

STEVE FORBES

史帝夫·富比士

奈森·路易斯 Nathan Lewis、伊莉莎白·艾姆斯 Elizabeth Ames——著

# 富比士

在萬物齊漲的時代，你如何看對風向，穩穩布局獲利

# 談通膨

# INFLATION

世界權威財經雜誌

《富比士》總編輯近十年最震撼新作

「通膨不平等」  
正在懲罰著你我！

吳嘉隆 總體經濟學家，時事評論家——專文推薦

周岐原 風傳媒財經中心主任 | 孫明德 台經院景氣預測中心主任

蘭德·保羅 美國參議員 | 茱蒂·謝爾頓 美國前總統川普經濟顧問

肯·布萊克威爾 美國第一政策研究所顧問 | 亞瑟·拉弗 經濟學家

約翰·艾利森 加圖研究所退休總裁 | 喬治·吉爾德 美國經濟學家

——權威推薦



# 富比士 談通膨

## INFLATION

WHAT IT IS, WHY IT'S BAD, AND HOW TO FIX IT

在萬物齊漲的時代，你如何看對風向，穩穩布局獲利

STEVE FORBES  
史帝夫·富比士

奈森·路易斯 Nathan Lewis、伊莉莎白·艾姆斯 Elizabeth Ames ——著

本書謹獻給世界各地承受通膨之苦，  
想要過更好生活的人們。

前言——

## 那些年，政府培養的高通膨溫床

通膨，頭條新聞全是通膨：「擔心高通膨變得更糟？」、「消費者物價跳漲」、「通膨創下逾十年新高」。《紐約郵報》（*New York Post*）頭版宣稱，生產者物價已衝高，通膨為多年來最嚴重。長島一間超市的消費者抱怨，他的購物支出在兩個月內已增加一倍。現在只買必需品，不買比較貴的品項，例如肉和魚。

維吉尼亞州某間汽車經銷商驚訝地察覺到，汽車價格上漲的速度之快，「一些常見的二手車售價已比當年是新車的時候還要貴了。」南卡羅萊納州的不動產商抱怨，高昂的木材成本阻礙了新屋的建築工程，使得房價飆得看不見頂。《彭博新聞》（*Bloomberg News Reports*）報導加州一間自行車行的顧客發現，頂級越野自行車的價格在不到六個月就跳漲百分之十，售價達四千八百美元，未來新款式的價格預期還會更高。

人們幾乎每天都被媒體報導食品、汽油、汽車和其他必需品兩位數漲幅給嚇到。更令大眾焦慮的是，政府的支出愈來愈高，導致聯邦債務攀升至和美國經濟規模一樣大。這龐大的債務有很大一部分由美國的中央銀行聯邦準備理事會（以下簡稱聯準會）所資助，聯準會透過憑空創造出的錢買進美國政府公債。這麼龐大的支出再加上聯準會印鈔票，讓如海水般大量的美元湧入經濟體中。

從二〇一九年十二月到二〇二一年中——新冠肺炎疫情期間——貨幣供給額爆增逾百分之三十五，超過令人咋舌的二十兆美元。早已

有人提出警告，「印這麼多鈔票」會創造危險的通膨，最先提出憂慮的人之一，就是賴端·桑默斯（Larry Summers）這位凱因斯學派的支持者；曾任柯林頓（Clinton）政府的財政部長，之後又擔任歐巴馬總統（President Obama）的首席經濟顧問。他公開表達憂慮，說：「我們非常有可能會引發通膨。」桑默斯繼續警告：「我們在印鈔票、在創造政府公債、在以前所未有的規模借貸。這些事絕對會造成令美元重貶的風險，程度更甚以往。美元重挫比以前更有可能以通膨的形式出現。」

桑默斯和其他人憂心一九七〇年代的「大通膨」會重演，當時美國經歷了兩位數的物價上漲和經濟成長停滯。而那個年代用來形容痛苦的詞「停滯性通膨」（stagflation），又重新成為大眾的熱門話題。有些觀察家甚至提起惡性通膨的幽靈，認為通膨會相當於一九二〇年代初期毀滅德國威瑪共和國（Weimar Republic），以及現在撕裂委內瑞拉和其他國家的痛苦。

然而，聯準會的官員一開始對這些警告置之不理，堅持認為物價上漲是「短暫的」——是新冠肺炎造成供應鏈中斷的效應；但到了那一年的年底時，他們開始改弦易轍。隨著通膨飆升超過百分之六，聯準會主席傑洛·鮑爾（Jerome Powell）承認，可能「是時候『停用』這個詞了」。拜登總統（President Joe Biden）本人對物價飆漲和政府支出的憂慮只是聳聳肩。他附和愈來愈受歡迎的極左派觀點「現代貨幣理論」的看法，堅稱政府支出其實會抑制通膨。怎麼做？拜登於二〇二一年在白宮演說中解釋道，政府支出「會打破經濟瓶頸」。總統還繼續說，龐大的基礎建設支出會提升美國的生產力——提高薪資而不會推高物價；就連一些凱因斯學派的經濟學家（他們通常是支持央行貨幣「振興」措施的人）也感到不可思議。總統說，這麼做不會使

通膨升高，而是會降低通膨壓力、提振勞動力，在未來幾年使物價下跌。

真的嗎？事情還在發展中；但有一件事是確定的：只要是通膨，就絕對會造成混亂。從羅馬帝國的衰亡到二〇〇八年房市泡沫破滅和全球金融危機，對金錢的誤解導致無數的災難，使生活和社會失序。如果有更多人了解通膨的成因與後果，就能避免許多破壞性事件。本書將直言不諱地討論通膨發生的原因，以及為什麼幾乎任何程度的通膨對經濟和社會來說都是「壞事」，這與華府許多人所堅稱的不同。

本書第一章提到，對通膨的誤解之多有如辛巴威驚人的鈔票面值那般（辛巴威是人類史上最大的通膨國之一）。舉例而言，經常有人說聯準會必須創造「一點點通膨」，以提振就業和創造經濟繁榮；但當「太多」經濟榮景時，我們又聽說央行必須調高利率以防止通膨，避免經濟「過熱」。這樣矛盾的說法令人暈頭轉向，即使是憂心現今龐大政府支出的人（雖然他們的憂心不是沒理由的）也弄錯了。我們經常聽到有人擔心不斷膨脹的聯邦債務「將由後代子孫來償還」；但事實是，透過通膨所抽取的隱形稅，早已讓我們付出代價。

這些被誤解的觀點不斷創造出不正確的通膨預測。在二〇二〇年底時，聯準會官員根據他們偏好的標準，以個人消費支出指數（PCE）預測隔年的通膨率將會很低，只有百分之一・八；少作夢了。實際上到了二〇二一年底時，個人消費支出指數已飆破百分之五——而且通膨占名目國內生產毛額（GDP）成長百分之七十四。通常這種糟糕的預測也會導致不好的政策。不意外的，大部分由「專家」設計出來的通膨補救措施經常失敗，使問題更加惡化。不只像委內瑞拉這樣長期深陷惡性通膨的國家是如此，包括美國在內的已開發國家也一樣。

通膨補救措施失敗最為人所知的惡果，就是由尼克森總統（President Richard Nixon）在一九七一年所實施的，結果導致了所謂的「尼克森衝擊」（Nixon Shock）。這個被誤導的通膨補救措施包括管制薪資、物價與關稅；最糟的是放棄了布雷頓森林協議的金本位制，切斷美元與黃金的連結，把原本堅若磐石的美元——也是美國繁榮的基礎——變成不穩定的「法定貨幣」（fiat money），讓其價值在國際貨幣市場中浮動。

尼克森造成的衝擊使全球金融體系陷入混亂，引發了一九七〇年代的「大通膨」（Great Inflation）、能源危機和後續五十年的貨幣不穩定，至今我們仍能感受到其效應。這些效應不只是二〇二一年的通膨，還有二〇〇八到二〇〇九年的金融危機，以及由金價所決定的美元價值長期遭到侵蝕，已貶值了百分之九十八。

如同本書所描述的其他災難性「補救措施」，尼克森的「解方」失敗是因為這些方案使得通膨的基本成因惡化，也就是貨幣價值的減損——在此指的就是美元。自從貨幣被創造以來，有太多領導者不了解其最主要的功能是衡量價值。為了實現這個角色的責任以及讓市場正常運作，貨幣的價值必須穩定。貨幣四千年的歷史可以總結為：政府一再嘗試解決問題的方式，就是改變貨幣，通常是讓貨幣貶值。而這麼做的效應實在太糟，後來的政府雖矢言絕不會再重複這個錯誤；但不知怎麼的，他們仍不斷重蹈覆轍。



偉大的物理學家牛頓（Isaac Newton），是過去真正了解穩定的貨幣是基本觀念的人，正如他令人敬重的萬有引力定律一樣重要。牛頓在擔任英國鑄幣局局長時，在哲學家朋友約翰·拉克（John Locke）

的幫助下，於一六九〇年代改革鑄幣，把鑄幣變得更一致，並維持貨幣的價值不變。後來在一七一七年時，牛頓將英鎊定為每盎司黃金三英鎊十七先令又十·五便士（也就是三·八九英鎊），這個比率維持了逾兩百年。英國對價值不變、金本位貨幣的承諾不僅促使財富成長，更建立起英國成為全球金融中心的基礎。到了十八世紀末，英國已成為工業革命的誕生地。可靠的英鎊協助將這個小島，從二級國家轉型成世界上最強大的工業國。

在牛頓訂定英鎊價值為固定黃金價格逾七十年後，亞歷山大·漢彌爾頓（Alexander Hamilton）為年輕的美國建立起一套金融系統，就是模仿英國的例子，將美元緊盯黃金和白銀。健全美元變成歷史性榮景的關鍵，促進這個年輕的共和國成為世界經濟的領導者。到了十九世紀末，其他歐洲國家和日本都跟隨英美的腳步，將其貨幣採用金本位制。標準的金本位制時代，貿易與創新蓬勃發展，從許多方面來說，至今仍無可比擬。

相較之下，現在的政治與經濟環境，仍堅持「貨幣擴張」以創造「一點通膨」才能「振興經濟」；長期下來，這種態度已導致貨幣價值持續下滑。歷史上最大的教訓——也是本書的重點——就是世界上沒有哪個國家曾透過讓自己的貨幣貶值而變得富裕。幾個世紀前，亞當·斯密（Adam Smith）曾說，真正的財富是透過人們在市場上滿足彼此的需求：買進、賣出和創新。這個論述不論是現在還是當時皆為真理。

財富的創造是透過技術的進步而增加就業、提高生產力，帶動更多的創新所形成的。想一想，諸如iPhone等裝置或如電子商務網站亞馬遜（Amazon.com）所創造的數百萬個就業機會、無數相關的企業以及驚人的財富。這些創新企業和其他類似的公司，才是推動人類向前



進的動力。而當貨幣貶值，某些人可能會得到意外的收穫；但卻造成整體社會的損失。通膨使物價大幅扭曲，市場抑制了成長和進步，滋長了不公平、使不平等惡化，加劇了社會和文化的緊張，這個現象被稱為「大失序」（The Great Disorder）。



第一章〈親愛的，他們把錢變小了〉解釋了通膨到底是什麼，以及許多人又以為它是什麼。大部分的人認為通膨是「物價上漲」；但物價上漲是通膨的結果，不是原因。

通膨其實有兩種。物價上漲的「非貨幣型」通膨，是由對產品與服務的需求增加所帶動，最常自然發生於市場中。另一種是「貨幣型」通膨，是因為央行印鈔票或其他事件造成了貨幣貶值。本書的重點將放在第二種通膨，以及為何幾個世紀的經濟與社會瓦解，都是由這種通膨造成的。

第二章〈通膨史上不太好的時刻〉從羅馬帝國衰亡開始，觀察貨幣型通膨一些最著名的惡果，全都是政府貶值貨幣的價值（通常是創造了太多的錢）造成「人為的災難」。但第二章也提出一個長久以來不受重視的重點，那就是大量的貨幣供給不會自動造成通膨。貨幣的價值就像經濟體中其他東西的價值那樣，是由供給和需求的比例所決定。因此，像瑞士這麼小的國家，雖然貨幣供給相對其經濟規模大得多，但卻沒什麼通膨。這是因為瑞士法郎是世上最受信任的貨幣之一，需求很高。

本章也會探討現代貨幣理論（Modern Monetary Theory，MMT）的社會主義擁護者提出的問題：為什麼不能印鈔票就好？畢竟直到前

陣子因疫情造成物價上漲前，雖然聯準會歷史性地擴張貨幣供給，也就是「量化寬鬆」（Quantitative Easing），以提振二〇〇八年金融危機後的經濟，但卻沒有造成通膨。現代貨幣理論支持者的理由是，聯準會和歐洲央行已在根據現代貨幣理論的原則運作了。我們也將解釋為什麼這個說法顯然違反了貨幣「引力」的現象，是種異常——這是銀行法規和央行操作的結果。這些一次性的事件阻礙了銀行放款，也使金錢不至於淹沒經濟。

最近一些觀察聯準會的人認為，疫情期間大量印鈔之所以沒發生更嚴重的通膨，是因為一個聽來相當晦澀的央行操作方式，稱為「附賣回協議」（reverse repurchase agreement，英文簡稱為reverse repo）。第二章中會解釋，聯準會利用這個伎倆以緩和央行印鈔的效應，至少暫時能緩和。聯準會雖看似可以「印鈔票就好」，但高漲的消費者物價仍在告訴我們，對抗引力的作用是持續不了多久的；現代貨幣理論的原則是惡性通膨的處方。

第三章〈為什麼沒有「健康」的通膨？〉解釋了何以任何程度的貨幣型通膨，最後都具有破壞性。聯準會的經濟學家堅持，創造低通膨是「好事」，說這能鼓勵經濟繁榮。這是因他們深信菲利浦曲線（Phillips Curve），認為通膨與高就業率有關聯性，使得低通膨能鼓勵經濟繁榮這個被誤導的信念，成了聯準會的「聖旨」。就算七位諾貝爾經濟學獎得主都已證明這個關聯性是被誤導的；但正如許多不好的主意一樣，它仍一直存在。通膨一開始可能會帶來「吃糖後的亢奮」；不過經濟和創造就業的效果很快會停滯。

這一點不只適用於最糟的貨幣型通膨國家而已，美國過去五十年來，也因為美元逐漸弱化而付出代價。如果美國維持一九五〇和一九六〇年代金本位制期間的成長率，有人估計，美國的經濟規模會比現

在還要大百分之五十。

通膨最具破壞性的效果，是對社會信任的衝擊。畢竟貨幣的創造是為了提供一個雙方同意的價值單位，讓陌生人進行交易；換句話說，貨幣能促進信任。市場就是人，當貨幣已不再是可靠的價值單位時，不只是貿易，就連社會關係都會土崩瓦解。深受極端通膨之苦的國家，最後都會產生高犯罪率、貪腐與多年動盪。從歷史上能看到，最終的結果將導致社會轉而尋求強人和獨裁者這樣的悲劇；但這種事不一定要發生。第四章〈高通膨的痛苦如何結束？〉解釋，只要正確了解就能結束通膨，而且快得令人驚訝。諸如物價管制這類抗通膨措施的問題在於，它只聚焦通膨的症狀，而非原因；原因其實是貨幣價值下滑。

本章探討相對較罕見的抗通膨成功的紀錄：路德維希·艾哈德（Ludwig Erhard）戰勝德國二戰後的通膨、底特律銀行家約瑟夫·道吉（Joseph Dodge）在日本也有類似的勝利，以及保羅·沃克在一九七〇年代最終打敗美國的停滯性通膨。這三者都成功透過實現本書共同作者奈森·路易斯（Nathan Lewis）所稱的「魔法公式」——穩定的貨幣和低稅率。這個強大的組合一而再，再而三地透過釋放活躍、成長的經濟體對金錢的胃口，解救了價值下滑的貨幣和抑制通膨。

第四章也將探討結束現在通膨的最佳方式——恢復金本位制貨幣。本書概述了一個新的金本位制提議，可以穩定美元而不需要國家維持龐大的黃金供給量。這個制度能在相對短的時間內實施；而恢復健全和穩定的美元，能成為企業創造力與進步的全新時代引擎。

第五章〈你的錢該怎麼辦？〉提供在通膨時期的投資指南。本章提出一個很少人提及的觀察，那就是證券市場受制於通膨的扭曲效

果。充滿泡沫的市場可能會掩蓋正在下跌的價值，所以投資人務必謹慎注意。傳統上認為，「平衡的」投資組合最佳的風險報酬比例為「六比四」，亦即股票百分之六十，債券百分之四十；而通膨改寫了這個邏輯。本章概述通膨投資的基本概念，研究了各種選擇的優劣勢，包括大宗商品和抗通膨美國公債（Treasury inflation-protected securities，TIPS），以及諸如加密貨幣的另類投資等。

第六章〈終結通膨未來的路〉為本書的十點關鍵摘要，並拋出一個問題：「接下來該怎麼走？」這要視美國人是否覺醒，了解到約翰·拉克與牛頓告訴我們的金融引力法則；也就是健全貨幣的重要性以及通膨的破壞性。

Chapter

1

# 親愛的， 他們把錢變小了



---

許多社會新鮮人經常納悶，為什麼他們連房租都快付不出來；但多年前父母賺的比他們現在還少，卻買得起房子。美元因為通膨而穩定貶值就是主要原因。是的，你的父母賺的錢比較少；但那個年代的美元比現在還要有價值得多。

---

辛巴威嚴重的通膨舉世聞名，這個國家的惡性通膨一度嚴重到政府發行一百兆元的鈔券。最後，辛巴威必須捨棄原本的貨幣，發行新貨幣；但換新貨幣這件事他們也做過了好幾次。關於通貨膨脹的誤解有很多，雖然不像辛巴威幣或委內瑞拉玻利瓦幣（bolívar）或阿根廷披索（另外兩種也是惡性通膨的貨幣）的面值那麼多，不過有時候看來似乎是如此。歷史上，人們將通膨怪罪於惡劣的天氣、工會、華爾街的貪婪。一九二〇年代初期，德國指責猶太商人與銀行家造成威瑪共和國聲名狼藉的惡性通膨；在那之前幾個世紀，古羅馬人怪罪基督徒；中世紀的人們則是責怪女巫造成通膨。

有關這個主題的討論充滿了謬誤的假設。舉例來說，消費者物價上漲並非自動表示通貨膨脹。即使是「太多錢追逐太少產品」這個很多人用來描述通膨的說法，也可能造成誤導。雖然通膨大多時候會使生活開銷飆升，但通膨也可能靜悄悄地發生，卻沒有讓消費者物價嚴重大漲。

各種對通貨膨脹的誤解，導致決策官員經常訴諸錯誤的「解決方案」。一九七〇年代初期時，李察·尼克森總統（President Richard Nixon）把溫和的通膨怪罪到「國際投機者」（international speculator）的頭上，堅持是這些人壓低了美元的價值。他的反應措施就是聲名狼藉的「尼克森衝擊」（Nixon Shock）：一連串以薪資和物價為主的管制，以及對進口商品課徵關稅。更糟的是，此舉的結果摧毀了布雷頓森林協議（Bretton Woods）的貨幣體制；這個制度原本將美元訂為一盎司黃金的價格，讓美元有了固定而穩定的價值。

這些措施本來應該是暫時性的；但尼克森的「解方」卻啟動了長達十年的「大通膨」（Great Inflation）與一九七〇年代的能源危機，更不用說也造成了尼克森的彈劾案與最後的辭職下台。我們稍後會看

到，尼克森衝擊是大部分所謂的通膨解決方案的典型措施；但這種方法通常會使情況變得更糟，對經濟與社會的傷害持續很久。尼克森瓦解布雷頓森林貨幣體系造成的損害更是持久，這項政策終結了美元幾乎是自發行以來就採用的金本位制。將近一百八十年來，美元的價值都連結著黃金，只有少數幾次中斷；那段時間美國很少發生通膨問題，而且成為全世界最大的經濟體。

## 逐漸被削弱的美元

布雷頓森林金本位制的結終，造就了現今的世界：在這個貨幣世界秩序中，所有的貨幣都是浮動的「法定貨幣」。法幣的價值已不再是固定的，而是由外匯交易員的突發奇想和央行官員的政策所決定。這個混亂的系統至今只運作了約五十個年頭；但卻幾乎沒受到什麼質疑，而且現在被認為非常正常。太年輕、沒什麼經歷的人都感受不到幣值浮動所造成的傷害，其中第一個傷害就是一九七〇年代破壞力強大的通貨膨脹；接著還有一九八〇年代中期逐漸上升、較低的通膨。

美國勞工統計局（Bureau of Labor Statistics）根據衡量生活開銷的消費者物價指數（Consumer Price Index，CPI）來計算，自一九七〇年起，美元的購買力已降低了百分之八十六。但評論者指出，物價指數並沒有衡量某些支出（最明顯的就是醫療險的費用），因此低估了通膨真正的效應。如果我們觀察傳統上用來衡量貨幣價值的黃金價格，就會發現美元的貶勢其實更劇烈。一九七〇年時，一盎司黃金價格是三十五美元，現在則要價一千八百美元——美元的價值重挫了百分之九十八。

石油是另一個通膨指標。一九六〇年代時，石油一桶售價三美元，而且石油公司還能獲利。到了二〇二一年中期，石油每桶價格是

七十五美元；但獲利卻只能讓石油公司勉強營運而已（二〇一九年時，許多石油公司甚至差點債務違約）。這告訴我們什麼？石油的價值絕對沒有比一九六五年時高出二十五倍，至少直到最近這一次通膨，汽油價格仍便宜得足以讓汽車製造商生產大型、馬力強大、奢華、耗油的汽車。價格上漲所反映的，是美元的價值在這六十年持續貶值的過程。

另外還有兩個例子：可口可樂和大麥克漢堡。一九七〇年時，一罐十二盎司的可樂要價〇・一美元、一個大麥克漢堡只要〇・六五美元。五十年後，大麥克的價格漲了將近八倍——現在約四・九五美元。如果你能找到一美元可樂販賣機，就算運氣好。顯然這些產品的內容物並沒有改變；但為什麼價格會漲這麼多？原因就是：美元縮水了。

許多社會新鮮人經常納悶，為什麼他們連房租都快要付不出來；但多年前父母賺的比他們現在還少，卻買得起房子。美元因為通膨而穩定貶值就是主要原因。是的，你的父母賺的錢比較少；但那個年代的美元比現在還要有價值得多。

## 真正的通膨vs人們以為的通膨

那麼通膨到底是什麼？現在的媒體和人們日常對話雖然會使用這個詞，但通膨一詞有幾個不同的意思。

### 💰 消費者物價指數劇烈的變化

生活支出，也就是消費者物價指數，是由美國勞工統計局所編纂的數字。統計局追蹤各種商品與服務的價格，以及能源與住房成本，用來計算生活支出。有些人說，當消費者物價指數顯著上漲，表示美



元的購買力下滑。經濟學家和媒體是在二〇二一年春季時開始憂心「通膨」，當時的消費者物價指數較前一年上升百分之五。這是逾十年來最大的增幅，超過年增率百分之二的目標；因為聯準會的經濟學家相信，百分之二的通膨代表貨幣「穩定」（其實每年百分之二的通膨根本就不是穩定，我們晚點會再談）。

## § 長期下來物價上漲

聯準會的說法是，「商品與服務長期下來會上漲，就會帶動通膨。」聯準會宣稱，當需求超越供給就會引發通膨（聯準會稱之為需求帶動的通膨〔demand-pull inflation〕）；或當供給成本上升（成本帶動的通膨〔cost-push inflation〕）也會造成通膨。

通膨是「階級衝突」的結果嗎？或是社會主義教科書《總體經濟學》（*Macroeconomics*）的作者們，對這個主題的看法：「衝突理論將通膨視為勞工與資本（階級衝突）權力關係的內在問題，而在資本主義制度中的政府會協調兩者的衝突。」

這麼說吧，最後那個說法太不著邊際了，我們無從解答。至於其他定義至少很明確；但同樣也沒有說到重點。為什麼？因為前者著重於物價上漲，不過物價上漲只是通膨的症狀，並非原因。

把通貨膨脹的問題定義為「只是物價上漲」，並沒有透澈描述真實的情況。經濟學家喜歡說，健全的經濟體需要「物價穩定」，這個想法是個謬誤；在正常的經濟體中，物價總是不斷上漲和下跌。經濟學家費德列克·海耶克（Friedrich Hayek）對物價如何構成一個傳播系統，讓市場能用最符合社會需求與要求的方式分配資源，所提出的解釋相當知名。舉例來說，「熱門的」新款運動鞋的價格，會根據真實

世界的需求而上漲；而價格上漲對製造商、商店和其他人傳遞一個訊息，那就是時尚的運動鞋頗受消費者歡迎。

物價上漲也有另一個目的：潛在的獲利吸引競爭者進入運動鞋製造市場；新的甚至是更好的產品相繼出現，消費者有了更多選擇。當市場競爭者增加時，熱門的設計其實可能會變得更便宜。同樣的，如果運動鞋賣不出去，零售業者就會開始降價；製造商就不會再生產這種運動鞋，並將資源投入於人們比較喜歡的設計。因此，物價上漲和下跌對市場滿足人們的需求和創造充足的產品來說非常重要。

經濟擴張時，因為需求增加，物價就傾向上漲；而在經濟衰退時，人們緊縮支出和預算，物價就會下跌，即使在貨幣價值可靠且穩定的地方也是如此。而當國家變得較富裕時，物價也傾向上漲。舉例來說，柬埔寨的物價比富裕的新加坡還要低廉；但如果柬埔寨變得和新加坡一樣富裕，那麼柬埔寨的物價很可能會漲到和新加坡一樣高。另外兩個例子是日本和德國。二次大戰後，這兩個國家必須重建被戰爭摧毀的基礎建設、家園和企業，且因兩國的生活標準都有所改善，各種產品與服務的需求大增，價格就上漲了。

二〇二一年初時，美國和其他國家的物價上漲，某種程度是「自然的」需求增加所造成。全球經濟漸漸走出新冠肺炎大流行導致一整年封城鎖國的歷史性創傷，人們開始回到辦公室、旅行、外出用餐，也再度購物了。這時勞動成本同步上升，因疫情而失業的人們逐漸找到新工作，並談判更高的薪資。因為有失業救濟金，人們就會選擇待在家中，所以企業必須提出更好的聘僱條件。

## 兩種通膨？

因此，將疫情時代物價上漲歸咎於供給與勞動分配的觀察家，算是部分說對了。這是因為經常有人說，通膨有兩種：「貨幣型」（monetary）和「非貨幣型」（non-monetary）。若想了解一國經濟發生什麼事，就必須知道這兩者間的差異。

## § 非貨幣型通貨膨脹

有些經濟學家將真實世界的供給與需求變化所造成的廣泛物價上漲，稱為「非貨幣型通膨」。這種通膨會發生是為了回應市場事件；但當市場穩定下來後，這種通膨也會修正。例如惡劣的天候導致農作物歉收，價格就會上漲；或農民想賺一波而提高農作物產量。結果呢？價格就會逐漸下跌。

非貨幣型通膨的起因也可能是因為政府干預市場，造成人為因素短缺。舉例來說，房租管制使得建商不想蓋新房子，或政府強制調高最低薪資，可能導致物價上漲以及消費者物價指數變化。如果法規取消，這些漲勢都有可能會下降；換句話說，非貨幣型通膨通常是短期現象，終究有辦法解決。

但這種通膨不是本書要探討的，而且也不是通膨真正的意思。大部分的人想到通膨就認為是物價上漲，我們現在說的雖然也是這個，但通膨不只是物價上漲，而是金錢貶值所造成的價格扭曲。只把通膨定義為「物價上漲」，並沒有傳達出這個詞給人的不快感——商品與服務沒有明顯的理由卻大幅上漲，令人感覺不太對勁。

## § 貨幣型通膨

比較類似金錢的崩解，好比一年前要價一百美元的運動鞋，忽然之間變成了一百五十美元。或是你每周的採購清單以前要花一百美

元，現在則是接近兩百美元。你不禁納悶：這真的都是疫情造成的嗎？這些生活雜物的花費好像太誇張了。其實物價早在疫情前就開始上漲。例如你在二〇〇〇年買的房子價格是六十萬美元，當時沒有花一毛錢在裝潢整修上；而現在時間有些久遠，不少東西需要修理了。順帶補充，這個社區並沒有變得搶手，仍有很多其他房子待售；但二十多年後的二〇二一年，你的這間舊房子售價已將近九十三萬美元了。

你原本很高興有這一筆「獲利」，結果卻發現九十三萬美元在二〇二一年能買到的房子，價值勉強和你剛賣掉的老房子差不多而已。你甚至可能得再多花點錢，才能買一間新房子，不然就是屈就於便宜一點的房子；這就是通膨。因此我們要提出一個更精簡的定義：通膨就是當金錢失去其價值時造成的物價扭曲。

通貨緊縮則是相反現象——貨幣價值提升導致物價下跌。這種情況比較不常見，原因很明顯，手頭不寬裕的政府比較可能會印鈔票並使貨幣價值下跌，而不是做相反的事。

貨幣型通膨和非貨幣型通膨各有不同的原因和結果；但正如在疫情期間看到的，兩者可能同時發生：貨幣型和非貨幣型因素可以同時推升物價。了解國內經濟發生了什麼事（以及你的財務狀況）的關鍵在於，知道如何區分貨幣型通膨和非貨幣型通膨。舉例來說，如果你進行了幾項房屋修繕，且所在地的房市並沒有很熱門，那麼就算你的房子售價將近百萬美元，並非代表房子很神奇地變得更有價值，而是因為美元逐漸（而且完全是人為因素）貶值，導致房子的價值被扭曲了。

## 看穿通膨的「金錢幻覺」

上述假設的房屋價格主要是反映多年的低通膨環境；但人們大多看不清實際的情況，誤以為自己的房子價值增加高過真正的價值。這是因為所謂的「金錢幻覺」，也就是人們傾向錯誤解釋被通膨扭曲後的價格，以為這是反映「真實世界」的價值；但事實並非如此。價格扭曲是通膨和金錢價值持續縮水的結果，不過多數人卻仍習慣假設金錢的價值是穩定的。

人們很容易陷入金錢幻覺的陷阱，認為自己的錢是穩定的。雖然美元在貨幣市場中的價值下滑，但在日常生活中，一美元仍相當於四個兩毛五的硬幣，或十個一毛錢硬幣，或是二十個五分錢硬幣。很少有人能了解，美元在外匯市場的價值，就是它在你口袋裡的價值。

觀察通膨對其他國家貨幣的影響，感覺會輕鬆得多。舉例來說，如果你在一九九四年去墨西哥度假，一美元相當於三披索；但如果你今天才動身返國，就要用二十披索才能換到一美元。披索價值如此顯著地下滑，說明了紀念品變貴的原因；更不用說墨西哥的食品、汽油和其他重要生活用品的價格漲勢了。這也回答了為什麼以披索計價的物價上漲程度，是以美元計價的漲勢約六到七倍了。這就是貨幣型通膨數十年來對拉丁美洲國家造成的長期問題。

墨西哥不斷膨脹的貨幣，就是該國勞工很難賺到足夠的錢的原因，也是拉丁美洲國家（也許除了智利之外）無法達到已開發經濟體地位的主因之一，以及像阿根廷這樣的通膨國，一九〇〇年代時卻比現在要富裕得多的關係。

那麼美元又如何呢？看披索兌美元貶值雖然感覺比較輕鬆，但我們要如何知道美元的情況呢？要用什麼來和美元做比較？經濟學家會觀察好幾個指標：他們將美元比較一籃子消費者商品與服務（即

CPI)、商品期貨價格、諸如英鎊等其他主要貨幣，或是其他的指標等。但黃金仍比這些指標好得多，因為將近兩個世紀以來，黃金都是美國穩定貨幣價值的主要標準。

黃金一直都被用來衡量貨幣的價值，因為黃金在歷史上的內在價值一直都沒什麼改變。專家預估，全球已開採約七十億盎司的黃金，而且到了現在幾乎沒有佚失。黃金的供給與需求相對穩定，相對其他經濟體的價值也仍穩定。因此當金價漲跌時，價格變化並不是反映黃金本身的價值，而是美元價值的波動。

前聯準會主席亞倫·葛林斯潘（Alan Greenspan）發現，數十年來「商品與服務的價格不斷波動；但黃金對商品與服務的比例仍相對穩定。」

## 黃金是重要通膨指標的原因

因為黃金的價值比經濟體中其他東西來得穩定，使得它成為美元價值的重要標準，以及通膨展望的標準。當你需要花更多美元來買一盎司的黃金，且這個趨勢持續好幾個月甚至是幾年的話，就表示美元的價值正在下滑。如果消費者物價指數、商品期貨價格、匯率和其他指標也都是這樣，那麼你就可以確定，國內經濟和許多物品的價格正在經歷「貨幣型通膨」。相反的，黃金也會告訴你，通縮是否反映貨幣變強，還是只是市場對物價產生壓力。

金價是尤其重要的指標，因為經濟體是個複雜的生態系統，可能會產生令人混淆甚至是相互矛盾的訊號；但黃金可以排除這些雜訊。舉個例子來說，在二〇〇八到二〇〇九年的大衰退期間，聯準會的歷史性貨幣寬鬆政策，也就是量化寬鬆，使金價飆上每盎司一千九百美

元——這表示美元價值嚴重大跌，並警告可能會產生通膨。但許多消費者物價實際上卻下跌，為什麼呢？因為企業和個人仍難以從二〇〇八年金融海嘯中恢復，買賣的人數都變少了。但即使沒有發生歷史性的危機，通膨仍需要時間在經濟體內運作。

## 通膨的連鎖效應

通膨經常被形容成「暴增」以及「突如其來」；不過事實並非如此。貨幣價值下跌需要時間在市場中醞釀，而當金錢的價值下跌，想要保存資產價值的投資人和其他人，就一定會買進硬資產——不只是黃金和其他貴金屬，還有大宗商品，例如小麥、木材，特別是石油。結果首先感受到物價上漲的，就是仰賴這些產品的製造商，有些人會立即將成本轉嫁給消費者；零售汽油價格會緊跟著原油，機票很快就會反映噴射燃油價格的變動。

就算沒有立刻漲價，製造商也會設法抵消使美元不斷縮水的通膨壓力，於是會盡量把產品做得小一點。你可能會發現買到的草莓或洋芋片的份量變少，又或是盒子裡的麥片變少、衛生紙捲變窄，要不然就是你家附近早餐店端出來的臘腸變小了；有些人把這種現象稱為「縮水式通膨」（shrinkflation）。

連鎖折扣商店「一美元樹」原本販售的商品都只要一美元，商店一開始面對後新冠通膨的方式，是使用較便宜的材料來包裝某些商品，以及大量買進某些產品以壓低運輸成本。但通膨壓力是抵抗不了多久的，這間連鎖商店終究會被迫漲價。

