

書叢小學科會社

編主麟秉劉 松炳何

融金界世後戰

著原格催因埃

譯編明子彭



行發館書印務商

書叢小學科會社

編主麟秉劉 松炳何

彭子明編譯  
P. Finzig原著

戰後世界金融

商務印書館發行

中華民國二十六年二月初版

(36246)

社會科學  
小叢書  
戰後世界金融一冊

World Finance Since 1914

每冊實價國幣陸角

外埠酌加運費匯費

P. Finzi

編譯者 彭子明

主編者 劉何秉麟

發行人 王雲五

印刷所 商務印書館

發行所 商務印書館

\*\*\*\*\*  
版 權 所 有  
翻 印 必 究  
\*\*\*\*\*

(本書校對者王永榜)

## 譯者序

原著者埃因催格氏，是一個多產的作家，他的書在英國很銷行。著作總共在十種以上，他自己承認本書是其中最重要的。原書本分爲四篇，一直從大戰開始，敍到一九三五年，第一篇是通貨膨脹，第二篇是通貨安定，第三篇是通貨緊縮，第四篇是通貨回漲。譯者因爲關於戰後通貨膨脹的情形。國內的經濟學家們談到的很多，說得很詳細的亦不少，所以特將第一篇刪去，一則省譯者的時間，二則免得讀者感到聽第二到故事的厭煩。

原書是一九三五年四月以前寫的，出版以後，各國的情形，當然又稍有變動，譬如書中屢提到的英國大選，已在去年十二月舉行了，以保守黨爲主的聯合黨，因爲機會好，得到了當然的勝利，所以對於貨幣政策，沒有多大變動。另一方面，法國亦在今年春天舉行了大選，結果是社會主義黨勝利，並且和共產黨合作，一般人都斷定佛朗遲早會跌價，可是事實上，法國當局屢次聲明要維持佛

朗。

關於“reflation”一字，近來在經濟學上常常看到，但是牠的歷史並不久，解釋亦有幾種，本書作者將牠解作通貨緊縮後的膨脹（參看本文第三篇第二十六章第二節），所以譯作「回漲」最爲適當，可是另外有些人以爲 reflation 不只是緊縮後的膨脹，而膨脹後的緊縮，亦叫作 reflation，這樣一來，可以說把回漲和回縮兩方面都包括在內，意義就比較廣而且更有彈性了。

彭子明序於倫敦，一九三六年九月一日。

## 作者序

一九三五年，在金融史上，是一個重要的標界。世界的通貨緊縮過程，是在這一年結束的，代之而起的，是那種抵抗不住的通貨回漲的壓力。到了這個標界，正是一個好機會，來回溯一下過去二十年間世界金融的發展情形。

在過去六七年間，作者曾發表過許多書本，包括金融史上的各時期或各方面，特別是一九二九年以後本書的野心更大。差不多包括了二十一年，自大戰爆發開始，那時世界正離開所謂金融上的常態。這一個有趣味的時期的初期，離現在已很久，所以我們能夠看得清楚。就是世界恐慌前的比較近的事件，現在亦能夠更冷靜地來觀察。

作者承認近來對於各種很重要的問題，已經改變了意見。各種事件和行爲，在經過了幾年之後看來，和剛發生的時候看來，完全不同。特別是牠們在發展的全趨勢上的比較的重要性，現在能

够測量得更正確。且舉一個例來說，在一九三一年，作者認爲法國在國際金融上的那種政治式的態度，是世界恐慌的主要原因。現在卻覺得那只是執行者——說得更正確一點，是無數執行者中之一——基本勢力，只是經牠的手而產生不可免的影響。作者雖然仍原相信法國那種政治式的財政，對於恐慌有很大的責任，但是同樣相信，在一九二五到一九二九年間，通貨安定時的環境，既是那樣嚴重恐慌的來到，只是時間問題，而且即使法國政府沒有採行那種破壞的政策，恐慌亦是會發生的。

作者對於貨幣政策的整個問題，亦改變了態度。雖然從來就不是嚴格的正統學派的信徒，但是受了過去五年間的教訓，離十九世紀的古典學說更遠了。作者雖然不理會那些相信貨幣魔術家會解決世界的禍害的人，但對於那些以爲應當犧牲一切來維持貨幣的原狀的人，亦完全不同。在近年來通貨回漲經驗的影響之下，作者現在比過去更贊成一種和緩的有計劃的通貨膨脹政策。

作者覺得改變態度，並不是什麼可恥的事。固然有些人以爲一旦在書本上決定了態度，就無

論在什麼情形之下，都要極力固守那種態度，這些人當然會嘲笑作者。可是作者覺得在改變了的環境之下改變態度，並不一定是矛盾。反之，那些不願受事實的影響的人，纔是矛盾和頑固，這是道德上的卑怯和知能上的不誠實。無偏見的人，只要有新的事實作後盾，便應當毫無遲疑地改變他的意見，並且應當承認。

作者對於批評過去二十一年間的貨幣政策，是用向後衝擊的辦法，這是歷史所不能免的。一個歷史家批評過去的行爲，並不是說，如果是他，便能避免那種錯誤。他的工作，是指出那種行爲根據以後的事實看來是一種錯誤。其實要從過去的經驗中得到利益，只有對之加以批評的檢討。但是批評並不是責難。雖然我們必須摘發以往的錯誤，但同時應當說明錯誤所由產生的環境。譬如作者認爲過去十五年間冒頭的錯誤，是戰後的政治家在一九二〇年所犯的，他們用提高再貼現率和限制信用的辦法，來制止商業上的景氣，而不顧商品價格的上漲，只是戰時虛構財富增加所引起的調整的自然過程那事實。作者覺得應當讓商品價格上漲，然後根據最景氣的時候的水準來貶低幣值。如果這樣辦，一定可以避免通貨緊縮所給與世界的痛苦，物價暴落後許多國家所發



生的通貨膨脹式的恐慌，亦可以減輕。由以後的情形看來，作者以為這是正當的辦法。但是這並不是說，如果作者在一九二〇年是負責者，便能那樣做。我們只能由嘗試和錯誤中得到教訓，一九二〇年的政治家、經濟學家、銀行家等的沒有一九三五年的知識，是不能怪的。

只有那些在一九三五年還沒有一九三五年的知識的，纔應當受責難，現在還有許多人不願考慮一九一四年以來的基本變更，而仍原想用戰前的眼光來判斷戰後的事件。本書的批評，不是對於過去沒有預見的人，而是對於那些不願利用過去的經驗的人。

作者特別着重兩點。一點是虛構財富的驚人的增加，這是往往被忽視的。作者認為一九一四年以來，虛構財富增加的時候，真實財富既沒有同樣的增加，所以纔有一種基本不均衡的形勢存在，這種形勢只有減少紙張財富或增加真實財富，纔可以糾正。只要不均衡仍原存在，真正的安定，是不能成立的。另一點是無論什麼貨幣政策，如果沒有計劃，結局一定不能產生滿意的結果。一九一四年以來，通貨的膨脹安定緊縮和回漲，都是隨隨便便地執行，並沒有一定的計劃，結果當然不好。作者根據過去二十年間的經驗，相信貨幣政策自身，是可以解決進步和繁榮問題的。這些問題，

只有爲了進步而犧牲大部分經濟上的自由，纔可以解決。這非有經濟上的計劃不可。

關於經濟上的計劃的詳細解釋，不在本書的範圍內。簡單地說起來，作者雖贊成私有財產，但是認爲必須爲了公衆的福利和人類的進步，而加以適當的管理和統制。作者雖認爲個人的發創，對於進步是不可少的，但是必須受一種總計劃的調整和統制。作者雖認爲國有制度應當是例外而不是規律，但同時覺得只要遇有必要，國家當出而干涉，以補助並糾正私人企業的活動。

如果不採用相當的經濟上的計劃，無論什麼貨幣政策，無論牠執行得怎樣巧妙，決不能產生滿意的結果。作者相信世界的採用計劃，只是一個時間問題。同時他以爲最好的貨幣政策，是一切通貨的大貶值，並且回復金本位，但是要約定凡遇到因基本不均衡而引起壓迫的時候，隨時都可以停止或變更新平價。因爲一般人覺得，一個國家應當誓死維護牠的金平價，所以纔有近年間的痛苦。現在應當採行一種更合理的態度，要把平價看作一種工具，如果爲牠所作的犧牲，能夠和通貨安定的利益相稱，那麼就不妨維持。但是必須要記住，通貨安定只是一種手段，並不是最後的目的。

埃因催格序於倫敦，一九三五年，四月。

# 目次

緒論.....一

幾點可以注意的地方——經濟學的進步——正統學派的態度——「通貨幻想家」——研究方法——通貨的安定緊縮和回漲——偶然的趨勢——虛構財富過多的問題——減少虛構財富的失敗

第一篇 通貨安定.....一七

第一章 通貨安定的意義.....一七

繁榮的昔日——不會恢復戰前的情況——匯價安定與物價安定——平價的選擇——考慮不週的通貨安定——為什麼通貨安定計劃會失敗——基本條件和技術條件——國際合作

## 第二章 由通貨緊縮來求安定……………二二六

美元的霸權——美國的存金——英國的通貨緊縮——樂觀的假定——援英國的例子——通貨緊縮的道德觀——通貨緊縮的結果

## 第二章 由通貨膨脹來求安定……………三二五

新平價選定的武斷——各種安定通貨的政策——通貨估值過低的利益——通貨安定的恐慌——安定的恐慌是不能免的——通貨估值過低和過高的關係——通貨緊縮國家的態度

第四章 國際合作……………四四

合作的需要——中歐的復興——暫時的結果或永久的結果——適時的休息

——各國中央銀行間的密切接觸——技術上的合作

第五章 黃金狂……………五一

全部採行金本位——黃金供給的不足——黃金和虛構財富——黃金的需要增

加了——需要超過了供給——黃金狂曾引起通貨緊縮麼

第六章 出借熱……………六〇

出借和黃金狂——各銀行間的競爭——借進者的態度——商業債務的優先權

——短期信用——不顧風險

第七章 流動的存款……………六九

外國存款的成長——金融的國際化——各國中央銀行在外國的存款——金匯  
兌本位制的影響——緩和物價的跌落——減低成本與增加所得——鼓勵過度  
出借

第八章 黃金分配不均……………七八

分配不均的事實是無可爭論的——英國黃金供給的不足——法美兩國是死藏  
黃金廢——信用膨脹的程度——英國無能力緊縮——「再貼現率加機關鎗」  
的貨幣政策——「金本位遊戲」——缺乏和分配不均

第九章 金融和政治的關係……………八八

法國與恐慌——法國的巨額存款——政治上的壓迫——缺乏合作——國際清算銀行——賣出英鎊以壓迫英國

第十章 景氣……………九五

景氣與通貨緊縮的宣傳——一九二七年紐育再貼現率的減低——投機與生產過剩——各種形式的景氣——政府干涉得不徹底——景氣的心理

第十一章 經濟上的因素……………一〇四

物價暴落的貨幣上的原因和經濟上的原因——物價暴落是不能避免的麼——購買力分配不均——批發物價和零售物價間的時差——各單獨商品的生產過剩——自由與限制

第十二章 第一篇的總結……………一一三



兩種求安定的方法——通貨膨脹的結果——各國物價水準間的差異——攪擾的因素——通貨安定期間的借貸對照表——一個好結果

第二篇 通貨緊縮 ..... 一一一

第十三章 通貨緊縮的意義 ..... 一一一

物價的漲跌——通貨緊縮的辯解——道德問題——有意的通貨緊縮和自發的  
通貨緊縮——通貨緊縮的誤謬主張——「賤者生存」——通貨緊縮的限度

第十四章 物價暴落 ..... 一一二

華爾街的地位——英國的情形——華爾街券價暴跌的影響——歐洲的反響  
——週期的恐慌——不安定的要素

第十五章 中歐各國的恐慌……………一三九

奧國信用銀行事件——法國的政策——胡佛的緩付計劃——德國銀行業的恐慌——靜止——恐慌是不能免的麼

第十六章 英鎊的恐慌……………一四七

技術上的弱點——逃避英鎊——停止金本位——再貼現率的論爭——通貨緊縮的結果會和期望相反——英鎊的跌價是不可避免而且有益——政治方面的情形

第十七章 通貨的混亂……………一五五

鎊價暴跌的直接影響——對於國際貿易的影響——跟英鎊跌價的通貨——對

於金本位幣的打擊——英國所受的影響——通貨混亂的終止

第十八章 英鎊的霸權……………一六三

逃向英鎊——外匯平準金——英國當局的威勢——用金國的情形——安定鎊  
價的壓力——正統的政策

第十九章 美元的恐慌……………一七一

美國銀行業的恐慌——銀行的擠提——停止金本位——美元失敗的原因——  
元價暴落的影響——轉機

第二十章 美元的霸權……………一八〇

英鎊勢力的衰落——沒有通貨貶值戰——世界經濟會議——羅斯福總統的態

度——金集團和英鎊集團

第二十一章 法國的恐慌……………一八七

金本位和虛金本位——法國的地位很鞏固——轉機——通貨膨脹的憂慮——  
節約的緊縮效果——其他用金國的通貨緊縮——意大利的通貨緊縮——金集  
團內的合作

第二十二章 白銀的緊縮……………一九七

大戰期中和大戰前後的白銀——白銀與中國——「利他的」複本位論者——  
美國的白銀政策——中國政府的措置

第二十三章 賠償的終止……………二〇三

楊格委員會的樂觀主義——借債和賠款——賠款與恐慌——眼光很小的態度

——洛桑協定之後——戰債的怠付——完全賴債

第二十四章 商業債務與恐慌……………一一一

因交付困難而生的怠債——假裝的破產——債權國通貨的跌價——減債問題

第二十五章 第二篇的總結……………一二六

恐慌的簡史——頂點——鎊價的暴跌——法美兩國的恐慌——通貨緊縮的終

止——緊縮的原因——不均衡增加了

第二篇 通貨回漲……………一二五

第二十六章 通貨回漲的意義……………一二五

回漲還沒有普遍化——有意的回漲和自然的回漲——通貨緊縮自動地逆轉了——回漲的勢力和金集團國家的關係——有意回漲的方法——回漲的道德問題

第二十七章 英國的通貨回漲……………二三四

通貨緊縮減小通貨回漲的力量——低利的原因——低利的直接影響不大——羅斯福總統的影響——美國物價上漲的影響

第二十八章 美國的通貨回漲……………二四二

有意的行爲——回漲並不違反道德——新政和回漲的關係——美元的有意跌價——「怕通貨膨脹」的神話——羅斯福總統的不徹底

第二十九章 德國的通貨回漲……………二五〇

安定的通貨的回漲——虛構的安定——通貨膨脹式的心理狀態——「不支現金本位」——回漲是不能免的——經濟上的紀律的影響

第三十章 其他各國的通貨回漲……………二五七

英鎊集團的回漲——英鎊集團的新加入分子——中歐各國和東南歐各國的通貨回漲——世界物價上漲的影響

第三十一章 「現金封鎖」……………二六四

金集團與英鎊集團對立——各種防衛方法——節約運動——使不景氣加重——國際上的反響——金集團妨礙貿易的恢復

第三十二章 法國的通貨回漲……………二七二

通貨緊縮的終止——法國的新貨幣政策——法國的回漲是有意的麼——法國能够受得起回漲麼

### 第二十三章 金集團的曙光……………二七八

比利時的通貨緊縮的弊害——比爾加的擠兌風潮——貶值百分之二八——國際間的反響——意大利瑞士和荷蘭——金集團的告終

### 第二十四章 第三篇的總結……………二八四

通貨回漲的結果——物價水準間的不均衡仍原存在——對於債務負擔的影響

——由通貨貶值來回漲——偶然的行動——回漲的前途——金集團的態度

### 結論……………二九二



貨幣政策的限制——基本錯誤——無理的緊縮——濫膨脹——貨幣的膨脹和  
計劃——爲什麼通貨安定會失敗——通貨安定可以造成景氣——有計劃可以  
減輕通貨緊縮的弊害——通貨緊縮並不是不能避免的——回漲要有計劃——  
正當的貨幣政策

# 戰後世界金融

## 緒論

### 一 幾點可以注意的地方

戰後那些年間，是現代金融史上最有趣味的時期。這并不只是因為我們自己的困難，比以前的困難更有趣味些。作者相信，將來研究歷史的人，回顧到這個期間的時候，一定亦要感到很大的興趣，除非將來的情形，能夠勝過這個時期。有人說，一九一四年以來所經過的變動和恐慌，比起十九世紀的同樣經驗來，並沒有什麼根本上的不同，所不同的，只是數字上增大了。即使如此，在金融上看來，仍可以說，我們這期間比以前更有意義。到底上了無數萬萬的數字，自有牠的魅力。我們的祖先，雖然亦很關心他們的幾百萬的不足額或銀行失敗所連累的一兩百萬的損失，正和我們關

心許多倍大的不足數字和銀行問題所引起的無數萬萬的損失一樣，但是一看到那種天文學上的數字，誰都要吃驚。

就是現在的金融狀況和過去不同，亦并不只是數字上的問題。我們的金融制度，比起從前來，其關係的複雜，是不能比較的。足以引起紛亂的範圍，亦要比前期的金融大得多。我們的先輩所想要解決的那些比較原始的問題，現在仍原存在，可是新增加了許多為十九世紀所夢想不到的複雜問題。現今的金融制度，比戰前要複雜得多。有無數的動因和力量，是新出現的，而且牠們間又互相錯綜地關連着。國際上的金融關係亦很發達了。金融界和政治經濟界的連鎖，亦更複雜了各種變化和困難的源泉，以及各種補救辦法等的數目，和以前各時代比起來，要大得多，從前的情形在現在看來，可以說是很原始。

我們可以說，在這期間，從金融看來，比以前更有趣味。我們對於這種變動，並沒有什麼可以驕傲的地方。更沒有什麼可以快樂的地方。俗語說，幸福的國民沒有歷史，這句話同樣適用於政治上和金融上。我們這一代的金融史，如果很單調而枯燥無味，使金融學的作家找不到可寫的題目，我

們一定要更幸福些，但事實上那些作家所遇的困難，並不是沒有材料，而是材料太多，只苦於他們的時間有限，不知道寫哪一方面好。

## 二 經濟學的進步

戰後的金融狀況，比前些時代更有趣味一事，還有一個原因，就是因為現代的經濟學家和一般人民，對於這個題目，知道得比從前的人多。這句話當然是最可以引起爭論的，古典學派的殘餘信徒決不會承認。他們以為關於經濟學，亞當斯密、李嘉圖以及十九世紀的經濟學家們，已把所有的話都說完了，二十世紀的經濟學家的工作，只限於古典作品的字句上的解釋，並加以應用。在戰前那比較穩定的期間內，這一說幾乎沒有人敢懷疑。戰前的經濟學家相信經濟學的各部門，都已有了澈底的議論，雖然對於祖傳下來的原則的解釋上和應用上，或許稍有研究的餘地，可是對於那些由來已久的主張的正確，是沒有問題的。他們雖然不懂得貨幣、國外匯兌、財政學、銀行學等，但他們以為這些都是值不得知道的。以往的經濟學者的這些信念都很難怪。最使人驚異的，是現在還有許多經濟學家亦是那樣相信。而且在過去二十年間，事實上充分地證明了經濟學家的學識

還是不夠。其中有些人學到了許多東西，可是其餘的人既沒有學到新的，又沒有忘記舊的。

進步學派對於十九世紀的教理，都不大崇拜，這使經濟學不能再維持戰前的那種停滯狀況。而且現在的經濟學亦比戰前更徹底更銳敏了，這在實際上看來，或許更重要。古典學派極力限於作曖昧的通則；他們所作的原則越曖昧，運用的範圍就越廣，而且可運用的時期亦越長。有些原則，因為太曖昧了，已經失掉了實際上的意義。但是自大戰以來，經濟學家們——至少有一部分——覺得現在的觀察要根據事實，再不能依古典學派的原則來根據他們假定了。這種傾向，在金融學上特別顯著。例如哥顯(Goschen)的「國外匯兌的理論」(The Theory of Foreign Exchanges)一書，在戰前，大家都認為是標準著作。如果我們把牠來和現在所知道的國外匯兌的知識來比較一下，一定要覺得那本書是原始得可憐。這並不是說我們不必感謝他那著作，這又是走另外的極端了，這種極端是對於古典學派的祖先崇拜的一種很自然的反動。但是我們一方面要感謝金融學的古典作品，同時應當糾正他們遺留下來的錯誤。

### 三 正統學派的態度

正統學派的信徒，以爲他們的最高工作，是根據古典作家的教訓，來解釋現代的事件。他們只極力加減事實，使其適合於現成的原理，而不知道產生那些原理的前世紀的情形，和現在完全不同，許多有價值的知識和精力，都浪費在那種努力上。如果發生的事件，並不適合現成的原理，結果弄得更壞。我們的義務是不顧、不信、不承認，並且非難那種不便當的事實。許多經濟學家是取這種態度，他們如果能够正確地觀察事實，而沒有偏見，一定可以從過去二十年間所給的教訓中，得到最大的利益。可惜他們寧願替正統派作辯護，而不去追求真理。人類對於那些教訓所已付和正付的代價，已經够高了；如果不了解那些教訓的意義，則代價一定是白費。

近來經濟學的發展，特別是金融學一部門，很可以和心理學的發展相比較。幾十年前，心理學和經濟學一樣，只限於曖昧的通則，沒有實質上的進步。但是在過去二三十年間，漸漸侵進到前此未想像到的細處去，因此在完全新的方向有極大的進步。現代的心理學家，可以把過去的心理學家看作很原始，正和現代的經濟學家和金融專家，可以把戰前的先輩看作原始一樣。（只要他們真正有現代的見解。）在經濟學上，和心理學一樣，有一派對於新的傾向，很抱悲觀，因爲近來的成

就，大大地減低了古典學說的權威。可是這頑迷派的態度，并不能阻止進步，進步并不需要他們，而且即有他們來反對亦不怕。

#### 四 「通貨幻想家」

在另一極端，有各種通貨幻想家，極力想利用這混亂的情形來漁利。近來的經驗，使戰前大家都認為沒有問題的主張站不住了。所以這是金融學冒險家獲得讀者的一個絕好的機會。對於現存制度的不滿，已到了極點，因此只要有人起來反對牠，就可以找到許多信徒。他們只要答應：如果實行了他們的特殊的貨幣戲法，人世馬上就會成爲天國。有一部分人民，因爲氣正統學派的不願追隨經濟學上的進步，很容易被那些學說所引誘。各種變通貨戲法的學派的活動——道格拉斯派 (Douglasites)、索底派 (Soddyites)、專家管理派 (Technocrats) 等等，——在過去幾年間，有極大的增加。因此有大部分人民仍原擁護正統學派，因爲那些號稱改革者的偏頗和誇張，使人民對於最合理的新論（和古典學派的呆板見解不同的）都生懷疑。所以那些通貨幻想家的隊伍，是反對進步者的最有力的同盟。另一方面，對於極端正統學說的反動，又送了許多轉變者到通貨幻

想家的隊伍裏去，所以這兩極端間的關係是相互的。

正確了解過去二十年間的教訓，對於人類的進步和繁榮，非常重要。因為問題數量的一天一天增加，一天一天複雜，使錯誤的代價亦漸漸增加。金融學不但在經濟學上是比較重要的，就是在全人類的活動中，亦要算是重要的，這種重要性，已大得出乎意料了。十九世紀所極力想解決的，是技術太原始所引起的生產問題。現在那種阻礙已不大重要了。生產方面，幾乎能無限地增加。現在阻止進步的是分配問題，而分配則大體上（甚至完全）是一個金融問題。分配問題不解決，人類就不能享受技術進步的利益。甚至生產增加的利益反會引起更大的恐慌。現在已是緊急關頭，一切都靠各國民和他們的領袖們對於過去經驗所給的教訓有充分的了解。

## 五 研究方法

十幾個多事的年度所供給的材料極多，處理那些材料的工作極大。關於這題目所寫的書本，可以擺滿一個圖書館，一個人只能研究這無量大文獻的一極小部分。即使我們除開那些對於戰後的金融狀況的各種見解不管，而只限於分析事實，已不是人力所能做到的。如果我們限於寫一



本關於戰後的金融事件的參考書，問題就比較容易了。所需要的，是很好的記憶力，和通覽一下財政新聞，以及少數精選的參考書，包括題目的各部門。這種參考書的編纂者所唯一難決定的是程序問題：還是嚴格地依據年代來排列材料，而不管各國的特殊情形或各部門的特殊情形呢？還是對於每一國給以一個歷史上的敘述呢？抑還是把財政學、貨幣學、銀行學等來分開討論呢？用這種方法所做的工作，都是極有用的，但對於我們這裏的目的，不見得怎樣適用。要了解演進的根本趨勢，必須把那些事實排列得使其最能明顯地表示這些趨勢。如果把事實完全根據年代來排列，或分國或分門別類地來討論，那麼那本書只是供給原料。我們想要再進一步，要用那些材料來描寫和分析戰後金融史上很明顯的三個大趨勢。這三大趨勢是通貨的安定，緊縮和回漲，所謂回漲（reflation）就是有意向緊縮的反對方面走的一種運動。前兩種趨勢，是過去曾有過的，但從來沒有像戰後那樣顯明而普遍。在現代情形之下，是研究牠們的一個最好不過的機會。

## 六 通貨的安定緊縮和回漲

本書雖把內容分作通貨安定，通貨緊縮和通貨回漲三篇，可是仍能多少保持年代的次序，因

爲否則就不能說是歷史。在一九二六年，幾乎所有的國家，都結束了戰時和戰後的通貨膨脹政策。而開始求安定。固然這通貨安定時期，和膨脹及緊縮的期間相重疊，因爲大戰幾年後開始求安定的時候，許多國家還是繼續在膨脹，又有些國家是用緊縮的辦法來求安定。但是在一九二五年和一九三一年間的主要特徵，是全世界都想要達到國際上的貨幣安定。第二期是緊縮，有些國家在戰後不久就開始了，另外有些卻還在膨脹。以緊縮爲主要特徵的期間，是從一九二九年起，現在還沒有完成。第三期是回漲，應當和其餘分開討論，這是開始於英國的放棄金本位，或一九三一年中歐各國的金融恐慌；現在還沒有充分發展成一種全世界的趨勢，但是因爲回漲是過度緊縮的自然結果，所以牠的成爲國際性，只是一個時間問題。

要規定那三大趨勢的正確期間，當然是不可能的事。經濟上的傾向，并不和君主的朝代一樣，開始和結束能够以分秒計算。一種趨勢的開始，和牠變成該期間內最主要的特徵，以及牠的消滅，是不能算定正確日期的，就是以國家爲單位來討論，已是不可能，何況以整個世界來說。但是真正重要的，并不是算出那趨勢的日期，而是分析牠的原因，性質和影響。從這點看來，我們打算劃分的

三個時期，雖然多少互相重疊，亦沒有多大關係。

### 七 偶然的趨勢

研究那三大趨勢的影響的時候，要考慮牠們當時的特殊環境。安定、緊縮和回漲，在大多數國家，是最壞不過的。戰時和戰後的膨脹，是不生產而且很放縱的一種最壞的運動。似乎有一種神力，特意要使人們厭惡膨脹那觀念，因為當通貨膨脹的時候，正是各國的境遇最壞的時候。一九一四——二六年的膨脹經驗，會使以後的幾十年間的反膨脹論者有充分的武器來攻擊和阻止膨脹，對於通貨安定，亦可以這樣說。在大多數國家，關於通貨的安定，都計劃得很壞，連本國都沒有得到利益，如果從國際上看來，更是壞得嚇人。那種安定的企圖，正是當環境絕對不容許的時候，所以結果自然是增厚反安定論者的勢力。緊縮亦是在最壞的情形下出現。在這種情形下，大大地增加了通貨緊縮所固有的惡影響。至於回漲，亦是很不利。因為碰到的障礙，幾乎是不能克服的，所以到現在，進步還是慢得可憐。得到的結果，和所費的努力，并不相稱。

貨幣上的那三大趨勢，都是偶然發生的，當時的情形，極不容許。我們的工作，就是來探討隨同

那三大趨勢而起的那些惡劣景況的程度；看看是不是能使那三大趨勢在適宜的情形下出現，以減少牠們的壞結果到最小的程度，而增加牠們的好影響。

爲了這個目的，我們就來探究戰後那三大趨勢的原因，環境和影響。我們要看牠們怎樣影響生產、分配、預算、市場、銀行、以及一般貿易。在純粹的經濟影響之外，還要研究牠們在政治上和社會上的影響。

### 八 虛構財富過多的問題

大體上說來，戰後的金融史，是研究各國對於恢復戰前的繁榮的方法。試驗了一二十年，這問題還是沒有解決，這是本書想要研究的一個中心點。作者在寫本書的時候，戰時和戰後所造成的巨量的虛構財富的商品價值，還是在最高的水平線上，幾乎各國都有再增加的傾向，而沒有減少的希望。

大戰及其善後所引起的苛重的債務，是一個原因，大多數專家還沒有充分認出這原因的重要性。只有布拉柏里爵士(Bradbury)等少數人是例外，布氏所著的「異論要覽」(Memorandum

of Dissent) 和「麥米倫報告」(Macmillan Report) 對於虛構財富過多的問題，描寫得最好。他認為戰後英國經濟問題的主要原因之一，是無生產力的債務負擔。他的話很值得在這裏引用一下：

「無生產力的債務負擔，一部分是由大戰所引起的。但這只是一部分。那些收支不能相抵或剛好相抵的產業，負了債券的債務，又受了銀行方面的放款；鐵路方面的資本，在經濟上看來，大部分已是不生產的，爲要獲得一點利益，不得不維持相當的價格，這兩種負擔，都是和戰債有同樣的性質。

「從產業的總生產量中，債權者和國家——代替債主，同時作爲開銷債務以外的各種役務的經費，這種經費亦大有增加——所取得的部分，比戰前要大得多；運輸和分配所佔的部分亦比較大（看看批發價格和零售價格間相差之大就可以知道。）除去勞動的報酬，所剩下的非常少，這使許多產業方面的企業者，不願再繼續下去。最無力的就關門，失業者增加，這些失業者的維持，更增加了有工作者所受的壓迫。接着稍微好一點的亦倒閉，這種情形一直繼續下去，

直到生產量大減，使全國內的產量，即以目前失業者的生活程度為標準，都不够用。

「固然，內債利息的支付，和失業補救金，只是『國內所得的移轉』，但是（除非那些經費是向債主或失業者自身課稅來開銷）那種移動，是由生產者移到不生產者。如果移轉得太過分了，會使生產者無心再生產，結局會因為沒有可移轉的而停止。」

「這種災難之所以沒有早發生，是因為產業方面的工藝上的效率一致激增的關係，但是要充分利用這種進步，必須要有相當的資本經費纔行，如果產業方面無利可圖，資本是不會來的。」

「如果上面的診斷是對的話，那麼我以為病根太深，不是操縱貨幣或信用所能挽救。如果能够提高物價水準，債務負擔的確可以減輕。」

布氏結論說：「想要提高物價水準，使其高出世界的物價水準到相當程度，而不減低金鎊內的金值，亦不放棄金本位，是不可能的事。」

## 九 減少虛構財富的失敗

想要減少這巨額紙幣財富的一切努力，都沒有任何效果。有些國家，想用通貨膨脹的方法來減少，有些國家，想先來安定幣價，然後由償債或換債的方法來減少。另外有些國家，想由通貨緊縮以引起大規模的破產那種急進的辦法來減少，但最近的方法是回漲。

上面那些方法，似乎沒有一種是很成功的。通貨膨脹執行得很壞，結局倒增加了大多數國家的債務負擔。安定的辦法，則不能持久，不能由償債和換債的方法來漸漸減少紙幣財富，而且牠所造成的景氣，又引起新的虛構資本來。通貨緊縮如果趨於極端，可以由股票交易所的破產來消滅些虛構資本，但是破壞了之後，會發行新紙幣，因為在預算不足的時候以及救濟銀行困難的時候，不得不增加公債。無論如何，商品價格的跌落，增加了大部分虛構財富的實際負擔。同樣，回漲的結果，尤其是在美國，是增加公債，這是因為商品價格一漲，虛構資本的實際負擔過分減小的緣故。

這種經驗，實在使人喪氣。人們都懷疑：減少虛構財富，到底是否可能，於既存的經濟社會制度下，想要用通貨膨脹、安定、緊縮或回漲等辦法，來減少虛構財富，是不是結局一定要失敗。以前用過的方法的沒有效果，是不是因為那些方法根本就不完備，或是因為使用的方法不好的緣故，這些

都是要解決的問題。這些問題會常常出現。當我們討論到各種貨幣傾向的時候，就要遇到，解答是不變的，就是：膨脹、安定、緊縮和回漲之所以沒有收到好結果，完全是因為沒有計劃的關係。減少虛構財富之所以不可能，亦是爲了這同樣的理由。





# 第一篇 通貨安定

## 第一章 通貨安定的意義

### 一 繁榮的昔日

拿破侖戰爭的終止到世界大戰開始那一百年間，金融上很安定。這並不是說，戰前那些年代，真如那些歌頌者所讚美的一樣，什麼都順利。事實上常常有很嚴重的金融恐慌，世界上常常因為銀行的失敗，而發生動搖。在英、法等國，雖沒有破壞貨幣上的安定，但是奧、匈帝國和俄國等，都有通貨緊縮的經驗；美國和有些拉丁美洲國家，則遭遇過大規模的通貨膨脹；意大利、西班牙等，亦有比較輕微的通貨跌價。各國政府，時常停止償付內債，有時候甚至連外債都停止支付。

然而，十九世紀和二十世紀的初年，在金融上還可以看作是安定的期間。不安定的時候，要算

是例外，通那些年間，世界上各主要國家都有一個共同的標的，牠們的通貨，和金價的關係，都很安定。十九世紀最後的二十幾年間，全世界都有採行金本位的趨勢，這亦是世界金融安定的一個原因。雖然貨幣制度的一律，只是表面，而不是實際的，因為各國對於金本位的解釋和應用都不相同，但是金本位是國際結構的基礎一點，是無可疑義的。

## 二 不會恢復戰前的情況

自一九一四年以來，世界的情況，就漸漸脫離了戰前那種安定狀態。戰時以及戰後的幾年間，政治家和經濟學家們，都認為恢復戰前的情況，是全世界應當努力達到的一個理直。在大戰期間，大家都相信，只要戰爭一停止，當然就可以恢復戰前的金融狀況。由戰後的經驗看來，這種樂觀就漸漸消滅了。跟着一年一年地過去，各國都漸漸知道，即使世界上恢復了安定狀態，亦和戰前的安定不同。但是都認為這不同點是不大重要的。有許多國家，不得不變更鑄造平價。大多數國家所要採行的金本位制，亦和戰前的不同。此外還有其他不同的地方，但是全世界總是相信，其所即將恢復的一種制度，本質上和戰前是同樣的。

### 三 匯價安定與物價安定

有些人覺得，回復戰前的制度，既不可能，亦沒有必要。戰後有一派思想家，以為現在我們所需要的安定，應當和戰前的安定完全不同。戰前的經濟學家，以為安定是匯價的安定和鑄造平價。但戰後的重要的經濟學家，則認為安定是物價的安定。他們主張，貨幣單位，應當安定於物價，而不必安定於金價。他們特別讚助貨幣上的膨脹不應當由金幣的多少來決定，而應當以實際商業上的需要來決定那種見解。雖然各種關於貨幣管理的計劃，各不相同，但各種計劃對於將來的安定，都認為應當是謀物價的安定，這一點是一致的。

但這種運動，純粹是出於學院派的人物方面。絕大多數的政治家、銀行家和經濟學家，都相信戰前的制度，是最近於我們理想中的制度，而且有達到的希望，一般人民亦都相信當然會恢復戰前的制度。無論什麼地方，凡是主張根據戰前的原則來安定的，都沒有人反對。一般人民，還是以為所謂安定就是指貨幣單位和一定量的黃金間的關係要一定。雖然戰後有些最傑出的思想家，提出過相反的論文，但都沒有得到一般人民的贊同。

通貨管理運動的發動期，亦選擇得不大好。普通人論事，是以結果爲標準，而一般人都認爲在採用金本位的時候，一切都還比較順利，一放棄金本位，一切都糟糕，在他們有這種信念的時候，來主張用通貨管理的辦法是很難的。對於那些還記得戰前情況的中年人，所謂安定、繁榮和幸福，是和金本位的觀念緊緊地聯在一起。長久使用不換紙幣，在他們眼中，等於永遠的貨幣混亂。甚至只想要稍微變更戰前的制度，便要引起他們的疑慮。

#### 四 平價的選擇

在戰後負責的政治家們的心目中，政府和中央銀行的最大工作，是趕緊回復金本位制，那兩大羣國家——一羣在一九二一年物價暴落後，仍繼續行通貨膨脹，另一羣則採行了通貨緊縮政策，——間的區別，是對於安定的比率的的不同。通貨膨脹國家，漸漸知道，要牠們的貨幣回復戰前的平價，是沒有希望的。通貨緊縮的國家，卻仍原是以恢復戰前平價爲目的。各種安定計劃之間，一點調整都沒有。平價的選擇，差不多完全沒有顧到通貨的經濟平價，對於國際情形，亦完全不管。至於那選擇對於公債負擔上的影響，更是不注意了。

前面曾說過，戰時和戰後的通貨膨脹，完全是一種偶然的動向，一點計劃和統制都沒有，所以結果很不好。戰後的通貨安定，亦是這樣。全世界安定通貨的那種傾向，是任其自然發生，一點計劃亦沒有。從來沒有人想到，一國所選用的安定比率，對於其他國家，會產生嚴重的反響。從來沒有人研究過，如果全世界的大多數國家，都採用金本位，是不是會發生爭取黃金的情形，而引起很壞的結果。亦沒有人想到，所選用的安定比率，會過分加重公債的負擔。大家只叫「不管什麼比率亦好，只要趕快求安定，」至於安定後的結果，誰亦不愁到。

##### 五 考慮不週的通貨安定

很少有人知道，這種通貨安定運動，在其所發生的環境中，足以引起種種影響，結局使達不到原來的目的。各國因急於想制止因通貨不安定所引起的不便，而沒有認清通貨安定亦有牠的不便，這種不便，有時候足以破壞金制度。這種不問代價只求從速安定的渴望，是很容易了解的。人們往往容易誇張現存制度的不便，和以往或未來制度的好處，同樣，他們往往把現存制度的好處和過去或未來制度的壞處，看得最小。

目下還有一種傾向，就是全世界厭惡了通貨的不安定，許多人都主張馬上求安定。戰後通貨安定運動所留下的教訓，似乎對他們沒有什麼效果。他們會重陷於一九二二年到一九二七年間所陷過的錯誤。幸而負責實際責任的政治家們，現在都比較謹慎。他們決定不再返覆他們自己或他們的先輩所做過的錯誤。

## 六 爲什麼通貨安定計劃會失敗

戰後安定通貨時的情形，很爲不利，其再陷於不安定，只是一個時間問題。因爲安定的基本條件，和維護牠的技術上的條件，都不完備。我們要知道，戰前的安定，並不是貨幣安定的結果。反之，貨幣安定，倒是一八一五年到一九一四年間的更基本的政治經濟情形安定的結果。十九世紀雖然亦有戰爭和革命，但規模既比不上法國大革命和拿破侖戰爭，又比不上世界大戰及戰後的騷動。那期間的經濟情形，演進得比較慢。在經濟制度的進程中，很少突變來擾亂平衡，以引起貨幣上的不安定。如果不是有這些基本平衡的條件，金融結構決不能維持牠的安定到那樣久。

這事實是很要緊的，因爲牠能使我們看出戰後求通貨安定之所以失敗的基本錯誤。那些負

責謀安定貨幣的人，錯把結果看作原因。他們以為只要把各國匯兌釘住在金價上，使其得到表面上的安定，就可以恢復戰前的安定。他們不知道，戰前之所以能維持貨幣上的安定，是因為其他情形安定的緣故，若其他情形不安定，要想安定幣價，是沒有希望的。

## 七 基本條件和技術條件

通貨安定的基本條件，除了一般政治和經濟的安定外，所選定的安定比率，在基礎上還要有相當平衡纜行。虛構財富和真實財富之間，應當要有一種相近的均衡。如果選定的安定水準太高，則虛構財富過多，會使世界的負擔過重，不能有真正的安定，如果安定的水準太低，經濟制度的正常運行上所需要的虛構資本不夠，亦會暫時阻止該制度的進行。此外，各國的物價水準間，亦應當要有相當程度的均衡纜行，如果已經有了這種均衡，還要隨時可以調整纜行。

維護通貨安定的主要的技術條件，是要有相當數量的金準備，各國間要分配得適當，而且那些國際收支有利的國家，要願意將剩餘再借給入超的國家纜行。但實際上，這些條件，不論是基本的，或是技術上的，都不充分存在。安定的水準，對於國內外，都沒有得到均衡。有些國家，因為通貨膨



脹到極端，使安定的水準過低。被破壞的資本財源，非從新建設不可，這種必要，就是一種很大的不安。另外一種不安，是有許多國家的通貨的安定水準太高所引起的。對於國內，使公債的負擔仍原是很重，對於國外，則產生通貨估價過高國和過低國間的差異。這樣一來，表面上，安定制度似乎和一九一四年以前差不多，在內部卻各方面都有一種基本上的不均衡，這種不均衡，隨時都有顛覆那表面上的安定的危險。

從技術上看來，維護通貨安定的條件，亦是很不適當。虛構財富既增加，又有許多足以引起不安定的潛能，世界上的存金（貨幣用）總量不夠供應需要。不但因為分配不均的關係，使得有些國家本來應當多分到一點黃金的，事實上卻分得很少，而且存金總量根本就不夠用。兼之，那些國際收支有利的國家，又不大願意把吸收進來的黃金再借出去。

## 八 國際合作

在那種情形之下，以為只要安定通貨，就可以回復戰前的世界金融那種安定的程度，未免太樂觀了。許多負責的政治家和銀行家，大概已經看出這種新成立的安定是多麼衰弱。他們想由各

國的中央銀行來通力合作以謀補償基本均衡的缺乏和技術上的弱點，如果那種合作真正成了功，或許還能支持那基本不均衡所造成的危弱地位。但是結局就是極澈底的合作，亦還是抵不過缺乏均衡所引起的壓迫。戰後安定通貨的計劃，遲早是會失敗的，那失敗沒有延長到一九三一年以後，或許還算是幸運。

戰後謀國際間的通貨安定那種努力之所以會失敗，是因為人們沒有充分了解安定的關係。我們在上面已指出，除了少數經濟學家之外，一般人都以為最重要的是對於金價的匯兌上的安定，把對於物價的安定，倒看輕了。戰前，兩者間沒有很明顯的衝突。當時的物價，雖然很不安定，但是漲落大體上是漸進的。當時人們都相信，要避免物價的大變動，最好是維持對於金價的匯兌上的安定。依據戰後的經驗看來，我們明白，將來世界各國，在安定物價和安定匯價之間，只能選擇一方面。這種事實，在戰後謀安定的時候，人們還沒有看出。幾年後他們受了相當損失，纔得到這種教訓。

## 第二章 由通貨緊縮來求安定

### 一 美元的霸權

戰時和戰後，美國在國際金融上佔了一個獨特的地位。因為積聚了巨額的金準備，對於各外國又有極大的債權，對外貿易又總是於牠有利，所以牠成了世界金融命運的決定者，美國只有一個短期間曾禁金輸出，停止金本位，戰後馬上就恢復了，從那時候起，一直到一九二八年佛朗安定的時候，美元成了世界上的基礎貨幣，各國的貨幣，都以牠為轉移。美國無論行什麼貨幣政策，一切其他國家，都要受影響，只有那些已將通貨膨脹到充分程度，使物價水準無須再和世界水準相連繫的國家，或許可以算是例外。

一九二〇和一九二一年的物價暴落，是美國採行通貨緊縮政策的關係。即使英國的金融當局不行通貨緊縮政策，英國的物價，照樣是會暴落的，只是下落的程度稍和緩罷了。通貨緊縮程度

的不同，會使英鎊對美元要跌價，這正是英國當局最想避免的。如果他們的目的，是恢復鎊元間戰前的匯兌平價，就非追隨美國的政策不可，雖然英國的情形，和美國完全不一樣。大戰期中，美國的債務大有增加，但比起英國所負的債務來，要輕得多。如果我們想到美國的實際財富和潛在財富之超越於英國，更要覺得相差很大。而且美國的公債雖增加，私人債務卻減少，戰前的外債，亦償還了，所以兩下相殺，增加的并不多。如果真正能使通貨恢復戰前的價值，那麼只有美國可以辦到。英國政府因為威信和多年傳統的關係，決不願將英鎊對美元的比價，定得比戰前低，其實現在情形已變，或許那種辦法要算合理。

## 二 美國的存金

一九二一年物價暴跌的風潮一過，美國就停止緊縮政策。同時戰時和戰後所積蓄的巨額金準備，大部分都不流通。通戰後那些年間，金準備的比例，總是過高，這是無論如何亦瞞不過人的。有些人說，其所以行這種政策，是因為美國把那些黃金的流入看作一種「存款，遲早會歸還原主。」這種想法，完全錯誤。美國如果使這些所謂金存款硬化，事實上等於是防止牠的歸還原主。

