

再建金本位制下におけるイングランド銀行の対外活動について

吉沢, 法生

<https://doi.org/10.15017/3000014>

出版情報：経済論究. 34, pp.131-160, 1975-07-15. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：



再建金本位制下におけるイング ランド銀行の対外活動について

吉 沢 法 生

<目 次>

は じ め に

I. イギリスの国際収支, 1925—31

II. イングランド銀行の対外活動

(A) イングランド銀行と外為市場

(B) イングランド銀行と金市場

(C) 中央銀行間協力

(D) 再建金本位制の崩壊

結 び

は じ め に

かつて国際金本位制の中核として機能したイギリスの国際経済上の地位は、第一次世界大戦を契機として大きく後退した。例えば、戦前の債務国アメリカが債権国に転化する一方で、イギリスは、大量の対外債権を喪失したのである。

イギリスの通貨制度は、これにより大きな変動をこうむることになる。まず1914年8月、『通貨ならびに銀行券条例, The Currency and Bank Notes Act』によって紙券の兌換抑制が意図され、また金・銀貨および金塊の輸出禁止が行われるとともに、イギリスの通貨制度は、戦後金本位制度が再建されるまで事実上の不換の制度に移行することになった。1918年11月に大戦は終結するが、その後も物価の変動は鎮静せず、'19年3月の為替管理廃止後、ポンド相場は急速な落ち込みを示した。このようなスターリングの動向を背景として、

戦前のごとき安定したポンドの再建を目指す要請が強まり、1925年4月28日をもって、金地金本位制の形態をとる金本位制度が再建されたのである。

この再建金本位制は、法制的には、『金本位法、The Gold Standard Act, 1925』に基づいている¹⁾。この金地金制度は、古典的金本位制から不換の通貨制度への過渡的・中間的性質を持つところから、金為替本位制度とともに金核制度とも称され、兌換が維持され固定的な為替レートが設定されている点では、金貨本位制度との基本的な共通点を有している。しかし金貨による兌換、その自由鑄造に代わって、金地金での兌換保証が行われる点では区別されねばならない。こうした特殊な通貨制度が成立するについては、もとより戦後の国際的金配分の不均衡が一つの条件をなしていることは、いうまでもないのであるが、当時のイギリスは、アメリカに次いで比較的大きな金準備を保有していたから、より根本的には、国内の信用通貨体系がほぼ整備され²⁾、兌換の目的が事実上通貨用ではなく、退蔵・国外への支払・医療・工芸用等に限られるという事情があった³⁾。そのうえ再建金本位制の下では、純金400トロイ・オンスが兌換の最低限とされ⁴⁾、法制的にも一定の兌換の制限が行われることになっていたわけである。これは不換の管理通貨制度へと一步接近した形態といえよう⁵⁾。したがってその面からいえば、さらに'28年と'31年の保証準備発行限度額の引き上げが理論的にも現実的にも注意されねばならない⁶⁾。

さて、金地金本位制度の場合、金貨本位制度の下で制度的に保証されていた通貨の対内価値と対外価値の自律的均衡化が、一定の制約を受け、通貨価値の二重化が胚胎することになる。もちろん、それが決定的な形となって顕現するには、兌換停止の時期をまたねばならない。というのは、金地金本位制の下においても「通貨の対内価値と対外価値とのあいだには、金輸送点という流通技術上のわずかな範囲内で変動する為替相場における第二義的な隔離を別とすれば、基本的には二者合一の関係が存在する」⁷⁾からである。にもかかわらず、再建金本位制度が上記のような変容をこうむりつつあったことは、後に触れるようなこの体制の抱える構造的な矛盾の深さを示しており、イギリスの金本位制度はこれによってしだいに国内経済重視の方向を示し始める。中央銀行の活

動もまた当然に、その例外ではなく、これに対応するものとならざるをえない。

もともと為替相場変動の自由と、それに伴う国際的金移動の自由とは、戦前型金本位制度の基本的性格であった。自由兌換も保証され、これに対応して中央銀行による通貨量調節の主要な手段は、ただ兌換の請求に応ずることであり、公定歩合を中心とするその他の管理操作はこれを補助する措置にすぎなかった。古典的金本位制度の自動調節機能をどのように解するにせよ、イングランド銀行は、兌換請求に応じながら公定歩合を操作する以外には組織的に活動することはなかったのである⁸⁾。しかし金地金本位制度への移行とともに、イングランド銀行はより積極的な市場介入をよぎなくされていくこととなった。戦前平価での金本位制度の再建・維持のため、高金利政策がとられる一方で、金融市場への中銀介入が表面化することとなったのである⁹⁾。

イギリスの再建金本位制、およびそこにおけるイングランド銀行活動の特質が以上のように把握されるとしても、ポンドの対外価値、その現実・具体の表現である為替市場、および金市場の動向については、従来わが国において必ずしも十分な検討が行われてきたようには見受けられない。確かに理論的には、兌換—固定レート制度、および金の輸出入の自由が保証されている限り、「金地金本位制における信用通貨の対外価値」は「原則においては、金貨本位制度におけると変わりはない」はずである¹⁰⁾。従って一般には、そこにおける外為市場は金貨本位制時代の延長としてとらえられている。つまり原則としての自由為替市場の存在が認められており、それに対する中銀操作の中立性が前提されている。しかし複雑微妙に顕現してくるこの過渡期の情況は、そうした原則的立場のみによっては把握しかねる要素を、多く内包しているように思われる。そこで本稿では、より現実的・具体的な動きに即しつつ、しかも主に中央銀行活動の面について、その歴史的な意義づけを試みることにしたい。

I. イギリスの国際収支、1925—31

行論の序次として、再建金本位制下のイギリス国際収支の概略を検討するこ

第1表 再建金本位制下のイギリス国際収支

項 目 \ 年	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
経 常 収 支							
貿易収支							
輸入 (c. i. f)	-1,167	-1,116	-1,095	-1,075	-1,111	-958	-797
輸出 (f. o. b)	+773	+653	+709	+724	+729	+571	+391
計	-394	-463	-386	-351	-382	-387	-406
貿易外収支							
海運サービス	+124	+120	+140	+130	+130	+105	+80
長期対外投資収入	+250	+250	+250	+250	+250	+220	+170
短期投資の利子・手数料	+60	+60	+60	+65	+65	+55	+30
その他サービス	+15	+15	+15	+15	+15	+15	+10
政府取引	-11	-4	+4	+15	+24	+19	+14
計	+438	+449	+467	+475	+484	+414	+304
經常勘定収支	+44	-14	+81	+124	+102	+27	-102
長期資本勘定							
海外借手向け新規発行	-88	-112	-139	-143	-96	-98	-41
資本償還	n. a.	+27	+34	+35	+49	+39	+27
その他長期対外投資の変化	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	+40	+15
長期資本勘定収支	-88	-85	-105	-108	-47	-19	+1
經常及び長期資本取引の収支	-44	-99	-24	+16	+55	+8	-101
貨 幣 移 動							
短期債務の変化	n. a.	n. a.	n. a.	+136	-84	+26	-293
外国人勘定の手形引受額 の変化	n. a.	n. a.	n. a.	-61	+25	+15	+35
金準備の変化	+15	-7	-1	-3	+8	-2	-45
外為準備の変化	-5	-16	-21	+22	0	-5	+9
中銀及びその他の公的援 助の変化	0	0	0	0	0	+7	+102
貨幣移動収支	+10	-23	-22	+94	-51	-11	-192
調 整 項 目	+34	+122	+46	-110	-4	+3	+293

(単位・百万ポンド)

A. E. Kahn, *Great Britain in the World Economy*, Table 13. p.126.

R. I. I. A., *The Problem of International Investment*, pp.139-140.

〔邦訳、『国際投資論』151—2頁〕

D. E. Moggridge, *British Monetary Policy*, p.118.

とから、はじめなければならないであろう。

まず周知のように、第一次大戦前、国際金本位制の中核として働いていた時期のイギリスにおいての国際収支は、次のような構造を持っていた。「大量の輸入と貿易収支の大幅の赤字にもかかわらず、貿易外収支がさらに大幅の黒字（対外投資からの利子・配当収入、世界最大の商船隊の活動による海運収入、植民地在住の英国人の送金、ロンドンの提供する商業的金融的サービスに対する手数料収入）のため経常収支は黒字であり、この黒字を外国への短期ならびに長期の資本輸出に用いた」のである¹¹⁾。

