

学者书库·论丛

XUEZHE  
SHUKU  
· LUN  
CONG

# 经济增长与 汇率变动： 百年美元汇率史

于杏娣 著

经济增长与汇率变动：百年美元汇率史

上海

92  
F837.135  
1  
2

N  
E

版社

上海社会科学院出版社

(沪)新登字302号

责任编辑 吴绍中  
封面设计 范一辛

·学者书库·论丛·

经济增长与汇率变动：百年美元汇率史

于杏娣 著

上海社会科学院出版社出版

(上海淮海中路 622 弄 7 号)

新华书店上海发行所发行 上海社科院印刷厂印刷

开本 850×1163 1/32 印张 6.125 插页 2 字数 151000

1991 年 12 月第 1 版 1991 年 12 月第 1 次印刷

印数 1—2900

ISBN 7—80515—647—6/F·207

定价：3.30 元

## 导 言

汇率,这一维系各国货币的纽带与联系各国经济的桥梁,在国际金融研究的领域中,占有举足轻重的位置。特别是从70年代汇率浮动以来,汇率问题更引人注目,从而使得汇率问题的研究得到了迅速的发展。但在至今为止的论著中,较多的是对汇率某阶段变动的分析与概括,对汇率在很长历史时期中的运动的阐述与剖析则较为鲜见。以本世纪最重要的国际货币美元来说,作者尚未见到对它的汇率运动所作的系统而全面的论述。而对此的研究,有助于对汇率理论进行验证,得到启迪,对认识当前与未来的汇率基本运动更有很大的现实意义。因此,本论文选择了美元近百年来汇率变动史这一课题进行研究与考察,力求较系统,较全面地论述美元汇率的变动史,并且对美元汇率变动的重大事件与问题提出自己的见解,特别是力求把握美元汇率长期运动的基本趋势及主要原因,同时也将对影响或干扰汇率基本趋势的若干因素给予一定的阐述。

在考察美元百年来的汇率变动史时,发现了一个很重要的汇率理论问题,即美元汇率长期变动趋势与美国经济增长的相对快慢之间存在着很明显的相关性。这一联系是必然的?亦或偶然的?如是必然的,那两者间又是怎样联系起来的?是经济增长的情形决定了汇率的运动趋势?或是相反?这种决定又是通过何种环节或渠道以何种方式发生作用的?有关这一相关性的种种问题久久萦绕脑际,迫使我对此进行深入地研究。

尔后,在对许多别的货币之汇率变动(包括发展中国家货币的汇率变动)进行了一番考察后,发现这一相关性是一个普遍的现象,而非偶然的、孤立的。在历史史实所提供的两者间存在着

必然的相关性之基础上,本文试图对此作出理论上的分析,提出经济增长对贸易收支与资本流动具有重大的基本的影响,进而通过国际收支的状况决定外汇供求,由此决定了汇率的变动。在对贸易收支的作用中,经济增长通过与劳动生产率、价格变动与进口倾向等的密切联系,有力地影响了进口与出口的贸易;在对资本流动的作用中,经济增长通过储蓄倾向,引致投资、价格变动及报酬递减等因素影响了实际利率与名义利率、也影响了利润率等,从而影响了资本流动特别是中长期资本流动之走向。在对上述关系进行逻辑推理和史实论证的基础上,本文提出了经济增长决定美元长期汇率变动的观点,并在附录中尝试建立了由一套方程式组成的初步的理论模型。以美元汇率变动史作为经济增长决定汇率变动的理论研究的主要背景与依据,是因为,美元近百年来的汇率变动,经历了上升与下降两大较完整的时期,并且,在它身上,包含了本世纪以来所有主要国际货币汇率变动的内容。在本世纪上半期,英镑作为最主要的国际中心货币,其汇率下跌主要映射在美元汇率的上升上;而在本世纪的下半期,新兴的储备货币马克、日元等的汇率上升,也主要映射于美元汇率的下跌中。故美元汇率的运动,最大限度地包含了其它主要货币的汇率变动,有最大的代表性与影响范围。

