

啓爾邦著
方銘竹譯
王清彬

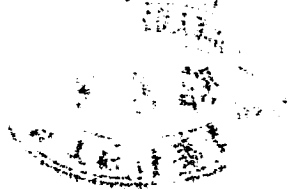
貨幣銀行原理 上冊

商務印書館發行

中國紡織建設公司天津分公司

圖 書 館

登記總號 00063
書 碼 5613/3115
贈 送 者
寄 存 者
登記民國 35年 12月 18日



MG
F820
37

貨
幣
銀
行
原

王方
清銘
彬竹
譯
Russell Donald Kilborne 著

商務印書館發行



冊

00042



3 1798 7738 0

周作仁教授序

貨幣與銀行，在現代經濟組織中，占非常重要之地位。先就貨幣言之，普通謂其主要功用在於爲價值之尺度與交易之媒介，不知近代貨幣之作用貫徹一切經濟活動，而幣價之變動幣制之優劣，以及貨幣政策之得失，對於生產分配及消費方面均發生重大之影響。至於近代銀行業，初則爲介紹貨幣借貸之機關，繼因信用之發展，資本之集中，存款之擴大，六七十年以來，少數銀行家遂有支配一國甚至全世界工商業之勢力。由是可知研究貨幣與銀行者須注意其與國民及世界經濟全體之關係。

我國經濟地位，在帝國主義者束縛與摧殘之下，日趨淪落，農工商業有雖欲發展而不可得之勢。而幣制之不統一，銀行業之畸形發達，亦足爲實業發展之障礙。且世界銀價之變動，外國銀行之壓迫，外國貨幣政策之操縱，使我國對於貨幣金融方面雖欲有所改革，亦不易成功。故我國貨幣與銀行問題乃整個經濟問題中之一環，欲解決前者須着眼其與後者之關係，且對於外國制度與學說決不能忽視也。

欲研究外國制度與學說，不得不藉助於外國著作或譯本。就貨幣與銀行言之，將二者聯合研究編爲一書者，在中文中尙極少，在外國文中則此類著作頗多，然或偏於歷史的敘述，或偏於技術的說明，能就其與經濟組織全體之關係而闡明其原理者亦不多見。美國經濟學者啓爾邦所著貨幣與銀行原理一書，與其他教本相較，有許多

優越之點。(一)著者對於貨幣銀行係就其與經濟組織全體之關係而加以研究，注重闡明其原理與精義，然對於制度與技術方面亦不忽視。此種觀點極爲正確。(二)許多教本將貨幣與銀行截然分爲二部分說明，前後不相貫通，或雖不強爲劃分，亦未能揭示二者之關係。啓爾邦之書以價格制度爲中心，一方闡明貨幣與銀行之關係，他一方又論述貨幣銀行與各種價格之關係，故該書能具有統一之性質。(三)普通教本每偏重銀行部分，對於貨幣及國外匯兌則論述頗略。然自一九一四年世界大戰發生以後，各國金本位先後停止，貨幣之對內及對外價值均陷於極不安定之狀況，其影響及於各階級之幸福者至深且巨。至一九二八年，世界貨幣與信用狀況似已恢復，然資本主義內部所孕育之矛盾，至翌年秋季又暴露爲世界空前之恐慌。因之，自一九三一年以來大多數國家又不得不將金本位停止，各以貨幣與匯兌政策巧取豪奪，互爭雄長。故二十年來，貨幣與國外匯兌問題占特別重要之地位，較舊之教本已不足供學者研習之用。啓爾邦之書對於此二部分所論獨詳，此又其優點也。至其條理之明晰，材料之新穎，勝過他書之處，更不遑列舉矣。

啓爾邦之書既具有上述優越之點，故足供我國研究貨幣與銀行者之參考，學者若更以關於我國之材料補充之，則對於此科之研習可無遺憾。年來我國各大學中關於貨幣及銀行課程多有用爲教本或主要參考書者非偶然也。方君銜新王君清彬現將此書譯爲中文，余與原書對照讀之，覺其精確流暢，遠過普通之譯述。余料方王二君之譯本必能流行於世，有助於我國之研究，此科者必不淺鮮也。

民國二十三年九月周作仁序於北平北京大學。

馬寅初博士序

貨幣與銀行爲構成金融之二大要素，彼此相互關係又極密切；貨幣之功用，賴銀行之調節而益著，銀行營業之推進，亦必賴貨幣之健全，始得日起有功，他若信用紙幣諸端又爲兩者共通之問題，故有合併研究之必要，庶得互相印證之效，而免重複論列之煩。吾國幣制迄未確立，本位問題，猶爲各方爭論之焦點，四十年如一日，新式銀行業亦不甚發達，中央銀行尙甚幼稚；凡此諸端，應如何解決，內可以助長國民經濟之發展，外足以適應世界經濟之潮流，皆有待學理之研究也。啓爾邦教授新著貨幣銀行原理一書，初版在一九二七年發行，一九三二年訂正三版發行，書中於本位問題，貨幣價值安定問題，國外匯兌問題等，論列甚詳，貨幣與銀行相互之關係，尤多精闢之辭，能詳他人之所略，發他人之所未發，材料新穎，體大思精，誠爲研究貨幣銀行問題者最良之參考資料也。方君筠新，王君清彬研究經濟科學十有餘年，孜孜不倦，公餘之暇，以暢達之文筆，選譯是書，貢獻國人，我國研究貨幣銀行問題者得益於是書當無涯也。

民國二十三年十月馬寅初序於南京立法院。

譯者序

中外貨幣與銀行問題之日形重要，及本書持論與取材兩方面之內在價值，在周作仁教授，馬寅初教授和著者序言中都說得非常顯豁，譯者擬不再加以闡明。不過譯者還有一句話：就是在許多關於貨幣銀行的外國名著中，決意抽暇翻譯啓爾邦教授的『貨幣銀行原理』，自然是曾經加以慎重的考慮與選擇，承認他最適合於當今中國的需要。

本書原名 *Principles of Money and Banking* by *Russell Donald Kilborne, Ph. D. (Mc Graw-Hill Company, Inc. New York and London, pp. 596)* 譯文根據一九三二年的第三版，本版增加了許多新材料，新意見，直敘述到一九三二年為止。

原書共分四卷。卷一討論貨幣，卷二討論國外匯兌。卷三卷四分別研究商業銀行與非商業銀行。前兩卷和後兩卷都可以各自獨立成一系統。所以現在將卷一卷二譯文合爲上冊，先行出版。卷三卷四合爲下冊，本年內亦可付印。

此書爲五十餘萬言巨著。因爲精神之疏忽與學力之不逮，譯文或有誤謬之處。希望讀者予以善意的指正。本書蒙周先生、馬先生作序。周先生又十分熱誠地予以疑難的指示。章友江先生、白經天先生、李孝同先生、許

楚生先生，鍾天心先生予以譯述上的鼓勵。陳志澄先生將譯者初稿分請學生謄寫，並任核閱之勞，均對本書之問世有莫大之幫助。這是譯者所十分感激的。

譯者識。

民國二十六年七月。

著者第三版序

一九二九年以後，貨幣和銀行業的現象已經充分表示必須注重原理，而非注重結構，必須注重本質，而非注重形式。現代經濟紊亂中的西方文明，多半由於貨幣銀行業當局企圖把信用代替資本，企圖利用低利信用把工商業放在健全的基礎之上。但結果是很不幸的。在歐洲和北美，只有兩個大國能够維持他的金本位。物價，工資，利率，及價格制度中的其他因素，都已經確鑿地表明：自從一九二九年以後長期遲延的物價之調節，正因為遲延了，致令這種調節產生更嚴重的結果。

本修正版已經加入若干實證的材料，這些材料是新近貨幣和銀行業的情勢的產物。又加入許多歷史材料，使貨幣經濟發展的敘述更爲詳盡。又參照新近的經驗，在金匯兌本位一章裏加入巨量的新材料。國外匯兌部分已經改編，加入金元匯兌基金之創立，與遠期匯兌之出售兩部分。新增一章，敘述美國銀行業歷史的發展，放在卷二，『格拉色司提格羅條例』(Glass-Steagall Act)的研究也放在這一卷。投資公司一章完全改作，直敘述到最近的事實爲止。

我很感謝許多教師和以前採用本書的人。他們對於本版改善的提示，是很有價值的幫助。

羅素，杜那德，啓爾邦 一九三二年四月。

著者第一版序

本書，貨幣銀行原理，初意在作大學及專門學校貨幣銀行課程的教科書，但是希望對於其他讀者也同樣適用。本書之編製大半根據七年以來教授此種課程的經驗，企圖從一個寬大的觀點去接近這個科目，並把他的基礎建立在經濟學原理的入門課程之上。換句話說，本書根據這種理論就是要使學生知道貨幣和銀行是整個經濟學中的一個科目，重於使學生知道，比方說，商業銀行對於商人所要盡的職務是什麼。

本書雖分爲四卷，還是保持相當的聯繫。這種聯繫可以從兩方面看出：一方面是貨幣與銀行的關係，另一方面是貨幣銀行與各種價格的關係。各種價格是促進和統制經濟活動的針眼，這已經是毫無爭論的問題了。又貨幣和銀行對於各種價格盡了有力的影響，因此對於人們的經濟幸福也盡了有力的影響。關於這一層，雖在歐戰前已取得人們普遍的承認，但是歐戰時的事情更確切地把他證實了。因此，本書就貨幣銀行與各種價格之關係而研究之。

本書和其他許多同性質的教科書最重要的區別，或者從這一層可以看出：即重視本質過於事實，重視原理過於結構。結構和事實有許多地方被援引來說明原理與本質，但是並沒有把他們的本身看做目的。因爲他們老是變化很快的。這種變化的例子把美國現在對於國民銀行的準備金的規定，和舊國民銀行條例對於他們的準備金的規定相對照，就可以知道。再觀察歐洲的經驗，德國新國家銀行關於發行紙幣的事實，和舊國家銀行的發

行是完全不同的。換句話說，這些新條例和舊條例很有不同之處。因此，任何企圖僅臚列很多的事實教給學生而不先分析他的原理，遲早一定證明他沒有多大用處。

本書和其他研究此科的著作，除上述不同點之外，就是本書把較多的篇幅討論貨幣和國外匯兌，因為這兩項問題老是不斷的遇到的。無疑義的，很多貨幣銀行的教師，在十二年前，認為紙幣本位問題多少是已經過去的爭論了，又美國南北戰爭時，發行綠背紙幣的經驗，只有歷史上的興趣罷了。然而近年具有極大破壞影響的歐洲紙幣之發行，十分明確地證明他完全不是這末一回事。

國外匯兌現象新近認為很重要，觀於國外匯率巨大的變動與美國國外貿易及國外投資之增加，就可以知道。因此，本書討論這個問題的篇幅比許多貨幣銀行教科書都佔得多。

撰著本書時，採用了各學者在各種刊物上所發表的材料。我對於柴思國民銀行 (Chase National Bank) 愛特生博士 (Dr. B. M. Anderson) 所寫的許多優越的小冊使我特別感激，本書第十一章採取了其中兩冊的材料。我的同班和同事大特茅資學院 (Dartmouth College) 李弗來教授 (Professor Ray Victor Lefler) 把他的銀行經驗和研究給了我很大的幫助。又現在國民梭穆特銀行 (National Showmut Bank) 的德慶生先生 (Mr. E. T. Dickinson) 很善意地讀過這部手稿，並與以提示。我最感激的是我的太太，他的幫助減輕了我的勞作。

羅素·杜那德·啓爾邦

一九二七年四月六日。

目錄

上冊

周作仁教授序·····

馬寅初教授序·····

譯者序·····

著者第三版序·····

著者第一版序·····

卷一 貨幣

第一章 金錢評價之發展·····

各種價值與金錢評價·····

物物交換·····

實物通貨·····

貨幣.....七

貨幣之性質.....八

貨幣之職務與效用.....一〇

第二章 典型的幣制.....一七

基本貨幣本位.....一七

本位幣之職務.....二〇

紙幣與金屬幣.....二三

輔幣.....二六

流通貨幣與準備貨幣.....二七

第三章 複本位.....三二

複本位之特質.....三二

複本位之論據.....三四

物價之穩定.....三四

複本位「必須」採用之理論.....三八

反對複本位之理論·····	三九
白銀之被棄·····	四〇
拉丁貨幣同盟·····	四三
最近白銀之地位·····	四五
第四章 金匯兌本位 ·····	四八
金匯兌本位之發展·····	四八
銀本位國家之困難·····	四九
困難之可能的解決方案·····	五三
金匯兌本位之要義·····	五四
金匯兌本位之運用·····	五六
金匯兌本位之優點與缺點·····	五八
第五章 紙幣本位 ·····	六四
不換紙幣之特徵·····	六五
不換紙幣之發生·····	六七

不換紙幣之影響·····	七二
(A) 對於通貨全體之影響·····	七三
(B) 對於各種價格之影響·····	七四
(1) 對於國外匯價之影響·····	七五
(2) 對於金價之影響·····	七六
(3) 對於物價之影響·····	七八
(C) 對於財富分配之影響·····	八〇
金本位之恢復·····	八二
(A) 舊金平價之恢復·····	八三
(B) 紙幣之廢棄·····	八六
(C) 貨幣單位價值之減低·····	八七
第六章 鈔票發行原理·····	九〇
鈔票之重要·····	九〇
鈔票發行之通貨說與銀行說·····	九二
健全鈔票發行之條件·····	九三

鈔票發行之平價	九四
(一) 尋常平價	九四
(二) 清算平價	九六
鈔票之保證	九七
(一) 純粹信用發行之保證	九八
(二) 限制信用發行之保證	九九
(三) 抵押發行制	一〇一
(四) 保證發行制	一〇一
鈔票之伸縮力	一〇二
(一) 尋常伸縮力	一〇四
(二) 緊急伸縮力	一〇五
第七章 黃金之移動與分配	一〇九
名辭之意義	一〇九
金子移動之種類	一一三
(一) 黃金之匯兌移動	一一五

(二) 黃金之特別移動	一一六
國際貿易國際投資與黃金移動	一一八
黃金移動之統制	一二〇
(一) 貼現率與黃金移動	一二〇
(二) 金之「提存」與禁金出口	一二五
(三) 中央銀行之合作	一二六
第八章 貨幣價值：本問題之解釋	一二八
本問題之解釋	一二八
貨幣之絕對價值與相對價值	一三〇
指數	一三四
幾種主要的美國指數	一三八
撮要	一三九
第九章 貨幣價值及其各種因素	一四二
貨幣價值數量說	一四二
對於數量說的各種辯駁	一四四

貨物價值之各種因素.....	一四八
貨幣價值的因素.....	一五〇
黃金之工業用途與貨幣用途.....	一五三
撮要.....	一五五
第十章 貨幣價值及其各種影響	一五七
各種物價變動的參差不齊.....	一五七
對於工資的影響.....	一五八
高工資的意義.....	一五九
美國實在工資的變動.....	一六〇
對於利潤的影響.....	一六四
對於利息的影響.....	一六六
領年金者的情形.....	一六八
對於債務者的影響.....	一六八
第十一章 改良幣制之各種計劃	一七一

穩定金元	一七一
穩定金元是否能實行的問題	一七三
穩定金元是否可取的問題	一七五
管理通貨計劃	一七七
管理通貨派的種種學說	一七七
管理通貨派的目的	一七九
採用的各種方法	一七九
貼現率的運用	一七九
控制金融市場的作用	一八〇
國庫政策	一八一
管理通貨計劃是否能實行的問題	一八一
經濟上的駁難	一八二
政治上之駁難	一八四
管理通貨計劃是否可取的問題	一八五
第十二章 美國幣制史	一八七

研究幣制史之重要	一八七
美國幣制史之要旨	一八八
一七九二年至一八三四年銀幣過度估值之複本位制	一九〇
美國第一銀行	一九二
美國第二銀行	一九三
一八三四年至一八六二年金幣過度估值之複本位制	一九四
野狸通貨	一九五
安全基金制	一九八
獨立金庫制	一九九

第十三章 美國幣制史(續) 二〇一

一八六二年至一八七九年紙幣本位時期	二〇一
發行綠背紙幣之理由	二〇一
綠背紙幣對於通貨之影響	二〇三
綠背紙幣對於金幣價格之影響	二〇四

綠背紙幣對於物價之影響.....	二〇六
綠背紙幣對於南北戰爭戰費之影響.....	二〇八
恢復正貨支付之爭論.....	二〇九
一八七九年至一九〇〇年跛行本位時期.....	二一〇
白銀運動.....	二一一
一八七八年的勃蘭愛黎生法案.....	二一三
一八九〇年的薛門法案.....	二一四
一八九三年的恐慌.....	二一五
一九〇〇年以後金本位時期和短期的放棄金本位.....	二一八
一九〇〇年的金本位法案.....	二一八
亞威紙幣.....	二二〇
聯邦準備制之發行.....	二二二
畢德門法案.....	二二三
生金供給之增加.....	二二四
金本位之放棄.....	二二五

低利信用運動……………二二六

卷一 國外匯兌

第十四章 國外匯兌的經濟根據……………二二九

國外匯兌的起源……………二三〇

國際支付的均衡……………二三二

國內貿易與國際貿易在幣制上的差異……………二三五

以信用爲中介的國外貿易與國際金融……………二三九

第十五章 國外匯兌票據及匯兌業務……………二四五

旅行家所用的票據……………二四六

國際金融上的票據……………二四九

金融匯票……………二五一

裁定匯兌……………二五三

遠期匯兌業務……………二六〇

貿易上所用的票據.....二六一

創立金元匯兌基金.....二六六

第十六章 國外匯兌市場.....二七〇

國外匯兌市場之特質.....二七〇

國外匯兌市場的職務.....二七二

國外匯兌市場上的幾組人.....二七三

國外匯兌的買主.....二七四

國外匯兌的賣主.....二七八

國外匯兌商.....二七九

都市商業銀行.....二八〇

私立銀行.....二八〇

商人和經紀人.....二八一

外國銀行.....二八二

承兌莊.....二八四

聯邦準備銀行·····	二八六
第十七章 國外匯兌率 ·····	二九〇
各種匯票的匯率·····	二九〇
金本位國間的匯兌率·····	二九五
國外匯兌的需要·····	二九七
現金運送與外匯匯率·····	二九七
金本位國與銀本位國間的匯兌率·····	二九九
金本位國與紙本位國間的匯兌率·····	三〇〇
匯兌率的購買力平價說·····	三〇五
購買力平價說的批評·····	三〇七

貨幣銀行原理 上冊

卷一 貨幣

第一章 金錢評價之發展

金錢評價之發展這個題目，不祇是本章的標題，正確地說，卻是全書的標題。這就是說：本書內容不過在將「金錢評價之發展」一般地加以討論和發揮罷了。卷一所討論的，主要在於貨幣，牠就是測量一切價值的尺度。卷二專門研究國外匯兌——這種現象因為金錢評價之推廣而日見重要。最後，金錢評價是和若干金融機關有關係的，就中尤以和商業銀行的關係最爲重要；所以，卷三專門研究這個問題。至於各種非商業銀行則留待卷四再加討論。

各種價值與金錢評價

我們對於各種各類的價值大概都很熟識。例如蒙娜梨珊 (Mona Lisa) 有很高的美術價值。葛登坡 (Gr-

tenber)版的聖經有珍貴的印刷價值。炭水化合物有很好的食物價值。教堂的宗旨和教條有顯著的精神價值。金錢價值 (Pecuniary Value) 就是各種價值中特別發展的一種。

金錢價值使我們能將各種價值作一比較。例如，打字機的使用價值，蒙娜麗的美術價值，糖的食物價值，都可以用一種媒介去比較牠，這個媒介就是貨幣。並且正因為金錢的價值是如此的正確，如此的普遍，所以能得到人們共同的承認，這種承認是別種價值所不能取得的。

金錢評價，和社會自身一樣，係經過長時期的「試驗和錯誤的過程」(A process of trial and error)而自然生長，並非有意計劃而成。更非任何個人努力的結果。牠好像一條流動的河流，時而增加此處的新領域，時而拋棄彼處的舊領域；又好像生命一樣，隨着變動的狀況和新的環境變動不已。

金錢評價，其發展的路線並不是一直向上的，而且適得其反，牠顯示着時而進步，時而退化，時而上昇，時而下降的形態。(註一)我們試翻閱埃及、巴比崙、墨西哥、祕魯和其他各國最初的成文歷史，就可以發見那時的人民已用金銀和銅做通貨；大宗買賣業已發生；契約已有人訂立；比較大規模的貨幣借貸也已實行。貨幣之鑄造，據說在紀元前七百年左右時已為小亞細亞所發明，後經腓尼基商人 (Phoenician Traders) 流傳於地中海領域，直至羅馬方纔達到牠發展的最高點。(註二)貨幣鑄造，匯票，聚集於著名羅馬浴場的有閒階級之賭博，大量財產之發展，官吏之賄賂等等，在羅馬帝國全盛時代實為常見的事實。但是到了羅馬帝國衰微時代，金錢價值，就和其他羅馬文化一樣，受了很大的打擊，同時，他的衰微對於此後的西方文明也有很深的影響。(註三)

金錢評價之復興，在羅馬帝國衰微之後，一時還沒有顯著的現象。我們當能知道，在君士坦丁優於一四五二年被土耳其人佔領之後，意大利城的金錢鑄造即已達到很高的程度，這種勢力且似曾傳到西班牙。（註四）法蘭西、傅格爾（Fugger）族很繁盛的德意志南部，和低原各國。至十八世紀時倫敦興起，遂代阿姆斯特丹（Amsterdam）而成爲世界最大的金融中心。這樣經過很慢的過程，貨幣已漸漸代替了實物支付，且在軍隊中流通着，同時西班牙白銀的輸入更促成了物價革命之發生。其後益以貴金屬之輸入，遂使商業和貿易受到莫大的刺激；金匠（Goldsmiths）因以出現，並且履行了銀行的業務。到十七世紀和十八世紀時，銀行、保險、製造、殖民和貿易等已成爲當時事業活動的主要形態。英格蘭銀行（Bank of England）於一六八三年得到政府的特許狀，倫敦證券交易所（London Stock Exchange）則於一七八三年成立，以從事於證券之交易。大約在拿破崙戰爭時代，羅斯卻爾得族（House of Rothschild）就是當時世界最大的銀行。（註五）

當美國由歐洲移民過來的時候，一般移民的腦海中已經有很熟習的貨幣經濟觀念。但是在如此草創的新國家內，因爲生活的窘迫，他們便不得不利用在其掌握中的稀少的材料作爲貨幣。如獺皮、維基尼亞州（Virginia）的煙草、印地安人的貝殼珠（Wampum）似乎都會經用以測量金錢之價值。這些東西一直用到土地已經開闢，衣食已經取得，簡單和重要的慾望已能滿足的時候方纔停止。其實，當時的移民各事均須重新創造，雖則在東部海岸不久就獲得貨幣經濟的工具，但每向西部移植一次，就必須把這種取得貨幣經濟工具的鬭爭重演一回。

金錢評價有內包和外延兩方面的發展。牠的領域已經擴充到新的事物上面了。世界上野蠻人民或半開化人民既已受有西洋文明的影響，結果他們也就得生活於金錢評價的統治之下。最黑暗的非洲種族，西藏的土人和東方人，在前一世紀都已輸入西洋文明，而因此發生了一種價格制度，這種制度並可用以激動人類的行為。例如，象牙可以用代價購得。阿拉伯的地氈，夏威夷的糖，中國的絲也是一樣。加以各地域金錢評價的成長和存在，遂使牠能將各種貨物的價值更正確地加以比較。

但是，金錢評價還有內包方面的發展。這就是說：在許多國家，金錢評價早已被應用於固定的、和具體的事物，例如一磅糖，一噸煤，一輛自動車之類，現在卻把牠的權力伸張到抽象的事物上面來了。（註六）男子的品格，女子的名譽和愛情就時常被法院承認具有貨幣的價值。又例如關於毀謗的法律也與貨幣價值有密切的關聯。並且近年來，尤其在美國憲法第十八次修正案（Eighteenth Amendment）公佈之後，關於偷運私酒和醉漢鬧事等等也都以金錢處罰。換句話說，在近代，犯罪和商業已建立於同一基礎之上了。

各種價值的一般功用在於激動人類的行為。金錢評價之功用則在使人類戰勝環境，俾能生產滿足人類欲望所必需的貨物、權利和勞役。換言之：我們的經濟社會是由一種價格制度所組成並為牠所統治着。例如我的自動車需用汽油，我可以出一定的價格去購買。如果我想改良我的高爾夫球藝我也可以用一種價格聘請一位專家，他就能指點我這種遊藝的弱點，並且教導我怎樣去克服牠。這種我和他人所支付於汽油和高爾夫球教師的價格即能擔保我們這兩種欲望的滿足。人生一切事物都是這樣。牠們之所以能由我們隨意使用，就是因為價格

制度存在的關係。

但是，我們應該注意，我們惟有支付價格然後方能滿足我們的欲望。而價格在現代工業制度之下卻是用貨幣來說明的。人必須有貨幣然後能取得他所需要的物件。所以我們的活動大都在於取得金錢。商業界也是一樣。他們注意取得金錢尤勝於注意取得貨物。人們用不着對經濟學有很深的研究就能知道鐵路公司重視收入過於重視運輸統計，也就是因為收入帳目是以元、角、分計算，而運輸統計則以噸數和乘客的里數來計算的緣故。總之，我們整個經濟制度是建築於希望取得貨幣的基礎之上的。

因此，金錢評價的過程亦必依恃於貨幣。所以我們應該將貨幣怎樣由漸進的過程而發展至今日的形態加以說明。

物物交換

據說初民時代的交易是採取「物物交換」(Barter)的形式，那時沒有分業，很少或者沒有分工，並且沒有廣大的市場。所謂物物交換就是以貨物和貨物直接交換，而不用一種公共的尺度比較二者的價值之謂。自然，以獸皮易弓箭的人，總以為弓箭較獸皮尤為重要，而以弓箭易獸皮的人卻以為弓箭的價值賤於獸皮。如果不是這樣，交易就無從實現。可是這種比較實為主觀的評價——用於交易的貨物，牠的價值沒有用一種公共的尺標去測量過。

上述物物交換的性質殊為重要，因有好多所謂物物交換的例子，其實並非物物交換。例如，一投資者以一千元的兌換債票交換發行該兌換債票的公司的普通股票十股，有些記載說這是物物交換。又如一農人將十打雞蛋向鄉村商店交換四雙長襪，有人告訴我們這是物物交換。實際上，這都不是物物交換的例子。因為照上面的舉例，那用作交易或直接交換的貨物，牠們的價值都已經用元、角、分的名稱估價過了。這元、角、分的名稱就是金錢評價的公共尺度。¹⁰

物物交換之不便，舉一個尋常的例子就可以知道。一個野蠻人有一根他不需要的棍棒。他想拿牠去交換一隻船槳。這種交易是多麼難於實現呢？首先，他必須找到一位需要棍棒的人，這或者會感覺困難，因為他這一族的大多數人也許都已有棍棒了。然而我們仍可假定若干需要棍棒的人居然被他找到。但在這些需要棍棒的人當中，也許只有一個人，充其量也不過有極少數的人，願意用一隻船槳交換一根棍棒。這就是物物交換的困難，也就是我們所知道的『二重湊合』(Double coincidence)的困難。所謂『二重湊合』的意思就是當實行物物交換的時候，一個人先得找到一位有他所需要的貨物的對方；再者，對方也必須是需要那人所特有的貨物的。

物物交換，如前例所示，祇有在很少或沒有分工的社會，沒有組織的交易，和沒有市場的地方始能實行。在現

在複雜的經濟制度之下，貨物生產於此，消費於彼——例如絲產於日本，製造於新澤西之佩忒孫，(Paterson, New Jersey)而為華盛頓華拉華拉(Walla Walla, Washington)一婦人所服用；又如糖產於古巴，製煉於布魯克林(Brooklyn)，消費於加拿大(Canada)以及這種複雜工業制度的一切枝節問題——物物交換根

本就不可能。其實，像現代這樣複雜的工業制度也決不是在物物交換制度之下所能發展成功的。

實物通貨

我們以為『實物通貨』(Commodity currency)的使用是金錢評價發展的第二步，這似乎頗為合理。在這種制度之下，測量交易貨物的價值係用一種普通貨物作基礎。這種貨物又因時因地而不同。我們都知道印地安人是用貝殼珠以測量價值的。方塊茶則據說曾為俄羅斯所使用，而鹽塊則曾用於埃及。我們又聽說羅馬和希臘用家畜測量價值；而『金錢』(Pecuniary)一字據說就是拉丁文中『家畜羣』(Herds of cattle)的意思。

這些貨物的缺點以後逐漸地都被發現。方塊茶和鹽塊經過一年的傳遞之後即將敗壞。據說曾用於瑞典的鐵，牠雖可以經久不壞，但是太笨重了些。煙草則不但笨重而且品質太不純一。當這些實物通貨的缺點顯著之後，人們便將牠們拋棄，並且起用了貴金屬以測量價值和實行交易。

貨幣

許多著作家將實物通貨定名為『貨幣』(Money)，是拿牠的職務 (Functions) 做牠的定義之基礎的，這既是正確的事實，那麼，我們就可以合理地說，真正的貨幣，除非等到政府特別提出某種鑄幣或鈔票並給予以

貨幣的職務時，是不會實現的。所以，現在我們懂得，貨幣非有強有力的中央政府決不會實現。貨幣主要的職務是用以完成交易。印鑄貨幣的目的也就在此。牠由政府特賦以某種性質，其中最主要的就是「法價力」(Legal tender)。反之，其他實物通貨也自有其用途，但他們最重要的用途是在另一方面。例如，方塊茶是用作飲料的，這就是牠主要的用途。可是鑄幣除用於交易外卻毫無其他用途。牠一旦被鎔化，就立刻變為金塊或銀塊而非鑄幣。所以，我們最好認為「貨幣」是政府特別提出用以完成交易的一種東西。

貴金屬用作貨幣的一個理由，就是牠們久已被用作裝飾品了。現代的電影女明星和南非洲蠻族，他們對於裝飾的欲望是同樣根深蒂固的。金與銀（尤其是黃金，因為具有美麗的顏色和光彩）久已被用作滿足人類愛好炫耀的裝飾品。因此，他們後來就被用作貨幣。雖則這兩種金屬（但特別是黃金）還有幾種使牠們最宜於用作貨幣的性質，但是牠們之繼續使用，卻是基於社會的習慣。

貨幣之性質

貨幣之性質如下：

- (1) 普遍承受性 (Acceptability)
- (2) 便於攜帶性 (Portability)
- (3) 耐久性 (Durability)

(4) 純一性 (Homogeneity)

(5) 價值穩定性 (Stability of Value)

(6) 可分性 (Divisibility)

(7) 易於鑒別性 (Organizability)

貨幣的材料必須為一般人所樂於承受，否則便不能流通而無由盡貨幣之職務。金銀之所以有價值是因為牠們被用作貨幣之先已為人所珍視，不過在採用為貨幣之後更增加了牠的普遍承受性罷了。

貨幣材料之便於攜帶性，意指大宗貨幣須便於攜帶而言。耐久性之所以重要，則因為貨幣材料必須是長時期使用不壞的金屬，否則貨幣即須時常改鑄，這就是政府一筆經常的損失。金銀幣則雖是數年以前所鑄造的卻仍可通用。

小麥所以不很宜於用作貨幣是因為牠的品質有許多等級，而這些等級的價值又都不一樣的緣故。一斗甲種麥的價值往往高於一斗乙種麥的價值。純金則不然，一盎司 (Ounce) 的純金是永遠等於另一盎司的。這種性質就是我們所知道的純一性，簡言之，就是同種貨物其各個單位具有同一價值的含義。可分性的含義是指貨幣材料應能分為許多部分而不失其原價而言。例如，一張浣熊皮 (Raccoon skin) 可以分割成許多塊，但是各小塊價值的總和卻小於一整張。金子則不然，牠每一盎司的價值確實是等於一鎊的十二分之一，決不因為再分割而有所減少。

貨幣應具的最重要的性質就是價值的穩定性。如果我買進四十年後到期的巴西債票一千元，我總希望這一千元能在一九六六年買到和一九二六年一樣多的貨物。否則我將蒙損失。由此我們立即可以承認金子的價值也並非十分穩定。牠也有很大的變動，並且依照經濟情形將來也許還是要變動的。但是許多所謂金價的變動其實，是物價的變動，如在後面第十一章所指明的一樣。所以金價的變動或許仍較其他適用的貨幣材料要少些。以後所述的各種幣制改革計劃，其中任何一種都有引起更大的問題之可能，這些問題又非各種計劃本身所能解決。因此，我們現在所能說的就是，按貨幣所應有的各種性質以行判斷，則在價值上金子實在比別種貨物穩定得多。

易於鑑別性的意義就是印鑄貨幣所用的材料應當容易認識。這可以使我們在承受牠的時候節省許多時間和麻煩。對於這個性質，有些著作家還加上了一個『印鑄性』(Impressibility)——貨幣材料必須具有此種性質，然後方能用幣模去標明該貨幣的單位名稱。

貨幣之職務與效用

貨幣有兩種重要的職務：一方面可作為交易的媒介，同時又可作為價值的尺度。還有一種關重要之點就是這兩種職務是互相依賴的，因為貨幣如果不能作為價值的尺度，也就不能作為交易的媒介。關於此點，可用一例解來說明牠。設有某木匠將他一日的勞力交換美金七元，後來又將七元，購買了他所需要的貨物，如靴子之類，這

時候貨幣就算是盡了媒介的職務。我們應該注意的就是這種交易實在是一種雙重的交易：第一，將勞力交換貨幣；第二，將貨幣暫時保留，需要購物時再把牠用去。可是木匠怎樣能比較一天勞力和一雙靴子的相對價值呢？因為有和碼尺同一作用的貨幣，一方面測量勞力的價值，一方面測量靴子的價值，而這個問題也就得到了解答。這裏價值可以當作貨物的性質之一，正和牠的大小或輕重一樣。而我們用貨幣來測量價值，也正和我們用盎司和磅衡量輕重，寸和尺測量長短相似。

貨幣在用作價值之尺度時，同時並不一定用作交易之媒介。其實，有許多錯誤的物物交換的例子都是拿牠來說明貨幣完成價值之測量這職務的。就本章前節所述農夫的例子而言；農夫以十打雞蛋向鄉村商店，交換四雙長襪。我們就要問，為什麼他恰好換到四雙長襪呢？這是因為店主和農夫雙方都知道雞蛋賣二角錢一打而農夫所需要的那種長襪卻賣五角錢一雙的緣故。貨幣既已測量過長襪和雞蛋的價值，那麼店主和農夫就可以不用貨幣以進行這兩種貨物的交換。同樣，當我們在報紙上看到標準煤汽電力公司 (Standard Gas and Electric Company) 寧願將他的一股又五分之二之普通股票交換菲列得爾菲亞公司 (Philadelphia Campany) 的一股普通股票那時候，我們又知道這種交換成立的理由在於這兩種證券價格此率間的符合。這兩個例子——別的例子差不多每天都可以發現——就是說明貨幣常用作價值的尺度，而當貨物交付時同時卻不必有貨幣的交付。

還有一個職務，平常也以爲牠是屬於貨幣的，其實並非貨幣的職務。這就是普通所說的延期支付的標準

(The standard of deferred payment)。這個職務可以舉例來說明：現有人用抵押品借美金一千元，一九五六年到期，年利六釐，屆期付還本銀。在這種情形之下，我們方可以說，貨幣是延期支付的標準。但是，這句話真正的意思是說，貨幣是貨幣延期支付的標準——這不是一句同義反覆的話嗎！自然，這個例子所能表示的意義不過是說有人現在先付出美金一千元，因而獲得每年收入美金六十元的權利，以及到一九五六年收回本銀美金一千元，的權利罷了。

作為「延期支付的標準實在是基本貨幣本位」(Ultimate monetary standard)的職務，而並非一般貨幣的職務。例如，長期抵押單之訂立和債票之出售多由雙方同意，依照現行法律之規定，按「現行本位幣的重量和成色」由債務者付還債權者若干金元。當一八九〇年時代白銀風潮發生之後，美國人所訂立的抵押單內已都有這種條文的插入，而自歐戰以來各借款國所發的債券上也有這種條文的規定。就此等事件而論，就可見用作延期支付之標準的實為基本貨幣本位，而不是普通的貨幣了。

貨幣除具有上述二種職務外，還有幾種特別的效用。這些特別的效用祇是由於貨幣用作價值的尺度和交易的媒介而發生的。我們所以把這些特別效用提出來加以討論的理由，就是因為這種效用能使人們對於貨幣有一種特別的需求，而這種特別需求是可以影響牠本身的價值的。在這些特別效用中，最重要的兩種就是「財富的貯藏」(Storer of wealth)和「償債的擔保」(Guaranty of solvency)。

當政治或經濟極不安定時，許多人都儲藏貨幣，因為牠是最便於儲藏的一種財富。牠的一小塊就有很高的

價值；他有普遍的承受性；他又便於攜帶。這種被儲藏的貨幣通常多爲金幣。據說法國在一九二六年時因爲政治和經濟之不安定，人民所貯藏的金法郎約在十萬萬至二十萬萬之間。這種儲藏如果達到較大的限度，就飽礙貨幣流通額減少，且因而影響到牠的價值。

美國在一九三一年秋季那時候的情形，就可以證明人民儲藏貨幣影響之重大。（註七）因爲不幸事件之繼續發生，如九月間大不列顛的停止金本位，大多數銀行的倒閉，以及諸如此類的情事，致使人民開始對銀行失去信用。其不能避免的結果就是：許多人民從銀行提出存款，同時並將貨幣也儲藏了起來。雖然因爲物價低落和生產額的收縮，人民已減少了對於銀行信用的要求，但是，在大不列顛停止金本位後六星期之中，美國聯邦準備信用的總額卻增至九三〇、〇〇〇、〇〇〇金元。結果其準備銀行所發出的信用總額在當時竟成爲最近十年來最大的數目。聯邦準備鈔票在一九三一年八月三十一日爲一、九四八、〇〇〇、〇〇〇金元，是年十月底即增至二、四二九、〇〇〇、〇〇〇金元。其增加的原因，一部分固由於銀行增加現金以防擠兌；一部分則由於社會對於實際貨幣的需要，因爲許多銀行已經倒閉致使支票無由使用（支票可以代替實際貨幣在市場流通——譯者）；還有一部分的原因，就是人民都把貨幣實際加以收藏。這種對於貨幣需要的增加也就是各聯邦準備銀行所以提高貼現率和公開市場利率的主要原因之一。由此可見人民爲貯藏的目的而需要貨幣有時可以達到這樣一種限度：就是各種銀行信用率必受牠的影響，這實在是很明顯的事實。

但是，貨幣更重要的特別效用還是在於「價值的擔保。」近代的營業全靠信用來推動。信用的本質多半是

一種心理作用。這種心理作用一部分又基於物質條件。物質條件中最重要的就是銀行有無準備金。爲欲誘致和維持人民對於商業銀行的信任心起見（商業銀行在某種意義上說是創造信用的），那就必需保存一部份貨幣藉作償債之擔保。又因商業銀行制度之日趨發達，此種用作償付債務之基本擔保物的貨幣，均趨向於存入各中央銀行——如英格蘭銀行、德國國家銀行（Reichsbank）、美國聯邦準備銀行等等。此種準備金額更隨着工商業的情形時有不同。美國十二聯邦準備銀行在一九三一年十月三十日共有金準備約三十一萬萬（at 10. per cent.）金元。這種貨幣就是留爲各聯邦準備銀行作償債之擔保，並維持全國的信用機構的。

金準備之用作償債的擔保，其重要性尤以在英國自一九三一年七月到十月中旬這個時期內最爲顯著。由於種種不幸事情之結果，他國人對於英國政府維持金幣支付的能力開始失去信用，於是遂有大宗款項自倫敦市場提出。在上述時期內被提去的計約一〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇金元；並且在這個數目中幾有值一六〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇金元的現金是在是年七月下半月被提去的。（註八）這項損失使英格蘭銀行的金準備自八一〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇金元，減少到六五〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇金元。這時候再往下的損失是利用美、法二國借給英格蘭銀行（即英國政府）的六五〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇金元的借款來防止的。英國放棄金本位的直接原因，就是英格蘭銀行中黃金的喪失；而這種黃金，在各種用途之中還有一種用途，那就是償債之擔保。

（註一）許多這種材料是採自密特爾（W. C. Mitchell）Business Cycles（New York: National Bureau of Economic Research, Inc. 1917）p. 68-74。正如Mitchell教授正確地觀察一樣，金錢制度之發展是一件被人忽視的事情；對於這一點

希望將來能有所補救。

(註二) William Linn Westermann: "Warehousing and Trustee Banking in Antiquity," *Journal of Economic and Business History*, November, 1930, p. 59. M. Rostovtzeff: *Social and Economic History of The Roman Empire* (Oxford, the Clarendon Press, 1926), p. p. 169-171.

貨幣經濟與實物交換二者繼續並存於希臘和埃及在羅馬帝國最初二世紀之前，貨幣經濟已經佔着優勢。羅馬帝國把「希臘羅馬」的文化傳佈到西歐，這種文化含有一個經濟制度，而這個制度的主要基礎就是以貨幣實行交易。我們知道羅馬帝國雖會鑄造過劣質的貨幣，卻並沒有使用紙幣。

(註三)關於羅馬生活道方面的最好的記載請看 M. Rostovtzeff, *Social and Economic History of the Roman Empire* (Oxford, The Clarendon Press, 1926), 695 pp.

(註四)貨幣膨脹影響於一國衰弱的最好的記載請看 Earl J. Hamilton, "Monetary Inflation in Castile, 1680-1690," *Economic History, a supplement of The Economic Journal* (London, Mac Millan & Co., Ltd., January, 1931.), pp. 177-212

(註五)如要對於這個家族作更深的研究請看 Count Egon Caesar Oppert, "The Rise of the House of Rothschild", 432 pp., and *The Reign of The House of Rothschild*, 456 pp. (New York, Cosmopolitan Book Corporation, 1928). 關於這個家族最長而又最生動的記載則有 M. E. Ravage, *Five Men of Frankfurt* (London, Geo. G. Harrap & Co., 1928), 328 pp.

(註六)關於金錢評價權屬權的研究請看 C. H. Cooley, *Social Process* (New York, Charles Scribner's Sons, 1918), pp. 288-348.

(註七) *Federal Reserve Bulletin*, November, 1931, p. 603. 這個例證似乎指明被貯藏的不是黃金而是銀行鈔票。

(註八) 在這一時期內，德國中央銀行也虧損了巨額的黃金。於是就和各銀行家訂約不把各銀行存款餘額從柏林提去，由於這個方法的救濟，德國暫時並未放棄金本位。一九三一年九、十兩月，國際金融重大的擾亂也大都由於各國中央銀行金準備虧損所致。

第二章 典型的幣制

本章討論「典型的幣制」(typical monetary system)，而尤着重於美國的制度。其實像「典型的」幣制這種東西是沒有的，因為一國的幣制與他國的幣制多少總有些不同。這種不同的原因是由於所有的制度不期然而然的成長；而這種不期然而然的成長又是使幣制去適應特別緊急情形的結果，如軍事上或政治上的緊急事變是也。在美國幣制裏有「綠背紙幣」(Greenback)，英國則有「流通券」(Currency notes)，這兩種紙幣都是應付戰爭的急需而發行的。一八九〇年美國國庫券 (Treasury notes) 的發行也可以證明幣制是怎樣受着政治的影響。除上述不同的原因之外，差不多每種幣制內都有幾個共同的要素，或本質，如基本貨幣本位、銀行鈔票、和輔幣等。本章所討論的也就着重在這幾個共同的要素或本質上面。

基本貨幣本位

各國幣制的拱心石就是「基本貨幣本位」像這樣的本位在每個國家內都可以發見，雖則牠們並非相同的本位也未可知。所謂基本貨幣本位就是決定單位價值的「某種物體」(that something)。我們必須注意，這個定義是很廣泛的，因為「某種物體」也許是一定量的金屬，或是一種紙幣，或是許多種類不同的商品價格。

「某種物體」一語是可以包括上述各種或其間任何一種的。「某種物體」在美國是一塊重二三·二二格令 (Grains) 的純金；在英國則係一種紙金鎊。這種基本貨幣本位又有鑄造的與非鑄造的之別。在美國現在就是非鑄造的。如已鑄造，這種基本貨幣本位就叫作「直接貨幣本位」(Immediate standard)。

基本貨幣本位之於幣制，其間的關係很有些像加倫 (Gallon) 之於容量器。隨便那一個國家都有各種容儲液體的器具——瓶、桶、壺、盆、大桶、大盆之類。這些器具所乘的液體都是用「加倫」的名義去測量的。但是我們怎麼能够確信這些容量器的容積可以用同一單位的名稱——加倫——去計算呢？如果這種計算不可能，這量度也就不能算是真實的量度，因為這單位（加倫）在不同的時間即將代表不同的東西呀。在這種情事中爲求測量之均一起見，於是就規定在某種溫度和氣壓之下，一加倫蒸溜水的重量爲八·三三磅。因此我們可以說，八·三三磅的蒸溜水是美國液體測量的本位或標準。

基本貨幣本位的情形像這個多少有點相似。在美國流通的貨幣有好幾種——國民銀行鈔票、聯邦準備鈔票、銀證券、銀元、半銀元等等。這種種的貨幣怎樣能保持牠們相等的兌換價值呢？這不是由於各種貨幣本身所包含的金屬的實價係屬相等，因爲在銀元裏面銀子的分量是不够一百分 (100 cents) 的價值的；綠背紙幣所用的紙，牠的價值更小；其他貨幣也是一樣。但是當我們購買貨物的時候，各種貨幣都可以同樣使用——牠們的每一金元都可以購買同一分量的貨物。這是怎樣使然的呢？這就是將各種貨幣聯繫於基本貨幣本位的結果，其所用的簡單而很有效的方法，祇是使貨幣的執有者能任意將其各種不同的貨幣兌換爲直接本位而已。像這些各種

不同的貨幣，牠們對於基本貨幣本位均有同一之關係，正和各種液體儲藏器之與八·三三磅蒸溜水一樣。

這種比較已經間接說明了基本貨幣本位的職務。可是這個職務非常重要，必須再加以闡明。基本貨幣本位將各種流通貨幣都和牠聯繫起來。這就是說，當基本貨幣本位的價值動搖時，所有在此制度中各種貨幣的價值亦必隨之動搖。如果二三·二二格令 (Grains) 金子的價值上昇，則美國幣制中各種紙幣之價值將隨之上昇；如果二三·二二格令純金的價值下降，則美國幣制中各種貨幣之價值也將隨之下降。其所以致此之由，就是因為在此制度中的各種貨幣均已聯繫於基本貨幣本位。同時，分析的研究和日常的經驗都告訴我們：政府愈能嚴密地維持金本位，則貨幣與物價動搖之危害愈小。

我們卻不能因為上面的敘述就推想到基本貨幣本位通常都是一定分量的金子；或者基本貨幣本位在各國都是同一分量的同樣金屬，或者祇是用金屬而已。這都是不對的。我們可以區別出各種貨幣本位。第一就是「單本位」(Monometallic Standard)。這種本位也許是一定分量的金屬，普通都是用金子，如美國就是這樣。第二，基本貨幣本位也可以是一定分量的二種金屬，但是這二種金屬相互間須有一定的比率。這種本位就叫做「複本位」，世界各先進國家差不多先後都採用過牠。再則，一個國家也可以將紙幣用作本位幣。一九二六年的法蘭西、意大利、比利時和其他許多國家就都有這種情形。美國自一八六二年至一八七九年，也採用過這種本位。又，選擇各種商品價格以為本位，在理論上也是可能的。如果費雪教授 (Professor Irving Fisher) 所主張的計畫竟被採用，那麼基本貨幣本位即為一百種的商品價格。

我們可以將以上的討論作一撮要說：在任何幣制中最重要東西就是基本貨幣本位，牠將各種貨幣卻聯繫起來，使牠們一致地依照牠的價值的變動而變動。

本位幣之職務

本位幣（黃金）在美國流通極少，同時，在現在使用金本位的任何國家內牠的流通也很有限，這是因為使用黃金耗費太大的緣故。那麼，牠的職務究竟是什麼呢？牠的職務有二：第一是國際支付的媒介，第二是銀行信用之有限準備金的基礎。

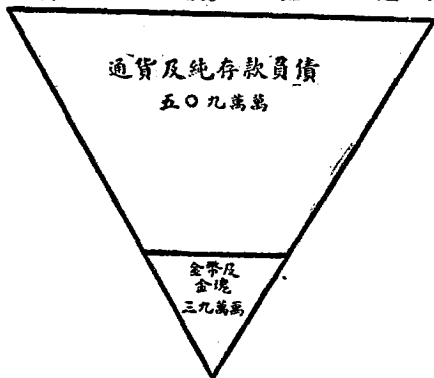
國際貿易大部分以信用票據為媒介，這意思是說，在起初購買貨物時都是用信用票據來支付的。然而，最後的分析，貨物還是以貨物支付；換言之，即一國的進口總額相等於一國的出口總額。可是國際貿易上也有偶然的情形發生，因為匯兌率太高或用貨物支付之不可能，這時候輸出貨幣就比較經濟。在這種情形之下，唯一可以使用的貨幣就是金子，因為牠到底是商業上最通用的交易媒介啊。而各國也祇須按其重量即可將牠承受下來。因此，當必須運出貨幣於國外時，通常均以金子充任，其中最普通的要算金條；因為金條磨擦的損失比已鑄成的金幣還要少些。

一九二五年十月，美國黃金的進出口，可以說明本位幣的這種效用。其時英國和日本的匯兌率均在現金輸送點（Gold Point）之下。結果，英國和日本的銀行家都把現金運送到美國來，總額計約四六〇〇〇〇〇〇美金。

藉以改正這種匯兌狀況。同時，紐約對加拿大的匯兌卻有一分之十六分三 (2/16 cents) 的貼水 (Premium)，因此運送現金到加拿大去較之購買加拿大的匯票為賤，結果美國也運送了價值二〇〇〇〇〇〇〇〇美金以上的現金到加拿大去。由此可見在同一時期內，美國既有金子的輸入，又有現金的輸出。這種現金進出口的流動，實由於匯兌率暫時的漲落所致。

自世界大戰開始至一九二九年這一時期的情形，可以表示金子的輸送乃由於無能力輸送貨物之故。在交戰時期，協約國曾向美國購買大批軍火。其代價的一部分就是以輸送現金來支付的，——這種現金移動的情形以前從未見過，並且這一次輸送到美國的，約佔全世界黃金貨幣之半。

用作貨幣的黃金，牠的第二職務就是「銀行信用的有限準備金的基礎」。現代貿易是以信用票據來維持的，而這種信用票據的主要形式就是支票。支票來自存款，存款轉又可以使銀行信用擴張。不過這種信用的擴張性也有一定的限制；或用存款來擴張信用，如在使用英語的國家；或用銀行鈔票來擴張信用，如非使用英語的國家大抵都是這樣。如以銀行鈔票為例，則中央銀行對於其所發行的鈔票依法必須有一定的金準備。這種金準備通常都藏在中央銀



圖一 銀行信用的倒金字塔形
來源 National City Bank Bulletin, 1, 1928.

行的金庫內——在美國爲聯邦準備銀行（The Federal Reserve Banks）在維也納爲奧國國家銀行（National Bank of Austria）在柏林爲德國國家銀行（Reichsbank）等。這種現金又足以限制銀行鈔票的最高發行額。

許多銀行對存款也有金準備。這種準備可以用法律規定，如在美國；或者可以由銀行的經驗自己決定，如在英國。無論採取何種方法這種準備不但是中央銀行的準備，而且是全國各銀行的準備。如果牠的數額趨於減少，就須立刻設法使之增加。

圖一表示金在美國的這種職務。一九二五年七月一日，美國國庫和聯邦準備銀行的金幣和金塊總額共計三、九六二、〇〇〇、〇〇〇金元，藉以維持五〇、九六九、〇〇〇、〇〇〇金元的通貨和純存款負債。所以金準備對負債的比率爲百分之七·七。若是說得更具體些，那麼，七元七角的金就是每百元的通貨和存款的基金。

如果不好好地維持金準備，就可以破壞人民對於幣制的信用——可以引起恐慌或實業蕭條。因爲種種原因，也可以說是一種偏見，人民都非常重視金子。特別是國際銀行家，他們都很小心地在觀察着金準備的狀況。設或不能維持牠的法定額，或在必要時不能拿來應用，一定會發生很嚴重的結果的。以一九二三年到一九二五年西班牙的事件爲例就可以說明不能用金準備應付債務的危險。在世界大戰期間，西班牙曾獲得大批的金子，隨將鈔票的發行額增加了百分之五十。結果是西班牙紙幣 *Peseta* 可以兌換現金，並且在國際匯兌市場上升漲到牠的票面價值。但是自此以後西班牙不肯用出他的金子，致令 *Peseta* 在國際匯兌市場上大大的跌價，並且

遭受一國在國際貿易上使用賤價紙幣本位的損失。這種西班牙事件實在是必要時拒絕使用金準備的最好例證。

紙幣與金屬幣

通貨分類之一法是把牠們分爲紙幣 (Paper money) 和金屬幣 (Metallic money) 二種。紙幣將先加以討論，因爲牠在大多數國家的貨幣總額中都是非常的一部分。

實際上，世界各先進國的幣制中有一部分是大量的銀行鈔票，這些鈔票普通均由中央銀行所發行。有些國家，例如奧國，中央銀行享有唯一發行鈔票之權，而在別的國家，以美國爲代表，其他銀行也有發行鈔票的特權。但是，世界的趨勢是給中央銀行以此種特權之獨佔。關於這一層，很值得注意的就是：近年來畫在歐洲地圖上的大多數國家都給中央銀行以此種獨佔權。所以，將來大多數國家流通的鈔票一定完全是中央銀行的鈔票，牠的實現不過是時間問題而已。

在中央銀行鈔票之外，我們還可以常常見到政府的鈔票。例如在美國就有三四六、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元左右的這種鈔票，名爲『綠背紙幣』 (Green backs) 的，係南北戰爭時所發行。與此相同的就是『流通券』 (Currency notes)，則係英國政府在世界大戰時所發行。這種流通券在一九二〇年總計約有三六八、〇〇〇、〇〇〇鎊，並有二八、五〇〇、〇〇〇鎊，作爲牠的準備金。這種政府鈔票大抵都是在戰時發行的。

還有幾種紙幣，就是金證券 (Gold certificates)，銀證券 (Silver certificates)，國民銀行鈔票 (National bank notes)，聯邦準備銀行鈔票 (Federal reserve bank notes) 以及一八九〇年的國庫券 (Treasury notes) (這些都是在過去或現在流通於美國的。金銀證券均能實際兌換金銀。如果市面上有二〇美金的金幣流通着，政府就會把牠收藏到金庫裏來，同時並發行二〇美金的金證券以替代牠。因此有人說，在市場流通的不是金自己而是牠的代理人。這種現象的形成有一個原因就是美國人不喜歡用金幣而非常喜歡紙幣。所以這種金證券比較容易流通。有一位專門研究貨幣學的著作家鑒於牠履行了很多本位幣 (金子) 的工作，故稱牠爲「準本位幣」(Quasi-standard money)。英格蘭銀行的鈔票在大戰前也和這種金證券處於同一的地位，因爲這種鈔票也可以兌換現金。

銀證券和金證券的性質相同，然亦有一重要的區別。那就是保證金證券的黃金是和牠的票面價值相等的，而保證銀證券的白銀在現在卻低於牠的票面價值。在購買生銀鑄成銀元之後，政府纔知道銀元不能在市場流通。因此政府就發行銀證券，這倒爲一般人所樂於接受。追畢德門條例 (Pittman Act) 公佈之後，許多銀證券遂自市場收回，終又鑄造銀幣；但是雖有財政部之勸誘，也無法使牠流通。所以，到了一九二五年春，銀元仍回至國庫，同時銀證券亦重復發行。

國民銀行鈔票爲美國國民銀行所發行，而以下列政府公債票作擔保：

一九三〇年（延期之後）的整理公債百分之二

一九一六——一九三六年之巴拿馬運河公債百分之二

一九一八——一九三八年之巴拿馬運河公債百分之二

國民銀行發行鈔票祇能以牠的資本總額為限。如有一國民銀行欲發行鈔票——現在並非被強迫而發行——則須購買公債票，並將其存於國庫以為擔保。這樣發行的鈔票可以等於公債票的票面價值，每年並被徵收百分之一至百分之二·五的發行稅。又每一國民銀行必須有等於發行總額百分之五的兌換基金，存儲於華盛頓國庫。

後因國民銀行鈔票欠缺伸縮性，聯邦準備條例便希望把牠們逐漸收回。財政部長梅隆 (Secretary Mellon) 之收回一九二五年的公債票，以及收回用牠們作擔保的鈔票，這種舉動，我們希望牠，不過是收回這些公債票和國民銀行鈔票運動的第一步，將來是應該把牠們全部收回的。

一八九〇年的國庫券仍有少數在美國流通着。這種國庫券是在彼邦白銀風潮那時發生的，尤其是一八九〇年薛門購銀條例 (Sherman Silver Purchase Act) 實行之結果。這種庫券可以兌換銀元或金子；一經兌換之後牠們就被收回了。

聯邦準備銀行鈔票實際與國民銀行鈔票相似，牠也是以政府公債票作擔保，並且須有百分之五的兌現基金。但是，有一點卻和國民銀行鈔票不同，就是牠的發行額並不以聯邦準備銀行的資本總額為限。牠是一種政治妥協的結果，這種政治的妥協就是認為必須通過聯邦準備條例 (Federal Reserve Act) 而成立的。幸喜牠的

發行額很少，並且均已收回；我們也希望牠將來不再發行，因為牠實在太缺乏伸縮性了。

聯邦準備鈔票是美國幣制中最重要鈔票。關於這一點現在且不必詳細說明，因為後面還要討論到牠。但是以下的陳述卻很適當：第一，牠是很穩當的，因為牠是政府和發行銀行的證券；第二，牠能維持牠的票面價格，因為牠可以兌換金子；第三，最為重要，牠是有伸縮性的，因為牠的一部份係根據商業票據而發行，而這種票據是依照工商業的變動情形而變動的。

金屬幣可以分爲二類：第一，金屬幣所包含的金屬等於牠的幣面價值；第二，金屬幣所包含的金屬少於牠的幣面價值。金幣屬於前者；其他鑄幣屬於後者。但是後者所包含的金屬價值也有增漲至幣面價值以上的時候。第二種的貨幣通常稱爲輔幣。

輔幣

輔幣 (Subsidiary money) 有若干重要的特質。此種貨幣，爲使用者之便利計，都用較本位幣價賤之金屬鑄成。這種情形，試想像在我們錢包中難得找到一角金洋，就可以知道。又輔幣是不够重量的。所以，四分之一銀元，含銀不足二角五分，半銀元，包含銀不足五角，餘類推。有了這種重量上的限制，則當輔幣所含的金屬價值上漲時，輔幣的本身亦不致被人溶化。例如，當每盎司 (Ounce) 銀值價八角時，政府將價值五角的銀鑄成半銀元，不久銀價高漲至每盎司值美金一元，於是半銀元，所含銀價高於五角；結果人民必將半銀元溶化作爲生銀塊出售。這種事

實在各國各時代均發生過。例如世界大戰期間內，菲律賓瀆有一種名叫「配所」(Peso)的銀幣，雖則牠對金的比價只值五角，但是牠所含的銀卻值七角三分。其不能避免的結果就是大量的這種鑄幣被運送到中國來出售以獲利。所以政府很聰明地限制着輔幣的重量，藉以維持牠在市面的流通。

輔幣還有兩種特質，其目的則同在於維持牠的價值。第一，輔幣如果聚集到相當的數量是可以兌換金幣的。第二，輔幣只有政府認為需要時可以鑄造。如果允許自由鑄造，結果必將有過多之供給，或竟多至使金幣亦被摒棄。限制牠們的鑄造也就是維持牠們的平價。

在美國幣制中，銀元可算是一種異樣的東西。牠是完全法償(Full legal tender)的，但依照法律牠卻不能兌換金幣。然而事實上，政府每將銀元兌換金幣，即使法律不強迫牠兌換時亦然，這卻是無可疑義的。牠又可以支付租稅，關稅樣其他美國政府的捐稅。這種支付之權，益以不能自由鑄造和人民對牠可以兌換金幣的信仰，已經足夠維持牠的金平價了。

流通貨幣與準備貨幣

貨幣又可以分為「流通貨幣」(Circulation money)與「準備貨幣」(Reserve money)二種。各國大概都有這種區別。準備貨幣之增減關係至為重大，我們應該充分地了解牠。

流通貨幣指買賣上通用的貨幣而言。於此我們即可明瞭單位較小的貨幣佔流通貨幣的大部份而單位較

表一 美國貨幣之擔保品，法償力，單位與兌現力

貨幣之種類	擔保品	法償力	單位	兌現力
聯邦準備鈔票	現金百分之四十；商業票據百分之六十。發行銀行準備金之一留置權，並包括應付之二重責任在內。美國期票。	非法幣，惟對於聯邦準備銀行或其會員銀行之一，或對於美國政府支付租稅，關稅，及其他時不在此例。	五〇〇〇〇元 五〇〇〇元	在十二聯邦準備銀行均能兌換現金或合法貨幣；在華盛頓則可以兌換現金。
聯邦準備銀行鈔票	政府公債票或債券		一五〇元	
國民銀行鈔票	政府公債及百分之五十現基金	非法幣，但除進口關稅外可用以支付各種關稅（公債除外），並兌換其他國民銀行通貨	五——〇〇元 有較大的單位	在華盛頓和國民銀行兌換合法貨幣
綠背紙幣	政府前規約：三四六、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇元或備有一五〇〇、〇〇〇、〇〇〇元之存款	完全法償，但不能用以支付公債利息與進口關稅	一〇〇〇〇〇元 〇〇〇〇元	在華盛頓兌換現金
金證券	以等於證券票面價值的現金作擔保	完全法償	一〇〇〇〇元 〇〇〇〇元	在華盛頓兌換現金
銀證券	以銀元作擔保	非法幣，但可支付一切稅捐	〇〇〇元 〇	在華盛頓兌換現金
一八九〇年之國庫券	以銀元作擔保	完全法償	〇〇〇元 〇	在華盛頓兌換現金或現金
金幣	金子本身之價值	完全法償	二·五美元以上	
銀元	美國政府之有效期票；銀字本身之價值	完全法償		依法不能兌換現金，但實際可以兌現
輔幣：五角，二角五分，一角		十元以下為法幣		滿二十金元之數即可持至庫兌換合法貨幣
小錢：五分，一分		二角五分以下為法幣		滿二十金元之數即可持至庫兌換合法貨幣

一八七九年之後綠背紙幣已能用以完納關稅

大的其使用次數反而較少。在美國一角銀幣的用途較一金元的紙幣爲多，一金元的紙幣更多於二十金元的紙幣，這是由於大宗的交易也可以用較小單位的貨幣來履行的緣故。

流通貨幣的組織和總額，隨着工商業的狀況和物價的水準，時有不同。戰時因物價昂貴，故人民必須攜帶較多的零用錢，同樣，因電車票價增高至六分或七分，人民便需要較多的辨士（Pence）又，在戰爭期內，因小型鑄幣過度的短缺，遂使商店與鐵路票房等處不得不以郵票作另星調換及找頭之用，這也是千真萬確的事實。

零用幣不能包括所有的流通資金。商人備有小額零錢，製造家設有小額零用現金。銀行家亦應設置小額零錢以備存款者零星支取之用。這種種的資金纔是構成流通資金的主要部份。

除上述流通貨幣之外，還有用作準備金的大量貨幣。準備金又可以分作銀行準備和流通準備二種。爲發行「綠背紙幣」而設置的一五〇〇〇〇〇〇〇金元的準備金就是一種典型的流通準備。英國政府爲發行流通券而設置的準備金也屬於這一種。

一國的基本銀行準備金是一國貨幣總額中最重要的部分。因此各聯邦準備銀行都爲牠們的存款保持有一定的準備金；這種存款轉又爲各會員銀行的準備金。各聯邦準備銀行的準備金大部份都是金。也就是這種金支撐了各會員銀行的信用。如果這種準備金減少到法定的限度，如殆將發現於一九一九年與一九二〇年的現象，則須設法使之增加，否則一定會得到恐慌的結果。

英格蘭銀行所保持的準備金是基本銀行準備金中最好的例子，因爲差不多全英格蘭和蘇格蘭各銀行的

準備金都是用存款或英格蘭銀行鈔票的形式保存在英格蘭銀行的。如英格蘭或蘇格蘭某銀行需要金，可以將這種鈔票送到英格蘭銀行，就可以得到牠所必需的金。(註一)其結果使英格蘭銀行的準備金成爲全國銀行系統的準備金。這個意義在一九二五年十二月最爲明顯，當時該銀行準備金大約減少了百分之二十；爲要增加這種準備金和維持金本位起見，英格蘭銀行就把貼現率 (Discount rate) 提高到五釐。

一九二九年，各國中央銀行對於維持基本銀行準備金這方面都表示非常的努力，自這一點看來就可以知道牠的重要了。當時美國股票的非常投機和通知放款 (Call-loan) 的高利率，好像磁石一樣，從銀行和其他工商企業吸收了許多資金和『流通餘款』(Liquid balance)。這種投機的瘋狂程度終至使各國中央銀行的金準備都受了嚴重的損害。在一九二九年的頭五個月，德國所損失的金子計有二五〇〇〇〇〇〇〇〇〇元，約當彼國金準備的百分之二十六，那時德國所受世界大戰的損失尙未完全恢復，他的貨幣制度也還沒有建立在穩固的基礎上呢。一九二九年六月中旬至十月一日，英格蘭銀行所損失的約爲一五〇〇〇〇〇〇〇〇元。加拿大和阿根廷也都損失了大量的金。在這時期內，這些金子雖非完全流入美國，但是很值得注意的就是自一九二九年一月一日至十月杪，美國有二五〇〇〇〇〇〇〇〇〇元以上的純金的輸入。各國遭受這種金子減損的影響是很顯著的。英格蘭銀行把她的利率提高到六釐半，一般人均認牠爲恐慌的利率；德國中央銀行的利率增加到七釐半；阿根廷則限制金出口而加拿大也有同樣的限制。當時各先進國的信用情形都非常不能令人滿意。(註二)其原因則大多由於各國欲保護他們的基本銀行準備金。

貨幣制度還有其他的分類法，例如以法償力 (Legal-tender power) 等為基礎是也。茲為使美國幣制的全部景象得以呈顯計，特於表一中說明美國各種流通貨幣的法償力，兌現準備以及其他等等事項。

(註一) 自一九三一年九月英國停止金本位後情形就不同了。

(註二) 關於各國如何維持其金準備，其富有刺激性的討論請看 James H. Rogers: *America Weighs Her Gold* (New Haven, Yale University Press, 1931), 245 pp.

