相當之修正；根據以上第二點，吾人對於費歇教授之通貨數量說提出相當之修正；根據以上第三點，吾人又對正統派之現銀流動學說，提出相當之修正。

凡吾人以上對於正統派貨幣理論所提出之各種修正，國外經濟學

者亦有先我而言之者，註二九 阿夫達理 教授即爲其最著名之代表。
註三〇 故本章在貨幣理論上未敢自詡爲發前人所未發，但以本國之材料
爲根據而證明此項修正理論者，則似尙爲創舉耳。

註二九 Angell, J. W., *The Theory of International Prices*, 1926

註三〇 Aftalion, A., *Monnaie, Prix et Change*, 1926; *L'or et la Distribution Mondiale*, 1932

第三編 匯價政策論

第一章 近年各國匯價政策之趨勢

第一節 英鎊集團之形成

匯價穩定之益處，在使國際貿易及國際借貸得以順利進行，本書已曾屢加申述，但匯價之穩定，並非必賴金本位或金匯兌本位，即在管理本位之下，亦仍未始不可謀匯價之穩定，此由近年英鎊集團之運用，可以知之。

自英國放棄金本位後，其自治領如澳洲，如新西蘭，如加拿大，如南非等，其殖民地如印度，如海峽殖民地等之貨幣匯價，均與英鎊相聯繫，於是乃有所謂英鎊集團（Sterling Bloc）者之形成。澳洲與新西蘭之放棄金本位，前於英國；加拿大與南非之放棄金本位，後於英國；至印度及海峽殖民地之幣制，本與英鎊相聯繫，故英國放棄金本位，印度及海峽殖民地亦自然放棄金本位矣。

但英鎊集團初不限於英國之自治領及殖民地，即其他獨立國家，亦有利害關係而加入者，如瑞典，挪威，丹麥，芬蘭，南北洛諦西亞及日本，暹羅等是。

自英國放棄金本位後，英鎊匯價急劇下跌。若干國家其原料之輸出以英國市場爲尾閘者，如其輸出貨物在英國市場仍維持原價，則必不足以抵償成本，否則如提高售價，則其輸出又必將減退；處此兩難之境，此項國家乃亦不得不以放棄金本位聞矣。是以瑞典，挪威，丹麥於一九三一年九月二十九日放棄金本位，芬蘭及南北洛諦西亞於一九三一年十月十二日放棄金本位，以上各國於放棄金本位之後，其匯價多與英鎊相聯繫，以資抵消英鎊跌落之影響，故亦均爲英鎊集團之一員。

此外，尚有若干國家，其輸出貨物初不盡賴英國市場，但因英鎊匯價跌落，使英貨在國際市場得削價求售，致其輸出貨物之與英貨處於競爭地位者銷路，大受打擊，於是爲抵抗起見，遂亦不得不出於放棄金本位之一途矣。日本之於一九三一年十二月十三日實行金再禁，即其明證。日圓對英匯價自一九三四年十月以後，維持於十二便士之數，故亦爲英鎊集團之一員。

英鎊集團各國雖已放棄金本位，但仍能維持其貨幣之對英匯價於某一水準而穩定之，可知匯價之穩定，初不必全賴金本位，即在管理本位之下，亦仍可謀匯價之穩定。此卡塞爾教授之所以極力鼓吹英鎊集團之擴大^{註一}而吾人所鼓吹之鎊匯制度終得見諸實現於我國也。

第二節 英美法三國匯價穩定之建議及英美法三國貨幣協定之成立

英鎊集團諸國之相互匯價雖均以英鎊爲中心而臻於穩定，但英美匯率及英法匯率則猶未能早臻穩定，對於國際貿易及國際借貸仍有妨

註一 Cassel, G., The Downfall of the Gold Standard, London, 1936

礙，因此近數年來各方頗多主張英、美、法三國匯價暫時穩定之建議，而卒得見諸實現於一九三六年九月二十五日英、美、法三國貨幣協定之成立。

首先鼓吹英、美、法三國匯價之暫時穩定者為英國沙爾特爵士 (Sir Arthur Salter)，沙氏於一九三五年七月六日之倫敦經濟周刊發表一文，註二謂觀乎英、美兩國最近之政策及其平準基金之運用，似在維持英鎊與美元之匯率，故英鎊與美元如穩定於舊平價四·八六之數，當屬可能；蓋在此匯率之下，兩國之物價已差能躋於平矣。至英、美對法之匯價，如穩定於當時之匯率，則法國尚須繼續勵行收縮政策，使其國內生產成本壓低，俾法貨在國際市場之價格得與英、美相均衡；反之，如法郎貶值百分之二十左右，再謀穩定，則法貨在國際市場之價格即能與英、美相均衡，通貨收縮之痛苦可以避免，生產成本亦無須再行壓低矣。沙氏以上所謂穩定，亦僅為暫時性質之穩定 (Conditional Stabilization)，如果一國有充分理由，說明所定匯率比較過高，亦可得他國之同意，再予抑低。且沙氏之所謂穩定，亦非絕對穩定之意，匯率標準確定以後，仍可稍留上下之餘地，其範圍可較金本位制度下之現金輸送點為稍寬。至穩定之方法，沙氏以為可由各國各設平準基金以維持協定之匯率。

同年七月中，曾有若干經濟學者集會於比利時之安特衛普 (Antwerp)，出席者有英之凱恩斯 (Keynes)，漢德生 (Henderson)，哈羅特 (Harrod)，瑞典之阿林 (Ohlin)，荷蘭之司徒 (Stuart)，及比國經濟學者多人，討論結果，由出席者之多數聯署發表意見一通，共同鼓吹國

註二 見 Economist, July 6 and 13, 1935

際匯兌之穩定。註三 惟以爲各國相互匯率之決定，應使各國之物價在國際市場上相均衡，庶此種相互匯率得有較爲穩固之基礎。但鑒於金集團各國生產成本之過高，即使繼續勵行收縮政策，亦難望於短期間內設法壓低，故金集團幣值之貶低，實爲穩定相互匯率之必要步驟。以上所謂穩定，亦僅爲暫時性質之穩定，苟國際借貸平衡發生不可預測之鉅大變動，則上項匯率亦有改訂之可能。且以上之所謂穩定，亦非絕對穩定之意，而以爲根據現在經濟情形，一國貨幣對外價值之變動限度應遠較金本位制度下之現金輸送點爲寬，至穩定之辦法，則安特衡普諸經濟學者以爲應由主要金融國家以國際協定之方式出之。

沙爾特爵士及安特衡普諸經濟學者穩定貨幣之建議，卒得見諸實現於一九三六年九月二十五日法郎之貶值，及英、美、法三國貨幣協定之成立，該協定成立時，英、美、法三國政府同時在倫敦、華盛頓、巴黎發表聲明書，全文內容如下：

(一)英國政府與美、法兩國政府爲確保和平，恢復國際經濟關係之秩序起見，完成最善貢獻之各項條件，以期促進世界之繁榮，而圖改善人民生活之標準。

(二)英國政府當決定國際通貨政策之際，對於英國本土與大英帝國之繁榮及其各項要求固應加以充分考慮。同時美法兩國政府亦當具有同樣之考慮。英國政府根據過去數年之閱歷與同樣之方針，竭力維持國際匯兌制度之均衡，並決計將本國通貨政策對於該制度上之任何障礙，竭力防止，以上二重方針，實爲貢獻於各國政府所抱之共同目的，英、美，

註三 見 Economist, July, 1935

法三國政府均經確信者也。

(三)法國政府所期待者，實不外乎安定主要通貨，確保於鞏固基礎之上，故首在各種經濟機構上，再行確立永久之均衡。法國政府根據上項見解，已一面向議會提出再行調整通貨之法案，一面將此意通告英，美兩國政府矣。根據以上法國政府所決定，認為國際經濟關係更可安定於鞏固基礎上，英，美兩國政府於上項決定，衷心表示歡迎者也。倘因此次發表之通貨再調整法案而引起國際匯兌基礎上之任何混亂情形，則英，美，法三國政府為阻止以上事態起見，當竭全力以講求最為適當之方法，特此宣言。三國政府為實施上項目的計，當與各國政府或各該機關行使折衝與協議也。

(四)實行上項政策，當與國際貿易之發展有關，此為三國政府所確信者。尤以值此窮困之際，將以廢除現在之輸入分配制及匯兌統制政策為目的，漸次緩和此類制度，而明白表示即時實施所應取之辦法。

(五)英國政府與美，法兩國政府同時為實現聲明書所表示之政策起見，希望各國政府與以協助。三國政府企圖任何國家決不致因非法之匯兌競爭而坐收漁人之利。三國政府期待此次再建之經濟關係更趨安定，此種努力工作，確信決無任何國家出而阻礙也。』

上項聲明書雖對貨幣協定之詳細內容並未宣布，但三國政府力謀互相合作以穩定國際匯兌之用意，則已昭然若揭。概自一九三三年世界經濟會議流會以後，國際貨幣關係陷於極度之紊亂狀況中，若干國家因因貨幣政策之運用得當，亦曾稍稍恢復景氣，但國際匯兌之不穩定，終為發展國際貿易及國際借貸之重大障礙，而國際貿易及國際借貸如果

不能恢復正常發展，則世界經濟之復興終不完全。對於國際匯兌相當穩定之原則，眼光遠大之政治家及思想深刻之經濟學者原均大致贊成；所成爲問題者，即各國貨幣之相互比率應決定於何點而後再謀穩定。依理論言，此項相互匯率之穩定點應決定於其貨幣購買力之平價，始能兩不吃虧而可稱爲公平，如果某國貨幣對他國之匯率規定過高，則該國貨物在國際市場上之競爭力趨於薄弱，結果上項匯率必不能維持永久，而遲早仍須出於改訂之一途，故在上項匯率上謀穩定，則此種穩定實無穩固之基礎。近年國際匯兌之不穩定，其始作俑者固爲英、美諸國之放棄金本位，而最後之阻梗則在法國及其他金集團各國之迷戀金本位，不願及早將其幣值貶低，使與購買力平價相適應，俾國際匯兌之穩定可以獲得穩固之基礎。今者，法郎既已貶值，其他金集團殘餘分子如比利時、意大利、瑞士、荷蘭等亦先後將其幣值貶低，則各該國之匯率當不難與其購買力平價相接近矣。但真正之購買力平價，實不能以機械之公式推算而得，故法國僅對貶值之最低限及最高限定一限度，由政府作最後之決定，其目的即在逐漸試驗，以期獲得最適宜之匯率也。至英美兩大國之相互匯率，近年亦未獲得充分之穩定，此次英、美、法三國貨幣協定成立時，一般推測以爲英、美兩國對於相互匯率必已商得穩定辦法，但其後據英、美兩國當局宣稱，則謂英、美兩國根據法郎貶值而訂立之三國協定，將聯合運用兩國之匯兌平準基金以維持世界通貨之平衡，惟兩國並未確切議定英鎊與美元之固定比率云。

第三節 活動平價及擴大限價

沙爾特爵士之建議及安特衛普諸經濟學者之意見，有二點值得吾人特殊之注意。其一，即穩定之平價仍爲暫時性質，沙氏謂如果一國有充分理由說明所定匯率比較過高，亦可得他國之同意再予抑低。安特衛普諸經濟學者亦謂如國際借貸平衡發生不可預測之鉅大變動，則上項匯率亦有改訂之可能。其二，即所謂穩定，亦並非絕對的穩定。沙氏謂匯率標準確定以後，仍可稍留上下之餘地，其範圍可較金本位制下之現金輸送點爲稍寬，安特衛普諸經濟學者亦謂根據現在經濟情形，一國貨幣對外價值之變動限度應遠較金本位制下之現金輸送點爲寬。

沙氏及安特衛普諸經濟學者之第一建議，簡言之，可以稱爲活動平價制 (Moving Parity) 或可變平價制 (Alterable Parity)，此種制度，凱恩斯 (Keynes) 及恩吉格 (Paul Einzig) 均曾倡之，註四。蓋兩國貨幣之匯兌平價必須合乎購買力平價，始爲公允合理，苟因某種原因，匯兌平價脫離購買力平價，而該國仍勉強維持之，則對該國之經濟情形必有不良影響，是時該國自應兩害相權取其輕，毅然改訂匯兌平價以適合購買力平價也。但此所謂活動平價制或可變平價制亦非謂匯兌平價須因國內外物價之些微變動而時時加以修正之謂，而謂匯兌平價僅於國內外物價相差過遠時則必須加以修正也。

活動平價制或可變平價制，實際上美國於一九三四年時早已行之。美議會本授權總統可將美元減成百分之五十，而當時羅斯福總統僅將美元減成百分之四十，故茲後羅斯福總統尚有將美元再行減成百分之

註四 Einzig, P., Monetary Reform in Theory and in Practice, pp. 164-174 London, 1936

十之可能權力，在此百分之十之範圍內，美國可謂已行活動平價制或可變平價制矣。

又此次法郎貶值，法議會亦授權政府以命令規定新法郎之金成色，但最少不得少於 0.043 公分，最多不得超過 0.049 公分，換言之，法郎貶值之限度為百分之二五·一九至百分之三四·三六，在此項限度之範圍內，法國亦可謂已行活動平價制或可變平價制矣。^{註五}

此外，如瑞士議會授權政府得將瑞幣貶值百分之二五·九五至百分之三四·五四，亦可謂為活動平價制或可變平價制之實行。至如英鎊集團各國及荷蘭等於放棄金本位後，對其貨幣之金值根本並無限度之規定，則其平價之為活動的或可變的，更無待言矣。

至沙氏與安特衛普諸經濟學者之第二建議，即擴大外匯買賣限價，亦早經凱恩斯，恩吉格等之鼓吹。^{註六} 恩吉格曾指出因利率之減低及航空之發達，現金輸送點有漸趨縮小之傾向，因此國際現金之移動將益加頻繁，殊為不便。凱恩斯則曾建議中央銀行得將黃金之買價及賣價差額擴大至百分之二，使現金輸送點之限度隨之擴大，俾現金之無謂移動可以免除。

擴大外匯買賣限價之辦法，現在各國實際上業已實行，蓋英，美，法諸國最近所行之新金本位，對於外匯買賣價本無一定之限度也。但擴大外匯買賣限價之最顯著的採用，則尚在我國見之。我國於一九三六年九月將英匯買賣價差額，由原來之四分之一便士，擴大至二分之一便士，

註五 一九三七年六月上項規定法郎金值限度之條文又告廢止，今後將任法郎自覓其

將美匯買賣價差額，由原來之半元，擴大至一元，即其明證也。

活動平價或可變平價制與擴大外匯買賣限價雖有相似之處，但其目的及作用則稍有不同。蓋前者係對平價本身而言，其目的在糾正永久性質之不均衡，僅於非常時始有運用之必要，而後者則對以平價為中心之變動限度而言，其目的在糾正臨時性質之不均衡，即於平常時亦有運用之可能也。

第二章 「新金本位」之性質及匯兌

平準基金之運用

第一節 新金本位之性質

一九三六年九月二十六日英，美，法三國既因法郎之貶值而有英，美，法三國貨幣協定之成立，繼於十月十二日三國政府有所謂「新金本位」之宣布。此所謂「新金本位」者究爲若何之幣制？試一加探討焉。

據報章所傳各國政府當局之談話，所謂「新金本位」之特徵，當爲下列各端：

- (一)茲後英，美，法三國匯兌平準基金可以相互購進黃金，從來美國黃金僅許運往金本位國，故對英國運金本所不許，而自法郎貶值後，對法國運金亦所不許。今「新金本位」既告成立，美國特許英，法兩國匯兌平準基金得向美國匯兌平準基金自由購金，而英，法兩國亦許美國匯兌平準基金得向英，法兩國匯兌平準基金自由購金。以上所謂自由購金之權利，僅限於英，美，法三國之匯兌平準基金，自無待言；故此項辦法實際上僅爲英，美，法三國匯兌平準基金之技術上的合作辦法。至各國紙幣之對內不能自由兌現與各國黃金之對外不能自由流通（英國另有黃金自由市場，可謂例外），則仍與前無異，此新金本位之異於舊金本位者一也。

- (二)茲後黃金售價僅由美國宣布，英，法兩國則對於其金售價均守秘密，美國向英，法兩國購金時，其價格將共相商定。美國自一九三四年美元減成後，聯邦準備局代政府出售黃金價格，暫定爲每盎斯三十五元，故新金本位宣布後，其黃金出售價格可仍暫定爲每盎斯三十五元，惟需另加手續費千分之二十五耳。至英，法兩國，則英鎊，法郎之金值本未確定，對於黃金出售價格自亦不能規定，此新金本位之異於舊金本位者二也。
- (三)茲後英，美，法三國貨幣之相互匯價雖可由三國匯兌平準基金之合作運用而趨於比較穩定，但並無往昔現金輸送點之限制，此新金本位之異於舊金本位者三也。
- (四)除英，美，法三國外，凡他國能採用平等互惠之原則者，亦得參加上項辦法。
- (五)上項辦法得依二十四小時之預告，隨時取消之。

以上各點可謂「新金本位」之特徵，但「新金本位」猶在草創時期，其將來究將如何演進，則猶須視環境之演變而定也。

第二節 「新金本位」下匯兌平準基金之常態運用 註一

「新金本位」之義既釋，茲請再將今後「新金本位」之運用，對於各國國內市場之影響，一加分析。

新金本位最重要之特徵，在各國之匯兌平準基金得以相互購金。故

註一 本節係參考 The Mechanism of Exchange Fund, Economist, October 10, 1936 而加以引伸。

欲明瞭新金本位之運用對於各國國內市場之影響，即須明瞭各國匯兌平準基金於購入或售出黃金後對於該國國內市場之影響。

各國匯兌平準基金之構成有二種典型：其一以貨幣減成後之贏益撥充之，如美國及法國之匯兌平準基金是；其二以財部庫券撥充之，如英國及荷蘭之匯兌平準基金是。此二類匯兌平準基金之構成既異，故當其購入或售出黃金後對於國內市場之影響亦殊。

茲請設例以說明其各別之影響。例如今如有人欲將倫敦之存款一百萬英鎊（如以一英鎊合一〇五法郎計，等於一萬零五百萬法郎）移至巴黎，試看此舉對於英、法兩國國內市場發生若何作用。第一，此舉將倫敦各銀行之存款減少一百萬英鎊，而使巴黎各銀行之存款增加一萬零五百萬法郎。第二，為使上項存款移轉得以實現起見，倫敦各銀行須售出一百萬英鎊之法郎匯票，但同時須向英國匯兌平準基金購入一百萬英鎊之法郎匯票以為抵補。第三，英國匯兌平準基金須售出一百萬英鎊之黃金予法國匯兌平準基金，俾得獲得法郎頭纜籍以應付其所售出之法郎匯票。第四，因第一第二第三各步之結果，在英國方面，其匯兌平準基金所有之紙幣（或存在英蘭銀行之存款）增加一百萬英鎊，而其存金則減少一百萬英鎊，同時倫敦各銀行所有之紙幣（或存在英蘭銀行之存款）及存款則均減少一百萬英鎊；反之，在法國方面，其匯兌平準基金所有之存金增加一萬零五百萬法郎，而其紙幣（或存在法蘭西銀行之存款）則減少一萬零五百萬法郎，同時巴黎各銀行之紙幣（或存在法蘭西銀行之存款）及存款則均增加一萬零五百萬法郎。第五，在法國方面，其匯兌平準基金存金之增加，使巴黎各銀行之營業準備（即紙幣或存在法

蘭西銀行之存款) 及存款為同量之增加, 而使巴黎各銀行營業準備對存款之比率提高, 因此巴黎市場之銀根可以較前稍鬆, 其作用與往昔在「舊金本位」時代黃金之流入足使國內市場之銀根趨鬆者並無異致。第六, 在英國方面, 其匯兌平準基金存金之減少, 照理亦應使倫敦各銀行之營業準備 (即紙幣或存在英蘭銀行之存款) 及存款為同量之減少, 而使倫敦各銀行營業準備對存款之比率降低, 因此倫敦市場之銀根可以較前稍緊; 但因英國匯兌平準基金構成之特殊, 實際上其存金之減少, 並不能發生上項作用, 蓋英國匯兌平準基金既係由財部庫券撥充之, 故每當售出存金而收入紙幣或英蘭銀行存款之時, 依法必須以所收入之紙幣或英蘭銀行存款在公開市場中購回財部庫券, 因此倫敦各銀行所有之財部庫券或以財部庫券為擔保之短期放款將因此減少, 而其所有之紙幣或英蘭銀行存款則可增加; 如將此步與以上各步合計, 則英國匯兌平準基金存金之減少, 對於倫敦市場之淨影響可以下列變動表示之:

- (1) 當倫敦各銀行向英國匯兌平準基金購入法郎匯票以為售出法郎匯票之抵補時, 倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶當作如下之變動:

倫敦各銀行

存款	減一, 〇〇〇, 〇〇〇 <u>英鎊</u>
營業準備	減一, 〇〇〇, 〇〇〇 <u>英鎊</u>
庫券及短期放款	無變動

英蘭銀行

公共存款	(即匯兌平準基金在 <u>英蘭</u> 銀行存款帳)	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
銀行存款	(即 <u>倫敦</u> 各銀行在 <u>英蘭</u> 銀行存款帳)	減一,〇〇〇 〇〇〇 <u>英鎊</u>

(2) 當英國匯兌平準基金購入財部庫券時, 倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶當作如下之變動:

倫敦各銀行

存款	無變動
營業準備	增一 〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
庫券及短期放款	減一 〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>

英蘭銀行

公共存款	(即匯兌平準基金 <u>英蘭</u> 銀行存款帳)	減一 〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
銀行存款	(即 <u>倫敦</u> 各銀行在 <u>英蘭</u> 銀行存款帳)	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>

(3) 以上兩段變動合併後之淨變動:

倫敦各銀行

存款	減一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
營業準備	無變動
庫券及短期放款	減一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>

由此可知英國匯兌平準基金存金之減少,對於倫敦市場之淨影響,乃使倫敦各銀行之存款及投資均減一百萬英鎊;而其營業準備則並無變動,因此倫敦各銀行營業準備對存款之比率反可因此提高,而倫敦市場之銀根反可因此較前稍鬆,此其作用與往昔在「舊金本位」時代黃金之流出足使銀根趨緊者大異其趣矣。

以上係言將倫敦存款一百萬英鎊移至巴黎,對於英,法兩國國內市

場之影響，茲請再觀將巴黎存款一萬零五百萬法郎移至倫敦，對於英、法兩國國內市場之影響。第一，此舉將使巴黎各銀行之存款減少一萬零五百萬法郎，而使倫敦各銀行之存款增加一百萬英鎊。第二，爲使上項存款移轉得以實現起見，巴黎各銀行須售出一萬零五百萬法郎之英鎊匯票，但同時須向法國匯兌平準基金購入一萬零五百萬法郎之英鎊匯票以爲抵補。第三，法國匯兌平準基金須售出一萬零五百萬法郎之黃金予英國匯兌平準基金，俾得獲得英鎊頭襯以便應付其所售出之英鎊匯票。第四 因第一第二第三各步之結果，在法國方面，其匯兌平準基金所有之紙幣（或存在法蘭西銀行之存款）增加一萬零五百萬法郎，而其存金則減少一萬零五百萬法郎，同時巴黎各銀行所有之紙幣（或存在法蘭西銀行之存款）及存款則均減少一萬零五百萬法郎；反之，在英國方面，其匯兌平準基金所有之存金增加一百萬英鎊，而其紙幣（或存在英蘭銀行之存款）則減少一百萬英鎊，同時倫敦各銀行之紙幣（或存在英蘭銀行之存款）及存款則均增加一百萬英鎊。第五，在法國方面，其匯兌平準基金存金之減少，使巴黎各銀行之營業準備（即紙幣或存在法蘭西銀行之存款）及存款爲同量之減少，而使巴黎各銀行營業準備對存款之比率降低，因此巴黎市場之銀根可以較前稍緊，其作用與往昔在「舊金本位」時代黃金之外流足使國內市場之銀根趨緊者並無異致。第六，在英國方面，其匯兌平準基金存金之增加，照理亦應使倫敦各銀行之營業準備（即紙幣或存在英蘭銀行之存款）及存款爲同量之增加，而使倫敦各銀行營業準備對存款之比率提高，因此倫敦市場之銀根可以較前稍鬆；但因英國匯兌平準基金構成之特殊，實際上其存金之增加並不能

發生上項作用，蓋英國匯兌平準基金既由財部庫券撥充之，故每當購入黃金而付出紙幣或英蘭銀行存款之時，依法必須在公開市場售出財部庫券以籌集其所需之紙幣或英蘭銀行存款，因此倫敦各銀行所有之財部庫券或以財部庫券為擔保之短期放款將因此增加，而其所有之紙幣或英蘭銀行存款則須減少，如將此步與以上各步合計，則英國匯兌平準基金存金之增加對於倫敦市場之淨影響，可以下列變動表示之：

- (1) 當倫敦各銀行以巴黎寄來之英鎊匯票持向英國匯兌平準基金換取英鎊現款時，倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶當作如下之變動：

倫敦各銀行

存款	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
營業準備	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
庫券及短期放款	無變動

英蘭銀行

公共存款 <small>(即匯兌平準基金在英蘭銀行存款帳)</small>	減一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
銀行存款 <small>(即倫敦各銀行在英蘭銀行存款帳)</small>	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>

- (2) 當英國匯兌平準基金售出財部庫券時，倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶當作如下之變動：

倫敦各銀行

存款	無變動
營業準備	減一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
庫券及短期放款	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>

英蘭銀行

公共存款	(即匯兌平準基金在英蘭銀行存款帳)	增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊
銀行存款	(即倫敦各銀行在英蘭銀行存款帳)	減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

(3) 以上兩段變動合併後之淨變動：

倫敦各銀行

存款	增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊
營業準備	無變動
庫券及短期放款	增一,〇〇〇 〇〇〇英鎊

由此可知英國匯兌平準基金存金之增加，對於倫敦市場之淨影響，乃使倫敦各銀行之存款及投資均增一百萬英鎊，而其營業準備則並無變動，因此倫敦各銀行營業準備對存款之比率反將因此降低，而倫敦市場之銀根反將因此較前稍緊，此其作用與往昔在「舊金本位」時代黃金之流入足使國內市場之銀根趨鬆者亦大異其趣矣。

在「舊金本位」下，兩國間現金之移動，勢使受金之國信用擴張，而使失金之國信用收縮。由上所論，在「新金本位」下，則兩國間現金之移動，如由英國式匯兌平準基金售金於法國式匯兌平準基金，可使受金之國與失金之國同趨信用擴張；反之，兩國間現金之移動，如由法國式匯兌平準基金售金於英國式匯兌平準基金，則使受金之國與失金之國同趨信用收縮。

第三節 「新金本位」下匯兌平準基金之變態運用 註二

註二 本節係參考“The Mechanism of Exchange Fund.” Economist, Oct. 10, 1936 而加以引伸。

但以上所述「新金本位」下現金移動對於國內市場之影響，亦並非事所必然。苟英國式之匯兌平準基金能與其中央銀行充份合作，亦未始不可改變此種影響。按照前例，如英國匯兌平準基金售金予法國匯兌平準基金，因而使其存金減少而收入紙幣或英蘭銀行存款時，如果英國匯兌平準基金即以所收入之紙幣或英蘭銀行存款，在公開市場中購回財部庫券，誠將使倫敦各銀行恢復其因存款減少而失去之紙幣或英蘭銀行存款，因而其營業準備對存款之比率反可因此提高，而倫敦市場之銀根反可因此較前稍鬆；但如英國匯兌平準基金能以所收入之紙幣或英蘭銀行存款，不在公開市場購回財部庫券，而向英蘭銀行購回黃金，則倫敦各銀行即不能恢復其因存款減少而失去之紙幣或英蘭銀行存款，因而其營業準備對存款之比率自必降低，而倫敦市場之銀根自必較前稍緊矣。至此舉在英蘭銀行方面，則除將使其發行部之現金及紙幣發行額均減一百萬英鎊外，又足使其業務部之存款及營業準備亦均減一百萬英鎊，因此亦可使其營業準備對存款之比例降低，而使其信用政策趨於緊縮。英國匯兌平準基金之運用如採上項政策，則其存金初因售予法國而減少，繼因向英蘭銀行購回而增加，兩相抵銷，毫無增減，而其對於倫敦市場之淨影響，則可以下列變動表示之：

- (1) 當倫敦各銀行向英國匯兌平準基金購入法郎匯票，以爲售出法郎匯票之抵補時，倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶當作如下之變動：

倫敦各銀行

存款

減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

營業準備 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

英蘭銀行

發行部

現金 無變動

紙幣發行額 無變動

業務部

公共存款 (即匯兌平準基金在英蘭銀行存款帳) 增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

銀行存款 (即倫敦各銀行在英蘭銀行存款帳) 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

營業準備 無變動

(2) 當英國匯兌平準基金向英蘭銀行購回黃金時, 倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶作如下之變動:

倫敦各銀行

存款 無變動

營業準備 無變動

英蘭銀行

發行部

現金 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

紙幣發行額 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

業務部

公共存款 (即匯兌平準基金在英蘭銀行存款帳) 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

銀行存款 (即倫敦各銀行在英蘭銀行存款帳) 無變動

營業準備 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

(3) 以上兩段變動合併後之淨變動:

倫敦各銀行

存款 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

營業準備 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

英蘭銀行

發行部

現金 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

紙幣發行額 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

業務部

銀行存款 (即倫敦各銀行在英蘭銀行
存款帳) 減一,〇〇〇 〇〇〇英鎊

營業準備 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

由此可知英國匯兌平準基金如一方將其黃金售予法國，而一方向英蘭銀行購回黃金，則其對於倫敦市場之淨影響，足使倫敦各銀行及英蘭銀行之存款及營業準備均為同量之減少，而倫敦各銀行及英蘭銀行營業準備對存款之比率均可降低，使倫敦市場之銀根較前稍緊。與往昔在「舊金本位」時代黃金之外流足使國內市場之銀根趨緊者毫無異致矣。

以上辦法，當「新金本位」下兩國間現金之移動，如由英國式匯兌平準基金售金於法國式匯兌平準基金時，可以採用之；反之，當「新金本位」下兩國間現金之移動，如由法國式匯兌平準基金售金於英國式匯兌平準基金時，則以上辦法尚須變更方式。按照前例，如英國匯兌平準基金