如果把那些存金用作膨脹信用的基礎，結果會使美國的物價漲高，存金的歸還，亦要更容易的。確，如果美國的物價一漲，世界的物價，亦會跟着漲，但是一定是由美國領頭。這種政策可以使那些想要使通貨恢復戰前平價的國家，無須實行通貨緊縮。這樣一來，不但有助於黃金的再分配，而且免得許多國家行通貨緊縮政策，同時又可以減低內外債的商品價值。

如果美國的通貨不膨脹到相當程度，世界各國一定不得不行通貨緊縮，而引起很壞的結果，若是美國當局有先見之明，能夠看到這一點，一定會採行正當的解決辦法。可是他們在一九二一年無法看到一九三五年的情形。在那時候，只爲了要使歐洲各國無須緊縮，或使牠們的負債者便於償債，而要美國來特意使通貨膨脹，或甚至任其膨脹，那是很可笑的。這種有國際眼光的貨幣政策，不經過一翻辛苦的經驗，是不會有人知道的。美國亦和別的國家一樣，要自己吃點虧，纔知道狹隘的國家主義的貨幣政策，對於本國決不會有什麼好處。現在我們都知道，美國在戰後不該使通貨緊縮，致世界亦跟着緊縮，結局使美國自身遭受很嚴重的經濟恐慌，牠應當使通貨膨脹，貶低美元的價值，因爲這樣對於美國自身是有益的。

### 三 英國的通貨緊縮

如果美國所行的政策，目的是在維持美元對於商品有很大的購買力，如果英國決定要恢復英鎊的戰前平價，那麼英國在安定幣價之前，必定要實行通貨緊縮。戰後的物價暴落，本身已產生了通貨緊縮的效果，因為牠把戰時所造成的剩餘購買力，消滅了大部分。苛重的租稅，亦有同樣的影響。加之，政府所公言的貨幣政策，亦是主張緊縮的。坎立夫委員會（Cunliffe Committee）建議減少鈔票的發行，將一年的最低發行額，定作次年的最高發行額，這建議被採行了。

在那些時候，對於極重要的貨幣政策，竟是馬馬虎虎，沒有法律上的規定；以為只要通過財政部的記錄簿就够了，這樣就決定了英鎊的許多年間的命運。一般人民，對於那問題，一點亦不關心，亦不知通貨緊縮政策的意義。對於這政策，一點反抗亦沒有，就是工黨政府，亦在一九二四年照樣做行下去。唯一的反抗，是米德蘭銀行（Midland Bank）主席麥肯拿（McKenna）氏探行多藏現金的政策，以預防鈔票發行的最高額定得太低。

### 四 樂觀的假定

通一九二四和一九二五兩年間，英鎊的所以恢復，並不是通貨緊縮政策的實際影響，而是牠對於人的心理上的影響。

英國政府既決定回到戰前的平價去，外匯市場認為當然可以辦得到。單是這種預料的成功，已足以使鎊價上漲。政府當局並沒有採行任何切實步驟的必要。在實際上的通貨緊縮法令頒布之前，英鎊已被投機的買進而趕回戰前的平價去了。大概英國政府因為這目的達到得太容易了，所以變成過分樂觀，以為維持英鎊的平價，是不成問題的。他們不知道，正因為回到戰前平價那樣容易，所以纔很難長久維持下去。從純粹物觀上看來，鎊價的恢復，是不合理而且過早的。

因為有這種恢復，所以雖然基本條件不夠，在技術上還能把英鎊安定在戰前的平價上。一九二五年四月恢復金本位的時候，英國的物價水準，還是比美國的物價水準約要高十分之一。鎊價比起牠的經濟平價來，明明是估值過高。其所以不顧這種事實，而仍原決定根據戰前的平價來回復金本位，有兩種解釋，一是因為政府希望由通貨緊縮來恢復均衡，第二是因為希望世界物價上漲以會恢復均衡。這兩種希望都是白費的。煤礦工的罷工，和一九二六年的總罷工，馬上打消了以

減低英國物價和成本來求調整的希望。至於關於世界物價上漲那一個希望，直到幾年之後，纔知道不行。現在我們回顧一下，知道根本就沒有希望。有些國家，實行通貨緊縮政策，以期恢復對於美元的平價，其餘的國家，把牠們的通貨，安定得過低，這對於世界物價，又產生一種通貨緊縮的效果。在這種情形之下，想世界物價上漲是沒有希望的，何況同時技術上的進步，又大大地增加了世界的生產力。

## 五 援英國的例子

英國使英鎊恢復戰前平價一事，作成了一個先例，許多別的國家都做行了。第一，英國的各自治領，差不多都自動地鈔襲了本國的政策。歐洲的中立國，除了西班牙之外，亦都採行了同樣的政策。其中瑞典竟在英鎊回復戰前平價之前，就達到了目的。其他國家，因為通貨緊縮的困難，直到一九二五年以後，相當時候，纔回到戰前的平價。特別是挪威，吃通貨緊縮政策的虧很大。日本因為大地震使日圓跌價和物價上漲的關係，行通貨緊縮政策的時候，受了很大的犧牲。但是一九二七年，那些實行緊縮的國家，都達到了目的。



所有這些國家，都多少受了損失，纔能回復戰前的平價。戰前平價的催眠力極大，所以那些受損失的國家，竟一點怨言都沒有。大家都認為只要能恢復戰前平價，什麼犧牲亦值得。或許這是因為大家相信，只要回到戰前平價，就可以恢復戰前的幸福環境的緣故。很少有人知道：如果基本條件和戰前完全不同，恢復戰前平價是不夠的。

## 六 通貨緊縮的道德觀

各國的通貨緊縮政策，除了想回復戰前狀況那種希求之外，還有一種奇怪的觀念，就是以爲通貨緊縮是很高尚，很合乎道德。這種奇怪的金融倫理原則，大概是對於通貨膨脹的反響所造成的。各國經過了一個經費膨脹時期，覺得應當要由緊縮痛苦的方式來補償。就是捷克等國，沒有戰前平價可以回復的，亦是極力減低物價，不問所受的犧牲是多大。

那些年間，一般輿論之所以不反對通貨緊縮政策，是因為覺得緊縮是合乎道德和正義。正統學派極力宣傳，使人相信通貨緊縮是膨脹的必然結果，所以緊縮所引起的痛苦和犧牲，亦都是膨脹的必然結果。大多數人們，都不知道：既然戰時的膨脹，是不能避免的，何不就把通貨安定於膨脹

後的水準，以免緊縮的禍害。那些離戰前平價不很遠的國家，以爲牠們要求安定，當然只有回復到戰前的平價去。

## 七 通貨緊縮的結果

通貨緊縮政策的直接結果，是延長物價暴落後的經濟不景氣。英國、日本和北歐各國，尤其是挪威，還可以加上荷蘭和瑞士，這些國家，在通貨緊縮過程完成之後的許多年間，失業數字都比較高。特別是英國和澳洲，勞動階級的政治勢力增加，使生產成本無法減低，無法作必要的調整，因此不均衡狀態就繼續下來，直到恐慌發生。其他國家，就比較幸運一點。荷蘭因爲殖民地繁榮的緣故，本國亦繁榮起來；瑞典和丹麥，不久，亦從通貨緊縮所引起的不景氣中恢復過來；在瑞士，因爲假景氣（boom）和旅行狂的關係，使旅行交通業發達，日本因爲本國工人的生活程度低，在國際市場上的競爭力很大。

不幸在通貨安定了之後，以前的緊縮政策所引起的不便，還沒有消滅。各國所行的那種由緊縮求安定的政策，造成一種不均衡的狀態，這種狀態還存在，雖然有些國家，這種狀態并不十分顯

明。各國達到安定的方法的不同，把世界各國分成「低價」國和「高價」國，這種劃分，一直繼續下來，直到恐慌的來臨，使世界從新又要改革一下。由緊縮求安定所造成的不均衡，因為那些行通貨膨脹的國家，多把通貨安定水準定得過低，所以更加厲害了。關於這一點，我們在下章再討論。

## 第二章 由通貨膨脹來求安定

### 一 新平價選定的武斷

在緊縮之後，來把通貨安定於戰前的平價，等於是盲人騎黑馬。那些負責任的人，都不知道這種政策的反響。其他國家，把通貨安定於戰前平價以下的，亦是同樣。在表面上，既不回到舊的水準，而選擇一個新水準，而且不管犧牲的大小，似乎應當能夠選擇得很適當。但事實上，大多數國家所選定的水準，都出於武斷，和回到戰前的平價去的國家是一樣。牠們都是不知道所應根據的基本因素。

有些國家，對於安定比率的選定，并不看重。譬如在德國和俄國幣價貶低已到了極端，貨幣和物價，反正都極混亂，無論定怎樣的安定比率，都沒有多大關係。在德國，一個新馬克 (reichsmark) 等於一兆 (一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇) 舊馬克。其實說是半兆或一兆半都可以。反正

在新舊物價水準之間，並沒有什麼關係，因為在膨脹最厲害的時候，物價幾乎每一分鐘上漲一次，各鋪子裏的價格，亦大不相同，所以根本就沒有物價水準那樣的東西。在那種情形之下，無論什麼水準，都是一樣。我們不能說新馬克是估值過高或過低。幸而到底終於安定了，——這種工作，在沒有成功的時候，似乎是沒有可能性的。

在別的國家，通貨膨脹沒有德俄那樣厲害的，都是以通貨所跌到過的最低點為安定比率。波蘭、奧國和匈牙利等國，就是這樣，雖然匈牙利為了威信的關係，很想選定一個比奧國高的比率。

## 二 各種安定通貨的政策

其牠實行通貨膨脹的國家，所安定的一點，都比幣值貶低期內所達到的最低點高。其所以採行這種政策，是因為那些國家的通貨的對外匯價，因為心理上的關係，貶低得太厲害了，如果把最低點來做安定的標準，未免太低。各國通貨在安定之前所恢復的程度，都大不相同。比利時恐怕要算恢復得最少，意大利或許是最大。比國第一次在一九二六年，想把牠的佛朗安定在一英鎊合一英鎊的比價上，這企圖失敗之後，政府在第二次就把牠安定在一英鎊合一七五佛朗的一點。

上。波蘭亦因爲同樣理由，把第二次所定的安定率定得很低。

可是意大利卻特意使里拉安定得過高。我們很難了解，墨索里尼爲什麼把里拉安定在一英鎊合九十二里拉的比價上，因爲依這個水準，里拉明明是估值過高。普通人以爲他要選定一個高於法國的比率，這種解釋是不足取的，但是找不到另外滿意的解釋。一九二四年，法國亦採行了同樣的貨幣政策。如果潘加列（Poincaré）在大選後仍原供職下去，一定會把佛朗的水準安定得過高。因爲那些擀取的投機者，使佛朗的價格大大地回復了，他一定抵不過引誘，而把安定比率極力定得很高。但是一九二六年，他知道估值過高實在不如估值過低，其他膨脹國家，亦都求安全，寧願貶低幣價，不願將其擡得過高。

### 三 通貨估值過低的利益

大多數國家之所以寧願把通貨估值過低，而不願估得過高，除了因爲不容易找得和通貨的經濟平價相當的安定比率之外，還有別的理由。戰時和戰後，牠們的存金，大大地減少了，所以牠們希望將幣價安定得低，使現金有回來的機會。牠們還想避免或至少減輕安定後所必然會發生的

經濟不景氣。最後，牠們想把通貨估值過低，以便替牠們的輸出品在國外獲得市場。

在這些國家安定通貨的時候，不論是牠們自己，或其他受了間接影響的國家，都沒有看出那種估值過低在國際上的反響。雖然誰都知道，估值過低的國家，一定要享受某種利益，但大家都以為這些利益是暫時的。以為在短期間內，估值過低國家的物價，自然會來適合世界物價水準。那些因牠國估值過低而受損失的國家，並不勸止前者的行動。譬如關於法國，要想阻止潘加列的貶值政策，是白費的。他的安定佛朗，並沒有得到任何外國的幫助，如果有誰要干涉他的選取新平價，他一定要加以嘲罵。但是關於比利時和其他得過外國的經費幫助纔安定幣價的國家，債權國卻不妨以參與決定新平價為援助的條件。可是並沒有這樣做的國家，一切平價的選定，都由借債國自行辦理。出借國因為相信貶值的利益純粹是暫時的，所以自願忍受損失。沒有經驗是不知道的。

#### 四 通貨安定的恐慌

除了那些通貨膨脹程度不很厲害，而且又安定在過低的水準上的國家之外，只要通貨膨脹一停止，安定的恐慌，是不能免的。法國和比利時很幸運，完全逃過了安定的恐慌。因為牠們國內通

貨膨脹的程度，並不很厲害，沒有使牠們的經濟制度解體，所以通貨安定所引起的變革，並不很大。在那些膨脹得很厲害的國家，就要有相當澈底的整理，纔能得到通貨的安定。牠們的生產，商業銀行業等制度，全部是建築在許多年來膨脹條件上。通貨的安定，就使許多組織失掉存在的理由，其他組織亦要受很大的改造。

通貨膨脹所造成的投機式的結構，只能在膨脹條件下存在，通貨一安定，不是瓦解，就是清理，這種自願的或強制的清理，是一件很痛心的事，國家所受的影響很不小。在德國有希特勒（Hugo Stines）所創的巨大規模的垂線托拉斯的清理。這個托拉斯及其他同樣的聯合公司，在通貨安定之後，還來不及希望經濟上的恢復，就不得不實行清理。在奧國，那種清理，想要延緩一下都不能，許多在膨脹期間所成立的聯合公司，都瓦解了，這使本來組織很健全的銀行，亦受很大的損失。除了這種痛心的整理之外，在安定之後，一定是經濟不景氣，這是因為非限制通貨和信用不可的緣故。正統學派的傳統理論，是說只有減少通貨的數量，纔可以維持牠的安定。因為通貨膨脹所引起的疑惑，不能一天晚上就掃清，所以他們以為必須十分小心，採行一種極端正統學派的政策，而



不要冒第二次瓦解的險。

### 五 安定的恐慌是不能免的

通貨安定後的不景氣，在意大利特別厲害，這是因為里拉估值太高的緣故。那些依賴國外市場的產業，都受了極大的損失。另一個極端，是法國和比利時，在這兩國，通貨安定後的繁榮，毫不亞於膨脹時期。由此可以知道，在膨脹之後，無須經過恐慌，亦可以使通貨安定。這足以反證通貨緊縮論者的主張，他們以為膨脹既不能永遠持續下去，遲早一定會有很大的反動，固然可以說一九三一年和一九三二年法、比兩國的恐慌就是通貨安定所引起的。但是實際上，一九三一年的恐慌，無論如何是不能免的，即使佛朗的貶值，是一個重要原因，但就是沒有這個原因，恐慌亦是會出現的，最多只是時間和形式稍為不同罷了。那些在一九二二到一九二七年間受了通貨安定恐慌的國家，在世界大恐慌的時候，還是受了影響，所以法、比兩國只遭一次恐慌，不遭兩次恐慌，總算是運氣。

### 六 通貨估值過低和過高的關係

實行通貨膨脹的國家，差不多都把安定水準定得太低，這當然使那些把通貨估值過高以求

安定於戰前平價上的國家的形勢更加嚴重。這些估值過高的國家，如果知道估值過低的好處，並且在牠們求本國通貨安定的時候，知道那些膨脹過的國家的通貨會估值得過低，則牠們對於自己的政策，或許會加以從新考慮。但捷克的例子，使牠們誤信那些膨脹國家會把通貨安定得高。捷克政府在通貨膨脹之後，再經過那種混亂情形（新捷克就是在這種情形下產生），就採行了一個明顯的通貨緊縮政策，把克朗的價值，大大地提高。這是在美國之後的第一個安定通貨的國家，所選定的安定水準，非常高。有人以為這個政策的目的，是想毀滅捷克國內的日耳曼人的產業家，使工業的生產，受國家資本的統制。但無論如何，捷克的例子，使通貨緊縮過的國家都相信，至少一部分膨脹過的國家，在箝制膨脹之後，會採行和捷克同樣的政策。如果真是這樣，那些緊縮國家的通貨，或許不會估值得十分過高，那種混亂情形，或許亦要多經過些時候纔出現。但是即使如此，世界恐慌還是避免不了的。譬如，如果佛朗的價格，定得太高，則法國的預算，決不能長久維持平衡。雖然物價水準間的不均衡，或許不至於這樣顯著，但是虛構財富和真實財富間的基本上的不均衡，甚至還要更大。這一點已足引起大規模的恐慌問題，只是時間罷了。

## 七 通貨緊縮國家的態度

沒有捷克的先例，那些緊縮國家，或許不會把牠們的貨幣安定在戰前的平價上，但這都很難說。如果牠們知道通貨估價過低的影響，牠們或許會等待那些重要的膨脹國家決定後再說。可是即使沒有捷克的先例，那些緊縮國家的政策，亦決不會有變動。只有當幾個最重要的膨脹國家，把幣值估得過分低的時候，或許纔有幾個緊縮國家注意到，而改變政策的確，當一九二五年，大多數緊縮國家使通貨回復戰前平價的時候，有些極端膨脹的國家，早已安定了牠們的通貨，但這是因為牠們膨脹的程度太厲害了，所以牠們的安定比率的選定，不能影響那些緊縮國家的決議。只有那些膨脹得不十分厲害的國家的態度，或許纔能影響牠們的政策，這要當牠們決定政策的時候，知道那些國家的態度纔行。

作者對於各國選定通貨安定比率的意見，因為過去幾年間的經驗，而有根本上的改變。作者原來的見解，是以法、比等國通貨的估值過低，是世界經濟恐慌的主要原因。但現在相信，恐慌的原因，並不是這些國家的通貨的估值過低，而是別的國家的估值過高。法、比等國安定通貨的水準，

或許要算是合理的。要是其他國家亦採行同樣的政策，大戰所遺留下來的不均衡，一定要大大地減小。物價間的差異，一定要扯平不少，而真實財富和虛構財富之間的不均衡，亦一定會自行調整。造成世界恐慌的通貨緊縮運動，或許亦可以避免，至少恐慌的範圍，不會超過一個通常的週期恐慌。

所以，在技術上雖然可以說佛朗的估值過低，是恐慌的直接原因之一，但是我們要承認：錯處并不在於法國政府，而是在於那些故意擡高幣價的政府。可是這種承認，並不是說法國政府對於恐慌一點責任亦沒有。他們貶低佛朗的價值，雖是正當的，但是他們採行一種政策，來防止佛朗的貶值影響法國的物價水準，這是他們的錯誤。這種政策的結果，在下面幾章裏再詳細討論。

## 第四章 國際合作

### 一 合作的需要

許多重要國家實行通貨緊縮政策的結果，各方面的情形都成爲不自然，遲早要引起最大的恐慌來。但是這種恐慌，經過了許多年纔發生。遲延的理由，是因爲各主要國家採行國際金融合作政策的關係。在戰前，由各國政府或中央銀行，從來沒有主持過國際間的金融合作。只有極少的場合，一國的政府對於他國給以援助，但這些場合是例外，而不是常有的。在大戰期中，協約國方面，在金融上有密切的合作，但是休戰之後，馬上就停止了。可是幾年後又恢復了。在布柳賽會議和日諾亞會議中，通過了各種決議，主張在金融上實行國際間的密切合作。國際聯盟就是合作的一個很好的工具。

戰後，國際間的金融合作的理由，要比戰前更充分。在戰前，幾乎任何文明國家，都可以舉借外

債，只有時候舉債的條件比較苛刻。大戰和戰後的情況，使許多債務國取消債務。俄國、土耳其、奧國、匈牙利、保加利亞等國的債券的投資者，不是完全連資本亦損失，便是不得不接受一次很貧弱的清算。債權國的投資者，結果損失了無數萬，所以在戰後的幾年間，當然沒有人要新的外國債券。那些最需要外債的國家，卻都是信不過的。牠們的預算，沒有平衡，出借者對於自己的放款，是不是能够使借債國的情形有所改進，使其能償還債務，一點把握都沒有。在這種情形之下，想由正常的辦法來得到國際間的借款，是不可能的。捷克和南斯拉夫等國所成立的借款，利息非常重，而且大多數別的国家，根本就借不到錢，無論牠打算出多少利息都不行。

一般人普通都以爲戰後所成立的國際合作，只是爲借錢給那些需款甚急的國家。實際上，合作的目的，不僅是由外國政府，中央銀行或國際聯盟來主持放款，而且還強制借債國鞏固牠們的財政基礎，使其能得到最大的利益。作放款的時候，往往以統制借債國的財政爲條件。這種外國的統制，在借債國看來，雖然是一種禍根，但實際上牠的好處，常常在放款本身之上。因爲這使政府能够採行適當的政策，以便從新獲得本國通貨的管理權，而那種政策，往往是人民所不歡迎的，若沒

有外國的強制，政府就無力實行。

## 二 中歐的復興

國際合作的第一個結果，是奧國的復興。這次合作，是在幾個外國政府的保證之下，作一次國際放款。同時英蘭銀行亦直接或間接給以援助。通那金融上的復興期間，英蘭銀行佔的地位很重要，這是不應當忽視的。雖然辦理放款的，多是國聯金融委員會，但是這種工作大部分是受英蘭銀行的暗示而行的。並且當復興公債還在交涉中的時候，該銀行就給以預支。因為復興計劃要幾個月工夫纔能把各種階段辦完，所以這種預支，使借債國在得到正式放款之前，能够暫時安定牠們的貨幣。英蘭銀行和其他國家的中央銀行，在正式的通貨安定放款發出之後，還對這些借債國的中央銀行給以爲信用，作安定通貨用。

奧國復興之後，便是匈牙利。匈牙利所得到的放款，是由國聯主持，並沒有別的國家保證。其次就是德國的復興，這亦是國際合作的功勞。德國通貨的安定，並沒有外國的援助，但是新馬克的安定，沒有根據道韋斯計劃的國際合作，是不能維持的。道韋斯計劃，除了向德國供給道韋斯放款

之外，還規定了賠款的支付方法，使款項的移動，不至於攪擾匯兌上的安定。英蘭銀行對於道韋斯放款，是一個主動者。此外還有許多其他國家，亦得了國際合作的益處。保加利亞、希臘、日澤自由市，以及愛斯多尼亞等，都在國聯主持之下，得到放款，使牠們能够安定通貨，解決牠們最急迫的金融問題。

### 三 暫時的結果或永久的結果

根據歷史上的遠近法，這種國際合作運動的重要性，在現在看來，似乎比當時要小得多。現在我們明白所達到的結果都純粹是暫時的。奧國是由國際合作來復興的第一個國家，亦是受經濟恐慌的壓迫而瓦解的第一個國家。匈牙利和德國就好得多；這兩國和保加利亞及希臘，結果對於幫助牠們安定通貨的債務，不履行償還義務。只有兩個最小的國家，受了國際合作的益處的，能長久享受那種利益。愛斯多尼亞和日澤，維持了幣價的安定，而且沒有息債。

但是概括地說起來，國際合作的損益表上，很少有永續的結果。譬如奧國，後來的幾年間，在保證國的主持下所得到的放款，和其他各種外債及信用，只支持了一個不健全而且終於不能持續



的局勢。在匈牙利，復興工作最初很成功，使出借國過分信任，以致受借債過多的痛苦。德國亦有同樣的結果，只是規模大得多。下章將討論在一九二四到一九二九年間因為信任過度引起空前大規模借外債的經過，並說明這種大借外債怎樣變成恐慌的最重要的直接原因。

#### 四 適時的休息

凡事要有了經驗，纔看得清楚。這些國家的負責改造者之所以失敗，是不能怪他們自己的。他們所處的環境，使他們不知道，要到因虛構資本過多所引起的基本不均衡有相當調整，纔可以來求復興和安定，他們不知道，在這不均衡的壓迫之下，一切努力，都是要失敗的。但無論如何，即使他們的工作的最後結果是否定的，至少造成一種適時的休息，使世界能充分恢復，以對付即將發生的恐慌。

如果戰後的政治家們，知道怎樣選擇適當的安定比率，來減少虛構財富，而不想支持一種沒有安全基礎的局勢，一定有更好的結果。但是如果他們不知道怎樣是正當的解決，那麼最好在最需要安定的國家，求臨時的安定。

如果不是國際合作所給與的援助，使中歐各國得到一個喘氣的機會，一定會完全瓦解，這種混亂的狀況，會使現存社會制度被推翻，這是可以想像得到的。明白了這一點，就可以知道：如果只怨那些國際合作的促成者的最後失敗，而不問暫時的結果，未免太對他們不住了。

國際合作，並不限於向弱小國家給與財政上的援助。主要目的，是使比較富強的國家，能夠把牠們的匯兌安定於金本位上。因此比利時和意大利等國家，都得到中央銀行的信用放款，就是英國，亦從美國的貨幣當局得到大規模的信用，作為安定通貨用。這些信用，大部分沒有使用，但是牠們得到了信用那種事實，對於回復金本位，仍是很有幫助。

我們都說：既然以各國選定的平價來回復金本位，是一種錯誤，那麼幫助牠們這種工作，使牠們能夠把通貨維持於那種不經濟的平價上的努力，亦是白費的。這亦是要有了經驗之後纔知道的。各關係國政府，既然沒有選定正當平價的先見，那麼牠們的互相幫助，來維持已經選定的平價，是很合理的，如果沒有國際間的合作，大多數國家，完全不能安定牠們的通貨，將成什麼情形，這是很難說的。大體上說起來，作者覺得，暫時的安定期，是有益處的，即使結局不能維持亦不要緊。貨幣

當局的錯誤，是他們明白了所選定的安定比率的壞處之後，還繼續行下去。

### 五 各國中央銀行間的密切接觸

國際合作除了放款和信用等特別援助之外，還有一種另外的方式，就是在各國的中央銀行之間，成立密切的合作。這是戰後纔有的目的是求調整各主要國家之間的貨幣政策。這個目的，和改造財政情況很壞的國家那種事情一樣，是值得稱讚的。但是因為基本上不均衡的關係，終於是要失敗的，那種不均衡，使各國中央銀行間的合作，過分困難。在比較正常的狀態下，各國中央銀行合作，或許容易。但是在現有的環境下，合作的目的，是支持那種不均衡的狀態，這是一種極難的工作。

而且三個主要國家所想實行的貨幣政策，都根本不同。美國的目的，是極力維持物價的安定。英國卻要世界物價上漲，以便恢復英國物價和世界物價間的均衡。法國的目的，卻想維持法國物價和世界物價間的現存的不均衡，因為這於法國有利。三國的貨幣政策，既有這樣的衝突，要想牠們通力合作，是很難的。最大的希望，是減少牠們間的互相傾軋。

## 六 技術上的合作

各國中央銀行間合作的一個結果，是大家協定：如果一國的中央銀行要從另一國的中央銀行撤回現金，因而使對方的中央銀行的現金準備減少的時候，要先得對方中央銀行的允許後纔行。各國中央銀行，在倫敦市場上的採購，都由英蘭銀行經手，以便調整牠們的需要。中央銀行要撤回餘額的時候，務須不要擾亂市場。各國中央銀行間，時常作有規則的交換消息，重要的決議，如再貼現率的變動等，往往都預先通知其他主要國家的中央銀行。

各國中央銀行的首腦，常常集會，對於貨幣政策上的合作，有相當的協議。在技術上，合作的程度比較高。譬如，大多數國家的中央銀行，都協定把牠們的外匯準備，移送到其所聯繫的一國的中央銀行去。在後面將要討論到國際清算銀行，這個機關是為便利各國中央銀行的國際合作的。平時如果有這種機關，一定可以避免許多困難。但是在現存狀態下，只能使恐慌稍為延期，而不能使其根本消滅。

## 第五章 黃金狂

### 一 全部採行金本位

通貨安定運動，只求支撐戰後那種不均衡的狀態，因此產生一種因素，而引起恐慌。那因素就是「黃金狂」(gold mania)。本來這個用語的意思，是指生產者趨向新發見的產金地去的事。但現在的意義，是戰後纔用起的，是指購買黃金者極力求增加現金的意思。如果國際合作的目的，是使大多數國家採行金本位制，那麼，這種黃金狂，就是因此引起來的。

戰時和戰後的幾年間，歐洲許多國家的金準備，大大地減少了。牠們的黃金，大部分被美國吸收了，小部分被以前的中立國得到了。如果要用合理的方法，那麼只有等待有輸出剩餘的時候，再來漸漸增加金準備，等到牠們的地位強固了的時候，再恢復金本位。這當然要有許多年的時間纔行，歐洲各國是不能等的。不換紙幣，已完全失掉信用，各國都覺得有馬上回復金本位的必要，不管

在技術上是怎樣不够程度。各強國不但阻止這種全體回復金本位的動向，而且鼓勵。有許多國家，在戰前本不是用金本位，現在亦採用金本位，因此對於黃金的需要更大。國際聯盟極力贊成回復金本位，把牠認作復興放款的一個條件。在國聯之外，還有甘末爾教授，他被拉丁美洲、歐洲，以及遠東的許多國家，請作顧問，對各國給以千篇一律的成立金本位制的勸告。從中國到祕魯間的各國，都得到這樣的勸告。一方面國際聯盟和各國中央銀行間的合作運動，使歐洲各國，大半採行金本位，另一方面，有甘末爾教授使拉丁美洲的大多數國家，亦採行金本位。他甚至很願意使中國亦由銀本位改到金本位去，要不是中國因為難得到大宗借款，不能實行這種勸議，否則存銀國的命運，實不堪想像。可是印度和其他幾個亞洲國家，卻居然放棄了銀本位，而採用金本位。

## 二 黃金供給的不足

結果是大大地增加對於黃金的需要。固然因為每年黃金出產額積聚起來，并把流通中的金幣亦收回來的關係，在供給方面亦增加了。但因為供給上分配不均，又不容易使有大量金準備的國家分讓一點出來，所以中央銀行所能得到的供給很有限。這種不足，因為採行金匯兌本位的關

係，有相當的減輕；有許多國家的中央銀行，都用外匯準備作鈔票的發行準備。當國聯和各主要國家的中央銀行，使許多國家安定通貨的時候，以為大多數國家都甘於用金匯兌本位。但實際上是相反。金匯兌本位制度，在那些國家和中央銀行間，并不怎樣受歡迎，大多數是想馬上把牠們的外匯準備換成現金。

作者相信，世界的存金額（作貨幣用的），既是那樣不充分，而需要又一天一天增加，這是直接引起恐慌的一個最重要的因素。凡有這種見解的人，其所以這樣想，多是因為覺得現存的黃金額不夠作通貨和信用的基礎。事實是怎樣，後面再討論。但是黃金的缺乏，還有另一方面，是一般人所沒有看到的。

### 三 黃金和虛構財富

一九一四年以後，世界作貨幣用的黃金額的增加，和虛構資本總額的增加不相稱。兩者之間，固然沒有規定一定比例的必要，但是幣用金額最好能够在相當程度上，和虛構財富的增加并進。固然證券和股票是不能兌成現金的，中央銀行亦無需為牠作現金準備。但是牠們的數額上的增

加，使國際上的變動，亦要更厲害，而中央銀行爲維護通貨起見，是不得不防止這種變動的。且舉一個例來說，在戰前，英國政府的有價證券，在外國人手裏的，大約在兩千萬鎊到四千萬鎊之間。戰後大約在五千萬鎊到四萬萬鎊之間，變動的範圍就大了。這種增加，使有準備更多現金的必要，這是不能否認的。

此外，虛構財富數額的增加，間接亦使世界對於黃金的需要增加，只是不十分顯明。在戰前的金融恐慌的期間，所影響的數額還比較小。各國政府和中央銀行，只要作幾百萬鎊的放款，就很有幫助。一九一四年後，虛構財富增加的結果，現今一次恐慌所引起的數字，比十九世紀的恐慌，要大許多倍。所以需要的幫助，亦要大許多倍。戰前一千萬鎊就够用的，現在要幾萬萬鎊纔行。這種信用的膨脹，在金本位之下，是不可能的，除非金準備比正常的要求高得多。單單這個理由，已够說明藏金高出法定最低限度的合理，甚至比其他辯護高準備率的理論，還更有力得多。

#### 四 黃金的需要增加了

國際間債務，數目很大，這本身已足增加貨幣用金的需要，尤其因爲這種債務，有大部分是流



動存款的形式，在各中心地之間往來移動。這些浮動的存款，是一種擾亂的因素。數額比戰前恐怕要大幾倍，債券的所有者，比在平時更容易變心，而立刻加以移轉。國際貿易情形的不安定，使貿易差額，常常有意外的變動，這亦是增加黃金需要的另一個因素。而且物價水準比起戰前來，約要高百分之五〇，這又是增加需要的原因。其他情形不變，則這點就要增加作鈔票發行準備用的黃金的需要到同樣的程度。實際上許多國家的鈔票流通的增加，遠超過物價增加的比例。所以如果鈔票流通的準備，是根據戰前金準備的比例，所需要的金額，就比戰前要大得多。

就是準備比例的根據，亦有變動，這變動亦增加對於黃金的需要。在戰前，金本位國家的金準備的法定最低額，是根據鈔票發行的數額。依據自多數國家恢復金本位以來的普遍原則，現在的準備比例，是根據鈔票發行數字加即期債務來計算。有好幾國的銀行立法，都包含了這個原則，而且有普遍採用的傾向。

另外一個因素，是有好幾國在戰前本來是銀本位或紙幣本位的，現在亦採用金本位，或至少銀幣受有限制。印度決定成立金本位之後，東方各國做行的不少，就是中國，亦想要採行金本位制。

拉丁貨幣同盟中，有一部分國家，完全使白銀失掉通貨的資格，這亦增加了那些國家對於黃金的需要。

## 五 需要超過了供給

考慮一下上面這些情形之後，我們可以大膽地說：作貨幣用的黃金的需要的增加，遠超過了世界的供給額。從這一點看來，應不應該勸各國都採用金本位制，很是一個問題。在十九世紀的時候，大多數文明國家的採用金本位制，是一種漸進的過程。所造成的需要，因為發見新產金地的關係，很容易供應，那些新發見，正好和許多國家的成立金本位同時。可是戰後的回復金本位，卻是突然的。在五六年之間，採用金本位制的國家，比全十九世紀還多。產金額的增加，亦不能應付這種空前急迫的需要。因為生產是靜止的，收回流通中的金幣，亦不能有很多，一國的急迫需要，只有其他各國的存金，纔能應付。所以一國中央銀行的利得，幾乎就是牠國中央銀行的損失。

## 六 黃金狂會引起通貨緊縮廢

世界的存金額的不足，是否會引起通貨的緊縮，這隨各人意見而定。或許實際情形這樣：存金

的不足，使通貨和信用的數量，不能跟着同期間商品生產的增加一齊膨脹。世界的物價水準，從戰後的暴落以來，差不多是不斷地下跌，這一事實，似乎指示出一種基本的緊縮勢力，但是，不管存金額是否不夠國內的需要，對於國際的需要，的確是不夠的。不管世界上是否有充分的黃金，來使各國維持一種相當數量的通貨和信用，對於應付日益增加的國際間的變動，黃金確是不夠。

戰後各國通貨的大貶值，對於黃金的不足，有了多大的補救呢？第一、全世界依金價計算的平均物價會跌落。固然可以說通貨貶值後面，總是物價的上漲。但是實際上，物價上漲的程度，往往不及通貨貶值的程度，除非和意大利一樣，通貨貶值之前，能够恢復對外匯價。而且如果貶值的只有一國或幾國，商品價格，固然要來適合通貨的新國際價值，但是如果所有的國家，都實行貶值，那麼，形勢就完全不同了。如果英、美及其他通貨緊縮國家，在一九二〇年實行貶低幣值，物價一定要上漲，這種上漲，是根據貶值後的各國貨幣單位來說，同金價比起來，決不能說是上漲。如果金價仍原很低，那麼，對於黃金的需要，一定亦是很少。

而且，因為貶低幣值，使虛構財富的負擔減輕，這亦會大大地減少對於黃金的需要。不均衡的

消除，使通貨安定的基礎更穩固，因而減少變動的原因。所以黃金的所以感到缺少，是因爲那些緊縮國家把通貨安定得太高的緣故。

## 第六章 出借熱

### 一 出借和黃金狂

在近年來的金融史上看來那樣重要的黃金狂，竟是那些負國際合作運動的責任的人所造成的，實在是一個笑話。各國的所以能够增加金屬準備，是復興公債和通貨安定公債的力量。而且各國由國際合作來求復興，在道德上的影響，是獎勵借款給那些國家。在國聯的主持下作放款，或任命一個外國顧問，在國際金融中心地看來，認為這是保障不至於受損失。因此許多國家都願意作放款，或供給信用。這樣借進來的款項，一大部分是作增加金準備用。

一九二三—二八年間，國際上的貸借，把現存不均衡的影響，都隱蔽起來了。美國對歐洲所作的放款，使歐洲那種很不自然的狀態，能維持到幾年之久。同時國際借貸那種辦法，造成一種形勢，使恐慌的必然性增加，而且當恐慌爆發了之後，使牠更加厲害。

幾個國家的通貨安定所造成的那種安全的幻覺，大大地鼓勵了國際間的借貸。在現在看來，我們很難了解爲什麼那時世界上的人竟信任那種基礎很脆弱的表面安定。大家都應當知道：只要賠償問題沒有滿意的解決，則德國和中歐，決不是放款者的安全投資區域。大家亦都應當知道：沒有最大的恐慌，決不能使法國答應減低賠款額，金融家和投資家，應當知道，這種恐慌決不會只限於德國一國。在既存貨幣政策的基礎之下，很少有希望消滅各種物價水準間或虛構財富和真實財富間的不均衡，這種事實，比較不十分明顯。所有上面那些情形，除了少數專家之外，完全沒有人注意，而專家的警告，並沒有人理會過。

## 二 各銀行間的競爭

各銀行中心地間的競爭，亦是引起出借熱的原因。在戰前，主要的貸款中心地如倫敦、巴黎和柏林等，競爭很有限，各有各的主顧，大體上說來，互不相犯，但是自從紐育成了一個敵手，形勢就完全變了。紐育的銀行，沒有以往的經驗和傳統，對於國際放款，膽子非常大，毫無顧慮。每有一次放款機會，牠們自己就互相競爭，同時又和其他中心地的銀行競爭。任何外國政府，省政府或市政府，都

很容易獲得大宗借款，因為出借者都極力爭奪這種滿足資本要求的特權。據說當時德國的大旅館都很繁榮，因為牠們的房間，大部分都住滿了美國金融界的代表，他們是來德國向些很偏僻的市政府遊說，勸牠們舉借大宗款項。德國雖然是最好的獵場，其他國家亦有同樣的情形。有些大陸國家和全部拉丁美洲國家，都得到了巨額的放款。有些根本就沒有人知道的地方，亦得到借款，牠們的名字出現在放款名單上，纔有人知道有這麼一個地方。一切超人的販賣術，都利用到了，以引誘無知和不謹慎的投資民衆，來購買外國債券。

這種競爭，雖然是以美國銀行為領首，但是借貸的過度，決不能單怪牠們。倫敦亦是有份的，倫敦所借出去的，其實超過了英國的出借能力。美國借出去的數額，雖然是在能力範圍（即可作對外放款的剩餘款項的範圍）之內，英國卻不是這樣。倫敦自古以來，就是世界的銀行中心地，很願輕輕放棄牠的領導地位。因為官方對於國際收支的數字，過於樂觀，所以寬宏大量地對外放款，不僅是放給老主顧，而且新客人亦要。結果是通那通貨安定期間，借出的數額過多，這亦是英鎊感到壓迫的原因。政府常常禁止借款給外國，以期緩和這種出借過度的形勢，但是因為祕密放款和

短期信用的關係，那種求緩和的努力，大受阻礙。在對外國作放款之外，同時倫敦又積蓄了許多外國的短期債權，這是長期出借的財源。所以倫敦的地位，越變越危弱。瑞士亦是這樣，可是瑞士政府很注意積蓄充分的金屬準備。阿姆斯特丹和斯托克霍爾姆亦參加了作國際借出。巴黎在佛朗安定之後亦加入了，但是比起別的金融中心地來，規模要小得多。

### 三 借進者的態度

債務國的態度，在這種出借熱的情形之下，是可以想像得到的。其實牠們應當知道，對外債務一增加，牠們的地位就更危弱。牠們特別應當知道，向外國作短期借款，而把款項再投在不流動的形式上，是很危險的。但是只要一想到那些債權者的那種出借的熱誠，債務者的受引誘，是不能怪的。只有很少數能抵抗這種引誘。譬如意大利，墨索里尼就禁止在外國發行的公債，而且意大利借進來的數目亦很有限。在德國，國立銀行總理夏哈特博士拚命想制止這種借債潮。成立了一個機關，來統制借外債，但是抵不住借入者和借出者雙方的壓迫。

固然，德國所借的外債，對於使德國能够償付賠款，有很大的幫助。但是這不足以證明牠那種



接受放款的熱心的合理。反之，從最初就制止借外債，以減小道韋斯計劃的荒唐性，這纔是正當的政策。要不是外債太多，道韋斯計劃一定在決定後的十二個月以內就已失了敗。法國亦會根據事實，減少牠的賠款要求。但是實際上，道韋斯計劃，由借外債而維持了。要抵禦那種外債的引誘的，確是很困難，因為馬克的貶值，把經濟制度的運行所需要的虛構資本，掃除得乾乾淨淨。所能够怪德國政府的，就是他們不該沒有把外債用於生產方面。因為大部分的借款，是用來建築都市的游泳池和同類的投資，這對於國民的健康，固然會增進，但決不能增加國民償付外債的能力。

#### 四 商業債務的優先權

德國政府所取的態度，是說那些放款是各國強迫牠接受的，因為這樣使牠能够支付賠款，並且說那些契定的商業債務，實際上只是商業化了的賠款債務。這種態度，是完全不對的。作一次借款，非雙方同意不可。對於外國所提供的放款，接受與否，完全是德國的自願。這並不是說，那些放款者，對於所發生的嚴重形勢，沒有責任。上面已經說過，牠們應當知道：只要賠款問題沒有解決，借款給德國是不安全的。

對德國放款的那些銀行，甚至連牠們的放款是不是有償還的優先權一事，都不願意費心探聽一下。如果道韋斯計劃一頒布，馬上就提起這個問題來，法國和其他有利害關係的國家，一定會承認：商業上的借款，應當對政治借款享受絕對優先權，因為法國之所以能在一九二四到一九三一年間得到大宗的賠款，就是因為有商業借款的關係。但是全世界的銀行，因為忙於競爭作放款，沒有時間和精力來講這種基本的警戒手段。當本書作者於一九二七年在「金融新聞」(Financial News)主張確定商業借款的優先權的時候，很不受國際銀行界的歡迎。甚至連各政府當局，都不願意把優先權問題弄明白，這樣牠們能够使德國暫時由商業借款來支付賠款。

出借熱的結果，大多數借入國借得太多，輸入得太多。如果各債務國當局，不願接受一種輸入剩餘作為放款，結果會積蓄牠們的金屬準備。那麼黃金狂的程度，比實際上還要厲害。另一方面，這種政策，會限制國際借貸的數量，而債務國和債權國的地位，亦不會變成危弱。但是事實上，那些借入國，把借款的大部分花費在輸入品上，因此當償還債務的時候，沒有充分的財源來應付。這種情形，對於短期信用，特別重要。

## 五 短期信用

除了洪水似的國際長期放款之外，還有許多國際間的短期信用。在戰前倫敦幾乎是專作承付信用(acceptance credit)的唯一中心地。但是到了戰後，紐育決定要成爲世界上的銀行中心地，所以就開始作大規模的承付信用。此外，在荷蘭、瑞士及瑞典等國，創設了第二流的承付市場，佛朗安定之後，巴黎亦開始注意這方面的工作。同時在戰前專作這種放款的銀行，和戰時及戰後纔從事這種承付業的商業銀行之間，互相競爭得很厲害。結果這種信用的數量，遠超過戰前的數字。而且承付業已不再遵守戰前的保守原則。只有一小部分，是用來資助真正自了的 (self-financing) 商務。大多數的信用，是用來資助長期的商務。在德國尤其是這樣，那裏由國外承付信用所得到的資金，大部分是用來資助對俄國的輸出，這種輸出的付款，一時是拿不到的。這種辦法，比過度的長期借款，還危險得多。德國和別的大陸各國，利率很高，這亦吸收了巨額的外國存款，因此增加了對外債務數額，這種存款，是隨時會撤回去的。

## 六 不顧風險

那些專門從事於國際金融事務的，竟不知道形勢的危險，真是驚人。雖然沒有數字來指示國際間短期債務的數額，但數額的過大，是很明顯的。就是在平時，國際短期債務增加到這樣多，已經是很危險，尤其大部分並不是自了的性質。由這種國際短期債務所維持的投機事業，只要受到一個打擊，馬上就要崩潰，而且因為世界上的情況，失掉了均衡性，所以受打擊的可能性是很大的。

經濟制度上的不均衡，普通人或許看不出來，但是法德關係的不能使人滿意，使政治上的打擊，都很有可能。一九二九年楊格委員會的幾乎失敗，就是危險的第一個警告。但是那時候已經太晚了。短期債務大部分是一九二八年後半和一九二九年增加的，因為華爾街的假景氣 (boom)，國際間的長期放款業衰退。代替的是短期信用，形式上或是承付信用的增加，或是放款，或是長期放款的預支。在一九二九年年中，想要大大地減少國際短期債務，已經就要對於國際結構上給以一種很大的打擊。

