

レファイの為替理論

大森, 研造

<https://doi.org/10.15017/5909145>

出版情報：経済學研究. 2 (1), pp.139-190, 1932-03-31. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



レフアイの爲替理論

大 森 研 造

- 一、序 言
- 二、爲替相場の理論的基礎
- 三、外國支拂手段市場に於ける需給關係
- 三、對内購買力の發展と購買力平價
- 五、爲替相場と購買力平價及び需給關係の變化との關係
- 六、將來の觀測と爲替相場の安定策
- 七、結 言

一、序 言

外國爲替相場の決定原因の問題は、古くから論議せられてゐるが、此の論争の陣營は激しく對戦する二つの黨派に分れてゐる。即ち一は需要供給説 (Theory of demand and supply) に屬する人々

であり、他は購買力平價説 (Theory of the purchasing power parity, die Kaufkraftparitätstheorie) に屬する人々である。

需要供給説は其需給の根源を國際貸借に求めることから、國際貸借説とも稱せられ、その貸借關係を主として商品貿易に求める貿易差額説 (Theory of the balance of trade) と、商品貿易以外の凡ゆる國際的收支をも包括して考へる支拂差額説又は國際收支差額説 (Theory of the balance of payments) とに分ち得る。

國際貸借説は世界大戰までは、殆んど爲替理論の定説と見做されてゐたが、大戰勃發以來各國が殆んど皆金本位制の機能を停止するや、本來金本位制を前提とする國際貸借説を以てしては、不換紙幣制の下に於ける爲替相場の均衡點に就いて充分なる説明を與へ得ざるに至つた。此の理論上の欲求と、當時の騰落常なき爲替現象に直面して促された其の安定策の攷究とから生れたのが、所謂カッセルの購買力平價説である¹⁾。然るにカッセルの購買力平價説は、最初は興味と賞讃とを以て迎へられたが、後には理論上並びに經驗上から批判と反駁と修正とが加へられるに至つた。

F. Cannan, A. C. Pigou, T. E. Gregory, D. H. Robertson, H. C. Walter 等は²⁾大體に於て賛意を表する者であるが、修正を加ふるものに、J. M. Keynes³⁾ K. Koranyi, H. Müller, 等の修正購買力

- 1) G. Cassel, World Monetary Problem. 1922; Money and Foreign Exchange after 1914, London, 1922.
- 2) E. Cannan, "The Worlds Monetary Problems," The Annuals of the American Academy of Political and Social Science, May, 1920.
- 3) A. C. Pigou, "Some Problems of Foreign Exchange," Quarterly Journal of Economics, Nov., 1922.
- 4) T. E. Gregory, Foreign Exchange, before, during and after the War, London, 1922,
- 5) D. H. Robertson, Money, New York, 1922.
- 6) H. C. Walter, Foreign Exchange and Foreign Debts, London, 1926.

説があり、駁撃を加ふるものに、B. Nogaro¹⁰⁾ 及び J. W. Angell¹¹⁾ 等の投機説、J. van Walre de Bordes¹²⁾ の貨幣信認説、C. Rist¹³⁾ の豫算均衡説等がある。

尙ほ此の他に、爲替評價説、輸出可能財説、支拂差額及び投機説、債權差額説等々の諸學説が、或は需要供給説の修正説として、或は購買平價説の緩和説として唱道せられ、百花繚亂の狀を呈してゐる。

茲に紹介せんとするレフアイの爲替理論は、兩學説の折衷説と見得べく、即ち一九一四年より一九二四年迄に至る佛蘭西に於ける外國爲替相場發展を、理論的並びに實際的觀點から考察して、需要供給説と購買力平價説とは、互に相排斥する學説ではなく、寧ろ互に相補足するものであつて、爲替相場の變動は此の二學説の組合せによつて初めて良く説明し得るものであるとの結論に到達してゐる。その説の正否の検討は他に譲ることにして、茲に彼の爲替理論の概要を述べて見やう。

二、理論的基礎¹⁵⁾

爲替相場 (der Wechselkurs) は自國貨幣で表はされたる外國貨幣單位の價格である。(註の一)(註の二) 爲替相場は二つの本位貨幣の價值關係を表はすものであるから、兩者の間にこれを結び付ける

- 7) I. M. Keynes, A Tract on Monetary Reform, 1923.
- 8) K. Koranyi, "Zahlungsbilanz, Kaufkraft und Wechselkurse," Welt-Wirtschaftliches Archiv, Okt. 1927.
- 9) H. Müller, Wechselkurs und Güterpreise, 1926.
- 10) B. Nogaro, La Monnaie et les Phenomenes Contemporains, Paris, 1924.
- 11) I. W. Angell, The Theory of International Prices, Cambridge, 1926.
- 12) J. van Walre de Bordes, The Austrian Crown, London, 1924.
- 13) C. Rist, La deflation en pratique, Paris, 1924.

何等かの關係の存在するか否かといふことは頗る重要である。

歐洲大戰前に於ては、多くの國はその本位貨幣を金の價值の上に建設した。従つて此の本位貨幣の一般共通の基礎によつて、各本位貨幣相互の間に、一つの確定せる價值關係が存在してゐた。

即ち大戰前に於ては爲替相場の變動には一定の限界（上方並びに下方の金輸送點）が存在した。換言すれば二つの金本位貨幣單位の量目及び價值の比率を説明する所謂法定平價から僅少な乖離があつたに過ぎなかつたが、大戰勃發後、米國を除く殆んど凡ての交戰國が金本位制を廢棄して、相互間に一定の割合の存せざる純然たる紙幣本位制を採用した結果は、爲替相場によつて表はされたる所の各本位貨幣相互間の價值關係は急激に變化し、戰前の造幣比價とは全く異なつた新しい價值關係を形成するに至つた。

そこで、爲替相場の變化を決定する原因は何であるかの問題が起る。

前述せる如く、爲替相場は外國支拂手段の價格である。即ち爲替相場も一つの價格なるが故に、爲替相場の問題は全價格構成問題の一分分として考察され得べく、従つて爲替相場も亦一般價格決定原因たる需要供給の關係によつて決定される。（註の三）

然るに外國支拂手段に對する需給の統計的把握は頗る困難であるから、此等需給の基礎たるべき國

14) A. Révai, Die ausländische Wechselkurs in Frankreich seit 1914. München, 1925.

15) Révai, a. a. O., S. 13—19

際的價值移動が追求される。而して此の國際的價值移動を知るには、國際間の貸借對照表 (die Zwischenstaatliche Bilanz) を設定することが必要である。(註の四)

國際間の貸借對照表には種々あるが、就中年度支拂對照表 (Jahreszahlungsbilanz) の諸項目が支拂手段市場に於ける需給として表はれ、此の Zahlungsbilanz の惡化 (借方) は外國支拂手段市場に於ける需要の優勢を意味し、爲替相場を騰貴 (支拂勘定相場) せしめる。

然し此の Zahlungsbilanz には自動的制遏 (eine automatische Hemmung) が行はれ、若し爲替相場が更に一層騰貴する時は、新たな債權項目を増進して Zahlungsbilanz は再び均衡狀態に復り、その供給が一層優勢となる時は、爲替相場は低落 (支拂勘定相場) する。

此の自動的良化は中央銀行の割引方策によつても亦促進され得る。例へば若し巴里に於ける割引料が他國に比して高率であるならば、外國の資本家は巴里宛の辨濟期に在る債權を賣却して獲たる資金を一時巴里に留め置くであらう。かく割引方策は支拂義務を推移せしめて Zahlungsbilanz を良化し、從つて爲替相場をも回復せしむる。

尙ほ此の割引方策の他に、辨濟期に到らざる債權が賣却せられて、將來支拂ふべきものを現在に於て支拂ふ所謂支拂の推移 (Zahlungsverziehung) 並びに之と類似の外國信用の請求 (Inanspruchnahme)

ahme ausländische Kredite) なり、Zahlungsbilanzの均衡を得る方法である。

外國支拂手段の需給は、常に Zahlungsbilanzの諸項目によつてのみならず、國際的價值移轉の對照表 (internationale Wertübertragungsbilanz) には何等の反對項目を存せざる直接の爲替手形の賣買即ち爲替思惑 (die Devisenspekulation) に因つても起り得る。従つて此の爲替思惑は爲替市場に種々の影響を與ふる。

然るに、世界大戰勃發後今日迄の爲替相場の變動を見るに、上述の Zahlungsbilanzの自整的活動 (selbstregelnde Tätigkeit)、並びに外國支拂手段市場に於て均衡作用を營む所の要素即ち中央銀行の割引方策、支拂の推移、外國信用の請求、及び爲替思惑等によつては説明し得ざる或るものが存在する。即ち一般的價格構成の要因以外に尙ほ特殊な事情 (spezifische Umstände) が考察されなければならぬ。この特殊事情こそは外國爲替の性質並びに機能によつて制約されるものであり、之を參酌した爲替相場變動の學說にカッセルの購買力平價說 (die Casselsche Theorie der Kaufkraftparitäten) がある。(註の五)カッセルの學說は次のことから出發してゐる。即ち、

『吾人が外國貨幣に對して一定の價格を支拂ふことを肯ずるのは、結局該貨幣がその本國に於て、物資や勞務等に對して購買力を存することに基く。然るに吾人が一定額の自國貨幣を提供する場合には、

