

經濟名著

匯兌統制

安吉基著

劉望蘇譯

劉望蘇博士譯

滙兌統制

孔祥熙題



鄭序

劉生望蘇，留學美國多年，得有密西根大學經濟學博士學位；曾任國立暨南大學教授，其於國際金融與實用經濟學，造詣甚深。現供職中央銀行，公餘之暇，莫不孳孳矻矻於學問之探討。近譯英國著名經濟學家安吉基博士 (Dr. Paul Einzig) 所著匯兌統制 (Exchange Control) 一書，索序於余；余以統制匯兌，關係國家財政與國民經濟至為甚重；且自美政府採取白銀政策以來，我國之存銀大量外溢，益以年來對外貿易之入超，日見其鉅，影響所及，勢必釀成金融恐慌之現象；而於國民生計，則將愈瀕於危境矣！此種匯兌統制制度之措施，實為當務之急。政府當局有鑒於此，故有白銀課稅之令，及外匯平市委員會之設立，實行徵收白銀出口稅與平衡稅，皆莫不具此制度之胚胎也。邇來學者專家對於此問題著議極多，然其見解不同，有重於理論者，有偏於實際者，要以歷史見地敘述其沿革，客觀立場批評其利弊，則當推此書為最確當。雖然，我國之國際地位，猶不能臻於完全平等，外人猶可操縱我金融命脈，此種制度能否驟然實施得當，固有賴於專家之研究。而他山之石固可以攻玉也。是為序。

中華民國二十四年三月

鄭洪年序

引言

「匯兌統制」制度濫觴於歐洲大戰時期，戰後因國際金融漸趨安定，雖無形廢弛，然自世界經濟恐慌發生以還，計劃經濟風靡一時，於是此種制度復爲歐美各國所採用。但其重要性卻爲一般人所漠視，尤其主張貿易自由之經濟學者，往往加以嘲笑與指摘。

本書作者恩吉基博士 (Dr. Paul Finzig) 係英國權威經濟學家，關於國際金融問題之著作甚夥，均有洛陽紙貴之概，近作匯兌統制一書，尤爲歐美人士所推崇。該書內容詳述一九一四年直至今日歐美各國對於匯兌統制之實施情形，并研究其經濟理論與技術問題。且以客觀態度批判此種制度之利弊。彼認爲匯兌統制乃解決各國國外匯兌之唯一方法，實此動亂時代中之必然產物也。

我國自美政府採取白銀政策以來，存銀銳減，於是有識之士竟亦主張實行匯兌統制以爲對策，而政府當局乃於去年十月毅然頒佈白銀課稅之令，復有外匯平市委員會之設立。而匯兌統制之新名詞，至是遂爲人所注意。唯關於此種文獻，不獨我國有貧乏之感，卽已實行此制度垂二十年之歐洲各國，亦屬絕無僅有。本書之介紹，未始不無小補於留心此種問題之人士，抑亦可供政府當局與金融界之參考也。

本書大部分均係直譯，惟遇原文有晦澀之處，則參以意譯，但亦力求不失本意。因倉卒脫稿，錯誤誠恐在所難

免，深望讀者不吝加以指教，則幸甚焉。

望蘇識。一九三五年一月廿二日於上海中央銀行。

原序

「匯兌統制」在貨幣、銀行與金融的科學領域裏，是被人所最漠視的。雖然它是非常重要的，但實際上還沒有專文來討論過它。那些與匯兌和國際貿易接觸的人，雖必須曉得那些適用於他們所交易的貨幣的匯兌統制法規，但是他們對於這個制度的意義，卻很少能夠了解的。假如我們以這種制度的進步情形來比擬，就覺得一般人對於這特殊的匯兌交換不了解的程度，誠是很可驚異的。在本國，因為沒有匯兌交換協約，故了解它的人就很少，但在那些採用這種制度的國家裏，能了解它的人，也祇能得到單方面的知識，而且僅限於他們直接所得到的經驗而已。所以關於一般的「匯兌統制」與特殊的「匯兌交換」的書籍之出版，實為當務之急。

過去討論經濟問題的文章，倘有注意到匯兌統制的話，那祇是對它加以指摘和漫罵，企圖把它取消罷了，很少有建設的批評態度。多數的經濟學者與金融專家，都不願去建議改良這種制度的，因為他們恐怕這樣便被認為承認它了。著者對於匯兌統制的態度，是批評的，而不是仇視的。他認為在現在的一般情形還沒有改良之前，是有維持大部分的匯兌統制方法之必要，而且更有保留這些統制方法中的幾種之必要——如政府對於國外匯兌市場的干涉——就是在促成這種統制的經濟恐慌終止之後，它也應該作為局部的貨幣制度。他認為其中的一種——匯兌交換制度——遲早總要為一般人永久用作解決貨幣問題的方法。關於這一層，很多批評者恐怕

不能與著者同意的。這世界的人，也許從最近的經驗所得到的教訓，還是不足，恐怕是要再經過一個經濟恐慌，或是幾個恐慌之後，纔能知道用它作爲解決匯兌問題的方法吧！

在這種情形之下，著者知道必有仇視的批評。在現階段裏，他的意見是不投人所好的。他不希望去說服大多數不贊同他的人，但卻冒險的希望着他這種努力能引起各專家，或是一般的大衆，對於這被漠視的問題增加興趣。不論讀者與他同意與否，大部分的匯兌統制，雖難免有必需的劣點，而這種制度的某一部分是絕對需要的。他們對於這問題的探討，應該有更大的興趣纔是。他們可以反對匯兌交易制度，但不能忽視它的。假如這本書能使一般人對於這種制度發生普遍的討論，雖是大多數的批評者對它的結論，要加以咒罵，而著者也覺得他的目的已經達到了。

目次

第一章	緒論	一
第二章	匯兌統制是什麼	六
第三章	歐戰期中的匯兌統制	一三
第四章	戰後的匯兌統制	二一
第五章	貨幣安定期	二七
第六章	經濟恐慌時期	三二
第七章	匯兌統制的目的	三九
第八章	匯兌干涉的經濟觀	四七
第九章	匯兌干涉的技術	五九
第十章	匯兌限制的經濟觀	七六
第十一章	匯兌限制的技術	八二
第十二章	截留帳目	八九

第十三章	匯兌交換的經濟觀	九七
第十四章	匯兌交換的技術	一〇九
第十五章	現金政策	一一八
第十六章	匯兌統制與國際貿易	一二四
第十七章	禁止貸款予外國	一二九
第十八章	匯兌統制的前途	一三三

匯兌統制

第一章 緒論

自一九一四到一九三四這二十年中，在各種經濟活動的領域裏，自由活動和政府干涉兩種趨勢，不斷地在那裏鬭爭着。當歐洲大戰之前，一般人把放任主義認為理想的標準原則，但現在許多人對它卻起懷疑了。計劃經濟的理論，在歐戰前差不多沒有出現過，現在卻是一天一天的普遍了全世界。很多國家已把它當做生產的指導原則；更有許多人認為如要使生產和消費能夠平衡，對於分配也有干涉的必要。現在在各國裏，將消費的自由加以限制的，已成為很有力的趨勢了。

大體上說，這種計劃經濟的趨勢，並不是向前直往絕不間斷的；當歐戰的時候，政府對於經濟活動的干涉，可說是達於最高點了；然而在停戰之後，各國都感生產的破壞，認為恢復經濟的自由是當前的急務，故在戰後的經濟極度興旺和恐慌的幾年中，經濟的自由活動卻又盛極一時。結果復引起一種反感，於是一般人對於計劃經濟深表同情了。

在國外匯兌方面，這兩種不同的趨勢更是表現得顯著；不過它們的命運之長短，是不一致的。在歐戰期中，不

論是交戰國或是中立國，都是採用匯兌統制的；就是在戰後貨幣混亂的那幾年中，還有些國家認為匯兌統制應該繼續維持的；但是在一九二六年過後的五年，各國都把匯兌統制逐漸取消了。在這時期中，雖然國際上的匯兌市場並沒有恢復戰前那種自由，但也有採用稍有不同的方法以達到同樣的目的。一九三一年經濟恐慌的結果，使世界上都恢復了匯兌統制，並且許多地方的統制程度，比戰時或戰後任何時期都要更高些。

在各種經濟的活動中，沒有像國外匯兌被認為最應該加以干涉的，而這種匯兌干涉的方法和種類卻又很多，戰後匯兌統制的技術也已有很大的進步了。在戰時所採用的那種原始式的幼稚而簡陋的方法，同經濟恐慌的幾年中，所採用的進化而複雜的方法比較起來，正如舊式的手搖織布機和新式的機器織機相較一樣，真是小巫見大巫了。

雖然，經濟的理論，在很多地方是居事實之前，但在匯兌統制方面的理論卻是在事實之後。在各種報章上，關於匯兌統制的各種方法，雖已有不少的記載，可是都忽略了整個的匯兌統制制度的記載，或是把它詳細地分析出來，所以這些文章對於讀者沒有深刻的印象，這是因為談及匯兌統制的某種方法的時候，沒有想到這不過是在新制度之下所發生的各種問題之一而已，其實在經濟恐慌的幾年中，關於貨幣或一般的經濟書籍，已是汗牛充棟；關於國外匯兌的原理和實務的著作，也出版不少，但其中並沒有一部對於匯兌統制加以充分的注意。至於國際機關或銀行所發行的刊物，雖對於各國所採用的匯兌限制的規則，都有記載，但他們祇是涉及匯兌統制的某一種方法，而沒有把各國所採用的各種方法去分類和明晰的解釋。

大多數的經濟學者，銀行家和商人，並沒有想到匯兌統制已成爲一種複雜的新的制度，卻把它看做是一種臨時性質的壞事，並且常常加以反對，說它是壞事的源泉。有人嚴厲地批評它是經濟恐慌的主要原因；又有一般人則說它是經濟恐慌的一種自然結果。於是有一派人認爲非先廢除匯兌統制，經濟恐慌是不能挽救的；另一派人卻以爲要等到經濟恐慌渡過之後，這匯兌統制纔能够取消的。雖然我們也承認這匯兌統制是一種臨時的性質，但我們卻應該對它作更深切的研究，假如我們將咒罵它的時間，來研究它的性質、原因和影響，那末，我們所得到的利益必定更大。各國因爲沒有對別國的情形和經驗作一種有系統的研究，所以他們自己去採用匯兌統制的時候，好歹祇有自己去承受，而沒有得到別國的借鑑。要糾正這種錯誤，可以由一個國際機關，把各方的消息歸納起來，作有系統的報告，分送各國，以資參考，然後可收事半功倍之效。

匯兌統制之經濟的基礎，還不爲一般經濟學者所注意。而我們把它的理論、方法和技術等研究起來，也是很有趣味的。那些反對匯兌統制的人，以爲整個的匯兌統制制度，乃是人類一種愚蠢的表現，並且以爲在一九一四年以前，是沒有匯兌限制，而現在發生了，是因爲現在的政治家比較歐戰前的政治家更爲愚昧而兇惡。我們如研究匯兌統制的各種理論時，對於這些錯誤的觀念，必須先行打破。我們承認在一九一四年以後，人類的思想是改變了，在從前放任主義盛行的時候，人們不願政府的干涉，現在對於干涉的意義，是比較能接受的了。這並不是情

境改變的原因，倒是情境改變的結果。在國外匯兌方面看來，現在的情形比較戰前，有很多地方是根本上不同的了：第一，因爲現在流動資金的數量比從前增加，這種流動資金，可以從這個國家轉移到那個國家；而資金的主人

也很想把它常常的移動；第二，因為在歐戰以前，匯兌上投機者是很少的，但現在投機者卻增加了許多；第三，因為現在國際貿易的差額有極大變動的趨勢，不過這是很多原因所造成的：如以關稅和限額分配為工具的經濟的國家主義之興起；社會主義對於工資的影響；有些國家因為技術的進步，或內部的改良而暴發的罷工；以及各國的生活標準的差異等。其他的原因，如戰後現金的缺乏，與現金分配的不平均，因而各國匯兌不能安定，遂促成了匯兌統制。我們固然很難說這些原因中，那一種是帶着永久性的，但是他們既然存在，故政府當局很不容易恢復戰前的自由，或恢復一九二六到一九三一年中的那種自由了。

第二步是來研究匯兌統制的性質。從廣義說來，匯兌統制是包括中央銀行為保護匯兌安定而採取的尋常方法。但是我們這裏所要研究的，是中央銀行維護匯兌時所用的非常方法。這種方法，有的對於國外匯兌市場採用直接干涉，但也有首先影響國外貿易或是國外貸借市場，以達到同樣目的的。把匯兌限制的各種方法來分類與研究，那是一種很有趣的工作。至於匯兌交換的協約，也是很值得研究的，因為這還沒有人研究過。

還有匯兌統制的影響，也很有研究的價值，我們常常聽到匯兌限制對於國際貿易發生了不良的影響，而沒有聽到它對於匯率，物價，證券，工資，生活費及國際債務等等發生什麼影響；至於對各種經濟的，社會的，政治的，生活的影響，更是沒有聽見過。

匯兌統制的技術問題，是很複雜，而且是專門的。因為它是關於各種統制方法的效能；各種可以避免或抵抗統制的方法；和政府當局對付這種反抗的工具。如截留貨幣政策，它的運用是極端複雜的。又如匯兌交換，運用起

來也是一樣的不易。要先解決了這種技術上的問題，然後纔能得當地運用匯兌統制。又如各國的「黑交易所」(black bourses)，它本身的組織和它所定的非掛牌率 (unofficial rate) 與掛牌率 (official rate) 的關係，這些都有關於匯兌統制的運用，而使技術問題上增加了不少的困難。

匯兌統制所包含的經濟問題，也是不能忽略的，要明瞭匯兌統制的爭論，必先把他們所爭論的最後目的，看得清楚。他們是否不論代價如何一定要使得貨幣安定呢？或是要求來保護國家的貨幣準備呢？或是對於國幣價值的漲落呢？是對付一種根本的趨勢或是日常的變動呢？這些問題是要先弄得明白的。

有的人以為匯兌統制的技術上同經濟上的問題，可以不必注意，但是它的政治問題是不可不注意的。匯兌統制在國際的政治中，已成一種很重要的因素了。它是常常被用做一種政治上的壓力，或是一種交換的條件。那些想在國內成立新政府，或作新試驗的人們，也很明白它在國內政治上的重要，而這種新試驗的能否成功，須看它能否阻止國內資本向外逃避來斷定。各國的社會黨或法西斯蒂黨，為着他們政治的及經濟的計劃的利益起見，都主張在他們國內來管理資金的向外移動。

雖然我們承認這種制度是臨時性質的，匯兌自由的恢復，不過是時間的問題而已，然而這已值得我們研究的了。究竟什麼時候可以恢復匯兌的自由，我們不得而知；縱然恢復過來了，但第二次經濟恐慌發生時，匯兌統制必定又要被應用的。在過去幾年中，所採用的匯兌統制的幾種方法，將來一定有復用的可能。這種種的情勢，我們必須先認識清楚，然後纔能曉得匯兌統制的重要性質，而且知道對它有研究的必要了。

第二章 匯兌統制是什麼

匯兌統制(exchange control)這個名詞通常被人用得很不切當，有時竟被稱做「匯兌限制」(exchange restrictions)，其實匯兌統制所包括的範圍很廣，所用的方法也很多，而匯兌限制不過是匯兌統制的方法之一種罷了。正確地說來，「匯兌統制」是指金融當局〔金融當局(monetary authorities)係指政府，中央銀行，或專為管理外匯而設的特殊機關〕為欲操縱外匯行市的各種趨向所執行的各種干涉(intervention)。一般人多將匯兌統制之一種認為匯兌統制，實則匯兌統制是個總的名稱，可以包括一切外匯干涉，而外匯干涉之任何一種，則不能稱為匯兌統制的。

就廣義說，匯兌統制是中央銀行尋常的機能(normal functions)的一部分，因為維持國幣對外價值之穩定，乃是它重要的任務之一。

匯兌統制的方法有尋常的(normal measures)和非常的(abnormal measures)，但二者的區別，亦頗不易；因為從前所認為非常的，現在或者目為尋常的了，而現在所認為非常的，也許將來也要被認為尋常的。

匯兌統制的方法，又有直接的(direct measures)和間接的(indirect measures)，前者是指當局所採取的對策，其目的專在影響外匯；而後者卻是先影響他種因素，然後繼及於外匯。而這間接的方法是否便可認為

匯兌統制須先考察當局的用意之所在，如政府對於進口貿易採取一種限額分配的時候，其目的祇在保護國內產業——例如英國的農產品限額分配——這是不能認為匯兌統制的；反之，當局所採取的對策，是在保護國幣的時候——例如法國所採取的進口限額分配——雖則它首先要影響國內商業然後纔影響到外匯，但當局的目的卻在保護國幣，故可以認為一種匯兌統制。

從廣義說來，歐洲大戰前中央銀行，除運用金本位尋常的機能，去買賣現金以維持現金輸出入點之外，還採用其他的方法，直接地或間接地去統制匯率，這些方法可分為四種：

- (一) 一般通貨政策 (general monetary policy)：即是維持紙幣流通量以影響國內物價和國外匯價；
- (二) 銀行利率政策 (bank rate policy)：即是操縱銀行利率以影響外匯。但同時應注意的是銀行利率的變更，其目的并不一定要影響外匯，故也不一定認為匯兌統制。
- (三) 公開市場政策 (open market policy)：此策之運用，足以影響利率和匯率，但也不能視為匯兌統制的。
- (四) 外匯供需調劑政策 (foreign exchange policy or devisenpolitik)：即中央銀行在輸出旺盛時購

入外匯，反之，在輸入旺盛時則售出外匯以調劑匯率。

匯兌統制的尋常方法，乃中央銀行機能的局部，學者已有許多專著詳細討論，故本文不作累贅的論述，現在所要研究的，卻是狹義的匯兌統制，即所謂非常方法。這匯兌統制的非常方法，可分直接方法 (direct measures)

和間接方法 (indirect measures) 兩種。

匯兌統制的直接非常方法，又可分為四種：

(一) 外匯干涉 (intervention) 即金融當局親自或託人在外匯市場上直接活動，以資調劑匯率。外匯干涉，又可分為積極的外匯干涉與消極的外匯干涉：

(1) 積極的外匯干涉：即金融當局自動地以先發制人的手段，調劑匯率。積極的外匯干涉，以其動機的不同，又可分為兩種：

a. 進攻的外匯干涉：其目的在操縱匯率，使之昇降。

b. 防禦的外匯干涉：其動機在預防市場勢力之影響匯率。

(2) 消極的外匯干涉：即金融當局被動地以防守的手段調劑匯率。消極的外匯干涉，又可分為三種：

a. 活動匯兌的調劑 (support) 係金融當局供給外匯或國幣於市場以調劑匯率，使其不至有暴騰暴落的現象。至微騰微落的現象則聽其自然。

b. 固定匯兌之調劑 (pegging) 係金融當局設法使匯率長時間的停着於某種界線，不使其有微騰微落的現象。

c. 操縱期貨匯率 (forward exchange manipulation) 即金融當局為要獎勵或抑壓某種外匯起見，故意設法使其現貨匯率與期貨之差額甚小或甚巨。

(11) 外匯限制 (exchange restrictions)

此即金融當局對於市場的外匯成交自由加以限制或壓迫，以

資調劑匯率。匯兌限制又可分五種：

(1) 限制資本移動 這又可分為四種：

a. 限制外匯之購買；

b. 限制有價證券之輸出入；

c. 限制本國或外國紙幣之輸出入；

d. 限制現金之輸出。

(2) 限制投機 這又可分為三種：

a. 限制國人購買外幣；

b. 限制國人為外人買賣現貨及期貨外匯；

c. 限制國人以國幣的信用貸與外國。

(3) 限制國人之持藏外幣 這又可分為二種：

a. 強制國人交出因輸出國產而獲得之外幣；

b. 強制國人交出在國外所有之銀行結存及有價證券。

(4) 限制對外債務之償付 這又可分為四種：

a. 停止欠外債務之移轉；但債權者可以利用該款在債務國內盡量使用；

b. 截留欠外債款於國內，并規定該項債款，必須用於國內之特殊投資或特種出口貨物；

c. 截留欠外信用於國內，并只能以國幣清償；

d. 截留欠外信用於國內，并強制其用途。(compulsory employment of the amounts on blocked accounts)。

(5) 限制輸入商之購買外幣 這又可分三種：

a. 禁止購買外幣以輸入奢侈品；

b. 延發購買外幣特許證；

c. 製定外匯供給之分配額。(fixing of quotas for allotment of exchange)。

(III) 現金政策 (gold policy) 現金政策又分二種：

(1) 操縱現金輸出入點，以調劑匯率；

(2) 變更現金之平價，以調劑匯率。

(四) 外匯交換 (exchange clearing) 外匯交換是一種直接交換，因欲使國際間債務移轉不必經過外

匯市場，藉以避免匯率之漲跌。但嚴格地說來，外匯交換實是外匯限制之一種，現在所以把它另立一項，蓋因其性質重要，且有時或為外匯限制之另一種對策。外匯交換可以說是概括的國際物物交換 (international barter)。

它又可以爲單方的 (unilateral) 外匯交換與雙方的 (bilateral) 外匯交換及三方的 (three-cornered) 外匯交換三種。

至匯兌統制非常方法中之間接方法，亦可分爲四種：

(一) 限制輸入 限制輸入可否認爲匯兌統制的一種，須視其動機如何而定。因有時限制輸入的目的在於保護國內工商業，有時則在間接的調劑外匯。然限制輸入往往對此兩種目的有同時並用的功效。限制輸入又可分三種：

(1) 保護稅則；

(2) 輸入限額分配；

(3) 對於某種輸入的禁止。

(二) 獎勵輸出 政府對於輸出給與獎勵金，其目的常在鼓勵對外貿易，然有時亦在調劑外匯。這又可分三種：

(1) 輸出及海運獎勵金之給付；

(2) 締結與本國有利的商約；

(3) 貶低國幣幣值，使國貨輸出能得匯兌傾銷的利益。

(三) 商品交換 商品交換亦有兩種目的，即除推銷本國生產品於國外市場之外，并可調劑外匯，藉以避免

因購買外貨發生外匯的影響。商品交換又可分爲二種：

- (1) 兩國私人間之商品交換；
- (2) 兩國政府間之商品交換。

(四) 禁止貸款與外國 此法的目的除保持國民儲蓄投資於本國之外，且可保護國幣不致因貸款與外國而發生對外匯率上的影響。此法的方式又有四種：

- (1) 禁止外國政府債券在國內發行；
- (2) 禁止外國私人債券在國內發行；
- (3) 禁止外國政府或私人在國內獲得短期信用借款；
- (4) 規定外國公私借款在國內獲得的款項必須購買債權國的國貨，否則不借。

以上所列舉各項，雖種類繁多，但尙不能說是已臻完盡；蓋此時本文所詳盡記載的，將來或更有其他匯兌統制新方法的出現。本章祇將各種名辭的分類和概念的解釋，至於匯兌統制各種方法的詳細研究，當在以後數章中述之。

第二章 歐戰期中的匯兌統制

距歐戰二十年的現在，卻是一個新的時代了。這個新時代的人們，對於一九一四到一九一八年這戰時中的財政狀況，差不多都被遺忘了；就是當時很留心的人，也祇能籠統地記得事體的輪廓，而於當時進行的情形以及細微的枝節，那是很難歷歷地回溯得出來的；因為人類的記憶力是很有限的。故此，發生了許多錯誤的觀念，而且這觀念逐漸地普遍化了！其中最顯著的一種，就是以為歐戰發生後，對於國外匯兌的自由完全消滅，而立即加以統制的；但事實上，戰時的匯兌統制，並不是這樣簡單的。固然有些國家，當時所採取的方法，就像戰後幾年的那樣嚴厲；而另些國家，對於匯兌統制的採用，則是徐緩的，而其方式也很和平。

假如說戰爭的結果，完全取消了外匯的自由，固然是有錯誤的；但若以戰前匯兌的移動，完全不受政府的干涉，那是同樣的錯誤。在當時國外匯兌的市場，雖得到很大的自由，然在很多國家裏，政府對於外匯市場也有相當的干涉。英國的金本位尚不能算是絕對的自動，其他國家更不用說了。當時的中央銀行有一種責任，就是常常干涉匯兌以保護國幣的安定。我們在上章已經說過，中央銀行有好幾種匯兌統制的尋常方法可以運用；但這些方法是認為貨幣制度的尋常機能的一部分，並不當作干涉匯兌的自由。例如有幾個國家，因為他們的中央銀行是採取一種外匯供需調劑政策的。這是包含一種匯兌管理的性質。英國所採取的匯兌平衡基金，和其他國家在世

界經濟恐慌中，所採取與這性質相同的設備，都屬於這種的。

戰前各國的外匯政策，容許匯兌漲落的範圍是很有限制的。當時的經濟學者都曉得外匯政策是一種政府的干涉，但他們對它卻表示歡迎。如 Knapp 就是其中的一個。其他完全相信經濟自由的，亦不過加以不關痛癢的批評而已。

各國金本位的進行，大體上還是自動的。許多國家對於金本位自動進行所採用的干涉，其目的是在緊急的時候來保護他們的金準備，而不是來干涉匯兌的。就是在別的國家裏，金本位並不怎樣自動，而他們對匯兌的干涉比較也還不多。這種政府干涉匯兌來避免國幣跌價的觀念，在當時完全沒有的。戰前的幾十年中，雖有許多國際的貸款，然而他們的目的並不是要使得借款國去保護他們匯兌的安定；如拉丁美洲諸國、俄國、巴爾幹、日本、中國等政府，嘗向外國借款，其目的也並不是來維持他們的匯兌，乃是因為他們在國內市場上不能取得所需的款項；然而他們的借款，自然而然的維持了他們的匯兌。貨幣穩定借款或是維持匯兌的信用借款，在戰前差不多沒有聽說過，這是戰後纔產生的。

近歐戰的前幾年，匯兌統制差不多也沒有聽見過。假如「現金輸出入點」因為戰爭或其他的關係，不能用尋常的方法來維持的時候，政府也祇得任憑匯兌本身的變動。例如拉丁美洲諸國，對於他們匯兌的跌價，並沒有以匯兌限制的方法來阻止那種趨勢的。更也沒有任何政府採用進口稅，或鼓勵出口貿易來維持匯兌；他們對於保護國內市場，或是擴充國外市場，雖很注意，但他們所採取的政策，並不怎樣去注意到匯兌率的。

幾個大的債權國，也并不十分注意到貸款過多對於匯兌上會發生不良的影響的。有的國家對國外貸款，有時雖也加以干涉，然其干涉的目的，亦不在於保護匯兌，而是要如何使外債得到政治上或其他的利益的。

其實在戰前并不需要嚴厲的匯兌統制方法，因為那時世界的經濟和財政的狀況，比較還算安定；除拉丁美洲諸國及中歐與南歐的幾個國家外，其他各國的匯兌，雖受着種種的影響，他們的政府并不出來干涉，而他們的匯兌還能很平穩的。這是因為當時世界上現金的分配，比較還是平均；並且國際貸借的自由，也很够補救貿易上的差額。而各國的物價，也沒有多大的差異。同時各國政府預算的不平衡，也能以平常的方法來補償。在這種情形之下，是不需要以非常的方法求得匯兌的平穩的。

歐戰的結果，對於這種情形，起了根本上的變化；世界經濟和財政的狀況，完全失卻平衡；因此，各國放棄了金本位。交戰國因為生產的破壞，自己不能生產日常必需品以供需要，結果成爲極大的入超。又因為各國通貨膨脹的程度不同，所以他們物價的高漲程度也有各異。本來國際貸借可以使這種狀態平衡下去，可是因為各國的經濟和財政狀況的不安定，使國際貸借的源泉也梗塞了。在這種情形之下，採用匯兌統制的非常方法，誠爲當務之急的了。雖然如此，在戰爭剛開始的時候，還沒有一個國家採用精密的匯兌統制的方案，這是因為那時他們還不知道現代戰爭對於貨幣的影響；他們起初相信，要是政府用非常的稅源來購買外國的軍用品，便不致有什麼顧慮的。有些國家，雖對國外貿易有種種的限制，但是他們的目的都是來保護得到軍用品的。戰爭暴發的時候，交戰國便禁止現金出口，而政府對匯兌的種種干涉，還是以後的事。假如現在再發生戰爭，我相信各國在戰爭剛暴發

的時候，馬上就要採用高度的匯兌統制了；然在一九一四年那時候，他們還不知道這種匯兌統制的需要。

交戰國當時限制國外匯兌市場的第一種方法，便是禁止與敵國貿易；迨至一九一六年，他們纔想到對一般的匯兌交易加以限制。各國政府當戰爭剛暴發的時候，雖未想到以干涉的方法來統制匯兌，但交戰國的匯兌亦沒有即時跌價。實則那時英鎊比美元還要高些，佛郎和馬克的匯水，比平時也高了一點。那時協約國的貨幣之所以不跌價者，一半是大家還沒有這種經驗；一半卻是大家都以為這戰爭在三個月之後，就可以結束的。直到翌年，人們纔知道這戰爭恐怕要遷延到好幾年，并且戰費一定要影響到交戰國的匯兌的。

以我們現在的眼光看起來，當時交戰國的貨幣不跌價，有些不易了解的；戰爭進展的結果，各國貨幣的跌價是不可避免的事。但是我們要知道，在一九一四年那時，一般的投機者也同我們一樣，對現代戰爭給予財政上的影響，沒有經驗的。我們現在活着的人，還能記得一八七〇年的德法戰爭，那是一個大規模的現代戰爭。那時戰勝國的貨幣固然絲毫不受影響，就是戰敗國的貨幣祇跌價百分之三·五。在一八七一年 Commune 情形最壞的幾天，英鎊在巴黎還可以值二六·一〇佛郎，所以在一九一四年戰爭發生時，他們沒有想到交戰國貨幣的跌價，也不算什麼奇怪的事。