資本借貸的自由，好幾年間把基本上的不均衡倒隱蔽住了。但是那種形勢，決不能長久支持。

下去，這是很明顯的。大多數借入國和一部分出借國，一天一天危弱下去，這就是走向大恐慌的一條路，恐慌的來臨，只是時間問題。

## 第七章 流動的存款

### 一 外國存款的成長

在上章裏指出過，戰後國際短期債額的增加，是恐慌的主要直接原因之一。除了承付信用存款及對各借入國的現金預支之外，還有另外一種國際債務，亦是有擾亂影響的。即在那些主要金融中心地，尤其是倫敦和紐育，都積蓄了巨額的流動存款，其中包括活期存款、定期存款、國庫券和銀行券以及政府所有的證券和其他有價證券。這些存款，是隨時或由短期通知就可以提走的；因為有賣出未到期匯票的便利，所以全部金額其實都是等於隨時可以提走的，雖然持有人須預先通知，或等匯票到期，纔能收到實際的款項。

這種流動資金的數額，比戰前大得不能比較。這種增加，有幾個理由。在戰爭期間，尤其是戰後的通貨混亂期間，金融上貧弱的國家裏，有許多私人和商店，往往在外國有存款。瑞士和荷蘭就有

許多游資在中歐，法國和意大利等。普通叫做「膽小金」(funk money)。倫敦和紐育亦有巨額的這種資金。這種把資本移轉到外國去，決不完全是因為怕通貨貶值，凡人民不慣於直接稅的國家，如果增加直接稅，結果資金一定大批逃到外國去。這種趨勢，在通貨安定恢復了信用之後，還繼續了好久。每一個法國人，至少有一筆存款在外國。這種存在外國的款項的積聚的程度，可以由一個事實看出來，就是單單一個法國的工業集團，在恐慌之前的那幾年間，在倫敦就有六百萬鎊到八百萬鎊之多的存款。

這並不僅是法國人別的大陸國家的人，亦是同樣，只是程度上稍有差別，在盧森堡、理奚藤斯坦以及瑞士的某些縣分，都成立了許多銀公司、信託公司和持股公司(holding company)，專為操縱游金。英國的直接稅，雖然有百年的傳統，可是在工黨組閣之後，英國人亦援例把錢送到外國去。

## 二 金融的國際化

戰後金融國際化的傾向，亦是流動存款增加的一個原因。各國間成立的金融上的連絡的數

目，在戰後有很大的增加。各銀行都和外國銀行成立密切的關係，或是用同盟的形式，或只成立友誼關係。倫敦和紐育的大合股銀行，在戰前只限於從事國內的銀行業，但戰後國際上的業務亦很發展，這又是增加銀行在外國的存款的一個原因。此外，在外國的證券交易所投資那種習慣，在戰後的安定期間，一天一天普遍化了。前面曾說過，外國資本投在英國政府的有價證券上的，常常達到許多萬萬鎊。倫敦證券交易所和大陸各交易所掛牌的其他有價證券，亦有很大的外國資本。最厲害的是華爾街，這已成了一種不能抵抗的磁力，從世界的所有各部分，都吸進巨額的投資資本。對於外國情形的興趣和知識的增加，是這種傾向的大原因。無論在那一國，保險、投資信託公司以及其他大投資者，總是想利用在別國投資的高利，就是對於沒有國際市場的證券，亦毫不遲疑地接受。

的確，這種情形的影響，大部分為戰時退還外國證券和國際證券經紀(arbitrage)數量的衰減而殺消了。但是後者只限於以買賣國際證券為職業的人，買賣的金額，比較有限。另一方面，在貨幣安定期間，一般人民，都漸漸作國際投機了，而且規模是空前地大。華爾街的上漲趨勢，使全世界



都患了一種賭博熱。於是成立了許多商店，來招徠那些想在華爾街投機的人，有了這種便益，所以吸收到紐育去的外國資金，達到幾十萬萬美元之多。華爾街除了那些移轉到紐育作證券投機的資金，還放款給證券經紀人，收取很高的利息，這樣亦吸收了不少的金額。銀行及其他不願親自賭博的，就資助他人的賭博活動，因為紐育的活期放款，利率很高。

這些種類的流動存款的動向，是一種很大的擾亂因素。雖然大體上，牠們的動向，都由利率的不同所調整，其他因素，如證券交易所的趨向等，亦是很重要的。這些資金的在各中心地間的移動，常常使資金所離開的國家感到困難，牠們所移向的國家，亦感到一種多金的苦惱。

### 三 各國中央銀行在外國的存款

除了私人的幾十萬萬資金，在各國往來游動之外，各國政府和中央銀行，亦積聚了巨額的流動存款。在戰前，有些國家的中央銀行，已經有一種外匯準備金，來調節外匯，免得輸送現金。在戰後，這種辦法更普遍了，外匯存款構成本國通貨的第一道防線，數額亦大大地增加了。許多國家所積聚的外國存款，或是借外債的結果，因為金額的一部分存留在出借的中心地，或是把逃亡到外國

去的國民資本送回來的結果。

積聚外匯準備金的辦法，因為許多國家採用金匯兌本位制，更普遍了。所有新成立或從新改造過的中央銀行的法令上，都規定包括百分之幾的外匯現金準備。各主要國家的中央銀行，對這種辦法都加以鼓勵，以便減輕黃金狂的趨勢，因為否則要陷於很大的困難。那些靠復興公債來安定通貨的小國，不用黃金而用外匯來作牠們鈔票的準備。比較大一點的國家，如德國、意大利和日本等，亦採行同樣的政策。尤其是法國，其所積貯的外國存款的數額，實在驚人，這裏面一部分是佛朗安定後歸還法國資本的結果，一部分是因為佛朗貶值後貿易差額於法國有利的關係。法國國庫和法蘭西銀行所有的英鎊和美元的存款，有好幾年間超過了兩萬萬鎊。這一筆金額，在國際金融上，是一個極重要的因素。

#### 四 金匯兌本位制的影響

關於這些由政府所統制的存款，對於國際貨幣局面上的影響，有很多論爭。有一個學派，以為在貨幣安定期間，普遍地採用金匯制，使產生了通貨膨脹的影響，這是投機景氣的主要原因，結果

是崩潰。固然，在理論上，金匯制的採行，會使信用在國際上要增加一倍，因為同一金額，用作兩國的通貨和信用的膨脹基礎。但是實際上，真正加倍的範圍，比較有限，因為到底根據外匯準備來大量發行鈔票的中央銀行很少。大多數的中央銀行，其法定最小限度的準備比例，多是用現金，只有法定最小限度以上的那安全界限，是用外匯來充用。

在法國，中央銀行的多額外匯準備，不准包括在準備比例裏，單是現金準備的部分，已總是超過法定最小限度。只有少數次要國家的中央銀行，纔真正在法定鈔票準備裏包括一部分外國存款，然而就是這些國家，亦漸漸在用現金來代替那種存款。在這種情形之下，說大規模地信用加倍，是很可笑的。最多可以說金匯制的推行，使那些存有遠超過法定最低限度的準備的國家，減小了死藏現金的範圍。只有這超過額纔包含了一部分外匯。

## 五 緩和物價的跌落

沒有金匯制的推行，黃金缺乏所引起的通貨緊縮影響，會要更加顯著。如果所有各國的中央銀行，都把牠們力所能及的準備，換成現金，結果一定是拚命爭奪，有些中央銀行，會要失掉許多黃

金。結果不得不限制信用，而加緊緊縮。如果沒有維持外匯準備那種辦法，金本位制不要等到一九三一年，在一九二七年或一九二八年就要發生問題了，這是很可以想像得到的。

物價水準多是下傾，這一事實，已够反證上面那一學派的理論，即，金匯制的採行，產生大規模的通貨膨脹。但是那學說的信徒，還是說物價下傾的動向是因為生產增加而生產成本減少的關係，金匯制所引起的通貨膨脹的影響，使這兩種因素（生產增加和成本減少）對於商品價格不能充分發揮牠的力量。這裏就引起了一個問題，即生產的增加和生產成本的減少，是不是絕對會使商品價格跌落的問題。大多數的經濟學家，對於這問題的解答是肯定的。他們以為人類由減低生產成本所能得到的唯一利益，就是減低價格。但是這決不是必要的。如果生產的報酬增加，使購買力亦增加，亦會產生同樣的效果。

## 六 減低成本與增加所得

生產成本的減低，應當用減低價格的方式或是用增加所得的方式來達到消費，完全隨各人的意見而定。工資勞動者，從任何方式都能够得到利益。第一種於債權者有利，第二種於債務者有

利。至於貿易，大體上說來。如果物價有一種和緩的上漲，是更容易繁榮的，但就是下跌，如果很和緩而且漸進的，亦不見得一定有害，只要那種下跌真是因為減輕生產成本所引起的。在我們看起來，提高購買力要比減低物價好，不問減低的程度是怎樣輕微，至於物價的暴落，那更是要不得。在一九二五年到一九二九年之間，美國勞工局的批發物價指數，由一四八降到一三八，同時貿易局對於英國的批發物價指數由一五九降到一三七。美國的降低已經足夠大，每年平均是百分之二·五。如果沒有金匯制來殺消一部分，降低的程度，是不堪想像的。

在這種情形之下，只有激烈的通貨緊縮論者，纔能說金匯制會使信用量膨脹。要不是金匯制的關係，世界經濟恐慌，早在幾年以前就要開始。不問在純粹的經濟上來講，是不是很好，但從政治的觀點上看來，恐慌延期所給與的休息期間，是很有益處的。牠給人類一個機會，使其能從戰爭和膨脹裏恢復過來，並且使其受得住幾年以後的恐慌。

## 七 鼓勵過度出借

金匯制對於信用量上的影響，是很有益處的，但是從國際貨幣安定的觀點上看來，就成爲問

題了。牠使那些出借國把同一金額反覆地轉借出去，因此引起過度出借的壞處，這種錯處，是因為使用的不得當，並不是制度本身的。這種國際間的貸借，使那些金融上很貧弱的國家，能够安定通貸，但是使出借者和借入者雙方的地位都變得危弱。

而且，政府所統制的存款的積聚，是很危險的。私人存款的動向，可以用再貼現率來求相當的統制，政府的存款，卻完全不同。法國政府的巨額外國存款，使牠在外匯市場上，以及在存款所在地的國內貨幣市場上有極大的力量。關於這一方面，將在「金融與政治」一章裏詳細討論。

## 第八章 黃金分配不均

### 一 分配不均的事實是無可爭論的

在恐慌前的期間內，黃金是不是不足，專門家的意見，很不一致，但是對於分配得不適當，卻是衆口一辭地承認。世界存金的一半以上，是在美國和法國的手裏。許多別的地方的國家的金準備，都很不充足，就是根據戰前的想法，以為鈔票發行背後須有金準備，英國和許多別的地方的國家的準備比例，亦還是不能使人滿意。實際上在戰後，金準備的主要目的，並不是爲維持鈔票的兌換能力——因爲那些鈔票對內是不兌現的，——而是爲維護匯兌，使其免受國際間的影響。

英國的金準備，只有一萬五千萬鎊，而流動存款（包括外國的投資）竟有八萬萬鎊左右，這顯然是不充分的。至於那些比較小的國家的金準備的不足，從世界金融的發展上看來，還比較不大重要，但是在主要的國際中心地因爲容易受國際變動的影響，如果金準備不充分，一定會引起嚴

重局面。

## 二 英國黃金供給的不足

一九二五年的英鎊估值過高，是黃金分配得不適當的一個主要原因。使英國政府不能積聚多額的準備，雖然即使一九二五到一九三一年間的貿易差額於英國有利，金準備是不是會大有增加，亦還是疑問，政府當局並沒有看出增加金準備的必要。甚至連麥美倫委員會，亦只建議把一萬五千萬鎊的金準備增加到兩萬萬鎊。要是金準備因為貿易出超而大大地增加，一定會鼓勵大規模的對外放款，剩餘亦會馬上消滅。

英國政府和大多數專家，沒有看出戰後情形的基本變更。在戰前，倫敦只要有三千萬鎊到四千萬鎊的金準備，就可以作世界的銀行業中心地，可是在戰後，那一點點準備，是不夠的。這一點亦沒有看清楚。一方面美國和法國，大規模地貯藏黃金，別的國家，亦小規模地在進行同樣的工作，可是英國政府，卻以為只要有最小限的準備就夠了。他們覺得，自己比那些貯藏黃金的國家的政府當局要高一等。責難那些國家的態度，說是不科學而且原始，可是結局是那些國家對了。如果法、美



等國稍爲少貯藏一點，而英國稍爲多貯藏一點，則分配不均的害惡，一定可以免掉。英國政府之所以把英鎊安定得過高，正是因爲他們把英國對於黃金的實際和潛在的需要，估得太低的緣故。要是他們知道現在黃金的需要已經增加，而把積聚金準備的事看得重一點，一定不會貿然把英鎊擡高到戰前的平價上去。

### 三 法美兩國是死藏黃金麼

黃金分配不均的事實，雖被承認，但是關於這種事實是不是恐慌的原因，則專家的意見，又不一致了。有一派——作者亦屬於這一派——以爲分配不均，是美、法兩國死藏牠們的剩餘所引起的。換句話說，兩個最大的黃金所有國，沒有把牠們的準備來作膨脹通貨和信用的基礎，以矯正那種變態局勢。另外一派卻以爲分配不均的延長，錯誤是在英國，因爲牠不願意充分行通貨緊縮政策，以便從法、美兩國吸收黃金進來。這一派不承認美國或法國有死藏黃金的事。牠們以爲國際間的不均衡，並不是因爲法、美兩國不願膨脹信用，而是因爲英國不願限制信用。

這問題引起極大的論爭。法、美兩國態度的辯護者，否認美國和法國死藏黃金的事實。但是正

如律師所說，罪狀的否認，並不能使人信服，所以他們又提出了另一種辯護。他們認為在法、美兩國，都有充分的信用膨脹，可是同時又認為只要英國不願意限制信用，美、法政府是不便膨脹信用的，因為這樣會要冒通貨膨脹的險。

#### 四 信用膨脹的程度

現在我們且來看看原來的辯護。普通在支持美國沒有死藏現金那一說的時候，多是引用數字，來比較一九二六年和一九二九年間美國的金準備的動向和商業銀行的放款，貼現以及投資的確，在那特定期間，信用的膨脹，遠超過了金準備。但是如果一九二九年不和一九二六年比較，而和一九一三年比較，結果就完全不同了。在一九一三年和一九二九年之間，美國的金準備，約增加了四倍，而那些國民銀行以及私立銀行的信用總計，所增加還不到三倍。一九二六年和一九二九年間信用的膨脹之所以超過金準備，是因為在一九一三年和一九二六年之間，信用膨脹不夠的緣故，物價暴落前的三年間，那種不夠漸漸矯正了。戰後的景氣期間，信用量本來有適合於增加了的金準備的傾向，可是被人工制止了。如果任其自然，商品價格一定會上漲到一種水準，使

黃金外流。一九二〇年所採用的通貨緊縮政策，使剩餘都被死藏，後來物價的恢復，亦沒有多大改變這種形勢。

關於法國，亦是一樣。法國政策的辯護者，很容易證明在一九二八和一九三一年之間，新獲得的剩餘，並沒有被死藏，但是如果比較一下一九一三和一九三一年之間的情形，結果就完全不同了。

## 五 英國無能力緊縮

現在來看看對於法、美政策的第二種辯護。他們以為（所用的邏輯是很可疑的，）雖然法、美兩國都沒有死藏金剩餘，但是牠們如果死藏，是很對的，因為英國不願意限制信用。他們氣凶凶地問：「英國自己既不願意限制信用，怎麼能希望法、美兩國膨脹信用呢？」但是我們可以反問他們：「只要法、美兩國不打算膨脹信用，怎麼能希望英國限制信用而能不冒通貨緊縮的危險呢？」英國的態度，並不是由貨幣政策來決定。一九二六年，英國不能緊縮是很明顯的。工業人口的政治力量增加，決不能全體減低工資，如果用通貨緊縮的信用收縮來故意增加失業，一定會引起輿論的

反抗。法、美兩國的政府，在一九二六年就應當曉得這種事實。他們應當知道，英國的通貨緊縮，是不能消滅不均衡的，所以唯一可能消滅不均衡的辦法，是由法、美兩國把信用膨脹到充分的程度，以便把法、美兩國的物價提高到英國物價的水準上去。但是兩國因為死藏了一大部分的黃金，所以這種國際間的調整，無法發生。美國至少願意援助英國，使其在不均衡狀態下還能夠維持英鎊的平價，可是法國卻連這種援助都不肯。在這種情形之下，我們不難明白，使英鎊崩潰的不均衡，是那一方面引起來的。

## 六 「再貼現率加機關鎗」的貨幣政策

我們當然可以怪英國不願減低工資，甚至用殘酷的緊縮方法都可以。有這種見解的人，一定願意英國自一九二五年起，就提高再貼現率，並助以相當多的機關鎗，以便鎮壓因減低工資所引起的反抗。除開這種再貼現率加機關鎗的經濟學家之外，傍的人都會知道：英國的工會既是那樣有勢力，又有失業救濟制度的存在，在政治上決不能採行急進的通貨緊縮政策。至於法、美方面，不是應當援助恢復國際間的均衡，決定權完全在牠們政府。完全是一個貨幣政策問題。

事實上，一九二七年，美國會降低再貼現率，膨脹信用，以減輕英國的難關。可是太晚了，而且沒有法國的同情的舉動，是不能生效的。

那些責備英國不因金準備減少而限制信用的人，指出一九二五和一九二九年之間的銀行存款實際上增加了，而金準備的數額卻稍有減少。要利用一個短時期的數字，來支持一種主張，是很容易的，可是一九二五年的情形，是不是足以代表一種均衡狀態，就是問題了。如果要找一種數字而能夠代表一種均衡狀態的，須向一九一三年去找。那一年和一九二九年之間，英蘭銀行的存金額，約從三千五百萬鎊增加到一萬四千萬鎊，約增加了百分之三〇〇。另一方面，所有英國的銀行的活期存款定期存款以及其他存款等的總計，在同期間內，增加還不到百分之一〇〇。雖然鈔票發行的增加，比戰前流通的鈔票和硬幣總計，要多得多，但是就算扣除這些，相差亦還是很大。一九二五和一九二九年之間，存款的稍微膨脹，只是一種調整的過程，就是在一九二九年，金準備被用作信用膨脹的程度，亦還不及一九一三那一個正常的年度。其他形式的虛構財富的增加，雖然過多，但是流動資本的增加，卻比較少。

英國和法、美兩國一樣，在一九二五和一九二九年之間，有一次信用的膨脹。但這是遠在一九二五年以前的積聚黃金的結果。只要我們比較下一九二九年和戰前最後一年的數字，就可以明瞭信用膨脹的程度。同時知道，無論在英國，或在法、美兩國，同量的黃金所造出的信用，在一九一三年要比一九二九年大得多。

## 七 「金本位遊戲」

金本位遊戲的規則是收到黃金的國家，應當讓通貨和信用膨脹到和所得黃金同等的程度，失掉黃金的國家，就應當收縮通貨和信用到同等程度。英國固然沒有真正收縮過，但是上面已經說過，收縮政策在英國的政治上是不可能的。可是由批發物價的指數可以知道，雖然沒有有意地收縮信用，仍是有相當程度的通貨緊縮現象。另一方面，在法、美兩國，即期債務的金準備的比例，卻增加到空前大的數字。這個事實是明顯的，無論怎樣玩弄信用膨脹的數字，亦不能加以變更。法、美兩國若沒有充分的膨脹，英國就必須大大地緊縮，以便恢復均衡。說英國如果把通貨和信用緊縮到和所損失的黃金相當的時候，法、美兩國一定亦會膨脹到和其所獲得黃金相當的程度，是一點

理由亦沒有的。反之，要不是英國沒有能力緊縮，法、美兩國一定還更要緊縮。

黃金分配不均的結果，使倫敦不能維持牠的傳統上的地位，對世界不能發揮安定的力量。事實上，倫敦的力量不充分，正是不安定的一個主要原因，對於金融恐慌很有關係。那些想責難英國，說牠不該沒有實行緊縮的人，應當知道，那種黃金的損失，並不是因為實際貿易上有不足額的緣故。英國的貿易差額，雖然因為鎊價過高的關係，很為不利，但是因為無形項目的關係，使牠仍有剩餘。英國官方政策的錯處，是在於沒有看清英國地位的弱點，沒有防止放款於海外的數額，使其不要遠超過可作該項用途的實際剩餘。超過的結果，英國的流動資金增加，這就是外國債務的增加。除了資本移向華爾街去之外，損失黃金的主要原因，是外國存款的撤回，尤其是法國政府的存款。這些資本項目，決不能用通貨緊縮政策來增加輸出或減少輸入，以謀相殺。

## 八 缺乏和分配不均

恐慌前的幾年間，黃金分配不均的問題，是一個討論得很熱烈的題目。大多數人都承認分配不均的事實，相信法、美兩國黃金太多。實際上，問題是在別的国家黃金太少，尤其是英國。這種困難

的基本原因，是因為物價水準漲高以及其他增加黃金需要的原因，使世界上的存金總額不夠用。如果分配得更合理一點，或許可以減輕這種害處，但是總額還是不夠應付。

黃金的缺乏，只有兩種方法來調整，或是徹底貶低一切國家的幣值，或是徹底實行通貨緊縮政策。第一種辦法，被通貨緊縮國家拒絕了，只好任其自然，商品價格就不能不跌落到一種水準，使黃金總量足以應付需要。如果黃金的總額分配得更平均一點，則和商品價格達到均衡的水準，一定要高得多。法、美兩國既有那麼多貯金，物價跌落到水準，就只能和存金較少的國家的數額相當。

物價的跌落，會減輕存金和商品價格間的不均衡，同時卻增加真實財富和虛構財富間的不均衡。所以全體看來，並不能說是恢復均衡。理想的辦法是貶低幣值，而不是緊縮通貨，因為這樣可以減小虛構財富和真實財富間的不均衡，同時又恢復黃金供給和物價水準間的均衡。



## 第九章 金融和政治的關係

### 一 法國與恐慌

在上面各章裏，曾舉出幾種金融上的因素，足以擾亂通貨安定所造成的那種表面的金融安定。現在再來討論一下那嚴重期間內政治因素的影響。在作者以前的著作裏，尤其是在「國際金融的背後」(Behind the Scenes of International Finance) 和「金融與政治」(Finance & Politics) 裏，對於政治因素的影響，有詳細的敘述。作者認為法國的政治式的金融，是恐慌的主要原因。根據歷史上的遠近法看來，這種因素，在現在似乎沒有當時看來的那樣重要。現在看來，法國的態度，只是引起恐慌的許多主要因素中的一種，而且因為有一種基本不均衡的狀態的關係，橫豎恐慌是不能免的。那種基本不均衡，是通貨緊縮國家，把牠們的通貨，安定在戰前的水準上那種決心所引起來的。作者還覺得，責難法國不該把佛朗安定得太低的見解是錯了，應當怪別的國

家安定得太高。但是除此以外，作者態度並沒有別的改變。現在仍然相信，法國把牠的金融上的力量利用於政治上，是一九三一年所發生的恐慌的直接原因之一。

在前章裏曾說過，法、美兩國把戰後所獲得的黃金大部分死藏起來，美國雖然願意援助英國減小這種死藏政策所給與的困難，法國卻不願採用同樣的態度。甚至驟然撤回大部分存款，增加了英國的困難很不小。

## 二 法國的巨額存款

佛朗估值過低的結果，法國在一九二七到一九三一年之間，有了很大的剩餘資金，可以放出到外國去。但是牠不願把這些剩餘再借出去，除非由此可以得到金融上商業上以及政治上的利益。那些沒有借出去的剩餘，再加上退回的同數的法國存款，都變成英鎊和美元，在外國積聚起來，爲法蘭西銀行和法國國庫所有。佛朗依法律安定了之後，這些存款，有一部分化成黃金撤回法國，或是由倫敦移轉到紐育去，結果是使英鎊大受打擊。

法國政府因爲有巨額的英鎊存款，所以對於倫敦有很大的力量，第一次想發揮這種力量，是

在一九二七年五月和六月，法蘭西銀行，從英蘭銀行取出相當多的黃金。這種行動的目的，是想引起倫敦的金融市場感到緊迫，這於法國的貨幣政策，是有益處的。這種有意干涉牠國的貨幣政策的行動，引起英國很大的憤怒，在撤回黃金以後的交涉裏，英國政府一定暗示了，如果法國繼續撤回，英國將不得不停止金本位。總之，結局法國同意不再從英蘭銀行取出黃金，後來甚至還同意不再在倫敦市場上直接購買黃金。

但是這種讓步是表面的，而不是真實的。只要一恢復金本位，就是不向英蘭銀行或公開市場上直接購買黃金亦總是會流入的。只要取出一部分英鎊存款就行了。事實上，只要增加法國國庫和減債基金獨立金庫 (Caisse Autonome d'Amortissement) 的游資，就足以鞏固巴黎的貨幣形勢，使倫敦的黃金流向巴黎。法國所行的制度，使那些游資都完全死藏起來，並且減少了市場上的流動財源。結果法國各銀行被迫撤回在倫敦的一部分存款。

### 三 政治上的壓迫

法國政府爲要得到政治上的利益，而利用了牠對倫敦的力量。那時候英、法間的政治關係，不

大使人滿意。自從締結和約以來，英國政府極力使法國對於賠償問題，採取一種合理的態度。在一九二二年的巴爾福通牒（Balfour Note）中，英國宣告，只要其牠國家願意放棄戰債和賠款，牠自己亦願意這樣做。這個提議，法、美兩國都拒絕了。法國政府的態度，自和約締結到一九三二年的洛桑會議，是一貫地主張，就是牠自己所欠的戰債能够減到多少，牠應得的賠款就亦可以減到多少。英國的政治家們，常常拚命使法國改變態度，但是成功很有限。當佔領魯爾的時候，英、法間的關係，反倒有點緊張，雖然在採用道韋斯計劃和締結羅卡諾條約以後，兩方的關係改進了，但是自一九二八年以來，當賠款問題急需徹底改訂的時候，彼此間的關係又不大好。在每次關於賠款的會議裏，英、法的代表間，總是衝突，英國主張減輕賠款，法國卻極力反對對德國讓步。

每當英、法政府間有這種不一致的時候，馬上就是英鎊貶值，和巨額黃金由倫敦撤回到巴黎去。每當關係稍鬆弛的時候，黃金的撤回就停止。說這是偶然，是難使人相信的。作者永遠覺得黃金的撤回，是法國政府有意操縱藉以壓迫英國政府的。

黃金的移動，和英、法間的政治關係，互相連繫，這一點自一九二九年工黨組閣以來，更加顯明。

那以前，兩國間公式的政治關係，是相當友善的，只有諾曼 (Montagu Norman) 氏的非公式的外交政策，有時候和法國的利害相衝突。但是自一九二九年以來，公式的外交政策，亦不很友善了，這是因為斯勞頓爵士的態度的關係，他明白表示對於法國政策的不滿。他每次對議會或國際會議演說的時候，倫敦的黃金馬上向外流，因為法國不高興他的演說。

#### 四 缺乏合作

英法兩國，常常謀改進彼此間的政治和金融關係。但是總不能得到法國金融當局的真心合作。法國的所以不願意和其他國家合作，除了政治上的原因之外，是因為想把巴黎弄成世界的主。要金融中心的關係。要那樣做，就必須使倫敦的利率比巴黎高纔行。同時法國又想從牠的英鎊存款上，賺得比較高的利息，所以極力使倫敦提高利率。

法國想搶奪國際金融的領導權那種野心，使牠的銀行界拒絕參加任何國際放款，除非國際放款團由牠來領導。同時又極力在巴黎發展一個承付市場。這些野心，本身是完全合法的；但是在金融上過分使用政治上的力量，所以不能有真正的合作，大家會希望，一九三〇年一月締結海牙

協定之後，這種局面，一定會改進。事實上，楊格計劃對於賠款有相當的減少，該計劃的採用，暫時除去了英法間的衝突的主要原因。

## 五 國際清算銀行

成立國際清算銀行的目的，是求國際金融上的更密切的合作。事實上，牠的主旨，除了處理賠款問題之外，還要設法使各國的中央銀行間密切聯絡。不幸成立時候的環境，就預示了以後的失敗。法國方面，不贊成該銀行設在倫敦，並且在行政上要受他們的支配。因此銀行的工作，是在嫉妒和分裂的氣氛中開始。這種氣氛，通那嚴重的期間，從沒有改進過。每月歐洲各主要國家的中央銀行的總裁們要集會一次，但是這種集會，不但沒有使彼此的關係有所改進，反而造成衝突的機會。關於銀行管理和職員，時常發生衝突，所以不能做什麼有益工作。

交涉楊格放款時的情形，亦是分裂的一個原因。法國政府大概很願意英國政府在倫敦發行該放款的大部分，金額的一部分會流到法國去。可是英國政府決不願把牠自己放款的數額增加到其所應得到的以上去。於是法國又撤回大批黃金，使英蘭銀行所失掉的黃金，比當初答應法國

的要求所受的損失還大。

## 六 賣出英鎊以壓迫英國

通一九三〇年的秋天，法國繼續賣出英鎊，並且因為法蘭西銀行不願接受標準金——英蘭銀行只能交出這種標準金，——所以英鎊竟跌到現金輸送點以下。雖然一九三一年一月，黃金的自由流動的這種障礙除去了，結局英鎊亦恢復了，但是有一個期間曾跌到現金輸送點以下那個事實，使那年夏天大家感到不信任。法國的政治式的金融，使一般人對於英鎊安定完全失掉信心。後面我們將要說到當一九三一年六月形勢很嚴重的時候這同一因素在中歐各國的影響。

在平時，法國的政治式的金融，很少有活動的餘地。最多只能影響些二等國家，對於世界的地位，決不能有大的影響。法國之所以有那樣大的力量，是因為有基本上的不均衡，黃金的不足和分配不均，以及巨額的國際債務等等的關係。可是法國政策所引起的惡結果，不能因為有這些情形，而免除責任。

## 第十章 景氣

### 一 景氣與通貨緊縮的宣傳

戰後德國和少數其他國家的通貨膨脹的結果很壞，使贊成通貨緊縮的人非常多。每當膨脹信用減低利率或是稍爲貶低幣值以調節價值過高的通貨的時候，不問膨脹或減低的程度是怎樣和緩合理，他們要反對的人，就衆口一辭地向公衆下警告，說是如果採用這種辦法，一定要陷於德國所曾陷過的命運。其實德國的通貨膨脹所發生時的情形，是不會再發生的，除非又有一次戰爭，戰敗的國家或許會再陷於那種情形。

近年以來，那種極端信奉金融上的正統學說的嚴格規律，以爲稍一違背便會引起膨脹式的崩潰來的主張，已開始站不住了，一九二七到一九二九年間的投機式的景氣，對於通貨緊縮論者，給了一個很好的口實。雖然那次景氣的壞結果，遠比不上一九二三年德國的通貨崩潰所產生的



結果，但是牠的嚴重性，已足以幫助緊縮論者的宣傳。有些頑固的經濟學家們，一則想使人們不注意到通貨緊縮和恐慌的因果關係，二則為排斥非正統的政策，所以把恐慌所引起的一切痛苦和犧牲，都歸咎於恐慌前的通貨膨脹政策。

我們既不想饒恕戰後德國的那種極端的通貨膨脹，亦不想辯護景氣。但是我們必須不要學通貨緊縮論者那樣，極力作煽動式的宣傳。景氣的經驗，不應當用來妨害貨幣政策——只要這種政策是根據現時情況的利害關係，即使違背十九世紀所定下的規律，亦是不要緊的。輿論方面應當知道，膨脹和假景氣，雖然是很危險，但是死守正統派的規律，並不是人類防禦這些危險的唯一出路。

## 二 一九二七年紐育再貼現率的減低

要追究景氣的開始，是很困難的。據正統學派的意見，是起源於一九二七年紐育把再貼現率從四釐減到三釐半那一件事。因為這次減低貼現率，是為援助英國政府維持英鎊舊日的平價，所以就有人說整個景氣和後來的物價暴落，是英國的貨幣政策所引起來的。其實紐育證券交易所

的上漲（這是景氣的測量表）是貼現率減低以前很久就發生了的。從一九二五年四月英國回復金本位到一九二七年八月紐育聯邦準備銀行減低再貼現率的期間內，有價證券價格的指數，由八〇漲到一二二，漲了百分之五〇以上。直到一九二九年初，纔再漲百分之五〇。所以上漲的傾向，在貼現率減低後，並不比以前快得多。英國的證券價格的指數，在一九二五年四月和一九二七年八月之間，約漲了百分之一五，以後，直到一九二九年一月纔比一九二七年八月又高了百分之一五。所以倫敦和紐育的上漲，在貼現率減低後，都不比減低前快得多。

只要知道一般投機者以及美國的投機者的智力，就不會相信景氣是減低半釐貼現率所引起的。美國的民衆相信「永存的繁榮」，決不一定要等到貼現率減低纔投機。我們知道，後來當美國政府極力限制對經紀人作放款的時候，那種放款的利率，漲到驚人的程度。即後來的兩年間維持四釐的貼現率，投機熱亦是絕不會減低的。

### 三 投機與生產過剩

貼現率的減低，亦沒有使農工業方面多借債。華爾街的景氣，是過度樂觀所引起的，生產的膨

脹，亦是過度樂觀所引起的。總之，物價的跌落，只有小部分是怪得生產過剩。關於這一點，下章再詳細討論。

紐育貼現率的減低行動，本身並不很重要。另一方面，一九二五和一九二九年間的信用膨脹，倒或許是景氣的原因無疑。如果在一九二六或一九二七，實行徹底的信用收縮政策，假景氣一定不會發生，而且使物價暴落亦早兩年發生。暴落的範圍亦要小得多，因為暴落之前，證券交易所的價格，私人債務和生產，都沒有一九二七和一九二九年間的那種高漲。物價暴落所給與人類的痛苦，一定要輕緩得多。但是我們不得以為：只要商品價格的跌落到戰前水準以下一事，是漸進的而不是驟然的，人類就會比現在更幸福。其實即使那樣，債務的負擔，不管是公債和私債，都是一樣苛重難背的。

景氣的錯處，是沒有使物價上漲和生產增加，而只帶來極端的投機和過度借債。財貨的生產，雖然增加了，但是私人債務的那種虛構財富，卻增加得更厲害。所以景氣增大了虛構財富和真實財富間的相差。借債過度和證券價格的投機式的增加，可以說必定會產生景氣。這是無疑的，在放

任主義之下，對於投機是不限制的，政府所用來鬪爭的武器，不是沒有效驗，便是會破壞合法的商業活動。在一種自由的經濟制度之下，一方面是放縱投機者，一方面是爲了箝制投機而限制信用，結果使生產者失敗，在這兩者之間，是沒有第三條路可走的。

#### 四 各種形式的景氣

各國景氣 (boom, 係惡意，亦可譯作假景氣) 的形式，完全不相同。在美國，牠的主要特點，是對於證券作狂亂的賭博，各種私人債務的大增，以及巨額資本由生產方面移轉到投機方面。同時因爲使用現代方法的結果，農工業方面的生產，都有增加。在英國，生產很遲滯，失業人數總是一百萬左右。景氣一產生，許多明明不健全的公司，都發行額面一先令的利益後分普通股票 (deferred shares)，這種股票竟極容易得到公衆的接受。

在法國，景氣的動向，並不怎樣超過正常的繁榮。牠使法國能夠避免通貨安定的恐慌，並且在災區的復興工作完成之後，使各種工業不致於停頓。在德國，有一種虛構的繁榮，這完全是借外債所引起的，所借的錢大部分是用於不生產方面。在意大利，並沒有景氣的現象，反而不得不極力謀

對付里拉估值過高所引起的困難。在中歐和南美各國，因為借債過度，亦引起了假景氣的情形。結果增加了國際貿易量，雖然戰後那些國家提高了關稅，但仍是不能制止這種增加。商品價格雖然並沒有上漲，但是那種動向，具備有一種投機假景氣的一切常有的特徵。除了意大利、英國以及少數其他國家之外，全世界在一九二六和一九二九年間，都有暫時的繁榮。

##### 五 政府干涉得不徹底

和純粹的通貨緊縮論者的信念相反，繁榮本身並沒有什麼不對的地方。而且繁榮之後，如果有經濟上的計劃來統制，並不一定就是物價暴落和不景氣。許多國家的繁榮之所以淪於一種假景氣，是因為政府不作充分的干涉，以調整經濟和金融活動的膨脹。凡一個政府，敢於干涉足以引起禍害的私人活動的，就可以防止濫借款項作不生產的用途以及不健全的創業活動。如果政府對於銀行活動，給以更嚴格的監督，並成立一個投資局，一定更容易達到目的。

至於對證券交易所的投機，只要規定紅利的最大限度，就可以限制。這似乎是一個革命式的提議，但是在相當程度上，已經有許多國家在法律上和實施上採用了這種辦法，其中包括英國、英

蘭銀行對於證券持有人，從沒有給過六釐以上，不問所賺的利潤是多大。公益事業的紅利，由法律限定了，只有當那種事業所收的規費減少了以後，紅利纔能提高。這種辦法，應用在一般工商業企業上，亦沒有什麼不可，只要應用上有伸縮性，以適合每一種投資的特殊需要和環境的變更。如果在一九二六年或一九二七年採用了這種辦法，許多投資的收入，一定不會減到一釐以下。這種政府的干涉，加上一個投資局的活動和對於一般借債作更切實的統制，這對於防止假景氣的效果，比任何提高貼現率和限制信用的政策還更大。而且所希望的結果，其實無須防礙合法的生產活動，亦是達到的，可是如果政府想要用正統的方法來箝制投機，那就非妨礙生產不可了。

## 六 景氣的心理

如果沒有那種干涉，景氣就不得不發生了。一九二九年，華爾街的投機，達到了驚人的程度。美國人的樂觀，在我們的經驗看來，是不能理解的。我們很難了解，為什麼很聰明的專家們，竟認真相信那種假景氣能夠永遠繼續下去，為什麼他們竟沒有看出：證券價格一漲，虛構財富一增加，形勢就一天一天更危險。但是這種假景氣的心理，在自由放任主義之下，是不能免的。每當一個國家繁

榮了幾年，投機者就會預期繁榮的繼續和增加而大增。他們對於將來資本的增價，總是打折扣，直到證券的價格漲得完全脫離實際。上一次假景氣的教訓，並沒有什麼幫助。從前的假景氣，都留下了同樣的教訓，但是當接着而來的不景氣一過去，馬上就被人忘記。

每當這種時候，總有許多毫不顧慮的投機者和惡意的冒險者，來利用假景氣和民衆的不謹慎的樂觀心。依瓦·克萊格爾 (Ivar Kreugers)，克勒倫斯·哈特里 (Clarence Hatry's) 以及無數其他的金融家，都是在假景氣期間得到繁榮而並不實際犯法，至少並沒有被人發覺犯法的事，他們是自由放任制度的必要的因素。他們根據作惡的神聖權利，得到了完全的行動自由，在法律的範圍內，沒有政府的干涉來防制。政府對於這些金融家的活動，雖然知道牠們的危險性，只要不能證明他們是犯法，（要許多年纔可以知道他們是犯法）就沒有力量干涉，這實在是一種不可思議的制度。有些小公司的發起人和證券販賣者，亦能够無數萬民衆賣出毫無價值的證券，並沒有政府的干涉。這的確是一種驚人的制度！

如果繁榮的產生，是由於一種有計劃的膨脹，而沒有投機的作用，則繁榮本身是沒有什麼錯

處的一九二七—二九年的假景氣，大部分只是爲消滅戰時和戰後所造成的虛構財富和真實財富間的差異的一種自然傾向。如果有經濟上的計劃來幫助，一定可以達到那種結果。如果各國政府防止了虛構財富的過度增加，一定可以把假景氣導於建設和生產方面。如果結果是真實財富的永遠增加，並附帶着同量的虛構財富的增加，則即使商品價格不特別高漲，基本上的不均衡亦會減輕。在下一章再來詳細討論這問題。



## 第十一章 經濟上的因素

### 一 物價暴落的貨幣上的原因與經濟上的原因

本書的範圍，只是對於過去一二十年間的金融，作一種批評上的考察。對於一般經濟情形，沒有直接關係，除非牠和金融上有因果關係。要說明假景氣後的金融恐慌，必須對於經濟上的背景，加以相當考慮，否則是一白費力的。

有一派思想家，以為世界恐慌完全是貨幣上的原因所引起來的。這一派中，有些人完全歸咎於通貨膨脹，另外有些人卻以為是膨脹得不充分所引起的。但是這兩種極端，都同意恐慌是貨幣上的因素所引起來的。另外一派思想家，卻以為貨幣的因素，對於造成恐慌，只佔次要的地位，最重要的，是經濟上的原因。真理是在這兩派主張之間。貨幣上的因素和經濟上的因素，都是恐慌的原因。

在貨幣方面的確有過一次膨脹，雖然從商品價格的傾向上看來，那種膨脹還不能和生產的增加相稱。在一九二九年年底，當局所採行的有意的通貨緊縮手段，並不能制止那種膨脹。但是一九二九年英國把再貼現率由四釐半增加到六釐半，這纔預示了大規模的信用收縮，這種收縮在一九二〇年的戰後假景氣期中是實現過的。一九二九年九月英國再貼現率漲到六釐半一事，對於幾個禮拜後華爾街券價的暴落，比任何其他因素都更重要。哈特里事件或許和貼現率的提高有點關係，但是提高的主要原因，是因為薛讓（Chéron）和斯勞頓（Snowden）兩氏在海牙發生衝突之後，法國大舉撤回存在倫敦的資金，使英鎊大受壓迫，英蘭銀行損失多額黃金。如果不是因為黃金不足而且分配不均，英蘭銀行一定不怕這種撤回資金的壓迫，所以引起華爾街崩潰的，實在是黃金的不足和分配不均。

## 二 物價暴落是不能避免的麼

據有些專家看來，如果繼續膨脹信用，便能使世界免於物價暴落。如果英國不提高貼現率，而使信用繼續膨脹，假景氣亦會延長，這是可以想像得到的。但是這決不能避免恐慌。爆炸物積聚得

太多了，遲早會有一個火花來使牠爆炸。即使沒有英國貼現率的提高，亦有別的事件來引火。因為此外有過度的內外債務；黃金的不足和分配不均；狂亂的賭博熱；以及最重要的引起經濟上的不均衡的各種原因，這些原因加上金融上的因素，構成了一種極大的擾亂力。

繼續不斷的信用膨脹，或許可以防止物價暴落，但是必須要在一種計劃經濟制度之下，使不均衡的發展減低到最小限纔行。如果在這種情形之下繼續膨脹信用，或許可以使崩潰延期，但是假景氣之後，物價暴落是遲早要來的。在假景氣發生的情形之下，各種不均衡總是越弄越大。

### 三 購買力分配不均

除了金融上的因素之外，還有極重要的經濟上的因素，單是這種因素，亦是遲早會引起恐慌來的。這因素就是生產過剩。所謂生產過剩，有種種意思。廣義地說起來，就是生產超過了人類的需要。如果根據這個解釋，則幾百年以內，決不會有什麼生產過剩。在所有那些住在貧民窟的人有宮殿住之前，在所有的人得到一切合理的需要以前，社會上的生產過剩是不可能的。但是從商業上着來的生產過剩卻是可能，只要生產量超過實際上的需要，便是生產過剩。這種情形，只要購買力

分配得不平均，或其他引起過分貯蓄的因素，都可以引起。購買力的分配不均，使消費者不能滿足他們的需要，因此所生產的財貨，就不能賣出去。在理論上，購買力總計固然並沒有變動，但是把總計的大部分，由多數消費者手裏，移轉到少數消費者的手裏，結果是購買力的實際使用減少。一般人都沒有看清這一點。有些經濟學家，因為不和實際生活相接觸，對於購買力的再分配問題，總是趨於獨斷。

關於這一點，農產品的跌價一事，最為顯著。大家都知道，在恐慌前的幾年間，在農業上使用了新發明的機器，結果是小麥跌價。因此千百萬的農業勞動者都失業，所有的農民的收入都減少，世界上幾萬萬的人民的購買力都減小。這個因素，大概就是製造品的需要減少的原因，農業恐慌不久就變成了一般的經濟恐慌。這種理論，似乎很合於常識，但是純正的經濟學家都不贊成。他們覺得小麥的跌價，對於整個世界的消費者的購買力，一點關係亦沒有。固然許多萬萬的農民用錢要減少，但是那並不要緊，他們的損失，是別人的利益。如果小麥跌價，小麥的消費者當然要佔便宜，如果他們對小麥用錢少，對於別的商品，就可以多用錢。

所以據這一派人的意見，只是購買力由農民的手裏移轉到非農民的手裏。這說起來是多麼簡單！可是那些巧妙的論者，有一點沒有注意到，就是小麥跌價，消費者並不佔便宜，至少所佔的便宜並不大，而且要經過很久的時間纔行。

#### 四 批發物價和零售物價間的時差

批發物價和零售物價之間，總有一種時差。譬如小麥跌價之後，麵包的消費者要過相當時日纔能得到益處。這種時間上的差異，有時候擱延到幾年，直到小麥的批發價格恢復，而麵包的零售價格，卻還趕不上。麵包的價格，是沒有彈性的。要小麥的批發價格跌落得很厲害，麵包價格纔會跌。小麥種作者和麵包消費者之間，有許多中間商人，這些商人都極力延緩調整的過程。結果是小麥生產者的購買力減小很久之後，小麥的跌價，纔能使消費者的購買力增加。

