

再建金本位制・再論

吉沢, 法生

<https://doi.org/10.15017/4474734>

出版情報：経済學研究. 41 (4), pp.17-30, 1976-04-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



再建金本位制・再論

吉 沢 法 生

< 目 次 >

はじめに——ひとつの接近視角——

- I. 公定歩合操作
 - II. 金市場への介入
 - III. 外国為替市場での活動
- 結 び

はじめに——ひとつの接近視角——

再建金本位制は、いわゆる金地金本位制の典型として、これまで通貨価値論的でないしは金の節約化機能の展開との関連で、抽象的かつ一般的に論じられることが多かった。だが複雑な諸条件や諸動因をふくみつつ機能してきた再建金本位制は、それだけにまた、その解明にとって多くの残された諸問題をもつことはいうまでもない。事実、研究状況の進展とともに、対象とそれを捕捉する論理との間に新たな緊張関係が芽生えてきている¹⁾。

再建金本位制は、普通には、古典的金本位制度といわゆる不換の管理通貨制度との関連で考察されてきた。しかし過渡期に特有の諸事情が、当然にも、その本質規定に関して対立的な諸見解を生んでいる。すなわち、それが第一次大戦前との基本的連続性において把握される場合でも、更にそれが第二次大戦後まで引き延ばされてそれとの連続性が強調される迄に至ると、再建金本位制の理解は一定の制約を受けざるをえない。他方、いわゆる「金本位制のゲームのルール」に従う中央銀行の役割を厳密に規

定し、中銀の対外準備の増加(減少)は、その国内収益資産の保有増(減)をもたらすという仮定の下で、各国中銀の資産の動向が綿密に検討された結果、1880年代から1930年代にわたって否定的な結論が出されている²⁾。その意味で、前の場合とは逆に、一貫して自動調節作用に対する管理的要素を重視する見解が生まれることになる。しかしこの場合も、再建金本位制が極めて平板にしか把握されえない点は、前と同じである。

確かに再建金本位制が、その前後をなす両制度の中間的・過渡的形態に他ならないとしても、しかしそれは過渡期に固有の歴史的な意義を有しているはずである。そうした接近への一助として、先に筆者は、金地金本位制下における通貨価値の二重化傾向に着目し、また1930年代以後の為替平衡勘定 The Exchange Equalization Account を念頭に置きつつ、再建金本位制下のイングランド銀行の対外活動について、若干の検討を行ったことがある³⁾。本稿の意図は、先の考察を以下のような見地から再検討し、それによって再建金本位制にたいする一接近視角の提示を試みたものである。

周知のように、中央銀行活動という側面からの再建金本位制への接近に有力な視座を提供されたのは、川合一郎教授の御論稿である⁴⁾。教授は、まず、金本位制度と管理通貨制度とを、それぞれ次の様に規定しておられる。「前者においては中央銀行の金利操作によって援護される兌換の方が主であるが、後者においては、一定

の制限をうけながらも金の公定レートによる売却によって補充される事前的な金融操作（管理的要素）がそれぞれの段階を特徴づける本質的な徴表となっている。⁵⁾」または「管理通貨制は金本位制が事後的な兌換に重点をおくのになたいして、事前的な信用調節の側面を重視する。

（のちには金の売却・停止・再開、価格の変更もまたその範囲に入ってくる。⁶⁾」両制度についてのこのような理解を前提して、教授は更に再建金本位制について、以下の様な把握を行っておられる。「金本位制と管理通貨制とは两大戦間の再建金本位制の時期を移行期として相互に浸透し、ここで兌換と信用操作の二つの要素のウエイトがいかかわっている。⁷⁾」「国際的な視野でみられた通貨制度は、第一次大戦勃発時の緊急措置的な兌換停止とそれにつづく戦時・戦後インフレーションののち、『再建』された『金本位制』である第一次大戦後の金地金本位制や金為替本位制のあいだに漸次管理通貨制的要素をつよめ、……、アメリカの財務省によるドルに対する金売却規定とIMF加盟国の対ドル・レートを維持するための公的介入のルールの創出とによって整備された管理通貨制への移行を完成した。⁸⁾」

こうして教授は、再建金本位制を、公定歩合政策によって援護される兌換制度から、中央銀行の管理操作への“漸次的ウエイトの転換。によって特徴づけておられるのである。中央銀行活動の面からする再建金本位制への接近に、一つの有力な方向性が打ち出されたわけである。この「過渡期」への接近方法、すなわち金本位制的要素と管理通貨制的要素の「相互浸透」＝漸次的ウエイトの転換論に留意しつつ、イングランド銀行の対外活動を実証的に検討し、再建

金本位制がこの論理の枠内で果して十全に把握されうるものであるのかを、以下の論述で吟味していくこととしよう。

〔注〕

- 1) 例えば、海保幸世「イギリス再建金本位制について——英帝国との関係を中心にして——」（『金融学会報告』第37号、1973年10月）は、海外投資を基軸とするイギリス経済の基本的性格とスターリング為替本位制の発展との二側面から、再建金本位制の把握を図っている。また信用創造論に焦点をあてて金本位復帰論争の整理を試みたものに、山本栄治「1925年イギリス金本位復帰論争の一考察——E・キャナンとJ.M.ケインズ——」（大阪市大『経済学雑誌』第73巻第1号、1975年7月）がある。
- 2) 1880年から1913年迄についてはA.I.Bloomfield, *Monetary Policy Under the International Gold Standard: 1880—1914*, 1959, pp.47—51. (小野——郎・小林龍馬共訳, 『金本位制と国際金融』, 1975年, 56—61頁), および1922年から1938年迄については, League of Nations, *International Currency Experience—Lessons of the Inter-War Period*, 1944, Reprint1947, pp. 68—88. (小島清・村野孝訳, 『国際通貨——20世紀の理論と現実——』, 1953年, 99—132頁)を参照。
- 3) 拙稿「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」（九大大学院『経済論究』第34号、1975年7月発行）。ここに言う「対外」活動とは、ポンドの対外価値、すなわち為替相場や外貨準備の増減に直接関連する中央銀行活動を意味している。
- 4) 川合一郎「いわゆる『金本位制のゲームのルール』について」（同著『管理通貨と金融資本』, 有斐閣, 1974年, 所収）。この論文は、IMF体制の改革をめぐる諸見解のうち、フロート主義への批判をその基調としている。しかしその為にも、この体制の本質把握、従って又金本位制と管理通貨制、並びに再建金本位制についての明確な把握が前提されざるをえないのである。
- 5) 同上, 204頁。
- 6) 同上, 194頁。なおここで述べられている金本位制度と管理通貨制度との規定にも拘わらず、むしろ管理通貨制度における固定的なレート下の「金融調