本文中所提出的经济增长对汇率变动的决定作用的观点是以往的汇率理论中所忽视的,但并不是说以前没人对此涉及过。很多人都承认汇率与经济增长有相关性;也有不少人承认经济增长愈快,则贸易竞争力愈强等,但未进行深入的理论分析。在以往的论著中,至今还未见到对此关系作过全面而系统的论述,亦没有提出过鲜明的较完整的理论学说。\* 只有在凯恩斯主义关于收入增

\* 在西方汇率理论中,除了古典的三种主要学说(国际借贷论,购买力平价说与汇兑心理说)外,现代与汇率有关的理论有弹性论,吸收论,政策配合论,货币论与资产市场说、证券组合说等。参见哈佛·A·波尼亚切克“汇率的决定”,《国际金融手册》第2、3、17—29页。

长引起进口增长的论述中，提出过经济增长不利于汇率坚挺之颇带片面性的观点，以及在货币主义学派汇率模型中，论述了经济增长对汇率的作用，但它只是通过影响货币需求而影响汇率变动的。实际上，经济增长还有很多且更为重要的途径影响到了汇率。本文在以往各派汇率理论的基础上，力求较全面地阐述经济增长对汇率变动所具有的宏大而深刻的联系。由于经济增长对汇率变动作用的多渠道，多方向，而非单一性，使作用结果出现了种种复杂之组合效应，从而使一些人误认为经济增长对汇率的作用联系是松散的。其实复杂性并不等于松散性，百年来美元汇率的变动史已表明两者间有很密切的联系。在本文中，作者试图理清经济增长对汇率作用之主要途径，从一些较重大的方面概括经济增长对汇率的主要影响。由于经济增长对汇率影响的宏大深刻性，使全面的理论分析如同一项大工程，绝非在短期内能一蹴而就，目前只是初步的探索与论述，今后还需对此作进一步的、精细化与量化的分析与检验。希望本文能引起人们对这一问题的关注，将这一问题的研究推向深入。

本论文叙述的结构为：第一、二章分别考察美元汇率变动史的上升时期与下降时期；第三章集中论述影响美元汇率的几个因素，包括影响美元汇率基本趋势的长期决定因素与中短期的干扰因素。特别是分析经济增长与汇率长期运动间的相关性；第四章则就经济增长影响美元长期汇率变动进行理论上的分析，论证经济增长决定汇率长期变动趋势之基本环节，途径与方式。在附录中提出了汇率变动之经济增长假说的理论构造。

本文在论述中将美元汇率变动史的考察范围集中在美元对英镑、法郎、马克、日元四种货币的汇率上。这四种货币为国际货币领域中除美元以外最重要的货币。文中美元汇率的上升，下降与美国经济增长的快慢，皆是主要相对以上四种货币及它们的国家而言的。

# 目 录

导 言	1
<b>第一章 美元汇率变动史(一): 上升时期</b>	<b>1</b>
第一节 美元汇率变动两大时期的划分	1
第二节 论第一次世界大战前后美元汇率的变动	8
第三节 论 30 年代美元汇率的变动	23
第四节 论布雷顿森林体系前期美元汇率的变动	39
第五节 美元汇率上升时期的经济背景	48
<b>第二章 美元汇率变动史(二): 下降时期</b>	<b>56</b>
第一节 论布雷顿森林体系后期的美元汇率变动	57
第二节 浮动汇率以来美元汇率的变动	71
第三节 美元汇率运动下降时期的经济背景	88
<b>第三章 关于影响美元汇率变动的几个因素</b>	<b>91</b>
第一节 关于贸易收支与资本项目在美元汇率运动 中的地位与作用	91
第二节 关于储备货币地位对美元汇率运动中的 影响	97
第三节 关于汇率变动的射击过头与反弹	101
第四节 关于政府对美元汇率的管理	104
第五节 关于长期汇率运动与经济增长间的相关	

