

Title	交戦国貨幣低落と其防止策 (二)
Sub Title	
Author	三宅, 嘉十郎
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1916
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.10, No.8 (1916. 8) ,p.1155(119)- 1176(140)
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	雑録
Genre	Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19160801-0119

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

る。然るに右に述べた如く此の四百六十二萬二千エクタールの中には小麥栽培をやめて燕麥栽培に移つたものが澤山に含まれて居るからして千九百十六年度に於ける小麥の收穫は前數年に比して更に多くの不足を生ずるものと想像しなくてはならぬ。茲に於てか保守黨の領袖にして地主階級の代表的人物たる現農務大臣メリュー氏は地主にして自家所有の土地を耕作せざる場合に於ては市町村に向つて之を耕作するの權を與へしめむとするの法案を下院に提出するに至つた。又耕地面積は殖えても農業労働者の數にして増加せざれば何等の效はないので労働の供給増加に就ても種々劃策する所あり「労働供給委員會」に於ては既に昨年八月に於て内外國の避難者一萬を始めとして一萬六千の西班牙人、一千餘人のカピール人をさへ佛國內の農業に就かしたのであつて、今や西班牙と佛國との國境線に沿うて無數の官署を設けて盛んに移民を軟

迎獎勵して居る。更に又肥料の缺乏騰貴による農産減少を防がねがために肥料の代價に就ても最高代價を制定せんと案さへ一時は立てられたのである。然しながら斯く各方面からして農業の獎勵を試みては居るが未だ之のみを以てしては穀物生産の減少を免るゝことは出來ないで、今年度も依然多額の輸入を必要とするに至るであらうと思はれる。(此の項、終)

交戰國貨幣低落と 其防止策 (二)

三宅嘉十郎

目 次

- 第一 戰亂と交戰國爲替相場の變調
- 第二 英貨の低落と其防止策
 - 一 戰亂と英貨相場の低落
 - 二 英米爲替相場の低落と其防止策(以上既載)
 - 三 佛蘭西及露國貨幣低落と其防止策
 - 四 佛蘭西
 - 五 露國 (以上本號)
- 第三 獨逸及奧匈國貨幣低落と防止策
- 第四 結論—戰時爲替調節策概評

第三 佛蘭西及露國に於ける貨幣 低落と其防止策

一 佛蘭西

一 昨年歐洲大亂突發當初の混亂時に於ける佛

價の動搖は措いて問はずとするも、一昨年より昨年初に掛けて佛貨は概ね高位を保ちたり。惟ふに佛蘭西は英國に次ぐ世界の債權國として巨額の海外投資を有し、且英米等の銀行に巨額の預金をなし居りしかば、之より生ずる利息に對する債權相當多額に上りしに、更に宣戰の布告は佛蘭西國民を驅つて現金獲得に焦慮せしめ、其結果所有有價證券の賣戻し或は各種浮動債權の回收に熱中するに至りし爲め、佛蘭西の國際貸借は開戰初年の五箇月間を通じて著しく順調を呈せしに因るなり。殊に米國は例年資本利子旅費、運賃、手数料等其他歐洲に負ふ債務を秋期に於ける棉花、小麥等農産物の輸出に依つて決濟するを常としたるに、開戰後間もなく此等債務を決濟せざるべからざるもの多く生ぜしより、米貨は當初著しく低落し佛米爲替の如き平價五法一八山なるもの三法二五仙即ち三割七分の暴落を演じたり。又英貨との關係に於ても開

戰當初佛蘭西人は、其所有英貨手形の取立及有價證券の賣放等有ゆる資金の回收を圖りし爲めと、且引續き英國が佛蘭西に駐屯せる自國陸軍々人に對する送金漸次多額を算するに至りしかば、佛貨は常に高位を保ち最高二四法(一磅に付)を示し、平價に比し二割餘の騰貴を見たり。(註)

註 W. F. Spaulding Foreign Exchange and Foreign Bills
ch. X.

斯くの如く開戰初年の一九一四年より一五年の二月迄は、佛貨は概ね高位に在りしが戰期の長引くに從ひ、元來産業國ならざる佛蘭西の戰時財力漸く舊の如くなる能はず。且獨逸軍隊の侵入に因り國內産業の最も盛んなる地方を失ひて其生産力を殺ざしこと著しく、爲めに輸出の減退及び輸入の増加を惹起し軍需品の輸入と相俟て、佛蘭西の國際貸借は漸次逆調を呈するに至りしかば、從つて昨年三月以來佛貨は遂に鑄

造平貨を維持する能はず低落を始めたり。殊に土其古が獨塊側に加擔するに至りダーゲネルス海峽の航行杜絶せられし以來、露國並羅馬尼亞小麥の供給を受くる能はず、一に比較的高價なる米國小麥の輸入に俟たざるべからずして、軍需の供給亦盡く之を米國に仰がざるべからざること、なりし上に、佛蘭西が從來年々多額に輸出せし米國向き絹布流行品、奢侈品等低價品の輸出激減せしかば、佛貨の米貨に對する低落は漸次其度を強くしたり。一昨年末佛蘭西は紐育にて六分利付國庫債券一千萬弗を發行し、更に昨年三月末五千萬弗の新債券を賣出し、加ふるに佛人所有の加奈太及び米國證券の利子を以て此等輸入超過額の支拂に充當せりと雖も、猶ほ二國間支拂の均衡を保つ能はず佛貨は紐育市場益々低落の趨嚮を示し昨年二月中五法一八山内外の鑄造平價を保ちし米佛爲替相場は、四月に入りては五法三二山に迄低落し、五

月には更に五法四〇山臺を唱ふるに至れり。又英貨に對しても從來高位に在りしが、昨年二月の三國財政同盟成立後は、其對外支拂の大部分之を英國に依倚するに至り、主として英國金融業者の手を経て行はるゝこととなり、巴里金融市場獨立の地位漸く傷けられしと共に佛貨の低落益著しく、佛英爲替相場は昨年二月十九日の二五法二一 $\frac{1}{2}$ 山(二磅に付平價二五法二〇山)より、三月末には五法四六 $\frac{1}{2}$ 山に、四月末には五〇山に、更に五月には五法九二 $\frac{1}{2}$ 山に迄低落せり。實に一割四分の低落なり。其他西班牙、和蘭。スカンチナヅ^ホヤ及び瑞西等の各中立國市場亦佛貨の低落を免れず、殊にマドリッドに於ける低落の度は戦前に比し一割に及びたり。茲に於てか對外爲替調節問題は、戦時財政上の最重要問題として佛蘭西上下に喧傳せらるゝこととなりしを見る。佛貨の逆勢を防止し恢復する固より輸出入の均衡を圖るに在るは勿論な