節という何らかの『ゲームのルール』』＝「広義のゲームのルール」の再現（同上，204頁。）を主張されるのが川合論文の趣旨であり，上記の規定は，そうした関係の中に位置づけられねばならない。

7) 同上，204頁。

8) 傍点は引用者。同上，203頁。なお川合教授による再建金本位制の把握には，後述の論点が，合わせて考慮されねばならない。

I. 公定歩合操作

まずこの時期におけるイングランド銀行活動の実際を見ることから始めよう。ポンドの対外価値が，イギリスの国際収支の状況によって基本的に規制されることはいうまでもない。従って「バンク」の対外活動の検討に当っては，第一次大戦後におけるイギリス国際収支の構造変化——とりわけいわゆる「短期借・長期貸」の構造——の意味が把握されていなければならない。¹⁾このようなポンドの不安定性を前提すれば，再建金本位制の擁護を図る「バンク」が，公定歩合の操作に止まらず，金および外為市場への介入にまで及ぶ積極的な活動を示したことは，当然のことと言えよう。まず公定歩合の操作であるが，この時期のイギリスは，対外的金融構造の不安定な性格から，金利を高め維持する必要があった。実際20年代後半の「バンク」の割引率は，証券投機の抑制を意図した28年後期のアメリカの利子率引上げの一時期を除き，全体としてニューヨークよりも高い水準が保たれていた。²⁾

ところでこの公定歩合操作の効果には，戦前に比べて，大きな制約が課されつつあった。すなわち戦前の金利操作は，まず自由主義段階において当時の綿工業を中心とする産業資本は，標準的にはその設備投資を自己資金によってまかなう一方，運転資金については専ら銀行の手形割引に依存していたのであり，従って中央銀

行と市中銀行ないし割引市場，および機能資本間の密接な関係を基礎として，対内的にも対外的にも古典的な作用を及ぼしたと考えられている。³⁾しかし次第に株式会社の普及につれて資本市場の整備が進み，また銀行業の集中・独占化と共に手形割引が減退し，当座貸越の比重が増大することによって，割引率操作の効果が徐々に緩和されていった。⁴⁾もっともこの割引政策の対内効果の稀薄化は，他方で証券市場における操作を準備することとなり，こうして20世紀の初頭においても，金利引上げに示される「バンク」の意図は，利子コスト増大，コンソルの売りに伴う証券価格の低下による資金の借入れ難を通して，なお対内的な影響力を保持したのであった。

しかし一般には独占段階のバンク・レートの効果は，海外金融に対してより直接的に機能したものと見なされている。すなわち慣習的に公定歩合の4%以上への引き上げは，まずマーチャント・バンカーによる長期の海外証券発行量を減退させる。しかし海外発行に応募される予定であった資金が一時的に短期市場に投下されることなどによって，それに代る短期形態での対外信用の供与が増大することがあるものの，結局は，この短期信用としての金融手形の引受自体が減少することによって，海外への信用供与が制限されることになる。⁵⁾

ところが第一次大戦後の段階になると，割引市場における金融手形の比重が低下して公定歩合操作との密接な関係を失い，かわって1928年水準で貨幣市場の取扱高の $\frac{1}{4}$ を占めるようになったのが政府の短期証券，Treasury Billであった。⁶⁾これによって財政当局の貨幣市場への影響力が増したことはもちろん，反面では公定歩合操作の効果に大きな制約が加わることになっ

た。すなわち一般の手形の場合には、バンク・レートの変動は、資金の借り手と貸し手の双方に作用してその効果を高めるが、T. B. の発行は、財政事情等本来的に利子率の状況に規定されない要因によるため、レートの変更は専ら貸手にのみ影響する⁷⁾。すなわち T. B. の供給量は直接に公定歩合の変更によっては左右されず、従ってこの時期のバンク・レートの有効性は著しく減退したものと考えられている。そうであるとすれば、先に見た国際収支の構造的な悪化を背景として、再建金本位制の擁護の為に、「バンク」はそれを代理し、補足するものとしての他の諸手段を行使せざるをえなかった。そこで次に「バンク」による金市場への介入について見ることにしよう。

〔注〕

- 1) イギリス国際収支の構造変化については、拙稿前掲論文、133—137頁、参照。また「短期借・長期貸」のより詳細な分析については、大島清「第一次大戦後の国際金本位制の成立とその崩壊」(大島清・加藤俊彦・他著、『金融論』、1960年、293—297頁を参照。
- 2) しかしライヒスバンクは、ロンドンに比べて一貫して高目の水準を維持している。フランス銀行も'27年中まで同じ傾向にあり、以後低めに推移した。D. E. Moggridge, *British Monetary Policy 1924—1931, The Norman Conquest of \$ 4. 86*, 1972, p. 150. Fig. 3, 参照。
- 3) ちなみにイングランド銀行が手形仲買人の割引勘定の開設を認めたのは、1830年のことである。W. T. C. King, *History of the London Discount Market*, (藤沢正也訳、『ロンドン割引市場史』1960年、116頁。)
- 4) 野田弘英「金融政策の展開」(竹村脩一編『金融経済論』、1968年、有斐閣双書) 172—173頁。
- 5) 佐美光彦「国際通貨体制——ポンド体制の展開と崩壊——」、1976年、100—106頁。W. A. Brown, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted. 1914—1934, 1940, Reprint 1970*, pp. 662—669. 上述のように独占段階におけるマーチャ

