

両大戦間のイギリスの金融政策と金融市場の変遷

布 目 真 生

1. 金本位制崩壊の背景

1931年9月21日はイギリスの金融政策の歴史において明確な転機を画する日であった。この日以降、イギリス金融政策の基本的性格は、1717年に始まるといわれる約200年続いた金本位制の基礎から離れて、それ以前の政策から全く異ったものになった¹⁾。だが、それ以降の金融政策の本質を知るためには、第1次大戦後の金融政策の継続性における変化の原因について検討することが必要であり、それは金本位制崩壊の背景を探ることを必要とするだろう。

金本位制をとる国は、通貨単位を金の一定量の条件で決めること、通貨当局が直接ないし間接に国内通貨をこの固定レートにて金に交換可能であること、国内的にも国際的にも金の完全な自由移動を許すことが必要であった。そして中央銀行は通貨量と金準備の関係を守り、金準備が増加し、または減少する時には、適当な信用政策によって通貨量を調節することが必要であった。従って金本位制の通貨も自動的というよりは矢張りマネージメントを必要としたといえよう²⁾。ただし金本位制と管理通貨とでは、マネージメントが導かれる基準が異っており、前者の信用調節の基準は単にその国の金準備の状態であったのに対して、後者のそれは価格の安定、高水準の雇用の達成、国際収支の余剰の維持などであるといえよう³⁾。

金本位制の卓越性については世紀の変わり目においては疑問の余地はないものと見られ、1900~14

年は金本位制の黄金時代と呼ばれた⁴⁾。1914年以前の金本位制がマネージメントを必要とし、それ故にマネージャーを必要としたとしても、イギリスはこの機能に対する完全な資格を備えていた。ロンドン是世界の商業、金融のセンターであり、それは並びない能率と責任のバンキング・サービスを提供した。世界の貿易の圧倒的割合がポンドによって行われたということは、イングランド銀行の公定歩合であるバンク・レート(Bank Rate)とイギリスの信用政策の僅かの変化が、世界貿易に直接広範な影響を与えることを意味した。国際通貨組織が機能するための核心は、その組織に単一の中心があって、それがルールに従ってコントロールを遂行する責任を担うということである。そうした責任と能力は長い年月を経て形成されて来たものであり、イングランド銀行の市場に対するコントロール力は1914年直前でほぼ完全なものになっていた⁵⁾。

金準備は1890年代半ば以降急速に増加したが、これは新産金が大量に流入したためであり、1889年から1914年6月までにイギリスの金純輸入額は1億5400万ポンドに達し、金準備は4000万ポンドに達していた⁶⁾。イングランド銀行は相継ぐ合併により規模を拡大した株式銀行と一層緊密な関係を持つようになり、外国中央銀行の支持も期待出来た。ロンドンの卓越したポジションと魅力

4) 「1914年以前の世界の状況において金本位制は非常にうまく働いた。為替レートの安定はほとんど意識的努力なしに維持されたので、それは自然のものに見なされるようになった」。Crowther, G., *An Outline of Money*, London: Nelson, 1948, p. 305.

5) Pollard, S., *The Development of the British Economy, 1914~1950*, London: Arnold, 1962, p. 17.

6) Hawtrey, R. G., *A Century of Bank Rate*, London: Longmans, 1938, pp. 46~8.

1) Nevin, E., *The Mechanism of Cheap Money, A Study of British Monetary Policy, 1931~1939*, Cardiff: University of Wales Press, 1955, p. 1.

2) Fraser, H. F., *Great Britain and the Gold Standard*, London: Macmillan, 1933, pp. 21~2.

3) Nevin, E., *op. cit.*, pp. 3~4.