不過設法避免調高價格這件事，會使消費者無法立即感受到通膨的效應；因為製造商和員工與供應商之間的合約，使得物價可能需要

一點時間才會上漲。舉例來說，薪資是較長期的合約，而且傾向慢慢調高。當薪資上調，企業成本也會跟著增加，價格就會上漲更多；就像當房屋的租約到期，房租就上漲。對於像美國這樣的國家，由於商業的運作通常是根據長期合約而定，所以通膨會慢慢啟動。

曾發生過嚴重通膨的國家，物價會漲得比較快，例如墨西哥或阿根廷，合約通常比較短或是預期物價上漲。這就帶出了另一個重點：心理因素對推升通膨所扮演的角色。二〇二一年夏季，封城結束後的物價上漲似乎正在加速，記者約翰·史提爾·葛登（John Steele Gordon）發出警告：「通膨會引發通膨」他寫道。「一旦通膨預期深入人心，便很難抑制。上一次大通膨發生時，也就是一九七〇年代時，是因為發生了非常嚴重的衰退，才使通膨獲得控制，那是大蕭條（Great Depression）以來最嚴重的一次經濟衰退。」

## 當金錢失去其價值

若要了解一國的貨幣如何失去價值、造成通膨，就必須了解金錢在經濟體系中的角色。你可能聽過不少金錢的定義，有人說金錢是「交易的媒介」、「帳戶的單位」、「價值的儲存」等等；但這些定義都沒說到金錢的主要功能，那就是用來衡量價值。

金錢是衡量的工具，就像時鐘、尺和秤重器。但金錢並非用來衡量時間、空間或重量，而是用來衡量東西的價值。美國的開國元勳在撰寫憲法時，似乎就知道這一點。他們在確立度量衡標準的文字中，描述了國會對硬幣和監管貨幣的權力。

古人在好幾個世紀前發明了貨幣，以提供共同接受的價值標準，排除以物易物的麻煩。舉例來說，在貨幣發明之前，買賣雙方必須同



意一袋雞的價值相當於另一人的一籃小麥的價值。硬幣的出現提供雙方都同意的價值單位，排除了爭議。更不用說金錢讓交易變得更容易，你不必用一袋吵鬧的雞來換一籃小麥，只需拿出一些硬幣就好。

金錢最主要的作用是作為一種衡量的工具，從人們有多不信任自己的貨幣就可以看得出來；不信任金錢的人會試圖尋找金錢的替代品。舉例來說，二戰結束後，德國人經常以香菸為貨幣；義大利在一九七〇年代通膨期間，曾使用糖果當成小額的零錢。而現今發生極端通膨的國家，公民通常會傾向接受美元或歐元付款，而非自己國家當地的貨幣。觀光客在越南或祕魯可能會發現，美元被廣為接受為當地貨幣，原因通常很明顯，只要看看他們自己的鈔票上印了幾個零就知道了。

那麼加密貨幣呢？有些讀者可能會納悶，如果金錢是衡量的工具，其價值必須穩定，那麼比特幣和其他加密貨幣呢？不是每個人都會喜歡我們的答案：我們認為大部分的加密貨幣，至少目前來說，都不是好的金錢。因為這些加密貨幣並不是可靠、穩定的價值衡量工具。

加密貨幣雖然被發明出來作為政府「法幣」的替代品，但目前來說，加密幣的波動更劇烈。以比特幣為例，就曾經在一天內暴跌，跌掉一半的價值。如果美元或歐元發生相同的跌勢，就會被視為崩盤。有些企業可能會宣傳他們接受數位貨幣；但你認識多少人定期使用數位貨幣來支付生活雜貨或房租？雖然這個情況漸漸改變了，有些平台例如PayPal，可以立即將商家的加密貨幣轉換成美元。薩爾瓦多（El Salvador）幾年前就開始用美元取代該國的貨幣，現在則是將比特幣定為合法通貨。不過金融基礎建設是否夠健全，以處理用比特幣支付日常生活的開銷，這一點仍有待觀察。

現在加密貨幣的功能比較像是一種支付系統，而非真正的貨幣。但隨著一種新型的加密貨幣「穩定幣」（stablecoin）的出現，這個情況可能很快會改變。穩定幣緊盯某種特定的資產，例如美元、黃金或大宗商品。最為人所知的穩定幣就是泰達幣（Tether），是市值最大的加密貨幣之一。諷刺的是，現在加密幣交易者主要使用泰達幣來買波動非常劇烈的比特幣。泰達幣雖然遭受一些批評的聲浪，但這是少數有可能成為真的貨幣的數位幣之一。不過至少現在來說，大部分的加密貨幣都不是穩定的價值衡量工具。

為什麼這些看法很重要？因為一種貨幣若要被廣泛使用，成為「好幣」，就必須是可靠的價值衡量工具。當它無法滿足這個功能時，就不會再受到信任；而當貨幣不再被信任時，最後就會失去其價值，造成通貨膨脹。

Chapter

2

## 通膨史上 不太好的時刻



---

在惡性通膨的情況下，印鈔票並非暫時性的，而是被當成政府財政的主要方法。一九二二年時，德國政府有百分之六十三的支出，都是用印鈔票來解決，關閉印鈔機就是一夜之間關閉百分之六十三的政府營運。

---

我們在第一章中解釋過，價格上漲的原因非常多，諸如供應鏈中斷、熱門產品與服務的需求飆升；又或是政府法規創造稀缺性，這類非貨幣事件全都可能推升價格。「好」消息是（如果這算好消息的話），這種物價上漲的原因通常很明顯。你會看到媒體報導，例如勞工或貨運司機短缺，可能會推升價格。而這些事件通常是暫時性的，供應鏈中斷遲早會結束；就連政府限制所造成的價格上升，例如房租管制等，也是可以解除的。當法規取消後就不會再短缺，價格終究會跌下來。但貨幣型的通膨，也就是會對經濟與社會造成重大傷害的真正通膨則不一樣：政府造成貨幣貶值，結果使物價飆升。

## 那些被通膨毀掉的國家

「把貨幣貶值」被稱為世上第二古老的「職業」，因為自從貨幣被發明以來就一直存在。世界上第一枚硬幣是在利底亞（位於土耳其）於西元前七世紀鑄造而成；但內含的黃金白銀與其面值不同。古代政府（和偽造者）有時會故意把硬幣的價值壓低，藉由將硬幣熔化並重新發行的手段，混合金銀占比較低的廉價金屬，製成新硬幣。這個新創造出來的「財富」價值比舊貨幣還要低；但卻能為負債累累的政府和揮霍無度的統治者提供資金，至少一開始可以。

### § 尼祿玩弄羅馬的金錢史

羅馬皇帝尼祿（Nero，西元三十七到六十八年）壓低了羅馬硬幣的價值，以支付揮霍無度的「享樂」費用，包括豪奢的慶祝、建設氣派的宮殿以及贈送給朋友的禮物。根據史學家蘇艾托尼烏斯（Suetonius）的記載，「他贈送禮物和浪費金錢毫不手軟」。尼祿壓縮了羅馬硬幣帝納里烏斯（denarius）的價值，將銅混入銀幣中，使其價值縮小百分之十。雖然貶值的幅度相對較小，但這只是剛開始。

到了西元二六〇年，益發腐敗的羅馬政府一直將硬幣貶值以便支付開銷，最後硬幣只含有百分之四的銀。而為了讓財政能繼續支撐，他們只好鑄造面額愈來愈高的硬幣，這時物價自然就會上漲。根據一份資料記載，到了四世紀時，小麥價格已比二世紀中期高出兩百萬倍。羅馬經濟陷入惡性通膨（hyperinflation），士兵最後拒絕領取垃圾硬幣，只接受商品作為薪餉。羅馬帝國的外圍也早已完全放棄使用貨幣，人們恢復以物易物的交易方式，同時失去了寫作的習慣，黑暗時期就此降臨。

## § 中國的「樹皮<sup>1</sup>膨脹」

再把目光放到中國。中國也發生過所謂的「樹皮膨脹」，畢竟它是第一個展現出紙幣潛力的地方。中國曾在九世紀初時短暫使用紙幣；但第一個真正的紙幣是在兩百年後才由四川的商人發展出來。不意外的，北宋朝廷當時很快就接手印製紙幣的工作。後來發生惡性通膨時，金人入侵北宋，北宋滅亡。

起初，金人也對把幾張紙當成錢這件事很感興趣，可惜的是，他們處理這項新發明的方式並沒有比前人好；惡性通膨的結果導致它們被蒙古與南宋聯手推翻。經過兩次改朝換代和爆發幾次惡性通膨後，中國終於受夠了紙幣。大約在一四四〇年<sup>2</sup>時，中國恢復使用非常可靠的銅錢和銀幣，並且持續了約五百年。

探險家馬可·波羅（Marco Polo）把中國對紙幣的知識帶回歐洲老家。他的知名遊記《馬可波羅東遊記》（*The Travels of Marco Polo*）中，就有一章描述「偉大的可汗把樹皮做成如紙一般的東西，然後當成錢在全國流通」。馬可波羅於一二九五年回到威尼斯；但紙幣當時在歐洲並未開始盛行。既然能把金幣銀幣的價值壓低，又何必

壓低「樹皮」的價值呢？

## § 重商主義的歐洲與通膨

十六世紀歐洲重商主義的君主，都是堅定的通膨主義者，皆曾將硬幣的價值壓低，減少裡面的銀含量。英國讓硬幣貶值最惡名遠播的君主，便是以多次結婚又離婚（還砍了兩個皇后的頭）而聞名的亨利八世。他在一五四二年時展開後來的「大貶值」，用以支付與法國和蘇格蘭的戰爭，以及他奢華的皇室生活。英國用銀鑄造的一分錢原本很可靠；但銀的含量被減少了三分之二，使得小麥價格爆漲。英格蘭公民開始囤積貴金屬含量較高的舊幣；外國商人要求以金、銀支付商品，導致黃金短缺並傷害貿易。亨利的女兒也就是後來繼任的伊莉莎白一世（Queen Elizabeth I）最後扭轉情勢，發行新的高品質英格蘭銀幣，並維持品質不變好幾個世紀。

我們再把眼光轉到西班牙。由於領土遠至加利福尼亞、菲律賓以及豐饒的墨西哥與玻利維亞，西班牙在十六世紀引領著尋找黃金和白銀的重商探險時代。西班牙的「銀元」（silver dollar）變成了中國、菲律賓和阿根廷及美洲殖民地這整個新世界的普遍貨幣。但全世界所有的銀元，仍不能滿足西班牙對歲入的渴望。西班牙於一五九九年開始將國內的貨幣貶值；但西班牙的銀元仍在墨西哥市持續鑄造，因此展開了一段漫長、哀傷的經濟衰退。政府為了支付開銷，發行大量面值愈來愈高的銅幣。

到了一六四〇年代，西班牙猶如巨人般跨足兩個洲，卻幾乎管理不了國內事務。西班牙皇室甚至一度籌不到足夠的資金，無法前往夏季行宮；有時候連皇室成員都沒有足夠的麵包可吃；整個帝國在外敵入侵、國內繼位問題和獨立運動的壓力下崩解。最後法國取代西班牙

牙，成為歐洲的強權。

## § 助長密西西比泡沫的法國

「我死後，還管它洪水滔天」這句遠近馳名的話，被認為是法王路易十五說的；但應用在他曾祖父太陽王（錯誤的名號<sup>3</sup>）路易十四的情況，其實才更貼切。十七世紀末，法國正瀕臨破產，主要是因為路易十四將貨幣大肆貶值以及揮霍的支出。他們最後的解決之道是什麼？不只是更多的通膨，還有一個史上最具破壞性的通膨計畫之一。這個計畫（很可能不是）由約翰·洛（John Law）所規畫，他是蘇格蘭的經濟學家、探險者以及被定罪的殺人兇手，靠著舌燦蓮花擠進法國上流社會，後來又進入法國宮廷。他說服法王償付債務的辦法，就是透過密西西比公司（Mississippi Company）來好好利用新世界的財富。這項政府貿易計畫將以新的方式籌資——印製紙幣。這樣能出什麼差錯呢？

一言以蔽之，全都出了錯。密西西比公司探勘現今的美國路易斯安納州（Louisiana），結果當時這裡只不過是一片沼澤地，附帶一大堆蚊子。當探勘沒有成果，「密西西比泡沫」就此破滅。公司的股價崩盤，法國的貨幣價值也跟著大跌；災難性的通膨迫使約翰·洛逃離法國。後來好幾個世代的法國人都不再使用紙幣，轉而恢復銀幣。

## § 「一洲不值」的美國

英國的美洲殖民地也濫用紙幣，是惡名遠播的通膨製造者。一六九〇年時，麻薩諸塞（Massachusetts）向法國殖民地魁北克宣戰，並使用紙幣支付士兵薪餉。這筆薪餉本來可以在之後兌換成銀幣；但麻薩諸塞一直延後兌幣日期，並印製更多鈔券。這個策略一開始很成

功，結果印鈔票在各殖民地蔚為風潮，造成嚴重的通膨，導致英國必須介入且禁止印製紙幣。

不意外的，一七七五年美國獨立戰爭爆發後，發跡的殖民者所採取的第一批行動之一，就是恢復使用紙幣支付士兵。第一個美國貨幣稱為「大陸元」（Continental dollar），由於印製過多，最後價值變得像「紙花」般，因為惡性通膨最後被人遺忘。將近兩個世紀後，「一洲不值」（not worth a Continental）變成一文不值的同義詞。一七八九年時法國大革命爆發，此時法國也恢復使用紙幣；這次同樣也因為惡性通膨導致法蘭西第一共和瓦解，最後紙幣被停用。拿破崙（Napoleon Bonaparte）出手干預並恢復金融秩序；一八〇〇年，新的法郎啟用，並連結至黃金以確保可靠性，一直到一九一四年都沒有改變。

這些痛苦的災難帶來的一線曙光，就是啟蒙時代（Enlightenment）思想家的興起，例如約翰·拉克（John Locke）和亞當·斯密（Adam Smith），他們將人們從通膨的愚行中喚醒。美洲殖民者放棄長達一個世紀的實驗，也就是由政府發行的法定紙幣。後來美國第一任財政部長亞歷山大·漢彌爾頓（Alexander Hamilton），採用一個健全且穩定的美元原則。

這些故事背後的教訓就是：金錢就像經濟體中的任何東西一樣，太多就沒價值。

## 然而「印鈔票」不等於通膨

貨幣的價值正如所有東西一樣，最終是由供給和需求的比例所決定的。因此，認為「印鈔票」無可避免地會導致通膨，這樣的概念其



實並不正確。當金錢的供給過量，貨幣價值減損，隨之而來的就是通膨；但供給過量和「大量供給」是不同的。

可以看看瑞士法郎的例子。如果貨幣大量供給是造成物價上漲的原因，那麼瑞士應該會陷入惡性通膨才對。瑞士的人口僅略低於九百萬人；這個國家的人均貨幣基數（base money per capita）是加拿大的八倍，而加拿大的人口卻比瑞士多了四倍，有三千八百萬人。但情況卻正好相反，過去一百年來，瑞士法郎是世界上最可靠的貨幣之一，瑞郎的通膨比美元、英鎊、歐元或之前的德國馬克還要低。

正因為這樣的歷史，瑞士以外有許多人很樂意持有以瑞郎計價的資產；換句話說，瑞郎的需求很高。為了滿足不斷增加的需求，並維持其貨幣不會過度升值，瑞士央行必須大量增加供給。

一個活躍的經濟體、擴張的貨幣供給——而且沒有通膨。當需求充足，一國的經濟就可以大幅成長。一七七五年到一九〇〇年，美國的貨幣基數供給增幅估計為一六三倍；但美元（相對於黃金）的價值幾乎沒有改變。這怎麼可能呢？答案同樣要視需求而定。

美國在一八〇〇年代經歷指數性的成長，經濟大幅提升使得貨幣需求非常大。美國第一位財政部長亞歷山大·漢彌爾頓，當時已透過建立穩定的貨幣為基礎的金融體系，撲滅了戰爭時期的惡性通膨。這個穩定的貨幣基礎，就是讓美元緊盯黃金固定的價值；此舉將原本苦撐的共和國，變成了吸引投資資金的磁鐵。到了十九世紀末，美國已成為引領全世界的工業強國。

現今，美元是主要的國際性貨幣，有些人認為，約有一半的美元是在美國國土以外流通。世界各地都需要美元，世人認為美元比他們

自己的貨幣還要值錢。

## 沒有超額供給，貨幣卻「貶值」

正如貨幣就算供給量暴增仍能維持其價值一樣，當供給不增加時，價值照樣能下跌，美國在一九三三年時就是如此。當時貨幣供給並沒有大幅增加；但美元的價值卻貶值了百分之四十一。為什麼？因為小羅斯福（Franklin Roosevelt）為了對抗大蕭條而使美元貶值。

同樣的，「印鈔票」也沒有加速一九九〇年代末期，泰銖和俄羅斯盧布的跌勢。泰國和俄國政府並沒有刻意使貨幣貶值，這兩種貨幣貶值是因為市場認為其貨幣管理不當——也就是「失去信心」（loss of faith, loss of confidence），導致對這兩種貨幣的需求大減。

知道如何管理貨幣的政府，就能避免信心動搖進一步變成大災難。在一九九〇年代末期亞洲金融風暴時，市場普遍憂心港幣會和其他亞幣一樣，因為投機的壓力而重貶；但這個情況並未發生。因為香港政府管理得當，將港幣穩定地緊盯美元。

## 失去信心的恐慌性奔逃

我們先前解釋過，貨幣最重要的功能就是衡量價值以促進貿易。為了扮演好這個角色，貨幣必須被認為是可靠的，必須受到信任。如果發生足以威脅到信任的事件導致「失去信心」，就可能毀了貨幣的價值。

什麼會導致信心喪失呢？任何暗示貨幣價值會損失的事都會。當一個國家面臨災難性的戰敗或政府魯莽地支出，以至於貨幣供給遽增或大幅貶值時，這些條件都有機會造成恐慌，導致貨幣被拋售；人們

想要趁手上的錢貶值前趕快讓資金逃走。信心極度喪失可能導致災難性的貨幣價值瓦解，加速通膨。有兩個例子能說明這個情況，一個是南越在一九七五年春季被北越擊敗後，南越貨幣南越盾（piastre）的崩盤。同樣的，二〇二一年八月，當美國總統拜登（President Joe Biden）讓美軍加速撤出阿富汗時，阿富汗貨幣也跌至將近一文不值。

各國的政府和央行喜歡說，失去信心是不理性的異常情況；但事實上，失去信心是非常理性的。一九三一年，當英國央行英格蘭銀行（Bank of England）暗示不會減少貨幣供給，以維持英鎊的價值時，此舉導致通膨使得英鎊貶值，這完全是理性的結果。而英鎊的貶值引起日圓貶值的憂慮，那時日本正經歷政治動蕩（日本當時已占領了中國滿洲，幾個月前才鎮壓了軍事政變）。不意外的，那年十二月，日圓就貶值了。

對貨幣失去信心可能不是貨幣供給出現變化，或是政府資產負債表出了問題。美國一九六〇和一九七〇年代時，聯邦政府債務與赤字和現在比起來，可說是小巫見大巫。當時的平均預算赤字是國內生產毛額（GDP）的百分之一・三；負債對GDP比大約是百分之三十五，而且持續減少（現在則是百分之一百二十七，還在增加）。但在詹森（Johnson）以及接任的尼克森（Nixon）總統任期內，顯然對這兩任政府來說，操弄經濟和利率比維持貨幣價值的穩定還要重要。人民失去對美元以及對政府的信心。

信心危機啟動了一九七〇年代的「大通膨」（Great Inflation）。雖然尼克森總統在任期一開始已面臨過溫和的通膨，但他在一九七一年八月終結美元與黃金的連結後，美元就開始重貶。「尼克森衝擊」意味著原本是美國與世界經濟基礎的強大美元，其價值要開始在全球貨幣市場上浮動了。

如果總統本人在電視上宣布要把錢拿去餵狗，難道你不對手上的錢失去信心嗎？信心遽失導致黃金價格飆漲。從一九七〇到一九七四年，一盎司黃金的美元價格從三十五元漲到一百七十五元；這令經濟學家非常驚訝，因為當時並沒有貨幣供給過量的問題。貨幣基礎——銀行的存款準備金和在外流通的貨幣額——在一九七一年時只增加了百分之七。

但在一九六〇年代，美元的貨幣基數供給確實增加了百分之五十一。不過別忘了，貨幣供給可以擴張以反應需求；而一九六〇年代因為經濟大幅成長，所以美元的價值實際上並未改變。

雖然一九七〇年代時，貨幣基數供給增加，但增幅完全不足以造成美元價值的崩盤。一九七〇年代這十年內，黃金價格卻飆漲逾百分之兩千。不久後，要買進諸如銅、小麥和油等大宗物資，也要拿出更多美元才行。一九七三到一九七四年油價飆漲四倍，被錯誤地認為是阿拉伯國家報復美國在贖罪日戰爭（Yom Kippur War）時，支持以色列所導致的結果；但其實阿拉伯石油生產者是為了因應美元貶值而調高油價。就此，持續十年經濟低成長、高物價的「大通膨」於焉展開。

## 當貨幣死亡

貨幣專家史帝芬·漢奇（Steve Hanke）將惡性通膨定義為，每月物價漲幅至少百分之五十，且持續一段較長的時間。美國人通常將惡性通膨這個極端的情況，與一九二〇年代的德國威瑪共和國（Weimar Germany）聯想在一起，或是現在的委內瑞拉與阿根廷；但惡性通膨其實比美國人以為的還要普遍。自一九八〇年代起，通膨的漩渦已橫掃拉丁美洲所有國家、非洲國家如辛巴威（Zimbabwe）、蘇聯瓦解後

幾乎所有共和國，甚至以色列一度也發生過惡性通膨。中國、德國和日本在二次大戰後，全都經歷過惡性通膨。

發生惡性通膨時，貨幣供給擴張加上需求下滑，創造通膨的超級風暴。這些國家「不知道發生了什麼事」，他們無法再吸引投資人，因為投資人憂心該國的債券會變得一文不值，需款孔急的政府通常會印更多鈔票。一九二〇年代威瑪共和國聲名狼藉的惡性通膨，就是信心遽失造成災難性後果最典型的示範。

第一次世界大戰德國戰敗後，一九一九年，歐洲的盟國根據凡爾賽條約（Treaty of Versailles）要求德國賠償。為了創造資金償還這筆巨款以及支付公務員薪水，德國於是啟動印鈔機。從一九一九年一月到一九二〇年二月，貨幣基數增加了百分之五十八；人們都看得出來結果會如何。貨幣價值整個崩塌，在這十三個月內，德國馬克兌換一美元（當時仍連結黃金）的金額飆升十一倍，而這只是剛開始。

要知道德國馬克的需求下降多少，其中一個方式是衡量全德國的貨幣供給額相對於以黃金擔保的美元。一九一九年一月，德國的貨幣供給價值為六十・五億美元；到了一九二二年一月，只值十一・二億美元。隨著一九二二年底到一九二三年的惡性通膨加劇，德國貨幣供給的價值重挫到一・〇一億美元。而德國央行還印了更多鈔票，使情況雪上加霜；當時的官僚不理性地以為問題在於貨幣短缺，所以還需要印更多鈔票以跟上物價上漲。

德國馬克重貶使得物價更高，傷害人們對德國馬克的信心，導致恐慌加劇。人們為了保存財富，趕著買進任何買得到的硬資產。亞當・佛格森（Adam Fergusson）在他撰寫有關威瑪共和國惡性通膨的經典著作《當貨幣死亡》（*When Money Dies*）中，有一段知名的描寫

方式：連不會彈鋼琴的人也跑去買鋼琴。這種狂熱般的行為推升物價漲得更高。到了高點時，德國馬克的惡性通膨月增率，達到驚人的百分之三萬，每三或四天物價就漲一倍。佛格森在書中寫道：「你去餐廳點餐時，一份餐點要八千馬克；等你點了餐吃完後，到結帳時已變成一萬六千馬克了。」

一九二三年十一月，舊的貨幣已被廢除，並以連結黃金的新貨幣取而代之；這是許多陷入惡性通膨之苦的國家會採取的標準作法。有些惡性通膨纏身的國家如薩爾瓦多和厄瓜多，就棄用自己的貨幣並偏好收取美元。

## 印鈔成癮

大部分的人把惡性通膨想像成通膨失控，基本上這是正確的；但兩者間有些重要的區別。發生嚴重通膨時，例如一九七〇年代貨幣問題導致的通膨，貨幣供給成長的規模並不像惡性通膨那麼嚴重。舉例來說，「尼克森衝擊」的目標是短期的，凱因斯學派是想利用振興方案讓經濟走出溫和的衰退。

但在惡性通膨的情況下，印鈔票並非暫時性的，而是被當成政府財政的主要方法，這點已從威瑪共和國的惡性通膨中看出來。德國印鈔票不只是用來償還一戰的賠款，一九二二年時，政府百分之六十三的支出都是用印鈔票來解決，關閉印鈔機就是一夜之間關閉百分之六十三的政府營運。

現在的惡性通膨國家同樣對印鈔票上癮，例如委內瑞拉和阿根廷。印鈔票是這些國家的例行工作，就像收稅一樣。貨幣持續貶值導致生活開銷不斷螺旋上升沒有盡頭，不只扭曲了經濟，也扭曲了生活

的所有方面。

## 現代的「通膨主義者」

幸運的是，美國沒有發生過這種惡夢——到目前為止還沒有。整個十九世紀以及二十世紀初有許多國家，包括英國、美國、義大利、奧地利、俄羅斯、巴西、阿根廷、智利、西班牙、葡萄牙、希臘和日本，都短暫經歷過貨幣浮動，通常是因為戰爭。但大部分國家最後都恢復成連結黃金的「健全貨幣」（sound money），「相當於黃金」的健全貨幣被認為是理想的狀況。

不過一九三〇年代的大蕭條，使得這個想法開始改變。雖然通膨的災難擾亂一戰後的德國和其他國家，但「通膨主義」又回來了。這次通膨主義不只是好事，而且被認為是一種道德善（moral good）。

### § 凱因斯的崛起

當小羅斯福於一九三三年成為總統後，便讓美元貶值以設法振興一蹶不振的經濟。《紐約時報》報導他的目標是「提升物價並協助美國的貿易地位」。小羅斯福沒收美國公民的黃金後，開始讓美元貶值百分之四十一，從每盎司黃金二〇·六七美元貶到三十五美元。但這麼做的效果並不好，因為大蕭條仍持續了整個一九三〇年代，而這並沒有改變人們的觀點；他們仍認為大蕭條是因為市場「不穩定」地失靈，而解決之道就是政府必須採取行動。

因為提出政府能透過各種支出和改變貨幣的價值以創造經濟繁榮，英國經濟學家約翰·梅納德·凱因斯（John Maynard Keynes）在此時展露頭角。雖然他的影響很大，但關於恢復金本位制這件事，他的論點還是輸了。

一九四四年時，因為對貶值和貨幣浮動造成一九三〇年代的混亂感到不滿，各國政府在新罕布夏州布雷頓森林（Bretton Woods）的華盛頓山飯店（Mount Washington Hotel）開會，以建立一個全新的戰後全球金本位體系。

兩年後一九四六年，凱因斯辭世；但後人仍持續調整他的想法：通膨是個「正面力量」這樣的概念不斷受到注意。一九五〇年代時，紐西蘭經濟學家威廉·菲利浦斯（William Phillips）提出菲利浦斯曲線（Phillips Curve），將經濟繁榮與「完全就業」的期間，連結至通膨較高的水準。這個顛倒的思維讓尼克森總統和時任聯準會主席亞瑟·柏恩斯（Arthur Burns）採用「印鈔票」策略，以回應一九七〇年溫和的通膨。一九七一年一月時，尼克森宣布他「現在在經濟上是凱因斯學派的支持者」。幾個月後，美國不再維持健全的貨幣，布雷頓森林協議的金本位制終結。

凱因斯學派在一九七〇年代的大通膨環境下變得不受青睞，菲利浦斯曲線也被好幾位諾貝爾經濟學獎得主證明為錯誤。不幸的是，壞主意可能是最難根除的主意。二十一世紀的第一個十年，自稱「凱因斯學派」的支持者雖然被認為老派且過氣；但凱因斯學派的政策卻仍持續下去——美國和其他國家仰賴不穩定的「法定」貨幣——通膨主義報復性地還魂。

## 凱因斯學派聯準會的失敗

在經過一九〇七年的恐慌後，美國於一九一三年成立聯邦準備理事會這個中央銀行體系。這個新制度原本的任務是擔任國家放款機構的「最終放款者」，以避免擠兌造成危機。聯準會要提供流動性給銀行，以滿足美國這個大型農業經濟對現金的季節性需求；最後央行也



要保護美元的穩定性並抵禦通膨。

這個任務對現在的人來說聽起來很古老。過去一個多世紀以來，聯準會已變得更加積極。一九四六年的就業法（The Employment Act），要求聯邦政府處理通膨與失業問題，這被認為是聯準會的政策。一九七〇年代末期，國會要求聯準會採用凱因斯學派的「雙任務目標」，透過操控利率與貨幣供給額以達成「穩定物價和完全就業」；於是聯準會的目標不再只是維持美元的穩定，而是要引導經濟。經濟快要衰退了嗎？把便宜的錢投入經濟體中吧；經濟變得有點過熱嗎？那就緊縮貨幣供給吧。

聯準會共有十二個地區性聯邦準備銀行，讓美國的銀行業停泊資金，而資金又叫做「存款準備」。當央行想要把錢注入經濟體中，就會運用一個稱為「公開市場操作」（open market operations，OMO）的程序。這個程序包括了買進證券，主要是向諸如投資銀行這樣的金融機構買進政府公債（又稱為「美債」，Treasuries），投資銀行是這些證券的「主要交易者」。

聯準會要買進這些債券，通常是以數位化的方式「憑空」創造錢。這個程序有兩個作用：透過把錢輸入銀行中以擴大貨幣供給額，讓銀行能放款出去；同時美國政府——也就是發行債券的機構——也能收到錢來支付開銷。當聯準會想要「緊縮」時，也就是減少貨幣供給額，就會反過來操作這個程序，聯準會就要把美債賣回給銀行。銀行買進這些債券，錢就回到聯準會手中——而這筆錢就會消失。

央行的運作本來就該獨立於政治壓力，不受政客想要更多錢以支持大政府所施予的壓力；但現在各國央行表面上看來是獨立的機構，實則並非如此。知名經濟學家茱蒂·謝爾頓（Judy Shelton）在《華爾

街日報》指出她的觀察時寫道：「聯準會持有約四分之一的聯邦債務，財政部必須支付利息——而且聯準會每周都要上繳國庫給財政部——顯然貨幣政策與財政政策已合而為一。」

換句話說，華府已深切依賴聯準會買進債券來創造金錢，並以零利率取得「免費貸款」的這個方式（此外，所有的債券利息支付——現在一年已超過九百億美元——最後都回到財政部手中）。這個靠著聯準會啟動的借款方式，鼓勵著通膨的惡性循環，導致政府規模更大、支出更多、負債也更多。結果，這麼做提高了聯準會的壓力，使其要創造更多的錢以維持零利率貸款。

這就是為什麼有些人害怕在可預見的未來，聯準會將有動機人為壓低利率，並只會微幅升息<sup>4</sup>。不幸的是，情況似乎正往這個方向發展。而且不只是美國政府，其他地方也正在用便宜的貸款，且愈來愈期望央行壓低利率。所謂「獨立的」央行正在配合政府的需要，各國央行都在買進債券以資助政府——創造太多錢並鼓勵通膨。

## 從「凱因斯學派主義」到「人為強化的通膨」

數十年來，聯準會利用公開市場操作以引導經濟的方式，主要透過調整利率來進行。這麼做的假設是，調降利率可以降低借貸成本以刺激經濟活動；調高利率則會壓抑經濟活動。但在二十一世紀時，這個凱因斯學派「工具」的使用，達到了以前未曾預想到的規模，而轉折點就在金融危機以及二〇〇八年開始的大衰退（Great Recession）。

原本公開市場操作主要是透過調降（「寬鬆」）或調升短期利率，以控制貨幣供給。但隨著二〇〇八年的金融危機，聯準會採取這個策略的新版本，稱為「量化寬鬆」（Quantitative Easing，QE）。聯

準會不是以短期利率為目標，而是以前所未有的額度買進長期美債和房貸抵押證券。這些極大金額的收購讓聯準會以及其他進行量化寬鬆國家的央行，將利率壓至歷史低點，達到近乎零的水準；目標是支撐搖搖欲墜的金融體系，企圖透過大幅調降借貸成本帶動經濟復甦。

實際上，聯準會是在擴大低利貸款策略，結果助長了房市泡沫，而房市泡沫本來就是導致這波金融危機的原因。然而，當時沒有幾位觀察家注意到這個諷刺之處。在二〇一二年的演說中，時任聯準會主席柏南奇（Ben Bernanke）解釋，這個特殊措施的靈感來自一位凱因斯學派經濟學家詹姆士·托賓（James Tobin）的觀察。幾年前托賓曾指出：「如果聯準會在大蕭條期間買進長期證券，也許有助於美國經濟復甦。」

聯準會的量化寬鬆措施有很深奧的含意。聯準會和其他國家的央行不是控制利率和買賣短期證券而已，他們現在是強大的長期債權人，對經濟扮演著具有更大影響力的角色。有些央行（尤其是日本和瑞士）甚至開始買進企業股票或不動產投資信託；而因為央行透過買進政府債券似乎有效地提供政府資金，使美國和其他原本謹慎的國家受到鼓舞，於是開始了史上最大的承平時期的赤字。

另一個激勵聯準會這麼做的機構，是根據「巴賽爾協議III」（Basel III）國際法規所成立的全新全球銀行體系。訂立於二〇一〇年的巴賽爾協議III，目的是防止如二〇〇八年規模的危機再次發生，而要求銀行大幅調整現金儲備。因此，央行必須擴大貨幣供給額，以配合銀行提高美元儲備的需求。為了進一步鼓勵銀行擴大現金儲備的保障，聯準會又再次以史無前例的規模支付這筆錢的利息。

《葛蘭特利率觀察家》的編輯詹姆士·葛蘭特（James Grant）解

釋這個後果：「這數兆美元的錢有很大一部分被鎖在聯準會的不活躍帳戶中.....這些美元就跟被冷凍起來是一樣的.....並沒有在外流通。」

這個策略形成了沒有通膨的「通膨」。這些「被冷凍起來」的錢就是為何量化寬鬆並未造成有如一九七〇年代大通膨的原因；雖然很多人擔心會有這個結果。但現在出現了一個新觀點：聯準會可以印製大量鈔票；然而經濟卻不會嘗到通膨的苦果。

### 「擔心通膨不夠高.....」

從二〇〇八到二〇二一年初，美國的貨幣基礎——在外流通的貨幣與銀行的存款準備金——從八千三百億美元爆增至六兆美元；聯準會憑空創造了超過五兆美元。大部分都是和這些新的銀行法規有關的意外之財，有些則是因為經濟成長的自然需求，包括美元鈔券於美國本土外的使用量大幅增加等。不過，到了二〇二一年中時，銀行裡的現金已比法規要求的還要多。