至一九一五年，英國政府纔知道有匯兌限制的必要，第一步的措施便是使得金鎊的匯率固定。一九一六年到一九一九年，紐約摩爾根銀公司代英國財政部在 $4.76 \frac{7}{16}$ 的定率之下，無限制的收買英鎊。這次固定英國匯率所需的款子，一半是英國財政部運來現金和移動英國所保持的美金證券；一半是在美國借款。從一九一七

年以後，英國政府所需的款項，亦由美國政府於協約國借款中貸與。當時對國外匯兌市場統制的態度，完全是消極的。摩爾根銀公司在市場上並沒有積極的干涉，或是自己首先購買英鎊，他們只限定在定價之下購買。換句話說，英鎊與美元間的匯率，是維持在 4:104 左右。自一九三一到一九三四年所採用的統制技術，在歐戰時所完全不知道的。當時並沒有提高市場上的匯率，也沒有對於做空頭投機的加以干涉。這是因為那時并不需要這種方法，一般人不會懷疑到英鎊與美元匯率的固定，也是因為沒有人做英鎊的空頭投機所致；英鎊當時雖受不少的壓迫，但一般人還相信政府維持匯兌的財源，是綽有餘裕的。實際上，在現代的財政歷史中，從來沒有像歐戰期中英鎊對美元維持得絕對的安定。這個維持匯兌安定的代價，估量在八萬萬鎊，而英國政府償還在外國所購買的材料借款，還不算在內。

英國政府的匯兌統制，除採用干涉的方法外，還以外匯限制的方法來維持英鎊的匯率。固定英鎊與美元的關係的方法，雖是十分嚴厲，而匯兌限制的方法，卻比較和平些。他們的主要目的，是在防備與敵國貿易之外——這在我們看起來，不能算是匯兌統制——來防止英國資本向外逃避。當時並沒有做英鎊空頭的投機者，這是因為缺乏那種戰後纔有的技術，在匯兌投機上很不便利的緣故，所以也不採取什麼步驟來阻止投機。遠期匯兌的市場，大體上說，是在戰後纔發生的；假如當時有很活動的遠期匯兌市場，那末在中立國一定有更多的投機。英國政府當時也沒有採用匯兌限制的方法，以防止那種不需要的進口，他們只用匯兌統制的間接方法，以達到這目的。一九一五年，他們所採取的麥肯那進口稅則 (McKenna Duties)，其目的並不是來保護英國的工業，而是要

減輕進口對英鎊的壓制。當時自由黨政府并不欲干涉匯兌的自由，卻採取了海關進口稅，對汽車和音樂器具等進口，課以百分之三十三的進口稅；其實他們假如要達到這種目的，祇要通知銀行對買進這些東西的，不賣出國外匯兌，那是更有效力的。而那時的政府沒想到這種直接解決的方法，所以採取那些匯兌統制的間接方法。他們在戰爭的後半期，對於進口商購買國外匯兌也并不加以限制，等到潛水艇戰爭劇烈必須統制海運噸數的時候，纔採取了限制進口的間接方法；便是政府如認某種輸入對於匯兌上是不適合的時候，就不允許運輸。

因為英國當時並沒有大規模的資本向外逃避，所以沒有採取十分嚴厲的方法來防止，祇在消極的方面喚起國人的愛國心。一般人除在倫敦發行有價證券稍有經驗外，對於國外投資還是很少經驗，并且世界各國都呈一種不安定的狀態，使人懷着戒心，不敢輕易去冒險，這自然地而且有效地防止了大規模的資本逃避。同時協約國和中立國都有大量的資本流入倫敦，都以倫敦為安定的地方，這又是防止資本向外逃避的強命劑。故英政府雖命令各銀行對購買外幣的一定要出證據證明那確是為着商業上的需要；而各銀行對於種種的處置的方法，政府是不加以干涉的。其實政府的干涉，祇是因為有與敵人貿易往來的嫌疑。照各銀行對國外匯兌的經驗，政府對於購買外匯疑為輸出資本的，是很少數。假如有可疑的地方，他們就把他送到封鎖部 (Ministry of Blockade)，因為封鎖部是管理匯兌限制的。倘有特別的貿易，那必須先得政府的允許，然後纔能向銀行請求的。

當時對匯兌統制還沒有深切的認識，所以政府對於英倫銀行的紙幣輸出，好久都不加以阻止。當英倫銀行紙幣對英鎊匯價高了百分之五的時候，政府還不防止它向瑞士輸出。他們的見解，以為銀行鈔票的輸出，同貨物

的輸出一樣，對於英鎊是有裨益的。直至知道這些鈔票被德國軍隊在東方使用後，慢慢轉回英國來的時候，纔來禁止。

法國所採取固定匯兌的方法，和英國所採取的頗相類似。法蘭西銀行在巴黎以積極的或消極的方法來使佛郎在較低的水平線上固定於英鎊的匯率。其所需的款子，大部分是在倫敦或紐約所借的協約國借款。在戰爭的後半期，法國所採用的匯兌統制方法，比較英國還嚴密一些。起初他們以為要阻止資本向外移動，只要鼓動愛國心就够了；而事實上並沒有這樣簡單。法國政府後來只得採用比較嚴厲性質的方法去阻止。但是他們對於資本向外逃避的阻止，並不怎樣的有效力，這是因為法國人想把他們的款子送到外國去，比英國人更甚。因為法國人在倫敦的銀行結存數目逐漸增加，竟於一九一八年，引起英國財政部去警告法國財政部，這是表示法國資本逃避到倫敦來。迨至戰爭結束以後，法國採用了嚴厲的限制方法，資本向外逃避，纔大為減少。

意大利所採取的政策，其目的欲使意幣里拉的匯率固定於英鎊的。因為要維持里拉的穩定，在一九一七年底，由意大利銀行設立了一個全國匯兌管理局，以干涉匯兌。這管理局在倫敦，有二十二家指定的銀行做它的代表，代它以一定的價格去買賣里拉，所買進的數量與賣出的，大抵相等。但在紐約，雖用同樣的方法，而結果，里拉買進的數量較之賣出的要超過很多。意大利也同其他協約國一樣，這時並沒有立刻採用匯兌限制方法，後來採用一種國外匯兌專賣方案，作為試驗，但不久也就放棄了。

別的協約國，並沒有採用什麼方法使他們的貨幣釘住於某種貨幣，雖是英美與法國政府，常常予以財政上

的幫助，幫助他們政府在外國購買貨物。然到了歐戰後半期，每一個國家都採匯兌限制方法了。

德國始終沒有採用什麼方法使馬克的價格釘住於中立國的貨幣。到了馬克跌價，政府當局感覺到種種不便時，纔採用現金輸出的方法，以維持匯兌。它雖在國內積存了大量的現金，但對現金的輸出還是很節省的。德國國家銀行，對於維持匯兌，一共只去四萬五千萬馬克。若以這數目與協約國以同樣的目標所用的款子來比較，實在小得多了。那時，德國因為受協約國的經濟封鎖政策，被限制了購買貨物的數量，它的貿易差額，比協約國自然要少的。總而言之，德國因為沒有採用干涉方法來統制馬克，所以在中立國的國家裏，馬克匯兌價格的變動，是以德國對外戰爭的勝負為標準的。

德國在一九一六年的正月，纔開始採用匯兌限制，當時所用的方法還是很和平的；至一九一七年，所用的方法比較嚴厲了。它所以在戰爭的後半期纔採用匯兌統制的，實因戰前的放任主義深入國人之心緣故；到了戰後纔感覺到匯兌統制的必要。

美國的貿易，雖是出超，而資本并不向外逃避，故到了一九一七年後纔採用匯兌限制；但實際上還不一定有這處置的需要。因為美元對其他中立國貨幣的比價跌落，美政府便決定統制國外匯兌市場。這種統制是由聯邦準備銀行總管部（Federal Reserve Board）的紐約代表執行的；對匯兌市場干涉的範圍，只限於降低西班牙與其他中立國的匯率。

第四章 戰後的匯兌統制

從一九一四到一九一八年，交戰國或是中立國的國民，因為感受種種的不便利，都很希望恢復戰前的狀態。從經濟的觀點上說，這便是停止各種政府干涉的意思。那時的普通信念，以為戰爭一停止，戰前的那種經濟生活的自由，一定也隨之完全恢復；他們以為各種匯兌統制的方法，都要跟着戰爭的停止而停止的。而結果是失望了！雖然各中立國和英美等國，在戰後不久的時期，便完全取消或是減輕了匯兌統制；但是大多數的國家，在休戰後的幾年中，仍不得不繼續維持着匯兌統制的。

假如說，在戰期中採用匯兌統制是有充分的理由的，那末，在戰後混亂的幾年中，也同樣的有理由可以採用匯兌統制的。因為戰後那幾年的情形，不獨不能恢復戰前的常態，而且更釀出通貨膨脹與匯兌投機的狀態。在戰期中，那些非常因素，於戰後的幾年尤其顯得活躍。後來他們覺得，要恢復各種貨幣到戰前的平價，是沒有希望的了！休戰前後的極短時期中，所得到的恢復，是歐洲各國貨幣對美金的大跌價。戰爭是過去了，而它的代價是應償還的。

匯兌統制在戰後，確實減輕了不少。一九一九年三月後，英鎊與美元的固定關係停止了；同時其他協約國的貨幣也停止匯率的固定；協約國間的財政協助亦已斷絕；所以各國的貨幣，只得由他們自由地變動。數年之後，各

國間相當的合作纔恢復，同時那些不依經濟的平衡率去提高貨幣價格的各種方法也取消了。

英國曾有短時間的匯兌統制，但旋即放棄了；故英鎊仍任其自由變動。從一九一九年三月到一九二五年，英國恢復金本位的時候，政府對於國外匯兌市場，是採取中立的態度，自匯兌限制取消後，倫敦的國外匯兌市場，完全恢復了戰前的自由。但後來採取間接方法的匯兌統制，那就是禁止外國債券在國內發行；這種政策是在一九二四年實行的，其目的是幫助英鎊恢復從前的平價。到一九二五年，政府覺得英鎊的地位穩固了，可以不需要這種間接方法的幫助，遂下令取消以前的禁令；一九二六年因總罷工與煤礦工潮所發生的許多困難，於是又重申前禁；直至一九二七年纔又取消。

這種匯兌統制的間接方法，假如與經濟恐慌時期所採用的各種方法比較起來，算是很和平的。雖然有大多數的證券發行機關，聽從政府命令，不在英國國內發行外國債券，但是不能抑止英國開設在外國的公司在本國用債券方法，募集資本。英政府對於其他種種資本的輸出，如不是用公債券的方式，是不加以限制的，故有很多證券發行機關，都很自由地私自貸款予外國。在倫敦的美國證券發行機關代表，就私自發行了不少的美元債券。銀行可以用短期信用貸款予外國，有時亦可公開發行債券以維持這短期信用貸款。結果，禁止外國在國內發行債券，不能成爲施行匯兌統制的一種有效的工具了。

自協約國停止財政上幫助法國之後，法國的匯兌便大跌價。法政府於是覺得有重新施行匯兌限制的必要，但所施行的各種限制方法，卻是毫無實效，佛郎向外逃避的數量，更見逐漸增高。政府對於一九二三年至一九二

六年中，佛郎的大量空頭投機，亦無法制止。在表面上看，這種限制方法似乎很有效力，但事實上，上自政府要人，下至一般小民，都全不注意它，或是設法避免它。至一九二六年底，佛郎穩定後，法國的資本纔逐漸逃回國內。

爲維持佛郎而執行的各種干涉，在一九一九年便停止了。法蘭西銀行覺得保護現金準備，比較犧牲大部分現金去抵抗當時的逆勢要好些，因此，在五年之中，法國政府對於佛郎的漲落，完全採取一種中立的態度，但在一九二四年三月，普卡賚（Poincaré）因在倫敦與紐約得到信用借款的幫助，故決定出來干涉匯兌，並且很有力地制止了空頭投機。這在金融的歷史上，可說是最成功的。在一九二四至一九二六兩年中，所執行的干涉是具着最大的力量與技術的。這樣看起來，法國在戰後匯兌變動得最利害的幾年中，匯兌統制已經達到很進步的時代了。

意大利的全國國外匯兌管理局，對於里拉的運命是十分注意的；在戰後混亂的那幾年中，該局並沒有設法去調劑不良的政治與經濟對於匯兌所發生的惡影響。但自法西斯政府成立後，便採用很嚴厲的方法去干涉國外匯兌市場，其目的是要限制投機事業與資本輸出的。起初是由意國財政部在市場上做交易，但這種工作後來便交給意大利銀行去做。全國國外匯兌管理局，對空頭投機的抑制，有時也很有成效；不過因爲佛郎與里拉有心理上的連帶關係，故有時對於逆勢不能完全抑止。

德國從一九一九年至一九二三年，也採用限制及干涉兩種方法去阻止馬克的跌價。當戰爭期中，干涉的程度比較還是和平的。假如當時德國國家銀行，利用現金準備去限制馬克的跌價，那還要容易成功些。戰後國內的

現金已經空了，馬克的命運也被註定了，他們縱要阻止馬克驟然的崩潰，已是不可能的事。自一九二一年開始重新施行嚴厲的匯兌統制，那就是強迫出口商繳出售貨與外國所得的價值；且必須先得政府的允許，方可購買外國的貨幣與貨物。幷以限制輸入爲間接的匯兌統制。可是這種方法完全無效，因爲西部有一個空隙——卽是從那些被人佔據了的區域有偷運的可能。

德國雖然煞費苦心統制匯兌，但它的資本還是不斷地向外逃避。兼以協約國要求的賠款過大，及普卡賽對於魯爾（Ruhr）地方的佔領，這種種原因造成了一九二三年馬克的總崩潰。當時沙赫德博士（Dr. Schocht）計劃用新貨幣與舊馬克以一比十億的定價來穩定德國的貨幣。他的努力，當初幷沒有得到人們的信仰，因爲在克勞納（Calonne）地方的「黑交易所」（Black bourse）裏，馬克對美元一元的匯率，由四十二億跌至一百十億；後來由於政府干涉的得當與合時，纔抑止了這種空頭投機；結果還使得不少的外國貨幣向空虛的德國國家銀行輸進。一九二四年採道威斯計劃後，一般人對於金馬克漸起信仰，所以政府在那年的年底取消了不少的匯兌統制。但在這時期，金馬克完全受政府當局的管理，因爲德國國家銀行在國外匯兌市場常常做買賣，所以它的交易對匯兌的趨向有很大的影響。貨幣穩定後，干涉的程度還甚於歐戰前尋常的匯兌供需調劑政策。

奧匈諸國貨幣的混亂，與其他各國完全不同。在那些地方除通貨膨脹與資本逃避之外，還有各國收回奧匈銀行的舊鈔票，故使情形格外複雜。這些舊鈔票，在沒有收回之前，每一個國家在這鈔票上都蓋有戳記，所以凡有戳記的鈔票，便有很好的交易，這種鈔票的收回，是在羅馬尼亞，捷克斯拉夫，南斯拉夫與意大利發生的。其匯率對

持票人特別有好處，所以在收回這些鈔票之前，它有很強的引誘力，將這些鈔票輸進這幾個國家，於是發生一種「貨幣移轉者」(shifter of currencies)的新投機事業，他們用很巧妙的方法去運輸鈔票，使得各國的匯兌統制當局，對他們沒有辦法禁止。這幾個國家所採用的匯兌限制的方法，就是對邊疆的旅客加以很嚴密的檢查，以防阻奧匈銀行鈔票的入境；但這種方法對於偷運者一點也沒有效力的。在這些舊鈔票完全掉換了各該國的貨幣之後，匯兌限制還繼續了好些時候。

有的國家，尤其是奧國，限制匯兌的結果，變成一種新制度。這制度在後來經濟恐慌的幾年中，佔着很重要的位置。就是把貨幣分爲「國內幣」(Inland-krone)與「國外幣」(Ausland-krone)兩種，這是做政府分別可否允許將貨幣移轉到外國的標準。而這兩種貨幣的價格也大不相同。

有許多國家用種種方法統制匯率，所用的方法并不是干涉，乃是由金融當局訂定「掛牌率」(official rate)，強迫買賣兩方面依照這種掛牌率去做交易的標準。這種方法在戰時中，有的交戰國已經採用過，成績還不差；因是那時的貨幣跌價還不十分厲害，並且人們因爲害怕犯法心和愛國心的濃厚，故不敢破壞這法律。戰後因爲匯兌變動得太厲害了，人們對於什麼愛國心和遵守法律的觀念都已失卻效力，反來說法避免這條法律了，結果在每個採用限制匯兌的國家裏，都有「黑交易所」的產生。有時在「黑交易所」裏所做的交易的數量，比正式市場的還要大些；他們所定的匯率比掛牌率更能表示當時真正的情形。雖然政府採用很嚴厲的法律，也不能夠禁止它的活動。像蘇聯施行匯兌統制的機關，對於經營「黑交易所」的人，雖處以死刑，然在莫斯科還是有「黑

交易所」的存在。蘇聯的政府對於銀行是完全操縱在手裏的，並且對於函件與電報有很嚴厲的檢查，所以在非正式市場的國外匯兌交易，祇能做銀行鈔票的買賣。蘇聯政府因要使這種貿易的人，更感困難，遂下令禁止銀行鈔票的運輸，蘇聯和外國的鈔票，都一齊禁止。一九二六年公佈所有非法輸出的鈔票，作為無效。但是這些鈔票仍舊可以轉回來，大多數是由波斯或遠東來的，並且在柏林，君士坦丁堡和其他的市場中，也有定價，不過所定的價格比掛牌率有很大的折扣；同時在莫斯科的「黑交易所」裏，外國的貨幣有很大的貼水。

匯兌統制，在歐戰期中施行很有效力，但在戰後貨幣混亂的幾年中卻不生什麼效力了。同時因為一般人學到很巧妙的技術，時常把資金從這一個國家移到別個國家去。這習慣在後來的金融歷史上有很大的影響。在這種情形之下，政府當局完全沒法對付。當政府採用新限制方法時，他們也馬上想出別的方法來避免它。市場上新產生的遠期交易，使投機者得到了一個可以活動的地方。世界投機者的聯合，形成了一種很大的勢力。假如政府要來對付他們，但時常反吃他們的虧。

大體講起來，匯兌統制採用干涉的方法，並沒有多大的成功。至匯兌限制方面，因為政府當局缺少經驗。在市場上的奮鬥，始終處於不利的地位，即使有很高明的干涉技術，像法國一樣，也常常要失敗的。歸根結底地說，這是因為管理者不瞭解匯兌管理的根本原理。後來各國政府纔知道，假如政府硬要把匯率提到比市場的根本趨勢高些，那是一定要吃虧的。

第五章 貨幣安定時期

戰後的金融歷史，可以分爲三個時期：（一）貨幣混亂時期；（二）貨幣安定時期；（三）經濟恐慌時期。雖然時期可以分爲三個，但要指出某一時期的終了時日作爲下一時期開始的界限，那是很不容易的。從金融那方面說，世界的恐慌是在一九三一年；這一個年頭可以說是貨幣安定與貨幣再混亂兩個時期的分界線。但也很難指出戰後的貨幣混亂時期與貨幣安定時期的交點。因爲貨幣安定的運動開始於一九二二年直至一九三一年經濟恐慌發生以後的。其實西班牙的貨幣直等到其他國家貨幣安定後又重新陷於混亂的時期，始告相當的安定。這樣，要指明何時日是這兩時期的分界線，當然是不容易的。但若假定英鎊的安定爲這兩時期的分界線，倒也相當的確當。我們承認有很多國家的貨幣，在英鎊沒有安定之前，就已安定了。如捷克的貨幣在一九二二年安定的，俄國和德國的貨幣安定則在一九二三年，匈牙利於一九二四年亦得到貨幣的安定。但有些國家的貨幣，當英鎊已經安定的時候，還在風雨飄搖之中，如法國的佛郎與意大利的里拉是。雖然事實是這樣，而我們也不妨權當英國恢復金本位的那一天就是分界線。因爲英國做出了這樣的一個例子給其他國家仿效。

很多人都以爲在恢復貨幣安定後，匯兌統制一定要消滅的。這個想頭也是很有理由的。因爲外匯限制，外匯干涉和其他匯兌統制的間接方法，是爲了貨幣的不安定纔採取的；所以說貨幣一經恢復安定，當然用不着再去

維持這種統制的。但事實并不是這樣簡單，因為要在極短促的時間內，恢復國外匯兌市場的自由，那是不可能的。就大體上說，即在遙遠的時期裏要恢復戰前那種自由，也是不可能的事。其實貨幣安定的本身，也就是採用匯兌統制的特種方法所得的結果。

在各種貨幣於法律上已經安定之後，大多數的匯兌限制并不立即取消。因為在很多年的實行限制之後，馬上恢復了從前的自由，恐怕資本又會向外移動，使得新近安定的貨幣又發生了危險。所以有很多的國家都覺得貨幣安定後，各種限制的方法雖有些改變，但還應該繼續維持的。不過在每個國家都把匯兌限制完全取消，作為一種理想的目標，事實上，各國在一九三一年已達到這理想了。

在貨幣安定之後，外匯限制雖是逐漸取消了，然而外匯干涉在起初的那幾年，卻是增加着。這是很自然的，因為那些安定貨幣的計劃，并不能使大眾對他有成功的信仰，其中且有在安定不久之後又失敗了的，如比國的佛郎便是這樣。因為要使大眾恢復信仰，纔能夠維持貨幣的安定，所以很多國家都覺得有動用他們的財源來維持匯兌的必要。這些財源，差不多都是從國際借款所得來的。從一九二三年到一九二九年，由於國際聯盟與世界主要的中央銀行的幫助，所以好幾個匯兌安定的方案被採取了，雖然各國方案中的詳細辦法各有不同，但是他們都一致的包括發行安定貨幣的債券，或舉行安定貨幣的借款。因為有了這些財源的幫助，所以各國的政府纔能夠用干涉的方法來維持他們的匯兌。

不過這也有幾個例外，如法國安定佛郎並沒有得到國外的幫助。葡萄牙的財源雖然比較貧乏，但也能得到

同樣的目的。英國雖然在美國談判了安定貨幣的信用借款，但是從來沒有用過它。並且英鎊的安定一直維持到一九三一年沒有用過一點的干涉。英國也可以說和有些國家一樣，沒有採取匯兌限制而達到安定的目的。它在歐戰終了之後，不久就停止了匯兌統制；及至放棄了金本位後纔短時間的重行採用，但它是採用匯兌統制的間接方法如禁止貸款與外國是。因為英國貸款與外國，所以英鎊在一九二五年纔能够提高到舊的平價。雖然這種對外國貸款的禁止并不完備，并且也不見得收效，但無論如何，它終可幫助了政府當局渡過了一九二五到一九二六年因罷工所發生的困難，當時英國雖然實行禁止貸款與外國，但對於英鎊的安定還採取了很和平的匯兌統制。

至於佛郎的情形就不同了。雖然法國能够不依賴外國的幫助以安定它的貨幣——在一九二四年所得到專來做匯兌干涉的信用借款到翌年就償還了——這是因為法國自己有了很大的準備，這種準備是在那幾年混亂時期法國資本逃避在外國的結果。在一九二六年因為普卡賚採用了嚴厲的方法，所以一般人對於佛郎的前途很抱樂觀。那些逃避在外國的款子，都大量的歸來了。爲了要免除佛郎跌過新安定的匯率，所以法蘭西銀行買進了大量的外國貨幣。因有這樣的干涉，故佛郎始得維持在較經濟平衡率稍低的水平線上。這個干涉的結果，法國當局纔能够在倫敦與紐約積存了很大的銀行結存做準備金。這些準備後來在金融與政治的歷史上，佔了很重要的地位；因為它幫助了法國政府去干涉國外匯兌市場，假如他們認這種干涉對他們是有利的話。

德國在金馬克安定之後，還是繼續着匯兌統制。直至一九二六年纔把匯兌限制取消。當貨幣安定之後，政府

採用很嚴厲的方法去阻止匯兌的自由交易，如果有人犯了法，便要受處罰，就是最大的銀行也是要受同樣的處罰的。在德國貨幣安定時期中，德國國家銀行時常在外匯市場上做買賣。但很難說出這種外匯的買賣是一種干涉呢？抑是一種平常的外匯供需調劑政策。

大體上說，在這戰後貨幣安定時期中，戰前的那種匯兌自由不能說是已經恢復過來的。因為多數的中央銀行對於採用外匯供需調劑政策比戰前尤為起勁。那些在戰前不做外匯交易的中央銀行，這時為適應時勢的要求，也就不得不做了；而那些在戰前已經採用了外匯供需調劑政策的，這時便採用更嚴厲的政策了。總而言之，金本位已不比戰前那樣自動的了，而採用匯兌管理的範圍更加擴大。

在貨幣安定的時期中，匯兌統制在許多地方直接的或是間接的由國際上的合作來實行的。戰前各國的中央銀行，雖然有的時候互相幫助，但在戰後，這種中央銀行的合作，纔是真正來互相幫助以維持匯兌的安定的。有好幾次，一個國家的銀行利率之決定，是專來幫助別一國家維持匯兌的安定的。在一九二七年八月，紐約銀行利率的低減，就是這種由於國際合作來實行匯兌統制的好例子。又有的地方是用直接干涉來維持別國的匯兌的。如紐約的聯邦準備銀行購買英鎊匯票以維持英鎊，又是一個例子。

至於國際清算銀行的設立，更是表明用國際合作以實行匯兌統制的重要。雖然他們在匯兌統制上，合作的程度很低，但這機關是有匯兌統制極大的可能性的。那時因為有了國際清算銀行，纔有了國際的外匯交換的思想。不過這個銀行的董事會與理事部在當時是反對這種革命性的思想的。所以他們的決議案提出這個銀行不

應該來減少公開市場的交易。因此，他們反對把這銀行變成一個國際的匯兌清算所。祇是在一個比較和平的方式之下，纔肯來做一個匯兌清算所。因為很多國家的財政部，在這銀行裏都有帳目來往，所以協約國間的債務清償與歐戰賠款只在他們的帳簿裏轉移一下就夠了。這樣，這銀行有很多交易就不必經過國外匯兌市場的。有好幾次，這銀行備了款子來幫助幾國的中央銀行去維持他們的匯兌。這銀行在國外匯兌上的投資，可不能算是與匯兌統制有關係的。那些希望這個國際清算銀行遲早要成爲國外匯兌市場中能夠控制的因素者，在世界經濟恐慌發生以前也就知道他們的希望難以實現的。就是在它的資財達到最高點的時候，對國外匯兌的市場也不能有極大的影響。這不獨是因為缺乏影響匯兌的能力，并且也缺乏了採用那種政策的決心。雖然中央銀行間有了合作或是這國際清算銀行的設立，但是大體上匯兌統制仍舊是國家性質而不是國際性的。

在貨幣安定的時期，各國政府對於匯兌的干涉，採用一種很特別的方法，而這種方法就是來變更現金輸出入點的。在戰前有些中央銀行已經有採用這種方法去阻止現金的外溢或是鼓勵現金的流進。至在戰後貨幣安定的時期中，這種方法是明顯的例子，就是英倫銀行拒絕拿出純金來，而法蘭西銀行同時拒絕接受不純淨的現金，這樣的結果，英鎊與佛郎的輸出入點是移動了。這種移動對於法國較爲有利，而英鎊的價格便跌價在平常的現金輸出入點之下。這種轉移現金輸出入點來干涉匯兌，在匯兌統制裏并不怎樣的重要。因爲它主要的目的，并不是要影響匯兌，而是來影響現金的移動的。從匯兌統制的方法看來，這政策之所以有相當的意義者，蓋因爲它是一九三三年美國所採用最有效力的匯兌統制的現金政策的一個前例。

第六章 經濟恐慌時期

貨幣安定時期突於一九三一年終止了。在這年中發生了信用恐慌，於是中歐幾個國家——如奧國，匈牙利，德國等——相繼發生着貨幣擠兌的風潮。不久之後，這趨勢更普及各國，愈後差不多每個國家都滾入這個漩渦裏。英鎊在一九三一年六月開始向外逃避，迫得英政府不得不於三個月後就停止了金本位。不久美國的金元和荷蘭的基特也同樣的發生了擠兌。這年的年底，日本的資本亦向外逃避，結果日本也停止了金本位。雖然在一九三二年，美國與歐洲大陸各金本位國家，能够應付時常發生的擠兌風潮；但一般人都相信他們遲早也要停止金本位的，這種預料在一九三三年就已證實了。美國脫離了金本位，其他小國如羅馬尼亞，愛斯頓以及拉丁美洲諸國的貨幣，因為信用存款的提取與對外貿易的逆勢，故對於各國的匯兌予以很大的壓迫。使政府感着應付的困難。

在貨幣安定時期，匯兌統制已經減少了；但到了經濟恐慌的時候，它又佔了很重要的地位，差不多沒有一個國家允許他們的匯兌去跌價而不設法救濟的。他們所採取的補救方法，大都是匯兌干涉，匯兌限制或其他匯兌統制的方法，在一九三一年之後，因為應時勢約要求，匯兌統制的科學與技術均有很大的進步。新的方法發明了，舊的方法也改良了。在戰爭期中所應促採用的幼稚方法，較之經濟恐慌時所採取的複雜而嚴密的方法，不啻有

天壤之別。不論一般批評者之贊成政府對匯兌干涉與否，他們已經承認這種制度的效率達於最高點了。

貨幣恐慌的第一種影響就是增加匯兌干涉，在五六七這幾個月內，德國與奧國以及匈牙利的當局，用了種種的方法以阻止由於提取信用致國民資本逃避的結果，去購買大量的外幣。他們把所有的財源用去了一大部分之外，并向外國借款來幫助他們繼續維持匯兌。在七月的時候，英國當局已決定干涉匯兌來反抗對英鎊的壓迫；因此，英國向外國借了一萬三千萬鎊的借款，但是在這種崩潰的形勢之下，這筆借款到一九三一年九月二十日就用完了；後來沒有別的方法，只要放棄匯兌干涉與停止金本位。直至一九三二年二月，他們纔恢復了匯兌干涉。但在這時期，他們不時的購買外幣，其目的並不是在統制匯兌，而是在積存國外的銀行結存以償還美元與佛郎的債務。