吾人は自國の物資及び勞務に對する購買力を實際に提供してゐるのである。故に吾人の自國貨幣を以てする外國貨幣の評價は、主として二つの貨幣が各自國に於て存する相對的購買力 (relative purchasing power of the two currencies in their respective countries) によつて決する。¹⁶⁾

『外國爲替相場は均衡狀態に於ては、自國の貨幣が自國內に於ける購買力と、他國の本位がその本國に於ける購買力との割合に等しからんとする傾向を有すべきものなりとの結果になる。この二つの本位貨幣の購買力の比が購買力平價である。』

『若し或る本位貨幣の購買力が、その正常購買力の六〇％に、他の本位貨幣の購買力が二〇％に低落したとするならば、此の二つの本位貨幣の購買力平價は三である。^{16) 2)}』(註の六)

此の例は一九二四年の初めに於ける英佛の場合であつて、英國向けの佛國爲替相場は、かくて標準時に於ける相場よりも、三倍騰貴せざるを得ない。

是に由つて觀るに、購買力平價說に従へば、爲替相場の變動の究極原因として、貨幣の對内購買力が依存する所の諸要因が考察されなければならぬ。かくして、爲替相場變動の研究は、二重の基礎の上になされなければならぬ。詳言すれば、第一に需要供給の關係、それは爲替相場に直接作用するが、然しその作用は附隨的な(第二次的な)價格構成要因 (sekundäre Preisbildungsfaktor) として追究せ

16) Cassel, *ibid.* p. 138

16の2) Révai, a. a. O., S. 19

らるべく、第二に國內に於ける貨幣の購買力を決定する所の要因が追究せられなければならぬ。而してこの要因は作用に於ては主たる根本的な價格構成要因として示さるべきものである。

(註の一) 外國爲替相場の表示方法(建方)には、自國貨幣を基準とするものと、外國貨幣を基準とするものの二つがある。前者を外貨建相場又は受取勘定相場と云ひ、後者を邦貨建相場又は支拂勘定相場と云ふ。此の二者孰れを採るかに従つて、爲替相場の騰貴又は低落の意味が全く反對になる。レファイの爲替相場の定義は支拂勘定相場の觀念に基づくものであつて、その騰落を論ずる場合に於ても亦然り。

(註の二) クナップは其著 (Staatliche Theorie des Geldes, 1921. s. 200) に於て、Wechselkurs なる言葉は爲替手形の存在を前提とするもので、狹義に過ぎる嫌ありとして、der intervalutarische Kurs (本位相互間の相場) と呼ぶべきことを提言してゐるが、レファイも亦爲替手形 (der Wechsel) が正規の國際的支拂手段であつた時代に於ては、der Wechselkurs なる表現は適當ならんも、爲替手形以外に小切手又は譲渡證書等の種々の支拂手段の用ゐられる今日に於ては、最早適當な用語にあらざることを指摘してゐる。¹⁷⁾

(註の三) レファイは先づ爲替相場を決定する原因として、一般價格構成要因たる需要供給を擧げてゐるが、尙ほ特殊事情として購買力平價をも考慮すべしと主張してゐる。

(註の四) レファイはこれまでの國際貸借對照表の概念が明瞭を欠いてゐるから、先づその概念を明確にするために、

die internationale Vermögensbilanz (國際的財産對照表)
die Zeitlose Forderungsbilanz (不定期的債權對照表)
die Jahresforderungsbilanz (年度債權對照表)

die Jahreszahlungsbilanz (年度支拂對照表)

等々について定義し、且つそれぞれの爲替相場に對する關係を説明してゐる。¹⁸⁾

(註の五) カッセルの購買平價説の基礎觀念は既にリカルドの *Principles of Political Economy and Taxation* に於て見出し得るが、カッセルは此のリカルドの思想を組織的な總括的説明をした最初の人である。¹⁹⁾

(註の六) 此の點はレフアイの誤解であつて、コランニーも彼の論說に於て此の誤を指摘してゐる。²⁰⁾

三、外國支拂手段市場に於ける需給關係²¹⁾

爲替相場の變動を闡明するには、(一)外國支拂手段市場に於ける需給關係の變化及び、(二)對内購買力及び購買力平價の發展とを攷究せねばならぬ。

先づ外國支拂手段市場に於ける需給關係の變化を見やう。但し茲に注意すべきは、*Forderungsbilanz* 及び *Handelsbilanz* の助を藉りること、及び官廳統計の不完全なること等である。即ち從來一般に、爲替相場の研究には *Handelsbilanz* 即ち國際間の商品交換から生ずる所の價值移轉の對立のみが、爲替相場の基礎となるが如く考られてゐたが、國際間の價值移轉は、常に商品交換によつてのみ生ずるものではなく、國際的企業の損益、海外放資、信用の設定、移民及び旅行者等の送金又は旅費、賠償金の支拂等によつても生じ、此等の價值移轉に基く債權債務の多くは、その辯濟期の瞬間に於て、

18) Révai, a. a. O., S. 15—16,

19) Révai, a. a. O., S. 18.

20) Koranyi, a. O., S. 274.

21) Révai, a. a. O., S. 23—39.

爲替手形の形成を取り、一様に外國爲替市場に於ける需給として現はれる。従つて爲替相場は Handelsbilanz よりは寧ろ Zahlungsbilanz に依存するが、然し Zahlungsbilanz も亦支拂の性質又は辯濟期等の諸點から、支拂手段市場に於ける需給を知る上に種々の困難を生ずるから、その正確明瞭を期するためには、Forderungsbilanz 特にその Teilbilanz (部分貸借對照表) 及び Handelsbilanz 等の助けを藉らなければならぬ。

次に官廳統計についてであるが、商品貿易に關する官廳統計上の數字は、多くは輸出入商の申告に依つたものであり、且つ佛蘭西の如く重量税を採用する國に於ては、統計上の數字は個々の商品群に對する平均價格に依つてゐるから、正確を望み難い。

尙ほ此他に Handelsbilanz の輸出價值と Zahlungsbilanz のそれとは決して一致しないこと、及び國際的仲次商業が Zahlungsbilanz に表はれないこと等は注意すべき點である。

以上の諸點を顧慮して、大戰前からの佛蘭西の國際的價值移轉の發達、支拂手段市場に於ける需給關係の變化を眺めよう。

先づ第一に佛蘭西の商業貿易は、大戰前に於ては輸入超過を示し、一九一三年輸出の六八八〇百萬法に對して、輸入は八四二一百萬法であつた。

第二に國際的企業の利益及び海外放資について見るに、國際的企業の中交通企業（鐵道、内外航運、郵便等）は、佛國が確定通過國でないこと、及び英佛の海運界の活躍によつて、常に借方の地位に在つた。仲介施設（銀行、取引所及び其他の仲介業）については、佛蘭西銀行の活躍と巴里の貨幣及び資本市場としての國際的重要からして、巨額の國際的信用取引が行はれ、その仲介手数料收入から、外國勘定に對して貸方勘定を生じ、船舶企業の借方を相殺し得たから、國際的企業については、云ふべき程の勘定科目を生じなかつた。之に反して、海外放資からの收入は、最も重要な貸方勘定科目を構成する。過去百年間急速に發展した國際金融關係の多節制度（*reingegliedertes System*）は、株式會社制度の發展と相俟つて、國際的信用機關を一段と進歩せしめたが、特に佛國はナポレオン戦争後最も速に國力を回復し、一八五〇年頃巴里は既に國際的貨幣交通に於て倫敦の強敵となり、大戰勃發前迄佛國は世界第二の放資國たる地位を保持した。

かくの如く佛國が海外に巨額の放資をなし得たことは、佛國の自然的繁榮以外に（一）佛國民の貯蓄癖、（二）貯蓄を郷土の生産に利用することの不能、詳言すれば（イ）工業的發展の自然的條件が英獨の如く惠まれてゐない上に、（ロ）人口増加率の僅少が勞働の缺乏を惹起し、ために經濟的發展が阻害された。（三）政治的要素即ち政治上の必要から聯合國其他に財政的保證を與へたこと、等の原因から

説明し得る。

第三に國際的旅行者の收支を見るに、佛國民にして海外に旅行する者の少なきに反し、巴里の猛烈なる外國人交通は、毎年外國に對して著しき貸方科目を生じ、其額は六〇〇百萬法乃至二五〇〇百萬法と評價される。

之を要するに、大戰前に於ける佛國の國際的價值移轉については、商品貿易による借方は、國際的企業、外國放資、及び旅行者からの收入等により、相殺して尙ほ且つ餘がある有様であつた。而して此等によつて生じた債權は金の輸入又は更に一層の海外放資に充てられたのであるが、然らざる場合その貸方勘定は外國支拂手段の供給となつて現はれ、爲替相場下落（支拂勘定相場）を惹起した。

然るに大戰勃發後此の狀勢は根本的に變化した。即ち商品貿易について見るに、大戰勃發後舊に自國の生産が減退せしのみならず、莫大なる軍需品輸入の要求により、輸入は益々激増し、大戰後歐洲に一大商品饑饉が起るや一九二〇年には實に四九、九〇五百萬法の輸入を示したに拘はらず、他方輸出は戰前と略大差なき有様であつた。