るも、今日の場合輸出の増加容易ならず輸入の減少亦不可能事に屬すとせざるべからず。故に最も直接的なる調節策としては、(一)外債の募集、(二)外國證券の賣却に依る資本の振替(advance)及び(三)正貨の輸送の三を挙げざるべからず。而も不利の條件を以て外債を募集せんこと、世界の資本家を以て誇りし佛蘭西の到底堪へ得る所にあざれば、結局外國證券の賣却に依るか、又は正貨の現送を斷行するの外なきなり。當時佛蘭西識者の間には、先づ外國證券の賣却に依つて國際勘定の均衡を維持するに努め、正貨の現送は最後に依るべき非常手段にして輕々に之を實行し、佛蘭西銀行の金準備を薄弱ならしむるが如きは、國家異常の今日採るべき策と謂ふべからずとすものあり。又一方にはエドモンド・テリー氏の如く、一九〇〇年以來僅々十五年間に於て、佛蘭西海外投資の増加二百億法を算すること、及び中央銀行の金準備

の増加十七億餘法に達せるの事實を擧げ、戦時急迫の際中央銀行金準備の一部を削いて國際支拂に充當する毫も危険の認むべきなく不可なるを見ずとて、頻りに佛蘭西銀行が其蓄積せる金準備の一部を現送し、以て佛貨低落の勢を沮止すべきを慫慂する所ありたり。

佛人所有の外國證券は總額四百億餘法に達すれば、順次之を賣却し資本の振替を行ふに於ては佛蘭西輸入超過の決済をなす敢て憂ふるに足らざるが如しと雖も、後段詳説する如く佛人の多額に所有するは露國、埃匈國、獨逸、土耳其、伊太利、葡萄牙、希臘及び巴爾幹諸國の證券なるに、此等は何れも戦亂の影響に依り價格の低落甚しく、今日之が賣却を敢てせんとするは國家の資力を徒に減殺するのみならず、資本家の固より肯んせざる所に屬す。其他英國、米國、加奈太及び南米等諸國の證券有るも英國は株式取引に對する制限規則に依り之が賣却は不可能

註、英國株式取引所再開に關する一九一四年十二月二十三日の規則第八條に依れば「證券が一九一四年九月三十日以來英國内に存在し且開戦以來敵國人の所有に在らざりしこと銀行、仲買人又は其他の責任者に於て證明」せざれば取引を許されず。

昨年五月初旬佛蘭西藏相リボー氏は、英國藏相マッケナ氏と倫敦に會商し、佛蘭西は五億法の正貨を英國に現送し、之に依つて英國は十五億法の資金融通をなすべきを取極めたりしが、之に基き佛蘭西は同月中直に二億法の正貨を倫敦に現送したる上、更に對西班牙爲替調節の爲め千二百萬法の正貨をマドリッドに輸送したり。惟ふに昨年佛貨の暴落を演じ初めし當時即ち二三四月頃に於ける佛蘭西銀行の金準備保有高は四十二億法を超え、之に銀準備をも加ふる時は、其紙幣發行高百十億餘に對する準備割合四割二分を示し、尙ほ益々増加の勢に在りしかば、其一部を以て對外支拂に充當するも敢て中央銀行の準備を薄弱ならしむるの憂なく、且佛

に(註)、阿爾然丁、伯刺西爾及び墨西哥等中南米諸國の證券は米國投資家の消化疑はし。されば佛蘭西の海外投資は其額大なるも其大部分は殆んど全く死藏せられたると同じく、唯僅に西班牙、米國及び加奈太證券のみ資本振替に充てらるゝも其額固より大ならず、努めて之が賣却を敢行するも昨年末迄に十億法を得ること困難なるの實情に在りき。佛蘭西海外放資の内容右の如くなるに、更に佛蘭西立法者が徒らに證券利子税の増收を圖るに急なりし爲め、巴里市場に於て發行せられし外國證券は多く國際的自由流通性を失ひしかば、縱令前記事情の存せざるも之が賣却は支障少からず。之に依つて見れば佛蘭西は英國と異にし證券賣却に依る資本振替を以て有効に佛貨の低落を防止し恢復せんこと甚だ困難なる事情あり。佛蘭西政府が遂に意を決して、正貨の現送を斷行するに至りしもの亦已むを得ざるに出でたるを知るべし。

蘭西銀行の紙幣は其國內に於ける信用絶大にして正貨準備の一部減少等に因り其價格に影響を及ぼすが如きこと、毫末も存せざるべく其對外價值の騰貴は却て好結果を齎らすべしとなし、佛蘭西國內に流通せる紙幣に對しては、其發行高百五十億法迄は金準備三十億にて足る、他は擧げて佛貨の對外價值維持に用ふべく、是れ平素佛蘭西が中央銀行の金準備を豊富ならしめ來りし目的に副ふものと謂ふべしとの意見、政府當局者並に一部識者の間に行はれたるが如し。斯くて佛蘭西銀行の金準備保有高は、昨年四月八日の四十三億五千三百萬法を最高として、爾後數月間は三十九億法を僅に維持し得たり。然るに一方對外爲替關係を觀るに、佛蘭西相場は金の千二百餘萬法の輸送に加ふるに、西班牙投資家が佛人所有の自國公債の買戻を企畫し、佛蘭西政府及び金融業者等亦努めて之を助力せしと、更に佛蘭西政府が輸出禁制品中の一部を

西班牙に限り特に輸出を許可せしこと等、彼此相俟て稍々改善せられしと雖も、最重要視すべき對英、對米相場は毫も維持せられざるのみか却て益々低落の勢を逞しくしつゝありしかば、之が調節亦更に多額の金輸送を要すべく、且漸月増加して止まざる紙幣の發行あり、佛蘭西銀行金準備問題が對外爲替調節と關聯して漸く世上に喧しくなりしもの所以なきにあらず。