的レートは世界各地から資金を吸引し、第1次大戦勃発時においてイギリスは世界の主要な貸手であったにも拘らず、ロンドンにおける外国資金はイギリスの対外短期債権を上回っていた。

だが、第1次大戦以降の状況はそれ以前とは対照的であった。対外投資の動員は国際的貸手としてのイギリスの相対的ポジションを弱めることになった。他方アメリカは世界の支配的貸手となり、フランスもまたある程度の国際的貸手として登場した。単に長期資本に限らず、ニューヨークとパリは金融市場としても競争者になった。長期、短期の資金の流れに対する中央集中的コントロールはなくなってしまった。その上、これらセンターにおける中央銀行の割引レートと金準備の動きは政策の協調の欠如を示した。金の流出する側において流出を抑えるために金利が引上げられた際には、他方金の流入する側では金利を引下げて、他の側の金準備を守ろうとする努力を相殺するような金利引上げを抑制することが必要である。国際協力の必要性と国際通貨組織の運命に対する特別の責任を把握することに失敗したことが、来るべきカタストロフィの原因となったことは間違いない⁷⁾。

戦前イギリスは輸出余剰を大規模な対外投資を通じて世界経済に再注入したが、戦後世界の新しいパートナーは戦前のロンドンに匹敵する資格を本来持つことが出来なかった。アメリカの金融組織は分権化を特徴としており、しかも国内的要求に対応するように工夫されていた。アメリカの投資家も資本市場も国際投資には経験を持たなかった。しかも戦後の投資はヨーロッパの戦災復興と小範囲の基礎的商品に対するコントロール拡大を狙うようなものに集中していた。前者は返済される余剰を発生することのないプロジェクトに用いられることが多く、後者は価格変動のためリスクの多いものであった。そしてアメリカにおける不況は対外貸付の急激な縮小をもたらし、高い関税は貿易を阻害し、対外投資が返済されうる唯一の手段を奪ってしまった。フランスの対外投資は短

期資産の形をとる傾向が強く、これが金に交換されるために突然に引揚げられた。またフランス銀行の資産保有形態は狭く制限されていて、金以外の資産の保有は容易に増減され得なかったから、実質的に調整は金によってなされた。かくて、戦後の金本位制のマネージャー達は、経済力、国の性格、国際的責任の自覚において広範に異っており、国際的コントロールの分割は、それ自体金本位制に致命的打撃であった。

さらに、金本位制の機能を掘りくずした要因として価格構造の硬直性の増大があった。それは戦争の結果としてだけでなく、長期にわたる発展として成熟経済に共通の傾向であった。労働組合運動の成長は貨幣賃銀をより硬直的なものにしたし、企業も価格競争よりも結合関係による価格安定を指向するようになった。「産業、商業組織の姿としての自由競争はイギリスの状況からほとんど姿を消した⁸⁾」といわれ、それはアメリカでは一層進んでいるといわれた。加えて、国民経済に占める政府サービスの役割の増大もまた価格、所得の硬直化を促した。イギリスの全政府支出の国民所得に対する割合は1913年の11%以下から1931年には27%に達し、アメリカの場合は1919年の6%が1931年では12%に増大している。価格構造の硬直性の増大は、金本位制の調整が価格構造の変化を通じてよりも、失業水準の変化を通じて一層行なわれることを意味するから、それは金本位制がますます実際的でなくなりつつある手段に頼っていることになった⁹⁾。

さらに、金融当局が対外均衡よりも国内安定をより重視しなければならなくなったことも金本位制を崩壊させる要因となった。戦前イングランド銀行の最も重要な任務は金準備を守ることであったが、戦後においては明らかに国内経済の状況が銀行の政策に影響を与える要素となっており、通常の金本位制のルールに直接矛盾する行動をすらとらざるを得なくなった。中央銀行が国内経済の

7) Cassel, G., *The Crisis in the World's Monetary System*, Oxford: Oxford University Press, 1932, p. 28.

8) Lucas, A. F., *Industrial Reconstruction and the Control of Competition*, London: Longmans, 1937, p. 64.

9) Nevin, E., *op. cit.*, p. 25.

