

書叢所究研科商學大旦復立國

# 現代貨幣學

著 弘 樊

行發館書印務商

書叢所究研科商學大且復立國

學 貨 館 光

著 弘 樊

行發館書印務商

中華民國三十六年七月初版  
中華民國三十六年十二月再版（西報紙本）

• (31221.4)

國立復旦大學叢書  
現代貨幣學一冊

定價 國幣肆元

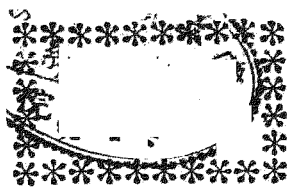
印刷地點外另加運費

著者 樊弘

發行人 朱經農  
上海河南中路

印刷所 商務印書館

發行所 各地商務印書館



## 編者自序

貨幣理論的研究大約可以分爲兩個主要的時期：（一）貨幣價值研究時期，（二）貨幣經濟研究時期。在前一個時期內，貨幣學只研究貨幣價值的意義，和貨幣價值的決定。在第二個時期裏，貨幣學不僅研究貨幣價值的問題，而且要往前大大的踏進一步，着重研究社會經濟的整個投資，儲蓄與所得的動態的關係，因此，它所研究的範圍比在第一個時期裏要寬廣多了。簡單一句話，現代貨幣學的領域與動態經濟學的領域幾乎沒有什麼區別。

本書共分八章，在前三章裏，着重說明貨幣價值的意義和決定。在這裏，我們所研究的問題，與前期的貨幣學者所研究的問題，都是同一的貨幣價值的問題，並沒有什麼特別的地方。只是在方法上，本書所特別着重的乃在融和貨幣數量說和現金餘額說於一爐，並以極簡單的舉例，去說明二者在貨幣價值的研究上，所得的結論，完全是一樣的。亦就是說，這兩派學說，無論在理論上或應用上，都不是互相競爭的，而是互相發明的，換句話說，就是二者均有同時存在和發達的價值。

在後五章裏，本書所研究的範圍與前期的貨幣學說便不同了。它直以整個的貨幣經濟的動態的關係爲對象。爲說明整個的貨幣經濟的動態的關係起見，我特把第四章來說明投資，儲蓄與貨幣。第五章，說明利息率 and 利潤率的關係。第六章，說明國際貨幣的問題。第七章，說明經濟循環。第八章，貨幣政策。我曾在第八章裏，特別強調這一點，即貨幣政策的目的，在於減少經濟的危機和因之而起的摩擦，也就是說，在將信用，預算和公共工程的政策合在一道，以圖減少經濟的波動。

在本書裏沒有一點學說是由筆者所發明的。筆者在編製此書的時候，深深覺得自己的學力不夠，不足以言發明與創造。這裏所着重的，只在將近代幾位貨幣學上的大師，羅博森 (Robertson) 教授，凱行斯勛爵

Lord Keynes) , 林塔爾 (Lindhal) 教授，和過去一世紀的社會主義大師馬克思 (Marx) 諸人的貨幣學說重新加以條理而已。在本書中抄襲諸人的言論的地方不在少數，特別的是關於羅博森教授的方面，特誌於此，以示不敢掠美之意。又本書草成之際，多承同道周伯棣教授，並鍾兆璿教授評閱全稿，惠予指示，受益良多。但筆者應當特別聲明，即他們絕對不負擔本書的任何錯誤的責任。又筆者並承同學程貴泰君代為抄校第二章，並此表示謝忱。

樊弘，國立復旦大學經濟研究所，三十五年，六月十五日。

# 目錄

編者自序

第一章 貨幣的重要	一
第一節 緒論	一
第二節 貨幣的定義	二
第三節 貨幣的利便	三
第四節 貨幣的缺陷	六
第二章 貨幣的數量和種類	一
第一節 通用貨幣銀行貨幣和商業貨幣	一
第二節 存款貨幣的起源	一五
第三節 存款貨幣的數量	一八
第四節 通用貨幣的數量	二四
第五節 商業貨幣的數量	二八
第三章 貨幣的價值	三一
第一節 貨幣價值的意義	三一
第二節 貨幣價值的變遷的測量	三一
第三節 貨幣價值的決定	三八
第四章 投資儲蓄與銀行信用	五一

第一節	銀行放款與投資及儲蓄	五一
第二節	銀行放款與工業進步	五六
第三節	銀行放款與商業需要	五七
第四節	流動的資本與社會的總生產量	五九
第五節	凱行斯的投資與儲蓄學說的發達	六五
第五章	利潤和利息	六八
第一節	資本的限界利潤率	六八
第二節	利息率	七一
第三節	利息率與物價平面	七九
第四節	資本的限界利潤率和利息率	八六
第六章	國際貨幣問題	八九
第一節	收支差額與外匯	八九
第二節	國際價格的均衡	九〇
第三節	利息率與外匯率	九五
第四節	期匯市場	九八
第五節	國際貨幣的機構	一〇二
第七章	經濟的循環	一〇七
第一節	經濟循環的意義	一〇七
第二節	繁榮	一〇八
第三節	恐慌與蕭條	一一〇

第四節	復蘇	一一五
第八章	貨幣政策	一一七
第一節	貨幣政策的目的	一一七
第二節	貨幣政策與經濟循環	一一八
第三節	公共工程與預算平衡問題	一二二
第四節	外匯率的管制	一二五



第四節	復蘇	一一五
第八章	貨幣政策	一一七
第一節	貨幣政策的目的	一一七
第二節	貨幣政策與經濟循環	一一八
第三節	公共工程與預算平衡問題	一二二
第四節	外匯率的管制	一二五

# 現代貨幣學

## 第一章 貨幣的重要

### 第一節 緒論

在這次世界大戰的中和期後，貨幣購買力的劇烈的變動，在國民所得的生產和分配上，曾引起了許多的摩擦和擾亂。在戰爭進行的中間，我們以一固定收入者階級的地位，莫不痛感我們的物質的幸福，隨着貨幣購買力的減少，一天一天的往下降落，直降落到不能以此固定的和有限的貨幣的收入，維持一個小家庭的適度的衣食和健康，儘管在這抗戰的期中，我們的薪金已有若干的增加。而在戰爭以後的今天，工商業者又因貨幣購買力的回漲，物價一再的暴落，賣價實在不足以抵成本，賠累之數一天一天的往上增加。或則叫苦連天，或則咬牙掙扎，或則縮小營業，或則破產關門。經過這些磨擦和擾亂後，我們莫不感到整理貨幣，或管理貨幣，使之向着健康之路前進，實為戰後中國迫切的需要。但這需要要如何纔能滿足呢？無疑的，我們當先要增加我們的貨幣的知識。培根說，「我們如要征服自然，先要了解自然。」這一句話在貨幣方面，尤為真實，即我們倘欲管理貨幣，當先要了解貨幣。除非我們對於貨幣有深刻的認識：除非我們知道，在什麼情境之下，貨幣購買力會增；什麼情境之下會減；又在什麼情境之下，貨幣購買力會為循環的上漲和下落，我們很難得有善良的管理貨幣的方法。這本小書的編製便想對於這些複雜而繁難的問題，加以簡單而明朗的解答。現在，第一，我們所要問的，就是，貨幣是什麼呢？

## 第二節 貨幣的定義

貨幣是什麼？貨幣是社會一般所公認的償債的手段。無論什麼事物，牛也好，鐵也好，布疋也好，茶磚也好，……甚至奴隸也好，只要它一旦成爲社會一般所公認的償債的手段，它就成了貨幣。反之，無論任何貨幣，只要它一旦失卻了這資格，那末，它就不成爲貨幣了。當着貨幣用來償付即期債務的時候，貨幣便變成了現期買賣的手段，簡稱現買的手段，一名流通的中介。當着貨幣用來償付延期支付債務的時候，貨幣便變成了延期支付的手段，簡稱支付的手段。這兩種手段的區別，是很容易明白的。例如在交易市場上，如果這位買賣的人，對於買者向他所買進的商品，立時便要貨幣來付價，那末，貨幣便變成了現買的手段。反之，如果這位賣貨的人，現在不必一定要貨幣來付價，但依買賣的契約，從賣貨之日算起，須隔一定時期之後，方纔向買主索取貨幣來償付，那末，貨幣便不是現買的手段，而係延期支付的手段了。在零售市場上，一般家庭的主婦，所以用作消費支出的貨幣，無疑的多是一種現買的手段。反之，在批發市場上，因爲貨物的交易，多無須使用貨幣，但用期票或匯票來作交易的媒介；只在期票或匯票滿期的時候，方纔需要貨幣來負擔支付的任務。在這一種情境下，無疑的，貨幣只是一種支付手段了。但我們必須明白，貨幣的這兩種作用都是從貨幣的一般償債的能力而來。所以，這個爲社會一般所公認的償債手段的狀態，實是任何貨幣所必須具有的特性。

貨幣，除作一般償債手段之外，還得成爲價值標準的倍數。這點亦有明白敘述的必要。有些學者說，貨幣就是價值標準自己。我看，這種說法不必完全準確。例如中國用作計算商品價值的標準的是圓，而非關金券，但現在中國同時也使用關金券作貨幣，由此可見，貨幣不必一定要是價值標準自己，圓，它只要是圓的倍數關金券，（或如中國銀行的十元，或百元的鈔票）就行了。當然貨幣是圓自己也是很可以的，可是，這與我們的說法並不衝突。因爲，依照我們的說法，當着貨幣是圓自己的時候，貨幣不過就是價值標準的一倍罷了，有何衝突之理。但因我們的說法可將關金券及銀行存款或鈔票，均一樣的列爲貨幣，然而上述其他的說法卻不能

如是，所以我們的說法似比其他的更要正確：即貨幣除作一般的付債手段之外，尚且還是價值標準的倍數。

### 第三節 貨幣的利便

貨幣的最大的一個好處就是因為它能增加消費者的消費的自由，和使消費者，憑藉此項自由權利之使用，便可以他的同質同量的服務，得到可能的最大的享受。消費者因以貨幣為他的服務所得的收益，他不但能夠買進他個人所喜歡的商品的種類，而且他對每種的商品究竟喜歡買多少，亦能以貨幣來實現他自己的理想。一個善於消費的家庭的主婦，當她使用她的有限的貨幣收益的時候，她通常均能以其最先一部份的收益，去滿足她的最急切的欲望，等到這類的欲望已經得到相當的滿足的程度，其在次之一步，她並能以她的其次一部份的收益，去滿足她的較不急切的欲望。直到她的有限的收益，在她的各種消費用途上的分配，均與她的各種欲望的急切程度成正比例的時候，她心裏便將發生一種難以形容的愉快的感情。像這一種極度愉快的感情的出現，不但僅是這位善於消費的主婦所懷抱的理想，而且亦是任一平均的消費者所懷抱的理想了。但是，這種理想的消費的境界，除非使用貨幣來作現買的手段，絕對不能實現。假令消費者的服務的收益，不是用貨幣來支付，而是以實物來支付，因為這些實物的種類必定是極其有限制的。又每一種類實物所包含的數量亦總逃不出下列兩種途徑：或則有限，或則無限。假令是有限的話，他必覺得在這些實物之中，有的還是比較的給得太多，有的太少。而在後一種情境下，他必覺得樣樣都給得太多了，可是，有的卻又一件也得不到。無論在那一種情境下，他必覺得他的消費的自由，受了物給制度的嚴重的限制，因而不能以其有限的服務的收益，得到可能的最大的滿足。重言以申明之曰，貨幣對於人類第一個大貢獻，就是因為他能增加消費者消費的自由。消費者因有這種自由權利在手內，纔能以他的有限的勞動，得到可能的最大的享受。

假令貨幣的收益有了一定，消費者是否便能以他的有限的貨幣，得到最大的享受呢？這可要看他對於貨幣在各種消費的用途上所得的相對的幸福，是否能知道的很準確。其次要看他是否願意或能夠去照着他的知識法

實踐。有的消費者，對於上述這兩個條件，都是具備了的，當然他能充分使用貨幣所給予他的消費自由的權利，以圖最大滿足之實現。但有的消費者，因受惰性和習慣所支配，根本不願意在消費的支出方面費心思。他覺得在用錢上耗費心思，實在太苦。反不如「今朝有酒今朝醉，明日無錢再找錢」，顯得大方和自由。他相信，採這一種辦法，在物質的享受方面雖有所失，但在精神的快樂方面確有所得。而且所得必定大於所失，因此他便不肯充分的去利用貨幣所給予他的消費自由的權利了。但是，世界上確是只有很少的消費者方纔不重視這項消費自由的權利的。縱令他就不用它，但他卻極不願喪失它。他不但願喪失他，而且尚極願意保持它，或增加它。我們如果肯去研究勞動者對於物給的工資制度長期反抗的歷史，我們便可知人類對於使用貨幣的權利是如何的重視了。

誠然，在任何時代裏社會均有許多寶貴的役務是自由的給予人類去享受的。倫敦博物院的藏書和古物，對於遊覽和鑽研的人，都一概是不取費的。都市裏的公園和城鄉間的馬路，即對一文不名的來客，也是一樣的歡迎的。在羅馬的教堂裏和在中國的僧廟內，凡屬內中的成員，即令絲毫沒有貨幣，也是能得到比較滿意的生活上的種種便利的。可是，在現代的所謂經濟的社會裏消費者卻必須要有一定的貨幣，來作現買的工具，魔鬼纔可以給他召喚來推磨。沒有，活該死。至少也要活受罪。這豈不是明白的表示，貨幣不但不必要，而且是種罪惡嗎？假如我們肯去略一涉獵十九世紀的社會主義者，如像英國的渥文（Robert Owen）和俄國的克魯泡特金（Kropotkin）等人的思想，便可知道他們對於貨幣是如何的厭惡了。他們相信將來的理想的社會內，人們必須完全捨棄貨幣，始能實現「各盡所能，各取所需」的主義。但是，即在將來的最理想的社會內，生活的資料亦必定還是有限制的，又各個人的嗜好亦必定還是不能完全相同的；只要這兩件事情繼續存在，人們倘欲以有限的生活資料達到可能的最大的享受，貨幣仍是一種不可缺乏的要件。倒過來說，某種形式的貨幣，即在最理想的社會內，除非消費者不要最大的物質的享受，實是仍有繼續存在的必要。

貨幣的第二個大貢獻，就是，它能節省生產人的精力，使他能夠避免去作以貨換貨的活動。它使生產者能

夠把他從這一方面所節省下來的精力，集中在專門生產的過程上，以圖最大的產量的增加。在歷史上，社會的分工和專業，是與貨幣支付制度對於貨物支付制度的長期的革命同時進行的。在邏輯上，分工與貨幣的互為因果的關係，也是最容易了解的。如果每一位生產者在他的生產完畢之際，都必須以大部時間與精力，用以兌換貨的方法，去獲得他所需用的原料品與消費品，則社會的分工與專業必是不可能的。

貨幣的促進分工與專業的好處，在現代的資本家的生產制度方面，尤為顯著。我們皆知，資本家的生產制度的特徵，就是在一個機械工場內，大多的勞工接受資本家的命令而工作，同時，資本家，可是，獨負生產與營業的責任，但他卻許勞工在其機械工場所生產的成品賣價中，依照工資的契約，分配一部份作工資。這種制度的產生和發達，是因它能更有效的利用科學的發明，來增加吾人勞動生產的效能，即因它能更細密的推進技術的分工於工場。可是歷史告訴我們說，這種偉大的資本家的生產制度乃是完全的建築在這個偉大的貨幣機構之上。任何一個資本家，無論他是鋼鐵大王也罷，或煤油大王也罷，假令在他的工場開工之際，沒有貨幣的制度，那麼他必須囤積龐大的貨物，以為工人的工資，而在他的成品源源不斷的生產出來以後，又必須到處去尋找需要他的貨物並恰有為他所需要的原料，機器和消費品的這種買主，而且二者的需要並須完全相等，這必是一件在營業上不能忍受的事情。誠然，在有些時候資本家為了從工人方面剝削一種非法的利潤，也有強迫勞工接受他的產品作工資的。也有單獨為了工人的便利，按照批發的原生產地的價格，將產品的一部份，算給工人作工資的。或為了雙方的便利纔這樣做。可是一般的說起來，還是貨幣工資比較的簡便而易行，因為工人可以其貨幣的工資，向任何便宜的地方，採買他所喜歡要買的。所以貨幣的制度，不但只是促進社會分工的條件，且是資本家的生產制度所必須具備的條件了。不僅如此而已。即令就在社會主義的工場內，貨幣亦屬必要。一言以蔽之，除非人類不要分工，貨幣對於生產者的幫助，無論在任何社會內，恐怕亦難輕易的把它來廢棄。

貨幣的第三個大貢獻，與它的第二個大貢獻，有連帶的親切的關係。這個貢獻，就是因為它增加了放款和預墊的便利。工資的制度便是一種預墊的形式。任何一位資本家，在他的成品出來之先，均不能以其成品來支

付工資，但工人在作工作的時候，卻不能不要物質的生活資料，來維持他們的生命和健康，在這青黃不接的時候，爲謀雙方的便利，貨幣便以預墊的方式，去給工人作工資。他如在資本家和資本家之間相互拉借的場合，和在公衆的儲蓄與投資的場合，都得了貨幣不少的幫助。因爲投資與儲蓄最後所使用的都是實物，縱令沒有貨幣，當然他們亦能存在。但如沒有貨幣的幫助，無論如何的說，大規模的儲蓄與投資，恐怕不能不是一些極其笨重和困難的事情。由此以言，貨幣在我們今日這個以借貸關係爲基礎的大社會中，似乎亦是一種必不可缺的事情了。

綜括來說，人們爲了增加生產，便利流通，和改進消費，貨幣，制度，無論如何，必須存在。

#### 第四節 貨幣的缺陷

貨幣的第一個大缺陷是從它的第三個大的貢獻帶來的。這個缺陷就是因它常掩飾了儲蓄和借墊的真象。它使表面上的貨幣的儲蓄和借墊，與真實的景象分離。在有些時候，貨幣的機構沉溺在消沉和苦悶的死的氣氛中。它使公衆的儲蓄變爲窖藏，完全失卻了儲蓄的效力。此時儘管社會上存有許多的儲蓄，倘如應用得法，足可以使一切的工人均能得到適當的工作，可是，在他方面，卻有成千成萬的失業的工人，搖頭歎惜於街頭。一種癱瘓的病菌侵滿了整個貨幣的機構，造成了工業的蕭條和衰敗，反之，在另外一些時候，貨幣的機構卻又反常的活躍起來。借墊的關係籠罩了工業和商業的全面，可是在這關係的幕後，却沒有與吾人意料相合的實物存在。當着工業建設的狂熱爆發的時候，資本家爲了拉攏工人不惜提高工資。上文曾經說過，工資直是一種預墊。這種預墊的小大當然須視工人所生產的成品的賣價爲轉移。但當這些成品還未出來之前，工人卻不能不以他們所得的工資，去選他們所需用的生活的資料。新的貨幣的工資已經有了。但真實的消費品尙還未有相應的增加。預墊的工資極豐富，但生活的資料極貧乏。工人不絕的怨怒和叫囂，社會於是發生動搖與震盪。假令工資不是用貨幣來支付，而是用的實物，儘管工業的進步不像現在這樣的活躍，可是亦必沒有如此的可怕的危

險。在貨幣的工資制度之下，因為一切勞役的代價，都可以用貨幣來支付，無須使用實物，此在推進物質文明的這輛車輪上，確曾一再的顯示了貨幣的「上油」的作用，可是它的結果，卻使公衆對於貨幣與貨物的關係起誤會。貨幣只是一種貨物的提單，其本身並非貨物，但因公衆的眼睛爲肥美的貨幣收益所矇蔽，誤將兩者混爲一事。結果於是不免要發生種種的失望，悔恨，暴怒和騷動的的事情了。貨幣好比一條公路，它的功用就是輸入貨物，可是它的本身卻並不生產任何東西。路不可以做飯吃，沒有一人不知道。錢亦不可做飯吃，但公衆卻有時不知道，這煞是一件極可耐人尋味的事。

貨幣的第二個大缺陷與它的第一個大貢獻是緊接相連的。即在最平常的時期，貨幣的購買力也是不穩定的。在大的擾亂的時代，它的變遷十分劇烈。誠然，我們倘欲貨幣購買力一點輕微的變動也沒有，這不但是很困難的，而且是不應該的。關於此點以後我們還須詳爲理解。這裏我們所可大胆的提出來說的，就是貨幣購買力的大變動必定很壞。即令小的變動也可使人感到不便。現在我們請從財富分配的觀點上，去看貨幣購買力的變動，何以於人有害和不便。

無論任何一人，從地主直到勞工，都是依賴他的財產和勞動的役務以爲生。如果我們的貨物和勞動的役務和別人的貨物和勞動役務的賣價，在增加時都是爲同比例的增加，在減少時都是爲同比例的減少，我們實在也沒有理由來說，貨幣購買力的變動，對於社會真正有何不利。在事實上貨幣購買力的變動不是如此的單純的。因爲社會上有一些人的役務的價格，遠在貨幣購買力發生變動以前，便依契約和習慣的關係，一切都是規定好了的，另一些人的役務的代價，則視他們以各種既存的價格向前者所僱入的役務所製造的商品，在市場上的賣價爲轉移。前一種人在物價高漲（或貨幣購買力低落）的時候吃虧，和在物價低落（或貨幣購買力高漲）的時候獲利，因爲在前一種情境下，他們以他們的固定的貨幣報酬爲支出，所得支配的實物少；在後一種情境下，所得支配的實物多。後一種人，在物價上漲的時候收入多，在物價下跌的時候收入少；因爲在前一種情境下，他們的利潤高，而在後一種情境下，他們的利潤低，甚且大賠其本。由此可見，無論任何樣的貨幣購買力的變



動，在這兩種人的中間，總有這種實際的情況產生，即有的無功而受重賞，有的乏罪而受嚴罰。從財富的分配上說，這是不合於正義的原則的。

且說，這兩種人的界線，在這次世界大戰以前，原是劃分得極明顯的。前者包含公務員，教員，士兵，工人，和吃金利或錢租的階級，後者包含經營工商業的階級和收穀租的地主。這種界線，在以後的經濟關係回復到正常水準的時候，在大體上也還可用。只在大戰進行的中間，這種界線不甚明顯。因為在政府的機關之中，許多內公務員均偷偷的兼營工商業。在工人中，機械工人，交通工人，和其他的技術工人，因為社會對於他們的明顯的需要挺硬，工資隨着物價共增加。雖然前者增加的程度不必就恰與後者同比例，但相差尚比較的微細。在吃金利的階層中，許多都是地紳，其在金利方面的真實的損失，亦可以在其穀租方面的真實收益來填補。究竟戰時物價高漲的結果，對於這一些人的淨餘的影響，為福為禍，較難計算。大概可以說的，即凡非法兼營工商業的公務員，所得與所失有時可以相抵，有時有餘，和有時不足。而真正的死心塌地為國家犧牲性命的士兵，和忠誠服務的公務員和教師，則只有自告命蹙了。他如囤積居奇的奸商，尅扣軍餉的軍閥，和武裝走私巨賈，卻又無人不是滿載而歸，肥頭大耳。這即是說，戰時物價高漲的結果，禍國者反而享福，愛國的者反而獲罪，於此越發可以看見，貨幣購買力的劇烈的變動，對於財富分配的影響，實是最不合理的了。

假令貨幣購買力的變化只是影響財富的分配，而不影響財富的創造，這還不算頂重要。因為貨幣購買力的變化的結果，雖在財富分配的關係上，不合正義的原則，但因它們對於財富的創造無關係，結果社會生產的總量，還是可以不必受妨礙。而且在較有利的情境之下，他們尚可以使社會所生產的總效用有增加。當着社會的生產總量不變時，甲這一部份人分配減少，即是乙這一部份人分配的增加。但如後者所包含的分子多是貧困和勤勞的階級，當然他們在定量財富上，所得的效用，要比前者在定量的財富方面所損失的效用更大。在事實上，貨幣購買力的長期的變動，在財富的創造方面影響甚劇。在貨幣購買力的長期跌落中，物價節節漲高，工業受過度的刺激，在最初的時候，雖可引起真實資本的龐大的蓄積，但在以後的時候，必然造成真實資本的消

費或減少。以固定資本而論，當物價節節上漲之際，固定資本的價格與其貨幣所得共增加。在初期的時候，資  
本家不但對於固定資本的增價部份不與動用，且在它的貨幣所得的增量之中，儲蓄部份起來，以為擴大投資之  
需。結果，資本家的固定的資本於是有龐大的增加。一旦越過這階段，資本家因為受了貨幣的煙幕所矇蔽，不  
但要消費其固定資本的貨幣所得及其增量的全部，且將進而消費固定資本的增價部份。等到固定資本消耗完畢  
之際，資本家所存的現金準備，因為固定資本的價格已經漲了，但他的現金準備卻還與從前的價格一樣，不足  
以購新的固定資本來補充，結果，他的固定的資本便減少了。因為當着物價節節高漲之際，固定資本的市場價  
格已經增加，但它在資本家的成本賬上的價格，卻還與前相同。這個理由，是因為固定資本的市場價格的上漲  
是連續的，但固定資本在成本賬上對其價格的重新估計是間歇的。後者總是落在前者的後頭，而且常隔一段相  
當的遠距離。這段距離本是資本家的產品的成本，但他因為沒有將它計算在成本之內，認以為它亦是商品所得  
的利潤，不惜將它來消費。因此，在商品總賣價中，除去消費之外，所餘準備資金便不足以應固定資本的補  
充投資之需，固定資本勢將減少。固定資本如是，流動資本和囤積資本，當然亦必如是。由此可見，貨幣購買  
力的長期的下落。因使生產受過度的刺激，最後必然引起真實資本的消費和減少。在這次戰爭的期中，倘以貨  
幣來計算，沒有一家工廠和商店的資本不有龐大的增加，但以實物來計算，幾乎沒有一家的資本不減少，便是  
由於這個道理。誰也知道資本是創造財富的母親，現在資本既然少了，當然社會的生產總量亦不免要一落千丈  
了。

更可引為不幸的，即貨幣購買力的長期的增加，比較它的長期的下落，還會更急劇的阻礙社會生產的活  
動，和使社會日益貧困。在貨幣購買力上漲，或物價下落的初期，資本家因為相信物價不久就當回漲，當然不  
願立即便將他的生產規模縮小。可是隨着物價的節節下落，資本家對於他的事業前途失了信心，他的反應便不  
同了。最初是商業資本家向工業資本家減少購貨的定單，其次是工業家感到他的商品的出路日趨狹小，初從駝  
蛇的喉管那般大，一直縮小下來，現在卻比繡花針的眼睛還不如，於是他自己亦要另打主意了。如果他的年齡已

長，不堪勞碌，並有蓄積，他也許便要把他的買賣收了，而選擇一個風景美麗的区域，權且休息一個時候，或者穿入立法院裏去作立法委員。如果他正在壯年而且野心勃勃，那末，他也許更要努力的緊握着他這一隻破船的舵柄，浮沉在險惡的波浪裏打滾。如果他已是一位中年人而且沒有多大的能力，他也許便要如怨如訴的責備工人說：他們不應該在商業如此蕭條時節，還要堅持索取恁高的工資。無論在任何情境下，或者較早，或者較遲，最後他都必須向着他的命運低頭，縮減他的生產的規模。結果兩件滑稽的事情便出現了。第一件，大地上充滿着生產的資源和資本的設備，本足以使每一個人享受豐衣足食的生活，可是現在不中用了。第二件，街頭上充滿着成千成萬的饑寒交迫的既有勞動技能又有勞動志願的工人，可也都是盈年累月的找不到工作來做。此時天空裏其他各個行星上的居民，無一不在看着我們發笑。

於此，我們可以知道，貨幣不能說它太好，因它曾給了我們許多的欺瞞和痛苦。但貨幣亦不能說它太壞，因它曾給了我們許多的便利與愉快。除非我們能夠善於管理貨幣，它也許還要給我們更多的痛苦。除非我們不善於管理它，貨幣也許還要賜給我們更多的便利。貨幣好比黃河，在善良管理之下，它便可以灌溉土地，在不善良管理之下，它便可以汎濫成災。貨幣好比電氣，如果我們知道駕馭它的方法，它便會成我們最柔順的奴僕；如果不知道，它便會成我們最兇猛的敵人。但是，假如我們欲在管理貨幣的問題上提出有價值的意見，我們必先要了解它的全部生活的狀態。為達到我們的目的起見，以後我們共有五章來分別研究貨幣的種類和它的購買力的漲落的原因，另有一章來專研貨幣購買力的循環漲落的原因。非待這六章說完之後，我們絕對沒有資格去討論本書的最後一章所專談的貨幣政策的意義和趨向。

## 第二章 貨幣的數量和種類

### 第一節 通用貨幣銀行貨幣和商業貨幣

如以貨幣在償付債務的時候所表現的被人接受的程度作標準，貨幣可以大別為三類。(1)通用貨幣，(2)銀行貨幣，和(3)商業貨幣。通用的貨幣是指在一定的政治區域內普遍的受人歡迎和接受的償債的手段。例如我國的中央銀行的鈔票，美國的美鈔，和英國的鎊票，在上述各異的國家內，都是普遍的為一般公眾所歡迎的貨幣，他們因此都是通貨或通用的貨幣了。(2)銀行的貨幣，從它受人歡迎的程度來說，比通用貨幣為狹。因為銀行貨幣的實體不外就是存款一種，存款的代表就是支票。因此支票的受人歡迎的程度便是銀行貨幣受人歡迎的程度了。但支票的受人歡迎的程度是怎樣呢？除非債權人確知債務人在銀行有存款或知使用支票的習慣，或於他方便，他一定不會接受它來作償付他的債務的手段的。舉例來說，比如在世界上最偏僻的角落裏，有一位旅行家欠了一位鄉下裁縫的工錢，而把支票去付他，恐怕他無論他怎樣勸他，他都會拒而不受的。因他也許根本不知道支票的用法。縱令他知道，他也許因為支票須到城市銀行裏去取款，他這幾天根本不進城，用不着為這一張支票來自討麻煩。縱令他也想進城去頑頑，他也許懷疑這位旅行家在銀行裏果真有存款，因此他不願意去冒險。這三種理由只要有一個理由存在，他都會拒而不用。這便是支票不如通貨的所在。

(3)商業的貨幣係以商業上的匯票或期票作代表。因為匯票與期票都係以商業的信用作基礎，所以商業的貨幣亦即就是商業的信用了。商業的信用受人歡迎的程度，一般的說來，比銀行貨幣還要小。因為匯票與期票的流通須受在商界裏的信用狀態的限制，但銀行的貨幣，雖然在金融恐慌的時候，也受信用狀態的影響，但不如匯票與期票那樣厲害。因此商業的貨幣受人歡迎的程度比較銀行貨幣還要窄。但有一個根本的問題必須先

行說明，即何以說商業上的期票與匯票亦可視作貨幣呢？因為匯票與期票，在商業繁榮的時候，常被用作購買的手段。特別的是在批發的買賣裏如是。在工商業比較發達的地方，通常批發的商人向工廠去買貨，工廠向農產品公司去買原料，又農產品販賣公司或者又亦向批發商買進製成品。在買貨的頃刻，都不必使用貨幣或支票，而用匯票或期票。因此，匯票或期票，在這買貨的頃刻便變成了現買的手段了。不寧唯是，匯票或期票有時尚可用作支付的手段。比如當這三方的期票滿期的時候，本來照常都須用現鈔或存款來支付。可是，在有利的情境之下，亦可不用。假如這三張期票的款額和時間全相同，那末，當工廠向批發商要錢的時候，批發商便可以農產品公司的期票交給工廠，而把他自己所出的期票換回來，工廠當然願意，因他還欠有農產品公司的賬未付。工廠於是又以農產品公司的期票去還農產品公司自己，並收回自己所出的期票。這樣一來，三份債務，不用現金或存款，但用期票或匯票的掉換，便完全清結了。在這一種情境下，期票且充當了延期支付的手段。縱令這三張期票只是時期相同，但款額不同，期票仍可作為延期支付的手段，無非要用現款來找零就是了。假令款額相同而時期不同，也是一樣，無非要用現款來交付利息。綜括來說，無論在何情境下，匯票或期票均可以作為延期支付的手段之用。匯票與期票既可作為現買的手段用又可作為延期支付債務的手段用，當然它是一種貨幣了。但它卻有點不如通用貨幣，或銀行貨幣的地方，因它只有在商業復蘇和繁營的時候纔有人要。在商業衰敗的時候，無論在現買方面，或在清算方面，幾乎均是沒有人要的了。所以從償付債務的能力上說，還是以通用貨幣或銀行貨幣較有地位。

以上是說的貨幣的三大的類別，但在每一大類之下，尚可細分幾個小類。

我們知道，在通用貨幣裏面，尚可細分為（1）無限法償幣即國幣，（2）有限法償幣或輔幣，和（3）自由貨幣。無限法償幣是指某種特殊的通用的貨幣，它不但在一定的政治區域內，會普遍的受人歡迎和接受，而且，假如有人不肯接受它來作為清償債務的手段時，它還有在法律上強迫他接受的權利。這即是說，債務人無論欠債權人多少債，如果他以國幣去償付，債權人不得拒絕接受它。例如中國的法幣，法國的佛郎，和英國的鎊票

都是屬於無限法償幣的範疇。(2)有限法償幣，例如中國的輔幣，雖然也是法償，但卻受有一定的限制。依照民國二十九年二月十三日修正輔幣條例第五條，假如你以一分二分的硬幣去償付別人的債務，只有在五元之內，後者方纔不得拒絕接受。又如你以十分或五分的硬幣去償賬，只有在二十元之內，債權人方纔不得拒絕接受。所可令人注意的地方，即在對日抗戰時期中，因為物價上漲數千倍，無論什麼低廉的物品都不能以一分二分和五分十分的輔幣去購買，因此他們簡直沒有人用了。所以這個修正輔幣條例第五條，在法律上，已經成了一條具文了。

(3)自由的貨幣在法律上，既非無限法償，又非有限法償，但它卻具備了通用貨幣所應具備的條件，即為公衆所普遍歡迎的一種償債的手段。在實際上它與無限法償幣的性質是沒有什麼區別的。例如從前在中國沿海各埠一帶流行的墨西哥的鷹洋，和在北美合衆國內的美國聯邦準備銀行鈔票，在法律上均非無限法償，但在實際上從沒有人拒絕接受它。

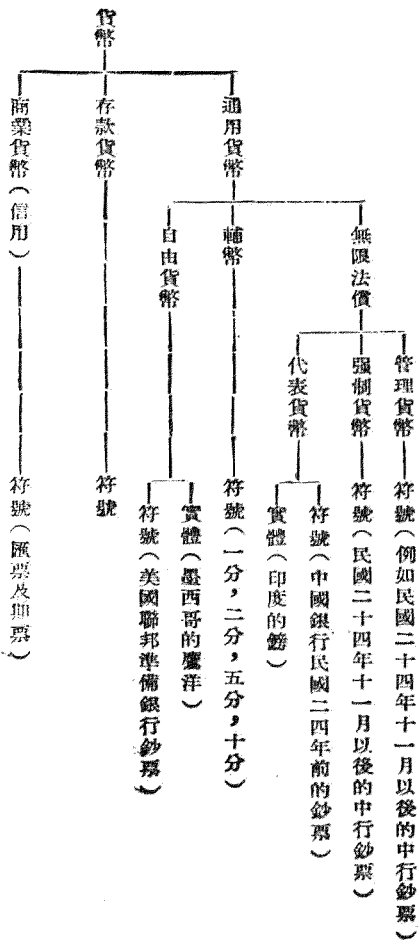
以上是說在通用貨幣之下共有三個種類：(1)無限法償，(2)有限法償，(3)自由貨幣。但在無限法償之下，尚可細分為(1)管理貨幣(2)強制貨幣和(3)代表貨幣三種。

代表的貨幣是指完全可以兌換成完全實體貨幣的貨幣。它或者只是一種符號的貨幣，例如民國二十四年以前中央銀行的鈔票。或者竟是一種完全實體幣，例如戰前印度所用的金鎊，它本身雖是完全實體的，但它卻可以向印度政府兌換為一三又三分之一的盧比，換句話說，就是它只是盧比的代表。強制貨幣(fat money)係指完全不可以兌換成爲完全實體幣的貨幣。依據凱斯助爵(Lord J. M. Keynes)的意見，在強制貨幣之中，尚可分為兩類：其一是單純的強制貨幣本身，又其一是管理貨幣(managed money)。管理貨幣係指政府以適當的買進和賣出的方法，使強制貨幣適合一個理想的目的，(註一)例如充分的就業。在上次世界大恐慌而後，

