

Arthur D. Gdycer 原著
李炳煥譯述

貨幣政策與經濟穩定

商務印書館印行

貨 幣 政 策 與 經 濟 穩 定

商務印書館印行

中華民國三十三年二月
重慶初版
上海初版

(*32919 滬報紙)

貨幣政策與經濟穩定一冊

Monetary Policy and Economic

Stabilisation

定價國幣叁元叁角

印刷地點外另加運費

原著者 Arthur D. Gayer

譯述者 李炳煥

發行人 李宣龔
上海河南路

印刷所 商務印書館
印刷廠

發行所 商務印書館
各地

版權

著者原序

這部書半在英倫半在美洲寫成。牠所依據的研究和觀察取材於這兩邦者約略相等。所以我希望牠的分析和結論或許也可以同樣地應用於任何一邦，將來世界貨幣政策大約總操在英美兩國的手裏。

經濟不穩定及其影響底問題，在我們這個時代裏，也許比其他一切問題都還重要。這本書係從貨幣機構底職能的觀察點來探討這個問題。我不相信單單靠着貨幣底管理能夠解決整個的問題。因為貨幣機構實際上和「非貨幣」的因素糾纏不清，無從把牠劃分出來，單獨地研究。然而我却相信如果貨幣制度照大戰以後那樣地繼續運行下去，那無論如何，都沒有解決的可能。所以我毫不躊躇地定下具體的結論，并提出特殊的建議以備改革之用，雖則把範圍這樣大的題目敘述在有限的篇幅裏面。在對付這些問題時，有的經濟學家出玄入妙，高談純粹理論，忘却應用其所創獲的心得於迫在眉睫的實際事項上，據我看來，這樣的經濟學家並沒有把好的本領貢獻出來。因此我全力避免討論似乎在虛無縹緲裏運行着的貨幣機構，這就是說，在一個完全競爭和十分順應的事實上不存在的世界裏。因為我們所必須應付的就是這個含有種種缺憾的現實世界，無論另外一個世界看來怎樣的更可豔羨，假使後者是不能達到的。或是已成過去，沒有希望把牠再行挽回的。全書側重於解釋和分析方面，而疎略於記載說明的事實，但是我盡量避免應用專門術語，以期得到普通讀者的了解。我在提出貨幣政策底建議上面力求明確，而同時却深感到這題目底千頭萬緒繁複非常，我們現在的學識究還有限，而且世界經濟紛亂得很。可是我們不能夠以置之不問的方法希圖避免將來應負的責任。

我起初雖則沒有打算把牠當作課本，但在哥倫比亞大學講貨幣學與銀行學時曾將關於這問題底材料包括了許多在內，所以我希望這本書或許對於擔任這門功課的大學教授有些用處，同時也可以引起經濟學家和一般讀者的興趣。

書中每一頁裏都可看出我引用許多著述，有的作者早已逝世，有的現在還活着。凡是能夠確實指明出處，我都加了附注。

在有些地方，特別是在第一章至第三章裏面，我從四篇特種報告中採用了幾段。這報告我從前投稿於經濟雜誌，哥倫比亞大學委員會的報告，今年先由哥倫比亞大學印書局刊行，這是應該致謝的。第十章大半根據於不久便要出版的一篇詳細的報告，這是我最近呈送於美國政府的。

我還要對於許多同事和朋友的幫助表示謝忱，他們仔細地讀過本書的各部分并提出改善的意見。在整理稿件，以備付印的時候，我深感妹妹 Anne Gayer 的不辭勞瘁慷慨相助。至於本書索引底精審則要歸功於我從前的學生 Anna Jacobson 女士了。

目錄

第一章	傳統的金本位制	一
第二章	戰後金本位制底職能(一)內部的機構	九
第三章	戰後金本位制底職能(二)制限的經濟環境	二一
第四章	現金和價格	三四
第五章	現金底節省，金準備和白銀問題	四七
第六章	現金和不景氣	五九
第七章	金本位和紙本位	八四
第八章	金本位和紙本位(續)	一〇二
第九章	將來貨幣政策底其他途徑	一一四
第十章	貨幣政策與公工事業	一三一
第十一章	物價穩定與經濟穩定	一四六
第十二章	貨幣穩定政策的準繩	一六〇

貨幣政策與經濟穩定

第一章 傳統的金本位制

緒論——在任何經濟組織，或是資本主義，或是社會主義，價格制度總是無可避免的，不論牠以那一種的方式表現出來。別種單位——如工作、能力——能夠替代價格單位的概念不過是徒亂人意，因為這些別種單位牠本身也成爲相對價值的尺度。價格制度是通常經濟活動的基本要件，可算是經濟選擇底協助者。這個理論的眞確不僅在表示消費者的偏好方面，即在兩可的生產方法之間揀選其一程序方面也需要把可以利用的種種不同的生產工具定好價值，而這些價值又是那表現在生產上或交換上積極行爲的經濟選擇底協助者。當這選擇底協助者，或是消費者的或是生產者的表現在貨幣底單位時，就叫做價格，但是牠們本來的性質依然沒有變動。

可是這個基本的眞理不足以證明我們一向經營經濟活動所應用的價格制度底特殊方式爲合理。所以在我們現時經濟組織底制度裏面決定價格計算底單位的貨幣和信用機構，未必就是最理想的，或許也不算世界經濟發展的現階段中最良好的貨幣和信用機構。照牠的現在的方式而言，這個制度底由來是比較新近的，牠不過當前世紀左右纔漸漸演進而成爲這種方式，然自大戰以後，又經過了多少基本的變化。牠時常受人指謫，特別是當經濟壓迫的時期中。近年來非難的論調喧闐鼎沸，要求劇烈的和徹底的改革。許多人持偏激之論，以爲普通商業底不安定和晚近特殊的經濟崩潰底主要原因是由於貨幣制度底運用不能安穩平貼。可是這一次的崩潰把幾年來大家以爲在基本原則上已算圓滿解決的整個問題重新提起，於是我們決定將來應趨的途徑可在二者之間自

由選擇，一是以復舊的或改革的形式回到從前的制度，一是站在新基礎上重新改造我們的貨幣制度。此項決擇是我們這一代當頭最關重要的揀選，其中含有歷史上涵蓋最大的經濟和社會的因果。

戰前金本位——我們可以簡括地爲貨幣下一定義，即經濟行爲所因而表現的普通價值單位。牠的兩大職能是供作交換的媒介和價值的標準。後面這一個目的牽連到延期支付中所必具的時間要素。這裏一來，我們立刻便明瞭在一向傳說的貨幣應有的種種美質而外，這像生金一類的商品被選爲普通價值的單位名稱者應具合理的安定性，即是非常重要的。在現代情形之下，供延期支付之用的一種安定的本位，尤關重要，因爲大多數經濟行爲裏都含有時間底要素。貨幣價值底變動不但於無意識中產生了全國收入底重新分配，并且也會引起生產活動底劇烈的秩序紊亂，因爲契約上的債務底範圍和分量有加無已，牽涉許多數目早已決定的延期支付。因此硬把一種擾亂不安的因素引到經濟生活裏頭去，當貨幣價值急劇變動的時候，很容易生出嚴重的騷擾，足以震撼經濟社會的根本基礎。倘若以價值穩定底試驗來作判斷，那末金本位不見得完善了。

大戰以前以及幣價慘跌以前世界上大多數文明的國家都維持金本位。人類用黃金爲貨幣雖已歷千餘年之久，而具國際的規模且被認爲國際本位之金單本位制。在歐美諸國內僅從十九世紀的下半期開始。一百年以前差不多全世界還在單本位制或複本位制連行着。逐漸轉入於國際金本位制係一八四八至一八四九年間加里福尼亞和澳大利亞發現金鑛的直接結果。牠起初的成功是由於發現金鑛所造成的金價低廉；牠嗣後只在類似的物價高漲的時期中博得佳譽。（註一）在一八九〇至一九〇〇之間的當中幾年裏因南非洲和 *Klondyke* 底產金甚激增而引起的漲價確定了牠最後的勝利。國際復本位制運動底發生是直接歸因於價格水準底低落，而跟着金底新供給而起的漲價底趨勢又爲這運動之決然失敗的原因。如果沒有發現金鑛的情形，復本位制大約要佔優勝了。

（註二）

戰前金本位底主要特點 大戰以前在保持金本位的國度間牠底細端末節雖有差別，其基本原則到處皆同。牠有兩個緊要的特點可作表徵。第一是律令——祇有以金幣收回鈔票的義務。計算標準單位由法律規定爲若干

重量底純金。這歷一來生金便有一個不變的價格，但是牠的價值——牠與其他貨物交換底比率，或購買力——却任其因供給和需求底漲落而生變動。前者依着金鑽的產量及其在工藝上和他種用途的消耗而定，後者則決於貨幣流通底總數量和平均的速度，以及任該社會上的貨幣制度和銀行業務；換句話說，要覓金底代替品如紙幣和信用上層結構(Credit Superstructure)之通用的程度而定。商業銀行看牠們自己的現款在儲底數量來調節預付的墊款，而現款存儲則又靠着中央銀行的金儲蓄。所以仔細分析起來，造成價格水準底變動者有兩方面，一為支付工具底總量及其應用方法(包括流通底速率在內)的變動，一為生產和商業底數量的變動。因此貨幣底供給并非由任何中央的權力以有意識的控制來適應商場底需要，而却是一任自然力底半自動的調節，其中自以黃金底生產費為最重要。原來金本位在本國內底主要經濟職能在於予貨幣和信用底供給以相當的限制，并防止一切支付媒介物底數量的過度的漲落。這樣處理所顯示的缺點被認為牠僅能脫掉政治勢力底干涉和濫用所應有的代價。

但是戰前的金本位制也含有國際調節底功用。牠的基本立腳點之一為工藝用途上金底自由移動和在由於易起變動的外匯機構所造成的現金輸出入點(Gold points)底狹小的範圍內之金底國際自由移動。真的，在狹小的限度內維持外匯底平價或許就是國際金本位制底主要目的。這制度對於遵用牠的國度所要求和保證者并不是普通的價格水準，而是國際上一種差不多平衡化的價格和所得結構；在任何國度內遠超出世界現金價格水準的價格參差所應有的處罰就是那國家底被迫而放棄金本位。不論什麼地方發生了一種貨幣和其他貨幣間暫時的不平衡，只要遵守某某規條，則貨幣機構底本身會造成平衡底恢復。每一國家為着接受從參加國際的幣制而得到的那些利益，便應犧牲本國貨幣政策的自主行為。在不知不覺之間各國採用金本位制含有兩重決擇底意味：第一，寧可承受在金本位下所經歷的那樣價格底不穩定，而不願遇着離開金本位後幣值底不可靠和或許更大的不穩定；第二，和內價底穩定比較起來，寧可求外匯底穩定。

一個重要的系論(Corollary)便跟着來了。任何國家從前能夠，并且現在還可以，在金本位制之下，孤立

地趨向着通貨緊縮底途徑走與世界上其他諸國抵抗：這樣一意孤行的唯一結果不過是準備金底堆積。但是如果趨向轉換一下，却不能得到相反的結果。除非他國跟着走同樣的途徑，任何國度着手進行通貨膨脹底政策或企圖制止通貨緊縮底趨勢，都有被迫而放棄金本位的危險，不管牠從前儲積底金額是怎樣的多。晚近的經驗又確鑿地證明在這樣情況之中連從前旺盛時期內所積蓄的極多的金準備都很容易消耗淨盡，這是由於從突然發生恐慌的外國短期資金底收回和資金底逃避而起的現金向外流出，以及由於國內資金的貯藏。換句話說，中央銀行的當局必須控制支付媒介物底總數量至於某程度使能防止或矯正逆勢的支付比較 *adverse balance of payments* 并阻遏因之而起的現金出口。如果世界現金價格正在跌落，一個國家只有兩條途徑可走：維持牠價格水準底穩定在國外通行的價格之上，縱使喪失現金或最後被迫而放棄金本位亦所不惜；或降低國內的價格和貨幣所得與世界現金價格底跌落相一致。

中央銀行在金本位制下——要達到這些目標，有幾種任務向例視為歸中央銀行承擔的。在國際金本位制下中央銀行底首要的任務，是維持牠底通貨與現金平價，其他職能都居其次。為保障紙幣應付兌現起見，中央銀行必須操縱的準備金并要確知有充足的金幣或金塊可資動用。要成就此目的中央銀行向例藉貼現率底操縱以控制支付工具底總數量，而於必要時又須用所謂公開市場 (*Open-market operations*) 去買賣公債以補充和增強貼現率底功用。而且於其所履行的許多附帶的重要職務之外，中央銀行還有第二個主要的責任，就是儘金本位制所可能的程度依着國內工商業和財政上的需要盡量供給信用去調和國外和國內關於貨幣政策事件上的需要，換句話說，去維持內價底穩定。當在貨幣政策事件上國內生產和商業的需要與國際通貨底價值屢屢發生衝突的時候，前者必須受制於後者方能維持金本位。貨幣政策并非視國內的需要來裁定而係取決於國外匯兌供給和需求的底情狀。因此現金自由移動所造成的金本位制底國際性質對於維持價底穩定具有切實的效力。牠靠着准許或造出國內價格水準底變化來確定安穩的匯兌平價。大戰後許多中央銀行和國庫企圖立即推行或調融內價底穩定和外國匯底穩定的雙重政策均不免於失敗。因為缺少了在可以聯合這兩種目標的經過修改的金本位制下之國際

中央銀行底合作這政策是不相融合的。

真的，中央銀行運用貼現政策和信用統制控制現金移動底作用來保持國外幣價底安定，還不過是在較近的時期中纔學到的。英倫銀行用種種方式有系統地實施這樣統制約及一百年之久，可算是例外，而非普通的現象。在法國或普魯士邦內要到千八百五十年間纔有以中央銀行政策作有計劃的現金移動底控制的事實出現。在美國境內，有聯合準備制度 *Federal Reserve System* 成立以後剛剛生出控制政策，而在加拿大國裏則於大戰期內實現。就是在現世紀於現金底輸出或輸入，匯兌率隨着金準備與紙幣的百分比底變化自動地起了變動的趨勢，也不是絕對地或普遍地有效。有的中央銀行想用各種方法去操縱現金底移動而不變動貼現率，同時別的中央銀行則擁有龐大的準備額，只有極重的現金損失纔提高貼現率。反之，幾乎所有中央銀行當收到現金時都有點傾向於把金子貯藏起來，而不讓其在支付工具底總量 and 通常價格水準上面發生牠的充分的力量。（註三）然而從大體看來，戰前的現金移動以其直接的和間接的影響，矯正了國際平衡底暫時紛擾。大戰以後金融控制的原理和實施大行擴充起來，但是，我不久便要指明，牠們已漸被當局拿來利用以達到正相返的目的，就是防止現金移動之影響於國內價格底結構其直接的結果是極關重要的。

我們能夠享到金本位制底利益，只有讓現金移動在價格上發生充分的效力和不用貨幣的行爲去減低或抵消牠。金本位底基本原则即國內的價格機構應不斷地與世界的價格水準相和諧，相感應。在金本位制下中央銀行底責任不是要保護國內的信用結構和價格水準使不受現金移動底反響，而是要注意到信用和價格與現金移動相適應。與此相反的風行一時的意見和實施底影響，我們要在下面作詳細的檢討。現金底消失并不需要憑空製造信用去抵消牠，而反需要信用緊縮；反之現金輸入，除非讓其在抬高價格方面有充分的影響，遲早會造成性質嚴重的失調，假使沒有直接地影響到取得現金的國度，至少也波及於普通金本位制底疆域。除了在受管制的“*managed*”，金本位制下的國際合作，半自動的國際本位和國家貨幣自主底利益總不能夠兩方面都得到。

金本位制底自動的職能 以某種意義而言，金本位制底職能向來是沒有完全自動的，雖則在戰前我們給牠

這種表徵要比大戰以後較為切當些。因為自從有了由紙幣發行和儲蓄銀行底進展而起的信用上層結構底一切貨幣制度的發生以來，中央銀行方面需要不斷地操縱銀行信用底數量來矯正現金移動，藉以保持紙幣底自由兌換現金。這維持兌現底事項即有賴於通貨管理，以這意義和準則言之，戰前金本位制算是一種受管理的本位制。在金本位之下，從前和現在都需要管理僅僅去保持牠底自由兌現。在戰前和戰後間管理方面的不同是程度底問題，而不是性質底問題，雖則在幾點上相差的等級和重要是頗鉅的。可是依照基本原則，金本位可以正當地稱爲一種自動的本位制。然而這個機構常因過於簡單化而被誤述。實際上時常有複雜的情況發生，并非隨便援引刻板的規則所能解決。所以要預先應付下面所細詳探究的問題。中央銀行當現金流出時提高牠底公定的兌換率藉以減縮信用，這樣辦法在某種情形之下或許能夠吸引國外的資金和國內貯藏的貨幣至於相當數量，使中央銀行底信用緊縮受到商業銀行所認可的信用擴充底補償。這種情形可於美國在一九二九年證券交易所失敗前幾年中尋出顯著的例證。中央銀行想藉緊縮全部支付媒介物來左右價格水準的企圖當然是遇着挫折。另一方面，現金輸入也可以引起恰恰相反的情勢：降低的貼現率會減少外國的存款，并使國內資本向外地尋求獲利較厚的投資。這樣常被忽視的事例，實際上足以修正不受束縛的自動主義的學說。（註四）

英國財政和實業委員會在英國放棄金本位以前草成麥倫報告（The MacNillan Report），其中明白指出云，「把我們的貨幣制度看做一種自動的體系，只靠着幾條普通應用底準則和幾項陳舊不堪的概測法來幫助自然力底運行，藉以產生正當的結果，是不切當的或不合實際的。健全的貨幣政策底主要目標——例如，維持國外匯兌底平價而同時不至於擾亂國內的商業，避免信用循環（The Credit Cycle）和穩定價格水準——除非不斷地運用學識，判斷和不能夠達到。」（註五）唯一的問題令人想起者即爲這暗示的假定（即在傳統的半自動的金本位制下以上所縷述的目標是不會相抵觸的）到底是否合於事實。

金本位和自由本位（Free Standard）下的貨幣管理區別維持和放棄金本位底貨幣的特徵不在於現行的通貨管理底本身，而在於其所欲達到的目標。以金本位而言，管理的目標在於保持通貨底購買力使與現金一致。

維持國內價格水準的最後責任必定屬於中央銀行。在紙本位之下，因為中央銀行於調節支付工具底供給方面握着獨佔的力量，故能給予通貨以任何種的購買力，不論其所採的辦法是否適當及後來的影響如何；在金本位之下，中央銀行運用控制底權力以達到不同的目的，即維持外匯價格與世界現金水準相一致。金屬貨幣和不兌換紙幣間根本互異之點即為前者有固定的現金價值和漲落不定的購買力，而後者則有不定現金價值，但是在某種條件底限制之下，能夠由中央銀行給予任何合意的購買力。國際金本位制供給一種機構以維持匯兌底穩定，其代價為採用此制的一切國度定要強使國內價格和貨幣所得與其他各國相適應，放棄金本位的獨立的貨幣則恰恰與此相反。

向來視為自動的金本位制底原理和有意識的有籌劃的穩定政策之間含着一種根本的抵觸。要使金本位制運用得有效，銀行制度必須“*Tanned-up*”，在另一方面假若中央銀行當局要在貨幣政策上隨意處理，他們定須擁有剩餘的準備金。金本位底機構需要得金和失金的國度一樣地受到現金流動底充分的效力；而有關係的中央銀行為要保持價格底穩定，和緩工業底動搖和避免造成商業活動上底騷擾起見，當然想用公開市場去抵消這些移動底效力。而且戰後世界上的經濟發展更明白指示金本位制不能夠再在牠底原始的前提上運行着。我們在次章裏必須分析牠底結構上和職能上使這種情形造成的變化。

(註一)金本位底時受歡迎，時遭反對是與價格水準底趨勢有密切的關係。所以價格底變動最能够左右意見底遷移 (T. E. Gregory, 金本位, 現時代金底補充品 *Gold Supplement of the Times*, 六月二十一日, 一九三三年。)

(註二)英國在十八世紀裏事實上差不多完全使用金單本位制，美國實行此制則開始於一八三四年，在此兩國內，金本位制底推行，同樣地發端於有名無實的複本制下銀幣之偶然估價過高，這是頗饒趣味的。

(註三)照 Mr. Keynes 所指出一切中央銀行都是自然的現金儲藏者“*natural gold hoarders*”，他們常常喜歡取得現金，假使能夠很便利地辦到的話，以致現金常被吸收並沒有在價格水準上產生牠底充分的效力；反之，在現金缺少底時期中他們除却絕對必要之外又盡量避免增加商業上的困難。(貨幣論卷二，頁二〇五)。

(註四)但是假若低的利率引起國內信用底增進，牠或許會發生一種螺旋式的膨脹，其最後的形勢為先流出之現金又復流入。我們在一九二七至一九二九年間完成了這整個的循環。我們日觀大量資本輸入本國的矛盾現象，因為從貨幣的立場看來，這項金錢應該供給資本於其

他國度。這次現金移動底最有意義的方面即爲牠係與高昂的利率相感應，而道高的利率一半是由於準備銀行底努力遏止國內信用膨脹所造成。在銀行利率變動所生出之國內和國外的結果間，當存着顯著的差異。類似的事例可從新近英德兩國的經驗裏援引出來。「德國聯邦銀行 (The Reichsbank) 已經察出，當牠提高利率以減少信用的時候，短期存款 (Short term balances) 即從外地流入；而在牠減低利率以增多信用的當兒，這些存款又復流出了。」(威廉教授 Professor John, H. Williams 所著現金和貨幣穩定 [支加哥，一九三二版] 頁一五一至一五二)。

(註五) 財政和實業委員會底報告頁一一八。

第二章 戰後金本制底職能(一)內部的機構

結構上的變化：金幣底收回 在使戰後的貨幣結構和戰前的金本位結構劃然分開的變動之中，有一顯而易見而影響最深者即爲金幣底流通幾乎完全絕跡。戰時收回的金幣不再流通市面，而存留於中央銀行底貯藏室內以增益牠們底準備。有幾個國家企圖恢復這浪費的通貨方式，幸而失敗，因爲一般人民樂用紙幣。直到金本位停止時，尚有不少的金幣依然流通，而在美國境內則有數量更大的與金幣完全相等之金證券 (Gold Certificates)，可是自大戰後全世界金幣流通底總量便比較地微小了。結果金準備不似前此分散在民衆手裏，而集中於中央銀行，使牠們底儲藏大有增加。

結構上的變化：金塊本位和金匯兌本位制 大戰後有些金本位制底新形式出現，推行極廣與取消金幣流通和停止鑄造同時並行，這新制度從前在理論上已有人提及或在某種情形下已見諸實施。在這傳統的金本位制底變相之一種通常稱爲金塊本位制 (The Gold-bullion Standard) 下，兌換紙幣仍須給予現金，但係在法定的最低額底數以上不用金幣而用金條收回的。英國於一九二五年恢復金本位時，所採取的便是這種形式，在採取金本位一百多年以前呂嘉圖 (David Ricardo) 早已提倡此說。英倫銀行僅由法律規定在千六百英鎊底最低數額以上必須以固定的價格不限數量買賣金條。這項革新底含義是坦白地承認下面第五章裏分析更仔細的原則，即金準備存在底第一要義并非爲着保證紙幣之兌爲金幣，後者底流通是贅冗的，而係爲着運輸出口以抵充國外支付差額上底暫時的缺額。好幾個國家跟隨英國的後塵也來採取這制度，有的依照法蘭西銀行所採用之略爲修改的形式，收回紙幣可以隨意用金塊或用金幣。

戰後採用較廣的另一種金本位制即所謂金匯兌本位制 (Gold Exchange Standard)。大戰以前實際上紙幣底收回通常以國外匯票和金塊以及金幣來兌換，但是在要求兌現時法律上認爲必須履行的，只有用金幣的一法。

戰前許多中央銀行準備金包括外匯在內，其數目增加頗多，國外匯兌率大半就靠着這些中央銀行買賣國外匯票以資調節。德國聯邦銀行無限期地採用這種制度，法蘭西銀行則限定自一九二六年九月起至一九二八年六月止，後者積蓄大量的外匯。（註一）但是中央銀行條例底修改允許牠們任意選擇或以現金或用外匯以完成紙幣底收回。（註二）這是結構上底變動，其重要的程度等於包括大量外匯於中央銀行準備金裏，藉助於此種辦法的國度其數目遠較戰前爲多。

準備額比率 這些金本位制底改革，如取消金幣底流通和採用金匯兌本位制，使戰後貨幣上需要現金因之大減。後一項的革新是在熱那亞會議（The Genoa Conference）底勢力和國際聯盟底保護之下提出，其用意確係想避免現金供給缺乏底危機，因爲假使世界上大多數國家重行回到金本位制，那末現金需要底激增是可以預料得到的。但是戰後金本位制底結構上的其他變化却趨於正相反的方向，不特不減少貨幣上金底需要，而反使之增加。其中有一種變化係關於中央銀行最低準備額底條例上的規定之愈趨嚴格。這些準備額在兩方面提高起來。與紙幣發行額相抵的金額從戰前通行的最低比率，即百分之三十三（在許多情形中），增至百分之四十；第二，不但對於紙幣發行要維持最低準備額，即中央銀行所負的其他（須付現的債務 demand） liabilities，也要一部分的準備金，這個慣例推行愈見其廣。至於牠底理論是否適當和影響如何俟在下面第五章裏再行分析。

金本位制底職能上的變動 比剛纔所縷述的結構上的差異更形重要者要算是成爲戰後時期的表徵之金本位制底職能上的變動。有些變動爲金本位制結構上的改革的直接結果，其他變動則由於金本位所資而運行的經濟環境起了根本的變化。

這些變動，性質各殊，可是牠們單獨地和累積地，都具有一種力量能使戰後十餘年間，金本位制底自動地運行的職能遠不如戰前那樣的敏活。照上面所指示，就是當戰前的時期中，通貨管理在金本位制下也決沒有廢除的可能，可是大戰以後性質更爲複雜和範圍日漸廣大的管理方法已成爲必要。對於金本位制底作用，通常

人們以金錢外流（而其必然的變化則爲內流），在價格和支付差額上所發生的效能來作解釋，這效能底起因是由於中央銀行爲環境所迫而收縮信用，遂致引起貨幣流通底減縮，趨勢所至使一般價格水準爲之降低；因此這個國家便成爲廉價銷售的市場，牠的貨物輸出底數量自然增加和牠的國外支付差額逐漸改進；這種情勢底轉變過止金錢底流出因而矯正了金融難關上的根本原因。我們已經知道這樣敘述爲了過於簡單化，即在戰前的時期中也幾乎等於顛倒實際的事例。大戰以後，從前在國際現金移轉和價格水準變動之間所存的相互關係已甚薄弱，這項敘述與當時的狀況自然更不符合。這一點需要更細密的分析，因爲這是一種進展不但根本上和戰前所認識的金本位機構要素互相抵觸，而且與所謂完全自動的金屬本位制底實在性質也是柄鑿不相容的。

抵消作用 十九世紀時各國內一般價格底變動顯然表示一種在整個金本位制底領域上和諧地共同變動的趨勢。歐戰以後這種均衡的價格變動底程序爲了兩種因素從中作梗不能夠進行到和戰前同樣的程度。第一程妨礙在於與戰前金本位制底概念和設施大相背馳，從前以爲在金本位制之下，中央銀行現金充足應當用賤幣政策（cheap money policy），現金缺乏則須採貴幣政策（dear money policy），其目的在於影響價格水準和貨幣所得使達到金準備底增加或減少所需要的充分的程度。戰前的設施係基於兩重的假定：即喪失現金的國度要實行會使價格和貨幣所得底水準再行降低的政策，而取得現金的國度便要施行相反的政策。可是在戰後十餘年間，中央銀行當處置許多實例時不把力量用於產生這些結果的方面，而反用盡方法妨止牠們的實現。這麼一來戰前的設施所根據的假定在戰後世界裏時常失了效力。戰後的趨勢是不讓現金在價格和成本結構上發生充分的效能，而時常用仔細斟酌的貨幣政策去抵消牠的影響，其所取的方式爲遇到現金外流的時候膨脹銀行底信用，而當金錢流入時則緊縮信用。這政策當然是與維持國際上整化的（integrated）和約略一致的價格和所得（這簡直是金本位制底關鍵）不相投合的。像美國那樣的由於出超而取得現金的國家縱使是居於債權者的地位也應該爲了國際平衡底利益，有突然高漲的價格和貨幣所得底水準。但是如果牠一任中央銀行出售證券和阻止信用膨脹去消除現金輸入底作用，那末需要方般的國際重新調整便不會實現。反之，假若一個內價成本結構

(Internal price-cost structure) 遠在國際的水準之上的國度，例如英國，藉中央銀行底創造信用以抵消現金輸出底作用，則失調底現象又無從矯正了。在這兩種情形裏穩定內價底政策也許是更適宜的，並且在實施方面的確是唯二可以推行的途徑，比於聽憑價格和所得，在現金輸入時高漲，在現金流出時低落，到保持國際平衡底水準的辦法要較勝一籌。但是這種政策與現金自由流動所應造成的國內價格水準底國際變化完全背道而馳。這兩種政策是對立的，調和二者間底嘗試最後使金本位制陷於全部崩潰之局了。

所以國內的貨幣政策大有阻撓於現金移轉所應有的效力。戰後世界裏妨止現金移轉產生價格均衡作用之第二種因素是經濟結構與貨幣政策不大適應，妨止牠達到在必要時提高，特別是降低，貨幣所得水準的目標。跟應着適應現金自由移轉的貨幣政策而上下之伸縮自如的價格水準需要一種伸縮自如的成本結構。假如信用減少或擴大所生出的緊張或弛緩沒有照應得的分量沿着生產底全線以次傳達於其各因素，則牠的效力受了阻遏而一種或他種的不調整必定會因之發生。戰後十餘年間爲着經濟結構不能適應需要，整個問題根本上改變，於是遂有重新考察戰前金本位制所憑依的基本前提的必要。

要在戰後世界裏實施戰前的原則委實是不很容易的，我們試把英國的情形考慮一下。當一九二五年後的時期中，大半是爲了在恢復金本位時起初把金鎊底價值估得太高的緣故，英國的價格顯然和世界底水準失了平衡。因此倫敦常受現金純淨輸出 (A net Export of gold) 底迫脅。可是適當的信用緊縮底效果並沒有收到。(註三) 後來有一位英倫銀行的副總裁，哈維爵士 (Sir Earnest Harvey) 說道「假使有人翻閱歷年銀行統計，他便會看出我們所喪失的現金數量幾乎完全由於增加銀行底證券以資抵補。(註四) 可是從減低國內成本結構，尤其是工資率，底水準所包含的巨大的困難觀之，那個人能夠懷疑實施另一可採取的正統的政策必會激起社會上不辛的惡果呢？這兒國內非貨幣的因素提供一種最頑固的抵抗使應用傳統的貨幣政策藉以矯正國內和國際情勢的不平衡的效力無從實現。

但是我們必須轉過頭來觀察美國，假使我們要明瞭在情勢業已變遷的戰後世界裏對於金本位制底運行方面

要求實施戰前的正統政策會把我們引入於荒謬的結論。有的例證即一般詰難聯邦準備銀行違背金本位制底正統理論的人們應當前後一貫地覺察到這些原理的應用需要通貨膨脹政策早些實行，使得物價提高。因為美國擁有極鉅額的現金貯蓄，照戰前的原則而言，應當容許牠在提高價格方面發生充分的影響。以牠的關稅壁壘之高，或者就假定沒有進口重稅，牠也不能夠由別的法門發展一種數目夠大的貿易逆比以消除牠的過剩現金。批評聯合準備局底不景氣前，「穩定」政策的人們（關於這政策我們在後而還有許多話要說，牠一定也是不免於有嚴重的錯誤的）不能夠兩方面都到。如果貨幣的「管理」在原則上是錯誤的，聯合準備局應該抑制一切活躍的「干涉」并且既已停止「人爲的」控制價格水準的企圖，應當讓牠飛騰到金準備所認可的充分的程度，即飛翔到這漲價的進程受外貨輸入底分量增加所阻遏之點而止。一方面要求聯合準備制應當在戰前的中央銀行制底原則上，禁止施行價格水準底有籌劃的控制，而在另一方面又要求牠應該依戰後的原理漠視準備額底歷史上的指數 (historic index)，自然大半是漠視的，并且行使更厲害的信用，控制以妨止旺盛市況底發展，這是不合理的。最後按戰前完全利用金準備的理論而言，那末在一九二一和一九二九年之間，通貨膨脹是應當加多而不應減少的。這是完全違反於上面所說的由貼現率底操縱應着現金移轉以控制信用底分量的企圖似乎應有的結果——銀行貼現率底高漲會吸入，低落會驅出，分量過鉅的短期流動資本，因此障礙了在價格水準上所發生的一切影響。

現金移轉，貼現率和價格水準 現金移動和變動無常的價格水準之相互的影響成了金本位制底半自動的職能之定理中基本的條款。可是戰後十幾年中短期資金底貯積大增和牠底國際流動更速以及全世界，在財政方面比戰前時期中結合得更密切的新形勢在在足使這交互的聯絡弄成薄弱。『現在現金底流入或流出由於提高或減底貼現信用底價格，造成世界貨幣市場上那樣快而且大的流動資金底移轉，所以在價格水準能夠發生變化以前，現金移動底方向必定會改變。從前視若經典的「現金輸出即含有價格低落之意」的辯論已成爲一種時代錯誤底見解。現在單單信用價格 (Price of Credit) 底變動一項不僅足以遏止現金底流入或流出，而且可以變流出爲

流入或流入爲流出。信用價貴呼引國外資本就像磁石一般。在目前的情況之下，中央銀行必須運用一種能長久維持的，堅強的信用政策，假使牠想影響價格底水準。現在的金本位制是一種受人操縱的本位制，而且操縱的程度必定還要增加。現金移轉，信用底分量 and 價格，及價格水準底變動已失却牠們相互的關聯。和諧已爲不調和所替代。』（註五）在戰後金本位制底運行下，牠所需要的國際價格水準，如果做得到的話，也不會再由現金移轉底影響自動地發生起來。結果所至，遂使各國國內的價格水準愈趨於彼此獨立的局勢。支配着金本位制底國際上互相關聯的價格和貨幣所得在戰後的世界裏已漸次成爲一種神話。在經濟大恐慌之前各處的價格水準并不一起漲落，在某時期裏有的國家內價漲高，有的國家內價降低，而其他的國家內則又呈現穩定的狀況。

戰前國際上現金流動和地方價格水準間的聯絡由於金匯兌本位制底應用擴大，在另一個重要的方面也弄得薄弱起來。這個策略將隨時可以兌換現金的國外匯票包括在中央銀行準備金之內，故能具有減少世界貨幣上金底需要的極大的好處。實際上除非在恐慌底時期中國外匯票並沒有拿去兌現。但是牠可以隨便由一個中心轉移到另一中心，而且從前時常轉移，尤其是遇着有較高的利率吸引牠到別處去的時候。可是照牠們在價格水準上的影響而言，這些國際短期流動資金底移轉與國際現金底移轉是根本上不同的。後者如果沒有中央銀行政策來相抵消，則在喪失和獲得現金的國家之價格水準上面，都具有相當的勢力。轉移不定的流動存款，則和牠相反，牠只有單方面的影響。中央銀行準備金底移轉的交互的效力已失却作用。無論獲得或喪失國外匯票的中央銀行之國內信用儘可以相適應地寬鬆或緊縮起來，但是在存款剛被提去的或受到存款的國家之信用結構上不一定會覺得有何影響。假使這些國外匯票準備集中於國外中央銀行，這影響不會發生；最高的銀行當局自能採取適宜於準備額增加或減少的行爲。但是在實際的事例方面這些資金大半是存在商業銀行裏面的。後面這樣事實使這資金所造出的紛擾，變本加厲并構成金匯兌本位制底另一弱點。應用金匯兌本位制的外國所儲蓄之大批短期存款，使這存款投下的主要貨幣中心受到一種威脅，因爲牠能夠轉變爲現金或者沒有預先通告便移轉

到別的地方。爲了要這種危險和預備應付事變起見，這些國際金融市場底中央銀行不得不保留數目大於比牠們在別種狀況下所需要的金準備，這麼一來，多少要抵消了金匯兌本位機構底本身所能完成的節省現金底功用。其移動完全無從預料之大批國外中央銀行短期存款底影響成了許多不安和紛擾的因素。可是我們要說一句公道話，在英國放棄金本位和牠使在倫敦握有短期存款的國家受到損失以前，由流動資金之忽然從一中心移轉到另一中心而生的紊亂還沒有成爲困難和恫嚇底一個嚴重的本源。

短期流動的國外存款 近年以來世界上流動資金底總數和長期投資比較起來是非常鉅大的。除在金匯兌本位制下運行的中央銀行所保持作牠們準備金底一部之國外匯票外實際上沒有施行金匯兌本位制的國家，也大規模地在外國裏保持着短期存款。這些存在外國帳目上而易於迅速地移動的鉅額款項底存在成爲戰後期間，貨幣不穩定底主要因素。（註六）從英國放棄金本位，金鎊貶值以後，許多金匯兌本位制底國家受到鉅大的損失。所以這制度已經失却信用。的確牠不能夠恢復到不景氣以前那樣的用金節省的程度。

關於這一點我們應當注意到近年來短期資金國際移轉底理由和從前時常促起這些移轉的理由。大戰以前，實在是不景氣以前，這些移轉通常是以營利底打算爲根據的合理的移轉，資金從利率低的中心流向利率高的中心去。自經濟恐慌以後，資金移轉底性質變爲似乎從金本位有些動搖底嫌疑的中心恐慌地逃出一樣了。這麼一來這些神經過敏的短期存款成爲一種最關重要的分裂的力量，因爲牠有被收回的危險。資金的收回收回往往造成由恐慌心理激動的大擠兌相似的情況，有時迫着商業銀行倒閉。

當不景氣加甚時，提取短期存款所發生的危機是大家知道的。由經濟恐慌增劇而拚命把資金移動的不安的心理使國際金融市場上感覺非常的緊張，因爲牠們受到完全無從計算的忽然需要重款的威脅，這些需要屬於非經濟的性質，係由恐怖心理釀成的。牠起初動搖了德國，後來又迫着英國離開金本位，而且不斷地迫着美國，終於使她也放棄了金本位。國際清算銀行（The Bank for International Settlements）估計全數短期國際債務在一九三一年底初葉超過五百萬萬瑞士法郎——照額面價格（at Par）在九十五萬萬元以上——因此評論及牠底

中心迅速移轉的影響：「以前的經驗似乎指示我們在尋常的時期中鉅額的信用移轉比較的和緩。資金移動的速度，除却稀有的事例而外，大半以新資金能夠活躍地應用於工商業的速率爲定。可是當短期資本不以重新投存於本國或他處爲目的，却由於信用底動搖而收回的時候，這整批的要求立刻移動一定會在某種程度上破壞了信用制度。提高貼現率的傳統的補救方法在遏止國外資金底收回方面已證明其不能運行，因爲流動的資金甯求安全，不願冒險貪得高利率。中央銀行積蓄巨額的準備金并力謀資本底流動以圖防護自己使不陷於危險。但是牠們個別的銳意狂收現金的結果只有把各方面的情形都弄得更糟。金代表團曾經貼切地說道，「任何新的信用底動搖引起一番資金底忽然移轉，於是銀行制度上面便受了一層壓迫，這不是防衛的政策能夠抵擋得住，而且事實上有許多的國家已被迫而放棄金本位了。商業銀行愈想法積聚大批的現款準備寄存於牠們的中央銀行，或者中央銀行愈積聚大批的現金準備，牠們就愈會使價格跌落因而增加了牠們正想提防着的危險。」（註七）可是個別地每一中央銀行却無法施行別種的策略，因爲金本位制底定例迫着牠要這樣的做法，只要牠還想繼續下去固守着這制度。

這些異常鉅大的國際持存的流動資金底數量，不僅生出國際的變動和不安，而且不能由現金底移轉履行傳統的任務，即矯正國際價格水準上底差異。牠也會引起國內的不安定和紛亂，這是由於現金輸入，而尤其是現金輸出，在準備金上所產生的影響而來的。惶惑不定的形勢中，大抵的國外現金流出，往往激起國內的驚慌和恐怖，這種心理在國內的現金和通貨底貯藏，及資本底逃出表現得最明顯。戰後短期資金底敏銳的感覺和牠底非常的數量已增劇到現金底流動的趨向，並且時常推動層起疊出因果，其影響的力量係累積的。這種情形在價格漲高和膨脹底時期中，或緊縮底時期中一樣的會發生。因爲，照前面所指出，無論那一個國家裏面，或商品或證券價格底漲高不一定會發生現金輸出的效力，這金輸出，據古典學派的貨幣學說，是應有的結果，因爲這樣一來價格可再跌落而平衡便因之恢復了。牠底效力也許反會吸引資金和產生現金流入，因而助成價格底愈行高漲，像一九二八至一九二九年紐約證券市場旺盛時所發生的情形一樣。與此相反的結局常見於價格跌落的時期

中。在這樣情況裏，貨幣政策不能沿着傳統的軌跡上走，單靠現金轉移所調查的機微的反射作用，對國庫的管理已屬無可避免。這問題并不是像正統派學說所陳述的那樣簡單，而有意識的控制信用，價格水準和現金流動的責任也無從推諉了。

英國從前在金本位上的領袖地位，金本位在戰前所享有的那樣的成功大半要歸因於英國在國際商務和財政上的優勢。由於她國外投資底龐大的數量和投資不用政治力干涉的保守主義；她的現金和外匯市場底完全自由，她的一心一意固守着自由貿易底原理和實施，以及英倫銀行的不受財政部的干涉，英國在運用金本位方面佔了勢力無匹的領袖地位。大戰以前五十年左右倫敦在國際金融市場上的優勢直使現金價值和英鎊價值實際上意義相同；英鎊真可算是國際本位了。

英國在國際貿易和金融上的比較的衰落引進一種不定和紛亂底原素到國際形勢裏面去。因為沒有別的中心配代行倫敦那樣舉世不敢非難的領袖的職分，近年以來倒有了三個國際金融中心來代一個，在金本位制度施行方面牠們時常朝着相反的方向走，彼此所經營的目的互相抵觸，而且牠們提供了三個貯藏所以備流動短期存款底選擇。

英國運用她國際借貸的力量而為世界主要的債權國，能夠應付裕如。美法兩國大半由戰爭底幸運繼承了英國所失掉的地位，他們一部分為了缺少經驗，一部分迫於情勢，顯然不能夠同樣地利用牠們債權者的力量審慎地單純以經濟的期望，按適合的分量去添購國外的產品，或者穩定地和繼續不斷地添借國外的長期借款。反之英國靠着極少數的金準備却能用自如，而牠們則攫取每年現金剩餘額或短期流動款項底一大部分。就國外投資而言，兩國中之一，即法蘭西，為了許多并非不能領會的理由，表示極不願意在國外借出長期的借款，而同時以短期為條件放貸出去過多的款額。此外她在國外借貸方面為外交式的和非財政的動機所影響，因此她便成爲一個極靠不住的債權者，而法國的存款底移動也就完全無可預計了。另一方面，美國行使她的力量忽斷忽續地和漫不經心地向外借出。并且這兩國受主張孤立政策者的意見所影響，這種主張極力反對國際本位底順

利的推行。我們不必再特別注意美國所推的自相矛盾的政策，堅持着要歐洲諸國付還戰債。這政策就是在最順利的環境中必定會引起紛擾，因為這些鉅大的支付不是代表投資於生產方面的贏利——同時她却以關稅壁壘妨阻牠們付還債務唯一可能的徑路：這樣行爲所加於全世界的損害最後也把她捲入漩渦裏。美國所以能夠繼續維持反常的大規模的債權者的地位而同時貿易出超，是靠着數目極大的國外放貸的一個法門，這貸款有許多是隨便付予毫不經意的，而且其中一部分的款項係由告貸者擴充於不生產的用途上。從她自己的利益和全世界的利益兩方面來觀察，美國已顯示她自己是個最不滿人意的債權國。在貸款底事項上牠忽而踴躍出借，忽而中止放貸，不似大戰以前的英國，能夠爲人們所信賴常川不斷地分配資金於全世界。在短期貸款底供給和需求方面，她的勢力也是紛擾無定的，這是證券市場底旺盛和牠吸收國外流動資本的能力所收的結果。紐約市中所募集的國外借款底數量繼續增長至一九二八年爲止；於是已被認爲永久可以利用的那國外貸借的源泉忽然開始涸竭起來。美國借給外國的資金流出由一九二八年前半期中之八萬四千一百萬元降至那年後半期中之四萬零九百萬元，再降到一九二九年後半期中之二萬一千八百萬元。（註八）美法兩國共同的勢力已經使得用於國外投資的世界資本底流動比戰前英國獨操全部世界資金底國際移動的大權時還要不規則多了，其加於借主和貸主兩方面也有相當的紛亂的影響。

戰後金本位制底性質 總結起來：自從大戰以後談起金本位制底半自動的職能已成爲一種時代錯誤底論調；金本位制早就變做一種受管理的幣制。牠已不是一種自動地運行的制度，而却需要很多的，縱使還不足收效的管理。在現存的情況之下，我們目前的選擇不在於一種自能調節的幣制和一種以金爲基礎或沒有金子做基礎的通貨管理（managed currency）之間，我們縱使想避免，也避不了這必要的控制。我們唯一的選擇係關於所採取控制底方式和決定牠的政策時我們所認爲最關重要的目標。支撐着自由的不受控制的金本位制的基礎老早已動搖無從補救了。更能決定現金移轉者爲利率底變動，而非價格水準底變動。中央銀行調整國內價格機構大半和現金流動無關。特別是在美國境內金準備和信用上層結構間的關聯更被人們漠視。就戰前的意義而

言，自從大戰以後她就沒有堅持金本位制，雖則她的通貨有了充足的準備金。聯合準備局的管理通貨和信用決定時常變動的現金價值而不至爲牠所決定。由於始終利用「抵消」(offsetting)的策路，美國因有鉅額的現金貯蓄是能夠施行這策略的，她調整了全部支付媒介物至經濟恐慌時爲止，絲毫沒有用到她的準備金并且還能適合預測的國內商業底需要。現金底價值便是美國的貨幣當局武斷地給予金元底價值。戰後至一九二九年國際金本位實際上是以金元爲根基的國際本位。同樣地，以英國的情形而言，現金流動發生在國內價格和貨幣所得底結構上面的充分的效力已被防止。從外面輸入的對於國家經濟結構的推進力底迅速的通路，已爲在事勢底力量所支配下的計劃詳審的行動所阻斷，結果至於不許現金履行牠的重要任務，即促成國際的平衡并在金本位制底區域上建立單一的國際上整化的價格和所得結構。我們就在次章裏分析造成這種局勢底發展之非貨幣的因素。

(註一)『金本位制底職能』 Feliko Mlynarski 博士呈送國際聯盟財政委員會代表團的備忘錄，第八頁：「這慣例底進展最好以下面的數字來表示。一九一三年底，中央銀行底外匯準備約達三萬五千元之譜，而在一九二八年末，外匯準備增至二十萬萬元左右。」

(註二)但澤 (Danzig) 和愛沙尼亞 (Estonia) 底中央銀行實際上處於條例底規定之下必須完成以外匯來收回牠們的紙幣(金本位制底職能，頁九)。

(註三)『縱使在實際上沒有消失現金的當兒，我們也要用盡手段去保留牠——據說有時還須請求法國銀行家不要提出他們的餘款。在一九二五至二九年大半的時期中，英鎊匯價常用地趨於與現金輸出點相去不遠。但是沒有發生緊縮信用底事實。倫敦清算銀行底存款由一九二五年中一年平均數十六萬萬二千三百二十萬鎊至一九二九年中實際上增加至十七萬萬六千二百五十萬鎊(洛賓斯 Lionel Robbins 著百業叢錄 "The Great Depression" (倫敦一九三四年)二七頁至二八頁)。」

(註四)提出於英國財政和實業委員會的實錄(麥美倫委員會)。

(註五)金本位制底職能，Dr. Feliks Mlynarski 提交於國際聯盟財政委員會代表團的備忘錄，一五頁至一七頁。當一九二八年美國境內貼現率提高時，國外中央銀行收買之銀行承兌匯票(Bank acceptances)底數目在六個月裏增加二萬萬餘元之多。反之英倫銀行總要經過一番迅速的大量存款底收回無論什麼時候牠把貼現率降低到聯合準備銀行底貼現率之下。

(註六)國際聯盟財政委員會代表團底報告，頁五四節二一六。

(註七)一國際清算銀行的第二次年報(一九三一至三二年)頁一。

(註八)金代表團的報告，頁四三，節一五五。

(註九)金代表團的報告頁十九節五十一(改正的數字)。

第三章 戰後金本位底職能(二)限制的經濟環境 (Conditioning Economic Environment)

