

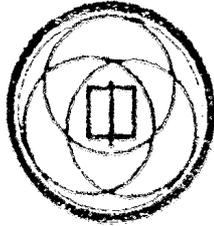
譯 西 耿 向

論幣貨爾末甘

行 印 局 書 界 世



聯 圖 中
中



多 讀

READ MUCH!

多 想 少 說

THINK MORE! TALK LESS!

561.3

582

(877)

3

KEMMERER ON MONEY

By Edwin Walter Kemmerer



甘末爾貨幣論

甘末爾著
耿西譯

世界書局印行

~~00268~~



1 JB

譯者序

與人類經濟生活最有關係者，莫若貨幣。貨幣問題，實為近代經濟學者所欲探討之學說。自晚近世界經濟恐慌逐步深刻以來，各國無不殫精竭力，挽救頹勢。故有藉貿易傾銷，以奪取海外市場者；又有藉匯兌吞併（*change Dumping*），貨幣貶價政策，以助長貿易者。世界各國，遂入於貨幣戰爭之漩渦。且夫經濟體系內之國家，一國之貨幣政策，恆能影響各國，故研究貨幣學者，不惟須知本國之貨幣情形，益當知國外貨幣政策之變遷，庶足以謀對付。其善者吾效法之，以為改進之鵠的焉。

貨幣制度，每能受政治上之壓迫，發生變遷。美國自新總統羅斯福就任以來，對於貨幣上之施政，大加改革。如放棄金本位制，黃金國有，收買白銀，貶低幣值等等，其政策之合理與否，則有待於忠實貨幣學者之批評。

甘末爾教授（*Edwin Walter Kemmerer*），憑其卓越之學識，豐富之經驗，著成甘末爾貨幣論（*Kemmerer on Money*）一書。以忠實之態度，討論美國目前之貨幣問題，評判年來美國政府之貨幣政策，實為貨幣學上巨大之貢獻。甘氏畢生，聚精會神於貨幣學之研究，世界各國，幾無不知其名，譽為世界貨幣博士。甘氏現任美國普林斯登大學（*Princeton University*）國際財政學教授，且曾歷任中國波蘭德國墨西哥危地馬拉哥倫比亞

菲列濱南非洲聯邦玻璃維亞智利祕魯及厄瓦多爾等十二國政府之財政顧問，協助各國，改革幣制，頗著勳績。此書雖側重於美國貨幣問題之探討，然其立論之周到，足以發人深省。對於美國政府施行之收買白銀政策，尤有嚴厲之批評。顧今日美國之白銀政策，與吾國之關係，最深且切！良以吾國尚為銀本位國也。且我國貨幣銀之供給，胥賴輸入，故銀價之高低，關係國計民生至鉅。自美國實施收買白銀擡高銀價以來，我國之現銀，源源流出者，為數驚人，致銀根奇緊，工商不振，社會皇皇，羣謀應付，究其紊亂之源，實肇於美國之貨幣政策也。本書討論之問題，即為我國今日金融不穩之直接原因，而甘末爾博士，獨具卓見，詳加分析，故斯書不特為研究經濟及貨幣者良好之參考書，且亦為國人關心時事注意金融者，合時之讀物，而工商界之從業人員，讀斯書亦將獲益非淺焉。

譯者自審學識淺陋，經歷未豐，錯誤遺漏，所在必多，尚希識者加以指正。

本書譯成，得李石曾胡天石兩先生鼓勵督促之力為多，而吾師周振聲先生，昔日倦倦講學之勤，獲益非鮮，敬誌之以示感謝之忱。

民國二十四年一月向耿西序

著者序

晚近世界經濟制度，其最與民生休戚相關者，莫過於貨幣。蓋藉貨幣之運用，世界之生產事業及商業成焉；工資藉以付焉；各項之債務以貨幣表示者，其成立與償付，均有賴於貨幣。故世人對於貨幣，無時或忘，而日常生活最有價值者，即為貨幣之價值。

當經濟紊亂之時，一般人之結論，以為目前之癥結，乃為幣制不良，故救濟之方，首在改革貨幣。世人權衡各人之財富與幸福，視握有貨幣之多寡以為斷，故人人對於貨幣，慾望無窮。惟值茲經濟衰頹之秋，俱覺貨幣供給之缺少，是以社會人士，認為一國須有充足之貨幣，方能國泰民安。德國當歐戰之後，全國人民，備嘗辛苦，蓋即無充分健全之貨幣，流通於市面也。

貨幣之意義，貨幣之效用，因與各界有密切之關係，故吾人對之，不容忽視。貨幣乃經濟制度中之權威，經濟界中，可謂無其他事物，足資與貨幣抗衡者。故貨幣學家，在解決本國經濟問題時，應妥策萬全，使不妨礙經濟學之原理，尤宜顧及貨幣歷史之事實，以謀國是，方不失為真正之貨幣學家；如未經實事之研究，深長之探討，冒險計劃，草率從事，則未有不失敗者。故貨幣問題複雜之時，當廣徵貨幣學家之意見，為改革之張本。

任何國家，對於貨幣單位之價值，及貨幣制度之運用，政府應注其全力，維持國人對於貨幣之信任心，蓋此種信任心，最易為政治情形所摧毀也。

貨幣學乃經濟學之一部，研究貨幣學者，當專心於有關貨幣之經濟原理。即使已稍解貨幣原理之人，對於經濟學之原則，亦不可不知，蓋經濟學與貨幣學，互為表裏者也。

近三十年來，世界各國之經濟與貨幣專家，聚精會神於貨幣學藝之探討，不論充足與否之原理，皆呈於研究貨幣者之前，任各專家批評與研究，取長捨短，或因其理論充足，即加採用；或因其證論未充，予以修改，或則根本廢棄。世界各國，從事貨幣之試驗，至今已數百年，晚近研究貨幣原理及貨幣歷史之結果，將貨幣常識，擴大稱謂貨幣學矣。吾人研求斯學，所負責任重大，仍宜繼續努力，埋頭工作，互相討論，互相質疑，求斯學之日臻完善焉。

美國目前殫其畢生之精力，研究貨幣及貨幣問題者，殆過百人。著者廁身斯界，碌碌無成，惟自期以真實之態度，對公衆稍有裨益。民主主義之國家，貨幣學家之政治責任，為對民衆表示關於貨幣問題之意見，以忠實之研究態度，貢獻國家貨幣政策。至於當局之採擇與否，非所計也。

本書討論美國現在之貨幣情形，共分十一章。著者嘗將本人對於美國貨幣之管見，於一九三三年十二月及一九三四年一月，陸續刊登於紐約日報（New York Sun）。本書各章，即根據當時之意見，修正及補充而成，特附誌之。

一九三四年一月二十日甘末爾序於新奇爾塞柏林斯東大學

目次

第一章 金本位制	一
一 何謂金本位制	一
二 金本位制之種類	二
三 美國之金幣本位	四
四 各種貨幣	五
五 存款通貨	五
六 金本位制與債務之關係	六
七 金元價值穩定時期	八
八 改換幣制不如改良金本位制	八
第二章 美國現在之紙幣本位	一〇
一 紙幣本位與金本位基本異點	一〇
二 美國停止金本位前後之貨幣	一一
三 金幣	一二

四	金券	一二
五	標準銀元	一三
六	銀券	一四
七	綠背紙幣	一五
八	國立銀行紙幣	一五
九	聯邦準備紙幣	一六
十	聯邦準備銀行紙幣	一七
十一	貨幣法律與經濟復興	一八
	第三章 收買黃金計劃	二〇
一	收買黃金計劃之觀察	二〇
二	購金計劃之解釋	二三
三	紙幣本位國家黃金之地位	二五
四	英國最近所受之經歷	二六
五	物物交易	二六

六	購金計劃並非鼓勵對外貿易之良策	二七
七	增加準備與膨脹通貨	二八
八	提高物價與膨脹通貨	二九
九	購金計劃實施之結果	二九
第四章 膨脹通貨緊縮通貨及調和通貨		
一	通貨膨脹	三一
二	通貨緊縮	三二
三	調和通貨	三三
四	美國貨幣及存款通貨膨脹之限度與需要之關係	三四
五	通貨豐富之其他明證	三六
六	物價	三六
七	現在美國貨幣及銀行存款流通之情形	三八
八	通貨膨脹之弊害	三八
第五章 綠背紙幣		
		四〇

一 南北戰爭時之臨時緊急處置政策	四一
二 綠背紙幣之增發	四三
三 一八六二年至一八六五年間綠背紙幣金值之變遷	四四
四 一八六二年至一八六五年綠背紙幣時代之工資與物價	四五
五 恢復金本位運動	四六
六 反對通貨緊縮政策之漸增	四七
七 一八六五年至一八七八年物價及工資之趨勢	四七
八 綠背紙幣償付政府公債問題	四八

第六章 德國之通貨膨脹政策

一 大戰時期之通貨膨脹政策	五一
二 通貨膨脹之緩性禍害	五二
三 戰後之通貨膨脹	五三
四 一九一八年至一九二一年物價及工資	五四
五 證券價格	五五

六	通貨膨脹狂亂時期	五六
七	通貨及銀行信用（一九二一年至一九二三年）	五七
八	馬克紙幣之迴避	五八
九	通貨膨脹過度時期	五九
十	物價與工資	六〇
十一	通貨膨脹與債務	六一
十二	證券價格（一九二一年至一九二三年）	六二
十三	財富重新分配之機器	六三
第七章 白銀問題		六五
一	魯莽而激烈之白銀法律	六五
二	十九世紀採用國際複本位之理由	六六
三	今日複本位之地位	六八
四	用銀於其他貨幣之途徑	七一
五	增加銀幣之流通額	七一

六 銀準備	七三
七 調節基金與後盾基金	七四
八 美國白銀問題乃係政治問題	七七
第八章 購銀計劃	七八
一 白銀跌價之原因	七九
二 世界經濟會議中之銀問題	八二
三 白銀協定與其他之五十八國	八五
四 印度與西班牙	八六
五 中國	八六
六 產銀各國	八八
第九章 補償本位	九〇
一 補償本位爲固定貨幣價值之計劃	九〇
二 商品貨幣價值之決定方法	九一
三 對於商品貨幣計劃之批評	九三

四	物價長期上漲之危險	九四
五	金買賣之投機	九四
六	商品貨幣與美國之對外貿易	九六
七	補償本位計劃忽視影響物價有力之心理作用	九六
八	貨幣及存款通貨之流通速度與物價	九九
九	商品貨幣與政治	一〇一
十	結論	一〇一
第十章 債務者與債權者		
一	美國債務之總額	一〇三
二	減輕債務負擔之原則	一〇五
三	債務者	一〇六
四	債權者	一〇八
五	信託基金之投資	一一〇
六	通貨膨脹與債務者及債權者之關係	一一一

七	公司股東與公司債券所有者	一一一
八	通貨膨脹之國家應即急流勇退	一一四
第十一章 恢復金本位制之途徑		
一	貨幣價值不穩定為經濟隆盛之障礙	一一六
二	穩定計劃須得民衆之信任	一一八
三	穩定之途徑	一一八
四	主張通貨緊縮者之理由	一一九
五	貨幣減值之危險先例	一二〇
六	金價高漲乃屬臨時之性質	一二一
七	美元金值貶落之情形	一二三
八	藉緊縮欲恢復金平價政治上之不可能	一二三
九	穩定政策可與政府鉅大之利益	一二五
十	金塊本位制	一二七
十一	美國總統之穩定計劃	一二八

第一章 金本位制

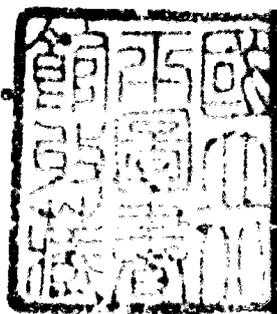
本章目的，在求說明何謂金本位制，金本位制之主要缺點及其足為國際間貨幣本位之原因故。

目前之幣制問題，並非須另創制度，以替代金本位，要惟如何改良，使成為完善之金本位制耳。

美國人民，今均關心於金本位問題。金本位制真確之意義為何，則除少數之經濟學家，能知其意義外，頗少能答究竟。即各經濟學家之間，對於金本位精確之定義，亦微有不同，蓋各專家，從事一己主旨之研究，各有各之定義。雖然，文字之間，容或稍異，但其基本之意義則一也。關於金本位制，吾人均已熟聞之，然則歷年之褒貶如何，容當於後述之。

一 何謂金本位制

金本位制 (Gold standard) 之意義，簡言之，乃一種貨幣制度。不論其價值之單位，為圓、為法郎、為金鎊、或為其他幣制單位，然各含定量之金值，且可自由交換於金市場上而價格及工資，常以此表示，各項債務，以此而訂立焉。此項定義，有數事對於金本位，甚為明瞭，故不指陳於內，如金幣為法定貨幣，金幣可以自由鑄造，及紙幣



可兌取金幣。以上諸端，皆爲金本位之附屬品，因之宜常設法以維持之，倘無此項附屬品，金本位卽不能存在。再者，通貨雖已具有此種屬性，但有時仍不能確謂之爲金本位也。

證以前例，當一九一九年及一九二〇年之初期，南非洲聯邦以金鎊爲該邦之無限法幣，且可在英國享受自由鑄造之權，並能自由流通，而國家銀行所發之紙幣，隨時可持向發鈔銀行，按照法定平價，兌取金幣。惟自政府嚴厲限制黃金輸出之後，黃金卽失自由交易之市場。南非洲金幣，自政府不准輸出之後，國外雖有良好之市場，但金幣僅可閉塞於國內也。

因此之故，南非洲之每枚金鎊，較其他自由金市場，價格爲低。又因法律規定，國家發行之紙幣，須用金鎊收回，於是南非洲發鈔之銀行，乃被迫向倫敦市場，購買溢價之生金，按照常例，在倫敦鑄成金鎊，然後運往南非。當是時也，南非洲之銀行，須付紙幣念陸至念八先令，始克兌獲倫敦金鎊一枚。然後南非發鈔之銀行，將購回之金鎊，按照法定平價，收回二十先令之紙幣一張，卽付予金鎊一枚。此種施用政府之力量，壓抑國內貨幣之金值，雖其法定紙幣，能按平價兌取金幣，惟以嚴格之眼光論之，此項國家，不能確謂爲金本位國也。

二 金本位制之種類

金本位制，種類甚多，一曰金幣本位制（Gold coin standard），一九三三年春季以前，美國採用之貨幣本

位屬之。採用此項本位，則各異種貨幣，必須與金幣保持平價，如是方可自由交換於市場也。

一曰金塊本位制 (Gold bullion standard)。英國之貨幣本位，自一九二五年回復其金本位起，即類此種。直至一九三一年九月，廢止金本位制，乃廢止採用。施行金塊本位，實際上並無金幣流通，惟國內之各種貨幣，則皆維持其金平價。如國際上須用金償付者，則人民可用紙幣，向英蘭銀行 (Bank of England) 換取金條，每條價值，約為八千美元。

除上兩種以外，世界各國，又有採用金匯兌本位 (Gold exchange standard) 者。此種本位，亦無金幣流通於市面，即紙幣亦不能持向發鈔銀行，兌取金幣或金條，惟可用各種之貨幣，向政府或國家銀行，兌取匯票寄往國外，作國際間之支付。外國收得此項匯票後，可持向發匯國國外存金處，兌付現金。

世人每以金本位制，與管理通貨制 (Managed currency system) 相對照，其實二種制度，顯有不同之點。金本位通貨，經過貼現及市場之經營，多少須受中央銀行，或其他類似中央銀行機關之管理。雖有時因種種政治上或社會上之關係，破壞管理制度，(註) 惟由純粹的經濟眼光觀之，可於一國之內，規定紙幣數額及銀行信用之供給，以維持國內貨幣單位之價值，並在世界之市場上，貨幣單位，有相等一定分量之金價。換言之，金本位國，能實行紙幣通貨管理制度也。

英國之不兌現管理金鎊票，至一九三三年上半年，尚能維持於固定之金值。此即由金本位制，而實行紙幣

通貨管理制度，不久前之例證也。

(註) 參看 American Economic Review, Supplement, March, 1934, 作者另文 "Controlled Inflation"

三 美國之金幣本位

金本位制，雖有不同之種類，但其原則，無不相同。美國雖自一九三三年三月起，已放棄其金本位制，惟金本位制仍屬現在各國，最通行之幣制；至金本位之性質，可以美國昔日經歷述之。

美國幣制之單位爲金元。美國無一元值之金幣，故可謂每元金幣之價值，等於十元金幣十分之一。至十元金幣之重量，爲二五八格蘭 (Grains)；其中二三二·二格蘭爲純金，餘爲合金，合金中銅爲其主要成分。金幣一元，即含二五·八格蘭之所謂標準金 (Standard gold)。標準金之意義，即九成純金，一成合金之謂也。一盎斯之標準金，有四八〇格蘭，可鑄十八元六角之金幣。在美國不論何人，均可持標準金，向造幣廠按照此項比率，鑄造金元，且不限數量之多寡。換言之，倘以一盎斯之標準金，向造幣廠兌換，則人人皆可換得十八元六角之金幣。(惟須減去少量零星費用，作爲分析試驗及精鍊之用) 反之，人民亦可將成色充分之標準金幣十八元六角，送往造幣廠，換取一盎斯之標準金。是故美國一盎斯之標準金，常相等於十八元六角之金幣，雖世界黃金產額，隨時變遷，亦與之無關，兌換價值，常固定而不變。故一盎斯之標準金，設以通貨目之，事實上常相等於十八元六

角也。此不爭自明之理，抑若一呎之等於十二吋，具有相同之意義焉。

四 各種貨幣

一九三三年二月底，適爲美國放棄金本位制之前一月，其時流通市上之各種貨幣，約在八十萬萬元以上。（美國國庫存金除外）其中二十三萬餘萬元，爲金幣及金券，餘額則爲六種紙幣。此六種紙幣之金價值，由美國政府擔保維持。此外各種銀幣、鎊幣及銅幣，按照一九〇〇年之金本位條例，政府宜隨時維持其與金幣之法定平價。一九〇〇年，美國全國通行十二種之不同貨幣，數額約在六十五萬萬元。且事實上均可隨時依照法價，兌取現金，通行全國無阻。故不論何種貨幣，祇須有一元之價值，即可兌一金元也。

五 存款通貨

當美國採用金本位時，不惟各種貨幣價值之漲落，隨金價而變遷，即銀行存款，須以現金支付者，亦因金價漲落而受其影響。一九三二年，當經濟衰頹之時，存款通貨，約計四百二十萬萬元，而美國流動之現金，平均每年亦能周轉三十至四十次。同時各聯邦準備銀行蓄藏之金，充銀行存款之準備金者，亦若流通之貨幣，每年周轉三四十次。周轉之法，大抵恃銀行支票而運行之。美國現在之商業交易，百分之九十，皆藉支票之作用，而完成之。

至全年商業交易之數量，最盛之年，逾一，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇金元；即經濟衰頹之一九三二年，美國一四一大城之銀行，活期存款之流通速度，(註)亦達三十三次。換言之，即每元之活期存款，一年之中，藉支票之運用，利用三十三次，等於三十三元之現金，利用一次。是年價值數千億元之商業交易，均為重二五·八格蘭之標準金元。易言之，交易所用之單位，乃金元本位也。

(註) 關於流通速度之意義，請參考九七——九九頁。

六 金本位制與債務之關係

一九三二年，美國所負有息內債之總額，據克蘭克 (Evans Clark) 氏所著之『美國內債』 (The Internal Debts of the United States) 一書中，估計全國之數量，約有二千八百五十萬萬元之譜。在金本位時，本位幣之價值，常維持相等二五·八格蘭之標準金，用以償付債務。因此之故，倘金價上漲，則美國金元之價值，亦隨之上漲。金價漲，物價乃跌，因此債務者欲結束其負債時，將償予債權者購買力增加之金元；又因物價傾跌，債務者欲出售其貨物，勢必較昔所獲為少，故債務者於借款之一輾轉間，大受損失矣。

反之，金價傾跌，則金元之價值，必將同趨下降。換言之，貨幣價跌，即物價上漲，而債務者之負擔，亦為物價漲而減輕。蓋債務者，因物價不斷之昂貴，彼即可多獲利潤，且償付債權者原欠之債款，僅須付以原額之廉價金元，

故轉手之勞，債權者乃蒙損失矣。

實則由債務者與債權者兩方公正之利益而言，金幣單位之價值，或金幣之購買力，必須使之穩定，而無變遷。理論如此，但事實則不然，世界黃金之供給，隨時而異，且世界黃金之需要，亦無不隨時變更。苟吾人檢討過去數年以來之事實，即可知金價之不穩定矣。就美國而言，自一八九六年至一九三二年，金元價值，顯示歷史之更動。若以碼尺之價值，表示不同時期金元之購買力，以一九一三年作為三十六英寸，（或即一碼）則歷年碼尺價值之消長，可於下表見之：

一八九六年	五一英寸
一九一三年	三十六英寸
一九二〇年	一九英寸
一九二二年	二三英寸
一九二六年	二一英寸
一九二九年	二〇英寸
一九三二年	二七英寸

果，已知幣價之不穩固，反較金價為大也。（註）

（註）紙幣本位國家，實行通貨膨脹或通貨緊縮與債務之關係，請參考第九章債務者與債權者。

由上表觀之，碼尺之變動，可知金元購買力變動之巨矣。債務之簽訂及償付，以金為單位，實為金本位制最大之缺點。此亦不祇金本位國家為然，即銀本位，金銀複本位，及其他金屬本位各國，亦均不能免除此種之缺憾。其在美國，一八九〇年以前，銀價反較金價穩固，但自此以後，銀價之變動漸劇。再世界各國，過去亦有實行管理紙幣本位者，惟實行多年之結

七 金元價值穩定時期

當歐戰後之初年，通貨緊縮之後，主張金本位者，顯占重要之地位。因之金元價值，在此九年以內，頗為穩固，故該時期內，美國之物價，亦常穩定而無劇烈之變化也。自一九二一年至一九三〇年，碼尺價值上表示之每年平均變動，最大僅祇三英寸。當一九二二年，碼尺價值相近二十三吋；迨至一九二九年，則為二〇英寸。在茲經濟衰頹之時代，金亦若其他之商品，漲落無定，變化萬千。（亦如其他重要基本商品，價格漲落無定）竊以為金價變化之原因，及現時金價之高漲，均屬於臨時之性質，蓋有堅強之理由，足以證明之也。（註）

（註）參見 Kemmerer, E. W., "The Gold Standard and the Present Economic Situation," Proceedings of the Ameri-

can Philosophical Society, vol. 71, No. 3, pp. 87-93, 97-102; infra pp. 179-183

八 改換幣制不如改良金本位制

在歐戰以前，世界各國之貨幣單位，均採用金本位制。自歐戰爆發以後，一九一四年至一九一九年間，各國因戰爭之關係，先後放棄金本位制。起而代之者，即紙幣本位制。因戰時國家之支出頗巨，乃濫施通貨膨脹，故實行紙幣本位之結果，使整個社會，均蒙其害。戰後各國，又擬相繼恢復金本位制，至一九二九年，世界先進各國，均

先後回復其金本位。惟自一九二九年十月，世界經濟恐慌發生以來，金本位制又遭一重之打擊。經濟衰頹之後，迫使各國，不得不再回復紙幣本位。除美國以外，當彼等放棄金本位時，均為政府當局所不願為者。良以感受重大之壓迫，使各國不得不暫時放棄。故倘事實所許，各國政府仍願從速恢復金本位制，蓋以採用金本位為上策也。

從國際貿易及理財之立場而言，世界主要國家，實有採用同一幣制之必要。而金本位即為國際貨幣本位中，最有希望共同採用者也。

自上各節觀之，可知貨幣本位中，最佳當推金本位制，以其歷經各國之試驗，均認為最適之貨幣制度。故目前貨幣問題之最急切者，不在創造新本位制，以替代金本位制。貨幣問題，並非一國之問題，乃國際間之問題。今日急須解決者，非改換金本位制，乃如何使之改良，成為完善之金本位制問題耳。

第二章 美國現在之紙幣本位

本章敘述紙幣本位與金本位基本不同之點——美國之八種貨幣及其歷史與應用，並現在之聯邦政策，影響此八種貨幣之情形。

一 紙幣本位與金本位基本異點

作者業於前章，將金本位之性質，加以解釋。然今日美國之幣制，已非金本位制，而已改爲紙幣本位制。此二種幣制重要不同之點安在，可分二點說明之。

一曰紙幣元之價值，不若金元之價值。蓋其在世界之市場，不及金元購置商品之有價值也。通常紙幣之發行，或由政府自發，或由中央銀行發行，視社會商業之情形，定發行數額之多寡。因紙幣無現金收回法定之義務，又無其他之方法，維持紙幣之價值，既不規定普通有價商品與紙幣間之平價，是以無限制之發鈔，有影響其價值之可能焉。