向法國匯兌平準基金購金，因而使其存金增加，而付出紙幣或英蘭銀行存款時，如果英國匯兌平準基金即在公開市場售出財部庫券以籌集其所需之紙幣或英蘭銀行存款。誠將使倫敦各銀行付出其因存款增加而收入之紙幣或英蘭銀行存款，因而其營業準備對存款之比例反將因此降低。而倫敦市場之銀根反將因此較前稍緊；但如英國匯兌平準基金能不在公開市場售出財部庫券以籌集其所需之紙幣或英蘭銀行存款，而以購入之黃金轉售於英蘭銀行，則倫敦各銀行即不必再付出其因存款增加而收入之紙幣或英蘭銀行存款，因而其營業準備對存款之比例自必提高。而倫敦市場之銀根自必較前稍鬆矣。至此舉在英蘭銀行方面，則除將使其發行部之現金及紙幣發行額均增一百萬英鎊外，又足使其業務部之存款及營業準備亦均增一百萬英鎊，因此亦可使營業準備對存款之比例提高。而使其信用政策趨於寬鬆。英國匯兌平準基金之運用如採上項政策，則其存金初因由法國購入而增加，繼因轉售予英蘭銀行而減少，兩相抵銷，毫無增減，而其對於倫敦市場之淨影響，則可以下列變動表示之：

- (1) 當倫敦各銀行以巴黎寄來之英鎊匯票持向英國匯兌平準基金換取英鎊現款時，倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶當作如

下之變動：

倫敦各銀行

存款 增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

營業準備 增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

英蘭銀行

發行部

現金 無增減

紙幣發行額 無增減

業務部

公共存款 (即匯兌平準基金在英蘭銀行存款帳) 減一,〇〇〇,〇〇〇英鎊銀行存款 (即倫敦各銀行在英蘭銀行存款帳) 增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

(2) 當英國匯兌平準基金將黃金轉售於英蘭銀行時, 倫敦各銀行及英蘭銀行之帳戶作如下之變動:

倫敦各銀行

存款 無變動

營業準備 無變動

英蘭銀行

發行部

現金 增一,〇〇〇 〇〇〇英鎊紙幣發行額 增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

業務部

公共存款 (即匯兌平準基金在英蘭銀行存款帳) 增一,〇〇〇 〇〇〇英鎊銀行存款 (即倫敦各銀行在英蘭銀行存款帳) 無變動營業準備 增一,〇〇〇,〇〇〇英鎊

(3) 以上兩段變動合併後之淨變動:

倫敦各銀行

存款	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
營業準備	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
<u>英蘭銀行</u>	
發行部	
現金	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
紙幣發行額	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
業務部	
銀行存款	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>
<small>(即倫敦各銀行在英蘭銀行存款帳)</small>	
營業準備	增一,〇〇〇,〇〇〇 <u>英鎊</u>

由此可知英國匯兌平準基金如一方由法國購金而一方將黃金轉售予英蘭銀行,則其對於倫敦市場之淨影響,足使倫敦各銀行及英蘭銀行之存款及營業準備均為同量之增加,而倫敦各銀行及英蘭銀行營業準備對存款之比率均可提高,使倫敦市場之銀根較前稍鬆,與往昔在「舊金本位」時代黃金之流入足使國內市場之銀根趨鬆者毫無異致矣。

總括以上所述,可知在英國式匯兌平準基金之下,黃金之流入或流出是否使國內市場之信用鬆弛或緊縮,胥當視其匯兌平準基金之運用政策而定。至究竟以何種政策為佳,則不能一概而論,要當視其國內市場之環境而定,但由此而觀,亦可知「新金本位」實遠較「舊金本位」為富有彈性矣。

第三章 匯兌統制論

匯兌統制有廣義的及狹義的二種解釋：廣義的匯兌統制，指一切政府對於匯兌之干涉而言，如英，美，法三國現在所行之「新金本位」及我國之新貨幣政策亦均有統制匯兌之意味，但此種廣義的匯兌統制，吾人已於以前各章加以論列，此間不必加以贅述；至狹義的匯兌統制，則指有限制買賣外匯，使國際收支之平衡不生影響於匯率而言。此種狹義的匯兌統制，又有間接方法與直接方法之分別：所謂間接方法之匯兌統制，即藉統制貿易之作用，使有形貿易之入超減少或出超增加，俾借貸平衡得以維持平衡，而國幣匯率得以維持穩定；而直接方法之匯兌統制，則辦法頗多，其要者為匯兌限制(Exchange Restriction) 封鎖帳項(Blocked Account)，及匯兌劃帳(Exchange Clearing) 三種。茲分別論其辦法如次。

第一節 間接方式之匯兌統制

先言間接方法之匯兌統制，最普通者自為關稅政策及補助政策，即一方對進口貨物提高關稅，一方對出口貨物予以補助，使有形貿易之入超得以減少或出超得以增加，俾借貸平衡得以維持平衡，而國幣匯率得以維持穩定。此種政策在歐洲重商主義盛行時期，各國早已採取；但自十九世紀以來，因自由主義之怒潮澎湃一時，不免稍稍失勢，直至歐戰以後，因國家濟經主義之興起，始復重新抬頭；即自由貿易主義發源地之英國，近年亦逐漸變更方針，傾向此項政策矣。自由貿易與保護貿易

之相對利弊，已爲屢彈之舊調，此間不願多加論列。惟吾人以爲國際貿易原爲世界分工之極則，自由貿易之原則實爲不磨之論。保護貿易僅當農業國家在其工業化之過程中一爲應用，始有理論之基礎，今日工業國家竟亦競行保護貿易政策，實爲世界經濟繁榮之阻礙。至以關稅政策或補助政策謀借貸平衡之平衡而措匯率於穩定，則收效亦未必宏大。蓋一國匯率之感受威脅，借貸平衡之逆調固有關係，而國內資金逃避之關係實尤鉅；故即使因關稅政策及補助政策之運用而獲借貸平衡之平衡，亦未必能使一國之匯率臻於穩定也。

此次經濟恐慌發生以後，國家經濟主義之狂潮益爲泛濫，各國對於貿易之統制更變本加厲，除關稅政策補助政策以外，更因法國之作俑，而有限額制度（Quota System）之採行。所謂限額制度者，即對某種貨物之輸入，根據本國生產消費情形，酌量定一限額，某時期內此種貨物之輸入，即以上項限額爲限，不得超過；至在此限額內各國所可輸入之數額，則大致按前一年或前數年之比例而定。限額制度對於輸入之限制確較關稅制度更爲有效，因關稅提高以後，輸入究將減少若干，實難預先推測；至若實行限額制度，則輸入之必不超過所規定之限額，固可斷言也。但欲以限額制度謀借貸平衡之平衡而措匯率於穩定，則其效用亦未必宏大，其理由與以上論關稅政策補助政策時相同，茲不贅述。

第二節 直接方法之匯兌統制

再言直接方法之匯兌統制，其通行最廣者厥爲匯兌限制，但各國所

行之程度，則頗有差異。^{註一} 通常輸出商如運貨出口，先須將出口匯票售予統制匯兌機關，而輸入商之欲購買進口匯票者，亦應先向統制匯兌機關領取外匯許可證，使出口匯票之供給集中於統制匯兌機關，而進口匯票之需要亦可減至最低限度。此外，匯兌投機及資本逃避自須嚴格加以取締，以減少外匯之需要，其尤者且飭令私人將其所有之外匯頭擘及外國證券一律交出，以增加外匯之供給，務使對外收支可以不必藉黃金運輸而自趨平衡，對外匯率可以不必藉黃金準備而自趨穩定。此種限制匯兌辦法，歐戰時各國早已普遍實行，不料此次經濟恐慌發生後，竟復有變本加厲之勢。其施行最嚴格者當推國社主義下之德國，此外東歐，中歐，及南美各債務國亦相繼仿行；而法西主義下之意國，因東非侵略戰爭後，「里拉」匯率有趨疲之勢，軍國主義下之日本，因軍事預算之膨脹，日圓匯率有轉弱之概，亦均不得不將匯兌限制逐漸強化，是則匯兌限制實為獨裁政治之共同政策，而為國家經濟主義之具體表現也。

德國於匯兌限制以外，尚有「封存帳款」之發明，而東歐，中歐，南美諸債務國亦多仿行。^{註二} 一九三一年夏季，德國發生金融恐慌，當時外國紛紛收回債權，資本流出，現金日縮，乃於是年七月間與外國債權人商議訂立停付協定(Standstill Agreement)，其後又幾經展期，卒於一九三三年六月頒布對外債務法，^{註三} 命令凡負有對外債務者，不問此項債務原以本國貨幣表示 或以外國貨幣表示，均應於其到期日將其本

註一 Einzig, P., Exchange Control, Chap. X and XI, London, 1934

註二 Einzig, P., Exchange Control, Chap. XII, London, 1934

註三 Einzig, P., Germany's Default, The Economics of Hitlerism, Chap. III, VI, VII, XI and Appendix I, II, III, London, 1934

息以本國貨幣繳入「德國對外債務清理局」(Konversionskasse für Deutsche Auslandsschulden)，以解除其對外之債務；該局收到此項本息後，應貸入外國債權人之封存帳戶，但外國債權人對於此項封存帳戶，並不能取現匯出，祇可在德國境內充遊歷費用，或購買某種德國出口貨物，或購買某種德國內國證券，其限制之性質，隨債權之性質而不同。其僅可充遊歷費用之需者，稱為登記馬克；其僅可充購買某種德國出口貨物之用者，稱為信用馬克；其僅可充購買某種德國內國證券之用者，稱為證券馬克。以上各種封存馬克，雖不能直接由債權人提現匯出，但債權人亦未始不可在黑市中轉讓於他人，如登記馬克可轉讓於外國遊歷者，信用馬克可轉讓於外國輸入商，證券馬克可轉讓於外國投資者。惟此種封存馬克，用途既有限制，其在黑市中之匯價自遠較普通馬克為低，通常登記馬克須打八折，信用馬克須打六折，至證券馬克則僅對折而已。故德國自一九三一年以後，名義上雖維持金本位，而實際上其鈔票發行之現金準備且不及百分之五，名義上馬克之匯率雖稱穩定，而實際上各種封存馬克之匯率則實已貶值。因登記馬克之貶值，故在德國遊歷費用可以較省，因信用馬克之貶值，故購買某種德國出口貨物之代價可以較廉，因證券馬克之貶值，故購買某種德國內國證券之代價可以較廉。故德國封存帳款之作用，不但可使對外債務之償還對於馬克匯率不生影響，且可因各種封存馬克之貶值，而使借貸平衡趨於有利。總之，封存帳款之辦法，如德國之有鉅額債務者，在萬不得已時偶一採行，亦未始非一時權宜之計；但須知此種辦法之實行，實足使一國喪失對外信用，而杜絕其吸收外資之途徑，非至萬不得已時，究屬不足為訓也。

因債務國家之採行封存帳款制度，故債權國家乃採行匯兌劃帳制度以相應付，匯兌劃帳之辦法，導源於一九三一年十一月瑞士與匈牙利所訂之條約，其辦法大致如次。註四 瑞，匈二國商人買賣，均不直接購買匯票，而各付本國貨幣於其本國之中央銀行。例如瑞士輸入商向匈牙利購貨，不必購買匈幣匯票，但付瑞幣於瑞士中央銀行專戶收存；瑞士輸出商售貨於匈牙利，亦不必出售匈幣匯票，但向瑞士中央銀行收取瑞幣。瑞士中央銀行即從其輸入商所付之貨款中，如數付與輸出商。匈牙利方面亦然，亦由中央銀行擔任收付。輸入國家之中央銀行向其輸入商收款後，應即通知輸出國家之中央銀行；輸出國家之中央銀行於接到輸入國家中央銀行之通知後，始能付款於其輸出商。以上即為匯兌劃帳之大概，至各國訂立匯兌劃帳協定之動機，大抵由於某債權國對某債務國之貿易平衡為入超，因債務國對於債務之本息不能按時履行，故債權國欲扣留應付入超之款項以抵償債務本息，於是兩國乃訂立如上所述之匯兌劃帳協定；因債權國對債務國之貿易平衡為入超，故匯兌劃帳協定訂立以後，債權國中央銀行收自其輸入商之款項必多於付予其輸出商之款項，而債務國中央銀行付予其輸出商之款項必多於收自其輸入商之款項，債權國多收之款項與債務國多付之款項自屬相等，此種款項即可移作抵補延付債務本息之用矣。瑞士與匈牙利之訂立匯兌劃帳協定，即屬由於上項動機。其後瑞士與奧大利，南斯拉夫，布加利亞，羅馬利亞，希臘，土耳其，智利，阿根廷之訂立匯兌劃帳協定，亦屬由

註四 Einzig, P., Exchange Control, Chap. XIII and XIV, London, 1934

於上項動機。大概西歐諸債權國之與東歐，中歐，南美諸債務國訂立匯兌劃帳協定，均屬由於同樣動機也。此外，各國之訂立匯兌劃帳協定有時尚有平衡貿易之動機。例如甲國對乙國之貿易本為入超，今甲國與乙國如訂立匯兌劃帳協定，則入超當可消滅，蓋按照匯兌劃帳協定，輸入商均應將貨款付於中央銀行，中央銀行即以此款付予輸出商，如甲國對乙國之貿易本為入超，則其中央銀行收自輸入商之款項自必多於付予輸出商之款項，此種多收款項即為入超之表示，終須由甲國中央銀行與乙國中央銀行設法了結之。了結辦法可有三種：其一，即由甲國中央銀行暫時停收輸入商之款項，使由乙國之輸入暫時停止，俾對乙國之入超可以自然消滅；其二，即由甲國設法增加對乙國之輸出，使中央銀行對輸出商增加付出款項，俾對乙國之入超亦可自然消滅；其三，由甲乙兩國與丙國互訂三國協定，如甲國對乙國為入超，但對丙國為出超，而乙國對甲國為出超，但對丙國為入超，則甲國即可以對乙國貿易多收之款，抵補對丙國貿易多付之款，而乙國亦可以對丙國貿易多收之款，抵補對甲國貿易多付之款。以上三種了結辦法，對於國際貿易之影響各有不同；如採第一辦法，則甲、乙兩國間之國際貿易必將減縮；如採第二辦法，則甲、乙兩國間之國際貿易反可增進；如採第三辦法，則於國際貿易並無若何影響，而因國際貿易所引起之匯兌關係則可避免。第一辦法與第二辦法均使國際貿易成為人為的雙方貿易（Bilateral Trade），而第三辦法則仍能維持多方貿易（Multilateral Trade）之原則，故三國協定或多國協定，在匯兌劃帳辦法中，實最差強人意；惟其訂立手續則以關係國數增多，較為困難耳。

第三節 匯兌統制之前途

近年以來，因各國勵行統制貿易政策及統制匯兌政策之結果，使國際貿易減縮極烈，一九三五年及一九三六年雖稱為經濟復興之年，而據國際聯盟會之統計，註五則世界七十三國之貿易值，一九三五年僅當一九二九年之百分之三四·七，一九三六年僅當一九二九年之百分之三七·七；如以貿易量計，一九三五年亦僅當一九二九年之百分之八二·一，一九三六年亦僅當一九二九年之百分之八五·五，國際貿易量值之減縮，實為世界經濟繁榮之阻礙，此各國有明識之政治家經濟家類能道之。一九三三年倫敦世界經濟會議之召集，其目的亦即在設法緩和各國之統制貿易政策及統制匯兌政策，以圖國際貿易之恢復，而謀世界經濟之復興，徒以當時世界幣制未臻穩定，貿易自由無從談起，而該會議遂不得不慘告失敗。今者英、美、法三國貨幣協定既已成立，世界幣制已略臻穩定，實為提倡貿易自由之良機。聞最近英、法二國政府已委託比國齊蘭總理（Van Zeeland），進行調查各國經濟狀況，以備召集第二次世界經濟會議之參考；而美國方面對於此舉亦頗表示贊同，可知貿易自由已為民主國家一致之要求，其成功與否，要當視獨裁國家之是否願放棄其陝隘之國家經濟主義之成見耳。

註五 Monthly Bulletin of Statistics, No. 4, 1937

第四章 遠期匯率與即期匯率^{註一}

第一節 遠期匯率與利率平價

匯兌風險尙可以遠期匯票 (Forward Exchange) 之買賣而減輕，故在討論匯價穩定問題之餘，尙不能不對遠期匯票問題附帶加以討論。

照正統派之解釋，遠期匯率乃決定於兩市場短期利率之差異。蓋銀行一方面出售遠期匯票，依理一方即須購入即期匯票以爲抵補，俾將來遠期匯票到期時可以從容應付，而得避免匯價漲跌之風險，但銀行之出售遠期匯票，須待遠期匯票到期後始可收入本國貨幣，付出外國貨幣，而其購入即期匯票，則須即刻付出本國貨幣，收入外國貨幣，是即無異在遠期匯票到期前，須將本國之現款轉存於外國。故如外國短期投資之利率低於國內，則銀行即須爲出售遠期匯票而受利率差異之損失；反之，如外國短期投資之利率高於國內，則銀行即可爲出售遠期匯票而獲利率差異之利益。此項損失銀行固不願代他人擔負，此項利益銀行因競爭關係亦不能代他人承受，故當其出售遠期匯票時，必以此項損失或利益計入遠期匯率之內。如果外國短期投資之利率低於國內，則以同量之本國貨幣購買即期匯票可得較多之外國貨幣，而購買遠期匯票則得較

註一 關於遠期匯率之專書極少，最近恩吉格氏 (Paul Einzig) 始有 *The Theory of Forward Exchange*, London, 1937 一書之出版，作者之讀該書，已在本書完成之後，故本文之撰述，並未參考該書。惟該書之若干部份，恩氏原早曾在其他著作中發表，因爲作者所熟知也。

少之外國貨幣，換言之，即外國貨幣之遠期匯率較其即期匯率為稍昂而發生「升水」(Premium)，而本國貨幣之遠期匯率則較其即期匯率為稍賤而發生「貼水」(Discount)；反之，如果外國短期投資之利率高於國內，則以同量之本國貨幣購買即期匯票僅得較少之外國貨幣，而購買遠期匯票則得較多之外國貨幣，換言之，即外國貨幣之遠期匯率較其即期匯率為稍賤，而發生「貼水」，而本國貨幣之遠期匯率則較其即期匯率為稍昂，而發生「升水」。茲再舉實例以說明之，如倫敦對紐約之即期匯率為一鎊合四·八八元或四八八分，而倫敦短期投資之利率為週息二釐半，紐約短期投資之利率為週息一釐半，計紐約較倫敦低一厘；今如倫敦某銀行出售三個月期之紐約匯票，而購入即期之紐約匯票以為抵補，即無異在三個月內須將倫敦之現款轉存於紐約，故在利率方面，每一英鎊共須損失一·二二分($488 \times \frac{1}{100} \times \frac{3}{12} = 1.22$)；此項損失銀行自不願代他人擔負，故其所訂之遠期匯率應將此項損失計算在內，倫敦對紐約之即期匯率既為一鎊合四·八八元，則減去上項利率差額，其三個月期遠期匯率當為一鎊合四·八六七八元，換言之，即美元之遠期匯率較其即期匯率須加「升水」一·二二分，而英鎊之遠期匯率則較其即期匯率須減「貼水」一·二二分。反之，如倫敦對紐約之即期匯率仍為一鎊合四·八八元或四八八分，而倫敦短期投資之利率為週息二厘，紐約短期投資之利率為週息三釐，計紐約較倫敦高一釐；今如倫敦某銀行出售三個月期之紐約匯票，而購入即期之紐約匯票以為抵補，即無異在三個月內可將倫敦之現款轉存於紐約，故在利率方面每一英鎊共可獲利一·二二分($488 \times \frac{1}{100} \times \frac{3}{12} = 1.22$)，此項利益銀行因競爭關

係亦不能代他人承受，故其所訂之遠期匯率須將此項利益計算在內，倫敦對紐約之即期匯率既爲一鎊合四·八八元，則加上上項利率差額，其三個月期遠期匯率應爲一鎊合四·八九二二元，換言之，即美元之遠期匯率較其即期匯率須減「貼水」一·二二分，而英鎊之遠期匯率則較其即期匯率須加「升水」一·二二分。以上由市場短期投資利率之差額計算而得之遠期匯率，普通稱爲「利率平價」(Interest Parity)。

上項正統派之解釋，認遠期匯率乃決定於兩市場短期利率之差異，有時雖與事實相適合，有時則與事實相違反。蓋遠期匯率有時亦可影響兩市場短期投資利率之差異，此可由近年法國及我國之實例證之。法國在一九三五年及一九三六年時，因法郎貶值之謠傳甚盛，致巴黎市場上外幣遠期匯率之升水甚大，法郎遠期匯率之貼水甚大，超過其利率平價甚多。故當時法國各銀行如以其流動資金，一方購入外幣即期匯票，一方售出外幣遠期匯票，可獲利極厚，最多竟合週息五，六分。結果銀行對於其他普通放款多表不願，工商業向銀行借款常須付息遠在法蘭西銀行貼現率一，二釐以上，由此可知當時法郎遠期匯率實足影響法國國內市場之利率也。註二

又我國在一九三五年新貨幣政策實行前，亦因放棄銀本位之謠傳甚盛，致上海市場上外幣遠期匯率之升水甚大，國幣遠期匯率之貼水甚大，上海各銀行如以其流動資金，一方購入外幣即期匯票，一方售出外幣遠期匯票，可獲利甚厚，最高曾達週息二，三分，致市場遊資均移作

註二 Paul Einzig, Some Theoretical Aspects of Forward Exchange, Economic Journal, September, 1936

套匯買賣，而上海銀根遂倍形緊張，折息極爲高昂，由此可知當時國幣遠期匯率實足影響我國國內市場之利率也。

由法國及我國近年之實例，吾人可得如下之結論：凡一國因其貨幣遠期匯率之跌落，而與「利率平價」發生差額，以致引起套匯買賣以喪失資金者（購入外幣即期匯票而售出外幣遠期匯票即爲喪失資金），則該國之銀根必形緊張，利率必形高漲；反之，凡一國因其貨幣遠期匯率之漲高而與「利率平價」發生差額，以致引起套匯買賣以吸收資金者（售出外幣即期匯票而購入外幣遠期匯票即爲吸收資金），則該國之銀根必形鬆動，利率必形低落。

以上理論證明遠期匯率與「利率平價」實屬互爲因果，正與即期匯率與購買力平價之互爲因果無異。正統派經濟學者謂購買力平價必爲因，即期匯率必爲果，吾人已於第二編第二章內加以駁斥，而以爲即期匯率亦可爲因，購買力平價亦可爲果。正統派經濟學者謂利率平價必爲因，遠期匯率必爲果，吾人亦已於本章內加以駁斥，而以爲遠期匯率亦可爲因，利率平價亦可爲果。

第二節 遠期匯率過度變動之原因

恩吉格氏（Paul Einzig）對於遠期匯率問題研究頗深，彼以爲一國貨幣遠期匯率之所以與其利率平價發生差異，常由於即期匯率與其購買力平價之脫節。^{註三} 如一國貨幣之即期匯率較購買力平價過高，則

註三 Paul Einzig, Some Theoretical Aspects of Forward Exchange, Economic Journal, September, 1936

其遠期匯率必將趨跌，其原因如下：

(一)在即期匯率較購買力平價過高之國家，其國內市場利率常有趨漲之勢，尤以當其中央銀行採取貼現率政策以維持過高之匯率時爲然，故依「利率平價」之理論，其遠期匯率本有趨跌之勢；但此種影響在非金本位國家當較爲緩和。

(二)在即期匯率較購買力平價過高之國家，其貿易平衡有不利之勢，故由商業需要而發生之該國貨幣遠期匯票交易，常供過於求，而該國貨幣之遠期匯率必有趨跌之勢；但此種影響可以進口限制出口鼓勵等方法以避免之。

(三)即使即期匯率較購買力平價過高，並未使一國之貿易平衡有不利之勢，但因市場心理對於該國貨幣均抱悲觀，則由商業需要而發生之該國貨幣遠期匯票交易，亦仍可供過於求，致該國貨幣之遠期匯率仍有趨跌之勢；蓋在此種情形下，凡因商業關係而有該國貨幣之款可收者，必紛紛拋出該國貨幣遠期匯票，藉以預防匯價跌落之風險，反之，凡因商業關係須付出該國貨幣之款者，必不即補進該國貨幣遠期匯票，以期獲得匯價跌落之利益；但此當市場心理認該國貨幣遠期匯率之貼水過大時，亦可發生相反作用。

(四)上項考慮，對於商業以外債權債務之「海琴」(Hedging)亦可應用，凡握有該國貨幣表示之債權者，必紛紛拋出該國貨幣遠期匯票，藉以預防匯價跌落之風險，反之，凡負有該國貨幣表示之債務者，必不即補進該國貨幣遠期匯票，以期獲得匯價跌落之利益；但此當市場心理認該國貨幣遠期匯率之貼水過大時，亦可發生相反作用。

(五)投機者對於即期匯率較購買力平價過高之貨幣，常預測其貶值，而紛紛拋售該國貨幣之遠期匯票，此為該國貨幣遠期匯率跌價之重大因素；但此當市場心理認該國貨幣遠期匯率之貼水過大時，亦可發生相反作用。

(六)一國如因其貨幣之即期匯率較其購買力平價過高，致引起資本逃避，信用緊縮，則該國之銀行終必因缺乏流動資金而無力收買該國貨幣遠期匯票，致該國貨幣遠期匯票更將供過於求而趨於跌落。

反之，當一國貨幣之即期匯率低於其購買力平價時，則以上所舉之各因素，對於該國貨幣之遠期匯率必當發生相反之影響。第一，該國國內市場之利率必將趨低；第二，該國貿易平衡當可有利，使由商業需要而發生之該國貨幣遠期匯票求過於供；第三，即使該國貿易平衡並未有有利，但因市場心理對於該國貨幣均抱樂觀，則由商業需要而發生之該國貨幣遠期匯票亦仍可求過於供；第四，該國商業以外債權債務之「海琴」，亦必因同樣理由使該國貨幣遠期匯票求過於供；第五，投機者必對該國貨幣預測漲價，而紛紛購入該國貨幣遠期匯票；第六，該國遊資必充斥，其銀行必能大量收買該國貨幣遠期匯票。以上各因素均足使該國貨幣之遠期匯率有趨漲之勢。

恩氏之結論以為當一國貨幣之即期匯率在其購買力平價以上或以下時，其「利率平價」大概當在即期匯率與購買力平價之間，而其遠期匯率則大概當在「利率平價」與購買力平價之間。當即期匯率與購買力平價相距過遠時，「利率平價」及遠期匯率亦永不能與購買力平價相適合。但此亦僅為大概趨勢，事實上亦往往可有例外，例如一國貨幣

有繼續跌落之勢時，則其即期匯率即在購買力平價之下，其遠期匯率亦可有貼水；反之，如一國貨幣有繼續上漲之勢時，則其即期匯率即在購買力平價之上，其遠期匯率亦可有升水。

第三節 中央銀行對於遠期匯率應採之政策

遠期匯率不但爲一技術問題，抑亦可視爲一政策問題，即中央銀行對於遠期匯率是否應聽其自然漲跌抑或加以干涉。對此問題，專家中有三派意見：註四 其一，主張中央銀行對於遠期匯率應抱中立態度，聽其自然漲跌；其二，主張中央銀行遇資金有逃避之象時，應干涉遠期匯票市場，使本國貨幣遠期匯率之貼水縮小；其三，主張中央銀行遇資金有逃避之象時，應干涉遠期匯票市場，使本國貨幣遠期匯率之貼水擴大。茲請對以上三種主張加以論列如次：

第一派主張中央銀行對於遠期匯率應抱中立態度，聽其自然漲跌者，其所持之理由，以爲中央銀行購入外國匯票，遇外國貨幣跌價時，即不免有蒙受損失之危險；如所購入者爲即期匯票，因即刻可以換成現金，此項危險究尙屬有限，反之，若所購入者爲遠期匯票，則必須待到期後始可換回現金，此項危險實不堪設想；故中央銀行對於近期匯票縱應買賣，對於遠期匯票實不應過問，以免負擔過大之危險。採取此派主張者，實例甚多，英國匯兌平準基金僅運用於即期匯票之買賣，而不運用於遠期匯票之買賣，即其顯例。

註四 Paul Einzig, *Monetary Reform in Theory and in Practice*, Chapters XXIII and XXIV, London, 1936

第二派主張中央銀行遇資金有逃避之象時，應干涉遠期匯票市場，使本國貨幣遠期匯率之貼水縮小者，其所持之理由，以為當一國資金有逃避之象時，一般人民紛紛購買即期外匯及遠期外匯，因之本國貨幣之即期匯率及遠期匯率均有趨疲之勢；但如遠期匯率對即期匯率之貼水過大時，則購買遠期外匯之費用當遠較購買即期外匯之費用為大，一般人民雖覺購買遠期外匯較購買近期外匯為便利（因前者可以不必立即付出現款而後者則須立即付出現款），亦必將捨遠期外匯之購買而羣趨於即期外匯之購買，於是即期匯率將益感受威脅，而現金外流為數必將愈鉅；此時中央銀行如果儘量售出遠期外匯，使本國貨幣遠期匯率之貼水縮小，俾購買遠期外匯之費用不至與購買即期外匯之費用相差過大，則一般人民因鑒於購買遠期外匯較購買即期外匯為便利（因前者可以不必立即付出現款而後者則須立即付出現款），自可捨即期外匯之購買而羣趨於遠期外匯之購買，於是即期匯率之壓迫可稍鬆，而現金外流亦可暫時遏止矣。此項理論自亦持之有故，但亦不無危險：第一，中央銀行如以人為方法使本國貨幣遠期匯率之貼水縮小，則購買即期外匯者固可減少，而購買遠期外匯者勢將大增，後者之所增將遠過前者之所減，蓋購買即期外匯因須立即付出現款，究竟尚有限度，而購買遠期外匯既無須立即付出現款，則可漫無限度也；次之，中央銀行當售出鉅額遠期外匯時，固無若何困難，但至將來遠期外匯到期時，必將深感應付之非易矣。

第三派主張中央銀行遇資金有逃避之象時，應干涉遠期匯票市場，使本國貨幣遠期匯率之貼水擴大者，其所持之理由，以為當一國資金有

逃避之象時，因遠期外匯之購買較即期外匯之購買為便利，致外匯投機類多集中於遠期外匯，故如中央銀行儘量購買遠期外匯，使本國貨幣遠期匯率之貼水擴大，俾購買遠期外匯之費用遠較購買即期外匯之費用為大，則遠期外匯之投機自可無形取締矣。此項理論雖亦持之有故，但其危險性實為更大：第一，如遠期匯率之貼水過大，則一般人民必將捨遠期外匯之購買而羣趨於即期外匯之購買，於是即期匯率將益感受威脅，而現金外流為數必將愈鉅；再者，如遠期匯率之貼水過大，則購入即期外匯而售出遠期外匯之套匯利益亦隨而增厚，因此對於即期匯率又將加重壓迫，而現金外流更將變本加厲矣。

