

# 回顧移轉支付問題： 凱因斯、凡爾賽和約與德國一戰賠償\*

何泰寬\*\*

國立臺灣大學經濟學系  
教授

葉國俊

國立臺灣大學國家發展研究所  
教授

一戰於 1918 年結束。最晚自 1919 年開始至 1932 年，凱因斯持續批評戰後協約國對於戰敗德國的索賠金額。凱因斯在辯論時使用的最重要分析觀念，就是移轉支付。本文回顧凱因斯提出的移轉支付問題，以及晚近對於凱因斯觀點的修正。由於移轉支付問題是凱因斯歐洲債務重整計畫的一部分，本文也一併討論他所提出的協約國債務處理方案，及其所涉及的利益衝突。

關鍵字：移轉支付問題、凱因斯、德國一戰賠償、凡爾賽和約

## 壹、前言

從 1919 年出版《凡爾賽和約的經濟後果》(*The Economic Consequences of the Peace*)，一直到 1929 年在其主編《經濟學雜誌》(*The Economic Journal*)與歐林 (Bertil Ohlin) 以及呂埃夫 (Jacques Rueff) 的論戰，凱因斯花了近 10 年的時間，持續反對凡爾賽和約 (Treaty of Versailles) 對於德國的

---

\* 本文承蒙科技部計畫 MOST 105-2410-H-007-009-MY3 獎助。作者感謝賴建誠教授賜予的寶貴意見。作者感謝謝杰叡、吳淨薇、張哲敏與蔡夢園的協助工作。作者尤其感謝 3 位匿名審查人提出的寶貴批評與修改建議，使本文論述更為完整。謹以此文紀念凡爾賽和約簽署生效百年 (1920 年 1 月 10 日)，此一影響國際權力政治格局與經濟學發展的重要事件。

\*\* email: taikuangho@ntu.edu.tw

收稿日期：107 年 10 月 15 日；接受刊登日期：108 年 4 月 24 日

一戰賠償要求。凱因斯並不反對戰勝的協約國（Allies of World War I）對德國索取賠償，但反對協約國訂下超過德國償債能力的金額。同時，他認為要在不造成嚴重負面影響之下，在協約國與德國之間進行如此大規模資源移轉是不可行的。雖然移轉支付問題（Transfer Problem）這個名詞在 1929 年才被正式提出，本文我們以之來涵蓋凱因斯對於相關問題的思考。

若使用關鍵字「Transfer Problem」在美國經濟學會 EconLit 資料庫標題欄位進行檢索，1981-2018 年共計有 165 篇相關文章。圖 1 以每五年頻率顯示文章次數，可以看出轉移支付這個題材，在 1986 年至 2000 年間有較多文獻，2001 年之後則漸減少，特別是 2016-2018 年。由於 EconLit 始於 1980 年左右，因此索引結果無法顯示先前的相關文獻。除了原本凱因斯關注的德國一戰賠償之外，移轉支付也被後續研究作為分析許多國際金融事件的架構：包括 1960 年代的美元危機（Machlup, 1966a），1970 年代兩次石油危機下，石油輸出國家組織（OPEC）坐擁石油美元循環（Petrodollar Recycling）問

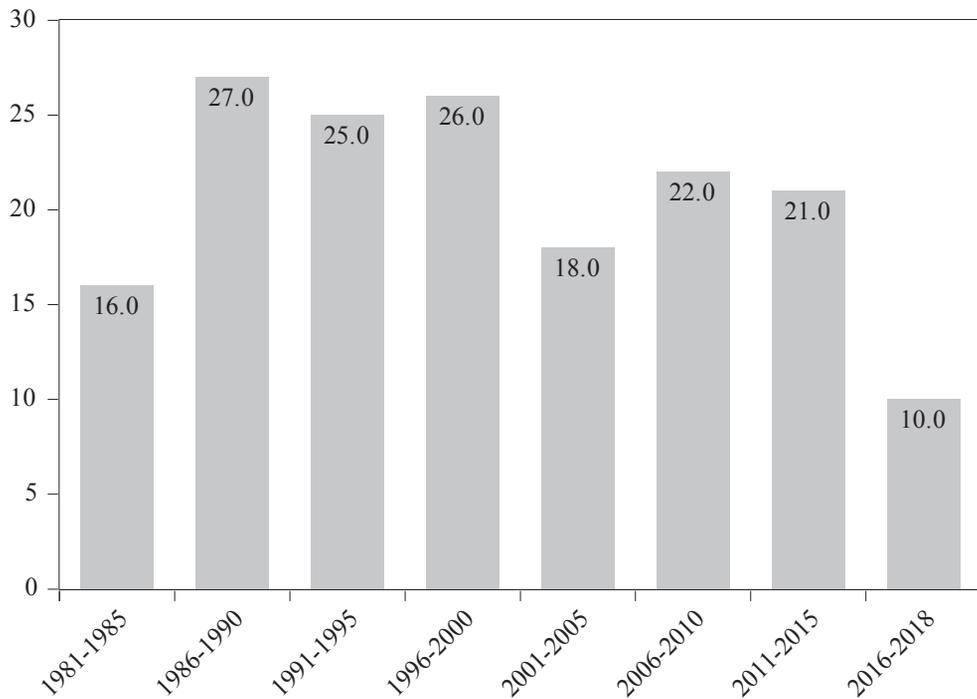


圖 1：關鍵字 Transfer Problem 在 EconLit 的索引結果

資料來源：作者自行整理。

題 (Balogh and Graham, 1979)，1980 年代初期一系列開發中國家主權債務違約 (Schuker, 1988)，以及 1990 年代歐洲經濟整合。

中文文獻對於移轉支付的討論相當稀少。在 CEPS 中文電子期刊資料庫，以篇名、關鍵字或摘要，搜尋關鍵字 Transfer Problem，找不到任何相關文章。使用關鍵字「移轉支付」，同樣搜尋不到任何結果。

移轉支付問題隨著時間發展成兩類文獻。第一類是關於國際收支調整，涉及經常帳與資本帳的調整速度，以及相對應的總和需求組成變動。第二類是關於貿易條件的變動，涉及價格彈性與所得彈性對於貿易條件的作用。

凱因斯在 1936 年《就業、利息與貨幣的一般理論》(*The General Theory of Employment, Interest and Money*) 中的一段文字經常被引用：

「經濟學家與政治哲學家的想法，不論是正確還是錯誤，都遠比一般人所認知的來得更強有力。事實上，世界不外乎是由這些想法所統治。那些認為自己完全不受任何知識分子影響的實用人士，往往只是某位過時經濟學家的奴隸。」<sup>1</sup>

這段說明經濟學家思想影響深遠的文字，用來描述凱因斯再也適切不過。凱因斯身為廿世紀最偉大的經濟學家之一，創造出眾多至今依舊沿用的觀念。例如以金腳鐐 (Golden Fetters) 比喻兩次世界大戰之間的金本位運作，成為當代經濟學家艾肯格林 (Barry Eichengreen) 與特明 (Peter Temin) 分析 1930 年代大蕭條跨國傳遞機制的基礎 (Eichengreen, 1992; Temin, 1989)；在 1923 年出版《貨幣改革簡論》(*A Tract on Monetary Reform*) 中提到在金本位制度下，內在目標 (穩定物價) 與外在目標 (穩定匯率) 之間的衝突 (Keynes, 1923)，被孟岱爾 (Robert Mundell) 後續闡述為三難困境 (Trilemma, Impossible Trinity)。這些國際金融重要分析工具，都是源自於凱因斯。

---

1 “The ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong are more powerful than is commonly understood. Indeed, the world is ruled by little else. Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influences, are usually slaves of some defunct economist.” (Keynes, 1936: 383)

凱因斯遺留的觀念即便是有問題的，其影響同樣深遠。如傳記作家霍洛伊德（Michael Holroyd）所指出，凱因斯會發揮全副的聰明才智，將一個錯誤的前提展示得輝煌淋漓，其論述像是一群明亮的衛星，圍繞著不真實的中心快速運轉。<sup>2</sup> 蔣碩傑（1992）亦曾指出，凱因斯提出「儲蓄與投資必然相等」的論點，事實上是混淆了國民所得帳中的事後儲蓄，以及可貸資金理論中的事先儲蓄。這樣的觀念混淆，「竟使經濟學人困惑了好幾十年，使人將一向被視為一種社會美德的『節約儲蓄』，一變而被視為招致失業與不景氣的自私自利行爲了」（蔣碩傑，1992: 137）。此觀念（儲蓄會自動與投資相等）對於政策的影響，就是鼓勵政府透過銀行信用擴張，來彌補民間儲蓄的不足，造成國家通貨膨脹的蔓延。

我們認為，凱因斯提出的轉移支付，同樣是個有問題的觀念。這個觀念不但支配了經濟學家數十年，也影響當時的政策辯論。凱因斯對於凡爾賽和約的批評，主要是基於其移轉支付論述。他製造出委屈德國的罪惡感，抑制了 1930 年代的英國外交政策（Ferguson, 1995a），同時也在美國參議院拒絕批准凡爾賽和約上發揮了重要作用，讓美國重回孤立主義（Harcourt, 2012: 20）。《凡爾賽和約的經濟後果》的廣大迴響，及其預測似與德國戰後經濟動亂及希特勒崛起若合符節，使凱因斯得享盛名，直到 1946 年芒圖（Mantoux, 1946）才首次系統性地檢討凱因斯的觀點。雖自 1970 年代中期起，陸續有外交史、社會史、經濟史著作反駁並且修正凱因斯的想法，其觀念與相關論戰形成的文化態度，至今依舊主導公眾與傳媒的認知思想（Henig, 1995: 59；Schuker, 2014a）。

本文屬文獻綜述且目的有二：首先是重新回顧凱因斯的移轉支付問題，著重於 1970 年中期後出現的批判性觀點。本文討論的移轉支付問題，僅限於涉及凡爾賽和約與德國一戰賠償的部分。藉由對照凱因斯的觀念與實際證據，指出其不足之處。其次，有鑑於中文文獻的討論付之闕如，本文試圖補充其不足之處。本文絕非否認凱因斯對於經濟科學的貢獻，事實上正如經濟

---

2 “His retrospective exposition of an initially false premiss was sometimes brilliant, extending his ingenuity to the full; and round this central untruth the satellites within his orbit would spin brightly and with incredible velocity.” (Schuker, 2014a: 461)

史學者立敕爾（Albrecht Ritschl）所言：「凱因斯對於移轉支付問題的看法，成爲大多數後續研究的分析架構。凱因斯的批評者也接受這個分析架構：即便他們得出不同的結論，他們皆同意凱因斯對此議題的界定」。<sup>3</sup>

本文章節安排如次：第貳節簡述德國一戰賠償始末，以提供事件的歷史背景；第參節討論德國的償付能力；第肆節討論移轉支付問題的第一個面向：國際收支調整；第伍節討論移轉支付問題的第二個面向：貿易條件調整；第陸節討論協約國之間的債務問題，因爲德國一戰賠償與協約國之間的債務問題緊密相連。最後一節是結論，同時也指出凱因斯在這場爭論中的利益衝突問題。

## 貳、德國一戰賠款始末

1918年11月11日，協約國聯軍總司令福煦（Ferdinand Foch）將軍，與德國代表埃茨伯爾格（Matthias Erzberger）在康比涅（Compiègne）簽署停戰協定。自1914年8月爆發的第一次世界大戰就此結束。<sup>4</sup>

巴黎和會在1919年1月18日召開。在一戰時期，主要交戰國政府透過增稅、通貨膨脹、舉債等方式融通龐大政府支出，因此戰後虧欠國民與戰時盟友巨額債務，各國政府也因此跟國民承諾要讓敵對陣營支付戰爭費用，例如法國財政部長克洛茨（Louis-Lucien Klotz）就曾宣稱：“L’Allemagne paiera”。<sup>5</sup> 英國首相勞合喬治（Lloyd George）在1918年英國選舉時，也高呼要掏空德國人的口袋，讓他們每一分錢都用來賠償。<sup>6</sup> 凡爾賽和約第231條寫明戰敗一方必須賠償，顯示協約國要讓德國負擔其所有債務的企圖。

然而在和會上，協約國無法對德國賠償數字達成共識，因此1919年6月

---

3 “Keynes’ views of this problem defined the analytical framework for most subsequent studies of the issue. This framework was also accepted by many of his critics: even when they arrived at different conclusions, they agreed on how he had defined the topic.” (Ritschl, 2012: 943)

4 第一次世界大戰起因參見 Clark (2012) 與 MacMillan (2013)。

5 英譯爲 “Germany will pay”。

6 “(Germans) must pay to the uttermost farthing, and we shall search their pockets for it.”

28日簽訂的凡爾賽和約，沒有訂下德國戰爭賠償的金額與期限，而是將問題交付給賠償委員會（Reparations Commission），在1921年5月1日前另行處理。但無論結果如何，德國必須先給付200億金馬克（或50億美元）賠償，主要用於支付駐紮德國的協約國軍隊開銷。造成協約國無法對賠償數字達成共識的因素，包括缺乏戰爭損害的可靠估計、協約國間分配戰爭賠償比例、賠償涵蓋範圍、賠償優先順序等涉及公平正義的爭論。<sup>7</sup> 凱因斯作為英國財政部代表團成員參加巴黎和會，並於1919年6月離開巴黎和會，6個月後便出版了《凡爾賽和約的經濟後果》。

德國在最後通牒與協約國威脅出兵佔領魯爾區（Ruhr）下，於1921年5月5日接受賠償委員會提出的方案，也就是倫敦賠償付款進程（London Schedule of Payments）。該方案規定德國發行A、B、C三類債券來給付賠償：A債券為120億金馬克，利息5%；B債券為380億金馬克，利息1%；AB債券合計500億金馬克；C債券為820億金馬克不付息，但僅在AB債券清償完畢後方考慮發行。事實上C債券只是假想性質，目的在於安撫協約國喧嚷不安的納稅人。<sup>8</sup>

在前述方案下，德國自1921年5月1日起，每年必須支付20億金馬克，再加上等於德國出口總值26%的浮動給付。根據當時出口數字，每年德國支付金額約30億金馬克，每季支付。支付期間估計30年到35年。將每年30億金馬克以6%折現，即得約500億金馬克現值。<sup>9</sup> 換言之，賠償委員會知道德國在短期內不可能支付每年超過30億金馬克，故預期德國賠償總額為500億金馬克，也就是前述AB債券總額（Furst, 1927: 133-134）。顯然賠償委員會以清償AB債券本息為限，若意欲讓德國也償還C債券，就會將賠償總額訂為1,320億金馬克，則德國年給付金額約當79.2億，而非30億金馬克。<sup>10</sup>

戰勝國與戰敗國雙方政治領袖都將820億金馬克賠償金額視為虛構性的

7 關於協約國在巴黎和會上就德國戰爭賠償問題的爭論，參見 MacMillan (2003: 155-203)。

8 金馬克（goldmarks）在文中縮寫為 GM，指稱 1913 年金本位下的德國貨幣。1 英鎊等於 20.43GM。凱因斯建議對德索賠 2,000 百萬英鎊，約等於 410 億金馬克。