但聯準會和其他國家的央行似乎不太想放慢印鈔的速度，他們擔心利率大幅攀升會再次造成經濟衰退。雖然衰退似乎已結束了，但支出並沒有；不只是美國，其他國家也仍繼續擴大赤字中。

在十年多的時間裡，歷史性的貨幣擴張導致美元大幅貶值。從二〇〇八到二〇二〇年，黃金價格從每盎司九百美元，飆升至約一千八百美元，表示美元價值跌了一半；但央行卻公開說擔心通膨不夠高！

### 💰 透過「附賣回協議」讓錢「消失」

二〇二一年時，聯準會還在以每個月一千兩百億美元的規模，買

進美國公債和房貸抵押證券；但有意思的是，這麼做卻沒有進一步推升黃金價格和削弱美元。央行怎麼辦到的？方法就是透過一種叫「附賣回協議」（reverse repurchase agreement，簡稱reverse repo）的東西。這個很少人了解的操作方式是這樣的，聯準會買進美國公債和房貸抵押證券，藉此把錢交給銀行，然後再反過來用買進的美債做擔保品，向銀行把這些錢借回來；此舉就將錢從金融體系中拿出來了。不過別忘了，銀行其實是將錢借給聯準會，因此在短時間內，通常是隔夜，央行就必須把錢還回去，同時還要付利息。

就這樣，錢在銀行和央行之間來來回回。這個程序讓聯準會可以買進數十億美元的公債，而不會提高貨幣供給額。附賣回協議相當於把一桶水倒進池子的一端，然後再從另一端把水舀起來。最終的效果是消除聯準會買進債券所造成的影響，避免貨幣供給額增加導致美元價值下跌。

二〇二一年二月時，聯準會的資產負債表上的附賣回協議還非常少；但到了同年十二月，金額已膨脹到一・七兆美元。到目前為止，沒什麼人注意到附賣回協議；但卻讓聯準會透過買進政府公債以持續擴大資產負債表，這麼做能壓低利率並促進政府魯莽借貸。如果發生了什麼事，例如忽然的軍事危機，美國政府卻無法償還債務怎麼辦？那就會爆發嚴重的金融危機，規模大到連二〇〇八年的那次也相形見绌。

## 為什麼不能印更多鈔票維持社會福利？

如果美國可以擴大貨幣供給額卻不會創造通膨，那麼為什麼不能印鈔票以資助表面上是在幫助窮人和拯救政府的政策？這個問題正是現代貨幣理論（Modern Monetary Theory，MMT）的核心。這個

理論在「進步」社會主義的政治人物間蔚為風潮，包括美國眾議員亞歷珊卓·歐卡西歐—科特茲（Alexandria Ocasio-Cortez）、參議員柏尼·桑德斯（Bernie Sanders），以及拜登政府裡的許多人，包括拜登總統本人也是。當拜登堅稱美國政府可以透過更多支出來防止通膨時，就是在重述這個被誤導的概念。

現代貨幣理論早已存在一段時間；但因為一些高知名度的支持者和石溪大學（Stony Brook University）經濟學家史蒂芬妮·凱爾頓（Stephanie Kelton）的著作《赤字迷思：現代貨幣理論和為人民而生的經濟》（*The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*）一書的關係，這個理論現在又重新回到大眾的視野。

凱爾頓相信政府能輕鬆負擔「人民的經濟」，這是一個福利國家的概念，國家提供大量免費的東西和方案，以及像「綠色新政」（Green New Deal）這樣的決議。美國政府可以一直花錢，因為根據她的說法：「山姆大叔不會沒錢可花。」她堅稱，聯準會幾乎能無限期購債和創造貨幣；畢竟我們已經在這麼做了，不是嗎？

凱爾頓以日本為例。日本央行持有日本五成的公債——這個比例是聯準會持有美國聯邦債務比例的兩倍——而利率幾近為零。她說，不過日本和美國一樣沒發生問題。但日本龐大的債務該怎麼辦？她表示，很簡單，日本銀行（Bank of Japan）只要創造銀行存款準備金來買進日本所有的債務就行了；只要「揮動一下魔杖」或按一個鍵，她寫道：「欸！債務消失了。」

凱爾頓並不否認通膨是個憂慮；但她堅稱這是可以控制的，只要創造「一個生產力足夠的經濟體，以供給我們所需的商品和服務」即

可。她打算怎麼做？透過更多政府的支出方案和稅收——新瓶裝舊酒。我們怎麼認為？現代貨幣理論沒什麼是「現代」的新東西，真要說有什麼是新的，大概是聽起來比較像委內瑞拉或十八世紀法國的現代版。如果聯準會無止境地印鈔票以提供凱爾頓的福利國願景，投資人和任何其他持有美元的人都會開始逃命；美元會像一九九〇年代的俄羅斯盧布或古巴披索一樣。

更高的稅收和較大的政府官僚體制什麼時候創造過健全的經濟和低通膨？凱爾頓所描述的，基本上是諸如委內瑞拉、阿根廷或古巴這樣的國家，他們的政府過於膨脹，一再透過印鈔票以支付開銷。原則上，一旦允許政府不必限制支出，並得到花錢所有的好處卻不必承受繳稅和借貸這些不愉快的後果時，那就會沒完沒了。凱爾頓的「人民的經濟」這個願景，其實是透過憑空創造錢的方式來達成的；這絕對是惡性通膨爆發的配方。

---

1 這裡的「樹皮」指的是紙張，即紙幣。

2 此時為中國明朝時期。

3 此時的歐洲人已知道是地球繞著太陽轉，而非太陽繞著地球轉；但仍認為太陽是宇宙的中心。路易十四自詡為宇宙的中心，所有王公大臣的生活必須繞著他打轉，因此自號「太陽王」。

4 美國因通膨飆升，已於二〇二二年三月升息一碼，五月升息兩碼，六、七、九月都再分別升息三碼。

Chapter

3

## 爲什麼沒有 「健康」的通膨？



---

凱因斯學派對需要低通膨這樣的觀點其實是倒果爲因。試想，把你口袋裡的錢變得比較不值錢，怎麼能讓你或任何人變得比較有錢呢？大家都知道凱因斯本人承認，貨幣貶值讓政府能「偷偷而且不被發現地沒收公民一大部分的財富。」

---



為什麼我們會說通膨是壞事？許多經濟學者不同意這個說法，堅持低通膨其實是好事。

二〇二〇年夏季，數以百萬計的人因為疫情封城而失去工作。聯準會主席傑洛姆·鮑爾（Jerome Powell）宣布，聯準會將允許物價漲幅超過百分之二的正常範圍，因為央行相信這代表「穩定」。他承認：「許多人認為聯準會願意推高通膨是很反直覺的事。」鮑爾繼續解釋道：「低而穩定的通膨對運作良好的經濟體來說卻非常重要。」

他還說道：「（我們）當然會注意主要項目的價格，例如食品、汽油和住處對許多家庭帶來額外的負擔，尤其是因為失業和失去收入而陷入困難的家庭；然而持續過低的通膨可能導致嚴重的威脅。」

鮑爾這個反直覺的信念，在整個經濟界普遍獲得迴響。經濟研究網站Marketplace.org訪問的一位經濟學教授，就認同這樣的說法。網站是這麼寫的：「沒有通膨可能會對消費者造成問題，因為當物價下跌，薪資也可能跟著減少，企業銷售物品所獲得的錢也變少了。」但在疫情發生前似乎並非如此，那時的通膨不到百分之二，所得卻同時成長飆升。二〇一九年，家庭所得成長中位數是百分之六·八，是有記錄以來最大增幅。

但經濟學家和媒體界的許多人，卻持續吹捧通膨應有的好處。幾年前，就在大衰退的時候，《紐約時報》讚揚重返凱因斯學派的通膨主義。他們的報導宣稱：「不只是聯準會，許多人都認為通膨會有幫助。」舉例來說，阿拉斯加州安哥拉治市的學校董事會，就指望通膨能使教師的薪資不要漲太高；包括好市多（Costco）和沃爾瑪（Walmart）在內的零售業者，也希望較高的通膨能使獲利提升；聯邦政府也期望通膨能減輕其債務壓力。報導中引述哈佛大學經濟學家肯

恩·羅格夫（Ken Rogoff）的意見：「持續溫和的通膨不是值得擔心的事。」事實上，他還說：「我們應該要欣然接受。」

但真的是這樣嗎？不知道有沒有人問過李察·迪克森（Richard Dixon）對這個傳統觀點有什麼意見。迪克森和妻子住在密蘇里州堪薩斯市，要扶養四個年幼的孩子，現在一個月的尿布花費飆漲到三百美元。更高的物價已造成生活的負擔，使這對中年夫妻必須減少必需品的花費。

或是瑪莉莎·羅柏茲（Melissa Roberts），這位住在芝加哥郊區的年輕母親有四個孩子，她的伴侶在疫情期間失去了家具業務員的工作。食品價格飆升導致許多家庭面臨食品雜貨支出暴漲，迫使他們選擇較便宜、不健康的飲食，減少食用肉類和新鮮蔬果。

那麼像柬埔寨這樣的貧窮國家又如何？螺旋向上飆升的食品價格已導致普遍的飢餓甚至是饑荒，使新冠肺炎的惡夢更雪上加霜。如果去問這些人，我們可不認為他們會覺得物價上漲有任何好處，而他們是對的。聯準會推升物價的政策，用鮑爾的話來說是「反直覺」，因為這和常識根本相反；百分之二、百分之五或任何的通膨都沒什麼好處。

## 聯準會的過時思想

為什麼聯準會官員這麼喜歡「創造一點通膨能讓人變得比較有錢」這種想法呢？英國經濟學家凱因斯是個非常有影響力和說服力的人，他是在大蕭條期間首次提出操弄金錢的價值能帶來完全就業的想法。雖然這個主意是被誤導了，但卻符合當時亟欲終結嚴重失業的全國氣氛——更不用說央行官員野心勃勃地想對經濟有更大的影響力。

而對我們來說不幸的是，這個想法從那時開始就已揮之不去。

凱因斯對通膨與就業的看法，在一九五〇年代起大受歡迎。紐西蘭經濟學家威廉·菲利浦（William Phillips）所發表的一張圖——後來被稱為菲利浦曲線（Phillips Curve）——顯示較高的通膨和較低的失業之間具有明顯的相關性；於是他的結論是，通膨等於創造就業。

菲利浦曲線的問題在於，它是根據一個過時的想法而生；目前有七位諾貝爾獲獎經濟學家都曾致力證明這個理論有誤。經濟史學家布萊恩·迪米卓維奇（Brian Domitrovic）就在「富比士」網站（Forbes.com）指出，數字顯示通膨並不會創造就業，相反的——其實是和更高的失業率有關。迪米卓維奇指出，一九八〇年代初期發生通膨時，失業率飆升至比二〇〇八年的金融危機期間還要高。當錢變得不值錢，經濟活動可能會熱絡一小段期間，創造一些就業；但很快就會結束。

低失業率期間其實是金錢價值穩定，而且通膨最低的時候，這與凱因斯學派的信念正好相反。美國在一九二〇年代到一九六〇年代的金本位時期所經歷的，可以說就是完全就業（失業率不到百分之五）。羅納德·雷根（Ronald Reagan）穩定美元價值以及減稅後，一九八〇年代的美國經濟與就業皆欣欣向榮。另一個例子是瑞士。過去一百年來，瑞郎都是價值最穩定的貨幣；在這裡沒有證據支持菲利浦曲線，因為瑞士的失業率一直都在百分之三左右。

沒錯，經濟成長的確可能表示某些產品的價格升高；但認為推升生活開銷會創造經濟繁榮的想法卻是貨物崇拜（cargo cult），是把相關性與因果關係搞混了。認為低通膨會危害經濟也同樣荒謬，如果筆記型電腦或平面電視變便宜，有人會抱怨嗎？

## § 不能靠貶值來創造經濟繁榮的原因

凱因斯認為，通膨會因為薪資的實際價值降低，使得雇用勞工變得便宜，因此提高就業。一開始可能是如此；但雖然壓低貨幣的價值看似是「提高」薪資，不過同時也推升了生活開銷。勞工能負擔得起的東西變少了，最終會使經濟受害。

用約翰霍普金斯大學的貨幣專家史帝夫·漢奇的話來說：「如果貶值能創造這麼多成長，那非洲應該會繁榮，而且南美洲會領導全世界。」前眾議員朗·保羅（Ron Paul）曾說：「如果政府或央行真的可以只印鈔票就創造財富的話，那為什麼世界各地都有貧窮的國家？」

## 沒有通膨的「黃金」年代

如果沒有通膨是「壞事」，那麼要怎麼解釋十九世紀標準金本位制時期，經濟爆炸式的榮景，這段已被遺忘的美國史？除了幾個獨立的例外事件，包括美國內戰期間暫緩金本位制，十九世紀末期的美國物價其實是在下跌的；但美國卻享受了一百年的榮景。

漢彌爾頓所建立的穩定、以黃金為本的美元，代表投資人能獲得未損失價值的金錢，因此鼓勵了放款和投資；美國成了吸引外國資金的磁鐵。美元流入全新、創造成長的事業中，推升了生產力與創造力，使物價變得更低。一八七〇到一八九〇年，鋼鐵生產成本下跌了六分之一，全球鋼鐵產量則飆升二十倍。便宜的鋼鐵被大量用於建造新鐵路，以及開發中城市裡的摩天大樓。一八八〇年代時，美國每年增建七千英里的鐵路，運輸成本大幅下滑。

更多鋼鐵也被建造成新的汽車，例如福特的T型車（Model T）於

一九〇八年問世時，售價只要八百五十美元。到了一九二五年，亨利·福特（Henry Ford）將新的組裝產線改善得臻至完美時，汽車售價就已降至兩百六十美元。一八五〇年代時，一加侖鯨魚油（通常用於照明）售價一·七五美元。到了一八七〇年時，煤油取代鯨魚油，每加侖售價〇·二六美元。到了一九一一年，一加侖煤油售價〇·〇九二美元。這種通貨緊縮使美國到一九一三年時，成為世界上最富裕的國家。

大部分的歐洲國家以及後來的日本，都跟隨美國與英國的腳步，將貨幣連結黃金。一八〇〇年代所創造的財富，比以前所有世紀的財富加起來還要多。

## 通膨令人毛骨悚然的不公平

凱因斯學派對需要低通膨這樣的觀點其實是倒果為因。試想，把你口袋裡的錢變得比較不值錢，怎麼能讓你或任何人變得比較有錢呢？當然不能！所以許多經濟學家稱通膨為一種「隱形稅」。大家都知道凱因斯本人承認，貨幣貶值讓政府能「偷偷而且不被發現地沒收公民一大部分的財富。」

假設有一位護理師的收入是五萬美元，以年通膨率百分之二——聯準會對「穩定」的定義——來計算，表示生活開銷增加會造成這位護理師的年收入減少一千美元。這就像一種新型式的預扣稅金一樣。

通膨的隱形稅懲罰賺取固定薪資的人、儲蓄者、領取退休金的人——也就是遵守遊戲規則的人。通膨不只是侵蝕所得，也推升他們特別仰賴的商品與服務的價格，因而懲罰了這些人。石溪大學教授與社會科學家陶德·皮汀斯基（Todd Pittinsky）曾說：「基本必需品物價

的漲勢通常比奢侈品來得更高，經濟學家將這個現象稱為『通膨不平等』」。他的觀察獲得研究證實，這些研究以「吉尼係數」（Gini coefficient）衡量，顯示出通膨加劇所得的不平等。

通膨傷害低收入者的同時，卻為社經地位較高的個人和企業帶來意外之財，尤其是金融業，因為這些企業能撐過貨幣價值改變的大環境。當窮者愈窮，富者卻會變得更富有。知名經濟學家暨作家馬克·斯考森（Mark Skousen），曾引述路德維希·馮米塞斯（Ludwig von Mises）的話指出，受惠最多的通常是最先領到聯準會創造出來的錢的那些人。那些人是谁？斯考森回答，受惠者包括「大銀行、商業利益團體、股市投資人、華爾街。」

通膨也會為政府創造財富。薪資增加推升人們的課稅級距，山姆大叔就能收到更多稅金。二〇二一年的聯邦稅收增加的金額，是自一九七〇年代以來年度最大額度。一般大眾面臨物價上漲可能必須苦撐；但政府官員卻受惠於通膨帶來的大筆收入。

關於「薪資更高」的另一個要點，新冠肺炎危機是一個很好的例子，能說明通膨造成基本上的不公平。二〇二一年十月時，《華爾街日報》指出，某些產業例如不動產正經歷一場榮景；但同時「勞工卻在付出代價」。雖然他們的薪資看似增加了，但「實質時薪」——錢的購買力——卻在一年內下滑將近百分之二。根據賓州大學一個令人大開眼界的計算，一般美國家庭因為通膨，而必須多支出三千五百美元。

難怪哲學家約翰·拉克（John Locke）說過一句名言，貨幣貶值是「公然的不正義」，因為貶值等於是「把一個人的權利和資產判給另一個人」。

## § 鼓勵負債

通膨很不公平地偏好負債者，而非放款者。必須支付諸如房租或房貸這種固定債務的人，可以用更便宜的錢來還債。相較於其他東西的價值膨脹，你所欠的錢忽然間看起來變得比較合理了，因此通膨常被說是「鼓勵負債」。

因此在通膨很高的國家，利率通常也是天文數字。既然之後要償還的錢價值變得比較低，就不會有人借錢給別人。二〇二一年，阿根廷的年通膨率超過百分之五十一，利率就高達百分之三十八。土耳其的通膨率相對來說較溫和，略高於百分之二十，利率是百分之十五。美國在一九七〇年代通膨的十年，美元價值重挫，利率達到將近百分之二十二。

## § 財務遭到摧毀

在委內瑞拉和阿根廷這樣貨幣貶值還有惡性通膨歷史的國家，幾乎是沒有融資這回事；除了某些企業規模夠大足以吸引外資，或有政府人脈能取得官方補助或貸款以外。因為利率和高利貸一樣高，民眾無法取得信用卡、消費性貸款、房貸和小型企業貸款。放款者與借款者之間幾乎無法合作，除了高得令人痛苦的利率和不到一年的短期債務以外，就連政府也無法借錢。

## § 「零利率」進一步扭曲

二十一世紀是史上首次出現通膨被嚴重扭曲的情形——央行刻意人為壓低利率。我們剛才是否說過，通膨通常會帶來高利率？對，我們說了，而一些通膨最嚴重的國家就是這樣。但從二〇〇八年以來，聯準會和其他央行都在違反這個常規。他們忽略通膨，把利率壓低到

有記錄以來的最低點。

原本是要藉由非常低的利率來鼓勵放款以刺激經濟；但這個策略基本上就像加強版的凱因斯，結果卻是扭曲了資本市場——小借款者被懲罰。銀行零利率放款就賺不到錢，何苦要冒險借錢給高風險的新客戶？他們偏好財務體質佳的個人或信用風險確定的大型企業，包括不是真的需要借錢的那些人；結果，大戶可以得到免費的貸款。

舉例來說，電腦巨擘蘋果借了數百億美元；但公司手上仍有高達八百億美元的淨現金。八年來，這間公司可說是用免費的錢，來買回約四千四百億美元的股票，使在外流通股數減少了百分之三十五，推升了股價和股利。

當然，最大的債務人是美國政府。二〇二一年初，聯邦債務總金額約為二十九兆美元。通膨加上零利率借款，表示山姆大叔可以少償還數十億美元給債券持有人。這些省下來的錢讓美國政府能花更多在本來就很膨脹的官僚制度，以及失控的都市開發計畫。更多開發計畫表示要花更多錢，然後就要借更多錢，因此會創造出更多錢——這是惡性通膨循環。正如約翰霍普金斯大學政治學家約瑟夫·賈菲（Josef Joffe）所說：「通膨是讓公共債務消失最好的辦法，還能大開財務之門。缺點是什麼？美元貶值會使大眾變窮，也就更需要依賴政府。」

## 市場被金錢幻覺誤導

我們稍早解釋過，通膨如何破壞價格訊號；但價格訊號對市場感受供需來說很重要。被通膨的「金錢幻覺」（Money Illusion）所誤導的人們，通常會將物價膨脹錯誤解讀為真實世界的價值，並根據錯誤資訊做出購物或投資決策。通膨扭曲金錢，結果就會扭曲市場行為。



## § 沒有能源短缺的「能源短缺」

一九七〇年代的能源危機這個金錢幻覺造成的破壞性效果，是個頗適合放在教科書裡的案例。「尼克森衝擊」後的美元貶值很快就推升大宗商品的價格，而大宗商品市場一直都會最先感受到貨幣貶值。

從一九七三到一九七五年，油價從長期以來的每桶三美元，漲到逾十二美元，令人憂心全世界將沒有足夠的能源可用，恐懼差點就變成恐慌。美國《新聞周刊》（*Newsweek*）在某期封面報導中宣稱，美國「所有東西正在消耗殆盡」。

「能源危機」及加油站看不見盡頭的排隊車潮，這些情況被怪到阿拉伯石油禁運（Arab Oil Embargo）的頭上；這就是金錢的幻覺。經濟學家布萊恩·迪米卓維奇的解釋是，所謂的稀缺是「貨幣危機，不是石油危機」；換句話說，這是美元貶值直接造成的結果。他接著指出，美國放棄金本位制後幾天，中東的石油聯合團體、石油輸出國家組織（OPEC）的祕書長，就寫了一封信示警。他說如果浮動美元在外匯市場的價值下跌，「油國組織的會員國將採取必要的措施，以據此調整原油價格」。

迪米卓維奇說，如果美國在「尼克森衝擊」後恢復健全且穩定的美元，美國就絕對不會出現燃料危機，每加侖汽油價格「就不會超過〇·五〇美元。」

## § 通膨的凸面鏡

導致次級貸款市場崩塌以及二〇〇八年金融危機的房市泡沫，是通膨創造的金錢幻覺的另一個結果。故事始於二〇〇〇年代初期，被稱為「網路泡沫破滅」（dot-com bust）的科技股崩盤後經濟衰退。為

了振興經濟，聯準會採取一連串的措施，將聯邦資金利率降低至百分之一。從二〇〇〇到二〇〇三年，貨幣基數成長至相當於一九七〇年代通膨時期的水準。美元貶值，黃金價格大幅攀升。

別忘了，當貨幣貶值，錢會先流入硬資產，例如房地產。一九七〇年代通膨時，擁有房屋的人是最大贏家，因為通膨推升房屋價格，而房貸繳款金額膨脹。在二〇〇〇年代初期時，投資房產的吸引力可能更大，當時聯準會的利率很低，使得借錢變得更便宜，以鼓勵銀行幾乎是用贈送的方式放款給申請房貸者。他們放鬆放款標準、借更多錢給高風險的次貸借款人，造成次級房貸市場成長了百分之兩百。

通膨造成買賣雙方的盲從行為，購屋者不再被要求百分之二十的自備款才能買房，所謂的「自稱收入貸款」（Stated income loan）在當時變得很常見，這種貸款又被稱為「免證明」或是「騙子貸款」，因為借款人可以隨便說自己的所得，而銀行鮮少會去查證。難怪任何人都想借錢買房，連佛羅里達州聖彼得堡市的一個流浪漢，都買了五間房子；投機者湧入這個市場。疲弱的美元破壞定價資訊，導致人們相信房價和需求只會更高。隨著房價上揚，違約的風險看似很低，因為就算屋主繳不出貸款，也能把房子以比買進時更高的價格賣出後，償還貸款。如果買房的流浪漢違約怎麼辦？無所謂，反正房子的價值會比他的房貸還要高。

二〇〇五年時，聯準會逐步調高利率，房市開始瓦解，全美各州同時發生房貸違約而被查封的狀況，據稱當時有多達一千萬人失去房子。這場災難同步撼動了大型金融機構：投資銀行雷曼兄弟（Lehman Brothers）和貝爾斯登（Bear Stearns）破產倒閉，接著美林（Merrill Lynch）被迫出售；美國最大商業保險公司美國國際集團（AIG）以及花旗銀行（Citibank）被美國政府接手；標普五〇〇指數重挫百分之五

十八。二〇〇八年的金融危機之後發生了「大衰退」，這是自大蕭條以來最大的經濟衰退。

## 好泡沫與壞泡沫

不論是什麼原因，太多人進入市場時，每個產業都會出現變化；當全新、充滿前景的科技出現時也是如此。例如一九八〇年代初期的個人電腦興起、二十世紀初的汽車製造，以及如果有人還記得的話，一九五〇年代的呼拉圈風潮也是。在一個正常的經濟體中，企業會倒閉；但人會從失敗中記取教訓，生存下來的參與者變得更有效率，通常會做得更好。知識就是這樣獲得的，產業和社會就是這樣進步的。

但通膨泡沫則不一樣。資金被引導到錯誤的方向，造成虛假的活動。個人與企業根據被扭曲的價格訊號做決策，例如二〇〇〇年代初期購買房屋的人，相信房價只會上漲不會下跌。通膨價格訊號也會讓資金湧入沒有生產力的投資，這種投資主要目的是保存財富，而非為了推動產業發展。資金傾向流入硬資產，例如金塊。民眾急切地想要保存價值快速下跌的財富，就會將錢投入不管是任何商品或其他買得到的有形產品中。

典型的例子：在威瑪共和國通膨時買鋼琴的德國人、舊蘇聯和東歐赤貧的人民會囤積磚塊，這些都是不會腐壞而且未來可以使用的東西。由於通膨使錢的價值縮水，儲蓄變得沒有用處。約翰霍普金斯大學的經濟學家史帝芬·漢奇解釋道，與其把錢存在銀行，倒不如開一個「磚塊帳戶」。

## 稅金也膨脹了

金錢的幻覺也以類似的方式影響稅制。一九七〇年代時，中階收入的人們忽然發現，自己被推進更高的課稅級距。稅制是根據穩定的貨幣所設計的，並不會自動「根據通膨調整」，這是到一九八〇年代才開始有的。在那之前，人們並沒有真的加薪，而收入「變多了」是因為通膨的關係；但山姆大叔並不在乎。一般市井小民被應該向富人徵收的稅率給嚇到了。一九六五年時，一個收入為中位數兩倍的四口之家，被課徵的邊際稅率是百分之二十五，到了一九八〇年時變成百分之四十三。這個現象被稱為「稅級攀升」。

企業與投資人都被課徵「資本利得」稅；但其實他們根本沒有獲利，那只是通膨的幻覺而已。一九七〇年代時，考量通膨後的資本利得實質稅率可能超過百分之百。人們和企業被課徵資本利得稅；但他們資產的真實價值其實減少了。根據一項預估，如果你在一九七〇年時買進一檔標普五〇〇指數基金，然後在一九八八年賣出，因為這段期間的通膨，所以這筆投資的有效實質資本利得稅率會是百分之三百三十八。

一九七〇年代時，通膨也傷害了原本就在運作中的事業，例如工廠的資產折舊，導致通膨侵蝕稅務利益。免稅額是根據通膨前較低的買進價來計算，所以通膨時就會提高稅務負擔。難怪那段期間美國各種避稅手段紛紛出籠，報稅者為了避免稅率調高以及保護資產不被通膨侵蝕，因此投資各種東西——從種植杜鵑花與杏仁，到生產貂皮和鱒魚的農場。你曾想過為什麼一九七〇年代會拍這麼多低預算的電影嗎？當時電影拍攝量飆升；但空置辦公室的數量也大增。這些活動都不是在反應真正的商業機會，而是為了避稅，導致資金浪費在沒有用的避稅天堂，難怪經濟會停滯不前。

## 導致的結果：停滯性通膨

因為投資人偏好「現有的市場參與者」而非新企業，是以常將資金導向沒有生產力或保護性的投資，而非能帶動成功的創新——更不用說會讓政府變得更大——通膨會逐漸使經濟窒息。

新興企業變少、房屋被棄用。一九七〇年代時，會傷害新興企業的資本利得稅和其他膨脹的稅賦，扼殺了對新企業的投資。從一九六九到一九七二年間，全年首次公開發行新股（IPO）的金額有二十億美元；但到了一九七五和一九七八年間，卻只有區區的二・二五億美元。從一九六九年的一千零二十六檔新股上市，到一九七五年只有十五檔新股掛牌上市。

在通膨最嚴重的國家情況更糟，原本在進行的新專案到後來通常都被遺棄了。這就是為什麼在長期高通膨的國家，例如委內瑞拉和祕魯，你會看到許多蓋到一半的房子和辦公大樓。因為高通膨的關係，祕魯人剛開始興建房子到後來資金用盡，所以工程就停止了。一九九〇年代時，祕魯政府免除房子還沒蓋好的人的房地產稅，想藉此幫助工程完成。結果呢？有很多祕魯人反而選擇住在這些爛尾樓裡，因為這樣就不必繳房屋稅了。

委內瑞拉的情況也很類似，該國最顯著的通膨象徵，就是四十五層樓的大衛大樓（Torre de David）。這棟大樓原本應該是首都卡拉卡斯的驕傲，是一棟巨大的辦公大樓，上面還有個寬廣的直升機停機坪，卻在一九九四年時停工。大樓被大約一千個貧困家庭占據，即使沒有電梯可用，他們仍在裡面住了很多年。大衛大樓後來成了國際知名的世界最高貧民窟，還被當成電視節目與紀錄片的主題；而最後這些貧困家庭被趕走，現在這棟大樓仍空置著。

## 「低通膨」的緩慢停滯

過去幾十年來，美國經濟的低通膨水準並未造成這樣的衰變；但已經慢慢侵蝕經濟成長，這可能就是許多人抱怨「他們無法迎頭趕上」別人的原因。

在一九五〇到一九七〇年的金本位制期間，實質人均國內生產毛額增幅為百分之二·七七。但過去五十年來，由於美元法定貨幣逐漸貶值，人均GDP成長率已大幅降至百分之一·七一。如果沒有通膨呢？答案是，我們會富裕得多。

如果美國現在的成長率和一九五〇與一九六〇年代時一樣，那麼人均所得就會高出百分之七十二。美國人領到的美元購買力會更高，經濟規模會更大至少百分之五十；投資會轉向高價值的機會，而非被因為混亂、稅制扭曲的資本市場導向錯誤的地方。美國人生產的產品和服務會比現在多出十兆美元。

沒有通膨的美元代表稅基更大，能為政府創造更多收入，就不那麼需要更高的稅賦。國會甚至能平衡預算，在一九五〇和一九六〇年代美元穩定時就是這樣；一九九〇年代時，也曾短暫達成預算平衡。

根據政府的資料，現今一般美國人的財富比一九七〇年時高出一倍；但這增加的財富有部分是反映出科技的進步，例如汽車品質較好、智慧型手機出現，以及雙薪家庭的增加使得生活水準提高。如果現在的成長率和一九五〇與一九六〇年代差不多，美國的市井小民還會抱怨無法迎頭趕上別人嗎？

## 管制型國家的興起

通膨遲早會造成更多政府的管制。標準情況是：央行讓貨幣貶值、物價飆升後，政府會想辦法壓低通膨，方法就是讓人們不要花

錢。政府回應的方式包括物價管制、資本管制以及收更多稅。政府規模變大，而且通常會施加更多限制，人們就會失去自由，甚或更糟。

在古羅馬時期，戴克里先皇帝（Emperor Diocletian）設法抑制帝國內嚴重通膨的方式，就是對「九百件商品、一百三十個不同等級的勞工和幾項貨運費用」進行價格控管，換句話說就是全都管制，違反敕令的人會被判死刑。

一九七〇年代初期，尼克森對通膨的反應是薪資與物價管制。現在美國雖還沒看到因通膨重現而實施這樣的措施，但聯準會擴張貨幣供給，令政府官僚體制變得更大、更膨脹，對私人企業和個人生活的控制也更多了。

## § 更多管制 = 更少自由

曼哈頓政策研究所（Manhattan Institute）的詹姆士·科普蘭（James Copland）指出，從一九七〇年代末期以來，聯邦政府公報（Federal Register）新增逾二十萬則規定。他指出：「記錄裡也規定了超過三十萬項聯邦罪行；但其中百分之九十八都沒有被國會表決。」這還只是聯邦政府，不包括州政府。

新冠疫情期間就發生了這種龐大的官僚體制侵犯人民基本權利的事。當時疾病管制與防制中心（Centers for Disease Control and Prevention）發出禁止房東逼遷令（eviction moratoria），規定房東不能趕走繳不出房租的房客。疾管中心的禁令根本與疾病或公共衛生無關，因此越權的行為後來被最高法院推翻。許多人質疑，一個未經民選的政府衛生機構憑什麼發出「法令」，這應該是國會的工作才對。政府膨脹與權力擴張，後來在二〇二一年時造成國稅局權限也大幅增

長，其中包括呼籲監督個人的銀行帳戶等，而這麼做違反個人隱私與憲法權利。

知名科技專家暨作家喬治·吉爾德（George Gilder）提出警告，聯準會的「金錢醜聞」——透過零利率創造出來的錢——引導資金遠離能創造成長的投資項目，並流入政府的社會福利機構，因而對資本主義造成威脅。數百萬美國人的儲蓄與退休金帳戶被通膨侵蝕，使他們被推向「亟需仰賴政府的資金，例如社會福利金、失能補助金、聯邦醫療補助金以及聯邦醫療保險。」吉爾德說，這麼做並不是讓美國成為以企業和社經地位向上移動為主的社會，表示聯準會的「金錢醜聞」正在導致人們依賴政府，使美國夢消失。

## § 信任瓦解

但通膨最具破壞性的作用可能是社會行為的惡化，畢竟金錢不只是衡量的工具，更提供了一個雙方都同意且穩定的價值單位，能促進買賣與借貸雙方的信任。金錢有助於人們因為預期承諾會實現，所以願意在市場經濟中合作——我向你借的錢，和十年後還給你的錢價值是相同的。穩定的貨幣在市場的意義相當於那句黃金法則：已所不欲，勿施於人。

當金錢已不再是值得信任的價值衡量工具時，就無法兌現承諾，市場行為和人與人之間的關係就會被扭曲：協議沒有意義、債權人血本無歸、債務人得到意外之財。或是實際薪資下滑，領取退休金的人發現每個月領到的錢都不夠用、人們被課徵不公平的稅。

最糟的是，沒有人知道為什麼會發生這些事。你不知道價格為什麼上漲，也不知道你的錢為什麼沒有以前好用了。同時，你會看到某



些人獲得不公平的意外之財，卻不是透過老實工作而致富，而是憑藉資本市場扭曲以及在政府裡的人脈。因此通膨會醞釀一種不公平的感覺，造成不滿。正如凱因斯自己承認：「顛覆現有社會的基礎，最微妙、最確定的方法就是透過貨幣貶值。」不論通膨的規模大小，都會傷害社會信任。當政治分歧加劇，對周遭的不公平與不平等感到憤怒的人們，就會尋找代罪羔羊。