(註一) J. M. Keynes, A Treatise on Money vol. I, Chap. I, p. 8

羅斯福總統反對穩定外匯，便是由於外匯的穩定與充分就業的目的不相合的原故。當然亦可以之適應其他的目的。例如我國在民國二十四年十一月三日以後的法幣，政府曾以無限制的出賣英匯的辦法，將它的價值限制為每法幣一圓匯一先令二便士半的法定比率，以防白銀的逃逸。

剛纔我們說，代表的貨幣可以分作兩類：(1)符號貨幣(2)完全實體幣，但我們對於兩者尙未加以比較確切的釋義。所謂符號貨幣是指某種貨幣的票面價值比較它的幣材價值大得多。例如輔幣鈔票，銀行貨幣和商業信用都是。完全實體的貨幣是指另一種貨幣的票面價值與它幣材價值完全是一樣的。例如民國二十四年以前中國的銀洋和戰前印度的鎊均屬於此類。在第一次世界大戰以前，公衆之愛貨幣，好像男士追逐女士一樣，是因為它長的健康和好看，可是現在大不然了。現在公衆之愛貨幣只因為它可以作一般償債的手段。所以符號貨幣現在幾已完全代替了完全實體貨幣的地位。爲容易明白起見，茲將我們關於貨幣分類的一切的討論列表如後：



## 第二節 存款貨幣的起源

任何交易的活動，在貨幣經濟之下，都包含着賣出和買進兩個步驟。但當第一個步驟完畢之後，第二個步驟開始以前，中間必有一段的時間。在這一段時間之內，通用貨幣構成公衆手中所保持的現金。一般的說來，無論任何人，除非他係赤貧，他爲了自己的方便，無論在什麼時候，都必或多或少保持若干通用貨幣在手內，以備不時的需用。在一個社會裏面，於一定的利那間內，這份存在公衆手中的現金準備之總和，實構成在該利那間之內通用貨幣的需要。決定這個需要的因素，我們留待下章再討論。

在原始社會裏面舉凡現在備而不用通用貨幣均被保持在個人的手中。可是，在近代的社會裏面，一來呢，因爲銀行的信用增加，再來呢，因爲銀行對於公衆的存款尙須支付些微的利息，所以無論任何一人，除非他是傻子，他都要在他的備而未用的通貨之中，拿出相當的部份出來，存在銀行裏面，而使他自己所保持在手中的部份，降低到這個只限於最近必須把來支付的最小範圍內。可是，銀行於接收公衆的存款之後，雖然他對於任一存款的存戶都有見字即付的義務，但他因有下述兩個重要的理由，使其所準備的現金比存戶所存入的存款要小得多。第一，我們知道，在近代的社會內，不但安全和有利的投資的機會增加，而且這個由投資的證券再轉化而爲現金的便利亦增加了，因此之故，銀行很容易將存戶的存款，在他存入之後和提取之前的這段間隔的時間裏面，用以購買有利的證券，或向工商業和其他金融機關放款，賺取更大的利息。因此之故，銀行爲了巧取這份較高的利息，他必以縮小他的現金對存款的比例爲有利。因爲各個存款的存戶並不必同時一齊來提現。甲存戶今日雖要提取現金來償付他今日到期的債務，但乙存戶也許明日才要，丙也許後日。當着存戶們還未把他們的存款全部提出的時候，在正常的狀態之下，銀行總常有新的存款流進來。如果銀行的存戶很多，每天所存入的均足以應付支出，那末，他所需要準備的現金必只限於用以應付每日提款超過存款的部份。因爲在平均一日之內，存入的款項與提出的款項無正差與負差均相差相抵，銀行經常可以今日存入的款項應付



昨日存戶的今日的提現。他只須在昨日和今日存戶的淨餘存款中，提出一小部份出來，作為現金的準備，便足以應付每日提款超過存款的部份了。至其餘的部份他當可以作有利的投資。銀行既然在實際上所準備的現金一般都小於存款的總量，同時他並可以剩餘的通貨去放利生息，他當然可以而且樂於向存戶的存款支付些微的利息。這樣一來，銀行和他的存戶雙方均有便宜。銀行藉此可以多多的吸收遊資。存戶亦可藉此而得利息。於是個人手中所保持的通貨，除留一小部份出來作為零用的現金之外，便通通的集中在銀行裏面去了。

到結果來，社會的通貨總量便分作兩個部份去了。其一就是在公衆手中的通貨或現金，又其一便是在銀行裏所保持的現金。當着公衆對於現金的需要超過正常的水準時，銀行所保持的現金便不斷的為公衆所提取而轉變為公衆手中的現金的增加的部份。當着公衆對於現金的過度需要減退之後，他又重複的以公衆存款的方式回到銀行裏去。因此之故，銀行所保持的現金的數量須受公衆對於現金需要的波動狀態決定。

伴着銀行存款的增加，為謀存戶的便利，銀行於是授權於存戶，許可存戶對於他本人或對於他的債權人使用支票來提現。支票就是銀行的存戶向銀行所發出的一種支付的命令，銀行於接受這個命令之後，便須立即向持票人支付現金。但持票人可有兩種不同的使用支票的方法。其一，就是以支票向銀行來提現。假如他果這樣做，支票當不能作貨幣的代替，這乃是一件顯而易見的事情。又其一，就是他不以支票向銀行去提現，但以支票存入於銀行，銀行於是在這新存戶的賬上收上一筆，同時並在這舊存戶的賬上減掉一筆下來。銀行未曾使用分文的現金，但憑轉賬的方式便將存戶與存戶之間的債務的關係償清。在這第二種情境下，存款實在是作了通貨的代替品。假如這個銀行在全國的各個地方都有支行，當然持票人更容易發生第二種情形。

到了銀行林立的時候，甲銀行的存戶向他的債權人所開發的支票，往往被後者存入於乙銀行之中，因此在一定的時期之內，乙銀行往往收有甲銀行的支票。在相類似的情形下，甲銀行亦往往收有乙銀行的支票。甲乙銀行與甲乙兩銀行，亦往往有類似的情形不斷的發生出來。因此在各銀行之間常有一種困難產生。即甲銀行須派員向乙銀行送奉支票同時取回現金。乙銀行亦須派員向甲銀行送奉支票取回現金。甲銀行才向乙銀行把支

票送去而把現金取回來，乙銀行又派人來向甲銀行把支票送來，把現金取回去。當然在甲丙與乙之間亦有同樣的困難發生。爲減免這種現金，反覆支付的困難計，清算所於是成立起來，專替各個銀行清算彼此之間以支票的形式所互欠的債務。這個清算債務的方法便是甲銀行以乙銀行的支票在清算所中還與乙，而讓乙銀行以他所保持的甲銀行的支票轉送於甲以圖相互抵償。自清算所存立之後，通貨便只被銀行用來作爲各銀行間找補尾數之用。此時支票存款代替通貨的作用更大。

可是，自從中央銀行成立之後，連此各銀行間以通貨來找補尾數的事實亦可以不用了。爲謀各銀行間轉賬的便利，中央銀行歡迎各銀行以其現金準備之一部以存款的方式集中在他的金庫裏面，以爲各銀行的清算準備資金。由是而各銀行間的相互的債務，除以彼此的支票互相沖銷而外，所剩餘的尾數亦無須以通貨來找補，他們只須利用支票作手段，向中央銀行轉賬就行了。由是而支票存款代替通貨的作用遂發揮到了他的最大的極限。當然，各銀行自己尚須預備若干的現金以圖應付存戶對於存款的提現，否則沒有一個銀行不會關門的。正因公衆對於債務的支付，自從銀行的整個機構發達完全後，大部可以用支付存款來替代，無須乞助於通貨，由是銀行的存款，在超過他的現金準備而外的溢額，遂形成了一種另外的貨幣，簡稱存款的貨幣或銀行的貨幣。這份貨幣，在一國的貨幣總量之中所佔的比例，隨着國民經濟的現代化而日益加大它的數字。比如在英美這種國家內，銀行貨幣幾佔全體貨幣十分之九左右。

知道了存款貨幣的歷史的起源和發達後，我們可以進而研究一問題，即存款貨幣的總供給量是受什麼因素決定的呢？在答覆這個問題之先，我們應當明白，支票不是銀行貨幣，唯獨存款纔是銀行貨幣。但也許有人會說，支票即是銀行貨幣，因爲支票等於鈔票，它原可以作爲償付債務的手段。支票既爲償付債務的手段，依照貨幣的定義，當然便是貨幣了。但我們只須約略的加以反審，便知上面這一種說法是不對的。因爲從償付債務的能力上說，支票與鈔票是不同的。當我們用鈔票來償付債務時，只要我們將鈔票交付債權人，我們對他所欠的債務便算償還。反之，假如我們用支票來償付我們的債務，縱令債權人已將我們的支票放入他的錢袋之中，

我們對他所欠的債務，還不算清償。因為從債權人的眼光看來，他所得到的支票只是一種領款的手續，除非他把支票存入銀行，而且銀行於接收他的支票之後，曾將我們的存款的一部份減少下來，並以之加在他的存款項下，償債手續才算完畢。這便是支票與鈔票不同的所在。由此可見，只有存款的性質，在償付債務的功用上，方纔與鈔票的性質是相同的。換句話說，即支票不是銀行貨幣，唯獨銀行的存款方纔賦有貨幣的資格。把這區別弄清楚後，我們於是可以進而研究銀行貨幣的總供給量的決定條件。

### 第三節 存款貨幣的數量

決定銀行貨幣的總供給量的第一個條件，就是公衆手中所保持的通貨（即現金的需要）與銀行存款的關係。我們知道，現代的銀行與古代的銀行是有差別的，即現代的銀行保有充分的創造存款的自由，但古代銀行沒有。古代的銀行好比一間存衣室，在銀行裏所存進來的款項是好多，那末，他所付給存戶的款項便是好多。因此，他的支出永遠沒有超過他的收入的可能。所以古代的銀行亦可稱做存衣室式的銀行，因他沒有許多的創造存款的自由。可是現代的銀行絕非一種存衣室式的銀行的性質。他好比一個沽衣店；沽衣店在他的冠冕堂皇的玻璃衣櫥裏所存儲的衣服有好多並不表示別人所存進來的衣服有好多，但只表示他所爲人而製造的衣服有好多。現代的銀行在向工商業者放款時，他並不預先付與工商業者以通貨。但只對工商業者新增一筆存款賬，便算把這筆款項放給他們了。因此，他所放出去的款項有好多，那末，他的新增的存款便有好多。從而他所付出的通貨便可大於他所收入的通貨。所以現代的銀行實可稱做沽衣店式的銀行制度，因他保有十足的製造存款的權利。現在我們所特別要強調的，即現代的銀行的體系，雖然保有十足的製造存款的權利，但他在行使這個權利的時候，亦須受公衆對於現金的需要與銀行存款的比例關係的限制。

任何銀行的機構，假令在一定的時間之內，他所增加的或創造的存款遠比不上他所支付的現款，那末，早遲他都要宣告破產的。無論在什麼時候，在公衆對於通貨的需要與銀行的存款總量之間必有一個習慣的比例存

在。這個比例又受公衆以銀行的支票或存款來作償債手段的支付總量和以通貨來作償債手段的支付總量的比例決定。當然後者又須受公衆的習慣和社會的制度的影響。我們知道，一個人在他買汽車的時候通常使用支票。而當他在車站上買車票的時候和他向工人支付工資的場合，一般都不使用通貨不可。因此之故，公衆在以支票來作償債手段的支付總量和以通貨來作償債手段的支付總量之間，暗暗之中，含有一種習慣的比例的關係。這個比例自然不是一成不變的。舉例來說，假如工人階級在銀行裏多有存款，並不拒絕僱主以支票來償付他們的工資，那末，公衆對於通貨的需要與銀行存款的比例便須因此而往下降低。誠然，銀行在這一方面，尚可以各種的手段來培養公衆的使用支票的習慣，但這不一定可以成功，縱令可以成功，當亦不是立即便可做到的事情。假如工人階級還是要通貨來支付工資，又假如在銀行有存款的僱主倘有權來要求銀行向他支付現金，那末，公衆所需要的通貨和銀行存款的數量便必依然維持着原來那個習慣的比例。無論任何銀行，假令他的存款增加的太多，至於不顧公衆對於現金的需要的比例，他必立即感到通貨流出去的太快，流進來的太慢；此時公衆所需要的新增的現金或者竟將與銀行新增的存款同比例。在這一種情境下，任何銀行的機構都必會倒閉。當然通貨的準備越少的銀行其倒閉的時間亦愈快。

決定存款貨幣的第二個因數就是銀行的通貨或現金的準備與他的存款的比例。依照上文的解釋銀行共有兩個不同的種類，（一）中央銀行（二）私人銀行。這個比例當然隨着銀行種類的不同而不同。現在我們先說第二種。就把第二種來說，因為國家的不同，它亦是互不相同的。在英國內，這個比例是受英國多年的習慣所支配。它即一比九。假如私人銀行的現金準備爲一則他的存款可以擴充到九。即私人銀行如果有通貨或現金一萬鎊，那末，他的存款在習慣上往往可被擴充爲九萬鎊。反過來說，私人銀行如果增加了存款九萬鎊，那末，在習慣上它便須在他的金庫或英格蘭銀行裏保持一萬鎊通貨，即現金，以爲公衆不時發現之需。我們在上文裏已經說過，自從中央銀行成立之後，私人銀行的現金準備便可分作兩個部份：其一便是在中央銀行的存款，一名各銀行的清算準備資金；又其一便是各銀行自己所準備來發現的通貨了。將這兩份現金準備合在一起，便是每

各私人銀行的現金準備總量。所謂一比九的現金對存款的比率乃是就現金全部說，而不是指它的一部份說的。至英格蘭銀行他便是英國的中央銀行了。現在試設一例來說明，英格蘭銀行對於各私人銀行存款，如果增加一萬鎊，那末，各銀行的存款便可擴充到九萬鎊的情形。設英格蘭銀行向公衆買進債券一萬鎊，而以本行的支票給與公衆的賣者。假令賣者以之存入A銀行，那末，A銀行在英格蘭銀行的存款便增加了一萬鎊了。依照一對九的比率，A銀行在一萬鎊之中減出一千鎊作現金準備，而以其餘九千鎊購買債券。假令這第二個賣者亦以A銀行向他所給的中央銀行的支票存入與他相熟的B銀行，結果B銀行在英格蘭銀行的存款便亦增加了九千。可是同時B銀行的新存款也增加了九千。我們知道，各銀行在中央銀行的存款無論在任何國家內，都是不取利息的，可是各銀行如將此項存款購買債券，則可取得若干的利息。在英國當然也不是例外。因此之故，B銀行爲謀生利起見，他再在九千之中減出九百出來，作爲他的清算準備資金，而以所餘之八千一百鎊買債券，依照同樣的理由，結果C銀行在英格蘭銀行的存款和他自己的新存款也將各增八千一百鎊之數。C在八千一百鎊之中，再減少八百一十鎊出來作準備金，而以七千二百九十鎊買債券，結果D銀行的新存款和他在英格蘭銀行的現金，又將增加七二九〇鎊。由此類推下去，E，F和G等銀行的新存款各將增加六五六一·五九零四·九和五四九四·四一鎊，直到各銀行的新存款增加到九萬鎊之數而後止。這九萬新存款是各銀行替公衆所創造的銀行的貨幣，同時各銀行在英格蘭銀行的清算現金準備，當然全部亦只合一萬鎊之數。

但我們千萬不要以爲英國各銀行的現金對存款的比例九對一，是一個很呆板的數字。在表面上儘管是如此，在實際上完全兩樣。因爲英國的有些銀行在發佈他們現金比率的月報上，有的銀行是把他在一個月中的刊載於每星期二的報告上所有的星期二的現金比例來平均，有的銀行又是依據他在每星期三所發表的營業的數字把所有的星期三的現金比率來平均，有的星期四，有的星期五等。儘管在每星期二日此一銀行的現金對存款的比例確是維持一對九的數字，可是過了星期一便不一定如此。在每星期三日，彼一銀行確是維持它，可是過了星期三便不一定如此。其餘做此。他們故意把他們彼此之間的發佈現金比率數字的日子錯開，有的在星期二，有的在

星期三，乃是因爲他們彼此便於作現金的通融。比如在今日甲銀行的現金對存款的比例假如不能維持一對九的數字，乙銀行間接的借給他。在明日乙銀行的現金對存款的比例假如亦有不能維持一對九的時候，甲銀行間接的借給他。由是而甲乙二銀行儘管在其他的日數現金比例都不到一比九，但在他們發佈報告的當日則無一不是合於一對九的現金比例的。可是，假如他們各個發佈報告都在同時，這種情形便可避免。如這一種故意裝點門面的作偽的報告，在英國叫做「窗簾」的制度。這即是說，在英國各清算銀行的月報上，人人的現金對存款的比例都是維持一對九的數字。可是在實際上不必如是。大概的說起來，英國各銀行當着他們的活動資產全部（包含現金，見信即還和短期通知即還的債券和商業匯票三項）對存款的比率維持十分之三的數字的時候，那末，他們的現金對存款的比例便維持一對九的比例。比較十分之三大的時候較比一對九略低，小的時候略高。

關於英格蘭銀行所存現金對存款的比例，當然要比各私立銀行爲高。無論在世界上任何國家內中央銀行的現金準備的程度一般都要比各私立銀行更大，爲什麼呢？因爲中央銀行的存戶大部都是銀行。後者在需款的時候幾乎一齊都需款。而在不需款的時候幾乎每個都不需要款項。所以在需提現的時候他們很可能的一齊來提。不需提現的時候很可能的個個都不需要來提現。中央銀行爲預防各銀行存戶不約而同的幾乎所差無幾的全部都來提現的危險，當非提高現金對存款的比例不可。我們知道，英格蘭銀行在第一次世界大戰以前他的現金對存款的比例是一對二，現在它不知道提高到什麼程度去了。

現在且讓我們轉而說明在美國和其他的在歐洲大陸上的國家，關於各會員銀行的現金準備對存款的關係與英國不同的所在。

在這些國家裏面這個現金對存款的比例都是用法律上的明文來規定的，不像英國單由習慣去決定。除開歐洲大陸的各國不說，以美國而論，關於現金一辭，在美國銀行法上的內容亦與英國不同。依照美國的銀行法，在各銀行自己手中的通貨不算現金，只有他們在美國十二個聯邦準備銀行（Federal Reserve Banks），即美國的中央銀行的存款纔算現金。在美國凡屬國家銀行系統中的會員銀行對於需要存款（demand deposits）均要保持百

分之十四，二〇，或二六的現金準備。百分之二六對於紐約市和芝加哥的存款適用，二〇對美國其他準備市的存款適用，十四對其他所有的金行適用。（註一）在他方面，對於時間存款（time deposits）則須保持百分之六的現金準備。時間存款，係指存戶須在一個月前通知銀行而後可取得款的存款。需要存款係指存戶無須在事前通知銀行，直接便可以支票提領的存款。但美國的聯邦準備銀行因係美國的中央銀行，他們的現金對存款的比例特高，高到百分之三五的數字。只是這裏的現金準備在事實上不是鈔票而是鑄幣或黃金罷了。

也許有人會說，美國以法律來規定現金，對存款的比例可能引起不必要的犯法或關閉。因為這個比例一旦用法律來規定，那末，會員銀行的現金的準備便將很自然向着這個由法律所規定的最低限上傾落。有時銀行只因公衆對通貨的需要，增加了一圓的美金，便使他的法定的比率不能維持，逼着犯法或闖門。雖說在這一時候銀行手中還有相當龐大的準備金，可是在這一個時候，如果他不欲觸犯法條，便非宣佈破產不可了。細想起來，這當是一種完全不必要的寧情。但是，我們必須明白美國的銀行法對於這種硬性的規定所發生的危險亦不是絲毫沒有加以顧慮的。第一，美國的法律，既只承認各會員銀行在聯邦準備銀行的存款始得稱為現金，而不承認各會員銀行金庫裏的通貨為現金，而且各會員銀行爲了營業上的便利，既然又不得不存儲部份的通貨以爲公衆提現的準備金，這無疑的表示它已將後者定爲各會員銀行的第一道防線了。第二，美國的銀行法並且規定各會員銀行的現金準備如有不敷，美國的聯邦準備銀行尚可接濟他們。這便是各會員銀行的第二道防線。因爲聯邦準備銀行自己的現金準備比例，一般都比法律所規定的要大些，他們在一方面，儘管擴充他們對各會員銀行的放款；在他方面並給各會員銀行以通貨，而且縱令所給的數目很可觀，他們均不會打破這個最低限度的法定比例的。所以，上面這種批評的論調不必完全適用。

而且美國的制度因把會員銀行的存款分爲需要與時間存款兩種，並對它們設立兩種不同的比例，尙還有一

顯明的好處，是即可以緩和商業波動的程度。在商業繁榮的時候，因為時間存款減少，需要存款增加，結果現金對存款的比例一般都增加了。此時銀行擴充存款的力量已經受限制，但公衆對於現金的需要有增加；或者說是，銀行放款的能力已減少，但公衆對於貸款的需要正增加，利息率必然漲的更高。反之，在商業衰敗的時候，需要存款減少，時間存款增加，因此，銀行的現金對存款的比率一般都要往下降低。依據同樣的理由，利息率必要往下降低。繁榮在進行的時候利率往上增加，可以限制繁榮爲過度的膨脹。衰敗在進行的時候，利率往下降低，可以限制衰敗爲過度的發展，這當是美國的法定現金比例的一點好處了。

但英國的制度對於現金與存款的比例不設需要存款與時間存款的差別，使英格蘭銀行完全可以控制存款的總量。這即是說，英格蘭銀行如果增加一萬鎊現金則各商業銀行當可增加九萬鎊的存款。不像美國那樣的不確定。因此有的學者以爲這便是英國制度比較良好的地方。但我以爲這個問題似乎沒有如此簡單。因爲我們如將存款與存款的流通速度二者在商業循環上的地位來比較，存款的流通速度的緩急比較存款的數量自己更重要。以物價而論，依照英國的經驗，無論在商業繁榮的時候或在商業衰敗的時候，物價所受於存款貨幣的影響遠不及存款貨幣的流通速度的影響大。（註一）英國的制度，雖然可使中央銀行比較的更能控制銀行存款的數目，但因它並不能控制存款的流通的速度，假如說一國的銀行的政策是以減少商業波動的過度發展爲目的，我們便可以說，上述這種好處似乎亦只是表面的而非真實的了。

中國的各商業銀行的現金對存款的比例，依照一九四一年十二月非常時期管理銀行法，係兼採美國和英國的制度，即各商業銀行須向中央銀行繳納百分之二〇的存款，以爲各銀行的現金的準備。這點是採的美國的制度。但各商業銀行的現金準備，並不因爲存款的不同而設差別的待遇，這是兼採了英國制度的特質。所以中國的制度可以說是英美兩種制度的一種合併。一九四五年四月，中國各商業銀行的現金對存款的比率略有變遷，

(註一) Lord J. M. Keynes, A Tract on Monetary Reform p. 33



即由百分之二十減為百分之十五的數目。

#### 第四節 通用貨幣的數量

在討論通貨數量的決定因子以前，爲便於研究起見，我們只假定通貨包含無限法價的貨幣和自由貨幣兩種。輔幣的數量假定小到微末不足與計的程度。這個假定雖然與現實不必完全相吻合，但在一般的實際問題上，也是可以用了的。

通貨數量在根本上的決定條件，當然是要看公衆對於鈔票的需要的大小。但此在上文裏我們已討論的不少了。現在我們所特別要注意的只以通貨數量的法律方面的因素爲限。我們知道，在上次世界大戰以前，各國的通貨均係可以兌換完全實體金幣或銀幣的鈔票，那時，通貨（即鈔票）的數量的多寡須取決於金幣或銀幣的數量的多少。可是，自上次世界大戰以後，因爲各國先後廢棄金銀的本位，完全實體的金幣或銀幣已經不用了。現在各中央銀行的發鈔的準備金都是包含完全實體的硬幣及黃金。依據現在各國的法律的規定，即英國也沒有例外，在鈔票的發行與黃金的準備之間須保持一定的關係，因此，通貨的數量便受這個法定的關係決定。但過去也有一個不設這種關係的國家，這點留在後面討論。

關於發鈔的數量與黃金的法定的關係，隨着國家的不同而不同。在英國是採的固定保證發行制（Fixed Fiduciary System），在英國以外的國家是採的最低比例的發行制。現在我們可先討論英國的制度。自從拿破侖戰爭以還，英國曾經不斷的發生金融的恐慌。爲避免這類恐慌的重降，在十九世紀的上半世紀英格蘭曾經發生了兩派主要的思潮。一名通貨主義，一名銀行主義。依據通貨主義學派的見解，黃金是最好的流通的手段，鈔票雖然也可以做最好的流通的手段，但鈔票的數量必須與銀行所保持的黃金的數量完全相等，否則金融的恐慌不能避免。反之，依據銀行學派的學說，如上所述的鈔票必須與黃金的數量相等的論調，實係建築在一種荒謬的貨幣原理上。鈔票的發行假如恰足以適應社會的需要，並不必要一定比例的黃金爲準備。這完全可以讓給銀行自

由去決定。而且鈔票的過度的發行在實際上是是不可能的。因為鈔票的發行，假如超過工商業的需求，它們仍須回到發行銀行裏面來。再說，鈔票的數量尚須能夠適應季節的變化。比如在每一年度之中，必有幾個繁榮的季節需要通貨特多，因此鈔票的供給亦須加多。銀行主義學派的弱點，在於他對鈔票發行的數量國家的法律完全不採黃金對發鈔的限制條款去管理它。假如不幸發行過多，致使這份過剩的鈔票紛紛回到發行銀行來兌現，後者勢必會因黃金準備的不充分而倒閉。通貨學派的弱點在於假定黃金的數量就是工商業所需要最合適的貨幣的數量，可是，在實際上，工商業者所需要的最合適的貨幣的數量有時可比黃金的數量更大，有時更小。自上次世界大戰而後，英國和英國以外的國家之所以紛紛放棄金本位，很顯然的表示黃金不是最好的貨幣。可是，一八四四年英格蘭銀行的條例 (Bank of England Charter Act) 關於英格蘭銀行鈔票的發行，決然採用固定保證準備的制度，實係由於通貨主義學派戰勝銀行學派的結果。依照這個條例，英格蘭銀行分爲銀行與發行兩部。發行部每發一鎊鈔票必須準備一鎊的黃金。但發行部也可以不用黃金而用債券作準備，以圖增加鈔票的發行額，但不得超過法定的最高額。一八四四年法定的最高額爲一千四百萬鎊。一九二一年逐漸增加到一千九百又四分之三萬鎊。因爲依照一八四四年的法律，凡享有發鈔特權之銀行，如因合併，解散或在倫敦設立分行，喪失了他的發行權時，英格蘭銀行得承繼其三分之二。這次的固定保證發鈔額的擴充實係由於英格蘭銀行繼承其他銀行的發鈔權而來。一九二八年增到二千萬鎊。這是由於從一九一九年到一九二八年之間財政部的保證準發行額只受財政部的部令規定。是年的英格蘭的貨幣銀行條例因把財政部的保證準備的發鈔權合併在英格蘭銀行內，故把保證發行額提高到二萬六千萬鎊，但同時規定財政部可以部令提高這個限度，但事後必須取得國會的追認。一九三一年財政部第一次使用這個權限，將最高額增爲二萬七千五百萬鎊，因爲財政部當時很想把黃金抽調一部份出來，應付其他的要求，但沒有達到預期的效果。一九三三年三月英格蘭銀行的黃金增加了五千萬鎊，保證準備發行額退到二千六百萬的原限。一九三六年十二月再度減到二萬萬鎊。因爲當時匯兌平衡賬 (Exchange Equalisation Fund) 賣了六千五百萬鎊黃金給銀行，如果保證發行額依舊維持二萬六千萬的原限，銀行部的鈔

票可能達到一萬萬鎊。這樣龐大的數字可能惹起反常的投機的活動，因為物價看漲的原故。

在英國以外的國家，關於黃金與發鈔的關係，係採最低比例發行制。在比美合衆國內，對於聯邦準備銀行可兌換的無限法價貨幣，即金券與銀券須保持百分之百的發行準備金，對於國家銀行鈔票和聯邦準備銀行鈔票，這兩種符號的自由貨幣，只須保持百分之五的發行準備金，對其餘的鈔票如聯邦準備鈔票，則必須保持百分之四十。在歐洲大陸上的國家內，鈔票的發行都有同樣的類似的規定，德國國家銀行發鈔準備比例為百分之四十的黃金，俄國百分之二十五，法國，依照一九二八年的法律，係百分之三十五。

中國的發鈔準備制度也是一種比例準備制度。很早中國的法律便規定為，現金發鈔準備係百分之六十，保證準備為百分之四十。民國二十五年將現金準備的構成部份加以修正，即白銀佔百分之二十五，外國貨幣佔百分之三五。民國二十八年九月八日，再度加以變更，即凡匯票，提單和貨棧的收據，與生產事業的投資，均可作為發鈔的現金的準備。自此而後，通貨膨脹一日千里。恐怕上述任何法規都未遵守，否則中國四行的發鈔絕對不會像現在這樣的漫無限制的了。

法國在一八四八年以後一九二八年以前，還有一種控制銀行發鈔的辦法。這個辦法一名最高發行的制度。(Maximum Issue System) 他只規定法蘭西銀行的發鈔額不得超過法定的最高額，過此便算違法。關於現金和保證準備的比例，法律不探明文規定，悉由法蘭西銀行自由決定。但自一八二八年起這個制度便廢棄了。所以現存的控制發鈔的制度只有固定保證準備和最低比例準備兩種。

英國的固定保證制度的缺點很明顯的就是通貨主義的缺點了。這個缺點在於以黃金的數量作為最好的發行通貨的標準，而不是以工商業界實際所需要的通貨作為最好的發行通貨的標準。因此當着工商業者實際所需要的通貨大於或小於黃金的數量時，英格蘭銀行除非不受一八四四年貨幣與銀行條例的限制，只有聽任工商業界，在第一種情境之下，為不必要的暗累，緊縮，或破產；而在第二種情境之下，亦只有聽任他們遭受過度的刺激，或為盲目的投資，或為錯誤的投機，而使社會的真實資本的創造最後亦被無情的打擊與摧殘了。最可令

人注意的，即這位曾爲一般英美的經濟學家所認爲不懂得經濟學的經濟學者馬克思，在他的偉著資本論第三卷第六五三頁上（英譯本）卻有一段切中肯要的對於一八四四年貨幣銀行條例的批評。這個批評是恩格爾士（Engels）依據馬克思的意見，所插入資本論本文中的一段話。

一八四四年的銀行法將英格蘭銀行分爲發行與銀行兩個部門……剝奪了英格蘭銀行在危急的時候自由的支配它的全部可用的手段的可能性，以致這種情形亦可發生，即銀行部已經快要破產了，但發行部所保持的幾百萬的黃金和千四百萬的債券尙還一點未動。這個容易發生得很。因爲幾乎在每次的恐慌中都有一段時期，黃金劇烈的流向外國，這份黃金，大概均必須由銀行的準備金來開銷。但每有五鎊的黃金流向外國，在本國的通貨之中便減少了五鎊鈔票，（因商界以鈔票換黃金）這即是說，恰在社會最需要大量的鈔票之時，通貨恰在這個時候減少了。一八四四年的銀行法直接的強叫商界在恐慌之前夕，積存鈔票，以備需用。換句話說，就是加增了恐慌的速度和嚴重性。這條銀行法，在一方面，以人造的方法，加強貨幣供應即支付手段的需要，在他方面，正在危迫之際，同時限制它的供給，迫使利息率上昇到前所未聞的高度，這條法律，不但沒有消滅恐慌，反而迫使他們踏到這個嚴重的點上，即在商界全體和銀行法之間必有一個歸於粉碎。

恩格爾斯這一段話，指明在恐慌之前夕，工商業界所需要的貨幣的數量往往大於與黃金的數量恰相等的貨幣量，可是，這條銀行法卻要強使它與黃金的數量相等，無疑的會加增恐慌到臨的速度與嚴重性了。果然在一八四七年十月二十五和一八五七年十一月十二日兩次的恐慌均發展到這個極嚴重的階段。爲救濟恐慌起見，財政部因爲寧願讓銀行法停止發生效力，而不願整個商界歸於粉碎，於是立即用部令停止該條例的行使，而後向議會請求追認。因爲這兩次的部令的宣佈，減少了通貨的缺乏對於商界的威脅，而使後者紛紛拋出窖藏備急的通貨，結果鈔票的發行額並未增加，而金融的恐慌便立即歸於平息了。一九二八年的貨幣銀行條例之所以特別規定財政部於必要時可以部令停止條例的行使，便在防範這個固定保證發行制的缺點。因此之故，這個制度現猶存在。

相信比例準備制度的人都以為比例準備制比固定保證準備制更好，因前者的伸縮性較強。但稍稍加以思索便知比例準備制的缺點與固定保證準備的缺點，雖然不是同程度的，但卻是同種類的。因為法定的比例準備制度一旦確立，發鈔銀行所保持的實際的比例必比法定的比例更高，否則黃金一旦出國去旅行，通貨便不免要跟着黃金的出國而為相應的收縮，結果勢必逼着發行的銀行不能維持這個法定的最低的比例，因而犯法或關門了。由是法定的百分之三十或四十的比例便成爲一種硬性的形式了。黃金必須佔發鈔額的百分之三十或四十，它必須永遠在那裏，並且必定不要離開，實則完全等於虛設，這實在是一種最蠢笨的政策。

最高發行的制度，也不必能夠永遠的發生效力，因為商界所需要的通貨一旦達到這個最高額，除非政府忍心聽任工商業界破產，他必設法去打破它了。但這並不構成推翻這種制度的充足的理由。一來呢，銀行法只要能夠對於這種硬性的規定，在一方面，授權財政部使他能以部令停止這法律的效力，在他方面，並規定財政部在採用這種緊急的措施時事後必須取得國會的追認，如像英國的辦法那樣，那麼，財政部因有國會的監視必定不敢濫用國會所賦與他的權力。似此，在經濟危機發生的前夕，縱令這個最高額不能維持，於社會亦無妨害。二來呢，發鈔銀行，在積極的方面，更可斟酌實際的情形，轉移部份的黃金去作其他的必要的用途了。在上次世界大恐慌的時候，英國的馬克米倫委員會 (Macmillan Committee)爲了改造英國的金融的機構，曾經建議採用這種最高發行的制度，不過沒有成功，由此可知，在上述的三種制度之中，似仍以法國的最高發行的制度，雖然現在已經沒人採用，爲最合理的一種制度了。

### 第五節 商業信用的數量

商業的信用，在某種程度言，它不但可作爲現買的手段而且可作爲支付的手段。依照上文的解釋，它是具備了貨幣的條件，所以商業的信用亦可稱做商業的貨幣。

上文會說，商業的信用係指參加再生產過程的資本金之間彼此所給的信用，他的代表就是匯票 (Bill of

exchange) 或期票。商人往往左手給信用于人，而右手又由別人取得信用。在商業信用鞏固的時候，正如上文所說，關於商業的交易往往不用鈔票或銀行貨幣作媒介，而用商人自己所出的匯票或期票來作現買的手段，在償付期延債務之時，也有同樣的情形發生，例如紡紗工廠須付棉花經紀人以已經滿期的匯票，棉花經紀人又須付棉花入口商人以已經滿期的匯票。假使棉花入口商同時兼營棉花出口的生意，他極可能向欠紡紗工廠一張到期的匯票，以是紡紗工廠的老板當着棉花經紀人來向他清付到期的匯票時，他便可以拿出他手裏所保持的那個兼辦棉紗出口商人的匯票，來清償他對棉花經紀人所負的已經到期的匯票。這種情形，關於棉花和棉紗的交易便完全用商業的信用來作償付債務的手段。這點固在上文已經詳敘，當然容易了解。固然商業的信用不能完全代替銀行貨幣或鈔票，但是在某種程度上，商業的信用無疑的可以代替鈔票的。誠然，自銀行制度確立以來，把匯票來作支付手段的漸少。但仍然有。在國內商業裏採用匯劃的形式來清償彼此的債務的尚多。而且匯票與期票均可增加銀行的放款，對於貨幣供給的增加是有很大的影響的。

