



美元跌落與日圓上騰

牧野輝智原著
璧城譯

歐洲大戰期中，代替英鎊占世界貨幣基準的王位的美元，在大戰後，它的地位更加鞏固，以為這樣狀態今後將永久繼續下去的，深得世界上的信認。然而美國今春因金融恐慌，突然停止金本位制以作對策，誠出人意料之外。當時不知道這是應急的臨時手段，抑有繼續的性質。恐怕美國政府自身也沒有把方針確定吧。不久還以為這次的停止已和緩，到了四月底，根據經濟會議的豫備會商招請英相麥唐納，法國的赫禮歐，這班人在大西洋的航海途中，就決定了徹底的金本位制停止的事實也可以明白了。美國經過這樣的途徑，結局成了金本位停止的國家，美元就和金子脫離了。

美國在大戰的後期雖也曾禁金輸出，但當時是準則戰時擁護正貨的各國共同情勢，並不是為欲跳出美國的經濟難關而發的。況且美國的禁金輸出，只有一年九個月的短期間，而在休戰後，最早實行金解

禁的國家也是美國。至斯，紐約的國際金融中心市場的地位更加鞏固，美元就當作各國匯兌的標準而為世界各國所重視。其後各國的正貨漸集中美國，世界四十四國的中央銀行及政府所保有的正貨總額一百一十億美元之中，美國一國就有十億美元。不用說，其正貨保有額有時也稍有變化，可是美國現在仍保有四十億美元巨額的正貨。然而結局也停止金本位制。其直接動機，固然是因金融恐慌的對策，但繼續實行還是由於正貨問題以外的國內事情。

即實行通貨膨脹政策，降低美元匯兌，提高國內物價，股票市價等等。原來這幾種事情都互有密切關係，不能個別獨立，但無論如何，其目的總想激勵國內的景氣。

當美國停止金本位制的時候，如美國這樣站在國際貸借上有利立場上的國家，測定即使禁金輸出匯兌市價也不至低落的亦復不

少。四月二十一日德國萊希斯銀行關於美元問題曾作聲明，裏面也說美元並不是由金本位制停止繼續跌價的事實上，金本位停止後美元一時還看不到明顯的低落。三月中對英匯兌三元四十六仙是美元低落的極限。四月低落到三元八十七仙，但這樣的行市，在金本位停止以前也曾有過。即去年三四月頃的英美匯兌之鎊價常常呈現三美元八十仙乃至八十二仙的行市。但到五月，美元對英匯兌竟跌到四元有零。其後的大勢，儘在低落一方面，七月對英匯兌終跌到四元八十七仙。英美間的平價是四美元八十六仙三分之二，這樣一來，美元的降跌已在平價以下了。可是像這樣的降落不過是一時的現象，最近的市價也到了四美元五十仙內外。

試以去年一月以來，各月的最高最低市價表示英美匯兌的變動如下：（最高為英鎊上騰，美元降落之意，最低市價則反之。本年五月以來美元的低落，外形上呈現美元虛價的增加。）

最近英美匯兌市價

最 高		最 低	
一九三二年一月	三美元四十九仙	三美元三十五仙 $3/4$	
二月	三美元四十八仙 $3/8$	三美元四十二仙 $3/8$	
三月	三美元八十二仙 $1/2$	三美元四十八仙 $3/8$	
四月	三美元八十仙	三美元六十六仙 $1/4$	
五月	三美元七十三仙	三美元六十五仙 $1/4$	
六月	三美元六十九仙 $3/4$	三美元四十九仙 $1/2$	
七月	三美元五十八仙 $1/4$	三美元五十仙 $1/2$	
八月	三美元五十一仙 $1/2$	三美元四十五仙 $3/8$	