三世紀時，羅馬貨幣第納里烏斯嚴重貶值，羅馬人把矛頭指向基督徒；十六世紀和十七世紀英國的女巫審判，以及法國大革命的恐怖統治時期（Reign of Terror），導致一萬七千人遭到殺害，這兩件事都和貨幣混亂同時期發生。

金融以及與金融相關的人通常會被妖魔化。在威瑪共和國時期，德國人將通膨怪罪到猶太銀行家頭上。尼克森指責「投機者」造成美元重貶，幾年後又批評阿拉伯人「限制成長」。在金融危機之後的亂局中，聯準會龐大的貨幣「振興措施」（透過量化寬鬆來擴張貨幣供給），導致後來引發「占領華爾街」（Occupy Wall Street）示威，抗議「富豪」和「百分之一」的人；那場動盪仍以不同的方式持續至今。

曾獲諾貝爾獎的已故保加利亞作家伊萊亞斯·卡內提（Elias Canetti），描述德國貨幣崩盤後社會的不安時，提供了一個很有意思的解釋，以說明人們對通膨非常特殊的反應。由於對自己的財富價值縮小感到羞恥，人們報復的方式就是使別人的財富也縮水。他寫道：「當時多數人對待東西的方式，就是一定要讓它愈來愈不值錢，就像通膨時金錢的單位縮水一樣。」

## 墮落的社會

如果通膨一直揮之不去，而且變得夠嚴重，就會形成真正的惡性循環。經濟會惡化、稅收的真實價值就會下降；通膨使得人們變窮，支付的錢實際的價值更低。惡性通膨也讓政府的合法性崩解，公民怨恨更高的稅率，覺得已不再有義務繳稅，是以逃稅的情形大增；但這些只會提高政府融資的壓力，導致印更多鈔票。

社會信心瓦解加劇無止境的貪腐，阿根廷人每天的日常就是面對持續的混亂。一位阿根廷人說，每年薪資合約都會調高好幾次，勞工動不動就罷工，迎頭趕上別人似乎是不可能的。

在阿根廷，每天都像戰爭，包括在不同商店比價並討價還價、錙銖必較、在銀行排隊繳費或領取補助金等。因此他們無法抬頭挺胸，只能試著生存下來並接受一個事實，那就是沒有「阿根廷夢」這回事。他還說，所以阿根廷的人均心理學家最多並不意外。國家貪腐嚴重，許多權力集中在寡頭和官僚手中，做生意的人一定要給官員回扣。

通膨也切斷了努力與獎勵之間的連結，加速道德淪喪。亞當·佛格森寫道，在威瑪共和國時，「傳統的美德諸如節儉、誠實和辛勤工作都已不再受青睞。每個人只想設法快速致富，尤其是貨幣或股票投機可能比勞動能創造更多收益」。

第一次世界大戰前，幾乎沒有賄賂這回事。但到了一九二四年時，資金或收入不斷縮水與對未來的不確定性，任何社會階級只有極少數人沒有受到普遍、摧殘心靈的影響。從逃稅、囤積食物、貨幣投機或違法換匯等——這些犯罪行為的受害者全是政府，每一種犯罪多多少少都是個人迫於生存壓力而做的——只差一點就要違反十誡（Ten Commandments）的一條或多條誡律了。

因此通膨失控的國家，犯罪數也會激增。長期經歷通膨的巴西，一直深受犯罪猖獗以及警察不法行為所苦；惡性通膨嚴重的委內瑞拉，年通膨率高達百分之六萬，犯罪率居整個南美洲之冠。研究顯示，通膨與犯罪之間的關聯，比和失業的關聯還要強。密蘇里聖路易大學（University of Missouri–St. Louis）犯罪學與刑事司法理監事教授李察·羅森菲爾德（Richard Rosenfeld）指出：「將通膨連結至犯罪的關鍵機制，就是黑市商品的價格。」他解釋道：「物價上漲使得便宜、被竊的商品更有吸引力，因此加強了人們以竊盜供應黑市商品的動力。當通膨偏低時，情況則相反。」

## 強人與獨裁政權興起

提到極端通膨最嚴重的情況，通常會想到羅馬帝國的瓦解與第一次世界大戰後威瑪共和國的「大失序」。而貨幣貶值在每一次重大的社會動亂中扮演的角色，大都被忽略了。

嚴重的通膨加劇了緊張情勢，不只在委內瑞拉和阿根廷，還有整個中東國家。二〇一〇年，突尼西亞街頭示威引發「阿拉伯之春」，主要是關於食品價格居高不下；動盪後來還往外延燒至埃及。二〇〇八年，當地的消費者物價指數跳升至百分之十八，導致穆巴拉克總統以及繼任的穆西總統政府倒臺。伊朗的動盪也持續加劇，二〇〇八年官方的通膨數字飆升至百分之二十五，後來又升得更高。

一九八九年，俄羅斯開始發生惡性通膨。黑市從原本的四盧布兌一美元，飆漲至五千盧布兌換一美元；一九九一年蘇聯瓦解，車臣爆發內戰。一九九七年貨幣災難後，印尼物價年增率升至百分之四十，東帝汶（East Timor）也步上相同的後塵。一九八〇年代，南斯拉夫（Yugoslavia）受惡性通膨所苦，最終分裂成六個國家：塞爾維亞

（Serbia）、克羅埃西亞（Croatia）、斯洛維尼亞（Slovenia）、蒙特內哥羅（Montenegro）、波士尼亞（Bosnia）和北馬其頓（North Macedonia）。

在這種動亂下會發生什麼事？人們通常會轉而尋求強人和獨裁者。一七九〇年代，法國大革命下的惡性通膨，導致後來拿破崙（Napoleon）的崛起，他將貨幣連結至黃金，從而穩定了貨幣。二十世紀初期，一戰後的通膨橫掃許多歐洲國家，不只是為希特勒（Adolf Hitler），也為戰爭時期的其他獨裁者搭起了舞台，包括義大利的墨索里尼（Benito Mussolini）、西班牙的佛朗哥（Francisco Franco）、匈牙利的霍爾帝·米克洛什（Miklos Horthy）以及俄羅斯的史達林（Joseph Stalin）。

## 還沒有人開始擔心的危險

聯準會前主席保羅·沃克（Paul Volcker）過世前不久，在新冠疫情前一場誠實的訪談中，談到創造百分之二的通膨這種貨幣政策的危險性。「當你開始以百分之二為目標，就會聽到人們說『也許可以升到百分之三以刺激經濟』。如果沒有用，我們就會提高到百分之四。」這就是他說「當通膨啟動時，通常會自己加速」的原因之一。

到了二〇二一年底，沃克的預言成真了，通膨超過百分之六。美國不是威瑪共和國時期的德國，也非阿根廷或委內瑞拉；但過去二十年來的低通膨已經造成了傷害，侵蝕了百分之三十八的美元購買力。房價泡沫膨脹爆發成全球性的金融危機、自大蕭條以來最嚴重的衰退，以及數十年來不曾見過的暴力動盪。

研究顯示，民眾對美國政府機構的信任，自貨幣相對穩定的一九

九〇年代大幅下滑，政治兩極化的情況是近期以來最嚴重。不只是在美國，世界各地都爆發街頭暴力。激進的運動嘲諷著社會規範，並攻擊美國民主資本主義制度的價值觀與象徵，包括憲法與開國元勳。政府變得愈來愈大、愈侵犯人民；政治言論變得更陰暗、更悲觀。

社群媒體的興起與新冠肺炎疫情在這些事件裡也扮演著重要的角色；但我們在輿論中經常聽到的妖魔化與卸責言論，愈來愈讓人覺得這個國家正深陷通膨的苦難中。舉例來說，拜登政府指責肉品製造商和其他產業造成物價高漲並「牟取暴利」；但事實遠沒這麼簡單。

通膨敗壞社會不只是國內問題，也壓抑了企業動能，而這一直以來都是美國實力的來源，因此威脅到美國的國家安全。我們在一九七〇年代就能看到這個情況開始發展：通膨弱化了美國的經濟、削弱美國的政治意志。美國撤出南亞並拋棄了南越的人民；古巴的蘇聯式共產主義似乎正要掌控中美洲；尼加拉瓜（Nicaragua）向古巴哈瓦納和俄國莫斯科靠攏。當時人們覺得美國國力正在式微，美國軍事被忽略，海軍艦艇損壞失修。我們的弱勢使得勁敵變得大膽，俄羅斯在一九七九年十二月無所顧忌地挺進阿富汗；美國無法拯救被伊朗挾持的外交官人質。

幸好，到了一九八〇年代末期，停滯性通膨徹底結束，美國的實力在雷根政府時期恢復。我們將在下一章看到，雷根是少數成功擊敗重大通膨的領導者之一。

Chapter

4

## 高通膨的痛苦 如何結束？



---

爲了抑制這場災難，國際貨幣基金建議一輪撙節措施——俄羅斯也接受了建議。撙節措施包括課徵新稅以及減少開支，目標是創造財政盈餘。但增稅只是加速盧布貶值的壓力，國際貨幣基金創造的災難，後來導致俄國選出強人普丁（Vladimir Putin）。

---

各國通常如何控制通膨？答案是：用非常差勁的辦法。因為誤解了金錢的意義，所以各國政府和央行太常將貨幣貶值；結果因為準備不足，導致無法把通膨精靈召喚回瓶子裡。歷史上有許多設法結束貨幣災難的作為都以失敗收場，而且對經濟造成更嚴重的問題。

這是因為決策官員大多能力不足，或是不願意承認貨幣貶值真正的原因，於是就把錯都推到市場頭上：大家花太多錢了！企業哄抬物價！經濟過熱！快想辦法！而他們想的辦法就是迫使各行各業降價，或讓大家少花點錢；但這些策略從來沒有成功過。

## 拯救通膨失敗的案例

**阿根廷：資本管制失敗。**許多國家試圖支撐起重貶的貨幣，透過所謂的「資本管制」，以人為的方式提高需求。阿根廷經常限制企業使用美元交易，以設法支撐起嚴重貶值的披索，就連信用卡的使用也被限制。而這些管制都重創大量使用美元的阿根廷貿易。雖然管制後來取消了一段時間，結果又恢復管制。二〇二一年時，在短暫下降了一段時間後，阿根廷通膨（當時已達到百分之五十）再次飆升。阿根廷披索的價值從二〇一七年的十五披索兌一美元，貶到一百零七披索兌一美元。

**土耳其：打擊「食品恐怖分子」。**物價管制是另一個政府最喜歡的方式，通常還會伴隨著威權政府的威脅與羞辱。土耳其里拉貶值造成食品價格上揚，土耳其強人總統艾爾多安（Recep Tayyip Erdogan）的回應方式，是指責外國的「食品恐怖分子」，宣稱他們與國際投機者合作。他呼籲公民通報「霸凌」消費者的食品業者，並下令對食品店和倉庫進行價格檢查。為了提供一些價格競爭，政府也開設了攤位販售折扣食品與其他產品。不過這些措施對土耳其飆高的通膨幾乎沒

有任何影響，食品價格仍持續升高，年增率為百分之二十五。

**委內瑞拉：印更多鈔票。**通膨率居世界之冠的委內瑞拉，一度對所有東西實施嚴格的價格管制。從玉米麵粉、汽車零件到兒童玩具，不一而足。政府派出物價檢查部隊，帶著央行的資料，以追查任何可能哄抬物價的人。在進一步重挫國家經濟後，管制最終解除了；但同時政府仍繼續印鈔票，以支付飆漲的薪資。委內瑞拉的薪資在一年內就漲了至少六十倍。

**美國：尼克森衝擊。**物價管制也是美國第三十七任總統最喜歡的方式。在面對一九七一年的溫和通膨時，尼克森的反應是凍結薪資與物價波動九十天——這是美國史上唯一一次承平時對薪資與物價進行管制。後來他成立薪資與物價委員會，負責核准薪資與物價上漲。尼克森相信這些管制措施再加上聯準會的貨幣擴張，將推升就業且造成最低度的通膨。尼克森雖然連任成功，但他的控管完全沒有抑制物價上揚。美元取消金本位制後，美元兌外幣的價值重挫，導致消費者物價指數飆升過高。

接下來的四年內，全年通膨率達到兩位數。在尼克森被迫辭去總統職位後，繼任者傑洛德·福特（Gerald Ford）面對一九七四年不斷上漲的油價，採取的措施是以公關宣傳方式，發布一個又大又紅的按鈕，上面寫著「WIN」（贏），是「Whip Inflation Now!」（馬上打擊通膨！）的縮寫。那場公關宣傳包括鼓勵採取一些行動，例如共乘、關掉冷氣以及自己種蔬果。

嚴重的衰退和高失業率雖然暫時將通膨壓抑下來；但WIN按鈕的宣傳對暫緩美元貶值幾乎沒什麼用，美元後來又繼續走貶。這個按鈕之後變成收藏品，能在eBay上買到，且被載入史冊，象徵著政府行政



部門對通膨反應的無效回應。

福特總統的繼任者吉米·卡特總統（President Jimmy Carter），試著減少向外國買進石油，藉此降低油價通膨；但這只使得當時被稱為「卡特加油線」（Carter gas line）的加油隊伍排得更長。在一場知名演說中，穿著羊毛外套的卡特向公民溫情喊話，請他們別把冷氣溫度調得那麼低。這個要求對通膨降溫幾乎沒有作用，到他任期結束時，通膨已達到近百分之十五。

## 透過「擲節」措施打擊通膨的迷思

另一個打擊通膨的策略是「擲節」。結合了大幅調高稅率、超級高的利率、刪減政府支出，以及讓貨幣貶值更多。沒錯！就是這個。這些所謂的補救辦法，是根據對大蕭條所做的錯誤評論。當時（而且到了現在也常常如此）凱因斯學派的支持者認為，通膨主要是非貨幣的現象，於是將通膨歸咎於經濟繁榮使得對產品與服務的需求過高。換句話說，他們認為是經濟繁榮的錯，並相信通貨緊縮是因為經濟衰退造成的。擲節措施的目標是要抑制物價膨脹，而方式就是創造「衰退以打斷通膨」。

這不是這些嚴格措施唯一令人疑惑之處。支持擲節措施的人宣稱，大幅調高稅率是「好事」，因為這麼做看似有助於政府平衡預算，而且不用印鈔票。高稅率也會「使消費者需求降溫」，這樣就能減輕價格壓力。

擲節措施所實施的超高利率，可能高達百分之十五或更多，而上述的官方解釋同樣也不太可能發生：需要以超高利率來造成衰退，因為非常需要用衰退來壓制通膨。高利率的目的同樣是為了吸引人們投

資國家的高殖利率證券，因為投資人「應該」會利用國家的錢來買進債券。支持摶節措施的人堅稱，調高利率就會使貨幣的需求增加，因此貨幣的價值就會提升，至少他們是這麼想的。

摶節措施是國際貨幣基金（International Monetary Fund，IMF）最喜歡用來抗通膨的「補救」方式，這個有一百九十個會員國的國際性組織的任務，有一部分在於促進全球金融的穩定。深受通膨所苦的國家，通常會找上國際貨幣基金專家提供協助；但這些國家其實不該這麼做。世界各地的國家在採納他們的建議後，反而使經濟更加惡化。那為什麼這麼多國家還是繼續聽IMF的建議呢？因為聽話的國家可以得到豐厚的補助方案，為國家帶來就算沒有數十億也有好幾億美元的資金；但這筆錢通常只落入政府官員的私人銀行帳戶裡。

## 國際貨幣基金開給亞洲的一帖不良藥方

國際貨幣基金診治不當的經典案例，就是在一九九〇年代末期干預亞洲貨幣危機。那時美元升值，使得連結美元的亞幣承受壓力。交易員拋售泰銖和其他亞幣，買進美元；但國際貨幣基金堅稱問題在於泰國政府的赤字。這個機構建議採取摶節方案，包括加稅以及緊縮支出，讓政府的小額赤字轉為盈餘；然而這個策略卻是災難一場。泰銖進一步貶值，石油產品的稅率上升引爆各地示威。最後，泰國政府逆轉這些政策，泰銖便開始止貶回升。

### § 俄羅斯的貨幣災難催生了普丁

一九八〇年代末期和一九九〇年代初期，面臨盧布貶值造成螺旋式通膨的俄羅斯，也犯了向國際貨幣基金求助的錯誤。時任總統戈巴契夫（Mikhail Gorbachev）採取「改革開放」（Perestroika）政策以親

近西方國家，以美元進行更多國際貿易就是這個政策的一部分，結果導致盧布的需求大跌。與此同時，俄國的官僚共產政府開始以印鈔票的方式，融資龐大的赤字，其結果就是惡性通膨飆升。

俄國的國際貨幣基金顧問，建議減少盧布的供給額以減緩惡性通膨。俄國公民被下令交出面額較高的鈔票，換取面額較小、同樣金額的鈔票；但有個限制：每人換鈔的上限為一千盧布。政府等於是從四面楚歌的俄國公民手上偷走錢。然而問題並不在於貨幣供給額本身，而是沒有人信任盧布。俄國此舉等於是宣布大量的貨幣不值錢，導致問題惡化速度如指數攀升。為什麼要持有盧布？盧布在全球貨幣市場上崩盤。俄國的工業生產和國內生產毛額都下滑。

此時戈巴契夫已經被葉爾欽（Boris Yeltsin）取代，他採取國營經濟私有化的改革。許多商品的價格如石油等，全都自由化，同時稅率也調得更高，根本沒有轉型成真正的市場經濟。於是被惡性通膨和高得離譜的稅率壓垮的經濟，就這麼一蹶不振。

最終的結果是經濟混亂，盧布根本不值錢，仍在運作中的工廠以生產的產品來支付員工薪資。勞工會收到好幾箱的衛生紙、煞車片或床墊，員工再把這些東西拿到黑市販賣，藉以逃避俄國令人厭惡的增值稅。俄羅斯的農業轉向內銷，勞工吃自己種植的食物，城市居民開始在自家後院和屋頂建立菜園，以確保有東西可吃。

為了抑制這場災難，國際貨幣基金建議一輪撙節措施——俄羅斯也接受了建議。撙節措施包括課徵新稅以及減少開支，目標是創造財政盈餘。但增稅只是加速盧布貶值的壓力，國際貨幣基金創造的災難，後來導致俄國選出強人普丁（Vladimir Putin）。

## § 「修復」措施失敗的原因

打擊通膨的法規和稅賦之所以會失敗，是因為這些措施並沒有針對危機對症下藥——問題就是貨幣貶值。因為無法解決這個中心問題，所以不管什麼「解決方案」都只是進一步傷害對政府和貨幣的信心，使情況變得更糟。

薪資與物價管制其實就是「通膨的反面」，會導致物價被人為壓低。其結果便是物資的短缺，所以才會發生一九七〇年代，美國加油站排隊加油的隊伍，以及俄國、委內瑞拉和其他實施限制的國家商店，貨架上空空如也的情形。

## § 貨幣管制創造黑市

立法規定公民使用該國幾乎不值錢的貨幣，可以推升貨幣的需求和價值——至少一開始是。馬來西亞和中國就是靠著貨幣管制來撐過亞洲金融風暴；但這只是權宜之計，人們還是會找到規避的方法，就像被禁用美元的阿根廷人，透過黑市規避這些管制。被稱為小樹（arbolitos）的黑市貨幣交易員已存在數十年，他們在街上對行人叫賣 Cambio ! Cambio !（換匯）。觀光客把美元賣給他們可以拿到不錯的匯率，而這些小樹再把美元賣給厭倦了通膨的阿根廷人。

## 「撙節措施」有什麼不對？

正如所有其他政策失誤一樣，撙節措施聚焦於透過創造衰退以抑制物價，這完全沒打到重點。通膨基本上並非因為過多需求推升物價上漲；但一國的貨幣價值卻會下跌。正如我們看到國際貨幣基金干預亞洲和俄國，撙節的嚴格措施可能會引發衰退；但卻沒有終結通膨，反而常使危機惡化。高稅率扼殺經濟活動，而超高的利率並不會吸引

投資人，因為不可靠的貨幣就算利率再高，也無法創造吸引力。相反的，商業活動會大減。摧毀對貨幣的需求導致供給持續過多，通膨就會惡化下去。

想像一下，如果聯準會忽然將隔夜聯邦基金利率目標設定為百分之二十五，美國會發生什麼事？沒有人借得起錢，投資會嘎然而止，股市會殺聲震天，美元絕對會崩盤。是的，撙節會帶來衰退；但這個策略就像古代醫生用放血來治療疾病一樣，病是「治好了」沒錯；但病患也死了。

## § 干預外匯市場

央行也會尋求額外的撙節措施，設法用外匯存底——也許是美元或歐元——在市場上買進自己的貨幣，以支撐其價值。如果你從本書開頭一直讀到這裡，可能會認為這麼做應該有用。畢竟不是要減少貨幣供給過量嗎？但這種被稱為「干預外匯市場」的措施通常會失敗。為什麼？因為央行買進自己的貨幣後，這些錢最後都會被倒回國內市場經濟裡，所以貨幣供給並沒有減少。用央行官員的術語來說，這種外匯市場干預最後都會被「沖銷」（sterilized）。當市場看到央行這麼做時，就知道可能會失敗，導致信心進一步下降。泰國和印尼在一九九〇年代的亞洲金融風暴時，都犯過這個錯誤，也無法抑制通膨。

## § 「一體適用全部」的解決方案

我們先前已經說過，不是所有的通膨都是政府赤字和貨幣供給額擴張造成的結果。在亞洲金融風暴時，許多陷入困境的國家政府赤字都是世界上最低的，絕對比大部分已開發國家要好得多；泰國和南韓只是其中兩個例子。一九九六年時，他們的政府負債不到國內生產毛

額的百分之十；但國際貨幣基金的官僚完全沒有注意到這個事實，由上而下的建議都沒瞄準重點。

## § 一大堆條件綁在一起

國際貨幣基金的建議也帶有不少政策條件。國際貨幣基金貸款的目的是幫助國家重新站起來，並推升對該國貨幣的信心；但也可能會附帶無數政客想要的條件。亞洲金融風暴期間，印尼盾重貶時就是這樣。印尼政府內的改革者把自己想要做的專案，加到國際貨幣基金的貸款條件中。保守派想要各種自由市場改革；自由派想要人權和環保法規，其中包括限制釣魚，沒錯，就是限制釣魚。

國際貨幣基金放款的一百多個條件，根本沒有推升印尼盾（rupiah）的價值，也沒有解決印尼的貨幣危機。這些條件唯一達成的（而且只是暫時性達成），就是按照約翰霍普金斯大學知名經濟學家史蒂夫·漢奇（Steve Hanke）的建議，成立聯繫匯率制（currency board）。聯繫匯率制將印尼盾連結至其他國家較穩定的貨幣，這絕對能解決惡性通膨的問題。但國際貨幣基金在美國總統柯林頓（Bill Clinton）的協助下，最後迫使印尼總統蘇哈托（Suharto）放棄這個計畫。結果發生了什麼事？印尼盾再次崩盤，雅加達發生暴動，蘇哈托最終被迫下台。

國際貨幣基金的貸款方案，無法彌補他們開出來（通常是毒藥）的解方。國際貨幣基金貸款數億美元的補助金給辛巴威；但辛巴威卻仍無法結束惡名遠播的惡性通膨。情況嚴重到辛巴威必須不只一次放棄現有的貨幣並發行新貨幣；但這麼做也沒有用。

## 該如何真正解決通膨

該如何結束通膨？好消息是，國家不需要調高稅率、超高利率、可怕的衰退——或甚至是限制釣魚。解決通膨的辦法非常簡單，就是穩定其貨幣的價值。

如何實現貨幣價值穩定？當一國的貨幣開始貶值，政府該做的第一步，就是公開宣布要支撐貨幣，也就是維持其價值。這麼做的方法非常簡單，就是縮小貨幣基數（記住，當貨幣相對於需求沒有超額供給時，貨幣價值就會損失）。人們了解到央行正在處理危機，那麼貨幣的需求以及其價值就會快速上升。投資人會想要收到以健全貨幣支付的報酬，信心可望回升；當貨幣開始反彈，經濟就會漸漸成長。央行可能很快就必須滿足飆升的需求，並調高貨幣供給以避免幣值升得太快。

有兩個基本方式能降低基礎貨幣供給。一個是透過干預，也就是政府在外匯市場買進自己的貨幣。但我們剛才不是說，這樣的操作通常會失敗嗎？那是因為這些國家沒有以適當的方式執行這種操作。如果交易的結果是降低貨幣供給，那麼外匯干預就會成功。央行不應該犯下這個常見的錯誤，把他們在匯市買來的貨幣再度倒回國內經濟中，這個程序稱為「沖銷」（sterilization）。央行在外匯交易中花掉的每一美元或每一歐元，本國的貨幣供給都必須減少相同的量。

另一個方法就是賣出資產。通常是賣政府公債以取得國內貨幣——換句話說，公開市場操作。賣公債收到的貨幣會減少貨幣供給。而恢復健全貨幣的最後一個方式，就是透過啟動有利市場的政策，這個稍後會看到。當經濟正在擴張，表示該國的貨幣需求會增加，鼓勵更高的價值。央行用「印鈔票」來刺激疲弱經濟的壓力就會比較小。

## 戰後德國與日本的金錢奇蹟

一九四九年第二次世界大戰後立即面對的後果，就是德國再次陷入惡性通膨，因為國家印鈔票以支付政府赤字。曾有一項預估認為，當時有多達一半的交易是用以物易物的方式進行，雪茄和巧克力被當成錢來流通。

健全的金錢和解除法規，管制結束了德國戰後的通膨。同盟國介入干預，並請總部位於底特律的銀行家約瑟夫·道吉（Joseph Dodge），來解決德國的惡性通膨。他隨即立法將政府赤字列為違法。除非先收到稅收，否則政府不能花錢；此舉紓緩了央行融資政府的壓力。爆發惡性通膨的帝國馬克（Reichsmark），被新的貨幣德國馬克（Deutsche Mark）所取代，而德國馬克又連結至金本位的美元。可怕的通膨在一夕之間結束。

德國新任的經濟機會辦公室（Office of Economic Opportunity）主任路德維希·艾哈德（Ludwig Erhard）採取撙節的相反措施。他除了協助建立全新又可靠的德國馬克外，還大幅減稅。他也取消各種薪資與物價管制，並終結戰爭時期實施的配給；德國經濟開始飆速成長。艾哈德後來擔任新成立的德國聯邦共和的經濟部長，後來又成為總理，實施了一連串減稅措施。最高所得稅率從百分之九十五降至百分之五十三，而適用最高稅率的所得金額，從六萬馬克上升至十一萬零四十馬克。德國從一九五〇和一九六〇年代成為全球最強的經濟體之一。隨著經濟繁榮，央行就沒有壓力用「印鈔票」來帶動經濟成長。德國馬克變成全世界最可靠的貨幣之一，最後成為歐元的核心國家。

日本：禁止政府支出，以及日圓連結美元。約瑟夫·道吉在德國的政策一成功，就又被派去東京施展相同的魔法。日本央行也以印鈔票來資助政府，導致惡性通膨肆虐，重創經濟。道吉再次實施禁赤字支出令，一直持續到一九六五年，又將日圓連結金本位的美元。



危機馬上就結束了；但這不是撙節措施。日本也和德國一樣大幅減稅，全國營業稅被取消。在一九五〇年代一連串減稅措施中，最高所得稅率從百分之八十五降至百分之五十五。股利、利息收入和資本利得的稅率，都和一般所得稅率一樣。很快的，股利的稅率就降低；利息收入的稅率只有百分之十；資本利得則是免稅。當時日本的成長率與現在的中國一樣，而且成為全球最大的經濟體之一。日本的「經濟奇蹟」後來超越德國。這兩國實現了本書共同作者奈森·路易士（Nathan Lewis）所說的「魔法公式」：健全的貨幣與低稅率的效果。

## 保羅·沃克如何打擊 一九七〇年代的停滯性通膨

三十年後，美國在一九七〇年代面臨一個不同的挑戰。美元傳統的價值錨，也就是金本位制被尼克森取消後，物價開始飆升。到了七〇年代末期，通膨已達到將近百分之十五。美國深陷「停滯性通膨」所苦，通膨預期已經難以消除，不斷升高的物價被視為很自然的事。

這時保羅·沃克登場了，他在一九七九年於卡特政府時期擔任聯準會主席。那時央行「印鈔票」終於被承認是經濟疲弱的原因，沃克的任務就是解決這個問題；但他一開始的做法失敗了。沃克一開始的「貨幣實驗」焦點過於集中在調整貨幣供給額，而不是將注意力放在貨幣的價值上，所以這個策略並不成功。

原因之一是，總貨幣供給額中，聯準會能直接控制的只有一部分。央行控制所謂的「貨幣基數」，也就是在外流通以及銀行存款準備金的貨幣金額；但不包括支票帳戶、定存單或貨幣市場基金。不過這樣的「類現金」工具對經濟活動和通膨有直接的衝擊。沃克的貨幣

實驗方法也沒有注意到貨幣的價值，因此他的努力失敗了。結果就如同搭雲霄飛車——美元的價值崩盤，反映出來的是黃金價格從每盎司三百美元，在五個月後飆漲至八百五十美元。

不久後，美元就反彈了；但消費者物價指數仍在繼續上揚。沃克後來相信，貨幣實驗的方法沒有用。解決這個痛苦唯一的辦法，就是嚴格的摺節措施，包括允許利率達到前所未有的水準。不過正如之前說過的，消費者物價指數反應聯準會行動的速度通常會比較慢，所以沃克再次誤判情況。到了一九八二年，黃金跌回到每盎司三百美元——自雷根總統上任以來，美元價值翻了一倍。

緊縮支出達成了想要的經濟衰退，物價下滑了；但正如沃克所承認的，他可能做得太過火了。「利率升得高過我們的預期」，四年房貸利率超過百分之十八；最低的短期借款利率超過百分之二十一；代價就是令人痛苦的經濟下滑。失業率比二〇〇八到二〇〇九年經濟危機期高峰還要高。大宗商品價格大跌重創農民，他們開著曳引機到聯準會總部前抗議；住宅營造商將磚頭和木板郵寄到聯準會；汽車經銷商則是寄給他們庫存的車鑰匙。

從後見之明看來，我們能輕鬆地說沃克早該放鬆油門；但可能是因為多位前任聯準會主席失敗的陰霾令他揮之不去。過去的努力造成停滯，結果只是通膨回升、物價飆得更高，美國人迫切想要一個解決方案。沃克必須確定，這次通膨怪獸不會再回來。

當他發現持續升值的美元恐怕會觸發全球金融危機時，終於放棄了嚴厲的措施。美元升值代表以美元計價的國債負擔加倍，墨西哥宣布債務違約的機率上升，因為美國的銀行業持有相當大量的拉丁美洲負債部位，崩盤可能擴及美國。為了防止這樣的災難，沃克開始放鬆

政策，讓更多流動性進入銀行業。過於緊縮的政策以及通縮結束了；利率重挫，股市飆漲。

從這時候，沃克就開始追蹤黃金和大宗商品的價格，以期維持美元的穩定。他現在專注於貨幣價值的穩定，而不只是貨幣供給的統計數據而已。沃克的成功，再加上雷根的自由市場政策，帶動了經濟繁榮。在一九八〇年代初期一開始衰退後，從一九八三到一九八九年，美國每年的經濟成長率為百分之四・三。痛苦指數——結合失業率和通膨的指標——從卡特執政那幾年的高水準百分之二十二，降到一九八六年底時的百分之七。

不過保羅・沃克寬鬆的商品標準，並不如傳統的金本位制來得有效。美元還是大幅波動，每盎司金價介於三百到五百美元之間。沃克之後，艾倫・葛林斯潘（Alan Greenspan）於一九八七年接任聯準會主席。長期以來倡導讓美元恢復金本位制的葛林斯潘，微調了沃克的策略，進一步抑制美元的波動，並將美元維持在每盎司黃金接近三百五十美元的價位。

葛林斯潘後來承認，當時他維持美元穩定的政策，事實上就是金本位制。他在二〇〇四年對國會作證時解釋道：「在這段法幣時期，央行的政策之所以會成功，主要是因為我們傾向複製大宗商品本位制成功的方法。」

世界各地的央行開始效法葛林斯潘的方法。「從一九七〇年代末期開始，央行官員的表現彷彿我們是採取金本位制。」他在二〇〇五年時這麼說。葛林斯潘的貨幣穩定政策，為「大平穩期」奠定基礎，也就是一九八〇和一九九〇年代低通膨、高成長的年代。他的成就贏得讚賞，包括被尊稱為「大師」（the Maestro）以及被封爵。不幸的

是，在一九九〇年代末期，葛林斯潘忽略黃金和大宗商品的訊號，並允許美元價值升到令人痛苦的水準；強勢美元啟動了亞洲金融風暴。

直至今日，大部分的經濟學家依然不了解，一九七〇年代的停滯性通膨和一九八〇與一九九〇年代的大平穩期重要的因素，就是美元的價值。

## 俄羅斯：意外的成功案例

國際貨幣基金在一九九〇年代末期提出的計畫，對俄國造成災難，為普丁的執行鋪設了舞台。因為普丁承諾將終結導致俄國進入以物易物經濟的破壞性惡性通膨，使得他得以崛起掌權。他對經濟成長率百分之七的樂觀願景，被已歷經二十年混亂的國家欣然接受。

在一九九九年八月掌權後，普丁幾乎是立即實現他的承諾。一長串的稅賦不是被降低就是被取消。二〇〇〇年時，他通過激進的百分之十三單一稅負，是全世界最低。單一稅負還有一個額外的優點，那就是能避免引發通膨。因為沒有課稅級距，所以不會有「稅級攀升」的問題。當商業開始起飛，盧布的需求自然增加，使匯率維持在二十九盧布兌一美元的水準。

結果，俄國經濟於二〇〇〇年成長百分之十，是一九六〇年以來，頭一回出現高成長。多虧了新的百分之十三的單一稅負，政府的所得稅歲入一年就成長了百分之四十六，已經沒有逃漏稅的必要了。稅務負擔減輕加上可靠的貨幣，俄國的復興很類似一九五〇年代的德國。不幸的是，這個驚人的經濟擴張在二〇〇八年全球金融危機時暫緩。在後續的衰退時，稅率大幅調高，盧布貶值到一文不值。俄羅斯央行的反應是採取撙節策略，也就是超過百分之三十的超高利率。但

可以預測得到，這麼做無法抑制通膨。本書共同作者奈森·路易士在俄文網路雜誌*Pravda.ru*撰文，建議俄國央行使用「不沖銷」外匯干預措施來縮小貨幣基數，以支撐盧布的匯價。央行在二〇〇九年二月時接受了這一帖藥方，而且立即藥到病除。盧布的價值飆升，幾個月後利率大幅下滑至不到百分之十；俄國的危機結束了。