匯票或期票何時最能代替鈔票和銀行貨幣呢？依據商業循環的統計，復蘇到繁榮的時期，期票最能代替鈔票或銀行貨幣，因為當着再生產的過程在圓滑進行的時候，紡織工廠的企業家，因相信棉紗和棉布的出口商，所以很願意把貨物賣出去，同時也願意接受棉紗出口商的匯票。假如棉紗出口商兼營入口生意，他也相信棉花經紀人，把棉花賣給棉花經紀人，並且接受棉花經紀人的匯票。同樣的理由，棉花經紀人也一定相信紡紗工廠的老板，同樣的願意接受紡紗工廠老板的匯票。紡紗工廠的老板同樣的亦接受織布工廠老板的匯票。在這整個的再生產的過程圓滑進行之中，棉花自然不斷的變成棉紗，棉紗亦不斷的變成布疋，布疋亦不斷的輸送於遠距離的市場，並且交換棉花回來。商業的信用在這一種情形下便將代替貨幣的作用發揮出最大的力量。正如馬克思說：「生產過程的發達穩固了信用，信用再推動工業和商業前進。」

可是一旦再生產的過程發生了停滯的狀態，或者是銷貨的遲緩，或者市場的存貨太多，或者由於物價的下跌結果，一來因為棉花或棉紗停滯在再生產過程中的某一環節，沒有轉化而為棉布的有利條件；二來因為再生

產過程的繼續欠圓滑，工商業界對它失掉了信心；三來因為商業信用的需要大減；此時商業使用代替鈔票或銀行存款而現買或支付手段的程度亦必然銳減。因為商業信用不能再作現買的手段，那麼買貨要鈔票或銀行貨幣。因為商業的信用不能作延期支付的手段，那麼償債亦要鈔票和銀行存款。貨物必定要賣鈔票或銀行存款，但不能如願以償，因為人人都必需保持一部份的鈔票在手內，以應付到期的債務，因此原因，物價以是往下暴跌，刺激金融恐慌的嚴重性。由此我們可得結論；即是商業信用的數量受再生產過程的圓滑和穩定的狀態決定，同時再生產過程的圓滑與穩定又受消費和生產之間的適當配合和各生產部門之間的適當配合決定。

## 第三章 貨幣的價值

### 第一節 貨幣價值的意義

貨幣的價值係指貨幣一單位所交換的一般貨物的數量。它的種類有三個：(1) 貨幣的所得價值 (income value)，(2) 貨幣的一般交換價值 (transaction value)，(3) 貨幣的勞動價值。所謂貨幣的所得價值，係指貨幣一單位所得購買的一般消費物和役務的數量，例如衣被，食物，燃料及水，住宅和役務等類的數量。當然他們不包含公司股票，政府債券和生產的資本等類的物品在內。(2) 它的一般交換價值，係指它的一單位在市場上所得購買的一切的貨物和役務的數量，是即連消費物和役務也包含在內的一切的數量了。(3) 貨幣的勞動價值係指貨幣一單位所得交換的一定性質的勞動量。這個最後的概念，在我們以後的討論中，也是一樣的有用的。

### 第二節 貨幣價值的變遷的測量

貨幣價值的變遷，等於貨幣一單位，除以物價的指數所得之商。例如某甲的貨幣所得為一萬元，但物價指數由一百漲到兩百，那末，他的貨幣的價值便只值從前的一萬元的價值的一半。換句話說，即他的貨幣的價值比較從前實跌落了二分之一，因為  $1 \div \frac{200}{100} = 1 \times \frac{100}{200} = \frac{1}{2}$ 。但世上有許多人竟至大膽的相信，由某種物價指數所計算出來的貨幣價值的變遷，真是分毫不爽的絕對準確，這可不是事實。而爲了尋求準確起見，許多偉大的數理學家，曾在這一方面，費盡了無限的心思。最可令人注意的一件事，就是，有一位大數理經濟學家曾經



提出了四十四個不同的編製物價指數的代數的公式，來比較他們的測度貨幣價值的變遷的能力。他提出了好多的標準來考核每個公式的成績。待他考核完畢之後，方纔知道，有些公式，確是很壞。他任純粹的理論上所遇的，與我們在普通常識上所遭逢的困難，相互印正與發明。這個考核很有教育的價值，是值得我們注意的。

關於物價指數的意義和編製物價指數的方法，我們不妨在此略為提述。所謂物價的指數就是指各類貨物的價格百分比的平均數。所以編製物價的指數的程序可以分為兩個步驟：（一）先求每個物價變遷的百分比，（二）再求價比的平均數。例如今有A、B、C三種物品，在第一個時期A值二元，B值三元，C值四元。A的總買價，值一千元，B值兩千元。C值二百元，在第二個時期，A值二元五角，B值二元七角，C值六元，總買價如故，那末在第一個時期裏A的百分比，和B的與C的，均各係一百，在第二個時期裏，A的百分比為一二五，B的九〇，C的一五〇。今以下式求出第一時期的指數為一〇〇，第二時期的指數為一〇四·七。

## 第一時期

價比	權數
A...100	× 1000
B...100	× 2000
C...100	× 200
3200	320000
	100
	(指數)

## 第二時期

價比	權數
A...125	× 1000
B...90	× 2000
C...150	× 200
3200	335200
	104 $\frac{11}{16}$
	(指數)

我們知道，物價指數的高漲便是貨幣價值的低落，反之，物價指數的下降便是貨幣價值的上昇；因為物價指數的上漲或下落，便係表示貨幣一單位所得購買的一束貨物和役務的減少或增加。但我們在編製物價指數的時候，很難得到準確的物價的知識。縱令我們能得到，我們尚須要解決一個極其重要的問題，即我們必須充分明白，什麼是我們的物價指數的目的。

假如我們所編製的物價指數的目的是用來表示貨幣的一般交換價值的變遷的，那末，我們便當搜集一切貨物和役務的基期和本期的價格，包含土地，資本和債券的價格在內。反之，假如它是用來表示貨幣的所得價值

的變遷的，那麼，我們便須把土地資本和債券的價格丟開，專去蒐集消費的貨物和役務的價格。不專唯是，我們尚須更進一步去問，我們所要研究的，是社會上那一個階層的人的貨幣的所得價值的變遷。我們必不能夠用北碚附近工人的貨幣的所得價值的變遷，來表示北碚附近的農民的貨幣的所得價值的變遷。依據同一的理由，我們亦不能夠用北碚平均一個工人家庭的貨幣的所得價值的變遷，來代表某一工人家庭的貨幣的所得價值的變遷。假令這裏有兩個實際的工人的家庭，一個是酗酒的工人家庭，一個是禁酒的，那末，依據這兩個工人家庭所消費的酒的基期和本期的價格所編製出來的生活費指數，而所計算出來的平均的貨幣的所得價值的變遷，便與二者之中，任何一個工人家庭的真正的貨幣購買力的變遷均不相合。不用細說也可明白的，即由工人家庭生活費指數所表示的貨幣購買力的變遷只是平均一個工人家庭所消費的貨物和役務的價格變遷的情形。所謂平均一個工人的家庭只是一個抽象的家庭，並不是指任一實際工人的家庭。在應用上只要我們所編製的工人，家庭生活費用指數與每一實際工人家庭的消費品價格變遷的實況，相差不過，便算最好不過的了。

縱令我們已經把我們所要調查的某一社會階層所消費的全部貨物和役務的基期和本期的價格都知道了，而有一張很好的包括無遺的為該階層所消費的各類消費貨物和役務的價格表，我們尚不能編製一種優良的表示某一社會階層的消費品的價格指數，除非我們能夠把各別的物價變遷的百分數，集合而為一個總的百分數，即總指數。但我們可有什麼數學的方法去集合他們呢？一個顯而易見的方法，正如我們上面的舉例，就是把各個物價變遷的百分數來平均，而以平均的百分數來表示一般物價的變遷的程度。這個平均所得的百分數，當然便是我們所知道的物價的指數。這可還不容易麼？但是我們只消引一個極簡單的例子，便可顯示在這平均的百分數中暗藏着一個很大的錯誤的危機。為便於討論起見，假令單只麵包與啤酒這兩種商品，便夠我們編製優良的物價指數之用。又我們只欲比較在一九三〇年和一九四〇年之間的物價的變遷。在這一段時期之中，假令麵包的價格增加了一倍，啤酒的價格跌落了一半。如果我們把一九三〇年麵包與啤酒的相對的價格均各當做一百，那末，在一九四〇年麵包的價格必是兩百，啤酒的價格必是五〇。他們二者的價格的總數從兩百漲到二百五。即

我們的物價的指數，從一百到一二五。但如我們把一九四〇年他們的物價各當一百，那末，麵包的價格在一九

第一表

	1930	1940
麵包	100	200
啤酒	100	50
	$2 \left[ \begin{array}{r} 200 \\ 100 \end{array} \right]$	$2 \left[ \begin{array}{r} 250 \\ 125 \\ + 25 \\ \hline 100 \end{array} \right]$

第二表

	1930	1940
麵包	50	100
啤酒	200	100
	$2 \left[ \begin{array}{r} 250 \\ 120 \end{array} \right]$	$2 \left[ \begin{array}{r} 200 \\ 100 \\ - 20 \\ \hline 100 \end{array} \right]$

三〇年必爲五〇，啤酒的價格必爲兩百。由此可知，二者價格之總和便在一九三〇年至一九四〇年之間，便係從二五〇跌到二百了。這即是說，他們的平均價格從一二五跌到一百。亦即是說，我們的物價指數不但沒有漲高四分之一，反而跌落了五分之一。我們只因計算的起點的不同，或基期的改變，我們所編製的物價指數完全立於正相反對的地位。照理說，在這兩年之中，我們任取一年作基期所編製的物價指數應當完全相同，可是，現在不但不同，而且相反。這豈不是很奇怪的一件事情麼？

有許多專家告訴我們說，只要我們在編製物價指數的時候，所蒐集的物價的種類夠多，上述的荒謬的結果便可避免；因爲由大多數的物價百分數所求出的平均數，可以正確的表示一般物價的變動的程度，而且它所表示的尚比我們實際所需要知道的還要準確。以此假定爲根據，邵維伯 (Samerbeck) 所編製的英格蘭的物價指數便包含了三十九種不同的物價在其內。如果這還不能滿足我們的要求，我們還可以把在開支上占據特別重要地位的物價給以特別的重量。或者把這種在貨幣的支出上，占據特別重要位置的商品，如像小麥，把他的價格多算幾種小麥的價格在其內，或者在把各種物價的百分比，加成一一個總數之前，正如上文所舉的例子，依其在總的支出中，所占的比例部份，將每一物價的百分比，以其所占之比例部份乘它一次，然後再乘以其總支出除之。這種方法叫做「加權」。一個編製物價指數的人，假如他所蒐集的物價的總類夠多，同時權數的分配亦夠周

到，那末，他所編製出來的物價指數必可充分的表示物價變遷的程度：這代表一派統計學家的意見。

但另一派的統計學家又說，這種見解未免太樂觀了。假令在任兩年度的中間，物價的變動太劇烈，和其他的條件太不同，要想以這種簡單的指數來表示貨幣價值變遷的程度實在是太不可靠了。現在我們不妨回到在上文裏我們所舉的例子，並去探尋在上述的舉例之中，單因基期的變換所造成的荒謬的結果的原因。

稍一思索便知道，我們因為基年的變換所造成的荒謬的結果，或兩種立於正相反對地位的不同指數，實是由於在兩種不同的情形之下，我們所比較的，原是兩種不同的東西。凡是略習邏輯的人都知道，唯有兩種相同的東西，我們然後可以比較，不相同的東西是無法比較他們在兩個不同的時期的變化的。在第一種情境之下，我們所研究的是在一九三〇年每一百圓的貨幣所能購買的麵包的數量，和每另一百圓貨幣所能購買的啤酒的數量。在第二種情境之下，我們所研究的是在一九四〇年，每一百圓貨幣所能購買的麵包的數量和每另一百元貨幣所能購買的啤酒的數量。假令在一九三〇年一塊麵包和一瓶啤酒各值半元美金，兩個加起來值一圓美金。在一九四〇年一塊麵包值一圓美金，一瓶啤酒值二角半美金。這即是說二者的物價總共漲了百分之二五。但在一九四〇年，半圓美金所能買進的麵包或啤酒只是半塊麵包或兩瓶啤酒。在一九三〇年，半塊麵包和兩瓶啤酒值一圓二角五美金，可是在一九四〇年，卻值一圓美金。這即是說，他們的價值跌落了百分之二〇。兩種測量物價變遷的指數都是正確的，但每一指數正確的程度都只能對於某種特殊的一束的貨物方纔可以適用。在第一例中的一束的貨物是以兩份等量的貨幣在一九三〇年所買進的麵包與啤酒。在第二例中的一束的貨物，是以兩份相等的貨幣在一九四〇年所買進的麵包與啤酒。這兩束的貨物所包含的貨物是各不相同的，因此他們的價值的變遷的程度亦是不一樣的了。由此可知，兩束貨物的內容的不同，是造成因為基期的變換所引出的兩種立於正相反對的地位的指數的原因。

但造成這種荒謬的結果的原因是否可以避免呢？很明顯的一種提議，就是我們必須單以基年的被交換的一束貨物做標準。舉例來說，我們倘如要編製一種物價的指數來表示近代工人家庭的生活費的變遷，我們便必須

以在基年內正常工人家庭所消費的一束貨物作標準。如果在一九三〇年至一九四〇年之間，物價指數由一百漲到五百，我們的意思便是說，平均工人的家庭要用五倍於從前的金錢始能買得在一九三〇年他們在習慣上所消費的同束的貨物。

但我們是否便因此而獲得了優良的物價指數可以很精確的表示工人家庭的貨幣的所得價值的變遷呢？啊，否！假如在這兩個年度的中間，沒有發生任何劇烈的變遷，這個指數，在大體上，還可以用，但如說它絕對滿意則否。因在這段時期之中，工人所消費的貨物和役務，也許有的減少了，因為它的價格高漲，有的增加了因為它的價格低落或漲的不顯著。此外也許還有其他的擾亂的因素在作祟。例如在這次世界大戰的期中有些貨物簡直沒有了，有些貨物完全是新的。因此之故，我們很難得說，我們的物價指數可以準確的測量工人的生活費的變遷。物價指數，由一百漲到五百，這必不是說，現在工人所消費的食物，衣服和其他的用品的價格確比從前漲了四百。我們只能說，如果工人所消費的貨物和役務完全與從前一樣，那末，他們的價格實是平均漲高四倍了。但因在抗戰的期中，海運斷絕了，有些貨物完全滅絕，當然現在他們所消費的貨物和役務，與從前是大不同了。其次關於基年的問題我們也須在此略為一言。現在編製指數的人總愛以一九三七年作為基年。大凡受戰時物價高漲的影響的人，因不滿意戰時的物價，總喜歡以一九三七年的物價作為比較的標準，因此一九三七年便成爲在研究物價指數時所必須作為基年的一年了。假如再隔半世紀，人們對於一九三七年的物價恐怕便不必要對它關心了。也許到了那個時候，一九三七年的物價對於我們的重要，反不如印度今日的物價對於我們的重要，也是可以想像得到的事。

爲解決這個困難起見，統計學者曾想出了一種理想的編製物價指數的方法。即以依照基期的一束的貨物作標準，編製一種物價的指數再以依照本期的一束貨物作標準編製另外一種物價的指數而取其平均；而把這個平均數當作測量貨幣價值變遷的尺度。又如我們用這種方法來將本期的物價與上一年度比較而不與上好多年度的物價比較，我們很可得到一串比較滿意的測量貨幣價值變遷的指數。舉例來說，假如我們用這種方法所求出的

物價指數指出一九四一年比較一九四〇年高百分之二〇，又一九四二年比一九四一年高百分之二五，我們便可據以立論一九四二年比一九四〇年高百分之五〇。但是我們亦可以用其他的方法來達到同樣的目的。只是這不在我們所討論的範圍之內。我們這裏所特別的要強調的：即因基期和本期所購買的貨物不盡同，而所發生的困難我們也有比較可用的解決的方法。

同樣的困難可以在比較兩個不同的地方的物價漲落的場合出現。例如在上次世界大戰以前的某幾年，英國的商務部 (Board of Trade) 就曾經研究英格蘭和德意志兩個地方的生活費的相對的變遷。他們指出在上次世界大戰以前某幾年，英格蘭的工人所消費的一束的貨物的價值，在德意志比較在英格蘭，較高百分之二〇，但德意志工人所消費的一束的貨物的價值，只較高百分之十。但如兩個國家的文明程度相差甚大，我們使不可企圖去比較他們的相對的貨幣的價值。因為我們所用以作比較標準的一束的貨物所包含的內容，如像汽車的役務，也許不為文明程度極低的國家所能買，或者，縱令能夠，他們也許不願意辦。

我們的結論是，無論在理論上或在應用上，我們均沒有精確的測量貨幣價值變遷的儀器。但我們不能否認貨幣的價值有變遷。假如我們十分的小心和謹慎，爲了某些實用的目的，我們也可找出比較精確的測量的尺度。現在最大多數的國家均常川的公佈零售的物價的指數，這種指數可以作爲測量貨幣的所得價值變遷之用。至於貨幣的一般交換價值的變遷，我們必須引用批發物價指數去測量，例如不列顛商務部的指數 (包含一五〇商品) 和美國勞工局 (American Bureau of Labour) 的指數 (包含五五〇商品) 但紐約聯邦準備銀行 (Federal Reserve Bank of New York) 卻曾發佈了一種更好的真實的一般物價指數，內中包含了房租，工資，地產和債券的價格並貨物的批發的與零售的價格。最大多數的近代的指數都是加權 (weighted) 的指數，這即是說他們曾經依照在某特定的時期內每類貨物的總實價，在總的貨幣支出中所占的比例數字作權數，來把每類貨物的價格乘過了。常着資料易於搜集之時，這個特定的時期常常移動，務使所用的權數沒有過時的毛病。比如美國的勞工局的指數便是每兩年重新計算它的權數一次。

## 第三節 貨幣價值的決定

現在我們須要進而研究決定貨幣價值的力量。這個問題不但困難而且重要。我們必須先從極簡單的處所開始。本章的目的只在說明，在一安定的時期裏貨幣價值所由決定的主要的力量。因此之故，我們這裏所使用的分析的方法只適宜於說明戰前的物價，而不適宜於說明戰時的貨幣的價值。

貨幣好像貨物一樣，它的價值是由供給和需要的關係決定的。無論我們把貨幣看做在平均一刹那的時點上靜止的池水也好，或把貨幣看做在一個時期裏不斷的川流也好，我們在這一問題上所得的結論都是一樣的。依照前一種的貨幣的概念所得到的被決定的貨幣的價值亦不更多，依照後一種的貨幣的概念所得到的被決定的貨幣的價值亦不更少。但因貨幣的主要目的是把來用，而不是把來存，所以第二個貨幣的概念更容易令人了解稱領悟。因此，我們現在就請先以我們的注意力集中在這以川流不息的狀態出現於市場之上的貨幣概念，而去研究它的價值所由決定的主要因素。又我們現在所研究的價值乃是單指它的一般的交換價值說。這即是說，它的價值是指它的一單位所得支配的一切貨物和役務的總集。

以此動態貨幣的概念作根據，我們很容易看出，貨幣的需要狀態在一定的時期之內，是受以貨幣作媒介來便利他們交易的一切商品的交易的總量決定。我們知道，商品交易的總量可由下列的原因而增加。它也許是因被消費的貨物和役務的總量增加了。也許是因棉花和小麥等類的原料，在他們變成襯衫和麵包之前，或因投機狂熱的勃發，或因工業組織的改變在每一單位時間裏轉手的次數增加了。或因房產一類的資本財和債券的買賣更活躍了。總之，任一交易總量的增加即是貨幣需要狀態的增加。依據同樣的理由，交易數量的減少便是貨幣需要的減少。因此之故，貨幣的需要即係指在一定的時期之內，須以貨幣作媒介，來便利他們交易的一切貨物和役務的交易總量的意義。假令貨幣的供給不變，貨幣的價值必因貨幣的需要狀態或交易總量的增加而增加。

反之，假令貨幣的需要狀態不變，它的價值便係受它的可支配的數量決定。如果可支配的貨幣的單位減少

了，那末，每一貨幣單位所做的工作便當更多，亦就是說，他們之中每一個所得交易的其他的貨物的數量必然增加。它的價值依照我們的定義必比從前更大。如果貨幣的可支配的單位增加了，那末，每一單位所得交易的貨物的數量必然減少。這即是說，它的價值必比從前更小。如果我們把這分析推到極端，我們勢必要說，縱令可支配的貨幣減少一單位，那些其餘的單位，也必定要負擔較多的工作。儘管所負擔的工作的增量非常微細，它的價值仍必比較從前更大。現在每一單位的貨幣價值之所以恰像它現在這個樣子，就因現在我們只有極多的可支配的貨幣的單位。又每一單位貨幣的價值等於任何單位的貨幣在遺失時所遺失的價值。

以上我們的分析，係假定貨幣與貨物是相同的，現在我們可以從貨幣與貨物的不同，來討論這個問題。貨幣與貨物有兩點是不同的：（一）貨物本身有效用，但貨幣本身無效用。麵包不僅有價值，不僅可以在市場上交換一束其他的東西，而且它自己在它單獨存在時，尚有滿足欲望的能力。如果麵包失掉了一塊，社會便失掉了與一塊麵包相對應的真實的物質的幸福。但貨幣失掉了一單位時，便沒有同樣的情形發生出來。

從個人的觀點上看來，固然也可有同樣的情形發生出來。例如今有某某一個人忽然有一單位的輔幣從地板的縫裏掉下去了，它的真實的物質的幸福當然會有若干的損失。但我們絕不能說整個的社會也因此更貧困了：因為這一單位輔幣的所有者，雖然損失了一單位的輔幣所能支配的一束的貨物，但這一束的貨物並不是消滅了，而是被社會其他的分子得去了，因為此時他們以同量的貨幣所買的貨物便將增加。誠然，社會上如果同時喪失了大量的貨幣，商業界會受最大的打擊，物價會有很大的跌落，交易和生產均會受極大的阻礙，結果，社會的真正的幸福遲早必會有嚴重的減少。可是，在一瞬的時間之內，假令其他條件相同，如上所述的命題，依然會如中流砥柱一般的不可動搖。

（二）貨幣與貨物還有第二點不同的地方：即當需要的狀態不變之際它的價值和它的可支配的數量恰為一種反比例的關係。如果它的可支配的數量大一倍，那末，它的價值便小一半；小一半便大一倍。這個道理是很容易明白的。假定市場上出賣的貨物和役務是一定的，再假定每一貨物和役務在一定的時期內轉手的次數也是一



定的，此時，可支配的貨幣的數量如果少了一半，那末，每一單位的貨幣的購買力必定要增加一倍；如果可支配的貨幣的數量增加了一倍，那末，每一單位貨幣所得支配的貨物和役務必要減少一半。用數學的名詞來說，即在貨幣的需要狀態不變之際貨幣的價值與它的數量為反比例的變化，或一般物價的平面與可支配的貨幣的數量成反比例。假如我們以Y表示貨幣的價值，X表示貨幣的數量，那末

當X為1, 2, 3, 4……N時，

$$Y \text{ 爲 } 1/2, 1/3, 1/4, \dots, 1/N,$$

以此繪成一個平面圖，便恰形成雙曲線的右面的一臂。

試舉一例以明之，假如銀行向織布的企業家擴大銀行的信用，它的第一種效果便是棉紗的價格高漲，因為無數的織布的工廠，在棉紗市場上，搶着買棉紗，因此把棉紗的價格提高了。依照同樣的情形，這無數的紡紗的工廠，因為貨幣的收益增加了，紛向棉花的市場爭着買棉花，於是棉花的價格亦因而漲高。同理，這無數的棉花的栽培者，因為他們的棉花市場旺盛，或需要增加，他們於是對於種植棉花的工人亦要搶着去僱傭，同時對於產棉的土地，亦要搶着去租佃，結果，種棉的農工的工資和棉田的地租均有增加。工人，地主和資本家們的貨幣收益增加之後，一切消費品的有效需要，勢必因而增加，結果消費品的價格亦必因而增加。更因資本家間，對於較大利潤的競爭，可使各部門的生產因數的價格與利潤趨於平均。第一，假如某一生產部門的較大的利潤是由生產因數的較低的報酬來的，那末，其它的部門的企業家便必以較大的報酬來搶取較廉的生產因數，同時，在生產因素的各所有者方面，鑑於社會對於他們的需要大於他們的供給，他們亦必提高他們的要價，其結果，非至各部門的同質的生產因數的報酬完全相等，是一定不會止步的了。第二，假如某一生產部門的企業家的較大的利潤是由他的稀少的商品而來，那末，其他的企業家便會縮減其他商品的生產而把他們的資本來投在這一個利潤較大的生產部門內，結果這一部門的商品，因為資本流入的關係，產量逐漸的增加而價落，同時，其他部門的生產品，因為資本流出的關係，產量逐漸減少而價增，由是而第一部門的較大的利潤逐漸喪失，同時

其他部門的利潤逐漸增加，結果，使各個生產部門的利潤一律趨於平均。一言以蔽之曰，當着織布的企業家的銀行信用增加之後所有一切的物價均必為同比例的增加。話句話說，就是貨幣的價值隨着貨幣的增加而為反比例的低落。

可是上面這種說法，只有在所有的生產因素通通僱用完畢之後方纔合於事實。在未達到充分就業的均衡狀態之時這種分析不必正確。例如，在工人失業的時候，縱令資本家的工資資本增加，但因以同樣的工資可以僱備更多的工人，結果工資亦不會因為工資資本的增加，而為同比例的增加。又如當機器還有剩餘的生產能力存在的時候，縱令貨幣資本的投入增加，因為單位成本降低，或不增，物價亦不必與貨幣為同比例的增加。又如在有剩餘的囤貨銷售不出的時候，以同樣的價格亦可買進更多的貨物。單這幾個例證，已足說明物價與貨幣的增加為貨幣的增加，在未達到充分就業均衡狀態之時，不必完全正確。但因在上一世界大戰以前，一切的貨幣學說，均係從充分就業的均衡狀態出發，當然不免要忽略在充分就業之前，物價和物量的實際情形了。所以，上述的學說，只有最後或在長時期內，由貨幣的增加而所引起的一切可使貨物供給增加的力量充分發揮盡致，直到所有一切可支配的生產因素通通僱用完畢之際，方纔可與事實完全一致。換句話說，即在貨幣增加之後，假令時期很短，物價雖會增加，但每件物價實際增加的程度，不必與貨幣的增加成正比例。反過來說，即上述的貨幣價值的學說，只是一種長時期的貨幣價值的學說。即在長時期以內，假定貨幣的需要狀態不變它的價值和它的可支配的數量恰為一種反比例的關係。

關於貨幣的可支配的數量一名詞，我們尚需加以詳盡的解釋始能明瞭。假令在一定的時期之內，我們共有某量的貨幣，現在我們所要問的，就是，是否在這一一定的時期內，塊塊貨幣都是同程度的可支配的貨幣呢？我們的答覆是不決不。因為有些貨幣雖然存在，但不工作。他們或者是在我們的錢袋裏面過假期，或者是在銀行的金庫裏作長期的休養，或者是在守錢虜的地窖裏埋沒一輩子。還有一些貨幣不但工作，而且努力。他們在這一時期內，不但出來買貨一次，二次，三次，甚且出來買貨無數次。有些貨幣的行動很敏捷，好像「歹事傳

千里」。有些貨幣的行動很遲緩，好像在火車上買票的年紀很大的老太太。這即是說，我們在該貨幣的可支離的貨幣數量的時候，不但要注意貨幣的存量自己，而且必須注意它的平均流通的速度。

試舉一例，來說明貨幣的流通速度的概念。某年夏季上海舉行運動會，有甲乙兩人合資買了好幾十瓶汽水搬到運動場上去零售。約定出賣一元一瓶，賣得的錢兩個平分。行到半路，甲口渴了，幸他身上還僅存有半元錢，喝了一瓶，當即以此半元給乙，作為他所應分的部份。過了一時，乙也渴了，他也喝了一瓶，把這半元找回了甲。是日天氣真正炎熱不堪，纔過一會甲又渴了，不又一會，乙又口渴。這半塊錢找來找去沒有中斷。到了最後，這半塊錢又回到甲的錢袋裏面來了，每一個人均付清了所欠另一個的債務，可是汽水沒有了。在這一段時期內，半塊錢做了好幾十塊所做的工作，使可支配的貨幣的數量比半塊錢增加了好多倍，這完全是因為貨幣的流通速度增大幾十倍的原故。

以上的敘述實只限於說明可支配的貨幣的數量與貨幣的一般交換價值的關係。假如我們除了研究上述的關係而外，還須進而說明貨幣的可支配的數量與貨幣的所得價值的關係，那末我們在使用貨幣的平均流通速度的時候，便須加上一個條件的限制：即我們絕不能用它來表示每一元貨幣在一定時期內到市場上購買一切貨物的次數，但只能用以表示每一元錢在一定時期內到市場上購買消費品的次數方纔適當。後者並且另外有個名字叫做貨幣的所得流通的速度，自然貨幣的所得流通速度要比貨幣的一般流通速度更小就是了。

我以為用代數的符號來說明貨幣與物價的關係更要使人容易明白些。如果

M 等貨幣的存量，

V 等貨幣的平均一般流通的速度或所得流通的速度，

P 等一般物價的平面，或消費品的價格的平面，

T 等一般貨物交易的總量，或消費品交易的總量，那末，

$M \cdot V$  等 P·T，即貨幣的價值 I/P 等於可支配的貨幣的數量除貨物交易的總量 T/MV。

假令M爲一百萬元，它的一年的流通速度V爲10，則MV等於千萬元。此一千萬元MV無疑的係等於這一年的貨幣的總支出。又我們知道T是一年貨物出售的總量，P是他的價格，那末，便是一年的總收入了。因爲總收入必定等於總支出，所以 $MV = PT$ ，或 $I/P = T/MV$ 。由此公式可得四個命題如下。

- 一、如果V和T不變，M增P增，或I/P與M成反比例的減少。
- 二、如果M和T不變，V增P增，或I/P減與V成反比例。
- 三、如果M和P不變，或I/P不變，V增T增。
- 四、如果M和V不變，T增P減，或I/P增。

但因假定商業信用等於零時，M有兩種：(1)通貨， $M_1$ ，(2)存款， $M_2$ ，所以上述的公式尙可寫爲 $M_1V_1 + M_2V_2 = PT$ 。然而在事實上商業的信用不等於零，所以上述的公式必須寫成 $M_1V_1 + M_2V_2 + M_3V_3 = PT$ ，貼切合於實際的情形。在這公式之中 $M_3$ 係指銀行存款和鈔票的代替物，商業信用而言。V係指他的流通的速度乃是一件不用細說都可明白的事。費暄(Irving Fisher)在談貨幣和物價的關係之時只知道有 $M_1$ 和 $M_2$ 而不知有 $M_3$ 。莫怪他的學說與許多統計的事實均不相符了。爲使貨幣學說達到更完整的狀態計， $M_3$ 必須加在 $M$ 裏去，方纔沒有掛此失彼的危險。

以上我們係把貨幣當做在一個時期之內向着市場湧現的流泉來研究貨幣價值的問題，現在我們可以暫時放棄這概念，轉從另外的一個貨幣的概念來分析這個同一的題目。換句話說，就是我們今後要把貨幣看做一潭靜止的池水，而不把它看做一瀉活潑的流泉了。爲研究的便利起見，我們假定貨幣只有兩種(1)通貨(2)存款。商業信用暫且假定爲零不與計較。由是貨幣在一個時期內的總供給量，便等於在平均一刹那內通貨與存款的總和了。這份總和，在平均一刹那間內，如果它不是存在銀行的金庫裏，便必是放在私人的保險箱中或錢袋裏，此外更無容身之所。換句話說，就是在平均一刹那間貨幣的總供給量亦必就是社會上各異的個人所保持的貨幣之總和了。貨幣在被保持的時候，實是在靜止的狀態之中，所以我們現在縱把它看做一潭靜止的池水，亦是很會

理的了。實則，不僅貨幣無論任何東西，我們假定去觀察它在一剎那時點上的姿態它必是靜的，反之，如果我們去觀察它在一個時期內的姿容它必是動的無疑。在現在以前我們在分析貨幣之時，係觀察它在一段時期內的狀態當然要把它看成一瀉湧現於市場的流泉。從現在這個時候起，我們在分析貨幣之時，因係觀察它在平均一剎那時點上的形像，當然要把它看做一潭靜止的池水了。必須把這點明白之後，我們始可進而研究靜態的貨幣價值的理論。

靜態的貨幣價值說，依然主張貨幣的價值是受貨幣的需要和它的供給的相互關係決定。只它所指的貨幣的需要如同貨物的需要一樣，即決不是需要來立即把它用出，而是需要它來作為將來買貨或投資的準備資金。誠然。到了將來的時候，它終於要被公衆用出去，可是在現在這一剎那間內，它可不是被用出而是為公衆所保存呀。關於這一點，已故教授康喃 (Cannan) 把它解釋得極其清楚，簡單，和正確。他說，公衆對於貨幣的需要只是需要它來作準備。或者需要它來，以存款的方式，放在銀行的賬上，或以現金的方式放在自己的錢口袋裏面。(註一) 驟看起來，也很奇怪。即人不是一個愛財和愛享受的動物嗎？假如他把貨幣借出去，他可以得更多的貨幣，利息。假如他把它來購買消費品，他可以立即得到更大的物質的享受。假如他把它來投資，甚至可以得利潤。可是，現在他可把它來存放於銀行只得接近於零的利息，或把它放在自己的錢袋內，甚至任何利息，利潤和享受均得不到。然則人非愛財和愛享受的動物嗎？為什麼他要把錢來白白放在自己的衣袋裏面呢？這豈不是一件很奇怪的事情嗎？

我們只要略一思索便知這個問題極易解答，即人之需要貨幣只是因為人除以一部份的貨幣來作現在的消費或投資外，他還需要貨幣來作最近或將來的消費或投資，這是他需要隨時保持一部份在手的原因，凱衍斯爵士 (Lord J. M. Keynes) 說，人之需要貨幣是為要了以貨幣來滿足將來的下列四種的動機。(1) 滿足所得

的動機。無論任何一人，在他在一月或一週之末，取領薪金或其他的貨幣所得之後，而在第二次發薪，付利，付租，或分紅的日期還未到來之前，除作每日的消費支出之外，他必每日均有餘錢，以為來日的消費使用之需。誠然他手中所保持的餘錢，並不是日日都是相同的，剛在發薪或收租的一日，手裏現存最多，以後越來越少，到了第二次發薪或收租之前夕，也許僅有一點餘錢，或者甚至一點餘錢都沒有了。但平均說起來，他每日均必有若干的餘錢，放在自己的錢袋或銀行之中，以圖滿足在這二段時期之中所得的動機。(2)爲了滿足商業的動機。任何一位企業家在他賣貨的以後，買貨之前，爲了應付零星買貨的開支，他亦必保持一部份的貨幣在手中，以圖滿足商業的動機。(3)爲了滿足投機的動機。有一些人看見債券的價值正在下落，爲圖到時賤買，及時貴賣起見，他們亦必存儲一部份貨幣在手中，以爲投機準備資金。(4)爲了滿足防險的動機。有一些人爲了預防危險起見，例如不測的暴病，災害或死亡，他們平均亦必每日保存若干的貨幣在手中，以爲防險的準備資金。無論在任何情境下，貨幣在備而未用之際，都是一潭靜止的池水，這實是一件最容易了解的事情了。爲什麼人須貨幣來保持，不外是由爲了滿足上述四種動機而來。

假令貨幣的供給不變，並其他條件相同，貨幣的價值是與貨幣的需要爲同比例的變化的，即貨幣的需要越多，物價越低，反過來說，就是貨幣的價值越高。爲充分了解這個命題起見，最好我們以公衆在平均一刹那間所保持的貨幣購買力，在國民真實生產總量中，所占的比例，來測量貨幣需要的小大。回憶我們在談商品需要的時候，我們總以公衆所欲並所能用以購買商品的貨幣數量來測量它。假如公衆所欲並所能用以購買某種商品的可供支配的貨幣數量比較從前增加了，(其他條件相等)那末，我們便可以說，公衆對於該項商品的需要增加了。如果這份可供支配的貨幣數量減少了，那末，我們便說，商品需要減少。依據同樣的理由，我們在談貨幣需要的時候，我們亦可以用公衆所欲並所能犧牲的實際的利益，即可能用以換取此量貨幣的物資和役務在國民真實生產總量中所占的比例來計算。如果公衆所需要的貨幣所能購買的物資和役務，在國民真實生產總量中所占的比例，比較前此爲高，那末我們便可以說公衆對於貨幣的需要增加。如果公衆所需要的貨幣所能購買的物資