二曰紙幣本位之採用，僅能用於一定限度之區域內。蓋一國之紙幣，常祇能流通於國內。雖事有出於例外

者，如英國現在之金鎊紙幣本位，亦有數國家，同一採用，此蓋因其政治及經濟上，與英國有密切之關係，故即與英採取同一幣制。然以常理論之，則一獨立國家，恆不願本國紙幣單位之價值，爲他國所左右，爲他國所管理。故紙幣本位各國，對於發行紙幣，常有法律之明文規定。隨時依照國家政治上之需要，決定一國發鈔數量之多寡。歐戰時及戰後之紙幣時代，及今日各國，各有獨立不同之幣制單位，其結果一國貨幣本位價值之升降，與其他各國貨幣之單位，恆少變動之影響。然紙幣本位國家間，或紙幣本位與金本位國家間，若匯價之變化太大，則頗有礙於國際貿易及國際間之財政也。

二 美國停止金本位前後之貨幣

自一九三三年二月以後，美國之貨幣制度，各部均有顯著之變遷，吾人試一檢討之。美國通行貨幣種類之多，數額之大，及其幣制之複雜，在世界先進各國中，尤推第一。美國有鎳銅之輔幣，有銀輔幣，又有一八九〇年所發行之國庫券 (Treasury notes)，惟今日流通於市面之該券，數量已微。除上述輔幣庫券以外，美國尚有八種之貨幣焉，曰：(一)金幣，(二)金券，(三)銀元，(四)銀券，(五)美國政府發行之紙幣，(即綠背紙幣)，(六)國立銀行紙幣，(七)聯邦準備紙幣，及(八)聯邦準備銀行紙幣。吾人今日宜注意者，即美國各種之貨幣，包括補助銀幣、鎳幣及銅幣，自一九三三年六月五日，由國會兩院共同決議，皆一變而爲無限法定貨幣，得用以償付公私之債。

務矣。今將各種貨幣之性質，及其現在之地位，約略述之如後。

三 金幣

美國金幣 (Gold coin)，於一七九二年之造幣廠條例，第一次加以核准。距今約百年前，美國金幣雖亦嘗經兩度變更其純金成分，該時期適值施行複本位制，但仍可流通市上，仍由政府兌回，故金幣在美國流通，近一世紀矣。除一八六二年至一八七九年，綠背紙幣時代，此項金幣之流通，僅限於太平洋沿岸數州外，在美國之貨幣史上，對於此種金幣收藏及支付，毫無法律之制限者也。

自一九三三年三月，法規公布後，情勢大變。此項金幣，不准再流通市面，若有匿藏此項金幣者，政府即認為不法，一經查出，將受重大之處罰。一九三三年底，按照美法匯價計算，每枚金幣，可兌紙幣一·五七元。美國政府，又規定凡支付國外款項，當託由財政經理處支付之。美國礦山新產之生金，凡值十元之金貨，可兌紙幣一六·四七元。美國政府並決定民間所存金幣，均將售與政府，以一元之金幣，換取一元之紙幣，如有積藏黃金而不售者，將加以重懲焉。(註)

(註) 美國政府購金計劃，可參看次章。

四 金券

金券 (Gold certificate) 又稱黃背券，美國人熟知其名，故亦有以此名之。發行於一八六三年，其時政府通過一法律，授權財政部長發行金券，而以金幣及金塊，十足存庫，以充準備金之用。此項庫藏之現金，或代表此種金券之準備金，隨時可用金券，持向國庫兌現。蓋此種黃金之儲藏，完全不作別用，故民衆視金券，不啻爲一種金錢性質之貨棧棧單。所有庫存存金，均屬於金券之持票人，此金券實爲一種現金流通之代表物。

惟現在之情形，則已迥異於昔，今日之執有此項金券者，將屬不法之行爲。雖持券人仍能向國庫兌取其所有之金額，但若向國庫兌現時，同時將受所兌金額二倍之處罰，蓋以其藏金故也。

五 標準銀元 (註)

自一七九二年，造幣廠條例頒布後，銀元 (Standard silver dollar) 與金幣，同時開始第一次之發行。相沿至今，銀元所含純銀之成分，仍依據當日法律之規定，絲毫無所更變。因銀元形大質重，攜帶不便，故早已認爲不適用之貨幣矣，今日市面流通之總額，尚不及二九，〇〇〇，〇〇〇元。因銀元與紙幣間，政府規定價值相等，故銀元亦有其相當之價值。當一九三三年底，每枚銀元，約等美金六角四分。自銀元中之白銀價值，在世界之市場上，僅值紙幣三角四分之後，銀元中之含銀，爲欲維持銀元之價值起見，常忽而不談矣。

一九三三年五月，農業整理條例 (Agricultural adjustment act) 頒布之後，總統有權應用公布之方式，決

定金銀幣間之法定比價；並有權規定金銀幣，按照一定之比價，可以無限鑄造。惟在某種限度之下，上述之權，得以稍有限制。國會方面，絕不問一八七四年以來，世界各國，已無實行複本位制者，驟予總統大權，使美國之造幣廠，重行開始自由無限制之鑄造銀元，使美國再進爲一國的或國際的複本位制。況一九三三年十二月，金銀間之市場比價，爲七四比一；然國會中白銀派議員，及國會外白銀黨人，均主張恢復舊時複本位比例，銀十六金一之比率，其意無非欲擡高銀價，恢復複本位制耳！

（註）關於白銀及銀元詳細討論，請參看第七章及第八章。

六 銀券

銀券 (Silver certificate) 之性質，與前述之金券相似。該券開始發行於一八七八年，制定於一九三三年之十二月，現在美國流通貨幣百分之七，即屬此種銀券。雖一元銀幣，含銀之價值，在世界市場上，僅值三角四分，然爲維持銀元之價值起見，生銀價值之變動，常與幣值無關。持銀以兌換銀元，今已罕見，銀券在市場上，仍可通行無阻，且仍可以銀券兌換銀元，但其金值，則亦如其他之貨幣，跌落頗巨。一九三三年五月之農業整理條例，規定美國銀券，將增加發行數額，並准許總統，應允各國償付協約國債務與美國時，可照生銀市價較高之比價，付美國二〇〇，〇〇〇，〇〇〇元價值之白銀，因之財政部於收進此項白銀後，乃須增發銀券也。（註）

(註) 一九三三年十二月二十一日美國總統佈告文，準備增發銀元，參看第七八頁至七九頁。

七 綠背紙幣

美國第五種重要貨幣，流通於市場上者，曰綠背紙幣 (Greenback)，或稱爲美國政府紙幣，蓋此券爲政府發行者也。此乃一八六二年至一八七九年間，制定而採用之貶價紙幣本位時代之貨幣。綠背紙幣直接由政府發行，自一九〇〇年金本位條例頒布以後，同時國庫中，置有一五〇，〇〇〇，〇〇〇元之金準備，以備贖回綠背紙幣之用。自一八七八年起，此項紙幣發行之數額，限定爲三萬四千六百萬元。且自一八六二年至一八七八年，(註)十七年中，幣價頗不穩定，蓋政府當時廣發此項貨幣之目的，全爲供給南北戰爭時財政上之急需，一時既乏相當之基金，致此政府發行之紙幣，不幸嘗有貶價之歷史。綠背紙幣，遂爲研究貨幣者，公認爲美國貨幣制度中之缺點。因此之故，乃有一部分人，頗主張將其全數收回也。

一九三三年春，美國通過之法律，停止此項紙幣，可隨時兌取金元，並授權總統，增加發行數額至三十萬萬元，是爲美國有史以來，發行數額最多之時。此次發行數額，將爲過去發行額最高時之七倍云。

(註) 參看第五章。

八 國立銀行紙幣

第二章 美國現在之紙幣本位

自一八六三年，國立銀行條例 (National Bank Act) 頒布後，國立銀行紙幣 (National bank notes) 開始發行。發鈔之國立銀行，約在五千家以上，紙幣散播全國。國立銀行之紙幣，乃國立銀行之債務，亦即美國政府之債務，蓋其準備之全部，為美國政府之公債券及法幣，該項債券與法幣，即存於美國之國庫內。其中百分之五之法幣，作為贖回基金。每一國立銀行發鈔之數量，不得超過已付資本額以上。至一九三三年底，此項貨幣，占全國通行貨幣六分之一。自一九三二年起至一九三三年十一月止，增發數額，已超過二〇〇，〇〇〇，〇〇〇元以上。此項紙幣激增之原因，乃係國家債務增加迅速之故。按照最近頒布之法律，則此項紙幣已停止兌現矣。

九 聯邦準備紙幣

今日流通美國國內最重要之紙幣，當推聯邦準備紙幣 (Federal Reserve notes)。至一九三三年底，該項紙幣之流通數額，占美國貨幣流通額二分之一以上。聯邦準備紙幣，為十二聯邦準備銀行及美國政府之債務。發行此項紙幣，有特種之擔保金，有高級之商業票據，有美國政府公債券及期票抵押品作為準備。各種擔保品之總額，尚較聯邦準備銀行發行之鈔額為多。按照法律之規定，此項紙幣，可隨時兌換現金，且各聯邦準備銀行，隨時至少須有現金準備約等發鈔額百分之四十，以充兌現之用。若其現金準備不及百分之四十，聯邦準備局 (Federal Reserve Board) 將課以稅，至課稅之標準，全視其準備短少之程度而定。準備缺少甚多，則課以重稅；

反之短少不多，則課以稍輕之稅率。此項稅款，聯邦準備銀行，則加於貼現率內，仍由其顧客負擔。如稅率及貼現率增加，則對膨脹信用（即放款）有嚴重之妨礙。故準備金減少之時，亦即通貨膨脹危險之預兆也。

然依照美國最近公布之法律，此種保護情形，大見衰弱，故聯邦準備紙幣之地位，亦已大起變化。該項紙幣，不再能隨時兌現，故其每元之金價值，至一九三三年十二月，已跌價至六角四分。至美國其他之紙幣，亦均有同樣貶價之趨勢。昔時聯邦準備局，尚可隨時停止法律所需之金額準備，但須課以若干之稅，並可延長至相當時間；今則已無準備不足，須徵準備不足稅之義務，或因準備成分不足，課稅之故，卒至增加貼現率之義務。換言之，準備雖等於零，現亦毫無限制，聯邦準備局，且不能自由減少聯邦準備銀行之準備焉。

十 聯邦準備銀行紙幣

美國尚有一種貨幣，即為聯邦準備銀行發行之紙幣（Federal Reserve Bank note）。此項紙幣，係根據一九一三年，聯邦準備銀行條例核准而發，惟時至今日，已失其在貨幣上之重要地位。自一九一八年起，數年之內，因畢特門白銀條例（Pittman silver act）實施之故，當時頗為重要。該鈔發行之性質，頗似以公債作擔保之國立銀行紙幣。其不同之點，即在此則由聯邦準備銀行自發，為聯邦準備銀行之債務。至於發鈔準備之全部，以美國政府債券為擔保，除此以外，尚須百分之五之兌換基金，惟必需合法貨幣，並須存於國庫之內。據統計報告，

一九三三年二月底，流通市面之數額，已不及三百萬元矣。

溯自一九三三年暮春，新法制頒布以後，此項紙幣，忽又增其重要性。當一九三三年二月至十一月止，每月流通之數額，顯有增加，至十一月底止，發行額已達二〇六，〇〇〇，〇〇〇元矣。

一九三三年三月，頒布之銀行緊急條例，規定銀行有發行紙幣之權。至準備與前相同，仍以百分之百美國政府債券，作為發鈔之擔保品。此外再可以價值不及百分之九〇之某種票據、匯票，及銀行承兌票據，作為擔保，發行紙幣。

聯邦準備銀行之紙幣，規定不能兌現，至發行之數額，政府不加限制。自此項法規，對於政府負債，不加限制以後，中央政府得隨時發售聯邦準備銀行之紙幣，故該項紙幣，遂成為無限制之發行矣。

以世界貨幣史證之，德國國家銀行之紙幣，當大戰以後，紙幣之價值，最低跌至一兆分之一，該國家銀行所發行之紙幣，其性質頗似聯邦準備銀行發行之紙幣；^(註)乃中央政府之債務，吾人於上述各節，可知聯邦準備銀行之紙幣，實乃美國各種貨幣中之最弱之點也。

(註) 德國紙幣貶價情形，可參考第六章。

十一 貨幣法律與經濟復興

本章最後之結論，作者認為有指陳之必要者，即此項新頒之法規，賦予總統廣大之權力，能用非正式之命令，隨時制定對策，處理臨時發生之事變。自此項新法規通過以後，有謂賦予總統之特權，其大部並不施用，即施行特權之目的，無非為國家防衛激烈之國會，為國會防衛激烈之選舉民。如是複雜之情形，欲期確定宗旨，權衡目的，勢所不能。惟有一事可確定者，即此項法規，如任其常存，總統不能站於強有力之立場，拒絕執行授予彼之權力，則必失民衆之信任，而妨礙健全之經濟復興計劃也。

第三章 收買黃金計劃

本章摘要——收買黃金計劃之面面觀——紙幣本位國家，黃金僅爲一種商品——英國最近之貨幣經歷——購金計劃僅爲一種簡淺之計劃用以膨脹貨幣及存款通貨並不能使物價永久提高

一 收買黃金計劃之觀察

一九三三年十月下旬，羅斯福總統，事前未經公開之討論，驟於十月二十二日，用無線電向世界各國，宣布收買黃金計劃。一時中外人士，討論之標的，皆集中於美國當局之貨幣計劃。蓋其影響不僅爲美國一國，且與世界各國之金融，亦有莫大之關係也。

在宣布該項計劃時，羅斯福總統謂：

「美國物價，當回復至原狀以後，美國政府，宜從速創訂辦法，穩定貨幣之價值；維持將來金元之購買力及償債力。」



今日美國之金元，受國際貿易之影響，變化不測。且其他各國之對內政策及各大陸之政治騷亂，美金價值，愈受侵襲，而時生變化。故今後美國政府，必將嚴密統制美金價值之穩固，遏止金元之糾紛，不致趨向於末路也。防止金元糾紛之最後途徑，端賴繼續復興物價而已。

最後有效之辦法，余將為美國政府，設立一政府金市場，故余已命令金融善後公司（Reconstruction Finance Corporation），從事收買美國國內新產之黃金。至其價格，隨時由財政部長與總統商定之。必要時，美國且可於世界市場上買賣生金以補充之。」

總統又謂：「此乃一種永久之經濟政策，並非權宜之計，美國實施此項政策後，方能達於管理通貨之一口也。」

由美國羅斯福總統之演詞觀之，可知收買黃金計劃之目的，乃欲管理美國紙幣之金值，提高物價至相當程度。即以一九二六年之物價，為今後物價之基年，俟後每年根據管理通貨，維持物價與一九二六年水準相等。自美總統用無線電在一九三三年十月，宣布該項政策以後，按照勞工統計局（Bureau of Labor Statistics）當時之統計，躉售物價水準，約低於一九二六年百分之二十九，同時生活費指數亦較一九二六年低百分之二十五。

各方面之意見，大部注意法律之問題，自此項宣言公布後，不數日間，黃金之支付，皆歸金融善後公司經理。

而付款之方法，非用現金，乃以自發之票據代之。該項票據，由政府擔保發行，至一九三四年二月一日期滿。期滿之後，可以週年貼現率千分之二·五，售之於存金者。因此即有五千萬元之票據，發行於市面，作實行此項計劃之用。以後倘有需要，尚可增發。此項票據，存於黃金出售者手中，有政府擔保，故此種票據，即相等於現金。據善後金融公司經理告人，出售黃金者，可隨時持票據向聯邦準備制度下任何會員銀行，兌換現款，毫無阻礙。蓋聯邦準備制度下之銀行，必將認購金融善後公司票據，依照當日之金價，照兌與持票人。

以上所述，不過就該計劃，摘錄其大綱，民衆自經官方解釋以後，該項計劃之目的及性質，約略可知矣。

自一九三三年十月二十五日起，即開始收買本國之黃金，出價至市價以上。十月二十九日，政府又宣布不但須收買國內之黃金，且須在國外市場，開始收買。至向國外購金，則全由紐約聯邦準備銀行辦理之，以供金融善後公司之用。購金之運動，自宣布後，進行甚速。至於收買國內之黃金，則採用收買價格較市價爲高之政策，標價之上漲，無一定之時限焉。

購金計劃，乃一種非常之政策，中央銀行雖兼或利用穩定基金 (Stabilisation fund)，以買賣黃金，及利用國外匯兌，藉以中和匯兌上之臨時糾紛，而助金價實際之穩定。惟據作者所知，該項基金，並不用於此途，乃用以提高物價。蓋其目的，擬利用穩定基金，永久提高物價平準。此項計劃，具有非常之性質，財政當局，又無相當之解釋，俟後該計劃將如何實施，實非國內外貨幣專家或國際匯兌專家，所能預知者也。

二 購金計劃之解釋

自購金計劃公布之後，迄今尙無政府官員，對該計劃之理論，加以解釋。吾人今日所能致力者，對於該計劃之理論根據，充其極僅能加以臆斷，茲姑就管見所及，妄測之如下：

「自收買黃金以後，物價有提高希望者二端：

其一紙幣貶價，乃屬常有之事。當紙幣價值見跌，金價及金匯兌，將首先漲價，因之物價（躉售先漲次及零售）亦昂，邇後生活費亦踵接提高，由歷史上之事實證之，即瞭然矣。當一八六二年至一八六五年間，美國綠背紙幣膨脹時代，（註）即領受此種經驗；又如當歐戰爆發以後，世界各國相繼膨脹通貨，市面上因紙幣充斥，幣價大跌，間亦有人焉，謬以爲黃金亦若其他之商品，占有一定之價值，有時且可推測其他貨物價值之變動，其實不然也。蓋若紙幣之金值提高，或紙幣增價，則按照上述同樣之臆斷，幣價提高之結果，最有希望達到者，非物價跌落爲何。

其二美國提高金價及金匯兌以後，則能鼓勵對外貿易，尤以農產品爲最，將因金價漲而增加出口品之價格。提高農產品價格之後，其他商品亦能隨之增價，請以例證之。一九三三年十月二十五日，美國商人運棉花至法國銷售，此日正值美國購金計劃實施之第一日，假定法國購買商，購進棉花之價值，共爲十萬金法郎，當日匯

價，法郎一枚，相等美金五·八七分，故美國出口商，由於此項交易，可獲美金五，八七〇元。迨至十二月一日，週末之時，紐約巴黎間之電匯，市價每法郎約等美金六·一三分，故倘於該時，由美輸法等量之棉花，售價與前次交易相等，共計亦為十萬法郎，則美國之出口商，由於該項交易，可得六，一三〇美金之進益。一月之中，因匯價日高之結果，乃增二六〇美金之收入，此實美國紙幣價值，貶跌所致，非蓋時期內法郎價漲故也。

如上所得之匯兌利益，皆由於紙幣貶價所造成。因之且可獎勵輸出，直至國內生產費提高後，始受成本高之限制。匯價上漲，受其惠者為美國之出口商，而進口商反將減少利益，並受匯價之痛苦，試亦以例證之。譬謂由法輸絲至紐約，價值十萬法郎，在匯價未漲之前，紐約之進口商，僅須付美金五，八七〇元，足償此項交易。惟自匯價漲至一法郎值美金六·一三分之後，則購貨價值，雖同樣為十萬法郎，但需付美金六，一三〇元，方可了結此項交易。故進口商因匯價上漲，須多付美金二六〇元，是以匯率漲價之後，將使進口貨大受打擊，而法國輸往美國之貨，均將增價。今日吾人尙可於同樣之事例中，知匯價漲跌之影響。現在美國人民，因法美匯價上漲，致赴法遊覽者大減。（赴法旅行之性質，類似美國由法輸入貨物，蓋至法旅行，必需消費金錢於法國也）蓋因金元之兌換價值，在法甚低之故。反之，法人至美國遊歷者，今則較昔更為經濟。（此種旅行，類似美國貨物輸往法國，蓋法人赴美旅行，必需消費金錢於美國也）蓋法郎之兌換價值，在美國甚高也。

除上述兩端以外，在某種情形之下，收買黃金計劃，亦能相當提高物價。蓋因國家之金準備，既已增加，則能

增發銀行鈔票，及膨脹存款通貨，使物價提高也，此其三。

購金計劃實行之後，能使物價提高，蓋收買黃金，直接需膨脹通貨。倘政府收買黃金，直接間接以貨幣及存款通貨爲之，則通貨增加，必將提高物價。又如膨脹通貨，能影響政府收買棉麥，或其他商品，並影響聯邦準備銀行購買市場上之美國公債券之價格焉，此其四。

以上主張購金之四種理由，自表面觀之，頗覺言之成理。但細究事實，則購金計劃，必先影響其他，最後始能提高物價也。

(註) 參看第四五頁至第四六頁。

三 紙幣本位國家黃金之地位

現在之美國，乃紙幣本位國家也。其物價之漲落，一方面與貨物及服務之數量，交易之多寡有關；（即與供求有關）他方面又與貨物及服務，特以買賣之貨幣及存款通貨，亦有相當之關係。貨幣及存款通貨，又與通貨之流通速率（Velocity of circulation）有關。美國現時各種貨物之價格，均以紙幣爲價值之單位，而發生關係，並不與金相涉。在貨幣歷史上，每當實行不兌換紙幣本位時，窖藏無用之金準備，其兌換價值，且較紙幣流通總額之價值爲高，（註）此可以德國之紙馬克證明之。金準備若備而不用，則對於流通市上紙幣之價值，殊少影

響。除非熱烈主張早日恢復兌現，始或有所變動。故紙幣本位國家之黃金，不啻爲一種商品，與其他商品之買賣，亦相若也。

(註) 參看第五九頁。

四 英國最近所受之經歷

一九三一年九月，英國首先廢棄其金本位制。迨至一九三三年十一月底，英國標準金，每盎斯之價格，較前增加百分之六十一。惟此二十六個月中，英國躉售物價指數，頗屬穩定。一九三三年十二月十三日之物價指數，僅高於一九三一年九月放棄金本位制時百分之五。自放棄金本位時起，以迄最近之一九三三年，英國國內紙金鎊之價值，頗爲固定。惟此時期內，世界之金價，固無時不在暴漲也。此由金本位國家之物價下跌，即可知之。倫敦經濟週報 (The Economist of London) 在一九三三年十月二十八日出版一期內，七九九頁上嘗謂：

「英國由於過去兩年之經歷，確知國內幣價之變動，實較國外幣價爲緩。英國三分之一之經濟生活，直接與國外接觸，蓋其事實如斯。則情形不甚相同之美國，國際貿易不占重要地位之美國，將何爲乎？」

五 物物交易

以年息萬分之二五之短期庫券，（按即金融善後公司券）收買國內之黃金，當與物價不生直接之影響，蓋此僅乃以一種有息之債券，交換黃金，此項交易，並無貨幣為媒介，然倘以庫券向銀行抵押借款，則能膨脹銀行鈔票之流通額，或膨脹存款通貨。惟發行庫券之本旨，並非欲藉以膨脹通貨，實為收買黃金而發者也。

倘政府在金市場收買黃金，與其他購買商競購，則金之價值，依照商品供求之原則，必將擡高無疑。惟金價擡高，並不直接影響國內之物價，蓋以國內通行之貨幣，為不兌現紙幣故也。美國即然，彼之收買黃金，僅祇提高金之價值。當一九三三年十二月三十日，金價約較十月前提高百分之六十四，物價上漲不及金價遠甚，而提高物價，乃政府宣布購金計劃之目的也。換言之，購金計劃之本意，實所以擡高金價及物價而已。況與國外金價競爭而言，政府此種無理由之提高價格，實妨害國際匯兌，啓國外各國不需要之反對，尤以刻苦奮鬥維持金本位之國家，反對最烈，頗不智也。

六 購金計劃並非鼓勵對外貿易之良策

夫不兌現紙幣本位之國家，金價之變動，僅於間接方面，影響物價，不若金本位國家，金價之變動，直接即影響被國之貿易也。（註）

苟美國購買國外黃金，藉以促進對於金本位國家匯價之上漲，則此項辦法，僅能暫時的獎勵輸出，同時亦

能因匯價高漲，阻滯進口。對外貿易，一國不能獨榮，深賴互通有無，始克有濟。出口多而進口少，並非由於物價健全之增加致之。況出口貿易之所以增加，全賴人為之貨幣貶價；則進口各國，為保護對外貿易，糾正逆差起見，勢必制定禁止傾銷之法律，或訂立比額制，或提高關稅，以抵制出口國家貨幣貶價之政策。且其他各國，亦能利用通貨膨脹之政策，作同樣鼓勵對外貿易之舉，勢必引起國際間，膨脹通貨之戰爭。其結果必使世界各國之國外貿易，本國之通貨，及國際間之金融動作，咸入於紊亂之途焉。

(註) 參看第二三頁至第二五頁。

七 增加準備與膨脹通貨

主張收買黃金之理由，以為金準備增加之後，能膨脹銀行鈔票數額及銀行存款通貨；通貨膨脹之結果，可使物價提高。此種理由，毫無價值。蓋美國已非金本位國，美國今日之幣制，實已改為紙幣本位，況今日美國一無所用之金準備，其存金數額之巨，實世界各國之冠，一九三三年存積之數量，又較市況活躍之一九二八年及一九二九年稍增。此兩年之美國商業，以元價計之，當二倍於一九三三年。將來財政當局，或有減低金元成色之企圖，則金準備之比率，更且過於今日。現在政府及各聯邦準備銀行，儲存四十萬萬金元，其重量及成色，均合今日法定之標準，如一旦將其金成分減少三分之一，則現在四十萬萬金元將一變而為六十萬萬元矣。(註)

(註) 參看第一二六頁至一二七頁。

八 提高物價與膨脹通貨

收買黃金，提高物價，唯一要點，在增發銀行鈔票及膨脹存款通貨藉以增加貨幣流通之速率。然貨幣膨脹之後，民衆對於通貨之信任心必減，將鼓勵避用貨幣。蓋政府收買黃金，乃以國庫券付償金價，致大多數之庫券，遂陸續流入銀行，造成膨脹銀行流通信用之基礎。故政府若決定將膨脹通貨，則各聯邦準備銀行，若向市場購買黃金，以圖膨脹貨幣，寧購買政府債券，以擴發紙幣之爲愈。此乃美國本國之事，故尙少引起國外之反對也。

某國外金融週刊嘗謂：(註) 『美國總統，何不採用其他較優之方法，提高物價。而必出於貨幣之一途，自陷國家至不可挽救，深不解也。』

(註) The Economist (London), November 4, 1933, p. 850.