## 現在該怎麼辦？

那美國呢？美國能抑制自己創造的通膨嗎？答案是：我們辦得到，而且可以很快辦到。只要美國再度醒悟，了解到健全的美元價值的重要性，以及有政治意願維持其價值的穩定，那麼一九八〇和一九九〇年代的金融穩定性和活躍的成長，都是有可能的。以下將描述幾個美國或其他國家能用來終結通膨的方法。

### § 聯繫匯率制

我們稍早解釋了聯繫匯率制是一個貨幣主管機構，作用就像金本位制一樣。但不是連結至黃金，而是連結美元、歐元或其他較穩定的「儲備」貨幣。聯繫匯率制已經有逾一百五十年的歷史，就連波動最劇烈的惡性通膨也能奇蹟般地成功穩定下來，而且通常能在幾天內就穩定了。這個負責聯繫匯率制的機構不能放款也不能印鈔票，不具備央行的權限，唯一的任務就是防止通膨，確保貨幣維持固定的價值。

協助世界各國設計聯繫匯率制的約翰霍普金斯大學經濟學家史帝夫·漢奇解釋道，當地貨幣由穩定貨幣「百分之百」支撐，以提振信心。「如果你不喜歡聯繫匯率制所發行的當地貨幣，也可以兌換成穩定貨幣，」他表示：「而且因為有百分之百存款準備金的要求，所以永遠會有穩定貨幣能兌換。」

立陶宛（Lithuania）和愛沙尼亞（Estonia）兩個波羅的海國家在一九九〇年代，就是用這個制度終止可怕的通膨。拉托維亞（Latvia）使用準聯繫匯率制，也達到相同的結果。這三個國家都撐過了二〇〇八年的金融危機，貨幣沒有陷入混亂，而其他地區的貨幣則是重貶。非洲一些國家也使用聯繫匯率制的制度，這些貨幣主管當局全都使用歐元為穩定貨幣；香港自一九八三年以來，就有聯繫匯率制並連結美元。

一九九七年時，漢奇建議保加利亞政府採取這個解決辦法，以恢復市場對其貨幣列弗（lev）的信心，並終止年利率一度高於百分之兩千的嚴重惡性通膨。在漢奇的建議下，保加利亞衰弱的貨幣連結德國馬克固定匯率，然後很「神奇的是，列弗變成了強大德國馬克的複製品」。接下來發生什麼事？他說：「幾乎在二十四小時內，通貨膨脹就徹底消失了。一個月內，保加利亞的名目利率就回到個位數。」保加利亞當時經濟萎縮的程度已達年利率逾百分之十，結果情況迅速逆轉，很快就以將近百分之五的穩健速率成長。

像保加利亞以及其他利用聯繫匯率制國家的例子，顯示如果貨幣的價值穩定——亦即連結至美元或歐元——即使是最極端的惡性通膨也會結束。漢奇發現，全世界有大約七十個聯繫匯率制度，「沒有一個失敗」。但他強調，聯繫匯率制必須遵守規則。阿根廷在一九九一年初設立了「可兌換制度」，不過誤稱為聯繫匯率。這個制度沒有成功是因為運作方式比較像央行，其工作是在創造貨幣，傷害了阿根廷披索及穩定貨幣美元之間的連結。

聯繫匯率制的成功指出了穩定貨幣抑制通膨的重要性，用漢奇的話說就是：「穩定性雖然不是一切，但沒有穩定性一切就都完了。」

## § 商品本位制

另一個有效的方法是沃克—葛林斯潘的策略，這個策略是以商品和黃金的價格為美元價值的標準。當兩者價格上漲，表示美元價值下滑，就該是時候緊縮貨幣的供給額。商品與黃金價格下跌呢？就該擴張貨幣供給額。正如艾倫·葛林斯班所說，這個制度不完全接近金本位制。這令人不禁要問：那為什麼不用真正的黃金呢？

## 終止通膨的絕佳方法

到目前為止，穩定美元最好的辦法就是回到歷史上最有用的制度，那是美國史上經濟榮景的基礎——金本位制。

使用金本位制就不會有通膨。十九世紀末期採用金本位時沒有通膨，那是歷史性的、創造財富的年代，從很多方面來看，即使是今天也比不上當時。

然而，沒有通膨並不表示物價就不會波動。我們在別的地方解釋過，物價會因應供給、需求和生產力的變化而上漲和下跌。但美元緊盯著黃金，會排除任何通膨水準造成的價格扭曲，讓物價呈現真實市場價值。換句話說，這是數十年來第一次，黃金能讓金錢完全實現其衡量價值以及促進交易的功能。在市場中做生意的人，需要一個真正有用的工具來衡量價值，商業活動才能欣欣向榮。

金本位制不只會排除通膨。研究顯示，自一九七一年實施法定貨幣以來，重大金融危機發生的次數已大幅增加；但穩定貨幣卻幾乎不曾引發經濟危機。健全的貨幣和繁榮的經濟兩者之間的關聯，已經反覆證實過。

不只是十九世紀歷史性的財富創造的年代，還有二戰後的一九五〇和一九六〇年代，世界使用布雷頓森林金本位制的時期，都證明了這一點。用經濟學家茱蒂·謝爾頓的話說：「我們當時享有最大的共同成長，不是只有最富裕的人獲益，最貧窮的人受害，而是共同的成長。所有人都在向上提升……世界各地都有驚人的經濟表現。我覺得很驚訝，人們竟然沒有看到這個年代驚人的成長、生產力成長、共同的成長發生的時間，正好就是全世界都在使用的固定匯率制。」

## 黃金：未來的路

那麼現在該如何達到那個目標，透過恢復金本位制以回到零通膨和健全貨幣的世界？這是完全可能實現的，而且比許多人想得還要簡單。

### § 許多種不同的金本位制

已經有兩種金本位制被使用過了：第一種是標準的金本位制，從一八七〇年到一九一四年第一次世界大戰爆發時使用過。另一個是金匯兌本位制（gold exchange standard），在兩次世界大戰後都採取過這個制度。另外有人提出兩個制度：百分之百黃金擔保貨幣，以及我們所說的金價制（gold price system）。每一種都各有支持者與反對者。但在這些制度中，貨幣的價值都連結至黃金，而黃金就是價值的標準。

這完全不是新穎的概念。現在有數十個國家將其貨幣連結至美元或歐元，目的就是為了達到貨幣的穩定。美國只要將美元連結至黃金這個貴金屬，幾個世紀以來，黃金的價值比任何貨幣還要穩定。以下概述適用於二十一世紀的新金本位制提議。



## § 二十一世紀的金本位制

我們的提議結合了舊制度的基礎，同時避免其弱點。美國不必擔心其黃金儲備，不必在金庫裡放置堆積如山的金條，只需將美元的價值連結至黃金即可。

在這個制度下，美元的價值是某個固定的金價。這個價格可能是由最近五年或十年黃金價格的平均值為基礎，以作為抵抗通膨的保險。聯準會可以使用其工具（主要是公開市場操作）來維持美元價值緊盯金價。正如現在聯繫匯率的作用，當貨幣偏弱時，貨幣供給會減少；當貨幣變強時，則是擴張貨幣供給。

而實施這個方案需要的時間不到十二個月。政府應該宣布一個明確的日期，傳達「新金本位制就會在這一天生效」，漸進的措施有助於市場為回復金本位制做好準備。在貨幣價值變弱的時候，黃金價格會反映出投資人的恐懼，宣布恢復金本位制將有助於減輕這樣的焦慮感。黃金應該就會出現較自然的價格，如此一來，就比較容易達到黃金／美元的比率。過度期也能讓金融機構和投資人調整對未來利率的預期，並改變他們的投資策略，以反映穩定貨幣的新環境。黃金市場也會進行類似的調整，美元兌黃金將能在百分之一以內的範圍內波動，這就是布雷頓森林制度下，貨幣兌美元的波動範圍。

## § 聯準會的角色

聯準會將會失去其「雙重任務」，央行將不再需要用「印鈔票」和操縱利率的方式降低失業率。如先前討論的，這樣的努力最後會破壞成長，也會傷害創造就業。聯準會將不再需要調整聯邦基金利率，這是銀行間同業拆款的利率；央行也不能支付利息給銀行的存款準備

金。不過聯準會還是能設定銀行在貼現窗口向央行借錢所支付的貼現率，這個利率將比類似到期日的自由市場利率高，如此銀行就不必用這個窗口以取得便宜的資金來放款。十九世紀末期，當英鎊是全球主要連結黃金的貨幣時，英格蘭銀行採取的基準方法就是這樣。

如果美國恢復金本位制，其他國家很可能純粹為了方便，而將其貨幣連結美元。拉丁美洲和亞洲已有多個國家，試圖維持其貨幣緊盯美元，因為這麼做更便於對美國貿易和投資。部分的任務是確保他們國家的央行，了解如何維持與美元的連結，因此避免一九九七年亞洲金融風暴時的投機性攻擊。這表示鼓勵他們連結至美元（許多國家已經這麼做了），或是將其貨幣直接連結至黃金，兩種方法任一種都能達到主要的目標，那就是恢復穩定匯率和健全的貨幣。

## 打破黃金迷思

支持者自己也承認，凱因斯學派的做法很「反直覺」。而透過健全的貨幣來消滅通膨並創造榮景的想法，則不同於凱因斯學派，是個非常合理的方式。可惜的是，過去數十年來，經濟學被自己的「取消文化」所綁架。凱因斯學派學者長期主導經濟學領域，關閉所有重返金本位制的討論。

他們僵硬的立場部分原因在於誤解了金本位制的運作方式，以及人類的天性。除了維持美元連結至黃金外，聯準會就不會有其他工作要做，那他們的員工就不會超過兩萬人。約翰·梅納德·凱因斯自己也幾乎承認，透過操縱浮動法定貨幣來管理（或比較正確的說法是：不當管理）經濟的權力，是很吸引人的事。

不論原因為何，想要真正結束通膨，就必須克服抗拒重返金本位

制的想法。以下是幾個常見的有關黃金的批評，答案也很簡單。

---

**「黃金價格波動代表黃金太『不穩定』，無法提供美元穩定性。」**

**答** 並非如此。黃金的內含價值改變並不大，且提供貨幣穩定性已有數千年之久。由於黃金的價值維持穩定，因此其價格就是反映美元的不穩定；這個問題必須徹底解決。問題不在於黃金，而在美元。

**「世界上的黃金量不足以支撐美元維持現在的價值。」根據這個推論，美國只擁有二・六一億盎司的黃金，市價約五千億美元；但美元的貨幣基數卻高達逾六兆美元。由此推論，讓美元匯率緊盯黃金的話，會造成嚴重的通貨緊縮。**

**答** 金本位不是「供給」，而是維持穩定貨幣價值，因此不需要有一大堆黃金儲備才有用，只是作為價值穩定的功能。金本位的功能很像沃克和葛林斯潘採用的商品本位制。黃金價格是標準，讓你維持美元價值的穩定性。那當黃金價格變得過高或過低呢？就據此調整你的貨幣供給。即使是在標準金本位制的全盛時期，也沒有國家真的百分之百以黃金來擔保其貨幣。英國通常就沒有用很多黃金來為英鎊擔保，其他國家的黃金量波動也很大。如果美國決定讓人兌換，也就是賦予民眾法律權利將美元以固定匯率兌換成黃金，或黃金兌換成美元，即使聯準會的資產負債表膨脹，美國政府還是有足夠的黃金來確保這個制度的運作。

## 「金本位制代表政府無法擴張貨幣供給。」

答 錯。貨幣供給額可以視需要成長，以支撐成長中的經濟，並維持穩定的貨幣價值。我們先前已說明，從一七七五到一九〇〇年，雖然美元當時緊盯黃金，但美國的貨幣供給卻爆增一百六十倍。從一九三四到一九七一年，美元的貨幣基數變大了十倍，而美元仍固定兌換每盎司三十五美元的黃金。這個制度支撐了一九四〇年末期、一九五〇和一九六〇年代的經濟成長。

## 「金本位制造成大蕭條。」

答 不，並沒有。與許多人常宣稱的正好相反，就連最大聲疾呼反對金本位制的人，都不認為是黃金造成蕭條。知名貨幣歷史學者巴里·艾肯格林（Barry Eichengreen）對黃金的批評最尖銳，連他也說金本位制並沒有造成大蕭條；但放大了大蕭條的效應。

約翰·梅納德·凱因斯也不認為是金本位制造成大蕭條，他的許多繼任者也是。他們反對的其實是黃金阻礙了通膨的作用——貨幣貶值以及利率操縱——他們相信通膨的作用可以推升經濟並終結衰退。

造成大蕭條的真正原因其實是斯姆特—霍利關稅法（Smoot-Hawley Tariff Act）。這個驚人且前所未有的立法，最後對逾三千項進口產品課徵平均百分之六十的關稅，相當於引爆炸彈摧毀全球貿易制度。

斯姆特—霍利關稅法的實施啟動了全球貿易戰，對全球商業的破壞性相當於一九一四年第一次世界大戰開始時。經濟崩盤，稅收也是；各國政府不知道發生了什麼事。他們對衰退初期的反應是

一連串的增稅措施——換句話說就是撙節措施——此舉只是使衰退惡化。最糟的就是德國、英國和美國。一九三二年時，美國啟動龐大的增稅計畫；舉例來說，最高所得稅率從百分之二十五跳升至百分之六十三，使衰退變得更嚴重。到了一九三六年，稅率更高達百分之七十九。

**「金本位制阻礙了英國從大蕭條中復甦。」根據這個論點，當英國取消金本位制，讓英鎊從一九三一年底開始改為浮動時，英國的經濟就回升了。**

**寄** 此舉短暫地提振了經濟；但英國很快就必須調高利率以推升重貶的英鎊。此外，貨幣貶值導致全歐洲以及全世界以英鎊計價的債券崩盤。在當時被認為是零風險的投資，使得投資人身陷財務困境。其他國家也跟著貶值，至少二十個國家讓貨幣貶值。美國在一九三三年讓美元貶值，比利時是一九三五年；義大利和法國在一九三六年跟著這麼做，瑞士也是。這些「以鄰為壑」（beggar-thy-neighbor）式的貶值措施，延長了大蕭條的時間。

現在凱因斯學派學者可能支持貶值；但真正經歷過貶值的人就不支持。一九三〇年代的創傷，使得世界各地的國家都在設法終結法幣不穩定的情況。一九四四年時，同盟國和中立國於美國新罕布夏（New Hampshire）開會，創造一個新的國際貨幣體系——布雷頓森林金本位制。

Chapter

5

# 你的錢 該怎麼辦？



---

傳統的看法認為，一個「平衡的」投資組合應該是六成股票和四成債券，六比四的股債配置，應該能提供最佳的風險報酬比例。股票較高的風險能提供成長，而債券則提供穩定、固定收益，理應是安全且低風險；但通膨改變了這個邏輯。

---

這一切對你的錢有什麼影響？你可以保住資產，甚至是讓資產成長以不被通膨吃掉嗎？

沒有一個簡單的公式可以辦得到。一九七〇年代停滯性通膨時期，《富比士》雜誌曾刊登專文，封面是沙漠中的一個冰塊被雨傘保護著，標題是〈通膨：如何保護你的資金〉。雜誌警告讀者：「我們不能說謊。有鑑於我國的稅法和現在極高的通膨率，散戶投資人沒有可靠的辦法能保住資金，更不用說透過投資增加資金了。顧好你的皮夾，別管別人怎麼說。」

自從新冠肺炎疫情以來，通膨一直是新聞的焦點。情況有多嚴重？你聽到的答案要視哪一個學究和你看的是哪一個電視台而定。舉例來說，經常有人說，股市長期的報酬率會高於通膨，這話說得沒錯；但短期又該怎麼辦？答案是，情況可能會嚴重震盪。

像美國在一九七〇年代經歷的嚴重通膨，可能表示未來會有更劇烈的震盪——令人心神不寧的跌勢加上頭暈目眩的股價翻漲。與此同時，這些股市高點可能看似不像表面上那樣。股市高點可能反映的是通膨的物價扭曲，而非價值真的上升。一九七〇年代時，經通膨調整後的道瓊工業指數下挫逾百分之五十。二十一世紀的第一個十年，經通膨調整後的道瓊指數，也經歷了程度類似的跌勢。

在這樣的環境下，可能無法進行「通膨避險」。但若能更了解情勢，就會對投資人有所幫助。本章旨在提供一些工具，以助你釐清通常相互矛盾的大量資訊，並做出更好的投資決策。

## 了解到底發生了什麼事

診斷金融問題有點像診斷醫學疾病。先從一些指標中觀察症狀，

然後做出結論。

## § 消費者物價指數

其中一個指標就是由美國勞工統計局 (<https://www.bls.gov/cpi/>) 所編纂的消費者物價指數 (CPI)，這個指數是衡量都會區消費者支付一籃子消費性產品與服務的價格。還有全美國的「消費者物價指數」，是特定地區的物價指數。物價指數網站內含特定產品類別的相對物價資料，例如汽車用燃料和食物。你可以找到每月公布的所有項目，以及特定產品類別每月「與去年同期相比」的平均物價。

然而批評者指出，消費者物價指數有其弱點。這個方法——也就是衡量一籃子商品的價格——這些年來已經改變了。而且消費者物價指數也沒有包含重大支出的價格資料，例如醫療險，這筆費用主要是由雇主或政府的方案所支付，例如聯邦醫療保險 (Medicare) 或聯邦醫療補助 (Medicaid)。

同時，消費者物價指數可能低估了通膨，因為指數忽略了消費者為因應更高的物價而改變行為。舉例來說，雖然許多家庭可能買肉品花的錢是一樣的；但是現在改買較便宜的肉。因此，出現了不同的消費者物價指數和其他指數，試圖調整這些缺失。

**消費者物價指數通膨計算機：**這個計算機是消費者物價指數的分支，可以讓你知道美元的購買力在一段期間內下降了多少（購買力幾乎從來沒有提高過）。根據這個計算機的結果，一美元在二〇〇〇年的購買力，相當於二〇二一年的一・六二美元。稍微計算一下就會發現，美元的購買力下降了百分之三十八。



**個人消費支出物價指數：**聯準會經濟學家比較偏好的個人消費支出物價指數（Personal Consumption Expenditure Price Index, PCE Index），是個很像一般CPI的物價指數，只是使用的公式不一樣。PCE計算多種消費者支出，來衡量通貨膨脹或是通貨緊縮。不同於CPI的是，PCE包括第三方保險所支付的醫療服務費用。

但所有物價指數都是有缺陷的指標，因為這些指數側重物價；但正如我們指出的，物價只是通膨的症狀，不是「疾病」本身。貨幣貶值可能需要時間才會從生活開銷中顯現出來。因此政府公布的數字，很可能低估了通膨的程度。舉例來說，二〇二〇年七月公布的全年通膨率只有百分之一；但人們早就已經感受到物價的上漲，所以沒人相信這些數字。遺憾的是，他們的感受是正確的。不到一年，消費者物價指數就已經到了百分之五。

## 最佳的通膨指標

如果你想知道美元的價值發生的變化，首先要看的就是黃金。有很多網站提供每分鐘更新的現貨金價。

### \$ 黃金價格

如何解讀金價。當黃金價格上漲——換句話說，需要更多錢才能買到一盎司黃金——通常表示美元的價值縮水；但金價短暫上揚並不表示發生通膨。日常的價格波動可能並不重要；不過如果物價上漲並維持在高處一段時間，或物價波動但整體趨勢是向上的，那就代表美元價值下跌。

### \$ 大宗商品價格

你也應該看其他大宗商品的價格，諸如油、白銀和小麥對供需變化比黃金更敏感。這些大宗商品的價格漲跌，可能是因為與貨幣價值沒有關係的原因。但如果美元貶值，大宗商品也和黃金一樣就會上漲。不過大宗商品的價格通常落後黃金，所以當金價上漲——表示美元價值下滑——可能要過十二個月才會反應在大宗商品價格上。

大宗商品中除了黃金以外，油價通常是美元走勢最好的指標，不過並非一定如此。一九七〇年代初期，飆漲的油價就是尼克森衝擊後，美元貶值的直接反應；但油價也會反映供給與需求的真實波動。二〇二一年時，高漲的油價並不只是美元疲弱造成的，也是經濟重開導致對汽油的需求增加所致，還有拜登政府對國內能源生產提出新的限制。

個別大宗商品的價格可以在商業新聞網站找到，例如《華爾街日報》、《福斯商業》（*Fox Business*）、《彭博》（*Bloomberg*）和《CNBC》，這些網站都會每分鐘更新價格資訊。另外也可以查看諸如商品研究局期貨價格指數（Commodity Research Bureau Futures Price Index）、彭博商品現貨指數（Bloomberg Commodity Spot Index），以及標準普爾／高盛商品指數（Standard & Poor's/Goldman Sachs Commodity Index，S&P GSCI）。

## § 閱讀聯準會的資產負債表

聯準會的工作是什麼？除了查看金價和大宗商品的價格，知道聯準會的貨幣政策方向也會有幫助。央行的目標利率，也就是聯邦基金利率是多少？這個利率會影響金融機構向借款人收取的利率，以及經濟體中流動的資金金額。因此，當聯邦基金利率低時，可能表示聯準會正在製造太多錢。你也應該看看聯準會是否支付利息給銀行存在聯

準會裡的錢（也就是銀行的存款準備金）。如果央行正在調高支付給存款準備金的利率，就可能表示央行擔心通膨升高。

央行買進或賣出債券也是美元價值走向的重要指標。聯準會是繼續買進債券並進一步擴大貨幣供給？或者賣出這些證券以減少貨幣基數？答案可能在聯準會的資產負債表中。央行的資產與負債都會公布在央行的「統計數據」（又稱為H.4.1文件，Document H.4.1），聯準會每星期四會在網站上發布這些數字，網址：[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)。H.4.1文件摘要包括在外流通貨幣的總額，以及聯準會持有的證券、黃金、外匯和其他資產。

公布的資訊還包括附賣回協議（reverse repo），這是聯準會用來隱藏正在擴大貨幣供給額的方法。只要在聯準會的網站往下捲到「影響存款機構準備金餘額的因素」（Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions），然後找「附賣回協議」（reverse repurchase agreement）就行了。而哪裡能找到貨幣供給額等資訊？聯準會網站還會公布一項「貨幣供給衡量」（H.6），提供有關貨幣供給額狀態的詳細資訊。你就可以知道例如有多少錢是在外流通，以及多少錢是銀行的存款準備金。

## § M的簡介

貨幣供給額的表示法為各種M。主要的衡量方式是M1，包括流動性最高的資金：現金、旅行支票、活存、儲蓄存款和其他可以用來開支票的存款。下一個衡量方式是M2，包括M1加上十萬美元以下的定存，以及發行予自然人之貨幣市場共同基金（retail money-market mutual fund）。

M3包括M2加上大額定存、發行予法人之貨幣市場基金、短期附買回協議，以及較大額的流動資產。最重要的通膨衡量標準是M0，又稱為「貨幣基數」（monetary base或base money），包括在外流通貨幣加上銀行的現金準備。

另一個相關的指標是貨幣流通速度（velocity of money），從這個指標能看出金錢使用的頻率。在惡性通膨的情況下，當人們急著花掉愈來愈不值錢的貨幣時，貨幣流通速度就會飆高。當通膨下滑或偏低時，貨幣流通速度就會減緩。你可以在聖路易聯邦準備銀行（St. Louis Federal Reserve）的網站，找到這個指標以及其他衡量的數據。

那麼政府公債又如何？當政府財政變得不穩定時，國家的貨幣價值也會不穩定。在評估政府是否需要借錢和印鈔票時，山姆大叔的聯邦債務負擔是很有用的資訊。聯邦政府債務對GDP的比例為何？政府要借多少錢才能付得出公債的利息？財政部、聖路易聯邦準備銀行和其他網站都有這些統計資料。

最後一片拼圖就是了解政府打算把錢花在哪些方面。媒體在報導哪些資訊？如果華府看起來會通過數兆美元的新支出法案，可能要透過印更多鈔票來融資時，美元就可能會貶值。目前辯論的情況如何？政治人物拋出哪些言論？目前的經濟與政治環境如何？舉例來說，當經濟放緩，聯準會印鈔票以提振經濟的壓力就會比較大。

國會預算辦公室（Congressional Budget Office）的預測可以在網站找到，網址：[www.cbo.gov](http://www.cbo.gov)。這些資料能讓人了解新的政府支出可能造成的影響；但這些預估都是以充滿爭議的經濟模型為基礎。每個數字本身都沒有什麼太大的意義；但綜觀所有數字，就能創造一個大局，以了解美元未來幾個月的走向。

## 該再平衡我的投資組合嗎？

這對你的投資有什麼影響？我們都應該思考這個問題，在情況愈來愈危險的時候，這個問題就變得更迫切了。

傳統的看法認為，一個「平衡的」投資組合應該是六成股票和四成債券。六比四的股債配置，應該能提供最佳的風險報酬比例。股票較高的風險能提供成長，而債券則提供穩定、固定收益，理應是安全且低風險；但通膨改變了這個邏輯。

由於通膨會侵蝕掉固定收益，所以應該避開任何支付固定收益的投資，例如債券或是長期定存單；但這並不表示你應該一頭鑽進股市裡。其他會維持價值或增值的投資，還包括硬資產，例如不動產和貴金屬，最主要的貴金屬就是黃金。

以下是幾個幫助你決定的指南。

### § 股票：增值，但並非總是會成長

股票一直被認為是「通膨的避險工具」，是真的嗎？答案：是的——可以算是。部分原因是，通膨的期間可能是一段經濟繁榮期。某些產業中較大的企業，受惠於政府新印出來的鈔票；人們花掉加薪的薪水，企業的營收更高；貶值減輕了長期負債的負擔等。在這個「不理性繁榮」（irrational exuberance）的環境下，股價漲勢看似沒有盡頭；但這通常是「金錢的幻覺」。

別忘了，價格不是真正的價值。仔細觀察這些數字，你就會看到不同的樣貌。衡量通膨之後，經濟、企業成長——還有股票真正的價值——可能會減緩或其實是在下滑。當金錢的價值穩定下來，股票通

常會反彈；但這需要好幾年的時間。這時你要如何將虧損降至最低？

## § 大宗商品現貨與期貨

通常當貨幣貶值時，大宗商品的價格會上漲，所以石油、小麥和貴金屬通常被認為是通膨期間停泊資金的好選擇。但除了貴金屬外，一般人並不容易直接買進如石油這樣的大宗商品，除非你有自己的存放設施而且準備好接受實物交割。

大宗商品期貨的投機性質也非常高，不適合經驗不足的投資人。投資期貨很危險，因為你基本上是在負債，而且很可能會超過你的能力範圍。有些指數型基金（Exchange Traded Fund，ETF）持有商品期貨；但會有一些問題，因為期貨合約在短期內會到期。舉例來說，九十天後，你可能要以更高的價格再買進新的期貨合約，例如玉米。換句話說，期貨交易和股票交易不一樣。

## § 商品為主的股權

想要投資商品為通膨避險的人，通常會買進商品製造商的股票；但這些股票增值的程度並不像直接投資商品期貨那麼大。舉例來說，一九六九到一九八〇年時，油價從每桶三美元漲到將近四十美元。同一段期間內，石油巨擘艾克森（Exxon）股票漲了大約一倍。艾克森的股價表現比大盤好得多；但卻大幅落後油價或金價的表現。

另一個要記住的是，這些股票的成長通常會比較早開始。當通膨推高生活開銷時，漲勢就會減緩；此外，滿手現金的公司經營團隊，通常會開始做一些不當的資金配置決策。

案例：一九八一年時，艾克森對微處理器製造商柴洛格（Zilog）

投資將近十億美元。在此之前，主要油田服務公司施蘭卜吉（Schlumberger）已於一九七九年，買下半導體製造商費爾柴德（Fairchild）。這兩項投資的表現都不好。柴洛格的高階經理人多年後承認，公司之所以未能取代英特爾（Intel）的原因之一，就是艾克森給他們「太多錢」。

關於這個以商品為主的股票投資的大原則，有一個令人驚訝的例外：金礦公司。金礦公司的股票表現近年來落後黃金。比較好的方式是投資金礦開採權公司，這種公司融資給礦業公司，股價通常比較能跟上金價。事實上，這些公司的股價表現長期下來還超越黃金，以及他們融資的黃金開採權公司。這種類型最大的公司是法蘭科—內華達公司（Franco-Nevada Corporation，美股代號：FNV）。其他還有皇家黃金（Royal Gold，代號：RGLD）、沙暴黃金（Sandstorm Gold，代號：SAND）和歐西斯可黃金開採權（Osisko Gold Royalties，代號：OR）。

## § 以商品為主的指數型基金

如果你想要分散風險，另一個選擇是指數型基金（ETF），就能投資某個產業的一籃子企業。有些能源ETF投資於多個石油與天然氣製造商。也有其他ETF專注於礦業和農業。

## § 尋找獲利空間高的股票

通膨代表著當你在選擇個股時，必須採取不同的方法。巴菲特（Warren Buffett）指出：「公司財報公布的盈餘，已不再是判斷投資人是否真的賺錢的主要決定因素了。」公司就算盈餘很強；但是否有充足的現金流以取代價格高漲的庫存或設備？當製造成本上升時，獲



利空間較小的企業比較可能出現困難。在通膨期間，這些數字可能都無法完全反映企業真正的獲利與虧損。

散戶投資人必須考量公司是否支付得起通膨期間升高的成本。舉例來說，七〇年代時，可口可樂的表現相對來得好，因為產品基本上是糖、水和香料。可口可樂的品牌實力，讓公司能以較高的利潤銷售產品。

「定價能力」有多高？還要記住其他的問題包括：一間公司是否能輕鬆漲價，並將更高的成本轉嫁給消費者？價格是否受到法規限制？人們是否願意多付一點錢買他們的產品？品牌實力好的公司可以漲價，而且市場對其產品的需求不會減少，就有「定價能力」，有助於應對通膨。

或許也可以考慮人們依賴的消費性產品製造商。舉例來說，食品或家庭紙類用品製造商，大多能輕鬆漲價；但依賴借貸來擴張的公司可能就會有麻煩。通常避免需要大量現金的公司，例如水、電、瓦斯這類公用事業，因為他們需要花錢提升工廠與設備，而且價格都受到法規限制。

## § 高殖利率個股

支付健全股利的個股，會比報酬已經不怎麼樣的債券來得好。標準普爾會發行年度「股利貴族」清單，是在標普掛牌個股中，過去至少連續二十五年來，每年都支付股利的公司。包括艾克森美孚（ExxonMobil），股利殖利率高達百分之五・七一，高樂氏（Clorox）股利殖利率百分之二・四一，寶僑（Proctor & Gamble）股利殖利率百分之二・五七。這些都不是股價會大漲的成長股；但穩健



的收益可以彌補表現不亮麗的股價。而且知道這些公司已經營了很久，度過了許多次危機，感覺會讓人安心一點。

## § 思考短期和長期

把你退休的儲蓄和非退休的投資組合分開，退休金要進行長期投資，非退休的投資組合則可以冒一些風險。持續固定提撥至你的退休金帳戶，這麼做就能獲得平均成本法（dollar cost averaging）的優勢。舉例來說，每個月投資固定金額至一檔廣泛投資、低成本的基金，就算股價下跌也別停止投資。你知道這時你的錢會買到更多股數，就會感到安慰。市場終究是會反彈的，通常都是在你最不期待的時候。這麼做的好處就是：你的獲利會更多。

至於退休投資組合，我們建議堅持投資於股票指數例如標普五〇〇的指數型基金。最好別碰特殊的指數型基金，因為這種需要主動式管理。

## § 現金

現金呢？沒錯，就是現金。這聽起來可能有點反直覺，你一定會擔心：通膨不是會吃掉我的錢的價值嗎？不過萬一你的投資組合遭遇如二〇〇八年金融危機期間嚴重的市場暴跌呢？這正是為什麼除了投資股票，在通膨期間保留一些現金是個好主意。你可能會損失一些價值；但有一些現金應急會比虧損賣股票拿錢應急要來得好。

在零利率期間，現金看來或許不是個停泊資金的好地方；但利率終究是會回升的。記住，通膨期間會調高利率。升息對股票和債券不是好事；但在一九七〇年代通膨期間，持有現金的人在升息時賺到的利息比較多。通膨的環境可能會對股票不利，股價評價或許會降得很

低，手上有現金可以讓你在股價便宜時買進股票。

你的非退休金投資組合，這筆錢就可以承擔更多的風險。你的非退休帳戶可以保留商品類股，而成長型公司的股票可以抵抗通膨，例如亞馬遜（Amazon）和谷歌（Google）。別擔心。股票會下跌；但一定會漲回來。超過一個世紀來，股市的平均年報酬率超過百分之九。股市在二〇〇七到二〇〇九年時，崩跌超過百分之五十。但是到了二〇一四年時，股市不只漲了回來，而且從低點漲了三倍。通膨期間對股票並不是好事；但卻是便宜買股的好時候。

## § 特殊目的收購公司

有一種投資工具近來變得非常熱門，那就是特殊目的收購公司（special purpose acquisition company），簡稱SPAC。這是一種投機性的方法，讓公司不必經過正式的首次公開發行新股（IPO）就能上市。SPAC募集資金以買進他們認為有前景的公司；但你是SPAC買進任何東西之前就投資。換句話說，你投資的是SPAC的經營者承諾會找到好的投資標的。與此同時，就算投資失利，這些經營者也會收取高昂的費用。我們的建議是，請小心慎選。做好研究。

## § 債券：今非昔比

在一九七〇年代末期高利率的時候，債券由國家、地方政府和市政機關發行，是很受歡迎的投資方式，在面臨通膨的環境下可以獲得穩定、免稅收益。但現在是人為壓低利率的時代，這個情況已經改變了。

假設你買進一張三十年期的美國公債，利率百分之二・四。如果聯準會最後決定調高利率，且長期利率達到百分之四・八時，會發生

什麼情況？債券的價格會下跌，因為利率是被鎖定的。你會損失一半的價值。在零利率環境下，就算是短期公債也無法提供足夠的報酬。

抗通膨債券的小訣竅：一九九〇年代末期，聯邦政府試著減緩通膨的效應，而發行了抗通膨債券（Treasury Inflation-Protected Securities，TIPS）。債券的本金——即買賣時的價值——每六個月會重新調整一次。舉例來說，你買一個十年期的抗通膨債券，價格為一千美元，利率為百分之一，這段期間通膨平均為百分之七。當債券到期時，你會收到本金兩千美元，而不是一千美元。抗通膨債券的利率是固定的。債券的本金會隨通膨調整，利息支付就會據此調高。

抗通膨債券通常是一種通膨避險工具；但抗通膨債券的價格現在非常高，因此要相當高的通膨才值得買這種債券。

## § 不動產：警告

不動產是在通膨期間一種很受歡迎的「硬資產」投資。一般家庭的房屋價值比股票、債券或黃金還要高。當貨幣貶值時，房屋提供增值的好處，而且還有個遮風避雨的地方；但也是有缺點。

