

會學濟經學大國帝都京

# 叢論濟經

號三第

卷四十三第

行發日一月三年七和昭

## 論叢

官吏の俸給

魚食論

統計系列論に於ける一課題

## 時論

軍事費の支辨方法

金再禁後の爲替相場

## 研究

紀州家名目金

長期景氣波動と世界恐慌

助郷制度に就いて

## 說苑

世界不況對策としての國際貸付銀行案

印度鐵道の世界的地位に就て

世界經濟論の對立に就て

## 附錄

新着外國經濟雜誌主要論題

法學博士

神戶正雄

法學博士

財部靜治

經濟學士

蛭川虎三

經濟學博士

沙見三郎

經濟學士

谷口吉彦

經濟學士

菅野和太郎

經濟學士

柴田敬

經濟學士

黑羽兵治郎

經濟學士

松岡孝兒

經濟學士

金持一

經濟學士

名和統一

經濟學士

統一

(禁轉載)

# 金再禁後の爲替相場

谷 口 吉 彦

## 目次

- 一 爲替相場の動搖
- 二 爲替動搖の動因
- 三 爲替相場と國力
- 四 爲替相場と物價
- 五 爲替相場と國際收支
- 六 爲替管理の必要

## 一 爲替相場の動搖

金の輸出を禁止したる後の爲替相場は、必然に一定の程度に下落し、且つ動搖するであらうことは、何人にも豫見されたる所である。たゞそれが今日の如く甚だしき亂高下を繰り返すであらうとは、また何人も豫期せざりし所であらう。そこで爲替安定の要望が次第に高まりつゝあるが之に對して政府當局は全く放任政策を標榜して、今日までのところ専ら自然の動搖に一任し、正金銀行もまた消極的態度を持して、今日までその建値發表をも中止せる状態であるから、内地の爲替市場はその歸趨を失つて、たゞ徒らにニューヨーク市場に追隨するか、上海市場に左右せらるゝか、或は弗買持の外銀筋に操縦さるゝの状態にある。

かくの如き爲替市場の状態は、わが國民經濟の上より見て、決して輕視すべからざる問題である。なるほど吾が國民の年々の生産および消費を百億圓とすれば、輸出または輸入額は、その約

二〇%以内に過ぎない。けれども此の事實から推して、外國爲替の影響は國民經濟の二〇%に及ぶに過ぎないと結論するならば、それは經濟現象の相互關聯を全く否定する謬論である。現に金再禁後の爲替下落によつて、直接現實に騰貴せる商品は、一部の輸入品に限らるゝに拘らず、その後の物價騰貴は殆んど總ての商品に通ずる一般的現象となりつゝある。

ことに金再禁後の吾が經濟界は、政治的または外來的原因による影響を別として、爲替相場の變動如何が殆んど唯一の標準または動因となつて、總ての變動を惹きおこしつゝある。一般物價の變動は固より、株式・綿絲布・生絲その他の取引所相場まで、殆んど爲替一つの動きに従つて動搖しつゝあつた。それ故に爲替相場が何時いかなる點に落付くかの問題は、今日に於ては單にその關係部内に限らず、わが國民經濟の全體に關する重要問題である。

以下本論においては先づ第一に、金再禁後の爲替動搖が、現實に如何なる動因によりて變動しつゝあるかを事實の推移に従つて跡づけ、第二に爲替變動の理論上より見て、物價ならびに國際收支との關係を考察してその將來を展望し、最後に之に對する國家の政策につき論議を試むるであらう。いま金再禁止に先だつ一週間、即ち昭和六年十二月七日以來、今日までの間における New York, T. T. Selling および Mint parity を一〇〇とするその指數を示せば次表の如くなる。