由上所論，可知當一國幣制不穩而有資金逃避之象時，中央銀行如以人為方法干涉遠期匯票市場，均非善計，最好不如抱中立態度，聽遠期匯率自自然漲落為宜。但如有特別情形，則控制遠期匯率自亦無所不可，但此要當斟酌環境而定，未可一概而論也。

以上係就幣制不穩時而言，至若幣制穩定時則又當別論。凱恩斯氏在其貨幣改革論註五及貨幣論註六中曾積極鼓吹中央銀行應運用遠期匯率政策以控制國際資金之流動，其理論如次。

在通常情形下，兩國貨幣之遠期匯率常有接近其「利率平價」之趨勢。如果遠期匯率適與其「利率平價」相等，則該兩國間短期資金之移動將無利可圖，蓋甲國短期投資之利率縱較乙國短期投資之利率為高，但如甲國貨幣對乙國貨幣遠期匯率之貼水或乙國貨幣對甲國貨幣

註五 Keynes, J. M., A Tract on Monetary Reform, London, 1923

註六 Keynes, J. M., A Treatise on Money, London, 1930

遠期匯率之升水，適等於兩國短期投資利率之差額，則乙國資本家如購入甲國貨幣之即期匯票，將資金由乙國移投於甲國，以冀獲取較高之利息，而同時再以相當之貼水售出甲國貨幣之遠期匯票，以預防匯兌漲落之風險，是其利息之贏益僅與貼水之損失相等，自將無利可圖矣。

在通常情形下，兩國貨幣之遠期匯率雖常有接近其「利率平價」之趨勢，但有時遠期匯率亦可因他種原因而與其「利率平價」不等，此時該兩國間短期資金之移動即有利可圖矣。蓋甲國短期投資之利率如較乙國短期投資之利率為高，而甲國貨幣對乙國貨幣遠期匯率之貼水或乙國貨幣對甲國貨幣遠期匯率之升水如稍小於兩國短期投資利率之差額，則乙國資本家如購入甲國貨幣之即期匯票，將資金由乙國移投於甲國，以冀獲取較高之利息，而同時再以較小之貼水售出甲國貨幣之遠期匯票，以預防匯兌漲落之風險，是其利息之贏益超過貼水之損失，自仍有利可圖也。照此情形，乙國之資金即將源源流入甲國，乙國中央銀行之現金準備或外匯準備必將感受威脅，而甲國中央銀行之現金準備或外匯準備必將感覺過剩，此時甲乙兩國中央銀行如採取傳統辦法以資應付，前者可運用貼現政策將國內利率壓低，後者可運用貼現政策將國內利率抬高，俾該兩國間短期投資利率之差額可以縮小，而遠期匯率可以仍與其「利率平價」相等，庶該兩國間短期資金之移動仍歸無利可圖，使乙國之現金準備或外匯準備可以保留，而甲國之現金準備或外匯準備亦不致過剩。但如此做法，甲國國內利率壓低以後，或將與該國國內情形不相適宜，而乙國國內利率抬高以後，豈不將使該國工商各業蒙受不良影響？因此，凱恩斯主張此時甲、乙兩國中央銀行應採取另一

辦法以資應付。即前者之中央銀行應於此時購入乙國貨幣之遠期匯票而售出本國貨幣之遠期匯票，而後者之中央銀行應於此時售出甲國貨幣之遠期匯票而購入本國貨幣之遠期匯票，使甲國貨幣遠期匯率之貼水或乙國貨幣遠期匯率之升水擴大，而遠期匯率可以仍與其利率平價相等，庶該兩國間短期資金之移動仍歸無利可圖，乙國之現金準備或外匯準備可以保留，而甲國之現金準備或外匯準備亦不致過剩。如此，甲國國內利率可以不必壓低，以免與該國國內情形不相適宜，而乙國國內利率亦可不必抬高，庶該國工商各業亦可不至蒙受不良影響矣。

凱恩斯以爲上項辦法，實爲各國中央銀行互相合作以避免不必要之國際資金移動之有效辦法。凱恩斯又舉一九二八年時英、美情形以爲例證，當時美國短期投資之利率遠較英國短期投資之利率爲高，故英國資金流入美國極鉅，但當時美國投機之風甚盛，聯邦準備銀行不願將其國內利率再行壓低，以免助長投機，而英國則工商各業極形困難，英蘭銀行亦不願將其國內利率再行抬高，以免對工商各業更生不良影響。苟當時聯邦準備銀行及英蘭銀行能相約運用上項遠期匯率政策，則此項難題即不難求得妥善之解決途徑矣。

凱恩斯上項建議確屬極有價值，但其效力亦有其限度。蓋遠期匯率政策之運用，僅可應付以遠期匯票爲抵補之短期資金之移動，但實際上部份短期資金之移動並不以遠期匯票爲抵補，故遠期匯率政策之運用亦有時而窮也。

再者，凱恩斯上項建議亦僅能應用於幣制穩定之時，如一國因經濟狀況根本與國際經濟不相均衡，以致引起人民對其幣制之不信任，則該

國除變更貨幣價值外，實別無其他良策也。

第四編 物價政策論

第一章 物價穩定論

第一節 物價穩定之基本理論

物價穩定之理論，美國費歇教授鼓吹最早最烈，費氏於一九一一年時即已著有貨幣之購買力一書，註一 鼓吹物價穩定之必要，一九二〇年時又著有穩定美元一書，註二 建議物價穩定之方法，此後又繼續以貨幣之幻覺註三 及繁榮與衰落註四 等書問世，作同樣之鼓吹與建議。

費氏之說，在美國方面影響極大，華倫教授及披爾生教授即其忠實之信徒，註五 羅傑士(Rogers)註六 亦有一書附和其說。此外如國聯金委員會中之卡塞爾(Cassel) 吉城(Kitchen)註七 史脫拉加斯(Sir Henry Strakosch) 諸氏亦均為主張物價穩定者也。

-
- 註一 Fisher, I., *The Purchasing Power of Money*, New York, 1911
註二 Fisher, I., *Stabilizing the Dollar*, New York, 1920
註三 Fisher, I., *The Money Illusion*, London, 1928
註四 Fisher, I., *Booms and Depressions*, New York, 1932
註五 Warren G. F. & Pearson, F. A., *Gold and Prices*, New York, 1936
註六 Rogers, J. H., *America Weighs Her Gold*, New Haven, 1931
註七 First Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, Geneva, 1930

物價需要穩定之理論甚爲簡單，茲述其最基本之理由三端於次：

物價穩定之第一理由爲維持債權債務之平允，蓋貨幣不惟爲交易媒介之手段，抑亦爲延期支付之標準，故其本身價值必需絕對穩定，始能完盡其延期支付之標準之職能。貨幣之價值可由其購買力測之，而貨幣之購買力又卽爲物價水準之反面，物價水準漲卽貨幣購買力跌，物價水準跌卽貨幣購買力漲，故欲穩定貨幣之價值卽須穩定物價。在現代複雜之經濟機構中，交易中之極大部份，均預先由契約訂定，因此乃有債權者及債務者之對立，債權者不論情形如何，均可因契約之關係獲得固定之貨幣收入，債務者不論情形如何，均須因契約之關係負擔固定之貨幣支出。此在物價穩定或貨幣購買力穩定時，固屬兩方均不吃虧；但如果物價漲高或貨幣購買力跌落，則債權者雖仍獲得固定之貨幣收入，債務者雖仍負擔固定之貨幣支出，而此固定貨幣收入及固定貨幣支出之價值實已較前減少，故此實有損於債權者而利於債務者；反之，如果物價跌落或貨幣購買力漲高，則債權者雖仍獲得固定之貨幣收入，債務者雖仍負擔固定之貨幣支出，而此固定貨幣收入及固定貨幣支出之價值實已較前增加，故此實有利於債權者而有損於債務者。

物價穩定之第二理由爲維持勞資兩方之平允。蓋在物價漲高時期，貨幣工資之漲高通常較爲緩和，故資方之贏益雖可增加，而勞方之真實工資則反須減少。反之，在物價跌落時期，貨幣工資之跌落通常亦較爲緩和，故資方之贏益卽須減少，而勞方之真實工資則反可增加矣。

物價穩定之第三理由爲免除經濟循環之波動，蓋經濟循環之最重要徵象厥爲物價之波動也。當物價有逐漸高漲之趨勢時，商人以囤積貨

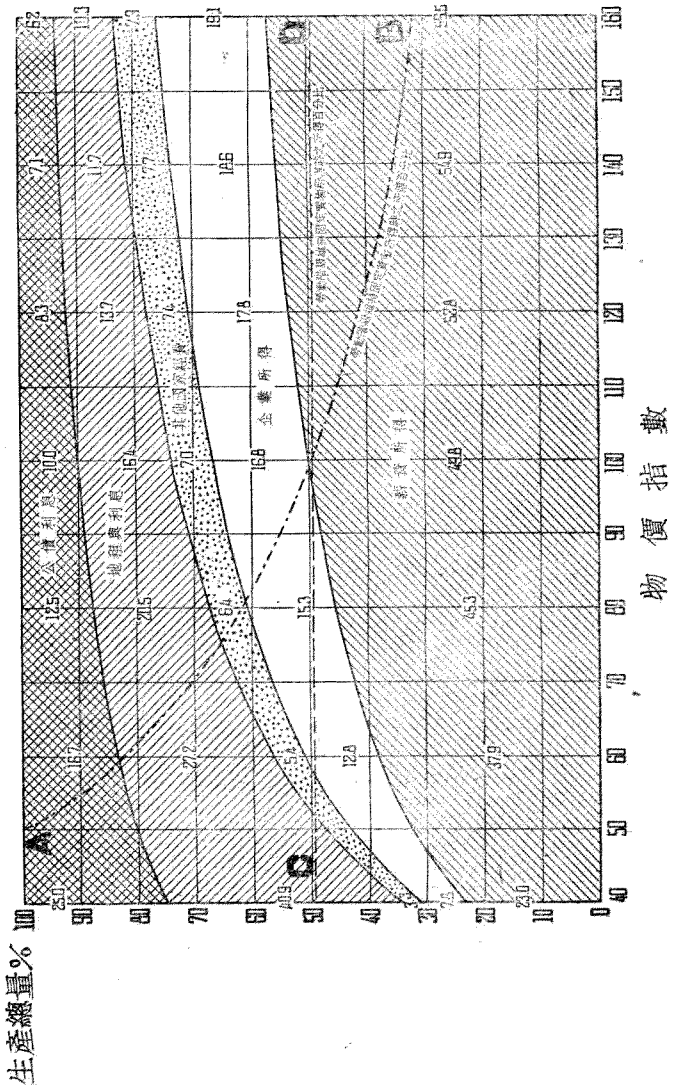
物有利可圖，均紛紛向工廠定貨，於是生產即可繁榮；反之當物價有逐漸跌落之趨勢時，商人以囤積貨物損失堪虞，乃減少其工廠定貨，於是生產即須衰落。再者，成本中如地租，利息，工資等均因契約關係比較固定，故當物價高漲時，企業可獲厚利，反之，當物價跌落時，企業須蒙損失。以上二因，均足使物價高漲時期中引起投機之盛行，終至造成虛偽之繁榮而誘致恐慌之爆發，而在物價跌落時期中引起人心之不振，終至促成過度之衰落而延緩復興之來臨。故論者以為惟有謀物價之穩定，始能保經濟之平衡也。

第二節 史脫拉高斯之物價穩定理論

史脫拉高斯氏在國聯金委員會文獻選錄中所發表之金值變動之經濟的影響一文中，註八曾以圖表方法闡述物價變動之各種影響，最為詳盡。史氏首欲說明物價變動對於國民所得分配之影響，但其所謂所得，係指實物所得而非指貨幣所得，下圖之橫軸表示物價指數之百分比，縱軸表示生產總量之百分比，全圖以曲線劃成五部份：第一部份表示公債利息，第二部份表示地租與利息，此二種所得史氏統稱之為固定所得；第三部份表示其他國家經費，第四部份表示企業所得，第五部份表示薪資所得，此三類所得史氏統稱之為其他所得。假定當物價指數為一〇〇時，國民所得為如下之分配：公債利息為百分之一〇・〇，地租與利

註八 Strakosch, H., The Economic Consequences of the Changes of the Value of Gold, Selected Documents Submitted to the Gold Delegation of the Financial Committee, Geneva, 1930

在生產總量固定狀態下物價水準之變動對於國民所得分配之影響



息爲百分之一六·四，兩者合計爲二六·四；其他國家經費爲百分之七·〇，企業所得爲百分之一六·八，薪資所得爲百分之四九·八，三者合計爲七三·六，（以上卽爲鮑雷（Bowley）及史頓普（Stamp）兩氏對於一九二四年英國國民所得分配之估計）。則當物價跌落時（向左），固定所得將逐漸擴大，而其他所得將逐漸縮小，例如當物價指數跌至八〇時，則固定所得卽增至百分之三三，而其他所得卽減至百分之六七。反之，當物價漲高時（向右），固定所得將逐漸縮小，而其他所得將逐漸擴大，例如當物價指數漲至一二〇時，則固定所得卽減至百分之二二，而其他所得卽增至百分之七八。由此可知物價跌落利於地主階級及資本家等固定收入者，而不利於企業家及勞働階級等不定收入者；至物價漲高則不利於地主階級及資本家等固定收入者，而利於企業家及勞働階級等不定收入者。

以上係假定物價跌落或漲高時企業所得及薪資所得乃依同樣之比例分擔其損失或共享其利益，但事實上無論物價跌落或漲高，又必然引起企業家與勞働階級之衝突。史氏並以上圖中之A B線及C D線說明此種衝突之性質，A B線表示勞働階級堅欲維持其貨幣所得時之所得百分比，而C D線則表示勞働階級堅欲維持其實物所得時之所得百分比。當物價跌落時，如果勞働階級堅欲維持其貨幣所得，則其實物所得反可較前增加，而企業家之實物所得卽不得不較前更爲縮小；如果勞働階級堅欲維持其實物所得，則其實物所得雖仍與前無異，而企業家之實物所得亦不得不較前更爲縮小，惟縮小之程度較上例稍爲緩和耳。在此時期，勞働階級既堅欲維持其貨幣所得，或退一步堅欲維持其實物所得，而企業

家又必堅欲使其實物所得不再縮小，結果勢必引起勞資衝突。反之，當物價漲高時，如果勞働階級仍維持其貨幣所得，則其實物所得實反較前減少，而企業家之實物所得即可較前更爲增加，如果勞働階級仍維持其實物所得，則其實物所得雖仍與前無異，而企業家之實物所得亦可較前更爲增加，惟增加之程度較上例稍爲緩和耳。在此時期，勞働階級必欲提高其貨幣所得，或進一步必欲提高其實物所得，而企業家又必欲使其實物所得儘量增加，結果亦必引起勞資衝突。惟在物價跌落時期，勞資兩方所爭者爲如何分擔物價跌落之損失，故其勞資糾紛必極爲嚴重而不易解決，而在物價漲高時期，勞資兩方所爭者爲如何共享物價漲高之利益，故其勞資糾紛必稍爲緩和而較易解決耳。

史氏於分析物價變動對於國民所得分配之影響以後，復從而說明物價變動對於經濟循環之關係。當物價跌落時，企業家既受損失，即不得不被迫減少工作或停止工作，於是勞働階級必有失業之虞，而就業者之貨幣所得或實物所得亦終不免減低；再者，在物價跌落時期，不定收入者之購買力既已減少，則對消費品及資本品之需要自亦減少，而固定收入者之購買力雖有增加，但因觀望物價之再度跌落，必不完全用於購買貨物，因此貨物之銷路愈滯，而物價之跌落乃愈甚，物價之跌落愈甚，則企業心愈爲悲觀。反之，在物價漲高時期，企業家既可獲利，則必圖增加工作，於是勞働階級失業可以減少，而就業者之貨幣所得或實物所得亦終可增加；再者，在物價漲高時期，不定收入者之購買力既已增加，則對消費品及資本品之需要自亦增加，而固定收入者之購買力既已減少，且恐物價繼續漲高，必將完全用以購買貨物，因此貨物之銷路愈旺，而物價之漲高乃愈甚，物價之漲高愈甚，則企業心愈爲樂觀矣。

第二章 物價穩定之運動及試驗

第一節 物價穩定之運動

物價穩定初雖僅爲學者倡導之理論，繼且演成重要之國際運動。

註一 一九二二年熱那亞國際經濟會議 (Genoa Conference) 首先對於穩定物價作有正式之決議，其中有言曰：信用必須加以管理，其目的不僅在維持各國貨幣相互匯價之穩定，抑亦在預防金購買力之過度變動也。註二 此後國際聯盟會金融委員會曾於一九二九年組織金委員會，以研究金購買力變動之原因及其對於各國經濟生活之影響。該委員會於一九三〇年發表第一次臨時報告，闡發黃金供給與物價之關係，又於一九三一年發表第二次臨時報告，闡發黃金分配與物價之關係，此二者吾人已於本書第一編各章內加以評述，此處不必加以贅述，惟其所着眼者固均爲物價之穩定也。及一九三二年該委員會又以其最後報告問世，註三 其多數委員雖認貨幣政策之目標應在避免貨幣購買力之劇烈變動，但以爲在動的社會中，貨幣購買力之完全穩定殆不可能，因此引起卡塞爾及史脫拉加斯等少數委員之不滿，蓋彼等之意見以爲貨幣政策之目

註一 Fisher, I., *Stabilized Money, A History of the Movement*, London, 1934

註二 Morgan & Webb, C., *Ten Years of Currency Reform, 1922-32*, London, 1935

註三 Final Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, Geneva, 1932

標，不惟須緩和物價之短期變動，抑且須力謀物價之長期穩定也。

英國政府亦曾於一九二九年指派金融與實業委員會（Committee on Finance and Industry），以研究幣制金融應行改善之點。該委員會以麥克密倫（Hon. H. P. MacMillan）為主席，故世人即稱為麥克密倫委員會，其委員如凱恩斯及麥干那（Mackenna）等皆為知名之士。一九三一年夏間，該委員會報告書發表，註四 痛陳戰後金本位自動調節作用之失效及通貨管理之需要，至通貨管理之當前目標，乃在國際物價水準之回漲，而其最終目標，則在國際物價水準之穩定；所謂國際物價水準即指國際貿易中主要食物及原料之混合躉售物價，猶如著名躉售物價指數所測量者也。該委員會報告書發表之時，適值金融恐慌籠罩倫敦，不數月英政府果接受其暗示，而以放棄金本位聞於世矣。

麥克密倫委員會報告書在英國思想界影響極大，故一九三二年阿太華英帝國經濟會議所通過之幣制決議及一九三三年世界經濟會議流會時英帝國代表團所發表之共同宣言，亦均一致主張今後之貨幣政策應先行恢復物價，再行穩定物價；此項決議及宣言實為此後英國貨幣政策之依據也。

第二節 美國物價穩定之試驗

費歇教授為鼓吹物價穩定最烈最早之一人，前已言之。其穩定物價之方法，即為採行伸縮圓制（Compensating Dollar）。其法以物價指數

註四 Report of the Committee on Finance and Industry, London, 1931

爲標準而伸縮金元之成色。物價指數漲，則爲維持金元價值之穩定起見，其成色應增，庶物價指數得以回跌；反之，物價指數跌，則爲維持金元價值之穩定起見，其成色應減，庶物價指數得以回漲。實際上金元初不必時時加以改鑄，惟每一金元或其代用紙幣所代表之金量，則時時有所不同耳。

費歇教授伸縮圓制之基本錯誤，在認當金元或其代用紙幣所代表之金量增加時，物價指數即能回跌，而當金元或其代用紙幣所代表之金量減少時，物價指數即能回漲。殊不知一般人民之使用金元或其代用紙幣，僅視爲交易之媒介，初不計較其所代表之金量爲若干，甚或不過問其所代表之金量爲若干；故當金元或其代用紙幣所代表之金量增加時一般人民未必即加以重視而將物價減低，而當金元或其代用紙幣所代表之金量減少時，一般人民亦未必即加以輕視而將物價提高。然則費歇教授之伸縮圓制，又將如何發生其作用耶？

據吾人之見解，伸縮圓制如僅行之於美國之內，或可達到其預期之目的，但其金元或其代用紙幣所代表金量之增減對於物價指數之作用，則與費歇教授所述者當絕不相同。當金元或其代用紙幣所代表之金量減少時，則其對外匯兌之平價自必跌落，於是美國輸出入物價必將先受匯價跌落之影響而同漲，而一般物價終亦必隨輸出入物價而俱漲；反之，當金元或其代用紙幣所代表之金量增加時，則其對外匯兌之平價自必漲高，於是美國輸出入物價必將先受匯價漲高之影響而回跌，而一般物價終亦必隨輸出入物價而俱跌。故伸縮圓制如僅行之於一國，其金元或其代用紙幣所代表金量之增減，當並非如費歇教授所述，能直接對於

物價指數發生影響，而須間接的以匯價爲中介，始能對於物價指數發生影響也。因此，費歇教授之伸縮圓制如果普遍行之於各國，則其預期之目的恐將不能達到；蓋苟各國同時將金元或其代用紙幣所代表之金量減少或增加時，則各國貨幣相互匯兌之平價既無變動，其物價指數自亦不至發生變動矣。然費歇教授之原意，固欲望其伸縮圓制放之四海而皆準也！

費歇教授伸縮圓制之理論雖如以上所述，不無疵謬，但其穩定物價之理論則在美國影響極大。一九二一年時因費歇教授之鼓吹，美國有穩定貨幣同盟會 (Stable Money League) 之成立，其後於一九二五年改爲穩定貨幣協進會 (Stable Money Association)，同時在國會中亦屢有穩定貨幣議案之提出，惜均未能正式成立。惟聯邦準備制度於一九二二年至一九二八年之間，在紐約聯邦準備銀行總裁斯托郎氏 (Strong) 領導之下，曾試行適當之管理通貨制，以實驗物價穩定之理想，其方法在依據物價指數及其他關於生產消費之指數，以定信用政策之張縮。如物價指數有升漲之象，是即表示通貨已屬過剩，故聯邦準備銀行應不顧現金之增減，而以抬高利率拋售證券之方式，施行通貨收縮政策，使物價復趨於平；反之，如物價指數有下跌之象，是即表示通貨尚嫌不足，故聯邦準備銀行應不顧現金之增減，而以減低利率購進證券之方式，施行通貨擴張政策，使物價復趨於平。事實上美國在同時期內物價確極穩定，不可謂非聯邦準備銀行之功績也。

羅斯福總統於一九三三年三月四日入主白宮，當其下車伊始，適值彼邦金融風潮澎湃激盪之時，乃將計就計，宣布美國放棄金本位。羅氏

所延攬之「智囊團」，如華倫教授，披爾生教授，羅傑士教授等，均為費歇教授之信徒，故其所貢獻之意見，即為先行恢復物價，再行穩定物價，此觀羅氏於同年七月三日倫敦世界經濟會議開會時致美國代表團訓令中之論調，即可知之。其言曰：『一國之健全國內經濟制度，實較一國貨幣對他國貨幣之匯價，對於該國之福利更為重要；吾人恢復物價以後，吾人更將設法維持美元購買力及償債力之不變於後代』。茲後羅氏又於同年十月二十五日更進一步，施行購金政策，授權建設金融公司購買黃金，其價格由該公司秉承總統及財長之命定之。按美國存放棄金本位之前，金價原為每盎司二〇·六七元，購金政策施行之初，金價定為每盎司三一·三六元，其後金價續有提高；直至翌年一月三十一日宣布美元事實上之穩定時，始暫時確定為每盎司三十五元。羅氏購金政策初行時，世人多為不解，其實此項政策即為費歇教授伸縮圓制之試驗，蓋政府購金時所決定之金價，其正面意義固在決定每一盎司之純金值美元若干，而其反面意義實亦即在決定每一美元所代表之金量為若干盎司之純金，羅氏購金政策之目標，即欲由政府操縱金價藉以控制物價也。美國在購金政策實行時期中，誠如華倫，披爾生在其金與物價一書中之所示，物價確有隨金價而變動之趨勢，註五 論者遂以此證明費歇教授伸縮圓制理論之真確；然而實際上當時美國物價之變動並非直接由於金價之變動，而實間接由於因金價變動而引起之美匯變動，此點白魯金研究所哈台博士所言極是，註六 與吾人以上指出費歇教授伸縮圓制僅當

註五 見本書第一編第二章第四節。

註六 見本書第一編第二章第五節。

施行於一國之內始可達到其預期之目的者，正屬相同，使羅氏之購金政策普遍施行於全世界各國，恐對世界物價未必可有顯著之影響也。

第三節 瑞典穩定物價之試驗 註七

瑞典雖為斯干第那維亞半島之小國，但近數年來其經濟學者之貨幣理論，則到處受人贊美，其中央銀行之貨幣試驗，亦到處受人注意，視為新發現之奇蹟焉。

瑞典經濟思想極為蓬勃，前輩經濟學者如維克塞 (Wicksell)，達維生 (Davidson) 卡塞爾等，早已聞名全球，而新進經濟學者如米達爾 (Myrdal)，林達爾 (Lindahl)，奧林 (Ohlin) 等，更為青出於藍。彼輩不惟對於經濟理論常發表其新穎之貢獻，即對實際問題亦常提供精審之方案，其意見極為政府所重視，政府遇有重要經濟問題亦常加諮詢。瑞典經濟學者地位之崇高，實為該國特點之一。

瑞典現由社會民主黨當政，社會主義在瑞典擁有廣大之羣衆。若干重要企業由國家經營或國家統制；中央銀行亦為國有，但係對立法機關負責，而非對行政機關負責，且雖為國有，而在管理上仍能保持其超然獨立之地位。瑞典經濟結構之較為社會化，亦為該國特點之一。

瑞典在一九三一年夏間，已受中歐金融恐慌之影響而發生信用動搖，至九月二十一日英國放棄金本位，瑞典遂亦不得不於九月二十八日

註七 Kjellstrom, E. T. H., *Managed Money, The Experience of Sweden*, New York, 1934

Thomas, B., *Monetary Policy and Crisis, A Study of Swedish Experience*, London, 1936

隨而放棄金本位。瑞典放棄金本位之後，政府即明白宣布竭力維持瑞幣克羅那（Krona）之購買力於穩定。其中央銀行並特編一種消費物價指數（Consumption Price Index）以作穩定之對象；消費物價指數由十五處貨物勞務之零售價格編製而成，每星期發表一次，但其貨物勞務之種類則隨時加以修正，以期適合實際之消費狀況。中央銀行之貨幣政策即以此項消費物價指數為主要依據，但躉售物價指數，商情指數，生產指數，就業指數等等亦均資為參考之助。至其貨幣政策之運用方法，大概不外：（一）重貼現率之伸縮，（二）公開市場之活動，（三）黃金之買賣，（四）外匯之買賣。例如中央銀行之重貼現率，在放棄金本位後曾由六厘提高至八厘，其後則逐漸降低以至二厘半；至公債黃金外匯則其購入九萬五千萬「克羅那」。瑞典雖為英鎊集團之一員，但瑞典中央銀行之目標僅欲在與國內經濟穩定不相衝突之條件下竭力維持鎊匯之穩定，如鎊匯之穩定與國內經濟穩定相衝突時，則亦不惜犧牲前者而維持後者。

瑞典中央銀行所欲穩定者僅為消費物價指數，至躉售物價指數則自一九三二年起反欲使其回漲，以與成本相調整。瑞典貨幣試驗之結果，極為圓滿：（一）通貨收縮之流弊業已中止，（二）通貨膨脹之危機亦已避免，（三）躉售物價指數亦已回漲以與成本相調整，（四）「克羅那」之國內購買力極為穩定；消費物價指數之上落極微，如以一九三一年九月作為一〇〇，則至一九三六年年終之數年內，最高未逾一〇一·七，最低未逾九八·四，換言之，即最高未逾基期百分之一·七，最低未逾基期百分之一·六。

第三章 赫曲萊之反物價穩定論及其檢討

第一節 赫曲萊之消費者所得穩定論

物價穩定論雖由著名經濟學者如費歇教授卡塞爾教授等之鼓吹，而成爲有力之國際運動，且曾在美國及瑞典部份的見諸試驗，但對其懷疑者亦頗不乏人，英國貨幣問題名作者赫曲萊氏即其顯著之代表也。

註一 赫曲萊不贊成物價水準之穩定，而主張消費者所得(Consumer's Income)及消費者支出(Consumer's Outlay)之穩定。(但得隨生產要素之增加而增加，換言之 即得隨人口之增加及資本之發展而增加)所謂消費者所得，係指一切足以貨幣表示之所得。所謂消費者支出，則指一切由所得中支付之支出。不但包括用以購買消費品之支出。抑亦包括用以購買資本品之支出。消費者所得與消費者支出常有趨於相等之趨勢，如在一定時期內，消費者所得與消費者支出發生差額，則必反映於消費者現款(Consumer's Cash Balance)之增減，現款包括消費者所有之貨幣及銀行存款在內。

赫氏以爲鼓吹穩定物價者之理由，不外如上所述：(一)維持債權債務之平允。(二)維持勞資兩方之平允。(三)免除經濟循環之波動，其實物價穩定是否可以達到以上三項目的，則甚爲可疑。第一，就維持債權債務之平允言，如果生產成本無增加亦無減低，則物價之穩定與每一消