英法法定平價	
同 九月	三美元四十九仙 $1/4$
同 十月	三美元四十五仙 $7/8$
同 十一月	三美元三十三仙 $1/4$
同 十二月	三美元三十四仙 $1/4$
同 一九三三年一月	三美元三十九仙 $1/2$
同 二月	三美元四十四仙 $5/16$
同 三月	三美元四十六仙 $7/8$
同 四月	三美元四十七仙 $1/2$
同 五月	四美元六仙
同 六月	四美元三十九仙
同 七月	四美元八十五仙
同 磅	四美元八十六仙 $2/3$
同 三美元四十五仙	三美元四十五仙
同 三美元二十七仙 $1/4$	三美元二十七仙 $1/4$
同 三美元十五仙 $1/2$	三美元十五仙 $1/2$
同 三美元十九仙	三美元十九仙
同 三美元三十三仙 $3/4$	三美元三十三仙 $3/4$
同 三美元三十八仙 $13/16$	三美元三十八仙 $13/16$
同 三美元四十一仙	三美元四十一仙
同 三美元四十一仙 $3/8$	三美元四十一仙 $3/8$
同 三美元八十六仙	三美元八十六仙
同 三美元九十九仙	三美元九十九仙
同 四美元三十四仙 $1/2$	四美元三十四仙 $1/2$

美元在去年十一月曾漲到一鎊對三元十五仙半，到本年七月又跌到一鎊對四元八十七仙——跌落百分之五十四。然則美元為什麼這樣跌落呢？說來說去，其根本原因還是美國的金本位制停止。可是剛停止金本位制的時候，匯兌並沒有降落，已如前述。關於這點與前年九月英國脫離金本位制，及日本前年十二月金輸出再禁止的情勢都不相同。尤其本年三月美國突然停止金本位制的當兒，都推測這不過是暫時的應急策，因而匯兌上也沒有顯著的影響。但後來正式決定之後，匯兌上也曾受相當的影響。可是比這個影響更要重大的還是美國的通貨膨脹法案。

其一是農業救濟法的制定。本法賦予大總統因購買公債增發通

92964 貨三十億美元，減少以五成爲限度的美元純金成分，因減輕農村負債發行二十億美元的低利公債等等權限。本法於五月十二日成立。其二是產業復興法的制定。本法許可因實施全國公共實業發行公債三十億美元以作財源，於六月十六日成立。其三是小住宅再融資法。本法設立資本金二億美元的不動產公司，許可發行二十億美元債券，對一戶一萬美元以下的不動產抵押可以再融資。這是六月十三日成立的。此外五月十二日成立的失業救濟法也設定五億元的失業救濟基金。這種種由通貨膨脹法案所設立的新資金限度，合計達一百零八億美元之鉅。

這種種通貨膨脹法案的實施，第一令股票市場沸騰。其次使物價尤其是棉花、小麥等市價急漲。在另一方面又成了滙兌價格驟跌的重要原因。

關於今番美元跌落，我們應特加注意的是美國政府意識的實行美元滙兌減低的政策。而把金本位制停止的目的也放在這點上看，想也不會錯的。以滙兌的減低來促進輸出貿易，保護國內產業，究竟是否公正堅實的經濟政策，暫不置論，現在總成了金本位停止的各國的滙兌顯著低落，各國的商品以可驚的廉價輸入美國的原因，即或非此，也成了使正在脫離於物價極端低落的美國的物價更加低落的原因。又美國的貿易和這些滙兌低落國的貿易品在第三國的市場（如南美的市場）競爭的時候，美國的商品常欲其不站在不利的立場亦不可

得。這等的情勢致使美國終於繼續的把金本位制停止了。縱令金本位制的停止，最初就不會直接使美元滙兌低落，但美元滙兌低落的根本原因是由於金本位制的停止。爲什麼呢？因金本位制繼續下去，只要金的輸出自由，無論行使怎樣的政策，美元滙兌對法國、荷蘭其他金本位國總不至離開平價而狂跌的。

四

一九三一年九月英國停止金本位制，直接原因是外國短期資金的增加，及與此關聯的正貨急劇減少，間接原因就是減低鎊滙兌以緩和貿易上的入超。所以英國去年四月設滙兌平衡資金，試調節已低落的鎊滙兌不令驟漲。而其目標在使英美滙兌行市總在一鎊等於三美元五十仙上下。然而美國的金本位制停止之後，在從來的英國方面的情勢之外加上美國方面的事情，而使滙兌行市的變動激著起來了。本年四月美總統羅斯福氏與英前首相麥唐納氏、法首相赫禮歐氏等在華府會商的時候，傳出英美間滙兌比率協定已大體成立的消息。當時的風說似以一鎊對四美元八十仙的比率成立協定。但這不過是傳說而已，並沒有看到怎樣具體的成果。我敢說，這是英法方面的希望而美國並不反對，但因方針尚未確定，不至見其成立罷了。