必要に応じて政策を調整しなければならないという要求の増大は、結果として金本位制が断念されなければならないという要求の増大となった¹⁰⁾。だが、基本的に金本位制とは両立しない要素の増大にも拘らず、1920年代には誰も金本位制が存続出来ないとは気付いておらず、金本位制に対する10年間の苦闘が続いた。

2. 1920年代の金融政策

1919年春に小売価格指数は1914年のほぼ2倍に達していたが、政府の心配はインフレでなく広範な失業ということであった。戦時中、事実上停止されていた金本位制からの正式の離脱が1919年3月31日に発表され、政府は国内金融問題を解決するためのフリー・ハンドを与えられた。政府は経常支出を充すために租税増徴でなく、借入れに依存して、イングランド銀行からの借入れと大蔵省証券の発行によったから、イージー・マネーの条件が作られていった。戦後の楽観主義の環境において急速な価格上昇はブームに投機的要素を加え、それ自体一層の価格上昇を導いた。かくて1919~20年のブームは大部分が価格のそれであり、生産によるものではなかった¹¹⁾。

賃銀その他のコストも上昇したが、価格上昇よりは低く、所得の分配は利潤に有利にシフトした。コストが価格に遅れたから、1919~20年のインフレの背景では刺戟は主としてデマンド・プルであり、それが政府誘引の信用インフレによって促進されたといえよう。1920年4月政府は驚いてデフレ予算をとり、バンク・レートは7%に引上げられ、引続いてイギリス産業史上でも最も厳しい不況に陥った。失業は2%から8%に増加し、産業活動水準は1年間に117.9から90.0に下降した¹²⁾。

急速に進んだ価格上昇は、いまや急速に下落したから、金本位への復帰が秩序・慎重・分別のコ

ースであるというその後数年間にわたって抱かれた広範な確信を促すことになった¹³⁾。

カンリフ委員会(Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchanges)は終戦直前1918年8月にその最初の間報告で、「戦争の結果からの急速な回復と外国為替の復活のためには、健全な基礎に通貨の再建(the re-establishment of the currency upon a sound basis)を行なうことほど寄与するものはない」と述べたが、健全通貨とは1914年以前の10余年のそれと同様の構造にて、ポンドを金に自由に交換することを意味した。そして戦後インフレの最中である1919年12月の最終報告においても、その当初の勧告を強く再確認した。健全通貨に復帰するには、厳しい金融政策が必要であった。予算も外国貿易も均衡されねばならないし、銀行券の大きな余剰も縮小されねばならないとされた¹⁴⁾。

1920年4月以降のデフレ政策は最も早い時期に以前のバリティにて金本位制に復帰するという目標に向っての第一歩となった。産業は異常な資本不足に陥り、輸出、海運サービス、工業生産は戦前の数字に帰ることは不可能であった。こうした困難は1923~4年の労働党政府の場合を除いて無視され、悪化されさえした。金本位制への復帰こそイギリスの繁栄と権威を回復するというシティの神話からすれば、政府の経済政策に期待されたものは、為替レートと価格の変動を防止し、クレジット・サイクルを回避することであった¹⁵⁾。シティはそれ自身の繁栄と安全がイギリス経済全体の唯一の利益ある途であるという観念にとりつかれて、経済の他部門に対してどんなコストがかかるかは問題でなかった。

こうした観念を浸み込まされて、政府は徹底して変らない冷酷さをもってデフレ政策を追求した。パニック水準に近い7%のバンク・レートは1921年4月まで1年間維持され、その後徐々に引下げ

10) *ibid.*, pp. 29~30.

11) Pigou, A. C., *Aspects of British Economic History, 1918~1925*, London: Macmillan, 1948, p. 62.

12) Pollard, S., *op. cit.*, p. 215.

13) Youngson, A. J., *Britain's Economic Growth*, London: Allen & Unwin, 1967, p. 26.

14) Pollard, S., *op. cit.*, pp. 215~6.