ント・バンカーとイングランド銀行との関係は注意を要する。「……19世紀末葉における内国手形流通高の決定的衰退に代って ロンドン割引市場の空白を満すこととなっていた外国為替手形は、その市場性を得るには手形引受信用の媒介を不可欠のものとするという事情のもとで、この媒介的信用の独占権を確保していたマーチャント・バンカーは、さらにイングランド銀行理事会を通じてロンドン割引市場——全信用制度の基底としての貨幣市場——の動向を左右しようという形に事態は旋回していたのである。彼等はずから引受ける手形にたいして、中央銀行理事会としてその手形の適格条件を規定する。」(生川栄治『イギリス金融資本の成立』、1956年、376頁)。

- 6) T. Balogh, *Studies in Financial Organization*, 1950, (西村閑也・藤沢正也訳、『英国の金融機構』、1964年、178—183頁)。
- 7) W. A. Brown, Jr., op. cit., pp. 649—650.

Ⅱ. 金市場への介入

再建金本位制下の金市場におけるイングランド銀行の活動そのものについては、既に述べたところであるから、¹⁾ここではむしろそれ以前の時期をも考察の範囲におきながら、この時期の金市場操作 the gold devices の持つ特性を検討しておくことにしよう。

「バンク」が金市場での操作に着手したのは、セイヤーズやブルームフィールドによれば、²⁾ほぼ1890年頃と言われている。当時「バンク」は、銀行券と引換えにソヴァリン貨を支払うこと、および標準オンス当り3ポンド17シリング9ペンスで金地金と交換に銀行券を発行することを義務づけられていた。しかし金地金に対してより高い価格を支払うことに対しては何の制限も課されておらず、また外国金鑄貨の取引価格に関する規制も設けられてはいなかった³⁾。従って「バンク」は金市場において上記の金買入価格ないしはそれ以上の価格で金に買手がつかない場合、その法定価格で提供される

全ての金の自動的な買取りを義務づけられる一方、もしその量が自己の必要に不足すれば、毎週月曜日に売り出される南アの新産金を法定価格以上で買入れることができたわけである。もちろんソヴァリン貨の売り価格である77シリング10½ペンス以上の付け値は行われていない。当初外国金鑄貨に対しては、溶解・鑄造コストを見込んで相対的に低い買入価格が設定されたが、後に地金レベルに引き上げられてその買入も増加した。その後一般に、割引率操作に対する金価格操作の持つ独自の意義が認められるようになる。前者に比べて国内の経済活動に動揺を与えることが少ないというのがその理由であった。⁴⁾ 金価格操作のうち、買入価格の引上げは金市場からの金輸出口 Market Gold Export Point の引下げ、また売り価格の引上げはイングランド銀行からの金輸出口 Bank of England Gold Export Point を引下げて、⁵⁾ それぞれ金の流出に到るまでのポンド相場の変動範囲を拡大することになる。具体的には1890年1月に公定歩合の引上げが奏効せず、そのため地金の買入価格が公定値より半ペンス引き上げられて金を吸引し、かえってバンク・レートの引き下げを可能にしたことがある。その後翌年にかけてもナポレオン、イーグルその他の外国金鑄貨の価格が引き上げられており、次第に金価格の操作はイングランド銀行の日常業務となっていた。

「バンク」はこの他に、金輸入業者に無利子の貸付を与えることによって金輸入点の引下げを図っている。すなわち金が船積みされるとその到着前に前貸を行い、その保証として証券を留保し、これは輸入業者によって金が「バンク」に持ち込まれたとき返済されたのである。⁶⁾ 更にイングランド銀行はライヒスバンクと同

様、輸出用の金需要に対して標準重量にみたない軽量鑄貨の支払いによって対抗し、これによって金輸出口を一時的に引下げている。⁷⁾ 例えば1900年の終り、対フラン相場の悪化に対して、「バンク」は法律に抵触しない限りで可能なだけ軽量のソヴァリン貨を交付することによって、金現送を食い止めたのであった。またその他の措置として、1890年に金輸出のための資金調達用と見なされる手形に対して、その割引条件を悪化させたことがあり、1900年には直接的な金流出対策ではないにしても、国庫証券の発行を大量にニューヨークに割当て、公定歩合の引上げを回避したことが注目される。

こうして19世紀末から20世紀初めにかけて、公定歩合政策を援護し、またはある意味でそれに代るものとして中央銀行による種々の金市場への介入が目立ってくる。しかしながら「バンク」は、その後再び公定歩合の操作を重視する方向に転じたのであり、そのことは1907年11月の危機に際して、専ら公定歩合の操作だけが行われ成功を収めたことに示されている。⁸⁾

しかしながらイングランド銀行の金市場操作は、再建金本位制度の下で再び活用されたのであった。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、再建金本位制下のイギリスは26四半期中、13四半期にわたって金の流出をみている。もっともニューヨークに対して相対的に高い公定歩合を維持することに加えて、金操作が問題となるのは比較的遅く1927年の後半と考えられている。それ迄は1898年から1913年に至る「バンク」の金購入量の半分以上が公定最低値以上での買入れであったという現実にも拘わらず、⁹⁾ 当時のイギリスは、カンリフ・レポートに示されている通り、全体として非常に古典的な金本位制を志向していたからであ

る。しかし'27年に「バンク」の総裁ノーマンがニューヨーク連銀総裁ストロングに対して、戦前ソヴァリン貨への大量需要が起った時、金地金に対して77シリング9ペンス以上の地金価格を支払うことが慣習となっていたことを指摘してその採用を示唆し、本格的には'29年1月以降、金市場への介入が開始された。