## 二 爲替動搖の動因

昭和七年 二月				昭和七年 一月				昭和六年十二月			
日	米日 相場	相場	指數	日	米日 相場	相場	指數	日	米日 相場	相場	指數
VII	1	35.50	71.2	IV	4	35.12	70.5	禁 止 前	7	49.63	99.6
	2	36.12	72.5		5	35.12	70.5		8	49.66	99.6
	3	35.75	71.7		6	35.12	70.5		9	49.62	99.6
	4	35.45	71.1		7	35.56	71.3		10	49.63	99.6
	5	35.35	70.9		8	36.62	73.5		11	48.45	97.2
	6	35.37	71.0		9	36.25	72.7		12	42.50	85.5
IX	3	35.40	71.0	V	11	35.81	71.8	I	14	41.35	82.9
	9	35.40	71.0		12	36.00	72.2		15	43.00	86.3
	10	35.37	70.9		13	35.90	72.0		16	43.12	86.5
	11	35.42	71.1		14	36.75	73.7		17	42.70	85.7
X	13	35.31	70.8	VI	15	37.87	76.0	II	18	42.25	84.8
	15	35.25	70.7		16	37.25	74.7		19	42.00	84.3
	16	35.20	70.6		18	36.87	74.0		21	40.40	81.0
	17	34.90	70.0		19	37.25	74.7		22	39.50	79.2
	18	34.12	68.4		20	37.20	74.6		23	40.85	81.9
	19	33.50	67.2		21	37.30	74.8		24	40.30	80.8
20	33.50	67.2	22	36.85	73.9	26	40.00	80.2			
VII				VII	23	36.50	73.2	III	28	37.50	75.2
					25	36.50	73.2		29	36.00	72.2
					26	36.37	73.0		30	35.25	70.7
					27	36.12	72.5		31	35.05	70.3
					28	35.75	71.7		2	35.00	70.2
					29	34.90	70.0				
			30	35.00	70.2						

昭和六年十二月十三日金輸出再禁止の實施せられてより、最近までの二ヶ月約十週間においてわが爲替相場は種々なる動因によりて種々なる動搖を繰返して來た。いま極めて簡單に之が經過

を顧みることとは、種々なる意味において興味ある記録となるであらう。

第一週(十二月十四日―十九日)は極端なる悲觀論および樂觀論を裏切つて、米日相場は大體四十二三弗を往來した。なるほど内地市場では最初三十四弗賣さへ現れたが、賣と買との開きは二、三弗乃至五、六弗にも及んで、賣買は殆んど成立せず、一般には四十一、二弗の所に鞘寄せするに至る。一部の豫想の如く暴落せざりし理由は、主として圓資金の缺乏せる弗買持筋の利喰賣によるものであり、そのため一部には解合説さへ行はるゝに至つた。正金銀行はすでに十四日より Nominal 相場さへ發表せず、太平洋および太西洋運賃同盟では National City Bank の建値を採用することとなる。

第二週(十二月二十一日―二十六日)は米日四十弗内外、内地三十八九弗を上下して、前週に比し二、三弗の急落を示す。之は主として週初一億七千萬圓の正金未決濟額の發表されたために、弗買持筋の硬化して、前週の利喰賣態度を一變せるためであり、ために解合は殆んど絶望となり、爲替不安のために輸出商談の頓挫するもの少なからず、後には正金の現送決定により再び利喰急ぎを見たけれども、内地は漸く四十弗臺を回復するに過ぎなかつた。

第三週(十二月二十八日―三十一日)に至つて遂に第一回の暴落期が現はれた。米日は三十七弗より三十五弗臺に内地は三十四弗に落ちて、わが爲替史上空前の安値を現出した。弗買持筋が月末決濟の圓資金を調達したるためと、正金未決濟問題の紛糾せるためである。かくして再禁止後の第一

年は極度の不安を醸しつゝ越年することゝなつた。

第四週（一月四日―九日）は米日三十五弗より六弗へ、内地三十四弗臺より六弗に反騰した。之は安値に乗ずる利喰賣りと、輸出手形の出廻りに加ふるに、在英磅資金の回收始まれるによる。週末には不祥事件による政局不安から、爲替の急騰を見たるが、政局安定後も反落せざりしは、右の諸事情によるものである。

第五週（一月十一日―十六日）は更に新なる事情即ちニューヨーク準備銀行の利下發表によるアメリカのインフレイションの徴候を察せる利喰急ぎとなり、週末には三十八弗に奔騰し、前週より續いて二週間に三、四弗の動搖となり、爲替安定の要望と放任非難の聲は漸く當業者の間に高まらんとするに至る。

