

著名世界譯漢

# 穩定貨幣運動史

(下)

費雪著  
譚秉文譯

商務印書館

Irving Fisher 著  
譚秉文 譯

漢譯世界  
名著

穩定貨幣運動史  
下

商務印書館發行

## 第七章 聯邦準備制度（一九二〇年以後）

欲明瞭穩定貨幣運動之歷史，必須明瞭聯邦準備制度影響於美國物價水準之程度，尤須明瞭一九二二年至一九二九年間美元購買力之較爲穩定，是否由於聯邦準備制度官吏之自動的努力所致，抑或此種穩定在聯邦準備制度所不能控制之情況下發生。

此種爭辯，在通貨穩定討論會中出現。一方面爲聯邦準備制度官吏，反對通貨穩定之款條，其根據爲彼輩已盡其所能爲之，然終未能確切穩定物價。他方面爲穩定貨幣擁護者，彼輩謂聯邦準備制度具有穩定權力，並有時使用之，唯有時則失敗，因法律未強迫彼輩於穩定之特殊目的發揮其權力也。

### 第一節 一九二〇年之通貨收縮

一 財政部長之支配聯邦準備政策

戰爭結果，躉售物價自一九一三年之一〇〇，迨乎一九一九年升至一九六。物價高漲，隨而發生一切真正通貨膨脹之徵兆；生活費高昂；物價上漲較工資為速；不正當利得；投機等；於是貨幣制度負責者，漸感環境之困窘。聯邦準備局局長赫定（Governor Harding），遠在一九一九年八月時即亟盼貼現率之提高。（註一）然在特殊戰時立法下，聯邦準備政策多取決於財政部長，彼自然需一較低利率以減經政府借債之成本也。一九一九年聯邦諮詢局（Federal Advisory Council）開會，再度考慮重貼現率是否應提高之時，財政部次長李芬維（Leffingwell）出席該會，提出異議，因此舉足增加其籌募「自由公債」（Liberty Loan）之困難也。即貼現率之提高，將使債市受不良影響也。氏謂一九二〇年後，財政部將不再反對貼現率之提高。由是該局不得不將提案擱置。（註二）

二 信用收縮之原因

使聯邦準備制度官憲驚駭者，不僅此通貨膨脹一物而已。據若輩意見，物價上漲似由於戰爭

結果財貨稀少而不由於信用通貨之供給過剩。故驚駭之真因，蓋因聯邦準備制度金準備接近法定最低額四〇%至三五%。避免達到此限度以及維持金本位之心理，恐為彼輩毅然收縮全國信用及通貨之最有力原因。

在此種情況下，一九二〇年一月二十三日，十二準備區中之五區，其商業票據貼現率自四·七五%提高至六%，二星期內其他七區亦採同一步驟。同時聯邦準備局「力陳取締不必要放款，以及使銀行恢復其隨一國工商業需要而伸縮放款之地位之重要性。」（註三）此為一九二〇年一月六日，代表二十五家清算所之銀行家會議時，赫定氏所用之語句。

此舉僅影響於小部分農產品，躉售物價水準，仍繼續上昇，至一九二〇年五月達二四七之最高峯。（註四）聯邦準備局決以更激烈手段防止信用之再行膨脹。職是之故，一九二〇年五月十八日，準備局在華盛頓召集會議，出席者不僅該局委員，聯邦諮詢局全體，委員聯邦準備銀行之甲級董事亦參加，共同草擬一計劃。

赫氏在此會議之開會致詞中，解釋防止膨脹之需要，因金準備漸減至法定最低額也，又陳說

「爲一般經濟福利起見，」公衆「犧牲」之必要。

氏曰：「吾人之問題……在乎防止膨脹之發展，以使債務清償維持常態及安全，不致引起主要生產之減少，產業之動搖，並在可能範圍內，力避擾亂合法之工商業……。」

「聯邦準備銀行〔金〕準備平均數，目下爲四二%，本年首則爲四五%，十二閱月前則爲五一%。欲解決當前問題，皆賴各銀行與公衆之協力。凡犧牲私人利益而有裨於一般經濟福利者，皆當爲之。恢復戰時作事精神，一致協力增加生產，增加積蓄，減少消費……。」（註五）

赫氏將收縮信用，減低物價之責，歸諸加盟銀行身上。

氏解釋曰：「……聯邦準備法中，並未規定聯邦準備銀行，應作何項投資，或貼現何項特殊票據或特類票據……敝局以爲……最好由加盟銀行自身考慮其臧否……。」（註六）

赫氏之言，頗足代表此次會議。準備局全部委員贊成氏收縮信用之主張。即不甚同情於通貨收縮之通貨總監威廉士亦曰：

「……斯事極關重要，各私家銀行，除提倡節省而外，應各以慎重之手腕收緊錢袋之繩，以期

實現一適當且合理程度之收縮……」(註七)

### 三 參議院決議案

在此會舉行前三日，依理諾州參議士麥考密 (Medill McCormick) 在美國上院提出一案，並獲得通過，研究聯邦準備局對於信用及通貨不正當膨脹作何處置之問題。此決議案提交於準備局時，適值舉行此重要會議，徒足促進準備局之努力而已。誠然，輕度之減低通貨固所需要。惟當時發生者並非輕度耳。

其後人多嚴厲批評聯邦準備局，謂其爲一九二〇年至一九二一年通貨收縮之主動者。農民喪失土地者以千萬計，勞動者失業者以百萬計。十二年後，前參議士奧文氏在議會委員會席上竟謂「麥考密議案之主動者，爲聯邦諮詢局及聯邦準備局背後之大金融家。在秘密會議中，通過斯種理論……」(註八)

在另一方面，赫定氏在其著作中，則謂參議士麥考密提案對於聯邦準備制度並無影響，在此案提出前聯邦準備制度已決定其政策也。

「……平心靜氣而論，故參議士麥氏提案於準備局之政策實無關與，準備局政策早已決定，會議前一日參議院之採行此案，……僅係偶然巧合而已。」（註九）

然而一九二八年五月二日議院委員會通貨穩定討論會席上，米勒博士為聯邦準備局辯護，將一九二〇年通貨收縮全歸咎於國會曰：

「余以為一九二〇年聯邦準備制度之困難，實屬一種暴躁行為——即因國會以一上院決議案擾亂聯邦準備制度之神經所致。」（註一〇）

唯米氏旋即修正其見解，將責任平分於國會及銀行家之間，銀行家則唯聯邦準備局之馬首是瞻也：

「當時聯邦準備制度之錯誤，不在乎聲明此事之無益，並自身擔負該項責任，此等事情多少受投資界銀行界心理影響，以及上院心理影響也。」（註一一）

#### 四 信用收縮之實際

一九二〇年五月十八日會議所着重者，為聯邦準備制度是否有權穩定物價水準。聯邦準備



局之實行其「道德上忠告」斯爲首次。此事證明，在華盛頓發動而爲全國萬家主要銀行所擁護之政策，實足影響於全國通貨狀況。一九二二年五月二十三日卡里芳尼亞州衆議士史維般（Wingo）在下議，對於忠告之效力，作逼真之描寫：氏述其個人經驗，當時聯邦準備局命令卡州銀行停止貼現票據。

「余出席於敝處埃爾遜特洛（El Centro）舉行之南卡州銀行界會議，時一九二〇年十月中旬也，當時三藩市聯邦準備銀行代理總裁迪氏（M. A. Day），代表該行演說，報告行方着其報告之消息。氏對到會之銀行家言，勿再放款於農民，免彼輩收穫後把持其產物。如彼輩爲之，聯邦準備銀行對該項交易之票據拒絕重貼現。氏謂各農民應於收穫後出售其所有產物，如其自身有現金時則不拘此，蓋不論市況何若，聯邦準備銀行不資助農民把持其產物也……」

「斯策之自然的，邏輯的，必然的結果如何，夫人而喻。苟收穫時全部產物拋售市上，市況自趨疲跌。投機者可『賣空』或『買空』。聯邦準備銀行慎重其事而『賣空』結果致成市場破壞，——不僅破壞市場而已，且毀滅農民……」

一九二七年康門士教授，在議會委員會穩定通貨討論會席上，曾引述史維般議員之言，云：「苟彼輩當時能爲之，曾否亦施於他項商品，又同一制度是否可用以穩定貨幣與『穩定物價？』」（註一二）

如聯邦準備局僅防止通貨膨脹，而產生輕微之低落傾向，以獲得較適當之物價水準，則未始非穩定通貨。惟遠在物價水準低落，而相當程度之後，七%之高利率及其他信用限制手段，仍然維持，通貨收縮於以發生。聯邦準備局似舍保護金本位外無他念，更不顧及此舉對於農、商、工業之影響。

物價水準低落始於一九二〇年六月，一九二〇年十二月已自五月之二四七最高峰降至一七九；然七%之貼現率直維持至一九二一年五月五日，然後紐約始減低貼現率爲六·五%。同時指數降至一四五。其後貼現率於一九三〇年六月十六日更減爲六%，七月二十一日爲五·五%，一九二二年六月爲四%。

準備局是否舍獲得一較合理之收縮通貨外無他求，不得而知。然彼輩之行動，結果發生悲慘

之通貨緊縮則無可置喙其重要之意義爲此係聯邦準備制度有極大權力以影響物價水準之明證。

### 五 收縮之非貨幣的解釋

聯邦準備局顯然不能預見其通貨收縮政策有效之程度。如社會大眾然，該局認爲戰後物價水準高翔，其主因爲財貨不足。物價低落之結果，市場滯貨充斥，聯邦準備局於一九二〇年年會報告書上，「謂此種現象主因不在貨幣方面。彼輩謂該年係『反動』之年，而所採取之步驟，並不產生通貨收縮，惟……防止以非常速度進行之膨脹而已……」報告書繼續曰：

「當時之漸次膨脹，至一九二〇年首生產量大增，鐵路方面未能供給適當運輸設備，使客貨上下之處擠擁非常且劇烈。此事一部分係由於各季之非常寒冷，一部分則因生產增加，輸送之貨物增加所致。凡此種種，使商品屯積至去年春末夏初，氣候轉佳，運輸較便，大量滯貨輸至市上，其售價自較早日達到分配者手中或在尋常狀態下爲低也。」（註一三）

然一九二〇年一月六日赫定氏對銀行家之演詞，意見稍有修改。氏謂：

「吾人今日既恢復戰時金融時期，並趨於常態之銀行政策，然在一二年內，或最近將來，希望銀行情況恢復於戰前之常態標準，實不可期。

「欲實現此種情況，必待生產增加，公私支出減少後，政府債務大減，而其餘則俱為投資之大眾吸收時。此種步驟，實需相當時間及忍耐者也。然吾人目前可籌劃政策。吾人須有一確切政策。」  
(註一四)

新政策之第一步驟，為準備局實施激烈之通貨收縮，使美元恢復於「健全」金本位基礎上，使千萬美國人民破產。同時證明聯邦準備制度確足影響於美元價格，甚至金元價格，至其影響減否則姑置勿論。

## 六 農業考察團

農民考察團 (Agricultural Inquiry) 聯席委員會討論會記錄三巨冊中，記述一九二〇年通貨收縮之真相。(註一五) 此委員會組織之目的，在乎研究農業衰敗原因，書中多為農民代表意見。申訴其生產品分配費用之昂貴，及物價暴跌之惡影響。聯邦準備制度官憲，其著者如赫定氏及史

德朗氏均出席，發表詳細談話，批評聯邦準備制度之運用。

討論會中最有趣部分爲威廉士之意見，威氏曾任通貨總監，斯時爲聯邦準備局當然委員，將通貨收縮完全歸咎於聯邦準備局。氏謂彼曾屢次請求準備局，一俟物價停止上漲，即變更其收縮通貨策。氏謂以迅速之舉動，當可防止物價之暴跌。曰：

「余曾屢次明言，過去二年間，準備局及準備銀行之緊縮政策，其於抑制通貨膨脹及穩定價值，甚爲有效且有利。唯當昇勢停止，跌勢開始之際，聯邦準備局未悉是否由於惰性抑不能明瞭事實之意義及環境迅速變化之故，竟爾失敗。準備局同情心之缺乏，以及未明毅然以全力對付一種需要迅速精明之行動以處置之環境，在余視之殊不可寬宥。

「余確信苟局方明瞭一九二〇年八月九日，同年八月二十六日，十一月十八日，十二月二十日，十二月二十八日不佞提出之簡賅之通訊及備忘錄中所載之重要提示，建議及忠告，修正其政策及手段以應付並適應工商界金融界所發生之巨大變遷，則該局可如余一九二一年四月十五日在華盛頓之演講中所謂『使吾人不致遭顛沛痛苦之物價低落之殃，以及種種困難及失敗。』

可使價值之低落較緩和而有規律，不致劇烈而驟發，使商業流通較平穩，如是生產者之損失，可於其成本方面之減輕獲得抵償……」（註一六）

從上述語句中，可知聯邦準備局委員如何相信準備局及準備制度予美元以（不良）影響，以及如何可對美元作（有利）影響。

在他方面，準備制度官憲，則謂準備制度關心者僅為「健全信用狀況」之維持，統制物價水準並非其責。

此等討論會討論之問題，雖多由於美元不穩定而發生，然穩定貨幣運動之進展，尙未足促成通貨穩定立法，以防止此等劇烈波動之再現。

## 第二節 聯邦準備制度對通貨穩定之意見

### 一 各聯邦準備銀行總裁之意見

一九二二年至一九二九年間，聯邦準備制度之所以維持較穩定之物價水準，當歸功於紐約

聯邦準備銀行總裁史德朗指導有方。從氏在通貨穩定委員會發表之言論觀之，氏並非公開主張穩定物價水準者，惟氏以爲此穩定殊爲有利，並意識的運用準備制度之權力以達此目的而已。一九二三年氏尙抱下列意見：「……固定物價之權責，……從未，吾亦希望永不付諸本國之機關或銀行。」（註一七）

然氏所指者爲固定個別物價，抑穩定物價水準，則不得而知。氏所指者似爲物價之固定。從下列言論中，可見史氏甚贊成一般的穩定，並相信銀行界藉其信用供給之控制，於實現此種穩定有重要之貢獻。

「本國及全世界所需者，爲穩定——社會的，政治的，經濟的穩定；穩定之思想，習慣及方法。目前銀行界之貢獻，即爲達到穩定之一部分，此部分固亦有效者也。其最佳之政策，爲供給足夠之款項，而不致過多，——足供合法的企業之用，對於僅需要低廉無窮款項之供給，而不慮及其結果之輩，則不能使之滿足也。」（註一八）

然史總裁不以爲物價水準爲決定信用政策之唯一適當基礎。氏以爲中央銀行於決定進行

方向時，應參證其他指數。氏曰：

「信用既爲影響物價水準原因之一，故物價水準亦應爲決定信用政策原因之一。此外尙有影響於物價之諸多因素，故應有其他決定信用政策之原因。茲請列舉一二：

「勞動均受雇乎？財貨堆存額增乎減乎？生產已盡一國之力乎？運輸機關徵稅重乎？投機發生於生產與分配過程中乎？買賣之委託或重委託已登帳乎？票據到期卽付款乎？人民浪費乎？信用擴張乎？市場利率較準備銀行利率高乎低乎？」（註一九）

史總裁對通貨穩定運動最大貢獻，在乎發見聯邦準備制度公開市場之權力。當氏從實際經驗認識聯邦準備制度，在何種程度內，以公開市場上買賣證券手段，影響於金融市場之後，——此種步驟通貨穩定論者在理論上早有提議，——氏將召集最重要之準備銀行之總裁，組成一公開市場委員會，以使此等權力用於最有利之一途。（註二〇）

一九二八年（上已述及）史總裁幫助起草一提案，以指示聯邦準備制度運用其權力，以維持美元購買力之穩定。於此證明氏已稍事變更其對此問題之見解，認爲準備制度之獨斷權力有



加以限制之必要。

通貨穩定論者常謂，苟史總裁在世，經濟恐慌將不致若是深刻化，——或永不致發生；氏於一九二三年既防止通貨膨脹，並使用準備制度之權力以維持穩定，一九二九年至一九三〇年氏亦將可以有力且迅速拱施，維持穩定。氏逝世後書桌抽屜中所檢出之短語，或最足表現氏之為人。

「本行總裁台鑒：請毋忘本行之設立，係爲雇主及工人，生產者及消費者，進口商及出口商，債務者及債權者服務，爲全國福利着想。」（註二一）

吾人早已知悉費城聯邦準備銀行總裁諾理士（NORTH），係反對一切干涉「物價運動」舉動者。（註二二）惟在此次，氏稱聯邦準備制度雖非職責所關，然已盡力防止物價水準之極端變動。易詞言之，氏固相信穩定貨幣之需要爲不合理，然準備制度早已穩定之。氏曰：

「吾人目前雖不負有此責，反之，聯邦準備法案中雖刪去此項款條，使吾人卸去此責，吾人實際上——吾以爲國內不相信者大有人在，——已本諸良心從事，在各區域中各盡吾人所能。吾人認識物價極端變動之惡影響，苟吾人權力量所及，吾人已盡力爲之，雖無一定之目的，亦不以此爲吾

輩主要之目的或目標，然已力爲之矣。」（註二三）

紐約聯邦準備銀行總裁赫理遜（Harrison），爲史德朗總裁之繼任者，似能蕭規曹隨。從下列赫氏言論中，可備知氏以爲中央銀行應如何對付私家銀行之擾亂政策，以維持穩定。

「聯邦準備制度或任何中央銀行，應採行與諸銀行相反之政策，幾爲不可避免之事。當彼輩膨脹通貨時，吾人加以抑阻，當彼輩收縮通貨時，吾人增加之。鄙見以爲此爲吾人應作之事。」（註二四）

「余甚願運用準備制度以維持物價及商業之穩定，苟此爲吾人能力所及，吾人毋庸承諾將完成何種結果，亦毋庸國會命令吾人應完成何種結果，因余不相信信用爲統制物價水準之唯一手段也。」（註二五）

波士頓聯邦準備銀行總裁（前任聯邦準備局局長）赫定氏，反對史德朗提案，其根據爲倍大責任不應加諸任何機關之上：「以統制金融市場之權歸諸少數官吏手中，縱屬有利，亦殊不智。此倍大責任，加諸任何機關身上，均難期勝任。」（註二六）

氏由此推論，「聯邦準備制度不應從事統制金融市場，唯導之於正軌而已。」

## 二 聯邦準備局與聯邦諮詢局

聯邦準備局在通貨穩定方面之地位，可於其第十次年會報告書中覘之，此中敘述一九二三年之工作情況。

準備局宣稱，通貨穩定在執行上策略上雖屬可能，然以其他方法或可獲得較佳效果。

書中云：「以物價指數為根據，將發生之執行上難題，以及以物價為基礎之信用統制制度所發生之政治上困難，姑置勿論，吾人不相信其產生之結果，較諸其他正確而可行之方法更佳。敘說此項時，敝局並非未顧及年來諸多事證，即物價劇烈變動所發生之經濟上及商業上困難也。唯吾人不能忽視，物質變動之原因繁多，不受信用制度影響者尤夥，以物價為根據，使用一種信用制度以實施統制信用之業務，其能勝任者未之有也……」

「任何統計上之方法，不論如何精心擘劃者，決不能視為信用統制之適當根據。信用純為人類社會產物，為社會心理及感情之反映，——社會之希望，恐懼，期望。商業及信用狀況，時刻為此等

無形因素影響。此等因素係渺茫不可捉摸者，不能納於何種機械公式中，然此等因素因不適合統計實驗之方法，故既非不存在，亦非不重要。」（註二七）

一九二六年聯邦諮詢局反對穩定通貨立法，因其意見以為準備制度之權力並不適宜，且如個別物價或物價之羣變動，穩定之努力徒使信用政策變動而已：

「敝局之意見，安定物價水準，不能以貼現率及公開市場政策之手段完成之。大體言之，商情之主要狀況，不受聯邦準備銀行之控制。抑有進者，苟聯邦準備制度負責以其權力維持物價水準之穩定，敝局以為此舉甚為危險。物價指數僅代表一種平均數，某種物價高昂，他種物價低落，在過去若是，將來亦復若是。一旦發生此種情況，各種企業利益即衝突，準備制度將受不利之壓迫，有時利於某種商品，他時又利於他種商品。」（註二八）

聯邦準備局米勒博士之諸種言論頗饒趣味，因此中表現米氏態度之動搖與閃爍不定也。一九二一年時米博士顯以通貨穩定為合理之要求，穩定計劃之技術上細節亦可籌劃成功。

氏書曰：「以物價指標代替準備率為貼現之根據，雖為一抽象理論，然在經濟上功績殊大。輓

近美國乃至於世界各國之努力修正物價，均偏重物價穩定。並非由於不可避免之自然原因所發生之物價波動，影響甚惡，對於生產者消費者均有損失。近年痛苦經驗之結果，就目前之信用及銀行機構之運用方面加以研討，以獲得信用政策之指標，庶使社會人士不致遭物價水準騷動之殃，殊不足怪……。

「就理論方面而言，聯邦準備制度可就當前物價變動而決定信用政策，以減輕其週期波動，實可想見。此舉雖使信用統制發生若干新難題，然苟公眾輿論贊同之，則以物價指數為根據之信用統制計劃之技術，不久必可成功而可施諸實際。」（註二九）

又於討論「聯邦準備信用政策」之時，米勒博士幾可視為穩定貨幣協會之代表。氏作下列談話，贊成一種既不膨脹又不收縮物價水準之信用政策：

「……吾人應誠意設法避免通貨收縮，一如吾人應避免通貨膨脹然。吾所謂通貨膨脹係指信用擴張，而使一般物價上昇而言。吾所謂通貨收縮，係指信用受抑阻而發生物價低落而言。良好之經濟信用政策，將於此二危險沙灘間擇適中之航線……」（註三〇）

然當討論將此穩定原理制爲法律時，米博士態度全變。一九二八年五月，氏於議會討論會席上，顯以爲上述合理之信用政策爲擾亂自然律者。

「……鄙見以爲，以物價指數控制聯邦準備信用之變動，甚類以寒暑針控制天氣……君等之物價指數，係提示變動甚緩慢者。實際騷動之後，久之指數始能表示。」（註三一）

米博士其他類似言論，已見上述。

聯邦準備局局長梅雅氏，其在衆議院銀行通貨委員會小組委員會所發表意見，曾爲全體委員同意，（註三二）對於通貨穩定之旨趣完全同情，曰：

「……余以爲銀行制度之完善，以及在某種範圍內，通貨及信用數量之統制，爲獲得物價水準穩定之重要條件。」（註三三）

然梅氏所謂穩定究何所指，則不易臆斷。小組委員會若干委員問曰：

「關於達到君之所謂穩定問題，請加說明……」

其下爲氏之答案：

「議員先生，在經濟方面而言，余不信君等確欲獲得一面面週到之靜態狀況。不論各人以某種穩定狀況爲理想，余以爲一旦來臨，則商人將求百尺竿頭更進一步……」

「此並不影響於相對穩定的適宜性，以及波動範圍之應加限制之事實。是故，余以爲君與余意見無甚出入，余之特別區別之者，僅因余不相信人類需要一種靜態狀況耳……」（註三四）

### 第三節 聯邦準備政策

#### 一 確切政策之缺乏

聯邦準備制度著名職員之上揭言論，顯然證明準備制度之不公開使用物價指數爲決定信用政策之根據。準備局並未公布任何確切之政策，故吾人不知準備局之決議案係受何種影響。準備制度之若干職員雖顯然反對爲一種政策所束縛；然彼輩實欲設立一傳統政策，如英蘭銀行然，雖有獨斷之勢力，惟其進行係根據一有永久性之理論。誠如史德華（W. W. Stewart）在某次討論會席上所謂，聯邦準備局亦有其政策，唯未確言係何種政策耳。

「……余感覺常謂聯邦準備局缺乏政策者，係以該局未宣佈其意旨之事實為根據。吾以為宣布意旨與政策截然不同。行動之一貫與存績，並毋庸意旨之宣佈，至於同一動作在各種不同之環境下可產生不同結果，則須加以判斷及辨別也。」（註三五）

赫里遜局長另一次謂：「準備制度以動作宣示其政策……」（註三六）

米勒博士遠在一九二〇年曾謂：「……余再述之，吾人主要任務在乎對付局勢及環境，不在研討理論。」（註三七）

申言之，準備制度欲因時制宜，絕對自由決定其政策。然而追溯既往，可知準備制度之決定其信用政策，實受一定之原理所影響也。

## 二 國際金本位之恢復

此等因素之最要者，厥為促使國際恢復一有效的金本位或金匯兌本位之希望。一九二〇年收縮政策之施行，維持金本位之慾望，實為厲階。聯邦準備制度反對通貨穩定之職員，均贊成再行建立一有效的國際金本位，且除米勒氏外，均未慮及此策將引起金之短絀與金偏在，以及金價對



物價之不安定。穩定貨幣主張者以忠告謂，此等惡果有發生之可能，彼輩毫不置信。

史德朗總裁，極信仰金本位之利。美國對於希望恢復金制諸國之予以援手，其賴化之力，或尤甚於聯邦準備制度其他官吏之力。從下列言論中，可見氏相信，除非全世界恢復戰前之金本位，聯邦準備制度在各方面均不能發揮其效能：

「在戰後各國黃金不能自由移動局面下，欲運用一種銀行制度，而希望藉國內外物價之調整，產生之相當程度之自動的穩定，實不可能。在吾人恢復黃金自動流動前，此種流動可影響銀行準備金，並使由於準備金喪失所發生之自動的反動生效者也，在此時期未達到之前，吾人自不能滿意於聯邦準備制度之一切。」（註三八）

「……金本位制度之於防止信用通貨過剩，較諸放棄金制為有效，在後者之場合，貨幣之發出，一任人類決定之，毋庸以金為兌換，——君其明其區別乎？至乎金本位之為物，則對於判斷力之限制甚為正確，而對於錯誤之判斷之處罰則甚迅速也。」（註三九）

揆其實，聯邦準備制度職員之受史總裁影響，封存黃金，不使之對國內物價水準發生自然膨

脹作用，斯然後爲一種較合理之判斷。

赫定氏在穩定貨幣協會聚餐會席上，討論史德朗議員提案時，亦謂恢復國際金本位爲第一着：

「……吾人不能忽視世界物價水準，吾以爲穩定之第一着，應力謀戰時被迫放棄金本位諸國恢復金制……。」（註四〇）

米勒博士，亦公然贊成世界一致恢復金本位，氏以爲即使以物價水準之穩定爲根據，此法所生之結果亦較他法爲佳。

「在過去半年間，恢復金本位運動甚力，在短期間，三數重要商業國家亦將恢復金本位，而黃金再度成爲重要之調節器與穩定器。據不佞意見，苟斯時來臨……吾人將可獲得戰前金本位所產生之結果，苟以物價水準之穩定爲根據，或較諸其他任何人工的手段或方法，或種種代替物所獲得之結果爲佳。」（註四一）

米勒博士有見於一致恢復金本位，將發生金之爭奪戰；氏並見及聯邦準備制度既擁有鉅額

金貨，對欲恢復金制諸國負有責任。氏謂，如不考慮及此項因素，或將發生破綻。

一九二八年聯邦準備局之週年報告書，曾頗以準備制度之援助各國恢復金本位，引為自豪：「在一九二四年至一九二七年金本位重建之時，聯邦準備制度之信用政策，贊許金之再分配，故對於金本位之維持實有貢獻，間接對於世界貿易亦有貢獻也。」（註四二）

然亡何贊美此聯邦準備制度使金重行分配之信用政策之米勒博士，對此竟成爲一嚴酷之批評者。氏曰：

「……有誤認（一九二七年以後尤顯明）聯邦準備制度可糾正當時乃至目前猶存之世界金偏在者。余恐此種誤解，今日在聯邦準備制度某方面，及國內某方面仍可發見。此實爲負有統制全國之主要信用機構之責任者，最大之誤解也。」（註四三）

### 三 生產——消費指數

聯邦準備制度職員似見及物價水準與財貨分配利益之矛盾。一九二三年之第十年度報告書，力陳信用機構之中心任務，係在財貨從生產者移轉於消費者間：

「經濟制度運用得當之特徵，爲財貨自分配之河流順利無阻轉移於其最後使用者。信用制度運用得當之特徵，爲信用之流動迅速適應於工商業財貨之規律的流動。苟此種流動不爲投機所阻制，則聯邦準備銀行並未濫用信用，而無不正當創造新信用之危險。」（註四四）

史德華氏對於聯邦準備制度信用之根據，寧取生產消費指數以代替物價指數。氏曰：

「吾以爲與其使用物價指數爲聯邦準備制度信用政策之基礎或指標，毋寧以存貨額以及生產是否迅速轉移於分配之現象爲之。」（註四五）

米勒博士，在議會委員會席上，亦曾屢次提出此因素。一九二八年五月，氏謂決定信用政策時，可不顧及且常不顧及物價。氏曰：

「……當財貨生產後，即轉移於消費之場合，斯即所謂消費量與生產量交易量之平衡。」  
或問以物價何可不顧及，氏答稱：

「……因此〔生產消費指數〕爲信用需要數量之最佳指標，且最易發現其變動者，爲物價或其他單一因素所能及也……吾人需要一種較諸物價指數更能迅速表示經濟情況進展之趨向

者。」（註四六）

聯邦準備制度官憲謂此種生產消費指數，在一九二三年曾切實討論。此問題在其他場合或亦會加討論，然其發生效力防止生產與消費不平衡，則尙無證據也。

#### 四 物價水準之低落

另一因素，其重要性雖不能與金政策及生產消費指數相提並論，然有時亦足以影響聯邦準備信用政策者。斯爲一種見解，以爲效率向上競爭劇烈之結果，物價水準在繁榮時期亦應低落。高登淮莎博士曾提及此項理論，（註四七）然爲康門士教授所極力反對。康氏辯稱，物價降落，促進生產衰敗，爲失業之基因。（註四八）

若生產費與效率有廣汎之改良，則物價之緩緩低落，而不影響於利潤、商業、雇傭狀況者之減退，殊屬可能。然聯邦準備制度職員，似以爲物價低落自身卽爲技術改良之確證及表現也。

#### 第四節 穩定之權力

一 權力及其限度

穩定貨幣論者，堅稱準備制度官憲有穩定美元所需之一切權力。此等官憲則謂無之。是則在此等官憲心目中，彼輩影響於通貨穩定之法律上的實際上的權力及其限度究何如？

一九二六年史德朗總裁謂，因準備制度擁有全國金貨，故可統制各銀行之準備金，影響信用之數量；其法即為運用再貼現率及公開市場政策之手段。

氏曰：「吾以為聯邦準備制度之要點在此，彼既擁有多數銀行之準備金，全國之金貨，並為商業需要信用時之供給泉源，又於不需要時設法收回信用，是故聯邦準備制度可以貼現率之變更，市場上證券之買賣手段，在某種程度內影響全國信用總額及其成本。」（註四九）

在他方面，氏相信準備制度之權力實際上有若干限制——即為準備制度不能統制之通貨膨脹因素。

- （一）準備制度之管理或趨腐化。史總裁謂其最佳之職員常為商業機關以更高酬金聘去。
- （二）財政部或膨脹通貨，以干預準備制度之運用。

(三)國會或變更會員銀行之準備金額，由是可以增加信用而產生之通貨膨脹，準備制度不能統制。

(四)在準備制度缺乏充足流動資產，購買黃金以中和之之時，或發生不可統制且不可避免之黃金輸入。此亦足誘致信用膨脹，而為準備制度當局所不能統制者。(註五〇)

史總裁相信，苟準備制度之流動資產充足，自可防止通貨膨脹，除非國會或財政部加以干預，惟是

「當防止信用收縮之時，斯為聯邦準備制度最困難應付之問題。」(註五一)

據氏之見，如農產物價因世界市況而低落，則將引起物價水準跌落。若準備制度設法使銀根寬鬆，則結果未能糾正物價水準，或致引起證券之投機，又如商家不需要頭寸時，亦不能強之使用。

當時駐紐約聯邦準備銀行聯邦準備助理專員布傑士 (M. Randolph Burgess)，對於聯邦準備制度之穩定權力曾作甚詳細之報告。其論雖僅為史總裁意見之發揮，然所述扼要之處甚為明晰，茲引述如次：

「聯邦準備制度兼有之穩定權力有二大類：其一，直接由於該制度之存在發生者；其二，與某種決議有關者。第一類似屬最爲重要，其對於穩定之影響不由於任何特種決議，而係由於準備制度不斷供給會員銀行及社會大眾之諸種手段所發生。此等手段包括：

「(一)伸縮信用之手段，

「(二)流通信用之手段，

「(三)對於信用實際之影響，

「(四)信用及商業消息之公布，

「(五)供給操縱政府財政之機關。

「準備銀行可用以穩定信用及商業之第二類權力，係指與政策之決定有關者而言。此等權力之犖犖大焉者如左：

「(一)重貼現率之變更，

「(二)政府證券之買賣，



「(三)對會員銀行之非正式影響，

「(四)統制之動作。」(註五二)

## 二 一切權力之否認

雖有上述朋澈之言論，然穩定反對論者均予以否認。一九二六年史德華氏有言曰：

「：據余之解釋，彼輩並未使用其權力以穩定物價，彼輩且無穩定物價之權力也。」(註五三)

一九二八年史德朗議員曾與米勒博士作下列之辯論：

「史氏：「拙見以為，吾人對於一機關之人士，賦予統制流通民間之貨幣數量，統制貨幣價值，以及統制信用之膨脹與收縮之權力，此係除生產、死亡、自由而外，政府賦予任何人之最大權力。」

「米氏：「余以為在辯論上誠然不錯。」

「史氏：「果非是乎？」

「米氏：「否，並不如是……余甚至否認君所言之諸權力，即君所謂膨脹及收縮信用之權力。準備制度何時曾收縮信用？去年耶？」(註五四)

從下列敘述中，可知一九二二年至一九二九年間，聯邦準備制度曾如何使用公開市場及貼現政策，以穩定美元，以及此種穩定之如何停頓。

註一 赫定「聯邦準備制度之形成期」(The Formative Period of the Federal Reserve System) 一九二五年劍橋 Houghton Mifflin Co., The Riverside Press 版。

註二 同書一五八頁。

註三 同書一六九頁。

註四 (修正)美國勞動統計局指數。

註五 赫定氏前揭書一七一頁至一七二頁。

註六 同書一七四頁。

註七 同書一七七頁。

註八 銀行通貨小組委員會討論一〇五一七號提案(高士巴盧穩定案)記錄，一九三二年三月十六日版，一二四頁。

註九 赫定前揭書一八〇頁。

註一〇 下院一一八〇六號提案穩定討論會記錄(一九二八年)前揭書一六三頁。

註一一 同書一八五頁。

註一二 下院七八九五號提案穩定討論會記錄，前揭書一一二頁。

註一三 一九二〇年聯邦準備局週年報告書，六頁。

註一四 聯邦準備月刊，一九二〇年二月，一一七頁，圈點係筆者所加。

註一五 六十七次國會第一次會議上院農業考察聯席會議決議案第四項，共三卷。一九二二年版。

註一六 同書第二卷一二四頁。

註一七 「史德郎言論與著作中關於聯邦準備政策之見解」(Interpretations of Federal Reserve Policy

in the Speeches and Writings of Benjamin Strong W. R. Burgess) 編。一九三〇年紐約

Harper Brothers 版，二二九頁。(未發表之論文「物價與物價統制」)

