

Title	為替相場とインフレーションとの関係に関する若干の考察
Sub Title	
Author	金原, 賢之助
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1933
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.27, No.1 (1933. 1) ,p.47- 106
JaLC DOI	10.14991/001.19330101-0047
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19330101-0047">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19330101-0047</a>

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.

## 爲替相場とインフレーションとの 關係に關する若干の考察

金原賢之助

- 一 爲替相場とインフレーション
  - 二 獨逸に於けるインフレーションの進行と爲替相場の暴落
  - 三 佛蘭西インフレーションに於ける爲替相場
- 一 爲替相場とインフレーション

金本位制度の下に於ける爲替相場は、上下金輸送點間の狭い限界内にのみ移動し得るから、實益の點から觀て、それに関する爲替相場理論は問題とされることが甚だ少い。これは、十九世紀の後半以降世界大戰に至るまでの金本位制度の世界的普及時代に於ける實狀であつた。然るに大戰に隨伴した貨幣制度の紊亂は、爲替相場の激動暴落を通じて、爲替相場理論を著しく刺戟し、而して其發展に貢獻する所多大なるものがあつた。

而して凡そ紙幣本位下の爲替相場に關して理論上問題となる所は、先づ第一に、紙幣本位下の爲替相場理論が金本位下のそれと同一であるべきか否かと云ふことである。第二は、紙幣本位國の爲替相場は何か故に甚しき動搖低落を示すかに關する理論である。而して紙幣本位國の爲替相場決定に關する學說には、その主なものとして國際貸借(又は收支)説、投機説、心理説、購買力平價説等があり、又此等諸説をそれぞれ取り入れるが、その何れに重點を置くかに従つて相ひ異なる所の、各種折衷説を擧げることが出来る。

以上諸説の中舊來重きを占め來たつたものは、國際貸借説である。此説は勿論、國際收支の狀況並に其差額が爲替相場を決定する原動力であると、觀るものである。今右に述べたやうに、世界大戰前に於いてはこの説を以てして、爲替相場現象を説明するのに實際上足りたのであつたから、學者、實際家によつて受入れられ、一般の常識とまでなつてゐたものである。

所が世界大戰後の爲替相場に關しては、屢々頗る不十分な理論たるを免れなかつた。そこで國際貸借説の如く主として商品側から出發する説に對して、専ら貨幣側に立つ學說が擡頭した。所謂購買力平價説これである。購買力平價説は貨幣數量説の、貨幣の對外價值への擴大適用であるから、貨幣數量説から當然産れ出づべき理論であるが、近時は國際貸借説と相併んで熱心な信奉者を見出し、時にはそれに附せられる條件を無視して實際上にも重用せんとする論者さへもあるのである。

購買力平價なる概念を初めて使用した者は、現在世界的貨幣學者として著名なグスタフ・カッセルであり(1)、購買力平價説は彼の名と共に喧傳されてゐる。今彼に従つて此説の重點と目される所を擧ぐれば、大體次の如きものである。即ちA B二國間に典型的な自由貿易が行はれるものとすれば、其間に何等かの爲替相場が成立するであらうが、此相場は、些少の動搖を除外して觀れば、兩國通貨の購買力の何れかに變動の生じない限り、且つ貿易上に何等の障礙の起らぬ限り、不變の儘存するであらう。今若しA國通貨の膨脹が起り、従つて其購買力が減少すれば、A國通貨のB國に於ける價值は必然同一の割合を以て下落するであらう。又若し同時にB國通貨が膨脹を起して其購買力の減少を來たしたとするならば、其結果として、A國通貨のB國に於ける價值は明かに比例的割合を以て騰貴するであらう。例へばA國の膨脹が一〇〇に對する三三〇、B國のそれが一〇〇に對する二四〇の割合に達したとするならば、新爲替相場は(A國通貨のB國に於ける相場を探つてみれば)舊相場の四分の三であらう。其處で次の如き原則が樹て得られる、即ち二國の通貨が膨脹した場合には、標準的爲替相場は、舊相場に兩國膨脹率間の商を乗じたものと等しくなるであらうと云ふことである。勿論此新たな標準相場から離れることは常にあるであらうし、又其開きが過渡期には可なり大であると考へらるゝ。けれども上記の方法を以て算出された相場は、兩國通貨の間の新たな平價、即ち爲替相場が全く一時的の動搖にも拘らず常に歸着せんとする均衡點と看做されなければならぬ。此平價を購買力平價と名付ける。

大戰中各國通貨の購買力は、支拂資料の供給過増の爲に、其程度にこそ相違はあれ、著しく減少を示した。従つて購買力平價も大なる變動を受けたのである。然るに紙幣通貨制度の場合の標準的爲替相場はこの購買力平價によ

つて決定されるのであるから、今日(戦後紙幣本位の當時)標準的爲替相場と看做さるゝものが、嘗て標準相場として吾人の熟知したものと全く異なることを十分知悉し置くことは、理論上にも實際上にも甚だ重要なことである(2)。

(1) Gustav Cassel & others, Foreign Investment, Chicago, 1928, p. 10. 拙稿『爲替相場理論概説』本誌昭和四年四月號、四五頁

(2) Gustav Cassel, Money and Foreign Exchange after 1914, pp. 138 ff.

二

併しながら爲替相場の低落を貨幣側から解明せんとする試みは、決してカッセルに創るものではない。既に十九世紀の初め英吉利に於ける地金論争の時代に、幾多學者の主張せる所であつた。即ちこの時代、言ひ換へるとナポレオン戦争時代に於ける英吉利の爲替相場は、世界大戦中及び後に於ける各國爲替相場と共に、紙幣本位下の爲替相場研究に對して二大歴史的事例として擧げられるものである。一七九三年から二十年以上の長期に亘つて繼續された戦争は、英吉利の貨幣及び銀行制度に一大變革を與ふる動因となつた。英吉利政府は戦費の増大に従つて英蘭銀行から益々借入れを行はざるを得なかつたが、派遣軍隊の維持並に同盟國への補助のための借入れは、主として金を以て附與されなければならなかつた。斯くして政府に對する貸上金の異常の増加のために金準備は減少する一方で、英蘭銀行は甚しく苦境に陥つたが、それと同時に紙幣流通高も増大したので、遂ひに一七九七年に正貨兌換

を停止し(二月二十七日)續いて英蘭銀行制限法(The Bank Restriction Act)を制定して之を公認した。(五月三日)而して結局一八二一年に至るまで正貨兌換を停止した所謂銀行制限法時代に入つた。所でこの紙幣本位時代は貨幣及び金融上幾多異常な事態を醸成した。乃ち金地金の市場相場の騰貴(隨つて金貨は銀行券に對して打歩が附された)、爲替相場の低落、銀行券流通高の増加、重要商品價格の騰貴是れである。今當時の統計に従ひ(3)、一八〇〇年から地金委員會の組織された一八一〇年に至る期間の概要を示せば次の如くである。

倫敦に於ける金の市場相場。

年	月	日	磅	志	片	年	月	日	磅	志	片
一八〇〇	八	二二	四	五	〇	一八〇五	二	二六	四	〇	〇
	一一	一一	四	五	〇		八	三一	四	〇	〇
	一二	三一	四	六	〇		二	二八	四	〇	〇
一八〇一	二	二七	四	四	〇	一八一	二	二六	四	一	三
一八〇二	二	二六	四	三	六	一八一	二	二二	五	八	〇
一八〇四	一〇	一九	四	〇	〇	一八一四	二	二二	五	八	〇
	一二	三一	四	〇	〇		二	二八	五	八	〇

(3) Johannes Wolter, Das Staatliche Geldwesen Englands zur Zeit der Bank-Restriction, Strassburg, 1917, Anhang I. 12 據る。以下同じ

爲替相場とインフレーションとの關係に関する若干の考察

金地金一オンスの価格は造幣規則に依れば三磅十七志十片半の管であるが、其市場相場は右表の如く騰貴し、一八〇六、七、八、九年を通じて四磅乃至四磅十二志に上つてゐた。即ちこの高値は一割五、六分の騰貴であるが、一八一四年にはこの時代の最高値五磅八志を現出した。

I 倫敦對漢堡 爲替相場

年	月	日	一磅に對する フランツマルク貨	一磅に對する シリングゲ	ハニゲ
一八〇〇	一	七	三二	三二	〇
	二	一八	三一	三一	四
	五	一三	三二	三二	三
	六	一六	三一	三一	〇
	七	一一	三二	三二	三
	一	一四	三一	三一	〇
	二	九	三〇	三〇	〇
一八〇一	一	六	二九	二九	〇
	二	六	三一	三一	〇
	六	六	三二	三二	六

年	月	日	一磅に對する フランツマルク貨	一磅に對する シリングゲ	ハニゲ
一八〇六	二	二五	三三	三三	二
	八	二六	三四	三四	五
一八〇七	二	二七	三四	三四	一〇
	八	二八	三四	三四	二
	二	?	三四	三四	四
一八〇八	二	二六	三四	三四	六
	六	一	三五	三五	三
	八	二六	三五	三五	二
	八	三一	三五	三五	二
	九	三〇	三三	三三	九
	二	三〇	三一	三一	三

備考 一八〇〇—四年に對しては、シリング臺に變動のあつた度毎に摘記し、同一シリング臺の相場の場合には省略した。従つて其間記載なき時期の相場は、大體その直ぐ前に掲げられたものと、若干ペンゲの相違の外は同じであると、承知ありたし。一八〇五年後はヴォルターアの記載する所を全部掲げて置いた。

II 倫敦對巴里

爲替相場とインフレーションとの關係に関する若干の考察

年 月 日		一磅に付		年 月 日		一磅に付	
		リール	サン	リール	サン	リール	サン
一八〇二	二 二七	二二三	一〇	一八〇八	二 二六	二二三	六
一八〇三	二 二五	二二四	八	一八〇九	二 二六	二三	一六
	八 二六	二三	一六		二 二八	二〇	一九
一八〇四	二 二四	二四	一四		二 二二	二〇	一
	八 三一	二五	四	一八一〇	二 二七	一九	一六
	一〇 一九	二五	二		二 二八	二一	六
一八〇五	二 二六	二五	一二	一八一	二 二六	一七	一六
	八 二七	二五	一二		二 三〇	一八	二
	一一 二六	二五	四	一八一二	二 二八	一九	一五
一八〇六	二 二五	二四	一二		二 二八	一九	一五
	八 二六	二四	七	一八一三	二 二六	一九	八〇
	一一 二七	二四	一〇		二 二七	一八	八〇
一八〇七	二 二七	二四	一〇				
	八 二八	二四	六				

英吉利の爲替相場は銀行制限法時代以前には、大體順調であつて、其逆調を示すことは比較的稀であつた。然るに兌換の停止と共に其事態は逆轉し、大陸諸國に對する爲替相場は英吉利にとつて甚しく不利をさへ示すに至つた。即ち當時英吉利の外國貿易に對する最重要の外國市場は漢堡であつたが、倫敦、漢堡間の關係に於いては、一磅

フランデルン貨三四シリング三ペニゲ半 (Schillinge 3 1/2 Pennige flämisch) が平價であつたから、一八〇九年以降は可なり激しい低落を示したことが知られる。一八一一年二月の二五シリングはこの時代の最低記録で、其後一四年半頃までは二六、八、九、シリングを往來し、其下半年期に三二シリングに到達、一六年からは恢復して平價を上下するに至つた。即ち以上の低落は大體一割乃至二割五分の程度であつた。

倫敦、巴里間の平價は一磅二五リール (1 1/2 Livres) であつたが、一八〇六年からは漸落歩調を示し、漢堡向相場が最低記録を示した一八一一年二月の同日 (二六日) には一七リール一六サン (17 Livres 16 cent) の最低相場に到達した。即ち平價に對して三割一分の低落である。其後一八一四年には二一リールに昇り、一五年までは二二、三リールを往來し、而して一六年からは屢々平價以上に騰貴してゐる。總じて巴里宛相場は漢堡宛相場よりも、一八〇六、七、八、九、一〇の各年を通じて一層の低落を示してゐた。

そこで當然、斯くの如き金相場及び物價の騰貴、爲替相場の下落は何故起つたか、重大な時事の問題となつたのである。この點に關し見解は二派に分れた。一派の主張に依れば、物價の騰貴及び爲替相場の低落は英吉利貨幣制度の内部的事態から惹起されたものである。換言すれば銀行券の過剰發行に由來するものである。即ち銀行券はそれ自體の價値に低落を來たして居り、その程度は金地金の市場相場と造幣價格との差によつて之を測定すること出来る。爲替相場の低落に就いては、當時貿易状態は必ずしも不利ならず、寧ろ輸出超過の方向に在つたことか