9  $30 \div 0.06 = 500$ 。

10  $1320 \times 0.06 = 79.2$ 。

(fictional)，且預期德國實際賠償會比 1,320 億金馬克少很多。正如比利時首相優尼斯 (Georges Theunis) 當時所言：「C 債券可以不用上鎖放在抽屜，因為沒有小偷會試著去偷它」。<sup>11</sup> 凱因斯在 1921 年就認為，C 債券遲早不是被推遲就是被取消。<sup>12</sup> 德國中央黨國會議員貝克 (Johannes Becker) 亦宣稱，協約國僅會索賠 500 億金馬克，只是基於國內政治因素，才會提及其他不在索賠範圍內的數字。<sup>13</sup> 後續文獻也支持這點：C 債券具有政治效益，但沒有任何嚴肅的觀察家認為 C 債券會被發行 (Schuker, 1988)，1953 年倫敦債務協議 (1953 London Debt Agreement) 也反映出 C 債務為虛構性質 (Guinnane, 2014)。歷史學者也認為 C 債券只是名義上的，它何時被發行並不清楚，只不過是協約國領袖的障眼法，用於滿足英國與法國國內對德國高額索賠的輿論要求 (MacMillan, 2003)。<sup>14</sup> 即便主張戰爭賠償傷害德國的學者菲利克斯 (David Felix)，也認為協約國僅索賠 500 億金馬克 (Felix, 1971: 172)。

換言之，賠償委員會實際上減免了德國的戰爭賠償，但迫於戰勝國輿情又不能明言此事。另一方面德國人卻以為賠償金額過於龐大，右派與民族主義傾向政客，則不斷以包括 C 債券的數字煽動群眾獲取選票。倫敦賠償付款

---

11 “(C bonds could be stuck) in a drawer without bothering to lock up, for no thief would be tempted to steal them.” (Sharp, 2011: 23)

12 “It is probably that sooner or later, the C Bonds at any rate will be not only postponed but cancelled.” (Keynes, 1921: 43)

13 “The Entente will only demand the 50 billion marks, not the rest. They have only called for the rest for domestic political reasons.” (Feldman, 1993: 339)

14 德國國內政黨與民眾一致抗拒凡爾賽和約的因素很多，然而最為關鍵的，就是無法接受協約國將發動戰爭歸咎於德國，指責德國以前所未見的野蠻方式進行戰爭，並且視德國為戰敗國 (Sharp, 2011: 28)。在和約內容公布之後，德國政府與民眾就以凡爾賽和約第 231 條為藉口，持續質疑和約的道德正當性與法律公信力，藉此要求修改戰爭賠償與和約中的其他條款。凱因斯著作並非德國抗拒凡爾賽和約的原因，但卻為抗拒行為提供了合理化的說詞。如同史坦納 (Zara Steiner) 在其著作中提到的：“Unwilling to accept the legitimacy of reparations, German policy-makers were encouraged in their opposition by Keynes, whose *Economic Consequences of the Peace* was highly popular in Germany and who was in continuous communication with the highly influential Hamburg financiers Carl Melchior, a close person friend, and Max Warburg” (Steiner, 2005: 194-195)。請同時參見：“In the English-speaking world, the widespread belief in their (指稱 reparation clauses) draconian nature was a triumph of German propaganda, abetted by Keynes” (Marks, 1998: 359)。

進程訂下了德國戰爭賠償總額，然而 C 債券的發行爲一項不確定因素。對於德國而言，這項不確定性足以影響德國對外借貸能力、國內企業投資意願以及財政收支。

德國在 1921 年夏季支付第一筆倫敦賠償付款進程的規定款項。1921 年 11 月到期的支付，則大多爲實物給付而非現金。自 1921 年 12 月起的給付便出現問題，德國政府請求協約國延緩部分 1922 年 1-2 月到期的支付。到了 1922 年 7 月，德國政府進一步要求將該年度支付延緩到 1924 年底。1922 年 8 月之後，德國便不再給付現金，1923 年 1 月之後，連實物給付都停頓了。

賠償委員會以 3 比 1 的比數，裁定德國刻意拒絕準時交付賠償，法國與比利時在 1923 年 1 月 11 日根據凡爾賽和約出兵佔領德國魯爾區，反映出法國對於德國阻礙戰爭賠償暨裁軍、協約國之間債務、法國安全等問題進展緩慢的挫折 (Gomes, 2010: 104)。<sup>15</sup> 魯爾區工人與官方機構起而罷工，拒絕跟法國合作。德國政府在 1 月 19 日支持工人的行動，呼籲消極抵抗政策，鼓勵德國工人留在家裡，且由德國政府支付其薪資。德國的消極抵抗政策讓政府財政問題更加惡化。財政虧空多數透過德國帝國央行印製鈔票融通，導致惡性通貨膨脹。消極抵抗政策對德國的傷害比對法國更爲嚴重。在消極抵抗政策一個月後，馬克匯率從原先的 1 美元兌換 8,700 馬克，跌落至 42,250 馬克 (Feldman, 1993: 637)。德國總理古諾 (Wilhelm Cuno) 因消極抵抗政策失敗下台，新上任的施特雷澤曼 (Gustav Stresemann) 在 1923 年 9 月 26 日宣布無條件結束消極抵抗政策，避免德國經濟全面崩潰。德國國內政治因爲魯爾危機惡化，極右與極左派勢力趁機製造騷動，希特勒就在 1923 年 11 月 9 日於慕尼黑發動失敗的啤酒館暴動。1923 年 11 月 20 日之後，德國政府採行穩定政策結束通貨膨脹。在法國本身也陷入金融危機的情況下，總統普恩

---

15 在一戰時期，協約國彼此之間借款主要是積欠美國。戰後英國與法國試圖將這些借款視爲援助性質，是美國對抗同盟國 (Central Powers) 的貢獻。英國與法國主張取消這些債務，藉以換取減少對於德國的戰爭索賠。美國政府則是拒絕將協約國間借款與德國戰爭賠償扯上關連，將其對英國與法國的戰時借款，視爲必須全數償還的商業借貸，美國國會與輿論壓力也不允許美國政府勾銷這些借貸。事實上，美國拒絕在協約國之間債務問題讓步，反倒讓法國針對德國索賠態度變得更加強硬，使得協約國之間債務與德國戰爭賠償更被緊密地綁在一起 (Eichengreen, 1992: 128)。

加萊（Raymond Poincaré）在 1923 年 11 月 11 日，同意由賠償委員會召集專家重新商議賠款事項，其結果就是 1924 年的道威斯計畫（Dawes Plan）。

道威斯計畫規定德國在第一年（1924 年 9 月至 1925 年 8 月）支付 10 億金馬克。支付金額在接下來的三年持續增加，第五年之後每年支付 25 億金馬克。道威斯計畫實際上大幅降低德國的賠償金額，倫敦賠償付款進程訂下的 500 億金馬克，降為僅有 390-400 億金馬克的現值，為日後進一步下調預留空間（Steiner, 2005: 240-243）。

與此同時，1924 年到 1929 年間外國資金湧入德國，美國是主要來源，借給德國私人企業與政府部門。德國政府將其吸收的資金流入，部份作為戰爭賠償給付英國與法國，而英法繼而用之賠償一戰期間積欠美國的債務。1924 年至 1931 年間，德國外國資金淨流入高達 154 億金馬克，相當於國民所得 20%（Deutsche Bundesbank, 1976）。德國外債也同時增加，1930 年時高達 300 億金馬克，相當於國民所得的三分之一（Ritschl, 2002）。道威斯計畫中的移轉支付保護條款（Transfer Protection Clause），使商業借貸在償還順位上高於戰爭賠償，導致大規模商業借款流入德國（McNeil, 1986; Schuker, 1988; Ritschl, 2002）。道威斯計畫時期，德國都準時交付賠償款項。

德國外債累積加上持續的貿易赤字，使得各國重啟談判。於 1929 年簽訂，在隔年生效的楊格計畫（Young Plan），第一次將德國戰爭賠償總額無條件地固定下來：給付時期長達 58 年，前兩年（1930 年與 1931 年）每年支付 1.707 億金馬克，逐漸增至 1965 年的 2.420 億金馬克，然後逐漸降至 1988 年 3 月 31 日賠償終止的 0.898 億金馬克。名目賠償金額總計 1,150 億金馬克，以 5.5% 的折現率計算，其現值相當於 370 億金馬克（Gomes, 2010: 172-173）。該計畫同時成立國際清算銀行（Bank for International Settlements），作為接收和發放德國戰爭賠償的代理機構。

然而大蕭條在 1929 年開始後，美國資金不再流入德國，德國面臨債務違約。美國總統胡佛（Herbert Hoover）在 1931 年 6 月提出暫停國際債務支付一年，涵蓋德國戰爭賠償與協約國之間的債務。德國戰爭賠償在隔年洛桑會議（Lausanne Conference）進一步被永久中止。德國一戰賠款，實際上僅自 1919 年至 1931 年止。

## 參、德國的償付能力

凱因斯在《凡爾賽和約的經濟後果》一書中估計，德國賠償能力（包含立即可轉讓財富、割讓領土的財產、每年賠償款項），最高約為 2,000 百萬英鎊，凡爾賽和約對於德國索賠總額則是 8,000 百萬英鎊（Keynes, 1919: 101-126）。<sup>16</sup> 由於索賠總額遠遠超過償付能力，貿易盈餘將是德國支付戰爭賠償最終來源，然而實際上德國無法創造出巨幅貿易盈餘。<sup>17</sup>

為何凱因斯認為，德國的貿易與經濟結構，不可能創造出足夠貿易盈餘來支付賠償？以 1913 年為例，德國出口分別銷往大英帝國（18%）；法國、義大利與比利時（17%）；俄羅斯與羅馬尼亞（10%）；美國（7%）。換言之，近 52% 德國出口銷往協約國。除非協約國願意對德國商品敞開大門，否則德國只能傾銷至中立國。德國出口商品與英國處於競爭地位，因此德國為創造出口盈餘而傾銷商品，將對英國出口與工業造成巨大壓力。兼以德國不大可能透過減少進口來創造貿易盈餘，因為進口原物料都是作為出口商品的投入，不可能在不損及德國出口之下同時減少進口。凱因斯進而呼籲那些主張德國可以償付更高賠償金額的人士，應該指出德國有哪些出口商品，可以銷往哪些地方，以便創造出更多貿易盈餘？<sup>18</sup> 在他的替代和平方案中第 5 點，凱因斯因而主張將德國戰爭賠償總額固定為 2,000 百萬英鎊（Keynes, 1919: 93）。

根據前述，由於協約國之間無法就索賠金額達成共識，凡爾賽和約並未訂下德國賠償總額。主導和會的美國、英國、法國與義大利，希望賠償金額看起來很大，然而實際上又不大，加上協約國也盼望民眾對於賠償的預期會

16 凱因斯對於德國的償債能力的估計換算約為 410 億金馬克。

17 德國擬在戰勝之後對協約國索取的賠償金額，要比凡爾賽和約對德索賠更大。參見 Fischer (1967)。

18 “It is for those who believe that Germany can make an annual payment amounting to hundreds of million sterlings to say *in what specific commodities* they intend this payment to be made, and *in what markets* the goods are to be sold.” (Keynes, 1919: 127)

隨著時間緩和，因此沒在合約中訂下具體數字。德國政府同樣預期賠償數字會隨著時間下降，也可對民眾宣傳該國被迫簽了一張空白支票 (Marks, 2013)。

那麼德國應該賠償多少？1921年1月在巴黎的會議，協約國商議賠償總額為 2,260 億金馬克，即每年支付 20 到 60 億金馬克，再加上等於德國出口總額 12% 的支付額。三個月之後的 1921 年 5 月 5 日倫敦賠償付款進程，進一步縮減德國賠償，並將總數確定為 1,320 億金馬克。如同第貳節說明，德國實際上僅須償還 500 億金馬克 (AB 債券總額)。這個數字接近凱因斯自己主張的 410 億金馬克，而不是凱因斯在 1919 年書中，估計協約國索賠的 8,000 百萬英鎊，也就是 410 億金馬克的四倍金額。

凱因斯的估計未必正確。德國官方的確在 1919 年 5 月 29 日的巴黎和會上，由總理布洛克多夫—蘭特佐 (Uhlich von Brockdorff-Rantzau) 提出高達 1,000 億金馬克的替代賠償方案 (Gomes, 2010: 29)，數值超過凱因斯的估計。即便到了 1921 年 4 月 29 日，德國外交部長西蒙斯 (Walter Simons) 提出的替代賠償方案還是高達 2,500 百萬英鎊，相當於 510 億金馬克 (Keynes, 1921: 23)。與兩次德國官方提出的數字相比，凱因斯顯然低估德國的賠償能力。

根據 Schuker (1988: 17)，倫敦賠償付款進程訂下的每年賠償給付，約為 1921 年德國國民所得 5.37%。倫敦賠償付款進程訂下的賠償總額，則為 1921 年德國國民所得 89.5%。<sup>19</sup> 根據 Ferguson (1995a)，德國每年賠償金額約占國民所得 5-10%，而不是凱因斯宣稱的 25-50%。這樣的額度是否高到不可行？法國的歷史經驗或可以作為借鏡。

1871 年普法戰爭之後，戰敗的法國必須支付普魯士 50 億法郎賠款，並同意在 1875 年 3 月 1 日前支付。實際上，法國透過 1871 年與 1872 年兩次在國內發行的債券募資，提早在 1873 年底償還完畢。

法國 1872 年 GDP 為 24,955 百萬法郎 (Mitchell, 2013)，法國在普法戰爭中賠償總額，約占 1872 年 GDP 的 20%。但若以該年 GDP 作為基準，將 50 億法郎賠款攤成 2 年，那麼法國每年支付賠款約占 GDP 的 10%，分攤為三年則約 7%，這個數字顯然高於前述倫敦賠償付款進程年均比重 5.37%。

---

19  $(500/30) \times 5.37 = 89.5$ 。

換言之，協約國要求德國進行的移轉支付，並非史無前例。

另一個參考案例，是英國在 1793 年至 1816 年之間的對外移轉支付。拿破崙戰爭時期英國必須在歐洲大陸維持駐軍、貸款或是補助盟國、給付外國外交代表等。表 1 列出英國從 1793 年至 1816 年的國外戰爭支出，以及每年支出占英國 GDP 比例。在 1813 與 1814 兩年，移轉支付占 GDP 比重都超過 5%。而從 1793 年到 1816 年總移轉支付，約占英國一年 GDP 的 47%。

以上數字是否反映協約國索賠超過德國的償付能力？文獻上關於德國戰爭賠償的爭論，集中在兩個問題：德國的賠償能力與賠償意願（Feldman, 2005: 488）。早期文獻延續凱因斯論點，大多認為協約國訂下的金額超過德國償付能力。