九 購金計劃實施之結果

購金計劃之真正試驗，全視其實行後之結果以爲斷。購金計劃，本爲明顯之通貨調和政策 (Retiation)，其目的在膨脹通貨，提高物價。現在購金計劃，實行未久，故其成效如何，未可預卜；惟至一九三三年底，該項計劃

實施之結果，已引起國外匯兌之紛擾，喚起國外人士之反對，且世界各處，對於美元之信任心，大見衰弱。回憶第一次收買國內黃金，買價每盎斯爲三十一元三角六分，較美國金元之法定平價，提高百分之五二，意卽美國紙幣元之價值，每元僅值六角六分。迨至一九三三年底，黃金每盎斯之價格，已由政府擡高至三十四元〇六分，較金元之法定平價，高百分之六十五，卽紙幣一元，相等美金六角一分。美國紙幣之金值，自一九三三年十月二十五日至年底止，貶跌百分之八；而美國之一般物價，亦顯示相當之跌落。編年雜誌（The Annalist）每週出版之一般物價指數，是年十二月二十六日之物價，亦較十月二十四日，跌落百分之二·六。購金計劃之結果，卽可知矣。

第四章 膨脹通貨緊縮通貨及調和通貨

本章摘要——三種名詞之意義——美國之貨幣及銀行存款，頗足商業上之需用，並使物價回復至一九二六年——不能恢復物價之主要原因。

通貨膨脹 (Inflation) 通貨緊縮 (Deflation) 及通貨調和 (Reflation)，此三名詞，乃研究貨幣者，所熟聞者也。今日不但貨幣家知之，即世人亦均耳聞之矣，彼之意義為何？範圍如何？及今日美國之貨幣，是否實行膨脹政策？此則本章所由成也。

上述三種名詞，頗難加以適當之定義，特別在政治爭論之立場上，尤難斷其定義。蓋政治家廣用其名詞，以作黨爭之目的，故其解釋之意義，人各一辭，不易辯明。作者不嫌費辭，採用真確之章目，先述其適當之定義，然後述其所以應用此項定義之理由。此項名詞，常為經濟學家及研究貨幣問題者，日常採用，且亦並不限用於不兌現紙幣本位國家，亦可應用於金本位國、金銀複本位國、銀本位國，或其他本位之國家，蓋世界各國，昭示吾人之事實，乃如此也。

一 通貨膨脹

通貨膨脹 (Inflation) 乃謂增加一國通貨之供給，及運用支票，以流通銀行存款，所謂存款通貨者是。惟通貨膨脹，全賴交易中介（意即通貨）之需要增加，方可提高一般物價平準。一般物價平準，係由一國各項商品及服務之買賣價格指數合併平均而得，故須包括零售價格及躉售價格，並應包含工資、服務費及保安費用等。各種項目，視其貨幣需要之關係，權其輕重而定者也。

貨幣及存款通貨之供給，不但須知通貨之數量，且須知通貨之流通速度 (Velocity of circulation)。(註) 故通貨之供給，常宜以其流通速度，合併說明之。譬謂通貨流通速率為二倍，則交易中介之供給亦倍之，蓋因通貨周轉二倍故也。至貨幣之需要，則常視貨物及服務數量而定之。

美國於一八六二年至一八六五年，綠背紙幣時代，依照此項定義，大事膨脹紙幣通貨；又當一八九六年至一九一四年，此時期內，世界黃金產額大增，金本位國即膨脹其通貨；又一八五一年至一八五五年，因發生同樣之情形，故複本位國，膨脹通貨；又如美國南鄰墨西哥，自一八九三年，即膨脹銀幣，直至一九〇五年，金本位建立時，方始停止；當歐戰時期，美國名義上為金本位國，惟因大部分之存款通貨，頗為發達，乃決計膨脹通貨；又如美國一九二八年之逐漸膨脹金本位通貨，乃因銀行存款之流通速度顯著增加之結果。

(註) 參看第九六頁至一〇〇頁。

二 通貨緊縮

通貨緊縮 (Deflation) 適爲通貨膨脹之反面，其發生乃由於貨幣及存款通貨供給之減少，及需要亦減少所致，通貨緊縮之後，必引起一般物價之跌落。美國於一八二〇年至一八三二年間，即按照此項定義，實施複本位之緊縮，一八六五年至一八七八年間，實行紙幣緊縮；又自一八七九年至一八九三年，實施金本位緊縮；邇後一九三〇年起至一九三三年之二月止，乃大緊縮時期。當此時期，美國尚在金本位制時代，此蓋由於世界經濟恐慌發生以後，商業信用崩潰及銀行信用機能之毀損，有以致之也。銀行信用流通機能破壞以後，結果使銀行存款巨額之減少，而存款通貨之周轉速度，尤較銀行存款更爲減少也。

三 調和通貨

調和通貨之名詞 *Reflation*，發明於美國今日經濟衰頹時期。故吾人於辭典中，不能覓得其字。調和通貨之意義，乃即取消膨脹通貨，或取消緊縮通貨，藉以回復先前之物價。

美國於一九二六年，應用調和通貨之方法，穩定物價平準。簡言之，自一九二一年初夏起，至一九二九年十一月止，此時期內美國之物價，呈長期穩定之趨勢。蓋自一九二〇年下半年及一九二一年春，戰時通貨膨脹破壞後，未有之樂觀期也。

今日之謂調和通貨者，以爲膨脹通貨之供給，同時必須膨脹通貨之需要。至實施調和通貨之範圍，須使物

價回復至一九二九年十月經濟恐慌發生前之狀態。使該時期之物價，成爲美國今日之物價。故自一九三三年三月四日，華盛頓當局羅斯福 (Roosevelt) 新總統，就職以後，即從事調和通貨之工作，其原意無非爲救濟債務階級額外之負擔。此蓋自一九二九年起，金元價值上漲以後，使之然也。(金元價漲則一般之物價跌) 自一九二九年之二月至一九三三年之二月，四年之間，金元價漲，達百分之二十五云。(一九三三年二月，爲新總統羅斯福就職之前一月)

政府採用之各種經濟復興計劃，尤有促起通貨調和之必要。該項計劃，包括金本位之廢棄；政府以大宗借款，貸與農民，即以其農產品作抵押；動用大宗之款項，爲民衆求福利；政府須收買農產品，直接救濟農村；對於農民之製造稅，當與以相當之賞金，聯邦準備制度下之各會員銀行，尤應以最低限度之貼現率，實行自由貸款政策；各聯邦準備銀行，更宜多購市場上之政府公債券，藉以膨脹銀行信用之流通。一九三三年十月，開始實施購金計劃，是年之十二月，又開始實行購銀計劃，藉統制政策，圖經濟之復興。然欲藉統制政策，回復經濟衰頹前之狀態，膨脹通貨之供給及需要，須至若何限度，始能成功，誠非吾人所可預知也。

四 美國貨幣及存款通貨膨脹之限度與需要之關係

『商業交易之實際數量』 商業交易之實際數量，乃以噸、碼、蒲式耳，或其他單位測之，而並不包括價格

之變遷。美國商業交易及生產之實際數量，今用最近一月之有效數字與一九二六年及一九三三年二月，兩種著名之商業指數相較，其情形如下：

指 數	稱 名	一九二六年	一九三三年二月	一九三三年十一月	增加百分率
1、紐約分析時報每週商業指數 (N. Y. Times Annalist Weekly Business Index)		100	五六	六三	一一
2、工業生產標準統計指數 (Standard Statistics Index Industrial Production)		100	五〇	五七	一三

簡言之，一九三三年十一月，商業交易之實際數量，約等於一九二六年五分之三。自該年二月至十一月，交易數量，固已增加百分之十二矣。

『貨幣之流通數額』 一九三三年十一月末，美國貨幣流通總額，較一九二六年六月三十日，增加百分之十八；如與一九三三年二月相比，則又減少百分之十二。惟美國貨幣金之存積，三時期均相彷彿。

美國商業交易，百分之九十，全恃存款通貨而成，故美國商業銀行之存款數額，在估計美國通貨數量中，至為重要。不幸最近之數字，不能作為全國銀行存款數額之根據。至於大約之數字，吾人可推測而知之，現在全國商業銀行之淨存款，約等於一九二六年四分之三。

根據上述之事實，倘美國近年商業交易之數量，僅為一九二六年五分之三，而商業交易所恃之貨幣流通

額，則反較一九二六年增加百分之十八，通貨四分之三，又為銀行之存款，可知美國之通貨甚多，足可維持物價平準如一九二六年也。

五 通貨豐富之其他明證

美國全國通貨之豐富，尚可以其他方法證明之。雖間有數區域，因當地銀行營業失敗，致地方上通貨減少，然不能即謂為通貨缺乏之證。全國聯邦準備會員銀行，在一九三三年十月底，其準備金超過法定準備之上。超出之數額，共計七萬五千萬，此偌大數字之超過準備，在美國貨幣歷史上，尚未前見。且此項準備金，並不集中於一隅，乃平均分配於全國。各地聯邦準備銀行，雖有無量數之紙幣，足供其會員銀行之借貸，但該時之會員銀行，事實上無向聯邦準備銀行告貸者。當此之時，各聯邦準備銀行之現金準備甚豐，而其貼現率則甚低。一九三三年下半年，短期借款之利率，亦為美國歷史上最低之一年，信用素著之票據，若向銀行貼現，貼現率之低，幾達於零，此足證美國通貨之豐矣。

六 物價

一九三三年，通貨之豐富，更較一九二六年為優越。由此一點觀之，則一九三三年之物價，自然可望較一九

二六年爲更高，蓋物價必因通貨多而提高也，惟以事實證之，適得其反，試以一九二六年之物價，作爲基年，定其指數爲一〇〇，則放棄金本位前一月時（一九三三年二月）之物價，及十一月之物價指數，顯各不同，今爲列表如下：

指 數 名 稱	一九三三年二月	一九三三年十一月	增加百分率
一、勞工統計局指數			
甲、七八四種商品躉售價格平均指數	六〇	七一	一八
乙、農產品躉售價格平均指數	四一	五七	三九
丙、糧食零售價格平均指數	五七	六七	一八
二、紐約聯邦準備銀行一般物價指數	七三	七八	七
三、國家工業會議委員會生活費指數	六九	七五	九
四、金法郎匯價指數（平價一〇〇）	一〇〇	一六〇	六〇
五、編年雜誌市價常變之商品指數	七四	九一	二三

金本位國家，如法國、荷蘭及比國，金幣之購買力，自一九三三年二月至歲終，頗爲穩定。惟美國之紙幣價值，在此時期內，貶跌至巨。由上表觀之，可知自二月至十一月，法國金法郎匯價指數，較前提高百分之六十。

又如上表所示，美國物價，自紙幣貶價以後，是年二月至十一月，仍無顯著之進步。幣價貶跌，則各項商品及

服務之價格提高，其提高速度，各恃其落後程度而定。膨脹通貨，經過相當時期之後，——時期之長短，恃商品種類而異——物價終仍將回復沈寂。上表一般物價，雖僅提高百分之七，然農產品之價格，固已提高百分之三十九。而編年雜誌中，關於市價常變之一類商品價格，提高百分之二五。又標準統計指數中，有四二一種普通股票之平均指數，其價格亦提高百分之五六云。

七 現在美國貨幣及銀行存款流通之情形

今日美國貨幣之癥結，不在流通貨幣之缺少，而在貨幣及銀行存款流通之遲緩。（註）美國各大城市，活期存款之每年平均流通率，一九三三年十一月，僅及一九二六年半數以上，而紐約一處，流通率僅及一九二六年百分之四五。美國全國之貨幣及銀行存款，足供簽發支票，從事大規模之商業，並可超過十一月之商業交易，及一九二六年之物價，是則流通速率，亦非回復舊時之速率不可。然美國貨幣，轉動遲緩，其重要原因，蓋因美國人民，握有貨幣及銀行存款之後，即懼經商，而商業運動，國家則深賴之。人民對於商業情形，既少信任，對於將來之幣價，又懷疑慮，因之流通速率遲緩矣。

（註） 參看第九八頁圖。

八 通貨膨脹之弊害

過去之美國，已將人爲之刺激政策，通貨膨脹，注入美國之經濟界。此項有癮之藥劑，現仍繼續不絕之吸入，經濟界因通貨膨脹，且且而伐之，發生頗堪注意之抵抗力。蓋此種服藥，刺激性尙屬平和，茲姑不談美國現在通貨膨脹，已至若何之程度，一九三三年十一月，美國之工業生產，不如經濟衰頹前之平準，亦不如金本位之法國及德、坎、英等國。民衆對於通貨之信任心，在當時膨脹通貨情形之下，尙堪維持，惟頗受通貨更膨脹之威脅。美國今日最感危險者，厥爲民衆對於紙幣貶價恐懼心之增加。蓋因現在實行之通貨膨脹，將使紙幣通貨貶價，增加民衆迴避紙幣之心理。倘似上述之事實，則美國之貨幣及銀行存款流通之速率，將較今日更增數倍。病者所受之膨脹通貨刺激劑愈多，其需要亦愈增，一旦藥石不繼，醫者病者將均蒙絕大之痛苦也。膨脹通貨政策，寧不可畏哉。

第五章 綠背紙幣

本章摘要——美國從前所受紙幣本位之經驗——緊急時期暫時不兌現紙幣（綠背紙幣）十七年內之歷史及其發行後引起之爭執。

美國卓越之科學政治家，嘗發諷刺之言曰：『歷史所昭示於吾人者，爲國人不知歷史。』此言實行有感而發也。

由歷史上之經歷觀之，不論美國或其他各國，當政府提出討論經濟問題時，常能引起政治上之爭執。此種爭執，隨時可以發生，所異者今日之情形不同於昔而已，歷史上貨幣之爭執，仍反覆繼續不已，世界人類之天性皆同，故雖時代變易，而影響於人性者甚少。世界經濟史上之未決事件，循環於歷史上者，厥唯紙幣問題。吾人不論研究中國古代之情形，或殖民地時代之美國，或法國之約翰法（John Law）時代，或著名之法國革命時代，或研究歐戰時及戰後之歐洲，即可知也。本章及下章之目的，即在討論美德兩國，過去之經歷。簡言之，此乃今日貨幣爭執之前鑒，極有價值之教訓也。

自一八六二年起至一八七八年止，美國政府發行之紙幣，價值貶落。此項紙幣，即世人通稱之爲綠背紙幣。

(Greenbacks)者是也。當此時期，紙幣貶價，遂成爲經濟及政治爭論之矢。各方執而不讓，致兩大政黨，變爲互相仇視。因之又產生擁護綠背紙幣之政黨，並參與一八六八年大總統之候選，關於綠背紙幣之歷史，經濟家及歷史家，至今仍各執一辭，發生爭執也。

一 南北戰爭時之臨時緊急處置政策

一八六〇年時，美國之通貨，以金屬爲基礎。——一七九二年，美國法定幣制，即已爲複本位。——流通於市上者，計有金幣，有補助銀幣、銀幣、銅幣及各州立銀行之鈔幣。南北戰爭開始之時，忠於國家之各州，計共有流通貨幣二五五，〇〇〇，〇〇〇元至二八〇，〇〇〇，〇〇〇元之譜。此外各州銀行之紙幣，總額約爲一五〇，〇〇〇，〇〇〇元。

一八六二年二月，政府第一次額定發行國家流通券（即綠背紙幣）一五〇，〇〇〇，〇〇〇元。發行年餘之後，即停止兌換硬幣，致此時之銀行紙幣，其金值貶跌至百分之三。綠背紙幣，當初發行之目的，原爲協助政府之臨時緊急處置，其準備大部，全恃關稅收入，蓋因南北大戰，爆發之後，財政需要甚繁故也。綠背紙幣，亦常稱爲法貨，林肯總統及選舉林肯一派之國會議員，主張發行此項流通券，原非不得已。且因發行此項紙幣，遭受國會及各處人民之反對。

綠背紙幣未發行前，財政部長徹斯（Salmon P. Chase）即以爲發行紙幣，當注意不使退化，成爲不兌現之紙幣，以疲民衆，及失各國政府之信仰心。又參議院財政委員會主席，參議員斐森登（Fessenden）氏，在討論發行第一次法幣（綠背紙幣）時，明白表示大多數國會議員贊成發行紙幣之意見，彼謂：（註一）

『余信關於此項問題，各人發表之意見，大致相同。——間有一二人，表示之意見，與衆不同——吾所聞於諸君之各項意見，對發行紙幣，所最嫌疑者，厥爲疑慮將來之結果。惟吾人無容疑慮，吾人能求助於方策，務使美國政府所發之紙幣，成爲償付債務之法幣焉。』

反對發行紙幣之領袖，爲馬立（Justin S. Morrill）氏。彼爲爾滿州（Vermont）之參議員，渠對此項方策，『以爲無前例可援，故爲人所指摘。』並稱之謂『不道德之行爲。』及『破壞公共之信任。』並對贊成發行紙幣者，目謂『庸醫。』欲以『庸醫之藥，救治病者，直爲無濟於事之舉。』馬立氏主張增加各種之稅則，並實施特別貸款之政策，藉以應付緊急時期燃眉之急。（註二）

衆議院馬里蘭州（Maryland）代表，克立斯斐（Cristfield）氏，對於該時龐大之國債，州債，地方債，公司債，及個人債務，以及全國大宗之銀行存款，嘗促全國人民，加以相當之注意。蓋因此種債務，訂立之時，均以金銀作爲單位，若一旦可以紙幣償付合法票據，則幣價必貶。故渠以爲發行此項紙幣之政策，謂爲『巨大之沒收作用。』亦無不可，並謂此項紙幣發行之後，能消滅私人信用，並能使貨幣單位之價值，恃政治及戰爭之變遷爲轉移也。

有反對發行紙幣之議員，亦必有雄辯滔滔贊成發行之議員，蓋冀國家發行流通券後，能生相當之奇績，如威斯康辛州 (Wisconsin) 參議員霍 (T. C. Howe) 氏嘗謂：(註三)

『一國發行紙幣，以其國富為基礎，未見貶價至百分之五〇，或甚至百分之五者。紙幣必不致跌價，亦不致增價，此余敢斷言者也。』

(註一) Congressional Globe, February 12, 1862, p. 763.

(註二) Congressional Globe, February 4, 1862, pp. 629—633, and February 19, 1862, pp. 836—837.

(註三) Senator T. C. Howe, of Wisconsin, Congressional Globe, February 12, 1862, p. 763.

二 綠背紙幣之增發

當發行第一次綠背紙幣一五〇，〇〇〇，〇〇〇元時，原冀此項紙幣，僅短期之流通市面，即行收回，且亦祇望發行一次。乃第一期綠背紙幣，在萬難聲中送出印刷局後，第二期一五〇，〇〇〇，〇〇〇元紙幣之需要，又接踵而來，經國會通過發行。各方之責難，亦已不若第一次發行時之熱烈。又數月後，發行第三次紙幣一〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，最後又增至一五〇，〇〇〇，〇〇〇元。綠背紙幣經國會通過之數額，前後共計四五〇，〇〇〇，〇〇〇元。流通市面最多時，為四三一，〇〇〇，〇〇〇元。此外又增發約一五，〇〇〇

，〇〇〇元之輔幣券，票額自三分至五角不等，普通稱謂跌價紙幣 (Shinplasters)。當綠背紙幣貶價時，該項紙幣，亦同時跌價，按照葛蘭善氏定律 (Gresham's Law)，貶價之輔幣券，使美國之銀銅幣，宣告絕跡。當南北戰爭開始時，各州立銀行之紙幣，幾占美國貨幣之大半，邇後州銀行紙幣，逐年仍有發行，直至戰終始行停止。國立銀行紙幣，繼之發行，該項紙幣，隨時可兌綠背紙幣，故當時國立銀行紙幣之價格，亦隨綠背紙幣價格而變動也。

三 一八六二年至一八六五年間綠背紙幣金值之變遷

當綠背紙幣時期，金之買賣，一如其他商品。除完納關稅，支付息金，及償還國債用金外，餘均以紙幣代之。一八六二年一月初，紐約股票交易所，正式開始金交易，邇後又在美國其他兩市，設立不甚合時之市場，後漸擴充而成交易所，其名曰金室 (The Gold Room)。該兩地非為金市要區，自一八六二年起至一八七八年止，每日從事金之交易。至於每日金價，即以綠背紙幣表示之。一八六三年上半年，嘗停止交易一次，當是時，金價上漲甚速，至一八六四年七月十一日，金價達最高峯，每枚金元，值紙幣二元八角五分。換言之，綠背紙幣之金值，每枚僅值三角五分強。再就每日金價而論，自國會制定第一綠背紙幣法後，不及兩年，每枚金元之價格，已達紙幣一，六四五元，亦即每盎斯純金之價格，相等紙幣三四·〇一元。美國政府，即以此價，於一九三三年十二月半前，收買新產之黃金。時方距美國放棄金本位及三月於銀行休假後之九閱月也。

四 一八六二年至一八六五年綠背紙幣時代之工資與物價

密哲爾 (Wesley C. Mitchell) 氏 (註) 嘗從事研究綠背紙幣時代之綜合物價與工資，藉豐富之消息，研究一八六二年至一八七九年間物價及工資變動之趨勢。密哲爾氏之指數，本章即用爲引證，彼以一八六〇年爲基年，定其指數爲一〇〇。邇後金價日漲，物價雖漲，惟不若金價之速。至一八六五年，一般躉售物價平均指數，已達一八五之最高峯。零售物價及生活費指數，亦隨躉售物價之後上漲，至一八六六年，達一八〇及一七〇之高峯。工資指數之增加，又在生活費提高之後，故直至一八六七年，工資指數始達一六八云。

又各項商品價格，不但農產品，礦產品及製造品，漲價趨勢不同，卽一項內之各種商品，亦各因性質不同而互異。蓋不惟物價爲然也，勞工之工資亦然。在戰爭時期，生活費較工資提高尤速，工資低，生活費高，勞工者之生活，卽感受非常痛苦。此乃各國所經歷，及不兌現紙幣之國家，隨時發生者也。在數世前，法國身受其苦，故法人有一語云：『紙幣印刷機後，卽爲斷頭機，蓋兩機相輔而行者也。』意卽不兌現紙幣發行以後，全國將蒙受其害也。

從事實方面證之，農夫常躉售其農產，而零售其所需。因零售價漲，每在躉售價漲之後，故農夫得益。在綠背紙幣初期，農民由於上述之事實，所得之利益尙少，蓋因一八六三年十一月以前，農產品之價格，尙不如其他零售商品漲價之速也。泛言之，債務者之所得，卽亦債權人之所失。惟因大部分之人民，各有債務債權，故能得失相

抵。農民以其農場，抵押借款，後因農產價漲，故彼僅須出售少量蒲式耳之麥穀，或少量磅數之牛豚肉，即足償付抵押借款之本息。又勞工因工資提高，故亦可少作數日之工，以償付住宅之抵押借款。惟當生活費增加甚速之時，則常使農民及勞工，感受痛苦；蓋生活費既增，則遣以償付債務之貶價紙幣，必較南北戰爭前本位金元爲少也。如農民或勞工，執有銀行之存摺，或保險單，或公債券，或抵押貸款，此等債權之購買力，必大減焉。

(註) Mitchell, Wesley C., A History of the Greenbacks, and Gold, Prices, and Wages Under the Greenback Standard

五 恢復金本位運動

當南北戰爭停止時，美國之貨幣，除南部十一州聯邦同盟，發行之大量紙幣，不值一文外，其他金幣，仍能流通於太平洋沿岸諸州。流通之貨幣中，有四三一，〇〇〇，〇〇〇元之綠背紙幣，有一五，〇〇〇，〇〇〇元之美國政府輔幣券，有一四六，〇〇〇，〇〇〇元之國立銀行紙幣，及一四三，〇〇〇，〇〇〇元州立銀行所發之紙幣，此外並有少量之其他貨幣。各種貨幣，均與綠背紙幣平價流通於市場，該時美國貨幣之大問題，即在如何使各種貨幣之價值，回復舊時之金銀平價而已。

一八六五年十二月，財政部長嘗謂：『綠背紙幣不應再流通於市面，不再發生效力，政府宜從速制定貨幣，使人民得以遵行。』彼贊成強有力之通貨收縮政策，使紙幣之價值，迅即回復至金平價。此項見解，國會及民衆

方面，均表同情。是年十二月十八日，衆議院以一四四對六票，通過財政部長之提議，依照財政部長之見解，從速收縮通貨，允許國內恢復商業上硬幣之支付，此項熱烈贊同之決議案，並將合作而完成之。