尙ほ戰爭勃發後、多くの國が海外に向つての支拂禁止令を發布した結果、利息の流入は全く結塞された。

かくの如く佛國は大戰勃發後、海外からの利息收入の大部分を失ひしのみならず、戰爭に要した費用を外國信用の設定によつて經理したる結果、年々莫大なる元利金の支拂を要し、債權國たりし佛國は一變して債務國となつた。(註の七)

加之、一方に於て佛國が聯合國に對して許與した戰時信用 (Kriegskredit) は、約一五六億法に達したが、その内の露國に對する約五十五億法は全然控除せざるを得ず、その他のものも元利とも支拂はぬものが多い。他方に於て、佛國が同盟國に對して負ふ約三百三十億法の債務は、弗若しくは磅で支拂はざるを得ないために、現在の爲替相場によつて換算すれば約千二百億法となる。

次に佛國の *Forderungsbilanz* の借方科目に獨逸賠償金の假想的貸方科目が對立するが、賠償委員會は獨逸の賠償金總額を千三百二十億金馬克と確定し、スパー協定によつて佛國はその五二%を保有すべきが故に、佛國の賠償金請求權は約六百八十五億金馬克となる。

此の獨逸の賠償金支拂が佛國の *Zahlungsbilanz* にどれ程の影響を與へるかは、將來のことに屬する。

次に國際的企業の收入について見るに、大戰勃發後、フランの不安定と資金の缺乏とのために、巴里は國際的貨幣並びに資本市場としての重要さを失ひ、その結果仲介行爲から生ずる收入が激減した

ばかりでなく、却つて公債募集のために英米の銀行に對して仲介料を支拂はざるを得ざる状態となつた。又海運業も、國際的經濟關係の停滯及び潜航艇の危險等のために戦前の約四〇％に減少し、戦後相當の回復を見なければ、これより生ずる收入の減退は免かれなかつた。尙ほ其他の Teilbilanz の結果を總括して見ても、佛國の Forderungsbilanz は戦争中借方であつた。

之を要するに、佛國の債權債務は一九一四年より一九二一年迄は其の均衡を得なかつた。従つて Zahlungsbilanz の借方殘高は他の方法によつて均衡を得なければならなかつた。

均衡を得る方法としては、(一)金の輸送 (Goldsendung) (二)未だ辯濟期に到らざる債權の割引 (Diskontierung später fälliger Forderungen) (三)外國信用の要求 (Inanspruchnahme ausländischer Kredite) 等が擧げ得られるが、就中外國信用の要求は、Zahlungsbilanz の借方殘高を決済する重要な方法であつて、佛國は一九一一年に至るまで、主として此の方法によつて Zahlungsbilanz の均衡を得てゐた。然し一九一九年の春英國が、又同年の秋米國が、佛國への貸附を中止した時の如きは、この信用の梗塞が非常に強く爲替市場に影響した。

一九二〇年及び一九二一年に於ける佛國の要求し得た外國信用と、Zahlungsbilanz の借方殘高とを比較するに、此等の信用は借方殘高を決済し得なかつた。その結果外國支拂手段に對する優勢なる需

要が起らなければならなかつたのであるが、佛國政府は *Zahlungsbilanz* の借方殘高の増加を防止するために、商品の輸出、有價證券の賣買、及び爲替手形市場を管理するに至つた。

即ち先づ生活必需品に對しては輸出禁止令を發布すると同時に、贅澤品の輸入を禁じ、有價證券其他の形式によつて資本を海外に輸出することを禁じ、爲替業務を佛蘭西銀行に集中し、その賣買は商取引に基くものゝみに限定した。(註の八)

爲替市場に需給として現はれるものには、上述の如き *Zahlungsbilanz* の諸勘定科目及びそれ等の均衡を惹起する諸方策の他に、爲替の投機的賣買がある。

戰前に於て、職業的投機 (*berufsmässige Spekulation*) は、爲替の裁定 (*Arbitrage*) と共に、一般に爲替市場に均衡的作用を齎した。

大戰中中立國の市場に於ては、戰勝の豫想に従つて或は獨塊の、或は聯合諸國の爲替に對して、交る代る投機的賣買が行はれ、戰後には更に大なる投機賣買が、唯に職業的投機者によつてのみならず、大小の資本家によつても行はれた。

一九一九年の頃 *Lloyd George* が「獨逸は凡てを支拂ふ」と宣言した時、人々は佛蘭西フランが比較的低く評價されてゐると考へ、その結果種々のフラン買が起つた。

一九二三年には外國の投機者のフラン買があつたために、フランの相場は崩落した。若し吾人が爲替市場に於ける需要供給を組成する凡ゆる成分を把握し、且つその成分を爲替相場の發展と比較するならば、一九一四年の下半期に於て爲替相場の下落したるを見るであらう、そは外國の債權が回收されなかつたが故である。

一九一五年には輸入増加のために、爲替需要が優勢となり、爲替相場は昂騰した。一九一八年後フランの思惑買が爲替相場を下落せしめたが、一九二二年二月以後はフランの思惑賣のために爲替相場は騰貴した。

一般には、爲替相場の變動と需給關係との間には或る一致が行はれる。乍併、假令傾向が大體若くは全然一致するとしても、爲替相場の變動には、例へば一九一五年及び一九二〇年のその如く、需要供給以外に尙ほ他の原因が存する。従つて爲替相場の Dimensionen については、需給以外の説明を要する。而して此の説明をなすものが則ち購買力平價説である。

(註の七) 戦費調達のために中立國の銀行に設定したる信用のみでもその額は一五億法に達し、その利息及び元金の賦拂 (Amortisationsdienst) は毎年約七五百萬法であつた。²²⁾

(註の八) 爲替取引の管理 (die Kontrolle des Divisenhandels) に就いては、一九一七年七月三十一日の法律によつて創設せられた Commission des Changes に爲替取引の監視が委ねられ、同時に爲替業務に對して、登録強制が實施せられ且つ使用證明書が要求せられた。²³⁾

22) Révai a. a. O., S. 40.

23) Révai, a. a. O., S. 48.

四、對內購買力の發展と購買力平價²⁴⁾

購買力平價説に従へば、甲國の乙國に對する永い間の爲替相場は、甲國の本位貨幣の對內購買力が乙國の本位貨幣の對內購買力に對する割合に依存する。従つて若し吾人が兩國間の爲替相場を決定する所の客觀的要因を確定せんと欲するならば、兩國に於ける各對內購買力に變化を惹起せしむる凡ゆる要因を攷究せねばならぬ。夫故に、今佛國の爲替相場を研究するには、——他國の購買力は與へられたものとして——佛國に於ける自國貨幣の購買力を決定する要因が精確に定められなければならぬ。これがためには貨幣數量説の助をかりる必要がある。

貨幣數量説はフィッシャー (Irving Fischer) の方程式に於て次の如く述べられてゐる。即ち貨幣の購買力はその貨幣によつて調達せらるゝ商品、又は勤勞の數量に依つて定まり、商品の價格が低落するに従つて、貨幣の一定數量は一層多くの商品又は勤勞を購買し得て、貨幣の購買力は高くなり、之と反對の場合には低くなる。夫故に貨幣の購買力は、一般物價の相關價值 (*dér. reäiproke Wert*) として定義され得べく、貨幣購買力との研究一般物價水準の研究とは結局同じことになる。

一般物價水準は、(一) 流通する貨幣の數量、(二) 其の流通速度、(三) 取引の範圍 (一定期間内

に取引される商品の數量)に依存し、一般物價水準と(一)及び(二)との間には直接の比例關係が、而して(三)との間には間接の比例關係が成立する。夫れは吾人が若し爲替相場の變動をその究局原因にまで遡つて會得せんとするならば、此の三者の變化を攷究せねばならぬ。蓋し此の三者は貨幣の購買力を、又それに由つて間接に爲替相場を決定するからである。

一般物價水準の變動は、指數の構成によつて最もよく追究され得べく、卸賣物價の指數は一般物價騰貴に對して信賴すべき標準となる。

今 Statistique Générale de la France によつて、一九一四年——一九二三年迄の卸賣物價指數並びにその變化を圖示すれば左の如し。²⁵⁾

但し Statistique Générale de la France (卸賣物價指數は、二十種の生活品と二十五種の工業原料品の價格から毎月算定し、是等四十五種の商品を次の八つの商品群 1. Getreide 2. Tierische Produkte 3. Vegetarische Nahrungsmittel 4. Holz 5. Kohle, Eisen 6. Diverse Metalle 7. Textilrohstoffe. 7. Chemische Produkte 8. Häute, Felle und Fette に別ち、各商品群の部分指數を算出して、その算術的平均を以て一般物價指數としてゐる。

25) Révai, a. a. O., S. 52

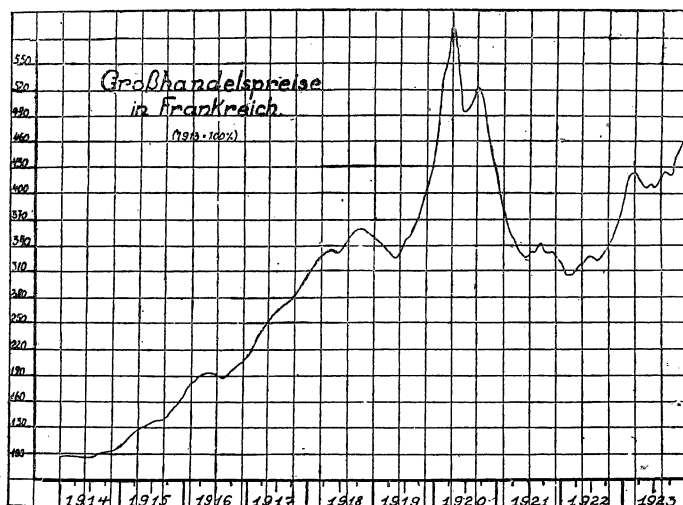
26) Révai, a. a. O., S. 53

Indices für Crosshandelspreise der Statistique Générale
de la France.