关系.....	112
<b>第四章 经济增长决定美元长期汇率变动之理论分析.....</b>	<b>119</b>
第一节 决定美元汇率变动因素的层层追溯.....	119
第二节 经济增长对贸易收支的影响.....	121
第三节 经济增长对资本流动的影响.....	133
第四节 经济增长对国际收支的总体影响.....	138
第五节 汇率变动的经济增长假说的理论构造.....	142
<b>附表: .....</b>	<b>148</b>
1.0 美元对英镑、法郎、马克、日元汇率的变动	
1.1 美国黄金流动	
1.2 美国国际收支	
1.3 美国与英、德、日、法国的物价变动	
1.4 法国国际收支	
1.5 德国国际收支	
1.6 英国国际收支	
1.7 日本国际收支	
1.8 (一) 美国及英、法、德、日的实际 GNP 增长率	
1.8 (二) 美国及英、法、德、日的实际 GNP 增长率	
1.9 美国对外贸易地域分布	
2.1 (一) 美国与英国利率	
2.1 (二) 美、英、德、法、日五国的利率	
<b>参考书目.....</b>	<b>184</b>

# 第一章 美元汇率变动史(一): 上升时期

## 第一节 美元汇率变动两大时期的划分

美国在 19 世纪 70 年代,开始酝酿建立金本位。经过 20 余年的反复——主要是受到白银生产者集团反对放弃金银复本位的阻力,最后终于在 1900 年正式实行了金本位<sup>①</sup>。

从那时至今,美元汇率经历了很多变动。在此之前,即在金银复本位下,美元金币的汇率(1860—1900)参见图 1.1。从图中可看出美元金币与英镑,法国法郎,德国马克的汇率保持着铸币平价;对日元汇率有波动,但处于升值的强势地位;美国本身在内战中发行的绿背美钞在 1862—1876 年间的汇率贬值。

考察自 1900 年美国实行金本位以后近百年来的美元汇率变动,可以发现,在这期间美元汇率经历了上升与下降两大截然不同的时期。在前一时期,美元汇率处于强盛的基本状态中,对外币普遍表现出坚挺的稳定,并不时有上扬的升值,贬值则偶尔有之。在后一时期,美元汇率则基本上处于虚弱的状态中,不时出现下跌风潮,汇率的稳定往往很脆弱,升值则较少有,一般只是短期的反弹波动。美元汇率运动所经历的这两大成鲜明对照的时期,可从表 1.1 美元汇率的历史统计中得到证实。而这两个时期的分界线,我们将之确定在 1960 年——在该年,美元在布雷顿森林体系下爆发

---

<sup>①</sup> 详见〔美〕霍维慈《美国货币政策与金融制度》第 34—37 页。

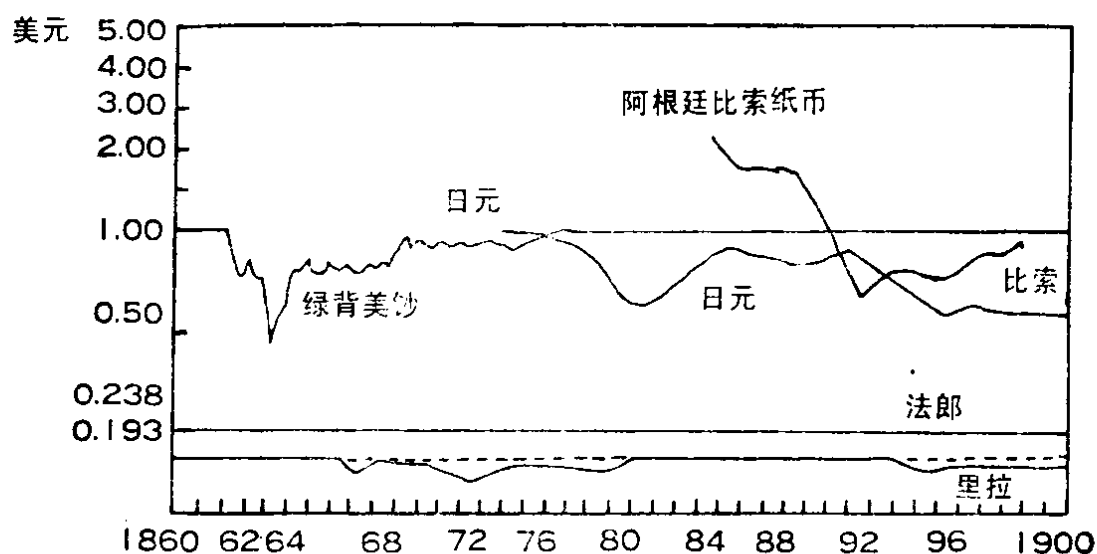


了第一次危机。在此之前，美元对英镑、法郎、马克、日元等货币的汇率都一升再升，而在此之后，却出现了一次次的下跌风潮，由坚挺状态转为软弱状态。可以说，1960年的抛售美元风潮将美元的百年汇率史拦腰一斩，截为前后相反的两大时期。

