

# 京都市帝國大學經濟學會 經濟論叢

第三十五卷 第六號

昭和七年十二月一日發行

## 論叢

制欲説の吟味・・・・・・・・・・・・・・・・文學博士 高田 保馬  
爲替心理説の主張・・・・・・・・・・・・・・・・經濟學博士 谷口 吉彦  
政治算術附地方算法に就きて・・・・・・・・法學博士 財部 靜治

## 時論

米專賣制の弱點・・・・・・・・・・・・・・・・法學博士 神戸 正雄  
現代社會問題より見たる琉球・・・・・・・・經濟學博士 石川 興二

## 研究

オーヴァーストンの金融統制理論・・・・・・・・經濟學士 一谷藤一郎  
我國の市町村義務費に就いて・・・・・・・・經濟學士 小山田小七

## 說苑

再び貨幣の主觀價值に就て・・・・・・・・經濟學士 柴田 敬  
人口動態並行法則を論ず・・・・・・・・經濟學士 三谷 道麿

## 附錄

新着外國經濟雜誌主要論題  
本誌第三十五卷總目錄

(禁轉載)

# 爲替心理説の主張

谷 口 吉 彦

## 目次

- 一、爲替動搖と心理説
- 二、國際貸借説の批判としての心理説
- 三、購買力平價説の批判としての心理説
- 四、爲替の心理的根據
- 五、爲替の日常相場
- 六、爲替變動の要因
- 七、金貨爲替と紙幣爲替

## 一、爲替動搖と心理説

今日の如く金本位停止の下に爲替相場の動搖する時代には、一見するところそこには何等の客觀的根據なくして、ただ爲替業者ことに爲替投機業者の思惑如何によつて爲替は動かされつゝあるかの如く思はるゝことも少くない。即ち今日における爲替相場の動搖は、爲替關係者の心理的動機に左右されるかの感が少くない。最近わが國においても謂はゆる爲替心理説(Théorie psychologique du change)が漸く問題となりつゝあるは、<sup>1)</sup>一はかくの如き客觀的事情によるものと思はれる。

爲替心理説が一つの爲替理論として成立するに至つた社會的事情もまた、ほど同様に戦後の爲替動搖の事實にあると言へる。周く知らるゝ如くこの説は主としてパリ大學教授アフタリオン氏の業績<sup>2)</sup>によつて成立したと見らるゝが、この著書は恰かもかのフランが長き動搖時代を経て始め

1) 大島堅造氏、爲替心理作用説と我國の爲替對策(『エコノミスト』X, 14, 昭和七年七月十五日)

2) Aftalion, A., Monnaie, Prix et Change, 1927.

て安定したる一九二七年に公にされたものである。尤も一部の内容はすでに一九二四年以來、雑誌 *Revue d'économie politique* および *Revue économique internationale* に發表されたものであるが、何れにせよ戦後の爲替動搖を機縁として成立したる理論に相違ないことは、教授自身の認むる所である。

『これらの各部分においては、すでに行はるゝ諸理論……國際貸借説および購買力平價説を現在の事實の試練に供した。しかもわれは積極的の仕事をもなすべく努力した。即ち最近の貨幣經驗から全く必然に導き出さるゝ一連の理論、われが實證を有する種々雑多の事實の總てと合致する諸理論を創案せんと努力した。而してわれが最も重要なりと指示するこれらの諸事實は物價および爲替に關して心理的要素の演ずる主要なる役割に存するのであるから、結局において……貨幣心理説および爲替心理説に到達すべきは、敢て怪しむに足りないであらう。』

かくして教授はまづ第一篇において『最近の貨幣經驗』として、一九一四年より一九二六年に至る爲替および物價に關する事實を克明に研究し、次いでこの事實を根據として第二篇『最近の經驗に基づく貨幣理論』を論じ、最後に第三篇において『最近の經驗に基づく爲替理論』を論ずる。いまわれの直接の問題とする所は、言ふまでもなくこの最後の部分に關する。

然らば爲替理論に關して教授の問題とする所は何か？ 從來の爲替に關する諸理論を、戦時および戦後の事實と照合する時は、まづ第一にこれら從來の理論は、それら爲替に影響するたゞ一つの要素を探りあげて、たゞこれのみによつて説明せんとする。然るに現實には、爲替に影響する要素は唯一にあらず、諸多の要素によつて左右されるから、これらの理論は全く誤謬ではないにしても、未だ真理の全部を盡しえず、従つて現實の爲替變動を説明し得ない。こゝに從來の

3) *ibid.*, Préface, p. V.  
4) *ibid.*, Préface, P. VI-VII.