ただ戦前には、ソヴァリン貨の場合と違って地金の販売価格が法定されていなかったため、1892年と1906年に78シリング1ペンスの高値が記録され、最低購入価格との開きは4ペンスに上っている。ところが再建金本位制度の下では、地金形態での77シリング10½ペンスによる売りが義務づけられたため、地金価格の変動中は買入れ価格のみの1½ペンスに縮減され、売り価格を操作する余地は残されていない¹⁰⁾。しかし上記の高い販売価格は戦前においても稀なものであり、従って上記の様な制約から直ちに再建金本位制下の「バンク」の金操作が相対的に不活発なものであったと結論することはできないであろう。むしろ全体としては、戦前に比べて一步展開した「バンク」の活動が注目される。すなわち道義的説得 Moral Suasion という形で、金市場に対する直接的介入が行われたことである。こうした当局の介入は、金市場の自由を大きく制約したと言われ、この点は再建金本位制下における「バンク」の金市場操作の著しい特徴と言えよう。

〔注〕

- 1) 拙稿, 前掲論文, 146—150頁。
- 2) R.S. Sayers, *Bank of England Operations; 1890—1914*, 1936, Reprint 1970, p. 76. なおこの箇所は上掲書の<Chap. IV, Direct Operations on the Gold Market>に含まれるが、後にこの部分は独立論文として、*Papers in English Monetary History*, edited by T.S. Ashton and R.S. Sayers,

1953, の第10章<The Bank in the Gold Market, 1890—1914>に収められている (p. 135)。以下の引用は後者による。A.I. Bloomfield, *op.cit.*, p. 53. (邦訳, 63頁)。

- 3) R.S. Sayers, *op. cit.*, p.133.
- 4) R.S. Sayers, *op. cit.*, pp. 134—135.
- 5) W.A. Brown, Jr., *op.cit.*, Vol. I, pp.715—716.
- 6) しかしこれは1907年以降には、もはや使用されたという記録がないようである。R.S. Sayers, *op.cit.*, p.139.
- 7) A.I. Bloomfield, *op. cit.*, p. 53. (邦訳, 64頁)
- 8) セイヤーズによれば、上記の種々の金操作は「がらくた置場に押し込め」られてしまったのである。R.S. Sayers, *op. cit.*, p. 150.
- 9) D.E. Moggridge, *op. cit.*, p172.
- 10) R.S. Sayers, *op. cit.*, pp. 138—139.
- 11) 具体的な事情については、拙稿, 前掲論文, 148—149頁, 参照。

Ⅲ. 外国為替市場での活動

次に、イングランド銀行の外為市場における活動に触れなければならない。再建金本位制下の対外活動の事情が、それ以前の時期に比べて最も特徴的であったのは、この分野においてである。もちろん、戦前に多くの中央銀行が金と共に外国為替資産を保有し、それを用いて為替市場に介入したことについては、既に多くの事例が明らかにされている。しかしブルームフィールドの指摘にもある通り、国際金融中心国の中央銀行である「バンク」は、フランス銀行と共にその顕著な例外をなしていたのである。¹⁾

戦後におけるこの目立った変化は、端的にロンドン・シティの国際的な地位の変動を示すものといえよう。すなわち戦前のロンドンが、事実上専一的な金融センターであった時期には、外国貿易取引の大部分がポンド建で行われたため、ロンドンにおける外国為替取引は相対的に低調なものであったと言われている。²⁾ それが

「世界の準備通貨、決済通貨³⁾」としてのポンドの強さの表現である限り、戦前に外為市場における「バンク」の介入が見られないのは当然のことである。しかし第一次大戦によってこのシテの地位が揺らぎ、一方では、依然としてポンド体制の下に包摂されながらもニューヨーク市場の台頭が戦後の世界を特徴づけることになる。すなわち1913年の連邦準備法 Federal Reserve Act 成立後、ニューヨーク連銀のストロングによって、ニューヨーク手形市場の育成が図られている。国法銀行に海外支店の設置を認めて外国人振出しのドル手形の引受業務を奨励し、連邦準備銀行にその手形の再割引を許したことによって、後のニューヨーク国際金融市場への第一歩を踏み出している。⁴⁾ところが一方のロンドンも、開戦後すでに早く1915年には英米レートの下落に苦しみ、モルガン商会にポンドの買支えを依頼している。⁵⁾この為替相場の釘付け政策は大戦中継続されているが、⁶⁾それを可能にしたのは、金兌換と金輸出の自由とが保証され、ポンドの一応の信認が維持されたためである。しかしそのことは、戦争遂行の為に国内兌換の抑制と、戦争海域の危険によって対外的な金現送が実質的に不可能であったという事実に基くものと見られている。⁷⁾従って終戦によってこれらの条件が除去されると、イギリスの金準備は大きな危険に曝され、1919年3月ポンドの支持政策が撤廃されると共に、金貨および金地金の輸出が禁止されている。

その後6年余りの金本位離脱の後、イギリスは金本位制に復帰する。採用された兌換制度は、銀行券および政府紙幣に対して標準金400オンスを最低限とし、しかも地金形態で行われるという、大きな制約を持ったものではあったが、これによって金と通貨の結びつきが回復さ

れた。また復帰に当っては、ポンドの信認維持のためにアメリカからのクレジットの調達が行われたことが注目される。まずニューヨーク連銀は、イングランド銀行に対して'25年5月14日以降の2年間、金またはドルでいつでも引き出し可能な、2億ドルを限度とするクレジットの供与を認めている。他方英国政府に対しては、モルガン商会からほぼ同等の条件で1億ドルの信用が供与された。⁸⁾しかしながらイギリス側はこのクレジットを、主要にはポンドの安定化を投機業者へアピールすることを目的として調達したものであり、⁹⁾復帰当初のポンド相場が比較的順調であったこともあって、実際の引き出しは記録されていない。しかし支持を必要とするポンドの弱さは通貨当局者には十分自覚されていた。すでにノーマンが、ロンドン金市場再開の際に必要なドル為替の売買に、ニューヨーク連銀の「バンク」の勘定を使用することができるという意見を述べたのは、1924年の12月であった。¹⁰⁾