到一九三二年二月，英國當局恢復了匯兌干涉，但這次是來阻止金鎊價值的過度高漲的。所以政府用了一萬七千五百萬英鎊的匯兌平衡基金來幫助這種工作。從一九三二年到一九三三年，當局時常干涉外匯市場以阻止英鎊價值的過度跌落與過度高漲。雖然他們平常是缺乏經驗，做了許多的錯誤，但是他們也能逐漸地學習了一種技術。這技術雖在國內受了不少的批評和指摘，而在國外卻受了很多的贊譽。

英國對於匯兌統制，採用了兩種方法；即是匯兌限制與匯兌干涉。匯兌限制是放棄金本位之後纔用的，然而在六個月之後便取消了。他們的目的並不是要它成爲很嚴密的制度，所以在施行的時候，也就不十分嚴厲了。他們唯一的目的，就是要阻止英國的資本向外逃避；故對於外國資本的提回，對英鎊的空頭投機與買進外國貨幣

等，卻沒有採用什麼方法去阻止。就是對英國資本輸出的限制也有很多遺漏的地方。所以無論誰，若與市場有密切的關係，就能避免了這種干涉。在一九三二年三月，國外匯兌市場的自由已完全恢復，并且十分反對採用匯兌交換或是其他匯兌限制的方法。

英國除了採用匯兌干涉與匯兌限制的方法之外，還採用其他匯兌統制的間接方法。他們所用的保護關稅政策是有兩種目的：一方面是保護國內市場，而另一方面卻是使英鎊不受貿易入超的壓迫。所以這種政策可算是匯兌統制的間接方法。在經濟恐慌之前，英國已經採用禁止外國在本國之內發行債券；在一九三二年以後，這政策的進行更加嚴厲了。在一九三二年前，所禁止的祇是外國公債在國內發行，而在一九三二年以後，連大部分的私家債券與英國在國外所設立的公司的資本股票，也一樣的被禁止發行了。

德國的匯兌統制方法，與其他國家完全不同。德國國家銀行，因為資源的枯竭，故對於連續不斷的資本逃避，不能施以有效的干涉。在一九三一年七月，他們決定採取一種干涉的方法。這種方法是等於一半停止了資本的轉移；他們雖然對於外債的利息，允許轉移，但短期債務的還本卻是被阻止了。後來這停止資本轉移政策的施行，是由德國的債務人與外國的債權人決議採用停頓和約（Standstill agreement）的。這種匯兌統制方法，對於阻止金馬克的崩潰很有功效。同時又採用了匯兌限制的方法來阻止德國資本向外逃避。因為對於躲避這種限制的處罰嚴厲的緣故，所以對於這限制方法的實行上的效率加大了；但同時還有很多的空隙，使得他們可以在外國用低價從新購買德國債券。

除採用停頓和約與匯兌限制外，同時另有一種新方法的產生；那就是截留外國貨幣。外國的債權人，雖然可以得到金馬克的還本，但不能自由使用他們在德國銀行裏的結存。因為按着這些銀行結存的性質與來源的不同，而受了各種的限制。就是祇允許這些銀行結存的主人在一定的目標上使用。例如購買某種輸出貨物，或是投資於某種債券與地產。這種限制的目的是要使得外國的債權人不能提回他們的銀行結存。因為這些結存的輸出，照平常的規則，必使德國去購買外幣的。他們的目的，是要使這些結存的輸出，一定要對於德國輸出貿易有直接的利益。這樣的結果，就發生了一種很複雜的制度，即是各種貨幣價值的差異。這制度，在很多別的國家也是採用的；我們在後面再來詳細的討論吧。

意大利在貨幣穩定時期，已經有一部分的匯兌統制廢除了；但到了經濟恐慌時期，又重新恢復起來。當時一般人預料意幣里拉也要同英鎊一樣的跌價；於是他們極力做里拉的空頭投機。意大利當局，因為要消除這種趨勢，於是採用了一種非常的方法來對付。意大利恢復一部分的匯兌統制的方法，就是增加外匯干涉。不過在那裏干涉是非常的事，而不能算是平常的。但是另外還有一種比匯兌統制更有效的方法，即是採用非正式的限制。意大利雖然沒有通過什麼法令，而各銀行卻自動的來限制他們的國外匯兌交易。故能免除了資本的逃避與對里拉的空頭投機。因為意大利一般的紀律較好，所以這非正式的限制有很大的效率，較之其他國家正式的限制還為有效。意大利也採用匯兌統制的間接方法，那就是對於無論那一個國家，假如他們限制輸入意國的貨物或是截留了這些因輸入意國貨物而應償的款子，那末牠就要採用報復的政策了。

在一九三一年，日本的資本雖然向外逃避，對於金本位發生了很大的壓迫；但日本政府還是設法來維持金本位。日本的橫濱正金銀行，本來是管理政府的匯兌的，這次因為要維持金本位的關係，所以在市場上增加了干涉；就是盡量的賣出外國貨幣來應市場上的需要。這些賣出的外幣，大部分是美元。在十二月的時候，這種方法不得不放棄了。所以日元讓它自己去大跌價，同時採取了匯兌限制方法來阻止日本資金轉移到外國去。

美國自一九三一年十月至一九三三年三月，這中間迭次美元向外逃避；紐約的主要銀行在倫敦與巴黎的分行常常出來干涉；他們大量的購買美元，這樣可以維持美元匯兌的變動，不至越出現金輸出入點，并可阻止美元臨時的跌價。因為現金的運輸是不夠應付當時這種需要的。在平常的情形之下，這種干涉是不需要的。現金的移動會自動的來維持匯兌使不超過現金輸出入點的，但在經濟恐慌的時期中，大量的流動資金，時常從這個地方移到別個地方去，結果縱使現金移動，還是不能夠應付這種情勢的，因為現金的保險與運輸的工具是不充足的，所以有干涉的必要。

在美國停止金本位以後，當局便停止了這種干涉，讓美元去跌價。其實他們還公開的聲明贊成美元跌價政策。但同時他們有點矛盾，因為他們採取了匯兌限制的方法來阻止資本向外輸出和外國做美元的空頭投機。這種限制的方法并不十分嚴密，所以沒有達到他們所預定的目的。在一九三三年十月之前，美元的跌價，大部分是因為一般人預料政府將要採取方法來使美元跌價的。至十月的時候，政府果然開始故意的去使美元跌價。甚而他們要達到這種目的，并不去干涉國外匯兌市場，而採用了一種新的政策。那就是規定收買現金的價格比較市

場高些。起初這種政策並沒有效力，因為現金不能自由運輸，且政府當時沒有在外國大量的購買現金去使他們的現金定價發生影響。但是後來他們收買現金的價格逐漸的提高，所以美元的跌價比較照所定的現金收買價計算還要低些。因為那時一般人預料這現金定價要繼續的提高。但在十一月的時候，政府停止了提高金價，結果使美元的價格高過於它的現金平價（gold parity）。這時，這種臨時的美元現金平價比較實際的美元匯兌率有了很大的差異。迨至一九三四年二月，這種收買現金政策纔發生效力。當時政府允許現金自由運輸，在幾個星期之內，便有了大量的現金，從歐洲運來；故結果這新的現金購買價格發生效力了。

在世界經濟恐慌中，中歐與東歐南歐的許多國家，以及拉丁美洲諸國都採用了匯兌限制的方法。他們的目的不獨要阻止資本外流與對於他們的國幣的空頭投機，並且要來限制奢侈品的輸進與外債的償還。有的國家，好像是德國，把他們的目標集中於阻止償還那些在採用匯兌限制方法之前所有的債務。而別的國家卻進一步的去截留現時應該償付的進口貨款，結果使國外貿易有全部停止的危險。為要避免這種危險，所以很多國家又採用一種新的匯兌統制方法，即是匯兌交換。很多國家訂立了一種協約，就是各國的進口商把應付與外國的貨款付與各該國的出口商。例如甲國的進口商本來應該把貨款還與乙國的出口商，現在把該款解給甲國的中央銀行，即可清帳，而甲國的出口商祇要向甲國的中央銀行領取應收的出口貨款，乙國亦是如此辦法。這樣便可完全避開外匯市場了。

在一九三一年至一九三四年，有了很多這種雙方的協約。那些對這種協約最注意的是多瑙河流域諸國和

巴爾幹諸國，以及瑞士、德國、法國、意大利、比國及幾個拉丁美洲國，對此也有相當的注意。所以現在的國際貿易，大部分是在這種匯兌交換制度之下進行的。一般人在起初的時候，認這種匯兌交換是一種匯兌限制，但後來在許多國家裏，卻把牠認作對付匯兌限制的方法。這種制度的重要性，現在全世界都逐漸的認識了。我們對牠的技術與經濟的問題以及牠的前途，在下面幾章加以仔細的研究，在這裏，我們祇是指出這種制度於兩年中，在匯兌統制的各種方法裏面逐漸的佔了很重要的地位。

其他匯兌統制的間接方法，現在各國也逐漸的採用了。法國政府一向是主張維持金本位的原則，所以不去想到匯兌統制的直接方法。但是他們的國外貿易政策的目的，是要保護佛郎的穩定的，並且要使對外貿易不致衰落。其他各國所採用的各種新關稅，限額分配制，進口特許證等，與其他限制的方法，大都有同樣的目的。

這樣，我們曉得，經濟恐慌的結果，匯兌統制變成了很複雜的制度，並且它的運用也有種種直接的與間接的方法；但各種關於論述金融的文章，對於我們在上面四章所說的這種發展情形，沒有作詳細的討論。我們在後面幾章，就要來研究匯兌統制二十年來的歷史材料，並且要詳細地討論它的原理與技術問題。

第七章 匯兌統制的目的

在第二章裏，我們把匯兌統制的定義定爲：「金融當局干涉影響匯兌率的尋常因素的種種方法。」這種干涉的目的，也許是要使國幣價格能够如人的意志去上漲或下跌的。在一九一四年，普卡賽用壓迫空頭投機的方法以提高佛郎的價值，就是使國幣上漲的一種例子。一九三三年底，美國所採用的現金政策，其目的則是使國幣跌價的。又如英國在一九三一年，對英鎊的保護，則是阻止國幣跌價的；而一九三二年到一九三三年，匯兌平衡基金的干涉，乃爲阻止國幣不需要的漲價的。

在各種匯兌統制的方法中，匯兌干涉可以用來達到匯兌統制的四種目的中的每一種目的。它可以使國幣的價值上漲或下跌的，同時也可以阻止國幣的跌價，或漲價，而匯兌限制祇可以阻止國幣不需要的跌價，或需要的漲價。雖然在理論上，我們可以干涉資金的輸進，使得匯兌的跌價或阻止匯兌的漲價；但這還沒有見諸事實。現金政策，當用它做匯兌統制的一種方法時，那它只能用來使匯兌的漲價或跌落；假如它是用來阻止匯兌的上漲或跌落，那麼它只能屬於匯兌統制的尋常方法的一種；但是這種尋常方法，不在本文討論的範圍之內。大體上，匯兌交換是匯兌統制的一種消極的方法，因爲它的目的是來維持現狀，而不是掀起一種變動的。

匯兌統制的間接方法中，有一種關稅政策，這種政策可以使匯兌漲價或是阻止匯兌跌價的。在理論上，要以

廢除關稅來阻止匯兌的上漲或下跌，那是可能的；但事實上，也從來還沒有見過。匯兌統制的間接方法，還有一種是鼓勵輸出貿易的，這種也可以說與關稅政策同樣的性質。對於資本輸出的禁止，可使匯兌的漲價或是阻止匯兌的跌價。而對資本輸進的禁止，所得到的效果，則適相反。這種方法，可以用於阻止匯兌的漲價，或使匯兌跌價的。假如匯兌統制的目的，是在阻止匯兌的跌價或使其漲價的，這便是積極的；反之假如是在阻止匯兌的漲價或使其跌價，那便是消極的。在人類活動的範圍內，破壞的事總要比建設容易，使匯兌跌價或阻止其漲價的工作，也總要比使匯兌漲價或阻止其跌價容易些。假如要阻止匯兌漲價或使其跌價所需要做的，就是政府願意或且能夠去賣出充分的國幣；假如要阻止國幣的跌價或是要使其漲價，那就要相當的準備金（如現金或國外匯兌）。每個國家雖然有無窮盡的國幣財源，但他的現金與外國貨幣的數量是有限的。所以一個國家要賣出他的國幣去阻止匯兌漲價或是使其跌價的界限，那是可以由他自己決定的。假如對於國幣膨脹的限制，不論是法律上或是其他的限制取消了的話，那末，政府如要阻止匯兌漲價或使其跌價，那就沒有限度的了。因為他們可以由於外匯干涉或由於現金政策這兩種方法來利用他們國幣的財源以達到這種目的的。

但匯兌限制積極的方法，那就比較困難了。雖然政府有很多的方法可以阻止匯兌不需要的跌價或是使匯兌需要的漲價，可是他們對於抵抗一種堅持的逆勢力量究屬有限。

從運用上的方法看起來，匯兌統制可以分爲三種：

第一 匯兌統制最和平的方法；這方法的運用是對銀行或市場上的一種非正式的勸告，或道德上的壓制，

道德上的壓制有很多種，而程度也有不同，如鼓勵國人的愛國心，或予以警告，或用報復的手段來對付；但報復的手段實際上與法律上的限制相等。如「買英國貨」運動，便是道德上壓制最和平的方法之一種，而對於貸款與外國的一種非正式的禁止，乃為道德上壓制最嚴厲的方法了。

第二 各種匯兌統制的法令，但這種法令，事實上對於匯兌交易并沒造成一種專賣的。在這種情形之下，各銀行對於法令祇能夠遵守，便可以和他們的顧客做交易的。所以外匯干涉可以歸在這一類之內的，因為牠對市場上還留有相當的自由。

第三 極端嚴厲的匯兌統制方法；這就是匯兌交易的專賣。在這種情形之下，假如各銀行是可以做匯兌交易的話，那他們祇能做政府當局與一般顧客的中間人而已。所以能夠和平常的供給或需要對抗的，祇有中央銀行或同等的機關。這樣國外匯兌交易的自由，是完全被壓制的。如那些最嚴厲的匯兌限制和匯兌交換等，可以說是屬於這一類的了。

我們現在來研究匯兌統制所要對抗的要素和力量，這些可分為五種：

第一 流動的銀行結存的轉移；

第二 國民資本的逃避；

第三 投機；

第四 貿易差額的變動；

第五 別國所執行的匯兌統制。

這種流動的銀行結存，時常從一個金融中心移到別個金融中心去。這可以說是世界經濟恐慌期中擾亂的主要原因；它就是一種極大數量的資本移動，而這種移動是使現在貨幣制度的自然運用所不能應付的。但要用特種的統制方法來應付。就是限制的方法——如一九三一年德國債務的停止償付——或干涉的方法。這種銀行結存的移轉，不但對於輸出的國家發生不安的狀態，就是對於輸進的國家也會引起不安的狀態。雖然匯兌統制對這些流動的銀行結存離國的時候，可以用限制的方法去對付；但到現在還沒有人應用匯兌限制的方法來對付這種結存的收入。而干涉的方法可以說是政府當局對付這種不需要的輸入，最有效的工具了。

國民資本的逃避，可以說是與流動性質的外國的銀行結存的移動一樣，但也可以說比較還危險些；因為可以輸出的國民資本的數量，平常是比較外國的銀行結存的數量要大些，所以平常匯兌限制對付國民資本的逃避，比較對付外國銀行結存的移轉還要厲害。這一方面也是因為這種資本的主人容易查得出來，而且對於避免這種限制的處分也是容易執行些。國民資本的逃避也好像銀行結存的轉移一樣，可以分爲：A 資本向內的逃避和 B 資本向外的逃避兩方面。

投機是可以用干涉和限制的兩種方法來統制的，故可說是造成匯兌統制之廣大範圍的因素。假如一種投機是沒有大量的外國銀行結存的轉移給它幫助，或是國民資本的逃避給它幫助，那麼，政府當局無須動用大量的財源就能夠對付了。匯兌限制也能夠對付這種投機的。就是外匯干涉，如技巧運用得好的話，那也可以不必用

多大的財源就能達到對付它的目的了，但是通常的投機都是附帶其他的因素，所以就容易來統制了。

國外貿易趨勢的根本變動，也是造成匯兌統制的另外一種因素，而為政府當局所應該對付的。在平時，貿易的差額很少突然的大變動，所以用尋常的方法來對付就可以了；假如情形不好的時候，那也可以向外國借款來平衡這種貿易的逆勢。

但在一九三一年以後所表現的貿易差額的擾亂情形，是不能以尋常的方法來對付的，故祇好用匯兌統制的方法。外匯干涉也不能夠很有效的來對付這種有繼續性的大量貿易逆勢；但是匯兌限制，比較上還是有效些。這種匯兌限制有兩種方式：

第一，供給輸入商所需要的外幣應合理化；就是要看本國輸出商所得到的外幣情形如何而定。

第二，扣留輸入商應付與外國的貨物的價值；或是採用其他統制的間接方法，如關稅，限額分配，出口獎勵金，或物物直接交換等方法。

匯兌統制有時是用來和別國的匯兌統制所發生的效力相對抗的，如以外匯干涉來調劑別國的外匯干涉所發生的效果，那就可以說是一種貨幣的戰爭了；但是我們還沒有看到這種例子。不過我們常常看見一個國家採用匯兌限制來對付別個國家的匯兌限制。在匯兌限制的範圍內，有很多像這種互相對抗和互相報復的。除英國之外，可以說是沒有別的國家對於他們的國民受了別國匯兌限制的損害而不去報復的。這種兩國匯兌限制鬭爭的結果，常常變成了兩國間的匯兌交換或物物交換的辦法；匯兌統制的間接方法，如採用輸入限制與輸出

獎勵金，那常常會引起對方有同樣的報復的。

最要緊的問題，就是匯兌統制的目的是什麼？關於這個問題，各專家的意見可以分爲四種，而匯兌統制之目的應居下列四種之一。

- 一、阻止匯兌的日常漲落。
- 二、阻止匯兌投機的影響。
- 三、阻止季節的，或其他臨時的（雖然有時頗長久的）尋常趨勢。
- 四、阻止根本性質的趨勢；不論這種趨勢是尋常的或是非常的。

假如一種貨幣不是屬於金本位的，而且它的價格不安定於別的金本位貨幣，那麼牠日常的漲落有時可以使得貿易上或是金融上引起不安狀態。有時個人大量的交易，或多數人有同樣的交易，這兩種都很容易引起一種變動；這種變動的性質雖是臨時的，但對於一般的出口商或其他有關係的人，卻有很大的影響。這種變動，在平時如用干涉的方法，就可以很容易應付的，就用匯兌限制的方法也是有效的；因為它可以控制日常變動的尋常原因，並且可使政府當局知道市面的實在情形，在那些有限定匯兌交易必須呈報政府的國家裏，任何種突然的增加買進或賣出，立刻可以應付的。有的時候匯兌限制是用來對付這種交易的。例如在英國常常干涉市場的時期中，倫敦大多數的銀行，遇着特別大的交易，就會先去通知政府當局的。

要來阻止投機的趨勢，那是一種比較困難的工作；但如上面所說，投機如沒有附帶着根本的趨勢，政府是能

够對付的；假如投機只是造成空頭地位或多頭地位的話，那麼匯兌限制就很可能應付了。如禁止用本國貨幣與外人，那就可使做空頭投機的人十分困難；因為這可以使他們投機的費用很大而且很危險的。假如強迫本國銀行不去買進遠期的本國貨幣，那也有同樣的效力。如荷蘭的貨幣就是常常這樣做的。但若匯兌干涉和匯兌限制雙管齊下的同時并用着，那效力就更大了。

阻止投機的變動是必要而且很有益處的，所以除了那些絕對相信放任主義者之外，是沒有一個人要反對用匯兌統制來達到這種目的的。但是要來阻止季節的變動或其他純粹臨時性質的因素時，那一定有人要反對的了；因為許多人以為投機是一種非常的原素，所以應該用非常的方法來對付的。尋常的原素，如季節的變動，那是應該讓牠去變動的。但這也有困難的地方，就是在於不能把季節的變動與投機的影響區別出來。因為預知了季節的變動，結果必使投機增加了，並且因為投機增加的緣故，使這種季節變動的正常影響也擴大了。關於這一方面，匯兌限制對於控制這種變動，除非很嚴厲的應用，是沒有多大效用的。如用干涉的方法并且要它有效力的話，那一定需要比較大的款子，纔能阻止日常的漲落或投機的趨勢的。

雖然季節趨勢是否應該由匯兌統制來干涉的問題，還是沒有解決，但對於用干涉的方法來阻止帶着根本性質的趨勢，那就有許多人反對了。經驗告訴我們，在某種情形之下，政府當局就用匯兌統制來對抗這種根本的趨勢，也會成功的。如德國在一九三一年實行債務移轉半停止的匯兌限制方法，是能使金馬克安定的。美國政府實行匯兌統制的現金政策，亦能使美元跌價到需要的水準的。無論如何，要分別季節的變動與根本的趨勢，是很

困難的；而投機的影響與根本趨勢的區別，那也是一樣的困難。其實日常的變動也許就是一種根本趨勢的預告。我們在下面幾章裏，就要來研究匯兌統制的各種方法，在要完成他們所負的任務時是否適合。而我們研究它的目的，是有兩種的：

第一，我們要來研究匯兌統制在各種施行上的經濟觀。

第二，我們要來估定它所用的技術與方法，對於達到他的目的是否適當。

第八章 匯兌干涉的經濟觀

我們上面說過，在匯兌統制的領域裏，事實是居理論之先的。匯兌統制的各種方法之所以創造出來，並不是科學研究的結果，倒是當時事實上需要的結果。匯兌統制，大部分都不是由於經濟學家所提議的；反之，它常常還要受他們的反對。因為匯兌統制的起源，完全依着事實的需要，所以它的創制人，只想到它最近的原因與效果。經驗告訴我們，匯兌統制可以變成一個很重要的因素，遠出於它最接近的範圍之外的。我們在研究它的根本原因與遠大的影響時，我們要曉得，匯兌統制並不祇是一種技術上的問題，而是現在經濟制度的一種強有力的因素。所以匯兌統制在經濟科學中，應該佔着很重要的位置。

在匯兌統制的各種方法中，關於匯兌干涉的經濟方面，特別值得我們注意。至於其他各種方法，大多數是消極的；因為他們只包括對於匯兌市場的自由加以限制。而干涉卻是一種積極的舉動，是要使得主持干涉的當局負着很大的責任；而這種責任的性質與範圍，常常不為他們所充分注意到的。主持干涉的當局，須具有下列兩種原素：一、要完全熟悉外匯市場的消息；二、要有經濟學者的頭腦，知道這種措施所包含的深刻意義。

歐戰以後，常常有匯兌干涉的必要，這就是表明放任主義的時期已經過了。從前的經濟學原理，是建築在一種自由的信念上的，就是：「假如政府當局，不干涉經濟的趨勢，那末每件交易都是爲着人類的最高利益的。」但

是這種信念，現在不論是在國外匯兌政策方面，或是其他的經濟政策方面，都是不適合的。在我們這種變動的情勢之下，經驗告訴我們說，各種逆的趨勢，不獨不像那些主張放任主義者所說的，能夠自己糾正自己，且常常要發生更不好的影響。而這種影響，祇有用干涉的方法纔能破除它。現在這種逆勢的勢力，是更增長着，假如任它自己去發展，以待牠自然的糾正自己，那麼在這「過度時期」內，一定要受很大的損失與痛苦的。

我們可以舉一個例子證明放任主義在現在的情勢之下是不能得到完滿的結果的。我們記得那些傳統的規則 (Classical rule) 假如說是任貿易的逆勢來發展，他就會使匯兌跌價的；結果自己會自動的糾正了自己。但是在現在的情勢之下，因為很多國家採用輸入限制，並且因為英國的幾個商業勁敵的國家的經濟制度有更大的伸縮力。故在求得需要的平衡 (equilibrium) 之前，一定要使英鎊的價格跌得很厲害的——假如這種平衡是能用這種方法來求得的。但是英鎊的過度跌價，一定更使通貨緊縮更厲害，並且恐怕要發生世界的經濟恐慌。所以應該要很聰明的，把那些傳統的規則撇開，而去採用進口稅來限制輸入貿易，以恢復貿易的餘額。並且在一九三二年底到一九三三年，要實施匯兌干涉來阻止英鎊跌價的趨勢。這就是不照放任主義去做的。

在一九三二年與一九三三年，因為市場上有一種趨勢，把英鎊的匯率提得過高，所以設法去防止英鎊的漲價，也是一樣聰明的。我們承認英鎊的過度漲價，會照傳統的規則所說的，使自己產生糾正的因素，並且也使匯率跌到更尋常的水準上。但是這種「糾正的因素」就是任出口貿易減少和失業增加，所以除那些極端迷信放任主義者之外，大家對於當局採用干涉來做解決的方法，一定能够表同情的。

還有幾個固執的正統派經濟學者，以為不必採用干涉來對抗這種非常的匯兌逆勢的。若用中央銀行的尋常方法，如變更銀行利率，或收縮貨幣上信用的數量，就可以對付它了。但是因為匯兌漲價和跌價的兩種趨勢，都是很強硬的，這種方法的採用，一定要使銀行利率與貨幣財源起了極大的變動。這樣，是很難使貿易恢復原狀的。假如不論什麼理由，英鎊發生了弱的趨勢，那麼正統派經濟學者所提議的方法，恐怕不能夠阻止英鎊的跌價吧。假如能夠的話，而所受的損失，是很不值得的。但如用干涉的方法，那就很容易達到目的了。

現在那些外人在本國的銀行結存的移轉，或本國人民在外國的資本的逃回。在國外匯兌市場中，佔了極重要的位置。假如用對付流動資金的政策，來對付這種資金的移動，那是錯誤的。有人說，假如在一九三一年的夏天，政府採用通貨緊縮政策的話，那麼，也許就能夠救護英鎊不致脫離金本位了。因為如壓低英國貨價，就可以增進英國的對外貿易，這樣就可以挽救當時的逆勢。但是假如我們想到在三個月裏的資本金的提回已達二萬萬英鎊，故欲影響當時貿易差額來反抗這種壓迫，那是很困難的。因為英國的進口貿易，大部分沒有伸縮性的；如欲使英國的出口貿易，能在短時間內增加三倍或四倍。那些稍有事實上的常識的，都知道這種情形是不可能的。其實資本金的流出，只有用政府干涉的非常手段纔能夠對付，那是很明顯的事。在一九三一年，不能挽救英鎊崩潰的理由，是因為政府當局所有的資源不充足，沒有能力去應付大量資本提回的緣故。假如當時，他們有充足的財源，那末一定能夠繼續維持金本位的。反之，若採用正統派的方法，也是不能保護英鎊不致崩潰的。

此外，干涉之所以成爲中央銀行政策必要部分的理由者，因為尋常的糾正因素，是受了壓制而不能自動地

進行的英國在外國的短期信用貸款，與長期的投資呆滯了，所以不能由增加銀行的利率，把它掣引回來，以應國內的需要。這雖是一種臨時性質的事，但是恐怕第二次經濟恐慌的時候，會再發生的。

平常匯兌干涉的目的，是很明顯的要來反抗投機者的影響的。從狹義說來，匯兌上的投機活動，就是造成了多頭或空頭的地位。主持干涉的當局，初步的工作，是要阻止這種投機活動以影響匯兌。如當局採用某種技術上的方法，就可以抑制這種投機，縱不至於完全不可能，亦要感着極端的困難和危險的。但很多人的意見，以為當局不應該用干涉的方法去消滅投機者的活動。他們說，投機者有時在國外匯兌市場裏，也做很有用的工作。假如沒有投機，那末在匯兌市場中，就沒有旺盛的遠期交易；就是在臨時交易的市場，倘若祇是來抵補投機的影響，那末也不會使人滿意的。好像某時期，在國際市場裏，非投機者的貨幣供給，比較非投機者需要多的時候，那就是投機者的本職，去吸收這過量的供給；故能使匯兌有回漲的希望。假如當局使投機絕對的困難或危險時，那麼，這供過於求的數量雖是相同，而結果一定要使匯兌跌價得更甚。我們可以拿意大利的例子來證明，因為當局的干涉，使做里拉投機者，差不多完全沒有能力，所以在一九三二年正月，因有某種特別移轉的結果，市面上里拉的供給過多；於是當局決意讓它自動的去發展，結果，使里拉的跌價，完全出乎這比較小的數目所能够影響的範圍之外。雖然這樣，如會使投機完全在控制之下，那麼，所得到的利益，定要比它的害處大些。

從廣義方面說，投機不獨包括造成了多頭或空頭的地位，并且也包括國際上資金的移動，這種移動是為着要得到某種預知的匯兌變動的好處，或是避開某種匯兌變動的害處；匯兌干涉，時常用來對付這種廣義的投機

的。因爲如不去反抗外國的資金向外流出，或是向內流進的影響，祇去消滅多頭或空頭的投機，這不獨無益而且有害的。這種資本金的移動，常常使實際的供給與需要的差額更大。所以那時祇有由政府當局，或投機者去吸收這種過剩的資金，或去補償這種差額。但干涉是應該用來一律對付狹義的投機或資本金移動的趨勢。

因爲有大量的流動資金，從這一個金融中心轉移到別個金融中心，故使中央銀行有一種新責任，即是要調節這種移動對於國幣所生的影響。中央銀行，因爲要達到這種目的，所以應該在這種資金流入的時候，去賣出匯兌，使他對於資金離開本國時，有再賣出的準備；假如不是這樣做，在資本流入時，一定要使匯兌上不需要的漲價。不獨如此，倘若這種貨幣估價過高的結果，倒使牠容易受傷；因爲隨時有什麼不利的因素發生，就會產生了更大的影響。假如在這種資金提回的壓迫之下，中央銀行沒有積存國外匯兌作準備，那麼，它祇有兩條路可走：不是用它自己的現金來應付這種匯兌的需要，就是讓本國匯兌去跌價下去。這種情形所產生出來的害處實在很大的。在那些金本位的國家，這種流動資金的移轉，對於匯兌上雖沒有很大的直接影響，然而現金的流出或流進，結果必使金融市場的不安定，而且會成爲一般的擾亂因素。在那些不是金本位的國家，這種資金的移動，會使他們的匯兌起了大變動。這種變動便是匯兌干涉所應該來阻止的。