滙兌比率協定的問題，外形上成了倫敦經濟會議一切問題中的重心。英美法等國的專門委員間的協議，對於比率的協定，承認英美匯

兌行市以一鎊對四美元五仙爲中心，其上下有五仙之差。美國的全權似無異議，惟因美國大總統未表同意，因此這協定結果沒有成立。這也就成了今番經濟會議全部不成功的原因。美政府不贊成匯兌比率協定的理由，因斷定協定比率的持續不能與通貨膨脹政策的實行並立；以美國的立場而論，提高國內物價當然比較貢獻通貨之國際的安定更其重要。即使經濟會議結果因此不能成功，但也不能承認匯兌比率的協定。美國不但不承諾倫敦經濟會議的匯兌比率協定。而且其後對法國、意大利、比利時、瑞士、荷蘭、波蘭等國所提倡的所謂金本位封鎖的通貨問題共同宣言也不承諾。因此倫敦經濟會議就完全決裂了。這通貨問題共同宣言中有現實的重要意義的也是匯兌安定的問題。

五

本年五月以來，美國的景氣已迅速地恢復了。景氣的變動呈現最快的是股票市價。鋼鐵股票本年三月跌到二十三美元的，在七月就漲到六十六元。工業股票三十種的平均市價在七月中旬漲了二倍。鐵路股票大概也是同率的上騰。又物價的情勢也一變，紐約的物價指數本年一月是七五的，在七月就變爲一〇三·五，恢復到一九一四年七月即大戰剛發之前的物價以上。就中上騰之急者是小麥和棉花。小麥三月頃一包四十五仙的，七月就激漲到一美元十八仙。比較農業救濟法目的上的標準市價（大戰前五年之平均市價）九十四仙還要高。棉

花一時一鎊的市價，跌到五仙或六仙，在七月就漲到十一仙半。（紐約棉花現品）美國財界蓬勃如斯，金元匯兌低落即其重大的原因之一，這是值得注意的。這只要想到股票市價，商品市價等最上騰的七月中旬，就是金元匯兌最低落的時期也可以知道的。又聯想目下美國的景氣稍呈反動和美元匯兌一時的從底價還元，也會感到兩者之間有深切的因果關係。

美元匯兌低落的重大原因是由於美國的通貨膨脹政策，這在前面已經說過了。但是美國的通貨膨脹政策只完成了立法手續，現實上並未實行。這把通貨的流通量比較考量一下就容易於判斷了。匯兌因通貨膨脹政策的呼聲，和基因於這呼聲的匯兌投機非常低落。其唯一不能忽視的原因，即是農業救濟法上賦予大總統以平價五成減低的權能。平價的減低，若萬一實現，那麼資本當然會陸續逃避的，即以怎樣的手段也不能充分取締。

美國擁有將及世界百分之四十的正貨，尙且停止金本位制，來到美元匯兌不得不減低的地步，這確實是一場悲劇。法國常常責備美國的不誠意。英國首相麥唐納參加對美經濟會商時，對於先發制人的金本位制的態度也是衷心至爲不平。但是美國又不能不顧慮到那種不得已的事情。現在仍維持金本位制的國家，只有法國、荷蘭等國。多數的國家都停止金本位制，以匯兌傾銷政策使其商品進出於外國。大勢如斯，維持金本位制殊爲困難。

92966 國際經濟會議結果不成功，想實現通貨安定的希望也斷絕了的今日，不論是法國、荷蘭，果能維持金本位制與否倒是一個疑問。將來的利益究不如眼前的利益來得有力。縱令這不是公正的手段，但各國以匯兌低廉做武器來挑國際經濟戰的時候，若沒有這種利益來應戰，恰如對方以棍棒打將前來時，用赤手空拳來對付一樣的不利。然而不久其他一方也拿棍棒來對付，那麼這一場戰爭更其惡化了，同樣的，世界各國都以匯兌低廉來戰爭，只要忍耐地看着，我想其結果之惡劣終難避免。