註一 Hawtrey, R. G., The Art of Central Banking, Chapters IV & V, London, 1932

費者平均所得之穩定可以同時並行，初無問題。但如生產成本有增加或減低之趨勢，則物價之穩定與每一消費者平均所得之穩定兩者必須擇其一，試觀何者較為妥善。如果生產服從成本漸增率，假定生產要素（例如人口）增百分之二十，而生產數量僅增百分之十，則欲維持物價水準之穩定，應使消費者總所得隨生產數量之增加而增加百分之十，然果如此，則每一消費者平均所得即須減少十二分之一， $(\frac{100}{100} - \frac{110}{120} = \frac{120}{120} - \frac{110}{120} = \frac{10}{120} = \frac{1}{12})$ 其中固定收入者之所得及購買力雖仍維持不變，而其他收入者之所得及購買力則須隨生產成本之增高而減少，此又豈得謂平？倘照赫氏之主張，則在以上情形下，應謀每一消費者平均所得之穩定，使消費者總所得隨生產要素之增加而增加百分之二十，果如此物價雖將漲高十一分之一， $(\frac{120}{110} - \frac{100}{100} = \frac{120}{110} - \frac{110}{110} = \frac{10}{110} = \frac{1}{11})$ ，而固定收入者及其他收入者之所得則均維持不變，惟其購買力則均須為同等程度之減少，此實比較公平，蓋對生產成本之增高，固定收入者與其他收入者固應作同樣之犧牲也。反之，如果生產服從成本漸減率，假定生產要素（例如人口）增百分之二十，而生產數量則增百分之五十，則欲維持物價水準之穩定，應使消費者總所得隨生產數量之增加而增加百分之五十，然果如此，則每一消費者平均所得即可增加十二分之三 $(\frac{150}{120} - \frac{100}{100} = \frac{150}{120} - \frac{120}{120} = \frac{30}{120} = \frac{3}{12})$ ，其中固定收入者之所得及購買力雖仍維持不變，而其他收入者之所得及購買力則可隨生產成本之減低而增加，此又豈得謂平？倘照赫氏之主張，則在以上情形下，應謀每一消費者平均所得之穩定，使消費者總所得隨生產要素之增加而增加百分之二十，果如此，物價雖將跌落十五分之三， $(\frac{100}{100} - \frac{120}{150} = \frac{150}{150} - \frac{120}{150} = \frac{30}{150} = \frac{1}{5})$

$-\frac{120}{150} = \frac{30}{150} = \frac{3}{15}$) 而固定收入者及其他收入者之所得則均維持不變，惟其購買力則均可為同等程度之增高，此實比較公平，蓋對生產成本之減低，固定收入者及其他收入者固應享同樣之利益也。

再就維持勞資兩方之平允言，如果生產成本無增加亦無減低，則物價之穩定與每一消費者平均所得之穩定可以同時並行，初無問題。但如生產成本有增加或減低之趨勢，則物價之穩定與每一消費者平均所得之穩定，兩者必須擇其一，試觀何者較為妥善。假定生產成本增高，以致生產減少，則欲維持物價水準之穩定，消費者總所得必須使其隨生產之減少而為同比例之減少，然果如此，則所得中之贏益必先被迫縮小，而工資之縮小則往往在後，故在過渡時期內，生產成本增高之負擔將偏重於資方，而勞方暫時可以避免，是亦不能稱為平允。倘照赫氏辦法，則應使每一消費者平均所得及工資維持穩定，而使物價水準隨生產之減少而為反比例之漲高，果如此，則資方及勞方同受生產成本增高之負擔，實為比較平允。反之，假定生產成本減低，以致生產增加，則欲維持物價水準之穩定，消費者總所得必須使其隨生產之增加而為同比例之增加，然果如此，則所得中之贏益又必先立即擴大，而工資之擴大則往往在後，故在過渡時期內，生產成本減低之利益將偏重於資方，而勞方暫時不能享受，是亦不能稱為平允。倘照赫氏辦法，則應使每一消費者平均所得及工資維持穩定，而使物價水準隨生產之增加而為反比例之跌落，果如此，則資方及勞方同受生產成本減低之利益，實為比較平允。赫氏以為如果能依彼之主張，使每一消費者平均所得及工資維持穩定，則勞資衝突縱不能完全避免，亦必可以大為緩和矣。

再就經濟循環之避免言，如果生產成本無增加亦無減低，則物價之穩定與每一消費者平均所得之穩定，亦可同時並行，初無問題。但如生產成本有增加之趨勢或減低之趨勢，則物價之穩定與每一消費者平均所得之穩定，兩者亦必須擇其一。假定貨物之總數本為一萬萬單位，其中二千萬單位為糧食，八千萬單位為其他貨物，消費者總所得本亦為一萬萬單位，其中二千萬單位係用以購買糧食，八千萬單位係用以購買其他貨物。今如因年歲歉收，糧食生產由二千萬單位減為一千萬單位，致貨物之總數由一萬萬單位減為九千萬單位，則欲維持物價水準之穩定，消費者總所得亦必須由一萬萬單位減為九千萬單位，然果如此，則各種貨物生產者之收入均將減少，首則贏益必先被迫縮小，繼則工資亦必被迫減低，而在此調節之過程中，經濟衰落勢將極為嚴重。如果照赫氏之主張，維持消費者所得之穩定，則糧食之價格雖將因供給減少一半而漲高一倍（假定其需要之彈性為一），而其他貨物之價格仍可維持不動，則上項贏益與工資之失調即可避免，而經濟衰落亦即可不至發生矣。反之，今如因年歲豐收，糧食生產由二千萬單位增為四千萬單位，致貨物之總數由一萬萬單位增為一萬二千萬單位，則欲維持物價水準之穩定，消費者總所得亦必須由一萬萬單位增至一萬二千萬單位，然果如此，則各種貨物生產者之收入均將增加，首則贏益必先因而擴大，繼則工資亦必隨而提高，而在此調節之過程中，經濟繁榮將流於過度。如果照赫氏之主張，維持消費者所得之穩定，則糧食之價格雖將因供給之增加一倍而跌落一半（假定其需要之彈性為一），而其他貨物之價格仍可維持不動，則上項贏益與工資之失調即可避免，而經濟繁榮亦即可不至過度矣。

第二節 赫曲萊消費者所得穩定論之檢討

赫曲萊以上理論能顧到生產成本之增減對於物價水準之影響，確較流俗之物價穩定論者為高明，但開明之物價穩定論者對於此種影響亦未始不知顧到，故吾人仍須比較其得失。先就債權債務之平允言，穩定消費者所得論者及穩定物價論者意見雖有參商，但此種差異實由於兩方道德觀點之不同。如果以為平允之要求，應使債權人所有債款之購買力維持不變，則物價水準之穩定自為恰當；反之，如果以為債權人應分享生產效率進步之益處或分負生產效率退步之責任，則消費者所得之穩定又自恰當。此項道德觀點並無一定之標準，吾人對此本可不必深究。但在現代經濟社會中，生產效率之進步究為常規，生產效率之退步要為例外，如果穩定消費者所得，其結果自以債權利益增厚債務負擔加重之可能為多，債權利益減少債務負擔減輕之可能為少，相護債權者而犧牲債務者，吾人實未見其可也。

次就勞資兩方之平允言，穩定物價論者及穩定消費者所得論者意見雖亦有參商，但要亦殊途而同歸。在現代經濟社會中，生產效率之進步究為常規，生產效率之退步要為例外，此點前已言之，故吾人可暫時放棄後種假定而採取前種假定。在此種假定下，照穩定消費者所得論者之說法，如果謀消費者所得之穩定，而使物價水準隨生產效率之進步而跌落，則工人之貨幣工資雖因消費者所得之穩定而不變，但其實際工資則必可因貨幣工資之穩定及物價水準之跌落而增加。反之，照穩定物價論者之說法，如果謀物價水準之穩定，而使消費者所得隨生產效率之驟

步而增加，則工人之貨幣工資固因消費者所得之增加而增加，而其實際工資亦必可因貨幣工資之增加及物價水準之穩定而增加矣。對於此點，穩定消費者所得論者以為事實上當消費者所得隨生產效率之進步而增加時，贏益之增加必在先，貨幣工資之增加必在後，其間必有相當之距離，故勞方之不平仍所難免。此種考慮誠有事實為根據，但現代勞方之組織既日趨強盛，自亦必能使上項距離儘量縮短也。抑又有進者，工人心理多重視貨幣工資而忽視實際工資，故在一進步之社會中，不但應使實際工資隨生產效率之進步而提高，即貨幣工資亦應使其隨生產效率之進步而提高，庶可使工人感到滿足，否則如將工人之貨幣工資維持不變，則即使其實際工資有所增加，工人亦必感覺不滿也。

為債權債務之平允或勞資兩方之平允而論，赫曲萊之理論固如以上所論，未能折服開明之物價穩定論者，但其第三理由謂當某種貨物生產如因某種臨時原因——例如災荒或豐收——而發生急烈變動時，如果仍謀一般物價水準之穩定，則必反致引起經濟生活之騷動，實具有不可否認之至理，而為開明之物價穩定論者所當同意。應知物價穩定縱為妥善之指針，要亦不能持之過於絕對，完美之貨幣政策決不能單顧物價穩定而忽視其他一切經濟徵象，如有其他理由足以證明物價須為相當之調整者，則物價聽其有相當之上落可也。

捨上項保留外，消費者所得穩定論尚有一極嚴重之流弊。在生產效率進步之社會中，如果使消費者所得穩定而望一般物價水準隨平均成本水準而降低，必須競爭絕對自由，始可使各種物價之跌落普遍適宜而無流弊。但實際上現代社會中獨佔勢力到處存在，競爭決無絕對自由，

如果若干種貨物因獨佔關係，其價格減低之程度不及生產效率進步之程度，則在消費者所得固定之條件下，消費者所得中之用以購買獨佔貨物者必相形增加，其用以購買其他非獨佔貨物者必相形減少，則其他非獨佔貨物價格跌落之程度必將超過生產效率進步之程度。因此獨佔貨物之生產者固可因價格超過成本而獲利，而非獨佔貨物之生產者則將因價格不及成本而受損，於是—般物價水準與平均成本水準雖能維持均衡，而各種貨物之物價與成本則將失去均衡，仍非經濟生活健全發展之道也。

吾人於物價穩定與消費者所得穩定之利弊，已詳加闡發，但兩者實亦未始不可互相折衷。當生產效率有進步之趨勢時，一方可使貨幣工資漸增，但其增加率應稍緩於生產效率之進步，一方可使物價漸跌，但其跌落率亦應稍緩於生產效率之進步。美人加耶 (Gayer) 氏即主張此說者也。總之，吾人對於物價穩定及消費者所得穩定之爭議，似可不必過於拘泥，在通常情形之下，貨幣政策之目標，不在使物價穩定，或使物價漸漲，或使物價漸跌，而在使物價與成本維持適當之均衡，俾物價不致遠在成本之下，使各種企業發生損失，而引起經濟之衰落，亦不致遠在成本之上，使各種企業贏益過鉅，而誘致過度之發展。倘物價遠在成本之下時，吾人固不惜運用貨幣政策使物價抬高或成本——尤指貨幣工資——減低，以恢復其均衡；倘物價遠在成本之上時，吾人亦不惜運用貨幣政策使物價抑低或成本——尤指貨幣工資——增高，以恢復其均衡也。

再者，穩定物價論者及穩定消費者所得論者在技術上亦均各有其問題。穩定物價論者所欲穩定之對象，究為何種物價？其為躉售物價指

數耶？其爲零售物價指數耶？抑如須拿特氏所編包括工資地租及證券價格等等一切價格之所謂一般物價指數耶？學者間聚訟紛紜，莫衷一是。但據吾人之見解，須拿特式之一般物價指數，不惟在編製技術上困難重重，不易解決，且在理論上亦僅可代表費歇教授交換方程式中之P，而不宜作爲物價穩定論者所欲穩定之對象。蓋工資地租均爲生產要素之報酬，而非普通之物價，在生產效率進步之社會中，生產要素報酬之穩定與物價之穩定，兩者雖可折衷而不能並行，故如將工資地租包括於物價指數之內，則此種物價指數實並不能作爲物價穩定論者所欲穩定之對象。至證券則僅能代表資本品之權益，而非即爲資本品之實質，證券儘可轉手數次，而資本品則依然如此，故物價指數中雖應包括資本品之價格，而證券價格則無包括之必要；且證券價格常因投機關係而發生劇烈變動，如果將其包括於物價指數之中，而以此種物價指數作爲穩定之對象，則普通物價反將受其影響而被迫作不適宜之調節，回憶美國於一九二九年時普通物價指數雖稱穩定，而股票價格則漲高極烈，當時聯邦準備銀行因欲壓制股票投機，不惜採取信用緊縮政策，其結果致股票價格固被迫下降，普通物價亦被迫跌落，而股票風潮遂邇變而爲經濟恐慌，殷鑒不遠，豈容健忘！須拿特式之一般物價指數既不宜作爲穩定物價論者所欲穩定之對象，則躉售物價指數與零售物價指數又何若耶？據吾人之見解，後者實不如前者，蓋一則通行之零售物價指數多以勞工階級之家庭預算爲選擇物品及決定權數之根據，實不能代表社會各階級之生活費，如欲以社會各階級之家庭預算爲選擇物品及決定權數之根據，則事實上又不易辦到，故就技術上言，躉售物價指數實較零售物價

指數易臻完美；二則零售物價指數通常感應較鈍，而躉售物價指數通常感應較敏，貨幣政策之運用既須應付神速，故就應用上言，躉售物價指數亦較零售物價指數更為適宜。躉售物價指數既較零售物價指數宜於作為穩定物價論者所欲穩定之對象，然則其物品種類應偏重國內貿易貨物或國際貿易貨物乎？此一問題之答案，須視穩定物價政策之運用範圍而定，如一國單獨實行穩定物價政策，則國內貿易貨物自應佔較重要之地位，反之如果國際合作實行穩定物價政策，則國際貿易貨物又自應佔較重要之地位矣。

至穩定消費者所得論者所欲穩定之對象，則更難以統計方法加以測量。如果採取直接方法以測量消費者所得或消費者支出，則消費者所得或消費者支出即等於消費者現款(Consumer's Unspent Margin or Consumer's Cash Balance) 與其所得流通速度 (Income Velocity of Circulation) 之乘積，但消費者現款如何與經營者現款(Traders' Unspent Margin or Traders' Cash Balance) 相區別而加以測量？所得流通速度如何與交易流通速度 (Transaction Velocity of Circulation) 相區別而加以測量？均屬不可能之事，即赫曲萊自己亦未加以說明。如果採取間接方法，則消費者所得穩定論者之目標既欲使生產要素之貨幣報酬維持不變，而使物價水準隨生產效率之變動而漲跌，故有二種方法可資採擇：其一即編製一種生產要素價格指數(A Price Index of The Factors of Production) 而設法使其穩定，其二即編製一種剔除受非貨幣因素影響之物品之物價指數 (A Price Index with Non-monetary Causes Eliminated) 而設法使其穩定。第一方法極難實

行，蓋工資雖有市場價格，工資指數亦不難編製，而其他生產要素之報酬既無市場價格，其指數實無法編製；當經濟生活在均衡狀態時，工資雖與其他生產要素之報酬維持一定之關係，工資指數未始不能代表各種生產要素報酬指數，但如經濟生活離開均衡狀態，則工資與其他生產要素之報酬即失去原有之關係，工資指數即不能代表各種生產要素報酬指數矣。第二方法之論據，即物價水準之變動乃受貨幣因素及非貨幣因素之支配，（貨幣因素之義自明，無待銓釋；非貨幣因素，如農產之豐收或歉收及報酬之漸增或漸減，即為生產效率之進步或退步）消費者所得穩定論者主張物價水準應不受貨幣因素之支配，至物價水準隨生產效率之進退而漲跌，則可聽其自然，故如能編製一種剔除受非貨幣因素影響之物品之物價指數，——即就躉售物價指數中，將生產效率發生變動之物品剔除，而改編一種指數——而設法使之穩定，則非貨幣因素或生產效率之進退仍可發生影響於被剔除之物品；此種方法於理固亦未始無據，但何種物品受有非貨幣因素或生產效率進退之影響而須加以剔除，既因時因地而有不同，其斟酌決定，在實際上似亦有無窮之困難也。

與赫曲萊相似，主張物價水準應隨生產效率之進步而跌落者，尚有奧國學派之漢約克，但漢約克之理論根據，實際方案與赫曲萊均有不同，而其在思想界之影響且更為廣大，故吾人特闢以下第五編第一章專加論列焉。

第四章 羅伯曾之反物價穩定論

第一節 羅伯曾之物價變動不能避免論

對於物價穩定論表示異議者，除赫曲萊外，尚有劍橋大學之羅伯曾教授。羅氏在一九二二年出版之貨幣一書內已曾列舉主張物價漸高者及主張物價漸跌者兩方之理論，但猶未為肯定之判斷；註一及至一九二六年銀行政策與物價水準一書出版，始發表其肯定之主張。註二 羅氏此書容量雖小，但其字義之艱澀，理論之深奧，實為同類書中之最難了解者。羅氏將工業生產之變動分為二種；一種稱為適宜的變動（Appropriate Fluctuations of Output），一種稱為不適宜的變動（Inappropriate Fluctuations of Output）。所謂適宜的變動，不但難以避免，抑且亦有相當需要。例如因真實成本（Real Operating Costs）之變遷而誘致之工業生產之變動，即其一例。真實成本減低，足以使企業家增加工業生產；反之，真實成本增加，則足以使企業家減少工業生產。例如在衰落時期之末葉，因生產技術與企業組織之逐漸改良及工人效率之逐漸增進，真實成本當有減低之趨勢，以促進工業生產之復興；反之，在繁榮時期之末葉，因生產技術與企業組織之逐漸退化及工人效率之逐漸減退，真實成本當有增高之趨勢，以引起工業生產之轉疲。至所謂不適宜的變

註一 Robertson, D. H., Money, Chapter VII, London, 1922

註二 Robertson, D. H., Bank Policy and the Price Level, 2nd. ed. London, 1932

動，則其主要原因當由於現代資本主義生產制度下競爭之盲目，致生產之變動往往超過需要，又因現代資本主義生產方法下生產時間之延長即須先生產資本品，然後再生產消費品），致生產之變動不能迅速與需要之變動相調節。例如假定一社會中有五十個各相獨立而互相競爭之企業單位，今如其出品之需要增加百分之十，則按合理之生產計劃，每一企業單位應各使其生產增加此百分之十中之五十分之一，但因現代資本主義生產制度下競爭盲目之結果，每一企業單位或各使其生產增加此百分之十中之二十分之一，於是生產總量之增加乃為百分之二十五而非復為百分之十，而生產即不得不超過需要矣。又因資本主義生產方法下生產時間之延長（即須先生產資本品，然後再生產消費品），此種錯誤不能立即發覺，而發覺後亦不能立即矯正，於是生產之變動乃更難與需要之變動相調節矣。以上理論均為法儒阿夫達 利益氏所發見，而為羅伯曾所深信不疑。羅氏以為貨幣政策之目標不應阻止一般物價水準之一切變動，其為實現生產之適宜的變動所必需者應加以容許，而其足以使生產之變動超過適宜點者則應加以阻止。

羅氏以為在經濟循環之向上時期中，工業生產之增加需要各種資本。資本有固定資本(Fixed Capital)與流動資本(Circulating Capital)之別：固定資本指固定及耐久之生資工具，如廠基機器等等，流動資本則指一切原料，燃料，半製品以及尚未達到消費者手中之製成品。固定資本之完成須賴長期儲蓄（羅氏稱為 Long Lacking），流動資本之完成須賴短期儲蓄（羅氏稱為 Short Lacking）。惟儲蓄又可分為自願儲蓄(Spontaneous Lacking)及強迫儲蓄(Imposed Lacking)：自願儲蓄不

待解釋，強迫儲蓄通常由於通貨之增加，致增加之通貨與原有之通貨在市場上互相競爭貨物，因此獲有增加之通貨者乃得在市場上獲得一部份貨物，而使其餘消費者在市場上僅能獲得較少之貨物。羅氏以爲在現代社會中，固定資本之完成大多賴乎個人及公司直接的（Applied Directly 即自己設法投資）或間接的（Applied Indirectly 即借給他人投資）應用其自願的長期儲蓄，至流動資本之完成，一部份固賴乎企業家之應用其自願的短期儲蓄，但一部份則賴乎銀行信用之調劑。此銀行信用之調劑，一部份係銀行將存戶自來存入之款項借給企業家，一部份則係銀行以鈔票方式或支票方式擴張通貨以借給企業家，前者猶不過將不用的儲蓄（Abortive Lacking 或稱 New Hoarding，即既不自己設法投資以直接應用其儲蓄，又不借給他人投資以間接應用其儲蓄，而以現幣方式或存款方式窖藏其儲蓄）變成爲應用的儲蓄（Applied Lacking），後者則即爲強迫儲蓄。蓋在經濟循環之向上時期中，各種企業爲使生產之適宜的發展得以實現起見，對於短期儲蓄之需要，常有鉅額的驟然的增加；在此種情形下，自願的短期儲蓄之供給，必不能充份迅速增加以資應付，而必須賴銀行擴張通貨以產生強迫的短期儲蓄，於是物價水準即不得不逐漸漲高。故羅氏以爲欲望銀行一方協助工業生產之適宜的發展，而一方又維持物價水準之絕對穩定，實屬不可能之事也。

羅氏雖認物價水準之漲高爲經濟循環向上時期、工業生產發展過程中不可避免之現象，但亦並非謂物價水準之變動可以毫不措意。羅氏以爲在經濟循環向上時期，工業生產發展過程中，物價水準除因以上原因必須漲高外，尚有其他原因足使物價之漲高趨於過度。第一，因物價水

準有漲高之趨勢，企業家即使僅欲維持其流動資本之實值，亦須多用現款，因此即不得不向銀行借款，於是通貨又須擴張，物價更將漲高；第二，因物價水準有繼續漲高之趨勢，商人常囤積貨物以待善價，故亦須增加流動資本，而不得不向銀行借款，於是通貨又須擴張，物價更將漲高；第三，因物價水準有繼續漲高之趨勢，消費者常爭先恐後預購貨物，因此又足促成物價之漲高。上項趨於過度之物價高漲，足以引起工業生產不適宜之發展，故銀行應在相當範圍內運用提高利率等方法，使其緩和，以資壓止。蓋利率提高以後，一方既足使短期儲蓄之需要減少，一方又足使短期儲蓄之供給增加也。

在經濟循環向上時期，工業生產適宜發展之過程中，物價水準之必須逐漸漲高，既如上述；故依同樣理由，在經濟循環向下時期，工業生產適宜轉疲之過程中，物價水準亦必須逐漸回降。再者，在物價水準逐漸漲高之過程中，既有其他原因足使物價水準之漲高趨於過度，以致引起工業生產不適宜之發展，而須銀行在相當範圍內運用提高利率等方法使其緩和；則在物價水準逐漸回降之過程中，亦必有其他原因足使物價水準之跌落趨於過度，以致引起工業生產不適宜之衰落，而須銀行在相當範圍內運用抑低利率等方法，使其緩和。

第二節 羅伯曾物價變動不能避免論之評價

羅伯曾以上理論，實具相當理由，蓋經濟社會既非靜止的而為進步的，則工業生產之適宜的變動自屬不能完全避免；而工業生產之適宜的變動既不能完全避免，物價水準之相當的變動亦不能完全避免也。但

吾人尤須注意者，羅氏理論之精義，實特別注意於經濟復興時期物價之必須上漲，至謂經濟衰落時期物價之必須下跌，則不過陪襯之語。吾人對於羅氏此種主張，極表贊同，蓋貨幣政策之終極目標，實在使社會之生產力為最善之利用，俾得人盡其才，地盡其利。至物價與成本之調整，猶其次焉者耳。設社會之生產力已為最善之利用，人無棄才，地無棄利，則貨幣政策如能使物價與成本相調整，自己盡其責任。但如社會之生產力尚未為最善之利用，人有棄才，地有棄利，則貨幣政策之運用當先以全盤就業(Full Employment)之實現懸為鵠的，物價與成本縱稍有差異，亦非所計。凱恩斯之新著就業與貨幣及利率之一般理論即以有失業存在之不均衡經濟為出發點，而求所以運用貨幣政策以達全盤就業之境界，實為吾人所心折，故特於以下第五編第二章加以介紹焉。

第五編 漢約克與凱恩斯之貨幣理論

第一章 漢約克貨幣理論之分析及其批評

第一節 漢約克貨幣理論之溯源

現代奧國學派對於貨幣思想之貢獻亦極大，漢約克(Hayek)教授實為斯派之代表。該派之學說以龐柏威克(Böhm-Bawerk)之資本理論^{註一}及維克塞爾(Wicksell)之利息學說^{註二}為根據而發揚光大之。欲明漢約克貨幣理論之溯源，最好不如即讀漢約克在其物價與生產中所發表之見解。^{註三}漢約克將貨幣理論之發展分為四期，但此並非謂前一期之理論必歸淘汰，後一期之理論必佔優勢，而謂依漢約克之見解，後一期之理論乃較前一期之理論為進步也。漢約克以為貨幣理論發展之第一階段，其特徵在欲於貨幣總量生產總量及一般物價水準間建立機械式之因果關係，費歇教授(Irving Fisher)即為其顯著之代表。漢

註一 Böhm-Bawerk, The Positive Theory of Capital

註二 Wicksell, K., Interest and Prices (Translated from the German By R. F. Kahn.) London, 1936

註三 Hayek, F. A., Price and Production, Lecture I, London, 1931

約克以爲凡此種種總量：對於個人心理上之決定並不發生若何直接影響，而現代貨幣以外之一般經濟理論則均以個人心理上之決定爲出發點，故上項貨幣理論實較現代一般經濟理論爲落後。漢約克以爲此種貨幣理論之流弊至少必有以下三端：(一)認僅當一般物價水準變動時，貨幣對於物價及生產始能發生影響，反之，如一般物價水準不動，則物價及生產即不受貨幣之影響；(二)認一般物價水準之漲高常可使生產增加，而一般物價水準之跌落常足使生產減少；(三)認貨幣理論僅爲決定貨幣價值之理論。上項貨幣理論漢約克雖攻擊不遺餘力，但實際上在思想界中則仍極佔優勢也。

漢約克以爲貨幣理論發展之第二階段，爲韋賽 (Wieser) 註四 阿夫達利益 (Aftalion) 註五 等之以限界效用說爲根據，建立貨幣所得說以解釋貨幣對於一般物價水準之影響。漢約克雖認上項理論較機械式之貨幣理論稍爲深刻，但仍以其過於注重一般物價水準，引爲美中不足。

漢約克以爲貨幣理論發展之第三階段，其特徵在以貨幣數量解釋利率，再以利率解釋物價之變動。此種思想可以維克塞爾爲代表。維氏以爲如果無貨幣因素之擾亂，則利率當決定於資本需要與儲蓄供給之均衡點；此種均衡利率，維氏稱爲自然利率 (Natural Rate of Interest)，或常態利率 (Normal Rate of Interest)，或真實利率 (Real Rate of

註四 按韋賽之理論發表於其所著之 *Verhandlungen des Vereins für Socialpolitik*, Wien, 1909 pp. 497 etc.

註五 按阿夫達利益之理論發表於其所著之 *Monnaie, Prix et Change*, Paris, 1927 pp. 148 etc.