註一八 同書二三四頁。

註一九 同書二二三頁。

註二〇 亦參閱第八章第一節。

註二一 下院一〇五一七提案討論會錄，爲赫里遜所引述，第五〇二頁。

註二二 見第五章第四節。

註二三 一九二六年穩定討論會，討論下院七八九次提案之記錄，三九六頁。

註二四 一九三二年穩定討論會討論下院一〇五一七次提案記錄五〇三頁。

註二五 載「信託公司」(Trust Companies) 一九二六年七月第四十二卷第一期一二頁。

註二六 同書四八七頁。

註二七 一九二三年準備局週年報告書，三一頁至三二頁。

註二八 一九二六年聯邦準備局之年會報告書，四八五頁。

註二九 米勒「聯邦準備政策」載美國經濟評論，一九二一年六月號一九二頁。

註三〇 聯邦準備銀行董事長及總裁聯席會議，一九二一年十月二十五日至二十八日提案第二四號一頁至四頁。

註三一 下院一一八〇六提案討論錄三四八頁。

註三二 見第六章第二節。

註三三 下院一〇五一七提案討論錄（一九三二年）五二二頁。

註三四 同書五四二頁。

註三五 下院七八九五提案討論錄七五九頁。

註三六 下院一〇五一七提案討論錄（一九三二年）四七九頁。

註三七 同「註三〇」。

註三八 下院七八九五提案討論錄（一九二六年）三七八頁。

註三九 下院一一八〇六提案討論錄（一九二八年）二〇頁。

註四〇 一九二六年五月三日穩定貨幣協會聚餐，轉載自下院七八九五提案討論錄（一九二六年）一〇四一頁。

註四一 下院七八九五提案討論錄（一九二六年）七九一頁。

註四二 一九二八年聯邦準備局報告書，十六頁。

註四三 七十一次國會第三次會議上院銀行通貨小組委員會討論上院第七十一次決議案（一九三一）記錄。「國民及聯邦準備制度之討究」一三二頁。

註四四 一九二三年聯邦準備局每年報告書，三四頁。

註四五 下院七八九五提案討論錄（一九二六年）七六四頁。

註四六 下院一一八〇六提案討論錄（一九二八年）三四六頁。

註四七 見第五章第五節。

註四八 下院一一八〇六提案討論錄（一九二八年）四三二頁。

註四九 下院七八九五提案討論錄（一九二六年）二九六頁。

註五〇 同書五五四頁以下。

註五一 同書五七七頁。

註五二 同書一〇一八頁。

註五三 同書七六八頁。

註五四 下院一一八〇六提案討論錄（一九二八年）一八四頁。

## 第八章 聯邦準備制度（續）

### 第一節 一九二一年至一九二九年間聯邦準備制度之運用

#### 一 黃金膨脹之防止

請先述如何可防止黃金輸入過度而誘致之通貨膨脹。（註一）

第一方式爲防止「輔助膨脹」(Secondary Expansion)。加盟銀行以其輸入黃金存諸聯邦準備銀行，於是在法律上其放款之準備金增加，使加盟銀行作數倍於存款額之放款。聯邦準備銀行亦可利用所收受黃金，增加其對加盟銀行之投資與放款。此種放款，稱曰「輔助膨脹」而爲聯邦準備銀行所反對者。

第二方法，爲防止黃金用作聯邦準備券或放款之準備，強之爲金券之準備。是項金券金準備爲百分之百，聯邦準備券僅爲百分之四十，放款則更少也。例言之，一九二八年一月聯邦準備制度

曾流通一億元金券，隨而儲藏同額黃金，否則此項黃金可用以發行聯邦準備券二倍半於此數，或更鉅額之放款。

第三方法，為提高再貼現率以防止黃金用為過度的信用膨脹之手段。一九二二年至一九二九年間，聯邦準備銀行曾採此策，同時並極力提高之以吸引致黃金輸入。

## 二 公開市場權力之發現

一九二〇年至一九二一年之通貨收縮，迨乎一九二一年夏臻於極度。因通貨收縮之存在，加盟銀行減少其對十二聯邦準備銀行貼現之票據，從而諸準備銀行在此方面之收益減少。同時各準備銀行為增加其收益計，開始在公開市場上購進政府證券，諸準備銀行之購買政府證券結果更減低其收益，此事殊使準備制度職員驚奇。此則由於會員銀行，既以此法增加其在準備銀行之準備金（即存款），並避免增加此項準備之其他方法，於是準備銀行由於增加「收益資產」之利益，猶不足彌補喪失再貼現所生之損失。

其始也，彼輩未知購進「收益資產」(Earning Assets)，何以減少再貼現，(註二) 然不久彼

輩即發現下列之關係：以買賣債券等方法，彼輩將可減低加盟銀行之準備金，從而增減加盟銀行對社會之放款。史德朗發現此現象後，即根據此新理論，即「公開市場業務」之理論，以「公開市場委員會」統制信用；惟公開市場委員會之設立，原係史總裁欲藉此防止各準備銀行購買證券時互相傾軋及競爭者也。

一九二一年，聯邦準備諸銀行以此項證券購置政策，放款於加盟銀行。加盟銀行最先以此款清償其對各該準備銀行之債務，其次始用作放款於顧客之準備金。結果放款增加，貼現率低降，於工商業甚有裨益。一九二二年間，聯邦準備局之基本生產指數增高三三%。勞動統計局之躉售物價指數，則自一九二二年一月之一三八，至一九二二年十二月增至一五六。景氣恢復甚速，一般均虞通貨膨脹之再臨。

### 三 一九二三年通貨膨脹之防止

斯時聯邦準備制度，一致其對通貨膨脹及收縮之放任政策。公開市場委員會於一九二三年春，正式為聯邦準備局所承認，同時對於金融市場之進展，給予確切且意識的影響。一九二二年六



月至一九二三年七月間，此委員會出售之政府證券，計達五萬萬二千五百萬元之數。因購買者多爲會員銀行，故其主要效果爲減少會員銀行準備金，從而減低其放款能力。換言之，貨幣既脫離流通領域，爲融通社會需要起見，迫使加盟銀行增加其向聯邦準備銀行之再貼現票據額。

此種使加盟銀行重貼現之壓迫，通常可使其放款慎加考慮。一九二三年春重貼現率再行提高，且聯邦準備局，在其自有及他處刊物上，以信用過度擴張而產生新通貨膨脹之危機忠告公衆。於是聯邦準備制度使用其所有三項權力，即公開市場運用，再貼現率，道義上之勸告，結果物價不再上漲——通貨膨脹於以防止。

但其後聯邦準備局否認此等政策有重要影響，並辯稱黃金之供給與其需要相掙，故得阻止物價上漲。

米勒博士對於此種非貨幣之影響作如次解釋：

「吾人開始出售若干證券。吾人擬售於市上，即從市上吸收貨幣……吾人吸收市上若干貨幣，在一九二三年並會提高貼現率；換言之，吾人測驗目前信用數量之真實需要，以使工商業得順

利進行；事實上如吾人付款清算公開市場投資之時，如同時發生同額之再貼現票據，則證明目前信用數量確實需要。更以商業、物價、雇傭狀況等為基礎而研究，亦證明局勢殊非不健全者；物價變動方面雖見增高，然實際上此與通貨膨脹毫無關涉。」（註三）

康門士之問難，苟聯邦準備制度購買而不出售證券，不提高而降低貼現率，將發生何種影響，匪無因也。

氏指出如何一九二三年物價之安定，純為準備制度二派衝突之結果，其一派主張抑制膨脹，另一派則謂當時並毋需乎限制。氏曰：

「一九二二年及一九二三年準備制度內部發生兩種矛盾之理論，討論焦點，並非關於公開市場業務運用，及貼現率之經濟的效果，而在其是否合時及數量是否適宜。」

其一派——感乎物價急速上漲，——要求即時採行極端且激烈手段，——雖能如上述大量出售證券，然不能提高貼現率。另一派堅謂——（以新統計材料為根據）——銀根之浮鬆既未產生投機及呆貨堆積，亦未超過生產，商業及雇傭關係之需要。

「兩種不同之理論相輔並進，一九二三年中並無失業者，自四月以降，物價指數未再增高。……」(註四)

#### 四 一九二二年至一九二八年間公開市場業務與貼現率之變動

然不久即證明信用限制之過當。一九二三年四月至一九二四年五月間，物價自一五九降落至一四七；商業衰敗；西部發生嚴重之銀行風潮；牲口工業之不景氣有暴發為全國恐慌之勢。(註五)

準備制度斯時即起而應付此種下降趨勢。一九二三年十二月至一九二四年九月間，準備制度購進政府證券五億一千萬元，(註六) 將貼現率自四·五%減低至三%，銀根鬆懈之結果，物價自一九二四年六月至一九二五年三月間增高一一%；農產品價格竟增至二〇%。一九二五年上半期，商業活動達新高峯。景氣之恢復，隨而發生高度投機活動，使準備制度再行拋出——將以前獲得證券出售約二億元之譜。其提高貼現率，亦基因於是。此事一九二五年十一月行之於波士頓，一九二六年一月行之於紐約。

自斯以降，至一九二七年上半年為止，商況頗使人滿意，物價亦維持於較穩定之點，唯一九二六

年夏有一短促之猶豫期，準備制度購入小量證券，紐約貼現率亦降低數月，

一九二七年歲首，史霹拉(Sprague)教授，表示贊成減低貼現率。氏謂爲使繁勞繼續計，一九二六年末即應增加公開市場之購買額及減低貼現率。(註七) 一九二六年初夏，躉售物價指數即漸次降落，農業狀況尤爲不振。史教授承認銀根寬鬆可發生投機，第苟工商業能受其惠，則準備制度仍不妨維持此策。一九二七年五月，準備制度又再行購買證券，至一九二七年十一月止，共獲得約二億三千萬元之價值。(註八) 同年孟夏，重貼現率亦減至三·五%。

當時採取此項行動，其主因似爲應付歐洲匯市。若美國不減低利率，則他國黃金將流入；黃金流入必使外國提高銀行率，在世界貿易及世界物價衰敗之情形下，此舉殊非有利也。歐洲主要中央銀行總裁於一九二七年春蒞美，與聯邦準備當局討論此問題，準備制度之行動，似已表示採納此等歐洲銀行家之提議與忠告，——維持低金利。

一九二八年初又爆發一新投機活動，準備制度爲杜防起見，自一九二七年十二月至一九二八年六月間，曾售出四億元證券。同時貼現率亦自三·五%，昇至四%，而至四·五%，此舉顯非因

適應國內工農商業狀況而行者，惟欲抑制證券市場之投機耳。物價水準及商業狀況，自然亦受此新限制之影響，其時正當貼現率減低與公開市場業務之擴充而使商業次第復興物價上昇也。

一九二八年始，聯邦準備制度採行各種矛盾政策，泰半基因於證券市況。物價水準及商情直至一九二九年底仍維持穩定，唯指數則自是年初已開始降落之傾向矣。

##### 五 動作之時間性

苟從物價指數方面觀之，聯邦準備此種調節政策，往往過遲。當採取糾正手段時，其影響較久，以致發生過度反動，準備制度職員中亦有謂生產消費指數之發現不均衡狀況，較諸物價水準為敏感者，然準備制度並未使用之。糾正不均衡問題中，動作之時間性較諸其方式尤為重要。即在上述物價較穩定時期，準備制度最大失敗即在缺乏合時動作。

其後在一九二八年，史博士於通貨穩定討論會席上，同意於史德朗法案之擁護者，謂具體政策之缺乏，顯為準備制度躊躇不決之原因。據氏之見解，此採行政策時之猶豫不決，為準備制度莫大之缺陷。氏云：

「苟〔史德朗提案〕可完成該目的，——於決定政策時較爲迅速，並使議決案自身較爲確切，——則余以爲通過此案爲有利。吾頗同意於足下，謂聯邦準備制度運用之缺陷，不在判斷之失當，而在乎決定政策並執行之時之猶豫不決。」（註九）

此種論調，使史博士確切贊成制定法律，對於準備制度決定政策時之獨斷權力加以限制：

「若干年以來，國會即曾討論如何指導準備銀行使用其權力，以維持物價穩定。在討論會席上，其先於一九二六年，次於一九二八年春，余對於聯邦準備法之此項修正案，甚表示懷疑。假若能明瞭物價穩定所受之限制，則吾將推論通貨穩定之修正案不致徒勞無功……」

「理由正確之一般原理，應不阻礙或強迫動作之發生，苟如是則準備法中之物價穩定款條，亦可有助於他日之貨幣立法，以及與外國銀行成立協作及締約之進展。」（註一〇）

## 第二節 證券市場之投機

物價水準之較安定，在一九二九年告終，恐慌漸形深刻化。聯邦準備制度之所以不能有效對

付此種恐慌，原因安在，——準備制度究設法防止通貨收縮乎？

證券投機爲騷動之主因。如上述，遠在一九二六年，史德朗總裁即已見及準備制度膨脹信用後，有流於投機之危險。此種事象，於一九二四年至一九二五年曾發生，斯時準備制度即採糾正之手段，出售證券，提高貼現率。

### 一 聯邦準備制度責任問題

聯邦準備制度是否應干涉投機活動，是否應與證券市場發生關係，於此意見至爲紛歧。史乃德(Carl Snyder)在一九二六年穩定討論會席上，對於準備制度應否干涉證券市價問題，答曰：「議員先生，余對此無甚意見，惟竊思本國聯邦準備制度之干涉證券市價，猶如其不干涉乳酪價格也。」(註一一)

一九二七年至一九二八年間，公開市場業務之運用以及減低貼現率之結果，銀根鬆浮，證券投機又獲得一有力刺激。當一九二八年穩定問題會議時，此種投機趨勢甚使準備制度當軸者感覺不安，時常表示不滿，或以此詢卡素爾(Gustav Cassel)氏，則謂增高貼現率以防止投機，恐將

發生物價低落，結果減少生產，增加失業。

「苟能以其他方法，限制紐約證券交易所之投機，而毋庸提高聯邦準備銀行之利率，則對於本國利益必大，因提高利率殊不爲人歡迎也。利率提高，或足擾亂全盤貨幣政策，或致影響於一般物價水準，使本國生產衰退，繼以失業之增加，凡此種種均莫不爲抑阻紐約之投機家之流弊也。」

(註一三)

康門士斯次亦出席討論該問題，並勸告聯邦準備制度毋須顧慮證券價格：

「當吾人注意於維持國內商業之繼續繁榮，維持雇傭狀況之安定，而穩定一國之生產能力之時，吾將證券價格歸於地租，工資及零售物價之範疇中，而毋庸顧慮之。吾人不能使一切穩定；斯言誠匪謬……。」(註一三)

氏於歸納論列討論會所發表之各種議論時，並警告謂統制證券價格，對物價水準或有不利影響。氏曰：「欲統制如是渺茫之物，足以減削統制美元購買力之力量……。」(註一四)

聯邦準備局人士之見解，則異乎是。然漢林(Hamlin)氏指出準備局實施其決議案時，將發



生嚴重之責任，氏顯然見及防止證券投機之通貨收縮政策對全國有不利影響，惟不能尋出其他途徑：

「余以爲聯邦準備局及聯邦準備制度，對於證券市場原無何種任務，當華爾街發生投機活動之際，余常懷疑提高利率，——如關於農業方面及商業方面，——是否有利。第在他方面，余以爲當投機影響於商業，影響於商業籌碼之減縮時，準備局有行動之職責。余則不擬有所作爲。君等所予吾人直接處置投機事業之權力，爲提高農業，商業及工業方面之利率。此譬猶告訴一爲人父者，因街上有一醉漢，則必須對其穉子行敲耳之刑……余厭惡之；然吾不以爲此係情勢使然者；在長期間中應由農、工、商業方面行之。」（註一五）

米勒博士則以爲，聯邦準備制度雖與證券市場無涉，然對於其放款用途則應負責；今聯邦準備制度之款項用於證券市場之投機，則對此亦應負責：

「鄙見以爲聯邦準備制度對於證券市場無所作爲；證券市場亦與聯邦準備制度毫無關涉。然聯邦準備制度所最關心者，厥爲其製造之信用作何用途。有時實施一種政策，有一部份，

常爲可觀之一部分之款項，流入交易所放款之帳目上，則對此局勢應負責任。」（註一六）

米勒博士之論，似能正確表明聯邦準備制度之地位。聯邦準備制度成立之重要目的，在乎使工農商業，即所謂信用之「合法」使用者，不致因華爾街之投機而不能獲得所需款項。雖則近年來此種投機是否真正使工農商業喪失所需之款，尙爲一未能解決之問題，然聯邦準備之行動似僅知其放款用諸投機事業，而於此舉之減低「合法」放款則未顧及也。

## 二 統制投機事業之建議

統制證券投機之建議，有二派。

其一主張統制證券須不妨礙國內之合法信用需要，不影響物價指數。

另一派以一般信用限制方法取締投機，而致（據他派之意見）一般商業狀況受不良影響，間接對於證券市價有過當之影響。

第一派之最著者，當推史霹拉（O. M. W. Sprague）教授。其意見要點如次：

各聯邦準備銀行，對於帳簿上有大宗證券放款之銀行，拒絕作重貼現。

據史博士之見解，此直接手段甚易使投機就範。「若通知國內最大之百家銀行，彼輩如有大宗證券放款，而不收回之，則準備銀行不再折放，此舉極可減少證券放款額。欲減少證券放款額，固不必再行提高準備銀行率也。」（註一七）

聯邦準備局之漢林（Hamlin）氏意見亦相同。氏亦相信，對於投資於投機事業之銀行限制其貸款，可抑制投機放款。應授權於準備局或準備銀行，「分赴各銀行，如發見其投機放款達存款總額一定比率，影響商情時，有權增加該行準備率……」（註一八）

康門士教授於討論案摘要中，提出下列方法：「……規定定期存款投資於證券；以政府票據為抵押為貼現息，應較商業票據為高，一反戰時乃至一九二一年以前舊制；或做英蘭銀行之制，七日以下之票據，不予貼現；或對於某時間內放款於交易所之會員銀行不予折放；或以擴充分支行之法。」（註一九）

聯邦準備銀行之大銀行家，中有堅決主張提高貼現率以折制投機者，適與上項意見相左。上院銀行通貨委員會討論會席上，卡勒士（Glass）參議士以下列問題詢諸紐約銀行總裁赫里遜

(Harrison)；「君何故在斯種情況下，採用貼現政策，犧牲合法營業，以統制君會謂無權統制之事？」（註二〇）

赫氏答稱：「當全國信用大事膨脹，如一九二八年及一九二九年時，不論其原因如何，吾人有統制信用膨脹之全權。因有投資於投機事業者，故吾人須提高重貼現率，蓋以此為限制利用國家資源作為投機或他種用途之正當方法也。」

一九二九年，波士頓聯邦準備銀行總裁赫定，（Governor Harding）亦為高金利政策辯護，謂此策可折阻商業活動，最終亦可壓低證券市價。氏曰：「……高金利之繼續，其終將可折制工商業。其結果可壓低證券價值。聯邦準備制度雖不作何種經濟戰爭，亦不願破壞市價，然不佞相信，在聯邦準備法案之下，其最先任務係謀一國工商農業之福利。如本制度之資源由於間接方法流入於法律直接禁止之範圍，則將不能有效履行此責，此事昭然若揭，無可置喙。」（註二一）

### 三 如何制止投機之行動

於此不能解釋一九二九年之恐慌，或證券市場之崩潰。吾人所關注者，為聯邦準備制度對於

穩定貨幣，以及對於避免證券投機破壞穩定之影響，作如何運用。

一九二八年一月至六月間之出售四億元政府證券，以及一九二八年五月八家準備銀行將重貼現率自三·五%提高至四·五%，以及再行於一九二八年七月提高至五%，爲最先採行之對策。同期間準備制度之貨幣用金約減低二億五千八百萬元，並使用其「道義上之忠告」取締準備制度之款項用於投機事業，並以證券市場過度膨脹之危險忠告社會。（註二二）

美國上議院對此事甚爲關注。上院銀行通貨委員會曾舉行討論會多次，一九二八年五月十二日通過一決議案，謂聯邦準備局應請求聯邦準備銀行防止再作膨脹投機事業之放款，並建議在可能範圍內制定法規補救之。（註二三）

因有上述諸政策，結果投機活動之進展至一九二八年夏遂告終止，惟投機之放款則未減少耳。然同時正當營業亦備受信用收縮之苦。

於是爲調劑金融季節之故，聯邦準備制度至一九二八年八月至十二月間，購入政府證券及票據達三億五千八百萬元之鉅。（註二四）正當營業未受其利，投機事業反大告活躍。迨年終之後，聯

邦準備制度之公開市場業務一反往昔，減少其證券持有額三億九千八百萬元之鉅。

於是不復採取高金利政策，而使用其道義上忠告之權力。一九二九年二月二日發信通知各聯邦準備銀行曰：

「加盟銀行於借款作為證券投機或維持證券投機之時，無權向準備銀行重貼現。」（註二五）

一九二九年二月十五日，聯邦諮詢局贊成準備局以「道義上之忠告」控制投機之行動：

「本局同意於聯邦準備局之訓令各聯邦準備銀行，極力防止聯邦準備資金之用於證券放款。本局提議各區內之準備銀行應直接請求該區之會員銀行協力完成此項目的。本局相信如是可獲得有利之結果。」（註二六）

一九二九年四月十九日，該局態度變更，請求準備局特許各聯邦準備銀行提高貼現率，以抑制投機：

「本局體察現勢，鑒於加盟銀行雖極力合作，然對於現存金融市場尙能加以改善。故本局建議，聯邦準備局准予各準備銀行即時提高其重貼現率，維持一種與商業信用成本相一致之利

率。」(註二七)

自一九二九年二月十四日至五月十三日間，紐約聯邦準備銀行曾向聯邦準備局請求准予將貼現率自5%提高至6%，前後計十次之多。然準備局仍相信其「直接行動」之有效，「直接行動」云者，即道義上之忠告也。

一九二九年五月二十一日，聯邦諮詢局再行建議，准予聯邦準備局增高其利率：

「……本局建議於聯邦準備局，允許聯邦準備銀行提高利率至60%之請求，以使重貼現率與一般流行之商業利率相近。本局相信如是可改善金融局勢，並可迅速減低利率，以保障商、工、農諸業。」(註二八)

直至一九二九年八月九日後，紐約聯邦準備銀行如獲得久許提高其貼現率為6%。然同時紐約聯邦準備銀行之承兌票據購入利率自5.25%減低至5.125%。此種矛盾政策，其目的顯係以高金利抑制投機，而以公開市場政策融通合法經營。聯邦準備制度於是在一九二九年八月十日至十月十九日間，在公開市場購買票據，其額達二億六千一百萬元之鉅。

但結果適與期望相反。本擬使工商業及農業享受公開市場業務所產生低金利之益，然此種經營已於數月前即按照高額利率獲得其季節需要矣。

信用緊縮業已消滅，蓋得力於準備制度之公開市場購買政策，而加盟銀行亦不復受「直接制裁」之影響也。其時產生之資金，因無他項用途，故又流於投機市場。結果為投機放款之激增。

(註二九)

### 第三節 證券市場崩潰之後

#### 一 通貨膨脹之恐虞

證券市場風潮，起於一九二九年九月，至一九二九年十月二十一日，二十八日，二十九日達最高峯，聯邦準備制度對此之對策，為在公開市場上購買證券及票據，並繼續減低重貼現率，以防止其立即釀成金融恐慌。準備制度雖以此策防止金融市場之崩潰，然並未顧及物價水準。一九三〇年初似有防止通貨收縮之企圖，然結果因證券市場又上漲，故又作罷。



一九三〇年夏間，經濟衰敗發生之後，世人要求聯邦準備制度膨脹信用，以防止通貨收縮。下列加拿大皇家銀行專家之意見，實足表明此舉係基於商界之需要。主張聯邦準備銀行大量購買證券，以增加對加盟銀行之放款，恢復信仰心，防止通貨收縮之進展：

「……聯邦準備銀行之即時大量折放於市場，實為對付目前深刻化且遷延不絕之物價低落，以及改變商業心理所必需者……」

「聯邦準備制度能影響市場之唯一手段，為購買政府證券。據最近之資產負債表所載，各準備銀行共擁有此項證券五億九千七百萬元。

「如準備銀行將此數增至十億元，則加盟銀行在聯邦準備銀行之頭寸將作同額增加……」

（註三〇）

此種膨脹信用之建議，原應向聯邦準備局提出。該局於一九三〇年春曾將原有之公開市場委員會改組，斯時有全權統制準備制度之公開市場業務也。原有委員會人數有五，今之公開市場政策議會（Open-Market Policy Conference）則有包括十二準備銀行之總裁，且新機關之

行動須獲得準備局之同意。結果準備制度失其迅速行動之權力，其對付世界物價水準降落而發生通貨收縮之影響，又多以通貨膨脹手段處置之。

據米勒博士之言，在證券恐慌前，聯邦準備制度毫無主見。

「據不佞之見，前此在聯邦準備會議席上亦曾屢經提出，在一九二九年初數月間，聯邦制度毫無主見；進退維谷毫無對策。」（註三一）

然即在恐慌暴發後，準備制度亦仍無何種政策，唯時常恐懼通貨膨脹，而反對足以膨脹信用之舉動耳。米勒博士屢表示其恐懼通貨膨脹之來臨。某次國會討論會席上氏曰：

「余將謂……余僅貢獻個人意見，並不代表余之同事之意見，余以為影響於聯邦準備銀行制度運用之主因，乃係多數美國人在感情上傾向於通貨膨脹，苟此〔史德朗穩定提案〕得頒布為法律，則徒觀察事物之皮毛，若物價低降，則實施一頗有效之公開市場政策……」（註三二）

一九三〇年之情況顯與上述脗合。「物價低降」一實施一頗有效之公開市場政策」或可使國家不致遭遇隨之發生之通貨膨脹。然聯邦準備局統制貨幣制度，則並無其事，準備局並未以

購買證券或道義上之忠告方式恢復人民之信心，以挽救局勢。

事實適與之相反。一九三一年通貨收縮深刻化時，米博士代表準備局演說，舍勸人預防通貨膨脹之危險外，無他種建議：

「……吾人必須防止聯邦準備制度之易於膨脹通貨。聯邦準備制度已感通貨膨脹過度，公開市場購買政府證券，為其慣採之手段。

「吾人制度中有一種賤幣之主張，以為此足以鼓勵商業，制止商業衰敗，使恐慌轉向繁榮之途。」（註三三）

直至一九三二年米氏仍以下列根據反對高士巴盧提案：「通貨穩定之哲學在本國行之即為通貨膨脹。」（註三四）

## 二 通貨收縮之流行

於是工業農業方面，即覺通貨收縮之流行。一九三〇年十月，一代表商界之雜誌（註三五）社評上描述工商界之恐懼與孤苦無援，並對於認通貨收縮為盡善盡美，通貨膨脹為萬惡淵藪之觀念

加以譏諷。有云：

「通貨膨脹論者箭拔弩張。

「……一九三〇年上半年較緩和之商業衰落，至今成爲全世界深刻化之通貨收縮矣。當一聯邦準備銀行總裁在投資銀行家會議席上，非難美國人民之使用汽車，電氣冰箱，無線電機，並宣言不同意於提高現存國內生活水準之際，斯實爲失敗主義之戰士傲慢自信之最佳表示……

「因某種原因，在此等人心目中，通貨膨脹爲罪惡之源泉，一切經濟禍難之歸咎者；通貨膨脹爲盡善盡美之事，從未患其過度。下列事實似全置諸腦後，即在過度投機時期之後，通貨收縮政策或爲必要，然此種進程之危險性與宜慎加統制，則與通貨膨脹無以異也……」

赫特利 (R. G. Hawtrey) 於解釋「中央銀行膨脹信用爲「商業衰敗」唯一真正救濟策」後，(註三六)作悲觀之結論曰。

「信用膨脹之真正障礙，不在恐懼其不生效，而在恐懼其生效。」(註三七)

一九三二年三月至七月，爲準備制度收縮政策之例外時期，在七週間，聯邦準備制度每週購

買證券達一萬萬元之鉅。此種行動係實施於卡勒士史德嘉法案(Glass-Steagall Bill)通過之後，此案對於信用膨脹之權力，遠較往昔金本位之範圍爲廣。至何以七週後信用膨脹即告終，何以決定僅購進七億證券，則不易解釋也。

加盟銀行準備金實際無甚增加，一部分原因由於黃金之再行流出，另一原因則爲人民缺乏信任而大事窖藏也。且在多數場合，加盟銀行並不膨脹信用，而以增加之準備金，減少對準備銀行之負債。

#### 第四節 其他干預通貨穩定手段

##### 一 內部之衝突

干預聯邦準備制度之順利運用者，不僅證券市場而已。準備制度之基本構造，即產生內在之矛盾，議會之分歧，個人操縱之野心及其他。不能歸咎於單一原因，此外尙有其他重要因素焉。

如上述，一九二九年之上半期，聯邦準備局及紐約聯邦準備銀行之意見甚爲分歧。紐約準備

銀行屢次要求大事提高貼現率。準備局不予允許，迨後雖得批准，然已不能達其目的矣。一九三二年穩定討論會席上，赫里遜總裁解釋此種增高利率之重要性，以及其他足以減輕或防止恐慌之手段：

「……如斯時銀行不向經紀人放款，而準備銀行未如吾人所願，提高利率，則情勢必迥異。」  
(註三八)

對於此時之批評，米博士謂為「毫無主見」，「進退維谷」而缺乏政策。氏更謂：

「各聯邦準備銀行既不採納不佞之意見以對付局勢，準備局對於國家對於準備制度之將來，實負有一種責任，必須設法解決之。此種解決方法即反對視貼現政策為當時適當之手段，以及採行『直接制裁』。」(註三九)

易詞言之，據米勒博士之說，準備局之有此項決議，係因各銀行不知如何作為之故，——雖則紐約準備銀行曾提出一具體計劃，未蒙採納。準備局之漢林氏，對此問題有更詳解釋。其先準備局贊成「直接制裁」方式，認此為阻止投機事業之一有效手段。斯策於一九二九年二月七日開始

推行。二月十四日紐約準備銀行首次請求提高利率，惟準備局反對之，蓋方試驗其自身政策是否有效也。五月三十一日放棄「直接制裁」因接得紐約準備銀行之報告，謂在此策下，加盟銀行視借款爲畏途也。（註四〇）

不久之後，漢林氏辯稱紐約銀行請求之未爲批准，係因其方式不妥，由此可知準備局之重要決議案受何種思想所影響：

「……此種請求，係自紐約電話中發出，吾於此非批評該銀行也。赫里遜氏關於吾人之決議案問題，答覆楊氏（Young）總裁，謂彼並未完全同意於紐約準備局，須敝董事全體立時決定之爲條件，其董事會惟有等待直吾人決定時爲止。首次請求時，準備局全體反對之。吾爲證明同事之公允起見，應提及其中雖有一部分贊成提高利率，然以立時決意殊難接受，故亦參與否決該案。」（註四一）

故明瞭此次紛爭，吾人須知當時準備制度係在史德朗領導下，其主要權力多集中紐約準備銀行之手，而其運用則爲史德朗之公開市場委員會。如上述，公開市場委員會於一九二二年非正

式成立，一九二三年始獲得官方承認。（註四二）準備局中若干人士，尤其米勒博士，反對紐約準備銀行之無上威權，其見解時與準備局背悖。終之，聯邦準備局將公開市場委員會之權力減少至無足輕重之程度。

聯邦準備局委員嫉忌之另一顯著原因，為紐約準備銀行，因地理關係，與他國中央銀行維持密切關係。一九二七年歐洲主要中央銀行（英、法、德諸國）領袖，赴美討論改變信用政策問題，（註四三）即與史德朗總裁接洽，其赴華盛頓，不過一種儀式耳。在某次國會討論會席上，米博士表示對此事之感想，如次：

「……此實為不幸意外事件。反之，如斯時準備局，對於足下所提及之會議，盡其權利義務而執行，則他國中央銀行家將知彼輩蒞美，其最終責任及權力之負擔者，——係聯邦準備制度。」（註四四）

## 二 重要影響之變更

米勒博士亦謂準備制度內之變動因素不易捉摸。



氏曰：「吾對於影響於聯邦準備制度之主要因素，並表現於其所採行政策者，殊不了了。今日爲此單一或一羣原因，他日則爲另一原因。然無論採行任何一重要政策，或行動之際，將可發見某人或某羣人之見解或意旨爲策動原因，彼輩惟使準備制度唯命是從。」（註四五）

此即謂在法律未制定何種確切政策前，聯邦制度態度猶豫不決，有時聽信此項建議，他時聽取彼項建議。然辯護者每謂準備局因素有穩定通貨義務，故受政治之壓力，從而使之不能盡其職責。

在他方面，穩定貨幣之主張者，常謂準備局久已受政治影響，惟有制定法令，始能使聯邦準備制度脫離政治影響，請以下列事實爲證：

### 三 政治影響

（一）據烈德（Reed）教授稱，一九二一年國會方調查聯邦準備制度之活動，有提議提高重貼現率須獲得國會許可，以防一九二〇年通貨收縮之再現者。如減低貼現率，則不必拘泥於此。（註四六）於是一九二一年準備制度變更其政策，減低貼現率。誠然，國會此種舉動是否爲減低貼現

率之唯一原因，毋庸喋喋，至少或係其原因之一。

(二)康門士教授於一九二七年通貨穩定討論會席上發問：「彼輩何故停止一九二四年之通貨收縮？」(註四七)並答稱因準備制度擬避免激進立法方出此。

氏曰：「史德朗總裁已將彼輩改變政策之理由告知君等……氏謂其原因係因西部農業恐慌，農業銀行之失敗，以及激進立法之威脅。吾以為總統競選亦原因之一。一九二四年吾人享受繁榮，係受上述因素之賜。彼輩購進證券，減低利率，增加貨幣數量，將物價自一四五提高至一六一……」

烈德教授，贊同康門士授教之意見，曰：「……中西部之政治糾紛，以及希望避免國會之改組準備制度，實為再度注重農民因窮情境之戰略上的原因。」(註四八)

(三)烈德教授並謂一九二八年準備制度之信用政策，係受政治原因之影響，即一九二八年之選舉，如經濟狀況不加改良，在朝之政黨或不能操勝券。氏曰：

「一九二八年之選舉於秋間舉行，一九二七年商業及雇傭狀況之惡化，頗使在朝政黨領袖

對於執行復興之論據感覺棘手。總統與財政部長屢次利用時機，表明確信商業及金融狀況之健全。例言之，一九二八年一月初財政部宣布發行三釐半新公債，以收回四釐二五之第二次自由公債。該項公債原至九月十五日如期滿，故此種公布僅僅係表示財政部之力謀低金利耳。」（註四九）

此事使人討論撤銷財政部長爲聯邦準備局當然委員之問題。米勒博士於一九二八年通貨穩定討論會席上曾作一積極之建議，然爲漢林氏所反對。（註五〇）

（四）一九三二年，總統競選期將至之際，公開市場業務恐亦受政治影響。

#### 第五節 對於聯邦準備制度之意見

##### 一 準備局委員之意見

上揭吾人於聯邦準備制度下，產生並擾亂美元購買力穩定之諸因素，已加論列。吾人知準備制度常自認毫無主見。一九二〇年（註五一）赫定氏謂，當時美國貨幣制度「……有如海洋上一缺乏適當之舵及羅盤針設備之船舶。」（註五二）

然準備制度施積極增置設備。一九二六年米勒博士於此事有云：「……聯邦準備制度旋即知悉新統制器具之需要，並開始從事設置，其功匪鮮……」（註五三）

然其時準備制度並未應用新設備，如生產消費指數之類，使航途有所適從。一九二八年米勒博士再度宣稱，準備制度仍如一九二〇年至一九二一年時之猶豫狀態：「……據鄙見，今日聯邦準備制度之心理，較諸一九二〇年一九二一年恐慌時期尤爲不安；其心神錯亂泰半係驚駭所致。」（註五四）

然而驚慌之原因，係聯邦準備官憲反對國會之減少其獨斷權力，蓋如是則足以左右其政策，限制其責任也。於是米勒博士建議任準備制度行其所是：

「余不欲接受何種訓令，蓋余知此等訓令徒使余難堪，他人不習於此者亦感不安也。」（註五五）  
 「……不佞相信，如一任聯邦準備制度行其所是，從其自身經驗中產生其計劃，則其運用將較妥善也……」（註五五甲）