然則美元匯兌的低落給與日本的影響又將如何？第一，是日本對美匯兌急激上騰。這是從不同的方面來觀察同一現象的，在日美間的匯兌關係上，美元的跌落，當然是日金的昇漲。我在前面的敘述中，主要就是就英美匯兌來說明美元匯兌的變動，其變動標準僅求之於英美匯兌，匯兌率完全是不一律的，可是美元匯兌從對法，對荷等金本位國的匯兌始，直到對任何國家都趨向低落，美國對日本的匯兌的低落當然不是例外。左列日本在金輸出再禁止後的日美匯兌市價的變動，以表示本年四月以來日本對美匯兌激漲。

最近日美滙兌市價

	最高	最低
一九三一年十二月	四十九美元 $\frac{3}{8}$	三十四美元 $\frac{1}{2}$
一九三二年一月	三十七美元 $\frac{1}{4}$	三十四美元 $\frac{1}{2}$

到三十美元有零，實在是豫想不到的事。自七月下旬起，美元匯兌開始恢復了一點，因此日本的對美匯兌反而稍呈低落，可是目下的狀態，市價仍在二十七美元左右。

七

日本一部分自去年到今春，二十美元，二十一美元上下的匯兌市價，即使恢復到二十七美元，已有給予財界以惡影響之虞。但這是過於信賴匯兌低廉的觀察。即使美元匯兌低落，但對英匯兌，也不過稍近平價。對日匯兌，不過是二倍半的上騰，跌落到一倍與百分之八十上下而已。反之，就說是日本的匯兌上騰，也不過二十美元，二十一美元的恢復到二十七美元而已。

關於現在對美匯兌的上騰，還有根本上不可不知道的事。即現在對美匯兌的上騰並不是日本的金匯兌上騰的意思。前年九月以前，世界各國還在採用金本位制，金元成了世界通貨的基準的時候，對美匯兌有支配其本國匯兌市價之全部的力量。然而英國停止金本位制，接着她的屬領地也陸續倣行，實現了鎊匯兌的低落，因此日本對外清算上最有關係的對英匯兌，就離開對美匯兌的關係發生變動。最近美元匯兌的變動，以日本的立場而論，這種變動只是日美的關係，對美匯兌即使上騰，並不關聯到對英匯兌，對印匯兌。考察現在對美匯兌的問題，卻不要忘記了解這樣的情勢。

92967

日本對外清算上以美元匯兌的約占全體百分之三十五。這比較

鎊匯兌的清算百分之四十五要少百分之十。根據這個計算，那麼對美匯兌的上騰只影響日本對外經濟關係全體的三分之一。總之對美匯兌的上騰即當作日本匯兌的上騰以前的看法，在現在已不適用了。

八

日本匯兌在二十美元的行市上，我以為這決不是日本經濟實力的反映。這有很值得注意的理由。日本的匯兌較之世界任何國家也來得低落。雖說美元低落，對於所有金本位停止國卻都在平價以上。然而日本的『圓』即使漲到對美二十七美元，仍然低落到將近平價之半。同樣的，對停止金本位制的英國也低落四成。對印度，圓與盧比的平價原來一百圓對一百三十六盧比強的，也低落到約半額的八十盧比。荷幣吉爾達匯兌，平價百圓對一百二十四吉爾達的也低落到五十。只說對美匯兌吧，日圓恢復了一些，這是把日本的匯兌妥當化而決非可慮的事。可憂慮的還是今後的匯兌變動的原因更其要增加的事實。以前美元自身安定，因此日本對美匯兌主由日本的情勢變化，今後日美雙方的情勢的變化反映起來，使匯兌上的變動更甚。英法等國之所以主張匯兌比率協定的必要，亦即根據這其間的情勢，但是這個計劃失敗以終，現在即使再行提倡也是無濟於事的。總之，應知美元的跌落，不但把日本，且把世界各國的匯兌放在可以激動到超過以前的情勢之下。並且應當知道匯兌市價上所謂激動，是影響最壞的東西，所以美元的跌落即是增加這樣可忌的原因。