在世界經濟恐慌之前，英國有很多的外國銀行結存，這種結存是有固定性質的，且數目約在幾萬萬鎊以上。雖然這種銀行結存的結構和主人常常變動，但是他們的總數的變動程度，比較是很小的。倘若把這些資金的大部分，認爲是倫敦的固定財源，那是很適當的。所以祇須準備這種資金的少數的提回就够了。但是經濟恐慌發生

後，情形就變更了。在一九三一年七月以後，外國所寄存的每一個英鎊，是代表一種隨時可以提回的存款，故須給他以適當的準備。因為這些流入資金的相對物，是貸與外國的短期信用貸款。這些貸款，有的已經還本，有的是變成呆滯的了。因此，祇有由中央銀行在外國去積存同樣數量的銀行結存來做這種資金提回的準備。因為要達到這目的，故每次外國資金的流進，便使政府的國外匯兌準備，有了同樣的增加。英倫銀行因為要向其他銀行去調查，纔能得知外國在倫敦存款的數量，所以他所需要準備的數量，不應該以鈔票發行的數量來決定，是應以外國存款隨時可以提回的數量來決定的。

要求得與流入的外國資金同樣的東西，不是一樁多餘的事，乃是很必需的。假如英倫銀行的外匯準備增加了兩千萬鎊，而在倫敦的外國的銀行結存，增加了四千萬鎊，那麼，英倫銀行的地位，并不比較強些，而是比在沒有外國銀行結存增加以前，還要弱了些。但這種事實，并不為一般人所理解的。當一九三二年四月，外國的資金向英國流入使得外國政府的外匯準備大增加，當時一般人把這種資金當做英國固定財源的增加。竟有些人發出要把新近採用的進口稅取消的一種無理的主張。他們以為現在外國資金，不斷的向英國流入，英國便能夠讓進口貿易比較出口貿易多些。贊成或反對取消進口稅的辯論，雖甚囂塵上，但是那些主張進口稅應該取消來收納外國人給英國的短期信用借款，是太虛妄了；因為這種借款在短時間通知之內，就可以提回的。這可以充分的證明當時一般人不知道這些流動的外國存款應該怎樣處置的。匯兌干涉的主要目的，就是要使當局在外國資金流入的時候，去積存和它數量相近的外匯準備。

雖然干涉的明顯的目的，只是要來對抗日常的移動和廣義的投機對於匯兌的影響。但是當局在採用一般的貨幣政策的時候，也常常覺得要來利用它。在理論上，最理想的解決方法，是來消滅投機的影響，並且使純正的經濟趨勢去決定匯兌的水準。但事實上，要去區別對於匯兌的買進或賣出的壓迫，那種是純正的經濟趨勢的影響，那種是投機影響，是不可能的。所以政府當局，就要決定在那個水平線上，匯兌和經濟的平衡率是相等的；並且要用干涉的方法來維持匯兌在那個水平線上。在他們要維持匯兌在適當的水平線時，便常有錯誤的，就是常會把匯率提得太高。但這也不可免的，不過當局不能故意去犯這種錯誤。假如當局覺得他的地位很穩固的時候，也許會覺得要利用干涉的工具去把匯兌提得過高。而希望經濟的平衡率，自己會適應到這新的水平線上。這是要重演一九二五年英國所做的錯誤的。其實這種錯誤是可以避免的。長期的看起來，要維持貨幣在太低的水平線上，那也是一樣的不好。因為這種政策，也許會促進國際上的通貨緊縮，或使國際上貨幣貶價的競爭。這兩種情形，都會使得經濟恐慌增加或延長的。

從國外匯兌政策方面看起來，干涉是很適當的。倘若所有的財源充足，并管理的方法很能巧妙的應用；那末，干涉便是匯兌統制最有效力的工具的。對於國外匯兌市場的干涉，是在各種匯兌統制的方法中比較不大受人批評的。因為這緣故，對這種匯兌統制方法反對的比較就很少數。其實匯兌干涉已被認為貨幣制度的一部分機能了。

現在我們更要進一步從一般的影響去研究干涉是不是適當的。雖然它的當前目的，是來影響匯率，但它直

接或間接的，對於我們經濟制度的各方面，都會產生了更大的影響的。在研究它的影響時，我們必須要區別：一方面匯兌干涉對於國幣安定與匯兌率移動的影響；一方面是施行匯兌干涉所做的交易對於國幣安定與匯兌率移動的影響。

干涉對於匯率的影響如何，是要視干涉所對付的種種趨勢的性質如何而定。假如當局干涉的目的，是在對抗投機的或季節的變動，那末維持匯率安定的結果，差不多如由別的方法來維持這種安定一樣。假如由於干涉而使匯率能夠維持到某種水平線上，而這種水平線是與它的經濟平衡率相等，那麼干涉所做的任務，即是與戰前金本位的尋常方法所做的一樣。假如干涉的結果，使得匯兌脫離了它的經濟平衡率，那末，這樣的舉動是會發生完全不同的影響的。

在歐戰期中，英國把英鎊價格與美元固定着，這種干涉的目的是要來提高匯兌率在經濟平衡率之上的，這便是由於干涉而發生了非常的影響的例子。在一九一五年到一九一八年中，因為戰爭關係，英國所發生的特殊情形，就是去提高國內物價。假如當時英鎊讓它自己去變動，或是干涉的目的是來對抗過多的投機，那末，英鎊對美元的匯率，恐怕就能夠代表它的經濟平衡率了。但當時英國的物價是在那裏高漲着，而英鎊對美元的匯率又是固定不動的。那很明顯地容易計算得出來的。就是美國的物價一定也要跟着英國的物價高漲起來。雖然美國沒有像英國那樣使得物價高漲的因素。從美國與歐洲兩方面的觀點看來，美國的物價高漲是有不利的，所以剛纔的例子，就是表明干涉雖在國外匯兌政策方面是成功的，但是，假如它的目的是要去對抗那些根本的趨勢時，它

對於一般的影響是有害的。

要用干涉來對抗那些根本的趨勢，大多數是不能成功的。在歐戰後，德國國家銀行有時也用干涉的方法來阻止馬克的跌價，但終不能達其目的。就是從國外匯兌政策看來，也是不能達到目的的；並且也不能阻止物價的上漲。假如德國有大量的現金與國外匯兌準備，也許他們就能够在幾年中把馬克價值提高。在這種情勢之下，國內的通貨膨脹與馬克價值安定聯合在一起，恐怕會使世界物價高漲起來。在一九二六年到一九二八年，法國用干涉的方法來維持佛郎在比較低價的水平線上，因為當時法國的匯兌不能夠表示法國物價與世界物價的比例，並且法國的物價不能上漲與世界的物價相適應，結果是使世界的物價跌落來適應法國的物價——這就是一種最不利的發展。而這種發展也許就是引起世界經濟恐慌的原素。

在一九三二到一九三三年中，英國的國外匯兌政策，是用干涉方法來阻止匯兌的暴漲和暴跌的結果，使英國的物價維持得很安定，這是對英國很有利的，但對世界物價則不利了。因為英鎊貶價的緣故，使世界的物價也降低了。假如當時干涉的結果使英鎊與它的經濟平衡率相等，那末，對於世界物價的惡影響恐怕能夠避免了。但英國政府因為財源不充足，所以不能維持英鎊與它的經濟平衡率相等。

以干涉的方法來維持一種貨幣的匯率，這樣對於生產的影響如何，大部分是要看它對於物價與國外貿易的影響如何而定。貨幣貶價是會鼓勵生產與貿易的，反之，貨幣的漲價是會阻止生產與貿易的。干涉的利益，大體上是臨時的，這不獨是因為在長時間之後，物價與匯率是會互相適應的，並且因為別的國家也會照樣的去做的。

以現在這種貨幣價值已貶低，但將來也許成爲一種高價的貨幣了。以遠大的眼光看來，用干涉的方法來維持貨幣在錯誤的水平線上，這種所發生的經濟上的影響，對於任何方面都是不利的。

我們一直到現在所研究的是關於主持外匯干涉的當局選擇匯兌率所生的影響。現在我們要來研究由于干涉而發生的交易的影響。大量的買進或賣出外國貨幣與現金，一定會影響到國內與國際的情勢的。大體上說來，因爲干涉的緣故，而去大量的購買現金與外國貨幣，是會使國內發生通貨膨脹的；反之，倘若大量的賣出現金與外國貨幣，那結果會使通貨緊縮的。但是最需要用何種方法來供給干涉的財源，并且還要看這個國家的經濟制度是否能接受通貨與信用的膨脹。在經濟衰落的時期中，信用供給過於信用的需求，在這種情形之下，通貨膨脹的結果，一定是使得短期的款項過多，并且利率也降低。這時因干涉而起的通貨膨脹的影響如何，并不能在物價與生產方面很明顯的表現出來。當局出賣現金與外國貨幣所發生通貨膨脹的影響也是相同的。有時國家的信用財源，大部分已經使用了，而這種交易結果是會使通貨緊縮的。但如有很多過剩的資金，那麼因爲干涉而使通貨緊縮對於物價是沒有多大的影響的。

至於因爲干涉而做的交易，對於國際上的影響如何，那是要分別這種交易是用現金的或是用外國貨幣的。假如干涉祇限於購買外國貨幣，那就會使國際上的通貨膨脹。因爲干涉的財政供給，會使國內通貨膨脹，并且在國外積存了大量的銀行結存，會使得外國也有同樣的通貨膨脹。這樣干涉的結果，是使信用資源加倍，這就和戰後貨幣安定時期中虛金本位所做的交易一樣地使信用資源增加。如那些主持干涉的當局把在外國所得到的

銀行結存去購買現金，就是向所在的中央銀行去提取現金，那末，這種交易在國際上的影響是要使通貨緊縮的。在理論上，一個國家失去了現金，就是別個國家得着了現金；同樣的，一個國家的信用緊縮，應該也有他國的通貨膨脹相抵消。但是在事實上，因為現金流出而發生的信用緊縮，常常是大過因為現金輸入而發生的信用膨脹的。

從政治上看起來，干涉的影響也是很重要的。一個小國家的干涉政策對於國際情勢的影響比較上還不顯著。而一個主要的國家的干涉政策，對於國際上所發生的影響的重要性，確是很明顯的。現在在國際金融的領域裏，是有三個很重要的國家，即是英國、法國與美國。我們已經看見一九二六年之後，法國採用國外匯兌政策的結果，在外國積存了大量的銀行結存。而這些銀行結存，在過後的幾年，有了極大的影響。在一九三二到一九三三年，倫敦的地位是和一九二六年巴黎所處的地位差不多。因為英國不是金本位的國家，並且有很多國的貨幣是與英鎊連鎖着，這樣使英國的國外匯兌政策與他的主要工具——干涉，是增加他的國際上的重要了。假如英鎊的局面是稍為進步了些，或是別的貨幣前途比較差些，那末，倫敦還是有極大的力量以吸引外國的資金的。因為使英鎊固定於較低的水平線上，英國當局就可以積存了大量的準備金。英國的地位既然如此，所以它在國際金融的市場中，就得到很大的力量。若把這些準備金用來做自私自利的政治目的的活動，好像法國在一九二九年到一九三二年中一樣，那麼這種力量就可以成爲一種很危險而有破壞性的力量了。假如是以建設精神來運用它，那它對各人都是有利益的。

在用干涉方法來得到外國銀行結存的習慣放棄之後，干涉政策的重要性大減少了。現在由于干涉的結果，所得到的外國銀行結存，普通都是即時換成現金的。故使用干涉的國家，就不像從前那樣能够援助別的國家，和能够利用它們這種援助作為要挾的工具。因為在他們有了外國銀行結存，對於外國的貨幣發生了困難的時候，就能够給予極大的援助。英國的匯兌平衡基金在一九二二到一九三三年中，嘗對抗過美元與佛郎向外逃避所發生的大部分的影響。但是英國政府從來沒有用這種力量，去作給人家援助時候的要挾工具。因為在沒有利用它之前，這種因援助而得到的某種讓步的可能性，已經存在了。可是現在，這種可能性已經不存在了。因為要用在那個國家所提出的現金去幫助它的貨幣，這對於這個國家是沒有多大用處的。

但無論如何，干涉還是成爲一種政治上的力量，因為它使政府能够做和外國談判匯率時要挾的工具。如果一個國家答應使匯兌不至於跌價到某種程度，那它也許能够得到貿易協約上很有利的讓步。但從美國放棄金本之後——尤其是在美國成立了與英國匯兌平衡基金相等的組織之後，這種利用干涉作為要挾工具的利益，就不是英國所獨佔的了。假如法國與其他的各國也仿效英國的例子去做，這種干涉的要挾價值如何，就要看各國的財源力量與運用的技術了。

第九章 匯兌干涉的技術

從許多方面看起來，政府或中央銀行，在國外匯兌市場中所佔的地位，和別的做外匯買賣的人大有不同。因為政府或中央銀行平常所做的交易數量，總要比任何個人的最大交易都要大些。所以政府當局和別的做外匯買賣者對抗時，常站在有利的地位，因為它的財源比較任何個人，或多數人集在一起的財源還要大些。雖然有時外匯交易者全體聯合起來，所有的財源是比較政府或是中央銀行所有的還要大，但事實上，在國外匯兌市場裏，多數做這種交易的，故意在同時時間內聯合在一起，是不常有的。因為政府當局對於他的財源能夠有單獨使用，所以和一個分散的市場對抗的時候，是站在有利的地位，並且政府常知道那些影響貨幣價值的因素，而這些消息普通不為外人所得知的。但無論如何，當局應該知道他們是採取那種政策的，而市面上大多數還是在黑暗之中全不知道的——尤其是在那些國家裏，消息的漏洩，是一種破例的，而不是常有的事。這樣看起來，美國政府當局和市面對抗時，就很難說是常站着有利的地位了。

反之，主持干涉的政府當局，常常還是站在很不利的地位。因為他們常由委員會來決定應採用那種政策或技術的。這樣他們一定需要相當的時間，纔能決定他們的步驟；但是在危急的時期，每分鐘的時間都很寶貴的。不過這種缺點是可以補救的，就是把干涉的權力交給一個人的手裏，而這個人在政府所定的普通政策之下，有了

很大的決斷權，那他就可以隨機應變，不致遷延時日了。政府當局還有一點是站在不利的地位的，尤其是在他們剛開始這種活動的時候，那就是因為他們缺乏經驗。他們是要去學習並且要付相當的代價的。

政府在國外匯兌市場中的干涉，可以採用消極的與積極的兩種方法。消極的方法，其目的常要使匯兌維持在一個固定的匯率上，那些代政府管理國外匯兌的銀行，就在這固定的匯兌上準備去買進或賣出外國貨幣。照這個方法，政府當局或他的代理人在市場裏的交易是不超出他們的範圍之外的。他們是不自動的去買進或賣出外國貨幣的。但假如有人欲購買或欲賣出外國貨幣，且這時沒有別人肯出較好的代價去做這種買賣，那末，政府當局就隨時準備在一定的匯率之下買進或是賣出。

積極的干涉方法，就是當局或他的代理人，在市場中自動的去做交易。他們不等那些要買進或賣出的人的請求，而是自己去還價買進或是以定價賣出外國貨幣的，因此，故能影響匯率的。總之，消極的干涉就是政府站在防備的地位，而他們的目的是來保持他們的地位的。而積極的干涉是政府當局採用進取的態度，目的是要去佔領所需要的地位的。消極的干涉是要使得匯兌安定，而積極的干涉是要使得匯兌向所需要的方向移動的——當然的，我們假定在這兩種情形之下，干涉是能成功的，但是事實并不一定是這樣。

這并不是說，消極的干涉目的要常去維持匯兌在一定的匯率上。而積極干涉的目的是要常常去使匯率變動的。政府當局可以因為事實的需要，去變更所固定的匯率。換句話說，就是去移動這「固定」。他們可以不變更他們消極的態度，而去改革匯率。就是在這匯率之下，政府當局準備去隨時買進或賣出外國貨幣。有的時候，這是

因為經濟政策上的關係，認為必須的；政府當局可以隨時變更他們的心思，就是對於匯兌，應該維持在什麼水平線上。有的時候，把固定的匯率移動了，是完全為着技術上的理由。假如一種貨幣，長久的固定在某種匯率上，這樣也許會使得一般人想政府是有意長久的把它維持在那裏，雖然有的時候，政府覺得會使市場上有這種信念是好的，但是有的時候，這樣對它是有不利的。如果匯率的固定，不常常變更，那麼，匯兌的漲落對於投機的危險，一定減少到最低限度了。倘若那些貨幣是金本位的，這種投機的危險就是等於現金輸出入點的界限加上即期與遠期率的差額。假使是要固定一種不兌換貨幣的匯率，那末，這種投機的危險就祇是限於即期與遠期匯率的差額之間。但是，如果匯率的固定有時是移動的，那麼，投機家就要負更大的危險。因為他們除了付遠期匯兌的代價之外，他們還可以因即期匯率的變動而受損失的。政府當局因為不時的變動固定率，那麼，他們就能够減少投機；并且能够阻止市價一致的移動。這種移動，如若讓它自由發展下去，將來恐怕不易控制的。

政府當局也可以對於那些估量他的財源力量太低的投機家，予以責罰。這種目的可用積極干涉來達到的。就是來壓迫做空頭的投機家，這也可以採用積極的干涉的，雖然當局的目的不在於要使他們的匯兌長久的跌價或漲價。市面上假如有了大量的多頭或空頭投機，這樣的市面是很容易受攻擊的。因為只用些小的干涉，就可得到很大的結果。政府當局在他們的計劃成功之後，可以允許匯率去恢復他從前的地位。這樣的結果，是對於投機家的一個恫嚇，并且政府當局可以從他們身上得到很大的利益。

政府當局也可以用別的方法來實行這種進攻的政策。他們可以不移動固定的匯率，使得不與投機的趨勢

相反或用積極的干涉來攻擊投機家；而可以在短時間內假裝對他們的壓迫讓步，這樣就可以使得一班投機家有了幻想。比方，他們的目的是要阻止匯兌的不需要的漲價；他們不一定用降低匯率的方法來攻擊做多頭的投機家。或者他們的目的是要阻止匯兌不需要的跌價，也可不必用提高匯率的方法來攻擊做空頭的投機家，而讓匯率去降低。這樣就給予一班投機家以繩索去自縊，將使他們都瀕入這陷阱裏去。這樣，空頭或多頭的投機會再增加，所以一個適時的反攻，就可以使匯兌變成更容易激動的。在政府交易的第二期，這種干涉的效果，常是很大的。這極大的效果，假如他們在進攻之前沒有技術上退讓的方法，或是不可能的。政府採用這種方法，就可以給投機者一個教訓。這種教訓是可以使得他們長久不忘的。但是這種方法的採用，并不是完全沒有危險的。因為要造成一種崩潰，比較防止一種崩潰容易些。政府所鼓勵的一種投機運動，也許很容易達到極高的程度，使得牠後來不容易控制這個市場的。

剛剛所說過的那種方法，在一九三一年到一九三二年之間，意大利銀行常常採用的，并且得到成功。意大利當局，不時對於投機家侵伐。所以能成功者，是因為他們對於里拉的財源，能有很嚴密的管理，且幸得意大利各銀行很守紀律。這一半是因為職業團體的制度，一半也是因為獨裁者的強硬手腕。故政府當局常能阻止投機家向意大利各銀行借款，來補足他們空頭的地位。因此，假如政府在國外匯兌市場上的交易，在技術上退讓之後，使得里拉稀少，故使一班投機家沒有法子，祇好受很大的損失去補足他們的空頭地位。

這種方法，要是用來壓制空頭投機的計劃，比較壓制多頭的計劃要有效力些；因為多頭的交割比空頭的補

進要容易些。假如那些多頭的投機家，有很充分的財源可以維持他們的地位，那麼他們對於匯兌的跌價不一定起恐慌而去割斷。但是那些空頭投機家，就可以強迫去結他們的帳，並且是在一個很不適當的時期去受着大損失的，好像意大利的例子所表明的一樣。

本文上面從歷史上的敘述，在歐戰期中，英國政府的干涉是由摩爾根銀公司作代理人。那時，他們的態度完全是消極的。當時他們並沒有想到採用上面所說的那種很狡猾的計策。英政府當局只是嚴定在一定的匯率上去無限制的買進英鎊。但法蘭西銀行，有時採用積極的干涉，德國國家銀行也是如此。在戰爭的後期，當着幾個中立國的貨幣，有了很大漲價的時候，英國、法國和美國的政府，就常常在西班牙與其他的中立國市場上，積極的干涉。在戰後的通貨膨脹時期，德國國家銀行，常常設法去用積極的干涉來阻止馬克的跌價。但是這種方法，就是在一九二三年到一九二四年，纔有效力。在一九二四年到一九二六年年終，法國的干涉，如我們上面所看見的，大部分是積極的。一九三一年，英國政府重新採用干涉的時候，起初還抱着消極的態度。一九三二年到一九三三年，英國便常常採取進攻的態度了。雖然它的干涉，常使得英鎊的匯率固定於他種的貨幣上，或是在必要時移動了這種匯率的固定。一九三一到一九三三年，美國政府因為要防衛美元而執行的干涉，是一致的處消極的態度。他們的唯一目的，祇是去防止美元在現金的輸送還沒有達到之前跌價。在歐戰中，意大利政府的干涉是消極的，有的時候卻是積極的。由於橫濱正金銀行代執行的日本政府干涉，大體上，一向是消極的。因為橫濱正金銀行的交易，是來補充金本位的運用，並且是來繼續維持這種制度的。

如政府的干涉目的是在於阻止匯兌的跌價，這種干涉之能否成功，大部分是靠著政府能夠動用的財源的數量，一部分還要看那些與政府反抗的真正非投機家的力量如何。但無論如何，做交易的技術，對於鬪爭的影響是很大的。假如政府手上的財源，是現金與外國銀行結存，且這種財源的數量比較真正需要的數量還大，那末他們的工作比較上是很簡單的了。在這種情形之下，他們對於空頭投機的活動，是不必擔心的。因為不論空頭投機的運動有多大的活動力量，他們遲早一定要補進的。假如政府當局的現金與國外銀行結存的數量，是比較那些真正需要的數量少些；那末，這種缺乏是應該用很技巧的交易來補充的。第一步，不能讓政府的敵人曉得這種防衛的弱點。在這方面，英國政府做了一件極大的錯誤。就是把麥密倫報告 (Macmillan Report)，在一個最不合的時期公佈出來。雖然大家都曉得英國的現金準備，比較是很弱的，但是沒有人曉得那些潛伏的真正逆對的因素的力量。一般人相信倫敦的外國短期資產與短期債務，大概是能夠互相抵銷的。但是麥密倫報告使得那些銀行界最熟悉的人，也有極大的驚異。就是倫敦的外國短期債務，不只四萬萬英鎊；而他們在外國的短期資產，祇有一萬五千萬鎊，並且這些資產的大部分是呆滯了的。所以還沒有付的短期債務的數量超過三萬萬鎊。假如把這種事實保守秘密，那末向法國與美國的五千萬鎊借款，也許能給市面上一個相當的影響。但是在麥密倫報告公佈之後，這筆借款被認為是滄海之一粟而已。

因為財源的不足，所以所採用的方法，把防衛英鎊的弱點，更明顯地表現出來。政府當局的適當政策，應該是在可能的範圍內盡量的去掩蔽他們的國外匯兌交易，這實在是一種很困難的工作。因為經紀人和那些做國外

匯兌買賣的，是十分的精明，不容易把他們引入迷途。他們可以從幾種標誌上去推測，並且很準確地推測市面。是有了政府的交易的。假如在市面上，常常有同樣的名稱，及很大的交易數量，在一天之內發現，尤其是這些有關係的銀行，平常的交易數量是很少的，那麼他們就很容易看出這是政府的交易了。除此之外，從那些代政府做交易的人的態度上，也能看得出來的。大體地說，假如這種交易是代表政府做的，那末，他們對於匯率的爭執就不十分厲害了。假如銀行是自己買進匯兌，或是代表他們的顧客做的，那末，他們一定輜銖必較的，雖毫釐之差亦有所爭。但是他們代表政府做交易的時候，就不去顧慮相差一分錢的 $\frac{1}{4}$ 了。除此之外，從那些主持統制市場者的態度上，也可以看出來。因為他們曉得自己地位的重要，故不能掩飾這種感覺。所以不論在那種情形之下，有經驗的外匯經紀人，雖然沒有線索可以做他們的幫助，而他們也能够區別出商業的或是政府的交易。這好像是有經驗的銀行家，常常能够在商業匯票（commercial bill）之中，指出那些是金融匯票（Finance bill），並且常常能覺得證券或貨幣的定購是投機的，故也能够很準確的看出那些交易是政府的。這樣，雖然是用很高明的技術來運用統制，是不能欺騙市面。但這并不能說就不去掩蔽政府的交易。

因為在一九三一年八月，英國的財源不充足，所以他們更要去掩蔽他們的交易數量了。政府當局當時并不是這樣做的，故使得他們的交易連那些經營外匯最不伶俐的人也能看得出來。當時政府指定兩個銀行來主持英鎊的防衛工作，那是錯誤的。這兩個銀行，一個就是做美元的交易，另外一個是做佛郎的交易。不久之後，市面上就覺得這兩個銀行的交易數量是比較他們平常的大了好幾倍。所以很準確的推斷出他們是代理政府做的。因

此那些經營匯兌的人，即拿這兩個銀行的交易單來比較，就可以曉得政府的財源是用去了多少。這種消息，很容易就傳出倫敦之外。故在不久之後，巴黎、紐約、亞姆斯德登或其他的銀行中心，就曉得英國的地位了。這雖並不是反映出這兩個銀行做交易的技術的錯誤；因為除非是最大的銀行他們自己有極大的交易之外，沒有一家銀行能把政府的交易完全掩蔽的。這種情形，政府後來就曉得了。所以在八月底，就有好幾家銀行出來主持這種政府的交易。就是在那時候，市面上對於國外匯兌的資源，用去了多少，也有相當的明白。但是他們並不能很準確的曉得政府交易的數量。所以在一九三一年九月二十日，政府公佈對於第二次的法美借款是用完了。使得多數經營匯兌的人，極爲驚訝。假如他們在起初的時候，就把那些管理清算的銀行來主持統制的事情；那一定對於政府當局很有利的。

上面對於政府當局不能掩飾他們的交易的批評，並不是說因爲要使得干涉成功，那一定要把干涉掩飾起來，因爲有時政府當局覺得把他們的交易公開，對於他們的工作更有幫助，這就好像一九二四年普卡賓壓制空頭投機的計劃一樣。市面上每個人都知道那幾家銀行是代政府維持匯兌的。全世界的投機家，對這幾家銀行的交易都十分留心，並且市場上也就跟着他們走。結果使得政府交易的效果特別的增加。

法國政府當局在一九二四年採用這種公開的維持匯兌的方法，是對的。但是在一九三一年英國採用同樣的方法，就錯誤了。這有許多理由：

(一)在一九二四年，沒有人知道法國的交易所依據的財源力量是多大，也不知道那些和政府對抗的力量

有多大；但是在一九三一年，市場上對於英國政府財源的限度都知道了，並且對於潛伏對抗的力量，也大概明白的。

(二)在一九二四年法國政府要應付的對方，大部分是投機家，如向其表示政府的力量，就可以使他們屈服。但是在一九三一年，英國政府所要對付的大部分是外國的英鎊結存的保持人。

(三)在一九二四年，沒有人知道法國政府提高佛郎的匯率到什麼地步。但是在一九三一年，英國政府的目，很明顯的是要來維持英鎊在現金輸出點之上。

(四)在一九二四年，法國政府所採取的態度是進攻的，因為這個原故，公開交易是有益處的。但是在一九三一年，英國是採用防衛的態度，所以公開交易反而有害。

這最後的一點是特別緊要的。因為如政府採用積極的態度去維持匯兌，政府在市面上做交易的證據，是可以表示出一種力量的。但是如採用消極的態度去維持匯兌，則政府的公開交易是表示一種軟弱的。政府當局在採用積極的干涉時，假如沒有動用他們的財源，那是不能壓制空頭投資的。假如政府當局祇是要來防衛匯兌使它安定，並且爲着這種目的來使用他們的財源的一部分，這樣就表示出匯兌的自然趨勢是向下的，並且是用人的方法把它提高起來。

要同時做公開的維持匯兌與掩飾的維持匯兌，當然是可憐的。在一九二四到一九二六年，法國政府當局常常採用這種方法。有時那些市面上已知道做政府代表的銀行所做的交易，是向一個方向的，而政府當局同時使

那些市面上還不知道是代表政府的銀行，也去做交易，不過這是向着相反的方向的，假如政府當局是不要用他們的國外匯兌財源來維持佛郎，那麼，那些市面上認爲代理政府主持交易的銀行，就賣出外國貨幣，所以使市面隨之而走。但是同時別個銀行，就祕密的來補足政府的財源。在一九三一年，英國政府所以不能採用這種方法者，就是他們雖是很靈巧的來做，也不能使市場上去依隨那些代理政府的銀行所做的交易趨勢。所以就沒有機會來補充政府逐漸減少的美元與佛郎的財源。也許在一九三二年的後半，英國當局可以採用這種方法，因爲當時的情形，對於這種方法是很適合的。

在一九三二年的夏天，又需要去維持英鎊了。雖然這一次比去年的是不怎樣的要緊，因爲這一年的情形與一九三一年的情形完全不同，就是英國的地位大體上是比較強些，并且人家也知道政府有了極大的準備金，可以用來維持英鎊。在這種情形之下，那就不用着去掩飾做維持匯兌的交易了。并且政府這種交易所發生的心理上的影響也是有利益的。因爲經營匯兌的人，隨時知道市場上是有政府的統制，於是他們所做的交易，也是朝着同一的方向了，這樣就使得政府干涉的效力更增加了。政府當局祇是買進少數的英鎊，就能够阻止匯率的跌落，也許能使匯率的上漲。但是很奇怪的就是英國政府并不會利用這種情形，他們并不去公開的做買賣，而是用極大的技術去把他們的交易掩飾起來。他們常常把代理政府做交易的銀行改換，并且常常在市面上纔知道那些銀行是代表政府主持統制市場的時候，政府又把這種市場的統制，移轉給別的銀行去主持了。政府當局因爲要掩飾他們的交易，所以有時在巴黎或紐約也有相當的聯絡來維持英鎊。因爲這樣，他們就把倫敦所做的國外匯