於是一任聯邦準備制度發展其「計劃。」然於一九二九年，準備制度仍飄泊無定，如米勒博

士後日所云，聯邦準備局權力甚大，操有統制貼現率，公開市場業務，「直接制裁」等政策之無上威權。然一九三一年仍作下列忠告：「苟無一強有力之準備局，聯邦準備制度前途殊危險。」（註五六）

一九二八年米勒博士曾謂，（註五七）準備制度當前最嚴重問題，為聯邦準備資金之流入於投機事業；苟設法杜此漏卮，彼將更同情於穩定通貨之建議。專門家曾提出各項實際計劃以達此目的，然均未獲採納。

## 二 一議員之意見

一九三二年通貨穩定討論會席上，參議士高士巴盧，對準備制度之從不求援於議會，甚為憤懣：

「君曾否，——雖則吾人知準備制度被迫專心從事統制紐約證券交易所之市價，——君曾否聽聞聯邦準備制度中人援助吾人制定法律，以統制紐約證券交易所乎？」（註五八）

## 三 一經濟學之意見

在證券風潮之痛苦經驗後，在採行防止其再發生之手段後，聯邦準備官憲反對穩定貨幣，尤

甚於往昔。一九三二年穩定貨幣討論案席上，鏗格 (W. I. King) 教授解釋此種態度，謂聯邦準備官憲係從銀行家之立場觀察此問題：

「彼輩似未特別注意於過去二三年間物價水準之穩定，余不以爲彼輩將改變此種態度。據個人觀察，聯邦準備局並不以此爲其職務之一。彼輩身爲銀行家，觀察事象係從銀行界立場，彼輩以對待一般銀行業務之態度處置之。彼輩固欲信用狀況之健全，然不以此爲其職責之一。彼輩以爲此係人民強加諸彼輩身上者，彼輩並不需要之。彼輩蓋已屢言之矣。……」(註五九)

#### 四 一銀行家之意見

李芬維 (Russel C. Leffingwell) 氏者，著名之銀行家，威爾遜 總統時之財政部次長，摩根 公司之合夥者也，氏於一九三二年，將聯邦準備政策全部問題摘錄於報告書中，提交於研究「證券交易實況」之國會委員會。彼以上述分析爲根據，故結論自難樂觀：

「……聯邦準備制度過去既不能統制通貨膨脹，今又不能統制通貨收縮，事實昭然。厥後一九二九年八月紐約 貼現率雖提高至六%，然全國人士於躊躇未決之際已支付較高代價矣。又在

過去三年間，準備制度考慮，運用並堅持一有效政策，以防止通貨收縮。其杜絕通貨收縮政策之進行，殊為猶豫，躊躇，或斷或續。夫通貨管理之事，膨脹通貨也收縮通貨也，行之合時可事半功倍。今有十二家分散之銀行，各有其總裁與董事長及董事會，統卸其上者則為八委員組成之華盛頓準備局，其委員意見亦至紛紜，若是實不能為一國內行動堅決且迅速之組織。必須設法補救之。」（註六〇）

註一 詳見布傑士「準備銀行與金融市場」（The Reserve Banks and the Money Market）一九二七年紐約 Harper & Brothers 版。

註二 見康門士「物價安定與聯邦準備制度」（Price Stabilization and the Federal Reserve System）載一九二七年四月一日紐約時報特刊。

註三 下院七八九五次提案討論會錄（一九二六年），八四〇頁至八四一頁。

註四 下院一一八〇六次提案討論會錄（一九二八年），四二七頁至四二八頁。

註五 并參閱史露拉（O. M. W. Sprague）及布傑士（W. Randolph Baggess）合著「貨幣信用及其對商業之影響」（Money and Credit and their Effect on Business）第十章「近年美國經濟之變遷。」又失業委員會對近年美國經濟變遷報告書。一九二九年紐約 McGraw-Hill Book Co., Inc.；第二分第六

五七頁至七〇七頁。

註六 壁赫 (Benjamin Haggott Beckhart) 「聯邦準備政策與金融市場，一九二三年至一九三一年」此係

「紐約金融市場」(The New York Money Market)之第四卷，一九三二年哥倫比亞大學出版處，第六頁。

註七 史霽拉「低金利或較有利」(Lower Discount Rates May Prove Advisable) 載一九二七年一月十

四日之「紐約時報特刊」

註八 壁赫上揭書六頁。

註九 下院一一八〇六次提案討論會錄(一九二八年)上揭書一五六頁。

註一〇 「物價穩定」(Price Stabilization) 一九二九年三月，「美國經濟評論」第十九卷第一號，六七頁至六八頁。

註一一 下院七八九五提案討論會錄(一九二六年)六〇二頁。

註一二 下院一一八〇六次提案討論會錄(一九二八年)三八一頁。

註一三 同書一〇〇頁。

註一四 同書四三七頁。

註一五 同書三九六頁。

註一六 同書一一九頁。



註一七 下院一一八〇六次提案討論會錄（一九二八年）一四八頁。

註一八 同書四〇四頁。

註一九 同書四三六頁。

註二〇 上院提案七一號討論會錄（一九三一年）五六頁。

註二一 一九二九年三月十八日在紐約經濟俱樂部之演講；此處係引自一九二九年六月之「一致」（The Cons-

ensus）十七頁，出版處爲全國經濟聯盟。

註二二 美國上院銀行通貨委員會於第十次大會第一次會議討論證券經紀人放款之記錄。

註二三 美國七十次國會第一次會議上院報告一一二四號；引自壁赫上揭書九九頁。

註二四 壁赫氏上揭書一一二頁。

註二五 引自壁赫氏上揭書一二八頁。

註二六 一九二九年聯邦準備局十六週年報告書，二一八頁。

註二七 同書二一八頁。

註二八 同書二一八頁。

註二九 壁赫氏上揭書一四二頁以下。

欲對聯邦準備政策獲得明確之觀念，并請參閱卡里（Lauchlin Currie）「貨幣政策防止一九二九——三

二年間恐慌之失敗」(The Failure of Monetary Policy to Prevent the Depression of 1929-32)載「政治經濟雜誌」一九三四年四月四十二卷第二號一四五頁至一七七頁。芝加哥大學出版處。卡氏完全贊許一九二七年之聯邦準備政策，於一九二八年之政策亦贊成惟不及上次之熱烈，然氏以爲一九二九年之限制政策完全錯誤，并應負經濟恐慌之責。

註三〇 加拿大皇家銀行公報一九三〇年七月號。

註三一 上院提案七一號討論會錄(一九三一年)一四三頁。

註三二 下院一一八〇六次提案討論會錄(一九二八年)三六三頁。

註三三 同註三一，第一四七頁。

註三四 下議提案一一四九九號，上院提案四四二九號討論會錄(一九三二年)二五〇頁。

註三五 一九三〇年十月二十二日「商業週刊」(The Business Week)社評。

註三六 赫德利(R. G. Hawtrey)「商業衰落及出路」(Trade Depression and the Way Out)一九三一年倫敦 Longmans, Green & Co., 版七四頁。

註三七 同書八四頁。

註三八 下院一〇五一七提案討論會(一九三二年)四六四頁。

註三九 上院七一次提案討論會(一九三一年)一四三頁。

註四〇 同書一六四頁。

註四一 同書一七二頁。

註四二 一九二三年聯邦準備局十週年報告書，十一頁至十六頁。

註四三 并參閱第八章第一節。

註四四 上院七一次提案討論會錄（一九三一年）一六〇頁。

註四五 下院一一八〇六提案討論會（一九二八年）一六五頁。

註四六 引自烈德「一九二一年至一九三〇年聯邦準備政策」(Federal Reserve Policy, 1921-1930) 一九

三〇年紐約 McGraw-Hill BK. Co., 十五頁

註四七 下院七八九五提案討論會錄（一九二六——七年）一一四——五頁。

註四八 烈德氏上揭書七二頁。

註四九 同書一三六頁。

註五〇 下院一一八〇六提案討論會錄（一九二八年）四〇七頁。

註五一 聯邦準備公報一九二〇年二月一一七頁。

註五二 下院七八九五提案討論會米勒博士之意見（一九二六年）六九六頁。

註五三 同上六九六頁。

註五四 下院一一八〇六提案討論會（一九二八年）一六二頁。

註五五 同上一六二頁。

註五五甲 同上三五九頁。

註五六 上院七一提案討論會錄（一九三一年）一三三頁。

註五七 下院一一八〇六提案討論會錄（一九二八年）三六三頁。

註五八 下院一〇五一七提案討論會錄（一九三二年）五〇七頁。

註五九 下院一〇五一七提案討論會錄（一九三二年）五〇一——二頁。

註六〇 美國上院銀行通貨委員會討論會，七十三次大會第一次會議，此會係討論上院八十四號提案（七十二次大會提出）及五十六號提案（七十三次大會提出）者，記錄第二部分九五二頁。

## 第九章 海外之正式承認

### 第一節 有國際重要性之會議

一 甘賴夫委員會（一九一八年至一九一九年）

一九一八年一月，英國政府指派著名而無其實之甘賴夫委員會（Cunliffe Committee），

「……以考慮復興期間通貨外匯方面問題，並報告他日恢復常態情形應有步驟。」

厥後在附項中，並加入下列語句：

「並考慮一八四四年銀行法之運用，英蘭銀行之組織及任務，以提示彼輩認為必要或適宜之改革。」（註一）

委員會主席爲甘賴夫爵士，氏當時係英蘭銀行總裁。其委員十三人，除辟高（Pigou）教授以及代表財政部及復興部之合各德（Upcott）外，餘均爲銀行界中人。一九一八年八月發表一臨時

報告書；一九二九年十二月三日發表一最後報告書。

甘賴夫委員會之提案，甚屬重要，惟結果遭遇殊不幸矣。斯爲他日英國乃至於世界貨幣政策奠下一基礎。報告書要不外暴露戰前金本位——所謂「自由金本位」——之機構。在自由金本位下，黃金自由移動於各國間，中央銀行以其金準備爲決定信用政策之根據。據該會之意見，欲使世界恢復常態情形，惟有藉恢復此種金制一法。其結論爲：

「……據吾人之意見，立刻恢復有效之金本位，爲戰後必要之事。除非長期經驗證明該種機構，（按指放棄金本位——譯者）係救濟貿易入超唯一有效策，則不當之信用膨脹一旦發生，信用膨脹日趨進展，結果將使黃金外流，紙幣之兌現受其威脅，對外貿易亦受害焉……」（註二）

最先批評此報告書者，爲吉臣（Arthur Kitson）氏。（註三）氏指出此書有種種可疑之假定，如戰前繁榮係基因於金本位；大戰期間英國物價水準上漲係由於放棄金本位；外匯穩定較諸貨幣對內購買力穩定尤爲重要；全國福利係視對外貿易額而轉移等。吉氏批評中，有若干點後日爲事實所證明，一九三一年英國金本位之放棄，尤爲甘賴夫理論基礎之總崩潰。

吉氏於其後一小書中，解釋甘賴夫政策之失敗，係因其代表英國各大銀行意見之故。氏謂彼輩之建議，僅有利於銀行界，於英國及世界貿易及產業則不然也。氏曰：

「恐除銀行業外，任何文明國家政府不肯如是違反民意而指派一委員會，其構成分子專為或主要為從事某種行業者，以決定該業應享之法益。」

「苟本國政府從酒業或釀酒協會指派一委員會，以決定酒類特許法案，或由囚犯組織委員會決定刑法，社會人士將有何言乎……」（註四）

批評報告書者不僅吉臣氏一人而已。即保守之銀行界，亦漸不滿於吉賴夫議決案。下列之語，係述自白克利銀行公報（*Bulletin of Barclays Bank, Ltd.*）一九二一年十二月號者。批評恢復戰前金制之通貨收縮影響。

「吾人猶憶〔甘賴夫〕委員會建議應迅速恢復有效之金本位，並採取一種完成此目的之政策，勢使通貨收縮。此策顯然僅適用於繁榮時期，該報告書對於現下情形之足以釀成產業衰沉，並未作精密分析。尤足怪者，有效之通貨收縮在長期間中往往使產業衰敗，蓋物價之迅速不斷低降，

使商業活動減退與不振……」

雖有此種種批評，然甘賴夫提案仍產生其最後結果；然至一九二〇年比京國際經濟會議時，此策始有國際的基礎。

二 一九二〇年之比京會議 (Brussels International Economic Conference)

一九二〇年九月，爲欲獲得一復興世界經濟之程序起見，於比京舉行會議。派遣代表者三十九國，然非爲正式之發言人，僅爲技術專門家而已。斯爲大戰之後，破題兒第一遭，昔日之敵人與中立分子同聚一堂，討論其共通經濟問題。

穩定貨幣論者出席並努力勸告該會採取一種決議案，以使諸國考慮國內穩定貨幣問題。卡素爾教授提出其「世界貨幣問題」(The World's Monetary Problems) (註五) 論文，主張各國貨幣立時以其對內財貨購買力爲根據而穩定之。(註六)

至於金問題，卡素爾以爲主要工作在乎維持金價對財貨之穩定，同時在輓近跌價之後，防止其價值之上漲。



史陀苛瑞 (Henry Strakosch) 爵士告以固定金價之危險，蓋此或足影響金產額之減少，從而釀成通貨缺乏。或通貨收縮。反之，氏主張金價隨市況上漲。(註七)

尼德蘭銀行 (Netherlands Bank) 董事長衛士林 (G. Vissering) 博士，曾作下列有趣之建議：

其一，減少信用貨幣之流通。其二，穩定幣值，又在可能範圍內穩定匯率。——二者(如屬可能)均以某種固定價值標準為基準。其三，考慮將來是否可採取黃金為價值標準問題。(註八)

氏謂：「欲恢復正常運用之貨幣經濟，必需一穩定通貨……」(註九)

惠氏建議一種複合通貨制度，其一為穩定之「銀行通貨」，或帳面貨幣；其一為現錢貨幣，暫時任其較穩定貨幣略有變動；並謂一俟時勢漸復常態，現錢貨幣亦可穩定。故氏為晏士陀敦銀行 (Bank of Amsterdam) 著名「銀行貨幣」之擁護者。(註一〇) 與不久以前愛士勒 (Eisler) 博士提案要旨相同。(註一一)

該會議對於任何穩定貨幣提案，均不予贊同。惟該會之通貨匯兌委員會以第一項決議案之

方式，將此問題提交於一特別委員會，中云：

「決議第十一項。吾人不能建議何種穩定金價之計劃，吾人甚懷疑此項計劃能否成功；然即使應採行，亦不妨提交於委員會……」（註一二）

國際經濟會議之討論通貨穩定問題，斯爲首次，上述決議案並爲後日熱諾亞會議奠立基石云。

### 三 熱諾亞會議 (Genoa Conference) (一九二二年)

一九二二年春，熱諾亞會議，爲國際首次承認穩定貨幣購買力之例。此會議係溯源於一九二二年一月在干納 (Genoa) 召集之國際聯盟最高會議。此會多得力於當時英國首相路易喬治 (Lloyd George) 之發動其目的在討論復興歐洲經濟。（註一三）派遣代表者約三十三國，蘇俄亦在內。蘇維埃政府之參加正式國際會議，斯爲創舉。

熱諾亞會議金融委員會之決議案，（註一四）多年以來即爲世界各國穩定貨幣主張者有力之武器。其案雖未見諸實現，然足促進吾人對通貨穩定問題作進一步研究，國際聯盟並供給有價值

之資料證實其要求此著名決議案關於貨幣方面之要點，主張通貨之對內穩定，並建議防止各國恢復金制後發生之黃金爭奪戰，及金價上漲；以及各中央銀行合作統制信用，以維持金之購買力。

決議案云：

「決議案第一項。各國穩定其通貨價值，為歐洲經濟復興之要件。

「決議案第九項。……切實維持金本位，不僅由各中央銀行合作，且於適當時期實施國際協定。協定目的在使黃金需要集中化平均化，並避免黃金購買力劇烈變動，否則由於各國同時競爭獲取金準備，必致發生此種變動也。此協定應設法以海外存款方式，節省金之使用，如金匯兌制，或國際清算制度。

「決議案第十一項。宜以下列提案為第九項計劃國際會議之基礎，並提交於第三項決議所計劃之各中央銀行會議考慮之……。

「……統制信用，其目的不僅在乎維持各國貨幣於平價之上而已，並防止黃金購買力不當變動。中央銀行之意旨，並不應制定何項固定法則限制之，但於參加諸國職分以外方面保證其合

作之。」(註一五)

此等決議案固甚進步且盡善，然赫特利(Hawtrey)氏謂其缺點在乎未確切規定適用之時間及情形之標準。氏曰：

「在一方面，熱諾亞決議案確不能使人滿意。此等提案何時生效，殊不易言。在力量薄弱之國必待預算平衡後始實行；即在較強之國，亦必待建立金平價後，不論恢復金平價或另立新平價。……各國中其通貨之金平價有不及戰前之半者，絕不願放棄恢復金制之期望。法、比、意三國，在熱諾亞會議中均表示此種態度。如此似將通貨穩定作無期限之延擱也。」(註一六)

決議案中有一項規定，通貨應穩定應略近於戰後一九二二年之水準——若是則有數種通貨對黃金而言應行貶值。然有數國視此舉為一種侮辱。關於此問題自負之愛迪士爵士(Sir Charles Addis)作一有趣之批評：

「余猶憶及一九二二年之熱諾亞會議，通過一決議案，規定某數國應以當時物價水準為根據，採行金匯兌本位。」

「此案獲得一般人通過，然其後法意二國代表起立發言，惟有恢復戰前平價始適合其國利益。時過境遷，則起反動雖則固有偏見不易變除也……。」（註一七）

於此所謂「反動」一詞，愛氏係指法意二國最後被迫穩定其通貨遠在戰前水準之下而言。不列顛毫不讓步，故損失尤甚。

## 第二節 國際組織

### 一 國際聯盟經濟恐慌問題委員會

一九二一年，勞動大會（General Labor Conference）擬從國際及國內方面研究失業問題及其對策。該會邀請國際聯盟之國際勞動局（International Labor Office）計劃解決方案。因是之故，成立一特種小組委員會，對國聯之經濟委員會負責。其後成立一經濟恐慌問題聯合委員會（Joint Committee on Economic Crises），由上揭小組委員會及國聯財政委員會委員三人，國際勞動局指派專家四人組織之。此新委員會研究者多為失業與貨幣變動之問題。研究工

作之領導人物，或當推湯密士 (Albert Thomas) 富士 (M. Henri Fuss) 貝勒彼 (Mayor Bel-lerby) 諸氏，上述諸氏之著述中常及貨幣穩定問題。

一九二三年，國聯之公報發表湯密士氏之報告書，謂「一國外匯率穩定常使失業增加：

「……在過去數月研究中，國際勞動局發現各國外匯率與勞動狀況之關係……外匯率之穩定，與貨幣狀況之改善，結果必產生或增加失業。」

此驚人之議無足為奇，蓋氏謂此種對黃金之穩定，係藉通貨收縮手段也：

「金本位之恢復，結果為物價低降；物價低落幾必為失業之原因……」（註一八）

## 二 討論社會政策之國際會議

討論社會政策國際會議，(International Congress on Social Policy) 一九二四年十月召開於派力 (Prague)，係勞動立法國際協會 (International Association for Labor Legislation) 及失業問題國際協會 (International Association on Unemployment) 之聯席會議，採取下列決議案，建議穩定物價，以防止失業，如熱諾亞議案所論及者：

「社會政策國際會議邀請各國社會改進分子採取防止失業之新政策，要求政府採行必要之經濟政策，以使一般物價水準穩定，以與復興歐洲經濟之熱諾亞國際會議之決議案相照合。」  
(註一九)

上揭之國聯聯席會議，於一九二五年六月二日三日舉行會議三次，對上次會議決議案表示贊同。議事錄中（並提及熱諾亞決議案）並注意於信用政策、物價趨勢、商業變動及失業之關係：「聯合委員會……以為商業劇烈變動所產生之失業問題，可從信用政策方面使之減輕……充分注意有關之經濟情況資料，包括雇傭狀況及物價趨勢……」。

「(二)聯席委員會一致決議再行討論並採納一九二二年熱諾亞會議金融委員會報告書中所揭載之決議案，確認其原理與今日實情完全照合。」(註二〇)

國際勞動局富士(Henri Fuss)氏，在「一九二五年之失業問題」一文中，對物價變動之影響於雇傭狀況作有趣之描述，結論謂因物價水準變動影響於雇傭狀況，故不僅須穩定外匯，且須穩定貨幣之對內購買力，如熱諾亞決議案所主張。氏曰：

「……一般物價水準變動，影響於雇傭及失業狀況極鉅。……近年對於穩定外匯率及國際物價平價，已有相當進步，然即使各國以恢復金本位或金匯兌本位而達到上述之穩定及平價，穩定黃金自身購買力仍為必需，如熱諾亞國際經濟會議所建議者……」（註二一）

### 三 社會改進問題之國際協會

一九二八年九月十四日至十八日，社會改進問題國際協會（International Association for Social Progress）在維也納開會，對信用統制問題曾作一詳盡之報告。草擬該報告者為一專門委員會，由巴黎之辣莎（M. Max Lazard）領銜。委員會結論認為一般物價水準穩定之法甚善，中央銀行以及私家銀行，均可以合時之信用統制方法，貢獻於此穩定之維持。報告有關係之一段云：

「八。委員會欲使人明瞭於物價，開始上漲時統制信用，雖或不利於發展中之企業，然實為限制商業之人為的膨脹最有效且經濟之手段，同時並可預防隨此發生之經濟恐慌。若行之合時，固可事半功倍。如行之稍緩，則其需要不但不能避免，抑且更殷，斯時之抑制尤應嚴格化普遍化。」



#### 四 國際勞動局

國際勞動局繼續其貨幣穩定之研討工作，一九二八年富士氏發表其論文「合理化與失業」。  
(註二二)以豐富之統計數字為根據，氏謂合理化(即指「科學管理」)政策雖「……可引起失業，然範圍較狹。」如勞動者果因合理化而撤職，則其失業之時間全視一般經濟狀況而定，而此則自然直接受貨幣變動之影響也。

在「失業與貨幣波動」(註二三)一報告書中，國際勞動局作一統計上之研究。結論謂物價水準波動為失業恐慌之要因，故應設法緩和此種變動：

「……吾人力陳驟然或緩和而延長之一般物價水準變動，換言之，生產與支付手段間均衡之擾亂，其影響於經濟活動之進展或抑制至大，故亦為景氣循環中失業恐慌之屢屢發生之一要因。」

「是故若能減少一般物價水準之變動程度，則失業之一要因將大減其效力……。」

#### 第三節 國際聯盟金代表團

一 起源

著名國聯金代表團 (League of Nations Gold Delegation) 之成立，爲比京及熱諾亞會議邏輯上應有之結果。此會之成立，多得力於卡素爾教授。一九二七年之世界經濟會議，曾試請國聯之經濟諮詢委員會，將下列語句增入其最後報告書中，提及穩定之利，並示以黃金購買力變動之不良的經濟的結果：

「……吾人不欲於技術方式表示何種意見，吾人着重者爲盡減輕黃金購買力變動至極小程度之一種貨幣政策，如何裨益於經濟發展，以及採行下列決議案：

「諮詢委員會，固承認多數國家通貨對黃金之穩定，結果裨益國際商業甚大，然未忘熱諾亞會議之憂慮黃金購買力不正當波動所生之危險。鑒於此種波動對於工業，農業及雇傭狀況予以不利影響，委員會得知各中央銀行於此問題之重要性，並請求國聯之金融及經濟組注意此事。」

(註二四)

國聯金融委員會宣稱，如國聯理事會願意，當即研究經濟諮詢委員會所提出之問題。理事會

於一九二八年六月八日考慮此事，請金融委員會「考慮在何種範圍內以及以何種方法國際聯盟可援助研究並解決黃金購買力不當變動問題。」（註二五）

金融委員會於一九二八年九月及十二月再行開會討論此問題，一部分係受其委員史陀苛瑞爵士「貨幣穩定與金本位」(Monetary Stability and the Gold Standard)之影響，此會向理事會提出一報告書。書中有云：『金融委員會建議組八人或九人之特種委員會，「以研究報告書中所述黃金購買力變動原因，以及其對國民經濟生活之影響……」』（註二六）

## 二 第一次報告書

理事會終於委派金委員會，（註二七）其首次報告書出版於一九三〇年六月二十七日。以詳盡之統計資料為根據，此報告書結論謂貨幣用金新供給量之不足，苟不謀對策，則在不久之將來，將使世界物價水準低降。

報告書云：「從各方面觀察，……將來物價或然之趨勢，頗足焦慮。吾人以為，如世人認識此項需要，則在十年間必可獲得吾人所盼之策以糾正吾人恐懼之結果……」（註二八）

報告書中並表示希望中央銀行集中黃金，使之脫離流通領域之政策，得普遍採用。此可使黃金得以充分利用，且使通貨更富於彈性也。報告書之其他建議：為減低中央銀行金準備最低限額；並使用支票及其他銀行週轉之法以代替金之使用，作為節省黃金之另一手段。報告書特別聲明，所考慮者僅為物價長期趨勢，因惟有此種波動係基因於金供給方面之波動也。

### 三 第二次報告書

金代表團之第二次臨時報告書，出現於一九三一年一月。第一次報告書着重金供給之不適當，第二次報告書主要在乎討究貨幣用金偏在之危險。書之緒論中有謂，因貨幣用金之分配狀態影響於貨幣購買力，故金委員會必須考慮此因素：

「……金之是否適宜為金本位國信用機構及物價之基礎，不僅繫乎貨幣上用之金總額，並關乎一時期貨幣用金在各國之分配狀況。故金之分配，為影響貨幣購買力之一因素，亦在吾人考慮範圍之內……」（註二九）

對於曾採行金本位，或金匯兌本位諸國之責任，尤特別注重苟彼等不遵守一定法則，將生種

種困難而致全盤崩潰。

報告書又云，(註三〇)縱已達到節省金之使用，金本位之運用將更形複雜。中央銀行之工作更為繁重，同時其貨幣政策之重要，逾於往昔。

#### 四 最後報告書

金代表團之最後報告書，直至一九三二年六月始發表，斯時往昔之金本位國幾均作戰後第一二度放棄金制。然此最後報告書並未獲全體委員通過，特附一異議書於後。大體言之，最後結論略謂金本位為理想之通貨制度，其崩潰適足表示其運用未合乎法度而已：

「(七八)本委員會相信，在世界經濟發展現階段中，金本位仍為最適當之貨幣機構……」  
(註三一)

「(八〇)雖則時期及水準問題，——以及恢復金本位所應決定之特殊方式，——僅能由各該國家之適當機關決定之，本會鑒於最近之將來，世界恢復金本位，對於金融及經濟進展之重要性，覺其有考慮如何可以促進此目的之方策之必要……」

易詞言之，委派時雖未使該會注意此事，然多數委員均覺有即時使幣制恢復舊況之必要。該會於解釋此非分內之舉動後，謂商業循環變動，除靜態社會外均不能避免。並認過去統制物價水準之努力，為加重今日恐慌之原因。即統制之舉僅使恐慌延宕，最終益臻深刻化。委員會云：

「(一三四)吾人認為商業循環之者，乃係極複雜之物價機構及商業活動之假擬的穩定關係之常態之某種程度之變動也。除靜態社會外，均衡之常態從未實現……產生不穩定原因至為複雜，故其所生之物價波動，並非一簡單之分析或解釋所能解決者……」

「……努力統制一般或平均物價水準之波動，將或增加物價機構之危機，最終將發生延期且或更劇烈之反動趨勢。例如吾人確信今日之經濟恐慌，主因在戰後之以各種統制或操縱方式，調節工商業及物價所致……」

在某種限度內，該會亦贊同穩定貨幣；

「(一八四)……吾人以爲貨幣政策之應着眼於避免購買力劇烈變動，至爲可取……」

惟彼輩謂僅貨幣政策殊不足以完成期待之穩定，在動態社會中，「完全」之穩定實不可能。

「(一八五)……(一)吾人以爲避免一般物價水準之一切變動爲不可能，(二)……吾人固甚知吾人所欲得之穩定政策，不能僅以貨幣手段爲之……在動態社會中，完全之穩定與羣之運動之一致殊不可能，社會不進步則退化。」

報告書關於穩定必需步驟之一部分，採取下列矛盾方式；穩定性之測驗，係以躉售物價指數，然同時以金準備多寡以決定通貨政策：

「(一八七)……躉售物價指數在若干年中之相對的穩定性，爲所行諸政策是否有效之測驗手段……。」

「(一九五)從全國立場考慮貨幣政策，據吾人之意見，應以金準備之歷史的指數爲主要指數……。」

##### 五 異議書 (Note of Dissent)

異議書簽署者爲詹遜 (M. Albert Jansen)，孟德 (Reginald Mant)，史陀苛瑞 (Henry Stra Kosch) 諸氏，其後卡素爾教授亦贊許之。據四氏之見，金偏在爲國際物價降落主，此因素在

原報告書中並未如何重視。另一不同之意見係關於貨幣政策之目的：多數人顯然僅着重於短期變動之緩和，異議者則着眼於永久穩定。彼輩謂：

「吾人與吾人同僚不同之第二重要問題，係關於貨幣政策目的。彼輩對此目的之定義（第一八六段）爲「長期間躉售物價運動之相對的而非絕對的穩定，」並謂彼輩所主張之穩定測量手段與長期緩慢波動之上落並無衝突。

「吾人對於所謂相對性不甚了了，然吾人了解吾人之同僚僅致力於限制物價短期波動，不欲藉貨幣政策影響長期變動，雖則此點與報告書其他部分，力陳節省金之使用爲決定長期趨勢之最有效因素之意見，不相脗合。

「然毋論彼輩建議意義何若，吾人以爲應使世人澈底明瞭，如吾人管見所及，貨幣政策之主要目的，應爲躉售物價一般水準之穩定。」（註三一甲）

異議書對於努力統制物價變動，適足增加物價機構之危機，並爲最近世界物價降落之原因一點，（一三四）尤特予否認。



異議者云：「吾人相信，適與此相反，苟一般物價水準變動可避免，則工商業及相對的物價之調節毋庸操之過急。蓋此等變動必增加物價機構之危機，而此等危機之發生係基因於所得之再分配，以及此再分配對於生產、貿易及金融所生之一切反動也。」

異議者提示一種實際計劃，各廢棄金制之國，暫時在一共同目的下，合力管理其紙幣通貨，即穩定其國內躉售物價水準。此舉或為恢復國際金本位之最佳準備。彼輩對於金本位一般問題亦有貢獻，表示若金本位管理得宜，亦贊成金本位：

『……吾人以為尚須說明，吾人之所以不無條件同意於報告書四十五段所云：「在世界經濟進展之現階段，金本位仍為最佳之貨幣制度。」吾人僅能表示，如金本位管理得宜，誠為最佳之制。』

#### 第四節 麥米倫委員會 (Macmillan Committee)

##### 一 麥米倫委員會之委派

一九二九年十一月五日英國財務大臣史奴登 (Philip Snowden) 委派著名之「金融工業委員會」以研討銀行、金融及信用問題，對於決定其運用之國內外因素加以注意，並草擬計劃使此等機關有所遵循，以謀貿易、商業及勞動雇傭狀況之進展。」

委員會主席爲麥米倫爵士 (Right Hon. H. P. Macmillan)，今其尊銜又改爲 Lord 矣。委員中有著名穩定貨幣論者如麥鐸納爵士 (Right Hon. Reginald MacKenna)，鏗士 (J. M. Keynes) 氏等。一九三〇年一九三一年間，委員會開會四十九次，討論案件五十七起，參加者有銀行家、工業家、商業家、勞動代表、經濟學者等。在「議事錄」中，並轉載十五機關及三十一私人之書面意見。

麥米倫報告書分作二部，其一爲「歷史與敘述」之部，討論貨幣銀行及物價方面之經驗及事實；第二爲「結論及建議」之部，提出關於國內外局勢之救濟策。

從下列引述中，可見此報告書爲官方研究貨幣銀行問題產生之最進步文件。其結論適爲歷年穩定貨幣學者見解正確之鐵證。

## 二 中央銀行之任務

報告書認爲私家銀行活動之動機雖爲利潤，中央銀行則應純從公衆福利方面着想。書中云：

「……一中央銀行之任務及其所負責任，有其特徵，有須乎一種與商業銀行家不同之才能，經驗與判斷力。銀行家固均不能忽略謹慎與安全二者，然商業銀行家目的在乎利潤。中央銀行則常作種種業務，不僅無利可圖，抑且虧折。其目的必須爲金融制度之安全與一國經濟之福利。」（註三二）

關於國際金本位問題，委員會謂世界物價水準穩定爲善策，然不應受個別之中央銀行所干預：

「（四七）……（一）國際金本位制應使世人對於其存在目的有一致之共同協議。

「（二）制定一種政策，其目的之一在規定國際金本位應獲得物價穩定，並應保證外匯穩定。

「（三）個別中央銀行之動作，與其他中央銀行衝突而防礙物價水準穩定者，應極力避免。」

（註三三）

### 三 國內貨幣政策之目標

下列引述之語句，將貨幣政策有利之點，如恢復通貨(Reflation)穩定通貨(Stabilization)加以闡述，此項政策後日為羅斯福政府所採行。報告書特別指出，以中央銀行政策之普遍採行物價水準為基礎實為一「偉大且值得注意」之轉變。

「(二七五)是故吾人之目的，其一為盡本國所能影響於國際物價水準之能力，使物價提高於較目前為高之水準，並盡管理之能事而維持穩定於該水準。

「(二七六)吾人建議，此目的應視為本國貨幣政策之主旨。此項目的之接受本身即為一種偉大且值得注意之轉變。蓋在戰前，尙罕有考慮及物價水準能否或應否為英蘭銀行或其他中央銀行政策之一部分者也。」(註三四)

委員會既明瞭「自動的金本位」之神怪性，故要求世人確認貨幣本位必須加以管理：

「(二八〇)本國之貨幣制度，必須為一管理的制度。視吾人之制度為一自動的制度，一任自然力之推動，並輔以庸俗之箴言及陳腐之法則，致失其正當效果，殊為不智，抑不可行。」(註三五)

於此稍將此事擱置請以此語與該書發表後一年即一九三二年聯邦準備局米勒博士發表之議論相比較。米博士謂：關於恢復美國物價水準問題，「彼蒼將較國會及聯邦準備制度有更多信息之意見。」

#### 四 結論

在下列結論中，委員會重述其建議，於穩定物價水準為中央銀行政策之目的，尤三致意。謂此種穩定可由中央銀行統制信用之供給及成本之法達到之，至關於國際穩定，則建議各中央銀行常舉行會議以解決之：

「(一)各中央銀行之目的，應為維持長期及短期國際物價安定；即一方使長期間之平均數穩定，他方又防止每年間盤施於此平均數之波動。

「(二)欲達到此目的，應統制銀行信用之數量及期限，以極力維持國內外新投資及新企業進度之穩定。如是過度繁榮與衰沉之交替即可避免，而世上生產手段及其他形態之資本之需求，可與所得維持均衡，——不致過或不及。

「(三)由是觀之，各中央銀行應常召集會議，以決定其個別政策之一般趨勢，擴充或收縮信用；而其銀行率及其他統制信用手段可隨而變更，不致一任單個組織獨斷而有偏頗也。彼輩對於較小而繁頻之變動亦不應引以為憂。否則其行動即致擱延也。此種較輕度而使頻常之變動，可使大眾習而安之，對於必要之變動，不致小題大做。各中央銀行應準備與實情相接觸，對於小小變動則予以輕微修正如有何種顯著變動，則應逆其趨勢。

「(四)此項聯合政策，應與各國家銀行自動手段相輔而行」。(註三六)