この時期の対外的な中央銀行活動を最も大きく特徴づけているこの為替市場への介入は、復帰直後から開始された。ポンド相場が順調なため公定歩合の引き下げを考えたノーマンに対してストロングは、秋の季節的な悪化を支えるための為替準備の蓄積を勧めている。結局イギリスは5月から6月にかけて3,200万ドルを買入れている。¹¹⁾しかしノーマンはこの買いによって当然のことながら為替レートが引き下げられたことを知り、他の方法でのドルの蓄積を開始したのであった。この時「バンク」自身の判断による為替操作が始まったと見ることができよう。

まずイングランド銀行の2つの為替準備の調達方法——種々の中央銀行間取引と公開市場に

おける買入れ——については、すでに記したところであるので、¹²⁾ここではそのうちの前者について、若干の論点を補足することに止めよう。すなわち '27年中頃までは、主として他国中銀によるドルからポンドへの乗り換えの結果として、「バンク」はドル準備を獲得したのであるが、その事例としてオランダ銀行とコモンウェルス・バンク・オブ・オーストラリアの場合が挙げられていた。前者は単純にニューヨークの多額のドル残高の一部をロンドンに移したに過ぎないが、ドルの入手源として最も重要な後者の場合には、サンフランシスコへ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におけるドル準備に移されている。この両中央銀行との取引は、「バンク」の立場から見れば等しくドル準備の確保という点で変わりはないが、オランダ銀行の場合がポンドの信認回復に伴う既存のドル準備からポンドへの単純な転換行為であるのに対して、オーストラリアの場合には金現送によってドルが新たに準備された点に相異がある。しかしこのことは、この取引の基本的な契機に関する限り、戦前のカナダに代って英帝国内での比重を高めつつあったオーストラリアが積極的にポンドを支援した行為であると見なされるべきではない。すなわちオーストラリアは '24年末まで通貨不足に悩んでいたものの、その後の為替相場の好転によってアメリカや南アから金を輸入し、その額は '25年の前半に1,050万ポンドに達している。しかしそれに若干の国内新産金がかかることによって、'25年9月にこの国の発券準備率は法定の25%に対して、実際には48%の高率に上っている。これによってコモンウェルス・バンク理事会は、インフレの発生を恐れ金の輸出政策を採用したのであった。¹³⁾'26年の米国への

金輸送はその現われと見ることができよう。オーストラリアは金のみを法定準備とし、金為替はそれに加えていなかったのである。従って中銀間取引による為替準備蓄積の極めて大きな部分を占めるこのオーストラリアの資金は、ロンドン・ファンドの形成それ自身を目的としないものであるだけに、イギリスの立場からみて本来的に不安定な性格のものであったと考えられる。

蓄積された為替準備は、まず直物為替市場でのポンド支持操作に用いられた。ただこの場合のドル売りは平均金輸出点よりやや低めのレートで行われており、これはヨーロッパ向けに比べてニューヨークへの金現送の持つ特殊な輸送事情に基づくものであった。¹⁴⁾次に外国為替は国内資金量の調節の為にも使用されている。このような目的の為になぜ外国為替が使用されたかについては、既にそれが「バンク」の資産構成と所得との関係からであることを述べているが、¹⁵⁾具体的には次の理由による。すなわち「バンク」は、その資本金に対する年率12%の株式配当に向けられる基礎所得を確保するために、5%利付きの政府証券類を3,500万ポンド保有する必要があったと言われているが、¹⁶⁾当時の政府証券類の保有高は平均して3,130万ポンドに過ぎず、これ以上の売却はこの所得を脅かす恐れがあった。従って '28年の3月から7月にかけて約800万ポンドの売り操作が行われた時、その対象は「その他証券類」であった。しかもその勘定項目の9割以上が為替準備によって占められていたため、その実質は外国為替の販売だったわけである。

市場への介入が行われる場合の原則的な手続き、すなわちその為替平衡勘定に類似の性格については前に触れている。¹⁷⁾従って国内資金量の

調節の場合には、為替相場の操作に当って用いられるプロセスを半ばで打ち切ることによって、すなわち例えばドルを外国為替市場でポンドに変えた後、ポンド証券への投資を中止することにより、その効果を生むことができたはずである。しかし厳密には、介入の為の代理機関がどのような形でこの取引に関与したのか、という点を始め、これらの取引の実際にはなお不明な点が多く、「バンク」の勘定内の動きを原理的に理解することに止めざるをえない¹⁸⁾。

「バンク」保有の外為準備について、銀行部資産に占めるその割合が'28年中期には実に $\frac{1}{3}$ 強に達したと、そうした点から一般に金地金本位制の典型と見なされるイギリス再建金本位制も、金為替本位制的な側面を強く示していたことを記しておいたが、もちろんこれは、銀行部勘定の為替準備であり、それが直接に兌換・発券準備としての金為替を意味しているわけではない。しかし銀行部の準備金とその預金との関係で「バンク」の銀行業務にとって死活の重要性を持つものであることは、周知の通りである。一方、自国証券への投資と見なされていた「その他証券類」の勘定項目が、他国の金為替であることが一般に明らかにされれば、恐らくイングランド銀行は著しい業務内容の変更を迫られたはずである。しかし「バンク」は先のオーストラリア金の売却代金の行方が問題となった時にもその真実を明かず、再建金本位制の末期までこれを文字通り「隠し資産」として維持している²⁰⁾。

従って「バンク」保有のこの為替準備の性格は二様に規定されよう。第一にそれは基本的には為替市場への介入基金として維持され、その意味ではそれがかつての金融中心国イギリスであることが新しい段階を示しているとしても、