第六週（一月十八日―二十三日）爲替の回復する時は常に一部の弗買持筋の買出動を促して、之を引下げる。そのため前週末の奔騰は、本週に入つて全くの亂高下となり、一日中にさへ數弗の動きを示し、爲替安定の聲ますます加はる。議會解散と共に前途不安となり、爲替相場は一部の弗買外銀筋により操縦せらるゝことゝなる。

第七週（一月二十五日―三十日）上海事件の勃發により、第二回の暴落期をなす。すでに上海の紛争事件は週初より上海相場を落し、之に動かされて内地および紐育も逐日續落したるが、遂に二十八日以後戰亂状態に陥れる後は、米日まづ空前の三十四弗臺を報じ、内地市場は大混亂に陥り、暗

闇相場のみ、越月する。他方に、一月中の貿易状態は昨年同期の出超三百萬圓に對して、入超四千四百萬圓に達して著しき貿易逆轉を示してゐる。

第八週(三月一日―六日) 上海事件の悪化は更に發展して三國抗議となり、國際的紛争を惹き起すに至つて、爲替相場は却つて硬化し、週初には三十六弗以上に引戻す。これ弗買持筋が經濟封鎖に伴ふ弗の固定を懸念して、盛んに賣抜けを試みたが爲めである。然るに弗價の下る時は常に弗買が出現し、爲替は再び反落する。かくて週央には亂高下の混亂状態を現出したるが、週末國際問題の小康と共に、低迷的浮動の状態に入る。

第九週(三月八日―十三日)は比較的波瀾少く、米日三十五弗四十仙、内地三十五弗一〇に落付く。たゞ弗手持筋の圓資金難のため、多額の近賣先買(chance over)を見たのが本週の特徴である。

第十週(三月十五日―二十日)は第三回目の暴落期を成す。週初に滿鐵英貨社債約六千萬圓(七日期限)の現金償還説傳はり、爲替の悲觀材料を提供したるが、之に對して藏相の發表せる手當濟説は、却つて借替不能を證明する結果となつて、爲替はますます軟調を呈し、之に乗じて棉花筋の弗買も多く、遂に米日は二月末の最低三十四弗九十仙に達し、更に三十四弗を割つて、空前の三十三弗半に暴落し、内地先物は遂に三十二弗臺に落込んで、前途甚だしき不安を醸してゐる。

以上金再禁後の十週間において、最低三十三弗臺より最高四十三弗臺にわたりて、その偏差は十弗近くに及び、而も極めて短期間にかゝる動搖を繰返して、慘落の谷は十二月末・一月末・二月

央の三回に及び、何れも最低三十三四弗に達してゐる。その直接の原因に就いて見るも、主要なる動因は、殆んど各週毎に異なる新要素の出現を見、而もその底流を一貫して流るゝものは、かの圓賣弗買によりて得たる弗の手持額である。弗の手持筋は、矛盾せる二つの要求の下にある。圓賣弗買の利益を最大ならしめんためには、爲替をなるべく落させねばならず、落ちれば利喰賣によつて必然に回復し來る。この矛盾は同時に、弗買筋の間における利害の對立を意味する。圓資に窮せる一部の弗買筋では、多少の下落さへあらば賣抜けんとして相場を引上げ、相場上れば他の買持筋の策動によつて之を引下げる。かくして弗買持の殘存する限り、また Change over によつて繰延される限り、常に騰落を繰返すこととなる。假りにこの弗手持が、豫想さるゝ如く三四月の交において消化され盡すとせば、それ以後の爲替は果して安定しうるであらうか、われは之をもまた容易に樂觀し得ざるものであるが、之に就いては後論に譲ることとする。

### 三 爲替相場と國力

爲替相場は國力相應の所に落付くものであるとの説が行はれる。すでに金再禁止に先だつて主張されたる禁止論者の中には、解禁當時の爲替相場をもつて國力不相應の相場となし、従つて之を國力相應の點に引下げるためには、金の再禁止を必要とするとの説が散見した。然らば現實に國力相應の相場とは、如何なる程度の下落を意味するかと言へば、何人も之を明示しうるものは