兌的生意，轉移到別的金融中心去了。這很明顯地是爲着當局對於掩飾他們的交易有這樣的懇切，所以他們就犧牲了倫敦的市場所應得的這種生意的合法利益，也在所不惜。雖然他們不能完全達到他們的目的，但是他們能够使經營匯兌的人混亂，因爲市場上對於政府是否進行統制，是很懷疑；假如這種技術在一九三一年的夏天採用的話，那是很有利益的。但是在一年之後，祕密舉動反爲有害了。因爲政府的交易不十分公開，所以他們就要使用極大的財源，纔能得到同樣的結果。這樣看起來，英國政府當局採用公開的技術與祕密的技術，都是不合時宜的。

在本章前節嘗提及把固定的匯率臨時移動，使得它離開政府願意維持匯兌的水準。假如這種移動是與投機的趨勢一致的——就是說，假如有買進的趨勢時，就把匯率提高，或有賣出的趨勢時，就把它降低——這種的目的是來鼓勵投機家，使以後更容易來壓制他們。假如這種移動是與投機的趨勢相反的，那末，這種目的是用表示政府有力量的方法來減少投機家的。這種方法是英國在一九三一年夏天所採用的，因爲要使市面上相信當時情形是在政府控制之下，所以把美元與佛郎的固定率提高在現金輸出點之上。但是因爲當時交易的情形關係，這種技術是不能欺騙誰的。不過在一九三二年夏秋之間，這種技術比較是很有成功的。

在一九三一年，爲着同樣的目的所採用的另一種方法，就是把遠期英鎊匯率的貼現減低，也許這種策略的目的是來把遠期的英鎊提高於現金輸出點。因爲如一種貨幣的遠期匯率是比較現金輸出點低些，那是一定要做成不良的印象的。但是假如市面知道這種匯率的提高，是完全人爲的，那末，要把匯率提高在現金輸出點之上，

來避免這種不良的印象是不可能的。在一九三一年這種技術是不能得到一種心理上良好的影響的，而對物價上的影響卻是有害的。它是鼓勵資金的提回，並且做英鎊的空頭投機。把遠期的美元與佛郎的貼水減低，更便宜了外國保持英鎊定期存款的人把這種存款出賣。但是這不能說得過於重要。因為在持有英鎊的外人對英鎊的安定失了信心的時候，他們一定趕快來防衛自己。這樣他們對於利率或對於遠期匯兌的費用，就不大去考慮了。但是把遠期匯兌的費用減低到在倫敦的利率與外國金融中心的利率的差額之下，就會鼓勵遠期的賣出。就是那些對於英鎊的安定沒有信心的人，也會這樣的。並且政府的政策來鼓勵做英鎊空頭投機的，也有很大的關係。假如政府把遠期率提高在現金輸出點之上，事實上這完全消滅了對英鎊的空頭投機的危險。在理論上，英鎊漲價高於現金輸入點時，足以使投機家感着一種危險。但在事實上，當秋天的季節壓迫的時候，是沒有這種危險的。因為在平常年裏，在八月與十二月底之間，英鎊是常常在現金輸出點左近的，假如把遠期的英鎊匯率降低於現金輸出點之下，也許即能阻止很多的投機家。但是情形既是這樣，投機家就有機會去賺一筆大款，而不必負極小的危險了。

別國的中央銀行，一定是從英國的經驗學來的。故在他們要來防衛自己的貨幣時，他們就採用一種完全不同的政策。在一九三一年底到一九三二年，常因外國銀行結存的提回與投機活動的關係，荷蘭的基爾特（Gilt）與比利時的佛郎及美國的金元是跌價到它們的現金輸出點左近的，而他們的政府當局卻允許他們的遠期匯兌去跌價在現金輸出點之下；荷蘭當局更進一步的去把遠期的基爾特的貼現率減低。如為着純正的商業

上的需要，那末，遠期匯率的定價是很公道的。但如係爲着投機的需要，那末，投機匯率的定價是等於禁止做交易一樣的。荷蘭政府這樣就增加補進基爾特的空頭投機的費用。假如說，基爾特之所以能够安定，是因爲這種政策的緣故，那未免過於誇大了。但是事實上，這種政策確實是能够防止世界上對於基爾特的空頭投機的。

中央銀行應注意遠期匯兌市場的干涉，或是應該祇注意即期匯兌市場的干涉？這是一個很大的問題。關於這一問題，一般的見解，在最近幾年中是有很大的變更。在金融恐慌發生之前，有很多人主張中央銀行應該很注意遠期匯兌市場；雖然這并不一定是來安定匯兌，而是要來改進普通的匯兌便利。當時且有提議要把國際清算銀行來變成遠期匯兌交易的清算所，但是這種計劃是受人反對的。而那些提議中央銀行應該更注意遠期匯兌市場的，也沒有人去附和。在這個金融恐慌當中，我們嘗看見英國做遠期匯兌的交易，和做即期匯兌的差不多。但是美國的聯邦準備銀行與比國國家銀行，雖是維持即期的匯兌，而對於遠期的匯兌市場，卻是絕對的守中立。在英國放棄金本位之後，英倫銀行也就停止做遠期匯兌的交易，並且在一九三二年中，他們的干涉是限於即期市場的。在一九三二年三月，他們因爲要來阻止英鎊不需要的漲價，使把市面上所供給的即期美元與佛郎都收買了。但是對於遠期的貨幣，一點沒有動手。這樣的結果，在三月初的時候，美元的遠期率便降低了，差不多有四五釐的折扣。假如不是因爲市面上預料一種大漲價的話，那一定會阻止做多頭的投機的。當時遠期英鎊有四五釐的貼水，可以說是一種很大的危險了。

在一九三二年初，因爲英國政府當局不能維持英鎊與美元比價在三·五〇左右的結果，人們對於政府所

採用的方法就有很多的批評。因為這種方法由各專家看來，是使做多頭投機的與當局對抗得到勝利的原因，但實際上，政府不能使英鎊跌價的原因并不是在於干涉的技術不好，而是在於政府準備去買進外國匯兌的限度定得太低。那些以為對於遠期匯兌市場假如有統制，那一定能阻止英鎊不需要的漲價的理論，是完全根據遠期英鎊的漲價會鼓勵匯兌仲裁者 (arbitrageurs) 去買進英鎊，并且把它投資於英國財政部庫券的一種意思。因為這樣的關係，所以外國的銀行就能够得着年利七釐半的利益，而毫無匯兌上的危險。老實說，這種交易當然是會使得即期英鎊的需要增加很多。倘說不是因為遠期英鎊有很大的貼水，政府當局對於買進即期匯兌的數量就會減少了，那是不錯的。但是，從別一方面說來，如要來減少遠期英鎊的貼水，那一定要去買進大量的遠期匯兌的。假如真的這樣做，那末，他們一定是和當時實際所做的差不多，同時達到政府準備去購買外幣的限度了；也許是比較實際上還要早一點達到這限度的。如利用匯兌仲裁的方法來買進即期英鎊，那對於政府當局成爲一種負擔的。但是同時用賣出遠期英鎊的方法來補進這種交易，那會使得政府當局對上面得到的負擔完全消除了。假如由政府用遠期匯兌市場，用干涉的方法，使得遠期英鎊的貼水特別的低，這樣也許會使得做英鎊多頭投機的增加，所以結果恐怕是使買進英鎊的更要強些。

雖然遠期英鎊的大貼水，對於投機上有不良的影響，但這是可以由逐漸高漲的即期匯兌率來調劑的。而這種即期匯率的升漲，在一九二三年八月八日，政府當局對於匯兌買進的壓迫表示退讓之前就發生的。因為英鎊每天都逐漸升漲，而投機家并不是因遠期交易費用的增加，而停止做空頭投機的。這種遠期交易費用，三個月期

的竟達到三四釐之多。因為這樣，政府就受了很多的批評。假如他們把卽期匯兌維持到相當時期，那末，他們也許能够使投機家不去冒這三四釐的損失的危險。但是在這種并不是技術的問題，而是這種政策的問題。假如是長久地維持卽期匯兌使其不漲價，這也許會使政府當局不得不去購進外匯比他們所準備去購進的數量要大些。他們阻止匯兌漲價能不能成功，大部分是要依靠他們願否去買進大量的外匯，而小部分是靠他們管理交易的方法。

還有另一個問題應該研究的，就是一種貨幣的匯兌是應該固定於別一種貨幣或是固定於幾種的貨幣。在金融恐慌之前，各國普通都是把匯兌固定於一種貨幣，這種所固定的貨幣，通常是英鎊或是美元。在一九三一年英鎊恐慌的時期中，英國政府把英鎊固定於兩種貨幣，即是美元與佛郎。因為當時對於外國貨幣的需要，大部分是美元，所以主要的心思，便是集中於英鎊與美元間的匯率上。而英鎊與佛郎的匯率，祇是爲着事實的需要，來把它適應在英鎊與美元的匯率上。但是當時沒有設法把英鎊固定於其他的金本位貨幣。因為這樣的結果，所以在一九三一年八月，荷蘭的匯率就跌落到現金輸出點之下，並且後來倫敦的現金就向亞姆斯達登輸出，這就給予英鎊最後崩潰的打擊。假如當時是很嚴密的從各方面去保衛英鎊，那末結果一定會好些。

但是這并不是說，在原則上去把一種貨幣的匯兌固定於好幾種的貨幣，是有益處的。因為在這種不安定的國際金融情形之中，這種工作恐怕是在無論那一國的力量之外。如果A是使得等於B同C，那末一定要使B同C彼此相等的。假如英鎊是要很嚴密的固定於美元與佛郎，這就是等於要使美元與佛郎彼此固定了。結果是，假

如這兩種貨幣中有一種顯露出疲弱的時候，英國就要自動的去維持它了。假如英國貨幣對所有的金本位貨幣都要維持固定的匯率，那末，英倫銀行就要像愛特拉斯（Atlas）一樣，去負起全宇宙的責任了。如一種金本位貨幣發生逃避時，那就要去把所有的金本位的貨幣都維持在平價上，這樣纔能調劑這種逃避的——或是最低限度也要把他們維持在現金輸出入點之內。這個國家之能否或應否做這種工作，不過是一種意見而已。有的人是覺得要來免除了那些金本位貨幣跌價的危險是有益處的。不過這是會使得這些有關係的國家有一個不平衡的預算而不受一種處罰的危險的，即是受他們貨幣的跌價處罰的危險。這種究竟是好的還是壞的，就是說要來干涉別國的金本位的運用，究竟是合理的或是不合理的，還是一個大問題。

從阻止一種貨幣不需要的漲價的觀念看來，那是很明顯的用不着去把英鎊固定於兩種或是兩種以上的貨幣；只要把英鎊單獨固定於兩種金本位貨幣之一種就夠了。也并不一定需要把英鎊常常固定於那一種貨幣的，在一九五四年初期，英國政府是採用英鎊固定於美元的政策，假如當時美元的匯率為英鎊所固定的，那末，他就準備去無限制的收買美元了。這樣的結果，就是美國政府對於美元的逃避並不擔心。因為拋出在市面上的美元，大多數會被英國政府所收買，這樣，英國是給了美國一種很有價值的幫助，但是這樣反使美國更不想去平衡他們的預算，和去整理他們一般的情形。因為那些交易的主要目的，并不是要來維持美元而是要來阻止英鎊的漲價的。但這是可以把英鎊固定於佛郎，就能够達到這目的。其實在一九三二年七月以後，英國政府當局有好幾次是變換了所固定的貨幣的。就是初時把英鎊固定於美元，後來又改變去固定於佛郎。但是原則上總是把

英鎊固定於這兩種貨幣中比較疲弱的一種。自一九三三年起，他們的政策改變了，就是開始去把英鎊固定於這種主要的金本位貨幣中的較強的一種。在一九三三年二月與三月的恐慌時期中，他們并不用收買的方法來提高美元的價值。假如他們的政策沒有改變的話，他們也許能夠暫時阻止美國放棄金本位。但是美國的放棄金本位，遲早終要發生的，英國也許就會受着積存了這大量的美元結存的害。

這樣就使我們來研究由于干涉所發生的利潤與損失的問題了。我們雖是不能完全漠視利潤和損失，但是要評判干涉的結果如何，這種問題是應該佔着第二重要的地位的。雖然政府的外匯干涉能夠給財政部一筆意外之財是好的，但是干涉的目的，是要維持貨幣在一種認定適可的水平線上，更為重要的。假如一面能夠達到這種目的，而一面又能得到極大的利潤，那是更好的。但政府不應該因為大眾的心理是喜歡他們的干涉會賺錢，而影響到他們的政策。假如國外匯兌政策的目的，是要有損失纔能維持的話，那末這種損失也是值得的。

在這一章之中，英國政府在實行干涉時所採用的技術，是受了很多的批評的。但是公正的說，在一九三二年底，他們在管理匯兌上，是學到了一種很可以稱贊的技術了。從那時之後，他們如有錯誤，那是政策上的錯誤，而不是技術上的錯誤的。英國的匯兌平衡基金，在市場上已成爲一種極大的力量。而他的成功的聲譽固然是因爲這基金的數量很大的關係，但也是因爲他們做交易時很有技術的。

第十章 匯兌限制的經濟觀

我們假如說，匯兌限制是匯兌統制各種方法中最可憎惡的一種，這不是矛盾的；並且由許多常人或專家看起來，它也是政府干涉的方法中最惹人憎惡的。各種方法比較起來，匯兌干涉是最受人歡迎的。其實這兩種匯兌統制的方法，有很大不同的地方。匯兌干涉，是政府向着需要的方向所做的匯兌交易；而匯兌限制乃為政府防止不需要的方向的私人匯兌交易。匯兌干涉，雖是干涉匯兌的自然趨勢，但并不干涉匯兌交易的自由，由純粹自由的經濟學派的眼光看起來，它也許是犯了十九世紀所承認的經濟科學的法規；但是它並沒有違反人類本性的根本法規。因為人類的本性，對於自由的限制是很反對的。反之，匯兌限制不單是違反了那些贊成匯兌趨勢自由變動的經濟科學的抽象法規，而且是違反了那些熱心維護傳統上行動自由的大多數人的感情。所以匯兌限制，比較匯兌干涉更常受人家的攻擊。但是大多數的人對它，祇是以歇斯的里的口氣去批評，而沒有一種建設的精神的。

我們承認，在這種種批評之下，是不能代匯兌限制辯護的。這些批評大概可以分為下列三種：

- (一) 匯兌限制是要維持匯兌在一個非常的水平線之上。
- (二) 匯兌限制對於國際貿易有很大的不利影響。

(三) 匯兌限制在實行上是沒有效力的，也許是完全不能夠實行的。

關於把匯兌提高在一個非常的水平線之上，在上面三章已有相當的討論了。我們已經說過，對於根本趨勢的干涉，大體上是不能夠得到長久的結果的；但是對於投機與季節的變動的干涉，則是可能而且需要的。我們如要評判匯兌限制存在的理由，就必須研究匯兌限制所對抗的趨勢是否尋常的和根本的。我們在第二章已經說過，匯兌限制的目的有五種：

(一) 防止投機。

(二) 防止資本外溢。

(三) 統制私人保藏外國貨幣。

(四) 防止轉移款項去償還外債。

(五) 防止過多的進口貿易。

我們相信，投機並不是一種根本的因素，所以來阻止投機並不是來阻止那些根本趨勢的尋常運用，而是來保護這種趨勢的尋常運用的。在理論上，假如投機沒有根本的趨勢幫助，那是一定要崩潰的。但是事實上，一種有堅持性的投機運動，是很能夠改變根本趨勢的。所以假如投機能夠把一種貨幣在一個相當的時間內，維持在它的經濟平衡率上下，那末這經濟平衡率，恐怕就要逐漸的適應於這種非常的匯兌率了。因為這緣故，所以用公正的方法來對抗投機的理論，就是從純粹的自由經濟學派看來，也是能夠成立的。如要來對抗投機，匯兌干涉比較

匯兌限制的確是一種更適當的工具。因為匯兌限制是能夠幫助或補充匯兌干涉之不足，所以它對於反抗投機是很有用的。

國際的資本移動，成爲干涉經濟的根本趨勢的一種強有力的非常因素，這些國際的資本移動，比較投機更能使那些根本的因素發生不斷的變動。假如當局要來防止這種非常的資本移動，使不致影響匯兌，他們就不應該去阻礙尋常趨勢的進行，而是應該去幫助這種趨勢的進行的。因為投機與資本移動常常表示出尋常的和根本的趨勢，所以要來區別適當的移動與非常的或是不適當的移動，那是很困難的。因為匯兌限制對於每種的投機與資本移動，都是沒有分別地施行着，這樣，他們就常常干涉到純粹的根本趨勢的進行了。

那些限制私人在外國保持貨幣的法規，是來補充限制資本移動的。我們對於這種限制認爲適當與否，要看政府對於私人的權利的觀念如何而定。在緊急的時期，政府爲着公衆的利益來奪取私人所保持的外國財產，是很適當的。在歐戰的時候，那些強迫私人繳出美元債券的法令，就是這種適當的舉動的例子。但是問題就在這裏，我們能不能把經濟恐慌認爲與戰爭所造成的緊急時期的情形一樣呢？這很明顯的，它們兩個的分別祇是程度的問題而已。但要來下個定律，決定在什麼時候這種緊急是十分嚴厲，應該有像這樣的政府干涉，那是很困難的。

匯兌限制的目的是否在防止外債的利息與原本的轉移？這是要完全靠着其他的考慮的。這種問題的研究，最好是先把一個債務國的地位當作一個私人的債務人的地位來看。當着一個債務人，覺得他不能償還他所有的債務時，那末，他唯一的辦法就是把所有的債務都停止償還，使得所有的債權人都得到他的財產的一部分；

而不應該採取先來者先得的辦法。一個債務國的情形，也是和這相同的。在政府覺得它的財產不斷的向外流出而不能制止的時候，那末，它是應該把償還外國債務的勞役 (Galic) 加以限制，這樣對於各債權國，纔算公道。這種舉動的目的，假如不是來使得債務折扣償還的話，那是很適當的。但是在過去的幾年中，有很多這種措置的失當的例子。其中最明顯的，就是德國。如對於債務的償還加以限制，當然是會使債務的價值跌落。所以很多的債務人，得到他們國家的默許來利用這機會以低價償還他們的債務。

匯兌限制最壞的一種，就是目的在於減少進口貿易。那些自由思想的經濟學家，對它有很多的批評，說它是對於貿易進行的一種非常干涉，而在他們的意見以為貿易是應該讓它自己去發展的。我們對於這種限制覺得適當與否，完全要看我們對自由貿易政策與保護關稅政策的爭論態度如何而定。假如我們承認政府有權力來把進口貿易減少的話，那麼這問題就是匯兌限制是否比較關稅，限額分配，或是對於某種進口的禁止，更適當些。

對於匯兌限制第二類的批評，就是它對於貿易有不利的影响。我們相信一九三一年之後，國際貿易數量的減少，大部分是因為匯兌限制的緣故。但是，「某人的毒藥有時反可當做別人的肉食。」雖然匯兌限制是減少國際貿易，但它在好幾個國家裏是有相當增進國內貿易的。從減少國外貿易來增進國內貿易的觀點上看來，匯兌限制比較保護關稅要差些，因為保護關稅是政府的公開政策之一部分，並且它的採用是鼓勵資本向受保護的領域裏投資，但匯兌限制是常常被認為一種臨時性質的緊急法令，並且如用很高的成本在這種臨時保護的領域裏，創辦某種工業，那很危險的。雖然如此，事實上很多的工業是這種匯兌限制的結果所產生的。他們希望這種

限制能維持很久，可使新的工業有機會去鞏固自己的地位。他們還希望這些新工業自能成立之後，雖是匯兌限制取消了，他們也能得到永久的保護的。

自有匯兌交換(Exchange clearing)與各國的物物交換談判之後，匯兌限制對於貿易的惡影響，已減少很多了。這些匯兌交換和物物交換，要在下面幾章再來研究；我們現在祇要指明，由於這兩種辦法的幫助，匯兌限制對於國際貿易的惡影響，就可以減少很多了。

對於匯兌限制的第三類的批評，就是匯兌限制的各種方法的效能問題。有人說，對於市場自由的種種干涉都是無用的；因為有很多空隙的地方，可以避免干涉，所以他們不能達到目的。假如匯兌限制所對抗的壓迫是強有力的，並且有堅持性的，那末，結果恐怕於當局反有不利。匯兌限制所維持的人為的水平線，與匯兌限制的自強水平線，兩個相差得越大的時候，要利用空隙來避免限制的誘惑也越多。其實在這種情形之下，匯兌限制使得忠實的人受了處罰，不忠實的人反得到便宜的。每次用匯兌限制的幫助，來維持一種匯兌在人為的水平線上時，就會發生一種非正式的市場。這市場的定價是更能够代表這種貨幣的自然價格的。這樣，事實上匯兌雖有限制，而這種匯兌還是照樣的要跌價的。過去幾年，因為匯兌限制方法的改良，這種批評已經失去力量了。匯兌限制的很嚴密的制度，雖還沒有發明，但它的方法已經是改良了。並且那些國家，凡是很着力地運用着它，是很有成效的了。對於這種限制的迴避，已不是一種普遍的現象，而是例外罷了。大體上，各國的匯兌限制已經有達到他們的目的的。

不論我們贊成匯兌限制與否，我們一定要承認無條件的來取消它，是不應該的。只有那些放任主義的妄想者，纔相信政府的神聖責任，是立刻去恢復國外匯兌市場的一切自由的。他們之中，那些比較中庸的，主張由國際的行動，比較由各國政府單方的決定好些；但是如不能達到國際共同行動的目的，那祇好繼續各人自己的限制。他們雖然很誠懇的相信，以爲一個國家可以不理它的鄰國所做的是什麼事情，而自己能够把匯兌限制取消，并且能够很快樂的生存下去。但在實際上，假如一個國家沒有大量的現金準備，這種政策一定是等於自殺的。他們以爲一個國家的行動，立刻可以給很多的國家模仿，這希望是極微的。假如這國所做的例子不立刻爲他國所模仿，結果一定是這國的現金準備，就要很快的空虛了，并且跟着貨幣也要崩潰的。結果這種試驗一定要終止，而恢復了匯兌限制來避免混亂與窮困的。

假使各國決定同時一致取消匯兌限制——以一九三一年倫敦經濟會議的經驗看來，這種的可能性是很渺茫的——一定使得財政上較弱的國家要跳到黑暗的泥坑裏去。這種匯兌限制的取消，一定要逐漸進行的，并且要有充分的保衛纔可。

第十一章 匯兌限制的技術

匯兌限制的效能程度之高低，是有好幾個因素的；大體上，匯兌限制的效能程度，恰和國外匯兌交易自由的程度成個反比例。如把外匯市場裏的自由活動加以更嚴厲的限制，那一定會使這種限制的效能增加的。但是這種方法能够成功與否，還要受着別種原因的影響。就是那些很周密的法律，也要依賴各銀行及一般人忠誠的合作，纔能够實行的；不然，恐亦等於廢紙。假如一般人與銀行不能忠誠的合作，那末，匯兌限制的成功，是要靠着對於那些迴避法律的人加以嚴厲的處罰的。倘若一般人與各銀行在本性上是不肯守法的，那末對他們嚴厲的處罰，如罰款，充公或監禁，就可以阻止他們的犯法行爲。在那些比較幼稚的國家，要實行匯兌限制，比較容易一點；而在那些先進的國家，倒感困難，因為他們有很多方法可以避免法律的。

我們在本文的歷史部分，已經看見匯兌限制的效能是因爲經驗豐富的原故，故能逐漸增加。雖然當局的心思和手腕并不像那些和政府反抗的人那樣聰明巧妙，但他們能够逐漸的去填補那些空隙，或是最低限度也能够使得這些空隙變成不重要了。這不單是可以達到目的，并且也可以增加法律的效能。目前最少有三個國家已經到了匯兌統制進步的時期：俄國的「黑交易所」已成了它本來的殘影了；在德國，假如沒有得到當局的同意，那也很難避免法律的裁判的；在意大利因爲慕沙里尼推行紀律的緣故，所以那些非正式的限制，大體上已是很

有效力。在許多別的國家裏，匯兌限制還沒有達到這麼進步的程度，這一半固是因爲沒有用嚴厲的法律來執行處罰，而一半也是因爲政府不願意去極端限制市場的自由。

匯兌限制能够實行的程度如何，大部分要看可以轉移到外國去的財源數量的大小；假如能阻止向外移民，那末這些財源是有限度的，因爲我們既然在這個國家裏居住，我們就應該留下財產的一部分在這個國家裏。無論在那種情形之下，國民的資財只能把小部分變成轉移到外國去的流動資產。在這種流動資產快要達到最後的限度時，那些要避免匯兌限制的，自然就會減少。例如德國，在一九三一年到一九三二年間，因爲有了很大的資本輸出，故在一九三三年就較容易來阻止的，蓋當時所剩下來可以輸出的資本已是不多了。

在各時期中各國所實行的匯兌限制，可依照其寬嚴的程度分爲下面的幾種：

- (一) 非正式的阻止資本輸出與投機；
- (二) 各銀行實行對資本輸出與投機正式的禁止；
- (三) 政府當局實行對資本輸出與投機的禁止；
- (四) 政府當局實行外國資本輸出的禁止（債務轉移的停頓）；
- (五) 政府當局用特許證分配外匯與進口商；
- (六) 強迫輸出商交出國外匯兌；
- (七) 強迫私人交出現在所持藏的國外匯兌。

(八) 完全禁止自由交易。

非正式的阻止方法也有好幾種，但在實行的時候，除非是用壓迫的方式，而且這壓迫是等於政府正式的限制一樣，那是不生效力的。在歐戰的時期中，英、德、法等國的政府，很想不採用干涉的方法，但在一九一八年，道德上的壓制已經不生效力，故不得不以法律來代替了。英國在一九三一年放棄金本位之後，試用過自動限制的匯兌限制方法，但幾天之後，又不能不用法律的方法了。

在理論上，意大利的匯兌限制是非正式的，然而事實上，那些違反這種規律的人，如被查出的時候，雖沒有一定的法律來制裁他們，但他們則被目為公衆利益的仇敵了。大體上說，非正式的匯兌限制是等於鼓勵不忠實的人，對於守法的大衆和銀行界都是不公道的。

美國如果採用匯兌限制的時候，那是由各銀行去執行的。在歐戰時期與一九三一到一九三二的兩年中，各銀行有權力去決定那種交易是否合法；他們要用自己的判斷去決定那種國外匯兌的需要是爲着純正商業上的或是金融上的，或者是要把資本向外輸出。當時政府對各銀行很能信任，對他們的活動並沒有加以監視。別的国家，有時也採取同樣的制度，但其成效各有不同。假如各銀行都是忠實的，那末，他們一定比較政府更能判斷交易的性質，那些是純正的，那些是不純正的。因爲他們有多年與顧客來往的經驗，故對於外匯需要的性質如何，是很明瞭的。但是，假如各銀行并不一致的忠實，那末，那些很忠實地去實行法律的，一定處於不利的地位了；因爲他們要失去一部分的顧客，並且他們所遇着的顧客，有忠實的，也有不忠實的，故很難判斷國民的購買外國貨幣或

是外國銀行需要本國的貨幣信用借款，是否違反法律的。因為他們不能把各種的消息歸納在一起，故不能檢查出與幾個銀行來往的那些顧客的活動。

這樣看起來，在政府監視之下，由各銀行去執行的匯兌限制制度，其效能已經大有增進了。美國在歐戰最後一年與一九三三年放棄金本位之後，是採用這種制度的，雖然從很多方面看起來，這種制度比從前的已經好些，但也不能說是沒有缺點的。這會使各銀行不負迴避法律的責任，從前這些銀行是做政府的代表，而現在因為政府的利益是由於主持匯兌限制的督察人去保護，各銀行可以自由的去為着顧客的利益與政府對抗了。

匯兌限制比較和平的方式，就是政府的目的，祇在對付本國人民或僑居本國的外人的資本輸出，這種限制對於外人的影響祇是阻止他們用本國貨幣去做空頭投機，但他們可以自由的把他們所有的資本提回。盎格羅沙遜的國家與日本就是採用這種原則的；但歐洲大陸與拉丁美洲的各國，對於外國資本並沒有與以優待。在歐戰期中與戰後的那幾年，在這些國家裏的外國人，所有的資本也與他們本國人要受同樣的限制的。當一九三一年金融恐慌開始的時候，很多國家裏的外國資本，更受各種債務轉移停頓的影響。由於這種情勢所造成的專門事項，在後面的一章裏來研究，我們在下面就可以看到各種債務停頓造成了各種截留的貨幣，而這種貨幣的買賣就把匯兌限制的目的擊破了一半。

對於那些願意把他們的資本轉移到外國去購買外幣的禁止，並不是限制資本輸出的唯一方法。對於證券，鈔票與現金的輸出之禁止，也可以達到同樣目的的。除此之外，對於證券與鈔票的輸入，也常常受着限制，尤其是

對外國鈔票的輸入加以限制，是要阻止用輸出本國鈔票的方法把資本轉移出去。要在邊界上禁止鈔票的輸出，是不容易的事，但假如能使這些輸出的鈔票不易用來償還這國的債務時，外國銀行就不願去大量的收買了。對於外人證券的輸入加以限制，目的是要阻止外債的償還，並不是阻止資本的轉移的。對於投機者的限制，是有兩種方式的，即禁止外幣賣與投機家，和禁止外人的透支，但有時對於一般的遠期匯兌交易，也加以特別限制的。