ない。従つて爲替相場をして平價に復歸せしめ、金の市價を造幣價格にまで低下せしむる爲には、銀行券の流通量を縮少するの外はない、と言ふのである。

これに反對する一派は、英吉利貨幣制度上の變態を以て、全く外國貿易並に國際收支の状態に由來すると認むるものである。即ち派遣軍隊への送金、ナポレオンの政策等のために英吉利の對外債務が加重した結果、爲替相場は低落を來たしたのである。金は其輸出を餘儀なくされたが故に減少を來たし、他の商品と同様に騰貴したのである。従つて騰貴したのは金で、銀行券の價值は低落したのではない。銀行券の發行は商取引に必要な限度内に維持せられ、その増大は物價騰貴の結果であつて其逆ではない。而して物價の騰貴は大陸封鎖に依る商品の缺乏に原因し、貨幣價值の低落に由つてはゐない。それ故に爲替相場の低落は、銀行券の價值低落とは關係なく、國際貿易及び收支の不利から生じたに過ぎぬ、と斯う主張するのである。

前者即ちインフレーション説に屬する者には、ボイド Walter Boyd キング卿 Lord King リカド David Ricardo 等があり、後者の國際貸借説にはボサンケット Bosanquet ソントン Henry Thornton トウソ Thomas Tooke 等の代表者がある。以上の如き見解の相違は、結局、銀行券の發行原理に關しては、インフレーション派をして正貨に據る機械的紙幣造出論たる通貨主義 (Currency Principle) を採らしめ、國際貸借派をして發券銀行當局者の裁量に全幅の信頼を置く銀行主義 (Banking Principle) を強調せしむるのであるが、ホアナー Francis Horner の動議に基き、彼を委員長として金地金騰貴の原因並に爲替低落狀況の研究の爲に一八一〇年議會に組織された地金

委員會 (The Select Committee on the High Price of Gold Bullion) は、大體に於て地金論者 (Bullionists) のインフレーション説をば是認する結論に到達したのである。

然らば當時に於ける銀行券流通高は如何なる増加を辿つたか、又其増加と爲替相場の低落とは如何なる關係に存したか。

紙幣流通高 (各半年平均)		年		單位千磅	
一八〇〇	上	一五、〇〇九	下	一六、四八一	
	下	一五、三一二	上	一六、九四二	
一八〇一	上	一六、一三四	下	一六、六四二	
	下	一五、四八八	上	一六、七二四	
一八〇二	上	一六、二八四	下	一六、六八七	
	下	一六、五七二	上	一六、九五四	
一八〇三	上	一五、九六七	下	一七、三〇四	
	下	一七、〇四三	上	一八、二一四	
一八〇四	上	一七、六二四	下	一九、六四二	
	下	一七、一九二	上	二〇、八九四	
一八〇五	上	一七、二七一	下	二四、一八九	

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

五八 (五八)

年	單位千磅
一八一一年 上	二三、四七一
下	二三、〇九四
一八一二年 上	二三、一二三

年	單位千磅
一八一三年 上	二三、九四〇
下	二四、一〇七

備考 本表は一八一八年四月一八日附英蘭銀行公報に據るもので、郵便爲替を含む。千磅以下は四捨五入した。

Johannes Wolter, a. a. O.

即ち右表に依れば、一八〇一、二、三年と紙幣流通高は僅少なから漸増を示したが、漢堡向相場は一八〇〇年に比較して決して低落せず、略ぼ同程度に位してゐた。一八〇四、五兩年は紙幣流通高に激増を來たしたにも拘らず、爲替相場は平價以上遙かに出でてゐた。一八〇六、七年及び八年の大部分に於いては、紙幣流通高は同じく増大してゐるに對して、爲替相場は一八〇〇年と比較して寧ろ高く、大體平價以上を示してゐる。一八〇九年以後は一八〇〇年に對して二割以上の紙幣膨脹を來たしてゐるが、爲替相場は甚しくは低落せず、たゞ一八一一年春に最低相場を現出した。その後は、一一年と同程度若しくはそれ以上の紙幣流通高なるにも拘らず、爲替相場の恢復は著しいものがある。其處でヴォルタアの如きも、爲替相場動搖の主因をなすものが英蘭銀行券であるとの非難は、拒否さるべきものであると述べてゐる(4)。

(4) J. Wolter, a. a. O., S. 115.

固より資料の不十分と以上の略記とに依つて前記兩説の當否を吟味することは、決して可能ではない。けれども

上來所述を以てしても、所謂購買力平價説が前世紀のインフレーション説から出でてゐることは、察知し得られるであらう。とは言へ購買力平價説は、舊來のインフレーション説の單なる反覆ではない。遙かに整然たる體系と一層の理論的發展とを具有する。それ故に大戰後の爲替理論がこの購買力平價説を中心として展開されて居るのである。併しながら今茲ではこの説を理論的に検討しようとはしない(5)。唯最近試みられた若干の實證的研究に據つて、インフレーションと爲替相場の動向を考察しながら、如何に現時の爲替理論が舊時の論争を再現してゐるかを瞥見しようとするに過ぎない。

(5) 購買力平價説に對する理論的批判は我國に於いても夥しく現はれてゐる。其一二を擧げると、山崎覺次郎『若干の貨幣問題』高田保馬『經濟學新講』第三卷、田中金司『金本位制と中央銀行』宮川貞一郎『金再禁止下に於ける爲替と物價』フーゴ・ミューラ著、拙譯『爲替相場と物價』拙稿『爲替相場理論概説』本誌、昭和四年四月號等。

## 二 獨逸に於けるインフレーションの進行と爲替相場の暴落

インフレーションと爲替相場の關係に就いては、敢へて前世紀の事例によらなくとも、世界大戰は吾々に幾多貴重なる資料を與へてゐる。否なこの實驗こそは爲替理論發展の根幹をなしてゐるのである。先づ最も激烈な、而して將來再現しさいないインフレーションを経過した獨逸に就いて通觀しよう。

獨逸の平和克復以來一九二三年末に至るインフレーション期に於ける紙幣流通量、爲替相場及び物價を對照すれ

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

五九 (五九)



爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

六〇 (六〇)

ば、大約次の如き數字である。

伯林に於ける弗爲替相場

(各月平均：一弗に對するマルク)

年 月	1918	1919	1920	1921	1922	1923
一月	—	8.20	64.80	64.91	191.81	17,972.00
二月	—	9.13	99.11	61.31	207.82	27,918.00
三月	—	10.39	83.89	62.45	284.19	21,19.00
四月	—	12.61	59.64	63.53	291.00	24,457.00
五月	—	12.85	46.48	62.30	290.11	47,670.00
六月	5.36	14.01	39.13	69.36	317.44	109,996.00
七月	5.79	15.08	39.48	76.67	493.22	353,412.00
八月	6.10	18.83	47.74	84.31	1,134.56	4,620,455.00
九月	6.59	24.05	57.98	104.91	1,465.87	98,860,000.00
十月	6.61	26.83	68.17	15.20	3,180.96	25,260,000,000.00
十一月	7.43	38.31	77.24	292.96	7,183.10	2,193,600,000,000.00
十二月	8.28	46.77	73.00	191.93	7,589.27	4,200,000,000,000.00

卸賣物價指數

(各月平均：1913年=100)

年 月	1918	1919	1920	1921	1922	1923
一月	—	262	1,256	1,439	3,665	278,500
二月	—	270	1,685	1,376	4,103	558,500
三月	—	274	1,709	1,338	5,433	488,800
四月	—	286	1,567	1,326	6,355	521,200
五月	—	297	1,508	1,308	6,458	817,000
六月	209	308	1,382	1,366	7,030	1,938,500
七月	208	339	1,367	1,428	10,059	7,478,700
八月	235	422	1,450	1,917	19,200	94,404,100
九月	230	493	1,498	2,067	28,700	2,394,889,300
十月	234	562	1,466	2,460	56,600	709,480,000,000
十一月	234	678	1,509	3,416	115,400	72,570,000,000,000
十二月	245	803	1,440	3,487	147,500	126,160,000,000,000

通貨流通高

(各種紙幣及鑄貨各月末流通高：單位百萬マルク)

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

六一 (六一)

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

六二 (六二)

年 月	1918	1919	1920	1921	1922	1923
一月	—	34,536	51,079	78,764	124,426	2,014,587
二月	—	35,254	54,456	79,995	129,017	3,552,399
三月	—	37,237	59,607	80,412	140,494	5,558,050
四月	—	38,518	62,424	81,220	150,752	6,616,978
五月	—	39,917	64,296	81,735	162,546	8,653,821
六月	20,668	42,701	68,310	84,902	180,767	17,400,458
七月	21,010	41,904	69,824	86,664	203,246	43,850,025
八月	22,473	40,881	72,404	83,833	252,858	6,202,000
九月	24,673	42,299	75,831	94,941	332,563	28,653,353,400
十月	26,704	43,405	77,379	99,812	484,685	5,186,219,738,700
十一月	29,283	45,417	77,429	109,261	769,500	1,487,800,000,000,000
十二月	33,106	50,173	81,628	122,963	1,295,228	2,273,600,000,000,000

備考 James Harvey Rogers, The Process of Inflation in France, 1914-1927, 1929, pp. 142-3. 上據 No.

さて以上の如きインフレーションの過程に於いて、爲替相場はそれと如何なる關係に在つたか。この點に就いてカアル・ディール Karl Diel は次の如き見解を述べてゐる。即ち大戦中及び後に於ける獨逸の爲替悪化の原因に

關する問題は、國際貸借説の意味に於いても又インフレーション説の意味に於いても、之を一般的に解答することが出来ない。寧ろ、獨逸マルクの動搖と結局に於ける完全な崩壊とを招來した事態は、各時期に於ける經濟上、財政上、社會上並に政治上の情勢の異なるに従つて、甚だ相違してゐる。之を總括的に言へば、大體三期に分つことが出来るのであつて、第一期即ち開戦から一九一七年末までの期間は、英吉利の銀行制限法時代と甚だ類似してゐる。即ちこの期間に於ける獨逸の爲替相場逆調の主要原因は、輸出貿易の非常な減退と中立國からの商品輸入の激増とによつて齎らされた、國際收支勘定の悪化であつた。これに續く所の、一九二二年中期に至る第二期に於いては、紙幣増大のインフレーション的影響が明かに現はれてゐる。更に一九二二年一月から二三年一月に至る第三期は、インフレーションが極端に走つた時期である。而して第二及び第三の兩期に於いては、第一期とは反對に貨幣價値の低落が先づ第一に爲替低落の原因となさるべきである(1)。併しながらディールは購買力平價説を無條件に支持するものではない。寧ろ、國內物價と爲替相場との間には一定の關係の存することは確かであるが、併しかツセルの想定するやうに正確には存しない。従つて國內物價水準の變動が爲替相場變動の標準になるとの見解は支持し得ない(2)、と考へてゐるのである。蓋し購買力平價説は、通貨の増減と正確に比例して物價の騰落を生ずるとの貨幣數量説を根柢に有してゐるが、ディールは此説を容認しないからである。要するに爲替學説に對する彼の見解は、國際貸借説と言ひ、又購買力平價説と言ひ、その何れも、紙幣本位國の爲替低落を招來する各種要因中最重要のものを抽出する點に於いては正しいものである。が併し兩説とも、兩主要々因の一つを以て説明せんとするも

のであるから、一方的のものであると言ふに在る。爲替低落の原因が不利な國際收支勘定に在るか、又はインフレーションに在るかは、常に事實問題であつて、一定の國、一定の時に於ける實際現象に基いてのみ決定し得るものである。國際貸借説は、それが爲替低落に對して主要な而も屢々唯一の原因となつてゐると云ふ點に於いて、因果論として上位を占むるものである。爲替相場の低落状態を惹起するものは先づ第一に國際收支の變動で、紙幣の發行が益々大なるに及んで初めてインフレーションが、それ以上の要因として加はるのである。斯る原因の複合は、ナポレオン戦争時代の英吉利と世界大戦中及び後の獨逸との兩國の爲替状態に依つて、特によく立證し得られる(3)と言ふのである。

(1) Karl Diehl, Theoretische Nationalökonomie, III. Band, S. 366-367.

(2) K. Diehl, a. a. O., S. 396-405.

(3) K. Diehl, a. a. O., S. 343.