ない。或者は三十五弗といひ、或者は三十弗または二十五弗といふが、そこには何等の理論的根據のあるのではなく、たゞ漠然たる感じを表現するに過ぎない。

かくの如き國力説は、多少とも爲替の事理に通ずるものにとつては、眞面目なる批判に値するものではない。けれども此の種の主張が往々にして巷間に行はれ、または政府の爲替放任政策の根據となり、或は少くともその口實となる危険性のある限り、之を問題とすることも無意味でない。蓋し何れの點が國力相應の相場なるかは何人も明示しえないとしても、少くとも之を放任して自然の成り行きに一任するならば、相場は自然にその國力の示す所に落付くであらうから、之に對して徒らに人爲的の統制または管理を加ふることなく、放任政策によつてその自然的調節に依頼すべきであるとの主張がなされうるからである。

こゝに國力とは言ふまでもなくその國民の經濟力を意味する。然らば一國の爲替相場は、果してその國民經濟の經濟力を反映するがどうか、何人にも明らかなる如く、爲替相場は對外經濟の問題である。然るに國民經濟の經濟力は、必ずしもその對外關係によつて定まるものではない。或る國では對外經濟が國民經濟の主要部分を占むる所もあり、他の國では國民經濟の自給性の強きたために、殆んど重要な對外關係を有せざる所もある。また各國の對外經濟の部面だけに就て見るも、或る國はその國民經濟の特質上より常に支拂超過を續けつゝ發展し、他の國は常に受取超過を續けつゝ發展することもある。それ故に國民經濟の實力は、必ずしもそのまゝにその對外

關係に反映するものでもなく、また對外關係の順逆は、必ずしもその國の經濟力を示すものでもない。従つて専ら對外經濟に依存する爲替相場と、その國の經濟力とは、必ずしも必然的關係に立つものではない。今かりに吾國の不換紙幣が、積極政策のために二倍の通貨膨脹をなしたとせよ、爲替相場は恐らく今日の半減またはそれ以下に下落するであらう。而かもこのために吾國の經濟の實力が、俄かに半減またはそれ以下に減退したとは言ひ得まい。かのドイツのマルクが一時は弗の一兆分の一にまで下落したりとて、當時ドイツの國力がアメリカの一兆分の一に過ぎなかつたとは、何人も考へないであらう。

第二に、今かりに國民經濟の實力がそのまゝ對外關係に反映するとしても、こゝでの問題は常に相對的である。即ちわが國力の絶對的増減が問題となるのではなく、他の諸國との比較における相對的關係が如何に變化するかにある。かりに吾が國力が歐洲大戰當時に比し半減したりとするも、他の諸國の國力がそれ以上に減退せりとせば、わが對外的地位は相對的には却つて向上するであらう。吾國は明治三十年金本位制度を實施してより、大正六年最初の金輸出の禁止されるまで、二十年間金平價中心の爲替相場を維持しつゝ、而も吾が國民經濟は此の期間に眼ざましき發展を遂げつゝ來た。その當時において金平價の爲替相場が、わが國力に比し不相應であるとは、何人も考へなかつた所である。

歐洲戰爭の結果は、恐らくヨーロッパ諸國の國力減退とアメリカおよび吾國の國力増進を來た

したのであらうことは疑ない。従つてイギリスの平價解禁が失敗し、フランスの切下解禁が成功したのは、理由あることであるかも知れない。けれどもわが國民經濟がこの戦争によつて一大飛躍を遂げたることは、何人も疑ひ得ない今日において、ヨーロッパおよびアメリカに對するわが國民經濟の相對的地位が、戦前に比し甚だしく低下せりとは考へられない。その相對的地位は明治三十年當時に比し、寧ろ著しく向上したりと言はねばならぬ。果して然らば、當時の金平價の下に發展しつゝ來たわが國民經濟が、今日の向上したる相對的地位において、國力不相應なりとは斷じ難い。世界恐慌に悩まざるゝ産業窮迫の程度においても、歐米諸國に比し吾國のみが特に甚だしいとは思はれない。要するに爲替相場が國力相應の所に落付くといふが如きは、何等の根據なき巷説であつて、假りに一步を譲つて、それがわが國民經濟の對外力によつて定まるとするもその對外力は相對的關係によつて定まるものであるから、明治三十年當時の金平價相場が、今日のわが對外的な相對的地位に不相應であるとは言ひ得ないであらう。