再建金本位制時代については、第1表に示されている通りであるが、戦前の場合と比べてまず目につくことは、経常勘定収支の不振である¹²⁾。その理由については、戦後の貿易外収入の激減、例えば戦費調達のため大量の外国証券が売却されたことによる利子・配当収入の減額、戦時中とりわけアメリカが巨大な商船隊を建造したことによる海上運賃の下落によって海運料収入が減少したことなどが挙げられている。しかし貿易外収入の顕著な後退が見られるのは再建金本位制の崩壊以後であって、それ以前には戦前に比べて目立った減少はなく、相対的安定期においてはむしろ絶対的な伸びが見られるほどである¹³⁾。従って経常収支の不振を規定したものは、貿易収支の動向といえよう。このうち輸入については、電気機器・機械・鉄鋼等の工業製品の輸入が増大しつつあったが、全体として比較的安定した推移を示している。従って貿易収支の不振は、むしろ多く輸出量によって規定されたことになる。世界貿易に占めるイギリス製造品の割合は、'13年から'29年のあいだに、30.2%から23%に下落している¹⁴⁾。これは輸出部門の全般的傾向であるが、特に綿織物・石炭といった伝統的な輸出商品は、20年代後半、遂に24年水準を超えることがなかった。特に石炭の不振は、生産性上昇率の低下、技術上の進歩による消費量の節約の他、石油・水力資源への国際的な動力源の交代を背景としていた¹⁵⁾。またこうした輸出不振の原因としては、通常25年レートによるポンドの過高評価が最重要な要因と考えられている。しかしこのポンドの過高評価と輸出不振とが国内経済に与えたデフレ効果は、過大に評価されるべきではない。'24年—'29年にかけ

て、イギリスの国民総生産は年率 2.8% の増加を示しているからである。これはイギリス経済のいわば自律的成長によるものであり、公共部門の経常支出および投資、私的部門の住宅建設、また電気・自動車といったいわゆる新産業部門への投資が、その要因と考えられている。

以上のような経常収支の不振にもかかわらず、海外投資の方は依然従来のごとくに継続されたから、経常収支と長期資本勘定とを加えた総合的な収支尻は、当然に赤字の額が増大してゆく。戦後再開された世界の長期国際投資の状況をみると、後進国が主要な資本輸入国であり、輸出のための第一次産業がその主なる対象であったことなどは、戦前の型を受け継いでいる。しかし変化は先進国のがわにおいて顕著であり、その資本輸出は不規則な動きを示し、国際金融センターの多極化につれて資本移動が複雑に交錯するようになっていった¹⁶⁾。注意すべきは、大戦前において少なくともイギリスでは、外国証券の公募が政府による干渉を受けることがなかったのに対して、戦中・戦後は長期資本の輸出規制が行われたことである¹⁷⁾。'21年に戦中の制限が廃止されたものの、'24～5年にはイングランド銀行がポンド安定のために非公式の規制を加えたといわれ、'30年には帝国外諸国に対して、翌年には帝国内諸国に対しても、借款が規制されている。

次に両大戦間期における短資移動の特色については、周知のように均衡破壊的な短資移動の出現にあるといわれている。イギリスの場合、'24年から'27年にかけて長期海外投資が経常勘定黒字残高を超えていた。この過剰投資による国際収支の悪化にもとづき短期金利は引き上げられ、'24～7年中に約 2 億ポンドの米・仏の短資が流入してきた。いわゆる「短期借・長期貸」であるが、'28年の中期以後からは国際短資のイギリスからの流出が始まる。一つにはフランスの安定によるフランス資本の引揚げのためであり、今一つは証券投機の抑制を意図したアメリカがわの利子率引上げによる短資流出であった。大恐慌後は 1930 年、フランス・オランダ・ベルギー・スイスによる在英資産の引揚げが起こったが、中央ヨーロッパおよび農業諸国からのイギリス短資の引揚げがこれを相殺した。'31年の短資移動と再建金本位制の崩壊については後述する。

こうして再建金本位制下のイギリス国際収支には、戦前と比べて貿易収支が弱体化してきたことを基礎に、戦債・賠償問題、その他既述の要因による貿易外収支の不振・不安定などが加わって、海外投資を十分に保証するだけの余裕は、経常収支において失われていた。にもかかわらず、海外投資は継続して強行され、それは短資借入という手段に頼り、そうして'31年のスターリングの崩壊が準備されることになったのである。このように構造的な矛盾を抱え、ポンドは極めて不安定な地位にある。これに対してイングランド銀行はどのように対処したであろうか。以下において、戦前と比べて異質な要素を含むその積極的な活動をみることにする。

II. イングランド銀行の対外活動

(A) イングランド銀行と外為市場

第一次大戦前のロンドン外国為替市場は、原則的に自由な市場をその建前としていた。為替相場の変動は金現送点内に限定され、それを越えてのポンドの対外価値の変動は、国際的な金移動の形で阻止される。すなわち古典的金本位制度の特質をそれ自身のうちに備えていた。

だがこの制度の円滑な機能は、開戦によって著しく阻害された。財政当局を代理するイングランド銀行が、とりわけスターリングードル相場の安定のために市場介入に乗り出したとしても、当然のことといえよう。終戦後も債務支払いのためのドル蓄積が図られ、イングランド銀行による代理介入が続けられたのであった¹⁸⁾。しかしこれらはあくまでも大戦に伴う非常措置であり、終戦から金本位制再建までの期間中、外為市場への介入は、その最小限に止まったものと考えられている。

その後一般には、金本位制への復帰とともに大戦に伴う臨時措置は取り除かれ、従ってまた自由な為替市場が再び制度化されたものと信じられている。しかしその後の研究にもとづけば、そこには一定の変容が現われ始めているのである。もちろん、'31年のポンド危機に際して取られたポンドの支持操作については、いうまでもない。これについての指摘がすでに当時から一部論者によっ

てなされていることは、よく知られているところである¹⁹⁾。ここではむしろ、それに先行する時期をも含む再建金本位制の全期間にわたって、この問題を取り上げていきたい。

いわゆる不換の管理通貨制度の下では、通貨管理が国家の手により主体的になされねばならないが、これにともないそれを実行する手段として種々の為替操作・為替管理が制度化されてくる²⁰⁾。それは各国通貨価値の二重化への傾向を示唆するものである。ところでここにいる再建金本位制の場合、外為市場への中銀介入は、旧平価での復帰当初から始まっている。このことは注目に値しよう。

すなわち、'25年5月以後、予想外に良好なポンド相場を背景としてイングランド銀行はドルを買い求め、これを蓄積した。もっとも当初は戦中・戦後の場合と同様、あくまでも財政当局の勘定においてこれを行ったのであったが、直に自分自身の判断によって為替準備の蓄積に乗り出している。こうして始まるイングランド銀行の外為市場への接近について、まずその為替準備の形成面から見てゆくことにしよう。

イングランド銀行の為替準備の調達は、次の二つの形態をとって行われた。第一は公開市場での買入れであり、この場合には「バンク」自ら市場でこの操作にあたるのではなく、例えばドル為替はアングロ・インタナショナル・バンクまたはそのアメリカのコルレス先を通じて入手された。第二は種々の形態での中銀間取引であった。ほぼ等額の資金が、これら二つの措置によって調達されたと見なされている²¹⁾。時期的には、まず金本位制再建から、'27年末にかけて、中央銀行間取引が中心であった。イングランド銀行が公開市場に本格的に乗り出すのは、それ以降のことである。'25年春から'27年初秋にかけて、中銀間取引は確認されるだけでも3,200万ポンド以上に上った。最終的には'25年5月から'31年6月迄に4,400万ポンドに達している²²⁾。

次にこの中銀間取引による外為蓄積の具体的形態であるが、とりわけ'27年中頃までは、保有資産の内容を変化させるという形をとった。すなわちイギリスの金本位制再建に伴って、以前にはドルでその為替準備を保有していた多く