和役務，在國民真實生產中所占的比例低，那末，公衆對於貨幣的需要便減少了。前者如果不變，當然後者亦不變遷。在第一種情形之下，賣貨多而買貨少，貨幣價值自然高漲。在第二種情境之下，賣貨少而買貨較多，貨幣的價值自然降低。在第三種情境之下，賣貨與買貨比較從前不多不少，當然貨幣的價值不增不減。總之一句，即貨幣的價值當着貨幣的供給不變並其他條件相等時，與貨幣的需要會爲同比例的變化。

試舉一例以明之，假令在某一社會裏面，國民的年生產量七千萬件，貨幣存量三千五百萬元，每件貨物的價格一元，即每元貨幣在半年之內出來買貨一次，一年出來買貨兩次。在這一種情境下，國民所保持的貨幣所能購買的物資，當然只值國民總生產額的二分之一。今假定國民總生產額仍爲七千萬件，貨幣亦仍爲三千五百萬元，但每件貨物價格二元，即每元貨幣在一季之內出來買貨一次，一年出來買貨四次。在這一種情境下，公衆所需要的貨幣所能購買的物資，在國民生產總額中，所占的比例跌落了一半，即從二分之一跌落到四分之一，貨幣的購買力於是遂從一件跌到半件，即物價從一件一元漲到半件一元。今再假定國民生產總額與貨幣數量如故，只是每件貨物的價格由一元低到半元，即每元貨幣平均每年出來買貨一次。在這一種情境下，公衆所保持的貨幣三千五百萬元，貨物的總賣價亦爲三千五百萬元，即公衆的貨幣所能買進的貨物占國民年生產之全部或百分之百。它從二分之一增爲百分之百。因此，貨幣的價值亦遂由每元一件增爲每年兩件了。由此可見，當着貨幣的供給不變之時，假定其他條件相同，貨幣的價值必與貨幣的需要爲反比例的變化。

假令我們以代數的符號來表示靜態貨幣的價值說，我們可得下述的公式如後，如果我們以

M 代表貨幣的存量，

K 代表貨幣所得購買的物資和役務對於國民真實生產的交易總量的比例，

P 代表一切貨物的價值，

T 代表國民真實生產的交易總量，那末，

$P = M / KT$  即  $1/P = KT/M$ ，即商品的價格等於現存的貨幣所能購買的物資和役務  $KT$  除貨幣的存量。

反過來說，貨幣的價值  $1/P$  等於貨幣的存量除該項貨幣的存量所能購買的物資和役務了。

由上面的公式， $1/P = KT/M$ ，我們立即可以明白， $K$  與貨幣的價值  $1/P$  必為同比例的變化了。

以上我們的討論。只限於研究貨幣的需要與貨幣的一般交換價值的關係，但如我們除了研究貨幣的一般交換價值而外，尚須研究貨幣的所得價值，那末，我們便須將  $M$ 、 $K$ 、 $P$ 、和  $T$  的意義略為變化。即  $M$  只用以表示公衆所用以買消費品的貨幣存量， $K$  指貨幣的真實的消費需要對國民消費品和役務的年產量的比例， $T$  指國民年消費生產總量， $P$  指消費品的價格， $1/P$  指貨幣的所得價值。至其餘的分析方法則完全是相同的。

我們現在想以一個極簡單的命題來證明動態與靜態的貨幣的學說，在解釋貨幣價值的問題上，所得結論是相同的。我們知道，一個國家的年貨幣所得的總量常為它的貨幣總量的倍數，反過來說，即一個國家的貨幣的總量必常為國民年貨幣所得的分數。假令一個國家的年貨幣所得總量為貨幣總量的兩倍，那末，貨幣的流通速度在一年之內便係 2，即  $V$  等於 2。反過來說，該國的貨幣總量便必為國民年貨幣所得的二分之一即  $K$  等於  $1/2$ 。我們在計算貨幣價值的時候，假令我們依照動態的貨幣概念，把貨幣看做可支配的貨幣，或把它看做不斷的湧現於市場的流泉，那末，我們便當以國民年貨幣所得的總量，去除國民的年真實所得，反之，假令我們依照靜態的貨幣概念，即把貨幣看做被保存的貨幣或把它看做不動的儲存於金庫或衣袋裏的貨幣，好像一潭靜止的池水一般，那末，我們在求貨幣價值的時候便當以貨幣的總量去除，在我們的例中，二分之一國民真實年所得。這除出來的結果當然兩兩相等；因為以兩倍於貨幣總量的數字除一定的國民真實年所得與以一倍的貨幣總量去除一半的同量的國民真實年所得，除得的結果當然是相等的了。

把代表的符號來代表我們的概念，更可明瞭我們上述的理論的體系。設  $P$  等於消費品的價格， $R$  等於消費品的年交易總量，那末， $PR$  便當等於國民年貨幣所得總量。（這裏我們假定國民的真實所得均是消費品）設  $M$  等於貨幣的總量， $V$  等於貨幣的流通速度， $K$  等於貨幣的購買力總量，在國民的年真實生產總量中所占的比



例，那末， $VM$ 便等於貨幣總支出，即等於貨幣數量的 $V$ 倍。由是我們可得一結論：即 $\frac{1}{P} = \frac{R}{MV}$  或  $\frac{KR}{M}$ ，爲什麼呢？

因  $VM = PR \dots (1)$

故  $\frac{1}{P} = \frac{R}{VM} \dots (2)$

又因  $M = \frac{1}{V} PR \dots (3)$

故  $\frac{1}{P} = \frac{VR}{M} \dots (4)$

設  $K = \frac{1}{V}$

即  $\frac{1}{P} = \frac{KR}{M}$

故  $\frac{R}{VM} = \frac{KR}{M} \dots (5)$

用經濟的名詞來解釋上列的五式，(1)式的意義，是說，國民年貨幣量所總量 $VM$ 係等於一國貨幣總量的倍數， $VM$ 。(2)式的意義是說，貨幣的價值 $\frac{1}{P}$ ，係等於國民年貨幣所得 $\frac{R}{M}$ 除國民真實的年所得 $R$ 。(3)式的意義是說，一國的貨幣總量 $M$ 係等於國民年貨幣所得的分數 $\frac{PR}{V}$ 。(4)式的意義的是說，貨幣的價值係等於

一國的貨幣總量  $M$ ，除國民真實所得的分數  $R/V$  或  $KR$ 。即以國民年貨幣所得的分數  $\frac{VM}{V}$  或  $M$ ，除國民真實所得的分數  $KR$ ，(5) 式的意義是說國民的貨幣所得  $VM$  除國民的真實所得  $R$ ，等於國民的貨幣所得的分數  $\frac{VM}{V}$  即  $M$ ，除國民真實所得的相同的分數  $V$  或  $KR$ 。由此可見，由上述兩派貨幣價值學說的公式而所求得的貨幣的價值完全是相同的。因此之故，上述兩派貨幣價值說的價值完全是相同的。所以在過去兩派學說互相爭衡的時間中，一切出奴入主的互相攻訐的言論通通都是廢話。

對於上述兩派的學說，在貨幣的思想史上尚有兩個專門的名詞。前者稱做貨幣數量說，這派學說的創始人是美國已故的費暄教授 (Irving Fisher)。後者稱做現金餘額的學說 (Cash Balance Theory) 這派的創始者是已故劍橋大學教授馬先爾 (Alfred Marshall)。所以現金餘額亦說稱劍橋學派的貨幣學說。最近英國的貨幣學說大師凱行斯爵士 (Lord J. M. Keynes) 的利息論便是從現金餘額說引導而來的。如不懂得現金餘額說休想懂得凱行斯爵士的貨幣學說。所以現金餘額說也是很重要的一派的貨幣學說了。

以上我們所說明的現金餘額說，在討論貨幣存量之時，係假定貨幣只包括法幣和銀行存款兩種，或商業信用等等。但商業信用不等於零，所以我們在用上述任一公式之時都應把商業信用放在貨幣之中一併計算方纔妥當。關於商業信用的價值，我們可以由上述第(4)公式略加變化計算而得。即以商業的信用所能購買的物資在所有一切的貨幣所能購買的物資之中所占的比例  $C$ ，乘所有一切貨幣所能購買的物資  $M_2$ ，即等於商業信用所能購買的物資，然後再以商業信用  $C$  除之。即得。即

$$\frac{KT \times C}{M_2} = \frac{I}{P_2}$$

這個公式的經濟的意義是說，商業信用所能購買的物資，再以商業信用除之，除得結果，自然就等於商業信用

每元所能購買的物資，即商業信用的價值了。不用細說也可明白，假如我們以 $P_1$ 代表一般貨幣的價值，以 $P_1$ 代表法幣或通貨的價值， $1/P_2$ 代表存款的價值， $1/P_3$ 代表商業信用的價值，那末 $1/P_3$ 勢必等於 $1/P_2$ 減 $1/P_1$ 和 $1/P_1$ 之差了。只這一點是我們在討論貨幣價值的學說的時候，所須追加進去的。必須把這點補充進去，我們以後始可明白商業循環的學說，所以這點也不可以忽略。

在上述的貨幣理論中，K或V和M雖然都是影響物價的因數，但在這兩個因數之中，M影響物價的力量最絕敗的終結，貨幣總量從二五八五萬鎊，跌落二一〇四百萬鎊，即從一百跌到八五·五，即貨幣總量僅低落一四·五，但物價指數從百分之五〇跌到一百，卻低落了五〇，由此可知，貨幣影響物價的力量遠不如貨幣的平均流通的速度，V或K，影響物價之大了。（註一）最可引為不幸的，即任何中央銀行的力量，雖對於M的控制具有決定的力量，但K或V則決定於羣衆的心理和投資的利潤，放款的利率或消費的誘惑。假如投資的利潤率減低，利息率漲高，物價下落，更兼以工商業界與公衆的悲觀情緒的濃烈，一般都覺得貨物與債券的需要不如保存貨幣或對貨幣的需要安全，貨幣的流通速度V必然減少，即貨幣每年出來買貨一次所須經過的時間K必然增加，物價必將為繼續的下落。此時縱令貨幣的供給增加，但如貨幣供給增加的程度遠不如貨幣需要增加的程度，物價依然不會穩定。只有一點可以引為慰藉的，即當物價節節下落之際，中央銀行可以設法增加M的數量以抗拒V的下落或K的增加，可使衰敗的程度略為減輕一些。這點當然亦是很重要的了。

## 第四章 投資儲蓄與銀行信用

### 第一節 銀行放款與投資及儲蓄

在第二章裏，我們曾經說過，存款貨幣的供給，在近代的活衣莊的銀行制度之下，假令其他條件相同，在現金比率所允許的範圍內，受銀行的放款行爲決定。爲了討論的便利，現在讓我們假定，社會上只有一個銀行，並只有銀行存款這一種貨幣，而且銀行的存款又係銀行自己的放款行爲所創造。在這幾個簡單的假定下，讓我們來研究銀行的放款的活動與投資並儲蓄的關係。

假令現在有一位農夫，在六個月之後，可以收入一林好蘋果。可是他現在沒有資本了。他向銀行來借款一萬元，銀行答應借給他，並給農夫開上一萬元的存款賬，許可農夫有開支票來提取的權利。農夫此後遂以此一萬元來買原料，僱工人和作他自己的開銷。在六個月之末，他把蘋果賣了，以一萬元還銀行並向銀行貢獻若干的利息。這件事情對於一位稍有經驗的商人並不覺得奇怪。但從一位絲毫沒有經驗的初學經濟學的人看來，便不免覺得銀行這種放款的行爲與對於產業的影響，很有點像變戲法。非常明顯的，當銀行將一萬元借與農夫的時候，他手裏可謂一無所有。最令人難解的，就是，當他使用他的妖筆，在他的鬼賬上，寫下幾個數目字以後，頓時這位農夫和他的僱工便可憑空取得糧食，衣服與原料，來維持他的六個月的生產的消費。試問農夫這筆一萬元的借款所買進的物資是從誰人手裏奪來的呢？而且這種奪去的方法又是否可以增加生產呢？

驟看起來，農夫以銀行的借款所買進的物資，好像是由銀行的魔術所創造。但略一思想則知他係來自公衆的儲蓄。至於銀行以放款的方式，來給農夫建造資本的行爲，是否合於經濟的要求，則須視社會的特殊的情形爲轉移。現在且讓我們來先解釋這裏的第一個問題，卽爲什麼農夫的投資係來自公衆的儲蓄呢？而且在這裏我

們尚須對於投資與儲蓄這兩個很重要的名詞加以解釋；即我們這裏所指的儲蓄是指公衆的沒有消費完的貨幣所得的真實價值，又我們這裏所指的投資乃是指農夫以其貨幣資本的幫助，所得來的公衆的真實的儲蓄。爲使問題容易明白起見，讓我們再來追蹤農夫在取得銀行的放款之後，所作的投資的活動對於公衆儲蓄的影響。我們知道，農夫爲了收獲蘋果，他曾以此一萬元的貸款，直接的由他自己和間接的由他的僱工，向社會上其他的工商業者買進各種的東西。同時，其他的工商業者，復以他們從農夫因賣貨而得的收益存入於銀行。隨着農夫的購貨，直接的或間接的購貨，的進行，他的存款當然逐漸的減少，同時，其他的工商業者，簡而名之曰公衆的分子，當然他們的存款，隨着他們的賣貨的進行，無日不在繼續的增加。在六月之末，農夫的一萬元的存款沒有了，但公衆的一萬元的新存款卻在銀行裏出現了。這筆新存款，雖然是農夫的舊存款的支出的結果，但他的性質不同了。因爲它根本不是銀行向公衆的放款，而是公衆向農夫服務的貨幣的收益。從公衆的觀點看來，這一萬元所代表的不外是他們的儲蓄。因爲在這六個月之內，他們沒有全部消費在法律上屬於他們的所有權利的貨物和役務，同時並以後者轉讓給予農夫和他的僱工。換句話說，就是農夫的真實的投資，來自公衆的其他分子的真正的儲蓄。

至於由銀行的放款來給農夫做生產的資本是否合於經濟的原則，則須要看，由此投資而引起的公衆的儲蓄究竟是強制的呢？抑或是自願的？假如是強制的，在靜態的社會之下，當然是不合的。反之，假令這種儲蓄是自願的，那末，它便是很對的了。現在請讓我們先解釋最後這一點。假令國民經濟是在靜止的狀態下，公衆的分子或者因爲節約的運動忽然抬頭起來了，或者因爲他們對於某幾方面的投資忽然失掉了信心，決定增加他們的儲蓄存款的比例，此時公衆的分子自然必會少向銀行支款來縫衣服，製房產，和買零碎。雖然銀行的總存款，在現代的銀行制度之下，並不因此而絲毫的增加或減少，但貨幣流向市場，購買貨物和役務，在每一單位時間裏的次數，確是減少了。這點便是公衆的儲蓄所造成的最嚴重的後果。因爲在商品市場上，每日流進來買貨的支票存款的次數，既然減少了，那末，出售商品的公衆的分子，爲了儘快的出售他們的存貨，便須減少

他們的商品的價格。貨幣的價值因而提高。在這一種情境下，公衆的總存款雖然沒有增加，但他們的每一元的存款的一般交換價值卻是增加了。公衆中的一部份雖然有貨幣的儲蓄，但公衆的其他的一部份，因以同樣的一元的貨幣可以買進更多的貨物來消費，結果在社會上並沒有真正的儲蓄相伴而產生，亦就是說，在工商業者手中，並沒有與之相對待的資本的創造，因為工商業者們曾經減少他們的物價把所有的存貨都出賣了。在這一種情境下，公衆的儲蓄傾向的增加完全沒有真實的效果，因為工商業者們並沒得到公衆的貨幣儲蓄的真實價值而將它化作真實的資本。

另外換一個說法可使這個問題更易明白。假令國民經濟是在靜止的狀態下，公衆之一部份，在他們的所得之中，忽然增加他們的儲蓄的比例，或者說是社會上每一位公衆的分子均增加他的儲蓄的比例，很明顯的消費的需要必然往下降低。物價水準必然發生同比例的下落，同時，社會上的每一個公衆的分子以較少的消費的支出，必與從前一樣還能買進同量的貨物和役務，剩餘的這一部份貨幣代表公衆的貨幣儲蓄的增量。消費者既因最後物的價格與儲蓄為同比例的低落，並未減少他的真實的消費，可是他們每人的貨幣的儲蓄却又也都有同比例的增加。那末，他們的這份儲蓄的增量，是從那裏來的呢？略一思索便知道它必定是從在國民經濟的機構中其他的部份而來的了。直截的說，這份儲蓄不外是由犧牲工商業家的利潤而得。因為在靜態經濟之下，工商業的收益，在儲蓄的病菌未出現前，既然恰足以維持他們生活的成本，那末，隨着儲蓄的病菌的流行，物價的同比例的下落，商品的生產成本如故，工商業者勢必至於賠本了。由此可知，在靜態的社會之中，公衆的貨幣儲蓄的來源，實為工商業者們所賠累的血本所造成。假令在物價未跌落之時，工商業者們因為賣貨所得的收益可以維持他們的成本，或在再生產的過程之中，他們的收益可以維持他們的原有真實的資本的數量，現在因為物價業已與儲蓄為同程度的降低，他們的收益減少，因此，他們的原有的真實資本的數量便不能維持了。這即是說，公衆因儲蓄之故，而所得的每元貨幣的真實價值的增加，行將化為工商業者們的真實資本的減少。

假令在這一種情境下，銀行放款給與工商業者了，且其放出的款項恰恰等於公共的儲蓄。而阻止了物價的

下落。銀行如採取這一種手段，不但對於社會無害而且有利，因為在這一種情境下，銀行並沒有減少公衆的貨幣的所得的價值，或消費的水準，但使社會的節約的儲蓄化爲工商業者們的資本，即使工商業者們，在再生產過程之中，依舊能夠維持原有的資本的水準而不至於往下減削。

但我們能夠希望銀行這樣做不呢？這完全要看銀行的現金對存款的比率是怎樣規定的。在美國這個國家內，上文我們曾說，銀行對於時間存款的現金比例小，需要存款的現金比例大。當着公衆的儲蓄傾向加強時，它必然表現而爲需要存款對時間存款的比例的降低。換句話說，就是在每百元的存款之中，時間存款的比例增加，需要存款的比例降低，因此，銀行的現金對需要存款的比例，便可高到法定的比例之上。銀行於是可以增加他對工商業者們的放款而不至於破壞銀行法的規定。可是在英格蘭內，依照英格蘭的一般銀行的習慣，現金對存款的比例，無論對於任何存款，都是一樣，那末，當着人民的儲蓄心理加強時，物價雖爲同程度的下落，資本雖因被迫而至不能維持它的正常的水準，但銀行因受現金對存款的比例的限制，雖欲採行有利社會生產事業的放款的政策，但亦不可能了。中國的現金對存款的比率，不是仿效的美國而是仿效的英國，所以在英格蘭內（蘇格蘭除外）的銀行在放款方面所受的限制，也就是中國的銀行方面所受的限制了。最近在報章上，有的銀行的改造家主張中國的銀行採用美式的現金對存款的比率的辦法，便是針對着這個限制而發。

假令銀行的放款恰恰等於公衆分子的儲蓄，在靜態的國民經濟的機構中這當是最有利於生產的事情了。假令銀行的放款完全超過公衆的貨幣的儲蓄，這個結果便不同了。這種假定當然是可能的。因為社會上儘有許多企業家，因為銀行相信他們有經營工商業的天才，很可能向銀行借得款項來。現在我們再假定，銀行的現金進備有增加。究竟它是如何增加的，我們現在均可不必去過問，總之，它是增加了。結果，銀行放款給予工商業者的志願與能力都加強了。在這一例子上，公衆的真實的儲蓄便不是自願的而是強制的了。假令銀行放給農夫的貸款仍是一萬元，只此一萬元的背後完全沒有相對的公衆的儲蓄的行爲先存在。這份新的一萬元的貨幣，既然化作農夫的貨幣的資本，他勢必要直接的經由他自己和間接的經由他的僱工，流向市場與公衆其餘分

子手中的舊貨幣爭取物資。在最初的一個極短的時期內，這些出售物資的工商業者們，雖然還可依照舊價推銷存貨，可是不久他們便發現了，他們所保存的，或其所生產的有限的存貨，不足以應與時俱增的貨幣的需要，或不足以應他們的更多的主顧，除非他們是傻瓜，勢必要將他們的貨價盡量地提高。公衆勢必被迫而與農夫分享從前爲他們所獨享的貨物和役務，因爲物價漲高之後，公衆以同量的舊貨幣只能買進較少的物資，因此農夫遂得以其新貨幣買進其餘的部份而作爲他的生產的資本。我們的政府就是用這種方法，將經濟的資源移作戰時軍用工業的資本，並強迫公教的人員，將他們的消費減少百分之九十以上。

誠然農夫所有的新貨幣會逐漸流到公衆的手內，而變爲他們的貨幣的儲蓄，因爲隨着農夫的投资活動的踴躍，他會將所有的一萬元的借款，直接的和間接的通用來買貨物或役務，因而前者便必悉爲出賣貨物和役務的人的所有。但此時他們的貨幣的儲蓄並不是自願的而是強制的。在靜態的社會之中，因爲社會的國民生產的總額沒有增加，縱令在將來的時候，他們想把這份貨幣的儲蓄重新用來提高他們的生活的程度，但他們亦不能取得比較銀行未放款前，還要更多的貨物和役務。

爲使我們的觀念更清楚起見，讓我們去考察，在強制儲蓄的期末，一切的經濟的狀態重復歸於平靜。假令銀行的放款增加了百分之十，社會全體的總存款亦增加了百分之十。但因物價也漲高了百分之十，所以社會全體的貨幣總量的真實價值仍是與從前沒有差別。然因社會有強制儲蓄存在，在第一時期之內，農夫的資本增加，非農夫的真實所得減少，而在第二個時期之內，假令非農夫的消费的傾向增加，將其貨幣的新儲蓄悉行用來買消費品，貨幣的總存量雖然不變，但其結果剛剛與第一時期的情形相反，即非農夫的真实消費增加，而農夫的真实資本減少。由此可知，強制的儲蓄在生產的關係上，依然引起不必要的紛亂，總生產量最多只能保持不變。由此可知，銀行的這種放款的活動並因此而所產生的農夫的真实投資，在生產與分配上，不但無益而且是有害的了。

以上我們係假定社會上只有一個銀行存在。實則縱令銀行林立，我們的分析還是可以用的。任何一位銀行



家均知道，假令他的現金的準備增加了一萬鎊，假令他的現金對存款的比例是二十對一百，或一比五，在銀行林立的時候，他必定不能把他的存款增加四倍或五倍。他在最初的時候所放給公眾給予公眾的款項不能比他的準備金一萬元更大。因他恐怕向他借款的工商業者們，會以之改存於其他的銀行，因此，他的準備金便須與他的放款為同程度的減少，並流入到其他銀行的金庫中。但隨着這份新的準備金逐漸的分佈到其他各銀行的裏面去，平均每一個銀行的放款均可與時俱增的大於他的準備金，直到每每一個銀行的放款達到他的現金的五倍，而後可以止步。

## 第二節 銀行放款與工業進步

假令社會不是靜止的，雖然每一個人的生產力沒有什麼變更，可是人口增加了；因此財富的總量也增加了。這點表示在財富增加以前，真實資本已有相應的增加。不問資本是用貨物來計算也好或用勞動來計算也好，在結論上均可以說完全是相同的。當着新的真實資本的建造已經計劃定妥之後，但新的增加的人口尚未用到工業裏面以前，銀行必須為放款給工商業者的新行為。否則工業的資本無從擴充，新的增加的人口亦無法吸收。儘管銀行的放款的新行為會引起物價的漲高和真實的強制的儲蓄，在靜態的國民經濟的機構中，絲毫沒有什麼增加生產的作用，可是，在動態的經濟社會裏，真實的強制的儲蓄卻可以吸收新的勞動預備軍，社會的財富，因而增加。由此可知，當着人口增加以後財富尚未增加以前，為使社會的財富與人口一并增加起見強制的儲蓄是應該的。換句話說，就是銀行的放款，縱令大於公眾的自願的貨幣的儲蓄也是應該的。但當着新的財富已經增加之後，銀行對工商業者的放款則須以等於儲蓄為止。假令在生產時期的某階段，新人口所儲蓄的貨幣，在每一時點上，恰與舊人口相等。再假令當新財富尚未流到市場以前，他們或者是因為時間太短的原故，或由其他的原因，他們消費其所有的貨幣的所得。但隨着新財富的增加，他們開始在其每日的貨幣收入中，保持一部份，以備將來的需要。在這一種情境下，物價會與儲蓄的增加共跌落，且其跌落的程度比較未漲價前的物價還

要更低，無效的儲蓄因而產生工商業者的真實資本，在再生產的過程中，因為折了本錢之故，於是沒有方法維繫，生產的數量勢必減少。此時銀行對工商業者的放款如恰等於儲蓄，則可以阻止物價的下跌，並將新人口的儲蓄轉化而為資本。但銀行是否能做到這一點呢？這當然也要看他的現金對存款的比率是否能夠幫它的忙了。假令人口沒有增加，但每一個人的生產力增加了。如果貨幣的供給不變，此時，商店的老板們等等會立刻明白，除非他們減少貨價，貨物必定不能全部出售。貨幣的每單位的價值都漲高了，同時，公衆的總存款的總價值也增加了。但因此時的公衆存款的真實價值的增加，不是由於他們的自願的儲蓄，而是由於他們的生產力有增加。在這一種情境下，假如銀行放出款項，穩定物價，他便不是將公衆的自願的儲蓄，移為工商業者手中的資本，而是強迫公衆的分子繳出部份的所得，以益工商業者的投資，其結果等於在正常狀態之下，增加貨幣的供給，抬高物價的水準，造成強制的儲蓄的行爲相等。在這一例子中，我們第一次看見銀行以放款的行爲，來遂成公衆的儲蓄的目的，是一回事，穩定物價又是一回事，二者各不相同不可混為一談。由此可知，貨物的價格的跌落，倘其原因不是由於社會有新儲蓄，而是由於生產力的進步和發達的結果，銀行倘欲以放款的行爲，來阻止物價的下跌，便是不應該的。

### 第三節 銀行放款與商業需要

一般的政治家和工商業者們，往往主張銀行的放款應以促進工商業的進步為目的，而不應當以墨守現金對存款的比率為目的。這不啻說，假如有一個企業家向銀行提出可靠的證據，指明他在一定的生產時期之內，可以生產值一萬元的貨物，那末，銀行便當借他一萬元。但是這種建議是否可以實行而不發生弊端呢？

我們不難舉出一個極簡單的譬喻，來討論這個建議的合理與否。假令有一位雞蛋先生和蘋果先生，二人均從海外乘機飛來。一個什麼都沒有帶只帶了兩個蛋，另一個只帶了兩個蘋果。在旅途中二人各將所帶雞蛋與蘋果吃了一個，其餘一個把來出賣。但因他們二人受近代文明的影響太厲害了，簡直沒有以貨換貨的思想。他們

於是各向銀行老板借款並提出他們各自所有的貨物，雞蛋並蘋果的真憑實證，銀行於是依照雞蛋和蘋果每個的價錢，各借他們一元。他們於是各以一元的支票向其他一人買貨，並各以賣貨所得的一元支票償還銀行。一切的人均滿意。這兩個天外飛來的乘客得免在富裕中的貧困，其餘社會的分子照常經營他們的買賣。雞蛋和蘋果的市場，假如沒有銀行放款的行為，恐慌必然早已蒞臨，可是現在都得救了。銀行在這一時候確曾盡了他的油輪的作用。也許雞蛋先生和蘋果先生並且曾以雞蛋殼和蘋果皮作利息來作為他們報酬銀行融通金融的辦法。商業需要學派的建議好像很是正當。

但反對者的意見也是同樣的可以聳人聽聞的。假令現在的蘋果先生不是新從海外飛來的貴賓，而是本地的一個小販商。他的蘋果不過是從本地的蘋果樹上新摘下來的一個，並且只是原來蘋果的舊產量中的一個。而不構成現在這個國家內貨物的增量。假令這回祇有雞蛋先生向銀行借了一元來買蘋果，蘋果先生自然可能先把他賣蘋果所得的一元存入於銀行。之後，再提出他所有的這一元存款來買雞蛋，讓我們來看現在貨物與貨幣的關係是否於此業已發生不諧和的變化。銀行放款的總量和國民生產的總量倘以原來的價格來計算，均各增加了一元。但到市場來買貨物的貨幣卻不是增加了一元，而是兩元，因為一元貨幣在此時內曾經出來買貨兩次。商業並物價的穩定的狀態勢必因而破壞。誠然蘋果先生對於雞蛋的新增的貨幣需要已為雞蛋的相對的新增的供給所抵銷。但雞蛋先生對於蘋果的貨幣需要的增量，卻沒有蘋果的新供給來抵銷。蘋果的價格自然傾於漲高。

現在請把我們的譬喻再往前推進一步。假令雞蛋先生仍然買了蘋果先生的蘋果，但他恰在買進蘋果之後，卻把他的雞蛋藏在冰箱裏面去了，暫時拒絕出售。蘋果先生因不得已遂以這一元支票去買紙菸，紙菸先生很可能的再把它用去買麵包，麵包先生再把他用去買點心。由此類推下去，一直沒有窮竟。在這一種情境下，雞蛋先生所發的一元支票便不只轉手兩次，而係轉手無數次。

現在我們可以看出這個譬喻的第三段最合於實際的生活的情形。一個新向銀行來借款的企業家，一般說來，都與天外飛來的雞蛋先生不相合。他絕對沒有雞蛋在手中。他的雞蛋現在沒有，將來纔有。如果他是一位

入口的商人他的貨尙在海上運輸的船隻中。如果他是位發明家他的新貨樣尙在他的腦海裏面漩蕩。如果他是位農夫他的農產品尙還含在土中。無論在任何情境下，在貨物還未上市之時，爲貨物而創造的貨幣已經在旅行了，好像一個流浪的野鴿，

在地球的周圍尋找不到安息：

而且貨幣所到之處，貨物立即傾向着漲價，因他增加了人的購貨的能力與志願。又如貨物在生產時所經過的時期越長，那末，貨幣所作的壞事便越多。由此可知，所謂銀行的放款須以適應工商業的要求爲目的的主張，很難得到一種確切的答覆，但我們不難推知這種主張的是否正當，依存於兩件要緊的事情：（1）我們的舊友貨幣流通的速度，（2）商品的平均生產的時期。以此兩事作根據，我們不難以更進一步的研究，來對這個如何放款以適應工商業界的要求，提出一個很準確的答覆，並將本章以上各節的討論收攝在一個簡單明瞭的公式內。

#### 第四節 流動的資本與社會的總生產量

讓我們仍然從靜態的經濟出發。無論在任何時點之內，在不能消費或不在消費者手中的貨物，都可分作三類：（1）固定的資本，（2）流動的資本，（3）囤積的資本。固定的資本係指在使用中的業已完成的生產的手段，在生產的過程中，他的價值雖然隨時都在因生產時間的流演而耗損，但他的形態比較固定不變。例如機器，工廠和其他的固定的設備，都是屬於固定資本一類。流動的資本，係指在生產過程中，尙未完成的貨物，隨着生產時期的流演，他的價值逐漸在增加。它的構成的要素不僅包含商店門口的玻璃窗櫥裏的陳列，貨棧裏所保藏的或海船上所裝運的棉花，而且包含着正在經過紡線的錠子和織布機器之中的纖維。他且包含着在工廠中所用的煤和在菓園中所用的殺蟲的藥劑，他們永遠不會到消費人的手內；他如已經試演而未登臺的戲劇和已經預備好了，但還未演講的演說稿子也是流動資本的因素。（3）囤積的資本是指沒有應用的剩餘的生產手段和消費手段的全部。所謂剩餘是指他的存量業已超過維持工商業圓滑進行的需要。原料在堆棧中的存量，假如它是

維持工商業的圓滑過程所不必可缺的條件，那末，它便是流動的資本，假如它已超過這個必要的程度，那末，它便是停滯的資本了。其餘的貨物也是如此。在靜態的國民經濟的關係中，不容許有擾亂因素的存在，囤積的資本表示社會的生產已過剩，實爲促使商業往下崩潰的先聲，在靜態的經濟關係下它的存量必然小到可以忽略的程度。

須知銀行對於工商業者們的放款主要的目的是替工商業者們建造固定資本與流動資本二者。爲便於說明起見，現在我們暫將固定的資本撇在一邊，而假定銀行的放款係專用以建設流動的資本。現在我們所要研究的問題，就是，社會在半年的生產時期內，假令可以出產一萬元的貨物，是否銀行便要向它放債一萬元並放六個月呢？這當然在一方面要看真實的國民所得的小大，在他方面要看貨物流到消費者手中的快慢，或用別的話說，要看貨物平均生產時期的長度。假令社會在貨物的生產上的勞動的投下是一個均一的速率，那末，在每一時點內，流動資本的存量便會只值在一個生產時期內的總生產量之一半。舉例來說，我們可以把這連續生產的過程看做一副製造香腸的機器。它係十分鐘的長度。每分鐘出一節香腸。在第一分鐘恰在開始的頃刻只有接近於零的香腸在裏面，而在第十分鐘恰要終結的時候足有逼近於十的香腸在其內，平均在每一分鐘內幾有五節香腸在其內。因此在每一剎那內，未成形的香腸的數字便只值全生產量之一半。換句話說，就是十分鐘的香腸的產量只要在每一剎那內，價值五分鐘的香腸作原料便夠了。

以此一半的數字作根據，比較的容易明白流動資本的數字與每一生產時期的產量的關係。假令在上述的例子中，銀行向農夫放款一萬元是採的透支的方式。假令農夫在以後六個月中是依照均一的速率來投資。在這一種情境下，農夫在每一時點內，所負銀行的債務便當不是一萬元，而是一萬元的一半。亦就是說，農夫假令在半年之內生產一萬元的蘋果，他便只須向銀行負一萬元債經過三個月。因爲一萬元的債經過三個月與負五千元

的債經過六個月是相同的。

但有的經濟學者說，農夫半年生產一萬元的蘋果，如果他的生產的階級是按月計算的，那末，他每月平均

所須向銀行借進的資本便當是半個生產時期或三個月的產說價值之一半，五千元，再加上半個生產階段或半個月的產說價值之一半，即八三三·三元。總括來說，就是五八三三·三元了。因為農夫向銀行所借的款項即是均勻的按月支取來用的，那末他便是向銀行，

第一月負債	1 × 166.66元
第二月負債	2 × 166.66
第三月負債	3 × 166.66
第四月負債	4 × 166.66
第五月負債	5 × 166.66
第六月負債	6 × 166.66
	6    34999.86元
平均每月負債	5833.3元

比如經濟學者扁寶威爾 (von Bohm-Bawerk) 便持這樣的見解。(註1) 驟看起來，這種學說與我們在前一段所說，好像是衝突的，但仔細一想，則知二者實是互相一致的呀。因為扁寶威爾只說流動資本的價值等於每一生產時期的產量的價值之一半再加上每一生產階段的產量價值之一半。上文我們把生產階段硬定為一個月，無疑的流動的資本平均每月為五千加八三三·三元。反之，假如我們不把它定為一月而只定為一日，那末，流動資本便當只是整個生產時期的產量價值之一半加上每日產量的價值之一半，即五千二十七元七角五分。共計五千零二七·七五元了。假令不是一日而是一小時，那末農夫平均每小時所投的流動資本便當是五千零一元五角了。等而不及之，假令我們生產的階段連一小時都不是而是一秒鐘，或簡直連一個極小的間隔都分不出來，那末，在每一剎那內農夫向銀行所借來創造的流動資本的價值豈不恰等於整個生產時期的產量的價值的一半五千元麼？因為在土文裏我們的所說，恰與這裏的最後一個例相合，所以我們的說法，與扁寶威爾的說法並不衝突，即農