六 反對通貨緊縮政策之漸增

熱心通貨收縮政策者，然僅如曇花一現，通貨收縮，自開始實行後，進展至緩。且每當進一步時，輒遇一次嚴重之反對，主張通貨膨脹者，有時亦占臨時之勝利。通貨收縮政策，每遇反對一次，則綠背紙幣之價值，亦高一次。而耳目所常聞反對緊縮政策之意見，聲浪漸高，主張膨脹通貨派之理由，以爲通貨緊縮，適將增加債務階級之負擔，及橫加壓迫，並能使商業衰頹，物價跌落，勞工失業，終至減少政府之收入。戰後之十三年中，贊成及反對恢復硬幣本位兩派，無日不劍拔弩張，鼓其如簧之舌，互相攻擊，最後贊成派占勝，卒成一八七五年著名之恢復兌現條例 (Resumption act)。是爲美國一八七九年一月一日起，恢復金本位制之張本也。

七 一八六五年至一八七八年物價及工資之趨勢

南北戰爭後之十三年中，美國國內一般物價，勢趨下跌。一八六四年，金元一枚，每年平均價格，可合綠背紙幣二·〇三元；迨至一八七一年，已跌至一·一二元；直至一八七七年，金幣一元之價值，仍在紙幣一元以上；一

八七九年，始回至平價。至於躉售物價，自一八六五年起，至一八七九年止，每年繼續跌落。蓋金價報跌，物價亦隨之而跌也。至一八七七年，躉售物價，跌落尤速；自一八六六年起，至一八七九年，零售物價及生活費，亦繼續步降，惟跌勢較躉售價格稍緩。戰後之六年，工資仍如戰時，無甚變遷，至一八七一年，工資指數，達一七九之最高點。此後開始減少，至一八七九年，工資指數已跌至一三八矣。

綜而言之，戰爭時期，曾受通貨膨脹政策恩惠之階級，亦即戰後十三年中，通貨緊縮之受累者。換言之，戰時通貨膨脹受害之階級，即亦戰後通貨緊縮之受惠者。惟此項概論，頗有研究之餘地，蓋通貨膨脹時期，屬於此一階級之人，在通貨緊縮時期，常又屬於另一階級。如農民常躉售其農產，而零購其所需，每因農產價跌，較生活費為快，致生活維艱。勞工階級，常因減少工資，必在生活費已跌之後，而生活受惠。但物價貶跌，如繼續不絕，則能遭致失業之虞。一八六七年，及一八七三年至一八七七年，為商業不景氣時代，(註)該時期內，債權者受益而債務者損。惟物價跌落以後，債權者即難收集款項，故亦有因之而破產者，事固不可一概而論也。

(註) 參看一二六頁至一二七頁。

八 綠背紙幣償付政府公債問題

關於綠背紙幣，南北戰爭後之歷史，茲更略而述之。戰後爭執之主要焦點，即為政府公債之償本問題。公債

債本，須用硬幣乎？抑能以綠背紙幣代之？換言之，卽綠背紙幣，可否用以償付政府之公債？當綠背紙幣發行時，法律嘗有如左之規定：

『綠背紙幣，爲美國政府發行之流通券，爲償付公私債務之法幣。人民可用以完納美國各項之稅賦，惟進口關稅，須以現金完納之。又政府公債及票據之利息，亦須以硬幣支付之。』

並宣布綠背紙幣，爲『美國境內償付公私債務之法貨，惟完納進口關稅及支付利息，不能以紙幣行之。』

關於政府公債之利息，法律明文規定，須用現幣支付之，然則債本又用何幣乎？當戰爭之時，需財孔急，發行紙幣，草率從事，固未注意問題之嚴重也。蓋是時人人之心理，均以爲戰期短促，並預期貶價紙幣，必能在償付戰時公債本金以前，如數收回，不料於事實適得其反也。一八六一年後，發行之政府公債，有法律規定本息，償付須以現幣者；亦有不表明公債還本之貨幣者。當公債發行以後，民衆之理解力，——亦有人否認此項理解——均以爲公債付息，尙且規定現幣，則公債還本，愈無疑義。此一般人之信仰，使政府能在優良條件之下，借入款項，如謂以紙幣償本，則民衆之踴躍認購，曷克臻至。關於公債償本，究以何幣爲依歸，爭執紛紜，一八六七年，財政部長

麥克祿 (Hugh McCulloch) 曰：(註)

『……公債出售，默契以現幣還本……契約之訂立，端賴雙方信守。且一部分之公債，發行於國家垂危之秋，政府需款孔急，以保全其國家。其餘之公債，發行於平時……忠實與光榮，同爲一國無價之寶，故政

府當恪遵簽訂契約時之精神，履行其義務。」

雖然，政府有時發行之公債，法律上對於還本，須用金幣，並無特別之規定。——政府發行之公債，多數均屬此種——故於銷售之時，政府收進者，為按照票面額之貶價紙幣。據法律之嚴定字句而言，以紙幣還本，實為合法之行為，蓋政府早已明白規定，綠背紙幣，乃為償付公私各種債務之法貨也。然法律特別規定之時，或明定於契約之上者，則又當例外視之。即就事實而論，溯自一八六二年，人民全以綠背紙幣，購進公債券，故主張以綠背紙幣償付各項公債，亦大有人在。除法律明文規定，或契約特別註明，則仍以現幣償還，蓋主張不袒護任何方面也。一八六八年十二月，約翰生總統 (President Johnson) 與國會之咨文中，不贊成是項公債償本，全用金幣之政策。於是參議院投票之結果，以四三票對六，通過如下之決議案：『為維護國家之忠實計，否決接受最近總統咨文之建議。』而同樣之決議案，亦以一五五票對六，經衆議院通過。新總統格蘭脫 (Grant)，在一八六九年三月四日就職時，嘗宣言曰：

『為保護國家之光榮計，政府債務，除載明條件於契約之上者外，均一律以金幣償之。』

上項政策，繼續行之十年，成為中央政府一貫之政策。至一八七九年，綠背紙幣恢復兌現，公債償本，糾紛頓息。該項政策，亦因之而失時效矣。

第六章 德國之通貨膨脹政策

德國之通貨膨脹政策，使德國之幣制，紊亂不堪，最後乃至馬克價值，幾等於零。歐戰前德國之抵押借款一百億元，至戰後一九二三年，僅須美金一分即可清償。故極度之通貨膨脹，不第爲財富重新支配之大機械，在盲目中工作也。

德國政府，嘗於大戰時期及戰後，實施通貨膨脹政策，並由政府統制之。迨後停止膨脹政策，全部之紙馬克，亦廢棄而成無用之物。

當歐戰爆發時，德國乃金本位之國家也。流通市面之各種通貨，均與其貨幣單位，維持於法定之平價。當是時也，金馬克一枚，約等美金二角四分。該時雖亦有數種紙幣，流通於市面，除德國國家銀行（Reichsbank）所發之紙幣外，餘均無足輕重。德國國家銀行，規定可鑄二十六萬萬金馬克及發行六十五萬萬馬克紙幣，流通市面。

一 大戰時期之通貨膨脹政策

大戰爆發以後，德國立即停止金本位制。政府採用強有力之政策，將國內所有之金幣及金塊，迅即集中於中央銀行，庫藏備用。人民爲熱烈之愛國心所驅使，盡傾金飾，持向國家銀行，兌換紙幣。政府即以鐵製之紀念獎章授之，其上有銘誌曰：

「輸金可汗衛國家。」

受鐵乃光榮徽號。」

自現金集中國家銀行後，國家銀行發行紙幣之限制，即逐漸消失。貸金局紙幣 (Loan Bureau notes) 乃一種新方式之戰時緊急紙幣，在國家銀行管理之下，核准發行。此項紙幣發行之目的，大部用爲小商業之信用借款者也。

當戰端啓後，德國政府，原以爲必可於短時期內，結束戰事，並望由戰敗國家，償還其戰時之損失，故彼採取之戰時財政政策，非增加稅則，以裕收入，乃大部出於舉債，應付軍費。蓋此種辦法，乃政治上習用之方法也。德國戰時之膨脹通貨政策，故僅爲一種政府常用之貨幣作用。——政府之貨幣作用，在使公衆有良好之通貨是也。——藉以供給政府相當之收入，以彌補年度之費用而已。

二 通貨膨脹之緩性禍害

德國國家歲支，受戰爭而發生影響，自開戰之財政年度起，至一九一八年歐戰停止之年度止，每年歲支，較戰前增加五倍；同時在此四年內，國家債務之總額，增加六倍。德國紙幣之流通額，（緊急紙幣除外）戰前尚不及三十萬萬馬克，戰後一九一八年十一月，增加至二九〇萬萬馬克。戰爭期內政府發行之國庫債券及商業票據，持向中央銀行貼現者，自一三萬萬馬克增至二二一萬萬馬克。國家銀行之活期存款，亦由八五八，〇〇〇，〇〇〇馬克增至一〇七萬萬馬克。而國內之金準備，亦由十二萬五千萬馬克增至二十三萬八千萬馬克。自一九一四年至一九一八年，按照紐約柏林間之匯率，如以馬克計算金價，則提高僅百分之四一，至德國躉售物價，約增二倍有奇，而各級勞工之工資指數，反有急劇跌落之趨勢焉。

吾人就戰時德國流通貨幣膨脹一點觀之，可知雖至休戰之日，物價仍無顯著之漲勢。於此可見實行通貨膨脹政策，須經相當之時期，始能暴露對於事業之害也，最近美國已深受此項之教訓矣。

三 戰後之通貨膨脹

德國戰後通貨膨脹之經過，為便利陳述，可分為兩時期。第一時期，由休戰日至一九二一年四月，賠償委員會（Reparations Commission）規定借大之賠款，由德國償付協約國，賠款總數共為一千三百二十萬萬金馬克。第二時期，即自規定賠款日起至一九二三年底之安定計劃止。

德國戰後，又再膨脹通貨，事在意料之中，蓋財政上需要膨脹甚切也。曠時費財之大戰，幸已停止，惟德國戰敗之餘，在國外已失信用，無可告借。國內商業，陷於混亂狀態，人民物質上之享受至苦，且民氣沮喪。數百萬之軍隊，由前線班師，均須棄軍而就業。新興之戰時工業，雇用之數百萬勞工，因停戰而頓遭失業。政治之情形，社會之狀況，太使人民失望，因之革命之火花，為共黨所煽動，當此之時，政府既不能增稅，以彌補財政之不足，又不能再發公債，迫全國民衆之購買。蓋大多數之人民，已無力購買公債；即使有少數人民，有購買公債之能力，又未必願購。故祇有出於繼續膨脹通貨之一途，以救危急，蓋膨脹通貨，反對者較少，欲挽救當前之情形，唯此而已。

自休戰條約簽訂之年度，至一九二一年三月三十一日財政年度止，中央政府之歲支，較前約增三倍。該時期內政府負債總數，增加百分之百三十六。國庫債券向國家銀行貼現者，增加五倍。又紙幣之流通額，除緊急紙幣不計外，亦增四倍。政府稅收，（關稅在內）一九一八年三月三十一日財政年度終止時，為三十一萬萬馬克，至一九二一年三月三十一日財政年度終止時，增至三九六萬萬馬克。——此乃戰後最顯著之增加紀錄也。

四 一九一八年至一九二一年物價及工資

今再一述休戰後物價與工資之情形，按照紐約柏林間之匯率，知休戰後四年中，金價日漲。至一九二一年，已漲至一九一八年之十七倍；一九二一年躉售物價指數，為一九一八年之十六倍；至於生活費指數，戰期內及

戰後數年，均不可靠，惟戰前之指數，及一九二〇年二月後之指數，可用資比較。該時生活費指數之趨勢，與通貨膨脹時期相似，惟生活費上漲，究不若躉售物價之速也。

此時期內關於德國工資情形之資料，頗為缺乏，僅有政府鐵路之勞工——巧拙勞工均包括在內——萊因區域之礦工及助手，印刷工人，及政府各級官吏，可供研究。工資之數目，仍指實在工資 (Real wages) 而言，或指工資之購買力，而非貨幣工資也。以一九一三年為工資指數之基年，指數為一〇〇。

休戰後各級工人工資，除政府中上官吏，始於一九一九年提高外，餘均立即提高。一九二〇年各級工人工資忽減，惟至一九一一年又告回漲。依據統計之數字，知各級工人之工資，除國營鐵路不熟練工人外，一九二一年實在工資，較一九一三年為低。至鐵路上不熟練之勞工，一九二一年之工資，約與一九一三年等。政府下級官吏之俸給，亦僅較一九一三年稍跌。今將一九一三年至一九二一年，各級工資減少之數字，列表如下：(註)

此時期內之一般勞工，完全各有職業，其情形大有如歐戰之前也。

鐵路熟練工人	二五%
礦工及助手	一一%
印刷工人	三一%
政府上級官吏	六〇%
政府中級官吏	四八%

(註) Statistisches Reichsamt, Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923, pp. 40, 41, and 43.

五 證券價格 (註)

此數年內，政府發行之短期公債券，尙能維持其法定價格；惟發行之長期公債券，固已稍跌矣。德國政府四釐公債，一九一三年，價格爲一〇〇。而一九二二年一月，已跌至八七。惟是年九月，又回漲至法定價格，雖此項債券之價格，能維持不變，然支付公債之貨幣價值，則迅速貶跌，故公債之持票人，損失不貲，大有如瓶酒之漏盡，而僅存其空瓶。公司股票之價格，此時期內均漲，惟所漲之數，尙不足補償馬克貶價之損失。一九一三年，公司股票價格指數爲一〇〇。至一九二一年一月，公司股票價格指數，僅升至二八〇。而生活費指數，反已提高至一一八〇；卽不熟練工人之工資，亦有一一四〇，從此可知各項證券受馬克貶價之損失矣。

(註) Ibid., p. 5, and Statistisches Reichsamt, Wirtschaft und Statistik, passim.

六 通貨膨脹狂亂時期

上述之通貨膨脹時期，尙具秩序，而可加以統判。至一九二二年及一九二三年，乃實行狂亂之通貨膨脹，造成世界貨幣史上前所未聞之事實。卽美國革命戰爭時之大陸紙幣 (Continental paper currency)，或法國革命時代，以土地爲擔保所發行之紙幣，其貶價程度之速，究不若一九二三年下半年之馬克。馬克貶價，有如雪車之滑動，如瀑布之激湍，江河日下，其所以致此者，乃因曩昔之敵國，壓迫德國，使德國經濟及財政之生命，受其控制。德國因未履行不合理之賠款，法比軍隊，卽於一九二三年一月，實行極度壓迫政策，佔領萊因區域，強迫德

國履行天文學數字之賠款。

德國政府之歲支，一九二一年三月三十一日財政年度，爲一千四百五十億馬克。惟兩年以後，歲支陡增至八兆馬克，翌年又躍至四九〇〇〇兆馬克。一九二四年三月三十一日年度終止時，稅收總額爲五兆馬克，然此數字，如與一九二三年十一月十五日，向國家銀行貼現之政府庫券一九一六〇萬兆馬克相較，則如滄海之一粟矣。

七 通貨及銀行信用（一九二一年至一九二三年）

本時期之通貨膨脹，尤以自一九二二年秋季後，入於非常之狀態。一九二二年八月，通貨總數計共二千五百二十億馬克，至一九二三年一月，增發至二兆馬克；是年九月，又增至二萬八千兆馬克；至年底止，市場上馬克之數量，達未有之高峯，計共四萬九千七百萬兆馬克。馬克濫發以後，政府亦覺政策之非是，故不久即擬定一種安定計劃，使馬克之價格，有所依歸，不再狂跌。該計劃規定一兆紙馬克，等於一金馬克（約等美金二角四分）。關於銀行存款，增加之速，亦異乎情常。柏林各大銀行及遍布國內之無數支行，一九二一年終存款數額，爲一千六百億馬克，一年後增至一·六兆馬克，至一九二三年底，達十萬萬兆馬克以上。即就國家銀行而言，一九二一年終，各項存款，合計爲三百六十五億馬克，一年後增至五千三百十億馬克，至一九二三年底，則已增至五萬四

千八百萬兆馬克矣。

八 馬克紙幣之迴避

德國之通貨及存款通貨，膨脹之速，既如上述，則馬克之價值，當亦狂跌。跌價之速，且較通貨增加之速率尤快，此蓋由於濫發馬克後，通貨速度增加致之。馬克濫發以後，幣價日跌，德國國民，再不願存款銀行，或自存庫內，從事貨幣之蓄積，蓋用貨幣之購買力，跌落甚速也。幣價跌，物價漲，幣價一日跌數次，則存積之商品價格，亦提高數次。在通貨膨脹之末期，民衆對於貨幣之恐慌，設法解脫貨幣之羈累，實非筆墨所能形容者。當馬克貶價神速時，全國民衆，無一不以全力，防止破產。爲欲保持其財富起見，故人民多以貨幣，購買商品，且有購買不必需之商品，藉以避免貨幣跌價之損失者。當是時也，奧國亦有同樣之情形，包第斯 (de Bordes) 君嘗加評論曰：（註）

『倘物價尖銳化之上漲，則獎勵人民經營商業，因之物價日高。茲有一例可證：有少數獨身主義者，因本埠之商店，已無其他商品出售，乃以其金錢，購買小兒之襪襪；又有人以其貨幣，購買四打之牙刷。如上兩例，一則所購之物，毫不需用；一則所購太多，無需如許，然非如此，不足解除貨幣暴跌之損失也。』

至關於馬克之金值，按照紐約柏林間之匯價觀之，一九二一年十二月，每枚馬克約值美金半分有奇。一九二二年十二月，跌至祇值美金一分之百分之一。迨至一九二三年底，竟跌至每枚馬克，值美金一分之一兆分之

(註一) de Bordes, J. van Wahe, *The Austrian Crown*, p. 163.

九 通貨膨脹過度時期

一九二〇年至一九二三年，德國通貨，膨脹過量，(註一)此不特德國爲然，即其他各國，有時亦發生同樣之現象。當紙幣極度膨脹以後，其價值必亦急迅貶落。蓋貨幣之數量增加，一旦不兌現後，則貨幣之金值或價格，必將貶跌也。請試以例證之：一九二一年二月，德國有八百億紙馬克，流通於市面，約值美金一三億零七百萬元。至一九二三年十二月，德國紙幣發行額，共達四萬九千七百萬兆馬克，僅值美金一一四，〇〇〇，〇〇〇元。試觀如許之馬克，而其金值尙不及一九二一年十一分之一，概可知矣。(註二)

此外尙有一重要事實，頗足述者，即自一九二一年至一九二三年，德國國家銀行(Reichsbank)及德國貸款公司(Darlehenskassen)之金準備，顯示逐年之退減，一九二三年較一九二一年，減少一半以上。一九二三年終之金準備，按照當時柏林紐約間之匯價，值價比紙幣之流通總額，約高八倍。(緊急紙幣不計在內)或等於全國紙幣流通額，國家銀行存款總額，及柏林各大銀行暨全國分行存款總額之三倍。

(註一) 欲知德國通貨膨脹過度之情形請參看 Graham, Frank A., *Exchange, Prices, and Production in Hyper-Inflat-*

Ion: Germany, 1920—23.

(註11) See Statistisches Reichsamt, Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland, 1914 bis 1923, pp. 45—47 and 53; also Annual Reports of Reichsbank, passim, and Young, John Parke, European Currency and Finance, I, pp. 537 and 538

十 物價與工資

一九二二年底，舊售物價約合戰前之三十五倍；至一九二二年底，僅一年後，增至一，五〇〇倍；至一九二三年底，又劇增至一，二六二，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇倍。在此整個時期內，生活費之增加，較舊售物價稍緩。惟至一九二三年底，亦已一躍而較一九一三年增加一，二四七，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇倍矣。

一九二四年一月初，作者至柏林，偶至一紙煙店，購買雪茄一支，當付店員一金馬克 (Reutenmark)，約值美金二角四分。該支雪茄，價為半金馬克，故尙可找進美金一角二分之舊馬克。(金馬克)當時店員付與余五千億馬克，(即五〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇馬克)此倍大數額之貨幣，如按照戰前金馬克與美金之匯兌平價，將值美金一二五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，超過現在美國流通金元之念倍。或曰，此五千億馬克，必將用千百卡車，始能載去，則實過慮之思矣。蓋店員找與余者，乃僅一張小方之紙幣，上刻五千億馬克字樣

(Fünf Hundert Milliarden Mark)，其大小尺寸，與余付彼之一金馬克紙幣 (Eine Rentenmark) 相同者也。兩年內之各種工資，較生活費增加又緩。其中以不熟練勞工之工資，增加較速，至熟練勞工，通稱謂之白領階級者，彼與政府官吏之工資，增加較緩。當馬克狂跌時，各級勞工，常將每日所得之工資，大部即於是日消耗。彼寧擲終日辛勞所得之工資，於各種商店之內，不願貨幣存於手內，消失其價值。蓋幣價一日數跌，與其聽馬克價跌，毋寧以之購物也。

在通貨膨脹後期，政府為保障勞工階級計，曾採用各種之方法，減少勞工之痛苦。如縮短付薪日期；如縮短工資合同之時間；如採用生活費指數，或美元匯價，計算工資之升降；有時命令工廠，支付補助工資，作為家庭之津貼，凡此種種，頗有助於勞工。就一般之勞工而言，彼於通貨膨脹時期，所受之損失尚小，且勞工均能各安其業，殊堪欣幸者也。

十一 通貨膨脹與債務

通貨膨脹顯著之結果，為結束甚多之債務。德國政府，德國各公司，及全德人民，均恃通貨膨脹，劃去大量之債務焉。

以貶價之馬克，償還債務之本息，則債務者大占利益，而債權者損失不貲。至債務者受益若干，債權者損失

若干，全恃借款及還款時馬克貶價之程度以爲斷。

戰前之長期公債，長期票據，人壽保險單，以及類似之債務，如適當一九二三年，空前通貨膨脹時到期，則債權者將遭受重大之損失。蓋債務到期還本，所得馬克之價值，幾等於零也。

通貨膨脹之後期，德國民衆，深懼將來馬克之價值，將因安定政策，較現時爲高，故債權者，將遠超債務者之前，而債務者將緊隨債權者勝利之後，償付債務，無所寬假。全德人民之抵押借款，一九一三年，估計爲四百億馬克，或等美金一百億元。至一九二三年十一月，抵押債全數，祇須美金一分，即可清償之。

一九二五年夏，德國政府爲欲拯救小額長期債務之金值起見，制定複雜之重新調節物價法律（Revaluation Law）。蓋長期債務之價值，受通貨膨脹之影響，消滅無餘。此項法律實行以來，僅有一小部分德國債權階級，受其利益，然此階級之人民，在通貨膨脹期內，固已歷盡苦痛，今賜與鮮微之酬勞，實亦無濟於事也。

十二 證券價格（一九二二年至一九二三年）

一九二二年及一九二三年，股票之價格，上漲甚巨，而一般之公債，則殊少變化。然股票漲價，總不如預期之速。馬克貶價後，公司債務，因幣價跌而一筆償清。（註）試以一九二三年十二月與一九一三年相較，則可知各種股票之價格，平均增加二六九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇倍。政府上級官吏之薪給，可謂此時期內增加較緩

者，惟亦增五〇九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇〇倍云。

德國政府之四釐公債，在一九二二年秋季以前，價格並無若何之變遷。一九二二年一月，市價指數爲八七。至九月升至一〇〇，與法價相等。惟至是年底，謠諑時生，有謂政府爲安定公債價格計，對於公債之持票人，將加以特別之眷顧者，因之德國內外，對公債大加購買，不數月間，價格奇昂，後知謠傳不確，價又暴跌。總而言之，德國信用昭著之高等公債，政府亦如普通之公司，必盡力維持之。惟膨脹時期，政府償付債務之馬克價值，幾等於零。換言之，公債之價格，雖能維持而與法價相等，然其他各物之價格，增加甚速，故公債之價格，仍落後於一切也。

(註) 參看一一一頁至一一五頁

十三 財富重新分配之機器

通貨膨脹之後，遭受最艱者，厥爲『強壯之中產階級。』彼等遭受之痛苦，安吉爾 (James W. Angell) 君於所著『德國之復興』一書中，嘗謂：(註)

『通貨膨脹後處境最苦之人民，及最不能抗禦通貨膨脹者，莫過於城鎮居民中之中產階級。此一階級之人民，固定之進益，類均甚微，如薪俸階級之官吏及職員，領受年金者，及特利息與房租而生活之投資小商，均大受通貨膨脹之苦。——尤以最後一類之人民，所受之損失最大，蓋因政府管理城市之房租故

也。——亦唯有在此類之人民中，可知通貨膨脹之惡果。彼等缺乏知識及機會，與膨脹政策抗戰。彼等平日之積蓄，因幣價貶跌而消滅。彼等之養老金及年金，亦因通貨膨脹，喪失價值。千百嘗受教育之男女，即使已年老體弱，或未經訓練，亦須為生活而工作。然尚不免為餓殍，有身以殉者，有度日如年者。命運較佳者，則不惜犧牲珍藏之古書，傢具，珍寶，及一切可以售賣之物，以度生活，終且不免再受國內外慈善機關之賑濟。此實戰前戰後，歷史上最可慘之一頁也。』

膨脹通貨之結果，已於德國之經歷中證明，至於其他各國亦有大规模實行膨脹通貨者，此乃財富重新分配之巨大機器，日以繼夜，盲目工作，取之於此，捨之於彼，劫奪此一經濟階級或社會階級之財富，施與另一階級，全無理由，不問曲直，劫奪之，嘉惠之，吁！是豈通貨膨脹政策之本旨哉。

(註 1) Angell, James W., *The Recovery of Germany*, pp. 38, 39.