Preise in 1931 = 100

レ
フ
ア
イ
の
爲
替
理
論

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923
Januar	97	114	179	215	313	348	487	407	318	387
Februar	98	120	180	230	320	341	522	377	306	422
März	98	126	189	235	327	336	555	360	308	424
April	97	130	190	248	333	332	588	347	314	415
Mai	98	131	193	—	336	325	550	329	317	407
Juni	98	134	192	—	329	329	493	325	325	409
Juli	96	137	186	268	337	349	496	330	325	407
August	100	137	186	—	351	348	501	331	322	423
September	101	140	189	—	356	360	526	344	330	424
Oktober	102	150	198	284	360	382	502	331	337	421
November	103	155	201	—	359	401	461	332	352	442
Dezember	105	162	208	—	353	423	435	326	362	458



右の表によつてフランの對内購買力の變化を知り得たから、次にフランの對内購買力を變化せしめた所の諸要因たる、(一) 商品の供給、(二) 通貨の數量、(三) 通貨の流通速度、等の發展について攷究する。

茲に注意すべきことは、貨幣數量説に従へば、一般物價水準は、現存する支拂手段の數量の全商品取引に對する割合に依つて決定せられ、その商品取引の範圍は更に現存する商品供給に順應する。従つて、一般物價水準(貨幣の購買力)の變動は、商品の供給の變動及び貨幣供給の變動に由り、此等の變動が一方的(cinseitig)なることを前提とする。詳言すれば、商品の供給が減退した場合に、貨幣供給も同一の割合で減退するならば、物價水準には何等の變化も起らないが、若し貨幣の供給が元のまゝに留まるならば、一般物價水準は昂騰するであらう。

(一) 商品の供給

商品の供給の變動の統計的把握は頗る困難なるがため、個々の商品の生産數量——勿論全生産部門に亘つてではなく最も重要な商品の生産數量——を比較し、それにその期間内の輸入商品を加へ、輸出商品を除外して、變化を攷究して見ると、大戰中に於ける佛蘭西の北部生産地帯の戰爭による破壊と、男子の從軍による勞働力の缺乏とのために著しく減退し、商品生産は大戰中戰前の五〇%乃至六

〇%となつたが、戦後漸次回復するに至つた。

是に由つて觀れば、商品供給は戰時中著しく減退し、今日尙ほ戰前の状態に復歸してゐない。

斯の如き商品供給の減退は、一般物價水準を昂騰せしむるものであるが、然し實際に於て、商品供給の減少が物價騰貴に比して、比較的僅少であつたことよりすれば、商品供給の減少が物價騰貴の唯一の原因 (als alleiniger Grund) ではなくして、寧ろそれ以外に貨幣側に起つた變動が考慮されなければならぬ。(註の九)

(二) 通貨の膨脹

佛蘭西も他の歐洲諸國と同様に、世界大戰の戰費の一部を人爲的購買力の創造、即ち銀行券の新規發行及び銀行信用の形式によつて經理した。換言すれば、商品生産に對應するよりも一層急速なる貨幣標識の増加を意味する所のインフラチオンに依つたのである。而してこのインフラチオンは戰爭と共に終熄せずして寧ろ更に擴大した。

佛蘭西に於けるインフラチオンの過程を見るに、先づ國家に對して新たな購買力を與へんとする努力、次に實際の商品在高を顧慮せずして消費者の購買力を高めんとする努力が、インフラチオンの一般的原因であるやに思はれる。従つて國家の財政方策こそ、貨幣側に存する物價變動の要因の攻究す

る出發點となるであらう。

(1) 財政方策

佛國の財政上の地位は、大戰前に於て既に惠まれてはゐなかつた。豫算の均衡並びに不斷に膨脹する國債に關しての紛争は佛國財政の特徴であつた。即ち國家支出は一九〇〇年度の三七億法より一九一三年度に於ける五一億法に増加し、この支出は國債の増加を惹起し、一九一三年度に於ける國債の總額は三三億法に達した。一九一四年度の豫算編成に際しては、一二億法以上の不足を生じ、その増加支出を三分五厘の地代公債の發行によつて補償せざるを得なかつた程の状態であつた。然るに大戰の勃發によつて更に一層の困難に遭遇し、一九一四年八月四日の法律によつて、政府に臨時大權を賦與せしめ、國民的防衛に必要な信用は政府の簡單なる布達によつて設定し得ることとし、年度豫算制度を停止して、四箇月假處分制度 (*Budgetprovisorien*) を施行した。この制度に依つて、政府は機宜に適する財政的處分をなし得たが、結局政府が戰爭中五年間 (自一九一四年八月一日、至一九一九年十二月三十一日) に設定した信用は約二〇九、九〇四百萬法の巨額に達し、その内約七〇%は戰爭のために、一二%が國債の利拂のために支拂はれた。

一九二〇年に年度豫算制度に復歸したが、全收入及び支出を包括する單一豫算制 (*einheitliches*

Budget)によらず、寧ろ二部豫算制若くは三部豫算制を採用した。詳言すれば“Budget Général”の外に“Budget Spécial des Dépenses Recouvrables sur l'Allemagne (その償還に因つて佛國が平和條約に基いて請求權を有する所の支出を包含するもの、即ち戰爭のために破壊された地帯の復興、損害賠償の支拂、年金の支拂、及びラインランド占領の經理に對して使用せらるゝ豫算)”が作成せられ、Budget Général は Budget Ordinaire と Budget Extraordinaire との二つより成り、Budget Ordinaire の支出は勿論經常收入によつて補償された。

一九二〇年には此等三豫算の支出總額は四七、九三二百萬法となり、一九二二年には四二、四一二百萬法に減じ、一九二二年以後は政府の緊縮政策に依つて、凡ての經常支出は Budget Général に併合せられ、經常收入によつて補償せられた。

戦後に於ては戦費の支出は減少したが、國債利拂のための支出が豫算内に暴威を振ふた。例へば一九二三年に於いては經常支出の五〇%よりも多く、又總國家支出の四〇%を示した。

大戰の勃發後、巨額の軍費及びこの不定額を補償するために發行せられたる國債の利拂等のために支出は益々激増し、一九一四年八月一日より一九二三年十二月三十一日迄の支出累計は實に四一六、四七二百萬法の巨額に達した。此の巨額の支出を補償せし源泉は、(一)租税及び公債によつて獲捕

し得る佛國民の貯蓄、(二)外國信用の設定、(三)發券銀行並びに其他の銀行に於ける立替金の設定による人爲的信用の創造であつた。而してこの(一)と(三)との可能の組合せは、浮動債務の設定であつて、そは大藏省證券となつて現はれた。

國民の貯蓄を獲捕するために、租税の形式によるべきか、將た又公債の形式によるべきかについて、多くの議論があるが、結局是は戰爭の費用は現在の國民が負擔すべきか、將たまた將來の國民に轉嫁すべきかの問題に歸する。一體、租税も公債も共に各個人の購買力を國家に移轉するのではあるが、兩者の間には實にその移轉の形式が一は強制的であり、他は任意的であると云ふ相違ばかりではなく、その結果に於ても大なる逕庭がある。即ち前者にあつては各個人の購買力が、國家の使用に委ねられただけ削減されるに反し、後者にあつては各個人の購買力が同一に保持されながら、而かも國家に對しても購買力を交付し得るからである。

戰前に於てすら既に支出が收入を超過した佛國に於ては、大戰勃發後その戰費の一部を經常收入の引上によつて補償し得なかつた。

殊に自由主義的な個人主義の發達してゐる佛蘭西に於ては、各個人の經濟的自主權に強制的な干渉を加ふことは、強烈な反抗を惹起する。従つて支出の不足は公債によつて補償された。即ち大戰中

に四大戦時公債 (Kriegsanleihen) (其總額七二、九〇四百萬法) が發行せられ、戦後一九二〇年には財務大臣 Marsal の提案に成る浮動債務を整理するための二大整理公債 (Konsolidierungsanleihen) (其總額四四、〇三八百萬法) が發行せられた。

尙ほ戦争によつて損害を蒙つた地方の復興に必要なる方便を得るために、 “Crédit National pour faciliter la Réparation des Dommages causés par la Guerre” が (支拂總額二三、〇五二百萬法) 發行せられた。