の中銀が、それを安定化したポンドに乗り換えたのであり、この過程においてイングランド銀行はドル残高を手に入れたのである。例えばオランダ銀行は、'25年6月から9月のあいだに、6,500万フロリンの金をイギリスに送るとともに、ニューヨークにある多額のドル残高の一部をロンドンに移したのである²³⁾。しかしドル資産の入手源として最も重要なものは、コモンウェルス・バンク・オブ・オーストラリアとの取引であり、それは単独で2,400万ポンドに上るドル準備をイングランド銀行にもたらしたのである。このうち1,450万ポンドは、コモンウェルス・バンクを通じてサンフランシスコへの一連の金輸送が行われ、その売却代金がイングランド銀行のニューヨークでのドル準備に移されたことによる。残りの約1,000万ポンドは、オーストラリア政府によるニューヨークでの借入金でスターリングに転換されることから生じている²⁴⁾。ドル以外にはフラン準備が重要であった。'28年以後の慣習的水準は8.1~8.4万ポンドであったが、'31年のフランス銀行との取引後は460万ポンドに激増している²⁵⁾。

イングランド銀行による為替準備獲得の第2の方法は公開市場での買入れであり、これは'27年の末期以降、中銀間取引と並んで本格的に行われるようになった。それ以前は'26年1~3月に行われた500万ポンドの買いが目立つ程度で、その他の時期は遙かに少額であった。'27年末から'28年初頭にかけて900万ポンドが買い入れられて後、イングランド銀行による市場での積極的な為替準備の獲得が始まる。この第2の方法は第1の方法と違って、為替相場の状況に制約される性格のものであったから、'29年と'31年に為替相場の状況が公開市場買いを妨げた際には、中銀間の直接取引が重要な意義を持つのは当然である。

こうして調達された外為準備は、以下の仕方で使用された。まず第1には、金の輸出を妨げるために行われた直物市場における通常の為替相場支持操作がある。このスターリング支持は、'31年の夏を除けば、'26年9月から、'29年9月にかけて積極的に行われた。この期間中イングランド銀行は、スターリングドルの平均為替相場が4.8505ドル、すなわち4.85145ドルというロンドンにとっての平均金輸出口以下であった10ヵ月間に、ドルを直物公開市場で売出

したのである。注意すべきは、介入の行われた時期の為替相場と平均金輸出点とが、かなり相違していることである。これによって、市場相場が金輸出点を割っても直ちに支持が行われたわけではないこと、あるいはまた介入が行われても、場合によっては市場相場を金輸出点以上に維持しようという意図は持たれていなかったことが、明らかである。しかしそれによって金流出を阻止しようとする「バンク」の行動が意味を失ったわけではないのであって、それは次の理由による。つまり大陸諸国との取引とは違ってニューヨークは遠隔地であり、交通の便が悪く高速汽船が連日出港することはないという事実を「バンク」は利用したのである²⁶⁾。不規則な海運事情によって利子費用の追加が起り、またより鈍足の船で輸送するにしても、あるいは敏速な航海を待機するにしても、輸送費用の増加は避けられなかった。従って一定限度スターリング相場が平均金輸出点を割っても、イングランド銀行の外貨準備の喪失は免かれたのである。さらに高速汽船の出港日にはスターリングードル相場の金輸出点は上昇するが、こうした事情を投機業者が利用しようとする場合には、ポンド買いが不必要となることさえあった。従ってこの時の「バンク」の仕事は、専ら金輸送が近まった時に、スターリングをこの金輸出点以上に支持することであった。しかしこの時期の中銀介入は秘密主義を建前としていたから、後にも触れる通り金流出の徹底的な阻止が意図されたわけでも、またそれが可能であったわけでもない。

イングランド銀行の外為準備は、主としてこのスターリング相場の支持操作に用いられたが、それは国内資金量の調節のためにも使用されたことがある。例えば'28年の3月から7月にかけて、国内の余剰資金を吸い上げ利率の低落を防ぐ目的で、手持ちの外国為替を売りに出している。こうした操作は一面でスターリング相場を支持する効果を持つわけであるが、当時は4.87—4.88ドルとポンドが強く、為替相場支持のためには付随的な役割しか果していない²⁷⁾。「バンク」が国内資金量を調節するのに外国為替を売りに出すという、いわば迂回的な手段をとった理由は、その資産構成上の問題からである²⁸⁾。すなわち当時イングランド銀行の政府証券の保有高は平均31,300万ポンドに過ぎず、こ

れ以上の売却は政府証券を保有することによるバンクの所得を脅かす恐れがあった。これに対して、資産項目のうち「その他証券類」の額は平均45,300万ポンドに上っていた。さらにこの勘定項目の実質は為替保有であって、全体の94%強を占めていた。このような事情によって3月から7月のあいだに、その他証券類は約800万ポンドの為替販売額だけ減少した。これによって、一方では再建金本位制下のイングランド銀行がどのような形で為替を保有していたかも明らかであろう。ポンド相場が順調であったため、明らかに為替相場支持を目的としない直物外国為替の売りは、'30年にも行われている。

イングランド銀行は、再建金本位制の期間中、ポンド支持のために他国中銀からの援助を一方的に仰ぎ続けたわけではない。'29年11月と'31年3月、ニューヨーク連銀に対してそれぞれ1,610万ドルと1,120万ドルの払い戻しが行われた。さらに'27年8月にはその為替準備のうちから、2,500万ドルがフランス銀行に支払われ、これによってフランス銀行のドル準備が補強されている。またイングランド銀行のドル準備は金との交換にも用いられ、これは'29年の場合のようにヨーロッパからアメリカへの金の流出を妨げるのに役立った。

このように、その為替準備の使用に当って、「バンク」は極めて注意深い配慮を払っている。旧平価での再建金本位制と中銀の為替操作とは本質的に相容れないものと考えられていたからである。従ってイングランド銀行は、'31年夏以前のポンド支持において、一定の管理レートで外国為替を無制限に売り出すようなことはしなかった。連続的ではなく、できるだけ断続的に、一挙に大量ではなく、なるだけ目立たない方法を採用することによって、市場介入の事実を伏せておこうとしたのである²⁹⁾。市場操作がニューヨーク連銀の口座を通じてなされる場合、各勘定は番号で区別されているため、「バンク」の活動が取引相手に知られることはないという事情もあった。また先述したように、イングランド銀行自身は実際のドル操作を行うことなく、秘密保持の徹底が図られたのであった。最も重要なことは、「バンク」がその外為替保有の事実を公表しなかったことである。既に触れた通り、イングランド銀行保有の外国為替準備は、バランス・シート上では銀行部および発行部勘定の「その他証券類」の項

第2表 イングランド銀行の為替残高と金保有額の変化

年	月 (最 終 水曜日)	為替総額 (ドル+ フラン)	金保有量 の 変 化 (前月比)	年	月 (最 終 水曜日)	為替総額 (ドル+ フラン)	金保有量 の 読 化 (前月比)
1925	4	n		1928	7	42.4	+ 4
	5	n	+ 1		8	38.8	— n
	6	0.9	+ n		9	35.9	— 3
	7	0.9	+ 7		10	31.0	— 7
	8	2.5	— 1		11	22.2	— 4
	9	3.4	— 3		12	19.9	— 5
	10	5.0	—10	1929	1	17.6	— 1
	11	5.0	— 4		2	18.0	— 2
	12	5.1	— 2		3	17.8	+ 2
1926	1	6.1	+ n		4	17.8	+ 3
	2	9.7	+ n		5	21.4	+ 6
	3	9.7	+ 2		6	23.1	— 3
	4	10.0	— n		7	24.7	—10
	5	10.2	+ 3		8	23.3	—13
	6	10.7	+ 1		9	25.4	— 4
	7	14.1	+ 2		10	23.8	— 1
	8	16.6	+ 2		11	19.6	+ 4
	9	16.1	+ 1		12	19.7	+11
	10	17.5	— 3	1930	1	16.7	+ 4
	11	18.8	+ n		2	16.1	+ 1
	12	21.0	— 2		3	15.5	+ 4
1927	1	21.8	+ n		4	14.1	+ 8
	2	24.7	— n		5	15.2	— 6
	3	27.5	+ n		6	19.5	— n
	4	28.1	+ 3		7	24.9	— 5
	5	28.9	— 2		8	25.5	+ 2
	6	31.3	— n		9	24.1	+ 1
	7	31.6	— n		10	24.6	+ 3
	8	27.9	— 1		11	25.0	— 3
	9	38.1	— n		12	25.1	— 9
	10	39.9	+ 1	1931	1	25.1	— 7
	11	41.8	— 2		2	28.9	+ 1
	12	41.9	+ 3		3	33.3	+ 3
1928	1	42.8	+ 4		4	31.3	+ 3
	2	44.5	+ 1		5	31.1	+ 5
	3	44.7	+ 1		6	30.7	+12
	4	44.7	+ 2		7	19.5	—31
	5	45.2	+ 2		8	18.3	+ 1
	6	45.4	+ 9		9	8.7	+ 2