理論の缺陷があるといふ。

『爲替に關して行はるゝ多くの理論は、屢々有力に爲替に働く所の一要素の重要を明らかにした功績はある。けれどもこれらは爲替の變動を専らこの一要素の影響にのみ歸するの缺陷を示してゐる。従つてそのためこれらの理論は、われ／＼が多年にわたつて體驗した長期の困難な爲替經驗における諸事實との矛盾に衝突することが屢々ある。』<sup>5)</sup>

然るに他方において、日々の爲替變動に直面する實際家にあつては、その時その時に相場を動かす要素の一つ／＼に眼を奪はれて、これらの統一的説明を求めやうとはしない。従つてそこには少なからぬ説明の不備と前後の齟齬を來たし、併もそれらの間の調和を求めやうともしないといふ傾向がある。

かくして事實を十分に説明しえざる理論と、理論にまで統一しえざる事實と、この二つの對立から教授の問題は出發する。

『爲替に關する理論と實際との間に横たはるこの對立は、避くべからざる一の必然を示すものであらうか？ 諸事實と矛盾する危険の少ない統一的な一の理論を構成することは出来ないものか？ また若しこれらの事實がより複雑な一の理論に導くとすれば、われ／＼は種々の要素を完全な聯絡において總合し、それらを一の論理的綜合において基礎づけるやうに、種々の要素を統一する必要を免れらるであらうか？ これこそ探求さるべきであらう。』

かくして教授は國際貸借説以下の主なる爲替理論を檢討し、最後に積極的主張としての爲替心理説を提唱する。以下教授の檢討の順序に従つて、その主張を明らかにして行かうと思ふ。

## 二、國際貸借説の批判としての心理説

5) *ibid.*, P. 250.

6) *ibid.*, p. 250-251.

國際貸借説 (Théorie de la balance des comptes) は教授に従へば三つの原理に根據する。第一、爲替相場は一般の需給法則に従つて變動する。第二、爲替相場は爲替の需給數量に依存する。第三、爲替相場は國際間の貸借差額 (La balance des créances et dettes) 即ち國際貸借 (La balance des comptes) に依存する<sup>1)</sup>。

ところで國際貸借説の信奉者にあつては、この第一原理から第二へ、第二から第三への進行は、全く自明のこととして無反省に進められてゐるが、教授に従へばこの進行はしかく自明のものではない。従つてこの説は最初の出發點とは全く離れた結論——國際貸借説——に到達してゐる。かくしてこの説は第二の原理において爲替需給の數量を、第三の原理において國際貸借の數量を爲替變動の要素となすものであり、その特徴は數量的要素にある。従つて之を爲替數量説 (Théorie quantitative du change) と云ふことが出来る<sup>2)</sup>。こゝに此の説の一の缺陷が胚胎するといふ。

この説は貨幣制度の安定せる戦前の爲替相場に對しては、大なる矛盾なく之を説明しうるかの如く思はれたが、戦後の紙幣國間にあつては、國際貸借は必ずしも爲替相場變動の要素とはならない。例へばフランスの國際貸借は一九二四年および二五年において、開戦以來の何れの年よりも良好であつたに拘らず、爲替相場はこの兩年において最も著しくフランの下落を示してゐる。たゞこの一例をもつてするも、この説が戦後の事實と矛盾することは明らかであるといふ<sup>3)</sup>。然らばこの矛盾は何故か？いふまでもなく國際貸借説の有する種々の缺陷に由來する。いまこ

1) Aftalion, A., Monnaie, Prix et Change, 1927, p. 251.

2) *ibid.*, p. 252.

3) *ibid.*, p. 252-253.

の缺陷の主要なるものとして教授の指摘するところは、第一にこの説は量的要因 (facteurs quantitatifs) の中のたゞ一つを採りあげるに過ぎない。第二にこの説は質的、要因 (facteurs qualitatifs) の總てを看過してゐる、といふにある。なほこの外に國際貸借説の難點として、謂ふところの國際貸借なるものは、概念上においても事實上においても、必ずしも明確なるものでないことを指摘する。左にこれらの諸點に關する教授の主張を明らかにする。

第一に國際貸借なる概念は必ずしも明確ではない。<sup>4)</sup> 教授に従へば之に類似の概念に三種の別がある。一は固有の意味における國際貸借 (Balance des comptes) 即ち貸借差額勘定であり、一定期間に成立する貸借關係の對照であるから、プラス・マイナスの差額は常に存在する。二は決濟終額勘定 (Balance finale des réglemens) とも言ふべく、一定期間の最後に決濟される額であるから、プラス・マイナスは常に平均する。三は決濟總額勘定 (Balance totale des réglemens) とも言ふべく一定期間の經過中に決濟されたる總額であるから、これまたプラス・マイナスは常に平均する。<sup>5)</sup> とところで後の二者は貸借常に平均するから、教授に従へばかくの如き決濟勘定は、爲替相場の上には何等の影響をも與へ得ない。従つて爲替にとり意義をもち得るのは、三者のうち第一の意味における國際貸借でなければならぬ。<sup>6)</sup> 然るにこの意味の國際貸借では、貸借の差額は常に存在するが、他の重要なる要素ことに資本の移動を逸することとなる。<sup>7)</sup>

第二に事實上の困難とは何か？ すでに戦前から問題とされる所の貿易外勘定の評價の困難は

4) *ibid.*, p. 256.

5) *ibid.*, p. 258, 259.

6) *ibid.*, p. 259-260.

7) *ibid.*, p. 261.