Interest)。但在貨幣經濟時代，貨幣利率(Geldzins)常可脫離上項均衡利率，蓋此時資本之需要與儲蓄之供給均以貨幣形式相見而非復以自然形式相見，而貨幣之數量則可由銀行自動加以伸縮也。如果貨幣利率適與均衡利率相等，則此項利率可稱為中和利率(Neutral Rate of Interest)，蓋其對於物價不致發生偏性影響，不致使物價漲高，亦不致使物價跌落。但如銀行之放款超過其所收之真實儲蓄，則通貨增加，必使貨幣利率低於中和利率而引起物價之漲高。反之，如果銀行放款少於其所收之真實儲蓄，則通貨減少，必使貨幣利率高於中和利率而引起物價之跌落。故維氏主張應使通貨穩定，貨幣利率等於中和利率，俾資本之需要與儲蓄之供給相均衡而達物價穩定之目的。漢約克雖認維氏之學說為其理論之淵源，但亦仍以其僅知注重一般物價水準，引為美中不足。

漢約克以為貨幣理論發展之第四階段，即在米斯(Mises)教授對於維克塞爾學說之補充。註六 米斯教授既由貨幣利率與均衡利率之差額以解釋消費品價格及資本品價格之變動，再由消費品價格及資本品價格之變動以解釋經濟循環，不言一般物價而言相對物價，在貨幣理論上確屬另闢蹊徑。漢約克以為貨幣理論發展之第四階段現在尚未完成而有待於建設，漢氏所著之物價與生產一書，註七 蓋即為建設此種新理論之嘗試也。

註六 Mises, L., Theory of Money and Credit, (Translated from the German) London, 1934

註七 漢氏除物價與生產一書外，尙有 Monetary Theory and The Trade Cycle, London, 1933 惟該書注重對於經濟循環各派理論之批評，故本書以下各節仍以物價與生產一書為根據。

第二節 漢約克貨幣理論之分析

欲明漢約克之貨幣理論，先須認清以下幾點：

(一) 漢氏之理論係以均衡狀態為出發點，即假定經濟社會中之各種生產要素均已儘量利用，無復有失業現象之存在。註八

(二) 漢氏將貨物(Goods)分為生產者貨物(Producer's Goods)及消費者貨物(Consumer's Goods)兩大類。生產者貨物不但包括中間貨物(Intermediate Products)，或即龐柏威克之所謂資本(Capital)，抑且包括基本生產要素(Original Means of Production)，或即土地與勞力。註九

(三) 現代生產方法為資本主義生產方法，此種生產方法亦即為繞道的生產方法(Roundabout Method of Production)，即基本生產要素先須生產資本品，再行生產消費品；消費品所需之生產時間愈長，消費品之生產數量愈多。由某一生產時間之生產方法，轉變為較長或較短時間之生產方法，漢氏稱為「生產機構」(Structure of Production)之轉變。註一〇

漢氏以圖表方法說明其貨幣理論，下圖即為其基本圖。註一一

註八 見物價與生產第三一及三二頁。

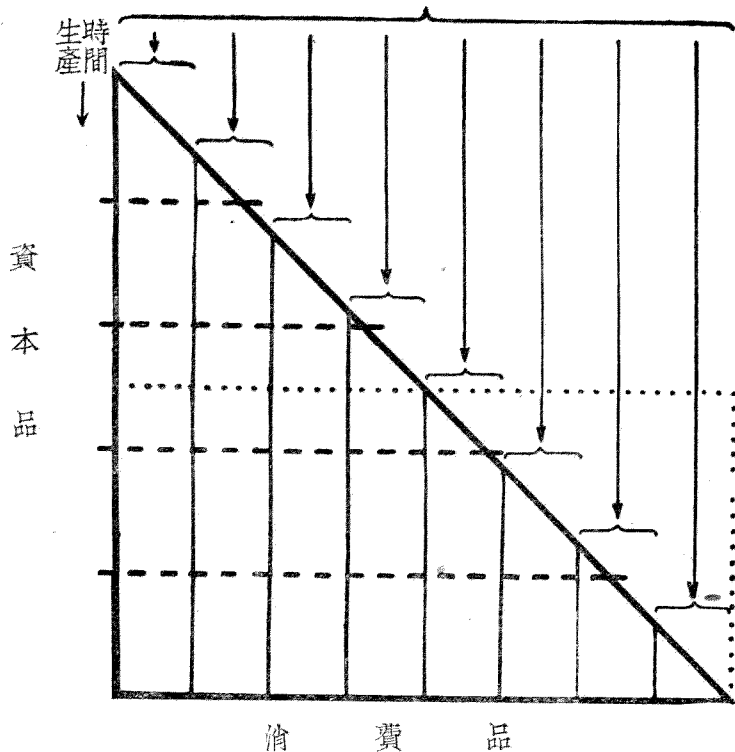
註九 見全上第三三及三四頁。

註一〇 見全上第三四及三五頁。

註一一 見全上第三六頁。

第一圖

基本生產要素

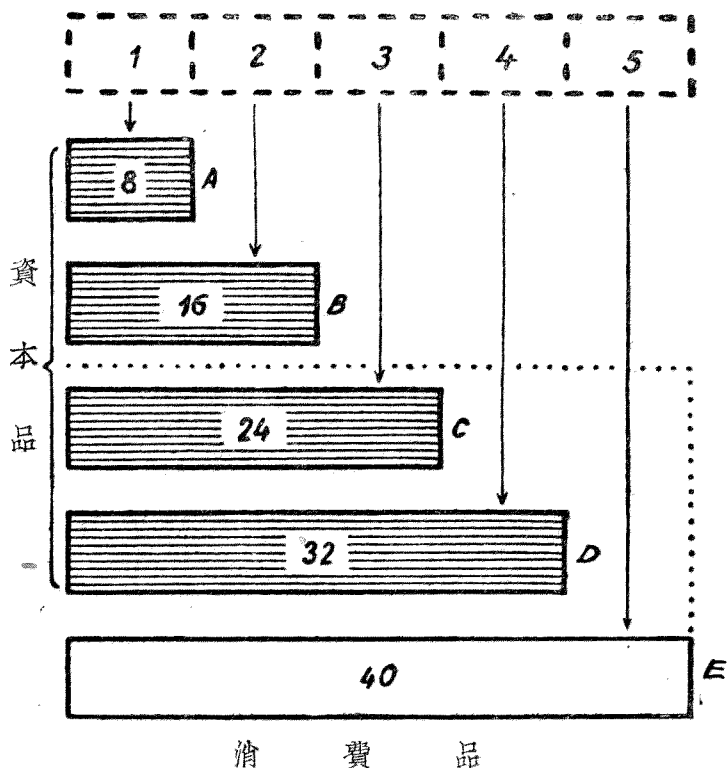


上圖為一個三角形，全圖即表示陸續以基本生產要素生產各種資本品以達生產消費品之目的。三角形之上面表示基本生產要素；三角形之垂線表示生產時間之進展；三角形之面積表示資本品之生產；三角形之底線表示消費品之生產。故三角形之垂線愈長，即表示生產時間愈久；因而三角形之面積愈大，即資本品之生產愈多；而三角形之底線愈闊，即消費品之生產愈多。

上圖為表示繼續生產之作用，但為解釋明瞭起見，漢氏又將上圖改

成下圖，下圖係表示非繼續生產之作用。註一二

第二圖 基本生產要素



上圖如由上向下觀，表示貨物流動之方向。詳言之，即先以第一部份之基本生產要素生產A類之資本品，其價值為八單位；再以第二部份之基本生產要素與A類資本品，生產B類之資本品，其價值增為十六單位；再以第三部份之基本生產要素與B類資本品，生產C類之資本品，其價值增為二十四單位；再以第四部份之基本生產要素與C類資本品，生產D類之資本品，其價值增為三十二單位；最後再以第五部份之基本生產要素與D類資本品，生產E類之消費品，其價值共為四十單位。

上圖中E類消費品總值爲四十單位，與A, B, C, D四階段之資本品總值共八十單位相較，爲四〇：八〇或一：二。

上圖如由下向上觀，則表示貨幣流動之方向。詳言之，即先由消費者對E類消費品支付貨幣四十單位；再由E類消費品企業家將所得貨幣，以其中八單位支付於第五部份基本生產要素，作爲報酬，以其餘三十二單位購買D類資本品；再由D類資本品企業家將所得貨幣，以其中八單位支付於第四部份基本生產要素，作爲報酬，以其餘二十四單位購買C類資本品；再由C類資本品企業家將所得貨幣，以其中八單位支付於第三部份基本生產要素，作爲報酬，以其餘十六單位購買B類資本品；再由B類資本品企業家將所得貨幣，以其中八單位支付於第二部份基本生產要素，作爲報酬，以其餘八單位購買A類資本品；再由A類資本品企業家將所得貨幣八單位支付於第一部份之基本生產要素，作爲報酬。

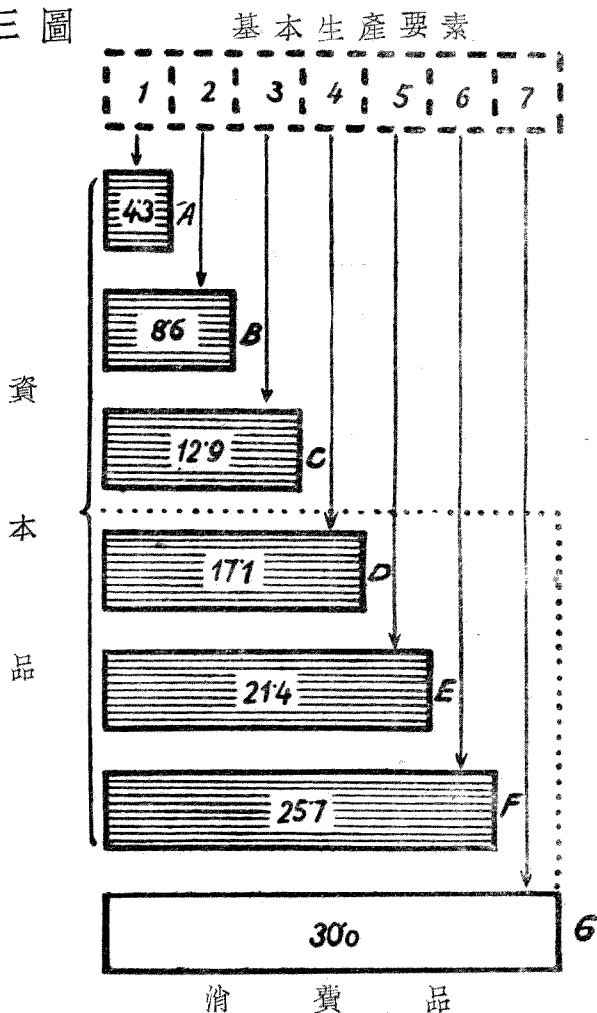
上圖中用於購買消費品之貨幣爲四十單位，亦即爲基本生產要素之貨幣所得總額；而用於購買資本品之貨幣則爲八十單位，故其比例亦爲四〇：八〇或一：二。

以上生產機構並非一成不變者。如果自願儲蓄（Voluntary Saving）增加，則生產機構即當由較簡單之資本主義生產方法而演進爲較複雜之資本主義生產方法，試申述之如次。

在前例中，如果消費者以其所得之四分之一作爲儲蓄，以充投資，則消費品需要對資本品需要之比例必由原來之四〇：八〇變爲三〇：九〇，或由原來之一：二變爲一：三。消費品之需要既減，資本品之需要既增，則消費品之價格必跌，資本品之價格必漲；因此，基本生產要素之從

事於消費品生產者，其報酬減少，而從事於資本品生產者，其報酬增加，於是基本生產要素乃漸由消費品之生產而移至資本品之生產。直至報酬漸減律發生作用，使各生產階段之基本生產要素獲得相等報酬為止。因此生產機構乃擴大，生產階段乃延長，有如下圖。註一三。

第三圖

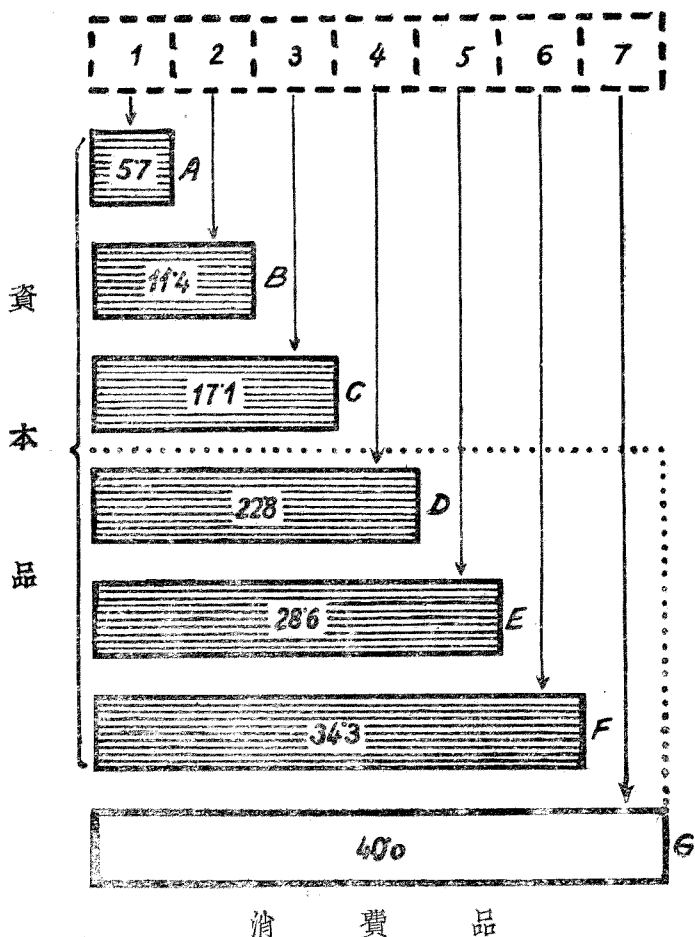


註一三 見全上第四七頁。

上圖表示生產階段已由以前之四段展長為六段。消費品之總值由四十單位減為三十單位。而資本品之總值則由八〇單位增為九〇單位（基本生產要素之數量與貨幣數量均不變）。但須注意者，此圖所表示者為消費品及資本品「價值」之變動；至數量方面，則在儲蓄開始時，消費品之數量雖將因節約之結果而減少，但至投資完成時，消費品之數量反可因生產效率之進步而增加。消費品之數量增而總值減，是其價格必跌；但同時其成本亦因生產效率之進步而減低，故仍可由舊的均衡狀態而達到新的均衡狀態。其結果使人民之貨幣所得雖然減少，而實物所得則反增加，故人民不至再行變更其所得中儲蓄與消費之比例。而上項生產機構可以維持不動。

反之，如果消費品與資本品相對需要之發生變化，非由於自動儲蓄之增加而由於通貨數量之增加，則結果又將不同。例如銀行對於企業家增加放款；為此項放款實現起見，其貨幣利率必須低於均衡利率。假定企業家由銀行獲得之放款數額為四十單位之貨幣，則其對資本品之需要必將增加四十單位，或由原來之八十單位增為一百二十單位，而消費品之需要則仍為四十單位，兩者之比例乃由原來之四〇：八〇變為四〇：一二〇，或由原來之一：二變為一：三。因此資本品之價格漲高而消費品之價格不動，基本生產要素之從事於資本品生產者其報酬相形抬高，而從事於消費品生產者，其報酬相形損色，於是基本生產要素乃漸由消費品之生產而移至資本品之生產，直至報酬漸減律發生作用，使各生產階段之基本生產要素獲得相等報酬為止。因此生產機構乃擴大，生產階段乃延長，有如下圖。註一四

第四圖 基本生產要素



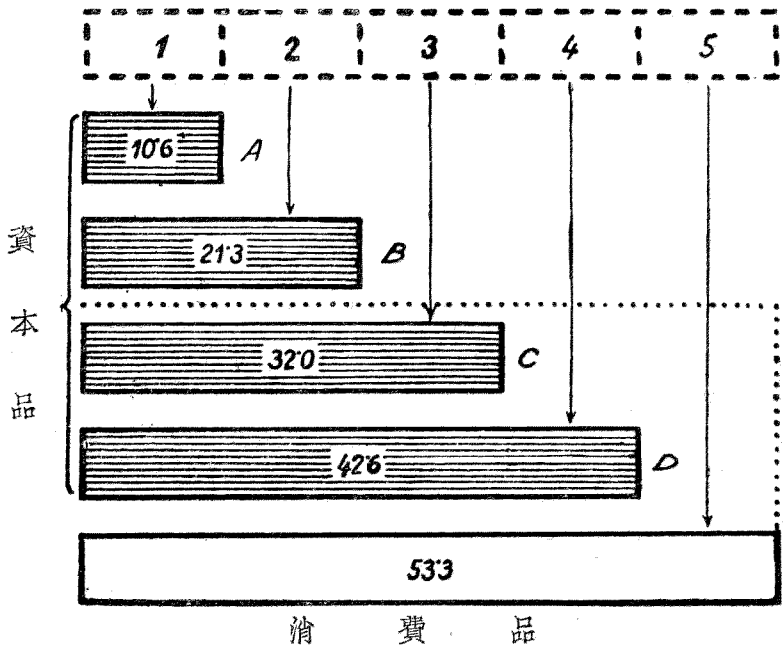
上圖表示生產階段亦已由以前之四段展長為六段，消費品之總值仍為四〇單位，而資本品之總值則增至一二〇單位（基本生產要素之數量不變，而貨幣數量則增至一六〇單位）。但亦須注意者，此圖所表示者為消費品及資本品「價值」之變動；至數量方面，則當通貨數量初增

時，因以上所述基本生產要素漸由消費品之生產移至資本品之生產，消費品之生產數量勢須減少，其物價當有趨漲之勢，而消費者雖仍以同量貨幣購買消費品，而其所購得之消費品則將減少，此即漢約克之所謂「強迫儲蓄」(Forced Saving)。蓋此種消費之減少，其原因非由於人民之自願，而由於通貨數量之增加也。

「強迫儲蓄」既非由於人民之自願，故結果人民必將不能忍受消費之減少，而重新分配其所得中消費與儲蓄之比例，使對消費品之需要增加為五三·三單位，對資本品之需要減少為一〇六·七單位，俾兩者之比例復由四〇：一二〇而恢復為五三·三：一〇六·七，或由一：三恢復為一：二。因此消費品之價格益漲，資本品之價格回跌，基本生產要素之從事於消費品生產者，其報酬相形抬高，而從事於資本品生產者，其報酬相形損色，於是基本生產要素乃漸由資本品之生產而移至消費品之生產，直至報酬漸減律發生作用，使各生產階段之基本生產要素獲得相等報酬為止。於是生產機構乃縮小，生產階段乃縮短，有如下圖。

註一五

第五圖 基本生產要素



上圖表示生產階段又由六段縮短為原來之四段，惟消費品之總值已改為五三·三單位，而資本品之總值則改為一〇六·七單位（基本生產要素之數量不變而貨幣數量則增至一六〇單位）。但生產階段縮短以後，以前因通貨增加而擴充之投資遂成浪費，而經濟恐慌即不得不告爆發矣。

漢約克根據以上之分析，遂以為如果依一般學者所主張，使通貨數量隨生產數量之增加而增加，以維持一般物價水準之穩定，則必將引起如上所述消費品價格與資本品價格之不自然的相對變動，而促成經濟恐慌之爆發。合理之政策應為中和貨幣政策（Neutral Money Policy），使通貨數量維持穩定，貨幣利率等於均衡利率，俾投資僅隨儲蓄而增加

，消費物價水準得隨生產效率之進步而漸漸跌落，則人民之貨幣所得縱有減少，其實物所得必可增加，而經濟恐慌亦可消滅於無形矣。註一六

第三節 漢約克貨幣理論之批評

漢約克之貨幣理論頗為新穎，故國內學者多樂為鼓吹，但吾人以為漢氏之說不無可議，茲舉其犖犖大者如次：

(一)漢約克之出發點為生產力業已全部利用之經濟社會，故生產資本品之基本生產要素增加，則生產消費品之基本生產要素即須減少，反之生產消費品之基本生產要素增加，則生產資本品之基本生產要素即須減少。但此項前提實與實際情形不合，最近美國白魯金研究所莫爾頓氏(Harold G. Moulton)在其所著資本之構成一書中，曾根據美國統計，謂即在一九二九年以前之所謂繁榮時期，亦未達到生產力全部利用之境界，無論在資本設備方面，或在勞力供給方面，均尚有未盡利用之生產力也。註一七

(二)漢約克謂自動儲蓄增加時，消費品之需要減少，故在初時消費品之價格必將跌落，消費品之生產必受損失。但當消費品之價格既已跌落，消費品之生產既受損失，則資本品之需要何以反能增加？蓋資本品之生產固以消費品之生產為目標，資本品之需要乃以消費品之需要為根據也。考消費品工業之對資本品發生需要，不外由於：(1) 補充用舊

註一六 見全上第四講。

註一七 Moulton, H. G., *The Formation of Capital*, Brookings Institution, 1935

之資本品 (2) 增添新式之資本品, (3) 因消費品之銷路擴大, 故須擴充資本品以增加生產。其中最後一項即表示資本品之需要實與消費品之需要密切之關係, 此理狄爾平氏(E. F. M. Durbin) 在其所著購買力與商業衰落一書中闡發最詳, 可資參考。註一八

漢氏物價應隨生產效率之進步而減低之主張, 與赫曲萊之主張頗有相似之處, 但其理論根據及實際政策實與赫氏截然不同。就理論根據言, 漢氏之理論以龐柏威克之資本學說為根據, 換言之, 即以「生產時出發間」「生產階段」等等概念為根據, 而赫氏之理論則與此項學說及概念完全無緣, 此其一; 漢氏之理論以生產力業已全部利用之經濟社會為出發點, 故以為消費品生產與資本品生產必然相反發展, 而赫氏之理論則並無上項假定, 此其二; 因此二端, 故莫爾頓及狄爾平所施於漢氏之批評不能施於赫氏, 而赫氏之理論根據遂亦遠較漢氏為堅強。再就實際政策言, 赫氏所鼓吹者為消費者所得之固定不變, 而漢氏所鼓吹者則為通貨數量之固定不變; 如果依赫氏之主張, 使消費者所得固定不變, 則物價跌落之程度將與生產效率進步之程度相等, 其流弊尚少, 如果依漢氏之主張, 使通貨數量固定不變, 則物價除將因生產效率之進步而跌落外, 尚將因生產時間之延長, 生產機構之擴大, 中間生產階段所需通貨之增加, 致基本生產要素之貨幣所得或消費者所得反趨減少, 而使物價跌落之程度超過生產效率進步之程度, 其流弊極大, 故漢氏之辦法實不如赫氏, 此其一; 次之, 赫氏之消費者所得穩定論以消費者所得作為穩

註一八 Durbin, E. F. M., *Purchasing Power and Trade Depression*, London, 1932, pp. 115-145

定之對象，雖不易以統計方法直接加以測量，但尙不難以統計方法間接加以測量，而漢氏之中和貨幣政策期以通貨數量作為穩定之對象，換言之，即欲使貨幣數量與其流通速率之乘積臻於穩定，其中貨幣數量雖尙不難以統計方法加以真確測量，而流通速率則實難以統計方法加以真確測量，故漢氏之辦法亦不如赫氏。

第二章 凱恩斯貨幣理論之分析及其例證

第一節 貨幣改革論中之凱恩斯

現代貨幣學者之在我國最負盛名者當首推凱恩斯(John Maynard Keynes)。凱氏生於一八八三年，出身劍橋大學。現任教於該校皇家學院(King's College)並主經濟雜誌(Economic Journal)筆政。其在貨幣學上成名之作爲一九二三年出版之貨幣改革論。^{註一}其時適當康立夫委員會(Cunliffe Committee)報告書發表之後，英國恢復金本位之議甚囂塵上。凱氏獨持異議，以爲物價穩定較匯價穩定尤爲重要，如二者不可得兼，則應犧牲匯價以維持物價。惜乎當時英政府不能用其言，否則一九二五年以後所受幣值過高之痛苦，當可避免於未形也。

凱氏在其貨幣改革論中除實際之建議外，在理論上亦多闡發，其中關於貨幣價值之方程式最爲世所傳誦。凱氏出身劍橋，故受馬夏爾(Marshall) 皮固(Pigou)之影響極深。劍橋派之貨幣價值論注重「某一定時間之貨幣儲存量」(The stock of money in existence at a given point of time)，與費歇教授之注重「一定時期內之貨幣流通量」(The flow of money being used during a given period of time)不同。^{註二}凱氏貨幣價值方程式即係脫胎於皮固及羅伯曾(Robertson)

註一 Keynes, J. M., A Tract on Monetary Reform, London, 1923

註二 Robertson, D. H., Money, Revised Edition, 1932, London, p. 29

之方程式，皮固及羅伯曾之方程式如次：註三

$$P = \frac{M}{kR}$$

$$\text{或} \quad M = P \times kR$$

以上方程式中之R代表每年以實物為單位之國民所得，k代表上項國民所得中人民欲以貨幣形式儲存以便購買消費品之比例，故kR即等於上項國民所得中人民欲以貨幣形式儲存之總量，P代表消費物價水準，故P×kR即等於上項國民所得中人民欲以貨幣形式儲存之總值；M代表貨幣數量，自必與上項國民所得中人民欲以貨幣形式儲存之總值相等，故M=P×kR或 $P = \frac{M}{kR}$ 。

皮古及羅伯曾以上方程式中之R代表每年以實物為單位之國民所得，k代表上項國民所得中人民欲以貨幣形式儲存以便購買消費品之比例，故其P係指消費物價水準或所得物價水準 (Income Price Level)；今如將R改為T以代表每年以實物為單位之交易數量，將k改為k'以代表上項交易數量中人民欲以貨幣形式儲存以便經營事業之比例，則P亦應改為P'以指一般物價水準或交易物價水準 (Transaction Price

註三 皮固方程式首先發表於一九一七年之 Quarterly Journal of Economics,

羅伯曾方程式即在上著附錄(A)中發表。皮固方程式為 $P = \frac{kR}{M}$ ，其中P

代表貨幣對消費品之購買力；羅伯曾方程式為 $P = \frac{M}{kR}$ ，其中P代表消費物價水準。貨幣對消費品之購買力即為消費物價水準之倒數，故二式原屬相同，惟羅伯曾方程式較皮固方程式易於與其他方程式相比較，故本文採引之。

Level), 而以上方程式即可改為下式: 註四

$$P' = \frac{M}{k'T}$$

$$\text{或 } M \Rightarrow P' \times k'T$$

k 及 k' 實際上即為貨幣流通速率之倒數。如在每年實物所得中, 人民欲以貨幣形式儲存以便購買消費品之數額多, 則對實物所得之貨幣流通速率自小; 反之, 如在每年實物所得中人民欲以貨幣形式儲存以便購買消費品之數額少, 則對實物所得之貨幣流通速率自大。又如在每年實物交易中人民欲以貨幣形式儲存以便經營事業之數額多, 則對實物交易之貨幣流通速率自小; 反之, 如在每年實物交易中人民欲以貨幣形式儲存以便經營事業之數額少, 則對實物交易之貨幣流通速率自大。故如放棄劍橋派注重「某一定時間之貨幣儲存量」之立場, 而遷就費歇教授注重「一定時期內之貨幣流通量」之立場, 而以 V 代表對實物所得之貨幣流通速率, 以 V' 代表對實物交易之貨幣流通速率, 則以上兩方程式即可改為下式: 註五

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

$$P' = \frac{M'V'}{T}$$

如此, 則皮固及羅伯曾方程式與費歇方程式 ($P = \frac{MV + M'V'}{T}$) 即不難調和矣。凱恩斯由皮固及羅伯曾之方程式演變而成下式: 註六

註四 見羅伯曾上著附錄(A)。

註五 全上。

註六 見凱恩斯上著第七十七頁。

$$n = p(k + rk')$$

$$p = \frac{n}{k + rk'}$$

以上方程式中之 n 代表貨幣數量，與皮固及羅伯曾之 M 相同； p 代表「消費單位」(即指各人在生活習慣上所需用之各種基本消費品之集合體)之平均價格，與皮固及羅伯曾之 P 相似； k 代表各人所儲存貨幣數量可購消費單位數， k' 代表各人所儲存銀行存款量可購消費單位數， r 代表現金準備量對銀行存款量之比例，故 $k + rk'$ 實際上亦即等於皮固及羅伯曾之 kR ；因此 $n = p(k + rk')$ 亦即等於皮固及羅伯曾之 $M = P \times kR$ ，而 $p = \frac{n}{k + rk'}$ 亦即等於皮固及羅伯曾之 $P = \frac{M}{kR}$ 。

吾人如為簡單起見，暫時可將銀行存款量略而不提，則費歇方程式可以簡單化為 $MV = PT$ ，而凱恩斯方程式亦可以簡單化為 $n = pk$ 。就數學之見地加以觀察，費歇方程式謂在某一時期內社會支付之總值等於社會交易之總值，自屬顛撲不破之真理；而凱恩斯方程式則謂在一定時間各人所儲存之貨幣數量等於各人所儲存貨幣數量可購消費單位數乘其平均價格之總值，亦為顛撲不破之真理。

就形式上觀察，凱恩斯方程式實不及費歇方程式，蓋費歇方程式中之 T (交易數量)，不依附於貨幣而可以單獨測量，而凱恩斯方程式中之 k (各人所儲存貨幣數量可購消費單位數) 則仍依附於貨幣而不能單獨測量也。

但就實際上觀察，則凱恩斯方程式與費歇方程式實有顯著之不同。費歇方程式之涵義謂 M 常為因， P 常為果，而凱恩斯方程式之涵義則謂

k 常爲因， p 常爲果。費歇以貨幣數量解釋物價之變動，而凱恩斯則以貨幣之流通速率解釋物價之變動。蓋凱恩斯之 k 係指各人所儲存貨幣數量可購消費單位數，實與貨幣之流通速率適成反面之關係；如各人所儲存貨幣數量可購消費單位數多，則貨幣之流通速率自小，反之，如各人所儲存貨幣數量可購消費單位數少，則貨幣之流通速率自大也。如此解釋，凱恩斯方程式有時實較費歇方程式爲合於事實，註七 但費歇認物價之變動常爲果，凱恩斯亦認物價之變動常爲果，則均未能據爲定論也。註八

第二節 貨幣論中之凱恩斯

一九三〇年凱恩斯又以其鉅著貨幣論 註九 問世。其中字義文意均一脫前入窠臼，即其自己在貨幣改革論中所創之貨幣價值方程式亦不惜放棄，但其注重儲蓄與投資之均衡 則似不無受維克塞爾 (Wicksell) 米斯 (Mises) 等之影響耳。

凱恩斯以爲在一孤立經濟中，一切貨物勞務之生產成本即等於全社會之貨幣所得。凱恩斯之所謂生產成本，係包括一切生產要素之報酬，連企業家之通常報酬在內；所謂企業家之通常報酬，則指此種報酬使企業家不致擴展事業亦不致縮小事業。產品售價與生產成本之差額即爲贏益或虧損，但照凱恩斯之定義，贏益與虧損均與所得無關。

註七 見本書第二編第二章第二節。

註八 全上。

註九 Keynes, J. M., A Treatise on Money, London, 1930

一切貨物與勞務之生產成本雖即等於全社會之貨幣所得，但貨幣所得之中，一部份係用以購買消費品，而另一部份則係用為儲蓄；生產成本之中，一部分係用以生產消費品，而另一部份則係用為投資。如儲蓄等於投資，則用以購買消費品之所得即等於消費品之生產成本，企業家無贏益亦無虧損。如儲蓄少於投資，則用以購買消費品之所得多於消費品之生產成本，消費品物價漲高，企業家有贏益可圖；反之，如儲蓄多於投資，則用以購買消費品之所得少於消費品之生產成本，消費品物價跌落，企業家須蒙受虧損。

凱恩斯之基本理論可以下列各方程式說明之：

如 $R =$ 消費品生產

$C =$ 資本品生產

$O =$ 全部產品 $= R + C$

$P =$ 消費品之物價水準

$P' =$ 資本品之物價水準

$\pi =$ 全部貨物之物價水準

$W_1 =$ 消費品及資本品之每單位生產成本

則 $W_1 R =$ 消費品成本

$P R =$ 消費品價值

$W_1 C =$ 資本品成本

$P' C =$ 資本品價值

故 $Q_1 =$ 消費品生產之贏益或虧損 $= PR - W_1 R$

$Q_2 =$ 資本品生產之贏益或虧損 $= P' C - W_1 C$

$$Q = \text{全部產品之贏益或虧損} = PR + P'C - W_1(R+C)$$

$$\text{如 } E = \text{全社會貨幣所得} = \text{全部產品之成本} = W_1(R+C)$$

$$\text{或 } W_1 = \frac{E}{R+C} = \frac{E}{O}$$

$$\text{則 } E + Q = \text{全部產品之價值} = W_1(R+C) + PR + P'C - W_1(R+C)$$

$$\text{或 } E + Q = PR + P'C$$

$$\text{如 } S = \text{儲蓄} = E - PR = W_1(R+C) - PR = W_1R + W_1C - PR$$

$$I' = \text{資本品成本} = W_1C$$

$$I = \text{資本品價值} = P'C$$

$$\text{則 } I' - S = W_1C - (W_1R + W_1C - PR) = PR - W_1R = Q_1$$

$$I - S = P'C - (W_1R + W_1C - PR) = PR + P'C - W_1(R+C) = Q$$

$$\text{故 } PR = W_1R + I' - S$$

$$P = W_1 + \frac{I' - S}{R}$$

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R}$$

$$\text{而 } \pi = \frac{PR + P'C}{O}$$

$$\pi = \frac{E + Q}{O}$$

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{Q}{O}$$

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$$

以上 $P = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{R}$ 及 $\pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O}$ 爲凱恩斯貨幣論中之二個

基本方程式。此二個基本方程式中最須注意者爲 $(I-S)$ 及 $(I-S)$ 。

$(I-S)$ 即爲消費品生產之贏益或虧損 (Q) ，而 $(I-S)$ 即爲全部貨物生產之贏益或虧損。換言之，消費品生產之贏益或虧損等於投資成本與儲蓄之差額，而全部貨物生產之贏益或虧損則等於投資價值與儲蓄之差額。

如果投資成本等於儲蓄，則 $P = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{R}$ 方程式中之右方第

二項等於零，成爲 $P = \frac{E}{O}$ ，即消費品之價格等於成本，故均衡狀態

可以成立。如果投資價值等於儲蓄，則 $\pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O}$ 方程式中之