15) *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, Cmnd. 827, H. M. S. O., 1959, para. 53.

られたけれども、やっと3%に到達したのは1922年7月であった。予算は均衡化し、対外収支も回復した。1920年半ばに310~340(1913年=100)に達していた卸売価格も、1922年2月160~170まで低下し、以後1925年まで160~180水準を保った。貸銀水準は1920~1年冬275(1914年7月=100)から1923~4年冬には173に低下し、1925年3月には181であった¹⁶⁾。

価格とコストにおけるかかる低下にも拘らず、なお戦前のパリティで金に復帰することは許されなかった。1920年秋に3.50ドル以下に低下したポンドの対ドル・レートは1922~3年冬には一時的に4.70ドル程度に上昇したが、年度末には再び落ちて労働党政府の初期には4.30ドルであった。この期間を全体としてみれば戦前のレートである4.86ドルより10%低い4.40~4.50ドルのレートであった。国内価格・コスト・貸銀は約10%高い水準にあった¹⁷⁾。貸銀を切下げようとする企ては、輸出産業の貸銀がすでに鋭く低下していたから成功の可能性はなかった。企業の結合とカルテル協定は価格をとくに下方硬直的ならしめ、高い租税もまた一層硬直性を加えた。

金準備の水準もまた金本位制復帰を困難ならしめる要因であった。カンリフ委員会レポートが発表されたとき、それは1億5000万ポンドの水準で、最小限の安全線として受け入れられたが、その水準を維持することは容易なことではなかった。イングランド銀行の非公式の対外ローン禁止にも拘らず、金は流出傾向を示し、これを避けるためにはロンドンへの短期資金の吸引以外には途はなかった。1924年半ばから当局はポンドの為替レートを押し上げる努力をし、ロンドンの金利は実質的にニューヨークを上回り、資金は流入しはじめた。政府はニューヨークでクレジットを得ることによって、この有利な動きを促進した。1925年4月までにポンドは実質的にドルとの戦前レ-

トに到達し、4月28日チャーチル蔵相によって金本位制への復帰が発表された¹⁸⁾。

この注意深く計画された金本位制への復帰は、イギリス経済の戦後の弱さからみれば、かなりの成功とみられた。イギリスは戦後の外国為替の安定に主たる寄与をなし得たと主張出来たし、他の諸国も大部分が翌年、翌々年には金本位制に復帰した。だが、古いパリティでの金への復帰の決定は最も議論のあるところだった。とくに注目されたのはロイド・ジョージ(Lloyd George)とケインズ(J. M. Keynes)の批判だったが、しかし当時明らかにこの決定は満足をもって受けとられた。金本位制は再建の仕事在完成するものではないが、しかしなすべくして残されたことは、それに従って容易に、恐らくは必然に果されるだろうと信じられた¹⁹⁾。かりにイギリスの価格水準と世界価格との間に差があっても、やがて世界価格の上昇がイギリス産業のハンディキャップを除去することになるだろうと期待された。だが、その期待は実現せず、世界価格は1925年以後低下した。フランス、ベルギー、ドイツを含めて幾つかの他の諸国はより低いパリティで金に復帰し、イギリスの価格競争力を一層ないものにした。

余りに高い水準で金に復帰したことに対する批判は、間もなく正しかったことが明らかとなっていった。10%の価格差による輸出の困難と輸入の増加は、やがてイギリスの輸出産業を他の工業国との競争で悲惨な敗退に追い込んだ。イングランド銀行が弱い貿易収支の結果起ってくる金の喪失を阻止しようとして維持せねばならなかった高金利は、悪い結果を一層拡大することになった。すなわち国債支払の負担と租税負担の増加を招来し、加えて不安定で危険な外国資金をロンドンに吸引した。とくにディヤー・マネー(dear money)はデフレと国内失業を創出することによって外国為替を維持することを意図するものとされた。投資が沈滞している時期に市場レートが引上げられていたから、どんな小さな投資も起りようがなか

16) Morgan, E. V., *Studies in British Financial Policy, 1914~25*, London: Macmillan, 1952, pp. 271~86.