(註1) The Positive Theory of Capital, Appendix

夫的投資率如果是均勻的，那末，在一時點內，他所向銀行借來作流動資本的貨幣，只值他的生產時期的產量價值之一半。

假令工商業者的流動資本完全係由銀行放款所造成。假令銀行的放款恰等於公衆的貨幣的儲蓄，因為公衆沒有充分消費他們的貨幣的所得。依照上文我們所假定的均勻的投資率，公衆的儲蓄存款的真實價值便將恰等於貨幣流動資本的真實價值。因為我們知道，一個國民的貨幣所得所常可表為它的貨幣數量的倍數，即貨幣儲蓄的存量常可表為國民的貨幣所得的分數，所以一個國民的真實所得必常為它的真實儲蓄，或貨幣儲蓄的真實價值的倍數，即貨幣儲蓄的真實價值常為國民真實所得的分數。我們在上文裏會說，貨幣儲蓄的真實價值即有效的真實的儲蓄便是工商業者流動的資本，如果生產時期是一年，那末，社會的有效真實儲蓄，即流動資本便將等於六個月的真實所得。生產時期是半年便將等於三個月的真實所得，假令

R 代表國民的真實所得，

K 代表國民的真實儲蓄在國民真實所得中所佔的比例，

C 代表流動的資本，則

$$kR = \frac{1}{2}R \text{ or } C, \text{ 因 } kR \text{ 等於真實的儲蓄, } C \text{ 等於流動的資本。}$$

在靜態社會裏，銀行對工商業者的放款，假如恰足以滿足  $kR = \frac{1}{2}R \text{ or } C$  的要求，那末銀行對工商業的一切的放款，只要工商業者是把來作流動資本用，無論如何，均不會提高物價或破壞均衡的狀態的了。

現在讓我們把上述的條件略為變化，而使之更適合於實際的情形。假令銀行爲了幫助社會創造流動資本的放款，只佔他的存款之一部份。其餘一部份是用來替社會建造固定的資本，修造它自己的冠冕堂皇的新古典的建築，購買政府的公債或做自己的準備金用的。並假定在流動資本之中只有一部份纔是利用銀行存款造成的，

其餘一部份係由商業信用來建造的。在這一種情境下，任何一位企業家，即在靜態的均勻進步的社會裏，還要像從前那樣，以銀行放款來建造流動資本的全部，那末，他勢必要打破均衡的狀態，並向公衆為強制的真實的儲蓄了。

倘專從貨幣的方面，來把我們的話，換個方式，重述一遍，更更容易明白。即社會的均衡的建立，在一方面，是由銀行，依照社會的習慣，在公衆的貨幣儲蓄中，以若干部份作工商業者的流動資本，若干部份放給工商業者建造固定資本，和以若干部份用在其他各種用途上；在他方面也是由於工商業家，依照另外一組的社會的習慣（當然內中也含有前者的要素在其內）向銀行貸款來建造若干部份的流動資本，和若干部份的固定資本，兩者互為影響的結果。假如銀行在等於公衆貨幣儲蓄的放款中，在均衡的狀態下，只有 $a$ 分數的儲蓄用作工商業者的投資，而在工商業者方面，在一定的生產時期內，只有 $b$ 分數的流動資本方纔是由銀行放款所造成，即這樣的放款與投資使貨物的供給和貨幣的需要穩定不變。現在假令工商業者忽然向銀行要求放款來建造比 $b$ 分數更大的流動資本，並假令銀行以為工商業者真有向銀行貸款來建造比 $b$ 分數更大的流動資本的權利，並假令其他條件相同，則銀行的放款必然超過社會的貨幣的儲蓄，即貨幣的供給比貨物的供給更速，這種微妙的均衡狀態犧牲，物價必被提高。反之，物價必然下降，均衡的狀態也是同樣會被破壞。假令工商業者所要銀行放款來建造的流動資本，雖然還是分數 $b$ ，但因生產時期加長了比分數的流動資本比較從前的絕對值更大了。假令銀行依然放出等於分數 $a$ 的銀行存款則不足以應工商業家更大的流動資本之需，可是假如此時，銀行倘放出更多的存款，又是銀行貨幣的供給速於貨物的供給，結果均衡的狀態又須遭受犧牲，物價同時漲高。再假定其他條件不變，分數 $a$ 變小了，即銀行在其等於貨幣儲蓄的放款中， $a$ 所代表的分數變小了，但工商業者仍須以銀行的放款來建造分數 $b$ 的流動資本，銀行此時，增加了貨幣的供給，使之超過公衆的儲蓄存款外，當然別無他道。銀行倘如果真決然走這一條路，結果均衡的狀態勢必會同樣的遭受破壞。

將上面的話用代數符號來再說一遍，也許更能引起讀者的興味。說



D 等於生產時期對於一年的比例，那末，DR 便必等於一個生產時期的真實所得；

a 等於銀行在其等於公衆的貨幣儲蓄的放款中，借給工商業者建造流動資本用的比例。

專爲工商業者建造流動資本的放款的真實價值。

b 等於由銀行的幫助所建造的流動資本 DR 的比例：由此可知，

$$aR = bC$$

$$C = \frac{1}{2} DR$$

$$\therefore ak = \frac{1}{2} bD。$$

這個公式的經濟的意義是說，公衆在流動資本方面，由銀行放款而來的真實的投資的比例，恰等於銀行用以建造工商業者的流動資本的一年的真實儲蓄的比例。假令 D 增加，即生產時期對於一年的比例增加，其他條件不變，那必是由銀行的放款的真實價值大於公衆的真實的儲蓄，物價必已漲高，強制儲蓄必已產生。反之，假令 D 減少，其他條件相等，那必是由銀行放款的真實價值小於公衆的真實的儲蓄，物價必已減小，強制的消費必已開始了。其餘 a, k, b 幾個分數變遷的意義，可以依照類似的推理，演繹而得，這裏不必詳述。

在公式  $ak = \frac{1}{2} bD$  裏，這個二分之一係由生產的投資，在整個的生產時期內，依一均勻的速率而增加。反之，假令在生產的初期，生產的投資增加的速率大，那末，它便會比二分之一大；小，它便會比二分之一小。爲使這公式能夠普遍的實用起見，我們可以把它重寫過，即  $ak = qD$ ，這種 q 可以等於二分之一，但亦可以小於或大於二分之一，這當要看投資的速率的是否均勻而決。

由以上的研究，我們知道，銀行的放款政策在靜態社會裏面，須以不影響物價爲條件，也就是說，須滴於

$ak = qbd$  的要求。可是在動態的社會之中，假如人口繼續的增加，或人口不增加而每一人口的生產的力量有增加，銀行的放款如永遠限制在這個公式所允許的範圍內，則社會的財富根本不要增進了。相反的，在動態的社會內，我們必須打破  $ak = qbd$  所給銀行放款政策的束縛。即銀行的放款或工商業的投資必須大於公眾的自願的儲蓄，或必須為適當的強制的儲蓄，否則工商業無從發達。但強制的儲蓄應恰發展如何程度，始能在一方面，促進新技術的發明與應用並財富的增加，在他方面，又不至於超過促進新技術的發明與應用並財富的增加呢？這須等待到以後各章來答覆。

### 第五節 凱衍斯的投資與儲蓄學說的發達

我想借此機會來附帶的討論凱衍斯爵士 (Lord J. M. Keynes) 在他的貨幣論 (The Treatise on Money) 中兩個基本的公式：其一是關於一般物價的，又其一是關於消費品的價格的。在討論這兩個公式以前，讓我們先把上文的分析綜合為下列的三個系論，即(1)工商業者經由銀行的幫助，如果貨幣的投資大於貨幣的儲蓄，物價會漲，(2)小則會跌，(3)等則不變。(註一)當然以上我們所討論的，尚還要比這三個系論更要繁複與精密，但這裏的三個系論乃是簡單而明瞭的。凱衍斯爵士的貨幣論無非以此做出發點，再往前踏進一步就是了。凱衍斯爵士說假令成本不變，投資大於儲蓄，物價漲高，利潤增而為正，投資小於儲蓄，物價低落，利潤降而為負；投資等於儲蓄，物價不變，利潤於是永遠停滯在零點上。今以 E 代表社會的總成本，I 代表投資，C 代表儲蓄，O 代表社會會的生產總量， $\pi$  代表一般的物價，我們不難以一數學的公式表示一般的物價等於平均的成本加上平均利潤的理論：即

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O} \dots (1)$$

(註一) 以後凱衍士所說投資與儲蓄都是指的貨幣投資與貨幣儲蓄

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{R} \dots \dots (2) \text{ (見 1)}$$

第二式中，P等於消費財的價格，R等於消費品總量，I等於生產投資物或資本財所投下的總成本，I'不是I，因I是等於投資物的總賣價。爲什麼I-S等於消費財的總利潤呢？這便是我們所要解釋的。

試從均衡的狀態開始，假令投資大於儲蓄的情形原因是由新的鐵路要建造。這些建造新的錢道的創辦人，向銀行所借進的款項大於人民所儲蓄的款項。他把這一部份借進的款項來從事鐵路的建造於是這一部份的款項便逐漸變成了生產鐵路這類資本財的成本了。生產資本財的成本從企業家的觀點上說，它當然只係生產的成本而已。但從生產因素一方面說，他便是生產因素的所得，即工資地租利息與企業家的正常的利潤之總和。在這所得之中，除了儲蓄而外，倘如還有剩餘，便當構成消費品的貨幣需要的增量。在E不變的狀態下，它便當構成消費財生產部門的總利潤了。即I'減S等 $Q_1$ ， $Q_1$ 即生產消費財的企業家所得的總利潤。

依照同一的理由，I減I'等於 $Q_2$ ， $Q_2$ 即爲資本財生產部門的企業家所得的總利潤。再以上述鐵路的例子來說，當着鐵路的投資開始之時，建造鐵道所需的器材；如枕木，鐵軌，鋼鐵……等資本財的價值均會高於成本，資本財的利潤因而產生，再將此兩部門的利潤合在一道，即 $Q_1 + Q_2 = (I - I') + (I' - S)$ 我們並可看出I減S必爲生產一切的貨物，消費財並資本財均包含在內的總利潤了。

綜合來說，凱衍斯爵士的投資與儲蓄的分析與以前我們關於投資與儲蓄的分析，不但不是互相摩擦的而且是互相發揮的，所以我們特別把它來放在這裏一併討論，以供參證。

但有一點應說明的，即凱衍斯爵士，在他的貨幣論上，雖然倡導投資與儲蓄不必相等的理論，但在他的一般僱傭理論中，卻一反從前的主張，力持投資與儲蓄必是恆等的學說。驟看起來，這兩派的學說好像衝突的很

利害，可是仔細一想，則知此二學說，均可成立，這個理由簡單明瞭。即在計劃投資增加的頃刻，投資可與儲蓄不相等。但在投資增加而後，立刻便有強制儲蓄發生。此強制儲蓄的部份必然等於投資的增量無疑。凱衍斯在談投資與儲蓄不等的時候，係指在強制儲蓄發生以前，投資與儲蓄的關係而言，此時二者當然可以不等。而在他談投資與儲蓄恒等的時候，係指在強制儲蓄已經變成真實投資之時的投資與儲蓄的情形，此時真實的投資與真實的儲蓄當然是恒等的，所以這兩種學說均可成立。在這兩種學說之中，我們寧採第一種學說的原因，一來呢，固然是因為投資與儲蓄相等是結果，但投資大於儲蓄是原因。再來呢，是因為真實的投資，雖因貨幣投資的增加，以強制儲蓄的姿態，化為所得之一部，但這一部份的所得，尚須經過一段時期後，始能化作社會的可支配的所得。因為所得的支配，無時無地不發生在所得的創造之後。工人工作一星期始付工資，公教人員工作了一個月始付薪水，企業家工作了一年始付利潤。這即是說，投資的增加與社會的可支配的所得並不是同時發生的。故當投資增加之際，此增加的投資即係大於當時可支配的所得中，減去消費的部份，同時亦即是大於可支配的儲蓄的部份了。為使經濟的分析與實際的社會生活，不敢隔離太遠計，我們寧採可支配的所得的觀念，因此之故，我們寧採投資與儲蓄不必相等的理論，來作我們討論的根據。

## 第五章 利潤和利息

### 第一節 資本的限界利潤率

上章曾說，物價係決於投資與儲蓄的關係。如果投資大於儲蓄則物價高，投資小於儲蓄則物價低，投資等於儲蓄則物價不漲不落。但什麼決定投資與儲蓄的關係呢？假令其他條件相同，很顯然的，它係決於資本的限界利潤率和利息率的關係了。舉例來說，比如今有一個印刷的公司想增添一副印刷機，價值一百萬元，機器用二十年，除了折舊，修理和因此而所增加的其他成本外，每年收入為五萬元，包含利息在內。但如利息率在五釐以下，企業家因有餘利可圖，當必擴充這種機器的投資，反之，假令在五釐以上，企業家因須招受金錢的損失，當然他便要裹足不前而去增加這副機器的投資了。由此可見，利息率和資本的限界利潤率的相互關係是決定投資數量的原因。

資本的限界利潤率的最廣義的解釋，係指增加資本或勞力的每一單位，在一定的期間以內，所增加的總利潤，（除開真實資本的修理，折舊或勞力的成本之外，所剩下的利潤）對於該一單位真實資本或勞力的成本的比例。它的最狹義的解釋則係專指資本財一項而言。上文所舉的五釐乃係最狹義的資本的限界利潤率的例子。隨着行文的方便，我們無論採用那一個定義都無大害，唯必須在適當的處所，特別標明你所採用的限界利潤率是廣義的，抑還是狹義的，以使讀者容易明白。但不問我們採用那一個解釋，有三件事情必須詳細的加以說明。

（一）資本的限界利潤率，不是像上文所舉的例子那樣簡單，它不是指增加真實資本或勞力一單位所增加的永遠都是相同的利潤，對於它的生產成本的比率，而是指的一個序列的利潤，對於它的生產成本所發生的一個

序列的利潤率。例如在前述的例子中該一印刷公司所增加的印刷機一副，既然可用二十年，那末，在動態的社會裏面，年年的利潤可能是完全不同的，因此這副機器所增加的利潤成一個序列，如  $q_1, q_2, q_3, \dots, q_{20}$ 。在同一時期之內，當然由這一個序列的利潤對於該一印刷機的生產成本的比率亦是一個序列了。最大多數的經濟學者在談資本的限界利潤率的時候，他們均只知道有  $q_1$ ，而不知除了  $q_1$  而外，尚有  $q_2, q_3, \dots$  各項。他們這種見解，只有在靜態社會之中，各  $q$  完全相等，方纔合理。

(二) 在資本的限界利潤率的一個概念中所包含的這兩項：(1) 利潤，(2) 資本的成本。不但資本的利潤是指的一個序列。即生產的成本亦不是指的那個生產的成本，而是指的再生產的成本，有時稱做流行的供給的價格或代替的成本 (replacement cost)。在這二十年之中，因為生產因素的報酬節節變遷和資本財的價格亦節節變遷，因此爲了再生產該一印刷機器而所須再投下的成本亦必節節變遷，因此它的流行的供給的價格，即再生產的成本，亦如資本的純利潤的性質，它所包含的亦不只是一個單獨的價值，而是一個包含  $c_1, c_2, c_3, \dots, c_n$  的序列了。

(三) 資本的限界利潤率，依據相同的理由，亦絕對不能是過去的，而是未來的。因此它在它裏面含有投資者期望的影響在其內。這個預期的心裏的作用，在動態的經濟情況內，往往是加重繁榮和恐慌的嚴重性質的因素。正如凱行斯爵士 (Lord J. M. Keynes) 所說，資本的限界的效率不僅視乎資本財的多寡與視乎資本財的現行的生產的成本的大小，且須要視關於資本財的未來收益的現時預期作用爲轉移。因此在耐久物的投資上，凡注射在未來的時期之上的各種預期的作用，必然的並合理的構成決定它的新投資的規模究竟是否適當的一個重要的因素。但是，我們知道，這種預期的作用是很缺乏根據的。他們係以變遷不息的和不可依靠的證據爲根據，因此容易發生突然的和劇烈的變化。(註一)

(註一) J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, ch. 22, p. 316.

將資本的限界利潤率明白之後，我們必須進而闡明資本的限界利潤率漸減的公律。假令其他條件相等，資本的限界利潤率必然隨着投資的增加而遞減。一來呢，是因為資本增加之後同種類的真實資本的役務的價格會減少，即資本的限界利潤的序列會傾於比較的往下減少。例如在房產上的投資增加，每一增加的房產所生的一個序列的房租會減少。又如在船隻上的投資增加，每一增加的船隻所生的噸位的價格會逐漸往下降低。其餘例子很多可以類推。再來呢，是因為資本的再生產的成本，必然隨着同種類的資本的產量的增加而增加。至少在短時期內，必然如是。例如房產的需要增加後，建築公司為應付這增加的需要，或則日夜加工，或以他種技術的工人來作建築的工人。這種工人在他種工業內，雖然技術較高，但在建築事業上效率較低。然這一建築公司，為了添修房屋之故，儘管這位工人的效率較低，但如前者所給工資不較他在其他工業上所得的工資，他必不願意改業，因此，這個限界工人的名義工資，雖然可與其他的建築工人無別，但效率的工資却增加了。因此，它的再生產成本必然增加。原來在造成資本的限界利潤率的兩個項目中，利潤的序列是分子，再生產的成本是分母，現在既然隨着投資的增加，分子逐漸往下縮小，同時分母可又逐漸往上增加，當然由此二者所得之商，即資本的限界利潤率，要逐漸往下減少了。這種限界利潤率漸減的趨勢，馬克思（Karl Marx）在他的資本論第三卷裏，已經很明顯的提出來了。可惜在經濟學上的影響不甚顯著。但自凱行斯爵士的一般就業理論出版以後，這種趨勢似已成爲一切經濟討論的主要柱石之一。它實已經具有自然科學上正確公律的資格。

在談資本的限界利潤率漸減的時候，我們必須再三強調的，即商界的恐怖的心理對於限界利潤率漸減的影響。在這無政府的資本主義的經濟狀態下，這種影響極大。最標準的一個例子，即在第一次的原子炸彈爆發後，重慶市場百物的狂跌，或資本的限界利潤率的突然的跌落，當時盡皆莫明其真實的原因。現在回想起來，方總知道它實由於一種毫無根據的恐怖心理所造成。幸喜在原子炸彈未爆發前，資本的限界利潤率還未有一點漸減的徵兆，然而這種恐怖的心理已使它發生突然的跌落。設令當時的資本的限界利潤率已在下落，那末，由此恐怖心理所造成的惡影響，便不知伊於胡底了。由此可見，公衆心理上的期望的作用對於限界利潤率漸減

的趨勢是有很大的影響的了。

除此恐怖的心理作用而外，在影響資本的限界利潤率的漸減的趨勢的各種因素中，以新生產力的進步所引起的資本的再生產成本的變遷，和貨幣價值的預期的變遷兩個因數為最重要。特別是在固定資本之上，影響最為顯著。我們知道今日的固定設備所產生的果實，在它的生命尚未完結之前，是與明日的固定設備競爭的。倘明日的某一公司或某某少數公司的固定的設備，或因技術的改良或因組織的進步，或因其他的原因所生產的東西成本較低。在今日一般的固定的設備的再生產成本尚未降低之先，如果後者與前者競爭的結果促使物價下落，並使新公司的利潤率往下降低，那末，舊公司的利潤率必然降低的更厲害。又如明日的公司的生產上的改良，今日預先知道了，今日的資本的限界利潤率也會減少。抗戰方纔結束，新的固定的設備尚未輸入，然因廉價機器的即將輸入的消息的來臨，後方工廠紛紛關閉，機器價格等於廢鐵。限界利潤率的下落現在早已成爲事實了。

再說，貨幣價值的看漲和看跌也會影響現時的產量。貨幣價值的看跌，會刺激投資，因它提高了資本的限界利潤率的曲線即提高了投資物的需要；反之，貨幣價值如果看漲，會減少投資，因它降低了資本的限界利潤率的原故。

## 第二節 利息率

爲了討論的便利，讓我們在討論利息率這個問題的開始，提出幾個基本的假定。(1)社會只有一個銀行，它是貨幣的唯一的供給者。即假定一切銀行均歸國有，沒有商業銀行存在。由是我們便可將中央銀行與其他商業銀行的關係暫時置而不論。(2)銀行裏面只有一種貨幣，即銀行存款。一切買賣的付現和付債都是乞助於支票的便利。由是我們遂可將法幣，銀行貨幣並商業信用等對於利息率的複雜的影響暫時不予注意。(3)利息只有貨幣利息一種。借貸的關係皆用貨幣來計算。實物的借貸與實物的利息不在本章討論之列。根據這三個基本



的假定，讓我們來研究利息率的決定的原因，和利息率對於物價的影響。

利息率是什麼？利息率無疑的是借出的本錢和經過一定期間後所得利息的比例。利息率如其他貨物的價格一樣，受貸款的需要和供給的關係決定。這即是說，隨着利息率的低落貸款的需要漸次加大，供給漸次減少。在貸款的需要大於供給之際，利息率傾於漲高。小於供給之際利息率傾於下落。只在貸款的需要與供給恰恰相等的時候，利息率方纔既無上漲的傾向亦無下落的傾向。於是利息率便在貸款的供給與需要相等的時候完全決定。這種學說一名可貸資本的利息的學說。但新近學者又主張利息率如同其他貨物一樣是受貨幣的需要和供給的關係決定。依照後面這一派學說，在一利那的時間內，貨幣的供給是一定的。如果公衆所需要的貨幣，無論它用來作消費支出的準備金也好，或用來作商業開支的準備金也好，或用來作預防危險的準備金也好，在這同一利那的時間內，小於貨幣的供給，則在金融市場上必有一部份剩餘的貨幣，尋找出借的機會，利息率傾於下落。反過來說，如果公衆所需要的貨幣大於貨幣的供給，則在金融市場上，必有一部份的剩餘的債券用來吸收貨幣，利息率傾於漲高。當利息率繼續下落之際，公衆對於貨幣的需要增加，直增加到它與貨幣的供給相等的時候，而後達於靜止的狀態。反之，當利息率繼續漲高的時候，公衆對於貨幣的需要減退，除非它直減退到與供給完全相等時候不會停息。由此可見，利息率在貨幣的需要與貨幣的供給相等時候，達於均衡的狀態，亦就是說，利息率受貨幣的需要和供給的相互關係決定。這一派的利息說一名貨幣偏愛的利息說，亦稱活動偏愛的學說。這派學說，是由凱行斯爵士 (Lord Keynes) 所首先發明的。

這兩派的學說，與我們在討論貨幣價值一章時，所曾介紹的兩派學說是同出一源的。前一派的學說，所討論的可貸基金與利息率的關係。是指在市場上來買債券的貨幣與利息率的關係；後一派所討論的貨幣與利息率的關係，是指存在金庫或銀袋裏的貨幣與利息率的關係。前一派的學說把貨幣看做一種活潑的川流。後一派學說把貨幣看做一潭靜止的池水。前一派對於利息率的分析，是以一段距離的時期的分析作標準。後一派是以一利那的時間的分析作標準。在一段的時期之中，貨幣不斷的流出於市場購買短期或長期的債券，自然而然的形

成一種活潑的川流。反之，在一刹那的時點上，貨幣均是存在個人的金庫或錢袋內，自然而然的形成一潭靜止的池水。因此之故，所以可貸基金的貨幣利息論，其所指的可貸基金的供給完全是指的在一段時期內一派川流。反之，貨幣偏愛的學說，其所指的貨幣的需要則係指的在一刹那時點上人人所需要來作為購買貨物的準備基金的池水了。

現在我們請進而詳細說明活動偏好派的貨幣利息的理論。這派利息的理論堅持貨幣的利息係由貨幣的供給和需要決定。初學經濟學的人總以為爲商品的需要便是貨幣的需要。依據他們的意見，一人因為需要商品便需要用貨幣來購買商品，因此，商品的需要就是貨幣的需要。這種說法，從時期的觀點上說，實在是真實的。這即是說，在一個時期裏包含着許多的時點上一時點的貨幣的需要等於下一時點的商品的需要。二者的變動常常是一致的。假定我們的時期之長爲日，比如我們下午需要商品，上午我們勢必便需要貨幣來作購買商品的準備資金。由此可見，商品的需要與貨幣的需要在一日之內是一致的。所以我說，從時期的觀點上看這種說法是不錯的。但從時點的觀點上看，這種說法很難成立。何則？因為在相同的一刹那的時間內，比如說，單在一日的上午的八至九時，商品的需要很明顯的是指商品的買進和貨幣的供給，反之，貨幣的需要很明顯的是指商品的賣出和貨幣的收入。由此可知商品的需要，在同一時間內，不但與貨幣需要不同，而且與它正相反對了。依據同一的理由，債券的需要，亦不但與貨幣的需要不同，而且是與它正相反對的。所謂貨幣的需要的意義，正如我們在第二章裏所說，是指在一個利羅時間內，當着商品的價格債券的價格和利息率一定的時候，其所需要取來保存的貨幣，亦有一定數量的意思。

但人爲什麼要保持這麼多的貨幣呢？用經濟的專門術語來說，這必是由於保持貨幣的人，覺得在他所保持的這麼多的貨幣的邊際上的一塊錢，在他保持的頃刻所給他的精神的安慰，與他在不保持的時候所給他的物質的享受，利潤和利息，是一樣重要的。亦就是說，除了邊際上這一塊錢之外，其他在邊際以內的每一塊錢在保持的時候，所給他的精神的安慰，都要比在付出的時候，所給他的各種好處還要更大的原故。正如我們上文所

說，一人如有一點貨幣保存在手內，却有許多的好處：一來呢，可備不時的消費之需；再來呢，可以預防不虞之險；三來呢，可以作為經營商業的支付工資和現錢買貨或找零之用；四來呢，只要發財的機會一到臨，立刻便可以錢來把握，否則便只有看着他走了。因此之故，一人情願犧牲用錢的好處而取得存錢的好處了。將社會上每一個人，在一剎那時間內，所需要保持的錢通通加積起來，便是社會對於貨幣的需要總量了。

知道了貨幣需要的意義後，讓我們來對於貨幣的供給，除在第二章的說明外，再行補說幾句話。在管理貨幣的時代，貨幣的供給的總量受中央銀行的現金供給的限制。除非中央銀行增加現金，在一剎那內，它是一個常數。因為中央銀行對於貨幣供給的控制不受利息率的影響，所以在貨幣管理的時代，凡用以表示貨幣的供給的曲線X，乃是平行於用以表示利息率的Y的一條直線。正如皮果鈞教授(Prof. A. G. Pigou)所說，「它的公式是 $M = D, D$ 是常數」(註一)當然在各個不同的時點內，它可以是各個不同的常數。

假令其他條件相同，貨幣的需要會跟着利息率而為相反的變化的。利息率較高的時候，保持貨幣所犧牲的利息大；利息率較低的時候保持貨幣所犧牲的利息小。用幾何的觀念來說明它，如以Y軸表示利息率，X軸表示貨幣的數量，則貨幣的需要曲線常是由西北轉向東南而傾落。至貨幣的供給總量，既由非經濟的因素，政府的貨幣政策所規定，不問利息率的漲落怎樣，那末，它的變動是獨立的。社會上所有的貨幣總量總是在社會分子手中，當利息率高的時候，人們多想少存貨幣以免犧牲利息，假令其他條件相同，貨幣的需要可能小於供給。於是社會上便有一批遊資爭先恐後的在社會上來放利，即購買債券，結果利息率必然下落。隨着利息率的下落，人們保持貨幣的潛在需要必漸加大，加大了又加大，直到需要等於供給為度。當着利息率較低的時候，人們總想多存貨幣不欲斤斤計較利息，此時需要大於供給，於是社會上大都要收回放款，即出賣債券，同時購買債券的游資必感缺乏，結果，利息率必然上漲。隨着利息率的上漲，人們存儲貨幣的潛在需要，必然縮小，縮

小了又縮小，直到需要再度等於供給而後停止。因此之故，所以凱衍斯爵士 (Lord J. M. Keynes) 說，利率受貨幣的需要和供給的相互關係決定。

設令貨幣的需要狀態增加了。這個增加的原因或由消費品的產量增加，或由新的生產工具的建造，致使新企業們需要更多的貨幣來支付工資或付現找零之用，但貨幣的供給量如故。為達到這個目的起見，他們只好以高利率引誘那些持有貨幣的銀行的存戶，把他們的存款借給他們。即以較低的價格出售債券於存戶。我們知道，債券的利息是固定了的。例如一百圓債券，其固定的利率為五元，如果債券的價格漲為兩百圓，則現行的利率跌為二釐半，反之，如果跌為五十元，則現行的利率漲為一分。所以債券價格的漲高即等於利率的低落，反之，債券價格的低落即等於利率的漲高。因此之故，現在的新企業家們，以較低的價格出售債券於存戶即等於以高利引誘存款人出借存款的行為相同。結果新企業家們隨着利率的漲高，對於貨幣的需要不敢往上擴大，於是利率便在一個較高的平面上達於均衡的狀態。依據同樣的理由，在產業擴充的時候，商人因營業的規模加大，向銀行為高利的貸款。銀行此時假如不創造更多的存款，它只有向它的存戶們，以較低的價格，出售它所保持的債券，結果利率亦將上漲。

這一分析的方法很容易把它應用到商業萎縮的過程上。這個萎縮的過程或者是由消費品市場的喪失，或由投資物生產的過剩，或因其他的因素的影響。在這一種情境下，企業家們對於貨幣的需要減少了，因為用作支付工資和其他付現找零的貨幣需要減少了。他們不欲保持恁多的貨幣，紛紛以貨幣購買債券，債券價格漲高，利率隨之低落。在他方面，企業家們因用不着恁多的現金，以現金償還銀行的債務，銀行因為現金增加，紛紛向市場上買進債券。隨着債券價格的上漲，利率節節下落，下落了又下落，直下落到企業家們不欲再行縮減他們的貨幣需要，銀行亦不欲再買債券為度。此時利率因為貨幣需要減少這麼多，所以它的平面也就降低了恁麼多。單這一個簡單的例，也可使人充分明白，貨幣的利率是隨着貨幣的需要與供給而變化的。

但貨幣的利息總是由借貸的關係發生的。除非先有借貸的關係利息不能存在。所以可貸基金的利率說亦

有存在的價值。正如上文所說，假定可貸資金的一定時，如果社會對於可貸資金的需要大於它的供給，利息率必然漲高。利息率漲高之後，借款人的需要逐漸減退，直減退到與供給相等之際，達於均衡的狀態。反之，如果需要小於供給，利息率必然降低。利息率降低之後，借款人的需要勢將擴充，其結果也非擴充到與供給相等不會止步。所以羅博森教授 (Prof. D. A. Robertson) 說，利息率是由可貸資金的供給和需要決定。

驟看起來，可貸基金說與活動偏好說好像是衝突的，可是經了仔細研究之後，方知兩者確乎不是互相競爭的，而是互相補充的。我們知道，在利息率達於均衡狀態之際，無論貨幣的供給與需要或貸款的供給與需要都要各別相等，否則利息率必是漲落不居的。從這假定出發，我們試設在這均衡狀態之中，忽然投下了擾亂的因數，例如溫瘟流行之後人口往下降低，使公衆對於貨幣的需要減少，即使貨幣需要曲線往下移動。這即是說，在同一的利息率的點上，公衆所需要的貨幣減少了。公衆的貨幣需要既然減少，而貨幣的供給量不變，則是貨幣的需要小於供給了。貨幣的需要既小於貨幣的供給社會上必有一部份剩餘的貨幣，紛紛的投入市場爭購債券。換句話說，即在相同的利息率一點上，放款的供給增加了。放款的供給增加，同時社會對放款的需要並未變遷。利息率必然下落。隨着利息率下落，公衆保持貨幣所犧牲的利息逐漸減少，由是而公衆對於貸款的需要使將擴充。卒至貸款的需要等於貸款的供給之際，利息率始達於平靜的狀態。在他方面，倘如貨幣的需要，因投資的擴充，忽然有增加，但貨幣的供給量不變。社會上必有一部份剩餘的債券，以有利的條件，紛紛到市場上吸收遊資。是即貸款的需要大於貸款的供給，利息率必然漲高。隨着利息率的增加，保持貨幣所犧牲的利息大，由此而公衆對於貨幣的需要便將萎縮，貸款的供給於是擴張直到與需要完全相等的時候，達於均衡的狀態。綜括來說，在貨幣的總供給量不變的場合，貨幣的需要增加便等於貸款的供給減少。反之貨幣的需要減少便等於貸款的供給增加。在前一種情境之下，我們說，利息的高漲的原因是由貨幣的需要增加，或由貸款的供給減少。在後一種情境之下，我們說利息率減少的原因是由貨幣的需要減少也可或由貸款的供給增加也可。正如歐克斯教授 (Prof. Hicks) 說，我應指出，無論我們追蹤凱爾斯的說法也好，或追蹤其他著者在表面上與

凱爾斯係競爭的說法也好，結果均無差別。確切的追跡而進，這兩條路線所達到的目的完全是相同的。」（註一）

以上係假定借貸市場上只有一種利息率，但是在實際上各種的利息率是常常不相同的。這個不同的原因：一來呢，是由於借貸的市場在有些情形下賴債的危險大，而在另外的一些情形下賴債的危險很少或無有。再來呢，是因為債務所經過的時期有長短。由於第一個原因政府的債券的利息率往往比商場上的債券的利息率低，因為政府的信用比較高。由於第二個原因利息率常有短期利息率與長期的利息率之別。一般的說來，短期的利息率總是比長期利息率較低。極長期的利息率是永遠不還本的政府債券的利息率，極短期的利息率是見字即付的放款的利息率。介在其間的種類很多。但在金融市場上，一般所稱的短期的利息率大概是把一年不滿的借款的利息通通都稱做短期的利息率。長期利息率普通的高於短期利息率的原因，半由市場的結構的性質，半由長期的放款比短期的放款的危險多。在事實上，只有少數的借款人方纔可能得到短期利息率的便宜。大多數的借款人都不能夠以短期的債代長期的債或以長期的債代替短期的債。誠然賴債的危險，在政府公債方面沒有，或很少，但在一般的場合下傾於與借貸時期的長度共增加。隨着時期的流演，借款人的信用也許越往後越不鞏固。還有一點尤為要緊，即長期放款的人須冒將來的債券跌價的危險。縱令政府的公債，莫說其他的債券都有跌價的時候。短期的債券跌價的危險很少。持有短期證券的人，例如三月的匯票，在它滿期以前把來出售，很難遭受跌價的損失。正如邊罕姆（Frederic Benham）（註二）所舉的一例所表示，假如一個人以九九五鎊買了一張其票面價格為一百鎊的三月滿期的匯票，他在一個半月以後，把它出賣。縱令貼現率從二釐漲到一分六釐他亦可賣九八鎊。可是，固定利息率為二釐的長期債券，例如英國的名為孔索爾斯（Consols）的永遠不還本的政府債券，如果公眾相信長期的利率將來會由二釐漲至四釐，那末，它的將來的價格便會由一百跌落到五〇了。由此可見，

（註一） Prof. Hicks (J. R.) Value and Capital, Chap. XII.