今次戦亂に方りて、各交戰國共一は事變通貨供給の爲め、又一は市場に流通せる金貨回収の目的を以て、小額面紙幣の發行を企てたるは既に世人の知れる所の如くなるが、佛蘭西に於ても開戦と同時に、中央銀行の紙幣發行額の制限を六十八億法より百二十億に引上げたと同時に、從來五十法を以て最低としたる紙幣の額面を引下げ、二十法並に五法紙幣の發行を認めたり。開戦當初の五箇月間に、此等五法並に二十法紙幣の發行高十二億法に及び、金準備亦同期

間に六億餘の増加を見たり。元來佛蘭西銀行は平素より豊富なる金準備を保有し居たと、且は民間に蓄藏せる金貨の引上げを圖るが如き、共和の本義たる個人の自由を蹂躪するものごなし、開戦後と雖も金吸收に對する努力固より獨逸等に比して劣る所ありしは勿論なるも、斯くの如き弛緩なる増加力を以ては今後對外爲替調節上急迫に感せらるゝ需要に應すべくもあらず佛國の上下は今更の如く金貨蒐集の要を認め、藏相の議會に於ける演説を始めとし、新聞雜誌亦皆之に和し、一切に徒に巨額の金貨を死藏して快とするが如き無智の財病者を以て賣國奴なりと罵り、愛國的精神に訴へて隠匿金貨の醸出を勸奨するに至れり。斯かりしかば佛蘭西銀行の金準備保有高は、昨年五月初旬英國へ二億法と西班牙へ千二百餘萬法とを輸送して、一時三十九億七十三萬法に低下せしが、爾來逐週増加の傾向を示すに至れり。然りと雖も其額二百

萬乃至四百萬多きも六百萬法を出でざると、金貨の提供者は主として商事團體にして、三十五億法の巨額の金貨を藏匿せると稱せらるゝ一般公衆に迄及ばざりしかば、政府は昨年七月三日の大統領令を以て、佛蘭西銀行及び其他特定者以外の者には貨幣たる土地金たるを問はず、凡そ金としての價值あるものは全部之が輸出を嚴禁し以て投機者の金輸出を沮止し、又大藏大臣は佛蘭西銀行をして、特に金貨提供受付口を設けしめ且金貨提供者には特殊の受領書を交付して、其愛國的行爲を表彰するの手段に出でしむる等専ら金貨吸收に努めたり。尙ほ政府は當初軍事公債の應募の際金貨にて拂込をなしたる者に限り、特定の利益を附與し、以て金貨蒐集を圖らんと企てしも、斯くては政府自ら金に打歩を附し紙幣の價格を下落せしむるものなりとの非難ありて、單に前記の如き方策に出でたるなり。要するに佛蘭西は飽く迄個人の自由を尊

重し、金貨吸收に就ても強制手段に訴ふることをなさず、各個の愛國心の發露に基き自由提供をなさしむるに止めたるを知るべし。遮莫、佛蘭西銀行の金準備は昨年七月初旬以來急速の増加をなし、三十九億法を僅に維持し得たる程なりしもの、左の如き増加を示し、遂に昨年末には五十億一千五百萬法に達せり。固より此間英國、米國其他に對して現送せし額相當に上るべければ、佛蘭西愛國者の提供せし金貨は少くも十五億法以上なるは言ふを須ひす。

昨年七月末	四、一二九、三四四、〇〇〇法
同 八月十九日	四、三九二、三六一、〇〇〇
同 八月末	四、二六六、三一九、〇〇〇
同 九 月 末	四、五五〇、一四三、〇〇〇
同 十 月 末	四、七二九、九七八、〇〇〇
同 十一 月 末	四、八三五、一九二、〇〇〇
同 十二 月 末	五、〇一五、二八七、〇〇〇

佛蘭西銀行保有の金準備の増加右の如く著しかりしかば、かの英佛公債五億弗募集の際の如き、佛蘭西に於ては當時英佛露三中央銀行の金

準備總計の四億三千万磅なるを擧げて、米國起債に應ぜすば宜しく金を以て決済をなすべしとの論を唱ふる者もありし程なり。這は固より一片の豪語たらんも、亦以て如何に佛蘭西國民が金準備に依倚し、對外爲替の維持上金の現送を重要視せるかを知るに足らん。

翻て佛蘭西の國際貸借を觀るに平時に於ては其輸入超過額は年々十五億乃至二十億法に上るも、他方佛人所有の外國證券の利息年額三十億乃至三十五億法あり、其他外人の旅費、手數料收入等にて貸高は常に四十億法以上に及びしかば、前記輸入超過額を決済し尙ほ其貸尻を以て海外投資を増加し來りしこと萬人の認むる所の如し。然るに今次の戰亂の爲め貿易上に於ける輸入超過は益々著しくなり、昨年一月より五月末迄に於て十六億三百萬法に上りしに、昨年未に至りて更に激増して五十億五千二百萬法の巨額を算し、エコノミスト・フランセーの昨年六

月になしたる推算を抜くこと十二億に及べり。之に政府勘定に屬する輸入額及び露、伊、希等の諸國に對する貸付高をも加へざるべからざるに尙ほ佛蘭西稅關の調査は二三年前の推定價格を標準とせりといへば、戰時物價の騰貴に依る少くも三四割の割増を見積らざるべからず。故に昨年一年間に於ける同國の國際借高は百萬法に垂んとするは疑ふべからず。此巨額の借高の決済に充つるもの第一に海外投資の利子を擧げざるべからざるに、平時年額三十億乃至三十五億法に達せし利息も獨逸、埃匈國、土其古、墨西哥、伯刺西爾等の外國證券の利子全く支拂はれざる爲め、且は賣却に因り減少を來せしかば今日にては概略十餘億に止まるが如し。其他資本振替額約十五億法、英國政府の佛蘭西駐屯軍に對する送金額約八億法、其他大藏省證券、國防證券等の外國市場に於ける應募額、及び英佛公債十二億九千五百萬法等あり。又金五億五千法

(昨年五月の協定は五億法なりしが、本年一月藏相の議會に於ける言明に依れば五億五千法となりしが如し) 提供に依りて英蘭銀行より得たる十五億法の融通を得たり。此等總べてを合算するも恐らく七十億法を出でざるべし。故に佛蘭西國際貸借の逆調は約三十億法に達する譯なり。