第三章 複本位

上章討論典型的幣制時，曾經說過幣制中最重要東西就是基本貨幣本位。牠是「決定價值單位的某種物件」，所以又說「牠是貨幣拱門的拱心石。」(Keystone of the monetary arch) 本章研究複本位，下章專用以分析金匯兌本位 (Gold exchange standard)，而紙幣本位 (Paper standard) 則留待第五章再加討論。

在說明各種本位之先，下列聲明似屬必要。一般讀者總以為某特種本位試行既已失敗，牠就決不會再發生什麼重要的關係。其實這是不對的，因為某種本位之再被採用還是十分可能。一九一四年以前，各工業先進國早已不用紙幣本位了，但在世界大戰期間，牠又狂熱地被採用着。複本位雖已被拋棄，然亦有恢復的可能。即使假定牠決不能恢復，也必須瞭解牠的性質，因為金本位之被採用是複本位呈現缺點的結果。所以，各種本位的比較研究是很重要的。

複本位之特質

幣制中以複本位為基本貨幣的，就是以一定重量的二種金屬作為貨幣，正如“Bimetallicism”一字的含義。

然在理論上，這兩種金屬可以任意選定；但是實際上，卻以金和銀充任，因為這兩種金屬的價值變動較小，一小塊有很大的價值，比較其他金屬不易磨損，並且久已用為裝飾品的緣故。

在複本位制度之下，二種金屬均能自由鑄造。這就是說，不問人民將這一種或兩種金屬拿到造幣廠來請求鑄造的分量的多寡，政府均須負責為之鑄造。鑄造時必須依照法定的比率，例如一六比一，或其他比率均可。設其比率為一六比一，那意思是說含有十六盎司銀的銀幣和含有一盎司金的金幣有相等的兌換價值。如果政府用法律或行政的手段限制任何一種金屬的鑄造，那麼這個國家就不是真正施行複本位的國家。這種限制在美國政府用法律條文限制銀子鑄造的數量那時曾實行過。法國在一八七三年修正鑄幣律時，政府亦曾限制五法郎銀幣的鑄造。這種限制一經實行，這個國家的本位就稱為「跛行」(Limping)本位，有時更戲名之為「假足」(Peg-leg)本位。所以在健全複本位制度之下，兩種金屬必須能自由鑄造。

但是政府除允許這兩種金屬的自由和無限鑄造外，還有其他應履行的事務。這兩種金屬所鑄造的貨幣必須是完全法償(Full legal tender)的。這就是說，債權者應有一種合法的權力，可以隨意用金幣或銀幣償還其債務。有時，為避免輕囑起見，有些債務是預先聲明必須用現行的重量和成色的金元償還——這種聲明約在一八九六年時曾實行於美國，因為當時布賴安(Mr. Bryan)有被選為美國總統的可能而該國即將因此實行複本位的緣故。如果在抵押券或其他債券上並沒有這種聲明，債務者就可以任意用金幣或銀幣來償還他的債務。

複本位之論據

各學者對於複本位曾發表了許多的議論，而尤以一八九〇年時代美國基本貨幣本位問題引起了很大的爭辯時爲然。他們對於單金本位和複本位相對的優點會反覆加以辯論。其全部爭論之點最終幾完全集於物價在金本位之下是否比在複本位之下較爲穩定一事。因此，我們必須研究物價在複本位之下比在金本位之下較爲穩定這個理論。

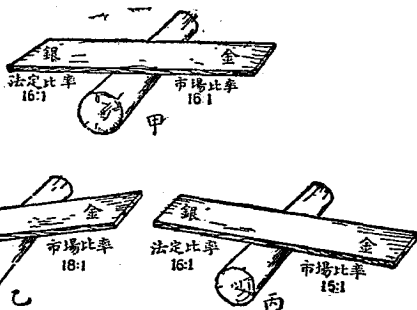
物價之穩定

提倡複本位者都以『複本位的補償作用』(Compensatory action)所獲得的價格之穩定作爲他們主要的論據。採用複本位的國家所以用十六與一爲法定比率(Mint ratio)，是因爲牠是當時的市場比率(Market ratio)的干係。在這種情形之下，金幣和銀幣二者均係自由流通，並可用以付償債務。然而這種金銀間之比率每因事故而有所變動。這種變動或係大宗白銀之發現，如一八七〇年這時代美國開採大量銀礦的情形，或係黃金之發現，如在加利福尼亞(California)和奧大利亞(Australia)的情形，或由於金本位之採用使世界銀貨供給因而增加，或係其他種種原因。但是不問由於何種原因，都是表示金銀的比率有了變動：金對銀的相對比率比較他們的法定比率或是增加或是減少。實際上，自一八六五年以後直至二十世紀，銀價已迅速地降落了。

下來。

金銀比價變動的結果，對於複本位國流通媒介的機構可以發生重大的影響。如果法定比率是十六比一，而市場比率由於種種的原因則為十八比一，這時候就可以說鑄幣廠對於銀子的估價過高。這意思就是造幣廠將十六盎斯的銀子看作與一盎斯的金子相等，而市場上則以十八盎斯的銀子看作與一盎斯的金子相等。換句話說，在造幣廠看來，十六盎斯的銀子就好像真是十八盎斯一樣。所以，有銀子的人都要將牠送到造幣廠去出售，藉以獲得二盎斯之利益，銀子所有者既都願意將他們的銀子售諸價高的市場，不久金子（這時候是估價過低的金屬）即將被逐於流通界之外——或將其輸出或用諸美術。再者，各種物價也將用估價過高的金屬來計算，這裏估價過高的金屬就是銀子，而金幣則將不復用諸現金交易和債務清償。因此不久之後市面上所流通的祇有銀幣一種。結果，這個國家理論上雖是金本位，實際上卻是銀本位了。

金子雖被摒棄，然不久仍將自行復元。當牠被逐於流通界時，牠的供給勢必增加，因此市場上的金子便立見豐富。金子的供給增加，牠對銀子的比價就降低了。於是需要較多的金子方能兌換同量的銀子。易言之，較少的銀



圖二 複本位之補償作用

子就能兌換同量的金子。其情形恰如鐘擺之回復然。牠可以回復，並且已經回復到和前述情形相反的地步了。這就是說，許多的金子可以被逐出流通界直至銀與金的市場比率由十八比一變到十五比一，而法定比率還是照舊——十六比一時為止。那末以後將有些什麼發生呢？

兩種金屬有一種被逐出流通界的進程還是繼續着，而其情形則較前大異：現在是估價過低的銀子被逐出流通界，而估價過高的金子則回到流通界。在這種情形之下，銀子常常流往印度，而由當地的土人把牠窖藏起來，或用作裝飾品。印度既有很多的貴金屬流入，遂致被稱為「金銀之尾閘」(Sink-hole for gold and silver)。於是金子成爲唯一的流通媒介。物價的決定和商品的支付均用金幣。這種金子的回復，使物價不至上漲過高（否則必益形上漲），正如邊際以下的銅鑛 (Submarginal mines) 之存在使銅價不至更形高漲的情形一樣。這種作用——一種金屬先被摒棄，繼之另一種金屬再被摒棄——就叫做「複本位的補償作用」。

我們可以把這種作用比諸「蹺跳戲」(Seesaw)。牠的設置是用厚二英寸長十六英尺的木板放在直徑四十英寸的圓木上面。金與銀則各佔木板的一端。當金銀二種金屬之市場比率與法定比率相等時，金銀二幣即可同時流通；木板也就維持着平衡的局面，正如圖二甲所示的一樣。

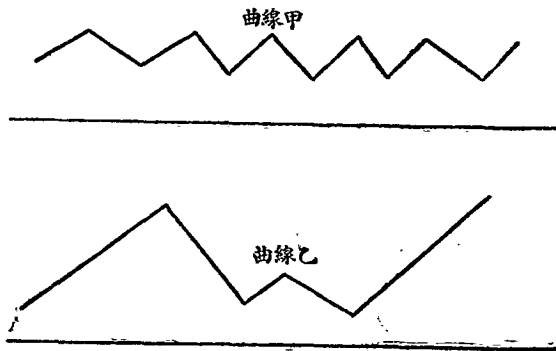
一旦這種平衡被擾亂了，市場上要有十八盎斯的銀子方能等於一盎斯的金，這種情形就可圖二乙來表示牠。這裏市場比率已變爲十八比一，致令金端之木板向上而銀端往下。於是黃金被逐，只有白銀仍舊流通。但是，一旦金銀的市場比率變動到比法定比率還小，則銀子將被逐於市場，正如圖二丙中所表示的情形一樣，金端

的木板遂向下降落。此種作用或竟往復而無已時。

這種複本位的補償作用其結果可以使物價發生許多次的小變動。這裏物價所以不致過於高漲者係由於補償作用能使二種金屬之一回復到流通界的緣故。因此提倡複本位者說：在金本位制度下，物價水準變動的次數雖然較少，但是程度較大。二者變動之不同，可用圖三中曲線甲和曲線乙之不同為代表。曲線甲，有如鋸齒，代表許多次數的物價的小變動；這種情形將發生於複本位制度之下。曲線乙代表次數很少的物價的大變動；這種情形將發生於金本位制度之下。

一八五〇年以後的法國貨幣的經歷常被主張複本位者引為這種本位的補償作用和物價趨向於較為穩定的具體的舉例。自一八二五年以後，法國每當銀對金的比價上升的時候，就有現銀輸出與現金輸入的情形。同樣，當銀對金的比價下降的時候，流通界就有吸收白銀與摒棄黃金的情形。法國的銀價低於其一五·五比一的法定比率者約有三十年之久（一八二〇——一八五〇），這時期的法國就是一方面吸收白銀，一方面摒棄黃金的。

一八五〇年之後形勢轉變了。加利福尼亞與奧大利亞都發現了大



圖三 金本位與複本位制度下之物價漲落情形

量的黃金、金銀的市場比率因以改變，致低於法國的法定比率。其無可避免的結果就是：黃金流入法國，因為法國是售賣黃金最獲利的市場。當時輸入的金子約有六〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元而白銀卻被排擠。這種白銀的輸出有阻止金銀比率變大的趨勢，也有阻止銀對金的比價下降的趨勢。誠然，法國的物價稍見上升。但是上升的程度不高，正因為有複本位之存在啊。

複本位「必須」採用之理論

從前提倡複本位者之另一理論是根據於當時情勢之「必需」這是在一七九二年美國採用複本位時密爾頓 (Hamilton) 所主張的。其理由如下：有些國家實在過於貧乏，不能採用金本位制，因為他們不能把大部份的勞力和資本費諸開採金礦和鑄造金貨之用。並且，照他的主張，在當時實在沒有這多金子足夠行使。因此最好是實行複本位制，則通用之貨幣既不致缺乏，且又可以節省一部份勞力和資本（尤其是資本）以供其他用途。

這個理論在當日頗有相當的力量，因為一七八九年正是美國從事於巨大的政治的試驗的時候。國家貧困，資本缺乏，人口稀少。工商業還未達到高度的發展。而且，採用複本位似乎是很合邏輯的，因為當時各國幾乎均採用這種本位；同時美國不能在政治嘗試之外，再加上一種經濟的嘗試呀。從各方面設想，毫無疑義地，當然最好是採用複本位。

然而，這種理論到現在已經沒有什麼力量了。因為一個國家縱使沒有充分的黃金之供給，只要他願意總可以用代價去取得牠。而且，大量黃金的取得在現在也並非必需，因為信用制度的特別發展與金匯兌本位之被採用，黃金的用途已日趨節省了。

反對複本位之理論

前數節中已將反對複本位之理論間接予以說明。即：一國不能單獨維持金銀的法定比率與市場比率相等。二者間遲早必發生差異，因為造幣廠公開了銀子的自由鑄造，遂構成此種金屬之無限制的需求，結果金銀二者間的固定價值即不能維持。誠然此種對白銀的無限制的要求對於銀價和一般物價水準，有如驚人的「火熱吸散機」(Absorber)的作用（意指複本位之補償作用——譯者）但是人民對於黃金逐漸的愛好，其趨向有如水勢之難於遏止。結果，因為這種市場比率與法定比率間的差異，一個國家在法律上雖然是複本位，實際上卻按當時之情形或為金本位或為銀本位。那末為什麼不直率地承認這種情形而用法律來規定一種「單本位」(Single standard)呢？再就事實言，英國實行單金本位約已五世紀，且自一八六〇年以後，金價的變動已較銀價為小，為什麼不承認用金來作本位呢？

更進一步，有幾位反對複本位的理論者認為價格的變動在複本位之下比較在金本位之下為大。他們這樣說：就價格的變動是由於貨幣供給量的變遷而言，我們必須明瞭，在一特定時期內，兩種金屬供給的比例的增加

是大於一種金屬供給的比例的增加。因為前者的供給有二種來源——金與銀。換言之，假定一國的貨幣總額以一〇〇爲代表，每年金銀二者增加出產的總額爲二十，或貨幣總額的五分之一，物價的水準就有很大的變動；又假定貨幣總額只有金一種，亦以一〇〇爲代表，每年的增加額爲一〇，或十分之一，物價水準的變動就比較小。

金本位的主張者又拿實際的情形來辯護這個理論。他們認爲世界黃金之蘊藏，大多數已被開採，且自世界大部份的土地爲西方科學文明所統治後，開採的也就更多。因此我們很少或沒有理由設想將來還有什麼大金屬之發現。所以，此後年代愈久，世界黃金供給之比例的增加將愈小；並且這種比例的增加每年有減少的趨勢，因爲世界黃金每年增加的總額也是減少的。

現在我們可將上面的探討作一結論：主張複本位的人說，物價的變動在複本位之下比較在金本位之下爲小，因爲真正的複本位，由於金銀二種金屬之補償作用，對於物價水準，其作用有如驚人的「火熱吸散機」。而金本位的主張者說，無論何種複本位都不過是名義上的存在，所以最好是承認單本位的存在，而以單金本位最爲適宜。

白銀之被棄

主張金本位者終獲勝利。黃金已成爲貨幣之王。白銀已降爲輔幣的地位。這種熱誠地開始於十九世紀最後二十五年的運動，也可以說是該世紀中最大的通貨運動。誠然英國自暫時放棄金本位之後，於一八二一年做了

恢復本位國家的先導，並且他這種舉動對於其他國家也有很深刻的影響。然當十九世紀最後二十五年中，卻是由於這種舉動引起了世界各國對白銀的摒棄。這是很重要的事實，所以有敘述牠的發展之必要。

白銀之被棄一部份由於銀價之下降；銀價之下降則由於生產之增加與需要之減少，需要之所以減少則因為各國多不用白銀作主幣的緣故。到了一八七三年銀與金之比率約為一六比一，較諸其前數年的一五·五比一已略有差異。表二說明由一八六〇至一九〇〇年間每五年之銀價以及銀與金之市場比率。

由於銀價跌落之結果，金子即開始離開法蘭西海岸，且幾窮其儲藏額。這時候人民自然把金子看做非常可愛的金屬，法蘭西銀行 (Bank of France) 五法郎銀幣之停積就是一個明證。結果法國認為這種金子的流出是很有損害的，故於一八七三年把白銀降作輔幣的金屬，同時限制五法郎銀幣的鑄造。這就是真正復本位的消滅。

表二 白銀與黃金之市場比率與白銀價格一八六〇——一九〇〇

年	代	比	率	銀	價	(倫敦)
一八六〇			一五·二九比一			一·三五二元
一八六五			一五·四四比一			一·三三八
一八七〇			一五·五七比一			一·三二八
一八七五			一八·六四比一			一·二四二

一八八〇	一八〇五比一	一・一四五
一八八五	一九〇四比一	一〇六五
一八九〇	一九七五比一	一〇四六
一八九五	三二・六〇比一	〇六五四
一九〇〇	三四・六八比一	〇六二〇

來源 Statistical Abstract of the United States 1921, p. 619.

在前此若干年時，德國即已採用了金本位。普法戰爭之後，她由法國獲得巨額的賠款，這對於她採用金本位很有幫助。她之所以主張實行金本位，因為她相信在複本位制度之下，由於國外匯兌率之比較不穩定，她的國外貿易和商業必將蒙受損失。除從法國收受大宗貨幣之外，德國還購買了大量的金子，藉以加強金子的地位。那三個『斯干的那維亞國家』（Scandinavian countries）不久也援例德國用，『一八七三年斯干的那維亞同盟』（Scandinavian Union of 1873）的名義採用了金本位。荷蘭不久也隨之採用。美國則於一八七九年恢復金幣的支付，但直到一九〇〇年方纔脫離複本位。奧地利·匈牙利（Austria-Hungary），因為與意大利戰爭慘遭敗績，迫不得已採用紙幣本位，直到一八九二年始從事金匯兌本位（Gold exchange standard）之準備。為實行金匯兌本位起見，當時她就搜集了大量的金子與金國的國外匯票。一八九二年俄國亦由紙幣本位改為金匯兌本位。這兩個採用金匯兌本位的國家，在國外匯兌市場上都能保持她們新幣的價值使與紙幣的金價相切。

合。這兩個國家如果願意恢復復本位都是可能的，但是她們都寧願轉到金本位。印度於一八九三年停止銀幣的自由鑄造，而日本這個東方先進工業國家也於一八九七年採用了金本位，那時在日本從事國外貿易者蓋早已由其金銀的法定比率中獲得甚多的利益，自身且已由不仁而變為富足。

自各國採用金本位後，物價水準因以劃一，而國外匯兌率之變動亦漸趨微末。這種現象又幫助了廣大的複雜而錯綜的現代工業制度之成長。這種工業制度的組織和進行是以基於金本位而發生的各種物價為基礎的。

拉丁貨幣同盟

國際複本位 (International bimetalism) 曾為一般人所擁護，謂其為救濟復本位各種困難的萬應藥。他們這樣說：如果世界各先進國能公共議定關於金銀的法定比率，這些國家一定有權力維持市場比率與法定比率之一致，因為她們是這種貴金屬的最大購買者。為使上述的主張實現起見，已經舉行過好幾次國際會議，而先進國也都有代表出席。這種會議於一八七八年曾舉行於巴黎，一八九二年曾舉行於布魯塞爾 (Brussels)。當時美國也派有代表出席，不過美國代表主要在於作政治的活動，藉以獲得白銀的利益。英國則始終反對各國希望實現國際複本位制度之任何協議。並且就上述幾次會議的記錄看來，有些較小的國家不贊成這種制度，也似乎是很明顯的事實。

一八六五年國際複本位得到近似的成功，即於是年法意瑞比四國成立了『拉丁貨幣同盟』 (Latin

Monetary Union) 這個同盟的會員國即將她們複本位制的法定比率規定爲一五·五比一。這一次會議法國似乎是主要的動議者，並且她能將她的意見影響其他欲採用金本位的國家。無論如何，上述法定比率的複本位總算是被採用了；各同盟國通貨的單位也變爲完全相同。因此法、比、瑞三國的法郎和意大利的里拉(Lira)對於美金的金平價都定於一九·三分(Cents)。這樣既能使各同盟國間的國際貿易帳款易於計算，並且一國的貨幣在其他同盟國也能通用。

到了一八六六年同盟國就遭遇到第一次的困難。這時候因爲政治、工業和財政的聯續的事故，致使意大利損失了大量的硬幣，不得已而發行不兌換紙幣。這種紙幣的價值不久即行大落。發行這種紙幣的直接原因就是意大利和奧地利的戰爭。和常例一樣，這種紙幣遂驅逐硬幣於流通界之外；硬幣則流入其他同盟國，而這種硬幣依照同盟國的協議是有法價力的。這種意大利的困難終於引起了兩種結果：

第一，牠使其他同盟國的通貨過多，致引起各同盟國對協議規定之不滿，因此削弱了同盟國的團結力。

第二，牠使意大利在各同盟國間的地位格外重要，因爲如果意大利不能克制這種危機，則不能將她的紙幣兌現，並且不能顧及她流通於各同盟國間的貨幣。

另一國際貨幣會議是在一八六七年舉行的。牠對於「拉丁同盟」的影響非常重大，因爲各國除荷蘭外均投票表示金本位勝於複本位。雖然這種投票不過是各國代表表示對於這兩種本位孰爲優劣的意見，而並非約束各同盟國必須採用金本位；但是牠的重要卻在於預示了各國趨向於將採用金本位這個事實。實際上，法國是

希望其他國家加入拉了同盟，或同意於某種復本位制度的，結果希臘終於加入這個同盟，但是她的加入使同盟的力量不但莫有增強，卻反而削弱了。

其時銀價正日趨下落，銀幣亦日漸驅逐金幣於流通界之外。至一八七〇年普法戰爭爆發時，法國幾已預備採用金本位了。但在戰爭結束後法國卻發行了不兌換紙幣，不過這種發行處置得非常巧妙，所以價值跌落極微。這時候她的貨幣問題就在於整理這些紙幣，因此她沒有時間考慮到金本位的採用。

銀價仍繼續下降着，這時各同盟國就有改良幣制之必要。不必檢視當時所發生的一切情事，祇看法國首先限制五法郎銀幣的鑄造，這就足夠令人注意了。其限制的數量後來再為降低。比國也採用了限制白銀自由鑄造的法律。瑞士則請求各同盟國開會，一八七四年的會議就是她請求的結果。由這個會議她們得到一個限制鑄造五法郎銀幣的協議。後來，直到一八七八年，這種銀幣的鑄造方纔停止。這種情形距離金本位的採用其間不過一步之差而已。

最近白銀之地位

一九三〇年與一九三一年世界商品價格與有價證券價格之一致劇烈的下降，與因此而發生的有些國家不能付還賠款和公債的事實，造成了一種非常的局勢。當時由於銀價的慘落，物價之下降，世界人口幾有一半受到嚴重的影響。考最近銀價之跌落係開始於一九二五年，以後更以加速度的步調繼續前進，致使白銀自一九二

八年每純盎斯值美金六〇·六分的高價跌到一九三一年正月每純盎斯僅值美金二五·七分，這實在是一個空前的新低價。其結果，中國、墨西哥和印度都受了嚴重的影響；因為中國除關稅外是以白銀為交易媒介的；墨西哥近年已取消金本位，而將其通貨建立於變相的銀本位的基礎上；印度有許多窖藏的財富以及她的現行通貨都是銀子或銀幣的形式。如果這幾國的貿易全係國內貿易，這種銀價的跌落就沒有多大的影響。但是印度、中國和墨西哥都有進口和出口；則銀價跌落無異使這幾國的進口商兌換金元或金鎊時必須付出更多的銀幣；同時這種金元或金鎊價格的高漲又使他們從金本位國家輸入貨物時必須花費更多的代價。事實上，銀價之跌落已經減少英國毛織物對於若干用銀國的輸出。約言之，銀本位的國家，第一遭受物價低落的損失，第二遭受幣價低落的損失。因此她們所受的損失是雙重的。

還有幾種同樣普通的力量也足以引起銀價的下落，這種跌落的銀價曾發生於十九世紀的晚年。第一是新開採的白銀，其供給增加。計在一九二〇年時牠的數目約為一七三、〇〇〇、〇〇〇盎斯，一九三〇年就增加到二六一、〇〇〇、〇〇〇盎斯。同時普通白銀的供給也有增加，其原因則由於好幾國銀幣的貶價，歐洲銀幣之廢棄，以及印度政府之出賣白銀等。從這三個來源的白銀供給總額在一九二〇年約為一八、〇〇〇、〇〇〇盎斯，一九三〇年就增加到七一五、〇〇〇、〇〇〇盎斯；後面這個數目並且包括印度支那（Indo-China）政府所出售的巨額白銀在內，因為她在一九二九年已決定採用金匯兌本位，所以不需要那麼多的白銀了。白銀供給既有巨額之增加，同時因為有好幾國停止鑄造銀幣致使其需要減少，結果牠的價格遂因以低落。

這種銀價之低落自然會影響到美國銀礦礦工和礦主的利益。爲要補救這種事業的蕭條起見，因此他們便用種種提議藉謀恢復本位。第一個提議是召集一個國際會議，希望國際復本位之建立。這種計劃不僅得到美國各界人士的贊助，即世界其他各國也都有贊成的。他們都認爲採用這種提議即可穩定銀價，增加流通媒介與銀行有限準備金的金屬，提高物價，並能使債務者易於清償他的債款。而且牠的被採用一定還可以增加中國人和印度人的購買力，因此可以刺激國際貿易。直到現在一九三二年這個提議雖還未跳出學者討論的階段之外，但是毫無疑義的，如果世界各先進國都採用這個提議，對於實際上必大有補助。不幸大多數國家都忙於別種問題，所以這個計劃很少有被採用的可能。第二個提議是穩定銀價，但並非實行復本位制使金銀有一定的比價，而在使各先進國停止廢棄銀幣，並且恢復一九一四年以前牠在幣制中所佔的地位。他們還主張有銀子出售的國家應該協議停止再行出售，庶使銀價能更直接地適合於供求的關係。第三個提議是要美國將應得賠款之一部份用白銀來承受。第四個提議是要各先進國協議不在某種價格之下出售白銀。這種最後的提議還需要各國當銀價在前列某種價格之下時，也須爲造幣的目的而購買白銀。現在不必將上述各種提議詳細爲之分析。這樣指明一句或者就夠了：無論上面那個提議都需要幾國政府的合作。而這一層證諸過去的經驗是不易達到的。

第四章 金匯兌本位

在十九世紀最後二十五年舉世拋棄白銀並劇烈爭取黃金之情形下，如果不採取我們所知道的金匯兌本位（一名虛金本位 Gold exchange standard）的方法，把銀本位聯繫於金幣，則銀價勢必更形下落。金匯兌本位准許本地通貨（如銀幣或紙幣）在國內流通，而將金子或金匯票專供國外交易之用。這種方法特別適宜於東方各國，因為她們的人民自古以來就習慣於使用銀幣；這種方法也適宜於使用紙幣的國家，因為她承認紙幣可用於內地交易，惟須將此種紙幣的價值聯繫於金幣。其聯繫的方法就是將金幣與紙幣定一固定的比率，而將黃金專供國外匯兌之用。

金匯兌本位之發展

這個本位理論上的優點是李嘉圖 (Ricardo) 在『金銀的辨論』 (Bullion Controversy) 振動了大英帝國；那時首先提出的而在十八世紀後半期，一種變相的金匯兌本位即在愛丁堡 (Edinburgh) 和倫敦之間施行着以控制國外匯兌了。荷蘭似乎是首先採用這個本位的國家。當一八七七年時，她已實行將她的銀幣與紙幣維持於一定的金平價，其所用的方法係以銀幣或紙幣的名義，按一定的比率，賣出國外匯票。荷蘭這種計劃雖

會遭受許多挫折，結果還是進行得很順利。隨後俄國於一八九二年也採行金匯兌本位，而由政府規定以每盧布值二·二〇馬克的比率賣出匯票於柏林，買進的價格則每一盧布值二·一八馬克。奧地利、匈牙利亦於同年實行此種本位。但是直到一八九三年英屬印度開始採用時，這種方案纔得到一個邏輯的結論。菲律賓羣島的實行這種本位則由於一九〇三年通過兩種法案的結果。這種本位也曾經提議用以解決中國幣制的困難，但因缺少強有力的中央政府以致未能實現。

本章敘述的程序首先為銀本位國所體驗到的貨幣的困難，次為金匯兌本位之要義，次為此種本位之運用，最後則為此種本位之優點與缺點。在檢討本章時我們務須記憶着這件事，即所有關於銀本位國家的討論，同樣適用於不兌換紙幣本位的國家。這就是說，銀本位國所體驗到的貨幣上的困難和不兌換紙幣本位國所感受到的困難是一樣的。同時金匯兌本位適用於紙幣本位國和適用於銀本位國也是一樣的。智利採用紙幣本位約有半世紀之後，已於一九二五年在甘末爾教授 (Professor Kammorer) 能幹的指導之下採用了金匯兌本位。甘教授又極力促使哥倫比亞 (Columbia) 也實行這種方案。

銀本位國家之困難

當一國採用銀本位而其他各國則採用金本位時，其最大底困難就是國外匯兌率的變動。用金國對用銀國的國外匯兌率是按照生銀的價格而變動的。如果銀價高，則用金國對於用銀國的匯兌率亦高，因為這時就需用

較多的金去購買銀本位國的銀幣中所包含的一定分量的銀；反之，如果銀價低，則用金國對於用銀國的匯兌率亦低，因為這時用較少的金子就可以購得一定分量的銀。我們最當注意的就是，金本位國對銀本位國的匯兌率是把銀看作一種生金屬的匯兌率。銀雖然已經鑄成貨幣，但是牠在國際匯兌市場上對於銀本身的價值並無絲毫影響。所以金本位國與銀本位國之間的這種匯兌率的變動，祇是使工商業家在負擔各種危險之外再增加一種額外的危險而已。這種危險，就牠的性質而言，是工商業家不能預為推測的。

茲試舉兩個具體的例子，一個表示出口一個表示進口的交易，或者可以說明金本位國與銀本位國間的匯兌上的困難。假定在一八九三年以前倫敦英國出口公司與孟買（Bombay）印度進口公司訂立合同，對該公司運送價值一〇〇〇〇盧比（Rupee）的棉貨。這裏盧比就是英屬印度的銀幣單位。出口公司在輸出棉貨時，即向進口公司開出匯票，並將匯票賣予自己往來的銀行。但是一〇〇〇〇盧比能值多少英幣呢？這是不能預為計算的，因為盧比的價值係隨銀價而變動；並且這種變動有幾年竟高至百分之三十。不過出口公司在貨物運出之前即已訂立合同，且照當時的匯兌率計算，這宗交易是可以得到一筆相當的贏利的。如果日後盧比的匯兌率和公司同訂立時一樣，牠確實可以獲得一筆相當的贏利；如果銀價低落，致使印度匯兌率下降，那麼，他不但不能獲利，且將遭受很大的損失；可是，如果印度匯兌率較訂立合同時為高，則出口公司在相當贏利之外還可以因匯價之變動而得到一筆意外的贏利。總之，事實是這樣，如果銀子的匯價不聯繫於金價，在上例中就要增加一種額外的危險，而這種危險又決不是商人所能善自臆度的。

現在我們再研究匯兌率變動對於馬尼刺 (Manila) 進口商的影響。假定一九〇〇年一月一日，他向紐約的美國出口商定購六〇〇〇碼的棉布，每碼價值美金二角，而當時馬尼刺對美的匯兌率則為四〇，即一配所 (Peso 銀幣名) 等於美金四角。同時他約定以每碼值〇·六配所之價將這種棉布賣於各批發商，言明在九十天內交貨。這筆交易的毛利應為六〇〇配所。如果我們假定電費、運費和保險費等共為二〇〇配所，則進口商應得四〇〇配所的純利。這個數目，照當時的匯兌率計算，恰為一、六〇〇金元。今貨物已按時運到，進口商即將其交付於各批發商，一面並收進當地的貨幣——銀配所。恰巧這時候銀價低落，致使配所對金的比價降為美金三角。但是依照合同的條件，進口商是必須以金元支付出口商的，所以他不得不用較多的配所去向銀行換取一二〇〇〇金元，換句話說，他必須用四〇〇〇配所纔能購得一二〇〇〇金元的匯票，至於他出賣棉布之所得卻祇有三六〇〇〇配所。因為這種匯兌率的下降，結果遂使他所希望的四〇〇〇配所的純利一變而為六〇〇〇配所的純損失了。

如果在他購買一二〇〇〇金元匯票的時候，匯兌率已經提高到四角五分，那情形又不同了。進口商只須用二六、六六七配所就可以購得匯票，因此他可以獲得九、三三三配所的純利，不致像匯價下降至美金三角時，遭受六〇〇〇配所的純損失；也不致像匯價仍為美金四角時，祇能獲得他所預期的四〇〇〇配所的贏利。

匯兌率變動的結果，致令盈餘之有無須視銀價之高低為轉移。這對於金銀二種本位國家的進出口商均增加了一種額外的負擔。這種額外負擔有能轉嫁於消費者者，亦有不能者。惟無論如何，凡與銀本位國有交易之企業

組織總是計劃着怎樣由某種價格買進而由另一種價格賣出藉以獲取贏利。他們又都不願因為銀價的變動而得到額外的盈餘或損失。誠然這種危險可以用買進或賣出期貨 (Buying and selling futures) 的辦法來消除他，但是代理這種買賣的經紀人是必須支付費用的。

如果銀本位國是一個附屬國，則所受匯價變動的損失尤其煩重（如英屬印度與菲律賓羣島），因為這些附屬國常有公家負擔必須支付的緣故。例如，就英屬印度而論，兵士和海員是支付金鎊的，就菲律賓羣島而論，在美國佔領期間兵士和海員是支付美金的。支付這種負擔的貨幣至少有一部分係取諸本地的人民，而他們完納租稅則都用本地的貨幣（盧比或配所）。如果銀價下降，如一八六五年以後的情形一樣，他們就必須收集較多的銀盧比或銀配所去應付一定分量的金幣負擔。又在印度尚有其他的公家負擔——債務支付，恩給金，與由英國派來的民政官的薪俸。這些用金鎊支付的負擔，必須從當地人民徵收銀盧比。所以，當銀價下落時，印度人民的額外負擔也因之增加。

現在我們可以把銀本位國家所遭受的困難作一總結如下：自一八六五年銀價下降之後，金本位國與銀本國間的國外貿易就增加了一筆額外的負擔。其原因則在於匯價的變動。那些必須支付公家負擔的附屬國，用本地貨幣完納租稅的負擔也加重了，因為本地貨幣必須變換金幣方能支付。所以這些國家當前的貨幣問題就是怎樣免除匯兌率的變動。

困難之可能的解決方案

可以解決這種困難的方案之一就是實行完全的無限制的金本位 (Gold standard)。但是有許多理由可以證明這並非聰明的辦法。牠會擾亂一國幣制的原有形態。一種新貨幣本位之採用，最好能將工商業習慣的更動減少至最低之限度，因為這種更動在許多先進國均感受若干困難，而在習慣很深的國家所感受之困難尤多。再者，採用金本位後，遲早有感受黃金缺乏之可能，因為這些國家的人民必將其窖藏於地，或作裝飾之用。例如在印度，我們就可以見到一種怪現象：就是這個比較貧窮的國家有許多金銀匠都拿金銀來製成裝飾品。這種金貨缺乏的事實在菲律賓也曾有過，在一九〇三年時，菲律賓海陸軍當局曾付出一〇、〇〇〇、〇〇〇金元以上金子，因此該地所餘即已不多。其剩餘的大部分又被輸出，窖藏，或鑄作裝飾品，而黃金也就顯得格外缺乏。抑尤有進者，在物價水準與生活程度都很低下的國家，採用完全的金本位未免太不經濟。因為這些理由——原有經濟情形的更動，金幣或然的缺少，與生活標準之過低——遂使完全的和無限制的金本位在實際上不能採用。

如欲解決這種困難最好保留舊有的銀幣使其用於國內交易，而將其價值與黃金相聯繫。這個方案就是將黃金或金匯票專供國際貿易與國際匯兌之用，俾由此可以免除國外匯價變動的影響。同時國內工商業也可以很少或完全不受其騷擾。

金匯兌本位之要義

金匯兌本位第一個條件就是直接或間接設置一定數量的金做牠的基本貨幣本位。在菲律賓羣島牠只是一種理論上的金塊，成色九成，重量一一·九格令（Grains）；而在英屬印度卻是一種重七·五三格令的金塊。這種基本貨幣本位普通都是間接設置的，就是，先將金準備存儲於母國或其他用金國，需用時則由政府賣出金匯票，人民或則用若干單位的本地貨幣購買一單位的母國貨幣，如在印度和菲律賓就是這樣；或則用若干單位的本國貨幣購買若干單位的被存放金準備國家的貨幣，如一八九二年俄國採用這種本位時就是這樣。但是我們必須明瞭，代表這種理論金單位的實際貨幣是未曾鑄造的。牠祇是理論金單位而已，如同日本的金元（Gold-yen）一樣。

第二，須用各種方法將本地貨幣的價值聯繫於這種理論金單位。英屬印度所用的方法就是停止銀子的自由鑄造藉以維持流通銀幣的金平價（Gold parity）。這種原理應用在這裏和應用在輔幣的鑄造是完全一樣的——限制牠的數量就可以維持牠的金平價。如果銀子繼續無限制自由鑄造，結果用金價計算的銀幣價值必須下降，這種情形必又將破壞國外匯兌率。因此，私人白銀請求鑄造是必須停止的。

第三，在採用金匯兌本位國家的金融中心，與其母國的或與其有商業關係的國家的金融中心都必須存儲金基金。這種金基金可用發行債票取得賣得金的方法以獲取之，然後將其一部分存於母國金融中心，一部分存

於本國。所以，印度政府在倫敦存有一部分金基金，在印度也存有一部分。

第四，根據這些金準備賣出金匯票的匯兌率必須較運送現金的費用為低，否則這種制度必告失敗。換句話說，這種匯兌率必須低到使進口商在支付國外債務時都願意到指定銀行或國庫部（依照各國的情形而定）購買母國金融中心——就菲律賓說就是紐約，就英屬印度說就是倫敦——的金匯票。如果將本地貨幣兌換現金，輸出較為便宜，則本國金準備必被盡量兌取，而銀幣與金價的聯繫亦將破壞無遺了。

再者，購買金匯票的本地貨幣應該收藏，不使再行流通，這是很必需的。經濟學上有一個很著名的原理，就是當匯兌率達到現金輸出點（Gold export point）時，通貨過多，金子勢將流出國外，因此構成了通貨空虛的現象。同樣，當國際貿易非常順調的時候（原文 Unfavorable balance 係 Favorable balance 之誤——譯者）外匯率達到現金輸入點（Gold import point），金子即有流向金本位國的趨勢。在這種原則之下，通貨是自動地膨脹或收縮着。而在採用金匯兌本位的國家，由於從流通界收回賣出國外匯票的本地貨幣，或將本地貨幣兌換國外匯票，通貨同樣是自動地膨脹或收縮着。這樣就可以免除現金的輸送。

因此，金匯兌本位應具的條件是：第一，停止銀子的自由鑄造；第二，在國內或國外或內外兩方面設置金準備，並根據此種金準備用低於現金輸入成本或現金輸出成本之下的匯兌率賣出金匯票；最後，當金匯票賣出或兌付之後，本地貨幣因以減少或增加。

此種制度在菲律賓之實際運用，與一八九二年在奧地利·匈牙利所採行的正是兩個模範的例子。前者表

示此制度在獨立國與附屬國之間的運用，後者則說明獨立國採用之情形。

金匯兌本位之運用

現在讓我們把本章開頭所講的菲律賓進口商的例子再來應用一下。菲律賓進口商會向美國出口商購進棉布六〇〇〇碼，每碼價值美金二角。後來他又以每碼〇·六配所之價格將棉布售出。他怎樣支付美國出口商的布價呢？很簡單地他祇須將本地貨幣（配所）持至適當的銀行購買紐約金匯票就可以了。其匯兌率大約都是二配所折合美金一元。這個比率是決不會有很大的漲落的。匯票賣出之後，政府就把通貨收存。進口商即取得他的贏利。現在他所預期的贏利不致再有變成損失的危險，因為配所之價值已聯繫於金子了。他就無須再害怕國外匯兌率之激烈的變動。

如果我們再考慮紐約方面的情形，結果也是一樣。一個大蘇的進口商須付大蘇生產者五〇〇〇配所。這個數目需要多少美金呢？他知道匯兌率的變動是很小的，因此，他能精確計算成本之多寡。他並以二配所等於美金一元或與此相差無幾的匯兌率購買配所匯票寄給大蘇生產者。大蘇生產者再把牠送到適當的銀行去兌取與美金相等的配所的數目。他就可以將這種配所在本地使用了。

我們應該注意：在上述二種事例中——出口商之事例與進口商之事例——交易的結果均無須實際運送現金。我們又當注意：本地貨幣之國外匯價，其變動極微。因此進口商與出口商都能計劃他們的商業行為，無須顧

慮匯價的變動。

現在我們再看獨立國的金匯兌本位究竟怎樣運用。本章早就說到荷蘭於一八七七年曾採用這種方案，俄國與奧地利、匈牙利則於一八九二年採行。歐戰後其他國家亦有採取此種本位，並已見諸實行者。

此種方案之要義爲保存若干金準備。該金準備中固有一部份爲現金，一部份則爲用金國之國外金匯票或爲儲存於國外銀行之金準備或更兼此二者而有之。上述各種金準備係用作發行鈔票之擔保與各國中央銀行之存款。如果各國中央銀行將全部現金準備藏諸金庫，這種辦法未免太不經濟，因爲金子完全變成不生利的資產了。並且歐戰後各國都很貧乏，這種辦法的不經濟就更甚一層。所以把若干金子藏諸中央銀行的金庫——實際的數量隨環境而異——若干金本位國的國外金匯票與若干金準備存諸國外銀行生息，這樣呆存資產的數量就可以大大地減少了。供給金子或金匯票以作國外匯兌之用，其匯價之賤須等於（或較低於）購買真金運出國外。這樣中央銀行方纔能保持貨幣單位的金平價（Gold Parity），減少現金輸出，並稍獲贏餘。

奧地利的『克隆』（Crown 銀幣名——譯者）用這種方法保持了七〇〇〇〇等於美金一元的價值。事實上，有一長時期克隆的價值在國際貨幣市場上是這樣地穩定，致被稱爲“Alpine dollar”。

研究各金匯兌本位國中央銀行的鈔票與存款的準備金，百分之幾爲真正的金子，百分之幾爲國外匯票或國外銀行存款，到是一個有趣味的問題。一九二五年十月，匈牙利中央銀行的鈔票與存款負債共爲七、七六九、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇克隆。這筆負債的準備計有七、三八〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇克隆的金子與二、五三一、〇〇〇、〇〇〇

〇〇〇〇〇〇克隆的國外匯票。這裏國外匯票佔鈔票與存款的全部準備之百分之七十七，而藏諸中央銀行金庫真正的金子僅佔此種負債全部準備的百分之二十三。在同一時期內，奧地利中央銀行鈔票與存款的總額爲八八三〇〇〇〇〇〇〇，希令 (Schilling)，其準備金計有藏於中央銀行金庫的黃金一五〇〇〇〇〇〇〇〇希令與國外匯票五〇四〇〇〇〇〇〇〇〇希令。換句話說，國外匯票佔鈔票與存款的全部準備之百分之九十五，而真正金子卻只佔百分之五。

德國銀行條例強制新國家銀行 (New Reichsbank) 發行鈔票至少須有百分之四十的準備金。但是在這百分之四十的數目中，至少須有百分之七十五的現金藏諸國內自己銀行的金庫或存放於國外；其餘的數目則可用國外匯票充任之。對於存款準備金，其限制到並不很嚴，這種準備比率至少須佔全部存款百分之四十（總代理店的存款除外），但是這種準備卻可以任何種類的資產充任。

自上述各國中央銀行所採取之方案中，吾人可得一要義如下：中央銀行必須作買賣外匯之預備，其匯率之高低應足以阻止現金之流出；爲達到此目的起見，故必須儲存金準備於國外；最後，這種本位最適合於不能採用完全底、無限制底金本位的國家。

金匯兌本位之優點與缺點

金匯兌本位最重要之優點就在能減少或消除銀本位與完全金本位國家之間的匯價底變動，或紙幣本位

與金本位國家之間的匯價底變動。要之，經營實業是充滿着危險性的，如式樣之改變，氣候之不定，疾疫之流行與戰爭之可能等都是。在上述各種危險之外，如再加以國外幣值變動的危險，則無異對實業活動加以額外底負擔——這種負擔實業家都不堪忍受，並且是應該設法給他們解除的。當我們發覺由於國外幣值底變動，明顯的贏餘已變為實際的損失。那時，也就可以見到人們在謀生之途上遇到了一個大障礙。這種障礙又能引起會計與預算的嚴重底困難，使進出口貿易感受煩難，並且給納稅供給白種人費用的本地人以實際的負擔。如將本地幣價聯繫於金子，則本地貨幣可供國內交易之用，因而不會擾亂原有的幣制狀況，同時金子即可專供國外匯兌之用，因此國外幣值底變動有限，而國外貿易與商業亦藉此得以維持其平衡，這對於我們複雜的工業制度是必需的。

金匯兌本位第二個優點就是經濟。此種本位允許本地貨幣在國內行使，而將金子供國際貿易之用。如果銀本位國或使用紙幣的國家拋棄本地通貨，而為他的貨幣儲存了大量底黃金準備，其結果必使銀價低降，正和十九世紀後半期各國拋棄複本位助成銀價之低落的情形一樣。如果前述國家是一個銀鑛國，例如墨西哥，這種結果一定使大多數人民蒙受損失。

此種經濟的優點就另一方面看來也很明顯。在東方許多國家內，尤其是印度，金幣一定不能長期流通。牠總是被人民收藏着或用作裝飾品。這樣一來，不久就要感受金子底缺乏，而須增加新幣材，這種新幣材不久又要離開貨幣流通界。這種現象繼續不已，金幣就須時常補充。這種辦法除不經濟外別無可反對之處，但是這種不經濟

的程度是很可觀的。只有繼續使用白銀（此種習慣不易改變，）而將銀價聯繫於金價，方纔可以免除這種無謂底「浪費」。

最後，金匯兌本位還有另一方面的經濟的優點。牠能減少各國中央銀行鈔票與存款所必須的呆滯現金準備的總額。前面曾經說過，在奧地利中央銀行，鈔票與存款負債的準備金只有百分之五是藏在金庫的金子，其餘的準備金概係生利的資產。在印度有些準備金則係投諸生息的有價證券。這種用意自然在減少銀行的呆滯資產；同時牠還可以減少人們對於金子瘋狂底爭奪，因而較多底資本與勞力可以用來生產其他貨物。反過來，這種現象又能使黃金的價值趨於穩定。

金匯兌本位還有一個優點，就是牠比較其他各種本位更助於一般物價水準之穩定。我們既是一直依靠着物價以組織和控制我們的經濟制度，我們就必須有一種說明物價的標準。金價值較為穩定，所以比較其他金屬更適宜於說明物價。因此，金匯兌本位之採用有使全世界物價劃一之趨勢。這種趨勢是很好的，並且是必需的。因為牠可以擔保各地的資本、勞力、土地與企業家的經營投諸最適宜的貨物的生產。如果菲律賓羣島生產大蘇的利益較大，而南非洲則以生產金子的利益較大，這種事實是用金子支付大蘇價格而計算出來的。這就可以保證大蘇的供給。但是如果菲律賓採用銀本位，美國採用金本位，而銀價適逢下落，那末因為匯價變動的損失，他所預期的大蘇的利益就不能實現了。這裏所舉大蘇的例子不過是許多熱帶或半熱帶國家的出產所遭遇的情形的一個代表。但是如果大蘇的價格一直是用金價計算的，又假定人們對於大蘇的需要很大，那麼牠的供給即將

源發生。

金匯兌本位的缺點實在是這種本位在運用方式上的缺點。牠的原理是健全的，但是實行時卻遇到許多困難。第一，有時外國貨幣所含的銀價漲到鑄幣本身的價值之上。牠的不能避免的結果就是：配所或被溶化或輸出國外，於是發生通貨缺乏的現象。印度也曾有同樣的事情發生，該地盧比的銀價上昇極烈，致使英國政府最後不得不將其價值貶至十盧比等於一英鎊，同時更迫使英政府從美國購買了大量的白銀，而這些白銀卻都是流通於美國的銀證券的基金。

金匯兌本位第二個缺點就是有發生戰爭的可能。有人說這缺點只能發生於獨立國。在戰爭時，本位制度必被破壞，而尤以一國加入戰團者爲然。因此，假設俄國政府繼續儲存一部分金準備於柏林，如同在一八九二年的情形一樣，結果怎樣呢？很明顯的俄國的貨幣本位將立被毀壞，因爲這種金準備既無法運回俄國，又因爲柏林銀行對於俄國政府發出的匯票不允承兌的緣故。但是，這種理論現在已失卻了相當的力量，因爲金本位國家也不能充分維持牠的黃金支付，使牠永遠不採用紙幣本位。

最近的貨幣現象已經顯示了金匯兌本位對於若干金融中心有嚴重的影響，這些金融中心又都是儲存有金匯兌本位國的現金結餘（Gold balance）的。普通這種結餘均係存於國外或國內之銀行存款或銀行承兌匯票（Acceptances）。其提取可以單獨或連同其他原因破壞一國的金本位，或擾亂儲存這種結餘的金融市場。一九三一年英國的停止金本位，一部份的原因就是由於這種結餘之被提取。又同年十月，紐約金融市場之緊急，

大半也是這個原因。

一九三一年九月以前，紐約與倫敦為儲存存款餘額底二大中心。依照麥美倫委員會（Macmillan Committee）的估計，由於戰後發展之結果，在一九三一年四月倫敦保有此種存款約四〇七、〇〇〇、〇〇〇鎊，而對國外承兌的金鎊匯票則為一五三、〇〇〇、〇〇〇鎊，兩共造成了二五四、〇〇〇、〇〇〇鎊的純負債。（註一）換句話說，倫敦的債務多於債權，和大戰前幾乎處於完全相反的地位。這個淨數完全是金鎊匯票而由各國銀行自己所保管。像這樣大的一筆負債，對於金本位實在是一個嚴重的威脅，除非中央銀行有大量的金準備，對於這筆負債的任何意外要求都能應付時則為例外。由於各種原因的結果——英格蘭之財政狀況，海軍的譁變，傾覆政府之威脅，英格蘭銀行對德奧放款之不能收回——有好些國家的中央銀行都開始來提取牠們的存款。當事變發生之初，英格蘭銀行是照例兌付的，但是後來英國政府迫不得已終於停止了金本位，於是各國中央銀行都不能提出牠們的存款，或拿牠們的金鎊匯票兌換本地的貨幣，因此所受的損失非常重大。英國這樣停止金本位之後，有些國家——例如法國——就遭受了很大的損失。這種危險就是一國不能決定牠存放此種存款的國家是否能永遠維持牠的金本位。

假設有一個儲存此種存款的金融中心能够應付大宗貨幣的意外要求，其困難卻在於這種要求勢必擾亂金融市場。一九三〇年時，紐約的純負債大部分是這種存款，其數幾及二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元。（註二）此種存款係歸紐約市各銀行所保管，其存於各聯邦準備銀行者為數極微，大部分都是各聯邦準備銀行為他的國外

往來銀行所購買的承兌匯票，這種往來銀行幾乎完全是各國的中央銀行。在一九三一年九月與十月，因為一般人對於美國維持金本位的能力失去了信用，結果各國中央銀行都開始來提取這種存款。各聯邦準備銀行爲外國往來銀行（中央銀行）所購買的承兌匯票，在一九三〇年七月三十一日爲四七九、〇〇〇、〇〇〇金元，到了一九三一年十月三十一日就減少到九九、〇〇〇、〇〇〇金元。所有外國中央銀行都要求各聯邦準備銀行賣出承兌匯票並匯送金子，因為這是各聯邦準備銀行與各外國中央銀行在購買承兌匯票時，所訂合同之一部分。同時各外國中央銀行更要求紐約市的往來銀行退回牠們的存款。這種存款之退回可用向各準備銀行購買金子的辦法完成之。這樣便增加了對於準備銀行信用的需求。因爲金子的需求增加底結果，美國貨幣金子總額，在一九三一年九月十月之間，大約減少了七三〇、〇〇〇、〇〇〇金元。準備銀行信用需求之增加原係由於現金之流出，同時又因人民貯藏貨幣，遂使這種需求繼續增加。在這時期內，總計準備銀行信用增加之數，額約在一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元以上。結果，準備銀行將貼現率與承兌匯票的貼現率（Acceptance Rates）提高，於是一般人就都感覺到金融市場之不安定。

（註1） P. 12, This document was published as Cmd. 3897 by His Majesty's Stationery Office in 1931.

（註11） Macmillan Report, p. 118.

第五章 紙幣本位

觀察一九一三年到一九一八年各國的貨幣狀況，就知道一個固着於金子的健全底幣制是多麼易於顛覆而陷於不幸的深淵。自復本位不幸底失敗與發行紙幣可怕底結果之後，世界大多數底工業先進國，已都隨着早在十八世紀就實行於大英帝國的先例，採用了金本位。如法、比、意、俄、奧、匈、美、日等國都在二十世紀開始採用固着於金子的穩健底幣制。實際上，金本位幾已普及於全世界了。

金本位之成立半能使現代經濟制度成爲交互錯綜之制度。在這種交互錯綜之制度下，許多國家正從事於原料的生產，其他國家則從事於將原料變爲完製品。同時，世界的運輸事業已經有高度的發展，並有許多銀行機關從事於供給國際間的商業與貿易以資金，使商品買賣得到經濟上底輔助。又因爲各國均採用這種金本位，所以匯價的變動只限於很小底範圍之內。約言之，這種高度發展與交互錯綜底經濟制度是用一種以金本位爲基礎的價格制度來組織和控制的。

因此很難預料後來各國會放棄這種本位。法國革命時代發行 Assignats（法國革命時代以土地爲擔保所發行之紙幣——譯者）與美國南北戰爭時代發行綠背紙幣已經告訴我們這是紙幣發行的錯誤。每有一次這種紙幣的發行結果都是發行過多，因此引起了紙幣對現金的貼水（Premium），國外匯兌率的擾亂，物價之

驚人的漲風，戰爭費用的增加，財富的重新分配，以及經濟制度的極端紊亂等等。然而人們對於上述情事的記憶是很短的，而對於希望卻無窮盡。此外，各國又都用盡了方法藉博戰事之勝利。歐戰方行開始，各國金本位就被破壞。大量的不換紙幣是發行了。國外匯兌是擾亂了。物價是提高了。因此人們祇須花一元美金就可以購得無數百萬的馬克。這種痛苦是難以言喻的。而一小部分人反得積聚極大底財富。這時候貨幣幾已成爲無用之物，人民原是珍視着牠的，現在卻都要避免牠了。問題不是要把牠怎樣儲蓄起來，而是怎樣把牠用出去。上述各種現象，其無可避免底結果就是使十分複雜而巧妙底工業制度與經濟制度都發生了非常底紊亂。

一九三一年秋季以後的貨幣現像，又小規模地回復到以前的情形。是年十月初英國首先放棄金本位，各國隨之。因此，在一個短時期內，至少有十五國事實上已成爲紙幣本位。當時能够依舊維持着金本位的先進國家祇有法、美、二、國。德國則由於各國銀行家的協議不從德國金融市場上提取他們的餘款，因得暫時不脫離金本位。但是健全的幣制，仍須繼續奮鬥方能獲得。

不換紙幣之特徵

不換紙幣主要的特徵，正如其名稱底含義，就是這種貨幣的執有者不能將牠要求立刻兌換現金。這種不能兌現的性質或由於法律所規定，或由於與法律有同樣力量的習慣使然。在歐戰初起時，許多參戰國都通過了中央銀行不必兌現的法律。各國中央銀行自然也利用着牠。但是大不列顛紙幣之不兌現卻並非由於法律，而是由

於習慣，因為英國規定銀行兌現的法律在當時還沒有取消呢。然而任何人把紙幣拿到英格蘭銀行要求兌現，銀行一定問他為什麼需要金子。無論他拿什麼理由來答覆，他們一定是和靄地而又堅決地告訴他，你不能兌取金幣。許多時候只要用「不愛國」這句話就足夠使鈔票所有者不來兌現了。現在，法律雖用明文規定英格蘭銀行對於紙幣所有者要求兌現時須立即付予現金；但是實際上這種法律的有無並沒有多大的關係，因為紙幣所有者總不能拿牠來兌得現金的。

在不兌現的情形之下，紙幣自身即成爲一種本位，因為牠是較賤的貨幣。這時物價即以賤幣爲標準，債券亦以賤幣來支付。這種紙幣本位並沒有什麼法律的規定，但是因為貨幣原理的作用，事實上牠是本位幣而且各處都通行着。像這種不換紙幣，牠既然不能兌取現金，難道真能夠通行無阻嗎？對於這個問題的回答，大部分還是要看人民是否習慣於這種紙幣而定。普通在這方面很少或者沒有什麼困難，因為在強有力底政府之下，紙幣將因政府的嚴令而流通，而尤以在戰時爲然。可是，美國加利福尼亞州在綠背紙幣時代，人民卻曾拒絕使用不換紙幣，這到是一個有趣的例外。由於某種原因，也可以說是人民愛好黃金底一種偏見，當時加州因爲金礦之發現，有大量金子可以利用，所以綠背紙幣雖具有法償力，加州人民還是拒絕使用牠。當時無論何人使用綠背紙幣都要遭受社會的排斥，或將他的名字刊印，揭示於衆。這種辦法比法律還有效力，所以在這時期內，綠背紙幣完全絕跡，只有金幣能流通於加州。

考紙幣底所以流通，專賴人民之願意承受。人民所以願意，則半由於紙幣披上了法償力的外衣。因爲任何貨

幣之所以能够流通，一半由於他能够清償債務呀。隨便那種貨幣，如果授予債務清償力，牠一定流通得更快更廣。因此，政府常賦予紙幣以債務清償力，藉以增加人民對牠底愛好。自然，這種法償力結果是很不公平的，例如德國人民以賤價或毫無價值的紙馬克支付抵押債務，就是一個明證。但是，既然要發行紙幣，就不能不文飾以法償力。

不換紙幣之發生

不換紙幣大抵發行於戰時。德國馬克、奧國克隆 (Austrian crown)、俄國盧布及其他著名的紙幣都是在歐戰時發行的。距歐戰不久以前，在美國南北戰爭時則有綠背紙幣之發行，當法國革命時則有 (Assignats) 之發行。大不列顛素稱健全貨幣的典型國家，但在拿破崙戰爭時對於他底紙幣亦曾停止現金底支付。其實戰爭與紙幣這兩種罪惡，常是相伴而來的。

紙幣之發行多由於財政當局欲得一籌劃戰費的簡便方法。籌劃戰費普通有兩種方法：一為徵稅，一為借款。一般的租稅都有將個人購買力移作政府之用的莫大的便利。如果我每年繳納三百元的租稅，我的購買力就減少了三百元，而政府的購買力卻增加了三百元，因此我的損失就是政府的收益。我的購買力減少的意思，就是必須減少貨物的消費——如果戰爭能够勝利，這到是一樁快意的事。由此看來，租稅祇不過是將個人的購買力移歸於政府，對於物價水準卻並沒有多大的影響。

但是財政當局利用租稅的依舊很少；因為重稅可以使政府傾覆，並且，從政治家的眼光看來還有更壞的影響。

響，就是牠可以使當政的政黨失敗。如果人民都希望打勝仗，那麼他們似乎都願意被徵稅到很大的限度。可是財政當局卻不肯冒險去採取這個原則。因此他們另外採取了一種最狡詐的租稅——發行不換紙幣。

這種不換紙幣有兩個來源。第一，政府可以直接發行此種紙幣，並用以支付其債務——士兵與海員的薪水，契約到期的債務，與政府官吏的薪俸等。這就是美國在南北戰爭時所採用的方法。第二個方法在歐戰時行之最廣，就是請政府簽發一張期票，將牠送到中央銀行兌取紙幣，然後將這種紙幣支付債務。這種紙幣用完之後，可再請政府簽發期票。在這種情形之下，中央銀行簿記上就有一筆鈔票的負債，同時並有一筆與此數字相同的資產。標題是「對政府的墊款。」這種方法當歐戰時曾為法、德、意各國政府所採用。

但是這種鈔票之發行有使物價提高之趨勢，因此當政府購買軍火及一切貨物時必須付出較多的貨幣。這是很重要的，因為在現代經濟情形之下，戰時的政府幾乎是所有貨物的主要購買者。所以從表面上觀察，好像政府是用最經濟的方法在籌劃戰費，其實他到用的是最不經濟的方法。依照密哲爾 (W. C. Mitchell) 教授的估計，美國因籌劃南北戰爭軍費，發行綠背紙幣所增加的額外費用，約為七九一、〇〇〇、〇〇〇金元。將來如果有人把歐戰時由於發行不換紙幣而增加的戰費計算出來，這個南北戰爭的額外戰費的數字就將成為次要了。

借款是籌劃戰費的另一方法。採用這種方法時，政府發行公債正和私人所組織的公司發行債票一樣，須對債票支付利息，到期並須還本。更為構成這種債票的公開市場起見，財政當局往往給予以特別底權利，例如免稅，用作抵押品向中央銀行借款時僅須出較低之利率，以及其他等等。這種辦法往往引起兩個不好底結果：第一，公

債票的利率打銷了政府規定利率的目的。第二，易陷於銀行信用膨脹底結果。

利率之職務原在於改變資本之供給與要求。通常利率之改變均能引導資本轉移到最重要底方面。在戰時有些實業是很重要的，有的是不很急需的，利率之增加就可以推倒許多不能支付高度利率的工商業。這是很好的現象，因為這樣可以將勞力和資本由不很重要的工商業，轉移到最重要底工商業。因此還可以增加戰時工業用品的生產。所有這些現象都是改變利率的結果。不幸財政當局卻以低利率售出公債票。這種利率實在是不得當的，因為牠不能正確地反映市場的情形。所以，牠決不能把資本移轉到最主要底工業。

以借款籌劃戰費的第二個壞影響就是銀行信用的膨脹。『借貸與購買，』(Borrow and buy)的老口號是有助於自由公債 (Liberty bonds) 之銷售的。同時這口號也有助於物價之上升。舉一個例子就可以把這一點說明。如果我將拿到政府去納稅的三百元購買了三張一百元的公債票，並且從銀行借款來支付這筆票價，這樣我的購買力降低得很少，而政府的購買力卻增加了三百元。結果無異我和政府作商品購買的競爭。這樣有使物價上升的趨勢，因為購買者相互競爭常有提高物價的結果。歐戰時各國政府多採用這種借貸方法。美國也是如此，這對於一般物價水準實有很大的影響。

各國政府往往將上述二種方法合用以籌劃戰費，即以發行不換紙幣聯繫於直接徵稅，復以此二者與借貸運動（指發行公債而言——譯者）相提而並列之。

近年來關於發行紙幣最特別的事情就是大部分底紙幣都是停戰以後所發行的。計自戰爭的主動者停止

他們的破壞工作以後，紙幣印刷機的工作卻從未停止過。

表三 德國國家銀行鈔票之發行（以一千馬克爲單位每年十二月最末一日的數字爲準）

一九一四	五，〇四五，八九九
一九一五	六，九一七，九二二
一九一六	八，〇五四，六五二
一九一七	一，四七六，七四九
一九一八	二二，一八七，八一五
一九一九	三五，六九八，三六九
一九二〇	六八，八〇五，〇〇八
一九二一	一一三，六三九，四六四
一九二二	一，二八〇，〇九四，八三一
一九二三	四六九，五〇七，四二四，七七二，〇〇〇，〇〇〇

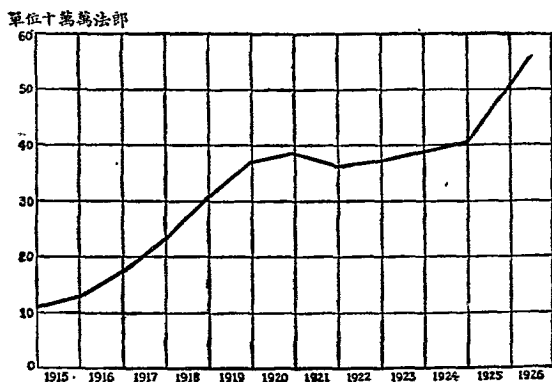
來源 Young, European Currency and Finance, Vol. 1, pp. 526—529.