一九七〇年代時，美國房價上漲百分之一百四十八——雖然比黃金或石油還低，但卻是很大的漲幅。大通膨（Great Inflation）期間，人們在一九六八年以四萬美元買進郊區的房子，十年後發現房價已經漲到十五萬了。他們當時只借了三萬美元買房子，現在房價變得這麼高。那段期間對很多住在郊區的人來說是一大筆錢。

買房當成抗通膨投資的另一個好處是，固定利率、長期房貸的負擔會因為貨幣價值降低而減輕。薪水因通膨而升高，可以使固定房貸費用看來很少。過去七十年來，三個主要的住宅營建熱潮都是在通膨

期間，是在美國結束金本位制之後發生：一九七三、一九七九，以及二〇〇〇年代初期的房市泡沫。

不過買房這種看似「穩贏的」投資，也要小心引火上身。雖然有這麼多好處，但你必須考量一些非常真實的風險，別買價格高於你現在的所得與物價承擔得起的房子。別忘了二〇〇〇年代初期那些投資房子的人，後來當聯準會升息時，他們才發現自己被房貸淹沒——繳不出房貸。

另一個要考量的因素是，在美國，房子的維護很不容易。問問任何曾經必須支付延長而且意外的修理、重新裝潢與維護費用的屋主就知道了，這顯示房屋是個非常不同於股票的資產。你可以把它想像成是一個昂貴的消費性產品，可能會升值；但不是一定如此。不過以現今的低利率環境，可能是個機會能降低你的房貸利率。試著取得固定利率的房貸，因為未來利率較可能升高而非下降。請確保你的房貸允許你後來可以轉貸。

那買房子出租如何？當房東向來就不是件容易的事。但如果你傾向買出租用房地產，請確保你可以調高房租。因為隨著生活費上漲，你很可能必須這麼做。可惜的是，在通膨期間常會有房租管制，這可能對房產造成災難性的效果。在一九七〇年代通膨惡夢時，很多人懷疑投資無法回收而狗急跳牆的紐約市房東，放火燒了不賺錢的建築，使得當時的布朗克斯區的景象猶如戰區般。

投資不動產比較容易的方式，可以考慮買不動產投資信託（REIT）的股票。這是一間公司，名下擁有能創造收益的不動產。根據法律規定，不動產投資信託約九成的房產收益必須分配給股東。但是缺點是，不動產投資信託的負債比也很高。因此，如果房屋價值或

出租收益下滑，就可能是波動劇烈的投資。但如果通膨降低債務負擔，這也可以是個優勢。不動產投資信託在二〇〇〇年時非常受歡迎，當時的殖利率是百分之八。可惜的是，從那之後情況就已經大幅改變了。最近不動產投資信託的殖利率在平均百分之二和三之間徘徊。

除了REIT，可能也可以買內含不動產投資信託的ETF。先鋒不動產ETF（代號：VNQ）和iShares Global REIT ETF（代號：REET）就是很受歡迎的多元不動產投資信託ETF。而不動產投資信託有不同的類型。林地REIT賺取的收益是木材林地的獲利，是一種農業商品的類型，也和住宅建築與營運有關。林地REIT中最大的是Weyerhaeuser（代號：WY）、Rayonier（代號：RYN）和Potlatch Deltic Corporation（代號：PCH）。

還有一些REIT出租農地。農地出租的報酬長期下來會和農業大宗商品的價格差不多。這類型的產品未來可能會擴大，而且是個很有意思的投資方式（投資農業類商品）。美國農地REIT有Gladstone Land（代號：LAND）和Farmland Partners（代號：FPI）。

那麼商用不動產又如何？辦公大樓、倉庫和購物中心是另一種投資類別。同樣的，一定要做仔細的研究。我們已經提過，傳統上硬資產是很好的通膨避險工具；但並非所有硬資產都是一樣的。舉例而言，在諸如紐約和舊金山這些城市，商用大樓的需求就很高。同時，許多購物中心則是因為線上購物成長而受害。相較之下，線上市集的興起推升了倉庫的需求，因為像亞馬遜和沃爾瑪這樣的公司，會需要倉庫空間。

## 黃金與其他貴金屬

持有黃金這件事，可能會讓人想起希臘神話中，點石成金的邁達斯國王（King Midas）。他高坐在王座上，身邊什麼都沒有，就只有黃金。黃金比較是通膨避險工具，而非投資工具，所以黃金應該占你的投資組合不到百分之十。價格可能會上漲；但真實價值並不會像投資亞馬遜或蘋果那樣增值。

通常投資黃金並沒有什麼特別有趣的事。黃金不會孳息，而且沒有現金流，主要的特色和最大的優勢在於其穩定性。然而在美元貶值的時候，黃金的價值就會上漲——而且會漲很多。

把你的錢一小部分拿來買黃金，可以為美元貶值避險。舉例來說，在一九六〇年代的通膨期間，黃金價格為每盎司三十五美元，最近的價格約每盎司一千八百美元。這就是證據，顯示美元從那時起已經貶值了約百分之九十五。換句話說，當美元貶值時，黃金的價值會維持不變。

要如何買黃金呢？線上零售商APMEX（apmex.com）或是SD Bullion（sdbullion.com）都可以買賣金幣和金條。如果你真的要買黃金，一定要像投資任何東西那樣小心。當通膨結束，貨幣價值穩定下來時——就算消費者物價指數還在上升——黃金的價格表現就會不佳。一九八二年夏季，聯準會扼殺通膨時，金價就從高點八百美元，重挫至每盎司不到三百美元。接下來的二十年內，金價通常在每盎司三百五十到四百美元間波動，這時賣出黃金買別的東西是很合理的做法。當通膨期間快要結束時，其他資產例如股票就很便宜。

你可以把黃金想成是一種特別可靠的現金，實際上，幾個世紀以來，黃金就是扮演這樣的角色。也許可以用這筆現金，以好價格來買有生產力的資產。

## § 白銀

白銀有一度相對於黃金更維持穩定的價值。一八〇〇年代末期，每盎司黃金大約值十六盎司白銀，此後這個維持以久的價格關係瓦解了。黃金仍是一種現金，白銀已成為工業用金屬，而且是投機工具。現在要用逾七十盎司的白銀，才能換一盎司的黃金。但在某些環境下，白銀是可以當成通膨避險工具的。舉例來說，最好在白銀兌黃金價格達到歷史低點時買進白銀，例如二〇二〇年時。白銀仍維持模糊的貨幣特性，且不同於大部分的大宗商品，你可以輕鬆買進並存放在保險箱裡，銀不會腐壞也不會生鏽。但如果黃金價格穩定而且可以預測，那麼白銀價格就會變得不穩定且難以預測。

## § 貴金屬ETF

黃金和白銀都可以透過ETF來持有，這種ETF會將貴金屬保存在保險箱裡。可惜的是，有些最受歡迎的ETF到底是否真的持有它們宣稱的金屬量，是有一些爭議性的。你應該研究哪些ETF是目前被認為最值得信賴、可靠的ETF。

## § 其他有形資產

一個經常在通膨期間被用來停泊資金的地方，就是所謂的「另類投資」（alternative investment）。這種投資於有形資產諸如藝術品、郵票、古董和其他收藏品。這種類型的投資有一個新的入門方式，叫做非同質化代幣（non-fungible token，NFT）。這個以區塊鏈為基礎的數位資產，賦予擁有者特定資產的權利，例如藝術品或不動產。像葛萊姆絲（Grimes）等名人所發行的NFT最近非常熱門。

但這種另類投資的問題在於，把資金停泊在這裡很危險。藝術品

和古董的價值可能隨著大眾的品味而改變。一定要記住，這些物品並非總是容易兌現。更不用說這些價格會反映被通膨激勵的「亂買一通」狂潮，例如某些NFT已經創下了天價。

## 那麼加密貨幣呢？

加密貨幣（Cryptocurrency）例如比特幣（Bitcoin）、以太坊（Ethereum）、狗狗幣（Dogecoin）和其他加密貨幣，已經成為傳統貨幣的替代選擇。科技巨擘伊隆·馬斯克（Elon Musk）就是加密貨幣知名的支持者。像馬斯克的特斯拉（Tesla）和支付業者PayPal等公司，就曾實驗接受以加密貨幣支付。加密貨幣迷正在看薩爾瓦多（El Salvador）以比特幣為法幣的實驗結果會如何；但到目前為止，大部分的人並沒有每天使用加密貨幣來從事商業活動。那是因為雖然加密貨幣也許能作為支付系統的應用，但絕大多數都不是可靠的貨幣；至少現在還不是。

我們這整本書一直在說明，金錢基本上就是一種衡量的工具，就像時鐘衡量時間，秤衡量重量一樣。若要達到像這些工具一樣的功能，加密貨幣必須被視為具有穩定的價值；但現在大部分都沒有。加密貨幣雖然被開發出來當作不健全貨幣的替代品；不過現在加密貨幣反而更不穩定。比特幣就曾在單日內跌掉一半的價值。

確實有些人投資如雲霄飛車般的數位貨幣，卻仍有所斬獲。但在沒有通膨的環境下，加密貨幣可能會重挫，就像一九八〇年代初期，通膨被壓下來時油價的表現一樣。加密貨幣是一個創新，而且具有非常龐大的潛力。但除非加密貨幣變成真正健全的貨幣，否則就只是投機性的足球概念幣罷了。價值可能向上、可能向下，因為投機性的足球概念幣就是這樣；但是不能真正成為股票、債券或兩者的替代品。



最近出現了一種新類型的加密貨幣，稱為「穩定幣」。這種穩定幣被連結至一個特定的項目，例如美元、黃金或一籃子大宗商品。這些加密貨幣的投資潛力反映的是它們所連結的資產，所以通常很有限。其中一種最知名的穩定幣是泰達幣（Tether）。相較於比特幣，泰達幣的優勢是連結至相對穩定的美元。數位貨幣的相對穩定性，也許就是二〇二一年時，流通量增加逾三倍的原因。

但這個成功伴隨而來的是愈來愈多人的憂心，這些加密貨幣可能並非總是如其所宣稱的那樣。舉例來說，有人批評沒有足夠的美元儲備可以支撐泰達幣，這個問題必須解決。泰達幣和其他穩定幣必須由資產來擔保，並由聲譽卓著的第三方保管，而且可以輕易驗證。換句話說，就是資訊一定要透明。如果穩定幣的穩定真的能夠被信任，就會有更多人開始使用這種加密貨幣，而且也較有機會能開始和法定貨幣競爭，例如美元，成為像黃金一樣的通膨避險工具。

## 當通膨結束時該怎么做

是的，通膨會結束。一九七〇年代時，人們以為物價上漲無止境，直到保羅·沃克終於讓美元穩定下來，最終貨幣的價值不會再下跌。

你要怎麼知道？如果金價下跌或是維持穩定一段時間，就可能表示美元開始穩定下來。但重要的問題是：這個穩定性是否會持續，還是只是暫時的？這要視政治環境而定。決策官員終於覺醒，知道他們需要穩定美元了嗎？一段穩定的時期過後接著是貨幣貶值，正如二〇〇〇年代初期時一樣。

如果事情朝對的方向發展，而且貨幣穩定下來，你就必須重新調

整投資組合。當美元貶值時，你的商品相關的投資可能不會再上漲，或甚至可能崩盤。當保羅·沃克結束大通膨時，結果造成令人痛苦的通貨緊縮。石油價格從一九八〇年每桶三十七美元，重挫到一九八六年的每桶十四美元。雷根於一九八〇年當選總統後，金價約為每盎司六百五十美元，沃克的行動把黃金價格打到每盎司三百美元。當時任何緊抱著石油與黃金投資不放的人，都經歷重大的損失。

通膨結束的時候，就該賣出你的商品投資。金礦股權的股價評價可能已經非常高，所以應該賣出。其他商品製造商可能會開始走跌，因為先前的過度投資導致供應過剩。你也應該賣出黃金、買進債券或持有現金，因為這兩種的價值已經穩定下來，甚至可能上升。

同時，通膨的結束代表新的機會。即使當貨幣不再貶值，物價可能還會持續上漲好幾年。但這種「通膨推升」導致的物價上漲，可能沒有完全反應剛穩定下來的貨幣造成真正的價值提升，所以這是「金錢的幻覺」的反面。在這個情況下，債券和股票的價值就會出現實質的成長。

看一看金融類股。當一個國家走出嚴重的通膨時，銀行通常是表現最佳的企業。這是因為當現金的價值減損時，人們通常會想減少持有現金。但當經濟復甦，利率可能非常高；手上現金很少的人和企業可能會亟需借錢。銀行股的股東權益報酬率可能高達三位數，這情形在一九九〇年代惡性通膨的東歐很常見。

投資人也應該小心，走出通膨可能代表企業面臨新的挑戰。我們稍早解釋過，通膨對債務人來說是好事；但新的、健全的貨幣表示債務已不再因為通膨而變得價值縮小。如果高利率持續不降，償還債務就可能變得更困難。正如在通膨期間破產件數減少，當通膨結束時，

因為企業試圖債務重整，而使得申請破產的件數大增。例如一九八〇年代通膨結束時，美國經濟復甦；但諸如農業和能源等產業，卻先經歷令人痛苦的萎縮，然後才開始復甦。

## 通膨對經濟的一線曙光

好消息是，過去通膨結束代表的是回復到有利市場的政策。穩定一國貨幣的過程，通常包括實施對經濟有利的改革，例如低稅率和負擔較輕的法規環境。在一九五〇年代初期的日本和德國都是這樣，當時像路德維希·艾哈德、池田勇人和約瑟夫·道吉都調降稅率和穩定貨幣改革，結束了兩國的戰後惡性通膨。一九五〇到一九七〇年，以美元計算的日本國內生產毛額成長十六倍，名目GDP成長年平均為百分之一四·九。

在美國和英國，一九七〇年代和一九八〇年代初期的大通膨之後，雷根總統和英國首相柴契爾夫人實施減稅和法規改革。世界各國的領袖紛紛跟隨他們的腳步，就連蘇聯也開始將其經濟體改為自由市場；可惜這樣的行動規模過小，而且無法防止在一九九一年崩解成十五個國家。

一九九〇年代東歐惡性通膨的災難，導致一段貨幣依賴期。逾二十幾國政府採取所得「單一稅」制度，也造成不可思議的經濟表現。採取單一稅國家的名目GDP成長率每年成長逾百分之二十，貨幣價值穩定。這些通膨過後的改革帶動一段驚人的大多頭。

Chapter

6

## 終結 通膨未來的路



---

穩定的金錢和沒有通膨，代表會有更多投資以及經濟飆升。在一八〇〇年代末期標準金本位制期間，當美國、英國和大部分歐洲國家，甚至是日本，全都將其貨幣連結至黃金，那個世紀創造的財富，比以前所有世紀的財富加起來還要多。

---

本書開頭時我們說過，辛巴威一百兆元的鈔票象徵著失控的惡性通膨。「辛巴威幣」一直被人當成娛樂來看待，畢竟在美國這個國家，誰能想像得到這麼瘋狂的事？如果你是這樣想的，最好再仔細思考。

填滿山姆大叔不停擴大的聯邦債務深淵的需求變得太大，二〇二一年時，有經濟學家說要鑄造一兆美元的硬幣存放在聯準會，以幫助政府支付開銷。

一兆美元的提議遭到堅決反對，甚至是嘲笑。沒有人會問：「我們是辛巴威嗎？」但前方的確有非常真實的通膨烏雲籠罩著，包括華府的政策拖慢了從疫情復甦的腳步。稅制、法規和不必要的支出，都對成長造成阻礙，並且讓山姆大叔愈來愈需要借錢和印鈔票。最近與中國和俄國的關係惡化，以及中東的情勢緊張，也提高了新衝突的可能性，可能會影響全球經濟和金融體系。

二〇二一年底時，聯準會主席鮑爾宣布將逐漸加快「縮表」——就是減少買進公債／印鈔票——以解決意外加劇的通膨。然而由於聯準會近年來過度擴張資產負債表，這麼做可能規模太小也太遲了。而且誰知道疫情和肺炎的各種變異株，會將美國的國內政策帶往什麼方向？極左派在對聯準會施壓，以配合現代貨幣理論的社會主義幻覺，並擴大聯準會的任務到設法解決「氣候變遷」。做這些事都會造成央行更加偏離原本的任務，就是保護美元的完整性。

這些發展全都不會對終結通膨特別有效。還有一些障礙使得通膨的浪潮被人為壓了下來。我們先前說過，國際銀行法規提高了銀行的存款準備金率，這麼做使得聯準會過去幾年來創造龐大的金錢不至於淹沒經濟體。那些附賣回協議——不斷借貸和償還銀行貸款——又該

怎麼辦呢？這些也有助於維持貨幣供給額不會膨脹——至少帳面上看來是如此。觀察家擔心遲早有一天這些障礙都會瓦解，導致通膨泛濫。但有一些很好的理由說明了一九七〇年代並非無可避免地會重現。事實上，最近發生的事件非常有可能就是轉折點——這是個機會，開啟恢復穩定貨幣和金本位制以結束通膨的討論。

其中一個原因是，二十一世紀不是一九七〇年代，當時沒有網路或有線電視，無法深入研究一個主題以及無止境地討論和辯論。當時的人們手中並沒有東西不停播放新聞通知，也不是活在二十四小時播放新聞的世界裡。現在是數十年來頭一次，通膨成了二十四小時的新聞。美國人不斷收到通知，告訴他們汽油和食品價格上漲，以及消費者物價指數創紀錄的增幅。他們現在可以處理這個資訊，這是四十年前做不到的。先前可能沒有注意這些消息的人，現在都聽到有關政府支出到達危險的程度，以及高漲的物價可能吃掉他們薪水，這兩者之間的關聯。沒錢償還助學貸款的年輕人發現，他們的薪水被通膨吃掉了，這樣山姆大叔就能繼續印鈔票並借零利率的免費資金，年輕人並不喜歡他們聽到的消息。

還有別的事情也正在發生。社交媒體的興起與最近的疫情，都引發民眾對政府官員評斷力的質疑。他們的社交發文以及永遠在改變的聲明顯示，他們和我們一樣都是人，都會出錯。用美國《新聞週刊》的話來說，新冠肺炎的經驗「對美國統治階級的信譽，造成了無法復原的傷害」。不只是對公共衛生官員是如此，想必對央行官員來說也是。隨著消費者物價指數持續上升，更多人會看到官員對物價上漲提出模糊的解釋，然後察覺這些說法根本不合理。

對社會主義感到憂心的美國人也會質疑央行體系，央行操縱金錢和利率的方式，太過類似蘇聯式的中央規畫。少數的銀行業官員憑什

麼認為他們可以制訂貨幣政策，來控制有三・三億人口的美國經濟活動？

但也有其他樂觀的理由。其中一個是核心事實，決策官員和凱因斯學派支持者無法了解的：政府雖然能讓貨幣貶值，但民眾的直覺就是追求貨幣的穩定性。別忘了，這就是金錢被發明出來的原因：提供一個受信任而且不變的價值單位。需要穩定性，這就是美國放棄金本位制後，歐洲國家發行歐元以期在浮動法幣之外尋求穩定性；這就是為什麼瑞士法郎在全球市場的需求很高。這就是為什麼幾個世紀前，英格蘭銀行和當時仍年輕的美國，透過將其貨幣連結黃金來終結通膨，而且此舉引爆的經濟繁榮改變了全世界。

那麼我們要如何找回貨幣理智，並恢復低通膨的健康經濟環境？公民要做的第一步，就是推廣健全貨幣原則的意識。

以下是本書提供的幾個要點：

一，當美元不再是受到信任，且能被當作可靠的價值單位時，貨幣會損失其價值，發生通膨。當時鐘損壞，我們不再相信它能報時的話，就會被棄置；或是磅秤不能用時也會被丟棄。同樣的道理也適用於貨幣。人們失去對貨幣的信心，貨幣不再可靠、供給額增加超過所有合理的需求、需求減少、貨幣失去其價值，就會發生通貨膨脹。

二，金價上漲代表美元貶值。黃金是世界上最穩定的大宗商品，因此金價上漲代表需要花更多美元來買黃金；換句話說就是美元貶值。黃金的價值穩定，就是它成為美元或任何其他貨幣價值最佳標準的原因。質疑者常常說，我們不能恢復以黃金為貨幣標準，因為黃金「不穩定」；這種想法根本不是事實。如果美元穩定，黃金價格就不

會波動。

三，通膨有兩種。一種是對市場環境的反應，而且通常是暫時的；另一種則是當政府或央行破壞貨幣的價值所造成的，這種就危險得多。政府管理失當造成的非貨幣型通膨令人痛苦——例如疫情期間供應鏈中斷；但效應通常只限於經濟體中的特定產業。而當政府和央行破壞其貨幣價值所造成的貨幣型通膨，傷害則是廣泛得多。第二種通膨會侵蝕財富、扭曲市場、使人們從事非法的行為。不論通膨率是百分之二還是更高，都會發生這種事。

你可能會說，貨幣型通膨是「人為的」災難，幾個世紀以來都造成了經濟與社會的瓦解，從羅馬帝國的崩解到二〇〇六年開始次級房貸市場崩塌。不幸的是，包括經濟學家在內的許多人，都混淆了這兩種通膨是起因於對貨幣的幻覺——這是自然傾向，人們總認為自己的貨幣是穩定的。物價上漲被認為是真實世界供給與需求變化的訊號；但這其實是聯準會印了太多鈔票所導致的扭曲。這個誤解也就是為什麼貨幣型通膨（就算通膨率很低），也會導致不自然的行為和過熱的市場，也就是所謂的「泡沫」，而且最後會破滅。

四，物價上漲是貨幣型通膨的結果，不是原因。還記得前面幾章以墨西哥度假為例，當地的紀念品價格比你上次去的時候貴很多，不是因為這些紀念品忽然變得更有價值了，而是現在你的一美元可以換到二十披索，不像三十年前時換到的是三披索；元兇是披索價值縮水了。同樣的，我們也可以說，相對於價值不會改變的黃金，美元的價值縮水了。大部分所謂的通膨解決之道之所以會失敗，是因為這些解決之道犯了一個錯誤，那就是試圖人為控制物價，而不是解決真正的問題，那就是貨幣價值減損。



五，包括美國在內，沒有任何一個國家能利用通膨來促進繁榮。就是這樣，沒有規避的辦法。央行刻意創造「一點通膨」的政策並不能創造財富。雖然經濟活動會增加，但這是人為造成的，最後還是會消退。因為通膨而扭曲的物價會傷害儲蓄及破壞市場，投資會被導向遠離能創造成長和就業的項目，並流入能保存財富和避稅的專案。經濟速度會放緩，長期下來的結果就是就業減少和破壞財富。如果美國現在的成長率和一九五〇及一九六〇年代採取金本位時一樣，人均所得就會比現在高出百分之七十二，美元的購買力就會更高，經濟規模至少會再大百分之五十。

六，溫和的通膨是因為短期「振興」所造成；惡性通膨則是因為央行一直印鈔票來支付政府開銷所導致的。而兩者之間的差異，不只是規模的大小而已。溫和的通膨通常是短期事件的結果，例如規模有限、凱因斯式的「振興」或戰爭需要高額花費等。惡性通膨的發生則是政府定期印鈔票以供其營運所需，這點從威瑪共和國的惡性通膨就能清楚看出。一九二二年時，威瑪共和國政府的總支出，有百分之六十三是透過印鈔票而來。關閉印鈔機就代表在一夕之間，終止政府百分之六十三的運作。

現代發生惡性通膨的國家，例如委內瑞拉和阿根廷，也一直使用印鈔機來支付政府的開銷。相較之下，美元自一九七〇年代開始貶值，主要是因為聯準會為因應經濟環境而印鈔票。但當時美國並沒有透過大規模的印鈔，以直接提供政府支出。不幸的是，這個情況已經開始改變了。現任政府偏好的現代貨幣理論認為，聯準會只要印鈔票就能提供政府福利方案的支出，而這正是造成惡性通膨最好的公式。

七，讓貨幣貶值最終會使社會退化。金錢的發明是為了做為一個雙方都同意的價值單位，陌生人之間建立起信任以促進貿易。當人們

使用健全、穩定的貨幣進行交易時，各方都知道他們從交易中獲得的東西。但當金錢的價值下滑，這個信任就會受損或甚至蕩然無存。金錢貶值會侵蝕儲蓄和固定收益，而有錢有勢的人獲得意外之財。如此一來，通貨膨脹加劇了不平等，助長不滿的火焰。因此，哲學家約翰·拉克稱通膨為「公然不正義」。通膨造成最嚴重的問題和社會瓦解有關，更多犯罪、貪腐和社會動盪，可能導致政府極端主義和獨裁者的興起。所有重大的「大失序」（Great Disorder）中，都能看得到貨幣貶值的身影，從羅馬帝國的衰落到德國威瑪共和國的通膨導致希特勒崛起，不一而足。

八，政府支出不是為了債留子孫，是為了在此時此刻創造通膨。我們經常聽到立意良善的警告說，政府債臺高築「將由下一代人來償還」。事實是，因為通膨造成更高的物價，美國人幾乎是立即開始付出代價。別忘了，凱因斯的名言說通膨是隱形稅，能讓政府沒收公民的財富而不會被注意到，至少是人民在發現錢不值錢之前還不會注意到。

九，穩健的貨幣意味「沒有通膨」；但不是「價格穩定」。凱因斯主義者堅稱聯準會必須確保「價格穩定」，這個想法是個迷思。即使在通膨很低或沒有通膨時，也沒有價格穩定這回事。價格是市場的制度，用來傳達有關供給與需求的資訊。在一個健全的經濟體中，價格會隨時漲跌。價格較高代表獲利更高，讓製造商有動機提高產量，結果商品會變得更讓人負擔得起。行動電話剛推出時要價數千美元，現在不到五十美元就能買得到。

在一八〇〇年代金本位制的時候，工業化和生產力提高，造成包括鋼鐵和煤油在內的產品成本大幅下滑。與此同時，薪資上揚使美國人變得更富有。到了一九一三年，非貨幣型的薪資「膨脹」和商品價

格「縮水」，使得美國成為世界上最富裕的國家。價格從來就不是「穩定的」，而是美元的價值維持不變。

十，結束通膨以及刺激經濟成長最好的辦法，就是透過將美元連結黃金以恢復健全的美元。金本位制只是將美元連結至黃金，方法就和現在數十個國家將其貨幣連結至美元或歐元一樣。美國仰賴健全的美元將近兩個世紀，而成為世界史上最富裕的國家。別忘了，金錢最主要的功能是用來衡量價值。我們不該再操縱美元的價值，就像一把尺上有幾寸是固定的，而不是浮動的；但近年來我們卻這麼做——而且造成災難性的結果。

過去五十年來，聯準會政策以及浮動法定美元造成的通膨，已經使得成長減緩且造成更多次經濟危機。根據一項研究，自一九七〇年代以來，經濟危機發生的頻率，比布雷頓森林協議和標準的金本位制期間增加了一倍。這項研究是在二〇〇八年金融危機前做的。

採用金本位制就不會有通膨，就這麼簡單。金本位制就只是代表金錢的價值是固定的，可以滿足其原本的功能，那就是受到信任的價值單位。

穩定的金錢和沒有通膨，代表會有更多投資以及經濟飆升。在一八〇〇年代末期標準金本位制期間，當美國、英國和大部分歐洲國家，甚至是日本，全都將其貨幣連結至黃金，那個世紀創造的財富，比以前所有世紀的財富加起來還要多。一九二〇年代的十年間，大部分的時候，美國的就業情形可以算是「完全就業」（失業率不到百分之五），在美元連結黃金的一九六〇年代也是。不同於許多人所認為的，不需要大量的黃金供應才能維持金本位制。這個制度可以在十二個月內逐漸實施完成，然後就等著看經濟起飛！

現在美國人譴責「取消文化」的興起，人們壓制自己不想聽的意見，程度前所未有。可惜的是，這種單一意見在華府官方並非新鮮事，他們不願意恢復的貨幣原則，曾經透過穩定、金本位制的貨幣建立起美國的經濟繁榮。國家正因為物價高漲和愈來愈不值錢的美元而付出代價。

現在該重啟相關的辯論了。

## 致謝

我們要特別感謝Encounter Books and和New Criterion有先見之明的出版者Roger Kimball，他早在通膨成為新聞焦點前，就看到出版關於通膨書籍的機會。我們還要感謝他超級優異的團隊：產線經理Amanda DeMatto和經理Mary Spencer，他們讓工作按照進度進行；版權編輯Justine Buchanan修潤最終版手稿；行銷經理Sam Schneider和公關經理Lauren Miklos為本書宣傳；還有Nola Tully和Rachel Williamson提供重要的法律與行政支援。

我們也要感謝超棒的Elizabeth Daffin和她卓越的研究；ILMDesigns的Mikey Sabatella所做的資訊圖表設計；還有Analiese Puzon和Delroy Tate傑出的製作服務。

感謝其他以不同方式協助的人們：Mark Skousen、Larry Reed、Heather Mac Donald以及Deroy Murdock。

本書得以付梓是因為以下這些人啟發了我們，他們付出了很多努力，以增進我們對經濟學和金錢的理解，這些人包括：Lewis Lehrman、Art Laffer、Larry Kudlow、Steve Hanke、Brian Domitrovic、Seth Lipsky、Amity Shlaes、Jim Grant、Ralph Benko、Steve Moore、John Fund、Judy Shelton、John Tamny和George Gilder。

本書共同作者史帝夫要對《富比士談通膨》的同仁Merrill Vaughn、Jackie DeMaria、Emira Gjonbalaj和Sue Radlaue重要的編輯和後勤協助表達感激之意。

他還要感謝Bill Dal Col在許多情況下提供寶貴的建議。還有對他的家人致上最深的感激，尤其是他的女兒Sabina提供研究和實際的協助、Catherine讓他在新冠肺炎的阻礙下還能如此有效率地工作，以及Moirra對應付各種挑戰的真知灼見。

奈森要感謝支持過他工作的個人和組織，包括：Discovery Institute、James Turk、Sean Fieler and the American Principles Project、Forbes Media、the Cato Institute、the Heritage Foundation、Addison Wiggin and Agora Publishing、the American Institute for Economic Research以及the New York Society of Securities Analysts。

最後，伊莉莎白要向上述的人們和組織，以及她的朋友們表達感激之意，包括Laura and Gary Jacobs、Christine Creager、Clara Del Villar、Elizabeth and Jack Coleman、Betty Cammisa，還有Seltzer一家人，感謝他們所有的建議以及鼓勵。

# 參考資料

## 前言

- . “Inflation. The headlines are everywhere.....” Christopher Rugaber, “Why are Fears of Inflation Getting Worse?,” Associated Press, May 12, 2021, <https://apnews.com/article/financial-markets-inflation-health-coronavirus-pandemic-business-9b28c435bc8f787838ca1160e4d47f>.
- . “Consumer Prices Jump.....” Olivia Rockman, “U.S. Consumer Prices Jump Most Since 2008, Topping All Estimates,” Bloomberg, July 13, 2121, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-13/u-s-consumer-prices-increased-in-june-by-more-than-forecast>.
- . “The front page of the *New York Post* proclaims.....” “The Incredible Shrinking Dollar,” *New York Post*, July 14, 2021.
- . “A shopper at a Long Island supermarket.....” Ben Popken, “Get Ready for Higher Grocery Bills for the Rest of the Year,” NBC News, April 13, 2121, <https://www.nbcnews.com/business/consumer/getready-higher-grocery-bills-rest-year-n1263897>.
- . “A Virginia car dealer.....” David Lynch, “Recovery’s Stumbles Leave Americans Confronting Unfamiliar Inflation Risk,” *Washington Post*, May 10, 2021.
- . “A realtor in South Carolina.....” Chris Joseph, “Lumber Prices Skyrocketing, and Taking Home Prices with Them,” WISTV, April 15, 2021, <https://www.wistv.com/2021/04/15/lumber-prices-skyrocketing-taking-home-prices-with-them/>.
- . “Bloomberg News reports that customers.....” Justin Blum, “A \$4,749 Bike Hints at Inflation Peril Looming for U.S. Economy,” Bloomberg, June 5 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-05/a-4-749-bike-hints-at-inflation-peril-looming-for-u-s-economy>.
- . “Larry Summers, the Keynesian economist.....” Lawrence Lewitinn, “Lawrence Summers on Inflation: Fed ‘Will Only Remove the Punch Bowl After It Sees People Staggering Around Drunk,’” CoinDesk, May 26, 2021, <https://www.coindesk.com/markets/2021/05/26/lawrence-summers-on-inflation-fed-will-onlyremove-the-punch-bowl-after-it-sees-people-staggering-arounddrunk/>.
- . “Summers went on to warn.....” Matt Egan, “Larry Summers Sends Stark Inflation Warning to Joe Biden,” CNN Business, May 27, 2021, <https://www.cnn.com/2021/05/26/economy/inflation-larry-summers-biden-fed/index.html>.
0. “a decade of double-digit price increases.....” Alan Blinder, “The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970s,” *Inflation: Causes and Effects* (Chicago, University of Chicago Press, 1982), 261.