17) Pollard, S., *op. cit.*, pp. 217~8; Youngson, A. J., *op. cit.*, p. 29.

18) Pollard, S., *op. cit.*, p. 218.

19) Youngson, A. J., *op. cit.*, p. 31.

った²⁰⁾。余りに高いレートにて金に復帰したことが、1925～29年のイギリス産業の沈滞した状況をもたらしたことは否定出来ないだろう。

しかし、戦後の金本位制を機能させようとする試みに含まれる困難は、単に適当なレートを選ぶだけの問題ではなかった。戦後の金為替本位制は極めて重要な点で戦前の金本位制とは違っていた。それは通貨準備目的のために金に相当するものとして、金に対する請求権を計算することを各国に許すことによって金の使用を節約した。しかし、これは何等かの請求を充すことの出来る十分の金準備ないし他の流動資産を自ら保有するロンドンのような主要国際準備センターに依存しなければならぬ。だが、イギリスは1925年には約1億5000万ポンドの金準備を保有したに過ぎず、またその外国センターにおける流動債権も十分な額ではなかった。戦前イングランド銀行はロンドンに対する外国短期債権に見合って、そしてバンク・レートの変化の効果を世界各地に速かに感じさせるために、外国センターにロンドンによる十分の短期債権が保有されるようにしていた。だが、金為替の基礎で金に復帰した国が、貿易余剰でなく短期ローンによってロンドン残高を得て以来、ロンドンは危険な負担を担うにいたった²¹⁾。

イギリスの金準備は1928年第3四半期に最大限1億7200万ドルに達したに過ぎず、ロンドンが得た短期負債に対して新規短期資産の蓄積を達成することが出来なかった。最初からイギリスは国際銀行家として必要な流動資産を持たなかった。そしてイギリスはその後そのポジションを強化することが出来なかった。金の流出を防ぐ高いレートはイギリス特有のものとなり、1920年代後期の経済拡張を不可能にした。高金利の負担と制限的銀行政策は国内コストが高く留る限りは緩められ得なかった。イギリス金融政策の産業と輸出に対する有害な結果は広く理解されるようになった。

金本位制を離脱して、全てを改めて出直す以外には、イギリス経済のジレンマを解決するための実際的政策は存在しないように思われた²²⁾。

3. 1929～31年の危機

1928年にアメリカの対外貸付が突然中止されたのは、ドル資金が株式取引投機に参加するためニューヨークで使用されたためだが、アメリカのローンに大幅に頼っていた大陸諸国はロンドン、パリに頼ることを余儀なくされた。バンク・レートは1929年9月に6½%に引上げられたが、ニューヨークの崩壊後ニューヨークからの資金の流入によって再び引下げられた。だが、この頃には世界不況はすでに工業国、原料生産国の全てに拡がっていた。徐々にイギリスも他の諸国と同様、価格低下の影響を受けるにいたった。1930年中にイギリスの卸売価格指数は18%低下、生計費指数は8%低下し、失業率は10.4%から16%に増加した²³⁾。1931年5月オーストリアのクレジット・アンスタルト(Credit-Anstalt)の破綻はイングランド銀行からのローンを含めて国際援助をもって支えられねばならなかった。これがヨーロッパの銀行業に対する信頼感を喪失せしめることになった。国際銀行業の流動性は減少し、一国一国と海外保有資産の回収が出来なくなり、自らの対外負債を凍結しなければならなくなった。危機はドイツに波及し、ライヒスバンクに対して国際的援助が必要とされ、イングランド銀行は再びこれに参加した。

ロンドンには1920年代の中央ヨーロッパの金融再建にあまりにも自由に貸付けてきたから、必然的に1931年のヨーロッパ諸国における資産の凍結から大きな被害を受けた。金を大量に喪失することなしに外国短期資金の引揚げに応ずるためには、1914年以前ではロンドンにはビル・ポートフォリオに頼ることが出来たが、これらはいまやモラトリアムで凍結されたビルないしは海外で受け

20) Hawtrey, R. G., *The Gold Standard in Theory and Practice*, London: Longmans, 1947, pp. 108, 119.