圖四所示乃一九一五年到一九二六年七月法國紙幣之發行。這個圖有加以說明之必要。法國通貨自一九一九年初到一九二六年七月，從三二，〇〇〇，〇〇〇法郎增加到五六，〇〇〇，〇〇〇法郎；後面這個數字中有三七，〇〇〇，〇〇〇法郎是給政府的墊款。歐戰停止之後，法國通貨增加了二四，〇〇〇，〇〇〇

〇、〇〇〇法郎，也就是增加了百分之七十以上。表三所示德國紙幣之發行則更令人驚奇。在一九一八年終了時，德國紙幣發行的總數約爲二、三〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。五年之後就增加，到四、九六、五〇〇、〇〇〇、〇〇〇馬克。〇〇〇馬克左右，大約是增加了百分之二一、五八七、〇〇〇、〇〇〇！這些數字（與其相似底數字可以從比、奧、波蘭及其他國家計算出來）即足以表示歐戰後各國紙幣之非常增加。

我們怎樣來說明這種現象呢？我們總以爲鈔票印刷機會與來復鎗同時停止工作。但是事實上印刷機卻從未停止過。因爲種種理由，不換紙幣仍繼續在發行着。其中最重要的理由就是政府在停戰之後，還是繼續需要大宗的費用與善後的經費。

至於各國政府的特別開支則並未因休戰而停止。軍隊還須維持給養；政府所訂的合同尙不能立刻取銷；官吏的薪俸也不能急遽地減少。這時又不能將軍隊立刻解散，因爲他們都接受了共產主義的概念，很有發生革命



圖四 一九一五年至一九二六年法蘭西銀行鈔票之發行 (以十萬法郎爲單位)，數字係以每年正月的數字爲準，最末一九二六年則依照是年七月的數字。

來源：Federal Reserve Bulletins.

之可能，所以馬上解散軍隊是極危險的。加以海陸軍士兵均熟習射擊，並且久已從事於殺人的勾當，如果讓他們千百萬的解甲歸田而又無工可作，其危險真不堪設想。所以比較安全的辦法，還是把他們一部分一部分地遣散，庶可以減少革命的危機。

繼續使用紙幣印刷機的第二個理由就是必須爲人民購買食物及預備各種賑濟品。在平常狀態之下，出口貨與進口貨是可以互相抵銷的。但是現在的狀態離平常太遠了。最容易出口的東西就是紙幣，所以在國外匯兌市場上有大量紙幣的出售，其出售聽得卽用以支付賑款及購買麥子。毫無疑義的，這簡直是火上加油，但是一般人認爲這種辦法比冒革命的危險總要安全些。

至少在法國，政府鈔票之發行是用以復興荒涼的戰區的。而這些費用又全靠大量的德國賠款來補償。一旦這種賠款不能得到，困難就只有加重。至於德國方面則繼續發行不換紙幣藉以支付賠款之一部分。這些德國的紙馬克大率由一般無識的投機家所購買，而德國政府就用這種賣得金去應付和平條約上所規定的德國應付的賠款。

總括上面的討論：紙幣係發生於戰時，惟因歐洲大陸各國仍不斷的需要巨款，所以歐戰後還是繼續發行大量的紙幣，藉以應付非常的開支。

不換紙幣之影響

不換紙幣之影響可以分爲下列三種：

(A) 對於通貨全體之影響

(B) 對於各種價格之影響

(C) 對於財富分配之影響

(A) 對於通貨全體之影響

發行不換紙幣重要影響之一，就是改變幣制整個底組織。這種紙幣既能排除本位幣，且甚至於排除輔幣，因爲牠是較賤的貨幣，而物價也以牠爲標準，並不以金幣或同等資格之貨幣爲標準的緣故。同時債務者亦用這種賤價的貨幣來支付債務。因爲這些理由，黃金就由國際貿易之途而離開了流通界，或被用作裝飾品。因爲紙幣既不能在發行國以外流通，他國的貨幣與勞役即須用金來支付。所以在歐戰時，美國從國外承受了大量的黃金，而其中一大部分是屬於英國的。這種黃金一方面補助了美國大宗出口貨貨價的支付，同時更使美國銀行信用有擴充到非常限度之可能。英國是向來使用金幣的，不久也開始使用流通券了，這種流通券並構成其貨幣的一大部分。同樣，在美國南北戰爭時，綠背紙幣代替了金幣，並且還使政府不能不發行低到每單位一角的紙幣。在法國，零用錢的缺乏是這樣尖銳化致令各商店不得不發行「小額欠票」(Due bills)，同時各城市的商會也享有發行低額的，限制流通區域的紙幣之權。

但是，在歐戰時黃金出口就發生了一種新的現象。許多參戰國在開戰不久都先後禁止金的出口。美、英及其

他許多參戰國家都實行了。不過，國際貿易上的貨價必須用金來支付的。怎樣纔能用金子支付貨價同時又不許牠流出外國卻是一個問題。這個問題是用賬簿上「提存」(Farnarking)的方法來解決的。這方法就是將原應輸出的黃金保存在本國中央銀行金庫裏面，而在賬簿上將牠記作國外銀行的存款。上述辦法在戰爭初起時會稍有變更，因為當時美金對金鎊的匯價很高，美國就不得不向英國輸出現金。其時適值海船缺乏，保險費高昂，運出黃金的費用既大，而且又極危險，所以兩國協議把黃金運到鄂大瓦 (Ottawa) 作為英格蘭銀行的存款。但是我們應該知道。上面所述不過是一般原則中的幾個例外，而所謂一般原則，就是指不換紙幣勢必驅逐硬幣於流通界之外而言。

(B) 對於各種價格之影響

紙幣對於發行國的各种價格有很大的影響。在現代金錢評價的制度之下，各種欲望全靠掌有貨幣方纔能夠滿足。這種欲望能夠滿足到什麼程度是靠兩方面事實的變化來決定的——一方面是個人從勞力、土地、資本或經營企業所得的收入；一方面是一般物價的水準。自然，這些收入也是價格，並且這些價格是互有關係的。同時，發行不換紙幣能引起環境的改變，而這些價格對於環境改變的反應，其速度也是不一律的。為研究方便起見，我們可以按這些價格分為三類。各類價格雖然都是依照同一普通的方向而移動，但是移動的速率並不相等。其分類如下：

(I) 國外匯兌價格

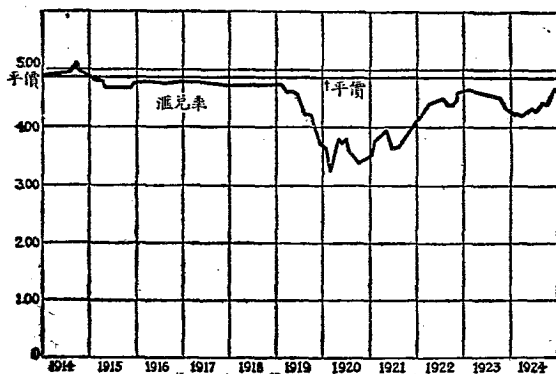
(2) 金價

(3) 物價

而且，這裏必須再為聲明一句：各類價格不是絕對分立的，而是整個價格制度中之一部份或一分組。牠們的分類，只是為說明的便利，因為牠們受紙幣的影響而起的反應，其速率並不一致啊。

(1) 對於國外匯價之影響

實行貶值紙幣本位的國家，因為國外匯兌市場的特別組織，其所付國外匯價變動最快。這種市場有很完密的組織，並且工作的迅速勝過任何市場，就是證券與穀物市場也不能例外。辦理國際匯兌各銀行，因為牠們的匯票買賣者對於貨幣未來的估價是和現在的估價一樣重視的，所以他們很敏捷地利用國外匯兌市場變動的機會而為適應的工作。這種估價不一定完全是對的，但是他們時常能自動地改正。由此可知，在不換紙幣本位國家內，國外匯價的變動比較其他二類價格的變動更為迅速。



圖五 一九一四年——一九二四年按月平均之金鎊匯兌率一九二四年以後直到金鎊恢復平價為止這一時期的外匯變動可參閱圖一五。

來源：Young, European Currency and Finance Vol. I, p. 292

圖五說明自一九一四年一月一日起到一九二四年十二月卅一日爲止紐約對倫敦的匯兌率的變動。自一九一四年金鎊價格高漲與一九一五年下降以後，鎊匯即穩定於美金四元七角五分左右，並維持約有三年之久。在這時期內匯兌率可以說是「固定」(Pegged，有譯爲牢釘者——譯者)。直到一九一九年春，鎊價方纔開始下降，而一九二〇年二月的平均匯兌率竟低至美金三元三角八分。但自此以後又趨於上漲，直到一九二三年初始再形低落。一九二四年初匯率重復向上，並且在一九二五年四月英國恢復有限制的金本位的時候，事實上幾已達到平價了。

(2) 對於金價之影響

不換紙幣之另一影響就是以紙幣計算的金價的提高。在紙幣本位時期，黃金即成爲一種商品，其價格且時時變動。美國在紙幣本位時期（自一八六二年到一八七九年），金子依照變動的價格而買賣正如有價證券依照行市的漲落而買賣一樣。在這個時期中，紐約差不多時刻都有組織完密的黃金市場。這種市場是很有用處的，因爲牠能使進口商取得黃金以支付進口貨，同時又能使進口商得知黃金未來的價格，可以更正確地計算他的成本。牠又能使出口商開價更爲正確，因爲出口商也可以用黃金來計算他的成本與物價。

在歐戰期間，所有採用紙幣本位的國家差不多都禁止黃金的買賣。金本位國家的國外匯兌行市是無意義的，就很多事例看來，至少在有賤價紙幣國家的金價是這樣的，因爲許多所謂金本位國家都禁止黃金出口。幸喜關於以綠背紙幣計算的金價有許多很可靠的統計。表四說明自一八六二年到一八七八年金子每年的平均價

格。在恢復正貨支付的一八七九年以前不久，紙幣對金子的貼水方纔消滅在這個表上。我們可以很有趣地看到：黃金最高的每年平均價格是在一八六四年，這時候購買一〇〇美元的黃金就需用二〇三・三〇美元的綠背紙幣。而黃金最高的每月平均價格則爲一八六四年七月，這時候一元的綠背紙幣僅值〇・三五〇九美元的金子。（註一）

表四 以綠背紙幣計算的黃金每年平均價格（一八六二——一八七八）

一八六二	一一三・三	一八七一	一一一・七
一八六三	一四五・二	一八七二	一一二・四
一八六四	二〇三・三	一八七三	一一三・八
一八六五	一五七・三	一八七四	一一一・二
一八六六	一四〇・九	一八七五	一一四・九
一八六七	一三八・二	一八七六	一一一・五
一八六八	一三九・七	一八七七	一〇四・八
一八六九	一三三・〇	一八七八	一〇〇・八
一八七〇	一一四・九		

來源 W. O. Mitchell: Gold, Prices and Wages under the Greenback Standard, p. 4. 索丘爾教授特許借用。

從一九一九年末到一九二五年四月，當英國回復到有限制底金本位那時候，英國的金行市也有貼水。這種

貼水是根據於紐約與倫敦的匯兌率所反映出來的鎊價的下降。如果倫敦對美國的金元匯價高出戰前金平價百分之三十，那麼金子的貼水也就是百分之三十。這種百分之三十的貼水就是八十五先令（20·六七美元）須再照加百分之三十纔能購買一盎斯的九成金。表五所示，就是自一九二〇年到一九二五年間以紙幣計算的黃金的每年平均價格以及黃金的貼水。每年平均貼水最高的是一九二〇年，當時的貼水計為百分之三十三——大約正和一九一四年英國每盎斯純金的貼水一樣。

表五 英國黃金的每年平均價格與黃金的貼水（一九二〇——一九二五）

年	代	黃金的每年平均價格（先令）	黃金的每年平均貼水（百分率）
一九二〇		一一三·〇	三三
一九二一		一〇七·三	二六
一九二二		九三·四	一〇
一九二三		九〇·四	六
一九二四		九三·七	一〇
一九二五		八五·六	一

來源 Review of Economics Statistics, Vol. 8, No. 3, p. 117. 本表採自 Joseph Kitchin 著的 Gold Production: A Survey and Forecast 一文。Joseph Kitchin 可以說是世界研究黃金生產問題最大的權威。

(3) 對於物價之影響

發行紙幣對於物價的影響，要以該發行國的人民能够最靈敏的感覺到。宏德立普 (Mr. Vanderlip) 著作中的賣報者，他坐在華沙 (Warsaw) 熱鬧街市石砌的人行道上，身旁帶了兩束嶄新的紙疊，一疊是新發行的紙幣，一疊就是她販賣的報紙，她或許不知道華沙的物價「爲什麼」提高了，但她卻知道牠「已經」提高了。(註二)維也納 (Vienna) 一老婦把她丈夫的人壽保險單的所得金(她的全部財產)存入銀行，後來提取存款支付牙醫帳單，她或許不知道牙醫生「爲什麼」要支取這麼多的錢，但是她知道他「已經」支取去了。(註三)就像這樣，在紙幣制度之下，無論人民是否知道物價「爲什麼」要提高，但是他們都知道牠是「已經」提高了。這種結果在他們支付貨物和勞役的價格時實在是很明顯的。

這種物價的改變又可以促成財富的再分配，因爲在第一章我們已經說過，物價是足以控制現代經濟制度的啊。如果一切物價均在同一時期以同一比率上昇，那到很少害處或竟沒有什麼害處。例如，工資加倍，生活費加

表六 德國的批發物價和生活費(一九二一——一九二三)

年	代	批發物價	生活費
一九二一		三三·五	一九一三年八月—一九一四年七月(一)
一九二二		一，六七四·〇〇	一九一三年八月—一九一四年七月(一)
一九二三		一，六一七，一〇〇，〇〇〇，〇〇〇，〇〇〇	一九一三年八月—一九一四年七月(一)
			一九一四年七月(一)
			一九一五年七月(一)

來源 Prices in the United States and Abroad, 1919-1923 (Federal Reserve Board, Washington, Government

Printing Office), pp. 43, 47. 這裏的批發物價是 Frankfurter Zeitung 所載的數字。他是以一九二二年正月以前七十七種物價和此後的九十八種物價為根據的。生活費的數字是 *Das statistisches Reichsanamt* 統計雜誌所載的七十一個城市的生活費。指數是每年十二月的數字。

倍，批發價格漲了百分之一百，那就沒有多大的害處，因為同樣的平衡還是保持着的。不幸，物價不能相等地提高，有些漲得很快而有些卻漲得很慢。表六就可以發現這種情形。這個表說明自一九二一到一九二三年德國批發物價與生活費用的變動。在這裏可以看出兩樁有趣味的事：第一、一九二三年的批發物價比生活費用大約高出百分之四十；第二、批發物價與生活費用都增加得非常可怕。我們試想，在一九二三年十二月要支出一、二四七、〇〇〇、〇〇〇〇〇倍那麼多的馬克纔能維持像一九一三年八月到一九一四年七月那時只費一馬克就能維持的同等底生活，這到底是一種什麼生活！奧地利的物價沒有漲到這麼高；同時英、法的物價也沒有漲到像德、奧這麼高。（註四）然而，在這一時期，所有紙幣本位國家的物價已都算是漲得很厲害了。

（〇）對於財富分配之影響

誠如上述，物價變動對於財富分配是有重大底影響的，而收入完全是證券利息或地租（假定土地係長期出租）的人所受損害尤為劇烈。他們的購買力完全用貨幣計算；這種貨幣大都是訂立抵押契約時通行的本位幣，換言之，就是馬克或克隆。結果呢，抵押的利息或本銀，或本利二者，均能用紙馬克或紙克隆來支付，因為他們都是有法償資格的。但是，這種馬克或克隆自然都已經跌價了！而物價水準又已提高，甚至高到驚人的程度，如同德

國一樣。我們試以奧國爲例來說明這種現象；某人在歐戰前有一五〇〇〇克隆債票利息的固定收入。這筆款子就能使他維持一種優美的生活，因爲牠的金平價是美金三千元。但是到了一九二三年夏季，他這筆常年進款，即一五〇〇〇克隆，能有多大的用處呢？他至多祇能購買寄信到美國的郵票三十張，或啤酒三瓶，或烟捲三十枝；或上飯館時給侍者一次很漂亮的小費（註五）

在盡量發行紙幣的國家，這並不是一個罕見的例子，而是一個典型的例子。這種人的損失要算最大。

和上述那種人最相似的就是靠薪俸過活的職員階級。薪俸的增加決不如生活費用增漲之速。有些薪俸並且增加得很少。一九二三年八月，柏林某銀行中的出納員每天的俸給大約剛够購買牛油一磅。（註六）所以這兩種階級的人民只有以變賣家具、珠寶等來維持生活。

此外還有某種工人階級，他們的收入並不用「俸給」的美名。他們的「工資」雖有增加，但不如零售物價增加得快。即使政府實行依照生活費用增加工資的政策，使工資與生活費用有同樣增加的趨勢，但是在這種情形之下的工人還是受物價「加倍地」增加的痛苦。其他靠工資生活的人受害還要大。

很明顯的，如果勞力、資本和土地所得的分配額不能與物價的提高同樣地增加，那末企業家所得的利潤必定較大。這是不錯的。以紙幣計算的利潤，和以國民收入的百分數計算的利潤的確都很大。但是，這些利潤完全是以紙幣計算的。爲維持這種利潤的價值不至變動，實業家（尤其是德國的實業家）都把大部分的利潤來增加機器和設備，或建築新工廠增加新設備。因爲利潤如以紙幣的形式保存一定會跌價；而新工廠新設備的價值反

會提高。

發行紙幣對於財富的生產究竟有什麼影響呢？在現代金錢評價的制度之下，生產是以利潤為目的，而利潤則以貨幣來計算。在幣價跌落得很厲害的時候，生產的刺激力如不缺乏亦必大為減少。這不是因為人民不需要貨物，也不是因為缺乏人力、原料、機器與貨幣，而是因為生產貨物所獲得的「貨幣」為利甚少或竟毫無利益的緣故。

最後，紙幣之發行又足以妨害資本之儲積，這對於現代經濟制度的中心實在是一個大打擊。當紙幣明天即將成為廢紙的時候，我們為什麼還要把牠儲蓄起來呢？還是吃、喝、享受罷，因為到明天貨物也許要漲價了。這種思想已經不是浪蕩子的人生哲學而成為有健全常識者的生活方式了。結果奢侈浪費破壞了儉約的美德，因而妨礙了資本的儲積。

在一國已經捲入紙幣本位的漩渦之後，就會遇到兩個問題：一為恢復金本位的問題，一為是否應當維持往日的金平價的問題。現在我們可以把這兩個問題分別加以討論。

金本位之恢復

如欲明瞭恢復金本位之困難，我們可以把美國自第一次發行不換紙幣十七年之後，直到她恢復金本位之前的這段幣制史為例而加以說明。在這個時期內，恢復金本位的整個問題都捲入政黨政策的論戰之中，其結果

人民也依照各自黨派的特殊關係而投票。國會提出恢復金本位議案雖曾失敗，然其後隨即又通過該項議案。這時候『綠背紙幣黨』(Greenback Party) 反對通貨緊縮，正和一九一四年到一九一五年英國『通貨管理派』(Managed Currency School) 反對恢復金本位的情形一樣。但是就這兩件事而論，主張恢復金本位的人終於都勝利了。

假使一國已經決定恢復金本位，則有三種方法，任取其一就可以完成這種工作：

- (1) 他可以恢復舊金平價。
- (2) 他可以實際取消舊紙幣。
- (3) 他可以減低貨幣單位的價值。

據統統的說，各國應採用那一種方法是不可能的。回答這個問題必須顧慮各方面的事實——一國的貨幣在國外匯兌市場上的價值，該國的債務，其進出口貿易，其財富，人民納稅的能力與意願，政局改變的可能性，黃金對紙幣的比率，以及其他種種原因。

(A) 舊金平價之恢復

決定恢復舊金平價是值得贊許的事情，因為這是政府保持信用的表示。牠的意義是金元的債務將用金元支付，金鎊的債務將用金鎊支付，事實上金元和金鎊的購買力自然都比較以前減少，但是恢復舊金平價仍舊是無可非議的，因為政府已盡了牠保持信用的責任，履行了他的契約。

一九二五年四月，英國決議依照舊金平價恢復一種有限制的金本位，例示了上述的意義。（註七）為明瞭這事件的重要性起見，必須略述英國的幣制史，直到牠恢復舊金平價的金本位那時為止。

當歐戰爆發時，英國還是完全的，無限制的金本位國家。那時的金鎊匯票無異就是現金，因為持票者可以將牠兌取現金，並且是可以隨意將牠輸出的。開戰不久之後，英格蘭銀行的鈔票雖未嘗用法律規定停止其現金支付，而事實上則確已停止支付了。一九一四年的通貨與銀行鈔票條例（The Currency and Banknotes Act of 1914）規定銀行鈔票與通貨必須立刻兌付金幣，但是習慣的壓迫與英格蘭銀行之拒絕兌現終使英國成為一紙幣本位國家，雖使黃金的自由輸出與輸入曾有一時未加禁止，然究無補實際。不過，在一九一四年六月二十四日那時，英格蘭銀行的鈔票計約五六、七五〇、〇〇〇鎊，所有這些鈔票中除一八、五〇〇、〇〇〇鎊是依照一八四四年銀行條例的規定以政府公債票作擔保外，其餘卻都是用現金作準備的。

開戰不久之後，政府就發行了一種名為流通券（Currency notes）的不換紙幣。這種流通券在一九一四年計約三八、〇〇〇、〇〇〇鎊，到了一九二〇年就增加到三六八、〇〇〇、〇〇〇鎊左右。其準備金的一小部份係以金、銀與英格蘭銀行鈔票合組而成，大部份則以政府公債票作擔保。所以這種流通券在實際上與美國的綠背紙幣是完全相同的。

在大戰期間，國會曾通過一條禁止現金出口的議案。然在議案通過之前，英國已經運出了大量黃金到美國，用以支付購買軍火的代價。於是英格蘭銀行的鈔票就自一九一四年的三六、〇〇〇、〇〇〇鎊增加到一九二四

年的一二八、〇〇〇、〇〇〇鎊。自美國加入戰團後，金鎊匯價即以人爲的方法將其固定，但在戰爭停止之後，卻又變動得非常厲害，至一九二〇年二月竟達到美金三·二〇元的低點（Low point）。到了一九二二年就稍微增高到四·一九金元。一九二三年增高到四·二九金元。一九二四年則有四·二一金元的低點與四·七三金元的高點。這種國外匯價變動的原因之一就是英國政府每年必須購買一六〇、〇〇〇、〇〇〇金元左右的美金匯票用以支付美國的債務。

一九一九年十二月康立夫委員會（Lord Cunliffe's Committee）對於當時的貨幣狀況作了一篇報告，這個報告最重要的部分就是主張流通券的保證流通額（Fiduciary Circulation）——沒有現金或英格蘭銀行鈔票作擔保之流通券總額——無論在那一年都應當限制使不得超過前一年的最高保證流通額。這個意思說，如果一九二〇年的最高保證流通額爲三、〇〇〇、〇〇〇鎊，一九二一年的最高保證流通額就不能超過這個數目。但是，如果一九二一年的最高保證流通額總計爲二七五、〇〇〇、〇〇〇鎊，那末牠的最高保證流通總額就不能超過這個數目。實際上，一九二五年的最高保證流通額只有二四八、〇〇〇、〇〇〇鎊。用了這種方法，最高保證流通額纔有逐漸減低的希望。

一九二五年四月二十八日，英國恢復了一種有限制的金本位。在這種幣制之下，銀行鈔票與流通券除非有等於約計四百萬斯純金（美金八、二六八元）價值的數量是不能兌取現金的。而且，輸出現金也不能絕對自由，因爲英格蘭銀行有輸出黃金的整個特權。這時候英國爲維持金鎊在紐約的金平價起見，曾向美國訂立了以美

金三〇〇〇〇〇〇〇〇〇元，爲最大限度的借款。這個數目中有一〇〇〇〇〇〇〇〇〇元係由摩根公司 (J. P. Morgan and Company) 所供給，其餘的二〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇元則由紐約聯邦準備銀行聯合其他各聯邦準備銀行所供給。這筆借款可用於買賣英國的匯票，藉以維持金鎊使其價格不致再低於金平價。而在實際上當聲明恢復金本位那時候，金鎊即已回復到牠的金平價了，而且大家都以爲英格蘭銀行的現金保存額再加上這兩種信用借款必足以維持金鎊的金平價的。

(B) 紙幣之廢棄

上述英國的事件是一個國家恢復舊金平價的例子。德國則採取與英國相反的政策，那就是『紙幣之廢棄』(Repudiation)。(註八)這種政策就德國當時的情形看來是非常簡單的。那時候紙幣是大量地增加着。每一次發行之後，都感覺有再事發行之必要。每一馬克在戰前原值美金二二·八分(Cents)的，到戰後竟降低到需用六〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇馬克纔能購買美金一元的程度。在這種情形之下，恢復紙幣的舊金平價是絕對不可能的。因此德國採用了法律的方式承認這種現象爲一種經濟的事實：乾脆放棄這種舊馬克，另發行一種新國家馬克(New Reichsmark)，使每一新馬克的價值等於一〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇的舊馬克。這自然是一個很激烈的變動，而人民必將因此遭受很大的損失，但是德國遇到的是這種環境，而並非一種理論。恢復馬克的舊金平價事實上是辦不到了。承認這種環境，同時依照這種環境而實行的政策，就是廢棄紙幣，也就是重新整理的意思。從這時候起，新馬克已經能够在國際金融市場上保持着他的金平價，而德國的貨幣狀況比其他毫

無辦法的歐陸國家也要好得多。

(C) 貨幣單位價值之減低

上面的實例已說明了恢復金本位的兩種辦法，一種是恢復舊金平價，一種是廢棄舊紙幣。在這兩種辦法之間還有一種中間的辦法，就是「貨幣單位價值之減低」(Devaluation)。所謂貨幣單位價值之減低，就是用一個新的較低的金平價來恢復金本位。減低幣價與廢棄紙幣只是程度上的不同，但是這種不同的程度非常之大，故能各成一類。意、法、比三國所實行的都是這種計劃。我們對牠的批評怎樣呢？

牠是用法律來承認實際的事實。牠是改變法律條文來適應經濟的情形。一九二六年十一月法國的法郎約值美金三·五分，意國的利拉約值美金四分，比國的法郎約值美金三·七分。把這些貨幣依照他們在國際金融市場上最相近底金價的數字而貶值就是這種計劃的表現。

這種辦法對於國外匯兌頗有裨益。如果貨幣單位不聯繫於金，牠的價值就要隨着許多原因——總長的演說，戰爭或戰爭的謠傳，革命或革命的企圖，預算的狀況，政府黨之更迭，財政總長之去職，以及其他許多原因——而變動不定。但是，如果貨幣單位是聯繫於金子的，牠在國外匯兌市場上的價值就只能由現金輸送點之內變動。這種使貨幣價值在國外匯兌市場上穩定的辦法是很好的，因為牠能使進口商和出口商有計算成本和贏餘的可能。一旦貨幣失掉這種聯繫作用，進口商和出口商就很難（幾乎不能）從事於國外貿易，因為明顯的贏餘可以變成實際的損失啊。用貶值的方法，把這種貨幣固著於其金價就可以免除這種困難，並且還有恢復戰前工業

平衡的趨勢。

最後，這種貶值對於政府有一種實際底自私底利益，因為這樣一來政府支付公債的利息或其本銀都比較容易些。這種公債為數極巨，其償還原是很困難的。有些歐洲國家要牠們依照舊金平價用貨幣去償還這些公債差不多是不可能的事。如能坦白地承認這種事實，同時依照這種事實而將貨幣單位的價值減低，則政府在編製與實施精密底國家預算時，必定要容易得多。

有人或者會反對說這種計劃是不公允的或不道德的，因為許多債務的契約都是在通貨等於牠的舊金平價時所訂立。不錯，這是事實。但是有許多債務的契約是在通貨價值與他的金平價相去甚遠時所訂立這也是事實。

對於減低貨幣單位價值的計劃還有許多積極反對的議論。其中最重要的，除上節所述者外，就是一國政府將因政治的壓迫而遲疑不敢將貨幣單位減值。這是一個有相當力量的議論。無疑的，在這種情況中，政府對於恢復舊金平價還有無窮的希望。但是對一樁事情最好還是承認牠的實際情形，然後再重新發軔，因為歐洲有些國家實在沒有其他辦法可以回復金本位。

(註1) W. O. Mitchell: Gold, Prices, and Wages under the Greenback Standard. Berkeley University of California Press, 1908, p. 6

(註2) Frank A. Vanderlip: What next in Europe? (New York, Harcourt, Brace and Company, 1922) p. 48.

(註3) 這件事是一九二三年夏著者在維也納時所看到的。

(註四) Federal Reserve Bulletin 有這些國家的物價指數。

(註五) 這些物價是根據一九二三年七月著者在維也納時所得到的數字。

(註六) 根據一九二三年八月著者在柏林時所得到的數字。

(註七) 如要研究英國恢復金本位的問題，請看 D. F. Jacin: *The Restoration of European Currencies* (London, P. S. King and Son, Ltd., 1927), pp. 45-65 與 T. E. Gregory: *The first Year of the Gold Standard* (London, Ernest Benn, Ltd., 1926), pp. 144.

(註八) 請看 Himmler Schacht: *The Stabilization of the Mark* (New York, Adelphi Co., 1927), 248 pp., 並書說明德國的貨幣政策。

第六章 鈔票發行原理

在第二章解釋「典型的幣制」時，曾經說到鈔票在各國流通媒介中都佔着重要的地位。這種鈔票也許是好的，也許是壞的。牠也許能與金子維持於平價，也許不能維持於平價。牠也許是安全的，也許是投機的。牠也許有伸縮性，也許沒有伸縮性，甚至於其伸縮性是反常的。然而無論如何牠在任何國家內都是構成貨幣總額的重要部分。

鈔票之重要

在以前，一般人認為發行職務為商業銀行最重要職務之一。美國南北戰爭以前許多邦銀行的情形就可以作為這種事實的證明。這些銀行與其說是為承受存款而組織，無寧說是為發行鈔票而組織，因為在那時，發行職務是非常有利的。發行職務特別重要之另一證明，就是一八四四年英國銀行條例的規定，至今英格蘭銀行的業務還是在這種條例下進行着。這種條文規定英格蘭銀行發行鈔票必須保持一定數目的金準備，而對於存款的準備卻並未提及。鈔票的準備金有條文規定，而存款的準備金卻讓銀行當局自己去決定，這是有理由的，因為當時存款還不十分重要的緣故。例如，一八二〇年二月那時，英格蘭銀行紙幣的流通額有二三、〇〇〇、〇〇〇鎊，而

存款只有四、〇〇〇、〇〇〇鎊。牠在鈔票方面的負債比較存款差不多大了六倍。

然而近年來，因為支票的使用特別增加，發行職務在使用英語的國家已經減少了牠的重要性。在一八四四年通過英國銀行條例的時候，國會議員並沒有想到銀行的存款業務會發達到多大的限度。這的確是該條例主要的缺點。但是存款與支票制度重要性之大大地增加，可以從下面的事實得到證明：在英國百分之九十以上的批發貿易與百分之五十到六十之間的零售營業是用支票或其他信用證券來清償的。支票使用之大增還有一個證明就是一九二五年六月三十日美國各國民銀行的營業狀況。（註一）在那時候，各國民銀行的存款負債總額爲一〇、四〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元，而鈔票負債卻只有六四八、〇〇〇、〇〇〇金元。

雖然支票逐漸重要，鈔票逐漸減削，但在另一方面，我們又可以看到歐洲各國因為歐戰的結果而日趨貧窮，鈔票的使用遂又增加。在這些國家中有許多簡直窮得不能有硬幣的流通。英國人素來是攜帶金幣的，現在因為必須節省金子也攜帶鈔票了。同樣，歐陸許多人民也攜帶鈔票代替硬幣，因為冶金與鑄幣是需要很多的費用的。因此，我們可以想像到硬幣（自然指金幣而言）的使用減少，而與硬幣有關的鈔票之使用卻增加了。

但是鈔票之發行很有發生惡影響之可能，因為發行數量過多是會引起物價水準之提高的。這種現象在發行銀行對於其所發鈔票採用不兌現制度時尤其容易發生。當鈔票不能兌取現金時，其發行額即將日見增多，因此就會發生高度物價水準的結果。真的，在歐戰時各國不換紙幣之發行就多是採取中央銀行發行的形式，而隨着來的也就是現金支付之停止和物價水準之提高。這種鈔票的價值無論用現金或用貨物來測量總是低落的。

因此，鈔票之發行必須善爲防護，以免發生發行過多與高度物價水準之結果。

鈔票發行之通貨說與銀行說

發行鈔票對於物價水準之影響這個問題，自十九世紀初年直到一八四四年銀行條例公佈爲止，在英國會有激烈的爭辯。這時候，關於鈔票之發行有兩派相反的學說：一派相信『通貨說』(Currency theory)，另一派主張『銀行說』(Banking theory)。一八四四年的英國銀行條例是採取通貨說的，但是過去和現在都有若干學者和銀行家主張發行鈔票須根據銀行說。現在我們不妨將這兩派理論來檢討一下。

通貨說的理論係以鈔票之發行應當有相當擔保的觀念爲根據。否則，他們相信，必有發行過多的現象而將引起不幸底影響。因爲鈔票既是貨幣，而又由無辜的人民所使用，他們是沒有時間和訓練去分別這種貨幣是否優良的，並且發行過多會引起物價的騰貴，所以必須善爲限制，使無辜的使用者不至蒙受損失，並使物價水準不至提高。這種限制有許多不同的形式：拿銀行普通資產作抵押藉以保障鈔票之所有人；拿特定資產作擔保藉以達到同一的結果；限制某幾個銀行的發行權；以及其他等等限制方法。主張通貨說的人都以爲這種限制，可以阻止過多之發行。設若發行沒有擔保，鈔票發行過多，致令物價上升，這個國家就將成爲外國人銷售貨物最有利益的市場，而本國貨物卻無人前來購買。結果，國外貿易的平衡變成逆調，遂須付出金子。這樣一來，金子即將流出國外，終必變爲紙幣本位的國家。像這種本位，自然不是我們大家所希望的，但是，如果國家對於發行權不加以限制，

牠是必然會來到的。

主張銀行說的人，他們的論據就是發行鈔票決不會有過多的現象。因為發行銀行在法律上對於要求兌現者是有付與金子的義務的。這種鈔票不過是一種期票（Promissory Note），和三十天、六十天或九十天的個人期票實在沒有什麼兩樣。因為發行銀行對於要求兌現者既有付出金子的義務，所以發行決無過多之弊。換句話說，銀行家賢明的判斷，最後一定會防止過多的鈔票發行的。如果發行是根據一種用於生產的放款，銀行怎樣會發行過多呢？這種鈔票之發行難道不是一種需求較多的貨幣藉以調度商業交易的資金的放款嗎？要是這種情形是正確的，那麼鈔票發行的數量就將隨着商業交易數量之增減而增減。

銀行說的主張算是失敗了。前面說過一八四四年的英國銀行條例是採取通貨說的。美國銀行鈔票之發行也是根據通貨說的。（註二）

健全鈔票發行之條件

『平價』（Parity）『安全』（Security）與『伸縮性』（Elasticity）是健全的鈔票發行所必須具備的三個條件。如果流通的鈔票每元值一〇〇分（Cents）時，就算是維持了『平價』。設使鈔票所有者不致因保有鈔票即受金錢的損失——那就是說，縱使發行的銀行倒閉，他們仍舊可以將紙幣去兌取現金，這就是『安全』。至於『伸縮性』的意義則係指鈔票之發行應隨交易上之需要而膨脹或收縮而言。以後所要討論的就是取得

「平價」、「安全」與「伸縮性」的各種方法。

鈔票發行之平價

發行鈔票怎樣纔能維持牠的平價呢？換句話說，用什麼方法能使美國鈔票每元值一〇〇分呢？如果鈔票不能維持平價，結果是很有害的，因為有的鈔票每元將值一〇〇分，有的值八〇分，有的值七〇分不等，而幣制必將因之混亂，真的，我們在美國銀行史上就可以找到一個像這樣極其荒誕的時期，那就是一八三七年到一八六三年這個時期。當時美國各邦銀行的營業比較自由，他們就很快地利用了這個機會發行許多不能維持票面價值的鈔票，致令每一位商人都必須購買一本『贗鈔檢查法及鑄幣指南』（Counterfeit detector and coin guide）藉以檢查各種好鈔票的折扣。鈔票不能維持平價，則在使用鈔票時往往因雙方爭論鈔票折扣而引起鬭毆的麻煩。

（一）尋常平價

維持鈔票平價第一個最有效的方法就是使發行鈔票的銀行見票即須兌現。如果大家都知道鈔票是見票兌現的，則縱使有一小部份的發行數目持來兌現，牠仍就能够以平價流通。例如本薛凡尼亞（Pennsylvania）州 拉斯東（Ralsion）地方的第一國民銀行對於持來兌現的鈔票都能即刻授予現金，則在這區域內所有的鈔票就都能够維持牠的平價。

但是，這樣還是不夠。鈔票是可以流通到發行銀行所在地以外的。要使牠在全國都能維持平價也許較在各地維持牠的平價還要重要些。現在有一個方法可以使鈔票維持全國的平價這方法或者就是最好的方法，就是在各地設立許多兌換所，而由此可以將鈔票兌付現金。這樣就可以免去運寄鈔票到發行銀行要求兌現的費用，並且，如果真有人將鈔票持至各兌換所要求兌現，我們也敢斷定鈔票決沒有發行過多底現象。一八一六年到一八三六年，合衆國第二銀行（Second Bank of United States）存在時所採取的就是這種辦法。牠有許多支行分布全國，所以鈔票持有人無論在那個支行都可以兌換本位幣。這差不多是維持鈔票平價的理想制度。

另一個維持尋常平價的方法就是必須在發行銀行之外還有一個中央兌換所以兌付鈔票。例如，發鈔銀行必須在中央國庫存放兌現基金，俾使鈔票可持向該處兌現。這種辦法對於維持美國國民銀行鈔票的平價會有所幫助。

還有一個辦法可助使鈔票平價之得以維持，就是使鈔票對於幾種重要交易有法償的資格。因為，如果政府願意照平價承受此種鈔票，我們很可相信其他債務者也願意照平價承受。美國國民銀行已經採用此種辦法，他們的鈔票對政府有幾種支付具有法償資格，政府有幾種對外支付也是一樣，同時牠們在各國民銀行之間的支付也都有法償資格。因為把鈔票送到華盛頓國庫去兌現，在送去與寄回期間都要花費時間並遭受利息的損失，這樣，如果牠們流通到離發行銀行或國庫太遠的地方，就有發生些微折扣的可能。惟若賦以法償力則可以助其

平價的維持。

(二) 清算平價

自上節中我們已經知道發行銀行在平時維持平價的方法。但是銀行和其他帶冒險性的營業一樣，有時是會倒閉的。在牠倒閉之後，鈔票的平價究竟怎樣維持呢？如果不設法維持，縱使鈔票是有擔保的，許多無辜的鈔票持有人仍將蒙受損失。因為清算倒閉銀行的各種事務以及照票面價值十足兌付現金於鈔票持有人，都須相當時日，而鈔票在此期間是必將發生貼水的現象的。

維持清算平價有許多不同的方法。第一，發行的鈔票可以用法律來擔保，如加拿大一八九〇年法律所規定者是。加拿大各銀行的鈔票原是有擔保的——即鈔票持有人最後必能以一元的鈔票兌取值一百分之金元——但是在倒閉銀行清算期間，鈔票時常發生貼水的現象。為防止此種現象之發生，各銀行被強制必須設立安全基金(Safety or Guaranty fund)，用以對付倒閉銀行的鈔票持有人。這種制度在加拿大實行得很有效，所以縱使發行銀行已經倒閉，牠的鈔票仍能維持於票面價值。

另一維持清算平價的方法，就是使倒閉銀行在倒閉後一定期間，對其發行之鈔票支付利息。這種辦法使鈔票成為有利的投資，而各銀行遂無不願意收受。因此縱使發行銀行已經倒閉其鈔票持有人仍能向任何銀行以鈔票一元兌取值一百分之金元。此種辦法也曾為加拿大所採用，而且很有成績。

第三個辦法是使鈔票由牠的擔保者去兌現。在這種情形之下，中央政府就須擔保鈔票之發行；如果發行銀

行倒閉，政府對於鈔票持有人的要求兌現，應立即付與之。政府爲保護自己的利益起見，大概都令發行銀行先儲備債票作爲發行之擔保，而可以用賣出債票的方法以償還政府對於鈔票所兌付之現金。美國國民銀行鈔票與聯邦準備銀行鈔票都是採用這種方式以爲清算平價擔保的實例。

鈔票之保證

鈔票之平價與保證不能混爲一談。平價的意思是鈔票照票面價值流通。保證的意思是鈔票「有時」可以照票面價值兌現。鈔票有保證而不能照票面價值流通，這是極其可能的。從投資方面舉一個簡單的例子，或者就可以分清平價與保證之不同。美國的四·二五厘第二次兌換自由公債票 (Second Convertible 4 1/4 per cent Liberty Bonds) 是有保證的。但是有一個時期可以用美金九十二元三角購得之。換句話說，這種公債票是在平價以下出售。同樣，如果把買進貨物當做賣出貨幣來看的話，有些鈔票也會在平價以下出售過。並且，縱使牠們是有保證的，也還是如此。

就鈔票取得保證的方法而言，其發行可分爲三類：

- (一) 資產發行 (Asset issues)
- (二) 抵押發行 (Secured issues)
- (三) 保證發行 (Guaranteed issues)

資產發行又可以分爲二組：

(甲) 純粹信用發行 (Pure credit issues)

(乙) 限制信用發行 (Regulated credit issues)

下文將分別討論之，並且舉出貨幣狀況的實例，說明各國怎樣根據上述，(一)(二)或(三)三種方法，取得銀行鈔票的保證。

(一) 純粹信用發行之保證

純粹信用發行除發行銀行的信用外，別無其他保證。其所根據的信用與維持無擔保期票或公司債票的信用是同樣的。這種發行除受如所有尋常契約一樣的限制外，別無其他限制。就純粹信用發行而言，銀行放款時對借款者發出本行的流通鈔票，正如個人借款用他的三十天、六十天或九十天的無抵押票據作擔保一樣。主張純粹信用發行的人說，發行鈔票的整個交易是銀行和借款者兩方面的事。如果個人願意承受銀行的鈔票，爲什麼政府要來干涉呢？這實在是兩個私人之間的事。由此我們可以知道純粹信用發行是根據發鈔的銀行說的。

在這種發行制度之下，鈔票的保證乃依持於其敏捷和十足之兌現，因此持票人的權利方能得到保障，正和他在尋常契約法下所得到的保障一樣。鈔票是見票即須兌現的，不必說明任何理由。銀行如果不能見票即付，就可以迫令破產。不過經驗和研究已經使許多銀行當局相信適用於期票的普通法律，不能靠他作鈔票所有者的

保證，因為期票與鈔票究有若干不同之點。

(二) 限制信用發行之保證

限制信用發行所包括的一切發行鈔票，其保證係用各種不同的方法來改善，而無須特別資產或普通資產這一類的抵押。限制信用發行的理想就是使發鈔銀行不必將資產作抵押而得到保證。為獲得這個結果，許多方法已被採用。

這些方法中最先採用而又最重要的，就是將發行權限制於幾個特定的銀行。在法國，法蘭西銀行有發鈔的獨占權。在奧地利，發行職務僅限於奧地利國家銀行。在匈牙利，唯一准許發鈔的銀行就是中央銀行。在英國，英格蘭銀行和其他幾個銀行卻准許發行鈔票，但是發行權已逐漸被限制到英格蘭銀行一家。美國的情形也是一樣；各國民銀行雖還准許發鈔，但是無疑的，發行職權在短時間內或將完全歸諸各聯邦準備銀行。現在大多數國家的趨勢，都是限制只有中央銀行方能享有發行的特權。

這方法大體上實行得很好。各國中央銀行都有充足底資源，管理也頗謹慎，還有很好的成規作為牠們的基礎。並且，還有一層很重要的，就是各中央銀行的報告書都須受各銀行家和學者的分析，如有任何欺詐與蒙混的情況，被他們一查，便會發覺。

除了限制那幾個銀行有發行特權外，還可以更進一步把發行職權特別指定歸諸中央銀行的某一部。英國就採用這個辦法，英格蘭銀行的發行部和營業部是分離的。因為這樣可以使發行部和放款部（在這一部份，增

發鈔票之引誘力非常強大)脫離關係。並且，這樣使發行部更難規避法律的制裁，因為要規避法律必須兩部主腦貫通舞弊纒行。

另一改善鈔票保證的辦法就是限制發行。限制鈔票發行的數量有加強其保證之可能，因為這樣可以使不忠實或不謹慎的銀行家很難，或不可能，發行過多的鈔票。不然，一旦發行銀行破產，持票人在牠的資產上便不能找到某種保證。因此，無怪乎我們可以看到差不多世界各國都在利用種種方法來限制各銀行可能的發行數量。直接限制的實例在法國法律中可以找到，其所規定的最高發行額為五八、五〇〇、〇〇〇、〇〇〇、法郎。這種直接限制可以用徵稅的方法來變通，就是發行銀行可以在這限額之上發行，但這超過的發行額必須納稅。德國舊國家銀行存在時，所採用的就是這個方法。間接限制最好的例子就是美國聯邦準備鈔票之發行。這種鈔票是必須用百分之四十的現金作保證的。換句話說，聯邦準備鈔票之發行，其數額多少並沒有絕對的限制，但是每張鈔票至少必須有百分之四十的現金作為保證。

還有三種完成鈔票保證的間接限制法就是：

(1) 限制較大單位鈔票之發行

(2) 規定將這種鈔票不時的收回

(3) 限制鈔票流通的區域

還有一個方法應該說到的，就是政府對銀行的監督和統制。發行銀行應當時常受政府的審查，並且限定若

平時日須送報告一次，藉以改進鈔票之保證。關於政府監督和統制銀行的整個問題，當於後章詳加討論之。

(三) 抵押發行制

採用抵押發行制的主要理想是使持票人對發行銀行資產的全部或一部有特別要求權，藉以加善鈔票的保證。要做到這一點第一個方法就是使持票人對發行銀行的資產有最先或最高的留置權 (First and par amount lien)。銀行破產到連持票人用這種方法來擔保利益都不可能，田地的留置權是很少的，而尤以其股東須負雙重責任的銀行為然。曾經有人說，這種辦法對於存戶頗不公平，因為存戶與持票人同為銀行的債權者。這是不錯的。但是，存戶和銀行發生關係是自動的，而持票人，如本章前面所述，在許多情形之下，差不多都是迫不得已而承受銀行鈔票的。因此，持票人比較存戶應該有更適當的保證。

前節乃假定持票人對發行銀行所要求的資產是普通資產。但是，法律有時也允許持票人對銀行某種資產有要求權。特種資產或為特種有價證券，如債票或抵押券是也；或為普通營業資產，如期票、支票、匯票是也。雖然在過去普通營業資產比較各種債票的價值降低得多，但是，這兩種證券都很快採用。現在要討論這兩種資產的保管問題了。就一般而言，最好有一個公正機關作這些資產的保管者。這種方法的應用，可見之於美國聯邦準備鈔票的發行，擔保這種鈔票的商業票據和金準備是歸聯邦準備監理官 (Federal Reserve Agent) 所保管的。同樣，擔保國民銀行鈔票的各種債票是歸在華盛頓的美國國庫所保管的。

(四) 保證發行制

保證發行就是鈔票除發行銀行之外尚有其他機關作保證。為維護作保證機關的利益計，發行銀行將一部分資產存放於該機關而聽其自由處置。最好的保證就是責成保證機關對於倒閉銀行的鈔票見票即須兌付現金。因為這樣，在倒閉銀行的清算期間，牠的鈔票纔不至發生貼水的現象。在美國，國民銀行鈔票和聯邦準備鈔票的保證機關都是聯邦政府。如果某銀行倒閉，政府就拿他的普通基金兌付於持票者，然後再將擔保該鈔票的公債票出售藉以彌補這筆損失。在加拿大則由各銀行自身來保證其所發行的鈔票。這種政策在美國南北戰爭以前也曾為紐約市所採用。

紐約市實行保證制度的困難在於其保證之不足。當倒閉銀行的鈔票持有人預備兌現時，他們發覺該銀行的款子在鈔票尚未完全兌付之前已經用完。反之，在加拿大這種制度卻行得很好，但是我們要知道，加拿大發行銀行的家數很少（一九二六年只有十一家），而在美國，則有八千家左右的國民銀行享有發行權。並且在加拿大，各銀行都須繳納百分之五的鈔票作為保證基金，而這種基金且是歸政府保管的。

鈔票之伸縮力

所謂伸縮力就是需要膨脹時膨脹需要收縮時收縮的一種力量。這意義應用到鈔票發行上，就是鈔票在交易繁盛時就膨脹，在商業蕭條時就收縮。銀行發鈔必須具備二種伸縮力——尋常伸縮力與緊急伸縮力。尋常伸縮力的意義就是發鈔必須依照一年期間內工商業的盛衰而膨脹或收縮，同時還須依照一定年限的「商業循

環』(Business cycle)而膨脹或收縮。緊急伸縮力的含義則是當緊急事件發生時，例如金融恐慌時，發鈔必須能膨脹或收縮。

上節所說明的是伸縮力的意義。和這一樣重要的問題，就是我們爲什麼需要有伸縮力的發行？這是因爲生產數量時有變動，或物價水準時有變動，或二者同時都有變動的緣故，在這種情形之下，有伸縮力的發行是非常可取的。當物價水準維持平穩或大致不變而生產數量增加時，就需要行使較多的貨幣；反之，當生產數量維持平穩而物價水準上升時，也需要行使較多的貨幣。又當大量生產，同時復有高度的物價水準時，商業交易上所需要的貨幣則更須大量的增加。所以發鈔必須能膨脹或收縮，以便適應此種交易。

比較美國一九二〇年初和一九二一年秋的商业狀況，就可以看出高度生產數量及高度物價水準與低級生產數量及低級物價水準間情形之不同。在一九二〇年初，依照火車裝運數量的記載，有幾州關於僱工人數的統計，鋼的生產和其他指數看來，物質生產的數量，有很高的水準。同時，批發物價水準也是很高，根據勞工統計局所編的指數，一九二〇年五月的批發物價爲二四七。由於上述兩個原因的結果——高度物價與大量生產——對於貨幣遂有很大的需求。供給這種需求的，有一部分是聯邦準備鈔票，計於一九二〇年五月，其平均數量爲美金三、〇九四、〇〇〇、〇〇〇元。

年餘之後，商發情形大有變更。生產數量減少。人工、機器與原料都賦閒無用。失業者多。工廠作工半日，或完全停工。工業整個在停頓狀態中。物價也同樣地低落得很厲害。物價指數在一九二〇年五月原爲二四七的到一九

二一年九月即降低至一四一——差不多降低了百分之五十！這種商業狀況的改變，必須減少鈔票之發行。這種減少，在聯邦準備鈔票的發行上可以看出。一九二〇年五月其平均每日流通額原爲三、〇九四、〇〇〇、〇〇〇元的，到一九二一年九月就減少到二、四八五、〇〇〇、〇〇〇元，計約減少了百分之二十四。

發鈔需要這麼大的伸縮。但是，怎樣纔能完成這種伸縮呢？所以我們必須研究獲得尋常伸縮力與緊急伸縮力的方法，而分別考察在每一種情形下的膨脹與收縮到底是怎樣的。

(一) 尋常伸縮力

取得尋常伸縮力最好的方法，就是發鈔以資產爲基礎。這種資產就是經濟活動最可靠的指數。這就是說，如果發鈔是以各種資產爲擔保的，而資產又是反應於生產量與物價水準之變遷的，那末鈔票就會自動地跟着各種資產之增減而伸縮。因爲資產自身是會隨工商業之狀況而增減的。但是，什麼資產是發鈔最好的擔保呢？

人們早就知道，在市況良好的時候，工商業家都向銀行大宗地借款，而在生意消沈的時候就減少其借款。銀行放款與工商業的活動是有很密切的關係的。所以，如果一個靴匠在皮價很高的時候要購買厚革 (Gole Leather)，他就不得不向商業銀行借入較多的款子，藉以在交易上獲得現金折扣。反之，如果厚革價賤，他就不必借入那末多的款子。靴匠的情形如此，別的工商業也是一樣。因此鈔票之發行，如果一部分是以商業票據作擔保的，這種鈔票就可以隨工商業之狀況而自行伸縮。

美國採用這種方法以保證鈔票發行之增加，係使全國各商業銀行都能把他們合格的商業票據，送到十二

聯邦準備銀行或其分行請求再貼現，藉以取得聯邦準備鈔票。假使各商業銀行都有適當的商業票據要求貼現的話，則大多數會員銀行的存在，和祇有一個中央銀行相比較，自然是在前一情形下工作要迅速些；而會員銀行如果要獲得鈔票的話，通常也都可以提供適當的商業票據請求再貼現。

鈔票發行之收縮有時就比較要困難些。若專就收縮而言，所收回的鈔票不必就是同樣的鈔票。因為如果要收回一百萬元的鈔票，使流通界減縮這麼大的一個數目，那就無論收回那一種鈔票都沒有關係。換句話說，在有多種鈔票流通的地方，我們不一定要把某一種鈔票收回。但是，促進此項鈔票的收縮也有種種的方法。其一，就是給予鈔票以「回歸力」(Homing power)，使之易於收縮。這種「回歸力」可由限制鈔票的流通區域而實現——歐戰前的德國就是採用的這種方法。但是這種方法的價值是很可疑的，因為用這種方法雖可以取得「回歸力」，卻限制了這種鈔票的用途。取得「回歸力」最有效的方法之一，就是某銀行的鈔票，禁止其他銀行發出。美國聯邦準備條例已有此項規定，即禁止一聯邦準備銀行發行其他聯邦準備銀行的鈔票，違者課以百分之十的罰金。再者，否認鈔票的某項法償力，與禁止將其用作銀行準備金，也有使鈔票回歸到發行銀行的趨勢。因為鈔票的「回歸力」和牠能用以交易之種類的多少是成反比例的。

(二) 緊急伸縮力

在經濟恐慌，或可能發生恐慌的時候，用什麼方法使鈔票膨脹呢？有一個方法就是允許發行銀行在法定準備額之下發行鈔票，如果在事實上有這種需要時的話。美國即曾採用過這種方法，即由於聯邦準備局之認可，各

區的聯邦準備銀行，其鈔票所必需的現金準備雖不足百分之四十，也可以發行。然在這時期內，爲防止發行之不當，聯邦準備局對於沒有最低金準備的鈔票，有課稅之權。又爲使這種課稅有效起見，此項鈔票稅且必須高到使此種發行沒有任何利益可圖爲止。

再者，在經濟恐慌時，我們還可以用增加鈔票聲譽的方法，促其膨脹。當金融恐慌嚴重時，國民也許不願意使用國民銀行或商業銀行的鈔票。如果這時候發行鈔票由政府負責（如以政府公債票作擔保）國民就能信任而毫無猶豫地去承受牠。

約言之，當金融緊急時，銀行鈔票之膨脹須依恃於其發行之絕無限制與鈔票自身之聲譽。

各種緊急發行可以用重稅使其收縮；而其稅率是依照鈔票流通的時間而累進的。課這種稅的目的在使鈔票非於緊急需用時不得發行，並且還可以促進牠的收縮，因爲銀行決不願意負擔八、〇〇〇元的重稅以發行一〇〇、〇〇〇元鈔票，如果這筆發行得不到八、〇〇〇元的利益的話。這種課稅方法首先實行於美國，當一九一四年美國發行「亞·威鈔票」(Aldrich-Vreeland notes)時，即用法律規定這種鈔票之發行在最初一月須徵年稅百分之五，以後每月增加年稅百分之一，直至年稅百分之十爲止；此後所繼續徵收的則均爲年稅百分之十。很有趣味的就是在一九一四年末「亞歷飛蘭鈔票」達到約計四〇〇、〇〇〇、〇〇〇元的最高額，一九一五年末就減少了許多，到一九一六年則已完全收回，重稅既使鈔票之發行不利，各銀行自然都急於要避免此項損失而將鈔票趕緊收回了。

並且，在金融緊急之後各銀行都感覺到資金的難於找到出路，因此也將減縮牠們的鈔票，當金融緊急方行恢復之後的這一時期內，商人是不會向銀行作大宗借款的；而銀行爲圖利或避免損失計，也一定會趨向於清償中央銀行的債務之一途。如果真的要使鈔票收縮的話，那麼，各中央銀行所徵收的貼現率，當然應該高出於各會員銀行所徵收的纔對。

鈔票緊急伸縮力之需要，在一九三〇年十二月表現得最爲明顯。這時候因爲美國銀行 (Bank of United States) (註一)歇業的結果，紐約市對於貨幣就有一種特別的需要。這銀行有五十九個支行，共有存戶約四十萬。牠是聯邦準備制下的會員，但不是紐約票據清算所的會員。牠的存戶大部分是外國人或入美國籍的外人之後裔。因爲該銀行歇業與各種謠傳的結果，許多擁有同樣形式的存戶的銀行，牠們的存戶多來提取大量的款項，而這些被提取的款項都是由牠們向紐約聯邦準備銀行商借而來。其他銀行恐怕存戶提取大量存款，也都向紐約聯邦準備銀行支取大宗的通貨。這種大宗貨幣的需要是由紐約市聯邦準備銀行以其會員銀行適當的資產作抵押而供給的結果，直至一九三〇年十二月十三日爲止，紐約聯邦準備銀行所付出的通貨，竟達一七〇〇〇、〇〇〇〇金元以上。聯邦準備制對於這種需要的應付在信用機構上並無任何困難，這就是使聯邦準備鈔票的緊急伸縮力得以應付非常緊迫的情形之舉例。(註四)

(註一) 通貨監查官年報 (一九二五) 二〇頁。

(註二) 我很感謝 F. M. Taylor: Some Chapters on Money (Ann Arbor, George Wahr 1908) 121-126頁。

三一六頁所供給的許多材料，使我能在後面應用着。

(註三) 這銀行和美國政府沒有關係。

(註四) 一九三一年九十兩月，對於通貨的非常需要，也是用增加聯邦準備鈔票的方法來應付的。這又證明了發鈔必須具有緊急伸縮力。計一九三一年十月，聯邦準備鈔票增加的數目，約在三〇〇、〇〇〇、〇〇〇〇〇元以上。

第七章 黃金之移動與分配

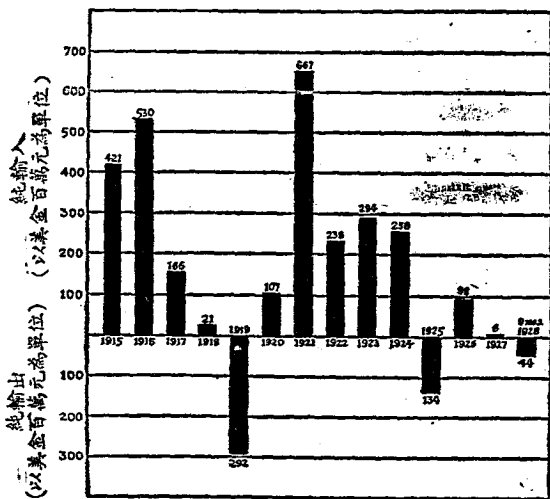
在一九一五年至一九一八年期間，美國有空前黃金的輸入，一九一九年又有大量黃金的輸出，此後復有大量之重復輸入，以及開始於一九二七年末的金子之出國，這些事實都已經引起人們極大的注意。我們預備保留這大量底金子呢？還是將它用作擴張信用的基礎呢？還是由國外貿易之道輸出他國呢？這都是關於黃金供給的幾個問題。這問題是目前應該解決的。因此本章專用以討論黃金之移動與分配。

名辭之意義

世界黃金之供給常由不需要的地方轉移到需要的地方，或由價賤的處所轉移到價高的處所。這種黃金的移動可以有許多原因——產金區域黃金之過剩供給，某一金融中心之高度貼現率，大量不換紙幣之發行，生恐某一國家之金本位發生危險之心理，短期之入超，及其他等等。黃金移動不一定是不好的現象。其實，黃金由一國轉移到他國也許是可取的，甚至於是必需的。但是，也許有時候（後面再加討論）金子流出過多，致令政府代理機關必須採取保護本國金子供給的辦法。這樣黃金由一國轉移到他國就名為『黃金之移動』（Movement of gold）。

另一方面，『黃金之分配』(Distribution of gold)一語之意義，乃表示在一定期間內國境中所有黃金的百分比。『在一定期間內』(At a given time)這句形容詞是很重要的，因為黃金之分配也許由於後來金子之移動而大有變化。例如，在一九一三年，美國國境內約有值二、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元的黃金，約佔世界貨幣黃金供給百分之二十三；但是到了一九二四年就有四、五〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元以上的金子，約佔世界黃金供給二分之一。在這十二年內黃金分配之變動是由於金子空前的流入美國(見圖六)。由此可知黃金之分配是隨着黃金之移動而進行的。

黃金分配與移動之不同，可用河流貫通諸湖之例以說明之。諸湖所儲之水量代表各國境內黃金之數量，而湖水由此湖流入彼湖代表各用金國間黃金之移動。黃金之趨向於由一國轉移至他國，且自行廣佈於全世界，也正和水量之增加能自動地分配於其他各湖一樣。



圖六 一九一五至一九二八年美國黃金之純輸入與純輸出
(單位百萬美元)

來源: Federal Reserve Bulletins.