右方第二項亦等於零，成爲 $\pi = \frac{E}{O}$ ，即全部貨物之價格等於成本，故

均衡狀態亦可以成立。

凱恩斯稱儲蓄與投資相均衡時之利率爲自然利率 (Natural Rate of Interest)。如果實際利率低於自然利率，則企業家紛紛向銀行通融款項，故投資必將超過儲蓄，物價必將高漲，贏利亦將趨增，而形成過度繁榮 (Boom) 之景象。但其後銀根漸趨緊張，實際利率終將高於自然利率，故儲蓄必將超過投資，物價必將跌落，虧損勢所難免，而形成經濟衰落之景象。以上所述，即爲凱恩斯在其貨幣論中以儲蓄與投資之關係解釋經濟循環之原因，其理論實酷肖維克塞爾及米斯之學說。

物價之穩定，既賴乎儲蓄與投資之均衡，而儲蓄與投資之均衡，又賴乎實際利率與自然利率之均衡；故凱恩斯以爲如中央銀行能操縱實

際利率使與自然利率相均衡，即不難使儲蓄與投資相均衡，俾物價臻於穩定。實際利率雖有短期利率與長期利率之分別，但凱恩斯以爲短期利率實能發生影響於長期利率。至中央銀行操縱實際利率之方法，則凱恩斯以爲不外運用重貼現政策及公開市場政策，俾得直接操縱商業銀行之營業準備，間接操縱市場利率。但現在各國商業銀行營業準備對存款數額之比例，或如美國由法律規定，或如英國由習慣規定，均爲比較固定的，凱恩斯以爲倘能授權中央銀行斟酌情形隨意變更商業銀行營業準備對存款數額之比例，則中央銀行對市場利率自必更易操縱矣（此種辦法德國一九三四年銀行法及美國一九三五年銀行法業已採取）。

註一〇 又凱恩斯以爲使中央銀行得自由行使職權起見，其發行限制宜愈寬愈妙，英國定數準備制度固非凱恩斯所同意，即戰後通行之比例準備制度亦非凱恩斯所贊許，凱恩斯以爲發行數額及現金準備均可由中央銀行自由決定，發行數額當以物價政策爲根據，而現金準備則須以收支平衡爲考慮。凱恩斯在其貨幣論中，仍維持其在貨幣改革論中之立場，以爲物價之穩定較匯價之穩定更爲重要，但亦非鼓吹匯價之劇烈變動，而贊成由中央銀行操縱匯兌，使其變動不致超過百分之十左右。

第三節 世界經濟恐慌與凱恩斯

一九二九年，英國財政部組織金融實業委員會（Committee of Finance and Industry），即世所稱爲麥密倫委員會（MacMillan

註一〇 見拙著近年美國之金融風潮及一九三五年銀行法述要，載信託季刊第二卷第一期；及近年德國之金融風潮及一九三四年銀行法述要，載信託季刊第二卷第二期。

Committee), 凱恩斯亦為該委員會委員之一。一九三一年該委員會報告書發表, 註一一 數月後英國即以放棄金本位聞矣。

自此次世界經濟恐慌發生以後, 物價慘跌, 工業蕭條, 失業增加, 在此種環境下, 凱恩斯之目標乃轉移至如何提高物價, 如何復興工商, 如何減少失業。凱恩斯之主張為實施低廉資金政策及公共建設政策, 曾在新政治家雜誌中 註一二 及繁榮之途徑一小冊中 註一三 迭次鼓吹, 至其綜合的發表, 則為其新著就業利息與貨幣之一般理論。註一四

凱恩斯在其新著就業利息與貨幣之一般理論中, 字義文意又均一脫前人窠臼, 即其自己在貨幣論中所創之各種方程式亦均放棄不提。凱恩斯在其貨幣改革論中不免受馬夏爾, 皮固等之影響, 凱恩斯在其貨幣論中亦不免受維克賽爾, 米斯等之影響, 但其新著就業利息與貨幣之一般理論則不惟對馬夏爾, 皮固等正統學派之學說施以猛烈攻擊, 即對維克賽爾, 米斯等瑞典學派奧國學派之學說亦批評不遺餘力, 故凱恩斯此書實不媿為一空前之貢獻, 註一五 該書內容之分析當於以下各節

註一一 Report of the Committee on Finance and Industry, London, 1931

註一二 Keynes, J. M., A Program for Unemployment, New Statesman, February 4, 1933

註一三 Keynes, J. M., The Means to Prosperity, London, 1933

註一四 Keynes, J. M., The General Theory of Employment, Interest and Money, London, 1936

註一五 最近瑞典阿林教授 (Bertil Ohlin) 在經濟雜誌中 (The Economic Journal, March, 1937) 發表論文一篇, 題為瑞典儲蓄與投資理論雜談 (Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment), 謂凱恩斯新著中所用之方法及所得之結論與新瑞典學派有極相似處, 亦有極相異處。

詳之。

凱恩斯每一新書出，常能引起學術界之熱烈辯論，對學術界之貢獻，實屬不淺。註一六 最近如哈羅特(Harrod)註一七 羅濱生(Robinson)註一八及米德(Meade)註一九 等之著作概以凱恩斯之新說為根據，可知凱氏之新說已浸浸乎成為今後新經濟學之柱石矣！論者或譏凱氏思想善變，有失學者態度，但此實非的論；蓋真正學者之態度，決非拘泥成見，故步自封，而為適應環境，追求真理，吾人對凱恩斯之以「今日之我與昨日之我宣戰」，贊美之不遑，何能妄加苛責。

註一六 自凱恩斯新著出版後，各方批評文字已有不少，就作者所知，有以下各篇：

Pigou, A. C., Mr. J. M. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money. *Economica*, May, 1936

Hicks, J. R., Mr. Keynes' Theory of Employment, *The Economic Journal*, June, 1936

Lerner, A. P. Mr. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money, *International Labor Review*, October, 1936

Viner, J., Mr. Keynes on the Causes of Unemployment, *the Quarterly Journal of Economics*. November, 1936

Robertson, D. H., Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment, *the Quarterly Journal of Economics*, November, 1936

Leontief, W. W., The Fundamental Assumption of Mr. Keynes' Monetary Theory of Unemployment, *the Quarterly Journal of Economics*, November, 1936

Taussig, F. W., Employment and National Dividend, *The Quarterly Journal of Economics*, November, 1936

註一七 Harrod, R. F., *Trade Cycle*, Oxford, 1936

註一八 Robinson, J., *Essays in the Theory of Employment*, London, 1936

註一九 Meade, J. E., *Economic Analysis and Policy*, Oxford, 1936

第四節 凱恩斯就業理論之出發點

此次世界經濟衰落中，最使人觸目而驚心者為失業人數之衆多。故凱恩斯理論之出發點即為一有失業存在之不均衡經濟，而其主張之目標則為如何達到人盡其才之均衡經濟；此較諸漢約克(Hayek)等以人盡其才之均衡經濟為其理論之出發點，自與事實相接近也。

正統學派經濟學者，如馬夏爾(Marshall)，如皮固(Pigou)等，以為就業之人數乃決定於實際工資率，而實際工資率又決定於就業工人之界限生產力。如果全體工人願意接受與其中最後一個工人之界限生產力相等之實際工資率，則全體工人必均有就業之機會而無失業之存在。反之，如果全體工人不願接受與其中最後一個工人之界限生產力相等之實際工資率，則就業之機會當限於其中一部份之工人，而其餘一部份之工人即不得不宣告失業。因此正統學派經濟學者以為失業現象除臨時性質之失業(Frictional Unemployment)外，均為「自願之失業」(Voluntary Unemployment)，而無「非自願之失業」(Involuntary Unemployment)；蓋工資制度如果有充分之彈性，則失業現象即可免去，而世之所以有失業現象者，即因工人堅持固定之工資也。上項理論現代正統學派經濟學，如倫敦大學之羅濱斯(Robbins)註二〇格列高雷(Gregory)註二一等亦均深信不疑，故彼等乃以現代工資制度之固定而無彈性，列為近年經濟恐慌之主要原因之一。

註二〇 Robbins, L., The Great Depression, London, 1935

註二一 Gregory, T. E., The Gold Standard and Its Future, London, 1934

凱恩斯對於上項理論深致不滿，彼以爲失業非盡爲自願而實有非自願者。註二二 現代之失業現象，其原因非完全爲實際工資之過高，卽令將實際工資加以減低，亦仍有失業現象之可能。凱恩斯對於正統學派之就業理論既已加以抨擊，然則其自創之就業理論又果若何耶？

凱恩斯以爲就業人數乃決定於總供給函數 (Aggregate Supply Function) 與總需要函數 (Aggregate Demand Function) 之交點。如以 N 代表就業人數，以 Z 代表雇傭 N 就業人數時所產貨物數量之總供給價格 (Aggregate Supply Price)，以 D 代表雇傭 N 就業人數時企業家所預期獲得之總收入 (Total Expected Proceeds)，則總供給函數可以 $Z = \phi(N)$ 表示之，而總需要函數可以 $D = f(N)$ 表示之。如果在某一就業人數 (N) 時， D 較 Z 爲大，則企業家以擴張生產尚有餘利可圖，必競相增雇工人，使就業人數 (N) 增加，直至 D 與 Z 相均衡時爲止，故謂就業人數乃決定於總供給函數與總需要函數之交點。註二三 總供給函數大致賴乎供給方面之各種物質條件，凱氏未曾詳加闡發；至總需要函數則常爲一般學者所忽視，故凱氏論列不厭其詳。凱氏稱總需要函數與總供給函數相交處之 D 爲「有效需要」(The Effective Demand)； $D = D_1 + D_2$ ，其中 D_1 表示「預期消費」(The Amount which the Community is Expected to spend on Consumption)， D_2 表示「預期投資」(The Amount which the Community is Expected to Devote to New Investment)。註二四 故

註二二 見凱氏上著第二章。

註二三 見凱氏上著第二五頁。

註二四 見凱氏上著第二九頁。

就業人數之決定，除總供給函數之各因素外，尤須賴乎消費及投資。

凱恩斯以爲就業人數足以決定社會所得。如以 N 代表就業人數，以 Y 代表社會所得，則 Y 實爲 N 之函數，而：註二五

$$Y = F(N)$$

所謂社會所得，即爲一定時期內社會之總產，亦即爲實際消費（ C ）與實際投資（ I ）之和，故：註二六

$$Y = C + I$$

現請進而說明實際消費與實際投資如何決定。

實際消費與社會所得有密切之關係。社會所得增，大致實際消費亦增；社會所得減，大致實際消費亦減。但社會所得增，未必即使實際消費爲同量之增加，所增之社會所得當有一部份留作儲蓄；反之社會所得減，亦未必即使實際消費爲同量之減少，所減之社會所得當有一部份損及儲蓄。實際消費與社會所得之真確關係，可以「消費比率」（Propensity of Consumption）表示之。所謂「消費比率」，即爲在某一所得水準時實際消費對社會所得之比率，如以 x 代表「消費比率」，則：註二七

$$C = x (Y)$$

$$\text{或 } x = \frac{C}{Y}$$

此 x 之實值如何（究爲百分之幾），須視各種客觀因素註二八及主觀

註二五 見凱氏上著第九〇頁。

註二六 見凱氏上著第六三頁。

註二七 見凱氏上著第九〇頁。

註二八 見凱氏上著第八章。

因素註二九而定。但由實際之見地加以觀察，則 ΔC 當與 ΔY 之符號相同，而 ΔC 之為數當較小於 ΔY ，故 $\frac{dC}{dY}$ 當為正的，而其值則小於一。

註三〇

因此，如因就業人數增加，使社會所得增加；而消費者僅以所增社會所得中之一部份用於實際消費，則除非同時以其所增社會所得中之其餘一部份用於實際投資，則增加之就業人數必致無利可圖，而就業人數必仍將減少。

故如欲增加就業人數，除設法提高「消費比率」外，同時必須從投資方面着眼。增加投資可有二種途徑：其一為由政府從事公共建設，其二為由私人從事投資企業。

第五節 公共建設政策之理論

先論公共建設，凱恩斯以為政府一定數額之實際投資，其所可能發生之直接影響，固使就業人數之增加，等於該項投資之原雇傭額（Primary Employment），使社會所得之增加，等於該項投資之原投資額；而其間接影響，亦必因就業人數與社會所得之增加，引起實際消費之增加，而使就業人數為更大之增加（Secondary Employment），使社會所得亦為更大之增加。就業人數之總增加額必遠較此項公共建設之原雇傭額為多，其倍數可稱為就業倍數（Employment Multiplier）；社會所得之總增加額亦必遠較此項公共建設之原投資額為大，其倍數可稱為投資倍數（Investment Multiplier）。

註二九 詳凱氏上著第九章。

註三〇 見凱氏上著第九六頁， Δ 及 d 均表示增減數。

如以 ΔN_2 代表公共建設之原雇傭額， ΔN 代表因公共建設而引起之就業人數總增加額，而以 k' 代表就業倍數，則：註三一

$$\Delta N = k' \Delta N_2$$

此方程式即表示如果政府對公共建設之投資增加，則就業人數之總增加額必為公共建設原雇傭額之 k' 倍；此方程式為甘恩氏 (R. F. Kahn) 所發現，而為凱恩斯所襲用者也。

如再以 ΔI 代表公共建設之原投資額，以 ΔY 代表因公共建設而引起之社會所得總增加額，而以 k 代表投資倍數，則：註三二

$$\Delta Y = k \Delta I$$

此方程式即表示如果政府對公共建設之投資增加，則社會所得之總增加額必為公共建設原投資額之 k 倍；此方程式即凱恩斯氏由甘恩氏方程式演繹而得者也。

然則， k 與 k' 之實值由何決定耶？曰：當決定於「消費比率」。例如社會之「消費比率」為十分之九，即每當社會所得增加若干，即以所增社會所得中之十分之九充作實際消費，則 k 與 k' 當等於十，換言之，社會所得之總增加額當十倍於公共建設之原投資額，而就業人數之總增加額亦當十倍於公共建設之原雇傭額。何以故？蓋如政府對公共建設之原投資額為百萬元，原雇傭額為一萬人，直接的使社會所得增加百萬元，就業人數增加一萬人；如果人民就此所增加之百萬元所得中，以十分之九或九十萬元購買消費品，則消費品工業必須擴張生產，於是就業人

註三一 見凱氏上著第一一五頁。

註三二 見全上。

數又可增加九千人，而社會所得亦又可增加九十萬元；如果人民仍就此所增加之九十萬元所得中，以十分之九或八十一萬元購買消費品，則消費品工業必又須擴張生產，於是就業人數又可增加八千一百人，而社會所得亦又可增加八十一萬元；如此依次類推，則就業人數之總增加額自爲十萬人而十倍於公共建設之原雇傭額，社會所得之總增加額自爲千萬元而十倍於公共建設之原投資額。

理論上「消費比率」總在零與一之間，如果「消費比率」近於零，則 k 與 k' 之值將極微，如欲達到人盡其才之目的，其所需之公共建設必極大；反之，如果「消費比率」近於一，則 k 與 k' 之值將極大，如欲達到人盡其才之目的，其所需之公共建設不必極大。

實際上「消費比率」接近於一之可能較接近於零之可能爲多。社會愈貧，則「消費比率」必愈接近於一，社會愈富，則「消費比率」必離一愈遠。

以上係假定其他情形不變，而單論公共建設對於社會所得與就業人數之影響。但事實上欲確知公共建設對於社會所得與就業人數之影響，尚須考慮下列各項因素：註三三

(一)公共建設對於增加社會所得與就業人數之效果，與其理財政策有關。如果公共建設之經費取於公開市場，則將使市場之資金緊縮，利率抬高，私人投資因而減少；而公共建設所引起之社會所得及就業人數之增加，其一部份或將爲因私人投資減少所引起之社會所得及就業人數之減退所抵消。故政府如欲獲得公共建設之全盤效果，必須同時

註三三 見凱氏上著第一一九頁。

擴張通貨，壓低利率。

(二)因一般人之神經過敏，公共建設之施行或將使市場之信任動搖，利率抬高，私人投資因而減少；而公共建設所引起之社會所得及就業人數之增加，其一部份或將為因私人投資減少所引起之社會所及就業人數之減退所抵消。故政府如欲獲得公共建設之全盤效果，亦應有適當方法，以維持市場信任，壓低利率。

(三)如果該國為一通商市場，則公共建設所引起之社會所得之增加，必有一部份用於外貨之消費，因此其所引起之就業人數之增加，將有一部份利於國外之工人，而本國之對外借貸平衡反將感受不良影響。

(四)當就業人數與社會所得增加時，社會之「消費比率」必有減低之趨勢；因「消費比率」乃隨所得水準之變遷而變遷，所得水準提高後，「消費比率」必有減低之趨勢也。且就業人數與社會所得增加後，企業家之所得在社會所得中之比率必將擴大，此輩「消費比率」通常低於平均「消費比率」，故亦足使社會之「消費比率」趨於減低。社會之「消費比率」減低，則就業倍數 (k') 與投資倍數 (k) 亦必減低矣。

第六節 公共建設政策之例證

吾人既於上節闡明凱恩斯公共建設政策之理論，茲請附帶一述近年來各國公共建設政策之實施經過，以資參證。

公共建設政策固為實現全盤就業及發展國民經濟所必需，但其推行之結果，豈不足以使國家之支出激增，因而破壞預算之平衡及財政之健全乎？曰，否，否，正統派對於預算平衡之要求為每年度預算之平衡，其心目中之所謂健全財政亦僅以一年度之短時期為範疇；而現代之財

政新思潮則反是，吾人對於健全財政應採比較長時期之看法，預算平衡初不必以一年度之短時期為界限。在衰落時期中，政府稅收既形減少，同時又應積極推進公共建設，以增就業人數，致支出反形增加，故預算必難以平衡，虧空在所不免，但此種虧空當不難以繁榮時期預算之盈餘相彌補；蓋在繁榮時期中，政府稅收既可增加，同時因失業人數減少，公共建設亦可從緩進行，致支出反可減少，故預算不但可以平衡，且或反有盈餘，此種盈餘儘可用以抵償衰落時期之虧空也。如此，則就短時期觀，預算縱不平衡，財政縱不健全，而就長時期觀，預算固仍平衡，財政固仍健全也。

近年來各國施行公共建設政策最著成效者，莫如美國、德國、意國及斯干第那維亞諸國，茲分述其辦法如次。

美國 註三四 自羅斯福總統就位以後，公共建設亦列為其「新政」(New Deal)之要着。一九三三年五月之工業復興法，授權政府得在公共建設方面支出緊急費用達三十三萬萬美元之度，同時並設立聯邦公共建設緊急管理局 (Federal Emergency Administration of Public Works) 以掌其事。羅斯福總統並於一九三三年七月起採用複預算制度 (The Double Budget System)，將預算分為普通預算 (Ordinary Budget) 及特別預算 (Extraordinary Budget) 二種。普通預算包括一切普通收入及普通支出，每年應力求其平衡，特別預算則包括一切因緊急立法而引起之緊急經費，公共建設之緊急經費亦在其內，其收入來源則由政府向公開市場發行公債以應付之。據國際聯盟會之統計，計自一

註三四 見 League of Nations, Money and Banking, 1936

九三三年六月底至一九三五年十二月底聯邦政府之債務總額，自二二，五三九百萬美元增至三〇，五五七百萬美元，計增加八，〇一八百萬美元之鉅；但因聯邦政府之國庫現金（General Fund Balance）亦有一，三四七百萬美元之增加，故聯邦政府之債務淨額實增加六，六七一百萬美元。而在同時期內，聯邦準備銀行所保有之政府證券增加四三三百萬美元，其會員銀行所保有之政府證券增加三，六一四百萬美元，兩共增加達四，〇四七百萬美元，非會員銀行所保有之政府證券增加額尙不在內。由此可知近年來聯邦政府所發行之債務，其大多數實爲銀行所吸收。聯邦政府爲使其所發行之債務適合銀行需要起見，故竭力使債務之期限縮短，因此在其債務總額中，公債之成份漸趨減少，而庫券之成份則漸趨增加；一九三三年六月底公債佔百分之六三·一，庫券佔百分之二一·二，其他佔百分之一五·七，至一九三五年十二月底，則公債佔百分之四八·〇，庫券佔百分之四〇·二，其他佔百分之一一·八。

聯邦政府在最近數年內雖發行鉅額債務，但債務之利率則反逐年減低。長期公債之實得利率，一九三三年爲百分之三·三一，一九三五年則降爲百分之二·七〇；至短期庫券之利率，則在一九三三年六月底至一九三五年十二月底之間，最高未曾超過百分之〇·七〇，而最低則僅在百分之〇·一〇之下。

美國銀行之所以能吸收鉅額之政府證券，實由於其資金之充斥，此可由其會員銀行營業準備及過剩準備之增加見之。計自一九三三年六月底以至一九三五年十二月底，會員銀行之營業準備（Reserve Balance）

增加達三，三三八百萬美元，其中過剩準備 (Excess Reserve) 增加達二，三六九百萬美元。銀行即以所增之準備，購買政府證券。但政府獲得款項以後，仍由公共建設之途徑以用於人民，而人民獲得款項以後，亦仍以各種存款之方式轉存於銀行，故在同時期內會員銀行之活期存款增加七，九五九百萬美元，定期存款增加一，五四八百萬美元，兩共增加九，五〇七百萬美元。

至會員銀行營業準備及過剩準備之所以能有大量增加，則由於同時期內黃金之流入美國，計在一九三四年間，黃金流入美國共達一，二一七百萬美元，一九三五年間黃金流入美國共達一，七三九百萬美元。至黃金之所以能有大量流入，則因美元貶值以後，其價值頗稱穩定，故歐洲金集團各國之資本均以美國為逃避之尾閘也。

以上係美國近年之公共建設政策及其理財方法，茲再言德國及意國近年之公共建設政策及其理財方法如次：

近年德國註三五 經濟之復興，實全賴公共建設之推行。一九三二年白魯甯 (Bruning) 計劃之耗於公共建設者，達一萬三千五百萬馬克；其後巴本 (Papen) 計劃之耗於公共建設者，又達一萬八千二百萬馬克；一九三三年史拉歇 (Schleicher) 內閣所拖行之格來克 (Gereke) 計劃，規模更為宏大，所費共達五萬萬馬克；而同年之希特拉 (Hitler) 計劃，更造空前紀錄，所費共達十萬萬馬克。總計一九三二及一九三三兩年之間，德國財政雖極竭蹶，現金雖極貧乏，而耗於公路、水利等等公共建設者竟達十八萬一千七百萬馬克之鉅，無怪近年以來德國失業人數日見

註三五 見 Dalton and Others, Unbalanced Budgets, London, 1934

減少，而其經濟亦呈復興之象矣。

戰後意國註三六 財政之困難及現金之薄弱，僅較德國略勝一籌；而墨索里尼統治下之法西斯蒂政府，對於公共建設之努力初未稍懈，但其公共建設之目標則不在失業人數之減少而在國民經濟之發展。意國地瘠民貧，其南部山道崎嶇，水利不修，人口稀少，本為不毛之地，而全國糧食又不足自給，故法西斯蒂政府注其全力於墾殖荒地及糧食自給。據該國公共建設部長之報告，在一九二二至一九三二之十年間，用於公共建設者共達一百五十二萬九千二百萬里拉，大多用於公路之興造，鐵路之發展，水利之修治，荒地之墾殖，海港之開闢，房屋之建築等等。其結果新地之墾殖者凡七百餘萬畝，其他各地之過剩人口得賴以吸收，而小麥之生產亦突飛猛進，一九三二年之收穫量共達七百五十萬噸，離全國消費量八百萬噸業已不遠，糧食自足已可達到目標矣。

夫羅斯福總統挾美國豐富之資金，以實施其復興計劃，固無足奇，而貧困如德，意，竟亦能完成其偉大之公共建設，何哉？蓋德，意兩國在獨裁政治之下，其政府當局能以堅決之毅力，拋棄自由放任之傳統政策，而採用有計劃之統制政策故耳。我國失業問題之嚴重，甚於德國，而荒地太大糧食不能自給，尤酷似意國，公共建設既可解決失業問題，又可發展國民經濟，德，意兩國之經驗，不亦足資吾人之取法乎？

德，意兩國於財政竭蹶困難，現金貧乏薄弱之環境下，究以何法籌集如許鉅款，以充公共建設之經費耶？一言以蔽之，亦公債政策而已，惟其公債政策之方式則有異於他國耳。

註三六 見 Falten and Others, Unbalanced Budgets, London, 1934

德國爲進行公共建設，以解決失業問題起見，在史拉歇內閣格來克計劃下，特設公共建設局(Deutsche Gesellschaft für Öffentliche Arbeiten)，爲一切公共建設籌款之總機關。凡聯邦政府，各邦政府或地方政府，如欲進行公共建設，均須將計劃呈請公共建設局核准。此項計劃務以施行時多用人工爲原則，俾可儘量收救濟失業之效。公共建設局對各種計劃批准以後，即可對執行機關放款，放款期限大多爲二十年左右，每半年還本付息一次，放款利率視計劃內容而定，如不能直接生利之公共建設，則利率可低至二釐，如生利較豐之公共建設，則利率可高至五釐。執行機關獲得借款以後，無須立即提取現款，其計劃亦無須自己執行，而可由私人承辦。當計劃執行時，承辦者得對核准借款之公共建設局開發匯票，由公共建設局承兌，此項承兌匯票可以持向銀團貼現，銀團於必要時又可持向中央銀行重貼現。因有此種重貼現之便利，故銀團多願保存此項匯票以資生息(最長可至一九三八年四月)。考德國之所以採取此種籌款方法，亦無非迫於環境，蓋自經濟恐慌發生以後，各種稅收多形減退，以經常收入進行公共建設，自不可能，而資本市場又極緊急，故發行長期公債以進行公共建設，亦非所許，折衷辦法乃暫時以短期信用爲籌款之捷徑；而望公共建設推行以後，失業問題可以解決，國民經濟得以復興，以後數年內稅收增加，可以從容應付到期之匯票，且是時資本市場亦形鬆動，即發行長期公債亦不難成功矣。希脫拉計劃之籌款方法亦與格來克計劃大致相同，所不同者，即由國庫撥發工作庫券十萬萬馬克予公共建設局，以爲償付到期匯票之準備，此項工作庫券定於一九三四至一九三九之五年間按年償還二萬萬

馬克。

意國爲欲進行公共建設以發展國民經濟起見，特於一九二六年以後，在普通預算（包括經常經費及臨時經費）之外，另設「資本運用」（Movimento di Capitali）特別預算以籌劃公共建設所需之經費。其籌款方法，通常於執行公共建設時，由政府對承辦者允許按年撥給年金（包括本息兩項）以充所需之經費，其期限最多以三十年爲度。於是承辦者於實施公共建設時，即以政府所允許之年金爲擔保，向半官式之信用機關（Instituti di Credito Parastatali）借得所需之經費。上項半官式之信用機關，因並不收受普通存款，故雖經營此種長期放款而致資金呆滯，亦不足爲慮，且既由國家擔保每年償付年金，亦並無任何危險也。考意國對於公共建設之所以採取上項籌款方式，無非將公共建設所需之經費，分年償付，俾大規模之公共建設得爲有計劃之進行耳。

除美、德、意三國外，其他各國近年亦多勵行公共建設政策，以謀全盤就業之實現及國民經濟之發展，其中最著成效者厥爲斯干第那維亞半島、瑞典、挪威、丹麥諸國，茲不贅述。

第七節 低廉資金政策之理論

再言低廉資金政策，凱恩斯以爲私人之實際投資乃決定於資本之界限效率及利率。但凱氏所謂資本之界限效率及利率，其涵義與普通所指者不同，請詳其說。

凱恩斯之所謂某種資本品之界限效率（Marginal Efficiency of Capital），即爲該項資本品之預期的收益與其供給價格（Supply Price）

或代替成本(Replacement Cost)間之關係；詳言之，某種資本品之界限效率即爲使「該項資本品在生存期間內所預期發生之每年收益之現值等於其供給價格或代替成本」之貼現率。至一般資本品之界限效率則爲各種資本品界限效率之最大者。註三七

凱恩斯之資本界限效率與一般學者所稱之資本界限生產力不同，因前者乃一種預期，而後者則爲既成事實也。

某種資本品之投資增加，則其界限效率必將減少；反之，某種資本品之投資減少，則其界限效率必將增加。蓋一則該項資本品之數量既增，其預期的收益自減，反之該項資本品之數量既減，其預期的收益自增；二則該項資本品之生產既增，其供給價格或代替成本自增，反之，該項資本品之生產既減，其供給價格或代替成本自減。註三八

物價趨勢與資本之界限效率亦有關係。如一般人預期物價有漲高之趨勢，則資本品之預期收入增加，故資本品之界限效率可提高；如一般人預期物價有跌落之趨勢，則資本品之預期收入減少，故資本之界限效率須減低。註三九

新投資總量與資本之界限效率有一定之關係。資本之界限效率大，則新投資總量多；反之，資本之界限效率小，則新投資總量少。此種關係可以稱爲資本界限效率曲線(The Schedule of the Marginal Efficiency of Capital)或投資需要曲線(Investment Demand Schedule)註四〇

註三七 見凱氏上著第一三五頁。

註三八 見凱氏上著第一三六頁。

註三九 見凱氏上著第一一四頁。

註四〇 見凱氏上著第一三六頁。

但新投資數量與市場利率亦有關係，投資者必將資本之界限效率持與市場利率相比較。如資本之界限效率高於市場利率，則投資將增加；如資本之界限效率低於市場利率，則投資將減退。實際投資量當決定於市場利率與資本界限效率曲線之交點。註四一

至利率之決定，則正統派經濟學者以為乃決定於投資需要與儲蓄供給之均衡點。凱恩斯則認此種學說為錯誤。

凱恩斯以為利率實決定於一般人欲以貨幣形式保持其財富之願望與貨幣數量之均衡點。註四二 凱氏稱一般人欲以貨幣形式保持其財富之願望為「流動願望」(Liquidity Preference)；其動機不外三種：其一為欲保持貨幣以應付日常交易用途，可稱謂「交易動機」(Transaction Motive)；其二為欲保持貨幣以保存財富，可稱謂「穩健動機」(Precautionary Motive)；其三為欲保持貨幣以獲得贏利，可稱謂「投機動機」(Speculative Motive)。註四三「流動願望」亦非為固定之量數，而實隨利率而變動。利率低，則「流動願望」高，即一般人所欲保持之貨幣多；利率高，則「流動願望」低，即一般人所欲保持之貨幣少。「流動願望曲線」(Schedule of Liquidity Preference)即表示「流動願望」與利率之上項關係。同時貨幣數量亦與利率有密切之關係，貨幣數量多，則利率低，貨幣數量少則利率高。故利率實決定於貨幣數量與「流動願望」之均衡點，市場利率即為使實際貨幣數量適與該利率下一般人所願保持之貨幣數量相均衡之利率。如以 r 代表市場利率， M 代表實際貨幣數量， L 代表「流