麥米倫委員會建議英蘭銀行實施上揭貨幣信用政策，並臚列該行所有之主要手段：

「(一)銀行率。

「(二)『公開市場』業務，其……效果可變更該行之私家存款總額。

「(三)『公開市場』業務，可變更該行資產之形態而不變更其數量……。

「(四)有某種直接影響外匯之專門手段，如買賣匯票，遠期匯票之交易，銀行購金價格之輕微變動等。

「(五)利用銀行之私人影響或勸告，以影響金融市場之重要因素。」(註三七)

### 第五節 渥太華會議 (Ottawa Conference)

一九三二年之帝國經濟會議，於一九三二年六月二日至八月二十日，在渥太華（加拿大）舉行，出席者有全不列顛帝國（註三八）代表，其召集主旨為改善貿易狀況。因全世界主要商品價格一致跌落，英國領土內各邦發生嚴重之不均衡狀態。此種不均衡狀態，促使出席會議者要求帝國各邦合作提高躉售物價水準。

貨幣問題與躉售物價水準之關係，成爲此會議劇烈爭論之議題。

#### 一 記事錄

會議之臨時記事錄，關於提高並穩定物價水準問題，作下列之論及：

「考慮帝國內諸種通貨及貨幣本位間現存關係，以及着手恢復及穩定一般物價水準及穩定外匯，是否可取及可行。」(註三九)

澳洲代表團主席不魯士 (S. M. Bruce)，發表意見：

「……吾人不僅須防止物價低降，且須設法使之昇至一適當水準，再行尋求穩定手段以防止劇烈波動之不良影響。此重大且緊急之問題，帝國經濟會議當然必須考慮，澳洲代表亦願盡力貢獻於此也。」（註四〇）

印度代表團主席查德基 (Atul C. Chatterjee) 爵士，於開會詞中亦論及穩定貨幣問題：

「……記事錄中有一項，不宜過度重視。余係指帝國內諸種通貨及幣制本位間之關係，以及着手恢復及穩定一般物價水準及外匯，是否可取及可行一項而言。蓋此關係於國庫之基礎也。苟不佐以貨幣信用政策，保證一般躉售物價水準之穩定，則特惠制度對於生產及貿易之利益，不易保持也。」（註四一）

一九三二年七月二十二日，組織一「貨幣金融問題」委員會，此會又再委派一小組委員會研究下列二問題：其一為提高一般躉售物價水準之可能性或適當性，另一問題為討論帝國內通貨穩定問題。（註四二）



## 二 加拿大方面之意見

加拿大內閣總揆兼渥太華會議主席伯納德 (R. B. Bennett) 在「貨幣金融問題」委員會席上作首次演講。於加拿大物價低降之不良影響，及外匯波動之弊害，尤三致意。氏謂：「苟無一種衆所公認之商品或尺度，則余個人不知如何方可與世界作買賣。余雖承認金似爲最勝任於此者，他人或不以爲然。然余請彼輩注意不列顛帝國生產世界金供給額約百分之八十之事實。」(註四三)

氏進而提及設立五千萬英鎊之「帝國匯兌公司」(Empire Exchange Pool) 以穩定帝國內匯兌之可能性。

下列語句，涉及穩定貨幣，頗值得注意。氏曰：

「在最近之固定程序中，吾人相信貨幣機關應負責極力減免世界物價水準之長期變動趨勢，及緩和其短期之週期變動。此種物價變動之社會的及經濟的影響既甚嚴重，故避免貨幣之不安定，實爲支撐目前經濟與社會制度最重要之貢獻。」(註四四)

### 三 澳洲方面之意見

澳洲之不魯士氏，再行指出彼邦人士相信可以增高物價之法解除其困難。在敘述澳洲之經濟恐慌經驗後，（註四五）氏謂如不列顛先行提高躉售物價水準，則不但其他英鎊集團諸國起而倣效，即其他尚維持金本位國家亦將倣效。氏曰：「余相信英國政府之確切宣布其政策，以及其政策之完成，影響甚大，並甚可化猶豫為信任，對於業已生效之蒂固根深之因素更促進之。」

在物價水準高漲時期，即恢復通貨時期，不氏以為穩定不列顛帝國內之匯兌平價亦屬重要。此種匯兌穩定，由各中央銀行通力合作以「管理」之。氏建議藩屬中無中央銀行者，組織獨立委員會負責管理匯兌。

關於重建一有效的國際貨幣本位問題，不氏認為甚屬可取，並相信可由中央銀行通力合作以襄厥成。氏有云：

「關於此問題，南非洲代表團主席先生謂穩定外匯為商業必需之意見，甚為中肯。就彼之地位而言，彼自然承認一種適當穩定價值尺度為生產事業所必需，苟無生產，遑論商業？吾人甚知富

庶中之貧困，使吾人於物價低降時增加生產力。商業之所以騷亂，外匯之所以不安，胥基因於是。」  
(註四六)

紐西蘭之公共事業，運輸及雇傭部部長高茲(J. G. Coats)氏，該國代表團主席也，與不魯士意見大致相同。氏要求不列顛即時實行提高物價水準。氏謂：「吾人固可作局部變革，然在不列顛一般物價水準未提高至相當程度之前，藩屬中欲恢復一種健全狀態，殊屬不可能。此事不能任其自然也。」(註四七)

#### 四 南非洲方面之意見

南菲聯邦財政部部長赫芬加(N. C. Havenga)代表其代表團致詞。氏同意於物價降落對全世界均有不利影響之說。然於分析通貨問題之時，將問題分作二部，如下述：

「其一，世界商品及勞務交易機構大部分之崩潰，其自身充分反映於吾人用作商業交易手段之通貨制度。」

「其二，世界工業雖已發展至相當程度，然在實際價值測量領域方面，則仍採用一種原始尺

度，爲其測量之商品之變動因素所影響而膨脹或收縮。

氏繼續謂：「在過去二三十年間，經濟制度受莫大損害，目前第一問題，係使其恢復。其二爲一更困難之機械問題，其對於現存價值尺度之進步，猶如從獸類運輸之進於蒸氣機。」

上述議論，係發自世上產金最豐國代表之口，殊值得注意。茲係承認金本位缺陷之議論。赫芬加氏進而曰：

「如吾人不能發明一種更完美之價值標準，則吾人不得不勉力運用吾人所有最佳者。然若今日世上欲享有一高度物質文明，則應集中吾人注意力於恢復經濟之健康，此疾病之恢復實爲一種長期痛苦過程也。故余以爲解決目前貨幣問題之第一步驟，應爲恢復世上之信任心……」

（註四八）

「是故吾人以爲當全部經濟機構崩潰之時，歸咎於經濟機構貨幣一部分之不能勝任，實屬錯誤，且足拗曲此問題……」

赫氏於此似不歸咎於貨幣機構，而歸咎於「世界商品及勞務交易機構。」氏繼續曰：

「……吾人以爲恢復使用一種商品爲價值尺度下所發生之某種程度之穩定性，實可振興貿易。

「吾人深知他日各國恢復金本位時所遇之困難。吾人亦知舊平價已不復神聖不可侵犯。然吾人以爲苟出席本會之諸國，儘速決定恢復金本位之相對的穩定性，則此舉對於多數人士可使之安定，因此等人士對每一複雜問題之內容懵然無知，目前尤懷疑世界通貨之前途，因而對於企業及一般信任心產生極不安之影響也。」

赫氏以爲獲得穩定價值標準問題，應由代表全世界各國之會議討論之，不應限於不列顛帝國。氏結論曰：

「吾人管見，改善之本位，可以某種商品爲基礎。長期間之歷史既證明黃金爲適當，故吾人以爲欲謀更佳之價值標準，亦必以黃金爲基礎……」

氏進而結論：「吾人所需者，爲國際物價水準之上升趨嚮，而不欲一方面世界物價降落，他方面地方之物價上昇。」（註四八甲）

愛爾蘭自由邦及紐芬蘭代表團之領袖，亦承認其國需求較高物價水準，如印度總督理事會會員舒士陀（George Schuster）爵士，即曾言及此。

五 印度方面之意見

印度理事會會員史陀苛瑞爵士，對舒士陀爵士議論加以闡發。據史氏之見解，關於物價水準降落主因之意見之紛歧，「要不外程度上而非本質上」不同。於研究物價降落之一般影響後，氏推論謂：

「……於重建一穩定之國際貨幣本位之前，帝國應力謀採取一共同之價值標準，……躉售物價水準之對於此共同標準應提高至一定程度，以使生產費與該項水準重建均勢。

「抑有進者，……欲獲此水準，貨幣政策應着眼於維持其穩定，並以物價及其他帝國通貨為基準。

「英國為帝國最大之貿易及金融之中心，對其他帝國內諸邦為一強有力之債權國，故物價竊共通標準之趨勢，須以其所定貨幣政策為主要根據。」（註四九）

史爵士以爲欲謀恢復戰前繁榮，必須世界各國均恢復金制；恢復世界繁榮，則重建國際貨幣本位必不可避。一種國際通貨制度「應能保證穩定之一切適當情況，對於貨幣對財貨之購買力及外匯兩者兼顧。帝國在貨幣方面之合作，不過爲救濟局勢，以及開拓復興國際貨幣本位之途徑之張本而已。」

## 六 英國方面之意見

財政大臣張伯倫 (Neville Chamberlain) 代表英國代表團發言。氏對於附庸諸國要求英國首先提高物價水準作如次答覆：

「……一般的，雖或非一致的，多以爲英國對於解決提高物價問題之貢獻，較諸出席本會其他各邦爲偉大。」

「對於英國權力之誇大，雖足引以爲榮，然余恐必須請諸君考慮吾人之限度。」（註五〇）

氏表明英國亟欲提高躉售物價水準，並不亞於其附庸國：

「……吾欲立刻表明，關於提高躉售物價問題，英國代表團對於各領地及印度充分同情並

同意。」

至夫重建國際貨幣本位問題，張氏作下列議論，謂目前英國不欲恢復金本位：

「……請論最後應採取之價值尺度之問題。吾敢同意於伯納德氏之說，即除非有某種共通尺度，則吾人之商業決不能擴充至全世界，然氏以爲黃金以外之本位不能一致通用之說，則未敢贊同。南非代表團主席對此亦作極有力之解說。同時吾人須表明，在未有把握獲得救濟去年使金本位制度崩潰之政策前，吾人不欲恢復金制。苟主要之狀態——經濟的及政治的乃至於貨幣的，——尙未變換，以減少金價重跌之危險以前，英鎊集團諸國目前歸復金制殊無可取。在吾人改變現存基礎前，吾人必須確知此種改變可以維持，且數年內不致再爲此項工作。」（註五二）

張氏並論及：「吾人所欲提高者，爲躉售物價，而非零售物價……」並將英國代表團意見摘要述說如次：

「茲請將鄙見提要述之。英國代表團之意見，貨幣政策不能等閒視之，因英國爲世界商業金融中心，且英鎊匯票爲國際貿易媒介，使吾人慎重從事也。吾人不見金本位有何種迅速恢復之預



徵又苟恢復矣吾人目前亦不欲言應恢復於何種平價吾人正從事且繼續從事極力防止投機活動所發生之英鎊價值之劇烈變動，吾人並相信現下已建立有效之機關以達此目的。」（註五二）

### 七 渥太華報告書

報告書由小組委員會提出，獲得貨幣金融問題委員會之一致接納，其後又為全會議所通過，中有云：

#### 第一部

「（甲）世界各國躉售物價一般水準之提高，為最佳之事。物價跌落之對策，即由政府及私人就其原因方面，不論經濟的金融的或貨幣的諸方面設法防止。

「（乙）為從最廣闊範圍研究此問題起見，本會議所代表諸國政府一致確認國際協作為當務之亟，並宣言盼與他國在實施躉售物價提高政策方面通力合作。

「（丙）本會議曾考慮帝國各邦可以何種行動，提高物價之問題。

「至夫貨幣因素方面，本會議認為英國不但為不列顛帝國且為全世界貿易金融中心，故英

國在任何方面，均爲一重要因素。故本會議對於財政大臣論及英國之語，殊表同意：

「本國政府盼望英鎊之躉售物價上漲。最佳之法爲金價上漲，如金價不漲則英鎊必受抑制。提高物價，非僅貨幣政策所能奏效，必也對於發生近日恐慌之各種因素加以修正或除去，始謂之有救濟策。本國政府以爲以低利大量供給短期款項甚爲有效，並確信如無臨時困難發生，則造成目前較佳之貨幣狀況之工作仍可繼續。」

「(丁)在此段中，陳述不列顛帝國之貨幣政策，應趨向低金及儘量供給短期放款以提高物價之正途。不應出諸彌補財政短絀之形式，而應用於刺戟私人企業及恢復商界信仰心。」

「(戊)在此段中，陳述帝國各邦應努力穩定匯價；於此並未提出何種手段，然提示帝國各分子合作，以達穩定外匯率之目的。」

## 第二部

「本會議認爲貨幣政策之最後目標，應爲恢復一適當之國際貨幣單位。此種本位之任務，應不僅獲得穩定之外匯率，並須保證國際貿易金融機構作靈活與有效之運用。」

「此有待乎世界各大貿易國成立國際協定者也，出席之代表中雖有對於最適當本位問題把極確切之見解，然本會議對此不欲發表意見，因不久即有一國際會議討論之也。」

「唯是在重建國際貨幣本位前，須有數項條件。其最要者：各國一般物價水準之上升至一定程度，使與生產費水準（內包括債務負擔及其他固定及半固定開支諸項）相調節；並克制招致各國金本位崩潰之政治的、經濟的、金融的、貨幣的諸原因，如不能統制之則無論採取何種國際本位，必產生另一恐慌也。」

「本會議以為，獲得並維持國際合作，以避免價值本位購買力之劇烈變動，對於國際本位運用之前途亦舉足輕重。」（註五三）

## 八 結論

從上揭討論案觀之，對於金本位或其他特殊枝節問題雖無一致意見，然顯有二大共同目的，斯即恢復通貨與穩定通貨，如目前羅斯福總統所主張者也。

然此會之重要性，並不如其議論所表現之甚，因事實上此等議論係發諸負責政治領袖口中

也。歷來之全國或國際會議，固均不免於是，此尤其甚者耳。即就熱諾亞會議而言，其決議案亦僅爲專家工作之結果，各代表之接受其決議案亦不認真，並未經劇烈爭辯也。

渥太華決議案之獲得特殊重要性，係在一年後，斯時不列顛代表於世界經濟會議閉幕時之「帝國宣言」中予以贊助也。（註五四）

註一 引自聯邦準備月報，一九一八年十二月號，一一七八頁至一一九二頁。

註二 同上，一一九一頁。

註三 參閱通貨外匯委員會第一次臨時報告書之批評(A Criticism of the First Interim Report of the Committee on Currency and Foreign Exchange)一九一九年一月十一日。

註四 吉遜「銀行家之陰謀」(The Bankers' Conspiracy)一九三二年倫敦 Elliot Stock 版，三八頁。

註五 並參閱第三章第四節。

註六 一九二〇年「北京國際金融會議」國聯 Th. Dewarichet 出版，第二卷六一頁。

註七 同上五二頁。

註八 同上五四頁。

註九 參閱第一章第二節。

註一〇 閱第三章第四節。

註一一 見第三章第四節。

註一二 上揭一九二〇年國際金融會議一書第一卷二〇頁。

註一三 米士 (J. Saxen Mills) 「熱諾亞會議」(The Genoa Conference) 一九二二年紐約 F. P. Dutton and Co., 版九頁以下。

註一四 委員會中人爲布勒克爵士 (Sir Basil Blackett) 卡素爾教授 赫芬士坦博士 (Dr. Havenstein) 衛士林博士 亞惠奴氏 (M. Avenol) 史陀肯瑞爵士 吊巴氏 (M. Dubois) 康姆氏 (Coon) 比安奇尼氏 (Bianchini) 白里安 (R. H. Brand)。

註一五 關於一九二二年熱諾亞國際經濟會議之記事。英皇檔案六〇至六五頁。圈點著者所加。

註一六 赫特利「熱諾亞對通貨之決議」(The Genoa Resolutions on Currency) 載倫敦麥米倫公司出版之「經濟雜誌」一九二二年九月份第三十二卷三〇三頁。

註一七 愛迪士氏一九三〇年四月三日對不列顛銀行協會之演講。

註一八 一九二三年之「公報」九六三頁。

註一九 引自七八〇五次下議院穩定提案討論會錄(一九二七年)九五九頁。

註二〇 引自國聯之「公報」一九二五年七月份九六一頁至九六二頁。

註二一 富士「一九二五年之失業」(Unemployment in 1925) 國際勞動評論一九二六年二二八頁及二三〇頁，倫敦 George Allen & Unwin Ltd 出版。

註二二 國際勞動局研究書報告書叢書，丙種第十六號，「一九三一年之失業問題」中之「合理化對失業之影響」(Effects of Rationalization on Unemployment) 一九三一年日內瓦版。

註二三 上揭叢書丙種第十三號，三六頁，一九二九年五月至七月國際勞動會議十二次會議報告書，「一九二〇年至一九二八年失業問題之國際觀」(Unemployment, Some International Aspects, 1920-28) 一九二九年日內瓦版。

註二四 國聯公報，一九二八年七月份一〇三三頁。

註二五 失業與貨幣波動上揭書，四二頁。

註二六 同上三九頁。

註二七 代表團中人爲：

詹遜教授 (Prof. M. Albert Janssen) (主席) (比國) 孟德爵士 (Sir Reginald Mant) (英國) 利那斯基博士 (Dr. Feliks Mlynarski) (波蘭) 波士卑斯博士 (Dr. Vilem Pospisil) (捷克) 彭納教授 (Prof. M. J. Boonn) (德國) 史霹拉教授 (Prof. O. M. W. Sprague) (美國) 卡素爾教授 (Prof. Gustav Cassel) (瑞典) 史陀苛瑞爵士 (Sir Henry Strakosch) (英國) 查蘭德公爵 (Com.

te de Chalendar) (法國) 脫力普博士(Dr. L. J. A. Trip)(荷蘭)

註二八 國聯「金融委員會金代表團臨時報告書」(Interim Report of the gold Delegation of the Financial Committee)一九三〇年六月十七日內瓦版一八頁。

註二九 上揭第二報告書，一九三一年日內瓦版，七頁。

註三〇 同上十四頁。

註三一 國聯「金融委員會金代表團報告書」(Report of the gold Delegation of the Financial Committee)一九三二年六月日內瓦版。

註三二甲 同上六七頁以下。

註三二 金融產業委員會報告書(Report of the Committee on Finance and Industry) (主席麥米倫爵士)皇家書店一九三一年六月版，第十六頁。(三一號。)

註三三 同上二三頁。

註三四 同上二一七頁。

註三五 同上二一八頁。

註三六 同上二一三頁以下。

註三七 同上二五二頁。

註三八 集會諸國代表有：澳洲；加拿大；印度；愛爾蘭自由邦；紐芬蘭；紐西蘭；南羅迪絲亞（Southern Rhodesia）；英國；南非聯邦。

註三九 「一九三二年之帝國經濟會議」愛克蘭（F. A. Acland）渥大華會議報告書，提呈於英王者，一九三二年版，三五頁。

註四〇 同書九三頁。

註四一 同書九一頁。

註四二 同書三六頁。

註四三 同書一一八頁。

註四四 同書一一八頁。

註四五 參閱第十章第三節。

註四六 同註三九六一二三四頁至一二四頁。

註四七 同上一二六頁。

註四八 同上一二七頁。

註四八甲 同上一二八頁。

註四九 同上一四一頁。



註五〇 同上一四二頁。

註五一 同上一四三頁。

註五二 同上一四六頁。

註五三 同上二二頁至二四頁。

註五四 見第二章第二節。

## 第十章 海外貨幣政策之實施

### 第一節 英國放棄金制（一九三一年九月二十一日）

#### 一 原因

一九三一年九月，派遣麥米倫委員會之原因之經濟恐慌，達最高峯，其時委員會發表報告書後數月也。自一九二九年初至一九三一年中葉，法國增加其貨幣用金約九億六千四百萬美元，美國同期間增加存金量約八億四千七百萬。（註一）他國中央銀行爲保存其金準備起見，不得不提高貼現率，採行收縮通貨手段。於是世界用金國，發生信用收縮之象。各國均提回放款，英國既有拆放長資借入短資之習慣，故發生大宗提存之事。一九三一年間，情勢更趨嚴重；於是法國美國拆放鉅款於英蘭銀行。然提存之風未戢；一九三一年九月二十一日英國遂被迫停止黃金支付。

英皇聖旨核准停止金本位有云：

「(一)聖旨未更改以前，一九二五年金本位法第一節第二段失效，惟同節第三段仍有效。

「(二)一九三一年九月十八日後，英蘭銀行之行動，若與上述第二段牴觸不負何種責咎，又該銀行或其他人士作上述行動毋庸加以阻止。

「(三)財政部得隨時頒布各項匯兌上之命令，或其他應付金本位諸種困難之手段。此節之有效期間，爲本法公布後六個月內。本法可稱爲一九三一年之金本位法（修正案）」

除美國、法國及三數小國外，其他金本位國均步英國之後塵。於是一般人士均恐通貨膨脹之產生，蓋此等國家之通貨發行額已不復受金準備限制也。然事實並不若是。各國通貨收縮暫告停止，然對於通貨膨脹之恐懼心，使彼輩不能享受物價上昇至恐慌前常態水準之利益。諸國通貨多少與英鎊發生聯繫，而英國貨幣政策幾可決定放棄金本位諸國，——所謂金鎊集團（Sterling area）——之物價水準。

## 二 利益之喪失

英國放棄金制時，財政仍均衡。故不患政府增發鈔券以應付財政支出。英蘭銀行於放棄金本

位時，提高銀行率至六%。斯為英國異常之高金利；然此舉似為防止英鎊對金幣跌價所必需者。高金利維持至不必要之久；致使英國不能享有放棄金制之利。赫特利解釋此次坐失良機如次：

「六釐利率維持五月之久。英蘭銀行在此期間之購買外匯，並未能完全抵銷此惡影響，英鎊價值未能壓低至平衡之水準，且九月二十一日後工商界希冀甚殷之增加需求提高物價，並未實現。

「一九三二年二月十八日銀行率壓低之際，又發生惡性通貨收縮，斯時之不能以低利引誘工商業借款，與一年前無異。時機已失，雖放棄金本位而通貨收縮，物價下降，斯時之英鎊較諸黃金僅略勝一籌耳。

「轉換為低金利，甚為迅捷。四週間，利釐自六釐低落至三釐半（一九三二年三月二十七日）。其後又漸次減為二釐（六月三十日）。然為時過晚矣。」（註二）

直至一九三三年六月止，英蘭銀行羅致外國匯票，以清理其對巴黎紐約之債務，此種購買匯票之方法，在某種程度內，影響於英鎊之對外價值。此種運用完成後，一九三二年六月十六日，英蘭

銀行設置匯兌平準基金，以繼續控制對外匯率。

### 三 利益之獲得

一九三二年六月——七月號之米德蘭銀行評論上，麥鏗納表示當時穩定貨幣者之希望。彼輩相信英國此時宜首先實行「恢復通貨」以獲得最後之穩定；

「……從政府發言人之直接間接各項意見書之要旨中，吾人可歸納英國貨幣政策於三點：其一，供給低廉且充足之通貨，以維持一種局勢，使躉售物價一般水準對英鎊作實際上之昇漲；其二，力避英鎊金匯兌價值之劇烈及急速變動，尤注意於投機及『資金逃避』所招致者，然同時使匯兌在長期間與物價水準之關係獲得調整；其三（在不可預知之將來，當雲翳消逝之時）實行英鎊最後之穩定。」

在金本位放棄二年有餘之後，麥鏗納於一九三三年十月——十一月份之米德蘭銀行評論上，列舉放棄金本位諸國所獲利益。氏特別提及，維持金本位諸國雖仍收縮通貨未已，在放棄金本位諸國之通貨收縮，則已倍止。

「此策之要點爲，自吾人放棄金制以降，暴氣漸次恢復，他國之採取同一步驟者，亦獲得不受公債膨脹所障礙之貨幣政策之利益。大抵英鎊集團之物價平均數，均略與一九三一年九月相等。斯殊使人失望，因該時物價水準，與認爲利於國內外之債務契約，以及財政上之需要之水準，尙低落不少也。然此較諸維持金本位國，物價跌落百分之十至二十，諸方面困難益爲增加，則不啻霄壤也。吾人脫離金本位，確獲得相當代價……」

#### 四 將來之政策

英國實際顯已轉向於信用膨脹政策，而邁進於穩定英鎊購買力之途，惟未公開宣布此策耳。英國信用狀態，頗類史德朗總裁控制下之美國。史氏實際上雖進行穩定通貨策，而常避免言及通貨穩定策，英國今日在通貨管理下日臻進展，猶如美國在一九二二年至一九二九年「繁榮」時期也。然美國經驗昭示吾人，苟無法定之切實穩定政策，則不能防止通貨購買力之波動。惟是據英蘭銀行之過去經驗，傳統習慣常代替成文法，其完成通貨穩定，或可與瑞典所曾行，美國所擬行之途徑不同也。

然麥氏相信，一九三三年七月英國與不列顛各領地所簽署之「帝國宣言」(註二甲)已使英蘭銀行獲得一新貨幣政策。在此宣言中，再度承認通貨政策之最終目標應為「重建國際金本位，使外匯率與世界物價穩定獲得相當調和。」(註三)

麥氏力陳此步驟之重要，氏曰：「此宣言為世上對於貨幣政策問題信任之最重要明證。」一若實際上廣博之不列顛帝國已積極根據帝國宣言原則進行，而靜謐的然而有效的奠立世界貨幣穩定之基石。

## 第二節 瑞典穩定貨幣之實施（一九三一年九月二十八日以降）

### 一 新政策之構成（一九三一年）

英國放棄金本位之一週後，一九三一年九月二十八日，瑞典踵起倣法。大戰時瑞典曾停止金本位，然為一九二〇年最先恢復金本位之國。戰時瑞典紙幣克魯納(Krona)較金幣克魯納為昂；其價值曾一度高於舊平價百分二十。然在一九三一年，因放棄金本位之結果，物價上漲，即克魯納

之購買力下落，似爲不可免之推論。此種見解，蓋基因於一九三一年前二年間，克魯納購買力曾跌落百分二十也。斯時對於物價應提高於若何程度，議論紛紜，社會一般恐懼通貨膨脹。

瑞典中央銀行於放棄金本位之際（獲得瑞典政府同意）宣言至少維持消費者手中所有克魯納之購買力，其目的主要似在使大眾明白其防止通貨膨脹之意旨。一國之宣言其穩定貨幣政策，不以金或外匯，而以貨幣在其國內購買力爲基準，斯爲史上創見。

韋賽爾（Knut Wicksell），其身上已述及（註四），有譽之爲瑞典貨幣政策之父者；瑞典確實產生不少擁護穩定貨幣之威權者，韋氏亦其一也。此外，對於瑞典中央銀行之穩定政策之構成有所貢獻者，其著者當推赫撒（Heckscher）奧林（Ohlin）米德（Myrdal）諸教授等。此等傑出瑞典經濟學者之工作，對於教育瑞典社會人士自甚有效。旨哉林德（Lindahl）教授所云：「瑞典經濟學家對於含有經濟意味之政治決議案，有較強有力之影響。」（註五）

然苟瑞典中央銀行之董事不予同意，則一切措施均不能實行。國會銀行委員會與財政部長之合作，亦爲必要。中央銀行多係私家性質或半私家性質。惟瑞典中央銀行爲一國家機關，其董事



會主席雖由國王委派，然中央銀行直接對國家負責也。

## 二 政策之改訂（一九三二年）

瑞典中央銀行於一九三一年暫時採行新貨幣政策後，財政部立即贊同其目的，即「維持消費者手中之克魯納對內購買力。」一九三二年一月財政部長修改其文句，謂該政策不「涉及物價尤其是躉售物價之變更。」並謂：「克魯納國際價值之穩定，應就時勢所許可，儘速進行。」

此種改訂之原因，似由於放棄金本位後數月間，中央銀行於防止通貨膨脹有驚人之成就，並發生零售物價水準之異常穩定。於是管理消費物價水準之可能性獲得信任，並希望中央銀行以「恢復通貨」之法，克服前次通貨收縮之不良影響。

瑞典中央銀行諸董事，於一九三二年二月之意見書中謂：「中央銀行之意旨，在乎力謀維持國內市場財貨一般價格水準，以及構成消費一分子之最重要勞務之一般價格水準之不變。此種貨幣政策，與中央銀行指數之上升實可相容……」（註六）易詞言之，在此修正政策下，因輸入物價增加之影響，中央銀行之零售物價指數亦可作緩和上漲。

一九三二年五月，國會銀行委員會開會，決議目前穩定克魯納之法，將其外匯價值對金或英鎊之連繫，已不成問題，然在他方面，應提高國內躉售物價水準，惟於不嚴重影響生活費指數之範圍內行之。瑞典零售物價及工資之跌落，不若躉售物價之迅速，故躉售與零售物價間差額非常之大。提高躉售物價，同時維持零售物價，可望糾正此不均衡狀態。同時此舉可裨益於生產事業。

### 三 消費指數之建立

瑞典中央銀行董事，聘請漢謨士克於博士（Dr. Dog Hammaras Kjöld）為該行統計處，設立一種特殊之每週躉售物價指數，即瑞典中央銀行之消費指數，包括各種財貨及勞務之平均零售物價，代表瑞典各部分人民之「生活費。」為使此指數正確代表消費者持有之克魯納之平均購買力起見，物價自不同之十五區域收集之；指數基準時加修改，以與消費之變更相適應。各項物品之「加權」（Weighting）亦時加修正（註七）中央銀行決定其方針時，非專以此特種指數為依據，並參閱其他指數。漢博士為此曾編製一特殊之躉售物價指數，其他指數，如生產、貿易、雇傭諸種指數，亦顧及焉。

## 瑞典中央銀行之權力及其限度

瑞典中央銀行可藉何種手段影響物價水準，又此等手段之限度如何？瑞典金融市場，在瑞典中央銀行勢力之下，主要關心於融通國內事業，國際金融關係較少。此尤利於穩定局勢，然在他方面，此足喪失中央銀行藉「公開市場」業務，統制短資市場之運用。故瑞典中央銀行對於統制市場通貨之權力，僅限於利率控制黃金，外匯及政府證券之買賣。

即此數項，瑞典中央銀行亦受限制。例如中央銀行可決定減低銀行率，商業銀行或將減低貼現商業票據之利率，以通力合作；然其他利率，尤其是長資之利率仍高，因儲蓄銀行之行動緩慢也，（在此方面與商業銀行競爭）（註八）且商業銀行對於瑞典中央銀行賤幣政策援助或過緩，寧願清理其放款。此種銀行政策之矛盾，使中央銀行膨脹信用不能使全國金融市場受迅速且完全之影響，尤因其直接放款貸款者甚受限制也。惟一般言之，瑞典有和諧統一之銀行制度，商業銀行之增減貼現率，皆視中央銀行率之增減而轉移也。

至種種意外暫時事變，如克魯格（Kreuger）企業之倒閉，瑞典最大顧客不列顛之限制輸入，

德國限制外匯及減低物價政策，尤其重要者，金本位諸國金價不斷之跌落，工資契約期滿時所產生之嚴重工潮等，雖相繼發生，然一九三一年九月以降消費者持有之克魯納穩定，則昭然若揭也。

#### 四 瑞典中央銀行消費指數之穩定

法定的生活費指數（中央銀行所穩定者僅此而已），甚能穩定。一九三一年為一〇〇，在三十五閱月間，至一九三四年八月本書寫作時為止，從未高於一〇一·七，或低於九八·四。易詞言之，其變動範圍，距離預定基礎，增高不逾一·七%，低落不逾一·六%；而平時其離中差多不及一%。一週間之變動，常不及千分之五。（註九）

#### 瑞典中央銀行之運用（一九三一年至一九三三年）

此種穩定，並非「偶然發生」。瑞典中央銀行曾使用諸種積極管理政策。最先，一九三二年三月至四月間，當克魯格公司倒閉之際，曾運用巧妙手段以防止克魯納對外價值之劇烈跌價而貽國內通貨收縮之弊。其後又施行管理方法，以防止瑞典物價隨世界物價水準下降，

一九三二年三月至一九三二年七月間，瑞典躉售物價指數僅自一〇九變動至一〇八，而同

時期間英國躉售物價水準則自一〇五降至九八。瑞典中央銀行之使其穩定，泰半得力於購買外匯及瑞典政府證券之法。一九三一年九月，瑞典中央銀行外匯持有額僅爲三千三百萬克魯納，至一九三二年十二月，增至二億一千四百萬有奇。是故當時瑞典躉售物價水準穩定之維持，多半係將克魯納之金匯兌價值，與他國物價之低降作同比例之低降之法行之。並輔以貼現率之統制也。

例言之，一九三一年九月英國廢棄金制時，瑞典中央銀行將其貼現率自四釐提高至五釐。四月後提高至六釐，其後（當瑞典放棄金本位時）又昇至八釐。同時並請求各商業銀行，減少其用於輸入及投機事業之放款。此種行動，顯係由於恐懼通貨膨脹所致。十月十九日貼現率減爲六釐，與英蘭銀行利率相等，此二種利率（英瑞二國）直至一九三二年二月中旬仍站定於六釐。其後瑞典利率漸次低降，一九三二年底爲三釐半；一九三三年六月初爲二釐半；一九三三年十二月爲二釐。貼現率之開始上漲，對於防止通貨膨脹或有效果，然其後之減低則並未關涉意料中之信用膨脹，且並未發生此項膨脹。

瑞典躉售物價水準，一九三一年九月爲一〇七，第一年中頗能維持穩定，一九三二年九月且

有些微上昇，爲一一〇。

五 專家委員會報告書（一九三三年）

自一九三二年九月至一九三三年四月間，瑞典躉售物價水準，自一一〇降至一〇五。故一九三三年四月政府委派一專家委員會，於五月二日發表報告書，其後爲瑞典政府及議院所採納。（註一〇）此報告書收入「瑞典代表團對於瑞典貨幣政策之意見書」中，於一九三三年六月提交於倫敦經濟會議。此意見書中，對於瑞典之管理幣制問題充分闡述。其中有云（註一一）

「於研討吾人之貨幣政策路線之際，最先應考慮者，即採行之方向應特別着重克魯納之對內購買力乎，抑其外匯價值乎？專門家對於瑞典一九三一年九月採行一自由本位之正式宣言，完全同意，在上次議會中，認爲瑞典之貨幣政策，應繼續其統制克魯納對內購買力以利國福民之目的，並同時調節通貨之外匯價值。專門家堅主瑞典不應採行壓低瑞典貨幣之外匯價值，以使在商業政策上獲得利益之政策。

「統制克魯納對內購買力以利國福民，其法苟與世界物價水準之提高相關聯，其完成尤易

且便。故瑞典在此方面努力進行，並擬與未來之世界經濟會議合作以達此目的。如主要國家之外匯率可穩定，而世界物價水準又可提高，則瑞典將毫不躊躇固定其外匯率，使外匯仍成爲調節國家貨幣制度之標準。

「反之，如環境不允許國際協作以發展貨幣制度，瑞典將繼續進行獨立之貨幣政策。其最先且最要之目的，爲防止本國過去六個月以來發生之物價低降。此外，一種獨立貨幣政策之目的，——如各國曾正式宣言者，不列顛帝國在內，——應使國內躉售物價水準適度上漲。今既知生活費包含之因素，多係與躉售物價上漲無關係者，且零售物價對於躉售物價之變動，僅有輕微之反動，故可望一般生活費標準無何種顯明之上漲。

「瑞典中央銀行完成上述諸目的之手段中，貼現政策與信用政策，應特別着重。抑有進者，瑞典中央銀行對此有積極干涉之可能。一旦出乎意料之外，僅瑞典物價上漲較諸所預期者爲高時，上述手段可用以抵銷該項趨勢，以統制瑞典通貨價值。」

瑞典代表團，由外交部長山德勒(Richard Sandler)及財政部長韋福士(Ernst Wigforss)