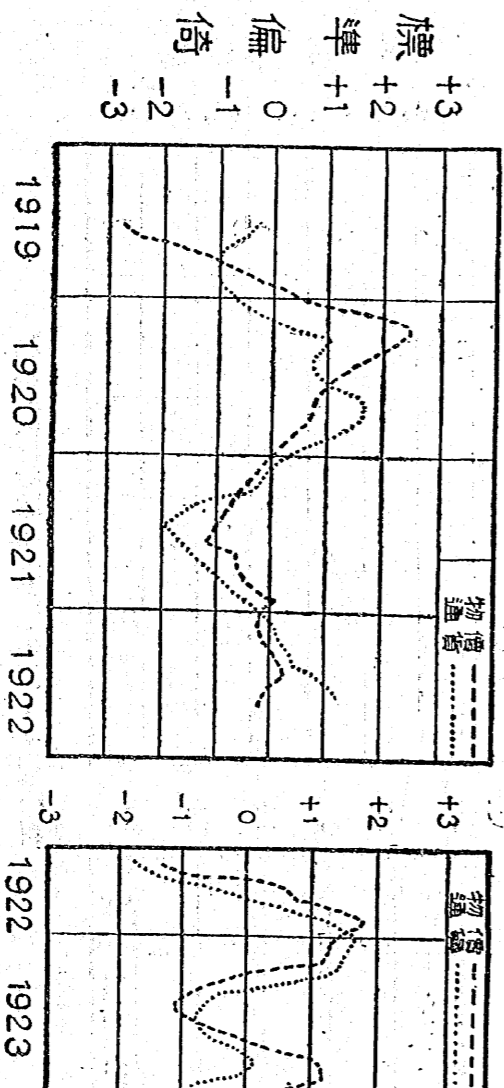
II

ディールは大戦後の獨逸の爲替低落を研究して、其原因は時期に依つて相違するけれども、寧ろ主要原因は國際貸借の悪化に在り、インフレーションは後からの附加的要因と認め、而も購買力平價説には反對的立場を採る者の一人である。この見解は勿論批判の餘地を残してゐると考へられるが、爲替相場の實證的觀察を行つたものが屢々到達する所の、原因の複雑性を容認する見解を示すものと言つてよからう。

然るに近年獨逸戦後のインフレーションに関する實證的研究が若干公にされ、當時に於けるインフレーションと爲替相場の關係が一層明細に考察されてゐる。今其一つとして米國ミズリー大學教授ジェームズ・ハアヴェイ・ロイド・チャース James Harvey Rogers の研究(4)を取り上げてみよう。彼は前に掲げて置いた表に基いて、通貨流通量と物價、及び物價と爲替相場を對照し、それぞれの運動傾向からの偏倚の波動を圖表に纏めてゐる。その結果は次に掲げるが如くである。

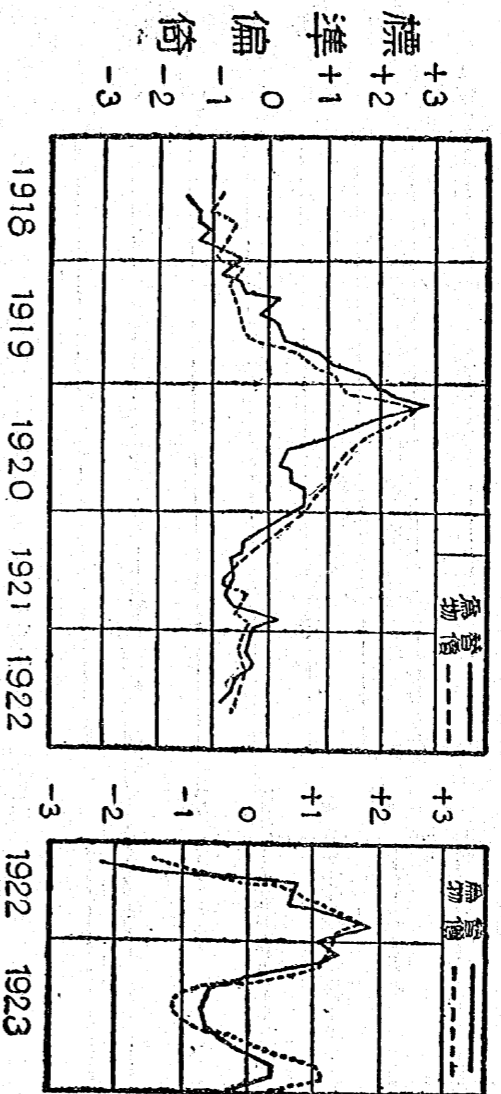
(4) James Harvey Rogers, The Process of Inflation in France, New York, 1929.

物價と通貨數量の波動(1919-1923年)



爲替相場とインフレーションとの關係に関する若干の考察

爲替相場と物價の波動：1918—1923年



ローヂーパスが右の圖表並に統計的計量に基いて得た推論は大體次の通りである。

イ、物價と通貨數量との關係

(A) 獨逸のインフレーション期間中、佛蘭西に於けると同様に一般物價運動は明確に且つ相當の期間(大體二ヶ月)を置いて流通々貨の運動に先行した。尤もこの後者運動の遲滯は一九二一年中頃に於いて並に一九二二年中頃以後著しく縮小された。

(B) 佛蘭西インフレーションに於いては流通々貨の運動が明かに物價運動に先行した期間はなかつたが、獨

逸インフレーションの最後の數ヶ月間には、通貨が物價に確かに先行しなかつたとは言へない。併しながらそれが先行したとの明確な證據はない。

(C) 従つて假りに通貨の運動が物價のそれに先行したことがあるとしても、その場合には兩現象間の均衡調整は極く迅速であつた。是れに反して物價の方が通貨に先行した場合には、其調整は一般に極めて徐々であつた。

ロ、爲替相場と物價の關係

(A) 獨逸インフレーションに於いては、佛蘭西のそれと同様に弗爲替相場の運動は、一般的に觀て物價運動に先行したと先づ言ふことが出來よう。即ち一九一八年六月から二〇年七月に至る間、卸賣物價の運動は爲替相場のそれに一ヶ月若しくは稍々それ以上遅れる傾向があつた。一九二〇年七月からインフレーションの終極たる二三年一月に至る期間では、兩者の運動が略ぼ同時的であつた。

(B) 獨逸インフレーションでは佛蘭西と同じく、物價が却つて爲替相場に先行したと思はれる期間があつた。即ち一九二〇年八月—二二年六月の期間で、統計上僅かに斯る傾向があつたが、併し其先行期間は常に一ヶ月足らずであつた。

(C) それ故に以上から推論を惹き得る限りに於いては、物價運動が爲替運動に先行した場合(假りにそれが起つたとしても)には、兩要因間の調整は極度に迅速であつたに反して、爲替運動が物價のそれに先立つた

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

場合(通例これが起つたのであるが)には、調整は遂かに緩慢に行はれた。

ハ、インフレーションの程度の比較的過度でなかつた時期には、調整が徐々に行はれたが、その極端に走つた時期には極度に迅速に行はれた。而して超インフレーションの終極の段階に於いては、物價と通貨又は爲替と物價の兩者間の何れか一方の遅れが全然又は大部分無くなつて了つた。

(5) J. H. Rogers, op. cit., pp. 140-155.

以上の如きローチアースの實證的吟味並に推論は、同じく獨乙インフレーション期に於ける爲替、物價及び生産を研究したグラハム Frank D. Graham(6)によつて、全幅的に支持される所である。グラハムは前者の推論に繼いで斯う述べてゐる。國內物價運動が屢々通貨流通量のそれに先行したことは明確に立證されるが、その逆の事態が起つたと云ふ絶對的の保證はない。同様に爲替相場が屢々物價に先立つたことも確定的に立證されるけれども、その反對が眞だと云ふ確證はない。インフレーションの終極期に於ける特色は、爲替、物價及び通貨の三曲線の運動が略ぼ同時的だつたことであるが、それは主として國內物價及び通貨流通量の動搖の激化した爲であつたであらう。この時期に至るまで物價運動が通貨に對し、爲替運動が物價に對して有して來た先行關係は、斯る終極期に於いても存続したかも知れない。が併し調整があまり迅速に行はれた爲に、統計上では判別することが出来ない。インフレーションの最後の數ヶ月間では、國內商品價格が其時の爲替相場に基いて日々或はそれ以上頻繁に建てられたことは、確かな事である。そこで、現實にあるには有つたが極く短期間だつた遲滯は、月平均に基く數字では全

然表はれないであらう。併し、これは都合のよい説明ではあるけれども、一九二三年の最後の數ヶ月の間物價が通貨に、一九二〇年八月—二二年六月の間爲替が物價に遅れたと云ふ、統計上立證されない假定が現實に存在したものと云ふことは、恐らくは眞實であらう。所で一般的に觀れば次の如く言ひ得られる。少くとも一九二〇年八月に至る迄は、さうして恐らく其他の時でも、直接の——窮極的でないとは言へ——因果の連鎖は、爲替相場から物價へ、而して通貨流通量へ走つて居つたのであつて、寧ろ其逆ではなかつたと云ふことである。或る場合には、爲替相場運動の獨立的性質が明瞭に表はされてゐる。屢々爲替相場の運動は、第一に通貨の循環速度を變更することに依り、第二には殆んど不可避的に紙幣の新發行を招來することによつて、物價に影響を及ぼしたやうに見える。物價運動も亦紙幣發行に影響した。斯くして三組の現象間には因果的な交互作用が存して居つたが、併しながら國內物價運動は結局に於いて、甚だルーズにはあつたが紙幣發行に依存した(インフレーションの頂點に達するに及び其從屬關係は一層緊密となつた)に反して、爲替相場は終りまでその地位の獨立性を維持した。去りながら爲替相場の變化が絶えず國內物價の直接の決定者ですらあつたと云ふ主張に對しては、何等明確な場合が存しない。若しあつたとしたら、輸入品價格が國內品價格上進の上に符合した變化を示した筈である。又假令何等か斯様な傾向があつたとしても、それは微弱だつたのである。一方、國內品價格の運動が常に輸入品價格のそれに先行したと云ふ證據も殆んどない。それ故に、國內物價が爲替相場を決定した限りに於いては、その作用した影響と云ふものは、單に或る種の規準を設定したに過ぎなかつたに違ひない。而して斯る推定標準を中心とする爲替相場の動搖は、

全く自由であり且つ甚だ廣範圍に亘つたのである(7)。

(6) Frank D. Graham, Exchange, Prices and Production in Hyper-Inflation: Germany, 1920-1923, Princeton, 1930.

(7) F. D. Graham, op. cit., pp. 170-173.

三

以上の所述の範圍に於いては、爲替相場の物價及び通貨に對する運動關係は、一般的に言つて爲替相場↓物價↓通貨と云ふ方向に進んでゐる。勿論この因果關係は直接的關係であつて、窮極的のものではない。けれども其逆の經過即ち通貨↓物價↓爲替相場と云ふ運動方向は存しなかつたし、又超インフレーションの終極期にはこの三現象の運動が殆んど同時的ではあつたが、結局爲替相場の運動は終りまで獨立してゐたと云ふのであるから、物價が何時でも爲替相場を決定すると云ふ意味での購買力平價説は、或る程度の否定的結論に當面してゐると觀なければならぬまい。去りながら右の檢證では自國物價だけが取扱はれてゐるが、購買力平價説ではそれと外國物價との相對的關係が問題なのであるから、その點を考察しなければならぬ。それと同時に、右の推論に依れば假令爲替相場は物價によつて決定されることがあつたとしても、兩者は相互に非常に離反すると云ふのであるから——この離反は購買力平價説自體が認めてゐる所ではあるが、——何の程度の離反があるかも考察する必要がある。

購買力平價と實際爲替相場との關係を實證するために、グラハムは歐羅巴十二國に就いて之を考察してゐる。先づ此等諸國貨幣の北米合衆國の弗に對する實際の爲替相場が、此等諸國の各々と合衆國とに於ける物價比率から割

出された購買力平價(即ち標準爲替相場)に對して如何なる地位に立つてゐるか、換言すれば實際相場が標準相場より低いか、等しいか、或は高いかを示すと次の如くである。

歐羅巴十二國不換紙幣の米弗に對する

實際爲替相場と購買力平價との百分率

1919年	瑞典	瑞西	西班牙	諸威	和蘭	チェッコ	英吉利	丁株	白耳義	佛蘭西	伊太利	獨逸
一月	—	—	—	—	—	—	90.7	—	—	60.1	75.2	148.2
二月	—	—	—	—	—	—	89.6	—	—	59.7	73.8	155.2
三月	—	—	—	—	—	—	93.2	—	—	63.6	78.0	176.8
四月	—	—	—	—	—	—	95.7	—	—	69.3	85.4	208.4
五月	—	—	—	—	—	—	92.0	—	—	75.9	92.2	208.0
六月	—	—	—	—	—	—	91.0	—	—	76.0	87.7	219.6
七月	—	—	—	—	—	—	95.9	—	—	81.5	95.7	224.4
八月	—	—	—	—	—	—	98.4	—	—	94.1	104.1	229.6
九月	—	—	—	—	—	—	97.0	—	—	95.7	107.3	240.0
十月	—	—	—	—	—	—	93.0	—	—	91.7	107.7	241.0
十一月	—	—	—	—	—	—	95.1	—	—	97.4	113.7	288.6