然れども吾人が昨年三月以來に於ける佛蘭西爲替相場變動の跡を辿るに、其進路英國の如く概して單調ならず、大勢は固より低落の方向に在るは勿論なるも、其變動の著しくして波瀾に富める他に比儔を見ず。殊に昨年六七月頃の佛英爲替の如き六月十八日二六法三¹/₂山なりしもの、七月一日には二六法八¹/₂山に進み、同月二十三日には二六法五〇山に低落したるかと思へば、同二十九日には更に二七法五山を唱ふるを見るの有様なりき。惟ふに戰亂の齎せる佛蘭西國際貸借の異常の逆調は、佛貨低落の眞諦をな

すは言を俟たざるも、其高低の差著しく變動の頻繁なりしは、到底單純なる國際貸借の逆調のみを以て説明し得べくもあらず。世人をして漸く其原因他に存在するなきやを信せしめんとするに至れり。之に就き一部識者の言ふ所に依れば、佛貨低落の主因は(一)英、米、西班牙、墨西哥、伯刺西爾、亞爾然丁人にして巴里に永住し居たる者又は佛蘭西金融に利害を有する者が佛蘭西市場より資金を引上げしこと、(二)佛蘭西資本家中密に資本の轉換を圖り資金を移出せし者多かりしこと、及び(三)戰亂に依り損失を蒙りたる外國金融業者殊に猶太人等が、爲替相場の變動を利用して投機を試み益々市場の動搖を大ならしめたること等の三事實を擧げたり。果して然らば佛蘭西の爲替市場は、此等投機者流の貪慾飽くことを知らざる爪牙に蹂躪され、國資の大部を消費して恰も其腹を肥したるの觀なくんばあらず。佛蘭西が前掲昨年七月三日の大統領

令を以て、投機業者の金輸出を防止したると同時に佛蘭西銀行の發意に依つて市中大銀行一齊に貿易の必ず必要上至當と認むる者に限り、爲替の賣買を營み其他の者に對しては一切之を拒絶せる旨を決せしもの、全く右の如き投機者を爲替市場より排斥せんとの目的に外ならず。

斯くの如く佛蘭西は對外爲替調節に就き消極的手段を採りたる上に、英、米兩國に新に爲替資金を調達して此等兩市場宛手形の供給を豊富ならしむる所あり。即ち

- 一、英國に對しては昨年七月六日倫敦のサミュエル・モンテグ商會の仲介に基き、巴里の大銀行と倫敦銀行團との協議の結果、倫敦銀行は無擔保にて巴里銀行の振出せる手形を五百萬磅(一億二千六百萬法)を限り引受くべき承諾成り。又
- 二、米國に對しては同月ロスタチャイルド家が米國に於ける佛蘭西政府の支拂の爲めモル

ガン商會を介して米國鐵道證券を擔保とし、利率五分期限一箇年の條件にて紐育銀行より五千萬乃至七千五百萬弗(二億五千九百萬法乃至三億八千八百五十萬法)の融通を受けたり。

右は何れも銀行信用に依り前者は手形引受、後者は直接貸出の形式を採れり。此等各種の施設に依つて、佛蘭西對外爲替は一時幾分小康を見たるも、間もなく復た低落に向ひ、大勢は遂に挽回すべからざるに似たり。昨年八月五日藏相リボー氏の上院に於ける質問答辯中、爲替取引上投機を絶対に禁止し得べき方策の存せず、佛蘭西銀行業者が諸外國の實例に鑑み、爲替取引獨占の實行不可能なる旨を決議せりと述べたるに徴するも、此方面に於ける爲替調節の全からざるを知るに足る。蓋し爲替取引が内外二箇の市場に行はる、以上、其一方のみ取締を嚴にするも他方の依然放任さる、以上施すの策なきを

自白して、倫敦、紐育殊に倫敦に於ける投業者の佛英爲替市場を擾亂しつゝあるを暗示せるなり。

戦前に於ては巴里は重要な金融市場として國際金融上倫敦と比肩せんとする程の勢を示したりしに開戦後昨年二月の財政同盟以來、巴里市場は漸く旗幟の鮮明を失ひ、特に紐育に對しては倫敦の支配下に立つに至り、對米輸入貿易が倫敦を経る多きが如く、其決済に就ても多くは倫敦金融業者の手を経るの状態に在り、元來平時は英佛間の貿易は佛蘭西に順調を呈し、一九一三年及び一四年の二年度とも佛蘭西の輸出超過は二三億法に達したり。然るに一九一五年度は非常の逆勢に轉じ、税關の統計表のみを以てするも約十二億法の輸入超過なれば、物價の騰貴、運賃、保険料等の昂騰に因り、英佛間實際貸借の實數は約三十億法の逆調を佛蘭西に齎せるは疑ふべからざるべし。且前記の如く巴里

市場が國際金融上に其獨立の地位を失ふに至りし爲め、佛蘭西の對外支拂の大部分が對英爲替に影響するは當然のことにして、佛英爲替の調節が佛蘭西爲替問題の焦點となり、種々の施設皆之を中心として行はれたる所以なきにあらざる。而かも倫敦に於ける佛貨の低落は益々其勢を甚しくするのみにして、米國に於ける英佛公債の成立は、幾分對外相場の低落を沮止し得たりしも、其後英貨の米貨に對する騰貴は却て佛貨の英貨に對する低落を誘致し、佛英相場(參着)は昨年末以來左の如く佛貨の低落を示したり。

	最 高	最 低
一九一五年十一月	二七法九二山	二七法五五山
同 十二月	二七・七三	二七・五五
一九一六年一月	二七・九九	二七・八五
同 二月	二八・〇二	二七・九八
同 三月	二八・四七	二八・〇三
同 四月	二八・九八	二八・二七

右に示すが如く佛貨の低落は一九一六年を迎

へて益々著しからんとし、其下落の度二月に入りては一割一分二厘にも達せしかば、同月中旬藏相は佛蘭西銀行總裁バラン氏等と共に、倫敦を訪うて爲替調節上英佛政府の間に次の如き協定を締結したり。