黃金之移動與分配，其所以特別重要，至少有四個理由：

(1) 黃金之移動可以表明一國或各國幣制的病態。

(2) 黃金之分配可以招致銀行信用的膨脹。

(3) 黃金之移動可以引起中央銀行貼現率之提高。

(4) 黃金之移動可以引起外國公債在本國募集之被禁止。

黃金移動之所以重要，第一個原因就是因為這種移動可以表明幣制的病態。除了金礦大量的發現之外，只有通貨的病態纔會引起大宗金子的移動。當一七九一年至一八九二年英國採用紙幣本位時期內，關於這一點表示得很明白；當一八六二年至一八九七年美國以『綠背紙幣』作為其貨幣本位時，關於這一點也表示得很明白；德國的情形也是一樣，自一九一三年至一九二二年，由於紙馬克變成本位幣的結果，國家銀行 (Reichsbank) 所擁有的金額即由二、五〇〇、〇〇〇、〇〇〇金馬克左右減少到一、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金馬克以下。這種德國黃金之移動乃由於大量不換紙幣之發行。在這種情形之下，紙幣即將黃金驅逐於流通界之外，而其中大部分則由國外貿易之途以流出。阻止這種大量流出的惟一方法就祇有恢復金本位。

美國黃金保有額之大量增加係由於空前的黃金移動——黃金自一九一四年起即繼續輸入，除一九一九年外，未曾間斷過——結果之一。美國因保有的黃金實在太多了，致會被人呼為『黃禍』 (Yellow Peril)！因為牠會招致通貨膨脹，所以會構成了一個嚴重而緊急的問題。由於上述黃金分配的結果，在一九二六年十一

月十九日，美國十二聯邦準備銀行的金準備竟達二、八五一、〇〇〇、〇〇〇金元之數，或者說約計一、四八三、〇〇〇、〇〇〇金元的過剩金準備。根據這種過剩的金準備是可以增加發四〇、〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元左右的銀行信用的，而且這種銀行信用的增加一定會引起物價的上昇。不過直到現在為止——雖然英人對此有與現在事實相反之預料——這大量的可以用作信用膨脹基金的金子還未曾使用過。但是，牠的存在確有使銀行信用膨脹之可能。

黃金之移動與分配所以特別重要還有第三個理由。前曾數次說及銀行家與金融家對於一國貨幣總額之一定基金的情況是異常注意的。這種基金就是中央銀行鈔票與存款賴以作基礎的黃金。這種基金在美國是聯邦準備鈔票及其會員銀行存款的擔保品；在英國是英格蘭銀行的準備，因為這種準備幾乎是全英國銀行的金準備；在法國是法蘭西銀行的金準備，餘類推。這種基金既是信用的基礎，就可譬之於『例金字塔的尖頂』(Apex of the inverted Pyramid)。如果因為黃金大量流出的結果，尖頂過小，則整個金字塔將因上部過重而顛覆，隨而將發生恐慌或停止金本位的現象。為防止這種事實，所以要採取維持的辦法，必要時，且須吸回黃金。普通的辦法就是提高中央銀行的貼現率 (Discount rate)。這種高度的貼現率實有保存黃金或吸回黃金之可能。隨着這種高度貼現率而出現的通常是高度的短期放款利率，而這種利率又影響到需要短期借款者，如股票經紀人、匯兌商、承兌莊、商業銀行及工商企業家等。

最後，為期望維持一國通貨在國際匯兌市場上的金平價計，金子之移動可以造成一種情勢，即禁止外債在

本國發行，因為外債在本國發行絕對自由，通貨的價值即可低降到現金輸出點以下，於是發生金子流出的現象。像這種對於外債在本國發行之禁令，曾於一九二三、一九二四及一九二五年期間為英國所施行。如果當時這種外債已經自由發行，投資銀行家對牠的賣得金必將採取金子的形式，而這種金子就會輸出到發行國外債票的國家。在平常，像這種國際的投資是不會引起金子流出的現象的，不過在當時卻必將有這種結果，因為歐洲許多國家都需要黃金藉以穩定牠們的通貨啊。

然若假定外債的賣得金並未採取金子的形式，投資銀行家在賣出該種債票之後，就預備購買對該發行國的國外匯票，這樣就會使倫敦市場的外國通貨價格趨於上漲，同時又會使該發行國金融中心的金鎊價格自動的趨於下降。該發行國金融中心持有金鎊匯票的人即將以匯票換買現金，因為他將不能把這種匯票賣到比取得現金更有利的高價。易言之，金鎊匯票所有者將以賣得現金為最合算。這種現金自必源出於英格蘭銀行的準備金，並且，通貨價值愈低，金準備將更為減少。為防止這種情事的發生，所以英格蘭銀行當局，無須根據法律的規定，即將外國債票在英國的發行加以禁止而獲得成效。

黃金移動之種類

首先我們得將黃金的『總移動』與『純移動』(Gross and net movements of gold) 明析地加以區別。總移動是指在一定期間(普通一年)一國輸入黃金的總額。在一九一八年輸入美國的黃金，其總移

動額爲美金六二〇〇〇〇〇〇元但是，在同一時期內美國輸出了四一〇〇〇〇〇〇元的美金，所以美國黃金的純移動只有二一〇〇〇〇〇〇元。一國可以有大宗黃金輸入的總移動，而在同一時期內因爲大宗黃金之輸出，又可以有黃金的純輸出。這種現象在一九一九年曾發生於美國，其時美國進口的黃金價值計七六五〇〇〇〇元，而出口的黄金價值則將近三六八〇〇〇〇〇元，差不多有二萬五千萬元以上之純輸出。這種移動事實上確會減少了美國若干金準備，並降低了各聯邦準備銀行的金準備，而其最後的結果則爲貼現率之提高。

其次，我們要分別『平常的移動』與『異常的移動』(Normal and abnormal movements)。「平常的移動」乃由於一國擁有現金過多而發生。「黃金過多」這句話表面上看來似乎是不對的。但是，一國在貿易上所需要的黃金是可以過多的。黃金與其所能換取之貨物的比例有過多之可能，正如一所房屋內，浴室比之於其他房間，其數目時或過多一樣。黃金過多的原因往往由於金鑛之發現，而尤以一國的勞力大部分均從事於金之生產時爲然。這些採鑛者及其家屬所需要的並非黃金，而是黃金所能購買的貨物，如食品、衣服、奢侈品、勞務及其他等等。他們怎樣去取得這些貨物呢？就是每年輸出很多的金子。在這種情形之下，輸出黃金只是藉以支付一部分或大部分的進口貨價而已。因此，我們對於澳大利亞、南非洲及阿拉斯加 (Alaska) 等地不時輸出黃金的這種極平常的現象實無所用其驚奇。

然而，黃金之移動有時是可以名爲『異常的』這就是說，牠也許是幣制病態的結果。大量紙幣之發行，生恐一國將放棄金本位之心理，因白銀法規之通過致使黃金有被排斥之可能——這些原因及其他許多原因，均能

使黃金發生異常移動的現象。這種移動是非常重要的，因為牠的大部分都可以由政府來統制。例如美國自白銀運動 (Silver agitation) 起差不多到一九〇〇年為止都有黃金之外流，這種黃金流出的移動，一部分的原因是人民相信美國將恢復復本位。當時外人對美國有債務要求權 (Claims) 者（這種要求由於上述的原因而加多）都願意把匯票兌取現金。這種情勢致令美國的金準備減少，並促成了一八九三年的恐慌。故在貨幣尚未達到這樣紊亂的情形之前，政府對於這種非常的黃金移動必試加以統制。如果此種移動為數過鉅，則政府只有採取黃金『特別移動』 (Special Movement) 的辦法來防止牠。

(一) 黃金之匯兌移動

黃金之『特別移動』和『匯兌移動』 (Exchange Movement) 是有分別的。匯兌移動乃由於一國進口貨對出口貨暫時失卻平衡而發生。在經濟學上有一個很出名的原理就是一國的總輸出是用以支付一國的總輸入的。這就是說，一國對其他各國的總輸出支付其他各國對該國的總輸入，正如約翰斯密 (John Smith) 以個人的總收入支付他所購買的全部貨物一樣。但當輸出現金比較購買金匯票價賤的時候，就將發生暫時的變動。假設我欠英國出口商二〇〇〇金鎊，在購取鎊匯時每鎊須付國外匯兌商以美金四元九角，同時又發覺購買黃金運往美國，加上一切運費，只合到美金四元八角九分一鎊，我自然要輸出現金了。這種國外匯兌市場的變動是暫時的，但是，也是常見的事實。例如，每年秋季美國常有大宗的棉、麥輸往英國，而英國輸入美國的卻很少，因此英人對美國輸出現金，即較購買金匯票為便宜。

一九二五年秋，美國有來自英國的黃金之匯兌移動。其時英國因為棉花和穀物進口的結果，匯兌率漸趨降低，致達輸出現金較之購買美匯還要便宜的一點，這實在是由於當時倫敦的美國匯票極少所致。這種程度達到之後，黃金就開始由英國流入美國。總計一九二五年十月內即有約值美金五〇、〇〇〇、〇〇〇元的黃金的輸入。

(二) 黃金之特別移動

有時，因為政府欲獲得某種結果而有意計劃一種黃金的特別移動這種現象很有發生之可能。像這種黃金移動，其目的全在使一國取得金子藉以恢復人民對通貨的信仰。當政府審慎地着手由他國運入黃金時這種移動亦即發生，而其原因則不外下列三種：

(1) 一國由不換紙幣本位改變到金本位。

(2) 一國方自恐慌中恢復原狀。

(3) 一國國境內並無金礦，而欲增加金準備。

上述每個原因的目的都在恢復公眾對貨幣的信仰。為達此目的最好的辦法就祇有去獲取大宗黃金以備紙幣的自由兌現。

一九二四年德國之恢復有限制的金本位，例示了需要黃金之特別移動藉以作通貨之擔保的情形。道威士報告書 (Davies Report) 中主要問題之一就是穩定德國的通貨，因為馬克不能穩定，賠款的支付就毫無意義。德國因為在戰時及戰後都損失了大宗的黃金，其國境及殖民地內又均無金礦，故認為必須取得大量的黃金以

用作新國家銀行 (New Reichsbank) 鈔票及存款的準備；因此就發行了 80,000,000 金馬克的國際公債，其實得金則大部分爲現金，而由新中央銀行所保存。這筆現金對於該銀行的鈔票和存款實爲最穩妥之擔保品，亦頗有助於國內馬克價值之穩定，同時並使新馬克在國際金融市場上有維持金平價之可能。

一八九一年與一八九二年，舊奧·匈帝國 (Old Austro-Hungarian monarchy) 自紙幣本位改爲金匯兌本位時也採取了與德國相同的辦法。

在一國遭受恐慌或恐慌威脅的時候，最好是藉助於黃金特別移動的辦法。恐慌這東西就其全般性質而言是很可怕的；它足以毀壞人民的信仰；它也足以引起信用制度的崩潰。恢復這種信仰和信用制度最好的辦法，就是去取得大宗的現金，使鈔票能自由兌現。不過這種辦法所需要的金子很多，常爲一國自身所不能供給。故最好是取給之於國外，或用出賣公債票於外國的方法以取得現金或與國際銀行家訂立合同自國外輸入黃金都無不可。這樣一來，因爲黃金重復能夠無限制的兌現，則信仰自可恢復，而恐慌亦必隨之消滅。

一九〇七年的恐慌就例示了這種事實。我們不必很遠地追溯這恐慌的前因，就很可能以說，當人民知道如下消息：即紐約某重要銀行將不承受尼克博克信託公司 (Knickerbocker Trust Company) 的支票並代爲付款時，已足使該公司發生擠兌的風潮；並且這種風潮還會繼續下去直到該公司被迫關門爲止。恐慌是有傳染性的。其他銀行因此也隨着發生擠兌的風潮。有些銀行甚至於倒閉。於是如發行票據清算所證券 (Clearing-house certificates)，銀行休假及其他種種方法都被採用着，思有以將現金保留下來。然而這都無補於事實。鈔

票兌現時終於發生了貼水的現象。人們對整個銀行體系的信任也都被破壞了。可是，從歐洲運來的九六〇〇〇、〇〇〇美元的黃金還沒有進口，信用就已回復而恐慌也就和緩了下來。

國際貿易國際投資與黃金移動

國際貿易與國際投資並不一定會引起黃金之移動。因此我們不應當將它們視為有害的現象；而相反地，它們卻都很可取，因為它們能促進各國最適宜於生產的貨物的專門化呀。

對於一國政綱有深刻影響的經濟學上謬論之一，就是他們相信一國最好是輸出多於輸入，並且出超所得應係黃金，因為國家之所以富，專在他保有大量的貴金屬。這種思想，就是我們所知道的重商主義，在十七、十八兩世紀尤為通行。歐洲有些國家的特別法律大概都會受它的影響。其後這謬論雖遭受有力的攻擊，（尤其是亞丹·斯密攻擊得最厲害，）但它所遺留下來的勢力還是很大，且仍足以紊亂我們的經濟思想。

各國之所以從事國際貿易是因為相互間都有利益的緣故。這種貿易多以信用票據為最重要的媒介，而尤以用國外匯票時為多。譬如我欠英國出版家一〇〇金鎊，自然我可以把等值的金子包封起來，運送給我的債主。但是，這樣大約須費去我美金四九〇元。如果我能以美金四元八角九分一鎊的匯價購買匯票寄給債主，而他又願意承受時，那麼，我即將用匯票來支付債務。在這種情形之下，金子就不必由美國輸出了。

這就是所謂由國際貿易聯帶發生的現象。而債務者也差不多都知道購買匯票支付債務較為便宜。這種匯

票能減少現金之移動，正如支票能節省硬幣的使用一樣。

但是在產金的國家因爲開採金鑛比較有利，所以都有把黃金輸出的趨向。這種國家生產黃金超過其本身所需要，正和華盛頓的威納趣谷（Wenatchee Valley）生產蘋果超過其本地的需要一樣，又和伊利諾（Illinois）及紐約二洲所製造的打字機超過該地所需用的同樣。換句話說，南非洲的 Rand Section 只能出產該地最宜於生產的貨物，而售出此種貨物（黃金）以購取其他貨物。因此，產金的國家常能用它來交換其他商品。反之，不產金的國家，例如英國，如果它願意把貨物作爲交換的話，也是很容易取得金子的。其實除此以外也實在沒有其他方法可以取得黃金了。是以產金的地域，如阿拉斯加，南非洲等地通常都有黃金的純輸出。

沒有金鑛的國家只能以貿易的方法取得黃金，對於這事實不加以承認實在也是德國幣制紊亂的一大原因。和平條約令德國負擔很重的賠款，而很明顯地，沒有金鑛的德國只能拿出超的餘利來支付，換句話說，就是拿這種餘利去購買黃金或黃金之等價物以交付其他國家。但是，各國都有高度的關稅壁壘，致使貨物之出口不易。因此德國很難取得黃金或其等價物，遂轉而輸出貨幣，藉以達到取得外國黃金的權利。德國用這種方法，雖能支付其賠款之一部分，但是這樣只有使德國境內的幣制更加紊亂。忘記了這個簡單的貨幣學原理，簡直是延長了戰爭的痛苦。

再就國際投資而論，它雖與國際貿易不同，但其結果大致還是一樣。這就是說：國際投資（爲取得穩定通貨所必須的黃金而發行之國外債票除外）也決不會引起本位幣之輸出。政府或實業公司發行債票，所需要的大

抵不是貨幣或黃金，而是『資本貨物』(Capital goods)。美國橫斷大陸的鐵道，不是用銀軌、金釘，而是用鋼軌、鐵釘與碎石築成的。因此債票的所得金，普通都是採取資本貨物的形式——鋼軌、機關車等等。換句話說：國際放款是把購買力 (Buying power) 交給發行債票的公司。同時這種購買力是用作資本貨物的購買，而被發行債票的國家所輸出的，大抵也都是資本貨物。

一九一五年在美國發行的五〇〇,〇〇〇,〇〇〇的英、法公債 (Anglo-French Loan) 例示了國際投資並非必須引起黃金移動的一般觀念。這種特別公債之發行，在給予英、法政府以購買力。公債的賣得金則存諸美國，用以向該國購買戰爭的軍火，所以大宗放款之結果並無一元美金的黃金流出美國。

黃金移動之統制

前曾論及『倒金字塔』(Inverted pyramid) 的銀行信用基礎就是保存在中央銀行金庫 (Vaults) 內的黃金。這種黃金的供給支持了整個信用系統。它的數目一旦減少，政府或政府代理機關就須設法恢復這種金準備，或再吸收黃金。提高中央銀行貼現率，採行金匯兌本位，『提存黃金』(Earmarking Gold)，與禁止黃金出口等，都是減少黃金移動的幾種方法。這些方法將依次於後討論之。

(一) 貼現率與黃金移動

提高貼現率是阻止本位幣出口與吸回一國已流出的黃金最有效的方法之一。這個方法，曾為英格蘭銀行

長期地採用過，並且很有成績，實在是一個便於急速採行而且見效很快的方法。因此，我們應該詳細敘述其採用的手續，採用的理由，並及其限制。但是，我們不要忘記，下段的討論只是關於提高貼現率藉以防止本位幣的流出或吸回黃金的方法，而不論及它對於膨脹銀行信用和物價水準的影響。

當中央銀行當局認定金準備數目過低是因為匯兌率降低到現金輸出點以下，致引起黃金出口的結果，他們就會立刻採取各種方法以謀補救。我們不能說降低到什麼程度纔算達到危險之點，因為這可以由銀行家的智慧和經驗去控制，如在英國是；或用法律去規定，如在美國是。然若假定危險之點已經達到，而黃金仍繼續輸出，則必將引起人民對黃金大量的要求，而拒絕使用鈔票。銀行如果不能應付人民對黃金的各種要求，整個信用機構就要遭受根本的崩潰。各中央銀行如果不能對要求者立刻付出黃金，簡直就是增加存戶對銀行之不信任，與增加各銀行相互間之不信任。但是付出黃金是需要有大宗的供給的。因此金之供給必須善為保護，並須設法使之增加穩行。

中央銀行——假定是英格蘭銀行——如為自衛計而決定提高貼現率。這樣就能使對英國有債權（Claim）的外國銀行把資金留存該國以備使用。譬如紐約某銀行對倫敦有五〇〇〇〇金鎊的債權，它就無須將這筆款子運回，而聽其存於倫敦的代理銀行並可通知它把這筆款子放出於倫敦金融市場，因為這樣放款比較在本國市場可以取得較高利率的贏餘的緣故。紐約某銀行的這種辦法，僅不過是把它的信用在最高價的市場出售而已。而且這銀行的辦法也是其他對倫敦有債權的銀行所願意取法的。這樣，現金之輸出就得以防止了。

這樣防止黃金的出口有時還嫌不夠，即就必須從海外去吸回黃金到英國來。這將如何辦理呢？用高度的貼現率是可以誘致國際銀行家把流動資金轉移到倫敦來的。如果他們在倫敦沒有存款，他們就會從紐約或柏林將它轉移過來。換句話說，他們將使倫敦成爲黃金之保有者，或使它居於對紐約與柏林有黃金要求權的地位。這種情形將繼續到黃金開始向倫敦移動，與金準備已經增加到適當的限度爲止。

這種辦法於一九二五年曾爲英格蘭銀行所採用。當是年四月英國恢復金本位時，英格蘭銀行的存款準備金約爲百分之二十二。可是，這種金準備逐漸開始減少而達到他的低點。於是英格蘭銀行就將貼現率提高使紐約銀行家把他們的資金轉移到倫敦，而將其放出於倫敦金融市場以獲利。結果，從紐約吸收到倫敦的黃金約在二〇〇〇〇〇〇〇〇美金至三〇〇〇〇〇〇〇〇美金之間。我們可以相信，在英格蘭銀行未取得充分的金準備之前，倫敦的貼現率總是高於紐約的。

高度貼現率能使國際有價證券價格下降，因而吸回金子。這種有價證券大部分由投機家從銀行借得必須的資金從事收買。利率較高，借款的費用因而較大，遂使證券的收買者減少，其價格因以下降。國外投資家，看到這種證券可以用賤價來購取，於是便大事收買，因此使倫敦（假定這種證券是在倫敦交易所買的）成爲對金子有要求權的保有者。

美國的金本位批評家吉森 (Kilsen) 曾舉例說明美國人怎樣利用這一點藉以獲取金錢的利益。（註一）這些投機家預備向美國輸入大宗的黃金，其數約計一二〇〇〇〇〇〇〇鎊。他們先在倫敦和紐約的報紙上大登

其運金的廣告。而在黃金尚未啓運之前，已經收買了大量的美國有價證券。待金子運到之後，紐約各銀行的過剩準備因而增加，通知收放款的利率（Call money rate）下降而有價證券的價格上昇。於是購金團的團員把有價證券出售，獲得很大的利益。但這只不過是他們投機買賣的一半。在倫敦方面，因為黃金之流出，貼現率因以提
高，致使在倫敦交易所出售的有價證券其願主減少，而其價格亦隨之下降。這種現象發生之後，購金團乃向倫敦
交易所購進大量的有價證券，同時又把黃金運回倫敦等有價證券的價格上昇之後，重復將其出售，藉以再獲取
一筆很大的利益。自然，這是一種反常的現象，但是它說明了人們爲着謀利是多麼快地利用了這種賤價的有價
證券。

銀行貼現率之統制是可以防止可能的黃金移動的，如果能利用它以阻礙投資銀行家替外國發行債票的
話。外國債票的實得金，如爲穩定外國通貨之用，當係採取現金的形式。這種結果只有增加黃金之流出。爲防止這
種事實的發生，中央銀行可以鎮靜地但又堅決地通告各投資銀行家，如果他們替外國銀行發行債票，中央銀行
就將提高貼現率。一九二四年與一九二五年英格蘭銀行就曾採用過這種政策，這自然不能算是一種祕密了。

然而，用提高貼現率的方法，以防止黃金之流出或吸回黃金是有相當的限制的。當一國事實上是紙幣本位，
而其紙幣的金價值有明顯的下降的趨勢時，這種政策就失掉了很大的效力。這種國家的貼現率無論多麼高，外
國銀行家也還是不願意將餘款轉移過來，因爲在以後再轉移時必將發生很大的危險。換句話說，當一九二三年
十月，美國銀行家之所以未爲德國國家銀行十分八厘的高貼現率所動，正因爲無論多少資金連往柏林，當他們

運回紐約時，定要遭受到美金大大地貶價的損失。同時，當一國所採行的是紙幣本位，而它的通貨之金平價有上漲的趨勢並且對於恢復舊金本位有很光明的前途時，國際銀行家也許會將他們的資金輸入，藉以在較高的貼現率上及其價值增高的存款上獲取利益。如果紐約某銀行在一九二五年四月初就把餘款轉移到倫敦，那麼它就可以用美金四元八角左右合金鎊一鎊的比率獲得其資金，並可將這種資金做出比紐約利率較高的放款。同時，在一個月內，它還可以把所購得的金鎊以美金四元八角六分合一鎊的比率賣出而將其運回紐約。這樣它就獲得了雙重的利益——其一獲自較高的貼現率，其二獲自以美金計算的金鎊之漲價。據紐約時報 (The New York Times) 的記載，菲列得爾非亞 (Philadelphia) 某銀行，在英國恢復有限制的金本位二星期之前，曾購進大量的金鎊，這筆買賣使它獲得了很大的利益。

現在我們可以把上面的討論總結起來說：當兩國或兩國以上的幣制都是金本位時，提高貼現率確是阻止現金流出或吸回黃金的一個有效方法。又當一國事實上是紙幣本位，而其紙幣價值有明顯地下降的趨勢時，這種方法就很少甚至於沒有效力；惟若這採行紙幣本位的國家遇有好機會而能依照舊金平價恢復其金本位時，那麼，這種方法也許還是有效的。

採用金匯兌本位對於黃金之移動也會有過深刻的影響。如菲律賓羣島與印度之實行金匯兌本位，其進口商或出口商，按照當時情形，購買對母國金融中心的金匯票通常總比運出現金為便宜。而這種匯票的價格也總是保持在現金輸出點以下。再就幾種較新的通貨而言，其結果也正相同。例如，某維也納進口商不把黃金運往倫

敦而用較低的價格購買金鎊匯票，則反較其輸出黃金便宜。就布達佩斯（Budapest，匈牙利國都——譯者）的進口商而言，情形也是一樣。其實，金匯兌本位最大的利益就是在於它能減少黃金之移動。

（二）金之「提存」與禁金出口

此外還有兩個統制黃金移動的方法——金之「提存」(Barmarked gold) 與禁金出口(Gold embargo)——須略加以說明。這兩種方法在歐戰時都被採用過。所謂金之提存，就是黃金還是保存在中央銀行金庫內，不過在帳簿上記上一筆帳，作為外國銀行的存款而已。這筆提存的黃金因此就變成了外國銀行的財產，而登記在它的資產欄內，並可用作它的準備金之一部分。此外，金子還可以「提存」在任何商業銀行的金庫裏。當美國加入歐戰時，即曾實行過這種辦法；「金解禁」之後，美國又喪失了大量的這種「提存」的金子。

「禁金出口」在歐戰時，也曾為美國和其他國家所實行過。其目的半為保護金之供給，半為防止黃金之流入敵國或和敵國表示友好的中立國之手。自然，「禁金出口」之存在無異表示金本位之崩潰，因為這樣黃金就不復能自由輸出了。但是以二者比較起來，我們認為還是採用禁金出口的害處要少些，而且各交戰國幾乎都採用過這種辦法。美國之禁金出口，則開始於一九一七年九月七日而一直繼續到一九一九年六月九日方纔停止，及金解禁後，美國即已成為建立自由黃金市場的第一個商業先進國了。

一九三一年秋，美國又實行了「黃金提存」的辦法，因為這時候各地都明顯地感覺到國際金融之不穩定。在英國停止金本位後的六星期內，美國貨幣金子的供給，其減少之數竟達七三〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇〇元，但是這些

黃金實際上並未完全輸出，其中有四一五、〇〇〇、〇〇〇元仍舊保留在美國，不過「提存」在紐約聯邦準備銀行的外國中央銀行存帳上而已。是年十月末，黃金移出的趨勢停止，而原先「提存」的二五、〇〇〇、〇〇〇元的黃金也解放了。

(三) 中央銀行之合作

各國中央銀行之互相合作，亦可減少黃金之移動，這種合作之獲得或由於各國中央銀行當局非正式的協議，或由於國際清算銀行 (Bank for International Settlement) 出來作固定的組織。無論如何，上述各當局間的協調是可以減少金融市場利率 (Money market rates) 之變動的，而這種變動通常多由於黃金倉卒地與大量地提出的結果。這種合作之可能，可於一九二七年美國各聯邦準備銀行的行動中見及之。是年四月，法蘭西銀行償還英格蘭銀行的債款，約合美金一六〇、〇〇〇、〇〇〇元。這次的還債，解除了約計九〇、〇〇〇、〇〇〇元的金子擔保品，而這筆款子則由法蘭西銀行開始向紐約運送，但當三〇、〇〇〇、〇〇〇元美金已經運出之後，美國聯邦準備當局因不願本國金融市場輸入大宗黃金，遂將其餘的約計六〇、〇〇〇、〇〇〇元完全收買過來。(因為自法國輸入的黃金不是還給聯邦準備銀行而是還給美國國民銀行的——譯者。) 如果這筆黃金完全輸入美國市場，則聯邦準備銀行的信用必將減少，而各種利率，在當時本已很低的，現在將更形低落了。當這筆黃金購妥之後，聯邦準備銀行就賣出一筆同額的政府有價證券。這種有價證券之出賣，其作用能使各種利率不至降低，否則當法國當局把它的債權在美國金融市場放出時，這種現象是必須發生的。由此可知政府公債票之出

售，其結果能使金融市場保持原有的狀況。

到現在為止，國際清算銀行對於黃金之驟然輸出致擾亂金融市場這一點，所行的防止工作實在很少。但是，這方面工作的可能性是很大的。有一件可做的事就是控制這銀行的各國中央銀行應該把金準備之一部分存在該銀行作為國際清算之用。這樣一來，則某一中央銀行需要出賣黃金時只須在國際清算銀行轉上一筆帳就行了。和這筆買賣有關係的銀行也就無須運出金子；而這種匯劃也大概可以善為處理使國際金融市場很少或竟沒有擾亂。然而我們必須注意，這種辦法到現在還未見諸實行。（註三）

（註一） *Nineteenth Century*, Vol. 98 pp. 877-878

（註二）如欲研究此問題請看 R. E. Gregory, *The First Year of the Gold Standard*, (London, Ernest Benn, Ltd., 1926), pp. 88-88.

（註三）一位很了解黃金移動的專門學術及其對於經濟之影響的人，他寫了一篇討論黃金移動的很好的文章，即 *Finke: International gold Movements* (Macmillan & Co. Ltd., 1928), 144 pp. 可供吾人之參考。

Keynes 主張各國中央銀行把金準備之一部分放在國際清算銀行，作為國際清算之用。但是，這種辦法直到現在還沒有什麼成議。
R. M. Keynes: *A Treatise on Money* (New York, Harcourt Brace & Co., 1930, Vol. II, p. 297.)

第八章 貨幣價值：本問題之解釋

貨幣價值變動的原因乃經濟學範圍內最困難問題之一。這問題本身就含有許多困難，加以研究的人多由個人的立場來分析它，於是就更弄得複雜了。研究這個問題的人，或是對於這個問題會有著述的人，往往因為個人的利害關係，他們的見解多半帶有彩色，或是帶着朦朧的眼鏡去觀察的。這並不是說對於這個問題，就完全沒有人用科學方法來分析過。事實上卻正相反，經濟學家中有幾個眼光敏銳者曾經注意到這個問題。不過在民治國家內，每有貨幣政策的問題發生，各政黨勢必立即採納最合輿情的政策，以為競選的手段，他們決不會對於這種政策在真理方面有何說明的。

本章的任務，專在將「貨幣價值」這術語加以簡明的解釋，並且把我們常用以測量貨幣價值的方法加以闡明。第九章討論貨幣價值變動的原因，而第十章則討論其結果。最後，還有一章則專用以說明並分析兩個計劃的議案，這兩個議案的目的乃在於救濟因貨幣價值變動所發生的種種困難。這兩個議案已經脫離了研究討論的階段，因為提倡者已在直接地或間接地嘗試把它編入幣制法規了。

本問題之解釋

無論我們要了解什麼問題。第一步總要有一個明白的解釋。所謂明白的解釋就是要把關於這個問題的一切錯誤觀念掃除淨盡。至少在貨幣價值問題裏面是應該如此的。第一「貨幣價值」這句成語的意義與短期利率的含義不同。不過當一般銀行家談到「貨幣價值若干」時，他們心目中總是指着短期利率而言的。習慣已經允許這樣使用這個術語，而且只要我們曉得它的真義，即使把它當作短期利率的意義來用，也沒有什麼妨礙。

第二，貨幣價值不應當作貨幣價格看。貨幣價格是用法律來規定的；二二·一二格令（Grains）的金子永遠祇值一圓美金，不會多也不會少。說得更適當些，這乃是金塊的價格。貨幣價格，因為是用它自身作測量的標準，故除非鑄幣法規改變，它是不會變更的，也許將來有一天一圓美金會值三五格的金子。但非到美國的鑄幣法規確有這樣的修改時，金塊的價格仍將保持二二·一二格令等於一圓美金的現狀。

再次，我們必須分別清楚什麼是貨幣價值變動的徵象，什麼是貨幣價值變動的原因。我們往往聽到說，貨幣價值之所以低減乃由於物價之高漲。這種說法是不對的。物價提高只是貨幣價值變動的徵象，而不是它的原因。我們的確須用不同的物價來計量貨幣價值的變動，但物價的變動只是經驗的事實——並非貨幣價值變動的原因。

為分別「徵象」與「原因」之不同，我們可以舉一個類似的例子來說明它。例如，傷寒症的預兆或徵象是身軀發生斑點，與體溫之忽高忽低。這徵象就是表示這種特殊的病症，醫生根據這種診斷斷然後著手為之治療。但是傷寒症的原因卻是由於傷寒桿狀細菌，這種細菌通常多生存在停滯的水裏，而由飲水或牛乳中纔傳到人身。

上來。

貨幣價值的變動恰好與此相似。物價之高低只是發生變動的預兆或徵象，決不能用以說明變動的原因。

「貨幣價值」這名詞指的，僅僅是貨幣的購買力。我們用圓、角、分、釐來計量價值，恰如我們用丈、尺、寸、分來計量長度一樣。設若我們把貨物看作價值的「蓄積量」或「分量」，那是很能幫助我們明瞭的。我們用以計量這種「蓄積量」或「分量」的標準就是貨幣。例如一九二〇年二百二十六圓所能買到的東西，在一九一三年時，只需一百圓。一九二一年一百四十七圓所能買到的東西，在一九二〇年時需二百二十六圓，而在一九一三年時，只需一百圓。這些數目是用美國勞動統計局的指數作根據的，所表示的就是貨幣購買力或貨幣價值在一九二〇年時較在一九一三年時為低；一九二一年時，也較低於一九一三年，但較一九二〇年為高。

貨幣之絕對價值與相對價值

當我們說「貨幣價值」的意義就是貨幣的購買力時，必須辨別清楚貨幣價值的絕對變動和相對變動。（註一）所謂貨幣價值之絕對變動就是方程式（譯者按：所謂方程式是指貨幣數量說的方程式）中貨幣的那方面發生了變動，因而引起物價水準的變動。這種情形實在只是貨幣的供給額增多了，因而我們對於貨幣的評價就減低了。例如，在德國的紙馬克將趨崩潰之前，事實已經證明馬克快要一錢不值的那時候，人們對於馬克這種貨幣單位的估價就一落千丈，而以馬克計算的物價，及其對於金本位國的匯價也都較以前增加了數倍。這種

現象的起因當然由於一般民衆相信紙馬克將永無兌現之可能。發行額的過多，德國國庫當時的情景，貿易差額的逆勢，賠款負擔的過重，政治變亂發生的可能，以及其他種種事實，在在都能使一般民衆對於馬克的估價減低。結果致使馬克的對外匯兌行市爲之狂跌，而物價的暴漲不久也達到了莫明其妙的程度。

這就是貨幣價值絕對變動的一個例子。這種變動確以物價的變動爲其徵象，不過事實上只是人們對於貨幣單位的估價發生變動而已。奧國的克隆與俄國的盧布也曾發生過與此相同的情形。

即使在金本位國的貨幣系統中，這種現象也有發生的可能，而且事實上確曾發生過。金子的供給量一增加，勢必促成貨幣供給額的增加，結果必發生相同的現象——即物價水準之提高。例如，當一千八百九十年這時代，因爲克郎戴克 (Klondike) 的發現及南非洲大金礦的開發；又因精化法 (Cyanide process) 的發明，使以前視爲不值一錢的礦石中也能鍛鍊出金子來，結果全世界的金產額大量增加了，而物價也跟着高漲起來。

不過物價水準的變動，不一定由於貨幣的主觀評價的變動，貨物的主觀評價如果一有變動，物價水準也必隨之變動。所謂貨幣價值的相對變動即指這種變動而言。換句話說，我們對於貨幣的主觀評價仍如以前一樣，不過因爲貨物生產量的增加，我們對於貨物的評價已大大的減低了。貨物生產量的增加，或由於新的供給來源之發現，或由於引用新的製造程序因而減低了生產費，或由於勞動效率的增加，或由於這幾種原因共同的影響。當一八七三年大恐慌之後，正是貨物生產量大增的時候。那時密西西必河流域的沃土已經開發；橫斷大陸的鐵路也已造成，於是內地的農產物很容易運銷到世界各市場；鋼鐵製造業已採用了新式製造法；蘇彝士運河的開

通更使大量的貨物得到出口的捷徑，此外尚有其他種種的進步。結果貨物的價值因以大落，這種低落的現象表現在物價水準的低落上面就是貨幣價值的相對變動。

物價水準的變動，或起於貨幣價值的變動，或起於貨物價值的變動，其間之不同，是我們應該重視的一點。這兩種原因是以同一現象——物價水準的變動——為其表徵的。而這個同一的現象，也可以由二種不同的原因發生的。在事實上，也確曾如此。我們如果僅僅把物價水準看作貨幣價值的倒數（*reciprocal*），那就是忽視了生產程序的變動或其他事實。

無論由理論上或由實際上看，我們都必須把貨幣的絕對價值和相對價值辨別清楚纔行，因為設若物價水準的低落是由於相對的貨幣價值的變動，那也許正是我們所慶幸的；然若物價水準的提高，乃由其他原因所促成，那末，我們就很少有或甚至決無理由為之辯護。這一點可以用一個簡單的事例來說明。

假定全世界暫時是處於物物交換之狀態下，又因某種原因，各國間發生了戰爭。要想戰事勝利，除了他種條件之外，一國的平民必須吃苦，忍耐節省纔行，因為大部分的勞動力既已用於殺人的工作，而另外尚須一大部分的人民從事於製造殺人的利器，那末，很明顯地，替平民留下來的貨物當然是很少了。這時犂頭也許都已改鑄成爲刀劍。貨物的生產量既已大大的減少——如麥、如糖、如毛、如皮及其他等等無不減少——那末，供消費用的東西當然要大大的減少了。供全世界分配的貨物總量既已減少，那末，我們如何分配這少量的貨物呢？貨物既感缺乏，唯一的辦法只有在分配時減少每個人應得的數額。換句話說，每個人的勞動報酬減少了。他必須犧牲某種貨

物不用，或僅得少量而節儉其使用。這不僅是不可避免的，而且是合乎需要的，因為非如此不能減低大家的消費量。像這種情形就是在我們所處的現存制度下，也能因物價之提高而發生。因為物價提高，即將使消費者犧牲某種貨物不用或減少其消費量。假如消費不加以限制，那末，貨物的供給額將在較短的時間內消費淨盡。所以提高物價減少消費正是我們所需要的。

在另一方面，如果物價水準的增加係由於紙幣發行額過多之故，那我們就找不到明顯的理由為之辯護。這種辦法只有在萬不得已時，纔有維護的餘地，事實上也只有這種「萬不得已」的理由，被人引用過。

貨物缺乏與貨幣增加這兩種原因會在同一時間發生，這也許是實情。有時，我們可以看見一種普遍局勢的存在，在這種局勢下，貨幣額因紙幣之發行而大大的增加，世界的貨物因戰事上之種種原因而大大的減少。貨物的缺乏也許由於勞動的缺乏，因為不知有幾千萬人已經脫離了生產事業而服務於戰爭破壞的工作；同時，工廠之變為軍械製造廠與資本設備之被侵蝕也都是它的原因。其結果當然是物價的暴漲。但是，倘若把物價提高的原因，完全歸於貨幣供給之增加，那就未免太忽視各項生產要素的供給量的變動了。

以上各節說明了貨幣價值就是貨幣購買力在物價上的表現，以及相對的貨幣價值與絕對的貨幣價值二者的區別。以下各節之意旨則在解釋如何測量物價的變動。

物價幾乎永在變動之情形中。有時這幾種物價正在上升，而那幾種物價正在下落。物價的一般趨勢也許是上升的，如一九一三年到一九二〇年間就是如此；也許是下落的，如一九二〇年五月到一九二二年正月的情形

一樣。一般的趨勢，照當時的情形，儘管上升或下降，而某幾種商品價格的變動，也許正和一般的趨勢相反；他種商品的價格，其變動雖和一般趨勢相應，但變動的速度，也未必能和它一致。例如，一九二〇年至一九二一年，農產品價格的下落較之同期間一般物價水準的下落為速；但到了一九二一年以後，農產品價格的上升，反不及一般物價水準上升之速。復次，在一九一四年到一九一八年的大戰期間，一般物價趨勢雖屬上升，而某幾種商品的價格，反趨下落，例如生橡膠的價格是。

指數

所謂指數就是一種代表若干組相關係的商品之變動的數目。編製指數的目的不一——或為預測商情，或為計算證券市場的銷售額，亦有為量計貨物生產量之變動者。編製指數的目的，其所以重要，係因指數的目的可以限定指數的用途。有許多紛擾之所以發生，就是因為為特殊目的而編製之指數誤用他種目的之故。例如哈佛指數 (Harvard index number) 以十種感覺性敏捷的商品價格作為基礎，其編製的目的就在明示商業情勢的變動，所以哈佛指數也僅在此種用途上算最優良，但若用之於他種目的，就未必適當了。

適用於研究貨幣價值的指數，其目的係在計算物價（或物價水準）的變動。這種指數通常叫做「普通指數」。『普通指數』之所以重要，因為它能明示物價水準的變動。所以，為了指導中央銀行的信用政策，為了指示紙幣的貶值——總之，為了對於公共幸福做賢明的判斷，都非這種經濟統計不可。（註二）

在編製普通指數以前，必須選擇某年作為基年，並須調查各種商品的價格。然後再將這些價格化為整數。例如，假定一九二〇年一月一日，糖的躉賣價格是美金二角一磅，煤（無煙煤）是十六圓一噸，橡膠是四角一磅，羊毛是三角五分一磅，小麥是一圓五角一蒲希兒（Bushel）。再假定一九二一年一月一日，這些商品的價格都變了。糖是一角一磅，煤（無煙煤）是十八圓一噸，橡膠是三角一磅，羊毛也是三角一磅，小麥是一圓一蒲希兒。表七所表示的，就是這兩個時期這些商品價格的指數。

本例的指數由一〇〇降落到七八·一，這是表示這五種商品價格所代表的物價水準，大大的下落了。

表七 簡單算術平均指數

商 品	一九二〇年一月一日		一九二一年一月一日	
	基 價	指 數	基 價	指 數
糖	〇·二〇	一〇〇	〇·一〇	五〇
煤	一六·〇〇	一〇〇	一八·〇〇	一一二·五
橡 膠	〇·四〇	一〇〇	〇·三〇	七五
羊 毛	〇·三五	一〇〇	〇·三〇	八六
小 麥	一·五〇	一〇〇	一·〇〇	六七
平 均 指 數		一〇〇		七八·一

本例的指數是用五種商品的價格作基礎的。倘若採用五十種商品，其結果必定比較精確；若再進一步採用五百種商品，那就更加精確了。這自然是假定各種商品都是小心選擇的，而各種價格的計算也都是很精確的而言。

前例指數是用的簡單算術平均法。這種指數曾受過人們的指摘，理由是大偏重了某幾種商品，並且誇大了物價的上升趨勢。因為一種商品價格的低落，至多不能超過百分之百，但上漲就竟可漲到百分之數百。例如，過錳酸鉀的價格，一九一七年時較之基期（一九一三年七月——一九一四年六月）竟上漲約三十九倍之多。（註三）因此，人家都說算術平均數太偏重於物價之上升的一方面。

為免除此種困難，可將指數加權——所謂加權就是將某幾種商品的價格用幾個數目相乘，以表示它們之間的相對重要。設若用以買煤的錢數，較之用以買橡膠的錢數超過四倍，那末，就用四來乘煤價的相對指數；又設若用以買糖的錢數較之用以買橡膠的錢數大二倍，那末，就用二來乘糖的相對指數。第八表所表示的物價變動和第七表完全相同，不同之處只在於第八表表示了指數如何加權。本例中指數由一〇〇降至七九，其所表示的物價降落，較前例之由一〇〇降至七八·一者為小，這兩種指數間的差異，並無其他原因，而完全是由於加權的關係，因為兩例中所引的物價變動並無不同呀。

對於簡單算術加權平均法亦曾有人提出反對，其理由有二：一是各種商品難以選定適當的加權；（註四）二是基年不容易變更。

表八 加權算術平均指數

商 品	一九二〇年一月一日		一九二一年一月一日	
	權 數	基 價	加 權 基 價	格 格 的 價 格 變 動 的 價 格 變 動 的 加 權 變 動
糖	二	〇.二〇	二〇〇	五〇
煤	四	一六〇〇	四〇〇	一一二五
橡 膠	一	〇.四〇	一〇〇	七五
羊 毛	二	〇.三五	二〇〇	八六
小 麥	三	一.五〇	三〇〇	一〇〇
加 權 平 均 指 數	二二		二二〇〇	九四八
			一〇〇	七九

此外還有二種編製指數法可於此處順便道及，即幾何平均數 (Geometric mean) 與中數 (Median) 是。幾何平均的好處是容易變換基年，並且不至因不可較量的急劇物價變動而致偏誤。用這種方法時，是將所有物價相乘而求其積，然後將求得之積開方，開方次數則按照物價的項數多少而增減。一般人反對幾何平均的理由是計算繁雜而不能切合普通用途。中數的算法和算術平均不同，不是用平均法，而是將各項物價都化為相對的數目，然後按大小之次序排列起來，其中間的一項即為中數。許多統計學家喜用中數，理由是容易計算；但反對用中數者亦大有人在。反對的理由是：中數不是完全可以顛倒過來，不容易編製，並且如項數過少時，則中數容易錯

誤(註五)

幾種主要的美國指數

在美國，一般人引用得最多的指數是華盛頓勞工統計局所編的修正躉賣物價指數。這種修正指數和舊指數的不同約有下述數點：修正指數包括五五〇種商品，舊指數只包括四〇四種商品；修正指數採了若干種重要的商品，如汽車、人造絲、農業裝備品、皮革製品和橡皮輪胎等等。這些新出品的加入，使得修正指數在表示躉賣物價的變動上，較之舊指數，更為確切。第二，所用的基年是一九二六年，這個新的基年可使戰後的物價變動與以前的物價變動互相比較。第三，各種貨物的加權，已經參照最近的變動而加以更改。因為這修正指數的加權不再以一九一九年為根據，而係以一九二三——一九二五年為根據。普遍的說，修正指數已較注重於工業產品，非如舊指數過於注重農業產品。結果在這修正指數內，農產品價格的變動所引起的指數上的變動，不及工業品價格變動所引起的那樣顯得龐大。例如，一九二五年三月至一九二六年十一月這時期內，農產品價格降落的趨勢，由修正指數上看，就不及舊指數大。同時，在這個新指數裏，非農產品價格的降落，則反較舊指數更為顯明。在一九二七年度前數月中，非農產品價格對於修正指數所予的影響可以說明這一點。(註六)

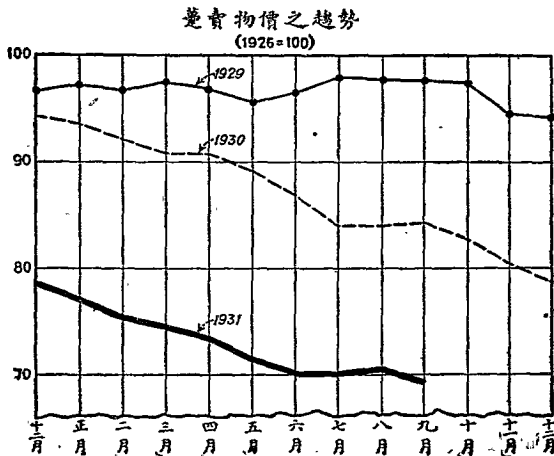
和舊指數一樣，修正指數也將一切貨物分為九組——即農產品、食品、皮革製品、絲織品、燃料及電料、金屬、建築材料、化學品及藥品、家庭用品及雜類是。第七圖表示一九二九年，一九三〇年，一直到一九三一年九月為止這

許多貨物的躉賣價格的趨勢。這個修正指數由一九二九年正月之九七·二降落到一九三一年九月之六九·一，這是值得注意的。在不到三年的期間中，竟降落了百分之二八·一。這樣的物價下落，曾顯著地影響到千萬人的命運，或因之而受禍，或因之而得福。

丹氏指數 (Dun's index number) 之公布是由一九〇一年開始的，而其內容則直回溯到一八六〇年。現該指數雖已編成聯續的序列。但自始卻是間斷地公佈的。其所用物價約達三百餘種，惟並無基期，因為該指數就是代表在所指定的日期上，購買每項貨物（供一年用的）所必需的實際價格。所以該項指數是用若干元若干分來表示的——這種指數和伯來德斯垂氏指數 (Bradstreet's) 相似，實際上都不能算作指數。

撮要

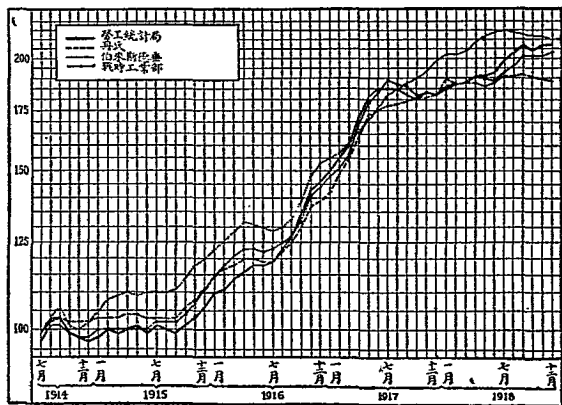
在本章的撮要裏有一點應該說明的，就是當我們打算利用一種指數時，在諸多重要的考慮之中，有一種務



圖七 躉賣物價之趨勢 (一九二六=一〇〇)

須牢記於心的，即這種指數究竟爲了何種目的而編製指數並不能說明物價或物價水準變動的原因。這種變動乃經驗上的事實。要想知道這種變動的原因，就得分析當時的情勢。如果說物價之所以高漲是因爲勞工統計局的指數升到了一五〇，那只是有意迴避麻煩，不肯說明物價高漲的原因罷了。

編製指數並無一種絕對正確的方法。只要所選貨物的種類很充分，所調查的物價很精密，則各種指數必將顯示大抵相似的結果，物價的趨勢也必相同。這一點可由第八圖得到證明，第八圖所繪的曲線是以勞工統計局、丹氏、伯來斯德垂和戰時工業部四種指數（一九一四年至一九一八年的物價指數）爲根據的。在這四種指數之中偏差比較最大的，要算伯來斯德垂氏的指數，不過實際上這種偏差仍然極小。



圖八 勞工統計局、丹氏、伯來斯德垂及戰時工業部的指數，一九一四年七月至一九一八年十二月。（一九一三年七月至一九一四年六月的平均物價=一〇〇）

來源：Index numbers of Wholesale Prices in the United States and Foreign Countries (Bureau of Labor Statistics Bulletin No. 284), p. 107

（註一）安德生博士（Dr. B. M. Anderson）最重視此點，在華斯國民銀行（Chase National Bank）好幾種出版物中，曾論及此點。及之許多正統派經濟學家的著作中，也曾論及此點。

(註二)不要誤會，這裏是說專靠指數就行。但是他在種種場合都是重要的很。

(註三)密哲爾歐戰時物價史(W. O. Mitchell: *History of Prices during the war*, Washington, Government Printing Office, 1919)第十九頁。這本小冊子是據述一九一四年至一九一八年物價革命最完善的書。

(註四)此項困難若採取密哲爾博士美國和外國的濶賣指數一文中所述之加權辦法，即可解決大半。該文載於勞工統計局公報二八四期。他所製的公式號稱理想公式。詳見該期公報九一至九三頁的討論。這種公報是研究指數者最好的參考書。

(註五)勞工統計局公報二八四期(Bulletin 284 of the Bureau of Labor Statistics pp. 69-73)討論這兩種方法最為詳盡。

(註六)聯邦準備公報(Federal Reserve Bulletin)一九二七年份十月號，六九六——六九七頁對於修正指數曾有簡單之說明。至修正指數之編製則美國勞工統計局公報四五三期內「一九二三至一九二七年七月之修正濶賣指數」一文。有極詳盡之說明。

第九章 貨幣價值及其各種因素

貨幣價值數量說曾經發生過很大的影響，所以當我們討論貨幣價值變動的原因時，最好將這個學說先加以解釋與分析。

貨幣價值數量說

要想用批評的態度來討論貨幣價值數量說是難乎其難的，因為信奉此說的人，對於它的解釋幾乎言人人殊。極端擁護此說的人以為即使流通的貨幣是用最不值錢的，除了作貨幣用途以外，毫無其他價值的材料所製成，貨幣數量說仍能應用於實際。（註一）擁護此說的另一派人以為貨幣價值的變動和貨幣數量適成正確的反比。（註二）擁護此說的第三派人則以為貨幣價值和貨幣數量二者間相應的關係既不很正確也不很固定，不過以終久的結局而論，確有這樣一種趨勢罷了。（註三）由此可知，數量說的確切意義，實在是很難斷說的。已經是無從着手了。誰能夠將它解釋到更好些而成爲一種權威的說話呢？

雖然擁護數量說的人，對此說有種種不同的解釋，但我們仍舊不妨將此說的主要內容解釋一下。據我想，他們將貨幣數量說視爲引起一般物價水準發生變動的最終要素，實在是最適切不過的解釋了。在他們之中，大多數

確是主張戰時物價水準的高漲乃由於當時的貨幣或信用數量膨脹的原故。他們以為這是使物價水準高漲的主要因素。他們把貨物數量上的任何變動撇開不論，以為那決不是物價水準高漲的原因。他們的注意完全集中在貨幣數量上面，以為這纔是決定一般物價水準的要素。

銀行信用的數量是本位幣數量的多倍的反映。譬如，本位幣增加了十萬萬元，而流入於銀行的金庫。這十萬萬元就會立刻變成增加銀行信用的工具，而使之增加十倍，即增加百萬萬元。銀行信用如有這樣驚人的增漲而生產量並無任何增加，則物價水準自然要提高起來。本位幣如減少了十萬萬元，則因銀行準備金之減縮，自然要使銀行信用也縮減百萬萬元左右，結果，物價也必趨於下落。本位幣或入於流通界，或變為商業銀行的準備金，其關鍵全在於本位幣的數量。

擁護數量說的人，為支持他們的理論（即：物價水準的變動必以貨幣數量為其原因），往往援引歷史上的事實作為證據，如歷史上有幾次物價之大變動確在金子數量增加之後是。即如，當加利佛尼亞金礦，與澳洲金礦發現之後，物價水準就有很顯著的增漲；又當克郎帶克（Klondike）金礦與南非洲金礦開發以後，以及一千八百九十年代培化法（Cyanide process）發明以後，情形也正相同。他是就例舉這種事實作為例證以說明金子數量增加對於物價水準的影響。

至於自一八七三年起到一八九六年為止的物價低落現象，則他們又用另一種態度來解釋。他們說這個時期內物價跌落的原因，是由於金的生產未能與當時交易的情形步伐一致的關係。數量說者總是集中在金

的數量上面，物價增高必說是由於黃金供給量的增加，物價跌落必說是由於金的增加未能與當時的交易情形相符合。

他們也用這種學說來解釋紙幣的價值，而將紙幣的數量看做決定紙幣價值的唯一要素。至於政府的財政政策，軍隊在戰場上的勝利，國際貿易的差額，以及某某候選者的當選——這種種要素照例都撇開不問，或僅視為無關重要的因素。他們以為祇有數量纔是決定紙幣價值的因素。

對於數量說的各种辯駁

在數量說的所有解釋之中，可稱為一貫的中心解釋就是在現代種種條件之下，貨幣數量或銀行信用乃是決定物價水準的主要因素。如果我們把這一點記在心裏，就可以很有把握地說，至少在一九二〇年以後，這個學說的基礎已漸趨薄弱了，縱使那時以前它的基礎一向都是很鞏固的。根據數量說者的理論，那麼在一九二〇年到一九二二年美國物價繼續降落的期間以後，應當繼之以很迅速的上漲纔對。因為在這個期間內，聯邦準備銀行的金庫極其充實，如有膨脹信用的必要，金庫裏的金子是儘够充做膨脹的基礎的。自一九二〇年五月到一九二四年十一月，美國的金幣數量大約增加了百分之七十三，聯邦準備銀行的會員銀行（這些銀行的準備金數幾佔美國一切銀行準備總數之半，）以有報告者而言，其活期存款的淨存數也增加了百分之十四，而當時的躉賣物價竟反跌落約百分之三十七。（註四）換句話說，在這四年之中，金幣的數量雖大形增加，而物價反急劇的下

落了。假如照數量說者的理想，他們的學說真能站得住，那麼，在這四年之中，物價水準應當漲得很快速。真的，在他們之中，有許多人總以為當時的物價是決不致下落的。

復次，一九二〇年五月物價之下落，恰好在貨幣數量和銀行信用數量減少之前。同年五月廿八日，聯邦準備銀行的金準備是一九三五、〇〇〇、〇〇〇元；聯邦準備券的數目是三、一〇七、〇〇〇、〇〇〇元；各聯邦準備銀行的存款總數是一、八五三、〇〇〇、〇〇〇元。到了同年的十二月三十日，金準備就增加至二、〇五九、〇〇〇、〇〇〇元；聯邦準備券的數目變為三、三四五、〇〇〇、〇〇〇元；各聯邦準備銀行的存款總數則變為一、七四九、〇〇〇、〇〇〇元。但當時的物價怎樣呢？勞工統計局的指數在一九二〇年五月原為二四七的，同年十一月，反跌落至一七九。在此期間內，金幣和銀行信用的總數大體上保持着靜止的狀態，而物價卻跌落了百分之六八左右。數量說者若還憑藉貨幣的數量來解釋物價的劇跌，就難免要遭倒因為果之譏了。

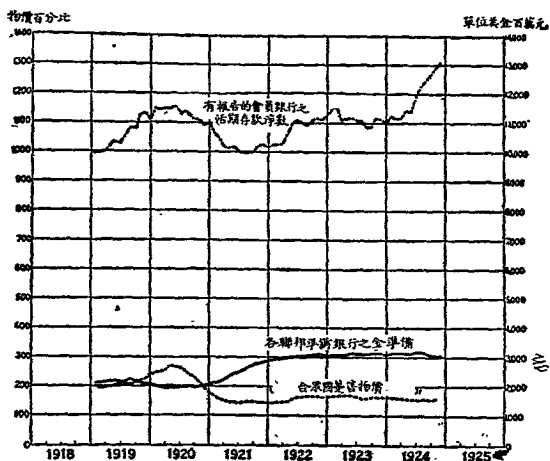
我們反對數量說的第二理由就是：銀行信用的數量並不和本位幣（金）的數量成正比例，而增減，前者也並不是後者的倍數。中央銀行金庫內所藏本位幣的數量固然足以限制信用的膨脹，但事實上信用膨脹作用在此限度內儘有伸縮的餘地。例如，一九二五年六月最後的星期五那天，各聯邦準備銀行所有的溢額金準備約達十七萬萬；同日，各行的放款總數約達七萬萬。若將這一天和一九二〇年十一月最後的星期五那天相比較，則放款總數大約減少了兩千三百萬，而溢額金準備則反增加三倍之多。

第九圖所表示的，是一九一九年到一九二四年十二家聯邦準備銀行的金準備數，已由二十萬萬左右增加

至三十萬萬——即增加百分之五十。有報告的會員銀行（這些銀行向聯邦準備局呈送報告，較之各國民銀行向通貨監督官呈送報告的次數尤為頻繁。且其所擁銀行資產約佔全美各銀行資產總數的一半，）其存款淨數，一九二一年為百萬萬元，一九二四年即增至百三十萬萬。這裏金準備數雖增加了百分之五十，而有報告的會員銀行的活期存款淨數卻只增加了百分之三十左右。但若依照數量說者的理論，則銀行信用的膨脹，應較準備金的增加大十倍纔對。同時，我們還應當注意的，就是聯邦準備局的指數，在這個時期內，仍舊保持着靜止的狀態並沒有變動。

反對數量說的第三個理由就是：此說認定物價

水準上的一切變動必和貨幣價值的變動互成比例。換句話說。此說忽略了因貨物價值變動所能引起的相對貨幣價值的變動。但是在歷史上此項變動確曾發生過，即在將來也仍有發生的可能。僅僅訴之於貨幣的數量是不能解釋此項物價變動的。



圖九 一九一九年至一九二四年美國每月平均躉賣物價，各聯邦準備銀行之金準備，及各會員銀行之存款額。

來源：Young European Currency and Finance Vol. I p. 82.