我們到現在所研究的匯兌限制方法，祇是關於各種資本移動和各種投機活動，他們並沒有干涉進口，出口或其他平常的商業活動所發生的外匯交易。第二步就是政府把外匯分配於有這種需要的進口商，但進口商人在請求這種外幣的時候，是應該頒發許可證的。在很多地方這不過是形式而已，其主要的目的只是來阻止購買外幣去投機或把資本輸出。但是政府當局的目的，常在減少一般的或特種的進口。這種目的可由幾個方法來達到的：第一，在政府當局感到外幣的供給不充足時，就延遲簽發許可證，等到它充分的適應這種需要時纔發；第二，或是拒絕發給某種進口許可證；第三，或是對於特許證的發給，劃定限額分配，有時對於需要的外幣加以不同等的待遇。這種的限制，如果由貨幣當局與海關當局合作，是比較容易執行的。

進步的匯兌限制的第二階段，就是強迫出口商交出他們的外幣。這種法律對於進口商的外匯限制，比較難以執行的；因為出口商有很多方法可以將他們所得的款項留在外國。很多地方，政府對出口商讓步，就是出口商肯肯把他們的外幣的一部分交出來，他們就可以利用其餘的去應他們進口的需要。

還有一種更嚴厲的限制，就是強迫持藏有外國銀行結存或投資的人，交出他們的財產。英國在歐戰期中，對

於美元的債權處置，就是採用這種方法。德國也很起勁的採用着，在德國無論那個國民，如果沒有向政府報告他所有的外幣，或是把這些外幣交出來，就要被控爲經濟叛逆了，對於這叛逆的處罰，就是長期的監禁，或把財產充公。日本所採用的方法，比較和平些，雖然沒有人被強迫交出他的外國財產，但每人均須把他的外國財產報告出來。無論任何國家，要來實行這種限制，總是不容易的，因爲有很多的方法可以掩飾他們持藏的外國財產，並且因爲沒有和外國政府合作，故很難調查出這種財產；倘要把這種財產扣留，那幾乎是不可能的。這些財產是由外國銀行管理，他們對於顧客的祕密當然很熱心去防護的；有時因怕電報或函件的往來會被截留，所以對於有關係的帳目主人有特別規定，使能避免這種危險。其他的國家如瑞士，有些銀行是專門做這些祕密帳的，這種祕密的帳目并不用名字，而是用一種暗號的，故能防衛這些帳目的主人不至被人偵探得出，或消息的漏洩。大體上說，在這種情形之下，這一種的匯兌限制是最沒有效力的。

匯兌限制最嚴厲的方法，就是對於匯兌交易的自由完全禁止。這可以把所有的外國匯兌的生意，集中在中央銀行，或其他政府所指派的機關手裏，就能够達到目的。在這種制度之下，進口商祇能向政府當局購買外幣，而出口商是不得不去把他們的外幣賣給政府。這種制度比較和平一點的方式，就是由政府指定幾個銀行做代理人，并且代表政府買進或賣出國外匯兌，而他們只是取得佣金的。其實這與政府對於匯兌交易完全專賣，並沒有多大分別的，但是這種專賣祇是在法律上存在而已，事實上是不可能的。因爲在每個實行這種專賣的國家裏，一定定有「黑交易所」去做各種不正當的交易；雖然有些國家，「黑交易所」的重要已經減少了很多，但沒有一個

國家能够完全禁止它的。有的國家，因為政府認為不能禁止這種「黑交易所」，故由領執照的方法恢復了交易的相當自由。比方在奧國，從前的「黑交易所」所定的匯率，已被認為正式的匯率了。并且那些持有國家銀行許可證的進口商人，就可以在市面上很自由的買賣外國貨幣。

第十二章 截留帳目

由於經濟的恐慌，產生了一種出人意表的結果，那就是各種語言的生字增加了。在一九三一年之前，什麼「停頓協約」(Standstill agreement)，「截留貨幣」(Blocked currencies)，「例外出口」(Additional exports)和「匯兌交換」(Exchange clearing)這些新名辭，連各金融專家都完全不能了解；而現在卻已成為商業界和金融界的普通術語了，而且更被一般人所常用的。「截留帳目」的制度，就是這擴大了生字範圍的新思想的一種，這完全是一種新式的匯兌限制。在一九三一年之前，沒有人採用過，然在這年之後，就為歐洲與拉丁美洲諸國所普遍的採用了。它的起源，是由於各國當債務移轉發生困難的時候，感着所採用的債務移轉限制不能達到維持貨幣安定的目的；因為無論那種最有效能的匯兌限制制度，都有空隙，故不能完全防止資金的外溢。這截留帳目的制度，是來補充債務移轉限制的不足的，就是要把那些可以輸出外國的資金數量減少。這並不影響到這國家的國民資本輸出的能力，但是它能夠防止外國人提回他們的資金，使他們除非肯受損失把他們的截留的貨幣以折扣出賣。

那些對外國有債權關係的，不論這種關係是由於商業的或金融的交易，或是由於持藏外國的證券，都是受了經濟恐慌的影響。這種影響是有兩方面的：一、許多的外國債務人，沒有能力償債，使得他們很難收回債款；二、債

務國的貨幣情形，使債務人很難轉移貨幣來還債。而這截留帳目制度，就是要使得有能力還債的債務人，去用他們的本國貨幣來還債，而不必經過匯兌的轉移的。

這截留帳目制度，是來保護有能力還債的債務人的利益，使他們不致受貨幣貶價的影響。假如他們因為匯兌限制的關係，不能夠償還他們的外國債務，那就很危險的。因為他們的貨幣貶價的結果，使得他們的債務，以本國貨幣計算起來，是增加了。那些有外國債務的商家恐怕祇要受着這種危險的恐嚇就會影響到他們的償債能力。因為要避免這種危險，所以有些債務國的政府，就允許該國的債務人去把所欠的數目，用本國的貨幣付到了一個特別的帳中，去還他們的債，那就叫做「截留帳目」。這無異允許債務人去撕毀他們的契約，因為這種契約是說明債務人須用外國貨幣來償還債務的。匯兌限制或是債務轉移停頓，祇是使債務人臨時不付外國債務而已。但現在把這種還債的款子付到一種截留帳目中，這是來幫助，或是強迫債務人在他償還債務時，撕毀他們的契約的。這樣子是使得他們的債權人受了極大的損失。

有的時候這種截留帳目的制度，並不是強迫的，而是讓債權人自己去決定應該不應該做這樣的償還。在這種情形之下，債權人的主意，常常要看他們對於債務人的償債能力如何，以及對於債務國的貨幣的貶價如何而定。假如債務人的情形很好，那麼債權人收回他們的債務時，對於外國貨幣，較這種截留的貨幣要歡迎些。就算情形是這樣，但因為一個國家的貨幣貶價，也許會影響到他初時最穩固的債務人的償債能力的。假如債務人是見了大量的外國債務，而他的地位又不甚好的話，那麼外國的債權人，也許願意接受債務人用他們本國的貨幣來

還債，而願自己去負這種貨幣貶價的危險，或是由自己去受損失把這截留貨幣拆賣出。

從各個債務人與債權人的立場上看起來，把款項付到截留帳目去，就可以認為債務已經清理；但從全體的債權人與債務人的國家看起來，這完全不是清理債務的。因為這兩個國家之間的國際債務關係，還沒有改變，而把款項付到截留帳目去，對於債務國在本國可使用的款項，也沒有絲毫減少。這種情形的這一方面，現在還不為一般人所了解。很多人以為把這種款項付到截留帳目之後，尤其是做了記號（*garanteed*）之後，好像是把寄存的現金做了記號一樣，這種款項就不能用來周轉國內的交易；但實際上，寄存現金的記號，與一個截留的存款是根本不同的。前者是實實在在的減少了中央銀行的現金準備，使這現金不能夠來應付他們國家的需要；但後者還是隨時可以使用的，并且直接或間接的可以提出來。這種截留的款項有時是要得到債權人的允許，纔能把它應用在某種特別的事項上，但有時這種款項的使用，沒有得到債權人的允許，就可由間接的方法來使用它，這就是由於貸出某種貸款。這種貸款若沒有這截留款項存在的話，是不能實行的。假如把做了記號的寄存現金動用了，那是要成為刑事犯的。但對於這種帳簿上的截留帳目的款項，合法的或不合法的使用的界限，是不能夠清楚地分別得出來的。在理論上，一個中央銀行，在沒有得到截留款項的主人的同意之前，把這種款項用來貸與別人是不應該的，但在實際上，沒人能阻止他們把通貨膨脹到與截留款項的數量相等；所以這些付到截留帳目去的款項，是可以作政府或是私人借款者的使用。

假如我們明白了上面所說的情形，那末我們就曉得這截留貨幣制度是可以很容易用來假裝債務人沒有

償債的能力，尤其是來假裝一個特殊的債務人沒有償債的能力——就是這債務國的政府。假如一個政府除開了債務轉移的困難之外，沒有能力或是不願意去挪本國的貨幣來還外債的時候，而要來掩飾他的賴債的醜態，就可以採用這種方法了。先用本國的貨幣付到截留帳去，然後再勸誘中央銀行，或是其他主持這截留帳的銀行來承銷與這數量相等的庫券，這樣就可以把付進去的款項提借出來了。我們應該注意的就是這種制度對於債權人的保障是很單薄的。他們以為這種轉移的困難一朝消滅之後，債權人就能即時收回他們的截留款項，這不過祇是一種幻想而已。因為假若這截留的款項能夠給債權人提回去的話，債務國一定要先能夠把這截留的款項直接的或間接的貸出去的款子收回纔可以，倘這初步的條件沒有達到之前，對於轉移的限制，一定是不能取消的。

這並不是奇怪的，多數持藏這種截留款項的人，是很願意把他們這種的債權出賣，雖受損失也不在意。因為有這樣的現象，所以就產生了一種國際的市場來買賣各種截留的貨幣。這有時得到債務國政府的同意，有時是沒有的。這種截留貨幣能夠賣出的價格的多寡，是要看它們可否能用來償還出口貿易，或是祇用做國內的貿易和投資的用處。假如這種貨幣，可給債務國的進口商人償還外債，那就很容易找到購主了。假如這種截留的貨幣，祇能用來做債務國的某種不很有價值的長期投資，或是用於購買某種平常不能銷售到外國去的貨物，那末要找到肯出公道代價的購買人，那是很不容易的。這就是所謂「例出口」(Additional exports)。這種出口貿易，平時是使出口商受損失的；但這損失要由出賣截留貨幣的人去負擔，就是這出賣貨幣的人所得到的匯率，比

較低一點。這種交易，常常得到債務國當局的許可而進行的，因為他們想用這種方法來鼓勵出口貿易，這些截留貨幣，在債務國的「黑交易所」裏，也有買賣；平常在外國，對於截留貨幣，也有正式的市場。關於各種截留貨幣的價格的決定，是有很多的因素，除了那些影響國外匯兌的很複雜的因素之外，它也受着其本身的一種特殊的原因而影響。

從經濟的觀點看來，截留帳目的制度，引起很多有趣的問題。在有截留帳制度的國家裏面的經濟學家，可以分做兩派：一派的意見，以為這種款項，既然是付到截留帳裏，而債務國就不能使用它，結果，是使他的金融財源的一部分呆滯了；這樣是要發生通貨緊縮的影響。別一派卻以為這種截留的款項，既然是可以用來放款或投資，所以它是增加了信用的數量；因此它是產生了通貨膨脹的影響。但實際上，截留帳目的影響如何？大部分是要看所造成它與使用它的情形如何而定。若是照債務轉移停頓的方法，那末債務國的中央銀行所失去的現金，是要和截留帳的總數相等的；因為現金與外匯準備，是可以用來作大幾倍的貨幣與信用的基礎，所以債務轉移停頓，本身就是來防止通貨緊縮的。要是沒有債務停頓關係，通貨緊縮恐怕是會發生的。假如截留帳的款項，完全呆滯了，但它所產生的通貨緊縮的影響，總要比較把同樣的數量轉移到外國去所產生的影響輕一點。但這些截留帳既是在別的銀行手裏，而不是在中央銀行手裏，所以這款項就不能算是呆滯了，因為這些銀行一定要把它再向外投資的。倘若這截留帳目是在中央銀行的手裏，那麼，這款項的呆滯與否，是要看中央銀行的怎樣處置。照我們上面所指出來的這些截留帳目的款項，大多數是直接的或是間接的被使用了。

德國就是最典型的採用這截留貨幣的國家，因為它有各種停頓協約的結果，所以也有了很多截留的款項積存在現金貼現銀行（Gold Discount Bank）。這機關就是來主持截留帳的。我們曉得，現金貼現銀行是受德國政府的命令，去給各銀行以很大的幫助的，所以要判定它有多少的截留款項用來做這種事情，那是很困難的。在一九三三年六月，因為停頓協約的關係，那些債權人，不得不把應該在那年下半年轉移的七千二百萬金馬克的截留結存，展緩期限轉移了。這種協定的結果，是使德國國家銀行減少了同量的現金的流出，同時使得德國能把這宗款項在國內使用。所以長期債務的轉移停頓，也同樣的有兩種用處。

下面就是截留馬克的主要種類：

一、「註冊馬克」（Registered marks）發生於一九三三年，停頓協約下的償款；

二、「信用馬克」（Credit marks）包括很多種的截留馬克，這是由於停頓協約之外的信用償款，就是在一九三一年七月十六日之前的進口結存款項；

三、「證券馬克」（Security marks）是由於出賣那些歸還德國的證券所得來的款子；

四、「憑條」（Scrips），這種憑條是由調換部（Konversionskasse）所發行以償還長期償款利息的一部分的。

在原則上，「註冊馬克」祇能做外國旅行家在德國的費用；因為要防止對於這種便利的妄用，當局就採取很多嚴密預防的法令，使這種馬克，祇是對於那些實在在德國暫時居留的有好處。但是德國政府允許把這種

「註冊馬克」去償付那些所謂「例外出口」(Additional exports)。這「例外出口」的意義就是那些貨物平常是不能在外國出賣而得到利益的；而現在因為這種截留馬克匯率比較低些的緣故，所以就能够出口了。「信用馬克」用在這種事情上比較「註冊馬克」還要多些。在原則上，「證券馬克」是不能用於例外出口的，祇是可以用來購買德國的證券或是作某種國內的投資。但在事實上，這種規則是很有伸縮性的；有時，德國政府也允許把「證券馬克」用於例外出口的。假如要得到用這種馬克來還債的許可證，那些要購買德國貨的外國進口商，是要先寫一個說明書，說明這同樣的貨物是可以向別國購買的，並且比較向德國購買要便宜些；而德國的出口商，也要做一個報告，說明他是不能把他的貨價再減低了。這許可證的請求，應該先由國民經濟部 (Ministry of National Economy) 通過，再經過匯兌統制當局許可。這些「憑條」(Scripts) 是由做現金貼現銀行的代理人，用一定的價格收買。他們起初收買的時候，這些「憑條」祇值五成，後來纔定了較高的價格。這種制度的運用，很明顯的是妨害國外貿易，會使事情更複雜的。但無論如何，它是成爲鼓勵德國出口貿易的重要工具了。「註冊馬克」和「信用馬克」平常祇值六成與八成之間，而「證券馬克」卻在五成之下。但英鎊是跌價百分之三十五的，雖然那些「註冊馬克」與「信用馬克」的價值，是比英鎊價值高些，但如擊德國國內的物價與英國的物價來比較，那麼，德國出口商在很多地方，還是站在有利的地位，因為德國國內的物價，並不是由於截留馬克的匯率所決定，而是由於德國政府的匯率所決定的。

德國從截留馬克的制度得到另外一種利益，就是政府可對於貿易差額的趨勢有很大的影響。因為他在發

出特許證的時候，可以寬些，或是緊些，能如意之所欲的去增減對外貿易的。雖然在理論上，特許證數量增加的結果，是會增加截留馬克的需要，這樣就可以使得截留馬克的貼現率減低，使得以這些截留馬克來周轉出口貿易的，就不大有利了。但是實際上，政府當局有很容易的補救方法，因為他可以單發出使用比較便宜的截留馬克的允許證，就可以使那些價值高一點的截留馬克不致漲價了。

各種截留馬克的市價，大部分是靠著那些持藏人對於德國金融前途的樂觀或是悲觀而決定的。自從德國國家銀行把金馬克維持得和它的票面價格相等之後，金馬克本身的價值是不能代表市場上所感覺的變更。而這些截留馬克，假如沒有別種因素對它有重大的影響，恐怕是更能做一種可靠的寒暑表。比方在一九三三年十月，政治的趨勢，對於持藏人是不利的，但因為德國政府發給出口商的允許證過多的緣故，截留馬克的價格還是高漲起來。

除了德國之外，很多的國家也是有複雜的截留貨幣制度。例如在匈牙利有七八種不同的截留貨幣（Pengoes），羅馬尼亞也有「截留的鍊」（Blocked Leu），與「自由的內地鍊」（Free Inland Leu）兩種。這種內地的鍊，是有百分之二十到百分之二十五的折扣。南斯拉夫、希臘與別的國家，也有他們的截留貨幣。但是與國實際上完全廢除了截留帳的制度了。因為她得到外國借款的緣故，所以她能够使用借款的大部分，其餘的是由發給各種使用於各項事情的截留貨幣的許可證，把它用完了。截留貨幣的各種規則，是常常變更的，所以各銀行家是要時時很留心，纔能迎合時代不至於落伍的。

第十二章 匯兌交換的經濟觀

一九三一年十一月十四日，瑞士政府與匈牙利政府訂立了一個與平時性質不同的協約，規定兩國的貿易上所需要的款項，由兩國的中央銀行來周轉。這樣，就可使他們的進出口商，不必因為貿易的關係去買賣匯兌了。這種協約在這直接有關係的國家裏，並不引起人們的注意；而在其他沒有關係的國家，更不消說，被人所忽視了。一般人祇認為這是一種很可厭的匯兌限制方法而已。在一九三一年中，這個被人認為「可厭」的新方法，是很有裨益於國際貿易與國際金融的；但這個有敵意的世界，對它並沒有什麼反應。就是這種方法的創制人自己，也難知道他這種新思想的重要性；也許他們完全不知道他們已經創造了一個新的制度了。

這個新制度或會成爲一個破天荒的新紀元，好像哥倫布不知道他所發現的新大陸，是會變動歷史的程序。

這種協約的大意，就是瑞士的進口商向匈牙利購買貨物時，把貨價以瑞士的佛郎付到瑞士國家銀行所立的一個特別帳裏。同樣的，匈牙利的進口商購買瑞士的貨物時，也要把這種貨價用匈牙利的貨幣付到匈牙利國家銀行所立的特別帳裏去。瑞士的出口商輸出貨物與匈牙利所應得的貨款，是由於瑞士向匈牙利購貨的進口商付出來的。而匈牙利的出口商賣貨與瑞士所應得的貨款，亦是由它的進口商所付出的。但是實際上，這種協約

并不是這麼簡單的。他們還有規定舊債怎樣償還的方法，和怎樣去把這些餘額交給匈牙利國家銀行去支配，和其他種種詳細的規定。這個協約雖是後來被採爲其他的匯兌交換協約的張本，但其中的要旨，就是和上面所說的一樣。兩國的出口商，并不直接得到進口商的付款；他們的債權，是由他們本國的進口商來清理的。兩方面都沒有買進或是賣出國外匯兌；而這兩國的國外貿易，是由於各該國的中央銀行用本國的貨幣來周轉。

這種新奇的協定是怎樣起源的呢？當一九三一年的秋天，匈牙利國家銀行因爲有提取現款的關係，所以現金準備銳減了；并且出口情形亦形拮据，故使匈牙利處於十分危險的地位，而政府爲要提防貨幣的崩潰，不得不採用各種嚴密的匯兌限制了。在許多法令之中，有一個是規定本國因進口貨物所應償付的款項，不許轉移到外國去；而是應該用本國貨幣付到一個截留帳裏的。這樣，對從前因交易關係所產生的外國債務，就變成呆滯了。在這種情形之下，外國的出口商，祇有兩條路可走：即是停止賣貨與匈牙利，或是接受那些呆滯的截留款項做付款。不過還有第三條路可以走，就是兩國都互相截留貸款。瑞士對匈牙利的出口貨價，已經是被截留了；而匈牙利的出口商，在瑞士卻可以很自由地把所得到的現金轉移出去。這種情形，很明顯地是不公平的。因爲匈牙利截留了瑞士國民的款項，瑞士當然可以把匈牙利國民的款項，也截留起來。假如這種方法是出於單方面的，那麼，這會使兩國的感情惡化，而兩國的商業也要因此受損失的。但是他們並不各自單獨進行，而是由雙方同意的，所以兩國都能得到利益。這樣，匈牙利就能够買進瑞士的貨物，而不必用外國的貨幣去付款；而瑞士也就能夠把貨物出賣於匈牙利，而沒有款項呆滯的危險。

平常匈牙利對瑞士出口，比較瑞士對匈牙利的出口多些。所以人家以為這種匯兌交換協約的結果，匈牙利恐有出超的盈餘。當時他們雙方同意，對這種餘款的使用，必定要對雙方都有利益；就是把這餘額的一部分，用來償還在協約訂立之前所欠瑞士的款項，其他一部分，交給匈牙利國家銀行自己去支配。

現在匯兌交換協約已成為很熱烈的爭辯問題了。人們對於這新思想，已漸感到興趣，而且也知道它的重要了。各專家對於這新制度的意見，可分為贊成與反對兩派。在這兩國裏首先反對這種制度的那一派，後來也就屈服了。瑞士與匈牙利訂立這種協約之後，不到幾個星期又和奧國訂立了同樣的協約。在一九三二年與保加利亞；一九三三年與羅馬尼亞，希臘，和土耳其；一九三四年與智利，阿根廷復訂了這種協約。在匈牙利方面，除最近與瑞士把這種協約續期之外，又與別的九個國家訂了這種匯兌交換協約。這九國就是：法國，德國，意大利，比盧聯盟（Belgo Luxembourg Union），奧國，捷克，羅馬尼亞，保加利亞，土耳其等。其餘還有很多國家，也互相訂立了這種協約。他們可以分為三類：第一類就是歐洲中部與東部的國家。他們的地位與匈牙利相同。他們這一類之中，互相訂立了協約；並且與第二類的國家，也訂立了這種協約。第二類就是西歐的債權國。這些國家的地位，大概是與瑞士相同。第三類是包括幾個拉丁美洲國。幾個歐洲的債權國，就與這類的國家訂立了這種協約。在本文屬稿的時候，已經不只有六十個匯兌交換協約了，而這數目還是天天增加起來的。有些國家如土耳其等，是很熱心的採用這新制度的，並且故意的把他們的國外貿易完全依靠這種協約的；也有別的國家，對它還是遲疑着。但是事實上，這些協約國中，很少中止協約的進行，這就可以證明他們對於這種協約的態度如何的了。雖然與南斯拉夫所

訂立的幾個協約曾停止過，但是他們後來已把條件更改，重新訂立了。奧國也曾停止了幾個對他的貿易不利的協約；而其餘對他有利的，則都保留着。

金本位集團的國家，對於貧乏的債務國，是採用這種交換協約制度的；而對於他們自己或英磅與美元集團的國家，則不採用。但這也并不一定是這樣，像英磅集團的阿根廷，竟和幾個金本位集團的國家訂立了這種匯兌交換協約；所以很難分出願訂交換協約與不願訂交換協約兩個集團的界線。雖然這種制度已經實行兩年半了，而多數的專家，還沒有認識它真正的重要性。就是要來回答出匯兌交換是什麼的問題，也不很容易的。有的人只把它歸作匯兌限制的一類。從技術上看起來，這些人的說法是對的，因為去強迫進口商把貨款付到中央銀行而不付與他的債權人的舉動，當然是限制了國外匯兌交易的自由。雖然如此，但是沒有人敢說，因為瑞士或是法國訂立了匯兌交換協約，就是採用匯兌限制的。我們可以說，匯兌交換協約，並不是去增加匯兌限制，而是來克服匯兌限制的。匯兌統制有時是受人蔑視作物物交換的。有時訂立協約的一方積存下來的餘額，的確是以貨物來償還的；所以這樣的交易，就和物物交換相類似了。但是除了這個例外，大多數的貨物，是以現金買賣的；並且所得的貨款，是由賣者自由去支配。各個進出口商，并不去注意到他的貨物交易，是否要用別的貨物交易來清理；所以要把匯兌交換當作物物交換，是不對的。假使把它認為經濟的國家主義的一種極端的表現，那也是錯誤的。我們在後面就要來證明這種匯兌交換是對付經濟的國家主義的最好方法。

我們在沒有進一步來研究之前，應該把匯兌交換協約與貨物交換協約來區別清楚。這後面的一種，是物物

交換，即是由各國的進出口商自己直接辦理，或是由兩國政府當局去談判；因為這樣，就可以免除進口商去求得外幣來還他的貨款了。要達到這種目的，故某種貨物的進口，由於某種貨物的出口來抵消的。但是在匯兌交換的情形之下，兩國的進出口商，都是很自由的去買進或賣出他們所需要的貨物。

匯兌交換制度有單方的，雙方的，和三方的三種。單方的匯兌交換，是債權國對於賴債的債務國一種報復的法規。雙方的匯兌交換，是兩個國家訂立協約的結果，並且兩國的當局，彼此要合作，使得交換能實行。三方的匯兌交換，是一種很進步的制度，就是A國對於B國的入超，可以由A國對於C國的出超來相抵。除了特殊的情形之外，這三方的匯兌交換，現在還沒有人採用。所以我們在研究現在所存在的匯兌交換制度時，就可以不必顧到這一層，因為單方的匯兌交換，常會促成了雙方的協約，所以我們祇來研究這後面的一種就够了。

匯兌交換制度的利益，歸納起來，可以分作底下幾種：

- 一、使財政上貧乏的債務國，彼此能購買貨物，並且能向財政充裕的國家購買。
- 二、使財政上貧乏的或是充裕的國家，均能賣貨物給貧乏的國家，並且能收回貨款。
- 三、減少國外貿易的障礙，如匯兌限制，限額分配，極高的稅則，與進口的禁止等。
- 四、使兩國的進出口，能在較高的水平線上得到平衡，所以能增加國外貿易。
- 五、使出口國因在外國出賣貨物的緣故，能向進口國購買些貨物，以作回報，所以就減少了傾銷。
- 六、使貨幣貶價的國家，能了解它是應該輸出更多的貨物來償還同樣數量的進口，所以就能夠阻止由於貨

幣貶價競爭所發生的匯兌傾銷。

七、使債務國能償還舊債，就是由於輸出貨物予債權國。

八、使各國政府之間，在他們的國際商業關係上，能有一種親善的精神。這是最要緊的。

上面所述的頭兩種利益，在瑞士與匈牙利的協約已很充分的證明了。這種協約的結果，使得兩國的貿易數量增加。因為匈牙利的進口商，向瑞士購買貨物比較向其他沒有匯兌交換協約的國家去購買，容易付款些。所以他們就向瑞士購買了。結果增加了匈牙利向瑞士的購買，因此，竟使得瑞士的貿易得到意外的盈餘了。

因為匯兌限制，限額分配，禁止進口，與極高稅則的目的，是來維護貨幣不至受貿易入超的影響而跌落的。而匯兌交換，則是把這種需要維護的原因消滅。假如把它用來保護國內貿易的話，那也是需要的。假如政府的目的，祇是來保護貨幣與現金準備，那也就同樣的能達到這種目的。因為有匯兌交換協約的國家，增加了進口貿易，並不會使它的匯兌上多受一種壓迫；這種進口，是代替了向別國的進口，故本來是需要購買外幣去償付，而現在可以不必了，所以這就減輕了對於匯兌的壓迫。假如一個國家，有很多的匯兌交換協約來保護它的匯兌，而這個國家的政府，對於沒有匯兌交換的國家的進口，也就能够讓其自由一點。

除此之外，因為兩國間的貿易差額須得平衡，所以匯兌交換制度，也有一種減少對於國外貿易的各種限制的趨勢。這很可以由捷克與羅馬尼亞的匯兌交換的例子來證明。他們因為匯兌交換協約的結果，致捷克的貿易得到意外的大盈餘；當時，他們決定在以後的六個月中，羅馬尼亞對捷克的出口，應該定在一二五與一〇〇的比

例。爲要達到這目的，故捷克的政府，就預備去增加對於羅馬尼亞的某種貨物的限額分配，并且減低了別種貨物的關稅。大體上說來，由於最惠國條款的關係，就是沒有匯兌交換協約的國家，也有相當的機會可以得到同樣的利益的。

匯兌交換的結果，增加了國外貿易的數量，因爲兩國間的進出口，要平衡於一個更高的水平線上。假如這兩國中，有一國的出口盈餘太大，便妨礙了匯兌交換的運用；在這種情形之下，就有兩個救濟的辦法。那便是有出口過多的國家，將來要減少它的出口；或是向進口過多的國家多購些貨物。凡曉得各國怎樣急於要來增加它的出口的人，就很容易曉得應該採用那一種的解決方法了。這就是說，這國家不故意去減少它的出口，而是要去增加向別國的購買。雖然我們承認，有時主持匯兌交換協約的當局，有一種官僚的氣習，常把輸出貿易減低到進口貿易的水平線上；但是一般的趨勢所指示出來的，是向着對於這種協約的更自由的解釋，就是去增加進口，使得兩國間的貿易能在較高的水平線上得到平衡。

同時因爲兩國間有平衡進出口的需要，所以有一種阻止傾銷的趨勢。雖然兩國都是很着急的要增加他們的出口，但是他們知道要出口增加，是應該去接受同量的進口的；所以他們就不去採用那種不顧利害的方法來增加出口了。因爲他們不得不去接受同量的進口，這樣，對於他們的國民，便有惡影響的。

假如匯兌交換制度是去阻止平常的傾銷，那麼，它更是應該去阻止匯兌傾銷，或各種的貨幣貶值競爭了。一個有匯兌協約的國家的貿易，不能由於故意貶低貨幣價值得到利益，因爲他們是要去接收同量的進口，來償還

所增加的出口盈餘。即是這貨幣貶價的國家，是要輸出更大數量的貨物去償還同樣數量的進口的。這當然是要看有沒有匯兌交換協約的。在匯兌交換制度之下，這種的真理是更明顯了。