第七章 白銀問題

白銀問題，乃美國之政治問題，並非經濟問題。——七州產銀，僅值花生果產額之半，但此七州，則有參議員十四人。

白銀乃十九世紀末葉，貨幣爭論之焦點，時至今日，白銀又已變為美國貨幣時代之重要角色。政府煽起採用白銀，此舉出於驟然，全美民衆，對於此第七十三次國會開會之舉動，不勝其驚駭也。

一 魯莽而激烈之白銀法律

一九三三年四月十七日，美國參議院開會時，有議員提議重以白銀作為貨幣，並可自由鑄造，擬定金銀之比率，為十六比一。此案提出以後，卒被四十三票對三十三票否決。惟此四十三人中，有一部分之議員，彼投票反對白銀政策者，僅為等待華盛頓當局，對於白銀之態度如何耳。此案於三個月以前，已提出於參議院，同樣主張自由鑄造銀幣，但亦為五六比一八票否決。

五月參議員湯姆士 (Thomas) 之農業整理條例 (Agricultural adjustment act) 修正文中之銀條款，

成爲法律，授權總統規定金銀間之鑄造比率，並規定「按照此項訂定之比率，金銀可以無限制之鑄造，」則其已備具複本位之性質，簡而易明。姑不論其事實如何，惟議案明示，則金元爲價值之本位也。此案由總統全權加以決定，是否採用複本位制，如決定採用複本位制，則一國之複本位制，抑實行國際之複本位制。

國會未經長時期之討論，更未徵外界人士之批評，殊以全權授之於一人，而埋葬全國之民意，陷一三三，〇〇〇，〇〇〇人民於複本位制之下。蓋複本位制，早已成爲歷史上之陳蹟，世界各國，棄而不用者，凡六十餘年矣。國會今次舉動，蔑視事實者，有二端焉：（一）六十年前，各國已採用複本位制，經多次之試驗，幾番之教訓，深籌熟思，咸感複本位制，實不能行，故即逐漸放棄；（二）距今約三十五年前，十九世紀之末葉，世界各國，又開始運動恢復複本位制，——因之嘗開多次之國際會議，美國並有兩次熱烈之政治運動，全由複本位制所造成。——複本位制，終至隨處不能實行，加以放棄，今則美國與歐洲已忘之者三十餘年矣。

二 十九世紀採用國際複本位之理由

在十九世紀貨幣爭執上，有三項採用複本位（Bimetallism）之理由，頗具勢力，茲述如下：

（一）世界黃金產額，自一八七三年複本位取消以後，大見減少，而黃金之需要日增，蓋世界各國，均放棄複本位而採用金本位故也。貨幣金需要增加，而金之供給甚少，則金之價值，按之供求律，求過於供，價必上漲。換言

之，民衆欲得定額之金，必須換以較前更多之貨物，故亦可謂金價上漲，則物價下跌。自一八七三年起，以迄一八九〇年，金本位之國家，物價無不急劇繼續之跌落，物價跌落，商業則不景氣，增加債務階級之負擔，尤以農人因物價跌落，被迫須付多量之米穀及棉花，逐年加增，以償還抵押債務，致此者實物價跌落也。如採用複本位制，則可用白銀輔助黃金，作本位貨幣金用。通貨之供給既多，則物價即不致再趨下跌，或且可使物價上漲，及減少債務階級之負擔也。

(二)採用複本位之第二理由，與第一理由有密切之關係，蓋就歷史而言，當金之產額減少或增加迂緩時，銀之產額增加必速；又當銀之產額減少或增加迂緩時，金之產額必增。若如前例，則金之價值，按照商品供求，常趨上漲，而銀價必跌；反之，後者則銀價漲而金價跌。倘此兩種金屬，結合於複本位制度之下，則此兩種貨幣金屬，價格上落，可以互相抵補。且包含兩種金屬之複本位制，可於金屬彼此之間，規定比價。苟一種貨幣之市價，較法定比價爲昂，則該種貨幣，將絕跡於市場；反之，市價較法定比價低廉之貨幣，將充滿市場之上。可使彼此間之價格，較僅採用任何一種金屬作本位者，更爲穩定。(註)此若兩個醉漢，挽手而行，總較醉漢獨行爲愈也。

(三)贊成採用複本位之第三理由，以爲金銀間，既規定法定比率，則金之價格，可防止與銀價發生重大之變遷，同時銀價亦可藉以防止金價之變遷。至論國外匯兌，則金本位國家及銀本位國家間，或單本位(Monometallism)與複本位國家間，匯價即可穩定。且此種國家間之商務，亦可免匯兌上之不測，及匯兌投機之風險矣。

(註) 複本位之中心原則，即爲對於幣制之需要，有補護之作用，乃實爲複本位之基本原理。最近複本位制，已少聞有討論者，僅祇有少

數主張複本位制者，尙念念不忘此種之作用。其原則非短時所能盡述，讀者可參考崇拜複本位制之 Francis A. Walker,

International Bimetallism, pp. 94—105.

三 今日複本位之地位

前節所論主張採用複本位制之三種理由，在一八八〇年至一八九〇年，確有其相當之見地。但此種制度，若無國際間之贊同，則無回復複本位之理由也。世界之經濟學家，不論其立場如何，均信複本位制，必須國際實行，始克濟事。換言之，必須主要國家，訂立國際之複本位協定，方能行之完滿。如欲依照白賴安 (Bryan) 之提議，實行一國之複本位制，則必失敗無疑，蓋無科學之根據也。即使如何努力，以冀世界各國，訂立國際之複本位協定，(註一)——努力三十年已引起主要各國之注意——但終不可得。且現時歐洲各國，對於複本位制，實無密切之利害關係。世界各國，除美國產銀數州以外，無法成立一有力之國際協定，以重施複本位制。故複本位之前途，希望暗淡，美國一國決不能獨自維持之，若一意孤行，徒示其有勇無謀耳。

故上述採用複本位制之三種理由，在四五十年以前，或者有其相當之地位，但時至今日，已失其重要性矣。前述複本位之第一理由，以爲除用金作本位幣外，仍可以銀補充之，故一國貨幣之供給，即可增加，物價亦

可上漲。此種『黃金缺乏』之理論，三十年前，或爲當時人士，認爲頗具理由，惟今則認爲理由欠缺。一八九六年以前，金本位國之物價，續年下落，計達二十三年之久。惟在美國則情形不然，一八九六年後之三十六年，此時期內一般之物價，均有上漲趨勢。如細分之，則其中二十四年，物價顯見上漲，五年則物價下跌，其餘七年，物價無甚變遷，美國現在所受物價下落之影響，僅祇短時期也。

再者，除一八七三年至一八九六年，世界黃金產額，稍呈減少外，自一八九六年起，世界黃金生產，無不形其急劇之增加。僅歐戰時期及戰後減少，一八九七年，全世界生產之黃金，爲一八八六年至一八九〇年五年平均數之兩倍。一九一五年黃金產量，又爲一八九七年之二倍。自一九一三年至一九三二年，此十九年中，世界貨幣金之存積，平均每年增加百分之四·八。又自一九一三年至一九二九年，十六年內，每年平均增加率，按照新納度博士 (Dr. Carl Snyder) 之研究，約等於世界基本商品生產額百分之一·八。一九三一年黃金產量，爲有史以來所未有。而一九三二年，則又已超越一九三一年矣。

印度常年須吸收世界黃金產額百分之二五，最近印度則將其窖藏之黃金，傾注於世界之市場，此項黃金，每年輸出之數量，約爲世界黃金每年產額百分之四五。今日黃金之大部，全爲貨幣之用，固不若昔日充作商品矣。近二十年來，貨幣制度，爲求經濟起見，採用銀行支票，以資周轉，而中央銀行，亦加速發展焉。

今日世界各國，謂將感受黃金永久缺乏之虞，無足證明，現在金價之高漲，實乃缺少黃金之象徵。然夷考其

缺乏之由，乃因世界各國，不論政府，或中央銀行，或個人，在茲經濟衰頹，不景氣籠罩全球之時代，窖藏黃金，不使流通市面所致。一而則因恐慌之故，各國莫不加緊奪取黃金，致世界經濟史中，貨幣金絕大部分之供給，並不作貨幣金之用。美國今日方墜於罪惡之淵藪中，一旦若能操脫，即可知世界貨幣金之供給，頗為豐富，（註二）故無需設法以補充之。如必欲藉複本位制，以防止金本位國家物價之貶跌，實乃捨本逐末之舉也。

或有謂醉漢二人，挽手同行，究較醉漢獨行為愈，此種主張，今日已失其重要性。蓋自一八九六年以來，金銀之價格，乃按同一之方向變遷，請試證之。一八九六年至一九二〇年，物價大漲，即可證明該時期內，金價跌落之速，然銀價之貶跌，尤且較金價為巨，故當時雖有成效之複本位制，反不及美國金本位之安定。醉漢之蹣跚，何嘗不如斯耶。

銀在複本位中，能使金價貶跌，苟較實際尤速，並能使一八九六年至一九二〇年間之物價上漲，且較實際尤快。自一九二一年至一九二九年，金價頗為穩定，然銀價遠不及之。故可謂美國如實行複本位制，反有害而無益。在一九二〇年之下半年，一九二一年，及一九三〇年一月後，或可實施有效之國際複本位制，藉以安定變動，但自白賴安（BRYAN）氏一八九六年選舉失敗以後，此五年之時間，已任其瞬逝矣。

採用複本位第三之理由，以為金本位國與銀本位國間，應有安定之匯兌率，然迄今仍無相當之結果。世界各國中，今日僅存中國、香港及伊索皮亞國（Ethiopia），尚為銀本位之國家。且中國亦在期待時機，一俟情形

許可，全國安定，足可更改幣制之時，亦將改爲金本位制。在未改制之前，中國與其他各國間，需要穩定之匯價。然中國之對外貿易，在世界貿易中，所占之地位甚小，即以中國對於貿易最興盛之一九二九年而言，亦僅占世界國際貿易總額百分之二，是年美國對華輸出，僅占總出口百分之二·一，由中國輸入之貨物，亦僅占美國總輸入百分之三·四而已。

(註一) 討論國際復本位制之各種國際貨幣會議，可參考 Russell Henry B., *International Monetary Conferences, Their Purpose, Character, and Results.*

(註二) 參看一二二頁至一二四頁

四 用銀於其他貨幣之途徑

復本位制，在國際之範圍內，各國共同採用，或可行有成效，惟在現狀之下，經濟上既無需乎此，政治上尤不可能。然則美國曷不用其過剩之銀，於其他貨幣之途徑乎？美國銀案之提議者，常提出下列兩種之方法，即(一)增加銀幣之流通額，及(二)美國十二聯邦準備銀行之現金準備，加用白銀。即在法定之準備金內，一部分以銀代金，茲將上述兩種之建議，略申述之。

五 增加銀幣之流通額

美國之銀幣，計有三種，即銀輔幣 (Fractional silver coins)，銀元 (Silver dollars) 及銀券 (Silver certificates) 是也。

銀輔幣計分半元，二角五分，及一角三種。現已有相當之數量，流通於國內，足供全國人民之應用。政府及銀行，均收受此項銀幣。流通於市面之數量，倘再相當之增加，則迅又由人民，付與銀行，由銀行而至聯邦準備銀行及政府，故此項貨幣之供給與人民之需要，現已頗能自動之調節矣。

銀元以笨重之關係，不便攜帶，故國內各處，市面上不常應用。政府過去亦嘗經數次之努力，增加流通市上之銀元額，但毫無結果。蓋人民樂用紙幣，以其便於周轉，故結果銀元一經流通於市面，迅即回歸政府及銀行。近數年來，流通貨幣總額中之銀元日減，今日流通數額，僅占流通貨幣額百分之一·五而已。

惟銀券可以代替銀元，流通市面。銀券亦可藉國庫之銀元收回。美國政府採取此項之方法，流通市面之銀，當一九三三年十一月底，約有三九四，〇〇〇，〇〇〇元。實際上銀則並未流通，僅寄藏國庫，以充銀券之準備，毫無他用。一九三三年春，當尚未放棄金本位制以前，流通市上之一元銀券，常相等美金一元。財政部長且有法定之義務，維持其平價。銀元一枚所含之銀成分，在市場上之價值甚微，如在一九三三年十二月二十日，銀元一枚之銀，僅值美金二角二分四，或僅值美國貶價紙幣三角四分八釐。

惟事實上美國銀元之價值，全不若銀之市價，有巨大之變化。且人民亦不以任何數量之銀券，持向政府兌

取銀元。——常用其他方式交換之——有一元之銀券，即可兌換一元之銀元，雖其銀元中之銀值，僅祇兩三角美金，惟事實上既維持該銀券之金值，相等美金一元，故雖兌成銀元，並不受若何之影響。除非美國政府，極度之膨脹通貨，使銀券之金值，不能維持，則最後或須跌至與銀元中銀成分之金值相等也。

現在政府之銀，投資於銀券之準備金中者，實屬一種耗費。健全之貨幣政策，政府似宜取消銀券，而代以聯邦準備紙幣。融化銀券準備金中之銀元，將熔成之銀條，逐年由政府出售，此即數年以前，印度採用之重要政策也。（註）

（註）參看八一頁與八二頁

六 銀準備

最近白銀派人，主張命令（或要求）聯邦準備銀行，將其一部分之法定準備，以銀代金。此外歐洲各國，亦有同樣之思想，擬以銀充中央銀行之現金準備。

夫一國既為金本位國，又能維持其通貨之平價，然其中央銀行，以不流通市面之銀元或銀條，充為準備，用意何在，殊費索解也。

況金本位國家之人民，以紙幣兌現，當然彼所欲得者，為金幣而非銀幣也。民衆不信銀元，可充蓄藏之用，且

更不能用以付償國外之債務。如以紙幣兌換銀條，在茲銀價一剎千變之市場上，實亦屬不可能者。社會人士，更無意於銀條，蓋銀條太笨重，不易處理，且銀價常變，風險殊多。數年以前，銀價實較今日為高，其時前總統搭孚脫 (Taft) 任菲島總督職，彼之每月俸給，規定即以流通菲島之墨西哥標準銀元，作為單位，所以然者，因其為實幣也。如中央銀行之準備金，保管大宗之白銀，則所費太大。即以銀運往國外，作國際上之支付，運費殊昂，且亦不便。藉使白銀亦可作國際上支付之中介，抑若金之功用，則世界主要國家之中央銀行，亦宜訂立協定。惟環顧今日之局面，能否成立協定，殊屬可疑也。

贊成允許銀貨為聯邦準備銀行法定準備之一部分者，彼以為祇須多藏白銀於準備金中，即足應付。倘其價值，以銀為計算之單位，而銀則絕對不用，如以為即可以此蓄藏之銀，償還聯邦準備紙幣及存款者，實根本誤解準備基金之作用也。

七 調節基金與後盾基金

準備金如備而不用，則不生效果。蓋準備金之作用，非用為後盾之基金 (Backer fund)，實乃調節基金 (Regulator fund) 也。作者已於前章，略述一九二二年德國膨脹通貨之情形，德國國家銀行之紙幣，因膨脹過度，貶價極速。其時國家銀行之金準備，按照當時之匯價，約值國家銀行紙幣流通額之八倍，或相等。國家銀行紙

幣發行額，各項存款總額，及各大柏林銀行暨各地分行存款額之三倍。(註)此種情形，不獨德國爲然，卽其他各國，試一檢其貨幣之歷史，亦有此種之情形，既發行不兌現之紙幣，另又設金準備。紙幣之發行額，雖近乎天文學之數字，惟紙幣之貶價，亦至不可思議。故金準備之價值，乃超過貶價紙幣之總值也。

夷考中央銀行準備金之主要作用，乃爲備作調節之基金，以校正貿易需要變動時之通貨供給。在常態之金本位國家，貨幣之供給，與貿易上之需要，發生密切之關係。如與其他各國貨幣之供給相較，則國內之貨幣價跌，國外之貨幣價亦跌；國內之商品及證券價漲，則國外之商品及證券價亦漲。匯價如至現金輸出點時，則國外之金價，尤較國內爲昂。現金出口，既屬有利可圖，則必陸續之輸出焉。

紙幣及質輕之銀幣，不能用以代金，輸出國外。蓋他國對於發行貨幣之國家，認識甚少。金則不然，各國均樂於接受，已成爲國際上支付之貨幣。現金繼續之輸出，則國外之現金供給增加，匯價跌至現金輸出點以下，現金輸出亦遂中止。國內現金自經長期輸出以後，通貨供給，數量大減，致物價亦下跌，漸與其他各國之物價相等。換言之，當現金輸出點時，現金源源出口，致本國之通貨，日形減少。供給少，則價日昂，如再將現金輸出，必無利可圖矣。

如上所述，通貨充溢之時，中央銀行可利用其立場，輸出現金，以救濟本國通貨之過溢，並迫使匯價逐漸降至現金輸出點以下。中央銀行尙可運用此種方法，使本國之物價提高，與世界各國之物價相等。倘政府不允以

此方法，輸出超額之貨幣，則該國貨幣之價格，必將貶跌無疑也。

上述各節，乃在常態狀況之下，中央銀行準備金功用之基本原則，並須決定其大小程度及性質。普通準備金，須足以收回流通市上之通貨，以減少商業變遷後溢額之貨幣。又金準備須具相當限度之安全，藉以防止意外之商業衰頹及金融恐慌也。

是故中央銀行準備金之原則，不在能贖回流通市上之紙幣，及償付所有之存款負債。亦非銀行償付債務能力之保證，中央銀行之資產，方行使此種功用。中央銀行之準備，與銀行之最後償付力，關係甚小，而與維持銀行紙幣及存款之金值，暨視商業需要之變遷，校正通貨供給之機能，——紙幣及存款，於收得支票之時付與之——即商業需要增加時，通貨亦增，反之商業需要減少時，通貨亦減之關係為大。通貨若能加以如是之調節，則溢額時不致使幣價貶跌，而通貨缺少時，亦不致使幣價增漲。貨幣之需要，即可與貨幣之供給，互相調節，故中央銀行之準備，實乃一種調節之準備。彼作用之能否成功，全視其能否增減一國之通貨以為斷。中央銀行之準備金，當具緩衝機之充分能力，以接受商業需要之變遷，視商業需要之情形，膨脹或緊縮其通貨。若金準備呆而不動，——即金準備不積極用為收回紙幣之目的——則金準備毫無實用，即對於金本位之維持，亦毫無重要作用也。

綜上所述，如以白銀為美國聯邦準備銀行之準備，可證明必備而不用。是則與儲銀以備銀券之兌換何異？

既無補於銀，亦無補於幣制也。

(註) 參看五九頁

八 美國白銀問題乃係政治問題

美國之白銀問題，根本並非經濟問題，而係政治問題。今日白銀問題，似頗重要者，並非美國貨幣上，需要白銀，實乃美國七州產銀所致。此七產銀州，每州有參議員二人，彼各為選舉權之利害關係，故努力鼓吹白銀復用運動，蓋非如此，彼將不能寄生於國會也。當一九三一年，此七州銀產數量，占全國銀產額百分之九五，而七州之人民，則尚不及全國人口百分之三。即在一九三一年，——該年白銀之生產量較一九三二年為多——彼七州所產之白銀，尚不及九百萬元，僅等於該年麥產價值百分之一，或全國花生產額價值之半而已。

第八章 購銀計劃

購銀計劃，乃『爲銀有所工作』之計劃，規定於四年之內，由政府贈送大批之獎金，與各州產銀者——購銀計劃，對於美國之貨幣作用，毫無裨益。惟將美國所產之白銀，遷至世界之銀市場，互相競爭，反助印度可在相當高價時，脫售其巨額貨幣銀之存積，減少印度售銀不景氣之影響。

一九三三年十二月二十一日，美國總統羅斯福，發表購銀計劃之布告文。謂美國政府，將於一九三四年一月一日起，以四年爲期，每年收進本國所產白銀，至少二四，四二一，四一〇盎斯。此項數量，約相等一九三二年美國全國之銀產額。自此項布告文，送達國會兩星期後，總統羅斯福宣稱，彼將以美國國會，賦予總統之特權，從事收買美國所採之銀。至收買該項白銀之價格，每盎斯爲一元二角九分。倘付以金元，則代表美國新產之銀，可依照白賴安氏一六與一之比率，自由鑄造。而該時實際市場上之金銀比率，並非一六與一，而爲七五與一。惟收進此項白銀，並非用金元，而以美國貶價紙幣購之。在購金計劃內，有一別開生面之條款，欲明顯之遵守布告，而不遵守一六與一之精神。該條文爲：『鑄幣局局長，得原主之自由同意後，須將其收入之銀，扣留百分之五〇，作爲鑄幣稅及美國政府代其鑄幣與運送銀幣之費用。』故白銀生產者，名義上每盎斯之白銀，可得一元二角

九分，實則祇有六角四分半也。

此條文之意義，即謂實際上政府所付每盎斯之淨價，爲紙幣六角四分半。或每盎斯之價格，爲美金四角。金銀之確實比率，爲五一與一。至於每盎斯六角四分半之收買純價，在布告日，約及銀市價百分之五〇以上。——該項市價，爲欲預防政府將發有利白銀之舉，故事前白銀之價格，早已上漲。政府收買白銀，則全爲履行一九三三年夏倫敦世界經濟貨幣會議（London Economic & Monetary Conference）時協定上之規定。

此項舉動，吾人對之將作若何之解釋？此乃明示政府，每年以千萬元之政府基金，在茲空前經濟恐慌之時，贈與產銀者！美國政府，正當歲支不足之時，而有是項動作，寧非怪事！欲知問題之究竟，當俟數年之後也。

一 白銀跌價之原因

一九二八年至一九三二年，銀之價值，漸趨下跌。一九二八年，每盎斯之白銀平均價格，爲五角八分二釐。至一九三二年之十二月，跌至每盎斯二角五分，此乃世界歷史上，銀價最低之一月也。

造成銀價跌落之原因甚多，其最重要者有三：

（一）值茲世界恐慌，經濟衰頹之秋，世界各國，莫不爭先恐後，掠奪黃金，因之金價日高。金價上漲，則金本位國家之物價下跌，故銀之價值，亦如其他之商品，同時跌價。至於其他重要商品，如銅及棉麥，跌價尤較白銀爲烈。

(註一)

(二)世界白銀之生產，自一九二八年至一九三二年，並不因銀價跌落而減少，考其主因，世界三分之二之銀產，乃為生產銅、鉛、鋅之副產品。故祇須主要生產品有利可圖，主要品仍源源生產，因之副產品白銀，繼續不斷之流入市場。雖其價格跌落已至極點，但生產者仍不輟之生產。最近兩年來，世界之銀產，已較前略減，此非銀價傾跌而使然，實乃主要品銅、鉛、鋅等，價格不振之故也。

(三)使銀價跌落之第三原因，為貨幣問題。各國政府，近年來對於貨幣上用銀，有重要之節省。此項經濟辦法，計有三端：

(甲)流通市上之大銀幣，近已由紙幣起而代之，即一般之小銀幣，亦多有用鎳幣及銅幣以代之者。近年以來，印、德、法、菲、列濱及其他各國，羣以紙幣替代大銀幣；反之，即少貨幣，亦已於一八八一年起，開始鑄造純鎳幣。迨至今日，至少已有念四國家，以鎳幣作為輔幣。以前之輔幣，完全以銀鑄造之國家，今亦已侵入鎳幣及鎳銅混合幣。此項紙幣及鎳銅幣，成本較銀幣為廉，故為各國所樂用也。

(乙)在歐戰時期及戰後之數年間，銀價甚高，因之各國銀幣內之純銀價值，尚較銀幣之金值為高。例如有若干之國家，一元之銀幣，或兩個半元之銀幣，或四枚二角五分之銀幣，其銀成分實在之價值，尚在一元以上。故世界各國，一方面保護銀幣，不准人民加以熔化，一面為節省起見，由政府減少銀幣中之銀成分，如英國、

挪威、瑞典、荷蘭、德國、比利時及希臘等國，皆實行之。英國最初之輔幣內，有純銀千分之九二五，邇後減至千分之五〇〇，餘半爲銅。減少成分之銀幣，雖不若成分甚高之銀幣，引人樂用，惟政府減少銀幣內銀成分之辦法，頗具相當之理由，故民衆反對者甚少。其他各國之政府，在同樣事件發生時，似亦宜採取同樣之節省辦法也。

(丙) 第三之理由，或可謂爲最重要者。近來銀價之跌落，乃爲印度政府出售大量銀準備所致。除歐戰時期及戰後之數年外，印度政府自一八九九年起至一九三一年之九月，卽爲金本位國。彼自一八九三年起，卽放棄銀本位。印度全國貨幣之大部分，爲銀羅比及銀輔幣，紙幣之準備金，則有金銀幣、銀條及證券等。一九二六年，印度皇家委員會 (Indian Royal Commission) 主張印度放棄金匯兌本位制，而採用金塊本位制。並以爲銀準備部分，須減少其數量，而金準備部分，宜大事補充。該委員會之理由如下：(註二)

『在金本位之國家，銀準備原無立足之餘地。……當審查準備資產之價值時，發行部應切實消滅銀羅比，作爲準備。從銀行管理通貨之立場而言，銀羅比與銀行所發之紙幣，毫無區別，不過羅比爲以銀製成，卽所用之原料，較紙幣之原料爲昂也。此兩種之貨幣，同爲信用貨幣，彼之購買力如何，全恃發行數額，有否限制而定。並須有相當數量之金及金擔保品，以保證其國外之價值。』

該委員會認爲羅比紙幣，逐漸增加以後，可替代銀羅比之地位，同時並可大減銀準備。在此十年之過渡時期，政府應逐年減少銀準備，自二四七，〇〇〇，〇〇〇純盎斯，減至七三，〇〇〇，〇〇〇純盎斯。此

項計劃，送達倫敦以後，英國政府立即採用。因之有力之白銀供給，在十年內（一九二七年——一九三六年）將繼續出售於世界之市場，其數額約等世界常年銀產額五分之四。印度政府即於一九二七年，開始出售白銀，至一九三二年三月，已銷售白銀一二八，〇〇〇，〇〇〇純盎斯。且自一九二七年以來，流通市上之大量白銀，均流入於通貨準備之內，故通貨準備內之白銀，不但不減，益且激增。至一九三三年十二月十五日止，總額為三五二，〇〇〇，〇〇〇純盎斯，較一九二七年開始出售白銀計劃之時，增加百分之四三。此偌大數量白銀之累積，欲脫售於市場，自當使世界之銀價，愈益不景氣也。

(註1) See Kemmerer, E. W., *The Effect of Low Silver Testimony*. H. Raschl, 72 Cong. First Session, p. 274.