最後說到解釋紙幣的價值，數量說在這一點上也是站不住的。我們並不是說紙幣的數量與其價值毫無影響。我們只是說單憑數量不夠解釋紙幣的價值。密哲爾教授 (W. O. Mitchell) 對於美國貨幣史上的綠背紙幣時期，曾作過一番透徹的研究，他說綠背紙幣的價值須依據下述五種情形而變動：(註五)

(1) 綠背紙幣的數量增加

(2) 國庫的狀態

(3) 政府舉債的能力

(4) 財政部職官的更易

(5) 戰事新聞

在葛的斯堡 (Gettysburg)、維克斯堡 (Vicksburg) 和哈得孫港 (Port Hudson) 三次戰役之後，綠背紙幣對現金的貼水即由百分之四十五降落至百分之二十三。聯軍的最後勝利更使綠背紙幣的價值上漲，隨着物價於頭期內亦跌落百分之三十，但當時綠背紙幣的數量並未減少。我們研究此項史實即知綠背紙幣的金值變動以後會繼之以物價的變動，不過物價的變動比較幣價的變動要落後兩三個月而已。物價變動之所以落後，則由於金市場的組織較之商品市場更為完善而富於敏感性的緣故。

紙幣的數量所以會影響紙幣的價值祇是由於它能够影響民衆對於紙幣價值的信仰心而已。紙幣的發行額愈多，則將來兌現愈難。其次，戰事也足以影響紙幣的價格，蓋戰事愈不利，紙幣之兌現也愈難。其他因素，如民衆

之納稅能力和納稅之是否出於自願，預算情形，以及其他等等，也都足以影響此項信仰心。此項信仰心——即信仰政府有兌現之能力——雖是無形的，卻甚關重要。

貨物價值之各種因素

當我們討論貨幣價值變動的諸種因素時，最好先將一般的價值理論討論一下，因為貨幣價值須取決於全部的評價程序呀。這就是說：貨幣價值並非單獨取決於其他各種貨物的價值，而且正相反地，它是全部評價程序之一部份。那末，一般商品的價值究竟是什麼所決定的呢？

任何商品，只要供給和需求相比，供給相對的有限，就有金錢上的價值。如果這種情形存在，商品就有經濟價值；這種情形不存在，商品就將變為自由物。例如空氣為人生不可須臾或離之物，沒有它，人就不能生活。但空氣並無經濟價值，因為空氣的供給量和其需求相比是無限的。所以我們稱空氣是自由物。反之麥、鐵、絲、金等貨物的供給量，和其需求相比，都是有限的，故此項商品都有經濟價值——而以價格為其表現。

我們研究商品何以有經濟價值，第二步就要探求商品的供給量何以會有限制，以及人民對於商品何以會有需求。換句話說，我們的工作在於探求藏在供需表後面的勢力。現在先說供給。

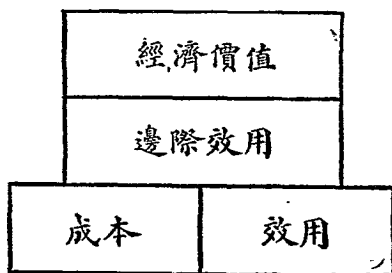
貨物供給之所以有限，是因為生產貨物需要成本的關係，要把鐵製成適當的形式以便在市場出售，則凡鐵所經過的製造程序，自開鑛以至製成各種適當形式的熟貨都得支付工資。且製鐵所需之成本，猶不僅工資一

項。企業家要得利潤以爲擔風險的報酬，資本家要取利息，地主要拿地租。所有這些成本都是用貨幣的名義來表現的。是以生產費（或生產成本）實爲限制任何商品供給的一大因素。

就鑛裏所產的各種貨物說，各生產者所費的成本有多少之不同，而以處境最困難的生產者其所費成本爲最有意義。此種生產者即所謂邊際生產者是，其所費成本則謂之邊際成本。假如這種產品的價格跌落，則邊際生產者非虧本不能繼續生產。除非他能以更經濟的辦法將他的事業另行安排，他必被迫而停止生產。但如果這種產品的價格高漲，而他的成本並未增加，他就將變爲邊際以內的生產者，而獲得一筆優異的利潤。各項統計很確實地指示給我們：在各種鑛業——煤與銅、鉛與銀、金與金鋼石等——之中，有許多生產者是在邊際以內而獲得此項優異利潤的。

現在再考量方程式需要的一方面，我們就可以立刻看到：貨物之所以被需求是因爲它能供使用。它們都具有效用。這種效用之發生或由於貨物有充飢之能力，如食品；或由於其能滿足吾人好裝飾之心理，如寶石；或由於其有保暖之能力，例如皮衣。總之，貨物之所以爲吾人所需全在其具有效用而已。

最後我們可以說：貨物所以有價值，是因爲它有邊際效用。用邊際效用來解釋經濟價值，不過是表示我們自邊際之觀點以考量供需的關係罷了。換句



圖十 經濟價值，邊際效用和成本與效用的關係。

話說經濟價值是以邊際效用為根據的，而邊際效用則又以效用與成本為基礎。第十圖即足以表明此項關係。

貨幣價值的因素

貨幣價值也須受上節所述一般價值理論的支配而決非例外。這就是說：貨幣之所以有價值，是因為貨幣之供給與其需求相比，其供給方面較有限的緣故。其供給之所以有限則由於鑄造貨幣須要成本。黃金既係取自鑛中，則其成本必有一部分受邊際生產費的決定。例如開採金鑛的技術若有很大的改進，則用於產金的成本必將減少，供給必將增加，而金價或其購買力也必隨着跌落。美國某著名經濟學家所為貨幣的生產費對於貨幣價值很少影響甚或毫無影響。（註六）著者對於此種主張不敢苟同，故此處擬略予以討論。

採金的邊際成本對其價值所以甚少影響，據說是因為金有耐用性；是因為金的生產不規則而帶有投機性；是因為新鑛的發現不可預期。並且金的時價足以決定那個鑛是邊際的鑛，那些鑛能繼續工作，和那些不能繼續工作。這也就是陶西格教授所主張的，和一般觀念所謂「邊際生產者決定生產費，因此又決定價值」一語卻正相反。

現在讓我們由兩種見地來考量此點：第一是演繹的，第二是統計的。假如有人把「邊際生產費決定價值」一語解釋做：邊際生產者所費的成本能獨自決定任何商品的價值，那就十分錯誤了。如照此說，則很明顯地，要想減少任何商品（如鐵、銅及其他等等）的價值，只要把原來的邊際生產者取消而另立一新的邊際生產者和一

新而較低的成本，因此就能得到一個新而較低的價格。這樣未免將減低價值的手續看得太簡單了。

但事實決非如此。邊際生產者決定價值一語，決不能照上面這樣解釋，而是這樣的意思：假如非有他那一份供給就不能使供求平衡，則其價值必須能補償他所費的成本，以便引致他去從事生產。否則他必停止生產，而供給額隨之減少，價格仍然會騰漲起來。嚴格的說，與其謂邊際生產者須費每磅一角五分錢的成本纔能製出他那份銅的供給額（聊舉此爲例），則毋寧謂其他生產者不能以一角四分的成本製造出和需要總額相符合的供給額。這樣說法好似詭辯，其實不然。這不過是把現在公認的經濟學基本原理，用一種比較正確（或嚴正）的方式述說出來罷了。這原理同樣可以應用到煤、銅、銀、金以及任何鑛產物的價值上面去。換句話說，在任何鑛產之中，邊際鑛的決定都以鑛產物的價值爲轉移。而所謂邊際成本決定價值者，只不過是說：價值的大小，必須能使邊際生產者情願把他那份供給額提供市場罷了。

物價水準如果提高，則開金鑛的成本必將隨之增加，因爲這時金的生產者必須支付較多的工資。較多的原料費，以及較多的他種生產要素的代價。成本既經增加，則利潤必隨之減少，因爲金的生產者和普通的商業企業家不同，不能將增加的成本任意加到他的產品所能要素的價格上去。黃金的售價差，不多永遠是美金二〇元六角七分一益斯。成本增加，則賣價與成本間的差額漸漸縮小，甚至使若干金的生產者因不能得到利潤而停止生產。結果，金的生產額必因以大減。

欲知產金成本的變遷，可以把來因特金鑛（Rand mines）歷年每益斯純金的成本作爲參考。（註七）該鑛

每盎司純金的成本，一九一五年爲五十六先令，一九一八年即增加至六十六先令又九辨士；每盎司純金的利潤，一九一五年爲二十九先令，一九一八年即降落至十八先令又三辨士。該鑛所產金值，在這五年期間，則由三七、二六五、〇〇〇金鎊減少至三四、八二三、〇〇〇金鎊。一九一九年和一九二〇年黃金雖已漲價，然該鑛生產還是繼續減少。由一九一五年到一九二一年，美國的金產額幾乎減少了一半；而全世界的金產額約減少百分之二十八。但自一九二三年起，全世界的金產額又現增加之勢。金產額的減少一部分固然由於金鑛的枯竭，但產金成本的增漲也要算一個重要因素。（註八）

表九 一九一四至一九二四年之世界金產額（純金每盎司 || 美金二〇·六七元）

一九一四	二一，二四四，八〇〇	盎司
一九一五	二二，六七八，一九一	
一九一六	二一，九七四，八三九	
一九一七	二〇，二九四，三〇四	
一九一八	一八，五六三，一五七	
一九一九	一七，六九八，一八四	
一九二〇	一六，三〇三，三〇六	
一九二一	一五，九七四，九六一	
一九二二	一五，五四一，九四五	

一九二三	一七,七五〇,七六五
一九二四	一八,六〇一,八三八

來源 Young, *European Currency and Finance*, Vol. 1, p. 441. 一九二四年的數字則為勞利先生 (Mr. H. N. Lawrie) 的估計。

第九表的數字表示一九一四年到一九二四年全世界金產額的變遷，由此可略知成本增加的影響。一九一五年時其產額達到最高峯，其後即逐漸減少，而直到一九二二年方纔停止。那一年（一九二二年）產額的減少，一部分乃由於罷工所致。但自此以後，產額又大形增加，這是因為來因特的產額雖然減少，而加拿大的產額則有異常增加的緣故。

由上所述，可知產金的成本對於金的供給確有很大的影響，間接也就能影響到金的價值。以下我們再將黃金的需求情形試加以考量。

黃金之工業用途與貨幣用途

金的需求起因於金的兩種用途：第一，工業上的用途；第二，貨幣上的用途。無論野蠻人或是文明人都有一種愛好裝飾的特性。此種特性，隨時代之轉移而有種種不同的表現法。有一種方法就是把金子製成種種的形式而佩戴着。因此，我們常常看見人家用金製作戒指、錶面、錶鏈、手杖柄以及鈕扣之類。鍍金牙也是金子的一項大用途。

又如教堂內的種種裝飾品，或製造書籍，也需要大量的金子。這些都是黃金在工業上的用途。

印度人民由於種種原因要消耗許多的金子。據說印度有些金匠，除專門將金子打成各種裝飾品——如手鐲、腳鐲、戒指——外，再也不作他項手藝。事實上，印度且曾被人稱為世界之 *Silas Mamer* 過。世界的黃金流入印度的很多，而自印度流出的卻極少。大概那裏的黃金一經鑄為裝飾品之後就不會再改鑄為貨幣了。截至一九二四年三月卅一日為止的五年內，印度所「消耗」的黃金價值計達一〇三、〇〇〇、〇〇〇英鎊之巨，較之同時期內全世界工藝上所「消耗」的黃金還要多些。（註九）

金之用於非貨幣用途者究達若干卻很難斷說。據啓欽 (Kitchin) 氏的研究：截至一九二四年為止的五年內，在全世界價值三五八、〇〇〇、〇〇〇金鎊的金產額中，約有八七、〇〇〇、〇〇〇金鎊用於工藝上，而印度一國所「消耗」的竟達一〇三、〇〇〇、〇〇〇金鎊。（註一〇）這意思是說，如果我們把印度所「消耗」的全部黃金都當作是用在工藝上面，那麼金之工藝用途就要佔金產總額中的百分之四十六。（註一一）據估計：自一九九三年至一九二四年，世界黃金的總產額約值二〇〇〇、〇〇〇、〇〇〇金元，其中歐美工藝所用達百分之三十一，印度工藝所用達百分之十五，中國及埃及工藝則僅吸收其百分之二。準此以行推算，則自一九九三年以來，黃金總產額中祇有百分之五十二的數目是用於貨幣用途的。（註一二）

最近某出版物解釋非貨幣用途的影響有如下述：

「大量的黃金會用於非貨幣之用途，而每年黃金的生產額中，也還有大部分流入此項用途，還不曾做

了貨幣價值的穩定器。非鑄幣所用的黃金對於鑄幣所用的黃金好像一個貯藏所或潛性的供給所一樣。這些非貨幣上的種種用途因爲它要吸收一部份新產的黃金，故頗足以影響於貨幣之供給並可作爲貨幣價值的調節器，而使種種經濟變化對於貨幣的影響因此緩和。總之，新產的黃金，無論其是否流入貨幣用途，都能使數年來的貨幣相對供給量受到相當的影響。』(註一三)

撮要

貨幣價值乃由貨幣供需間的關係所決定。其供給則受制於生產費，當物價水準漲高時，生產費即有減少供給的作用。至於對於金之需求，則一部分起於其貨幣用途，一部分起於其工藝用途。如果黃金在工藝上的用途大形增加，則可供貨幣用途的黃金數量必趨於減少。(註一四)

(註一) 見 J. S. Nicholson: *Money and Monetary Problems*, 六四——六七頁，七一——七三頁。
(註二) 見 Irving Fisher: *The Purchasing Power of Money*.

(註三) 見 F. W. Taussig: *Principles of Economics* (3d ed. revised New York, The Macmillan Company 1921), Vol. 1, pp. 232-248.

(註四) 見 B. M. Anderson: *The gold Standard Versus the Managed Currency* (New York, The Chase National Bank, Chase Economics Bulletin, 1925), Vol. 5, No. 1 p. 8.

(註五) 見 W. C. Mitchell: *A History of the Greenbacks* (Chicago, University of Chicago Press, 1938), pp. 187-210 本書爲研究不兌換紙幣之著述中傑作之一。

(註六)見 F. W. Taussig: Principles of Economics (New York, The Macmillan Company, 1921) Vol. 1, pp. 249-260.

(註七)見 Review of Economic Statistics, Vol. 8, No. 8, p. 116.

(註八)在 Review of Economic Statistics (Vol. 8, August, 1921, pp. 256-268.) 中 Mr. Kitchin 謂自一九一五年開始的，世界黃金生產量之減少，其原因大部分由於金礦之自然枯竭，和沒有任何重要新礦之發現。但是很有趣味的，在同一雜誌的一九二六年七月號，他說探鑛成本之增加，也是黃金出產減少的一個重要原因。

(註九)見 Joseph Kitchin, "Gold Production: A Survey and Forecast," Review of Economic Statistics, Vol. 8, No. 8, p. 117.

(註一〇)同前書。

(註一一)同前書。

(註一二)同前書，一一八頁。

(註一三)見 John Parke Young: European Currency and finance (Washington, Government Printing office, 1925) Vol. 1, p. 69.

(註一四)關於物價水準以及銀行信用對於物價之影響，這兩點本書第二十一章有較詳盡之討論。其所以分別研究者，大半為顧及教授上的便利。

第十章 貨幣價值及其各種影響

貨幣價值的變動可於物價變動中見及之。物價變動所以會有種種特殊的影響則由於各種物價變動的參差不齊。舉一個簡單的例子，或者就可以把這一點說明清楚。

各種物價變動的參差不齊

假定一八九〇年時美國一切物價，如商品價格、工資、地租及利率等，其指數都是一〇〇。再假定因某種天然的劇變，一八九一年時一切物價都上升到了二〇〇。那就是說：工資加倍了，利率加倍了，地租也以相同的比例上升了，而各種商品，無論在類別上或是個別上，也都按相同的比例而增加了。這時候，我們更進一步假定各種零售物價騰貴的速度和程度都和躉賣物價相同。那末，會不會發生什麼真正的紛擾或損害呢？只要將上項假設略一回顧，我們就可以斷定那是決沒有什麼損害的，因為各種物價都是按着相同的比例而高漲的呀！假定約翰斯密從前每天的工資是三元，而生活費是 X ，現在每天雖可賺工資六元，但生活費已變為 $2X$ 。那麼，他所享受的貨物數量正和以前相同。他的景況既不比以前好也不比以前壞。這個例子所說明的要點就是：祇有參差不齊的物價變動方纔能引起重大的影響。

如果要使貨幣價值變動的影響做一個適切的分類，最好是分別去觀察，貨幣價值的變動對於賺工資者、賺利息者、賺利潤者有什麼不同的影響。如果地租是以長期契約為根據的話，那麼，物價變動對於獲地租者的影響，就和對於賺利息者的影響，大概相同。因此，我們對於賺利息的人所說的話，同時也可以適用於獲地租的人。

對於工資的影響

工資是支付給勞動者的價格，所以工資也是全部物價系統中的一部份。結果，任何物價發生搖動都必然地會影響到支付給勞動者的價格。但是我們早已知道，各種物價的變動，其速度並不相同。躉賣物價多因躉賣市場的組織較為完善，故其上升在任何他種物價之先而亦較為迅速。支付給勞動者的價格，其上升的速度即不若躉賣物價，因為勞動者的市場組織並不十分完善。美國的勞動市場，其各個相互間的關係雖甚鬆弛，但事實上亦有數百之多。那就是說，一市場的勞動者可以向他市場移動，並且事實上也常常是這樣移動的。這也就是說：全部市場多少還是緊密地聯絡着。

無論是美國還是其他各國，大多數人民的全部收入都是以工資為其形式。以一九二五年美國全國人民的貨幣收入總額而論，雇工的收入即佔其中百分之六十三。（註一）按照一九二〇年的戶口統計，美國有四、六〇〇、〇〇〇人民在各種工業中賺取工資。（註二）不過這數字並不能正確地代表工資勞動者的總數，因為它祇將十歲以上的勞動者計算在內。十歲以下的童工則並無統計。但是這個數字卻很足以表示大多數美國人民的禍

福是和他們所獲的工資有密接的關係。全世界各國無疑地也都是如此。所以物價變動對於工資的影響是很關重要的。

高工資的意義

所謂「高工資」這個術語有三種意義。第一，他是表示某年度的各項工資較其他年度為高。例如，每小時的鐵路工資，一九一五年是一〇〇，而一九二〇年是二二〇，那麼我們說一九二〇年的鐵路工資增高了，這到是十分適當的。高工資的第二種意義乃指此項工資的購買力而言。事實上，工資的購買能力乃是兩個變數的函數：一個變數是貨幣工資，另一個變數是生活費。那就是說：本年的貨幣工資也許比某年為高，但生活費也許比同年為低。在這種情況之下，貨幣工資將予勞動者以較多的商品，服役以及其他等等。約言之，他的生活程度是提高了。例如，馬薩諸塞州每週平均工業工資由一九一三年的一〇〇增加到一九一九年的二二五。而同時期內的生活費用則由一〇〇增加到了二九二。至少以本例而言，工廠的工人們不僅獲得了較高的貨幣工資，並且還獲得較高的實在工資。最後，「高工資」這個術語的意義，也可以表示全國的收入中，勞動者的所得佔大部分，而地主，資本家以及企業家之所得僅佔一小部分，例如以金元計的工資及薪水，這兩項在全國總收入中所佔的百分數，一九一〇年時是六十九，一九一八年時即增加至七十七。（註三）具體的說，此項統計所表示的就是，一九一〇年時，每百元的全國總收入中有六十九元是工資；而一九一八年時，每百元的全國總收入中則有七十七元是以工資的

形式付出的。

躉賣物價之上升較工資爲速，但這並不是表示在躉賣物價上升的時候，勞動者的景況是更好，還是更壞。他們命運的好壞要看他們所得的貨幣工資和生活費間的關係如何。生活費是不用躉賣物價來計量，而是用零售物價來計量的，而零售物價的上升也沒有，躉賣物價那樣快。所以用工資和躉賣物價相比較是不稱的。我們應該用工資和生活費來比較纔對。根據這樣的比較，那麼，勞動者在物價上升的期間中是否會受到損失呢？換句話說，物價的上升對於勞動者的景況是否有壞的影響呢？

美國實在工資的變動

在貨幣工資、生活費以及實在工資的研究範圍內，要算陶格拉斯教授(Professor Douglas)的研究最能啓發人心了。(註四)他的研究，以一八九〇年至一九二四年的期間爲對象，所包括的工資勞動者計有製造業和交通業的工人，同項事業中的錄事以及薪水較低的工作人員，高級官吏、教員、政府雇員和郵政雇員等等——總數在三百萬人以上。自一九一四年至一九二四年之歷年貨幣所得指數，生活費指數，以及歷年實在所得指數可於表中見及之。貨幣所得於一九二〇年達到最高峯，其指數爲二一八；同年的生活費亦最高，其指數爲二〇五；實在所得則一九二四年達到最高點，其指數爲一二二。具體的說，一九二四年的實在工資較之一九一四年幾乎要高百分之二十五。還有一點也很有趣，即生活費總較貨幣所得爲低，而實在所得達到最高點的那一年，貨幣所得

二〇五反較其最高峯二一八要低百分之十三。這種研究好像告訴我們，一九二四年時勞動者的經濟狀況經過十一年的期間，已較一九一四年要好得多了。

表十 一九一四年至一九二四年之貨幣所得生活費及實在所得三項指數比較表

年 度	貨 幣 所 得	生 活 費	實 在 所 得
一九一四	一〇〇	一〇〇	一〇〇
一九一五	一〇〇	九八	一〇二
一九一六	一一一	一〇七	一〇四
一九一七	一二七	一二九	九九
一九一八	一六三	一五七	一〇三
一九一九	一八六	一七九	一〇四
一九二〇	二一八	二〇五	一〇六
一九二一	一九八	一七六	一一三
一九二二	一九四	一六六	一一七
一九二三	二〇四	一六九	一二一
一九二四	二〇五	一六九	一二二

來源：American Economic Review, Vol. 16, No. 1, Supplement, pp. 50, 52, 53. 表中數字係根據陶格拉斯教授研究所用者。

在美國諸州中以紐約及馬薩諸塞二州之工資統計為最佳。紐約的統計係以一千六百四十八家商店之報告為根據，計此項商店雇用之工資勞動者約有五十萬人，幾及該州全體工廠工人總數之三分之一。至於馬薩諸塞州的數字，亦係自各種企業組織中得來，這些企業所僱的工人，總計也不下六十萬人。第十一表就是用以表示這二州的工資指數的。

這裏所應該注意的，就是紐約每週貨幣工資的最高峯，在一九二五年始行發現，其指數為二二七，較之一九二〇年二二六僅高出一點。馬薩諸塞州每週貨幣工資的最高點則見於一九二〇年。一九二三年以後馬薩諸塞州每週貨幣工資指數的所以漸趨降落，其原因則由於皮革業和紡織業的不景氣。然而這兩州的工廠工人在一九二五年時每週所得的貨幣工資都比一九一四年為高，而且事實上，他們每週所得的實在工資也同時增高了，因為生活費的上升還不及每週貨幣工資的上升來得快呀。

表十一 一九一四年至一九二五年紐約及馬薩諸塞二州工廠工人每週平的工資之比較

年	度	組	約	馬	薩	諸	塞
	一九一四		一〇〇				一〇〇
	一九一五		一〇三				一〇三
	一九一六		一一六				一一七
	一九一七		一三一				一三五

一九一八	一八八	一六八
一九一九	一八八	一九一
一九二〇	二二六	二二八
一九二一	二〇六	一九七
一九二二	二〇一	一九七
一九二三	二二八	二二四
一九二四	二二二	二一一
一九二五	二二七	一八七

來源：Survey of Current Business, February, 1927, p. 108.

薪水階級（意即指律師醫生等職業較高之人）所得的報酬，其上升的速度，不僅趕不上躉賣物價，並且較之零售物價還要落後。在最近物價騰貴的期間內，有許多大學教職員曾經做過種種測驗，證明了上面這句話實在也能够適用於大學教授。試觀一九一三年至一九一九年馬薩諸塞州的統計（以一九一三年為基期），當知該州十九種主要工業中的雇工，其所獲每週平均工資，已由一九一三年的指數一〇〇增加到一九一九年末的
 二二〇；而生活費則僅由一〇〇增加到一九〇；同時自由職業者的平均收入則僅由一〇〇增加到一二四。（註五）換句話說，假如我們由該州的統計做個推論，即可斷定自由職業的收入，其上升的速度，不僅趕不上每週的工資，並且比生活費的上升也還要落後得多。

對於利潤的影響

「利潤」這名辭在經濟學上的意義是指繼續負責生產貨物與分配貨物的人所得到的報酬。我們如分解此項責任，可知其中大多須擔當各種危險，而此項危險乃是我們的經濟組織中所必然具有的。例如：決定在什麼時候創立一種營業，生產什麼貨物，關稅的變更，戰事的可能，以及其他種種都是現代商業中所具有的危險。

我們也須辨別清楚「總利潤」和「淨利潤」的不同。「總利潤」是指一種營業所獲得的全部收入而言。事實上，它是地租、工資、利息和利潤的一個混合物。例如，鄉村中某店主，自己擁有土地和房屋，並且親自在店中工作，更決定了種種營業計劃，而由此每年獲得若干收入。在此項收入中，只有一部分可稱為實在的利潤，因為店主須把其中的一部攤派作自己勞作的工資，一部作為自己土地的地租，又一部作為自己投資的利息。所餘的方纔是淨利潤。

在物價日益騰貴的時期中，利潤就比較大。這是因為商人所定貨物售價的增加比成本的增加來得快的緣故。換句話說，賣價和成本間的差額日益增大，因為成本的高漲不及商品價格騰貴得快。在這樣的一個時期中，工資雖然也會上升，但究竟不及躉賣物價上升得快；長期債務的利息則在借款時就已固定；短期債務的利息雖或增加，但也趕不上躉賣物價；地租的支付則多半是依照許多年前所訂的合同而不輕易變更。因此，在這時期中商人就可以大賺其利潤——即以距今不遠的大戰時期來說，商人在支付很重的租稅後，仍然獲得了很大的利潤。

卽其明證。

在最近物價高漲的時期中，利潤是大大的增加了，這可於公司盈利與政府稅收一文中看出來。（註六）此項文件對於一九一六和一九一七兩年間三萬一千家公司的利潤事項，記載得頗爲詳盡。這些公司的投資總額計約二百二十萬萬元；一九一七年時它們所獲得的純利潤有四十八萬萬元，或平均佔他們投資總額的百分之二一·七。（註七）其中利潤率最高的是礦業，工業和商業，最低的卻是鐵路和公用事業。

但是一樁事情的反面也和它的正面一樣重要。在物價跌落的時期中，利潤就要受損失了。這時候工資的跌落不如躉賣物價跌落的快，而賣價和成本間的差額也較以前爲小。因此大多數的商家都把物價跌落時期看作倒霉的時期。在一九二〇年開始的蕭條時期中，這種現象格外明顯。那一次的蕭條竟繼續約三年之久；許多的商人眼看着二十幾年中慢慢聚積起來的盈餘，在一夜之間已經一掃而光。不用說普通股份的紅利，就連優先股份的紅利，甚至連債券的利息都談不到了。商家倒閉的不計其數，而負債的總數也非常之大。物價騰漲時期中腰纏疊疊的商家，一夜之間都變成了窮光蛋。情勢是顯然地不同了。

在美國，有一種公司或企業組織，在物價高漲的時期中反而要大大的吃虧，這就是那些專辦公用事業的公司。這種公司的情形和經營製造、經營貿易、或經營鑛業的公司都不相同——而且不同得這樣厲害。使我們非加以解釋不可。

此項公用事業公司對於其勞務所能要素的價格乃由行政法令所規定，而他們所雇的勞工，所用的煤、鋼等

材料卻須依照市場上的行情支付工資，支付代價。當然這些公司有時不得不多付工資，多付代價，可是他們服務的代價，則因受法律的限制不得任意增高。縱然法律有時也准許他們把定價提高一些，但往往發動得遲——有時遲得使他們仍然受不到利益。根據最近關於利潤的有數的幾個統計資料之一，我們可以看到公用事業及鐵路利潤比製造業、貿易業或鑛業的利潤要少得多。（註八）公用事業和鐵路所以不能得到和其他營業相等的利潤是因為此項營業有一種和其他營業相反的情形存在着。在其他營業中，成本的增加遠不及物價增加之快；但在公用事業中，成本的增加卻反較物價的增加為快。因此公司事業就大受損失了。

各種營業所獲利潤的不同，無論在理論上或在實際上都是很關重要的。利潤是吸引資本到各種營業中的一種的興奮劑；而在經常的種種競爭條件之下，我們是希望可以希望到各種不同的產業都有獲得適當數額的資本的。政府的全部調節計劃和統制計劃，其建立的基礎即在於欲使種種具有獨佔性的產業得到和競爭制度下同的效果，因為競爭的作用足以保護大眾的利益。但試觀鐵路業和公用事業既都不能適應於種種情勢的變化而增加其價格，就可以知道要藉行政上的調節而獲得競爭制度下的效果是如何的困難了。

對於利息的影響

本節討論貨幣價值變動對於利息的影響，是把利息看作收入的本源而討論的。這裏所討論的並不是貨幣價值對於利率的影響。

以利息爲其全部收入的人們，在物價高漲的時期內必將蒙受很大的損失。他們的收入是用貨幣單位計算的，但是這種貨幣單位必須拿到市場上用購買的手續去換取種種貨物、權利和勞務。其所能購得的數量則隨着物價水準的變動而變動：高的物價水準逼着他們減少消費，低的物價水準則容許他們增加消費。

現在讓我們舉例來說明，假設某人在一九〇〇年時投資五萬元以購買高級第一抵押鐵路債券，其年利計爲四厘。那就是說他每年能有二千元的貨幣收入，在當時這樣的收入已很够使他過寬裕的生活了。但自此以後生活費漸漸提高，他每年雖仍有兩千元的收入。然而他的收入已經買不到像以前那樣多的東西了。也許十五年之中生活費竟增加了一倍，因此他的收入所能買到的東西僅及一九〇〇年的一半。這時候也必須降低生活程度，否則便須賣出一部分債券。假如他真出賣債券，他必將發覺其價格已經跌落致使他的本金有所虧蝕。像這種人在物價高漲的期間是很吃虧的。

上例中所舉的這種人，其數目較之一般人所能想像的還要多。許多人都把他們的資本交給信託公司去掌管。信託公司既沒有其他特殊的辦法，也只好把這筆基金投之於高級的債券上面。這筆信託基金的貨幣收入是固定的，但這筆定額收入的購買力卻有很大的變動。

許多慈善事業、宗教事業和教育機關也都遭受着相同的困難。例如，美國許多大學或專門學校的投資，就多半在債券上面，因爲他們都以爲投資債券比投資股票要穩當些。在最近物價高漲的期間內，這些大學和專門學校都不得不支付較高的薪水、較高的工資，而且在事實上，差不多購買一切的東西都不得不付較高的代價。他們

債券的收入雖是固定的，但若以此項收入的購買力而言，就一點也不固定了。這種情形，就其他各機關而言也正是一樣。

大量債券的流行可以表示這件事情的重要。據估計，美國鐵路資本，總額的百分之六十都是債券。公用事業的資本中，債券所佔的百分數也快要達到這種程度了；並且由各方面看來，工業公司用債券來補助其財政的也漸漸的增多。但是此項債券的購買者總是要靠着將來的物價水準來決定他們自己的命運的。（註九）

領年金者的情形

和專以利息為收入非常類似的就是領年金的人。他們的收入是有一定的錢數而且是永久不變的。如果一旦物價高漲，那麼，他們就非降低生活程度不可。這類人正是一天一天的增加着，因為其中包括着好多種人，如教師、官吏、市政雇員（如警察和消防員），向雇主領撫恤金的工人，以及兵士海員等等，他們的數目都是日漸在增多着。此外，將來靠「保險收入」而生活的人也屬於這一類。

對於債務者的影響

物價高漲對於債務者的影響亦不妨於此加以申述。自古以來，凡屬負債者，大概沒有不希望物價高漲的。據說加代林（Catiline）所號召的一班人當中，一部分就是負債者；因為照一般人的想像，加代林要使當時的通

貨貶值，因而促成一種物價高漲制度的緣故。又如南北戰爭前綠背紙幣黨人的運動，和戰爭數年後的人民黨人的運動，其所號召的人們，也有一部分是美國農業區域內的負債者。又如直到現在還有一般人對美國各銀行中心和金融中心發生惡感，一部分的原因也就是由於負債者的態度。那末，負債者究竟爲什麼要希望物價騰貴呢？因爲物價騰貴時他們僅以少量自己生產的貨物或僅出少量的勞動，就能償還債務了。設有內勃拉斯加省 (Nebraska) 的農民某甲以他的農田爲擔保向銀行抵押三千元的借款，如果抵押期滿時，小麥賣一元一蒲希爾 (Bushel)，那他必須出賣三千蒲希爾的小麥纔能償還這筆抵押借款。然若抵押期滿時，物價漲得很快，小麥竟賣兩元一蒲希爾，那末，他只需出賣一千五百蒲希爾的小麥，就够償還這筆借款了。抵押契約或借款契約都是以貨幣爲計算標準的。負債者要得錢償債就須出賣他們自己所生產的貨物或出賣他們自己的勞力。在上舉之例中，負債者所償還的抵押借款，算起來僅是以五角抵當一元。所以凡屬負債者都希望發生信用膨脹或貨幣膨脹的現象（也就是通貨貶值的現象），因爲這是於他們有利的。

我們絕對不可根據上節的論調就推論到一切負債者當物價騰貴時均屬有利。事實上有許多負債者所受物價騰貴的影響極少。例如儲蓄銀行、商業銀行、保險公司或其他相類的公司，差不多就得不到物價騰貴的利益，也不因物價跌落而受損失。儲蓄銀行所付出的是貨幣，貨幣的購買力縱然大大的跌落，但儲蓄銀行絲毫受不到影響。保險公司也用不着顧慮物價水準，因爲他們的債務是『貨幣債務』(Money obligation)。在這種情形（指物價騰貴）之下，蒙受損失者只是那些由儲蓄銀行或保險公司領受貨幣的人而已。

(註一) Recent Economic Changes in the United States (New York Mc Graw-Hill Book Company, Inc., 1929), Vol. II, p. 367。

(註二) Thirteenth Census of the United States, Vol. 4, p. 38。

(註三) 工資與薪水包括年金、意外賠償金及其他等等。

(註四) Paul H. Douglas, "The Movement of Real Wages and Its Economic Significance", American Economic Review, Vol. 16, No. 1, Supplement, pp. 17-53。

(註五) Report of the Massachusetts Commission on the Necessaries of Life, 1920, p. 39。

(註六) Senate Document 259, 65th Congress, 2nd Session。

(註七) David Friday: Profits Wages and Prices (New York, Harcourt, Brace and Howe, 1920) p. 35本書中很多關於利潤的統計材料。

(註八) 同上書。

(註九) 因為這種情形，所以有人主張把普通股票看作長期投資。E. L. Smith 且在 Common stocks as Long-term Investments (New York, the Mac Millan Company, 1926) 一書中對於這種主張計劃了一個很好的方案。

很有趣味的就是 Rand-Kardor Company 已經發行一種債券，這種債券的利息是依照物價水準的變動而定其支付的多寡的。

第十一章 改良幣制之各種計劃

貨幣學者曾經費了不少的時間和不少的精力，以從事於物價水準變動的研究，而欲由此計劃出一種價值永久不變的貨幣本位。但此項計劃大多數是很粗淺，很不合科學的。不過其中有兩種計劃還值得我們加以研究，因為這兩種計劃的設計人都是很有權威的學者，也都是科學界佔有很高地位的人。其中一種叫做「穩定金元」，是以「重疊本位」(Multiple standard) 為根據的；另外一種叫做「管理通貨」(Managed currency)，是以好幾種前提為基礎的。這幾種前提的內容留待以後講明。因為大戰後物價屢有驚人的變動，人們對於這些計劃更感興趣。

這種種計劃當然都應該公開的受科學的試驗。金本位並沒有什麼神聖不可侵犯的地方。假如一種新計劃的確確較一種舊計劃有進步的地方，那末，我們就沒有理由拒絕採用這種新計劃。一切成見應該撇開，各種計劃，應該各就他本身的功過來加以考驗。我們有兩種鑒別的工具，可以施用於這些計劃上面，就是：「是否能實行」與「是否可取」。

穩定金元

著名經濟學家耶魯大學教授費雪氏 (Professor Fisher) 是這個計劃的提倡人和擁護人。(註一)用他自己的話來表示，這個計劃是「要用一種重量無定而購買力有定的金幣來代替那種重量有定而購買力無定的金幣。」假如這種計劃能充分發揮他的作用，那末，這種金幣一元，永遠可以購買那麼許多東西，不會增多也不會減少，那就是說：要使金幣的購買力永久處在不變的狀態。

在這個計劃之下，物價上升時，就增加金元的重量，以便使物價下落；物價下落時，就減少金元的重量，以便使物價上升。爲節省生金起見，不使金元流通，而以金元證券 (Gold certificates) 代替金元流通，這種金元證券有要求兌換金元之權。所以金元證券背後的金子的準備應該隨着物價水準而增減。金元重量的增減，完全以指數爲標準。辦法是把某年度（例如一九一三年）若干種商品（例如一百種）的指數做爲基數（即做爲一〇〇）。如果一九一四年一月的物價水準上升到一〇一，那末，做爲金元證券準備的金元他本身所含金的重量就要增加百分之一。反之，如果物價水準下降到九九，那末，金元含金的重量就要減低百分之一。照費雪教授的計劃作爲金元證券的準備的金子，他的數量增減的變化，應限定每月不能超過百分之一。因爲增減都是累積的，所以金元重量的變化，一定能和物價水準的升降相符合。金幣或金塊應按照物價水準以與金元證券相交換。

這個計劃事實上就是重疊本位（或譯爲多數貨物本位），或表計本位 (Tabular standard) 之一種，因爲決定金元中含金重量的標準，乃是構成指數的各種商品的價格。決定貨幣單位的價值所用的標準，不是像美國目前的辦法，用純金二三·二二格令 (Grains)，而是用一百種商品的價格爲標準，所以直接雖是以金元爲本

位，但最後仍是以物價爲歸宿。

穩定金元是否能實行的問題

對於這個計劃有許多實行上的駁難。指數究竟根據躉賣物價，還是根據零售物價？如果根據躉賣物價，也許比較準確，但消費者買物都是按照零售物價；如果根據零售物價，指數誠然不如根據躉賣物價那樣準確，但有接近消費者的好處。還有，指數究竟應否「加權」？我們可以想到：南部一定願意將棉花與以較重的加權；西部一定願意將小麥加權；新英格蘭的民衆一定希望與織品以相當的加權。假設像古巴那樣的國家要採用這個計劃，那末，糖究竟應該怎樣加權（加權多少）？誠然這許多對於編製指數的駁難都是很瑣碎的問題，但這許多問題都有相當的重要，可以引起許多疑難。

對於這計劃的另一駁難是說他的作用太遲慢。金元中純金重量的增加，必須在物價上升以後，重量的減少也必須在物價下落以後。誠然，金元是有和物價水準相符合的趨勢，但總是要在一個月以後。而我們要矯正的並不是過去的物價升降，乃是將來的物價升降。

並且當物價開始或升或降的時候，總是按照一種加速度的比例。所以，金元中純金重量加增百分之一，不僅太遲，而且許多時候都覺不夠。那就是說：僅僅增加百分之一，在許多場合還不夠應付物價水準的變動。根據勞動統計局的指數，一九一七年三月到四月的物價增加了十一點（即指數增加十一），或百分之七左右。同年四月

到五月的物價，增加了十點，或百分之六左右。如果再看看物價下落的情景也是一樣。如一九二〇年九月到十月的物價跌落十五點，或百分之七左右；同年十一月到十二月，物價跌落了十七點，或百分之九。在大戰時期，百分之一以上的變動是很平常的，即在戰前也是十分平常。

對於這計劃的另一個駁難是說：要使世界各主要的商業國都同時採用這個計劃，那是很難辦到的。如果僅有一國採用，這一國一定要因對外匯率的變動而受害。設使僅有美國採用這計劃，那末對外匯率要受什麼影響呢？因為美國沒有了金本位，英美的匯價一定要時常變動。那就是說：當美國的金元證券的金準備每次發生變動的時候，紐約向倫敦的金鎊匯率，和倫敦向紐約的金元匯率，一定要跟着變動。假如美國的物價水準每月增加百分之十，那末，一年當中，金元中的純金重量一定要變更十二次；結果，紐約向倫敦的金鎊匯率，和倫敦向紐約的金元匯率，也必然要跟着變動十二次。而且不僅英美間的匯率如此，美國和所有金本位國間的匯率，也都要發生相同的變動。因為金元中的純金重量每變更一次，就每要成立一個新的匯兌平價。

對外匯率的變動對於一國的國外貿易有很大的影響。設這時英國某進口商人要判斷輸入一百架美國計算機是否有利，他是一定沒有把握來判斷的，因為他不知道將來他要購買多少金鎊纔恰好够償還美國出口商所發來的金元匯票。假如美國的物價水準每月上升百分之一，而這匯票是九十天期的，那末，英國進口商到期就要多付百分之三的金鎊，纔恰好够償還這張匯票。在許多種商業之中，這樣百分之三的變動儘够把所希望的利潤一掃而光了。在金本位國和「穩定金元」本位國之間，匯率變動之大，恐怕不下於金本位國和銀本位國間的匯

率變動。

對於這個駁難也許有這種答辯：就是說全世界的物價有趨於一致之勢。不錯，的確如此。但若以短期（所謂短期也許是頗長的）而論，各國出口貨物的價格間，確有種種差異。英國進口商所以情願買美國的計算機，是因為牠價較廉，否則他寧願買英國的出品了。如此看來，進出口貿易不受一般物價水準的決定，而受某種進出口貨物價格的決定。若再加上種種國外匯率變動的危險，影響一定很大了。

此外還有會計上的困難。現代的商業大半都是靠着借來的款項而經營的。營業的固定資本往往要靠出售債券而設置，流動資本也要仰賴於商業銀行。目前我們的全部生產計劃（就是生產在消費之先的生產計劃）是以金元為基礎的。的確，一塊金元不永久是一塊金元——他的價值會變動。但目前的記賬制度若和補充金元計劃（Compensated dollar scheme）（按即穩定金元計劃）下，商人必須勉強採用的記賬法比較起來，仍是目前的簡單得多。在補充金元計劃下，商人將很難知道他自己營業的盈虧。也許現款往來要一種帳簿，而信用往來另要一種帳簿。無論如何，那時的會計，一定要比較目前紊亂。

穩定金元是否可取的問題

這個計劃不合我們的意，因為他把價格作用取消了。如第一章所論，價格是組織，調節我們經濟制度的現象——可以當作我們經濟行為的指南針。實業均衡（Industrial balance）完全靠價格來維持，而實業均衡又是

我們經濟生活上很必要的現象。我們需要各種的價格隨着種種情形的變動而變動；我們也需要一般的物價水準隨着種種情形的變動而變動。各種貨物普遍缺少的現象，反應在漲高的物價水準上面；糖的缺乏反應在漲高的糖價上面。爲使市場上的貨物不致屯集也不致缺乏，價格（無論是各種價格還是一般物價水準）的變動是必要的。爲領導我們的經濟行動，也需要價格的變動。如果各種價格對於變動的情形不能有適當的反應，那末，各種貨物必定要用非其所。假如高爾夫球棒賣三分錢一根，我一定不反對用他燒火。

假設在最近大戰的期間，穩定金元的計劃曾經實行，而一般的物價水準仍然是一致的，或大略是一致的。這時各種至要的貨物的價格必須要提高，以便使這種貨物多生產一些。戰械工業的利潤既經提高，一定可以吸收較多的勞力和資本到他自己的範圍裏來，結果，此項至要的貨物的供給量增加，藉此使我們能夠得到戰爭的勝利。生產要素所以能夠這樣適應環境而移動，一部份是價格變動之功。

這是很明顯的，假使至要的貨物的價格增加了，而一般的物價水準仍然是大略如前。那末，他種貨物的價格必定要降落。如果這樣，信用制度一定要受到很可怕的打擊。也許信用制度簡直抵擋不住這樣的打擊。結果，必定發生擾亂。各種工業將不能迅速的適應戰時的目的；實業制度將不能迅速的應付戰時的環境。

費雪教授的計劃是以下面這樣的觀念爲基礎：即價格的變動起於貨幣（或其相等的東西）供給量的變動。他不很注意到貨物的供給量的變動。但事實，物價水準的變動不僅由於貨幣供給量的變動，貨物供給量的變動一樣可以引起物價水準的變動。要想使物價水準趨於穩定而僅僅在方程式的貨幣那一邊着想，無異用剪刀

的一邊裁布。

管理通貨計劃

改革幣制的第二種計劃是「管理通貨計劃」(註三)這計劃的首創人和辯護人是著名的克尼斯先生(Mr. J. M. Keynes)。因為自從歐戰以後，世界各國幾乎沒有一國不鬧金融恐慌的，所以這計劃很能聳動觀聽。克氏以為管理通貨是治療金融恐慌的唯一特效劑，他把金本位看做古代經濟制度的遺跡，只代表人們用木棍互相搏殺時代的情形，完全不適宜於文化開明的現代國家。他所以擁護這種計劃是受了一九二四年英國物價狀況的刺激。據說在這一年內英國的物價水準比美國的物價水準穩定的多。而在那一年，美國是金本位，英國是紙幣本位。克氏根據此事，就推斷紙幣是可以設法管理而使其價值較之金幣尤為穩定的。關於這個物價水準相對穩定的問題留待後面討論。

擁護管理通貨論的人們極端反對英國恢復金本位。反對的方法是在議會的各種委員會中提出辯論，或在報紙上發表文章，或發表專書及小冊等。雖然時至今日，這種計劃已經被人拋棄，但因為這一派的貨幣理論和種種假設都是很超羣的而且很動聽的，所以仍值得我們加以討論。他們的理論是什麼？

管理通貨派的種種學說

第一，他們主張金本位應該廢棄，理由是：由通貨和信用的發展史上看，金本位只是古代的遺跡。金的價值既不穩定，用金造幣又太不經濟，所以他們主張用不兌現的紙幣做本位來代替金本位。不過要設法管理這種紙幣本位，以便使物價水準保持穩定的狀態。要達到這個目的，只須按照工商業界的種種情勢而變更紙幣的數量就成了，（有時增加少許紙幣，有時減少少許紙幣）至於其他因數，也要同時利用以便達到所希望的目的——物價的穩定。

第二，管理銀行信用的數量，和管理貨幣的數量確是有同樣的必要，因為由數量上看，銀行信用比較貨幣還要重要。所以管理通貨派為使他們的計劃完備，主張應由中央銀行用升降貼現率的辦法，管理銀行信用的數量。並且要在市場上買賣票據以便挹注市場上的現款。他們並且主張國庫應用短期放款的辦法幫助中央銀行管理信用。

第三，這個計劃的擁護者又同意購買力平價論，相信國外匯兌率決定於購買力平價。簡單的說，所謂「購買力平價論」就是：兩國間的匯兌率是由當時兩國的物價水準決定的。

第四，他們又把穩定國內物價和穩定國際物價這兩件事分得很仔細；也就是把在國內市場上付給本國貨物的價格和在國外匯兌市場上付給外國貨幣的價格分得很清楚。至少，克氏是着重前者而忽略後者的。照他的見地，穩定國內的物價水準，比穩定國際間的匯兌價格重要得多。

管理通貨派的目的

管理通貨派的目的在於使物價水準趨於穩定，或大致穩定以便免除商業循環的上下波動，減低失業的現象，把工業安放在穩定的基礎之上——總之，是要把管理通貨當做手段而實現一個比較完備的社會改革的方案。我們須得記清：他們是把管理通貨當作完成此項計劃的唯一手段的。因為他們以為世界上大部份的經濟災難都起源於貨幣價值的變動；祇要免掉了這種變動就能免除這些災難。

採用的各種方法

要知道他們究竟用什麼方法完成以上的目的，是很有趣的。這當然要用管理通貨的辦法。換言之，就是使貨幣和銀行信用的數量與工商業的需要相適應。要實現這種目的，有三種方法好用；第一，是中央銀行的貼現率；第二，是中央銀行的控制金融市場作用；第三，是國庫政策。這三種方法是要聯合運用的。

貼現率的運用

要想使物價穩定不能單靠實在貨幣（按即硬幣）數量的管理。還得按照工商業的種種情形來調節銀行信用，因為目前銀行信用已較實在貨幣佔更重要的地位了。調節銀行信用是靠中央銀行的貼現率為手段。要使

銀行信用的數量或增或減只須降低或提高貼現率就行了。高的貼現率可以遏止各銀行向中央銀行借款，而低的貼現率可以刺激各銀行使向中央銀行借款，在中央銀行的放款或增或減的時候，貨物的供給量並沒有變動，而表現在銀行信用上面的購買力則有增有減，於是物價水準也隨着或上升或下落。負有運用中央銀行之責的人應該利用幾種指數做爲根據，以便依照工商業的情形而變動中央銀行的貼現率。

控制金融市場的作用

在管理通貨的計劃下，還另外有一種責任應由中央銀行擔負起來。那就是說：如果在某一個時期，需要各銀行擴張信用，那末，中央銀行就應該親自到金融市場裏面（也就是到握有票據的各銀行裏面）去購買票據，以便使各銀行利於增加他們的放款。例如，在這種計劃之下，紐約城的聯邦準備銀行向該城的第十國民銀行買入一張十萬元的票據；支付這張票據的辦法是把這筆款項記入第十國民銀行的帳目的貸方。這筆交易無異增加了第十國民銀行的準備金，自然會使他不得不增加放款，因爲呆藏準備金是很不利的一件事。反之，如果聯邦準備銀行當局，見到信用過於膨脹，他就可以到金融市場上去出賣票據，以便減少各會員銀行的準備金，結果，銀行信用自然會收縮了，這種控制金融市場的作用要和中央銀行的貼現率聯合運用，以便使貼現率的作用格外收效。

國庫政策

最後，中央政府的財政部對於穩定物價水準也要負起一部分的責任。財政部應當斟酌工商業的需要，到金融市場上買賣短期國庫證券。出賣短期國庫證券無異收縮放款，因為出賣若干證券等於由市場上收回若干貨幣或信用，買入若干國庫證券就等於在市場上增加了若干貨幣或信用，所以無異增加放款。單靠這種國庫政策 (Treasury Policy) 也許不足以穩定物價，但照管理通貨派的見解，以為如和其他兩項辦法聯合運用，一定可以穩定物價。

人們所以相信此項計劃能夠得到所希望的結果，大部分倚靠着對於貨幣價值數量說做一種嚴格的解釋。換言之，就是相信所說的貨幣數量的變動幾乎可以立刻得到所希望的結果。並不是所有主張數量說的人們都相信這個學說的實際應用幾乎馬上就能生效，例如陶希格教授 (Professor Tausig) 就不是這樣；也不是所有信奉數量說的人們都擁護管理通貨計劃。但如果希望上述三項方法生效，就非把貨幣價值數量說加以這種嚴格的解釋不行。

管理通貨計劃是否能實行的問題

爲了推論的方便起見，姑且假定維持穩定的物價水準是很好的。但是做得到嗎？換句話說，行得通嗎？這問題

的答案十分之九是否定的，因為有兩種原因——經濟上的和政治上的。

經濟上的駁難

對於管理通貨計劃的第一種駁難是根據各項物價的相互倚賴性。這是說：不僅一國之內各種商品的價格是互相倚賴的，就是在各國之間。各種物價也是相互倚賴的。有些物價，例如小麥的價格就是決定於世界市場的其他許多商品例如糖、銅、棉，都是如此。這些商品進出口的数量都是很大的。所以如果某國要想使他自己國內的物價水準穩定，非得把付給這些進口貨的價格加以考量不成。即以英國而論，這些進口商品的價格，誠然都很重要，因為英國的對外貿易很大，而且人民倚靠此項進口貿易而生活的也很多。所以，棉花價格的騰貴，對於英國是很有關係的，因為英國輸入大量的棉花，把他製成熟貨，然後再行輸出。從澳洲輸入的羊毛也是一樣。這兩種商品的價格，一有增加，就要影響到英國的物價水準。

假如克尼斯先生承認縱然在管理通貨計劃之下也沒有方法局限國外匯兌率的變動（新聞通訊上的確說他曾在議會的委員會席上證明過這件事），那末，國內物價將無穩定之可能。英國的匯兌率一行跌落，則由美國輸入英國的種種貨物必向英國人索取較貴的價格。如果美國有一個出口商，他賣生棉給英國進口商，所索取的價格較之他向美國人或任何人所能索取的價格還要少，他一定是個呆子。假設英幣價格跌落，而他所發出的匯票又不得不以金鎊計算，那末，他自然要提高貨價以便補償以美國貨幣計算的鎊價之跌落。在世界大戰時這

種事情曾經發生過；我們沒有理由說將來不會再發生。所以英國商人對於進口貨不得不付較多的價格。根據著明的成本律 (Law of Costs)，進口貨的成本既已增加，則以此項進口貨為原料而製成的熟貨也必提高價格。假使有一個英國進口商不因成本之增加而提高貨價，他不久必不得不停業。可見國內物價的穩定是不能和國外物價的穩定分開的。

對於這計劃的第二種駁難是：這計劃假定藉增發紙幣，貼現率，控制金融市場作用，以及國庫政策等等辦法，對於物價施以精密的統制，但這是辦不到的。往往中央銀行的貼現率雖已提高，但物價依然上升。例如，一九一九年和一九二〇年美國的情形就是如此。並且，貼現率和物價水準間的精確關係也是很難說定的。提高貼現率的確有限制放款的傾向，這是無疑的；但究竟需要提高多少百分之一的一半呢？還是百分之一呢？這是很難說的。

還有一點，要維持物價的穩定，究竟要增加多少貨幣而使之流通呢？往往紙幣的數量雖已增加，但物價反趨下落。例如，法國革命時代以土地為擔保而發行的 Assignat 紙幣就曾經發生過這種現象。一七九二年的六月到九月中旬，Assignat 正在增發時期，但牠的價格反由金幣的百分之五十七增加到金幣百分之七十二。(註三)又如綠背紙幣，當葛的斯堡戰爭 (The Battle of Gettysburg) 之後，他的價值曾立刻騰貴起來。又如，一九二三年二月，馬克紙幣的發行總額是二二六六萬萬 (Billions)，當時一金馬克等於一萬一千二百紙馬克；同時三月，馬克紙幣的發行總額增加到四九五六萬萬，但他的價格反行增加，即一金馬克僅僅等於四千九百五十紙馬克。(註四)換言之，紙馬克的流通額增加到兩倍以上，而每單位紙馬克的價值不僅沒有跌落，反也增加

到兩倍以上。

現在把上述的經濟上的駁難綜合起來：各種物價間的相互倚賴關係很深，我們很難，幾乎不能，把國外的物價變動置之度外。第二，增發紙幣，利用貼現率，控制金融市場，以及國庫政策等等辦法，都必須假定貨幣和信用的數量與物價之間，有極準確的相關（Correlation）但事實上，這樣準確的相關是不會有的。

政治上的駁難

管理通貨制當然要一個管理人。由種種方面設想，他一定是民選的。換言之，他一定是個政客。政客最緊要的工作就在得到連選。所以他的行為和他管理通貨的態度，大部分將受決定於管理通貨方法的拉票能力。假如我們相信美國或世界的貨幣史可靠，那末一定是賤價的貨幣最有拉票能力。於是通貨將成為政黨政治的足球，被他們踢過來踢過去的，而最後鵠的乃是標着「多拉票」。通貨的價值將不僅因應於普通的經濟情形而發生變動，此外又添加了政治情形的影響，於是通貨益發不穩定了。

姑且假定負管理通貨之責的人拒絕這種魔道而不幹拉票的勾當，那末，他們果然有充分的聰明才力來作穩定物價的工作嗎？

我們實在不懂他們如何能作得到這件事。在現今的經濟組織下，物價水準有一種自動的作用。貨物的缺乏藉物價的騰貴而自行表露出來。我們一見某特種貨物（例如糖）的價格騰貴起來，就可以推知這種貨物是已

感缺乏了。價格的漲落完全是自動的作用。這種作用的好處就在於他有一種矯正的功效，如果有一些物價不適宜，就馬上有一種反動的作用來矯正他。

一九二五年四月法國的經驗就是一個很明顯的例子，足以說明在管理通貨制度下可以發生些什麼事情。當時法國的法律規定不兌換紙幣的發行額不得超過四百一十萬萬法郎。直到赫里歐（Herriot）作總揆時，都未曾超過這個限度。但自從他發表了一篇奮激的演說，反對通貨膨脹，並且向國會要求投票贊成增加租稅，使紙法郎之發行不至超過法定限度之上。於是立刻暴露出來：就是在他發表這篇演說以前，紙法郎的發行額已經超過法定限度數萬萬法郎。在這種情形之下，政府因不得不償還短期公債，還是藉助於發行不換紙幣的老方法。這就是管理通貨制的一個好榜樣，足以說明這種制度之下可以發生什麼事情。參加管理通貨論戰的某眼光銳利的學者，曾經指破：一種通貨政策如果時常需要用手段來操縱始能成功，那末，這種政策一定要被有力的政治偏見所曲解附會。（註五）

管理通貨計劃是否可取的問題

關於這個問題，對於「補充金元」所加的駁難，同樣可以加之於管理通貨。一般的物價水準應該反應於貨物供給的缺乏而變動，以便達到生產消費的均衡。同樣，也應該反應於貨物生產量的增加，以免市場中有堆積的貨物。假如一般的貨物都很缺乏而物價未曾提高，消費者必仍照原來的消費習慣而消費，結果貨物將愈感缺乏。

假如貨物已感過剩，而物價未曾低落，生產者必將有大部的積貨不能售出。

第一種計劃有種種實際上的困難，恐怕沒有採用之可能；第二種計劃的根據是貨幣和物價之間有很準確的相關，但事實上這是不會有的。這兩種計劃都不可取，因為有時我們需要一般的物價水準提高，有時我們又需要某種商品的價格提高。

(註一) 如要明瞭費雪教授的意見，請看他所著的穩定金元 (Stabilizing the Dollar) 一書 (New York, the Macmillan Company 1920)。美國國會已經提出採納費雪教授主張的議案。

(註二) 克氏的見解詳所著幣制改革論一書之第五章 (Monetary Reform, New York, Harcourt, Brace & Company 1924)。

克氏另有一本小冊子名金鎊平價之經濟效果 (The Economic Consequences of Sterling Parity) 內容係討論英國恢復金本位之結果。

(註三) 參看赫斯特著歐洲之紙幣 (The Paper Money of Europe, By F. W. Hirst, Boston, Houghton Mifflin Company, 1922) 第二十一頁與二十二頁。

(註四) 參看克尼斯氏幣制改革論 第五十六頁及五十七頁。

(註五) 參看格利哥立氏 金本位之第一年 (T. E. Gregory, The First Year of the Gold Standard, London, Ernest, Benn Ltd. 1926) 第九十三頁及九十四頁。

第十一章 美國幣制史

在第二章裏已經指明：各國的幣制幾乎沒有不是經過長時期「試驗和錯誤的過程」而發展出來的。現在的幣制含有過去幣制的痕跡。在美國尤其是如此，因為美國的幣制，自從獨立政府成立以來，就受着民衆投票的影響。此項投票有些曾經發生過種種錯誤，本章和下一章就要述明此項錯誤，以及該國幣制之發展。

研究幣制史之重要

美國幣制史之研究何以重要。其理由有三，第一，此項研究能使我們對於貨幣原理得到一種明確而又具體的了解。因為藉此可以看出這些原理是怎樣由實際經驗中推演出來的。例如在第三章講複本位時，曾說明：如果兩種金屬都是自由鑄造並且都有法幣的資格，那末，估價過重的金屬必將把估價過低的金屬驅逐出流動界之外，結果，所餘下的仍是一種單本位制。在美國的幣制史中，曾經有兩個不同的時期，把這個原理的實際作用表現出來。又如，輔幣必需的特徵是必須價值低於面值，以便保持他的流通。在美國幣制史中，曾有一個時期，因為未能遵守這個簡單的原理，致使輔幣的供給額不能符合需要。幣制史好似一般電影，可以表現這些基本貨幣原理的作用。

研究幣制史第二種理由是藉此可以知道我們目前的幣制是怎樣完成的。研究美國幣制史的學者大多數都承認現在該國流通的貨幣有幾種是不很好的。例如，國民銀行的紙幣和銀證券都是可以去掉的。但這兩種貨幣怎樣纔成爲美國幣制的一部分呢？要回答這個問題，必須先研究美國的幣制是怎樣發展出來的。和社會的本身一樣，他也是偶然成長的結果，經過長時期試驗和錯誤的過程的結果。尤其是政治上互相妥協的結果。除了在很小的限度以內，他決不是有意識的計劃或選擇的結果。

最後，過去發生過的錯誤可以作爲將來的指導。欲知發行紙幣的惡影響，可以把南北戰爭時代的事實作爲借鑑。知道了這些影響之後，就可以指導將來的作爲。

美國幣制史之要旨

自從美國獨立以來，該國幣制史之主旨，一向都是爲求一種「成本低廉的」貨幣而奮鬥。換句話來說，美國的幣制史，自開國以至於現在，所記載的不外是擁護「成本低廉的」貨幣和擁護健全的金本位兩派人們的爭論。在美國歷史的初期中，人們所以要擁護「成本低廉的」貨幣，一部分的理由是國家太窮，因爲一個貧窮的國家要花掉他一部分的資本和勞力以便開採各種金屬，鑄爲各種貨幣，使之能盡種種交易上的職能，未免覺得太破費了。所以在這個時期中，曾說過種種方法，例如：流通外國貨幣或以低廉的代替物代替硬幣，以便節省這筆很大的花費。「成本低廉的」貨幣運動的主動者大都是負有債務的人們，這些人們大抵都居住在地廣人稀的新闢

地帶，在這些地方，農人們是不得不把土地抵押出去的。他們都是債務人；債務人這個階級總是以低廉的貨幣爲有利的。在國會中常常有人代表這些債務人的利益。這些代表們曾用種種政治上的妥協手段把他們的「成本低廉的」貨幣的主張在各種土地法規中實現出來。

就是在現在也仍有人擁護「成本低廉的」貨幣，因爲自從一九二〇年商業開始蕭條以來，就有許多辯護「成本低廉的」貨幣的議論提出於國會，他們把「成本低廉的」貨幣作爲解決種種農業蕭條問題的手段。這種議論是由代表債務人階級的代議士提倡出來的。這種現象和南北戰爭以後所發生的事情相彷彿，當時曾有「綠背黨」(Greenback Party)出現，綠背黨的主要主張是反對取消綠背紙幣。綠背黨的勢力大部分集中在各農業區域裏。在這些地方，債務人階級最佔勢力。所以我們要看一看，在合衆國的貨幣史上，爲什麼會有「成本低廉的」貨幣的需要時時重現。

美國的幣制史可以分爲五個時期如下：

- (1) 一七九二年——一八三四年，銀幣過度估值之複本位制。
- (2) 一八三四年——一八六二年，金幣過度估值之複本位制。
- (3) 一八六二年——一八七九年，紙幣本位時期。
- (4) 一八七九年——一九〇〇年，跛行本位時期。
- (5) 一九〇〇年——金本位，並短期的「放棄金本位。」

本章所要敘述的是前兩個時期的幣制史，下一章直敘述到現在為止。

一七九二年至一八三四年銀幣過度估值之複本位制

憲法把「鑄造貨幣，調節本國貨幣和外國貨幣的價值」的權力給予了國會。把這種權力給予國會，較之以前的政府計劃，確是更進一步了，因為以前都是各州各自鑄造和發行各自的貨幣，弄到發生種種不幸的結果。自此以後，這種權力完全由國會行使，以便達到鑄造和貨幣的統一。