匯兌交換，不單使得償還現時的債務便利，而且也便利清理舊債的。假如債務國對於債權國有出口的盈餘，這盈餘的一部分，是移作償還舊債；而另一部分，平常是交給債務國去支配，故能够使它償還別國的債務。

還有比較上面所講的各種利益更重要的，就是在長時期之後，凡有匯兌交換協約的國際商業關係的精神，都改良了。在任何別種制度之下，各國祇是竭力增加賣出，減少買進，於是在商約的交涉中，對於利益的爭執，愈形劇烈了。這並不是說匯兌交換協約的交涉，是很容易進行的，其實它也常有各種困難，而雙方利益的衝突，還是很尖銳；但是因為雙方都曉得要買進，纔能償還他們所賣出的，故進行這種交涉的態度，比較進行平常的商約，要親善些。

匯兌交換制度，對於各國的政府，都給予一個很好的教訓。就是使得他們明瞭在長期之後，除非預備去買進，是不能賣出的。這樣聽起來，好像是很顯明的真理，為各人所能了解的。但是在現在的制度之下，這種真理為國際匯兌，國際貿易，與信用的各種複雜的情形所模糊了。若在匯兌交換制度之下，這種真理是赤裸裸的顯露出來。它是成了一個很簡明的數學方式，而不會為人所誤解的。

我們現在來研究對於匯兌交換制度的批評。這些批評可以歸納作下面幾種：

一、因為這種制度是雙方面的性質，所以把貿易轉移到非常的道路上。

二、它使得有這種協約的國家有利而使得沒有這種協約的國家受損害的。

三、因為它是把進出口貿易平衡於更低的方向，所以減少貿易的數量。

四、它結果會使得對於匯兌上實行極度的干涉。

五、它是阻止了盈餘的積存，所以使得國際的債務關係照舊不變。

六、因為積存了不能交換的盈餘，結果增加了呆滯的信用。

那些相信自由貿易的，以為匯兌交換制度，是把貿易轉移到非常的道路上去，所以第一個批評本身就是不合理的。他們不要有人為的貿易，而情願完全沒有貿易的。照他們的意見，假如加拿大的麥，比較匈牙利的便宜些，而瑞士是應該向加拿大去購買的。可是由於向匈牙利買進麥的關係，使得瑞士的出口商，能收回他們的呆滯債權，這種事實，他們都完全不顧到的。假如是依照他們的意見，瑞士也許能在購買麥價上，得到百分之五的便宜；但是他不能把舊債收回，恐怕要失去了百分之九十五的利益。他們反對那些國家為着很顯著的利益，而放棄了那些不能確定的貿易利益。

那些沒有偏見的人應該曉得，在很多地方，這種選擇並不是在於用匯兌交換所得的貿易，與用平常方法所得的貿易之間；而是在於用匯兌交換所得的貿易，與完全沒有貿易之間。那些財政上貧乏的國家的中央銀行，自然是很着急要來保存他們的空虛的現金準備所剩下的有限的餘額，故不輕易發給進口商所請求的許可證。假如有了這種匯兌交換協約，則進口并不妨礙他們的現金準備；那麼，他們當然是反對這種進口的。還有一

層，就是用這不自然的匯兌交換所做的貿易，比較是很少數的；只是有的時候，一種不能交換的盈餘，纔用人爲的貨物交易來清理。其實在匯兌交換制度之下，各種貨物的買賣還是按照平常的方法。匯兌交換有的時候的確是把國外貿易轉向到新的方向去；就是使得某國本來沒有這種市場的，現在卻能向這市場輸出去。一個國家由於匯兌交換協約，使得能在別國得到市場的利益，雖然是奇怪；但這也同由於商約上得到利益的一樣。

我們承認，匯兌交換會使那些沒有參加這種制度的國家，處於不利的地位。但假如他們也去訂立這種匯兌交換協約，那末就不致於吃虧了。然而，無論如何，匯兌交換也能間接的使那些沒有參加這種協約的國家，得到相當的利益的。這，我們在本章上面已經說過。

因爲匯兌交換的關係，進出口貿易要在較高或是較低的水平線上去平衡的。這種問題，在本章上面也已說過了，總之，這種制度的運用，大多數是增加了有關係國之間的貿易，或是使貿易不至於減少。

匯兌交換當然是對於匯兌加以極高度的干涉的。其實，假如把它原本本的做下去，那是等於完全禁止了國外匯兌市場。從這一方面看來，牠與很多國家所採用的極度的匯兌限制制度，是沒有多大的差別。這種制度，結果會使國外匯兌交易變成了政府的專利。但從國際貿易和金融的觀點看來，它是沒有匯兌限制的那些害處，所以可稱爲「以限制來遏止限制的。」

因爲這種制度的目的，是要使得進出口平衡，所以有人說，它定要阻止各國在國外以投資的方式去積存大量的準備。實在的，匯兌交換制度，除了債權人願意接受貨物作爲還款之外，它是要使得國際的債務不變的。但這

并不是害處，而是有益處的。

最後，這制度受人家指摘，說是增加了呆滯的信用；會在交換帳目上，增加了不能交換的餘額。但實際上，那些採用這種制度的國家，常有方法來清理這種盈餘的；就是由於人爲的貨物交易，或是由於取消了貿易障礙的一部分來清理。無論如何，這種不能交換的餘額，平常祇是估賣與貧乏國貨價總數的小部分；而這貨價總數，假如是沒有匯兌交換的制度，恐怕是要變成呆滯了。

上面對於匯兌交換制度的各種批評沒有一種能夠說服人的。這種制度，當然有很多技術上的缺點，并且它現在的方式，也不能算是合理的。我們下一章，就要說明它的技術上的缺點，很多的地方已經修補了。其餘的，不久也會糾正的。但這是沒有問題的，因爲有了匯兌交換的存在，故有了效能極高的匯兌統制制度。在現在比較幼稚的方式之下，它的重要性，也是不能忽視的。現在祇是來舉出一個例子，就可以證明，即是在多腦河流域諸國都是採用這種制度的；而所得到的效果，是遠出於一九三二年多腦河經濟同盟所提議的方法所能得到的。實實在在多腦河流域諸國，因爲彼此訂立了匯兌交換協約，故能造成了一種經濟聯邦。他們因爲採用了這種制度，故能阻止貿易的減縮，而且使得有些地方的貿易復興了。假如是普遍的把關稅減低百分之十至百分之二十，恐怕也不能產生出這種結果吧。這多腦河經濟同盟，也並不是一個門羅主義的集團，因爲那些願意加進這集團的國家，如德國、法國、意大利及希臘，已讓他們加進來了。實際上，他們已向多腦河流域各國都訂立了協約。因此，就等於得到最惠國條款的待遇了。這種目的，是用平常外交的討論所不能達到的，而現在便由於匯兌交換的曲折的道路

而達到了。

第十四章 匯兌交換的技術

匯兌交換是國際金融與國際商業制度中的一種革命的思想；它的各種規則，還沒有完備的訂下來呢。當本文屬稿的時候，這種制度纔經過初期的進化，離它成熟的時期，還是很遠的。現在各種匯兌交換的協約細則，雖有很多不同的地方；但我們不能不承認某種共同的趨勢是向着一定的方向移動的。如最近所訂立的協約，所修改的地方大概是相同的，故可以說各協約的趨勢現已逐漸的增加共同性了。這種的進化已經達到相當的程度，所以我們能夠確定某種的原則，雖然所有的協約并沒有一致採用它，但是很可以代表現在的這種制度。

我們所要解答的第一個問題，就是匯兌交換協約所包括的範圍是甚麼？大體上它的範圍是包括現時的有形進出口項目，有時也包括再出口的；或是把貿易餘額留下小部分，以備將來清理之用。但是到現在還沒有一個匯兌交換協約把無形的進出口，也包括在內。有些協約是包括清理從前由於商業交易所生的舊債條件，這種條件平常是用債務國的貿易餘額的某部分來清償債權國的商業舊債；關於財政上的債務清理，卻是不常有的。而對於停頓協約的長期債務或信用借款，並沒有規定怎樣由匯兌交換去清理。

匯兌交換尋常所運用的程序，就是：匯兌交換協約國的進口商向協約的對方國購買貨物而生的債務，須報告他本國的中央銀行。這些進口商平常是要呈繳各種票據的，假如這些票據被審查合格，那麼他們可用本國貨

幣交給他們的中央銀行，就算償還他們的貨價了。而這進口國的中央銀行，在收到這種貸款之後，立即通知出口國的中央銀行。這出口國的中央銀行就通知他本國的出口商；出口商平常要等到這交換帳目有款子到時，纔能收回他們的貨價。例如瑞士商人輸出貨物與匈牙利，而匈牙利的進口商已經把貨價交付匈牙利國家銀行的瑞士交換帳裏，這種事實本身，瑞士的出口商是不能向瑞士國家銀行去收款的；而瑞士國家銀行是要等到匈國交換帳的款項交付時，纔能够付款與瑞士的出口商。但有時各國的中央銀行，因為要鼓勵出口貿易起見，也願先貸款與出口商，然後等待這種債權的清理。例如德匈第一個協約所附帶的條件，就是德國可以貸款與德國的出口商，惟這種貸款的數量不能超過債權的百分之五十。最近的德匈協約，還更進一步的僉議德匈兩國的國家銀行應即時付款與他們的出口商。但是這種協約是例外的，雖然我們希望它遲早要變成一般的規則。

從這種制度對於國際貿易的影響看來，那些主持匯兌交換的當局，對於積存盈餘的態度是非常慎重的。有時因為那些主持匯兌交換協約的中央銀行的態度過於畏縮，或是手續過麻煩，所以運用這種協約的結果，使得國外貿易減少。他們的目的，並不是把貿易的差額在一個比較高的水平線上去互相抵銷，而是把這種差額，在一個比較低的水平線上去互相抵銷的。比方，A國向B國的購買量比B國向A國的購買量多些的時候，則A國的中央銀行在B國的中央銀行還沒有因為B國的進口商購買A國貨物的關係收得所付的款子之前，是不肯接受B國的進口商付到B國的交換帳的款項的，結果使得B國的出口商去等待他們的款項；並且這種款項是否付與進口國的中央銀行，也沒有保證的。所幸中央銀行對於這種制度的畏縮態度是一種例外，而不是常常如此。

；多數的中央銀行，并不怕他們的交換帳的借方過大，因為他們相信債權國的當局，是要採取相當的步驟來使這種差額能夠交換的，就是由於允許向債務國購進較大量的貨物。

還有一個很重要的問題，就是匯率的問題了。這種付款平常是用兩方面的本國貨幣，但有時也有由雙方的中央銀行以兩國貨幣中比較強的一種記入帳內。瑞士與土耳其的協約就是這樣。假如進口貨款是採用第三國的貨幣時，那末，進口國是要依照該項貨幣每天的掛牌率，去用本國的貨幣付款的，這兩個協約國的貨幣調換率，是以法定平價（*mint parity*）來決定，或是以付款那一天的掛牌率來決定；倘那些貨幣的價格常常會變動的，就依照雙方同意的平價來決定。這種平價的決定，通常是依匯兌交換協約有效的全時期的。假如這兩國中，有一國在協約期未滿之前，就變更它的法定平價，那就等於取消了這協約。那些金本位的國家，以法定平價來做兩國間的匯率，是一個很完滿的解決方法。假如那些國家，表面上雖是維持金本位，卻不能阻止非正式的市場裏的貨幣跌價，那末，要把法定平價來做他們匯兌交換協約的基礎，則是錯誤的。但內地的物價是有一種趨勢去適應非正式的匯率的。這樣的結果，若以政府的平價來做進出口的根據，那末，進口商購買的價格就很低賤，而出口商則覺得在外國市場裏的貨價太低了。結果使得進口增加而出口減少。這就是和奧國的情形一樣。因為奧國與法國，瑞士，意大利等國所訂立的匯兌交換協約，是以他們政府的法定平價做根據的。後來奧國覺得這種協約對他們是不利的，於是政府決定不再續約了。而奧國與羅馬尼亞，希臘，土耳其等國所訂的協約，是根據市場上實在的匯兌率，對它有利，故在協約滿期時，就續訂了新約。

在匯兌交換協約之下，匯兌的貶價對於一個有出口過大的國家，沒有多大的影響，就是不會使得這一國的主持匯兌交換的當局或是進出口商受財政上的損失的；但是對於出口較少的國家，就有很大的影響了！因為它是要以更大的出口，去清理它還沒有交換的差額。

在中央銀行收到他的進口商付款時，就把該貨款記到交換帳的貸方去，這樣，就使對方國的出口商可得同量的貨幣。比方進口國的匯兌，在出口商還沒有收到款項之前就跌價了；但進口商如已把貨款付到他的中央銀行去，那就不會影響到出口商所收入的數目。這種辦法對於出口商有所保障，不至因延收債款或匯兌起了變動時，要受損失的。

這樣，就發生了進口商的法定債務問題。關於這一方面，事實上已有根本的變更了；那些從前所訂的匯兌交換協約的規定，就是進口商在他把貨款付到他的中央銀行之後，他的責任就算完了；對於對方國的出口商，何時可以收到款項，或是能否收到，與他毫無關係。但是在新的協約上，這個原則是完全廢止了。一九三三年以後所訂的協約，大多數是規定要等到出口商收回款項之後，進口商的責任纔算完結。這一點是特別重要的，尤其是這兩國有廢棄協約的可能，更為重要。所以大多數的協約是包括這種項目的，就是在交換帳上有餘額的中央銀行，可以在出口商的權利未完結之前，向進口商收回款項的；所以出口商當然喜歡他們的債務人繼續負責。這是因為可以增加了他們的保障。

我們一向都把中央銀行當做執行匯兌交換協約的機關；雖然大多數是由中央銀行來主持匯兌交換的，但

情形并不一定是這樣。比方在法國，主持這種協約并不是法蘭西銀行，而是一個專爲這宗事而設立的機關，這個機關是居匯兌交換當局的地位的。在意大利，也并不用意大利銀行，而是由全國國外匯兌管理局來辦理匯兌交換的各種事情的。在別的國家，如瑞士，中央銀行是要求政府准許他們不必來擔任執行匯兌交換的工作。因爲這種工作是需要很多記錄上的手續的，因爲要收回他們的成本，所以中央銀行平常有權利在出口商付款的數目裏，抽收佣金，并且這種抽收下來的佣金數量是很大的，故使當局能够積存了一種準備金去應付危險。

匯兌交換的交涉是很困難而且是很複雜的。假如一個弱國對於一個強國有出超的時候，這個強國就要設法把這盈餘用來清理舊債，而這弱國是要把這個盈餘由它自己去自由支配的；這平常是可以得到強國一些讓步，就是把這盈餘的一部分用於清理舊債，而其他一部分則由出口國去自由支配。例如在瑞士與羅馬尼亞的協約之下，瑞士國家銀行可將瑞士的進口商向羅馬尼亞購買貨物所交付的款項，百分之四十五移作抵償新協約訂立之後瑞士輸出羅馬尼亞的貸款；百分之三十五移作抵償瑞士沒有訂立新協約之前輸出羅馬尼亞的貸款；百分之十移作抵償財政上的債務；而其餘的百分之十則交給羅馬尼亞國家銀行去自由支配。

在交涉進行的當中，那些財政上薄弱的國家，常要求他們的中央銀行，不以轉移現金來清理那些沒有交換的差額。匯兌交換有時可以成爲商約的一部分，但它從來沒有同商約的時期那樣長久，他們平常只是三個月到六個月；但也可以再繼續下去的。政府當局在訂立匯兌交換協約時，有時說明關於私人債款賠償的態度；有時議定那些交易的目的若得到政府的許可時，就可以允許做交易的當事人，不必把他們的交易經過匯兌交換；有時

這匯兌交換協約只限於兩國的國外匯兌的一部分，其餘的則由別種協約去規定；有時某種貨物在協約規定之外，故進口商須用平常的方法把貨價轉移與出口商。例如奧匈匯兌交換協約，是把奧國向匈國購買麥子的交易除外。因為不論交換帳目的情形如何，奧國應該以現金去付款的。有的地方，匯兌交換祇是應用於特種的商品上；還有的地方，它祇是適用於指定的限額分配以上的進口的。比方德國同瑞典的協約所規定的，瑞典可以把貨物輸出與德國，而德國國家銀行對於這些貨物，因為在限額分配之外，故沒有剩餘的外國貨幣來償還的。祇是這一種的進口，纔適用有限制的匯兌交換方法來清理的。這種出口的貨款要付到一個特殊的截留帳目裏，並且須由德國向瑞典某種出口所得的貨款來清理的。

有的協約有一項目說明這協約對於原有的各種進口限制不發生影響；但實際上，那些限制後來總要修改，來使得對匯兌交換帳支絀的國家有利些。

進口商的付款，平常須依照與出口商所訂的辦法的。政府當局對這種辦法不加以干涉，故進口商如得到出口商的同意時，就可以自由的把貨款分期付款。但是瑞士與土耳其的協約則議定瑞士以日常銷費品輸出與土耳其時，在貨物到達的三個月之內，一定要付款的；假如這些貨物是生產的工具，如機器或是建築材料等，那末，付款的時期可以延長一些。

在每個匯兌交換協約裏，都有一個條件，那就是說明訂立協約的當事人，應該竭力使這協約得到實行的；換句話說，他們應該來防止一般人對這協約的避免，或是把這協約用作別國非法的資本輸出的工具。一個匯兌交

換協約訂立之後，常由兩國當局對他們的國民公佈各種法律。就是凡向協約的對方國購買貨物時，其貨款應付到他們本國的中央銀行。假如違反了這法律，那是與違反匯兌限制一樣的看法。在起初的時候，常常有人不遵守這種法律的。因為進口商要討好他們的債權人起見，願把現款交付，使得他們的債權人在外國有了銀行結存，所以詐說所進口的貨物是要再出口的，因為這再出口的貨物不在匯兌交換協約範圍之內，故可不受它的限制。後來主持匯兌交換的當局，與海關，銀行嚴密的合作，就使得要避免這種法律的，漸感困難。并且這兩國的中央銀行，常把出口情形的消息互相交換。所以現在這種匯兌交換制度可以說比較任何匯兌限制還要嚴密些。

雖然這種制度在施行的短時期內，已有很大的改革，但是應該再改革的地方還是很多。假如匯兌交換協約能够包括兩國間各種款項的償付，那是更好的。但照它現在在匯兌交換的條件中，沒有包括無形的進出口，這時是會損害債權國的利益的。假如A與B兩國有貿易關係，A國的有形出口比較有形進口有盈餘；而這盈餘則由於B國國民在A國國內的費用相抵銷。那末，這種情形最好由匯兌交換來進行。倘若不是這樣，那要把A國的出口盈餘來交換，是很困難的。另外一種改革方法，就是這訂立協約國的中央銀行，應該即時付款與它的出口商。這雖使當局負了相當的危險，但是爲着他們的利益起見，是應該鼓勵出口貿易的。然而實際的情形不是這樣。延期付款對於出口商是有利息的損失，因為交換帳目是不付利息的。還有一層更爲重要，那就是假使出口商的大財源，爲匯兌交換的延期所擱置，這也許會使出口商對於這國家，在沒有清理從前的交易之前，是不肯再賣出貨物的。這種不便利處，可由當局來補救，俾免受到極大的損失。其實當局因墊付款項所負的危險，可以用抽收更

大的佣金方法來彌補的。這樣，對於各方面均有利益。

還有一種改革方法，比較上面所提出的更爲重要。就是用三方面交換的方法。現在這種制度的弱點，就在這協約是雙方的，并且照現在的情形，A國對B國的盈餘是不能由B國對C國的盈餘來抵銷。關於這種改良的辦法，確實已有先例的；如捷克與希臘所定的匯兌交換協約，結果使得捷克對希臘有意外的大量盈餘。但是希臘與德國也有匯兌交換協約，而希臘對德國是有很大的盈餘，所以他們對於這還沒有交換的差額，由於希臘國家銀行把德國國家銀行的帳移轉到捷克國家銀行去，這樣就算清理了。假如這種辦法已經普遍而不是一種例外的話，那末，對於批評這種制度的人就會消聲滅跡了。

假如多數的國家，能够成立一種永久的機關，把匯兌交換協約的運用所產生的差額清理，這一定會使匯兌交換的效率增加了很多。這種辦法是在一九三三年十月巴爾幹國際會議中，第一次提供出來的。當時有人提議在巴爾幹諸國之中，成立一個中央匯兌交換所。假如幾個屬於地理上或是經濟上集團的國家——如多瑙河流域諸國——能够成立這樣的機關，那末，當這政治形勢緊張和經濟的國家主義活躍的時候，一定比較任何關稅同盟，更能增加他們之間的貿易。

也許國際清算銀行，是居於最適合的地位來幫助這種三方面交換的發展的。因爲它與各中央銀行均有關係，故能做他們的中間人，以三方面清算的辦法來幫助他們，把各種差額抵銷。也許它還能够更進一步的成立了國際匯兌交換。因爲大多數的中央銀行，都和國際清算銀行有帳目來往，所以它就很容易來辦理這種制度所需

要各種技術上的需要。這種建議並不是烏托的，就在我們現在的各種國際的方案中，也是最實用的。

我們已經說過，這匯兌交換制度，雖然在技術上並沒有達到理想的地步，但它已有很大的改良了。也許它還要繼續地改良的。因為匯兌交換協約的增加，與由於這種協約所產生的國際貿易數量的增加，是逐漸地受人歡迎了。我們來舉幾個例子吧：由於匯兌交換所周轉的瑞士國外貿易，到了一九三三年年底，共有六千九百五十萬佛郎，其中有四千五百九十萬佛郎的交易，是在一九三三年一年之中所做的。從一九三一年到一九三二年——不止十三個月——的貿易數量，祇有二千三百六十萬佛郎，但在一九三三年，因為有匯兌交換的關係，這貿易數量已增加到將近一倍了。希臘在一九三二年，貿易數量祇有一、四五二、〇〇〇、〇〇〇得拉馬（drachma）。一九三三年，便增加到四、六六〇、〇〇〇、〇〇〇得拉馬了。別的國家也有同樣的進步，因為在一九三四年開始以後，就有很多的新協約成立了，所以我們可以預想到一九三四年一定比較一九三三年有很大的進步。

第十五章 現金政策

現金政策是羅斯福總統在一九三三年十月所創立的，他是變更現金的定價來影響美元的匯兌和物價的；在這政策出現之後，就掀起了熱烈的爭論。從一般的經濟觀點和金融的觀點上看起來，這政策的好壞，不在本文所討論的範圍之內。要是我們從經驗上來研究這種政策，把它當作匯兌統制的方法，那是很重要的。

一般人還不能明瞭這種政策并不是羅斯福總統的新思想，在這政策的理論和實踐之前已經有了先例。如斐舒教授 (Prof. Fisher) 在經濟恐慌之前，就主張採用美元的現金價值應該時時變更的制度，但他當時并不特別注意到這種政策對於匯兌率的影響；他所注意的，祇是在於國內物價的穩定。除非各國都採用同樣的政策，并且變更他們的現金平價也和美國所改變的一樣，否則這種政策就會因為現金平價的變更而使匯兌時起漲落的。

實際上，羅斯福政策的先例，是各國當局所常用的各種干涉現金平價的方法，雖沒有正式的變更現金的平價，而各國當局在比較極小的範圍之內，也是可以採取各種方法把現金輸出入點小小的改變。比方法關西銀行，由於改變造幣廠的手續費，就可以自由去增加或減少購買現金的淨價。他們因為實行這種辦法，故變更了佛郎變動的限度。在別的地方，雖沒有任何特別的法律規定，而很多銀行對現金仲裁的各種技術上的態度，是可以使

得現金輸出入點變更的，而且會使匯兌率也同樣地變更了，這種情形，最顯著的例子就是一九三〇年純金本位的現金爭論。當時英倫銀行停止付出純金，而法蘭西銀行則除了純金之外，不肯接受別的。因此，英鎊對佛郎的現金輸出點降低，故英鎊也就跌價了。但是在這種種情形之下，當局的主要目的并不在乎影響匯兌，而是在乎影響現金移動的。所以這種方法可否認為匯兌限制，那是成爲問題的。

羅斯福總統的現金政策，無疑的是匯兌統制。雖然它最後的目的是來影響物價，但是這種目的，必先影響匯兌的價值纔能達到的。按照一般的解釋，羅斯福總統，尤其他的幾位顧問，是希望由於變更現金的價值直接來統制物價。這種政策之能否實行，那是沒有什麼根據的。實際上，假如美國的物價是受一九三三年至一九三四年的現金政策所影響，那就是由於這種政策影響匯兌的結果。

那些金本位國的政府，準備以一定的價格去買進或賣出現金，故能阻止他們的匯兌不至於高漲或跌落到某種限度以外，這就是採用最廣義的匯兌統制了。從一方面看，羅斯福總統的現金政策，是金本位的運用對於國外匯兌影響的自然結果。從匯兌影響的觀點看來，這種制度的本質，就是這一國不去採用一定的現金平價，而是採用各種不同的現金平價的，其實祇是匯兌統制的目的改變而已。就是說，當局的目的并不是在維持匯兌比較的穩定，而是使得匯兌的某種移動。不論法定平價變更與否，而他所採用的方法，實質上是同樣的。

實際上，羅斯福總統並沒有採用這種合理的方法，他因爲定了現金購買的價格，故就不採用法定平價有移動性的金本位。假如他是要達到這目的，那就要明白宣佈政府要依照所定的價格去買進或賣出現金。不論這些

現金的來源是什麼地方或賣到什麼地方去。可是他並沒有決定現金的賣價，並且現金的買價也只適用於美國所產生的。假如沒有更進一步的做到這一點，那對於美元的匯兌恐怕要完全失敗。因為若要使得現金購買價格發生效力，必須去購買外國的現金；這購買的方法，不論是用私人仲裁，或是自動的在外國購買。起初他是採用第二種方法的，那些代表美國政府的銀行，在倫敦、巴黎和別的金中心區，賣出美元，將賣出的價值去購進現金。結果，美元依照政府貨幣政策的目的而跌價了。

現在有一個問題，就是匯兌的跌價由於購買現金的結果呢？抑是由於出賣美元的結果呢？美元既是由於美國政府的匯兌交易所統制，這種匯兌統制的制度，當然是積極的干涉的。但是現金定價所以能發生效力而影響於匯兌者，是由於決定現金價格與購買現金的關係，所以現在發生了一種完全不同的匯兌統制制度了。在事實上，我們很難決定美元的跌價是由於購買現金，或是由於購買英鎊所發生的影響。在十月與正月底之間，實際上所購買的現金數量是很少的；但是當時美元的市場，甚為狹隘，並且不容易找到買主。在這種情形之下，政府出賣美元的數量雖屬有限，而美元終至於大跌價。

同時心理上的影響，也是很重要的，在華盛頓所定的金價，起初並不發生什麼效力，但到了十一月中旬，效力就很大了。這大部分是因為心理上的影響的。市面上對於美國政府繼續提高購買現金的定價，發生了恐慌。雖然當時所購買的數量甚小，但各人都曉得，政府是能夠隨時增加它的現金購買量來使這價格發生效力的。因為這緣故，雖沒有大量的購買，而美元的匯率還是遠遠的跟着所定的現金購買的價格了。在十一月中旬，市場上就不

相信現金購買的價格會再提高，所以在這極短的時間內，假如與現金平價比較起來，美元的估價并不是過高，倒是過低了。當時好像政府對於市場失了統制，而不能阻止他們所造成的崩潰了。因為有這種危險，故所用的方法，實際上就停止了現金購買價格向上的移轉。在市場上曉得政府不繼續提高這現金價格時，那些做美元空頭投機的就會補進，所以美元匯兌再漲到牠的現金價格之上了。

這樣看起來，羅斯福總統所選擇的方法，對於統制美元是不大有效的。現金政策在一九三三年十月和十一月之間，不但沒有減少美元不需要的漲落，實是增加了這種漲落的。最後要使得對於美元不至完全失了統制的唯一方法，只有停止了這種故意跌價的政策。假如說羅斯福總統的目的是要來阻止美元的跌價，使其不至於受投機家的壓迫，故不得已採取了這種方法，那恐怕有人要來反對的。情形也許是這樣，不過他的現金政策確是一種不充分的匯兌統制方法。現在爲着辯論起見，我們假定羅斯福本來的意見是用政府購買現金的價格慢慢提高，到每盎司值美元四一·三四的方法，逐漸使美元跌價到百分之五十。在十一月底的時候，假如他沒有停止提高現金購買價格，這種對於美元繼續跌價的政策，也許會使美國的資本大量的外溢，並且有極大的空頭投機，結果美元恐怕要跌到百分之五十以下，而美國就要受匯兌狂漲狂跌的影響。也許羅斯福總統確實有意來使美元跌價到百分之五十，但是在十一月中旬的國外匯兌市場的情形，就很可能以促他不得不停止了這種政策。當時所發生的情形，也許實實在在的是這樣，并不是不可能的。假如是這樣的話，那麼，匯兌統制是很可憐的完全失敗了。因爲羅斯福總統的政策並沒有去統制匯兌，反爲匯兌所統制了。

迨至一九三四年二月以後，現金政策纔發生效力。美國政府當局由於允許私人的匯兌仲裁者去購買現金，並且運到美國來依照政府購買的新價格出賣，所以就夠達到初期所不能達到的目的。這並不是因為臨時把現金平價決定於某點之上，發生了效力，實是因為恢復了現金仲裁的自由所致的。如果美國的現金價格與外國的現金價格有差異時，仲裁者便利用這個機會獲得利益，那麼，美國的現金價格一定能夠統制美元了。爲着技術上的關係，匯兌很遲纔能適應於新的平價之上，但是很明顯的，這只是遲早的問題而已。其實羅斯福總統的現金政策的最後階段，是等於恢復了金本位，所不同的，祇是沒有把美元的平價一定維持在它的新平價之上。本文的開端就已說過，金本位的尋常運用就是匯兌限制的一種方式，以這種制度來做統制匯兌的工具，更是很明顯的表現出來。假如是爲着使得匯兌率的移動，常常去變更美元的平價，而這有關係的國家是能夠而且願意買進或賣出大量的現金，那麼這種匯兌統制的方法一定是很有效力的。