價格機構底不善適應 戰後金本位底履行任務所感到的困難，有一部分是由於牠所經歷的內部的變化。在限制的經濟環境裏面 (conditioning economic environment)，非貨幣的變動也一樣的重要，或者更重要的，因為任何貨幣本位都要在這環境內履行任務，而牠又組成本位底限定的條件。金本位根本上是一種貨幣的工具，牠需要經濟機構底適應性。但自大戰以後牠運行於經濟日趨剛化的世界裏。無論這錯誤存在於金本位底自身或由於人力控制經濟因素的企圖，而對於貨幣機構須與牠底經濟環境底性質相合，或環境須應着貨幣本位底需要的意見，則大家一致毫無異議。可是這問題不在於探討理論上是否最好去強迫經濟活動使之遷就和金本位一類之自動的國際貨幣制度底一定的準繩順應地進行着，或改革貨幣制度使適合於比較剛強的經濟機構底頑固的組織。就學理而言，在理想狀況之下，二者中任擇其一，都一樣地可以順利推行。因為有了經濟因素底完全的伸縮，有了一切貨物和勞務底價格，一樣的自由和迅速地上下移動，——這在事實上當然是一個絕對達不到的目標，——縱使沒有別的緣由，至少也爲了長期契約式的債務 long-term contractual obligations——差不多任何貨幣本位底需要，無論怎樣煩雜都易於應付。反之假使貨幣機構，包括投資底程序在內，完全受了控制，我們能夠使牠底行爲恰好地應着我們的願望，那麼非貨幣的因素底剛性也就沒有怎樣了不得的關係了。這問題倒在於那個目的是更容易達到而不至於產生不良的社會和經濟的結果，——這是企圖翻轉最近數十年來經濟發展顯然的趨勢，或是修正或改變我們的貨幣制度呢？

當說及戰後經濟機構方面剛強的原素底空前的發展時，最好要十分明瞭我們所想到的是什麼東西，雖則研究經濟的學者對於這個領域都很熟悉。因為這些剛強的份子絕不相同，而在討論一般經濟機構底剛性所能夠減低程度時，如果把牠們合併起來，我們便忽視了那些剛強的因素的差別，因為在牠們裏面有些是合意的，有

些是不合意的，有的尚可希望減少，有的則無論如何在今日世界底狀況之下，我們必須承受，視為無法廢除的。

在國內和國際上，一種比較的自由競爭底制度，加以貨物底流動，而且在合理的範圍內，勞力底流動，對於金本位制底順利和自動的職能是不可少的。完全競爭的制度當然絕不會存在。在方法論上牠是一種有用的虛構，只要認定牠是屬於懸擬的，和爲着推論的目標而創設的，這又可算是一種可資應用而無危險的虛構，只要我們記得基於這樣簡單化的戲擬的狀況而推得的論斷，倘若應用於實際的生活上，不免要引起更大的紛擾。可是當十九世紀時自由競爭在調節經濟生活方面比現在重要得多。我們儘可以寬泛地稱那時存在的制度爲企業自由競爭底制度，把所有關於經濟力底自然運用的障礙當作許多例外而非常規，如托辣斯 (Trust) 職工組合，鐵道，公用事業 (public utilities)，國家的經濟活動等項以及本書後幾章所討論的事件。這種假定在二十世紀底戰後世界裏是否還可適用未免有些疑問。

大戰後，而且可說自從十九世紀下半期中純粹的經濟個人主義底哲學漸形衰落而後，整個的經濟制度和牠底構成的部分都趨於受日臻嚴密的有意識的指導和控制。立刻可以想到的事例是不勝枚舉，且又明顯而習見的。牠們可分爲兩類：一類的事例是由國家承擔範圍逐漸擴大的經濟職務而來的，各國政府自行擔任或企圖控制或領導某種經濟活動底方式，其程度日見增大，而在另一方面，則爲私人企業，爲了欲得比自由競爭所獲更大的利潤而加於價格、產量、生產狀況等等之人爲的控制的努力。這樣一來，在一切人類制度底功用上所固有的許多不可避免的衝突底影響而外，純粹或完全競爭底進行程序碰着了日見增多的阻礙，這種阻礙力是外由政府底權力和內由工業底自身所加上的。有些控制底方式歸入於兩種類或橫貫道邊分界線。結果使得貨幣的機構當完成新調整和矯正不平衡時，在價格結構底許多場合上遇到國內和國際的阻礙，這價格結構底許多方面因政府底節制和勞資雙方底大規模的組織而弄成剛化；工資率和某種貨物價格底剛性；鐵道和公用事業底收費率；社會勞務底費用；政府官吏底薪給；和範圍逐漸擴大的契約式的債務。這些因素我們順着次序加以簡單的討論。

契約式的和慣例所定的債務。工業方面由契約所定的直接和間接的費用，爲了國家所履行的經濟勞務種類加多的結果，在近數十年間繁重得多了。這些費用底難以伸縮并非在各種情形裏都一樣的大。其中最剛強的一定是按貨幣計算的長期支付，如長期政府證券利息，除了有些地方這利息能夠藉債務轉換底作用（*Debt conversion operations*）來折減而外。大戰以後這個因素依全世界上中央和地方政府負債該額底激增的比例而愈見重要。（註一）除却把鉅額公債從現在的高水準降低下來，那就沒有辦法去永久地減少這個剛強的原素。而能否低減公債又須視政府由於放棄近年來所履行加添的任務能夠和應當永久地裁減開支的程度而定，或者靠着稅收來抵償。這些見解加以必要的修改一樣地可應用於私人企業底附有固定利息的證券。

許多支付底方式不似有抵押的債務上底利息那樣含有契約式的意味，而係爲法令或慣例所定下的，牠們也是剛強的，不過程度略爲差些。失業保險制度下底支出、公共衛生業務、恩俸計劃和類似的用款都屬於這一類。這些社會事業費用方面略有減縮，人民便表示反抗，這從魏近歐洲的，特別是英國的經驗裏已可尋出很多明白的例證。截至今日這些費用在許多歐洲國家底預算裏所佔的地位，雖比在美國底預算裏相當的大了一些，而牠們在新大陸上迅速的擴充也必定可以料到，這個推測，假使不在經濟方面，也應該在社會和人道的立脚點上受人歡迎。一經列入預算之後，便多了一個剛性的原素，只有以極大的困難和冒着激起民間普遍的不滿意和騷擾的危險纔能夠把牠減少下去。

另外一種難以伸縮的因素即係公務員底俸給。因爲這些薪俸是基於政府底長期的核算和投身於文官職務的人們之遠大的期望，要予牠們以較大的伸縮性是不容易的。真的，在不景氣的時期中低減俸給沒有多大的困難，因爲領俸的人們是比較的無力抵抗削減薪額的，但是屢屢實行這個辦法對於公共的利益定有損害，因爲以低俸聘到的職員底才幹和施行行政務底效能究竟會受影響而漸見衰敝。在這一方面更大的伸縮是不滿人意的，除非牠是應着商業活動上的循環的變化而較爲伸縮自如的向上和向下移動着。而且除却在像我們新近所經歷的那樣最嚴重的危機時，要使公務員每遇財政困難便須接受低減的俸給是不公平的，假使他們不能夠更充分地共享

繁榮時期底收穫。收入安定和地位穩固是他們應享的利益之一端，藉以補償他們接受比較私人商業底收入還要低微的進款。

這些不過是幾個難以減除的剛性因素底例子。使公共開支具有較大伸縮性的最好機會，只要把達到那個目標的綿密而遠大的計劃仔細地預先定下，在於將承辦永久的公共設備之主要支出放在伸縮自如的基礎上。但是公共設備底費用在不景氣的時期中減縮和在旺盛的時期中擴大絕不是爲着維持經濟的平衡。這樣的政策在旺盛時期中因加添壓力於勞工和原料的供給會生出增強通貨膨脹的趨勢，反之，因搏節公共開支使私人費用愈行低減遂至加深不景氣底嚴重，公共設備底分量倒應該受了統制，使牠的增減正與私企業底漲落走着相反的方向，藉以抵消這漲落底影響，因而做成一種抵償的力量。這個問題，我們在下面第十章裏討論得更詳盡些，這裏不過偶爾說及，以便提出另外一個問題，就是通常公共的開支具有較大伸縮性是否相宜，假使我們的目標是要這些開支底伸縮和經濟機構的其他原素底變動向着同一的方向走去。

但是這問題底另一方面，即爲政府對於經濟活動底範圍的擴大。政府開支，無論爲了什麼目的，在原則上和私人企業底費用根本不同之點就在於牠不受營利底動機所推進的。因此兩個經濟活動底組織體系并行地存在着，彼此互相影響而受支配於常促成相反的政策的原理。不但高度的適應性是幫助自由競爭制度順利地進行所必不可少的條件，而控制政府活動底範圍至於不能再減的最低限度，也幾乎有同樣的需要。公共管理和自由企業正如油之與水決不會迅速地或完滿地揉合起來。不錯，關於我們現在的制度，一部分根本的毛病即在於因爲牠是互相調和的東西，牠不會具有真正競爭制或完全管理制度底適應性，大戰以後經過政府人員手裏的國家收入比率幾乎在任何地方都大有增加。因爲各處計算國家收入和公共開支底數目的方法差異，所以在不同的國家間合法的直接比較不能成立，可是在種種情形裏都看得出這公共支出陡增的趨勢。政府當局底全部支出在估計的國家收入裏，所佔的百分數在德國自一九一三至一九一四年間之一五·七增至一九二八至二九年間之二七·六；在瑞典自一九一三年之一五·五增至一九二八年之二一·八；在美國自一九一三年之八·五增至一九二九

年之一五·三。(註二)自此以後這些比率因有種種明顯的理由，又呈增高的狀態。開支的權力愈形集中於政府當局的手裏，因之國家在經濟生活方面所擔任的愈見重要的職務已明白透露了。(註三)

工資 因爲大部分的工資支付系由私人企業在短期的條件上付出的，這同樣的問題不會和工資支付相關連而發生，像在契約式的債務或由法律和慣例所定的比較長時期的債務那種情形裏一樣。可是一般人反對在價格跌落的時期中降低工資這是顯而易見的，縱使減削工資能夠做到，而因此釀成的社會衝突大約也不在少。在有強固的職工組合提出有組織的反抗的地方則困難更大。反之，職工組合如不存在，則因僱主的反對，當價格漲起的時期中工資水準頗難按着比率迅速地提高。從價格機構底伸縮性觀之，這是同樣大的弊病，因爲由此而生的過高的利潤鼓勵過度的通貨膨脹，跟着起了陷入於不景氣的反動。那一般要求在經濟活動衰落的時期中工資率，應有較大的伸縮性的人們，——其意即謂對於工資減削的抗拒應該少些，——在論理的貫徹上必須記住假如伸縮性果有效能，則當價格底循環向上迴轉時工資提高的時間也不容遲緩以免失却調整；并且他們應作準備表示這雙方面移動底較大伸縮性如何可以得到。由於比較不伸縮的工資率加上了活動的利潤邊際 (fluid profit margins) 大概會產生的惡影響可於一九二五至二九年間英美兩國底相反的經驗裏尋出同樣的好例證。英國在以戰前的匯兌平價回復到金本位以後所忍受之比較的停滯和異常的失業，至少有一大部分是由於金鎊增加的價值爲比例和按英國要奪回她佔全世界國外貿易的部分所必須的程度而減削工資時所碰到的困難。另一方面，當這時期中美國境內市面旺盛底進展，照下面所指示的，必定有一部分歸因於在比較穩定的躉售的價格水準之下工資不能充分的提高，使與每單位生產費底銳減相抵消，因而阻遏利潤底過度膨脹。

獨佔價格 本書篇幅有限不能討論到原料品，製造品和某項業務，如鐵道和公用事業底價格之獨佔和準獨佔 (quasi monopoly) 控制底問題和範圍。試把美國底情形考慮一下，牠那邊的法律要比其他大多數的國家更不利於獨佔。雖則政府一再採取「反托辣斯」(anti-trust) 的辦法，歸入於這一類的產品和業務底範圍一步步地擴大起來。一直經過了不景氣中之前三年某種鋼鐵產品底價格幾乎一點都不會跌下。大部分在國民經濟

方面比較重要的公用事業底收價也沒有減輕，而且在有些情形裏，鐵路運費實際上反見增加。（註四）從其他國度裏，特別是德國，我們能夠援引許多同樣的例子，當一般的價格水準跌落時，獨佔的產品底價格倒反漲高起來。

這項題材爲人所共曉，不用加以詳盡的論述。扼要之點在於這種一部分的價格穩定，比價格一毫沒有穩定還要壞些，因爲牠把一般價格水準底任何移動所造成之必要的重行調整底全部擔負卸在剩下的不受控制伸縮自如的其他價格上面，因此大大地加強牠們底變動，并在整個的價格結構方面，造出劇烈的不平衡。可是當這般一般價格水準轉渡到那個水準的時候，那在某種有限的範圍內之個別價格底穩定，不但以別處較大的價格不穩定，而且以產生這受控制的實業的本身之出品和職業底不安定的代價買來的。美國鋼鐵工業底情況又可以當做這論點底一個例證。

在各種「加迭爾」(Cartels)和居奇壟斷(Pools)等等所控制下的國際貿易的商品也是這樣。用人力來控制許多原料——麥、糖、咖啡、橡皮、絲、銀、銅——底供給妨害了價格對於需求和供給底情況的根本變動之自然的調整，并且使牠不能與一般價格水準底移動相適應。這些阻礙在過去的時期中不能夠永久地保持牠們自己，這一個事實不過幫着使後來的崩潰更來得兇些。雖則那樣用以維持價格的手段，在極端嚴重的商業衰落底時期中，有趨於挫敗之勢，而問題所在却是在其他時期中怎樣防止那些手段底造成，使引起後來猛烈的崩潰之過度的生產底繼續和擴大不至於受了慫恿。這些手段底運用採取種種不同的方式，無論爲政府或私人企業所經營，其影響所及總要損害這有組織的商品市場機構底安全和用處。牠們使得以統計底材料爲根據對於將來價格底或然的態度作合理的預測倍感困難，因此動搖了自由競爭制度中一個基本的支柱。

貿易底障礙 金本位制不能夠正當地行使職務，除非貨物底國際移動以及牠底國內交易享有相當程度的不受拘束的自由。貿易底障礙破壞了比較齊一的世界價格水準，這水準底成立係金本位制底優點，同時也是牠底必要的條件，但是當戰後十餘年中，各國的價格水準漸次成爲更限於一地方的。加於貨物底國際自由流動上面

的種種限制不但沒有減少，而且增多，無從打破難關。從純粹經濟學說底眼光看來，（這學說無可駁難地指謂出來，在牠所假定的伸縮自如的競爭的情形之下自由貿易底利益），這個根本上與國際貨幣制度底需要不相合的趨勢必須視為逆行的和有利的。可是這趨勢好好地存在着，并且一毫沒有露出衰退的朕兆，所以我們必定要認識和對付牠。但是站在深存於十九世紀古典學派經濟學中之自由貿易傾向底基礎上面，把關稅和貿易障礙底勝利的增進完全歸因於局部利益底自私的壓力，未免是過於膚淺的分析，失掉了一個要點了。這些因素底存在雖無庸置疑并深可慨歎，而牠們在戰後世界裏所以有卓異的成功則需要一種較為深入的解釋。

這個解釋是個別的國家要想把牠們國外的存款和牠們一般的經濟狀況，弄成相當的平衡，牠們所以應用這些略嫌幼稚的人為的方法的原因，一半由於戰前平衡因而成立的國際機構已不能滿意地行使職務，一半由於在着手進行適應着變動的外部環境所必須的內部調整時碰到了更大的困難。換一句話說，關稅和貿易在某程度上被人們拿來利用爲了沒有其他適當的控制方法可以矯正失調整的弊病，并且爲了不受阻礙的經濟勢力底自由運用已失却成立平衡的效力。假如這個分析不能適用於戰後一切國家底關稅事實，例如美國，牠却與英國底情形相合，英國很不願意地放棄她傳統的自由貿易政策，并取限制的策略當做自衛底法門。這許多內自國民經濟和外自其他國家所賦予的剛性因素，和障礙底增進使政府當局不得不借助於那些可利用的反抗制（counter control）的辦法。沒有一個國家能夠忍受着一任世界經濟力底支配，自動地或在別國底勢力之下造成一種平衡和牠自己特殊的情形不相融合，并且牠自己不能伸縮自如地適應着。大部分脫掉從國際貨幣制度伸入的外來的障礙對於經營在本國視爲滿意，而却與世界底趨向相抵觸之社會和經濟的目的也許是必要的。犧牲了一些充分參與一種完全的國際制度所獲得的利益，在這些狀況中也許可以合理地看做值得付出的代價。戰後那樣盛行的趨於國家自足和經濟孤立底運動用別種的眼光看來，必定似乎是不可解的，而其深盤的根蒂一部分即藏伏在這裏，而不在於通常幼稚的保護主義底理論裏面。像那樣的動機和失却信用的保護主義底理論絲毫沒有共同之點，而超出那含有歷史性質的論戰之上了。（註五）

在不景氣底時期中事勢底趨向最明白地表示出來，所以賦加關稅，進口定額 (quotas)，匯兌統制和其他之真正的動機和目的。着意之點即在於充分地抑制貿易以期減少過重的國外現金支付。這些限制係爲着保衛本國底貨幣而設的。牠們必定是破壞國際貿易和使不景氣底情況愈見黯淡的原因，而且同時又是國際形勢緊張底前兆和後果。自動的競爭制度底特徵是每一分立的國家——剛同這個國家內每個商店一樣——個別地沒有力量去制止這樣互相損害的政策，反而爲自衛起見不得不借重牠們。真的，那些策略歸根到底是不必要的，牠們只能規定這必要的內部的調整能夠做到不至有過度的緊張及不至激起不幸的社會的和經濟的衝突。貿易底障礙阻撓國際貿易底作用，但是牠們可以促進也可以遲延國際平衡底成立，并且對於維持金本位制也許是必不可少

的。

伸縮性底限度 着重經濟制度裏頭須具有伸縮性的人們之最終的理想係一種個別價格非常流動的世界，牠們一起都會應着一般經濟狀況底任何變化迅速地一致地上下移動。我們已經指出在這樣的世界裏一般價值水準底移動是無關重要的，因爲牠們在全部成本價格機構裏的特殊價格間之內部關係不會引起紛擾，這些特殊價格底變動由於擴大或減損實在的或預期的利潤，是一切弊害底根本的原因。

這個完全伸縮的制底底概念，值得我們花了幾分鐘來考究牠底邏輯的含義。照上面所說，第一牠在某種個別的原素裏面要一樣地注重其所應具的向上下兩方面移動之較大的伸縮性。假若當這價格循環在下跌的形勢時，這些因素底「黏着性」(stickiness)，在妨阻必要的調整方面是有害的。那末牠們遲滯的趨向在價格高漲的當兒也一樣的有所損傷，雖則那時候還沒有見到惡劣的影響，因爲不善調整的狀況讓其自行發展。僅僅證明當不景氣時需要沿着全線一切低減價格是不夠的：指示在旺盛時期中應如何造成適當的價格提高，也是屬於必要的。

其次，較大的伸縮應屬於全部價格機構底較大的伸縮：牠應當適用於一切原素，不僅應用於幾種選出的原素。這句話說起來雖很明白，而過去所主張的較大伸縮實際上常收束到在不景氣中單方面的削減工資的要求，

因此，這便等於使勞工吃虧以保護其他剛性的原素。但是假如增多的伸縮係作增多的一般伸縮解釋，牠應該含有當價格猛跌的時期中激烈地抹去資本債務的意義，不受任何政府干涉的阻力，這種干涉係不顧社會上所受的影響，想在同時製造業、農業、和財政的範圍裏以整批的宣告破產和取消贖取抵押品 (foreclosure) 的手段來緩和這殘酷，而且迅速的清償底程序。如果政府干涉，則照這些原則而言，牠應當爲了鼓勵和促進這個程序而干涉。那一般在英美境內當這兩國先後離去金本位之前主張於不景氣時在整個價格成本、債務機構裏頭徹底緊縮的人們至少在論理上是一貫的，無論他們對於社會實際現狀底認識是多麼有限。目標在於把成本降到價格之下的真正平衡的緊縮通貨底政策，和目標在於把價格抬高到成本之上的膨脹底政策，彼此相似之點（因爲二者都想在成本和價格機構方面成立適當的內部的關係），要多於任一政策與同時兩方面想做到的，或兩方面先後做到的企圖之間的相似了。像美國和許多其他國家所採取的一方面減削工資，拒絕由國庫撥出相當款項以救濟失業，和擲節公共營造底費用之緊縮政策，而同時以公帑扶助資力不充的銀行，鐵路和保險公司來阻止緊縮，是最不一致而且必歸於失敗的。在這樣時期中經濟制度裏頭的伸縮，應當含有不但工資，而且資本機構都要緊縮的意味，縱使這要牽連到大商業、鐵路、保險公司和儲蓄銀行底普遍的崩潰。牠底含意也應指着聽憑農夫底命運來支配他們，并讓自然和法則依牠們底程序進行——只要農夫不把法則抓在他們自己的手中以抵拒自然，像他們開始在英國內所做的一樣。（註六）

這樣的政策，假定牠能夠實行，是否最後會達到目的，是一個富於理論底趣味而且複雜的問題，我們在這裏不能加以討論。現在只要指出，因爲緊縮底辦法有累積的效力，所以不能保證一般工資裁減所生出的貨幣成本方面之一般無差別的裁減，由於擲節同數量的開支款項，不會使價格跌落到同樣的程度。然而要恢復了平衡，成本必須比價格要跌得快些，而後利潤邊際可以出現。在理論上貨幣工資和其他開銷底減縮爲甚麼不會推動連續不斷地相繼而起的事物，似乎沒有既定的理由 (a priori reason)。據過去的經驗，縱使沒有採取審慎的辦法以挽回緊縮底趨向，而實際上現實的力量或早或晚總會把整個繼續降落的進程止住，但是這現實的力量底

性質和運行隱蔽於曖昧之中，我們頗不易明瞭牠們底真相。在這樣的時期中，最重大的需要并非使每個人，政府包括在內，不分皂白地去節省，那就是說，各方面都擲節開支，因為以情理來推測恢復繁榮不能夠用那樣的方式辦到的。這樣推論是犯了組成底誤謬 (fallacy of composition)，以為凡是個別地有益於孤立的甲或乙或丙一個人，其他不受影響者，必定集合地也是有益的，當牠應用於甲或乙或丙在一起的時候。從整個經濟社會底着眼點看來，却不盡然。

最後我們不但必須考慮那種經濟伸縮是需要的，而且要顧及在現實的情形之下，我們可以合理地希望把牠拿來實施到何種程度。我們必得大體承認我們所經歷的世界，并且盡我們的力量來改善牠，不管別種的世界看起來是多麼更可羨慕，假使牠是大約不會達到的。我們把存在於現時經濟制度裏頭的許多剛性的原素，逐項檢討一遍時，縱使照上面那樣快的檢討起來，已可看出要把牠們減輕而不致引起害多益少的結果，其可能性是有限的，并且這絕對不適用於有些剛性的原素，因為牠們係自然附屬於我們這種經濟制度之中，照牠們自己的本質而言，是無從消除的。(註七)

我們下了深些的研究便可尋出經濟機構漸漸剛化底兩層的解释。一層即深存於牠底運用的基本原理中，另一層是在過去約模半世紀中牠底發展所指示的趨向底不可避免的結果。第一私人自由競爭企業的制度底根本假定是每一個人追求他自己狹小的營利目的最可增進一般的利益。每一國家商業公司或個人應當首先顧到牠或他自己私下的利益，其次，而且只就經營自己利益所能涉及的程度為止，纔顧到全體的好處。但是自由含有資本或勞力自由結合以及競爭的意味。當個別的單位發現出來，結合比於競爭更能夠達到他們私人的目的時，這制度底哲學的根據裏面已透露一種內在的矛盾。於是便呈出左右為難的關頭，或須箝制自由以便厲行競爭，或許其結合使公共利益受到應有的損失，并且使得原擬以促進結合的競爭蒙了損害。所以會碰到這個難關的理由自然是因為競爭和結合底強烈的反對是一種假的對抗。可是這向着合作、聯合、和更密切的組織的趨勢正像諺語所說滾雪球一般地佔了力量，這理由頗簡單，即在許多方面牠實在是有利於那些採取這幾種辦法的集

險，社會主義派，并且因為其間的社團時常要求有定，所以領這些辦法來做自衛的法門。

歐戰猛烈地加強這一趨勢，並由於工業的程序，工資價格既固定的辦法，及其他必需的類似的處置之控制制底結果，永久地低減了經濟制度底伸縮性。當然的，戰前的制度并非完全伸縮自如的，正像戰後的制度并非完全剛強不變的。但是大戰在一方面推進工業底集中，和另一方面助成勞動市場底剛性是無可置疑的。已經時有損傷的戰前資本主義底「自由市場」爲了國家干涉和獨佔操縱底永久的增進，受到更大的限制。這兩個因素并非不相關連的；前者促起後者底發育，而後者也增加前者底力量。直接的國家干涉和援助大半是使這些獨佔勢力或勞動或資本生存的原因。「加迭爾」(Carter)和關稅，剛性的工資和失業保險聯在一起——不要再說起更直接的措施干涉在造成維持商品價格的計劃方面了。可是這問題却是在這些範圍內怎樣可以恢復了伸縮性。牠至少需要「國家關於工業的政策必須經過全部的修正。」(註八)但是這修正底工作要讓有利益關係的團體(牠們因爲有了完密的組織對於政府能夠加極大操縱的力量)來做嗎？差不多任何國家境內新近的趨勢都可以援引作例以證其不然。這裏只舉一個例就夠了。停止反托辣斯法律和政府鼓勵勞動組織各自地買到資本和勞動底擁護可算是美國境內新政「New Deal」底重要的特色了。

近代世界裏經濟程序之益趨剛化的另一理由在於牠們底內容愈形繁複，生產程序底「延長」及最初階段和最後階段間隔膜底遞增。這種發展是經濟進展底特徵和相伴而來的現象。貨物在達到最後消費者以前所必經之依次接續的轉化階段已更繁多，更複雜而且總計起來需時更久。換句話說，生產所資以進行的資本設備底積蓄量與經濟進步同時增進，而且是經濟進步底尺度；生產底程序已變成更「迂迴的」(roundabout)的程序了。但是伸縮自如的經濟制度不僅需要價格底伸縮，而且需要供需隨價格移動而轉移，並爲其所指導之「現實的」(real)因素底伸縮。換句話說，牠需要生產底因素應便利地從一種用途轉移至另一種用途，牠需要生產底資源、資本和勞動二項，能夠便利地從一個方向轉換到另一個方向，資本家所遭逢的損失迅速地有所彌補而努力也流動地轉入其他的職業裏。自固定的資本增加起來和勞動愈趨於專業化而後，完成這種轉移之困難和費

力未見減少，而反加多了。

最後，幻想一種伸縮自如的制度，牠底組成的各部分自由地應着一般價格水準底移動并迅速地完成必要的調整，便是抹殺了需求和供給底倔強的性质，這性質不是由於「制度上的抵觸」，「institutional frictions」，和人類底計劃所提供的阻力，而其根原却伏在所包括的程序底生產技術和組織裏面。原料和糧食底生產在產量方面在性質上便是不能夠迅速地應着價格底變動的一個明顯的例子。牠需要好幾年的時候去做成調整底工作。製造品底需求底降落由減少出產額可以應付，這多少可緩和價格跌落底嚴重。但是穀物底生產在那樣情形裏不能夠很快地截短下來，而價格底跌落則因所有以貨幣底名目表現出來的需求一覽在一般價格水準低降的時期中趨於縮小的緣故，更呈急轉直下之勢。這本書篇幅有限，不能夠在這裏討論這個問題底學術的方面，但是在不景氣中時常碰到的農產物滯積的現象已足證明出產品不能迅速地適應着伸縮自如的調整原理所需要之價格移動。在短時間內生產實際上大約會增多而不減少，尤其是農業國和債務國不顧一切極力要保持牠們出口貨底價值，使足抵償牠們的進口貨和債款底支付，因此使全世界價格更行跌落，并造成一種有害的循環，要避免牠只有出於財政崩潰底途徑或至少也要放棄金本位制。這僅僅是提倡伸縮制度者最易於輕輕放過的所有難於改除的剛性因素中的一個。

(註一)政府債務之所以重要大半由於牠底攤入於賦稅攤責。賦稅雖然具有伸縮性，但是變化的趨勢往往與事實相反。當不景氣時賦稅在工業方面成爲愈加重着的擔負，所以牠的減輕是最爲切迫的，然而牠恰恰在這樣的時期中偏會增高起來。

(註二)世界經濟觀察 (World Economic Survey) 一九三一至三二年，二四七頁。

(註三)比較金代表團底陳說：「契約上所定的變動已見增多；其他變動則緣着剛性底尺度而上，易於發生變化，難以伸縮。這剛性漸次增強，伸張之力因而尖却，故當會使這一類或那一類價值降低的勢力開始活躍的時候，整個經濟機構底事體不能適應環境，并且這個不順應使牠受了過度的拉力而達到或超過破裂之點」(金代表團底報告，頁二十，節五六)。

(註四)爲什麼貨物運費不但沒有減低，實際上倒反該牠增高？因此每碰到價格急速跌落時，實業上面便加添了一種嚴重的負擔，這是有許多理由的，其中一個是在減少鐵路工人的工資方面所感的困難。此外復興財團 (Reconstruction Finance Corporation) 由於貸款於鐵路當局，阻止債務膨脹 (debt inflation) 底進行。

(註五)當一國在實施大規模的社會和經濟實驗中覺得舉步不能不採取放任政策時，在現代世界底國際貿易上加以限制之部分的合理可於今日在美國境內正在進行中之一種實驗裏頭尋到例證。我們不必問美國關稅障礙底一般大降低是怎樣適合於與經濟轉變底必要，不管我們對於如何着想，這轉變在恢復工業和調劑農業底法案下正試行着，同時這些實驗還在徹底推進的過程中。

(註六)最近美國底經驗昭示我們不明「人類底方程式」，「human equation」的危險。艾迪教授 (Professor Edie) 說得好：「這時期 (一九三二至三三年，在美國內) 底頑固的緊縮主義者 (hard-boiled deflationists) 和澈底主張清償政策者 (water-and liquidationists) 簡直是鬧得太過火了。他們沒有認清事業方面所能容多的限度，人民所能承受的處罰分量底極點。照某種意義而言，這些倔強的緊縮主義者是真正的膨脹主義者。他們那樣極端的主張生出一種趨向相背的反動。當他們看到輕快的局面轉上時，他們居然自命為舊約中之 Jeremiah 虔誠的悲哀和陰鬱的告誡充溢於全國。他們却被他們沒有看到的汽滾子所壓倒，這滾子即指人類底方程式。他們還以為這汽滾子一路滾來是太可惡了。」

(註七)論理上一個完全伸縮自如的制度「意指全體社會人員都是普通股東 (common stockholders) 的一種國家，他們照『股息 (dividends)』收取一份全國貨物和勞務底生產額，他們『股息』底漲落即視全國生產額底漲落即視全國生產額底漲落而定……」。在論理和學說上這種情形是適用的。牠能够適合於我們今日所處的世界嗎？」(貨幣政策和不景氣，皇家國際事件學院 (Royal Institute of International Affairs) 底報告，一九三三年五一頁)。

(註八) Lionel Robbins 百業凋零 "The Great Depression" (倫敦，一九三四年) 一九〇頁。

第四章 現金和價格

現金儲量 and 價格趨向 據有些著名的經濟學家的主張，世界價格底趨向取決於貨幣現金蓄積底比率。說得愈詳細些，他們嚴嚴爭辯以爲世界全數現金儲量或貨幣現金儲量每年必須積蓄到百分之三左右始足維持穩定的世界價格水準。這一章專述這個學說底批評的研究，繼之以分析目前現金底供給，需求和價值底相互的作用及牠們將來或然的移動，其目的在於估計世界底現金供給是否足以維持安定的價格，如果大多數國家重行成立一個國際金本位。

(Cash) 的估計 當十九世紀後半和二十世紀前十年世界上多數大商業國家都用金本位制底一種方式的時期中，卡塞爾教授 (Professor Cassel) 於商品價格底長期的趨勢和世界現金供給底增加率之間確立一種異常密切的相互關係。用表把牠畫出則羅賓指數底移動和「相對的現金供給總額」底曲線間表現一種顯著的符合。這曲線表示一年一年積蓄起來的實在的現金總儲量對於「常態的現金儲量」的百分比底變動，估計每年常態的現金儲量係於一八五〇年底開首的儲量上益以自一八五〇年至一九一〇年底全時期間之平均的每年增加比率。(註一)

卡氏斷言一八五〇年至一九一〇年期間一般價格水準長期變化底主要原因，在於相對的現金供給底變動。(註二) 他主張每年新的現金流入達於現存全世界供給數額底百分之三，是維持穩定的價格水準底一個條件。

Statuebeck 氏的一八五〇年至一九一〇年間英國舊舊商品價格底指數也是一樣的，而一八五〇年和一九一〇年之間世界現金儲量底增加達到混合的每年百分之二·七九底增加率。卡氏以爲假如當這個時期內現金底積蓄每年增加到百分之三(百分之二·八和百分之〇·二底磨損和消失)，價格底長期的趨向將不會上下移動，雖商業循環底漲落仍須要加在這個穩定的水準上面。(註三)

Kitchin 的估計。新近逝世的吉清氏 (Joseph Kitchin) 得到極相類似的結論。在這同時期內，即一八五〇年至一八九一〇年，他看出通貨價值底曲線上下移動依着「貨幣」現金供給底曲線移動比依着現金供給總額還要密切些。通貨指數底趨向表示和他的「相對的貨幣現金供給」底曲線有非常密切的符合，這曲線代表每年實在的世界金貨幣底儲蓄底百分比，對於那假使在這全時期中現金按一種均等率而增加時所應有的金貨幣儲蓄的變化。(註四) 吉氏看出實在的貨幣現金底儲蓄對於假使每年增加百分之三·一時應有的儲蓄的比率與一八五〇年至一八九一〇年間底通貨價格指數底實際的移動約略相符。換句話說，當世界貨幣現金底儲蓄增加得比每年加百分之三·一還要快些的時候，價格便呈一種高漲的趨勢；當牠增加得還要慢些的時候，價格便跌落。這與卡氏的方法和結果顯然相似；其不同者是卡氏說明價格趨向與世界現金總儲蓄的關係；吉氏則說明其與貨幣現金總準備額的關係；並且卡氏的公式照百分之二·八算出而吉氏的數目則為百分之三·一。

其他估計 Warren 和 Pearson 兩教授最近依據豐富的統計材料計算大戰以前七十五年間通貨價格極高假使世界貨幣現金儲蓄增加得比基本商品底生產快些，價格底落假使現金增加得慢些。他們提出「現金對於價格底關係的法則」如下：世界現金儲蓄一切基本商品底通貨價格自一八三九年至一九一四年，美國境內一切商品底總產額估計為依每年百分之四·〇三底混合率 (Compound rate) 而增加，與一八六五年和一九一四年間世界物質生產量依每年百分之三·一五底常規的增加相比較，按照 Snyder 博士的指數。所得到的結論是現金底生產必須足以加添百分之三·一五於貨幣底儲蓄并應付工業上的需要，假使通貨價格要不下落的話。(註五) 這照常規需要等於世界貨幣現金儲蓄底百分之五·六的世界金產額。據他們所推定，當金產額高出於那個數量的時候，價格呈出漲高的趨向；反之，在產額低於那個數量的當兒，跌落的價格隨之而來。(註六) 以這些計算為依據，他們推論現金底供給跟不上常規的生產底發展，牠現在只夠維持價格約在戰前的水準左右，假使世界各國按從前的條件回到金本位上去，并以戰前的效率來利用牠。(註七) 他們追溯戰前不景氣底原因以為出於由現金缺乏直接造成的價格結構底急遽的崩潰，而現金恐慌則又歸因於戰後金本位制底復興。他們堅持信

用膨脹除却在短時期外不能夠救濟現金底缺乏，因為現金在信用上加了一種固定的限制；無論早晚現金準備額和貨幣底上層結構間之常規的關係必須重新恢復。他們援引下面的事實，即戰前五年間美國境內每金元貨幣流通底平均數量加銀行儲款是一一·二三元，自一九二三年至一九二七年平均數目是一一·五六元，而在一九二〇年達到一四·九二元，在一九二八年達到一四·一三元，因此他們的論斷為信用膨脹延緩了價格結構底崩潰，但是不能夠最後防止牠底發生。（註八）

卡氏、吉氏和 Warren 及 Pearson 所用的統計及統計方法已有人攻擊其不精確。（註九）可是我們不用涉及這問題。我們暫照牠們表面的價值承受這些估計，再來評斷基於牠們而下的結論是否有效。

Pelks Mlynarski 博士已說過假如把白銀引進維持穩定的價格所需要之貨幣金屬儲量底增加率底估計裏面，可得到一種與卡氏、吉氏和 Warren 及 Pearson 的估計完全不同的數字。他根據下面的事實證明包括白銀在內為合理，即一八五〇年實際上金本位制僅僅存在於英國，此外世界各國或用複本位制或用銀單本位制。真的，在那一年內金準備額，只有銀準備額底三分之一左右。到了一九一〇年，金銀底關係為之一變，貨幣白銀底準備額僅達到金準備額底五分之一強些。因此在估量金屬準備額之影響於價格水準上面的時候，白銀必定要和黃金一齊計算，因為牠在決定價格方面是有很大的力量的。但是把白銀也拿來計算，當這時期中貨幣金屬方面每年平均的增加沒有達到百分之三，而僅達到百分之〇·七八，這個數目縱使經過改正酌量加些由「磨損」而耗去的金屬，當一八五〇年至一九一〇年這個時期中貨幣金屬底平均流入不能夠超出每年百分之一之譜。

（註一〇）

Wilcoxon 博士也得到類似的結果，他估計着如果決定世界價格底趨向即為貨幣現金蓄積底比率，這個假設是可維持的，那末在一八〇〇年至一九二九年，這一時期所需以維持穩定的價格水準的貨幣現金蓄積底比率是每年百分之二·六五。但是假如承認白銀當作一種貨幣底基礎具有相當的勢力，則金銀合併起來所需的蓄積底比率算來只須百分之一·四四。而且，假如所分析的時期降為自一八六九年至一九二四年，則單計算所需的

現金底比率每年爲百分之二·〇八。而金和銀底公式則僅爲百分之〇·七二。「當最後之一百二十五年間用以維持世界價格水準的貴金屬貨幣底需要已大大的減少。……據一般相信這樣（現金價格）假定的人們看來，只要金銀貨幣儲量底現金價值繼續增加快於每年百分之〇·七二時，價格定會漲高。」（註一）

影響現金底供給和需求的因素 但是這些公式可以在我們所討論的時期中成立那樣有趣的現金和價格間之歷史的關係，究竟有什麼價值呢？牠們對於現在或將來世界現金供給底是否具足的問題有沒有切當的關係呢？換句話說，我們能夠假定在過去時現金儲量和價格趨向間所成立的比例，縱使不去計較不同的估計者所得的數字方面底差異，可以適用於將來嗎？或者這個比例是否由於那時期中所特有的影響貨幣現金底需求和供給的狀況而來的嗎？

在金本位制之下，價值水準底移動一方表示貨物和勞務底相對的數量的變動，另一方面表示全部有效的支付媒介物的變動；後者轉而與現金準備基礎有些關係，但是這關係并非不伸縮的和不變動的。所以用現金表出的貨物底價值在最後的結局上明白地是現金底需求，和供給底力量底互相作用結合而成的。

概括地說來，現金底需求取決於四個因素：工藝上的消耗；供東方諸國貯藏或儲蓄之用的需求；採取現金爲貨幣本位的程度；及在被用爲本位的地方，以鈔票和信用上層結構底形式作爲貨幣「代替品」的發展。這幾個因素自一時期到另一時期頗有變化，并且在若干年間能夠生出很大的累積的效力。所以當估計現金在價格水準上的影響時，牠底需求，也和牠底供給一樣需要仔細的考察，并且呈出一種更複雜的問題以備分析。

當戰前六十年間供貨幣基礎之用的現金需求經過了極大的變動。世界上大部分的國家由複位制或銀單本位制進至金單本位制大大的增加現金底需求。同時自一八四九年一八七一年新金底供給也有鉅額的增加。自一八七一年約模至一八九一年這高量的生產額不能維持，但是自一八九一年至一九一三年世界底金產量，這回出自南非洲底金礦，簡直似洪水一般衝到世界底市場。

複本位制和銀本位制底廢止及二十世紀時金本位制底幾乎普遍的採用除去了當一八五〇年至一九一〇年

間，在現金底需求方面佔了那樣重要勢力的因素之一種。一九一四年中，金本位差不多風行於全世界這項底新需求減低得頗快。

但是當大戰和戰後的時期中現金底需求因牠底用途方面演出極重要的節省而大受影響。這些節省在當時的形勢上構成一種極端重要的因素，我們在這裏只要簡短地把他們列舉一下，便可表示自戰前五十年以後現金供給，貨幣現金底需求和由此而生的價格水準之互相關係底問題底條件起了多麼大的改變。劇烈地影響需求底狀況主要發展有如下述：

(甲)市面流通的金幣底收回，和牠底集中於中央銀行底貯藏室裏面，在這裏牠能夠維持等於牠價值底許多倍的信用上層結構。

(乙)金匯兌本位制底大規模的採用以代金幣或金塊本位制。雖則這個發展需要重要的國際金融中心底中央銀行維持較大的金準備，而一九二九年以前金底用途方面，在結算差額上所收的純淨的節省為數甚鉅。

(丙)全世界中央銀行底繼續的設立和發展。我們只要說出美國境內成立聯合準備制所得到的節省，以當切要的事例。

(丁)最後撤去不重要的節省不計外最重要的現金底「替代品」，存款貨幣底用途的進展。

依這幾項的說明看來，根據十九世紀底經驗所得到的結論或含意，即每年需要約模百分之三的貨幣現金積蓄底比率，以維持將來價格底穩定，到底有多少可以置信呢？這句話底答案是，所有尋到適用於那時期的數字與目前的問題一點都不關切現金底需求絕不是「有常規的」，當幾乎一切商業先進的國家從銀單本位和複本位副進至金本位的時候。另一方面，縱使在大戰以前，並且不必說及其他的節省，當這個半世紀底某時期裏銀行制度底迅速的發展，支票底使用，清算方法底改善等等構成使現金底需求減少得許多的一種因素。(註一)換句話說，這兩組的勢力互相抵消；經過勾銷之後，牠們留下一種完全未知的和數學上計算不來的數量底殘餘。十九世紀中牠們在互起作用上恰好需要每年現金儲蓄底某種增加藉以維持平定的價格趨向，這純粹出於偶然的。

所以這些計算一點都沒有表示，於以前或將來的另一時期中，在不同的現金需求底狀況之下，要維持不變的價格一種類似的供給底增加到底是否正相吻合，或嫌太多或嫌太少些；這假定沒有給我們一種基礎以備任何預先計劃之用。要等到我們把所有關於現在的和將來或然的現金底需求之具體的因素——準備額底大小，信用替代品底使用，現金被用作貨幣本位的程度，貨幣本立，運行的方式，在移交貨物時貨幣應做的工作底分量——詳細考察起來，我們纔能夠說到底現金底生產率，不管牠每年增加多少於現存的儲蓄上，看來是否充足以支持世界價格底穩定的趨向。只把百分之三底公式取消了，當然還沒有解決現在世界現金準備要多少足以維持價格底穩定的問題。雖則現在的生產率還不低，將來有一天世界會現出一種預料的現金缺乏，這或者還有可能罷。但是這個現象底或有或無和下面一層事實是全不相關的，就是現在的生產率要怎樣，和十九世紀或任何一時期中的生產率相比較，從前的狀況和現在的情形相差得那樣的厲害。（註一三）

將來現金底形勢 假定大家都回到金本位制上面去，那末，依影響現金底需求之或然的發展底見解看去（這些發展係儘量根據目前可利用的統計和其他的材料所能夠估定的），足以充分維持世界價格底穩定的水準之將來現金供給底形勢究竟是怎麼樣呢？

吉氏替金代表團估計在一九三二年間，金產額會達到四萬一千萬元底最高峯，此後節節降低，於一九三二年爲三萬八千四百萬元，於一九三九年及一九四〇年爲三萬七千萬元；至一九四〇年以後，除非覓到供給底新的來源，依他的意見，從南非洲底金產額之或將銳減的觀點看來，將來的形勢大約是還要更壞一點。（註一四）現金出產量這樣的減少下去將成爲一個嚴重的事件，因爲牠會生出一種世界價格延緩下降的趨向，除非以比較從前大得多的效率來使用現金。有了我們按常規可期望得到的將來世界底出產品和商業底穩定的進展，並且有了牠們所必促成的銀行存款底膨脹的分量，在通例上需要常用不斷地逐年增加的現金流入於準備額中，以防止價格水準底低落，商業底分量愈大，所需以維持價格底穩定之全部支付媒介物必定也要更大，因而假如其他的情形不變，金屬基礎也是應該更大的。

金產量底伸縮 專門的問題如新產金地層底將來可能的發現，或已知的蘊藏底更充分的利用，或改良的採金方法底發展等，我們沒有資格去作獨立的探究，而必須接受專家所獲得的結果。依吉氏的意見這些特殊方面底形勢從前是不很樂觀的。現時的預測似乎較為有望。可是關於這一點我們應當特別注重，假如未知的來源或技術上的新方法發現恰巧可以永久地避免生產底衰微，那樣的發現雖不完全出於，而大半却是偶然的，所以把牠們也算做將來希望底合理估計的因素，不能說不是誤見了。

可見和物質方面對照起來，這問題底經濟方面需要更詳盡的考察。應着隨價格水準底一般移動而生的生產成本底變動之金產量底伸縮是這些因素裏面的一個。照傳統的學說而言，生產成本較低時，從事於以前從未開採的較劣的鑛層也成為有利的。是以當價格成本結構底世界水準因現金供給底缺乏而下降時，生產額可望增加。這麼一來，造成跌落的價格的現金缺乏自動地有了補救，低賤的價格激動金生產，而金生產又阻過低賤的價格。反之增加的產量也可以造成價格漲高的趨向。換句話說，因為將來大約會產生的現金數量底預計通常係以用貨物和勞務表示的已知的現金價值為根據的，這些預計爲了下面這個事實而易生差誤，即產金底有利與否要靠現金底價值和牠底生產成本。

這個論斷含些真理是無可否認的：牠在最後幾年底經驗裏得到證實。在減低的成本底推動下，南非洲底金產額明顯地增加起來并達到新的高水準。靖化物 (Yanide)，機器，勞工等等底成本低落給與現存的鑛田以不少的鼓勵，并且使業已拋棄的鑛田重新再行開採。(註一五)在其他一切重要的產金區域裏差不多情形都是一樣。生產成本底低落是由於許多的因素：開鑛和冶金技術底改進；勞工成本底降低，這使得開採的工作展布到南非洲和加拿大；加拿大境內新鑛層底發現；由於現金價格底增高所給予生產的激勵，這次漲價的原因是在於與金幣底關係上，起初加拿大底金元和以後南非洲底金鎊底跌價當這兩個貨幣單位脫離金基的時候，因此世界金產量遠超出吉氏替金代表團所定的估計之上，而他的現金缺乏快要到來的預告到現在還沒有實現。一九三二年和一九二九年底金產額，并不是約略相同，這全世界底總產量超過了最樂觀的期望，這時期底增加率還在百分之二

十以上。(註一六)

但是應着生產成本底變動而起的現金供給底伸縮，因為擴充生產底技術上的可能有了物質上的限制，明顯地在程度上必然受到厲害的限制。除却新鑛層底發現或採取方法底改善而外，并在世界價格水準方面有了切實的漲高，這大約又會提高現金生產成本，僅僅憑藉新近每年產量底巨額的增加要永久地除去最後現金缺乏的危險，那是不一定可靠的。

現金底需求 但是現金底消費也應着一般價格水準底變動而略有伸縮。世界貨幣現金儲量底變化不但取決於新的金生產的數量，并且要看這數量與用於工藝上，在印度，中國，埃及及他處爲人所貯藏或儲蓄的數量，和從那些貯藏裏面吐出的數量成何比例而定。現金價值底顯著的和延續的漲高大約會生出工藝用途上金需求底低減，并會使充貨幣之用的現金相當地增加。再者，牠大約會使現金底流入於印度和東方略爲弛緩，并且，假使價格底跌落非常厲害，牠實際上還可以轉移現金流動底方向，像新近現金由印度流出所指示的。這麼一來貨幣現金儲量能夠由非貨幣的根源和東方貯藏來增益。最後，我們必須計及貨幣現金本身底用途上的經濟和減低通貨底現金成分的效果。這各種的影響我們可以一一略加考察。

工藝上現金底消費 自從受不景氣底襲擊以後，工藝方面現金底吸收爲之銳減。一按照一般公認的估計，在最近二十年以內純粹工業上的現金消費每年超過一萬萬元，但是自一九二一年後這項消費總在上面的數字之下，當一九二四至一九二九年底時期中，平均約在七千萬元至八千萬元左右。一九三〇年純粹工業上的消費減少到五千萬元左右。而在一九三一年牠必定比這個數目還要少得多，假如我們從牠裏頭扣去了賣與英國，澳洲及他處的金塊商之數量增加的舊金，因爲許多國家底放棄金本位制使現金在牠們本地方的通貨上面漲高了價格。」(註一七)自這篇文字發表後工業上現金消費底降低無疑地是愈趨愈下。將來消費底水準要靠現金底價格和價值兩方面；換句話說，靠着用以再行設立金本位制的貨幣單位底現金成分，這會在國幣方面固定牠底價格，和一般價格底水準，這會決定牠與其他貨物相對底價值。