爲替相場とインフレーションとの關係に関する若干の考察

爲替相場とインフレーションの関係に関する若干の考察

中三 (中三)

1920年	十二月	十一月	十月	九月	八月	七月	六月	五月	四月	三月	二月	一月
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1920年	88.2	93.8	84.4	80.7	83.4	79.3	78.3	80.5	81.0	80.2	81.3	80.1
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	97.9	105.2	98.4	93.4	96.5	97.3	95.5	99.2	101.9	98.0	97.7	85.4
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	85.3	88.4	89.4	90.9	92.6	92.0	93.6	98.0	102.3	97.1	100.4	99.8
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	103.1	109.1	99.6	96.9	102.4	99.8	101.5	104.2	111.1	104.8	105.5	102.6
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	104.5	104.5	103.8	101.1	99.8	101.9	102.5	107.7	109.8	102.6	97.5	86.4
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	108.8	121.7	113.1	128.6	126.2	120.1	115.3	123.8	123.0	124.2	136.4	134.1
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	114.4	145.7	141.0	159.0	131.7	125.6	133.2	145.8	153.5	156.9	155.8	151.0
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	260.4	311.4	258.7	222.8	178.1	163.8	165.6	180.5	208.7	231.1	234.1	216.1
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1921年	125.4	143.9	137.8	128.6	118.2	114.2	118.2	128.6	172.2	175.6	168.4	172.2

1922年	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	1922年	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月
	70.5	71.9	75.5	83.3	85.3	86.7	85.4	85.7	81.4	81.9	80.9	82.1	83.7	87.6	89.2	92.3	91.2	91.2
	79.3	84.3	86.9	92.0	92.0	87.8	81.6	79.2	78.3	77.5	81.2	81.8	85.7	91.4	92.9	95.2	95.3	95.3
	68.9	69.1	68.7	70.5	72.8	73.2	72.0	69.5	70.7	73.1	81.5	82.1	81.6	88.8	91.3	99.7	105.8	105.8
	83.5	84.1	88.3	94.2	97.8	102.8	105.0	96.7	91.4	91.0	89.9	90.1	87.0	92.7	102.2	107.3	105.5	105.5
	97.3	90.1	94.2	100.1	102.3	99.5	101.0	98.2	93.9	92.8	91.3	92.0	93.0	93.3	94.4	98.0	102.8	102.8
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	96.4	101.5	105.8	98.8	105.7	107.0	97.8	78.1	78.1
	92.1	92.9	99.9	101.6	104.5	105.3	109.5	107.4	104.4	101.9	101.5	100.6	99.8	101.9	103.1	108.1	111.2	111.2
	81.1	94.0	86.8	94.7	92.3	95.8	99.3	109.7	102.1	104.3	103.8	99.2	101.1	104.4	103.5	107.1	107.1	107.1
	—	—	—	—	—	103.5	103.3	104.4	97.1	93.2	92.1	92.8	93.8	97.8	98.6	106.0	110.1	110.1
	113.7	101.6	104.5	105.5	106.7	108.7	114.2	113.8	105.6	103.9	101.8	99.1	95.1	98.8	101.6	111.7	113.4	113.4
	106.3	96.4	108.0	115.5	116.9	111.7	115.1	110.9	102.3	105.5	98.6	100.6	97.4	103.6	108.7	117.3	116.2	116.2
	168.8	162.0	171.5	180.8	147.9	168.8	201.5	251.3	181.1	173.1	170.8	172.2	154.3	161.8	159.4	180.0	190.0	190.0

爲替相場とインフレーションの関係に関する若干の考察

中三 (中三)

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

中四 (中四)

九月	91.2	94.7	107.4	108.5	104.3	83.0	112.0	109.6	112.1	117.1	118.7	185.7
十月	91.6	97.8	112.6	104.7	102.5	89.7	110.3	116.3	112.5	119.7	118.5	200.0
十一月	95.2	95.2	123.6	102.7	101.1	97.5	110.8	114.5	115.5	124.6	112.0	320.0
十二月	95.1	93.1	125.8	100.5	101.6	102.8	108.4	111.4	112.0	114.9	103.2	250.0
1923年												
一月	95.3	91.5	105.4	101.7	101.0	110.1	106.6	116.5	113.9	116.5	107.2	190.6
二月	95.5	91.8	105.9	101.1	102.4	105.1	105.1	114.5	117.9	116.8	107.9	167.3
三月	94.9	90.7	107.8	102.1	103.8	105.0	103.6	111.2	115.6	114.4	107.6	154.8
四月	95.0	90.2	107.3	103.2	104.6	104.7	105.9	112.4	110.8	110.8	105.2	181.6
五月	94.6	89.4	108.1	108.6	107.6	103.1	105.9	110.0	111.2	111.5	107.2	227.4
六月	94.4	91.3	109.1	107.5	105.3	103.8	107.6	113.4	113.3	114.6	113.6	187.9
七月	93.6	91.8	111.3	106.0	106.7	103.8	109.1	111.1	117.8	121.6	118.9	160.3
八月	93.3	91.8	115.8	106.9	107.9	108.2	108.9	105.3	120.4	124.1	118.3	111.7
九月	95.6	95.8	117.1	109.5	108.7	108.4	110.0	112.4	117.5	119.6	117.6	名一
十月	96.4	91.3	119.6	111.6	106.2	107.1	109.7	114.2	112.6	117.8	116.2	名一
十一月	96.9	91.7	118.8	115.0	105.1	109.7	108.2	114.5	116.5	119.9	117.7	相一
十二月	96.0	91.2	118.5	111.2	103.6	106.2	108.0	108.2	116.7	121.0	116.4	場一
1919-1923年												
月平均	86.4	88.7	93.4	98.2	98.7	101.7	102.3	103.1	108.1	108.2	115.1	185.6

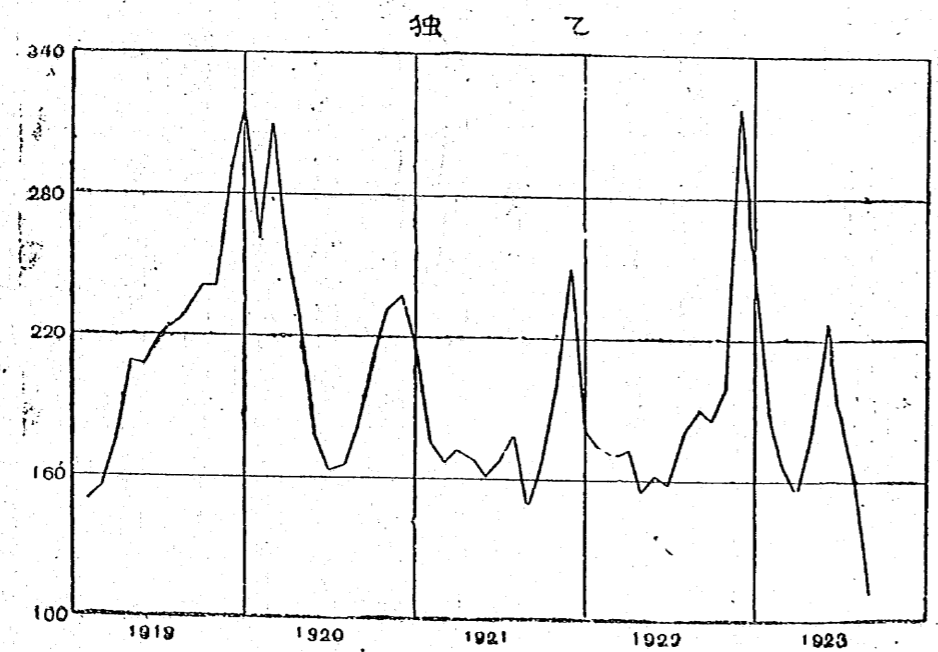
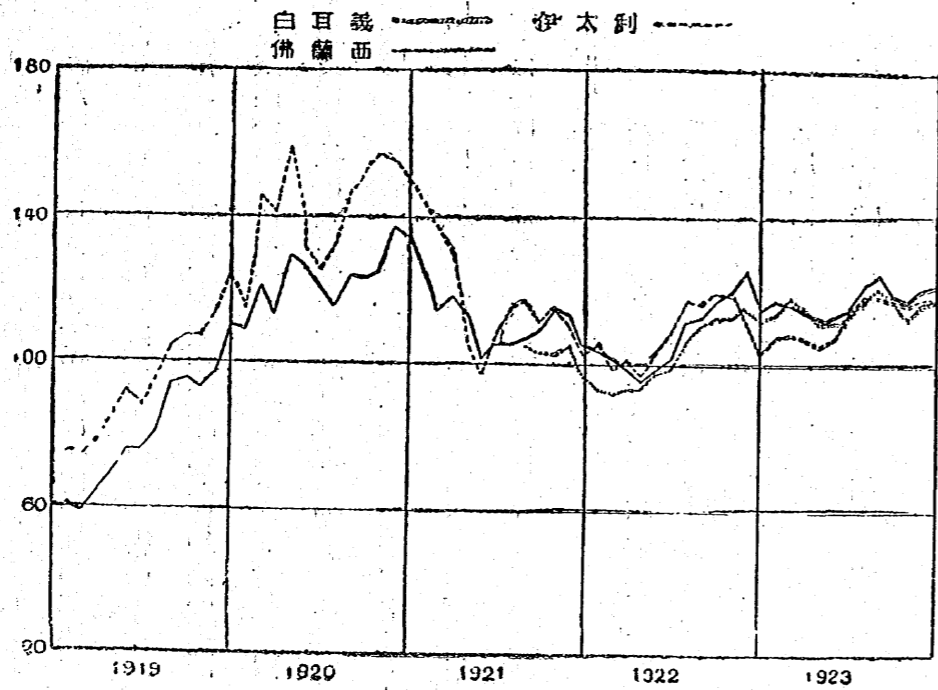
備考 購買力平価は、米國勞働局卸賣物價指數に1913年の爲替相場を乗じ、諸外國の卸賣物價指數を以て除して算出した。

實際爲替相場は並音の諸外國相場に據り、外國貨幣一單位に對する米國セントを使用した。

右表に於いて、數字が一〇〇パーセントならば實際爲替相場が標準相場に一致したこと、即ち其國貨幣の非に對する爲替價値が自國內に於いて該貨幣の有する商品購買力に等しかつたことを示すのである。數字が一〇〇よりも高いか或は低いのは、その超過又は不足數字のパーセント丈兩相場の不一致であつたことを表はしてゐる。即ち一〇〇%以下の場合には、その以下の割合だけ該國貨幣の現實の對外(對非)價値が國內購買力よりも高きに在つたのである。(非から言へばそれ丈標準相場よりも低かつたことである。)一〇〇%以上の場合には、該國貨幣の對外價値がある。非から言へばそれ丈標準相場よりも低かつたことである。)一〇〇%以上の場合には、該國貨幣の對外價値がそれ丈低落し過ぎてゐた譯である。而して前掲諸國の順序は、右期間中の月平均に據り、實際相場が標準相場よりも最も高地位に在つた國から低きに從つて配列されてゐる。又この順序は大體當該諸國に於ける貨幣價値の絶對的低落の程度(或はインフレーションの程度と大體言ひ得よう)をも示してゐる。但し月平均であるから、西班牙及び諾威は英吉利よりも國內購買力の低落が大であつたけれども、上位に置かれてゐる。