#### 四 爲替相場と物價

金再禁止に伴ふ爲替相場の下落が、わが國內物價に如何なる影響を與ふるであらうかは、現にわが國民の等しく關心する所である。この場合すでに最初より明瞭なる點は、第一に物價が或程度に騰貴すべきこと、第二に物價の騰貴は或期間おくられて徐々に來るべきことの二點に過ぎな

い。問題はそれがどの程度に騰貴するか、どの程度におくれて現はれるか、商品の種類によつて如何に相違するかにある。今日までに現はるゝ所では、爲替の約三割の下落に對して、物價は日銀指數において八分五厘の騰貴を示すに過ぎない。けれども現實に個々の商品について見る時は、すでに三割またはそれ以上の騰貴を來せるものも少くない様である。たゞ今日までに現はれたる物價の推移を見る時は、それは必ずしも現實の輸入價格または原價の騰貴に影響さるゝよりも、寧ろ之を見越しての中間需要の勃興またはその豫想のために騰貴したるものが多い。従つて究極の購買力に對する疑問は、物價騰貴の永續性を疑はしむることゝなるが、この場合に政府の採るべき政策の如何が、主要なる意義を有する。今日の如き不換紙幣の下にあつて、さなきだに通貨膨脹を來しやすき場合に、もし當局者が積極的にインフレーション政策を採るならば、物價の名目的騰貴は決して一時的に止まらず、インフレーションの續く限り永續しうるであらう。たゞ此の如きインフレーションの繼續が、如何に重大なる結果を齎らすであらうかは自ら別の問題である。

かくの如く今日の現實においては、問題は専ら爲替相場によつて物價の動かさるゝ状態にある。今之を國際的商品の價格について見るならば、國際通信網の完備せる今日では、爲替相場の日々の變動は直ちにその商品の各國價格を變動せしめつゝある。反對に商品價格の變動に従つて爲替相場の變動するが如きは、殆んど之を見ることは出來ない。同様に一般物價についても亦、

今日のわが國では爲替の下落によつて物價の騰貴を來たしつゝあつて、反對に物價の騰貴によつて爲替の下落を來たしつゝあるのではない。

然るに純粹なる形の購買力平價説に従へば、物價の變動が原因となつて爲替相場を結果すると主張する。緩和されたる購買力平價説では、物價と爲替の交互作用、即ち物價が爲替を動かすと同時に、爲替も物價を動かすと主張することによつて、國際貸借説との調和を求めんとするものなるが、この交互作用が同時に競合するものであるか、または時間的に交互に繼起するものであるか明らかでない。こゝでは購買力平價説そのものゝ吟味を志すものではないが、少くとも今日の吾が現實においては、爲替相場は原因となつて、國際的商品および一般商品の物價を動かすつゝあることは、疑ふべからざる事實として記録されねばならぬ。

たゞ今日の吾國の現實は、金本位國から紙幣國への過渡期にあるから、今日の狀態をもつて直ちに紙幣國の常態とすることは出来ない。恐らく今後一定の期間を経過したる後、もし吾國のインフレーション政策が甚だしき物價騰貴を招來することゝもならば、この騰貴せる物價は間接に爲替を悪化せしむる原因となる可能性が強い。この點はすでに今日より國民の警戒を要する所であるが、かりに如上の推移を採つたとすれば、物價と爲替の交互作用は、時間的に交互に繼起することゝなる。固より購買力平價説の教ふる所は、現實の爲替相場を問題とするにあらず、爲替相場の結局において落付かんとする點を示すものであるとすれば、交互作用説は成立し得ないこ

となるが、かゝる理論的吟味は之を次の機會にゆづり、今日の購買力平價はほゞ何れの點にあるか、いま最近三ヶ月における日・英・米の物價指數(大正三年七月を一〇〇とする)を對照するときは左の如くである。