印度 經濟恐慌後貨幣現金儲量迅速的提高一部分可以產額底加多或工業上消費底減少來作解釋，而其最大原因則由於，出乎一切意料之外，印度的突然從大規模的現金輸入者一變而為輸出者。當大戰中和大戰後至一九二六年左右，印度每年私人的貯藏增加得非常之快，她從世界上其他諸國吸取巨額的現金。一九二六年至一九三〇年間私人儲藏底增加率稍見弛緩，但為數仍不在少。當戰後十年間印度每年吸收現金總計約在九千萬元左右。可是自一九三一年二月後印度境內私人的貯蓄迅速地世減，在那年二月至一九三三年六月間，吐出的純淨的總數幾乎達三萬九千萬元之譜（一元之值照額面價格）。註一八）因此照常例平穩地流入印度的現金為之一轉而有力地朝着相反的方向流去。自現金開始流出一九三一年六月至一九三三年六月自印度出口的純淨的總額超出三萬七千萬元之上。（註一九）換句話說，不但沒有吸收世界全部底四分之一以上之金產額，印度反於一九三二年輸出等於那年產額底五分之二之現金，而這一年產金之多立了一個新的紀錄。流入印度的現金之轉而流出在牠底本身上看來，并不是一種全新的現象，因為她在從前經濟恐慌的年份也曾吐出現金，例如於一九二一年輸出五千萬元，但是這樣有力的流出實為前此所未有，從中國方面，現金也繼續着流到世界市場上，雖然牠底數量要少得許多。可是我們必不可忽視印度流出的現金有枯竭的可能，假如照現金計算虛布底價格漲高起來。而且當經濟情形轉佳時這巨額的現金也不能夠繼續流出毫不減少。

西方諸國底貯藏 以上所稜述的各種經濟的力量在不景氣底時期中，發生了使充作貨幣之用的現金供給迅速增加的效力。由於技術底進步，低廉的勞工底充分的供給，及以跌落的紙幣來計算的現金價格底增高的種種原因，金產量達到了新紀錄的數字。工業上的消費顯著地縮減，而印度方面不但沒有大規模地吸收現金倒反吐出了巨額的貯藏。但是這一切增加出來的足供貨幣之用的現金並沒有流入於貨幣底用途裏面。中央銀行和國庫底收藏得不到相當的利益，因為先由英國繼而其他許多國家底放棄金本位制布散了信用底危機以致引起歐美兩洲內現金底普遍貯藏。這樣的貯藏在有些情形裏減少中央銀行底現金儲量而且多少總抵消了一些東方吐出的現金，減少工業上所需的貨幣產額。在歐西諸國裏貯藏的現金於例上當做貨幣總儲量底一部，并指為流

適底現金者正相反，因為歐美底貯藏大約最後又會回到貨幣底用途上面去。要獲得貯藏的金額底精確的概括的數字是不容易的。(註二〇)但是近年以來世界上中央銀行和政府底金準備底數字如下(這些數字係在年底計算，以百數為單位)：(註二一)

一九二八年	一〇、〇二八元
一九二九年	一〇、三〇六元
一九三〇年	一〇、九一七元
一九三一年	一一、二九一元
一九三二年	一一、八九七元
一九三三年	一一、九三〇元

貨幣現金供給是否充足底將來情勢 近年以來西方諸國內這樣現金底貯藏大約可假定為一種暫時的現象。一俟商業復興，信用恢復，我們能夠料到這項貯藏又歸入中央銀行和國庫。但是我們已知道近年使貨幣現金供給增加起來的其他經濟的因素大約也會感到經濟情形改善的影響。東方諸國不能夠永遠繼續着吐出現金而不減少。假使恢復了繁榮，工業上的消耗大約也不會永久地停留在牠現時那樣低微的水準上。將來的生產量一方面要靠着將來冶金和開採的專門技術底過程，一方面靠着世界價格和成本底水準。假如金本位制最後依着而恢復的價格水準與一九二六年底數字相接近更過於牠與目前的價格水準相接近，這問題底條件將大有變動。還有一個顯地非常重要的因素是將來恢復到用金幣支付時通貨所依而重新估值的現金成分多少。重行估值已把美國底準備額增加得非常之多。將來現金底需求也要受到不景氣在關於貨幣現金準備底法則和施行上所發生的效力的影響，而這影響有三方面。從新近的經驗看起來，中央銀行在將來大約會企圖保有比從前更大的餘剩的或連轉的(Surplus or operative)準備額；(註二二)除非這種趨勢由鬆弛條例上準備額要求來相抵消，牠會底為增進現金底需求的一種因素。其次，新近的事勢在金匯兌本位制上的影響，必定大增現金底需求。中央銀行大概不會保

持國外匯票底準備金達到似於和牠們在不景氣以前所保持的程度。前後，這形勢不但又受全世界貨幣現金準備底總數量所影響，而且那項金額在諸國間底分配也可以左右牠。

總而言之，最近將來的形勢絕對不是現金缺乏底局面。反之維持現任的價格水準所需的現金大有過剩的危險。目前美、法、英和其他許多國家底剩餘準備金已足造成盛大的信用膨脹。除却重新估值不計外，中央銀行幾乎沒有例外都擁着比以前高得許多的準備金比率。以全體而言，關於金準備一項牠們是可以維持比現在大得許多的信用數量。在英美兩國內金準備，對於全部銀行存款的比率着着跌落，直至一九二九年爲止。同一九一四年比較起來，全世界底金準備被用以維持大得許多的信用數量。一九一九年以後，由於價格水準猛跌的結果，這種趨勢轉變過來，現金對於全部銀行存款的比率顯著地增高起來。所以在最近的將來，信用一經恢復及貨幣值轉爲常態，則問題將成爲如何防止價格底過度的漲高，假如我們回到金本位上去。

可是把眼光看到最近的將來以後，則世界將有一天須解決貨幣現金供給底不充足的問題還可以發生，假如世界底價格漲到遠高於牠們現在的低水準之上，而應用準備金也沒有比不景氣以前更有效率。前面分析的決定現金底需求的經濟力量，也許能夠把這一天延長下去久不實現，但是，以所牽涉的許多不定的和未能預料的原素觀之，那是很靠不住的去假定這將來或有的一天已經永久消滅了，假使全世界照從前的老樣子回到金本位上去，而且在以現金充貨幣的用途方面沒有預先採取手段以達到節省的目的。收到那些節用之效的機會底性質和範圍我們留在下章討論。

(註一)金代表團第一次臨時報告，附錄第十，金底供給，卡塞爾教授著。

(註二)社會經濟底理論，一九二四年，頁四四七。

(註三) W. Woytinsky 計算世界現金儲量每年必須增加百分之三。一四二，纔能保持價格底穩定。

(註四)金代表團第一次臨時報，附錄十一「現金供給與商品價格比較」。

(註五)「我們應當注意每年須增加百分之三。一以維持穩定的價格者是現金貨幣底儲量而不是金產額。當然的決定價值者是金儲量而非單一年底產額」(G. F. Warren 和 E. A. Pearson 價格，頁八一，小註。)

六、我們看出，大戰以前七十五年間世界貨幣現金底儲量必須照世界物質生產量以同樣的比率增加，才能在英國境內維持穩定的商品價格。假如現金儲量比其他事物增加得更忙些，價格便漲高；假如增加得慢些，價格便低降。這同樣的原則可應用於美、法、德和丹麥等各國的指數數目中所包括的商品底不同，并且不管銀行制度底不同（同書，頁八十八至八二）。

（註七）一九一五年至一九三〇年間，非常高漲的價格一部分可以現金需要底減少，一部分可以其他用產品底低價來解釋」（同書，頁八二）。

（註八）G. E. Warren 和 F. A. Pearson 「金銀和其他商品底出產量」和「現金對於價格的關係」，見美國統計學會季報，一九三三年三月補編，頁一五至二六；價格（一九三三年）第五章，論證詳見下面第十章內。

（註九）參閱，J. T. Phinney 「金產量 and 價格水準」哈佛經濟學季刊，一九三三年八月，及 Rufus S. Tucker 「現金，價格和繁榮」，年鑑，一九三三年十二月一日。

（註一〇）前面所授的的 *Mlynarski*，的著作，頁三七至四一。

（註一一）I. G. Wijnhoven 「世界價格和貴金屬」，美國統計學會季刊，一九三二年七月，頁一二九至四〇。

（註一二）當估算維持價格水準在一個不變的數目所需要之每年現金儲量底增加時，銀行存款底蓄積必須計及，因經濟進步的比率為信用替代物底發展所影響，其有力實和為現金本身底流動所影響一樣。一八五〇年和一九一〇年間，銀行存款底蓄積分量比於現金蓄積的分量要快得多了。

（註一三）演繹的我們一切所能說的是一「當國家底財富進展時貨幣底需求增加，假如為了任何理由由現金生產降落在這個增加率之下而現金用途方面的節約又不足以相抵補，便會生出趨向於限制信用底基址，因而及於軀底尖頂的情形，這麼一來價格自然跌落。」（金代幣底報告，頁三十，節百〇五）。

（註一四）金代幣團的臨時報告，頁十二和頁五十五至六十二（附錄七，「金底生產和消費，過去的及預測的」）。約略同時（一九三〇年）在另一著作裏，吉氏預計到了一九三四年全產量比目前的數額約少一百萬鎊左右。……到了一九四〇年繼而跌至七千六百萬鎊，到了一九四五年跌至六千萬鎊，到了一九五〇年，跌至五千五百萬鎊——那就是說和一九二九年比較起來。到了一九三五年降落百分之二，到了一九四〇年，降落百分之九，到了一九四五年，降落百分之二八，到了一九五〇年，降落百分之三四……這形勢是在一九四〇年和一九四五年間將來一種速率大增的跌落」（國際現金問題，頁六一）。

（註一五）表示每噸在 the Rand 內生產成本低減的數字，參看泰晤士報底金副刊，一九三三年六月二十日，「金生產」一篇。

（註一六）每年底數字是（以百萬元為單位）：一九二九年，四〇五；一九三〇年，四三一；一九三一年，四五九；一九三二年，四九二。一九三三和一九三四兩年中金產量仍有增加。一九一〇年和一九一五年之間，每年世界金產額平均達四萬五千萬元，而在突破紀錄之一九一五年則幾乎到了四萬七千萬元之譜。自以後低減頗速，直至一九二二年產量僅達三萬二千萬元。可是一九二三和一九二四兩年增加

迅速，而一九二五年至一九二六年也略有增長。一九二六至一九二九年間產額頗為穩定，每年約在四萬萬元左右。（聯合準備公報一九三二年十月，頁六二五，一九三三年四月，頁二二三，一九三三年六月，頁三七三）。

註一七 聯合準備公報，一九三二年十月，頁一二六。

（註一八）聯合準備公報，一九三三年八月以前各期刊物。最近印度人民的放開現金起初反映出來，他們在對重的不景氣底壓迫之下把儲蓄拿來應用，並且在遠幾個月間，私人貯藏裏面吐出的現金被收進爲印度政府的準備金。但是在 一九三一年九月，印度跟清英屬之後停止了金本位制的時候，將現金出於金幣市場上是有利的，因爲在那市場裏能夠得到與盧布兌換金幣底現相等的增額。自那年後這項增額有時達到百分之三十那許多，不但引起印度輸出現金出口而且私人貯藏底吐出因而大增。（聯合準備公報，一九三二年十月，頁六二六）。

（註一九）聯合準備公報，一九三三年八月和以前各期刊物。

（註二〇）Henry Strakosch 博士曾估計一九三〇年，一九三一年和一九三二年間最重要國家所貯藏現金進（+）或出（-）的數量如下（以百萬金鎊爲單位）：

	美	法	荷	蘭	瑞	士	英	印	度
一九三〇	—	減一	—	—	—	—	加七	加一三	
一九三一	加七五	加三〇	加三	減一九	減一	減一	減一	減二六	
一九三二	減八三	加五二	加一二	加三〇	加一八	減三九			

（註二一）士報底附刊，一九三三年六月二十日，關於貨幣現金儲蓄的論文）。

（註二二）五十年金準備底總數，聯合準備公報。

（註二三）像新軍制一樣，我們定會碰到英國無可避免地爭求他自己個別的姿容的事實。在國際金本位制下每國尋覓穩底安全於大量的金準備之中，從那項準備裏遇到國外的人民向德國「貸兌」現金時可資應付。自大戰後國家財政週轉不靈那拚兌底危險因而大增（Edwin Cannon 教授「關於需求上現金底將來」，經濟季刊一九三四年六月，頁一八三）。

第五章 現金底節省金準備和白銀問題

金幣底收回 假如世界各國都回到金本位制上面去，我們要採取什麼方案纔足以保證現金在貨幣制度上底最有效率的用法呢？

這些方案裏面最重要和最明顯的一個要推把尚在流通中的或在商業銀行底貯藏室內的一切現金和金證券都收入於中央銀行底準備，並且用鈔票來代替牠們。金幣和充分以現金作後盾的金證券底流通是一種不合邏輯的，無用的和浪費的時代錯誤，尤其是當一般人民已表示決然的樂用鈔票和其他支付工具的時候。但是這一種節省大部分已經收效了。吉氏估計當大戰時金幣底收回增加二十億元以上於金準備上。(註一)在這一方面要作更切實的節省所餘的機會，已比較地無多了。(註二)另有一種很好的小節省是在所有流通銀行小鈔票的國家裏面，把牠們收回而代之以輔幣，這樣一來，金準備可免了不必要的緊張。此外多多使用支票來代鈔票以供薪俸，工資和租稅底支付顯然地可以有助於節省。

金匯兌本位制 最近期間內在現金底貨幣需求方面一個很重要的因素是金匯兌本位制底將來。熱內亞會議 (Genoa Conference) 對於用這個手段以減少現金底需求頗懷奢望，而且牠成爲許多國家底貨幣制度底一部分。但是採用牠的好幾個國家，如德意志和波蘭，在不景氣之前已趨於將牠當做達到完全金本位制的一個過渡階段，因爲牠們顧慮到國家底威信及戰爭和緊急時準備金底容易拿來利用。金代表團的意見以爲金匯兌本位制仍是提供最廉的，而且在有些情形裏，唯一的方法使得自己無力擔承金本位制度底重大的費用的國家，還可以共享這一個制度將來再供給的穩定匯兌底利益，假如我們又把牠恢復了。(註三)但是他們認清新近的事勢，特別是當英國放棄金本位時許多金匯兌本位底國家由於金鎊底賠償價遭遇的重大的損失，大大的減損了這個本位底將來希望。在牠們努力去避免將來受到那樣損失的當兒，牠們對於這個手段底使用大約要比不景氣以前多受了

若干的限制。目前應用國外的存款作為準備貨幣已完全終止了，而且這個慣例將來不容易重新立起。所以這形勢是我們不但不能夠由於將來金匯兌本位制底擴充覓到更多的節省地使用現金的機會，而且我們反將需要更大的絕對準備數量，以維持既定的世界價格水準在全世界回到金本位時，除非有方法可以抵消這個增加多的需求。

戰後的金準備 將來更有效率地使用現金的最大機會在於減少中央銀行為着流通的鈔票和其他憑票付現的債務，而儲藏的金準備。這問題有兩方面：中央銀行所保持的在法定最低限度的金準備以上之慣例的餘額及條文上所規定的實在的準備需要底數額。在這兩方面都有很多裁減的餘地。

中央銀行應在慣例上保持比法定最低額略高一些的實在的金準備顯屬必要而且很合理，可是許多國家所常保持的餘額全是過多的。關於這一點我們只須指出美國，有那樣龐大的「自由現金」底儲藏（就是在重新估值以前也是如此）想不到這儲藏并無補於牠底保持金本位制。這雖是一個極端的例子，却不是一個孤證。同樣的情況或多或少存在於好幾個其他的國家裏。在一九三〇年五月，比較地合於常規的一年，許多國家底現金和國外匯票對於鈔票和存款的比率有如下述：法蘭西，百分之七八·四；比利時，百分之六一·三；荷蘭銀行，百分之七七·九；瑞典銀行，百分之八二·一；哥平哈經（Copenhagen）底國家銀行，百分之六九·六；瑞士，百分之八八·七；意大利，百分之五七·六；波蘭，百分之六一·三；南非準備銀行，百分之九一·三；智利，百分之八九·九（在一九二九年，百分之一〇五·九）。於同一年間在英國現金對於鈔票和存款比率為百分之七七·四，在英國為百分之三四·一。（註四）英倫銀行所資以運用的金準備是非常單薄的。爲了種種的理由，不同的國家在牠們慣例的準備上關於餘額方面當然有不同的需要。可是中央銀行却趨於企圖保持大量的準備不僅足以應付牠們平均的需要，而且還可以滿足牠們最大的可能的要求，和可備牠們萬一之需。這結果自然足現金底需求總是比應有的要大得多了。

這些巨大的準備底理由可於大戰後兩次經過的貨幣水準底異變的崩潰中尋之。中央銀行在那樣情況裏要想

擁有龐大的金準備，俾居於鞏固的地位以應付那樣的危急，并維持牠們自己在金本位制上，這是沒有什麼不自然的，縱使目前的不景氣已明白地證實碰到嚴重的價格跌落時，無論多麼大的準備都不足以擔保絕對的安全。至於個別的國家，尤其是法蘭西和英國，特殊的因素（在別處分析得更詳盡些），一部分可以解釋這些過多的堆積。在許多國家裏，尤其是在會記得紙幣膨脹底時期的那幾國家裏，一般民衆的感情佔了不少的力量，由於堅執這一半形成的觀念，即唯一的真靠得住的紙幣是完全以現金為後盾的紙幣——這一種心理不幸但為歐洲大陸農民所特具而且最近在美國境內還是普遍地流行着。

金準備底職能 現在的觀念還以為在金本位制之下金準備底職能是保證鈔票底兌現。這無疑地是牠們原來兩目的，但是在現代已不適用了。當金幣在流行而鈔票也成為全部支付工具底重要的原素時，現金和鈔票是交替的貨幣，可是在現代的狀況之下，信用底上層結構却供給了支付工具底絕大的部分，而且中央貨幣和銀行當局所要注意者，也就是這個信用底數量。這兒金準備底歷史上的指數當然是極關重要的，但就嚴格的意義說來，這却不是為了要維持鈔票底直接的國內兌現而設的，這一點最明白地可以看出，不在於像美國那樣用金幣收回的國家裏，而在於那些在金塊和金匯兌制度下運行着的國家裏，在這些例子裏譬如在英國，一九二五年底法案只規定收回數目較大的鈔票，金準備底真正目的表現於牠們是爲了輸出而設的，并且牠們是供給由於為國際金基礎之一員的資格而生的需求。應用於決定金儲量底大小之相當的考慮底量尺是或然的國外流出底數量，就是一國當在內部應用補救的方法以移除金輸出底原因，并藉此以恢復平衡的時期中要達到均平牠底國際支付的款項所需要的數量。所以中央銀行所需要的數量是在應付國外支付底逆比（adverse balance）時會保證合理的安全的數量。鈔票發行底數量底法律上的節制只有足供這個根本的目的時，牠纔有一些意義或合理。由這種的情形看來把金準備和發出的鈔票底數量相比較，只就信用對於一國在牠底國際比稱方面或要遇到負債上所發生的關係的程度而言。把貯藏現金作為鈔票底後盾的觀念標題做「中古的思想」并不是沒有道理的。（註五）

以這樣的眼光來觀察時，法律上要儲藏某種最低額底準備的規定是否合理和適當需要更進一步的考察。常

常存在於美國的比例準備底信條 (reserve ratio fetish)，在近年內大大的展布開來，當最後的十年間已具體地表現於某國家底中央銀行條例上。這情勢完全是變格的。巨額的金準備保留起來以應急需，但是法律明白地禁止在任場合內動用那些準備底大部分。因為當牠們降落在理論上低於，實際上近於，那個數字時，現金支付馬上停止，金本位制便放棄了。許多中央銀行條例准許在緊急時把準備減到尋常法律上最低額底要求之下，以繳付一種分等的處罰稅 (a graduated penalty tax) 為條件。但是最低額準備法則裏那樣有伸縮性的條款已成爲具文，因為中央銀行不願意去利用這些條項。就實施底目的而言，牠們簡直和沒有存在一樣：大家頑固地泥守着條例上的準備，一刻都不肯放鬆，而且把牠們看做不可侵犯的。這麼一來，保持作法律上的準備不能夠動用，牠們在性質上是自相矛盾的，只有超出這些法律上的要求之上的餘額是可運用的和有效力的去做準備底真正的工作。最低額準備儘可以沈諸海底。假使牠們忽然都消滅於虛空之中，不留一點餘跡，這對任何人絕不會發生一毫關係，只要牠們底消失沒有使他更聰明些，Foxwell 教授曾說過，準備底法律上的調節正像市邑參事會所制定以防車輛缺乏的法令——必須有一輛車停在每個車場裏。真的，經驗已指出條例上最低額準備底要求對於維持貨幣底信用或許是完全不必要的；直至一九二八年爲止法蘭西銀行條例並沒有規定固定的最低額準備比例，這件事留交銀行當局自行處理。

那末，什麼是調節金準備底正當的政策呢？有些領學之士趨於極端，主張應完全廢除條例上的要求。我們後來還要說到這一點。可是從已經說過的理由看來，假如要在一種改善的國際金本位制下以完滿的效率來使用現金那就至少應須切實地減低準備。從百分之三三或四十減到假定說，二五，就會放出許多的現金以供活動的使用，那末可運用的準備也照那個數量擴大起來了。如果列強間得到了協定，這樣做去就不會涉及任何危險。(註六)但是我們應該看出僅僅將法定的準備比率削低在促進現金底經濟方面，是完全不生效力的，除非把全部實在的準備也照着相當的比例減低下去。

準備底科學的計算 如果依科學的原則來計算，中央銀行所保持的金準備以前面的討論看來是要多麼大

呢？雖說當然不用對於發行的票額保持任何特殊的關係，而依着英國底信用制度的爲數極其適中的最低額底金儲量或可有利地定下使一般人民所有信賴并且足以應付急需。此外中央銀行要保持恰好夠大而不過度的準備，使牠確有從容不迫的活動範圍，聽憑這些準備按着認爲適於牠底特殊情形的平均儲量而漲落。這標準就是牠或許遇到之不可預料的被國外吸去的數量和實施補救方法，以抵消這些國際需求所必要的時期間。換句話說，最高額應定於一個數目能任應付短期支付過比的或然要求之上有一種充分的餘剩安全(Margin of Safety)，用時也要考慮到實際上能夠迅速地將全部支付媒介緊縮起來的程度。這歷一計算，各國中央銀行底合理的現金要求就按着不同的經濟情況底繁複而大大的互異。國際的中心，或偏於農業的國家，或那些國外貿易比國內商業較大些的國家，或那些在比稱上虧負頗重的國家要比其他的國家需用更大的準備，因爲牠們更易碰到忽然的大量現金外流的危險。以這些不同國家經濟形勢底不同觀之，同樣的準備并非對一切國家都是正確的準備。我們只能夠預說主要的考慮應當是那個國家對外關係的程度，因爲決定中央銀行底流動性者就是這些關係，而不是牠內部的商務。可是在種種的情形裏，把那國家實際之所能夠容忍的最大的緊縮拿來考慮一下是很切要的。「每一國家——或者差不多每個國家——如果受到某種以上的壓力，就甯可停止現金支付而不願使牠自己受到恢復牠底匯兌所必需的那樣現金緊縮底程度。使牠保持着趨避於牠在那些情形下準備失去的現金是沒有用的。這并不是現金底缺乏使得國家停止現金支付；這是由於相信必要的貨幣緊縮或信用緊縮是大過於牠們底經濟制度所能支持。是以南美境內有些國家，或從前的澳洲，所保持的金準備實在是大於所必需的，因爲那些國家當牠們失去比較地不多的現金時便停止現金支付會加過重的拉力於牠們底經濟制度上。」（註七）

所以在理想的金基的貨幣制度之下，金本位會失掉通貨底意義，牠們爲中央銀行所貯積并不與債務成任何比例，而僅僅供利便國際結算之用。信用政策還是要受這些金準備漲落所左右，正和現在一樣，但牠們唯一的目的的是對外的使用。

有時我們聽到這樣的提議，即從收回流通的金幣觀察起來條例上準備最低額底增高是必要的，因爲這使得

中央銀行底準備成爲現金底唯一的來源當支付逆比引起現金出口的時候。但是這樣推論是誤謬的。我們已看到數量大的最低額準備在那些情形裏不足以資保障，因爲牠們照法律規定是不可動用的。這是對的，現金底停止流通可證維持較大的剩餘準備爲合理，換句話說，較大之可運用的或有效力的準備。可是提高法定的最低額這椿事是一種不合邏輯的行爲，基於思想底混亂而來的。牠剛剛破壞了牠所要達到的目的，因爲不但沒有加多，牠却生出相反的效力，即減少運轉的準備。

戰後法定準備要求底增加 大戰以後，條例上最低額準備底要求並不爲了節省現金而鬆弛，倒反更加嚴緊起來。大戰以前鈔票發行額底三分之一的最低準備對於大多數的中央銀行都認爲是夠的，並且其他立即付現的債務之準備底要求是十分罕見的。大戰以後條例上的要求提高至百分之四十或更多些，而且照通例而言，立即付現的債務也包括在計算以內。

論這些變動的結局最好拿幾個數目來作證例，一九二八年底世界上所有中央銀行底鈔票發行總額約略達到一百八十億元，而牠們其他立即付現的債務則達六十億元以上。在這兩個總數後面百分之四十底金準備要達到九十六億元；百分之三十三準備要八十億元。平均最低額準備底差異提高現金要求至十六億元之多。如果中央銀行減低牠們底平均準備到戰前的水準，鈔票發行準備額底現金要求減少了十二億元，而其他立即付現的債務底金準備要減少了四億元，一起共減十六億元。（註八）假如流通的鈔票底準備減到百分之三十三，而那些其他立即付現的債務底準備完全取消，則現金要求會減少了三十六億元。

一九三〇年末底情形由金代表團估計如下。（註九）中央銀行全部鈔票和其他立即付現的債務（除了蘇俄而外）達到二百二十四億五千萬元；牠們底金準備爲一百〇七億八千萬元；牠們法定最低額現金要求爲七十七億六千萬元。所以在法定最低額要求以上的剩餘金準備底數量達到三十億元而外。假如法定要求減至全部立即付現的債務底百分之二十五的平均比率，估計起來剩餘準備將要達到五十一億七千萬元左右。假如再把牠們降低到百分之二〇，自由的現金將要提高至六十三億一千萬元左右。一九三一年末與此相符的數字將要是五十三億

五千萬元及六十四億八千萬。

法定準備應廢除嗎？以這些情形觀察起來，有權威的方面所提出之關於準備比率 and 最低額準備底一切法律上的規定應完全廢除的議論是頗有力量的。這是全代表團底少數派的意見。「百分比底準備底法定的調節應行廢除，并且應該歸諸每個中央銀行自行斟酌牠以爲宜有多少現金以應大概會發生的需求。」（註一〇）

假如能夠抹殺人類的弱點和偏見，雖則牠們儘可以是不合理性的，這些論斷却是無可駁詰的。但是一般民衆的意見或許頂好不要漠視。如果所出的代價不至太大，那更妥善的辦法就是對於普通最低額準備係必不可少執迷路爲遷就些。（註一一）民衆的心理可使一種實際上更完善的制度難於運用，假如他們執拗地不肯相信牠，因爲執迷底信仰頗難單靠合理的論證來驅除。在羣衆的意見沒有較好地養成之前，或許我們最多所能希望到的是現在的制度和理想的制度間之一種折衷的辦法。假如條例上最低額準備要求底完求取消或許在實施上仍舊是不能達到的，那末，把牠們劇烈地減下一半來也還值得一做。

作爲準備底一種成分的國外匯票 將來現金用途底節省能夠由國外匯票底使用而完成的程度要看新近因儲藏國外資產而遭遇損失在目下所引起自然的厭惡到底至何強度而定。允許這樣國外匯票底儲藏依法律算做條例上準備底一部分是沒有必要的。如果剩餘準備在這個方式中以巨額的數量儲藏起來，利益仍舊是很可觀的。在金和匯兌本位制崩潰之前，這種辦法風行一時。但是縱使我們能夠恢復牠，這是很可懷疑的，我們也須明白地認清牠能夠使國際金融大中心受到危險的流出，而須作相當的預備。我們定須尋出一些方法，使這些國際市場裏面的中央銀行能夠稍爲操縱保持在牠們底商業銀行的國外存款。這麼一來，牠們纔有辦法來應付突然收回收底危險。否則牠們又和從前一樣必定要保持大量的金準備，纔能夠毫無困難地馬上應付國外突然需求巨額的現金。在經濟危機以前國外中央銀行存在美國銀行裏的龐大的外匯準備是一個原素可解釋該國何以有許多「僵化的」（Sterilized）現金儲量。實行金匯兌本位制的中央銀行必須保持特殊的準備以應存在紐約的短期流動資本，這樣一來使潛伏的現金需求受了影響。美國金準備底過量實在沒有像牠們表面上看來那樣

大。

充作準備的白銀 大戰以前白銀包括在許多國家底基本準備內；戰後在一切法定準備底改革方面大勢趨於排除白銀。（註二）結果是反要增加些金本位制底次第恢復，和最低額準備要求底增高所產生的現金緊迫。

如果允准中央銀行於牠們底法定準備內保持數量增多的白銀并且採取這個辦法，現金用途底重大的節省便可做到。這個提議和複本位制絕無共同之處，而與完全的和真正的金本位制也沒有甚麼不相合。關於數量或比率方面，我們能夠在那樣的白銀準備上加以一種最高額底限制。牠們要居於確定地比金次一等的地位，并且要以白銀底現金時價來估計。這提議不過是要再復和推廣戰前的辦法。現金均平國際支付的特殊職能除却一點而外都能夠一樣完滿地由白銀來履行，這一缺點就是白銀所常受的價格底漲落。然而，如果包括在基本的準備裏頭的白銀數量是讓我們說，鈔票額和其他立即付現的債務底準備底百分之五或百分之十，或差不多這樣的比率，中央銀行將不會因白銀價格底變化而受到嚴重的風險。（註三）充分地把中央銀行底法定的和實在的準備減低到節省現金所需要的程度真要減低現金需求的方法更適用些，因為白銀是不適合於大規模地包括在金屬準備裏面的。但是如果獲得相當的準備減低和其他現金節省確屬不可能，那末有限制地應用白銀或許也可行的。主要的結果將要是埋藏於中央銀行底地窖的和絕不流通於國際匯兌裏的準備會有一小部分是白銀而非全是現金。

白銀問題 但是引伸白銀底使用於其他貨幣的途徑有什麼好處可說嗎？世界應否真實地「轉到白銀上面去」或「爲白銀幫幫忙」嗎？複本位制或合本位制（Symmetallism）底問題不用耽擱我們：牠底分析是在下面第九章內。在另一方面，當作一種商品，與其他商品相比較，則白銀似乎新近已受到了牠所能夠合理地期望的一切援助，尤其是從美國政府方面。但是在美國內白銀不是經濟的而是政治的問題。貨幣當局并不關心於看做一種個別商品的白銀底命運。牠一向因政府需求底裁減而跌價，這大半是由於戰後輔幣底貶值和印度採用金本位制，使她吐出國庫內所貯藏的白銀。可是就大體而言，自一九一四年後白銀底現金價格所經的途徑緊緊地跟上

了一般躉售商品價格所走的路線。(註一四)一九二八年以後，牠所經過的價格底低落並沒有比主要的重大商品底跌價更大。(註一五)

在歐西諸國內白銀於價值或產量上，都不是一種首要的商品。從美國資本操縱世界鐵銀產量的三分之二和世界精銀產量底約模四分之一的事實觀之，美國請求政府援助的運動是容易明白的。(註一六)但是在美國境內牠也不是重要的商品。在一九三一年整個白銀產量約當這一年所收穫的生花底價值之半或全國底小麥收穫底價值之百分之一。可是七個產銀的州派送十四個參議員出席於國會。由於以高出市面的價格來採買，像在美國購買白銀方案或其他方式下的，給予白銀生產者一種補助的議論在一般原則上，比諸補助其他專業的議論是半斤八兩分不出高下的。

贊成引伸白銀底貨幣的使用的議論——複本位制姑置不論——計分三點：(一)由於增加購買力，牠會助成經濟底復興；(二)牠會永久地擴大金屬的基礎，(三)牠會增進東方購買力。第一個議論迎刃而解毫不費力：像美國政府所計劃的那樣由國家收買白銀是把錢放在產銀者和儲銀者的腰包裏，可是牠增加一般購買力只達到爲別種目的而用去的，相類似的開支所達到的程度而不能再多。當作一種恢復經濟繁榮的方策，使用白銀以擴大金屬的基礎——第二個議論——是完全不必要的，因爲目前大半的國家已經擁有龐大的不活動的準備。把牠作爲一種永久的政策所能夠說出的好處前面已經說過了。這裏只剩下白銀價格底漲高會有利於銀本位國家的程度底問題。這實際上指到中國。

但是中國買進白銀無論比那一國都多些。以進口者底資格而言，她沒有以白銀來買貨物，就常規而言牠實在是以出口者底資格買進白銀。所以白銀價值底漲高對她並沒有利益，因爲這要迫着她以更多的貨物來交換一定額的白銀數量。換句話說，較高的銀價會暫時地促進中國底貨物輸入，但是牠們也會相當地減少她底輸出。爲了這個理由牠們不會受中國商業界和財政界底歡迎。同樣的情狀可解釋何以輸出貨物於中國者情願把白銀價格提高。(註一七)金本位和銀本位國家間底商業關係真正需要銀價底漲高較少，而需要消除過度的漲落還要多。

些。「由與用銀的國家，特別是中國底商務關係的觀點言之，最能有裨於商業底利益者不在於那樣銀價底漲高，而在於一般商品價格水準底提高」。(註一八)白銀底現金價格的激增，同時其他現金價格沒有類似的漲高，不過表示中國底金融緊縮和不景氣，并且由於鼓勵從該國輸出大量的白銀，而使白銀穩定底問題更形複雜。

(註一九)

(註二)美國所謂十億即指十萬萬。

(註三) L. D. Edle 教授估計於一九三三年全世界流通的現金，包括商業銀行在內(印度，中國和埃及除外)，僅僅約略達到十億元左右，這要同一九一三年達四十億元以上相比較(金元 Dollar 頁八一)。

(註四)最後的報告，頁五五，節二二一。

(註五) C. H. Kisch 「中央銀行底統計」，見國際現金問題，頁一三八至一三九。

(註六)在回答爲什麼銀行要保持現金的問題時，Basil Blackett 爵士說：「我以爲第一個和最重要的答案是因爲其他的中央銀行都保持現金。或許另一答案是因爲銀行以爲大家以爲牠們應該保持現金，或者還是因爲銀行以爲大家以爲銀行以爲牠們應該保持現金」(國際現金問題頁一七八至一七九)。

(註七)這是金代表團底意見：「限定的比率底整個系統以戰後時期底特殊情形觀之，已可證明牠是太複雜和不適應的。……我們起先需要準備以應付支付比率上可能的缺乏……我們以爲把準備比率從牠們現在的高水準降低下來是有益處的。」(最後的報告，頁五三節二一，二二二多數的意見)。

(註八)見 K. G. Hawtrey 的國際現金問題，頁一五九至六〇。在另一地方 Hawtrey 指出澳洲以每人計算差不多在世界上有最大的金準備每人計算和法國或美國相同，只比亞細亞略少些(同書頁一〇二)。自從這些文字發表以後，美國因爲不能或不情願自願憑信用再行緊縮的風險，在擁有絕大的現金儲蓄時，只得把金本位制放棄了。這個經驗給與這種論斷以可能的最明晰的例證。

(註九) F. M. Mlynarski 金本位制底功能，頁七五。「第一個總數比每年流入以供貨幣之用的新金要大六倍，第二個總數要比牠大八倍……那末在將來幾十年內現金缺乏底危險會消除」(同書)。比較「現金，供給和需求」一文，A. Lovelady 著，見金代表團底臨時報告，附錄第八，頁八八至一一〇。

(註一〇)最後的報告，頁五三節二一二。

(註一一)最後的報告，頁七一。

卡塞爾教授對於這個建議完全表示同意。所以增加實際上可以動用的金準備之最有效力的辦法是廢除一切那樣的條例。僅僅減少法定準備

備要求，像國際聯盟金代表團所提議的，是不充分的而且幾乎是不能以國際間協定來達到目的的。（世界貨幣制度危機，九二）。

Dr. Hume 教授說此法與此相同：「在一方面現金及另一方面通貨和信用之間，并不需要特殊的比率以保證一國或銀行制度底安全及滿意的使用。」呈送於代表團的公文摘要，頁三八：「價格穩定」一文。依我看來金準備比率底普遍化是在應付遇到由金產量底衰微而發生的情勢上最嚴重的阻礙。……我們應以極嚴重的語氣來說在一方面現金及另一方面信用和通貨之間，并不需要特殊的比率以支持和鞏固信用底結構。」（同上，頁五五，「在現狀下金本位制底運用」一文）。

（註一）雖則僅僅爲了心理上「增進信用」的理由而感到的維持準備的必要是容易形容過實的，*Dr. Hume* 指出，「某家的意見常以牠所一齊而安之」的爲可滿意，例如在戰前的時期中英倫銀行爲數極少的準備與法蘭西銀行底爲數極大的準備恰恰促進了一樣多的信用，所以羣衆養成習慣望巨額的自由準備之永久的和不斷的維持實在是一個弱點。」（貨幣論，卷二，頁二七五）。

（註二）但是許多中央銀行還是由法律特殊規定可以包括白銀於牠們底最低額金屬準備裏以應付鈔票或即須兌現的債務。中國而外這些國家裏面有玻利非亞（Bolivia），匈牙利，日本，滿洲，荷蘭，祕魯，波蘭，南非聯邦，蘇俄，和許多小國。白銀也包括在印度，錫蘭，新西蘭，美國，和其他國家銀行或國庫底貨幣準備內。

（註三）參照 Mr. James P. Warburg 新近的提議。他說，「一小部分的，讓我們說五分之一的，充作鈔票發行底法定最低額準備之金屬儲量可聽其隨便包含現金或白銀，只要高興這樣地保持白銀以作牠底金屬儲量之五分之一的中央銀行照議定的價格或在這價格之下保持牠。這個提議底價值有限得很，牠主要的優點在於造成一種能使價格穩定的因素，即中央銀行大約會因白銀跌到約定的價格之下而買進和漲到約定的價格之上而賣出。」（參照參議員 William E. Borah 的公開信札，一九三三年十一月三十日或即於 Mr. Warburg 所著之貨幣紊亂（The Money Muddle）一九三四年在紐約和倫敦出版，頁二五六）。一九三四年五月二十二日羅斯福總統致國會的關於白銀的咨文提議，在美國底貨幣儲量內使用白銀最終的目標是維持四分之一用白銀和四分之三用現金的貨幣價值，要國會授權總統去買進達到最終的目標所必要的白銀。

（註四）T. F. Gregory 白銀底形勢（The Silver Situation）（一九三二年在 Manchester 出版）頁三六至三七。

（註五）欲知比較數目參看 H. M. Bratter 我們應否轉到白銀上去，頁七至九（芝加哥大學出版部，公共政策小冊，第六號，一九三三年）。

（註六）Bratter 同書，頁四。

（註七）何以提高中國單位底價值會有益於她，假使減低美元底價值是有益於美國。如果黃金通貨需要較高的價格水準，爲甚麼白銀國底需要較低的價格水準呢？J. P. Warburg 貨幣紊亂，頁二六八）。

（註八）世界經濟會議專家預備委員會所呈交的附註的備案草案（Draft Annotated Agenda）（日內瓦，一九三三年）頁一八。

（註九）這些言論發表於（并且充分取證於）中國新近向美國政府關於後者底白銀政策的抗議——即以前而所陳述的理由爲根據。那種

政策在中國所生的效力由一九三四年十月十五日定下的分等的出口稅明白地表現出來，這稅等於禁止自該國裝運白銀出口的命令，藉以阻遏對將把底通貨制淨盡的非凡的挑出。

第六章 現金和不景氣

現金缺乏和價值崩潰 一九二九年曾有一次現金缺乏麼？或者把這問題表現得更完滿些，於一九二九年開始之世界價格底急轉直下是否由於現金供給趕不上經濟活動底進展？Warren 和 Pearson 兩教授的議論可以引來作爲那些自稱足證價格驟低是由於現金缺乏的論斷底一例。他們指出在一九二九年世界貨幣現金底儲量是比戰前五年平均數超出百分之五二，同時世界一切商品底物質的產量是比戰前多出百分之四〇。一九二九年底價格在美國平均爲一三九。他們估算維持那個價格水準所需要的現金數量，以全世界回到金本位及一九二九年底生產量計之，是約當戰前數量底兩倍（ $1.39 \times 1.40 = 1.95$ ）。想保持這個價格水準就會需要比存在於一九二九年約多出百分之二八的現金儲量（ $1.95 - 1.52 = 1.28$ ）「一切用金的世界想恢復金本位的企圖把價格帶回到牠們對於現金的常規的關係上面去。現金價值之低及因此生出的自一九一六年至一九二八年底高價格是由於貨幣用途上現金需求之少，一九二九年底現金恐慌和價格結構底崩潰是出自全世界現金需求底突然的恢復。在戰前的現金對於商品生產的關係上現金大約還夠以支持戰前的價格。但是一切沒有減少金幣內金底重量的用金的國家，已變成適應於約比戰前多出百分之四十至五十的商品價格水準。」所以價格的崩潰可溯因於當大戰時已放棄金本位的那些國家，都先後相繼地把牠恢復起來——德意志於一九二四年，英國和荷蘭於一九二五年，比利時於一九二六年，意大利於一九二七年，法蘭西於一九二八年。這次大不景氣因此可溯因於「跟着一時期底現金低需求後的現金高需求。」（註一）

這個理論底方式時常被入以下的解說輕輕地抹殺，即永久的現金缺乏底表示不在於經過長時期所維持的比較地穩定的水準之價格的暴跌，及在於一種遲緩的逐漸的降落。但是這個論斷底本身不能使人置信。因爲回到金本位，雖則不是一下可以完成，牠却很能夠發生一種累積的緊縮。把信用膨脹到牠對於金準備所應有的常

規的比率而外，能夠暫時抵消現金需求底增加，但是這樣的膨脹不能無限期地維持下去，除非銀行底常例的商業社會的習慣永久的更改，或經過長時期的變動。一九二五年至一九二九年間，美國的信用大膨脹能夠抵消方與未艾的現金缺乏。信用膨脹的旺盛能夠附加於現金生產和價格底降低的趨勢之上，但是當牠最後崩潰時價格大約會降落旺盛以前的水準之下至於一個新的長期的低點。因此許多年延緩不斷地現金供給之逐漸緊縮在價格方面產生一種忽然的猛跌，及非一種延緩的節節下降的跌落是十分可能的。

價格和金準備底進展 所以這問題需要更深的探索，可是把牠裏頭所含的種種原素拿來作詳細的分析，似乎沒有表現切實的根據使我們相信永久的現金缺乏是產生價格崩潰底一個重大的因素。剛才說過的論斷沒有敘述到大戰時和戰後所完成的一切現金用途上的節省，在於造出一種比一九一三年更高的價格水準方面所收到的效力。無論自從大戰以後全部現金生產比率，或貨幣現金底增加是怎樣，并且不管牠與世界生產和貿易底進展如何相比較，必須看做能影響價格的現金是「有效力的」(effective)貨幣現金儲量，就是中央銀行和國庫所藏的數量。因為就是在這個基礎上蓋造了信用，最重要的支付手段底金字塔。

爲了流通的金幣底收回及其他原因，在中央銀行和國庫手裏的現金貨幣總儲量底比例，自一九一三年間底百分之六二增至一九二九年間底百分之九二。(註二)在這個期間內，這些現金準備以每年約摸百分之五的混合比率增加起來，這樣的累積，會讓價格於一九二九年內遠超出牠們一九一三年底水準之上，假使其他的物事不變。(註三)在一九二一年底和一九二九年底之間，中央銀行和政府手裏的世界貨幣現金儲量自八十億三千萬元增至一百零三億零六百萬元(註四)這代表每年平均約摸百分之三二底幾何的增加。自從一九二五年以來世界貨幣，現金儲量，包括準備而外的「其他」儲量在內，(但是除去了東方底貯藏)超過前一年的每年增加有如下述：一九二六年百分之二·四七；一九二七年，〇·九七；一九二八年，四·二七；一九二九年，一·九八；一九三〇年，四·三二；一九三一年，四·四三；一九三二年，五·五一；(註五)自一九二七年底鏡減後，每年的增加是特別的高，但是全期中底平均數恰好祇每年百分之三以上。

現金用途效率底增加 這是一來現金貨幣儲量非常圓滿地加增起來。但是牠不僅逐漸加多而且更有效率地供人們使用；由於戰後金本位機構變動的結果，全部金準備維持着永久地數目較大的信用上層結構。這些用金節省的效力，當然不能夠精確地測出，但是合計起來必定是頗可觀的。在金匯兌本位下包括國外匯票於中央銀行底基本準備之內，因為牠可以說准許現金把同樣的工作做了兩番，所以能夠使世界裏面每塊金元，都要比較前抵得較大的信用分量，雖則世界大金融中心底中央銀行因此需要保持更大的金準備。因為直至一九三〇年為止，中央銀行準備裏底國外匯票和現金一樣有用的，牠在價格水準上所發生的影響也與現金本身一樣，所以無論如何計算世界「有效率的」現金儲量必須把牠包括在內。國外匯票之流入於中央銀行在一九二五年末爲八億二千八百萬元。至一九二九年末漲到二十二億零八百萬元，計增十三億八千萬元。（註六）將這些國外匯票底數目加於金準備底數目，我們看出「有效率的」金準備和與牠相等的東西在這幾年中每年底增加比率比百分之三要大得多——事實上每年在百分之六左右。

真的，這些考究沒有完全駁倒價格崩潰是由於現金缺少的論斷，如金代表團和其他詳釋者所暗示的。因為縱使承認了現金用途方面一切的節省，而鑑於加在現金供給上增多的需求我們不知道，並且不能夠知道，貨幣現金儲量方面究竟需要那樣的增加比率，還可以防止價格水準底跌落。自一九二四年以來許多國家恢復金本位，一九二四年兩國，一九二五年七國，一九二六年兩國，一九二七年五國，一九二八年四國，在五年的期間裏共計廿國左右，不得不於可利用的現金供給上面發生一種嚴重緊縮的影響，並且早晚迫着價格水準低落，除非世界貨幣現金儲量有了加速的堆積足以相抵。（註七）所以雖則以較大的效率使用現金，而實際上全世界都恢復了金本位，價格不能夠維持到一九二八年底水準還是有可能的噯，但是這是一個不能證實的論題，並且上面所分析的情勢給予甚多的根據，使我們相信牠底真實。兩面相抵起來所得的證據頗不易指到這個結論，即急轉直下的價格崩潰是由於那些可利用的現金供給底不足。

金準備分配底不良。但是如果價格崩潰不能夠直接地歸因於絕對的現金缺乏，那末，不能充分利用貨幣現

金的供給。換句話說，「僵化作用」(sterilisation)加上那些供給在各國間分配的不良，和價格崩潰有關係的議論到底是怎樣呢？這并不一定等於辯論，那崩潰是由於「貨幣的因素」而非由於發展了嚴重的「真實的」失調，以致生出不可避免的劇烈的價格跌落。因為現金分配不良或許牠本身是這些失調底原因，雖則牠一部分也是牠們底結果。

在一九二八年底末葉美國和法國底中央銀行和國庫金儲蓄統共達到四十九億九千三百萬元；世界其餘諸國底金儲蓄達到五十億一千八百萬元（蘇聯除外，四十九億二千六百萬）。在那一年裏這兩個國家擁有世界金儲備總儲量底半數。到了一九三一年底中葉牠們所享有的部分增加到五分之三以上，牠們底儲蓄達到六十八億零四百萬元，世界其餘諸國底儲蓄僅達到四十五億七千九百萬元。（蘇聯除外，四十三億一千八百萬元）。

（註八）價格崩潰底基本原因應於現金儲蓄底分配不善中求之的見解以對於金代表團底最後報告，提出異議的節略之蓋印國家所用的辯論之辭語表現得最好。「新近價格暴跌底原因在於貨幣現金底分配不善而不在于整個世界貨幣現金儲量底任何缺乏。」直至一九二八年為止，美法兩國支付均平方面底餘額係由美國大半以長期投資底形式和由法國大半以短期投資底形式所輸出之相當的資本來作調整，但是自那一年後這筆輸出的資本開始衰落。同時這兩個國度在商品流入方面安置了種種的阻礙結果是債務國，只有出於輸送現金於債權國的一途才能夠彌補這支付均平方面的缺額。美國和法國在支付均平上底餘額當然可以最後追溯到牠們鉅大的戰債和賠償底收入。假使這兩國沒有收得賠償和戰債底支付，牠們明顯地不能夠吸收這些現金總額。賠款和戰債底支付一向是這個偏於一面的現金分配底基本原因。在國際貿易常規的進程中和這些非常的影响不存任時，支付均平上那樣的餘額絕對不能夠發生。」爲什麼這崩潰要到一九二九年才發生的理由可於美國大量的資本輸出截至那一年止之中求之。當這些國外借款因紐約證券交易市面旺盛底發展而開始枯竭的時候，崩潰成爲不可避免的事件，因爲賠款和戰債底支出只能夠用現金來應付。如果收得這項現金的國度讓牠在牠們內部的價格水準上面生出牠充分的影響，這流入最後會受到阻遏并且會轉而流出。但是牠倒反一部分被弄成「僵化」(sterilized)，