表 1：英國 1793-1816 年國外戰爭支出

年份	支出	GDP	占 GDP%	年份	支出	GDP	占 GDP%
1793	1.4	185	0.76	1805	2.7	309	0.87
1794	5.3	180	2.94	1806	1.8	311	0.58
1795	9.5	223	4.25	1807	2.6	336	0.77
1796	4.4	234	1.88	1808	6.7	324	2.07
1797	1.6	232	0.69	1809	8.3	360	2.31
1798	0.4	240	0.17	1810	9.1	400	2.28
1799	3.4	264	1.29	1811	13.8	381	3.62
1800	4.5	308	1.46	1812	14.8	389	3.80
1801	3.9	329	1.18	1813	26.1	420	6.21
1802	1.4	276	0.51	1814	22.3	395	5.64
1803	0.3	267	0.11	1815	11.9	409	2.91
1804	0.7	283	0.25	1816	2.9	363	0.80

資料來源：支出資料來自 Machlup (1966a: 375)；GDP 資料來自英國央行 Bank of England (2018)，A millennium of macroeconomic data，<https://www.bankofengland.co.uk/statistics/research-datasets>；支出與 GDP 的單位皆為百萬英鎊。

首先是賠償金額的大小。菲利克斯認為 500 億金馬克的不合理性雖然較不明顯，還是超過了德國的賠償能力（Felix, 1971）。基於德國在 1921 年貿易餘額與政府財政皆為赤字，他認為德國無力賠償。然而，他並沒有解釋貿易與財政赤字跟賠償能力之間的關聯。

艾肯格林認為舒克（Stephen Schuker）高估了德國在 1921 年的國民所得，使得他低估 1921 年倫敦賠償付款進程的影響。根據他的估計，倫敦賠償付款進程訂下的每年支付額度，約占德國國民所得的 7.5%（Eichengreen, 1992: 131）。如果再加上每年必須支付 10 億金馬克的協約國佔領費用與戰前債務償清，德國的負擔甚至可能高達國民所得 10%，而且得持續數十年。艾肯格林所採用的法國 1872 年國民所得是 22,200 百萬法郎，普法戰爭 50 億法郎賠償金額就相當於法國 1872 年國民所得 23%。相較之下，倫敦賠償付款進程訂下的 500 億金馬克賠償金額，等於德國 1921 年國民所得 125%。

其次，早期文獻重述凱因斯的貿易悲觀論。例如，菲利克斯認為協約國由於擔心國內就業問題，根本不願意看到德國貿易轉為盈餘。協約國一方面要求德國賠償，另一方面又不讓德國有機會賺取外匯支付賠償。艾肯格林同樣繼承凱因斯的論點，認為戰爭賠償由貿易盈餘支付，德國必須創造出相當於 1921-1922 年出口總值 80% 的貿易盈餘。德國可以選擇減少進口或增加出口以創造貿易盈餘，然而兩者皆不可行，因為減少進口會同時損害出口，進口是出口不可或缺的中間投入。而在協約國保護國內產業不受德國商品競爭的政策下，增加出口是不可能的（Eichengreen, 1992: 132-133）。艾肯格林甚至認為，凱因斯與歐林關於移轉支付問題的爭論根本就是離題，因為德國賠償問題的重點，不在於貿易條件惡化與否，而是協約國的政治考量。

除上述原因外，艾肯格林並以執行上的困難，主張德國無力償付。根據他的估計，德國在 1921 年 5 月之前給付的戰爭賠償約為 80 億金馬克，相當於德國 1921 年國民所得 20%（Eichengreen, 1992: 129）。這項大規模支付並沒有破壞德國物價與政府財政，因為主要是公共財產的移轉，而非對私人產出徵稅或是向民間借貸，所以動員相對容易。英國在 1911 年至 1913 年間，每年對外移轉金額約占英國國民所得 8%。這段歷史常被用來支持倫敦賠償付款進程的可行性。艾肯格林反對這個類比，因為英國的對外移轉並不需要犧牲

其國內財富，也不影響英國民眾的生活水準。然而德國的對外移轉，卻要犧牲當前與未來消費，很難不引起德國民眾的政治反抗。<sup>20</sup> 只有戰時政府或是獨裁政權，而非脆弱的威瑪共和，才有可能辦到這點 (Steiner, 2005: 198)。<sup>21</sup>

晚近文獻則對凱因斯觀點提出修正，認為凱因斯低估德國的償付能力。戰後德國喪失 13% 的國土，其居民占人口總數 10% (Gomes, 2010: 17-18)，GDP 損失約為 10%。然而根據博伊斯 (Robert Boyce) 的重新估計，戰後德國喪失的領土與人口分別是 9.4% 與 1.8% (Boyce, 2009: 53-55)。德國領土變小，但沒有受到戰爭破壞或佔領，也不需要花費金錢重建。相對之下，法國面臨重建位於西部戰線省分 (相當於荷蘭面積大小)，同時必須償還戰爭期間向英國與美國的借款。法國因戰爭破壞的面積約占國土面積 7%，其居住人口占總數 10%，而該區域產出占法國 GDP 的 20% (Gomes, 2010: 10-11)。德國不像協約國那樣必須面對鉅額外債與重建遭受破壞地區的費用，要求協約國放棄對德國求償，等於是逆轉了戰爭的結果，讓德國經濟主導歐洲而成為實際的戰勝國。這個涉及權力平衡的政治問題，才是整個賠償議題的關鍵，也

---

20 主張戰爭賠償超過德國償付能力的論點，通常也強調其對德國經濟的傷害。為了支付賠償，德國在外匯市場拋售馬克換取外匯，導致馬克在 1921 年下半年內貶值至其原先價值的 1/5 (Felix, 1971: 174)。即使德國有能力付款，賠償將會對英國與法國工業造成傷害，因為德國只有在緊縮進口與增加出口的情況下，才有可能付出巨額賠償，英國與法國將會失去德國市場。德國商品勢必充斥英國與法國市場，甚至在第三市場跟英國與法國的出口商品競爭。因此重點並非德國是否有能力賠償，而是英國與法國是否真能承受德國賠償的後果，因此對德國要求高額賠償是不智的作法 (Feldman, 1998: 445)。

21 另外一個跟德國償付能力無直接相關，而跟戰爭賠償後果相關聯的一個問題，就是戰爭賠償在多大程度上造成德國 1922 年至 1923 年的惡性通貨膨脹。德國官方一向主張，是戰爭賠償導致德國通貨膨脹與貨幣貶值。艾肯格林認為，由於協約國堅持德國支付戰爭賠償，導致民眾預期德國政府將會徵稅以彌補財政赤字，因此引發資金外逃。同時，德國政府換取外匯以償還賠償，也增加了馬克貶值的幅度。馬克貶值導致進出口物價上漲，以及國內的通貨膨脹。然而其效應並不就此停止。通貨膨脹進一步讓財政赤字擴大，因為在高度通貨膨脹時期，政府實質稅收減少幅度遠遠大於實質支出減少的幅度。德國政府只好透過更多的貨幣發行來彌補財政虧空。通貨膨脹、財政赤字、貨幣貶值的惡性循環持續不斷。根據他的簡單估算，如果沒有通貨膨脹與戰爭賠償，德國財政在 1922 年幾乎可以維持平衡 (Eichengreen, 1992: 141)。艾肯格林因此認為戰爭賠償導致德國惡性通貨膨脹。然而他也承認，如果德國政府願意提高徵稅來支付戰爭賠償，通貨膨脹的問題也就不會產生，因此問題在於為何德國未能增加徵稅。

常被批評凡爾賽和約對德索賠的人士所忽略 (Marks, 2013)。

崔登堡 (Marc Trachtenberg) 認為應以德國經濟已經復甦的 1925 年至 1929 年國民所得，來衡量戰爭賠償的負擔 (Trachtenberg, 1980: 66-67)。就算德國必須賠償 2,260 億金馬克 (比倫敦賠償付款進程多了 1 倍)，給定德國 1925 年至 1929 年國民所得平均為 840 億金馬克，每年必須支付的 60 億金馬克約占國民所得 7%。英國 1900 年至 1904 年資金淨流出占其國民所得 1.6%，1911 年至 1913 年比值則上升到 8.7%。換言之，資金淨流出變動高達國民所得的 7%，相當於德國在原先賠償計畫下必須負擔的額度 (Trachtenberg, 1980: 67-68)。英國的移轉支付並沒有擾亂當時的國際金融與貿易，同理德國應可進行戰爭賠償。不過崔登堡也提醒，上述數字並無法直接證明德國的賠償能力為何。然而這仍呈現賠償數字的具體意義，駁斥那些認為凡爾賽和約定下的賠償金額是荒謬、天文數字、不可能實現等這類觀點。

弗格森 (Niall Ferguson) 認為凡爾賽和約對於德國經濟的影響，遠比德國與凱因斯宣稱的要小得多 (Ferguson, 1998a: 412-419)。先從債務總數，也就是存量開始：根據 1921 年 5 月倫敦賠償付款進程，德國面臨的直接債務是 500 億金馬克。事實上，扣除掉 1919 年前已經支付的金額，剩下僅約 410 億金馬克，接近凱因斯在書中主張的數字。除此之外，通貨膨脹將德國國內債務減輕至 240 億金馬克。AB 債券加上德國政府內債，約占德國國民所得 160%，這個數字的確是高於法國在普法戰爭後的債務水平，因為當時法國的賠償加上政府債務，約占 1871 年國民所得 84%。然而德國的債務水平卻是稍低於英國：1921 年時英國政府債務總額占國民所得高達 165%，1815 年時的比例甚至高達 200%。即便有這些負債，英國還是能夠維持穩定的政策。

立敕爾同樣是以債務總量相對於國民所得來衡量德國的債務負擔。表 2 取自 Ritschl (2012)，顯示德國、英國、法國公共債務占 1913 年國民所得比值。選定和平時期的 1913 年作為基準，目的是要討論公共債務的長期永續性。表 2 顯示通貨膨脹的確大幅減輕了德國的公共債務。如果只考慮 A 債券，德國債務總負擔，也就是公共債務加上 A 債券，約占國民所得 72%，跟法國在普法戰爭後的債務總額 (介於國民所得的 75-80%) 相當接近。加上 380 億金馬克的 B 債券之後，德國債務總額上升到國民所得 147%，明顯

表 2：德國、英國、法國公共債務相對於和平時期 GNP 的比值

	德國		英國		法國	
	總額 (金馬克； 億元)	占 1913 年 GNP 百分比	總額 (英鎊； 百萬元)	占 1913 年 GNP 百分比	總額 (法郎； 百萬元)	占 1913 年 GNP 百分比
(1) 公共債務 1913 年	328	63	711	33	33,637	67
(2) 公共債務 1920 年	252	48	3,160	144	66,953	135
(3) A 債券	120	24				
(4) AB 債券	500	99				
(5) 公共債務 1920 年加上 A 債券	372	72				
(6) 公共債務 1920 年加上 AB 債券	752	147				
(7) C 債券	820	152				
(8) 公共債務 1920 年加上 ABC 債券	1572	299				

資料來源：取自 Ritschl (2012, Table 1)。

高於法國在普法戰爭之後的債務負擔。然而德國的債務負擔，跟英國（占國民所得 144%）與法國（占國民所得 135%）在 1920 年並沒有太大差別。因此，德國戰爭賠償總額的確是高，超過 1871 年的歷史經驗，但是加上公共債務之後，德國債務負擔跟英國與法國僅僅是相同，沒有理由付不出賠款。

其次是流量，亦即德國每年必須支付的額度。根據 Ferguson (1998a, Figure 19) 估計，德國 1920 年至 1923 年間給付的賠償，約占德國國民所得 4% 到 7%。最高的年份是 1921 年，占國民所得 8.3%。這個數字，比起 1924 年道威斯計畫下的賠款（占國民所得的 3%）確實較高。然而這個數字卻是

遠小於凱因斯估計的 25% 到 50%。法國支付的普法戰爭賠款，第一年占了法國國民所得的 9%，第二年占了 16%。相較之下，8.3% 的數字並非前所未見。要求德國在長時期支付這項賠償額度雖無前例，但也並非完全不可能。

晚近文獻也認為，德國的政府赤字與貨幣貶值，主要起因於德國政府無法就稅收歸屬與徵稅分配達成共識，因而導致徵稅不足。德國政府不斷將財政與金融問題歸咎於協約國，反對戰爭賠償成為維繫與團結威瑪共和各個政黨的主要因素。德國政黨之間爭論的差異，僅僅是要透過遵從或是抵抗的方式，讓協約國確信賠償金額不合理並進而修改和約。然而德國政府卻從未採取適當手段，進行財政改革與平衡預算 (Steiner, 2005: 192)。研究者逐漸形成共識，德國償付能力是個政治問題而非財務問題。德國確實有能力支付 1921 年訂下的賠償金額 (Steiner, 2005: 199-200)，如果願意課徵跟協約國同樣高的稅，德國就會有足夠的款項支付賠償，同時獲得外國貸款。基此德國甚至不需要立即進行經常帳的調整，就像 1924 年前的情況一樣。<sup>22</sup> 以 1919 年至 1922 年中為例，就算沒有他國貸款，國外資金流入就融通了當時德國的戰爭賠償。<sup>23</sup>

德國實際上又支付了多少？德國在 1922-1923 年無法及時支付賠償，導致後續的魯爾危機與惡性通貨膨脹。1924 年後的賠償額度，接續由 1924 年

---

22 唯有德國盡全力賠償，德國的償付極限才有可能被真正測試，而事實上德國從未曾盡力賠償。即便是主張戰爭賠償超過德國的償付能力的費爾德曼 (Gerald Feldman)，在回顧戰爭賠償的爭論時，也坦承從來沒有人指責德國人是否曾誠實且正直地試圖履行和約規定義務。文獻上的共識甚至是當德國採取履行條約政策時，其目的是要證明條約不可能被履行 (“No one has accused the Germans of honestly and forthrightly attempting to fulfill their obligations under the Treaty, and there is a genuine consensus that the policy of fulfillment had, as its purpose, the demonstration that fulfillment was not possible,” Feldman, 2005: 488)。也因此賠償意願這個政治問題，比起賠償能力這個經濟問題更加重要 (Trachtenberg, 1980: 68)。關於德國賠償意願的文獻回顧，請參見 Brandt (2018: 161-179)，Conze (2018: 463-476)，Sharp (2018: 71-99)。Ritschl (1996; 2012) 試圖從主權債務理論角度解釋德國的賠償意願。

23 除了德國的賠償能力與意願之外，協約國無法有效強制執行凡爾賽和約，也是一個重要問題。如同 Henig (1995: 49) 提及：“It weakness, it has been argued, lay not so much in its terms as in the lack of mechanisms through which to enforce them on a resentful and unchastened Germany.” Marks (2003) 同樣指出和約締造者真正失敗之處，在於未能有效地執行和約。關於和約的強制執行問題，請參見 Sharp (2005)。

簽訂的道威斯計畫以及 1930 年的楊格計畫所規範。然而隨著大蕭條引發全球經濟衰退，胡佛總統首先在 1931 年暫時中止支付一年，而在 1932 年 6 月之後，德國戰爭賠償就實際上停止給付。換言之，德國準時支付賠償的時間，僅自 1924 年至 1930 年共計 7 年。以下我們將德國的賠償支付，分為 1924 年前與後，理由在於 1924 年前的支付大多是實物，德國與協約國對其價值估算有很大的差異（Deutsche Bundesbank, 1976: 321），且德國 1924 年前的 GDP 估計也較為不精確。