21) Lewis, W. A., *Economic Survey, 1919～1939*, London: Allen & Unwin, 1949, p. 47.

22) Grant, A. T. K., *A Study of the Capital Market in Post-War Britain*, London: Macmillan, 1937, p. 113.

23) Youngson, A. J., *op. cit.*, p. 80.

いれられないTBが大部分であった。かくてイングランド銀行の金準備は緊張の大部分を担わねばならず、7月15日から月末までに毎日平均250万ポンドが流出していった²⁴⁾。通常の防衛メカニズムはバンク・レートの引上げだったが、レートは4½%に留められ、その代りに5000万ポンドのクレジットがフランス銀行、ニューヨーク連銀との間で取決められた。その理由は不況の深刻さと失業の水準のために、バンク・レートをパニック的高さに引上げることが出来なかったことと、高いレートはホットマネーをもたらすだけで、再び早急に流出する恐れがあったからである。

7月14日に発表されたマクミラン・リポート(Macmillan Report)はロンドンの短期資金への依存の不健全性を強調した。7月31日にはメイ委員会リポート(May Committee Report)が発表され、増税と失業支払い部門を中心とする支出の削減を勧告した。それは最も厳格な想像力のない金融オーソドクシの文書と非難されたが、目的が金本位制に留ることである限り、これに代る提案を見出すことは容易ではなかった。だが、労働党政府にとっては容易に受け入れられないものであり、とくに失業支出の削減をめぐって閣内の一致が得られなかった。この間にも金の流出は続き、8月24日政権は最初の国民政府(National Government)に引継がれた。8月28日パリ、ニューヨークで8000万ポンドのクレジットが取決められ、9月10日には改訂予算が導入されたが、貿易収支は依然として大幅に不均衡で、ポンドに対する圧力が加わっていた。8000万ポンドのクレジットは9月半ば頃には使いつくしてしまい、9月21日イギリスは金を離脱した²⁵⁾。

バンク・レートは6%へ引上げられ、10日以内にポンドは18%減価して、年末までに3.40ドルに落ちた。スターリング圏の大多数の国々、スカンジナビア諸国、日本は2~3ヵ月の間にイギリスに追随して金を離脱したが、アメリカ、ドイツ、フランス、ベルギー、オランダ、イタリー、ポ

ーランドはなお当分の間金に留ったから、1925~31年の不利なポジションを改訂出来たポンド商品は突然有利な価格を享受した²⁶⁾。この影響を受けた大抵の国はイギリスに対する関税引上げをもって対抗せねばならなかった。イギリスもまた保護制度を導入して、貿易収支に対する有利な条件を維持しようとした。1932年初期には帝国の商品だけを除外して大抵の輸入には10%の関税が課され、必要な場合にはさらに付加税が課された。7月にはオッタワにて帝国経済会議(Imperial Economic Conference)が開催され、帝国特惠関税制が形成された。国内価格は安定し、生計費も1931~36年にわたって実質的に変らないことになった。ポンドに対する信頼感は急速に回復し、資金は再び流入し始めた。フランス、アメリカからのローンは容易に返済出来た²⁷⁾。1932年4月までにポンドの安定、予算の均衡、効果的保護制度をもって金融危機は過ぎ去り、バンク・レートは着実に低下して6月に2%に到達した。