(n=50ポンド以下)

(単位・百万ポンド)

D. E. Moggrdge, *British Monetary Policy*, pp.178-9

目に一括され、ポンド表示で計上されていた。このような中銀の為替保有とその操作については、'31年当時からマクミラン委員会の証言録や再建金本位制崩壊直前の大規模なポンド支持によって、ある程度は明らかになっていた³⁰⁾。

第3表 イングランド銀行・銀行部の資産勘定

年 月	証 券 類		銀 行 券	鑄 貨	資産総額
	政府証券	そ の 他			
1925 6	38,701	76,206	26,404	1,821	143,132
	36,423	71,498	35,861	1,819	145,601
	42,790	76,130	23,546	1,819	144,285
1926 3	42,100	78,191	21,723	1,436	143,450
	43,187	71,378	25,849	1,272	141,686
	36,091	70,971	31,252	1,394	139,708
	34,868	73,745	31,726	1,480	141,819
1927 3	31,462	77,107	31,873	1,326	141,768
	45,416	54,612	34,214	1,620	135,862
	52,397	48,202	32,551	1,577	134,727
	45,284	57,892	32,823	1,355	137,354
1928 3	35,108	59,093	40,420	870	135,491
	31,594	56,216	45,617	1,781	135,208
	29,826	49,035	56,357	2,724	137,942
	47,664	38,203	45,796	1,214	132,877
1929 3	50,476	30,602	53,667	304	135,049
	43,121	29,643	58,074	716	131,554
	63,268	34,688	34,790	1,257	134,003
	66,802	29,333	31,861	819	128,815
1930 3	50,616	24,658	59,615	525	135,414
	52,696	21,893	59,698	929	135,216
	48,999	28,978	51,470	1,019	130,466
	46,617	31,826	54,798	998	134,239
1931 3	38,426	36,317	52,056	756	127,555
	32,980	36,842	58,083	1,010	128,915
	48,754	35,868	53,639	1,294	139,555

United Kingdom, Board of Trade, *Statistical Abstract for the United Kingdom*, 1935, Cmd. 4801, p.214 より抜粋。(単位・千ポンド)

しかし当時の「バンク」の外為準備の実情をかなり詳しく知りうるようになったのは、公的資料の制約もあり、ごく最近のことに属する。第2表には、保有された金為替のうちドルとフランス・フランの合計のみが示されているが、量

的にも両者が為替準備の中心であった。またイングランド銀行銀行部の資産項目の動きを示したものが第3表であって、第2表と対比することにより、「その他証券類」および資産総額に対する外為保有額の比重の推移を知ることができる。すなわち「その他証券類」の総額が傾向的に減少しているのに対して、外為準備は'28年前半まで絶対的な増大を示し、前者に対する後者の比重は著しく高まった。その後はポンド支持の必要から両者相並んで減額している。「その他証券類」の減少傾向に対して銀行券額は増大しており、銀行部の資産総額は比較的安定していた。従って資産総額に対する為替準備の比率は、それ自身の変動によって規定されている。その最高額を示した'28年中期には、実に資産総額の3分の1強を外国為替が占めているのである。こうして一般に金地金本位制度の典型と見なされるイギリス再建金本位制も、実際には金為替本位制的側面を強く示していたと見ることができよう。

一方、発行部勘定での為替準備の保有については、'28年7月の通貨および銀行券条例の制定がその契機となった。すなわち、同法は先にも見た発券制度の緩和を規定するとともに、従来銀行券とは別途に発行されていた政府紙幣のイングランド銀行券への統合を決定した³¹⁾。これに伴い、それぞれの発行準備金がイングランド銀行に集中されることとなり、この時初めてイングランド銀行発行部勘定に、「その他証券類」の項目の下で一定量の外国為替が保有されるようになったと言われている³²⁾。移転された政府紙幣の発行準備金は総額2,700万ポンドであるが、このうち外国為替の量がどれほどであったかは不明である。しかしポンドへの支持介入が本格化し、'28年中期に比べ為替準備額が40%ほどに減少した'29年3月の時点で、全準備額の3分の2は発行部の保有分であったという³³⁾。発行部保有の為替準備はその成立の事情からも、イギリスのいわば公的な為替準備であり、'28年条例が実施に移された同年11月以降、その保有額が毎月財政当局に報告されている。これに対してイングランド銀行の自由準備である銀行部勘定の為替準備は、「バンク」の外部には公表されることのない「隠し資産」であった。従って金本位制維持をその最大の責務としたイングランド銀行は、必要な場合には銀行部の為替準備から取り崩して

いったと想定されるのであり、'29年3月の為替準備の構成はその結果の表われであるように思われる。結局、発行部保有の為替準備は再建金本位制の崩壊後も、為替平衡勘定創設までポンド相場安定のために使用されるのである。

こうして銀行部勘定の場合には、既に金本位制の再建当初から³⁴⁾蓄積され始めていた為替準備は次のような特徴的な方法で、ポンド支持のために運用された。金為替は、例えばドルの場合、連邦準備銀行等のドル預金、合衆国金証券、およびその他の短期に換金できる保証付証券といった形で保有されていた。これらドル証券が購入される場合には、資産勘定のポンド証券が売り出される。逆にドル証券が売られる場合には、その代わり金はスターリング証券に投資されるのであった。従って特定の場合を除き、ドルの売り、または買いは、つねにポンド証券の買いまたは売りによって相殺され、公表された勘定の動きからはイングランド銀行の活動を看取することは困難であった。同時に、まさにこのような操作によっては、市場資金の増減がひきおこされることはないであり、国際間の資金移動に結びつく為替相場の変動は、一定の限度内において、イングランド銀行の資産内容の変化に吸収されてしまっている。その意味で、これらの操作は「重要なイノベーション」であった³⁵⁾。あるいはまた、為替平衡勘定の「先例」であるとも言われているが、このようなイングランド銀行活動の歴史的意義については、後段において再び触れることとしたい。

ともあれこうして「バンク」は、発行部勘定の分を除き、為替準備の形成、保持およびその操作に関しては、秘密主義の方針を堅持したのである。これはポンドの信認維持のために必要な措置ではあったが³⁶⁾、'31年夏のポンド危機に際しては、その介入の規模からしても公然の事実とされるに至った。またこの困難な再建金本位制の運営に当って、イングランド銀行は政府に対して伝統的な自由裁量権を保持していたわけであるが、その結果、為替市場政策のみならず、公定歩合政策の実施に当っても、政府と「バンク」とのあいだの足並みの乱れは明らかであった³⁷⁾。しかしその他方では、先述した'28年末以降の発行部勘定での操作、その他政府短期証券の毎週の入札や、産業合理化を推進する政府の代理人としての「バンク」の活動などにみるように、中銀と政府との

関係がしだいに密接となってきたことも事実であって、'46年のイングランド銀行国有化にも象徴される金融の財政化現象がすでにこの時期において先駆的には現われ始めていたように思われる³⁸⁾。