註四一 見凱氏上著第一三七頁。

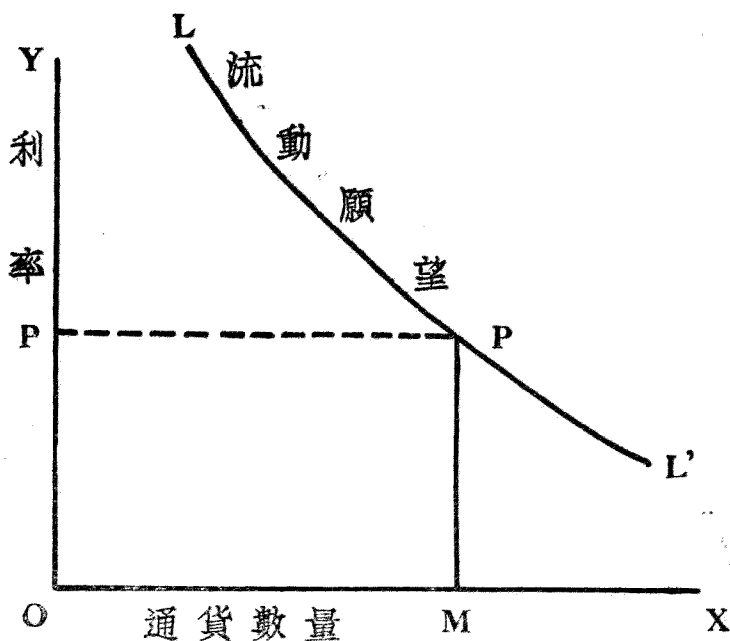
註四二 見凱氏上著第一六七頁。

註四三 見凱氏上著第一七〇頁。

動願望」，則市場利率，實際貨幣數量與「流動願望」之關係，可以下列方程式表示之。註四四

$$M=L(r)$$

此項關係亦可以下圖表示之：



上圖 O X 線表示實際貨幣數量，O Y 線表示市場利率。如果「流動願望曲線」為 L L，實際貨幣數量為 O M，則市場利率當為 O P，蓋在如此高度之利率下，始足使實際貨幣數量與一般人所願保持之貨幣數量相均衡也。

吾人對於利率與資本界限效率之意義及其決定因素，既已加以解

註四四 見凱氏上著第一六八頁。

釋，而實際投資量乃決定於市場利率與資本界限效率曲線之交點，吾人亦已言之，故欲促進私人投資，唯有壓低市場利率，或提高資本界限效率，惟資本界限效率實與過去之資本積累有關，過去之資本積累愈鉅則資本界限效率愈低；故就短時期言，資本界限效率雖可因市場信任之恢復而增高，而就長時期觀，資本界限效率實有隨過去之資本積累而漸減之趨勢，非人力所能左右。故今日所能爲，以促進私人投資者，唯有壓低利率之一途而已。

利率既決定於「流動願望」與通貨數量之均衡點，但「流動願望」爲一般人心理所形成，亦難加以左右，故吾人所能賴以促進私人投資者，又唯有擴張通貨之一途而已。

凱恩斯雖鼓吹低廉資金政策，但要亦承認低廉資金政策之限度。低廉資金政策足以鼓勵私人投資固矣，但必需資本界限效率無減低之傾向，始能獲得預期之效果。在衰落時期中，如因信任動搖，人心悲觀，資本界限效率有減低之傾向，則即使儘量減低利率，私人投資亦未必聞風興起。故凱恩斯以爲低廉資金政策雖爲促進經濟復興之應有措施，但其效力則當不逮公共建設政策也。註四五

低廉資金政策固爲經濟衰落時期促進經濟復興應有之措施，但在經濟繁榮時期，抬高利率非亦防止經濟恐慌應有之措施乎？凱恩斯以爲不然。凱恩斯對於經濟循環之解釋，以爲恐慌之發生實由於資本界限效率之忽然降低。蓋在經濟繁榮時期，各種資本品之積累逐漸增加，資本之界限效率本有逐漸減低之勢，徒以人心興奮，故在初時一般人對於資

註四五 見凱氏上著第一六四頁。

本之界限效率估計猶高於市場利率，而資本品之投資仍依然進行。但最後企業家終至發現其估計之錯誤，於是人心悲觀，一般人對於資本之界限效率估計低於市場利率，而資本品之投資乃突然停頓。註四六故凱恩斯以為此時如再抬高市場利率，不惟不足防止經濟恐慌，且反足促成經濟恐慌。如欲防止經濟恐慌，則惟有使市場利率隨資本界限效率而降低，俾投資得繼續進行，繁榮得永久保持，蓋凱恩斯以為事實上即在繁榮時期亦未嘗有生產力全部利用之徵象，故實不得稱為投資過鉅，以投資過鉅解釋經濟恐慌，實非的論也。註四七退一步言，即使承認在繁榮時期中已有生產力全部利用之徵象，則防止恐慌之道，應在增加消費，俾得以較少之投資維持生產力之全部利用。註四八至增加消費之道，則當以租稅手段謀財富分配之公平，使社會之「消費比率」得以提高；關於此點：凱恩斯之思想與霍布生（Hobson）等消費不足說者之論調相暗合，註四九宜乎羅斯氏稱其全部理論足為工黨政策之辯護也。註五〇

第八節 低廉資金政策之例證

吾人既於上節闡明凱恩斯低廉資金政策之理論，茲請附帶一述近年來各國低廉資金政策之實施經過，以資參證。

低廉資金政策為此次經濟恐慌發生以後多數國家所奉行之政策，

註四六 見凱氏上著第三一六頁。

註四七 見凱氏上著第三二二頁。

註四八 見凱氏上著第三二四頁。

註四九 見凱氏上著第三七三頁。

註五〇 見 Rowes, Mr. Keynes and the Labor Movement, London, 1936

其最著成效者爲英、美及斯干第那維亞諸國。

先言英國。註五一 英國於一九三一年九月二十一日放棄金本位以後，英蘭銀行初爲預防英鎊匯價跌落過度起見，反將其重貼現率自原行之四釐半提高至六釐；但至一九三二年春，英蘭銀行即將其重貼現率陸續減低，由六釐而五釐，而四釐，而三釐，而最後減至二釐。同時復運用其公開市場政策，購買大量公債，使其市價抬高，以備發行低利之新公債以換回高利之舊公債，俾財政負擔可以減輕。此項換債辦法(Conversion)在一九三二年六月中正式宣布實行，結果極爲成功，在三月內五釐舊債票之以三釐半新債票換回者，共在二十萬萬英鎊以上，其不願換債而要求還本者，不過百分之八而已。自此以後，公債市價仍陸續上漲，故其實際利率亦陸續減低。至財部短期庫券(Treasury Bill)之通行利率，則不過半釐左右而已。倫敦市場之短期利率及長期利率既均若是低廉，其作用自足予投資以鼓勵，故自一九三二年以後，新發行之證券逐年見增加焉。

近年來倫敦各銀行之現金及存款亦年有增加，其放款利率亦較前減低，其放款條件亦較前寬鬆，但其放款數額則初少增加，且反或減少。商人鑒於公債市價之逐趨高漲，類多脫售其所有公債，因此其現款遂可增加，不必求助於銀行。再者，商人鑒於長期利率亦逐趨低落，又多自行發行債券，因此其現款亦可增加，不必求助於銀行。故銀行放款之並未增加，不能即指爲商業蕭條之徵象。惟如以此證明低廉資金政策之純屬被動性質，未必即能增加放款，則亦有其一面之真理也。

低廉資金政策之施行，在英國為英蘭銀行市場活動之自然結果，而在德、意則為政府法令所強迫造成。德國註五二 政府鑒於農工商各業利息負擔之奇重，實為經濟復興之阻礙，故其一九三一年十二月八日之第四次緊急命令，特規定凡一切長期債券及長期債務之利率在年息六釐以上八釐以下者，應悉行減為六釐；其在八釐以上者，應悉按八：六之比例加以減低；但如在一分二厘以上者，則其超過一分二厘之部份應悉按八：四之比例加以減低。同時並授權銀行特派員應令金融機關聯合會於該年年底以前成立協定，將存放款利率斟酌減低；如至該年年底金融機關聯合會尚未成立上項協定，則銀行特派員亦得經中央銀行理事會之同意，頒布必要辦法，強制促其實行。至意國註五三 則其財長亦曾於一九三二年九月二十七日頒布命令，規定自該年十月一日起，土地信用銀行所發債券之利率及抵押放款之利率一概不得超過年息五厘。又意大利銀行亦曾於一九三二年八月與商業銀行商定，自該年十月一日起，活期存款之利率應減低至年息二厘半至三厘之間。定期存款之利率應減低至三厘至四厘之間。

第九節 儲蓄與投資

公共建設政策及低廉資金政策實施之後，通貨勢將擴張，非足使投資超過儲蓄而引起漢約克等所謂強迫儲蓄(Forced Saving)之現象乎？凱恩斯在其舊著貨幣論中雖亦承認投資與儲蓄有不等之可能，但在其新著中則否認投資與儲蓄有不等之可能，凱氏以下列方程式證明儲蓄

註五二 見 Dalton and Others, Unbalance Budget, London, 1934

註五三 見 Dalton and Others, Unbalance Budget, London, 1934

之必等於投資。註五四

因 所得 = 消費 + 投資

儲蓄 = 所得 - 消費

故 儲蓄 = 投資

凱氏此說對於熟讀漢約克等之著作者必將引起疑問。據吾人之見解，凱氏之說與漢氏之說可以並存；所不同者凱氏所觀察者為動態之現象，而漢氏所觀察者則為靜態之現象。就靜態言，或即就某一定時間言，則儲蓄與投資自可不等。如人民以所儲蓄之一部份作為窖藏，則投資自少於儲蓄；反之，如以通貨擴張方法從事投資，則投資自多於儲蓄。此種現象在凱氏新著中雖未明白說明，但凱氏當不能否認之。惟就動態言，就某一定時期內言，則凱氏所謂儲蓄與投資必然相等之說實亦具至理。蓋人民如以儲蓄之一部份作為窖藏，以致發生儲蓄超過投資之現象，則結果必因投資過少而致所得減少，因所得減少而致儲蓄減少，卒使儲蓄與投資仍相均衡。反之，如以通貨擴張方法從事投資，以致發生投資超過儲蓄之現象，則結果必因投資增加而致所得增加，因所得增加而致儲蓄增加，卒使儲蓄與投資仍相均衡。註五五

凱恩斯既以為儲蓄與投資在一定時期內終相均衡，故亦否認漢約克等以為通貨擴張足以召致「強迫儲蓄」之說；蓋凱氏以為如因通貨擴張而使所得增加，因所得增加而使儲蓄增加，則此所增加之儲蓄固與因

註五四 見凱氏上著第六三頁。

註五五 吾人上項見解，頗費思索；最近阿林教授在經濟雜誌瑞典儲蓄與投資理論雜談一文中所發表之意見竟與吾人上項見解相同。特吾人之所謂靜態觀察法阿林教授則稱為 (Ex-ante Method)，而吾人之所謂動態觀察法，阿林教授則稱為 (Ex-post Method)。

其他原因而增加之儲蓄無異也。註五六

凱恩斯以爲如欲「強迫儲蓄」之名詞含有真確之意義，則當先有一標準儲蓄率之確定。如果吾人以生產力全部利用下之儲蓄率爲標準儲蓄率，則「強迫儲蓄」乃爲實際儲蓄額超過標準儲蓄率之數。但果如此解釋，則事實上實際儲蓄額常不及標準儲蓄率，蓋生產力全部利用之時究爲例外也。註五七

漢約克等既承認儲蓄與投資可不相等，因以爲凡適足維持儲蓄與投資之均衡之利率爲「自然利率」(Natural Rate of Interest)或「中和利率」(Neutral Rate of Interest)；如果因通貨之擴張，使市場利率低於上項「自然利率」或「中和利率」，則將引起「強迫儲蓄」之發生。凱恩斯在其舊著貨幣論中亦有「自然利率」之概念，但在其新著中則以爲每一就業水準可有一相當之「自然利率」，一社會中有無數就業水準，斯有無數「自然利率」，其能適合生產力全部利用者始可稱爲「理想利率」(Optimum Rate of Interest)。維持「自然利率」僅能維持就業之現狀；實現「理想利率」始足實現生產力之全部利用。註五八

第十節 通貨擴張政策與物價

凱恩斯既積極鼓吹公共建設政策及低廉資金政策，則公共建設政策及低廉資金政策對於物價有何影響，自亦不能不加以顧到。凱恩斯以爲如果一國之消費品工業本未十足開工，——此爲經濟衰落時期之普

註五六 見凱氏上著第七九頁。

註五七 見凱氏上著第八〇頁。

註五八 見凱氏上著第二四三頁。

通徵象——則消費品之供給富有彈性；故若推行公共建設政策及低廉資金政策之結果，使社會所得增加，致引起消費品需要之增加，當亦不難增加消費品之供給，物價縱因報酬漸減律或成本漸增律之作用而有趨漲之勢，但漲勢必不至甚烈。反之，如果一國之消費品工業業已十足開工，——此為經濟衰落時期之例外現象——則消費品之供給較無伸縮，故若推行公共建設政策及低廉資金政策之結果，使社會所得增加，致引起消費品需要之增加，而消費品之供給則一時不能增加，則物價在短時期內因青黃不接或將漲高較烈，但當消費品工業擴充，消費品供給增加以後，漲勢當可稍緩。註五九

以上係就有失業存在時之情形而言，通貨擴張不致引起物價之激烈漲勢。但在生產力全部利用時，如果依然增發通貨，則結果將使生產要素之報酬增高，因而引起成本之增高與物價之漲高，此時通貨擴張(Expansion)可謂變質為通貨膨脹(Inflation)矣。註六〇

凱恩斯就衰落時期觀察，雖不反對物價之漸漸上漲，以刺激經濟之復興。但就通常時期觀察，則主張應使物價與成本獲得適當之調整，俾贏利不致超過常態。如果聽物價隨生產效率之進步而跌落，則貨幣工資即須穩定；如果欲穩定物價，則貨幣工資應聽其隨生產效率之進步而上漲。此二種辦法，效果完全相同，即使企業家之贏利保持常態，而工人之實際工資則可隨生產效率之進步而增進。但實際上凱恩斯以為前者不如後者，因一則工人心理重視貨幣工資而忽視實際工資，如果貨幣工資

註五九 見凱氏上著第二九六頁。

註六〇 見凱氏上著第三〇三頁。

聽其隨生產效率而上漲，則可收鼓勵之效；二則物價如隨生產效率之進步而跌落，則將使債務負擔加重債權利益增厚，殊為不平。註六一

上項辦法在孤立國家 (Closed System) 內實行，固無問題，即在通商國家 (Open System) 內，亦可實行，惟遇國內物價成本與國外物價成本有失均衡時，則須伸縮匯率使之恢復均衡耳。註六二

第十一節 通貨擴張政策與匯價

通貨擴張政策對於匯價之影響，凱恩斯在其新著就業及利息與貨幣之一般理論一書中，未有充分發揮。瑞典米達爾教授對此闡發最詳，可作補充。註六三 米氏以為在孤立國家實行通貨擴張政策，原無問題，但如在通商國家實行通貨擴張政策，則必須有相當之「國際限度」(International Margin)，蓋此種政策實行之結果，或由貨物之進口及出口，或由資本之移入或移出，或由兩者之共同影響，終使該國對外之收支平衡發生不利。例如公共建設政策之結果，勢將使貨物之輸入增加，輸出減退；而低廉資金政策之結果，勢將使資本之移入減少，移出增加。惟此種國際限度之大小須視各種條件而定，且亦有相當彈性，如果應用某種政策，亦未始不可使其擴大也。

米氏以為一國國際限度之大小須視以下各種條件而定：

(一)當國外市場對於本國輸出貨物之需要增加時，則國際限度可以擴大；

註六一 見凱氏上著第二七一頁。

註六二 見凱氏上著第二七〇頁。

註六三 見 Thomas, B., *Monetary Policy and Crisis, A Study of Swedish Experience*, London, 1936

(二)當國外資本流入本國金融市場之數量增加時，則國際限度可以擴大；

(三)在無妨幣制安全之範圍內，本國貨幣對外匯價愈跌，則國際限度愈大；

(四)因國內通貨擴張而增加之貨幣所得，其儲蓄部份愈大，其消費部份愈小，則國際限度愈大；

(五)國內貨幣所得及物價水準增高後，對於輸出入貿易之影響愈小，則國際限度愈大；

(六)國內貨幣所得及物價水準增高後，對於國產需要之增加愈大，則國際限度愈大；

(七)中央銀行外匯準備可以減少之可能愈大，則國際限度愈大。

米氏又以爲國際限度擴大之方法，可以別爲下列三大類：

(一)此類方法不但足以使國際限度擴大，抑且對於國內商情可有良好影響者，如緩和的貨幣貶值，進口稅及出口獎勵金等，均足調整國際貿易，使國際限度擴大，而同時對於國內商情亦有良好影響；

(二)此類方法僅足以使國際限度擴大，而對於國內商情並無若何影響者，如設法使外資輸入增加或使資金外流減少，即其一例；

(三)此類方法雖足以使國際限度擴大，但對於國內商情反有不良影響者，例如政府提高租稅，裁員減薪及其他種種緊縮政策，均足限制消費，使國際限度擴大，但同時必對國內商情發生不良影響。

米氏之意見，以爲苟無堅強之反證，則第一類辦法應較第二類辦法爲優，而第二類辦法則又較第三類辦法爲優。

如果一國之國際限度比較有限，則應考慮應用何種方法，始可對此有限之國際限度為最善之利用，其將採行低廉資金政策耶？抑將採行公共建設政策耶？如兩者並行，則其輕重又將如何斟酌耶？傳統之意見，常以為低廉資金政策較公共建設政策為妥善，但此要須視國情而定。如一國之利率結構比較固定，而銀行對於減低利率比較不願，則低廉資金政策之施行必較為困難。又如一國如為重要國際資金市場，則利率之減低必將阻止外資之輸入或引起資金之逃避。再者如一國之企業家過度悲觀，則即或減低利率，亦未必即可促進投資。在以上種種場合，則公共建設政策或較低廉資金政策更為有效也。

第六編 社會主義之貨幣政策

第一章 蘇聯之貨幣制度與貨幣計劃 註一

按照馬克思之主張，在共產主義社會中，各人各盡所能，各取所需，可不必再有貨幣之流通；故蘇聯政府在一九一七年至一九二一年之戰時共產主義時期中，即抱此種政策，儘量濫發盧布紙幣，冀其價值狂跌，最後成爲廢紙。殊不知各盡所能各取所需之共產主義，並非一蹴可就而需以各盡所能各取所值之社會主義爲過渡，而在各盡所能各取所值之社會主義社會中，則貨幣制度固仍不能或廢也。是以當一九二一年列寧決定實行新經濟政策時，即抱整理貨幣制度之決心，並於一九二二年十月十一日特頒發行條例，准許蘇聯國家銀行（Gosbank）有發行紙幣之特權；其所發紙幣之單位名爲「采風尼茲」（Chervonetz），面額分一，二，三，五，十，廿五，五十等七種，每一「采風尼茲」之價值等於金盧布十枚（金盧布一·二九枚合純金一公分），雖不能兌現，但其發行亦須有正貨準備及保證準備。正貨準備以貴金屬及價值穩固之外國貨幣充之，至少

註一 本編大多取材於 Hubbard, L. E., *Soviet Money and Finance*, 1933

須佔發行額百分之二十五；保證準備以短期票據及極易換成現幣之貨物充之，最多不得超過發行額百分之七十五。

「采風尼茲」發行以後，價值雖尚稱穩定，但當時蘇聯政府財政狀況仍極艱窘，故仍不得不增發盧布紙幣以爲補救。「采風尼茲」與盧布紙幣既同時在市上流通，而二者之交換比率又無法律之規定，故結果盧布紙幣之價值急劇跌落，終於一九二四年以五十萬萬盧布紙幣合一「采風尼茲」之交換比率收回之。但同年二月五日又頒布新國庫券發行條例准許人民財政委員會發行新國庫券，其單位仍名盧布，面額分一，三，五等三種，每一新盧布之價值仍與金盧布相等，其發行總額初時規定不得超過「采風尼茲」發行總額之半，至其發行準備則並無規定。

蘇聯政府爲便利零星交易計，又於一九二四年二月二十二日頒布發行輔幣條例，准許人民財政委員會鑄造銀，銅二種貨幣；銀幣分一盧布及五十，二十，十五，十「哥布格」（Kopek）等五種，銅幣分五，三，二—「哥布格」等四種。

現在蘇聯通行貨幣卽爲上述「采風尼茲」，新國庫券及銀銅輔幣三類；其一九二四年一月一日至一九三五年四月一日之流通額，據蘇聯年鑑所載，有如下表。註二

蘇聯之經濟制度爲計劃經濟，故其貨幣制度亦爲計劃貨幣，換言之，其貨幣之發行總額亦均係按照預定之貨幣計劃而定也。每月中人民財政委員會之各地辦事處及國家銀行之各地分支行辦事處，先對其管轄區域內現幣狀況作一估計，以估計同時期中各該區域內蘇聯政府所

註二 U. S. S. R. Handbook, 1936, p. 328

蘇聯貨幣流通額(單位一百萬金盧布)

時 期	『采風尼茲』	新國庫券	銀銅輔幣	合 計
1924年1月	237.2	—	84.7	321.9
7月	294.6	147.3	43.5	485.4
1925年1月	410.8	229.2	102.7	742.7
7月	460.1	257.7	128.3	846.1
1926年1月	726.7	387.7	154.9	1,269.3
7月	696.8	359.3	153.4	1,209.5
1927年1月	812.2	427.4	173.0	1,412.6
7月	878.7	421.6	174.8	1,475.1
1928年1月	1,002.9	479.8	185.1	1,667.8
7月	1,019.4	494.0	187.7	1,701.1
1929年1月	1,090.7	730.4	206.7	2,027.8
7月	1,192.4	805.0	215.5	2,212.9
1930年1月	1,501.0	1,028.2	243.8	2,773.0
7月	1,843.2	1,349.3	262.1	3,454.6
1931年1月	2,080.4	1,946.3	275.3	4,302.0
7月	2,180.7	1,890.9	283.3	4,354.9
1932年6月	2,766.8	2,687.9	331.8	5,786.5
1935年4月	3,978.0	3,500.9	400.4	7,879.3

需之現幣數量及人民對消費品之有效需要。其估計方法，先將蘇聯政府在同時期中各該區域內之現幣收入及現幣支出作一估計，其收入及支出之以銀行轉帳方法了結者則不計在內。現幣支出中之最重要者為政府對公務人員支付之薪資及政府向農民收買農產之代價；現幣收入則包括租稅收入借款收入交通收入運輸收入合作社費收入及儲蓄存款收入等等。因蘇聯為社會主義國家，工商各業多由政府經營，故蘇聯政府之現幣支出實即為蘇聯人民之全部現幣收入，而蘇聯政府之現幣收入實即為蘇聯人民現幣支出之一部。前者必然較後者為多，其差額一方表示

同時期中各該區域內政府現幣支出超過現幣收入之數額，或其所需之現幣數量，一方亦即表示同時期中各該區域內人民上項現幣收入除去上項現幣支出外可以購買消費品之現幣，或人民對於消費品之有效需要。人民財政委員會之各地辦事處或國家銀行之各地分支行辦事處須將上項估計按時呈報人民財政委員會及莫斯科國家銀行總行。人民財政委員會及莫斯科國家銀行總行於彙集上項估計以後，即可據以估計同時期中全國所需之現幣數量及消費品之有效需要。既知全國所需之現幣數量，則發行數額即可據以決定；既知消費品之有效需要，則消費品之運銷計劃亦可有所參考矣。

第二章 蘇聯之短期信用制度與短期信用計劃

十月革命以後，蘇聯之銀行均收歸國有，但因同時土地及工商各業亦相繼充公，銀行所有之各種債權自然趨於消滅，而因提存之限制及盧布之狂跌，銀行所有之各種債務亦自然趨於衰微；在此種環境之下，銀行無業可營，均漸歸淘汰，惟帝國銀行則因發行鈔票之關係，尙能碩果僅存耳。

一九二一年列甯既決定施行新貨幣政策，金融制度乃有復活之必要。於是蘇聯政府乃先將帝國銀行改組爲蘇聯國家銀行，簡稱戈斯銀行（Gosbank 卽爲 Gosudarstvenny Bank 之縮寫），雖云僅受人民財政委員會之監督，但實際上卽無異爲人民財政委員會之一部。其資本爲六萬萬盧布，其管理由一委員會（Council）及一理事會（Board of Directors）任之。委員會由人民財政委員會主席爲當然主席，委員由下列各員充之：（一）理事會主會；（二）四個長期信用銀行之主席；（三）國際貿易銀行之主席；（四）國民經濟各部門之代表，其人選由蘇聯政府指定之；（五）聯邦內各邦之代表，其人選由各邦政府派充之。至理事會之組織則設主席及副主席各一人，均由政府任命之，理事至少七人，由委員會提出經人民財政委員會之核准任命之。戈斯銀行之內部亦分發行及業務二部：發行部擅發行「采風尼茲」之特權，前已言之；業務部除其他營業外，尤須保管其他銀行之營業準備。戈斯銀行之總管理處設在莫斯科，其職務在決定一般營業政策；總管理處下設有總行一所，各區分行四十二所，各地支行辦事處二千四百所。總行之職務等於蘇聯一切銀

行之清算機關，並不經營普通銀行業務；各區分行之主要職務，在作為總行與管轄區內各地支行辦事處之聯絡機關，並為管轄區內各地支行辦事處之清算機關；至各地支行辦事處之職務，則在經營普通銀行業務，政府機關及國營事業均須在其指定之支行辦事處保持活期存款帳。

自戈斯銀行成立，貨幣價值穩定以後，蘇聯之銀行逐漸增設，有如雨後春筍，因此各銀行之職務乃不無重複衝突之流弊。故蘇聯政府於第一次五年計劃開始實行以後，陸續將金融制度加以整理。現在除以戈斯銀行仍作中央銀行，專管短期信用外，計有長期投資銀行四行，其一為工業長期銀行（Prombank）其二為都市經濟及房屋建築銀行（Tzekombank），其三為合作銀行（Vsekobank），其四為農業銀行（Selkozbank），此外尚有國際貿易銀行及國家儲蓄銀行，以上各行均為國營事業而受人民財政委員會之監督。

在新經濟政策時期中，蘇聯之短期信用制度與資本主義國家之短期信用制度原亦並無大異，商業票據亦為通行之結帳辦法，並亦可持向銀行貼現。但自一九三〇年一月三日信用改革令頒布以後，則蘇聯之短期信用制度即與資本主義國家之短期信用制度絕對不同。信用改革令將商業信用制度完全加以廢止，而將短期信用之融通完全集中於中央銀行。一切國營事業均須在中央銀行開立存款帳二種：一種為活期存款帳（Current Account），可以提取現款，以備支付工資等之用途；一種為轉帳存款帳（Raschotny Account），專備轉帳之用。凡國營事業相互間一切交易之了結，均由中央銀行在轉帳存款帳上為之轉帳。如甲機關售貨於乙機關，則中央銀行僅須將貨價同時記入甲機關轉帳存款帳之貸

方及乙機關轉帳存款帳之借方足矣。至其詳細辦法，如售貨機關與購貨機關同在一地，則可以支票了結之。如售貨機關與購貨機關不在一地，則最通行者為「承兌」(Acceptance)辦法；其法(以下指一九三五年八月一日以後之新法，與一九三五年八月一日以前之舊法稍有不同)即當甲售貨機關於起運貨物之時，同時即應開發發票一張及匯票三聯，送交其所往來之中央銀行丙支行；該行除以匯票一聯留作存根外，應將其餘匯票二聯，以一聯加蓋印鑑送還甲售貨機關，由其寄交乙購貨機關，以一聯連同發票一張，寄交乙購貨機關所往來之中央銀行丁支行；乙購貨機關於收到上項匯票以後，須加蓋「承兌」字樣，送交其所往來之中央銀行丁支行；該行於收到上項「承兌」匯票以後，即將前所收到之發票一張交給乙購貨機關，以便憑票提貨，並將前所收到之匯票一聯加蓋「付訖」字樣，寄還甲售貨機關所往來之中央銀行丙支行；中央銀行丁支行應將匯票金額，一方記入乙購貨機關轉帳存款帳之借方，一方記入「貨物流轉帳」(Goods Turnover Account)之貸方，中央銀行丙支行應將匯票金額，一方記入甲售貨機關轉帳存款帳之貸方，一方記入「貨物流轉帳」之借方，於是交易即告了結。如此乙購貨機關在丁支行之轉帳存款帳因購貨而減少，甲售貨機關在丙支行之轉帳存款帳因售貨而增加，至丁支行「貨物流轉帳」上之貸方則適與丙支行「貨物流轉帳」上之借方相等，自不難在中央銀行總行之分支行帳上互相清算也。

各種企業均須相當流動資本(Working Capital)。流動資本包括現幣，中央銀行存款帳，及積存之原料半製品已成品等等，此在資本主義國家及在蘇聯並無異致。但在資本主義國家，每一企業所需之流動

資本，須視環境而定，在繁榮時期，營業興盛，流動資本自須增加，而在衰落時期，營業蕭條，流動資本自可減少。而在蘇聯，則生產既有一定計劃，既無所謂繁榮，亦無所謂衰落，故每一國營企業所需要之流動資本比較固定。蘇聯將流動資本分爲二種：其一爲常態流動資本 (Normative)，即爲淡月時所需最低限度之流動資本；其二爲常態以外之流動資本，即因季節關係或其他特殊關係而超過常態之流動資本。前者必須由政府撥付或由贏利累積，而後者則可向中央銀行請求融通。茲請以棉花爲例，說明短期信用融通之方法：國營農場集團農場或私人農場於收穫棉花以後，即須售予國營棉花收買機關；但國營棉花收買機關之收買棉花，純係季節性質，故其所需之資金勢必超過其自有之常態流動資本，而不得不向中央銀行請求借款，俟將來將棉花轉售於紗廠時陸續歸還；紗廠類皆全年開工，其向國營棉花收買機關購買棉花亦皆隨時分購而非整批躉購，故其所需之資金不致超過其自有之常態流動資本，而不必向中央銀行請求借款，即使請求借款，爲數亦必不多。紗廠將棉花紡成棉紗以後，亦依同樣方法售予織布廠；織布廠將棉紗織成棉布以後，又依同樣方法售予印染廠；織布廠與印染廠之工作亦均少季節變化，故其購買棉紗棉布之費用亦不致超過其自有之常態流動資本，而不必向中央銀行請求借款，即使請求借款，爲數亦必極微；最後織布廠及印染廠將其製成之棉織品售予躉售商業機關，躉售商業機關又復售予零售商業機關，而零售商業機關又復售予一般消費者，棉織品之銷路頗有季節關係，故躉售商業機關及零售商業機關在某一時期中勢須堆積大量存貨，因此其所需資金常須超過其自有之常態流動資本，而不得不向中