那些純正的經濟學家，或許會說：「這有什麼關係，購買力不在這裏，便在那裏，難道會消滅麼，如果不在消費者的手裏，當然就在那些中間商人的手裏，他們在過渡期間，獲得了剩餘的購買力。」這或許說得不錯，但是若干萬萬農民所損失的購買力，並不是由若干萬萬的非農民的消費

者得到，而是由幾千或至多幾萬的商人，製造家和各種中間人得到。這明明是購買力的分配不均。農民損失購買力，必定會大大減少實際需要量。少數人們的購買力的增加，雖然或許會增加需要，但是所增加的，一定會比農民所減少的要小得多，這是無疑的。大多數從事生產的人，都是把他們的所得全部消費出去的，所以如果他們的所得一減少，他們的購買量，一定亦有同量的減少。另一方面，如果少數商人賺大錢，結果一定有大部分的剩餘，不用於消費而用來貯蓄。這樣除了變更需要以外（對於香檳酒的需要一定多，而對於皮鞋的需要一定少），對於各種財貨的需要總計，還會減少。這是恐慌前的幾年間的實際情形。因為購買力分配不均的關係，以致生產過剩。農民購買力衰退的結果，工業生產的增加量，無法獲得市場，因為農民以外的階級的購買力的增加，只能補償農民所損失的購買力的一部分。

即使在過渡期間從中牟利的中間商人，把他們的剩餘利得都用得乾乾淨淨（這是最不會有的事），結果仍是使那些本來以生產階級的需要為目標的人，蒙受重大損失。純正的經濟學家，往往不注意單獨的生產過剩所引起的購買力再分配的影響。他們以為只要收入的數量不變，而

且全數消費出去，不管消費的是甲還是乙，於大局是沒有關係的。由他們這種見解，就可以知道他們完全不懂實際。如果要他們解釋下面的事件，就是蘭開夏因為小麥生產者間不景氣，前來定購的人減少，大受損失；而一部分奢侈品的製造業者，卻因為中間商人的利益增加，使他們的製造品的賣出額亦增加；這種增加，怎樣能抵補蘭開夏的損失，那些純正的經濟學家們，一定很難解釋。他們或許是說，只要另外有些人的利得增加了同樣多，那樣蘭開夏的棉製品的損失，是沒有關係的。從數學上看來，利得總計照舊，繁榮的總計亦不變。但是在經濟學上，變動不能以數學來表示。如果甲所增收的利益，正相當於乙所損失的，我們不能就說全社會一點亦沒有變動。乙的損失或許可以影響丙丁戊，結局連甲自己都受影響，如果大家不景氣，他自己亦不能繼續繁榮下去。所以一種重要商品的生產過剩，可以引起大多數商品的消費不足，結果會引起恐慌。

##### 五 各單獨商品的生產過剩

有許多單獨的商品，是生產過剩。小麥只是其中的一種，就是在恐慌之前，小麥價格，亦是有跌到極低水準的傾向。樹膠、咖啡油、以及五金等，都是生產過剩。油和水電力的使用的增加，使煤炭生

產過剩。即使這種生產過剩的唯一結果，是使該項商品跌價，和有關係的生產階級的購買力減小，已足以引起恐慌。但是單獨商品的生產過剩，影響購買力的方法又不同。各種商品的許多生產者，很不願意跌價賣出去。有時候，如果不大犧牲成本，簡直賣不出去。於是供給方面開始積聚起來，實際的購買力就減小。

古典學派的經濟學家會要說，引起恐慌的是人工的限制法，使生產成本不能適合由供求關係所定的價格的。確，他們所提到的商品，多曾受過限制。讀一讀放任派經濟學家所編的商品單，幾乎使人覺得在恐慌前，世界上是處於一種經濟限制制度之下。這正是正統學派的經濟學家所想像造成的印象，以期使人忘記恐慌是經濟上太自由的結果。

## 六 自由與限制

如果能够比較一下受了限制的商品的數量和那些完全不受限制的商品的數量，真理就會很明白。受了限制的咖啡或樹膠，在商業上的重要性，和不受限制的小麥或煤炭或一切製造品，是不能比的，因為前者只佔貿易總量的百分之三或五，那些正統經濟學家說恐慌是貿易總量的百



分之三或五受了限制所引起的，而不是由完全自由的總量的百分之九五到九七所引起，誰都不會相信。

各種商品的積存，並不是因為限制的關係，而是因為生產者能夠隨時自由處置他們的產品的關係。有時候，生產者組織企業聯盟，但是即使沒有這種組織，生產者亦多保留他們的供給品，不送到市場上去。生產者總是想少賣，以希望漲價。

這樣造成的經濟上的不均衡，和貨幣上的因素，一點關係亦沒有。事實上，即使除去貨幣上足以引起恐慌的因素，亦不見得就能解決經濟上的困難。物價暴落的直接原因，雖是在於貨幣，而且有些貨幣因素是基本原因，但是我們不能輕視不良的生產制度和分配制度所產生的原因。這些原因，大部分是因為沒有計劃的關係。各生產部門的生產過剩，如果有一種國際間的計劃，是可以避免的。購買力的分配不均，亦可以由政府的干涉來補救。所以關於經濟上的因素，問題不是計劃太多，而是計劃太少。

## 第十二章 第一篇的總結

### 一 兩種求安定的方法

現在我們來對通貨安定期作一個結論的，確，在華爾街的暴落開始以後，通貨還繼續安定了。差不多有兩年之久。而且西班牙的貝色塔和一兩個小國的貨幣，竟直到華爾街的暴落之後纔安定。嚴格地說起來，安定期間可以說一直繼續到一九三一年九月當英國停止金本位的時候。但是，在一九二九年十月和一九三一年九月之間，主要的特徵，並不是通貨的安定，而是極度的緊縮，所以把一九二九年十月看作通貨緊縮期的開始，還比較適當一點，這在本書第二篇討論。現在我們且先來概括一下前面十一章所討論的通貨安定期間的各種情形。

各國達到通貨安定，有兩種不同的方法，或是由通貨膨脹，或是由通貨緊縮。行通貨膨脹的國家，包括所有歐洲大陸的戰鬪國和大多數拉丁美洲國家。行通貨緊縮的國家，包括英、美、日三國和

歐洲以前的中立國的大多數。對於這些緊縮國家，通貨膨脹期是在一九二〇年就終止了的。牠們決定把通貨安定在戰前的平價上，因此不得不追隨美國的通貨緊縮運動。甚至還要緊縮得更厲害些，以期恢復牠們的貨幣和美元的關係。因為這些國家在金融上看來都是極重要的國家，所以牠們的政策，就決定了以後十年間的趨勢。這種政策的結果，使世界大多數國家在戰時和戰後通貨膨脹期間所造成的虛構資本，不但不能減少，反而增加了。這樣使虛構資本和真實財富的價值間，繼續基本不均衡的狀態，因此不能有真正的安定。在這種情形之下，通貨的安定只是表面上的，沒有安定的基本條件，遲早是會失敗的。

## 二 通貨膨脹的結果

從根本安定的觀點看來，膨脹國家所得的結果，亦不比較幸運。有幾國的膨脹，達到了極端，爲要維持牠們的工業制度，不得不全部掃除虛構資本。結果只好借債來再創新資本，而國內資本亦換以最壞的虛構財富，即國際債務。而且在德國和歐洲大陸其他以前的戰鬪國，賠款和戰債亦增加了非政治的虛構資本的負擔。

在法國，復興戰區的公債的增加，使佛朗貶值所減低的虛構財富又增加起來。在意大利，因為安定里拉前後行有意的緊縮政策，使虛構財富的負擔增加了。從整個世界看起來，通貨安定率的選定，或通貨安定時的情形，都使虛構財富的負擔，大於戰前許多倍。

### 三 各國物價水準間的差異

除了這基本上的不均衡以外，還有別的因素，足以破壞新成功的通貨安定。第二是各國物價水準間的差異。這是當選擇安定率的時候，沒有顧到經濟上的平價以及使這經濟上的平價適合新鑄造平價的緣故。差不多所有的緊縮國家，都把通貨估值過高，結果在安定之後，為要恢復牠們的商品價格和世界物價水準間的平衡，而不得不再行緊縮，有些國家，沒有費多大力量就達到了這種平衡，但是在別的国家，如英國、挪威和意大利，通貨的估值過高，使貿易受很大的損失。特別是英國，因為想減低成本，在產業界引起嚴重的衝突，使通貨緊縮的困難更顯明。

有人希望世界物價一漲，就會消除各國間的差異，使那些通貨估值過高的國家，亦沒有再行緊縮的必要。同時商品價格如果高漲，會大大減低虛構財富的負擔，而恢復虛構財富和真實財富

間的均衡。不幸，世界物價的趨勢，是向反對方面走。這是因為農工業生產量增加和因為應用現代有效方法使生產成本減低的關係。而且「黃金狂」亦使物價下跌。黃金的不足和分配不均，是使物價不能上漲的一個最重要的因素。固然另一方面因為採行金匯兌本位制，同一些黃金，可以作兩國的信用的基礎，使國際間的信用有相當膨脹。但是這因素決不夠抵消使物價水準降低的勢力。英國政府竟能熱誠地希望世界物價高漲，實是很難理解的事。如果現存的黃金額不變，上漲是不可能的。如果商品價格高漲，對於黃金的需要亦會增加。存金既不夠，結果會感到黃金的缺乏，而使物價反向下跌。除了使幾個主要國家的通貨貶值以外的確沒有使商品價格大漲的希望。但是如果各國安定通貨的水準不變，如果那些把通貨估值過低的國家不願膨脹，那麼要整理各國間的商品價格，只有向下跌的方向，這是很明白的。

#### 四 攪擾的因素

物價一跌落，基本不均衡就更厲害，這是一種很壞的傾向，但是除此之外，還有別的攪擾的因素。其中有政治上的因素，使各主要國家的貨幣當局間不能通力合作的確，由合作所撐持的局面，

決不能維持很久，因為基本上的不均衡太厲害了，表面上的辦法，是不够抵補的。同時因為沒有合作的緣故，使金融界容易受意外而且沒有必要的打擊，使恐慌更來得快。

最重要的是國際債務的增加，使世界特別容易受打擊。尤其是那巨額的短期債務，以及在各中心地往來移轉的流動存款，造成一種危險的局勢。通貨安定所造成的那種假安全心理，引起各種傾向，使安定不能持久。正是因為這種假安全心理的關係，所以得到空前大規模的外債，資金都投在外國的證券交易上。這種假安全心理，對於繁榮的變成一種投機式的景氣，至少要負一部分責任。

## 五 通貨安定期間的借貸對照表

通貨安定期間的借貸對照表裏，負債方面比較大。商品價格的跌落，和投機式的景氣，都使虛構資本的負擔加重。另外紙幣財富大部分是一種國際債務，而這種國際債務，又大部分是短期債務。在通貨估值過高的國家，生產階級為要維持貨幣上的安定，不得不作重大的犧牲。固然在安定期間，真實財富增加了，但是和通貨膨脹期間一樣，增加是偶然的，而沒有一點計劃，結果引起生產

過剩，這是物價暴跌的大原因。而且通貨安定所造成的假安定，引起一種投機狂的景氣，最後當然會崩潰。

在借貸表的貸方，有一個事實，就是通貨的安定，給了人類一個休息期間，這是戰後和膨脹後所極需要的。在通貨膨脹期間特別受苦的國家，這時候可以乘機把通貨跌價所損失的貯蓄恢復一部分。生產亦遠超過了戰前的數字，生活標準亦提得比戰前高。這種事實的重要性，是不能忽視的。要是一九二九到一九三四年間的不景氣，早發生十年，而達到同樣的程度，結果一定是西方文明的總崩潰。但實際上各國在安定期間，得到了充分的力量，來對付後來的恐慌。一九三一年和一九三二年，維也納和柏林的窮困和飢饉之所以沒有一九二一年和一九二二年那樣厲害，便是因為在安定期間充分恢復了的緣故。

這種利益，並不是沒有代價，代價的形式，就是安定期內借貸表中借方的種種不利。這有兩重理由，第一、求安定的時候，沒有充分考慮幾種基本因素，安定的能够維持與否，全靠這些因素決定。此外，一旦安定成了功，又沒有適當的計劃，所以沒有把擾亂的因素，減成最小限度。在農工業各部

門以及一般產業，都沒有防止生產過剩的辦法，不能適合那有限的購買力。亦沒有防止狂亂的投機和不健全的開業活動，以及私人債務的激增。如果有經濟上的計劃，或許能充分地增加真實財富，使其能受得住虛構財富的負擔。因為沒有計劃，所以這種結果當然談不到。真實財富只要稍許增加，和一九二五到一九二九年間所增加的一樣，便足以引起一種投機式的景氣，使虛構財富的增加，遠超過真實財富。過分投機的壞處，是自由放任制度所不能免的。

## 六 一個好結果

各方面考慮之後，我們可以說通貨安定期間的借貸表的結果是有盈餘，真實財富的生產和生產力，都有純增加。即使這種增加引起了一種恐慌，但增加的大部分，在物價暴跌之後還存在，而且繼續成爲人類的財富的一部分。便是用來增加真實財富的虛構資本消滅了之後，其所造成的真實財富還是不變的。常常因為沒有適當的計劃，以致毀滅賣不出去的產物。譬如巴西便大量地燒毀咖啡，美國對於種棉花的面積，特意加以限制等，但是這些損失，比較起生產力的增加來，毫不重要。最要緊的是我們要知道：只要分配問題，能得到圓滿的解決，我們便能把財貨的生產增加



一兩倍。增加財富和幸福，在技術上是可能的，這種可能性，大部分是通貨安定期間所發現的。這本身已使通貨安定那種實驗值得了。

通貨安定期間的經驗，給了我們一個最有價值的教訓。在一九二五和一九二九年之間，各國自救的方法，是先求安定，而希望自然發生調整作用，以鞏固貨幣的安定。這是很危險的辦法，果然後來安定的努力失敗了，爲了安定所作的犧牲亦白費了。希望下次各國再決定安定的時候，要一反上次所做的，在實行安定政策前，先要有充分的均衡纔行。

爲了貨幣上的安定，是值得犧牲的。但是我們不要把手段看作目的。貨幣上的安定，本身並不是目的，而只是一種手段，藉此達到進步與繁榮那最後的目的。如果牠不能幫助人類達到那目的，或其所需要的犧牲，大於最後的利益，那麼管理世界貨幣的政治家們，將不恤犧牲貨幣上的安定。

## 第二篇 通貨緊縮

### 第十三章 通貨緊縮的意義

#### 一 物價的漲跌

一般說起來，在安定的貨幣狀況之下，比在物價漲跌或變動之下，更容易有進步和繁榮。貨幣若是安定，則合法的貿易和投資上的投機風險，就要大大地減少；預料不到的因素亦有限，能力、勞苦和正直，最容易得到應得的報酬。物價的漲跌和變動，使計算不能正確，計劃很感困難，不問是個人的計劃，或是集體的計劃。因為變動多，就引起許多預料不到的因素，增加風險，結果有些人得到不應當的利得，另一些人卻蒙受不應當的損失。所以通貨安定，無論比通貨的膨脹和緊縮都要好，這是很明顯的。但是這裏的問題是膨脹和緊縮兩個極端，哪一方面比較好。如果物價不能安定，那

麼哪一方面的害惡比較小，物價上漲呢，還是物價下跌？

完全從實際上看來，物價上漲比下跌更適合於進步和繁榮的需要，只要上漲的程度不要太快。上漲可以鼓勵生產，因為生產者有增加收益的希望，而且使不生產的資本受損失。物價上漲的時候，生產可以膨脹的範圍很大，不問是外延式的膨脹或是向內的膨脹。以前不生產的面積，現在可以加肥料，可以用現代的運輸方法來聯絡落後的區域；可以由資本經費來改進土地和其他生產手段；可以使工廠現代化，並應用新發明；可以實驗商業上的價值還沒有證實的新方法；可以鼓勵各種改進，不論是革新或是發明；所有這些，以前是沒有利益的，在物價上漲的時候，亦可以得到收益了。另一方面，在物價下跌的時候，收益比較小的生產手段，都不能不放棄，膨脹是不可能的，使用新方法的風險增加，凡需要資本經費的發明和革新，都沒有有人鼓勵。

## 二 通貨緊縮的辯解

物價水準的下跌，並沒有什麼好處。但是熱心的通貨緊縮論者，卻極不以為然。他們以為物價下跌的時候，最適於有效的組織；在物價上漲的時候，生產多成浪費；而且正是在物價下跌的時候，

生產成本纔能減到最低限度。這一說聽來或許動人。可是只要失業者增加，那麼從全人類的觀點上看來，所用的生產方法，沒有在物價下跌時那樣更合乎經濟，是沒有多大關係的。關於這一點，特殊公司的私人利害和公衆利害，是必須差別看待的。在不景氣的期間，每當主席在年會裏報告的時候，總是大吹牛皮，說是減低了成本。他告訴那些股東說：「各位，本公司的經過，在現在這種情形之下，總算最能使人滿意。固然去年沒有收益，但是公司的理事們，在過去一年間，辭退了兩個打字員和一個聽差，因此節省不少。」股東們或許稍微感到滿意，可是那些被辭退的人怎樣。當所有的打字員和聽差都有工作，而且還不够分配的時候，那麼某一特定企業減少僱用的人數，無疑是有益的，可是如果已經有了失業者，則再減少僱員，決不會有什麼好處。

或許有人說，理事們的職責，並不是照顧社會全體的利益，而是保障股東的利益；所以他們應當毫不遲疑地減低薪水，辭退職員，只要因此可以增加收益或減少損失。這種狹隘而自私的態度，是正統派的經濟學家所贊助的，他們以爲，只要於個人有益，一定亦於社會有益。自由放任主義，就是根據這個原則來的。依據這原則，對於那些失業者的命運，是無需過慮的。結局他們的苦楚一定

會有益於進步，因為失業者所省下的工資，使雇主能增加生產。

這一說的誤謬，在過去幾年間，已極顯明。通貨緊縮所引起的工資減少，不但沒有增加工作，反而使貿易更不景氣，更增加失業。那些高高興興地裁汰職員以厲行節約的理事們，當然不問這一點。如果採行這種辦法的，只有一個公司或少數公司的理事，那麼股東們或許可以享受節約的充分利益，而沒有什麼損失。可是因為那種辦法是一種普遍的趨勢，因此使購買力減低，不景氣更厲害，結果使該公司的所得，減退得更多。根據這種經驗，很可以推翻自由放任的基本原理，因為各單獨企業的經營，如果以公共利益為前提，結局是於自己有益處的。

### 三 道德問題

贊成通貨緊縮的人，往往把道德問題來支持他們的主張。他們以為防止通貨跌價的唯一辦法，是使通貨稀少，通貨跌價，既然對於人類的一大部分很不公平，那麼，通貨緊縮，當然就是最公平的辦法了。但是這一說是站不住的，這有兩個理由。第一，通貨緊縮並不是維持通貨安定的唯一辦法。反之，如果生產繼續增加，則維持通貨安定的唯一辦法，倒是使通貨和信用有同額的膨脹。如果

生產膨脹，而信用不增加，結果不是安定，而是物價下跌。反過來說，如果信用的膨脹和生產的增加相等，則物價就不會上漲。事實上，生產總多是向增加的方面走，所以要求安定，則不能限制信用，而是要膨脹信用。

至於說，某些階級因通貨單位跌價而受損失，未免有反公平的原則，這一點是不能爭論的。但同時，如果某些階級因通貨單位漲價而受損失，亦是有反公平的原則。這是通貨緊縮論者所不承認的。他們以為使幣價漲高百分之四〇來防止百分之二〇的下跌是合理的。其實因通貨單位漲價而受損失的人數，決不少於因通貨單位跌價而受損失的人數。各種負債者，就是通貨緊縮的犧牲者。生產者亦要受損失，不過比較不很明顯罷了，但是經驗告訴我們，物價一下跌，貿易就會衰落，失業就會增加。如果貨幣政策是一種最高正義的工具，則通貨緊縮應當和通貨膨脹受同樣的反對。

#### 四 有意的通貨緊縮和自發的通貨緊縮

通貨緊縮，和通貨膨脹，可以有意地造成，亦可以自然發生。有意的緊縮和自發的緊縮之間，并

沒有什麼嚴格的界限。有意的緊縮政策，是減少通貨量和信用量所造成的。但是有時候只要貨幣當局發出警告，譬如增加再貼現率，使人們預料信用會收縮，亦可以引起通貨緊縮。

通貨緊縮論的辯護者，往往引用數字，來證明在物價暴落之前，並沒有有意收縮信用的形跡。的確，再貼現率的增加所引起的信用收縮的程度，比較有限。另一方面，那種增加，是一個警告，普通銀行一注意到這危險標號，馬上就會開始喚回信用。所以要引起通貨緊縮，并無需中央銀行來首先收縮信用。只要中央銀行發出警告，各普通銀行自己會實行收縮。一九二〇年和一九二九年就是這種情形。

常常有些國家，因為受了別國的有意緊縮的影響，而發生自然的通貨緊縮，政府的貨幣政策停止作有意緊縮之後，往往緊縮還要繼續很久。一國的通貨跌價，如果商品價格沒有同樣的上漲，亦可以引起外國的通貨緊縮。

##### 五 通貨緊縮的誤謬主張

通貨緊縮論者最喜歡說，信用的收縮，根據「適者生存」那種自由放任主義的原則，是極有

益的，除開維護通貨一點不說，信用的收縮還可以消滅「危弱」和「不健全的」職業，但是通貨緊縮論者很少有勇氣來解釋一下什麼叫做消滅不健全的職業和什麼是所謂不健全的職業；他們只曖昧地說要由信用收縮來減低商品價格，但是他們從不宣布那種辦法是不是有效。他們不承認那是一種殘酷無情的方法。強迫生產者和商人將存貨拋在市場上，如果能夠忍受大損失就賣出去，不然就只有破產。市場上的這種破產後的貨品，當然會使商品價格降低，但是代價如何？通貨緊縮論者的答覆一定說是「消滅危弱和不健全的職業。」這似乎是說消除一些不必要或不大好的東西；總之，他們以為由信用收縮而致破產的商號，最好能夠全部消滅。這是根本上的錯誤。在通貨緊縮恐慌中所消滅的商店，有些是好的，有些是不好的，但是牠們的消滅那種事實，決不能證明牠們是不好。

我們且來看看，那些通貨緊縮論者所謂的危弱而且不健全的商店，是什麼意思（他們是唯恐這些商店不消滅。）是說這些商店的活動於社會沒有益處麼？當然不是。在他們看來，賽狗公司和販賣奴隸的商店，只要資本充足，就可以說是健全。另一方面，一種從事製造醫學用品的企業，如



果臨時週轉不靈，就可以說是不健全。牠所製造的用品，或許可以救活無數的生命，並且減少人類的痛苦，但是通貨緊縮論者，仍希望牠們關門。他們是在消滅所謂危弱而且不健全的職業。

## 六 「賤者生存」

通貨緊縮論者，明明不是根據社會的功用來判斷企業的健全與否。但是他們是根據商業上的理由來判斷麼？亦不見得。常常有許多企業，牠的產品，本是可以賣得出去的，只是在恐慌中要償還債務，不能突然增加賣出的數額，這種企業，亦是信用收縮的犧牲者。在營業上很過得去的商店，只因爲不能積聚充分的公積金，在通貨緊縮的壓迫之下，就變成沒有支付能力。另一方面，商業價值成問題的公司，而有充分流動公積金的，卻不怕恐慌。當然不怕恐慌的，並不是想提高一般人的興趣和改進消費財貨的品質的商店，而是迎合下級趣味的商店。通貨緊縮的結果，是「賤者生存」。

在通貨緊縮論者看來，一個商品的健全與否，是看信用收縮的時候，該商店有剩餘資金還是有透支的債務。這種概念，在現存制度之下，不管是對不對，但是正統派經濟學家應當解釋什麼是所謂「危弱」和「不健全」的職業。借用假口實未獲得人們的贊同，是不大光明的。信用的收縮

不管是不是必要，但是那些被要求贊同通貨緊縮政策的，有權知道並且比較該政策的好處和壞處。只說緊縮是一種清除的過程，而不顧到貨幣政策，那是極大的知能上的欺詐。

還有一點是緊縮論者沒有注意到的，通貨緊縮的過程，雖然消除些所謂危弱的職務，但是同時又造出些新的。每一次收縮信用，增加利率，或降低商品價格，總有許多生產者或商人被強迫賠本賣出存貨，結果有許多失掉支付能力。當商品價格指數是一四〇的時候，正統學派認為完全有支付能力而且很健全的商店，如果指數降到一〇〇，馬上就要破產。牠們明明是通貨緊縮的犧牲者，但是正統學派的經濟學家，還是高興，因為這又是更進一步的消除危弱的職業。

## 七 通貨緊縮的限度

通貨緊縮如果不加統制，和通貨膨脹不加統制一樣，禍害是抵止不住的。消除了些所謂危弱的職業之後，銀行所受的損失，引起銀行業的恐慌，一部分銀行倒閉，使存款者受重大的損失，更增大通貨緊縮的恐慌，因而又造成新的危弱職業。

但是這種過程，不能永遠持續下去。即使貨幣當局不有意地採行回漲政策來制止那種趨勢，

走到極端的通貨緊縮，會自動地逆轉過來。不景氣的結果，使預算上的收入大減，而支出卻不能有同樣的減縮，因為有些支出項目是固定的，尤其是公債。此外還有失業的救濟，以及銀行的援助，因為這種銀行一失敗會引起很壞的結果，這些都是國庫的特別負擔。公債總是增加，國庫用平常借債的方法，將要感到難以應付。結果只有用通貨膨脹式的借債，纔能免於取消債務。

在後面的幾章就可以知道，通貨緊縮的結果差不多和極端膨脹的結果是一樣地壞。一九二九年開始的通貨緊縮恐慌，給與人類的痛苦的，所以沒有德國和其他少數國家的通貨膨脹所給與的痛苦那樣大，是因為在這兩次恐慌的中間，各種情形都大有改進的緣故。世界對於恐慌的抵抗力，在戰後最小，到了一九二九年，就大大地增加了。同數的失業，在一九一九年，會使全體餓飯而引起政治混亂的，在一九二九年卻容易渡過了。當我們比較一九二九年和一九三四年間通貨緊縮的結果和一九一九年以後通貨膨脹的結果的時候，必須記着這一般情形的不同的一點。

## 第十四章 物價暴落

### 一 華爾街的地位

自從一九二九年以來，對於由景氣變成現代最嚴重的物價暴落那種環境，有很熱烈的論爭。有些人以為華爾街券價的暴落，是不景氣和恐慌的原因。另外有些人，卻以為華爾街只是一個很敏感的測量表，指出經濟繁榮的破裂，並預示經濟上的困難。我們卻以為真理是在兩者之間，華爾街的暴落，無疑是一個打擊，使美國的經濟結構動搖，世界上這最重要國家的經濟情形的惡化，當然會影響其餘的國家。然而如果世界不是極端的危弱，華爾街的暴落本身，還不至引起那樣重大的結果，不論是在美國，或是別的國家。在本書的第一篇裏，曾討論過引起恐慌的各種勢力；華爾街所佔的地位，只是一點火花，使積聚下來的巨額的容易着火的材料着火。這和測量表是不同的，因為測量表自身是不能發生影響的，而華爾街的暴落，卻無疑是恐慌的直接原因。

通一九二九年，華爾街的形勢，對於物價暴落，已經醞釀到了十二分。唯一的問題，是引起暴落的直接動因。美國的貨幣當局，極力阻止借錢給華爾街，以防止那種賭博熱，但是沒有效果。他們努力的唯一結果，是增加經紀人的放款的利率，以吸收華爾街所需要的資金。可是金利無論怎樣高，賭博還是照樣，因為只要物價上漲幾天，便可以應付全年的利息。最壞的是當投機者擡高物價到極高水準上的時候，真正的投資者不願賣出，因為根據美國的租稅制度，資本的增值，如果的確是由增值了的資產所得來的，必須納所得稅。所以想要賣出的投資者，必須繳納巨額的所得稅。這種因素，大概使物價暴落延緩了些時，不然，在一九二八或一九二九年初就發生了。

## 二 英國的情形

華爾街的暴落的直接原因，可以說是英國。一九二九年六月英國大選，工黨大勝利，人們對英國的產業很悲觀。這在華爾街看來是買方的事，而不是賣方的事，因為巨額的英國資本都投到美國的證券上來。同時使英國的創業假景氣崩潰。在一九二七年和一九二九年間所創設的許多企業，本來已經是很危弱的，社會主義者的勝利，使牠們更沒有希望了。

一九二九年九月的哈特里事件，使許多商號和公司開始宣布清理。當時的情形，和累及的金額之大，給了倫敦市場一個很壞的印象。同時黃金不斷地向巴黎和紐育流出，使英蘭銀行在一九二九年九月不得不把再貼現率提高到六釐半。哈特里事件所給與的打擊，和再貼現率的提高，使英國從華爾街撤回資金。雖然所撤回的資金，只是參加華爾街投機的資金總計的一小部分，可是那種打擊，很足以引起早就應當發生的暴跌。

### 三 華爾街券價暴跌的影響

一九二九年十月和十一月華爾街的狂賣，使美國馬上陷入於一種尖銳的經濟不景氣。一九二九年的繁榮，大部分是證券增值的收益所引起的，尤其是因為預期將來的收入會增加。在繁榮的期間，分期付款的販賣，在全世界都達到了最高點，但是沒有趕得上美國的。幾百萬的消費者，以為將來的所得，一定會增加，或至少總不會減少，所以把幾年後的所得，都作了抵押。華爾街暴跌所造成的不安，馬上制止了這種購買熱。不久，產業上的活動，只減成生產能力的一小部分，而生產能力在繁榮的時候，增加了很大。失業增加，使購買力更減小。商品價格的跌落，在一九三〇年更厲害

了，這又阻礙生產和購賣力。破產事件時常發生，一切銀行都不願放款。這更造成一種不安，使消費者除必需品外，一概不購買。

而且，各銀行都覺得有收縮信用的必要，於是就引起通貨緊縮。美國官方的貨幣政策，在這一階段，並不能說是有意的緊縮。引起不景氣的通貨緊縮，並不是華爾街暴跌以後，而是以前發生的。各銀行自身覺得應當保障牠們自己，喚回信用，以免物價暴跌後債款收不回來，而且在緊急的時候，亦可以增加流動財源。因為惡債不久就死了，銀行只得喚回那些尚有償付能力的債，因此使無數很健全而且有支付能力的生產者因為缺乏信用而不得不限制他們的生產活動。所有那些時候，華爾街的證券價格，總是向下跌；每次下跌後，各銀行就要賣出一次作為公債抵押的證券。一九三〇年的美國，的確是很不景氣。

#### 四 歐洲的反響

奇怪得很，美國的恐慌所引起的第一個反響，是使歐洲感到一種安慰。華爾街的假景氣，從一九二八年以來，就開始使歐洲感到不便，因為有許多資本，本來是會借給德國和其他借債國的，假

景氣使牠留在美國。而且還從歐洲吸收了許多資金到華爾街去。當時大家以為證券暴跌的結果，歐洲的資金會流回來，而且美國的投資者對於美國證券失望後，會再注意外國的債券，那時候會於歐洲有利。但是事實上華爾街的暴跌，給與歐洲的利益，有限得很。歐洲的資金（狂跌之後，所剩并不多）的確回來了，而且歐洲亦得到了相當救濟。但是另一方面，歐洲有許多持有美國證券的人，卻受了很大損失，而陷於困境。看來美國並沒有再出借的樣子。華爾街的暴跌，使美國各種金融上的發動都受挫折，因此沒有再貸款給外國。

如果像美國那樣重要的國家，是在經濟恐慌之下，歐洲決不能繁榮下去，商品價格的跌落，並不限於美國。不久全世界都遭受着尖銳的不景氣。在工業國家，失業人數增加得驚人。在農業國家，農產品價格跌落，結果是大不景氣。澳洲或巴西等國的恐慌，在歐洲或美國之前很久就達到了焦點。英國在各國繁榮的時候，除了狂熱地發起各種不健全的企業外，並沒有別的形跡，但是在暴落的時候，卻完全受了影響。在德國，因為再借不到外債，而且合理化又計劃得不好，在一九二九年失業人數已經够高了，到了一九三〇年，更加驚人。法國很能抵抗經濟恐慌，這是因為把佛朗估值太



低的關係，但是仍逃不過一九三〇年底的銀行業恐慌，那時候奧斯特里集團銀行和許多別的法國銀行和殖民地銀行都失敗。別的國家亦有銀行恐慌，尤其是美國，只是程度沒有證券暴落那樣厲害。

## 五 週期的恐慌

原料暴落的結果，全世界的購買力都減低了。同時全世界的消費者，更不願使用他們的購買力。雖然沒有一九二〇——二一年那樣消費者的罷買，但各消費者都很明顯地不願買東西。然而在一九三〇年看來，恐慌似乎不會比一九二〇——二一年那次大。當時世界還不知道這次金融恐慌是空前的。大家都以為只要商品價格和證券交易所的價格，跌落到相當程度，一切就會再安定下來，經過一次比較不景氣的期間之後，物價會恢復上漲的傾向。大多數的人，都沒有料到那次恐慌會超過通常的週期恐慌。

一九三一年初的情形，似乎證實了這種印象。年關一過，很有恢復的樣子。在金融上，法、美等國的銀行業的困難，似乎解決了。一九三〇年後半英鎊所受的壓迫亦停止了。在經濟上，貿易很有漸

漸改進的樣子，全世界都相當樂觀。各主要國家在假景氣的末期，都把再貼現率提高，現在亦漸漸減低了，對於信用的需要亦減少了，因此利息很低。這和週期恐慌的規律很一致，所以人們都以為最高點已經過去，以後是向上漲。

## 六 不安定的要素

但是不久就證明了這種樂觀是完全不對的。或許有人會說，如果不是因為中歐各國的政治上和金融上的情形（這和恐慌的一般趨勢完全沒有關係，一定會和一九二〇——二一年的物價暴落後一樣，開始恢復。實際上，這時候的形勢，和十年前完全不同。在恐慌前的十年間，國際間的流動債務，大有增加，這是不安定的要素，德國和中歐各國的金融組織，完全是建築在不穩固的國際流動債務上，誰都知道，遲早是要崩潰的。賠款和戰債，亦是很危險的成分。商品價格的跌落，增加了這些款項和其他一切債務的負擔，而國際貿易的縮減，使款項的交付，更加困難。國際間的貸借，在恐慌之前，本是減少交付上的困難的，現在那種貸借亦不再有了。在政治上，海牙協定後纔不久，再來改訂政治上的債務的時機還不成熟。德國一九三〇年九月選舉的結果，極端的國家主義

者的勢力增大，法國亦有一個國家主義色彩很濃厚而且不妥協的政府，這樣使政治上容易發生衝突，而在經濟上和金融上引起很嚴重的反響。

最後，英鎊的地位，非常疲弱。英國的生產成本，不能適合世界的水準，有形貿易的不足額增加。而在工黨政府之下，生產成本是沒有調整希望的。亦不能使工黨政府取消自由貿易政策，來改進貿易上的差額。同時預算上亦有很大的不足額。這一部分是因爲經濟不景氣的關係，一部分是因爲工黨政府的經費政策不同的關係，但是根本原因是有巨額公債存在的緣故，使預算失掉了伸縮性。全世界都減低租稅，而英國的租稅，通假景氣和不景氣的期間，都是極高。一到形勢不好的時候，沒有剩餘的款項來應付。稅收上稍一減少，工黨政府的用費稍一增加，便引起了預算恐慌。而且倫敦有巨額的外國存款，存款的主人，開始在感到不安。倫敦要受德國及中歐的連累，這亦是一種潛在的危險。即使恐慌在一九三一年的前半停止了，這些潛在的不安，亦不會消滅，遲早是會引起尖銳的金融恐慌的。商品價格要想漲過一九三一年的水準，是很少有希望的。在這種情形之下，一九三一年的金融恐慌，不但不是偶然發生的，而且是恐慌前的形勢和事件的必然結果。

## 第十五章 中歐各國的恐慌

### 一 奧國信用銀行事件

一九三一年的最初兩個月，各方面都開始感到樂觀。但是到了三月，就發生了問題，這次是政治上的困難。布呂寧（Brüning）博士的政府，在一個不大好的時機，提出一個德奧關稅同盟的計劃，使國際上發生一種極大的衝突。人心不安，把上面說過的那種樂觀完全打消了。但是真正的打擊，到兩個月後纔發生。

一九三一年五月，奧國信用銀行徹底改造的消息，驚動了全世界。這消息傳出之前，大家都把該銀行（Creditanstalt）認作歐洲大陸一個最穩固的銀行。奧國的銀行業和工業，有百分之七五是受牠的管轄，而且在所有的隣國，巴爾幹，甚至西歐的中心地，都有很重要的關係。因為各國都把牠看得很高，所以在外國得到了巨額的信用，英、美、法、荷、瑞士等國的銀行，都有很大的債權。困難的

消息傳出後，存款者都擠去提款，外國的債權者，極力喚回他們的信用。本地的存款人，雖然可以由提款，但是對於外國的債權者，卻交涉好了，在具體辦法決定以前，暫緩支付。奧國政府願意保障外國債權者的權利，但是交涉費了相當時間。同時奧國各銀行仍是不斷地受擠提；外匯和對內的形式，都很嚴重。看來沒有外國的直接援助，破產是不能免的，所以開始向各國的中央銀行交涉借款，而以英蘭銀行爲主，法國宣言願意參加。

## 二 法國的政策

不幸得很，到了這最後的一刻鐘，法國政府還要利用奧國那種形勢來求政治上的利益。牠向奧國政府提出一個哀的美敦書，說如果奧國不廢棄同德國所訂的關稅同盟，法國就不給與財政上的援助，當時的情形，只有這樣纔能使法國參加貸款。可是奧國仍是不願屈服。

看來奧國似乎要陷於財政上的混亂。英蘭銀行爲防止這種混亂起見，就出來供給所需要的全額五百萬鎊。因此纔沒有崩潰，而奧國信用銀行的債權者都協定：在奧國政府決定保障各債權者的權利的條件以前，大家暫時觀望。這樣使奧國暫時脫離了危險期，但是這打擊是中歐的金融

制度所受不住的。信用銀行的恐慌所造成的不信任心，影響到德國和匈牙利。外國的信用，很快地退回去了，各中央銀行的金準備，在六月全月裏，減得很快。

### 三 胡佛的緩付計劃

這時候，胡佛大總統提議賠款和戰債都緩付十二個月。如果前幾個月提出這緩付計劃，或許可以免除中歐各國的金融恐慌，因為中歐各國的債權者的所以那樣神經過敏，正是爲了有賠款的關係。商品價格的跌落，增加了賠款的負擔，而世界經濟的不景氣，又減少了支付賠款的可能性，因爲輸出既受打擊，再借外債又不可能。誰都知道，遲早會要請法國答應徹底變更楊格計劃。德國對於奧國的關稅同盟，意見不一致，使人們對於法國對賠款問題讓步一事很抱悲觀。因此在奧國銀行的恐慌的時候，德國的外國債權者，都很神經過敏。

不幸法國政府竟不願贊助胡佛的緩付案，而且十二個月的緩付本身，在那時候亦不能有什麼幫助。德國的商業上的債權者，很想在緩付期滿之前，就清理債務。因此當協定成立的時候（這協定後來對於賠款和戰債問題的發展上，非常重要），一點意義亦沒有。因爲并不能防止巨額的

款項由德國撤回。

德國國家銀行得到了很大的國際借款，但是還不够應付擠提，所以不久就用盡了，同時又有大批款項從匈牙利撤回，其他中歐和東南歐的國家，亦有款項向外流。

#### 四 德國銀行業的恐慌

外國信用的退出，使德國有些銀行很感困難。大家都知道，德國的銀行，依據戰前的習慣，都是大量地用短期信用來作中期的買賣。所以馬上提不出款來，尤其是當外國信用退出的時候，更是困難，何況存款者又來擠提。一個主要的工業商會「諾德渥勒」(Nordwolle)的失敗，引起達姆斯特脫銀行(Darmstädter)和國立銀行(Nationalbank)都發生擠提風潮，而別的銀行，亦有大批款項被提出。德國政府想聯合所有的銀行來支持那些被擠提的銀行。但是因為有一兩個大銀行不願參加援助自己的敵對銀行，所以終歸失敗。七月十三日，達姆斯特脫銀行和國立銀行不得已停止支付，德國政府就宣告內外支付的延緩。

結果是全大陸銀行業的恐慌。差不多無論哪一國，總有些銀行遇到難關。有許多國家，都宣告

支付延緩，另外有些國家，重要的銀行都停止支付。全世界銀行業的債權者，都把信用收回來，強迫債務者趕緊清理。金融恐慌的直接影響，是增大世界的經濟恐慌。

## 五 靜止

德國政府，援奧國的例來救濟銀行的困難，給以大規模的援助。同時嚴厲限制信用，以鞏固國家銀行的地位，因為該銀行須接收巨額的固定資產。德國政府如果讓馬克跌價，是不是比宣告延緩支付和採用通貨緊縮的辦法好些，是一個需要討論的問題。極端的國家主義者，或許會利用馬克的跌價，但是他們反正已經利用了通貨緊縮政策。從債權者看來，馬克的跌價，使款項的交付比較容易。但另一方面，各債權者個人在外國應付的數額增加了，一定要感到困難。馬克跌價對於國際金融局勢上的反響，至少和延緩支付是一樣嚴重。

八月對內支付的延緩比較鬆弛了，但是外國的債權者，都不得不答應締結一個所謂靜止協定，大家都答應不從德國把信用喚回去，德國方面則作了幾種有限的償還，並且繼續支付利息，對奧國和匈牙利的銀行，亦作了同樣的靜止協定，許多別的國家的銀行信用，因為上面那些政府的



單方政策的結果，都硬化了。一切在出借中心地的銀行，都感到巨額信用硬化的困難。大家都恐怕這種不流動性，會引起新的銀行業恐慌，事實上在瑞士和美國，的確因為這個緣故而有擠提的情形發生。

## 六 恐慌是不能免的麼

這樣，當世界正在希望恢復經濟繁榮的時候，因為中歐各國的那種情形的結果，而陷於一種最大的金融恐慌。有些人以為，如果不是為了奧國信用銀行的恐慌，則一九三一——三三年的金融恐慌或許不會發生。至少有一位權威以為：恐慌是奧國信用銀行的一個理事因為銀行的損益表製得太樂觀而拒絕簽字一事所引起的。其實這一次的事件，決不是一個人的態度或一個銀行的形勢所能決定。即使奧國信用銀行隱蔽牠的不利的地位，而和其牠許多銀行一樣，對於自己的資產，給以樂觀的估值，金融恐慌還是會發生的。中歐各國的金融地位，是很脆弱的，遲早會有外國債權者喚回信用的事發生。德國就發生過兩次，一次是一九二九年，當楊格委員會在巴黎意見不一致的時候，另一次是一九三〇年，當國社黨在大選時獲得許多席位的時候，如果德奧關稅同盟

問題使衝突更厲害，或如果國社黨得到勝利——這只是時間問題（譯者按，國社黨的勝利早已成事實了）——外國債權者一定會把信用撤回去，結果是使中歐各國的金融恐慌由一九三一年延緩到一九三二或一九三三年。

但是世界金融恐慌的必然性，并不能免除那些有關係者的責任。法國的凡爾賽政策，就要負大部分責任。德國的所以大借外債，是因為法國要求賠款太多的緣故。恐慌是想用金融的武器壓倒德國那種政策所引起的。如果法國真誠地援助奧國，而不以政治上的利益為援助的交換條件，則中歐各國的恐慌，或許可以及時制止，這是可以想像得到的。

德國的態度，亦有很大的責任。政府受選民的國家主義傾向的壓迫，在最不適當的時機，提出關稅同盟計劃，因此在國際政治上，造成一種空氣，使大家都不相信中歐各國金融上的安定。德國的銀行，拒絕援助較弱的競爭銀行那種自私心，對於恐慌，亦有相當責任。

各國的債權者，亦要受責難，因為他們在恐慌前，向德國和中歐各國濫給信用，而恐慌後又那樣拚命收回信用。如果美國和中歐其他的銀行業債權者，不把信用斷絕得那樣厲害，恐慌或許不

會發生。從事國際銀行業，而沒有充分的經驗，是很危險的，這種危險，在中歐各國的恐慌期中，就很明顯地表現出來了。大部分是金融中心地大規模收回信用，使債務者不得不停止支付。美、法等國的銀行，在那很嚴重的時期，來嘗試國際銀行業那種野心，不但牠們自己損失很大，就是全世界亦受犧牲不小。但是借債者亦同樣要負責。他們以為自己的借債是受強迫，這是荒唐得很。只要看他們借債和用錢時的情形，決不能使人相信他們是無辜。所以中歐各國的金融恐慌，各關係方面都要負責。