表 3 中的欄 2-4 取自 Ferguson (1995b)。賠償支付最高的年份是 1921 年，約占德國國民所得 8.34%。從 1920 年至 1924 年，戰爭賠償平均約占國民所得 3.91%。

另一個估計是由舒克所提供 (Schuker, 1988: 107-108)。他將德國實際支付的賠償分為三期：1918 年 11 月到 1924 年 8 月；1924 年 9 月到 1929 年 8 月；1929 年 9 月到 1931 年 6 月。第一個時期的賠償支付是 10,134 百萬帝國馬克，約占全部實際賠償支付 44%，然而僅 18% 左右屬於現金賠償，其餘主要是實物賠償與喪失領土上的政府財產，其數字估算相當主觀。假設第一個時期每年 GDP 都等於 1925 年的 GDP (71,208 百萬帝國馬克。Ritschl and Spoerer, 1997)，那麼這個時期每年實際支付賠償占 GDP 百分比則為 2.4%。如果我們僅考慮跟移轉支付問題較為相關的現金賠償，金額則僅為 GDP 的 0.4%。

其次是德國在 1924 年之後實際支付的賠償。表 3 欄 5-7 引用馬赫盧普 (Fritz Machlup) 書中資料，顯示德國的賠償出奇地低。在賠償支付最高的 1929 年，也僅只占 GDP 的 2.77%。將整個時期的賠償除上整個時期的 GDP，平均下來不過是 1.85%。<sup>24</sup>

前述的舒克資料將德國賠償給付分為三個時期。加總後面兩個時期的賠償金額 (11,271 百萬帝國馬克)，除以德國 1925 年至 1931 年時期的 GDP 總

---

24 馬赫盧普 (Machlup, 1966a: 383) 在檢視德國實際的賠償負擔之後，不禁感慨為何許多知名的經濟學家，竟會花費時間去討論德國償付能力問題。有趣的是，稍後馬赫盧普自己在準備出版 1966 年這本論文集時，他的同事就質疑為何收錄移轉支付問題的相關文章，畢竟這是只有歷史學家感到興趣的死題材 (Ormazabal, 2010: 486)。

表 3：德國 1919-1932 年實際支付的戰爭賠償

年份	Ferguson, Niall			Machlup, Fritz			Ritschl, Albrecht		
	支出	NNP	占 NNP%	支出	GDP	占 GDP%	支出	GDP	占 GDP%
1919		34,200							
1920	1,236	37,700	3.28						
1921	3,369	40,400	8.34						
1922	2,226	42,100	5.29						
1923	801	37,900	2.11						
1924	281	44,500	0.63						
1925	1,080	67,346	1.60	893	71,208	1.25	1,057	71,151	1.49
1926	1,310	65,472	2.00	1,176	73,655	1.60	1,191	73,830	1.61
1927	1,779	80,466	2.21	1,382	82,812	1.67	1,584	83,166	1.90
1928	2,178	83,964	2.59	1,739	88,479	1.97	1,990	89,049	2.23
1929	1,965	79,491	2.47	2,453	88,522	2.77	2,337	89,248	2.62
1930	1,879	71,862	2.61	1,275	81,921	1.56	1,706	82,935	2.06
1931	651	58,484	1.11	1,385	67,052	2.07	988	69,153	1.43
1932	183	50,782	0.36	961	55,546	1.73	160	56,444	0.28

資料來源：欄 2-4：Ferguson (1995b, Table 1)。單位：1919 年至 1923 年為百萬金馬克；1924 年至 1932 年為百萬帝國馬克。欄 5-7：支出資料來自 Machlup (1966a: 382)；GDP 資料來自 (Ritschl and Spoerer, 1997)；支出與 GDP 的單位皆為百萬帝國馬克。欄 8-10：Ritschl (2013, Table 4.2)。單位：百萬帝國馬克。

和 (根據 Ritschl and Spoerer 1997 年的資料是 553,649 百萬帝國馬克)，德國每年實際支付的賠償占 GDP 百分比為 2.04%。這個數字跟馬赫盧普的 1.85% 相當接近。

立敕爾提出關於德國戰爭賠償與 GDP 的最新估計，複製於表 3 欄 8-10。立敕爾的估計數字排除了實物給付，因此與本文涉及的移轉支付與國際收支調整更為貼切。表 3 結果跟馬赫盧普的資料非常相近：賠償支付最高的年份是 1929 年，賠償金額約占該年 GDP 的 2.62%。將整個時期的賠償除上整個

時期的 GDP，平均下來為 1.79%。上述資料皆顯示德國實際上的移轉支付規模並非過於龐大。

簡言之，1921 年的倫敦賠償付款進程，被 1924 年道威斯計畫以及 1930 年楊格計畫所取代。從 1924 年到 1932 年賠償停止，德國實際賠償總額占一年 GDP 比重僅約 14%。這個數字比起普法戰爭後的法國賠償，或是英國的對外移轉支付，都要來得更小。至今依舊流行的觀點，認為協約國的戰爭索賠，壓垮了德國經濟，造成大規模失業以及希特勒上台，並不是正確的說法。威瑪經濟的危機，不能簡單歸因於協約國對德國的索賠。

## 肆、移轉支付問題：國際收支調整

移轉支付問題涵蓋了國際金融與貿易中，國際收支調整與貿易條件變動等兩個面向，本節先討論國際收支的調整。具體而言，經常帳（出口與進口）是否能夠迅速調整，以便配合資本帳的改變。在戰爭賠償的脈絡下，它指的是德國的淨出口是否可能適時增加，以便創造出作為賠償外國的淨資產。<sup>25</sup> 凱因斯認為這是做不到的。更為深層的意義，則是國際收支的調整當中，是經常帳驅動資本帳，或是資本帳驅動經常帳？凱因斯主張經常帳是為主因，資本帳為其結果：德國的經濟結構使其出口與進口調整有限，也因此無法創造出大量資本帳盈餘。持相反立場者則認為資本帳的變動，將會帶動出口與進口對應的調整。

凱因斯在 1929 年的論文明確表達其立場：「至今的歷史經驗，國外投資的部位，至少在某種程度上，是會傾向於依據貿易餘額進而跟著調整，而不是倒過來；國外投資部位是為靈敏，而貿易餘額是為非靈敏的因素。另一方面，在德國賠償問題上，我們卻是試圖固定國外匯款的部位，而強迫貿易餘額跟著調整到位」。<sup>26</sup>

25 馬赫盧普是少數強調移轉支付問題這個面向的經濟學家。

26 “Historically, the volume of foreign investment has tended, I think, to adjust itself—at least to a certain extent—to the balance of trade, rather than the other way round, the former being the sensitive and the latter the insensitive factor. In the case of German Reparation, on the other hand,

凱因斯相信，給定本國與外國的經濟結構，本國出口將會受到「一定的自然出口數量」(a certain natural level of exports)的限制。刻意去改變這個自然出口數量十分困難。凱因斯因而反對貿易餘額會因應資本移動而調整的講法。<sup>27</sup>他在1929年的文章指稱這類講法是：「那些看不出問題難處的人，有如將適用於液體的理論，應用到即便不是固體，至少也是具有強大內部阻力的粘性物質上」。<sup>28</sup>

關於經常帳項目是否能夠適時調整這個問題，法國在普法戰爭後的歷史同樣可供參考。表4顯示法國在1867年至1876年間的貿易統計：在1867年

表4：法國進出口貿易統計，單位：百萬法郎

年份	出口	進口	貿易盈餘
1867	2,826	3,027	-201
1868	2,790	3,304	-514
1869	3,075	3,153	-78
1870	2,802	2,867	-65
1871	2,873	3,567	-694
1872	3,762	3,570	192
1873	3,787	3,555	232
1874	3,701	3,508	193
1875	3,873	3,537	336
1876	3,576	3,989	-413

資料來源：Mitchell (2013)。

we are trying to fix the volume of foreign remittance and compel the balance of trade to adjust itself thereto.” (Keynes, 1929a: 6)

27 “The question of whether capital movements lead the trade balances, or trade balances direct the capital movements, ... Keynes opposed the theory of the adjustment of trade balances to capital movements on the ground that foreign trade was not easily adjustable.” (Machlup, 1966b: 451)

28 “Those who see no difficulty in this ... are applying the theory of liquids to what is, if not a solid, at least a sticky mass with strong internal resistances.” (Keynes, 1929a: 6)

至 1871 年，也就是普法戰爭前，法國進口皆大於出口，呈現貿易赤字。接下來的 1872 年至 1875 年間，亦即法國支付賠償時期，貿易餘額就由赤字轉為盈餘，直到 1876 年才又回到赤字，這顯示經常帳確實能因應資本帳的賠款轉移而適時進行調整。<sup>29</sup>

法國的經常帳是如何調整的？定義國內支用為民間消費、投資與政府支出的總和。根據國民所得帳公式，為了創造貿易盈餘，國內支用必須小於國民所得。<sup>30</sup> 圖 2 顯示法國從 1870 年至 1876 年的國民所得帳與國內支用。國內支用在 1872 年至 1875 年之間都是低於國民所得，反映在國際收支則為貿易盈餘。民間消費是國內支用最主要成分，這段時期變化不大，投資甚至上升，是以貿易盈餘主要是透過減少政府支出與增加稅收來達成。

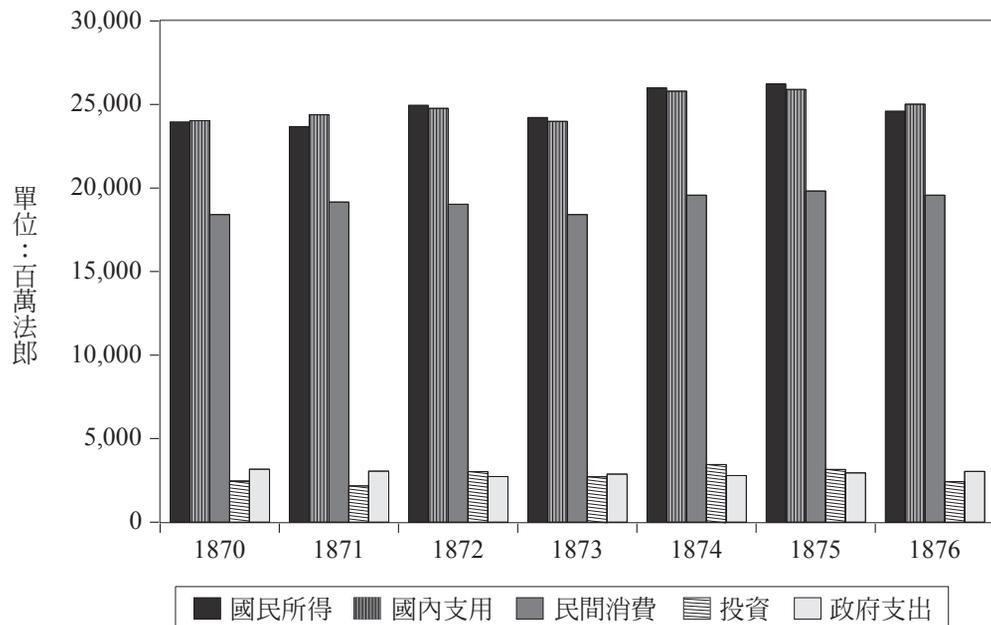


圖 2：法國的國民所得帳與國內支用

資料來源：Jordà, Schularick, and Taylor (2017)。

29 表 4 貿易盈餘約為法國賠款的一半，其餘賠款是藉由黃金與貨幣輸出、外國資本流入、法國海外資產回流等支付 (Machlup, 1966a: 381)。

30 國民所得=民間消費+投資+政府支出+出口-進口。國內支用=民間消費+投資+政府支出。

圖 3 將法國國民儲蓄區分為私部門與公部門儲蓄。私部門儲蓄等於國民所得減去民間消費與政府稅收；公部門儲蓄等於政府稅收減去政府支出。該圖顯示由於稅收增加與政府支出減少，法國此時財政赤字持續下降。因為民間消費大致維持不變，政府稅收增加也導致私部門儲蓄下跌。圖 2 與圖 3 因此顯示，只要有意願，政府是可以透過財政手段達成移轉支付的。

表 4 的法國案例，就是法國經濟學家呂埃夫在 1929 年與凱因斯辯論時所舉的例子之一。<sup>31</sup> 呂埃夫認為要解決凱因斯爭論的最好方法，就是透過歷史案例，檢視當一國的國際收支受到干擾而偏離均衡時，貿易餘額能否調整使國際收支回到均衡。或者是會如同凱因斯所宣稱的，貿易餘額將受到各種阻礙而無法調整。表 4 的法國案例，明顯地駁斥凱因斯的主張。如果法國在 1872-1875 年的經常帳能夠因應戰爭賠償（移轉支付）迅速調整，德國沒有理由無法在一戰之後達成同樣的事情。馬赫盧普的著作也採用這個例子反駁

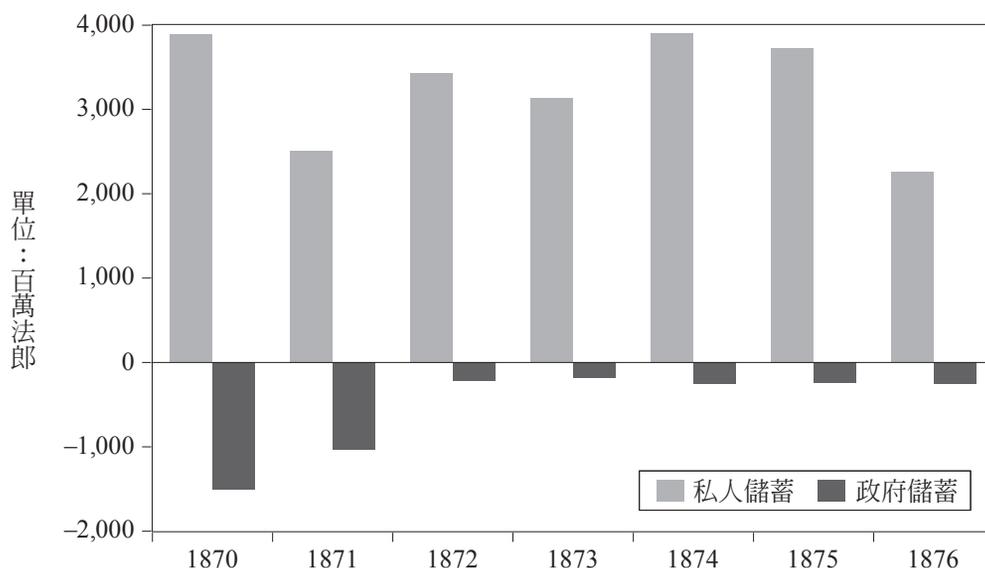


圖 3：法國的國民儲蓄

資料來源：Jordà, Schularick, and Taylor (2017)。

31 呂埃夫舉的另外一個例子，是英國與美國在 1919 年不再提供借款，法國國際收支得以平衡。(Rueff, 1929)