領導參加倫敦經濟會議，即攜有此項恢復國際通貨之計劃。雖則其先英國似同意於此，美國其後亦經羅斯福宣言同意，瑞典當時仍未獲得何種國際協定，僅單獨進行其國內貨幣政策而已。

#### 六 一九三三年瑞典中央銀行之運用

於是在該年中，瑞典中央銀行增加其黃金外匯持有額，維持瑞幣外匯率於一低水準；購買黃金外匯之結果，減少外匯波動影響至極小程度，予銀行以投資之途徑，殊屬意外。自一九三三年三月至一九三三年十二月止，銀行之資產中，增加一億六千四百萬克魯納黃金，及一億八千六百萬外匯。（註一二）

遠在一九三三年五月，瑞典躉售物價指數，得世界物價上漲趨勢之助，開始恢復，一九三三年七月昇至一〇八，完全恢復放棄金本位時之地位。最近指數，一九三四年六月爲一一四，表示復興過程仍然進展中。（註一三）

#### 七 結論

瑞典穩定通貨政策之成功使人考慮及瑞典中央銀行遭遇世界通貨收縮所產生諸種困難：



國境之狹小，對國際貿易之依賴性；克魯格恐慌工潮及其他困境，瑞典中央銀行對於美國所遭遇之困難，即恐慌期中工商業不願借款之問題，亦須應付。（註一四）

本書寫作時，瑞典人士仍在爭辯瑞典中央銀行政策對於達到消費指數之穩定，其有效程度奚若。

有謂瑞典中央銀行應享有通貨穩定之主要責任。彼輩以爲，此可以調節外匯與國內需要之法行之；即購置外匯以維持克魯納對外價值之低廉；若克魯納對英鎊之穩定，使瑞典物價水準下降之場合，可放棄此項匯兌穩定；但於英國躉售物價上漲，而可影響於瑞典躉售物價水準上漲時，則維持英匯之穩定。

此等人士並謂，苟不以維持消費物價指數爲保證，則彼輩不相信瑞典中央銀行仍可以同等之效率與決斷進行其政策云。

另一派以爲，瑞典中央銀行此種種運用，雖屬有效，然消費物價指數之穩定，其主因仍爲瑞典工業、農業及社會狀況固有之穩定性，有以致之。此輩欲使吾人以爲其後一百五十餘週間物價指

數之保持不變，——在百分之一，或百分之一·七五以內——而為前所未見者，全係僥倖所致。

然而下列二種事實：（一）瑞典中央銀行之宣言維持消費者持有之克魯納對內購買力，（二）此種購買力後日之穩定，實為經濟恐慌下昭然若揭之事實。

美國方面曾有人反對瑞典穩定通貨為有利之理論。此種行為之主動者，似為反對美國實行穩定通貨者。附錄二中對此將有討論。

### 第三節 澳大利亞之經驗

澳洲應付恐慌之法有二：貨幣之法（修改貨幣價值）及計表本位之法（變更貨幣數量；以抵銷其價值之不當變更）即使其國內生產費及債務機構，與物價——尤其輸出物價低落所發生之所得減低，獲得調節。然一九二九年至一九三三年恐慌中，澳洲之最大成功，係貨幣政策方面。澳洲以「通貨恢復」之成功向世界示威。其完成此工作係以下列方法：壓低幣值，即減少其貨幣之金值（提高金價），膨脹中央銀行信用。此對澳洲經濟恐慌空前之對策於一九三一年實施，

多得力於澳洲經濟學者之領導與建議。

一 科柏蘭教授 (Prof. Douglas Copland)

爲使世人明瞭澳洲事件，對於世界努力穩定貨幣運動之重要性起見，請引述梅堡尼大學 (University of Melbourne) 教授科柏蘭之意見，氏爲最著名之澳洲經濟學者，澳洲政府常請教於科氏。

科氏主張穩定貨幣，已有年矣。遠在一九二一年，氏曾列舉穩定貨幣價值標準之利益：氏謂「穩定貨幣可

「(甲)使財富獲得更公平分配，

「(乙)抑制投機事業，

「(丙)使國家財政更爲穩定；又

「(戊)促進產業關係之安定。」(註一五)

繼而科教授建議統制澳洲通貨之發行，以維持一穩定之物價水準。詳言之，即物價有上漲趨

勢時，可收縮通貨，物價跌落時則擴張之。

至完成此種穩定之手段，氏指出：

「(一)敏感之躉售物價指數。

「(二)紙幣發行隨物價指數變動而自動伸縮。

「(三)採用紙幣為無限法償銀行準備金，並用於票據清算。」

氏推論曰：「本位變動之弊端，人皆知其然，故最後必須採行一新本位……貨幣理論之發展已超於金本位，吾人戰前即知之，僅恢復金本位，並非真正進步也。在他方面，採行一種複合本位，始為進步之象。」（註一五甲）

一九二四年，對澳洲科學改進協會社會及統計組（The Social and Statistical Section of the Australasian Association for the Advancement of Science）之演詞中，科氏以主席資格發表意見，提及通貨管理之需要如次：

「無論最後採取何種價值標準，均必須加以統制。此項統制應採何種途徑，為貨幣政策中心問

題。」(註一六)

氏推論謂貨幣政策之目的，應為穩定物價水準：

「……在短期間，吾人之目標顯為穩定——即長期趨勢之穩定性。余以為，苟長期趨勢稍作降落，在理論上更為有利，然實際上此建議已不成問題。而必須着眼於穩定，此為衆所公認之目標也。」(註一七)

在其近作「世界經濟恐慌中之澳大利亞」(註一八)一書中，科教授對於「恐慌期中，澳洲貨幣金融之進，展有詳盡之述，說並解釋克服恐慌之措施。」(註一九)

## 二 澳洲恐慌之過程

澳洲經濟恐慌肇端於一九二八年中葉，至一九二九年益見嚴重，斯時澳洲重要輸出品——以羊毛及農產品為主——之世界市場價格大告降落也。一九二八——九年澳洲羊毛輸出總額為六一、六一五、二四五鎊，一九二九——三〇年降至五六、六〇〇、五一〇鎊。(註二〇)一九三二——三三年輸出物價之降落，略至戰前水準之半，結果國民所得迅速大減。一九二八年至一九三二

年間，國民所得損失至三分之一以上。

一方爲物價降落，所得減少，他方爲債務及生產費機構之缺陷，是故發生嚴重之不均衡現象。貿易差額益趨不利；失業叢起；國家財政有驚人之短絀；農工業利潤幾全消失。此諸種困難終使於一九二九年十一月使澳洲放棄金本位，然即時並未壓低外匯價值也。金本位業已放棄，從此澳洲可充分利用其金準備以應付內部債務。

### 三 通貨膨脹論者與收縮論者

在此嚴重局勢下，兩種經濟思想學派提出克服恐慌之對策，其爭辯不久成爲劇烈之政爭。一方面通貨膨脹論者，主張發行不兌現紙幣，以平衡預算，救濟失業，並津貼小麥生產者。彼輩進而要求壓低外匯率，至恢復一九二五——一九二九年之價格水準時爲止。此外，彼輩並要求澈底改組金融業，以使政府對信用及利率具有更大統制力。

在他方面，通貨收縮論者，主張維持澳洲鎊與英鎊之平價，並慎重考慮收縮一切所得之政策，彼輩冀藉此使他日之生產費與債務收縮也。

#### 四 折衷之道科柏蘭委員會

第三種經濟學者，主張「折衷之道」，其後亦稱曰「通貨穩定」政策。此係綜合通貨膨脹與收縮二項政策者；提高輸出物價以恢復國民所得；減低生產費及債務之利息，同時並採行一膨脹貨幣政策。科教授將此計劃要點列舉如次：

「(一) 低貶幣值，使之足以恢復輸出業之真實所得於昔日水準百分之十〔以內〕。

「(二) 減低實際工資百分之十。

「(三) 普遍的減低實際政府薪俸，工資及支出，百分之十。

「(四) 徵收財產所得附加稅百分之一。

「(五) 實施膨脹通貨政策，由國家銀行 (The Commonwealth Bank) 購買政府證券，以維持一般物價水準，此項水準係以完備之零售指數根據者」。(註二)

以此項「穩定」計劃為根據，科柏蘭，吉百齡 (Giblin) 二教授及迪亞遜 (Dyason) 氏等曾

於一九三〇年九月向財政部長提出一備忘錄。一九三一年一月澳洲科學改進協會社會及統計

組之建議書中，亦有同等要求：

「(一) 減低生產費用，勞動費亦在內。

「(二) 平衡預算。

「(三) 國內外物價之改善。」(註二二)

此策之第一步驟，行於一九三一年一月二十二日，由仲裁法庭頒令減低實際基本工資百分之十。仲裁法庭係一有永久性之澳洲機關，專從事於計表本位事宜，每季以生活費指數為基準修訂工資率。一九三一年四月政府委派「科柏蘭委員會」由經濟學者四人，財政專員五人組織之，科氏任主席之職。委員會之任務，在乎計劃恐慌之出路。

#### 五 「內閣計劃」

科柏蘭報告書(一九三一年五月)在一九三一年五月至六月間澳洲諸邦內閣會議席上幾全為採納。一九三一年六月十日採行「內閣計劃」其要點如次：

「(甲) 一切可修改之政府支出，如政府支付之額外津貼、薪俸、年金，不論由法律或其他方法



規定者，應較諸一九三〇年六月三十日減低百分之二十，此種減縮應公允推行之：

「(乙)以減低利息二二·五%爲基礎，借換政府內債；

「(丙)由共和國及各邦徵稅增加收入；

「(丁)減低普通銀行及儲蓄銀行之存放款利息；

「(巳)救濟私人抵押借款。」(註二三)

內閣計劃之基礎，當然在使生產（及輸出貿易）重獲繁榮，並將世界通貨收縮所必致發生之所得減少，平均分配於全國人民。藉「平等犧牲」口號爲號召，此策後日深入民間。

內閣計劃，減少大部分人民之所得，表面上似爲收縮通貨政策，然實際上科教授稱之爲「積極的收縮」政策。

氏曰：「一九三一年澳洲之使固定費用與國民所得之跌落，及貨幣價值之上漲相調節，並無前例。……茲僅注意於經濟學者關於計表本位或一較穩定物價水準之主張。一俟合理的穩定問題解決，則可利用計表本位方式，以克服債務者及債權者，由於以價值變動之通貨單位支付固定

費用之不公允現象。

「強迫以漲價之通貨支付，以破壞或大大減少支付能力，殊欠公允。澳大利亞已慎重其事修改其契約，其根據之原理，即為契約之真義，已為經濟恐慌加諸其身之劇烈變遷所改變。在此種情形下，對於契約之干涉，實為構成積極政策之一部。收縮一切所得，其目的在乎將實際所得之損失迅速且公允分配於全國，以糾正生產費及物價機構之崩潰。吾人可視此為一種積極的通貨政策，此與僅及於某數種所得，而使他種所得發生更大差額之通貨收縮，大相逕庭。澳洲所行之通貨收縮政策，尚有一種利益，即其係與某種通貨膨脹政策相輔而行。」（註二四）

易詞言之，澳洲之對付「穩定」問題，不僅變更其貨幣之金值，並使其生產費及債務機構一部分可與其通貨購買力劇烈變動，獲得調整，應用計表本位之原理，以「穩定」其通貨。

#### 六 此種計劃之國內影響

因澳洲依賴其輸出貿易，又因此種貿易在世界物價低落之影響下，結果除所得損失外，並使澳洲極高額之生產費與世界市場上澳洲商品售價發生鉅大差額。結果生產事業陷於不利；澳洲

將物價與生產費均加改換，以減少其間差額。壓低其通貨對黃金之價值，輸出品價格於以提高。一九三三年八月，此種貶值程度，已使一八五澳洲紙鎊，等於一百金鎊，即金價已增高八五%。

一九三二年四月十二日，由經濟學者四人商人四人組織之瓦理士不魯士委員會（Wallace Bruce Committee）（註二五）對澳洲政府提出討論經濟情況之報告書，要求繼續採行下列三種基本復興策：

- （一）再行減低工資，
- （二）再行壓低外匯，
- （三）增加銀行放款；對公共事業貸款，及其他振興產業策。（註二六）

並認第二點，再行壓低匯價，為使生產費及物價恢復均衡最易且最迅速之法。此法尤可使外國市場上之輸出物價提高，與澳幣相對而言，於是可增加人民中一重要部分即從事輸出品生產者之購買力。然當時未有統制外匯率之國家銀行董事會，拒絕再行壓低匯價。（註二七）

委員會報告書，並提及採納內閣計劃所產生之效果。惟有時各邦及人民與內閣尙缺乏充分

合作，是爲憾事耳。

據此委員會之報告云，澳洲生產費用之減低，（於必要時以適當立法行之，）可藉減低產業工資及薪俸之法，（一九二八年至一九三二年間自二〇%即超過三〇%）減低一切債務，抵押借款等利息（對於私人債務准予減低二二·五%。然其變動自一五%乃至三三%間；）其他生產費用，不必包括於輸出貿易者，如租稅，鐵道運費（特別關於輸出品鐵道運費）等均減低；並減少歲出二〇%乃至三〇%（行政費及其他費用，）以平衡各邦預算。政府借換公債，以減輕利息負擔，節省利息支付額約二二·五%（有時更高。）

一九三三年間，澳洲在倫敦借換其到期債務一〇九、八四九、〇〇〇鎊，原有利利息自四釐至六釐半不等。借換後利息自三釐半至四釐半不等，每年可節省二、二八〇、〇〇〇鎊。（註二八）

輸入貿易，恐慌前達一億四千萬鎊以上，一九三一——三二年間，減少四千四百萬鎊，貿易出超爲三千四百萬鎊，對二千六百萬債務費支付綽綽有餘。一九三二——三三年間，貿易差額亦足以支付外債，惟輸入貿易已自四千四百萬鎊，增至五千六百六十萬鎊。此種順利發展，自使澳洲不

必在倫敦舉借新債。

國內情況亦見改善，因中央銀行對公共工程事業及政府財政支絀之救濟放款（恐慌中計增四〇%）並藉其他手段如低金利（一九三三年六月三月期存款率為二%，一九三一年則為四·五%）以及私家銀行合力放款於工業等。

此種激烈手段，使製造業輸出業迅速獲得救濟。輸出品之金值雖繼續低落，然以澳洲紙幣計算之輸出品價格跌落已緩和。即輸出品金值雖跌落至七〇%，然以澳洲通貨為計算，則跌落僅約四五%。輸出品數量仍得維持，在旺月且見增加。通貨對黃金價值雖降落，然政府之信用業已恢復，使其可借換公債，有如上述。

澳洲情況之好轉，最明顯之證據為工商業股票之漲價。普通股票指數自一九三一年一月五二·一之低額，迨乎一九三三年六月升至八〇·八（一九二六年五月基準——一〇〇）同期間優先股票自八〇·八升至一〇六·九。五釐半之政府證券，一九三一年六月售價八折，一九三二年六月借換後，利息僅為四釐，市價九成。即購買力之利益一九三一年為八釐半，至一九三二年減

至三釐半，然價格仍漲。

不久，失業漸減，此尤得力於公共工程事業也。一般言之，澳洲已較他國更早更迅速從經濟恐慌中恢復矣。

### 七 此計劃之國際的影響

在消費減低之時期，澳洲以此法使其貿易得以維持甚至增加，不免侵犯仍然維持金制及收縮政策之國家。一九二二年七月至八月間，渥太華會議席上，此事於討論外匯穩定之必要時，曾提及此事。斯時澳洲代表團領袖不魯士，曾演講澳洲貨幣政策：

「對於澳洲以過度激進手段償還其債務，有加以論難者。誠屬如是。彼輩謂此種行動，對於貨幣購買力之上昇與商業之停滯不前，應負其咎。吾人必須避免此種邪說。吾人較諸往昔更努力於生產及出售吾人之生產品。此等生產品，已流入現存消費中，使東西方諸國俱獲得衣食。

「貿易既日在增加，苟他國物價上漲，則舍我之外，無歡迎穩定匯兌者。然欲恢復穩定之匯價，而缺乏一適當之物價水準，實資人笑柄耳。真正之國際本位，必須予吾人以時間上及空間上物價

之安定鄙意殆指吾人需要通貨與世界關係之穩定吾人更需要一種貨幣使某年所締訂之契約於他年到期時，以一可資比較之勞役歸還之。苟在目前普遍恐慌狀態下，吾人獲得調和此二種穩定之技術，誠可謂急中生智矣。此種調整，或非如何困難。卽在目前，達到此調和之途徑已顯明。」（註二九）

## 八 澳大利亞政策之現在與將來

科教授對於澳大利亞現在及將來之貨幣政策。發表如次意見：

「澳大利亞國家」銀行目前之拒絕將其通貨與英鎊或其他本位連繫，對於澳洲通貨之安定性，並無減損，抑且增加；因其係力使通貨單位之國內購買力較其他更重要通貨為穩定也。此為一種積極的匯兌政策。促進出口貨之生產，增加英鎊匯票，從而促進通貨之安定。在變動之世界中，外匯率之變動雖有種種不便，然國內之穩定，較諸匯兌穩定更重要也。

「在使通貨再行與國際本位聯繫，而不致有何流弊之前，不論暫時在倫敦積有多寡資金，國家銀行應統制外匯，以使澳洲恢復繁榮，以達到物價最終之穩定。實際上澳洲通貨目前較諸其他

多數國家之通貨更穩定，故亦更安全。」（註〇）

「經濟恐慌下所採行之通貨政策，在最近將來之貨幣政策中亦有相當地位。……其目的在乎維持企業，使國內金融機構富有彈性，並避免不必要之貨幣變動所生之嚴重騷亂。……誠然，此策自應一任國家銀行進行，以達其一般的目的，即通貨政策之目的在乎促進物價機構之平衡，俟達到一定程度（例如一九二八年之水準）後，極力使之穩定。過早之匯價穩定應求避免，與英鎊恢復平價之冒險舉動亦然。」（註三一）

### 九 澳洲經驗之教訓

商納 (F. O. G. Shann) 教授在「限額乎穩定貨幣乎」(Quotas or Stable Money) (註三二) 一書中，亦主張維持通貨國內穩定，並將實施必要統制之責，歸諸各中央銀行。氏對於以「限額」准予不列顛數邦輸出之建議，力加抨擊，謂為無效徒加限制而已。

科教授亦曾指出，澳大利亞歷年以來應用且需要經濟統制——生產量統制——之限制政策，此為近日美國所主張者。氏對全世界，特別是美國，提供以澳洲之經驗，其忠告甚宜詳加考慮也。



「目睹近年澳洲經濟統制政策者，對於北半球之熱中於經濟統制政策，多屬限制之性質，必感覺悲觀。澳洲實驗社會主義政策時，吾人爲學者研究之目標。舊日目睹吾人經驗者，以及信仰塔斯曼海（Tasman Sea）對海吾姊妹邦〔紐斯蘭〕現今熱烈擁護之經濟思想者，於三十年後澳洲發見此種思想在數方面殊屬不滿，經濟恐慌下之吾人經濟政策，除修正過高關稅外，並應設法鼓勵私家企業之發展。

「新統制政策，不外統制通貨，以一購買力適度穩定之貨幣單位給予私人企業。吾人謂此種政策，目前仍爲澳大利亞，尤其全世界最重要之當前經濟問題，決非過甚其詞……」

「過去吾人於統制經濟方面錯誤甚大。吾人直接抑制產業發展，工資及勞動狀況，以謀維持人民生活標準之高昂，實則吾國人口之增加之速，遠較常人比擬者爲甚也。吾人並不統制資金之流動，以維持適當之利率，及保證適當之物價水準穩定。吾人維持消費者之所得，而犧牲生產費用——真實工資，實際利率，實際租稅負擔之增加。美國目下或趨於同一途徑。時間將告訴吾人。吾人知澳洲此次失敗，一部分係由於路線之錯誤，一部分則由於忽視經濟統制之某種重要因素。

「物價水準變動之弊害，衆已知悉，故在經濟均衡再度獲得之後，促進物價安定之社會政策，必將獲得大衆援助。」（註三三）

註一 見上揭金代表團最後報告書三七頁。

註二 赫特利「金本位之理論與實際」(The Gold Standard in Theory and Practice) 一九三三年倫敦 Longmans, Green & Co. 版，一八五頁。

註二甲 見第二章第二節。

註三 米德蘭銀行每月評論，一九三四年一月——二月份。

註四 見第三章第四節。

註五 林德「瑞典貨幣政策」(Sweden's Monetary Program) 載「經濟論壇」(Economic Forum) 一九三四年六月——七月號。

註六 引自奧林「瑞典貨幣政策」(Sweden's Monetary Policy) 載士文士格商業銀行 (Svenska Handelsbanken) 之「指數」雜誌 (Index) 第七卷第八十一號，一九三二年九月。

註七 傑爾士登 (Erik F. H. Kjellstrom) 「管理通貨，瑞典之經驗」(Managed Money The Experience of Sweden) 一九三四年紐約哥倫比亞大學出版處，四八頁至五二頁。

註八 儲蓄銀行動作之緩慢，可以下列事實解釋之，彼輩之利息政策係根據證券債票及其他「金邊證券」之利息收

入也。

註九 奧林教授將瑞典中央銀行之正式數字加以修改，考慮季節變動及增稅，所算出之零售物價指數，二年內漸次降低，至一九三三年始較銀行之正式指數高出百分之二。誠然，糾正指數之法甚多，然最正確之測驗，瑞典中央銀行成功或失敗，則為銀行本身用為標準之指數也。

註一〇 見卡素爾「瑞典貨幣政策」(Sweden's Monetary Policy) 載「Skandinaviska Kreditaktiebolaget 季刊」一九三三年七月。

註一一 國聯「貨幣與經濟會議貨幣與金融委員會」(Monetary and Economic Conference, Monetary and Financial Commission, Conf./M. I/ C. M. F./II.)

註一二 Skandinaviska Kreditaktiebolaget 季刊

註一三 欲研究一九三一年九月後瑞典躉售物價水準穩定與否，應以一〇七為比較，此係一九三一年九月之躉售物價指數也（與一九一三年之一〇〇比較而言。）

註一四 井參閱奧林「物價穩定之不適宜」(The Inadequacy of Price Stabilization) 載「指教」雜誌第八卷第九六號，一九三三年十二月 Stockholm 之士芬士格商業銀行出版。

註一五 科柏蘭「澳洲之通貨與物價」(Currency and Prices in Australia) 愛達賴大學 (University of Adelaide) 霏雪商業講座 (Joseph Fisher, Lecture in Commerce) 一九二二年六月十五日講演稿

二四頁。

註一五甲 同上四三頁。

註一六 科柏蘭「貨幣政策與其在澳洲之運用」(Money Policy and Its Application to Australia) 一九二六年梅爾堡大學出版處，五〇九頁。

註一七 同上五一頁。

註一八 劍橋大學出版處，及紐約麥米倫公司出版，一九三四年，二一二頁。

註一九 并參閱：

商納及科柏蘭主編「一九二九年至一九三一年之澳洲金融恐慌」(The Crisis in Australian Finance, 一九三一年 Sydney 之 Angus & Robertson, Ltd) 出版序十九頁，正文二〇一頁。

「計劃之戰爭」(The Battle of the Plans) 出版處同上，一九三一年，序十八頁，正文一六九頁。

「澳洲之價格結構」(The Australian Price Structure) 出版處同上，序言十九頁，正文二五三頁。

科柏蘭 (Douglas Copland) 「澳洲之經濟調整」(Economic Adjustment in Australia) 載一九三三年十一月之 Lloyds Bank Ltd. 「每月評論」(Monthly Review)。

註二〇 澳大利亞共和國年鑑 (Official Yearbook of the Commonwealth of Australia) 第二五種，第六一九頁，一九三二年 Canberra 澳洲人口統計局出版。

註二一 上揭「世界恐慌中之澳洲」一書，六六頁至六七頁。

註二二 上揭「澳洲金融恐慌」一書，七三頁。

註二三 上揭「計劃之鬭爭」一書，一二七頁。

註二四 上揭「世界恐慌中之澳洲」一書，一三八——一九頁。

註二五 不魯士 (Wallace Bruce) (主席) 馬威 (L. G. Melville) 柯爾曼 (G. S. Colman)

密爾 (R. O. Mills) 吉百齡 (L. F. Giblin) 商納 (Edward Shann)

註二六 上揭澳洲之物價機構一書，三八——七八頁。

註二七 同上九九——一〇〇頁。

註二八 「一九三三年一月至十二月里昂政府記事錄」(The Record of the Lyons Government, Jan., 1933 to Dec., 1933) 二三——二五頁。

註二九 上揭澳洲之物價機構一書，一四二頁。

註三〇 上揭世界恐慌中之澳洲一書，一六九——一七〇頁。

註三一 同上——一八九頁。

註三二 「對於一九二二年至一九三三年之渥太華及倫敦會議之三論文」(Three Essays on the Ottawa and London Conference, 1932-33) 澳洲之 Sidney 一九三三年 Angus & Robertson, Ltd. 版。

穩定貨幣運動史

註三三 同上二七六頁及二七八頁。

## 第十一章 羅斯福政策之開端（一九三三年以後）

### 第一節 美國放棄金本位

#### 一 緊急之處置

現代各大國之政治家中，視貨幣購買力穩定問題爲行政上一重要問題者，當推羅斯福總統（F. D. Roosevelt）爲第一人。在其首次以總統資格發言，一九三三年三月四日就職宣言中，氏謂「必須有適當而健全之通貨。」氏不僅一再主張建立一長期間購買力及償債力不變之通貨，且至本書寫作時止，氏並爲此進行不懈。

大總統幣制改革計劃，第一步即使美元脫離黃金之束縛。達到此目的之一部分手段，爲一九三三年三月六日訓令全國銀行休業，並至三月九日爲止，禁止提存黃金作爲窖藏之用，並取締黃金外匯之輸出及封存（Farmarking），惟略有變通辦法耳。三月九日，更將此項禁令作無期延長，

並適用於一切輸出之金幣、金塊或金券。其獲得財政部長特許者，則爲例外。購買有限之外匯，以作旅行或商業支付用者，亦所准許。於是暫時之間，外匯業者可按照舊有比率將美國紙幣換成黃金。

一九三三年四月二十日，總統頒令（註一）嚴行禁止黃金及匯票之輸出，使此項等價（按指美國紙幣與金價——譯者）消滅，惟特許者仍爲例外。此舉確使美國脫離金本位，而使執政者易於達到下列目的：（一）提高國內物價；（二）便利國內信用膨脹；（三）在將來之華盛頓談判及倫敦經濟會議與他國協商；（四）防止國會之取消總統「恢復通貨」之權力。

## 二 美國之新政策

一九三三年五月七日，羅總統於無線電播音演講中，首次解釋其貨幣政策之主旨——「恢復通貨」及「穩定通貨」如次：

「政府切實計劃提高物價至一定程度，使借款者其償還時之貨幣，一般均與其借入額相等。吾人不使彼輩獲得賤幣，使其還債時所付遠較借入時爲少。易言之，吾人欲矯枉過正。是故於必要時，授權當政者擴張信用，以矯正現存之錯誤。必需使用此權力以達此目的時，即可使用。」



### 三 總統之權力

總統以此項意旨公諸國人，議會即賦彼以達此意旨之權力。農業救濟法(Farm Relief Act)之譚穆士附文(Thomas Amendment)，賦總統以無上之通貨膨脹權力，實際上使之自由操縱美元價值。此附文於一九三三年五月十二日頒布，授權總統與聯邦準備諸銀行及準備局共商進行，在公開市場上購買三億元政府債務，若係公司股票，而美國政府為該公司最大股東者亦包括在內。

法案並規定，如總統不能實現此目的，或不適宜時，彼可：

命令發行紙幣至三億元之額，以年息四釐收回政府債券之用；

減低美元之金成分，但不能超過五〇%；

無限制鑄造銀幣，然須與金元保持固定比率。

此外，該案並授權總統，在未來之六個月間，可收受二億元白銀作為支付戰債之用，銀價作五角一盎斯計算；其所獲白銀，即作發行紙幣之基礎；

爲防止過度通貨膨脹起見，授權聯邦準備局增減加盟銀行對存款所需準備金。

一九三三年五月二十九日，國會聯合決議（註二）取銷金條文之適用於公私契約，——此係規定以黃金支付之條律也。決議案，

（一）宣言此條文與公共政策背悖；

（二）規定公私債務契約，其支付黃金或特定鑄幣或通貨者，一律照原額以法幣美元支付；

（三）規定後日公私契約，不准註明以特定鑄幣或通貨支付；

（四）對譚穆士附文作若干技術的修正，斯係達到關於美國法幣問題原立法之意旨所必須者。（註三）

六月五日，總統簽准此項決議案。

六月十五日，簽署「一九三三年銀行法」（Banking Act of 1933）當時認爲聯邦準備法以來之最重銀行立法。法中規定保證銀行存款，取締銀行證券投機等。其目的顯爲使銀行制度獲得更大之穩定性，並防止銀行擠兌及過度投機。在此方面，此法實爲穩定美元計劃之一部分。

「新政」(New Deal)並有其他各種政策，以直接或間接謀經濟穩定爲目的。然吾人於此所關心者，僅爲新政之貨幣政策。

## 第二節 倫敦經濟會議

### 一 起源及準備

一九三三年六月十二日，世界經濟會議舉行於倫敦，參加之國達六十六，幾足代表全世界文明國家。各國幾均受長期通貨收縮之苦；均亟謀共同行動以挽救局勢。

倫敦經濟會議，蓋溯源於一九三二年七月之洛桑會議(Lausanne Conference)，該會議主要係討論戰債問題，其後曾決議請求國聯「於一便利之日期及一定地點召集會議，討論貨幣經濟諸般問題。」(註四)

一九三二年十月杪，國聯指派一專家委員會討論進行會議問題，並計劃議事程序。此委員會之代表，有比、法、德、意、日、美、英、諸國及國際清算銀行及國聯。

一九三三年一月，委員會發表其「議事錄草案」，計劃數種建議案。並特別建議，苟能避免國際金本位崩潰之原因，即可恢復一有效之國際金本位。對於各中央銀行合作以使後日物價穩定之可能性，亦有提及。

議事錄云：「在貨幣與信用政策方面，其目的應為恢復一有效的國際貨幣本位，即放棄金本位諸國亦可採行之。誠然，各國政府均得自由決定何時及在何種情形下實施之，此非一蹴可幾者。附註中明示，須先達到若干經濟的及金融的局勢，始能恢復國際金本位。此外並須設法防止金本位發生新崩潰。目前應考慮者，為各中央銀行是否遵守國聯之金代團報告書中之建議，合力謀他日物價水準之安定。」（註五）

委員會以為，第一步為恢復物價與生產費用之均衡，繼以「世界價值標準應當獲得之適當程度之物價穩定。」（註六）

委員會雖建議恢復國際金本位，然同時亦力陳「任何贊同恢復國際金本位之說，對於此制在現存環境下正當運用之基本原理亦應指示。」（註七）一九三二年六月之金代表團最後報告書，

(註八)甚爲所重視，並認爲改造金本位制之起點。

綜言之，委員會擘劃國際「恢復通貨」之計劃，此策應繼以改良金本位之恢復，庶乎世界物價水準可獲適宜之穩定。

## 二 政策之衝突

欲明瞭幾破壞倫敦會議之羅斯福總統著名演詞，吾人先須一述對於「恢復通貨」與「穩定通貨」二種不同見解。其差異卽在此，法英及金集團英鎊集團其他諸國，贊成暫時穩定匯率，然後各提高物價水準。在他方面，美國（瑞典亦然）則堅持於締訂何種匯兌穩定協定之前，先解決恢復國內物價水準問題。羅總統之計劃，在乎先行提高物價水準。

英國財政大臣張伯倫氏則謂最要者厥惟穩定匯率，故應行之於先。氏於六月四日在會議席上演詞云：

「世界主要國家匯兌大體穩定，實爲當亟之務，因此使貿易不致受主要通貨之劇烈及不可預見之變動所障礙也。欲達此目的，各大國須利用其資源，以防止其通貨價值由於資金暫時移動，

而非由於基本經濟因素所生之變動。此爲應立刻着手之第一步驟也。」（註九）

張氏謂次要者，爲普遍恢復金本位，苟下列三目的可完成：提高躉售物價水準；克服金本位崩潰之原因；統制金本位之將來以防止黃金購買力之劇烈變動。

會議開始時討論之主要問題，爲美、英、法之匯兌穩定。實際上指不論黃金本身購買貨物能力如何變動，將美元與英鎊聯繫於法郎，換言之，即聯繫於黃金而言。實施此種通貨休戰之計劃中，並論及建立一聯合之三角平準基金，又在會議期間此三種匯率暫時穩定計劃，亦電達華盛頓。（註一〇）

六月二十一日，羅斯福總統反對此種計劃，希望僅藉恢復國際金本位以達復興經濟者，甚爲沮喪。

六月二十二日，美國代表團發表下項意見書，表明美國主張先行提高物價，再使之穩定；即再度明白提出「通貨穩定——通貨恢復」之政策：

「對於實際暫時穩定通貨匯價之計劃，曾過於重視。

「本代表團對此從未視爲一事討論此事者爲美、英、法諸國財政部及中央銀行代表，並特派史霹拉（O. M. W. Sprague）氏代表美國財政部。美國政府以爲此種暫時穩定政策尙非其時。」

「美國政府之所以以此爲不合時宜者，因其以爲最要工作在乎提高物價，苟有妨礙此項工作或致物價受劇烈打擊者，其對於經濟會議之損害，固不遜於缺乏即時締結暫時穩定也。」

「關於最後之目標，美國代表團已提出一計策，以使不穩定之通貨獲得最後之全世界穩定，並努力建立一和諧之貨幣與財政政策，俾各國有所遵循，互相協助以達促進經濟活動與改進物價之目的。」

六月二十七日，據報章所載，（註一二）法國不顧及美國之舉動，迫使英國與法郎，即黃金相連繫。次日，法、荷、意、比、瑞士各國（合稱曰金集團 Gold Bloc），討論對付美國通貨膨脹政策對金本位之襲擊政策。

六月三十日，情勢趨於緊張。美英匯兌變動甚劇。數大國草擬計劃，以防止某時期內之匯兌投機活動，電達羅斯福總統，希望美國予以援助。中云：

「金本位及非金本位諸國共同宣言：

「一致確認國際穩定應速實現，並顧及各關係國之共同利益；

「再行以黃金爲國際匯價之尺度，並承認放棄金本位國應穩定之時及穩定之平價，由各政府定之；

「各國政府再行保證，其通貨仍維持金本位者，仍秉其意旨，以現行金平價，並根據其貨幣法，維持金本位之自由運用，確信維持現行金平價以期世界之復興。

「簽署於此宣言，而通貨不建諸金本位上之國家，服膺上項宣言，確認其重要性，使其後日對金之比率不致有何不當之措置，並重複申述其通貨政策之最終目標，在乎於適當情況下，將世界本位重行奠立於黃金基石上。

「通貨不建諸金本位上之諸國政府，承認此策爲限制匯兌投機最有效之手段，與其他簽字國家政府協力以達此目的。

「此後各簽字國政府同意於請求其中央銀行，與簽署本宣言之他國中央銀行，協力限制投



機，並在適當時期，再建立一國際金本位。」（註二二）

### 三 羅斯福總統之咨文

羅總統對此提案未予接受，數日之後，七月三日，對倫敦會議發表其著名咨文，明示其堅持「恢復美國通貨」穩定美國物價水準計劃，並不為認匯兌穩定為貨幣政策最要目標之舊觀念所動。宣言美國欲為其通貨之統治者。

總統並提議各國採取同一行動。此咨文對會議之影響不同，反對論者比之為炸彈，其同志則視一清新之風，一掃烏烟瘴氣。結果使問題合理公允化。文曰：

「各國舉行大規模會議，欲使各國人民獲得一較真實而永久之金融穩定，及較宏大之繁榮，不努力考慮廣闊問題，而分心於討論僅關係少數國家匯兌之一種純粹人工的暫時的政策，鄙意以為實為世界之大不幸。