姑らく別とするも、いま問題とする戦後の爲替動搖時代にあつては、爲替の動搖そのことが貸借勘定の價額決定を不可能ならしめる。別言せば爲替動搖の原因としての國際貸借が、却つて爲替動搖の結果として決定されるといふ矛盾に陥る。

第三に國際貸借説の重大なる缺陷として指摘さるゝ點は、この説が單一の量的要素を見るに止まり、他の重要な量的要素を逸せるにある。國際貸借の概念に關聯して論ずる如く、爲替變動の上に意味を有するのは、常に貸借差額を有するものでなければならぬが、それが差額を有することは即ち資本の移動を無視することであり、この重要な量的要素を無視しては、今日の爲替變動は理解さるべくもない。ことに戦後の爲替動搖に際しては、謂はゆる資本の逃避 (Evasions de capitaux) が盛んに行はれて爲替を左右することが多い。併も是等の資本の移動を包含せしむるときは、前述の如く決濟勘定となつて貸借は平均して了ふ。従つて爲替變動にとつては全く無意味となると言ふ。

第四に最も重要な缺陷は、國際貸借説が單なる爲替數量説なる點にある。教授に従へば、爲替を動かす要素には、量的要素の外に質的要素がある。例へばフランに對する一般的樂觀の行はるゝ場合と悲觀の場合によつて、國際貸借およびその決濟勘定は何等變動なく止まり得るとしても、フラン相場は後の場合に暴落を來すことありうべく、それは『爲替の買手および賣手の心的傾向 (dispositions)』<sup>10)</sup>による。殊にこの質的要素を無視することは、『健實なる貨幣國間の爲替の場

8) *ibid.*, p. 253-255.  
9) *ibid.*, p. 260-261.  
10) *ibid.*, p. 263.

合には重大なる缺陷とはならない。けれども紙幣國の爲替にとつては、國際貸借に含まれない他の量的要因ことに質的、要因が極めて重要な役割を演ずるから、國際貸借の理論は、たゞ之のみによる爲替變動の説明としては、支持することは困難であると思はれる<sup>11)</sup>と結論する。

### 三、購買力平價説の批判としての心理説

國際貸借説は戦前の爲替理論なるに對し、購買力平價説は戦後の爲替理論のうち最も名聲あるものである。然らばこの説は果して戦後の爲替事實を十分に説明しうるか？ 教授はフランスの事實と照合して之を否定する。例へば一九一九年の佛米物價の比と爲替相場とを見るに、一月には爲替は購買力比價に比し遙かに下廻つてゐるが、九・十・十一月にはほゞこれに接近し、十二月には反對に遙かに上位に出てゐるといふ<sup>2)</sup>。言ふまでもなく之は購買力平價の有する種々の缺陷に歸せられる。

購買力平價説の缺陷は、教授に従へば、恰かも前の國際貸借説の缺陷と反對の極に立つてゐる。之を抽象的に概言せば、この説では第一に専ら質的、要因のみを見て量的要因を全く看過してゐる。第二にその質的、要因もまた總てを包含せず、たゞその一要素のみ見てゐるといふにある<sup>1)</sup>。購買力平價説は普通には貨幣數量説に立つものと考へられ、従つて量的要素を重視すると見らるゝに拘らず、教授においてはそれは全く質的要素のみ見るものと考へられる。何故かと言ふに、教

11) *ibid.*, p. 264-265.

1) Aftalion, A., *Monnaie, Prix et Change*, 1927, p. p. 280.

2) *ibid.* p. 275-277.



授に従へば『それは爲替相場をして爲替手形の性質に依存せしむるから』である。而もこの購買力を有するといふ爲替の性質は、後に論ずる如く必ずしも爲替の有する唯一の性質ではない。

第一に指摘さるゝ缺陷は、物價と爲替との關係に關するこの説の因果顛倒にある。爲替が購買力平價によつて決定さるゝといふこの説では、物價が先であり本であり因であつて、爲替は後であり末であり果である。然るに教授に従へば反對に爲替が原因となつて物價が動かされる。たとひ爲替相場が購買力平價と一致する傾向はあつたとしても、『それは爲替が結局この平價に従ふからではなく……國內物價が爲替に従ふからである。』別言せば『爲替はこの平價の下婢たる代りに、その主人となつて來る。従つてこの平價説は、爲替相場の平準を説明し且つ變動を説明する一の理論を成すことは出來ない。』といふ。教授はこのことを一九二二年乃至一九二六年のフラン相場によつて實證する。<sup>6)</sup>

第二の缺陷は、『この平價説が、外國爲替の價值評價に影響する質的、要因のうち購買力以外のものを忘れてゐるといふ誤謬をもつ』<sup>7)</sup>點にある。『多くの人々にとつては、外國爲替は購買力とは全く異なる他のものを現はす。』例へば爲替投機・資本逃避・外債償還の如き是である。<sup>8)</sup>これらの目的より外國貨幣を購買するものは、それをもつて更に外國商品を買ふものにあらず、従つてその外國貨幣の購買力如何は、何ら直接の問題とはなり得ない。然るに購買力平價説では、すべての外國貨幣を購買力として用ふるの前提に立つてゐる。

3) ibid., p. 272.  
4) ibid., p. 280.  
5) ibid., p. 279.  
6) ibid., p. 279.  
7) ibid., p. 281.  
8) ibid., p. 281.