在第一次世界大战爆发时及战后初期，美元对国际上的主要货币都出现了明显的汇率上浮，尔后除英镑硬性地回到了战前旧平价，从而也回到了与美元的战前铸币平价外，其余一些主要货币都在对美元实行了贬值的稳定状态下进入了30年代。30年代初期，英镑等一系列货币又发生了对美元的贬值，在30年代中后期，法国法郎等黄金集团货币也维持不住平价，对美元实行了大幅度贬值。在30年代末临近战争时，英镑、法郎、日元等大批货币在又一次对美元作了相当程度的贬值后实行了钉住汇率。在整个30年

图 1.1 美元的汇率，1860—1900年  
(市场汇率的年平均值)

用美元金元  
表示的该货币的价值  
(比率标度)



资料来源：〔美〕金德伯格《国际经济学》第417页。

代的动荡时期,美元汇率只在1933—1935年期间主要因黄金价格的上升,而发生过对外币的贬值,其余时间,皆为坚挺。在布雷顿森林体系的建立初期,美元对英镑、法郎、马克、日元及一大批货币又实行了全面的升值,就是在50年代后期,还对法郎发生了两次升值。而且,在1959年前,西欧的国家还普遍处于外汇管制之下,美元的强硬对它们维持固定汇率有着很大威胁,故只有靠严格的外汇管制来调节外汇的供求,以达到布雷顿森林体制的固定汇率要求。但是,到了1960年,美元汇率形势发生了根本的改观,在美国黄金外汇储蓄下降到对外短期负债边缘的背景下,爆发了抛售美元的风潮<sup>①</sup>。而且,此次风潮虽经努力得以扑灭,但美元已开始在“王位”上坐立难安,而要由政策采取多种措施来维持其汇率的稳定。并且,到1968年又掀起了抛售美元的浪潮,最后发展到70年代初布雷顿森林体系的崩溃。美元汇率在70年代初急剧下跌,开始成为最主要的软通货。在80年代上半期,美元汇率在美国政府反通货膨胀政策及其高利率杠杆的刺激下出现了回升,但到1985年又转向了较大幅度的下跌,至今仍在较低水平上上下下徘徊。

上面简括了美元汇率变动的大致轮廓。由此可看出,在近百年汇率变动的风云中,美元先经历了兴盛时期,后转入了衰颓时期。在上升时期,对美元汇率运动而言最重要的是美元对英镑汇率的变化。因为英镑是最早实行金本位的货币,较美国早了80余年,也是整个国际金本位体系的中心货币,有些人甚至将国际金本位称之为英镑本位。但是,就是在1900—1959年这60年中,美元对英镑的汇率逐步地明确地上升,终于在第二次世界大战后取代了英镑,建立了可称之为美元本位的布雷顿森林体系,成为国际货币制度的中心货币。故美元英镑的汇率变动是这一时期美元汇率走向的典型,突出地反映了美元的强势。

---

<sup>①</sup> 参见第二章第一节。

表 1.1 美元对英镑、法国法郎、西德马克、日元的汇率  
1900—1989 年(年平均数)