「此種舉動及此種分心，純由於未權衡事之輕重，以及遺忘經濟會議召集之初衷所致。

「余不以爲，採行此種舉動，可爲維持造成目前世界經濟恐慌基本經濟錯誤之藉口。

「僅少數大國外匯之臨時的或人工的穩定之似是而非之錯誤，已不復使世界爲其蒙蔽矣。

「一國內部經濟制度之健全，其效果自較其通貨兌換他國通貨價值之穩定性，更爲重要。

「是故減低政府費用，適當之政府收入，以及政府償債能力，均爲最後穩定所必需者。

「由是所謂國際銀行家之舊偶像，已代以一種全國通貨計劃，其目的在使其通貨獲得永·續·的·購·買·力，其對於商·品·無·何·種·巨·大·變·動，而爲現代文明所需者。

「余坦白言之，美國所希求之美元，在乎其購·買·力·償·債·力，歷久不變。此種目的，對他國之利，當非以英鎊或法郎爲基準作一二月之固定比率所能及者也。

「吾人最大目的，在乎各國通貨之永久穩定。金或金銀，仍可繼續爲通貨之金屬準備，然分配黃金則不合時宜也。俟世界各國成立調協政策，多數國家預算平衡，不致告貸時，彼輩將可討論適當分配世界金銀量，以爲其國通貨準備基礎。

「世界貿易之恢復，不論其方法與結果方面，均爲一重要因素。暫時之匯兌穩定，並非真實解決方法。吾人或應減輕現存之禁止輸出；以使一國所產他國所無之物品，易於交換。

「生產之目的在減輕——或救治——主要經濟病癥。吾人勿爲他事分心。」

羅斯福啓。（註一三）

多數出席之外交家，對於羅總統之嶄新且爽直之論調，區別物價水準與匯兌平價，殊爲沮喪。「此咨文之使出席倫敦各國代表震動，恐較其語氣尤甚。」（註一四）美國代表團中紐約銀行家瓦士堡（Warburg）氏，對於倫敦方面接到羅總統咨文時，作此種感想。吾國談諧家羅傑士（Will Rogers）對此事作下列之表示：

「今歐洲謂其對羅總統議論之難堪，不如傳說之甚。然君須知外交家，有所謂外交家之言語。洋洋洒洒，言語甚多，而結論則一無所云。羅總統有所述說，且欲述說之，故毋須乎出以外交言語。外交家欲作空泛之言，其方法不慮千百，如真有所云，則一無所云，則彼從無何種意見以言也。夫是之謂外交家……」（註一五）

當金本位國實行立即保護其通貨，決定維持金本位之際，真正之穩定論者，方私心竊喜。下列所述鐸士之語，甚足表示此種感想：

「……總統之咨文，其重要性較一切議論爲甚。其實質係使吾人決定泥守舊規，抑另闢蹊徑；此新途徑對政治家銀行家雖覺新穎，然在思想領域則否也。因其目的在達到將來之管理通貨，戰後經濟學者即嘗以此爲研究之一重要題目矣。

「……對於廣闊之政治問題，——總統及內閣應考慮之問題，——對於二種不同政策決定取舍，殊屬得當。」（註一六）

一九三三年七月五日，美國代表團關於總統咨文發表另一正式意見書，中云：「首要工作是提高物價水準，使產業尤其是農業之進行有利且有效。其次爲維持既經獲得之穩定。」

#### 四 美國代表團之失敗

然美國之代表，至少有一部分，不能代表羅總統之意見。瓦爾堡在接到咨文後云：「白宮與加利芝大飯店（Claridge's Hotel）間電信往來不輟，而對於總統所謂購買力始終穩定不變究何所指，未能明瞭。」（註一七）瓦氏之工作即在對其他代表解釋美國新貨幣政策之意義，今自覺「完全不能勝任」，乃於六月六日向美國代表團主席國務卿赫爾（Hull）

氏，提呈辭職書。

瓦氏在其著作中，對於美、英、法各國代表之周章狼狽，以及完全不了解總統咨文中所指之「穩定」有明澈之描述。會議之散後失敗，其主因似即為美國代表團缺乏準備；因苟美國能為先驅，得北歐諸國及澳大利亞，紐西蘭甚至加拿大（註一八）之協助，將使英國態度堅決，而可達到國際協定之復興與穩定政策。因羅總統及國會固準備且急欲參加此種國際行動也。

##### 五 「貨幣之廓清」

於是全世界分作三種營壘；美國進行其恢復通貨以及最後穩定之途徑；金集團，或金本位諸國，繼續維持金本位，顯無意於貨幣改革；英國及英鎊集團諸國，即其貨幣與英鎊維持匯兌平價諸國。第三羣中多數國家，共同簽訂「帝國宣言」，謂物價繼續上漲為適宜，因其可「恢復產業及僱傭狀況之活動，保證主要商品生產之經濟利益，且使債務與固定費用之負擔，與經濟能力相和諧也。」其見解與羅斯福氏無甚差別。麥鏗納氏對此宣言之重要性所發表之意見，吾人已前聞矣。（註一九）其與上述之營壘稍遠離者，為瑞典及澳大利亞，其貨幣政策前已加以討論。

世界經濟會議，於一九三三年七月二十七日休會，其一有價值之結果爲，貨幣之廓清（Monetary clarification），此麥鐸納氏之語也。氏並謂：

「……在某種意味，此種『廓清』係普遍失望之結果，因在多數人心目中，卽時之貨幣政策，常視爲『毀滅』倫敦會議者，產生一具體計劃之希望。一旦此希望歸於泡影，一切希望，亦在彼輩胸襟中消逝矣。」

氏謂：

「……其一……『金集團』提出之宣言，將使世界陷於錯誤；其二……彼輩從此認識羅斯福政策實屬正確……」（註二〇）

### 第三節 新貨幣政策之開端

#### 一 反對論之開始

斯時羅總統獲得康納爾大學（Cornell）華侖（George F. Warren）教授，及耶魯大學羅

傑士 (James Harvey Rogers) 教授等之臂助，對貨幣政策方面多有貢獻。總統之反乎傳說的言論，以及國會准予其恢復通貨之偉大獨斷權力，使若干銀行家及若干保守經濟學家心中發生不良現象，不久即引起有力之反對。

最先加以批評者中，如哥倫比亞大學韋理士 (H. Parker Willis) 博士氏曾任聯邦準備局秘書之職；又如某大銀行副總裁兼聯邦準備局副局長巴勒德 (Edmund Platt) 均是。某次公共事業學院 (Institute of Public Affairs) 在維巾尼亞大學舉行會議。(註二一) 上揭二氏均演說詆美國暫時放棄金本位為不必要。韋博士竟至謂此為「心理變態之結果。」二人均謂「美元貶值」為「不健全之嘗試。」當局之「通貨膨脹計劃」認為「不健全且不必要。」約三年前，工商界感覺「通貨收縮論者」已「劍拔弩張。」(註二二) 今巴氏又謂「貨幣理論家」已「劍拔弩張」並「決定利用聯邦準備制度以證明其理論。」氏預見此羣人欲對聯邦準備制度之黃金「染指」或如巴氏所謂「吾直可稱之為偷竊黃金——以作為政府債務或公共工程事業之支付，或作為購買億萬政府證券之用……」

此種議論，僅為諸多類似之批評之開端而已。「通貨膨脹」呼聲復甚囂塵上，為一般人反對以恢復通貨為穩定通貨之張本。總統對倫敦會議咨文中，宣言其貨幣政策為恢復美元購買力，然後再穩定之。反對論者詆之為「通貨膨脹」，事實上無異昭示彼不知其進行之途徑。同樣，一九三三年高士巴盧穩定案通過於議院後，社會輿論對所謂「無統制之通貨膨脹」亦表示反響。

斯時總統尙未使用其恢復通貨之權力；人心安定，且總統予以希望，故商業得以改善。斯即指係流通速度之增加，與窖藏之減少而言也，惟產業復興法（N. R. A.）之頒行，以及在農業調節法（A. A. A.）之稅制下，似足妨礙產業活動耳。當時對貨幣政策之頻頻非難，尤使人多具戒心。

若干大報中發表十六篇「通貨與通貨膨脹」之論文。起草者係知名之士，其內容略如次：「……在恐慌期中，貨幣流通數量，與商品價格毫無關係，……金本位並未崩潰。」（註二三）

## 二 購金政策

在此不安定及商業栗六之時期，總統再度在無線電播音，解釋其新貨幣政策。下述為彼一九三三年十月二十二日在無線電演講其通貨之恢復與穩定政策之語：



「……最後，余重述屢次所述之意見，自三月以降，政府之切實政策在乎恢復物價水準，其目的在乎獲得一定水準，使農業工業吸收失業者。使公私債務之支付，更近於債務發生時之物價水準。漸次恢復物價機構之平衡，以使農民可以其生產品照公允比率交換工業品。防止物價上昇超越此點，亦為本政策之目標。各階級人民之永久福利及安全，最終均以此等目的之達到為依歸。……」

總統對於彼輩不斷要求外匯立刻穩定，即使美元價值之穩定以黃金為基準，而不以一般購買力為標準之說，作如次批評：

「或有將車輛置諸馬匹之前者。彼輩先求美元之永久恢復原價。政府之政策，則先恢復物價水準。至美元之永久恢復原有價值將致如何，吾殊不解，世亦無能言之者。估測一種永久的金值，其後必因他種事實而變更也。」

「當吾人恢復物價水準時，吾人必謀建立並維持美元購買力償債力。後日不致變更。」（註二四）  
吾於客歲七月對倫敦美國代表團咨文中已有言及。於此吾更重申前言。」

欲使美元價值獲得更佳之統制起見，大總統公布一種新政策，由政府統制金價：

「因本國特殊情形，又因吾人不能統制國外事件，故必須採用更進一步之政策，在國內隨時控制金價。

「目下美元備受國際貿易，他國國內政策，及他洲之政治糾紛所影響。故美國對於統制美元之金值，必不能放鬆。夫如是始不致使美元之波動，脫離吾人最終之目的，即繼續恢復物價。

「余將為美國黃金，建立一官家市場，以為達此目的之另一有效手段。如是，在現存法律明確規定之權力內，余授權於復興金融公司（Reconstruction Finance Corporation），購買美國鑛中新產黃金，其價格由財政部長及總統商議隨時決定之。於必要時，吾人亦在世界市場上買賣黃金。

「吾之所以採取此方法者，蓋欲建立並維持不斷之統制力也。

「此為一種政策，而非便宜行事之手段。

「不僅用以抵銷物價暫時低落而已，且繼續進行通貨管理。

「吾人猶憶反對吾人以直接方法提高物價之政策者，去年春間所發表之可怖預言。然事實適與此預言相反。政府信用甚佳，物價有一部分上漲。

「惟是不良之徵兆仍存，則爲不可置喙之事，然政府仍然維持信用，完成健全通貨，並使美國物價水準上昇。」

總統固謂本國係進於「管理通貨」之途，同時彼身先士卒從事於管理之開端。此種管理之首次表現，爲總統決定美國以三一·三六元每盎斯價格購買新採黃金；一九三三年十月二十五日，成立此種價格。此價較世界之自由金市場價格高二角七分；此數字漸次提高，至一九三三年十月十八日，達三四·〇六元。十一月一日，購金政策稍有修改，紐約聯邦銀行爲復興金融公司之代理人，在世界市場上購買黃金。

### 三 一九三三年之金問題論戰

羅總統雖證明彼僅欲使物價水準作有限制上昇，最後在乎穩定美元購買力，然反討論者置若罔聞。

因對於通貨穩定問題事前未加研討，全國若干經濟學者，（惟貨幣學者則較少）對新貨幣政策，表示反對。實際上，即有輩多年來為穩定美元購買力之穩定貨幣熱烈者，亦反對羅氏之「恢復通貨」政策，然仍贊成物價指數之穩定。彼輩蓋未明瞭恐慌期物價劇烈跌落後，相對的物價提高，為整個通貨穩定所必要之一部分耳。

反對論者中，有詆總統顧問之無能者，有坦白詆此舉為破壞美國人民儲蓄之不法行為者。此種態度徒足表示其不明瞭通貨管理之實際可能性，及忽視通貨收縮物價低落之貨幣的原因。然國內報界多擁戴總統之貨幣政策，最著者如費城實錄報（Philadelphia Record）在史坦（David Stern）氏主持下，為穩定恢復通貨政策之最先擁護者。

加入「全國委員會」之農民及工商領袖，亦贊成總統先恢復通貨，再行穩定通貨。反對論者之目標，為即時穩定通貨，——且僅以黃金為基準。

紐約州之商會之態度，最足代表此種反對論。在一匆促召集之會議中，通過一決議案云：「黃金為吾人貨幣基礎，已逾半世紀。彼必仍為任何健全貨幣單位之基礎。」（註二五）

美國商會於一九三三年十一月十八日決議案中要求：「……早日恢復金本位，完全避免何種貨幣試驗，綠背紙幣或不兌換紙幣之類，反對固定金價之理論上的或武斷的觀念。」（註二五甲）

斯時成立一「貨幣政策問題之經濟學者全國委員會」（Economists' National Committee on Monetary Policy），羅致經濟學者，以反對恢復通貨，由甘末爾教授為名譽會長，耶魯大學教授韋士德菲（Ray, B. Westerfield）為會長。此委員會中，有二派別，一派主張以購買力為基準之穩定，另一則僅要求穩定，而毋庸「恢復通貨」。前一派當然贊助總統之貨幣政策；後一派則反對關於「恢復通貨」之一部。

哥倫比亞、康納爾、耶魯及其他大學教授發表宣言，不僅反對「恢復通貨」且常要求立即回復金本位。

下列四十四經濟學者向總統呈文之摘錄，可為各大學教授決議案之代表：「經濟復興所必要之公眾信任，其最迅速之獲得方法，為恢復金本位。」（註二六）

一九三三年十一月二十一日，史霹拉教授發表其對總統之呈文，因反對當軸者之貨幣政策，

呈請辭去美國財政部顧問之職。氏書曰，彼確信：「……除引起及組織公衆輿論外，對於從毫無主見而入於無限制之通貨膨脹，毋庸多所喋喋。」氏之辭職即欲貢獻於此事。

史氏之去職，以及其反對貨幣政策之論調，自促進反對運動。聯邦準備局諮詢局贊許史氏之態度，發表一決議案，主張早日穩定金貨。瓦爾堡氏，甘末爾教授及其他諸人提議「穩定美元計劃，稍爲減低其外匯購買力，然不如羅斯福氏之甚。瓦爾堡氏主張一「改良的金本位，」甘教授則滿意於原有之金本位，主張恢復美元價值相當於其舊日金值三分之二（註二七）在他方面，萬德烈氏則同情羅斯福氏，主張一種金塊本位，在此制度下金價可變動。萬氏提案之另一特徵爲繼續外匯限制，以防止外國貨幣之投機的輸出入，因此爲外匯波動主因之一也。（註二八）

斯時本國之一般關心於貨幣問題，實爲一八九六年銀問題論戰後之最甚者。論爭之達最高點，於一九三三年十一月二十七日在紐約舉行二大會議，其一爲「十字軍」（Crusaders）發起之「健全」或「硬」幣之主張。其一爲恢復通貨主張者所召集，最著者如考父林教父（Father Coughlin of Detroit）冒牌「健全通貨」會議中之衝突，以及人民踴躍齊集以聽考父林

主教之演詞，——不能擠入大廳者以數千百計，——使紐約人士大感驚奇，因彼輩前此並未從事於貨幣改革運動也。公開反對總統之貨幣政策者，暫時爲之停頓。然決定之權，操諸總統，故雙方均努力影響於總統之意見。

#### 四 羅斯福總統之前進

一九三三年十二月一日，總統宣言鑄造銀幣，以履行美國代表在倫敦會議所提出，在會六十六國所採行之決議案。在宣言中，羅氏稱此舉「……係與他國政府合作並爲促進提高並穩定國內物價所必要……」

於是美國造幣廠，收受美國產銀，以昔日鑄造價格之半，鑄成標準銀幣。此種重鑄銀幣之行動，爲趨向通貨恢復與穩定之進一步手段，主要在乎使國際方面恢復擁護此二種基本原理之觀念。一九三三年十二月二十八日，總統頒令集中一切金貨於美國財政部，除特許者外，藏金者科以重罪。

一九三四年一月三日，國會舉行會議，總統出席演說，重申其穩定美元購買力之意旨：

「爲鞏固整個金融機構，及最終獲得長期間購買力償債力較往昔爲穩定之交易媒介物，此二重目的起見，余使用余之權力購買美國出產全部金銀，並在國際市場上添購黃金，慎重之考慮與繼續之研究，證明在外匯率方面，鄰邦因內部及其他關係斯時不能參加討論永久且有國際性之穩定問題……」

#### 五 一九三四年之金準備法案

一九三四年一月十五日，羅斯福總統對國會提交一特殊咨文再度表明其意旨在乎「……恢復物價水準，並……最後使美元購買力穩定……」。氏請求國會通過特種法規使政府能使用聯邦準備制度持有之黃金，而以金券換取之。譚穆士附文（註二九）雖已授權總統決定金元成分量最低爲其舊值五〇%，現彼再請求國會維予最後恢復幣值之最高限度爲六〇%，並授權於彼，在三年中，在此範圍內隨時變動其分量。同時並宣稱，因世界情勢變動不居，此時將美元決定爲固定重量之黃金，殊非所宜。氏主張在低抑平價所生利益中，撥出二十億元基金，作爲買賣黃金及外匯或政府證券之用。……以統制通貨，維持政府信用，及美國一般福利所需之用途。」



咨文之末段，似對於懷疑總統不能懇切從事恢復通貨，而一任國會操縱通貨膨脹之人士，去其焦慮。

「請再力陳二種原理。吾國通貨應爲健全通貨，在可能範圍內，購買力標準較爲穩定，並適宜於日常應用及信用之建立。

「另一原理，爲政府有權發行通貨，並爲該種通貨之貴金屬基礎或準備之唯一儲藏機關及所有者。此外，政府應有隨時決定金屬準備之額及性質之全權……」

與此咨文同時發生者，爲執政在國會上下院提出其議案之草案。同日執政頒令禁止一切外匯交易，其特予許可者則爲例外。官家金價自每盎斯三四·〇六元，提高至二一四·四五元。

一九三四年一月六日，聯邦準備局局長布洛克（Governor Black）發表議論，說明羅斯福要求制定法規，將聯邦準備制度所有之黃金，移交於美國財政部，實係聯邦準備制度官吏特別要求所致。聯邦準備局贊成貶值之「利益」歸諸政府，但建議此事應由國會決定，以卸總統及準備制度當局之責。

一九三四年一月十七日，美國檢察官長康銘士（Homer Cummings）通知財政部長，計劃中之以特種金券作為收買聯邦準備制度存金之舉，合乎憲法。」（註三〇）

一九三四年一月二十日，衆議院通過「金提案」，一月二十七日，參議院亦通過之。一九三四年一月三十一日，大總統於其誕日批准之。為補充此法案起見，氏同日頒布一種宣言，重訂美元價值，暫時決定其重量為一三·七一噸純金，折合每盎司純金額三十五元。「一九三四年之金準備法案」，暫時以管理通貨之最高權力，賦予大總統及財政部長。

除設法統制外匯外，並將「公開市場」權力授與財政部長，目前聯邦準備制度已有之權力亦一概賦與之。白金準備法案頒布後，聯邦準備制度，對於政府恢復通貨之行動之不同意，已成不能。誠然，使財政部長及聯邦制度同時兼有公開市場權力，在理論上使此二者工作有衝突之可能。

費城準備銀行之諸理士（Norris）氏，要求應准予聯邦準備銀行至少保持四〇%金準備，以爲其發鈔之保證。時參議員彼爾金（Perkins）問以聯邦準備銀行究願在其庫中存儲黃金，抑交諸政府而接受債權，諾氏坦然回答：「當然，」彼氏再詢：「君信任黃金，甚於信任政府耶？」對此則

未獲得答案。(註三一)保留從黃金方面所獲得之權力，似爲聯邦準備制度之意思。諾氏並表示相信私人從事銀行業，較諸政府爲佳。安徒生(Benjamin M. Anderson)同時建議政府將黃金移交於聯邦準備制度，以「正當之來源」卽以(從銀行)借款及徵稅之法，建立一穩定基金。

摩根(J. P. Morgan)於一九一一年作普照(Pujo)研究工作時，曾謂：「貨幣者無他，卽黃金也。政府將全國黃金收諸手中，當然影響於『金心理』(Gold-psychology)。」

#### 六 一九三四年之購銀法案

一九三四年五月二十二日大總統(對國會發出咨文，建議銀法案)論及「一九三四年之金準備法案」爲通貨制度組織之一步驟，「此法既健全又適宜。」於是提出「一九三四年購銀法案」之草案時，總統宣言此僅係達到穩定通貨之一步驟。

氏曰：「吾人應儘速前進，以擴充吾人貨幣基礎之金屬基礎；並穩定吾人貨幣之購買力及償債力於一更適當之水準。」

在其咨文之末段中，總統表示意欲促成世界恢復並穩定通貨之行動，彼並顯然努力以達此

目的。

氏云：「余已開始與數鄰邦會商，以平等之基礎，使用金銀二者為貨幣價值標準。此種協定將使貨幣單位價值之購買力與債務支付能力之穩定之一重要步驟。」

一九三四年六月二十八日，羅氏於無線電演講其工作云：

「最後，余以為最重要者，在使吾人之貨幣制度改良，簡單化，使之更為公平，建立一定標準與政策以適應現代經濟生活之需要，使金與銀一同視仁為美國通貨之金屬基礎。」

本書之記載，以最近發生事變為止。歷史之中，不能作何種最後結論或預言。著者站在歷史學者之立場，亦不能超越此點；惟於附錄中記載其管見。

註一 第六一一號。

註二 上下院聯合決議案第一九二號。在下院之票數係二八三對五七。

註三 見「商業雜誌」(Journal of Commerce)紐約一九三三年五月三十日。

註四 引自米德蘭每月評論，一九三三年五月—六月號；「將來之世界會議」(The Coming World Conference)。

註五 國聯貨幣經濟會議「議事錄草案」(Draft Annotated Agenda)第一頁，一九三三年一月二十日。

註六 同上十一頁。

註七 同上十三頁。

註八 見第九章第三節。

註九 一九三三年六月十四日紐約時報。

註一〇 見普夫士基 (Leo Pasvolsky) 「現代貨幣問題」(Current Monetary Issues) 一九三四年華盛頓  
The Brookings Institution 版。

註一一 一九三三年六月二十七日紐約時報。

註一二 一九三三年七月二日紐約時報。

註一三 羅斯福「吾人之前途」(On Our Way) 一九三四年 The John Day Co. 版，一二四頁——一二六  
頁。圈點係筆者所加。

註一四 瓦爾堡「貨幣恐慌」(The Money Muddle) 一一九頁，一九三四年紐約 Alfred A. Knopf 版。

註一五 一九三三年七月六日紐約時報。

註一六 紐約論壇 (New York Herald Tribune) 一九三三年七月四日。

註一七 瓦爾堡上揭書，一二一頁。

註一八 一九三三年四月二十九日，羅總統與加拿大內閣總揆伯納德共發表宣言(其中云：)「吾人共同主張，吾人

之最需要者，爲保證物價一般水準之增高。」

註一九 見第十章第一節。

註二〇 一九三三年八月——九月份米德蘭銀行評論。

註二一 一九三三年七月四日紐約時報。

註二二 見第八章第三節。

註二三 一九三三年十月十日紐約時報。

註二四 圈點係本書著者所加。

註二五 「基督科學雜誌」(Christian Science Monitor) 一九三三年十一月十六日。

註二五甲 一九三三年十一月十九日紐約時報。

註二六 一九三三年十一月九日紐約論壇。

註二七 同上一九三三年十一月二十八日。

註二八 一九三三年十一月二十四日紐約時報。

註二九 見本章第一節。

註三〇 一九三四年一月十八日紐約時報。

註三一 見紐約時報對於一九三四年一月十九日關於上院銀行通貨委員會金準備法案討論會之報告，(載一九三

四年一月二十日紐約時報)

# 附錄一

## 第一節 自敘

不佞對於穩定貨幣問題之發生興趣，幾遠在開始研究經濟時——一八九二年。斯時爲數十年通貨收縮之末期，而行將進於一八九六年之「健全貨幣」運動之際也。

然斯時余之態度與其後大有差異；蓋當時余尙未深知不穩定貨幣弊害之嚴重，亦不知工商業者不能預防之也。余竟以爲余發現此等弊害，在商業上泰半爲利率之補償作用所克服，——卽物價低落時利率降落，物價上漲時則利率上昇。早年拙作之一——漲價與利息 (Appreciation and Interest)——卽專表示此觀念。

余之推論，自爲拜賴源 (Bryan) 之反對者所歡迎；其中有荷德 (Byron W. Holt) 氏者，紐約幣制改革聯盟 (New York Reform League) 健全貨幣運動之負責人也，於一八九八年一月

十五日致書於余：「余以為足下之『漲價與利息』之論，縱非貨幣科學上最偉大之貢獻，至少亦為最大貢獻之一。」

其後從事統計上之研究，知余斯時對於利息補償作用影響於貨幣購買力變動之程度，過於誇張，然其種研究仍證明原有結論中之補償作用，在某種程度內生效耳。（註一）

余秉有青年及缺乏經驗者對其觀察之事物有自信心，故余當時參加印迪亞那普理士（Indianapolis）一八九五年之美國經濟協會會議，時對於羅斯（F. A. Ross）教授及其他人士之願意「救濟通貨」殊為懷疑。

余於一八九六年參加「健全貨幣」運動，反對拜賴源。若此運動出現於今日，余將不為拜氏之勁敵矣；蓋余今知氏指出之弊害，較諸余當時之想像更真實也。氏主張之救濟策——「一國之複本位」（National bimetalism）比率為十六與一——余仍以為不妥；同時共和黨綱中之建議「國際複本位」亦不見高明。在上述運動中，此黨綱全被忽視，以後即永被遺忘。

余注意於穩定價值尺度之必需，與日俱增。余從數理哲學以研究經濟學，則前者之場合，固定



之測量單位爲基本出發點，惟當時指數科學尙不甚爲人注意，經濟學者對於美元之平均購買力——對一般貨物而言——尙無明澈之數量觀念耳。

自一九〇五年以降，余同窗中研究改善價值本位問題者多年。余首次提出解決案，係在一九一一年（註二）。斯時余避免以通俗之言語表示之，因當時對於貨幣之何種新意見，如穩定之類，必受人之揶揄也。故此種思想，先僅在研究界方面表現，數年之後，始考慮如何使之普遍化。

苟非哈佛大學之陀錫（Tausig）教授，邀余在一九三一年波士頓舉行之國際商會會議上提出意見書，則此種程序必藉文字表現無疑，斯實爲公開發表此計劃之最佳機會也。

宣讀余之意見書「關於生活費指數問題之國際會議」（An International Conference Regarding the Cost of Living）（註三）後未及五分鐘，有一芝加哥商界領袖請求發言，對此策作嚴酷之批評。彼對於懷疑美元有何弊害之觀念，殊覺驚異，對於承認「勞動者」之得以「生活費昂貴」爲訴苦之正當原因，或修改貨幣工資之理由之觀念，更感驚異。反之，氏謂「吾人不應不信任吾人之貨幣。」該氏之驚駭使陀教授發笑，並答稱會議並未贊成此種提案，僅供討論而已。

當時之獨立評論 (Independent) 主筆荷德 (Hamilton Holt) 答應將余之演詞，刊登其雜誌上，並印刷「鉅張單頁」以分播各報館及私人。

誠所謂「火上加油」。波士頓演詞，「頗引人注目。」直至斯時為止，穩定貨幣計劃多為無聯絡或分散之建議，並未重視為實際上問題，僅係「學者之玩意。」不久商業金融時報 (Commercial and Financial Chronicle) (在一九一二年) 卽有若干評論，譏嘲此種觀念，並保證吾人之金元為「直布羅陀之礁石」 (Rock of Gibraltar) —— 永不變動之物。

此種及其他論戰結果之一，使余此後以演講或寫作方式，為穩定貨幣辯護，並答覆論難。余之祕書將之一一計算，自斯以降，演講九十九次之外，致報館函件三十七，專門論文一百六十一，政府機關之討論會中發表意見書九，私人印刷傳單十二種，討論此問題之書籍十三冊。此三百三十一項，構成余對於穩定問題書面上及演說上之意見。其最富代表性者，列於本附錄之註腳中，以及書末參考書欄中。

此種著作分二類：——普通的及專門的；每類中又分爲四門：(一) 基本原理；(註四) (二) 購買

力之測量(註五) (三)購買力與其他時事，特別是與「生產費昂貴」(註六)及「商業衰敗」(註七)關係之研究(四)穩定貨幣之方式(註八)

余所杜撰之詞語「補償美元」(Compensated dollar)及「穩定美元」(Stabilizing the dollar)，已為一般所採用。余並試用其他詞語，如「標準化之美元」(Standardizing the dollar)「不收縮之美元」(An unshrinkable dollar)。厥後此等泰半為「商品美元」(Commodity dollar)之詞語所代替，因其頗能自明其意義也。然諸詞意義，並非完全一致。如「補償美元」僅為穩定之一種特殊方式，即對於黃金購買力上漲或跌落，以增減美元金量，即增減金價之方以資補償之法。

余一度自擬為補償美元計劃之首創者；然余於文獻中，發現幾至最微小之點，前人早有見及之，其未見及者，為少數枝節問題，如規定（以鑄稅）防止黃金投機，免其防礙國家財政部之計劃而已。此等預言家凡九人，在「穩定美元」一書序言中已有提及。

除寫作與演講外，余之工作並包括：組織運動，徵求諸戰士——經濟學者，商家業，金融家，政治

家——之意見及幫助；募集並捐助金錢。

此三者之第一項——組織運動——請再贅數言，以匡正文之不逮。當余着手寫作「貨幣購買力」(The Purchasing Power of Money)時，余曾示意組織一國際委員會，以研究貨幣問題，特別着重「生活費昂貴」問題，並獲得百餘權勢之士所擁戴。(註九)

一九一二年二月二日，戴孚德(Taft)總統向國會提出咨文，主張召集此種國際會議。咨文草稿，係出自不佞及國務次長韋爾遜(Huntington Wilson)之手，韋氏其後著一討論穩定貨幣之傑作。此案由克勞福參議士(Senator Crawford)提出，旋獲參議院通過。在下院係由蘇賽衆議士(Congressman Sulzer)提出，然並未載入議事錄中，雖則一九一三年三月三日午夜曾努力使之載入議事錄中，然斯時戴夫德政權告終而事遂停頓。

威爾遜(Wilson)當選總統後不久，一九一二年，余謁威氏於德萊登(Trenton)氏謂：「余以爲可增加金元重量，以抑制物價之上漲。」氏見余亦有類似之主張——「補償美元計劃」——甚爲驚奇，並在就職前，乘休假往柏默達(Bermuda)之旅行中，攜有余之「穩定美元」初稿

之複寫本。羅斯福總統今日實採用與威氏相同之原理，減輕美元重量，以補償物價之低落，殊饒有意義。

然在威氏登臺之後，因應付更緊急之問題，貨幣問題爲之擱置。然此種努力並非全然無功；因在運動之進展中獲得無數同志也。

一九一九年十月二日，余於聖路易 (St. Louis) 美國銀行協會年會席上，演說「生活費高昂之貨幣的救濟策。」聽者動容，且獲贊同。其實，無數人士於事後始表示贊同。然結局並未如是滿意。余請求指派一委員會，藉此希望年事較青及進步之銀行家對此問題特加以研究。第協會主席，不喜另組新委員會。彼堅持此問題交於一常務委員會，適此會中多老耄且保守之徒，多係昔曾被派遣以反對拜賴源者。此委員會主席爲赫朋 (A. Barton Hepburn)，當時察斯國民銀行 (Chase National Bank) 董事長也。赫氏亦余之私交，然彼此之貨幣思想則相左也。

常務委員會中，實際上簽字於報告書上者，僅二人：主席赫朋及副主席福根 (James Forgan) 是也。福氏 (係芝加哥第一國民銀行董事長) 並慎重其事附錄一意見書於後，承認「苟在常態時

內，並保證常態時期永遠維持之下，費雪教授之計劃或有實施之可能。」

商業團體指派委員會以研究此問題者，不下數十，然提出反對之意見書者，則此為嚆矢。此報告書與其謂為原計劃之分析，毋寧謂為一種宣言。其關鍵似云：「吾人以爲目前使金本位發生變動，殊爲不智。」然苟余之見解匪謬，則在過去數年間仍得存在之金本位，卽爲此銀行等報告書所及對之補償金元。斯時卽爲彼輩體認該項事實，並救濟金本位之時，厥後，銀行家無慮千百，卽因（苟余之分析匪謬）熱烈反對「金本位之變動」而破產，誠所謂自作孽矣。

在反對補償美元計劃之報告書發表之後，若干銀行家往昔贊成此計劃者，不願公開作此種說法久之。其前各銀行總裁致書於余，接受此觀念者有請求勿引述之者。

反對之報告書，揭載於一九三〇年十一月之美國銀行協會會報，余於一九二一年六月在該報作覆。

一九二〇年三月八日，萬德烈（Frank A. Vanderlip）氏邀余聚餐，在座者均爲紐約州各大銀行之總裁，予余以演講拙著「穩定美元」問題之機會，氏並預先向來賓分發該書。批評多不

利於余，惟耶魯大學校長赫黎 (Hadley) 氏自始即贊成余說，斯時自表示同意。厥後氏譏諷出席之銀行家「似僅顧慮目前三數月，而不及將來。」

因銀行界反對呼聲日高，斯時所謂「費雪計劃」——惟未獲得本人同意——欲獲得銀行界援助及使運動成功起見，須由他人起而領導，而以余（或認為余者）之外之穩定貨幣計劃代之。

同時似有感從事一穩定貨幣之組織之必要，於是於一九二〇年出版「穩定美元」之時，余請求出版者於每冊書中，附入一明信片，如讀者贊成組織此種團體者，即通知余。一九二〇年十二月三十一日，華盛頓之新維勒大飯店 (New Williard Hotel) 舉行聚餐，討論組織「穩定貨幣聯盟」(Stable Money League) 問題。出席者二十五人，(註一〇) 余稱余有贊成此策者一千人之名單。會議既終，吾輩中多數於午夜往謁華盛頓紀念碑，表示新年中吾人將獻身於一新運動。一九二一年五月二十八日，穩定貨幣聯盟正式成立合議，舉行於華盛頓。

直至斯時為止，積極提倡者，幾僅余一人而已。斯時相信，該運動匪一蹴可幾，故領導權遂入他人手中。雖有數摯友常勸余接受聯盟主席之職，並設法推行「補償美元計劃」，然余於此二者均

拒絕之。余從未認補償美元計劃爲唯一可行最理想之策。在「穩定美元」書中，余名之曰「一種解決策」而非「解決方策」(A solution not the solution)。余之所以提出此案者，蓋此對現存金本位僅需最小之劇烈改變，故在應用上或最適宜也。

苟欲維持金本位，則補償美元計劃，幾屬必要，華侖與披爾遜教授已詳言之矣。今余仍以爲此策可爲美國政策之一部，然爲簡單化起見，最近瑞典採行之方式，(與金脫離關係之管理通貨)似較佳。然當余寫作「穩定貨幣」時，任何主張「脫離黃金」如瑞典所爲者，必備受譏嘲而抑制；當時主倡無條件「管理貨幣」尤似乖張。在穩定貨幣聯盟成立前，任何計劃均爲一般所否認。

龍巴德(Norman Lombard)卡里芳尼亞商人也，爲贊助余之穩定貨幣最早一人。一九一九年余首次與龍氏晤面，時余在卡州大學擔任希察哥穩定貨幣講座(Hitchcock Lectures on Stable Money)也。氏譽余爲最傑出之領袖者，余則語氏，苟吾某種商業投機成功，得償所願，若氏將東來獻身於穩定貨幣運動，吾願對此運動予以經濟上之幫助——直至他人能負此責爲止。余等二人將此事牢記心中，最後，於一九二六年當特定環境實現之時，氏拋棄卡州之商業，攜眷東來。