以致在現金底喪失使其他國家底價格水準往下跌落的當兒，美國境內底價格不能及時漲高起來。（註九）

現金分配底不善和價格崩潰 這個分析裏頭有許多是無可駁斥的，牠忽視了某種很重要的因素。總括起來牠太過着重於美國方面現金底覆化，意即現金在價格上沒有發生牠底「可能的」'potentially'，「充分的效力，而太不注重下面的事實，即美國已給與現金過多的效力顯不利於她自己經濟的健全，並且最後，由她底影響，不利於全世界底經濟健全。以美國和法國沒有，或不能夠，讓她們所取得的現金充分地影響於她們內部底價格水準而言，這可以說現金一部分受了覆化，不論是有作用的或出於無意的。但是說起來頗奇，我們能夠追溯，這造成不景氣的糾紛，是由於現金太多，同時也一樣實在地能夠探求牠是由於現金太少，現金之漸行集中於幾個國家裏減少了全世界其他國家底貨幣準備，並且最後逼着那些喪失現金的國度開始限制她們底信用。但是同時美國擁有那樣龐大的現金儲量足以造成極可驚愕之信用膨脹的旺盛，結果陷於不可避免的崩潰並且拉下了全世界底價格。

美國和法國逐漸吸取世界大量現金的程序反映於下面的數字裏，一九二三年這兩國連同瑞士、荷蘭和比利時共有世界現金底百分之四四；大戰結束時，百分之五一·五；一九二九年底中葉，百分之五八；在胡佛總統下令停付戰債時百分之六五·五；一九三一年末，百分之七一。世界其餘諸國，蘇聯除外，在這些同一的日期內，按同一的次序，計有百分之三九·五，四三，四一·二五，三二·二五，和二六。（註一〇）在一九二八年末葉和一九三一年中葉之間，美國增加她底中央金準備達百分之二二以上，法國達百分之七七以上；在世界其他諸國裏，蘇聯除外，中央準備跌落到百分之一二以上。（註一一）當一九二九年美國底中央銀行準備增加了一億五千四百萬元。法國底增到三億八千四百萬元。那年所有中央銀行準備底增加總額達於三億八千七百萬元。因此世界其餘諸國底準備在那年跌落了一億五千一百萬元。（註一二）

自一九二六年以來，世界價格水準底趨勢以大體而言是慢慢地向下低落的，但是地方上價格水準底移動常趨於相反的方向。在英國牠們底趨勢是顯著地落下的，在美國自一九二七年底中葉至一九二九年九月，牠們緩

緩地和不規則地向上移動，在法國自一九二七年底後三個月至一九二九年底前三個月牠們向上移動得更快些。可是無論在美或在法流入的新現金於提高價格方面都沒有發生牠充分的效力。以法國的情形而言，一部分可以法蘭西銀行底職能和牠底不能從事於公開市場交易來作解釋。至於美國方面，在進行聯合準備局底戰後穩定金融的政策中，信用膨脹不許達到金準備所允准的限度，而這些準備還是遠超過於法定的最低額。爲了不同的理由，現金在這兩國內都被「僵化」到這個程度。可是因爲聯合準備局底穩定金融政策尙屬幼稚，現金底輸入還讓着極大的投機的證券和地產底膨脹發生起來，這個情形在一九二九年需要嚴重的信用限制。因此起初世界上其他諸國必須加上信用底限制，因爲現金流到美國和法國去，嗣後美國本身也須於一九二八年加上信用的限制，這却爲了現金太多底結果。紐約聯合準備局底再貼現率着提高，自一九二八年正月裏底百分之三·五至七月裏底百分之五，并且準備銀行售出證券藉以制止證券市場底投機。至一九二九年限制的方案尤其嚴厲，并且應用於紐約和倫敦兩方面。正在這個時候性質最嚴重的生產結構方面發展了真正的失調，這失調，連同反動，需要最有力的清算(liquidation)以資矯正。因此現金分配的不善，縱使沒有絕對的世界現金缺乏，實實在在說起來應負價格崩潰底責咎，雖則最後的責任主要在於那些產生這個分配不善的因素——戰債，賠償，貿易障礙等等——其次才落到沒有設法去有效率地抵消牠們底影響之錯誤的貨幣政策。(註一三)

矯正這形勢的困難 可是在矯正這形勢方面的種種困難，不應估算得過低，當地的有利的支付結算沒有給重大的國外貸款所抵消時，美國吸收現金的趨勢頗不易遏止，因爲國內一有控制過度膨脹的企圖即會鼓勵外面現金更多的流入而控制底目的終於挫敗。至於法國爲了下面所說明的理由，現金流入也不易抵消。可是這兩國那樣吸收的數量鉅大的現金雖則沒有生 outcomes 一信用膨脹，按照金本位底傳統的原則是應該發生的，然而在美國已現出充分的膨脹足以發生嚴重的生產過剩并播下後來劇烈的反動底種子。

在有些方面這問題是非常複雜的，事勢轉變起來沒有像按着金本位制底「規則」，所應轉成的局面一樣。在美國內一九二八年至二九年市面旺盛底來源常常可以合理地追溯到一九二七年聯合準備機關底賤幣政策。這

些準備機關底現金儲藏在一九二七年春季和一九二八年夏季間低減下來，由於低微的再貼現率 and 鉅大的公開市場式的證券收買。這政策完成牠直接的雙重目標，即促成由一九二七年底衰落而恢復到國內商業底繁榮和幫助歐洲獲得一些美洲底現金。不幸牠為時未久，成效却嫌「太」好了，這國內所鼓勵的鉅大投機的旺盛不在於商品方面，像戰後的旺盛一樣，而在於證券和地產，所以情形並沒有變佳；因為商品價格底漲高或可以挽轉現金潮流底方向，而 *call money rates* 底提高和希冀還有更高的證券價格却會吸收加多的現金到美國去。她以前大宗的國外貸款底數量底減縮（只有這筆貸款使鉅大的戰債支付着幾乎不可穿過的關稅壁壘之前成為可能的），大大的加強這個現金流入的趨勢。金本位制的機構在嶄新的狀況之下，以傳統的老法子運行着，并且和牠從來辦沒有打算着去應付的勢力競爭着，那末因過度吃緊而崩潰，就不足為怪的了。

對於美國境內現金「僵化」底責難 人們時常加於聯合準備當局的責難，尤其是歐洲底批評家，即他們在不景氣時把鉅大的現金儲藏一部分弄成僵化的責難，似乎可在下面的事實裏得到實證，即全部聯合準備機關底「自由現金」底數目在一九二四年和一九二九年間顯著地增加起來。酌量每季的變動而改正的按每週所已知的分量而推算的每月平均數目如下：（以百數元為單位）

月	數	一	九	二	四	一	九	二	五	一	九	二	六	一	九	二	七	一	九	二	八	一	九	二	九		
三	月	六	六	一			八	二	二		九	一	六		八	九	二		九	一	四		一	一	二	五	
六	月	五	七	一			八	九	三		八	七	六		八	六	五		一	一	一		一	〇	八	二	
九	月	四	九	二			九	一	九		九	四	九		八	一	三		一	〇	九	五		一	一	一	八
十二	月	六	七	五			九	〇	三		九	三	四		六	九	六		一	〇	八	八		七	八	二	

可是以有意緊縮信用底分量或防止牠底膨脹而言，活躍的僵化作用還不會有過。至少可算到一九二四年為

止，情形是完全相反的。美國收取她大部分的現金是當大戰時及在一九二一年到一九二四年裏。一九二四年以後直到不景氣時，所得的和所失的約略互相抵消。一九二一年和一九二四年之間信用膨脹得很可觀；一九二四年至一九二九年間牠底膨脹還要更大得多了。當一九二七年底後半期和一九二八年底前半期牠簡直是在低落的金基上面膨脹起來。美國底貨幣流通加上每金元底個人存款增加如下：（註一四）

一九二四年	一〇・六四元
一九二五年	一一・八〇元
一九二六年	一二・〇八元
一九二七年	一二・一九元
一九二八年	一四・一三元
一九二九年	一三・三九元

聯合準備政策和銀行信用底進展 可是這些數目沒有說出完全的事實。要明瞭不景氣以前的信用大膨脹，我們必須看到在這制度底整個地令人誤解的準備比率，（現金對於聯合準備和活期存款）之外，還須考慮到美國境內銀行信用所賴而造成的會員銀行準備差額底移動及影響這些差額的主要因素。這樣研究一下我們看得出則美國沒有盡量使用她底現金，信用方面已大見弛緩，并且大規模的現金膨脹也聽其發展。在一九二四年正月和一九二九年十月之間會員銀行準餘額增加了百分之二五，雖則金準備實際上仍無變動。

在這個時期中聯合準備銀行兩次大規模的收買政府證券可從會員銀行準備底激增看出，一九二四年增了二億元以上，一九二七年約略也達到同樣的數目。在這幾年裏儲藏政府證券的主要變動如下：（註一五）

一九三七年十月至一九二四年九月	買進	五億一千萬元
一九二四年十一月至一九二五年三月	賣出	二億六千萬元
一九二六年四月	買進	六千五百萬元

一九二六年八月至一九二六年九月

賣出

八千萬元

一九二七年五月至一九二七年十一月

買進

四億零五百元

一九二九年十月至一九三〇年十月

買進

五億六千萬元

這些聯合準備銀行儲藏美國證券的變動和牠們在會員銀行準備方面所產生的變化供給我們以明瞭這幾年中信用情形發展的訣竅，美國商業銀行尋常沒有保持大量的剩餘準備。牠們設法把牠們底準備金充分地拿來投資。準備貨幣底變動在常規上產生信用情形底變化。會員銀行即期和定期存款底曲線變化（這指示拿來供這些銀行底顧客或存款人之用的信用），通常都是緊接地跟着會員銀行準備差額底曲線變化的。這是可以預料得到的：因為銀行需要更多的貨幣以作準備，那末牠們借貸的力量也顯然是更大的。轉向到這幾年裏會員銀行的即期和定期存款底移動。我們看出在一九二三年底至一九二九年十月之間，牠們經過了百分之二九的增加。就全體來計算這個增加以全時期而言或許不算是異常的。可是這一串數字底重要的特點在於一九二四年和一九二七年裏所顯示的陡增。會員銀行存款在這兩年裏表示一種突然向上的激進，當一九二四年增了三十億元以上，當一九二七年增了二十五億元。這些增加底原因可直接地追溯到聯合準備銀行在那兩個期中，由公開市場交易所供給於會員銀行的準備餘額底數量方面的漲高。這兩次對於會員銀行底貸借和投資力量的大增加因此可歸因於這幾年裏所推行的聯合準備政策，而膨脹底主要基礎又係這準備機關所保藏之過度的現金儲量供給的，雖則這些迅速的增加在一九二四年以前已經出現了。

信用過度膨脹底例證和影響 和會員銀行即期存款底進至百分之二一六及定期存款底進至百分之五四相俾而來的，我們又可看到這同一時期裏（一九二四年一月至一九二九年十月），會員銀行底貸款方面增加百分之三九和在投資方面增加百分之二八。但是這個鉅大的信用擴充只就牠本身而論，可算做膨脹底證據嗎？僅僅援引增加底事實作證而不參照任何標準，是不足令人置信的。信用底擴大構成膨脹只有在和其他經濟因素底情態相比較，牠底進展是太過的時候。當一九二四年一月至一九二九年十月的時期中，會員銀行準備增到百分之二五。

存款約增百分之三〇左右，貸款和投資合計增加底百分數還要多些，這時物質生產底百分量自一〇〇漲到一二一（一九二九年六月漲到一二五）。換句話說，牠底進展幾乎等於銀行信用增加的數量。那末，這項膨脹到底在那裏呢？主張一九二九年以前除却在證券市場上找不出信用膨脹的人們常常指到這幾年裏舊舊商品價格水準底非常穩定。例如，卡塞爾說：「我們不能夠，說美國底信用制度膨脹因為一般商品價格底水準沒有漲高。」（註一六）可是斷定與生產底發展同時並進，因而價格仍可穩定，的信用擴大必屬健全。——換句話說，斷定在穩定的價格水準之下不能發生膨脹——是不合理的。出產量有了增加價格水準難道不應降低嗎？對於這個問題也不能夠參照彼此息息相關的不同經濟因素底移動而下了武斷的答案。我們所能加於膨脹這個名稱之唯一的意義是受非常鉅大的利潤所引動的資本過度擴大，無論這利潤是現在的或未來的。當生產力增加時足以保持價格穩定的信用擴大能夠算做健全，只有在貨幣成本也迅速地漲高可使利潤有所阻遏的條件之下。在一九二四年和一九二九年間這種情形不會發生，所以這幾年裏頭價格底穩定聽着資本家收得過度的和步步增高的利潤。并且構成一度膨脹，這膨脹產生龐大的證券市場底旺盛，同時又承認牠為正當的。

與其於會員銀行存款或貸款底數目裏來證明信用膨脹，則遠不如證之於負債底數目裏，這負債數字反映銀行信用轉手底速率，包括證券交易手續在內。一九二四年一月至一九二九年十月間一百四十一個城裏對於個人帳目的負債總額，增加到不下於百分之一三〇，數字如下（以百萬元計算）：（註一七）

一九二四年一月.....	四一、四九八元
六月.....	四〇、二三〇元
十二月.....	四九、一五七元
一九二五年六月.....	四八、六三三元
十二月.....	五四、三九九元
一九二六年六月.....	五〇、六六二元

十二月	五七、〇七〇元
一九二七年六月	五六、八二〇元
十二月	六五、四四一元
一九二八年六月	七二、四八五元
十二月	八二、三八六元
一九二九年六月	六九、六六六元
十月	九五、五二七元
十二月	六六、七五二元

在美國底準備要求之下會員銀行準備餘額不足反映信用需求底基本的變動。這種缺點，在一九二八年和一九二九年成爲信用形勢方面一個重大的因素，當這兩年裏證券市場對於資金底異常的需求并不以會員銀行準備需要底增加來應付。實際上，在一九二九年九月證券市場旺盛登峯造極時比在一九二七年十二月會員銀行法定準備需要的總額要低了七千五百萬元左右，雖則在這幾個月裏頭證券交易貸款底需求是使經紀人增加他們底借款至四十億元以上，有幾個月裏平均利率幾乎達到百分之一〇，這個形勢發生起來因爲公司預貸他非銀行的貸款者想由高利率取得利潤，從會員銀行裏抽出他們底餘款，并且直接地放貸鉅量的資金於經紀人，這樣可以應付異常的信用需求而沒有增加會員銀行需要維持準備以相抵的存款。可是這些存款底活動迅速地增加。一九二四年一月至一九二九年十月間這項增加在紐約以外的一百四十個城裏是不及百分之四〇，可是在紐約牠是不下百分之一四〇，這明白地反映出來異常鉅大的證券交易底投機。

穩定的價值下的膨脹 我們把對於這幾年裏的發展分析總結起來，原因底連系似乎有如下面所說的。現金儲藏是那樣的龐大，以致牠們底變化沒有什麼多大意義，并且聽憑信用政策受假定的國內商業需求所支配。金基和信用上層結構間之傳統的金本位制底關連，至此幾乎完全消滅。爲了應付這假定的商業需要會員銀行準備，

尤其是在兩個時期裏。由於聯合準備銀行用公開市場底手段收買大量的證券大大的增加起來。這種情形允許是夠的信用擴大，雖在成本銳減之時尚能保持價格底穩定。因為工資不能夠相當地漲高，過度的利潤因而造成，并且發生鉅大的資本過分膨脹和證券投機，這次投機取資於信用轉手底速率增加而不須再把銀行信用多多的擴大。（註一八）當一九二八至二九年間信用緊縮跟在信用膨脹的後面，而且這個政策為紐約和倫敦兩方面所推行的時候，劇烈的反動成為不可避免的。價格水準底穩定，一直到了一九二九年所含的意義只為如果沒有信用擴大牠就會跌落，因為牠不跌落，信用就有流入於證券和地產底市場。由於支付工具底緊縮的價格跌落：和由於因工藝上的改進而成本減低所生出的價格跌落之間有極大的不同。後者能夠成為十分健全的，假如工資水準沒有相當地低落下去。反之，在生產分量增加時，也能夠維持安定的價格只要把全部有效的支付工具擴大起來，就是說，由於比較的信用膨脹。一九二四年至一九二九年間價格水準穩定底原因在於擴大的生產分量減低單位價格（unit prices）的趨勢為支付工具底補償的膨脹所抵消。因此聲稱在這幾年內美國方面有鉅大的信用膨脹的人們和主張她把一部分現金弄成「殭化」的人們意見矛盾，互相辯駁。按照金本位制底正統的規則，美國底價格，以聯合準備底「自由現金」所指示之龐大的剩餘現金準備觀之，應當大大的漲高，而從「貨幣中立性」（monetary neutrality）的立腳點看來，價格應因成本底低減而銳跌。下面於簡略地討論法國過度堆積現金的狀況和影響，及其他國家底形勢之後把這個問題底「非貨幣的」方面更詳盡地分析一下。

法國貯藏現金底原因和影響 鉅額現金儲藏之影響於法國貨幣底形勢，與牠們在美國所產生的影響略有不同。法國的貯藏係由於好幾個因素聯合作用的結果，我們可以簡略地把它這些因素枚舉出來而不用照重要底次序去排列牠們：第一，與壁壘森嚴的關稅在一起的是法國，恢復金本位制時法郎底現金成分足以在國外貶損牠底價值并促成出超；第二，法國銀行深思熟慮地堆積下來，大量的現金儲藏藉以保證恢復的金本位底絕對安全；第三，在賠款和戰債支付上法國每年收到鉅大的淨得的餘額；第四，法國人民不願在外國作長期的投資，這種恐懼心理底產生一半是由於當以前信用膨脹時期所遭逢的重大的損失，加以在巴黎國外資本發行額底限制；第

五當法郎貶值時逃向其他國家以求安全的儲藏之國外短期存款有力地流出本國；最後，要使增多的金準備由於信用擴大在提高價格方面發生充分的效力頗感困難，這個困難是由於中央銀行不能從事於公開市場交易的特殊性質而造成的。

這些因素，尤其是最後所說的那一個，足證法國當局否認法蘭西銀行實施積極的現金「僵化」爲合於事實。（註一九）他們並沒有籌劃任何方策去生產這種「僵化」底作用——雖則那也是一樣的實在的。他們在這種情形之下沒有或許也不能夠用任何方策來防止牠。反之，現金輸入不斷地流向法國去同時貼現率之低，無論與世界上那一個地方都比得過，並且可利用的短期資金多到無以復加。在加於法蘭西銀行底自由行動的法律限制之下，及在前面所說的其他非貨幣的情形裏面，數量過多的現金堆積幾乎是不可避免的。可是這還是真實的，不管怎樣的承認她底通貨和信用制度，常規上所需要的現金儲藏比英國或美國的比較地要大得多，我們不能不說法國獲得之世界貨幣現金儲量底部分是比她所應得的超過了許多。（註二〇）在這樣情況之下要期望金本位制運用得完滿是不合理的。真的，爲了約束她底中央銀行的特殊法律規定之不易伸縮，法國吸收現金大半是一種被動的行為。但是這項行爲所生出的國際方面的影響並不因其爲無意識的而有差別。戰後金本位制不能夠半自動地運用起來作爲產生國際上價格成本結構底整合作用的工具還可以充做另外一個例證。

英、德和其他國家內的現金和信用 在這時期內美國正取得現金并擴大信用，法國也取得現金并不擴大信用，而英國却趨於喪失現金但不緊縮信用。雖則在一九二五年至一九二九年間，金元金鎊匯價底趨勢常川地迴翔於現金輸出點左右，限制信用的政策却沒有實現。這時期中倫敦清算銀行（Clearing Bank）底存款增加到百分之八或九。（註二一）換句話說並沒有用任何方法去矯正英國對於世界其他諸國那樣延續的不平衡底狀況。

德國方面也正發生信用膨脹。自一九二四年至一九二九年純淨資本輸入（長期和短期）共計約達一百七十五億金馬克（reichmarks），一九二七年和一九二八年間輸入特多。現金準備和法律上能夠替代現金充作發行保證國外資產在一九二五年第三季至一九二九年第三季間，自十四億八千七百萬增加到二十五億零七百萬金馬

克（每季平均的每月底的數字），或增加百分之六九；同時大銀行底信用總額自四十九億八千三百萬漲到一百一十一億二千九百億金馬克，或漲到百分之一三三。但是這種膨脹幾乎遍及全世界。商業銀行底現款比率 *cash ratios*（儲藏之金幣，鈔票和寄在中央銀行的餘款對於存款、鈔票和支票總額的比率）在加拿大自一九二五年底一三·三跌到一九二九年底一〇·一，在南非洲自一四·五跌到一一·一，在澳洲自一九·八到一五·九，在新西蘭（*New Zealand*），自一一·九到一〇·九。（註二二）於同樣的年月間存款總額方面百分數增加（因躉售價格底變動而加以更正）在這些同樣的國家內是二七·五〇，二四·二〇。（註二三）以一九二四年底金基來作衡量這些數字自然是要大了許多。

美國底穩定政策，一九二五年至二九年 一九二九年以前聯合準備制度底政策到底有幾分是斟酌飽滿地向着保持躉售商品價格水準底穩定方面進行，我們頗不易決定。（註二四）在那時，這個有名的政策，牠底推行或許是一半有意識的，和一半躊躇不決的，引起主張貨幣穩定的人們予以不少熱烈的贊同。我們不難看出，尤其是在過去的回顧上面，爲什麼牠必定會弄到經濟崩潰的地步，假如實際上把牠施行起來。因爲這問題內容複雜，而且到現在還沒有人完全能了解牠，我們把牠仔細地分析一下是很值得的。

就商品價格水準本身而言，以牠爲經濟健全和銀行政策標準底指針是很不可靠的。不顧「非貨幣」的因素底行爲，貨幣底穩定不能夠與靜止的價格水準視爲同一的。在這本著作裏面，爲了沒有更好的名稱并冒着誤解底危險，穩定一語一向都用作含有排除嚴重的循環的漲落的意味，但是并不一定排斥或不容有長時期的逐漸向上或向下移動的趨勢。這種用法底理由見下面第十一和十二兩章內。於成本價格結構水準自身底移動還重要些。只有在這些因素彼此互有關係的某種適應的行爲狀況之下，一定的價格水準纔會防止經濟的不平衡和將來的反動。當引起一九二九年底危機的期間內，在爲世界漲落中心的美國內這些狀況沒有存在。

價格，成本和利潤 相對移動 這個說法的真實可於這時期中價格、工資和利潤底比較的進程裏尋到例證。在一九二四年一九二九年間，美國所有公司底淨得利潤總數增到百分之六〇以上。這情況并不是平均分布

的，牠是以工業爲主體的，利潤方面底高漲大半是製造業底特色。就是在不景氣以前，營業正經歷着比較的發展，不但在美國，而且全世界都是這樣。

一九一九年至一九三二年(a)美國所有公司淨得利潤底總數(以百萬元計算)

年	份數	總數
一九三二年	九	六九一〇
一九三一年	一	四二八〇
一九三〇年	九	一七〇〇
一九二九年	九	四三〇〇
一九二八年	二	五七二〇
一九二七年	二	四八七〇
一九二六年	九	六八三〇
一九二五年	九	六六三〇
一九二四年	二	五七三〇
一九二三年	九	七五〇〇
一九二二年	二	七九五〇
一九二一年	九	一二六〇
一九二〇年	〇	三二四〇
一九一九年	三	四九三〇
一九一八年	三	四九三〇

章

來源：Solomon Fabricant 最近美國公司底利潤，全國經濟研究局，紐約，公報五〇，一九三四年。表內的數字係爲了所得稅報告於美國財政部的數字。(a) 在所得稅繳付之後，但是在股息 (dividends) 支付之前。除却免稅的公司和人壽保險公司。(b) 預備的估計。

即就製造業本身而言，在某種部門，例如在織造業、橡皮、皮革和木材產品方面，利潤率是低微的。有些國家，如英國和中歐幾個區域，也沒有享受很大的繁榮。此外表上所列的數字不足指示利潤率底趨勢，因爲投資變動並沒有計算到。現在還沒有可靠的數字可以指明這整個期間內，美國所有公司底淨得價值底移動。但是一九二四年至一九二九年間淨收入對於七十一家大製造公司底投資的比例在繳付聯邦所得稅後，自一九二四年至一九二六年表現迅速的漲高，於一九二七年恢復原狀，而於一九二六年和一九二九年內重新又呈陡增。(註二五)

美國所有公司的股東贏益的比率，除了所得稅後，在一九二七年是百分之五·三，在一九二八年和一九二九年都是百分之六·二；以所有製造公司而言，這些數字按次第是百分之六·二，七·六，和八·三。(註二六) 這個代表在一九二七年至一九二九年間，利潤率約漲高百分之三五左右。可是在不同的工業集團之間，却有很大的差異。大多數從事於或有關於產生消費者物品的集團表示沒有漲高或跌落。所以就織造業而言，一九二七年，一九二八年和一九二九年底數目按次第是百分之五·四，三·五，和二·九；以皮革產品言，是七·四，四·八，和三·九；以橡皮產品言，五·一，〇·三和二·五，至於食品飲料和煙草所表現的數字略爲好些；——百分之六·七，七·九，和七·七。但是說到農業則數字爲一·三，二·二，一·四；商業爲五·五，六·四，和四·九；至於勞務爲四·〇，四·一，和三·八。另一方面關於生產者貨物或經久的消費者貨物的工業團體利潤率則照循環的向上可料度地漲高起來，并且在分析旺盛期和與牠相關連的貨幣政策時，這些部門的幸運却是特別重要的。金屬和金屬產品(包括汽車在內)底百分數照次第是七·一，八·八和一〇·九，化學品五·四，九·一，九·九，而開鑛和採石方面則爲〇·七，一·八和二·七。公用事業和運輸底數字也表示漲高——四·八，五·一，和五·八。

這個利潤飛躍進展原因是什麼呢？這問題的繁複和所涉及的許多勞力底不易明瞭及枝節紛歧不容妄下武斷的結論，但是下面所說的因素於闡明實際的情形上似乎頗關重要。自一九二一年至一九二九年底整個時期內，適售商品價格是比較靜止的。在一九二五年至一九二九年間牠們約跌落百分之八。生活費方面情形也是一樣：在後面這兩個年份間牠僅僅降低百分之二左右。當這個全時期中製造工業方面物質生產底百分量迅速地增加。可是全部薪工支付却只有非常遲緩的漲高。因此每單位出品底勞力成本一步一步地減下去。但是這不只這樣，只所僱用的全體人數和他們平均每小時底所得差不多依然是安定的，或只有極微的漲高，每個人每小時底出品却表現迅速的增加。反之，在如一九二三年一九二六年和一九二九年那樣極端旺盛的年份裏，效率方面底增進却是相當地低微的。

工業生產力增加底原因和結果 在這幾年中製造工業上每個人每小時出品底大有加增能夠從不少的方面來解釋。我們能夠想像牠一部份是由於在全部生產的結構裏面不同的工業底比較的重要起了變化，這在這組織方面不用有什麼新興的技術或改進，那些每個人每小時出品多的工業，頗有勝過那些出品比較少些的工業的可能。我們暫且撇開這個因素，因為牠現在所可知的真相還是太少，並且牠表面上似乎不足供給大部分的解釋。那末，從工資底支付和受僱的人數實際上沒有多大的增加這一點看來，這每個人每小時出品底增多似乎足為勞力效率增加底明顯的證據。但是這從生產規模底擴大而來的每個人每小時出品底增加或許是由於勞力效率底增加，或許是由於使用更多的資本設備和比較地更少的工人。關於這一點我們應注意到美國工業生產力底增加一部分是由於趨向着大規模的組織和應用集中的方法，於新興的分野，工業的和商業的，包括零售貿易在內。這些大商業企圖底加增的效率底利潤，并非一種純淨的獲得而是一部分由較弱小的競爭者的吃虧而收效的。

照上面徵引的數字所反映出來勞力效率增加底程度而言，牠們加上了穩定的價格水準和實際上穩定的薪資，必定含有利潤增加底意味。若以加速的資本代替勞力來解釋牠們，則每個人每小時出品量底加多不一定，可證明利潤底增加，因為所應用的增多的資本需要附加的費用，一九二三年至一九二九年間，所用之馬力增

進。按照出品底增加是由於資本支出底增加的程度，僱用人數和工資支付之不能漲高一部分便可以解釋。可是固定資本底替換和擴充非常迅速，這一定指出高漲的利潤，因為這過程底完成必定要受利潤增加，實在的或未來的所催促。

兩年一度的製造業底調查對於這問題頗能有所闡明。「製造業所加添的價值」——這是出品底價值和所雇的原料底價值間的差額，因此牠代表製造程序所包含的工資、薪俸、利息、折舊、房租和利潤底總數——在一九二三年至一九二九年間增到六十億三千五百萬元或約及百分之二三，但是工資支付僅僅增到六億一千二百萬元或不及百分之六，這達到五十四億二千三百萬元的差額裏頭究竟有多少，是拿來支付這使用的馬力方面增加百分之三十所指示的新資本設備呢？估計加添的資本支出底價值總額是頗困難的，因為牠除了新的製造機器而外還包括許多東西；但是 Mr. Hawtreay 主張「如果把牠估計一年在二十億元至二十五億元左右，那末在六年內機械設置底加添大約是自一百二十億元至一百五十億元，利息和折舊兩項費用或許要佔三十億元左右。」假若我們承認「這是一個非常粗略的計算」牠便指到二十億元左右底加添的利潤，這一個增加額遠遠超過與出品成比例的增加額之上了。（註二七）

資本貨物和消費者的貨物生產比較 當這個時期中日益增劇的失調整，還可以由消費者的貨物和資本貨物（內含生產者的和耐久的消費者的貨物）底各自的生產進展底比較率中得到更多的證據。在一九二四年至一九二九年間，資本底造成比於易壞的和半耐久的消費者的貨物底出產進行得更快些。耐久的貨物出產方面之比較的投资過多是毫無疑義的。

國家收入增加底分配不良 因此後來當經濟崩潰以前幾年裏，躉售價格和工資依然是比較地穩定，而由於生產技術和組織方面成本減低得極快的結果，利潤增加之速破了一切的紀錄。僅僅以價格指數作判斷，却看不出膨脹來；倘以銀行信用和證券價格底數字來推測，大規模的膨脹底進展顯然可見。我們底分析已表示在一九二九年以前數量鉅大的純利潤膨脹開始進行，雖則商品價格水準仍是穩定。因為工資底漲高趕不上製造技術底

利潤底膨脹，證券市場和聯合準備制度 這種形勢大足以說明膨脹底貨幣的方面利潤底迅速的堆積一方面使資本膨脹底繼續擴大成爲可能，並且也大大的解放了貨幣市場不至於靠着中央銀行制度所供給的商業信用。有了高厚的紅利，一發行新證券便足募集新資本，公司的儲蓄同時也堆疊起來。(註二八)一種過於流動的市場 (over-liquid market) 也應運而生，因爲有了一個穩定的價格水準，工業對於銀行信用的需要約模只與生產底進展成比例而加增——那就是說，比不上利潤底堆積那樣快。流動資金底過度的供給一定會跑到證券市場裏頭去，在這市場裏牠給與投機者以充足的資源以抵押貸款底方法備好資本以便大批買進證券。國內資金底充斥由於證券市價底漲高，國外資金流入後更見增多。聯合準備制度底努力遏止膨脹，大半由於牠底不能夠完全操縱貨幣市場而致失敗；牠不能夠控制從私人的和國外的來源助成過度的投機之資金流動。證券市面旺盛是異常的利潤底直接結果，而這些利潤又使旺盛能夠出現。在這些情形裏面，國內成本價格結構方面底不同的因素依照着牠們那樣的行徑，則這結構所造成證券市場底投機和資本過度膨脹只能夠歸結到價格水準底劇烈的跌落。工業底結構已大大受了偏於一邊的發展所影響而變成不像樣子。和最後消費者的能力比較起來耐久材貨底工業方面容積底擴大及建造的住宅，和工廠爲數之多都可算是過度的。由於全國進款分配底缺憾「非貨幣的因素方面在穩定的價格之下發展了劇烈的失調。(註二九)

價格穩定和經濟的不穩定 在不景氣以前幾年內風行一時的狀況下，美國，以維持經濟上的平衡而言，不需要靜止的價格水準，而反需要迅速地跌落的水準，因爲有了牠便會防止過度的利潤底發生，並且可使取得工資和薪水者在增加的工業產品裏享有較大的部分。或且反之，有了實際上不變動的價格水準，不平衡或許可以避免，如果工資漲高得更快些，關稅放得更低些，及接受了加多的輸入品。賦稅大大的抬高及公共設備底支出和政府開銷一般擡節下來。美國工業生產力底逐漸增高或需求消費者的貨幣進款底增加，這會分配分量更大的購買力以吸收這擴大的出品，或需求與單位成本 (unit costs) 底減低相等之製成的貨物價格底跌落，這會使取得工資和薪水者以同樣的貨幣進款購買分量更多的貨物，在任何一種情形裏，消費，儲蓄和投資底比率間的和諧

不會受到擾亂。因為製成的貨物價格沒有跌落而工資水準也沒有漲高，有固定進款而階級所應得的及使得工業底輪子常川轉動所需求之工業效能增加起來的真實進款底增加不能實現。利潤膨脹成一種不能夠維持着的資本擴大底比率，而且結果不免至於不幸的價格崩潰，這個時期中所推行的信用政策聽憑過多的可利用的全國富源轉入於資本發展上面去，而於增加消費者的真實進款方面却没有足夠的資源。這毛病大半在於工資水準底不易活動，正和時常所援引的英國底情形一樣，雖則兩邊的狀況剛剛相反，美國方面工資水準底不靈活表現於牠們在膨脹的利潤之下，懶得向上移動，不像英國那樣，當着緊縮的壓迫之前堅拒工資底向下改訂。

照當時的那樣的情狀而言，我們可以主張美國底適合的貨幣政策不是一九二四年和一九二七年間，所推行的信用寬弛底政策而却是信用限制底政策，雖則從她底極多的金準備看來，按照金本位制底規則後一種的政策絕對沒有任何可辯護的理由，而大有反對的餘地。撇開了牠在外國世界上的反響，這也許是極端嚴重的，信用限制底政策，如果牠能夠在本國裏發生一種較低的價格水準，或可由於遏抑利潤底進展阻止了過量的資本被拉到汽車工業，營造和生產者貨物底生產方面，一言以蔽之，適度投資於聯合準備當局要說一句公道話，從世界底觀點看來這樣政策方面底種種困難不應小視。當世界其他諸國都正設法想回到金本位上面的時候，美國底信用限制由於吸引現金到她那裏去必不免於大大的增劇歐洲底困難。至於舊大陸底狀況，縱使美國為了自利起見，也不能夠完全漠視的。

因此這次關係重大的美國穩定政策底試驗，假定牠是幾經考慮的并且抹殺了實際上形勢底困難，可以認做是依據一種基本上的錯誤而成立的。這個價格穩定，從效能底迅速的進步沒有伴着固定的或富有黏性的進款收入者的獲得方面相當的增加看起來，是以生產制度底巨大的不穩定代價買來的，這不穩定因為延擱久了最後生出價格方面崩潰的跌落。到處皆是加迭爾 (Curtis)，獨佔和原料生產者着成本低落的面前想由維持價格和調節物價及類似的計劃來提高價格到了最後所得的結局也不過是一樣的慘跌罷了。

(註1) G. F. Warren 與 F. A. Pearson，價格，頁一四至一六，頁一二五。所以於一九二九年我們得到一種混合的形勢，即

商業世界適應於比世界現金供給所能維持的約要高出百分之四十或五十的價格水準，低到連戰前的價格都不能維持的現金生產率的一種狂亂的現金需求」(同書頁一四六)。

(註二) Joseph Kitchin 「金生產」見國際現金問題，頁六七。

(註三) 見同書「如果一八五〇年至一九一〇年底百分之三·一，還保持得住，他在一九一三年底百分之一〇〇的基礎上面指出一九二九年末葉底百分之三·一的價格水準，一九二九年十二月底實在的水準在這個國家(大不列顛)是一二九，在美國是一三二，在五個主要的國家內是一二六，或許在全世界上是一三二。

(註四) 聯合準備公報，一九三三年六月，頁三六八。

(註五) Sir Henry Strakosch 「貨幣現金儲量」一文見泰晤士報底金附刊，一九三三年六月廿日(根據金代表團和國際聯盟統計年鑑底數字來估計的)。

(註六) Mlynarski 前引的著作，頁五二。

(註七) 在一九二〇年底末葉，美國是 Mr. Hawtrey 所列之三十二個國家裏唯一的保留在金本位上的國度。一直到了一九二四年底末葉，雖已開始恢復金本位制，而國外匯票足供準備之用，所以對於可利用的現金供給還沒有生出很大的競爭的需求。可是在一九二四年底和一九二八底之間，三十二個國家除了六個而外都回到金本位制上面去。牠們一起於一九三一年底中葉以前恢復金本位，只有西班牙是一個例外。雖則以大體言之，牠們儘量免用搶奪底手段來取得金屬準備，世界上可利用的貨幣現金供給方面底吃緊無可逃避地增加起來。(C. J. Hawtrey 金本位制底理論和實際，頁一二三)。

德法兩國當牠們回到金本位時採取金匯兌本位制；但是法國於一九二九年採用金塊本位制，德國也有意採取同樣的辦法，並且楊格委員會 (The Young Commission) 運動告她這樣做，其他小國抱着同一的願望，牠們覺得國外匯票或許不能在一切的環境裏——尤其是在受戰爭恫嚇的時期裏——「和現金一樣的有效」，並且金匯兌本位制含有經濟力落後和財政不獨立的恥辱。因此歐洲中央銀行着着加緊要增多牠們底現金儲蓄。

(註八) 金代表團底報告頁六五至六六。卡塞爾教授同樣地辯說道「根本的原因是賠款和戰債底權利，加以取得的國家不願以貨物 and 勞務底自然的形式來收取支付。這個基本的原因成爲有效力的，當法國於一九二八年加入金本位制并開始大規模地吸收現金，及時美國停止前此責以維持她底支付均向上的平衡之資本輸出的時候。結果至於使其他國家底金準備那樣的凋竭起來因而發生了國際金本位制底崩潰。」(同書頁七四)。假如取得現金的國家照常的法度使用，牠們增加的金準備，法德兩國內的價格會漲到牠們以外的世界價格水準之上。這個情形便會引起現金底輸出，因而截止了外面的世界價格再行跌落并且幫助牠維持金本位。這樣一來我們實在可以說，金本位底支付連同不願以貨物底尋常形式來收取支付引起世界貨幣現金儲蓄上面底不合理的需求；而且債權國不能以正當的方法來使用牠們所堆積的現金。」

(註九) Joseph Kitchin 見倫敦經濟學報附刊，一九三三年正月二十一日。

(註一〇) 金代表國底報告，頁三七，節一二七。

(註一一) 同上，附表，頁七八至八一。此後三年裏百分比底增加(+)或減少(-)在這兩國和大不列顛內有如下述：

國	別	一	三	〇	年	一	九	三	一	年	一	九	三	二	年
美	國	(+)	六七			(-)	三六			(-)	一				
法	國	(+)	九六			(+)	二〇			(+)	一八				
大	不	列	顛	(+)	二					(-)	二七				(-)

(Sir Henry Strakosch 「貨幣現金儲量」，見泰晤士報現金附刊，一九三三年六月廿日。)

(註一二) 在批評現金分配底不善是造成不景氣的一個因素的論斷時 Professor Robbins 說道：「以失調的存在言之，牠造成膨脹而非緊縮。」(大不景氣 Great Depression 頁二九)，這是十分真實的。但是如果現金分配底不善大半要負造成信用大膨脹的責任，并且信用膨脹終於趨到不可避免的劇烈的崩潰而陷於不景氣，那末，我們一定很合理地辯論分配不善和不景氣大有關係。

(註一三) 來源：貨幣總監和度支大臣的年報，金幣和金塊底數目除出了國庫，聯合準備銀行和聯合準備儲蓄室以外的金塊，和外國金幣。個人存款底數目是代所有報告的銀行 (reporting banks) 列出的。

(註一四) 聯合準備局底報告。

(註一五) 卡塞爾著，世界貨幣制度底危機，頁五九。

(註一六) 聯合準備局年報。

(註一七) 即在與生產和貿易局底進展相伴而來的有效的貨幣供給底膨脹沒有造成失調整的時候，當然也不需要把信用分量置和牠展轉使用的速率兩方面，都完全照商業進展底比例增加起來，藉以保持價格水準底安定。假如牠們是這樣的增加起來，那末，貿易底需要受到了兩次的照料，硬幣供給超過了商業的進展，而投機和膨脹的運動便呈活躍之勢，上面所列的數字表示這種情形恰恰發生於美國市面旺盛底時期中，緊縮的運動也正與此相反價格跌落之多越過了信用分量緊縮底比例因為速率弛緩下來。

(註一八) 法國恢復金本位後，鈔票底發行額與法蘭西銀行底金準備和國外資產進展得一樣的快。在一九二八年第三季和一九二九年第三季間，金準備和國外資產自六百一十一億四千萬元法郎，增加至六百四十三億五千三百萬元法郎，同時和牠們相抵之流通的鈔票自六百一十七億五千七百萬元法郎 (法國年鑑 Annuaire Statistique de la France 每季平均的每月底數字)。商業銀行底存款雖然減低，也並不表示有虧

兩的僵化作用。在一九二七年底後半期以存款底百分數表現出來的現款準備跌落得很快，並且於一九二八年和一九二九年繼續着慢慢地低減起來（參看 E. Balogh 「現金輸入法國」經濟季刊，一九三〇年九月頁四四七）。

（註一九）這問題是頗複雜的專門的問題參看 J. Balogh 「現金輸入法國」經濟季刊，一九三〇年九月；R. G. Hawtrey - The Art of Central Banking 第一章「法國底貨幣政策」；及國際現金問題，頁一五七至一五九。

（註二〇）關於數目參看上面第二章，頁二〇，附註。

（註二一）商業銀行，一九一三年至一九二九年，頁五〇，二五（國際聯盟）。

（註二二）同書，頁三〇至三五。

（註二三）一九二八年當衆議院銀行和通貨委員會（House Banking and Currency Committee）提出穩定政策底報告時，紐約聯合華儲銀行底當局對於他們應該擔承保持價格穩定的責任的提議表示劇烈的反對，這是十分明白的，他們不願意由法律底規定將這責任加在他們身上；并且他們是否始終一致地舉行，穩定底政策頗有疑問。可是這似乎不成問題，他們以為商業情形必定良好只要價格水準依舊穩定，這個觀念對於他們至少有很大的影響。

（註二四）R. O. Epstein 繁榮和不景氣時工業上的利潤，Industrial Profits in Prosperity and Depression. 一九一九年至一九三二年全國經濟研究局，紐約，公報，四四，一九三三年一月。

（註二五）上面所引用的 Fabricant 在估計這些數字底價值時，我們須承認有些或許普通的一九二八年和一九二九年底資產登記（valuation of assets）。

（註二六）淨利潤對於總收入的比例底數字所指示的差不多也是一樣。以所有製造公司而言，一九二七年至一九二九年間百分數自六・〇漲至七・六，以礦業和石油而言，自四・三漲至九・一，以化學品言，自七・二漲至八・八，以金屬言，自七・〇，增至九・一（L. R. Robinson 「公司股票和借貸的資本底淨利與收入的比例」美國統計學會季刊，一九三四年三月）。

（註二七）R. G. Hawtrey 「銀行界底投機和崩潰」，見 The Art of Central Banking 第二章頁四七。「利潤底增加是製造和組織改善的結果」關於新投資底必要的源泉「在這一方面，和在經濟事件上時常相同，利潤必定歸於有資產的人。當工業有利時，許多新的資本可以動用，而且還新的資本使用得法會生出加多的利潤。資本源泉底豐富促成發明，因為牠供給必要的機會去應用新的程序。這項資本底大部分的供給一點都不由於市場上的利益，而由於於股息底限制和以準備金底方式保留大部分的利潤於營業方面。」（見同書）。

（註二八）當這個時期中壟售的價格在許多國家裏大大的跌落，然而各地方生活費總是頑固地堅持着不肯下降。下面的數字可與上面所引的美國底統計互相比較。在英國回到金本位上面去的一九二五年四月至一九二九年底末葉之間，輕便價格和生活費指數底百分數總是在各國裏有如下述：英國減二二・五和減五・二，德國減六・一和加一・一五；瑞典，減二五・一，和減五・六；瑞士，減一八・三和減四・七；荷蘭，減一二・八和減六・七。（Mlynarski 前面引過的書，頁六〇）。

決定以後消費者底借款底真正的價值者自然是零賣的，而不是零售的價格。這些數字表示強售價格方面所遭遇的那樣的減不反映在生消費裏面。

(註二)一九二四年至一九二九年間，美國每年公司儲蓄底總額估計如下(以百萬元計算)一九二四年，一四四〇；一九二五年，二八一〇；一九二六年，二一八〇；一九二七年，九五〇；一九二八年，二二三〇；一九二九年，二一七〇。(Solomon Fabricant)美國新近公司底利潤，全國經濟調查局，公報五十，紐約，一九三四年)。

(註三)因為膨脹和緊縮是寬泛的辭語，給不同的作者用來表示各式各樣的意義，我們可以在這裏提起，雖則通常由上下文看來，意義是非常明晰的。在這本書內這兩個名稱是以最概括的意義來使用的。所謂膨脹和緊縮者意即全數「有效」的「effective」支付工具底擴大或收縮，無論其因何發生，與這項貨幣以最廣義來說，在完成貨物和勞務底交換方面所應做的工作相比較。這「有效力的」一個限制用得恰好可留餘地以備通貨和銀行信用兩項底轉手速率的變動。這樣的膨脹或緊縮大概，可是沒有一定，可在一般的價格水準底向上或向下的移動裏面反映出來。因此為了便利和簡潔起見，一八五〇至六〇年和一八九〇至一九〇〇年間。跟着現金發現而來的價格向上的趨勢有時被指為一種延續的現金膨脹。在戰後的不景氣以後，美國方面價格底翔貴則視為一種循環性的信用膨脹。歐洲大多數的國家方面戰後價格底漲高，為鑄大通貨膨脹或不兌換貨幣(fat money)或紙幣膨脹。科學的嚴謹自然有點模糊了這些明白的分別。這些名稱底使用沒有涉及原因的含義，也沒有暗示這些移動是否極有力地歸因於「貨幣的」或「非貨幣的」原素。以前面所解釋的理由說起，一九二九年以前。美國境內價格底穩定可稱為「相對的膨脹」relative inflation，因為有了出品分數底迅速的擴大，則只有在全數交付媒介物方面作同時的增加纔能夠阻止價格底跌落就是這個辦法也不一定會構成膨脹，但是在這一次地却構成膨脹——假如不是價格膨脹，一定是利潤膨脹——這是工資不能足够地抵高的結果。這名稱只在於和利潤標準相比較，而使用時纔有內容可言。關於這一點銀行信用和價格底移動除却和「非貨幣的」因素底變動相關不能夠有意義。

第七章 金本位和紙本位（註一）

貨幣本位底問題 從近年來金本位運用之不很得法及除非經過一番嚴重的改革之後，牠在將來的活動亦不見得會較目前爲佳的觀點看來，這很值得考慮的，到底在何種條件上依一種固定不變的比率回到完全的國際金本位是相宜的，并且什麼狀況爲恢復牠所必不可少的。（不管我們是否贊同把金本位看做一種「野蠻的遺物」，這還是真實的，要保留牠，正和保留其他許多古老的實際上已不能再滿人意的制度一樣，與其說是靠着牠所有的那些內在的價值，還不如說是靠着難以決定用什麼東西來代替牠，雖則已經有了許多替代的貨幣制度底建議。單單指出「受操縱的」或有或無金基的通貨所易陷的種種缺點，隨即傲然地不理牠們是不足以防衛完全的金本位制的。我們不能夠漠視半自動的本位制本身底瑕疵，而且還須承認這些缺點是要享受牠底利益所不得不付出的代價。所以在這一章內金本位制和自由本位制（或完全脫離了金本位或只在有些可伸縮的狀態中尚依附於金本位）底比較的優點和缺點要大略分析一下。貨幣改革底具體建議則等到下一章來檢討。可是第一我們必須說些關於「貨幣的」和「非貨幣的」因素底比較的重要，價格不穩定底影響，和銀行機構在事實上對於價格水準所能行使控制的程度。

貨幣的和非貨幣的因素 貨幣的或非貨幣的因素是否最要擔負商業活動底循環式漲落的責任是個非常麻煩的問題，不用多述，縱使我們在這個事項上的見解，對於銀行機構在財政和工商業的程序方面能夠行使有效的控制，以防止或減少經濟的不穩定所感覺得到的程度，或許是含有重要的意義的。這個問題底充分的考究需要更廣博的和更專門的討論，在這個論著底範圍內是沒有篇幅或機會去暢述一切的。在撇開關於這裏所視爲無法解決的種種原因的問題不論時，我們可以概括地承認，第一，商業活動和全數支付媒介物底漲落可以在許多的方式內生出的；第二，不少的糾紛在本原上分明了屬於「非貨幣的」，例如，戰爭，政治的波動，需求底轉移，

生產技術底變動，關稅底更改，不平衡的經濟發展，及其他無庸枚舉的種種變動；第三，不管漲落底生產是首先由於影響及貨幣行爲底分量的工業結構方面的更動或首先由於貨幣供給方面底變化，一切漲落在某種意義上都是貨幣的，即牠們是與生產出來的貨物數量和貨幣供給底有效的分量兩方面的相對的流動的變遷一齊發生的。縱使爲着先佔一步辯論的地位（雖則許多人會強烈地否認牠）我們姑且承認在金本位制之下貨幣機構不是首先要負，或一點都不負，發生商業漲落的責任，還有一個問題留下來答，即貨幣機構在防止非貨幣的範圍內的謬誤發生或減輕這些謬誤底影響方面是否沒有缺憾。真的，這個問題底解答，一部份但非完全地，要看給與商業循環底本原底第一個問題的解答而定，那些傾向着「貨幣的」見解的人們趨於將後者當做能夠由貨幣的行爲來控制的，那些相信商業不振是由於結構上失調底發展而來的人們總有點不信賴「人爲的」貨幣的補救方法。所以以維持穩定爲標識簡約地討論中央銀行在銀行信用底數量和條件上行使控制的可能性應該是適當的。