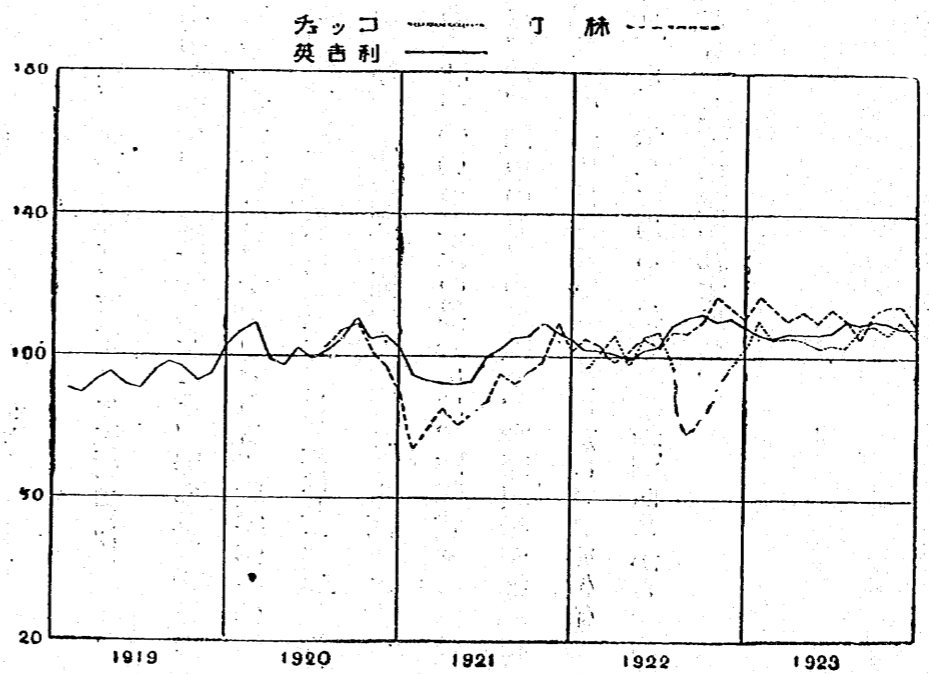
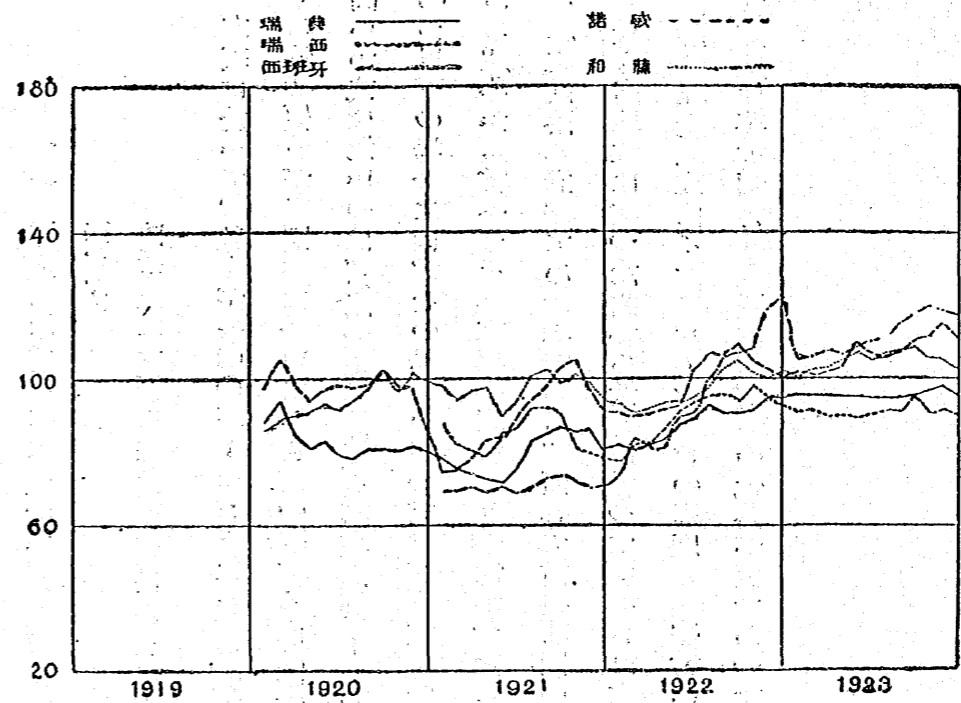


為替相場とインフレーションとの関係に関する若干の考察



七七 (七七)

為替相場とインフレーションとの関係に関する若干の考察



七六 (七六)

右の表及び圖に依つてみれば、獨乙を除く諸國は比較的100%近くに集合して居り、且つ其離反が自働的に調整されたやうに見える。唯獨乙は一國丈別の部類をなし、マルクの爲替價值は國內購買力に比して他の諸國に於けるよりも甚しく低下してゐる。又他の貨幣の場合のやうに、其離反縮少の方向に進む傾向が何等存して居らない。中立國たる瑞典、西、西班牙、諸威及び和蘭の諸國の貨幣は弗に對して、關係二國物價の比よりも高位に在つたが、前三國の場合はその離反が相當大であり、後二國の場合には僅少であつた。次の部類たるチェッコスロヴァキヤ、英吉利及び丁抹に就いては、離反はよく調整されてゐるけれども、現實の爲替相場は標準相場よりも若干低位に存した。白耳義と佛蘭西に對しては、弗は標準相場よりも8%高く、伊太利に對しては15%高位であつた。然るに獨乙に對して弗は、根強く購買力平價の一倍半乃至三倍高位を保つた。即ち平均打歩は85%であつたけれども、平均以上に於ける動搖がそれ以下の動搖よりも遙かに範圍が廣かつたのである(8)。

(8) F. D. Graham, op. cit., pp. 117-123.

前に述べた通り實際相場が標準相場から離反し得ることは、カッセルも容認する所であり、又その程度が過渡期に於いては可なり著しいことも認められてゐる。故に、茲に掲げたやうな統計的結果を仔細に吟味することに依つて如何なる國、如何なる時期に多く離反するか、離反の上下如何、又其程度の如何等に就いて、若干の推論を惹き得る所があるけれども、茲では之を省略する。

斯様に國に依り時期に依り現實爲替相場の購買力平價に接近する程度には相違があるけれども、それにも拘らず吾々が右から受くる印象は、インフレーションの甚しくない場合には、假令正確にはないとしても可なりよく兩者

が一致の傾向を示してゐると云ふことである。この點はグラハムも亦認むる所であつて、歐羅巴が一般に不換紙幣であつた時期に於ける物價及び相場に關する研究は、現實の爲替相場と相對的物價に基く理論的平準相場との間に、大多數の場合寧ろ密接な相應關係のあることを示す、と述べてゐる(9)。併しながら彼は購買力平價説を認めてゐる譯ではない。假りに物價から爲替相場への因果的連鎖をば姑らく承認するとしても、右の場合の爲替相場は關係二國の通貨の國內購買力によつて非常に影響されたのみならず、その際次の如き諸要因も亦重要であつたことを、認めようとしてゐるのである。

(一) 國際經濟上の地位の推移 金本位制度の下では、國際的債務の増大或は國際的資産の減少には、通例當該國の物價の相對的低落と、其事態の變化に適應する輸出入比率の増大とが隨伴して起る。不換紙幣の下では、この調整が外國爲替を通じて行はれる傾きがある。即ち金本位下のやうに、國內物價が低落して爲替相場が不變の儘居ると云ふのでなく、爲替相場は低落するに對して、國內物價は不變のまま存するか、或は騰貴しても爲替低落の程度ほどには騰貴せず、その結果輸出増加、輸入抑制を生ずるから、國際的取引の均衡が保たれる傾向があるのである。所で中立國は國際經濟上の地位を改善したに對して、交戰國は勝敗何れに屬するを問はず其地位を悪化せしめてゐる。故にこの事は、此等諸國の爲替相場に高低の差を生ぜしめた一原因である。尤もこの原因は、獨乙の相場の如く標準相場からの甚大な離反を説明するものではなからう。

(二) 將來に於ける爲替相場變動の見込 不換紙幣國の爲替相場は、其低落には限度はないが、その騰貴は通例

現在の相場と舊金平價との差異丈に限られる。この事實は其國にとつて何等かの理由に基いて將來有利な事情の存する場合に、それ程爲替相場低落の要因とはなるまいが、將來不利又は見透のつかぬ通貨に就いては恐らく之を抑壓する原因として或る程度の重要さを持つであらう。固より爲替相場の現實の動きと國家財政の状態とが重要であることは疑ひないが、爲替に對する投資的又は投機的需要は如何なる時でも、その將來の見込に従つて増減するであらう。獨乙のインフレーション期間中及び後に於ける佛蘭西、伊太利及び白耳義の爲替、並に殊に獨乙爲替自體はこの原因から不利を蒙つたが、中立國のそれは却つて利益を獲たであらう。西班牙爲替の運動が基礎線以下から遙かにそれ以上に昇つたことは、初期に於ける金本位復歸の失敗とペセタの將來の不安増大とに、疑ひもなく歸せられる。佛蘭西及び伊太利の爲替が一九二〇年に殊に軟調であつたのも、恐らく同様の原因のみに由來するであらう。一九一九年迄は、フランとリラは紐育で釘付されてゐたのであるが、釘付撤廢と共に急落を示した。この落調が何處迄繼續するかに關する不安が、其爲替相場の國內價值に對する相對的低位の、主原因であつたやうに考へられる。

(三) 固定的借入反覆から來る、爲替相場に對する不斷の壓迫 これは獨乙の場合には賠償需要のために、全く重要な原因であつて、一九二一、二年を通じてマルク下落の主因と認めらるべきものである。

(四) 恐慌 不換紙幣の對内及び對外兩價值の不斷の縮減を避ける爲に、如何なる價格を拂つても之を外國貨幣に交換せんとする欲求は、該通貨の爲替相場を抑壓する主要素となるであらう。従つて國內購買力の對外購買力に對する比率を引上げる主因となるであらう。併しこれは、時々想定されるやうに重要な要因ではなく、寧ろパニッ

クが何處から起るかに依つてゐるのである。若しそれが内國で發生すると、一般的恐慌は爲替相場の低落並に内國物價の騰貴に一樣に現はれる傾きがあり、物價騰貴は爲替運動を容易に追越すであらう。是れに反してパニックが外國から起ると、爲替相場の低落が國內物價水準の上昇よりも激しいことは、殆んど慥かなことである。一九二〇年から二二年一月に至る間、一度は輕微な而して一度は顯著な例外があつたけれども、獨乙マルクに於ける國內購買力の對外購買力に對する比率は、爲替相場運動に追隨した。が併し二二年一月からは斯る傾向が見えない。外國人だけがマルクに對する信認を失つた時には、マルク爲替は低落したが、國內物價は非常な影響を受けなかつた。同様、に外國の信認が一部分恢復した時は何時でも、マルク爲替は騰貴したが、國內物價は比較的不變に存した。然るに獨乙自身がその通貨に對する信認を喪つた時には、物價も爲替も兩者とも影響を蒙つた。爲替は低落したが、物價は屢々それ以上の割合を以て騰貴した、そこでマルクの國內購買力の對外購買力に對する比率は低下した。斯くしてマルクからの逃避は、マルクの國內購買力に比較して其對外購買力を低下せしむる傾向がなかつたのである。

(五) 自由商業取引の缺如 輸入並に輸出の統制(殊に後者)は、對外取引上に於ける通貨の使用をば全部若しくは一部禁止することになるから、通貨の對外價值と對内價值との關係に影響を及ぼし得る。尤も此統制がソヴェートに於ける様に完全でない場合には、右の比率に及ぼす影響は多分それ程大なるものではない(10)。

(6) Graham, op. cit., p. 117.

(10) Graham, op. cit., pp. 123-126.

以上の外に、現實の爲替相場を購買力平價から分離す幾多の特殊原因が擧げられてゐる。第一は基礎年度に就いてある。勿論購買力平價は或る年を基礎とし、その年に於ける爲替と物價の關係から測定される譯であるが、基礎年度に於ける關係が若干異常であつたかも知れないし、又そうすれば後年に於ける離反は此事情から起ることがあり得る。次は、計算の依つて以て行はれる指數なるものが近似數を示すだけで、且つ其構成如何によつて或る程度の差異を生ずることである。この點は既にフラックス A. W. Hicks も、歐羅巴若干國、北米合衆國、日本に就き、茲に擧げた所と同時期の一九二〇—二三年間の爲替相場を研究して、一般の目的のために普通計算される現在の物價指數を購買力平價の直接計算に適用することは幾多の點で疑問があるし、其計算は吾々の求めようとする地位を極く大體指示する以上のものでない。一般的にみれば斯る指數の欠點は寧ろ重大であらう、と言つてゐる。而して利用し得る指數の示す所によれば、爲替相場が顯著且つ急激に騰落する場合には、國內物價は若干遲滯する丈で國際市場に於ける物價に適應せしめられ、従つて購買力平價はその運動に於いて現實相場に遅れる旨を、附言してゐる(11)。

(11) A. W. Flux, The Foreign Exchanges, 1924, pp. 92, 94.

その外、生産方法の變化或は商品に對する國際的需要の變化も、純然たる國內商品と國際商品との間の價格關係を變動せしむるから、爲替相場の國內物價に對する關係を變化せしむると云ふ事情もある。それ故に總て此等の事情から、現實相場は購買力平價から離反し得るし、又購買力平價の計算も誤謬を含む余地がある。それにも拘らず此等の特殊要因は、多數諸國に就き一般的に觀察するとあまり重要なものではなく、恐らく高々輕微な離反を説明し得るに過ぎぬものであつて、獨乙と他諸國との間に存する顯著な相違の如きにとつては意義なきものである、と言ふのである(12)。

(12) Graham, op. cit., p. 126.