在未就穩定貨幣協會常務董事之前，氏與余殫一年之精力，研究並搜集歷史上之材料，表示穩定貨幣，絕非一人之事，常獲多數人士之擁護，即今日亦已有不少擁護者矣。此項研究工作，即為本書之開始。龍氏於其穩定貨幣協會之工作，不僅孚衆望，且逾於是。

既將組織及進行穩定貨幣運動之工作仔肩卸去，余繼續問題之特種研究。

當時穩定貨幣最大之障礙，為指數不可靠之流行觀念。此種困難不能解除，穩定貨幣難期實現。

為盡棉力解決此問題起見，余寫作「指數編製法」(The Making of Index Number)一書，此項工作，需多年之計算工作，一部分由普洛克(經濟研究基金 (Pollak Foundation for Economic Research)資助之。是書於一九二二年出版。其結論之一云，余雖謂「理想」公式最佳，然一切指數，在應用上彼此均互相一致，苟其編製之時，兩方均兼慮——於比較二年時，不論以首年抑次年為基準，結果均應相同。並特別指出當時之一種普通指數方式，即物價比價之單純算術平均數之不正確，因其不能兩方兼顧。自斯以降，多摒棄此項指數，而代以幾何平均數，或余所謂「綜

合」(Aggregate) 指數者。此項測驗，雖純關於公式問題，不能解決指數之一切問題，然已使主要難題，迎刃而解；日後指數漸獲信任，未始非是書之功也。

於此毋庸討論何種指數最適合於貨幣穩定之用，余僅欲表示下列意見：其一，無論何種適宜指數，躉售的，零售的，或一般的史乃德 (Snyder) 氏所主張者，均勝於無，又在任何穩定方式之下，一切指數之差異，不如一般臆斷之甚，較諸今日任何一項均可獲穩定時之差異尤小；其二，瑞典所採行者——即生活費指數之零售物價指數——較諸一般採行者為佳，其理由之一，則以此於各人幾均無甚差別，因人消費相同貨物（然生產不同貨物）也。

一九二三年一月，余開始在報端發表每週躉售物價指數，其始在紐約時報。斯為每週指數之嚆矢，其計算係採某種捷徑方式。此項指數，雖屢經修改，至今猶未間斷，目前各國均有之載諸各大刊物中。

在報章上分布之主旨，係欲以代表美元購買力指數，取代表物價水準之平常指數而代之，並使社會知美元係變動不居而非永遠穩定者。蓋余深知世人不知美元之不穩定，則不知穩定之必

要也；此則舍目睹其不穩定之統計記錄不爲功。

美元購買力指數，使數百萬人士每星期一晨獲睹美元每週變動之記載。「美元購買力」戰前之美元，「一九一三年之美元」，「一九二六年之美元」及其他表示美元變動之詞語，爲一般採用，顯係此事之結果；前此一切指數僅視爲商品價格變動之表現，——貨幣則爲遺忘也。其他指數編製者起而倣法，提供測量「農民之美元」，「商人之美元」及其他數字。

經多年之後，余始見及此種公衆教育之必要，並明瞭一般貨幣心理中，有余所謂「貨幣錯覺」者。一九二二年余往訪德國，以考慮馬克動搖是否不爲其受難者注意。如「緒論」中所言，余覺此事幾全不爲所注意。換言之，德人心目中，惟見美元漲價，商品漲價；而馬克則未跌落也！

余有見及此，乃於一九二七年在日內瓦國際問題研究學院講學，又以其演講爲基礎，寫成「貨幣錯覺」(Money Illusion)一書。

貨幣變動之公布，除幫助社會人士明瞭貨幣尺度非固定而獨立者而外，對商界尤切實用，卽昭示彼等其商業如何受「一般情形」所影響。在「吾人之不穩定美元與所謂商業循環」(Our

Unstable Dollar and the So-called Business Cycle) 一書中，曾指明美元漲價不久即致防礙商業，而美元跌價則使商業暫時繁榮。茲二者驟然而發，常延長至數月之久，按照余所謂「分配的延宕」(Distributed Lag) 之法，漸知消滅。故美元之變動，可就其因素方面，預測交易數量與失業。其意義即為，如美元仍任其變動，商人應注意之，並知如何利用之。

不僅美元變動之記載可用為預測之根據而已，且此等變動，在某種範圍內，可藉「交易方程式」之法，從貨幣及信用數量方面預測之。

此二種預測，——從美元方面預測商情，及從信用方面預測美元，——常陷於錯誤，如氣象局之預測然，因觀察者對於無數紛亂原因，未能一一知悉也。自一九一三年以降，此種因素之主要者，為聯邦準備政策不宣布之變換。如上述，戰後立時實施之賤幣政策，招致物價水準之上漲，即美元之降落；一九二〇年五月所決定之限制政策，則使物價慘落；準備制度政策，藉史德朗總裁公開市場委員會之運用，使美元頗能穩定，直至此策與史氏同逝時為止；其後政策之動搖，使美元隨之波動。

就此策加以進一步之研究，並輔以已知材料。再以交易方程式與「分配的延宕」解釋之，於是任何人均幾可正確預言商情及雇傭狀況每一重要變動。雖然，如聯邦準備政策可預知，則以上述原理所作預測，絲毫不爽，如其不能預見，或預測者未獲正確報告，則所作預測錯誤矣。

預測美元正確變動，關係最重要者，當推投資者。關於此問題之第一本著作，係一討論集，由余作序言（註一一）此後，余又撰數文，他人寫作數種書，如彭馬勞（Robert W. Pomeroy）之「股票投資」（Stock Investment）；斯密士（Edgar Lawrence Smith）之「長期投資之普通股票」（Common Stocks as Long Term Investments）；史托林（Kenneth Van Strum）之「購買力之投資」（Investing in Purchasing Power）。於批評此等書時，余曾加以統計上之研討。（註一二）

「預測」為避免或減輕不穩定美元弊害之三方法之一，另二方法為：（一）穩定美元，（二）以物價指數為基準而締訂契約，——即使用計表本位。

最後一項，余曾最先主張使用指數工資，以抵銷戰前生活費上昇。此法行於余私人辦事處，即

美國勞動立法協會，余斯時任該會主席也，並在余之一商業經營中行之——「有形之指數。」當此經營與蘭德 (James H. Rand, Jr. of Buffalo) 之卡德士公司 (Kardex Co.) 合作之後，余二人與一精幹之律師——佛蘭查 (Charles P. Franchot) 擘劃該公司發行之「穩定債票」書中（第四章第一節）已有述及。此種債票，因其法律上之特異性，為耶魯法學院及其他法學院院長及教授研究之題材。

迨卡德士公司再與他公司合併（最後成為黎明敦蘭德公司 (Remington Rand Co.)）收回「穩定債票」仍發行金條文之債券，因後者較通俗市面較廣也。厥後，蘭德氏與余，及萬德烈氏力謀使美國財政部發行穩定債券而未果。其他商業公司，亦有類似之例。戰後因「米定經理部」(Mitten Management)（一種搬運公司）之要求，並獲得韋迪卡 (Benjamin F. Whitaker) 之幫助，余作「行市工資」(The market basket wage)。米定經理部採行此制。此係以費城之特種生活費指數為根據者。

如書中所述，戰前勞動者締結該項工資契約者，以百萬計。然並不能構成工資契約之一大部

分在物價下降時多爲摒棄不用，因工資勞動者不願減少其貨幣工資也。生活費益上漲，則「有形指數」之雇工益歡迎其「生活費高昂」工資內容之膨脹。雖力爲彼輩解釋，真實工資絲毫不動，然彼輩仍以爲工資上漲。一旦生活費指數下降，彼輩反對「減低」工資，否認其真實工資未爲減少。

此等經驗，重新記明「貨幣錯覺」之普遍存在，與乎以指數工資及指數債券爲解決不穩定大問題之一般方法之不可能。唯一之解決方策，不在乎從外部修改或彌補美元，而在乎從內部使之正確化。

## 第二節 拙著摘錄

（此外並見本文註腳及附錄一第一節。）

1. 「世界物價目前之上漲將繼續乎？」(Will the Present Upward Trend of World Prices Continue?) 波士頓美國經濟評論第二卷第三號五三一頁至五五八頁。一九二二年九月。

2. 「較穩定之金本位」(A More Stable Gold Standard)倫敦之經濟雜誌一九一二年十二月號，五七〇頁至五七六頁。
3. 「物價上漲與真實工資政策」(Preissteigerung und Reallohnpolitik)〔與巴爾大學(University of Basle)保爾(Stephen Bauer)博士合作〕一九一二年柏林巴魯恩(Henrich Braun)博士主編之「社會政策與立法年報」(Annalen für Soziale Politik und Gesetzgebung)第一卷第四、五章，三九三——四三〇頁。
4. 「費雪教授之意見——對巴黎統計學會而發」(Observations de M. Irving Fisher Communications à la Société de Statistique)載一九一三年巴黎統計學會雜誌 (Journal de la Société Statistique de Paris)。
5. 「補償美元」(A Compensated Dollar)馬賽諸塞劍橋之「經濟學季刊」一九一三年二月號二八五——三九七頁。
6. 「如何救濟貨幣，信用及物價之實際上漲」(La Hausse Actuelle de la Monnaie,



du Crédit et des Prix, Comment y Remédier) 載一九一三年巴黎之「政治經濟評論」(Revue d'Economic Politique) 四一九——四三四頁。

7. 「對反對補償美元者之解答」(Objections to a Compensated Dollar Answered) 波士頓之美國經濟評論, 第四卷第四號, 八一八——八三九頁。一九一四年十二月。

8. 「大戰對於貨幣及物價問題之貢獻」(Some Contributions of the War to Our Knowledge of Money and Prices) 一九一八年三月美國經濟評論第八卷第一號。

9. 「商業衰敗與貨幣動搖」(Business Depression and Instability of Money) (一九二一年十二月九日及十六日在倫敦大學經濟政治科學院之兩次演講稿。) 載一九二二年一月倫敦銀行雜誌(Bankers' Magazine) 九三四號。

10. 「不穩定之貨幣如何妨礙有效的管理」(How an Unstabilized Dollar Interferes with Efficient Management) (一九二一年二月二十四日在馬賽諸塞州之「春田」(Springfield) 戴羅協會(Taylor Society) 會議之演詞。) 一九二一年八月紐約之戴羅協會會報第

四卷第四期。

11. 在加拿大渥太華下院銀行商業常務委員會之演詞 (Address and Examination before selected Standing Committee on Banking and Commerce of the House of Commons, Ottawa, Canada) 此演詞係研究第八三項提案者，該提案依據伊文 (Irvine M.P.) 議員提出決議決案關涉銀行方面者，即金融信用之基礎，任務及統制者，於一九二三年五月重印。

12. 「貨幣制度倫理學」 (Ethics in the Monetary System) (分三部) 載「基督工作」 (Christian Work) 第一一八卷第二期五二——四頁一九二五年一月十日；第一一八卷三期，八二——八四頁，一九二五年一月十七日；第一一八卷第四期一一七——一八頁，一九二四年一月二十四日。

13. 「失業與物價變動之統計上的關係」 (A Statistical Relation Between Unemployment and Price Changes) 載「國際勞動評論」第八卷第六期，一九二六年六月 George Allen & Unwin Ltd. 出版。

14. 「美元穩定」(Dollar Stabilization)載英國百科全書一九二六年十三版第一卷 *Val*  
—*Eye*。

15. 「補償美元」(Compensated Dollar)載一九三一年紐約麥米倫公司出版之社會科學  
大辭典(The Encyclopedia of the Social Sciences) 第四卷一三四——一三五頁。

16. 「景氣循環之事實或趨勢」(Business Cycles as Facts or Tendencies) 載史德  
(C. A. Verrijn Stuart)博士所編之「經濟辭典」(Economische Opstellen) 一四〇——  
一五七頁，一九三一年版。

17. 「統計在經濟學上之應用」(Statistics in the Service of Economics)載美國統計  
協會雜誌，二十八卷一八一期，一——一三頁，一九三三年三月。

18. 「雇傭狀況與物價水準之關係」(The Relation of Employment to the Price  
Level)載「雇傭狀況之穩定」(Stabilization of Employment) 由羅士(Charles F. Ross)  
主編，印第安那州 Bloomington 之 Principia Press Inc. 出版，一五二——一五九頁。

19. 「恢復通貨」(Inflation) 一〇四頁，一九三三年 George Allen & Unwin Ltd. 出版。
20. 「大恐慌之債務膨脹原理」(The Debt-Deflation Theory of Great Depressions) 載 *Econometrica* 第一卷第四期，三三七——三五七頁，一九三三年十月。
21. 一九三四年二月一日在下院銀行貨幣小組委員會關於下院提案七一五七號即修正之八七八〇號（建立聯邦貨幣機關及統制美國通貨）之討論書，一九三四年華盛頓政府印務局版，七三——九五頁。
22. 「恢復通貨之後，將若何？」(After Reflation What?) 一九三三年紐約 Adelpi Co. 版，共一三七頁。（在英國由 George Allen & Unwin Ltd. 出版，書名為「統制恐慌」(Mastering the Crisis) 添入一新章。）
23. 「景氣藉貨幣本位而分播於國際間乎？」(Are Booms and Depressions Transmitted Internationally Through Monetary Standards?) 一九三四年四月倫敦國際統計學會二十二次會議之意見書，單行本。二版稍有修改，由 Connecticut 之 New Haven 之 Prospect 街

四六〇號出版。

### 第三節 管見

關於穩定貨幣問題，曾有且尙有若干衝突之意見，斯亦爲讀者所知者。讀者中或有以如何始有此種意見之衝突見詢，誠然余僅能以管見所及答覆此問題。余於此以最簡賅之法述之，欲究其詳，則請參閱上揭諸著作。

其一，每種新觀念均須自己開拓其途。維特（White）博士曾著有一動人之著作，專致力於此論題。（註一三）吾人均知道進化論及原種論均自己開拓其途徑也。

其二，於緒論中曾力言，穩定貨幣之觀念，有一特別之障礙「貨幣錯覺」。吾人猶憶一類似之錯覺，認地而平靜遂使哥白尼學說（Copernican theory），數世紀不能發展。夫若是，值得驚奇者，不在大多數人以爲美元係不變者，而在乎少數之知其非。一九一二年，於美國經濟協會席上，或詢以穩定貨幣將於何時實現，余莞爾答曰：「九百年」斯時余對貨幣錯覺之障礙猶未深知也。迨

十九年後，貨幣穩定意見實現（於瑞典，）雖則多數瑞典人，如多數美國人然，尙未明瞭之。——雖然四十年前其國最偉大經濟學家韋賽爾氏，曾撰作其創新紀元之著作。

除此二大理由外，——卽一種新觀念之傳播頗費時日，於此觀念爲一特殊錯覺所掩遮時尤費時日，——尙有所謂物價觀念之混淆者，卽不能區別特種物價與一般物價水準之概念。

善於觀察之讀者，當知歷史上此種混淆不乏其例。史德朗議員曾以一近事告余，在聯邦準備局會議席上，當史氏解釋穩定貨幣計劃與穩定物價水準相同之後，聽衆之一曰：「史議士，足下欲政府固定小麥價格乎？」於是史德朗議士以失望之目光注視史德朗總裁，史總裁亦報以有特殊意義之自語。

固定小麥價格或任何其他物價，較諸固定一般物價水準尤爲困難；此猶之乎固定水池表面上之微波，較諸控制全池之水平線，尤爲困難（事實上殊不可能）也。

此種物價觀念之混淆，溯源於貨幣錯覺。卽多數人言及麥價係爲其需供決定之際，彼等未及記憶此等——價格及需供——係一部分以貨幣爲基準，從而一部分視美元之供需而轉移。美元

之價值（物價水準之反面）爲每一單獨價格之因素。若心目中不揚棄貨物之供需決定物價水準之觀念，則將不易了解穩定貨幣問題。

抑有進者，物價水準之固定，不涉及統制生產，並非購買過剩商品以提高其價。吾人更不應因恢復物價水準，而毀壞棉花、小麥或其他財富以提高其價。此之謂之貧困「毀滅富庶以去富庶中之貧困」(Getting rid of poverty in the midst of plenty by destroying the plenty)；真正之「恢復通貨」則增加貨幣以適合於出售財貨之增加也。

真正之「恢復通貨」更不任意擡高價格式工資，使之超於與供需相適合之程度。此種任意增價，爲購買力之減低，而在他方面，在恐慌期中，增加貨幣與信用，可恢復購買力、商業、生產及僱傭。對於穩定貨幣觀念之另一通常曲解，係一種模糊之觀念，視此爲不自然，不正當及不可能之事。誠然，任何單位均係任意決定者。世無「自然的」碼尺，無「自然的」瓦特（電量——譯者）故亦無「自然的」美元。然防止碼尺，瓦特，或美元之變動，則實無何等不自然或不正當也。吾人可按照吾人意旨製造美元，一如吾人可按照吾人意旨製造碼尺之平凡也。

然彼心理混淆者，將信將疑，採折衷之說。彼輩承認貨幣或信用統制對於物價水準可有若干影響，然因此種影響係諸多影響之一，故恐有其他更強之力推翻此統制。彼輩辯稱，極微弱之影響，如稍事變換利率或聯邦準備公開市場之運用等，足以決定貨幣之前途乎？吾人亦可問：極微弱之影響，如舵之輕微移動，而有更強風浪之力，如何可決定船舶之前途乎？

最後，吾人見有決意不贊成穩定貨幣者，否認不穩定性有何意義者。某作家鄭重自認彼竟不知通貨膨脹或通貨收縮為何物。「如何測量之？」

此猶之乎預先不確知測量大小之法，而自認不能分別船舶之大小也，——以船之長度乎？以總噸數乎？以純噸數乎？以體積乎？

另一作家認為任何尺度若以不同之事物，如彼所幻想，以馬匹與蘋果相加而成者，殊不可能，故一切物價指數毫無意義。此無異乎謂雖有麵包價格及乳酪價格，而無所謂乳酪夾心麵包，或各種物料組成之菜館夾心麵包，或「諸種」貨物或車量斗載之諸色貨物——包括馬匹及蘋果——之價格也。



指數僅係車載斗量之代表貨物，在一時之價格與他時價格之比率而已。如美元常得購買該大批貨物之若干固定成分，則美元是為穩定或固定。余將永遺忘吾友一經濟學者與一國內著名銀行總裁作高而夫球戲後，對余之言。後者忽問曰：「何謂指數？」誠然，此猶之問曰：「何謂美元？」繇是觀之，吾庸毋庸驚奇多數受有教育智慧之士不確信穩定貨幣矣。簡言之，彼輩在此特殊問題方面尙未真受「教育」也。

吾人至此對穩定貨幣不為贊成之解釋，其理有六——即（一）彷彿新穎；（二）貨幣錯覺；（三）物價之混淆；（四）穩定貨幣之似乎不自然；（五）有認其依賴諸多不可統制之力量者；（六）毫無意義。

除此之外，吾人尙可想像其他理由——如余欲就特殊之個人加以心理分析。

研究此問題者，對其基本原理一一明瞭之後，彼輩常完全且永久改變其態度。誠如貝勒彼市長（Mayor Bellerby）所言，「一旦主張穩定，則終身為穩定論者。」一最大規模之人壽保險公司之總理，在某次穩定貨幣協會會議席上，坦白宣言至一小時之久，其意見如何在數星期內獲得一

青年加拿大之銀行之啓發，始茅塞頓開。

余以爲貨幣錯覺終有一日爲人克服；至少如日出日落之錯覺爲人所克服然；又，幾乎每一受教育之仕女均知，黃金並不較黃銅爲穩定；貨幣之穩定化或標準化，猶如碼或兩之標準化自屬當然之事；近日某某銀行家之宣言，與一八一〇年「金塊報告書」討論會席上英蘭銀行總裁及副總裁之意見，同樣可笑；世上將驚奇何以一種簡單之計劃如穩定貨幣者，曾受反對。

余亦以爲穩定貨幣有數種確切結論，猶如地圓性之無可置喙——此等結論卽爲，際此恐慌深刻化之秋，物價水準須加以糾正的；增加通貨之法處之；美元之不穩定可以糾正；且應加糾正；糾正之法應從貨幣或信用方面着想，而非減少財貨（往昔此二者常爲混淆；前者僅指減低所得之測量單位至常度；後者則指減低所得本身而言）；限制利潤，將阻止失業者之重獲僱傭。

雖然，此外仍有誠意而相左之見解，蓋在每一不可置辯之真理範圍之邊際，常有討論之餘地也。卽在天文學及其他「實學」(exact sciences)中亦然。

爭辯問題中有下列數項：究竟測量穩定性及不穩定性之最佳標準爲何？究竟恢復通貨應至

何種程度將使用何種最佳之貨幣或信用手段？

對於數種問題，都見時常變更，尤其於貨幣穩定應否等待國際協定問題。在現存環境下，余以為使全世界穩定貨幣之最捷途徑，莫如各國自定其物價水準，其測量物價水準之法，及其實現並統制之法。苟瑞典、美國、不列顛均已各自穩定其通貨，則世界各國必速起倣尤無疑。

附帶的，穩定貨幣取金銀本位之地位（雖或不必要為此種金屬之貨幣方面用途）而代之之際，穩定國際匯兌之較小問題，即自行解決。

至於美國方面之穩定貨幣問題，須僅按補償美元計劃調節金價，即可獲得一粗率之穩定，然余以為苟不直接統制活期存款或存款貨幣之總數量，則不能獲得一真正準確之穩定。

（當恢復通貨之後）余主張金價之調節，即美元之金量之調節，至最小限度，以使外匯率與吾國內物價水準穩定一致穩定。余將取銷目前對美元金量之限制——法定現金量之五〇%至六〇%，——以免他日法律不再許可作進一步之調整。余亦主張政府得隨意以金兌換，而非強迫之兌換，以防吾人再遇金之喪失，提存、窖藏。余以為對於萬德烈氏所主張之重建自由金市場，無有

反對之者。余以爲銀之使用以政策上必要之最小額爲限。

余將穩定貨幣，主要依賴於在特種貨幣機關或委員會領導之下，如萬德烈氏主動之新高士巴盧法案所主張者，之公開市場業務及再貼現率之調整。

如政策上必要，余將循卡定法案（Senator Cutting's Bill）作進一步行動。余將使政府取銷銀行製造或毀滅通貨之全權，使之僅從事於狹義之銀行業務，如放款之類。

此種計劃，今日爲若干經濟學者。尤其西蒙士（Simons）及芝加哥大學諸人及數銀行家，如黎勃朗（George Le Blanc），爲拙著「貨幣銀行十足準備制度」（The 100% System of Money and Banking）之論題。在此制下，一切活期存款均須有百分之百法幣爲準備。在目前，此制有一大利，即可減輕政府債務，目下其額實足驚人。其法係以無息之債務代替有息債務，直至恢復並維持穩定之物價水準之程度爲止。

余將重複述一九一九年所書之「穩定美元」之末段，作爲此個人意見書之結尾：

「對於問題益加研究，社會人士方知美元之變動爲若干社會大紛爭之原因，以及此等紛爭

之常歸咎於他種原因。

當智慧之士其可應用此對策者，確知美元爲最大之竊賊，先掠奪一部分人然及掠奪他部分，——每年掠奪彼輩億萬元，迷亂商業計算，擾亂貿易，誘致不安寧，煽動階級仇恨，歪解政治，並使其犯罪行爲目不能睹不能歸咎於彼，——余以爲，當社會人士及立法者有見及此，終有一日實際行動；吾人將爲後代獲得一恩物，契約之穩定尺度，穩定之美元。」

註一 欲知余最近對此利息因素之估價，請閱一九三〇年紐約麥米倫公司出版之「利息之理論」(The Theory of Interest)，共五六六頁。

註二 此書之寫作，係欲建立決定貨幣購買力之基本原理（如余所謂「交易公式」者），僅附帶提示該項購買力如何可使穩定耳。

註三 第五次國會會議刊物，一九一二年波士頓出版。

註四 在上揭「貨幣購買力」，「不穩定之美元與所謂商業循環」載美國統計協會會報第二十卷第一五〇期，一九二五年六月，又「繁榮與恐慌」(Booms and Depressions)一九三二年紐約 Adelphi Co.，版，共二五八頁，在上揭書中曾以證據表示較重要之恐慌，泰半基因於「債務病」與「美元病」之混合症——不能支付之債務與膨脹之美元。

註五 以「指數編製法」爲代表，爲劍橋普洛克經濟研究基金叢書第一種，一九二二年 Houghton Mifflin Co. 出版，共五二六頁。

註六 以「美元何以縮小」(Why Is the Dollar Shrinking?) 一書爲代表，一九一五年紐約麥米倫公司出版，共二四五頁。

註七 以「證券市場風潮之後」(The Market Crash and After) 紐約麥米倫公司一九三〇年版，共二八六頁。  
註八 以「穩定美元」爲代表，一九二〇年紐約麥米倫公司出版，共三〇五頁，又「貨幣錯覺」一九二八年 George Allen & Unwin Ltd. 出版，共二四五頁。

註九 其中爲戴喜德總統，及其軍事部長史汀生(Henry L. Stimson)，其財政部長麥維(Franklin Mac Veagh)，當時紐傑賽州州長威爾遜(Woodrow Wilson)，賓初(Gifford Pinchot)參議員七人，美國其他領袖百人，經濟學者、銀行家、工業家；英國方面類似領袖人物二十五人，如巴拉賽(Brassey)及可尼(Courtney)二爵士；馬莎教授，愛治華，鏗士諸教授及其他經濟學者領袖人物十三，法國方面約二十，普恩嘉資(Poincaré)總統在內，德奧各有十餘，其他七國亦有之。

註一〇 中有軍事部長巴克(Newton D. Baker)，紐傑賽州巴塞克(Passaic)商人國民銀行，自始卽爲穩定貨幣之生死交，羅傑氏教授，當時講學於康納爾大學，其他諸色經濟學者商人，鼎鼎大名之章利(Harvey W. Wiley)博士，氏曾作一擁護穩定之精彩演講。

註一一 「價格上漲時如何投資」(How to Invest When Prices Are Rising)作者爲甘末爾、白魯朗(Harry G. Brown)、克拉克(Walter E. Clark)、奈東(J. Pease Norton)、羅倫士(Montgomery Rollins)、森納(G. Lynn Sumner)諸氏。一九二二年班素維尼亞(Pennsylvania) 士克蘭敦(Scranton) 森納公司出版。

註一二 其中有下列諸篇「金邊股票何時安全」(When Are Gilt Edge Bonds Safe?)載「垣街雜誌」(The Magazine of Wall Street)三十五卷十三期。一九二五年四月二十五日紐約出版。「股票與債票」(Stocks vs. Bonds)「評論之評論」(Review of Reviews)七十二卷第一期。一九三五年七月。

註一三 「科學與神學之戰爭史」(A History of the Warfare of Science with Theology in Christendom)第一卷及第二卷。一八九六年紐約 D. Appleton and Co., 版。

## 附錄二

### 關於瑞典穩定通貨之論戰

一旦瑞典之舉動之重要性完全爲人了解，各國似亦將採類似之貨幣政策。誠然，有引此以爲憂慮者——彼輩憂慮瑞典爲美國將來貨幣政策之前例。現制度之擁護者，因之撰作汗牛充棟之論文，彼輩自爲瑞典試驗政策之良好消息所驚駭，並欲減低其重要性。此項文獻之意旨，謂瑞典之試驗政策之重視近於誇大，對於瑞典無蓋甚裨益也。

吾人毋庸指摘此等作家之動機。其中誠不乏慤愿之士。然其中人士，如一般人士然，未知物價水準與一種物價之最嚴格的差別，故相信「個別商品之「供需」不但決定單別物價對於物價水準之關係，並絕對決定物價，且決定物價水準本身。」其中有一人，匯兌學專家也，力向不佞陳述，「瑞典並未穩定通貨。所謂穩定者，係一種意外事件之結果，卽一羣商品上昇適與另一羣降落相



抵銷而已。此外一切解釋均屬誤謬，因一切價格之穩定並不可能也。余以為事實不能若是，吾輩所需要者，為穩定外匯。」

有輩批評者堅以為瑞典實際係將克魯納與英鎊聯繫之方法穩定通貨，故瑞典常歸入「英鎊集團」諸國也。瓦爾堡（James P. Warburg）氏曰：

「瑞典之『管理』（通貨）係僅以克魯納與英鎊聯繫之單純方法行之，而英鎊之昇降仍受金本位之影響。」（註一）

在不與克魯納國內穩定衝突之範圍內，瑞典力避外匯之劇烈變動，誠為事實。然此種匯兌統制，不僅為次於國內穩定之一種手段，且實際上係用以促進國內穩定者而已。其先英鎊之跌落，較克魯納為速，一九三一年十月，低於克魯納平價百分之七。此與瑞典決意防止通貨膨脹之旨趣相合。一九三一年十二月，舊瑞英平價幾已恢復，一九三二年以後，因瑞典欲「恢復」舊售物價，英鎊匯價掛牌在平價上七·五%，惟一九三二年十一月至一九三三年三月則為例外，該時與英鎊之舊平價暫得保持也。

由此可證明克魯納匯價之決定，與英鎊無關；即瑞典不應歸諸「英鎊集團」之列。瑞典中央銀行或國會委員會均未曾以英國匯率為瑞典中央銀行貨幣政策之真正標準也。

在傑士德朗 (Kjellstrom) 對瑞典試驗政策之透澈研究一書「管理通貨瑞典之經驗」(Managed Money, The Experience of Sweden) (註二)中，韋里士(H. Parker Willis)教授之序言，對原書見解錯誤。在此序言中，吾人可見彼提及所謂「學者及其他主張者對於其鼓吹及闡發之瑞典貨幣銀行之『管理』之迷信，以為物價可隨意移動。」(註三)

韋教授之介紹傑士德朗之書為

「對於（據傳係）瑞典試驗政策發動之新奇政策所引起之興奮心理，此係一有價值之鎮靜劑。」(註四)

韋教授之議論雖未確切宣言，然似提示彼不以為物價水準為可能，並不信瑞典曾完成此項穩定。苟如是，則韋博士錯誤矣，事實昭然若揭，且可證實者，除氏之外，對此問題之作家無否認瑞典曾完成之事實者。韋氏作序之書，並非否認之，而係承認之。

對於此事之論戰，不在乎此種事實，而在乎瑞典所採之統制對其國是否有利，此二問題——

關於（一）瑞典穩定之事實，及（二）穩定之影響，應慎加區別。

吾人一讀傑氏之書，顯見瑞典穩定消費指數成功，且甚為成功。氏雖夙好金本位，然其言論並不亞於穩定貨幣信徒之主張。

傑氏曰：「迺獲得下列結果：（一）通貨收縮之進展為之停頓；（二）避免通貨與信用膨脹之危險；（三）克魯納對內購買力作適當之維持；（四）躉售物價水準並未漸昇。」（註五）

其美中不足者，僅為第四項；然於次頁吾人獲得解釋：

「關於該策之結果，吾人應明瞭雖未能使國內物價水準緩緩上昇，然瑞典躉售物價，並未如缺乏確切之貨幣政策諸國同類物價跌落之甚。」（註六）

如吾人所見，一二三項結果，適如瑞典所完成者，即阻止通貨收縮，預防通貨膨脹，穩定克魯納國內價值於一九三二年九月之水準。最後一項——穩定——為瑞典中央銀行政策最使吾人注意者。吾人知預定之指數，維持至二年半之久——直至本書寫作時——其準確程度前此為穩定

論之反對者或贊同者所未置信者。離中差之程度，二年半中上昇爲一·七%，下降爲一·六%——即其爲三·三%——，上下各半。

至於第四點（提高躉售物價水準），誠然，瑞典中央銀行其先，而且直至二年之後，並未使物價機構恢復一適當程度之平衡。金本位放棄後，躉售物價立即恢復。然至一九三二年，瑞典貨幣政策雖有修正，躉售物價未見再漲，且至一九三二年九月後至一九三三年三月時，反略有降落。瑞典一時爲此失望。此種事實之發生，一部分似應歸咎於克魯考公司之倒閉，因此事牽連瑞典數銀行之資產，並使其他銀行對放款政策十分慎重，並欲保持流動性也。（註七）

在瑞典大不幸事件克魯考公司之倒閉，與世界物價之繼續下降所發生之惡劣情形下，顯示瑞典中央銀行準備之未充分。膨脹政策之採行僅足抵銷此種惡劣情形，而使之不致引起瑞典躉售物價水準之低降而已，上已述及。結果之一九三二年躉售物價穩定，雖或非所欲，顯係瑞典中央銀行行不由衷所致。奧林（Berthil Ohlin）教授曾批評瑞典中央銀行缺乏更堅決之動作，如次：

「據管見，瑞典中央銀行可以其有效之政策（大量購買債券，）更以公共工程事業需要資

金之增加，甚可提高物價水準。然此種政策並未推行。」（註八）

另一瑞典經濟學家（註九）解釋瑞典中央銀行不願膨脹信用以提高躉售物價之失敗，係因其欲迅速恢復國際金本位也。一九三二年首次撰文，謂瑞典中央銀行之維持高金利及限制信用政策足以妨礙生產之增進，助長促進失業，並使農村破產。氏曰：「處處表現，瑞典中央銀行董事以恢復修正之金本位，為現存貨幣政策之最後目標。」

此種事實，即其先瑞典中央銀行在此方面之失敗，其原因泰半係因缺乏熱誠所致，常為穩定貨幣之敵人引為瑞典政策「失敗」之證。然傑士德朗氏表明在此二年間，躉售物價之跌落較遜於金本位國，其波動不若英國之甚。

吾人應附加說明，自傑士德朗之著作刊行之後，瑞典躉售物價仍繼續恢復。自穩定開始至一九三三年十二月止，瑞典躉售物價最大之跌落為一·九%，英國跌落程度相同，美國則為十六%，法國則為十九%。在此期間躉售物價水準之波動範圍，即自最高點至最低點，瑞典為五·六%，英國為十九%，法國為十六%，美國亦如之。

吾人之所以着重瑞典躉售物價水準之相對的穩定，因對此政策多加以不公允之批評也。此項批評多集中於躉售物價問題，海外並獲得一種印象，以為瑞典之通貨收縮，較他國為甚，此則基因於其穩定政策也。有一作家曰：「吾人有充分理由，相信瑞典在過去十八閱月間為痛苦最甚之三四國家之一，吾人並有充分理由相信其管理通貨之努力，增加其痛苦。」（註一〇）實則適得其反。一九三四年四月，較諸一九三一年瑞典放棄金本位時，高出六·五%，即為一一三·五%。瑞典貿易局，于一九三三年之回顧中，云：

「縱觀世界他國一般趨勢，瑞典之復興實勝於其他諸國。」（註一一）

據國際聯盟之調查，一九三三年瑞典生產指數較其他歐洲各國大見改善。國聯報告書中其敘述十五國，瑞典在一九三三年之生產，僅遜於加拿大一國。（註一二）

是故最後似已達到躉售物價之恢復，上述四項，而非僅三項程序，均有相當成就。

金本位放棄後瑞典失業之增加，亦為視為穩定不利於瑞典之證。德卡（Tucker）氏曾謂：

「瑞典放棄金本位之不利，由失業統計證明之……」誠然，吾人不能希望一九三一年瑞典之穩

定，即行解決失業問題。物價之運動，與其對於僱傭狀況之影響，往往延宕至數月之久始發現。抑有進者，在常態時期，瑞典生產品之輸出者約二五%，故瑞典勞動僱傭頗依賴於外國之情況。一九三二年對英輸出較一九三〇年約減四〇%，對德約減六〇%。一九三二年瑞典輸出總額較一九三〇年減少四〇%。