以上の如く、佛國に於て一九一四年以來發行せられた確定公債は、その總額二二二〇億法に昇り、總支出額の三〇%はこれによつて補償された。

尙ほ以上の公債の他に一九一六年以來十年期限の所謂 “Obligation de la Défense Nationale” 總額二八億法が、又一九二二年には 5- und 10 jährige Bons du Trésors” が二〇五億法、一九二三年に一三〇億法、合計二三五億法發行せられ、此等短期公債の發行によつて一九一四年以來一九三三年迄國家支出の七%が補償せられた。

一九一四年九月十三日の法令によつて、政府は更に短期の大藏省證券を發行する權利が授けられ、それは普通の Bon de Trésors とは異なり “Bon de la Défense Nationale” と呼ばれるものである。

(註の10)

一九一九年の終には早くも三六、二九七百萬法に達し、一九二〇年以後豫算の不定額が専ら大藏省證券によつて補償されるに至るや、その重要さを更に増加し、一九二三年の終には、此の *Bon de la Défense Nationale* として現はれた浮動債務の額は六〇〇億法となつた。

一九一一年一月一〇日の協定によつて、佛蘭西銀行は一朝有事の際、政府に二九億法の借出をすることになつてゐたが、政府は大戰勃發の第一日に於て直ちに三〇億法を貸出した。一九一四年より一九一九年に至る間に、佛蘭西銀行の政府に對する貸出の限度は、八つの協定によつて其額が二百七十億法まで高められた。斯くの如きは甚だ危険な方法には相違なきも、不完全なる國庫制度と、蕩盡された國內信用市場とに於ては、政府は緊急に直面して、この無から貨幣を創造し得る發券銀行に倚賴する他に途がなかつたのである。

大藏省證券を擔保として佛蘭西銀行より貸出を受けた政府は、一九二〇年からは佛蘭西銀行に對して毎年二〇億法を償却すべき義務を負ひ、此の償却方策によつて流通する貨幣の漸次的收縮に努めたが、賠償金問題の支障から收入の停頓を生じ、政府は再び佛蘭西銀行に信用を要請せざるを得なくなり、一九二三年十二月三十一日に於ける借出金の總額は二百三十三億法を示すに至つた。即ち佛國政

府は一九一四年——一九一九年に於ては、その總支出の一三%、而して一九一四年——一九二三年に於てはその七%を、佛蘭西銀行からの借出金の擴張によつて補償し得た。

尙ほ此の外に海外に於て設定した信用の總額が三百五十五億金法であつたことは既に述べた通りであつて、大戦勃發以來佛蘭西がなしたる金負擔額は一九二三年四月三十日の調査によれば、總計二九〇〇億法であつた。(註の一)

(2) 中央銀行の通貨並びに割引政策

戦争中(一九一四——一九一九年)の總支出は、經常收入によつて一七%、長期公債によつて二七%、短期公債によつて二一%、中央銀行の立替金によつて一三%、海外信用によつて二二%を補償した。

戦後の財政々策の特徴は、新税の制定によつて經常收入を増加せんとする努力に在つたが、豫算の均衡を得る能はず、その支出超過額は主として短期の大藏省證券の發行によつて補償した。即ち戦後の支出はその四二%を經常收入、三二%を長期公債、残りの二四%を大藏省證券の發行によつて補償した。

一九一四年八月一日より一九二三年十二月三十一日に至る迄の國家の總支出は、その三〇%を經常收入、三〇%を長期公債、二二%を短期の債務名義、六%を銀行信用、一二%を外國信用によつて補

償した。

是に由つて觀れば、國家支出の二八％はインフラチオンの原因として見らるべき浮動債券（短期大藏省證券）の發行によつて補償せられた。されば今や吾人は人工的貨幣收入の創造を可能ならしめた所の通貨政策、換言すればフランの購買力の變化の直接原因であつた貨幣制度の變化を、従つて流通する貨幣數量の變化並びにその流通速度の變化を攻究する必要がある。

然るに佛國に於いて、貨幣流通を調整する任務は佛蘭西銀行に屬せしが故に、（一）中央銀行たる佛蘭西銀行の發展、特にその銀行券並びに金政策の發展を、（二）次に割引政策の發展を攻究せねばならぬ。

（イ）中央銀行の銀行券並びに金政策の發展、

佛國に於ては佛蘭西銀行のみが銀行券發行の權利を有し、その發行準備として法律上規定されてゐるものは、(a) 金銀地金、(b) 商業手形、(c) 抵當貸附金であるが、發行高と準備との比率についてはその規定を欠くが故に、發行の弾力性は金銀の保有高に依存するものと思はれる。

大戰前佛蘭西銀行總裁 George Pallain は、出來得る限り金保有高を昂めんとする政策を取つた。實際大戰前に於ては Zahlungsbilanz の貸方たりしを利用して、年々巨額の金が輸入され、この傾向

は特に大戰勃發前に於て顯著であつた。(註の一)

一九一四年八月四日の財政動員に關する法律によつて銀行券の發行高が引上げられると同時に、佛蘭西銀行は兌換の義務を免れた。それ以後紙幣の流通高は増加し、一九二〇年にはその最高額(三九六億法)に達したが、同年から政府が收縮政策を採りしたため、一九二一年三月には流通高は低下して三五二億法を、又一九二三年の末には三七八億法を示すに至つた。

金保有高の多少はフランの評價には何等積極的な影響を及ぼさなかつた。

一九一三年には、銀行券の他に尙ほ金銀貨が約四〇億法ほども流通して居り、若し此等の硬貨の約一〇%が貯藏によつて流通から遠ざけられてゐたとすれば、銀行券と硬貨とを併せて約九五億法の通貨が流通してゐたこととなる。然るに一九二〇年に至る迄には、通貨膨脹政策(Inflationspolitik)のために、紙幣流通高は漸増して大戰前の約四倍に達した。それ以後大なる變化はなかつたと雖も、物價は絶えず騰貴の傾向を辿つた。此事は一般貨幣形式の他に、尙ほ貨幣に代るべき短期の大藏省證券の存在せしことによつて、その一部を説明し得る。即ち、

(a) 短期の大藏省證券が大に貨幣の機能を營んだこと、即ち大藏省證券の利札が所得税の支拂に充て得るといふ規定は確かに大藏省證券を支拂手段化したこと。

(b) 一九一九年以來徐々に大藏省證券が銀行券の性質を帯びるに至つたこと、即ち例へば一〇〇法以上の取引、又は見本市の取引に於ては銀行券と同様に通用したこと等によつて、紙幣の實際流通高にはさしたる變化なきに拘らず、物價は絶えず騰貴したのである。

(ロ) 信用並びに割引政策の發展

支拂手段の膨脹は、常に貨幣標識のインフラチオンによつてのみならず、信用のインフラチオンによつても起り得る。蓋し貨幣標識と信用とは純形式的の差異が存するのみであつて、即ち前者にあつては、人爲的購買力が銀行券の形式に於て、後者にあつては、信用貨幣（銀行預金）の形式に於て創造されるからである。夫故に、以下主として、中央銀行の信用並びに割引政策によつて決定される所の信用制度の發展を一瞥しやう。

抑々中央銀行は常にその信用機構に依つて、自國の各經濟を保護する任務を有するのみならず、信用を調整する任務即ち各經濟に適應する以上の信用を許與せざる任務をも有す。而してこの信用調整のために利用し得る要具は割引料（Diskontsatz）である。蓋し割引料は、供給の欠乏に比例して需要を制限する機能を有するからである。

大戰前に於ける佛蘭西銀行の信用政策は、嚴重なる割引條件並びに比較的低き割引料を以て特徴づ

けられてゐたが、後者即ち佛蘭西銀行の低金利政策は、同國の資本の豊裕に照應し、且つ同銀行の強大なる金準備によつて進捗せられた。従つて佛蘭西銀行は自國各經濟の金融に關して要請されることが少なかつた。(註の一三)

大戰勃發後即ち一九一四年八月九日の一般的モラトリアムの布告、一九一四年七月末の Privatbanken の取付け騒ぎ、並びに中央銀行への再割引の要求、等々によつて、一九一四年一月以來割引料を三、五%から四%に、更に一九一四年八月には六%に引上げざるを得なかつた。(註の一四)

一九一九年より一九二〇年には信用が急激に増加し、終に一般的經濟恐慌が起るに至つた。一九二三年に於ける三四〇億法から四二五億法への手形信用の強烈なる増加は、貨幣の價值の下落の結果現象 (Folgerscheinung) であつた。

信用請求の制限に對しては、中央銀行は割引料を引上げねばならなかつたが、やつと一九二四年に此の方策をとることに決心した。中央銀行は、手形信用の他に、抵當貸附の形式で各個人經濟にも信用を許與した。

一國の信用政策は、常に中央銀行の信用政策によつてのみならず——勿論多くの場合中央銀行の信用政策が裁決的ではあるが——各私的銀行の信用條件によつても決定されるものであるから、眞の信

用貨幣を表はす所の銀行預金も重要な役割を演ずる。(註の一五)

この銀行預金高の變化も亦貨幣の購買力の變化を惹起する。

銀行預金の増加が、一般物價騰貴の原因であるか、將た又結果であるかについては議論があるが、此の兩者の間には單純なる因果關係ではなくして、寧ろ相互依存關係が存在し、銀行預金の増加は物價騰貴の原因にして同時に結果なりと見ることを得る。