	昭和六年十一月	同 十二月	昭和七年一月
東 京	一一六・九	一二〇・一	一二六・八
倫 敦	九九・五	九九・四	九八・八
紐 育	九〇・九	八八・八	八六・四

之によれば戦前物價に比しアメリカはすでに一割以上の下値を示し、イギリスもまた稍々下廻りつゝあるに反し、わが國は二割以上も高値にある。且つまた最近數ヶ月は英・米の下落傾向に對して、わが國のみ獨り騰貴の傾向にある。今これらの物價指數より購買力平價を算出して、之を現實の爲替相場と對比すれば左表の如くなる。

	昭和六年十一月	同 十二月	昭和七年一月
對 米	購買力平價 爲替相場(紐育米日)	三八・〇八 <small>非仙</small>	三六・八四 <small>非仙</small>
對 英	購買力平價 爲替相場(東京市中)	一八・八 <small>片</small>	一八・三 <small>片</small>
		三九・五四(禁止後)	三六・二五 <small>非仙</small>
		二、三・六(禁止後)	一、七・一 <small>片</small>

この方法による計算には多くの前提を含み、必ずしも嚴密に購買力平價を指示するものとは言ひ難いが、併も今日の場合にはこれ以外に他の適當なる方法はない。今かりに右の數字が大體の購

買力平價を示すものとすれば、それはほど今日の爲替相場に接近してゐる。而してこの關係が是認される以上は、吾國の物價騰貴が續く限り、今後の爲替相場は次第に下落の傾向を採るべきものと思はれるが、併し問題は右の關係が果して理論的に是認されうるか否かにある。何となれば金再禁止より今日までの吾が爲替市場においては、決して購買力平價説の教ふるが如き、彼通貨の購買力の比較によつてのみ外國通貨の需給が現はれてゐないからである。かの圓賣弗買が圓の下落を見越して行はれ、圓資金の缺乏または金再禁止後の利喰による圓買弗賣が行はれたとすれば、それは直接には全く圓または弗の購買力とは關係なく、即ち物價とは無關係に、一に爲替相場の騰落豫想の如何によつて、爲替の需給が決定されつゝあるものであり、爲替市場は純然たる投機市場に墮せるものである。此の如き事情の下に於て、商品貿易を唯一の前提として成り立ちうる購買力平價説が是認されうるか問題であらう。われ／＼は前表に示さるゝ結果に拘らず、尙且つ購買力平價説を無條件に是認し難き所以はこゝにある。

## 五 爲替相場と國際收支

現實の爲替相場は爲替に對する需給に依存し、爲替に對する需給は國際收支の如何に依存することは、購買力平價説を採るものと雖も否定すべからざる所であらう。金再禁止後のわが爲替相場に就いて見るもまた、日々の變動が日々の爲替需給に應じて變動し、この爲替需給がまた單に商

品貿易のみならず、日々に變化する政治的經濟的事情に従つて變化しつゝあることは、すでに第二節において明らかにしえた所である。爲替相場が結局に於て落付く所の如何に拘らず、現實にはこの落付くべき所に落付かずして、常に多少の偏差を示すこととなり、この偏差を示す點が恰かも國際收支に基づく需給關係によつて決定されるとすれば、金再禁後の國際收支の見透しが、今後の爲替相場を考ふる上に重要なモメントとなることは否み難い。

併し乍ら國際收支そのものゝ成立する原因は、ことに最近に於て著しく變動しつゝある。商品貿易が國際收支の上に重要なことは今日も同様であるが、多くの學說には餘りに之を偏重するものが多い。この點に於ては購買力平價説も同様の非難を免がれない。なるほど資本主義の初期においては、商品交通および之に伴ふ運送・保險等の勞務提供は、國際收支の殆んど主要なる原因となつたものであるが、今日に於ては更に之に劣らず重要なモメントとして、國際間の資本交通が登場して來た。この資本交通も最初の間は、例へば戦前のイギリスに見たるが如き對外長期投資の形態をとり、純然たる經濟的原因によつてほゞ規則正しく元本の輸出と利子の收入を齎らしたるものであるが、戦後の資本交通の特徴は之と異り、主として短期資本となり、更に最近にはわが圓賣弗買に現はれたる如く、主として投機資本の國際的活躍となつて現はれて來た。従つて今日では此の種の短期資本または投機資本が、例へば圓の下落を見越して弗を需要し、または外貨邦債の有利なるを見て弗を需要するが如く、從來の意味における國際收支即ち貿易その他