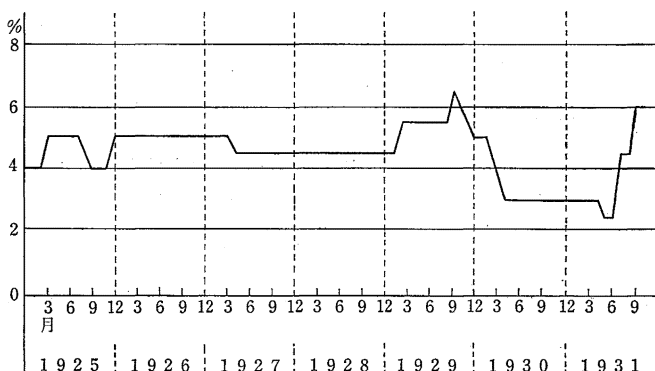
イングランド銀行による以上のポンド支持は、主として直物為替市場において行われたのであるが、当時すでに先物為替市場においてもポンドの支持が行われていた。戦前なお未発達であった先物為替取引は、'21年中ごろにはほぼ十分に整備され、20年代末には「国際金融制度の欠くべからざる一部分」となっている³⁹⁾。再建金本位制の時期には、先物ポンドは全体としてディスカウントの状態にあった。米英間の公定歩合・商業手形割引率の比較も、そのことをよく証拠立てている⁴⁰⁾。このような状態であったから、イングランド銀行は'31年の夏はもちろん、'25年5月から'31年5月という再建金本位制のほぼ全期間にわたって、先物為替の操作を行ない、ポンドの支持を試みている。例えば'29年10月28日から11月8日のあいだに、約850万ドルの先物売りを行い、翌年初頭にはその額はさらに増大し、結局は'29年10月末から'30年2月末までに総額3,500万ドルを超す先物為替が売られている。'31年1月にも350万ドルがイングランド銀行のニューヨーク・ドル準備から支払われた。というのも、当時先物スターリングは著しくその信認を失っており、主要国の為替市場ではすべて金輸出点以下の状態にあったからである。

(B) イングランド銀行と金市場

再建金本位制度が戦前型金本位制への復帰を強く志向したものであることは、4.86656ドルの旧平価の採用に端的に表われている。イングランド銀行発行部の法定金売買価格も、戦前通りに維持されることとなった⁴¹⁾。再建金本位制下のイングランド銀行国際金融業務は、金本位制維持のための対外準備の確保をその眼目として行われたのであるから、上述した為替相場の変動抑制に止まらず、金現送点自身の調整が、また重要な課題であった。言うまでもなく国際間の金移動に当っては、仲介料・保険料・輸送費・その他借入金の利子等が、そのコストとなっている。従って例えば、利子コストを変化させることに

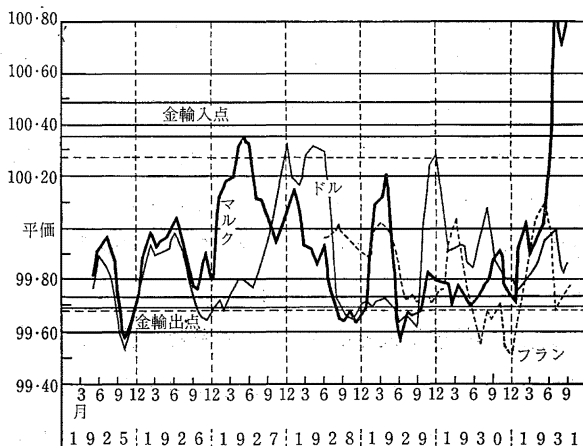
より、金の流出入に影響を与えることができる。戦前のイングランド銀行の主要な金移動対策はこの公定歩合政策であったが、その他には次のような措置がとられている。まず量目の軽い鋳貨を支払うことであって、それによりソヴァリン貨の金含有量が変化し ロンドンからの金輸出点を引き下げることができる。または金輸入業者への無利子貸付を行い、それによって金輸入点を引き下

第1図 再建金本位制下のイギリス公定歩合の推移



D. E. Moggridge, *British Monetary Policy*, p.150.

第2図 再建金本位制下のポンド相場
(対平価比, %)



D. E. Moggridge, *British Monetary Policy*, p.128.

げている⁴²⁾。

再建金本位制の下でも為替・金準備の流出対策として、公定歩合の操作は重要な役割を演じている。第1図のイギリス公定歩合の水準と、第2図の為替相場の変動は、概して対応の動きを示している。しかし第I節で示されたように、戦前に比してより大きな構造的矛盾を抱えたイギリスにとっては、さらに進んだ金の流出対策をとることが必要とされた。もっとも金本位制再建後2年間ほどは、例えばカンリフ委員会報告にも見られるごとく⁴³⁾、金本位制というものが非常に厳格に概念されたこともあって、イングランド銀行のそうした活動は、ほとんど目立っていない。全体として20年代のアメリカが金の流入国であったのに対して、イギリスは再建金本位制下の26四半期中、13四半期において金の純流出を経験している。欧州諸国が金を手しようとするとき、ロンドンに比べてニューヨークからの金輸送費は明らかに割高であり、またアメリカからの金輸送のための借入資金コストも決して低いものではなかったから、ロンドンの金準備は絶えず圧迫を受けていたのである。とりわけ'25年、'26年と続く対ドル・レートの高輸出点を超える下落によって、イングランド銀行は金買入価格の引き上げを考慮し始めた。しかし「バンク」の金市場への介入が本格的に行われることとなったのは、'29年1月以降になってからのことである。その時の金購入価格は純金1オンス当り、法定価格84シリング10ペンスに対して、84シリング11 $\frac{3}{8}$ ペンスであった。29年中だけでもこの買操作は、30回以上行われた。しかし'30年3月からの1ヵ年ほどはフランスを始めとする大陸諸国からの強い金需要があったこと、また後述するようにイングランド銀行が標準金を交付したことによって、市場価格は85シリングを超え、買入れ操作は事実上中断された。フランスによる南ア産金の先物買いも、この高値に影響したと考えられている⁴⁴⁾。しかし'31年夏には、再び「知られざる買手」として法定価格以上での純金購入をイングランド銀行は行った。

さらに金市場への介入は、「バンク」が地金ブローカーやその他の裁定取引業者に対して金輸出のイニシアティブをとらないよう「道義的説得」を試みるという形でも実施された。時として「金の流出を阻止するため非公式に行わ

れる当局の締めつけは、金市場の自由を完全な幻想に変えてしまう」ほどであった⁴⁵⁾。ノーマンは'28年9月、ロスチャイルドに対して、輸出用金に対するすべての需要には応じなければならないが、しかしそのための金は第一にロンドン市場に入ってくるもののうちから調達され、イングランド銀行からは最後の手段として引き出すのでなければならないことを要求している⁴⁶⁾。'31年4月には金ブローカーに対して、アメリカからの注文を喚起したりそれに応じたりすることのないよう道義的説得が行われ、この非公式の規制は7月まで続いた。こうして例えば、アインツィヒの指摘によれば、当時のニューヨークに対する通常の金輸出点が4.85%ドルほどであるのに対して、以上の措置をとることにより約4.84½ドルに変化させることができたという⁴⁷⁾。

ところで第2図のうち、'30年6月から翌年1月にかけてのフランクスターリング相場の著しい下落が目立っている。この現象は、英仏両中銀による意図的な金操作として当時から注目されていた。すなわち、フランが強い時にはニューヨークよりもまずロンドンからの金流出が起りやすい。そこで「イングランド銀行はただ標準金のみを引渡すべきその法律上の権利を行使し、フランス銀行はただ純金のみを受取るべきその法律上の権利を行使した」のである。そのことは「精錬とそれに伴う遅延の費用を付加することによって、金輸送点間の距離を広げる効果を持った」⁴⁸⁾。これは、「バンク」の保有金構成が標準金のソヴァリン貨に偏り過ぎたことを背景に採られた措置であり⁴⁹⁾、フランスがわはこれに非協力の態度をとった。しかしこうした方法による金輸出点の引き下げが金の流出にどのような影響を与えたかについては、意見が分かれている⁵⁰⁾。この問題のネックとなったのは、一日約30万ポンドという金精錬業者の能力であった⁵¹⁾。送金需要がこれを上回る場合には、ポンドは新しい金現送点を越えて下落する。しかし当時危惧されたような無制限の減価は起りえなかった。例えば、ライヒスバンクを介し、英独間の標準金、独仏間の純金の受け渡しが行なわれ、それによって英仏間の金現送はなお可能であったからである。こうして、この7ヵ月間のスターリング—フラン相場は、精錬または三角取引に要するコストによっていわば二段構えの金現送点を持つことになった⁵²⁾。後者の現