第三にかりにこの要因を重視するとしても、購買力平價説にいふ購買力は、一般商品に對する一般購買力である。然るに『經濟の現實を成すものは、特定生産物の價格である。人が爲替を買ふのは、その齎らす一般購買力を得るためではなく、ただ特定生産物の代價を支拂ふためである。そこで人が外國貨幣を支拂ふに至る所以は、何れの人にとつても、二國間の物價平準の一般的相違に依存するものではなく、彼れの買はんとする特定生産物の價格の相違に依存するものである。』<sup>9)</sup>

第四に購買力平價説の主張は、日々の爲替相場(Change courant)を之によつて説明せんとするにあらず、結局において爲替相場の落ちつかんとする平準、即ち爲替の正常相場(Change normal)を説明せんとするにある。なるほど日々の相場が購買力平價に一致せざることとは言ふまでもない。けれども之を正常相場として見る時は、時には甚だしく之から偏倚することはあつても、大體においては両者が絶えず相近づかんとする傾向はある。然らばこの意味においては、購買力平價説は支持されうるか? 『貨幣の對内購買力と對外購買力との不同は、一般には極端とはなつて來ない。しかもそれにも拘らず、購買力平價は爲替相場の法則ではない。爲替相場に依存してそれと共に變動するのが、この平價そのものである。』<sup>11)</sup> 『購買力平價説の支持者は、之をもつて正常爲替の理論であつて日常爲替の理論ではないとする。けれどもこの平價は正常爲替の法則としても認められることは出來ないと思はれる。といふのはこの平價そのものが爲替の結果となりうるからである。而して後に論證する如く、紙幣制度の下にあつては、爲替の正常水準の存在は、之を否

9) *ibid.*, p. 281-282.10) *ibid.*, p. 282-28311) *ibid.*, p. 287.

定することが出来る』<sup>12)</sup>と主張する。要するに教授にあつては、爲替相場は多くの質的および量的要素によつて決定され、その爲替相場が貨幣の購買力を決定するのであるから、<sup>13)</sup>購買力平價説は本末顛倒の説に外ならぬこととなる。

以上において從來の主要なる二つの爲替理論を検討した。要するに『國際貸借説は爲替の量的要因の側から説明せんとするが、その總てを採り入れることに成功してゐない。購買力平價説は爲替の質的、要因に没頭するが、その總てを包含せしめてゐない。一の完全なる説明に到達するためには、これら二つの理論をより大なる一つの理論に基礎づけるべきであらう。……それはたゞに國際貸借および購買力平價に頼るのみならず、更にこの二つの理論が看過した量的および質的の他の總ての要因に頼る所の理論でなければならぬ。』<sup>14)</sup>こゝから教授の積極的主張が生れ出るわけである。

#### 四、爲替の心理的根據

われ／＼が外國貨幣に對して價格を支拂ふは何故か、この外國貨幣の價格は何に依存するか？ 別言せば外國爲替が一定の價格を有するは何故か？ カッセル教授の購買力平價説では、それは外國貨幣が購買力を有するからである。然るにアフタリオン教授にあつては、それは自國貨幣におけると同じく、『その媒介によつて得られると了解 (entendre) してゐる満足に依存し、それによ

12) *ibid.*, p. 288.  
13) *ibid.*, p. 278.  
14) *ibid.*, p. 290.

つて期待 (attendre) してゐるものに依存する。<sup>1)</sup> 而してこの外國貨幣に對して支拂ふものは自國貨幣であるから、之はまた次の如くに言はれうる。『われ／＼が外國貨幣に對して支拂ふことを承認する價格は、……二種の貨幣に對して期待するものゝ比例に依存する』<sup>2)</sup>と。

第一、質的要素。然らば外國貨幣に期待するものは何か？ なるほどそれのもつ購買力もまた確かにその一つには相違ない。けれどもそれは購買力平價説にいふが如き一般商品に對する一般購買力ではなく、特定商品に對する特殊購買力の期待である。ところで一般購買力だと特殊購買力だとを問はず、<sup>3)</sup>そこには既に二つの質的要素がある。それは外國爲替に對する個人的評價の中に這入つてゐる』と教授は主張する。

然しながら外國貨幣に對する期待は、必ずしもその購買力に限らるゝものではない。第二に之をもつて外債の支拂に充てる場合には、外國貨幣の購買力は何等直接の問題とはならない。たゞこの場合にもその外國貨幣に幾何の價格を支拂ふべきか、即ち如何なる爲替相場によるべきかは、外債償還の重要さに對する評價に依存するから、教授に従へばこれまた質的要素の一つである。<sup>4)</sup>

第三の質的要素は戰後ことに盛んに行はるゝ爲替投機である。言ふまでもなく投機は爲替の將來に對する個人的評價に従つて賣買するものであるから、これが心理的根據に立つ質的要素であることは疑ない。而して爲替動搖時代にあつては、國際商業そのものが投機的性質をおびて、貨幣購買力の比較は、爲替の將來に對する評價を加ふることゝなり、この評價が更に商業活動の上

1) Aftalion, A., Monnaie, Prix et Change, 1927. p. 291  
2) ibid., p. 291.  
3) ibid., p. 292.  
4) ibid., p. 292.