日 期	英 磅 \$/L	法国法郎 \$/FF (FF/\$)	西德马克 \$/DM (DM/\$)	日 元 \$/¥ (¥/\$)
1900*	4.872	0.193(5.181)	0.238(4.202)	0.50(2.0)
1901	4.879	0.193(5.181)	0.238	0.50
1902	4.876	0.193	0.238	0.50
1903	4.868	0.193	0.238	0.50
1904	4.872	0.193	0.238	0.50
1905	4.866	0.193	0.238	0.50
1906	4.857	0.193	0.238	0.50
1907	4.867	0.193	0.238	0.50
1908	4.868	0.193	0.238	0.50
1909	4.876	0.193	0.238	0.50
1910	*4.868	0.193	0.238	0.50
1911	4.866	0.193	0.238	0.50
1912	4.870	0.193	0.238	0.50
1913	4.868	0.193	0.238	0.50
1914	4.844	0.193	0.238	0.50
1915	4.844	0.193(5.181)	0.238(4.202)	0.50(2.0)
1916	4.7644	0.193	0.238(4.202)	0.50(2.0)
1917	4.7644	0.193		
1918**	4.7644	0.1835	0.1667(6.00)	0.5287
1919	4.4258	0.1368	0.0317	0.5118
1920	3.6643	0.0704	0.0175	0.5037
1921	3.8491	0.0746	0.0120	0.4825
1922	4.427	0.0820	0.0023	0.4780
1923	4.574	0.0608	0.00002	0.4858

\* 在 1914 年前铸币平价分别为每英镑 4.8665 美元, 每法郎 0.1930 美元, 每马克 0.2382 美元, 每日元 0.4985 美元。

\*\* 1918 年数据除英国外, 为第 12 月的月平均数。

(续表)

日 期	英 磅 \$/L	法国法郎 \$/FF (FF/\$)	西德马克 \$/DM (DM/\$)	日 元 \$/¥ (¥/\$)
1924	4.417	0.0524	0.2380*(11月起)	0.4119
1925	4.829	0.0477	0.2380	0.4104
1926	4.858	0.0324	0.2380	0.4712
1927	4.861	0.0392	0.2376	0.4741
1928	4.866	0.0392	0.2387	0.4635
1929	4.857	0.03917	0.2380	0.4610
1930	4.862	0.0392	0.2385	0.4934
1931	4.859	0.039	0.238	0.49
1932	3.504	0.0393 25.45	0.238 4.211	0.2811 3.557
1933	4.218	0.05 19.88	0.305 3.276	0.2564 3.899
1934	5.041	0.0657 15.22	0.394 2.539	0.4228 3.365
1935	4.903	0.066 15.15	0.403 2.484	0.2871 3.483
1936	4.971	16.37	2.481	3.446
1937	4.944	24.69	2.488	3.473
1938	4.89	34.72	2.49	3.515
1939	4.46	39.84	2.496	3.852
1940	4.03	48.08**	2.499	4.266
1941	4.03	—	—	4.266
1942	4.03	—	—	4.266
1943	4.03	—	—	4.266
1944	4.03	—	—	4.266
1945	4.03	50.57	—	15.00
1946	4.03	119.11	—	15.00
1947	4.03	119.11	—	50.00

\* 1924年前10个月汇率为10000亿马克,合22—24美分。

\*\* 法国从1940年6月起无外汇行情表。1945—1948年的年平均数据是根据英镑与美元汇率和英镑与法郎汇率套算出来的。日元1945—1948年汇率也是套算。

(续表)

日 期	英 镑 \$/L	法国法郎 \$/FF(FF/\$)	西德马克 \$/DM(DM/\$)	日 元 \$/¥(¥/\$)
1948	4.03	218.29	3.3300(6月起)	270.00
1949	3.68	281.90	4.2000(9月起)	314.47
1950	2.80	349.90	4.1950	361.10
1951	2.80	350.00	4.1950	361.10
1952	2.79	350.00	4.1950	361.10
1953	2.81	350.00	4.1950	360.80
1954	2.81	350.00	4.1950	360.80
1955	2.792	350.00	4.2079	360.80
1956	2.796	350.00	4.2042	359.84
1957	2.794	367.89	4.2020	359.84
1958	2.810	425.63	4.1932	359.84
1959	2.809	490.45	4.1794	359.96
1960	2.808	490.46	4.1708	359.91
1961	2.802	49059	4.0187	361.15
1962	2.808	49009	3.9981	360.82
1963	2.800	49009	3.9861	361.90
1964	2.793	49011	3.9950	358.43
1965	2.796	49016	3.9940	361.49
1966	2.793	49141	3.9985	362.35
1967	2.828	49206	3.9863	362.15
1968	2.394	49529	3.9920	360.55
1969	2.390	51999	3.9301	358.37
1970	2.396	55289	3.6465	358.15
1971	2.444	55104	3.4820	348.03
1972	2.502	50433	3.1886	303.11