## 第十六章 英鎊的恐慌

### 一 技術上的弱點

金融恐慌決不會限於中歐各國，這是最初就很明顯的。德國延緩銀行的支付，是恐慌的頂點，在那時候就可以知道英鎊一定會受重大的反響。前面已說過，英鎊本來就是很疲弱的，這是因為估值過高，英國的生產成本不能減低，公債的負擔過重等等的結果。英蘭銀行的金準備很小，在外國中心地的短期債權，而可以隨時撤回來的，比起倫敦對外國中心地所負的債務來，亦不很多。英鎊的這些弱點，在麥米倫報告書發表之前，還沒有人注意到，該報告書宣布倫敦所借出的短期信用，只有一萬五千萬鎊，而外國放在英國的存款和英鎊的票據，卻超過了四萬萬鎊。而且，大家都知道，單是外國人持有的五釐戰債，已達到幾萬萬鎊。麥米倫報告書中的數字，發表得最不得時，因為正是中歐各國的恐慌期中。恐慌的結果，倫敦對外國債務者所作的短期放款，都收不回來，

因此流動資產和卽期債務間的相差，比報告書中的數字還更顯明，這一事實，已足使外國持有英鎊的人驚慌。對於英鎊的信任，自從一九二九年的大部分，鎊價趨於疲弱以來，就沒有多大誠意，一九三〇年更加厲害。

政治上的因素，亦使英鎊失掉人的信任。誰都知道，法國當局有巨額存款在倫敦。根據過去的經驗，法國很有把牠的金融力利用於政治上的可能。法國政府最恨英蘭銀行干涉奧國信用銀行事件，因為法國以為奧國的所以不接受法國的條件，是英國援助的結果。奧國政府拒絕接受法國的哀的美敦書，雖然是在接到英國的援助以前，但是引起的衝突，使英法間的關係很為緊張。大家都愁法國會和以前一樣，從英蘭銀行撤回現金去，尤其因為英法兩國政府對於中歐的政治問題意見很不一致。

## 二 逃避英鎊

通七月的後半，外國人多把在倫敦的存款取回去。英蘭銀行雖然為支持英鎊，把牠有限的美元準備都用完了，仍是失掉巨額的現金。這種存款的撤回，并不完全是為怕英鎊跌價，而是因為不

信任那些銀行的關係，因為牠們很受中歐的連累。大多數外國的中央銀行，並沒有賣出牠們的英鎊存款，所以可以說對英蘭銀行很忠實。就是法蘭西銀行，雖然有政見的不同，亦還是維持了存款，只是因為要援助西幣貝色塔的關係，向西班牙銀行作了一次放款，把一部分英鎊存款移轉到西班牙，間接增加英國的困難。英鎊跌價於法國有害，是很明顯的，所以最後法國宣意願意援助。

因此英蘭銀行交涉好五千萬鎊的法、美信用，同時再貼現率從兩釐半提高到四釐半。但是該信用的數額太小，在擠提的時候不能獲得人們的信任。五月報告書公布了財政上的空前的弊害，更增加了人們的懷疑。一天一天全靠外國的信用，而這種信用又減退得極快。此外在維護英鎊的方法上，還有許多戰略上的錯誤，這在作者的「英鎊的悲劇」(The Tragedy of the Pound)一書中，敘述得很詳細。但是最後的結果，還不是這些戰略上的錯誤所引起的。不論是基本的因素和技術上的因素，都對於英鎊不利，就是有最巧妙的戰略，亦只能使結果延緩幾個禮拜。

### 三 停止金本位

八千萬鎊的第二次信用借款，對於形勢亦沒有多大改變。擠提仍是繼續，信用很快就用盡了。

政府改組之後，因為預算平衡了，并增加關稅，似乎應當能夠維護英鎊，但是太晚了。一九三一年九月，國民內閣所採行的積極的租稅政策，亦沒有什麼很大的效果。因為議會的關係，不經過一次大選，是不能提高關稅的，而英鎊的地位，又決不能等到經過一次選舉運動之後，至少如果對法國貨品提高關稅，法國是不再繼續援助的。

通九月間，因為各方面都撤回在英國的存款，發生投機行為，并且英國資本有小規模的逃亡，結果各方面都大賣出英鎊。不久，法、美所給的信用就會用盡，這是越弄越明顯的。因為海軍士兵減薪，引起印勿哥登（Invergordon）的大西洋艦隊的騷亂——這一事件在外國傳得更嚴重——更定了英鎊的命運。逃避英鎊的現象更厲害了，在九月二十一日不得已停止金本位。

#### 四 再貼現率的論爭

不論國內和國外，對於英國當局，都批評得過分，這都是因為沒有提高再貼現率和徹底限制信用來制止逃避英鎊的緣故。關於這一點，有許多沒有價值的見解。通十九世紀和二十世紀初期，大家都以為再貼現率，是一件萬能的武器，而中央銀行能够在任何情形之下，用這件武器來決定

通貨的命運。這種理論的應用，在一九一四年得到最壞的結果，那時候，英蘭銀行正碰着大恐慌，在七月三十日和八月一日之間，把再貼現率由三釐提高到一分。由此引起荒唐的局勢，使實際的專門家，都相信提高再貼現率到那樣高決不能抵抗大恐慌，而且提高得太厲害了，只有使恐慌增大，但是純正的經濟學家們，決不會承認他們的主張在非常時期須加以修正。他們根據戰前的經驗，以為賣出英鎊的那種壓迫，可以用增加再貼現率的方法來抵禦。在戰前，那種壓迫，只有幾百萬鎊，所以把再貼現率提高一釐，就很容易地制止了。在一九三一年，那種賣出，達到幾萬萬鎊，他們還以為可以用同樣的方法來制止。他們以為戰前賣出一千萬鎊便增加再貼現率一釐，現在既賣出了一萬萬鎊，當然增加一分就行了。他們不知道，信任心的因素，不能由簡單的算術來表示。

外國持有英鎊的人的所以把資金撤回，去，並不是因為對收入不滿，而是因為怕英鎊崩潰以致資本的損耗，固然增加再貼現率，使商品價格跌落，結局可以影響外匯，因而改進貿易差額。但是這種結果，決不是短期間內所能達到的，而且所達到的程度，亦不够救濟英鎊。一種幾萬萬鎊的資本的移動，決不能由改進經常的貿易差額來糾正。即使能够用殘忍的通貨緊縮的方法，在短期間



內引起物價的暴跌，外國亦決不會讓英國的貨品在牠們的市場上傾銷。

### 五 通貨緊縮的結果會和期望相反

一九三一年，英國經濟和金融制度，無論如何，是受不住大增再貼現率和收縮信用那種打擊的。自從一九二〇年以來，貿易總是不活潑，接着又有兩年通貨緊縮的不景氣，使英國貿易的抵抗力疲弱不小，如果真照那些通貨緊縮論者所主張，把再貼現率提高到一分二釐，來維護英鎊，一定會引起許多商業上的失敗。這樣又會使銀行失掉信任，就是加入了票據交換所的銀行，亦不見得不失掉人們的信任。這種急進的辦法，不但不能制止逃避英鎊的現象，反而會使恐慌更厲害。稍爲就實際觀察的人，就會注意到這一點。

任何通貨緊縮手段，只要足以影響物價，結果一定和預期相反。除了這種解決方法，唯一救濟英鎊的辦法，是漸次設法平衡預算，減低生產成本，改進貿易的差額。即使英國有充分的財源，來暫時維護鎊價，那種政策是不是能夠實行，還是疑問。可是英國並沒有充分的財源。在八月底，外國所給與的信用，等於英蘭銀行存金的全數，一到九月二十一日，這些信用只剩下了一小部分。雖然法

國當局預備再給信用，美國方面卻拒絕參加，因此沒有成功。其實法國的新貸款的條件，結局一定會使英鎊更難維持，那種條件就是對法國貨品不增加關稅。

## 六 英鎊的跌價是不可避免而且有益

英鎊跌價的不能免，是很明顯的。而且甚至有益，因為由此可以打破商品價格跌落所造成的難關。純粹從英國看來，是有益的，因為由此可以減少公債的負擔。布拉德柏里爵士 (Bradbury) 在麥美倫報告書中附加一個倡異議的備忘錄，裏面指出恐慌前英國經濟問題的真正原因，是不生產債務的負擔。可惜他雖有確信，卻沒有勇氣作那唯一的結論，即唯一的救濟方法，是英鎊的跌價或貶值。一方面他承認世界物價水準沒有大漲的希望，卻同時又贊同麥美倫委員會大多數的結論，以為減少英鎊中的金值或停止金本位是最不利的。而想要減少英國的虛構資本，卻只有這一個方法，這是誰亦明白的。

或許英國政府并不是有意放棄金本位。英國的停止金本位是被動的，被一種不能抵抗的力量，使牠採行一種有利的辦法。

## 七 政治方面的情形

問題還有另一方面。如果英國掙扎着維持了英鎊，結果一定會減少牠在國際間的威信。不論是金融上或是政治上。事實上，要請求法國政府不把倫敦的存款撤回去那種事，已經是屈辱。英鎊的穩定，在一九二七年和一九三一年之間，全靠法國當局的慈悲，這對於金融中心地的倫敦的威信，是大有損害的。鎊價一疲弱，便忘記了歐洲所有的戰鬪國中，只有英國爲了維持英鎊費了極大的犧牲。停止金本位前的幾年間的經驗證明了：在金融上，目前的地位和將來的期望，比過去的紀錄關係大。

從政治上看來，只要英國仍是靠法國的幫助，來安定鎊價，那麼外交政策是不能獨立的。只要增加經費，就會破壞英鎊的安定，這種形勢，很有損於英國對外國的政治上的威權。當然英國不能有充分的金額來充國防，這是很明顯的，因此英國的意見，在戰後各國的會議中，沒有什麼力量。只有徹底貶低英鎊的價值，英國纔能挽救這種形勢。所以牠的停止金本位，是很對的，雖然牠并不是有意那樣做。

## 第十七章 通貨的混亂

### 一 鎊價暴跌的直接影響

停止金本位後鎊價的跌價，對於國際貨幣結構，給了一個打擊，直接影響非常大，而且似乎各方面都越變越壞。外國有英鎊存款的，都受很大的損失。其中有許多中央銀行，本來是用英鎊作鈔票的準備，現在鎊價一跌，準備的比例就大減。鎊價跌後的通貨混亂期間，對外貿易紊亂得很。全世界都是在懷疑中過生活；任何通貨和銀行，都沒有人信任。那些沒有受鎊價跌落的損失的銀行中，有許多發生擠提，這亦是那種恐慌的氣氛所引起的。有許多國家，遭受了另外的銀行恐慌。法國特別受了英國停止金本位的惡影響。英國停止金本位以前，法國很能抵抗恐慌，但是從一九三一年九月以來，牠的經濟和金融的形勢更變壞了。大多數銀行，都發生擠提風潮，而且有一個主要銀行，即國民信用銀行 (Banque Nationale de Credit) 經過政府的積極行動，纔免於失敗，國庫爲了

牠，差不多用了十萬萬佛朗。

全世界的報紙，對於引起這種結果的行動，都極力責難。但大家都沒有注意到英國的停止金本位，並不是自主的，而是被動的。亦沒有認清那種變動的必然性的程度。鎊價跌落所引起的損失，很被誇張，尤其是關於各國中央銀行的損失，幾乎各國政府對於牠們的中央銀行因英鎊跌價所受的損失都給以補償，幾乎各國政府，都直接或間接得到英鎊跌價的益處。因為各國政府，差不多都有公債負擔，或政府保障了的放款，或公有公司或半公有公司所作的放款，這些都是根據英鎊計算的，鎊價跌落，使這些放款的負擔，都大為減輕，國庫因中央銀行英鎊存款所受的損失，於此得到很大的補償。大家只說外國持有英鎊的人的損失，而沒有人提到外國以英鎊計算的債務者所得到的便宜。而這些有利的定期債務，因鎊價跌落所得的利益，遠超過十萬萬鎊以上。債務者所得到的救濟總額，比持有英鎊者所受的損失總額要大得多。

## 二 對於國際貿易的影響

國際金融上和國際貿易上的這種混亂狀態，雖然很壞，但是經過了幾個月，就多少安定下來

了。外匯的變動，對於對外貿易的阻礙的程度，往往誇張得很厲害。另一方面，鎊價和其他通貨價格的跌落，的確引起新的關稅壁壘，定額配分制，以及其他各種干涉對外貿易的方法。這些障礙，在停止金本位制後的混亂期間過後還存在。這樣使世界貿易量更加減退。

鎊價的跌落，對於這一點，當然是直接原因。但是如果我們放大眼光來觀察這種形勢，那麼，一定要覺得英國停止金本位後，世界遭受的困難的真正原因，是怪得其他國家沒有跟着英國亦停止金本位。有人說，英鎊並沒有脫離黃金，而是黃金脫離英鎊。在這一說裏，有很大的真理。如果因為黃金缺乏和分配不均的關係，黃金對商品的價值增加到過高的程度，世界何必一定要把通貨用一定的比例和黃金連在一起。如果一切國家或大多數國家，都援英國的例，結果一定有幾個月的通貨混亂，過後通貨會安定在一種較低的水準上，而能够恢復對內和對外的貿易。所以長期不景氣的責任，并不在於英國的停止金本位，而在牠國不援例。

### 三 跟英鎊跌價的通貨

有幾國的通貨，跟着英鎊跌價，或是同時，或是稍後。所有英帝國的那些通貨，只除了加拿大的

元和南非的鎊，都跟着英鎊，馬上脫離金本位。斯坎丁納維亞各國的通貨，躊躇并抵抗了幾天，亦放棄了金本位，接着芬蘭亦援例。葡萄牙的埃斯庫多，比較穩定。一九三一年十二月，日本因為有大量現金逃到美國去，亦停止金本位。希臘、南非以及其他國家，經過了相當時日，纔不得已亦停止金本位。

所以在一九三一年，和十年前一樣，世界的國家，分爲兩個集團，一個集團停止了金本位，另一集團則用通貨緊縮的方法來維護牠們的通貨。一般人常常說到「英鎊集團」對「金本位集團」，其實區分上，並不是這樣簡單。有許多國家，雖停止金本位，卻并不和英鎊相聯繫。譬如日本就讓牠的圓價跌到對英鎊的平價以下許多。加拿大的元，徘徊於英鎊和金本位之間有幾年之久。另一方面，有些國家的通貨，雖然實際上並不是金本位，對於金價卻少有變動。其中有些已漸漸跌價，起初是非正式地，後來成爲正式地。所以在兩集團之間，要引一條區劃線，是不容易的。

#### 四 對於金本位幣的打擊

英鎊跌價的直接影響，是使美元受一個重大的打擊。這是因爲外國的存款全部由紐育撤回

本國去的緣故。因為有英鎊存款的人，都受了損失，所以持有美元的人，多趕緊把存款提回去。結果美元往往跌到金輸出點以下，尤其因為運輸上往往不能輸出大批的現金，使金本位名符其實。一九三一年十月，紐育現金的巨額流出，造成一種恐慌的形勢，大家都怕美國亦會援英國的例子。一九三二年的前半年，紐育現金仍是常常向外流出。

其他金本位的通貨，亦受打擊。英鎊的脫離金本位，使一切其他通貨，都得不到人們的信任。國際間的流動存款（這是使英國脫離金本位的一個致命的原因），在各中心地間移來移去，使各國的外匯上受極大的影響。

## 五 英國所受的影響

英鎊跌價，對於英國有什麼影響呢？九月二十一日以後的第一個印象，是一種極大的安心，這種安心的程度，是一般人所沒有看清楚的。無論在車上、街上、飯館子裏、和理髮店裏，大家都是說「謝天謝地，現在我們脫離金本位了！」停止金本位後的幾個月間，雖然爲了平衡預算而增加了租稅的負擔，但人們多比以前幸福。這一點，和再貼現率的加到六釐一事，表示英國當局並沒有膨



脹通貨的意思。可是外國存款以及相當程度的英國資本的逃亡所引起鎊價的暴跌，并不因此而停止。一個更重要的因素，是十一月間大選的國民內閣的勝利，以及所成立的保護關稅。而且大規模印度的現金的出藏，對於英鎊亦有很大的幫助，因為那些現金在倫敦賣出後的收入，大部分是留在那裏。

鎊價跌落對於英國貿易，差不多同時發生影響。一則因為那種變動對於心理上的影響，二則因為競爭力實際增加了，所以各方面都感到樂觀，對於貿易的恢復，很有幫助。雖然租稅的增加，政府和私人方面關於工資、薪俸、失業救濟金和退休金等的減少，使購買力減退，可是貿易仍是得到英鎊跌價的利益。

或許有人要問：如果英國不用通貨緊縮的辦法來制止鎊價的跌落，而讓英鎊自己安定在一個水平上，不是更好麼？的確，英鎊跌價的程度，還沒有多大減輕內債的負擔。的確，商品價格稍微上漲之後，所安定下來的水準，和戰前的水準很接近，因此七十萬萬紙鎊公債的負擔，和戰前的七十萬萬金鎊公債的負擔，完全一樣。政府的拚命抵抗鎊價的跌落，有兩種原因。第一因為當局還相信

正統派學說，決心使牠跌得越少越好。第二因為政府要償付法，美兩國的信用到一萬三千萬鎊之多，英鎊越跌價，償付數目就越增大。而且他們還要恢復鎊價，以便購買外匯市場上所需要的佛朗和美元。如果不是那正統派的貨幣政策，金本位停止後通貨的混亂，一定更顯著更遷延。

## 六 通貨混亂的終止

一九三一年年底，通貨混亂完全過去了。大多數國家想要停止金本位的，都在九月到十二月之間實行了，牠們的通貨和英鎊，都過了第一次跌價的最高點。年關一過，大家都明白，所有那些脫離了金本位的通貨，都不會和戰後的馬克和其他中歐各國的通貨情形一樣。雖然後來還要再跌，而且變動得很厲害，但是誰都知道：通貨的困難，還比不上一九二四和一九二六年間法國的佛朗那樣厲害，馬克的恐慌更不用提了。

在外匯市場上，情形漸漸安定下來。英國一停止金本位，就很難作大規模的交易，尤其是預期的買賣，這不僅是因為投機的風險太大，而且亦沒有值得作預期買賣的。這種預期外匯買賣的沒有市場，對於國際貿易，是很大的阻礙，因為正當輸出入業者最需要挽回外匯風險的時候，這種挽

回的可能性減少，但是幾個月之後，預期外匯市場，多少正常化了，這種困難亦沒有了。

這樣，通貨混亂的期間并不久，而且不十分厲害。雖然接着是一個外匯不安定的長期間，（在寫本書的時候，那期間還沒有過，）但是一切情形并不再混亂了。就是美國停止金本位之後，外匯市場亦還是保持那種平靜的狀態，而世界所受的打擊，比因英國停止金本位所受的打擊要好。一九三一年的通貨混亂的純結果，是英鎊和其他許多國家的通貨的基本地位，和技術上的防衛，都有了改進，國內的貿易狀況，亦有進步。另一方面，國際間的不信任，國際貿易和金融的不安定，金本位國家的貿易的衰落，卻增強了。關於這幾點，將在後面詳細討論。

本篇關於研究英鎊和其他跌價了的通貨，最好限於跌價給與世界其他國家的緊縮影響。至於各種通貨跌價後所引起的回漲影響，將在本書第三篇裏詳細討論。

## 第十八章 英鎊的霸權

### 一 逃向英鎊

英國在一九二〇年和一九三一年之間，作了重大的犧牲，想使英鎊恢復戰前的霸權，而沒有成功，卻在停止金本位後幾個月之內，就佔了世界金融的支配地位，甚至還超過戰前的霸權，這真是命運。英鎊雖然達到了舊日的平價，可是仍然是很危弱，受不住任何壓迫，不問壓迫是自然的或人爲的。固然一九三一年九月以後的幾個月間，英鎊是投機者的賭具，牠的威信降得很低。但是年關一過，馬上恢復了。因爲增加租稅和實行節約，使預算能够平衡，恢復了一般人對於英鎊的信心。此外輸出業亦有改進，又有黃金從印度流出，所以外匯的趨勢，完全改變了。不久，英國逃亡的資本，全部退回來了。結果政府得到充分的外匯，把維護英鎊用的法、美信用放款償完了大部分。這又引起一種收買英鎊的壓迫，這時候除開退回英國的資金之外，外國的資本，亦大批流到倫敦來。

不久英國當局開始感到現金太多的困難，這些現金，能够償還法、美兩國的未清債務，而資金還是向倫敦流。當局爲防止英鎊的過分漲價，就繼續收買外匯，因此積聚了一個很大的準備。他們從新獲得了英鎊的統制權，而且能够決定外匯的動向。他們在國際匯兌市場上的權力，簡直是獨裁的，不幸他們膽子太小，不敢利用這種權力，一九三二年三月初，因爲不願再收買美元和佛朗，就決定任英鎊自己演變。結果是鎊價大漲。

## 二 外匯平準金

四月裏，政府決定改進匯兌事項，在預算報告書裏提議成立匯兌平準金(Exchange Equalisation Account)，這資金在以後的幾年間的國際金融上，是極其重要的。牠的資源，有一萬七千五百萬鎊之多，目的是爲減少英鎊的異常變動，同時并不求其安定，亦不逆轉牠的基本的趨向。

在上半年內，資金仍是逃向英鎊，一則因爲對於英鎊的信心增加，二則因爲美元和其牠金本位的通貨失掉了信任。英鎊的恢復，對於國際間的經濟形勢，有極大的影響。英鎊在一九三一年跌價的結果，是用金國商品價格的再度降低，而一九三二年三月到六月間的鎊價恢復，使那種

動向逆轉。英鎊在一九三二年底的再落，使世界物價亦再落。

在一九三一年九月以前，世界物價的傾向，大部分是由美國的貨幣形勢所決定，可是那以後，直到一九三三年四月美國停止金本位那個期間，是由英鎊的動向所決定。這期間內，英鎊不但在世界經濟上，佔了支配地位，在世界金融上，亦是這樣。匯兌平準金的工作，對於外匯市場，有最重要的影響。

### 三 英國當局的威勢

事實上英國當局所站的地位，可以救濟任何失掉了信用的通貨。當人們大賣出美元或佛朗的時候，就是匯兌平準金給以救濟的確，本來的目的，並不是爲支持受打擊的金本位貨幣，而是防止英鎊的過分漲價。但是要這樣做，必須買進疲弱的通貨，結果和有意支持那種通貨是一樣。一九三三年初，英國當局決定變更政策，不再積聚外匯，冒跌價的風險，而馬上把那些外匯換成黃金。結果停止支持那些正感困難的通貨，美國有大批黃金流出，這是牠停止金本位的一個原因，黃金的流出美國，亦是因爲英國變更政策的關係。有些人怪英國不該時常從外國的中央銀行的準備金

中把黃金撤回來，使那些國家感到不便，但是這些人要知道，匯兌平準金的運用黃金是兩方面的。當英鎊疲弱而需要支持的時候，匯兌平準金就把黃金再賣出去，這樣就可以補償當英鎊太堅牢時買進黃金所引起的不便。

英國的勢力，在國際的貨幣市場上，亦是同樣大。再貼現率由六釐減低到兩釐，使全世界的金利率都減退。這種減退，不只限於短期放款的利率，就是長期放款，亦漸漸受影響。五釐戰債的換債，就是這種關係。戰債一共有二十萬萬鎊以上，因為政府有權隨時償還或換債，所以不能漲到額面價格，這是英國和外國減低放款利率的一個可怕的障礙。換成三釐半之後，大為成功。接着英國的利率就傾向於下落，而且各國都可以倣效。但是同時外國的戰債持有人，都把資金撤回，使英鎊疲弱，匯兌平準金亦不能防止跌價。

可是一九三二年底鎊價的大跌，並不完全是因為這個緣故，主要原因是十二月十五日對美國分期償付戰債一事。市場上預料到有大批的購買美元，因此十一月底和十二月，鎊價大跌。但是當後來知道償付是用輸送現金的方法的時候，鎊價又恢復了。當時法國因預算上的關係，有逃

避佛朗的現象，年關一過，美國的銀行業方面的情形又不好，美元亦被逃避，這樣使鎊價更堅牢了。所以一九三三年初頭，匯兌平準金不得不再出來制止鎊價的上漲。於是一九三二年的經驗又重復一遍，平準金的英鎊資源，爲了購買黃金，馬上就要用完，雖然英蘭銀行賣出一部分黃金，增加了英鎊的資源，但是當局仍是覺得有任鎊價上漲的必要。一九三二年四月，預算報告書裏，規定增加兩萬萬鎊到匯兌平準金裏去，希望這樣可以不致陷於窮境。

#### 四 用金國的情形

用金國的情形，卻越變越壞了。輸出業者很難和那些通貨跌價的國家競爭，政府不得不用關稅和定額制來保護國內的市場。金融上疲弱的國家，要想維護估值過高的通貨，還得設定各種匯兌上的限定，這使國際貿易癱瘓。有許多債務國家，因爲現金不足，極力限制現金的移轉，因此由輸出所得到的收入，變成不靈活。

在用金國的國內，通貨緊縮仍是繼續實行。商品價格，幾乎是不斷地跌落，這一則是因爲有意行通貨緊縮政策的關係，二則是因爲鎊價上漲對於世界物價的影響。一九三一年的那許多大破



產事件，在一九三二年的初期，還是繼續着，克萊格爾（Kraeger）集團就是這時候崩潰的。用金國的預算，越弄越不容易平衡。因為貿易收縮，物價跌落，歲入亦減退了。所有的用金國，都不得不積極設法使預算平衡，而當實行那些辦法的時候，通貨的緊縮，又已造成新的不足額了。

雖然大多數的用金國，都增加金準備，來鞏固牠們的地位，但是市場對於牠們還是不信任。稍微有一點不對，就發生逃避美元、佛朗或其他通貨的現象。匯價過高，對於用金國的貿易差額上的影響，漸漸顯著了，結果大多數國家有意地行通貨緊縮政策，以減低生產成本。所以英國的物價水準，在一九三一年九月以後，雖然差不多沒有變動，所有一切用金國的物價，卻都跌得很厲害。大家都以為其中至少有一部分是不能再忍受下去的，但是一九三二年放棄金本位的，只有希臘和南非聯邦。

## 五 安定鎊價的壓力

從一九三一年九月以來，各方面都壓迫英政府安定鎊價。但是政府因為國際局面不安定的關係，拒絕這種勸告。說只要戰債和賠款不解決，只要國際貿易不能安定，決談不到安定鎊價。有些

方面在一九三一年九月相信不安定期間只能延長到幾個禮拜或最多幾個月，政府卻預料到長期的鎊價變動。這種形勢和一九一四年八月差不多，那時候，許多人都希望戰爭在短期間就會結束，但是實際上差不多延長到四年半。

在一方面看來，一九三二年很有改進。法國政府躊躇了很久，終於在六月的洛桑會議裏答應只要美國取消戰債就減低賠款。可是美國不願徹底變更既存的戰債協定，甚至連延長緩付戰債的期間都不肯，所以法國那種決定，亦沒有什麼結果。英國政府宣言：只要這些問題沒有解決就不願安定鎊價。

## 六 正統的政策

在一九三二年底，鎊價似乎已經過了最低點。如果不是因為美國後來的情形，英鎊或許可以維持百分之七〇的價格。政府的政策，反對再跌，遲早會安定在可能範圍內的最高點上，只要和輸出業的利害不衝突。官方沒有感到使鎊價再跌來調節公債的負擔的必要。英鎊雖然不能兌現，而且跌價，政府卻採行了一種最正統的金融政策。對於大規模地消除貧民窟，或大增防空，都加以反

對，因爲怕影響鎊價。英鎊雖然脫離了金本位，英國政府卻還照着金本位的方法辦，好像在預算政策上，還得要注意維持英鎊對黃金的平價。

直到一九三三年秋天，美國停止金本位，美元大跌，英國當局纔不得已決定讓鎊價再跌。如果不是羅斯福總統採行通貨膨脹政策，鎊價或許又要安定得太高。

## 第十九章 美元的恐慌

### 一 美國銀行業的恐慌

世界通貨緊縮的影響，在一九三三年更顯明了。法國預算上的不足額增加，德國的失業大增，在政治上發生反響，美國引起空前的銀行業恐慌。羅斯福總統之所以一就職就停止金本位，并不是因為經濟恐慌本身，或現金的流出，而是爲了這銀行業的恐慌。

美國銀行業恐慌的起源，是因為證券、商品以及不動產等的價格的暴落，結果許多債務者破產。一九二九年華爾街券價的暴落，是第一個打擊，因為證券交易所的暴跌，出於突然，各銀行還來不及賣出證券，收受證券作抵押所放的款，數額已和證券的金額差不多。銀行制度或許可以渡過這一次打擊，但是不景氣的延長，使牠沒有機會恢復。惡債繼續增加，而經常收入卻因為商業不景氣的關係非常低。中歐各國的恐慌，使美國許多銀行受重大損失，而且資金不流動，其中有些在德

國大受連累。英鎊的跌價，銀行業又受損失。但是困難的主要來源，是產品價格的跌落，結果大部分農業上的負債者，無力償債。地價亦跌落到假景氣時的水準的幾分之一，而且抵押品賣不出去。

## 二 銀行的擠提

通一九三二年間，多方設法來救濟銀行。復興銀公司對各銀行和其他各種企業作了幾十萬美元的放款。但是存款者還是不相信，許多銀行，都受擠提，許多銀行因為得不到充分的援助，或援助來得太晚，以致倒閉。在一九三二年十一月大總統選舉和一九三三年三月政權移轉之間的情形，特別嚴重。胡佛總統在選舉失敗之後，不能亦不願採行任何徹底的行動。他失敗後的幾個月的在職期間，是一種行政休止期間，在這期間，政府不會作什麼有效的行動。一九三二年十二月，鎊價驟然恢復，使紐育有巨額的資金流到倫敦去，美元對於歐洲的金本位幣，總是停留於現金輸送點上。

最後的打擊，是根據參議院的主張復興銀公司發表其所作放款的名單。這名單詳細公布了援助的範圍。結果使全美國發生恐慌。一般公衆，都覺得大多數銀行不安全，全部提取存款，同時現

金的流出，更使人覺得美元的不安定，於是大規模地死藏現金。外國持有美元的，（包括許多貨幣當局）都把他們的存款換成現金，並且從聯邦準備銀行提回大批金額。聯邦準備的每週報告中，公布現金受了重大損失，這使恐慌更擴大。

一九三三年二月，形勢壞到不能再忍受了。差不多一切銀行都受擠提，有許多場合，銀行是不值得支持，都沒有時間來確定，因此而不得不倒閉。各州都先後宣告暫時延緩支付，所以當三月羅斯福總統就職的時候，美國的經濟制度正頻於崩潰。

### 三 停止金本位

羅斯福總統一就職，馬上決定採取徹底的行動。他宣告一次全美國的銀行休日，同時禁止金輸出。不到幾天，有許多認為健全的銀行，都復業了，其餘都暫時關閉，以便調查。雖然禁金輸出，仍在實行，但當局仍維持美元對金的平價。直到一個月以後，纔放棄這種辦法，而讓美元跌價。在技術上，金本位實際是在三月三日停止了，但是直到四月二十日，美元纔真正放棄牠的金平價。三月十日銀行休日停止之後，美元對內就停止兌現，接着便設法收集現金。

美國的停止金本位所引起的不滿，比英國在十八個月前的同樣行動更厲害。對於英國的非難，是說他們不該沒有提高再貼現率和實行緊縮，來維持鎊價；美國所受的責難，是不該有意脫離金本位，因為他們本來是很可以支持元價的。的確，英國在停止金本位之前，現金準備就用完了，而美國在停止金本位的時候，還有巨額的現金，有這些現金，很可以維持美元的平價到很久。作者起初亦是不滿於美國的這種行動，但是後來慎重研究決定時的環境的結果，覺得羅斯福總統的結論是不錯的。

#### 四 美元失敗的原因

就是在技術上，或許可以維持金本位，結局總是要停止的。結束恐慌的唯一辦法，是使人希望商品價格上漲，貿易順利，如果美元是用金本位，這些事都是不可能的。如果讓幾千銀行倒閉，結果是經濟上的騷擾，甚至引起政治上的動亂，資本會全部逃亡，這樣會減少當局的現金財源。另一方面，如果美國政府保證農業上和牠的債務或銀行存款，來救濟危局，則因此所引起的公債的增加，亦會使美元的信用動搖，資本的逃亡仍是不免。

美國的現金準備，相當充足，或許要一兩年的時間，纔能使牠減少得不能再維持金本位。有許多人以為美國政府應當要等到現金流盡之後纔停止金位。但是稍就實際着想的人，一定不贊同這種說法。金價因為漲得太厲害，使物價暴落，所以纔和美元脫離關係。至於那些以為可以提高再貼現率來醫治恐慌的，等於說吃九子來治地震。

## 五 元價暴落的影響

一九三三年四月二十日以後美元跌價的影響，大體上和一九三一年九月二十一日以後英鎊跌價的影響差不多。持有美元的人，受了重大的損失，而自一九三一年以來，以美元為根據的國際貿易和金融，亦受了一個重大的打擊。但是世界對於一九三三年的打擊，很有準備，結果遠不及英國停止金本位那樣嚴重。大多數國家的中央銀行，在停止金本位前，把牠們的美元準備都換成現金運回去。當牠們撤回現金而使美國更感困難的時候，牠們很受人們的責難，但是後來的事件，證明牠們的行動是合理。各外國的中央銀行，如果不全部撤回存在美國的存款，美國是不是仍原要停止金本位，這是很難說的。但是各國的撤回外匯準備，使全世界受一種通貨緊縮的影響，而助



成美國的商品價格的跌落，卻是無疑的。可是我們不應當把這一點看作引起美國銀行業恐慌的主要原因。本書第一篇裏，曾指出金匯兌本位實際上并不會使信用加倍，因為中央銀行很少真正根據外匯準備來發行鈔票，因為這種準備，只是作為一種安全資金，而不是作為實際的法幣準備。如果這一點不錯，那麼金匯制的整理所引起的通貨緊縮的影響，一定亦不很大。

一九三三年三月，金融上比較疲弱的國家，大多數停止了金本位。那些仍舊維持金本位的，都是有力量抵抗美元跌價的打擊的。只有愛斯多尼亞，在幾個月後，亦援了美國的例。其餘的金集團國家，都維持了牠們的通貨的安定。當然牠們所受的壓迫，大為增加了。除了英鎊集團國家競相輸出之外，現在美國亦加入競爭了。美元的跌價，對於用金國，當然會產生通貨緊縮的影響，雖然因為美國國內的物價和世界物價的上漲，足以抵消那種影響到相當程度。最有趣的，是英鎊跌價使英鎊集團以外的國家都受一種通貨緊縮的影響，而在英鎊集團的國家內，商品價格並沒有上漲，另一方面，美元的跌價，卻使金集團以外的國家的商品價格都上漲。那兩種主要通貨的跌價的影響的不同，是有很多理由的。第一，一九三三年的形勢，比一九三一年更適於商品價格的恢復。世界物

價，已經跌到戰前水準以下很多，這種跌落是太過分的。一九三一年九月和一九三三年四月之間，許多所謂「危弱的職業」都消滅了。那些在一九三三年渡過了恐慌的商號，大多數是容易得到現金的，不會被迫於賣出牠們的證券。國際間的貨幣形勢，大體上比一九三一年要好，即使低利放款本身不會使商品價格上漲，但一定有間接的幫助。

另一個理由是英、美兩國在世界經濟制度上的地位的不同。英國是重要產品的大規模的購買者。只要牠一國貶低幣價，牠的國際購買力的減低，就可以使世界物價下落。事實上有許多生產原料的國家，都跟着英國貶低幣價。這樣牠們可以把產品賣得更便宜一點。因此英鎊集團國家的商品價格，可以支配英鎊集團以外的國家的商品價格的傾向。另一方面，美國是原料的消費者，但同時又是生產者。如果牠要提高商品價格，牠那種重要的地位（不論是作為消費者或生產者，）很可以使世界物價上漲。主要的不同，是英、美兩國停止金本位後所行的貨幣政策的不同。英國極力防止商品價格的上漲，而美國卻極力使其上漲。結果當然不同。

雖然羅斯福總統極力行通貨膨脹政策和他的一般經濟政策，來使商品價格上漲，可是上漲

的程度，還是趕不上美元跌價的程度，結果用金國不得不再行通貨緊縮政策。因此用金國並沒有享到美元跌價的益處。

## 六 轉機

美國的停止金本位，可以說是世界恐慌的一個轉機。固然在一九三一年初和一九三二年的七八九三個月間，已經稍有恢復。但是都有限，而且爲時不久。一九三二年七八九三個月，商品價格雖稍爲上漲，在年底又降下來了，到了一九三三年，大多數國家的物價水準，都達到了最低點。從那時候起，物價就普遍地上漲，失業亦大爲減少。除了那些金集團國家之外，以及除了不得已的暫時的跌落之外，其餘的國家，都能維持這種改進，在一九三四年，還要更好了，現在還在繼續着。

反對羅斯福總統的政策的人，說世界貿易之所以在一九三三年三月開始恢復，完全是偶然。實際上自羅斯福總統就任以來，美國內外的一切改進，都是他的功績，他是第一個積極設法終止恐慌的人。法國以及其他用金國的政策，完全是消極的。牠們不顧一切犧牲來維護牠們的通貨，而讓恐慌繼續下去。英國的政策，亦大部分是被動的。只求金利低，而希望由此可以解決一切。羅斯福

總統卻採行了積極的步驟，來提高物價水準，用的方法是貶低元價，增加經費，以及國民復興局的以提高消費者的購買力為目的的政策。當然他亦有許多錯處。他常常把好事做錯了。因為他的躊躇不決和不大熱心以及常變更政策，所以他所恢復的比較有限。然而我們不能否認他的偉大的功績，即用他那種實際行動的政策來打破國際經濟上的難關。

## 第二十章 美元的霸權

### 一 英鎊勢力的衰落

自從美國停止金本位的時候起，英鎊就不能再保持牠從一九三一年九月以來在國際金融上所佔的地位。決定國際間的趨勢的，已不再是英鎊的動向和英政府的政策了。雖然英鎊仍原是很重要，但自一九三三年四月以來，不得不站在美元之後。就是在一九三四年一月美元暫時安定之後，世界的趨勢，仍原是受美國貨幣政策的支配，而不受英鎊的變動的影響。發動權是在於羅斯福總統。

的確，英鎊是代表英鎊集團的全部力量，這至少和美國的那種巨大的經濟力相等。但是因為英國沒有採行積極政策，所以羅斯福總統足以支配一切。

美國停止金本位的時候，大家都相信，這種為英國當局所意料不到的行動，會引起英、美間的

通貨貶值戰。但是有這種見解的人不知道英國那些有正統派思想的政治家們，決不會使鎊價跌到絕對必要點以下去。他們雖然贊成提高商品價格，可是決沒有勇氣實行。如果不是羅斯福總統的政策，他們遲早會把鎊價安定得使物價不至於高漲。

## 二 沒有通貨貶值戰

美國停止金本位之後，英國採行一種觀望的政策。英、法間有相當的接近，結果英國的銀行家放款給法國，使其渡過難關，幷支持佛朗。美元的漲價，英國當局毫不加以阻止。直到鎊元間的比率和舊平價差不多，英國當局纔開始想讓英鎊跟着美元移動。就是那時候，有很久幷沒有什麼實際行動來妨止美元的再跌，在一九三三年秋天，一鎊竟等於五元五角五分美金。由此可以知道幷沒有通貨跌價戰。英國當局本來極不願意讓英鎊跟着美元走。至少有一次政府曾想把英鎊和金集團連繫起來，其所以沒有弄成功，是因爲自治殖民地反對的關係。近年來國際金融上的均衡力，變化得很有趣。大戰後和一九二八年以前，美國在世界金融上的霸權，是無可爭論的。自一九二八年以來，華爾街的假景氣，無法制御，於是美國的貨幣政策，就不再那樣重要了。同時法國貨幣政策

的影響，卻很快地增大了，一九三一年九月以前，全世界都注意法國的行動。英國的停止金本位，改變了這種形勢。一九三一年九月和一九三三年四月之間，倫敦是世界金融的中心。但是一九三三年四月以後，關心國際金融的人，都注意華盛頓的行動。據說羅斯福總統贊成美元的跌價。問題是他願意跌到什麼程度。那些仍原維持金本位的國家，對於美元的跌價，都感到不安。牠們很願意元價的水準，安定得越早越好，越高越好。英國對於這種願望，亦很同情，雖然羅斯福總統的那種政策，於英國大有益處。

### 三 世界經濟會議

一九三三年夏天，在倫敦召開世界經濟會議，目的是想協議安定通貨的辦法。會議除通貨問題之外，包括很廣，可是牠的成功，全看能不能得到相當限度的事實上的安定。同樣這種企圖的成功，要靠美、英、法三個主要國家的態度。因此該三國的金融專家在英蘭銀行和財政部所進行的交涉，比在南劍新頓的地理博物館內的正式會議裏的討論，還重要得多。法國方面，希望在經濟會議的期間內，得到暫時的通貨安定。這是很合理的，因為如果美元繼續跌價，並且變動得很厲害，而又

沒有明確的水準，則很不容易決定經濟上的問題。

同時一九三三年六月元價所達到的水準，羅斯福總統決不會願意使其安定。在這種情形之下，要想一致，還嫌過早，結果一定是失敗的。不但如此，非公式的會議，在起初似乎有意外的成就，關於在會議期間預先安定英鎊和美元一事，達到了一種非正式的協定。依據這所謂「紳士協定」，美國當局準備使美元安定在四·〇五元等於一鎊的標準上，但是保留隨時變更的權利。

#### 四 羅斯福總統的態度

但是那種辦法，沒有得到羅斯福總統的同意。至於牠的原因是因爲在那國際空氣下的交涉，超過了訓令的範圍，或是因爲那非正式的協定，使商品和證券價格跌落，以致羅斯福總統改變念頭，那是歷史上的瑣細問題，這裏不討論，事實是羅斯福總統否決了那辦法，以對美國公衆表示他要繼續行使他的通貨膨脹政策。可是如果不是法國和金集團國家固持要有更具體的協定，或許能夠執行那種默協。用金國的代表，以爲必須要美國答應恢復牠們的通貨的信用，因爲當時那些國家的通貨，正受投機者的襲擊。荷蘭政府，更是固持這種主張，因爲這種襲擊，是以荷幣爲對象。



因爲牠們固持要一種決議，使羅斯福總統在七月三日對會議發出一種文書，說明他自己決不願參與任何安定通貨的工作。甚至表示他根本就不大贊成回復到舊日的金本位去。該文件的語調和內容，使用金國的代表大爲憤慨，決定破壞會議，以作報復。英國的態度，是想調和兩極端，而且實際上使會議免於破裂，但是以後幾個禮拜的交涉，只是想保存面子。因爲對於通貨安定，沒有共同的立場可以成立一種協定，所以無論什麼重要問題，都沒有一致的希望。

## 五 金集團和英鎊集團

會議一方面在白費時間地進行着，使人不容易看出牠是已經失敗了；另一方面，參加會議的各集團，卻極力在鞏固自己的地位。用金國發了一個聯名的傳單，宣告成立金集團，并表示決心維護牠們的通貨於現存的平價上。牠們極力使英國安定鎊價，但是每次都被英國的自治殖民地所預先防阻。因爲要加拿大、澳洲、新錫蘭和印度等農業國來安定通貨，而美元卻繼續跌價，這於牠們是有害的。如果英國政府決定安定鎊價，牠的自治殖民地，一定會跟着美元走。

不問英國是不是曾認真考慮過通貨安定的問題，但自治殖民地的態度，使牠再伸述一九三

二年渥大華宣言中曾表示過的貨幣原則，而統一英鎊集團的陣線。

統一英鎊集團的宣言，使荷幣和其他用金國的通貨所受的擠兌風潮得告結束。同時大家預料鎊價一定會跌落，於是極力賣出英鎊。匯兌平準金抵抗了這種壓迫到相當時候，維持一鎊等於八十六佛朗的比率。但是當季節的影響，增大了對於英鎊的壓迫的時候，當局決定不再用掉現金，於是讓鎊價跌落。雖然在秋末因為有逃避美元和佛朗的現象，鎊價恢復了，但是在一九三四年中，鎊價和元價的關係，漸漸回到舊日的平價上去。

一九三三年年底和一九三四年年初，美國貨幣政策，在世界金融上的霸權，最爲明顯。一九三三年十月，羅斯福總統所採用的買金政策，是一種有意使通貨跌價的行爲。內容是說美國當局打算以高於世界市場的價格，來購買黃金。雖然在實行這新政策的初期，實際上在外國所購買的黃金很有限，但是心理上的影響是極大的。有一個時候，大家以爲羅斯福總統的購金政策，會強迫那些金集團國家脫離金本位。年底逃避佛朗的現象，的確是這種憂慮的結果。如果羅斯福總統沒有在一九三四年一月底暫時安定元價，他的買金政策對於金集團的壓迫，或許要增大法國的恐慌，

甚至會產生致命的結果。美國這種無情地干涉世界金融，使英國放棄一切和金集團妥協的念頭，而明確地採用一種政策，使英鎊和美元聯在一起。

那無情的購金政策，就是那些本來贊成羅斯福總統的政策的人，亦都加以批評。但是我們要知道：只有這種徹底的行動，纔能打破經濟上和金融上的難關。在這種難關中，各方都只望對方發動，實際上沒有什麼發生，這種情形，正和壕溝戰一樣，單調而無益，比較起來，猛力的襲擊，還爽快一點。除了羅斯福總統的行動之外，並沒有別的方法，可以使元價跌落。