（註二） Frederic Benham, Economics, chap. XVII, pp. 259—264

越是長期的債券，在相同的情境下所冒的危險越大。

爲詳細的說明各長短期的利息率的變動，我們必須考慮一個個人的存款的各種用途。第一，他可以保持它作爲現金不動。第二，他可以持以購買短期的債券，即匯票。第三，他可用以購買固定利息的長期債券。第四，他可用以購買股票。保持貨幣最活動，保持其他的資產是否活動就看它是否可以換爲貨幣。匯票雖與股票和債券一樣，均可換爲貨幣，但因後者跌價的危險較多，所以短期匯票比較長期證券更活動。如果長期的利率高漲，短期的債券的價值必落。如果紅利看跌，股票亦必跌價。

保存貨幣的好處，就是因爲貨幣可以用來償債。保持短期的票據，在商業繁榮或信用狀態鞏固的時候，只有很少的喪失貨幣的危險性。如果短期放款人肯等待，他可以在債券滿期的時候收回所有的債務。但放款人在這放款的期中，總是犧牲了保持貨幣的利益。所以短期的利息率實在可以看做放款人的因爲犧牲活動而所得的一種酬報。如果公衆對於活動的需要增加，短期利息率會漲高。在金融恐慌的時候，尤爲顯著。商店爲了借錢來償付，到期的債務和避免關門，急於借款，使短期的利息率爲空前的漲高。如果利潤看漲，公衆傾於以貨幣購買股票。股票價格漲高，債券價格將落。長期利息率因而上陞。短期利息率大概亦將上陞，因爲投機者們和商店們等不得長期借款或股票發行成功，便須借錢來擴大經營。反之，如果利潤看跌，股票的價格將跌，債券的價格將漲。短期的利息率傾於下落，因爲大量的可貸的資金紛紛投入市場尋找短期證券。在實際上，沒有或很少的因短期證券跌價因而損失資本的危險。短期資金的供給於是大於需要。

長期利息率常與短期利息率爲同方向的變動。如果長期的債券在將來既不看漲又不看跌，長期利息率和短期利息率會越來越接近。假令長期利息率大於短期利息率，借款人和一般的金融家均傾於借短期，或借短期放長期。即拋售短期債券，買進長期債券，短期利息率跌，長期利息率漲，二者於是越來越接近了。可是短期利息率與長期利息率亦可以爲異方向的變動，只要長期債券的價格一般公衆相信他們會漲或會落。從一九二九年十月到一九三〇年十月倫敦的政府公債孔索爾斯 (Consols) 漲了百分之一二。如果這個上漲的變動早就很清楚的

和很普遍的被看見了，那末，一九二九年秋季的短期利率必會漲的更高。反之，一九三六年和一九三七年短期利率在倫敦最低一半是由短期放款人預見了長期利率的上漲，換句話說，即預見了債券的未來的跌價的原故。一般的人往往相信，短期利率如果降低，比如說中央銀行的貼現率如果降低，長期利率即將降低，現在我們知道這種見解不必全對。不問短期的利率落到如何程度，假如固定利率為二釐半的長期公債公眾相信它將來的價格會跌落到五〇，那末，長期公債的利率率便會停滯在五釐左右。公眾為他自己的利益打算，情願少得利息，把錢保存起來等公債跌到五十時再買，而不願以六二圓去買它。因為以六二圓所買進的公債所得利息率不過四釐，但如公債將來跌價到五十，他所損失的便是十二元了。由是而中央銀行減少長期利息的政策便為公眾的相反的信心所妨礙了。所以任何政府的金融的政策均須繼之以宣傳，使公眾的相反的信心沒有立足的餘地，方纔易於奏效。

### 第三節 利率與物價平面

在第三章裏，我們曾說，貨幣的價值或它的倒數，物價，是受可支配的貨幣數量與貨物的供給決定，或受貨幣的需要和供給的關係決定。現在我們所要問的，即為什麼可支配的貨幣數量一增加，或貨幣的需要一減少，假令其他條件不變，物價便會漲高呢？這大概是由可支配的貨幣數量增加可以減少利率的關係使然。

一般說來，當着利率低落之時，資本財的價格會增加，而且越是耐久的資本財的價格其增加的程度亦越大。因為資本財的價格，例如房屋或債券，假令它的每年的每百元的純收益為兩元，那末，它的價格便等於它的純收益與利率的比例。例如債券或住宅，每百元的年收益為兩元，利率率為二釐，那末，它價格仍是一百。假令利率跌為一釐，那末，他的價格便會逐漸漲為二百。因為資金所有者以一百元放借而所得到的利息僅為一元，但以一百元買債券或住宅而所得的房租或淨益為兩元。除非資金所有者是傻子，他必不以百元去放利，而以一百元去買債券或住宅。這樣一來，債券和住宅的需要便增加了，然而他的供給不變，其價格必然



上漲，上漲了又上漲，除非漲到兩百不會停止。反過來說，假如利率漲為四釐，它便會跌為五〇元了。在這一例例子上，利率與物價會為反比例的變動，是再明白沒有的了。縱令耐久的資本財其未來的總收益（包含資本的折舊在內）年年是不相同的因為它的市場的價格，須依現行的利率來折合，其公式為  $P = \frac{A_1}{(1+r)^1} +$

$$\frac{A_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{A_n}{1+rn}$$

。例如今有一件生產的工具，共可以用三年，第一年的總收益為一百，第二年一百五

十，第三年兩百，那末，這份生產工具的現在的價格，依照年利四釐計算，便將為  $\frac{100}{1.04} + \frac{150}{1.04^2} + \frac{200}{1.04^3}$  總和了。由此可知，當着利率往低落之際，越是耐久的資本財的價格會當漲價越高了。在他方面，因為利率低落的結果金融資本家的收入會減少，他們的儲蓄亦會減少。但實際的工商業家的所得會增加，他們的儲蓄會增加，假如其他條件完全不變，因為實際工商業家的儲蓄心較強，消費品的價格傾於輕微的減少。但因其他的條件不是不變，一來呢，商人的存貨會因利率的降低而增加，二來呢，固定資本的生產會增加，消費品的價格亦將增加。為詳細的探尋在各種不同的情境下，利率和物價水準的關係，我們可以分出各種獨立的個案，逐條說明如後：

在充分就業和固定的投資時期的場合下，儘管資本的價格會往上增加，但消費財的價格可以不變。因在這種場合下，商人的存貨不會隨着利率的降低而增加，消費財的生產部門的生產因素，亦不會往資本財的生產部門移動，否則投資的時期會增加，而與我們所假定的場合根本不相合。由是生產資本財和消費財的兩部門均會維持原狀不變。資本財的價格雖然增加，但因資本財的生產無法增加，結果徒然增加了生產因素的價格。實際的工商業家，雖因利率的下落成本降低，然因生產因素價格的增加，可能吸盡了利息降低的利益，結果資本財的生產部門沒有好處。在他方面消費品的生產部門，雖因利率的降低，成本略有減少，但因所使用的資本財的價格增加了，因此無力增加該部門的生產因數的價格。即消費品部門的企業家和生產因數所有者的相

對地位均無變遷。從消費品的價格方面說，因為利息率減少了，金融資本家的所得減少，消費品的需要會減少。在他方面，因為其他的生產因數的所得有增加，可將前者的效果完全抵消，結果消費品的價格可以不變。

在充分就業和投資時期可變的場合下，資本財的價格可與消費財的價格共增加，但消費財的價格的增加永遠的落在資本財的價格的下面，總物價之漲高較為和緩。為什麼呢？利息率低落之後，越是耐久的資本財的價格增加越大。依據我們的假定，投資時期可以延長，這等於說，消費財部門的生產因素可向資本財的生產部門移動，消費財的產量因而減少。又因利息率降低之後，商人會增加他們的囤貨，即買的較快賣的較慢，因為他們不感利息率負擔的沉重。結果越見造成消費品的供給的減少。消費品的供給減少了，但生產因素的所得在兩部門均有增加，消費品的價格自然往上增加。再說，資本財的價值，因消費品的價格漲高而再增，生產因素的價格再增加，消費品的價格再度往上增加，累積的作用於是產生。但因工資的硬性的關係，利息率降低之後，資本財的價格雖然增加，但工資不必馬上增加，而實際的工商業家所得之高利，不必以之消費，因此，在資本財漲價之後，消費財增價之前，常須經過相當的時延。反之，消費品的價格增加，則可馬上引起資本財的價格的增加。因此，消費財的價格曲線會永遠的落在資本財價格的後面，結果總物價之增加較為和緩。

生產資源尚未用盡的場合，情形較為複雜。假令未用盡的生產資源只在消費品的生產部門存在，並不可以移轉到資本財的生產部門內，生產資源的就業狀態不會改進。利息率低落的結果，假令所引起的所得分配的改變，恰如在充分就業和固定的投資時期的場合一樣，使兩個生產部門的企業家均無特殊的利益。再假令金融資本家和資本家的所失恰等於勞動階級的所得。企業家不會需要更多的勞動的數量。失業不會減少，生產的數量如故。如果失業的生產因素只在資本財的生產部門存在，同時不可由資本財的生產部門移到消費財的生產部門裏面去。利息率低落的結果，資本財的價格增加，結果失業的數量會減少。社會的貨幣總所得會增加，消費財的需要會增加，但同時消費財的供給沒有增加，消費財因而漲價，但消費財漲價的程度比較第一種場合，從一方

面說，要漲得慢些，因為消費財的產量沒有減少。但從另一方面說，又要漲得快些，因為生產財部門的擴充，在失業存在的場合，可以吸收失業的資源，為時較快。不似在充分就業的場合，須從消費財的生產部門吸收生產資源，需時較長。假令兩部門的生產因素都未達到充分就業狀態，並同時不可移動。結果消費財的需要可與消費財的供給共增加，消費財的價格可以不變。如果充分就業的狀態首先在資本財的生產部門出現，可能與我們恰纔說過的第一種情形相同。如果充分就業的狀態在消費品生產的部門首先實現，結果可與剛纔所說的第二種情形相合。

最後我們所要說明的，即假定兩部門的生產因素可以移動。如果失業的狀態係在資本財的生產的部門。隨着利息率的低落，資本財工業部門的第一個階級的擴充係由吸收失業的預備軍和其他的生產的因數。第二個階段的擴充係由拉用消費財的生產部門的生產的力量。隨着資本財的生產部門的擴充，物價會繼續的往上增加。如果失業的狀態係在消費品的生產部門內，隨着利息率的下落，消費財的價格會漲高，但漲高的程度比較的要緩和些。

以上係論利息率的下落和物價的關係，現在我們要反過頭來討論利息率的上漲對於物價的影響：第一，利息率上漲的結果資本財會跌價，而且越是耐久的資本財會跌價得越顯著。隨着利息率的高漲，金融資本家的收入會增加，實際資本家的所得會減少。假令其他條件完全不變，因為金融資本家的儲蓄心較弱，消費品的價格傾於輕微的上漲。但因其他的條件常要變化，所以這個傾向不易實現。第二，假定生產的組織是硬性的，生產因素不可以由消費品的生產部門移到資本財的生產部門。隨着利息率的上漲，在資本財的生產部門的生產因素會跌價。實際資本家在利息率方面雖有所失，但在其他的成本則有所得。利息率漲高的效果使國民所得的分配有利於金融資本家而無利於實際資本家與工人。隨着利息率的漲高，儲蓄也許會增加，消費品的價格會減少。第三，假定工資是可以伸縮的，並且有轉業可能。隨着利息率的高漲，在資本財的生產部門的生產因素價格首先跌落，消費財的生產部門的生產因素的數量會增加。但因商人不堪高利率的重壓，紛紛拋售囤貨，消費品

的價格因而下落。又消費財的生產的增加亦可以使它的價格往下降低。隨着消費財的價格的低落資本財的價格隨之低落，資本財部門的所得再減少消費財的需要再減少，消費財的價格再低落，資本財的價格再降低。在這一種情境下，資本財的價格比消費財的價格跌落得更快。再從國民所得的重新分配上說，在一方面固定所得的接受者，他們的工資跌得慢，但生活的費用跌得快。他們的地位比較進步。在他方面，實際的企業家不斷發生損失。他們必須以他們的資本來支持利息和維持他們的生活。社會的消費大於所得，消費的資本逐漸往下減少。

第四，如果工資不是可以伸縮的，物價的下落會引起工人的失業。特別是在資本財生產的部門，失業人數必甚顯著。消費財的需要於是越發小於供給，他們的價格的低落因而加速。消費財的價格下落後，消費財的生產的部門可能引起失業。消費品的供給會降低，結果可使消費財的價格的低落較為和緩。這裏我們假定工資減少的比例大於消費財減少的比例。在特殊的情形之下，消費財的價格的低落可以完全被抵銷，而使消費財的價格沒有變遷；只要生產的因素不可移易，而且工資在資本財生產的部門是完全可以伸縮的，但在消費財的生產部門是硬性的。這個結果是在消費財生產的部門會有相當的失業，同時消費財的生產亦有相應的減少，但這減少的程度可與所得者的貨幣需要的減少同比例。

以上在討論利息率和物價的關係時假定利息率只有一種。現在我們還須要更進一步來討論短期利息率與長期利息率對於物價平面的影響。

一般的說來，短期利息率的變遷（但長期利息率不動）會影響商人囤貨數量的變動。在均衡狀態之中，商人的短期投資的數量係在短期投資的限界利潤率與短期利息率相等的地方決定。現在利息率假定忽然增加，從事短期投資的商人，必然覺得在限界上的投資所得的利潤小於利息。他必定要縮減他的投資的規模。縮減了又縮減，直縮減到限界利潤率與短期利息率相同之處而後止步。在相反的場合內，其結果亦必定相反。依照郝曲萊（Hawtrey）的思想的路線，商人之保有若干的財貨純係是爲他想要維持顧客買貨的便利。可是這個貨物

保持的便利是需要犧牲若干的金錢的價值始能實現的。這類金錢價值的犧牲便是商人保持貨物所需的成本了。可是，在他方面，商人如能供應顧客的便利，亦有若干的貨幣價值的獲得的。當着短期利息率高漲之時，商人覺得他的存貨太多了，因為他的存貨對他所生的限界利益未變，可是他的利息率漲高了，於他小有損失。他以減少存貨若干的單位為最合算。他於是把貨賣得較快買的較慢。如果這份相應的資本是他自己所有的，他便要把他賣貨收來的貨幣，去作短期放款了。如果這份相應的資本是向銀行借來的，那末，他便要把來還賬了。無論他採取任何一途徑，社會的消費品的供給均必要增加消費品的價格，勢必因此而有相當的低落。但耐久的資本財的價值所受影響太小，太小。

反之，當着長期的利息率降低短期利息率不動之時，企業家便會增加他對固定資本的需要。固定資本於是便要漲價。這個道理明顯的很。假定技術的狀態不變，並假定固定資本的未來的收益亦不變，企業家是否要對於固定資本的需要增加便需要視長期利息率之大小為轉移了。如果利息率越低企業家便會覺得資本財的擴充對他的誘惑性越大。如果利息率越高，他便會覺得資本財的誘惑性越少。兩個例子便可以把這點弄清楚。正如上文所說，假定有一個機器製造者將某種機器的價格定為千鎊。這個購買機器的公司計算這份機器可用三十年。除開修理的費用，機器的折舊，和與它合作所增加各種成本而外，但不除開利息的開支，這副機器每年給該公司五十鎊的純收益。同時，假令這個公司可以按照不到五釐的年利借進一千鎊借三十年，那末，他便有純淨的利潤可圖了。如果利息率為五釐，那末，這個冒險的舉動儘只有權且保持的意義。這份機器便是增界的投資了。如果大於五釐，這個公司便有損失。最可注意的一件事，即此機器的收益係指增加新機器一萬鎊，所增加的收益。至於公司所原有的舊機器的收益是否等於利息或不等於利息，那是毫無直接關係的。又如有一鐵路公司他想把鐵路的全部或半部電氣化需增加資本兩千萬鎊，並假令鐵路電氣化後可得一百鎊一年的總收益（包含利息）。不問這個鐵路公司在前還是賺錢或賠本，只要他能以五釐借進兩百萬鎊，他都覺得值得。假令低於

五釐他必覺得更值得。反之，假令高於五釐他必覺得完全不值得的了。依照類似的理由，一個普通公司或鐵路公司，當着他的機器已經耗盡了他的壽齡之際，是否決定再投資亦受同樣的考慮所支配。假令長期的利率率落在長期投資的限界利潤率之下，當然他會再投資了。(註一)由此可知，從投資的均衡狀態出發，假令長期利率率低落，固定資本的需要便增加，但固定資本的供給尚未增加。固定資本必定漲價，而且越是固定的資本必定漲價愈高了。以上我們的討論，係假令將來的資本的限界的收益年年都是相同的。縱令年年都不大相同亦無妨礙，只要長期利率與每各年度的限界資本的收益的相互關係存在，其對於固定資本的價格的影響亦與上文的結論相合。

現在我們必須要把長期利率和短期利率所共同給與消費財價格的聯合的影響作一綜合的敘述。在討論這個問題以前，關於長短期利率彼此的關係，我們必須先行擅設一個假定來討論。即我們假定長期的利率率係由許多短期的利率率累積而成的結果。我們的意思是說，一月的利率率是由日日的利率率的累積。一年的利率率是由月月的利率率的累積。十年的利率率是由年年的利率率的累積。用數學的式子來表示，即長期的利率率  $i$  和短期利率率  $r$  的關係受下列這個公式支配：即  $(1+i)^n = (1+r)^{12n}$ 。至於其他的影響長期和短期利率的因數我們爲了便於討論起見，暫且置而不論。在這一個假定下，我們不難尋出長期利率和短期利率二者所共同給予消費品價格的聯合的影響如左：

短期率影響消費財的價格較快，但不久。長期率影響消費財的價格較慢，但越來越重要。如果短期率低長期率高，消費財的價格初漲而後落。如果短期率高長期率低，消費財的價格初落而後漲。如果短期率和長期率均漲高，但短期率漲得更高，消費財的價格，在最初的時期，落得很厲害，以後漸緩，以後再度爲加速的下降，因受長期率的影響，如果短期率和長期率均降低，但短期率降得更低，消費財的價格，在最初的時期，漲

(註一) R. S. Sayers, *Modern banking*, pp. 156—59

得很厲害，以後漸緩，以後再度為加速的上漲，因受長期率的影響。如果兩率均為相同的變動，短期率跟在長期率之後，消費品的價格會一直上漲或下落。價格的曲線比較平滑。

#### 第四節 資本的限界利潤率和利息率

在第一節裏，我們說，投資大於儲蓄的關係，係受資本的限界利潤率大於利息率的關係所決定。在第二節裏，我們說利息率是受貨幣或可貸資金的需要和供給的關係決定。第三節裏，我們說，假如從均衡的狀態開始，利息率如果降低，投資便會增加，物價在實際上便會漲高。短期率如果降低，短期資本的需要便會增加，消費財的價格便會為短時的增高。長期率如果降低，固定資本的需要便會增加，消費財的價格便會為長期的增加。現在我們所要說的就是，假如我們不從均衡狀態出發，利息率影響物價的程度決不如資本的限界利潤率影響物價之巨。

假令資本的限界利潤率是一定的，並且一向都與利息率相等，今日利息率忽然小於利潤率，當然投資的需要會增加，價格會漲高。但如資本的限界利潤率是不一定的，並比較利息率變動更劇烈，要不是漲在它的頂前面，便是落在它的頂後頭，利息率在許多的場合，無論賽跑與賽慢，都趕不上利潤率，那末，上述的結論便不是完全的真實的了。在事實上，資本的限界利潤率的變動常常都是比較劇烈的，所以上述的結論，必須加以適當的修正。

何以說，資本的限界利潤率常常都是比較的劇烈，而且時常立於領導利息的地位呢？這是根於資本的未來的收益即利潤的本性而來。正如我們在第一節裏所說，資本的未來的收益，不比它的過去的收益，是由企業家的預期的心理狀態所造成。這個預期的作用是很缺乏根據的。他們是以變遷不息的和不可倚賴的證據為預測的根據，因此容易發生突然的和劇烈的變化。在商業繁榮的時期裏，不問這個繁榮的因數是什麼，或者是由於戰爭，或者是由於新發明，亦或者是由於通常的財政上的赤字，資本的未來的一串的收益，在企業家們的眼孔

裏，均呈現着粉紅的光輝。些微的幾釐的利息的變動，何能阻止他們瘋狂的對於投資的需要。他們所計較的太陽和月亮大的損失或利得，星星小的幾釐錢的利息的差額，自然不在計較之列。證以大戰以來，我國各地的利息率由百分之一，五漲到百分之百，造成中國歷史上利息空前未有的高度。但因物價的高漲轉瞬便是幾百倍，結果商人的囤貨，依照繼續的往上為激勵的增加。反之，在商業衰敗的時期，物價繼續的狂跌，資本的未確的收益，在企業家的眼簾上籠罩着層層的灰黑的顏色。商人預計他的投資的損失，動輒以千萬和萬萬作標準。些微的利息率的低落，實在不足以刺激企業家的投資的需要。在商業的兩個極端的狀態上，無論在什麼時候，企業家對於投資的需要，幾乎很難得受利息率的限制。除非取徑於公共工程的擴充與收縮，不易矯正物價的漲和激落。特別是在商業衰敗的狀態中，除非利息率為零或為負，不足以刺激企業家的投資的動機。正如羅博森教授 (Prof. D. H. Robertson) 說，一個急於借款的人總可以受某種高利息率的阻挫，但一個不願意借款的人，凡在零點以上的利息率，恐怕都不足以予他以絲毫的鼓舞的。由此可見，在動態的經濟關係裏面，資本的限界利潤率實比利息率對於物價的影響要更強大些。然則在經濟的動態之中，從限界過度的繁榮和長期的衰敗的發展上說，利息率的政策是毫無效果的嗎？這又未免言之過甚。至少，利息率的改變，在商業狀態的兩個極端之中，仍然不失為預防商業為不正當的波動的一個重要的武器。

以上的討論，為圖分析的簡單化，都未將商業的信用放在貨幣的範圍內，實則商業的信用是常可以代替貨幣的作用的。在商業交易頻繁和旺盛之際，企業家為圖滿足商業的動機，貨幣的需要增加，但商業的信用也增加了。換句話說，貨幣的供給也增加了。利息率雖然往上增加，但較和緩。在恐慌發生之前夕，商業的交易幾陷於停滯的狀態中，企業家均需要貨幣來清償過去在商業旺盛時期所欠的債務。但因此時商業的信用忽喪失其貨幣代替的作用，等於貨幣的供給的突然減少，很自然的利息率會要為加速度的上昇了。除了借鏡於商業信用的性質，無論採用任何的利息的學說，都不能充分的解釋在商業繁榮的時期，利息率的上漲反而比較和緩，而



在商業恐慌之前夕，利率反而像輕氣球向高空扶搖而直上。把這點記在心內，再經過一段距離之後，我們便可很容易的進而討論商業的循環的變動。

## 第六章 國際的貨幣問題

### 第一節 收支差額與外匯

外匯率就是一個貨幣所能交換的外國貨幣的數量。換句話說一國的貨幣的外匯率，就是一國的貨幣，在國際匯兌的市場上，以外國貨幣來表示的價值。正如貨物的貨幣價值一樣，它係受供給和需要的關係決定。在一國貨幣的需要大於供給之際，它的外匯率傾於漲高。小於供給之際外匯率傾於下落。隨着外匯率的下落，供給漸形萎縮，需要漸形擴大。反之隨着外匯率的上漲，供給漸形增加，需要漸形縮小。一面縮小，一面增加，除非達到供給與需要相等的狀態，外匯率不會穩定。但一國的貨幣的需要與供給是怎樣發生的呢？為解答這個問題起見，我們必須進而討論支付差額的意義。

何謂支付的差額？支付的差額就是一國所欠外國的淨債，或外國所欠本國的淨債。從本國的觀點上看來，前者稱做無利的支付差額，後者稱做有利的支付差額。我們會說，貨幣乃是一種償付債務的手段，但有一個條件，即須在本國的範圍以內。因此之故，當本國欠外國的淨債之時，我們必須以本國的貨幣去買外國的貨幣。由是我們對於外國的貨幣的需要便有純淨的增加，外國的貨幣便會漲價，本國的貨幣便會跌價。反之，當外國欠本國的債務之時，外國人便必須以他們的貨幣來買我們國家的貨幣，來清償他們所欠我們的淨債，由是他們對於我們的貨幣的需要便有純淨的增加，我國的貨幣的外匯率便會增加，外國的貨幣的匯率便會跌落。這是更明白也沒有的。

但一國因何欠付他國淨債呢？這不外兩個原因：其一就是由於外國的貨物和役務在本國有入超，其二就是由於外國的債券在本國有入超。從本國的立場上說，前者稱做無利的貿易差額，後者稱做無利的借貸差額。將

這兩種差類合併在一道，便構成了一國所欠外國的純淨的債務。但爲什麼外國的貨物和役務在本國有入超呢？這必是由於以本國貨幣來計算的外國貨物和役務的價格，比本國相同的貨物和役務的價格低，因此，大家纔肯以錢來買外國的貨物和役務。依照類似的理由，外國的債券爲什麼在本國有入超呢？這必是由以本國貨幣來計算的投在外國的資本，在其他的條件不變時，所得的利率比較高。但以本國的貨幣來比較國內外的商品和役務並投資的價格，均非透過外匯的關係不能夠。因此相對的物價和匯價便成了決定貨物和役務的入超（或出超）的要素。依照類似的理由，相對的利率和匯價便成了決定債券入超（或出超）的要素。

由此以言，全部支付的差額受三個因素決定：（1）相對的物價水準，（2）外匯率，（3）相對的利率。這個差額，構成在國際匯兌市場上，一國貨幣的相對的供給和需要。因此，一國的貨幣的匯價，當着相對的利率和物價不變之際，跟着一國的支持差額的決定而決定。當着外匯率定了之際，物價與利息如果其中有一發生變化，支付的差額便會跟着發生變化，因而外匯率也會跟着發生變化。

## 第二節 國際價格的均衡

依照耶芳斯 (Tarone) 的無差別的公律，同一的商品，在同一的市場上，有獲得同一價格的趨勢。把這理論應用到國際的商品市場上，我們便可看出一國貨幣的匯價，在短時期內，雖受支付的差額所決定的供給的關係決定，可是在長期內，它實係受兩國的貨幣購買力決定。爲便於說明起見，假令今有A、B和C三個國家，有一組貨物是他們共同所需要的。假令這一組貨物的每一複合的單位，在A賣一金鎊，在B賣一百法郎，在C賣四元美金，那末A、B、C三個國家的貨幣的外匯率，便將在長時期內傾於一個金鎊換一百法郎，和一圓美金換二十五個法郎的匯價。假如一個金鎊換三元美金，然而同組的貨物的一定量，在A還是賣一個金鎊，在C還是賣四元美金，那末，同組的貨物的一定量，在A賣一金鎊在B賣四元美金，以四元美金的賣價，依照一與三的匯價，可得一鎊又六先令八便士。這即是說同組的貨物在A所值的金鎊少，而在C所值的金鎊多。除非商人

是傻子，他必將這同組的貨物源源不斷的運到C國去賣，以圖取得六先令 and 八便士的淨利。由是A在C有出超。這即是說，C欠A的淨債，假定其他條件不變，恰將等於出超之數。因C欠A的淨債不能以美金去償付，而須以金鎊去償付，C對金鎊的需要於是增加。金鎊的匯價會漲，除非漲到一個金鎊換四圓美金不會停止。反過來說，假令同組商品的一定量，在A還是賣一個金鎊，在C四圓美金。但匯率變了，即一個金鎊不是換四元美金，而是換五圓美金。這即是說，同組的貨物的一定量，倘以美金來計算，在C只賣四圓美金，而在A，依照一鎊匯五個美金的匯率，則值五圓美金。除非商人是傻子，C的貨物必定源源不斷的向A輸出。C在A的輸出增加，A於是欠C的債務。依照類似的理由，A對美金的需要增加，美金必漲價，金鎊必跌價，跌了又跌，其結果非從一個金鎊匯五圓美金的匯率，跌到一對四的匯率不止。到了漲到和跌到一個金鎊匯四圓美金之際，同組貨物的一定量無論在A或C所賣的（以同一貨幣單位來計算的）價格均相等。因此貨物無論在C或在A均無出超或入超。金鎊或美圓的需要與供給於是均沒有增加和減少的原因，匯率於是安穩的落在一對四的比例上。依貨幣價值的立場上說，一個金鎊和四圓美金的購買力是相等的，所以二者可以互相交易。嘉塞爾(Christav Cassel)說，一國貨幣對外國貨幣的匯率，受該兩國的相對的貨幣購買力決定。這種學說一稱購買力平價說(Theory of Purchasing Power Parity)。但從貨物的價值的立場上看，當着四圓美金匯一個金鎊的時候，這個同組貨物的一定量，無論以美金或英鎊來計算，其價格無論在A和C都是一樣的，所以這種理論亦可稱做國際物價均衡的理論了。由此可見，嘉塞爾的購買力平價說，實在不過只是國際物價均衡理論，在外匯率方面的一個應用而已。

但外匯率可以在同組貨物的一定量，在兩國所賣的價格之比，加減運費的範圍內變動。這即是說，假令同組的貨物的一定量，在A賣一金鎊，在C賣四圓美金，那末，A一金鎊的匯價可以漲到四圓美金加五分美金的運費，或跌到一金鎊的匯價兌四圓美金減運費。假令由於國際投資的關係，A向C輸出債券，C向A輸出資本，C對A的金鎊的需要增加了。金鎊漲價，漲到一個金鎊匯四圓零五分美金。從商人的眼光看來，這個匯率還是

合理的匯率。因為C國商人所欠A國的人的債務，只有兩種清償的辦法：(1)以美金四元零五分去匯一個金鎊，再以金鎊去償付A國的債務。(2)以值四圓美金的貨物運到C國去出售一金鎊，再以一金鎊去償付A國的債務，這個結果還是差不多，因為四圓美金所買的貨物加上〇·五圓的輸出費，在A國賣一金鎊還是與以四·〇五圓美金匯一個金鎊的情形，沒有什麼不同。在相反的場合下，假令A欠C的淨債，A對美金的需要增加，美金漲價，金鎊跌價。從金鎊的立場看來，其跌落的程度，亦可以得到一個金鎊匯三圓九角五分的範圍，因為從商人的眼光看來，以一個金鎊所買的貨物運到C國，賣四圓美金，再由四元美金之中，減去五分美金的運費，其結果與以一個金鎊匯三圓九角五分美金相等。從金鎊的立場看來，在順和逆的支付差額發生之時，金鎊的匯率的漲落，可以等於值一金鎊的貨物在C國的賣價四圓美金，加上輸入費五分美金，或減去輸出費五分美金。

然則一國貨幣的外匯率永遠的會等於它的購買力平價加減輸入費和運出費呢？是又不然。它儘可以超過它的範圍。但超過這個範圍之後，假令其他條件相同，必然會引起一種相反的力量來將它重行限制到這個範圍之內就是了。以第一種情形來說，假令一國貨幣的匯價，比如說金鎊的匯價漲到它的購買力平價加運費的範圍之上，即漲到四·〇五美圓以上，必然引起C對A的出越。因從C國的商人的立場上看來，與其以四·〇六美圓去匯一金鎊，遠不如以四圓美金所買的貨物加上運費去買一金鎊為有利。因他每做四圓美金的買賣，便可以多得一分美金。以第二種情形來說，假如金鎊的匯價跌到它的購買力平價減運費的範圍以下，即跌到三·九五圓美金以下，依照類似的理由必然引起A對C的出超。當前一種狀態繼續存在的時候，金鎊的匯價會發生回跌，當後一種狀態繼續存在的時候金鎊的匯價會發生回漲。其結果非漲到購買力平價加減運費的範圍之內，不會止步。因為在同一國際商品市場上，同質的商品只有同一的價格（加減運費）。反過來說，就是互相交換的兩類貨幣的數量其購買力傾於相合（由運費的因數而所引起的購買力的變遷，須斟酌的加進來或除出去）。

國際的物價均衡的學說，或貨幣購買力平價說，不但可以用解釋在紙幣本位之下，外匯率的決定，且可以用解釋在金本位制之下外匯率的決定。在金本位之下，一國貨幣的匯率不能超過它與其他國家的貨幣的金平價加

減所含黃金的運費的範圍，與上述的理由相同。否則同組貨物的一定量，在同一國際市場上，必須發生兩種不同的價格，由是便會引起入超或出超，結果會使一國的貨幣的匯率，最後，仍然落到它的金平價和加減運費的範圍內。這個道理容易明白的很。比如今有A B兩國，A的貨幣是金鎊含一一三分純金，B的貨幣是金圓，每圓含二八·二五分純金恰值金鎊的四分之一。由是一個金鎊的金平價便等於四個金圓了。再假定一一三分純金，由A運B的來回運費相等即○·五金圓，那末一鎊的匯價的漲落的程度便將四個金圓，加減運費○·○五金圓了。假令因為A對B有債權，B須以金鎊來償付A的債務，金鎊的需要增加，匯率漲高。假令金鎊的匯價漲到比較四·○五更多，如四·○七金圓，B國便將運送黃金來清償A的債務。因為這樣一來B可以節省兩分美金來作別的使用途。隨着黃金的輸出，B欠A的債務逐漸清償，於是金鎊的匯價便將逐漸恢復到金平價的地位。由此可知，金鎊的正常匯價，其 upper 不能高過金平價加黃金的輸入費。反過來說，就是美金的跌價不能跌過金平價減輸出費。在高過的時候，同是一一三分的純金在B只值四圓零七分美金。除去運費五分美金，尚餘二分美金。是黃金在B的價格低，在A的價格高，當然黃金要源源不斷的由B運A了。在低過的時候，同是一一三分黃金在A只值一個金鎊，在B值一鎊尚餘七分美金，除去運費五分美金，尚餘二分美金。即黃金在A的價格低而在B的價格高，當然黃金要源源不斷的由A輸B了。除非黃金在兩國的價格，除去運費，完全一樣，黃金的供給和需要不會達於均衡的狀態。但黃金在兩國的價格，除去運費之後，要在什麼情境之下，纔能完全一樣呢？很顯然的要一國貨幣的外匯率，除去運費之外，僅等於它的金平價了。所以我說，國際物價均衡的理論，不但可用以解釋在獨立本位之下，貨幣的外匯率的穩定的平面，即用以解釋在金本位制下同樣的問題，其效力亦復是相同的了。

但有一點我們必須要強調的，即貨幣的匯率並不能夠使所有的個別商品的價格趨於平等。萬一不幸有此種情形發生，國際的分工和交易必然歸於停頓。在正常的匯率存在之際，它只能使各別特殊價格的相差傾於平均。在短時期以內，市場的匯率可與正常的匯率相乖離，因而可使一國的貨幣的購買力過高或過低。但是，過

高，輸入必受限制，輸出必遇一種非常的刺激，過低，輸出必受一種非常的刺激，輸入必受限制。在任一情形之下，安穩的條件均不存在。同時交付的差額必受擾亂，而使外匯率回復常態。

正因貨幣的匯率不能使所有的個別商品的價格趨於平等，所以，即在正常的狀態之下，它亦只能使一般商品的價格趨於平等。否！它亦不能使一般商品的價格傾於平等，但只能使特殊部份的商品即國際商品的價格趨於平等。因為依據統計的分析，祇在外匯率達於相當的均衡狀態的時間內，如以生活費指數作比較，各國的貨幣的購買力可以大致相合。這係由於各異的國民把他們的貨幣用在各種不同的貨物上的原故。縱令他們所買的貨物是相同的，但他們對於相同的商品所付的買價，在他們的總收入中所占的比例亦不一致的原故。此外當然還有其他的種種的原因，如生產技術的不同和生產因數的不同等等。所以要依照國際價格均衡的原理，來任意選出一組的商品，依照現行的比較安定的外匯率，來算出他們的價格，無論在那個國家（除了運費），都是一樣，這當然是一件不可能的事情了。為避免這個困難起見，國際價格內均衡的理論，只好放棄這種絕對的形態而另採一種相對形式的說明了。

相對形式的國際價格均衡的學說，承認一國和他國之間的物價在某種範圍以內，可以不同，而且這種不同是合理的。在這不同的基礎上，假如甲國的物價指數在相當的時期內，比較乙國增高一倍，假定這些造成物價不同的基本條件不變，那末，甲國的貨幣的外匯率便將傾於往下低落一半，否則貿易的差額必不利於甲國而使甲國貨幣的外匯率降落到這個限度上。但因這些基本的條件常常變化，所以實際的外匯率不必與指數完全為反比例的變動。為什麼呢？第一、世界上對於一國的出口貨的需要，可以很嚴重的影響該國的匯率，但在各國的貨幣購買力上，並未發生如此顯著的變化。印度的旱災可摧毀印度的茶產，而使世界對於中國茶的需要增加，結果中國茶的出口的價值大增，中國貨幣的外匯率於是高漲。但單從各國貨幣購買力的研究必不能說明中國貨幣的外匯率可有此量的變遷。第二、對於這個原則的擾亂的因數亦可從供給方面生出來。假如中國茶突然增加了數倍，外率亦將發生劇烈的變化。如果世界對於中國茶的需要是有彈性的，中國茶出口的價值會增加，中國貨幣