の國際收支に何等の變動なくとも、爲替に對する需給を激變せしめ、爲替相場を動搖せしむることが多い。換言せば現實の爲替相場を左右する爲替需給は、今日では全くその性質を異にせることを知らねばならぬ。

然らば今後の吾が國際收支は、如何なる推移を見るであらうか、第一に商品貿易に就いて見るに、金再禁後の貿易好轉が豫想され且つ宣傳されたに拘らず、それが急速に好轉すべき兆候さへ見つかからない。蓋し金再禁後の爲替動搖とその前途の不安のために、一方には輸出は見送られて減退し、他方には見越輸入によつて輸入を刺激しつゝあるから、貿易は豫想に反して却つて逆轉の危険がある。この状態は本來は一時的過渡的のものであるけれども、爲替が今日の如き状態を續ける限り、永續しうるものと言はねばならぬ。一部には今年の貿易入超額を一億數千萬圓と豫測しつゝあるが、これは恐らく最少の程度と見らるべきであらう。

第二に運賃・保険料その他の貿易外收支も、上海事件・滿蒙事變の發展如何に依存すること大であるけれども、恐らく大なる期待をかけることは出来ない。本年の支拂超過二億數千萬圓と推算するのは、可なりに根據あるものと言ひうるであらう。

第三に最も重要な且つ變動性に富む所の資本的收支に就いて見るに、今回の圓賣弗買の結果たる弗の手持は、尙ほ相當の巨額に達し、チエンヂ、オーヴァーによつて次ぎ／＼に繰り越されつゝあるものも少なからず、その一部は今後の輸入決済用として使用さるべきものではあるが、事

情の變化によつては、例へば上海事件の悪化またはアメリカの金再禁止の如きが豫想さるゝ場合には、この弗の手持ちは再び圓に復歸するか、或はスイス・フランスの如きへ避難するであらう。後の場合には圓爲替には直接の影響はないが、前の場合には圓を騰貴せしむることと言ふまでもない。何れにせよこの部分の資金は、爲替を下落せしむる動因とはならない。

次に這回の圓賣弗買の一部をなし、且つ一昨年 of 解禁以來累積的に増加し來れる外貨邦債への投資は、一時は十億圓の多額によると推算され、その後多少は金再禁後の邦債暴落に脅やかされて賣放たれと稱せらるゝけれども、尙ほ少なからざる部分は、吾が國民によつて手持ちされてゐる。これだけの部分は、國際的には外債償還と同様の結果となるけれども、個人的には言ふまでもなく未償還であるから、金融市場の狀勢如何によつては、再び外國に賣放たるゝことあるべく、然る時は國際的には新たに外債を起したる結果となる。かくしてこの種の外貨邦債への投資は、その對外的賣買の行はるゝ毎に、外債の償還と起債とを繰返すの結果となり、之が國際收支の上、從つて爲替相場の上に、直接の影響を齎らすこととなる。

之とは別に近く償還または借替を要する公私の外債がまた少くない。七八月の交に於て償還さるべき滿鐵社債六千萬圓、本年中に滿期となるべき電力社債八千三百萬圓、之に國債社債の利拂を加ふれば數億の支拂となるが、今日の狀勢に於ては、これらの借替または借入は全く不可能なるか、または甚だしく困難にして不利益となるであらう。この全部または一部が現金償還される