美國勢力的戰勝英鎊集團和金集團，足以證明在停止金本位之後，美元佔了優越地位。美元的霸權，還有一種更重要的證據，就是羅斯福總統的政策，變更了世界物價的傾向。關於美國的政策，在本書的第三篇裏討論回漲的時候再說。這回漲的期間，掩蓋了緊縮的期間，因為當美國行通貨回漲政策以及該政策影響英鎊集團的時候，金集團仍在繼續緊縮。甚至於用金國的通貨緊縮，大大地殺消了通貨膨脹國家的回漲作用。

## 第二十一章 法國的恐慌

### 一 金本位和虛金本位

美國和英鎊集團的國家，因為通貨跌價的關係，得到經濟恢復和國內金融安定的益處，可是另一方面，金集團國家的不景氣，卻越弄越厲害了。英鎊和美元的跌價，引起金集團國家的商品價格再跌，以及附隨着的一切惡影響，如失業增加，工商商店的困難，預算上的困難，甚至政治上的困難等。

在這種情形之下，有些國家，渡過了一九三一年鎊價跌落的難關的，在以後的兩年間，當然會漸漸脫離金本位，牠們在名義上雖然仍原保持着舊日的平價，但實際上牠們的通貨，多少是跌價了。德、奧、匈、羅馬尼亞和南斯拉夫等國的交易中，只有一部分是根據官方的匯率，其餘的不是由「黑暗的交易所」(Black Bourses) (這裏的通貨是貶了價) 辦理，就是有各種特殊通貨的援

助，這些特殊通貨，對官方的匯率，打的折扣是很大的。在所有這些國家，金本位的存在，完全是虛構的，所謂保持了牠們的平價，完全是假話。奧國竟在法律上承認先令跌價，這種跌價，本來是在非正式的市場上發生的，而捷克竟公然貶低幣價到百分之一六。

在不景氣期間始終固守金平價的國家，並不很多。在經濟會議期中正式組成的金集團中，包括法、意、比、盧森堡、荷蘭、瑞士和波蘭。擔當不景氣的重任的，正是這些國家。

## 二 法國的地位很鞏固

法國在一九三一年和一九三四年間的經驗，是說明通貨緊縮的影響的一個好例子。法國實行通貨緊縮的時候，抵抗力極大，因為有了許多年間的繁榮，牠的國庫、中央銀行、商工銀行，以及工商企業，都很強固，而且資金靈活，很足以對付不景氣，人們多以為法國在經濟上和金融上是可以自給自足的。牠所倚賴外國繁榮的程度，恐怕比任何重要國家都要小。牠的銀行和中歐各國的關係比較少。一九二七年和一九二九年間的繁榮，在法國並沒有產生一種投機式的假景氣。而且在恐慌開始的時候，不論是批發物價和生活費，都還比世界水準低得多，這是一九二八年佛朗估價

過低的關係，所以世界物價的跌落，或其他國家的幣價的跌落，都要經過相當時間，纔能打消法國貶低幣價所得到的利益。

在一九三一年九月以前，法國似乎毫不受世界恐慌的影響。失業的程度很有限貿易相當繁榮，而且除了有些孤立的銀行因為地方上和特別的原因而致失敗之外，國內並沒有什麼顯著的困難。雖然法國的奢侈品的輸出，因為世界不景氣的關係，受了損失，但是這對於一般形勢，沒有過大的影響。

### 三 轉機

英國的停止金本位，是法國的經濟恐慌的演變中的一個轉機。英鎊和許多別的國家的通貨跌價，使佛朗的價格擡得過高，雖然採行了許多方法來減少輸入，結果貿易差額還是有減損。英鎊等通貨的跌價，使世界物價跌落得更厲害，法國亦難免要受影響。雖然法國特別設法支持小麥和葡萄酒的價格，並且增加關稅，採用定額配分制，可是商品價格，仍是不斷地跌落。這使政府不能平衡預算。預算上的不足額既增加，對各銀行又要給以補助，因此把國庫的剩餘都用光了。長期恐慌

所引起的損失和資金不流通，使各銀行的公積金大被侵害。英國停止金本位後不久，法國所受恐慌的痛苦，和別的國家是一樣地大。

起初法國當局對於通貨緊縮的情形似乎很滿意。他們極力贊助通貨緊縮，公言他們的政策是想極度減低成本和物價，來解決他們的困難，對於這一方面的進步都表示滿意。這或許是必需的办法，但是同時和法國人的心理很一致。法國人最怕的是生活程度高（La vie chère），只要是減低物價，法國人是一定歡迎的，至少在沒有看出減低物價的反響之前，是歡迎的。但是不久大多數法國人都知道：在一九三一年和一九三四年那種情形之下，與其減低物價還不如生活程度高。物價的減低，並沒有帶來所期望的幸福。甚至相反。物價每一跌落，情形就越壞。收益減少而消滅了，繁榮時所積蓄的公積金，亦減退下去，銀行受了損失，使人們失掉信任心而擠提存款，結果許多銀行破產，只有那些比較重要的銀行，纔得到政府的救濟，預算自一九三〇年以來，不足額大得嚇人。歲入減少了，在恐慌中又不能創設新的財源。經費的減少，國會和文官方面大反對。每年都有幾十萬萬的不足額，市場上越弄越表示不願吸收政府的新公債。起債既困難，國庫就常發生恐慌。國庫

存在法蘭西銀行的款項，常常減到一萬萬佛朗以下，這只能應付幾天的需要。

#### 四 通貨膨脹的憂慮

大家都憂慮：國庫現金的不充分，遲早會向法蘭西銀行大借款，而成通貨膨脹，所以法蘭西銀行雖然有巨額的金準備，仍是常常有逃避佛朗的現象。存在巴黎的外國資金，不斷地撤回去，使法國資金流出得更厲害。現在法國纔知道做一個國際銀行中心地亦有不利的地方，而且這種不利，常常抵消牠的利益而有餘，意大利等國家，從來不大吸收外國資金的，就不致因為外國撤回資金而受打擊，但是法國卻常常有大批外國存款流出，固然法蘭西銀行失掉一點現金亦不在乎。可是如果老是向外流，人民就要驚慌了，或是用死藏的方法，或是把資本移轉到外國去。心理上的要素在法國比在任何別的國家重要。

恐慌在一九三四年初，達到了最高點。許多金融上的不正行爲，釀成有名的斯塔維斯基事件，結果是空前的信用恐慌，使全國的風紀敗壞到極端。人民開始不信任政府和議會，因為牠們明明不能而且不願解決金融問題。常常發生街巷暴動，在一九三四年二月幾乎釀成革命。全部資本逃



出法國，法蘭西銀行失掉巨額的黃金。有一個時候，佛朗幾乎崩潰。

杜邁格氏所組織的國民內閣以及財長日曼馬丁（Germain Martin）氏平衡預算的努力，大大地恢復了信用。在紙上，因為節省了四十萬萬佛朗，所以預算似乎平衡了。國庫的恐慌，因為由荷蘭得到短期信用而救濟了。雖然該信用的條件是屈辱的，可是給與法國的幫助很大。現金的外流亦止住了，九月法蘭西銀行把所有的損失都恢復了。

### 五 節約的緊縮效果

有一個期間，法國以為自己的預算的確平衡了。固然他們承認鐵路預算還有不足額，而且有幾項經費沒有包括在普通預算裏。但是除了這兩點，他們都相信預算問題是解決了。這些人沒有注意到節約的緊縮影響。沒有看出政府的減少經費，就是減小購買力，一定會增大經濟不景氣。一九三四年的情形，的確是這個樣子。所有一切商業活動的指數，都足以表示不景氣是在增加。商品價格繼續降低，失業繼續增加，生產指數和鐵路收入等繼續下降。在這種情形之下，預算上歲入的減少，是不能免的。雖然政府在秋天採用了在紙上平衡預算的老方法，但誰都會知道一九三五年

的不足額，一定要超過以前。連同鐵路不足額以及不包含在預算中的項目，據估計約為一百二十萬萬佛朗。

法國的通貨緊縮，在一九三四年底，已達到極高的程度，結果和期望相反是當然的。如果再行緊縮，一定會增加預算的不足額，使國庫更難應付。大家認為遲早法國一定要用通貨膨脹的方法，來應付國庫的需要。在一九三四年十一月繼杜邁格氏而起的新政府，看出了這一點，佛蘭亭宣告反對再行緊縮，兩個月後，採行了一種通貨回漲政策，這在本書第三篇裏討論。

## 六 其他用金國的通貨緊縮

法國的例子，證明了無限制通貨緊縮是行不得的。但證明這一點的，并不只法國一國。此外還有比利時。牠把幣價貶得比法國還厲害，許多年間，牠的物價水準，是一切文明國中最低的。物價的長期跌落，和通貨的跌價，把牠的利益都抵消了，而且使牠的產業蒙很大的不利。因為比利時倚靠對外貿易的程度，比法國厲害，牠的輸出品，更受英美的競爭，所以牠受國際貨幣形勢的影響亦更大。每想減低工資，就受到很大的反抗，政府不得不用獨裁式的力量來應付。在工商業方面發生了

一種強有力的運動，贊成貶低幣值，常常有大批資本逃亡的現象。

在荷蘭，通貨緊縮的辦法，亦引起許多暴動，有時要用機關鎗纔能鎮壓。荷蘭的殖民地，受不景氣的損失極大，本國的繁榮，既然靠殖民地，所以荷蘭受不景氣的影響，比金集團的其他國家都要大。

在瑞士，每次想要減低生活費來吸引旅客，都不成功。那些貶低了幣值的國家的競爭，如德奧等，都減少了到瑞士去的旅客。瑞士很靠這一項歲入財源，這一項財源的減少，引起很尖銳的不景氣，結果幾個次要的銀行破產。在瑞士亦有一種贊助貶低幣值的運動。

### 七 意大利的通貨緊縮

恐慌開始的時候，意大利的貿易，正是不景氣，因為里拉估值過高的關係，許多大規模的工商業者號和銀行，在世界恐慌開始以前，已經遇到困難。有些主要銀行的財源，因為證券和商品價格跌落，變成很不靈活，所以政府出來援助。創設了特殊機關，來救濟這種銀行。幸而經濟上的紀律很好，能夠調節物價，生活費和工資。有兩次，實行減薪到百分之十，包括薪俸、工資、租金等。雖然政府對

於有生產力的公共事業上，用了巨額的經費，但並沒有引起通貨膨脹。小麥生產增加的結果，意大利更能自給了。可是牠受不景氣的影響，仍是很大。

意大利多少弛緩了通貨緊縮政策，結果在一九三四年間，生產總量增加了，可是國內的商品價格，卻並不和其他用金國一樣跌落。結果輸入剩餘有增加，大批黃金向外流，在一九三四年底，幾乎要危及里拉的安定。後來用奪取私有的外國資產的方法，纔能再維持里拉的安定。

## 八 金集團內的合作

金集團的國家間，極力想互相密切合作，以維護牠們的通貨，但是這種努力，沒有什麼結果。牠們間並不共同計算牠們的黃金資源，在金融上亦不相互援助，真正的援助，只限於技術上的合作，這種合作，就是金集團以外的中央銀行間，亦是有的。所以，里拉在巴黎是由法蘭西銀行支持，但是支持所需要的資源，仍是由意大利銀行供給。金集團的其他國家，常常有黃金流到巴黎去，法國當局，並不制止這種趨勢，而這種趨勢，對於各該國的中央銀行是有害的。

牠們希望能夠援英鎊集團的例，增加金集團國家間的貿易。事實上，一九三四年十月所開的

布柳塞會議，通過了一個決議，在十二個月以內，金集團國家要締結協定，增加相互間的貿易到百分之十。但是在寫本書的時候，還沒有實行該決議。

是在這種情形之下，金集團國家於一九三四年底達到一個結論，決定大家不再行通貨緊縮政策。同時決定觀望美國的情形，希望世界物價的恢復，會救濟那種不均衡。

## 第二十二章 白銀的緊縮

### 一 大戰期中和大戰前後的白銀

敘述一九二九—三四年間的通貨大緊縮的歷史的時候，如果不闢一章來講白銀問題，就不能說是完備。在這期間，爭論的問題，不算不多，但是白銀問題要算爭論得最厲害的。不論是在美國，或是在英國，各政黨都爲這問題作極大的鬭爭。

大家都知道，在戰前，白銀在大多數文明國家就已完全失掉作通貨的資格。那以前有幾百年，白銀是作貨幣用的主要金屬，現在在歐洲和其他各洲，只成了作輔幣用的次要金屬，只有像中國或印度那種在金融上不很發達的國家是例外。雖然常常有人激動輿論，來恢復白銀的通貨資格，尤其是在美國更厲害，但是到了一九一四年，複本位制運動，完全不存在了。在金融上的前進國家，黃金完全代替了白銀的地位，雖然在亞洲和非洲的大部分，還是用白銀作貨幣。

大戰期間和戰後，白銀的價格，完全和普通商品一樣變動。在戰後假景氣的期間，銀價大漲，但是當戰後物價暴落的時候，銀價亦同樣跌得很凶。英國政府，因為銀價對金價沒有定規，所以決定印度亦不用銀本位，而代以金匯兌本位。這種處置，當然又使銀價下跌。英國印度當局很想整理牠的銀幣，所以大批賣出白銀，除此之外，大家還恐怕結局白銀會完全失掉作通貨的資格，這亦是銀價疲弱的原因。波斯、暹羅和另外幾國，都援印度的例，決定由銀本位改成金本位。

## 二 白銀與中國

連中國都想採用金本位，牠的所以沒有實行甘末爾教授的勸告，只是因為不容易得到充分的金準備的關係，因為如果要賣出大批的白銀，一定要大大地減低牠的價值，不然就要大借外債。學識深遠的甘末爾教授，有什麼方法能使中國賣出牠的存銀，而使銀主不受大損失呢？

在國際恐慌期間，銀價跟着商品價格繼續下跌。可是正因為這個緣故，銀價對商品價格倒比較穩定了。因此中國和少數其他用銀國，倒逃過了因商品價格跌落所引起的不景氣的惡影響。同時牠在外國的購買力，亦不得不減小，因為牠的通貨和外國的金幣比起來，價值要低。這使向中國

輸出的國家更感困難，可是對於中國自身，卻是再好沒有的事。中國因為沒有通貨緊縮的關係，所以雖然內部不安定，以及和日本戰爭，國內的經濟情形，在一九三四年前，還比較好。

中國人自己看來，或許覺得滿意，可是許多外國人看來，卻認為大不滿意。自從一九三一年以來，許多專家和準專家，都煽動恢復白銀的通貨資格。因此舊日的復本位制的議論又復活了。

### 三 「利他的」復本位論者

恐慌是因為黃金缺乏所引起的，當然有人運動恢復白銀的通貨資格。所奇怪的，是復本位論者的主要理論是說從中國人本身看來應當提高白銀的價格。許多動人的訴願，借正義和平等為名，請求世界為了可憐的中國人，而對白銀從新估價。他們以為亞洲和非洲等地，既有無數萬萬的人，在用銀本位，為公平起見，當然應當恢復金銀的舊關係。

這種救濟中國人的運動，和戰前十年間由土耳其手中救濟阿爾米尼亞人相仿。我們要知道，那種袒護阿爾米尼亞人的運動，結果幾乎使那一民族完全消滅，白銀運動，即使不會產生那種悲劇的結果，但在美國的部分的成功（指購銀），已給了中國以極大的打擊。



依據甘末爾教授的勸告，取消白銀的通貨資格，會使貯銀家吃虧，但是如果增加牠的價值，一定會使中國的生產者和商人受損失，他們的商品的價格，會因銀價漲而跌落。中國人民是不會感謝的。

#### 四 美國的白銀政策

因為產銀各州的政治勢力很大，所以美國在一九三四年決定採行一種政策，部分地恢復白銀的通貨資格，並提高銀價。白銀雖不能和黃金平等，可是金屬準備中，有百分之二五可以用白銀。美國的購銀政策，使銀價恢復得很快。這對於美國、印度以及其他貯銀的國家很方便，因為可以得到比較高的價格，但是對於中國等以白銀為通貨的國家，卻不見得有什麼好處。銀價的上騰，使用銀國的商品價格跌落；用銀國因為一九三四年以前銀價跌落的關係，倒享到通貨緊縮的便宜。同時銀價的上騰，使中國的許多存銀者，賣出到外國去，所以中國有巨額的白銀流出，大大地減少了通貨的供給。因此美國的白銀政策，除了對於中國的商品價格的自動影響之外，還因減少通貨的供給，而引起通貨緊縮。在這二重影響之下，中國在一九三四年底，發生了一種很大的恐慌。一

九三五年初，中國有幾家銀行停止支付。

## 五 中國政府的措置

中國政府爲要制止美國白銀政策的緊縮影響，就加徵一種白銀輸出稅，稅額是根據中國銀價和世界銀價之差。在原則上，這種處置的結果，應當是使輸出白銀的人無利可圖，因爲只要國內的銀價和國外的銀價間的差異增加，輸出稅就跟着增加。但是在實際上，白銀的外流，仍是繼續，這一則是因爲密運，二則因爲貯銀者不相信政府，雖然明明受損失，亦要輸出去，所以在一九三五年初，形勢非常嚴重。在這種情形之下，政府當然會取積極的步驟，來應付這種緊急局勢，或是貶低元值，或放棄銀本位而採用金本位，要是用第二種方法，當然會大批地賣出白銀，美國當局，一定很難維持銀價。

關於把白銀加入作通貨的基礎一點，還有討論的餘地，但是因此人工地把銀價提高，卻沒有理由。提得越高，越不容易維持金銀間的固定平價，除開中國的態度不說，如果把銀價擡得太高，各地方一定會有賣出白銀的一種自然的趨勢，生產亦會大增加。貨幣當局是想要維持金銀間的一

定比率的，一定會感到銀的供給過多。如果那些主張恢復白銀的通貨資格的人，不同時主張擡高牠的價格，則他們的宣傳或許要更有效得多。

## 第二十三章 賠償的終止

### 一 楊格委員會的樂觀主義

如果要說一九二九—三四年間的不景氣，有一種好影響，那麼就是強迫世界的政治家，對於大戰遺留下來的政治上的債務，都就實際着想。我們在前面會說過，這種政治上的債務，是中歐各國通貨大膨脹的原因；使通貨的安定，很不容易維持；間接或直接引起恐慌；而且在恐慌中，沒有及早清理那些債務，結果使恐慌延長而且更厲害。

一九三〇年初，各國的政治家和經濟專家，對於當時正發生的恐慌的根本性質，和範圍之大，完全不注意。他們於一九三〇年一月，在海牙締結了一個協定，這是根據楊格委員會的勸議。這些勸議以爲德國的支付能力，不會發生問題。華爾街的暴落，竟還沒有使他們看清固定賠償的數額是白費心力的。那些負責起草楊格報告書的人中間，只有謝哈特博士 (Dr. Schacht) 有勇氣拒

絕簽字，但是他的不簽字，卻另有原因。使楊格計劃不能行的，並不是比利時所要求的那小額新負擔，和使謝哈特博士辭職的其他幾項債權。華爾街的暴落所引起的根本上的轉機，很可以使各國改變其對於德國的支付能力的見解。

即使楊格報告書中的數字，足以代表德國的支付能力（在一九二九年初的確足以代表），在華爾街暴落以後，亦必須加以修正。實際上楊格報告中的數字，就是從暴落前的情形看來，都是過高。報告書是政治上妥協的結果，而且是華爾街暴落後所採用的，這亦許因為大家沒有看出那變動（暴落）的意義，亦許只因為他們不願再把這全問題從新提出來。

## 二 借債和賠款

德國在海牙會議裏所答應支付的賠款，又遠超過牠的能力範圍。這事實本身，並不會引起恐慌，因為自從休戰以來，德國所支付的，總是超過牠的能力範圍。在一九二三年以前，牠支付賠款的方法，是把紙馬克賣給外國的投機者，這些投機者，竟相信德國的通貨最後會恢復，一九二四和一九二九年之間，償付賠款的方法是借外債。從那時候以來，外國不再作長期放款，所以德國只好增

加短期債務。結果造成一種危險局勢，增加恐慌的可能性，而且當恐慌發生後，使牠更嚴重性。如果不是海牙協定，德國的短期債務，在一九三一年夏天，或許要小得多。

海牙會議的確助成了國際清算銀行的成立。如果該銀行實行了其創設人之一的史藤普爵（Sir Josiah Stamp）的期望，對於執行楊格計劃的賠款條文，一定要便利得多，史氏所期望的，是設法打消通貨緊縮的影響，甚至提高世界物價。不幸該銀行沒有充分發達的時間，而且即使有這時間，牠的政策，一定會被法國的緊縮勢力所支配。

### 三 賠款與恐慌

賠款並不是一九三一年中歐各國的恐慌的直接原因。在一九二三年，德國金融上的崩潰，的確是賠款所直接引起來的，但是八年後，賠款問題已不大重要了。當中歐各國的銀行，發生擠提的時候，賠款問題的存在，使人心更不安。一九三一年六月，甚至暫時除去賠款的負擔，以期免除崩潰。歐洲和全世界，應當感謝美國胡佛總統答應緩付戰債和賠款到十二個月那種壯舉。這種舉動，減輕美國前後對於戰債問題的態度的過失不小。胡佛的緩付令，沒有產生所預期的效果，因為緩付

的時間不夠長，而且有苛刻的條件，將來足以引起問題。緩付計劃的採用，並沒有制止對於德國的擠提，亦沒有免除德國的恐慌，這恐慌最後釀成短期信用的緩付。但是看遠一點，胡佛的緩付計劃，意義是很大的。牠打破了政治債務的難關。如果沒有牠，法國一定在恐慌期中都還要德國支付賠款，並且再以另外一個魯爾佔領來相恫嚇，德國或許會完全停止牠的商業上的外債來償付賠款。在一九三四年，德國商業上的外債，的確差不多完全停付了。但是那三年的償債，對於債權者是最有價值的，如果德國全部怠債，不在一九三四年實行，而在一九三一年實行，金融恐慌，一定更要大得多。同時各銀行、保險公司、和許多私人投資者，都大大地減少在德國的活動，比較更能忍受恐慌的打擊。因此世界應當感謝胡佛總統那種壯舉。他即使沒有防止恐慌，至少減輕了恐慌的惡影響。

胡佛的緩付計劃，還有一方面，是應當注意的。就是債權者既答應停止支付，則以後緩付滿期的時候，各國仍不支付亦說得過去，至少比牠們單方怠債好看些。如果不是胡佛的緩付計劃，世界會要繼續支付政治上的債務，直到金融上的總崩潰。

#### 四 眼光很小的態度

那些在一九三一年預料會發生新賠款問題的人，可以說料到了。通一九三一年的後半和一九三二年初，各方面都爭論賠款對於德國的資源，是不是有優先權。法國政府對於這一點的態度，是不妥協的，因此全世界對於歐洲的恢復，都很抱悲觀。大家都怕胡佛的緩付計劃一滿期，法國又要求支付賠款，這會使一切歸於破滅。

要政治家們在一九三〇年初就看出不景氣對於德國的支付力的影響，或許太苛刻了一點，但是到了兩年後，對於已經在一九三〇和一九三二年間發生了的情形，還不加以考慮，是沒有可原諒的。而賴伐爾氏居然還希望維持巨額的賠款債務。他極力主張把洛桑會議由一月延期到六月，希望五個月以後，法國或許容易得到英國的援助，以強迫德國署名於牠所不能亦不願履行的事項。布呂寧博士(Dr. Brüning)的政府之倒，以及七個月後希特勒的來臨，就是因為這洛桑會議延期的關係。如果法國於一九三二年六月洛桑會議裏，對德國所作的讓步，能够早五個月，一切情形，會完全不同。法、德間或許有了真正的和解，而產生一種適宜於復興的心理。

## 五 洛桑協定之後



在洛桑，最後達到一種協定，把賠款數字減得合理些，如果完全取消賠款，或許對於各方面都有利。其實法國政府很知道德國連在洛桑所規定的小數目，亦是決不會支付的。可是仍然裝着期望牠支付，以滿足法國的輿論。洛桑協定沒有產生預期的結果。而是和胡佛緩付計劃一樣地不成功。第一在法國表示以前的那種討價還價，把協定所造成的好印象，減成最小限度。而且該協定要以美國大減戰債爲條件。這是一種錯誤，因爲結果關於賠款問題仍是不一定。胡佛總統在挨近大選或大選後，不便讓步，這是很明白的。在這種情形之下，大家都怕法國不批准洛桑協定，而賠款問題會仍和洛桑會議以前一樣。實際上洛桑協定，並沒有批准，可是賠款卻漸漸消滅了。如果這種結果，是在洛桑會議由法國同意取消賠款而達到的，結果一定要好得多。但實際上賠款的消滅是看不出的。所以這種極重要的變更，對於心理上的影響非常小。

## 六 戰債的怠付

賠款問題，在洛桑會議之後，雖然消滅了，在接着的六個月中，戰債卻成了興趣的中心。協約國政府每次請求胡佛總統在達到一種具體辦法以前，延長戰債的緩付，都沒有答覆。胡佛總統在一

九三一年六月的表示，沒有很好的結果，很爲失望，所以不願再提起。國會和輿論，都極端反對戰債問題上的讓步。債務國政府和華盛頓政府間的文件的來往，引起雙方的惡感，而問題毫沒有解決。法國和其他幾個債務國，因爲沒有及早解決的希望，就決定在一九三二年十二月十五日償債到期的時候，不再償付。另有幾個國家，卻繼續支付，英國亦是其中之一。

因爲預料到英國會分期償付，而引起一九三二年十一月二月鎊價的跌落，因爲跌得過分，所以大家都買英鎊，使美元在一九三三年感到很大的壓迫。所以十二月期債的強求，是引起美國恐慌的原因之一，結果是停止金本位。美國在一九三二年底的態度，對於恐慌亦可以說有關係。那以前，英國的外匯平準金，一部分是美元，以便每次防止鎊價跌得過凶的時候，同時支持美元。但是因爲英蘭銀行在十二月十五日要拿出兩千萬鎊的金子來償付戰債，英國當局就覺得有把外匯平準金中的美元換成黃金來補充的必要。如果不是英國在一月購買黃金，則黃金的外流，一定要少得多。如果把黃金外流看作恐慌的原因之一，那末英國當局的改變政策（這是因美國固持十二月的一次償付戰債所引起的）對於美國的停止金本位，亦是有關係的。

## 七 完全賴債

當次一回戰債在一九三三年六月十五日到期的時候，英國政府已不打算完全償付了。另外還有幾國政府，亦和英國一樣。只作「部分支付」(token payments)，羅斯福總統在問題解決之前，準備接受這種辦法。在所有的債務國中，只有芬蘭繼續向美國償付戰債。一九三三年十二月，又作了一次部分支付，但是在一九三四年，連這種辦法都不繼續了。各種想要達到一種協定的努力，都沒有結果，在一九三四年底，戰債和賠款一樣地消滅了。

這項巨額的國際債務的消滅，和賠款一樣，都發生在不知不覺之中，所以把心理上的好影響，減成最小限度。如果美國在一九三二年年底，自願放棄戰債，或減少，一定可以引起各方面的樂觀。實際上，有些主要國家不得不怠債那種事實，造成一種很壞的印象，而鼓勵其他債務國的怠債。但戰債并不是完全消滅了。大家都覺得英國政府遲早會和美國締結關於戰債的協定。英國政府在關於戰債沒有解決之前，是不會安定鎊價的。這當然會增加通貨安定的困難。所以戰債問題，不能說是完全消滅了。但牠的重要性，卻大大地減小了，而不再是國際局勢的一個主要的動因。

## 第二十四章 商業債務與恐慌

### 一 因交付困難而生的怠債

恐慌引起了國際間政治債務的總清算。同時又因爲怠債，再償或通貨跌價等關係，減少了國際間的商業債務。自從恐慌開始以來，大多數的債務國，都不再償付外債。交款上的困難，是這怠債的好口實。在恐慌之前，怠債的原因，往往是因爲債務國政府沒有能力償債。一九三一年以來，怠債的原因，完全不同了。債務者都承認牠們能够而且願意支付外債的利息和減債基金，但是因爲這些款項的交付上有困難，所以牠們只能拿出牠們本國的通貨。債務國政府的解釋，是說沒有充分的黃金和外匯來應付外債。亦不許那些願意接受債務國的通貨的外國債權者自由變賣那種通貨，因爲這樣一做，則那種通貨一定要受壓迫，這是牠們的政府所要避免的。

所以用本國通貨所支付的外債數額，就成了一種死款，只能用於幾個特殊的用途，如購買長

期證券或不動產等。各債務國都造成了許多這種死款。馬克、盆哥、先令、笛拿等各有七八種，這些特殊通貨的匯率，跟着牠們的用途的大小而不同。有時候，死款中的餘額，可以用作財貨的輸出，但這些通貨要打折扣，所以等於一種很大的輸出獎勵金。

## 二 假裝的破產

在大多數的情形之下，外債交付的延緩，只是債務者破產的變形。固然，即使債務者有能力償債，如果沒有充分的外匯財源，仍是不能交款，但是即使有了外匯財源，許多債務者恐怕還是不能償債。各種靜止協定，對於有支付力和沒有支付力的債務者，都同樣加以防護，因為只有比較少數的債權者，真正得到了死款作為還債，至於在債務國政府看來，用死款來支付債務中不能交付的部分一事，只是一種口實，牠們可以向中央銀行再借同樣的數目。所以那種死款，并不受外國債權者的支配。

但是在那些年間的不景氣中，死款的辦法，至少使國際債務的一部分得到清算。那些接受死款的外國債權者，以極大的損失，賣出了死款的大部分。同時對於各種外國公債證券的部分息償

或全部怠償，使證券的價格下跌，這再加上有些債權國的通貨跌價，使債務國便於歸還證券。有巨額的這種證券，被債務國政府和商號從新收買，而且許多是由債務國的國民退還，這樣把國際債務變成了內債。在這些年間，由平價償還或歸還的辦法所減少的國際債務，一定很多。

### 三 債權國通貨的跌價

除此以外，債權國通貨的跌價，亦消滅了國際債務的一大部分。根據那些維持了舊日平價的債務國的通貨來說，英鎊和美元的債券，減少了很多。但是這並沒有減少那些債務的實際負擔，因為英鎊和美元跌價的時候，金本位債務國的商品價格，亦跌落得很厲害。固然某一數額的英鎊或美元的交付，若用債務國的通貨算起來，數目要比較小，但是這比較小的數額的交付，所需要的輸出商品數額，和英鎊及美元跌價前差不多是同樣的。所以由通貨跌價所減少的債務，是表面的，而不是實際的。

英鎊和美元的跌價，使倫敦和紐約所有的外國存款和投資，對金本位幣計算起來，價值要減少。但是這種減少，是表面的，而不是實際的，因為債權國的物價，在牠們的通貨跌價之後，跌落很多。

所以由債權國全體看起來，商品價格雖跌，外國持有的英鎊和美元的商品價值，並沒有增加。可是從單獨的債權者看來，由金幣算來的損失，卻是很大。

恐慌對於國際債務，到底有什麼影響，還不能下結論。如果匯兌限制和付款延緩期間再繼續幾年，則由再償和歸還的辦法，一定使那些債務更要減少。

#### 四 減債問題

當一切開始恢復常態的時候，就不得不和債務國協商了，減債協定的交涉，不得不另有所根據。誰都不會希望，在不景氣過去之後，大多數債務國會恢復外債的償付，除非同時商品價格大漲，使債務負擔比較輕。在大多數的場合，債權者總是不得不接受減債的辦法，這正和牠們在戰後不得不承認奧、匈保等國減低戰前的公債一樣。恐慌有一種敗壞風紀的影響，這影響一定會使債務者極力求減少債額，牠們之所以不全部賴債，是因為還想借債的緣故。

這種國際商業債務的削減，對於單獨的投資者，實在是痛心的事，國際債務，過度增加，商品價格跌落，使那些債務的實際負擔增加得不能忍受。所以不得不行這種減債的過激辦法。如果消滅

國際間的政治債務，并清算商業債務的大部分，一定可以鞏固國際金融制度的基礎。國際債務的數額越小，世界就更不容易受打擊。

無疑，如果國際商業債務的減少，是因為商品價格激增的緣故，則各方面都有利。實際上，商品價格的下跌，大大地增加了國際債務的負擔，使許多債務者不得不賴債，而賴債既是一種蔓延的病症，許多本來能夠繼續還債的，亦照例停止償付。利息和減債基金的一部或全部停付所引起的損失，比商品價格的高漲所引起的損失要大得多。而且債權國因賴債所受的損失，比用商品計算起來，牠們的債權的跌價所受的損失要大得多。許多場合，牠們用債券作為公債的擔保，所以債權的商品價值一減低，便同時減低債務的負擔。可是如果是賴債，則債務的負擔，仍原照舊，而債權的商品價值卻減低。債權者極端行通貨緊縮政策，使債務負擔，增加得難以忍受，於牠們自己是不利的。中庸的緊縮政策，或許於牠們有利，但緊縮得過度，則得不償失。



## 第二十五章 第二篇的總結

### 一 恐慌的簡史

過去二十年間的歷史，非常有趣，但其中最有趣的，要算那次世界恐慌，華爾街的暴跌，是金融史上最興奮的一件事，雖然中歐的恐慌，英鎊恐慌以及美元恐慌等，或許更要厲害些。奧國信用銀行事件或克萊格事件，在平時要算是恐慌中的大事件，但是在那長期的恐慌中，僅僅可以算是一個插話。

現在我們來敘述一下通貨緊縮的歷史，這是以華爾街的暴跌開始，在美國引起尖銳的經濟不景氣，這一則是因為證券上的直接損失的關係，二則因為消費者的態度很悲觀，使購買減少。不久不景氣就傳布到全世界去。商品價格暴落，大多數國家，都增加失業者。有些國家，有許多二等銀行破產。大多數國家的銀行，都覺得有限制信用的必要，因此更加强不景氣的程度。一九三〇年後

半年間，鎊價很疲弱，使人們更悲觀。

一九三一年初，稍有恢復的樣子，鎊價回漲了，而且貿易亦稍有改進，雖然這并不是一般的現象。德、法間對於德、奧關稅同盟的爭論，使政治上不安定，不久就引起一種崩潰，奧國信用銀行的困難，使形勢更變壞，這是大恐慌的起點。外國的資金，都趕急退出中歐各國，這使那些驟然減少金準備的債務國，感到很大的困難。雖然奧國得到英、蘭銀行的援助，而且奧國政府和信用銀行的外國債權者之間，達到了一種協定，但是給與援助時的環境，是不能使人安心的，而且法國對於中歐各國的金融恐慌，態度不大好，使恐慌更增大。

## 二 頂點

六月的下半月，恐慌的中心，由奧國移到德國去。德國國家銀行得到巨額的信用，來抵抗外資撤出所引起的壓迫，但是結果還是不成功。胡佛總統提議對於戰債和賠款的支付都延緩十二個月，這種提議，經了相當的擱延，纔被接受，所以沒有產生當初所期望的心理上的好影響。德國產業上的困難，使幾個銀行的存款者，都擠提款項，一切銀行，又不能合作來制止這種恐慌。七月十三日，

德國政府宣告延付一切銀行的支付。對於國內的支付，漸漸仍原照辦，但是對於外國的短期債務，卻訂定了一種靜止協定，使緩付的辦法永常化。

七月底，恐慌中心由德國移到英國。中歐的恐慌，使各國都把存放在倫敦的資金撤回，一則因為怕鎊價下跌，二則因為不信任銀行，因為有些銀行受中歐的牽連太大。英蘭銀行把再貼現率由兩釐半提高到四釐半，並且同法、美兩國訂借了五千萬鎊的信用。但是這些辦法，都制止不住逃避英鎊的現象，這種逃避，在政府改組後，還繼續了一些時候。第二次借款，是八千萬鎊，同樣不能使外國持有英鎊的人安心。在茵勿哥登海軍事變之後，賣出英鎊的那種壓迫更厲害了，九月二十一日政府不得已停止金本位。

### 三 鎊價的暴跌

接着鎊價大跌，使外國有英鎊存款的人，受重大的損失，其中有些是中歐的銀行。許多國家援英國的例子，亦停止金本位，使大家對於那些仍原維持金本位的國家的通貨，都不信任。各國中央銀行，都把放在紐育的存款提回來，使美元大受壓迫，可是不久便緩和了。在一九三一年最後三個

月的混沌的金融狀況中，許多國家，都想用限制外匯和貿易的方法，來維護牠們的通貨。十一月日圓亦受逃避的威脅，使日本政府於十二月就停止金本位。

靠近新年的時候，國際形勢很有進展。鎊價開始恢復了，這是因為平衡預算的努力，造成了一種好印象。英國當局買了充分的美元和佛朗，來償還為維護鎊價所借的款。並且積蓄了巨額的外匯準備金。因為大家不信任美元和佛朗的關係，倒爭買英鎊。英國政府為改進統制鎊價的方法，就在一九三二年四月設立了匯兌平準金。

逃避美元的現象，在一九三二年中停止了，同時英國五釐戰債的換債，又使有些外國資本退出倫敦。此外每年這時候，照例有一種壓迫，而且預料於十二月會支付戰債，所以鎊價在秋天大跌。但是在年底又恢復了。接着又從新爭購英鎊，最初是因為法國預算上的困難，後來是因為美國銀行業的恐慌。

#### 四 法美兩國的恐慌

法國預算上的困難，是不景氣所引起的，法國在一九三一年以後，纔開始感到不景氣。銀行業

亦遇到一種嚴重的恐慌，國庫不得不用盡其所剩下的流通財源，來支持幾個主要的銀行。一九三二年初，法國銀行業的恐慌，亦和別的国家一樣消滅了。克萊格事件，雖然對於國際銀行業的機構，給了一個大打擊，但是牠的實際影響，並沒有預想的那樣壞。

美國銀行的全部失敗，以及復興銀公司把援助銀行的款項的數字發表出來，在美國的存款者之間，引起一種大恐慌。全美國的銀行，都受擠提，許多州中，不得不宣布銀行休日。當時總統的任期快要滿，不能取積極的行動，所以形勢更壞。當羅斯福總統在一九三三年三月就職的時候，第一件事，就是宣告一個全美國的銀行休日，并禁止金輸出。許多銀行在被調查的期中，都沒有開門。有幾個禮拜，美元仍原維持了平價，但是從四月二十日以後，就開始下跌。羅斯福總統所採取的政策，是貶低元價，以便提高商品價格。因此一九三三年倫敦經濟會議對於安定幣價，當然達不到一種協定。英國起初想把鎊價釘住在金價上，後來終於讓牠追隨美元跌價。

### 五 通貨緊縮的終止

一九三一年後鎊價的下跌，和一九三三年後鎊價和元價的下跌，對於那些仍原維持金本位

制的國家，產生一種通貨緊縮的影響。牠們國內的商品價格大跌，所以更加重牠們的經濟上的不景氣。這種惡影響，抵消了下面兩種好影響而有餘，就是在洛桑對於賠款所達到的協定，以及戰債問題因為賴債而得到事實上的解決。美國和英鎊集團國家的形勢，雖大有改進，金集團國家，卻越變越壞。法國在一九三三年底和一九三四年初，特別遭受了一種金融上和政治上的恐慌。後來採取積極的手段，使預算平衡，繼恢復了佛朗的信用，但是使經濟上的不景氣更加嚴重了。在別的金集團國家，通貨緊縮，亦產生了同樣的影響，一九三四年底，法國新政府決定不再行緊縮政策，其餘的金國亦照樣。

金集團國家一決定不再緊縮，則通貨緊縮時期（是以華爾街的暴跌開始）可以說是完了。有些國家的物價，還會下跌，但是大體上可以說大多數國家的通貨緊縮，都已經到了頂點，而不能再繼續下去了。所以現在我們可以分別輕重來觀察一下那一期間的發展，并研究通貨緊縮運動的原因和影響。

## 六 緊縮的原因

我們先來講直接原因，然後再講基本原因。最表面的原因，是恐慌前的投機式的假景氣。在一九二九年，證券明明估價過高，經過了這種誇張的上漲之後，一定會下跌。證券交易的變動，是和掛鐘的擺一樣，上漲得越高，下跌的時候便越低。五年間的不景氣，已經消除了證券的膨脹價值，至少關於普通股票是這樣，關於這一點，一九二九年的變態的形勢，得到了充分的糾正。在一九三三和一九三四年間，上漲雖然過度，下跌亦是太厲害，這樣倒自相調整，所以證券的價格，並沒有多大變態。

緊縮恐慌的第二個原因，是商品價格的跌落。有人會說物價的下跌是恐慌的影響，而不是恐慌的原因。但事實上物價的下跌和不景氣，形成一個連鎖，互相追隨。兩種現象同時發生，不能說誰是影響，誰是原因。如果我們把不景氣期間看作一個整體，那麼亦可以說同時是物價下跌的原因和影響。證券價格的緊縮，是調整的一種過程，而商品價格的緊縮，卻使不均衡更厲害。我們不能說商品在一九二九是估值過高。比起一九一三年的水準來雖然高，但我們不能說戰前的水準便是正常，物價永遠要回到那種水準上去。固然從貨幣上的金量看來，商品價格是太高，但是從虛構財

富的量上看來，卻明明是太低。

## 七 不均衡增加了

商品價格的下跌，無疑除去了因黃金不足和分配不均所引起的不均衡。但是同時卻增加了虛構財富和真實財富間的不均衡的。確，因為證券價格大跌和債務者接連賴債的關係，虛構財富大大地減少了。賠款和戰債的消失，亦減少了虛構財富的一大項目。外國政府和其他公共團體的賴債，在債券持有人看來，固然是痛心的事，卻亦減少了虛構財富。銀行的失敗以及無數私人債務者的破產，又是減少虛構財富的一個方法。當然這種減少的方法是不對的。同樣多的虛構財富，如果用貶低通貨的商品價值的方法來減少，影響一定要好些，而且更公平些。可是事實上，通貨的商品價值，倒有增加，這把賴債所減少的真實財富抵消而有餘。

在不景氣的當初，信用的限制，對於物價暴落，無疑很有關係。後來卻漸漸沒有多大作用了，這是因為不景氣的關係，而且物價的下跌，比信用供給的減少更厲害，所以對於信用的需要減少。信用限制對於一九二九年和一九三〇年的暴跌，或許很重要，後來因為不景氣和物價下跌，相互影



響，使通貨繼續緊縮。一九三一年以後，鎊價的跌落，對於金本位國家的再行緊縮，有極大的關係。一九三三年以來，元價的跌落，亦有同樣的影響。可是這不能怪英國或美國，因為這是用金國自己不管商品價格的下跌，仍固持要維持平價的緣故。牠們的困難，是商品價格的下跌所引起的。

英鎊、美元以及其他許多通貨的跌價，是一種正當的趨向。因為這樣使同量的黃金，有更大的用處，並且能作更大量的信用的基礎，來補救黃金的不足。同時減少虛構財富和真實財富間的不均衡。通貨跌了價的國家，其內地物價越追隨外匯跌落，則該國的虛構財富便越減少。如果內地物價不追隨外匯跌價，則黃金不足所引起的不均衡便減少。兩種方向都是對的。結果對於該國一點不便亦沒有。

### 第三篇 通貨回漲

#### 第二十六章 通貨回漲的意義

##### 一 回漲還沒有普遍化

本篇打算討論回漲。這比討論安定和緊縮更困難，因為回漲現在纔開始不久。通貨的安定，已在許多年前終止了，所以現在比較容易明白。緊縮亦可以說是完結了，雖然牠的完結，是最近的事，而且是不是真正完結，還是疑問。另一方面，回漲卻還沒有普遍化。有些國家實行回漲，雖然已有相當的時候。譬如英國等，是一九三一年停止金本位的時候開始的。美國是一九三三年停止金本位和實行羅斯福總統的回漲政策的時候開始。德國是國社黨當政，大興工事，大張軍備的時候開始。日本是停止金本位和膨脹預算的時候開始。

但是在金集團國家，回漲還沒有真正發生。在意大利，緊縮是一九三四年結束的，法國是在該年年底宣告終止。法國政府再進一步發布一種新政策，以期引起相當程度的回漲，金集團的其他國家，亦會做效。但是在寫本書的時候，牠們都還沒有回漲的現象。

## 二 有意的回漲和自然的回漲

回漲這名辭，是最近纔出現的。普通人都知道膨脹，安定和緊縮，可是關於回漲，除美國外，很少有人知道。創用這名辭的，是羅斯福總統的復興計劃，牠的意義，須要給以定義纔能明白。回漲是一種膨脹的動向，是經過一次緊縮之後，向反對的方向走。有人說回漲是有意的膨脹，但是並不一定。正如膨脹和緊縮都可以是有意的或自然的，回漲亦可以是有意造成的，和由環境造成的，而當局無法干涉。

羅斯福總統的貨幣政策，便是有意的回漲的一個最好的例子。這一次的有意的行動，是停止金本位；採行大規模的補助費以及其他經費的計劃；採用一種便於增加工資的制度；有意貶低元價；金準備的重新估價；以及恢復白銀的貨幣資格而且擡高牠的價格等。這一切行動，是爲一反一