(续表)

日 期	英 磅 \$/L	法国法郎 \$/FF(FF/\$)	西德马克 \$/DM(DM/\$)	日 元 \$/¥(¥/\$)
1973	2.453	4454	2.6726	271.22
1974	2.340	48099	2.5878	291.51
1975	2.220	42876	2.4613	296.78
1976	1.805	47824	2.5184	296.45
1977	1.746	4.9160	2.3236	268.62
1978	1.920	4.5090	2.0096	210.38
1979	2.122	4.2566	1.8342	219.02
1980	2.328	4.2250	1.8175	226.63
1981	2.025	5.4396	2.2631	220.63
1982	1.749	6.5794	2.4280	249.06
1983	1.516	7.6203	2.5539	237.55
1984	1.337	8.7355	2.8454	237.45
1985	1.297	8.9799	2.9419	238.47
1986	1.468	6.9256	2.1704	168.35
1987	1.6389	6.0107	1.7974	144.64
1988	1.7814	5.9569	1.7562	128.15
1989	1.6397	6.3801	1.8800	137.96

数据来源:①〔英〕“经济学家”《经济统计 1900—1983,英国、美国、法国、西德、意大利、日本》由 Thelma 与 Liesner 编辑整理。②美国商业部统计局《美国统计摘要》1925, 1928, 1931, 1941 年;③IMF《国际金融统计》有关年报;④(美) Leland B. Yeager《国际货币关系:理论、历史与政策》1976 年。

对自 1960 年开始的美元汇率下降时期而言,最重要的是西德马克、日元对美元汇率的上升。它们是这一时期中上扬势头最好的货币,也是在国际货币领域内地位提高得最快的货币<sup>①</sup>。美元

① 瑞士法郎在这一时期中也对美元汇率有大幅度的上升,但它在国际货币体制中的地位不及马克、日元等。同时它也不在本文论述的范围之内。

汇率的下跌,有时是普遍地对外下跌,有时则仅是对马克与日元等货币的汇率下跌。正是在马克、日元等的升值与坚挺中,美元明显地显现其颓败之势的。美元对英镑与法郎等的汇率在这一时期甚至还发生过不少的升值。美元相对于马克、日元等为软通货,但相对于英镑等,则经常还是硬通货。因此,在对美元汇率变动史的论述中,将前一时期的重心倾于美元对英镑的汇率关系上,后一时期倾于美元对马克、美元对日元的汇率运动上,是很自然的。

在美元汇率上升与下降的两大时期中,汇率运动时有波澜起伏,但与基本趋势相反的最重要的变动有如下两次:1933—1935年的美元贬值过程,与1980—1985年的升值过程。这两次过程不仅持续时间较长,变动幅度也较大。但后面的具体分析将会表明,它们都属于中短期的波动,并未能改变该时期美元汇率运动的基本趋势,从而不影响美元汇率上升、下降两大时期的划分。

本章考察美元汇率的上升时期。对此我们将分成如下三个阶段进行论述:(一)一次大战前后的美元汇率变动,(二)30年代美元汇率的变动,(三)布雷顿森林体系前期美元汇率的变动。力求对每一阶段中美元汇率变动的主要过程作系统而概要的论述,并就其中若干重要事件与问题提出自己的独立见解。

## 第二节 论第一次世界大战前后 美元汇率的变动

第一次世界大战的爆发,促使金本位开始摇摇欲坠,并使主要货币间的汇率第一次由固定转入较短暂的浮动。这一阶段的美元汇率,经历了如下过程:①第一次世界大战前的基本稳定;②大战开始时的较小幅度上浮与随后的稳定;③战后初期较大幅度的上浮;④20年代中期后回复的稳定。