送コストが前者を上回っていたからである⁵³⁾。しかしこうした異常事態をもたらす「バンク」の措置は、上記のごとき事情に基づくものであり、ケインズが見たような両國中銀間の国際的協力、すなわちイングランド銀行の意図的な金流出対策などではなかったのである⁵⁴⁾。

(C) 中央銀行間協力

以上、外為市場・金市場における中銀活動を見てきたが、それによっても推察されるように、全体として当時の国際的金移動には重要な変化が起りつつあった。すなわち戦前とは違って、商業取引と、非商業取引ないし特別取引とへの金移動の性格の分裂が起り、しだいに後者の比重が増しつつあったことである⁵⁵⁾。特別取引とは通貨当局によって行われる非商業目的の取引であり、商業取引と違って為替相場の動向に対し、直接の関連を有しない⁵⁶⁾。1925年、オランダ銀行がその過剰保有金の利付資産化を図って、大量のソヴェリン貨をイングランド銀行に送ったことなどがその例である。

中銀活動活発化のもう一つの側面として、各国中銀間の協力が挙げられる。まずニューヨーク連銀によって'27年6月、1,200万ポンドに上るスターリング支持が行われた。もっともこの時は、ロンドンにイアマークされた金をスターリングと交換にフランス銀行に売却するという形態がとられており、その後は'29年と'30年に、それぞれ330万ポンド、715万ポンドがスターリング買いのために投入された。フランス銀行の場合には、'27年以後フラン安定化のための金準備をロンドンでよりもニューヨークで調達するという仕方、ロンドンでの金喪失を防いでいる。また'30年から'31年にかけてスターリングの買い支えも行った。ライヒスバンクは'27年、ロンドンからの金流出を最小にするため、金の購買価格を引き下げている。それ以前にも、'25年から翌年にかけて、ロンドンが最も有利な金市場であったにもかかわらず、ニューヨークで最大量の金購入を行った。

このような中銀間協力は、全体として'28年半ばまでは十分なメリットを持ったと判断されている⁵⁷⁾。しかしその後は協力の方法そのものよりも、各国の

国内経済運営の失敗によって、それは順調には機能していない。とりわけアメリカの大恐慌以後の世界経済の混乱は、各国中銀の意図や能力を越えたものであった。前述した'29年初頭の「バンク」による金市場への積極的介入の開始は、この他国中銀によるポンド支持の退潮と歩調を合わせるものであった⁵⁸⁾。

(D) 再建金本位制の崩壊

これまでは相対的安定期の中銀活動を主な考察の対象としてきたが、最後に再建金本位制を崩壊させた1931年夏のポンド危機を取り上げよう。

この時期の再建金本位制の抱える深刻な矛盾は、当時政権の座にあった労働党内における対立として表われていた。すなわち首相マクドナルドの下で財政を担当したスノーデンが、保守党の政策を受け継ぎスターリングの金平価の維持と、政府財政の均衡化を目指すのに対し、他方では外相ヘンダーソン等が国内の福祉の優先を主張していたのである。前者が対外的経済の安定を重視して、結局はシティの利益を尊重したのに対して、後者は国内経済の安定によって失業回避を願う労働階級の利害の上に立っていた。実際'29年から'31年までの労働党政権の下で工業生産は4%に減少し、失業率は22%に上ったのである。それでもなおスノーデンは公共事業の拡大を拒否し、均衡財政とスターリングの安定を目指したのであった。しかし'31年には、経済活動の沈滞とともに歳入が減少し、財政の均衡化はならず、こうしてスノーデンは両派の不興を買うことになった。

この労働党政権下の不安定なポンドに対して最初の攻撃がかけられるのは、'31年7月13日のことである。この日ドイツではダルムシュタット・ウント・ナチオナル・バンクの支払停止が伝えられ、またマクミラン・レポートの公開によってイギリスの巨額の対外債務が一般に明らかにされたことから、ポンド相場は鋭く下落した。7月29日までに2億ドルの金とドルが失われたが、これはイングランド銀行対外準備の約1/4に相当する。状況の悪化とともに、イングランド銀行はアメリカ連銀およびフランス銀行に接近し、ポンドの支援を求めた。8月上旬までに、両行はそれぞれ1,020万ドル、64万ドルの買い支えを

行っている⁵⁹⁾。さらに米仏からの1億2,500万ドルずつの借入が成約した⁶⁰⁾。しかしそれが成約したのは、メイ・レポートが次年度の財政赤字の増大を予想した直後のことであって、先述した保証準備発行の増額とともに、結果的にはさらにポンドの信託を損うこととなった⁶¹⁾。「バンク」は、同月7日にはフランス銀行からの借入金額の引出しを決定するなど積極的な支持を行ったが、スノーデンの財政均衡計画をめぐる左右両派の対立が激化し、ついに24日労働党内閣は崩壊した。しかし新政権の中心はなおマクドナルド・スノーデンであり、先の財政均衡計画に沿った緊急予算が呈示された。またこの挙国一致内閣の下で、米・仏からのそれぞれ2億ドルのローンが発表されている⁶²⁾。

しかしこれらの措置によっても依然ポンドの信託は回復せず、9月15日スターリングへの再度の攻撃が始まった。この日スノーデンの緊縮計画による賃金カットを不満として起ったイギリス海軍の混乱が、直接の契機となった。イングランド銀行はすでに9月初めから直物相場を4.86ドル周辺（ニューヨークへの金輸出口のほぼ $\frac{1}{2}$ %上）に維持するために介入している。9月8日以降は先物市場でのポンド支持が始まった。しかしこれらの操作が有効であったとは見なされていない⁶³⁾。16日までに米仏からのローンのほぼ半分が直物市場で売られるか、または先物契約のために使用された。16日は500万ポンド、翌17日に1千万ポンド、18日は1,800万ポンド、そして19日の土曜日は半日で1千万ポンドの金および外為準備が流出した。この日の業務終結時において、イングランド銀行の対外準備保有高は、その先物為替契約、中銀間債務、および米仏からのローンの合計を、わずか500万ポンド上回るだけであった。すなわち7月13日以降、準備の損失は約2億ポンドに上ったわけである⁶⁴⁾。これによって、ついに19日、イングランド銀行は政府に公式文書を送るとともに、ニューヨーク連銀に対しても週明けの9月21日に金の支払いを停止すると通告した。6年余にわたる再建金本位制の終幕である。

この恐慌期のイングランド銀行活動は、次のように批判されている。まずポンド支持のための介入資金が政権交代をはさんで2度にわたって準備されたが、その規模に問題があった。すなわちイギリスの債務総額が当時5億ポンドと

見積られたのに対して、当初用意されたのはその十分の一である。その枯渇後、新政権の発足とともに8千万ポンドが追加されたが、徒に準備の損失を招いたのみであった⁶⁵⁾。またイングランド銀行の外為部門が弱体であったため、ドル相場についてはブリティッシュ・オーバーシーズ・バンク、フラン相場についてはアングロ・インタナショナル・バンクがポンド支持の操作を代行したが、これらはともに小銀行であり、相対的安定期とは違って通常の何倍もの取引が行われれば、中銀の代理介入であることは何人にとっても明白であった⁶⁶⁾。さらに8月から9月にかけて先物ドル・フランのプレミアムを利子率格差の実情を無視して引き下げたことが、かえってスターリングに対する投機を助長した⁶⁷⁾。公定歩合については、恐慌期間を通じて余りに低過ぎたと評価されている⁶⁸⁾。その他9月の半ばという重要な時期に、量的にはそれほどの影響はないはずのソヴァリン貨の支払いを停止したことが、諸国に最悪の印象を与えている⁶⁹⁾。加えてイングランド銀行は、スターリング—ギルダー相場には全く無介入であった。そのため、金本位制停止に先立つ一週間のうちに大量の金がアムステルダムに流出し、これが事実上ポンド崩壊の最後の止めをさしたと言われている⁷⁰⁾。