に、外債償還の時期および價格の上に影響を及ぼすこととなる。<sup>5)</sup>

最後に貨幣價値の將來に對する評價には、更に財政的立法の負擔を逃れんとする希望、ことに最近には貨幣價値の下落そのものを逃避せんとする希望も密接なる關係を有する。この場合には外國貨幣に對する期待は、負擔または下落による損害の避難所たるにある。<sup>6)</sup>

第二、量的要素。右に述ぶるが如く外國爲替に對する個人的評價に入り來る多くの質的要素をあげることが出来る。けれどもこの個人的評價は同時にまた量的要素にも依存する。何故かといふに各人の評價は、限界效用説に従つて、最後の外國貨幣單位に對する期待に依存し、之は需要數量および供給數量の増減に應じて變動するからである。この點に關する教授の主張は次の一文に明らかである。

『總ての人々において、そこには弗の量的増加に照應して低下する評價の段階があり、需要さるゝ單位の量的増加に照應して需要價格の低下する曲線がある。併しながらこの段階の各階において、この曲線の各點において、人がその單位數に對して支拂ふことを承認する價格は、彼がその最後の單位に期待する所のものに依存する。<sup>7)</sup>』

それ故にこの需要曲線は人によつて異り時によつて異なる。『けれども各々の個人にとり、各々の瞬間において、外國貨幣に對する彼れの評價は、彼れが獲得する最後の單位に期待する所のものに依存する。<sup>8)</sup>』いまこの量的要素を構成する内容については姑らく後の問題とし、少くとも量的要素が需要曲線の媒介によつて、爲替評價の上に重要な役割を演ずるとなす主張は、之によつて明

5) *ibid.*, p. 293.  
6) *ibid.*, p. 293.  
7) *ibid.*, p. 295.  
8) *ibid.*, p. 295.

らかである。

そこで問題はかくの如き量的要素の重視に拘らず、之を爲替心理説と稱して、特に心理的根據に立つとなすは何故か？ この點に關する教授の主張は次の如くである。

『かくの如きが各個人にとつての外國貨幣の價値の根據である。この根據には質的要素と量的要素とが入り、且つ結合してゐる。それは恰かも商品價値の根據における効用および稀少と同じである。併しながら量的に一定せるものは、たゞ最後の單位の價値の決定に關與するに過ぎず、而かもそれにはすでに評價が前提されてゐる。それ故に或る意味においては、根柢において人はたゞ評價を有するに過ぎない。即ち外國貨幣の價値の最後の根據は、總ての商品の價値におけると同じく、本質的には心理的であるといふことが許される。』<sup>9)</sup>

之によつて明らかなる如く、爲替心理説は必ずしも最初に述べたる戦後の爲替動搖の事實より單純に想像せらるゝが如き單なる心理説ではない。教授自身も言はるゝ如く、『現代の貨幣經驗に照らして、人は屢々謂はゆる心理的要素、信認、豫測が爲替に關して極めて重要であると力説する。併しながら爲替がその根據を個人的評價の中に有し、最後の單位の評價の中に有するものであるといふこと、このことが心理説と考へ得らるゝ爲替理論の總てである。』<sup>10)</sup>こゝに爲替の心理的根據が求められねばならぬといふ。

## 五、爲替の日常相場

然らば問題は、かくの如き主觀的なる個人的評價が、いかにして社會的なる爲替の日常相場と

9) *ibid.*, p. 295.

10) *ibid.*, p. 295.

なりうるかにある。教授に従へば、爲替關係者は各々その個人的評價をもつて市場に出る。詳言せば爲替需要者は各々その個人的評價の需要曲線をもつて、爲替供給者は同じくその供給曲線をもつて市場に出で、そこに市場の競合による単一の日常相場を成立せしむるといふ。即ち『個人的需要および供給の曲線は、市場において統合させられる。それらは二つの集合的な大曲線に、言はゞ總計される。……市場の單一價格は、二つの曲線の交叉する點、即ち一定の價格において需要さるゝ數量と、同じ價格において供給さるゝ數量との一致する點に決定される。』<sup>1)</sup>従つてこの點が時々刻々に變動しゆくものなること言ふまでもない。

この場合に問題の質的要素および量的要素は、如何なる意味においてこの日常相場に働くか？ 日常相場は單なる需給の數量に依存するものにあらず、一定の價格における需給の數量に依存する。即ち一方には需給の數量、他方には需給の價格に依存する。前者は即ち量的要素をなし、後者は質的要素をなす。こゝに價格が質的要素をなす所以は、教授においてはそれが結局において個人の評價に基づくからである。<sup>2)</sup>

さてこの質的な心理的考慮即ち爲替價格に關する考慮は、爲替取引の種類異なるに従つて、甚だしくその重要さを異にする。之が最も重要な役割を演ずるのは、爲替投機および國際投資の場合である。これこの場合には、爲替需給の數量は、實は始めからは未定であつて、爲替相場の如何によつてその數量の決定される傾向が極めて強いからである。<sup>3)</sup>

1) Aftalion, A., Monnaie, Prix et Change, 1927. p. 296.

2) ibid., p. 298.

3) ibid., p. 299.