哈密爾頓 (Alexander Hamilton) 曾被任為財政總長，他對於貨幣及其相關的問題作過一番淵博的研究之後，就向國會提出一個很有名的設立造幣廠的報告。這名聲的確是他所應得的。這是一七九一年的事，他最重要的提案如下：

- (1) 應以元為貨幣單位。
- (2) 鑄幣應採取十進制。
- (3) 複本位的法定比率應該是十五比一
- (4) 鑄幣的成色應該是十二分之十一
- (5) 在某時期內應一任外國鑄幣之流通

哈氏所以主張用元而不用鎊的理由是因為人民用西班牙的銀元已經成為習慣了。至於採十進制的理由

是因爲十進制較英制簡單。關於複本位制，哈氏以爲用兩種金屬較用一種金屬好。因爲用兩種金屬可使流通媒介的數量較巨。而較巨量的流通媒介可使物價水準的上下變動減少。換句話說，哈氏以爲在複本位制下，物價變動一定較在單本制下爲少。至於法定比率規定爲十五比一的理由，是因爲這是當時英國流行的比率，而英美之間，貿易很多，同時又因爲這些比率和荷蘭所用的最相近。鑄幣的成色所以規定爲十二分之十一，是因爲耐久力較大。外國鑄幣所以准許流通是因爲流通媒介的供給量很少。

規定的單位是元。照哈氏的提議，比例是十五對一。鑄造是自由而且免費的，在當時國家那樣窮的時候，這種辦法未免太費。外國鑄幣也有法價的資格。造幣廠設在非列得爾菲亞城 (Philadelphia)。

當一七九二年的時候，法定比率和市場比率都是差不多十五對一，但不久金銀間的市場比率就變更了。銀的生產量似乎不久就增加了；一八〇三年，法國的法定比率是十五·五比一。在這種市況之下，造幣廠是把銀的價值估計得太高了。那就是說：造幣法規定，十五盎斯的銀等於一盎斯的金，而市場上的價格卻是十五·五盎斯等於一盎斯。結果，人們都把金拿到市場上當商品出賣，單把白銀拿到造幣廠去鑄造，因爲這樣比較有利。於是白銀變爲低價的貨幣，且成爲本位幣。雖然當時西南部的法國和西班牙的商人輸入不少量的黃金，很够供給造幣廠鑄造金幣之用，但因造幣法的結果，使大量的黃金由美國輸出，所以實際上所有的黃金幾乎都流出海外了。這件事又因爲法國的複本位制和一八一六年英國採用金本位制的原故而愈益加甚。據估計，由美國流出的黃金總量達到六百萬元。

既然有這樣大量的黃金流出海外，市場上所剩的當然只有銀元和其他銀幣了，不幸又有西班牙的銀幣，因成色較佳，也一併流通。這種銀幣是美國商人從西印度羣島得來的，在那裏，這種銀幣和美國銀幣俱有相同的交易價值。美國商人把這種銀幣帶回美國，拿到造幣廠請求鑄造，把少量的西班牙銀幣變成多量的美國銀幣。從中可以漁利。一直到一八〇六年杰斐孫 (Jefferson) 命令造幣廠停止鑄造銀幣，這種現象纔告停頓，從那年起，直到一八三四年止，都未曾再鑄造銀幣。

美國第一銀行

【美國第一銀行】(The First Bank of the United States) 的成立要歸功於哈密爾頓氏。該銀行開業於一七九一年，直到一八一一年。所發行的紙幣達六百萬元，因信用很好，故流通甚廣。該行又把各州銀行的發行制度加以改進使臻健全，辦法是使各州銀行代負該行紙幣兌現之責。此項辦法可以使各銀行不致過度發行紙幣。

自從一八一二年戰爭爆發後，通貨情形每有江河日下之勢，因各州銀行有許多停止兌現。此項紙幣的折扣上下於百分之十到百分之三十之間。並且政府的錢，大部分存在停止兌現的銀行的金庫中。國家的一般財政情形幾至破產。因為要治療這種不健全的通貨情形，同時幫政府的忙，於是美國第二銀行 (Second Bank of the United States) 得到設立的特許，由一八一六年開業，直到一八三六年。

美國第二銀行

這銀行是個私立公司的性質，不過政府有股份在裏面，政府也把政款的一部分存在裏面，有時也向之借款。但這銀行的重要價值是他有改進通貨的能力。自從第一銀行關閉以後，產生了許多州銀行，這些州銀行發行了大批的紙幣。在一八一二年到一八一七年五年間，州銀行紙幣的流通總額由四千五百萬元增加到一萬萬元。紙幣流通額的增加大部分發生於邊陲各地，這是我們預料得到的。紙幣的跌價當然是不可避免的現象；一八一四年就停止兌現了。第二銀行或他的分行設法改革了這種紊亂的通貨情形，所用的方法是把紙幣拿到各州銀行，命令他們兌現。這種辦法可以使各州銀行慎重發行紙幣，間接即能提高紙幣的信用。在第二銀行停止營業以前，州銀行紙幣的折扣僅達百分之一的一半。

不幸第二銀行的特許狀滿期以後未蒙政府的重新認許，因為政府認為該行會極力參加政治。並且西南各州對該行也極端反對，因西南的銀行家不懂為什麼美國第二銀行或其分行拿他們的紙幣來請求兌現，他們就應該負兌現之責。他們把第二銀行看作一個壟斷的機關。特別是西部的民衆認為他們是在向這個「貨幣托拉斯」進貢。約克孫 (Jackson) 曾否認重新認許這銀行營業的議案，否認的理由是說這銀行近於壟斷——說他是不健全的貨幣政策所發生的種種結果之一例，而此項貨幣政策是根據於錯誤的觀念的。關於未重新認許這銀行的惡影響，留待下文討論。

一八三四年至一八六二年金幣過度估值之複本位制

國會爲了種種原因在一八三四年把鑄造法修改了，結果，複本位的比率由十五比一改爲十六比一。這個新比率把金估價過高，正如舊比率把銀估價過高一樣。所以，他的不能避免的結果，就是金幣把銀幣驅逐於流通之外，因爲銀作爲銀塊用的價值大於作爲貨幣的價值。這種驅逐的作用對於美國的影響實在不小，特別是在加利福尼亞發現金礦之後，影響更大。爲了應付一種困難，國會通過了一八三七年的鑄造法。

一八四八年加利福尼亞金礦的發現增加了貨幣的流通額，使得因銀幣被驅逐而發生的空額得藉此補充。一八四八年時，這些金礦的產額達到一千萬元；到一八四九年時，產額共達四千萬元；到一八五三年時，前後總產額共達六千五百萬元。金礦的發達吸引外國資本到美國來，對於美國的通貨和信用有很大的利益。不過此事越發使得白銀的流出加快，以致輔幣異常缺乏，結果國會不得不對此問題稍加注意，於是纔通過一八五三年的法令。因爲輔幣當銀塊用的價值超過當貨幣用的價值，以致盡被驅逐於流通之外，所以這個法令僅僅把關於輔幣的法律加以修改。國會只須採取一種簡單的辦法就能應付這種困難，就是減低銀幣的成色，以便使他當貨幣用的價值大於當銀塊用的價值——這是輔幣必須俱有的特徵之一。於是把此種輔幣的成色減低了百分之七；並且限定在五元以下有法價資格。這個法令對銀元並無影響。

這法令確有成效。在極短時期內就能使該國的輔幣額足夠應付需要。一八四九年以後，硬幣的供給額大約

增加了一萬萬三千萬。到一八五五年，美國的本國貨幣已足夠供給本國的用途，在美國的歷史上，這要算是第一次。外國貨幣的法償資格也取消了。唯一的例外就是以前流通的西班牙一元以下的小額銀幣，政府機關仍然收受，不過減低了他的兌換比率就是了。

野狸通貨

美國第二銀行停業不久以後，各州的銀行都發行了大批的紙幣，完全不問紙幣應俱的各種資格，如像平價、穩固、伸縮力等。當時的銀行發行紙幣大都僅以信仰為基礎，政府也不加干涉，各州銀行當然毫不遲疑的利用這個機會。這個時期的全部就叫作「野狸」通貨（“Wildcat” Currency）·或「赤犬」通貨（“red-dog” currency）時代。據說當時的人都常常在酒館裏款待一般酒徒，吃完了酒後，丟一張票據在櫃台上以付酒資，並特意說明這是一張好票據，因為是他自己發出的。各州銀行發行的紙幣完全沒有準備金，即有也是很少；這些紙幣對於金幣不能按平價流通；至於伸縮力則只能伸而不能縮。由一八四三年到一八六〇年，此項紙幣的發行額由五千九百萬元增加到二萬零七千萬元左右。增發的紙幣大多數用於當時流行的土地投機；在美國歷史上，那時期是以土地投機為其特色的。

當時的各州銀行對於他們自己所發行的紙幣，都力圖不負兌現之責。喬治·愛德（George Ade）這樣說：

（註一）

一八五三年，我父親在印地安那（Indiana）的摩洛哥（Morocco）鎮作皮毛生意。摩洛哥鎮小得只有一個鐵舖，兩間茅屋，遮掩在一個小叢林中，離火車站有四十英里之遙。周圍是一條條的寂寥的未墾草原。出產鹿、水貂、海狸很多，不過人煙很少，幾乎走了一英里也碰不到一個人。

這鎮是這樣小。這樣偏僻，非走到印地安那波利思（Indianapolis）那地方不能找到一個銀行，而所謂銀行，事實上只是一個經商的團體，叫作銀行不過美其名而已。

那時正是『野狸』紙幣通行的時候。摩洛哥鎮需要一個銀行，因為那裏的民衆在當地簡直找不到一個銀行。銀行所以要開在印地安那波利思，本意是使銀行離民衆住的地方愈遠愈好，免得他們來存款或提存。

於是美國銀行（Bank of America）創辦起來了。發起人也許可以把牠叫作西半球銀行（Bank of the Western Hemisphere）也許叫作太陽系銀行（Bank of the Solar System）但他們以為叫美國銀行適當一點。他們存一些抵押品在州庫裏，發行七萬五千元的紙幣，只限於在本行兌現。這些紙幣流通了，最後纔有一個勇敢的探險家騎着馬，越過草原，找到摩洛哥鎮，費了半天勁纔問到這個銀行，向這銀行請求兌現，麻煩了半天，也不知兌到沒有，誰知這銀行竟因此就倒閉了。辦銀行的人說：假如民衆硬要拿『野狸』紙幣來請求兌現，那末，辦銀行又有什麼用呢？

雖然『印地安那州銀行』（The State Bank of Indiana）在當時的一般銀行中算最爲進步，但該州實在是不健全銀行的孳生所。例如，該州曾經發生過一種傳單，大意是表示對於任何願在該州創辦銀行的人，予

以扶助。該項傳單上說明創立一個十萬元的銀行只需一萬元的本錢，即以五千元爲開辦費和紙幣印刷的代價，另外五千元作爲購買債券之代價，即以此項債券爲發行紙幣的保證。

這個不健全的銀行制度之結果就是發行了許多價值動搖的紙幣。有的紙幣以百分之三的折扣流通，有的以百分之五的折扣流通，有的折扣還要大。並且紙幣的價值每星期都有變動。有些個銀行倒閉了，他們的紙幣的價值，更是跌落得不可言狀。這些紙幣有許多被假造。

那末，一個商人怎樣知道一張紙幣的價值是多少呢？假如，他不知道這張一元的紙幣只值九角而把他當作一元收進，這筆交易也就賠本了。幾乎所有的商人或銀行家都有幾冊賈鈔檢驗法及鑄幣指南（*Counterfeit Detector and Coin Guide*）。這本書指示當時流通的紙幣的折扣很精確。設某雜貨店的顧客買了十磅糖，計每磅價九分，他拿兩元的州銀行紙幣付價。商人或他的店伙一查紙幣的兌換率，發現這種紙幣是以百分之十的折扣行用的，他就找給這個主顧九角錢。總之，在我們（指美國）的通貨史上，這時期要算是我們（指美國）所經驗到的頂倒毒的時期。

但不是一切的銀行紙幣都是這樣壞。即如新英格蘭和紐約各銀行所發行的紙幣就比較別的紙幣好得多。自一八一八年以後，新英格蘭的各銀行不得不採取一種所謂「薩弗克銀行制」（*Suffolk Banking System*）使他們的紙幣得以維持票面價值。這制度的大意是如此的：任何新英格蘭的銀行只要遵守一項條件，波士頓的薩弗克銀行就承認替他的鈔票照票面兌現。什麼條件呢？就是該行須參照當時的商業情形，估計有多少鈔票要

流通到波士頓去，就照這數目存一筆款項在薩弗克銀行裏，除此款不計外，另外還要存五千元在薩弗克銀行。據估計，單是這筆五千元長期的利息就够充作薩弗克銀行作此項工作的報酬了。鄉間的銀行當然不贊成這種計劃，因為他們以為假使一個銀行被強迫着把他的鈔票照票面兌現，那末，這個銀行就無法作生意了。於是鄉間的銀行大多數拒絕接受這個計劃。因此，薩弗克銀行就把此項鈔票拿到原發行的銀行請求兌現，後來又有其他銀行和薩弗克銀行聯合起來作這件事。這樣繼續作了許久，鄉間的各銀行就被迫着接受了薩弗克銀行的條件。結果，使得新英格蘭各銀行所發行的鈔票能够照票面流通，於是此項鈔票因信用鞏固而流通於美國各州以及加拿大。這個制度算是完全成功了，一直到國民銀行制成立起來的時候，沒有另外一種制度能把他取而代之。因在國民銀行制之下，對於各州銀行所發行的鈔票要課百分之十的稅，於是此項鈔票被驅逐於流通之外了。

安全基金制

紐約州曾經試行過安全基金 (Safety fund) 以為保證州銀行鈔票持有人的辦法。照這制度，該州各銀行都要根據牠的資本額按比例提出一筆安全基金。這筆基金由該州政府用於投資，如有銀行倒閉，就把他賠償債權人，存戶以及鈔票持有人。這是一八二九年的事。但自一八四〇年到一八四二年，竟有十一家銀行倒閉，因此喚起人們對於這條例缺點的注意，一八四二年就加以修正。照新條例，基金只用以賠償鈔票持有人，不用以賠償存戶。一八四六年紐約州的憲法修改了，照新憲法持有倒閉銀行鈔票的人，對於該行之資產有最先之留置權，並

且股東們要以所認股份之金額爲限，個人負責賠償之責。不久，安全基金制就廢止了，不過加拿大的紙幣發行制度仍以此爲準則。

一八三一年，威爾滿州 (Vermont) 採行一種制度，和紐約的相彷彿，但不多幾年就修改了，以各股東之負責代替安全基金。

獨立金庫制

自一八三三年以後，美國的政款就不再存放於美國第二銀行，而存放在總統或財政總長選擇的州銀行。一八三七年發生恐慌的時候，各州銀行停付現金，於是政款也不能得到現金。結果遂於一八四〇年，又於一八四六年，成立了一種獨立金庫制 (Independent treasury system)。這制度在各城設有六個支庫，從一八四六年到一八六三年，政款中之現金都存放在這幾個金庫裏，一八六三年以後，一部分存在各金庫，一部分存在各國民銀行裏。總之，這種金庫制度，在初辦時是很有利益的。例如，即在一八五七年的恐慌時期，政府仍然支付現金。假使政府把政款存在各州銀行裏，他一定不能這樣辦，因爲各州銀行都停止兌付現金了。並且在這個時期裏，因鈔票的發行，通貨的數量大大的增加了。假如政府把政款存在州銀行裏，這些州銀行一定要增加放款。增發鈔票，結果，或使物價騰貴。把政款存在金庫裏，可以免去放款的膨脹和鈔票的增發。這當然是一件很好的事，因爲當時多數銀行間都通行一種不健全的，膚淺的貨幣理論與政策。但後來，各支庫也發生了許多弊端，因爲大量的現的都在

他們的金庫中死藏，致使通貨發生缺乏的現象。所以在一九二二年二月十日，最末一個支庫也宣告廢止了。

(註一)參看“The Making of a Trust Company”，第九第十頁。這本小冊子是芝加哥信託公司(Chicago Trust Company)出版的。

第十三章 美國幣制史(續)

一八六二年至一八七九年紙幣本位時期

一八六二年二月二十五日，林肯總統簽署了一個議案，這議案的內容是要發行一萬五千萬元有法償資格的不換紙幣。在美國歷史上，政府發行不換紙幣，這算是第一次。第一次的發行自然又引起好幾次的發行。結果，發生了種種弊端，如(1)紙幣之貶值，無論由金幣之貼水上看，或由物價之騰貴上看；(2)戰費之增加；(3)勞工、地主、資本公司、企業家這四項人負擔戰費之不均；(4)最後，在這種不換紙幣恢復兌現之前，又發生了種種主張賤價貨幣的異說，經過長時期的爭論。以上種種弊端，乃是一切不換紙幣所容易發生的。

發行綠背紙幣之理由

我們究竟怎樣說明這種紙幣的發行呢？發行這種紙幣之後，必有弊端隨之，乃是人所共知的，並且國會中也很有人指摘過。發行的理由乃是「必要」或「不得已」。據主張發行的人說，除此之外，政府沒有其他方法應付當時之財政負擔。不發行紙幣就只有一任戰事之失利，戰事失利就無異聯邦之解體。國會大概是以爲兩害之中

應取其小者。要明瞭他們以「必要」爲理由的辯論並加以批評，最好是把當時美國的財政狀況考察一下。

一八六一年，各銀行停止正貨支付，理由有以下幾種：第一，因紐約各銀行信用之墜落，大量硬幣由紐約流入內地。而銀行信用之墜落又由於政府要募集一大筆公債而未能成功。第二，一八六一年十二月財政部之報告，使人大爲失望，據該項報告，歲出超過預算約二萬一千四百萬元，而歲入不及預算約二千五百萬元。那時，一般人都以爲財政總長柴斯（Chase）一定要提出一個周密的增加稅收的計劃，以便籌集戰費。不幸柴斯也和當時其他的政客一樣，把戰事的期限估計得過短了，致未能有周密的財政計劃。第三種原因是特稜特事件（Trent affair）預示着和英國作戰之可能。

這三項事情使信用系統大爲動搖。於是內地各銀行向紐約各銀行索取餘款，使這些銀行在紐約各行之存款減少一千七百萬美元。並且紐約各銀行被政府強迫使向各支庫支付現金以償還各行之債券，又因信用之破產，此項現金既被政府支出之後，不能再流回各銀行。於是，紐約各銀行相約於一八六一年十二月三十日停付正貨，後來，幾乎全國所有銀行都仿行此項政策。各銀行既這樣辦，政府遂不得不把當時流通的「要求即付的國庫券」停止兌現。

由以上所述事實，足證南北戰爭初期之財政狀況，實難令人滿意。究竟應該怎樣辦呢？時機是一縱即逝的。當時的國會以爲發行不換紙幣是聰明的辦法，並予此項不換紙幣以法價幣的資格，使之易於流通。

綠背紙幣對於通貨之影響

發行綠背紙幣後，首先發生的結果之一就是變更了流通媒介的組織。紙幣變作了本位幣，因為他是不能和金幣兌換的結果。當然要把硬幣驅逐於流通之外。這種驅逐作用繼續下去，一直到連小額的鑄幣都不見於流通了。爲應付這種困難，遂於一八六三年，訂立了第二法價幣條例。這條例的規定：在一萬五千萬元的法定發行額中，准許有三千五百萬元的額面價值在五元以下，但任何紙幣之額面價值不得在一元以下。

那末，金幣怎麼樣呢？金幣是被驅逐於流通之外而當作金塊用了。金幣流出國外的主要途徑是經由國際貿易和國際匯兌，因爲在國際間的支付上，只有金幣一種是被承認爲貨幣的。那末，當各銀行停付現金的時候，美國的進口商怎樣得到金幣呢？那時紐約城發現了一個金幣交易所（Gold Room），就是專爲處理這問題而設立的，他買賣金幣正如同買賣小麥或其他具有代替性（或互換性，原文爲 fungible）的商品一般。金幣的貼水隨着種種條件（這種種條件留待以後解釋），時時變動。這金幣交易所對於進口商人有莫大的利益，因爲他們在這裏可以得到金幣的現貨或期貨的行市。倘若沒有這種便利，他們將無從計算進口貨的成本，因此也就不能決定價格和利潤。但是，國會以爲這種金幣交易，（自然我們可以想到他被看作一種賭博，因爲他設立在紐約市內），足以惹起綠背紙幣價值的變動，立刻就用法律禁止他的營業。但所通過的法案不久又廢止了，因爲大勢所趨，國會中少數人的意見究難抵敵社會大眾的意見。於是，金幣交易所得以繼續營業，直到一八七九年恢復正貨

支付時纔停業。

發行不換紙幣最重要的各種影響可以由物價水準上看出來。所以我們還得把金價、物價和工資加以研究。密哲爾教授 (Mitchell) 對於這些問題最有研究。第十二表的數字就是採自他所著的綠背紙幣本位下之金價、物價與工資 (Gold, Prices, and Wages under the Green Back Standard) 一書的。(註 1)

綠背紙幣對於金幣價格之影響

以綠背紙幣計算的金幣平均價格，一八六二年是一一三·三；一八六三年是一四五·二；一八六四年是二〇三·三。(譯者按即一八六二年時一百元金幣等於一百十三元三角紙幣，餘類推) 自此以後，金幣的貼水開始下落。一八七八年的平均貼水是一〇〇·八。金幣的最高價格是在一八六四年七月，當時的貼水率是二八五。(按即百元金幣等於二百八十五元紙幣) 換句話說，就是一元紙幣只值三角五分零九毫的金幣。直到一八七九年恢復正貨支付不久以前，金幣的貼水方纔消滅。

綠背紙幣價值的變動由於人們對他評價之不同。金幣交易所 (Gold Room) 規定的金幣貼水率不過是市場情形的反應罷了。而人們對於紙幣的評價又取決於幾種要素，例如，流通的紙幣數目，戰事消息，國庫的情形，政府舉債的能力，財政部人員的更調等等。這些事實能增加，或減少人們對於紙幣的評價；這些事實又能增加，或減少人們對於政府兌現能力。(按此係指以金幣兌回紙幣之能力而言) 的信心。

第十二表——物價與工資一八六〇——一八八〇

年	度	躉	賣	物	價	零	售	物	價	工	資
	一八六〇				一〇〇			一〇〇			一〇〇
	一八六一				九七			一〇四			一〇〇
	一八六二				一〇三			一一五			一〇一
	一八六三				一三三			一四三			一一二
	一八六四				一七九			一七〇			一二五
	一八六五				一八五			一七六			一四九
	一八六六				一七七			一八〇			一六〇
	一八六七				一六二			一七二			一六八
	一八六八				一五八			一六四			一六九
	一八六九				一五七			一七四			一七五
	一八七〇				一三九			一五七			一七五
	一八七一				一三一			一四六			一七九
	一八七二				一三四			一四四			一七七
	一八七三				一三三			一三七			一七六
	一八七四				一三〇			一三六			一七二

一八七五	一一三	一三四	一六〇
一八七六	一一三	二二九	一五三
一八七七	一〇六	二二七	一四四
一八七八	九五	二二二	一四一
一八七九	九八	二一八	一三八
一八八〇	一〇五	二一八	一三九

本表來源：密哲爾綠背紙幣本位下之金價物價與工資二七九頁。

綠背紙幣對於物價之影響

第十二表表示綠背紙幣本位下，躉賣物價、零售物價和工資的變遷。躉賣物價開始上升較早，且到一八六四年，其增加之趨勢頗為激劇。自一八六五年起，（那年正是李氏 (Lee) 在阿坡馬托克斯 (Appomattox) 請降的時候，物價開始上升在請降之前，）一變其往昔上升之勢而為下落之趨勢，且繼續下落，不過其下落之速度不若往昔上升之速。一八六二年的指數是一〇三；一八六四年是一七九；一八六五年達到最高峯，是一八五。自是折而漸漸下落，一直到一八七九年之最低點八八，自此又折而上升。

零售物價的上升與下降都沒有躉賣物價那樣快。最高峯是在一八六六年，那年的指數是一八〇。此後繼續下落。工資，在一八六〇、一八六一、一八六二這幾年中，都是固定不動的。自一八六三年起開始上升，一直繼續上升。

到戰事完結之後。最高峯是在一八七一年，指數是一七九。自那年起慢慢下落，但經過一八七三年的恐慌以後，下落趨勢遂變爲急劇。一八八〇年的工資指數是一三九，零售物價指數是一一八，躉賣物價指數是一〇五。以一八八〇年和一八六〇年比較，工資指數增加了三九，躉賣指數增加了五，零售指數增加了一八。

戰事對於物價既有如許之影響，而物價之變動當然要影響到四種生產要素（勞動、土地、資本、企業）所有人所獲得的收入。在戰事初期，賺工資的人吃了大虧，因為勞動價格（即工資）的上升趨勢，不及物價上升趨勢之速，換句話說，「貨幣工資」雖然增加了，「實際工資」並未增加。但到戰事停止後，貨幣工資增加而物價反跌落了。故「實際工資」之變動趨勢，約可分爲兩個時期：第一，當戰事正在進行之時，「實際工資」跌落；第二，自戰事停止至一八七三年左右，「實際工資」上升。

紙幣跌價，房主地主是否吃虧，要看租佃契約之性質。設使租約是短期的，租約滿期後就能增租，並且事實上大約沒有不增租的。據估計，大工業城市中的房租約增加了百分之九十。但租金既已增加之後，房主還不一定就能得利。要知房主是否得利，須比較房主所得租金的增加速度，和房主所必須買的各種貨物的價格的增加速度，和短期租約的情況正相反的是長期租約。在長期租約之下，房主地主必定要吃大虧無疑，因爲他所得的租金是用綠背紙幣支付的，並且因受租約的限期，他又不能增加租金。但那些擁有田地而收進穀租的地主們就絲毫受不到這種損失。

把所有的資金投於公債上的資本家們也受不到損失，因爲公債的利息是用現金支付的。但在戰前借錢給

人家的資本家們，則因各種物價之騰貴，購買力較前減少。他們所居的地位是在物價上漲期中必要吃虧的債權人的地位。在戰事期間借錢給人家的人無疑的要感覺到紙幣跌價的影響，因為利率之增加不及物價水準增加之速。

讀了上述一段之後，當能明瞭：設使勞動土地和資本的收入，其增加不及物價水準增加之速，則商人的收入必然是大大的增加了。工資、地租、利息所攤得的數量既都很小，則利潤所攤得的數量必定很大，這是當然的，並且事實確已證明商人得到很大的利潤。在這個時期中，確有一班暴發戶，和歐戰中所發生的情形一樣。賺利潤的人成了衆矢之的，雖然戰事之後，利潤立刻就減少了，但當時確是非常之大，正如歐戰停止不多時的光景一樣。

綠背紙幣對於南北戰爭戰費之影響

在討論不換紙幣的一章裏已經說明了：以發行不換紙幣為籌措戰費之手段是很不合算的。綠背紙幣的發行也決非例外。政府所要買的東西都非付較高的價格不可。每有新紙幣所得的利益，不敵因物價高漲所蒙的損失。

要想拿出任何準確的數字來表示綠背紙幣對於戰費的影響幾乎是不可能的。有人估計說是三萬萬元，又有人估計說是十萬萬元。據米哲爾教授說，因以綠背紙幣代替金屬貨幣而生之損失，約達五萬八千九百萬元，就是一八六五年公債總額的五分之一。但著者以為說綠背紙幣的發行使人民多耗費五萬萬元比較妥當。

恢復正貨支付之爭論

南北戰爭是一八六五年停止的，一般人都盼望戰事一停綠背紙幣就能收回。誰也沒想到他作本位幣的壽命竟再延長了十四年之久，不換紙幣可以發生的種種結果，他是應有盡有了。那末，爲什麼不早一點恢復正貨支付呢？

反對收縮紙幣的理由之一是私人利益之應顧及。如第十二表所示，在李氏請降之前，躉賣物價就跌落了。如再把通貨收縮，物價必將愈趨下落。物價越下落，將加重債務人的負擔，因債務是要用錢償付的，而得錢的唯一辦法是賣貨。但因貨物只能賣到較低的價格，故必須出賣較多的貨物纔够償債。結果，通貨減少，一班債務人就要吃虧。一班債務人早就看透這一點，所以他們一致擁護綠背黨，因該黨是反對取消綠背紙幣的。

債務人的論點也可以用到政府身上。當時的公債是很大的，而公債是在物價高漲時募集的。如果通貨一收縮，物價必下落，物價一下落，政府徵收各項稅課以便償還公債本息將越感困難。因在低的物價水準之下，各項納稅人的犧牲和負擔一定是很大的。於是減輕稅負擔也成爲綠背紙幣仍應繼續流通的一個理由。

一八七五年，國會用一種非常的政治手腕通過恢復正貨支付法案，(Resumption Act)，共和黨在選舉場中完全失掉了人家的信任。該黨再沒有上政治舞臺的需要了。國會安然通過了該項法案，規定於一八七九年一月一日正式恢復正貨的支付，不過將如何恢復正貨支付的辦法，全權託諸財政部長去決定。

當時的財政部長正是薛門氏 (Sherman)，這件工作完全由他負責去辦，實在不是一件容易的事。國會通過的法案固然已經決定在一八七九年一月一日恢復正貨支付，但法案不過是一張紙，而恢復正貨支付是要去實行的，持票人如要求兌現，就得以現金支付。所以薛氏的責任就是尋求現金。他由三項來源得到現金。第一，是進口稅所收進的金子，其餘額慢慢集聚，已達到很可觀的數目了。第二，是把公債票拿到歐洲去推銷而收回現金。這是一件比較困難的事情，因為恢復現金支付，其應支付之數是不可預測的，又因為當時的銀風潮（留待下文述明），這事就愈覺困難了。第三，當時的美國是很幸運的，因一八七八年的國際貿易差額正當順勢。當時正有金進口以償付此項差額。

薛氏決定對於當時正在流通的三萬四千六百萬元綠背紙幣，應有百分之四十的金準備纔夠用。那就是等於一萬三千八百萬元的現金。到一八七九年一月一日，他已得到一萬三千三百萬元現金，於是正式恢復兌現。薛氏又命令紐約支庫作為紐約清算所的會員，又得到紐約和波士頓各清算所的同意，取消他們的現金存款，並認可以任何法幣清算差額，倘若不這樣辦，一定有許多銀行要向紐約支庫發出匯票要求支付現金，那樣一來，金準備就將陷於危境了。薛氏又命令政府各公務員在領受薪俸時，無論是現金還是各項法幣均應一律接受。這種方法使得現金的用途經濟，而令兌現容易。在一八七九年一月一日以前幾天，金幣的貼水就消滅了。

一八七九年至一九〇〇年跛行本位時期

把一八七九年到一九〇〇年這個時期叫做跛行本位時期，是很適切的，因為當時，金幣可以自由鑄造，並有完全的法償資格，所以很有一點金本位的色彩。同時銀幣也有完全的法償資格，不過不是自由鑄造罷了。至於當時所以採用這種中間性的本位制度，理由是一種政治上的妥協作用；這種作用的目的是在於和解產業界各方面的利害關係。直到這種本位制取消為止，美國曾陷於空前極度的恐慌——恐慌的原因，大部分（假如不是全部的話）由於兩個政黨不能公平的處理貨幣問題。但因懼於恐慌的前途，還不到一九〇〇年的時候，這兩黨就不再把貨幣問題當做搗亂的題目了。

白銀運動

擁護賤價貨幣的人們崇奉綠背紙幣為本位的企圖既已歸於失敗，於是賤價貨幣運動一變而為白銀運動。在這種運動中，他們確曾達到相當的勝利；在他們的運動還沒有終結以前，國會已經通過了兩個購銀法案。要了解購銀運動須回顧到一八七三年的情形。

一八七三年時有兩件大事給白銀運動以很大的刺激。那年國會曾做了一番改革幣制的工作，把金元確定為價值的單位，停止了銀幣的自由鑄造，並準備鑄造新金幣。又準備鑄造一種貿易銀元，重量是四百二十格令的銀；目的在使這種貿易銀元和墨西哥的銀元競爭，因當時的東方貿易多用墨銀。

這個法案不過是把已有的經濟現象予以法律上的承認罷了，至少以舊的銀元論是如此的。在一八三四年

法案的規定下，這些舊銀元已經不見於流通了，因為那個法案所規定的金銀幣比價，把金幣估得過高，銀幣估得過低，於是銀幣就不能保持在流通之中了。事實雖如此，但國會中有一部分議員卻把這件事歸咎於一八七三年的法案。他們說這個法案被人利用了，說是做得很不光明，並以為這是一種政治上的罪惡。例如，議員克萊氏 (Cly) 就說：他不曉得這個法案取消了銀幣的鑄造權。上院議員斯特瓦 (Stewart) 氏也說他不知道一八七三年的法案取消了銀元。但事實上，這案子曾在國會裏懸擱了三年之久，起草了十三次，在兩院中都經過了很多次的辯論。並且，事實上，克萊氏是下院某委員會的主席，該委員會恰好對於這法案負處理之責，而克萊氏又曾聲明過這法案曾經逐條討論，所以他說不知道這法案取消了銀元的鑄造權，實在是令人難信的。

一八七三年的法案確是一件幸事，不過很難被人看破罷了。假使昔日複本位的法定金銀幣比價依然存在，則一八七九年恢復正貨支付之事一定將很難辦到，甚至就不能辦到，也未可知，因為當時市場上的金銀比價是一七對一〇，換言之，當時的市場比價將使金幣不見於流通，促成金子的出口，而銀幣反將成爲本位幣。

引起白銀運動的第二件大事就是一八七三年起物價的狂跌。那一年的恐慌很劇烈。各項物價突然下落，尤其是農產品。但爲什麼不增加貨幣的數量以便沖銷物價下落的影響呢？這種辦法是很簡單的。結果，那些因物價跌落而受損失的人們都贊助購銀運動，說是「不要在黃金的十字架上受磔刑。」

銀價也隨着一般的物價水準而跌落。銀價跌落的原因是需要減少，而同時供給又增加。倫敦銀價，一八六〇年時是每盎斯六十二辨士，一八九五年跌落到每盎斯三十辨士；而金銀的市場比價由一五·二九比一變到三

一·五七比一。

於是銀鑄的主人大大失望了。他的銀子賣不到以前那樣高的價格了。而債務人也是照常失望的。因宣傳的結果，另外還有若干人相信一八七三年的法案是一件罪惡。這三種人的意見已經很够使政治家傾聽了；結果就成立了兩個購銀的法案。

一八七八年的勃蘭愛黎生法案

勃蘭愛黎生法案 (Bland Ollison Act) 規定政府每月購銀，至少不得少於二百萬元，至多不得超過四百萬元。所購之銀鑄成銀元，每元須合標準銀四一·一·五格令 (Grains)。

政府每月購銀的實在額數由財政部長斟酌規定，不過當然要遵守法案所定的最高最低限度。事實上，那一任財政部長都是按照最低的限度購買。復次，我們應該注意的一點是，購銀的標準是若干金元，那末所能購得的數量當然要看銀價而變動。銀價繼續跌落的趨勢很堅挺，直落在一八八九年每盎斯八角 (Cents) 金元的價格。銀價跌落的結果，使得政府可以多買些白銀，多造些銀元。計每月的平均購銀量達二百萬盎斯，每月鑄造銀幣的平均數是二百五十萬銀元。

該法案並規定得用銀元而準備而發行銀證券。不幸法定的最低單位是拾元，這個數目未免過大了，以致此項證券難於流通。而銀元又因過於笨重，流通能力當然亦不甚廣。並且各銀行多不歡迎銀幣，紐約清算所曾經通

過一項規章，禁止會員銀行用銀幣或銀證券決算尾數，除非數目很小可以不在此例。雖然國會曾准撥一筆款項作為裝運銀幣銀券之費用，但因上述種種事實，銀幣和銀證券仍然不易流通。

一八八六年國會將此項銀證券的單位減低，准許一元、二元及五元銀券的發行。這個法案使得銀券受民衆的歡迎，故很易流通。過了一八八六年以後，國庫中死藏的銀子就減少了。此外還有兩件事情，使銀券的流通額大大的增加的。第一件是：五元以下的綠背紙幣已不再發行。第二件是：國民銀行的紙幣在這個時期已大大的減少了；因為政府把做爲此項紙幣的準備的公債券收回了，結果，公債價格增高，各銀行發行紙幣就很少利益可圖了。所以一八八〇年時，國民銀行紙幣的流通額是三千四百四十萬元，到一八九一年時竟減至一千六百八十萬元。此項紙幣的地位，一部份被銀證券取而代之。

不久，物價依然跌落。銀鑄主人和債務人又都失望。如果勃蘭愛黎生法案不能使物價提高，其困難就是因為該法案所規定的貨幣數量過少。最大的困難就是貨幣不夠用，而擁護賤價貨幣的人們好像想不到貨物的供求關係會發生變動。他們心中以爲當時的急需仍是再通過一個購銀法案。適巧這時共和黨要想通過他們的關稅法案，而票數湊不夠數。於是主張購銀的人們就商議和他們交換票數，結果成功了。關稅法案通過了，緊跟着薛門購銀法案 (Sherman Silver Purchase Act) 也通過了。

一八九〇年的薛門法案

這個法案規定每月照市價購銀四百五十萬盎司，但每盎司的購價不得超過一·二九元。在第一年之內，所有購得之銀均應鑄成銀幣，但一年以後，則僅能按照兌換國庫券的需要而決定銀幣的鑄造數量。此項國庫券是法價幣，持券人要求時，即以硬幣兌予之。但在該法案中，此項兌現之條文又須受另一條文之限制。該條文如下：

『在持有國庫券（即此項法案所規定者）的任何人要求兌現時，財政部長應照他所規定的某項施行細則，斟酌以金幣或銀幣兌予之，蓋美國之政策即在：照現行的法定比例率（或法律所規定的任何比率）維持二種貨幣之同等地位也。』

我們要決定上引條文的意義是很困難的，因為幾乎是怎樣解釋都成的。

在前一個購銀法案（即勃蘭愛黎生法案）的規定下所發行的銀幣及銀券所以能够吸收於流通之中是因那時的貨幣流通額正感缺乏。但流通所能吸收的貨幣量是有限度的。而薛門法案則不問此項限度，硬使多量貨幣流通，所以他是很難維持久長的。

一八九三年的恐慌

在那時，因為薛門法案的原故，銀幣的流通額每年約增加五千萬元，於是政府實行一種政策，就是一方面降低關稅，減少收入。另一方面增加支出。國庫金子的收入少，而貨幣的用出多。在這種情形之下，有三種因素可以引起美國發生恐慌：第一，因信用之動搖，將使他國人把大量的美國證券仍賣還給美國。如果賣還的證券額很大的

話，將使美國的金幣流出他國，這樣國庫用以準備各種紙幣的兌現的準備金將因而減少，結果，將使美國無法保持其金本位。第二，因工商業的衰微，加以關稅和國內各項稅收的減少，亦可使金準備減少。第三，國庫券的發行或至過多，致將金幣驅逐於流通之外，或致使進口商以銀證券、綠背紙幣，或國庫券等繳納關稅。正如洛克氏（Locke）所說：（註二）「一八九〇年的情形，並不能使我們相信這種危險趨勢的全部或一部分就會立刻爆發。但同時實際情形確使此項危險有實現的可能。這種種危險都在可能範圍之內，或單獨發生，或聯合發生。」在「薛門法案通過以後的三年內，國庫金準備幾乎用竭了。於是，美國陷入長時期的蕭條，其原因雖不盡是貨幣立法的錯誤，但大部分原因確即在此。此事是怎麼發生的呢？」

在一八九〇年的後半年中，貨幣供給量約增加了一萬萬元。幸虧那年美國的小麥的價格增高，致使那年美國進口的黃金淨數約達三千四百萬元。一八九二年的情形就不同了。那年，美國損失的黃金淨數約達五千萬元。一部分由於國外貿易差額的逆勢，一部分由於外國人疑慮美國維持信用的能力，致將美國的證券賣還給美國。在一八九三年整年之中，金貨繼續流出。

一八九〇年美國的財政及幣制狀況是很不穩固的。國庫的金準備不僅沒有增加，反因支付各項政費而致減少。各銀行又拿綠背紙幣和國庫券請求政府兌換金子，以應運金出口償付對外債務的需要。國庫這樣付出的金子約達一萬萬零二百萬元。總計運出口的金子約達一萬萬零九百萬元。在一八九三年的四月底，金準備竟減少到一萬萬元以下（這是法定的最少安全額）。其後的五個月中，金準備在這最少限度以下繼續減少，致使政

府的信用制度受到很大的威脅。國會雖把辭門法案廢止，但金準備仍繼續減少。一八九四年一月時，金準備竟減少到六千五百萬元。幣制的紛擾，不幸又加上政治的糾紛，蓋這時國會正和總統鬧意見，因為總統是主張行使硬幣的，不肯簽字於發行公債的法案。這個法案既已失敗，財政部遂不得不乞靈於一八七五年的「正貨支付法案」，那法案是準許發行公債的。一八九四年許可了兩次公債的發行，每次是五千萬，但這只能作為暫時的救濟，因為支付公債的金幣，仍然是藉着綠背紙幣的兌現由國庫中支付出來的。在第二次的公債募集以後很短的時間以內，約由金準備中支付出八千萬之巨。到了一八九五年的二月，因發行公債的結果，金準備已減少到四千一百萬元，並且仍繼續減少，每日約減少二百萬元之多。總統克雷維蘭氏（Cleveland）總是堅持應繼續付出金貨，直至完結為止。紐約的國庫助理官寫信給財政部長說他再也不能為法債兌現，再多一天也不行了。於是就組織了一個公債團以資救濟。

這個公債團以兩個負有國際盛望的銀行為首領，訂立了一筆公債，期限三十年，利息四厘，折扣一〇四 $\frac{1}{2}$ 。該團付給美政府的款額計美金六千四百萬元，並約定其中半數係由歐洲運金赴美，俾盡力維持美政府的金準備。該團所以願和美國訂立這個公債合同，目的是在壟斷金磅的匯兌市場。一個短時期內，該團確曾達到這種目的，但不久就有一個咖啡公司插足進來，願以美金四元九角以下的匯價賣出金磅匯票。此項生意當然被他奪去了。該公司只需把綠背紙幣兌成現金，運金到倫敦，就以此為出賣匯票的準備金。

由一八九五年夏季到是年之末，美政府的金準備竟由一萬零七百萬元降落到六千三百萬元。這時，公債團

的合同也滿了，幣制狀況就越發無望了。幸虧這時工商業有轉機，而且兩大政黨對於一八九六年的幣制運動都能出以公平正義的態度。這時，主張銀幣自由鑄造的總統布利安氏 (Bryan) 因政策失敗而下台了。以採行金本位爲黨綱中之一綱目的馬克金來氏 (McKinley) 被選爲總統。於是，國會通過了一九〇〇年的金本位法案。

這個法案通過之日就是主張複本位者和主張金本位者妥協折衷時代的告終之日。這法案實是改成金本位的一個明顯的步驟。

一九〇〇年以後金本位時期和短期的放棄金本位

一九〇〇年以後的時期纔是採行純正的金本位的時期。在這一時期中，雖曾短期間的放棄金本位，但只在當時顯得重要，若就整個時期而論，實是無關宏旨的。經過了一百多年的經驗，行遍了各種的幣制政策，最後遂堅決的採行了金本位。

一九〇〇年的金本位法案

該法案宣布價值的標準單位是含有生金二五·八格令，成色九成的金元，並規定財政部長應設法維持各種貨幣與金元間的平價。爲完成這個計劃，增設立了一萬五千萬金元的基金，以便爲綠背紙幣和一九九三年的

國庫券兌現。此項紙幣一經兌現，非有十足準備，不準再行發出，以便避免循環的金融恐慌。像一八九三年那樣。並規定這筆基金不用做政費；如降落到一萬萬元以下，應由財政部長出賣債券以填補之。又規定以金幣為準備而發行金證券。銀元的地位則如前不變。該法案仍維持銀元的十足法價資格。但在法律上不能和金幣兌換銀輔幣的流通額限制不得超過一萬萬元。

金本位法案又改變了國民銀行紙幣的發行法。第一，此項紙幣得按債券的額面價格而定發行額，但不得超過發行銀行的資本額。第二，二厘的債券得用為此項紙幣的準備。第三，如所在城市之人口不超過三千人，則該國民銀行得以兩萬五千元的資本組織之。第四，國民銀行如發行額面五元以下的紙幣，應以該銀行發行總額的三分之一為限。

金本位法案通過以後的那個時期是一個很繁榮的時期，而且繁榮的範圍很廣闊。那時物價騰漲。農人的收穫可以得到滿意的代價。工業生產很發達。利潤很高，有時非常的高。除了一八九三年的恐慌以後，曾在巴爾的摩（Baltimore）及一八九八年曾在印地安拿波利開過兩次會，以通貨缺乏伸縮性為討論的焦點外，就沒有人注意到幣制問題。蓋因為這時國富年豐，無注意幣制問題之必要。

一九〇七年的恐慌又使人們注意到當時紙幣發行制度的缺點。因為這次恐慌大部份由於幣制上的原因。各銀行都停止支付正貨。有時各州的長官宣布特準休假，甚至幾乎天天休假，以便銀行得藉此停止辦公，而避免支付正貨。於是正貨發生貼水現象。許多地方的儲蓄銀行，支付存款竟需要三個月的先期通知。各項有價證券無

不跌價。幾乎各城市都發行清算所證券。這次恐慌的結果是由國會任命一個委員會徹底研究國內外的貨幣銀行狀況。同時通過了一個法案以便準備緊急通貨的發行。亞氏的大中央銀行計劃(Aldrich plan)也於這時提出了。但這個計劃還沒有在國會通過，民主黨就當權了。聯邦準備制法案也通過了。不意新銀行制度還沒有建立起來，歐戰竟已爆發；遂發行亞威紙幣以應急需。

亞威紙幣

一九〇八年的亞威法案(The Aldrich-Vreeland Act of 1908)規定發生紙幣以應非常需要。該法案的主要目的是發行緊急紙幣，使能付出通貨以緩和當時的恐慌。為得到通貨起見，各國民銀行得組織若干「國民通貨協會」每一「國民通貨協會」至少須有十家國民銀行，其資本和盈餘總額至少須共有五百萬元以上，方得組織之。諸國民銀行得以法律特準之債券或商業票據，交給所屬的「國民通貨協會」，做為準備，而換取亞威紙幣。該法案對於此項紙幣的發行設有兩項限制：第一，任何國民銀行發行此項紙幣，不得超過該行的資本和盈餘總數；第二，此項紙幣的發行總數不得超過五萬萬元。各國民銀行並須與國庫共負維持兌現基金的責任，兌現基金的額數為發行額的百分之五。此項紙幣既以各銀行的特別資產為準備，所以是有膨脹的可能。

但具有伸縮性的通貨不單要有膨脹的能力，還要有收縮的能力纔行。然則此項緊急紙幣的發行是怎樣收縮呢？是靠一種課稅的辦法。假為發行紙幣的準備物不是政府的債券，那末，第一個月的稅率是按每年百分之五

以後每月增加百分之一，直到所課稅額達到百分之十爲止，這就算第一年的稅額。此後，繼續課以百分之十的稅率。這種課稅法採自德國；德國舊日的中央銀行紙幣的課稅法就是以達到某限度爲止；這種辦法在收縮流通額上很有效力。只要通貨的需要迫切一天，國民銀行就有負擔課稅能力一天；等到需要弛緩，銀行將無負擔課稅能力時，各銀行在國庫中存有合法的款額，就能收回此項緊急紙幣。這個法案後來延長其有效期間一年。

一九一四年八月，亞威法案經過一度修改，銀行發行額準許增到資本和盈餘的百分之一二五；財政部長如認爲必要時，並有暫時停止五萬萬元限度之權。此項發行法已經隨時準備緊急情形發生之可能；一九一四年金融奇緊之時，此項紙幣立即流通出來。事實上此項緊急紙幣的流通，大部分是爲了準備市諸協會所屬的各銀行九州的各銀行向來不需要此項緊急紙幣。此項緊急紙幣的總額是四萬萬元；繳納給政府的稅金總計額約三百萬元。到了各種利率降低通貨情勢較穩時，此項紙幣就收回了。

此項緊急紙幣的發行確曾有防止恐慌的效力。因有此項發行，故金融緊急向未發生。各銀行的正貨支付亦向未告停止。此項紙幣不久就收縮了。在美國的歷史上，有緊急通貨，這要算是第一次。

在歐戰時與戰事方行告終之後美國貨幣制度有重大的變遷。要點如下：

(1) 聯邦準備紙幣和聯邦準備銀行券的發行。

(2) 比德蘭法案。

(3) 黃金供給量的增加。

(4) 低廉信用運動。

聯邦準備制之發行

聯邦準備紙幣和聯邦準備銀行券的重要特點已在第二章裏敘述過了。聯邦準備紙幣最初發行是在一九一四年的末季，其地位之重要與年俱進。但聯邦準備銀行券的發行額則甚少。物價的騰漲使得「零用貨幣」的流通額有增加的必要，所增加的大部分是聯邦準備紙幣。特別是一九一六年以後，此項紙幣的數量增加甚快。第十三表表示聯邦準備紙幣每年的發行總額，每年的數字均以每年最末一天為標準。

一九一八年的後半和一九一九年一九二〇年全年，聯邦準備紙幣的數量大形增加，原因大部分要歸之於畢德門法案的通過。

第十三表——一九一四年至一九二五年聯邦準備紙幣的流通額（單位千元）

一九一四	一〇,六〇八
一九一五	一八九,二〇六
一九一六	二七五,三五三
一九一七	一,二四六,四八八
一九一八	二,六八五,二四四

一九一九	三,〇五七,六四六
一九二〇	三,三四四,六八六
一九二一	二,五〇九,三九二
一九二二	二,三九五,七八九
一九二三	二,二四六,六七三
一九二四	一,八六二,〇六二
一九二五	一,八三八,一六四

來源: Federal Reserve Bulletin.

畢德門法案

畢德門法案 (Pitman Act) 有四個重要部分。第一部,規定財政部長有將國庫所存銀元作為銀塊而溶化或出售之權,但數額不得超過三萬五千元,售價規定每盎斯一元(金幣)即以此項辦法將以此項銀幣為準備的銀證券收回。第二部,規定財政部長應以每盎斯一元之代價購進國內存銀三萬五千萬盎斯。第三部,規定銀證券的收回使通貨發生收縮現象,各聯邦準備銀行應照所溶銀幣之數,發行額面一元及二元之聯邦準備銀行券。此項聯邦準備銀行券以美國之各項公債券或一年金庫券為準備。第四部規定:國內存銀既已買進並鑄為銀幣後,則此項銀行券應即收回。

大體上，這法案和勃蘭·愛黎生法案、薛門法案相似。即使把白銀賣給英國是好的，但決無再買白銀的必要。而且再買白銀無異對於銀礦主與以津貼。只要銀價在每盎司一元以上，白銀一定會賣給願出更多價錢的人。一旦銀價跌落到每盎司一元以下，銀礦主必將銀子賣給政府。因作戰計劃的原故，致國會不能利用當時的局勢（這種局勢是不會再有的）來改革幣制，反一任這種缺點繼續下去。

政府買了白銀鑄為銀元之後，立刻發現此項銀元不易流通，無論財政部長怎樣向美國銀行公會聲辯，和財部某官員時常用銀元支付他的餐資，銀元還是不易流通，時常會流回國庫。一千八百八十年代和九十年代的經驗重新實現。最後，財部就不得不放棄流通此項銀幣的妄想。

生金供給之增加

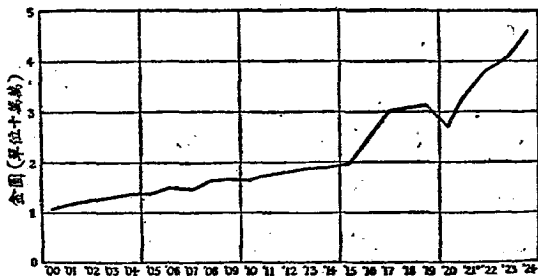
以美國的貨幣史而論，大戰期間最有意義的一件事就是：生金保有量的異常增加——增加的太多了，以致有許多人把這件事稱作美國的「黃禍」（Yellow peril）。此項生金大都來自外國，因當時各國不能輸出貨物以抵償輸入。生金供給量的增加，除增多了支付工具外，又使「倒黃金塔」的銀行信用有膨脹之可能。第十一圖示美國生金供給量歷年的變遷。把這圖的重要意義概括起來就是：二十世紀初期中，生金保有量的增加是繼續而和緩的。一九一五年、一九一六年和一九一七年的三年中，約增加百分之五十，增加這樣急驟。原因是生金的輸入，這點上面已經說過。美國參戰時，生金的供給量呈相當的靜止狀態，但至一九一九年及一九二〇年，則突呈

減少之象。這時候生金突然流出，其原因由於戰時對於黃金之特別處理，所謂特別處理就是爲了某種利益，把應付外國的黃金暫時「提存」於美國國家銀行。故禁金出口的命令一旦取消，生金馬上運輸出去。但到了一九二〇年之夏，情勢又翻轉過來了。到一九二四年時，美國的生金供給量約增加到四十五萬萬元，或幾乎佔了世界金幣數量的一半。在這個總供給量之中，約有三十萬萬元存在各聯邦準備銀行的金庫中，這是一九二五年之初的事情。

這樣巨額的生金要怎樣處理，竟成了問題。事情並不像數量論者所想像的那樣毫無不爽。一九二二年正月美國國內的生金數量較之一九二〇年五月時要多得多，但勞工統計局的指數在一九二〇年五月是四七，而一九二二年正月卻是一三八。換句話說，生金供給量增加了十萬萬元，而物價水準反跌落了指數的一〇九。

金本位之放棄

一九〇〇年以後那個時期內美國還有一個重大的事情就是金本位的暫時放棄。美國通貨的跌價並不如



圖十一——美國貨幣黃金之供給，(1900-1924)

來源：Annual Reports of the Secretary of the Treasury.