(3) 貨幣の流通速度。

貨幣の數量の變化以外に、その流通速度も亦一般物價水準の變化を惹起する。或國に於ける貨幣の流通速度は、種々の原因即ち人口の密度、財貨運輸の迅速性等の如き一般的原因と、信用組織、支拂慣習等の如き特殊的原因とによつて決定せられ、一般物價水準及び商品賣買に變化なき場合に於ては、貨幣數量と流通速度とは間接的比例關係に立つ。

戰時中、政府並びに銀行當局は、無現金の支拂交通 (bargeldlosen Zahlungsverkehr) 即ち振替交通を奨励し、之に依つて紙幣の流通を少くせんことを希望したが、然し此の方策は一般物價水準に對しては何等の意義をも有し得なかつた。蓋し貨幣の流通速度は、貨幣の數量が物價水準に對すると同様の影響を與ふるからである。

流通速度を精確に知るためには、手形交換高に依るを良しとする。即ち貨幣の流通速度は、どの程度に個々の債務者が小切手や銀行の譲渡證書を支拂様式として利用するかと云ふことに依存するが故に信用制度の發達せる國に於ては、手形交換高は流通速度を計るバラメートルである。(註の一六)

手形交換の絶對的增加は、只流通する貨幣數量に變化なき場合に於てのみ流通速度の増加を意味するが故に、手形交換高はその當時流通する貨幣數量と比較せられなければならない。

この流通速度の僅かな増加と雖も物價騰貴の一原因として見られ得る。蓋し一般物價水準と流通速度との關係は相互的依存關係ではない。蓋し流通速度は貨幣の價值學說に於ては、與へられたものとして考察せらるべき要因に依存する(價格構成問題の一つの獨立の要因を表はす)からである。

今吾人が貨幣の對内購買力又は一般物價水準の發展と、それが因つて以て決定せらるゝ所の諸要因の發展と比較するならば、一九一四年——一九二〇年迄の物價騰貴は、商品供給の欠乏、及び主として紙幣流通の増加に由り、一九二〇年の物價下落は、商品供給の増加と、紙幣發行の制限に由つてゐる。一九二二年以後大藏省證券を支拂手段として一般に使用せしこと、銀行預金の増加及び流通速度の増加のために物價は騰貴した。

(註の九) 佛蘭西に於ても他の諸國と同じく、物價騰貴が政府の通貨膨脹政策から起つたとの非難を避けんが

ために、その口實を商品欠乏に求めた。勿論商品の欠乏せしことも事實には相違ないが、通貨膨脹による需要の増加からでないとは何人も斷言し難い。蓋し商品に對する欲望は常に制限されないが、その欲望に相應する購買力が使用に委ねられた時に於てのみ價格に影響を與ふるからである。即ち商品の供給に比例して欲望が増加するのではなく、寧ろそれに相應する購買力の増加のみが物價推進器 (das Emporschrauber der Preise) の作用を營み得のである。²⁷⁾

(註の一〇) 此の大藏省證券は一〇〇〇法、五〇〇法及び一〇〇法、後には小貯蓄者にも放資を可能ならしむるがために、二〇法及び五法に區分し、その流通期間は三、六、一二ヶ月である。而して長期公債の凡ゆる特徴をも具備し、何時にても銀行又は郵便局に呈示して現金に換へることを得た。²⁸⁾

(註の一) 一九二三年四月三〇日に於ける佛蘭西の國家債務を示せば左の如くである。(百法法單位)²⁹⁾

I. <i>Schwebende Schuld</i> :		Innere Äussere Schuld	
Bons du Trésor	2,365		
Bons de la Défense National	53,229		
Private Guthaben beim Schatzamt	365		
Laufende Rechnungen beim	432		
Andere Deposten beim	3,869		60,321
Schatzwechsel in Japan	52		
Schatzwechsel beim englischen Schatzamt	14,934		
Schatzwechsel bei Bank von England	1,387		
Kurzfristige Kredite in Spanien	119		
„ „ „ Argentinien	92		
„ „ „ Holland	115		

27) Révai, a. a. O., S. 63

28) Révai, a. a. O., S. 74

29) Révai, a. a. O., S. 76—77.

„ „ „ Uruguay	80	16,389
	77,159	

2. Kurzfristige Schuld:

Zehnjährige Nationalobligationen	290	
Fünfjährige „	16	
Sechsjährige „	410	
Obligationen als Entschädigungszahlungen	935	
„ an die Bank von Elsass-Lothringen	270	
Eons du Trésor, 2jährig	3,055	
„ „ „ 3- und 5jährig	8,232	
„ „ „ 3-, 6- und 10jährig	10,083	23,290
100-Dollar-Anleihe von 1920	466	
100 „ „ 1921	450	
3 Städteanleihe	210	
Vorschüsse des amerikanischen Schatzamtes	15,195	
Cession der Kriegsvorräte	2,110	
Japanische Anleihe	258	18,689
	41,980	

3. Konsolidierte Schuld:

50/oige Renten von 1915 und 1916	19,453
40/oige Rente „ 1917	9,071
40/oige „ „ 1918	21,065
60/oige „ „ 1920	11,554

6 ¹ / ₂ %ige " " 1920	26,873
Eisenbahnobligationen	1,289
Crédit-National-Anleihen	21,978
3 ¹ / ₂ %ige Rente	19,740
3 ¹ / ₂ %ige amort. Rente	2,830
3 ¹ / ₂ %ige " "	14
Kapitalwert der Annuitäten	14,463
	148,391

4, Bankschulden:

22,500	22,500
290,030	254,502
	35,528

(註の一二) 佛蘭西銀行の金保有高は一九一四年の上半期に於ては、約四五八百萬法を増加し、戦争勃發の前

日即ち一九一四年七月二日には六〇五一百萬法の銀行券發行高に對して、四六九六百萬法の金を保有し、流通する紙幣の七八%にあたる金準備を保有してゐた。³⁰⁾

(註の二三) 佛蘭西銀行に於ける手形在高の平均は次の如くであつた。

1909.....	762
1910.....	977
1911.....	1204
1912.....	1333
1913.....	1645

佛蘭西銀行の手形手持高を四大銀行のそれと比較する時は、非常な遜色がある。

30) Révai, a. a. O., S. 80

31) Révai, a. a. O., S. 86

年	佛蘭西銀行の	四大銀行の	
1909	762	3094	3856
1910	977	3165	4133

一九〇九年——一九一〇年には、四大銀行のそのの僅かに二五%又は三五%に過ぎない。³¹⁾

(註の一四) モラトリウム的主要なる規定は次の如くである。

- (一) 凡ゆる譲渡し得べき證券の期日を三十日間延長すること。
 (二) 預金拂戻の制限、即ち二五〇法以下の預金者は全額を、二五〇法を越ゆる金額に對してはその五%の支拂を要求するの權利を有す。

(三) 商品交付の支拂に對しては三十日間の延期を許し。

(四) 一〇〇法以下の賃借料支拂には三箇月間の猶豫を與ふ。

(註の一五) 佛國に於ける預金業務は少數の大銀行によつて獨占されてゐる。即ち

- 佛國の五大銀行たる (1) Société Générale (2) Crédit Lyonnais (3) Comptoir National
 (4) Crédit Industriel et Commercial (5) Bank National de Crédit 及び die Bank von
 Frankreich を加つて六大銀行の預金を比較すれば次の如くである。³²⁾

<i>Bankdepotisten</i> (In Millionen Francs.)			
Datum	Depotisten bei	Depotisten bei	Summe
1914. 30. Juni	der Bank von	den fünf	7,117
1914. 31. Dezember			6,970
1915. 31. "			6,455
			2,387

1916. 31.	„	2,275	4,937	7,213
1917. 31.	„	3,114	6,872	9,980
1918. 31.	„	2,426	7,904	10,310
1919. 31.	„	3,364	14,471	17,835
1920. 31.	„	3,555	16,026	19,601
1921. 31.	„	2,273	15,499	18,172
1922. 31.	„	2,862	16,569	19,431

(註の 一六) 巴黎の交換所 Chambre de Compensation de Paris 及び die Bank の “virements” (振替) 表は次の如くである。³³⁾

Clearingumsätze. (In Millionen Francs.)			
Jahr	Umsätze der Chambre de Compensation	Überweisungen der Bank von Frankreich	Summe
1913	14,484	165,239	179,723
1914	9,549	175,495	186,044
1915	—	83,257	83,257
1916	1,841	143,453	145,294
1917	9,948	185,868	195,816
1918	27,927	238,972	260,899
1919	58,696	379,362	438,058
1920	138,245	716,235	854,480
1921	239,434	635,632	775,066
1922	134,743	613,698	748,441
1923	212,095	740,014	952,109

33) Revai, a. a. O., S. 95.