旧来のいわゆる為替の為の金為替本位制の内実を備えている。しかし他方でこの金為替は、対内的には実質的な準備金量の増加として機能せず、不胎化ないし中立化されている。金地金本位国のイギリスとしては、金為替を換金してこれを発行部に売却し、銀行部の準備現金を増加させることもできたからである²¹⁾。

〔注〕

- 1) A.I. Bloomfield, op. cit., pp. 55—56. (邦訳, 66—68頁)。
- 2) ただしこの事実の受け止め方には、論者によって差異がある。すなわち「国際金融センターが国際決済の中心地である限り、貿易・為替金融や、外国送金、金利裁定、ヘッジなどの便益すなわち外国為替市場が存在していなければならない。ただし、19世紀後半のロンドン、第二次大戦後のニューヨークのごとく、貿易取引の大部分がそれぞれポンド建、ドル建で行なわれたため、世界の大きな国際金融センターでありながら、外国為替センターとしては他国に劣ったという場合もある。」(傍点——引用者)という解釈に対して(木村滋, 「国際金融市場」, 館龍一郎・建元正弘・他編『国際金融講座』第1巻, 1974年, 85頁), 次の様な見解が対置されよう。「……複雑多岐な施設が国際金融市場の十全な機能のためには必要なのであるが、一つだけ不必要なものがある。奇妙なことに、それは外国為替市場なのである。」(傍点——同)(西村閑也「国際金融市場」, 川口弘・川合一郎編, 「金融論講座」第4巻, 1965年, 102—103頁。)
- 3) 西村閑也, 同上, 103頁。
- 4) 更に1919年の修正法によって、国際的ないし海外銀行業に従事する目的を持った企業の設立が許可されている。M.F. Jolliffe, *The United States As A Financial Centre 1919—1933, With Reference To Imports and Exports of Capital*. 1935, p.11. 銀行引受手形市場の成立以外に、ニューヨーク国際金融市場を成長させた要因として、①第1次大戦によるアメリカの債権国化、②既設金融中心地における通貨混乱、③アメリカの工業力の躍進、④ニューヨークにおける金融機関の急速な発達、⑤大量の金取得、⑥アメリカからの資本輸出を可能とする、膨大な資本蓄積と国際収支の黒字、が挙げられている。

- M. Nadler, S. Heller, S. Shipman, *The Money Market and Its Institutions*, New York, (吉野俊彦・津坂明共訳, 『ニューヨーク金融市場』, 1962年, 303—304頁)。
- 5) もっとも開戦直後の8~9月には, 中立国為替市場の大部分は実質的なプレミアム付きでポンドを取引し, 特にニューヨークでは, ほぼ1ポンド当り5ドルの相場が付けられた。しかし翌年8月には平価より2%以上の割安で取引されている。各国の為替市場の悪化が起ったのは, ロシアとオーストリアが開戦直後, ドイツが2ヵ月後, フランスが9ヵ月後, そしてイギリスだけがほぼ1年後となっており, ホートリーはそれを, 債券の販売や中立国からの直接借入を可能としたこの国特有の対外信用の強さに帰している。R.G. Hawtrey, *Monetary Reconstruction*, 1923, pp.25—26.
- 6) その実務を担当したケインズは次の様に述べている。「採られた措置は戦前(第二次大戦前——引用者)の為替平衡資金のそれに似たようなものであった。……『釘付けされた』相場による自由な為替取引が存在し, この相場でドルが無制限に供給されていた。唯一の違いは釘付けがロンドンではなくニューヨークで行なわれたことであった。それはドルがそれが国の代理機関としてのモルガン商会によって供給されていたからである。」(ケインズのフィリップス宛ての覚書) R.F. Harrod, *The Life of John Maynard Keynes*, 1951, p.204. (塩野谷九十九訳, 『ケインズ伝』, 1967年改訂版, 上巻, 234—235頁)。
- 7) 塩野谷九十九 『イギリスの金本位復帰とケインズ』, 1975年, 清明会新書, 28頁。
- 8) 当初ノーマンとストロングは3億ドルを希望したのであるが, モルガン商会の課した追加的な手数料の条件を嫌って, 英国政府自身がその3分の1に減額したものである。S. Clarke, *Central Bank Cooperation 1924—31*, 1967, p.82.
- 9) 「アメリカからのクレジット調達の間図は, それを顕示することにより, 使用することにはない」——首相・中央銀行総裁らによる1925年3月20日のイギリス側会議の一結論。D.E. Moggridge, *The Return to Gold, 1925, The Formation of Economic Policy and its Critics*, 1969, p.57.
- 10) H. Clay, *Lord Norman*, 1957, p.151.
- 11) D.E. Moggridge, *British Monetary Policy*, p.180. もっともこの時は財政当局の勘定が使用されており, 政府がノーマンのアドバイスを受け入れた結果と思われる。
- 12) 拙稿, 前掲論文, 138—139頁。
- 13) L. Giblin, *The Growth of a Central Bank, The Development of the Commonwealth Bank of Australia 1924—1945*, 1951, pp.24—27.
- 14) 詳細については, 拙稿, 前掲論文, 140頁, 参照。
- 15) 拙稿, 前掲論文, 140—141頁。
- 16) D.E. Moggridge, *op. cit.*, pp. 254—257.
- 17) 拙稿, 前掲論文, 145頁。
- 18) しかしそれでも, 例えばラドクリフ・レポートの平衡勘定の説明, すなわち外為市場でのポンド売りの場合にはタップ・ビルによる国庫への融資が減らされ, それだけ国庫は市場からの借入を増さねばならないこと, 逆に金ないし外貨を売るときには国庫への融資がふえ, 従って国庫は市場からの借入金をそれだけ少なくすることができる, という説明には十分に対応しており, 20年代の「バンク」の為替操作の基本的な機構は明らかである。Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, 1959, para. 98, p.34. (日本銀行調査局訳, 『ラドクリフ委員会報告』, 1959年, 追補I, 98節, 22—23頁)。
- 19) 前掲拙稿, 141—144頁, 参照。
- 20) 当時の「バンク」の秘密主義を示す他の要因については, 前掲拙稿, 141頁, 参照。
- 21) 一般に金核制度の採用は, 兌換機能の迂回化を通してインフレ傾向を内在化させていくと説明されるが, 少なくとも当時の政策理念の方向性としては, インフレ抑制をその基調としたのである。例えば1920年代には他国通貨を基礎とする発券, すなわち国際的な信用の二重構造から発生するインフレーションへの警戒が根強く; 発券準備としての金為替の内容を極めて厳格に規定することにより, 金為替本位制度が非常に緊縮的に概念される傾向があった。拙稿「ホートリー金為替本位制論の学史的意義について」(九大『経済学研究』, 第41巻第1号, 1975年12月発行), 46—47頁, 参照。なお発行部勘定で保有された為替準備の性格, 並びに先物為替市場への介入の事実については, 拙稿「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」, 144—146, 参照。