其他各國跌價之甚。雖然如此，美國卻也放棄了金本位。金本位的放棄，表現在這三件事情上：第一，禁金輸出；第二，以紙幣要求兌現，都不願立即兌付；第三，美國通貨在國際金融市場上的跌價。

一九一七年之末，財政部長宣布禁金出口，這是反乎聯邦準備局的願望的。除非請到特許證，任何人都不準運金出口。這種措施的表面理由是，保護美國的金子供給量。因為他國曾經採行這種措施，於是美國一般人也認為這是有益的。如果一個國家，禁止生金運出該國的邊境，則該國當然已經是脫離了真實的金本位。在好幾年之中，金鎊匯票被人視為生金一樣，並且實際是和生金一樣，因持有此項匯票者，總是能夠得到生金的。這是因為倫敦在國際金融市場上佔衡要的地位。美國的生金保有量雖很巨，但禁金出口令仍繼續保持下去。

禁金出口的結果，是使美國金元的價值在國際金融市場上跌落下去。在以前，如果美金的對外匯價跌落到現金輸送點以下，則必立刻運送生金以矯正這種情勢。但一經法律禁止運送生金出口，則金元的匯價可以大大的跌落而毫無阻攔。事實上確曾如此。美國對日本匯價跌落到現金輸送點以下。對西班牙匯價，竟跌落到平價的百分之五十。對斯干的那維亞各國的匯價也跌落了。金元匯價的跌落完全由於財政部長的不幸的黃金政策，他當時正管轄着聯邦準備局的一切措施。

低利信用運動

最後，在一九二〇年的蕭條時期，和這個時期之後，對於低利貨幣的要求又復發生，並且成爲美國各農業區

的重大問題。要求低利貨幣的原因，起於農產品價格的奇跌，農產品的價格即使偶有騰貴時，也趕不上非農產品價格騰貴之速。說得較正確點，與其說要求低利貨幣不如說要求低利信用，因為銀行信用對於物價的影響，較之貨幣的影響為大，這乃是公認的事實。聯邦準備局受了很嚴烈的批評，據說該局曾設計減低了農產品的價格，卻未減低非農產品的價格。製造家和投機家都能得到所需要的銀行信用，惟獨農業界就得不到充分的信用接濟。而兩大政黨對於此事抱互相推諉的態度。他們的黨綱對於此項緊縮政策都持非難的態度。例如，民主黨的黨綱上就說：「現在對於合法而必需的通貨加以苛刻而不公的收縮，完全由於共和黨的所謂緊縮政策，這是一九二〇年六月時，在他們的國政綱上已經宣布過的；並且在他們的候選人接收總統的職位時也曾當眾講演過的。」共和黨承認緊縮政策是一種罪惡，但在他們的政綱中則企圖把責任推到民主黨身上。這真像俗語所謂「老鴉立在豬身上，看見人家黑看不見自己黑。」

低利信用運動可以說成功了一半。聯邦準備局中也添加了農人的代表。戰時金融公司（War Finance Corporation）也復活了。中期信用銀行（Intermediate credit banks）也成立了。並且有各種空幻的提案，像馬克納萊霍甘提案（Mo. Nary-Hangen Bill）就是想鼓勵農民「自己提自己的靴帶」藉以提高自己的地位。但到了一九二四年，工商業的繁榮已經恢復了，農產品的價格已經提高了，這種要求低利貨幣，低利信用的運動就停止了。

（註一）欲知金價變動之情形，參閱該書第一至第十五頁。

貨幣銀行原理 上冊

三二八

(註二) 參閱洛克氏著一八九三年恐慌的原因 (The Causes of the Panic of 1893) 波士頓 Houghton Mifflin Co., 1907。第三十四頁。

卷二 國外匯兌

第十四章 國外匯兌的經濟根據

近年以來，國外匯兌在美國成爲一件很重要的事情。其理由，可由公私兩方面來說明：私的理由是：美國人輸出大量的資本到歐洲和其他地方去，此其一；美國的商企業伸展到歐洲去，因爲歐洲的商家如汽車公司、電氣公司、紡織工廠等，都要向美國購買種種商品，此其二；美國的生產家，無論是生產農產品的或製造品的，都很需要國外市場，此其三。公的理由是：歐洲及其他各國的政府要準備資金，償還對美債務，德國政府每年也要向美國賠償參戰及其他種種損失，付給美國一筆款項。其次，不關我們（指美國人，下做此）願意不願意，德國支付賠款給同盟及聯合各國和各國支付債款給我們政府是有密切的關係的。我們還要記住，這些公私的支付是互相影響的；因支付利息給我們的投資者（購買外國債券的投資者）而生的金元匯票的需求，和因英政府每年大約要付一萬五千萬元給我們而生的金元匯票的需求，一定是互相處於競爭的地位的。這種種的交易就是國際匯兌的起因；無論政府也好，私人也好，公司也好，都必須到市場上去買所需要的匯票。本章的目的是要把外國匯兌種種經濟上的根據研究一下，因國際匯兌的現象是起因於此的。

國外匯兌的起源

國外匯兌起因於國際貿易和國際金融。國際貿易之所以發生是因為有利可圖。譬如，紐約市的某進口商人在蘇格蘭購買長襪若干雙，約定在紐約市交貨，每雙代價三元，該商又以三元五角一雙代價轉賣給各零售商，計每雙可賺利五角，他當然情願作這種買賣的。商人的目的在於賺錢，他們對於貿易的解釋只是有利無利的問題。不過有時我們需要把更深一層的理由探討一下。以國際貿易而論，其所以發生的理由，可以說是由於不同的國家產生不同的商品，其比較的成本 (Comparative cost) 是不同的。一個國家所輸出的那種或那些種商品，一定是比較上有最大的利益，或比較上有最小的不利的商品。這就是說：甲國在生產某兩種商品上也許都較乙國居於不利的地位，但其不利的程度不見得兩種商品都是一樣，容或生產第一種商品的不利較生產第二種的要少一些。反之，如果甲國在生產這兩種商品上都較乙國優越，但其優越的程度，容或這種商品較大於那種商品。

國際金融上的種種交易也和國際匯兌發生關係。一個國家也許不輸出貨物，但輸出長期資本和短期放款。我們除非拿解釋商品活動的理論作根據，是不能解釋長期資本和短期放款的活動的。這就是說：資本也是因為有利可賺而輸出的；而賺利之可能也是由於『比較成本的法則』 (Law of comparative costs)。英國作世界的銀行家作了好久——他所提供的，有長期放款也有短期放款。這種種銀行交易，也是國際匯兌的起因，正和商業上種種交易一樣。據國立工業會議所 (National Industrial Conference Board) 的研究，起因於商品

輸出的國外匯兌已經比例的減少了，而金融上的交易在總數中所佔的百分比卻反增加了。商品輸出在美國國際支付均衡中所佔的百分比，一九二〇年時是 77.8% 一九二八年時減到 50.1%；而金融交易（註一）所佔百分比，在上述相同的年度內，由 12.5% 增加到 37.1%。這不過是表示美國已經一變而為債權國了。

在這裏我們應該說明：國際貿易和國際金融，普通都是由商人或銀行去作的。除非在非常時期，像戰時，政府纔插足來作此項交易。在歐戰時就會發生過這樣的事情，當時美國會把巨額的款項借給幾個同盟國。到了現在，這幾個同盟國的政府都要在他們的金融城市中購買國外匯兌來償付這筆債務，就同任何購買國外匯兌的人一樣。但這是異常的情態。大部分的國際貿易和國際金融交易都是由商人來作的，縱令在口頭上我們常呼此項交易為「美國的國外貿易」。

上面已經說過，國際間的種種交易是因為有利可賺纔來作的。所以，國際貿易和國內貿易，國際金融和國內金融根本上沒有什麼不同。華盛頓維納其村 (Wenatchee) 種蘋果的人所以要種植蘋果，而把他運到本國的他部去賣，正如國際農墾公司 (International Harvester Company) 要運送農業機器到俄國去賣是一樣的。假如我們把同樣的原理應用到金融上去，也可以說：中西部的銀行劃撥款子到紐約的某銀行，和紐約的銀行劃撥款子到倫敦去是根據相同的理由。在國際貿易和國際金融上，作交易的理由是有利可賺；在國內貿易和國內金融上作交易的理由也是一樣。所以，根本上決定國際貿易和決定國內貿易的都是一些相同的經濟原理。

在上一段裏說過，國際貿易和國內貿易根本上是相同的。更進一步，我們可以援用所謂互利原理（Principle of reciprocity），和國際貿易與個人間的交易之相似性來解釋這個原理。根據互利原理，某國對其他各國的輸出總價值一定恰好足夠償付其他各國對該國的輸入總價值。那就是說，假如美國每年輸出的貨物、權利和勞役的總價值是五十萬萬元，那末，每年從各國輸入美國的貨物、權利和勞役的總價值也必定是五十萬萬元。換句話說，出口價值和進口價值必定是相等的。至於輸出與輸入間表面上的差異，即所謂順勢或逆勢的貿易差額者，則由於一部分的輸出輸入不經由海關，結果不見於海關貿易統計的原故。例如，僑民匯款，美國旅行家在國外的用費，在美國發行的外國有價證券，以及近年偷運入美的酒類的代價等等——凡此各項數目都是很大的。

國際支付的均衡（註二）

輸出輸入總價值必定相等的原理，可以引用某年度的國際支付均衡來作解釋。國際支付均衡就好比是一國的現金帳，所表示的不過是國外匯兌的各項收支情形。任何交易，如果是外國人應該支付我們的就列作貸方的一項，如果是我們應該支付外國人的就列作借方的一項。換句話說，貸方各項就是外國人失去金元匯票，或是我們取得外國匯票，或是二者兼而有之，而借方各項就是外國人取得金元匯票，或是我們失去金元匯票，或是二者兼而有之。例如，價值十萬元的小麥，由紐約運往利物浦（Liverpool）而利物浦商人支代價的辦法是在他

的銀行購買金元匯票，匯給我們，這就是貸方的一項，因為這是利物浦進口商失去金元匯票的意思。又如價值二萬元之羊毛二千袋，由倍諾愛斯勒（Buenos Aires）運給波士頓某羊毛商，因而羊毛出口商取得金元匯票，這就是借方的一項。本國的投資家領受外國債券的利息，外國公司必須寄送金元匯票或發出外國匯票給我們，這是列在貸方的；當我們購買外國債券時，外國公司就取得金元匯票或外國匯票，這是列在借方的。

我們要注意的是：此項國際支付的均衡必須根據特定的地理區劃，以美國而言，此區劃應包括美國各州，阿拉斯加，夏威夷及波托里科。（Puerto Rico）此外之領土，均應算作外國，在準備此項支付均衡表時，有三個有形的國外貿易項目，即：金、銀、商品。至於美國國外貿易上無形項目的數目，則有種種不同的計算法。

在研究此項均衡表時，有一件事情須得切記在心，就是：此項表格，表示此項貿易事項並不十分正確，因為有許多種貨物和勞役都是賒賣的，其代價之支付。照例要延至下一個月，或下一年。延宕的時間如果很長往往會使輸出的貨物，勞役，和有價證券在前一年的均衡表上顯現出來，而其代價之支付，則非到下一年不能實現。但有的時候，賣貨的時間很有規則性而所賣貨物的數量也很一律，則延宕之時間大略相同，而各均衡表恰巧可以互相抵銷。例如在美國出售的加拿大電力就或許有這種情形。但在他種場合，一年一年的交易情形很不一律，就不會發生這樣的情形了。在一九二八年和一九二九年的時候，外國人曾參預美國的股票投機，這是人人都曉得的，他們立時購買了大量的美國有價證券，而且大多數是用保證金購買的。這種情形和一九二五年、一九三〇年的情形極端相反。這種不同的情形是不能以這一年和那一年相抵銷的。

雖有這種限制，但國際支付均衡表仍不失為表現某一國的輸出輸入情形一個有用的工具。第十四表就是一九三〇年美國的國際支付均衡估計表，第十五表是一九二二年到一九三〇年支付均衡的總表。一九三〇年度美國的商品輸出額達四十萬萬九千七百萬元，也就是美國對外有這許多錢的債權，而同年度的商品輸入額達三十三萬三千九百萬，也就是美國欠外國人這許多錢。兩下相抵，得淨差七萬五千八百萬元，表示該年度的商品貿易均衡是順勢的。換言之，就是外國人淨欠我們這許多錢。試參照「新近的私人借款，私人投資和私人存款」節目下的第一項目，也表示相同的觀念。一九三〇年度，我們淨欠外國有價證券的代價達三萬四千萬，這種有價證券在美國公開販賣的。

近年來美國的支付均衡表有三個重要的變數，一個是資本輸出（包括短期信用），一個是商品，還有一個是黃金（包括歐戰時應撥還外國，但暫時「提存」(Barmarked) 於聯邦準備銀行的黃金）。淨資本輸出的平均每年變動淨數約達三萬七千一百萬元，最高限度是九萬九千九百萬元。而貿易均衡的平均每年變動淨數是三萬四千萬，最高限度是四萬七千一百萬元。黃金的平均每年變動淨數（包括「提存」的金子在內）達一萬九千五百萬元，最高限度是五萬六千六百萬元。（註三）我們應當注意，在一九二二年至一九三〇年的期間，我們商品貿易的順勢差額 (Favorable balance) 曾增加到八萬六千五百萬元，同年無形項目和商品項目合計的淨順差是六萬五千萬元，而事實上，這個順差是由外國在美國發行公債來支付的。在最近的將來我們必須遇到的一個重要問題，就是：假如我們不購買大量的外國有價證券，則我們能否繼續維持商品貿易差額的順

勢。

還有一點應當注意就是一九三〇年各種項目合計的結果，發生了三萬七千四百萬元的不符。但我們必須切記：這些項目之中有若干是數目很不確的，並且這些項目又都是很容易發生錯誤的。不過無論如何，國際支付均衡表還可以很清楚的表現出來：輸出輸入總是趨於互相抵銷的，縱令時間上或有明顯的延宕。

國內貿易與國際貿易在幣制上的差異

這兩種貿易的不同是由於各國貨幣單位的不同，例如，來明敦打字機公司賣打字機給格薩斯 (Texas) 的商人，他所領受的代價是若干金元；但如果他賣打字機給英國進口商，那末，他所領受的代價也許是若干金鎊。如果是這樣，他還得把所得的金鎊折算成金元纔行。各國貨幣單位有此項差異，雖只是幣制法上的不同，並沒有什麼根本不同，但國際匯兌的紊亂大都由此發生。

美國出口商所得的代價如果是若干金鎊，他必須把金鎊折算成金圓。折算法是用金元內所含的純金數量來除金鎊內所含的純金數量。得數四、八六六表示一鎊內所含的純金量比較一元內的純金量多四、八六六倍。所以我們說：一個金鎊的等價是四、八六六金元。這個數目就叫作金鎊的「法定平價」 (Mint parity)。計算美金和德國新馬克或美金和瑞士法郎間的法定平價也是用相同的算法。

第十四表 一九三〇年度美國與各國間現款交易估計表即支付均衡表之撮要(單位百萬金元)

交易的分類(總數或淨數)	美國對各國的現款要求權	各國對美國的現款要求權	淨	數
商品白銀等商品交易	4,007	3889		+1758
各項無形交易				
運費:				
海洋及大湖	106	201		-95
加拿大至美國之鐵路運輸等等	49	50		-1
旅行家的費用:				
加拿大	86	266		-180
墨西哥邊境	18	56		-48
海外(包含西印度羣島,加拿大除外)	72	489		-417
扣除美國付給本國輪船的船費	28			+28
外國人付給美國輪船的船費	21			+21
各項私人投資的利息(長期短期均在內)	904	310		+594
戰債收入	241			+241
美國政府與各國之交易(戰債收入不在內)	46	127		-81
國民匯款	33	169		-136
儲蓄事業及宗教事業之補助金		49		-49
其他項目(保險費,電影租用費,廣告費,電報				

實(專賣特許實加拿大電力實等)	165	155	+7
各項無形交易之差額			-141
新近的私人放款投資及存款			-406
美國在國外的長期投資本年增加淨數(照票面價格).....		406	+66
扣除債券折扣及承銷人佣金	66		-340
以上二項目的現款支付淨數			+50
各國在美國的長期投資本年增加淨數.....	50		-443
扣除美國各銀行對外的淨債務		443	-733
資本的輸出淨數			
其他均衡項目			
黃金運送	116	306	-290
「提存的」黃金	28	24	+2
美國紙幣的輸出(淨數)	20		+20
通貨結算淨數			-258
因數字不確而生之差額	*	*	-574

本表係由 "The Balance of International Payments of the United States in 1930" p. VII. 資本小帳大部分是 Ray O. Hall 博士由 Government Printing office 印行或 Trade Information Bulletin 第 761-卷

米在未經調整的原表中，實方是 8,388 (百萬) 借方是 8,712 (百萬) 由此可知一九三〇年的輸出入總額是 17,050 (百萬) 一九二九年時卻是 20,165 (百萬)

第十五表 一九二二至一九三〇年度美國國際支付均衡表 修正估計數的撮要(單位百萬元)

交易的分類(總數或淨數)	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
	(未經修正)								
商品	4,121	4,308	4,884	5,177	5,044	5,091	5,838	5,447	4,087
輸出	3,419	4,102	3,952	4,544	4,766	4,508	4,408	4,769	3,389
輸入									
貿易差額	+702	+206	+832	+633	+278	+583	+430	+678	+708
各項無形交易									
運費、海運、大湖及鐵路(淨)	-79	-88	-64	-84	-95	-68	-32	-66	-90
美國旅行家在國外的費用									
加拿大及墨西哥邊境...	-100	-131	+159	-135	-201	-231	-233	-384	-622
海外(包含西印度羣島)	-345	-313	+374	-400	-422	-465	-531	-534	-489
外國旅行家在美國的費用	+87	+104	+107	+112	+148	+163	+163	+138	+171
海上旅客的運輸費*	+53	+60	+53	+63	+69	+89	+44	+47	+49
美國人在外投資所得的利息(短期)	+555	+564	+635	+689	+749	+800	+896	+979	+904
外國人在美投資所得的利息(長期及短期)	-144	-130	-132	-229	-268	-231	-359	-414	-310
帳債收入(本金)	+32	+92	+23	+26	+35	+46	+50	+62	+77
帳債收入(利息)	+126	+167	+160	+160	+160	+160	+157	+145	+184
他項政府的交易(淨數)	-46	-66	-53	-61	-49	-29	-57	-92	-81
國民匯款(淨數)	-255	-223	-229	-235	-218	-206	-213	-223	-166
慈善事業業收事業之補助金	-75	-70	-55	-50	-46	-49	-51	-49	-49

其他項目(淨數) +	+46	+57	+68	+74	+74	+74	+24	+26	+7
商品及雜項之總數(淨數)	+557	+208	+802	+513	+205	+598	+658	+877	+617
新的私人放款投資及存款									
美國在國外長期投資增加淨數(照票面價格)	-857	-258	-889	-872	-808	-872	-1,317	-791	-406
扣除上項債券的折扣及承領人佣金	+101	+48	+125	+119	+121	+119	+122	+26	+68
以上二項目的現款支付淨數	=756	-210	-744	-753	-687	-853	-1,195	-765	-340
外國在美國長期投資的增加淨數	+3	+240	+11	+103	+147	+168	+477	+446	+50
美國各銀行對外的淨償務私人資本移動的淨數(長期兼短期)	+875	+3	+216	-61	+859		-226	+18	-448
	-378	+33	+517	-621	-181	-695	-944	-306	-733
其他均衡項目									
輸出的及消耗“提存”的資金(淨數)	-224	-205	-216	+102	-72	+154	+272	-120	-278
美國紙幣的輸出(淨數)	+40	+50	-20	-30					+20
因數字不確及調節而發生之總數	+15	+4	+49	+36	+48	-47	+14	+49	+874

* 應從美國旅行家在國外的費用一項中扣除之。

十包含保險費,電影租用費,電報費,加拿大電力費,版稅,專賣特許費,廣告費等等。

以信用為中介的國外貿易與國際金融

以上各節討論國際匯兌的起源，並說明國際貿易和國內貿易，國際金融和國內金融都沒有什麼根本的區別。不寧唯是，我們還可以進一步證明二者的類似，因為國際貿易和國際金融也是用種種信用票據作中介的。國際匯兌所需要的現金數也是很少很少的。

人們常說：國際貿易就是物物交換，或者說支配國際貿易的原則，現在仍然是物物交換的原則，這自然是大錯而特錯的。（註四）這種說法所假設的基本觀念是：國際貿易上貨借（或收支）兩方常有相抵的趨勢，所以說支配國際貿易的原則是物物交換。這是誤解了物物交換的真實性質，在第一章裏已經把這一點指明了。第一章裏已經說過必須交易完全不用價值標準（姑無論這個價值標準是若干重量的純金，一鎊精糖，還是一布什爾的上等的小麥）作媒介，那纔可以叫作物物交換。就是國內貿易，都已因為勞動的專門化，交易的組織化，以及先進工業國應有的種種附帶特性，已經不能停滯於純粹的物物交換狀態之下。何況是國際貿易呢？譬如，台格薩斯的種棉農人要想得到他所需要的外國商品，在純粹的物物交換之下又怎能成功呢？那是決不可能的。

國外貿易是需要中介的。他的中介就是銀行信用；而銀行信用所藉以表現的就是國外匯兌上所用的種種票據。人類的心理總是想尋求一種更好的，更經濟的作生意的辦法，於是就漸漸演進了這種種票據，好免除純粹物物交換和支付現錢的種種困難。

現在姑且舉一個普通的例子（由四個人來作的輸出輸入貿易）來證明國際貿易和國際金融是怎樣建築在信用之上。甲是紐約的進口商，乙是紐約的出口商，丙是倫敦的出口商，丁是倫敦的進口商。假定甲作了一切

的郵購手續之後，向倫敦的丙訂購價值一千元美金的刀劍；而紐約的乙賣價值一千元美金的牽引機給倫敦的丁。此時，甲可以運送一千元現金給丙，丙可以運送一千元現金給乙。但這樣辦法，手續上既麻煩而又耗費，現金要取諸銀行，包裝，保險，最後還要支付運送費。假如乙認識甲，丙認識丁，則全部交易，只須甲付乙，丁付丙就可以完全解決了。這兩項交易的價款既然相等，這樣辦時就可以省了一切運金的費用。無奈甲不認識乙，丙不認識丁。但是無妨的，因買主和賣主還可以藉居間人而取得間接的聯絡。他們只須到一家經營國際信用的銀行，把匯票和運送貨物的單據出售就可以了。例如，乙運送了牽引機之後，就可以作一張以丁為付款人的匯票，連同各種應有的單據，賣給銀行。銀行就可以照上項價款的額數，賣一張國外付款的匯票給甲。甲既欠丙債，就可以把這張匯票寄給丙，丙可以在他自己常有往來的銀行裏把這張匯票兌成英國錢幣，還有一個問題就是紐約的銀行由乙所買的匯票怎樣收回價款。紐約銀行可以把這張匯票寄給他的倫敦支行或代理行，再由該支行或代理行向丁收款。這樣一來，兩樁交易都不必運送現金就可以了結了。

上例說明國際貿易以信用票據為中介，無需運送現金。但是要作此項貿易，必須買主與賣主雙方能互相信任。幾行，如不能互相信任，則信用票據將無所用了。國際貿易上，買主與賣主雙方所以能互相信任，普通係由於商業銀行為之居間；商業銀行與進口商約定之後，可以擔保到期支付向該進口商發出的匯票。此項手續，實際上等於以銀行信用代替個人信用——即以信用交割機關的信用來代替個人的信用。此項手續使得信用票據有運用之可能，而節省現金之運送。

不過有時也許要運送現金。例如每年秋季，美國因輸出棉花和小麥之故，常輸入一些金子。在一八七八年的時候，黃金的輸入對於綠背紙幣的恢復兌現有很大的幫助。又如南非洲等產金區域當然也不斷的輸出黃金，不過，而且這是很重要的一點，把運送金子當作清結國際債務的手段，總之是『非常態』而且很少有的事情。國際債務的清結，普通都是用信用票據作媒介。試參照第十四表，在七，七〇〇，〇〇〇，〇〇〇金元的總額當中，黃金的輸出總數不過二四五，〇〇〇，〇〇〇金元，僅約佔總額百分之四。

國際金融上的種種交易普通也同樣不必運送金子，而只用信用票據作媒介。例如，在大戰開始之前，每年春季，紐約市政府常把租稅證券 (Tax warrants) 以租稅為擔保，向外國發行的證券，賣給英國的投資家。紐約市政府先作一張以購券者為付款人的匯票，連同所賣債券一齊賣給匯兌莊，匯兌莊就把價款記入紐約市府存款帳的貸方，然後再把匯票連同各種單據寄給倫敦的銀行，倫敦的銀行就向購券者收回價款，記入紐約匯兌莊的帳中。至秋季債券到期，紐約市府就在匯兌市場中購買各項匯票寄往英國以償還到期的債務。這樣，紐約市府既可借到現款，償還時又無需運送現金。全部的投資交易光是用信用票據作媒介。至秋季市府還債時所購買的匯票，通常都來自美國向英國的棉麥輸出貿易。

同樣，短期信用交易也無需運送現金，而只藉信用票據作媒介。當倫敦的貼現率高於紐約的時候，此項短期信用交易就會發生。美國的銀行這時就利用時機把預備放出的款項移到倫敦以獲高利。辦法是：購買匯款到倫敦的匯票，寄給倫敦的銀行，叫倫敦的銀行把所收得的款項在倫敦金融市場上放出。我們應該注意的是：此時寄

往倫敦的，只有匯票而無現金。

上面所舉的例子是假定僅僅兩國間的貿易關係或金融關係。但實際上，貿易關係或金融關係，往往發生於三國或三個以上的國家之間。不過，同樣的原理仍舊可以適用。各項交易仍然都是用票據作媒介，使得甲國對於乙國的債權，乙國對於丙國的債權，都藉信用票據而互相抵銷。例如，美國、英國和巴西間的貿易關係，就可以用間接的辦法來解決。美國對英國和英國對巴西，都是輸出多而輸入少；但美國對巴西，則輸入多（大部分是咖啡）而輸出少。這三國間的貿易，怎樣可以不運現金而解決呢？美國對英國有債權；英國對巴西有債權；巴西對美國有債權。美國把金鎊匯票（對英發出的）寄給巴西，即可了卻債務；而巴西也可以把此項金鎊匯票寄給英國以了卻債務。這樣三國之間的貿易關係，不必運送現金即可解決了。

就是許多國家間的貿易也可以適用同一的原理。譬如甲國對於乙國有債權，甲國就可以用此項債權來抵銷對於丙丁等國的債務。在歐戰以前，各國間債權債務之抵銷多用英鎊匯票作工具，因為那時英鎊匯票就同現金一樣，持有此項匯票者，任何時候都可以把他兌成現金，只要他自己願意。但近年以來，因為英鎊貶值，金圓的地位已經超越了英鎊許多。

假如美國能夠發展一個真正的貼現市場，假如美國的銀行能够在國際銀行事業上，很有利的進行着，則美國或能把這種優越的地位維持下去。在最近兩三年間，金圓匯票的數量，已經比較英鎊匯票爲多了；而且美國銀行替他國周轉貿易也比較以前更多了。美國在國際金融上的地位，所以會有這樣重大的變遷，大部分由於美國

匯兌市場的發達。

(註一)參看 The International Financial position of the United States, 第92頁有價證券及其他對財富之要求權並利息收入、美國政府之懸債收入等均包括在此項百分數中。

(註二)本節所論參取材於 Ray Hall, The Balance of Payments of the United States in 1929 (Washington Government Printing Office, 1930) 及 Recent Economic Changes in the United States (New York, McGraw-Hill Book Company Inc. 1929) 書中第 709-766 頁 James Harvey Roger 的「貨幣問題」是“Foreign markets and Foreign Credits”

(註三)此項平均數和最高限度都是根據 1922-1929 年的情形。

(註四)參看 E. S. Furniss, Foreign Exchange (Boston, Houghton Mifflin Company, 1927) p. 1. 斯氏稱普通之國際貿易理論所謂物物交換是『貨幣物物交換』(Money barter) 這個觀念意義著把金塊當做價值標準的意思。欲知『純粹物物交換』(Pure barter) 和『貨幣物物交換』之不同，可參看 Encyclopaedia of the Social Sciences (New York, The Macmillan Company, Vol. 2, 1930)。

第十五章 國外匯兌票據及匯兌業務

國外匯兌上已經發明了各種票據，以應旅行、商業或金融上種種的需要。任何一種需要，想把金錢匯往國外，或拿到外國去用，都可以用一種適當的國外匯兌票據來達到目的。假如我們想到外國去消費而需帶一筆款項，無論到那一個國度都可以通行無阻，我們就可以買一張『旅行家信用證書』(traveler's letter of credit) 或到美國捷運公司 (American Express Company) 去買一本旅行家支票簿。假如紐約美國出口公司 (American Export Company of New York) 運送價值兩萬鎊的穀物給英國的進口商，而想馬上獲得價款，也有這樣一種票據來供他使用。又假如紐約市第十國民銀行想利用鎊價的低落而賺一筆錢，他也可以使用一種特定的匯兌票據來達到這種特定的目的。實在說起來，國外匯兌市場的組織複雜得很，一切顧主的欲望，無論買主或賣主，都可以藉各種的票據來滿足。

當我們說『買賣國外匯兌』(Foreign exchange is bought or sold) 這句話時，意思當然是指買賣一種國外匯兌票據而言。例如一張『銀行家支票』(banker's check) 一張一月期的匯票 (30-day bill) 等等。這種種匯兌票據給票據買主一種要求權，於某時間，在外國某地（如倫敦、巴黎、維也納、東京、斯德哥爾摩 (Stockholm) 等地）他可以要求若干的外國貨幣。國外匯兌的匯率決定於票據的買賣情形。匯兌率也是一種

「價格」這一點請留待下文討論。

旅行家所用的票據

下面所講的信用證書 (Letter of credit) 專指旅行家信用證書而言，並非商業信用證書。後者留待他處討論。這種旅行家信用證書差不多在各重要都會的銀行都有出售。某人如欲到外國遊歷，就可以到一家銀行裏去買這種信用證書來用。所謂「信用證書」是一張四頁的單據，摺好放在一個精緻的皮夾裏。單據上寫有號碼，另有一段文字介紹這證書的享有人 (Beneficiary) 於各家往來銀行，並說明應付與享有人人的總錢數。證書上還留有空白的地方，以便填寫享有人用匯票提款的日期，提款人的姓名，提款地點，錢數（兼有用數字與文字寫明的空白）等等。發行銀行還要給信用享有人一張表格，列舉可以提款的各往來銀行的名稱。享有人簽押，則用以核對票據的真偽。各往來銀行每次支付若干錢數於享有人，即在適當的地方填明。至最後一筆付出時，即由付款的銀行將信用證書收下寄還原發行銀行。爲使說明具體一點，舉例如下：設有某甲從紐約的銀行家信托公司 (Bankers Trust Company) 購買三千元的信用證書一張。他到巴黎時，因需用款項，即向該信托公司的巴黎支行領取與一百元美金等價的法郎。領款的手續是簽寫一張匯票，由該支行核對匯票上的簽字和信用證書上的簽字相符時，即可照付。並由該支行將所付款數（一百元）記入信用證書中適當的地方，然後將匯票寄與紐約銀行家信托公司。

假如該行並無巴黎支行，則信用證書的享有人須向該行的巴黎往來銀行領款。巴黎的往來銀行或將匯票直接寄遠紐約銀行家信托公司，或間接經由他在紐約的往來銀行送還均可。

旅行家信用證書最大的缺點就是容易有遺失的危險。如果遺失而被歹人拾獲，則將偽作簽字，而信用證書的所有人將失去他的錢。假如信用證書遺失，所有人須通知發行該證書的銀行，再由該行電知所有的各往來銀行，請勿對付以該證書為憑的匯票。但電費通常須由信用證書的所有人擔負，而這筆電費也就很可觀了。為避免此項危險，證書上往往不載明享有人的簽字樣式，而將簽字樣式另載一紙，由旅行家另外置放。這樣一來，即令該證書遺失，拾獲者也不能冒名領款，因為他無法假冒簽字。所以這種辦法比較前法穩當一些。

旅行家出國遊歷，如不願用信用證書，也可以用旅行家支票簿。美國捷運公司所發行的這種支票簿，現在已很通行了。這種支票，或以金元計算，或以法郎計算，或以金鎊計算，均無不可。不過現在因為上項各種貨幣的匯價跌落，以金元計算者為多。這種金元旅行支票簿的最小單位是十元，每張支票做為獨立的一張票據，買主在買的時候須在支票的左上角簽字。當支票兌取外國貨幣時，則須在支票的下邊簽字，以便互相核對而免冒領。這種金元支票兌取外國貨幣時，所用的兌換率，就是紐約即期匯票的買價。由旅行家的立場看來，這是很好的，因為他們往往可以利用匯率跌落的機會。

嚴格說來，電匯 (Cable Transfers 或 Telegraph Transfers) 簡稱 T. T.) 並非一種票據，因為電匯無需期票或匯票，也不是流通性的票據 (Negotiable instruments)。雖是這樣，但我們仍無妨把他歸入國外匯

兌票據一類之中，蓋電匯也是國際間匯劃款項的一種工具。如其名稱 (Cable Transfer) 所示，這種電報的用途是匯劃款項，供給款項給旅行者。設某城有約翰維廉 (John Williams) 其人者，欲送款給其子，其子適在歐洲作消夏旅行。這時，其子也許需款甚急。維廉即可到本城的銀行，命銀行電匯五百元給其子——這筆錢要在巴黎，以法國貨幣兌交其子。該城的銀行隨即電知紐約的往來銀行或支行，紐約的銀行再電知他的巴黎往來銀行或支行囑其撥付五百元的等價於指定之人。其子理卻維廉 (Richard Williams) 這時即可到巴黎銀行取得與五百元美金等價的法郎。由上所述，可以看出這個事例中並不需運送現金，只是由約翰維廉的帳中提出一筆款項劃撥至巴黎給他的兒子。不但無需運送現金，就連匯兌票據也用不着送過大西洋，單是電知巴黎的銀行，付款給理卻維廉就行了。

由外國銀行方面看來，這些匯兌票據，如旅行家支票，以信用證書為憑而發行的匯票，和以電匯劃撥給旅行家的款項等等，對於他們也有種種便利，蓋他們可以藉此在紐約的往來銀行積存一筆金元餘款。換句話說，即美國的旅行家替歐洲各銀行創造一筆金元匯票；這筆匯票，可以用來和進口貨相抵銷，或償還各國所欠美國的公債本利，或支付各私營的公司所欠美國投資家的債券利息。一九三〇年的貿易支付均衡表指示出來美國人在國外所用的旅行費約達七萬一千一百萬元美金；事實上，這無異替外國銀行增加了這麼許多存放在美國的金元存款。所以很明白的，美國人到外國旅行所花費的錢，在替各國在美國創立金元匯兌基金上，確是一個很重要的項目。

國際金融上的票據

在開始講這一節時，應該分別清楚什麼是國際貿易，什麼是國際金融。誠然，無論那一項貿易上的業務，沒有不聯帶的引起金融上的業務的。例如，美國某出口商運送棉花給蘭開夏（Lancashire）的紡績商，向承辦貨物者發出一張匯票，隨即把這張匯票拿去貼現，兌成美國貨幣，他的業務就完了。當他貼現時，他所作的就是一樁金融上的業務。雖是這樣，仍有一些業務，純然是金融的，一點也不和貨物的進出口發生關係。

第十四章裏已經講過：在美國的貿易支付均衡上，金融業務所佔的百分比漸漸增加，而商品業務所佔的百分比反漸漸減少。金融業務現在在美國支付均衡上所佔的地位，已完全和戰前相反，蓋戰前歐洲各國在美國的各種工業上有巨額的投資，美國須付巨額的利息給各國。但自從一九二八年以後，美國各銀行替各國作種種周轉金融的工作，而獲得一大筆佣金，所以各國對美的金融上的支付也隨之而增加了。

例如，紐約某銀行看到倫敦金融市場上的貼現率很高，而想乘機賺一筆錢，他就可以劃撥一部分款項到倫敦去。以後牠如需要這筆款項時，仍可撥回紐約。這就是一個純粹的金融業務，這種事情，差不多每天都有。所以這種業務上專用的票據，也有另行加以研究的必要。

『銀行家長期匯票』（Bankers' long bills）是美國某銀行向外國某銀行發出的匯票，目的在使外國銀行得藉此在美國市場上放出口項。這種匯票的發生，或由於外國銀行的發動，或由於美國銀行的發動。通常的

期限是九十日。例如，巴克萊銀行（Barclays Bank，某外國銀行）因見紐約市場貼現率甚高，並且曉得當時的金元匯率，知道如果在紐約市場上放出款項，必能賺一筆錢。他此時就可以通知紐約的往來銀行在紐約放出五萬鎊的款項，關於利率，佣金等等當然是雙方事先已經約定好的。紐約的往來銀行接到他的通知後就作出一張五萬鎊的匯票，期限九十日，以巴克萊銀行為承受人。然後持往匯兌市場出售，把匯票的售得金（金元）貸予紐約某借款人，借款人當然須繳相當的抵押品於該行。買得這張五萬鎊九十日期匯票的匯票莊（Exchange house）就把匯票寄往英國，拿到巴克萊銀行請其承照（Acceptance）。承照之後，或暫持，或即在倫敦市場售出都可以。在九十日未滿之前，紐約的借款人已將本利一併償還給巴克萊的紐約往來銀行。這種放款是以金元計算的，所以叫作『通貨放款或金元放款』（Currency or dollar loans）在九十日未滿之先，紐約的往來銀行須在匯兌市場上買一張五萬鎊的匯票，寄與巴克萊銀行，以便和九十日期滿的那張匯票相沖銷。

至於金鎊放款，或馬克放款，或法郎放款，手續與金元放款大體相同，所不同者只是以金鎊，或馬克，或法郎計算，而匯率變動的危險是由美國的借款人負擔的。假設巴黎的里昂銀行（Credit Lyonnais）通知紐約的第十國民銀行請其代為放出十萬法郎的款子，並言明：匯率變動的危險由借款人負擔，里昂銀行為承照匯票之故，亦須收受通常的佣金。第十國民銀行接到通知後就做出一張匯票，貸給一家莊號裏。這家莊號當然要有相當的抵押品。這時，這家莊號所借得的款項是若干法郎，他還得把牠兌成金圓。他或自己出售這張匯票，或托銀行代他出售。不久這張匯票寄到巴黎，由里昂銀行承照後，或暫持，或即在市場售出。在九十日期滿之前，借款的莊號須以

一張十萬法郎的匯票價還第十國民銀行，即由該行將匯票寄往巴黎，與以前所做之匯票相沖銷。

這裏我們應該注意的就是：借得前項法郎匯票的莊號，在先須把匯票兌成金元，到後來又須照買一張法郎匯票，以償前票。這家莊號能否賺錢完全要靠一買一賣間匯率的漲落如何。設使他賣匯票時是每法郎一九·四分（美金），而買匯票時是每法郎一九·二分，他就可以賺錢了。所以把匯率看跌的人，往往喜歡借這種放款。

金融匯票

金融匯票帶有投機性。匯兌商或銀行如預料匯率將跌落，就可以用這種匯票賺一筆錢。簡單的說，賣金融匯票實際上就等於在市場上拋空出賣一種外國通貨。所以也就同拋空出賣有價證券，預料將來可以用低價補進，以便於一買一賣之間賺一筆錢是一樣的。

例如，某家做國際生意的銀行預料九月間英鎊匯率將落，事先和他的倫敦往來銀行約定好了，做一張九十日期額面十萬鎊的匯票，即以其往來銀行為承照人，而以（美金）四·八六元一鎊的現行匯率賣出這張匯票。這家銀行即將此款在紐約市上貸出。到匯票滿期時，他就買一張十萬鎊的即期匯票寄給他的往來銀行，以便和九十日期的匯票相抵銷。假如買匯票時是四·八三元一鎊，他就可以每鎊賺錢三分，而且事先一個錢也無須墊出。金融匯票買賣的手續或有種種不同，但上文所述可以說是最通常的一種。

金融匯票的好處是可以使匯率趨於穩定，防其騰漲或跌落。當金融匯票在市場出售之時，等於增加匯票的

供給，故抑止匯價騰漲之勢；當賣主將來買回以便抵補前票之時，等於增加匯票之需要，故有防止匯價下跌之勢。其影響恰好和有價證券的拋空賣出一樣——把價格拘束在相當的範圍內。金融匯票的用處，除拘束匯率之騰跌外，還可以免卻運送現金。

例如，在春季，美國的貿易均衡也許處於逆勢——逆到將使現金流出的程度。如果此時適有很多的金融匯票出售，則購買此項匯票而寄往英國，就可以暫時挽回貿易的逆勢，而完全省卻現金的運送。同樣，在秋季，因美國輸出棉花和穀物致使金鎊匯票的價格下跌，倘前項金融匯票之賣主適在這時買回，以償前票，就可以維持金鎊匯票的價格，省卻由英國運回現金，因匯票的價格既不致太低落，則運回現金就不及出售匯票較為有利了。

銀行家買賣金融匯票其動機固然在於謀利，但於不知不覺間予匯兌市場以上項便利——即拘束匯率之騰跌，而省卻現金之來回運送以暫時抵償貿易差額。

銀行家又往往用電匯把款項由甲金融市場轉移到乙金融市場，以便利用貼現率較高的機會而獲利。電匯還有一種用處就是抵還以前賣出的即期匯票或電匯。例如紐約的第十國民銀行曾賣出一張一萬鎊的即期匯票給他的主顧。等到這張即期匯票差不多到了要兌付的時候，該行就要到國外匯兌市場上買一個一萬鎊的電匯，匯給英國的往來銀行以便抵補前賣的即期匯票。

在歐戰當時及戰後，因匯率變動之激烈，用電匯的人比較以前更多了。進口商總是希望法郎匯票或馬克匯票的價格跌落（對美幣而言），所以他往往要等待到幾乎不能再等待的時候，才買匯票以償付貨價。同樣，出口

商也常常通知他的銀行叫銀行把代收匯票的價款用電匯劃入他的賬內，以便提防外國通貨價格的跌落而免損失。在戰時及戰後，電匯用途的擴充還有其他的理由就是郵期不準，又因英國海軍扣留船隻而發生很多的危險，所以多數商人都喜用電匯而不用信匯了。

裁定匯兌

電匯最重要的用途之一是和裁定匯兌相關聯的。國外匯兌的裁定就是用一種計算法測定同類的通貨在各市場間價格的差異；或藉此項計算而獲利的一種業務。

所以裁定匯兌必須包括兩個或兩個以上的國家，而且只有在兩個或兩個以上的市場間同種通貨的價格不一致時，纔能發生。譬如，紐約向倫敦的電匯價格是四·八六元等於一鎊，而倫敦向紐約的電匯價格也是一鎊等於四·八六元，則兩個市場間，同種通貨的價格是一樣的，裁定匯兌就無由發生了。但如果紐約向倫敦的電匯價格是四·八六元而倫敦向紐約的電匯價格是四·八六二元，則這兩種通貨的比價，在兩地間不一致，做裁定匯兌將有利可圖。如果這種裁定匯兌是由兩國間的銀行做的，即謂之兩方裁定匯兌；如果是由三國間的銀行做的，即謂之三方裁定匯兌，其他如此類推。不過同種通貨在各市場間的比價，像這樣很小的差異，也只能存在於極短的時間內，有如曇花的一現而已。

此項裁定匯兌通常都用電匯來作，因同種通貨在兩個或兩個以上的市場間，發現比價上的差異是一剎那

間的事，時機是一縱即逝的。做這種業務的叫作裁定家 (arbitrageur)，通常是銀行中國外匯兌部眼光最為敏銳的人。他非做得極敏捷不可。如果他是個能幹的商人，往往能替銀行賺大錢。

爲把裁定匯兌具體的說明起見，請把電匯的兩方裁定或三方裁定各設一例如下：假設做裁定的銀行，在早上發現了倫敦向紐約的金元電匯率是四·八六元，而紐約向倫敦的金鎊電匯率是四·八六五元。在本例中，同種通貨在這兩個市場上的價格發生了差異，即每鎊的價格（以金元計算）在倫敦較在紐約賤五分錢（美金）。儘管像這樣微小的差異也就能够使得裁定匯兌做成功了。

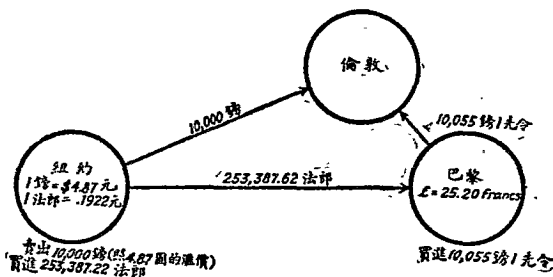
這時，紐約某銀行電知他的倫敦代理行賣出十萬元的金元電匯，照當時的電匯率計算是二萬零五百七十六鎊二先令七便士，這就等於紐約的某銀行在倫敦的帳上增加了這筆存款。然後他再在紐約賣出同額的金鎊電匯（二〇五七六鎊二先令七便士）而收進美金十萬零一百零二元八角七。由這個數目中扣除他在倫敦所賣的電匯十萬元（這是他必須付出的）餘下的一百零二元八角七就是他所獲的總利。由此項總利中還須扣除電費和付給代理行的手續費。

在這種情形之下，我們要注意的是：紐約某銀行之所以賣出電匯是因爲倫敦的金元匯率低於紐約的金元匯率。當這種情形發現，則紐約的銀行總是賣出電匯。但倫敦向紐約的金元匯率高於紐約向倫敦的金元匯率也是可能的。——（譯者按：譬如倫敦向紐約的匯率是四·八六五，而紐約向倫敦的匯率是四·八六）——則紐約商人將買進電匯而獲利。所以在兩方裁定之下，只有兩種生意好做：（一）此地的商人在彼地賣出匯兌，或（二）

兩地的商人各在本地買進匯兌而匯至彼地。究竟裁定匯兌是買是賣，要看兩地匯率的等價如何。

三方裁定匯兌和兩方裁定匯兌並無什麼大不同處，只是包括三個市場（或金融中心）罷了。在三方裁定之下，至少須有兩個市場，其間同種通貨的價格發生差異，否則裁定匯兌將無由發生。

假定紐約向倫敦的金鎊電匯率是四·八七元，紐約向巴黎的法郎電匯率是一角九分二厘二，而巴黎向倫敦的金鎊電匯率是二五·二〇法郎。紐約的銀行如果直接匯一萬鎊到倫敦，須四萬八千七百元。但如果經過巴黎間接匯一萬鎊到倫敦，則代價較廉。牠本可以電知他的巴黎代理行，由他的帳上提出二十五萬二千法郎以便買進一萬鎊的電匯。但他如果頭腦很機警的話他一定要採一種更迂迴的辦法以便獲利。這時，他以四·八七元的匯率賣出一萬鎊的電匯而收進四萬八千七百元。他再用這四萬八千七百元買進二五·三，三八七·六二法郎的電匯，匯至巴黎。然後再用這筆法郎在巴黎買進一萬零五十五鎊一先令的電匯（照二五·二〇法郎一鎊的匯價），匯至倫敦，以便抵補先前在紐約賣出的一萬鎊電匯。這樣，他就可以賺五十五鎊一先令了。



第十二圖——三方裁定匯兌

第十二圖示三方裁定匯兌的大概情形。由紐約至巴黎的箭頭表示這筆款項（法郎）匯至巴黎，在那裏兌成鎊匯。由巴黎至倫敦的箭頭表示那筆款項（已變為鎊）又移到倫敦，以便抵補以前在紐約賣出的一萬鎊電匯。

裁定匯兌的影響是使各地間的匯率趨於平衡。各地間匯率上的差異只能存在於一剎那間，蓋銀行沒有不注意獲利的機會而敏捷的利用的。各地匯率價如稍有不平衡的狀態，則做裁定生意的銀行必定買匯或賣匯，即足以立刻使之恢復平衡。這不過是替「個人的行動也有調整價格使之平衡的效力」這個事實，又提出一個證明罷了。

近年來因電報（兼括有線無線而言）事業之改進和匯率動搖之漸小，做裁定匯兌的獲利機會亦因之而減少了。所以事實上現在做裁定匯兌所能獲得的利益，如和所下之資本相比較，其百分比已經變為很小很小的了。以下所列是波士敦第一國民銀行做裁定匯兌所採的步驟。我們須要留意的是：該行做此項裁定匯兌所下的資本約計二十五萬元，而所獲的利不過五十元零二分罷了。

(1) 一市場狀況——紐約國外匯兌市場上的經紀人對於鎊匯票需用甚殷，全市場上到處都願出四·八五又十六分之十一元的價錢，而法郎匯票的需要則甚冷淡，大多數經紀人只願出·〇三九二又三十二分之十九的價錢。這表示他們大多數都擁有法郎匯票在手，急待脫售。

(2) 來電通知——巴黎代理行來電告知：巴黎對倫敦的匯價是每鎊一二三·七〇法郎。本行立即根據當

時紐約向倫敦的匯率折算出上項匯價之金元等價。按四·八五又十六分之十一計算，每法郎的金元等價是·〇三九二六三三，而當紐約向巴黎的匯兌市價是·〇三九二又三十二分之十九。

倫敦代理行來電通知當時倫敦對紐約的電匯市價是四·八五又四分之三。這表示當時倫敦市場上金元匯票的供給很多，正可以和第一節紐約市場上的狀況互相印證。

(3) 去電訂購——本行得到上項通知後，立即電知巴黎代理行請其代購五萬鎊的倫敦電匯——按一二三·七〇的匯率計算。而此舉也就等於本行在巴黎賣出六，一八五，〇〇〇法郎，做為購買倫敦電匯的代價。為抵補對巴黎代理行所負此項債務起見，本行又在紐約買進同數之法郎電匯，按照·〇三九二又三十二分之十九的市價。

等到巴黎的代理行來電通知我們：已經照我們的電報行事，我們就再電知倫敦的代理行，照四八·五又四分之三的市價賣出五萬鎊，因為倫敦市價 ($4.85^{\frac{1}{2}}/1$) 和紐約市價 ($4.85^{11}/10$) 相比較，每鎊有十六分之一的利益。

(4) 計算利益——等到倫敦的代理行已經照我們的電報行事，則我以前買進法郎時所用去的美金，又可如數收回，而我們所買進的金鎊和法郎也都如數賣出了。（譯者按：即在巴黎賣出的法郎和在紐約買進的相抵銷，在倫敦賣出的金鎊和在巴黎買進的相抵銷的意思。）

利益的計算法如下：

在巴黎，照一三三·七〇的匯率賣出六，一八五，〇〇〇法郎，亦即用此項法郎買進五萬鎊的倫敦電匯，等於本行收進美金二四二，八四三·五一元。

在紐約買進同額法郎，照市價〇·〇三九二²/₃計算，須付出美金二四二，八一九·二三元收付相抵尚獲利二四·二八元。

	\$242,843.51
—	242,819.23
	<hr/> 24.28

在倫敦照四·八五³/₄的匯價賣出五萬鎊，可收進美金二四二，八七五圓。

在巴黎買進五萬鎊，照四·八五¹/₁₆的匯價計算，須付出美金二四二，八四三·五一元。收付相抵計獲利三一·四九元。

	\$242,875.00
—	242,843.51
	<hr/> 31.49

(5) 總利——合計兩次所獲利益計共五五·七七元 (24.28 + 31.49 = 55.77) 尚須由此中扣除電費，計紐約至巴黎往返約需三·五〇元，紐約至倫敦往返約需二·二五元。扣除此兩項電費後，約可餘淨利五〇·〇二元。

把上項裁定匯兌的計算法加以簡單的解釋就是：紐約銀行付出美金二四二，八一九·二三元買進六，一八

五、〇〇〇法郎。再用此項法郎在巴黎買進倫敦電匯五萬鎊。然後再用此五萬鎊在倫敦買進美金二四二、八七五元。金鎊和法郎都是一買一賣互相抵銷。而付出的美金和買進的美金相比，可得總利五五·七七元，淨利五〇·〇二元在所運用的資本中僅佔很小的百分比。

近年來，售賣金融匯票，利用金鎊金元放款以及裁定匯兌等等業務都已失掉以前的重要。（註一）原因則有以下種種：大多數銀行都避免做外匯的投機生意，因此項生意，除匯兌上的危險外，還有國外幣制比較不穩定的危險，與銀行倒閉遭受損失的可能，而且多數銀行又都漸漸覺得不應該作匯兌投機。另外一種原因是倫敦紐約兩地，票據貼現率的高低發生轉變，在先倫敦的貼現率較低於紐約（原文之意為在先倫敦的貼現率較高於紐約），想係著者一時筆誤。——譯者）但當一九二八年全年，和一九二九年一九三〇年的幾個月內，情形就正相反了——票據的貼現率是紐約低於倫敦了。此外還有一個更重要的原因就是倫敦的票據莊漸漸不願意收買這種因投機而發生的匯票。於是，美國各銀行也少作這種生意，而匯率動搖的危險完全要由票據經紀人去負擔了。他們的地位好像適於負擔此項風險似的。

金融匯票和銀行家長期匯票都因易於被人濫用之故而失了信用。例如，東部某城有些小銀行，往往向倫敦的代理行發出六十日至九十日的匯票，想藉此籌款以度難關。但這些小銀行一旦倒閉，他們的代理行就要連帶受到損失了。近年來（一九三〇年）法國政府禁止該國銀行做長期匯票的生意，除非能有特別的證據，證明匯票確係因商業往來而發生的，纔能不受禁令的限制。此舉差不多等於禁絕了向法國銀行發出的限行家長期匯

票。結果，銀行和票據莊對於金融匯票和銀行家長期匯票，都鑑別得非常嚴格。於是此項匯票遂漸漸失去了以前的重要。

遠期匯兌業務

國外匯兌上也有期貨的買賣。進出口商買賣遠期匯票的目的在於確實知道在匯兌上可以收入若干錢或付出若干錢。例如，某出口商接到一張定貨單，叫他在三個月以後運貨赴倫敦，並言明叫他向米德蘭銀行 (Midland Bank) 發出九十天期的匯票。當時這類匯票的匯價是四·八四元（等於一鎊）。出口商知道三個月後可以賣出這張匯票，但不能預料那時的匯率如何。他如要使匯率確定，可先向銀行訂好出賣遠期匯票的合同，言明三個月後交出這張九十天期的匯票。這樣一來，他就絕不會蒙匯率跌落的損失了。收買這張遠期匯票的銀行，當時即可賣出價額相同的九十天期匯票，或賣出價額相同的遠期匯票，言明九十天後交貨，以資抵補。銀行收買遠期匯票所願出的匯率之高低，要看銀行賣出遠期匯票所能得的匯率如何而定。

反之，進口商如果知道將須兌付一張額面五千鎊期限九十日的匯票，他也可以預先向銀行交涉，買進遠期匯票，言明在適當的時期交貨（匯票）。銀行賣給進口商的遠期匯兌，也許就是從出口商買進來的。

遠期匯兌的買賣對於出口商和進口商都有很大的便利，是很明顯的。因為他們藉此纔能確知匯兌上收入和支出的數目。他們必須知道匯兌上的收支，然後纔曉得能否獲利，纔能計算利潤的多少。尤其是各項居間人，像

經營羊毛、糖、咖啡等業的經紀人和商人，更非利用遠期匯兌不可。

以下的例子可以證明在國外貿易的周轉上應付匯率的變動是怎樣困難。（註二）

英屬西印度羣島的某商人運一船糖到倫敦委託他的代理店代售，損益由他自己負擔。當起運的時候，糖價正在騰漲，但等到運至倫敦，行情已不如所預料之高。恰巧這時紐約市的行情好像比較好些，該代理店見倫敦沒有生意好做，就想把糖轉運到紐約市去賣。英屬西印度羣島的通貨也是金鎊，所以當某商人委託倫敦代理店代銷時，無需提防匯率上的危險，但如果運至紐約出售就不行了，因將來收進的代價是金元，仍要兌成金鎊的。當貨物開始由倫敦轉運的時候，匯價是三·八〇元（等於一鎊）。如果當糖尚在中途而金元的匯價已突然上漲，則將來所能得的代價（金元）一定兌不到那麼多的金鎊了。為避免此項損失計，該代理商就賣出金元的期貨，數額就照預期該項貨物可以售得的代價——假設是七萬六千元。該代理店賣出七萬六千元的短期金圓期貨，原冀在紐約出售後所得的代價足以抵補，不想實際售得的代價僅及預期的一半（三萬八千元）。於是他就不得不買進三萬八千元，以便補足。但當時金鎊對金元的匯率已跌至三·五〇元（等於一鎊）了。原來照三·八〇元賣出的，現在須照三·五〇元補進原賣的半數。當賣出時，三萬八千元合一萬鎊，而買進時三萬八千元，合一萬零八百五十七鎊，一買一賣之間，損失了八百五十七鎊。

貿易上所用的票據

美國國外貿易上的主要貨品是棉，銅，麥，農業機器等等。本節的目的是要將周轉此項輸出貨品所用的種種票據加以解釋。

周轉國際貿易最常用的工具就是「商業信用證書」(Commercial letter of credit)。這個述語的意義如下：銀行受買主(即輸入商)的請求，繕寄一封承諾書(或保證書)給賣主(即輸出商)准賣主在約定的條件之下發出匯票(draft)，並允承受賣主遵守此項條件而發出之匯票。輸入商如需要此項信用證書可向其常有往來之銀行做一請求書，經銀行中負責職員之允諾，即可取得。例如，美國輸入公司(American Importing Company)請求擔保信託銀行(Guaranty Trust Company)發給信用證書，一經該行允諾，則輸入商的信用就由該行用他本身的信用代為擔保了。這樣一來，就等於銀行把輸入商的信用給標準化，以便輸入商的信用可以取得國外輸出商的信任。這種信用證書是一個有空白備填的單據，輸出商可以用此為憑而發出匯票；此項匯票經出書銀行承兌後，就叫做「銀行承兌匯票」(Bank Acceptance)。出書銀行對於信用證書上所載之款額有清償之責。

信用證書上載明：號數，受款人(Beneficiary)的姓名，所擔保的款項之數額，輸出商以此為憑而發出的匯票，如欲得出書銀行的承兌所必須遵守的種種條件等等。出書銀行照例須通知輸出商(譬如是爪哇的一個糖商)，言明已承諾該項信用證書，該商如在證書所約定的種種條件下發出匯票，當予承兌，但一切條件必須切實遵守。爪哇的糖商於是就起運一萬袋糖赴美而向擔保信託銀行發出額面二萬五千元九十天期的匯票，連同保

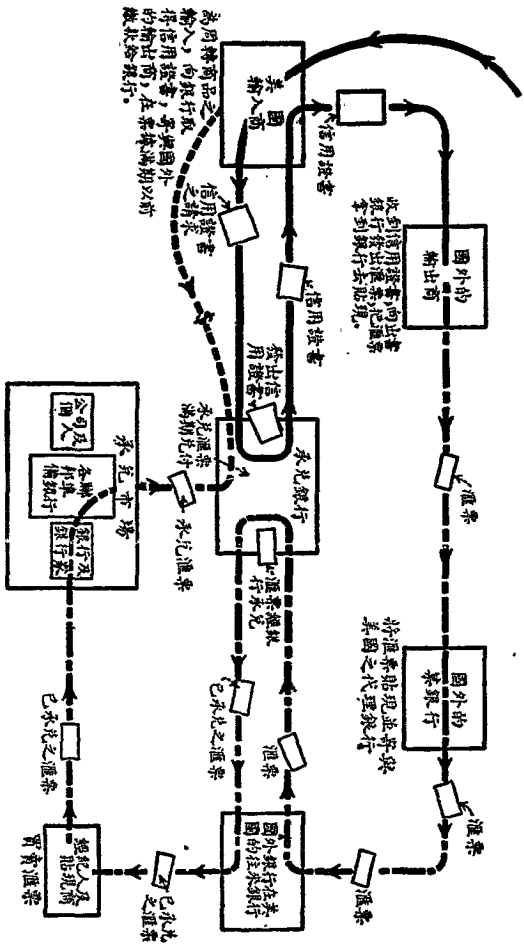
險單，提單，領事證書，賣給當地的爪哇銀行，賣價當然按照當時的匯率。爪哇糖商的這筆生意，至此已告完畢。這張匯票連同一切單據就由爪哇銀行寄給他的紐約代理行（譬如說是柴斯國民銀行）並委託該行拿這張匯票，到擔保信托銀行去請求承兌，擔保信托銀行見到匯票後，當即承兌，將各項單據留下，匯票則還給柴斯國民銀行。柴斯國民銀行或將匯票出售於承兌匯票市場，或保存以待期滿，這要看爪哇銀行的委托如何纔能決定。爪哇銀行這時就能把金元承兌匯票的賣得金做爲金元存款，存在他的紐約代理行，並得將此項存款轉售給英國的輸入商，以便英國輸入商償付貨價。

美國輸入商這時要解決的問題是取出貨物（糖），以便售出。糖的所有權現在是屬於擔保信托銀行的，因爲一切單據都在該行手裏。銀行這時或令輸入商填寫「保管收據」（Trust receipt）或填寫「受托者收據」（Bailee receipt），而將糖交給輸入商，或將糖存入堆棧。甚或令輸入商交出相當款項，以便匯票期滿時兌付。無論怎樣，糖總會由輸入商領到，以便出售，但在匯票滿期以前，輸入商須繳相當的款項給銀行，以便兌付匯票。不久，第二批糖也許就送到。無論那一批糖都必須有各種必要的單據，連同照信用證書的規定而發出的匯票，以爲憑證。等到發出的匯票的總價額和信用證書上所載明的總款數相等時，則該項交易就算告終了。

這裏有一件事值得我們注意的是：發出信用證書並承兌匯票的銀行，連一文錢也無需墊出。該行的工作不過是把銀行的名義暫時賣給輸入商一用而領受相當的佣金罷了。

第十三圖是此項交易的一個說明。美國的輸入商填寫一張請求書請他的銀行發給信用證書，銀行允諾了。

各箭頭很明顯的表示這個交易的全過程。由信用證書的發出到匯票的兌付為止。我們須得注意的是：這個交易是由承兌匯票市場 (Acceptance market) 來周轉的。正如附有 \$ 記號的虛線所指示，在匯票滿期以前，輸入商繳付充分的款項給他的銀行，以便兌付匯票。照美國銀行的一般習慣，都是發行『不得挽回信用證書』(Irrevocable)



第十三圖用：『銀行承兌匯票』則輸入貿易之程序

possible letters of credit) 輸出商如用這種信用證書可以預先知道：假定他切實遵守書中的規定，則憑此書而發出的匯票將來一定可以得到兌付，蓋出書銀行在法律上要對此項匯票負兌付的義務。但假如信用證書是『可挽回的』(Revocable)，則定貨人到最後也許會不顧信用而不取貨品。輸入商（即訂貨人）所以出此，往往因為物價暴跌之故；如遇這種情形則輸出商不得不設法處置該項貨品。因有這種可能的困難，所以美國各銀行照例都不情願發行『可挽回信用證書』。但如經國外代理行的請求，牠們也可以發行，蓋牠們雖不情願這樣作，然尚不至竟拒絕國外代理行的請求。所以美國各銀行為周轉輸出德國的棉花或輸出瑞士的蘋果也往往會發行各種『可挽回信用證書』。不過此項證書的發行，總是由於國外銀行的請求，並且是由國外銀行負責的。銀行發行信用證書，有時用電報通知運貨人（即輸出商）——這是恐怕物價水準會有跌落的傾向。手續是由出書銀行電知國外銀行允許承兌因運送某種貨物發出的匯票；再由國外銀行轉達運貨人。此項電報另有信為之證明以防錯誤或遺失。例如波士頓第一國民銀行用電報發出信用證書的全文之後，再把電報原文另繕一份，附在正式信用證書內寄給外國銀行。

美國各銀行替他國周轉貿易之事，近年來漸漸增多。例如漢堡 (Hamburg) 銀行這時就委托他的紐約代理行（假定是貨物而請求他當地的銀行來周轉這筆生意。漢堡 (Hamburg) 銀行這時就委托他的紐約代理行（假定是漢諾威國民銀行 (Hanover National Bank)）代為承兌這筆生意所發出的匯票。古巴的輸出商接到通知後，將糖運出，照約定各項發出金元匯票，然後將匯票賣給當地的銀行，這筆生意就算告終了。古巴的銀行於是將

匯票連同單據寄給他的紐約代理行，再由他的紐約代理行持向漢諾威國民銀行請求承兌。手續和上面所述的例子一樣，所不同者只是要將匯票寄給漢堡銀行罷了。此時原有單據已由哈瓦那直接寄給漢堡銀行，漢堡銀行就和輸入商辦理一切手續以便叫他取貨。在紐約承兌的匯票將滿期的前三天內，漢堡銀行就發出金元匯票給漢諾威銀行以便兌付所承兌的匯票。而他所發出的匯票是當然由輸入商擔承的。這時漢諾威銀行取價於漢堡銀行，漢堡銀行則取價於漢堡的輸出商。兩銀行當然都獲得手續費。

如果輸入商住在奧國而輸出商住在德國，或輸出商住在德國而輸入商住在澳洲，手續費仍然是一樣的。照一般的習慣是把匯票的正副張（普通習慣發出匯票時，先發出一正張，再續發二副張，如正張收到，則副張做爲無效，其目的在防止正張之遺失——譯者）統寄給允許代爲承兌的紐約銀行。

截至一九三〇年十二月一日爲止，美國各銀行因替各國周轉貿易而有的負債額約達五萬萬元美金。此項生意在先多由倫敦各銀行去做，因爲那時倫敦的此項票據貼現率較低。但近年來，紐約的貼現率漸較倫敦爲低，各國輸入商當然願找低的市場替他周轉，結果，金元匯兌，在國際匯兌市場上的地位日漸增高——其原因大部分由於紐約貼現率降低。

創立金元匯兌基金

有一種特殊形態的國外匯兌業務頗值得我們的注意的。就是各國，或美國各領地，各領島向美國聯邦準備

銀行的各會員銀行發出的匯票，各會員銀行都有權承兌，而承受此項匯票之目的則在設立金元匯兌基金以應商業習慣上之需要。全體會員銀行承兌此項匯票之限度為彼等資本及贏餘總額之半，但任何一會員銀行承兌之限度則為全體會員銀行資本及贏餘總數之百分之十。此項匯票時間上的限制是三個月，但償付寬放期間不計在內；這種承兌匯票可以送到各聯邦準備銀行請求再貼現。欲承兌此項匯票之銀行須先向聯邦準備局請求，並須將該銀行所在區之商業習慣一併呈報，準備局或允其請求或拒絕其請求都不一定。

此項國外匯兌業務發生的原因由於運輸業業務不規則，該國輸出品之性質（工業品或農品）和其他種種因素使得進口商不容易買到金元匯票，或縱令能買得也很不經濟，美國的對外貿易因此遂有減少的趨勢。烏德氏（Word）曾有一說明解釋此項匯兌業務所以必要的緣故。

此項匯票和「銀行家長期匯票」（Bankers' long bill）略同，因為都是銀行向銀行發出的，而且都是在「承兌匯票市場」上經人承兌後方行售出的。但此項匯票發出的目的是在周轉實際上的國際商品貿易，而不是在做有價證券的投機。準備局曾駁斥各會員銀行不准其承兌英法兩國銀行所發出的這種匯票，因為商業習慣上沒有此項需要。但中美、南美或他國及其屬地所發出的這種匯票，則准其承兌。（註三）各銀行為設立金元匯兌基金而承受此項匯票，其承兌負債總額，截至一九三〇年九月三十日那天為止，約達六千三百萬元，而此數幾完全為紐約一城的各銀行所負擔的。

請舉一典型的說明，以示此項匯兌業務的利益。（註四）假定有一隻輪船由美國駛達中美的一個海港，船上

滿載貨物及郵件（所謂郵件當然包括各項單據及美國的出口商向中美主顧所發出的即期金元匯票等等。）在一二天之內，此項匯票即將持向「受票人」（Drawee）請求照付，於是所有的受票人勢必都要向匯兌市場上去購買金元匯票以便償付貨價。因此致使金元匯票有供不應求之勢。該地金元匯票的供給起於附近地方向美國的輸出貿易，而該地的銀行因對美有此項債權，故在紐約各銀行存有金元存款（就是金元匯兌基金——譯者。）但此項金元匯兌基金的供給，為數有限，而所有的受票人都競相購買，結果，求過於供，金元匯兌的價格勢將大漲，致令阻礙該地和美國間的貿易。但中美各銀行事先如果和美國的往來銀行商妥，請其予以承兌上之便利，則困難不難迎刃而解。此項手續如次：當地的銀行賣出金元匯票給當地的進口商，以便清償美國出口商向他們所發出的匯票。同時當地的銀行又向美國的往來銀行發出價額相同的見票後九十天付款的匯票——事先當然和美國的銀行有適當的接洽。金元匯票與九十天期匯票同時寄到紐約的往來銀行，往來銀行承兌這張金元匯票後，就把他送到準備銀行請求貼現，而將貼現所得的金元做為中美某銀行的存款。用以償付美國出口商向他們所發出的金元匯票。而在這九十天之內，中美某銀行將盡其所能，積集因對美國輸出貨物而發生的金元匯票，藉以建立存在紐約各代理銀行的金元存款。且在到期時用以兌付九十天期的匯票。這就是一國的出口貨價償付了一國的進口貨價。而且採用這種辦法，輸出貿易也就感到便利了。

（註一）這句話的根據是得自波士頓和紐約各銀行的消息。

（註二）看 Graham F. Towers, Financing Foreign Trade. (Montreal, Royal Bank of Canada, 1927) 第 100-

110頁。這本小冊子好極了，較之各銀行出版的其他小冊好得多。

(註三) 參 Parker Willis and William H. Steiner, *Federal Reserve Banking Practice* (New York, D. Appleton & Company 1926) 第575-576頁。

(註四) 參 *Wilbert Ward, Bank Credits and Acceptance*, (New York, Ronald Press Company, 1931) 第281頁-282頁。

第十六章 國外匯兌市場

前一章講的是國外匯兌票據。買賣國外匯兌票據的地方就是國外匯兌市場。現在應該研究這個市場的組織。

國外匯兌市場之特質

國外匯兌市場的第一個特質是：他是一個公開的市場。任何人只要有匯兌出賣，或有買匯票的代價，就可以直接去買去賣，毫無任何困難。就這一點來講，國外匯兌市場的性質和紐約證券交易所很不相同。我們如果要到證券交易所去買賣有價證券，事先須履行種種條件，例如：必須先買下一個地位，年齡須在二十一歲以上，並須先在交易所的規程上簽名，此外還有他種條件。但買賣外國匯兌就沒有這些限制。並且買賣外匯也不限定在一個地方，各大都市中差不多都有好幾處買賣外匯的地方。在歐洲大陸各地買賣外匯固然要限定非在證券交易所不可，但倫敦和紐約則決無此種限制。倫敦和紐約的外匯市場是全然公開的。

外匯市場的第二特質是：他是一個涉及全世界的市場（World Wide Market）。所謂涉及全世界的市場的意義是這樣的：這個市場所買賣的商品是世界各中心地都有得買賣的，而且這種商品的價格是決定於全世

界的種種條件和種種因素的。誠然，我們可以說紐約是美國外匯市場的中心，而許多小城市，如芝加哥，菲列得爾菲亞，舊金山等等都是紐約的附庸，但紐約的外匯市場又是全世界外匯市場的一部分。那就是說：紐約對各國的匯率是要受各國的種種條件和因素的影響的。例如，一九二三年英內閣某閣員的演說曾暗示英國應增發紙幣，結果竟致影響紐約對倫敦的匯率。又如，一九二四年麥克唐納當選時，許多英人覺得資本放在英國不如放在美國安穩，紛紛把他們的資本由倫敦移轉到紐約去，結果金鎊的對美匯率大大跌落。又如在熱內亞（Genoa）屢次舉行而屢次失敗的國際會議也足以影響匯率。所以如果我們說任何稍微重要的世界大事，都足以影響國外匯兌市場，並不算過於誇大。