之に反して貿易上および貿易外の原因より來る爲替の需給は、爲替相場の如何に拘らず、收支さるべき數量は一應は始めから豫定されてゐる。従つてこの場合には、爲替價格即ち質的要素よりも、寧ろ爲替數量即ち量的要素がより重要となるは當然であらう。<sup>4)</sup>

併し乍ら現實においては、後の場合と雖も、決して質的要素即ち爲替價格を無視しうるものではない。第一に輸出入代金の決済は、一應は爲替相場の如何に拘らず、爲替需給を強制されるものではあるが、併しその輸出入そのものはまた爲替相場の如何によつて影響される。第二に輸出入代金の決済は、結局において必至ではあつても、その時期は前後に動かすことが出来る。而して決済の時期即ち爲替の手當を繰りあげるか、引き延ばすかは主として爲替相場ことにその前途に對する評價に影響される。第三に爲替需給の數量は輸出入その他の商人活動の結果ではあるがその商人活動はまた爲替の前途に對する評價如何によつて規制されてゐる。かくして貿易上および貿易外の關係においても、爲替相場即ち質的要素は決して輕視さるべきではない。たゞその程度如何については、投機および投資關係の場合に比し、一般には輕度の影響をもつといふに過ぎない。<sup>5)</sup>

かくの如く爲替の日常相場に對する質的および量的要素は、爲替取引の種類によりその輕重を異にするが、何れの場合にも或程度に量的要素の影響を認めざる得ない。けれどもその故をもつて、爲替心理説たるに妨ぐるものではない。例へばいま一國の國際貸借が等しく不利なる場合

4) *ibid.*, p. 299 300.

5) *ibid.*, p. 300 301.



にも、その國の貨幣の將來が樂觀さるゝ時は、爲替の下落を來すことなくして、投機および投資による資本移動のために、國際貸借は平衡を回復するであらう。之に反して同じ場合にも貨幣の將來が悲觀さるゝ時は、爲替の暴落において國際貸借の不利を加重するであらう。即ち爲替の將來に對する評價または豫測が、爲替相場の決定的要素となり、然る限り『爲替理論は本質的に心理説たることをやめるものではない』<sup>6)</sup>。要するに爲替の日常相場は、その需要供給によつて定まるものではあるが、單なる需給の數量のみによるものではない。一定の價格における需給の數量が問題であり、その限り結局は個人的評價に依存し、心理的根據を離るゝものではないと主張する。

## 六、爲替變動の要因

爲替心理説の主張に従つて、われ／＼は先づ第一に、爲替相場の心理的根據を明らかにし、第二に爲替の日常相場を支配する需給法則を明らかにした。而してこの需給法則は結局において各個人の需給數量と價格評價に歸せられる。然らば第三の問題は、この需給數量を決定する要因は何か、またこの價格評價を決定する要因は何か？ 要言せば爲替變動の要因 (Facturs des Variations du change) は何かにある。

第一に爲替の需給數量を決定する要因は、國際貸借と資本移動を主とする。前者については、すでに國際貸借説の批判に因んで論述した。たゞ爲替心理説の異なる所は、この重要な量的要

6) *ibid.*, p. 302.

素を看過せざる代りに、之にのみ爲替の説明を求めざる點にある。

資本移動の量的要因を重視するは、確かに戦後に生れたこの説の特徴と言へる。蓋し戦後の國際經濟は、商品交通の減退に反比例して、資本交通の増進を來たしたからである。債券または株券の購入、銀行への預金、外貨の貯藏、不動産の買入、産業設備の購入または産業會社の設立外國會社への參加、短期および長期の投資等々、種々の形における資本交通は、戦後において最も注意すべき要素の一つとなつた。<sup>1)</sup>

さて資本移動は普通には國際貸借の過剩部分の投資として行はれるが、戦後においては却つて國際貸借の不足と同時に資本輸出の行はることが少くない。<sup>2)</sup> 従つて資本移動の程度または限界の如きは殆んど豫定されない。かの巨大なマルクの賣却の如きその適例である。その限界はまた質的要素の影響の故にも豫定され難い。例へばフランの前途の樂觀さるゝ時代には莫大な外資の流入おこり、その悲觀さるゝ時代には、同じ國際貸借の下でも殆んど外資は入らず、却つて内資の流出が行はれるからである。<sup>3)</sup> 資本移動と國際貸借との合成結果は國際收支(Balance des paiements)となる。それ故に國際收支は、教授においては常に平衡であり、その故にまた國際收支は爲替變動の要因とはなり得ざるものであると主張する。<sup>4)</sup>

第二に爲替變動の質的、量的要因は、量的要因の如く簡單でない。蓋しそれはすでに述ぶるが如く個人の評價(estimations ou appréciations)に依存し、従つて個人の意識または精神状態に依存する

1) Aftalion, A., Monnaie, Prix et Change, 1927, p. 308.

2) ibid., p. 309.

3) ibid., p. 309.

4) ibid., p. 310.