結 び

戦前の金貨本位制度の時期には、兌換制度を基礎に公定歩合操作を行い、短資、従ってまた金の移動を規制するというのが、イングランド銀行の対外準備政策の主体であった。しかし再建金本位制度の下では、上述したような中銀のより積極的な介入が目立ち始める。その為替および金操作は、当該期間を構成する26四半期中、18四半期において対外準備が増大するのに役立ったのである。こうした現実の動きを、例えばD.E. モグリッヂは次のように総括している。「1925年以降の期間を通じて、国内のデフレによって為替相場を強制的に金輸入点に持っていくことなしに、金市場および外為市場操作によって、その国際準備ストックを積み上げるという、また少なくともある程度は、公的準備の損失の時期と程度を統制できるというイングランド銀行の能力によって、確

かに全体として、1925年（の金平価—引用者）の持つ意味の厳しさに對して、国内經濟を何らかの程度で隔離することが可能となったのである。」⁷¹⁾ そうして彼は、この再建金本位制下の經驗が為替平衡勘定への道を準備した、あるいはまた、その「先例」を示したものであると論じている⁷²⁾。われわれもまた以上の考察から、国内經濟の動きと為替相場・金準備とのあいだに、イングランド銀行の介入による一定の隔離が生じたことは、認められるべきことと思う。とりわけ戦前段階と比べて、「バンク」が相当量の外為資産を保有し、それをポンド支持のために意識的に使用したことは、注目に値しよう。

しかしたとえ金地金本位制下のイングランド銀行活動をそのように評価できるとしても、それを直ちに為替平衡勘定の概念へと単純に連絡させることには、大きな問題が残るように思われる。この点を明確に論じるためには、20年代のみならず30年代以降のより立ち入った検討が必要であるが、それは本稿の範囲をおのずから越えていく課題である。従って以下においては、再建金本位制下の金・外為操作と、以後に生じる為替平衡勘定との簡単な対照を試みることによって、この問題への一応の展望を得ることに止め、詳細は他日を期すこととしたい。

まず再建金本位制の崩壊以降、すなわちポンドの不換化とともに外為市場への介入方式が論議されたが、平衡勘定成立以前には次の3案が候補に上っていた。(1)イングランド銀行発行部に為替業務を残すこと。(2)1914年から'18年以來、財政当局に維持されている小規模な為替勘定に上積みすること。(3)イングランド銀行によって管理される新しい基金を準備すること⁷³⁾。このうち行政部門が為替操作に乗り出すのは明らかな不利益があるとして、第3の新しい状況に適した新しい基金の創設が行われることとなったのである。

それではイングランド銀行を主体とする再建金本位制下の管理方式はなぜに不適とされたのであろうか。一つには、「バンク」は毎週の報告書によってその業務内容を公開する義務があり、それによって投機をひきおこす恐れがあること、また発行部の金保有高は固定された金の標準価格で計算しなければならないため、金の市場価格が公定価格を上回っていた当時の状況では、新規に獲

得された金量について、大きな計算上のロスを生じる恐れがあったこともある。しかし最も重大なことは、発行部が保証発行のために保有しているスターリング資産は、予想される規模での外国為替の流入を吸収するのに不十分であるということであった。すなわち30年代に必要な介入基金の規模は、20年代後半をはるかに上回るものと考えられたのである。さらに再建金本位制時代には、過大評価された弱体ポンドを支えるためのドル売りが主体であったが、平衡勘定の生成期には、ポンドが事実上切り下げられたことによって信認を回復し、逆に売り操作のための大量のスターリング資産が要求されていた⁷⁴⁾。準備資産の規模と、少なくとも当時におけるその内容とにおいて、両者には大きな隔たりがあったと見なければならない。

また平衡勘定は、財政当局による統制を受けつつイングランド銀行を通じて活動する。20年代と比べ、政府主導型への転換ということが重要である。だがその場合でも、前述した20年代の「バンク」の為替操作の経験は生かされる。平衡勘定とそれ以前の「バンク」の操作とは、こうして技術的にはつながりをもち、共通しているのであり、従ってその意味では後者は前者の「先例」、「起源」にはかならない。しかし前者は、明確に後者の否定の上に成立したものであり、両者は量的にも質的にも大きく相違しているのである。それは両者の機能が、結局のところ、その背景となる経済の状況・再生産の構造、したがってこれに呼応する通貨の機能や性格によって規定されざるをえないからである。兌換制度の下で金平価の維持をその最終の眼目として行われる中銀の活動と、不換制下の国民経済優先を基礎に行われる通貨当局による管理操作とは、たとえば技術上の共通点を有していても、その社会経済体制上の性格・機能においては、同一とはいえないものがある。

再建金本位制下に芽生えた通貨価値の二重化への傾向は、決してその制度が持つ本来の性格とはいえないであろう。しかしまた、第Ⅰ節でみて来たように、国際収支の構造的な不安定性を抱える再建金本位制は、古典的金本位制度からの偏倚をその歴史的特質として持っているものであり、そこにおいての中銀活動は、またそうした関係からの規定をうけざるをえない。そうして、技術的

には後來する為替平衡勘定にも似たものを、おのずから生み出すようになっていった。しかしそれは '31年恐慌を経過した後の 為替平衡勘定とは明確に區別されるべき歴史的限定をもたざるをえない。

すなわち、再建金本位制下のイングランド銀行による對外業務の歴史的意義は、確かに兌換制下としてはきわめて特異なものであるにせよ、為替平衡勘定にとっての、その前身的な性格に求められよう。しかしその場合でも、為替平衡勘定は '31年恐慌による否定的な媒介を経てはじめて形成されたものであり、その先驅的形態とは異なる新しい歴史的意義と機能とを持って生み出されたものである。従って上述したような一定の共通性にもかかわらず、歴史的段階を異にするそれぞれの経済体制において、両者は、おのおの歴史的に独自の意義を有しているものであることが、忘れられてはならないであろう。

注

- 1) T. E. Gregory, *Select Statutes Documents & Reports Relating to British Banking 1832-1928*, New impression 1964, Vol. II, pp. 383-4.
- 2) ホートリーは、この状態を貨幣なき信用 (credit without money) 経済と呼んでいる。(R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, Third ed., 1934, pp. 1-16).
- 3) 古典的金本位制の変容の諸側面については、小野朝男『國際通貨制度』1969年、101—7頁。高木暢哉『現代不換通貨の価値』1971年、84—108頁。波多野真『インフレーションと國際通貨』1973年、14—27頁。
- 4) T. E. Gregory, op. cit., p. 383.
- 5) 金本位制度の変容に伴ういわゆる自動調節作用の弱化については、楊井克己編『世界經濟論』1961年、124頁参照。
- 6) 通貨ならびに銀行券条例 The Currency and Bank Notes Act, 1928 によって、限外発行制度が創設されるとともに、保証準備発行額が、1,975 万ポンドから 2 億 6 千万ポンドに引き上げられた。(T. E. Gregory, op. cit., p. 386). さらに 1,500 万ポンドの保証発行限度額の引き上げが行われたのは、'31年 8 月であった。このほか先の条例は、その第 11 項において、純粹に産業または輸出目的に必要なものを除き、1 万ポンドを越えてイギリスで保有される金量を、イングランド銀行が買上げる権限を与えている。(T. E. Gregory, op. cit., p. 390). イギリスの對外準備の補強がその目的であった。(P. Einzig, *International Gold Movements*, second ed., 1931, p. 7).