結 び

以上の検討を通して、イングランド銀行の活動態容、従ってまた金融政策の諸手段が、資本主義発展の各段階に対応して特殊な現われ方をしていることを確認することができる。すなわち自由主義段階は、対内的にも対外的にも割引率の操作によって特徴づけることができた。しかし第一次大戦前の独占形成期になると、対内的には公開市場操作が、そして対外的には金市場での操作が、新しい政策手段として登場することになる。その場合公定歩合の操作とその効果には、一定の変容が現われ始めていることは、先に見た通りである。この傾向は第一次大戦後には更に加重され、それと共に公開市場操作と金操作とがより積極的な役割を担うことになってきた。同時にこの段階の新しい要素としては、主として対外的な効果を意図した外国為替市場への介入が特徴的となったのである。

こうして再建金本位制下の「バンク」の対外活動は、対外面のみならず対内的にも大きな制約をこうむるようになった公定歩合政策を軸に、一段と強化された金市場への介入、および為替操作とから成っているが、この時期に特徴的なこうしたイングランド銀行活動の変容ないし多様化は、基本的にどのような性格のものとして把握されるべきであろうか。このことは単にこの時期の中央銀行活動の一側面についての解釈に止まらず、実に再建金本位制度の本質に関わる問題であると言わなければならない。これに関し、およそ二つの理解が可能であると言われている。第一は、以上の中央銀行活動の展開は、あくまで兌換制度を基礎にしながら、しかし第一次大戦後の新たな時代環境の下では、金本位制の擁護の為に必然的に生じなければなら

らなかった中銀活動の変容、と見るものである。第二は、例えば D. E. モグリッジのように、この期の「バンク」の金および外為市場における活動を、後来する為替平衡勘定の「前例¹⁾」であるというように、この時期において実質的な管理通貨制的要素の出現を認めるものである。しかしこれを、20年代と30年代との完全な同質性という形で主張することは、一般的に言って無理がある。従ってこの第二の見解は、正しく川合教授の説かれるように、再建金本位制度を金本位制的要素と管理通貨制的要素との「相互浸透」ないし漸次的な「ウエイトの転換」期として立論せざるをえないことになる。

いずれにしてもこの場合には、次の様な再建金本位制度の本質把握が前提されている。すなわち川合教授は金本位制と管理通貨制との時期区分について、「画期はやはり古典的金本位制における兌換が停止された点に求められねばならない。この措置こそは通貨調節における兌換と中央銀行の管理のウエイトを逆転させる契機となったからである。」と述べておられる²⁾。この両制度の時期区分は極めて困難な問題を蔵しているが、兌換・不換をメルクマールとされる点は概ね一般的な見解と言えよう。しかしその現実への適用、とりわけ肝腎の再建金本位制については次の様に規定されている。すなわち「再建された金本位制である金地金本位制や金為替本位制における銀行券と金との引換の性格は、……『範疇的には兌換であるがただ制限された兌換である』という方向からみるよりもむしろ、逆に兌換は停止されたままのもので、対外関係の面だけに金売却をはじめたものとみるべきである。」⁴⁾ 従って金本位制と管理通貨制との現実的な画期は、事実上、「第一次大戦勃発時の緊急措置的な兌換停止⁵⁾」に求められてい

る。

こうして川合教授は、再建金本位制度の本質を不換制度とし、しかし同時にそれは管理通貨制の完成形態を示すものではないとみて、その移行期としての特性を、両制度に特有な諸要素のウェイトの交替過程として把握されたわけである。前後する各時代の諸要素の混在を述べておられる点は、いわば折衷的な論法といえようが、更に要約を許されるとすれば、川合教授の主張は、1920年代の後期には本質的に見て金本位制は再建されなかったということにならざるをえない。いわば再建されざる金本位制論であり、20年代前半の金本位復帰論争、'25年の復帰、'31年の再離脱といった要素の意義が、この場合には著しく相対化され希薄化されることになる。⁶⁾

しかも再建金本位制の段階には、それは決して兌換制度の実質性・各目性をめぐる単なる理論的な事実解釈の差異の問題に止まらない内容を持ったと考えざるをえない。すなわち当時の兌換・不換ということは、今日的にはいわゆる国際均衡優先主義と国内均衡優先主義との対立としてとらえられる面を持っている。⁷⁾すなわち戦前の兌換制度が、例えそれをどのように理解するにしても、対内面と対外面との深刻な対立を一応は回避していたのに対して、⁸⁾第一次大戦後のイギリスは、戦後の世界的な経済構造の変化によって、この面での厳しい選択を迫られることになった。当時のイギリスにとっては、同じく兌換制度とは言っても、川合教授とは違った意味において、戦前とはその意義と内容を異にしていると言わなければならない。恐らく1920年代前半の金本位復帰論争の意義は、この点を明確にした点に求めることができよう。従って1919年法による貴金属の輸出規制を更新