とすれば、爲替相場は甚だしく壓迫を感ぜざるを得ない。

最後に金再禁後の爲替動搖に乗じて行はるゝ爲替投機は、國際收支の變動に對する將來の見込によつて行はれるものであるから、一應は前述の國際收支に依存するけれども、而も現實の國際收支とは離れて、爲替を頻繁に動搖せしむることゝなる。いま爲替投機が這回の圓賣弗買の一部の如く、わが國內の爲替市場に於て行はるゝ場合には、之を抑制することは、金再禁後の今日では全く不可能ではあるまい。けれども上海または紐育に於て行はるゝ圓の投機に對しては、謂はゆる實彈をもつて對抗する以外には、全く如何ともすることは出来ない。従つて今後の圓爲替が動搖性に富むべきことは、この點からもまた容易に考へらるゝ所である。

## 六 爲替管理の必要

之を要するに、金再禁後のわが爲替相場は、すでに今日までの經過に徴するも、甚だしく動搖をつゞけ、且つ前途の不安を藏して、わが貿易を阻害しつゝあるが、今後の見透しに於ても、之を物價關係および國際收支の關係より見て、殆んど樂觀的根據は見當らない。最近のアメリカンインフレーションがわがインフレーション政策の程度以上に發展したとすれば、たとひアメリカの金再禁止まで行かすとも、圓爲替の多少の回復は望み得らるゝであらう。けれども金本位制度の下におけるアメリカのインフレーションには自ら一定の限度の存するに反し、紙幣國たる吾國

のインフレーションには、制度上は何等の制限もない。従つて等しくインフレーション政策を採つたとすれば、吾國はアメリカ以上に進行する危険が多い。假りに輿論の監視と政府の自制によつて、吾國の程度がアメリカに及ばず、従つて爲替相場は多少の回復を見たとしても、問題は相場高低の位置よりも、寧ろその動搖が安定かにある。インフレーション政策が彼我兩國に行はるゝ場合、爲替動搖の程度の加はるべきこと言ふまでもない。

此の如き爲替の状態に對して、何等の對策をも講ずることなく、之を自然の動搖に放任するが如きは、決して策の得たるものではない。爲替放任の政策は、國際間の商品交通が全く自由に行はれ、且つ國際間の資本移動が重要ならざる場合には、全く無意味のものではなかつた。けれども今日の如きすでに放任經濟は統制經濟に轉化して、國際間の商品交通は關稅障壁によつて全く硬塞され、他方に國際金融資本の投機的活躍が、國民經濟の利益を無視して横行する時代にあつては、國家は國民經濟全體の立場に於て、之を統制し管理せねばならぬ。現に世界各國の事實に就いて見るも、殆んど大多數の國家は、金の輸出を禁止すると否とに論なく、爲替管理を實行しつゝある。いま昨年末までに爲替管理を實施せる諸國を列擧すれば、ドイツ・イギリス・イタリア・スエーデン・デンマーク・ロシア・フィンランド・オーストリア・ハンガリー・チエコ・ユーゴスラヴ・ギリシャ・トルコ・ブルガリヤ・エストニア・スペイン・インド・ベルシャ・南阿聯邦・ブラジル・ウルガイ・アルゼンチン・チリー等であつて、僅かにフランス・アメリカ合衆國のみが之を實施せざる

に過ぎない。金再禁止を斷行し、兌換停止を敢行せる吾國が、何故に獨り爲替放任の政策を探りつゝあるか、われ／＼は其の理由を知り得ない。

以上本論においては、たゞ金再禁後の爲替問題に關して起りうべき諸問題を提出したるに過ぎない。それは一般的には今日および今後の國際的常態ともなるべき紙幣國間の爲替問題であり、具體的には今後のわが國爲替に關する現實の問題である。そこには先づ理論上の問題として、爲替相場と物價との關係、從つて購買力平價説の再吟味に關する問題と、爲替相場と國際貸借または收支との關係、從つて國際貸借説の再吟味に關する問題がある。換言せば爲替相場の決定および變動の理論に關する考察が要求されてゐる。更にこの理論的研究を前提として、爲替に對する政策的研究即ち今日の問題としての爲替統制および爲替管理の問題がある。この小論は是等の諸問題に對する全部的解答を志すものではない。たゞ問題を提起することによつて、今後の現實の推移を觀察し、之に關する理論的ならびに政策的考察をなすための出發點たらしめんとするに過ぎない。(七、二、二〇、稿了)