### 三 佛蘭西インフレーションに於ける爲替相場

前項に於いては獨乙に於けるインフレーションと爲替相場の關係を考察したが、固より獨乙は最も極端なインフレーションを経過した國である。グラハムの指摘するやうに、マルク爲替の購買力平價からの離反は最大であつて、それ自身特異の部類に別け入れらるべき地位に在つたのであるから、これから獲られた結論を以てそのまゝ一般に及ぼすのは明かに危険を免れない。故に他の國に就いても併はせ考察する必要があるのであるが、此場合屢々對象となるのは佛蘭西である。蓋し同國は比較的長く不換紙幣に悩んだと同時に、インフレーションの程度も獨乙程極端でなく、且つ國際的經濟關係を有することが多い國だからである。

今佛蘭西インフレーションに於ける爲替相場の動きを観るために、些か煩はしさを免れぬけれども、若干の統計を掲げて置かう。

為替相場とインフレーションの関係と米の米率

八四 (八五)

年	月	為替相場 (ポンド)	佛蘭西 物價指數	米 物價指數	購買力平價	購買力平價 に對する為 替相場の%	佛蘭西銀行券 流通 (單位百圓法)
1918	1	17.45	313	184	11.34	154.0	23163
	2	17.50	319	186	11.25	155.5	23986
	3	17.50	327	187	11.03	158.7	25179
	4	17.50	333	190	11.01	159.0	26395
	5	17.50	335	190	10.94	160.0	27073
	6	17.50	329	191	11.20	156.2	28550
	7	17.50	337	196	11.22	156.0	29148
	8	17.90	350	200	11.02	162.5	29434
	9	18.25	355	204	11.08	164.7	29922
	10	18.25	360	202	10.82	168.7	30721
	11	18.38	358	203	10.94	168.0	29072
	12	18.36	353	202	11.04	166.3	30250
1919	1	18.30	348	199	11.03	166.0	31794
	2	18.30	340	193	10.95	167.0	32492
	3	17.70	336	196	11.25	157.3	33772
	4	16.69	332	199	11.56	144.4	33978

年	月	為替相場 (ポンド)	佛蘭西 物價指數	米 物價指數	購買力平價	購買力平價 に對する為 替相場の%	佛蘭西銀行券 流通 (單位百圓法)
1920	1	8.48	487	233	9.23	91.88	37583
	2	7.04	522	232	8.57	82.15	37889
	3	7.19	555	234	8.13	83.44	37569
	4	6.25	588	245	8.04	77.74	37327
	5	6.86	550	247	8.66	79.20	37915
	6	7.92	493	243	9.51	83.29	37544
	7	8.13	496	241	9.37	86.78	37696
	8	7.18	501	231	8.89	80.76	37905
	9	6.74	526	224	8.29	81.30	38690
	10	6.53	502	211	8.11	80.52	39084
	11	10.62	405	217	10.34	102.7	37424
	12	9.24	423	223	10.17	90.85	37275
1	9.24	423	223	10.17	90.85	37275	
2	8.48	487	233	9.23	91.88	37583	
3	7.04	522	232	8.57	82.15	37889	
4	6.25	588	245	8.04	77.74	37327	
5	6.86	550	247	8.66	79.20	37915	
6	7.92	493	243	9.51	83.29	37544	
7	8.13	496	241	9.37	86.78	37696	
8	7.18	501	231	8.89	80.76	37905	
9	6.74	526	224	8.29	81.30	38690	
10	6.53	502	211	8.11	80.52	39084	

為替相場とインフレーションの関係に關する若干の考察

八五 (八五)

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

八六 (八六)

1921	11	6.01	461	196	8.20	73.28	38807
	12	5.92	435	179	7.94	74.55	37444
	1	6.43	407	170	8.06	79.78	37913
	2	7.17	377	160	8.19	87.54	37808
	3	7.03	360	155	8.31	84.60	38133
	4	7.24	347	148	8.23	87.96	38211
	5	8.37	329	145	8.50	98.46	38233
	6	8.07	325	142	8.43	95.74	37494
	7	7.81	330	141	8.24	94.78	36941
	8	7.76	331	142	8.28	93.72	36783
	9	7.28	344	141	7.91	92.04	36921
	10	7.25	331	142	8.28	87.56	37154
	11	7.20	332	141	8.19	87.92	36336
	12	7.84	326	140	8.28	94.68	36487
1922	1	8.16	314	138	8.48	96.22	36433
	2	8.73	305	141	8.89	98.20	36151
	3	9.00	307	142	8.92	100.90	35282
	4	9.23	314	143	8.78	105.10	35782

1923	5	9.12	317	148	9.01	101.20	35674
	6	8.76	325	150	8.90	98.43	35852
	7	8.24	325	155	9.20	89.58	36050
	8	7.96	331	155	9.03	88.15	36051
	9	7.66	329	153	8.97	85.40	36603
	10	7.37	337	154	8.82	83.56	36694
	11	6.86	352	156	8.55	80.23	35789
	12	7.23	362	156	8.31	87.00	36359
	1	6.68	387	156	7.78	85.86	36780
	2	6.15	422	157	7.18	85.66	37055
	3	6.32	424	159	7.23	87.40	37188
	4	6.67	415	159	7.39	90.26	36548
	5	6.64	407	156	7.04	89.73	36386
	6	6.30	409	153	7.22	87.25	36689
	7	5.89	407	151	7.16	82.25	36929
	8	5.65	413	150	7.01	80.60	37111
	9	5.86	424	154	7.01	83.60	37626
	10	5.95	421	153	7.01	84.88	37670

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

八七 (八七)

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

八八 (八八)

1924	11	5.52	444	152	6.62	83.40	37159
	12	5.25	459	151	6.35	82.68	37905
	1	4.67	495	151	5.88	79.42	38329
	2	4.42	544	152	5.39	82.00	38895
	3	4.68	499	150	5.80	80.70	39950
	4	6.16	450	148	6.34	97.16	39824
	5	5.79	459	147	6.18	93.70	39403
	6	5.25	465	145	6.01	87.34	39665
	7	5.12	481	147	5.90	86.77	40082
	8	5.46	477	150	6.07	89.90	40034
	9	5.30	486	149	5.91	89.68	40339
	10	5.23	497	152	5.90	88.64	40460
	11	5.28	503	153	5.87	89.94	40447
	12	5.40	507	157	5.97	90.44	40604
1925	1	5.40	514	160	6.00	90.00	40516
	2	5.28	515	161	6.04	87.42	40792
	3	5.18	513	161	6.05	85.62	40892
	4	5.19	513	156	5.84	88.88	42662

	5	5.16	520	155	5.75	89.73	42703
	6	4.77	543	157	5.64	85.10	43000
	7	4.70	555	160	5.53	85.00	44221
	8	4.69	555	160	5.52	84.96	44702
	9	4.71	554	160	5.55	84.88	45557
	10	4.43	570	158	5.33	83.12	46679
	11	3.96	603	158	5.04	78.58	48085
	12	3.74	630	156	4.75	78.73	49993
1926	1	3.77	631	156	4.74	79.52	50618
	2	3.68	634	155	4.70	78.30	50991
	3	3.58	629	152	4.65	76.98	51492
	4	3.39	648	151	4.47	75.84	52014
	5	3.15	685	152	4.29	73.93	52735
	6	2.94	736	152	3.96	74.24	53973
	7	2.47	834	151	3.49	70.78	56022
	8	2.83	767	149	3.74	75.68	55147
	9	2.86	784	151	3.69	77.50	54507
	10	2.94	747	150	3.84	76.56	54578

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

八九 (八九)

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察 九〇 (九〇)

11	3.42	682	148	4.17	82.00	53263
12	3.95	624	147	4.52	87.40	52234
1927	3.96	620	147	4.57	86.65	52172
1	3.92	629	146	4.48	87.50	51697
2	3.91	639	145	4.38	89.28	51912
3	3.92	634	144	4.35	89.50	52210
4	3.92	627	144	4.43	88.50	51800
5	3.92	621	144	4.47	87.70	52107
6	3.91	618	145	4.53	86.30	52756
7	3.92	615	147	4.61	85.40	52672
8	3.92	598	149	4.81	81.50	53773
9	3.92	585	150	4.95	79.20	54700
10	3.93	592	149.5	4.89	80.36	54962
11	3.94	602	149.5	4.81	81.92	56551
12						

備考 1、爲替相場、佛米物價指數、購買力平價、それを爲替相場との對比は Joseph Schmitz, Inflation und Stabilisierung in Frankreich 1914-28, S. 78-81 に據り、紙幣流通高は J. H. Rogers, op. cit., p. 62 に據る。

2、佛蘭西物價は Statistique Generale, 米國物價は Bureau of Labor Statistics の指數であり、1913年=100 である。

3、銀行券流通高は月末。

さて以上の如きインフレーションの過程に於いて、爲替相場、物價及び通貨の運動は如何なる傾向を示したか。再びローチャートの推論に従へば、

第一、非爲替と卸賣物價との關係に就いては、

(a) 一九一九—二二年の期間には、非爲替及び國內商品價格は略ぼ共に運動したか、或は物價が一般に約一ヶ月を爲替に先運したか何れかの様子がある。

(b) 一九二二—二六年間では、國內商品價格の非爲替より明かに遅れてゐることが、相關係數の利用により發見されたが、その遅滞は大體一ヶ月である。併しながら各點比較の示す處に依ると、其遅滞は時に一ヶ月、時に二ヶ月であり、屢々皆無か又は一ヶ月足らずであつた。

(c) 爲替相場と輸入品價格との間には、何れにも遅滞のないことを、相關係數は示した。各點比較は、物價が爲替に一ヶ月又は二ヶ月遅れた場合を若干示したが、一般的にはその遅滞は皆無か又は一ヶ月以下であつた。

(d) 一般卸賣物價指數と非爲替との間には、相關係數を利用してみると、何れも遅滞は存しなかつた。それにも拘らず物價水準が爲替相場に一ヶ月足らずではあるが若干遅れてゐることが、各點比較によつて解る。

第二、卸賣物價の運動と佛蘭西銀行券流通高との比較

(a) 一九二四—二六年の間、紙幣流通は物價に明かに遅れた。

(b) 其遅滞は、一九二四—二八年間に於いて明かに平均五ヶ月、一九二〇—二二年間は六ヶ月乃至七ヶ月、二

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察



二二四年間は一ヶ月乃至二ヶ月、二四年二月—二六年二月の間では平均一ヶ月以下若干であつた。

右の如く爲替相場と物價との運動關係に就いては、弗爲替と輸入品價格又は一般卸賣物價との間には何れかの遲滯も見出されなかつたが、國內商品價格は爲替相場よりも一九三—二六年の四年間には明かに少くとも一ヶ月遅れてゐた、而して一九一九—二二年の前半期には一ヶ月以下ではあつたが極く僅か先行したやうである。一體物價が爲替より遅れるにせよ或は爲替が物價より遅れるにせよ、何等かの遲滯が一層明確に國內商品價格の運動に現はれるだらうと云ふことは、確かに期待される所であつた。所が二國—其一方が(當時の)佛蘭西の如くに紙幣國なる場合—の物價の間の著しい相違は、兩國の間に於ける物價、爲替又は其兩者の順應によつて排除される傾向がある。而して斯る相違排除の作用を主として營むものは—信用の調整が缺如してゐるので—國際的に取引される生産物の流れなのであるから、斯る生産物の價格は其調整が起り始めた時に初めて影響を受けるのが常であらう。故に輸入品及び國內品の兩價格を包含する一般物價指數が、假令僅少であるとは言へ、同時に影響されるのは當然であり、月別資料に基く研究に於いて上述の如くに短期間の遲滯が、國內商品價格のみの比較に出現するに過ぎないことは、怪しむに足りぬのである。

然らば一九一九—二六年間に於いて、後四年間では物價が遅滯してゐるのに、前四年間では、若し何等かの遲滯があつたとしたらそれが弗爲替相場に存したのは何故であるか。その理由としては、一九一九年三月に爲替相場の人爲的統制が撤廢されたので、爲替相場そのものが當然物價に漸次適應したと云ふことが擧げられよう。けれども