最後，外匯市場也許是世界上組織最完密而感覺性最敏銳的市場。然則我們怎樣解釋這市場的希奇的組織和古怪的感覺性呢？

第一，外匯市場所以會有這樣敏銳的感覺性是因為在世界各匯兌中心替各銀行買賣匯兌的商人們都有非常敏捷的眼光和先見之明。這些商人對於國外匯兌業務曾受過長久而切實的訓練。他們對於賺錢的機會能夠迅速的看出，並且馬上就利用。藉着做裁定匯兌，買賣金融匯票和做兩重投機匯兌（Hedging in Exchange Operations），目的在使經營匯兌的買賣時自己不受損失——譯者）等等手段，他們能夠表現出匯兌率上種種因素的重要。

使得匯兌市場感覺敏銳的另一因素是各種匯率只要小有變動就能引起人們買賣匯兌。例如金鎊的匯率

只要有一分錢的十六分之一的變動，就能引起人們買賣金鎊以便獲利。這樣的變動雖然不是很大的價格變動，但已經足夠引起匯兌的買賣了。若和證券市場上的價格變動比較起來，自然這是很小的。在證券市場上除了美國政府的債券外，一切股票和債券的價格的最小變動量是十角二分半美金。

最後，可驚的電報電話系統（包括有線無線）使得消息傳達迅速到了極點，因此各匯兌中心（如紐約、倫敦、馬德里（Madrid）、柏林等地）間的距離已經縮到幾如一籬之隔。現在計量距離已經不用哩數而用分數（幾分鐘）了。紐約、倫敦間用電報完成一件外國匯兌業務所需要的時間，還不及走一哩路所需時間之多。就是匯兌中心和內地各城市間的距離也是很近，很近了，例如芝加哥的某銀行如想在倫敦或巴黎買賣匯兌，只須電知他的紐約往來銀行，然後再由往來銀行轉電倫敦或巴黎代理行代為照辦，不消幾分鐘就辦完了。

國外匯兌市場的職務

國外匯兌市場的職務是藉匯率的變動來促成國外匯兌上供求的均衡。國外匯兌市場是使對外的債權債務互相沖銷的一個手段。買主在這個市場上可以買到他所需要的匯票，以便償付對外債務，而賣主也可以在此出賣他的國外匯票，把匯票換成本國的通貨，銀行買到此項國外匯票，寄給外國支行或往來銀行，藉此可以積存一筆存在外國的餘款，以使用此項餘款為基金而出賣匯票，賣給那些要償還對外債務的人。例如，一個做打字機生意的出口商運貨給英國的進口商，向該進口商發出一張六十天期的匯票，拿到匯兌市場上去出賣，就馬上可

以得回貨價，該地的國民城市銀行如果買到這張匯票，可以在他的倫敦往來銀行積存一筆餘款；這時也許正有一個美國商人要買一張旅行家信用證書拿到倫敦去用，而數額正和這筆餘款相同。該行這時就可以用這筆餘款爲基金而賣出信用證書。

國外匯兌市場上的幾組人

在外匯市場上活動的人可以分爲三組：買主，賣主和替買主賣主做中人的商人。買主就是那些因爲某種原因而要購買匯票的人，他們買得匯票寄往外國以便償債。賣主就是那些出賣匯票的人，因爲他們有一筆對外債權想要把他兌成本國貨幣，最後就是買賣匯票的商人，他們有時可以歸入買主一組，又有時可以歸入賣主一組。例如，某銀行曾與他的倫敦往來銀行商定要出賣一張金融匯票，則某銀行將來就還得做一買主，因爲他早晚還須匯相當之款給他的往來銀行，以便與以前賣出的金融匯票沖銷。至於「通貨放款和金鎊放款」(Currency and sterling loans)情形也正相同。雖然這樣，但商人一組和買主賣主究竟仍有不同之處，因爲商人把買賣外匯當做他們的生意的一部分，而匯兌的買主賣主則不然。例如，某農業機器公司運曳引機到國外去賣，他所做的生意是製造和販賣曳引機，並非買賣國外匯兌(他固然也要出賣匯票——譯者按。但是一個大都會的銀行就把買賣國外匯兌當做他的業務的一部分了。所以我們把買主，賣主，買賣匯票的商人算爲三組是很有理由的。

國外匯兌的買主

國外匯兌買主中最重要的一組就是進口商，他們把進口業當做經常業務的一部。例如，某糖業經紀人向古巴訂購粗糖兩萬袋，然後再轉賣給製糖商。此項經紀人所做的生意僅以粗糖的進口和轉賣為限。至於各種大商業公司則僅把貨物的進口做為他們的生意的一部分。例如，橡膠輪胎公司直接向遠東的植橡膠人購買橡膠，然後把他製成輪胎。無論進口商是屬於前面一種，還是屬於後面一種，他們都要到外匯市場上去購買匯票以便清償進口貨的代價。換句話說，他必須要用輸出國的貨幣單位，或輸出商所能收受的他種貨幣單位來清償貨價。此項進口業每年進口的貨物達到很大的價額，在國外匯兌的需要總額中佔很大的百分比。例如，一九二五年美國的商品進口總額估計約達四十二萬萬元，即佔美國進口總數百分之六十三。

在歐戰以前，美國是一個債務國，蓋美國發展經濟所用的資本，大半是向外國出售有價證券而來的。英、法、德三國的投資家都曾購買大量的美國證券——無論是鐵路證券還是工業證券。當時美國償還此項債務的辦法是向外輸出巨量的貨物。但自大戰爆發直至大戰結束以後，情勢立變。美國由債務國一變而為債權國，投巨額的資本在外國證券上面，因為各國政府及企業界都很需要資金。甚至在大戰當時，各國政府也曾向美國推銷巨額的證券，而至大戰過後，仍繼續推銷如前。其後各國的地方政府和企業界也向美國推銷證券，而且為數更巨。此項證券利率很高，抵押穩固，償還本利又以美金計算。而各國又都把美國看做最便宜的資金市場，故此項證券在美

國推銷的市場，愈來愈擴大，而發行額也愈來愈多了。

代銷此項外國證券的投資銀行，在公債勸募完畢之後，就要購買發行國的匯兌，然後將買得的匯票匯給此項公債的發行者。這樁業務暫時就告終結。至於募集此項公債的外國公司當然也要在他本國購買金元匯兌，以便寄利息給公債持有人，或到債券滿期時清償本金。

但銷售外國證券不一定會引起匯票的購買。在美國發行的各國公債有許多是運回現金以作代價的，各國政府就利用此項運回的現金充實他們中央銀行的鈔票準備和存款準備。例如，一九二四年德國政府的外債券在美發售額約達一萬一千萬金元，又一九二五年意國政府的外債券在美發售額約達一萬萬金元，就都沒有引起各銀行來購買德國馬克或意國里拉 (Lira) 的匯票，因為此項債券的賣得金大都是採取現金的形式，各國政府利用此項現金來充實他們中央銀行的準備，或維持他們的通貨在國際匯兌市場上的平價。

當美國購買外國有價證券的風氣尚未盛行之前，即當歐戰時期，美國也曾大批的買回本國的有價證券。而當時只有紐約證券交易所一家開着，外國的投資家既然都願意把所有的證券兌成現金，自然是羣趨於這個市場。當時此項賣還證券的風潮擴大到交易所也不得不關閉了。但是，後來在英國政府對於購買外國證券的所得課以重稅時，還有一個新的賣出外國證券的風浪。某人曾研究這段「賣還美國證券給美國人」的歷史，據他估計：當大戰時期，美國買回本國證券的價值約達十五萬萬元，等於美國證券在外發行總額的百分之五十六；又當一九二五年時，美國買回證券的總額約達八千萬元。

購買證券的結果是提高了美國對投資國的匯率。當一九一四年七月底美國對英匯價異常上漲一部分的原因就由於購買英匯寄給英國的債券者。

外匯市場上的第三組買主是那些按期匯寄利息或紅利給外國投資家的商業公司。美國既然買回了大批的本國證券，此項利息或紅利的匯寄在外匯市場上所佔的地位較之以前已經是大大地低落了。不過一九二二年和一九二三年外國購買美國有價證券的風氣一時又行旺盛。並且英國的投資家仍擁有大量的美國股票和債券。發行此項證券的公司必須按期匯寄利息或紅利給外國的投資家。這些公司或自己直接到外匯市場上去購買各項匯兌——金鎊，法郎等等——或托銀行代買都可以。據國內外貿易局 (Bureau of Foreign and Domestic Commerce) 的估計：一九三〇年匯往國外的利息和紅利總額約達二萬三千七百萬元。

近年由歐移植美國的僑民匯給在歐親友的款數日益增加，也成爲國外匯兌上一項很大的需要了。據國內外貿易局的估計：一九二五年度此項匯款數額達三萬一千萬元。同年爲補助慈善事業和宗教事業而匯往歐洲的款項也達五千萬元。此項匯兌照例均由各銀行經手，各銀行當然要到外匯市場去購買所需的匯兌。

還有一類外匯買主就是那些購買匯兌以便清償外國勞役的人。這一類又可分爲兩小類：一類的人因利用外國的輪船而須償付運費，另一類是償付外國人替美國旅行家所做的種種勞役。

美國的私營海運事業近年日漸發展替本國裝載不少的貨物。但現在仍有許多外國輪船替美國裝載貨物。此項勞役是一項無形的進口，也是一項必須償付的債務，故債務人必須到外匯市場上去購買所需的匯票以便

償還。

每年到國外去旅行的美國人士愈來愈多，對於購買各國匯兌也有很大影響。出外旅行的人所以會有這許多，一部分由於匯率的跌落。美國人既到國外去旅行當然要向外國人購買各種勞役和貨物，所以實際上也就等於輸入這許多勞役和貨物一樣。據一九三一年度美國國際貸借對照表的估計，此項勞役和貨物的代價約達六四〇，〇〇〇，〇〇〇金元。

有些國外匯兌商也會是最後的買主。例如，某銀行曾與倫敦往來銀行商借一筆款項，托其在倫敦市場上代為轉行貸出，到後來他當然要買金鎊匯兌以便清償。同樣，某銀行如曾發行金融匯票，到匯票滿期之時，也要購買匯兌以便抵銷。

有些時候，各國政府也會是國外匯兌的最後買主。就現在的情形而論，這句話雖然不能用在美國政府身上，但能用在好幾個政府的身上，特別是英、比和其他幾個。當歐戰時期，這幾個曾向美政府借去巨額的款項，已經好久未曾支付利息了。最後在英國的領導下，各國政府多半已允償還所欠本利，與美政府商定分期償還辦法，所以英政府每年要在外匯市場上購買巨額金元匯兌寄到美國償付一年兩次的攤還額。別國也是一樣。

各國政府購買此項巨額金元匯兌也許會把外匯市場暫時擾亂一下。所以和各國償還債務有關的一個大問題就是怎樣纔可以轉移這筆巨款而不致過於激烈的擾亂匯率。

國外匯兌的賣主

以上所述都是關於國外匯兌買主的事情。當然還有賣主——就是那些對於外國主顧有債權，持有國外匯兌票據要出售的人。正如美國的進口商和其他的人要購買國外匯兌以便償付貨物，資本和勞役的代價一樣，當然也有許多美國人要出售國外匯兌以便取回他們向外國輸出的貨物和資本的代價。

國外匯兌賣主中最大的一組就是各種貨物的出口商。美國向世界各地輸出巨額的穀物，銅，農業機器，煙草，摩托車及其零件和其他種種商品，此項輸出當然要取回代價的。取回代價的辦法普通都是向外國的進口商發出匯票，拿到外匯市場上去售賣。美國的進口貨大多數是在秋季包裝起運的，而這時恰好也正是美國向海外輸出棉花和穀物的時候。出口商人只須做一張匯票，照當時匯率賣出，他的交易就算終結了。一九三一年美國的商出口總額，據估計是四十一萬萬元——約佔一切出口總額的百分之四十九。

還有一組賣主就是輸入資本的人。這些輸入資本的人普通都是向證券的買主發出匯票，把匯票連屬在證券上面，拿到市場去賣。在大戰以前美國向外國銷售有價證券為數甚巨。據喬治·伯士爵士(George Parish)一九〇八年的估計：外國人投資在美國證券上面的總額達六十萬萬元，而在此總額中，英國人的投資額據說竟達四十五萬萬元。大戰期中各國購買美國證券的風氣幾至完全停止。但一九二五年時美國輸出證券的價額竟又達四萬萬元。

有許多匯兌商他們自己就是匯兌賣主。例如，當美國的利率較高於英國的時候，在外國存有款項的銀行必定要憑此項款項發出匯票然後拿去出售，以便將款項移回本國，在本國市場上貸出而獲較高的利息。同樣，各銀行發出金融匯票也足以增加匯票的供給額。他們發出金融匯票的目的，普通都是希望將來能以較低的匯價補進，以便於一出一入之間博取利益。當他們發出匯票時也要拿到外匯市場去賣，正如因輸出棉花或銅而發出的匯票一樣，也足以增加匯票的供給額。這種流通資本的活動非常迅速，蓋國際銀行家非常注意利率的變動，並且對於轉移流動資本即可獲利的機會都很機警，決不肯輕易放過的。

國外匯兌商

「國外匯兌商」(Foreign Exchange Dealers) 這個術語可以用來表示兩種不同的意義。一種意義是把所有買賣外國匯兌的銀行、金融機關和居間人等等統統包括在內；另一種意義是僅指那些專做買賣外國匯兌生意的個人和莊號。第一種意義是很廣泛的，第二種意義則比較狹窄一點，本書各處應用這個術語時，除非有特別聲明，都是取第一種意義。

做國外匯兌生意的商人很多，就好像做股票債券生意或做鞋帽生意、穀麥生意的商人一樣的多。每一個商人也許會同時兼做買和賣兩方面的生意。例如，紐約某銀行也許在同時買匯又賣匯。或在某一個時候，這個銀行特別願意購買金鎊匯兌而不願購買他種匯兌，因為他所存有的他種匯兌已經是供足應需了。或在某一個時候，

他特別願意賣匯而不願買匯。就好像做他種生意的商人，他所打算要買的一定是很容易賣出的，國外匯兌商也是一樣，他所要買的匯兌也必定是需要最高，或以國度，期限等等而論是最合乎他的需要的。

都市商業銀行

大的都市銀行如同國民城市銀行，担保信託公司及其他等等都特設有外國匯兌部，專做買賣匯兌的業務。這種銀行在外匯市場上很佔重要的地位。這些大銀行每天在市場上買賣匯兌的約有五家至十家之多。他們之中有的在國外設有好多分行，有的在世界各地都有代理行。這種銀行對於大小顧主都能應其所需：無論是要匯錢到倫敦去的小顧主，還是做進出口業的大顧主，他們都能替他服務。

這些都市銀行大都和內地的小銀行訂有代理的合同。我們在小銀行的廣告上往往可以看見寫着買賣匯兌字樣。這些小銀行差不多都是替紐約各大銀行做代理的職務，大銀行和他訂有合同，準他出賣向歐洲各重要金融中心發出的小額即期匯票。這些小銀行不過是替紐約的大銀行擴充了活動的區域罷了。他們所用的匯率是按日或按週得之於大銀行的。蓋此項業務的性質都是很機械而簡單的。

私立銀行

大的私立銀行，普通做投資銀行業務的，是國外匯兌市場上的另一組。這種銀行普通都是不成法人組織的，

往往因為做投資業務也連帶着做匯兌業務。其中最著名的就是摩根公司 (J. P. Morgan & Company) 和 勃郎兄弟公司 (Brown Brothers & Company)。例如，某外國政府委托這種投資銀行替他銷售公債票，投資銀行銷售公債票所得的價款就用來購買向該國（即債券發行國）發出的匯票。當大戰時，此項交易對於匯率的穩定作用是很關重要的。當時摩根公司曾以四·七六元一鎊的匯率購買鎊匯。即當世界各國都已恢復了金本位的時候，此項辦法仍時被人採用。這種投資銀行有的也發行旅行家信用證書，或替顧客買賣匯兌，或代外國的借款人支付債券的利息。他們在外國往往有支行或代理行替他們工作。

商人和經紀人

本節所述是指狹義的「國外匯兌商」而言。此項商人照例是專門做國外匯兌的生意，事實上也是外匯市場一個非常寶貴的助手。他們很少自行買賣匯兌，普通都是替內地的大商業公司做代理，因為這些大商業公司，無論是買賣匯兌都需要一個專門家替他們照料。設美國中西部 (Middle West) 某機器製造廠販賣一批機器給倫敦的某店，當即向該店發出一張匯票。這個製造廠如和紐約的銀行沒有往來關係，勢必要找一個匯兌商替他辦理匯兌事務。這時該廠即將匯票寄給匯兌商托他設法以最有利匯價，在紐約市場上賣出。匯兌商或親往尋求買主，或以電話通知各買主，設法將匯票按最有利的價格售出。我們可以再由住居內地的進口商的立場來看一看匯兌商的工作。設住居內地的某進口商擬買埃及產長纖維棉花，並已用金鎊開出所願出的價格。他輸

入此項貨物是否有利要看三個月後的金鎊匯價如何，因為那時正是他須要清償貨價（即是付清賣主所發出的匯票）的時候。於是他就委托與他常有往來的匯兌商，以最有利的價格買入金鎊的遠期匯兌，如果不能以最有利的價格買入，他也許就要打消他的輸入計劃了。匯兌商有時也替國內各地的小銀行做此項工作。

匯兌商很受各大銀行的歡迎，因為他常常替他們買到正在需要的某種期限的匯票，或替他們賣掉某種匯票以應顧主的需要。匯兌商做這種工作是要受取佣金的，不過佣金很輕微，而且他能替顧主以最有利的價格買賣匯兌，所以受取輕微的佣金，也是很正當的。

和這種匯兌商有密切關係而往往被人誤稱為匯兌商的就是匯兌經紀人。他們單是往來於銀行之間，調查匯兌的供給額以及賣價買價等等，調查清楚之後，他們往往就可把買主和賣主拉攏到一起。他們做這種工作要受取很少的佣金，或獲得賣價買價間之差額。不過各銀行現在多用電話做這種傳達消息的工作，所以他們在匯兌市場上的地位已經大不如前，也許這種生意不久就會被淘汰了。

外國銀行

外國銀行和美國的外匯市場有直接間接兩方面的關係。直接關係是起於外國銀行在美國設有辦事處，此項辦事處大都設在紐約，所以要受紐約州法律的管轄，照該州法律是不準外國銀行設立分行的。（註一）

此項辦事處的業務範圍，照法律規定，應限於以下幾種：匯票的買賣和收賬，領受款項，用信匯，電匯，支票或其

他方法移轉到他地；發行信用證書；做金鎊放款或其他貨幣放款。此外，其他一切銀行業務都禁止兼營。但此項辦事處的工作，普通多僅限於匯票的買賣和收賬一種。他們所以能够在外匯市場上做著有用的工作，也正因其有此項能力，雖然他們的工作範圍是很狹窄的。

外國銀行和美國的外匯市場尚有一種間接的關係，蓋許多外國銀行都在紐約有其往來銀行，這些往來銀行時常替外國銀行收買承兌匯票。商業銀行和私立銀行營此項業務，其數目究達若干雖不可知，但據說是很大的。世界各大中央銀行差不多都和紐約的聯邦準備銀行成立了往來銀行的關係，所以間接也就是和各聯邦準備銀行都有往來關係。各國的中央銀行在紐約的聯邦準備銀行存有存款，時常托他代買「銀行家承兌匯票」，不過這種承兌匯票必須是經過聯邦準備銀行的裏書的。各聯邦準備銀行的每週報告上都把這個項目當做一筆替外國往來銀行購買匯票的臨時負債。各聯邦準備銀行此項負債的總數，在一九二六年十二月最末的一天約達五千九百萬元；一九二七年增加到二萬二千九百萬元；一九二八年增加到三萬二千四百萬元；一九二九年增加到五萬四千七百萬元。事實上，一九二九年十二月三十一日外國銀行所持有的此項承兌匯票的數目較各聯邦準備銀行所持有的約多一半。各國中央銀行大批收買此項承兌匯票的結果，使得「承兌匯票的貼現率」(Acceptance rate) 減低，亦即使美國的對外貿易能用較低的利率而獲得周轉，故結果等於幫忙美國的製造家和農人找到國外市場。

承兌莊

承兌莊的發達是近十年來（或自聯邦準備制度產生以來）外匯市場的發展上一件顯著的事情。此項承兌莊的業務是承兌人家向他們發出的匯票，並買賣承兌匯票。全國到處都有他們的顧客，他們時常郵寄一種表格給顧客，上面載明各種承兌匯票的貼現率和期限。他們的顧客之中，有商業銀行，有儲蓄銀行，有公司，有投資家。凡是聯邦準備制度的各會員銀行都歡迎把這種承兌匯票當做很好的投資途徑，因為他們時常可以用便宜的貼現率把承兌匯票賣給準備銀行。各儲蓄銀行在承兌匯票上的投資額也日漸增加，蓋許多州已經准許他們收買承兌匯票了。並且儲蓄銀行若打算把他們投資的一部分放在短期而流動的票據上，當然也要把承兌匯票看做理想中的投資工具。

此項承兌莊，可遵照州的法律，或美國的法律組織起來。他們的股東或是國民銀行或是外國銀行，或是州立銀行；或以上各項銀行聯合而做他們的股東。例如國際承兌銀行（International Acceptance Bank）是一九二一年遵照紐約州的法律而組織的，資本一千零二十五萬元，專營承兌業務。他的股東有幾家是國民銀行，有幾家是州立銀行，有幾家是信托公司和投資銀行，還有幾家是公營和私營的外國銀行。

此項承兌莊除了做承兌業務之外，往往聯帶做買賣外匯和周轉短期國外貿易的業務。此項承兌莊營業在倫敦有很長的歷史，並且對於發展倫敦的金融勢力也有很大的幫助。

大的承兌莊如貼現公司 (Discount Corporation) 波士頓蘇模公司 (Shawmut Corporation of Boston) 等等都存有大批的承兌匯票，各種期限和各種面額無不俱備。此項承兌匯票就是他們的商品。不過除非他們能以較低的利息（較低於承兌匯票的貼現率）向銀行借得資本，則他們經營此項生意是很不合算的事。實際上，他們向銀行借款的利率，向例雖較承兌匯票的貼現率為低，但有時銀行放款的利率，卻會由於種種因素，竟較匯票的貼現率還要高。

如遇這種情形，承兌莊有兩個辦法：一種是照當時行市把匯票立刻賣給聯邦準備銀行，或和聯邦準備銀行訂立一個暫時賣出而將來還可以買回的合同。照此項合同，賣主如欲買回，須在十五日以內，這種辦法使得承兌莊能以極合算的利率獲得支持營業的款項，以便渡過這種異常的局勢，等到金融市場局勢改變回來，承兌莊便能再從其他銀行借得款項，買回匯票，不過須依照賣出到買回的期日支付相當的利息給聯邦準備銀行罷了。這種辦法不僅有利於承兌莊，即對匯票市場亦大有助。這種辦法開始實行的時候是一九二九年十二月，同年十一月二十七日各聯邦準備銀行所持有的此項訂立買回合同的承兌匯票約達六百九十萬張。到同年十二月三十一日已達一萬五千五百萬張了。各聯邦準備銀行所持有的承兌匯票的數額所以會有這樣大的增加由於金融市場上的種種情形。是年十二月「短期通知放款」（包括新的和繼續的放款）的每週平均利率，最低是百分之四·五〇，最高是百分之五·六六。而同月中，上等「銀行承兌匯票」的每週平均貼現率，最低是百分之三·八五，最高是百分之三·九七。

在這種情形之下，承兌莊如以承兌匯票為抵押而向普通市場上借款，則所需之利率較之承兌匯票的貼現率為更高。所以為經濟的打算，他還不如把承兌匯票按百分之四的貼現率立刻賣給聯邦準備銀行，或在訂立買回合同下賣出。結果，各承兌莊果然都以買回的合同賣出了大批的承兌匯票。一九二五年各聯邦準備銀行所買此項承兌匯票的總額中，約有百分之四十三是和承兌莊訂立了買回合同（十五天期）而買進的。（註二）

聯邦準備銀行

十二家聯邦準備銀行在外匯市場上雖只是站在幕後活動，但卻居於重要的地位。現在我們姑且把聯邦準備銀行的組織和歷史留待後面講述，先講一講聯邦準備銀行和外匯市場的關係。他們宛如銀行的銀行，在外匯市場上既有直接活動，也有間接活動。他們的直接活動權力是根據聯邦準備制度法的第十四條。據該條的規定，他們有如下的權力：

「在國內外的普通市場上，向國內外的銀行、莊號、公司和私人買賣電匯，承兌匯票和各種匯票。」

他們把此種業務叫做「普通市場業務」(Open-market Operations)。此種業務必須遵守聯邦準備局的種種條例和限制。各聯邦準備銀行所買的國外匯兌票據也必須合乎某種規定。上項條文所規定的是聯邦準備銀行和市場間最重要的幾種業務，因為聯邦準備銀行的業務大多數是把會員銀行當做對手，但本條文所規定的種種業務就不僅僅把會員銀行當做對手，卻同時還和非會員銀行發生關係。所謂非會員銀行不僅包括

州立銀行，還包括大的私立銀行，外國銀行的代理處以及大的承兌莊。換句話說，各聯邦準備銀行能夠向美國境內的任何銀行買賣合宜的國外匯兌票據。

各準備銀行所以要常常到市場上買賣外匯票據的目的，一部分是要利用遊惰的資金，一部分是要獎勵「銀行家承兌匯票」的用途，因為他們以為這種辦法無異獎勵金元匯兌。金元匯兌能否在外匯市場上佔得優先的地位和此項承兌匯票有無買主大有關係。尤其在聯邦準備制度開始實行的時候，情形更是如此，因為那時各大銀行還沒有養成購買金元承兌匯票的習慣，所以訓導的工作是很需要的。於是大家都以為最好的辦法是由這十二家聯邦準備銀行出頭到市場購買承兌匯票，以提高此項匯票的地位而推廣其用途。所以聯邦準備制度施行的初年，各聯邦準備銀行時常到市場上購買「銀行家承兌匯票」。尤其是紐約的聯邦準備銀行，更是時常替他自己或替其他準備銀行做此項購買的工作。這種辦法可以獎勵人們用承兌匯票做為周轉國際貿易的工具，無異替承兌匯票開一市場。

在聯邦準備制度施行的頭四年裏，為周轉國際貿易而購買的此項「銀行家承兌匯票」的數額究達若干，不得而知。我們只知道各聯邦準備銀行購買「銀行家承兌匯票」（兼包括國內匯票和國外匯票）的總數，一九一五年是六千二百萬元，一九一八年增加到十七萬五千萬元。一九一九年各聯邦準備銀行為周轉國際貿易而購買的「銀行家承兌匯票」約達二十萬萬元。一九二五年購買的總價值幾達三十萬萬元。在這三十萬萬元之中，購自非會員銀行和匯兌商的約達二十萬萬四千萬元。用為周轉國際貿易的工具的約達二十萬萬一千

三百萬元，即合總價值的百分之六十八。

這十二家聯邦準備銀行和外匯市場間也有間接的關係，他們只要遵守某種業規就可以貼現國外貿易上的承兌匯票。他們還可以貼現各種創立金元匯兌基金的匯票，但須遵守聯邦準備局所規定的各種條件。在這裏，各準備銀行仍然是以匯兌票據買主的資格而活動的。他們可以替各會員銀行貼現此種票據。各會員銀行既知此種票據有貼現的地方，當然願意購買，以便做為投資的工具。他們買了以後，即可持向準備銀行請求貼現，把貼現所得的代價存在準備銀行，做為準備金，或取回聯邦準備證券做為代價亦可。

但是聯邦準備銀行如果要想獎勵人們利用承兌匯票，或用金元匯兌周轉國際貿易，還得要更進一步進行訓導的工作和法律上的力量無論怎樣必要，究竟還不及價格和利潤問題能够感動銀行和商人。於是各準備銀行就更進一步給此項承兌匯票以較優異的貼現率。換句話說，就是準備銀行收買或貼現一張九十天期的「銀行家承兌匯票」所索的利率，較之一張農業票據或商業票據來得低些。也就是說：商人和銀行如果用「銀行家承兌匯票」，他就能以較低的利率而獲得所需的資金。一九二五年各聯邦準備銀行購買此項承兌匯票所賺的平均利率是百分之三·一七，而同年貼現各種票據所賺的平均利率是百分之三·六七。準備銀行給承兌匯票以優異的貼現率，理由是由此項匯票的流通力大而穩固。而此項優異的貼現率對於獎勵金元匯兌和「銀行家承兌匯票」的用途上也有很大的幫助。

根據聯邦準備局最近的報告，聯邦準備銀行購買承兌匯票的影響，大要如下：

「準備銀行收買承兌匯票的作用使得聯邦準備制度能和市場的各部分發生關係，不僅會員銀行而已。準備銀行對於各種承兌匯票，只要按照他的買價，是很願意收買的，所以凡是承兌匯票來周轉生意，或以承兌匯票爲投資工具的，都能找到一個穩固的市場了。如果他們打算在匯票滿期之前，把匯票出脫，準備銀行所索的利率是很有一定的。準備銀行收買承兌匯票的政策，對於匯兌市場的發展上，和免得匯價發生激烈的動搖上，具有很大的幫助。故商人們如果要得到周轉農業出口或其他出口的資金，只須照顧準備銀行，則其所費的代價一定是很低廉而且固定的。其次，美國承兌匯票市場的發展使得美國人容易用金元匯兌來周轉國外貿易，因爲金元匯兌藉着上項作用也可以獲得一個很好的市場了。換句話說，發展美國金融市場的問題，藉着聯邦準備銀行的上項活動，已經解決了一大半了。」（註三）

（註一）因爲法律上有這種限制，所以外國銀行也有用州立銀行或信託公司的名義在紐約設立附屬銀行的。這種附屬銀行，因爲股東的關係，其管理權操之於外國銀行，卻又能享受國內銀行的特權。在美國境內也有幾家外國銀行的支行。關於此點可參看 C. W. Phelps: *The Foreign Expansion of American Banks* (New York, Ronald Press Company, 1927) 第 197-208 頁。

（註二）參看 *Twelfth Annual Report of The Federal Reserve Board* (1925) 第 10 頁。

（註三）同上。

第十七章 國外匯兌率

國外匯兌率是國外匯兌中最重要現象，因為匯率不僅對於輸出入貿易有很大的影響，就是在各種工業裏面和貨物的消費上面也要靠他來決定資本和勞力的用途。匯率所以會有這樣大的勢力，因為他是一種價格。各種價格的職務都在指導經濟行為。當歐戰之後，德國馬克的對外匯率大形跌落，曾跌到一千萬馬克纔值美金一元，所以那時候到德國去旅行非常便宜，輸入德國貨也異常賺錢，同時也成為大大的擾亂工業均衡的要素之一。由此可見匯兌率勢力之大，而在國外匯兌這個總題目之下，最重要的問題也就是：匯兌率由什麼來決定。

各種匯票的匯率

我們討論外匯匯率最好是先考究各種國外匯票的匯率有什麼不同。下面所列的匯票行市採自紐約時報，是一九二六年九月十八日美國向英國發出的各種匯票的匯率：

卽期.....	四·八五一二五元
電匯.....	四·八五五元
六十天期商業票據.....	四·八一元

九十天期商業票據……………四·七九一八七元

這裏我們應該注意的是：以上四項同是美國對英國的匯率，卻有高低之別，由最低的四·七九一八七元到最高的四·八五五元，計每鎊相差美金六分之多。爲什麼會有這樣大的差別呢？

在指的一天，向同一個國度發出的各種國外匯兌票據，所以會有不同的價格，一個原因是時間問題，另一個原因是貼現率。電匯是最貴的，因爲電匯在極短的時間內即須付款——僅僅需要由紐約打電報到倫敦的時間。所以電匯的匯率必須足夠償付電費纔行。電匯的受款人在幾分鐘之內即可取得匯款人所匯的外國貨幣。由於這種原因，電匯當然要比別種匯兌貴了。

即期匯票照票後即須付款。在前幾章裏已經講過：即期匯票是用郵寄的辦法，匯票的持有人只要持票請求付款，就可以馬上得到匯款。由紐約郵寄即期匯票到倫敦所需的時間不過是五天或八天。賣匯票的銀行賣了匯票之後，可以利用這筆款項到五天至八天之久，而且無需電費，所以即期匯票比電匯賤。

至於六十天期和九十天期匯票的匯率所以不同，是由於時間和貼現率的原故。事實上這就和貼現一張六十天期的票據與貼現一張九十天期的票據之不同是一樣的。九十天期的期票，其現在價值不及六十天的期票那樣大，所以九十天期的匯票當然也要比六十天的匯票賤些。至於二者果然各值若干，則決定於倫敦市場的貼現率。假定貼現率很低，譬如如百分之四，則九十天期匯票的現在價值一定和他的額面價值相差不遠，但如果貼現率是百分之六，那他的現在價值就要更低一些了。換句話說，高的貼現率降低了定期匯票的現在價值，低的貼

現率提高了定期匯票的現在價值。就因為這個原故，所以做國外匯兌的商人纔深切注意倫敦市場的貼現率。以前金鎊匯票所以會那樣通行就由於倫敦的貼現率很低。在世界大戰之前很久的期間之內，倫敦的貼現率在國際金融市場上要算是最低的。

假定在某日紐約向倫敦的上等即期匯票的匯率是四·八六元，而此項匯票在倫敦的貼現率是百分之四，試推算一下六十天期的上等匯票匯率是多少？

即期匯票..... 4.861元

扣除4.86元63天（中有寬放期三天）的利息利率4%..... $\frac{0.03326}{4.82664}$

再扣除英國印花稅（面價百分之一的二十分之一）..... $\frac{0.00243}{4.82421}$

取其約計數是4.82 $\frac{28}{8}$ 元

再假定倫敦金融市場的貼現率，因為種種原因騰漲到百分之六。如果即期匯票的匯率依然如前，六十天期匯票的匯率是多少呢？

即期匯票..... 4.861元

扣除4.86元63天的利息利率6%..... $\frac{0.0503}{4.8097}$

再扣除英國印花稅（面價百分之一的二十分之一）..... $\frac{0.0243}{4.80727}$

在這種情形之下，上項匯票的匯率，因為倫敦市場的貼現率增加，跌落到四·八〇七又四分之一元，即每鎊計跌落美金二分。假如倫敦的貼現率跌落百分之二，則利息將正等於貼現率百分之四時的一半。故六十天期匯票的面價將變為四·八四〇七九元。

承兌匯票的貼現率 (Acceptance rate) 隨金融市場的一般情勢而轉移。紐約市的通知放款利率 (Call Loan rate) 如果繼續騰漲，也會影響貼現率而使之騰漲，因為票據市場和通知放款市場都競爭著要利用剩餘資金的原故。我們可以引用一九二九年的事實來證明以上這句話。當時紐約市的通知放款利率騰漲得非常之高——甚至高到百分之二十——而此項通知放款的平均利率又較票據的貼現率為高。結果，票據貼現率當然要騰漲。而六十天期和九十天期的金元匯票，在倫敦並不能有這樣高的貼現率。在證券市場崩潰，信用狀況漸漸鬆弛之後（那時正是一九三〇年九月的時候），紐約的九十天期上等匯票的貼現率約跌落到百分之二，而倫敦的貼現率則較百分之二稍高一點。貼現率有此項變動的結果，使得匯率漸和法定平價相近。

金本位國間的匯兌率

還有一個問題應該討論的就是：「決定外匯匯率的基本原因到底是什麼？」為什麼在大戰以前紐約的對英匯率老是徘徊於四·八六元左右？為什麼不低些也不高些？還有一層，當戰後期間匯率為什麼會落到三·五〇元？又決定紐約和上海間的匯率的最主要原因是什麼？

如要解答這些問題可以先假定三種情形而觀察在這三種情形之下的匯兌率是怎樣：(一)兩國都是金本位；(二)一國是金本位一國是銀本位；(三)一國是金本位一國是不換紙幣本位。

金本位國之間的匯兌率決定於國外匯兌的供求關係。金鎊匯票的供給額如果增加，賣主間必因此而引起競爭，則匯率將趨跌落。金鎊匯票的需要額如果增加，買主間必因此而引起競爭，則匯率將趨騰漲。簡單的說，外匯匯率也是一種價格，和一切的價格相同，都是決定於供求的關係。

國外匯兌的供給受輸出貿易的影響。至於那些人是國外匯兌的供給者，上文已經講過了。最重要的就是出口商。他們常常憑他們的出口貨而發出匯票，把匯票賣給匯兌商。這種業務的影響在美國特別顯著，因為美國的出口貨以農產品為大宗，大都是在秋季出口，所以每年秋季，國外匯兌的供給必定增加，匯率必然下落。例如，一九二五年秋季，因金鎊匯率之跌落，竟有大批黃金由英運美。

其次，美國證券的銷售也足以增加外匯的供給額而使匯率下落。銷售證券的辦法，最常用的是向買主發出匯票，拿到匯兌市場去賣。克勞斯氏 (Cross) 曾引證一九一三年十月五百萬元 (Interborough Rapid Transit) 公債的銷售作為引起金鎊匯率跌落的重要原因之一。(註一) 還有種種事情和此相仿也會影響各種匯率。

影響匯票供給的其他因素還有裁定匯兌，金融匯票，前面已經講過。此外還有為應付非常局勢而向英國各保險公司發出的匯票等等。

國外匯兌的需要

外匯需要的主要來源是商品和證券的進口。美國現在還需要從國外輸入大量的貨物（一九二六年中有幾個月美國的進口量竟超過出口量。）買主爲了支付進口貨的代價往往不得不購買所需的匯票，如金鎊，法郎，馬克等等。這種辦法有提高匯率的傾向。

美國輸入各國證券的激增情形在前幾章裏已經討論過了。支付證券的代價所用的辦法也往往是購買發行國的匯兌。至於美國買回本國證券究有什麼影響，這裏可以略舉幾個例子。當一八九六年時美國大有採行複本位制的趨勢，於是各國人多把以前買的美國證券賣還給美國，因此使得紐約的對英匯率增高。又當一九〇七年的恐慌時期，各國人向紐約市場傾銷證券，使得金鎊匯票的需要非常迫切，當時的電匯匯率竟漲到四·九一元。又當一九一四年秋季，歐洲人士都想把證券變成現款以致使紐約市場上的外匯需要騰漲到空前的高度。

此外如支付本國證券所欠各國的本利，僑民匯款，爲旅行家而匯的款項等等，也都可以增加外匯的需要而提高匯率。

金本位國間匯兌率的變動常常要受現金運送費的限制。英美間的法定平價是四·八六六元（等於一鎊）。這個數字算法是用美金一元中所含純金量（即二二·二二格令）除英金一鎊中所含純金量（即一一·三〇〇一格令）而得。至於美德，美奧，與其他金本位國或金匯兌本位國間的法定平價算法也是一樣。設有某進口

商擬匯英金一鎊到倫敦去，他發現銀行的賣價是四·九一元（等於一鎊），但同時他也知道如果購買現金運往英倫，連包裝費、保險費及途中利息的損失在內，一共不過四·九〇元一鎊，那末，他這時一定是運送現金而不購買匯票，因為運送現金比較要便宜些。假如匯率高過現金輸送點，銀行家也可以在本國收買現金，運金出國，然後再憑此項現金而賣出匯票。一八九三年恐慌期中的情形就是如此。那時金鎊匯率非常之高，所以有一個咖啡進口店拿綠背紙幣到國庫中兌換現金，運送國外，再憑此現金賣出匯票以獲利。可知運送現金的費用替匯兌（對金本位國的）的價格加上了一層限制。

但運送費是常常在變動的。正如貨物的價格隨成本而變動一樣，運送現金的價格也是隨着種種費用而變動。保險費或者因為有某種危險而驟然增加，運送費或者因為船隻稀少而提高，利息或者因為中央銀行要保護準備金的原故而漲高。這種種的因素，或僅其中之一發生作用，或所有因素一齊發生作用。假如同時發生作用則運金的費用或者會增加得很多，而匯兌率的上下限制，會變得距離很寬。例如，當大戰中保險費因為有敵艦掠奪的危險而致增加，同時運費也增多了，利息也騰貴了；所有這些因素同時影響運金費用。

大量運送現金有減少外匯需要而壓低匯率的傾向。因為運金的原故，匯兌商人不得不競相減低匯價，結果，對英匯價自然要低落了。但如果運金的結果，尚不足壓低匯率，則他種經濟的力量將發生作用。其中最要的一種就是貼現率的變動。

運送現金有減少準備金的傾向。假如現金長久的流出，中央銀行的準備金必定因之而減少，為保護準備金

計，中央銀行勢必提高貼現率。中央銀行的貼現率一經提高，勢必影響市場，使市場上的利率也提高。如果倫敦市場上的利率提高到相當的程度，則紐約各銀行，與其由英運金回美，反不如通知倫敦的往來銀行（或支行）叫他把現金在倫敦市場上放出，以便乘機獲得較高的利息。也許倫敦市場上利率的增加不僅足以使現金不離倫敦，進一步且足以吸收他國的現金到倫敦去。一九二五年秋季曾發生過這種情形。當時倫敦的市場利率較紐約的市場利率為高，結果，由紐約運往倫敦的現金，據估計約有十萬萬至二十萬萬元美金之多。這種辦法會增加金鎊匯票的需要，有提高匯率的傾向，最後足以遏止現金的輸出。

現金運送與外匯匯率

關於現金運送有兩個錯誤的觀念：第一個是把現金輸送點看作容易測定而又十分靜態的；第二個以為現金運送是由個人或私的商企業所主動的。這都是不對的。現金運送點隨種種的因素而變動。第一個因素就是運費。輪船業同業間競爭此項生意很是厲害，所以他們情願減低運費以便兜攬生意。這也足以使現金輸送點發生變動。第二個因素就是保險費。在歐戰時期保險費是很高的，因為德國的巡洋艦常常破壞他國船隻，並且因為當時的現金輸送點有降落之勢。當時各國多採用紙幣本位，現金輸送點變成不很重要的東西，在平時，運送現金的船隻越多，保險費一定也越低。還有一個變動的因素就是準備接受現金的銀行能否把正在運送中的現金算作準備金之一部。如果真能够算做準備金之一的話，那末，該行就不用着把運送期間中應得的利息作為損

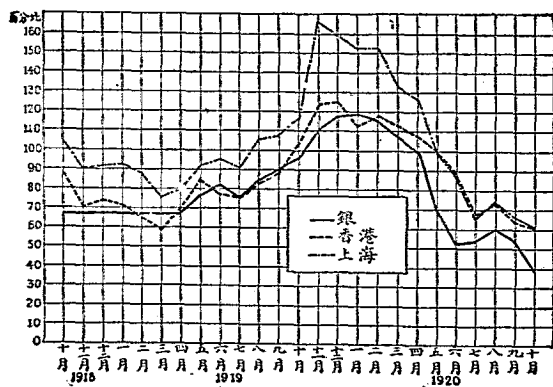
失了。一九二八年英倫的米得蘭銀行曾由美運去大批現金，這是人人盡知的，當時就曾發生過這種情形。（註二）此外還有一個變動的因素就是紐約的聯邦準備銀行是否肯代他的主顧把現金交給輪船公司，以免免叫出口者擔負此責。另外還有一個變動的因素就是黃金在運送途中時，利率的高低。利率跌落可使現金輸送點提高，利率騰貴可使現金輸送點降低。最後各國中央銀行運送的政策，也是一個現金輸送點變動的因素。各國中央銀行常常在輸出現金無利可圖之時也準備將現金輸出。尤以近年來此項不問利害的運金業務更加成爲重要的業務而時常發生，以致使現金輸送點較之以前更爲動搖不定。此項變動的結果，使得現金輸送點簡直無從測定。（註三）（一九二七年韋斯林博士（Dr. Visschering）曾向荷蘭銀行（Netherlands Bank）的股東說明此事）從事運送現金者是銀行和生金買賣商，如像紐約國民銀行（The National Bank of New York）和三苗孟太格公司（Samuel Montague & Co.）等等，並非個人。此項金融機關運送現金之後，即憑此項現金發售即期匯票。（註四）這樣一來，他們並未損失運送途中的利息。各銀行往往不待現金輸送點到達，即憑匯價的豫測而運送現金，以便將來憑此項現金售出匯票而獲取利益。

運送現金的結果是減低了外匯匯率，因爲運送現金可以代替購買匯票，而此項代替作用可以把外匯匯率限定在適當而可伸縮的範圍內。如果匯率超過現金輸送點，銀行將運金出口，事實上這就等於創造了一批新的匯票，同時，購金輸出也不會減少了匯票的需要。這種情形使得外匯商和銀行漸漸減低匯價。結果，使得匯價逐步下落。

金本位國與銀本位國間的匯兌率

金本位國和銀本位國間的匯兌並無固定的平價，因為兩國的通貨不是都緊縛在金價上面。在金本位國（像美國）金價是絕對固定的，但在銀本位國，例如中國，銀價決不是固定的，而是隨着每日的市場情形而天天在變化的。倫敦銀價統率着金世界的銀價，結果，銀本位國和金本位國間的匯價一定要追隨着銀價（銀子是一種商品他的價格是可以變動的）而變動。銀通貨的價格，若以金子作為計算標準，其間也有一個活動的平價。

金本位國和銀本位國（最好把中國當作模型）間的匯率決定於用金計算的銀價。假如用金計算的銀價趨於跌落，金本位國對於銀本位國的匯率也就隨着而跌落；假如用金計算的銀價趨於騰漲（大戰期間的情形就如此），金本位國對於銀本位國的匯率也隨着而騰漲。第十四圖說明銀價對於匯率的影響，圖上所示的是紐約對上海，紐約對香港的匯率 and 倫敦



第十四圖——紐約對上海及香港的匯兌率與倫敦銀價1918-1920

的銀價。匯率和銀價二者所採用的基數（在圖表中是一〇〇），對香港的匯率是四七·一六分美金，對上海的匯率是六五·四九分美金，銀價是六〇·四五八分美金（即一九一三年的平均銀價）。此項匯率是把該年度紐約銀行家支票（Banker's Checks）的平均匯率做爲標準的。銀價變動和匯率變動間有很密切的相關，這可以表示用金計算的銀價對於此項匯率有多麼大的影響。

在銀價所限定的範圍之內，匯率是隨着匯票（向特定的金融中心發出的）的供求關係而變動的。匯率不能長久的超過活動平價，因爲果然這樣，則金本位國必將運出現金以便矯正二者間的差異。關於此點有一件事值得注意的就是：由一九一四年八月一日到一九一九年十二月十日美國淨出口的銀子達四萬二千五百萬盎司；又從一九二〇年一月一日到同年十一月十日由美國出口的銀子，總數達一萬五百萬盎司，其中對中國和香港所運去的約達八千萬盎司。事實上中國和印度可算是銀子的主要出路。

金本位國與紙本位國間的匯兌率

金本位國和紙本位國間的匯兌率不是都緊縛在金價上面，因爲在採取不兌換紙幣的國家，紙幣持有人不能要求兌換現金，並且往往禁止運金出口，所以要想輸出現金也決不可能。在禁止運金出口的現象之中有一個奇怪的變例就是當戰後期間，瑞典曾准許運金出口，但不准運金入口。在這種情形之下，該國當然是採用紙本位的。金本位國和紙本位國間的匯兌既然無所固着，匯率的變動當然是沒有限制的。此項匯率也許較舊時的法定

平價稍低一點，也許會低到幾乎沒有意義。

然則決定此項匯率的是什麼呢？這是一個很有意義的問題，因為在大戰當時和戰後期間，幾乎一切的匯率都被擾亂了。當時採用紙幣本位的各交戰國的匯率比法定平價低得多，各中立國的匯價有時也較法定平價為低；此外若干國家，如瑞典，西班牙，日本等，則金元的匯價，有很大的折扣。德國支付賠款的負擔，更使國際匯兌市場亂上加亂，因為他既不能不償付賠款給聯盟國，所以出賣巨額的馬克，結果，更降低了馬克的對外匯率。

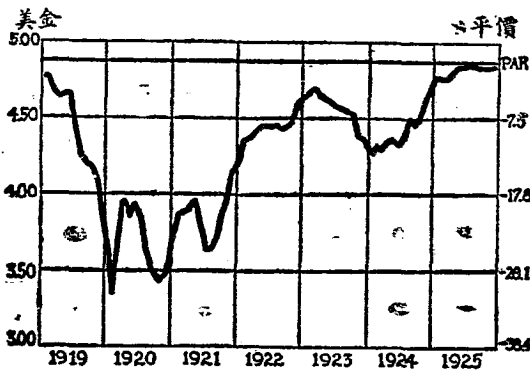
在這種情形之下，對於紙幣本位國的匯率，適足以表示國際匯兌市場對該國恢復紙幣兌現（照舊時的法定平價）的能力和意向有無信心。此項紙幣的估價和普通的期票一樣。假如國際匯兌市場確信此項紙幣在最近的將來可以兌現，則紙幣的折扣（或貼水）一定很小，反之如果市場相信此項紙幣照舊時平價兌現的可能性極少，或簡直不可能，則紙幣的折扣（或貼水）一定很大。紙幣的折扣甚至可以大到使紙幣的對外匯率幾乎不值一文。有一次，金鎊的匯率雖然低落，但不過跌到三·一八元，這表示國際匯兌市場相信英國政府不久將能照舊時平價恢復兌現。但馬克的匯價則會跌落到幾乎不值一文，因為國際匯兌市場對於德政府照平價恢復兌現的能力連一點信心也沒有了。後來的事實證明市場對於這兩種通貨的估價是很對的。這就等於說：市場對於這兩種通貨的潛在金價的估計已被證明無誤。

對於紙幣本位國恢復兌現的信心完全是一種心理上的態度，而用金錢的數目表現出來的。這種信心無論變向好的方面，或變向壞的方面，都必定要在國際匯兌市場的各项匯價上表現出來。最近出版的某書會說

選爲英總統時，許多英國人以爲在本國投資有些不穩，於是紛紛把他們的流通資本轉移到美國來，結果，金鎊匯率也就隨着跌落下去。法國政府之屢經變革和歐洲一般政治情勢的不穩，使得法郎的對外匯率跌落，而洛加諾條約 (Locarno Treaty) 和一九二六年時以龐卡雷 (Poincaré) 爲首的法國新閣，則反有提高法郎對外匯率的趨勢。

在國際匯兌市場中，人們對於不兌換紙幣的估價是一種豫測的價值。這種豫測的價值預料這種紙幣將來的價值變動。誠然這種豫測的價值未必是對的，不過果真不對的話，不久必被矯正過來，因爲如果不能矯正，則外匯市場上活動的人就要大受損失了。這種豫測的價值很爲重要。如果該國能够恢復舊時平價，則此種豫測可以使匯率曲線趨於平均，如果不能恢復舊時平價，至少也可以將匯率搖動的凹度抑壓下去。

促使英國恢復舊時平價的一個因素就是市場上希望鎊價的復原，並且正因爲市場上有這樣的豫想，所以沒等到一九二五年通過金本位條例的時候，鎊價就已經回漲了。如果英國不能照舊時的平價而恢復金本位，則匯率當然還要跌落。可見商人在匯兌市場上



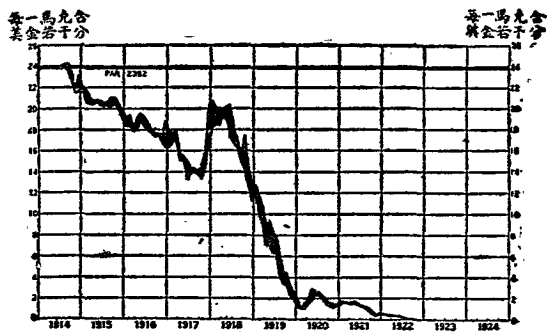
第十五圖——金鎊匯率之變動, 1919-1925

的活動對於英國恢復舊時平價確有些幫助。

第十五圖說明：自一九一九年鎊價開始跌落時起，到一九二五年匯率已恢復到舊金平價為止。這個期間內金鎊匯率的動搖。圖表左邊的數字表示以美國若干元若干分爲標準的金鎊價值，右邊的百分數表示鎊價跌落的多少。很可注意的一點是：從一九二四年起，金鎊匯率一直上升，到恢復正貨支付時，匯率已經回復到平價了。

對於紙幣本位國的國外匯兌率如果已經跌落到某一點，再繼續跌下去就不成話說了。那就是說：如果跌落到某一點，就可以證明該國將不能依照舊金平價而恢復現金支付了。再繼續的貶值就等於說該國毫無恢復現金支付的希望了。在某一個時期，要買一塊金元竟須花到一百萬馬克。這當然是說：馬克不值一文了。後來馬克還是繼續跌價，但那不過證實人們早已相信馬克不會恢復舊時的平價了。

第十六圖說明一九一四年至一九二二年各月份紐約對德匯率的跌落，到一九二二年時，馬克已經不值一文了。馬克匯率的大跌是從一九一八年開始的，一九二〇年雖少有回漲之勢，但不久又狂跌下去。休戰協定簽字



第十六圖——德國——每月匯兌率之高低，1914—1924

後，馬克紙幣果真成爲廢紙了。

匯兌率的購買力平價說

大戰時期和戰後時期匯率的激烈動搖自然會引起人們集中注意到匯率問題上去。結果，購買力平價說（Purchasing power parity theory）博得人們深切的注意而取得歐洲人士一般的贊許。把這個學說陳述得頂清楚的還要算是瑞典的克塞爾教授（Professor Cassel）。不消說，在以前的著作裏面固然也可以找到此說的痕跡。這個學說分析匯率比較支付均衡說（Balance of payments theory）更覺得深入一層。他把支付均衡說看作因果鏈鎖（由諸原因到最後的結果）的一個環子。簡單的說，這個學說把貿易差類當作兩國間相對的物價水準變動的結果。例如，假定美國的物價水準是一百，英國的物價水準也是一百，則英美間的匯率將看這兩國的基本貨幣本位所含的純金量的比較而定。但如果英國放棄了金本位而發行大量的不兌換紙幣，結果物價水準騰漲到二百，而美國的物價水準仍舊靜止不動，則美金一元在美國的購買力，較之英鎊一鎊在英國的購買力加大了一倍。所以以前買英鎊一鎊要出四·八六元，現在買英鎊一鎊只須二·四三元就够了，克塞爾所展開的因果鏈鎖是下面這個樣子：貨幣（銀行存款）——一般物價——匯率。

要計算購買力平價須先知道甲乙兩國的物價水準和甲國對乙國或乙國對甲國的金平價。既已知道以上三項就可以計算了。算法是用匯兌平價乘甲國（或乙國）的物價指數，然後再用乙國的（或甲國的）物價指

數來除乘得之積。試用數字來解釋：據美國勞工統計局的統計：一九二四年十二月美國的物價指數是一五七，又據英國統計報，同年同月英國的物價指數是一七四。用四·八六六乘一五七，然後用一七四去除，得數是四·三九一元。這個數字的意義是說：四·三九一元在美國的購買力（對於一般貨物的），適等於四·八六六元在英國的購買力；這同時也就決定了紐約對英的金鎊匯率。計算購買力平價的公式，有如下面這樣：

美國物價指數 × 鎊對元價

英國物價指數

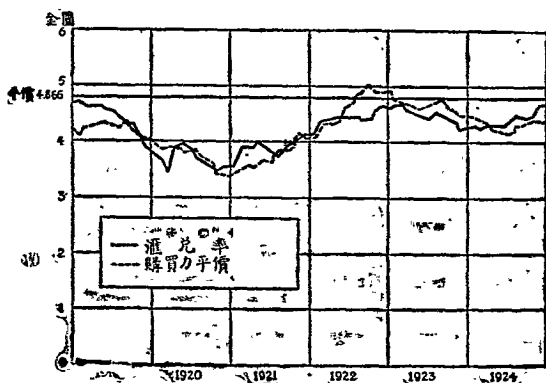
不過這個理論必須遵守一個條件纔能適用，就是一切物價的上升（或下落）須要一致纔行。克塞爾氏對此點很是重視，所以縱令我們說上項假定（即條件）就是他們的匯兌率新理論所依據的前提也不為過。他主張除非一切物價以相同的步驟上升（或下落），這個理論是不能站得住的。（註六）如果上項條件不存在，則計算所得的購買力平價也許要（多份要）和實際的匯兌率乖離。他曾引用休戰後英國煤價的異常騰貴做為例證。他以為斯得哥爾摩對英匯兌率的低落，原因即在於此。

我們應該曉得：購買力平價是用這一國的一般物價水準和那一國的一般物價水準相比較而得的，決不是由進出口物價的比較而決定的。最後，克塞爾氏又以為如果實在匯率高過購買力平價，則外國貨幣將被賤估（Undervalued）；反之，如果實在匯率低於購買力平價，則外國貨幣將被貴估（Overvalued）。

購買力平價說的批評

這個理論所根據的假定是貨幣和物價間有一種嚴正的關係；如果貨幣數量增加百分之二十五，則一般物價水準也增加百分之二十五。這是把貨幣數量說做得很嚴格，很狹窄的解釋，纔能如此的。但我們在上文已經說過，把數量說作這樣嚴格的解釋是不符事實的。一般的物價水準一發生變動，往往會使國際商品的價格在國內物價水準上的地位也隨着發生變化，結果，物價的平價和匯率愈離愈遠，而不能引起矯正的作用。

美國的重要指數和他國的重要指數有種種不同，所以要把國際物價水準做個比較是很難的，不過我們仍然應該注意購買力平價和實在的匯率實際相差甚遠，第十七圖說明一九一九年至一九二四年英美間的購買力平價和匯率。



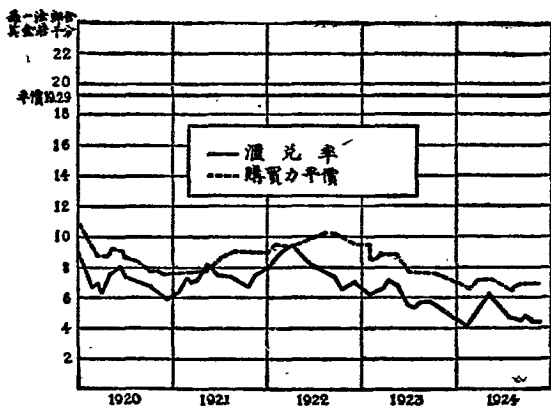
第十七圖——英國——購買力平價與匯兌率1919—1924。

本圖所用指數是聯邦準備局所編製的英美兩國的指數。一九二四年八月的時候，購買力平價和匯率間相差幾達百分之十。(註七)如用勞工統計局和統計報的指數做同期間的比較，則一九二三年九月中二者間的差異確為百分之十。

第十八圖說明一九二〇年到一九二四年美法間的購買力平價和匯率；購買力平價是根據聯邦準備局所編製的美法兩國的指數。最小的差異約及百分之三，最大的差異幾達百分之四十七（這是在一九二〇年四月發現的。）在同期間內，美意間和美德間購買力平價和匯率的差異還要大些。

對於購買力平價說還可以有一個駁論就是：他把因果

關係弄顛倒了，因為金本位國對於紙本位國的匯率通常可以使得紙本位國的物價隨着匯率的變動而改變。例如，一九二三年夏季德國馬克的對外匯率狂跌，柏林店鋪就繼續按新的匯率而修改他們的物價。當每一金元合一百萬馬克的時候，某種東西賣二十馬克，如果每一金元漲到二百萬馬克，這件東西就要賣四十馬克了。在這個



第十八圖——法國——購買力平價與匯率1920-1924

期間內金元對馬克的匯率對於德國的物價有很大的決定力。在戰後，奧國、波蘭和俄國的情形也是一樣。(註八)這種現象的理由是國外匯兌市場的組織比較國內貨物市場完備，對於變動的反應也比較快些。

(註一)參看 Ira. B Cross, Domestic and Foreign Exchange (New York, The Macmillan Company 1929) p. 32, 3.

(註二)那一次米德蘭銀行輸入現金的目的是要迫令格蘭銀行擴大銀行信用。當時的現金輸送點如果連利息計算在內是四·八八七七元，不連利息計算在內是四·八八二九元。英格蘭銀行對於此事並未正式反對，結果不計利息損失也得到了正式的認可。這足以使現金輸送點發生變動，因為歐洲大多數的商業銀行和私立銀行都不受法定準備金的限制，國際清算銀行的規程附帶者也準許各行把正在輸入途中的現金當作法定準備金之一部。如欲知米德蘭銀行運金之詳情可參看 Paul Einzig "International Gold Movements" 一文。該文載 The Economic Journal, Vol. 38 pp. 662-665。再英格蘭銀行於一九三〇年六月六日決定付出的金條須符合標準成色 (0.91667)。法國西銀行也決定不收成色在 .995 以下的金條，此項規定對於現金輸送點之影響，曼瑞格 (Paul Einzig) 也曾加以考覈。見 The Economic Journal, Vol 40, pp. 461-464 關於法國輸入現金之情形可參看 R. Bol-ogh, "The Import of Gold into France" 一文。見 The Economic Journal, Vol 40, pp. 442-460。

(註三)參看 Paul Einzig, International Gold Movements London, Mac Millan & Co. Ltd 1929) P. 40.

(註四)一九一四年七月二十八日德國定期郵船 Kronprinzessin Cecilie 裝運金一十萬元，其中一半要運到巴黎，另一半運到倫敦。各銀行因為匯率驟漲建議安運金，並已將此項現金售出匯票，不意大戰爆發，該輪恐被英國巡洋艦所獲，就退回地中海。後來各銀行控訴該輪未交現金，不意該輪竟得勝訴。

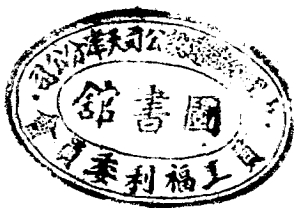
(註五)參看 John Parke Young, European Currency & Finance (Washington, Government, Printing office, 1929) Vol. I, p. 329.

(註六)參看 G. Cassel, Money and Foreign Exchange after 1914 (New York, The Macmillan Company,

1922) pp. 154-156 欲知克塞爾氏理論之詳細內容，可看此書 187 頁至 187 頁。

(註七) 參考 J. W. Angell, The Theory of International Prices (Cambridge, Harvard University Press, 1926) pp. 186-189 此書述購買力平價說之歷史及批評頗為出色。

(註八) 知得很詳盡的研究這個時期者 J. Van Waïre Bordes, The Austrian Crown (London, P. S. King & Son, Ltd; 1924), 252 pp.



551.3
3115

中

七年六月初版

金貨 幣 銀行 原理

◆(32388A)

Principles of Money and Banking

上册實價國幣壹元肆角

外埠酌加運費匯費

原著者

Russell Donald Kilborne

譯述者

方清 王雲 吳沙 胡甲十一號 正路 彬竹

發行人

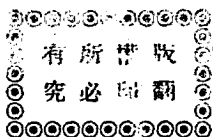
王雲 五

印刷所

商務印書館

發行所

商務印書館



有必所究 世必所究

(本書校對者沈鶴俊)

五二〇八上

書

55
35/415



63