五、爲替相場と購買力平價及び

需給關係の變化との關係 34)

國內に於ける貨幣の購買力は、爲替相場の變動には直接に影響を與へないで、外國貨幣の對内購買力に對する割合が爲替相場を決定する。例へば佛蘭西の物價指數をば、英國又は米國の物價指數を以て除するならば、英國又は米國に對する佛蘭西フランの購買力平價を得、それに法定平價を乘するならば、その當時の佛蘭西に於ける磅相場又は弗相場と一致するであらう。

今大戰勃發後の佛蘭西に於ける爲替相場と購買力平價との經過を比較するに、一九一四年には兩者は比較的平行したが一九一五年には購買力平價が爲替相場以上に昂騰し、一九一九年の初めまでこの狀態を續け、同年の中頃に至つて兩者は再び接近した。然るに同年の終には爲替相場が購買力平價以上に昂騰した。一九二二年の初めに接近した兩者は、同年の中頃より分離し初め、終には爲替相場が購買力平價以上の昂騰を示した。(註の一七)

是に由つて觀るに、購買力平價と爲替相場とは正確には一致しないで兩者の間には乖離 (Divergence) が存在するが、之を理解するためには手形市場に於ける需給關係を検討する必要がある。即ち

一九一五年には爲替相場に次いで購買力平價も昂騰したが、外國支拂手段の需要が聯盟諸國の信用によつて充さるゝや爲替相場は急に低落した。然るに一九一九年に *Zahlungsbilanz* は莫大な借方残高を示し、且つ聯盟諸國の信用許與が停止せられて外國支拂手段に對する需要が旺盛となるや、爲替相場は購買力平價以上に昂騰した。

一九二二年より一九二三年にかけては *Zahlungsbilanz* の借方残高が減少した結果、購買力平價と爲替相場とは再び接近したが、一九二二年以來は、政治的發展に條件づけられたフランの思惑買のため需要が旺盛となり、爲替相場は購買力平價以上に昂騰した。

この比較から次の結論を得る。即ち外國支拂手段の供給が優勢なる時は、爲替相場は購買力平價よりも低位に在り、反之、その需要が優勢なる時は、爲替相場は購買力平價よりも高位にある。

以上の如く、佛國の爲替相場を購買力平價及び需給關係の發展と比較することによつて、「購買力平價説と需要供給とは、互に相排除 (*ausschliessen*) するものではなくして、寧ろ助補足 (*ergänzen*) するものなること、及び爲替相場の變動は、此の二學説の組合せ (*Kombinierung*) によつて良く説明し得るものである。」との確證を得た。

但し茲に注意すべきことは、若し吾人が需給關係及び對内購買力を獨立變數として (*als die unab-*

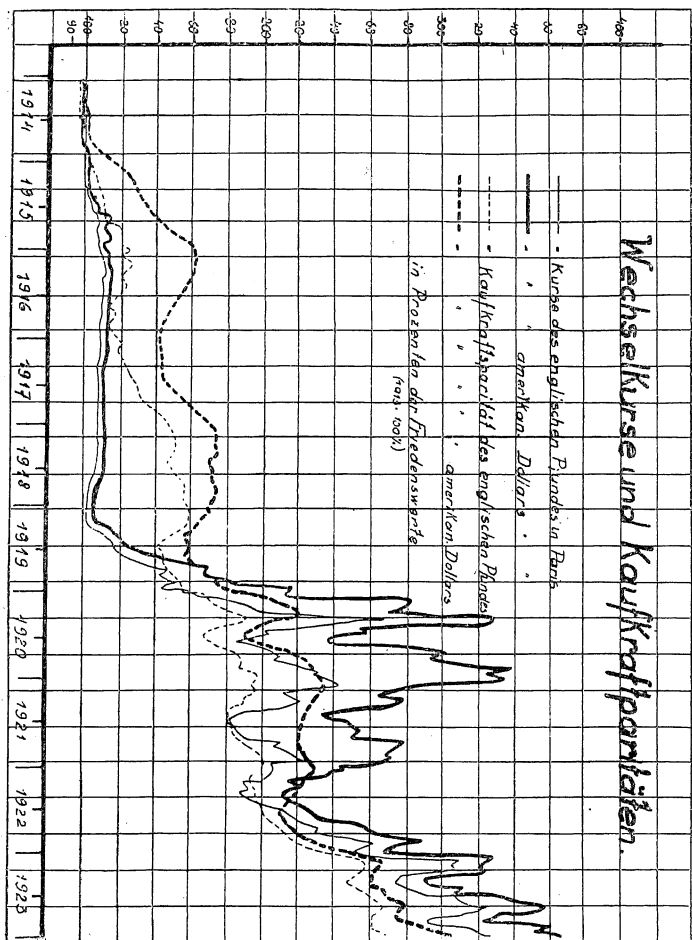
hängigen Variablen) 又爲替相場を從屬變數として (als die abhängige Variable) として説明するならば、それ等の諸關係を正解するものではない。蓋し複雑せる經濟過程に於て單純なる因果關係の存することは殆んど稀であり、諸現象の關係は頗る錯雜し多くの場合に作用と反作用 (Wirkungen und Rückwirkungen) からなるからである。

乍併、此等二つの可變的要因たる需給關係及び對内購買力に對する爲替相場の反作用はその傾向を異にする。

(イ) 需給關係は一般價格決定原因として爲替相場を決定するが、然し爲替相場はまたその市場調整機能によつて、需給關係に對して均衡的に作用する。

(ロ) 爲替相場の他の可變的要因たる貨幣の對内購買力は、生産、貨幣制度又は信用制度等の變動に依つて變化し、また爲替相場の騰貴は同時に貨幣の對内購買力の低減又は一般物價水準の騰貴を惹起する。従つて爲替相場と貨幣の對内購買力又はその對内購買力が依存する所の諸要因との關係は、交互的 (Wechselseitig) であつて兩者は互に因となり果となる。

(註の一七) 今是等の關係を圖表に示せば左の如くである。 35)



六、爲替相場の豫測と其安定策

36)

佛國の爲替相場が將來如何に形成されるかの問題に答ふるためには、爲替相場の變動を惹起する所の主なる諸要因を比較して見る必要がある。

(イ) 先づ *Zahlungsbilanz* の殘高について見るに、一九二四年の前半に於ては佛國は貸方であつたが(ロ) 投機的賣買によつて、手形市場に於ける需給間に不平均を生じた。然し此の投機的賣買は全く根據のないものではなく、それは政治的財政經濟的事件によつて條件附けられたものであり、現存する佛國の海外浮動債務即ち外國人の有するフラン債權が一層投機を強烈ならしめた。即ち佛國の國家財政及び對外政策に對する不信用や、當初に約束した整理の不可能等のために、フラン思惑賣を呼び、そのために爲替相場の騰貴を惹起したが、更に佛國有價證券所有者の賣を招來し、それに加ふるに、磅や弗に對してフランの定期賣が盛に行はれ、かくして爲替相場は益々騰貴するに至つた。尙ほフラン投機の根本原因として佛國の國家財政の惡しきことが示摘される。蓋し一九二四年の豫算は *Budget Général* と *Budget Spécial* との二部に別たれ、前者は收支の均衡を得てゐたが、後者は七〇億フランの支出を公債によつて補償せねばならなかつた。

(ハ) 新規な信用の設定は一層對外的不信用と整理の困難とを高め、對内購買力の低下に從つて爲替相場の騰貴を招來した。

(ニ) 戰爭のために費されたる支出は元來獨逸の賠償金支拂によつて補償されなければならなかつた關係上、賠償問題解決に關するその時その時の見解に從つて佛國のフランに對する評價が異つた。

(ホ) 一九二四年度の支出の半額以上にも達する莫大なる債務支拂を租稅收入によつて補償することは出來ない。從つてその採るべき方策は、國家破産か或は強烈なるインフラチオンか二者の内孰れか一つである。

佛國は後者を撰び、支拂方便の機能をも營んだ所の短期大藏省證券を繼續的に發行した。その結果紙幣の流通高は、一九二三年十二月の三七九億法から一九二四年三月には四〇二億法に激増し、卸賣物價も之に應じて發展し、一九二三年十二月には四五八であつた卸賣物價指數は、一九二四年三月には四七〇に昂騰した。その當時の爲替相場の騰貴は主としてフランの思惑賣によつて惹起されたが、フランの思惑賣は更にまたインフラチオンの豫想の結果であつた。

(ヘ) 佛國政府は一九二四年三月に爲替相場調節に關する種々の方策を決定した。即ち爲替市場に直接關與することによつて、相場形成に影響を與へんとし、或は必要なる爲替資金を得るために、倫敦

の組合銀行及び紐育のモルガン商會に信用を設定し、或は債權者の信認を確保するために租税の改正を行つた。

(ト) 佛蘭西銀行も亦信用の膨脹を避くるために、一九二四年一月十日には五%より五・五%に、更に同月十六日には六%に割引率を引上げ、以て投機業者のフランの定期賣を防止せんとしたが、佛西銀行の關與を熄めると共に爲替相場は再び騰貴するに至つた。

かくて佛蘭西の本位貨幣の將來は尙ほ未だ安全なる道程に導かれてはゐなかつた。

爲替相場の安定に對しては、尙ほ左の如き幾多の財政的經濟の方策を必要とする。

(一) 國家の收支の均衡が建直されなければならぬ。蓋し支出超過の場合に、その不足額が信用の設定——それは直接若くは間接に物價騰貴を助長する所の——によつてのみ補償され得るからである。フランの思惑の根本原因も亦財政の惡しきことに在る。蓋しそれに結付く慢性的インフラチオンの危険が、本位貨幣の將來に對する悲觀的判斷を惹起するからである。