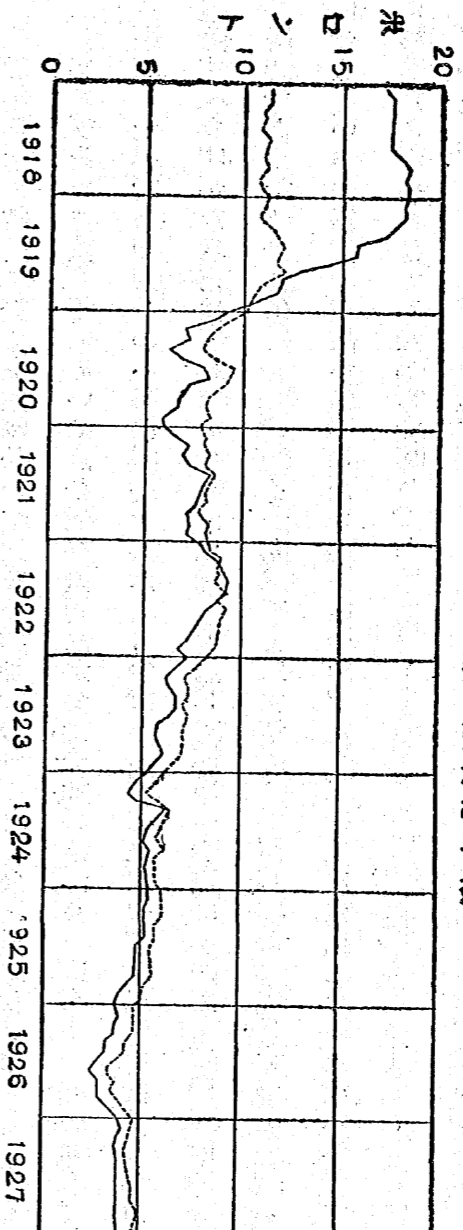
この理由は完全なものではない。一九二〇年は世界の他の地方に重大な經濟的事件の起つた年で、即ち同年中頃には英米兩國に於いても或る爾餘諸國に於いても物價は急激に低落しつゝあつた。佛蘭西に於いても、國內商品價格、輸入品價格並に弗爲替相場は皆等しく急激且つ非常に下落した。此下落の何れ丈が國內事情の結果であり、何れ丈が國際事情の結果であるかは言ひ得ない、が併し重要輸入品例へば棉花の如きが米國に於いて暴落したことは、佛蘭西に於いてこれが對價支拂のための爲替需要に影響せざるを得なかつた。佛蘭西輸入統計の示す處によれば、一九一九、二〇年を通じ數量に於て金額に於いて大なる増加であり、その金額は輸出金額を遙かに超過した。此事態は一九二二年及びそれに續く年に於いては全然存続しなかつたのであるから、此事は一九一九、二〇年が爲替相場の物價に順應した年であつたとの主張に援助を與ふるものである。一九二一、二二年には、爲替相場又は物價が先行又は追隨すべき明かな理由は存しないやうに見える。而して係數の研究によれば、該期間中に於ける兩者の運動は恐らく同時であつた。是れに反して、續く一九二三—二六年には物價が明かに爲替相場に追隨したが、此期間は繼續的にではないが法爲替の投機が頻發した時期であつた。蓋し二三年には獨乙マルクは慘落してしまひ、投機の對象は法に移つたと考へられてゐたからである(一)。

(一) J. H. Rogers, op. cit., pp. 121-125.

佛蘭西に於ける物價と爲替相場との運動關係は大體以上の如くであつた。續いて爲替相場と購買力平價との關係に就いては、既に獨乙インフレーションの項に於いて多少觸れたが、猶ほ一覽し得るやうに右に掲げた統計表に基

として其關係を圖示しよう。

法対英為替相場と購買力平價



11

さて、以上略述した如き佛蘭西インフレーションの過程に於いて、通貨、物價及び為替相場の間、並に為替相場と購買力平價との間に如何なる因果關係が推論し得られるか。此問題に對して與へられる解答も亦區々たるものがある。例へばダルス Eleanor Lansing Dulles を探つてみると、戦後佛蘭西の事態に貨幣數量説を以てしては必ずし

もよく説明はつかぬと言ふ。實際佛蘭西が流通貨幣を縮小しようとした努力は、或る條件の下では貨幣價值を高めはした。又貨幣造出の激増並に繼續の脅威は屢々急激な物價騰貴を招来しもした。併しながら斯くの如き事態醸成の理由は貨幣の物價水準に與へる機械的な影響に存したと云ふよりは、寧ろ佛蘭西政府の地位の薄弱、並に租税による歳出補填・公債の支拂・諸問題の健全な處理に對する政府の無能力が立證されたが故である。例へばデフレーションも姑らくはフラン安定に僅かの影響を與へたが、紙幣よりも一層危険な義務が債務の形式で政府にとつて堆積してゐることが判明した時には、流通量に何等著しい増大の起らぬ内に貨幣價值は急轉直下したのである。故に此事態の原因は、直接には政府の財政政策に對する一般の評価であつて、貨幣の數量は間接に過ぎぬものである。貨幣説はフラン低落の説明としては全く幾多の制限を蒙らざるを得ない。此説は余りに機械的であつて、佛蘭西に於ける短期的價值變動を支配した、經濟的・心理的諸關係の移動的複雑性を説明することは出来ない。貨幣の價值は、第一には心理的過程を通じ、次には經濟的過程を経て影響を受けざるを得ないことが、明白となるに至つたと言ふのである(20)。

(c) Eleanor Lansing Dulles, The French Franc, 1914-1928, pp. 19-20.

従つて彼は、貨幣數量説に基礎を置く購買力平價説には全然反對の見解を持してゐる。即ちこの説は低落したフランの價值を明かにするには役立たぬと云ふのである。購買力平價説に對する彼の非難は二部類から成立してゐる。一つは技術的のもので、此説の根據が物價水準の精確な測定を得ることの不可能と、一國にとつてあり得る多

為替相場とインフレーションとの關係に関する若干の考察

數の二國間關係をば總て平均して、それぞれの關係の平價を相互に一致せしむることの困難とに、存してゐることである。他の一つは、此説の根柢を突くもので、物價が原因であり爲替相場が結果であると云ふことは、容認出來ないことである。前者は購買力平價説の實際的適用を全く困難ならしむるものであつて、この説は卸賣物價指數を基礎として計算を行つてゐるが、指數が不完全であるのみならず、何故卸賣物價指數でなければならぬかの明白な理由がない。否な寧ろ佛蘭西、米國間の平價の算出には、小賣物價指數の方が適當だとの議論さへあるのである。蓋し、フランが米國に對して低落し、佛蘭西商品の對米輸出が増加するとしても、アメリカ人の佛蘭西から多量に輸入するものは完成品であつて、卸賣物價に多く關係ある原料品や半製品ではないからである。卸賣物價と小賣物價、原料品と完成品との間には大なる開きがあるから、結果の相違は顯著なものがあらう。又佛蘭西の多數外國に對する關係から抽出される幾多の平價の間に、調和的順應を得ることは困難である。例へば一九二七年に、相對的物價水準は佛蘭西をして對米輸出を幾分有利ならしめてゐたが、近隣諸國はより以上低物價であつたから佛蘭西をして此等諸國との貿易上不利ならしめた。而も此時に於けるフランの爲替相場は、紐育、伯林、羅馬、其他各地に於いて略ぼ同一水準に在つた。故にフランをして紐育の物價に適應せしめようとするれば、他諸國との間に不均衡を招來したであらう。

因果關係に就いては、明かに爲替相場から物價に向つてゐる。即ち、第一には爲替相場が物價よりも容易に人爲的統制を加へ得るものと云ふことである。戰時戰後の釘付政策はフランの低落を阻止し、購買力平價の適用を不能となした。第二に、一九一九年の釘付政策の撤廢後はフランは紐育で低落し、購買力平價よりも一、二セント方低位に在つた。故にこの事は、フランの恢復に至るまで當然輸出増加、輸入減退を惹起した筈なのであるが、之を妨げる幾多の事情が存してゐた。例へば佛蘭西にとつて輸入の不可避であつたこと、其輸出の弾力性缺如の如き是れに屬するが、一體外國貿易の機構は決して十分な伸縮性を有するものでない。第三としては、佛蘭西に於いても他諸國に於けると同様に後期には劇しき貨幣價值低落に當面したが、この場合に於ける主要因は數量的に觀ても心理的に言つても資本の移動であつたと云ふことである。事實預金信用、國際的證券、現金等の形式に於ける資本の輸出入は一國破産の脅威を與へるほど大であつて、商品物價水準によつて支配される貿易の相對的重要性は極く輕微である。それのみでなく、現實相場の購買力平價からの離反は、統計の不正確の許す以上大である。英吉利に於ける此離反は、佛蘭西のそれよりも小であつたが、貨幣價值の低落が進めば進むほど離反は大となり勝ちである。

(c) Diller, op. cit., pp. 20-27.

以上の如くダルスは購買力平價説を全然拒否するのであるから、フラン動搖の説明のためには必然國際收支説に向はざるを得ない。けれども單純に國際收支から解明しようとするのではない。戰前に於ける爲替問題の研究は、貿易の方向を詳細に究明し、爲替の動搖をば、貿易又はその他眼に見えぬ項目中の若干の具體的項目に於ける特殊の變化に關聯せしめようとした。併しながら戰後の情勢の變化は全く取扱の相違を要求してゐる。今假りに佛蘭西

の國際收支を貿易、來遊者消費金及び資本の三大項目に分類するに、貿易に就いては左表に觀るが如く、一九二四—七年は出超であるが、これは正常のものとは認め得ないし、又全體として不利であつたのであるから、この項目が幾分フラン低落の影響を有したことは明かである。これに對する相殺項目として來遊者消費金は重要なものではあるが、貿易勘定の逆調は寧ろ之を凌駕する状態に在る。のみならず此等項目の國際收支全體の上に占むる地位は相對的に後退し、資本項目の進出著しきものがある。固より此項目の正確な計算は不可能であるが、戦後資本殊に短期又は期限の定めなき資本の移動が巨額に上つたことは明白な事實であつて、フランの低落は、資本移動が佛蘭西にとつて有利でなかつたことを示すものである。所で、此フラン低落に對して最重要な短期資本の移動を醸成したものは何であるかと云ふに、それは結局投機なのである。投機こそはフランの短期間の低落に對して支配的要因であつたのである(4)。

(4) op. cit., pp. 27-37.

法の安定に際して、國外逃避資本の還流が貢獻する所大であつたことは、一般に認められる所である。

佛蘭西の貿易額及來遊者消費額 (單位百萬法)

年	輸 入	輸 出	出超(+)又は入超(-)	來遊者消費額 の推算	ペランジエ の推算
一九一三	八、四二一	六、八八〇	(一)	一、五四一	六〇〇
一九一四	六、四〇二	四、八六九	(一)	一、五三三	—

一九一五	一一、〇三六	三、九三七	(一)	七、〇九九	—
一九一六	二〇、六四〇	六、二一五	(一)	一四、四二五	—
一九一七	二七、五五四	六、〇一三	(一)	二一、五四一	—
一九一八	二二、三〇六	四、七二三	(一)	一七、五八三	—
一九一九	三五、七九九	一一、八〇〇	(一)	二三、九一九	—
一九二〇	四九、九〇五	二六、八九五	(一)	二三、〇一〇	—
一九二一	二二、〇六八	一九、七七三	(一)	二、二九五	—
一九二二	二三、九三〇	二一、三七九	(一)	二、五五一	一、七二七
一九二三	三二、六八九	三〇、四三三	(一)	二、二五六	四、〇〇〇
一九二四	四〇、一三二	四一、四五四	(+)	一、三二二	四、八〇〇
一九二五	四四、〇九五	四五、七五五	(+)	一、六〇〇	九、〇〇〇
一九二六	五九、五一五	五九、五三五	(+)	二〇	一三、〇〇〇
一九二七	五二、八五三	五五、二二八	(+)	二、三七五	—

(これと相ひ似た説を主張する論者にアフタリオン Albert Aftalion 教授がある。アフタリオンは、佛蘭西に於ける物價は一般に爲替相場に追隨したのであつて、この事は一九二二—六年に於ける兩者運動の示す處であるとなし、購買力平價説が物價を以て爲替相場決定の原因と認むる點に於いて、因果を顛倒せるものであると論じてゐる。而して國際貸借説に就いても、この説が戦後紙幣國の爲替相場を説明するものでないことは、佛蘭西に關する次の

爲替相場とインフレーションとの關係に關する若干の考察

たゞ一例で十分である。即ち一九二四、五年に於いては、國際貸借は佛蘭西にとつて一九一四年以來の如何なる年よりも恐らく有利であつたが、その間フランは明かに以前よりも一層低き水準に顛落したのである。斯くして此等兩説の缺陷を指摘したアフタリオンは、爲替相場の決定原因をば、貨幣價値の將來の見込から發現する心理的要素に求めてゐる(5)。

(6.) Albert Aftalion, Monnaie, Prix et Change, 1927, 3. Partie.