的外匯率亦是要加強的。但在購買力的比較研究裏，亦看不出這種加強是必要的。反過來說，假令世界對於中國茶的需要彈性小於一，中國茶出口的價值會減少，這會減少國幣的匯價，但在購買力的比較裏亦看不見。第三關稅的課徵可使保護國的貨幣的匯率高過它的購買力的平價。第四，華僑向祖國的匯款可以加強國幣的需要，但這不必在購買力的比較研究裏看得見。投在外國的資本突然開始付息也可招致同樣的結果。第五，資本的移動也可影響購資力平價。此外，如特殊貨幣的季節需要的變動亦可以擾亂貨幣購買力的平價。凡此這些擾亂的因素對於一個應用購買力平價的學說，來解釋外匯的人，均應加以適度的考慮纔行。雖然，貨幣購買力平價的相對形態或國際相對價格均衡的理論仍是解釋匯率的長期變動的重要理論。

### 第三節 利息率與外匯率

在正常的狀態之下，利息率在國際資本市場上有趨於平等的傾向。在說明這個趨勢以前，有幾個意義含混的名詞須先加以說明。因為在金融論壇上常有這種說法，即「甲國的資本逃入乙國，或乙國正將它的資本移到甲國」。他們好像是說，甲國在某日裏會將它的貨幣資本，裝成了許多的箱子，運到乙國來了。或者乙國正向着甲國在作同類的事情。在事實上這種說法是一種錯誤的說法，因為實際的情形是這樣的：在穩定的外匯市場上，假如甲國比乙國的利息率較高，乙國可能要向甲國投資，而需要以乙國的貨幣去買甲國的貨幣，再以甲國的貨幣去買甲國的證券，由是甲國的利率傾於下落。我們可以這樣假定，在乙國有X君，他到乙國的中央銀行去，依照一個甲鎊匯十個乙圓的匯率，以十萬圓匯一萬鎊到甲國的國家銀行。這對於乙國的中央銀行的地位並無絲毫妨礙，它不過把它在甲國銀行的鎊存款減少一萬，而之以讓給X就是了。同時它却在X方面取得了十萬圓以爲代價。X於是在甲國銀行有存款一萬鎊了。X經此匯兌的關係之後，他的資金便移到甲國去了，可是甲國的貨幣並未增加，甲國的銀行不過把這一個主顧的鎊移給另一個主顧就是了。X取得了一萬鎊，乙國銀行損失了一萬鎊。



X把乙圓移到甲銀行之後，他的第一個效果，便是促使鎊的匯價漲高。原來乙銀行在甲國銀行所存的鎊是預備來爲日常便利交易用的。現在它既出賣了一萬，它必急要圖謀恢復它。它於是在乙國的金鎊市場上到處打聽有無甲鎊出賣，因而提高了鎊的匯價。在當初本是一鎊匯一百圓，現在可能漲到一百圓零一角。因此鎊價被提高了。

此外還有一個重要的效果，就是乙國的利息率的增加。在X向中央銀行買進甲鎊之前，他手中也許所保持的是政府的短期債券。現在他拋售短期債券了，因他欲以他拋售短期債券所得的乙圓來買甲鎊。短期債券的價格因爲需要減少而降低，利息率於是漲高。在他方面X既在甲國有一萬鎊的存款，他也許要把它來投資。假令他真把它來投資而以買進甲國的短期的債券，甲國債券的價格必須漲高，利息率於是降低。甲乙兩國的利息率，因爲X的資本的移動，於是趨於接近。短期的利息率如是趨於接近，長期的利息率當然亦可以如是的傾於接近。這可稱做國際利息率均衡的趨勢。

以此國際利息率趨於均衡的理論作根據，中央銀行常用提高利息率的方法，來穩定貨幣的匯價。例如當着支付的差類對於一國不利時，匯率降低的很厲害。爲矯正這種支付差類起見，中央銀行於是可將貼現率 (Discount) 提高，希圖刺激資本的輸入，增加本國貨幣的需要，於以阻止匯率的下跌。中央銀行的貼現率提高之後，外國的市民傾於輸入資本，本國的市民傾於減少對外的投資，由此對於本國貨幣的需要增加，匯價下落的趨勢自然的便會停止或回漲。這個影響來的很快。隨着時間的演變第二種效果亦將出現，依照我們在第五章內的分析，利息率提高之後，國內的投資會減少，所得和就業因而跟着減少。入口貨的需要更將減少出口的剩餘於是增加，匯率因而增加。再過一些時候，貨幣的工資因失業而爲相當程度的降低。出口工業的刺激增加。由此可見，在較長時期內，出口的剩餘亦可因貼現率的提高而增加。

但是我們莫要忘記了，中央銀行用提高貼現率的方法來增加出口的剩餘，不但時期很長，而且很可能的招致經濟的恐慌。爲避免這個困難起見，經濟學家寧願聽任匯率降低，而不願犧牲本國的繁榮，以謀最後的出口

剩餘的增加。自一九三一而後各國紛紛的放棄金本位便是由於這個原故。在他方面中央銀行如用這個同一的方法來吸收外國的資本，那末，這便要看(1)在本國的重要商業的都市是否有健全的資本的市場，特別的是短期資本的市場，(2)還要看公衆是否相信該國貨幣的未來的匯率是否不再往下降低。在這兩個條件之中，第一個條件最容易爲貨幣當軸所忽視。

當着中央銀行的貼現率提高之後，如果本國的銀行或其他的金融機關，在國際上的信用很高，那末，本國的債券便很容易爲外國的資本家所歡迎。例如在英格蘭有承兌商店 (Accepting Houses) 保證短期債券的付現，他們在國際上的聲譽均很高，又不列顛政府所發的財政部庫券，在國際上的信譽，當然更無可以置疑的餘地。又如本國的銀行，假如在國際上的聲譽很高，當然外國人亦願意把他們的貨幣轉移到本國銀行的存款賬上，以爲吸取較高的存款利息之用。可是，如果本國的投資市場不健全，縱令本國的利率較高，將也無法吸進外國的資本了。

提高利率吸進外資的第二個條件是，公衆對於未來的匯率相信它不會要再往下跌，甚且還要回漲。如果他們大都以爲債務國的匯率在三個月之內，必定要下落百分之二〇，那末，僅是貼現率提高百分之一或二，決不會刺激他們投資的興味。不問他們的這種恐怖的心理是有根據的或無根據的，只要這種恐怖心理一存在，這個提高貼現率的辦法便不能夠達到它所欲達到的目的。在金本位制之下，這種恐怖的心理比較的少。反之，在獨立本位制之下，當然它的出現可能性最大。但我們莫要忘記了，即在金本位之下，貼現率政策亦常遭受這種恐怖的心理的限制。在一九三一年的夏天，倫敦的短期的利率比紐約和巴黎都高。但英鎊依然繼續的往外國逃逸。當時一般的外國人均以爲不列顛的成本太高，財政上的赤字無法救濟，早遲鎊價必將降低。他們紛紛向英國的銀行提取存款，紛紛出售他們所保持的短期的債票，並紛紛的把他們的存款來買法郎，美金和其他的貨幣。這一個迫使鎊價落在它的黃金輸出點以下，黃金於是出國去償債。同年十二月英格蘭的貼現率提高到六釐。但鎊匯繼續的以很快的速率降低。黃金亦爲繼續的出國。甚至九日之內損失黃金二千五百萬鎊之巨。英格蘭銀行與歐

府急向法國和美國借來了共值一萬三千萬鎊的法郎和美金來維持鎊匯，但亦何濟於事。英國人在這一個時候與外國人一樣，以他們的存款購買外匯，金本位遂取消，鎊匯只好聽其低降。由此可見中央銀行貼現率的政策在匯率看跌之際鮮能生效，甚且有害。但也許有人會這樣的說，期匯的市場現在不是已經發達了嗎？中央銀行以較高的貼現率吸收外資仍有可能，因為投資者可以在期匯市場上賣出他所買進的貨幣，於是便可避免外匯跌價的危險。但這是否可能呢？這便是下節我們要討論的。

#### 第四節 期匯市場

期匯的交易與現匯的交易是很容易明白的。假如在期匯市場上有一約翰先生住在倫敦，他向米德爾銀行 (Midland Bank) 約定以十萬鎊，依照一鎊匯  $4.39\frac{9}{16}$  美國的匯率，買進四八九五六二·五〇圓美金。從現在起三月之後成交，這便叫做期匯的交易。反之，假令他以十萬鎊依照一鎊匯  $4.80\frac{1}{4}$  美國的匯率，買進四九〇二五〇·〇〇美圓，即日成交，這便稱現匯的交易。前者的匯率稱做期匯率，後者稱做現匯率。期匯的交易當下不付現款，直到期滿之時始行成交。但米德爾銀行對於約翰可索取相當抵押品以防危險。因為當米德爾銀行與約翰既為期貨的交易，他為到期交貨起見假令現匯比期匯高，他須立將以九萬九千五百鎊買進四八九五六二·五〇圓美金。如是約翰是個沒有辦法的人，到了期滿之時他不見人了。米德爾銀行，固然，此時手裏還有四八九五六二·五〇美圓。但如到時美圓跌價了，即四八九，五六二·五〇美圓跌為英鎊九萬九千。假如約翰沒有擔保品，繳納在米德爾銀行內，那麼，該銀行豈不是要賠五百鎊嗎？為避免這種損失起見，所以銀行對於購買期匯的人往往要索取一定的擔保品。

期匯的買賣所經的時期，在習慣上，往往是一個月，兩個月，或三個月。過了三個月以上的期貨買賣是很少的。關於期匯的掛牌的方法也是不常見的。普通都是以現匯作標準定出兩個數字。高於現匯的稱做折扣 (Discount)，低於現匯的稱做補貼 (Premium)。今試以倫敦期匯掛牌的方法舉例如後。

		賣價	買價
現匯	紐約	4.90 $\frac{1}{4}$	— 4.90 $\frac{3}{4}$ 附
	巴黎	105 $\frac{3}{32}$	— 105 $\frac{3}{16}$
期匯	紐約	一個月	$\frac{1}{4}$ — $\frac{3}{16}$ 分補貼
		兩個月	$\frac{1}{2}$ — $\frac{7}{16}$ 分補貼
		三個月	$\frac{11}{16}$ — $\frac{5}{8}$ 分補貼
	巴黎	一個月	$\frac{9}{16}$ — $\frac{5}{8}$ 法郎扣
		兩個月	$\frac{16}{16}$ — $\frac{15}{16}$ 法郎扣
		三個月	$\frac{17}{8}$ — $\frac{15}{16}$ 法郎扣

賣價是指銀行出賣美國。以鎊作標準，當然他要賣得貴些，即以  $4.90 \frac{1}{4}$  賣一鎊。買價是指銀行買進美國。以鎊作標準，當然他要買得賤些，即以一鎊買進  $4.90 \frac{3}{4}$  美元。這個差額便是銀行的利益了。三個月期的補貼是  $\frac{11}{16}$  —  $\frac{5}{8}$  分。我們從賣價  $4.90 \frac{1}{4}$  元減去  $\frac{11}{16}$  分得  $4.89 \frac{9}{16}$ 。這便是約翰先生今日買進美國的價格了。因此他以十萬鎊買進美金四八九，五六二·五〇圓。在他方面如果他是美金的賣者，那末，這個匯率便當是  $4.90 \frac{3}{4}$  元減  $\frac{5}{8}$  分等於  $4.90 \frac{1}{8}$  元。因此，他便須以四九〇七五〇圓始能買進三月為期的鎊十萬了。

為什麼我們要從現匯裏減去補貼而向它加進折扣呢？很明顯的，因為折扣是指三個月之後的法郎比較現在

的法郎賤。一鎊錢所買的法郎越多則法郎的所值越少。因此欲使三個月後的牌價比現價低，必須將折扣加進去。反之，一鎊錢所買的美圓越少，則美圓所值越高。補貼是指美圓的價格的增加，所以我們必須減出補貼來表示一個金鎊所買的美圓，在三個月之後比現在更少。貼補亦可以說比現匯小，折扣比現匯高。因此我們可以說，一個月美圓比現匯小  $\frac{1}{4} - \frac{3}{16}$  分，兩個月後法郎比現匯高  $1\frac{3}{16} - 1\frac{5}{16}$  法郎。

期匯市場是一個比較專門的市場。除了少數的金融家和銀行而外，很少有人知道。期匯市場只在世界上高度發展的金融的中心存在。期匯市場越是發達的地方，賣價和買價之間的差額愈小。

但期匯率受些什麼因素決定呢？爲什麼期匯與現匯不一致呢？商業的需要也是其中的原因之一。舉例來說，比如英國蘭加夏省 (Lancashire) 的紡紗工廠的企業家向美國定購棉花三個月之末交貨。他們便要在今日購買美金的期匯三月成交。假令其他條件一樣，三月之末的美金便會比現價高或發生補貼。其他的一個因數是由投資的需要而來。例如紐約的利息率比倫敦高，倫敦的金融家便會在倫敦市場買進現匯，出售期匯，在這一段時期之內，他在紐約便有美圓的存款，而以此購買國庫券取得較高的利息。這亦可以增加現匯和期匯的差額。以上所談的是說期匯和現匯的相差的原因，但有什麼因數可以使二者相近呢？這便是套匯的功用了。假令今有一個商人看見未來三個月的美金的鎊價須上漲十分。他於是買進現匯賣出期匯。現匯假定是五個美圓一鎊，期匯是四·九美圓。在這一賣一買之間，每一鎊錢他便可得一角美金的利益。十萬鎊錢便可以得一萬美金的利益。同時，他所買進的美圓，在這一段時期內，還可以取得若干的利息。一個兩個三個均爭着出賣期匯，買進現匯。現匯傾於高，期匯傾於低，現匯與期匯之間的距離於是越來越小了。但這也須受雙重的限制。第一套匯市場的資金不是取之無盡，用之不竭的。金融家有時雖然看見期匯要漲，但也無力買進現匯，出售期匯。因此二者的差額不能完全消滅。金融家的資金既不足用，公衆的資金甚多，爲什麼公衆不趕來作套匯的買賣呢？我們知道套匯市場是一獨占的市場，常爲少數的金融巨子所操縱。他們常以一種聯合的力量來維持二者之間的距離。第二，假如兩地利息率的差額比現匯和期匯之間的差額更大，除非一個人是傻子，他決不會用資金來

作套匯的買賣，他寧用它去放債生息。此外還有投機的重要因素值得我們注意。假令約翰先生看見英政府要向英格蘭銀行舉債，相信鎊價行將大跌，他雖沒有現金在手內，但他也可出售三月為期的金鎊，因為他現在並不需要金鎊。到了三個月之末，金鎊果然跌價，在實際上他便無須金鎊來交付。誠然，金鎊也可以由於許多不可捉摸的原因，在將來漲價。但期匯的投機者常常可有操縱市場的力量。

現在可以再舉一個例，來說明投機家的操縱市場的危險的結果，假令法國政府因為財政上的赤字，打算向人民發行內國公債。投機家於是團結起來，出賣法郎，法郎大跌。此時法蘭西的資本家是否還要向政府投資呢？當然，他們不願意。法郎的價值既然如此的不穩定，當然他要以他們的資金去買外匯了。向公眾舉債既然不成，則法蘭西政府只有向法蘭西銀行舉債之一途。換句話說，就是法郎的跌價了。法郎的跌價，在開始的時候，本來是投機者以人力造成的。可是現在法蘭西政府，却依照投機者的志願，而為通貨的膨漲了。投機者獲勝，法政府失敗。由此可見，投機者們對於金融市場的操縱，也是使期匯和現匯相差的一個重要的因素。

在外匯率比較穩定之時，一國的政府，誠可提高貼現率來穩定外匯。同時購買利率較高的債券的人，亦可以在東手買進外國的債券之時西手賣出等於債券所值的外國貨幣價值的期匯，以防危險的產生。例如倫敦的貼現率由二釐漲到四釐。法蘭西人急想向倫敦輸出資本。但因他們看出金鎊在三個月內會跌價百分之十，他們當然不願意買進金鎊。可是假如同時他以現價賣出了英鎊三個月為期，於他們當然亦無所害。可是這種說法只能適用於外匯比較穩定的時候。在外匯一般的看跌之時，投資者欲利用期匯的市場來減免將來鎊價低落的損失，幾乎是不可能的。在經濟動亂之時期匯市場往往關門。為什麼呢？因為買賣期匯的主顧，也許到時無力成交，相繼被擠斥的期匯市場之外，期匯市場於是停頓了。再來呢，外匯也許有被外國政府查封的危險，甚至連轉讓於人亦恐不能。因此之故，在外匯劇烈變動之際，中央銀行的貼現率的政策幾不能達糾正支付差額的目的。（註一）

〔註一〕 W. A. Coulborn, An Introduction to Money pp. 156—164

## 第五節 國際貨幣的機構

金本位制度在第一次大戰而後，於一九二二年起恢復，一九三一年起崩潰。恢復的理由是由各國相信金本位制恢復後，國際經濟的關係可以比戰前更好，可是在金本位制恢復後，它却比戰前更壞。這個理由很簡單，因為在第一次世界大戰而後，國家自利主義特別是在經濟的利益方面，盛極一時。國際金本位制度是要各國通力合作而後可以維持的。假如在幾個實行金本位的國家裏，或用關稅壁壘，或用鼓勵輸出，或用匯兌傾銷，或用其他的方法，力圖增加支付的有利差類，向債務國吸進大量的黃金，可是在他方面却極力限制黃金流入債務國，在這一種情形下，當然債務國的黃金準備會枯竭，無法繼續維持金本位制了。比如英國他是在一九二五年恢復金本位的國家，法國在一九二六年也跟着恢復了。可是法國在恢復金本位時其幣值訂的較低，低過金平價所決定的匯率，其結果使法國的貨物在法國較賤而在英國較貴，結果吸收了大量的黃金與外匯，但法國又不欲以其資金向外投資，反而加以窖藏。一九二九年法國為充實黃金準備，以外匯易現金，結果造成英美黃金的巨量的流出。英美當時雖欲維持金本位，他們雖然盡力提高貼現率，來減少不利的支付的差額，可是均失敗了。一九三一年法國復在倫敦取回大量的資金，結果英國當然只有放棄金本位一途了。這不過舉一個例，來說明國際的不合作主義實為金本位制破壞的一個重要的因數。其次的一個原因，就是，在大戰而後，戰敗國須向戰勝國為巨額的賠款，但戰勝國又設種種方法來限制戰敗國的出口。戰敗國於是提高貼現率，吸收短期資金，以為償債之需，但戰勝國却藉此向戰敗國提出種種苛刻的條件，以滿足自我的經濟的利益。萬一戰敗國不服，戰勝國便乘勢收回他的短期的投資或存款，強使戰敗國的支付差額發生逆轉，然而戰敗國却又無法以黃金來償付，當然，除放棄金本位外，別無他道。德奧在上次大戰而後之放棄金本位，主要的原因是由法國紛紛提取德國的存款。其他的原因如工資的硬性，短期債券的國際化，選擇平價的錯誤等等都是促成金本位崩潰的要素。

金本位制崩潰而後，各國紛紛為匯兌的傾銷。所謂匯兌的傾銷係指一國對於他的貨幣的匯率，所選擇的不

而比較由購買力平價所決定者爲低，以圓增加出超，迫使匯率不能穩定。還有最可令人害怕的，就是短期資金的劇烈的流入與流出，使匯率隨時發生劇烈的變異，對於國際貿易的影響太不好了。短期資金的增加，在第一次世界大戰而後，有兩個原因：（一）戰後，國際政治經濟的不安定其程度甚於戰前，資本家寧願作短期的投資，而不願作長期的投資。（二）戰後各國所恢復的金本位並非真正的黃金的本位，而係虛偽的眞正黃金的本位。即外國的貨幣，並不只是黃金，亦列爲中央銀行的通貨發行的準備金。由是各國中央銀行所有在外國之匯兌基金，因而劇增。此種匯兌資金亦作短期投資之用。因此之故，短期的資金在戰後比較戰前更甚。此種短期資金在國際間之流動性極大。它不但會由利息率較低之國流入利息率較高之國，而且會由貨幣的對外價值行將降低之國，流入貨幣的對外價值比較穩定之國。資金流入之際匯率漲高，流出降低。這就是說，短期資金的流動性越大，匯率的變動就越大。匯率的變動越大，國際貿易的風險也就越高。於是匯率的相當程度的穩定便成爲國際貿易的圓滑進行的一種迫切的要求。（註一）

爲防範匯率隨短期資金的移動所發生的不規則的變化起見，英國在一九三二年設立國際平衡帳（British Exchange Equalization Account）的制度假令不列顛的貿易入超增加，公衆被迫出賣金鎊，金鎊價跌，那末，平衡帳便讓它們下跌，刺激貿易。反之，假令貿易的出超增加，出口商人買進金鎊，金鎊漲價，平衡帳便讓它們上漲。在他方面，如果法蘭西要收回她在倫敦的短期放款紛紛出賣金鎊，那末，平衡帳便買進金鎊，以防金鎊的價值下跌。反之，如果法蘭西的短期資金流入倫敦，買進金鎊，平衡帳便賣出金鎊，以防金鎊的上漲。平衡帳就是用這種方法，使匯率不受短期債券的流出與流入的波動的影響，並藉此維持國際貿易的比較正常的發展。

平衡帳的資金是由國庫券組成的。假令短期資金流入，英鎊的需要多於供給，平衡帳便將國庫券出售，而

（註一）劉濂源，國際貨幣之回顧，金融季刊第三卷第三期。



以所得金鎊收買外匯，再以外匯換成黃金。爲便於討論起見，我們可以假定金條商人用他們自己的外國貨幣買進黃金，把黃金送到倫敦，而以之賣給平衡賬。自然平衡賬在英格蘭銀行是有存款的。平衡賬買進黃金，使它在英格蘭銀行的存款減少。出賣黃金的人把平衡賬所給他們的英格蘭銀行的支票存入商業銀行，因此商業銀行在英格蘭銀行的現金也增加了。爲防止商業銀行現金比率的增高，平衡賬出售國庫券。貼現市場向商業銀行借款來買進國庫券。平衡賬以貼現市場向商業銀行所開的支票，存入英格蘭銀行，如此恢復了它在英格蘭銀行存款，商業銀行的現金低到原來的水準。

商業銀行的現金低到原來的水準，但商業銀行的總存款却增加了。它所增加的部份即黃金商人所存入商業銀行的存款。現金對存款的比率稍低，由此可見，平衡賬買進黃金與英格蘭銀行的發行部買進黃金是不同的。發行部買進黃金提高了商業銀行的現金的比率，平衡賬降低它。但因降低的程度少可以用窗簾法來掩蓋，故對於通貨膨脹的影響亦甚輕微。如果商業銀行，因爲黃金的繼續的流入，現金比率減少太多，致於收縮信用，那末，平衡賬便須買進債券了。

商業銀行的存款增加後，是否會引起內部的經驗的擾亂呢？如果外商保持這份存款不動，當然不會引起擾亂。如果他們用來買國庫券，政府便出賣國庫券，當然亦不會引起擾亂。如果他們用來作證券的投機，除非政府控制的權力極高，便會引起利息率低落和通貨膨脹的效果了。以上所談的雖只在黃金流入時適用，可是，在相反的情形下由黃金的外流所發生的相反的結果，依然亦是很容易了解的了。匯兌平衡賬在各國都是有的，目的相同，只在辦法上互異而已。

還有一點應強調的，即，除非取得國際的合作，匯兌平衡賬亦是不能維持的。比如一國禁售黃金，其他的國家便無法買進黃金了。感謝國際合作的精神，一九三六年英美法三國的貨幣協定的成立，這個問題便解決了。依照這個協定，三大匯兌平衡賬均可以黃金買回他們各自在二十四小時以內賣出的國幣回來。這就是說，一國爲了穩定它的貨幣的匯率，可以大膽的買進他國的貨幣。因它知道，如果它不要時，明早晨是立即可以換

成黃金的。這個協約同時規定取消匯兌傾銷，由三國的力量來維持匯兌的安定。

第二次世界大戰發生，國際貨幣的關係再度進入紊亂的狀態。爲矯正這種紊亂的狀態起見，一九四四年七月一日國際貨幣會議在美國布列頓森林 (Breton Woods) 開會。這便是有名的美國的布列頓森林會議。這個會議有兩大目的：(1) 穩定國際貨幣的短期匯率。爲達到這個目的起見，該會通過了設立國際貨幣的基金。這個基金的特性只是曩昔的匯兌平準基金的延長和擴大。換句話說，它係以國際匯兌平衡賬來代替各國單獨所設立的匯兌平衡賬。它的主要的辦法就是，先使各國的貨幣發生一定的聯繫，再以短期的借款來平衡短期的國際的收支。這樣一來，凡因貨幣的貶值或短期資金的移動，而所造成的匯率的波動便減少了。但有兩點最堪注意：第一，所謂匯率的穩定並非將匯率釘住於一點上，在一定的範圍內它仍是可以基金之同意而變更的。即匯率的改定如不超過百分之十，基金可以同意。如超過原定平價百分之二十，則基金可於七十二小時內表示拒絕或承認。又爲適應整個世界經濟之變化起見，如有總額百分之十以上國家之同意，得普遍變更平價，以資調整。第二，在戰爭結束後三年內，各國爲謀本國經濟財政之健全發展，仍可保留外匯管制。在這兩點之中，第二點對於我國尤爲要緊。因爲我國戰後經濟變化劇烈，政治亦尚未達於安定的狀態，一切均在嘗試時期，在嘗試而未達於成功之域，自以實行管理外匯，以謀本國經濟財政之健全發展爲宜。例如在我們大量的資本流入時，我們便不妨將國幣些微的高估一點，來幫助資本的移轉。又如我國的出口貨的需要彈性倘小於一，我們高估國幣的價值當然亦有便宜。在相反的前提下，自然我們可採相反的步骤。

(2) 國際貨幣的第二個目的在便利國際的長期的投資。爲達到這個目的起見，大會通過了設立國際建設開發銀行 (International Bank For Reconstruction Development)。國際銀行的貸款的方式有三種：(一) 以在會員國市場上所籌措之款項，實行直接貸款參加直接貸款，(二) 以銀行之資本及其他資金作爲貸款，(三) 對於私人貸款負整個或一部份保證責任。在這三種方式的貸款中，以最後一種爲該行主要業務，占銀行資金百分之八十。國際建設開發銀行，對於我國的關係，比較國際貨幣基金尤爲重要。因我國爲貿易入超的國家，且爲產業

落後的國家。非特外國長期的投資，不能從事生產資源的開發，亦無以保持國際收支的長期的均衡。但欲向外國吸收投資，如像我國這種沒有國際信用昭著的便利投資的機關，便非得國際開發建設銀行的保證不可。一旦有了保證之後，因為我國的利潤率通常都比外國為高，結果外資的源源流入，在某種限度以內，是不難想像的。再從投資的國家一方面說，美國為資本主義高度發達的國家，每年的儲蓄可用於國外投資的數量可有二百五十億美圓至三百億美圓之鉅。如此鉅大之儲蓄額，苟以投入於美國，假令其他條件不變，勢必造成美國限界利潤率的劇烈的低降。苟不以投入於美國，在同樣的情形之下，則勢必又要造成消費品價格之急劇的下落。可是，假如以此龐大之儲蓄額向外輸出，非但可以維持消費品的價格不變，非但可以維持美國的資本的限界利潤率，而且可以增加它，因美國投向海外的資本所得的利潤率與利息率，一般都比美國內部為大。由此可見，戰後不但我們歡迎外國在中國來投資，即美國亦樂於在我國來投資。其他的與美國情形相同的國家，當然亦樂於向產業落後的國家輸出資本。國際銀行的機構恰足以便利國際投資的發展。此對於中國的幫助，當然比較國際貨幣基金尤為重要。現在國際貨幣基金和國際開發銀行已於一九三六年三月八日正式成立，會址設於華府，它的以後的設施凡是一個對於經濟問題發生興味的人，我以為，都必須給以永恆的批評和建議構成。

## 第七章 經濟的循環

### 第一節 經濟循環的意義

經濟的循環有廣狹二義的不同。廣義的經濟循環包含季節的循環，長浪的起伏，和非季節性的循環。狹義的經濟循環專指非季節性的循環一種而言。（註一）本章所要討論的經濟循環乃係專指狹義的經濟循環。依據近代的經濟統計學家的研究，經濟的循環普通都要經過三個不同的階段：（1）繁榮，（2）恐慌與蕭條，（3）復蘇。現在我們想盡量利用我們在以上各章中的討論，來解釋經濟循環的原因。

在說明經濟循環的原因以前，對於循環的每一階段的特質，我們最好能有一種確當的把握。現在且讓我們復蘇開始。在復蘇的階段裏，有兩個顯而易見的特徵：（1）最初是商業支出的增加，（2）隨後接連着起來的便是消費支出的增加。至於爲什在廢經濟蕭條的時期中，忽然有商業支出的增加，經濟學者們，直到現在，還沒有一個完全的答覆。依照熊裨得教授（Professor Joseph A. Schumpeter）的意見，除非有新的發明的出現，商業的支出不會增加。但依照其他許多學者的意見，以爲縱令沒有新的發明的出現，社會經濟的生命亦會自動的從沉滯的狀態中蘇甦起來。自然兩派的意見均可以完全調和一致，無煩我們再去增加他們已有的爭論。在繁榮的階段裏，亦有兩大顯而易見的徵象：（1）投資的支出與消費的支出共增加，但投資的支出的增加比較消費的支出增加的更快。（2）投資的支出的總量雖一直往上在增加，但後一次不如前一次多。在這一個階段裏的最大的成就，就是固定資本的龐大積累了。其次的一大成就就是失業人口的減少。爲什麼這個階段不能爲長久的

（註一）請參看 Fairchild, Furniss, Buck: Economics Chap. XXVIII, pp. 532—3

持續，這確是經濟學上最難解決的問題之一。在恐慌與蕭條裏，一個最大的特徵就是，在商界裏，普遍的缺乏償付債務的能力。因而連續不斷的發生的險象，就是極大的賠本，廉價的迫賣，破產的增加和信用的崩潰。當着恐慌發生之際，無人不在指摘商業投資有錯誤，但這錯誤究竟在什麼地方呢？在第一個時期裏，所有的特徵恰與繁榮的時期裏，立於正相反對的地位。投資的支出與消費的支出共減少，但投資的支出比消費的支出減少的更要快些。投資的支出雖然減少，但後一次不如前一次多。在第一個階段裏的最大的失敗，就是龐大的資本的消費，其次就是失業人口的增加。現在且讓我們將在復蘇階段裏所曾經問過的問題把來重問一次。即爲什麼在經濟蕭條的期中會有繁榮產生呢？凡此這些問題都是我們以後所要答覆的。

## 第二節 繁榮

讓我們從均衡的狀態開始，但同時有剩餘生產資源和失業的人口存在。這種均衡一名短期的失業的均衡。在凱爾斯爵士 (Lord Keynes)的一般的就業理論未出版之前，正統學派的經濟學者們，無不以爲在均衡存在的時候，所有的可支配的生產資源和失業均已消滅。可是自凱爾斯爵士一般的就業理論出版後，經濟學界幾皆承認失業的均衡狀態較更符合於實際的情形。以此立論爲根據，所以我們決以失業均衡的狀態，作爲我們分析經濟循環的起點。假令在這一時候，或由新的市場的開發或由新的技術和新的商品的發明，一般商業的支出或投資增加了。隨着投資的增加被僱傭的生產因素也增加了，因此，貨幣的所得增加了。貨幣的所得增加之後，每一所得的賺取者除以一部份儲蓄之外，便須用以購買消費品，消費品的需要因而增加，但同時消費品的供給量沒有可能增加，消費品的價格，因而漲高。消費品的價格漲高了，但同時成本幾無若何顯著的增加，消費品部門的企業家的利潤，因而漲高。在他方面，當着投資增加之際，對於固定資本，和流動資本的需要也增加了。可是在這一個時候物質資本的供給與成本均未增加，資本財生產部門的利潤當然亦要隨同資本財的漲價而增加，由此，兩個生產部門的物價與利潤均有增加。在這一種情境下，凱爾斯爵士的關於一般價格的公式便可完

全適用。即投資減儲蓄等於第一利潤加第二利潤之總和，可以完全出現。

我們知道，資本財的價格的增加，是受兩個因素決定的：（1）利息率的低落，（2）將來的一串的收益或利潤（包含利息在內）的增價。消費財的價格漲高之後，增加了資本財未來的收益或利潤的價值，資本財再漲價。資本財再漲價，生產資本財的企業家的利潤越龐大。資本財生產部門的投資再增加。依照同一的理由，消費財的需要再增加，消費財的價格再漲高。消費財的價格再漲高，資本財的價格再漲高。同時，我們知道，越是耐久的資本財它的漲價的程度也就越大。因此，固定資本的建造是繁榮時期的一個重要的成就。

在經濟繁榮的時期內，物價的繼續的增加，不僅係由資本財的價格領導消費財的價格而為累積的增加，且受商品的流通時期的延長的影響。隨着物價的高漲，商人們急於買進而緩於賣出，至於減少了商品在市場上的供給，物價因而會更進一步的躍進。再說繁榮達到某種的高度後，或因原料的稀少，或因交通的困難，或因特殊的人工的缺乏，連此狹義的商品生產的時期也增加了，商品流向市場的速度當然不免更緩，物價上漲的速度因而更增。還有一個更大的擾亂的因素，就是公衆的投機心理的旺盛。在樂觀的空氣籠罩之下，不審慎的投資如春筍怒發似的繼續往上增加，這當然更足以拉長商品流通的時期和純粹的商品生產的時期的距離。因而物價更當往上增加了。

更從貨幣的流通速度的一方面去看，伴着物價的高漲貨幣的流通速度也隨着增加了。消費的大衆，眼見着物價繼續在漲高，除非手裏沒有多餘的金錢，他們總是急於把它來購買貨物。可是，在貨物的供給方面，商人因見囤積可以居奇，盡力把貨物的流通時期拉長，價格當然更要繼續的往上飛漲了。還有更重要的刺激貨幣的流通速度的因數，就是除了消費的大衆之外，一般的企業家都急於以貨物的囤積來代替貨幣的囤積。這當然更會刺激通貨的流通的速度，因而越發促使物價往前跳躍。

由此可見，當前社會的新的投資增加之際，物價一旦上漲，便要為加速度的上漲，利潤一旦上漲便要為加速度的上漲，因為在這一時期以內，在商品市場上，可支配的貨幣湧進得較快，但商品的供給總量幾於沒有

什麼顯著的變化，乃是一件極其明顯的事情。依據我們的經驗新投資的形式大約不出於下列兩種的範圍：其一，就是新的消費財的創造。在新的消費財未達成熟的狀態之時，自然一切的投資的支出，都會全部的或一部的湧現於商品的市場而去競爭現行的有限的物資了。其二，就是新的固定資本的建造。當然在此新的固定資本創造以前，上述類似的狀態亦必然繼續出現於市場。可是這裏我們應當強調，即在新的固定資本逐漸成熟，而此新的固定資本尚未成熟而為消費的真實之前，亦會發生同樣的情形。在前一種情境下，物價上漲的現象所經過的時間較短。在後一種情境下，所經過的時期較長。一九一九年到一九二〇年的經濟的繁榮屬於前者。一九二一年到一九二九年的經濟的繁榮屬於後者。綜括來說，就是，新增的投資無論以任何方式出現於市場，當其投資的計畫未完成前，由復蘇而至繁榮只是一件不可避免的事情。

綜上以觀，繁榮的狀態係建築在利潤率的高漲上。利潤率的高漲係建築在物價大於成本的差額上。物價大於成本的差額係建築在可支配的貨幣湧進市場較快商品較慢的基礎上。可支配的貨幣湧進市場較快商品較慢係建築在資本財的價格大於資本財的平均成本，又資本財的平均成本大於消費財的價格上，簡而言之曰，建築在投資大於儲蓄的差額上。投資大於儲蓄係建築在資本財的相對稀少的性質上。但資本財相對稀少的性質確係建築在新投資的計畫正在進行或尚未完成的前提條件上。這即是說繁榮的狀態係以新投資的計畫尚未達於成熟之域為一大前提條件。一旦這個前提條件缺乏，繁榮的狀態勢將立即歸於消滅。不但消滅而已，它且將惡化而為恐慌與蕭條，並且造成社會大眾的失業與貧困。

### 第三節 恐慌與蕭條

我們在第五章裏會說，資本的限界利潤率隨着資本財的產量的增加而遞減。因為隨着資本家的數量的增加，它的限界的未來的一串的收益或利潤無疑的要往下低降。可是恰在這個時候成本往上增加了。第一就是原料的價格的增加，比一切的成品的價格，都要增加得更快。我們知道原料品的價格是受它的未來所製成的物品