在這個論戰上雙方爭辯斷斷，打了一場筆墨官司。對立的兩方面所持之言說間有許多并不一定是互相矛盾的。上面已說過，有一派的思想主張價格底紛擾應歸因於在性質和來源方面根本上非貨幣的失調底發展，這或許是對的；另一派的持論以爲貨幣機構如果正當地運用起來，應該并且能夠使牠自己這樣地與非貨幣的變動相調整，足以幫着防止或補救這些失調，（註二）這也許是一樣地言之成理的。再者，雖則大家承認由貨幣政策去約束向上動盪的過度膨脹要比在嚴重的不景氣中去促成復興與底局面較易於爲力，可是，如果用這樣的方法能夠制止旺盛，那末跟着而來的不景氣也就可以減輕了。「一輛汽車跌入溝中之後不容易把牠自己再拉出來，這個事實不足證明駕御得法也不能使牠循着道路底中間行走。」（註三）金代表團底多數派在牠最後的報告裏頭發表意見，以爲應用貨幣政策去矯正由於非貨幣的原因，而生的價格水準底漲落是不可能和不相宜的。可是情形到底是否這樣，或許要看是否指着金本位或紙幣下的狀況而定。按這裏上下文底語氣分明指到前者；但是作者沒有考慮到另一可能的情形，他們的立說犯着假定未決的問題以爲論據之病，以所含蓄的意義推之，他們否定下面這個問題，即，如果放棄金本位能夠停止通貨緊縮和價格低落，是否值得把那個本位放棄而不去留戀牠。我

們在上面業已承認，確已明白地辯論過，控制國內價格水準底移動必須嚴緊地限制於一種毫無拘束地自動的金本位之下，以期與世界底移動相合，那本位底精義在於明確地將國內的因素附屬於國際的因素。可是我們不能論證，即金代表團底多數派也不能夠有意暗示，這些論證對於離開金本位的通貨是有效的。戰前，戰後和更近的經驗都斷然地證實，在紙本位之下通貨和信用膨脹能夠把價格提高到任何程度，不管這樣辦法底利害得失及牠後來的影響如何。歐洲戰後信用膨脹底例子盡人而知，不必再述。但是最近英國，瑞典和一般金鎊集團底國家自從三年前脫離金本位以後，已明確地證實牠們不但能夠維持躉售價格水準安然不動，而反比繼續使用金本位的國度內的價格水準還要穩定些，且其水準之高又遠非後者所可企及。不論價格水準底變化是否首要地歸因於貨物流動和貨幣流動之間的等式底變動，發生於後者，即貨幣的方面，或肇端於前者，即非貨幣的方面，理論上總還有維持價格比較地穩定的可能，只要貨幣的因素，即支付工具底有效的供給，能夠受我們底控制。

(註四)

縱使在不像金本位那樣緊緊地限制任何一國底自由行動的自由紙本位之下，應用貨幣的方策以矯正價格水準底漲落在實施上或許是不容易，而況牠或許也是不滿人意的。不同的中央銀行對於牠們自己的貨幣和銀行制度所能控制的程度相差甚遠，所以牠們調節全部支付工具底有效的供給的力量也就大相懸殊。例如，英倫銀行對於造成銀行貨幣和信用的控制比諾法蘭西銀行，德意志銀行或美國聯合準備銀行底控制力量是要完全得多的（每一個銀行方面都有牠底不同的理由）。（註五）由於貨幣的行爲想從不景氣中促成復興與局面比於想遏止正在抬頭底旺盛，不曉得要困難多少倍數，因為，照屢次的經驗所指示，在大不景氣時，商業或許不能應着減低的再貼現率而有起色的，縱使有了大規模的公開市面交易做牠底後盾。但是這便是說，如果能夠用傳統的方法直接地達到所希望的信用膨脹和價格漲高的目標，則必須借助於補充的方策，如規模更大的公共建築底計劃之類，這會增加開支和購買力并因此而促進資本貨物底工業及消費者貨物的需求。這問題在另一處討論得更詳盡些（下面第十章）。雖則當旺盛時期內我們一聽憑經濟失調發展起來，必定免不了衰落和重新調整，然而貨

幣控制政策底鵠的，却正是要防止發展到信用膨脹底過度擴大。而且所認為必要的那些重新調整，在比較穩定的價格水準之下，一定會更容易完成，比諸當我們加上一種遠超出於所需要的限度之外的厲害的價格緊縮以期完成這些重新調整的時候。在牽涉及降低一些普通價格水準之必要的藉以補救的一種清算 (Corrective liquidation) 方策和由恐慌發出的要求清算的慾望附以一種國際上攘奪現金的狂熱所產生之純然破壞的價格緊縮之間實有極大的差異。從前所運用的金本位制有種種極嚴重的缺點，其中一個是牠底作用靠着過度補償的程序 (a process of over-compensation) 更迭地先傾於一個方向而後轉於另一方向，先聽憑信用過度地擴大和價格非常地漲高，而後強行一種極不相稱之大規模的信用破壞和價格緊縮底方策以資補救。

例如像金代表團多數派時常唱道的理論以為信用擴大底方策「在有些情形裏還可以立下一個新的信用擴大底基礎，或許不易控制得住」(註六)這可以迅速地解決的。這等於恐怕如果讓病人吃了東西，他或許以飽食傷生因而而不給食物去冒着使他餓死的危險。經驗，尤其是戰後的經驗，業已指示信用膨脹縱使進至最高的階段還能夠聽我們操縱。就戰後許多非常膨脹的歐洲通貨底穩定政策所證實的而言，則膨脹後必常繼以一種緊縮的反動也是不確實的。法意及德都經歷過膨脹而沒有繼起的緊縮。尤其是在金本位之下，緊縮大約會跟着膨脹而來的。

信用膨脹底控制 這并不是否認控制業已成勢的信用膨脹在專門的和非經濟的兩方面可以有重大的困難。現在美國的情勢值得簡單的分析以備一例。今日美國「正統派」恐怖信用膨脹的意見(由我們看來似乎一定有些神經過敏的)雖則過分些，却不是絕無根據的。這情勢含有非常易於爆裂的材料。金屬的準備大到有些危險的程度而會員銀行底過額的準備也達於高得可笑的數字。美元貶值增加了二十八億零八百萬元於現金儲量上。由於牠底外匯價低 (Fictitious undervaluation) 而生的現金流入又加上了六億五千萬元。會員銀行底剩餘準備超出十億元以上。由於開銷國庫內所有的現金這些準備能夠增加到那個數額底四倍。就平均數而言，會員銀行照法律規定需要將牠們存款底百分之十左右留在聯合銀行以充準備。假使牠們要自由貸款和投資，牠們在理論上

能夠以那些剩餘準備作抵，擴大牠們底存款到四百億元，這一欄數量幾乎要比一九二八年所有商業銀行底需求存款全額超過了一百五十億元。提高聯合準備底再貼現率，欲求有效，需要會員銀行必須用聯合準備銀行底貸款。增高的貼現率也許還要碰到財政部底反對，因為牠在政治借款時會蒙受加多的折扣，由聯合準備銀行公開售賣政府證券以減少會員銀行的準備餘款 (reserve balances)，也可以遭逢財政部底反對，當預算依然差額過多而收支不能相抵的時候。

可是在近來銀行立法之下聯合準備局，當必需的時候，可以提高會員銀行底準備要求以限制銀行信用底擴大。這個武器，如果有力地運用起來，雖則遲鈍，却能夠無疑地生出很好的效果。與其他傳統的武器合一起來應用，實有約束奔放的旺盛 (a runaway boom) 的技術上的可能性。但有效的方策將來大約會被採用到何種程度是一個實際的問題。所牽涉及者也不僅只是一種政治的因素。控制膨脹的運動尚有擇取恰好的時間的困難，要解決牠大半必須靠着判斷力的。因為，要有成效的話，控制定當加於膨脹程序業已得勢之前，換句話說，要在大多數人還相信膨脹是健全的的時候。如於較晚的階段上行使限制，或會產生劇烈的經濟衰落。當像那樣的膨脹剛抬頭的時候是頗難認清的。在實施上中央銀行家要制止牠也一樣地有困難，因為牠們大約會從商人，銀行家，政治家，和大多數的經濟學家方面，聽到猛烈地羣起責難的聲浪以為他們要想破壞繁榮。只要這膨脹出於信用擴大底方式，而非不兌換紙幣底充斥，主張健全貨幣的最大多數人大約不會看出牠裏面有危險能。

價格不穩定底影響 價值標準底不穩定的不幸的影響，沒有詳述的必要。特別是最近的經驗已使我們體會到劇烈的價格漲落底惡果是不勝痛苦的。價格紊亂引入於國民經濟生活的紛擾和加諸社會上面的酷烈的損害，和不公道時常有人仔細地來描寫。(註七)這惡果是兩方面的。價值標準底急遽的變動，由於使成全部價格成本結構起了次序凌亂和紛擾，在生產的活動上面生出一種悲慘的影響；但是牠們於不同的社會階級之間，也武斷地變更之為那種經濟活動所造成之國民收入的分配。價格底慘跌需要在整個價格制度上(國內的和國際的)關於所得分配和生產結構方面有種種猛烈的，遠大的和困難的重新調整。我們或許可以徵引麥美倫委員會關於

價格低廉影響的摘要。(註八)價格高漲底一般的影響大略便是這裏所描寫的那些影響底反面，所以，加以必要的改變之後，這項敘述可適用於播下商場不景氣的種子之膨脹的時期：

(一)以貨幣作表稱而定下的一切所得，如國債上的利息，社債券(Debentures)和其他利息有定的證券之類，照常沒有變動。這麼一來，由那些來源而得到的收入能夠依現在流行着的較低價格水準購買配分加多的本國產品。……

(二)許多其他的所得係為習慣或法律所定。……獲得所得者同樣地受到利益。……

(三)這些有所得的階級所能購買之本國產品的配分增加起來，剩下給社會上其餘的部分間所分配的分量便減少，結果至於只要薪俸和工資不變，可供利潤之需的最後殘餘是不敷的。

(四)實行調整的企圖生出相繼而起的種種影響，造成嚴重的商景凋零和失業。

(五)在國際債務方面價格慘跌也大大地增加實際的重擔落在負債國家的身上。

這委員繼續說道，價格底慘跌「翻推每種貨幣調停底整個的均平。……牠帶到了減低成本的問題。……減低成本的责任落在商人身上要他們用最好的辦法去完成。」調整程序含有不少的衝突。只要調整底目標不能達到「結果便為商業因無利而衰落，出產品減少而失業隨之。」

在公共財政底方面，價格底銳跌也產生嚴重的反動，因牠在國家底收入和支出兩項上的作用而影響及於國家預算底均衡。

但是貨幣價值底騰貴不僅成為經濟上破裂的勢力而且也是一種尖銳的社會的刺戟物。「在許多方面看來價格跌落最嚴重的影響倒是社會的而非直接關於經濟的。因為價格變動引起社會上不同階級間不易過問的公平問題，牠底解決呈出極大的困難。生產因素所收到的支付最後組成進款，而男子和婦女以社會公平底標準，以確定的期望的觀念和以天然的不願意去作必要的犧牲來收取進款。這樣造成的緊張係與債權國和債務國間的緊張相平行。所以劇烈的價格變動引起社會的以及經濟的紛擾使國家上或國際上每部分的秩序無不受到影響。」

但是我們覺得最近幾個月以來，所發生的情形底重要并不一定有人完全領會。我們相信研究歷史會證實這個意見，即社會糾紛底主要着眼點就在於價格水準底變動及因之而起的債務者和債權者，企業者，和勞動者，農民和收稅者底地位的改變。從這個觀點看來，最近十年來的事勢是最不依常軌的。在大戰纔結束以後的時期中，非常劇烈的貨幣貶值便足以破壞歐洲大陸一大部分上面一切合理的經濟估計，和一切有秩序的社會和經濟的發展。這個劇烈的運動到了一個物質的受用進步得很明顯之比較安定的時期。這個局面現在又繼以劇烈的價格降低，這在政治和社會的安定上，已有極大的影響。因此而生的種種問題以重要而論超過我們的時代裏任何其他問題。我們不用再說自從三年前這些言論發表以後，中間所閱歷的艱苦的經驗怎樣更可以證明這一段話是真實的。在牠目前的方式裏面除非牠能夠計劃一種穩定的價值本位，這經濟制度是否能冀其繼續生存是有些可疑的。

金本位底問題：國外貿易和國際貸借 主張傳統的金本位制的人通常把他們底問題放在兩重的根據上面：爲着增進國際上經濟的關係，國際本位優於地方本位；防止紙本位或他種自由制度之不可控制所感到的實際上的困難，無論在學說上牠底理想的利益是怎樣。

用不同的方式表現出來，這個辯護底第一種觀察是完全的金本位制給與國際貿易，和財政以外匯底永久穩定的大便利。比率底差異自動地受制於現金輸出入點底狹小的限度內。對於一個時代目視了當戰後和更近一點的獨立通貨底時期中匯兌漲落所引入於國外貿易之危險和不穩定，我們不用特別注重這個便利底非常實在的好處。使國際貿易和國際投資都受阻礙者是一種雙重的禍害。前者可有一部分的被救而後者則毫無辦法。聯絡在一個或兩個大國底領導之下的國際紙本位制度還未發展（這個制度或許可獲得匯兌率底比較的固定），這個好處只有在國際金本位下能夠享受得到。漲落不定的通貨所引入於短時期國外貿易經營中的危險多少能夠由於遠期匯票市場底發展而消除或減輕。但是借助於這些市場在牠們現在發展的階段中或能夠避免或減少匯兌危險的程度不應歸於誇張。牠們離開完全的組織遠遠得很而且運用得最妙，正當牠們最不爲人所需要的時候，即在比較

穩定的時期中，運用得最不妙正當牠們會有最大利益的時候，即在厲害的漲落和不定時期中。經過相當時間後這個弱點或許能夠消除於一種全世界運行的互相連絡的自動本位制度之下，而且，至少在多少近乎常態的時期中，遠期匯票市場無疑地能夠在一切主要的通貨裏和按各種不同的成熟程度組織起來。可是另一種的困難，匯價漲落所加於國際貸借方面的阻礙，依然存在。在這個方面遠期匯價的漲落是不可避免的。由匯價變化而損失的危險會大大地增加，并且必定由借者或貸者承當。假如完全國際金本位永久地廢棄不用，我們必得要承受的狀況中之一種將為國際投資分量底比較緊縮，雖則不一定會完全停止。以下面所說的理由而言，這對於有些國家或許不算出了太高的代價以求獲得國家自主底貨幣政策的利益。但是金本位所給與的匯兌穩定和戰前半世紀中國際貿易和投資底飛躍的發展之間的關連斷不是偶然的，而發展底程序必定會顯然地遲緩起來，如果金本位沒有給了那樣靠得住的安全使不可預料的匯兌危險無從發生。國際貨幣本位和國際經濟底發展以同等的步調進行，而且不可避免地要這樣進行。反之新近金本位制所以崩潰的一部分的原因，我們已經說過，是爲了牠係一種國際的工具存在於駭駭日上的經濟國家主義底世界裏。

在有幾個國家底狀況裏我們還須考慮到另外一個因素。假如英國或美國在他一國和大半其餘的國家已回復了金本位的世界裏面單獨地和無限期地保持一種自由本位，牠所居的國際金融中心的地位就不免於動搖而且牠會逐漸地失却金融上的領袖資格。然而在其他金融大中心也放棄了金本位的世界裏這個比較的不利便會消滅。

匯兌底穩定和國內價格水準底穩定之間的選擇，當這兩個目的不相融合時，必須首先受國外貿易和投資對於該國底經濟生活上比較的重要所影響。以像美國那樣的國家而言，國內價格底穩定，如果能夠達到的話，似乎是更重要些，因爲受國內價格不穩定所紊亂的交易數量比諸受國外匯兌不穩定所擾亂的要大得非常之多。許多研究這個問題的學者主張甯可選取國內的穩定縱使在國外貿易對於她有極端的重要像英國那樣的國家裏。（註九）但是在這兒這樣選擇是明顯地更加有些可疑的了。

金本位底問題：紙幣處理失當的危險。擁護完全金本位底第二部分的理論即爲雷可聽憑自國外來衝擊的，不穩定的難以預料的和無法控制的經濟力量去支配貨幣制度，而不願將爲社會福利或禍患的那樣非常有勢力的因素底處理權委諸人類底脆弱的天性。受托行使這些大權的當局不僅或迫於外誘而取最易施行的途徑及受了黨派勢力所壓迫而缺乏替一般民衆謀公共福利的勇氣，并且他們或許也時常缺少在複雜、隱晦而却是非常重要的情況裏面去下聰明的決定之知識和見解。我們覺得金本位底力量在於牠底不受政治壓迫要比任何其他本位所享的自由都比較大些。金本位實加一種物質上的抑制，使不至蹈於無限制地製造無成本的支付工具之膨脹的危險。

在緊急底時期中，維持金本位所用的壓力大約也很可以成爲一種重不可耐的負擔。當那種情形發生時，其勢總得趨於放棄金本位的一途，或隨隨便便地棄去或深深地表示難以割捨的惆悵。所以批評牠的人很合理地說牠是一種太平盛世底制度。這的確是實在的，從前金本位當沒有受到非常吃緊的時期中常有獲得工商業和金融所以能順利運行的一切佳譽的機會，而紙幣則常爲着當金本位因力不足以抵抗而致崩潰的那些緊急時期中之不和穩和紛亂，而受人責難。過去非常時期中所經歷之濫發自由通貨的弊害，因爲牠在這種狀況裏是無可避免的，不足以爲那些本位底內在的弱點之明證。可是這些經驗，雖則不合理地，已使一般輿論帶着反對紙幣或他種「受管制的」(Managed)通貨的色彩，並不顧那屢次提出的指摘(即世上尋不到最後不遭厲害的貶值的紙本位的例子)，照下面所指示，是絕對與事實不符的。歐洲戰後紙幣膨脹和美國綠背紙幣時代的回憶很可以說明許多人和全民族底思想裏何以十分不合理地偏向於和感情作用地依戀着像那樣的金本位，當景況和剛纔所說的全不相同，而且需要毫無偏見地考查這情勢底事實的時候。謹慎的人自然會踟躕起來不肯把本位價值底決定委託諸財部官吏和中央銀行底當局，因爲他們在以前的舉措裏時時表現出來他們底暗昧和愚笨。但是受管制的通貨底可用不能夠根據牠們過去的經驗公平地與以估價當牠們在把金本位破壞了的嚴重危機，或緊急的壓迫之下不期而然地被人採用的時候。再者，不論我們喜歡或不喜歡牠，將來的貨幣本位，縱使是基於現金的，必定是，

照我們所已知的，一種愈受管制的本位，在這本位下中央銀行底政策決定現金價值的程度，將與被牠所決定者正相等。

金代表團底見解 金代表團底多數派感覺到處理紙幣制度時所遇之在本國和在國際上的困難，於一九三二年六月裏，當最惡劣的緊縮的危機發生之前及當美國還使用金本位的時候，有所論著，其意以為「在世界經濟發展底現階段上金本位還是最完善的可以利用之貨幣機構。」他們提出下述的理由。(註一〇)

金代表團「深感到整理不依普通世界標準之通貨的實際困難和危險，同時也感到協定一種為國際所承認的本位以便世界商業底自由流動實有很大的切要。他種貨幣制度不管有多少理論上的利益可以博得人們底稱許，牠們底遍被採用在目前呈出嚴重的，縱使不是無法勝過的，實際上的困難。而且，代表團底意見以為幾個指導的原則既獲得一般的接受，則金本位可盡牠底職能以期達到視為不基於現金，而以商品為更廣的基礎之別種本位所應有的公允和安定底大部分的利益」。可是代表團繼續着縷述各種國際合作的辦法，他們以為實施這些辦法係恢復及維持一種具有國際規模的金本位所不可少的。這裏面所可說者為恢復貨物移動底合理的自由程度，賠償支付和戰債問題底滿意的解決；採取下面的普通常規以為指導的原則，即現金移動在失金國度和得金國度兩方面所應有的影響不宜加以阻撓(節八一)。然而，以所說的第一和第三兩項在最近將來達到切實進步的前途不穩定現金觀之，我們也許要疑問傳統的完全金本位是否仍為今世底「最完善的貨幣機構」：這些重要的「指導原則」如得不到一般的接受，則他種本位底「理論上的利益」應值得更切實的考慮。

這幾點大為署名於持異議底備註的人們——M. Albert Janssen Sir Reginald Mant 和 Sir Henry Strakosch——所注視，他們不肯無限制地贊同多數派所說之金本位還是最完善的可資利用的貨幣機構。「我們至多只能承認金本位是最好的機構如果適當地受了控制……我們提倡大家回到金本位只在如果有充分的保證確和這個本位底規則，會被遵守的時候。(註一一)假使金代表團遲了一年再撰牠底報告，那一般的意見大約會更趨向於少數派所發表的見解。

匯兌穩定和國內價格底穩定。贊成獨立本位的論辯，大半就是金本位問題底反面，最後根據於特別注視獲得國內成本價格結構底比較穩定的無上重要，縱使略為犧牲匯兌平價底固定亦所不恤；并且特別注重，在國內組織漸密和國際上漸趨於經濟國家主義的世界裏，許多經濟因素底不易伸縮妨害金本位完成牠前此所達到的目標之程度愈益增高。自由本位底主要利益不在於牠們被認為能夠賜與設想的輸出獎勵金。那種利益只有當紙幣在國外貶值的時候纔能夠享受得到——真的，牠們以前時常貶值——而且縱使在貶值時，這利益還成問題，因為其他的國度大約會加上輸入限制以保護自己俾免於「匯兌上的傾銷政策」(“Exchange dumping”)更不必說起牠們也能夠借助於有計劃的匯兌貶值。紙本位底好處是，由於聽憑通貨底外匯價值與國內價格，和貨幣進款水準相調整而不需求後者與國外現金水準相調整，牠容許通貨底國內價值調整到本國底價格和成本相均衡的一點為止。這個計較對於像英國那樣受非常剛硬的經濟結構之苦的國度特別重要，但牠對於所有的國家都是十分重要的。

現金移動和國內穩定 金代表團多數派底意見以為「從國家的觀察點來考慮貨幣政策時，主要的指教應是歷史上金準備底指數。」(註一)他們深不滿於近年來中央銀行所採取之抵消現金移動的方策，認為根本上和金本位制相違反。這所說的都還不錯。但是在這同頁上面一點他們說起「貨幣和經濟政策底標準應為牠們能夠在若干年中維持重要的國際商品底躉售價格的平均水準比較地穩定」(節一九三)。這兩個時常衝突的原則應如何調和在任何地方都沒有明白的解釋。這看來有點靠不住，似乎想要得到兩個最好的世界；這個企圖，以問題底性質而論，是終歸於失敗的，戰後美國貨幣政策大半屬於這一類，其所得的結果已經在上面分析過了。實在的情形自然是，聯合準備機關雖則還維持着金本位，而自從大戰後除却運行一種受管制的通貨而外別無其他辦法，這就是由於常被切當地稱為「中央銀行原理」和金本位原理之間根本的衝突而來的。(註二)中央銀行感到必須保持剩餘準備以防國內和國外的吸取并非不合理的，但是金本位假定金準備正充分地被利用。我們已經指示以操縱貼現率來控制信用的企圖能夠由牠在短期國外存款的影響而受挫折。在那種狀況之下，堅持以現金底

充分的利用來運行金本位底常規必陷於左右爲難之境。姑認有許多應歸咎於近時狀況底反常，這似乎是明白的，不但金本位在近代狀況之下不能夠依牠本來的原則運行，而且無論如何受控制，牠也不能供作信用政策底唯一標準。金本位和國內貨幣安定之間實有合乎論理的衝突。前者加上國外的控制，後者在許多情形裏必須堅執着國內的控制。（註一四）

不景氣以前，聯合準備機關，以牠大量的現金儲蓄，能夠，由於不讓這些準備金在支付工具底總數量上發生充分的影響，及由於不使牠底政策和設想的國內商業需要相適應，蔑視金本位底常規，照這樣做去，牠離開了完全自動的金本位底傳統的正宗的原則，而且誤走入貨幣控制底領域裏頭去了。會員銀行準備和緩了金準備和信用上層結構間的衝突，所以英國在不景氣以前能夠一大部分不顧現金底移動。直至經濟衰落時爲止，美國會受現金流出底恫嚇而放棄金本位，以牠鉅大的現金貯藏觀之，似乎是絕不可能的。一九二三至一九二四年間聯合準備機關爲了鼓勵商業能夠絕對安全地從事於大規模的公開市場證券底購買，因爲那時候列強中只有美國還在金本位上，牠能夠推行適應於國內情況的政策，不管世界上其他諸國，而不致危害及牠底現金儲藏。自一九三〇年以來，情形便不同了；世界上大多數的國家都已回到金本位上面去了。即在一九三二至三三年間，雖有許多離開了金本位，而法比一派的國家（Franco-Flemish Group）還維持着那個本位，幷成爲美國固守金本位底一種威脅，不論牠何時着手進行膨脹的政策。因此回漲政策 policy of "Relation" 絕對談不到，當美國仍想保持金本位的時候。因金準備不管怎樣鉅大，在某種情況裏，牠們能夠在極短的時間內全部流出。

在不景氣以前，金本位已成爲一種受管制的本位，因爲中央銀行政策正用人爲的方法決定現金價值。以再貼現政策來穩定價格水準的行爲係與戰前聽憑現金移動在價格上發生充分效力之金本位的基本原則完全背馳。要想有些國家聽着現金移動在價格水準上生出充分的影響，使牠們自己蒙害以利其他的國家，是不合理的，可如果牠們不這樣做去，牠們破壞金本位底原則最後損害了所有遵守這制度的國家，連牠們也在其內。這種國內和國際需要間的左右爲難，戰前雖已存在，却沒有造成嚴重的困難，祇因國際金融和商業只受一個中心所支

配。倫敦底優勝權獨霸一時，其他的國家或須要使牠們底貨幣政策適應於牠底趨向，不論牠與牠們國內的情形合得來或合不來，當牠們還要照舊做國際制度底份子并完全共享牠底利益時。但是這些狀況已不可再得。近年以來不只一個中心，力量足以左右世界信用狀況的大債權國已有三個，而且其中兩國因擁有鉅量的金儲藏之故，已大半成爲孤立，與國際現金移動無甚關係。

在嚴格的金本位之下，國內價格底控制因必須維持與其他金本位國家的匯兌穩定而失却效力。任何國家獨立地創建之擴大的或限制的信用政策必繼以過重的現金喪失或獲得。同樣地，每個金本位國家必須參與這些一般的信用移動，并和其他國家并駕齊驅，如果牠在牠底金準備方面要不受紛擾的話。最後，金本位不特容許商業底漲落，牠還逼着所有遵用牠的國度也加入於這些漲落之中。在不景氣底時期中這種狀況易於產生劇烈的有破壞性的清算（destructive liquidation），遠超過矯正失調所需要的限度。所有金本位底國家差不多同時互相競爭地提高銀行率，與其中單獨一國爲着抵消現金流出而提高牠底銀行率，所生的結果大不相同。國際貨幣的流動并不因之而變，不過一般地弛緩下來，及整個金本位區域上國內商務和國際貿易受到壓迫罷了。一九二九年中紐約爲着制止證券交易底過度提高聯合準備率遂使全世界底銀行率一般都跟着提高，并引起攫取現金的競爭。傳統的金本位在經常繁榮“normal prosperity”底時期中大概可以運行得很不錯，但是牠容許，而且助成，像任何完全國際本位都會容許和助成一樣，整個世界失調底進展。特別是在危急底時期中，牠在崩潰之前有不能減輕而反增強經濟衰落的趨勢。

貨幣政策底國內的和國際的需要 這些觀察指示出來貨幣問題底中心在於國內的和國際的需求底衝突。國內價格穩定政策和國外匯兌穩定政策間之可能衝突的狹小問題引起較大的問題，即使用貨幣機構以供全國內部經濟發展的需要和使牠常能適合於國際形勢底有時難以應付的需求之間的選擇。我們沒有資格去假定這兩個目標必定都是和諧的。反之，以事勢底性質而言，其中實找不出能夠使我們期望牠們應當和諧的東西。固定的匯兌平價（牠所給予之自由活動的餘地只在現金輸出入點底狹小的限度內）需要金本位制度底每一員應加壓力於

有伸縮性的國內結構上「從內部」來完成一切重新調整。可是照我們所觀察，這種重新調整底重擔也許加在一種經濟制度上面，這制度缺少充分的伸縮性，除了以最痛苦的困難而外不會配合於國際制度底框子內的。這不是前此行使職能的金本位底錯處，或者也不是像現在那樣的金本位底錯處。一種改造的完全金本位，控制於中央銀行底合作之下，或者連一種真正的國際紙本位，特別注重於國際經濟完整化的紙本位，也會多少要碰到同樣的左右為難，并且大部分也有同樣的缺點，雖則在這種情形裏，滿意的妥協或許能夠更容易地達到。這問題不是何時，在何條件上或我們應否回到金本位上的狹小問題，而為回到完全國際本位是否適當的較大問題。

在國際本位下經濟進展速率不均的影響，這問題在下面八九兩章內討論更詳盡些，但在這兒加上幾句說明也許是相宜的。所有的國家都會從牠們內部價格水準底比較穩定得到利益，但穩定底方式和情形大概決不會各處都一樣的。（註一五）在不同的國家內一方面經濟發展率彼此互異，另一方面成本結構底伸縮性也呈種種不一致的程度。此外關於許多其他經濟的因素牠們大有差異——牠們國外貿易底比較的重要，牠們在差額上借或貸的地位，農耕和製造等業間國民活動的劃分。那種價格水準底移動滿意地切合一國底需要不一定也很適應於他國底需要。所以，一個由於技術進步減輕每單位成本的結果而正在迅速地發展的國家到後來似乎以慢慢地跌落的價格水準為最有利益，除非貨幣工資和其他成本也以相當的迅速抬高起來。否則由價格漲高而來之過量的利潤定將產生過度膨脹失調和最後的反動。然而他國底經濟發展（這大半單獨地進行着）也許是完全不同的。牠們也許以較緩的速率前進，或者停頓着，或者還大大地落後。再者牠們經濟結構底伸縮程度種種不同也許使完成工資底重新調整比較地容易或非常困難。所以為了一種或他種理由，牠們或許處於那樣的位置須有穩定不變的價值水準，或低落得非常遲緩的水準，或者還要徐徐地漲高的水準纔會最適合牠們底需要。

當戰後十年內這些假定的感想在世界經濟發展裏頭得到非常豐富的具體的例證。可是，提出一個例子已夠用了，即英美兩國關於這方面底形勢的對照。第四章裏已指示過，當自一九二五年至一九二九年迅速的機器製造

和實在成本因而跌落的時期中，美國最好的價格水準，以工資沒有相當地迅速漲高看來，將要是比實際的水準跌落得還要迅速的一種水準，那或許可望防止了膨脹過度的利潤。同在這幾年中，英國底壘售價指數與美國底以同一的步驟慢慢地向下移動，但是這樣一跌落在她底經濟生活上而却加了一個大壓迫。和美國正相反，以她底工藝上進步沒有那樣快和她底工資率難以伸縮觀之，一種比實際的水準還要跌落得慢些的價格水準，或者一種依舊不變的或還有些緩緩地漲高的價格水準最能供給她底需要。再者，不願牠們底環境上個別的差異而要遵守牠的一切國度採取一致行動之國際貨幣本位常使他國吃了另一國家底虧，因為牠把一個國度裏所需要以矯正資本過度膨脹的緊縮傳布到膨脹的過度發展沒有存在，因而不需要緊縮的其他國度裏面去了。

一半是爲了金本位不願種種差異的經濟發展率而要加上的一致行動，所以很多的國家更變本加厲地借助於商業障礙和類似的限制，底暫時辦法以期獲得牠們認爲國民經濟需要所必不可少的國內經濟自由底程度，但是牠們一參與國際的制度，就得不到這種自由。在金本位自身底急變裏多少，可找出戰後趨於經濟「獨裁」Economic "autarchy" 的來由和解釋。這麼一來，以利便世界經濟交通做牠底理論同時牠底有效的運行需要國際貿易方面高度的自由之國際金本位似是而非地助成貨物自由流動底阻礙的豎立，並且牠間接地妨礙和牠直接地增進世界貿易底數量的程度幾乎相等。現時各國裏所呈現之令人駭異和自相矛盾的現象明顯地表示這所說的沒有誇張失實之處，各國在國際貿易上加了匯兌和其他限制以保護牠們通商的外價值，然而匯兌穩定底整個目標却是增進國際貿易和投資。(註一六)

這些考慮沒有構成強硬的反對國際本位的緣由，因為牠在其他方面實有許多利益。然而牠們大足指示牠底優點爲極嚴重的缺點所抵消。把這些缺憾指出不能算是代「經濟國家主義」辯護而却是坦白地承認不同國度底需要之時常背道而馳。國際本位底爲難是必須同時要保全遵守牠的許多國度的匯兌穩定底利益，并要保證牠們個別地在牠們國內的信用政策上有足夠的地方自主權。如果這兩個目的不能夠滿意地調和起來，那還有一點可能。即將來或許可以尋到比完全國際本位自動的貨幣本位略差一點的東西，最足供給國際上還沒有完全聯合

也沒有或爲同一性質的世界之用的。

(註一) 在實際上，金本位和紙本位之間當然不能割出絕對斬截了當的區分。今日現存於世界上色色不同的通貨制度表示着繼續或放棄金本位的各種程度。只有幾個國家保留着舊的金本位制，在這個本位之下國內的通貨能够依固定的比率換成現金而現金亦可變爲通貨，並且現金底輸出多少可以自由些。可是另有一組國家，如意大利和波蘭等，却有了可以叫做假的金本位制者，因爲牠們不能够迅速地把國內的通貨變爲現金，牠們底匯兌被釘住了，而且國外支付底較差嚴密地受了控制。在像德意志那樣的國家內，維持金本位的要求不過是顯而易見的藉口。簡直用了各式各樣的限制，操縱和調節，國內本國人民所用的通貨保持着與現金同樣的價值，但是牠們在外面或許不能够使用，而外國人的存款當沒有完全凍結的時候，只能夠吃些虧空來使用，那就說，大大的貶值了。在其他加以類似這樣控制之國家內，如奧地利和南斯拉夫國內以及國外的通貨一律貶值。和所有行使人爲的調節的國家對比起來，放棄金本位的國度，英吉利，斯坎的那維亞和金鎊集團，實際上不受匯兌統制底拘束。在英國內照定價把現金兌成鈔票業已停止，但是她仍舊保留一個自由現金市場并且受國際短期資本移動底影響。除了一種貶值的，和受操縱的國外匯兌比率及一種變化的國內現金價格而外，這樣貨幣制度，雖則離開了金本位，要比許多表現上還依戀着金本位之受人爲控制的制度，更類似於傳統的金本位制了。美國底金元算是自成一類的。近來雖以牠往日的銀面金價底百分之五九重新估值而國內現金貯藏底禁止和儲底自由輸出底禁令還沒有撤消，并且有一項鉅大的穩定價格底資金可拿來利用以操縱匯兌（參看下面頁一九九至二〇〇）。

(註二) 例如，主眼最近的經濟崩潰主要是由於貨幣的原因并漠視商業障礙加多底影響，龐大的國際上政治的債務，經濟結構底愈趨剛化，及上面第三章內所討論的其他原素，這顯然是荒謬的；但是不穩定的貨幣制度能够大大的增強那種非貨幣的因素所產生的困難。同樣地美國，澳洲和其他國家當不景氣時的經驗已足證明單靠貨幣政策是不能夠補救失調的。但是這些經驗也指示出來由於維持金本位所加上的束縛對於應用非貨幣的策略以圖促成經濟的恢復幾乎呈出一種不能通行的障礙（參看下面第十章）。

(註三) 麥美倫報告頁九五。

(註四) Keynes 曾用巧妙的譬喻以解釋這一點：「主張蓄水池底供給由於灌輸足量之水於其內能够保持到任何所需要的水準，與承認蓄水池底水準在怎樣多的水量灌入之外，還要靠着許多其他因素——例如，自然界的雨量，蒸發，漏去和用道水池之人的習慣——并非不相容的。」（貨幣論卷二，頁三三九至四〇）。

(註五) 中央銀行以貨幣政策促成價格穩定時所牽涉的實際上的困難，在陳述於一九二七年，美國國會「穩定政策方案」(Stabilization bill) 委員會之前所證據內（尤其是州長斯特羅 Governor Strong 的）（穩定政策，一九二八年陳述於衆議院銀行和通貨委員會之前所報告）。

(註六) ，頁四七節一七六。

(註七) 下面的記載可以特別提來：金代表團底報告，頁四一至四五。Sir Henry Strakosch 所著之「現金價值變動底經濟的影響」，見曼達於金代表團之文件摘要，頁二〇至三六。關於這篇論文上面的兩處圖解極有價值，一圖表明等數不同的價格變動所造成的財富重新分配，另一圖指示在穩定的價格之下，或許可有的經濟進展。這些圖解最初當做一九三〇年七月五月底倫敦經濟報刊而發表，又見於 Basil Blackett 所著的計劃貨幣（一九三三年）底附編中。還要參看 Keynes 所著貨幣政策（一九三三年）底第一章內以古典學派底限光來討論的「貨幣價值底變動對於社會影響」一文，及 L. D. Fildes 的貨幣銀行信用和價值（一九二八年），頁七五至九二。最近的論述，極詳確而且有許多統計的材料作根據的，可於 G. F. Warren 和 F. A. Pearson 的價格論（一九三三年），自十一至十九章（頁一八三至二九一）內求之。

(註八) 財政和實業委員會底報告，一九三一年（關於國會，文書三八九七）頁八六至九二。

(註九) 就國外貿易而論，我以為新國外匯兌換底最大的漲落固定在十分狹窄的限度內之利益通常是估量得太過分了。他實在不過是一種方便而已。任何從事國外貿易的人當他正着手交易的時候，必定要確知他所能費以補償他自己的國外匯兌換比率，這是頗關重要的。……至於今年他所難以補償他自己的匯率應和去年他在一項類似的交易上所費以補償他自己的匯率完全相同，那是無足重要的。」(J. M. Keynes 貨幣論，卷二，頁三三三)。

(註一〇) 最後的報告，頁二三至二四，節七八。

(註一一) 最後的報告，頁七三。Cagand 教授於他底節錄裏提出更有力的異議，他辯說道「破壞舊日的金本位制，事實上比幾個國家暫時放棄金本位所表示的還要更進一步，所以和索是否能夠恢復金本位為國際貨幣制度實為一個大疑問。恢復底困難或會成為不可消除的，而祇本位制也很可以達到那樣的穩定而為一般人所接受」（同書，頁七五）。

(註一二) 最後的報告，頁五十，節一九五。

(註一三) G. H. Williams 教授（貨幣安定和金本位），見現金和貨幣安定 (Harris Foundation Lectures, 芝加哥一九三二年)，頁一四八。

(註一四) 同書，頁一五二至三。

(註一五) 截至這裏止，本書所使用之「穩定」一語不應解作與毫無伸縮或「永久不變」的價格水準同義或認為必定要排去價格水準底「和緩的」'moderate' 短期移動或逐漸地漲高或降落的長期的趨勢。他不過用以指明制劑了劇烈的動搖。如果，這樣地應用起來，這名稱因易生誤解而認為不妥，他底使用是為了缺少一個可以更滿意地表現我們意圖的名辭。我們在下面等十一章裏頭以更多的篇幅來討論那稱最滿人意的——最容易達到的——價格水準的問題。

(註一六) 下面漸近發表的意見非常有趣，因他係從一位英倫銀行董事和一位以前在國際金總事項方面以實際的經驗，著名之財部人員而來約：

「在犧牲國內價格底穩定以求國外匯兌底穩定及不願組成世界的許多免位底經濟和財政的獨立時，這把牠當做能夠利用單一的貨幣本位之財政單位的企圖便是(甲)國與(乙)國間經濟傾軋底直接原因。因為金本位將發展底步驟和方向絕不相同的個別經濟單位一起束縛於不穩健的合夥公司之中，就是爲了牠們覺得受財政羈絆所妨礙，各國，在保衛牠們決定牠們自己的國家生活底途徑的權利，迫得去採用經濟上的便宜手段，如高率的保護關稅，通貨和匯兌限制，移付價款延期令 (transfer moratorium)，及和此相似之損害一切國際交通方式的事項把牠們底價格束縛於金本位的車輪上，牠們國內商業和生產活動底安定是無法達到的，國內既沒有募得住的穩定，牠們由是設立障礙以拒外面的世界，而牠們對於世界互相交換所能貢獻的程度也就減少了。」(Sir Basil Blackett, 計劃的貨幣一九三三年頁一七九)。

第八章 金本位和紙本位(續)

國際投資 我們業已指出自由紙幣中間的漲落不定的匯價由於增加國外貸借底危險妨害國際資本底自由投資。從這時期中美國國外投資數量之大看來，這個論調雖或近於似是而非的，而戰後十年間全世界上擾亂和危害金本位的一個根源是由不穩定和對於將來缺少信用而起的不願長期貸款於國外。牠們愈益採取藉短期信用以裕財源的方法，這在經濟緊張的時候是充滿着危機的。以流動的方式來保持資源的願望造成銀行方面底嚴重的技術上的問題，并且使牠們陷於危險。最後有些銀行覺得除了以放棄金本位作代價而外無法應付。這幾年中長期和短期的利率間之顯著的差異足證這種不願當着信用有重新膨脹的可能之前去作長期投資的心理。

可是，不要來管這種心理，并且承認必須有一個穩定的國際貨幣本位以供充分發展全世界投資底制度及使工業化的和財政上有力的國度去擯取落後的國家。國際借貸方面底完全放任在理論上是否可取或在戰後的世界裏實際上是否能夠希望牠好好地運用還有辯論的餘地。國際借貸制度之須引進有意識的計劃和控制不亞於貨幣政策底其他範圍。我們要留心指導或獎勵國外投資於合乎經濟的生產而不是僅僅合乎財政的利益的方向去。并不是一切國外貸款都會助成世界生產底發展及貨物和勞務底國際交換。從一工業非常發達的國度到另一國度去的長期貸款需要仔細的考查，除非這兩個國家在貿易關係上有一互惠底大原素在(除了爲着危急時給與維持或爲着幫助迫切的經濟建設。在私企業制度下應爲國民個別地所擔負的經濟危險，由國家集合地承受過來是不相宜的，但自由貸款於外國在近年來成爲一可笑之事，因牠漸含有過度浪費底意味，和這浪費相更迭的是崩潰的損失所引起之幾乎完全停頓。在這些狀況裏某種公共控制或領導底方式實不可免。國際貸款之能合理只在貸和借的國度間底貿易彼此有益，而所得足以支付本利的時候。工業非常發達的社會貸與新在發展着而偏重於農業的社會之款大概都歸入這一類，因爲借款國家能夠使用這樣地獲得的資金以購買貸款國家底製造品，因而增加

後者底輸出，並且能夠由牠們自己原料和食物底輸出實際上支付了必要償還的本利。可是沒有一個國家能夠希望無窮期地繼續輸出資本和製造品於他國。這兒我們不能述及繁複的特殊狀況。例如，在英國，雖則牠底工業已極發達，和其他高度工業化的國家如德美等之間國際借貸和貿易或許還有不少可以伸展的餘地。

然而戰後十年間，國外投資大都不取貸款於以營利能力底嚴格估計為根據的私企業之方式，而取依據公共的信用放款於外國中央或地方政府的方式。這些貸款不論在財政上是否合理，而以牠們之花在社會上雖可嘉許而經濟上毫無利益的用處觀之，牠們在經濟上是說不過去的。那樣的國際借貸不會自動地促進健全的國際經濟關係底發展并且由於造成嚴重的失調，或許最後變為害多益少了。

現金和商業循環底嚴重性 雖則經濟活動底短期漲落的確和現金供給底變化沒有直接的關係，這變化是以支付工具底全部有效的供給之更迭的膨脹和緊縮為表徵的，而商業底循環在三個重要的方面，却深為金本位所影響。無論商業循環是否被看做原來是一種貨幣的現象，（註一）那是不成問題的，我們所用以減輕牠底嚴重性的控制，在沒有到達國際行動之前，必須精細地限定在國際金本位之下，使國內的貨幣政策視世界變動底危機為轉移。我們已知道，商業漲落底猛烈因運行於同一方向之互相依賴的種種力量底累積的效力，而有增劇的趨勢。這個程序大概在異常緊張底時期中尤其顯著，那時金本位底缺點最明白地表現出來。因為在那樣的當口每一個中央銀行，都不顧一切急於保護牠自己底通貨的金基，這就顯易產生一種狂熱的和無意識的搶奪現金。這種行為在價格水準和商業活動上面所加之厲害的緊縮的壓力也許會達到造成真實的恐慌的程度，唯一的結果即使準備略欠豐富或價格結構稍欠活動的國度受恐慌底狂瀾所震盪，而不得不放棄金本位了。（註二）

長期價格底趨勢及繁榮和衰落時期 可是，除却牠底影響在於杜絕任何認真的想緩和循環式底漲落的企圖和由純粹破壞的價格緊縮而增加恐慌底嚴重而外，國際金本位底作用不但影響到商業循環本身底範圍，而且及於組成牠的種種不同方面底比較的期間。和貨幣的現金需求有關之現金供給底變化在長期的價值趨勢上面的影響是沒有疑問的。W. L. Thorp 和 W. C. Mitchell 教授所收集的史料最明白地指明繁榮和衰落時期底比較

的延續是直接地歸因於壟售價格水準底長期趨勢。

在價格趨向漲高的時期中每一商業循環底頂點必定是較高於前次循環底頂點；活動擴大和價格漲高的局面因此大概是比較地繼續得長久些，而循環式底降落也相當地和緩些。有了一個向上的價格趨勢，循環底衰落時期減至極短，而嚴重的恐慌大約更不易發生。反之，在價格趨向降低的時期中循環底衰落形勢加強起來而膨脹的局面是比較地短促的。經濟危機尤其易趨於極猛烈的表現，而恢復常態又甚遲緩，因為必須有一番很嚴厲的清算 (Severe liquidation)，使價值降落於永遠地低下的新水準。

除却循環式的漲落而外，金本位在十九世紀中的確能夠給予比較地長時期價格水準底合理的穩定。一八二六年至一九二四年間，英國境內底價格指數僅僅在七〇和一三〇之間漲落着，這和一九一四年以來短促得多的期間中的變動比較起來，是一種非常和緩的變動。可是當大戰前一世紀中全世界貨幣現金底供給和需求兩方面都有很大的改變。由此而生之比較長期的價格穩定并非全出於偶然，因為在比較缺乏的時期中搜求現金底新來源和利用新法開採大概推行得特別有力。但在任何指定的時期內應着增多的需求而前來的現金供給底適足的數量裏面總有許多專碰機遇的原素在相信現金短少常常會自動地更正過來，以及相信現金供給大略會與幣底貨幣的需求相適應都是沒有科學的根據的。

恢復金本位底先決的條件 凡是合理的提倡恢復金本位所採的方式決不至於建議價值恢復就他本不是氣以前存在着的那樣的金本位，而不去補救牠裏面所顯露的使牠至於崩潰的種種缺憾。那末，在什麼最低的條件之下，可以酌量恢復有固定的平價底完全國際金本位呢？現在把這必不可少之要求簡單地列述如下：

(一) 第一個最明顯的條件就是戰債和賠償問題底滿意的解決，最好是把牠完全取消了，使這債的因素不至於妨礙國際貿易。美國底歐洲債務者的新近行動或許現在達到了這樣的解決方法。(二三) 有些私人債務底重新調整以免延期不還也是很必要的。

(二) 第二條件是由除去更可靠的商業障礙底形式，最明顯地如匯兌統制之類，重新設立國際貨物和勞務底

流動之合理的自由程度。雖則在能夠着手於金本位底恢復之前實際上原無須把這些障礙一切都除去，而預先確知此後牠們有很快地弛緩下來的形勢應當是回到那樣的金本位之先決條件。可是，我們應認清減輕輸入定額（quotas）及其他大概總是一種遲緩和不穩定的程序，要靠著國際雙方或多方面的行動，而且在許多狀況裏要和那為國內需要所支配的政策發生衝突。關於這一點，美國底復興工業法案和調整農業計劃可以引來作例。該國為着範圍廣大的國家計劃，而加在國外貿易上的一些控制將使某項商業限制底保留成為必要。

(三)第三條件是中央銀行底普遍的和完全特殊的任務，這就是，在將來金本位受控制時「這制度底規則」比在過去的時期中可以遵守得更完滿些，而且特別是現金移動，也可以在失金和得金雙方的國慶底價格水準上面施行牠們充分的影響。

但單單中央銀行方面願意遵守這制度底規則還是不夠的。牠們各自所屬的政府必須能夠合作情願遵守這同一的規則因為我們已明白貨幣的和非貨幣的因素是怎樣分不開地纏結在一起，例如，貨幣政策是怎樣密切地受關稅或國際政治上的債務所影響。沒有得到政府底切實的合作，中央銀行底最誠意的去遵守這制度底規定的努力必定時受挫折。（註四）