(註2) 該委員會報告第三二頁與六三頁

二 世界經濟會議中之銀問題

一九三三年七月，世界經濟會議開會於倫敦。世界之白銀問題，亦為經濟會議重要目的之一。美國代表，受命出席是會，乘機提案，有利於白銀。代表團中最有勢力之人物，即著名之銀案提議者，那伐達州 (Nevada) 參議員畢特門 (Key Pittman) 氏。經濟會議之唯一結果，厥惟對於白銀通過一項決議案。——此案與各國之利害關係甚少——由六十六國代表，全體贊成通過。

此決議案之主要條文如下：

(一) 主要產銀國，與大存銀國及用銀國，締結一協定，藉以鎮定銀價之變遷。其他不在協定內之各國，應禁止有妨銀價之舉。

(二) 參加世界經濟會議之各國政府，俟後不得再有減少銀幣之成色至千分之八〇〇以下之新法規。

(三) 各國政府於預算及地方情形許可時，應從速以銀幣替代貶價之紙幣……

決議案條文(一)項內所載之協定，於一九三四年四月一日，發生效力。該協定於世界經濟會議會外締結之，並非正式議事錄之一部。關於此項協定，各國幾經討論，方於一九三三年七月二十二日簽字。加入者為澳大利亞、坎拿大、中國、印度、墨西哥、秘魯、西班牙及美國。此白銀協定，通常又稱為白銀補充協定。其條文之全義如下：

(甲) 印度政府，同意自一九三四年一月一日起，每年出售白銀之數量，應平均為三千五百萬純盎斯。自一九三四年起，四年內之售銀總量，不得超過一萬四千萬純盎斯。倘某年出售之數，不及三千五百萬純盎斯，則可於以後各年，補行出售，惟每年出售之總量，應以五千萬純盎斯為限。以上條款，於印度售銀於任何政府，以轉售美債為目的者，則除外而不適用。

(乙) 主要產銀國家，澳大利亞、坎拿大、美國、墨西哥及秘魯，於本協定適用期內，不得出售白銀。並應自一九三四年起，四年之內，每年自其礦產之生銀以內，統合購買三千五百萬純盎斯。(相等於印度每年許可出

售於世界市場生銀之最高數額）上述之各政府，各從其本國之礦山，收買若干現銀，各按照協定上之訂定收進之。至產銀國所收銀額，總計每年爲三千五百萬純盎斯。

（丙）上項所購買之生銀，應卽於此項四年限期以內，置於國庫，以供貨幣上之種種目的，（或鑄銀幣，或作通貨準備）或卽爲單純之保存。

（丁）中國政府，同意自一九三四年一月一日起，以四年爲期，不將其由熔燬貨幣所得之生銀出售。（註）

（戊）西班牙政府或西班牙銀行，同意自一九三四年一月一日起，以四年爲限，每年不得出售生銀，超過五百萬純盎斯以上。

該協定之第六及第七條款，不甚重要，姑不贅述。今將該協定之最後條文，錄之如左：

「本協定須經各國政府接受，並須於一九三四年四月一日以前，將批准之通知書，交存美國政府。自批准之日起，方能生效。但各該批准國家，如準備按照上云第二款辦法，購買規定銀量，縱一國或一國以上之主要產銀國家，於彼時未予批准，仍然有效。任何政府，如通知已採取必須之積極行動，以實行本協定之目的，則此項通知，應卽視爲批准文件。又美國政府，應請其採取必需之步驟，以爲完成本協定之使命。」

美國總統羅斯福，於一九三三年十二月二十一日，發表之布告文中，並不涉及印度以外之其他政府，已否

接受該項協定，惟僅謂：

『余今日布告，批准財政部在今秋世界經濟會議中，締結之倫敦白銀協定。蓋此協定，印度早已批准，渠悉其他有關國家，亦將有同樣之行動云。』

時至今日，白銀補充協定，所規定之義務，僅有上述之印度及最近之美國，兩國履行。美國總統已布告批准，受其節制，其他各國，尙未聞有同樣之行動焉。

此項協定，對於有關各國，今後之影響，請拭目以觀之。

（註）中國爲銀本位國家，且其銀幣成分十足，故不致有熔毀出售之危險。

三 白銀協定與其他之五十八國

世界經濟會議中，除參加白銀補充協定之八國外，尙有其他五十八國之代表，對美國代表團所提出之銀案，決議通過並簽字。然則此項協定，其影響於五十八國者又何如此五十八國中，除伊索皮亞國（Ethiopia）尙屬銀本位國家外，餘均爲金本位國。且均產生銀甚少，大部分之國家，不產白銀。其中如比利時、丹麥、挪威、及芬蘭，且無銀幣。又有若干之國家，以小單位之紙幣，替代大銀幣，而以鎳銅幣，代前發之小銀幣。此項辦法，大部分之國家，已習用之。此外又有若干之國家，近年以來，將留存市場上之銀幣，減少成色。屬於此類之國家，約有三十餘

國，即奧國、法國、德國、英國、匈牙利、及波蘭等是。

各國現均從事於用銀之節省，美國早鑒及此，故決議案中，設法使各國利用白銀。五十八國中雖間有少數之國家，在茲紙幣膨脹，商業蕭條之時，須購銀以作鑄幣之用。而亦有若干之國家，即應用上述節省辦法，減少鑄幣之成色，將積餘之生銀，求售於市場。而美國反同意人爲之支持，年購大量之生銀，是智耶？是愚耶？

四 印度與西班牙

印度及西班牙，可謂第二組國家。彼兩國有大量之存銀，各思高價以脫售之。茲姑以印度而論：印度爲存銀最多之國家，亦即白銀協定中主要之一國。印度於過去之七年，已積極從事大量存銀之銷售。雖售出之數量，已屬不少，惟現在貨幣銀之存積，且較七年前開始售銀時更多。故美國之收買生銀，承諾矯飾之高價，此種收買世界市場上生銀之愚舉，不啻爲印度造成絕好之機會。蓋彼可得良好之市場，相當之高價，依照白銀協定之規定，每年向世界之市場，脫卸三千五百萬盎斯之純銀。而協定上另一部分之國家，則每年須收進同樣數字之生銀，美國即其一也。

五 中國

中國之情形，自成一級。彼爲銀本位國家，換言之，中國爲用銀之國也，故亦爲白銀協定參加國之一。白銀補充協定，與中國之關係，該協定中僅聲明：『印度西班牙出售由貨幣所得之銀，可以產銀國之購買相抵，以得銀價穩定，係與中國有益。』世界經濟會議之決議案，主張爲中國而穩定銀價，美國白銀派，以爲現在之中國，感受銀價跌落之痛苦，故認爲提高銀價，將與中國極大之裨益，『蓋因此可增加四萬萬人民之購買力也。』即十二月二十一日，羅斯福總統之銀布告文，亦特別注意與他國政府，作正當之合作，以『提高用銀國人民之購買力』。對於用銀國家之真實狀況，則完全不知，今日世界上銀本位國，僅中國香港及伊索皮亞而已。

美國大舉收買生銀，實對中國毫無裨益。中國亦若其他國家，進口商品之貨值，大部恃出口商品支付之。中國每年既有大量之生銀進口，按照生銀亦爲商品而論，彼以利益攸關，亦不願銀價提高。蓋提高銀價以後，彼須付較前多量之商品，以交換生銀也。即就通貨而言，銀價提高，彼亦無何實惠。中國物價，自一九二九年起，頗屬穩定，或且較任何金本位國家，更爲安寧。惟自一九三三年一月以後，物價告跌，上海躉售物價指數，自一九三三年一月至十一月，除一月物價不變外，可謂無月不跌。但至十一月，亦祇較一月跌落百分之八。美國之白銀派，猶不之信，對於中國之貧苦人民，仍時時加以密切之懸念，以貓哭老鼠假慈悲之態度，謀自身之利益。蔑視中國之情形，採用一種之方策，提高中國之銀價，壓抑物價，如斯之舉，直爲增加中國人民之債務負擔耳。簡而言之，提高銀價，乃迫使中國人民，遭受『通貨緊縮時之艱難。』白銀派建議白銀再作貨幣，不過欲救濟本國之銀礦業耳，殊

不知中國之銀價，如一旦提高，則將鼓勵大量貨物之進口，並減少出口貨物，終使物價大跌。中國且將由銀輸入國，一變而為銀輸出國，結果將有大量之白銀輸入於歐美印度之市場也。

自一九二九年世界經濟恐慌以來，中國之對外貿易，較美國及其他用金國家，受害為淺。中國與世界各國間，尚能維持固有之貿易地位。自一九二九年至一九三二年，中國之國際貿易，在世界國際貿易總額中所占之地位，已由百分之二·一三，降至一·九〇。而美國亦已由一三·八三降至一〇·九二矣。

六 產銀各國

第四類之國家，包括各主要產銀國，即美國坎拿大澳大利亞秘魯及墨西哥等。美國固已放棄售銀，即其他四國，按照白銀協定之規定，四年期內所產之銀，亦將犧牲而不售於市場。——直至協定期滿為止——且美國政府，每年更須收買白銀，至收買數量，約等印度及西班牙，出售於世界市場白銀額八分之五。美國政府，今後將採取另一方式，課美國人民之稅賦，每年以數百萬元，付與產銀者，作為政府對彼生產之獎金。並助印度及西班牙，以善價脫售其存銀。此項獎金，頗能鼓勵美國銀之生產，將來之結果，政府勢必受嚴重之壓迫，繼續收買本國新生產之白銀也。

美國貨幣銀之供給，逐年累積，此項累積之貨幣銀，既不能鑄造銀幣，盡量流通於市場；（註一）金本位國家，

又不能用作準備，（註二）大量之死銀，存於美國國庫內，大有如潛主（Dabbler）項下之懸劍，決非安泰之兆。印度今日巨額存銀之情形，將重見於美國。迨至將來，美國政府，又將傾其全力，對付白銀問題。亦將如今日之印度與西班牙，設法銷售白銀之存積。若事實果不出作者之意料，則美國今日對待他國之態度，是否他國能於將來還諸美國？如不能，則美國又將何處尋訪義俠之國家，以脫售其生銀乎？出席世界經濟會議之其他六十五國，必不願收買之，然則今日對於美國購銀提議，表示熱烈之贊同者，寧不可異乎？

（註一）參看一三頁及七二頁。

（註二）參看一四、一五頁及七二——七三頁。



第九章 補償本位

補償本位之計劃，其目的在使金元之金成分，隨時按照物價指數而變更，使金元之價值或購買力，永久不變。

補償本位 (Commodity dollar or Compensated dollar) 之意義，雖百年以前，已無時不為經濟學家，互相討論，然用於今日，究不失為較新之名詞也。

一八七九年前，美國之天文學家紐昆 (Simon Newcomb) 氏，首先設計一種補償本位計劃。十二年後，英人威廉 (Aneurin Williams) 氏，草擬完成較紐昆氏更為詳細之補償本位計劃。惟當初之建議，終不能引起人民之注意，至一九一一年，費休 (Irving Fisher) 教授，獨創一種補償本位計劃。彼之見解，優於前人，創造計劃之後，並負提倡該項計劃之責，藉以喚起民衆之興趣。現在經濟界中所討論之補償本位，雖有各種，然費休氏於其所著穩定金元 (Stabilizing the Dollar) 一書中，設計之補償本位為最優，且著名於世者。本章所指之補償本位，蓋即屬之，該計劃簡略之說明如後。

一 補償本位為固定貨幣價值之計劃

美國之度量衡，各有單位，如權衡則有磅爲固定之單位；量尺度則有呎爲固定之單位；如量容積則有夸透（Quart）爲固定之單位。惟美國價值之單位，在金本位時代，所用者並非固定之單位。但金元之價值，無論其如何變化，彼金幣固定之分量中，包含二三·二二格令之純金，此卽金幣之金成分也。自世界黃金，受供求之衝擊，致金價倏忽千變。美國金單位之價值，自亦不免受金價漲落而變遷，不能固定，貨幣單位不能穩定，實爲貨幣上嚴重之缺點，尤以債權債務兩者之間，所受之影響非淺。（註）

爲免除此項困難起見，經濟學界有主張應用補償本位之計劃者，使金元之重量，可以隨時變更，以求金元之價值固定。在任何時期，能購同量之貨物，換言之，卽使金元有一定之價值，有固定之購買力。提倡補償本位者，以爲若稱補償本位爲橡皮本位（Rubber dollar），則全屬誤解。補償本位之真義，蓋補償本位最重要之目的，卽在免除橡皮性之金元價值，此乃補償本位之使命。至於分量之加減，對於金幣之本身，實無足輕重者也。

最初之商品貨幣（Commodity dollar），（卽補償本位之貨幣）須規定相等某分量之金，此項商品貨幣，並不需鑄造而流通市面，僅祇用紙幣之格式，以資流通。惟此種紙幣，隨時可以兌換分量不等之金塊，所謂金塊貨幣（The bullion dollar）是也。

（註）參看第六頁至第七頁

二 商品貨幣價值之決定方法

如實行補償本位時，政府須將人民經濟生活上所需之主要商品，訂立一物價總指數。此項物價指數，規定相當之時期，或即每兩月出版一次。當物價指數提高時，金塊貨幣之重量亦增加；反之，物價指數跌落時，金塊貨幣之重量亦減。倘商品貨幣開始之時，金塊貨幣一元，含純金二三·二二格令，如至第一次之兩月底，物價指數由一〇〇漲至一〇一，因之兩月前購買經濟生活上所必需之商品，價值一〇〇元者，今則須以一〇一元，方能購得，蓋物價已提高百分之一也。物價高即貨幣價跌，換言之，即貨幣之購買力跌。爲欲求購買力之前後相同，故金塊貨幣之重量，亦須增加百分之一，即從每元含純金二三·二二格令，增至二三·四五二格令。前發之金塊貨幣紙券，現可兌換已增重量之金塊貨幣。至第二次之兩月底時，倘物價指數又漲，則金塊貨幣之重量，亦將同樣之增加。此種步驟，每兩月必需實行一次，直至物價指數回落至一〇〇爲止。反之，倘任何一期之二月底，物價指數跌至一〇〇以下，則金塊貨幣之重量，亦須減少。此後每逢兩月以後，如物價仍跌，則金塊貨幣之重量仍減，直至物價指數，回復至一〇〇爲止。

或有人問於費休曰：『然則君何以知物價指數，至一〇一時，金塊貨幣須增加百分之一之重量，適足以使指數，仍回復至一〇〇乎？』費休教授之答覆如何，作者不知，惟據余所知，汽車駕駛輪之旋轉，必於其齒輪之中，蓋齒輪與駕駛輪，互相吻合也。』

倘商品貨幣第一次之校正，過或不足，則第二次計算所得之指數，即能知其原因，而加以必要之校正。如是

每兩月繼續一次，以完成商品貨幣之目的。

政府購買金塊，可以金塊貨幣紙券付之。每元紙券，可向準備局兌換金塊貨幣一元。換言之，政府可隨時出售其金塊貨幣，以調換金塊貨幣券，惟其兌換率，較以一元紙幣兌換一元金塊貨幣之價格稍高。政府買賣金塊貨幣之差益，在開始實行時，提議為百分之一，蓋欲藉以避免人民之買賣黃金，作危險之投機舉動；並預防金塊貨幣金成分之增減損失。金塊貨幣之重量，任何時不能漲落過百分之一，故費休氏主張，應由政府出售金塊貨幣時，收取百分之一費用，藉以毀滅投機者買賣政府黃金之利益。否則投機者，可於金塊貨幣預期將減少分量以前，盡量收買政府之金，待金塊貨幣重量既減之後，再將熔成之金塊，售之於政府，一轉讓間，投機者即有利可圖，亦即政府之損失。反之，於金塊貨幣預期將增加重量之前，以金售與政府，待金塊貨幣重量既增之後，又向政府收買，而得相當之利潤。故費休教授以為若能由政府徵費百分之一，即使投機者如何投機，購買金塊貨幣，須包括費用及風險等，在兩閱月中，恐亦無利可圖也。

三 對於商品貨幣計劃之批評

一九一一年，費休氏第一次發表其商品貨幣之計劃。自對經濟學界提出討論以後，社會人士，議論紛紜，此項計劃，且被歐美之經濟學家，強力之反對。但費休及贊成費休一派之經濟學家，卒能力挫各界之非難，經多次

之反對，該計劃亦隨時修改，愈臻完善。至於反對派對該計劃詳細之批評，實非本章所能盡述，作者就個人見聞所及，摘錄概要，蓋信此乃反對該計劃最充足之理由也。

四 物價長期上漲之危險

當物價平準上漲之時期，金塊貨幣之金成分，亦必同樣之增加。因之代表金塊貨幣數量之金準備，必因成分增加而減少。流通市上之金塊貨幣券，與金塊貨幣準備之比率，必亦減少無疑。就歷來之經驗觀之，知物價上漲，有時能持續至長時期者。且物價上漲以後，對於金塊貨幣之成分，每年必須宣布，加以糾正，或甚至每月，即須宣布糾正一次。例如美國之舊物價平準，自一八九六年起至一九二〇年夏，無月不在繼續之上漲，至一九二〇年五月，物價達最高峯，較一八九六年之物價，高出百分之二六〇。該時期內，至少有三個月，每月增加百分之六，甚或百分之六以上；並至少有六個月，物價每月增加百分之四以上。反之，物價下跌，則金塊貨幣之重量，亦繼續減輕，而金準備之比率，反因此而增加矣。

五 金買賣之投機

反對商品貨幣計劃之第二理由，即為當物價猛烈之上漲或跌落時，必將發生金塊貨幣嚴重之投機，使補

價本位貨幣之計劃，不能達到校正物價之目的。費休氏之計劃，提議政府於買賣金塊貨幣之時，有百分之一之收入，使每兩月內，物價之變動，限制於百分之一以內，故該項計劃，不致發生困難。但倘使一旦物價長期之猛漲或猛跌，則施行此項方法，能否有效，殊屬可疑。關於此項之困難，一九三三年十二月十二日，出版之撒斯經濟刊 (Chase Economic Bulletin) 安特生博士 (Dr. B. M. Anderson) 曾為文討論之。其標題曰：『商品貨幣事實上不能施行之理由』。下段即其所述理由之大概：

『茲先從物價下跌事件言之，假定物價跌落百分之二或百分之三，且仍有繼續下跌之趨勢，則預期今後之兩三月內，兌券當局，必將繼物價跌落之後，略減金塊貨幣之金成分。外人預料金成分之必減，將收回彼在美國市場上之金錢，並盡起其存於美國銀行之存款，換成黃金，以避免將來減少成分百分之二或百分之三之損失。外人此種舉動，試問果能免乎？投機者將踴躍以其貨幣，兌成生金，以防日後貨幣之減少成色，迨至已減之後，彼仍可持金向兌券當局，換取較前更多之貨幣，試問此種舉動，又能免乎？有國外債務之人民，或須付國外款項之人民，彼必將迅即購買匯票，以避免金成分減少之損失，試問美國之現金，是否將源源流出國外乎？上述種種之事實，是否將使美國貨幣之供給減少——蓋人民雅不願因蓄藏紙幣而受損失，樂向當局兌換現金而窖藏也。是否能免銀行之準備金，不為存戶提去，使金融緊迫，提高短期借款之利率，以及減少商品及證券之放款乎？藉金融緊迫而提高物價，斯豈為正當之途徑也？』

哉！

六 商品貨幣與美國之對外貿易

倘補償本位制度，僅有美國一國採行，則實施以後，必將使美國之對外貿易，陷入不安及投機情形之下。美國與其他各國間匯價之變動，亦將擴大範圍。故從對外貿易之立場而言，如補償本位，一旦實行，則美國亦將遭受數年前中國所受之困難。蓋數年以前，世界各國，均已先後採用金本位制，獨中國尚屬銀本位之國家也。雖然，補償本位制度，倘能為世界主要商業各國所採用，而以國際之物價指數作基礎，則施行商品貨幣，不難克服困難。但希望國際採用，與事實相差太遠，故二十一年前費休氏答覆各界對此計劃批評之文中，亦嘗謂：（註）

「余無早日採用任何計劃，以劃一貨幣價值之幻想，蓋今日尚非其時，須期待於百年之後也。……」

（註） *The American Economic Review, Supplement, March, 1913, p. 46.*

七 補償本位計劃忽視影響物價有力之心理作用

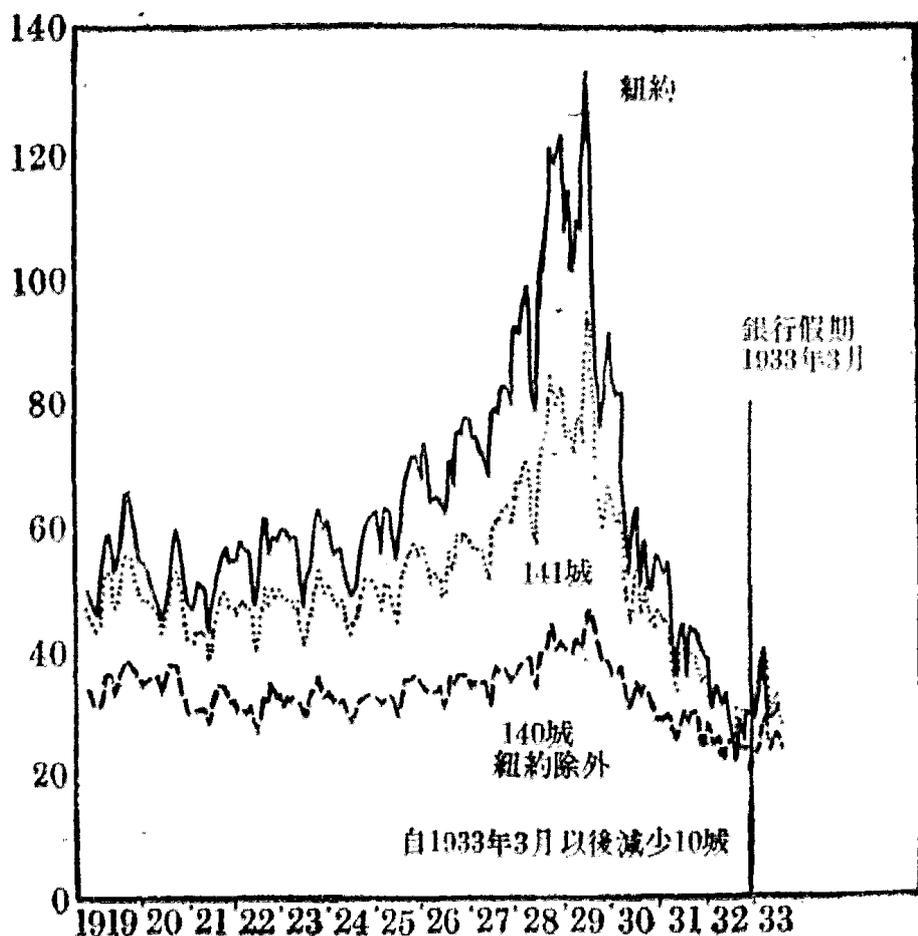
補償本位計劃，最可訾議者，厥為該項計劃，太拘泥於機械之原理，即貨幣及銀行信用，對於物價之關係，而對於人類情感之變遷，評價過低。蓋當茲經濟政治逼迫之秋，人類之情感，如同情心與成見心，希望心與恐懼心，