凱因斯論點。

事實上，德國自 1925 年至 1933 年希特勒上台前的經驗，本身就提供了一個反駁凱因斯論點的極佳案例。表 5 列出德國從 1925 年至 1933 年的國際收支，分為(1)經常帳(2)黃金與外匯變動(3)資本帳(4)餘額等四個項目。經常帳底下的商品貿易、出口、進口與戰爭賠償也單獨列出。在德國支付賠償且外國資金大量流入時期，商品貿易僅有 1926、1930 與 1931 年是盈餘，同時也僅在資金開始淨流出的 1931 年，貿易盈餘大於實際支付的戰爭賠償金額。

在 1929 年之前，一直有大量外國資金流入德國，規模甚至大於德國支付的賠償，資金來源主要是美國。在 1924 年道威斯計畫之後，美國資金約占德國公共金融機構借款 80%、地方政府借款 75% 以及大企業借款 56% (Costigliola, 1976)。根據舒克估計，協約國（主要是美國）在 1919 年至 1931 年間流入德國的淨資金約為 177.5 億金馬克，而德國在同期給付給協約國的賠償約為 168 億金馬克 (Schuker, 1988: 115-118)。在 1924 年至 1931 年間，流入德國的美國直接投資與證券投資金額，大約是 1948 年至 1952 年間馬歇爾計

表 5：德國 1925-1933 年國際收支，單位：百萬帝國馬克

年份	(1) 經常帳	其中： 商品貿易	其中： 商品出口	其中： 商品進口	其中： 戰爭賠償	(2) 黃金與 外匯變動	(3) 資本帳	(4) 餘額
1925	-3,045	-2,444	9,546	11,990	-1,057	-90	1,431	1,704
1926	-39	793	10,677	9,884	-1,191	-568	1,523	-916
1927	-4,244	-2,960	11,118	14,078	-1,584	452	3,482	310
1928	-3,192	-1,311	12,627	13,938	-1,990	-931	3,123	1,000
1929	-2,469	-44	13,632	13,676	-2,337	165	1,425	871
1930	-610	1,558	12,175	10,617	-1,706	120	1,236	-746
1931	1,040	2,778	9,733	6,955	-988	1,706	657	-3,350
1932	257	1,052	5,834	4,782	-160	233	-749	236
1933	132	666	4,957	4,291	-149	447	-807	228

資料來源：Ritschl (2002, Table B.4)。項目(1)+(2)+(3)+(4)=0。商品貿易=商品出口-商品進口。

畫時期德國獲得援助的4倍。<sup>32</sup> 由於德國虧欠美國的借貸比起德國支付的戰爭賠償數目更大，舒克在1988年的論文稱此一現象為美國給付德國戰爭賠償（American “Reparations” to Germany），而不是德國給付戰勝國賠償。<sup>33</sup>

1925年至1928年外國資金大幅流入時期，德國進口多超過出口。資金流入讓德國得以支付賠償且融通貿易赤字。外國資金流入在1929-1930年開始減緩，德國進口呈現停滯；當1931-1932年資金淨流出時，德國進口驟降，且其幅度大於出口的下跌，導致商品貿易轉為盈餘。表5顯示德國在1930年資本帳還有1,236百萬帝國馬克資金淨流入，這是因為1930年的楊格計畫，同時給予德國一筆1,200百萬帝國馬克的借款，讓德國在該年度資本帳項目還有盈餘（Eichengreen, 1992: 245）。<sup>34</sup>

在1929年「經濟學雜誌」上的爭論，凱因斯以表5的德國貿易赤字，作為支持其所謂德國自然貿易餘額應處於赤字的證據。歐林在回應文中善意的提醒他，德國的貿易赤字，正是因為德國吸收的資金流入，遠大於他所支付移轉的戰爭賠償（Ohlin, 1929a）。<sup>35</sup> 換句話說，正是淨資本流入讓德國得以

32 根據 Schuker (1990: 43)，德國在1919年至1931年給付給協約國的現金與實物賠償，約為德國國民所得2.0%；同一時期，協約國持有以馬克計價資產，因1919年至1923年德國惡性通貨膨脹與馬克貶值所造成的損失，以及1931年之後被德國違約的協約國對德投資，約為德國國民所得5.3%。

33 弗格森估計德國給付給協約國賠款是為190億金馬克（Ferguson, 1998b: 424），這個數字跟舒克估計的168億金馬克相當接近。

34 已經有不少相關研究討論德國在1925年到1931年之間國際收支的變化。如同前述，立敕爾指出1924年道威斯計畫中的移轉保護條款，使得商業借款的償還順位高於戰爭賠償，因此造成大規模外資流入德國。在1930年重新訂定的楊格計畫，又將戰爭賠償順位改成高於商業借款，導致投資人擔心德國的債信問題，因而引發資金外逃。道威斯計畫與楊格計畫，因此解釋了德國這段時期的外資流入變化，以及外資流入所引發的經常帳變化。Feinstein and Watson (1995)、Feinstein et al. (2008) 與 Accominotti and Eichengreen (2016) 詳細記錄了歐洲許多債務國，都在1931年左右經歷由資本淨流入變成資本淨流出，迫使其經常帳進行調整。Ho and Yeh (2019) 也記錄在這些國家當中，德國所遭受的衝擊最大。他們利用反事實模擬，發現若德國外資流入在1930年之後沒有大幅減少，經常帳就不需要由赤字轉成盈餘。這些文獻都是支持德國在1925年至1931年間，是由資本帳驅動經常帳。

35 “Germany has paid half a dozen milliards of marks in reparation payments, but has borrowed twice as much. Thus, the German trade balance has not had the ‘benefit’ of a reduction in total

融通貿易赤字。該表格因此是駁斥，而不是支持凱因斯的論點。

關於凱因斯移轉問題的第一個爭論，當前的經驗也是偏向於經常帳能適時因應資本帳進行調整。隨著國際資金移動日趨自由化，資本移動在國際收支調整中的驅動作用，變成是一個顯而易見的事實，特別是在金融危機時期。

經濟學家卡沃（Guillermo A. Calvo）的一系列研究，檢視資本流入逆轉（reversal of capital flows），或是稱為資金急煞車（sudden stops）的現象，並分析了國際資金移動引發的資本帳的變動，如何驅動本國國內消費、投資、產出的變動，進而帶動經常帳的調整（Calvo, 1998; 2003; Calvo et al., 2006）。兩個條件構成資金急煞車：首先，資本流入顯著的逆轉，使該國資本帳低於平均值以下兩個標準差，該國由資金淨輸入國變成淨輸出國。其次，經常帳赤字在當年或是隔年跟著減少（Calvo et al., 2006）。

圖 4 顯示數個國際資金急煞車的案例，顯示這些時期資本流入逆轉占該國 GDP 的比值。其中，資本帳的逆轉占 GDP 比值高於 10% 的案例並非少數，如阿根廷（1982-1983）的例子就高達 20%、泰國（1996-1997）案例也高達 26%、馬來西亞（1993-1994）與韓國（1996-1997）也都各自高達 15% 與 11%。<sup>36</sup> 上述數字都遠大於 1921 年倫敦賠償付款進程訂下的每年支付額度，或是德國在 1919 年至 1932 年間實際給付的賠償金額。

資金急煞車，也導致上述國家的經常帳在當年或是隔年做出調整。Edwards（2004）使用 157 個國家自 1970 年至 2001 年的資料，來檢驗國際收支的調整。他定義經常帳赤字逆轉（current account deficit reversal）為經常帳占 GDP 比值在 1 年內減少至少 4%，或是在 3 年之內減低至少 6%。他同時定義資金急煞車為資本淨流入占 GDP 比值在 1 年之內減低至少 5%，這

---

buying power, but the 'disadvantage' of an increase to the amount with which borrowings have exceeded reparation payments. This increase buying power must have tended to swell imports and reduce exports." (Ohlin, 1929a: 173)

36 時任亞洲開發銀行研究所（Asian Development Bank Institute）所長的吉富勝（Masaru Yoshitomi），就提出所謂資本帳危機（Capital Account Crisis）解釋 1997 年亞洲金融危機。他認為亞洲國家在危機前的經常帳赤字，是因為接收過多的資本流入，也就是由資本帳盈餘所導致。接下來危機時期的資本流出，也就是資本帳赤字，引發經常帳由赤字轉為盈餘。資本的流入與流出，帶動了危機國家這段時期經常帳的變動。

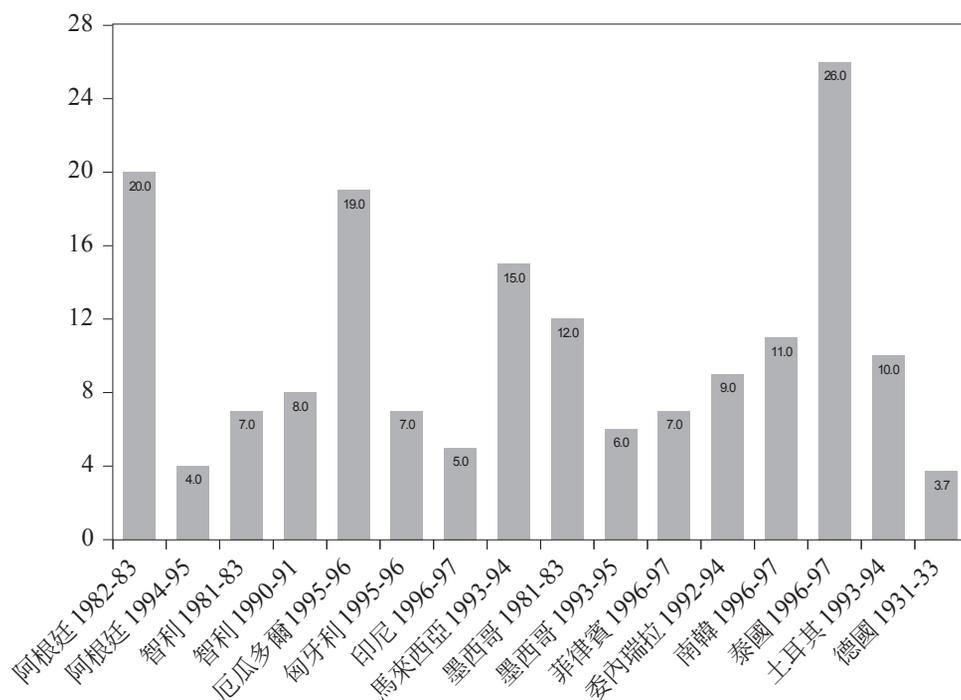


圖 4：國際資金急煞車時期資本流入逆轉占 GDP 比值

資料來源：Calvo (2003, Table 1)。德國 1931-33 資料來自 Ho and Yeh (2019)。單位：%。

也與 Calvo et al. (2006) 類似。使用簡單的統計檢定，他發現經常帳赤字逆轉跟資金急煞車兩者顯著相關。國際資本轉為淨流出的時期，顯著地伴隨經常帳調整為盈餘。凱因斯爭論的重點，在於經常帳是否能夠因應資本帳適時調整。因此就國際資金急煞車的經驗而言，凱因斯的觀點並未獲得支持。

## 伍、移轉支付問題：貿易條件調整

移轉支付問題的第二項爭論，是它能否引發支付國貿易條件惡化，進而加重其債務負擔。這被稱為凱因斯—歐林問題，起因於兩位學者 1929 年在「經濟學雜誌」的討論 (Keynes, 1929a; 1929b; 1929c; Ohlin, 1929a; 1929b)，這也是文獻上關於移轉支付爭論的重點。

我們用一個簡單模型來解釋這個爭論。假設本國與外國同樣生產兩種商品  $C$  與  $F$ ，它們的相對價格是  $P_C/P_F$ 。假設本國出口商品  $C$ ，外國出口商品

$F$ 。本國貿易條件因此是為  $P_C/P_F$ 。假設所得全部用於消費，商品的生產為給定。

$$Q_C + Q_C^* = D_C\left(\underset{+}{Y}, \underset{-}{P}\right) + D_C^*\left(\underset{+}{Y^*}, \underset{-}{P}\right)$$

$$Q_F + Q_F^* = D_F(Y, P) + D_F^*(Y^*, P)$$

$Q_C$  表示本國生產商品  $C$  的數量； $Q_C^*$  表示外國生產商品  $C$  的數量； $D_C(Y, P)$  表示本國對於商品  $C$  的需求，取決於本國所得  $Y$  與相對價格  $P = P_C/P_F$ ； $D_C^*(Y^*, P)$  表示外國對於商品  $C$  的需求，取決於外國所得  $Y^*$  與相對價格  $P$ 。兩條方程式分別為商品  $C$  與商品  $F$  的市場結清條件。根據瓦爾拉斯定律 (Walras' Law)，我們只需考慮商品  $C$  的市場結清條件即可。

假設額度  $T$  的購買力從本國移轉到外國。本國對於商品  $C$  的需求將會減少  $T \cdot (\partial D_C / \partial Y)$ ；外國對於商品  $C$  的需求將會增加  $T \cdot (\partial D_C^* / \partial Y^*)$ 。在原本的相對價格下，移轉支付能否順利完成，取決於商品  $C$  需求的淨增加  $T \cdot (\partial D_C^* / \partial Y^*) - T \cdot (\partial D_C / \partial Y)$ ，是否等於移轉的購買力  $T$ 。

凱因斯在討論移轉支付爭論時，忽略了外國購買力增加後，對於本國商品  $C$  的需求增加。換句話說，凱因斯假設  $\partial D_C^* / \partial Y^* = 0$ 。在此情況下， $-T \cdot (\partial D_C / \partial Y)$  勢必小於  $T$ 。為了讓移轉得以完成，相對價格就必須下降，以便增加外國對於本國商品  $C$  的需求，凱因斯因此得到相對價格必須下跌，也就是本國貿易條件必定惡化這個結論。商品  $C$  的價格需求彈性愈小，貿易條件惡化的程度就愈大，甚至是不論如何惡化都無法解決移轉問題。凱因斯的觀點，因此跟彈性悲觀論相關。如果出口商品的需求彈性小於 1，商品價格的下跌即使讓銷售的數量增加，銷售商品的總收益卻還是減少。在這個意義之下，德國必須付出更多的商品方得以償還同樣的金額，實質負擔因此增加。

歐林明確指出凱因斯忽略了所得效果。他認為在考慮  $\partial D_C^* / \partial Y^* \neq 0$  之後，貿易條件甚至不需要改變，就可以讓移轉支付順利進行，只要

$$\frac{\partial D_C}{\partial Y} \cdot T + \frac{\partial D_C^*}{\partial Y^*} \cdot T = T$$

換言之，本國（移轉國）與外國（接受國）所得效果的加總等於 1：<sup>37</sup>

$$\frac{\partial D_C}{\partial Y} + \frac{\partial D_C^*}{\partial Y^*} = 1$$

凱因斯的論點，完全忽略了移轉支付引發的所得效果，而執著於出口商品價格彈性悲觀論點。這導致他認為德國貨幣必須貶值（結果就是貿易條件惡化），或者是德國商品生產成本（特別是實質工資）必須大幅降低，移轉支付才有可能。然而除非有大規模失業，德國工人是不會接受較低工資，失業也將引發政治與社會問題。孟岱爾（Robert Mundell）在回顧凱因斯與歐林的爭論時，不禁感慨為何凱因斯竟會採取如此明顯錯誤的觀點：「讓經濟學家感到最為疑惑的，就是為何凱因斯會採取如此極端，甚至荒謬的立場。這個問題將是經濟思想史的最大謎題之一。」<sup>38</sup>