4. 1930年代の金融政策

2%のバンク・レートというチープ・マネー(cheap money)の政策は安定価格、安定金利、安定為替レートの時期の招来となった。1932年4月に設置された為替平衡勘定(Exchange Equalization Account)はイギリスの為替管理の技術の重要なイノベーションであった。それは金とポンドの十分の供給をもって迅速に行動し、広範に秘密に行動する権限を与えられ、容易に為替危機に悪化するかも知れない安定為替レートからの何等かの逸脱を適当な買入、売却をもって調整するものであった。それは1700万ポンドの資本資産と1億5000万ポンドの借入権限をもって出発し、1933年4月に借入権限は2億ポンドに引上げられ、さらに1937年4月には2億ポンド追加されて、総額5億6700万ポンドになった。この勘定は大蔵省の一般的指示のもとにイングランド銀行によって操作され、通常の商業取引と無関係なポ

24) *ibid.*, p. 81.

25) *ibid.*, pp. 82~4; Pollard, S., *op. cit.*, pp. 227~8.

26) Lewis, W. A., *op. cit.*, pp. 63~5.

27) Richardson, J. H., *British Economic Foreign Policy*, London: Allen & Unwin, 1936, pp. 38ff.

ンドの売買を相殺し、それによってポンドに対する金の望ましいレートと思われるものを維持し、また金にリンクした外国通貨に対するポンドのレートをも維持した。また金の流出入が銀行組織の通常の手続きを通ずるクレジット・ベースの拡大、縮小に及ぼす効果を阻止することになった。すなわち金はこの勘定を通して流出入し、これによって勘定は国内信用構造を不適当な影響から隔離することになったのである²⁸⁾。

1932年に政府によってとられた5%戦時公債(5% War Loan, 1929~47)の3½%ベースへの借換操作も、結果として全ての金利を低下せしめることになった点で注目すべきものであった。5%戦時公債は1932年初期には20億8500万ポンドで、全国債の27%であった。戦時公債は1929年春には借換の時期に入っていて、その価格はパーまたはその近くで安定していた。戦時公債価格のこの安定は長期金縁証券金利の全てを5%ベースに結び付けていたので、それらの実質的引下げは5%戦時公債が残る限りは可能性はなかった。借換操作は1929年夏以降いつでも可能だったが、1932年夏が選ばれたのは次の理由による。ポンドとイギリス経済に対する信頼感とは1932年上半期に内外で増加し、コンソルの価格は上昇していた。危機の年に借入れた1億3000万ポンドの外国ローンは返済され、バンク・レートは3月に引下げられ始めて、6月には2%になっていた。政府は支出削減の努力をしていたが、戦時公債の5%から3½%ベースへの借換は年間3100万ポンドの節約を可能ならしめるものであった。6月に蔵相は5½%戦時公債が3½%公債(3½% Stock)に借換えられ、1952年またはそれ以降政府のオプションによって支払われると発表した。オファーが12月初めになされた時に、約20億ポンド、92%が借換えられて、僅かに1億6400万ポンドが現金で支払われた。それは国債の歴史において最大の最も成功した借換操作であった²⁹⁾。

1951年まで19年間にわたって維持されたチーフ・マネーの利益は極めて徐々に明らかとなり、

受け入れられるようになっていったに過ぎない。チーフ・マネー政策というのは少なくとも金利が低下しているという傾向を利用する問題であり、市場レートの低下が政府に方向を指示したに過ぎない。1919年から1931年まで2½%コンソルの利回りは平均4.6%であり、それが4.3%以下に低下したことはなかった。だが、1931年12月末の4.54%は1932年7月初めには3.52%に低下していた。金本位制離脱と為替平衡勘定の設置によって、政府が借換操作を可能とするポジションに移ったと人々が認識したためもあるだろうが、しかし主たる理由は経済の将来について期待が持てるようになって、企業も適当な利益を期待出来るようになったためであった。内外におけるイギリス政府証券保持者は1932年春までに経済は健全に運営されていると考えるようになっていた。借換がオファーされた時、投資家は政府証券を株式や現金に換えなかった³⁰⁾。かくて政府が金利を押し下げたのではなく、政府は金利の低下に追随したというべきであろう。