(四)可是，這種任務定要和中央銀行間另一個合作方法結合起來，這就是規定公共的聯合處理金本位的政策以保全合理的現金價值底穩定。在任何他種條件上回到金本位去是危險不過的而且或許成為最不幸的。直到現在英倫銀行仍拋棄對於價格水準應負的責任。牠所取的態度是戰後世界價格劇烈的變動決不會歸因於中央銀行底政策的，而且中央銀行不能夠控制，也不應作任何籌劃來控制那樣的變動。聯合準備局底當局大半也採取同樣的態度。在這一方面死去未久之紐約聯合準備局局長 Brown，却是顯著的例外。可是中央銀行必定要負合作的責任以行使對於世界價值變動底有計劃的控制，如果金本位會在將來運用得很滿人意的話。牠們在過去不肯這樣做已生出了不幸的結果。（註五）

把這個條件實施起來，或許列強之間須約定以有效的方法來利用現金使牠底價值不至於在將來某時期中有

不相宜的高漲之憂。關於現行之鈔票資金 (Notes Cover) 和法定準備金的規條之激烈的修正或者還可以全部廢除。至第五章內所指明的其他省用現金的辦法也許需要仔細的考慮。(註六)

參照 L. D. White 美元八二頁至八三：「美國以任何方式回到金基上去，都會失算，除非他國內取消了私人貯藏的特權。全世界已廢除了私人現金以充交易底媒介，現在應更進一步來廢除利用現金作為價值底儲藏。這會重新規定現金底地位使牠底價值得到保障不至受不負責任的供貨幣之用的私人的需求底漲落所影響。私自貯藏者會反對這樣的辦法，但是如果他們還望以儲藏貴金屬來防止膨脹，他們能夠由購買採金公司底股票來施行那種願望。」

(五)但這些辦法裏頭一項都不能夠有很好的成就，如果預先沒有恢復了更合乎常態的活動和職業。暫時的匯兌穩定有助於這個目的底達到。然而，在我們能夠打算依固定不變的匯率安全地回到不受限制的金本位之前，躉售商品價格底世界水準必須先有一般的提高而價格之間也須先恢復了幾分的平衡。

(六)依以上方針的國際行動而外，個別國度方面底某種國內的改革也是必不可少的。所以每一國度必須確定牠內部的經濟結構具有充分的伸縮性可以使牠固守着國際制度而有成功底希望。無論如何改善牠，國際貨幣本位總不能夠好好地運用假如那樣的條件沒有實現。

可是這樁事不能夠就聽其自然，而這目的也不是由純然消極的不管政策所能達到。僅僅缺乏調節，約束或組織在某種因素方面大概會產生剛性或至少韌性，也一樣地會產生伸縮性。(註七)無疑地由於取消保護關稅和其他方式的政府援助我們很能夠減少 Cartel 和受人為控制的價格之不易伸縮；(註八)並且由於修正某項失業保險制度我們也能夠恢復工資底伸縮性(英國)。但從大體而論，在近代狀況之下要想得到伸縮性必須以有計劃的制度上的設備作有系統的經濟設計。所謂經濟設計不一定包含着固定價格，限制產量及與之相伴而來的實在收入底減少，和造成一種更剛硬的經濟結構。反之，我們能夠而且應當向着造成一個更可伸縮的經濟結構來設計。有計劃的伸縮底某項辦法能夠和有計劃的經濟穩定底目的結合起來，而速其實現。這需要種種的機構在

許多基本的成本因素（註九）方面來做繼續的有秩序的內部調整的工作。那樣的計劃不但會與近代經濟組織應趨向相調和，牠們也絕對必需很發達的工會和職工組合。（註一〇）

（七）要保證金本位底運行順利，許多國內的因素須有較大的伸縮性，但在有些方面却需要「較少的」自由。特別是在國外，貸款底數量上將來必定要有較多的控制，留意着使牠與國外存款底數量配合得宜。按上面所指示的，這流行雖廣而實無意識的見解以爲這兩種力量，必須聽其自動地相等起來，是絕無根據的。（註一一）我們也得尋出一些方法來操縱短期的國外信用使不至像從前那樣的危險，藉以防止這樣流動的資本底突然恐慌的移動再產生了一九三一年間所演成的損失。最低限度的需求是收集和刊行精確的統計報告，使人們至少可以知道目前形勢底詳細事實，奧、德、英銀行倒閉的經驗，使這些國家的銀行家瘋狂，不知所措，結果互相牽涉。（註一二）

只有在一種情形之下宜於恢復完全的金本位就是，如果我們得到了這些對於牠將來的好行為的保障。牠們一定會需要在發行鈔票的中央銀行固有繼續更長久的合作底習慣，這由目前看來似乎在最近的將來大概還不會有，但以嚴格的意義而言，在任何其他條件上回到金本位也許會牽連及比或可得到的利益還要更重些的損失。那末最妥善的途徑將要是在半自動的本位之下集中於國內的穩定，或拋棄了金本位或在某種可伸縮的協定之下保留着牠。假如要避免將來的新困難，英國戰後的經濟有力地證實太早回到完全金本位的危險。

如果我們覺得國際本位底利益勝過牠底缺點，那末，一種改善的金本位，運用於上面所指出的情形之下，假定牠們能夠見諸實施，也許在將來好些時期內算是最好的選擇，因爲脫離金本位之任何替代的國際本位之獲得必要的協定大概是不可能的。在這些狀況裏保持金本位爲一種通貨底基礎，并由中央銀行底合作使牠底價值合理地穩定，將有許多切實的利益。然而當着我們面前的選擇，并非在受管理的制度和自動的制度間的選擇。採用任何本位，無論地方的或國際的，都需要很多的管理。在一方面側重於國內的控制，在另一方面着眼於國際的管理，就是普通不表同情於貨幣管理的觀念之金代表團多數派也承認需要由國際合作的管理使重新恢復的

國際金本位在將來可以充分地運行。

紙幣和膨脹 時常有人說起脫離了金本位的通貨以前總歸於失敗而且由於過度的濫發受到有損害的貶值。在二三漫無節制的膨脹底駭人聽聞的例子，尤其是當戰後幾年中，常被引作爲發據。但自由本位必定會至於不可控制的謬說頗易打破。這個觀念不受英國或美國底經驗所證實。當英國放棄金本位的時期中，自一七九七年至一八二一年，自一九一四年至一九二五年，以及自一九三一年以後，在這一百三十八年間一共佔了三十八個年頭，紙幣絕無膨脹過度的弊害。其在美國自從革命戰爭以後在紙幣制度之下都沒有狂烈膨脹的事情發生。就是在一八六四年內戰的當兒，那時英國在金本位下的價格水準爲一二七，而美國底水準爲一九三 (Base, 1910-14 = 100)。美國自革命戰爭後最狼狽的膨脹時期都出現「在金本位之下」；於一九二〇年那時躉售的價格爲一一一六 (base 如上) 和當一九二八至二九年底證券市面旺盛的時候。

以他們在最後幾年尖銳的經濟壓迫的時期中的經驗觀之，貨幣當局還會倡自由通貨不可控制之說是頗奇異的。因爲在一九三一年至一九三四年間，紙幣已表示牠們自己比金幣更穩定得多，不管那時期底吃緊的難關和這些困難所給予政府的放手進行通貨膨脹的政策之嚴重的誘惑。在這些年頭裏通貨之不安定者不是英鎊加拿大銀元，斯坎的那維亞貨幣等等，而却是美元，法郎，馬克和其他金幣。「英鎊區域」(sterling area) 底紙幣就全體而言保留非常穩定的購買力——依那些喜歡看到有計劃的膨脹政策，被人採用以矯正從前價格緊縮底趨向的人們的意見，是完全太穩定了，——而金幣則經過一種荒謬的溢值。

脫離了金本位的國家不僅在價格低落方面吃虧得較少。牠們大概比繼續維持金本位的國家更明顯地能夠安穩渡過經濟的暴風雨，並且能夠避去狀況底愈趨惡化。在這同一的十八個月底期間中，工業生產底每月的指數在德國跌落百分之八；在法國百分之二二和在美國百分之二二；在英國牠漲高百分之八和在瑞典只跌落百分之四。在英國失業的數目（受保險的人們）約漲了百分之二；在美國估計的失業增多百分之八〇以上。（註一四）英國底預算收支均平，而美國雖仍維持金本位，却經歷着她有史以來最大的和平時期的預算底缺額。

就大體而言，假如自由通貨底處理果有過分的話那是過於小心和顧慮；我們運用自由通貨好像幾乎把牠們看做金幣，而我們使用脫離了金基所給予的行動自由又似乎只藉以防止更甚的不幸的緊縮，除却現在美國底情形而外並沒有使用這項自由以實施積極的回漲政策（Policy of reflation）。（註一五）假使我們能夠以那樣顯著的成功處理自動通貨使在極度緊漲的時期中給與價格底穩定，那末在更合乎常規的時期裏面牠們有成效的控制底前途難道不更好得多嗎？英國和一九三一年間，跟着她放棄金本位的國家免受了蹂躪一切的和痛苦的緊縮過程，而美國當此後十八個月中，因不惜種種犧牲拚命要固守金本位，却遭逢這種緊縮的苦痛。這犧牲是太大了，而且與其他金本位國家所受的損失比起來，還要說不過去些。英國在被迫而放棄之前依戀着金本位為時頗久，但她至少有她底國際金融中心的大威勢和牠底比較地重要得非常多的國外貿易要考慮。法、德、意、波蘭及其他國家，以最近的經驗觀之，也有可明瞭的，如果不能認為正當的，理由可以說明牠們怕放棄金本位構成過度的膨脹。美國在堅持金本位時杜絕每種有計劃地鼓勵商業復興的舉動底進行，這大半似乎是純粹由於卑怯的。到了最後，這保存金本位的企圖，在幾乎破壞了國民全部的經濟生活之後；終歸於失敗；美國也覺得究竟非放棄金本位不可了。想去保留牠所作的大犧牲是白白的犧牲了。

英國和其他紙本位國家的確沒有從放棄金本位得來許多積極的利益，而只有消極的，雖則是非常之大的，得免於再行緊縮的利益。就全體而言，在這些國家內不景氣沒有愈鬧愈厲害，像牠在金本位國家內那樣地繼續增劇，但也沒有示出可以設法把轉緩和了一年或幾年的徵兆。平均的價格在國內不曾漲高。這一部分是英國不能推行有計劃的膨脹政策的結果，但也因為了這些國家底放棄金本位，由於增劇了狂熱的奪取現金，沒有減輕而反加重世界現金價格上面的壓力。換句話說，跟着紙本位通貨底匯價銳跌而來者通常是現金價格底再行降低而不是紙幣國家底內部價格水準的漲高。（註一六）

在過去的時期中紙幣底價值何以時常慘跌的理由，除卻以最膚淺的意義而言外，不是金本位底放棄，而是事勢底迫逼。膨脹底最後的原因就是緊急，不管其為戰爭，政治的危機，或經濟的崩潰，這種緊急的情狀迫着

藉助於膨脹的財政，并且不能夠用別種方式渡過難關，而金本位所以無法維持了。狂烈的膨脹是常由於政府底破產，像美國、法國、德國和俄國革命的時候一樣。在這樣的狀況之下，政府不再實施有節度的發行鈔票是無足怪的，因為放棄金本位，就爲了要擺脫由緊急所加上之不可忍受的金融的束縛。一俟渡過了緊急的關頭，經驗已指示通貨照例不會再行貶值了。所以金本位實在不足以防膨脹；當情形使得採取膨脹底手段，或反緊縮的政策爲必要時，金基是無論如何須放棄的。在危急非常的時候金本位終歸失敗，因為企圖捆住貨幣制度使之動彈不得是必定要破裂的。

而且在紙幣下發生出來的膨脹比諸金本位底危急有時所賦予的緊縮時常要少帶些破壞性，和少加些損害。德國戰後的膨脹最後以貨幣完全紊亂爲結局，但是法國和比利時底佛郎，意大利底里拉，和其他跌價的通貨底膨脹使這些貨幣所屬的各自的國家能夠避免戰後不景氣底最惡劣的影響。反之，不管戰後十年間英國工業上拖延和連續的停頓全部的原因何在，主張金融總都要使戰前的平價把牠回復到金本位上的政策所需要之緊縮的壓力是一個嚴重的助成因素實在是無可置疑了。

(註一)有些研究這問題的學者跟 Mr. Hawtrey 和 Professor Cassel 辯論以爲商業循環，不管他底原因是什麼，應該看做原來是一個貨幣的現象。因此 Mr. Hawtrey 雖則承認「持貿易循環或信用循環爲金本位自身所造成的論調必定是難辯護的」(金本位底理論和實施，八四頁)，他主張「貿易循環是一種信用循環並且可以溯因於金本位在調節信用上的缺點。遵守金本位遲早會限制信用移動使不至過度但「却嫌太遲一些」。信用循環發生因爲金本位底限制的力量，須若干年方能使牠自己表現出來(同書八二頁)。同樣地 Professor Cassel 和簽名於金代麥國底最後報告持異議的備註之人們明白地相信以貨幣的行爲，來控制商業循環至少是可能的(金代表團報告，六九頁)。然而上面已指明，金代表團底多數派的意見以爲排除價格水準底短期的漲落實不可能，並且以爲使用貨幣政策做一種工具以供矯正由於「非貨幣的原因」所生的漲落也是不相宜的(同書，四八頁至四九，一八三節至一八六)。

(註二) Mr. Keynes 曾說過妙論，他以爲在金本位下之銀行家的目標必定是「要與全世界銀行體系平均的行爲相一致。他們的思想不必需要保持清靜，而需要，在銀行完全合乎標準的限度，剛帶了那幾分爲全體會衆之特徵的靜態」(貨幣論第二卷，頁二二二)。(註三)要達到任何協定式的完滿的永久解決或許只能由於把這些債務減少到能夠將牠們商業化了的一點。這就是說，在幾年中將牠們資本化了并以證券底方式售於國投資的羣衆。取消利息的支付及在若干年的長時期中展延母金底償還還算不了十分的澈底。

(註四)因爲這已成爲明瞭的事實，就是，戰時政策，新關稅法案，及資本輸出，長期的和短期的兩種，在公債市場底活動上面有一種明顯的貨幣的意義，可以說，是和貼現底變動完全一樣。就歷史上看之這種不同的政策是由彼此在國際關係之完全分立的當局或機關所制定的。美國會通過關稅而沒有考慮到他們在懸着未了的債務上或輸出着底利益上的影響；公共的和私人的債務記載在嚴厲的條約或契約上面，並沒有代標及他種經濟的重要之價值派落下餘地；私人的銀行家決定長期和短期的資本移動；而聯合準備局又決定——在種種形式的政治壓力之下——貼現或公開市場政策。很明白地第一步是使「國家的」各部分權力更密接地同等化。嗣後，合乎理論的第二步或許是一種使獨立的國家權力國際同等化的辦法。(Harry D. Greenough「美國和國際金本位」，四頁，從一九三四年正月，美國政治和社會科學研究院年底選「Annals」一七一卷裏面重印出來)。

(註五)參閱美國批評家底實錄「英國不能達到主要的目的」(即「大地重新設立金本位」)因爲他決定把世界帶回金本位去而不肯承受任何對於將來金價的責任。當現金價值開始暴漲的時候，他歸咎於其他的國家，他歸咎於過度生產和失調，他歸咎於戰債和賠款，他歸咎於任何事及任何人除了中央銀行，英倫銀行也包括在內，單獨地和集合地不做事的態度而外。如果我們要從這全部突然而起的事項裏頭去學到任何重大的教訓的話，這教訓便是世界金本位是不安全的除非財政上的領袖地位者接受這個以貨幣的武器來打退膨脹和緊縮底大狂潮的責任」(T. D. Edie 美元 Dallas 頁三三七至八)。

(註六)貨幣現金底儲藏只限於中央銀行和財庫以供清算國際盈虧底支付之用也是很相宜的。除非只有牠們可以購買現金(這買金的權利不許和自貯藏者享有)，那牠們是否能夠防止金價的劇烈的漲高頗有可疑。這就是說只有爲着輸出總用金塊收回鈔幣，而國際的運輸現金祇由中央銀行來辦理。由國際協定來停止國內以現金收回鈔票頗難做到，因法國無疑地將成爲障礙，但這協定是必不可少的，因爲沒有牠則由於這樣一個國家無論世界上任何地方任何人都沒有貯藏現金的機會。採取金儲者自然也應受壓迫把他們底金產量獻給他們各自的國庫或中央銀行，只有在政府允許之下，纔可以售充實業之用。

(註七)美國富旺盛期中工資底移動可舉爲這項的例子。見上第六章。

(註八)見 Lionel Robbins 所著之「不景氣」(The Great Depression) 頁一八九至九〇。

(註九)如利息，貶價，工資率，基本燃料和金屬品底價格，鐵道和公用物底收費，及其他種種。不均衡底矯正必定要更難得多，當完成整個成本價格結構底重新調整的全部擔負落在單獨一個成本因素上面，不論是利息率或工資，而非分攤於所有更重要的因素上面的時候。

(註一〇)從不景氣中脫穎而出的第一流的國家之一，即澳洲，早已具有這足供完成重新調整的精密機構的國家。這斷非由於偶然(見 Professor D. B. Copland 所著的新書，世界危機中的澳洲，Cambridge 一九三四年)。澳洲所給吾人的教訓是有益的——尤其是當與美國底狀況和經驗對照的時候。

(註一一)英國人大半都以爲國際貸款有極端的危險性及相信對於國外貸款採取絕對放任政策。這個見解是以過於簡單的國外貸款和國外投資間之因果關係的觀點爲根據的。因爲——除現金移動不計外——「純淨的」國外貸款和「純淨的」國外投資總是一定恰恰相反，所

以就認為這不會成爲嚴重問題的。……可是這一切疏忽了爲着要使「純淨的」國外貸款和「純淨的」國外投資彼此相等而必須拿來運用的那種操縱底費力的，也許劇烈的反作用。如果英國底投資者，開始購買比以前更多的美國底債券，何以要假定英國的輸出品會抵得過呢？因爲這當然不會。第一點，牠會造成國內信用制度底嚴重的不安定——這個局面底最後的轉變頗難或不能預料。……所以這是一個嚴重的問題到底要不要採取國際本位，因爲這本位會顧着國外貸款有極端的流轉和變動，而經濟集合體底其餘的原素還是非常剛硬的。如果提高和減低工資也儘提高和減低銀行利率一樣容易，那一切就都很好。但這並不是實在的情形。「國外貸款在幾個星期內可以改變了幾十萬元，」可是趕快地改變輸入品和輸出品底差額與之適應是不可能的，(J. M. Keynes, 貨幣論, 卷二, 頁三三五至六)。

(註一) Harry D. Gideonse, 「美國和國際金本位, 頁五從美國政治和社會科學研究院底年鑑重印出來, 卷一七一, 一九三四年一月。Professor Gideonse 還有一個有趣的建議。「如果此外我們還能夠約定短期的信用應當由債權國底中央當局經國際的中心和債務國底中央當局來安置, 未清算底主要項目之一差不多得到控制, 因爲對於信用底風險由各方面可以推知。Basei 底統計會顯示在初期時不健全的積蓄。由 Basei 銀行底作用來集中收回的鈔幣是一種提防虛弱的中心發生「擠兌」的方法。這並沒有使關係重大的權力必要讓給 Basei 銀行。不過將一種工具替代另一種工具, 而且以按期出版和考查切要的統計材料來均調種種不同的各國政策。假如在從一九三一年以來, 不幸的經驗之後還可以救助金匯兌本位的話, 那差不多一定要根據於操縱短期的存款於國外的中心那種方法了。這實際等於使國際清算銀行做金匯兌本底執行者了。」

(註一三)參閱, 例如 Professor Lionel Robbins 紙幣制度, 見泰晤士報金附刊, 一九三三年六月二十日。

(註一四)美國勞工同盟底數字刊在美國同盟報 (American Federationist) 裏。在這同一的兩個年月之間美國勞工局底工廠雇役指數降百分之二四, 而工資支付底指數也降了百分之三七。

(註一五)脫離金本位的國家似乎沒有企圖提高價格, 不過把牠們安定在那時流行的水準上, 希望情形由匯兌下跌所激起之輸出品增多的結果而改善。這個希望大半落空, 還由於金本位國家底繼續緊縮和商業底限制運用的緣故。可是紙本位國家實際上並沒有膨脹, 這是就增加在流通中的可使用的資財底數量而言。例如, 在英國自從牠脫離金本位之後, 通貨和銀行存款都沒有表示膨脹。流通中底現款數量依然如舊。倫敦清算銀行底全部存款在一九三一年底最後三個月和一九三三年底最後三個月間只從十六億八千四百萬鎊底平均數, 增至一九億零一百萬鎊(約及百分之一三)。在同一時期內英倫銀行底金準備由一億二千六百六十萬鎊, 漲到一億九千一百八十萬鎊(百分之五〇以上)。此外, 平準資金在國外匯票方面保持一種準備, 在一九三三年底最後三個月間牠底數目, 大約也不下於一億七千五百萬鎊。

(註一六)一九三一年國際金本位底崩潰由於產生緊縮的影響於仍舊保持金本位的國家上使世界不景氣因而增劇, 這是無可置疑的。崩潰底理由頗多。國外中央銀行以英國在停止金本位前未曾收回之英鎊餘款 Sterling Balances 充作準備致受重大的損失。這不僅使得這些準備底價值跌落, 而且激起銀行方面嚴重地緊縮的企圖以期重新確定清算和保證牠將來的持續。第二, 英國從英鎊底貶值而享到的輸出獎勵金匯底金本位國家的國外競爭者於不利的地位, 并迫着牠們去放低成本和價格。再者, 因輸入品底英鎊買價的加多而起之英國在商品市場方

而需求底縮小趨於減低世界現金價格。以後，匯兌底統制，輸入定額底規定及其他這樣的商業障礙大半是由希望限制輸入品，防止鎊金損失和保證通貨來負責的。

第九章 將來貨幣政策底其他途徑

經濟復興所應即採取的步驟 在本書裏詳細討論世界經濟復興目前所必需的方策是不相宜的。再者，現在的形勢和最近將來的展望還是太不確定，我們尚且不能夠全盤觀察，和正當地估定此刻某某國家內，最明顯地美國內，正在施行的經濟建設底方案的價值。然而，把要想保證永久的復興所必須具備的種種條件底普遍性質大概一說也許是適當的。

關於將來世界價格水準之宜於漲高大家都已同意，假如關於達到那個目的底最好的手段意見並沒有一致的話。（註一）這漲高明白地是應漸進的，而且，如果有計劃地把牠助長起來，應與一般對於利用價格提高的方法或衝動的信任相聯合。這也並沒有說一切商品和勞務底價格的漲高都是相宜的，或在各種情形裏漲高底程度應是一律的。反之，某種價格底減低是極有利益的，（註二）而關於別種價格大概是跌落最低的最需要增加。可是除却一時一般價格水準底漲高而外，增加生產和貿易或矯正債務，其他成本和收入間仍舊有了懸殊是沒有多大希望的。吸收一大堆失業的民衆和救濟許多實業，包括了最基本的實業即世界農業，離開了反映在漲高的價格裏面之商業復興，是不可能的。

可是我們應明白地體察漲高的價值就本身而論不是一種目的。只有就牠伴着和出自增加的活動，及順利成本因素和售價間利潤邊際底重新確立言之，一般價格水準底漲高纔是適當的。換轉過來立論便把輕重倒置了。價格一天繼續着跌落得比成本還快些，利潤便一天不能夠出現，但牠們一樣地不能夠出現。如果成本增加得比價格還快些，或者如果價格底漲高係根據於沒有比暫時的投機運動更實在的東西。或受到別樣的人爲的操縱而沒有附以有效的購買力底增加。（註三）我們在這兒不能夠述及察看最好的方法可以完成跟着價格漲高而來之商業活動增加的目的。就全體而言用以增加支付工具底全部數量的操縱貨幣的直接方法，雖則當以恰好的尺度

和在審慎的指導下取用時牠們也許是有效的，需要以間接的方策來補充和增強，像巨大的和合時的公共工程底計劃之類，在下面第十章裏所討論的。因爲直接的方法——不兌換紙幣底發行，有計劃的匯兌貶值等等，以及以大規模的證券收買來維持之低微的中央銀行再貼現率——都在種種不同的程度中具有嚴重的限制，即牠們雖則可以增加貨幣底有力的供給，牠們單單靠着自己却不能增加牠底需求。我們需要比使得借貸容易或貨幣底廉更進一步的東西去創生銀行存款，激起投資，和鼓勵商業活動。這要用有效的方策去增加購買力和對於生產者貨物底需求如果價格底漲高是要有所根據的話。

我們姑且承認價格底漲高（受剛纔說過的條件所支配）是有利益的，要漲高得多少纔相宜呢？屢次有人建議如果可能恢復一九二六年或一九二九年底價格水準，這恐怕是行不通的。自從經濟衰落以後許許多多的國家按比例減少債務，此外，由於工資和薪金底裁減施行不少厲害的重新調整。假使恢復了一九二六年或一九二九年底價格水準，這些因素也必須再要向上重新調整一下。本書在另一地方也曾指出理由相信一九二九年底價格水準，如果在英國不嫌過高，必定在美國內（這裏企圖恢復牠的運動是最強烈的）是太高的，因爲由於成本減低底結果，牠造出過量的利潤因而助成旺盛。而且，自一九二九年後，由生產技術底改善及貨幣工資底減少而造成的成本底再減迅速地延續下去，像在從前大多數的不景氣時期中一樣。再者，以後幾年來各國內價格和成本底分歧的移動觀之，大不相同的價格水準是有益於恢復將來常規的活動。無論在那種情形裏都不能夠預先規定確實的數目作爲企圖的目標。這是要靠着許多複雜的因素的，其中最明顯的如工資和利潤底比較的移動，在目前是完全無從估算的。完全合乎常規的職業和活動底平衡的狀況，加以使經濟的企業有利而不至於過多的成本和收入之關係，將要是價格水準底標準。不用說，切實的決定實際上頗不易下并需要不少不少的判斷力。更有進者，雖則理想的水準是能在債務工資，運費和其他成本間完成最好的互相調整之水準，而接受這個水準和實際的水準間的一種折衷的東西，也許是適當的，這實際的水準是緣於信用和投資狀況底延續紛擾的危際爲着穩宜的設施而成立的。

複本位制和金銀混合本位制 (Symmetallism) 任何國家單獨地採用之複本位制在隔離該國使不得享受與世界上其他國家有最充分的經濟交通的方面備具一切自由紙幣底壞處，而沒有牠底給予真實的自由於國內貨幣政策上的好處。因此，當牠實際上在運用着的時候，牠合併金本位和紙本位底最惡劣的特點，而且在實施上有成爲金或銀單本位制的趨勢。反之，如果國際方面採用了牠在一切國家內金銀之間有了劃一的比率，則複本位制實際上將有金本位一切的利益，并且或許在價格底長期趨向上至少會給予更大一些的穩定。世界底白銀產量已表示與基本商品底生產有很密切的適應，(註四)或許因爲很多的白銀生產與其他金屬底生產息息相關，而現金底發現則大半是出於偶然的。最近數十年來中國以白銀爲基礎的價格已表示比美國現金價格更穩定些。在國際的規模上聯合起來用作貨幣的基本之金和銀大概會比單獨用金更安定些。兩本位制運用得頗好已有幾百年了，如果金銀間之同一的比例普遍通行於一切的國家內，那末牠還會運用得更好了。現金和白銀底比較的產量雖有很大的變動，牠們比較的價值依舊是非常穩定在一四比一和一六比一的限度內約及二百五十年之久，直至一八七〇至七五年左右爲止，換句話說，直至在歐洲和美國內白銀被剝奪了通貨底資格及現金由於幾乎普遍採用金本位而漲價時爲止。假如世界上大多數國家依同一的比例和近似於正確的比例採用複本位制，則除却這兩種金屬比較的供給方面起了十分非凡的變動而外，沒有一種金屬能夠把另一種金屬趕出市面不再通用；在其他情形裏貨幣的和實業的需求間之補償的作用 (Compensatory action) 會保持牠們兩種常在貨幣的使用之中。

一種改善的，但還留下牠底許多缺點的複本位制，是叫做複本位制 (symmetallism) 的變形物，係約模五十年前 Alfred Marshall 所提出的，(註五)在這個制度下通貨底收回不用現金，不用白銀，而兼用金銀二者，這就是說以一定分量的現金加上一定分量的白銀，其比例在開始引用這計劃時一度固定之後，不再變改。在擴大貨幣底基礎使包括兩種以代一種金屬方面牠具備複本位制底利益；假如這兩種金屬和貨物相比較的價值在相反的方向移動着，則用兩種比單獨用任何一種可得到較大的長期價格底穩定。牠不受一種或他種金屬之完全被趕出於貨幣的使用之外的危險。然而，牠免不了複本位制底其他缺點。

目前依實際和理想兩方面的根據，與複本位制相反（也同反金銀混合本位制一樣）的狀況是勢不可當的，設立和維持這制度所需要之國際合作底程度，還要比行使受國際管理的金本位時更大些，而且在目前的情形裏達到合作是沒有希望的。再者，雖則，如果一經成立之後，牠或許比無節制的金本位會給予更大的長期價格穩定，並且會比在國際中央銀行控制下的制度需要更少的管理，可是沒有東西可以證實牠定會供給適當的在長期趨向中的穩定底程度或種類。現金價值底穩定方面的國際合作是達到這同一目標底更好得多的方法，而且或許也更容易辦到的方法。最後，但或者是最重要的，這不用說複本位制，不論牠在長期的價格趨勢上面的影響如何，牠本身不會有何作用可以補救稱為商業循環之較短期的振搖不定的活動底更大得多的弊病。然而除去複本位制並不是說，如果全世界回到金本位去，中央銀行底準備裏面嚴格地受限制的白銀底數量不可以有利益地佔到次要的地位（參照前面第五章）。

Fisher 底補償的美元 Fisher 教授底著名的「補償的美元」(Compensated dollar) 底提議人人盡知，所以我們不用多說，只要下幾個簡短的註釋和批評。牠底精義是貨幣的單位不應再以帶着變動的購買力之不變的現金重量來代表而倒反應給予以帶着穩定的購買力之變動的現金成分。像下面所概述的 Keynes 底建議一樣，現金底鑄造不再繼續，但通貨是將以金塊收回的。官方的現金買賣的價格將隨恰恰和一般價格水準底變動相適應的百分比底變動而生變化，政府應確定這兩種價率間，足以防止投機的買賣選擇權。這提議和 Keynes 底建議不同之點，在於沒有允許中央銀行那麼多的權力去選擇牠在推行價格穩定底策略時所要使用的標準和方法：在商品指數底任何向上或向下的移動上面要採取自動的行為。

這樣制定下來的計劃與所有主張用商品指數為穩定價格底指導而不顧及其他因素之建議陷於同一的缺點。（註六）這些缺點在他處另行討論（參看下面第十二章）。同樣地，像一切多少帶些自動的本位牠也要爲了國內價格穩定底緣故，而犧牲永久的匯兌底安定，雖則，照 Keynes 底建議裏面，短期的漲落會因之消除，平價只在現金買賣的價格發生變化時自動地轉移起來，而現金輸出入點 (specie points) 則仍舊保留。國際採用這計劃

曾除去這個缺點，但這幾乎是必定不能做到的。然而犧牲國外的穩定也許不是最關重要的反對，如果國內經濟的穩定能夠因此而獲得到。但由於參照過去的單一指數底數目的移動而來之自動的調整底方法能否達到這個目標頗有可疑。這種方式底提議是過於剛硬的。控制要有成效必須想法預料價格底移動而不在此移動已發生之後，纔打算去抵消牠們，因為這程序是趨於累積的。那樣的計劃或可以有成功地，除去現金價值底長期的趨向，但不必定會有緩和循環的漲落的效能，因為信用上層結構和金基間沒有機械的關係。現金在全部支付媒介底膨脹和緊縮方面所盡的職分是限制的，信用底闊大的變化在這些限度內有發生的可能，和金準備方面任何改變無關，再者，貨幣流通底速率，也可以大大地變動，銀行準備方面不用有任何變化；而且控制速率要比控制銀行信用底數量困難得許多。這調整充其量不過緩緩地作用起來。在短期的過程中變動通貨單位底現金成分所加於國內價格水準上面的最有力而直接的影響會發生，不由於牠底增多或減少金準備底貨幣價值，但由於牠在國外匯兌上的效力。輸出者和輸入者會受影響直至他們貨物底國內的價格按比例漲高或跌落時為止。其他貨物底價格的適應要遲延到更久得多了。

兩種其他的困難可以看出，即投機和政治勢力底危險。如果大家期待着強烈的延續的商品價格水準底向上或向下移動，則政府買賣現金的價格間微小之差或許不足以防止現金和國外匯兌底大投機的行爲和國外存款底猛烈的漲落，這些因素能夠挫敗通貨底現金成分的變異想在準備和價格上面行使的效力。政治的壓力大概也會用來抑制施行這計劃的貨幣當局，尤其是那些貨物底價格正在跌落之生產者要用政治力量，當一般價格水準，照指數所反映的，正在漲高因而需要那創造出來以迫使牠低落的矯正的行爲。

但縱在傳統的金本位之下貨幣政策也決不完全脫離政治的勢力。這些困難在下面後一章裏討論得更詳盡些。可是這計劃包含非常有價值的特點，尤其是以牠底倡始的資格看來；而且如果在某某方面經過修正，這困難無疑地能夠除去，而不至失掉牠底重要的利益，即牠給予自由去達到國內價格底穩定而沒有完全犧牲了參加國際的制度底利益，因為金本位不會一起都被放棄雖則大大地經過修改。Mr. Keynes 新近的貨幣改革底建

議在基本上與上面的計劃，有許多相同而却免去了所指出的幾種缺點，所以我們在下面簡單地把牠們討論一下。

Keynes 底建議 Mr. Keynes 在不久以前曾一度澈底主張受管理的紙幣，（註七）並把金本位稱做「野蠻的遺物」。他新近概述一種改革和修正的受管理的國際金本位可以在裏面恢復起來的狀況，（註八）雖則以那樣簡短的方式來概述使得鑒別地估量他底積極的建議的價值有些困難。Mr. Keynes 底貨幣建議的主要特點，照他在貨幣改革裏所提出的，有如下述：貨幣政策底主要的目標應是國內價格底穩定，如果必要的時候須犧牲匯兌底穩定；達這目標的手段是中央銀行以財政部底幫助來調節信用底數量，和通貨底數量完全與金準備分開。這些要素在他後來的建議裏還是照舊，沒有多大的變動，然而我們應留意兩個特點：第一，貨幣政策底目的雖然是要在某種特定的限度內保持商品價格底穩定，這麼一來勞崙和 Fisher 教授所提出的貨幣改革一樣，是和後者不相同，判定情形和行爲的標準，於實在的價格移動之外，「要包括工人受僱底狀況，生產底分量，照銀行所感覺到的信用底有效的需求，各種各式底投資的利率新幣發行底數量，流通中底現款，國外貿易底統計和匯兌底水準。」第二，現金不會失掉所有的重要，但曾被收藏起來以應急需，并當作一種工具可以迅速地矯正國際支付底暫時的逆比（temporarily adverse balance）的影響，因此可以維持的英鎊和美元底匯價的穩定。「欲達到這第二目的，中央銀行時時變動牠底現金買賣的價格正和牠現在調節牠底貼現率一樣：匯兌率底過度的長期的漲落將要消除，雖則由國內和世界底價格水準間改變的關係而來的比較地永久的移動可聽其存在。

這個 Mr. Keynes 前期建議底簡短的摘要指示方針，依此而行受管理的紙幣可的好好地調節起來。由這些方針到他後來的建議一種帶有移動的平價之修正的金本位不過是短短的一步罷了。在他的貨幣論裏 Keynes 已表示對於現金和牠底以某種方式可供作國際本位底基礎的權利比從前所持的態度要親切得許多。（註九）在他最近的建議裏每國在現金和牠國內的通貨間要採取實際的平價，「而現金底買賣之點分隔開不得過百分之五。

這實際的平價，如有必要，應時時改變，假如情形需要時常改變的話。一直到我們對於國際價格底將來的進程知道得更多的時候為止不變動的平價是失策的，而且在國內和國際的狀況之間永久地維持些逐漸調整的力量是很相宜的（註一〇）。

如果我們覺得世界上底國家的智慧，經驗和合作底精神還沒有發達到一個階段足以集各地管理一種尚可保持現金本身底價值穩定之有固定平價的完全國際金本位，那末 Mr. Keynes 這種計劃或許提示闊大的方略，循着進行可以做成最好的折衷辦法同時地獲得許多國際和獨立的兩種貨幣本位底好處，而不至完全犧牲了任何一種底利益。有些犧牲自然是不可避免的。所以匯兌率方面百分之五底漲落，雖則牠們大概不會大大地損害國外貿易，尤其是假如遠期匯票市場很發達的話，并且與在新近的情形下底漲落比較起來是很小的，無疑地會阻礙長期的國外投資底程序。我們不能夠否認那樣結果底本身就是不幸的。英國實業底結構是裝置於國外貸款底鉅大數量上面的。美國底情形也是一樣，而大半其他國家底實業結構也多少是和國外貸款相關連的。截至今日世界實業的發達都靠着大量的國際投資底期望，而牠底數量的縮減連同牠在國際貿易底分量上的打擊，與國家底一般生產結構和經濟生活的過渡時期內必定要引起困難和痛苦的重新調整。

帶有可移動的平價之金本位會影響到短期流動資金底國際的移動，以及國際的投資。牠或可容許近年來造出許多損害之國外存款底忽然轉移的妨礙底廢續。每奕預料的平價底改變大概會激發國外匯兌商人方面底投機的交易，並且會生出外國人所有的流動資本底轉徙。前面討論 Fisher 教授底建議時所注意的政治上的困難也多少是會存在的。在這兩種情形裏國際以及國內的政治問題或許容易發生。因為一國底通貨單位的平價之向下改變鞏固牠底輸出的地位，牠就會等於放棄金本位底通貨的目前匯兌貶值，而且這可以激起他國底忿怒和報復，縱使這調整是不過為着適應貿易底實際條件的變動。

計算到這些不利的地方并不是來斷定帶着可移動的平價之金本位，是比不上有固定的平價之半自動的金本位。因為在下一個比較的評價時我們不能忽視後者底嚴重的缺點，這問題是秤量牠們各自的優劣的問題。可

是，上面的探討明白指示最適合的制度，「如果能夠獲得的話」，或許是一種改造的完全國際金本位，由互相合作的中央銀行這樣地來管理以期保全現金價值底比較的穩定。我們能夠運用種種的方法來追求這個目標。一種是中央銀行間底協定照時機所需作一致的準備需要底變動。第二種的可能是比較重要的金幣底現金成分時常有同一的改變以期達到矯正世界現金底缺少或過多。第三種的建議是列強間——英、美、法、德、日——底國際協定一同採取帶着可移動的平價之金本位，在這本位下列強間之任何一國只有得了其他方面底同意，纔會實在地更變牠底平價。然而，我們必須承認於最近將來要在這些建議底任何一種上獲得國際協定的希望，以一九三三年倫敦大失敗觀之，目前似乎黯淡得很。帶有可移動的平價之半自動的金本位，因為沒有更佳者的緣故，或許還是最好的可採擇的辦法罷。

貨幣控制底限度 貨幣控制底政策，不論如何妥善地處理牠，就本身而言不足保證合理的經濟穩定除非非貨幣的因素底行為也是自然地適合，或且能夠這樣地受控制使有資助於這個目標。在總括以上所達到的結論時，我們祇須注意下面重要的應考究的事項：

第一，控制價格水準底政策在自由地自動的國際金本位下能夠由中央銀行底行動在這範圍內，見諸實施之狹小的限度。

第二，縱使在自由的紙本位之下，也必須應用補助的方法藉以保證中央銀行為着增多或縮少會員銀行底準備起見所採之低利率，或高利率和買進或賣出證券的政策在信用數量和價格水準上發生所欲得的效力。因為這些方法影響貨幣底可能的供給，但沒有直接影響牠底需求和牠在工商業上的用途，牠們時常需要，尤其是在非常不景氣底時期中，以變動實際上在流通中的購買力底數量來增加力量。這由於有伸縮的公共資本支出底制度最能夠做到。

然而，就是這樣地增強起來，中央銀行底控制政策就牠本身底力量而言，也許還不夠產生一種移動的穩定，除非在各種各樣的價格和所得，并且尤其是在儲蓄和投資底比較率間保存正當的均衡，爲了在不同的價

格和所得之間獲得這個適當的國內的關係，或許於普通貨幣的方法而外很需要特殊的實業上的控制；調節在轉種市場上的和彼此互有關係的價格和供給的計劃；保持工資和利潤於正確的關係中的計劃；維持純淨的國外貸款和純淨的國外存款間底均平的計劃等等。

上面已發揮過，價格穩定底追求，并不指着這目標應是一種堅強地不變的價格水準一點，都沒有沿着穩和地向上或向下的趨勢移動；或指着應設法消除不論那一類的循環的運動；或指着銀行政策底調整一定要專着眼於躉售商品價格指數，并完全抹殺其他的標準。關於這一點美國於一九二五年至一九二九年間，在非常穩定的商品價格下發生之劇烈的證券膨脹，和資本過度擴大應是一種充分的教訓，（註一）相信價格穩定在牠底本身能夠和動力的經濟穩定，視為同一是一種蒙昧的謬誤，雖則我們不易看出後一目標如何能夠達到除非前一目標先確定下來。整個經濟的制度不能夠以運用一個單獨的槓桿，即單單由於貨幣的機構來控制，但那個槓桿底控制確在追求均平的經濟進步時是不可少的。在以價格穩定為目的之貨幣政策下，最精密和最仔細的注意，必須要用在一大批各式各樣的其他因素，貨幣的和非貨幣的底移動和互相作用上面。比較的價格穩定不是本身可作為目的而追求的目標，却是當作手段以期在成本價格結構方面保全一種移動的均衡。

國際清算銀行和現金價值底穩定 現在雖則還沒有到準備設立真正的世界中央銀行底銀行——這一個理想恐怕不能夠實現，除非要等到和世界國家或全世界諸國底聯邦相聯繫的東西開始成立——可是有許多事可以做去穩定現金底價值，如果各國政府和中央銀行能夠受勸以擴大國際清算銀行底權力和職務來表示，必要的合作底程度。

國際銀行底條例中第二十四項允許牠特別指定現金為各國中央銀行轉賬；(able on their order for the account of central banks)，藉以便利國際現金交易；換句話說，牠有組織中央銀行間現金交易底清算制度的權力，這使參加的銀行方面必須把牠們一部分的現金存於國際銀行。設立這麼一個國際現金清算底資金（這並沒有實際上轉移現金於 *Bastle* 的必要；後者不過放着存款聽憑國際銀行底處置）的一種效力是消除國際運

輸現金的費用，現金買賣底匯票集中於國際銀行。但這樣的步驟正節省現金底使用或便於控制牠底價值方面沒有效力呢？明白地牠本身不會有效力的，但國際清算制度底組織在整個現金問題上頗見重要。牠或會供給胚胎從那裏能夠最後發展一個真正地國際的計劃以期達到這些目的，尤其是如果國際銀行自己擁有現金，而且保持中央銀行底準備和給與後者以信用。因國際銀行沒有為必須維持傳統的準備比率所限制，現金底貨幣需求能夠容易地調節起來以防止牠價值底嚴重的變化。在這些情況裏國際銀行能夠運用一種受管理的國際金本位，以維持世界價格底穩定為目標，調節現金本身底價值的方法恰恰和調節紙幣一樣，如果現金全被消除。但以目前輿論底情形而言，世界上的政府和中央銀行會情願以這樣的權力托付諸國際銀行大約相去非常之遠罷。就是消除偏見，守舊和國家自身底利益使足以獲得為補救金本位底更明顯的缺點所必需之較緩和一點的國際協定，前途也不大明亮啦。

英鎊和美元底將來的關係 自從放棄金本位後，英國底管理貨幣表示顯著的，我們也可以說過度的，自創。以我們底政策為「控制的膨脹」是一種諛稱。直接的紙幣膨脹和增加公共開支都嚴厲地避免了。我們財賦和貨幣的當局顯然以他們之能夠避免了緊縮及把貨幣的發展植基於現金底流入和國外匯兌儲藏底增加為可滿意。和美國底政策正相反（那政策所明白說出的目的是提高國內的價格），英國底政策似乎以維持國內價格在一九一四年底水準左右為鵠的。（註一）雖則在英國成本和債務結構沒有緊縮到牠在美國那樣的程度。英國底受管理的通貨實是一種帶有移動的匯兌平價之金本位。金本位底較重要的原則實際上都保留着——現金底自由移動國內的，和國外的毫無阻礙的短期資本底國際移動，充實的準備，銀行關於投資方面底清理，和均平的預算；一種完善的，守舊地運用起來的金本位底特色一切具備。已被廢除之金本位底主要規則為依固定的比率收回現金，以變動的市價收買現金，和貼現率脫離了國外匯兌底影響，操縱匯兌改由平準基金來行使。

這個拒絕使用機會去實施通貨回漲（reflation）底積極政策截至現在，已犯維持金本位底幾項利益，和放棄金本位底幾項利益合攏來，在國內金融活躍和在國外一些輸出底利益。後者底一部分以美國底脫離金本位而消滅

淨盡。英國在「法國底」金本位集團和傾向於通貨膨脹「*Relation*」的美國間能夠繼續向着當中的途徑進行到什麼時候還要看將來的情形。任何性質類於匯兌底永久穩定的事件，英國，在未來頗久的時間中，還完全談不到。收銀在英國底鉅額的國外短期存款和大規模的現金流出以代目前的流入必會造成或禁止現金出口，或聽憑匯兌貶值，或兩者具備。而且，我們完全不能夠說出英鎊和美元底比率，應該是什麼——直到美國國內提高價格底試驗的結果開始表現得更明白時為止。我們正確着一個關於最後比較的價格水準底無可避免的不穩定的時期。根本上目前英鎊比起美元來是在薄弱的經濟地位裏面。牠新近表面上的力量是不足信的。英國底工資結構並沒有緊縮到幾乎和美國底那樣多。縱使酌量補入國家復興條例（*N. R. A.*）所達到的那樣的高價，美國底工資，因牠們於一九三二年劇烈的緊縮底結果，跌下了牠們不景氣前的水準比英國底工資率所跌落的還要遠些。和全國底收入相較，英國底債務和租稅負擔是比美國底更重。商業障礙和民族情緒底發生大大地裁減了英國海外投資底收入，並限制了牠國外的市場。美國和他國外投資底損失，也是和全國底收入相較，或許比英國底要小些。再者，雖則是一個債權國，前者繼續享受商業上底順比。美國旅行家國外費用底減少在支付均平上，所生的影響必定也要計算到的。

這個英鎊底內在的弱點以短期資本底輸入——一九三二年英國資本底歸還故國，金鎊集團體差額（*Reserves*）（*Gold balances*）底吸引，由維持金本位底能力發生疑問之美元和金本位集團底通貨裏面逃避的資本——而掩蔽起來。當將來國外信用恢復及存款歸還本國時，我們可以預料資本底倒轉的移動這就會引到英幣底力量的真實的試驗了。一直等到那個時候，並等到美國提高價格底實驗更進一步的時候為止，要達到多半帶着嘗試性質的匯兌穩定而外的任何成就的一切希望必定還是純粹的幻想罷。

目前美國最後的貨幣目標底不定也必不容國際金本位底早日恢復。最近美元所據以重定價值之美國底貨幣立法（一九三四年底金準備法案，一九三四年一月三十日通過）不是視為構成回復於完全的金本位，因為這方案准許政府於百分之二十底邊際內，相機行事改變美元底現金成分，並且因為國內現金貯藏的禁令和關於現

金自由輸出的疑慮依然存在，美國底貨幣本位，現在雖然是基於現金，至少可能地，仍舊是比較地一種國家自主的制度。除了總統再三申說他力求「購買力和債務支付力」[*purchasing power and debt-paying power*]。不變的美元而外對於貨幣政策最後目的沒有更進一步的表示。這法案定下重訂價值底高的和低的限度。為舊有的金成分底百分之六十和五十，但在這些限度內美元可以重訂價值至任何次數。以牠目前的方式而言，我們或許最好稱牠為金魚美元 (a gold fish dollar)——在明白規定而恰好的範圍內可以隨意移動的美元。

真正的和持續的恢復底一個必要的條件為將來展望中商業信用的回復和情願擔承長期的風險。這特別適合於一般資本貨物底工業，牠們底復興對於健全的恢復是極關重要的。貨幣的不定當然會動搖商業信用及阻滯經濟改進。可是，這並沒有含着，像時常所暗示的，最好立刻復用完全金本位的意思。只要以匯兌平準基金防止過度的短期匯兌漲落，並避免有計劃的國外匯兌貶值底企圖和國內貨幣行為底極端派的趨向，從事於國外貿易和長期的國內投資底風險就不至過甚了。長期的國外投資當然還冒着很大的危險，但當世界貨幣制度改造底時期中底底數量在任何情形裏大約是不會鉅大的。在美國商業信用底欠缺是非常明顯，並且立即停止貨幣的實驗和完全回復金本位底要求是非常強烈；信用底缺乏與其說是由於羅斯福總統任內的貨幣政策，或許不如說是由於實施那些政策的辦法，尤其是由於提出辯護那些政策的理由，牠們所根據的學說和那些學說表面上所透露的思想底混亂。