### (1) 关于第一次世界大战前的美元汇率及其特征

美元与英镑的金平价为每英镑 4.86656 美元。在 1900 年至大战爆发前的 1913 年这 14 年间,这一铸币平价自然是保持的。围绕其波动的幅度必然在运送黄金于英美两国的运费之内。所以这一时期供求关系引起的汇率波动范围极其有限,谈不上汇率变动,国际收支差额由黄金储量的变动与物价的调整等所吸收。但是从汇率微弱波动的趋向中,还是可以看出此时美元与英镑间汇率关系之特征的。按英国“经济学家”统计,在这一时期,年平均美元对英镑的最高汇率为 \$4.857/L(1906 年),最低为 \$4.879/L(1901 年),14 年中,美元对英镑的年平均汇价在平价之上的有 4 次(1905、1906、1907 与 1911 年),余下 9 年均 在平价以下(参见表 1.1)。这表明,美元在这一阶段相对英镑总体上还是弱的,汇率处于偏软状态,但是有好转的趋势。据国际货币史专家耶戈的资料,美元在 1888—1913 年中,仅有 4 次对英镑的汇率(年平均)发生在金平价之上<sup>①</sup>,而这 4 次皆在 1900—1913 年之间,特别是在 1905 年以后,并且是以黄金的净输入为其背景<sup>②</sup>。由此表明美元对英镑汇率出现了由弱转强的细微变化。

## (2) 关于第一次世界大战期间美元汇率变动的插曲与主旋律

汇率的真正变动是从金本位暂时停止开始的。在大战中,各国禁止黄金输出,并在不同程度上停止了黄金与纸币的自由兑换。金本位赖以支撑的这两项基本条件的破坏,为汇率变动打开了闸门。最初的变动是以美元等货币对英镑的汇率的下降为起首的,但这只是一段插曲。1914 年 7 月底,美元对英镑的汇价下跌到 \$6.35/L,8 月初甚至跌过了 \$7.00/L,比金平价下降了 30.48%。但这一美元对英镑的下跌事件只是短期现象,前后持续不足 5 个

① 见〔美〕Leland B. Yeager《国际货币关系:理论、历史与政策》1976 年,第 32 页。

② 参见附表 1.1。



月。这是因为，它完全是由英镑当时所占据的国际中心货币地位与战争的扰乱因素结合而造成的。它的背景是：大战爆发后，英国为资金安全而收回在国外的资产，并收缩对贴现行的信贷。7月27日，伦敦承兑行停止提供新的承兑信贷，外国失去了英镑的最重要来源，只能靠在伦敦出售他们的英国证券来获得英镑。而猛烈地抛售又造成了证券交易所的关闭（7月31日关闭，延续了几个月），通常英镑供求间的缺口可由黄金的航运来满足，但战争的敌对状态又使航运难以获得保险。此时黄金运费中若加进风险因素的话，应是很可观的。这样，在英镑——当时唯一的国际储备货币的供应人为收缩，黄金又难以运出的情形下，英镑对美元等的汇价有了大幅度的上升，但几个月后，当英国同意在加拿大的渥太华收取黄金时，英镑对美元等的汇价就立刻平抑下来了。所以，可以认为，美元在这近5个月内对英镑的疲软只是战争的一段小插曲。

随后，美元对英镑的汇价就进入了延续半个多世纪的上升历程（即使在1960年美元开始疲软后，仍对英镑维持了较长时间的坚挺）。1914年12月以后，美元的英镑汇价上升到了平价之上。同期，法郎、马克等货币也相对美元疲软了。造成这一变动的直接原因是对美国货的战时进口需求增加。美国的商品出口额在1911、1912、1913年依次为22.28亿美元、23.32亿美元与26亿美元。1914年稍有下降。为22.3亿，1915年就猛增到36.86亿美元，1916年增至55.6亿（参见附表1.2美国国际收支）。到1915年8月，英国政府开始控制英镑对美元的汇率，不让它继续下跌。在1916年1月，美元对英镑的汇率被英国固定在4.7644美元/英镑上，美元升值2.14%。这是美元对英镑第一次较为正式的升值。到4月份，英法间安排了汇率的稳定，从而法国跟在英国之后，将法郎对美元的汇率在美元升值5%的基础上稳定了下来。但马克等货币对美元的汇价在战争期间仍然下降。由此可以认为，第一次世界大战中美元汇率变动的主旋律是升值。虽然它对英镑、法郎