すべきという立場は、その根本においてケインズ的な物価安定論者と見なすことができ、逆にその撤廃派は為替相場の安定＝ポンドの信認確保をその政策の眼目とするものであると考えられる。

'25年の金本位復帰は、そうした政策論争の帰結と見ることができるのであり、そうであるとすれば、再建金本位制度の下ではこの兌換制度の維持とそのための緊縮の措置とがいわば政策の基調をなしていたのであり、この時期の政策体系の統一的な性格はまずこの点で把握されねばならないと思われる。金融政策は「中央銀行しかもその総裁という単一の主体の意識的な判断のうえでの行為として」⁹⁾あらわれざるをえないが、この点でも当時の総裁ノーマンは、自ら1920年に「バンク」は正常状態への復帰に努力しており、それは結局金本位制への復帰を意味すること、しかもそれが正にカンリフ委員会の方針に沿うものであることを明言している。¹⁰⁾その後1930年のマクミラン委員会での証言によって、金本位維持の為に使用される高金利政策が、対内的・長期的には失業創造効果を持つことを彼が明確に認識していたことは周知のところとなっている。¹¹⁾

これらの点から1920年代の後半を再建されざる金本位制＝実質的不換制と見ることには、この制度のもつ対内的な効果の把握が不明確となるところから、大きな制約を感じざるをえないのである。従ってまた、20年代と30年代との本質的連続性を認める立場から、直ちに20年代の金融政策の展開を管理通貨制的要素と考えることにも問題が残らざるをえない。20年代に生じた政策手段の発展・多様化は、この時期の中銀活動の基調に従って解釈されることが妥当であろう。すなわち先述したような公定歩合政策と

その周辺に生じた種々の政策技術の開発・変容は、ストレートに管理通貨制への接近を示すものではなく、むしろこの段階ではそれとは対立的な金本位＝兌換制度の擁護・維持策として発展してきたという事実を、当然のことながら改めて確認しておく必要があるように思われる。再建金本位制度は決してその本質を不換の制度に求めるべきではなく、また政策手段に着目してその類似性から管理通貨制の生成過程としてとらえる場合でも、これらの政策手段はその完成期とは全く異なる制度上の意義と機能とをもって生成したものであると考えざるをえない。¹²⁾

この20年代と30年代の基本的な差異の確認によって、例えば再建金本位制下の対外金融政策の最も大きな特徴である「隠し資産」を使つてのポンドの支持という現象が、初めて十分に説明されよう。すなわち20年代の「バンク」の活動は決して平衡勘定の未熟な形態に過ぎないものではない。不換の管理通貨制下の平衡勘定にとっては、その活動の具体的に詳細な事項についてはともかく、自己の存在をむしろ法制的にも顕示することがポンドの対外価値を安定させる条件であった。これとは逆に兌換制下の20年代には、ポンドの信認を維持しようとするれば、必然的にその存在を公的には否定する必要があったわけである。平衡勘定創設時の事情を検討することによつても、両者の間には質的・量的に大きな差異を認めることができる。¹³⁾

こうして再建金本位制下のイングランド銀行の対外活動は、第一次大戦前と30年代との双方に対して、それぞれに違った意味において対立性と類似性とを有する、この時期に特有の金本位制擁護政策の一環と見なされよう。そのより具体的で体系的な展開は、今後の課題である。

〔注〕

- 1) D.E. Moggridge, op. cit., p.185.
- 2) 川合一郎, 同上, 203頁。
- 3) 「金本位制と管理通貨制との画期的段階は、論理的にも歴史的にも判然と区別できないように思われる。開放体制を前提とすればなおさらそうである」波多野真, 『国際通貨価値論』, 1970年, 56頁。
- 4) 川合一郎, 同上, 192頁。
- 5) 川合一郎, 同上, 203頁。
- 6) このような見解に対しては、当然「兌換されないで機能するという事実」と、「兌換規定を必要としないということ」についての区別が問われよう。高木暢哉, 『現代不換通貨の価値』, 1971年, 217頁。
- 7) 不換の管理通貨制を唱える「ケインズ理論は Economic Nationalism を前提としたものといえよう。」波多野真, 『インフレーションと国際通貨』, 1973年, 33頁。他方、再建金本位制の舵取り役を果した「バンク」の総裁ノーマンについては、「訓練と経験とによって、彼はものの見方においては国際主義的であった」と記されている。H. Clay, op. cit., p.170.
- 8) その最も重要な要因として次の4点が指摘されている。①各国経済の弾力性が豊かであったこと。②資本主義が上昇期にあったこと。③金生産量の増加により金不足を招来しなかったこと。④イギリスの指導下に各国国際収支の均衡が保たれたこと。堀江薫雄, 『国際通貨基金の研究』, 1962年, 12—13頁。
- 9) 川合一郎, 同上, 197頁。
- 10) H. Clay, op. cit., p.129.
- 11) Macmillan Committee, Minutes of Evidence, Vol. I. Q. 3390, 3392—3, p.216.
- 12) ヌルクセに重要な指摘がある。「イングランド銀行の公刊報告書には、イギリスでは1925年の金本位復帰に続く6ヵ年間に、組織的な中立化政策がとられたことが示されている。……。……同行の長期的意図はかなり明瞭である。すなわち、金の流出入に依じて、その資産をいずれかの方向に調整しながら預金をほぼ一定の水準に維持することである。」にもかかわらず、彼は続けて次の様に結論している。「しかし金本位復帰以後の全期間にわたって、預金が減る傾向があり、そのかぎりではイングランド銀行はデフレーション政策を採ってきたと主張するこ

とができよう。」 *League of Nations, op. cit.*,
pp. 75—76. (前掲邦訳, 111—112頁)。政策機構
の存在それ自体ではなく, それが機能する現実的な

方向性にこそその体制的な本質が求められねばなら
ない。

13) 前掲拙稿, 154—155頁, 参照。