隨時的匯價穩定會幫助增進商業信用。一種完全非正式的帶些伸縮自如的和美國諒解或可大有助於完成這個目的。世界各國不用等到價格漲至充分的程度足以恢復國內的均衡，繞着手計劃任何方式底匯兌穩定。現在大多數國家內部有信用膨脹底大基礎。如果商業社會於投下長期的資本之前還要更切實的保證，政府可以宣布決意最後回復到修正的國際的金本位，在任何牠底順利進行所需的條件業已完備的時候，並且同時宣布決意避免造成無謂的國際糾紛的策略，如借助於競爭的匯兌貶值之類。「在適當的保障之下」，明白承認永久的穩健為最後的目標對於重新設立國際貨幣制度算是一種建設的力，可以激起商業信用；但是我們不能夠安全地探

取回復到完全金本位底切實的步伐，當使牠底繼續維持成爲不可能的狀況仍舊活躍的時候。穩定底途徑上的不穩定不用過分張大，因爲總有多少的不穩定存在的，但至少得要得經過了充分的時間，我們纔會看出在試驗上所採擇的匯兌平價是否適合於事勢底永久的原素。在我們能夠決定真正的比率以前，或許需要許多年數，在這當中的時期各等級近似的比率都已試過。同時凡屬可能的策略，也都採用以期匯兌底穩定。過早採擇固定的平價或許會使充作貨幣本位的現金再行崩潰，并且大足以損壞牠底以任何方式再用爲貨幣本位的一切希望。

英美合作和貨幣穩定 在草成此書時要武斷地和不曾隨事勢進展而發生，但仍不能安全地預料得到的具體的情形，定下將來英國貨幣政策所應遵循的方針是不可能的。目前尙嫌太早，看不清所有的因素如何配合，也不能估定牠們互相比較的重要。有許多不僅靠着經濟事件底進行，而且要看他國底貨幣目的和政策，及牠們所表示與我們合作和彼此合作的願意。可是把我們立論底歸結總合起來，其他替代的辦法便能夠簡略地陳述一下。

匆遽和過早的回復到完全國際金本位制度應該避免。單單必須先決的技術上的問題是那樣複雜和困難如果恢復帶有固定不變的平價之完全金本位最後能夠完成，那是一定要經過很長之試驗中「事實上的」穩定的預備時期。以往的經驗差不多已確實指出，這是必要的。在這試驗期間，世界底主要貨幣間，尤其是美元和英鎊間，臨時的匯兌穩定對於恢復信用和順利國際貿易是最有益的。但永久的穩定明顯地不夠辦到，當美元在國外仍舊繼續嚴重地貶值或當使金本位支持不住的情形還是大部分在那裏作用的時候。

我們姑承認技術上的問題有了滿意的解決，回復到完全的金本位，也只好在有很好的希望能夠這樣的改造牠使牠將來的行爲勝過牠以前的作用的時候再來斟酌。必須先決的條件在前面已經指出（第八章）如果中央銀行間，能夠獲得相當的國際合作底程度足以保證這些條件，其中最重要的是將來金本位要這樣的受管理庶幾世界價格可達到合理的穩定，那末，採用這個經幾修正和改善的金本位就很適宜了。牠要籠至一些國家貨幣和經濟的自主權，并使有些國內的要求從屬於國際的需要，但是如果這些要求不至過於難堪，牠是值得這個代價，而

且是代表世界進展底現階段上最妥善的折衷辦法了。金本位（匯價底固定）和自由本位（推行國內穩定政策的自由）兩者底大半的利益同時都會得到。運用這樣受管理的金本位的經驗一長進，和行使國際控制現金價值的程度一增加，現金最後可變其消滅或僅僅留作歷史上的陳迹。到了那個時候世界會享受一種真正的國際紙本位，但是要等到，由於表現真正的國際精神，牠表示牠自己配用這樣的本位，牠纔能希望達到這個地步。

這樣國際管理的金本位顯然比許多獨立的紙本位制度更好得多了。可是，以達到這個目標底困難觀之：一種過渡的制度，由於英美底合作，不必等世界上其他諸國，或許是可能的。現在這兩國內各界有力的人物任原則上，都接受貨幣穩定底觀念。（註一）再者兩國於不景氣之前在金本位所允許的限度內會有一部分貨幣穩定的試驗的有價值的經驗。兩國間協定普通貨幣政策底大方針不一定要涉及信用調節底細詳辦法的合作。而僅僅含有共同行動底必要以阻止世界價格水準恐因信用緊縮，而引起的漲高并避免由於信用膨脹而來的跌落。英美間堅定而又和諧的了解共同控制現金以維持牠底穩定的價值實與世界現金價格水準底穩定相去不遠，同時會保證不僅美元和英鎊間而實際是半個世界上，的匯兌穩定，因為牠會包括通用和這些單位各自地相聯繫的貨幣的國家。這麼一來，紐約，華盛頓和倫敦合作起來能夠大有助於把受管理的國際金本位實施於一大部分的世界。在英國特別注意於國內貨幣穩定底根本的重要的人士中，不管牠們在其他方面的支節上，有許多不同的意見，我們可以提出 Josiah Stamp 和 Basil Blackett 爵士兩個都是英倫銀行底董事和財政經驗甚富的著名的公務人員；財政部底 R. G. Hawtrey 先生 Reginald Mant 和 Henry Strakosch 爵士，兩個個是印度參事會（The Council of India）底會員，同時也是國聯金代表團底會員；R. H. Brand 先生 Arthur Salter 爵士和 J. M. Reynes 先生。這個運動確已具有很大的力量而且在政府吏銀行家實業家和專門經濟學者間，已博得不少的擁護。

可是在這個美元英鎊底區域上而成一種滿意的國際貨幣制度，帶着有國內價格和匯兌底穩定的兩重目標，并不靠着回復到比率不變動的完全金本位。如果依前面概述的方針而恢復金本位事實上不能做到，英國，

固居於金鎊國體底領袖地位，尙足以率先提倡組織和運行國家自立的通貨制度脫離了金本位，或祇以某種活動的形式附屬於金本位。美國也在一種特別有利的地位上可以採取類似的途徑，這由於她底國內貿易的重要還在國外貿易之上。英美兩國底國外投資的數目的確是很大，但是縱使在恢復的完全金本位之下，資本流出外國，在最近幾年苦痛的經驗之後，大概也難似不景氣以前那樣的鉅大。這些經驗應該也足使我們知道相信所有不受調節的國外投資在牠底本身，都是好的未免太淺薄了。照上面所指出的，我們也不能斷定在半獨立通貨之下國外投資會完全停止。

所以如果英國或美國採取這種受管理的通貨，她不至於定有財政孤立的危險。如果英或美能夠和其他那個國家訂好協定，使她也實行調節通貨的政策以保牠底國內購買力比較地穩定，那末這兩個國間匯兌比率底變化，連同她們金融上的衛星 (Financial satellites)，由於匯兌平準基金底運用和其他計劃，大部分能夠限制在很狹窄的範圍內並沒有多大的困難。國內穩定與國際貿易底利益相調和的方法大約可以講出，不至過於犧牲國家的自由去遷就國際上受管理的制度底要求。現金，雖被放棄不當作通貨底基礎，可是，照上面所指示的，還能夠在渡過支付均平底暫時移動方面盡很有用的職分。對於和那些還可以依固定不變的比率仍舊與金本位相聯繫的國家的關係，如果我們把現金買賣的價格固定和維持到很長的時期則匯兌底過甚的短期的漲落自會消除。參加這種制度的國家不用以固定的永久不變的匯兌比率互相連繫；比較地穩定的匯兌倒是每國在牠自己國內價格亦準方面維持安定底自然的結果。

假使這樣的計劃因不能供給遍及全世界的貨幣本位既使價格穩定，又有完全永久的匯兌固定，達不到盡美盡善的程度，至少牠代表向着那方面走的第一個長步并提供在目前情況裏，更有實現底希望的一種程序。而且，牠是英國能夠領導世界先來施行的一個計劃，如果與美國訂立協定接受這個政策，并通力合作與以實施，則屈指可數的或出於自己情願或為學勢所迫而遵從這計劃的國家，在一方面包括「金鎊區域」(sterling area)；另一方面包括和美國有密切的財政關係的拉丁美洲底國家。前者第一要數到不列顛帝國 (雖則牠底組成的份子

聞貨幣的利益有些分歧)除了加拿大外，可是因為她地位是介於美元和英鎊之間，不會生出困難；第二，歐洲方面的斯坎的那維亞和芬蘭；最後，南美洲底重要部分，最顯著地是阿根廷。留在這個團體之外的國家要包括現在事實上用金本位的那德國，法蘭西，比利時，瑞士和荷蘭；那些只在名義上號稱金本位，「破產的金本位」the "insolvency gold standard" 國家如德奧和歐洲中部和東南部諸國；俄國，她有一種為她自己的經濟情形所特有的獨立的制度；及銀本位的中國。在這樣的制度之下貨幣政策有兩重的目標。以國外言，目標在於儘量與其他國家獲得協定以求匯兌底比較的穩定，只要這與國內的貨幣目的相適合。以國內言，經濟活動和充分職業底常態的情形一經恢復，則貨幣政策底目的便是比較的國內的穩定，在成本價格結構方面保全一種移動的均衡，只要貨幣機構能夠幫助達到這個目的。我們所給予穩定這個名稱的確切的意義要視各種經濟因素彼此相關的態度而定。考查這個問題，即最合意的價格水準底移動，在本書最後幾章內來討論。

(註一)有一種為宗教的熱誠所激動而擁護那樣緊縮的人們或許不贊成這句話，而且必定強烈地反對任何用以提高價格水準的有計劃的方針，他們底思想深植於一種金融純淨主義(financial puritanism)裏面。他們相信膨脹的旺盛在道德上是罪惡的，而且是由於全體的揮霍和不健全的商業經營，所以他們把不景氣看做十分該受的神聖責罰底行為，并把牠所加的痛苦看做多行不義底處罰。有計劃的人為的干涉恐難免由受苦而得到教訓的過程或去減輕牠底效力因此成爲不虔敬的行動了。膨脹被看做愛敬神聖的居多，看做不適宜的居多(牠或許是不適宜的，或許不是的)；而金本位則被崇拜到像一個金牛。探索這些心理的根蒂是被認爲很值得的，因為牠們在將近許多貨幣思想上具有極大的關係，雖則完全是潛在意識的。古昔「冥冥中有主宰」的教條似乎究竟還存留着而且以新方式出現。

(註二)例如建築底成本，在那些價格沒有充分地跌落的國家內，最顯著地在美國內，是與資本底數投的嚴重障礙。

(註三)這些言論之切合於新近美國底經驗幾乎無須明白地說出一一瞭然，在這種情形裏，沒有合着判斷關於所採擇的方針底適合與否的意義。

(註四)參閱 G. F. Warren 和 F. A. Pearson 所著的價格，第八章，頁一三九至一四九。

(註五)公報 Official Papers' Alfred Marshall 撰(一九二六年)，頁一四至一五(皇家工商業委員會提出問題的答案，一八八六年)，頁二八至三〇，一六六至七(是金銀委員會的證據，一八八七，一八八八)；貨幣信用和商業(一九二三年)；頁六五至六。

(註六)這兒所討論的是起初在穩定美元一書中所規定的計劃。可是，我們應補說一句，Haber 教授始終一致地表示他自己對於做他底各項建議之基礎的原理比堅守這些建議底純粹機械的細則要忠實得許多。在他後來的著作中他極情願以建設的批評底眼光來審議後者只要不

靈活性及推行貨幣穩定底基本原则。(參閱特別是他呈送種種國會內的委員會的證據和他最近的著作，穩定的貨幣，這運動底歷史一九三四年)。穩定運動是有賴於 Fisher 教授的。

(註七)貨幣改革，一九三三年。

(註八)繁榮底法門，「The Means to Prosperity」頁二五至三七。參照貨幣論全文。

(註九)當受支配於爲獲得合理程度的國內自主而設的某種防衛和妥協時最近將來底理想的通貨，或許應依從國際本位。如果這個被承認，那末，保留現金爲我們底國際本位便有大而明顯的利益，只要我們能够保留這現金當做法上的君主一樣，完全要受制於握有主權的中央銀行底內閣的意志。因爲用這些手段，我們將——雖則有些犧牲，這是以開採貨幣的現金底每年用費來計算的——使膽小者安心，並且或許將早幾十年提成採用科學底方法。所以我們目前的最後問題是由某種超乎國家的制度底作用來演進一種管理現金價值本身的手段。(J. M. Keynes, 貨幣論，卷二，頁三八八)。

(註一〇)繁榮底法門，頁三二至三三。

(註一一)在不同的狀況下各種價格水準移動底比較優劣的問題於下面第十一章內討論。

(註一二)照一位精明的美國批評家所說的，美國代表團出席於一九三二年倫敦經濟會議所得的教訓之一是「無論英國人對於提高世界價格水準可以視得如何漂亮，他們并無意於以切實的行爲來作說話的後盾。他們要保持舊的貨幣比率和充足的銀行準備但這就是了一切了。他們沒有認真地着意於採取有效的步驟一切實地提高世界底價格水準。」(C. D. Miller, 美元，頁二六九)。我們堅決地拒絕接受美國代表團第二次議決案內所包含的提議如「各國政府在相似的事業上的設施應同時舉行的計劃」之類，大是證實這批評家底話。

(註一三)我們就記得起一九三三年七月三日，羅斯福總統致世界經濟會議有名底通牒中的語言：「一國內部完好的經濟制度於牠底幸賴上是一個更大的因素，比諸牠底通貨以他國時常變動的通貨來表出的價格。……所以所謂國際銀行家舊日所深信的政策，也正被代以雙方締約國家底通貨，其目的在於與那些通貨以延續的購買力不隨商品和現代文明底需要的關係而生變動。我可以坦白地說，美國正尋求那種美元，以價值而言，牠於一代以後仍舊有和我們希望在最近將來達到之同樣的購買力和債務支付力。」

第十章 貨幣政策與公共事業

以具有伸縮性的公共事業作爲一種穩定的力量——近年來，關於如何利用公共事業作爲在不穩定的經濟制度之下，一種達到經濟穩定的辦法，曾有種種提議，這種種提議並逐漸獲得人們的注意。其要旨不外是：公共事業的建設計劃與預算都應盡可能地豫爲籌劃，使其按照一種具有伸縮性的計劃而進行，以便隨時發生與產業循環波動的一般趨勢恰好相反的作用即是：在繁榮期則延緩公共事業的建設，在蕭條期則加速公共事業的建設，過去的事實却完全與此相反，因爲在繁榮期中，一般民衆的需要增加，而政府亦有建設所需的稅收，或較易向民間募債，所以此時易於作大規模的建設。反之，蕭條期中，政府當局亦往往負債纍纍，以致損及募債能力。如此，在繁榮期中，建設的擴充加重市場上對各種原料及勞力供給的需要壓力，結果，更行加強了膨脹的趨勢。反之，在蕭條期中因建設的緊縮而來的公共支出的減少，愈形加重私人開支的收縮作用。因此人們主張：一種伸縮自如的公共事業統制制度可以矯正這兩種弊端，按照事實的需要，隨時對於經濟活動予以刺激或加以限制。

資本投放與產業波動——當私營產業停止新資本的投放，或以甚大的減速度進行此項投放時，經濟活動便將發生障礙。學者們老早已公認：產業波動的中心問題即在此項新資本財投放作用的盈虛消長之中，所謂新資本財係包括生產財與耐久的消費財而言。誠然，在產業循環的上升期中，僅憑貨幣政策的力量，或者即能對於生產各種資本財的產業的過度活動加以相當限制，但據最近的經驗，宜到了過度的資本投放已經發現其反響時，僅憑貨幣政策本身是不足以恢復社會的購買力的。可資利用的豐裕資金誠然可能替新資本的投放導其先路，但只要預想中的利潤率依然恐怕是一個消極數的時候，牠是不會引起新資本的投放的。換言之，直到貨幣貶值，舊設備廢棄，新發明到來，以及新產品的發達種種調整的過程都已經過之後，然後才能引起新資本的投

放。

就大體而言，這種彈性的公共事業統制政策可以看作某種金融政策的特殊應用，其目的是要緩和景氣的波動，其方法是於繁榮期中貯蓄積基金而於蕭條期中將其付出，例如，失業保險基金，產業準備金消費者準備基金以及其他等等，在許多重要之點，其基本問題都與此相同，所有這些基金的作用都是要於繁榮期中限制各種產業的淨利潤以便緩和景氣的上升趨勢，反之，在蕭條期中，則利用基金的付出而維持一般的消費水準。在公共事業準備金的場合下，對於維持製造各種資本財的產業的活動作用，也許更為重要，但在失業保險基金和消費者準備基金的情形下，則不盡然。

由這種種情形看來，一種彈性公共事業政策在蕭條期中的目標顯然有二：第一是要維持耐久財貨的生產在一較高的水準，比較沒有此項政策時，其新的經常需要下可能生產的數量為高；等二，刺激對於耐久財貨的新需求。為達到此目的，其方法乃是增加某些組製造耐久財的產業的生產量，由此，更增加這些組產業對於其他耐久財貨的需求，此外，公共事業的擴充亦可幫助維持一般的消費。不待言，在繁榮期中，應採的步驟是與此相反的。

這樣說來，加速率進行的應急性的公共建設應該儘可能的採取這樣的投資形式，即其作用的結果足以增加全國耐久性財貨的總儲量，而不與私營產業相競爭。同時，在包括整個的產業循環（把繁榮期與蕭條期合併來看）的期間之中，所舉行的公共事業的總量，不應比較無此項計劃時為高。唯一的目的就是把時機應付得更好，至於公共事業在金融上直接對於刺激一般消費所生的影響，是不應過於置重的。因為在蕭條期中，生產量和就業量降落得最利害的乃是生產資本財的各種產業，所以只要設法增加此項產業的活動，結果一定會增加一般消費，儘管其作用是間接的。但若採取直接刺激消費的金融政策，其對於資本財的生產可能有的影響，却只是遙遠的，遲緩的而且有問題的。所以擴張公共事業的主要職能只在間接引起流通行程上的作用以便刺激私營企業。因此，在蕭條期中，公共建設總量的支出應該成為一個弧形線樣子，起初逐漸增加，等到了一個頂點，私

營企業的支出已經開始增加時，便即逐漸降落。不過任何正確的公共事業統籌政策都應以審慎的，精密的遠大的公共建設計劃為基礎，以便在繁榮期中，按照預定計劃延緩此項建設。在蕭條期（或稱失業期）中，加速度的推進此項建設。在對於私營產業和私人的建設不加以調整的境况之下，光靠這樣按照一種彈性的計劃，而運行的公共事業，顯然不足以免除一切的景氣波動，但至少能在穩定就業的一般政策上，牠確是一個重要因素。

此項公共建設計劃與措施的歷史——在緊急的救濟事業上，替失業者準備就業機會的措施，已有數百年的歷史，但把公共建設作為調整產業循環的思想，却還是比較新近的事體。不過遠在一九〇二年時，法國政府就曾正式批准一種延緩重要的建設工程，以便應付失業期間的到來的政策。在英國，一九〇九年救濟法委員會的小結報告中亦曾向英政府建議：精細的安排屬於資本性質的勞動契約，以便調整歷年間對於勞工的總需求。歐洲許多國的政府，如普魯士、英國、瑞典、挪威、芬蘭等等，亦會一部分採取法國的政策，但直到一九三一年美國政府成立了關於推行此項政策的機構之前，沒有一國會大規模的實行牠。在過去十五年之間，延緩若干公共建設以迎接產業界不景氣的到來，在法、德、意、挪威、瑞典和其他國家，都曾有其先例；反之，提早從事建設工程，以便救濟蕭條期中的失業者，尤其是在第一次大戰之後和最近的恐慌之中，也幾乎沒有一國不曾實行。但此項嘗試大都係屬純粹的救濟工作，例如德國的失業救濟計劃便屬此類，而不是像上文所述的那種公共事業統籌政策。美國於大戰之後，亦會不斷努力通過各種立法，預備以公共事業作為救濟失業的手段。一九三三年美總統召集的失業會議正式批准此項原則，但截至一九三一年二月瓦古納法案通過時為止，所有此項嘗試都告失敗。瓦古納法案的要點是要創立一個永久性的聯邦就業穩定局以便預先設計聯邦的建設計劃，並準備於蕭條期中加速進行，這是把公共事業統制理論大規模施諸實際的第一個真正的例子。當一九二九年胡佛總統退休之後，美國各界會向地方政府（以及各種公用事業及私營企業）提出緊急呼籲要求擴張建設經費的支出，以便確保繁榮景况的繼續維持，但結果未能成功，經費支出總數反而陡然低落了。此項施政的失敗，既由於地方政府專先沒有周密的計劃，不能於倉卒之間加速建設，亦由於牠們財政負擔的加重。加以信用狀況不佳，以致

無法發行大量證券，這種環境迫得牠們不得不極力緊縮建設經費。但聯邦政府於加速推進既定的建設計劃却告成功，并且增加了撥給各州的築路費。一九三一年七月議會准撥三萬萬圓美金的聯邦公共事業建設經費並許可各州，各郡，各城，甚至私營的公司向復興金融公司大量借款以便從事建設，其總數可達十五萬萬圓之鉅。但是到了羅斯福總統執政之後，把增加公共事業經費作為他的復興計劃的一個重要部門，於是上項借款的數額，就銳減了。一九三三年五月頒佈的產業復興法案，其中曾有條款授權總統指撥公共事業的經費可達三十三萬萬美金之鉅額，並且為此成立了聯邦公共事業非常行政部。

公共事業統制的範圍與效力——一種統制的公共事業政策，其成敗的關鍵大部分要看其所能提前或延緩施行的事業的相對數量如何。而此項數量的大小則又要看事先準備的計劃，連同其技術方面與金融方面整個來說，徹底到怎樣的程度，但大體來說，此項提前或延緩的數量達到百分之五十是可能的，儘管各地情形會千差萬別。但假如在行政上技術上及金融上有種種不可避免的困難，都需要時間來應付爲了克服此項困難事先不得不有遠大的計劃和周密的預算。

人們有時提出這樣的批評：在繁榮期與蕭條期中間，儘管公共事業作最大可能的增加仍不足以抵銷私人建設的變動，更不用說一般的產業。以下的數字對於這個問題，可給以若干說明。

一九一九年至一九二九年之間，全美國公共建設事業每年支出的經費總額，由十五萬萬圓到三十五萬萬圓。一九二三年以後，每年經費支出的估計額如次：（單位百萬圓美金）

一九二三年	二、一二三元
一九二四年	二、六五二元
一九二五年	二、八一二元
一九二六年	二、九七四元
一九二七年	三、七〇六元

此項公共建設的統計數子，代表上述各年間平均一切建設總量（包括公私建設）的百分之卅左右，具其所佔比例有逐年增加之勢。至於同上各年間聯邦政府爲了新建設修繕，改建而支出的經費總數（裝置及航空建設不在內，會計年度以六月卅日爲終止期）則如下表（單位百萬圓美金）：

一九二八年	六三〇元
一九二九年	三、五五五元
一九三〇年	三、六三二元
一九三一年	三、〇六七元
一九三二年	二、〇〇四元
一九三三年	一、三〇〇元
一九二三年	一九〇元
一九二四年	二二四元
一九二五年	二七〇元
一九二六年	二四八元
一九二七年	二四九元
一九二八年	二六八元
一九二九年	三〇七元
一九三〇年	三三九元
一九三一年	四九〇元
一九三二年	五五六元
一九三三年	五五三元

總計各項公私建設的經費支出總數，在由一九二八年的一百三十萬萬圓，降至一九三二年的四十萬萬圓。但如果各級地方政府（州、郡、市）在蕭條期中一致擴充建設經費，其數量一如聯邦政府那樣，則建設的貨幣價值將可固定不變，而建設的物質上的總量則可能有增加的趨勢，因為在此期間，建設的成本減低了。姑承認上項的推測未免過於樂觀，此項政策的效力如何，所依賴於建設經費數量之增減者，不若其依賴於抉擇時機之是否恰當。於剛剛適當的時機（於如何抉擇適當的時機當於下文討論之）而舉行的公共事業的擴充或收縮，其對於一般產業可能給予的影響，決非其數量大小所能計算的。而且由於抉擇時機的適當還可能有許多意外的利益。政府機關有計劃有步驟的從事公共建設專業較之胡亂從事者要經濟得多。第一，建築成本在蕭條期中往往價格低廉，例如一九二八年——一九三二年之間，美國的建築成本低落百分之七十至七十五。第二，只要政府的信用並未因繁榮期中借債過多，而至掃地，在蕭條期中照例是借債較易而且利息較低。即使在最有利的情形之下，一種彈性的公共事業政策尚不足以剷除一切的景氣波動（假如這是所希望的話），但至少還可能緩和波動的劇烈。

抉擇時機問題——為統制公共事業，而抉擇適當的時機，乃是一個頗複雜而又頗重要的問題。人們的意見往往作這樣的假設：以為在蕭條期中，公共事業的擴張儘儘可能的提早，儘可能的迅速，但除非仔細的加以參酌，此項假設是尙成問題的。正如上文所業已指明一旦一種不健全的通貨膨脹局勢既已演成之後，某種調整的過程是不可避免而且需要的。特別在繁榮期中的末後各階段之中，經濟機構的運轉往往效率低減，這是由於勞資雙方都漸漸習於疏忽怠慢，成本漸漸增加，市場上按照時價而不能吸收的滯貨漸多，貨品和證券上的投機行為漸漸激烈，以及其他種種因素。除非公共事業預先已經充分的延緩，以預防資本的過度擴張和嚴重的擾亂因素的發展，那便另當別論，否則開始實行擴張計劃的適當時機，或者不是在那蕭條期的最初階段，而是在那嚴格的最限度的清理手續既已辦過之後。不過在此時及以後，需要一種刺激作用以便遏止那因衰退過程的累積的推動力而形成的產業的緊縮現象。因為在蕭條期中，資本的支出量不足以沖銷那貨幣的儲蓄量，擴

張的公共事業計劃，在此時實施多少可以抵銷私人建設費支出的衰退。等到產業既已復原，私營企業恢復了經常的資本支出量，經濟活動和價格均再開始上升的時候，公共事業當然須相對的加以緊縮。假如公共事業經費的擴大確是代表一個審慎的長期政策之一部分，則其在蕭條期中足以造成恐慌心理，而阻礙私人建設經費的支出之危險一定很輕微的。

要想純理論的預先判斷開始加速實施公共事業計劃的最良時機究在何時，那是不可能的。實際上作此判斷必然甚爲困難，而且有誤解時勢莫相之危險。其成功與否，全看其對於當前的材料是否能透澈瞭解，對於前途的趨勢是否能準確的推測。同時要想知道在景氣的上升期中，公共事業應於何時延緩及延緩到如何程度，也是一樣的困難。不過所可斷言的，由於私營產業自行控制其活動或由一種彈性的公共事業制度而不能達到的穩定之程度愈高，則抉擇時機的問題亦愈易解決。

對於反對在蕭條期中舉辦公共建設工程的人們，我們可以質問他們：在景氣循環的其他各階段究以何時爲最適於舉辦此項工程？他們便要辭窮了。那些反對在景氣循環的凹形處所支出大量建設經費的人們，其推理未免太過，因爲那不會等於反對此項公共事業。假使承認政府必須經常負責舉辦某種規模的公共建設——近年來由於國家經濟活動範圍的逐漸擴大，此項公共建設的規模，無論絕對的或相對的說，都較私人建設的規模爲大——那末，反對於蕭條期中舉辦公共建設者便不儘須負責證明爲什麼在蕭條期中舉辦此項建設爲帶有危險性，而且還得證明在其他期間是否更適於舉辦。若說在景氣循環的興旺階段適於舉辦此項工程，那顯然荒謬。如集說在蕭條期中，公共事業計劃有提高建築成本與借款利息的趨勢，因而損及私營企業，那末，在興旺期中，其爲害的影響決不會比在蕭條期中爲輕，因爲此時舉辦公共事業定會加強膨脹的趨勢。反之，在蕭條期舉辦公共建設，其提高成本的作用顯然要更些，因爲私營企業的閉鎖，此時已低落到最小限度了。根據這種考慮的結果，其唯一的結論即是：公共事業應儘可能的在蕭條期中集中舉辦。誤擇時機的危險（如上文所說）不是極消極無爲的政策所能逃避的；此乃一切政府經費自然具有的性質，不僅公共事業的經費如此。

公共事業經費之初步的與隨附的影響——爲了擴大投資，而增加的公共事業經費不僅使直接從事此項公共建設工程的人們獲得就業機會，而且使間接與此項建設所需一切原料器材有關的生產業者與運輸業者，都獲得就業機會。總括此項直接間接由起初的新經費總量所引致的就業可以稱之爲初步的就業。但直接從事建設工程者所得到的增加收入總量又轉而表現爲對於其他物品的需求的增加；此迭推下去，造成了一系列的波動，此項波動所引致的就業可以稱之爲隨附的就業——由公共事業起初增加的經費所逐步創造出來的。

假如這個程序無限的延續下去，那末，只要有一個人從事築路工程，便可使全國國民都獲得就業，以供給他們的隨附的需求。不過這個程序雖是累積的，但其影響却不能無限的推行。在每個階段上總要有若干漏隙，使得所增加的收入中的某一部分不能引致就業的增加，至於漏隙的大小則要看景氣循環各階段的情形如何而定。在增加的收入之中，若干或被儲蓄起來，若干或只是替代了以前私人慈善機關所開支的經費，若干或用於償還舊債。這都是通貨緊縮的趨勢，假如增加的經費集中於蕭條期中開支出去這是可能發生的。此外還有一部分增加的收入或者用於購買進口貨品，因而引起物價的漲高，以致減少消費，除非生產者花去他們增收的利潤，那便另當別論。在蕭條期之中，也許由於物價漲高，而生的漏隙會要少些，因爲這時有許多未被利用的生產力，所以產業暴收入的增加可能單純由於週轉率的加大，而價格並無變動。

所以假設此項漏隙的比例爲已知（此項假設隨環境而不同）一個固定的經費數量所發生的純淨影響是可以加以推算的。如果實際上很少或甚至沒有失業準備的餘地，那末，附隨的就業或許就不會發生的，因爲此時，增加的購買力很可能表現爲價格的升漲和總量的增加。如果增加的收入僅只代替舊日的失業救濟費，而此項救濟費是用募債的方法籌積的，那簡直就不會發生任何反響。反之，如果此項救濟費是由租稅籌積的，救濟費的減少可能使納稅者的購買力爲之增加。

於是當前的問題就是要找出那由於固定的增加經費的某數量而引致的就業總數——合初步的與隨附的就業相計。亦即要找出凱恩斯所稱爲關連就業總數與初步就業的那個「倍數」。他舉初步經費一百鎊爲例，將其

分爲兩部分：(1)未變爲增加收入的錢，其中包括：進口原料的成本，非新生產而只係轉讓的貨物的成本，非新就業而只係取之於其他職業的生產資源(包括人與機器)的成本，代替失業救濟費(用募債法籌積的)的工資成本；(2)變爲增加收入的錢。此項增加收入可能花用或儲蓄起來。

要找出上述的「倍數」須先行估計兩個數量：一個是一筆代表的經費之中究有百分之幾變爲某些人的收入，另一個是此項收入之中，究有百分之幾花用出去。這兩個比例數相乘起來，即可得到第一次反響對於初步影響的比率，因其代表第二次經費流出對第一次經費流出之比率。總括起來，就各次反響之整個序列而言，我們可以假設：第二次反響對第一次反響的比率正等於第一次反響對最初步影響的比率。

在嚴重的蕭條景況之下，凱恩斯以爲在依合理的估計，支出的經費之中應有百分之三十不能變爲增加的收入，剩餘的百分之七十則變爲若干人的增加收入。他更假設，在此項百分之七十中，容或有百分之七十花用出去，百分之三十儲蓄起來。根據上項假設，則第一次反響將爲初步影響的百分之四十九(7×7)，或將近二分之一；而第二次反響則又爲第一次反響的二分之一，亦即爲初步影響的四分之一，其餘依此類推，於是我們由此算出來的倍數是 $(1 + \frac{1}{2} + \frac{1}{4} + \dots)$ 之和爲二)。既然全部擴張作用的八分之七是來自初步經費和最初兩步反響，那末，此中所含的時間的延續是不會很長久的。

假如需要的增加引起物價水準的增加，則物價水準的增加將逐漸減低經費中變爲新收入的比例數，剩餘的資源將日漸緊縮，新經費之中，將有一大部分是取自其他職業。物價水準的增高亦即是利潤的增高，既然增加的收入之中，大部分都將變爲利潤，而非變爲工資，則其中歸於儲蓄者或許更多些。結果擴張倍數爲之減少，但此不啻說明此項矯正政策之成功。

我們最須小心的，即是如何估計經費中變爲增加收入的比例率。凱恩斯認爲在像目前的景況之下，增加的經費之中，其變爲增加的收入者不會少於百分之六十，而此項增加的收入之中，花用出去的比例不會少於百分

之七十五。美國的擴張倍數似乎要比英國爲大，只有大於二不會小於二，這是因爲美國的經濟穩定，其自給的程度比英國爲更高，所以由進口的關係，而須核減的比例數爲更低，又因爲美國以往沒有什麼靠募債來維持的失業救濟制度。

金本位或紙本位下公共事業的擴張政策——我們若加以最澈底的分析，在蕭條時期，用擴張公共事業的手段來刺激產業活動，不過是一種膨脹政策，或反緊縮政策，反之，繁榮期中，公共事業的收縮則爲一種緊縮政策，或反膨脹政策。誠如上文所已述，在半自動的國際金本位制度之下，除非由國際一致的行動，任何一國要想實行這種政策是不能暢所欲爲的，因爲若有一國孤立的採取這種政策，其結果必因流動資金不斷流向國外以至涸竭，及國內資本的逃避，使其不克繼續維持金本位制。所以一種統制的公共事業政策，除非國際一致採用，否則根本上不能適合於一種自動的國際金本位制的基本原則，然若係一種各國中央銀行聯合維持的修正的金本位制度，則不見得一定不適合。反之，在不兌現紙本位及其他管理通貨制度之下，爲什麼又必須間接利用建設工程以刺激產業活動的辦法來達到信用的膨脹，而不直接的膨脹信用呢？不過用降低貼現率的手段再以大量購買證券的方法，俾使貶值紙幣汎溢於各銀行的政策其結果不一定能夠達到增加銀行存款，及增加消費者購買力，以及提高生產者貸借能力的預期目的，即使最後會達到目的，也許要遷延時日才行。穩健的借款者是否會自動的舉債，并無保證。在這種情形下，主張由政府積極干涉的理由乃又強硬起來。過去的經驗屢次證明：單靠蕭條時期中使得借債的條件容易，不一定會達到獎勵產業活動的目的。產業活動能否刺激得起來，要看企業家是否認爲增加生產則可能獲利，而此點則又以將來需求量的大小如何以及物價水準的趨勢如何而定。所以追根到底，這是一個利潤（包括實際的及預期的）問題。依據最近的經驗，特別是 一九三三年放棄金本位以後的美國情形，足以說明：即使在一種自由的紙本位之下，如果物價的提高和對於產業活動的刺激是要建築於比較更具實質的基礎之上，而不僅僅是一種曇花一現轉瞬即成泡影的投機活動，那便亦需要審慎周密的計劃。同時增加生產者和消費者的購買力。

一些反對的主張——有些人反對公共事業政策，他們認為在蕭條期中由政府籌資舉辦建設工程不過僅僅把私營產業中的資源移轉於公共企業，特別是提高了舉債的費用，所以這種辦法對於就業總量不會有絲毫的貢獻。他們又說，由於公共建設經費的增加，提高了對於建築原料和建築工人的需求，其結果只有提高建築成本或是阻止其跌落，因此反而增加了同一範圍內私營企業的困難。這兩種說法顯然都有所蔽：第二種說法忽略了在蕭條期中有許多投閒的生產力和失業的勞工可資利用，第一種說法則建立於一個錯誤的假設之上，他把信用量看成嚴格限定而毫無伸縮餘地。既然在蕭條期中，照例是有許多剩餘的閒置資金尋求穩妥的投資處所，希冀較優的報酬，而私營企業則因鑑於物價的低落，生產力的過度利用，以及社會的不安，不能或不願利用此項資金，此時若由公家來加以利用，事實上不會有轉移的情事，因為即使公家不加以利用，此項資金還是棄置的。擴張作用的本身產生了牠所賴以成爲可能的資源：籌措公共建設經費所需的資金一部分來自所節省下的失業救濟費，另一部分則來自所創造的銀行信用或阻止信用繼續緊縮的作用。的確，一般說來各國政府的經驗，都是覺得在資本市場籌措資金並不會增加私營企業的困難。不過我們須特別注意的即：一種公共事業計劃如果和一種適當的中央銀行政策配合施行，是可以成功的，尤其是在一種自動的國際金本位之下是如此，惟須具備以下這幾個條件：即公共信用穩定，資本市場健全，及政府債券的需要具有伸縮性，否則由信用創造及擴張公共經費所發生的任何作用會爲私營產業活動的萎縮所抵銷，而私營產業活動的萎縮，則由於信用的一般缺乏，金融上的困難以及由此而來的籌措資本的費用的抬高。在美國，對於擴張公共建設，工程會大規模舉行，此項因素以及建築費的過高都是頗關重要的。在英國，情形比較順利，并無同樣困難，但却又沒有作過這種嘗試，去年在世界經濟會議席上此項提議曾爲英國政府所堅決反對。

對於蕭條期中公共事業的擴張，還有一種反對的主張，即認爲舉債的加多會使未來的租稅負擔益形加重，這是由於思想上的不清楚。產業恢復的結果，不必提高租稅負擔即可能增加稅收。在蕭條期中，固定負債之真正負擔所以加重，其原因應求之於產業活動的萎頓所引起的收入緊縮。此外還有一種反對主張似乎不若此毫無

根據，那是說：由舉債而籌措的公共建設經費在蕭條期中有損於財政，因其足以破壞預算的平衡。固然要造成預算的長期平衡其唯一辦法，只有增加國民的收入，而欲國民收入的增加，非設法恢復產業的活動不可，但以短時期的現象而言，不平衡的預算仍有降低商業信用的危險，蓋因此而致減少的私營企業的活動，或竟超過建設經費的擴張所能增加的公共企業的活動，所以此說似乎不無理由。但須知如果每個人都逐漸減少開支（連政府亦在內）社會決無繁榮之理，反之那樣下去，只有造成普遍的不景氣。

對於公共事業政策，還有人責難其中含有種種不可避免的浪費，但如果建設計劃早作準備，不一定會招致過度的浪費，而且即使浪費為不可免如和蕭條景象中人力投閒置散資本與設備廢棄不用的浪費現象比較起來，那真是倉海一粟。還有呢，失業者既然無論如何也得由公家或私人的資金中籌款救濟，所以公共建設工程的真正的純淨的直接的費用（其間接而發生的刺激的影響姑置勿論）遠較其表面上的費用為少，而且由於建設經費的開支，社會還可能獲得若干報償。所以建設費用表面上的數量是不足憑借的。第一，我們必須由費用總數之中，扣除所節省下來的失業救濟費以及由於社會各項收入（包括利潤在內）的增加而引起的國庫的稅收增加。第二，用於擴張資本的公家開支，使得社會獲得兩種報償，為失業救濟費所不能比擬的，一是增加了社會物質上的資產，二是保持了工業上的熟練技術和就業者的道德。第三，如上文所述還有同樣重要的間接影響，即可能造成附隨的就業，和幫助產業的復原，如同使廢置的機器再行運轉一般。

最末，還有一種反對主張，說是在蕭條期中不能找到充分數量真正合乎需要的公共建設工程，以促成巨額的就業。如果建設計劃早作周密的準備，并於繁榮期中延緩其實行，此種反對主張當然要歸於失敗。即使在目前的蕭條景況之中，事實並不如此樂觀，但此項說法完全不適用於英美兩國的情形。尤其在美國，往往估價值得數萬萬元，業經批准，或甚至業已開始實施的建設計劃，為資金短缺的原故，若干地方政府預算，只好將一切可能的建設項目付之刪除，而致停頓下來，儘管聯邦政府尚無此種情事。道路及橋樑建築是建設工程中特別合乎此種目的（造成就業的目的——譯者註）的一個例證，因其可以迅即開工，而且此種經費是遲早要開

支出去的。至於掃除貧民窟以及建築勞工住宅的計劃，以往由於沒有周密精詳的辦法以致往往陷於失敗，但就前途而言，那實在可為無上社會價值的建設工程開闢無限的機會。

準備金的籌措——為使蕭條期中的公共事業能有充裕的經費，必須於事先預作安排，俾需要款項時，立即可以籌積。準備金實際應採何種方式，固尚無定論，即在各種情形下所需的特殊方式亦未必一致。一種主張認為準備金應預為蓄積，投資於最優良的證券，或存蓄於銀行；另一種主張則認為準備金應採鈔票的形式，以便適應環境而將其流通額迭為緊縮與擴張。但不論是否預為貯積現實資金，充分的舉債能力却是非保持不可的。因為在蕭條期中舉辦公共建設其所需資金非出自臨時舉債，便須出自以往預為蓄積的準備金，若係臨時舉債，便可於未來之繁榮期中，由預算結餘項下加速度的逐漸清償。此外，為償還公債而設的減債基金，亦可用作蕭條期中舉辦公共事業的資金來源。不過有一點應預為說明者，即不管此項公共事業所需資金是於過去的繁榮期中預為蓄積而於當前的蕭條期中開支出去，抑或於當時的蕭條期中，臨時舉債而於未來的繁榮期中設法清償，在理論上並無不同。因為除非利用一種矯正的手段那便另當別論，否則這兩種情形下所發生的作用都是一樣，即：在繁榮期中有減低利率，而刺激私人投資的傾向，在蕭條期中有提高利率，而阻撓私營產業恢復活動的作用。此外還應加以說明的，即倘若所擬救濟的失業現象多少帶有永久性，非由景氣波動所發生，而由於一種根深蒂固的基本經濟調節作用，像戰後時期中英德兩國所經驗的情形，則上述辦法都不能作有效的應付。

一種具有伸縮性的公共事業政策，其最大的問題即是蕭條期中開支出的額外資金，或有引起私營企業緊縮開支的危險。因為如果以往所蓄積的繁榮準備金是投資於政府的債券，則於蕭條期中必因籌積擴張公共建設計劃所需的資金，而將此項債券向市場拋售，以致予證券市場以打擊，使得私人的投資裹足不前，所以最關緊要的即必須擔保公家向市場所注入的資金不會因為引起私營產業活動的緊縮，而致打消其原有的作用。還有，此項資金應代表由擴張銀行信用而來的的新貨幣（或增加的貨幣），不應只為資源之轉移如上文所說者。

所以關於管理公共事業準備金，可能利用的幾種方法，其效率的比較如何乃最可重要的問題。此項準備金

或用以代替中央銀行管制信用的作用，或用爲其輔助手段，必須設法免除二者間可能發生的衝突。至於處理此項資金則有以下幾種可能的方法或存於中央銀行作爲存款。或投資於商業票據及短期國庫券，這可向公開市場購買。或投資於長期的政府債券，這是向公開市場，或中央銀行隨時購售，或竟向國庫購售。最後亦可全部或一部以現金的形式窖藏起來。

以上幾種方法之中，視其究竟採用何種，結果大有不同，至於上項幾種方法可能發生的結果以及其優劣的比較，此地因限於篇幅，不克詳論。總之，要於上項方法或其他可能的方法之中加以選擇，實際上須以一些頗複雜的因素爲轉移，此地無暇細說。爲了試行維持一個不變的購買力流通總量最關重要的乃必須於私人的支出開始收縮時，立即擴張公家的支出。當私營產業活動漸趨遲滯時，用銀行投資（此項投資以公共事業準備基金所有的資產爲對象）來替代銀行放款，即可阻止銀行信用總量的減縮。反之，於私營產業活動漸趨擴張時便採取與此相反的步骤，如此一反一正的方法便可使繁榮與蕭條兩時期中的資金流通量保持均平的水準。當蕭條期中，銀行用增加投資的方法來抵銷對商工業放款的低落；反之，當產業活動一旦恢復，便可減少他們的投資負擔，而他們的放款則再行增加。像如此一種伸縮自如的公共事業政策，在私營產業活動漸趨低落的時期中，對於維持購買力的總量特別有所貢獻，即因其爲信用流通開闢了若干路徑之故。至於有人認爲欲達到新的平衡必須經過一種緊縮程序，好把公私各種來源的購買力流通量加以一般的收縮，在上述的幾種重要條件之下，這是誤謬的，事實完全相反。只要把購買力總量加以保持，便可使這種環境下所需要的各種重要因素，獲得調整的便利。不過只靠中央銀行制度決不能勝任阻止購買力的激烈波動；必須輔以一種統制的公共事業政策才能奏效。

公共事業與經濟活動之管制——在施行一種伸縮性的公共事業政策時，國際合作的程度愈高，則成功的希望亦愈大。但就過去情形而言，欲於各國的中央銀行及國庫之間對於此項協定的政策得到如此的協和一致，是非常困難的，甚至在極緊張的時期亦復如此，例如一九三三年夏季在倫敦召開的世界經濟會議席上，這種提案不

能獲得一致的贊助，便是很好的例子。同樣我們如果把公共事業統制對於穩定經濟作用這種觀念擴大之，應用於與此相類的其他政府經費的用途之上，則對於調勻產業活動的景氣波動必更易着手。在這兩種場合下，顯然愈是加強公共事業計劃統制的集中，以代替目前由於建設事業機關的疊床架屋而來的混亂情形，則此項政策的目的亦愈易達到。

把伸縮性的公共事業政策作為一種經濟穩定的手段，人們對此的評價如何，追根到底，將視其對於產業循環的基本性質所持的理論如何，及其對於自由競爭的私營企業制度之下，用人力來矯正此種危機的效力之觀念如何，而迥乎不同。凡是研究產業循環問題的學者，無不承認於成本與收入之間建立一種適當的關係之重要。但那些贊成對於產業與金融應加以審慎的統制與指導（例如貨幣機構）的學者，大半都同意此項伸縮性的公共經費政策，雖然他們也許認為統制政策的施行應以緊急關頭為限。反之，那些認為產業蕭條係由經濟機構上不能調整的惡果所演成，所以不僅不能用貨幣政策及政府干涉來矯治，而且那種成本的激劇減低現象，以及過去負債的清埋作用，都為恢復繁榮所必要的手段，——的學者們則大都非難用舉債辦法來增加公共經費。雖然實際上，經濟學者們的看法不容作如此呆板而嚴格的劃分，但他們對於伸縮性的公共建設政策所持的態度如何，追根到底總是由於他們對於經濟制度所抱的基本觀念如何而定。換言之，即須看他們是否相信經濟活動有利用一種中心計劃及貨幣管理而加以有意識的指導之可能，而不一味盲從那種自由競爭的放任制度能有自動調節作用的傳統舊說，及其相信經濟統制論的程度如何而定。

第十一章 物價穩定與經濟穩定

物價穩定的意義——在上面第六章中分析美國不景氣以前的經驗，我們已經表明：爲求達到平衡的經濟發展，在某種環境下批發物價指數的穩定可能是一個誤謬的指標。但大多數主張貨幣穩定學說者當其爲這種學說辯護時，却都默認這個指數乃是信用政策的正確標準。本書上文中業經否定一個靜止的物價水準即等於貨幣穩定之說，並且揭露了單獨以貨幣穩定爲目標，而不顧及其他種種條件的危險性。假定物價的變動確可隨我們的意思來加以控制，我們所需要的物價穩定究係那一種？又各種形式的物價穩定其結果如何？條件如何？

首先應該留意的即：我們不應過於重視達到貨幣穩定的各種方法其細節目上的不同之重要性。當我們試行按照某種方式來達到物價穩定時，只要我們完全知曉關於達到成功目的所需要的種種條件究要採取何種步驟，換言之，只要我們時常把全局記在胸中，那末，各何形式的穩定政策都可多少成就這種種必要的條件，我們任便試行那種，都較完全不試行穩定政策爲佳，所以我們選擇方法的標準，大部要看實際上爲達到成功所需要的種種條件究以何種方法爲最易成就。所以縱令就理想上而言，一種漸落或漸升的物價水準，也許較一種靜止的物價水準爲優，也許不然，但却較目前我們所遭遇的變動劇烈的物價情形爲佳。我們也無需證明我們最後所決定採取的那種穩定政策，即爲十全十美毫無缺憾的。所需證明的乃是這種穩定政策可較以往所行的貨幣管制爲能產生更好的結果，而且是最適合目前情勢的。

我們必須解答的問題有三：物價水準的長期動勢以何種爲最好，並在何種條件之下，在何種限度之內，這個物價水準上的短期波動是可以容許的？實行穩定政策所利用的指數以那一種或那幾種爲最佳？爲方便起見，先來討論第二問題。

容許短期波動的必要——不必說，任何貨幣穩定政策都必須爲物價水準的波動容留餘地。並非每有一個小

的變動，即須由中央銀行當局來加以矯正。而且牠所據以行動的標準或其所利用的工具也決不會那樣精確，即足以指示在所選的物價指數上，若十百分數以上的波動即應視為重要。此外，不管物價怎樣變動，中央金融機關對於若干其他的經濟因素（貨幣的以及非貨幣的）亦不可須臾忽略。反之，在決定信用政策上，寧可說牠應該不斷的注意此項其他的經濟因素。在這種種情形下，我們要預先決定物價水準上，可以容許其波動而不必顧慮的確實程度如何，顯然是不可能。但就大體而言在一個相對穩定的物價水準上，百分之五左右的上下波動是可以不必顧慮的，唯一的條件即是國內國外的經濟均衡必須保持而不致破壞。這個最後的條件才是支配一切決定一切的因素，下文還要詳說。