事實上，凱因斯所主張爲了創造貿易盈餘（以便支付賠償），馬克必須巨幅貶值的說法，跟德國官方的意見幾乎一致。漢堡銀行家瓦爾堡（Max Warburg），也是德國參加巴黎和會的代表之一，就認為馬克的巨幅貶值當是德國最有力的武器，來要求協約國重新訂定賠償金額。因爲馬克的貶值將會

37 事實上，歐林的論點要比上述說明更爲細緻。假如本國移轉購買力給外國，例如外國向本國取得借款，或是本國向外國支付賠償。購買力的移轉，將會增加外國對於進口商品的需求，同時減少本國對於進口商品的需求。因此，本國的進口將會減少，出口將會增加；外國的進口將會增加，出口將會減少。這是所得變動引發的直接效果。歐林認為調整的過程，不會僅只停止在上述的直接效果。他在文章中將本國商品區分爲兩類：第一類是出口商品，以及直接與進口商品處於競爭地位的本國商品；第二類是僅作爲國內市場銷售的商品。歐林的分類，就是現在慣用的貿易商品與非貿易商品。假設外國增加的購買力，有 20% 用於購買進口商品，剩下 80% 用於購買非貿易商品。歐林在文章中使用的是國內市場商品（home market goods），由於需求增加，外國的非貿易商品的生產也將增加，或是原本用於生產出口商品的生產投入（勞動與資本），將會被移用作爲生產非貿易商品。出口商品的生產因此會減緩。外國的出口相對於進口因此會減少，導致超額進口，相反的過程則發生在本國。由於非貿易商品的需求減少，生產要素將被釋放至出口商品部門。本國的出口相對於進口因此會增加，導致超額出口，本國的商品在外國因此獲得更大的銷售市場。上述調整過程，通常也伴隨著生產部門之間相對價格的變動，外國的非貿易商品價格，相對於貿易商品價格將會上升，本國則是相反，雖說部門之間相對價格調整並非必要。

38 “The great puzzle for economists is how Keynes came to adopt such an extreme—and even absurd—position. ... How he could adopt such an absurd position will remain one of the great mysteries in the history of economic thought!” (Mundell, 2002: 247)

造成德國商品在全世界傾銷，特別是威脅到美國與英國商品，導致美國與英國國內工業的反彈。此時英美等協約國就會被迫自動回到談判桌，降低對德賠償要求，並認知要求德國創造貿易盈餘以便償還戰爭賠償，最終將會損害到他們自身的利益。瓦爾堡的想法，就是德國當時政策制訂者的主意（Ferguson, 1998b）。

可惜的是這個如意算盤沒有成真。德國馬克反而在 1920 年 3 月之後的一段時期，一轉過去貶值趨勢，變成大幅升值。凱因斯自己投機馬克貶值，因而損失了 13,125 英鎊，還加上幫他朋友操盤的 8,498 英鎊（Ferguson, 1998b: 423）。馬克之所以會升值，是因為外國投機客持有大規模的馬克部位。投機客預期德國經濟復甦將會帶動馬克回升，所以紛紛收購馬克，這是凱因斯跟他的朋友所沒有預見的事情。綜觀 1919 年到 1922 年時期，德國馬克貶值與貿易盈餘之間的聯繫，也跟凱因斯的預測不同：在德國馬克貶值最劇烈的時期（1919 年後半年、1921 年 5 月到 10 月、1922 年 3 月到 7 月），德國貿易赤字反而擴大；而在馬克趨於穩定時期（1920 年 3 月到 1921 年 4 月、1921 年 11 月到 1922 年 2 月），德國貿易赤字反而縮小（Ferguson, 1998b: 432）。德國官方原以為馬克貶值將會讓德國商品充斥協約國市場並藉此對協約國施壓，實際結果反而是讓德國進口更多的協約國商品，反倒紓解了協約國的壓力。弗格森在回顧這段歷史時，甚至大膽推論如果德國不是採行貶值政策，而是採行穩定馬克的政策，德國對於協約國的商品進口會因而減少，反足以對協約國施壓重新談判賠償條件（Ferguson, 1998a: 418）。

歐林雖駁斥了凱因斯，但他的觀點也有缺陷。<sup>39</sup> 歐林指出支付國貿易條件變化的一般原則，但未說明具體的情況為何，同時他也忽略了兩國邊際消費傾向不同所造成的影響。為了說明這點，我們根據 Viner（1955）、Samuelson（1952）與 Krugman and Obstfeld（2009）簡化上述的模型。

使用相同符號， $(Q_C + Q_C^*) / (Q_F + Q_F^*)$  表示商品  $C$  相對於商品  $F$  的數量（相對產出）。相對供給曲線  $RS$  是相對價格的遞增函數，因為相對價格上升，本國與外國都會增加商品  $C$  的生產，減少商品  $F$  的生產：

---

39 作者感謝匿名審查人指出此點。

$$\left(\frac{Q_C + Q_C^*}{Q_F + Q_F^*}\right)^S \equiv RS \equiv RS \left(\frac{P_C}{\underbrace{P_F}_{+}}\right)$$

相對需求曲線  $RD$  是相對價格的遞減函數，因為相對價格的上升，促使本國與外國減少商品  $C$  的消費，同時增加商品  $F$  的消費。

$$\left(\frac{Q_C + Q_C^*}{Q_F + Q_F^*}\right)^D \equiv RD \equiv RD \left(\frac{P_C}{\underbrace{P_F}_{-}}\right)$$

相對供給曲線與相對需求曲線的交點，決定了均衡的相對價格，也就是本國的貿易條件。

假設本國（或是外國）的所得增加 1 單位。增加的所得，不是用來購買商品  $C$ ，就是用來購買商品  $F$ 。以下式子因而成立：

$$\begin{aligned} \frac{\partial Q_C}{\partial Y} \cdot P_C + \frac{\partial Q_F}{\partial Y} \cdot P_F &= 1 \\ \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} \cdot P_C + \frac{\partial Q_F^*}{\partial Y^*} \cdot P_F &= 1 \end{aligned}$$

移轉支付影響相對需求曲線，不影響相對供給曲線。相對需求曲線  $RD$  會往左移動還是往右移動，取決於該式分子相對於分母的變動：

$$\frac{-\frac{\partial Q_C}{\partial Y} + \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*}}{-\frac{\partial Q_F}{\partial Y} + \frac{\partial Q_F^*}{\partial Y^*}}$$

上述式子可進一步改寫成：

$$\frac{-\frac{\partial Q_C}{\partial Y} + \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*}}{-\frac{\partial Q_F}{\partial Y} + \frac{\partial Q_F^*}{\partial Y^*}} = \frac{-\frac{\partial Q_C}{\partial Y} + \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*}}{\frac{1}{P_F} \left( \frac{\partial Q_C}{\partial Y} \cdot P_C - 1 \right) + \frac{1}{P_F} \left( 1 - \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} \cdot P_C \right)} = \frac{P_F \cdot \left( -\frac{\partial Q_C}{\partial Y} + \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} \right)}{P_C \cdot \left( \frac{\partial Q_C}{\partial Y} - \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} \right)}$$

如果分子變動小於分母的變動，相對需求曲線就會往左移動，導致相對價格下跌，也就是本國貿易條件惡化。滿足這個情況的條件如下：

$$\begin{aligned}
P_F \cdot \left( -\frac{\partial Q_C}{\partial Y} + \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} \right) &\leq P_C \cdot \left( \frac{\partial Q_C}{\partial Y} - \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} \right) \\
\Rightarrow (P_C + P_F) \cdot \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} &\leq (P_C + P_F) \cdot \frac{\partial Q_C}{\partial Y} \\
\Rightarrow \frac{\partial Q_C^*}{\partial Y^*} &\leq \frac{\partial Q_C}{\partial Y}
\end{aligned}$$

換言之，若本國對於商品  $C$  的邊際支出大於外國對於商品  $C$  的邊際支出，移轉支付將會造成相對需求下降，使得相對價格下跌（本國貿易條件惡化）。<sup>40</sup> 相反地，如果本國對於商品  $C$  的邊際支出小於外國對於商品  $C$  的邊際支出，移轉支付將會造成相對需求上升，使得相對價格上升（本國貿易條件改善）。<sup>41</sup> 當本國對於商品  $C$  的邊際支出等於外國對於商品  $C$  的邊際支出時，貿易條件則是維持不變。<sup>42</sup> 一般而言，支付國家對於其出口商品的邊際支出，若是大於外國對於該項出口商品的邊際支出，移轉支付就會造成支付國家貿易條件惡化。<sup>43</sup>

表 6 顯示德國、英國與法國的所得支用於國內商品的比例。1913 年德國產出約為全球產出的 28%。假如德國對於本國與外國商品的偏好相同，德國國民所得支用於本國商品的比例也應該是 28%。然而實際上，德國國民所得支用於國內商品的比例高達 79%，僅有 21% 是支用於進口商品。英國與法國也是如此。協約國與德國的消費傾向皆是偏向母國財貨。在此情況下，移轉支付極有可能造成德國的貿易條件惡化。除此消費偏好之外，貿易障礙，透過政策提高各國對於本國商品的邊際支出傾向，同樣會導致貿易條件惡化。一旦考慮此點，凱因斯關於德國貿易條件惡化的預測就變得可信。

40 這同時意味著本國對於商品  $F$  的邊際支出，小於外國對於商品  $F$  的邊際支出。

41 這同時意味著本國對於商品  $F$  的邊際支出，大於外國對於商品  $F$  的邊際支出。

42 上述條件等同 Samuelson (1952) 推導出來的條件，參見 Samuelson (1952) 第 286 頁註腳 1 的說明。

43 關於移轉支付矛盾 (transfer paradox) 的理論探索，也就是移轉支付導致支付國的貿易條件改善，接受國的貿易條件惡化，請參見 Chichilnisky (1980) 與 Bhagwati et al. (1983)。

表 6：德國、英國、法國所得支用於國內商品的比例，單位：%

國 家	占全球產出百分比	進口占產出百分比	所得支用於國內商品百分比
德國	28	21	79
英國	27	33	67
法國	17	17	83
英國與法國	44	26	74

資料來源：作者自行計算。各國產出與全球產出資料來自麥迪森（Maddison, 2010）網頁提供的歷史統計，<http://www.ggdc.net/maddison/oriindex.htm>。全球在此指稱 12 個西歐國家。進口資料來自 Mitchell（2013）。年份為 1913 年。

## 陸、協約國之間債務問題

移轉支付問題僅是凱因斯替代和平方案中的一個環節，因為他一向主張必須同時處理德國一戰賠償與協約國之間債務問題。凱因斯的替代和平方案本質上是一個歐洲債務重整計畫，主要內容包括：直接取消協約國之間的債務（第 1 點）；和約締約國為德國賠償總額的一定比例提供擔保，以便其迅速取得資金（第 4 點）；類似的擔保也應該採用於其他戰敗國，使其經濟得以迅速復原（第 5 點）。

從凡爾賽會議開始到 1919 年出版的《凡爾賽和約的經濟後果》，凱因斯疾呼取消協約國之間的債務。這是他替代和平方案中的第 1 點。表 7 列出協約國之間的債務。最上列標示借出的國家，包含美國、英國與法國。第一欄標示借入的國家。根據該表，協約國之間的債務總額，在不考慮互相抵免的情況下，總計 3,995 百萬英鎊。美國借出最多，高達 1,900 百萬英鎊，而且美國僅有借出沒有借入。英國借出 1,740 百萬英鎊，同時從美國借入 842 百萬英鎊，借出額度約為借入額度的兩倍。法國借出 355 百萬英鎊，同時借入 1,058 百萬英鎊（從美國借入 550 百萬英鎊，從英國借入 508 百萬英鎊），借入額度大約為借出額度的三倍。其他協約國僅有借入而無借出。

凱因斯認為，只要協約國的債務問題沒有獲得解決，歐洲經濟就無法復甦。凱因斯將協約國債務問題跟德國戰爭賠償問題串連在一起：協約國之所

表 7：一戰協約國之間債務，單位：百萬英鎊

借 給	美國借出	英國借出	法國借出	總額
英國	842	—	—	842
法國	550	508	—	1,058
義大利	325	467	35	827
俄羅斯	38	568	160	766
比利時	80	98	90	268
塞爾維亞與南斯拉夫	20	20	20	60
其他協約國	35	79	50	164
總額	1,900	1,740	355	3,995

來源：Keynes (1919: 172)。

以會對德國高額索賠，就是因為彼此之間的債務無法解決。如果協約國債務問題沒有解決，歐洲在戰後極有可能面臨一個情況，就是協約國要支付給彼此的債務數目，還大於德國支付給戰勝協約國的賠償。對於歐洲民眾而言，這將是不能接受的事情。戰勝的協約國，反而在財政上比戰敗的德國更為破產。如果協約國之間的債務問題可以獲得解決，協約國也就不會寄望透過藉由對德國的高額索賠，來解決自身的財政問題。對於凱因斯而言，協約國之間債務問題，要比起德國戰爭賠償問題來得重要。部分文獻甚至認為，取消協約國之間債務問題，才是《凡爾賽和約的經濟後果》主要訴求，而不是德國戰爭賠償問題（Fuller and Whitten, 2017）。

根據表 7，美國與英國都是淨債權國，然而兩個國家持有的債權品質大不相同。美國是借款給英國，而英國的債信較高。英國是借款給法國、俄羅斯、義大利與比利時等協約國。這些協約國的債信岌岌可危。英國必須一毛不少地償還虧欠美國的債務，然而英國卻極有可能無法從其借貸中收回任何金額。

凱因斯在書中主張，如果取消協約國之間的債務，美國將會損失 2,000 百萬英鎊，英國損失 900 百萬英鎊，法國獲利 700 百萬英鎊，義大利獲利 800 百萬英鎊。這項說法實際上高估了英國的損失，因為在英國借貸的國家當中，

俄羅斯實際上已經違約，義大利無力償還，英國也不企望法國會盡力還債。凱因斯自己也承認英國的借貸大約只能回收 50%。若是如此，取消債務對於英國剛好會是打平。不論如何，在凱因斯的提議下，協約國之間的債務最終將全部歸於美國，並由美國承擔損失。凱因斯自己在書中也坦言，他的方案訴諸於美國的慷慨。<sup>44,45</sup>

凱因斯憑什麼要求美國慷慨地承擔損失？首先，凱因斯認為美國在財政上的犧牲（相對其整體財富而言），要比起歐洲國家來得少。其次，凱因斯認為美國借給歐洲的債務，其性質近於經濟援助，而不是商業投資。似乎意味著美國在借款的時候，就不應企望歐洲日後會連本帶利歸還。第三，凱因斯認為英國並不是為自己而跟美國借款。英國是為了其他協約國才從美國借款，再轉借給債務信用較差，無法直接從美國借款的其他協約國。意味著英國帳目上積欠美國的債務，一部分不應該算在英國頭上。為了強調他的論點，他還抬出德國首相俾斯麥（Otto von Bismarck），宣稱就算俾斯麥都比美國來得仁慈：“The hand of Bismarck was light compared with that of an Ally or of an associate”（Keynes, 1919: 176）。