からである。けれどもその意識または評價もまた、結局においては事實から遊離して存在するものではない。それは現在の事實に對する認識および將來の事實に對する豫測に立脚する。<sup>5)</sup> 然らばそれらの事實とは何か？

第一に對外支拂力としての外貨の需要は、一方には外債の多少といふ量的要素に依存すると思はれるけれども、他方には償還期限の遠近によつて外貨需要の強度を異にし、従つて外貨に對する評價を異にする。それ故に償還すべき外債の状態如何が問題となること言ふまでもない。<sup>6)</sup>

第二に對外購買力としての外貨の需要は、間接には一般購買力の比較を示す購買力平價に依存し、直接には特殊購買力の比較を示す個々の商品價格に依存する。何れの場合にも問題は、價格または物價に關係し、従つて通貨または流通の問題に關聯する。<sup>7)</sup>

第三に通貨と物價と爲替に關する購買力平價説の主張、即ち、一通貨、二物價、三爲替の順序に反對して、一通貨、二爲替、三物價の順序に動き、更にその前提に、通貨の流通に關する豫測を置かんとする。<sup>8)</sup> かくして通貨が爲替に影響する途は、量的には、それが國際貸借および資本移動の途より、質的には購買力の不均衡および直接の爲替評價への影響による。<sup>9)</sup>

第四に財政および國庫の状態即ち財政の不足と國庫の窮乏は、爲替相場を下落せしむること勿論なるが、この場合にも問題は、むしろ不足または窮乏そのものよりも、之に對する對策の效果如何に係る。例へば一九二一年のフランス財政の不足は、その後の年におけるよりも遙かに重大

5) *ibid.*, p. 311.  
6) *ibid.*, p. 311-312.  
7) *ibid.*, p. 312-313.  
8) *ibid.*, p. 312-316.  
9) *ibid.*, p. 318.

ではあつたが、賠償および内債に對する期待のかけられてゐた當時は、フラン爲替は殆んど著しき下落を來さなかつた。<sup>10)</sup>

第五に財政政策および爲替政策の如何も重要な要因となる。財政の均衡は爲替の安定上に必要ではあるが、問題はむしろ、その均衡を如何にして得るかの様式の上にある。例へば動産租税の加重によつて均衡を得たる場合は、恰かも一九二四——二五年のフランスに見たるが如く、却つて資本逃避を刺激して爲替を引下げ、爲替の下落が更に資本逃避を刺激することとなる。<sup>12)</sup> また爲替安定政策を如何なる程度に採用するかも、重要な直接の要因となる。例へば一定の機關により一定の相場において爲替を需給する場合には、數量的要因は之により甚だしく修正さるゝこととなるからである。<sup>13)</sup>

最後にこの説の重要な特徴として注意すべき要因は、以上の諸事實が單なる現實の事實としてよりは寧ろ、その各々の將來性に對する豫測 (Révisions) として、爲替相場に影響するといふにある。豫測は以上の諸事實の總てについて、即ち外債の支拂力、商品の購買力、通貨の流通、財政の不足、財政および爲替政策の如何等について、これらの諸事實そのもの以上に、爲替を動かす力を有する。例へば爲替安定政策が爲替を安定せしむるのは、政策そのものゝ現實的效果と共に、その政策の實施および效果に對する豫測が、重要な役割を演ずるが如きこれである。<sup>14)</sup> 豫測はまた、以上の如き爲替評價の根柢となる諸事實の外に、更に爲替の量的要因の上にも及ぶ。

10) *ibid.*, p. 319.  
11) *ibid.*, p. 327.  
12) *ibid.*, p. 322.  
13) *ibid.*, p. 321.  
14) *ibid.*, p. 321.

例へば國際貸借および資本移動の如きも、それらの現實の數量の外に、この數量に對する豫測がすでに重要な役割を演ずることとなる。<sup>15)</sup>

要するに爲替變動の要因は、普通に考へらるゝが如く單純なるものではない。そこには量的諸要素と共に質的諸要素があり、更にこれらの諸要素に關する豫測がある。その主要なる内容は、第一に國際貸借および資本移動の數量、第二に貨幣流通上の變動、第三に國家の對内および對外政策、財政および租稅政策、ことに直接には爲替安定政策、第四に爲替の將來に對する豫測および爲替を動かす以上の諸要因に對する豫測等々これである。<sup>16)</sup>

## 七、金貨爲替と紙幣爲替

爲替心理說における以上の主張は、常に紙幣爲替の前提に立つてゐる。然らばこの說の主張は今日においてさへ正常状態とは考へられざる不換紙幣の場合にのみ、適用さるべき特殊の爲替理論であらうか？ アフタリオン教授は之に抗辯する。『その本質においては<sup>1)</sup>』この說は金貨國にもまた同様に適用され得るといふ。然らばそれは如何なる意味においてか？

第一に爲替の日常相場に關する心理說の主張は、之を一定の價格における需要供給に依存せしむるにあるが、これは金貨國の場合においても同様に妥當する。第二にこの說では外國貨幣の價値の根柢は、その最後の單位に對する期待にあるが、金貨國の場合には、たゞそれがその單位に

15) *ibid.*, *ibid.*, p. 320-321.

16) *ibid.*, p. 325.

1) Aftalion, A., *Monnaie, Prix et Change*, 1927, p. 327.