主張靜止物價的水準之理由——主張靜止的物價水準者有兩個根本理由。第一理由是說，此種物價水準不僅最善於保證債權者與債務者間的公平（因以貨物而計量的債權債務的實在價值不會變動，但在漸升及漸落的物價水準下則否），而且於固定及不固定所得之間，亦同樣能保證其公平。若由生產者的眼光來看，這種靜止的物價水準，對於企業家說，亦是最公平不過的，因在此種物價水準之下，由於一般物價水準的波動而發生的一切風險，都已剷除淨盡了。第二理由的根據更偏於技術方面，這是說一種靜止的物價水準可以防止『強迫儲蓄』的發生，亦可避免自動儲蓄意外的浪費。「因其可使銀行機構剛好將公衆委托給牠的那麼多的儲蓄轉變為實在的資本財，不多亦不少。但如果任聽物價水準的上漲，則公衆便被課以強迫儲蓄，而使企業家獨獲其利。反之，如果任聽物價水準的下落則公衆所欲實現的儲蓄，便以低廉物價的形式而歸於浪費了。物價跌落不啻說明銀行信用的擴張不夠快，致使那些節約現款不用想要儲蓄的人無從達到目的，而由於物價跌落，其消費量恰好如前。」（註一）此項理由是否正確，於下文批評漸落的物價水準時，將再加以評價。

主張漸漲的物價水準之理由是漸漲的物價使商人能實際獲得並希望獲得更大的利潤，因此不斷予企業以刺激。自然，這種辦法不能謂為恆久的政策。如果視為恆久政策，結果必定失敗，蓋企業家所獲利益顯然由於成本與售價間的差額逐漸使利潤增大，倘然雇工和債權者亦要求增加工資與利息，則企業家的利益將化為烏有。

了。不過這種辦法如採和緩的隱蔽的方式，不致刺激其他生產因素，亦提出分潤的要求，則不會以雇工和債權者的損失來津貼企業家了。這種處心積慮來剝奪工資和儲蓄的政策，可以根據如下的理由：即企業家在產業界居領導者的地位，他們的昌盛足以引起全產業界的繁榮。

但這種政策亦不啻予平庸者及無能力者以一種補助金，以社會的理由來說，他們實無接受此種報酬的功勞。單只由於物價高漲的幫助，使得缺乏創造力領袖才和經營力的人們，亦能在自由競爭之中獲得生存和成功。但對於領導產業活動和負經濟進步責任的真正企業家，則沒有一種壓力來迫迫他們充分發揮本身的能力，以免於淘汰。

不過這種政策還有更大的缺點，因為牠是建築於兩個頗成問題的假設之上。第一個假設是：為使企業界有效的盡其職能必須有一種特別的刺激，或社會並未以充分的儲蓄供給企業家使之盡量發揮其創造能力，換言之，強迫儲蓄對於社會是有益的。但無論證以戰前或戰後的經驗，均不足使我們相信這個假設在今日或在不久的將來會得到證明。第二個假設是：逐漸增大的利潤不會獎勵過度的擴張（特別是資本發達上），亦不會產生有害的投機熱。但證以美國不景氣以前的經驗，這個假設的正當與否無需再加以檢討。在一個進步的經濟社會中，唯有當工資和其他成本的增加均較物價水準為速而利潤受限制時，才能說不斷增漲的物價水準（即使是和緩的）是正常的。這種情形却正和上述主張所聲明的目的相反。

主張漸落的物價水準之理由——一種逐漸下落的物價水準，對於企業界所予的影響正和漸逐上升的物價水準相反，其影響是健全的，因為企業界的領袖之中，過於缺乏勇氣能力和創造力的都被淘汰了。自由競爭因此加強了，唯有經濟上的最適者才能生存。至於說到債權債務者間的公平問題，那也只有物價水準逐漸下落，因而促成經濟進步的社會之中，才能得圓滿的解決，因為社會的各部分連同債權者（他是供獻資本的）和固定收入者在內對於進步的成果，大體上都能獲得公平的分配。尤其是固定收入者在漸落的物價水準下獲益最多，那更無疑，蓋以其所得最難適應物價變動之故。這問題無須在此冗長的討論，還有兩點更為重要而需要記述。

一步的檢討者。

此中的一點即是關係保持儲蓄與投資平衡的問題。蓋唯有此一點，才是貨幣政策應該達到的最後目標，任何方式的物價穩定政策其正當的根據亦即在此。關於此，羅伯遜先生曾給上引主張靜止的物價水準者所持的理由以明白的答覆。他說：「誠然，物價水準下落，則「社會」結餘（按此係謂生產超過消費之差額「社會」兩字係譯者所增，為求文義之明瞭也——譯者）的實在價值增加，但那不過是生產力增加的一種機械的反應罷了，並不一定是儲蓄心的加強。這時如果膨脹信用以求物價的穩定，其結果只有造成強迫儲蓄而不會將自願的儲蓄轉變為工業資本。由此觀點，則比例於人口的信用增加和比例於生產的信用增加，其對於社會的成果是迥乎不同的。」

根據純粹理論來看，上項推論是頗撲不破的。假如我們能夠把種種心理上的力量和制度上的阻力忽略不問，則一種和單位成本的低減成比例，而降落的物價水準，無疑最能保持儲蓄與投資的均等，俾在國內物價機構上保全正確的經濟平衡，姑不問其對於債權者與債務者之間是否最能實現公平。因為假如牠對於企業不會發生什麼阻礙的話，那末，一種與工業效率的進步速度成正比例而降落的物價水準，並不需要貨幣工資的減低，雖然，牠亦不會使之增加。如此則賺工資者將因經濟進步而獲益，蓋其所得的名義工資雖仍固定不變，然因物價跌落的結果，其貨幣所得的購買力則逐漸增加。而且此種現象亦不會使企業家感覺壓迫，他當然不會因此使覺得沮喪而收縮他的企業。因為照我們上面的假設，他的單位生產成本既正比於物價的跌落而低減，他的利潤當然不會受影響的。

參照美國於戰後所有的一種相對靜止的物價水準的經驗，在一個經濟進步的社會之中，來主張逐漸下跌的物價水準，無論根據理論或根據事實，都有堅固不拔的理由。因為如上所述，如果在一個進步的社會之中，要維持一個靜止的物價水準，為了避免有害的擾亂因素及其附隨的反應，必須具備一個首要的條件，即各種生產要素的實質所得必須與此相應而迅速的增加才行。要維持靜止的物價水準尚且如此，若欲維持上漲的物價水

準，其須具備此一條件更不待言，但照過去的經驗而論，各種工資却首先不能符合這個條件，那是彰明較著的事實。

主張一種逐漸低落的物價水準，在理論上雖然有如是牢固的理由，但實際上却有不少的困難為他們所忽略，這是由於他們假定自由競爭的作用，可能使得各種物價一致降落，並且降落到充分的限度以反應成本的低減。孰不知最高金融當局絕對無法預先知道（甚至臨時也無從知道）物價水準（各種物價），每月或每年究應降落多少以防止相對性的膨脹，因為經濟效率進步現下的速率除非到了物業經營現是無從知的。即便就過去情形而論，假定經濟進步的速率，平均每年為百分之三是切合實際的，但顯然這個假定不是永久不變今古不移的，將來尤其不可必然。而且在純粹及完全的自由競爭（二者顯然不同但常被入弄混）的條件之下，中央金融當局也無須預先（連臨時也不必）知道經濟進步的速率若何。只要他們的目標是在實現中立性的貨幣（或者是在這種環境下，他的目標尤其在使有效的支付工具的總量維持固定不變的狀態），那末，便可信賴自由競爭來使物價水準發生剛剛好的下落，亦即恰好和成本的低減成比例的下落。但這種情形顯然非今日的自由競爭所實有的，將來恐更不會有。在今日，純粹及完全的自由競爭狀態是事實上絕對沒有的，我們不應作如此的假設。

中立性貨幣的概念——這種中立性貨幣的概念在歐洲早已甚為流行，在美國亦漸次抬頭，大有取舊日穩定貨幣的理想而代之勢。所以，此處不得不多加檢討。過去持物價穩定說者大抵都忽視物價水準中非貨幣因素的變動之重要性，他們的理論，無形中含着一個信念，即相信整個經濟組織，單憑貨幣機構的作用亦可能加以管制。此種理論的反動自然發生一種恰好與此相對的學說，其理想中的通貨制度是把貨幣看成一個完全被動的因素，亦即使貨幣與貨物立於中立的關係。

在實際上，這種貨幣政策的手段乃是使物價水準，恰好和單位成本的低減（由於經濟效率的增進）成正比例，因此，不會把所增加的工業產品全部貢獻給消費者，而其貢獻的方式則為增加他們的貨幣所得之購買力。

這個政策的辦法是由銀行來維持貨幣與信用供給總量的不變，可是這個總量並非絕對固定不變，因為貨幣流通速率以及人口的變動等等因素，都得打在算盤之內，所謂不變。乃是對於此項因素大體上維持不變。貨物供給量的變動不會影響於貨幣供給量而使之發生反應，貨物供給量的增減將僅僅表現於一般平均物價水準的升降之上。

所謂「有效的貨幣供給總量」這一名辭，意義即是各種支付媒介的總量與其流通速率二者相乘之積。二者之間任何一方發生變動便須由其他一方發生相反的變動，以為矯正作用。但是這兩個數量之中，即各種支付工具的總量及其流通的各個速率，沒有一個是可以精確計量的。單是這種情形，在目前的條件下即可使中立貨幣政策付諸實施時，發生極度困難，蓋因估計上的錯誤可能發生嚴重的惡果，非招致貨幣膨脹即引起貨幣緊縮也。

但此種政策還有其他嚴重的缺點。固然，只要生產力仍舊不變，則不管是維持各種貨物的貨幣價值（即物價水準）於不變或維持各種生產要素的貨幣價值（即貨幣供給總量）於不變，其間並無不同。但在當前瞬息萬變的世界之中，生產力決不會長期固定不變。除了受支配於短期波動之外（往往由於意外的情形），牠還由經濟的進步而有長期向上的一種趨勢。就這種長期趨勢而言，物價穩定政策為有利，但須實踐某種先決條件，至其理由當於下文論及。若就短期暫時的波動而言，則有許多理由使我們相信維持一個相對固定的貨幣供給量較為有利。例如，因為某種原因，姑假使其為嚴重的歉收，農產物總量一時激劇減少。農產物價格年年的波動，比較一切其他物價平均的變動更為劇烈。在一種固定不變的物價水準的政策之下，必須加強信用的緊縮到如此限度，即足使消費者的貨幣支出比例於收穫總量的減少而減少。因為否則一般平均的物價指數必然上升。因為農產品價格的上漲，便得收縮貨幣供給量，以便使其他生產品的價格同時下降而與此互相沖銷。此時受影響最烈者恐為製造品，以其需要彈性較大之故。所以在這種產量減少的情形之下，姑不問其原因如何，一種欲保持固定物價水準的政策勢必引起企業的蕭條。反之，若在一種欲保持固定貨幣供給量減少的產品，其需要的彈性

爲均一的 (unity)，則用於此種產品，從而用於其他一切產品總量上的貨幣支出總數均爲仍舊不變的。前種產品的稀少，不過僅使其本身的價格提高，由此而反映於貨幣單位的購買力稍形低落之上。即使受影響的物品其需要彈性爲大於均一 (greater than unity) 的話，情形也不會有什麼根本不同，不過必然發生的再調整作用會激起一些紛擾而已。在這種環境之下，中立性的貨幣自然要比固定的物價水準爲更有其利點。

可是在現代的情況之下，大體說來，生產力的增長增高乃是常態，所以我們用不着來考慮一種產量繼續收縮的局勢。如果這種繼長的增高的生產進步多少已成爲固定不變的局勢，則穩定性的貨幣當比中立性的貨幣爲更有利，理由見下。在穩定貨幣政策之下，由於生產技術的進步，而受影響的物品較之未受影響的物品，其價格將相對的跌落，如是則此未受影響的物品，其價格可以任其上漲，以便保持平均物價指數的固定不變。但如果產量增加以及由此而發生的價格跌落都屬暫時現象（譬如說是豐年溢收），則爲了保持一般指數的不變而需要的其他產品的漲價便非我們所希望有的，因爲照上面的假設，則此種漲價亦必爲一時的現象，遲早必仍跌落而引起不景氣和失業等等惡果。總之，在一種毫無伸縮性的固定的物價水準之下，由於年年收穫情形的不同，而發生的農產品價格的波動，將使產業界賴以挹注的信用總量爲之時時變動，因此而引進來一劇烈的擾亂因素。在這種場合，如果增加或減少的產量係屬一時性的，特別是由於收穫量之變動的，則合理的辦法顯然還是任令這個因素表現其力量於所用的一般物價指數之上；換句話說，就是任聽各種物價各自暫時的微落或微漲，以免給予其他物品的生產以一種純屬暫時的和擾亂性的刺激或阻撓。

這裏我們又得到一個良好的例證，來說明上文所說的：（1）沒有什麼單純的物價指數足以作爲貨幣政策的唯一南針；（2）非貨幣因素，永遠不應忽略；（3）任何貨幣穩定政策的應用都須容許物價波動的餘地，所以我們絕對不應把物價穩定視爲絕對不易的原理，爲了實現這個原理，甚至把貨幣單位看作固定不移的價值尺度，猶如計量長短的碼尺桿一般。

中立性貨幣下的勞工與漸落的物價水準——任一個比例於經濟效率的增加而跌落的物價水準下，平均的貨

幣工資必須靜止不變，勞工的報價是採取物價低落的形式。只有到了老年將要砍木和退休時，才有增加工資的希望。所以就勞動者的眼光看來（無論依據心理上的或事實上的理由），這種情況遠不如保持物價水準的不變而工資隨着增加的好，雖然貨幣工資不斷的增加，和工資靜止不變而生活費逐漸低落，這兩種情況事實上並無軒輊，前者並不較後者為有利，但實際上還是前者能給勞動者以較大的刺激。在前一情況下，工作效率較一般水準為高的勞動者，其工資增加得較速，其餘則增加較慢或甚至毫不增加，但決無減少工資的必要。此一政策的危機專在其相反的方面，即一般的工資水準，或嫌增加得還不夠速以致不能與工作效率的增加採取同一步調，而完全抵償得成本的減少。高一那樣的話，誠然還是一個逐漸低落的物價水準為更要好些，因其可以避免過份利潤所引起的過度擴張之故。不過在固定的工資水準之下，則效率高的勞動者陸進得較難，甚至對於效率較低的勞動者，還有壓低其工資之可能，使得勞動階級感覺失望喪其創造的才能。達成任何形式物價穩定的重要困難，的確會使人們覺得應設法避免一切可能避免的困難，甚至因此累及原來目標不能圓滿達成亦在所不惜。一個靜止的物價水準伴以逐漸增加的工資，其最大的優點即由大多數的勞工們看來，這是比較漸落的物價水準，而伴以固定的工資為更公平更相宜。工資增加的利益比較物價的低落為更惹人注意，因其較易覺察之故。站在勞工們的立場，則寧贊成前者而不贊成後者，因為實際上和心理上的考慮要遠勝過理論上的根據。

復次，如果勞工的貨幣所得欲保持其靜止不變，這要有一個絕對必要的條件，即工會要求增加工資的頑強的壓力必須克服，因為如果工會的要求成功，則一般的物價水準將不能隨效率的增加低落，不然亦須使其他工業中的貨幣工資為之實在減低。強有力的工會為了達到增加工資的目的或不惜損及其他工會的工人。這種情形顯然將加強社會的摩擦，而使勞工們感覺嚴重的不安。就英國的情況而論，這點考慮的重要無須多說。就美國而論，過去該國的工會，固然不若其他先進國家工會之強有力，但如低估此一因素，將來可能有的重要性，那亦不妥。

不過在漸落的物價水準下不僅一般的貨幣工資要保持原狀不變，並且為了達到此一目的，隨着技術的每一

度進步，計件工資還得一致跌落，且其跌落不僅如過去僅有少許跌落即止，還得充分的跌落，以便使計件工人的貨幣工資絕對不變，這是過去所未有的情形。所以這種政策必引起勞工方面激烈的反對，而加強他們對於技術改革的自然阻力；因為除了某種物價的減低之外，沒有什麼原因可以誘致他們情願和此種改革合作，而且那種減低價格的物品還是他們很少消費得到的。

獨佔性的產品與漸落的物價水準——在現在的秩序之下，生產物的分配制度不能促進經濟的穩定。如果是一種受限制於價格協定，或富於獨佔性的產業得到成本減低的利益，此項利益將以利潤的形式直接為企業家所獲，勞動者之得分潤往往是力爭的結果。若是在高度自由競爭性的產業之中，勞動者亦只有因物價的跌落而間接獲得利益。在前一景況下，利潤的增加將引起如下幾個結果：資本財和證券的需要增加了投機性放款的需要隨着投機活動而增加了，公司的贏餘和公積金亦增加了，這種種現象輾轉引起更多的投資，投機活動和信用擴充，這一切都將引起一般的反響。

主張漸落的物價水準必須假定一個前提，即要保持自由競爭的狀況，不受人為的獨佔或某幾種價格的單獨佔的影響。要維持一種中立性的貨幣供給量須得隨着成本的減低立即降低物價水準。如果某種獨佔價格（包括貨物和勞役在內），不隨着單位成本的減低而降落，則此種貨幣政策的結果不難預知。作為一種貨幣制度，中央銀行只能支配貨幣供給總額，由此而影響一般物價水準。在這種情形之下，如果要使一般的平均物價水準降落，須得使不受獨佔限制的價格比較平均物價跌落得更多，才能與不變的獨佔價格互相沖銷，以達成一般物價水準的降落。照我們的假設，此項非獨佔性的生產事業，其成本並未減低，而在此種情形下，其利潤却不得不減少，這是不公平的。而且由於某種產業獲得過份的利潤，使得投資者羣趨於此，造成其過度的發展，結果致使天然資源的分配發生劇烈的轉變。反之，如果此種過度擴張由於某種原因不曾發現，結果必使成本減低的產業增加失業。而由於製成品的價格如前不變，銷售量不能希望增加，則為機器所替代而致失業的勞力，又不能以增大產額的辦法來將其再行吸收。至其他生產效率未曾進步的產業，因其產品的價格跌落而成本則並

未減少，亦將發生增加失業的現象，否則亦須降低貨幣工資。所以，一個固定不變的貨幣供給量和一個正比例於成本減低的平均量而隨着跌落的平均物價水準，並不足以促成國內物價機構的均衡，除非假定各種阻力均可劃除，而保持一個完全流動的狀態和免除一切獨佔因素的自由競爭。在上述情形下，我們所能確知的不過如此：即受獨佔支配的價格既不能充分跌落，則其他貨品的價格必須大大的（比例上）跌落以便兩相抵銷，不問牠們的生產費如何，至於成本與價格的迅速互相沖銷，和國內成本——價格機構均衡狀態的保持是都不能達到的。而且不僅根據完全流動性的假定狀態所得到的結論全無實用的價值（正因為我們的一切困難顯然即在經濟阻力和硬性的存在），即是比較各種物價水準的優點之爭論，亦將成爲無的放矢。在一個完全流動性的經濟組織之下，不問中央銀行所採的政策是維持一個固定的貨幣供給量還是一個逐漸膨脹的貨幣供給量，亦不問物價水準的變動若何，都不關重要，因爲適宜的反應作用可能多方促成，適當的調整作用亦可能迅即發生，並且恰好按照適當的比例而毫無阻力。

漸落的物價水準與技術進步速度之不一——一種比例於平均的成本低減率而降落的物價水準對於生產效率不進步或雖進步而較平均進步速度爲緩的產業可能發生什麼影響，值得我們多費點篇幅來檢討一下。即使我們把各種阻力的困難，受獨佔支配的價格，以及勞工要求提高貨幣工資的壓力等等都置之度外，但除非另外一個假設經事實證明其不誤，否則仍會發生反乎我們希望的結果。所謂另外一個假設即是：對於生產成本減低的貨物，其需要彈性必須爲一。如果其需要彈性大於一（事實其有如此可能），則花費於此項貨物之上的貨幣總額將與以前不同，亦即不復代表國民所得中之同一比例，而代表其中更大的比例。如此，則成本未曾減低的其他各種產業，在全國貨幣支出總額中只能分享其中更小的一部分（其所減少正等於上述產業所增加的），而不得降低其價格，直至其總產量可能縮減時爲止，一如爲了其他原因，此項貨物的需要轉移於其他貨物一樣。反之，在一個靜止不變的物價水準下，對於生產成本減低而價格跌落的貨物所增加的需要不必即使其他貨物的價格爲之低落；固然，社會對於前項貨物所花用的貨幣額，較之技術進步以前爲多。但對於後項貨

物所花用的貨幣額不必較前爲少，因爲支付手段的供給總量比例於貨物生產量而增多了。所以物價水準的降低，即是由於技術進步，而生產力增加的結果，但因生產效率進步的速度，各方面不一致，所以在產業內部各不同的生產單位，亦可適用相同的看法，若干廠家因技術上的改革，而造成的成本減低現象會使未受此種利益的其廠家陷於苦境。正因其所有各單位進步的速度不一，所以此種產業的全體反而遭受紊亂與不景氣的影響。

但在一種中立性貨幣的政策之下，物價水準必須比例於成本的減低而降落，究如何使其降落呢？人們的假設是：因爲自由競爭的結果，物價水準必隨技術的改進而自動的降落。但須知自由競爭所以能使物價下落全憑經濟壓力而迫其如此。成本減低的第一影響並非物價自動的降落，而是貨物供給量的增加，其售價與前大致相同，或爲了希望利潤的增加，其售價僅僅略低前。但因貨幣供給量不變，所以欲求貨物的銷量增加，只有減低其單位價格。結果必須經過貨物供給量過剩的壓力及伴此而來的失業與不景氣現象，才能壓低物價。換言之，當技術進步時，商人只有在不得已的情形下才肯減低價格，經濟壓力迫使得環境不得不走商業衰頹的老路子。我們不能隨意假設自由競爭運行於毫無阻礙的環境之中。

漸落的物價水準與國際經濟——如果世界各國將來有一天會恢復到一種國際通貨制度，在這種制度之下，匯兌平價相對的固定，而物價水準亦形成一個整個的系統，則我們對於漸落的物價水準之國際情況，亦不得不加以考察。因爲這種漸落的物價水準不僅可使單獨一門產業（由於其中的廠家技術進步的速度不一）以及整個的國民經濟（由於各門產業進步的速率不一）之中，發生不調協的惡果，即於國際各國之間，亦可發生同樣的困難。

世界經濟組織是由許多國民經濟組織集合而成，個個國民經濟組織的技術發展速度不一，有的很快，有的較慢，有的停滯不動，有的甚至會退步。而各國技術進步速度相對的比率亦不會永久不變，因爲各國產業的進步，時而快，時而緩。所謂世界生產力之增加率者，不過是一個統計上的平均數，其中包含參差不齊和性質

不同的各個生產力。復次，各國對於變動中的物價水準所具的適應力亦頗不一致，蓋因彼等經濟機構的流動性頗有程度之不同，有的國家能迅速發生所需的調整作用以便適應變動的物價水準，有的國家則由於工資的固定性或人力所支持的半獨佔性價格而遇到最頑強的阻力，以致不能適應。各國的情形各不相同，如上文所述。就一九二五年至一九二九年英國的國內經濟需要而言，最好是遇到一個緩緩上升的物價水準，這是因為金鎊對外價值估計過高而當時該國技術進步的速度又較慢，又因工會的組織較強，故工資水準的固定性特別高之故。反之，美國的情形則不然，她的技術進步很快，而其工資不能充分提高以防止利潤的膨脹及資本的過度擴張，所以就她的需要而論，最好是遇到一個急速降落的物價水準。說到法國的情形與此又極不相同，她剛剛恢復金本位而法郎的對外價值估計過低。其餘以此類推，各國的需要顯然不同，將來的趨勢只有愈益加甚。

任何國際本位，只要是想建立一個世界的物價水準並要求各種生產費於國際間保持大略的均衡，便多少含有這種困難。國內幣制上的需要，往往與國際通貨制度上的要件發生衝突，這即不啻對於後者的利益所付的代價。但一種漸落的物價水準，尤有加重這種困難的可能。技術進步很速的國家，在上文所述的條件之不必經過很大的困難即能適應於一種比例於成本減低而降落的物價水準，但產業發展較慢的國家使非經過很大的困難並惹起不景氣的現象不可。反之，在一個相對固定的物價水準下則其工資將參照各國情況之不同，隨成本的減低而提高，並按照同一的速率——技術進步速者，則其提高亦速，技術進步慢者，其提高亦慢，至產業停滯不進者，則工資毫不提高。在一種國際制度下，為求此種物價穩定政策之成功，其重要條件之一，即使工資水準按照各國情況而為迅速之反應，並按正確的速度而提高，這是不待言的。倘不克如此，則其不可避免的結果即產業將過速膨脹，而此種膨脹決難維持長久，結局必定因通貨膨脹性的過度擴張而陷於崩潰，所以據國際的理由而言，我們最理想目標顯然是一個靜止的物價水準，在此種物價水準下，各國所增加的生產力，以增加工資的方式而入於工資階級之手。

中立貨幣與穩定貨幣之比照——在我比照中立貨幣與穩定貨幣的優劣時，不能作武斷的判斷，必須顧及空

同與時間上種種具體的環境，尤其是非貨幣因素的可能動向，和工資對於成本變動的反應性。顯然，在比較這二種政策的優劣時，學者的意見頗有不同，因為他們抉擇的標準大部分不得不根據種種不可稱量的因素之比較權衡。例如，上文依據實際上和心理上的理由認為應選擇一種相對靜止的物價水準較為有利，但在今日極不完全的自由競爭之條件下，這種靜止的物價水準必須假定一個前提：即在一個進步的經濟之中，所可希望的國民所得之繼續增加，須得不斷的以提高工資和薪水的方式而分配之。但此點却引起了一個問題：即在靜止的物價水準下，那些生產因素，由於利潤的增加，而未能自動的獲得此項利益者，應如何使其所獲報酬增加。不錯，在較完善的統計資料和會計方法之假定下，我們可能更準確的計算單位成本的減低，我們甚至亦可承認上述原則，即隨單位成本的減少，平均貨幣工資應該按比例而增加，並按照排達到此目的之機構。但如否認此原則之實施困難頗多，那就未免不公正了。在一個進步的社會之中，來保持一個不變的物價水準，首先的條件是使各項工資比例於生產成本的平均降落而一致提高，因而，使進步較速的產業和廠家獲得較平均標準為大的差額利潤，而施壓力於進步較慢的產業和廠家。否則不僅國家的人力物力資源不克充分利用，且亦不能防止不調協的經濟變化。所以，這兩種政策——物價穩定與所得穩定——都是困難重重。但比較說來，像在英國那樣的國家，其工會組織較強，從而工資水準自動的提高頗有可能，則物價穩定政策似乎害少利多。反之，像在美國那樣的國家，勞動的組織較為薄弱，則抉擇較為困難。如其該國的工資水準不能有充分的反應性，藉以抵補平均成本的減低，則為了避免一九二五——一九二九年利潤膨脹及資本過度擴充的危機重演起見，仍以採用漸跌的物價水準為宜。若兼為兩國設想，則實際上最滿意的解決辦法，很可能是一種折衷政策，即於壓低物價與提高工資（其高低之程度均與單位成本的減低恰成比例）二者之間，作種種程度的折中：換言之，即建立一個物價水準，多少伴隨生產效率的增進而降落，但其降落之程度不及生產力增加的限度，俾使經濟進步的果實以提

高工資的形式入於勞工之手。

但經濟活動不能單憑貨幣管制的手段來加以調整，我們不僅須得注意物價，此外還得不斷注意生產動向以

及就業，工資率，商業報酬，信用，國外貿易，國外投資以及證券的獲得，新證券的發行等等。所以不問貨幣政策的目標如何，無論是要維持物價水準的相對靜止或求其緩緩降落，評價與行動的標準是有各種多樣的。各種政策的旨趣及其成敗的試驗是看牠能否維持國內成本與價格機構中種種元素間適當的均衡。

第十一章 貨幣穩定政策的準繩

爲穩定的目的而選擇各種指數——在若干種可用的指數之中，究竟應選擇何種來做爲實施貨幣穩定政策的主要指針呢？依照其屬於一國的抑或國際的；選擇的抑或綜括的；關係物價水準的抑或關係貨幣所得的，各種相關的指數可作若干方式的分類。實際上各種特殊的物價水準是數不勝數，而指數的種類之多亦幾乎如之。姑且假定在原理上貨幣政策目標應該是穩定一般的物價水準，又爲將抽象的事物予以具體的表現，須選擇特殊的準繩。但我們的討論無妨緊縮其範圍，而變爲比較以下幾種指數而予以評價：

一、商品價格指數。

(甲) 一國的：例如大英貿易局的批發物價指數，美國勞工統計局的同類指數。

(乙) 國際的：這種指數包括進入國際貿易範圍內的商品，而予以比例的加權。

二、生活費指數：各種所得物品的物價水準，按其消費的多少而予以加權。

三、生產資材的價格水準的指數：爲穩定各種貨幣所得。

四、一般商業動態的指數：此種指數所顧及者爲動產及證券價值，勞務的成本以及商品價格。

以上所列當然是百不及一的，而且可能予以種種方式的再分，合併與修正。

生產資材價格水準的指數——上述穩定政策的第三種基準，即貨幣所得的穩定，不須再來討論，因在上文考察那種比例於成本的減低而降落的物價水準時，已經連帶的予以充分的推敲了。我們已看到其主要的特色據說是在使債權者能予社會上比較活動的階層平等享受經濟進步的果實。這是頗有疑問的；另外一種優點是在防止資本的過度擴張，這種現象可能發生於靜止的物價水準下一種進步的經濟體制，倘使工資不能作適當的提高的話，此種優點的疑問尙少。但如上文所述，實行此種政策恐怕是所得不償所失的。

生活費指數——要穩定消費物品的物價水準（各種物品比例於其消費數之多少而予以加權），尤其是穩定一種包括一切的生活費指數，其困難一部分由於可靠而又可資比較的零售價格統計數之難於獲得，另一部分由於要建立一个足以代表一切消費者階層的生活預算的指數，而不僅根據賺工資者的生活預算是很難辦到的。不僅如此，如果一種能夠合理的用於國際間的批發物價指數頗難尋到，則一種普遍適合一切國家的生活費指數將更難求得的希望，試一考慮各種生活習慣及費用之不同，勞務成本之迥異，以及如此等等情形，便不難明白了，在世界經濟發展的現階段，僅只這種嚴重的技術上的困難，就足以使我們勿庸考慮這種方案的實際應用了。

但此方案的缺點還不只限於實際方面。因為零售價比較批發價格為更適於計量貨幣的真正購買力，所以乍看起來，為達到穩定貨幣價值的目的而利用零售物價指數，即使在實際上未必辦得通，至少在理論上是合乎邏輯的。不過消費者花錢的對象不僅是消費品及勞役，此外，由於有價證券的購買，亦以資本物為其對象。因此，於所用的穩定指數之中，自亦須包括此項資本物，如果竟行刪去此項資本物的價格，則零售指數將無由達到上述目的。但假定根據消費者的利益而來擁護零售指數，在根本上未免是一種思想上的混亂。因為批發價格最後仍然仍受支配於零售價格，則由此見地，其足以勝任正如後者一般，雖然事實上零售價格似乎有逐漸上升的趨勢，如果批發價格的水準靜止不動的話，但主張利用零售指數必須以工資及薪金之逐步上升為卜其收的條件。

零售指數還有一種缺點即對於景氣循環缺乏感應性。批發物價反映景氣波動的效能比零售物價為敏速而明顯。而且就產業活動的立場而言，亦以批發物價較零售物價為更居重要地位，因為生產者所關心的乃是批發物價。此外，生產者對於物價變動的感覺亦較消費者更為靈敏。即使是微細的價格變動亦足以大大的影響生產者活動的方向，從而及於其生產的數量，而消費者對此則很難覺察。

表現一般產業動態的指數——在一個穩定的物價水準之下，而發生的相對膨脹（即利潤膨脹）現象，由

於生產力增加的結果，將使一種投機的景氣難於防止。但如果我們還為穩定政策之準繩的指數足以按適當的比例，而反映經濟動態的一切方面（包括工資，以及證券與動產的投機在內），則此種困難是否即可免除呢？此種指數既足以代表所有的買賣交易，是否可以看到計量貨幣價值波動的一個理想上的真正尺度呢？

姑且撇開編製此種指數的實際困難不言，且假定其具有充分的代表性與綜合性，乍看起來，此種指數似乎有一個無上的長處。即可以使得中央銀行政策的宗旨為之簡單化明瞭化，因為一切貨幣交易事件既已無遺的反映於據以決定政策的主要指數之上，則證券市場上的種種妄想便可以付之不問（但須附以某種條件），而不致有破壞一般生產程序的可慮了。因此人們有一種牢固而頗滋流毒的謬誤信念，即以爲只要中央銀行能夠有效的指揮其會員銀行的信用政策，一切便可平安無事，這至少是一種混亂不清的觀念。以往由於區別合法信用（即足以自行清償的商業信用）與不合法信用（即投機信用）之徒勞無功，而發生了不少的流弊。這種理論係根據一種道學先生的（原文爲清教徒的——譯者註）觀念，即認爲貨物與勞役的買賣縱使有利可圖亦是善的，而有價證券的買賣根本上是惡的，雖其有利可圖亦是一樣的。這個理論的涵意是說：只要信用係屬能夠自行清償並係迎合工商業的合法需要，則信用的供給不怕過多。試觀一九一九——二〇年的虛偽景氣現象主要起源於商業放款而來的商品投機，又如一九二八——二九年聯邦準備銀行辨別商業信用與投機信用的徹底失敗，則此種謬想的如何根深蒂固便不難瞭然了。

此問題當係如何管制可資一切目的而利用的支付工具總數量的問題，至於此項目的之區分就一般原理言，實無加以區分之必要。儘管多方設法來限制對於證券投機的放款，如果爲了商業目的而製造的信用過多，以致造成過份的利潤，證券市場的虛偽繁榮還是定然要隨着發生的。反之，如果對於信用總量加以適當管制不使過份利潤（無論現實的或預料的）發生，則證券市場的投機熱決無發生的理由，即使發生亦必瞬即自行消滅，蓋因此項虛偽繁榮唯至最後階段始有自行脹大的可能。復次，儘管投機所賺的利潤保持嚴格的常態，如果轉向證券投機上的信用量過多，而留給商業用途上的信用供給量受到與此相對的限制，則對於工商業合法需要所加的

壓力迅即可將膨脹的氣球壓得粉碎，而不容其脹大，且迫使投機信用的需要恢復到經常的比例（按商業實際情形而應有的比例）。總之，如果對於支付工具的總量加以如此的限制，俾使我們所假設的一般業產動態指數繼續不變，則證券市場的活動，即使大部任其自生自滅亦無妨礙。

上文業已論過，所用的穩定指數中應該包括各種資本物的價格，因為消費者的開銷一部分是用在投資之上。但如霍特瑞氏（Mr. Hawtrey）所說，此并非謂指數中須將投資市場中各項有價證券（股票債券）的價格包括在內，他說：「各項有價證券并非投資的真正目的，投資的真正目的乃是資本物，此項證券不過表示對此的權利而已，一方是投資者的出資，他方是資本物的生產，投資市場居於中間而為其媒介。一位投資者購買證券時，他將代價付於售者。但這筆錢並未於這筆交易上花掉，不過僅只轉了一道手而等待着新所有者的投資而已。也許光是這樣轉過幾道手而仍保持原狀。但一旦用牠來購置一樁新的資本物，那才真正是花掉了，而創造了固定資本。所以要緊是在上項物價指數中，使之以某種形式包括資本物的價格。不過倘使我們為此而將有價證券的價格加入其中，那便引進一個不相干的數量。其難於分解將較影響商品價格的非貨幣因素為更加一層。」而且將證券價格及動產價值加入此項指數之中還有一樁短處，即此項因素時常在投機力量之下，於短期動態中頗呈不穩定的狀態。反之，在長期間中，牠們的動態又僅只反映當下的及預料的產業的營利能力而已。

工資一項亦應排除於是項指數之外。在經濟進步之下，由於勞動生產力的增加，各項工資總有向着批發物價水準而相對上漲的趨勢。如果包括工資的一種指數，欲保持其不變，則物價水準便須降落，因為沒有矯正力量的緣故。在這種情形下，中央銀行當局便須採取一種干涉主義的信用政策，以便充分的壓力於工資而防止其上漲。

反對這種指數的理由之一即其編製的困難在目前幾為不可克服的。現在還未見有與此相近的任何指數能夠應用於實際的，將來恐亦無有可能。即如加爾山德氏（Carl Snyder）的一般物價指數，其中包括批發物價，零

售物價，工資及租銀，總算是走了一個正確的路子，爲此種指數奠定了一個良好的地基，然而其中包括的東西以及分類還太嫌不足，不過其代表性比之批發指數爲略高一籌而已。山德氏本人並未打算將其指數用於穩定政策的目標。像這樣一種理想上的指數，光是其構成各部應如何加權一點，在目前即已困難重重了。

不過如此一種指數，若爲達到穩定政策的目的還有其他嚴重的缺點。因其所由組成的各種原素其波動性甚爲不同，所以即使可以用爲穩定物價變動的長期趨勢，但對於景氣波動的感應性還嫌不足。即以山德氏早年編製的指數而言，其所由組成的四個部份：批發物價的變動較先於零售物價，工資對於景氣變化的反應特別遲慢，租金則富於固着不變性——顯然是各有不同。這樣一種指數將使其組成各部分的特異點互相沖銷而趨於平均，因此而隱晦了牠們各自的景氣變動。結果，若爲管制景氣循環其價值將必很低。與此相對照，批發物價指數的變動顯然更具景氣性且可預測其他指數的變動。爲指導信用的管制批發物價指數既變動得較早且富敏感，故頗合用。當一般指數尚在穩定如山的時候，批發物價指數早已大漲大落而預示投機景氣或商業蕭條的到來了。最後若由國際貨幣本位政策的觀點來看，一般指數亦覺文不對題。蓋以其所由構成的原素，大都純係關聯於國內情形，若由國際來採用，對於任何國家均無意義。就此點而言，亦以批發指數爲顯具優長。所以無論由國內信用管制或由國際本位的需要而言，所謂一般指數均比批發指數爲不如，至其編製的實際困難尙不必說。

批發物價指數——無論就短期或長期而言，批發指數和一種可靠的消費指數，二者的變動決無相似的可能。反之，根據理論上的見地（有統計數字可爲證明）二者寧有背道而馳的趨勢。批發指數不足爲貨幣購買力的尺度，却可以測量一種「從屬的」物價水準的波動。若爲測量消費大眾貨幣所得的價值，則一種包括零售物品及勞役的精確指數當較此爲更有價值，不過批發的景氣動勢既較零售物價爲先，其變動的寬幅又與之不同。反之，若就長期動勢而言，則以批發指數對於用在勞役上的開銷，加權過低或竟不問，以致使得這二種指數序列間發生很大的裂離。其理由緣在進步的社會中以勞役而計算的商品生產費有下降的傾向，而國民所得則隨着財

富的增加而用於勞役上者日益多。其次，複雜的製造品其價值也有相對於勞役而下落的趨勢，亦未予以適當的加權。凱恩斯曾經指出：一九一三年至一九二六年，美國的批發指數由一〇〇上漲至一五一，而同期間內山德氏的指數（指其早期所製者而言，因無更佳的消費指數，山德氏的指數大體尚可用為代替也）則由一〇〇上漲至一八六。英國的指數亦有同樣情形。所以在某期間內，這二種指數，欲求其一之穩定，其他必有顯然之漲落。同樣，愛德教授亦曾指明：於一八七五至一八九六年之間，如使批發指數穩定不變，則一般指數上升百分之四七；於一八九六至一九一四年間一般指數下落百分之四；反之，在同上兩期間內，如使一般指數穩定不變，則批發指數於前一期間下落百分之三十二，於後一期間上漲百分之四。由此看來，於此二種指數之間，如穩定任何一種，便不能不任其他一種發生與此種間愈益加大的差異。幸而這二種指數，我們都不須要求其穩定：在一個進步的社會內，欲達如此的目的不僅非所願而且不可能。

擁護貨幣穩定政策者所最常建立的假定是認為批發物價指數應該穩定，但我們業已看到：在一個進步的社會中，用這種指數作為貨幣政策的指針是頗為不可靠的，我們值得重提一下，如果選擇這種指數作為穩定政策的主要準繩。便須不斷注意其他經濟因素的變動。用批發物價指數作為測量貨幣價值的唯一尺度。這個辦法既太粗糙又過簡略。因為這個指數的動態不過是應予考慮的許多因素中的一個而已。批發指數與生活費指數關最主要的不同，即前者只代表生產費而後者於生產費外尚包括運銷費在內。這個不同足以說明在進步的社會中生活費指數的上漲有超過批發指數之勢。蓋因在進步的社會中，按人口平均每人的實在工資，其增加較速於批發物價，但運輸業中的工資不如製造業中的工資受影響之易。於是零售物價超過批發物價的限界便為之愈形擴大了。

批發指數：國際方面的優點——從國際的觀點看來，批發商品指數的優點高出一切，實際上我們必須就此而以其種變型為抉擇的範圍。為達到國際本位的目的更無其他指數可為穩定政策的基礎。例如，對於貨幣所得總數，或按人口平均每人貨幣所得，或生活費，或貨幣交易總值等等的穩定政策，因其不能適用於國際，故均

須棄去不用，蓋凡此等等均反映地方特殊情形，因時因國而大不相同，本質上只可作為地方政策的基準。

所不幸者，現時可供利用的各種批發指數亦都是根據各國特殊情形而非根據國際情形而編製者。唯一真正的國際指數，其所據以編製的基礎應該是大量的並不斷的進入國際貿易市場的主要商品的批發價格，並按其相對的重要性而予以加權。但此種商品的數目比較的少，且主要以食品類原料類為限。如欲提高這種指數的綜合性，其編製的技術上困難便又隨着而增大。且進入國際貿易市場的商品的種類又在不斷變化之中。適當的加權以及選擇所應包括的商品均成為嚴重問題。不過倘非定要達到盡美盡善的境地，則勉力編製一種差堪滿意的國際指數尚無絕對不能克服的困難。否則，就足以支配世界物價的少數國家的指數而選用其一，或參合這幾個的指數而加以編製，均無不可。我們姑引證金本位國家代表團的說法：『如果要利用一種國際指數的話，其編製法應該選擇一系列適當的粗製品——例如國際聯盟編製生產指數所用的——並按照各該貨品在國際貿易上的重要性而分別予以加權。自然，這樣一種指數不能精確測量任何一種通貨的購買力，但却能適當反映兼屬物價長期變動與景氣變動的一般趨勢，若欲採擇某些國家的指數以為國際政策的指針，則應以二三最重要的國際市場為限。』

凱恩斯曾經建議這種指數可以包括六十種具有國際重要性的標準食料與原料，按其各自的世界產量而予以加權，例如國際聯盟所編生產指數的六十二種貨品，再加運費。採用這樣一種指數以達到穩定政策的目的，他曾列舉三個優點：第一，雖然在一個進步的經濟社會中，由於物價比之於工資有下落的趨勢，所以生活費指數會要上漲，但貨幣所得水準的上漲較之生活費更為迅速。這是這種指數的一個可取之處，因其符合工資自動上升的趨勢。第二，過去的債務負擔應逐漸減輕。在長期間內批發指數與其他指數間的分歧反而是有利的。第三，批發指數最大的優點即可兼顧長期與短期穩定的目的。因其具有敏感性之故，如與其他指數參照合用，可以及早指示不平衡趨勢的發展而便利保持儲蓄與投資間適當的平衡。

韓孫 (Huson) 教授建議將常用的批發指數加以修正，其方法係參照若干種指數視其表現景氣變動的時顯

而彙採之），而加以改編。他主張：在理論上說，其將包括一切商品的此發物價指數加以穩定，還不如僅取受景氣影響的商品價格加以穩定，因為如此則一面即可防止膨脹性的繁榮，而具景氣敏感的商品，在適可限度內仍容許其有益的波動。如果編製並採用這樣一種指數的實際困難可能克服的話。則我們似乎很有理由相信，若千方面牠都比普通批發指數為更進一籌。無奈此種可作國際標準而利用的指數，其編製的技術實在困難重

重的。

不過無論我們選擇何種指數作為穩定政策的手段，決不能僅憑此種指數作為貨幣政策的唯一指針。穩定政策的目標是使廠家與勞力大體上總能保持充分並繼續不斷的就業狀態。結果，這種政策成敗的標準須看利潤是否能不斷保持嚴格的常態水準。景氣波動行將發生的徵兆有二：一方面是失業的異常增加，他方面是過份（或變態）利潤的發現。我們應不斷注意：工資的動態，就業及利潤的數量，產業生產力的增加及上述的其他因素。

物價穩定與經濟均衡之保持——分析到最後的步驟應加考究的最重要的問題即於國內的成本價格機構之內如何保持成本因素與販賣價格間的正當的關係，貨幣政策的最後目的必須是避免物價的激劇波動，既不許物價的上漲過高於成本，亦不許成本過於侵蝕利潤。任何特殊的物價水準就其本身或為其本身而言，都沒有什麼特殊的價值。最良的物價水準乃能予成本與價格間的互相調整以迅速的便利而具最小的阻力，在一個進步的經濟社會中，此殆永為必要的條件，至其為漸漲漸落或靜止的物價水準則無關宏旨。

保持長期間內物價的穩定和防止或緩和短期的價格波動：這二種工作不必相等，亦非藉同樣的管領方法而可同樣達到的。但比較這兩種目標，仍以後者（即防止短期波動）為較重要，其要件即保持儲蓄與投資之均衡是也。如果我們確知達到此目的最好的途徑并非靜止不變的物價水準而為不斷的緩緩上漲或下落的長期勢的物價水準，那末，我們寧取這種動勢的物價水準之為愈。上文曾經表示過，我們雖不主張一種絕對不變的物價水準，但寧取一種相對靜止的物價水準，那是附有種種伴隨的條件，為防止不均衡而必須履行的。所以人們相

價在靜止的物價水準之下，儲蓄與投資間的均衡易於保持的見解，那只是個尙待試驗而附條件的假設。我們固不爲這種理想的物價水準的本身而受其困惑。任何真正的穩定狀態，即使遠不及理想中的那樣圓滿，但總比過去十五年中他們所身受的物價劇變景況爲優勝多了。

保持儲蓄與投資間的均衡既是貨幣政策的最後目標，然則這個目標與維持物價水準的相對穩定是否可以并行不悖呢？許多位權威的學者都曾否認此點，且其理論頗爲動聽。他們指出：一切認爲這二種目標可以并行不悖的說法都建立於一種靜態的假設之下。在靜態之下，使資金的需要與儲蓄的供給趨於平衡的利率不會引起物價水準的上漲與下落，而可以使其不變。換言之，如果貨幣利率能夠維持所謂「自然」利率的水準，則一方面，保持真正儲蓄之供給與資本物之生產二者間的均衡，他方面維持物價水準的靜止不變；這兩個目的是可以同時達到的。但事實上我們乃生活於進步的與動態的經濟之中，我們的困難亦即大都由此而來。在動態經濟之下，便得真正儲蓄與投資量趨於均衡的利率即不能同時再維持物價的穩定。在進步的社會中，欲防止物價水準下降，唯一的辦法只有擴張有效的支付手段之總量。而欲實現貨幣數量的增加，其唯一途徑又只有由銀行將貨幣利率設法壓低至自然利率之下才行。換言之，在一個經濟進步的社會中，爲保持物價的穩定，而必須增加的貨幣量將使貨幣利率與自然利率之間發生分歧現象，因此而使資本物與消費物的生產均失掉其均衡狀態。所以，足以維持物價穩定的利率，與足以保持真正儲蓄與投資量間之均衡的利率決非同一。因此，這些學者如此論證：在經濟進步的社會中，欲求達到絕對的物價穩定，結果定必因爲容許儲蓄與投資量間的不平衡所引起的調協狀而歸於自行失敗。

然而我們的結論是否必然認爲：欲於物價穩定之中尋求經濟穩定實無異水中撈月。只當我們欲求盡善盡美時，這答案才是肯定的。在一個經濟進步的社會中，任你採擇何種貨幣政策亦必不免困難之發生，因此乃進步之代價。縱然容許盡善盡美爲不可得，我們亦不必即感失望，在絕對穩定與以往的完全不穩定這二種狀態之間還大有折中的可能，較之我們以往所經歷者已經勝過多多，我們大可把牠看作貨幣制度在此世中的烏托邦，所

以，貨幣政策的目的不應該是免除物價的一切波動，而應該是求物價水準合理的穩定，只要能防止景氣循環中產業動態的劇變與災害，那末，在適中的範圍內即容許物價的和緩的健全的漲落亦無不可。如果能夠實施這樣一種政策，並輔以其他的手段以刺激工資水準發生適當的反應，則儲蓄與投資之間必不會發生嚴重的不均衡以致引起紛擾，而產業界所經驗的景氣變動亦必十分緩和，而大體上有利無害。如此的景氣變動乃是微乎其微的代價。如此則產業循環的範圍與動幅都將縮小到一個境界，縱使仍能覺察，但已只有輕微的社會影響。國民經濟生活的大部分均將獲得真正的穩定。至所餘的活動範圍亦將僅有各如其性的緩和的波動。大體看來，無論長期或短期的物價均可獲得合理的安定。他姑勿論，那種勢將使全部經濟機構陷於崩潰境地而引起激烈社會革命的劇烈的更迭作用將永成歷史上的遺跡了。