凱因斯的協約國債務取消方案遭遇美國反對。跟凱因斯的其他如意算盤一樣，這項取消債務的建議，全然是從英國的角度出發，不顧及美國的觀點。凱因斯鼓吹的這項提議，以及他宣稱英國是替其他協約國而跟美國借款的說法，成為 1920 年代美國與協約國之間的外交糾紛根源（Silverman, 1982）。<sup>46</sup>

根據 Dimsdale（1975）以及 Elcock（1975），在凱因斯的協約國債務取消方案遭遇美國反對後，他接著提出一個由協約國與戰敗國共同擔保的戰爭賠償債券發行計畫，也就是 1919 年 4 月提出的 Scheme for the Rehabilitation of European Credit and for Financing Relief and Reconstruction（Keynes, 1971: 429-436）。在凱因斯給他母親的信中，他稱之為宏偉的歐洲復興計畫（A

44 “Such proposals involved an appeal of the generosity of the United States, but that was inevitable; and, in view of her far less financial sacrifices, it was an appeal which could fairly have been made to her.” (Keynes, 1919: 93)

45 “It is from the United States, therefore, that the proposal asks generosity.” (Keynes, 1919: 173)

46 關於協約國之間債務的處理，特別是英國與法國在一戰時期虧欠美國的債務，請參見 Silverman（1982），第五章。

Grand Scheme for the Rehabilitation of Europe)。也就是他的替代和平方案第 4 與第 5 點。

依照這項計畫，將由戰敗國（包含德國、奧地利、匈牙利、保加利亞、與其他次要國家）發行債券。發行的大部分由德國與戰敗國當作賠償支付給協約國。協約國依照對戰敗國的索賠比例，來分配其獲得的債券。最重要的是，這些債券在協約國與其政府間，應當依照其面值被接受作為國際支付工具。同時，它們應被視為一流的擔保品，作為跟債券發行國或是擔保國的中央銀行借貸時使用。

這個宏偉的歐洲復興計畫，實際上還是把美國當作提款機。根據這項計畫，德國政府發行大規模債券的對象是美國投資人（Schuker, 2014a）。發行的債券可以做為協約國之間的償債工具，協約國之間的債務，最終都將轉換成為德國虧欠美國的債務。一旦債券變得不值錢，賠錢的也是美國投資人。給定當時的國際金融局勢，也只有美國聯邦儲備有充足黃金可以借貸。字面上，該債券可以作為擔保，跟任何國家的中央銀行借款。實際上，這只是又從美國獲得另外一筆額外融資。美國政府並沒有被凱因斯的花招所哄騙。凱因斯的計畫，再次被威爾遜政府拒絕。

凱因斯一再企圖將英國債務負擔移轉給美國，使得部分帶有陰謀論色彩的詮釋，甚至把凱因斯的債務重整計畫，當作是凱因斯企圖挽救英國金融霸權的失敗舉動（Fuller and Whitten, 2017）。凱因斯在一戰尚未結束之前，就已經意識到協約國之間的債務問題，將會影響英國與美國金融勢力的消長。在 1916 年之前，英國尚且為世界金融霸權，然而從 1916 年開始，美國已經開始取代英國的金融霸主地位。這類詮釋甚至指稱凱因斯身為英國財政部第三號人物，是英國在一戰時期債務的主要設計師，必須要為英國在一戰之後面臨的債務糾葛問題負責。而他參與巴黎和會，提出歐洲重建計畫，是要替自己製造的問題解套。他的債務方案一再遭受美國拒絕，是他辭職離開巴黎和會的原因，而不是像他在書中宣稱對於德國的悲天憫人（Fuller and Whitten, 2017: 6）。<sup>47</sup>

---

47 爲了要一筆勾銷協約國之間的債務，凱因斯在 1920 年代末期提出一個似是而非的資金循

## 柒、結語與討論：凱因斯的利益衝突問題

凱因斯對於凡爾賽和約的批評，尤其是針對移轉支付的爭論，涉及兩項個人問題。第一項問題是他身為一位經濟學家，他的專業判斷是否經得起時間考驗；第二項問題是他所牽涉的利益衝突。前面的章節，主要是討論凱因斯的專業判斷。凱因斯正確指出，協約國對德索賠與保護國內產業的政策兩者之間的不一致，然而他也低估了經常帳配合移轉支付調整的能力；他忽略移轉支付的所得效果，而固執於彈性悲觀論點。然而後續研究也指出在兩國邊際消費傾向不同的情況下，凱因斯所預測的移轉支付導致貿易條件惡化極有可能發生。這些想法導致他低估德國的償付能力。舒克就曾經指出：「凱因斯可以頑固且蓄意地執著於那些以他的聰明才智而言幾乎是荒謬的錯誤判斷。這項陳述適用於凱因斯的學術事業與他對凡爾賽和約的批評。」<sup>48</sup>

作為文章結語，我們接著回顧凱因斯在上述辯論時牽扯的利益衝突。<sup>49</sup> 凱因斯出版於 1919 年的書籍，讓他成為家喻戶曉的經濟學家。至今常見的說法，他因為協約國對於德國強加的嚴厲懲罰，於是在 1919 年 6 月 7 日從英國在巴黎和會的代表團辭職作為抗議。即便不是世界主義的英雄，他的眼光起碼是更宏偉的歐洲復興，而不僅是狹隘的英國利益。

在凱因斯眼中，「英國利益優先」真的不重要嗎？熊彼特 (Joseph A. Schum-

---

環理論：美國借錢給德國、德國將借來的錢賠償給協約國、協約國再以該款項償還虧欠美國的債務。這樣繞了一圈，沒有人多獲得，也沒有人損失甚麼。“The United States lends money to Germany. Germany transfers its equivalent to the Allies, the Allies pay it back to the United States government. Nothing real passes—no one is a penny the worse off. The engravers’ dies, the printers’ frames are busier, But no one eats less, no one works more.” (Keynes, 1978: 281)。這個理論經不起檢驗 (Schuker, 1988)，然而，至今它依然經常出現在描述 1920 年代資金流動的文章中。

48 “And, yet, as Holroyd notes, Keynes could maintain, stubbornly and wilfully, judgments that appeared absurdly wrong-headed for a man of his capacity. ... That analysis applies equally well to Keynes’ strictly academic endeavours and to his campaign against the Versailles treaty.” (Schuker, 2014a: 461)

49 Schuker (2014a; 2014b) 描述了凱因斯長時期對於凡爾賽和約賠償條款的反對。

peter) 在回顧凱因斯一生時，指出凱因斯一向關注英國的問題，他給的也是英國的建議。他的愛國主義真誠以至於潛意識化，使得他無法確實理解外國的觀點與利益。<sup>50,51</sup> 凱因斯是一位英國紳士，同時是他的時代、社會階級與交友圈的產物，也因此他對德國人比起對法國人更為同情 (Harcourt, 2012: 20)。

一戰時期，凱因斯以違反良知為由拒絕徵召入伍，卻同時爭取在英國財政部工作。他的布盧姆斯伯圈 (Bloomsbury Group) 朋友們譏諷他為偽君子，因為他們無法接受凱因斯一方面在財政部想著如何用便宜經濟的方法殺死德國人，還同時宣稱自己堅守良知 (Holroyd, 1995: 343)。

德國政府將凡爾賽和約第 231 條，解讀為協約國將發動戰爭的責任完全歸咎於德國。<sup>52</sup> 該條款被稱為戰爭罪責條款 (War-guilt Clause)，成為日後德國民眾抗拒凡爾賽和約的根據，以及德國右派分子煽動政治的火藥。<sup>53</sup> 這個條款，正是由凱因斯與杜勒斯 (John Foster Dulles) 共同起草 (Fuller and Whitten, 2017: 11)。<sup>54</sup> 凱因斯在 1919 年的書中，批評凡爾賽和約應該要訂下德國的賠償總額。事實上，他在巴黎和會中卻建議不要將德國賠償總額確定

---

50 “It cannot be emphasized too strongly that Keynes’s advice was in the first instance always English advice, born of English problems even where addressed to other countries.” “And, he was fervently patriotic—of a patriotism which was indeed quite untinged by vulgarity but was so genuine as to be subconscious and therefore all the more powerful to impart a bias to his thought and to exclude full understanding of foreign (also American) viewpoints, conditions, interests, and especially creeds.” (Schumpeter, 1946: 505)

51 本文第陸節所討論的協約國之間債務問題，為熊彼特的觀察提供一個好例證。

52 原條文：“The Allied and Associated Governments affirm and Germany accepts the responsibility of Germany and her allies for causing all the loss and damage to which the Allied and Associated Governments and their nationals have been subjected as a consequence of the war imposed upon them by the aggression of Germany and her allies.”

53 Marks (2013) 認為協約國並未將這個條款視為戰爭罪責。是德國政府刻意曲解這項條款，同時將戰爭賠償跟戰爭罪責扯上關聯。同樣的條款也出現在對奧地利與匈牙利的合約當中，卻未被這兩國視為戰爭罪責。

54 杜勒斯提議在和約中，要求德國承認對戰爭的全部費用負有道德和理論責任 (和約第 231 條)，同時在實際上僅需要賠償平民遭受的損失 (和約第 232 條)。和約第 231 條目的，在於提供明確的賠償基礎，並限制德國賠償的總額。諷刺的是，這個條約卻一直成為德國抗議的對象 (Henig, 1995: 21)。

下來 (Fuller and Whitten, 2017: 14-16)。

凱因斯宣稱自己在書中對於威爾遜與克里蒙梭 (Georges Clemenceau) 的殘酷諷刺，是來自他在四巨頭會議的現場觀察 (Schuker, 1980: 124)。芒圖 (Paul Mantoux) 在 1919 年的巴黎和會中擔任克里蒙梭的翻譯，指稱凱因斯事實上從未出席過四巨頭會議 (Council of Four)。後來的學者也指出，凱因斯無疑地是從與會的人得知情況。凱因斯從美國代表團的技術專家獲得關於戰爭賠款的二手消息，<sup>55</sup> 他自己並不在現場，然而他在書中所呈現的無所不知口吻會讓人誤以為此。<sup>56</sup>

凱因斯在 1919 年的書中，以將近 12 頁的篇幅來描述美國總統威爾遜在巴黎和會上的表現 (從第 23 頁至 34 頁，全書共計 189 頁)。書中對於威爾遜的描繪，相當於是一個帶刺的和嘲弄的漫畫。<sup>57</sup> 該幅諷刺畫至今依舊影響大眾對於威爾遜的看法。凱因斯花費篇幅描寫威爾遜，是因為在英國首相勞合喬治的堅持之下，美國總統威爾遜同意將協約國戰鬥人員的撫卹金，納入對德國索賠項目，但凱因斯認為威爾遜是受到勞合喬治的哄騙 (bamboozlement) 才會如此。<sup>58</sup> 他視這個決定違反了威爾遜、英國、法國與德國之間的停戰前協議，也是威爾遜無能、固執、道德墮落的象徵。

凱因斯對於威爾遜的描述，很難說不是一面之詞。根據三位參與其中的威爾遜總統幕僚日記與回憶錄，威爾遜總統並非毫無理由地改變立場。威爾遜是認真地考慮勞合喬治的要求，也就是顧及合理地分配英國與法國在戰爭賠償中的應得份額 (Lentin, 2004: 743-744)。他同樣堅持自己提出的 14 點原則，以及協約國與德國的停戰前的協議。身為經濟學家的凱因斯，指責威爾遜同意將撫卹金納入索賠範圍是違背法律，但他可能忘記威爾遜曾任律

---

55 “Keynes obtained much of his information about reparations second-hand through working-level specialists in the American delegation.” (Schuker, 2014a: 454)

56 “Keynes no doubt heard what happened from those present, but he was not present himself, though one might have supposed otherwise from his air of omniscience.” (Lentin, 2004: 743)

57 Lentin (2004: 727), “His (Keynes) striking portrait of Wilson, apparently founded on close observation and psychological insight, was in reality a barbed and mocking caricature.”

58 本文所指的撫卹金，為給予傷殘軍人的撫卹金、其妻子與小孩的離居津貼、與陣亡軍人遺孀的撫卹金。

師、法理學教授、普林斯頓大學校長。威爾遜的法律觀點，應不會比一位劍橋經濟學家更不合格，況且英國政府的法律顧問也主張將撫卹金納入索賠範圍。事實上，在戰爭賠償中加入撫卹金，它的作用並不是像凱因斯所宣稱，將對德索賠一口氣增加兩倍，而僅只是要提高英國在對德索賠中分得的份額（Marks, 2003: 14）。

凱因斯甚至秘密涉入德國政府的決策。在 1923 年魯爾危機期間，凱因斯秘密前往德國首都柏林，跟德國總理古諾（Wilhelm Cuno）、外交部長馮羅森堡（Frederic von Rosenberg）以及他的德國銀行家朋友梅爾基奧（Carl Melchior）碰面，暗中幫忙德國外交部擬定給英國的外交回覆函。<sup>59</sup> 回到倫敦之後，則在自己擔任主編的周刊上（The Nation and Athenaeum）為文稱讚該回覆函（Bravo, 1989）。<sup>60</sup> 同時凱因斯還利用他循特權管道取得的金融消息，在遠期外匯市場進行投機（Schuker, 1980: 126）。利益衝突的標準在該年代尚未出現，凱因斯因此不覺得有必要調和自己在公私領域扮演的不同角色（Schuker, 2014a）。然而以當前的眼光而言，這已經涉及利益衝突。

弗格森的研究進而指出凱因斯建議的惡果。凱因斯在 1922 年誤判了法國政府對德國索賠的強硬立場，在法國與比利時出兵佔領魯爾區之後，他建議德國政府堅持抵抗到底，<sup>61</sup> 最終導致 1923 年德國超級通貨膨脹（Ferguson, 1995a）。他也誤判德國政府的態度。證據顯示德國一直是刻意地抗拒戰爭賠償，甚至不惜冒著魯爾區被佔領的風險。即使到了 1932 年，當時的總理布呂寧（Heinrich Brüning，外號「飢餓總理」），為了擺脫戰爭賠償，甚至不惜將威瑪民主帶上毀滅之途（Pollard, 1994）。凱因斯跟德國友人的情誼，以及對法國安全要求的忽視，使其偏袒德國的立場相當明顯。

---

59 關於凱因斯與梅爾基奧的交往，以及兩人在 1920 年代中期如何合作以破壞戰爭賠償，請參見 Schuker（2014a）。

60 Schuker（2014b）同樣描述了凱因斯在魯爾危機期間秘密地涉入德國政府決策的歷史。然而 Schuker（2014b）的描述不出於 Bravo（1989）一文。

61 請同時參見 Schuker（2014b: 582）：當德國採行消極抵抗政策時，凱因斯在給梅爾基奧的信中，鼓吹德國必須堅持到底，“It is essential for Germany to hold out to the limit of her endurance”。他請梅爾基奧代為轉達對於德國總理古諾的支持，並表示他很難說不羨慕古諾的工作（採取消極抵抗政策），“I’m not sure I don’t envy Cuno his job”。

莎莉馬克斯 (Sally Marks) 在回顧凡爾賽和約時，不禁感慨凱因斯在《凡爾賽和約的經濟後果》與其他著作中扭曲的觀點，至今依舊主導著英美歷史學界與英語世界的讀者，即使不少作者都已指出凡爾賽和約的對德要求相對輕微。凱因斯的論點，強化了英國政府對於和約的修正主義態度，且敵視和約的強制執行 (Marks, 2013)。他圍繞著移轉支付所創造的論點，依舊主導通俗見解，將 1923 年德國惡性通貨膨脹以至於第二次世界大戰，都歸因於協約國對德國的戰爭索賠，儘管這些論點早已被當前研究修正。凱因斯以自己為例，證實了他的論點：經濟學家的想法，不管對錯，影響都是可怕地深遠。

## 參考資料

### A. 中文部分

蔣碩傑

- 1992 〈海耶克與凱因斯的貨幣理論〉，《經濟前瞻》27: 137-138。(Tsiang, S. C., 1992, "The Monetary Theories of Friedrich August von Hayek and John Maynard Keynes," *Economic Outlook Monthly* 27: 137-138.)