- 一、今後左の條件の下に佛人所有の英國コンソル公債及びトランスバール金鑛株を英國市場に賣却し得べきこと
- (1) 證券の取引は一切佛蘭西銀行及英蘭銀行の仲介に依ること
- (2) 手取金は全部佛蘭西の對英支拂に充當すること
- (3) 證券の価格は英國株式取引所の公定相場に依ること
- (4) 證券の所有者は一九一四年八月一日以前より引續き該證券を所有し居たること
- (5) 賣却せられたる證券の輸送に關する一切の費用は佛蘭西銀行之を負擔すること、且

- 取引上一切の手數料を免除すること
 - (6) 賣却せられたる手取金は同日の對英爲替相場の中値を以て、佛貨に換算し佛蘭西銀行之を證券の所有者に支拂ふこと
 - 二、英蘭銀行は佛蘭西銀行が同國銀行團をして倫敦市場より銀行信用に依つて融通を得しめんとするに當り之を援助すること
 - 三、英國及米國に於ける佛蘭西政府の購入品支拂の方法
- 即ち證券の賣却及び銀行信用の設定並政府購入品支拂方法の三なり。今證券賣却に關する條件を觀るに、其取引は一切佛蘭西銀行及び英蘭銀行に於て之を行ふとありて自由取引を許さず。何れにしても此等證券所有者をして強制的に其賣却を佛蘭西銀行に依頼せしめざるべからず。且佛蘭西對外爲替の逆調は證券賣却を大規模に行はざるべからざるべし、由來自由を尊重せし佛蘭西も遂に英國の例に倣ひて、丁

抹、瑞典、諾威、和蘭、瑞西、西班牙、ウルグエー、伯刺西爾、阿爾然丁、クエベック、埃及等諸國の公債又は銀行債券及び蘇西運河株等の有價證券に對し一般的動員を實行するに至れり。蓋し佛蘭西銀行の金準備有高が英國其他へ現送の爲め本年三月以來逐週漸減せしむるに、一方紙幣發行高の増加著しくなりしことは、佛蘭西識者をして少からず不安の感を抱かしめたるに依るなり。(註)

註、本年三月以來の佛蘭西銀行金準備有高並紙幣發行高左の如し

	金準備保有高 千法	紙幣發行高 千法
一九一五年三月二日	五、〇一五、〇四〇	一四、四六〇、一三六
同年 同三十日	五、〇〇六、二四七	一四、九五二、〇七八
同年 四月十三日	四、八九三、二五八	一五、一八三、九二一
同年 同二十七日	四、八〇三、五二六	一五、二七七、九六一
同年 五月十一日	四、七一四、九九五	一五、四三二、四二七

(注意) 一、右の金準備以外佛蘭西銀行は三億六千萬法の銀準備を有す。

二、佛蘭西銀行の紙幣發行最高額は一九一一年十二月以來六十八億法なりしを開戦の際百二十億法に擴張し、昨年三月百五十億法に迄増加したりしが、本年三月二十三日三度擴張して百八十億としたり。斯くて佛蘭西銀行の紙幣發行高に對する正貨準備は銀準備を加ふるも五月十一日の有高百五十億七千萬法にして、同日の紙幣發行高百五十四億三千万法に對し比率三分の一以下に在り。昨年六七月の交、佛蘭西對外爲替の暴落を初めし當時佛蘭西銀行の正貨準備は已むを得ずんば百五十億の紙幣發行高に對して三十億率に低下するも可なりと唱へながら、同銀行當局は年來の不文法たる三分一準備を優に保持し得たりしもの、今や事實に於て之を破るに至れり。

佛國が今回實行に着手したる對外投資回收の方法は、大體昨年來英國の實施しつゝあると同趣旨にして、買入及び借入の二より成る。買入代金として政府公債を交付するは英國と異ならず。又借入は期限一箇年乃至三箇年にして、政府は借入證として一種の證券(Certificate)を交付し、恰も有價證券の如く自由に賣買せしむ。尙ほ預託者は特別報酬として原證券の利子又は

配當の二割五分を補給せらる。然れども借入は單に外國市場に於て信用設定の際に其擔保に供し得るに止まれば、政府は始めより買入を欲し且借入證券に就ても政府の必要に應じて、當時の公定相場又は最近三箇月間に於ける最高市場相場を以て強制買収をなし得るの權能を保留せり。加ふるに外國證券所有者をして賣却を強制する爲め、證券利子税の賦課を擴張せり。元來佛蘭西人又は佛蘭西に住所を有する外國人所有の外國有價證券は、一九一四年三月三十日の法律に依つて五分の利子税を課せらるゝの制なりしが、之れが爲め佛蘭西人の其所有外國證券を脱税の理由より外國銀行、信託會社等に預託する者多くなりしより、今回對外投資の一般的回收を斷行するに當りて右利子賦課の範圍を擴張し、利拂の外國に於て行はるゝものと雖も佛蘭西人所有の證券は悉く之を負擔せざるべからず且一九一四年七月一日に遡りて之を徵收するこ

と、したるなり。斯くして佛蘭西政府は外國證券の賣却を強制して國家的爲替調節を容易ならしむると共に所有者をして手取金を以て軍事公債に應募せしめ依つて對内對外二重の問題を解決せんと期せり。

佛蘭西の國家的外國證券賣却が、其對外爲替調節上何程の効果を齎すべきや固より不明に屬すべきが、今佛蘭西の海外投資額及び其内容を究め之よりして其大略を推知せんに、今エコノミスト・フランセーの掲ぐる所に依れば、戰前佛蘭西の海外投資額は概算四百二十億(註一)なりといふ。然れども右は固より券面額なれば戰亂の影響を受けて時價非常に低落したれば、或は倫敦エコノミストの推算の如く目下三百億法(戰後賣却されたるものをも含む)なるやも知れず。縱令然りとして此全額が佛蘭西政府動員の目的となり爲替調節に資するやといふに然らず。元來佛蘭西の資本は露國を始め埃國、巴

爾幹諸國、伊太利等主として東南歐洲諸國に投下せられあるに(註二)、此等諸國の證券は市價の暴落に因り賣却不可能なるは言を俟たず。されば今日倫敦若くは紐育の市場に賣却され又は資金借入の擔保たり得るは、前記佛蘭西政府の動員目錄中に掲げたる中立國の證券なるも、其額全投資額の一部たるに過ぎざる有様なるに開戰當初及び其後に於ても相當賣放たれたれば目下の保有額は意外に僅少の額にはあらざるかエドモン・テリー氏は右中立國の有價證券は戰前市價百二十四億餘萬法(註三)なりきと概算し且其中今日迄に賣却されたるもの約三分の一なれば、目下政府の動員目的たり得べきは殘餘の三分の二即ち約八十億法なりと言へり。其數字の當否は措き縱令今日佛蘭西の對外投資額八十