## 九二九年來的緊縮傾向。

英國的回漲卻是自然的，英鎊的脫離金本位，是環境所逼成的，無法抵抗，鎊價一跌落，便引起相當限度的回漲。另外的例子是那些行通貨緊縮到了極端自然掉回頭來的國家。

我們不能說凡是通貨緊縮後的膨脹都是回漲。如果膨脹被一次反動力打斷一下，馬上仍原繼續膨脹，則這第二次的膨脹，就不能說是回漲。因為這只是第一次膨脹的繼續。一九二〇—二一年間物價暴跌後仍原膨脹的國家的情形，便是這樣。在法、德以及以前歐洲大陸的戰鬪國，戰後的膨脹，暫時曾被物價暴跌所打斷，但是不久便恢復了膨脹的傾向。這第二次膨脹，雖然亦是在一次緊縮之後，卻不能叫作回漲。這種現象和一九三三—三四年間美國的膨脹，是不同的，前者，同一種膨脹的動因，在戰後期間並沒有變動，只被一種緊縮的力量暫時殺消了；至於後者的膨脹，卻完全是新的動因所引起的，這種動因，在緊縮期間，是完全不存在的。法國在一九二一年引起再度膨脹的那種力量，並不是物價暴落所引起的，亦不是有意變更貨幣政策的結果。實際上只是那種暫時打斷的力量不再有了。在美國等自一九三一年以來便發生回漲現象的國家，那種形勢，完全是新

的，是物價暴落所造成的。

### 三 通貨緊縮自動地逆轉了

現在我們且來研究一下回漲自然發生時的情形，這種自然的回漲，並不是當局行有意的政策所引起來的。在平時，自然的回漲，是貿易週期的一部分。在貿易不景氣之後，自然會發生。當週期恐慌達到某種制度的時候，貿易方面，便會恢復生氣，信用亦會擴張，不久就變成一種膨脹。有些國家，因為一九二九到一九三四年間的緊縮恐慌，自動地發生了回漲現象，當時的情形，有點不同。因為這時候，引起信用回漲的，並不是貿易的恢復。而倒是各種回漲的力量使得貿易恢復。

過去幾年間，回漲自動發生時的情形，各國都不相同。各國到底要緊縮到怎樣的程度，纔能引起回漲，那要看各國的抵抗力而定。在德國，一九三一年夏天，便開始回漲，當時因為政府方面有大規模援助商業銀行和貯蓄銀行等的必要，結果引起信用的膨脹。但是德國當局，採行了緊急的緊縮手段，以防止回漲的發生，這種努力成了功。英國抵抗回漲的力量，在一九三一年特別低，這是因為工資沒有彈性，預算沒有平衡，工黨政府不願徵收保護關稅，以及貨幣當局在技術上的地位非

常弱的關係。英國因爲這些關係，所以最先屈服於回漲的勢力下，而停止金本位。同時提高再貼現率，並用積極手段來平衡預算，以圖抵抗回漲。

在美國，引起回漲的主要動因，是銀行業恐慌。即使新政府不採用一種有意的回漲政策，銀行的全部失敗，使恐慌更加嚴重，終究會要引起回漲的影響。

#### 四 回漲的勢力和金集團國家的關係

在法國和其他金集團國家，一九三一年以來，便有回漲的因素在活動，但是政府當局抵抗住了。意大利和比利時，爲要救濟銀行的困難，因而引起回漲；法國當銀行業恐慌的時候，有充分的現金，來救濟銀行，所以沒有發生同樣的影響。經濟上的不景氣，使意大利（法國亦差不多），採行一種有意的回漲政策，方法是用公債來辦理公共事業。在意大利，因爲有這種政策，以及別的回漲力，所以在一九三四年，的確制止了通貨的緊縮。

在法國，公共事業雖然有一種回漲的影響，通一九三四年，緊縮還是在繼續着。更重要的回漲力，是預算上的不足額。這不足額的大部分，是用增加歲入裁減經費那種緊緊縮手段來補償。另一方

面，各用金國在預算上的不足額，大部分要用借債的方法來補救。自一九三二年以來，法國最重要的回漲因素，是國庫所感到的困難。這種困難，每每有引起通貨膨脹的危險，但是直到寫本書的時候，還沒有讓膨脹發生。在一九三五年初，法國政府採用了一種政策，如果成了功，一定會引起回漲。

### 五 有意回漲的方法

有意的通貨回漲政策，有許多不同的方法。這一點，和通貨膨脹政策是一樣的。最無害同時亦沒有效驗的方法，是採用低利政策來回漲。這是一九三二年以來英國所行的政策。另一種方法，是用公共事業的政策。這種政策的目的，並不一定是引起回漲。德、意、法等國的政府，大興工事，不是為要回漲，而是想緩和貿易不景氣使失業增加那種惡影響。在德國，大興工事的政策，產生了一種很強的回漲影響，但是在法國和意大利，卻並沒有制止通貨的緊縮。從影響上看來，各國政府是不是有意要增加購買力來求回漲，是沒有多大關係的。牠們可以只求津貼某一生產階級或消費階級，結果是增加消費能力，而產生回漲的影響。這種回漲方法，被美國採用了，而且其他國家，凡是政府想用津貼來救濟失業，或不得不援助特殊的商號或特殊貿易的，都多少採用了這種方法。

還有一種有意回漲的方法，便是任通貨跌價。如果一國政府，因為無法再維持通貨的平價，而停止金本位，則所引起的回漲，便是自然的。但是如果一國政府，可以維持通貨，而停止金本位，那麼這種回漲，便是有意的。有意回漲的最粗劣的方法，是使預算不平衡，而用印刷機（即濫發紙幣）來補救不足。但是直到現在，還沒有國家用這種方法。

## 六 回漲的道德問題

回漲的道德問題，亦值得注意。如果回漲是自然發生的，則政府方面的態度，應當沒有是非問題發生。但是實際上每次都引起是非問題。因為不問回漲的發生，是怎樣自動的，總有些批評家來攻擊政府，責備他們不該沒有設法制止，在正統派的經濟學家看來，防止回漲，是政府的神聖義務，不管多大的犧牲，都不要緊，只要能防止回漲便行。如果他們要在下面二者中選擇一方面，即毀滅生產和讓回漲自動發生，他們一定毫不遲疑地選擇前者，如果政府不這樣辦，他們就認為是一種不能寬恕的罪惡。他們不知道那是不能選擇的，因為通貨緊縮一到了相當程度，回漲是抵抗不住的。



固然，緊縮的限度，是有彈性的。但是回漲的力量，使緊縮不能永遠繼續下去，這種事實無法否認。所可爭論的，是政府應不應當極力抵抗回漲到底，而且以去就來爭，或是當知道明明抵抗不住的時候，可以讓回漲發生。我們當然贊成後者。

關於回漲的道德問題的論爭，對於有意的回漲更厲害。但是這裏那些獨斷的緊縮論者，亦沒有什麼理由。他們反對膨脹，或許不錯，雖然他們所主張的政策，是和膨脹一樣不合道德。可是當他們根據道德來反對回漲的時候，他們的理由，更維持不住。他們說膨脹是搶甲的錢以給乙，那是對的。可是他們特意不說緊縮是搶乙的錢以給甲。從道德上看來，這兩種辦法，並沒有什麼分別，但是論到回漲的時候，情形就完全不同了。負債者和生產者已經受緊縮的剝削，使債權者和消費者得到利益。回漲是把債權者和消費者所不當得到的利益，追回一些給還負債者和生產者。在這個調整上，是沒有什麼不合道德的。債權者和消費者難道應當保持因緊縮所得到的不當利得麼？或許有人會說，在一九一四和一九二〇年之間，——有些國家是在一九二六年——債權者和消費者，已經被膨脹剝削一次，使負債者得到利益，後來的緊縮，只是追回一些利益給還債權者和消費者。

但是實際上，大部分的債務，是當商品價格遠高於目前水準的時候所作成的，所以如果物價恢復一九二六年的水準，則受損失的債權者的數目，一定比防止商品價格上漲時受犧牲的負債者的人數要少得多。

## 第二十七章 英國的通貨回漲

### 一 通貨緊縮減小通貨回漲的力量

英國停止金本位，是恐慌中第一次重要的回漲。一九三一年最後兩個多月，英鎊跌價所引起的回漲力量很大，可是實際上的影響有限。商品價格，暫時漲得很厲害，但不久便安定在戰前的水準上，通我們這裏所討論的期間，並沒有大變動。這是和一般人的預料相反的。大家都以為英鎊的跌價，會使物價高漲，並且會制止世界的通貨緊縮傾向。可是英國的物價，倒相當穩定，鎊價的跌落，倒加重了世界的通貨緊縮，這是因為在英國和別的金本位國，停止金本位的時候，都同時採行了異常緊縮的政策。英國把再貼現率提高得驚人；政府和私人雇主，都裁減工資和薪俸，因此購買力大受防害；用苛重的租稅和節約來平衡預算；一般物價都向下跌。所以年關一過，停止金本位後的一點回漲的現象，完全消滅了。那些仍原維持金本位的國家，在英國停止金本位之後，亦採行通貨

緊縮的辦法。牠們常常設法減少政府的經費；生產者和商人極力減低成本，以便和英國競爭，因為英國因鎊價跌落，得了便宜；用金國的貨幣當局，亦採行一種通貨緊縮政策。在這種情形之下，英國商品價格的上漲，自然不能引起那些保持舊平價的國家的同情的行動。

一九三二年初以來，英國因為鎊價上漲的關係，有一種緊縮的傾向。這種傾向，因為當局防止或至少延緩鎊價的上漲，而相當減輕了。當局的這種干涉行為，並沒有造成回漲。他們只是防止緊縮。同時再貼現率，漸漸下降，使金利亦減低。一九三二年二月以來，政府便開始採用一種低利政策。在一九三二年的上半年，再貼現率漸漸由六釐減成兩釐。同時人民把游資都投在政府的證券上，使優等證券 (gold-edged securities) 的市價上漲，政府因此便大膽地作五釐戰債的換債。這工作成功之後，接着政府及各自治領政府各殖民地政府和各市政府等，又有許多比較小的換債行為。短期信用市場的資金，由政府和其他公共團體借債的方式，而流向產業界的證券上去。

## 二 低利的原因

在本章看來，研究低利和有意的回漲政策的因果關係，是很有意思的。張伯倫 (Neville

Chamberlain)氏於一九三四年十二月在衆議院中所作的一次報告裏面，說利率的減低，完全是政府的政策所引起的，這一點很有討論的餘地。固然政府所採行的那正統的預算政策，對於利率的降低，很有關係。但是再貼現率的政策，亦同樣有很大的幫助，雖然關於這一點我們要承認再貼現率只是追隨公開市場的利率。財部的換債行爲，的確除去了長期利率減低的主要障礙。換債成功了之後很久，還是禁止外國公債，特別是禁止在本國發行，這對於低利，亦有很大關係。

可是張伯倫氏的話，仍不能說是對，因為美國的利率，降低得差不多和英國一樣厲害，而政府的政策，和英國完全不同。美國有意使預算不平衡，預算上雖然有巨額的不足，政府的長期證券的利率還減低到三釐二，這比英國政府的證券，只稍微高一點。至於銀行券和國庫券的利率，有紐育要比倫敦低得多。

引起低利的，無疑有一種動因，比政府的政策更重要。這種動因，便是貿易上的長期不景氣，對於商業上的信用，需要總是不大，兩國的貯蓄，都多於可以投資的用途。這是利率降低的重要原因。所以我們可以說，利率的降低，大部分是自發的，是經濟不景氣的必然結果。

### 三 低利的直接影響不大

其次的問題，便是金利的降低，是否產生了一種緊縮的影響。至少並沒有使商品價格漲得怎樣高。另一方面，因為證券價格上漲的關係，卻造成額外的購買力。這並不是說，政府公債或其他證券的持有人，會趕緊把資本的增殖用掉。其實因為他們的資本有增加的關係，倒更會把費用限於他們的所得的範圍內。但是換債行為，使許多資本所生的所得減少，這一點是真的。

債主階級的代言人，有時候說，換債對於貿易實在不好，因為足以減少購買力。實際上從債主的所得中所減除的購買力，並不會跑掉。只不過移轉到別的階級方面去罷了。如果因此引起租稅的減低，則納稅者的購買力便會增加；如果財政部長把牠用來補助航業，則從事航業的人們的購買力便會增加。結果購買力倒分配得更好，因為定期附利的證券，大部分是大資本家所有，他們的消費，並不因這些證券的所得減少而有所變動，至少變動的程，沒有減少那樣厲害。外國公債的換債，的確減少了英國的投資者的購買力，而同時並沒有增加英國其他階級的購買力，因此純結果是英國的總購買力的減小。但是外國公債換債所關聯的金額，和英國發行的公債比起來，要小

得多。這一因素，還不够改變我們關於換債對購買力的影響所作的結論。所以我們可以說，換債所引起的所得上的再分配，不但會減少，反而會增加對於財貨和役務的需要。

雖然如此，低利所直接引起的回漲影響，是有限的。可是牠的影響很重要，因為牠對於別的回漲因素，很有幫助。低利本身雖然並不造成回漲，高利對於回漲，卻大有妨害。在消極的意義上，低利的影響，是不應當忽視的。

#### 四 羅斯福總統的影響

英國在一九三一年和一九三四年之間，即使有過通貨回漲，亦決不是鎊價的跌落或低利政策所引起的。一九三三到三四年間的回漲，主要原因，是羅斯福總統的回漲政策在美國所引起的商品價格的上漲。鎊價既隨着元價漲落，則美國商品價格上漲，英國的商品價格就亦跟着上漲。因此使商業活躍起來。

有些人說，英國在一九三四年的物價恢復，是長期不景氣的自然結果。有許多年間，消費者減少他們的購買到最低限度，最後達到一個階級，他們非刷新衣櫃修理房子不可了。這一說當然亦

很有道理，但是爲什麼只有通貨跌價的國家的消費者決定再來購買，而用全國的消費者卻仍原不買東西。這是因爲通貨跌價國的物價上漲，而用金國的物價繼續下跌的關係。英國的消費者，因爲知道商品價格不會再下跌，甚至會上漲，所以在一九三四年增加他們的購買。建築業的興旺，亦是同樣的原因所引起的。

## 五 美國物價上漲的影響

美國的商品價格上漲，使英國發生回漲的影響，這種影響並不完全是心理上的。因爲實際上由於大多數原料國的商品價格亦跟着上漲的關係，英國對外投資的收益有增加。英國在自治領和殖民地，拉丁美洲以及東方各國的企業的股票持有人，都分到更多的紅利。債券亦恢復利息了。事實上購買力已有增加。更重要的是農產品價格的上漲，增加了英國農村人民的購買力。這一點的重要，往往沒有人注意到，其實農業在英國還是最重要的產業，從事農業者的購買力，是決不能輕視的。

所以英國貿易上的恢復，大部分是因爲羅斯福總統的通貨回漲政策的功勞。英國政府本身，



並沒有什麼貢獻。固然英國政府的代言人，常常宣言贊成商品價格上漲，但是政府並沒有實際行動，來達到這個目的。這種態度，可以和王爾德的作品中的一個主人翁比較，他說只要能夠保持年青，什麼事都願意做，只是不願起早，不願運動，不願過節制的生活。英國政府爲了提高物價，亦是什麼都願意作，只是不願意採行回漲政策。雖然有輿論的壓迫，仍原不肯發起公共建設，如真正大規模地掃除貧民窟或築造新路等。有人建議發行住宅，建築公債，亦遭政府的反對。預算總是平衡，政府關於這一點，不打算違背財政上的正統學說。同時亦不願意有意地貶低鎊價。甚至在一九三四年，用掉匯兌平準金的大部分，來防止鎊價的自然跌落，這種跌落，是貿易差額不利（即入超）和一九三三年及一九三四年初美國和歐洲大陸留在倫敦的存款現在向外流的關係。一鎊合四·八六元到五元的那種鎊元間的比率，未免太高，這在官方，已是公開的祕密，可是並不加以變動。當局甚至極力防止自然發生的變動。據張伯倫氏一九三四年的報告，美國的物價，比英國低得太多，但是英國並不降低鎊價，來挽救這種形勢。他們似乎只希望美國商品價格一漲，這種調整會自然發生。

英國政府對於回漲的唯一貢獻，是失業救濟費和政府人員的薪俸及工資的復原。這種行爲的直接影響是有限的，但是因此使許多雇主亦援例恢復原來的工資。總括地說起來，英國的回漲，由有意的政策所引起的，非常有限。每次回漲，都是自然發生的，而且是美國的回漲政策所引起的。

## 第二十八章 美國的通貨回漲

### 一 有意的行爲

美國是真正大規模實行通貨回漲的唯一國家。後面將討論另外兩個相當回漲過的國家，即德國和日本，牠們的那樣做，並不是爲要實行通貨回漲政策。亦不是提高物價。德國政府的目的，是減少失業，充實軍備，附帶引起的商品價格的上漲和信用的膨脹。倒認爲是不得已，當局還要極力制止。日圓的跌價，並不是有意操縱，來引起通貨回漲的。而只是因爲侵略中國的巨額軍事費的必然結果，只有美國，經費的增加和通貨的跌價，都是爲提高商品價格的關係。

固然，政府方面對許多銀行和其他事業所給的援助，亦是造成回漲的因素，那些援助是政府不得已而爲的，和政府的貨幣政策沒有關係。但是如果美國仍原維持金本位，則上面那種因素決不足以引起物價的上漲。政府援助一個破了產的銀行，並不會造成新的購買力。最多只能防止因

銀行破產所引起的購買力的縮減。

政府援助破產銀行，或讓銀行完全停業，如果能產生回漲的影響，就一定是由於逃避美元的現象，結局會停止金本位。只要美國抵抗住了美元所受的壓迫，則無論援助銀行，或讓銀行完全破產，都不會使商品價格上漲。但是如果給與銀行的援助，恰好和各種有意的回漲政策同時，則那種援助對於回漲就有相當關係。

另外一個回漲的自然因素，是停止金本位後資本逃亡所引起的美元跌價。但是因為金本位是新政府有意停止的，所以美元的這種自然的跌價，亦可以認為是一種有意的貨幣政策的結果。

## 二 回漲並不違反道德

行通貨回漲政策，而完全合乎道德的，只有美國。商品價格暴跌的結果，私人債務的負擔，增加得難以忍受。農產物價格既跌得特別凶，所以農民受的影響很大。

有人以為，如果不用回漲的辦法來解決，那麼就只有政府來援助那些值得援助的。凡熟悉美國情形的人，一定知道這種辦法會引起最不公平的差別待遇，因為在美國，政治足以影響行政。結

果得到援助的，並不是那些無端受通貨緊縮之累的人，而是那些會玩政治的人。要想避免政治上的差別待遇，唯一方法，是提高商品價格，來援助農民和其他一般負債者。

第一步是停止金本位。只要美元仍是依隨金價，商品價格，便不會有怎樣的上漲，即漲亦不能持久。這一點是最重要不過的。如果根據舊日的平價，而能在美國等地方大大地提高商品價格。則這種提高，一定是暫時的。結局因為世界黃金量不足，不能維持較高的物價水準，而不得不失敗。作貨幣用的黃金，只有這樣多，如果要維持一旦上漲了的商品價格，便只有使各主要通貨貶值。英、美兩國的停止金本位，便是打開一條解決的路。

其次一個重要的回漲行為，是採行一種寬大的經費政策，以補助費和津貼為主。經費政策，並不是沒有差別待遇。羅斯福總統拒絕由國庫支付兵士的特別補助費以及其他奢侈的要求。大規模地從事公共事業。固然許多工作是沒有用的；但是這是不能免的，因為沒有時間來詳細計劃。而且並不是只為造成購買力而有意浪費金錢。

### 三 新政和回漲的關係

第二步便是增加工資和薪俸，來提高購買力。國民復興局的活動，便是以這為目標，他們認為貿易的恢復，如果不同時增加工資，則新的購買力，一定分配得不平均，而防礙進步。反動的經濟學家，都沒有看到這一點。當他們說到工資的沒有彈性是經濟上的調整的主要障礙的時候，總是指工人在商品價格跌落的時候不願接受減低工資的事。他們並不看到問題的另一方面，就是雇主們在商品價格上漲或生產增加的時候，亦不願提高工資。正統學派的經濟學家，對於時代的變動，總是痛哭流淚，因為從前在不景氣的時候，並沒有工會制度和失業救濟費的辦法，來攪擾正常的經濟上的自然進程，而可以隨便減低工資。但是那種經濟制度，在相反的方面，卻非常呆板，這一點他們簡直不管。如果在繁榮的時候，利得和物價都增加，而工資卻落後，他們仍是認為正常和合乎自然。只有當物價暴落而工資不減低的時候，他們纔叫喚起來。而工資的不能追隨利得的增加，對於一九二九年的物價暴落，是有很大影響的。在暴落前的期間，商品價格，並沒有上漲，但是因為生產增加，生產成本減少，因此利得增加，這時候很應當提高工資。一九二九年以前，工資既不能追隨生產量的增加而增加，結果購買力分配得很不適當，這對於恐慌，很有關係。

羅斯福總統的新政，對於這一點顧慮到了。他在宣告提高工資亦屬於他的回漲政策的一部分以前，除社會主義者外，都認為提高工資是和貿易的利益相反。甚至有人相信，貿易的所以繁榮，正是因為工資追不上生產和物價的關係。羅斯福總統使人注意：工資的提高，是於雇主們自身是有利的。

不幸他的原則，在美國實行得不大成功。各種工會，因為有官方的鼓勵，提出過分的要求，在牠們的壓迫之下，達到的協定，不一定是真正所需要的。大部分是相反；工資往往提高得比商品價格的上漲更厲害，和貿易狀況配不上。結果使貿易難以恢復，但是要得到一種解決辦法，只得嘗試，提高工資那種原則的嘗試，雖然有許多錯誤，但這是對於回漲的一個重要的步驟。

#### 四 美元的有意跌價

通貨回漲的方法，是採行一種有意使美元跌價的政策。一九三三年的秋天以前，通貨的跌價，還是自然發生的，是因為大家預料到通貨會膨脹的關係。自一九三三年十月以來，便採行了一種有意使美元跌價的政策。使元價跌落的方法，是提高官方的購金價格。這種程序，在一九三四年二

月完成了。一月三十一日，官方的購金價格，明白規定爲三十五元一兩，政府方面，仍原保留變更的權利。國會授權大總統，使他把元價安定在每元合五角到六角之間，所謂三十五元一兩的金價，每元是相當於五九·〇六分。在一九三四年二月間，外匯漸漸適合美元的這種臨時的新平價。

美國的回漲政策，對於實際發生的通貨回漲，有多大關係，很難斷定。作者的意見，以爲美元的貶值，是主要原因。各種公共事業和其他非常經費所造成的新購買力，還不充足。如果不是通貨貶值，物價的上漲，一定沒有那樣厲害。

## 五 「怕通貨膨脹」的神話

爲什麼差不多費了兩年的努力，物價的上漲，和失業者的減少，還是比較有限呢？批評羅斯福總統的政策的人，一定會說因爲對於通貨膨脹的恐懼使商業活動麻痺了。他們以爲國民復興局和官方的貨幣政策，使事業界的人們，事事懷疑，做買賣的既是事業界的人，他們失掉信任心，則貿易對於回漲政策的反應當然慢。這種解釋似乎和人性相反。說事業界的人怕通貨膨脹使物價上漲，未免有點荒唐。不問他們是製造業者或商人，物價上漲，於他們只有益處，所以膨脹的可能性，應



當是鼓勵生產和商品的購買，決不會像那些批評家所說的一樣會加以阻礙。除此之外，貿易恢復的主要因素，是消費者購買商品的能力和意願，雖然事業界的人自己亦有關係。如果消費者既能購買，又願意買，則製造業者和商人當然會供給那種財貨，不問他們私人對於政府的政策的意見和感情怎樣。而消費者亦決不會因為將來有通貨膨脹的可能，便不買東西。如果他們認為回漲的結果，是物價上漲，反會增加購買，因而鼓勵生產。

回漲政策的實際影響之所以比較小，理由正是和那些正統學派的批評家所指出的相反。批評羅斯福政府的人，認為將來是不是有膨脹不一定，因此使貿易不容易恢復，這一說是很對的，只是這種因素所產生的影響，和那些批評家所假定的完全不同。製造業者的不願意生產，和商人的不願意辦貨，並不是因為怕通貨回漲，而是恐怕通貨不回漲，消費者的所以不趕緊購買貨品，並不是因為他們以為通貨會回漲，而是因為他們希望不會回漲。

## 六 羅斯福總統的不徹底

因為羅斯福總統的回漲政策，是不是會成功，還不一定，所以使貿易難以恢復，那種不一定，是

因爲他的貨幣政策不徹底，而且實行得不大熱心的關係。新購買力增加的程度，要使物價上漲，還差得多，而美元貶值的程度亦是不夠。羅斯福總統的政策，對於還是用回漲的方法呢，還是用借債的普通辦法，來補償預算上的不足，以穩固政府的財政地位呢，從最初便是遲疑不決。政府方面想兩方面都顧到，希望只要答應一聲或是恐嚇一聲，說要回漲，便可以如願地使商品價格上漲，預料到的回漲政策，既沒有實現，於是生產者商人以及消費者們，都不知道到底有沒有回漲的事情發生。

一九三四年一月，元價暫時安定了，沒有產生正統學派的人所期望的影響。美國的貿易，倒有要遲滯起來的樣子，甚至於有減退的傾向，直到一九三四年秋天，國會大選的結果，贊成回漲的，佔大多數，纔從新引起商品價格的上漲。

美國政府對於這種通貨回漲政策，雖然比英國更有勇氣些，可是膽子仍原是不夠，不能達到目的。作回漲用的經費，大部分只能殺消通貨緊縮的勢力，物價既沒有上漲，失業者亦沒有減少。羅斯福總統如果要達到所願望的結果，就必須決心再貶低元值。

## 第二十九章 德國的通貨回漲

### 一 安定的通貨的回漲

我們已經說過，一九三四年的時候，世界各國，分成了兩個集團，一個是用貶低幣價的方法，來抵抗緊縮所引起的不景氣，另一個是忍受不景氣，仍原維持通貨的平價。但是有一個國家，不屬於任何集團，因為牠並沒有貶低牠的外匯價格，而能抵抗緊縮的不景氣。這便是德國，牠的這個工作，實在驚人。馬克 (reichmark) 仍原維持了對黃金的平價，有時候甚至高過平價，使現金從荷蘭流進來。而且失業者大大地減少，商品價格，在一九三三和一九三四兩年間上漲很多。

這種異常的結果，有多少是歸功於有意的通貨回漲政策呢？固然財政部發行了失業救濟券，以資助公共事業，但是這些公共事業，有大部分是一九三三年以前發起的，在現在的政府成立以前，並沒有產生任何回漲的影響。固然除了馬克仍原是安定以外，還發明了各種特別通貨，如登記

馬克、信用馬克、安全馬克、證券等等，都大大地跌了價。

## 二 虛構的安定

常常有人說，馬克的安定，完全是名義上的，因為各種特殊馬克，都是大打折扣。德國自認維持了馬克的安定，這一點在道德上雖然有批評的餘地，但是對於國內，馬克的確是唯一的通貨。那些特殊馬克，只是用於國際間的支付，而且對於國際支付總量的比例並不大，用這些特殊馬克所輸入的財貨，價格很高，或許對於商品價格的上漲，多少有點關係，但是這一點的重要性，是不應當看得過大的。無疑，最初鼓動回漲的，是這一種因素，特別是巨額的公共建設費和軍備費。在國社黨政府之下，回漲式的經費增加了，各種特殊馬克，更跌價了。這對於一九三三年和一九三四年初的通貨回漲，或許有很大的關係。因為有這種影響，所以德國的物價，並沒有跟着那些維持了通貨的對金平價的國家的物價一齊跌落，反而漸漸上漲了。

## 三 通貨膨脹式的心理狀態

但是一九三四年物價之所以繼續上漲，主要原因是德國人民的那種通貨膨脹式的心理。美

國因爲沒有這種心理，所以雖然有政府的努力，回漲的進程還是很慢。美國人民對於通貨膨脹，沒有真正的經驗，不會一聽到要膨脹，便死藏起財貨來。美國的生產者和消費者，在疑慮的時候，總是不相信有通貨膨脹的事情發生。德國人的心理，完全不同。一九二三年的經驗，一般人還記得很清楚。大多數人民，還記得戰時和戰後物價的飛漲和商品的缺乏。只要稍微有一點再行通貨膨脹的可能，消費者便慌忙準備現時和將來的需要。美國人和德國人對於通貨膨脹的態度的不同，除了心理上的關係之外，還因爲兩國在技術上的地位，亦不同的關係。美國有那樣多的現金準備，隨時都可以制止通貨膨脹的傾向。德國當局並沒有充分的金準備，如果一碰到通貨膨脹，地位就要危弱得多。一九三四年的上半年，正是因爲國家銀行的金準備減少，引起一種不安，不久馬克便不得不跌價。同時，人們恐怕國家銀行的金準備用光之後，會極端地限止輸入。有了這兩種假定，人民便開始大規模地購買那些會受外匯跌落和輸入限制的影響的東西。譬如能够出得錢起的人（許多人是不起的），便儘量定做衣服，因爲預料布料會漲價，而且供給會減少。

這種緊急需要，使國內貿易驟然景氣，物價暴漲。貿易差額當然更壞，一則因爲大大地輸入原

料品，二則因為物價上漲，輸出當然會減少。結果金準備再減少。一九三四年六月，金準備減得極低，國家銀行停止分配外匯作商業債務的支付用。

#### 四 「不支現金本位」

德國的物價雖漲，卻還能夠維持馬克的平價，這是因為當局把對外支付，限制於牠從輸出上所收進的外匯數額。一國打算這樣賴債的時候，當然可以永遠維持平價。只要外匯限制，真能生效就行。如果貿易差額不利，對於輸入剩餘乾脆就不給錢，從前的債務，亦要有外匯的時候纔償付。這種制度叫做「不支現金本位」(Gold insolvency standard)，非常適當。用這種方法來維持對金平價，是沒有什麼光榮的。

德國賴債的環境，各方面有很熱烈的爭論。德國人自己以為他們的賴債，是迫不得已的，因為債權國不願輸入充分的德國貨作為償債。其實德國在通貨回漲之前，雖然外國的關稅很高（這種關稅在一九三三年以前便存在，以後並沒有大增加，除非因為德國限制輸入，纔增加以作報復），貿易差額還是很有利。直到德國的商品價格開始上漲的時候，貿易差額纔因為德國貨在從

前的外國市場上不能競爭而變壞。而且國內的景氣，使原料的輸入激增。國內的消費一增加，對於原料的需要亦增加。如果德國因為沒有充分的外匯財源，而不能輸入原料，將怎麼樣？物價會再漲，因為需要既增加，而商品的供給卻有限。一九三四年下半年的情形，便是這樣，物價上漲得所以不怎樣厲害，是因為政府極力設法制止的緣故。商品缺乏所引起的回漲影響，沒有機會充分發揮。

##### 五 回漲是不能免的

德國的外國債權者，責牠有意採用回漲政策以引起入超。牠們的話，在技術上是很有道理的，但是如果德國不回漲，則緊縮過度，不久自然會引起回漲來。法國和其他金集團國家有巨額的準備，通一九三三和一九三四年行通貨緊縮亦不要緊。德國的地位完全不同。牠的抵抗力，在一九三三年最小。牠不能再用緊縮的方法來維持外匯的安定。一個貧窮的國家，有五百萬到六百萬的失業者，而能永遠維持下去，可以不使通貨膨脹，這是不能想像的，這種情形下的膨脹，與其說是政策，不如說是一種必需。

不走上面那條路，便只有讓馬克跌價，以求回漲。如果這樣辦，貿易差額，一定要受好影響，而德

國對外國的支付能力，亦要更大。可是馬克的跌價，使各負債者個人，要受重大的損失。因為牠們所欠的英鎊和美元債務，用馬克算起來，數量要增加。結果許多負債者會要破產，這又使那些受得起損失的人便於作支付。

## 六 經濟上的紀律的影響

在別的国家，如果用德國那種回漲政策，結果輸出會大減，而沒有錢來輸入原料，以致阻撓回漲。因為如果爲了缺乏原料，使工廠倒閉，購買力會減少，使消費者的需要亦減退。結果國內的景氣會終止。事實上德國的情形，多少是這樣。其所以不十分厲害，是因為國社黨政府厲行經濟上的紀律，而且全國的對外貿易政策，操縱得很巧妙，（雖然不大慎重）德國對於一九三四年上半年因財貨輸入而生的商業債務賴債之後，馬上向外國交涉信用輸入。各種巧妙的方法，都很成功，直接間接得到了信用。英國方面，最初是根據一種外匯協定得到信用，協定裏規定，德國輸入英國貨的人，只要向德國國家銀行支付馬克，便算履行了他的債務。後來當這種辦法失敗的時候，就締結了一種支付協定，英蘭銀行答應給以七十五萬鎊的放款，用來援助那些被德國賴了債的英國輸出業



者。結果，那些輸出業者，從英蘭銀行收回了他們的錢以後，馬上預備再向德國供給信用，所以實際上，等於英國向德國供給信用。在法國、瑞士、意大利等方面，所用的方法卻不同。彼此締結了外匯清算協定，規定德國的輸入業者可以向德國國家銀行支付馬克作履行債務。在這些協定締結之後，德國從締約國輸入的數量，大為增加，不久所有那些國家，都在德國國家銀行有一筆巨額的死帳。同時又努力增加輸出。壓迫各商號向外國賣出貨品（甚至受損失都不要緊），俾獲得款項，以輸入原料。各商號既不得不在國內市場上提高價格以爲填補，於是更增加回漲的力量。

幸虧這些辦法，所以回漲在德國，並沒有和那些預言者所說的一樣，引起一種經濟上的崩潰和混亂，而且似乎以後都不會。德國在技術上雖然是最貧弱的國家，但是牠在財政上對付各外國的那種大膽的方法，和對於國內貿易所厲行的那種經濟上的紀律，把技術上的弱點，抵消了不少。大概德國對內還會繼續回漲，而不放棄馬克現有的平價。但是這種不自然的辦法，決不能永遠維持下去，除非德國在經濟上能夠完全孤立，像蘇俄一樣，和世界其餘的國家一點關係亦沒有，那時候，德國的物價水準，會和俄國現在的物價水準一樣，和世界水準完全沒有關係。

## 第三十章 其他各國的通貨回漲

### 一 英鎊集團的回漲

雖然美、英、德三國是通貨回漲的三種典型的好代表，但是回漲的傾向，決不只限於這三個國家，而是一種國際的性質，只有繼續行緊縮政策的金集團國家，纔沒有受影響。各國的回漲，原因都不相同，有的是因為採行有意的回漲政策，有的是因為政府不能抵抗回漲的力量，有的是因為通貨和另一種跌了價的通貨連在一起，另外有些是因為受美國的主要物產漲價的影響。

英鎊集團國家，必然地受了英國的回漲勢力的影響。在一九三一和一九三三年之間，這種回漲勢力，僅僅使外匯對英鎊維持平價的國家，不能再行緊縮下去，如印度、埃及或葡萄牙等。澳洲和新錫蘭，卻因為把通貨對英鎊打了個七五折，而得到了便宜。澳洲通貨的跌價，是在一般金融恐慌發生之前。這是因為社會主義政府大膨脹預算的關係。但是新錫蘭的通貨跌價，卻是一種有意的

回漲政策，因為通貨並沒有貶值的絕對必要。至於丹麥，通貨的跌價，到底是有意義的回漲政策，還是逼於環境，則不大明顯。固然當局是有意貶低克朗的價格，並且用一種比較低的水準，將其安定在鎊價上。在技術上，他們或許可以暫時維持通貨的較高水準到若干時候，但是英國的保護政策，和英帝國的優先待遇，使丹麥的貿易差額，大受影響，早晚通貨的跌價是不能免的。所以有意的回漲政策，只是料到遲早會自然發生而行的。

加拿大對於還是追隨美國的緊縮或是英國的回漲，躊躇了好久，不能決定，牠的通貨，變動於鎊價和元價之間。這種進退兩難的困難，直到美國停止金本位以及元價貶低到鎊價的水準的時候，纔得到解決。從那時候以來，加拿大相當受了美國的回漲影響。

## 二 英鎊集團的新加入分子

有幾個國家後來亦加入了英鎊集團的，當時仍是繼續行緊縮政策，直到牠們的地位維持不住纔停止。南非聯盟，發生資本全部逃亡的現象，這便是自然回漲力的表現，使政府不得不在一九三二年底停止金本位。南非的鎊價，在幾天內，便依付英鎊了，所以亦受了英鎊跌價的影響，不過英

鎊跌價對於別的國家的影響是漸進的，因為時間很久；而在南非，因為時間很短，所以回漲得非常快，結果是相等。可是南非的物價水準，還是低於英國。在日本，一年以前便發生了同樣的情形。因為一九三一年底資本逃亡的關係，日圓不得不脫離金本位，日圓的跌價，以及陸海軍費的激增，使商品價格飛漲。而且當圓價跌到對英鎊的舊平價的時候，還是繼續跌。因為預算上，不足額很大，所以回漲的力量特別強，日圓對英鎊，要貼很大的水。自一九三三年初以來，圓價便安定在一先令二便士上，原來的平價是二先令半便士。愛斯多尼亞是加入英鎊集團的最後的國家，時間是一九三三年七月。因為中央銀行的英鎊存款跌價，同時還有別的回漲影響，使該國的抵抗力，受了一次嚴重的試鍊，在英國和北歐各國以及芬蘭等停止金本位之後，還能維護牠的通貨的平價到兩年之久，實在是一種驚人的成就。

英鎊集團內，有幾個國家，特別是瑞典和葡萄牙，雖然把通貨釘住在鎊價上，卻採行了一種獨自的貨幣政策。瑞典政府的政策，目的是維持商品價格的安定；在英國，這種結果多少是偶然達到的，但是在瑞典，卻是貨幣管理的結果。葡萄牙只要鎊價變動得不很厲害，就打算跟隨。有幾次葡幣

愛斯庫多脫離了鎊價，因為跌價太厲害，不合政府的政策。

### 三 中歐各國和東南歐各國的通貨回漲

中歐和東南歐的回漲影響，和英鎊集團的國家完全不同。多瑙河沿岸各國和巴爾幹諸國，極力抵抗回漲，但是因為技術上的地位很弱，不能抵抗很久。終於一國一國讓通貨跌價。起初通貨跌價，是在非正式的市場上發生。後來有些國家不得不正式承認那種非正式的跌價。奧國的先令，匈牙利的盆哥，希臘的德拉克馬，雷拿（Leu），列瓦等的價格，曾有一次，當正式價格名義上保持對金平價的時候，實際上跌到百分之八〇到百分之五〇之間，奧國、希臘、捷克等國家，承認失了敗，正式承認牠們的外匯跌價，但是別的國家，還想維持通貨的平價。在這兩羣國家裏，多少都有回漲的影響。

有些國家，自然的回漲所採的形式很特別。起初是許多銀行破產，政府不能防止，結果人民對一切銀行都不信任，而把貯蓄存款減到最低限度。但是不容易找到別的投资方式。因為有嚴格的外匯管理的關係，無法大規模地把資本移轉到外國去。國內很少可以投資的地方，而且即有亦不

安全。即使資本家打算放棄收益，亦不能得到安全，因為在那些國家，死藏是不怎樣安穩的。利用資金的唯一方法，是建築房屋，在羅馬尼亞等國，的確大興土木。結果是增加對建築材料的需要，減少失業者，增加消費者的購買力，終於使國內物價上漲。雖然上漲的程度，沒有德國那樣厲害，可是對於貿易差額，有很壞的影響。如果不是因為有許多外匯清算協定，以及對於商業債務的怠付，一定不能够抵抗回漲對於外匯的影響。

#### 四 世界物價上漲的影響

在美國停止金本位之前，各國的通貨回漲，僅僅只抵消了緊縮的勢力。到美元跌價以及商品價格上漲以後，各國回漲的影響纔明顯。

回漲使貿易恢復到什麼程度，隨着各地情形和各種通貨跌價的程度而不同。在過去一兩年間，日本曾有一個時期的繁榮，不論是國內貿易和國際貿易，都有很大的改進。因為生產成本很低的關係，日本成了世界市場的一個可怕的競爭者。瑞典亦特別繁榮，不過情形完全不同。克萊格（Kreuger）破產事件引起的緊縮影響，克服之快，出人意外，貿易的改進，亦比歐洲其他英鎊集團

國家好得多，別的北歐國家以及波羅底海沿岸各國中的芬蘭和愛斯多尼亞，亦都有改進。葡萄牙的情形亦很好，但是牠的貿易的恢復，有大部分是因為通貨跌價的緣故，有大部分是獨裁制之下，國家的經濟事務管理得法的結果，卻很難說。在英國的自治領之中，澳洲、新錫蘭和南非，都相當繁榮。前二者得到美國停止金本位後商品價格上漲的利益，但是因為種種理由，牠們的進步，在一九三四年被阻止了。南非的繁榮，是得到金鑛景氣的幫助。在印度，魯皮的跌價，引起通貨回漲，結束了通貨緊縮的不景氣。印度現在還在出藏黃金，這足以證明情形還不大好。在巴勒斯坦，因為大批移民進來，資本流入，而引起回漲。該國現在正是異常地景氣。其他產原料的國家中，加拿大因為一九三三年以來小麥漲價，而且牠的外匯跌價，大佔便宜。加拿大因為不有意地提高商品價格，所以牠的物價水準，現在比美國還低，這足以刺戟加拿大的貿易。在拉丁美洲、阿根廷因貝索跌價，得到利益，現在牠亦是屬於英鎊集團，智利的貝索亦大跌價，使牠能够克服牠的困難。

在中歐和東南歐各國中，希臘得回漲的利益最大，因為牠的幣價跌得最厲害。但是就是奧大利那種國家，大家都以為是沒有了希望的，都有很大的改進。牠放棄了舊日的平價，而並沒有陷於

極端的通貨膨脹，這對於那些緊縮論者，是一個極大的打擊，他們最得意的論調，是說如果一個國家在以前有過通貨膨脹的經驗，一旦脫離金本位，通貨一定免不了無限制地跌價。奧國的例子，證明了回漲亦可以沒有危險。奧國對於通貨膨脹的經驗，可算記得很清楚了，但是通貨的稍微跌價，並沒有引起膨脹的恐慌，而只引起適度的回漲，使國家免於破滅。匈牙利、南斯拉夫、保加利亞以及羅馬尼亞等國的通貨，雖然亦多少跌了價，但是因為政府對內不願承認跌價，所以沒有多大幫助。上面已經說過，這些國家中，有些得到一種性質完全不同的通貨回漲的利益，這種回漲，是因為一般人信任銀行，而且除購置不動產外，沒有別的投资的地方的關係所引起的。



## 第三十一章 「現金封鎖」

### 一 金集團與英鎊集團對立

一九三四年底，通貨回漲開始國際化了。雖然因為種種理由，採行通貨回漲的形式，各不相同，而且程度亦不齊，但是在世界五大洲，都在發展着。只是有許多重要國家，還在抵抗回漲的勢力。其中包括法國、意大利、瑞士、荷蘭、比利時和波蘭等。這些國家，是所謂金集團國家。還有另外幾個國家，把通貨對佛朗維持了一定的比例，而不屬於金集團。這些國家是西班牙、拉特維亞、立陶宛、土耳其和丹澤。牠們的維持舊平價，純粹是人工的，而且完全是因為外匯限制和別的特殊政策的關係。那些真正的用金國，並不希望把牠們吸收到金集團裏去，因為不但得不到益處，而且還恐受累。

在經濟會議之前，用金國之間，除了偶然的辦法，如用金國和通貨跌價國之間所採用的一樣，並沒有什麼合作，不論是正式的或非正式的。第二篇裏已談到羅斯福總統在經濟會議期中的態

度，使用金國團結成一種聯盟一樣的東西。金集團國家，因為一方面有羅斯福總統的通貨膨脹政策，另一方面英國又不願安定通貨，所以更加決心把通貨維持在一種估值過高的水準上。因此他們漸漸組織成一種金融上的同盟，比英鎊集團國家的那種鬆懈的聯合要具體得多。除了渥大華協定簽字國（只包括英國和自治領），不時發出宣言之外，英鎊集團國家之間，並沒有什麼聯合行動。金集團是一個民主的聯合，原則上各國是平等的，在英鎊集團裏，英國所採的政策，卻不受任何別的國家的影響，而其餘的國家，只有遵從英國的政策，不然就只有退出那一集團。金集團的組織比較好，牠的合作，是以互惠為根據。

## 二 各種防衛方法

金集團國家用來防衛舊平價的方法，各國都不相同。但是牠們的政策上，有幾個特點，是完全一樣的。牠們的預算，雖然沒有平衡，可是很小心地不用膨脹式的借債來填補不足。關於這一點，牠們的政策，和回漲得最厲害的國家相同（即美國）。固然從這點看來，牠們的政策，比起英國來，不能算是緊縮，因為英國的預算，自一九三一年以來，便平衡了。金集團國家的政策上，還有一個特點，

就是極力避免工事費的膨脹。只有意大利是例外，這在後面討論。在這裏，法國和其他金集團國家，又要比英國離正統派遠些。

金集團國家，在通貨緊縮最盛的階段，都不用有意限制信用那種方法來執行通貨緊縮政策。在恐慌的初期，各銀行因為怕損失而且為求增進流動性起見，都限制信用。到了一九三三年，這種限制，差不多完全停止了，各銀行都開始覺得不容易利用牠們的資金，因為各方面都不需要信用。一般地說起來，金集團國家的中央銀行，都把再貼現率定得很低，只有在通貨遇到攻擊的時候，纔提高再貼現率。所以在一九三四年初，法蘭西銀行提高再貼現率，來抵抗佛朗所受的壓迫，在一九三三年底，意大利銀行亦因為同樣的理由，而提高再貼現率。這些再貼現率的提高，所引起信用上的收縮，並不十分厲害，如果不是有別的原因，一定不會產生很大的緊縮影響。