### B. 外文部分

Accominotti, Olivier and Barry Eichengreen

- 2016 "The Mother of All Sudden Stops: Capital Flows and Reversals in Europe, 1919-32," *Economic History Review* 69(2): 469-492.

Balogh, Thomas and Andrew Graham

- 1979 "The Transfer Problem Revisited: Analogies between the Reparations Payments of the 1920s and the Problems of the OPEC Surpluses," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 41(3): 183-191.

Bank of England

- 2018 "A Millennium of Macroeconomic Data," Retrieved May 03, 2020, from <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/research-datasets>

Bhagwati, Jagdish, Richard Brecher, and Tatsuo Hatta

- 1983 "The Generalized Theory of Transfers and Welfare: Bilateral Transfers in a Multilateral World," *American Economic Review* 73(4): 606-618.

Boyce, Robert

- 2009 *The Great Interwar Crisis and the Collapse of Globalization*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Brandt, Susanne

- 2018 *Das letzte Echo des Krieges: Der Versailles Vertrag*. Stuttgart: Reclam.

- Bravo, Giuliano Ferrari  
1989 “‘In the Name of Our Mutual Friend ...’: The Keynes-Cuno Affair,” *Journal of Contemporary History* 24(1): 147-168.
- Calvo, Guillermo A.  
1998 “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops,” *Journal of Applied Economics* 1(1): 35-54.  
2003 “Explaining Sudden Stop, Growth Collapse, and BOP Crisis: The Case of Distortionary Output Taxes,” *IMF Staff Papers* 50: 1-20.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi  
2006 “Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets,” *American Economic Review* 96(2): 405-410.
- Chichilnisky, Graciela  
1980 “Basic Goods, the Effects of Commodity Transfers and the International Economic Order,” *Journal of Development Economics* 7(4): 505-519.
- Clark, Christopher  
2012 *The Sleepwalkers: How Europe Went to War in 1914*. London: Allen Lane.
- Conze, Eckart  
2018 *Die Grosse Illusion: Versailles 1919 und die Neuordnung der Welt*. München: Siedler.
- Costigliola, Frank  
1976 “The United States and the Reconstruction of Germany in the 1920s,” *Business History Review* 50(4): 477-502.
- Deutsche Bundesbank  
1976 *Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975*. Frankfurt am Main: Verlag Fritz Knapp GmbH.
- Dimsdale, Nicholas H.  
1975 “Keynes and the Finance of the First World War,” pp. 142-161 in Milo Keynes (ed.), *Essays on John Maynard Keynes*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Edwards, Sebastian  
2004 “Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops,” *IMF Staff Papers* 51(Special Issue): 1-49.
- Eichengreen, Barry  
1992 *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York; Oxford: Oxford University Press.
- Elcock, Howard  
1975 “J. M. Keynes at the Paris Peace Conference,” pp. 162-176 in Milo Keynes (ed.), *Essays on John Maynard Keynes*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Feinstein, Charles H. and Katherine Watson  
1995 “Private International Capital Flows in Europe in the Inter-War,” pp. 94-130 in Charles H. Feinstein (ed.), *Banking, Currency, and Finance in Europe between the Wars*. Oxford: Clarendon Press.

- Feinstein, Charles H., Peter Temin, and Gianni Toniolo  
2008 *The World Economy between the World Wars*. New York: Oxford University Press.
- Feldman, Gerald D.  
1993 *The Great Disorder: Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914–1924*. New York; Oxford: Oxford University Press.  
1998 “A Comment,” pp. 441–447 in Manfred F. Boemeke, Gerald D. Feldman, and Elisabeth Glaser (eds.), *The Treaty of Versailles: A Reassessment after 75 Years*. Washington, DC: The German Historical Institute.  
2005 “The Reparations Debate,” *Diplomacy & Statecraft* 16(3): 487–498.
- Felix, David  
1971 “Reparations Reconsidered with a Vengeance,” *Central European History* 4(2): 171–179.
- Ferguson, Niall  
1995a “Keynes and the German Inflation,” *The English Historical Review* 110(436): 368–391.  
1995b *Paper and Iron: Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927*. Cambridge: Cambridge University Press.  
1998a *The Pity of War*. London: Allen Lane.  
1998b “The Balance of Payment Question: Versailles and After,” pp. 401–440 in Manfred F. Boemeke, Gerald D. Feldman, and Elisabeth Glaser (eds.), *The Treaty of Versailles: A Reassessment after 75 Years*. Washington, DC: The German Historical Institute.
- Fischer, Fritz  
1967 *Germany's Aims in the First World War*. New York, NY: W. W. Norton & Company.
- Fuller, Edward W. and Robert C. Whitten  
2017 “Keynes and the First World War,” *Libertarian Papers* 9(1): 1–37.
- Furst, Gaston A.  
1927 *De Versailles aux Experts*. Paris: Berger Levrault.
- Gomes, Leonard  
2010 *German Reparations, 1919–1932: A Historical Survey*. New York: Palgrave Macmillan.
- Guinnane, Timothy W.  
2014 “Financial ‘Vergangenheitsbewältigung’: The 1953 London Debt Agreement,” *Bankhistorisches Archiv* 40: 75–102.
- Harcourt, Geoffrey C.  
2012 *On Skidelsky's Keynes and Other Essays: Selected Essays of G. C. Harcourt*. London: Palgrave Macmillan.
- Henig, Ruth  
1995 *Versailles and After, 1919–1933*, 2nd ed. London; New York: Routledge.
- Ho, Tai-kuang and Kuo-chun Yeh  
2019 “Were Capital Flows the Culprit of the Weimar Economic Crisis?” *Explorations in Economic History* 74: 101278.

Holroyd, Michael

1995 *Lytton Strachey: The New Biography*. London: Vintage.

Jordà, Òscar, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor

2017 “Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts,” pp. 213–263 in Martin Eichenbaum and Jonathan A. Parker (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2016, Vol. 31*. Chicago: University of Chicago Press.

Keynes, John Maynard

1919 *The Economic Consequences of the Peace*. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume II*. Cambridge: Cambridge University Press.

1921 *A Revision of the Treaty*. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume III*. Cambridge: Cambridge University Press.

1923 *A Tract on Monetary Reform*. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume IV*. Cambridge: Cambridge University Press.

1929a “The German Transfer Problem,” *The Economic Journal* 39(153): 1–7.

1929b “The Reparation Problem: A Discussion,” *The Economic Journal* 39(154): 179–182.

1929c “Mr. Keynes’ Views on the Transfer Problem: II A Reply,” *The Economic Journal* 39(155): 404–408.

1936 *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume VII*. Cambridge: Cambridge University Press.

1971 *Activities 1914–1919, The Treasury and Versailles*. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XVI*. Cambridge: Cambridge University Press.

1978 *Activities 1922–1932, The End of Reparations*. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XVIII*. Cambridge: Cambridge University Press.

Krugman, Paul and Maurice Obstfeld

2009 *International Economics: Theory & Policy*, 8th ed. Boston: Pearson/Addison Wesley.

Lentin, Antony

2004 “Maynard Keynes and the ‘Bamboozlement’ of Woodrow Wilson: What Really Happened at Paris? (Wilson, Lloyd George, Pensions and Pre-Armistice Agreement),” *Diplomacy and Statecraft* 15(4): 725–763.

Machlup, Fritz

1966a[1963] “Das Transferproblem: Thema und vier Variationen,” *Ordo* XIV: 139–167, Translated into English as “The Transfer Problem: Theme and Four Variations,” pp. 374–395 in his *International Monetary Economics*. London; New York: Routledge.

1966b[1942] “Capital Movements and Trade Balances,” pp. 447–464 in his *International Monetary Economics*. London; New York: Routledge.

MacMillan, Margaret

2003 *Paris 1919: Six Months that Changed the World*. New York: Random House.

2013 *The War that Ended Peace: The Road to 1914*. New York: Random House.

- Maddison, Angus  
2010 “Maddison Historical Statistics,” Retrieved May 03, 2020, from <http://www.ggd.net/maddison/oriindex.htm>
- Mantoux, Étienne  
1946 *The Carthaginian Peace: Or the Economic Consequences of Mr. Keynes*. New York: Oxford University Press.
- Marks, Sally  
1998 “Smoke and Mirrors: In Smoke-Filled Rooms and the Galerie des Glaces,” pp. 337–370 in Manfred F. Boemeke, Gerald D. Feldman, and Elisabeth Glaser (eds.), *The Treaty of Versailles: A Reassessment after 75 Years*. Washington, DC: The German Historical Institute.  
2003 *The Illusion of Peace: International Relations in Europe, 1918–1933*, 2nd ed. New York: Palgrave Macmillan.  
2013 “Mistake and Myths: The Allies, Germany, and the Versailles Treaty, 1918–1921,” *The Journal of Modern History* 85(3): 632–659.
- McNeil, William C.  
1986 *American Money and the Weimar Republic: Economics and Politics on the Eve of the Great Depression*. New York: Columbia University Press.
- Mitchell, Brian R.  
2013 *International Historical Statistics, 1750–2010*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- Mundell, Robert A.  
2002 “Keynes and Ohlin on the Transfer Problem,” pp. 227–262 in Ronald Findlay, Lars Jonung, and Mats Lundahl (eds.), *Bertil Ohlin: A Centennial Celebration (1899–1999)*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Ohlin, Bertil  
1929a “The Reparation Problem: A Discussion,” *The Economic Journal* 39(154): 172–178.  
1929b “Mr. Keynes’ Views on the Transfer Problem: II A Rejoinder,” *The Economic Journal* 39(155): 400–404.
- Ormazabal, Kepa M.  
2010 “Machlup on the Transfer Problem,” *Journal of the History of Economic Thought* 32(4): 471–493.
- Pollard, Sidney  
1994 “New Light on an Old Master,” *The Economic Journal* 104(422): 138–153.
- Ritschl, Albrecht  
1996 “Was Schacht Right? Reparations, the Young Plan, and the Great Depression in Germany,” mimeo.  
2002 *Deutschlands Krise und Konjunktur 1924–1934*. Berlin: Akademie Verlag.  
2012 “The German Transfer Problem, 1920–33: A Sovereign-debt Perspective,” *European Review of History* 19(6): 943–964.  
2013 “Reparations, Deficits, and Debt Default: The Great Depression in Germany,” pp. 110–139 in Nicholas Crafts and Peter Fearon (eds.), *The Great Depression of the*

- 1930s: Lessons for Today*. New York: Oxford University Press.
- Ritschl, Albrecht and Mark Spoerer  
1997 "Das Bruttosozialprodukt in Deutschland nach den amtlichen Volkseinkommens- und Sozialproduktsstatistiken 1901-1995," *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 38(2): 27-54.
- Rueff, Jacques  
1929 "Mr. Keynes' Views on the Transfer Problem: A Criticism," *The Economic Journal* 39(155): 388-399.
- Samuelson, Paul  
1952 "The Transfer Problem and Transport Costs: The Terms of Trade When Impediments Are Absent," *The Economic Journal* 62(246): 278-304.
- Schuker, Stephen A.  
1980 "The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. 17: Activities 1920-1922 (Book Review)," *Journal of Economic Literature* 18(1): 124-126.  
1988 *American Reparations to Germany, 1913-33: Implications for the Third-World Debt Crisis* (Princeton Studies in International Finance, No. 61.) Princeton: Princeton Univ. Intl Economics.  
1990 "The End of Versailles," pp. 38-56 in Gordon Martel (ed.), *The Origins of the Second World War Reconsidered*, 2nd ed. London; New York: Routledge.  
2014a "J. M. Keynes and the Personal Politics of Reparations: Part 1," *Diplomacy & Statecraft* 25: 453-471.  
2014b "J. M. Keynes and the Personal Politics of Reparations: Part 2," *Diplomacy & Statecraft* 25: 579-591.
- Schumpeter, Joseph A.  
1946 "John Maynard Keynes 1883-1946," *The American Economic Review* 36(4): 495-518.
- Sharp, Alan  
2005 "The Enforcement of the Treaty of Versailles, 1919-1923," *Diplomacy & Statecraft* 16(3): 423-438.  
2011 "The Versailles Settlement: The Start of the Road to the Second World War," pp. 15-33 in Frank McDonough (ed.), *The Origins of the Second World War: An International Perspective*. New York; London: Continuum.  
2018 *The Versailles Settlement: Peacemaking after the First World War, 1919-1923*, 3rd ed. London: Palgrave.
- Silverman, Dan P.  
1982 *Reconstructing Europe after the Great War*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Steiner, Zara  
2005 *The Lights that Failed: European International History, 1919-1933*. Oxford; New York: Oxford University Press.
- Temin, Peter  
1989 *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, MA: MIT Press.

---

Trachtenberg, Marc

1980 *Reparations in World Politics: France and European Economic Diplomacy, 1916-1923*. New York: Columbia University Press.

Viner, Jacob

1955[1937] *Studies in the Theory of International Trade*. London: George Allen & Unwin LTD.

# **A Review of the Transfer Problem: Keynes, the Versailles Treaty, and the German Reparations**

Tai-kuang Ho

Professor

Department of Economics, National Taiwan University

Kuo-chun Yeh

Professor

Graduate Institute of National Development, National Taiwan University

## **ABSTRACT**

World War I ended in 1918. From at least as early as 1919 to 1932, Keynes kept criticizing the Allies' reparations policy towards defeated Germany. In the debate he initiated, the most powerful idea that Keynes resorted to was the concept of the transfer problem. This article reviews Keynes's transfer problem and the recent amendment to Keynes's point of view. Since the transfer problem was part of Keynes's plan for European debt restructuring, this article also discusses Keynes's proposals for dealing with interally war debts and his conflict of interest during the debate.

**Key Words:** transfer problem, John Maynard Keynes, German reparations, Treaty of Versailles