- 7) 高木暢哉, 前掲書, 108頁。
- 8) 国際金本位制と中銀の積極的な介入操作とが原則的に相容れないことについては, J. T. Madden and M. Nadler, *The International Money Markets*, reprint 1968, p. 3.
- 9) 公開市場操作の定着が金本位制度に対して破壊的な効果を及ぼすことについては, J. T. Madden and M. Nadler, *op. cit.*, pp. 15-16.
- 10) 高木暢哉, 前掲書, 107頁。
- 11) 西村閑也, 「国際金融市場」, 『金融論講座』4, 1968年, 104頁。
- 12) A. E. Kahn, *Great Britain in the World Economy*, 1946, (rep. 1968) pp. 131-3.
- 13) A. E. Kahn, *op. cit.*, pp. 132, 137.
- 14) A. Maizels, *Industrial Growth and World Trade*, 1965, p. 189. Table 8.1.
- 15) League of Nations, *The Course and Phases of the World Economic Depression*, 1931, rev. ed., 1972, pp. 59-60.
- 16) 楊井克己編, 前掲書, 243—4頁。
- 17) B. W. E. Alford, *Depression and Recovery? British Economic Growth, 1918-1939*, 1972, p. 62.
- 18) D. E. Moggridge, *British Monetary Policy, 1924-31, The Norman Conquest of \$ 4.86*, 1972, p. 180.
- 19) 例えば P. Einzig, *The Tragedy of the Pound*, 1932, pp. 85-96.
- 20) 欧米における各国別の特徴については, 真藤素一『管理通貨制度の理論』1967年, 28—31頁。
- 21) D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 181.
- 22) D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 182. note (3).
- 23) The Annual Report of the Netherlands Bank for 1925, Federal Reserve Bulletin, XII(8), August 1926, p. 592.
- 24) 1927年の920万ポンドの借入が中心である。D. E. Moggridge, *op. cit.*, pp. 181-2.
- 25) このうち50万ポンドは両中銀間のフラン—ドル取引の結果であった。従ってイングランド銀行は, それに相当するドル準備を失っている。またこの時には, フランス銀行によるスターリング買いも, フラン準備の増加に貢献した。(Clay, *Lord Narman*, 1957. p. 371. D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 182).
- 26) D. E. Moggridge, *op. cit.*, pp. 185-6.
- 27) D. E. Moggridge, *op. cit.*, pp. 187.
- 28) D. E. Moggridge, *op. cit.*, pp. 186-7.

- 29) 例えば'28年8月14日から9月1日の間に、イングランド銀行は10回介入し、毎回の平均は39万ポンドであった。'28年10月8日と26日の間では、13回介入し、平均は54万5千ポンドであった。(D.E. Moggridge, op. cit., p.185).
- 30) Macmillan Committee, Minutes of Evidence, vol. I. Q. 156-60. p.14.
レポート本文は、イングランド銀行の統制力強化のため、『金為替』の保有とその活用を勧告している。(Committee on Finance and Industry, Report, 1931. para. 354, 356, 360, pp.151-2, 154. (〔滝口義敏訳『現代金融論—金融及産業について—』1933年, 252—3, 255, 257—8頁)。
- 31) T.E. Gregory, op. cit., p.385.
- 32) W.A. Brown, *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934*, 1940 (rep. 1970) Vol. I. p.683.
- 33) D.E. Moggridge, op. cit., pp.183-4.
- 34) ノーマンは、金本位制再建に当ってはドル為替の操作が必要になろうと考え、実際には既に再建以前からドルの買入れを開始していた。(H. Clay, op. cit., pp.151, 255). ちなみに、the Gold Standard Bill 1925 の最初の草案は、the Gold Exchange Standard Bill と呼ばれたという。(D.E. Moggridge, op. cit., p.180. note(6)).
- 35) H. Clay, op. cit., p.255.
- 36) 隠し資産の公表は、為替投機の抑制に止まらず、国内のマイルドなデフレ政策の遂行を困難にしたであろう。(D.E. Moggridge, op. cit., p.184).
- 37) D.E. Moggridge, op. cit., pp.183-4.
- 38) M. J. Artis, *Foundations of British Monetary Policy*, 1965, pp.25-28.
- 39) P. Einzig, *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, 1961, (rep. 1962) pp.12. 289. [東京銀行為替部訳, 『先物為替の動態理論』1965年, 15, 321頁].
- 40) P. Einzig, op. cit., p.287. [邦訳, 前掲書, 319頁] 当時の先物相場, 公定歩合平価, 商業手形割引率平価の詳細は, P. Einzig, *The Theory of Forward Exchange*, 1937, Appendix, I. II. III.
- 41) 売り価格は1標準オンス当り3ポンド17シリング10½ペンス, 買い価格は, 同じく3ポンド17シリング9ペンスであり, 1844年のピール条例における規定が踏襲されている。
- 42) D.E. Moggridge, op. cit., p.170.
- 43) Committee on Currency and Foreign Exchange after the War, First Interim Report, 1918, T.E. Gregory, op. cit., Vol. II. p.335.
- 44) P. Einzig, *International Gold Movements*, pp.117-8. D.E. Moggridge, op. cit., p.173.

- 45) P. Einzig. op. cit., p.21.
- 46) H. Clay, op. cit., p.238.
- 47) P. Einzig. op. cit., pp.88-9.
- 48) J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol.2, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. VI. 1971 (first ed., 1930) pp.293-4.
〔鬼頭仁三郎訳、『ケインズ貨幣論』第5分冊, 1934年, 159—160頁, ただし訳文は字句等を改めている。〕なお純金棒の純度0.996に対して, 標準金は0.916である。
- 49) '29年6月から'30年3月までに, イングランド銀行は3,900万ポンドをソヴァリン貨で得て, 4,500万ポンドを純金で失っている。
- 50) 上記の措置によって実質的に金の流出が制限されたとみるのはモグリッジであり (D.E. Moggridge, op. cit., p.175), 逆に通常よりも大量の金が, フランスに流れたと主張するのがアインツィヒである。なぜなら大量の金流出は割引市場に, それへの反対作用を喚起するが, この場合のように精錬能力の制約によって小規模に繰り返される流出は, このような反動をひきおこしにくいからである。(実際, 公定歩合にもまた市場利率にも目立った動きは起っていない。)(P. Einzig, op. cit., p.107). この英仏間の問題は結局国際決済銀行が中に入り, '31年1月フランス側が0.900以上の純分を持つ金であれば, 受取るという形で解決を見た。
- 51) パリの精錬業者の能力は殆ど無視しう程度のものであった。(P. Einzig, op. cit., p.102).
- 52) アインツィヒは前者を相対的金現送点, 後者を絶対的金現送点と呼んでいる。(P. Einzig. op. cit., pp.102-3).
- 53) アインツィヒの計算によれば, 精錬費用が最高率の場合の金現送点が約123.65フラン, ベルリン経由での現送が行なわれる場合は, ほぼ123.45フランとなっている。(P. Einzig. op. cit., pp.102-3).
- 54) Einzig. op. cit., p.106, Moggridge. op. cit., p.175.
- 55) P. Einzig. op. cit., pp.132-3.
- 56) P. Einzig. op. cit., p.30.
- 57) S. Clarke, *Central Bank Cooperation, 1924-31*, 1967, p.220.
- 58) D.E. Moggridge, op. cit., p.176.
- 59) S. Clarke, op. cit., p.205.
- 60) このドル及びフランの引出しに際しては, 米仏の中銀勘定に満期90日以内の優良商業手形を預けなければならなかった。これにはイングランド銀行の保証が必要とされ, 利子は年率3%であった。(S. Clarke, op. cit., p.206).
- 61) H. Clay. op. cit., p.386.

- 62) S. Clarke, op. cit., p. 213.
- 63) S. Clarke, op. cit., p. 216.
- 64) H. Clay. op. cit., p. 398. このうち83%はポンド支持による為替準備の損失である。D. E. Moggridge, op. cit., p. 193.
- 65) P. Einzig. *The Tragedy of the Pound*, pp. 86-9, 93.
- 66) 従って「バンク」も8月末以降は、クリアリング・バンクスを利用し始めていた。(P. Einzig. op. cit., pp. 90-92).
- 67) P. Einzig, op. cit., pp. 87, 94-5.
- 68) P. Einzig, op. cit., p. 87.
- 69) P. Einzig, op. cit., pp. 95-6.
- 70) P. Einzig, op. cit., p. 95.
- 71) D. E. Moggridge, op. cit., p. 198.
- 72) D. E. Moggridge, op. cit., p. 185.
- 73) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Vol. VIII, (4), December 1968, 'The Exchange Equalization Account: its origins and development' p. 378.
- 74) もちろん、創設後の短期間が過ぎれば、今度は外為売りが主体となった。
(Bank of England, op. cit., p. 378).