含まるゝ金純分であるといふ相違に過ぎない。而して上下の金現送點の間における相場の変動は、また同様の種々の要素によつて惹きおこされる。第三に個人的評價に影響する量的および質的の諸要素もまた、金貨國たることによつて何等の相違を來たすものではない。人は金貨爲替における主要の量的要因として國際貸借をあげるが、併しそこにはなほ資本移動といふ他の量的要因もあり、また質的の演ずる役割を無視することも出来ない。

たゞ金貨國の場合には、質的の要因に比し量的の要因はより重要である。何となれば、個人的評價は、この場合には大なる變動の餘地を有しえず、この評價の主要な根柢は、殆んど不變にして心理的變化から獨立せる事實、即ち交換さるゝ二つの貨幣に含まるゝ金純分にある。従つて爲替の動搖に最大の影響を及ぼすものは、國際貸借および資本移動といふ量的の要因である。これ戦前に行はれた爲替理論が殆んど質的の要因を無視しながらも、なほ大過なく爲替を説明しえた所以である。けれどもこの場合といへども爲替の心理的根柢が失はれてゐるわけではないと教授は主張する。

『金貨の爲替理論と紙幣のそれとの間には、何ら絶對的の相違はない。價格に關する以上は、すべての爲替理論はその本質において心理的である。たゞ質的變化の強度の弱きと量的の優勢な役割のために、金貨爲替においては、人は心理的根柢的前提に對して眼をふさぎ、たゞ外的の考察のみ没頭しうるに過ぎない。』

それ故に金貨爲替と紙幣爲替との相違は、理論上よりもむしろ實際上にある。この相違は、何れの場合にも働らく共通の諸要素のうち、或ものは特に金貨爲替において力強く働き、他のもの

2) *ibid.*, p. 329 331.  
3) *ibid.*, p. 331.  
4) *ibid.*, p. 332.

は特に紙幣爲替において力強く作用するからに外ならぬ。その結果として兩者の間には、現實に見るが如き著しき相違が現はれる。この相違の最も著しき點は、紙幣爲替における相場の不決定性 (Indetermination) にある。<sup>5)</sup> 爲替相場が國際貸借または購買力平價に依存するならば、これらの要素はたとひ時々刻々に變動するとは言へ、なほ何等かの方法によつて決定しうるもの、または決定性のものである。然るに心理説の言ふ質的要因は、心理的影響、個人的評價、將來的豫測等々すでに不決定性のものであるのみならず、紙幣爲替にあつては量的要因そのものまでがまた、投機的要素の加重のために決定性を失ひ、資本移動の如きも全く不決定性を帯びて來る。<sup>6)</sup>

紙幣爲替の不決定性は、その結果として爲替相場の不安定 (Instabilité) と、正常水準 (Niveau normal) の缺如とを招來する。紙幣爲替の不安定にして動搖性に富むことには問題はない。<sup>7)</sup> 爲替心理説の特異なる主張の一つは、紙幣爲替における正常水準即ち謂はゆる正常相場または相場基準の否定にある。<sup>8)</sup> 蓋し同じく紙幣爲替の理論として生れたる購買力平價説にあつては、正常水準の存在を認めて、之を購買力平價であると主張するからである。然るに心理説の主張によれば、『紙幣にとつては、爲替の正常水準なるものは無い。<sup>9)</sup>』何故かといふに、この場合には正常相場の根柢なるものは、何處にも發見されないからである。すでに論ずる如く購買力平價は不十分であり、國際貸借もまた爲替の變動に作用はするが、兩者の間には一定の關係を設定するに足らず、更にまた最も有力なる心理的影響を興ふる一國の財政状態も、爲替の變動に重要な作用を及ぼすには

5) *ibid.*, p. 332.  
6) *ibid.*, p. 335-336.  
7) *ibid.*, p. 340.  
8) *ibid.*,  
9) *ibid.*, p. 338.

相違ないが、しかもそれと爲替水準との間には、何ら一定の恒常的な關係を發見することは出来ないからである。<sup>10)</sup>

爲替心理説の主張は以上によつて略々之を明らかにすることが出來た。この主張の中には從來の爲替理論において全く看過されたる方面に、特別の注意を喚起したる點が少くない。ことに現實社會の事實に即して、從來の理論を検討し、新たな主張を試みんとする教授の態度には、多くの學ぶべきものがあると思はれる。併しながら心理説の主張のすべてが、果してそのままに承認されうるかどうか、これが詳細なる批判は之を他の機會にゆづり、こゝではたゞ主として問題となるべき諸點を掲ぐるに止める。第一にこの説の根柢に横たはる價值論としての限界效用説が問題となる。第二に假りに限界效用説に立つとしても、之を貨幣の價值に適用することには更に問題があらう。第三にこの説の國際貸借および國際收支論ことにそれと爲替相場との關係には、尙ほ批判の餘地がないか、第四に個人的評價と社會的評價とを結ぶ客觀的社會的根據を看過せざるか、第五にこの説の主要なる一要素をなす豫測は之を單純なる心理作用となしうるか、最後に一般に評價または豫測の根柢には、個人的思惟を超越する社會的事實が存在し、それが個人的評價または豫測を規定するものとせば、問題はむしろその根柢に横たはる事實の究明にあるではないか等々、そこには尙ほ考ふべき多くの問題が残されてゐると思はれる。(完)

10) *ibid.*, p. 338-339.