1. “the price increases were ‘transitory’ .....” Patti Domm, “Inflation is Hotter Than Expected, But It Looks Temporary and Likely Won’t Affect Fed Policy Yet,” CNBC, June 10, 2121, <https://www.cnbc.com/2021/06/10/inflation-hotter-than-expected-but-transitory-wont-affect-fed-policy.html>.
2. “Jerome Powell conceded.....” Mark DeCambre, “Powell Says Time to Retire ‘Transitory’ When Talking About Inflation—and Stock Markets Tank,” MarketWatch.com, November 30, 2021, <https://www.marketwatch.com/story/powell-says-time-to-retire-transitory-when-talking-about-inflationand-stock-marketstank-11638305094>.
3. “breaks up the bottlenecks in our economy.....” Joseph Biden, “Remarks by President Biden on the Economy,” transcript of address delivered in The White House Briefing Room, July 19, 2021, <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2021/07/19/remarks-by-president-biden-on-the-economy-3/>.
4. “will enhance our productivity.....” Biden, “Remarks.”
5. “officials predicted a minimal level of only 1.8 percent inflation.....” Federal Reserve Open Market Committee, “Summary of Economic Projections,” Federal Reserve, December 16,2020, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcproptabl20201216.htm>.
6. “PCE had shot past 5 percent.....” Bureau of Economic Analysis, “Personal Income and Outlays, October 2021,” press release,November 24, 2021, <https://www.bea.gov/news/2021/personal-income-and-outlays-october-2021>.
7. “74 percent of nominal GDP growth.....” “Inflation as Percent of Nominal GDP” (chart) *Unleash Prosperity Hotline*, Committee to Unleash Prosperity, #412, November 16, 2021 <https://mailchi.mp/4ef82d29d331/unleash-prosperity-hotline-866180?e=f1a-6f760a8>.
8. “the ‘Nixon Shock,’ imposed by President Richard Nixon.....”“Nixon and the End of the Bretton Woods System, 1971–1973,”United States Department of State, <https://history.state.gov/milestones/1969-1976/nixon-shock>.
9. “has dropped by 98 percent.....” “Historical gold charts,” Kitco,2021, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
0. “Newton, with the help of his friend, the philosopher John Locke.....” Nathan Lewis, *Gold: The Monetary Polaris* (New Berlin,NY: Canyon Maple Publishing, 2013), 85.  
Lewis, Nathan, *Gold: The Final Standard* (New Berlin, NY: Canyon Maple Publishing, 2019), 64-65.  
Lewis, Nathan, *Gold: The Once and Future Money* (Hoboken, John Wiley & Sons, 2007), 29-30.  
Forbes, Steve, and Elizabeth Ames, *MONEY: How the Destruction of the Dollar Threatens the Global Economy—and What We Can Do About It* (New York, McGraw Hill Education, 2014), 134.
1. “other European nations, as well as Japan.....” Forbes and Ames, *MONEY*, 135.  
Lewis, Nathan, “The 1870-1914 Gold Standard: The Most Perfect One Ever Created,” *Forbes*, January 3, 2013, <https://www.forbes.com/sites/nathanlewis/2013/01/03/the-1870-1914-gold-standardthe-most-perfect-one-ever-created/?sh=362d63f34a6a>.  
Bordo, Michael David, *The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, May 1981, 7,



- [https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/81/05/Classical\\_May1981.pdf](https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/81/05/Classical_May1981.pdf).
2. “as well as Japan, followed Britain and the US.....” Kris James Mitchener, Masato Shizume, Marc Weidenmier, “Why Did Countries Adopt the Gold Standard? Lessons from Japan,” National Bureau of Economic Research Working Paper, July 2009, 24, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w15195/w15195.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w15195/w15195.pdf).
  3. “Adam Smith observed centuries ago.....” Adam Smith, *The Wealth of Nations*, Adam Smith Institute, <https://www.adamsmith.org/the-wealth-of-nations>.
  4. “Seven Nobel prizes.....” Brian Domitrovic, “The Economics Nobel Goes to Sargent & Sims: Attackers of the Phillips Curve,” *Forbes*, October 10, 2011.
  5. “Had the nation maintained its growth rates.....” Bureau of Economic Analysis, “Table 1.1.1 Percent Change from Preceding Period in Real GDP,” [https://apps.bea.gov/iTable/index\\_nipa.cfm](https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm).  
Bureau of Economic Analysis, “Table 1.1.6 Real Gross Domestic Product, Chained Dollars,” [https://apps.bea.gov/iTable/index\\_nipa.cfm](https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm).
  6. “Joseph Dodge’s.....” *Encyclopedia Britannica*, s.v. “Ikeda Hayato,” <https://www.britannica.com/biography/Ikeda-Hayato>.

## Chapter 1

### 親愛的，他們把錢變小了

1. “the government issued a \$100 trillion note.....” “Hyperinflation in Zimbabwe,” *Globalization and Monetary Institute 2011 Annual Report*, Federal Reserve Bank of Dallas, 2, <https://www.dallasfed.org/~media/documents/institute/annual/2011/annual11b.pdf>.
2. “Nixon blamed a mild inflation on ‘international speculators’ .....” Richard Nixon, “Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: ‘The Challenge of Peace,’” transcript of address delivered in the Oval Office in Washington, DC, August 15, 1971, <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/address-the-nation-outlining-new-economic-policy-the-challenge-peace>.  
Kollen Ghizoni, Sandra, “Nixon Ends Convertibility of U.S. Dollars to Gold and Announces Wage/Price Controls,” Federal Reserve Bank of St. Louis, August 1971, <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-convertibility-ends>.
3. “the monetary principle that the US had embraced.....” Nathan Lewis, *Gold: The Once and Future Money* (Hoboken, John Wiley & Sons, 2007), 31.
4. “dollar’s purchasing power has been reduced by 86 percent.....” “Consumer Price Index, 1913-,” Federal Reserve Bank of Minneapolis, <https://www.minneapolisfed.org/about-us/monetary-policy/inflation-calculator/consumer-price-index-1913->.
5. “In 1970, it took \$35 to buy an ounce of gold.....” “Historical gold charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.

- . “In the 1960s, oil cost \$3 a barrel.....” “U.S. Crude Oil First Purchase Price,” US Energy Information Administration, [https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=pet&s=f000000\\_\\_3&f=a](https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=pet&s=f000000__3&f=a).
- . “By mid-2021, oil cost \$75 a barrel.....” “Cushing, OK WTI Spot Price FOB,” US Energy Information Administration, <https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RWTC&f=M>.
- . “A Big Mac cost just 65 cents.....” Meghan De Maria, “What a McDonald’s Big Mac Cost the Year You Were Born,” Eat This, Not That!, November 21, 2020, <https://www.eatthis.com/big-mac-cost/>.
- . “CPI recorded an increase of 5 percent.....” US Bureau of Labor Statistics, “Consumer Price Index News Release,” [https://www.bls.gov/news.release/archives/cpi\\_06102021.htm](https://www.bls.gov/news.release/archives/cpi_06102021.htm).
- 0. “the annual 2 percent rise that the Fed’s economists.....” “Why Does the Federal Reserve Aim for Inflation of 2 Percent Over the Longer Run?,” Federal Reserve, August 27, 2020, [https://www.federalreserve.gov/faqs/economy\\_14400.htm](https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm).
- 1. “According to the Federal Reserve.....” “What is Inflation and How does the Federal Reserve Measure It?” Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/faqs/5CD8134B130A43E998A945450E041BF0.htm>.
- 2. “from the authors of the socialist textbook.....” William Mitchell, L. Randall Wray, Martin Watts, *Macroeconomics* (London: Red Globe Press, 2019), 255.
- 3. “The economist Friedrich Hayek famously explained.....” Friedrich Hayek, “The Use of Knowledge in Society,” *The American Economic Review*, XXXV, No. 4., September 1945, 519-30, The Library of Economics and Liberty, <https://www.econlib.org/library/Essays/hykKnw.html>.
- 4. “Experts estimate that.....” “Above-Ground Stocks,” February 1, 2021, World Gold Council, <https://www.gold.org/goldhub/data/above-ground-stocks>.
- 5. “Alan Greenspan has noted that.....” Alan Greenspan, interview by Steve Forbes, May 11, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
- 6. “sent the gold price hurtling past \$1,900 an ounce.....” “Historical gold charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
- 7. “The discount chain Dollar Tree.....” Sarah Nassauer, “How Dollar Tree Sells Nearly Everything for \$1, Even when Inflation Lurks,” Fox Business, July 12, 2021, <https://www.foxbusiness.com/lifestyle/dollar-tree-sales-inflation>.
- 8. “Eventually the chain was forced to.....” Dollar Tree, “Building on the Success of its ‘Combo’ Store and Dollar Tree Plus Initiatives, Dollar Tree Poised to Take Next Steps in its Multi-Price Evolution,” press release, September 28, 2021, <https://www.dollartreeinfo.com/news-releases/news-release-details/building-success-itscombo-store-and-dollar-tree-plus>.
- 9. “journalist John Steele Gordon issued a warning.....” John Steele Gordon, “Why We’re on the Path to a ’70s-like Inflation Disaster,” *New York Post*, July 12, 2021.

0. “Bitcoin, for instance, has been known.....” Charles Bovaird, “Bitcoin Lost Roughly 50% of its Value in a Day,” *Forbes*, March 12, 2020.
1. “Platforms such as PayPal.....” Anna Irrera, “Exclusive: PayPal Launches Crypto Checkout Service,” Reuters, March 30, 2021, <https://www.reuters.com/article/us-crypto-currency-paypal-exclusive/exclusive-paypal-launches-crypto-checkout-service-idUSKBN2BM10N>.
2. “El Salvador, which years ago.....” Nelson Renteria and Anthony Esposito, “El Salvador’s World-First Adoption of Bitcoin Endures Bumpy First Day,” Reuters, September 8, 2021, <https://www.reuters.com/business/finance/el-salvador-leads-world-into-cryptocurrency-bitcoin-legal-tender-2021-09-07/>.

## Chapter 2

### 通膨史上不太好的時刻

- . “very first coins, minted in Lydia.....” Nathan Lewis, *Gold: The Once and Future Money* (Hoboken, John Wiley & Sons, 2007), 21.
- . “Nero (37-68 AD) .....” *Encyclopedia Britannica*, s.v. “Nero,” <https://www.britannica.com/biography/Nero-Roman-emperor>.
- . “the words of the historian Suetonius.....” Fordham University, *Ancient History Sourcebook, Suetonius, De Vita Caesarum—Nero, c. 110 C.E.*, <https://sourcebooks.fordham.edu/ancient/suet-nero-rolfe.asp>.
- . “Nero debased the Roman denarius.....” Lewis, *Gold*, 23. 18 “By 260 AD, Rome’s increasingly corrupt governments.....” Lewis, *Gold*, 23.
- . “the price of wheat was two million times.....” Glyn Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day* (Cardiff: University of Wales Press, 2002).  
Adams, Charles, *For Good and Evil: The Impact of Taxes on the Course of Civilization* (Lanham, MD: Madison Books, 1999).
- . “Chinese, meanwhile, were the first to demonstrate the potential.....” Lewis, *Gold*, 25-27. Skeen, Bradley, Penny Morrill, Kenneth Hall, Alan Stahl, and Muhammed Hassan Ali, “Money and coinage,” *Encyclopedia of Society and Culture in the Medieval World*, by Pam J. Crabtree, Facts on File, 2008, [https://search.credoreference.com/content/entry/fofsociety/money\\_and\\_coinage/0?institutionId=10199](https://search.credoreference.com/content/entry/fofsociety/money_and_coinage/0?institutionId=10199).  
St. Onge, Peter, “How Paper Money Led to the Mongol Conquest,” *Independent Review*, Summer 2017, Vol. 22 Issue 2, 223-243, [https://www.independent.org/pdf/tir/tir\\_22\\_2\\_09\\_stonge.pdf](https://www.independent.org/pdf/tir/tir_22_2_09_stonge.pdf).
- . “Around 1440, China returned to highly reliable copper and silver coinage.....” Lewis, *Gold*, 27.
- . “Marco Polo returned to Venice in 1295.....” Alfred Kennedy, “Marco Polo on Money,” Foundation for Economic Freedom, December 1, 1977, <https://fee.org/articles/marco-polo-on-money/>.
- . “In 1542, he began what was known as the Great Debasement .....” Samuel Knafo, *The Making of*

*Modern Finance: Liberal Governance and the Gold Standard* (London: Routledge, 2021), 77-79.

0. “were depleted of about two-thirds of their silver content.....” Stephen Deng “The Great Debasement and Its Aftermath,” *Coinage and State Formation in Early Modern English Literature*, *EarlyModern Cultural Studies*, (New York, Palgrave Macmillan, 2011), [https://doi.org/10.1057/9780230118249\\_4](https://doi.org/10.1057/9780230118249_4).
1. “sending the price of wheat skyward.....” Margaret Hastings and Michael Charles Prestwich, “England Under the Tudors,” *Encyclopedia Britannica*, <https://www.britannica.com/place/United-Kingdom>.
2. “Spain’s ‘silver dollars’ .....” Lewis, *Gold*, 56-59, 153.
3. “royal family itself could not raise the funds to travel.....” J.H. Elliott, *Imperial Spain*, 1469-1716 (New York: St. Martin’s Press, 1964).
4. “thanks to his rampant devaluations.....” Elgin Groseclose, “The Great Paper-Money Experiment,” *Money and Man* (Norman, OK:University of Oklahoma Press, 1976).
5. “via the Mississippi Company.....” Jon Moen, “John Law and the Mississippi Bubble: 1718-1720,” Mississippi Historical Society, October 2001, <https://mshistorynow.mdah.ms.gov/issue/john-lawand-the-mississippi-bubble-1718-1720>. Lewis, *Gold*, 79.
6. “French stopped using paper money.....” Moen, “John Law.”
7. “In 1690, Massachusetts used paper money.....” Lewis, *Gold*, 153.
8. “after the American Revolution began in 1775.....” Lewis, *Gold*, 154.
9. “not worth a Continental.....” “In 1776, the Continental Congress,” Cato Institute, <https://securessl.cato.org/support/cato1776-coin>.
0. “Paper money also returned with France’s Revolution.....” *Encyclopedia Britannica*, s.v. “assignat,” <https://www.britannica.com/topic/assignat>.
1. “In 1800, a new franc was introduced.....” Lewis, *Gold*, 79-80.
2. “Alexander Hamilton, the first treasury secretary.....”  
“Alexander Hamilton (1789-1795),” <https://home.treasury.gov/about/history/prior-secretaries/alexander-hamilton-1789-1795>.
3. “the Swiss central bank has had to increase supply.....” “Swiss Franc Stability Not at Risk From Ultra-Loose Policy – SNB,” Reuters, October 8, 2020, <https://www.reuters.com/article/uk-swiss-snb-jordan/swiss-franc-stability-not-at-risk-from-ultra-loose-policy-snb-idUKKBN26T1JM>.
4. “Between 1775 and 1900, the base money supply.....” Nathan Lewis, “Modern Monetary Theory Goes Mainstream,” *Forbes*, July 10, 2020.
5. “the value of the dollar fell 41 percent.....” Lewis, *Gold*, 229, 231.
6. “the collapse of the Thai baht and Russian ruble.....” Lewis, *Gold*, 344, 356.
7. “the South Vietnamese currency, the piastre.....” Wikipedia, s.v. “French Indochinese Piastre,” [https://en.wikipedia.org/wiki/French\\_Indochinese\\_piastre](https://en.wikipedia.org/wiki/French_Indochinese_piastre).  
“Devalued Piaster is Urged on Saigon,” *New York Times*, June 28, 1970, <https://www.nytimes.com/1970/06/28/archives/devaluedpiaster-is-urged-on-saigon-house-panel-also->

suggests-the.html.

8. “Afghanistan’s currency tumbled.....” “Afghanistan’s Currency Crumbles to Record Lows,” CNN Business, August 18, 2021, <https://www.cnn.com/2021/08/18/business/afghanistan-currency-taliban/index.html>.
9. “In 1931, when the Bank of England signaled.....” Ben Bernanke, “Money, Gold, and the Great Depression,” Transcript of H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, Lexington, VA, March 2, 2004, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>.
0. “a slide in the yen occurred that December.....” Masato Shizume, “The Japanese Economy During the Interwar Period: Instability in the Financial System and the Impact of the World Depression,” *Bank of Japan Review*, May 2009, 1, [https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/rev\\_2009/data/rev09e02.pdf](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2009/data/rev09e02.pdf).
1. “The average budget deficit was 1.3 percent of GDP.....” Office of Management and Budget Historical Tables, The White House, “Table 1.1–Summary of Receipts, Outlays, and Surpluses or Deficits (-):1789-2026,” <https://www.whitehouse.gov/omb/historical-tables/>.
2. “The debt-to-GDP ratio was around 35 percent.....” US Office of Management and Budget and Federal Reserve Bank of St. Louis, “Federal Debt: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEGDQ188S>.
3. “Between 1970 and 1974, the number of dollars.....” “Historical Gold Charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
4. “The monetary base.....” Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Base; Total,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>.
5. “dollar base money supply did increase by 51 percent.....” FRED, “Monetary Base.”
6. “The quadrupling of oil prices in 1973-74.....” Michael Corbett, “Oil Shock of 1973-74,” Federal Reserve Bank of St. Louis, January 1974, <https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1973-74>.
7. “Currency expert Steve Hanke defines hyperinflation as.....” Steve Hanke, “Hanke’s Inflation Dashboard: The Media’s Misreporting on Hyperinflation,” Cato Institute, October 7, 2020, <https://www.cato.org/commentary/hankes-inflation-dashboard-medias-misreporting-hyperinflation>.
8. “the European allies demanded the nation pay war reparations in the Treaty of Versailles of 1919.....” United States Holocaust Memorial Museum, *Holocaust Encyclopedia*, s.v. “Treaty of Versailles,” <https://encyclopedia.ushmm.org/content/en/article/treaty-of-versailles>.
9. “Between January 1919 and February 1920, the monetary base increased by 58 percent.....” “Changes in Base Money Demand in Germany,” *New World Economics*, February 27, 2011.
0. “people bought pianos who couldn’t play them.....” Adam Fergusson, *When Money Dies* (London: Kimber, 1975), 64.
1. “an astonishing level of nearly 30,000 percent per month.....” Rudiger Dornbusch, “Stopping

- Hyperinflation: Lessons from the German Inflation Experience of the 1920s,” National Bureau of Economic Research Working Paper, August 1985, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w1675/w1675.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1675/w1675.pdf).
2. “In Fergusson’s words.....” Adam Fergusson, interview by Steve Forbes, June 5, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
  3. “In November 1923, the old currency was thrown out.....” Fergusson, *When Money Dies*, 120-122. “In Hyperinflation’s Aftermath, How Germany Went Back to Gold,” *Forbes*, June 9, 2011. Polleit, Thorsten, “90 Years Ago: The End of German Hyperinflation,” Mises Institute, November 15, 2013, <https://mises.org/library/90-years-ago-end-german-hyperinflation>.<sup>30</sup> “In 1922, 63 percent of the nation’s total government spending.....” Costantino Bresciani-Turroni, *The Economics of Inflation—A Study of Currency Depreciation in Post War Germany* (London: G. Allen & Unwin Ltd., 1937).
  4. “Franklin Roosevelt took office in 1933, he devalued.....” “Gold Standard Dropped for the Present to Lift Prices and Aid Our Trade Position; Plans for Controlled Inflation Drafted,” *New York Times*, April 20, 1933. Lewis, *Gold*, 229.
  5. “John Maynard Keynes rose to prominence.....” Christina Romer, *Encyclopedia Britannica*, s.v. “Great Depression,” <https://www.britannica.com/event/Great-Depression>. Jahan, Sarwat, Ahmed Saber Mahmud, and Chris Papageorgiou, “What is Keynesian Economics?,” *Finance & Development*, September 2014, Vol. 51, No. 3, 53-54, International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/09/basics.htm>.
  6. “New Zealand economist William Phillips came up with the Phillips Curve.....” James Dorn, “The Phillips Curve: A Poor Guide for Monetary Policy,” Cato Institute, Winter 2020, <https://www.cato.org/cato-journal/winter-2020/phillips-curve-poor-guide-monetary-policy>.
  7. “led President Richard Nixon, and his Fed Chair Arthur Burns.....” Alan Reynolds, “The Fed: Lessons of 1972,” Cato Institute, May 13, 2004, <https://www.cato.org/publications/commentary/fed-lessons-1972#>.
  8. “Phillips Curve was disproved by a succession of Nobel-prize winning economists.....” Brian Domitrovic, “Nobel After Nobel Won’t Kill the Phillips Curve,” *Forbes*, March 7, 2011, <https://www.forbes.com/sites/briandomitrovic/2011/03/07/nobel-after-nobelwont-kill-the-phillips-curve/?sh=45935be52f53>.
  9. “The original mandate of this new entity.....” David Wheelock and Mark Carlson, “The Fed’s First (and Lasting) Job: Lender of Last Resort,” *Forefront*, June 26, 2013, <https://www.clevelandfed.org/en/newsroom-and-events/publications/forefront/ff-v4n01/ffv4n0108-the-feds-first-job-lender-of-last-resort.aspx>.
  0. “The Employment Act of 1946.....” Aaron Steelman, “Employment Act of 1946,” Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://www.federalreservehistory.org/essays/employment-act-of-1946>.

1. “In the late 1970s, Congress required the Federal Reserve.....” Robert Hetzel, “Money, Banking, and Monetary Policy From the Formation of the Federal Reserve Until Today,” Working Paper 16-01, Federal Reserve Bank of Richmond, 25, <https://fraser.stlouisfed.org/title/working-papers-federal-reserve-bank-richmond-3942/money-banking-monetary-policy-formation-federal-reserve-today-531445>.
2. “that are the ‘primary dealers’ of those securities.....” “Primary Dealers,” Federal Reserve Bank of New York, <https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers>.
3. “Judy Shelton observes in the *Wall Street Journal*.....” Judy helton, “How the Fed Finances U.S. Debt,” *Wall Street Journal*, ctober 13, 2021.
4. speech in 2012, then Fed Chair Ben Bernanke explained.....”Ben Bernanke, “Monetary Policy Since the Onset of the Crisis,” Transcript of Speech delivered to the Federal Reserve Bank of ansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2012, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>.
5. “Some central banks, notably in Japan and Switzerland.....” Hideyuki Sano, “BOJ Buys Stock ETFs as Usual After Policy Change, But Changes May Lie Ahead,” Reuters, March 22, 2021, <https://www.reuters.com/article/us-japan-boj-stocks/boj-buys-stock-etfs-as-usualafter-policy-change-but-changes-may-lie-ahead-idUSKBN2BE17M>.  
Sugiyama, Kentaro, and Leika Kihara, “Take On More Risk or Taper? BOJ Faces Tough Choice with REIT Buying,” Reuters, March 4, 2021, <https://www.reuters.com/article/us-japan-boj-reit/takeon-more-risk-or-taper-boj-faces-tough-choice-with-reit-buyingidUSKBN2AW0ND>.  
Bosley, Catherine, “Swiss Central Bank Owns Record \$162 Billion of U.S. Stocks,” *Bloomberg*, August 6, 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-06/swiss-central-bank-s-hoard-of-foreign-exchange-tops-1-trillion>.
6. “ran the largest peacetime deficits ever.....” Office of Management and Budget, “Table 1.1–Summary of Receipts, Outlays, and Surpluses or Deficits (-): 1789-2026,” <https://www.whitehouse.gov/omb/historical-tables/37> “new global banking regulations under the ‘Basel III’.....” Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, “Finalising Basel III, In Brief,” December 2017, [https://www.bis.org/bcbs/publ/d424\\_inbrief.pdf](https://www.bis.org/bcbs/publ/d424_inbrief.pdf).
7. “the Fed, in another unprecedented move, started paying interest.....” Federal Reserve, “Interest on Reserve Balances,” <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reserve-balances.htm>.
8. “James Grant, editor of *Grant’s Interest Rate Observer*.....” James Grant, interview by Steve Forbes, May 2 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
9. “Between 2008 and early 2021, the US monetary base—currency in circulation and bank reserves—exploded.....” Board of Governors of the Federal Reserve System (US), “Monetary Base; Total,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>.
0. “Between 2008 and 2020, the value of the dollar fell in half.....” “Historical gold charts,” Kitco,

<https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.

1. “In 2021, the Fed was still buying \$120 billion in Treasuries.....” Federal Reserve, Press release, July 28, 2021, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20210728a1.pdf>.
2. “something called a ‘reverse repurchase agreement’.....” Federal Reserve, “Factors Affecting Reserve Balances – H.4.1,” <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.  
Federal Reserve Bank of New York, “FAQs: Reverse Repurchase Agreement Operations,” September 22, 2021, [https://www.newyorkfed.org/markets/rp\\_faq.html](https://www.newyorkfed.org/markets/rp_faq.html).  
Chen, James, “Reverse Repurchase Agreement,” Investopedia, December 28, 2020, <https://www.investopedia.com/terms/r/reverserepurchaseagreement.asp>.
3. “In February of 2021, the Fed had very few reverse repos.....” Federal Reserve, “Factors Affecting Reserve Balances – H.4.1,” February 25, 2021, <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/20210225/>.
4. “swelled to more than \$1.7 trillion.....” Federal Reserve, “Factors Affecting Reserve Balances – H.4.1,” December 23, 2021, <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/20211223/40> “publication of *The Deficit Myth*.....” Stephanie Kelton, *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy* (New York: Public Affairs, 2020).
5. “twice the percentage of US federal debt.....” US Department of the Treasury, Fiscal Service, “Federal Debt Held by Federal Reserve Banks,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/FDHBFRBN>.

## Chapter 3

### 為什麼沒有「健康」的通膨？

- . “The famed ‘WIN’ button.....” Courtesy of the Gerald R. Ford Presidential Museum via Wikimedia Commons.
- . “Federal Reserve Chair Jerome Powell announced.....” Jerome Powell, “New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review,” transcript of speech delivered to the economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 27, 2020, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>.
- . “lack of inflation can create problems for consumers.....” Mitchell Hartman, “I’ve Always Wondered . . . Why is Inflation Necessary?,” Marketplace, September 12, 2019, <https://www.marketplace.org/2019/09/12/why-is-inflation-necessary/>.
- . “median household income grew by 6.8 percent.....” Editorial, “The Higher Wages of Growth,” *Wall Street Journal*, September 16, 2020.
- . “The *New York Times* applauded.....” Binyamin Appelbaum, “In Fed and Out, Many Now Think Inflation Helps,” *New York Times*, October 26, 2013.
- . “We wonder if anyone cared to ask Richard Dixson.....” Gerald Porter, Jr., “Diaper Inflation Wrecks



- Already-Strained Family Budgets in the U.S.,” Bloomberg, July 9, 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-09/diaper-costs-crush-families-as-pg-and-kimberly-clark-pass-along-inflation>.
- . “Melissa Roberts, a young mother of four.....” Elisabeth Buchwald, “Eggs and Pancakes for Dinner: How One Family of Seven Is Coping with America’s Food Inflation,” MarketWatch, updated July 19, 2021, <https://www.marketwatch.com/story/eggs-and-pancakes-for-dinner-how-one-family-of-seven-is-coping-with-americas-food-inflation-11626285167>.
  - . “Cambodia, where upwardly spiraling food prices.....” UNICEF, “Going hungry—how COVID-19 has harmed nutrition in Asia and the Pacific,” press release, February 1, 2021, <https://www.unicef.org/cambodia/press-releases/going-hungry-how-covid-19-has-harmed-nutrition-asia-and-pacific>.
  - . “John Maynard Keynes first advanced the notion.....” Sarwat Jahan, Ahmed Saber Mahmud, and Chris Papageorgiou, “What is Keynesian Economics?,” *Finance & Development*, Vol. 51, No. 3, September 2014, International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/09/basics.htm>.
  0. “Seven Nobel prizes have been awarded.....” Brian Domitrovic, interview by Steve Forbes, May 23, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
  1. “During the inflationary early 1980s.....” Brian Domitrovic, “The Fed is Failing its Unemployment Mandate,” *Forbes*, September 20, 2011. Domitrovic, Brian “We’re Learning from the 1980s/Push for Gold, At Last,” *Forbes*, January 24, 2012.
  2. “jobless rates of less than 5 percent.....” Stanley Lebergott, “Annual Estimates of Unemployment in the United States, 1900-1954,” *The Measurement and Behavior of Unemployment* (Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 1957) 211, 242.
  3. “and the 1960s.....” US Bureau of Labor Statistics, “Unemployment Rate,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>.
  4. “Switzerland [.....] unemployment rate hovers around 3 percent.....” Organization for Economic Co-operation and Development, “Registered Unemployment Rate for Switzerland,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/LMUNRRTTCHQ156S>.
  5. “the US during the late nineteenth-century.....” “Deflation and Economic Growth,” *National Economic Trends*, March 1998.
  6. “Cheap steel poured into new railways.....” Nathan Lewis, *Gold: The Final Standard* (New Berlin, NY: Canyon Maple Publishing 2017) 134.
  7. “more than 7,000 miles of new railway per year.....” National Bureau of Economic Research, “Miles of Railroad Built for United States,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/A02F2AUSA374NNBR>.
  8. “In the 1850s, whale oil.....” Paul Robinson, “Petroleum and Its Products,” *Handbook of*

*Industrial Chemistry and Biotechnology* (Springer US, November 2012), 699-747, [https://www.researchgate.net/publication/302207461\\_Petroleum\\_and\\_Its\\_Products](https://www.researchgate.net/publication/302207461_Petroleum_and_Its_Products).

Robbins, James, "How Capitalism Saved the Whales," Foundation for Economic Education, August 1, 1992, <https://fee.org/articles/how-capitalism-saved-the-whales/>.

9. "kerosene replaced whale oil at \$0.26 per gallon....." Burton Folsom, "John D. Rockefeller and the Oil Industry," Foundation for Economic Education, October 1, 1988, <https://fee.org/articles/john-d-rockefeller-and-the-oil-industry/>.

0. "In the words of Steve Hanke....." Steve Hanke, interview by Steve Forbes, April 17, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.

1. "Former congressman Ron Paul....." Steve Forbes and Elizabeth mes, *Money: How The Destruction of the Dollar Threatens the lobal Economy—and What We Can Do About It*, (New York: McGraw Hill Education, 2014), 81.

2. Keynes himself famously acknowledged....." John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (New York: Harcourt, Brace, and Howe, 1920), chapter 6.

3. "Stony Brook University professor and social scientist....." Todd Pittinsky, "Inflation Disproportionately Hurts the Poor," (letter) *Wall Street Journal*, June 20, 2021.

4. "Noted economist and author Mark Skousen....." Mark Skousen, interview by Steve Forbes, Jun 18, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.

5. "2021 saw the biggest one-year increase in federal tax receipts....." Brian Faler, "U.S. Sees Biggest Revenue Surge in 44 Years Despite Pandemic," Politico, October 12, 2021.

6. "in October of 2021, the *Wall Street Journal* reported....." Editorial, "The Inflation Tax Rises: Real Average Hourly Earnings Have Declined 1.9% Since Biden's Inaugural," *Wall Street Journal*, October 13, 2021.

7. "According to eye-opening calculations....." Zheli He and Xiaoyue Sun, "Impact of Inflation by Household Income," Penn Wharton Budget Model, December 15, 2021, <https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2021/12/15/consumption-under-inflation-costs>

"John Locke [.....] currency devaluation a 'public failure of justice' ....." John Locke, *The Works of John Locke*, vol. 5 (London: Thomas Davison, Whitefriars, 1823), 145.

8. "In 2021, Argentina had an annual inflation rate....." Herman Nesi and Jorge Lorio, "Argentina's Annual Inflation Rate Tops 50% as Global Prices Soar," Reuters, July 15, 2021, <https://www.reuters.com/world/americas/argentina-inflation-seen-year-low-32-junelike-reheat-2nd-half-2021-07-15/>.

9. "Turkey, which had a more moderate inflation rate....." Reuters Graphics, "Turkish inflation jumps above policy rate,"

<https://graphics.reuters.com/TURKEYECONOMY/INFLATION/jbyvrzxdve/index.html>.

0. “In the US during the inflationary 1970s.....” Board of Governors of the Federal Reserve System (US), “Bank Prime Loan Rate Changes: Historical Dates of Changes and Rates [PRIME],” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/PRIME>.
1. “pushed interest rates down to some of the lowest levels.....” “What are negative interest rates and how would they affect me?,” Bank of England, updated September 10, 2021, <https://www.bankofengland.co.uk/knowledgebank/what-are-negative-interest-rates>.
2. “The computer giant Apple.....” Chuck Jones, “Apple Will Have to Buyback \$250 Billion in Stock to Become Cash Neutral,” *Forbes*, February 28, 2021,
3. “total federal debt in early 2021.....” US Department of the Treasury, Fiscal Service, “Federal Debt: Total Public Debt,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN>.
4. “Johns Hopkins political scientist.....” Josef Joffe, “America Looks More Like Europe All the Time,” *Wall Street Journal*, August 22, 2021.
5. “From 1973 to 1975, oil rose from its longtime level.....” Federal Bank of St. Louis, “Spot Crude Oil Price: West Texas Intermediate (WTI),” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/WTISPLC>.
6. “*Newsweek* declared in a cover story.....” Nathan Lewis, “Commodities in the 1970s,” *New World Economics*, April 1, 2007, <https://newworldeconomics.com/commodities-in-the-1970s/>.
7. “was a currency crisis, not an oil crisis.....” Brian Domitrovic, interview by Steve Forbes, May 23, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
8. “He points to a letter from the secretary general of OPEC.....” Brian Domitrovic, “Oil Soared Because the U.S. Tanked the Dollar,” *Forbes*, May 8, 2018.
9. “would not have exceeded fifty cents.....” Domitrovic interview, May 23, 2018.
0. “the Fed [.....] lowered the federal funds rate.....” Board of Governors of the Federal Reserve System, “Federal Funds Effective Rate,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.
1. “Between 2000 and 2003 the monetary base grew.....” Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Base; Total”, Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>.
2. “gold moved sharply upward.....” “Historical gold charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
3. “subprime mortgage market grew by 200 percent.....” Charles Schumer and Carolyn Maloney, “The Subprime Lending Crisis,” Report and Recommendations by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, October 2007, <https://www.jec.senate.gov/archive/Documents/Reports/10.25.07OctoberSubprimeReport.pdf>.

4. “‘Stated income loans’ became common.....” The Financial Crisis Inquiry Commission, “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States,” January 2011, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.
5. “A homeless man in St. Petersburg.....” Jeff Testerman, “Investor, or Pauper or Merely a Front Man?,” *Tampa Bay Times*, April 9, 2006.
6. “In 2005, the Fed started to raise interest rates.....” Testerman, “Investor, or Pauper.”
7. “10 million people were said to have lost their homes.....” William Emmons, “The End is in Sight for the U.S. Foreclosure Crisis,” On The Economy Blog, December 2, 2016, <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2016/december/end-sight-us-foreclosure-crisis#endnote1>.
8. “investment houses Lehman Brothers and Bear Stearns.....” Federal Deposit Insurance Corporation, “Crisis and Response: An FDIC History, 2008–2013,” <https://www.fdic.gov/bank/historical/crisis/overview.pdf>.
9. “The S&P 500 stock index saw a 58 percent drop.....” Investopedia, s.v. “What is the History of the S&P 500?,” updated October 26, 2021, <https://www.investopedia.com/ask/answers/041015/what-history-sp-500.asp>.
0. “you had a brick account.....” Steve Hanke, interview by Steve Forbes, April 17, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
1. “‘inflationary adjustments,’ which were introduced in the 1980s.....” Alex Muresianu and Jason Harrison, “How the Tax Code Handles Inflation (and How It Doesn’t),” Tax Foundation, June 28, 2021, <https://taxfoundation.org/taxes-inflation/>.
2. “A family of four making twice the median income.....” US Census Bureau, “Consumer Income,” *Current Population Reports*, Series P-60, No. 49, August 10, 1966, <https://www2.census.gov/prod2/popscan/p60-049.pdf>.
3. “had a marginal tax rate of 25 percent in 1965.....” Tax Foundation, “Federal Individual Income Tax Rates History,” [https://files.taxfoundation.org/legacy/docs/fed\\_individual\\_rate\\_history\\_nominal.pdf](https://files.taxfoundation.org/legacy/docs/fed_individual_rate_history_nominal.pdf).
4. “rose to 43 percent.....” US Census Bureau, “Money Income of Households, Families, and Persons in the United States:1980,” Report Number P60-132, July 1982, <https://www.census.gov/library/publications/1982/demo/p60-132.html>.
5. “During the 1970s, the *real* tax on capital gains.....” Stephen Entin, “Getting ‘Real’ by Indexing Capital Gains for Inflation,” Tax Foundation, March 6, 2018, <https://taxfoundation.org/inflation-adjusting-capital-gains/>.
6. “if you had bought an S&P 500 index fund in 1970.....” Nathan Lewis’s calculations based on data from Measuring Worth, <https://www.measuringworth.com>.