億法存すとすも、之が強制賣却を遂ぐるは而かく容易の業にあらず、従つて佛蘭西政府の對外投資回收の實施は其聲の大なる割合に、效果比較的小にしてすらも未だ知るべからず。最近佛英、佛米相場共に幾分改善せられたるが如しと雖も、是れ強ち證券の賣却にのみ歸すべきにあらず結局正貨の現送に俟つ大なるに至るべし。

註一、米國造幣局長アルフレッド・ネーマルク氏 (Alfred Neymark) の算出せる所なりとてハルムス氏 (B.Harms-Volswirtschaft und Weltwirtschaft s. 253) の引用せる數字に依れば、一九〇二年に於て佛蘭西の海外投資額は概略三百億乃至三百五十億法なりといふ。更に參考として巴里取引所(佛全國取引高の九割六分を占む)の公定相場表に上せらるゝ外國證券五種に就き、一九一三年末の券面額及び市價を掲げんに左の如し。

種 類	券 面 額	同上一九〇四年末 と 比 較	市 價	同上一九〇四年末 と 比 較
	千法	増減	千法	増減
露國公債	一三、六〇七、七九三	(+)	一一、四三五、四一一	(+)
	千法		千法	
	一、六五四、九四二		(+)	一、八五九、八七三
				千法

其他外國公債	五二、二八六、二一八	(+)	九八九、〇三二	四三、一六三、七五七	(-) 四、〇七〇、四四三
銀行及保險株	三、九〇七、四五二	(+)	二、八九八、五一五	四、八二〇、三二六	(+) 三、三六〇、九五二
鐵 道 債	一〇、四三八、一二〇	(+)	三、一八五、〇七四	七、二二八、三〇二	(+) 二、〇〇一、五七二
雜	二、二〇五、六二四	(+)	一、三〇七、二九四	三、一一四、一八〇	(+) 一、四九九、四二四
合 計	八一、四四五、二〇六	(+)	二〇、〇三四、八五七	七〇、七六一、九七六	(+) 四、六五一、三七七

(備考) 右の統計表は在佛帝國大使館の爲めに巴里取引所仲買人組合の特に調製したるものに係る(外務省通商公報大正四年四月一日號「歐洲戰亂と佛國證券市場」參照)

されば前記ヘルムス氏の引用せる數字と、前表巴里取引所上場外國證券市價の一九〇四年乃至一三年の増加額とを對照して、エコノミスト・フランセーの推算四百二十億法を略近數と見て可ならんか。

註二、前記アルフレッド・ネーマルク氏の掲げたる佛蘭西の海外投資國別左の如し(一九〇二年末)

露 國	九〇一、〇〇〇	億法
英 國	五〇〇、〇〇〇	億法
白 耳 國	五〇〇、〇〇〇	億法
土 塞 國	五〇〇、〇〇〇	億法
羅 希 國	三〇一、〇〇〇	億法
埃 及	一〇一、〇〇〇	億法
伊 太 利	一〇一、〇〇〇	億法
瑞 士	一〇一、〇〇〇	億法
合 計	三〇〇、一三五〇	億法

註三、エコノミスト・ヨーロッパ誌上エドモン・テリイ氏の所説なりとして紐育シヨールナル・オブ・コムマース紙の掲ぐる所次の如し。

佛國政府が買入又は借入證券の目錄中に掲げたる中立國の戰前に於ける證券額は左の如くなるべし。

國 別	券面價額	市 價
瑞 士	四三九	百萬元
瑞 典	八四七	百萬元
丹 麥	六八八	百萬元
荷 蘭	一、九〇一	百萬元
和 國	一、〇三五	百萬元
瑞 士	一、〇二七	百萬元
西 班 牙	二八五	百萬元
瑞 士	一、〇〇六	百萬元
瑞 士	二四二	百萬元

伯 刺 西 爾 二一七
阿 爾 然 丁 一、七六八
ク エ ヲ ッ ク 二八
埃 及 二、一三四
計 一〇、三六九

尙ほ之に蘇西運河株三十六億三千八百萬法を加ふれば市價百二十四億法を算す。此中三分の二殘存するとするも以て爲替資金の調達に十分なり云々と。

二 露 國

今次戰亂に際し交戰國貨幣低落は何れの國に於ても見たる所なるも、露貨の低落は其最も甚しきものなり。今最近の相場に依つて露貨低落の割合を示さんに左表の如し。

露貨低落表

英 國	五六八	%	瑞 士	三八	%
佛 國	七九	%	日 本	六九	%
和 國	七八	%	本 國	六九	%

即ち少きも二割八分、多きは七割八割に及其勢尙ほ益々著しからんとするの傾向を示せり。露貨が今日斯くも異常の低落を演ぜしもの、露國の富力が英佛獨等の主要交戰國に比して劣れ

るが爲めなるは勿論なるが、其開戰以來の紙幣増發より起れる金準備率の低下(註二)は、著しく露貨の信用を失墜し、各國其支拂能力をさへ疑ふに及び、低落益々甚しからんとするに至れり。更に直接の原因として擧ぐべきは、貿易の逆調に基く國際貸借の不均衡ならざるべからず。元來露國は七十餘億留(註二)の外債を負へる債務國にして、平時は三億乃至四億留の輸出超過額を以て此等外債に對する元利支拂に充て、以て漸く國際貸借上の均衡を得來れり。然るに戰亂開始以來輸入は益々増加せるに、輸出はバルチック海の封鎖に依つて著しく減少したるに、更にダーダネルス海峡の閉鎖は露國の貿易を殆んど杜絶の状態に陥れたり。殊に露國輸出貿易額の半を占むる穀物輸出の約八割は、ダーダネル海峡を通過してなされつゝありしかば、土其古の獨塊側への參加は露國貿易に對して甚大の打擊たらざるを得ず。露國の國際貸借は之れが爲