(二) 對內的浮動債務たる大藏省證券は、二つの理由から整理されなければならぬ。即ち、(1)大藏省證券を支拂手段として使用することはインフラチオンに導く。(2)若し大藏省證券の所有者に對して國家の信用が失はれた場合に國庫は日々十億といふが如き巨額の大藏省證券の支拂を要求されるかも知

知れぬ。此際、若し國家が支拂不能の表白を欲しないならば、この要求を満足せしむるためには紙幣發行より他に採るべき道がない。

(三) 信用の膨脹を避けるためには、銀行利率が市場の情況に適應するやう引上げられなければならぬ。

(四) 佛國の海外浮動公債 "Je flottant extérieur", 即ち外國人のフラン債權は外國公債によつて整理されなければならぬ。

(五) 獨逸賠償金支拂の問題が解決されなければならぬ。蓋し若し然らずんば佛國の財政を整理し得ないからである。

(六) 佛國の對外債務の問題は、聯合國相互の債務を一切帳消にする方法によるか、若くは支拂延期によつて解決されなければならぬ。蓋し佛國は現に豫算の均衡の大なる危險を犯すことなくして、此の債務の償還及利拂をなし得ないからである。若し是非とも此の債務の償還及利拂をなさなければならぬとすれば、獨逸から賠償金の支拂を受けなければならぬ。

以上のフランに對する危險を除去せんとする諸方策は、相連關して一體を成す。而して直接若くは間接にフランの低き評價を惹起する可能性の存する限り、爲替相場は更に一層連續的動搖に曝されるであらう。

七、結 言

以上述べたるレファイの爲替理論を要約すれば、爲替相場も一つの價格なるが故に、一般的價格構成要因たる需給關係（主觀的要因）の作用をうけるものとして、此の外國支拂手段市場に於ける需要供給を組成する成分たる *Zahlungsbilanz* の諸勘定科目並びに投機賣買等につき實證的に研究を進め、一般的には爲替相場の變動と需給關係とは一致するものなることを證明してゐるが、同時に一九一五年及び一九二〇年に於ける爲替相場の騰貴の如き、需給關係以外の特殊事情によつて作用されることをもが認めてゐる。而して彼は此の特殊事情を購買力平價（客觀的要因）に求め、貨幣の對内購買力を決定する諸要素として、フィッシャーの貨幣數量説に従ひ、流通する貨幣の數量、流通速度並びに商品の取引量（商品供給）について研究し、此等の三要素が貨幣の對内購買力を、而してそれによつて間接に爲替相場を決定することを證明してゐるが、同時に一九一四年より一九二三年に亘る爲替相場と購買力平價との發展を比較して、兩者が恒に必ずしも一致せず、その乖離が爲替手形の需給關係及び投機的賣買の影響であることをも認めた。即ち爲替相場變動の原因は二重の基礎の上に置かれ、主觀的要因たる需給關係は、爲替相場に直接作用するも、第二次的の價格構成要因であり、客觀的要

因たる購買力平價はその作用は間接的ではあるが、爲替相場の變動に對して究極的であり、爲替相場の第一次的價格構成要因である。従つて爲替相場決定論上、購買力平價說と需要供給說とは、互に排除するものではなく、寧ろ相補足するものであり、此の二學說の組合せによつて初めて爲替相場の變動は良く解明され得るものであるとの結論に到達したのである。而して彼は更に進んで需給關係及び貨幣の對内購買力を獨立變數とし、爲替相場を從屬變數として説明することの誤であることを指摘し、此等諸現象の關係は互に交錯して作用と反作用とから成るも、二つの可變的要因たる需要供給及び貨幣の對内購買力に對する爲替相場の反作用はその傾向を異にする。即ち需給關係は一般的價格決定原因として爲替相場を決定するが、爲替相場は市場調整器たる機能によつて需給關係に對して均衡的に作用する。

反之、爲替相場の他の可變的要因たる貨幣の對内購買力は、生産、貨幣制度並びに信用制度等の異常なる變化によつて變動し、爲替相場の騰貴は同時に貨幣の對内購買力の低減、又は一物價水準の騰貴を惹起する。従つて、爲替相場と貨幣の對内購買力又はその購買力が依存する所の諸要因との關係は交互的である。と説明して、結局爲替相場の安定を得るには、國家收支の均衡、國外並びに國內に於ける浮動債務の整理、信用の收縮、賠償金問題の解決、對外債務の帳消又は支拂延期等の必要を高

唱してゐる。

要するに、レフアイの爲替學説は、從來の金本位制を前提として説かれた國際貸借説が不換紙幣制の下に於ける爲替相場の歸趣點を説明し得ず、之に對して金を離れて物價に着目した購買力平價説が爲替相場變動の實現と合致せざるに鑑み、兩説の折衷を試みたのであるが、一面から見れば、彼は正統購買力説が貨幣の國內購買力と國外購買力とを同一視し、國內物價水準と外國物價水準とを單純に硬化せる關係に齎らし、謂はゞ購買力概念を客觀化したるために、價格決定現象を各個的に觀察するために得らるゝ凡ての利益の失はれるを看て、之を主觀的價值説に引戻したとも見得る。

今價格は純主觀的に規定すべきものなるか、或は價格の決定は客觀的要素のみを以てすべものなるか、或は價格の決定原因は主觀並びに客觀の綜合に求むべきかの問題についての斷定は暫く措き、彼がフィッシャーの方程式に従つて、一般物價水準と流通する貨幣數量並にその流通速度との間には直接の比例關係が、而して取引される商品の數量との間には間接の比例關係が成立するとの前提の下に研究を進め、是等の三要素が貨幣の對內購買力を、又それによつて間接に爲替相場を決定すると斷定してゐるのは果して正鵠を得てゐるであらうか。

よし貨幣の數量と物價との間に、或る關係を認むるとしても、貨幣數量説については左の如き種々

の點について深く吟味する必要がある。

第一に貨幣數量説の理論的構成に對して、(イ)貨幣數量説は通貨の數量と物價との間に一方的因果關係のみを認むるものなりや。(ロ)通貨の數量と物價との間に一次的因果關係を認むるか。(ハ)通貨の數量と物價との間に單なる函數關係のみを認むるか。(ニ)貨幣數量説は或る條件の固定を要求するや。若し或る條件の固定を要求するとせば、それは一般均衡の立場より許さるべきか否か。更に條件の固定を承認するとき、果して貨幣數量説は救はれ得べきか、等の諸點。

第二に貨幣數量説の實質的内容に對して、(イ)貨幣數量説に於て謂ふ通貨の數量とは何を意味するか。流通する(通貨として完了せる)通貨を意味するか、將た又流通の意圖ある通貨を意味するか。(ロ)通貨と物價との關係を論ずるにあたりて、數量説は如何なる時を考ふるや。通貨の數量が時の函數と見らるゝならば、一定期間中の如何なる時の通貨を意味するか、更に移動財貨の數量は一時期をとるとき、固定的のものにあらざるが故に、如何なる時期の數量をとるべきか。(ハ)通貨の數量の變動が他の經濟諸量との均衡關係より必然的なものとして現はれたるか、或は他の經濟諸量の變動とは相對的獨立に現はれたるか、等の諸點について吟味せざる限り貨幣數量説の當否を決定することは出来ない。従つて貨幣數量説を基礎とする購買平價説の妥當如何についても疑が残る。

需要供給説を採る人々は、その着眼點が爲替相場決定の最後の段階に在るに反し、購買力平價説を採る人々は、爲替相場の成立（歸趨點）に重心を置く。また需要供給説を奉ずる人々は、物價と貨幣數量との關係の否定者又は輕視者なるに反し、購買力平價説を奉ずる人々は、殆んど例外なく貨幣數量説の信奉者である。従つて爲替學説を批判檢討するに當つては、價格理論は勿論、先づ貨幣の概念及び貨幣價值論、例へば金屬説か名目説か、或は非交換論的貨幣論（*Akallaktische Geldtheorie*）を奉ずるか或は交換論的貨幣論（*Katalaktische Geldtheorie*）を信ずるか、等々について究めなければならぬ。

レフ・イは一九一四年以後の佛蘭西に於ける爲替相場變動の實際を研究して需給説と購買力説との折衷を試みたが、以上の根本理論について幾多の不徹底と誤謬とを犯してゐるやうに思はれる。然し彼が爲替相場の成立と變動とを區別すべきこと及び動態的爲替相場と靜態的爲替相場とを區別すべきこと等について暗示を與へてゐる功績は之を沒却し得ないであらう。

【おことはり】

最初編輯の方から原稿割當の相談を受けた時には、これまで餘り學界に紹介されてゐない數理經濟學者 W. Launhardt の貨幣學説について書いて見る積であつた。同氏の著書 *Mathematische Begründung der*

Volkswirtschaftslehre. 1885. das Wesen des Geldes, 1885. Die Quantitätstheorie, 1889. については、昨年の夏休暇に讀んで相當の興味を感じたので、その内の貨幣數量說だけでも書いて見やうと思つて大分筆を執つたが途中でやめてしまつた。それは同氏の數量說には數へられる點も多いが、可なり根本的な疑問もあるので、もつと突込んで研究した上一纏にして發表して見たいとの欲求が強くなつたからである。それで締切間際になつて急に題目を變更したために、所定の頁數を縮めたり編輯の方や同僚諸兄に多大の御迷惑をかけたことは深くおわびをせなければならぬ。