### 三 節約運動

金集團國家，在這個階段，是用節約的辦法來繼續緊縮。牠們的國庫，在經濟不景氣期中，不能維持平時的歲入，只得裁減經費，來減少預算上的不足。生產者和商人，為想把貨物賣出去，亦只有

用同樣的節約方法。用金國的政治家經濟學家，和作家們，遇到這種不愉快的事，只能依隨環境，這是不能怪他們的。他們極端稱讚生產成本低和物價低的好處。他們是空前未有的卑怯者，他們的口號是：「我們的成本一天一天低下去，我們的情形一天一天好起來。」他們居然真正相信工資薪俸成本和物價的減低，本身是一件好事情，不管牠原因和目的是怎樣。他們每一看到各種指數降低一點，便感到滿意，覺得節約運動的成功，是一種美德和正義。以爲節約使情形變好，使貿易恢復。實際上，這些只是自欺。金集團國家的緊縮運動，並沒有改進國內的經濟狀況。反而使形勢變得更嚴重了。不但物價和工資跌落，同時還使生產減退，失業增加。這是很自然的，因爲節減公私經費，使購買力減少，而且減少的程度，恐怕比經費裁減的程度還要大。如果私有事業經費的減少和節約是十萬萬佛朗，則直接和間接要使購買力減低幾十萬萬佛朗，因爲不但那些直接受裁減經費影響的人，要少用錢，便是那些因上面那些人少用錢而受影響的人，亦要少用錢。緊縮式的裁減經費，只能減少對於財貨的需要。

#### 四 使不景氣加重

在節約運動之後，通貨緊縮國家的情形，並沒有變好。當經費的裁減，影響到物價的時候，不景氣的加重，使歲入和購買力更減少，而且不論是公私事業，都不得不再來裁減用費。這種程序，是一個連鎖，循環不已的。

通貨緊縮對於金集團國家內部的經濟情形，從國際上看來，亦是很重要。只要有許多重要國家，仍在貿易不景氣期中，繁榮是談不到的。雖然這些國家的外匯，估值過高，使牠們在外國的購買便於增加，但是全國人民的購買力的減小，把那種增加抵消而有餘，何況還有人工的限制輸入。這些情形雖然很明顯，可是常常沒有人注意。主張提高銀價以便增加對中國的輸出那種煽動，完全是因為沒有注意到這一點的關係。其實即使銀價上漲，使外國貨用中國錢算起來便宜，如果同時緊縮的不景氣減小了中國人的購買力，則他們亦不會多買外國貨。

## 五 國際上的反響

金集團國家的通貨緊縮，對於世界形勢，還有一種影響，便是由此引起許多次的輸入限制。用金國政府，為要防衛估值過高的通貨，不得不極力減少貿易上的不足額。因為牠們的通貨估值過

高，使輸出無法增加，減少不足額的唯一辦法，是限制輸入。增加關稅和採用定額配分制，便是爲要防衛價值過高的通貨的關係。結果受影響的國家，採行報復手段，終於使外國貿易全部減退。這是金集團國家爲了防衛價值過高的通貨，而妨礙貿易恢復的又一方法。

但是另外一種重要的因素，是金集團國家的通貨緊縮對於世界物價的影響。許多重要國家的物價水準的降低，當然會抵消別的國家的回漲政策對於物價的影響，至少要抵消一部分，如果在平時，美國行相當的通貨回漲政策，把物價水準提高百分之三〇，同時金集團國家的物價水準，卻減低百分之一五，其他情形不變，則美國的物價，只會上漲百分之一五。金集團國家的通貨緊縮的影響，一定會使回漲國家的經濟恢復要慢下來。所以金集團國家的緊縮政策，不但影響集團以外的國家的外國貿易，而且會影響牠們的國內貿易。

## 六 金集團妨礙貿易的恢復

所以金集團妨礙貿易的恢復，很爲明顯。只要這種所謂「金封鎖」繼續下去，美國等的回漲政策，所產生的結果，和努力不相稱，一部分精力，普通本來應當引起很好的結果的，卻只能抵消金

集團國家的緊縮對於國際間的影響。這些國家死守舊平價的那種頑固性，不但使自己吃虧，而且使世界其餘的國家亦受影響。這一點是很重要的，因為有些人責難英、美政府，說牠們的自私的貨幣政策，對於金集團國家，給與很大的不便，上面的一點，便是對於這種責難，給以一個完全的答辯。其實對世界給與不便的，正是金集團國家的那種眼光很小的頑固性。

金集團國家，除了採行一種緊縮政策之外，還想在集團內謀互相合作，以防衛牠們的通貨。第一步是一九三三年的經濟會議，但是直到一九三四年末，金集團纔開始有更具體的形式。在一九三四年十月的布呂賽會議裏，決定交涉貿易協定，以便使金集團國家間的貿易，增加百分之一〇。同時成立了常設的委員會，來辦理鎖細問題上的技術合作，如旅行等。另一方面，對於資源的共同計算和相互援助的事，卻沒有達到協定。貨幣方面的合作，純粹是技術上的，和各國的中央銀行間的合作一樣。在用金國，對於所協定的辦法，並沒有多大希望。增加集團內各國間的貿易一事，大家都知道是很難的工作。在英鎊集團國家間，貿易的增加，是一種自然的傾向，因為這些國家貶低了外匯價格，能夠生產得更便宜。另一方面，金集團國家間對於增加貿易的努力，卻是反自然的傾向，

因爲這等於要彼此從物價很高的國家輸入貨品，而不由物價低的國家輸入。如果金集團內增加貿易的努力成了功，那麼一切有關係的國家的物價，都會增加。所以合作的結果，和預期相反。通貨緊縮會減少金集團內外的物價間的不均衡，牠們間的合作，卻會得到相反的結果。

金集團雖然極力求密切合作，卻還沒有成爲一種真正同盟的性質，近來的經驗，證明金集團國家在緊急的時候，是不能靠相互間的援助的。三月裏，比利時的首相杜尼（Theunis）氏（這是金集團的一個柱石）曾訪問巴黎，想獲得貿易上的讓步和信用，來救濟絕望中的比爾加，但是空手而回。法國政府不能答應比利時增加輸出到法國，因爲怕加重法國自己的不景氣。雖然答應給與巨額的信用，可是要以現金作擔保爲條件，這等於要比利時用掉自己的現金，而對牠支付利息。法國如果拒絕充分援助，比利時只有放棄金本位，這是很明白的，可是法國政府並不打算作任何犧牲來防止。「聯合則存，分裂則亡」的老口號，明明已變成「各自爲己，適者生存」的態度。法國認爲要保存牠的資源來防衛自己，而不願減少牠，來支撐別的不穩的局勢。如果是這樣，那麼金集團已失掉同盟的實際意義。



## 第三十二章 法國的通貨回漲

### 一 通貨緊縮的終止

一九三四年底，金集團內的通貨緊縮，達到了最高點，再不能向前進了，法國新政府看出了這一點，佛蘭亭氏於一九三四年十一月在議會發布他的政策的時候，聲言不再緊縮下去。在意大利政府方面的論文，亦不承認有再行緊縮的意思。兩國的政策，都是以維持現存的物價水準為目的，以期世界物價的上漲，使牠們沒有再緊縮的必要。

同時有幾個金集團國家，想組織國內的經濟制度，使其適於防衛通貨，以保障自己。意大利因為要維護里拉，所以增加對於經濟活動的干涉。比利時政府，決定對於生產和貿易，設定一種嚴格的統制。就是在法國那舊式經濟制度的最後堡壘裏，政府亦決定改組產業，使其受政府的干涉。金集團國家，只有用嚴格統制經濟因素的方法，纔能希望長期抵抗通貨估值過高所引起的壓迫。金

集團國家的形勢，有變成德國的樣子。一放棄緊縮，就得用嚴格統制的方法，以便維持通貨的安定，雖然牠們國內的物價和世界物價之間，還是不均衡。然而就是意大利政府的統制範圍，都比不上德國。

## 二 法國的新貨幣政策

金集團中，有幾個國家，決定不再繼續緊縮，這在金融史上，是一件極重要的事情。其實政策的變更，還不止放棄緊縮。法國是金集團的命運的最後決定者，在一九三五年初，採行了一種新貨幣政策，很明顯是回漲的性質。雖然其他用金國，還沒有表示要追隨法國這樣辦，但是牠們的通貨，是和佛朗聯在一起的，正和英鎊集團的國家要分嘗英國的命運一樣，金集團國家，亦要分嘗法國的命運。如果法國的通貨回漲政策，使商品價格上漲，決不會只限於法國，而會蔓延到金集團的其他國家去。

法國新貨幣政策的目的是，在技術上改進巴黎的金融市場，並減少短期信用和長期放款的利率間的相差。並不希望減少短期信用的利率。這種利率已經是很低，而同時又不能產生和英國

的低利所產生過一樣的影響。

法蘭西銀行，對於國庫券，要給以再貼現或給以放款，這種決定的真正目的，是爲使政府可以不靠市場上的長期放款，而能够發行國庫券來補償預算上的不足。法國當局把對於資金的需要，由資本市場移到金融市場，希望由此可以減低長期放款的利率，因爲大家相信，政府證券的利息之所以有五釐，是因爲預料到將來還會發行長期公債的關係。

如果金融市場再吸收五十萬萬佛朗的國庫券，因而沒有發行同額的長期公債的必要，則這種變動所引起的回漲影響，一定很有限。長期利率或許會稍許減低，但是即使有影響，亦會被短期利率的增加所抵消。只有金融市場所吸收的國庫券仍原回到法蘭西銀行去，回漲的傾向，纔會更顯著。這樣則實際等於向法蘭西銀行借款，來資補預算的不足。結果會使金融市場的資源增加，長期放款利率減低之後，短期利率亦會減退。使經濟上有相當的恢復，商品價格亦會稍許上漲。

### 三 法國的回漲是有意義的麼

表面上，法國的新貨幣政策，似乎是有意義的。實際上法國政府只是逼於環境。既然在一九三五

年中，必須找到一百萬萬到一百二十萬萬佛朗，來彌補預算的不足，既然資本市場並不打算吸收那樣多的公債，那麼只有用通貨膨脹式的借債法了。因為巨額的不足，是過度緊縮的自然結果，所以可以說法國的回漲，乃是緊縮所引起的。

新政策會不會產生所願望的結果，要看心理上的因素怎樣。使法蘭西銀行，在並沒有必要的時候，來變更牠對於國庫券的態度，實是一種巧妙的處置。如果那種變更，是在國庫的現金準備用光了的時候，一定要在法國人民中引起恐慌，結果會發生逃避佛朗的現象。事實上在宣布新政策的時候，國庫在法蘭西銀行既有十萬萬佛朗的現金存款，所得的反響，大體上很好。但這並不是說就逃過了恐慌的危險。當法國政府再向法蘭西銀行大規模提出國庫券，當市場上開始對之給以再貼現的時候，問題就來了。如果法蘭西銀行對於政府證券，增加放款，引起信用恐慌，那麼逃避佛朗的現象，以及附隨着的恐慌，或許是不能免的。政府或許會被迫停止金本位，或使佛朗貶值。這樣一來，回漲會來得很快，不僅在法國，連金集團其餘的國家亦是一樣，因為牠們會不得不追隨佛朗。

#### 四 法國能够受得起回漲麼

如果另一方面，法國人民沈靜地接受新政策，結果所引起的回漲，一定很慢，而且很和緩，和一九三一年到一九三三年間英國的回漲一樣。問題是法國和金集團的其他國家，能不能經得住商品價格的上漲。德國的例子，的確證明了，只要有計劃和經濟上的紀律，便可以受得住這種壓迫。但是至多除了意大利之外，金集團的任何國家，是不是打算和德國一樣地來干涉經濟生活，很是疑問。

世界物價將怎樣演進，不能預測，但是金集團國家的停止通貨緊縮，的確除去了外國的回漲的一大阻礙。法國的採行回漲政策，不問是怎樣和緩，會使美國的回漲政策更有效驗。但是牠的影響，會使生產增加，而不是物價的增加。美國和其他工業國的工業，只有一小部分，是在運行着，農產和礦產，亦受有各種限制。物價只要稍許增加，生產便會大增，使物價漲不起來。世界的市場價格，若沒有充分上漲，金集團國家結局能不能受得住牠們的回漲政策所引起的緊張，是很大的疑問。牠們遲早會覺悟，維持通貨的估值過高的水準那種努力是白費的，因而會決定貶值，這是想像得到的。牠們會受通貨回漲政策的心理上的影響所迫。人民一看到政府已不再用嚴格正統的方法來

防衛金幣的時候，只要稍有不對，便會引起恐慌。一九三四年初，雖然政治上和金融上的情形很壞，逃避佛朗的現象，爲什麼並不十分厲害，是因爲大多數人民，相信政府的那種正統的通貨緊縮原則的關係。貨幣政策一變，這種心理上的防線便消滅了。要是金融上或政治上的恐慌一回來，則賣出佛朗的壓迫，會要比一九三四年初厲害得多。

法國所決定採行的回漲政策，其形式和範圍，還不足解決金集團國家的問題。直到現在，牠的結果，還有限得很，在某種意義上，甚至可以說是否定的。法國的低利政策，減低長期利率的程度並不大，不久地租的上漲，驟然減退，使長期利率比宣布新政策時的水準還要高。佛蘭亭氏的政策，對於短期利率的影響，從最初便不大好。現在要對於新政策的結果，給以一種具體的判斷，還嫌過早，但是對於牠的那種熱誠的希望，已沒有實現，這是很明顯的。法國遲早會要作更有效的回漲，或是由於一種有意的政策的結果，或是迫於環境。

## 第三十二章 金集團的曙光

### 一 比利時的通貨緊縮的弊害

在寫本書的時候，法國的通貨回漲，還沒有多大成功，但是在金集團的其他國家，卻發展得極快。比利時的回漲，使政府無法抵抗，在三月底只好決定將比爾加貶值百分之二八。這一點非常重要。牠的原因，值得檢討一下，因為這是自然回漲的好例子。

比利時的通貨，受估值過高的影響，特別厲害，因為牠的對外貿易，對於國內的經濟制度，比較重要。比國是一個工業國家，食料和原料等，全靠輸入，而同時又必須維持輸出。因此政府的政策，目的是大大地裁減經費，以使比國的產品在世界市場上能夠競爭，而不受比爾加估值過高的阻礙。這些緊縮的努力，受了工人階級的抵抗，一九三四年底，各方面的情形，使緊縮不能再繼續下去。預算很不能令人滿意，無論用增加租稅的辦法，或用節約的辦法，都沒有消滅不足額的希望。而且因

爲長期不景氣的結果，銀行業的形勢，亦使人憂慮。

## 二 比爾加的擠兌風潮

比爾加在一九三四年十一月，發生擠兌風潮，杜尼氏組閣後纔制止。但是這種制止，是暫時的。一九三五年二月和三月間，英鎊的跌價，使比國的輸出貿易更變壞。因爲英國大選期將到，鎊價將繼續跌落，這對於比國，有很壞的影響。大家都認爲即使能够再減低成本，只要鎊價再跌，便會將辛苦得來的結果，在幾天以內，就掃除無餘。知道繼續緊縮是完全無益的人，越來越多了。

比國報紙並不隱瞞這種悲觀的論調；而且杜尼氏相當歡迎這種態度，因爲他希望用比國那種絕望的形勢，來感動法國政府，以得到貿易上的讓步。我們在第三十章裏，說過他的希望沒有實現。同時報端上的悲觀論，引起資本的逃亡，這是比爾加貶值的直接原因。在三月的第二個禮拜，資本逃亡的現象很厲害。比國國家銀行在巴黎支撐外匯，但是所支撐的只是現期的比爾加，對於預期的比爾加則不管。結果預期的比爾加，要貼很大的水，這使人更悲觀。

## 三 貶值百分之二八



杜尼氏由巴黎回來之後，就採行外匯限制政策，政府想用急進的手段，來挽救比爾加。但是一看到這些辦法的極不受人歡迎，便馬上辭職。內閣恐慌繼續了差不多一個禮拜，在這禮拜中，資本繼續逃亡。逃亡的方法是提出存款，所以有加重銀行業恐慌的危險。爲了維護比爾加，花的錢很多，國家銀行的準備，在兩個禮拜之內，就從百分之六五減退成百分之五六。比國當局爲要避免再無謂地損失現金，便決定放棄援助比爾加。在布呂賽，官方的外匯率，雖然還規定在金輸出點以內，但是在外國市場上，比爾加已跌了百分之七。就是在澤蘭氏組成國民聯合內閣以後，比爾加還是很疲弱。比國的形勢，漸漸更傾於恐慌化，人民極力購買商品，物價飛漲。

在這種情形之下，新政府只有放棄維持平價。實際上，在新政府成立以前，比爾加已經脫離平價了，只待政府來加以承認這種既成的事實，雖然有些方面，情願比國加入英鎊集團，但是政府則決定乾脆把比爾加貶值百分之二八。在這種低水準上，仍原和金價相聯繫。同時政府作了種種提議，有些很明顯是回漲的性質，其實並沒有鼓勵回漲的必要，因爲橫豎物價是向上漲的方向走。比國國民，因爲有戰後通貨膨脹的經驗，腦子裏總是想着通貨膨脹，所以政府的工作不是鼓勵回漲，

而是來管理牠。

#### 四 國際間的反響

比爾加的貶值，是極其重要的一個事件。比國是金集團中第一個決定採這步驟的國家。在技術上，牠本來可以繼續維護比爾加，而牠卻自願放棄舊平價。這一個行爲，成了一個重要的先例，使金集團的其他國家，更容易自動地貶低幣價。

比國的貶低幣價，減少人們對於金集團的信任不少。在貶值以前，還有許多人相信金集團能够永遠維持下去，至少可以維持多少年。但是比國的例子，使人們明白，金集團事實上並不是人們所意料地那樣穩固。比爾加貶值對於金集團其餘的國家的實際影響，亦是非常大。牠會增加法國等用金國的經濟上的困難，會加強那種足以在金集團國家引起通貨回漲的心理上的力量。

#### 五 意大利瑞士和荷蘭

金集團中的國家，受回漲的實際影響的，並不止比利時一國。意大利亦多少有回漲的現象。意大利在名義上，雖然還是金集團的一員，但是實際上，里拉的跌價，早已超過了現金輸送點。有相當

時候，里拉對佛朗，要貼百分之六到百分之八的水。雖然所引起的回漲很有限，但是使金集團國家的通貨的連帶關係再鬆弛下去。事實上大家都相信，意大利會漸漸讓里拉更跌下去，而於不知不覺間脫離金集團。

瑞士對於用金國的關係，亦是隨時可以打斷的。政府的通貨緊縮政策，人民間反對的人，越來越多了。緊縮論的反對者，竟獲得充分人數的署名，以請求在六月舉行一次國民投票，這次瑞士選民所要決定的節目中，包括禁止再減低工資或再減低農產物價，同時包含許多回漲政策，如工費和增加失業救濟費等。如果提議獲得大多數的通過，瑞士佛朗的命運便定下了。可是即在國民投票舉行之前，外國資本因為預料到那些提案通過，都會逃出瑞士，同時瑞士自己的資本，亦會逃亡，使回漲更加抵抗不住。銀行業的形勢，亦使人不安，會使政府更要加緊貶低佛朗價格。

荷蘭的盾，並不比瑞士的佛朗穩。甚至許多方面認為荷蘭會要先瑞士貶低幣值。荷蘭的準備比率，比瑞士低，國家資本的逃出荷蘭，比逃出瑞士還更可能。而且荷蘭受比爾加貶值的影響，比瑞士更要厲害。

## 六 金集團的告終

不久，所有的用金國，都會援比利時的例，最多法國是例外，法國素來是頑強的，或許會繼續抵抗到相當時候。其實法國報紙已經在鼓吹：即使金集團中，只剩法國一國，都不要緊。說即使其餘的國家，都放棄金集團，法國仍原有方法繼續維持佛朗現有的平價。

但是我們很難相信，法國能繼續這種沒有希望的鬭爭到很久。一旦牠成爲孤立，不到幾個月，便會發生自然的回漲。如果再加以抵抗，只有使牠的經濟形勢更變壞。除開別的理由不說，只要佛朗能暫時恢復信任，鎊價便會再跌。實際上，鎊價的跌落，常常被逃避佛朗（或別的金本位幣）的現象所止住。只要這種現象一停止，鎊價馬上會變疲弱。所以法國想要自救，結果倒是加重牠自己的貿易上的不景氣。牠現在已達到一重難關，只有貶低幣值，纔可以挽救。

## 第二十四章 第二篇的總結

### 一 通貨回漲的結果

在上面各章，我們討論到世界各國通貨回漲的進程和結果。這種行動，在各國所達到的程度不同。用的方法亦不同，各地情形亦不同；所以結果自然不同。得到回漲的益處最大的，無疑要算日本，但是瑞典和巴勒斯坦，在完全不同的情形下，得到同樣的結果。在英鎊集團國家，美國、阿根廷以及幾個別的拉丁美洲國家，回漲使貿易多少有點恢復，只是常常遇到挫折。就是在奧大利那種國家，受恐慌的影響特別厲害的，都因回漲而有意外的改進。德國貿易，有很顯著的恢復，一部分由於回漲，一部分由於經濟上的計劃。另一方面，金集團國家的情形，卻越變越壞。這是因為繼續緊縮的關係。在中國、美國的白銀政策，亦繼續產生緊縮影響。

在上章裏，我們論到，在寫本書的時候，金集團已經因為緊縮過度關係，將要被回漲的勢力征

服，金集團內的回漲，正在進展着，其中一國，已被迫貶低幣值。

## 二 物價水準間的不均衡仍原存在

基本不均衡，既是一切困難的根元，回漲的過程，怎樣幫助世界各國除去這種不均衡呢？因爲應用回漲的程度不同。所以至今還沒有消滅各國的商品價格水準間的相差。因爲大多數國家，是由外匯跌價來回漲，商品價格並沒有相等的上漲。所以兩者間的差異，仍原存在，甚至更增加了。金集團國家的緊縮，並不能充分減少這種相差。就是在英鎊集團內，各國的物價水準，亦有很大的差異。英鎊比起自治領和其他英鎊集團國家的通貨來，多少是估值過高；比起美元來，估值過高的事，更是明顯。金集團國家，亦是互相不均衡，因爲各國緊縮的程度不同。意大利的商品價格，在一九三四年間，因爲沒有下降，里拉比起佛朗來，便顯得估價過高。所以可以說在一九三五年，各國物價水準間的不均衡，比四年前更明顯得多。

可是這並不是說，通貨回漲不能除去或減輕這種弊害。意思是說，在應用的形式上，各國間毫無一致，這當然會加強不均衡。只有各國協定把外匯率極力安定在牠們各自的經濟平價上，回漲

纔能減少各國物價水準間的不均衡。就是在那時候，亦要經過相當時間，回漲纔能充分發揮牠的力量，調整的程序纔能完成。如果對於把外匯極力安定在經濟平價上一事，沒有達到一種協定，各國物價間的差異，當然會消滅得很慢。要經過許多年，批發和零售價格，工資以及生活費等，纔能得到調整。在物價等須向下移動的國家，調整將要特別困難而且特別慢。如果所有的國家，都大大地貶低幣值，則調整會使各國的財貨和役務的價格，都不得不上漲，這比下跌更容易辦到，更容易管理。有些國家，因為政府增加干涉經濟生活的程度，所以辦事上比較容易。

### 三 對於債務負擔的影響

回漲對於債務負擔的影響。結局比各國商品價格間的不均衡還更重要。回漲對於回復虛構財富和真實財富間的均衡，有過多大的貢獻呢？這一點各國都不相同。要看回漲的程度和情形而定。

由低利政策所達到的回漲，會減輕債務的負擔。雖然元本數額不會變動，可是利息會要減低。英國等作了幾次換債的結果，公私債務的利息的負擔，都大為減輕了，雖然元本並沒有變動。有這

種結果，當然應當採行低利政策，何況牠還能刺戟貿易活動。

另一方面，如果是由增加經費來回漲，那麼結果只有增加債務負擔。美國和德國便是最好的例子。在這兩國，債務負擔不大，可以另起新債。但是終於會要達到一種階段，公債負擔因回漲而增加得不能忍受。當然這要看回漲的結果怎樣。如果能夠提高商品價格，或造成額外的真實財富，來抵消虛構財富的增加，則結果還是有益。

#### 四 由通貨貶值來回漲

回漲減輕債務負擔的最有效的方法，是使通貨跌價。美元貶值後，商品價格的上漲，使虛構財富的負擔減輕了，這不僅是在美國，別的國家亦是一樣，甚至可以說，這是減輕過重債務的元本負擔的唯一有效的方法。用低利政策來回漲，只能影響利息的負擔，元本負擔是不變的。用膨脹經費來回漲，反會增加債務負擔，除非使通貨跌價來抵消新的公債。用不貶低幣值而只提高物價水準的方法來引起回漲，則暫時或許可以減輕虛構財富，但是結局商品價格上漲之後，接着會下跌，而抵消那種好結果。如果用貶低幣值的方法，則可以使商品價上漲，而並不增加公債，因此可以減輕



債務負擔。實際上因為將金準備從新估價的結果，產生一種剩餘，而減低了公債的數額。

不幸回漲實際上所減小虛構財富的程度，很為有限。就是在美國，商品價格只稍比戰前的水準高，而在英鎊集團國家，則和戰前差不多。回漲的效果之所以不大，是因為金集團國家的緊縮政策的關係，因為用金國商品價格跌落，使通貨跌價國家的商品價格的上漲比不上外匯的跌價。商品價格雖然不能漲到通貨所下跌的程度，但是因為金集團停止緊縮的關係，將來應當漲得多一點。

## 五 偶然的行動

通貨的回漲，和膨脹，安定，及緊縮一樣，是偶然的。國際間對於這種行動，並不加以調整。甚至就是在那些特定的國家，既沒有了解所引起的問題，亦沒有什麼有意的政策。除了美國之外，沒有一個國家，宣告牠所以採行回漲政策，是為要減輕債務負擔。美國之所以採行有意的回漲政策，唯一的理由，是因為負債階級在政治上得到了勢力。像英國那種國家，大部分的虛構財富是公債，在政治上並沒有主張用回漲來減輕這種負擔的。而英國公債過重的影響國民，和美國私債過重的影

響美國國民是一樣。唯一的不同，是美國虛構財富負擔的增加，使抵押品的負擔增加，而在英國則使租稅增加，這和虛構財富的關係，是普通人所不明白的。知道要想減輕過度虛構財富的負擔，必須大規模回漲的人並不多。可是發展的趨勢，是走向對的方向，雖然並沒有以這爲目標的有意的政策。

## 六 回漲的前途

回漲的過程，在今後的幾年間，似乎會繼續前進。美國所採用的那種巨大工事計劃，必然會加強回漲，即使牠對於國內的虛構財富的影響，大部分會被公債負擔的增加所抵消。如果預算不足所引起的回漲，能够使美國的商品價格大漲，如果上漲能够蔓延到別的国家去，則世界其餘的国家，會得到美國的便宜。至於美國，只有使物價漲得比公債的增加更快，纔能減輕債務的負擔，而這一點，只有再將美元貶值，纔能達到。

回漲在英國亦有很好的希望。物價水準，會跟着美國上漲，英國的回漲，或許可以因鎊價再跌而更厲害。大家都認爲英鎊是會跌價的，至遲是在大選前的期間。還有一種可能，便是財長因大選

期近，對於用錢，或許會寬鬆一點，因此英國會膨脹經費。如果大選的結果，是工黨勝利，鎊價的大跌，和大規模的經費，都足以加強回漲的力量。

英鎊集團國家的回漲，會追隨英國的回漲，雖然有些國家，打算行獨自的貨幣政策。譬如日本，因為軍備費的關係，會繼續大規模地回漲。

## 七 金集團的態度

問題中，一個最重要的未知數，是關於金集團的將來。我們在前章裏已說過，法國和其他金集團國家，遲早都會貶低牠們的幣值。這種行為，當然會增進回漲，不但是牠們自己國內，就是全世界，都要受影響。關於這一點，比爾加的貶值，是最重要的一步。

如果所有金集團的國家，都貶低幣值，如果通貨跌了價的國家，再行貶值，則將來通貨膨脹的範圍就大了。結局會引起商品價格大漲，或使真實財貨生產的增加，或物價和生產兩者同樣增加。結果虛構財富的絕對負擔和比較負擔，都會大大地減輕。另一方面，如果跌了價的通貨，安定在現有的水準上或現有的水準以下，如果金集團國家並不貶低幣值，則虛構財富負擔的減輕，一定有

限。這樣一來，雖然有美國和其他一兩國的努力，回漲亦不會徹底，因此虛構財富和真實財富間的比例，仍不能有充分的調整。這樣一來，要想消除不均衡，而不致引起騷擾，只有大規模增加生產。但是如果沒有適當的經濟上的計劃，很少有希望達到這種目的。

## 結論

### 一 貨幣政策的限制

過去二十年間金融史上的事實，可以用許多不同的方法來解釋，並且由這些解釋上，可以推出許多不同的結論來。有些人把這些事實，認作一種對於通貨膨脹的警告，另一些人卻認爲是對於通貨緊縮的警告，再有些人卻認爲是對於通貨安定的警告。所有這些結論，在某種意義上，都是對的，但是牠們只含有真理的一部分。其實無論通貨的膨脹，緊縮，安定或回漲，都不能單單根據近年來的經驗來判斷。這些行動，雖然各有牠自身的不利的地方，但是一九一四年以來的許多不利，都是因爲各種貨幣政策的計劃上和執行上有缺點的關係。最重要的，是一般情形使貨幣政策不能如意地執行。法國復辟期間的財政部長路易男爵，對他的閣僚說過一句話，常常被人引用，他說：「只要政策行得好，財政自然會好」(Faites moi une bonne politique, je vous ferai de

bonnes finances) 這句話現在還適用。貨幣政策即使計劃得怎樣巧，行得怎樣好，但是在一九一四年以來的那種環境下，仍是不能產生滿意的結果。

那些專門管批評這不安期間世界負財政責任者的人，須要記着貨幣政策以外的因素。凡想要攻擊歐洲各國政府，說牠們不該在戰時濫行通貨膨脹政策的人，須要知道，宣戰並不屬於貨幣政策，而那次戰爭，既是那樣大規模，要維持國防，只有用通貨膨脹的方法。最近有人提議，將來採行一種百分之百的戰時利得稅制度，來沒收戰爭所生的利得。雖然在計劃經濟之下，這種解決辦法，是可以研究的，但是在一九一四年那種自由的資本主義制度之下，絕對談不到。然而即使所有和軍隊訂合同的人，都不計較利得來供給財貨，政府經費亦還是會要增加，同時因為商品不足，結果使通貨膨脹仍是不能免。

## 二 基本錯誤

戰時和戰後的政治家們的錯誤，並不在於通貨膨脹，而在於他們以為膨脹的影響是暫時的。他們認為使公債增加幾倍是合理的，而同時他們的做事，仍和以前一樣。在一九一八年，各戰國國

以及大部分的中立國的公債，既然增加得遠超過一九一四年的數字，而貨幣政策卻仍原以恢復戰前平價爲目的，豈不荒唐。貨幣政策上的基本錯誤，不是在一九一四年當各國政府採行通貨膨脹政策的時候弄成的，而是在一九二〇年當牠們採行一種完全不顧膨脹的結果的政策的時候弄成的。「原罪」是在這時候犯的，成爲後來一切困難的根元。

一九二〇年，商品價格同虛構財富和真實財富間的新均衡，有一種相調整的自然趨勢，可是被各主要國家的財政當局所人工地阻止了。這是一個極大的錯誤，現在全世界還在吃牠的虧。固然要一九二〇年的政治家們，看到十五年後我們所認爲很明顯的事，未免太過分。當時的銀行家和政治家們，從十九世紀的教科書中或從戰前的經驗中學到，凡是景氣的時候，便要用提高再貼現率和限制信用的方法來制止，他們完全是依照這種教訓行動。而不知道在週期景氣和商品價格適合膨脹所造成的新形勢那種基本趨勢之間，有一種不同之點。他們的知力，仍是和一九一四年八月那樣原始，仍原和那時在倫敦提高再貼現率到百分之一〇一樣來提高再貼現率，以攪擾自然的調整過程。

### 三 無理的緊縮

一九二〇年攪擾調整過程那種基本錯誤，理由很多，其中一個或許是因為各國所需要的調整範圍不同的關係。美國所需要調整的範圍比較小，尤其因為當時大家以為戰時所增加的公債，因為協約國將要支付戰債，可以抵消大部分。無論如何，一九二〇年美國的公債和其他虛構財富的負擔，並不十分重，因為美國很富有。因此美國虛構財富的增加所需要美元跌價的程度比較小。英國的情形完全不同。內債超過了七十萬萬鎊之多，比起國內的物質財源來，是一種極大的負擔。而英國的自然資源，又比不上美國，所以不能希望在短期間內真實財富的增加會減輕公債增加的比較負擔。我們不能期望在幾年內國民所得會有大的增加，以減輕負擔。可是英國戰後的政治家們，卻認為英鎊的維持對美元的舊平價一事，是一種信譽問題。直到一九三一年，他們纔知道要維持這種威信，損失實在太大。

那些能够援英、美的例的國家，或那些自以為能够援例的國家，在一九二〇年以後，都採行通貨緊縮政策。那些不能緊縮的國家，便走另一極端，大事膨脹。如果把通貨安定在一九二〇年所跌



到的水準上，則許多膨脹國家或許可以避免再膨脹。

#### 四 濫膨脹

通貨緊縮的國家，是有意地緊縮，但是通貨膨脹的國家，卻有許多是迫不得已，而為貨幣政策所不能支配的。德國賠款負擔的過重，德奧匈等國政治上的騷擾，以及政府權力的弱小，俄國的內戰法國等的必須修理戰爭的損毀，這一切都是引起通貨膨脹的因素，不問各國政府想要行怎樣的貨幣政策，都抵止不住。當然有些國家，如果政府議會和人民協力抵抗膨脹，或許膨脹的程度要輕一點。但是另有些國家，那種不可抵抗的膨脹力量太大，如果加以抵抗，反會延長痛苦期間，而於通貨跌價的程度，並不能減輕多少。

國內政治上的騷擾，如戰爭等，亦是一種不可抵抗的力量，在牠的壓迫之下，膨脹亦是不能免的。那些國家的極度膨脹，正是因為這些因素，而並不是通貨膨脹政策所引起的。如果戰後使中歐和東歐各國發生通貨膨脹的那種政治環境再反覆一遍，則政府就是下極大的決心來避免，亦是免不了極端的膨脹。這一點是值得注意的。同時還有一點亦是很重要的，就是只要沒有上面所說

的那種政治環境，決不能再產生極端的通貨膨脹。

## 五 貨幣的膨脹和計劃

我們要知道，戰時和戰後貨幣上的膨脹，並沒有計劃過管理過，只讓牠自己發生。並沒有人爲了國民的利益來利用貨幣膨脹的創造力。單單因爲這個緣故，已不能引用戰後膨脹的例子來說通貨膨脹的壞話，不問膨脹的程度是怎樣和緩，甚至是生產的。有些人認爲一九一四年到一九二六年間的經驗，給了我們一個教訓，只要稍微離開正統派的學說，便應當極力反對，這些人完全誤解了戰時和戰後金融史上的教訓。極端通貨膨脹期間的金融上的經驗，可以說是對於戰爭的警告，對於革命的警告，對於向戰敗國要求賠款過多的警告，可是決不能說是對於通貨膨脹政策的警告。牠對於不受統制的膨脹（不管是和緩的或是極端的），是一種警告，對於專爲不生產用途的膨脹，是一種警告，對於自由資本主義制度之下的任何膨脹，是一種警告。

一種通貨膨脹政策，如果是爲了生產的用途，而且在相當限度以內，就可以說是一種建設的有益的政策，但是這種膨脹，只有在一種計劃經濟制度之下，纔沒有害處。如果在放任主義的經濟

制度之下，貨幣的膨脹，只能引起投機式的景氣，生產過剩，以及各種不均衡，早晚會引起物價的暴落。通貨膨脹的必然會引起壞結果，不僅是因爲當時的政治環境的關係，不僅是因爲用不合科學的方法專作不生產用途的關係，而且因爲是在一種自由的資本主義制度之下的關係。要中央政府能够支配生產和分配，貨幣上的膨脹，纔能永遠增加人類的福利。在自由的資本主義制度之下，通貨膨脹的風險很大，而景氣後的物價跌落，足以掃滅景氣期中所造成的好結果。那些主張在一種無計劃的經濟制度之下來行通貨膨脹的人，是很不徹底的。

## 六 爲什麼通貨安定會失敗

如果通貨膨脹失了敗，那麼通貨安定亦可以說是失了敗。理由是相同的。在一九二五年和一九三一年之間，政治上的因素和政治金融上的因素，完全是在一種不安定的狀態中。在那種情形之下，假裝着一切情形是如常或漸漸會回復常態，那是一種自欺。又通貨安定和通貨膨脹一樣，執行的方法，很不合乎科學，毫不顧慮各種基本因素。而這些因素間如果不均衡，則安定決不能持久。安定的水準，亦選得不好，沒有考慮到虛構財富對真實財富的膨脹；沒有考慮到各國物價水準間

的相差；沒有考慮到世界黃金供給量的不足，和因為黃金分配不均的關係有些國家的通貨在技術上的弱點。沒有經濟上的計劃，漸次的調整是不可能的，不均衡又沒有消除的希望。在計劃經濟制度之下，或者可以漸次增加真實財富的數量，使虛構財富的增加量還不妨存在。但是在放任主義之下，那種調整是不可能的，因為生產的增加，必然會造成投機式的景氣，結果必然會引起物價的暴落。在一種計劃經濟制度之下，可以消滅各國物價水準間的差異。但是在放任制度之下，各種影響物價的因素太固定了，不能自動地調整，而且完全不受當局的統制。

有了這些事實，通貨安定，當然會失敗。但是從一九二五—三一年間的經驗中，推論說通貨安定本身就不對，則和說通貨膨脹本身不對是同樣的錯誤。在有些環境之下，通貨膨脹，於人類是有益處的。要造成這種環境，政治上要有相當的安定，通貨的安定水準要選得正當，並且要用經濟上的計劃來維持這種安定。

## 七 通貨安定可以造成景氣

沒有經濟上的計劃，不但通貨膨脹，就是長期的通貨安定，都會引起投機式的景氣。如果在許

多年間，商業活動沒有通貨緊縮來阻礙，人性得以自由發揮，世界會陷於一種樂觀論，引起狂亂的賭博。在自由的資本主義制度之下，要避免這種景氣，唯一的方法，只有常常行一種和緩的通貨緊縮政策，以防止繁榮。這是正統學派的人所想要達到的理想。他們要貿易停留在最低點上，纔覺得快活和安全。他們認為，貿易稍有恢復，便馬上應當以緊縮來制止。他們認為在放任主義制度之下，這是防止恐慌的唯一方法。換句話說，如果我們拒絕繁榮和進步，如果我們放棄發明會改進生活標準的希望，那麼我們便可以感到安定。如果我們滿足於生活的最低水準，就不冒再變壞的風險。在放任主義制度之下，我們只能選擇下列二者之一，即貧困經濟學，和足以使人類進步的經常變動。通十九世紀，這種瘡癩式的進步，在結局產生了很好的結果。但是戰後的情形改變了。因為虛構財富增加，基本不均衡的發展，以及戰後國際金融制度的複雜等等關係，景氣和物價暴落的範圍和程度，會比戰前要大許多倍。在自由的資本主義之下的這種變化了的情形中，所謂安定，只是永遠的不景氣。只有在計劃經濟之下，安定纔能和進步共存。

## 八 有計劃可以減輕通貨緊縮的弊害

通貨緊縮是自由的資本主義制度的必然的弊害。在這種制度之下，只有限制信用，纔可以制止投機式的景氣，生產過剩或貿易過度等。在這種制度之下所能有的進步，只有由生產增加和生產成本減低，使物價跌落，纔能達到。另一種方法，是把進步的利益，由增加工資而移到消費者身上去，但是這種辦法在放任制度之下是行不通的。美國的新政的的主要目的，便是想得到這種解決。

我們以為通貨緊縮本身，便是一種弊害，一點好處亦沒有。在計劃經濟制度之下，牠的弊害，可以減輕，因為各種所得和物價容易調整。但是計劃經濟可以更進一步，而減少通貨緊縮的必要。可就是是在計劃經濟之下，通貨緊縮仍是常常有必要，以便糾正計算錯誤的影響。如果發覺分配於消費者們間的購買力，超過了現成的財貨的數量，那麼只有一齊減小購買力來調整，不過提高物價以回復均衡的辦法，或許更好些。

### 九 通貨緊縮並不是不能避免的

在一九二九和一九三四年之間，通貨緊縮的發生，和以前那些期間的通貨膨脹和通貨安定一樣是偶然的。經濟上的計劃，可以減輕通貨膨脹和通貨安定的惡影響，同樣亦可以減輕通貨緊

縮的惡影響，但是通貨緊縮無論在什麼情形之下都不會有益處。近年來金融上的經驗裏的一個最重要的結果，是人類知道了通貨緊縮的破壞力。而且那種破壞的結果，並不是不可抵抗的，因為這和極端的通貨膨脹的情形不同。如果一個國家是在戰爭中或在革命中，或是如果要支付巨額的賠償，那麼只有行極端的通貨膨脹。但是無論在什麼情形之下，都不會迫於行過去五年間那種極度的通貨緊縮。如果那種通貨緊縮所發生時的環境從新反覆一遍，挽救的方法，完全在我們的手裏，那些使通貨跌價而不使通貨繼續緊縮的國家已經證明了。如果仍原相信正統派的那種觀念，以為「無論如何，我們必須保持通貨對黃金的現有平價」，那麼只有作通貨緊縮的犧牲者。

#### 十 回漲要有計劃

通貨回漲已證明了是挽救通貨緊縮的方法，雖然至今還沒有恢復原態。現在的回漲還沒有達到一種成熟的階段，所以我們不能明白地決定牠的好壞。但是牠正和通貨的膨脹安定和緊縮一樣，受有同樣的阻礙，即一般情形不安定，執行上隨隨便便，又沒有經濟上的計劃。如果有計劃，而且是一種國際間的計劃，一定可以得到回漲的充分利益。然而事實上我們只能得到一般情形於

這種實驗不利時所能產生的利益。

有一件事是一定不變的：如果回漲沒有計劃，而且執行得不更合乎科學一點，本身恐怕不能救濟虛構財富過多的弊害，如果經濟制度全體沒有計劃，結果會再引起一九二九年的情形。或許近年來的經驗所給的教訓，還不够使人類看清計劃的重要。通貨回漲使各方都有改進，許多國家對於合理的計劃亦有進步，但是接着一定會重陷於經濟上的自由所附帶着的一切弊害裏去。那樣一來，世界會要得到另一個教訓，使牠明白演進的趨勢是走向那一方面，這種教訓的來到，只是時間問題。

## 十一 正當的貨幣政策

在放任制度之下，在戰後那種情形中，無論什麼貨幣政策，都不能產生滿意的結果，這是很明顯的。那麼假定高度的放任，繼續存在，什麼制度能够產生壞處最少的結果呢？據正統學派的人的意見，我們要自救，只有回復金本位，最多作一些不大重要的變動。他們以為我們的貨幣政策所應當根據的原則，是使貨幣單位維持對金價的比率，一方面極力防止商品價的過大變動，但是如果



通貨對內的安定和在國際間的安定，只能選取一種的時候，則我們應當毫無疑地犧牲前者而取後者。據各種急進派的人的意見，或是完全廢除金本位，否則通貨的平價就應當根據商品價格指數而變動。他們以為貨幣政策的目的，應當是維持國內物價水準的安定，即犧牲對外匯價的安定，亦在所不惜。上面這兩種辦法，都有不便利的地方。

可是我們有一種中間的辦法，可以連合兩者的好處，雖然不能說可以消除牠們壞處，但可以使其減少到最低限度。這種辦法便是採用金本位，可是隨時得以變更平價。財政當局在通貨的匯價安定的時候，當極力維持商品價格的安定，但是當受到嚴重壓迫的時候，仍不惜犧牲通貨的對外匯價。這種制度和通貨的金值由商品價格指數來決定的制度不同，我們提議的制度，對於商品價格的小變動，是可以不管的；只有遇到大變動纔應當改變平價以求適合。最重要的，是不要再發生一種情形，使財政當局認為應當作極大的犧牲，來維持現有的平價。

如果真想公平地來採行所提議的制度，則在決定以前，必須徹底貶低各主要國家的幣值，並且極力使其安定在牠們的經濟上的新平價上。這樣一來，各主要國家的物價水準間的變態的差

異，就可以消滅，虛構財富和真實財富間的不均衡，亦可以減小。如果沒有這種準備，新制度所受的試鍊，未免過於苛重。好在這只是一種暫時的辦法。永遠的辦法，還是在於經濟上的計劃。