め未曾有の逆調を招き、露貨の低落は爾來其勢を止めず。ダーダネルス海峡の閉鎖が、常に露國に經濟的打撃を加へたるのみならず、之が爲め從來露國より小麦の供給の受けつゝありし英佛等、全部之を米國に需めざるべからざること、なり、従つて穀價の騰貴著しく此兩國の米國に負ふ債務益々大となり、遂に爲替調節問題をも惹起すに至りしなり。されば英佛の聯合軍が一時全力を盡してダーダネルス攻撃に向ひしもの、其經濟上の價值實に大なるものあるを知るべし。

註一、露國は一昨年八月開戦と同時に、露西亞帝國銀行の無準備紙幣發行高を三億留より十五億に引き上げ、昨年三月二十五億留、同年八月更に三十五億留となしたり。目下(本年四月廿一日現在)同國紙幣發行高は六、〇七八、二六〇、〇〇〇留にして、其金準備保有高内外合計して二、五六三、八二〇、〇〇〇留、即ち準備率は四割二分に當る。之を戦前に於ける準備率の常に一〇〇%以上なりしに比すれば約三分の一に減少せし譯なり。且其二十五億留の準備中には八億に近き在外正貨を有するに、英佛獨等に見る海外投資の皆無なるに於ては、露國が其支拂能力を疑はれ露貨が益々低落する當然と謂はざるべからず。今參考の爲め開戦以來露國中央銀行紙幣増發の状態及び其準備率を示さん左の如し。

銀行紙幣發行高	千留	金準備有高	千留	同上準備率
一九一三年平均	一、五四四、六六六	一、六一四、三六七	一〇四・五	
一九一四年上半年平均	一、六三五、二二五	一、七五一、四八〇	一〇七・〇	
同 七月二十一日	一、六三四、一一二	一、七四五、〇九二	一〇六・七	
同 十二月二十九日	二、八六三、八四五	一、七六七、八五一	六一・六	
一九一五年三月二十九日	三、一九八、二七七	一、七一、〇八九	五三・六	
同 六月二十九日	三、五八二、五六九	一、六八五、七七九	四七・一	

同 九月二十九日	四、六二一、七五三	一、六二九、二八三	三五・二
同 十二月二十九日	五、三〇四、六一九	一、八八一、七四九	三五・三
一九一六年一月二十九日	五、六〇四、五一九	二、三九九、一三九	四二・〇
同 二月二十九日	五、八〇六、四八六	二、三七七、四〇四	四八・〇
同 四月二十一日	五、九二九、九七〇	二、五六三、八二〇	四二・〇

註二、イッシュユチャニアン氏の計算に依れば露國の外資輸入額左の如し(一九一三年末)

投資國	(1)全投資額	(2)露國への投資額	(2)の(1)に對する割合
佛蘭西	百萬馬克 三三、〇〇〇	百萬馬克 八、八〇〇	二七・五〇
白耳磯	二、一七二	五〇七	二三・四〇
獨逸	二六、〇〇〇	四、〇〇〇	一五・三八
英國	六三、〇〇〇	七七五	一・二〇
其他	五〇〇	—	—

露國は留貨低落の勢を沮止する爲め英佛米及日の諸國に於て大藏省證券を發行し、其手取金を以て政府の對外支拂に充つる外更に民間對外債務の決済にも便宜を與へたり。從來露國の貿易が倫敦に依倚すること大なりし丈、英貨に對する露貨の低落は甚しく、露英間の取引を困

難に陥れしかば露國對外爲替の調節は先づ英國に對して行はれ、一昨年十一月八千萬留の金を英國に現送し、之に依つて英蘭銀行引受の大藏省證券二億留を倫敦にて發行することを得たり。然れども其手取金の中一億二千萬留を以て政府の外債利拂又は其他の對支拂に供せしかば一般民間の債務決済に用ゐられしものは僅八千萬留に過ぎず。露貨の低落底止する所を知らざるの有様なりしかば、更に昨年二月の財政同盟の結果、露國の倫敦に於て發行し得る大藏證券額を三億二千萬留とせられ、更に一億二千萬留の爲替資金を得たり(註)。此等の手段に依り露英間爲替は一時一二〇留(平價十磅に付九四留

五七五)に低落せしもの昨年三月頃は一一三留に持直したり。

註、露西亞帝國銀行は政府の倫敦にて發行したる大藏省證券の手取金に對して、露國內にて倫敦宛爲替手形を賣出すべきが、帝國銀行は一方金蒐集の方便として金貨を以て買入をなす者には特殊の利益を與へ、自ら金に打歩を附するの矛盾を敢てしたりといふ。

露國は又佛蘭西に對しても決濟すべき多額の債務を有し、對佛爲替の逆調亦著しかりしかば露國は巴里財政同盟の結果英國と同様大藏省證券を發行し佛蘭西銀行より融通を受け之を以て其支拂に供せり。而して露國の佛蘭西銀行よりの借入額は昨年末無慮四億二千二百四十萬留に達せりといふ。以上露國が英蘭銀行及び佛蘭西銀行より受けたる融通額は、各其貸附國內に於ける支拂に充てらるゝものにして他國に對する支拂には流用する能はざるなり。是れ英佛共に資本の流出に因り對外爲替の逆調を強くするを虞れたる當然の結果なるも、露國は之が爲め米

國への支拂に對しては更に同國に於て爲替資金を調達せざるべからず。露國は最初は頻りに金を現送して、モルガン商會等紐育銀行團より資金の融通を受けつゝありしが、其軍需品の購入漸次多額に上りしに、金の輸送は意の如くならざるに至り大藏省證券を紐育に發行せり。其後本年初以來稍々長期の借入を企て紐育銀行團と交渉しつゝありしが、最近の紐育電報は期限三箇年利子六分半にて二千萬弗の融通決定せるが如し。

以上露國が採れる對外爲替調節策は何れも爲替資金調達といふ積極的手段と稱するを妨げざるも、資金調達は主として大藏證券なる浮動公債の發行に依りしかば、其爲替調節上に於ける效果固より姑息的なるを免れず。されば之に依りて露貨の低落は一時沮止せられしも、暫時にして復た下向き大勢は益々不良に赴かんとせり。乃ち露國は露貨低落の根本に遡りて輸入制限の