中央銀行請求借款，俟將來將棉織品出售於消費者時陸續歸還。以上各階段借款之借出及收回，除第一階段國營棉花收買機關所借款項須用現款及最後階段零售商業機關歸還借款可用現款外，其餘均僅於中央銀行存款帳上轉帳可矣。

依上所述，可知蘇聯短期信用制度之方針，在使各種國營企業自有之流動資本減至最低限度，俾免無謂之浪費，而以中央銀行為流動資本之集中機關，俾在必要時供給各種國營企業以常態以外之流動資本，但中央銀行之供給短期信用，亦須按照預定之信用計劃而行，中央銀行總行設有計劃部，其各區分行及各地支行辦事處亦均設有計劃科。信用計劃即由中央銀行之計劃部與有關各人民委員會共同擬訂之，分每年信用計劃及每季信用計劃二種；前者不過為一種粗略之估計，後者則極為精密。其擬訂之步驟大概如次：各種國營企業於每季開始之前，先須擬就其本身之信用計劃，列舉其來季中收入支出之估計，及所需短期信用之數額，分別送呈其所隸屬之「托辣斯」(Trust)及其所在地之中央銀行支行辦事處。每一「托辣斯」彙集其所管轄各種國營企業之信用計劃後送呈其所隸屬之「康併斯」(Combindes)，再由「康併斯」彙呈其所隸屬之人民委員會，如人民工業委員會與人民商業委員會等等。各地中央銀行支行辦事處彙集其所在地各種國營企業之信用計劃後，亦應擬就其本行之信用計劃，送呈其所隸屬之各區分行，再由各區分行彙呈莫斯科總行。莫斯科總行彙集其各區分行之信用計劃後，即可與有關各人民委員會所彙集之各「康併斯」各「托辣斯」信用計劃互相校核，而擬訂全國信用計劃。此種信用計劃極為精密詳盡，每一國營企業在來季內可向中央

銀行請求之短期借款，不但其總額定有最高限度，且其用途亦經嚴格規定，用於購買原料者若干，用於購買燃料者若干……不能超過。因此每種國營企業在中央銀行之存款帳，亦按其用途分爲若干戶。中央銀行於核准短期借款之時，固須審核用途；即於每次付款之時，亦須審核用途。總之，蘇聯短期信用制度之精神，在每筆借款均各有其特定之用途；一俟該項用途業已完了，則該筆借款即自然可以歸還。借款之期限，平均爲四、五月，利率爲週息六釐，其數額則可與該筆借款所購貨價之全額相等，蓋蘇聯之物價既亦依計劃而定，銀行借款自無因物價跌落而使擔保品價值降低之虞也。

據上所述，可知蘇聯中央銀行之職務與資本主義國家中央銀行之職務實屬完全不同。蘇聯中央銀行爲全國各機關之總清算機關及短期信用之唯一供給者，其職權固較資本主義國家之中央銀行爲廣；但資本主義國家之中央銀行可運用其貼現政策或公開市場政策等等以左右全國之物價及生產，而在蘇聯，則信用計劃既係根據生產計劃而確定，其中央銀行自無此項自由行動之力量也。

第三章 蘇聯長期信用制度及長期信用計劃

現在蘇聯之長期信用制度，乃以一九三二年五月五日之命令為基礎，據上項命令，長期信用之供給統由四個長期投資銀行分別擔任之，但四個長期投資銀行之供給長期信用則須以統一財政計劃為根據。先言工業長期信用銀行，該行之職務在籌集資金，對各種工業供給長期信用，以從事於資本建設。該行資金來源有下列三種：（一）預算撥付款項，（二）工業贏利之一部，（三）工業折舊公積金。以上三種資金來源，在統一財政計劃中均有規定，其中以預算撥付款項為最重要，約佔總數百分之八十以上，該行以上項資金對各種工業供給長期信用時，亦須悉照統一財政計劃之規定，不能超過，且須隨時審核其用途，是否悉照統一財政計劃之規定。此項長期信用之供給，均可無須償還，因該行資金之來源，其性質亦可不必償還也。

次言都市經濟及房屋建築銀行。該行之職務在籌集資金，對各種都市公用事業及房屋建築事業供給長期信用，以從事於資本建設。該行之資金來源較為複雜，包括：（一）預算撥付款項，（二）公用事業贏利之一部，（三）其他各種指定專款。以上各種資金來源，在統一財政計劃中亦均有規定，該行以上項資金對各種都市公用事業及房屋建築事業供給長期信用時，亦須悉照統一財政計劃之規定，不能超過，且亦須隨時審核其用途，是否悉照統一財政計劃之規定。此項長期信用之供給，有者可以無須償還，有者則須在二十年至六十年之期限內付息償還，如何決定，胥視資金來源之性質而定；如資金來源之性質本可無須償還，則其動用

亦可無須償還，如資金來源之性質含有存款性質者，則其動用自須付息償還也。

再言合作銀行，該行之職務在籌集資金，對各種消費合作社及生產合作社供給長期信用。該行之資金來源，主要者為各種消費合作社及生產合作社之長期存款及特別存款，此外則為預算撥付款項等。至其所供給之長期信用亦分無須償還及付息償還二種，如何決定，亦視資金來源而定。

再言農業銀行，該行之職務在籌集資金，對國營農場集團農場供給長期信用。該行之資金來源，主要者為國營農場及集合農場之存款，此外則為預算撥付款項等。至其所供給之長期信用，亦分無須償還及付息償還二種，如何決定，亦視資金來源之性質而定。

由上所言，可知蘇聯之長期信用制度實與資本主義國家迥然不同，其特徵有下列各端：（一）長期投資統由政府計劃決定，銀行之供給長期信用，均須以政府計劃為根據；（二）銀行除供給長期信用外，尚須審核其用途是否與政府計劃相符；（三）四個長期信用銀行所吸收之存款，均有其一定之範圍，各不侵犯；（四）上項存款多為強迫性質，存款者對於存款並不能自由支配，亦未必可領利息；（五）長期信用銀行除存款外，尚可由預算撥付款項或由某處指定專款；（六）長期信用銀行之放款，有者固須付息償還，有者則可不必償還。就以上各項特徵而觀，蘇聯之長期信用銀行，與其稱為銀行，實毋寧稱為政府投資機關，更為適宜。吾人知蘇聯在第一次五年計劃及第二次五年計劃中，資本建設為數極鉅，而此項資本建設之全部價值均表現於其統一財政計劃，其資金來源則

大多取給於預算，（按統一財政計劃 Unified Financial Plan 與預算 Budget 之不同，在前者包括一切政府機關及國營事業之收入及支出，而後者則僅包括經過人民財政委員會之收入及支出），例如一九三四年中，統一財政計劃中資本建設之全部價值為二百五十一萬萬盧布，而其資金來源之取給於預算者則達一百七十八萬萬盧布。約佔總數百分之七十，其餘百分之三十則取給於預算以外之款項（大多為國營事業贏利中之不必繳入國庫者）。蓋蘇聯預算之內容亦與資本主義國家之預算內容絕不相同。其歲出之用於國民經濟建設者常佔歲出之大半，用於其他者僅居少數。而其歲入則分二部：其一為得自社會化經濟部門之收入，其中以銷售稅 (Turnover Tax) 為最重要，國營事業之贏利次之；其二為得自私經濟部門之收入，如各種直接稅及公債收入等等。得自社會化經濟部門之收入遠較得自私經濟部門之收入為大，一九三四年之預算中，前者達四一，一二五百萬盧布，而後者則僅為六，五二六百萬盧布。但無論得自社會化經濟部門之收入或得自私經濟部門之收入，實際上除政府用於普通行政費之支出外，均無異為施於人民之強迫儲蓄。蓋得自社會化經濟部門之收入中，如銷售稅及國營事業之贏利，實際上即為消費品零售價格超過生產成本之差額。其為強迫儲蓄自屬無疑；而得自私經濟部門之收入中，直接稅之為強迫儲蓄固無問題，即公債之應募亦多含有強迫性質。故實亦為強迫儲蓄。在一定時期內，儲蓄之必等於投資，此在蘇聯與資本主義國家初無異致；但蘇聯之儲蓄與投資與資本主義國家之儲蓄與投資，在本質上則大有不同：其一，在資本主義國家，儲蓄與投資均由私人盲目決定，儲蓄者與投資者不必為同一人，而在蘇聯則儲

蓄與投資均由政府決定，悉有預定之計劃，故在前者，某一定時間之儲蓄與投資可以不等而引起種種糾紛，而在後者，則儲蓄與投資不等之問題無由發生；其二，在資本主義國家，投資多為私人投資，故儲蓄亦多為自動儲蓄，而在蘇聯，則投資既多為政府投資，故儲蓄亦多為強迫儲蓄，蓋在蘇聯人民之所得既極平均，老死疾病亦均由國家照應，而私人投資又非所許，則人民對於自動儲蓄自不能望其發生興趣也。

第四章 聯蘇之匯價

自「采風尼茲」及新國庫券發行以來，蘇聯貨幣之對外匯價表面上極為穩定。按蘇聯貨幣對金鎊之舊平價為每鎊合九·四五八盧布，對金元之舊平價為每元合一·九四三盧布，而一九二三年七月一日至一九三五年四月一日蘇聯貨幣對英鎊美元之實際匯價，據蘇聯年鑑所載，有如下表：註三

蘇聯貨幣對英鎊美元之實際匯價

時 期	每 英 鎊 合「采風尼茲」數	每 美 元 合「采風尼茲」數
1923年 7月	9,8000	2,1400
1924年 1月	9,4000	2,2000
7月	8,4100	1,9450
1925年 1月	9,1700	1,9450
7月	9,4350	1,9400
1926年 1月	9,4150	1,9450
7月	9,4600	1,9500
1930年 7月	9,4644	1,9434
1931年 1月	9,4372	1,9434
1932年 1月	6,6600	1,9400
7月	6,9500	1,9400
1933年 1月	6,4600	1,9400
7月	6,4100	1,3600
1934年 1月	6,2900	1,2200
7月	5,7700	1,1300
1935年 1月	5,6000	1,1300
4月	5,5300	1,1300

觀上表可知蘇聯貨幣對英鎊之匯價，在一九三一年以前，對平價變動極微，而其對美元之匯價，在一九三三年以前，亦對平價變動極微。至一九三一年以後英匯之變動及一九三三年以後美匯之變動，則由於英、美之放棄金本位，固與蘇聯貨幣無關也。

蘇聯貨幣對外匯價表面上之穩定，實為其計劃經濟之自然結果。蓋蘇聯之國際貿易既統由政府機關經營，其輸出機關所獲得之外匯頭視均須售予國家銀行，其輸入機關所需要之外匯頭視亦均須向國家銀行購買，而輸出與輸入又均係以一定之計劃為根據，則外匯頭視之供給與需要自然趨於平衡，而蘇聯貨幣對外匯價自然趨於穩定。

但蘇聯貨幣之對外匯價，其性質實與資本主義國家貨幣之對外匯價不同。在資本主義國家，其貨幣之對外匯價常有與其購買力平價相接近之趨勢；而在蘇聯，則其貨幣之對外匯價則常可與其購買力平價相差懸殊。赫巴氏(Hubbard)在其所著蘇維埃之貨幣及金融一書中，曾以小麥、棉花及生鐵三種貨物為例，分別代表食物、輕工業出品及重工業出品，以說明蘇聯貨幣之國內購買力與其國外購買力之差度。(一)小麥，據蘇聯政府於一九三三年八月二十五日之命令，小麥躉售價格，軟麥定為每一百基羅合二五·七五盧布，硬麥定為每一百基羅合二七·七五盧布，二者平均為每百磅合一二·一六盧布，如按盧布金平價九·五盧布合一英鎊計算，則上項平均麥價即為每百磅合一鎊五先令七便士，實較同時之利物浦俄麥平均價格高出五倍以上。(二)棉花，據蘇聯政府於一九三五年三月七日之命令，政府收買中亞細亞、高加索及南俄各地農民之棉花，其價格定為每噸合一，一五〇盧布至一，七〇〇盧布，

平均約爲每噸合一，四〇〇盧布，或每磅合·六四盧布，如按盧布金平價九·五盧布合一英鎊計算，則上項平均棉價即爲每磅合一先令四便士，但同時利物浦之美棉價格約爲每磅合六便士，埃棉價格約爲每磅合八便士，故蘇聯棉價亦較利物浦棉價高出一倍以上。(三)生鐵，據一九三五年三月二十日俄文“Ekonomiches Kaya Zhizn”，雜誌所載，中俄 馬干夫地方之干羅夫鐵廠一九三四年之生鐵生產成本，爲每噸合六〇·五六盧布，如按盧布金平價九·五盧布合一英鎊計算，則上項生產成本即爲每噸合六鎊七先令六便士，但據英國統計週刊 (Statist) 所載，英國生鐵在同時期中之平均價格爲每噸合三鎊八先令八便士，故蘇聯生鐵價格亦較英國生鐵價格高出約一倍。由以上各例，可知蘇聯之物價猶較他國爲高，換言之，即盧布在國外之購買力實遠較其在國內之購買力爲高，亦即盧布之對外匯價實遠較其購買力平價爲高。在資本主義國家中，如其貨幣之對外匯價遠較其購買力平價爲高，則該國之輸入貿易必將因國內物價較國外物價爲高而增加，輸出貿易必將因國外物價較國內物價爲低而減退，貿易平衡及借貸平衡必將發生不利，而其貨幣之對外匯價終必跌落以與其購買力平價相接近。但此種作用在蘇聯則並無發生之可能，蓋蘇聯之國際貿易既由政府機關經營，其輸出及輸入均以一定之計劃爲根據，此種計劃之目的在以一定數量之輸出貨物易得一定數量之輸入貨物，而求其國際收支之平衡；至何種貨物應予輸出，何種貨物應予輸入，則純由負責計劃者考慮國內經濟情形而決定，並不計較損益，亦並不顧到國內外價格之比較；如果負責計劃者認某種貨物有輸出之必要，則雖因其國內價格高於國外價格而須蒙受鉅大

損失，亦所不計，反之，如果負責計劃者認某種貨物無輸入之必要，則即令其國外價格低於國內價格而可獲得鉅大利益，亦不願為也。

一九三六年二月二十九日，蘇聯政府忽宣布自四月一日起將貨幣實行貶價。按蘇聯貨幣對法郎之金平價本為一盧布合一三·三三法郎，今則貶值為一盧布合三法郎，當時英，法套匯為一英鎊合七十五法郎，故一英鎊即合二十五盧布。赫巴氏曾估計當時莫斯科若干貨物之零售價格，並照此匯率將盧布折成英幣，以與倫敦同樣貨幣之零售價格比較如下表：註四

莫斯科零售價格與倫敦零售價格之比較（每磅價）

	莫斯科零售價格		倫敦零售價格	
	先 令	便 士	先 令	便 士
麵 包	0	7	0	2
麵 粉	0	8	0	2
米	2	6	0	3
蕎 麥	0	6	0	3
牛 肉	2	10	1	2
牛 油	6	4	1	2
糖	1	9	0	3
馬 鈴 薯	0	15	0	1
海 靈 魚	1	8	0	6

觀上表，可知盧布雖經貶值，而普通貨物在蘇聯之價格猶較他國為高，換言之，即盧布在國外之購買力猶較其在國內之購買力為高，亦即盧布之對外匯價猶較其購買力平價為高也。

第五章 蘇聯之物價

在資本主義國家中，除獨佔貨物外，一般貨物之價格乃在自由競爭之條件下決定於貨物之供給與需要；而在社會主義之蘇聯，則物價幾完全由政府依其經濟計劃決定之。蘇聯之物價大概可分三大類；其一，為政府向農民收買食物及原料所出之價格；其二，為工業品之躉售價格；其三，為消費品之零售價格。

政府向農民收買食物及原料所出之價格，又可分為二種：其一，為政府向農民強制徵收食物及原料所出之一定價格（Fixed Prices）；其二，為政府機關向農民購買食物及原料所出之協定價格（Conventional Prices）。後者普通較前者高出百分之二十至四十，故政府之以較低之一定價格向農民強制徵收食物及原料，實際上即含有田賦及地租之意義。至政府機關向農民購買食物及原料所出之協定價格，雖屬較高，但亦定有最高限度，不能超過。總之，政府無論以徵收方式或購買方式向農民獲得食物及原料，以供都市人口及各種工業之需要，其所出代價實均較自由競爭制度下農民所應得之代價為低；政府所定之價格大致與最低生產成本相稱，務使農民之收入僅足購買必需之製造品，以維持其土地之耕種及滿足其家屬之消費。農民所收穫之食物及原料，除以徵收方式或購買方式供給政府外，如果利用政府所供給之耕種機，尚須繳納其收穫之百分之幾作為代價；此外所餘者，大概僅足自用，其能直接售予都市人口者，恐僅佔極少數也。

各種工業品之躉售價格，亦由政府按照該種工業品之平均生產成本而決定。所謂生產成本，大概包括工資、原料、其他製造費、管理費，以及計劃之贏益。在蘇聯，大部工業既均由政府經營，其生產數量又係以一定之計劃為根據，故各種工業品之躉售價格，其作用除作為各類國營工業互相交易之記帳單位外，亦不過作為同類國營工業生產效率之比較指標而已，對於生產數量初無若何影響。即使某一工廠因生產效率之較優，致其出品之生產成本不及躉售價格，並不能立即擴大生產規模；反之，即使某一工廠因生產效率之較差，致其出品之生產成本超過躉售價格，亦不至立即收縮生產規模。故躉售價格在資本主義國家中所有支配生產之作用，在蘇聯則無發揮之可能。

消費品之零售價格，在蘇聯物價制度中實最為重要，最有興味。在資本主義國家之自由競爭制度下，消費品之零售價格乃決定於其供給與需要之均衡；如果某種消費品之需要增加，則其零售價格必漲，因此其生產有利可圖，其供給終亦必隨而增加。但此種制度，在計劃經濟下之蘇聯，當然不容存在。蓋如果消費品之零售價格決定於其供給與需要之均衡，而消費品之生產視消費品之需要以資決定，則所謂計劃經濟豈不完全成為空談？故在計劃經濟下，政府須先對各種消費品之生產加以確定，然後再對各種消費品之需要加以控制，使消費品之需要能與消費品之供給相適合。各種消費品生產數量之確定，可無待言；至各種消費品需要數量之控制，則有二種方法。第一種控制消費品需要數量之方法，即為施行貨物分配制度（Rationing System），由政府對各階級酌量分給各種貨物分配券，凡持有某種貨物分配券者始得向指定機關購

買定量貨物，其價格通常可較普通商店所售者為低；如此，則消費品之需要數量自可統制，而不患不與消費品之生產數量相適合矣。此種制度，蘇聯昔日行之甚為普遍，但至一九三五年底已完全加以廢止。在此種制度之下，盧布在國內之購買力將因持有人而異，蓋得貨物分配券多者，其所有盧布之購買力自高，而得貨物分配券少者，其所有盧布之購買力自少也。第二種控制消費品需要數量之方法，為運用物價政策，即消費品由公營商店或合作商店發售（公營商店與合作商店實際上均為政府機關，惟前者由國內貿易委員會管轄，而後者則由中央合作委員會管轄耳）惟其零售價格則由政府規定，務使在此種零售價格下，各種消費品之需要得與供給相均衡。零售價格之構成，係於躉售價格之上，另加銷售稅（Turnover Tax），銷售稅之稅率視各種消費品而異。如某種消費品之供給有限，則政府可高其銷售稅率，使其零售價格提高，俾限制其需要，以與供給相適合；反之，如某種消費品之供給有餘，則政府可低其銷售稅率，使其零售價格減低，俾鼓勵其需要，以與供給相適合。

蘇聯政府自一九三一年以來，向無任何物價指數之發表，據赫巴氏之調查，一九三六年六月若干種消費品之零售價格與一九一三年及一九三二年比較如下表：^{註五}

觀上表，可知一九三六年蘇聯消費品之零售價格，較諸一九一三年固漲高極烈，即較諸一九三二年亦漲高不少。通貨之膨脹及盧布在國內購買力之跌落，均為不可否認之事實。但蘇聯物價高漲之結果，亦與資本主義國家物價高漲之結果不同。在資本主義國家，物價之過度漲高，

註五 Hubbard, L. E., *Soviet Money and Finance*, p. 332, London, 1936

一九一三年，一九三二年及一九三六年零售物價之比較

(單位「哥布格」)

	一九一三年	一九三二年		一九三六年一月 莫斯科價格
		分銷價格	商店價格	
白麵包(Kilo)	10	15		170
黑麵包 ,,	5	6	—	85
白麵粉 ,,	12	—	—	180
黑麵粉 ,,	7	—	—	160
米 ,,	27	—	—	650
粟 ,,	10	30	100	210
蕎麥 ,,	17	35	110	430
牛油 ,,	115	365-466	1400-1800	1400-2000
油子 ,,	32	170	500	1300
粗糖 ,,	29	95	250	380
塊糖 ,,	34	125	300	410
牛肉 ,	50	212	600	760
雞蛋(十枚)	25	100	400	650
牛乳(Litre)	10	—	100	160
馬鈴薯	6	—	100	30

必然引起國民實物所得之重新分配；而蘇聯物價之過度漲高，則不至引起此種影響，蓋在蘇聯，既無債權者，亦無債務者，而一切人民又均為購買者，惟國家始為出售者也（但農民則可同時為購買者及出售者。如果政府收買食物及原料所出之價格，其漲高速度緩於工業製造品，則農民須受吃虧）。

參 考 書 目

BIBLIOGRAPHY

Adarkar, B. P.:

The Theory of Monetary Policy, London, 1935.

Aftalion, A.:

Monnaie, Prix et Change, Paris, 1927.

Monnaie et Industrie, Paris, 1929.

L'Or et La Distribution Mondiale, Paris, 1932.

L'équilibre dans les Relations Economiques Internationales, Paris, 1937.

Angell, J. W.:

The Theory of International Prices, Havard University Press, 1926.

The Behavior of Money, New York, 1936.

Blackett, B. P.:

Planned Money, London, 1932.

Boris, G.:

Problème de l'or et Crise Mondiale, Paris, 1931.

Burgess:

The Reserve Banks and the Money Market, New York, 1937.

Cannan, E.:

Money, It's Connection with Rising and Falling Prices, London, 1923.

Modern Currency and the Regulation of its Value, London, 1932.

Cassel, G.:

The Crisis of the World's Monetary System, Oxford, 1932.

On Quantitative Thinking in Economics, Oxford, 1935.

The Downfall of the Gold Standard, Oxford, 1936.

Clark, L. E.:

Central Banking Under the Federal Reserve System, New York, 1935.

Dalton and Others:

Unbalanced Budgets, London, 1934.

Durbin, E. F. M.:

Purchasing Power and Trade Depression, London, 1932.

The Problem of Credit Policy, London, 1935.

Socialist Credit Policy, London 1936.

Einzig, P.:

The Fight for Financial Supremacy, London, 1932.

Finance and Politics, London, 1932.

The Bank for International Settlements, London, 1932.

The World Economic Crisis, 1929-1932, London, 1933.

The Future of Gold, London, 1934.

Exchange Control, London, 1934.

The Economic Foundations of Fascism, London, 1934.

Germany's Default, the Economics of Hitlerism, London, 1934.

France's Crisis, London, 1934.

Bankers, Statesmen and Economists, London, 1935.

World Finance Since 1914, London, 1935.

Monetary Reform in Theory and in Practice, London, 1936.

The Theory of Foward Exchange, London, 1937.

Fisher, I.:

The Purchasing Power of Money, New York, 1911.

Stabilizing the Dollar, New York, 1920.

The Money Illusion, London, 1928.

Booms and Depressions, New York, 1932.

Stabilized Money, A. History of the Movement, London, 1934.

Gayer, A. D.:

Monetary Policy and Economic Stabilization, London, 1935.

Goodbar, T. E.:

Managing the People's Money, Yale University Press, 1935.

Gregory, T. E.:

The Gold Standard and Its Future, 3rd Edition, London, 1934.

Haberler, G. V.:

Prosperity and Depression, Geneva, 1937.

Hall, N. F.:

The Exchange Equalisation Account, London, 1935.

Hardy, C. O.:

The Warren-Pearson Price Theory, the Brookings Institution, Washington, 1935.

Harrod, R. F.:

The Trade Cycle, Oxford, 1936.

Hawtrey, R. G.:

Monetary Reconstruction, London, 1922.

Currency and Credit, 3rd Edition, London, 1928.

Trade and Credit, London, 1928.

The Art of Central Banking, London, 1932.

The Gold Standard, In Theory and In Practice, London, 1933.

Trade Depression and the Way Out, London, 1933.

Hayek, F. A.:

Price and Production, London, 1931.

Monetary Theory and the Trade Cycle, London, 1932.

Houston, H.:

The Fundamentals of Money, London, 1935.

Hubbard, L. E.:

Soviet Money and Finance, London, 1936.

Kemmerer E. W.:

Money, the Principles of Money and Their Exemplification in Outstanding Chapters of Monetary History, New York, 1935.

Keynes, J. M.:

A Tract on Monetary Reform, London, 1923.

A Treatise on Money, London, 1930.

Means to Prosperity, London, 1933.

The General Theory of Employment, Interest and Money, London, 1936.

Kjellstrom, E. T. H.:

Managed Money, the Experience of Sweden, New York, 1934.

Koh, T. F.:

Silver at Work, Shanghai, 1935.

Laughlin, J. L.:

A New Exposition of Money, Credit and Prices, 2 Vol. Chicago, 1931.

Lewis A. B. and Chang, L. L.:

Silver and the Chinese Price Level, New Series Bulletin, No. 11, the

University of Nanking, 1933

Lhomme, J.:

Le Taux de L'intérêt et L'évolution Economique, Paris, 1936.

Lin, W. Y.:

China Under Depreciated Silver, 1926-1931, Shanghai, 1935.

The New Monetary System of China, Shanghai, 1936.

Mabille de Poncheville, L.:

Essai sur les Théories Monétaires Contemporaines, Paris, 1935.

Martin, G.:

Le Problème Financier, 1930-1936, Paris, 1936.

Meade:

An Introduction to Economic Analysis and Policy, Oxford, 1936.

Mises:

Theory of Money and Credit, translated from the German, London, 1934.

Mlymarski, F.:

The Functioning of the Gold Standard, Geneva, 1937.

Morgan-Webb, C.:

Ten Years of Currency Revolution, 1922-1932, London, 1935.

Moulton, H. G.:

American Capacity to Produce, Brookings Institution, 1934.

American Capacity to Consume, Brookings Institution, 1935.

The Formation of Capital, Brookings Institution 1935.

Income and Economic Progress, Brookings Institution, 1935.

Myers, M. G.:

Paris as a Financial Center, London, 1936.

Nogaro:

La Monnaie et les Phénomènes Monétaires Contemporains, Paris, 1935.

Pétrizi, M.:

Le Gold Exchange Standard et ses Deviations, Paris, 1934.

Pétritzi, E. A.:

La Monnaie Scripturale, Paris, 1933.

Pigou, A. C.:

Economics in Practice, London, 1935.

Pose, A.:

De la Théorie Monétaire à la Théorie Economique, Paris, 1930.

Reddaway, W. B.:

The Russian Financial System, London, 1935.

Remer, C. F.:

Foreign Investment in China, New York, 1933.

Rist, C.:

Déflation en Pratique, Paris, 1927.

Essais sur Quelques Problèmes Economiques et Monétaires, Paris, 1933.

Interpretion de la Chute des Prix Depuis 1925, Paris, 1936.

Ecart de Prix, France—Etranger, Paris, 1936.

Robbins, L.:

The Great Depression, London, 1935.

Robinson, J.:

Essays in the Theory of Employment, London, 1937.

Robertson, D. H.:

Money, Revised Edition, London, 1932.

Banking Policy and the Price Level, Revised Edition, London, 1932.

Rogers J. H.:

American Weighs Her Gold, New Haven, 1931.

Rowse, A. L.:

Mr. Keynes and the Labor Movement, London, 1936.

Salter, A.:

China and the Depression, the National Economic Council, Special Series, No. 3, 1934.

Salter, A. & Others:

Next Five Years, An Essay in Political Agreement, London, 1935.

Simiand, F.:

Le Salaire, L'évolution Sociale et la Monnaie, Paris, 1932.

Thomas, B.:

Monetary Policy and Crisis, A Study of Swedish Experience, London, 1936.

Truptil, R. T.:

British Banks and the London Money Market, London, 1936.

Warren, G. F. & Pearson, F. A.:

Prices, New York, 1933.

Gold and Prices, New York, 1935.

Wicksell, K.:

Interest and Prices, Translated from the German, London, 1936.

Willis, H. P.:

The Theory and Practice of Central Banking, New York, 1936.

Zolotas, X.:

L'étalon or en Théorie et en Pratique, Paris, 1933.

REPORTS

Report of the Committee on Finance and Industry (MacMillan Report),
London, 1936.

Report of the Committee for the Study of Silver Value and Commodity
Prices (Silver and Prices in China), Shanghai, 1935.

Report on International Monetary Problems by a Group of the Royal
Institute of International Affairs:

Monetary Policy and the Depression, London, 1933.

The Future of Monetary Policy, London, 1933.

Report of the Joint Committee of the Carnegie Endowment and the
International Chamber of Commerce:

International Economic Reconstruction, Paris, 1936.

Gold Delegation of the Financial Committee of the League of Nations:

First Interim Report, Geneva, 1930.

Second Interim Report, Geneva, 1931.

Final Report, Geneva, 1932.

Legislation on Gold, 1930.

Selected Documents, Geneva, 1930.

Selected Documents on the Distribution of Gold, Geneva, 1931.

Economic Intelligence Service of the League of Nations:

World Economic Survey (Annual)

Money and Banking (Annual)

PERIODICALS

- I. United Kingdom
 - Economic Journal
 - Economica
 - Economist
 - Review of Economic Studies
 - Statist
- II. United States
 - American Economic Review
 - Federal Reserve Bulletin
 - Quarterly Journal of Economics
 - Journal of Political Economy
 - Political Science Quarterly
- III. France
 - Revue D'économie Politique
 - Journal des Economistes
- IV. Belgium
 - Révue Economique Internationale
 - Bulletin de L'institut de Science Economique