（產業組合會員）失業數，自一九三〇年之一一·八%（平均數）至一九三二年增至二二·二%（平均數），（註一三）其增加額達全體產業組合會員之百分之十。僅以簡單之計算，即知失業之增加，主因係輸出之衰退。不幸失業數因建築及纖維工業之罷工而大增。以瑞典之失業與他國比較，頗為不易，然瑞典之失業似較維持金本位諸國尤為惡化，然揆其實據所得材料之表示，則瑞典之失業狀況並不較金本位國之趨勢為惡化，反見佳良。

奧林教授將瑞典穩定政策之一般影響摘述，如次：

「考慮瑞典政策對於一般經濟情形之影響時，須慮及瑞典去年曾因克魯考恐慌受打擊不淺，今年又遇建築工業之大衝突。

「雖有此等不利之環境，經濟情形之轉變並非如何惡化，一般均以為此係穩定物價水準有利之影響。」（註一四）

瑞典所採取之指數是否最佳者；瑞典應否恢復於穩定之前，抑低貶其通貨，以調節債務機構，如澳大利亞然；——此等問題於此毋庸再贅。此等問題，固甚重要，且應研究其利害如何；然並非本文所研究之最重要問題。主要之點在乎瑞典確統制其物價水準，往昔此事係被認為不可能者也。林德（Erik Lindahl）教授，與瑞典貨幣政策非常接近，對於瑞典中央銀行管理之效率，及其教訓，有下列之意見。

氏謂：「吾人多以為通貨管理在數方面結果較佳，吾人對於全國紙幣試驗之成功可更大。然一般言之，瑞典所行政策，殊屬有利；故瑞典之試驗，頗值得他國之注意。」（註一五）

林氏力陳各國應注意瑞典穩定所生之實際利益。——此種利益係一中央銀行之宣布其一定貨幣政策所產生者。其一，社會人士對於中央銀行之行動得其真相。其二，中央銀行可根據其公布之政策，而使之實現，不致受政治之干涉。據林氏之見解，若無一定政策為擔保，瑞典中央銀行對



於匯兌率必不能實行如是強硬之政策。實際上瑞典中央銀行之進行，雖喪失其利益與資金亦所不惜；林氏以爲此「係近年瑞典有效之貨幣政策之最重要證據。」

建立消費指數以爲瑞典中央銀行貨幣政策之根據，以及此項指數之公布，亦有其利。此項指數之公布，使公衆及瑞典銀行董事可推論物價水準將來之發展。林教授曰：「將貨幣政策與此項指數聯繫，似甚相宜，因此對於物價進展之將來可獲得較確信之結論也。」氏繼續曰：「然而此並非謂指數維持不變動。」氏解釋謂瑞典之貨幣政策現僅建立其臨時之途徑，其後將設立一種消費財貨物價指數；其變動「與一般生產力狀況相表面者。」

最後（據林教授之意）瑞典曾表明，統制外匯率，可防止外國物價變動之充分影響於國內物價水準。然實際上在此種方法下，不能使進出口物價水準完全穩定，則經已證實。氏推論，最好與各大國維持匯率之穩定，而時常改換之以調節國內物價。

林教授結論謂瑞典之貨幣試驗影響甚佳，惟其效力爲二種事實所抑阻：其一，瑞典中央銀行不能影響勞動糾紛或其他糾紛；其二，該國二年未曾受恐慌之影響。氏曰：

「雖然如是，事實上該政策仍有一較有利之影響，充分證明貨幣制度之合理的管理在適宜於今日遠較期望者為大。此或為瑞典試驗之主要教訓。」

不管他日進展如何，瑞典此次試驗政策永為穩定貨幣史一重要分水界；一切努力減低瑞典穩定之重要性者，均不能抹殺下列單純事實，瑞典會以正式手段穩定克魯納之國內購買力。

其後反對穩定論者之懷疑瑞典會穩定其消費指數者，可謂絕無僅有，有輩轉而爭辯，葛爾之國之瑞典可行之地大物博之美國則不可。然即就國度大小問題，則結論亦顯與此相反。瑞典雖小，而大受他國情形之影響。美國本身，儼然一世界，瑞典之遲遲提高躉售物價，係因應付他國躉售物價低落影響之故。瑞典之對外貿易，及其出口貨之依賴外國物價，遠較美國為甚。苟葛爾小國之瑞典可為恐慌瀰漫之世界中之樂園，雖有克魯考恐慌發生於內，仍能維持其預定物價指數幾乎不變，則任何國家在經濟上均屬可行。

在他方面，如上述，瑞典尤其滿意於其穩定貨幣試驗，因其使經濟穩定，銀行制度較為和諧一致，且可利用外匯影響國內情形也。

關於瑞典穩定貨幣論文目錄摘錄

(請參閱本文註腳及附錄二之註腳)

1. 貝赫德(Benjamin Haggott Beckhart)「瑞典欲恢復金本位」(Sweden Seeks Return to Gold)一九三三年十一月二十六日，紐約論壇。

2. 卡素爾「管理貨幣」(Managed Money)(一九三四年一月 Skandinaviska Kreditaktiebolaget Quarterly Report)。

3. 查爾德(M. W. Childs)「瑞典之統制資本主義」(Sweden: Where Capitalism is Controlled)(一九三三年十一月 Harper's Magazine 第一〇〇二期，七四九——五八頁)。

4. 海里拿(Charles T. Hallinan)「瑞典之管理通貨」(Sweden's Managed Currency)〔時代與論壇(The Forum and Century)第九十卷第三號，一五九——六三頁，一九三三年九月〕。

5. 赫瑞(Eli Hackscher)「經濟政策與瑞典之經濟力」(La politique économique et

Les forces économiques en Suède) (Société Belge d'Etudes et d'Expansion Bulletin Periodique No. 92 Mars. 1934, pp. 88-95)

6. 李振克郎 (Baron John Jen Liljencrants) 「管理通貨之理論與運用」(The Operation and Principles of a Managed Currency System) 「信託公司雜誌」第五十七卷第四期；三六九——七二頁，一九三三年十月。

7. 林德 (Erik Lindahl) 「瑞典銀行之消費物價指數」(The Consumption Price Index of the Bank of Sweden, "Mimeographed Memorandum, April, 1933.)

8. 德曼 (Henri de Man) 「瑞典之經驗」(L'expérience Suédoise) 比利時銀行第八年度報告書，第二卷第一期，一九三三年七月十日。

9. 米德蘭每日評論「瑞典之通貨管理，一種值得注意之試驗」(A Notable Experiment: Monetary Management in Sweden) 一九三二年十月——十一月份。

註一 瓦堡「貨幣之難題」(The Money Muddle) 一九三四年紐約 Alfred Knopf 版，一七七頁。

註二 上揭書。

註三 傑士德朗「管理通貨」第十頁。本書著者亦相信「隨意變更物價水準爲可能」——換言之，吾人可爲吾人之貨幣單位選擇任何適當價值。一如爲碼尺選擇任何長度。

註四 同上第九頁。

註五 同上九二頁。

註六 同上九三頁，旁點筆者所加。

註七 見柯克 (Karin Koek) 「瑞典之紙幣與通貨政策」(Paper Currency and Monetary Policy) 載

「紀念卡素爾之經濟論文集」(Economic Essays in Honor of Gustar Cassel) 一九三三年倫敦 Allen Unwin Co., Ltd. 出版，三四三頁至三五六頁。

註八 奧倫「瑞典通貨政策」前已引述。

註九 桑馬連 (Emil Sommarin) 「Knut Wicksell's Auffassung der Entwicklung des Preisniveauaus.」

註一〇 引自「瑞典之管理通貨」著者爲德卡 Rutas S. Tuoker) 載一九三三年六月十九日之 *Barth's*

註一一 *Kommerskollegium Economic Review*, No. I. 一九三四年三月。

註一二 國際聯盟「統計月報」十五卷四號，一九三四年四月。

註一三 資料來源：Kommeriskollegium Economic Review。

註一四 引自一九三三年十月三十一日之紐約時報。

註一五 林德：瑞典通貨之進展，一九三四年六月——七月份之「經濟論壇」一六九頁至一八一頁。

## 附錄二

### 穩定貨幣協會名譽副主席之一部分名單

(除本文中提及與貨幣貨幣同盟及全國貨幣協會諸人外，尚有) Charles Rist (法) Sir Henry Strakosch (英) Sir Charles Addis (不列顛) Sir Arthur Balfour (不列顛) Edward Benes (捷克) Roland W. Boyden (美) Nicholas Murray Butler (美) John W. Davis (美) William Green (美) Sir Herbert Holt (加拿大) Charles Evans Hughes (美) Otto H. Kahn (美) Baron Frederic De Koranji (匈) Baron Maurice Kornfeld (匈) Max Lazard (法) Louis Loucheur (法) Frank O. Lowden (美) Samuel Mather (美) Lord Melchett (不列顛) Carl Mechior (德) Emil Moreau (法) Alberts Pirelli (德) James H. Rand, Jr. (美) Richard Reisch (奧) George

M. Reynolds (美) Elihu Root (美) Louis Rothschild (奧) Sir Josiah Stamp (不列顛) C. E. Jer Meulern (荷) Albert Thomas (法) Narman Thomas (美) Emile Vandervelde (比) Eleutherios K. Venizelos (希臘) Gerard Vissering (荷) Count J. H. Von Bernstorff (美) Owen D. Young (美)

下列爲當然名譽副主席：下列機關之主席：American Association for Labor Legislation; American Bar Association; American Farm Bureau Federation; American Farm Economic Association; American Statistical Association; Brotherhood of Railroad Trainmen; Farmers' Educational and Co-operative Union of America; International City Managers' Association; International Photo Engravers' Union; National Association of Owners of Railroad and Public Utility Securities; National Association of Purchasing Agents; National Consumers' League; National Education Union Association of the United States; National Institute of Social Sciences; National



Retail Dry Goods Association; United Mine Workers of America; United States Building and Loan League; American Cotton Growers Exchange; National Grange.

下列各地銀行公會主席：Alabama; Arkansas; California Colorado; Connecticut; Delaware; District of Columbia; Florida; Georgia; Idaho; Illinois; Indiana; Iowa; Kansas; Louisiana; Maine; Maryland; Massachusetts; Michigan; Minnesota; Mississippi; Missouri; Montana; New Jersey; New Hampshire; New Mexico; New York State; North Carolina; North Dakota; Ohio; Oklahoma; Oregon; Pennsylvania; South Carolina; South Dakota; Tennessee; Texas; Utah; Vermont; Virginia; Washington; West Virginia; Wisconsin; Wyoming.

下列機關之主席：Chicago Association of Commerce; The Merchants' Association of New York; The Savings Bank Association of the State of New York.

## 附錄四

全國委員會出版物（自一九三三年一月該會成立以來者）（註一）

- ( 1 ) “Five Next Steps”—(The Committee's program for recovery).
- ( 11 ) “Interim Report”—(A survey of conditions in February, 1933).
- ( 三 ) “H. R. 5073”—(Bill to create Monetary Board) with the Committee's comment.
- ( 四 ) “Stabilization of the Measure of Value,” by Prof. G. F. Warren.
- ( 五 ) “The Business Situation”—by Prof. G. F. Warren.
- ( 六 ) “The London Free Gold Market”—by Prof. T. E. Gregory.
- ( 七 ) “An Analysis of the Proposal for an American Free Gold Market”—

by National Industrial Conference Board, Inc.

(八) "The Dollar of the Future"—What Happened at London"—radio address by Earl Harding.

(九) "The All-American Dollar"—Radio address by James H. Rand, Jr., President of Remington Rand, Inc.

(十) "Frozen Bank Deposits—A Drag on Recovery"—report by Committee for the Nation.

(十一) "Prices and Gold"—radio address by Frederic H. Frazier, Chairman, General Banking Company.

(十二) "Frozen Bank Deposits"—Radio address by Lessing J. Rosenwald, Chairman Sears, Roebuck and Co.

(十三) "Monetary Policy and Agriculture"—radio address by Fred H. Sex-

auer, President Dairymen's League Cooperative Assn. Inc.

(十四) “Why Deflation must be Stopped,” a survey of the Effects of the Drop in a Typical American Community.

(十五) “President Roosevelt's Monetary Policy”—radio address by Frank A. Vanderlip.

(十六) “U. S. Gold Program—What does it Mean?”—Radio address by Earl Harding.

(十七) “The Price of Gold”—By Prof. Frank A. Pearson.

(十八) “Memorandum on the Stabilization of the Dollar,” by Frank A. Vanderlip.

(十九) “Some Statistics on the Gold Situation,”—by Prof. G. F. Warren and Frank A. Pearson.

- (110) "Why A Federal Monetary Authority?"—by James H. Rand Jr., and Frank A. Vanderlio, with text of bill.
- (111) "Australia's Recovery Contrasted with AAA Regimentation."
- (1111) "Wall Chart of Gold Prices and Recovery Indices."
- (11111) "The Money Muddle"—Domestic price level more important than exchange stabilization.
- (111111) "Unemployment Chart."
- (1111111) "Gold Policy has worked"—How prices of gold controls price of basic commodities.
- (11111111) "Who Says It Doesn't Work....!" by Frank E. Gannett, American Agriculturist.
- (111111111) "The President's Gold Policy Has Worked," by Congressman Samuel

B. Pettengill.

- (二八) “Strikes”—Social Upheaval Feeds on Deflation.
- (二九) “Can Industry Still Save Itself?”—Committee’s current program.
- (三〇) “Money and Profits,” address by U. S. Senator Elmer Thomas.
- (三一) “The Rise and Fall of the Gold Standard,” by Sir Charles Morgan-Webb. George Allen & Unwin Ltd.

註一 其中若干刊物可函致紐約市東四十二號街二〇五號全國委員會索取。

## 附錄五

穩定提案表（在國會七十二次大會第二三次討論會，以及七十三次大會第一及第二次討論會提出者）

一九三二年十二月五日，密西西比之藍京（John F. Rankin）提出其

「下院議案一三〇一二，其目的在統制的膨脹及收縮通貨，以控制幣值，穩定其購買力，及其他目標。」

一九三二年十二月二十三日，奧可漢瑪（Oklahoma）上院議員譚穆士（Senator Elmer Thomas），提供同一提案，即上院議案五二九二。在七十三次大會第一次討論會藍京再行提出，即下院議案一七〇三。

一九三三年二月二十二日，阿拉巴馬（Alabama）州參議員班海（John H. Bankhead），及

印迪阿那 (Indiana) 州衆議員貝定基 (Samuel B. Pettengill) 提出同一議案，下院議案一四七五七及上院議案五六七四，(七十二次國會大會第二次討論案) 要求發行「印花貨幣」。此等提案在七十三次國會第一次討論會再行提出，即一九三三年三月十一日之參議員班海二四二提案，衆議員貝定基一九三三年三月九日之一四八提案。

一九三三年三月九日，康薩士 (Kansas) 之麥格金 (Harold McGugin) 於七十三次國會第一次討論會提出下列諸案：

「下院議案二〇號法案，以穩定貨幣購買力。」

「下院議案二〇號法案，以提高物價水準至債務締結時之水準，並使之穩定於該水準。」

一九三三年三月十日，伊理諾 (Illinois) 之卡勒 (Kent E. Keller) 於七十三次國會第一次討論會再提出其議案(正文所述者)：

「下院提案一六一九號法案，以修正一九一三年十二月三日所頒行之法律，所謂「聯邦準備法」者，以穩定舊售物價於一九二六年之水準，從而糾正一九二八年九月後發生之物價降落，



以促進經濟之合理化，並使工、農、商業及僱傭狀況穩定，及其他目的。」

氏（於同一討論會時）並提出：

「下院議案一六二四法案，以控制幣值及其他目的。」

一九三三年四月十八日，陀薩士（Texas）之克羅斯（O. H. Cross）提出（於七十三次第一次討論會）

「下院議案五〇六六法案，以建立一穩定通貨，並採用一九二六年躉售物價為價值之標準。」

一九三三年四月二十日，馬里蘭之高士巴盧提出其「下院議案五〇七三號」一九三三年

四月二十一日提出其「下院議案五一六〇」（於七十三次國會第一次討論會）其內容如次：

「此法案在根據聯邦憲法第八節第一款，重建金本位，使之得以維持及穩定，及其他目的。」

一九三三年四月二十一日，密西西比州之藍京提出（於國會七十三次大會第一次討論會）

「以實現憲法第八節第一款所載之權力：鑄造貨幣以調節其價值。」

一九三三年四月二十二日，密西西比之巴士彼（Jeff Busby）（在國會七十三次大會第一

次討論案。)

「下院議案五一七二，根據聯邦憲法第五章第八節第一款之規定，宣布一貨幣政策，以控制幣值，維持並穩定金本位，及其他目的。」

一九三四年一月二十日，梅恩州 (Maine) 之 摩蘭 (Edward C. Moran Jr.) 提出其「下院議案七一五六號」(於七十三次國會第二次討論會) 又 阿拉巴馬州 之一九三四年一月二十二日，史德卡 (Henry B. Steagall) 提出其「下院議案七二一六號」(七十三次大會第二次討論會) 此二提案，要求設立「聯邦貨幣機關」即正文所述高士巴盧 提案所規定者。

一九三四年六月六日，新墨西哥 之參議員 卡定 (Senator Bronson Cutting) 提出(於七十三次國會第二次討論會)：

「上院議案三七四四號，根據聯邦憲法第五章第八節第一款所規定，以統制幣值；創立聯邦貨幣機關；以建立一適當穩定貨幣制度；以防止銀行風潮；抑制漫無統制之通貨膨脹；防止經濟恐慌；以創立統制物價及貨幣購買力之制；恢復常態的繁榮並保證其繼續存在；及其他目的。」

同日陀薩士州之巴曼 (Wright Patman) 在下院提出同一法案，即下院議案九八五五號。  
一九三四年六月十四日，密歇根之沙都斯基 (George G. Sadowski) 提出（於七十三次國會第二次討論會）

「下院提案九九三一號，以建立勞動時間貨幣制度 (Labourhour monetary system) 以使貨幣及勞動價格穩定化標準化，保證勞動者之工作，建立常態的繁榮，防止恐慌及其他目的。」  
一九三四年六月十五日奧可漢瑪州之譚穆士參議士提出（於七十三次國會第二次討論會）

「上院議案三七九八號，由政府集中各聯邦準備銀行未付資本金，以聯邦財政部券代替流行之金銀券，一八九〇年之財政部券，聯邦準備券，聯邦準備銀行券，國民銀行通貨及國民銀行券；並根據聯邦憲法第五章第八節第一款以統制幣值及其他目的之法案。」

一九三四年六月十八日，紐約州之蘇馬士 (Andrew L. Somers) 提出（於七十三次大會第二次討論會）

「下院議案九九六八號，創立聯邦國立銀行，以獲得一適當且穩定之貨幣制度，從而統制國內物價水準及貨幣購買力，並統制各銀行活動之法案。」

## 附錄六

### 參考書摘要

(此外本書中提及者二八五種；全國委員會刊物二三種；附錄一中之三九種；附錄二中之十種未列入。)

- (1) "Academy of Political Science, New York," *The Future of Prices at Home and Abroad*," Proceedings of the Academy of Political Science, William L. Ranson and Parker Thomas Moon, Editors. January 1925. New York, The Academy of Political Science, Columbia University, 205p.
- (11) ———, "Money and Credit in the Recovery Program," A Series of addresses and papers presented at the semi-annual meeting of the Aca-

demy of Political Science. March 21, 1934. Parker Thomas Moon, Editor. New York, The Academy of Political Science, Columbia University. 1934. IV, 124p.

(III) Anderson, B. M. Jr., "The Gold Standard Versus A Managed Currency," Chase Economic Bulletin, Vol V, No. I, March 23, 1935. 39p. The Chase National Bank of New York.

(IV) ——, "The Practical Impossibility of a Commodity Dollar," Chase Economic Bulletin, Vol. XIII, No. 4, December 1933. 28p. The Chase National Bank of New York.

(V) Angas, L. L. B., "Inflate or Perish," St. Clemens Press Ltd., London, 1932. 101p.

(六) ——, "The Coming Collapse in Gold," St. Clemens Press Ltd., Lon-

don, 1933. 91p.

- ( 十 ) Angell, James W., "The Theory of International Prices," Harvard University Press, Cambridge, 1926. XIV, 517p.
- ( 八 ) Ayres, Leonard P., "The Economics of Recovery," Macmillan & Company, New York, 1933. VI, 189p.
- ( 九 ) Barbour, Sir David, "The Standard of Value", Macmillan & Company Ltd., London, 1912. XVI, 242p.
- ( 十 ) ———, "The Influence of the Gold Supply on Prices and Profits," Macmillan & Co., Ltd., London, 1913. XII, 104p.
- ( 十一 ) Barnes, Harry Elmer, "Money Changers vs. The New Deal," Ray Long and Richard R. Smith, Inc., New York, 1934. XII, 104p.
- ( 十一 ) Bauer, John and Gold Nathaniel "Permanent Prosperity and How to

- Get It," Harper & Brothers, New York and London 1934. VII, 251p.
- (十[三]) Baxendale, A. S., "Currency, An Indictment," Cecil Palmer, London, 1925. 192p.
- (十[四]) Boissevain, G. M., "En Ideale Waade-Standard," De Economist, The Hague, 1913. pp. 441-473.
- (十[五]) Campbell, Homer Orpheus, "Socialized Money," published by the author, 1925 Forty-Fifth Avenue S. W., Seattle, U. S. A. 1933. 160p.
- (十[六]) Cannann Edwin "Modern Currency and the Regulation of Its Value, P. S. King & Son, Ltd., London, 1931. VIII, 112p.
- (十[七]) ——, "Money, Its Value with Rising and Falling Prices," (First' edition 1918—seven edition 1932). P. S. King & Son, Ltd., Westminster, 1932. XIII, 127p.



- (十八) Christen, Theophil, "Die Kaufkraft des Geldes und ihre Bedeutung fuer die Volkswirtschaft," *Annalen des Deutschen Reiches*, 48. Jahrgang Muenchen 1915. pp. 493-506.
- (十九) Clark, J. M., Possible "Complications of the Compensated Dollar," *American Economic Review*, September 1913 1p. 576-588.
- (110) Cole, G. D. H. (Editor), "What Everybody Wants to Know about Money", A Planned Outline of Monetary Problem by Nine Economists from Oxford. Victor Gollancz, Ltd., London, 1933. 544p.
- (111) Coughlin, Rev. Chas, E., "The New Deal in Money," *The Radio League of the Little Flower*, Royal Oak, Mich., 1933. 128p.
- (1111) Davidson, David, "Irving Fisher's Foerslag att reglera penningens kopkraft" *Economisk Tidskrift*, Stockholm, Haft 3, 1913. pp. 88-107.

- (1111) Dick, Ernst, "The Interest Standard of Currency," G. Allen & Unwin Ltd., London, 1925. 286p.
- (1112) ———, "The Problem of Interest in Its Relation to Currency and Debt," William & Norgate, Ltd., London, 1929. XV, 381p.
- (1113) Doring, Herbert, "Die Geld Theorien seit Knapp"...ein dogmenhistorischer Versuch, Greifswalden staatswissenschaftliche Abhandlungen Nr. 7. Greiswald, L. Bamberg. 1912. VIII, 239p.
- (1114) Economic Club, New York, "The Federal Reserve System and the Control of Credit," Discussion before the Economic Club of New York, March 18. 1929. The Census, June 1929. The National Economic League, Boston.
- (1115) Edgeworth, F. Y., "Thought on Monetary Reform," The Economic

- Journal, vol. V pp. 434-451. Macmillan & Company, London, 1895.
- (二二八) Edie, Lionel D., "Money Bank Credit and Prices," Harper & Brothers, New York and London, 1931. XI, 500p.
- (二二九) ———, "The Banks and Prosperity," Harper and Brothers, New York and London 1931. XI, 179p.
- (二三〇) ———, Dolars, Yale University Press, New York Haven, 1934. 293p.
- (三三一) Fortune (editor of), "Federal Reserve," Fortune Magazine, New York, May 1934. pp. 65-68; 114-125.
- (三三二) Foster, William Trufant, and Catchings, Wadill. "Money" Houghton Mifflin Co., Boston and New York, 1923. 409p.
- (三三三) Gluckstadt, Hans, "The Mechanism of the Credit Standard, Practical Proposal for a New Monetary Standard," P. S. King and Son, Ltd.,

London 1933. XIII, 111p.

- (四四) Graziani, Augustos, "Di una nuova proposta per rendere piu stabile il valore della moneta," Reale Institute D'Incoraggiamento di Napoli, Nota letta nella tornatoddel 6 marzo, 1913.
- (四五) Haberler Gottfried, "Die Kaufkraft des Geldes und die Stabilisierung der Wirtschaft," Schmoller's Jahrbuch, 55. Jahrgang, 1931. pp. 993-1023. Dunker und Humblot, Muenchen und Leizig.
- (四六) Hahn, L Albert, "Geld und Kredit," J. C. B. Moler (Paul Siebeck), Tuebingen 1929. VI, 278p.
- (四七) Hansen, Alvin Harvey, "Economic Stabilization in an Unbalanced World." Harcourt Brace and Company, New York, 1932. IX, 384p.
- (四八) Harding, W. P. G., "Factors Which Govern Price Level and Stability,"

- Trust Companies, Vol. XLIII, No. 1. July 1926. pp.11-13; 91.
- (三九) Hardy, Charles D., "Credit Policies of the Federal Reserve System," The Brookings Institution, Washington D. C., 1932. XV, 372p.
- (四〇) Harris, S. E., "Twenty Years of Federal Reserve System, Policy," Harvard Economic Studies, Vol. XLI, Harvard University Press, Cambridge, Mass. 1933. 2vols.
- (四一) Hayek, Friedrich. "Prices and Production," George Rutledge & Sons, Ltd., London, 1931. 112p.
- (四二) Hobson, J. A., "Gold Prices and Wages," Methuen & Co., Ltd., London (H. Doran Company, New York), 1913. XIII. 181p.
- (四三) ———, "Economics of Unemployment, G. Allen Unwin Ltd., London, 1922, 157p.

- (四四) Hodson, James Goodwin (Compiler), "Stabilization of Money," The Reference Shelf, Vol. VIII, No. 7, H. W. Wilson Company, New York, 1933, 238p.
- (四五) Huntington-Wilson, F. M., "Money and the Price Level," The Century Company New York and London, 1932. X, 222p.
- (四六) James, F. Cyril, "The Road to Revival, Harper and Brothers, New York and London, 1932. XV, 235p.
- (四七) Kemmerer, Edwin Walter, "High Prices and Deflation," Princeton University Press, Princeton, N. J., 1920. XII, 86p.
- (四八) ———, "The Gold Standard in the Light of Post-War Developments," Journal of the Canadian Bankers' Association, April, 1929.
- (四九) Kerschagl, Richard, "Theorie des geldes unter der Geldwirtschaft,"

- Gustav Fischer, Jena, 1923. IV, 144p.
- (H10) King, Willford, I., "The Movement for Sound Money," Burroughs Clearing House, October, 1927. pp. 5-7; 44-57. Burroughs Adding Machine Co., Detroit, Mich., 1927.
- (H11) Kinley David, "Objections to a Monetary Standard Based on Index Numbers" The American Economic Review, Vol, III, No. 1, March, 1913. pp. 1-19.
- (H111) Knapp, George Friedrich, "Staatliche Theorie des Geldes," Dunker & Humlot, Muenchen, 1923. XVI, 461p.
- (H1111) Knibb, G. H., "Consideration of the Proposal to Stabilize the Unit of Money," American Economic Review, June 1919. pp. 244-255. Rejoinder by Irving Fisher, pp. 235-262.

- (五四) Knies, Karl, "Das Geld," (1885) Neudruck Hans Buske, Leipzig, 1931. X, 450p.
- (五五) König, Heinrich, "Die Befestigung der Kaufkraft des Geldes, Boone Staatswissenschaftliche Untersuchungen." Kurt Schroder, Bonn und Leipzig, 1922. 91p.
- (五六) Lawrence, Joseph Stagg, "Stabilization for Prices," Macmillan Company New York, 1928. XIX, 484p.
- (五七) Lloyd, F. M. F., "Stabilization, An Economic Policy for Producers and Consumers." George Allen & Unwin Ltd, 1933. 140p.
- (五八) Lombard, Norman, "Interest of Comptrollers and Accounting Officers in Stable Money," The Comptroller, November 1927.
- (五九) ———, "The Future of Money Value?" The Bankers Magazine, New



York September 1929.

(420) Low, Alvin H., "Stabilize the Value of the Dollar," P. co Stationers, Los Angeles, Cal., 1929. 85p.

(421) McCracken, Harlan Linneus, Value Theory and Business Cycles, Falcon Press, New York, 1933. XIII, 270p.

(4211) McCullough, Ernest, Everybody's Money, G. P. Putnam's Sons New York and London, 1923. VI. 175p.

(42111) March, Lucien, "Un Projet de Stabilisation des Prix," Communication à la Société de Statistique de Paris, le 15 janvier, 1913. Journal. pp. 10-24.

(42112) Mengger, Carl, "Geld", Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3. Auflage 4. Band. pp. 555-610. Gustav Fischer, Jena, 1909.

(42113) Maenlen, Henry, Industrial Justice Through Banking Reform, Richard

J. James, London, 1917, XI. 324p.

(六六) Mises, Ludwig, Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, Duncker & Humblot, München und Leipzig, 1924. XIII. 420p.

(六七) ——, Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, Gustav Fischer, Jena, 1928. 84p.

(六八) Mlynarski, Feliks, The Functioning of the Gold Standard, League of Nations Publications Ser. 2A, No. 25. Geneva, 1931. 115p.

(六九) Monroe, Arthur Eli, Monetary Theory Before Adam Smith, Harvard Economic Studies, Vol. XXV. Harvard University Press, Cambridge, 1923, XI. 312p.

(七〇) Morgan-Webb, Sir Charles, The Rise and Fall of the Gold Standard, George Allen & Unwin, Ltd., London, 1934. 187p.

- (新1) Newlin, Gurney E., "How Monetary Instability Burdens the Law,"  
The Lawyer and Banker, August, 1929.
- (新11) Nicholson, J. Shield, A Treatise on Money, London, 1888. XIV. 375p.
- (新111) ———, Inflation, D. S. King & Son, Ltd., London, 1919. IV. 143p.
- (新112) Nogaro, Bertrand, Modern Monetary Systems, P. S. King & Son, Ltd.,  
London, 1927, XII. 236p.
- (新113) Ostrer, Isidore, The Conquest of Gold, Jonathan Cape, London, 1932.  
142p.
- (新114) Palyi, Melchior, "Ungelöste Tragen der Geld theorie," Die Wirtschafts-  
wissenschaft nach dem Kriege, Bd. II pp. 455-517. Duncker & Hum-  
blot. München and Leipzig, 1925.
- (新115) Patterson, E. M., "Objections to a Compensated Dollar," American

Economic Review, September 1913. pp. 863-875.

(七八) Pell, Charles Edward, The Riddle of Unemployment and Its Solution, Cecil Palmer, London, 1922. 217p.

(七九) Persons, Warren M., Forecasting Business Cycles, John Wiley and Sons, Inc., New York, 1931. XIV 295p.

(八〇) Puxley, H. L., A Critique of the Gold Standard, George Allen Unwin Ltd., London, 1933. 272p.

(八一) Reed, Harold L., The Commodity Dollar, Farrar & Rinehart, New York, 1934. 56p.

(八二) Richards, William, The Standard of Value, Washington, D. C., 1893. 62p.

(八三) Roberts, George E., "The Gold Movement and Its Effect on Business,"

- Forbes Magazine, February I. 1928. pp. 18-20; 18-20; 40
- (八四) Robertson, D. H., Money, Harcourt, Brace and Company, New York, 1922. XII. 182p.
- (八五) ——, Banking Policy and the Price Level, P. S. King & Son, Ltd., London, 1926. 103p.
- (八六) Pröpke, Wilhelm, Krise und Konjunktur, Quelle & Meyer, Leipzig, 1932, 141p.
- (八七) Royal Institute of International Affairs, The International Gold Problem, Oxford University Press, London, 1931. 240p.
- (八八) ——, Monetary Policy and the Depression, Oxford University Press, London, 1933. VI. 128p.
- (八九) Sir Arthur Salter, Sir Josiah Stamp, J. Maynard Keynes, Sir Basil

Blackett, Sir Henry Clay, Sir E. H. Beveridge, *The World's Economic Crisis and the Way of Escape*, The Century Company, New York and London, 1932, 185p.

(九〇) Schumpeter, Joseph, "Das Sozial produkt und die Rechenpfennige," *Archiv fuer Sozial wissenschaft und Sozial politik*, 44. Band, 1917-1918. pp. 627-715. J. C. B. Mohr, Tuebingen.

(九一) ———, *Theorie der Wirtschaftlich Entwicklung*. Dunker & Humblot, München und Leipzig, 1926. XIV. 303p.

(九二) Sewall, Hannah Robie, *The Theory of Value before Adam Smith*, Publication of the American Economics Association Series III. Vol. II. No. 3, Macmillan Company, New York, 1901. 128p.

(九三) Shaw, W. A., *Currency, Credit and the Exchange During the Great*

- War (1914-1926), G. G. Harrah & Co., Ltd, London, 1927. 202p.
- (九四) Spahr, Walter Earl, The Federal Reserve System and the Control of Credit, Macmillan Company, New York, 1931. XVIII, 138p.
- (九五) ——, The Monetary Theories of Warren and Pearson, Jarrar & Rinehart, New York, 1934. 26p.
- (九六) Stable Money Association, The Movement for a Sounder Money, by Owen D. Young, Norman Lombard: Frederic A. Delano; Sir Josiah Stamp: Henri Guss; Carl Snyder, The Stable Association, New York, 1929. 54p.
- (九七) Tussig, F. W., "The Plan for a Compensated Dollar," Quarterly Journal of Economics, May 1913 pp. 401- 416.
- (九八) Tucher, Robert H., "Our unstable Standard of Value," The United

States Banker January, 1929

(九九) Valette, Marcide, Stabilisation de la Valeur de la Monnaie, A. Perdone, Paris, 1924. 46p.

(100) Walker, Karl, Das Problem unserer Zeit und seine Meisterung, Rudolf Zitzmann Verlag, Lauf a Pegnitz, 1931. 226p.

(101) Wicksell, Kunt, "Der Bankzins als Regulator der Warenpreise," Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. Folge, Bd. 13. Jena, 1897. pp. 228-243.

(1011) Wisser, Fredrich von, Social Economics, Adelphi Publication, George Allen & Unwin Ltd, 1927. XXII. 470p.

(10111) Wigglesworth, F. "Gold and Stability, the Problem of Our Currency." The Contemporary Review, London, April. 1928.



- (10E) Wigglesworth, Friedrich and Alfred, *The Gold Tangle and the Way Out*, John Lane, The Bodley Head Ltd., London, 1931. X. 245p.
- (10H) Winn Henry, "The Invariable Dollar," *The Traveller*, October 17, 1891.
- (10K) Withers, Hartley, Money, Jonathan Cape & Harrison Smith, New York, 1920. 121p.
- (10F) ——Bankers and Credit, Eveleigh Nash and Gray Son, Ltd., London, 1924. X. 294p
- (10R) Woodward, Donald B. and Rose, Marc A., *Inflation*, Whittlesey House, McGraw Hill Book Company, New York, 1933. XII. 165p.
- (109) Young, Allyn A., "Downward Price Trend Probable, Due to Hoarding of Gold by Central Banks," *The Annalist*, New York, January 18,

1929.

(1110) Owen D. Young, Walter W. Head, Carter Glass, Oyden L. Mills "Recent Federal Reserve Policy," (A Symposium) *The American Economic Reviews*, September, 1929.

(1111) Zenthen, F., "Irving Fisher's Forslag til Prisniveauets Stabilisering," *Nationalökonomisk Fidskrift*, Copenhagen. Hefte 4 July-August 1913. pp. 350-364.