策を講ずるに至れり。輸入禁止法を設けて特殊の商品に對し、絶對に輸入を禁止したるは其一にして、特定商品の輸入に對する爲替の取組中止を命ぜるは其二、更に一人宛一箇月の爲替取組高に制限を加へたるは其三なり。即ち露國政府は之に依つて直接又は間接に輸入制限を實行せんとするなり。露國が今日迄銀行業者に内訓を發して爲替取組中止を命じたる商品は、棉花、茶、獸毛、機械、護謨製品等約五六種なるが、更に今回(本年三月九日)の大藏省令を以て絹、銀、寶石、自動車及び上製革を追加したり。且最近在莫斯科平田領事より外務省への着電に依れば露國大藏省は各銀行に對し輸入に對する一般爲替取組は、一人に付き一箇月間一千留を限りとし其都度證據書類を提出せしめ、又貴重品、花類、香水、レース其他之に類似の商品輸入に對しては成るべく爲替を取組まざるべき様訓令を發せりといふ。固より當業者の間には、斯く

の如くならんか、此等商品の輸入は事實不可能となり迷惑大なりとて、反對運動を起すものありといへば其結果如何は未だ不明に屬す。尙ほ露國政府は今期(六月より開會)議會に數種贅澤品の輸入禁止法案を提出すべしと傳へらるれば或は右爲替取組中止を命じたる商品の或物は其禁止品目に加へらるゝことなるべきか。兎に角露國が對外爲替の調節を、資金調達困難なる爲め、輸入制限の消極的手段に依らんとするに至りしは歴然たり。更に露國の採りたる消極的調節手段の一は、對外爲替の國有にして、即ち之に依つて露國政府をして爲替の獨占者たらしめんとするなり。此施設に就き概説せんに、政府は大藏省内に帝國銀行の代表者及び取引所仲買人監督、手形交換所監事、私立銀行代表者より成る外國決濟課を設け、日々英、佛、瑞西、伊、瑞典、丁、蘭、日、米の諸國宛爲替相場を決定發表し(註)、之を以て全露國の爲替相場と定め、

何人も之れ以上にて取引をなすを禁せらる。且外國決濟課は日々全國爲替銀行をして爲替賣買額並に其差額を報告せしめ、之に依つて對外爲替の需給を按配し、且は轉賣又は投機の爲め買置をなすを防がんとするなり。従つて銀行は輸入業者其他の需要あるにあらざれば、獨立して對外爲替を買入るゝを得ず。右外國決濟課の設けられしは本年二月八日のことなるが、其投機を防ぎ調節上幾何の効果を致したるに就ては未だ茲に斷定するの時期に達せず。(次號完結)

註、露國外國決濟課發表着賣相場表

國名	單位	露國平價	露國月一日	同四月一日
英國	十磅に付	九四・七七五	四九・〇〇〇	四九・〇〇〇
佛蘭西	百法に付	三〇・九八八	三三・〇〇〇	三三・〇〇〇
瑞 西	百法に付	同	三〇・五五	三〇・五五
伊太利	百「クラ」に付	同	四九・七五	四九・七五
瑞 典	百「クローネ」に付	三三・〇〇〇	八九・五〇	八九・五〇
丁 株	百「クローネ」に付	同	八九・五〇	八九・五〇
和 蘭	百「クルデン」に付	六・二二五	一三三・〇〇〇	一三三・〇〇〇
日 本	百圓に付	六・〇六八	一三三・〇〇〇	一三三・〇〇〇
米 國	一弗に付	一・〇四三	三三・三	三三・三

資金需用論

高城仙次郎

利子歩合決定の法則に關する學說中最も有力なるものはクラーク、カーバー等に依りて代表せらるゝ限界生産力説並にベンバウルク、フイシャ、フエターの唱ふる價值時差説なりとす。此兩者は一派の學者に依りて互に氷炭相容れざるものなるが如くに看做さるれど、實は兩者間に何等衝突する所なく、唯だ一眞理の異なる方面を説きたるが故に人をして誤解せしめたるのみ。先年セリグマンは其「原論」に於て兩者の調和を圖りたるが、氏の試みは綜合的なるも統一のならざる憾なきを得ず。余は曩に利子歩合の研究を企て本誌四月號に於て「利子歩合の解剖」なる題下に利子が純利子、保険料並に手数料より成ることを説明せる序に何等の危険手数を伴

はざる場合に利子歩合を決定するものは資金の需用並供給なりと論じたるが、此説明は英國派の學者が曾て與へたる説明にして、是れ丈けにては利子歩合決定の法則を闡明することを得ず。吾人は進んで資金の需用並に供給が如何にして定まるやを知らざる可からず。本稿に於て論ずるは即ち其前半資金需用の原因なりとす。余は以下本論に於て持説に對して生産力説と價值時差説とを合理的に加味配劑し利子歩合決定の法則を組織的に説明せんと企てたり。

第一節 融通階級内の需用

貸借に何等の危険並に手数の伴はざる場合に一定の時一定の融通階級(註一)内に於ける純利子歩合が其時其融通階級内に於ける資金(註二)の需用と供給との一致する點に於て定まるものなることは既に論述せし所なるが、吾人は今や進んで先づ本論に於て何故に一定の利子歩合の下には一定の資金の需用あり、又利子歩合の騰

落するに従ひ、何故に資金の需用が反比例に増減するものなるかを闡明せんと欲す。

一市場に於ける或貨物に對する需用が普通數十人數百人需用の總額なるに外ならざると同じく、一融通階級内に於ける資金の需用も多人數の資金に對する個々の需用の合計に過ぎざるなり。假りに一融通階級内に於ける資金の需用者が説述を簡明ならしむる爲めに僅かに甲、乙、丙三人なりとせば、左表に示すが如き各個人の需用對全需用額の關係を假想するを得可し。

利子歩合	金需用額	甲の需用	乙の需用	丙の需用
一分	二千五百圓	千	千	五百
二分	千八百圓	八百	六百	四百
三分	千	五百	四百	二百
四分	九百五十圓	四百五十圓	三百五十圓	二百五十圓
五分	八百圓	三百五十圓	三百圓	二百圓
六分	六百圓	三百圓	二百圓	百五十圓
七分	三百五十圓	二百圓	百圓	五十圓
十割	百五十圓	百圓	五十圓	〇
百割	〇	〇	〇	〇