皆對於物價之變動，有極大之影響者也。

作者於第四章中，說明物價乃通貨供給相互作用之結果。所謂通貨，即包括貨幣與可出支票之銀行存款而言，此項通貨之需要，全恃交易及務服之實在數量以爲斷。更有一事宜注意者，即通貨之供給，並不單指貨幣及銀行存款之數量，而此項貨幣及銀行存款流通之速度，亦與通貨之供給有關。在白賴安（Bradley）銀幣自由鑄造運動時代，流通速度常以十小丑之例證解釋之。蓋有兩種之劇情焉，第一種之劇情，即十小丑整列於舞臺之上，每一小丑必欠他小丑一元，而每一小丑之手中，僅有一元。當電鈴輕叩之後，第一號小丑，即將其所有之一元，還與第二號；第二號亦將其所有之一元，還與第三號；如是輪流傳遞，直至第十號小丑，將其所有之一元，還與第一號小丑爲止。在此例證中，此十元貨幣之價值，確已用作十元，每元均流通一次。第二種之劇情，十小丑亦端立於劇臺上，每一小丑欠他小丑一元，惟第一號小丑手中，有貨幣一元，餘皆赤手空拳。當電鈴輕按之後，第一號小丑，即將其手中之一元，還第二號；第二號小丑，即以第一號還來之一元，轉還與第三號；如此輪流經過，直至第十號小丑，將第九號還來之一元，再還與第一號小丑爲止。在此例證中，確亦已應用十元價值之貨幣，但此十元價值之貨幣，僅由一元流通十次而造成，此即所謂流通速度也。美國之貨幣，有時流通甚速，有時則遲緩異常，至於蓄藏之貨幣，其流通速度爲零。

現在美國商業交易百分之九〇，全恃簽發銀行支票而成，即所謂『存款通貨』（Deposit currency）

各大城市會員銀行活期存款流通速度比較圖
(根據紐約聯邦準備銀行數字)



是也。商人買賣，其收入及支出，實際上均以支票為之。彼將每日由交易而收得之支票，存入銀行，遇本人須付款

時，即簽發支票與收款人，由收款人向銀行領款，或用上述同樣之方法，存入銀行。倘此商於一年以內，銀行之存款額，每日平均有一萬元，而是年該商簽發支票之總額，為一〇〇，〇〇〇元，則彼之存款，即已流通十次。亦即每年存款流通之速度為十也。倘彼於一年內，對彼銀行簽發二十萬元之支票，則其速度為二十次。如支票之總額為三十萬元，則其速度為三十次。無論其速度大小如何，銀行所需之法現金或存款準備，則仍不變。蓋存款準備，為存款結存額之一部，有固定之百分數，而與存款通貨之周轉或速度，毫無

關係者也。輒近美國十五年來，一四一城之會員銀行，（註一）每月活期存款流通之速度，各城之間，數字相差甚大。即在每一城市內，各時之流通速度亦不同。如前所述，當商業活動之時，及經濟形勢，使商人之信任增強時，則存款通貨流通之速度亦增。反之，當商業不景氣時，及商人對於經濟前途之希望，發生懷疑時，存款通貨之流通速度亦減。在市價飛漲時，或在商業衰頹時，存款通貨流通之速度，必依照商業信任之變遷而增減。（註二）存款不動時，則亦如貨幣之窖藏，將影響及於物價也。上列圖表，表示十五年來，紐約各銀行存款流通速度之變遷，紐約以外，一四〇城各銀行存款流通速度之變遷，及兩者合併（一四一城）之變遷情形。觀圖可知最近之七年以來，其變化之情形，尤為巨大。

（註一）自一九三三年三月銀行休假之後，數字僅包括一三一城。

（註二）關於商業信任，存款流通速度及物價間之關係可參考拙著“Controlled Inflation” in *American Economic Review*,

Supplement, March, 1934. 並參看 100 頁備註

八 貨幣及存款通貨之流通速度與物價

自一九二九年十月與一九三〇年，經濟恐慌發生以來，美國政府及聯邦準備當局，實事求是，努力於物價跌落之挽救。由聯邦準備銀行，在市場上大量收買政府之證券，使其價格擡高，其目的在充足會員銀行之準備

金，並實行強有力之信用膨脹。一時通貨之供給，且較一九二九年商業興盛時而上之。聯邦準備銀行之再貼現率，常維持於最低程度，採用再貼現率極度自由之政策，使信用膨脹，不致歸於泡影。中央政府，並由金融善後公同 (Reconstruction Finance Corporation)，或由其他之途徑，以大量之款項，貸與人民，以冀回復昔日之物價。自一九二九年十月，經濟崩潰發生以來，截止一九三三年，除一九三三上半年數月外，商業信任，無時不減。故銀行存款流通之速率，亦激劇下跌。存款通貨膨脹之努力，隨流通速度猛跌而消滅。縱使美國如何致力復興，自一九二九年至一九三三年，物價仍無時不跌，惟在一九三三年，僅有數月稍有增加耳。

僅任用機械式的增加通貨之數量，及準備銀行信用之數量，欲思管理物價，提高物價，豈不憂憂乎難哉。茲有一絕好之譬謂，即『君能導馬至水泉，馬不飲，君不能強使之飲，』故縱使銀行信用利率甚低，供給甚豐，但誠實可靠之商人，彼對商業情形之現狀缺少信任時，或彼認為如欲推廣其商業，有損無益時，決不願用銀行低息之信用，以作繭自縛也。政府及聯邦準備銀行，在不兌現紙幣時代 (Inconvertible paper money régime)，雖能對於貨幣及存款通貨之數量，加以相當之統制，但必不能統制流通之速度。通貨流通之速度，全繫於商業情形信任與否，(註) 商人之希望與恐懼如何，情感與成見如何。故感情與心理作用，均有重大之關係者也。此乃古今相同，最主要之理由，即物價平準，不能隨時為變換金塊貨幣重量所左右也。

(註) 商業狀況之信任與一國貨幣之信任不同；商業信任低，則通貨之流通速度亦減；一國貨幣之信任甚低，則通貨流通速度反高。

人人須逃避現實之貨幣故也。請再參看五八頁至五九頁及一二五頁。

九 商品貨幣與政治

欲實行一完善之補償本位貨幣，除上述障礙外，政治上亦將有障礙發生焉。物價與民衆及各界，攸切相關，物價之高低，與社會各階級均有密切之關係。——農夫、實業家、商人、職業專門家及主婦。就人類之天性及美國今日之政治而言，華盛頓之任何委員會，均擬如商品貨幣計劃之提議，設法管理美國之物價平準，但此項計劃，將不絕遭受政治上嚴重之壓迫。國會方面，既不免有人反對；即民衆方面，將因個人之利害關係，大肆攻擊。此種壓迫之下，常使科學的及公正之管理，宣告破產。當軸者常思維持物價指數於水準（一〇〇）而可以個人有關之商品，升降而造成之，故隨時有數種商品之物價上漲，而又有數種物價下跌之現象。當一般物價提高時，某種商品生產者之物價反跌，則彼必將抗拒華盛頓當局強有力之政治壓迫。蓋彼認爲增加金塊貨幣之重量，以減低一般之物價平準，將使彼已跌之物價，更爲不振。譬謂政府之物價指數，顯示增加，而同時棉麥之價格，因受生產過剩或市況不振之影響，貶跌頗巨，如此情形，試問其將發生何種之現象乎？

十 結論

總而言之，現在經濟政治情形下之美國，商品之價格，全繫於普通之需要。如黃金價格，得能穩定，則固較應用任何機械的商品貨幣，以管理物價為可靠。——因黃金即使有極大之供給，亦能暢銷於市場，況其每年之產額甚少，僅占全世界黃金存積額之一小部分也。——故此項商品貨幣計劃，或能在遙遠之理想的將來，實行於新式之國家，若欲於一九三四年，實行於美國，乃勢所不能者也。

第十章 債務者與債權者

現在美國實行之膨脹通貨，與債務者及債權者之關係——美國全國之農業抵押借款，僅等於紐約一市之地產抵押借款——債務者與債權者。

現在美國通貨膨脹問題中，最重要之情形，厥為債務者與債權者間，因此而發生之關係。通貨膨脹及通貨緊縮之性質，作者已於第四章中，加以申述，施行該項政策之普通原則，及與債務之關係，亦已略有所述。本章之目的，在敘述現在美國之通貨膨脹，與國內債務者及債權者間，今後將發生若何之影響，此則本章之所由成也。

一 美國債務之總額

美國今日之內債，究有若干，真確之數字，作者亦不能知，惟負責當局估計之數字，則可約略為讀者告。據全國工業會議委員會 (National Industrial Conference Board) 之調查，一九二九年美國有息之債務，各方面之估計，約由一五五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元至二八五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。各種估計之不同，大部乃因短期債務，期限不同所致。短期債款內，又包括無息之債款，人壽保險金及銀行存款在內。此種美國

債務之估計，不論其爲何種，均足證明美國國內債務數量之龐大也。

克拉克 (Evans Clark) 氏在彼最近出版之『美國內債』(The Internal Debts of the United States) 一書中，嘗將一九三二年之內債，擬一綜合之估計。包括長期債務，短期商業債務，個人與家庭債務，及銀行債務等。內債之總數，估計爲二八五，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，恰如一九二九年估計之最大數字。其中一三四，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，爲長期借款，惟若加分類之統計，則僅一二六，八〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。

長期債務，爲討論通貨膨脹或緊縮最有關係之一種。蓋大部分之短期債務，必簽訂於最近期內，因時期之短促，故債務成立之時，與債務期滿之時，金元之價值，常無巨大之變遷。惟上述之原則，僅適用於普通膨脹及緊縮時期，若在通貨膨脹或緊縮極度之時，則不能適用也。

一三四，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元長期債務之內，其中有一七，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，爲一九三一年已付人壽保險單之價值。而此項保險單之票面額，則共計一〇九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。

長期借款之大部，爲公債與抵押借款。此項借款訂立契約時，特別規定以美國金幣價本。惟此項約言，最近政府已明令停止實行矣。

長期債務之年限，各不相同，有成立於三十年前，或甚且三十年前以上者，有則始成立於經濟衰頹之今日，至大宗之債務，均訂立於一九一三年至一九二九年。一九三三年之一般物價平準，平均較一九一六年後任何

一年爲低，故於一九三三年償付長期債款之本，須付購買力較借時爲高之金元。換言之，在一九三三年償付價值一〇〇元之債款，將較債款訂立時，多付若干蒲式耳（Bushels）之麥穀，或多付若干磅之牛肉，或多付若干包之棉花，此乃債務者嚴重之負擔，且並須繼續履行者也。

二 減輕債務負擔之原則

在討論債款增加負擔之時，及對債務階級甚不公平時，有數種使其減輕之原則，亦當注意及者。蓋此常爲人所忽視，或普通討論此問題時，評價過低。減輕債務負擔之原則如下：

（一）不公平之程度如何，全恃債務成立之日期而定。若債務成立於一九一七年以前，該項債務已經過整個之經濟衰頹時期，現在償本，則可用較債務成立時價值已跌之幣付之。反之，若債務成立於歐戰時期或歐戰後之數年，物價登峯造極之時，則現在債務者之負擔，將意外之加重也。

（二）值茲經濟衰頹之秋，頗有不少之債權者，對其債務者，與以甚大之讓步。如利率之自動減低，核准減少本金之償付，並允許借款報酬（利息金）可以累積。又有若干之債權者，於債務者繼續不履行債務時，並不取消抵押品贖取權之手續。此項讓步，或則事在必行，或則讓步之動機，出於自願，然讓步固爲事實。惟已有頗多之長期借款，成立於經濟恐慌尚未發生以前者，因破產而消滅矣。

(三)自一八九六年至一九二九年，(非如一八九六年以前二十三年內物價繼續之傾跌)大部分之時期，物價告漲。在此整個之時期中，惟有一時期物價大跌，即自一九二〇年夏至一九二一年夏是也。換言之，此三十六年內，(註一)物價長時期之上漲，則大半之債務者，均可以廉價之金元，償付債款之本息。債務者因金元不穩定，而受其惠，惟債權者則受損失矣。

(四)處於今日之恐慌時代，債務者因金元之價值甚高，蒙受額外之負荷。惟其遭受之時間，或者甚暫，蓋現在之不景氣，若能於最短時期，告一結束，回復一九二九年恐慌發生以前，八年半安定時期之物價，則今日債務者之艱難，即可消滅。作者於另文中，對此事嘗加討論，(註二)竊信證論，尚為充足。蓋今日物價指數之倏高倏低，並非由於大戰時及戰後，物價暴漲不能持久之故。縱使無金元之重新評價，苟經濟能恢復繁榮，竊以為一九二六年之物價，不難恢復。倘作者之此項理由，證明甚為充足，則長期債款之本息，在渡過今日經濟衰頹之時期，仍當以價值與主要債務成立時，相同之金幣歸償者也。

(註一) 參看六八至六九頁

(註二) See Kemmerer, E. W., "The Gold Standard and the Present Economic Situation," in Proceedings of the

American Philosophical Society, vol. 71, No. 3(1932), pp. 87-93 and 97-102.

三 債務者

美國債務者為誰？今請為讀者告。惟在回答此問題前，有一事宜加以注意者，即美國大多數之人民，一身兼具債權與債務，故彼對甲為債務者，對乙則為債權者，欲將此兩不同之階級，明白分開，乃事實不許。有數種之商業，兼具此項債務及債權者之現象，範圍甚泛，如銀行彼為所有借款人及所執公債發行者之債權者，然彼又為各種存戶之債務者；又各人壽保險公司，為所執公債及抵押貸款之債權者，又為保險單持票人之債務者。倘以短期債款，亦如長期債款，加以探討，則美國之債權者，尚多於債務者也。

簡而言之，即以克蘭克氏統計數字而論，（註）美國長期債款之主要債務者，依照其有效之數字，債額之多少，可於下表見之：

美國長期債款之債務者及債務數量表

債 務 者	數額(百萬美元)	占總數之百分率
(一) 各城市之地產主	二七·五	二一·七
(二) 金融公司包括人壽保險公司(人壽保險已付價值) 投資信託公司及貸金處	二一·九	一七·三
(三) 全國各州各城及各鎮之人民所欠州債及當地債	一八·七	一四·七

由上表可知八類中最小之債務，為農業押款。全美國之農業押款，適相等於紐約一市之地產押款，或尚不及美國全國市鎮押款 (Urban mortgages) 三分之一

(四)鐵路	一四・三	一一・三
(五)美國公眾所欠聯邦政府之長期債務	一四・二	一一・二
(六)公共事業公司	一一・三	八・九
(七)實業公司	一〇・四	八・二
(八)農民(抵押借款)	八・五	六・七
合 計	一二六・八	一〇〇・〇

(註) The Internal Debts of the United States, p. 6.

四 債權者

至此項借款之債權者爲誰，亦可得而聞乎？美國之債權者，爲握有公債券，抵押契約及票據者，乃美國之人民，商業機關，及公共機關。關於各級之債權者，不幸綜合估計之數字，不能適用。今日若干之數字，可用爲引證者，乃完全根據克蘭克氏之研究。

一。如將各公司債務合計，（鐵路公共事業及工業）則在長期債款中，將占第一之地位，共計債務爲三六，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，或等於美國長期債務總額四分之一以上。公司所有之債務，大部即爲公司之股東，蓋彼等乃公司之主人翁也。

美國各大人壽保險公司，一九三一年底，有發生效力之普通保險單及工業保險單一二二，〇〇〇，〇〇〇號。——幾等於美國人人均有保險單一紙——保險單之票面總額，爲一〇九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。而保險公司收得保險費後，幾完全將其款項，投資於收買公債及經營抵押貸款，彼爲農業押款之最大債主。一九二八年，農業押款百分之二三，卽爲保險公司所經營者。一九三一年，美國城鎮抵押貸款百分之一九，亦爲保險公司所經營。美國有六四一，〇〇〇名之老兵，在一九三二年，有政府保險三，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。此乃美國政府之當然債務，相同於政府之公債，至供給此項保險之資產，不論金元之價值或購買力如何，支付保險款項時，當以規定金元數爲之。至於農業押款，農夫自身，亦占有百分之一四焉。

次論美國各大儲蓄機關之投資，如美國互助儲蓄銀行 (Mutual savings banks) 約有一千三百萬之存戶。一九三二年，存款總額，在一〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元以上。美國之郵政儲蓄銀行 (Postal savings banks) 有一百五十萬以上之存戶，及七五〇，〇〇〇，〇〇〇元之存款。又美國之建築放款聯合會 (Building and loan association) 有一千萬之會員，代表美國節儉建築住宅階級及購買住宅階級。一九三二年，互助儲蓄銀行，股份儲蓄銀行及郵政儲蓄銀行，以其吸收之存款，一〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，幾等於彼彼資額之全部，作地產押款及購買公債之用。而建築貸款聯合會，於一九二九年，亦投資八，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，於城鎮抵押借款。以上數字，可謂代表其資產之大部。此外美國之州立銀行及國立銀行，一九三二

年共有儲蓄存款及定期存款一四，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元。即以收入存款之大部，購買公債，經營押款及票據貼現等。

美國政府，常自傲對其國人，慷慨賜惠，如設立宏偉之大學，完善之醫院，良好之研究所，收藏豐富之公共圖書館，及其他對於人民謀福利之事業。據最近之調查，知從事於民衆福利及宗教事業之財產，交信託公司管理者，約在九，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇元以上。(註)此項財產，出於各界之捐贈，而財產之大部，則投資於社會上，如購買公債及押款，蓋皆有定額之進益者也。

以上諸端，皆為美國長期債款之主要債權者。——人壽保險公司，建築借款聯合會，儲蓄銀行，及其他銀行兼經儲蓄業務者，各大教育機關，慈善機關，宗教機關，及其他為人民謀福利之機關等屬之。

反之，美國長期債款之大部，為各大公司所發之公司債，而公司中之股東，實為其真正之債務者焉。

(註) Wood, Struthers & Co., Trusteeship of American Endowments, p. 6.

五 信託基金之投資

上述之人壽保險公司，儲蓄銀行，建築借款聯合會，及各大教育科學與公共福利機關，將其基金投資於公債及押款，抑或投資於所謂平穩 (Equities)，對於投資之方法，頗少加以選擇。惟美國各州之信託法 (Trustee

(四) 及州立銀行與國立銀行法，對於信託基金之權益，加以有力之保護。用嚴重之政治壓力，迫使各機關將其基金之大部，投資於公債及押款。此項壓力，乃為全國人民之公意。政府有時加壓力於諸銀行，引誘各銀行投資於政府所發之證券，因之美國銀行投資於政府公債者日增。該項資產之增加百分數，大有與日俱進之勢焉。

六 通貨膨脹與債務者及債權者之關係

通貨膨脹以後，究與債權者將發生若何之關係？倘債務者以貶價美元，償付債務，則債權者之所得，即此貶價之美元也。美元貶價之後，則公債及押款之購買力亦減，故貨幣貶價以後，所有各種人壽保險單，建築借款聯合會之放款，儲蓄存款，養老金，年金，及贈與公共福利機關之財產，亦將同樣減少價值。若一旦美國大量之福利贈金，為通貨膨脹，元價貶跌而減少，或甚且為之消滅，則再有何人能補充之？蓋此項贈金，大部均為美國開國時期，富豪所贈。俟後政府管理商業，可謂與日俱進，政府又憑藉增加累進所得稅及遺產稅，以彌補政府支出之日增。故在現狀之下，美國人民之負擔至重，欲冀富豪再贈款予民衆福利之機關，其可得耶？

七 公司股東與公司債券所有者

通貨膨脹以後，則幣價貶跌，物價上漲。此時期內之公司，因物價大漲，故公司股東之收入，遠出於自然進益

之上。而公司債券所有者，則反因幣價跌而遭受損失，欲解釋此理由，可舉簡例以明之。

假定某公司有資本壹千萬元，其中二百萬元，為年息四釐半之第一期長期抵押公債，三百萬元為年息六釐之長期無抵押債券，餘額五百萬元，則為普通股票。又假定此公司，經營一種工業品，其躉售物價，為每件一元。並假定該公司，在世界經濟衰頹之前，營業頗為興盛，故彼經營所得，足付債券之利息，即普通股亦有優厚之紅利。除付各項費用以外，且尚有適當之盈餘。

此公司由興盛之一九二九年，忽忽已至一九三三年二月，因受世界產業界不景氣之影響，假定該公司歷年累積之盈餘，均已抵償虧蝕。普通股之紅利，亦久已停止支付，雖公司之進益，尚足付第一期抵押債券之利息而有餘，惟所存者，僅可付無抵押債務之利息。此種情形之下，假定彼之第一期抵押債券，仍可於市場上，售價與票面額相等，但無抵押之債券，則已跌至票面額之半值，而普通股且僅值票面額之二成。

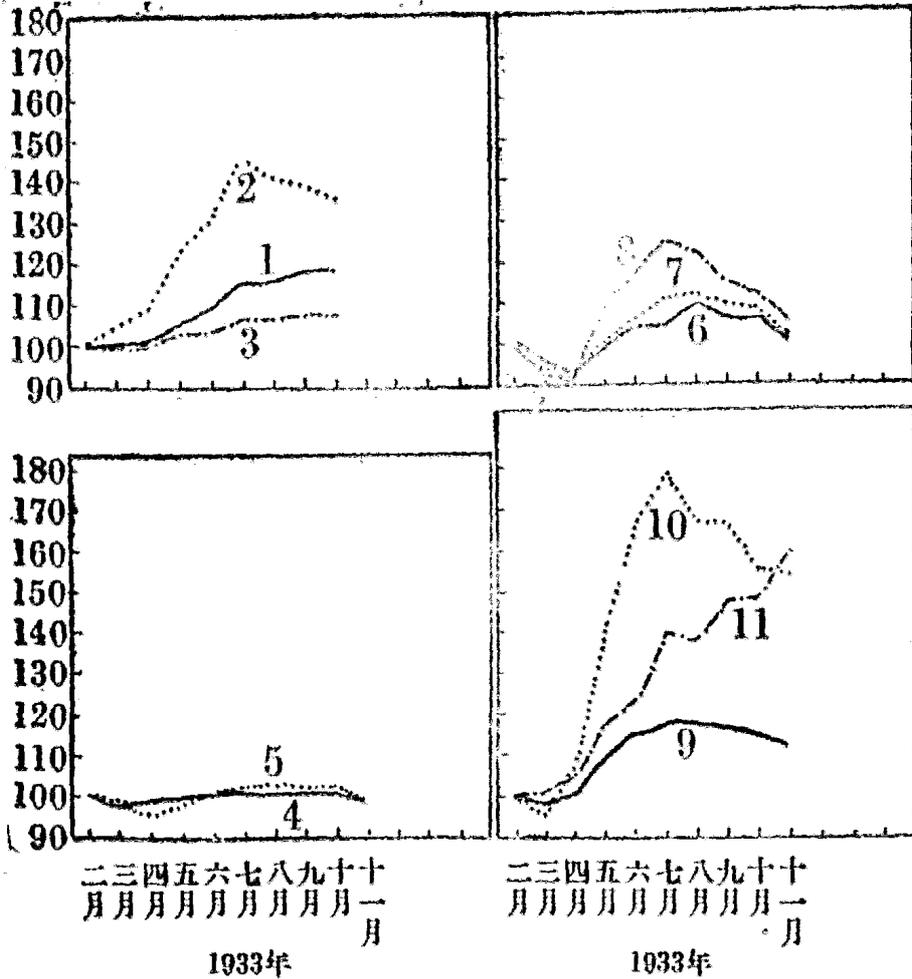
類如上述情形，吾人再假定，國家適於此時，開始嚴重之膨脹通貨，致金元價值，至一九三三年二月，貶跌至僅值膨脹前四分之一。而物價平準，再經相當時期後，結果較一九三三年二月，增加四倍。

該公司生產之商品，因通貨膨脹，物價提高，故亦由每件一元，漲至四元。其製造費用及分配費用，亦同比例之增加。而公司之總收益，則增加四倍，即公司之資產，如地產及設備等，亦無不因物價漲而提高。但同時公司之債務，以美元作單位者，償還數額仍舊。故現可用每元僅值兩角五分之貶價貨幣，償付一切之債務。然該項美元，

美國各種物價最近趨勢圖

1933年2月=100

第十章 債務者與債權者



- 1 零售物價平準
- 2 農產品零售物價
- 3 一般物價平準
- 4 美國政府公債價格
- 5 最優等公債價格
- 6 優等公債價格
- 7 上等公債價格
- 8 中上等公債價格
- 9 優先股價格
- 10 普通股價格
- 11 法國法郎匯價

在膨脹以前，固一元有一元之價值也。公司發行之第一期抵押債券，此時仍可售票面額之價值。公司進益，既已大增，則無抵押之債券，仍可回漲至法價或法價（票面值）以上。惟公司同樣可以一元僅值二角五分之貨幣，付債債券之本息。公司收入，較前增加四倍，故股東之進益及財產，如以跌價之幣言之，

亦增四倍。公司如須償還上述兩種之債券，則用一元祇值二角五分之貨幣，五百餘萬元，即足够付所有之債務。（本息）故股東不但進益增加，且能由債券持券人方面，獲彼所失。是以普通股之價格，若以新元（即貶價幣）計之，增加尙不至四倍而已也。

故當通貨膨脹時期，爲預防債務者之此項利益起見，社會人士，均轉變其投資之方向，不投資於高級之債券及押款，或甚至不投資於優先股票（Preferred stock），而競尙普通股（Common stock）之投資。至於低級公債，則投資者愈微乎其微矣。