的價格決定。當着一般的物價看漲之時，原料品的價格，決不是以現存的成品的價格來計算，而是將來的成品的價格來計算，因此原料品的價格上漲的速度比一般成品上漲的速度都要更快。原料的價格依照凱斯所鑄的概念，係企業家的使用者的成本 (User's cost) 之一，(註一)現在原料品的價格既然高漲，當然成本也增加了。其次就是工資的增加。當着失業人口尚還存在的時候，僱傭量雖然增加，但工資可以不增加。隨着失業人口的減少和充分就業的逼近，工資更要增加了。在充分就業以後，資本財的生產的部門因為獲利較豐之故，進而以重幣與甘言，引誘現正從事消費財的生產的工人之時，工資不得不往上激增。再其次就是利息的漲高了。

在第四章裏，我們曾經說過，貨幣的需要是利息率高漲的原因，隨着投資的增加企業家所需要來滿足商業的動機的貨幣也跟着增加了。特別的是，當着充分就業達到以後，工資的支付所需用的貨幣大增，利息率因而漲高。他如囤貨居奇的商人，過度樂觀的工業投機家，和在證券市場上許多莫名其妙的多頭的買者，他們對於貨幣的需要，因其多半係受一種賭博的心理所支配，當然更會促成利息率的增加了。

在投資的計畫迅速的達於成熟狀態之際，在一方面，資本財的供給增加，物價傾於跌落，在他方面，生產的成本繼續往上增加，利潤率自然傾於下降。驟看起來，好像當着新投資計劃達於成熟之際，繁榮的程度會自然然而會逐漸止落在新均衡的狀態上。好像在這一種狀態上，降低後的物價會與增高後的成本相一致。又降低後的利潤率會與增加後的利息率相一致。但仔細一想，這種新的均衡的狀態，在近代的無政府制度的資本主義之下，確是很難實現。這個理由很簡單。即資本的限界利潤的降落並不是徐徐發生的，而是突然降低的，同時利息率的上漲，亦不是徐徐漲高的，而是突然飛昇的。因為資本的限界的利潤係指它的將來的收益，而不指它的過去的。它最容易為投資的樂觀和悲觀的心理狀態所左右。同時，在利息率的決定中，又受有極大的信用狀態的影響。在商業的信用狀態鞏固之際，不但銀行放款的利息率取得較低，因為在利息率中所含保險費的要素

(註一) 使用者的成本 = 以貨幣來計算的期初存貨 + 本期造貨 - 期末存貨 參見 Keynes, *General Theory of Employment, Interest*  
Money chap. 6 pp. 54



減少了，而且商業的信用自身在繁榮正盛的階段中，實代替了貨幣的作用而為現買的手段。例如資本的運轉本來是需要貨幣來作搬運的工具的，可是現在可以匯票或期票來代替了。而當着物價節節漲高之際，即貨物自己亦常可以代替貨幣而作償債的優良的手段。資本的利潤既受投資的樂觀心理所支配，而貨幣的利息又受商業信用的影響。恰好在投資的氣氛趨向樂觀的時候，亦正是商業信用挺健的時候，前者促使限界利潤為不要的上漲，後者且復壓低利率使它不能漲到單依公眾對貨幣的供嚮關係而所應漲到的高度，此時，資本的限界利潤率當必是大於利率了。可是伴着投資計畫的逐漸成熟，無論它是屬於固定資本的建造也好，或是屬於消費財的生產建造也好，商品在市場上的供給總是要增加的。此時無論你以任何買占的方式，來維持物價的騰貴，到了新投資計畫快要完成之刻，或逼近成功的前夕，一來呢，因為市場上的屯貨的增加遠趕不上工廠出貨的增加；再來呢，因為新投資的計畫既然逐漸在完結，那末，它所用的生產因素便將減少，所得傾於減少；三來呢，這些實際控制新投資計畫的企業家，此時亦必以較低的價格壓倒弱小的同業，在這三種條件的交互影響下，已經上漲的物價終必發生回跌，而且這種回跌不僅是必然的，而且是正當的。一旦這種回跌的傾向顯露於外，那些來的最晚，經驗最少，和膽最大，心最粗的投機家，首先受到一個最大的震驚而賠累不堪，同時生產界受到極大的物價回跌的恐怖，資本的未來的收益突然看跌，世界悉為一種極度恐怖的心理所籠罩。匯票期票與貨物不復再為購買與償債的手段。這即是說，從前用商業信用所買來的貨物到期非要貨幣來償付不可。但現在因為銀行緊縮放款，人人也都缺乏用作償債手段的貨幣。貨幣的需要激增，但貨幣的供給減少，利率於是突然漲到一個空前未有的高度。許多經濟學者都以為利率的漲高，是恐慌發生的原因，實則恐慌的發生，主要的的是由利潤率突然的低落所引起的。換句話說，就是利率的突然的漲高，不是限界利潤率的陡落的原因，反之，限界利潤率的陡落乃是利率突然上陞的原因了。凱衍斯爵士說，

在恐慌的解釋裏，我們慣常強調利率在增加了的貨幣需要的影響下，繼續上漲的趨勢。這種增加的貨幣的需要是由商業的和投機的雙重目的所引起的。在有些時候，這個因素確是可以發生一種擴大的，間或且

是一種創始的作用。但我建議恐慌的一種更典型的而且常是占優勢的一種解釋，主要的不是利息率的上漲，而是資本的限界利潤率的突然的崩潰。在繁榮的末期資本財的未來收益的樂觀希望極強烈，強烈到抵住了他們的日增的豐富，和他們的日增的生產的成本，和，或者是確實的，亦且抵住了利息率的增加。按照今日的有組織的投資市場的性質，資本的限界利潤率，在一羣對於他們所買之物大都莫名其妙妙的買者的勢力下，和在一羣偏重在預測市場心理的其次一步的推移而不重在對資本財的未來收益作合理估計的投機分子們的勢力之下，當此在市場上過度樂觀和過度買進的迷夢醒了之時，必然會以突發的和甚且慘重的力量往下崩潰。還有一點就是，這個伴著資本的限界利潤率的崩潰以俱來的未來前途的陰鬱和無定，自然的會促成活動偏好的激增——因而利息率往上增加。這種傾於與利息率的高漲相結合的資本的限界利潤率崩潰的趨勢可以嚴重的促使投資的下落。只是這個局勢的要義還是應在資本的限界利潤率崩潰方面去尋覓，特別的是在沉重的新投資的前期有重要貢獻的資本種類的場合是如此的。活動的偏好，除與商業和投機的旺盛相伴發生者而外，沒有增加，直到資本的限界利潤率崩潰之後。（註一）

由此可知，隨著新投資計畫逼近成熟的頃刻，隨着新生產商品的增加，隨着物價的回跌，而來的信用狀態的崩潰，和市場心理的慘變，利潤率陡然下落，但利息率反而扶搖直上，經濟的機構必然不能回復到新均衡的狀態上，而它的最慘重的表現就是經濟恐慌了。

利息率上漲和利潤率陡落之後，資本財的價格同時下落而且越是耐久的，資本財跌落愈甚。資本財的價格跌落了，但工資與其他的比較固定成本的要素不能降低，資本財生產部門只好減少生產的因素了。資本財生產部門的生產因素減少，等於貨幣所得的減少，即是消費財需要的減少，消費財必然跌價。消費財跌價等於資本財的未來的收益的減少，資本財再跌價。資本財再跌價資本財部門的貨幣所得再減少，消費品的需要再減

少，消費財再跌價。由是循環相因，幾無了期。其結果便是工場的繼續的關閉，貨物的迫賣，股票價值的狂跌，失業的增加。

更從貨幣的流通速度的觀點，去求經濟恐慌的解釋，伴着物價的跌落，貨幣的不流通的狀態也增加了。商人盡量的減少訂貨，拋售成貨。企業家急於以貨幣的囤積，代替貨物的囤積，平均的生產與流通的時期遂縮短了。無效的儲蓄因而增加。無效的儲蓄增加，投資減少。投資物的價值少於投資物的成本，投資物的成本復小於社會的儲蓄，凱衍斯的儲蓄大於投資的理論遂完全在這裏成立。

但我以為恐慌發生的過程，主要的是大資本的企業驅逐小資本的企業的過程，或者說，它毋寧是一個資本集中的過程。在新企業未建造完畢之先，物價節節漲高，舊企業所得到的利益，完全是暫時的。一旦新企業的成功，物價發生回跌，舊企業所遭致的遺失，却是永久的和致命的了。當着物價發生回跌之際，舊企業中與新企業立於競爭地位者，縱令其成本與新企業相差不遠，假如我們把所有的金融方面的因素和心理方面的要素所造成的嚴重的局勢一併加入考慮，也都不能立足。此外如像那些在與新企業立於競爭地位的企業之中，其生產的成本假如比舊企業還大，縱令它們也是新造的，當更不能逃避歷史所給它們已注定的被淘汰的命運了。即把新的成本較低的企業來說，因為物價的狂跌，雖然未致倒閉，但也不免損失。這係由於悲觀的心理狀態強烈的壓低物價之故。在這被淘汰的歷史過程之中，最可令人玩味的一件事，就是，由恐慌而至復蘇之間所經過的比較規則的時期的距離，主要的是由過多的固定資本和半製成品和成品的囤積所引起的。

當着固定資本的生產增加之際，限界利潤率忽然下落，舉凡一切成本過高的固定資本，當然首先在淘汰之列。除非將這過剩的資本完全消滅，限界利潤率無法回漲，但固定資本的因使用，敗壞和過時的各種關係，而所招致的供給的減少，是要經過相當的時期的。這段時期的距離，在某種程度以內，與固定資本的平均的耐久的程度有一定的關係。如果時代變遷當然這個標準的時期的距離也是會跟着變遷的。再說，社會所囤積的剩餘的成品和半製成品也須經過相當長的時間始能為公眾所吸收。如果這種剩餘不減少，物價亦無復有回漲的可能。

性。因此之故，所以蕭條的時期常須經過相當長的時候。

隨着商業接近於最低的平面和隨着剩餘商品的耗竭，隨着商業的倒閉而來的舊債的負擔的漸次消滅，隨着失業的普遍而來的工資的減削，隨着貨幣的需要的減退而來的利息率的低降，結果利潤率傾於回升。而且爲了應付資本折舊的延期補充的需要，新投資亦漸傾於回升。在這一段時期裏，在各產業之間投資的狀態是不均勻的。但一般的說起來，在賣價與成本之間生產和消費之間，一言以蔽之曰，在投資與儲蓄之間，當有一種均衡存在。無非此時所存在的均衡不是一種充分就業的均衡，而是一種半死不活的失業的均衡罷了。

#### 第四節 復蘇

在原則上，這種均衡似乎不能自己趨向復蘇之路，除非新的投資機會出現。縱令能夠，亦不如新投資的機會的出現所發生的推動的力量大。在這些新的投資的機會之中，可有各種不同的形態。例如政府擴充軍備，新工業的成長，新大陸的發現，或這些所有的因素一般的往前進步。我們知道，自一九三三年以後，世界上主要的工業國都未能打破失業均衡的僵局。可是，自他們開始整軍以後，戰時的繁榮於是出現。假令我們的記憶力尙強健，我們或者尙還記得一九二一年美國的蕭條時期的迅速的終結，是由住宅的建築所造成的。又一九二〇年到一九二九年的世界大繁榮大半係由汽車工業所造成。由此可見，新的投資機會的發現實爲造成繁榮主要的因數。由此可知，近代的政府在蕭條的過程裏，往往主張由國家建造公共的工程來刺激投資亦係基於同類的原因了。

現在我們可以把一國的繁榮與恐慌的交替的出現來追蹤它與其他國家的影響。當着一國的經濟的狀態傾向繁榮的過程中，假如外匯率降低的比例不及物價漲高的比例，一國的人超會增加出超會減少，因爲貨物在本國的價格高，在外國的價格低，當然外國的貨物要繼續的輸入了。恰好在本國的繁榮正盛的時候，也正是本國的利率率調節高漲的時候，故外國對本國的投資亦會繼續的增加。反之，當着一國的經濟的狀態傾向着衰敗的過

程中，假如外匯率增加的程度不及物價低落的程度，輸出會增加，輸入會減少。恰好在本國的衰敗正深的時候，也正是本國的利率降低的時候或外國的利率比較高漲的時候，由是本國向外國的投資亦會增加。在前一種情形之下一國的繁榮，可以促成外國的某種程度的繁榮。在後一種情境之下，一國的衰敗可以引起其他國家的衰敗。由此可見，一國的繁榮和恐慌無處不受其他國家的影響了。

可是一國的繁榮也可以由犧牲他國的利益而來。所謂匯兌傾銷的政策便是達到這種目的方法之一。當着一國的繁榮正盛之際物價增加了。此時，假如外匯降低的程度，真是不及物價漲高的程度，當然物價在本國高在外國低，輸入會增加輸出會減少。可是此時假如一國可以人為的力量使外匯率比物價上漲的比例降低的更大，一國對外國的輸出仍會增加。反之，當着一國的經濟的狀態日益傾於衰落之際，假如一國的外匯率上漲的程度不及物價低落的程度，當然輸出會多輸入會少。可是此時假如他國以政治的手段，把他的外匯率壓得更低，故使本國的外匯率上漲的程度恰與本國的物價低落的程度相當，或者甚且過之，使它比本國的物價低落的程度低落更甚，那末，一國對外的輸出，在前一種情形之下便無從增加，而在後一種情形之下甚且還要減少了。所謂貨幣傾銷的政策便是在如此的狀態之下實現了的。這種主義一名國家的經濟主義。

最可引為不幸的，即國家的經濟主義盛行的結果，從一個國家來說，在最初的一個階段，因為其他國家的愚蠢不及採用報復的政策，當然是有利益的。但是過了一些時候，假如其他的國家因受損失而從事於報復，那便會使那一國都得不到利益處了。不但得不到什麼益處，而且整個的說起來，每一個國家都要比它在開始的時候更壞。國際匯兌穩定的利益於是完全喪失。國際分工的利益因此也減少了。縱令將來的世界有恢復繁榮的時候，全世界的國家再度進入經濟合作的狀態，可是這種國家的經濟主義盛行的惡果依然不易很快的消滅，這不能說不是國際社會的一種損失。

## 第八章 貨幣政策

### 第一節 貨幣政策的目的

貨幣政策的目的不在死板板的穩定物價的水準。這個理由很簡單。一來呢，因為社會經濟的目的，在增加人類物質的享受。可是人類物質的享受的增加，在於人類的真實所得的增加。在貨幣所得不變的場合下，假令人類的物質生產力已經進步了，為圖增加人類物質的享受計，除非貨物的價格的下落與人類物質生產力的進步成反比例，必定不能實現。換句話說，就是，在人類的物質生產力已有相當的進步之時，物價應該聽其自然的下降。再來呢？因為社會經濟的進步，全賴人類能夠迅速採用自然科學上的新發明於工業，於以增加人類的物質生產的效能。但這新發明在工業上的應用，往往須求助於銀行的放款。在銀行放款已經開始之後，新發明尚未發生增加生產的效果以前，物價勢將上騰。假令在今日的經濟制度之下，凡屬採用新發明的工業，如果他們不能以其他的方法，取得資本，縱令乞助於強制儲蓄即抬高物價，亦是一件應該要作的事情了。在這一點上，我很表同情於羅博森 (D. H. Robertson) 教授的意見，他說：

我不相信一種以穩定物價產量和就業的政策，將四十年代的英格蘭的鐵路的繁榮，或一八六九——七一年之間的美國的鐵路的繁榮，或九十年代的德國的電氣的繁榮，壓根兒消滅，對於有關的各個國民真有什麼淨餘的利益。(註一)

故我以為，為了增進人類物質生產的能力和物質的享受，在今日的資本主義的社會制度下，一個國家的貨幣的政策實是不在死板板的穩定物價的水準，而在管理貨幣購買力，使它能夠與適當的產業的變遷相適應。

(註一) D. H. Robertson, Banking Policy and Price Level ch. III p. 22

什麼叫做適當的產業的變遷呢？我以為，凡因物質生產的數量與能力的進步而所招致的產業的變遷，都是適當的變遷。為扶植這種變遷起見，縱令貨幣的價值發生變動，我們亦當予以助力。反之，凡有礙於物質生產力的進步，而所發生的產業的變遷，都是不正當的變遷。為抑制這種變遷起見，我們對於貨幣價值的不健康的發達確是必要加以干涉。例如在每一個人的物質生產力沒有變動之時，人口忽然增加了。為滿足這些新增人口的物質需要計，銀行假令為相當數目的放款，強制人民為真實的儲蓄，專替新增的人口，建造真實的流動的資本，於以增加消費品的數量，此時物價當然有若干的增加，但因此量物價的增加，可以增加物質財富的總量，從經濟與正義的觀點上說，實在是妥當的，所以像這一種產業的變遷，和因此而所引起的物價的變遷，我們都應予以培植。反之，假令在新生產的消費品製造成功之後，物價本應恢復原狀，但因少數的囤積居奇的奸商，以人為的力量，對此新生產的消費品為不正當的供給的控制，希圖抬高物價。像這一種囤積居奇的突發，因於物質財富之生產沒有什麼裨益。從經濟與正義的觀點上說，都是不洽當的。為抑制這種不正當的發展計，銀行便應當，依照我們在第六章內的分析，提高短期的利息率，強令商人拋舊存貨，降低物價，而使之恢復原狀。又如長江水利工程之建造須要向銀行借進資本。依據美國薩凡奇計算，長江三峽水電廠水電計畫如果實現，可以五百萬瓦供沿江及電氣網內使用，其餘五百萬瓦製造氮氣肥料運美後可使美肥料價格降低一半。這種計畫是正當的。因此，銀行為輔助這個計畫的達成起見，酌予放借若干的流動資本，縱令結果不免引起物價的輕微的上漲，當然亦是正當的了。可是，假令物價上漲之後，其他生產部門的企業家，把物價上漲的程度估計得過高，紛紛為過度的投資，或從事於囤積居奇的行為，致使物價漲的更高，這便是太不正當的。為防範這種不正當的發展計，銀行亦應當酌量的收縮通貨，或採差別利息率的放款政策，以期對物價有所平抑。總之一句，一國的貨幣的政策必須以扶植適當的產業變動為目的。

在今日的經濟制度之下，經濟的循環乃是一件不可避免的事情。我們的貨幣政策假令係以撲滅經濟循環爲目的，這不但是不應該，而且是辦不到的。正如我們上文所說，貨幣的政策應當是以積極的輔助經濟的合理的波動，和消極的減少由此波動而發生的不必要的罪惡與磨擦。將這一種理論應用到經濟循環上，我們立可明白，在循環的上翼，我們所應採的貨幣的政策應當是防抑，繁榮爲過度的膨脹。而在循環的下翼，我們所應採的貨幣的政策應當是減少衰敗的過度的緊縮了。

我們知道，任何物質生產力的進步，或由新的技術的發明，或由新的產業組織的進步，或由新興的市場的發現，在相當程度以內，都會引起淨餘的投資的增加，物價因而不免爲相當的增加。但隨着物價的漲高，有許多不良的結果便將隨之發生。例如生產時期與流通時期的人爲的延長，企業家的過度的消費，和不審慎的投資準備資金的集聚，和他們的偏向樂觀方面發展的層出不窮的預測的錯誤，都會過度的提高物價的水準而使新式的和更高度的真實資本的創造受打擊。爲便利這種新式資本的創造起見，銀行便應當採用適當的貨幣政策去限制物價的過度的膨脹。在這新投資已經發軔和新的消費品未增加前，銀行便應當酌量提高短期的利率於以間接的提高長期利率，而之以平抑物價的過度的騰貴。短期利率高漲後，假令其他條件不變，可使零售商人減少存貨和增加消費品並半製成品的供應，結果可以相當的降低物價的水準，而使新企業的真实流動的資本不致太感匱乏。長期利率的增加，雖然不及短期利率增加得快，但它只要有若干程度的增加，對於那些並不覺得有何改進生產能力的企業家，在某種程度以內，亦會減少他們的投資的興味，結果亦可若干的降低固定資本的價格，而使新企業不致太受固定資本漲價的打擊。在他方面，因爲利率的輕微的增加，並不足阻撓新投資者的興趣。遠大的投資計畫一經開始實踐，些微的利率的變遷於它幾乎是不生關係的。因此之故，所以我們以爲，酌量的提高利率，如果着手尚不太晚，對於限制過度繁榮的發達是有相當的影響的。

在第六章裏，我們曾說，當着一般的企業家相信資本的限界利潤率向上繼續增加的場合，些微的利率的變動，實不足以阻挫投機家的瘋狂的投資，由此可見，抬高利率的政策，如果着手太晚，至多，只能說是在



這傾向着過度繁榮的大道上，投下一個限制的因素。好比杯水車薪一樣，它實不足以止熄投機家們貪慾如焚的火焰。爲補救這個缺點計，中央銀行尙可採用公開市場的政策以補提高貼現率政策的不足。當着中央銀行以較好的條件出售政府債券的時候，公衆也許可以節省若干的消費，來從事於政府債券的投資。這樣一來，物價上漲的趨勢便可因而緩和了。換句話說，就是，新企業家們所欲取得的真實流動的資本便可因此而有更進一步的便宜了。

但公開市場的政策亦有其美中不足的缺陷。因爲政府債券的價格的降低等於長期利息率的提高。長期利息率高漲後，雖然亦可阻止錯誤的投資的行爲，但可能會附帶的影響新企業的發展。至少可以說是對於新企業的發達沒有特殊的幫助。爲補足這個弱點計，所以現代的政府，除採用提高貼現率和公開市場政策外，尙採差別的放款的待遇，以圖特別促進新企業的進步。所謂差別的待遇的意思，即銀行對於首先採用新發明而富有前途的工業，在放款的時候，特別與以優異的待遇。反之，對於其他的一般的投機家，在放款的時候，則特別給以嚴厲的限制。可是，現在的銀行的機構，除開少數的例外，鮮有能夠勝任的。因爲現代的商業的銀行都認爲仔細的去研究各個企業對於銀行放款的用途，或者去考慮他們的放款的影響，無論在貨幣的價值上或在商業的波動上，都不是他們本分以內的事。

最後我們尙當強調的，即爲促進工業的進步計，政府尙應採用公共工程的政策以補銀行政策的不足。在繁榮的上翼，政府如果節省政費的支出辦不到，至少，應當不要增加公共工程的設施，因這可以促進物價高漲的程度，並減殺上述各種政策的效力。最可令人慨歎的一件事，即政府的公共工程的建設，往往不發生在商業衰敗的末期，而發生在繁榮正盛的時候。因在資本主義的經濟制度下，公共的機關亦爲貨幣的收益所支配。以公共娛樂一類的建築來說，公共的機關，因受貨幣心理的影響，寧願在公衆的所得繼續增加的季節內舉行，因在這個時期內，貨幣收益較多，資本的收回較易，而不願在衰敗的時期內舉辦。因在衰敗的期中，國民所得正在降低，縱令有娛樂的機關存在國民亦無購買力來取用，結果，貨幣的收入很少，資本的收回較緩。除非富有遠

見的公共機關，不以本身的貨幣收入為投資的目的，但以調劑國民生產的機構為目的，他們絕不肯在繁榮的時期內，減少或停止公共的投資，結果，徒然引起物價水準的暴漲，好比在火燄沖天之際，再於焚屋之上，加潑汽油，非但不能救火，反而把火勢蔓延到不可挽救的地步去了。為矯正過去的錯誤計，今後的公共工程的計畫，應當在衰敗的末期開始進行，而在繁榮的時期裏，籌積公共工程的資金，以為限制過度的繁榮之用。

以上我們的討論，只在說明在繁榮的上翼，我們應當以種種的方法，來限制繁榮為過度的膨脹。假如這種限制成了功，那末，經濟的恐慌與衰敗便將減少，甚或無有。當然這是再好不過的事情了。萬一這種限制的政策失敗了，不幸的災難或恐慌終至爆發，我們的貨幣政策應當以何為目的呢？我們的答覆很簡單：即在消極的方面，我們應當對於那些在生產的技術和組織上根本沒有什麼改進或者甚至落後的企業，不但不應與以扶植，並應以種種的力量加速他們的崩潰和消滅。或強令他們改良和合併。在積極方面，我們應當對於那些新式的進步的企業，盡力與以救濟和輔助。為達到第一個目的起見，我們似乎應當，在恐慌的時候，對於那些立於劣敗地位的企業，假令他們的囤貨太多，那末我們便加緊他們的肅清囤貨的過程。或者強令他們還債或拒絕他們舉債。假令他們是由生產設備的膨脹過度，那末，我們便加緊的倒閉或重新改組的計畫。總之，錯誤的投資必須打銷，呆賬必須消滅或錯誤的放款必須不予救濟。而為達到第二種目的起見，在恐慌的時候，我們對於那些立於優勝地位的企業，假令他們是由於缺乏資本，那末，銀行便必須與以接濟，假令他們是由於新產品的銷場缺乏，銀行便當舉行消費的放款，專門幫助新生產品的推銷。總之，銀行無論採用任何的貨幣政策都不怕，要能夠替社會保存物質生產力，以圖永遠的增加人類的物質的幸福。

在恐慌發生以後並越過了清算的階段，呆賬已因商店的改組或倒閉而消滅，多頭的投機的活動已經不復存在，物價狂跌的驚濤和駭浪已經渡過短期的劇烈的崩潰而為較長時期的蕭條或沉滯所代替，此時銀行的目的便應當採取一套的與在繁榮時期裏所採取的恰恰立於相反地位的政策，以謀新的投資的增加。

### 第三節 公共工程與預算平衡的問題

在蕭條的時期內，利用公共工程的政策來減少蕭條與癱瘓的程度，無論在理論上或在實際上，幾乎都是一件沒有問題的事情。從理論上說，當着物價繼續看跌之際，銀行的降低利息率的政策既然失却了它的刺激投資的效力，那末，它爲有效的減少蕭條的程度計，便只有鼓勵政府爲公共的投資了。在衰敗的時期內，失業的人數很多，公共工程的建設所需成本較低。但公共工程發端後，公共機關對於失業救濟資金的負擔却因而減少了。在他方面，當公共工程開始之後，社會的所得會增加，政府的稅收因而也增加了。假令稅率不變，稅收的總量必然增進。在產業先進的國家內，稅收大概可等於公共工程的成本之一半，縱令我們把外溢的權利，如出超的減少或入超的增加除外。由此說來，政府須要借進百萬始能完成的公共工程的建設，現在只須借進五十萬便夠了。假令利息率係五釐，公共工程的收益只有二釐半。在私營企業的情形下，儘管沒有一人敢去嘗試和冒險。可是在國營企業的情形下，即從很狹窄的商業眼光看來，假令把租稅的增收一併計算在內，亦是一種健全的投資了。而且公共投資的好處還多。隨着公共投資的增加，依照我們在第四章裏的研究，私人的儲蓄也增加了。私人的儲蓄增加之量，在會計的眼上，事後將必等於政府的負債。固然，政府對於國民所負的債務尚須支付利息。但利息仍由國民所得的稅收項下負擔。最可令人注意的一件事，就是，這些租稅的負擔人恰恰便是那些向政府取得利息的人。他們以資本所有者的資格，眼見他們的財富增加了，但他們以國稅負擔者的資格，却又眼見着他們的負債的增加恰等於他們的資產增加之量。從社會全體的觀點來看，政府爲了舉辦公共的工程而所負擔的新債務並不增加社會的貧困。縱令公共工程自己完全沒有什麼用處，他們仍非社會全體的一種損失。同時社會却享了失業減少，所得增加和消費增加的利益。由此可見，在理論上，當着經濟的蕭條盛行之日，假如私人的投資下降，政府確有充足的理由，來舉辦公共的工程而爲政府的投資的行爲。（註二）在實際上，一九三三年世界商業的回復一半係由各國的政府堅決的勵行公共投資的結果。一九三七年當着世界的經濟的狀態正在

欣欣向榮之際，各國又復可聞減少公共投資的呼聲，可是各國政府的軍備的競賽又開始了，公共投資更增加，戰前的各國的充分的就業便是在此時實現的。

採用公共工程的政策來減少經濟的蕭條，這已經是不成問題的事情了。爲圓滿的實現這個政策起見，林塔爾 (Erik Lindahl) 主張根本改造預算平衡的概念，來與公共工程的政策相適應。他以爲通常所謂預算的平衡都係指每一年度的預算和決算要均衡。可是爲了減少經濟的蕭條，我們應以一種彈性的預算的平衡來代替這種每年的或硬性的預算的平衡。這即是說在繁榮時期裏，政府應當使預算有盈餘，以圖湊積公共工程建設的資金。在衰敗時期裏，政府應當從事公共工程的建設，而以繁榮時期內所積存下來的資金去負擔。彈性的預算的平衡只求在繁榮時期裏的盈餘與在蕭條時期裏的欠缺，能夠互相平衡已就夠了。所以在繁榮時期內稅率宜重，蕭條時期內稅率宜輕，以便實現理想的公共工程的計畫。他主張在預算表上應當把各個項目依照一定的目的排列，旨在使盈餘和不足的程度，能夠在預算上一目了然。因此之故，彈性的預算的均衡最易發現。茲將林塔爾的預算編製方法芻議抄錄於後：

在下表中，一眼便可看出經常預算的不足。爲什麼呢？因爲經常預算的總支出爲  $a + b + c + d$ ，但真正的收入爲  $e + f$ ，收支相抵，尙差  $a + b + c + d - e - f$ 。此項差額須從特別預算中劃撥過來，當然是不足了。反之，經常預算如有餘，則  $a + b + c + d - e - f$  一項當爲負，這即是說，收入  $e + f$  大於  $a + b + c + d$  了。在這一種情境下，在通常的支出裏只須增加一項，是即從通常預算撥到特別預算的款項。只它必等於這份盈餘就是了。在下表中有一點似乎應當特別的加以解釋，即在經常預算表中，有資本基金的增加一項目，這個項目與瑞典的預算均衡的特殊意義有關係。因爲依照瑞典的傳統的思想方式，所謂預算的均衡，不僅係指公共所有的財富必須維持不變，尙且要更進一步，將那非以取得報酬爲目的正常的劃撥給予資金的專款一併包含在內，所以這裏把正常的

經常預算

通常的收入	
租稅, 關稅, 產稅, 賣, 國營企 業的淨收入, 出賃資本的 利息, 和其他的貨幣的收 入..... e	
國有和國用的估計的利息..... g	
從特別預算撥來的款項 a+b+c-e	
<hr/>	
總計..... a+b+c+g	
<hr/>	

通常的支出	
消費目的上的支出, 公債的 利息, 等等..... a	
國有和國用的真實資本所生 的估計的租	
1. 利息..... g	
2. 折舊 (減價基金專款)..... h	
資本增殖的支出	
資本基金的增加..... b-h	
公債的還本..... c	
<hr/>	
總計..... a+b+c+g	
<hr/>	

預算編製方法芻議

現代貨幣學

特別預算

貸款, 和資本資產的資金	
從減價基金 } ..... b+f	
從資本基金 } ..... b+f	
貸款 ..... a+b+c+d-e-f	
<hr/>	
總計 ..... a+2b+c+d-e	
<hr/>	

資本維持和增殖的支出	
非以報酬為目的投資..... b	
自己負擔清算債務責任的 投資..... d	
撥到經常預算的款項 a+b+c-e	
<hr/>	
總計 ..... a+2b+c+d-e	
<hr/>	

資本基金的增加亦列在經常預算的項目之中。(註一)這種預算表的編製，在表面上，雖似屬於財政學範圍，但是在實際上，近代的貨幣的學說，對於貨幣學的範圍，幾與貨幣經濟學同範疇，因此近代的貨幣學者，在談貨幣政策的時候，幾乎沒有一個不討論公共工程和財政預算的問題的。在這一點上，我很表同情於林塔爾的意見，即貨幣的研究在將信用，預算，商業和工資政策合在一道，以圖減少經濟的波動。

#### 第四節 外匯率的管制

無論從一個國家的經濟利益來說，或從整個世界的經濟利益來說，一國的貨幣的政策不在死板板的維持外匯率不變，而應適當的管理外匯使之朝着增進一國的或全世界的物質生產力或物質幸福方向進步。從一個國家來說，當着一國的經濟的狀態傾向繁榮之際，它的貨幣的購買力不但在國內要低降，在國外也是要低降的，換句話說，就是一國貨幣的外匯率必然隨着一國資本的累積而往下降低。更從全世界的觀點來說，當着一國傾向繁榮之際，隨着外匯率的降低，外貨入口較多，此於其他的國家亦有利益。合而言之，即一國的貨幣的政策根本不應以死板板的維持外匯率不變為目的。

為增進人類全體的幸福起見，一國的政府應當實行外匯的管制，使之在消極的方面，能夠減少國際經濟的不必要的波動，而之以促進國際經濟的必要變動。舉例來說，比如今有甲乙二國，甲國的工業化的程度較高，乙國較低。甲國在秋季須向乙國購買糧食與原料，乙國的匯率在短期之內，於是漲高。可是乙國在聖誕的時候，又須要向甲國買進製造品，甲國的外匯又要漲高，像這一種屬於季節性的波動便是不必要的。又如國際貨幣上投機的商人，每年在秋季的時候看見乙國的貨幣的匯率要漲便乘機買進，反之，在冬季的時候看見乙國的貨幣的匯率要跌便又乘機賣出，因而加重匯率的波動的狀態，這更是不必要的了。對於這種不必要的波動銀行便應制止。制止的方法很簡單，即銀行按照習慣的匯率無限制的買賣外匯就行了。即在秋季的時候，銀行依

(註一) Erik Lindahl, *Studies in the Theory of Money and Capital*, Appendix, pp. 367-375

一定的匯率出售乙國貨幣，而在聖誕的前後，又依一定的相同的匯率買進乙國貨幣，出售甲國貨幣就行了。銀行的地位，在冬季出賣甲國貨幣以後，和在秋季出賣乙國貨幣以前，所存外匯或黃金完全相同，可是，因國際金融市場上的投機行為，和因此所生的國際商品流通的阻礙，便無形的消滅了。又如我們在六章第三節裏所述短期資金在國際金融市場上的劇烈的湧出和湧進，增加了國際經濟政治的擾亂，當然更應設法防範。感謝布列頓森林的會議現在這個問題已經可算是得了一個解決的途徑了。

一國貨幣的政策，不僅在於以匯率的控制，減少國際的不必要的波動，而且要以之促進國際經濟進步所必需的變動。例如為實現世界全體的繁榮，一個產業落後的國家，為了積極的建設，須要吸進外國的長期的投資。同時，一個產業已經進步的國家，為了維持它的高度的投資，亦必須轉變其高度的儲蓄為產業落後國家的資本，前者的貨幣的外匯率勢必要比由購買力平價所決定者略高。而當一個產業落後的國家，其工業的建設已有相當的成熟，為了實際國際經濟地位平等起見，在工業國與工業國之間，彼此的貨幣的外匯率，勢必又應反過頭來，以實現國際物價均衡為準則。由此可見，為了促進世界繁榮起見，彈性的外匯的管制實為必要。

在戰爭時期內，交戰國家之間嘗有採用差別的匯率政策的。在平時，當然也是有的。現在戰爭雖然已過去了，差別匯率的政策，如用以發達一國或世界的物質生產力，我以為仍尚有保留的價值。例如一國為了輸出貨物和役務，為了輸入必要的機器和設備，為了國際科學知識的交流，在不妨礙國際經濟合作的原則下，都有實行差別匯率的必要，特別是一個產業落後的國家應當如是。

可是，最後，我要引用羅博森教授的一段話，來作為本書的結論。它說，

……貨幣只是一個僕人而不是一個主人——只一種方法而非一種目的。社會上的真實經濟的罪惡——生產不足和分配不公——潛伏得太深了，不是任何純粹貨幣的油脂所能醫治的。不智的貨幣的政策能夠造成毫無益處的磨難和產生全不必要的紊亂和浪費：即令一種聰明的貨幣政策亦不能夠把這貧乏和不正的世界化為一個富裕的和公正的世界。鑷補道路來便利產品輸向市場的工作並不能代替田野的發掘和施肥的工作他們自己。徒

然從事於籌碼的改進將不能使我們十分接近於一種產業制度的發明，既能向那些冒險的和定計的人供給充足的誘因，又能使那些流汗和受罪的人得到心裏的平靜。（註一）

（註一） D. H. Robertson, Money, chap VIII, p. 179