7. “tax shelters of just about every kind proliferated.....” Robert Hershey, Jr., “The Boom in Tax Shelters,” *New York Times*, July 19, 1983, Section D, 1.
8. “Initial Public Offerings (IPOs) went from nearly.....” “Revenue Proposals Contained in the President’s Budget for Fiscal Year 1990,” Vol 4, p 15, <https://books.google.com/books?id=36-jxgEACAAJ&q=Initial+Public+Offerings#v=snippet&q=Initial%20Public%20Offerings&f=false>.
9. “Peruvians who started building new houses.....” “What’s with All the Unfinished Buildings in Peru and Boliva?,” Overland Traveler’s Blog, December 13, 2009, <https://overlandtraveller.wordpress.com/2009/12/13/what’s-with-all-the-unfinished-buildings-in-peru-and-bolivia/>.
0. “Torre de David.....” Simon Romero and María Díaz, “A 45-Story Walkup Beckons the Desperate,” *New York Times*, March 1, 2011.
1. “between 1950 and 1970, real GDP per capita grew.....” Bureau of Economic Analysis, “Table 7.1 Selected Per Capita Product and Income Series in Current and Chained Dollars,” <https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>. World Bank, “GDP Per Capita Growth (annual %) - United States,” <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?locations=US>.
2. “average American is more than twice as wealthy as in 1970.....” US Bureau of Economic Analysis, “Real Gross Domestic Product Per Capita,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/A939RX0Q048SBEA>.
3. “In ancient Rome, the Emperor Diocletian.....” Bruce Bartlett, “The Futility of Price Controls,” *Forbes*, January 15, 2010, “more than 200,000 new rules have been added.....” James Copland, *The Unelected: How an Unaccountable Elite is Governing America* (New York: Encounter Books, 2020), 19.
4. “but 98 percent of these were never voted on by Congress.....” Copland, *The Unelected*, 19.
5. “The CDC’s ‘eviction moratoria’.....” United State Supreme Court, “Alabama Association of Realtors, et al. v. Department of Health and Human Services, et al. on Application to Vacate Stay,” No. 21A23, 594 U.S. (2021), [https://www.supremecourt.gov/opinions/20pdf/21a23\\_ap6c.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/20pdf/21a23_ap6c.pdf).
6. “acute dependency on government programs.....” George Gilder, *The Scandal of Money: Why Wall Street Recovers but the Economy Never Does* (Washington, DC: Regnery Gateway, 2016), 16.
7. “There is no subtler, no surer means.....” John Maynard Keynes, *Economic Consequences of Peace* (New York: Harcourt, Brace, and Howe, 1920), 236.
8. “The Romans in the third century blamed the Christians.....” Steve Forbes and Elizabeth Ames, *MONEY*, 109.
9. “Something must be treated in such a way.....” Elias Canetti, *Crowds and Power*, translated from the German by Carol Stewart, (New York: Continuum, 1962), 187.
0. “Getting ahead seems impossible.....” Nicholas Engelmann, “Argentina’s Inflation Problem, and How It’s Permeated Every Aspect of the Culture,” *Paste*, December 7, 2016.
1. “As the old virtues of thrift, honesty, and hard work.....” Adam Fergusson, *When Money Dies: The*

*Nightmare of the Weimar Collapse* (London: William Kimber & Co. Ltd., 1975), 229.

2. "There were few in any class of society....." Fergusson, *When Money Dies*, 236.
3. "Venezuela, where the annual inflation rate....." Colin Dwyer, "Venezuela, Racked With Hyperinflation, Rolls Out New Banknotes," NPR.org, August 20, 2018, <https://www.npr.org/2018/08/20/640213152/venezuela-racked-with-hyperinflation-rolls-out-new-banknotes>.
4. "highest crime rate of any nation in South America....." "Venezuela 2020 Crime and Safety Report," Overseas Security Advisory Council, July 21, 2020, <https://www.osac.gov/Country/Venezuela/Content/Detail/Report/0e6ed0e0-eb8e-44cc-ab81-1938e6c8d93f>.
5. "linking inflation to crime....." Jen Hatton, "Criminologist Discusses Inflation's Effect on Crime," UMSL Daily, September 20, 2011, <https://blogs.umsi.edu/news/2011/09/20/crimerates/>.
6. "The 2010 Tunisian street demonstrations....." *Encyclopedia Britannica*, s.v. "Jasmine Revolution," <https://www.britannica.com/event/Jasmine-Revolution>.
7. "Egypt, where the consumer price index had jumped to 18 percent....." The World Bank, "Inflation, Consumer Prices, Egypt, Arab Rep.," <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=EG>.
8. "Iran, where inflation surged to an official rate of 25 percent....." The World Bank, "Inflation, Consumer Prices, Iran, Islamic Rep.," <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=IR>.
9. "In 1989, a hyperinflation began in Russia....." Nathan Lewis, *Gold: The Once and Future Money* (New York: Wiley, 2007), 81, 378.
0. "Indonesia suffered price rises....." Lewis, *Gold*, 81.
1. "Yugoslavia suffered a hyperinflation....." Lewis, *Gold*, 81. Lampe, J.R., and John Allcock, "Yugoslavia," *Encyclopedia Britannica*, <https://www.britannica.com/place/Yugoslavia-former-federated-nation-1929-2003>.
2. "In the 1790s, a hyperinflation in revolutionary France....." Richard Ebeling, "The Great French Inflation," Foundation for Economic Education, July 1, 2007.
3. "Napoleon, who stabilized the currency....." Nathan Lewis, *Gold: The Final Standard* (New Berlin, NY: Canyon Maple Publishing, 2019), 79-80.
4. "former Fed Chair Paul Volcker warned of the dangers....." Paul Volcker, interview by Steve Forbes, May 10, 2018, raw transcript for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
5. "By late 2021, Volcker's prediction had come true....." Bureau of Labor Statistics, "Consumer Price Index-October 2021," November 10, 2021, <https://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>.
6. "trust in American political institutions has plunged....." Pew Research Center, "Public Trust in Government: 1958-2021," May 17, 2021, <https://www.pewresearch.org/politics/2021/05/17/public->

trust-in-government-1958-2021/.

7. “Biden administration blaming meat producers.....” Will Feuer, “White House Blames Big Meat for Rising Prices, Alleges ‘Profiteering,’” *New York Post*, September 9, 2021.
8. “Russia felt free to march into Afghanistan in December 1979.....” *Encyclopedia Britannica*, s.v. “Soviet Invasion of Afghanistan,” <https://www.britannica.com/event/Soviet-invasion-of-Afghanistan/>.

## Chapter 4

### 高通膨的痛苦如何結束？

- . “Argentina has periodically restricted companies from doing business in dollars.....” “Argentina Imposes Currency Controls to Support Economy,” BBC News, September 2, 2019.
- . “The use of credit cards has been limited.....” João Paulo Pimentel, Luciana Rosa, Reuters, “Argentina’s Tightened Currency Rules Affect Dollar-Denominated Card Purchases,” *Latin America Business Stories*, September 17, 2020.
- . “The value of the Argentine peso.....” “US Dollar to Argentine Peso Exchange Rate Chart,” XE, <https://www.xe.com/currencycharts/?from=USD&to=ARS&view=5Y>.
- . “a sliding Turkish lira.....” “US Dollar to Turkish Lira Exchange Rate Chart,” XE, <https://www.xe.com/currencycharts/?from=USD&to=TRY&view=10Y>.
- . “blaming foreign ‘food terrorists’.....” Ragip Soylu, “Turkey Cracks Down on ‘Food Terrorism’ with Government Shops,” *Middle East Eye*, February 12, 2019.
- . “Food prices continue to rise by more than 25 percent annually.....” Azra Ceylan and Jonathan Spicer, “Turkey to Open 1,000 markets to Counter High Inflation, Erdogan says,” Reuters, October 3, 2021, <https://www.reuters.com/world/middle-east/turkey-open-1000-new-markets-counter-inflation-erdogan-says-2021-10-03/>.
- . “With an inflation rate that’s the highest in the world, Venezuela.....” Aaron O’Neill, “The 20 Countries with the Highest Inflation Rate in 2020,” Statista, June 16, 2021, <https://www.statista.com/statistics/268225/countries-with-the-highest-inflation-rate/>.
- . “price controls on everything from corn flour and car parts.....” Kejal Veyas, “Venezuela Quietly Loosens Grip on Market, Tempering Economic Crisis,” *Wall Street Journal*, September 17, 2019.
- . “Richard Nixon responded with a ninety-day freeze.....” Sandra Kollen Ghizoni, “Nixon Ends Convertibility of U.S. Dollars to Gold and Announces Wage/Price Controls,” Federal Reserve Bank of St. Louis, August 1971, <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-convertibility-ends>.
0. “He later instituted a Pay Board and Price Commission.....” Gene Healy, “Remembering Nixon’s Wage and Price Controls,” Cato Institute, August 16, 2011, <https://www.cato.org/commentary/remembering-nixons-wage-price-controls>.
1. “Gerald Ford, responded to upwardly spiraling oil prices.....” Gerald Ford, “Remarks to the

- Annual Convention of the Future Farmers of America, Kansas City, Missouri,” The American Presidency Project, October 15, 1974, <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/remarks-the-annual-convention-the-future-farmers-america-kansas-city-missouri>.
2. “big red buttons with the acronym ‘WIN’.....” Ford Library Museum, “Whip Inflation Now (WIN),” <https://www.fordlibrarymuseum.gov/museum/artifactcollectionsamples/win.html>.
  3. “In a famous speech, while wearing a cardigan sweater.....” “Jimmy Carter’s First Report to the American People,” *New York Times*, February 3, 1977.
  4. “the inflation rate, which reached nearly 15 percent.....” Michael Bryan, “The Great Inflation 1965—1982,” Federal Reserve Bank of St. Louis, November 22, 2013, <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-inflation>.
  5. “International Monetary Fund (IMF), the global organization.....” International Monetary Fund, “The IMF at a Glance,” March 3, 2021, <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>.
  6. “The IMF’s Bad Medicine in Asia.....” Nathan Lewis, *Gold: The Once and Future Money* (New York: Wiley, 2007), 341–373.
  7. “A Russian Currency Disaster.....” Lewis, *Gold*, 378–382.
  8. “Black-market currency traders known as *arbolitos*.....” Joan Manuel Santiago Lopez, “Argentina’s ‘Little Trees’ Blossom as Forex Controls Fuel Black Market,” Reuters, February 5, 2020. <https://www.reuters.com/article/us-argentina-currency-blackmarket/argentinas-little-trees-blossom-as-forex-controls-fuel-black-marketidUSKBN1ZZ1H1>.
  9. “Thailand and South Korea, to cite just two examples.....” Lewis, *Gold*, 350.
  0. “can come with countless requirements.....” Lewis, *Gold*, 354.
  1. “The only thing that did work, temporarily.....” Steve Hanke, “On the Fall of the Rupiah and Suharto,” Cato Institute, January 27, 2007, <https://www.cato.org/publications/commentary/fall-rupiah-suharto>.
  2. “The rupiah collapsed again.....” “Professor Hanke vs. the IMF,” *Johns Hopkins Magazine*, June 1998.
  3. “Cigarettes and chocolate circulated as money.....” Lewis, *Gold*, 42, 384.
  4. “Ludwig Erhard, took the opposite of the austerity approach.....” Isabella Weber, “How to Make a Miracle? Ludwig Erhard’s Post-War Price Liberalisation in China’s 1980s Reform Debate,” Working Paper, Dept. of Economics, New School for Social Research, March 2019, [http://www.economicpolicyresearch.org/econ/2019/NSSR\\_WP\\_032019.pdf](http://www.economicpolicyresearch.org/econ/2019/NSSR_WP_032019.pdf).
  5. “The top income tax rate fell from 95 percent to 53 percent.....” “Individual Income Tax Rates in West German, 1946-66,” *Reason*, <https://reason.com/wp-content/uploads/assets/db/15402236542664.pdf>.
  6. “Dodge again imposed.....” Nathan Lewis, “It’s Time to Plan for the Post-Crisis World,” *New World Economics*, April 24, 2020, <https://newworldeconomics.com/its-time-to-plan-for-the-post-crisis-world/>.
  7. “Like Germany, Japan reduced its taxes dramatically.....” Lewis, *Gold*, 43, 322-326.



8. “By the end of the decade, inflation had reached nearly 15 percent.....” Bryan, “The Great Inflation.”
9. “Enter Paul Volcker.....” Board of Governors, “Paul A. Volcker,” Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://www.federalreservehistory.org/people/paul-a-volcker>.
0. “as reflected in the gold price.....” “Historical Gold Charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
1. “By 1982, the gold price had fallen.....” “Historical Gold Charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
2. “Interest rates went way up above our expectations.....” Paul Volcker, interview by Steve Forbes, May 10, 2018, raw transcript interview for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, May 10, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
3. “Unemployment [.....] exceeded the high of the 2008-09 economic crisis.....” US Bureau of Labor Statistics, “Unemployment Rate,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>.
4. “Farmers, who drove their tractors.....” Bill Medley, “Volcker’s Announcement of Anti-Inflation Measures,” Federal Reserve Bank of St. Louis, October 1979, <https://www.federalreservehistory.org/essays/anti-inflation-measures>.
5. “Mexico let it be known that it might default.....” James Boughton, “The Mexican Crisis: No Mountain Too High?” *Silent Revolution: the International Monetary Fund, 1979-1989*, (Washington, DC: International Monetary Fund, 2001), 281.
6. “the US economy grew by 4.3 percent per year.....” “Percent Change From Preceding Period in Real Gross Domestic Product,” Bureau of Economic Analysis, October 28, 2021, <https://bit.ly/3wssZ4g>.
7. “The Misery Index.....” Clay Halton, “The Misery Index,” Investopedia, June 1, 2021, <https://www.investopedia.com/terms/m/miseryindex.asp#citation-4>.
8. “dropped from 22 percent.....” “U.S. Misery Index 1948–The Present,” InflationData, <https://inflationdata.com/articles/wp-content/uploads/2021/09/Misery-Index2-Aug-2021.png>.
9. “The dollar still fluctuated wildly.....” Kitco, “Historical Gold Charts.”
0. “Alan Greenspan succeeded Volcker as Fed Chair in 1987.....” Board of Governors of the Federal Reserve System, “Alan Greenspan,” Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://www.federalreservehistory.org/people/alan-greenspan>.
1. “He explained in a 2004 Congressional testimony.....” Alan Greenspan, “Monetary Policy and the State of the Economy,” testimony before US House of Representatives, Committee on Financial Services, July 21, 2004, [http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba96942.000/hba96942\\_0f.htm](http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba96942.000/hba96942_0f.htm).
2. “Since the late ’70s.....” Nathan Lewis, “If Alan Greenspan Wants To ‘End the Fed,’ Times Must Be Changing,” *Forbes*, March 14, 2013.

3. “The Great Moderation,” the low-inflation, high-growth era.....” Craig Hakkio, “The Great Moderation 1982 -2007,” Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation>.
4. “A long list of taxes was lowered or discarded.....” Nathan Lewis, “The Flat Tax in Russia,” *New World Economics*, May 30, 2010, <https://newworldeconomics.com/the-flat-tax-in-russia/>.
5. “In 2000, he passed a radical 13 percent flat income tax.....” Alvin Rabushka, “The Flat Tax at Work in Russia,” *Hoover Daily Report*, February 21, 2002.
6. “the lowest in the world.....” Daniel Mitchell, “Flat World, Flat Taxes,” Cato Institute, April 27, 2007, <https://www.cato.org/commentary/flat-world-flat-taxes>.
7. “allowing it to stabilize at around 29 per dollar.....” Lewis, *Gold*, 359.
8. “the Russian economy grew 10 percent in 2000.....” Lewis, *Gold*, 359.
9. “interest rates plummeted to less than 10 percent.....” Lewis, “Flat Tax in Russia.” “Interest Rates, Discount Rate for Russian Federation,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRRUM193N>.
0. “Steve Hanke, who has helped design currency boards.....” Steve Hanke, “Remembrances of a Currency Board Reformer: Some Notes and Sketches from the Field,” *Studies in Applied Economics*, No. 55, June 2016.
1. “a local currency is backed ‘100 percent’.....” Steve Hanke, interview by Steve Forbes, April 17, 2018, raw transcript interview for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
2. “Two Baltic states.....” Andreas Katsis, “Analysis of the Estonian Currency Board,” *Studies in Applied Economics*, No. 88, September 2017.
3. “Latvia achieved the same result with a quasi-currency board.....” Anders Aslund and Valdis Dombrovskis, “Latvia’s Post-Soviet Transition, How Latvia Came Through the Financial Crisis,” Peterson Institute for International Economics, May 2011, 9, [https://www.piie.com/publications/chapters\\_preview/6024/01iie6024.pdf](https://www.piie.com/publications/chapters_preview/6024/01iie6024.pdf).
4. “A number of countries in Africa also use currency board-like systems.....” Spencer Abrohms and Kurt Schuler, “A Balance Sheet Analysis of the CFA Franc Zone,” *Studies in Applied Economics*, No. 143, December 2019, <https://sites.krieger.jhu.edu/iae/files/2019/12/A-Balance-Sheet-Analysis-of-the-CFA-Franc-Zone-1.pdf>.
5. “Hong Kong has had a currency board.....” Katsis, “Analysis.”
6. “In 1997, Hanke advised the government of Bulgaria.....” Steve Hanke and Todor Tanev, “On Extending the Currency Board Principle in Bulgaria: Long Live the Currency Board,” *Studies in Applied Economics*, No. 140, November 2019, <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/2019-11/On-Extending-the-Currency-Board-Principle-in-Bulgaria-Long-Live-the-Currency-Board.pdf>.
7. “an annual rate at one point surpassing 2,000 percent.....” Anne-Marie Guide, “The Role of the Currency Board in Bulgaria’s Stabilization,” *Finance & Development*, Volume 36, Number 3,

- (September 1999), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/gulde.htm>.
8. “magically the lev [.....] interest rates in Bulgaria were in single digits.....” Hanke, interview transcript.
  9. “Bulgaria’s economy [.....] was soon growing at a robust rate of nearly 5 percent.....” The World Bank, “GDP Growth (annual %)—Bulgaria,” <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=BG>.
  0. “there has never been one that has failed.....” Hanke, interview transcript.
  1. “Argentina set up a ‘convertibility system’.....” Steve Hanke, “Why Argentina Did Not Have a Currency Board,” *Central Banking*, Vol. 8, No. 3, (February 2008), [https://www.cato.org/sites/cato.org/files/articles/hanke\\_feb2008\\_argentina\\_currencyboard.pdf](https://www.cato.org/sites/cato.org/files/articles/hanke_feb2008_argentina_currencyboard.pdf).
  2. “Stability might not be everything.....” Hanke, interview transcript.
  3. “no inflation during the gold standard era in the late nineteenth century.....” James Dorn, “How the Classical Gold Standard Can Inform Monetary Policy,” *Cato Journal*, Fall 2020.
  4. “In the words of economist Judy Shelton.....” Judy Shelton, interview by Steve Forbes, April 18, 2018, raw transcript interview for *In Money We Trust?* documentary, produced by Our Town Films and BOLDE Communications, distributed by Maryland Public Television, December 29, 2018, film and additional video can be found at <https://inmoneywetrust.org/>.
  5. “a range of 1 percent, the rate used under the Bretton Woods system.....” Federal Reserve Bank of St. Louis, “Creation of the Bretton Woods System,” July 1944, <https://www.federalreservehistory.org/essays/bretton-woods-created.94> “the United States has only about 261 million ounces of gold.....” United States Treasury, “U.S Treasury Owned Gold,” Fiscal Data, <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/status-reportgovernment-gold-reserve/u-s-treasury-owned-gold>.
  6. “The monetary base is more than \$6 trillion.....” Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Base; Total,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>.
  7. “Between 1934.....” Douglas Irwin, “Gold Sterilization and the Recession of 1937-38,” Working Paper 17595, National Bureau of Economic Research, 12, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w17595/w17595.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17595/w17595.pdf)
  8. “and 1971.....” Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Base; Total,” Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>.
  9. “while the dollar was fixed to gold at the rate of \$35 anounce.....” “Brief History of the Gold Standard in the United States,” Congressional Research Service, June 23, 2011, <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R41887/2>.
  0. “The most pointed charge leveled against gold.....” Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (New York: Oxford University Press, 1992), Introduction.
  1. “The real cause of the beginning of the Great Depression.....” Lewis, *Gold*, 226.

2. “In 1932, the US enacted a huge tax increase.....” Alan Reynolds, “The Economic Impact of Tax Changes, 1920–1939,” *Cato Journal*, Cato Institute, Winter 2021.
3. “At least twenty countries weakened their currencies.....” Nathan Lewis, “Currency Devaluations of the 1930s,” *New World Economics*, September 30, 2012, <https://newworldeconomics.com/currency-devaluations-of-the-1930s/>.
4. “In 1944, allies and neutral nations convened in New Hampshire.....” Sandra Kollen Ghizoni, “Creation of the Bretton Woods System July 1944,” Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://www.federalreservehistory.org/essays/bretton-woods-created>.

## Chapter 5

### 你的錢該怎麼辦？

- . “*Forbes* magazine featured.....” “Inflation: You Are Losing Your Assets,” *Forbes*, April 1, 1974, 28.
- . “the inflation-adjusted Dow Jones Industrial Average fell.....” “Dow Jones - DJIA - 100 Year Historical Chart,” Macrotrends, <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historicalchart>.
- . “the first decade of the twenty-first century.....” “Dow Jones -DJIA - 100 Year Historical Chart,” Macrotrends, <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>.
- . “The methodology [.....] has changed.....” US Bureau of Labor Statistics, “Consumer Price Index,” <https://www.bls.gov/cpi/additional-resources/historical-changes.htm>.
- . “different versions of the CPI.....” Barclay Palmer, “Why Is the Consumer Price Index Controversial?” Investopedia, July 23, 2021, <https://www.investopedia.com/articles/07/consumerpriceindex.asp>.
- . “The CPI Inflation Calculator.....” US Bureau of Labor Statistics, [https://www.bls.gov/data/inflation\\_calculator.htm](https://www.bls.gov/data/inflation_calculator.htm).
- . “the PCE is an index of prices.....” Bureau of Economic Analysis, “The Personal Consumption Expenditure Price Index,” <https://www.bea.gov/data/personal-consumption-expenditures-price-index>.
- . “Unlike the CPI.....” Noah Johnson, “A comparison of PCE and CPI: Methodological Differences in U.S. Inflation Calculation and their Implications,” research paper, US Bureau of Labor Statistics, November 2017, <https://www.bls.gov/osmr/research-papers/2017/pdf/st170010.pdf>.
- . “the annual inflation level in July of 2020.....” BLS Data Viewer, US Bureau of Labor Statistics, <https://beta.bls.gov/dataViewer/view/timeseries/CUUR0000SA0>.
- 0. “In 2021, rising oil prices.....” US Energy Information Administration, “Petroleum & Other Liquids,” chart, <https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/RWTCD.htm>.
- 1. “Biden administration’s new restrictions.....” Ben Cahill, “Biden Makes Sweeping Changes to Oil and Gas Policy,” Center for Strategic & International Studies, January 28, 2021,

- <https://www.csis.org/analysis/biden-makes-sweeping-changes-oil-and-gas-policy>.
2. “The central bank’s assets and liabilities are published.....” “Factors Affecting Reserve Balances – H.4.1,” Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.
  3. “Where to Get Money Supply Information.....” Federal Reserve, “Money Stock Measures–H.6 Release,” <https://www.federalreserve.gov/releases/h6/current/default.htm>.
  4. “the velocity of money.....” Federal Reserve Bank of St. Louis, “Velocity of M2 Money Stock,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/M2V>.
  5. “between 1969 and 1980, the price of oil.....” Federal Reserve Bank of St. Louis, “Spot Crude Oil Price: West Texas Intermediate (WTI),” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/WTISPLC>.
  6. “stock price of oil giant Exxon.....” “ExxonMobil Corporation,” Yahoo!Finance, 2021, <https://finance.yahoo.com/quote/XOM/history?period1=31536000&period2=340156800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>.
  7. “Neither investment performed well.....” “When Exxon Could Have Beaten Intel,” *Forbes*, July 7, 1997.
  8. “A Zilog senior executive.....” “Oral History Panel on the Development and Promotion of the Zilog Z8000 Microprocessor,” (transcript) Computer History Museum Archive, April 27, 2007, <https://archive.computerhistory.org/resources/access/text/2015/06/102658075-05-01-acc.pdf>.
  9. “Warren Buffett has pointed out.....” Warren Buffett address to Berkshire Hathaway shareholders, Berkshire Hathaway, February 27, 1981, <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1980.html>.
  0. “annual list of ‘Dividend Aristocrats’.....” John Divine, “2021 Dividend Aristocrats List: All 65 Stocks,” *US News & World Report*, May 7, 2021.
  1. “annual returns of more than 9 percent.....” James Royal, PhD, Arielle O’Shea, “What is the Average Stock Market Return?” NerdWallet, August 11, 2021, <https://www.nerdwallet.com/article/investing/average-stock-market-return>.
  2. “A SPAC is a speculative device.....” “What You Need To Know About SPACs,” US Securities and Exchange Commission, May 25, 2021, <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/whatyou-need-know-about-spacs-investor-bulletin>.
  3. “Some Tips About TIPS.....” Brian O’Connell and John Schmidt, “Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS),” *Forbes*, April 13, 2021.
  4. “During the 1970s, US housing prices rose 148%.....” US Census Bureau and US Department of Housing and Urban Development, “Average Sales Price of Houses Sold for the United States,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/ASPUS>.
  5. “three biggest homebuilding booms.....” US Census Bureau and US Department of Housing and Urban Development, “New Privately-Owned Housing Units Started: Total Units,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/HOUST>.
  6. “desperate New York City landlords.....” Valeria Ricciulli, “In the 1970s, the Bronx was Burning,

- but Some Residents Were Rebuilding,” Curbed New York, May 3, 2019, <https://ny.curbed.com/2019/5/3/18525908/south-bronx-fires-decade-of-fire-vivianvazquez-documentary>.
7. “their yields were near 8 percent.....” Historical REIT Spreads: Dividend Yields vs. U.S. Treasuries,” Millionacres, updated August 10, 2021, <https://www.millionacres.com/real-estate-investing/reits/reit-investing-101/historical-reit-spreads-dividend-yields-vs-us-treasuries/>.
  8. “yields on REITs have hovered between 2 and 3 percent.....” Lisa Springer, “10 Best REITs for the Rest of 2021,” Kiplinger, August 31, 2021, <https://www.kiplinger.com/investing/reits/603383/10-bestreits-for-the-rest-of-2021>.
  9. “Exchange Traded Funds consisting of REITs.....” Investopedia, “REITs vs. REIT ETFs: How They Compare,” May 16, 2021, <https://www.investopedia.com/articles/investing/081415/reits-vs-reitetfs-how-they-compare.asp>.
  0. “Timber REITs.....” Matthew Frankel, “How to Invest in Timber REITs,” Motley Fool, August 27, 2019, <https://www.fool.com/investing/how-to-invest-in-timber-reits.aspx>.
  1. “US farmland REITs.....” Matthew DiLallo, “Investing in Farmland: A Real Estate Investor’s Guide,” Millionacres, October 4, 2021, <https://www.millionacres.com/real-estate-investing/investing-farmland-real-estate-investors-guide/>.
  2. “in the late 1960s, gold was priced at \$35 an ounce.....” “Historical Gold Charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
  3. “an ounce of gold was roughly worth sixteen ounces of silver.....” Larry Margasak, “Silver vs. Gold: William Steinway’s Wedge Issue of the 1896 Election,” National Museum of American History, October 29, 2014, <https://americanhistory.si.edu/blog/silver-vs-gold-william-steinways-wedge-issue-1896-election>.
  4. “more than seventy ounces of silver.....” APMEX, “Precious Metal Sizes Conversion Chart,” <https://www.apmex.com/education/science/oz-to-gram-to-kilo-to-grain-conversion-tables>.
  5. “its value versus gold falls to historical lows, as it did in 2020.....” Longtermtrends, “Gold to Silver Ratio,” <https://www.longtermtrends.net/gold-silver-ratio/>.
  6. “tech visionaries like Elon Musk.....” Billy Bambrough, “Tesla Billionaire Elon Musk Signals Surprise Dogecoin ‘Update’ Support as The Bitcoin Price Suddenly Surges,” *Forbes*, October 14, 2021.
  7. “Companies like Musk’s Tesla.....” Noor Zainab Hussain and Nivedita Balu, “Tesla Will ‘Most Likely’ Restart Accepting Bitcoin as Payments, Says Musk,” Reuters, July 22, 2021, <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/tesla-will-most-likely-restart-accepting-bitcoin-payments-says-musk-2021-07-21/>.
  8. “and also PayPal.....” PayPal Developer, “Cryptocurrency at PayPal,” <https://developer.paypal.com/docs/crypto/>.
  9. “El Salvador [.....] making Bitcoin legal tender.....” Wilfredo Pineda and Nelson Renteria, “One Month On, El Salvador’s Bitcoin Use Grows but Headaches Persist,” Reuters, October 8, 2021,

<https://www.reuters.com/technology/one-month-el-salvadorsbitcoin-use-grows-headaches-persist-2021-10-07/>.

0. “Bitcoin [.....] lose half its value in a single day.....” Charles Bovaird, “Bitcoin Lost Roughly 50% Of Its Value in A Day,” *Forbes*, March 12, 2020.
1. “A new class of cryptocurrencies [.....] “stablecoins”.....” Adam Hayes, “Stablecoin,” Investopedia, updated October 8, 2021, <https://www.investopedia.com/terms/s/stablecoin.asp>.
2. “growing concerns that these cryptos.....” Andy Kessler, “Crypto is Shedding its Tether,” *Wall Street Journal*, October 24, 2021.
3. “a wrenching deflation that saw the price of oil collapse.....” Federal Reserve Bank of St. Louis, “Spot Crude Oil Price: West Texas Intermediate (WTI)”, Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/WTISPLC>.
4. “After Ronald Reagan was elected.....” “Historical Gold Charts,” Kitco, <https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>.
5. “Between 1950 and 1970, Japan’s GDP.....” Nathan Lewis, “Greece Needs the Magic Formula to Become the Wealthiest Country in the Eurozone,” *New World Economics*, March 26, 2015, <https://newworldeconomics.com/greece-needs-the-magic-formula-to-become-the-wealthiest-country-in-the-eurozone/>.
6. “Soviet Union [.....] falling apart into fifteen nations in 1991.....” John Dewdney, “Soviet Union,” *Encyclopedia Britannica*, <https://www.britannica.com/place/Soviet-Union>.
7. “‘Flat tax’ income-tax systems adopted.....” Daniel Mitchell, “Flat World, Flat Taxes,” Cato Institute, April 27, 2007, <https://www.cato.org/commentary/flat-world-flat-taxes>.
8. “growth rates of flat tax-adopting countries.....” Nathan Lewis, “Rise of the Flat Tax Gives Us Morning in Albania,” *Forbes*, September 29, 2011.

## Chapter 6

### 終結通膨未來的路

- . “minting a \$1 trillion coin.....” Judy Shelton, “How the Fed Finances U.S. Debt,” *Wall Street Journal*, October 13, 2021.
- . “address issues like ‘climate change’.....” Lael Brainard, “Financial Stability Implications of Climate Change,” Federal Reserve, March 23, 2021, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210323a.htm>. Alexander William Salter and Daniel Smith, “End the Fed’s Mission Creep,” *Wall Street Journal*, March 25, 2021.
- . “In the words of Newsweek.....” Josh Hammer, “COVID-19 Has Forever Destroyed Americans’ Trust in Ruling Class ‘Experts,’” *Newsweek*, June 4, 2021.
- . “330 million people.....” US Census Bureau, “U.S. and World Population Clock,” <https://www.census.gov/popclock/>.

- . “per capita income would be 72 percent higher.....” Bureau of Economic Analysis, “Table 7.1 Selected Per Capita Product and Income Series in Current and Chained Dollars,” [https://apps.bea.gov/iTable/index\\_nipa.cfm](https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm).
- . “economy would be at least 50 percent bigger.....” Bureau of Economic Analysis, “Table 1.1.1 Percent Change from Preceding Period in Real Gross Domestic Product,” [https://apps.bea.gov/iTable/index\\_nipa.cfm](https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm).  
Bureau of Economic Analysis, “Table 1.1.6 Real Gross Domestic Product, Chained Dollars,” [https://apps.bea.gov/iTable/index\\_nipa.cfm](https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm).
- . “John Locke called inflation.....” Felix Waldmann, “Additions to De Beer’s Correspondence of John Locke,” *Locke Studies*, 15, February 2018, 31-52, <https://ojs.lib.uwo.ca/index.php/locke/article/view/672/444>.
- . “Keynes famously observed.....” John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (New York: Harcourt, Brace, and Howe: 1920).
- . “According to one study, their frequency has doubled since the early 1970s.....” Michael Bordo, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, Maria Soledad Martinez-Peria and Andrew Rose, “Is the Crisis Problem Growing More Severe?” *Economic Policy*, 32:51-82.
- 0. “more wealth was created during that century.....” Angus Maddison, “World Per Capita GDP (Inflation Adjusted)” (chart) *The World Economy: A Millennial Perspective*, (OECD, 2001) 264.
- 1. “and also the decade of the 1960s.....” US Bureau of Labor Statistics, “Unemployment Rate,” Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>.



# 富比士談通膨

在萬物齊漲的時代，你如何看對風向，穩穩布局獲利

**Inflation: What It Is, Why It's Bad, and How to Fix it**

作者：史帝夫·富比士（Steve Forbes）、奈森·路易斯（Nathan Lewis）、伊莉莎白·艾姆斯（Elizabeth Ames）

譯者：呂佩憶

副總編輯：鄭雪如

選書人：盧巧勳

責任編輯：盧巧勳

業務部：葉兆軒、尹子麟、林姿穎、胡瑜芳

企劃部：林秀卿、李燕妮、何奕萱、陳苑如（特約）

管理部：蘇心怡、陳姿予、莊惠淳

封面設計：兒日設計

內頁設計：李偉涵

出版發行：方言文化出版事業有限公司

劃撥帳號：50041064

電話／傳真：（02）2370-2798／（02）2370-2766

法律顧問：証揚國際法律事務所 朱柏聰律師

初版一刷：2023年4月

ISBN：9786267173541 ( EPUB )

INFLATION: What It Is, Why It's Bad, and How to Fix It by Steve Forbes, Nathan Lewis, Elizabeth Ames

Copyright © 2022 by Steve Forbes, Nathan Lewis, Elizabeth Ames.

First published in the U.S. in the English language by Encounter Books c/o Writers' Representatives LLC, New York.

This edition arranged with Writers' Representatives LLC, New York.  
through BIG APPLE AGENCY, INC., LABUAN, MALAYSIA.

Traditional Chinese edition copyright © 2023 Babel Publishing Company

## 与方言文化

版權所有，未經同意不得重製、轉載、翻印

Printed in Taiwan