上列四圖，（註）表示自一九三三年二月（即金本位之最後一月）起至最近止，美國每月之物價，公債價格，及股票價格之變動。蓋美國自一九三三年三月，放棄金本位以來，通貨膨脹政策，躍躍欲試，吾人細考各種價格變動之趨勢，即可知矣。

（註） 躉售物價係根據美國勞工統計局之數字；一般物價不準係根據紐約聯邦準備銀行計算之數字；至關於政府公債，優先股票

及普通股票之數字，則由標準統計公司（Standard Statistics Company）供給之；而公司債之數字乃由孟德投資公司

（Moody's Investment Service）所供給。各項數字，均以一九三三年二月作基月，其指數爲一〇〇。

自一九三三年二月起世界之金價即無若何之變遷。

八 通貨膨脹之國家應即急流勇退

由經濟原理與世界貨幣史兩點觀之，昭示於吾人者，即紙幣本位之國家，一經開始膨脹通貨，則管理膨脹通貨，即發生極度之困難。長時期之通貨膨脹，其禍害之大，非可言喻。故通貨膨脹之國家，應即急流勇退，毋為世人所譏，恢復金本位制，乃方為上策也。

第十一章 恢復金本位制之途徑

貨幣不穩定，永爲經濟繁榮之障礙——藉通貨緊縮政策，欲恢復舊時美元一〇〇分之金平價，政治上勢不可能——迅速穩定美元之價值於六角六分半，乃爲永久復興有力之動力。

一 貨幣價值不穩定爲經濟隆盛之障礙

美國及世界各國，已飽受貨幣價值不穩定之經驗，貨幣不穩定，則民衆對於將來貨幣單位之價值，發生極大之恐懼，此實經濟興盛之嚴重障礙也。茲以美國較近之兩次貨幣不穩定事例爲證，其一卽爲一八六六年至一八七八年，南北戰爭後之十三年間，當斯時也，爲綠背紙幣本位時代，綠背紙幣價格貶跌；其一則爲一八九〇年至一八九六年，白蘭安（Bryan）氏積極運動白銀自由鑄造之時。

依照 Thorp and Mitchell 之商業年史（Business Annals），此第一事例之十三年中，四年爲興盛時期，兩年爲興盛與衰頹參半時期，七年爲衰頹時期。至於第二事例之七年，一年爲興盛年，兩年爲興盛與衰頹參半時期，而四年爲衰頹時期。世界各國，幾無一國，不受通貨極度膨脹之經驗，及大戰時期戰後數年，貨幣不定之痛

苦。一九二〇年夏至一九二一年夏，世界之商業崩潰，即爲通貨膨脹促成之代價也。自經歷此次事變以後，世界各國一般普通之要求，莫不急求從速恢復金本位制，故俟後之八年，居於領導地位之國家，相繼實踐，此乃不滿管理紙幣通貨之明證也。

貨幣不穩定，爲商業繁榮障礙之理由甚簡。蓋大部分之商業，均與將來有關，商業十之八九，成立於信用之上，且有一部分之商業，全恃長期信用所促成。訂立商業合同，實際上常以元爲單位，倘實行通貨膨脹政策（或通貨緊縮政策）則各項商業內各種不同商品之價格，如各種原料之價格，各種機器及建築材料之價格，各種勞工之工資，及各種之納稅，必爲通貨膨脹或緊縮政策，感受參差不齊之變遷。且此種變遷之程度及存在之時期，非可預料者。在通貨膨脹環境之下，僅有少數之信用商人，願自動履行將來之義務，亦惟有少數人民，願將其錢長期貸出，如購買公債及其他舉動。通常之人民，則均不敢爲者，蓋貨幣價值不安定，則悠悠之將來，當長期債券還本時，又不知貨幣價值變化至如何矣。

一九三三年之春夏兩季，美國實行通貨膨脹之風傳，甚囂塵上，故當時即有數種之工商業，有狂熱活動之趨勢，蓋預料其必須漲價也。但此種興盛，僅屬一時，不能持久。由美國最近之事實，即可窺見。除非美國政府採取價值一定不變之貨幣單位，此種單位，在其草創時期，人民必須絕對信任，使能回復從前經濟狀態，而達長期有秩序之繁榮。率直言之，美國宜從速恢復金本位制，方爲上策也。

二 穩定計劃須得民衆之信任

不論何種之穩定計劃，欲望其相當成功，必先喚起民衆強烈之信任心。無需其他之附帶條件，亦不容唯唯否否。穩定計劃必需有一定之方針，有積極之行動，有永久之性質。倘政府能事實上穩定貨幣，則法律上更易爲力，蓋人民見政府躊躇不決，或不願負起責任，積極約束自身，或永久延擱其計劃，則民衆對於任何之穩定計劃，必不加以信任者也。

三 穩定之途徑

美國社會上，常聞有一部分人，主張待通貨達到『自然之平準』後，再實行穩定幣價，此實謬見。作者在過去時間，嘗前後助理十一國家，整理財政，均藉採用金本位制，以安定各國之通貨。此十一國家，無一國不有討論『自然之平準』者，惟各國均未發見。就作者所知，在貶價紙幣本位國家內，何謂自然之物價水準，或用何法決定，則亦無人能答。當美國貶價綠背紙幣本位時代，社會人士，頗多關於恢復兌現之討論，並有一種普遍之標語，爲徹斯 (Salmon P. Chase) 氏所擬訂者，曰：『有兌現之決心，必可使貨幣兌現。』今日吾人之口號，曰：『有穩定貨幣之決心，必能使貨幣穩定。』

四 主張通貨緊縮者之理由

今日有若干之經濟學家，及金融界之優秀人物，——此項專家所持關於通貨問題之言論，頗值加以非常之注意——彼信解決通貨問題最良之方策，乃爲安定美國之通貨。用收縮政策，恢復至昔日之金元平價，此項政策，美國於南北戰爭後，綠背紙幣時代之英國亦於歐戰後，採用此策，恢復金鎊。然按照彼國經濟學界之權威，則認爲此項舉動，實屬謬誤。在美國則行之十三年始告厥成，在英國則經七年，此兩事件，其所經驗之步驟，均極困難者也。

根據道德上之理由，主張從速恢復昔日之金平價，尤爲有力。美國現存大部分之長期債務，均成立於金本位時代。訂立此項契約時，債務債權雙方，默認當以美國有歷史性之金元，償付本息，爲避免對此問題發生懷疑起見，故債券及押款訂約時，特註明將來支付，當以美國標準重量及成色之金幣爲之，蓋爲避免糾紛故也。

南北戰爭後，爲時不久，（一八六八年）美國最高法院，即發生勃勞生（Bronson）控訴陸第斯（Rodes）之案件。最後法院之判決，爲債務債權雙方，所訂立之契約有效，且法律上必需履行。後在貶價紙幣本位之暮年，及一八九六年白蘭安氏選舉失敗後，白銀之爭論亦止。然社會人士，對於將來美元之價值如何，頗難預料。故此時期所發之債券，如有價本以金元之條文，則方能銷售予民衆，輔助債務者之募集，否則債券頗不易引人之購

買也。

美國中央政府，各州政府，及各市政府，邇後當公債發行之時，在債款契約之內，亦逐漸採取包括此項金條文（Gold clause）之政策。並亦如其他鐵路公司，實業公司，及私人債務者，同獲加入此項條文之利益。政府早擬回復金本位制，惟經過跌價紙幣時代以後，可大減金值，然後再固定貨幣，以減值之金元償付未到期之公債。政府又令其他債務者，付其債券及押款時，依照金條文之規定，新鑄之減值幣，與條文規定之幣相同。主張道德者，認為如此行爲，實屬違背信用，惟事實上金元之價值，在契約簽訂時，已不穩定，契約之雙方，所以列入金條文者，固已推測將來必有變化也。

在幣價跌落時，民衆之收入，均爲貶價之紙幣，在此時期，強欲使民衆以昔日標準重量及成色之金元償付債務，實屬不可思議。此種道德問題，唯一之解決辦法，按照一部分經濟學家之意見，應恢復金元曩昔之價值。

除上述之道德理由外，一般人士，尙有兩種經濟上之意見，擁護其結論，今特略述之。

五 貨幣減值之危險先例

債務者自可以貶貨紙幣，付償債款，及利用政府之舉動，取消債款之特別協定。而此項協定訂立之目的，乃爲避免債權者，防止將來金元跌價損失而設。若可不按照協定，則先例一開，其影響於貸款契約將來之保障爲

何如？倘若此項減值貨幣，一經實行，則以後每次發生時，即受一次之損失。並且每次之抵抗力，亦逐次減少，故此例一啓，實危及前途，其結果將使全國商業所維繫之信用作用，愈益困難，而債務者亦將受長時期之更多耗費也。

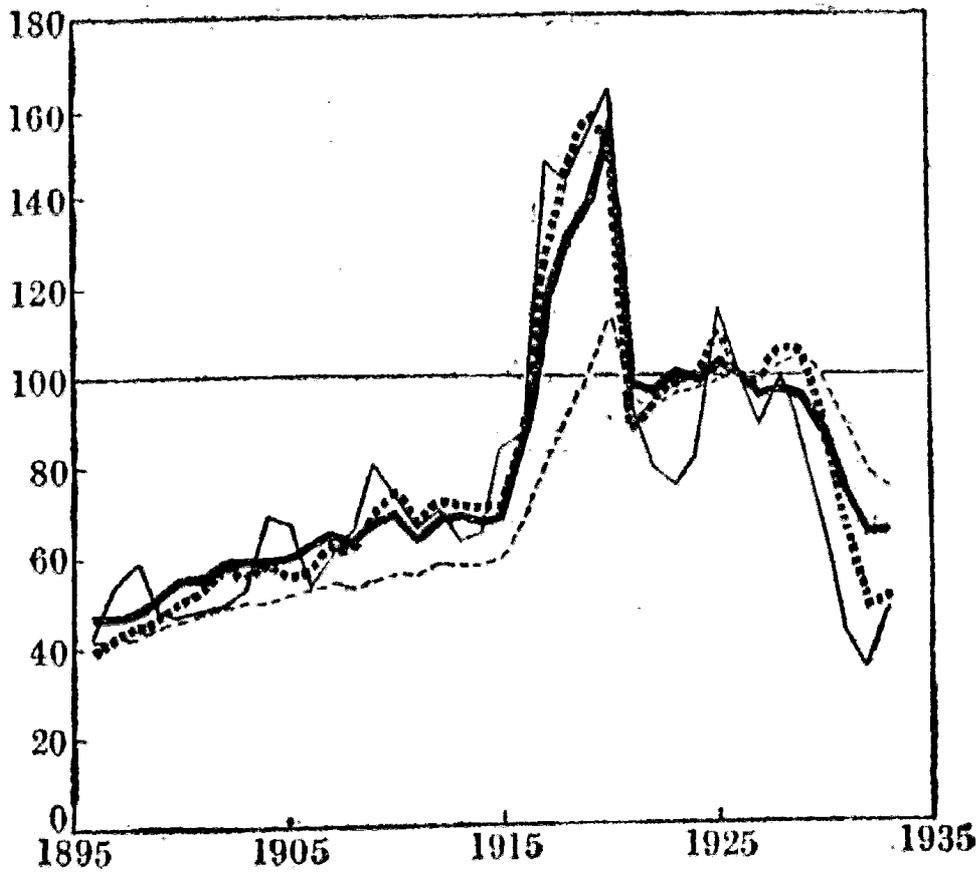
六 金價高漲乃屬臨時之性質

贊成緊縮政策回復至昔日金平價經濟上之第二理由，爲現在物價平準之低落，換言之，即爲現在金元價高所造成。惟金元價漲，乃爲暫時之性質，全爲世界各國，在茲經濟恐慌實業衰頹之時，爭奪黃金蓄藏所致。徵諸既往，即可知之。自一九一三年至一九二九年，美國之躉售物價，固每年平均增加百分之二·四。此乃一八九六年至一九一三年，每年增加之百分數也。

世界物價，最近或可不致發生極大之變遷，蓋世界之人口，及其分布之情形，固無若何之變化。人類之好尚，人類之需要，以及人類之勞力，仍若五年之前。世界上偉大科學及機械之成就，仍與吾人攜手共事。其發明之天才，不亞於昔日，世界之基本商品，據薛納台(Carl Snyder)氏六十年來之調查，知每年約增百分之三。如謂其一朝將有永久之變更，實無可信之理由。金之產量，自一九二一年起，顯有增加。一九一三年起，世界貨幣金之供給，已較世界基本商品，增加更速，即金之效力，用以爲信用結構之基礎者，亦因貨幣與銀行機能之改進，繼續增加。

農產品零售物價與一般物價比較圖

1896—1933
 指數 1926=100
 零售物價，勞工統計局指數——
 一般物價，薛特納氏指數……
 農產物價，勞工統計局指數——
 芝加哥麥價——



甘末爾貨幣論

一三三

一九二九年前之八年半內，物價較為穩定。世界黃金之供給及流通信用，既未發生永久之變動，即世界基本商品之產額，製造與市場之制度，亦未有若何之變遷。故吾人欲捭過罪惡淵藪之今日，回復經濟恐慌前之物價，實亦可能者也。

以上諸事，乃根據一八九六年以來，物價長期趨勢而言，歐戰時期，趨勢線驟變方向，物價暴漲，至現在之恐慌時代，物價又告回跌，茲以圖示之。

七 美元金值貶落之情形

美國紙幣，自美國放棄金本位制以來，至一九三三年十一月，已貶跌百分之三六，意即相等金本位時，美金六角四分。幣價貶跌，應造成美國之物價，較一九三三年二月，提高百分之五六，惟在一九三三年十一月，一般物價，僅稍提高。由此觀之，故頗有一般人士，以爲自二月至十一月，紙幣之金值，確已跌落甚大。至金值所以跌落之主要原因，乃爲美國之資本，羣向國外逃避所致。根據此項臆斷，故認爲如能從速恢復昔日之金本位制，可使美國投資於國外之大量資本，漸回美國。大量資本既回祖國，則必能使金元匯價，恢復昔日之金平價也。

八 藉緊縮欲恢復金平價政治上之不可能

欲藉通貨緊縮，以恢復昔日之金平價，政治上勢不可能之理由，頗爲有力。作者深信，欲冀於今日恢復至昔日之金平價，實爲不智。作者之理由，謂爲經濟上勢所不能，無寧謂爲政治上所不許。全國國民，對於通貨緊縮政策，反對頗烈，如擬實行此策，則使恢復金本位，尙須延擱數年。在此延擱期內，美國經濟之衰頹，仍將繼續延長也。今日國會中人及社會人士，不幸仍有主張通貨膨脹政策者；又有一般人士，無時不在鼓吹貶減幣價，以輕農民及其他債務階級之負擔，此種議論，實具充分之危險性。今日更有一般人民，贊成通貨安定政策 (Balat

ion) 冀能回復昔日之金平價。此等人民，大部均爲華爾街 (Wall Street) 之大腹賈，不肯放棄債權地位之禁樹，甚且華爾街之聖徒，亦不願保全彼在全國各處享有之令譽。竊以爲現在美國，當採取自衛之方策，反對奔騰之通貨膨脹。避免因膨脹而發生之嚴重危險，宜從速重振安定之計劃，以完成健全之貨幣，蓋此實乃今日之要著。當此千鈞一髮，經濟危急之秋，彼執而不化，堅主恢復昔日之金平價者，不第以首撞石，作毫無價值之犧牲。應運用吾人之頭腦，作有價值之貢獻，創造健全之貨幣，斯方爲上策也。

華盛頓之政治醫生，慣以常用之藥劑，診治美國之經濟組織。此項習慣式之藥劑，卽爲通貨膨脹政策。歷年來繼續行之，病者亦尙能忍受，時至今日，此種藥劑，僅具溫和之效，但病者之全身，已爲此項藥劑所困，不能喘息。民衆對於通貨之信任，逐漸退減，吾人於歷來之例證中，卽可知之。如國內資本之外逃，普通股票之增加，高級公債券需要之鬆弛，及如最近美國市場之不穩定，皆足以表明者也。一九三三年，政府放棄金本位制，實屬無謂之舉，且因此鑄成大錯。誠如嬰孩謎語中之英雄，折其牆而欲加以重建，乃一大困難事也。

通貨膨脹過甚之結局，使美國現在之社會，均逃避美元，以免嚴重之損失。欲免除過甚之通貨膨脹，從早恢復金本位制，唯一之途徑，乃爲迅卽安定幣值，定其金值爲六角六分又三分之一。蓋此率與今日紙幣之金值，相差不過，卽定之爲金平價，在目前之環境中，或爲最優之一法。此頗與一九三二年九月，英國金鎊票所規定之金平價，比率相似。若擬再定較高之金值，政治上是否可能，殊屬疑問也。

至於金本位國家之金價，依照其購買力觀之，自美國放棄金本位制後，尙無顯著之變動。如美國規定幣值爲六角六分又三分之二，則現在之物價，可較一九三三年二月，高百分之五〇。最後且能希望達到較一九二六年之舊售價，祇少百分之一〇。至於一般物價平準，可較一九二六年增加百分之一〇，生活費亦將增加百分之四，並可使舊售價，較一九三三年十一月增加百分之二六。一般物價提高百分之四〇，而生活費則增加百分之三六。故此項幣價，一旦實行之後，能使物價提高，且可以救濟債務階級。蓋救濟債務者，乃政府當局所積極主張者也。作者個人，以爲規定美元於六角六分又三分之二，則不出數年，物價實際上之提高，將遠出於意料之上，其理由已述於前。（註）余冀於一九四〇年前，得見金價跌至與一九二六年相彷彿，及能符合作者之所期，則該時美國之物價，當較一九三三年春，增加二倍以上，可預卜也。

當紙幣貶價之時，物價提高較金價爲緩。故若通貨膨脹，繼續實施至物價回復一九二六年之平準時，則紙幣金值之穩定政策，必須見諸實行。當物價已達一九二六年之平準後，頗再有提高之可能。蓋物價上漲，常較金價爲緩，故實行穩定政策之後，與物價之影響亦較緩，勢必物價仍漲，直至物價漲勢追及金價爲止。

（註）參看一〇六頁與一二一至一二三頁

九 穩定政策可與政府鉅大之利益

倘美國政府採取貶價紙幣值六角六分又三分之二美金之穩定計劃，則今日政府及各聯邦準備銀行，所有之金元，每元將等於紙幣一元五角。政府及各聯邦準備銀行之貨幣存積，約為四十萬萬金元，因之將成為六十萬萬元之新幣。按照現在法律，各聯邦準備銀行之利潤，如超過每年會員銀行資本百分之六，則超過之利潤，將全數撥繳政府。即在其他各國，當幣制單位重定價值之時，對於減成所得之利益，將如數交歸國庫。此乃世界各國常用之政策，蓋此種利益，屬諸全國之人民。如此種利益，歸諸中央銀行或民衆，均非良策。故美國因減少美金成分所獲之利潤，當歸於政府者也。

反之，倘政府應用此項利潤，作通貨膨脹及信用膨脹之基礎，藉以彌補浩繁之歲支——政治上嚴重之壓迫，使國家有實行此法之可能——則又將引起極度之通貨膨脹，而將金本位破壞無餘。由貨幣減成所得之利益，應歸之政府，惟現金則須仍歸聯邦準備銀行，蓋美國之存金，現均集中於此。政府應利用此項利潤，償還聯邦準備銀行之債務，至於此種債務，一九三三年底，約共計二，五〇〇，〇〇〇，〇〇〇元，均為政府歷來發行之公債，為聯邦準備銀行認購之。政府對各聯邦準備銀行之債務，數額太多，故致國內流通之信用，全恃政府信用為轉移。一旦政局有變，即受影響。是以政府若能償其過量之債務，則各聯邦準備銀行，亦可各行其所原負之職責，對美國之通貨，能切實之服務也。——當美國商業需要有秩序之管理時，聯邦準備銀行應設法維持健全之通貨，並應規定準備之化用。聯邦準備銀行之職責，非為中央政府之財政經理處也。

一〇 金塊本位制

從速恢復金本位之計劃，應採用金塊本位制，以代昔日之金幣本位制，就現狀而觀，金幣乃一種貨幣上之奢侈品，強欲使其流通市面，實無理由。即使欲流通市面，亦當待金價貶跌後實行之，蓋欲求貨幣穩定起見，應使金幣再流通市面，創造對該金屬需要之增加也。如採用金塊本位制，則兌換券須能隨時兌取金條。至金條一塊，價值約八千美元。聯邦準備銀行，其業務不祇收回銀行所發之兌換券，而付以現金，並亦須發券，收集現金，蓋非有收集現金之權，不足防止外匯元價之暴漲也。否則將造成美國投資國外之資本，流回本國。政府擬訂之強有力穩定計劃，官場布告上，有此一條，良有以也。

若政府能斷然實行此項穩定政策，如總統爲賢明有爲者，則應宣布前總統克利夫蘭(Grover Cleveland)式之咨文，說明政府當局之意見。應用政府所有之財源，用以維持通貨平價之新率，吾敢謂必不致發生金準備告罄之嚴重危險。蓋今日現金準備，可因美元重新估價，增加甚多，即歐洲各國，欲冀收盡美國之現金，事實亦所不許。各國早已在美國之市場，收回其流動金，然並不影響美國。且元價穩定之後，則以前逃避通貨膨脹之危險，美國資本輸往國外者，仍可流回本國。歐洲之金存底，反將暫時向美國流入。自此以後，美國人亦不再願窖藏其所得之金，或投資於國外，良以政府對於幣值，已有穩定之計劃，能藉以鼓吹民衆，增加通貨之信任心。此項迅速

勇敢之穩定計劃，回復對於商業之信任心，將見強有力之動力，趨向有秩序及永久之經濟復興也。

一一 美國總統之穩定計劃

當作者此書付梓時，一九三四年一月十五日，羅斯福總統，咨文國會，宣布彼之穩定計劃。該計劃擬變換政府所存貨幣金之成分，用國會賦與總統之特權，重定金元之價值。規定約等美金五角至六角，政府因重新估價所得之利潤，一部分作為穩定幣價之用，而以其餘額，購買政府發行之公債證券。

該計劃又擬永久停止金幣之流通。至於發行之紙幣，可兌換金條，在某種限度之內，擬訂立一種商品貨幣，並擬增用白銀，作為美國貨幣準備之一部。

該計劃之各種提議，孰是孰非，本書均已討論及之，無容再贅，讀者即可思過半矣。惟該計劃內尚有一種現象，大可評議者，即穩定幣價之新率，似嫌太低。

倘本書上述之假定，（註）理由充足，則現在金價高漲，不過為一種臨時之性質。世界不景氣，一旦安然渡過之後，則今日因經濟恐慌，所引起各處神經質之掠奪黃金，窖藏之騷擾，亦可平息。金價將跌至相近一九二一年至一九二九年之情形，或近如一九二六年之金價。則採取總統穩定計劃之新率，將得如下之結果：穩定計劃之新比率，如規定美金六角，為一新幣，則最後一般物價平準，將較一九三三年十一月之物價平準，提高百分之七

二、或較一九二六年之物價平準，提高百分之二七。如穩定計劃之新比率，規定美金五角，爲一新幣，則最後一般物價平準，將較一九三三年十一月，提高百分之一一，或較一九二六年提高百分之五八。

兩種計劃內任何一種之物價，均可代表金元價值貶跌太巨之結果。物價平準，若較一九三三年十一月，提高百分之一一，意即幣價約等一九三三年十一月之四角七分。又物價平準較一九二六年提高百分之五八，即幣價僅等於一九二六年之六角三分。貨幣貶價，固可輕債務者之負擔，然亦可增加債權者之損失，故對債權階級，至爲不利。作者已於前言，金元成分減少三分之一，已爲最大之限度，倘政治上有辦法，尙以稍減金元成分爲宜。

貨幣問題，已成爲美國全國人民福利之關鍵！故全國人民，宜毋臨渴而掘井，應各抒其偉見，爲全國民衆造福，有厚望焉。

(註) 參看一二二頁至一二三頁



●高級中學
●商科教科
●本

唐慶增編著

經濟知識，在生活上甚為重要。本書係按照教育部頒行之高中商科課程標準編著，專供高中學生或有志研究經濟學者之用。內容學理與事實並重，更就經濟在歷史上之地位，陳述其演變之由來；並處處顧及國情，以與理論相印證。全書分緒論、消耗、生產、分配、交易、財政等章。凡經濟學上之要旨，無不一一論及，文字流利，說理透澈，為初學經濟者絕好讀物。

經濟學概論

世界書局出版

●全一册

版

精裝一元七角半

平裝一元四角

新(32,132)

5613
583-22

768

室書圖聯中

號數 ~~3324-29~~

中華民國二十四年四月初出版

甘未爾貨幣論 (全一册)

Kemmerer on Money

實價國幣八角

(外埠酌加運費匯費)

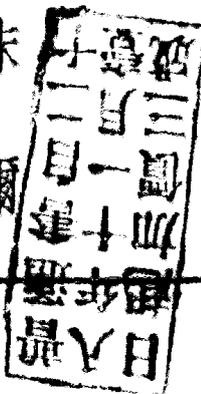
原著者 甘未爾

譯者 耿西

發行者 陸高韻

印出刷版者 世界書局

發行所 上海及各省 世界書局





甘末爾貨幣論 價洋六角

.3

)3