## 三

然るに同じく佛蘭西のインフレーションを研究しながら、エスタアガブト Peter Ostergaard は前者と相反する推論に到達してゐる。姑らく彼に従へば、貨幣流通量と物價との間に於ける運動傾向の平行は、劇烈なインフレーションの場合にも又中立國の場合にもよく認められる。兩者の運動傾向は高度に一致してゐるが、猶ほ之を仔細に觀察すると、貨幣運動が物價運動に遅れてゐることが判る。殆んど常に物價が先動して居り、たゞ十二回貨幣が一―二ヶ月先動したことがある。兩者の運動が同時なることは極く稀な場合にしかなく、大體貨幣が二―五ヶ月遅れて動いてゐる。此事情に立脚してアフタリオンは、流通貨幣は原因的要素ではなく、寧ろ物價に順應するものであると主張する。併し斯る主張には承服出来ぬのみでなく、却つて貨幣こそ總ての場合に指導的要素であると考えらる。蓋し一の均衡状態から新たな均衡状態に移る過程期間に於いては、貨幣の流通速度は著しく變化するものであり、而して其速度は物價上昇期には迅速となり、下降期には緩慢となるものだからである。故にアフタリオン説

を完成するためには、貨幣の流通速度の變化を考慮に容れてみなければならぬが、實際この速度を大略ながら計算した結果に依れば、結局指導的地位に立つ要素は貨幣であることが知られるのである。

而して一九二〇―二四年に於ける爲替相場と物價との關係に關して、佛米兩國物價及び佛米爲替相場を曲線を以て比較すると、爲替相場が物價指導者となつてゐるやうに見える。所が、或る國の物價水準が下降しつゝあるとすれば、購買力平價の法則に従へば此平價が實現され得る爲には二個の可能な途があるのみである。

一、爲替相場が變動しない場合 この場合には、爲替相場を通じて連繫される相手國の物價が右の運動に追隨しなければならぬ。

二、爲替相場の變動する場合 この場合には、物價は不變のまま存し得るか、或は爲替相場が右運動に完全に一致しない程度だけ動けば足りるのである。

米國の一九二〇―二二年の不況期に於いては、物價水準は一九二〇年の二二六の記録的指數から二二年の二四七へ暴落した。此場合米國に關係ある他の諸國に於いても、物價が共に低落するか或は爲替相場が著落しなければならぬ。この兩方の場合をば經驗は立證したが、併し結局、十分な程度の物價低落を共にしない諸國は、之を爲替相場の低落によつて均衡することを教へた。如何なる國でも物價水準は不變に存しなかつたが、爲替相場は單獨に完全な均衡を引受けたのである。和蘭と諾威は一九二〇―二二年間に、爲替相場に就いて前者二・三%後者一〇・五%の低落を來たしたが、物價もそれに應じて和蘭三七・八%諾威二六%だけ下降した。瑞典は此期間に九・二%だけ

爲替相場を恢復したから、物價は殆んど四〇%の激落、即ち米國のそれよりも一〇%だけ重き低落を蒙つた。斯くして離反は均衡され、購買力平價の法則が實際行はれるのを見るのである。尤もその運動方法は、爲替相場が物價水準に適應する方向のみならず、逆に物價水準が爲替相場に追隨する方向もある。而して後者の方向に就いては、この場合にも猶ほ物價機構が貨幣數量説と矛盾するものでないことを明かにするために、猶ほ理論的考察を加へなければならぬ。即ち如何なる場合にも物價低落を招來するものは、事實上支拂手段の數量の縮少である。若しその縮少するものが直接一國の流通量でないとしても、國際的流通數量即ち國際的商品數量に對立する所の總ゆる流通量の總計が變化してゐるのである。國際的支拂交通が爲替相場の補助によつて連絡關係を造り出してゐるのであるから、斯る流通量の變化はその結果を示さざるを得ないのである。

然るに佛蘭西に於ける一九二〇、二二年の研究は右述の機構と何等調和しないことを示してゐる。即ち爲替相場は九・五%だけ恢復したのに、物價は米國に平行して三三%低落し、且つ通貨は三・八%縮少したに過ぎなかつた。この間瑞典及び和蘭の通貨は約六%、諾威は一四%も收縮した。佛蘭西に於ける斯る特別の事態は、極端な且つ他國と一致しない物價曲線を示した一九二一年だけを探つてみないで、一層期間を擴張してみれば理解されることである。即ち一九一九年及び二〇年に於いて、諾威の物價は一四%、瑞典のそれは四・八%騰貴し、和蘭は反對に下落さへしたが、同期間に於ける佛蘭西物價は通貨が一・七%の増加に過ぎぬのに四三%の騰貴を示した。これは即ち、一九二〇年に於いても佛蘭西物價が戦争に基く病的状態に在つて通貨に相應せず、二二年に至つて漸く本態に向つた

ことを、明示してゐる。それにも拘らず、斯る病的状態に於いても長期間に對しては對外及び對内購買力の法則が作用するを見るのである。一九二二年初めに始まる上昇期に至つては、爲替相場と物價との間に、方向に於いても程度に於いても著しい調和を示してゐる。

而して結局インフレーション諸國に於ける事態の判別に際しては、看過す可らざるに要點がある。

- 一、神經質的な爲替相場は不評な財政インフレーションの諸國にのみ見出されること。
- 二、通貨と物價の長期に亘る研究は、兩者曲線間に於ける平行關係を示し、且つ通貨曲線の一層強き上昇に依つて因果關係を明かにした。即ち是れである(9)。

(9) Peter Oestergaard, Inflation und Stabilisierung des Französischen Franc, S. 16-31.

以上ナポレオン戦争當時の英吉利、世界大戦後の獨逸及び佛蘭西に就いて、インフレーションと爲替相場の關係を概述した。而して何れの場合にも、貨幣側に立つ學説と爾餘の解釋とが相ひ對立するのを考察した。

元來爲替相場と物價の關係に就いては、觀察さるべき三點がある。(一)物價は爲替相場の變動及び決定の原因であるか、(二)物價と爲替相場との間には相關的關係があるか、(三)物價は爲替相場の標準となるか、と云ふことである。此等諸點に關して、上來所述の實證的研究に依つてみれば、第一の點は否定されてゐる様に見える。蓋し研究の結果は孰れも、一般的に言つて爲替相場が先動し、物價の追隨することを明かにしてゐるからである。尤

も購買力平價説は、物價が何時でも原因で、爲替相場が結果であることを主張してゐるのではなく、唯兩者間の相  
關々係を説いてゐるに過ぎぬと、解する論者がある。事實カッセルも、爲替相場が物價に影響し得ることを認めて  
ゐる。併しながら此説を斯様に解することは、この説の有する意義の一半を喪失せしむることではあるまいか。寧  
ろ常に物價に原因を求むる所に、貨幣數量説の延長としてのこの説の眞義が存するものであらう。第二の點に就い  
ては、多くは肯定を以て答へられるが如くである。元來オートドックスの説は通貨・物價及び爲替相場の間に於け  
る均衡を主張するが、現實の研究は必ずしも然らざるを示し、又之を全く否定する場合さへもある。それにも拘ら  
ず全體として長期間を採つてみると、爲替相場と物價殊に購買力平價との間には、正確な平行關係ではないとして  
も、非常に一致した運動傾向が認められるのである。第三の點に對しては、答へは肯定否定の兩者が存してゐるや  
うである。之を肯定する説は、物價と爲替相場との間には一致の運動傾向がある以上、標準となり得ると云ふので  
あつて、グラハムの如きも、購買力平價は如何に正確に計算され得るとしても決して爲替相場と一致するものでは  
ないと主張しながらも、それが爲替相場の理論的標準たり得ることを明かに承認してゐる。是れに反して否定説に  
依れば、各時點に於ける購買力平價と爲替相場とは可なり大なる離反を示してゐる。カッセルの認めてゐるやうに  
過渡期に於いては離反が屢々顯著であり、又インフレーションの程度が進行すれば離反が益々大となる傾向がある。  
然るに現實の爲替相場の動きに對して標準を必要とするのは斯る時期であつてみれば、標準としての價値は全く  
喪失せざるを得ないと云ふのである。此問題に就いては、國際貸借説は爲替相場の變動をよく説明するけれども、

何故爲替相場が現在の高さを保持するかを説明しない。これを明かにするものは購買力平價説であるとの、折衷説  
も存在してゐる。

所で以上の如き實證的研究に就いては、猶ほ考察さるべき幾多の點がある。その一として貨幣の流通速度の問題  
がある。實證的運動は既に述べたやうに、爲替相場↓物價↓通貨の方向に進んでゐる。固より研究者は貨幣の流通  
速度に對して考慮を拂つて居らぬのではないが、統計的研究は之を問題外に置き、單純な紙幣流通高を取扱つてゐ  
る。然るに其速度は比較的變化の僅少なものであるとの説もあるが、過渡期に於いては大であるとの説も直ちに否  
定は出来ないであらう。グラハムは獨乙に就き一九一八—二三年間の貨幣回轉率の概略指數を算出してゐる(物價  
指數を通貨指數にて除す)が、それによると、一九一八年は一月の〇・六一から二月の〇・四五に、一九九年は〇・四  
六一〇・九七に、二〇〇年は一・四九—一・〇七に、二二年一・二—一・七二に、二二年は一・七九—一・九一に、而し  
て二三年は一三・九四—三・二〇に變化してゐる。而して最低は〇・四四(一九一九年六月)であり、最高は二五・三八  
(二三年七月)であつた。其差は六百倍である所からみても、その輕視し得ぬものがある。

次に、日々の爲替相場を動かすものが外國貨幣の需要供給關係であることは争ひ得ぬ事實であるが、一體何が斯  
る需給を惹起するかと云ふことは重要な基本問題である。この問題を中心として國際貸借説、購買力平價説、投機  
説、心理説等はそれぞれ相ひ別れるのである。而してインフレーション期に於いては生産及び取引は總べて投機的  
氣配に蔽はれて了ふが、爲替取引も亦之を免れない。そこでインフレーションに於ける爲替相場の決定に就いては

投機説が重要な地位を占め、或はこの説を援用する傾きがある。勿論投機は將來の豫測に出發するものであるから、この説を延長すれば心理説となる。今茲では、投機の爲替相場に及ぼす影響、及び前者が後者の運動をして物價に先行せしむる作用の分析は之を姑らく措くが、投機と言ひ心理と言ふも何等の根據なくして行はれるものではない。故に何が此等を醸成するかを考究されなければならない。

以上に依つてみれば、既説の實證的研究は、インフレーションの進行と其過程に於ける爲替相場の運動傾向を明かならしむる上に資する所頗る大ではあるが、それにも拘らず、爲替相場決定の直接的原因ではなくて本源的原因に關しては、猶ほ依然推究の余地を残して居るのである。(完)

附記 本稿は、世界に於ける爲替相場低落の現状及び其原因を考察し、而して之に關する諸學説に及ぶ豫定であつたが、締切期日の經過のために別稿に於いて取扱ふこととした。本稿に於ける不備の諸點はその際之を補足したいと思ふ。

## 物價論上に於ける一論争

小 高 泰 雄

物價は景氣不景氣を表明する一般的指標として、又景氣觀測上の基礎的な事實として重要であることは謂ふ迄もない。カウツキーの謂ふやうに資本主義經濟全體が物價に反映してゐる。今日の様に世界經濟が錯雜した關係の上に構成せられてゐる場合に於いても、一國の物價を他國の物價に換算することによつて前者の國際的經濟的地位の短期間に於ける一般的状态並に其の變動の傾向を察知することが出来る。而して物價が全經濟を反映するが故に其の短期間の變動には種々なる要素が原因となつて作用してゐることは争はれない。即ちその中には自然的原因や社會的原因が種々に動反動して作用してゐる。而してそれ等諸原因中、金の生産上に於ける變動は特に重要なものとして、従來貨幣學者の間に論述せられてゐる。更に物價運動と景氣運動とが一般的に關聯してゐることからして、恐慌の究極的原因をこゝ即ち金供給の不足に求めてゐる者があることは改めて述べる必要はない。かゝる説明は尙根強く行はれてゐるに拘らず、然も現在の世界不況はかゝる論理を否定する幾多の矛盾を表明してゐることは争へない。かゝる時機に際して、嘗て一九一〇年頃、當時の物價騰貴に對して、マルクス貨幣理論家の間に、それが金生産と關係あるや否やに就いて争はれた論争を紹介することは徒爾ではないと考へる。従來物價の變動を説明する