美國並不是採用現金購買政策來統制匯兌的唯一國家，英國政府所採用的政策，有的地方也是可以歸到這現金政策之類的，因爲英國的匯兌平衡基金，常時在倫敦市場上，以當時的市價購買出賣的現金，而政府并不去把現金的價格定得高些或是低些來影響英鎊的。美國當局爲要使他們的現金購買價格發生效力，以便在倫敦購買，但是所給付的價格并不是華盛頓所定的官價，而是照倫敦的市價。美國的現金購買政策，除了對於美元匯兌發生了物質上的影響之外，還發生了心理上的影響。而英國的現金購買政策，對於英鎊的影響，大部分只是物質上的。英國政府把進口的現金保留着，因爲不是這樣，那些現金也許會再出口的，所以當局就促成一種出賣

英鎊的趨勢，而阻止了匯兌上不需要的漲價了。

把這現金政策用來做匯兌統制的方法，在最近的將來也許要大增加，這是可以預料的。假如法國和其他的國家都停止了金本位，那末英國的匯兌平衡基金恐怕是不能夠干涉市場的，除非冒着極大的危險去買進有隨時跌價可能的外幣。因為所有的國家都停止了金本位，那恐怕會造成了一個很混亂的時期，所以匯兌平衡基金或是其他國家的當局，恐怕不至於冒這種投機的危險去買進外幣的。但同時他們也不見得完全放棄了他們對於匯兌的統制。他們能夠很有效地維持統制的唯一方法，恐怕就是採用美國的方法去訂定現金購買與出賣的價格，和他們所願意維持的匯兌水平線相等。這種政策能否發生效力也是有問題的，因為到那時候可以供給仲裁用的現金數量，恐怕就不夠來阻止影響匯兌的其他因素了。但無論如何，這種方法是值得嘗試的，尤其是因為它是來代替冒匯兌的危險以統制匯兌的方法。

在結論的時候，我們可以說，若要使現金政策作為匯兌統制的方法發生效力，那必須有幾種的條件：（一）匯兌仲裁要完全自由；（二）要有充分的現金來應這種的需要；（三）對於仲裁者要有充分的技術上的便利。假如這幾種條件都具備了，那末，它一定成為匯兌統制最有效力的一種方法了。

第十六章 匯兌統制與國際貿易

我們直到現在所研究的，都是關於匯兌統制的各種直接的方法，如匯兌干涉，匯兌限制，匯兌交換與現金政策，對於國外匯兌市場都是有直接關係的，假如能够實行的話，那末它們的影響平常是立刻就見到的。政府除了這些方法之外，還有別種匯兌統制的工具，是能間接的來影響匯兌的。就是由於先影響那些決定匯兌移動的因素。如：（一）減少進口；（二）增加出口；（三）將國外匯兌市場裏的某種交易完全取消；（四）規定國民資本向外的輸出的方向。我們現在這一章，就要來研究這匯兌統制的間接方法了。這種匯兌統制的目的，就是先影響國外貿易然後影響匯兌的。

這種匯兌統制的間接方法中，最重要的一種就是以減少進口來保護匯兌。在歐戰時期中，多數的交戰國在沒有採用別種的匯兌統制方法之前，已經實行過這種方法了。英國的麥肯納稅則就是這種間接的匯兌統制最好的例子。許多國家更進一步的去禁止某種物品的進口，因為他們認為這些物品是不大需要的。英國在歐戰的後半期，由於統制海運噸數的分配來達到同樣的目的。戰後各國都取消了對於奢侈品進口的禁令，而以增加海關稅則來代替；但很難指出這關稅的目的，到底是保護國內貿易呢，抑是一種匯兌統制的方法？很多地方，那些進口關稅在起初採用的時，其目的祇是來維護匯兌的，而後來竟變成很明顯的保護貿易性質了。雖然在一九一五

年，英國的自由黨政府採用麥肯納稅則的時候，並不決意來保護汽車工業和其他有連帶關係的工業，但是後來保守黨就把這種稅則當作是保護性質的。這稅則在一九二四年極短的時期內，雖被素來相信自由貿易的第一次勞工政府財政大臣所取消，但在保守黨政府復壁之後，又恢復了。而這種稅則的最初用意，卻完全被忘記了，雖然這些稅則對恢復并維持英鎊的舊平價，是有相當的幫助，但是這并不要保留這稅則的目的。

在經濟恐慌當中，很多國家採用限制進口作為一種匯兌統制的方法。法國就是一個例子。在一九三一年七月，法國的立法機關就取得權力去增加那些從貨幣貶價的國家輸入的進口稅則與限額分配。我們只要想到在兩個月之後，英國與其他的國家都脫離了金本位這一層，就可以知道法國所採用的方法，實是很有遠大的眼光的。這也很難說法國政府當時是要保護匯兌呢，或是保護國內貿易？在這些法令起初實行的時候，主要的目的恐怕是來保護法國的企業家，使其不至受貨幣貶價國家競爭的影響。當時并沒有人對於佛郎發生懷疑，所以也沒有人想到要採用進口限制的方法來保護佛郎的。但後來這種間接的匯兌統制的需要，漸為一般人所明瞭了。因為進口限制不獨適用於貨幣貶價國家的進口，而且對於金本位國家的進口也適用。這就可以表明他們的目的并不單是防止國內市場裏有不公平的競爭，而且是要來增進貿易餘額的。其實在法國與英國或其他國家發生貿易爭執時，法國當局聲明這種限額分配制度的目的，是來維持金本位的。

我們要問一問，由限制出口商購買外幣的直接匯兌統制的影響，與由限制進口來減少對於外幣的需要的間接匯兌統制的影響，有什麼不同的地方？實際上，這兩種方法的結果是一樣的。所不同者就是一種是直接的達

到目的，一種是間接的達到目的而已。其實每一個匯兌統制的直接方法，都有一個相等的間接方法的。用關稅來限制進口，是等於對分配與進口商的匯兌索取高價來限制購買貨物一樣；限額分配用來分配進口商的匯兌數量，或用來分配實際進口的貨物數量，所得的結果也是一樣的；間接方法中的物物交換，可以說是等於直接方法的匯兌交換。至於以鼓勵出口來維持貨幣的方法，是可以直接的對於出口商所保持的外幣付與貼水，或是間接的給與出口商各種獎勵金。而法國所採用的是以各種不同的貨幣制度來鼓勵出口貿易，這是居於直接的匯兌統制與間接的匯兌統制之間的。以商約來鼓勵出口貿易，也有兩種相等的方法，就是可以得到外國減少進口稅來鼓勵出口貿易，但也可以由於得到國外匯兌分配額優越的待遇，來鼓勵出口貿易的。

各國政府爲着匯兌的緣故去補助有形的與無形的出口貿易，是有很多的方法，就是：（一）對於生產者或出口商的直接補助；（二）用減少國有鐵路的運費，或減少政府所獎勵的海運費的方法來補助出口商；（三）用豁免租稅或是其他的方法來補助出口商。對於海運公司的補助，是可以達到兩種目的的，就是一方面鼓勵本國海運的發展，另一方面則是保護匯兌的。各種鼓勵外國旅行家來本國遊歷的方法，也同樣的能達到兩種目的的，這種方法是常常對於外國的旅客有需要本國的貨幣時，予以特別便宜的匯率。

現在的問題就是，在長期之後，各種匯兌統制的方法能否維護貨幣？比方，法國是否因爲有了限額分配，就可以不管與他國的物價有無差異遠來阻止貿易餘額的衰落？這樣就能繼續維持它的金本位嗎？很明顯的，由於限制進口或鼓勵出口的匯兌統制，是會造成一種人爲的趨勢，它是阻止匯兌去適應於已變更了的經濟平價。

(economic parity) 并且阻止這個國家的物價去適應外國的物價。一個國家如把進口限制到與它的出口數量相等，那是能够阻止國際貿易的尋常因素對於匯兌跌價的影響。假如這種形勢維持到幾年之後，除非能够同時把本國的物價與外國的物價相適應，那一定會使這國的國際貿易減縮，而且變成經濟的孤立。假如一種貨幣的價值定得過高，那一定需要常常去阻止實際的匯兌賣出的惡影響。由過去的經驗看來，我們可以相信，一個國家的貨幣，如容易受損害的，那會使得外國資本不再輪進，同時本國的資本要逃避出去。若要消滅這種惡影響，那末，間接的匯兌統制之外，還要用通貨緊縮政策來補充，纔能使各種的情形重新糾正。

上面所講的理由，對於在惡劣的根本趨勢之下，來採用各種人爲的方法去提高匯兌，也是能够適用的。在間接的匯兌統制之下，這人爲的方法的本質，是不很顯著的，但在各種直接匯兌統制（如匯兌干涉，匯兌限制）之下，這種人爲的方法去提高匯兌，則是很顯明的。那些反對以這種直接方法來永久維持匯兌的人，恐怕要主張以間接的匯兌統制方法做一種永久的工具，去阻止價格的過高的貨幣對於貿易的影響。假如法國把佛郎維持在它現在的平價之上，那也許要很多年之後，纔能完全改正佛郎的過高價格，就是由於法國的物價跌落，或是外國的物價高漲，去互相抵銷。在這種情形之下，那些本來只是維護佛郎的匯兌統制的間接方法，也許會變成一種永久性的制度了。這樣由間接方法所造成的形勢，較之由直接匯兌統制所造成的，還要不自然些。

假如不是用匯兌限制或是出口獎勵金的辦法來統制匯兌，而是採用一種物物交換的制度，那也沒有什麼分別的，其實很多國家已是大規模的採用着了。很多人以爲這種制度是不道德的，或是以爲它是原始的方法之

復活而藐視之，但本文作者并不與他們表同情的。無論如何，由物物交換所得到的貿易，總比完全沒有貿易好些。假如沒有人向智利購買銅或硝酸鹽，那末它一定不能够向外國購買貨物的，若要向外國購買生活上所必需的貨物時，恐怕就要影響到它的貨幣大跌價了。智利因為要避免這種情形的發生，所以只是向那些願意接受它的銅和硝酸鹽的國家購買貨物，將它的出口來抵償貨價。這種辦法對於兩國的任何方面，都不可輕蔑的。它的主要的缺點就是：假如以此為貿易永久的基礎，也許會造成一種永久性的非常形勢。但無論如何，總比較在別國還是繼續統制的時候，驟然的取消了匯兌限制，而跳進黑暗的深淵裏去好些。

第十七章 禁止貸款予外國

禁止貸款予外國，在過去的二十年中，是最普遍的匯兌統制方法。當英法兩國還沒有採用何種匯兌統制方法之前，它們的政府已禁止任何新的外國借款了。法國到現在還是維持着這禁令，雖然它的目的并不是常來維護佛郎的。英國在歐戰後就取消了這種禁令，但到一九二四年又重新施行了，其目的是要讓英鎊恢復到戰前的平價；一九二五年年底，又取消這禁令，及至下一年，因為勞工風潮對於英鎊的惡影響，故復實行了這禁令；迨一九二七年再取消，但國外貸款市場已不像從前那樣的自由了。一九三二年再實行禁止，一直到現在仍是繼續的維持着。

一般人還不能瞭解對於外國借款的禁止是匯兌統制的方法之一種。他們以為這種禁止并不與金本位衝突，所以把它看作與進口限制或鼓勵出口の間接匯兌統制一樣。因為常常用它來達到別種目的的。有的時候，它的目的是使市場適合政府做調換債券的交易。政府因為消滅了新的外國債券的較高利息的競爭，所以更有機會來把它的舊債掉換做利息低一點的債券。禁止外國借款的目的，是要把國民的儲蓄留作國內商業上的需要。假如一個國家是採用金本位的，那末，禁止外國借款作為保留國民的財源的理由，是很充分的。假如貸款國有出口貿易盈餘，而這盈餘沒有在國外投資，那恐怕它就要在現金輸入的形態之下逃回來。這樣也就增加了信用

的基礎，結果增加了國內貿易的資本。假如一個國家是有進口餘額的，那麼，禁止外國借款，就可以阻止或減少現金的流出；這樣也阻止了減縮國內貿易的財源。

假使這國家不是金本位的，那麼，那些以為禁止貸款予外國或取消這種禁止，就會變動可以供給國內需要的財源，那是錯誤的。很明顯的，要有一個外國人預備去買進英鎊，別個外國人纔能賣出英鎊。比方，英國貸款予外國，而那些從外國的借款人買進英鎊的，就會增加了他們在倫敦的銀行結存。這樣，就等於英國向外人再借債一樣。這情形也許會使得英鎊跌價，或能阻止英鎊的漲價；倘不是因為有這貸借關係，英鎊恐怕是會發生漲價的。但是從可以供給國內貿易的財源數量看來，這一點都沒有分別的。

好幾個國家，在戰前已經就有規定外國借款的活動。例如法國與德國的政府，保留着有權力去否決任何與政府目的不同的借款。這種權力的使用，是要來從借債國那邊得到政治上的利益的。法國在恢復金本位之後，又採用這慣技。因為法國有大量的現金與外匯準備，並且繼續的有出口盈餘。它本來是有很多的款子貸予外國的，但是它的政府認為那些借款不與法國的外交政策的目的相吻合，就不許可。

歐戰後，有的國家禁止那些不是在債權國裏使用的借款。雖然這種限制主要的目的，是來幫助國內貿易，但無論如何，牠是成爲一種匯兌統制的間接方法。因為貸款國的政府，阻止了這外國借款對於國幣價值的惡影響，所以就干涉了那些影響匯兌的尋常趨勢。這就是匯兌統制的模型。有的時候，禁止借款的目的，是公開的來維護匯兌的；然而也附帶保護貿易的。從一九二五到一九三一年，英國政府常常用限制貸款予外國的方法來維護英

鎊而不採用正統派的方法去提高銀行利率。因為他們要避免銀行利率過高而損害國內貿易。

雖然禁止貸款予外國，是匯兌統制的積極方法，然它也與匯兌統制的消極方法相等的。倘若一個國家，要阻止它的貨幣不需要的漲價，它就可以由禁止在外國借款的方法來阻止貨幣的漲價。歐戰後，這方法是常常被採用的。從一九二七到一九二八年，德國政府與別國的政府一樣，認為必須阻止大量的向外國借款。在意大利，如果要向外國借款，那是要先得政府的許可。但這兩種情形的目的，都不是來阻止匯兌的漲價，祇是阻止舉行過多的債務而已。所以它與匯兌的關係不很深切的。

禁止外國借款，有好幾種方式；最常用的是禁止外國政府債券的發行。因為要借極大數量的債務，最早的方法就是發行政府債券，故要阻止貸款予外國，就須從禁止這類借款起。在一九三二年以前，平常所採用的禁止外國公債發行的方法，祇是限於外國人的借款，但至一九三二年以後，英國政府就開始對於設立在外國的英國公司所發行的債券，也一樣的禁止了。

我們在上面的一章裏已經說過，禁止外國債券在國內發行是匯兌統制中最不嚴密的方法，因為有很多方法可以避免它。就是把這些借款或是證券，祕密舉行，而不公開的徵求認購。現在有很多的大投資家，好像是保險公司，投資信託等，故能私自舉行借款，或私賣股票到幾百萬鎊的數量以上。平時小投資家的財源，祇是利用於投資公開發行的公債。但現在可以將大量的款項借給外國，而不必向市面上公開徵求認購的了。英國政府在一九三二年，就很明瞭這種情形，當時就把禁止的範圍擴充到某種公債以外的交易。

雖然是這樣，而這種制度還不能算是十分的嚴密。就是對於投資家在別國購買證券，完全沒有方法阻止的。其實這種事情，現在是大規模的做着。現在小投資家可以在美國的華爾街購買證券，正如在倫敦的證券交易所購買一樣的容易。雖然他們各個人購買的數量是有限的，但是總數目卻是很大。這就是一種空隙。因為有了這空隙，所以把禁止貸款予外國作為匯兌統制的方法，就減少價值了。

最後還有另外一個空隙，使資本能夠流出，這就是短期信用借款。這也是銀行的尋常活動之一部分，現在英國還沒有來干涉它。別的國家如意大利，法國，美國，有的時候對於銀行允許信用借款予外國，是要受正式的或非正式的限制。這是與匯兌限制有關係，並且是應該屬於匯兌統制的直接方法的部門。我們在上面幾章已討論過了；在這些短期信用借款付款的時候，我們纔感覺到這種交易的禁止，是一種匯兌統制的間接方法。

總而言之我們可以說，禁止貸款予外國的結果，還不能算為滿意，祇是在貿易有出超或是其他的惡影響還不十分厲害的時候，政府當局纔能用它作匯兌統制的方法。除此之外，它只能當做附庸的方法來幫助其他的匯兌統制而已。

第十八章 匯兌統制的前途

我們上面各章所研究的，是過去與現在的各種匯兌統制方法，當在下結論的時候，我們就要來研究匯兌統制將來發展的情形了。不過這要分別短期與長期的。我們相信今後的幾年中，匯兌統制是要漸漸鬆懈的，但在沒有達到這個階段之前，它的各種方法恐怕還有增加的可能。假如各金本位集團國都放棄了金本位，那末這種變動更有增加的可能。而這種變動的結果，將使實行匯兌統制的區域擴大。就是本來沒有採用匯兌統制的國家，也要採用起來了，同時恐怕還要增加嚴密的程度。假如那些在恐慌時期中還是穩定的貨幣，竟也發生了跌價，那恐怕會引起國際的貨幣與商業的情勢更形複雜，並且會促進那些已經採用匯兌統制的國家去增加這種統制的。反之，假如各金本位集團國能够維持他們匯兌的安定，那末，在以後的幾年中，匯兌統制的範圍與嚴密的程度，倒要減低。我們這樣說，當然是假定在這個時期之內，沒有嚴厲的國際的或國內的政治問題發生，要是有戰爭或是發生了戰爭的恐怖，那就很能使有關係的各國去增加匯兌限制，或是把現在所有的繼續維持下去。如在各國有激烈的政治變動，尤其是隨着這種變動而有冒險的經濟與社會的試驗，那末，這種情形恐怕也要阻止匯兌統制鬆懈的趨勢，也許是要使得它變本加厲亦未可知。除了以上所說的各種可能的形勢之外，在以後的三四年中，世界各國的匯兌統制，也許要比現在的程度減低；也許在個別的情形之下，還要增加，如對付賴債的國家是。但

是在長時期後，匯兌統制的普通趨勢是要減少的，因為各國的商業界和一般人的意見，都很希望恢復匯兌的自由，並且他們也能影響政府的政策趨向於這方向的。

雖然是如此，我們也不能夠希望所有的匯兌統制馬上就取消了，就是在比較長時期之內，要完全取消，也是不可能的。只有幾種的匯兌統制，恐怕在最初的時候就要取消的。我們相信，倘由於國際上的協約，那便更迅速的達到取消的目的。

那些造成截留帳目的法規，恐怕是有最先取消的可能，因為它們是所有的法規中最可厭的一種，並且各債務國都應該集中力量把它們取消的，其實各國已經有這種的努力了。他們已不再去積存新的截留款項，且把現在所有的，都清理了。例如奧國已經把他們所有的截留帳目完全清理；這是因為它能夠在外國得到借款，並且它的經濟情勢也有進步的緣故。清理截留結存有兩種方法：（一）對於這種結存的使用採取一種自由的態度；如匈牙利與南斯拉夫國就是這樣做法的，並且對於達到這種目的已經有相當的進步了。（二）把截留結存整理起來。這也有兩種方法的，就是由於勸告這種結存的主人去接受長期證券作為調換，或是發行長期債券來清理這種截留結存。有好幾個國家已經向保持有截留結存的主人提議了，德國就是其中之一。這就是把他們的結存，調換做長期投資的證券。但是各債權人已接受這種提議的，是很少數。在別的國家，如拉丁美洲諸國，尤其是阿根廷，對於這方面比較是有相當的成功。就是以調換的方法，把現在呆滯的結存的大部分清理了。不過這種整理計劃能否成功，是要賴於債權人與債務人有相當的信任和誠實的合作。

要使得匯兌統制鬆懈的第二種步驟，應該是，或也許是把政府所定的匯兌率與市場上的匯兌率加以糾正，使得與實際的情形相適合。因為市場上有了兩種的匯率，是很不方便的。而政府主要的工作，便是來打消這兩種匯率的現象。如奧國已把市場裏非正式的匯率，採用做正式的了。倘若保留了匯兌限制，那末，合法的與不合法的交易的匯率，一定是不同的。但政府當局是應該來把這種差異減到最低的限度。要恢復匯兌自由的另一種步驟，就是取消各國的國外匯兌專賣。如羅馬尼亞和別國的中央銀行已經把它們對於匯兌交易的專賣鬆懈了，並且指定幾個銀行來代做交易，而付給他們佣金的。但在這種情形之下，專賣的取消，是一種技術上的取消，而不是實際上的取消。因為所指定代做交易的銀行，祇是中央銀行的代理人而已，在以後的幾年中，那些已有外匯專賣的國家，也許會恢復了外匯交易的相當自由。

各國對於資本出口，國外投資和奢侈品進口的各種限制，也許還要繼續的有效。他們對於這種的取消，是應該逐漸的，而且是要跟着一般的經濟復興的情形而定。只是在國際貸借自由恢復之後，所有的匯兌限制之取消，纔能夠進行無阻。因為那些債權國是不肯輕易再去貸款與那些在恐慌時期中付款成績不佳的國家，所以對於恢復國際的自由貸借，是不可過於樂觀的。

假如貨幣的價值漲跌不定，那就會增加採用現金政策作為匯兌統制的。但是那些貨幣在事實上已經穩定了，那末，這種現金政策，就不怎樣的重要了。這雖不見得是必然的，可是我們能夠推想到美國和其他各國，也許會採用一種有伸縮性的貨幣制度——即是貨幣的平價暫時變更的制度。在這種情形之下，現金政策就要變成

了這種貨幣制度不可分離的一部分了。

對於匯兌統制的間接方法如進口限制與出口獎勵金，是不能迅速地取消，而且不會完全取消的。我們恐怕不能恢復戰前或是戰後安定時期的那種國際貿易自由，那些進口限制本來是要來維護匯兌的，將來也許要保留着做保護國內貿易；假如是這樣，那麼，它們就不算是匯兌統制了。對於出口貿易的人爲的鼓勵方法，恐怕也是要繼續存在的。不過這種鼓勵出口方法的主要目的，並不是要來維護匯兌，而是要來保護貿易的了。國際的商品物物交換，不能像一般人所預料的那樣迅速就取消的，但是它的最原始的方式，總是要取消的。而禁止貸款與外國，恐怕還有長時間的效力；任何債權國都不能驟然完全的取消它，也許會由完全禁止的方式變成了統制的，和有區別的貸款。

假如匯兌統制之中有一種還會繼續保留的話，那就是匯兌干涉了。我們已經說過，匯兌干涉已經被人認爲貨幣制度尋常機能的一部分；雖然在幾年之後，各國都恢復了金本位，但金本位是不能自動的運用，而是要以干涉的方法來輔助的。各主要的金本位國家，將來還要爲着維持金本位的關係去積存充分的準備金的。我們相信在英磅與美元安定之後，英國與美國的匯兌平衡基金恐怕還是要存在，將來的干涉，也許大部分是要以國際合作的方式來進行，但是我們對於這一層，不能過於樂觀的。假如我們是顧到實際的情形，我們就要明瞭在最近的幾年內，國際上的政治形勢的緊張，還是不會消散的，或者更形緊張，也未可必。在這種情形之下，我們不能過分的依靠國際的合作作爲匯兌統制的工具。那些國際貨幣的計劃，或是國際現金準備的計劃，在長時間之後是要成

爲烏托邦的，一個國家在需要國際的援助時，恐怕不易得到誠實的與無條件的援助吧。在國際的貸借交易裏，政治關係還是佔着重要的地位，也許比較在恐慌之前或是恐慌時間中所佔的地位更重要。

我們說過，在最近的幾年中，匯兌限制，現金政策與大多數間接的匯兌統制方法，是要逐漸的減少或是取消的。但是政府干涉與禁止貸款與外國，還是要存在的。有一個最難回答的問題，就是匯兌交換將來是要繼續存在呢？抑是與匯兌限制一樣的命運要跟着要取消了呢？現在的趨勢還是趨向於增加這種制度的採用。我們相信，各種匯兌統制方法的取消，是要由匯兌交換來代替的。其實匯兌交換的採用，是很能夠幫助對於貿易與匯兌各種限制的取消。很多國家現在還沒有採用匯兌交換的，也許將來是要用它作爲收回外債的工具。

其實匯兌交換是應該變成了經濟制度永久的一部分，因爲它可以減少新興的經濟國家主義，或是把它轉到有規則的路上。它是來代替關稅壁壘與經濟獨裁，並且是來克服償付或收回外債的困難的最好工具，同時又是保護一種經濟制度去維護匯兌變動的最好方法。這種匯兌變動的危險，因爲有非常的擾亂因素存在其間，故是常有的。最後，匯兌交換是與向着計劃經濟的一般趨勢一致的。

這次經濟恐慌的結果，大增加了經濟的國家主義；但在這恐慌過去之後，恐怕這種主義還是存在的，因爲國際政治緊張的深化和許多國家裏國家主義的復興，很明顯的表示各國是努力增加自給自足的程度。他們都在可能的範圍內積存最大數量的現金準備。每一個國家都要設法使得進口減少，出口增加，並且要把這種出口盈餘用現金收回來。關稅戰爭與傾銷政策，已成通例了。假如是有匯兌交換，那麼，所有的罪惡如果是不能完全取消

的話，恐怕也要減少的。這種制度的運用，就要使得各人都知道，必須去買進纔能夠賣出；同時也要使得債權國知道，假如他們是要收回債權的話，他們一定要接受盈餘的進口。假如他們完全知道了這種情形之後，那些誠實的債務人，就沒有困難去償還他的外債了。在現在的制度之下，這個最麻煩的付款能力問題，是會傷害債務國與債權國的感情；但是在匯兌交換制度之下，這種問題就會變成了很簡單的數學問題。債權國就沒有理由懷疑他們的債務人去掩飾他們的銀行餘款與外國貿易的盈餘，來避免付款的。若把匯兌交換去包括各種流動的與基本的項目，這就要使債務國付款的能力，確實的表現出來。

假如各國能够在最近的幾年內，把它們的貨幣安定，我們就相信貨幣問題已達最後的解決，那未免過於樂觀了。恐怕貨幣安定之後，在很短的時期，又會發生貨幣混亂的。這是有許多強有力的和永久性的擾亂因素，使得我們這樣相信的。第一，要把各國的貨幣都依照它們的經濟平價去安定，那是不可能的。它們的定價，有的是過高，有的則過低。在不久之後，那些定價過高的貨幣，就難維持在它們的新平價之上。在過去的幾年中，那些極大的流動存款，從一個金融中心轉移到別的金融中心去，大部分會影響國際的貨幣，致發生混亂的現象；而這種情形將來還是要存在的。這些存款的主人，已經有一種習慣，把他們的存款從一個國家移到別的國家去，這是由於要得到較高的利息，或是要避免一種真確的也許是不確的危險。這種轉移資本的習慣，在過去已經發生過很大的擾亂，將來也是一樣要發生擾亂的。這種危險只有用嚴厲的匯兌限制，或是匯兌交換纔能阻止。這種匯兌交換制度，對於驟然的與極大的經濟錯亂所發生的反響，或會成爲一種很有效力的補救方法。這種經濟的錯亂，將來一定

會發生的，或是由於各國的物價，工資，與生活程度的不同所促成；或是由於國內的與國際的技術上的進步以及各國所採用的計劃與合理化的程度的不同所促成，那是不一定的。但是在任何制度之下，要來阻止這種變動，使不致影響到國幣的匯兌價值，是很不可能的。匯兌交換的工作，不是把匯兌提高到一個不經濟的水平線上；他所能够做的，只是使那些因變動而發生的震動，減到最低限度。

雖然匯兌交換是很有理由的可以再繼續下去，但是在最近的幾年中，它逐漸的取消則是可能的。因為人類的根性是這樣，在一個對於匯兌自由過度干涉的時期之後，一定有一種普遍的願望要來恢復最高度的自由。在促成匯兌交換危機過去之後，那些受它影響的人，對這個制度的取消，一定是不肯放鬆；政府當局，要去拒絕那些主張廢除匯兌交換的，一定也是很困難。但是這種制度的輪廓，恐怕要在一種很和平的形式之下，保存下來的。這或是由各銀行去把他們的匯兌交易報告金融當局，使得當局對於匯兌情勢能够了解；也許是由於各中央銀行自動的去把款項轉移。在恐慌之前，很多國家已經採用這種辦法了。例如德國國家銀行，是與很多別的中央銀行有交換帳目的，故能在國外匯兌市場之外得到自動轉移的便利。

假使在最近的將來，匯兌交換完全取消了。我們以為這就是它最後的存在，那是錯誤的。在第二次國際危機發生的時候，它一定還要恢復的。但是很不幸的，我們要承認，在幾年之後，第二次的恐慌，就會再發生的。因為沒有經濟計劃，所以貿易循環還是要像從前一樣的發生，並且因為沒有充足的匯兌統制，不穩定的貨幣一定會增加循環的恐慌的。但這世界並不會從最近的經驗得到一種教訓，去把匯兌交換保留着以抵禦將來的恐慌；所以將

來定要再受到一個教訓，也許要受好幾個教訓之後，纔能曉得。

從遠一點看，匯兌交換之成爲將來的一個制度，是不可懷疑的。它是國際轉移很合理的一個方法，而它遲早終要被永久採用的。假如要使得它能夠很適當的運用，那一定要使得這種制度很嚴密纔好，就是要把它包括到各種的國際償還項目。它也不能再用雙方面的形式，而是應該採用多方的形式的。這種多方的國際匯兌交換，最好是由國際清算銀行來主持。就是在世界上政治衝突與互相猜疑的空氣當中，它還是國際貨幣合作唯一適用的方法。也許長久之後，人類纔曉得國際的匯兌交換對於匯兌貿易差額和國際債務等的技術問題，是一種永久的最適合的解決方法。而且這進化的趨勢，無疑的是趨向着這方向的。