チーフ・マネーのコースが一度設定されてからは、それが進められ維持されたには幾つかの理由がある。まず、ロンドンの低レートはイギリス経済を海外の変化を誘因とする短期の変動から引き離すだろうということ、そして外国のホット・マネーを一掃するだろうということであり、この考慮は初期にはとくに重視された。次に、低レートは社会不安を惹起することなく政府支出を削減する唯一の工夫であり、これもまた初期の動機であった。さらに、イギリス経済における企業家精神(entrepreneurship)の明らかな低下に直面して、社会の受動的メンバーには不利に、能動的メンバーには有利になるように仕向けたという気持ちがあった。最後に、政策当局が次第にチーフ・マネーをイギリス経済の活動を促進する方法と見なすようになり始めたということも挙げ得よう³¹⁾。ただし、低レートが1930年代のイギリス経済の全分野に刺戟を与えたかは疑問である。とくに1930年代初期には貸手が意志を持っていても産業側の

28) Youngson, A. J., *op. cit.*, pp. 88~9.

29) *ibid.*, pp. 90~91.

30) Nevin, E., *op. cit.*, pp. 98~100.

31) Pollard, S., *op. cit.*, pp. 236~7.

借手は少なく、それが一層レートを低下せしめるのに役立った³²⁾。

だが、チープ・マネー政策が1930年代の建築ブームをもたらすのに役立ったことは肯定出来よう。1920年代は年間平均15万戸の住宅建築が、1930～33年では20万戸程度で推移し、それから急速に年間35万戸以上に増加した。地方自治体によるものが常に年間75,000戸程度これに加わった。1934年からのブームは産業、商業用建築によって一層促進された。建築産業に建築資材、家具産業などの需要増を加えれば、それがイギリス産業の回復を刺戟する役割を果たしたことは明らかである³³⁾。建築の大部分は建築組合 (building societies) によって金融されたが、そのモーゲージ・レートは1931年平均5.87%から1939年4.80%に8年間で1%程度しか低下しなかった。だが建築組合に対する預金レートは他のレートが低下している時にも高く維持されたから、彼等は増加する資金をもって貸付を拡張することが出来た³⁴⁾。

チープ・マネーと不況からの回復が緩慢であったため、10年間の価格水準は両大戦間の最底点に達した1933年から1938年までに11%上昇したけれども、なおそれは1930年とほぼ同一水準であった。1937年第1四半期の多くの商品価格の急上昇は、再軍備需要と投機的楽観によって刺戟された東の間の波動に過ぎなかった。1939年の不況はなお建築ブームが続いたのでゆるやかなものであったが、その時戦争が再び始まった。

5. 金融市場の変化

マクミラン委員会は1931年のそのレポートにおいて、銀行が産業により緊密で継続的な関心を持つように強く勧告して、鉄鋼、電機、その他の産業においてはアメリカ、ドイツの大企業が一般に有力な銀行業、金融グループによって継続的に

密接に支持されているのに対して、イギリス産業は同じような支持なしには明らかに不利であることを指摘した³⁵⁾。ただし、大陸の銀行家が特別の産業企業の運命に深くかかわることになったことは、不況の時期、とくに1929年、そして1930年代初期に彼等に打撃を与えることになった。危機を耐え忍ぶことにおけるイギリスの銀行の成功は、これまでの合併によって達成された大規模組織の資金の大きさにもよるが、同時によりオーソドックスな経営政策のためでもあり、それは自然イギリス的態度への復帰を奨励することになった。ヨーロッパを通じてのその結果としての傾向は、商業銀行がより厳格に貸出を短期のものに限定することであった³⁶⁾。

イギリス銀行業のこうした伝統と傾向にも拘らず、イギリスの銀行が産業顧客、とくに重工業のそれらへ大口の貸出を行ったことも間違いはない。こうした取引を通じて、銀行資金は流動性の適当な程度を犠牲にして実質的に長期のリスクなローンに固定化された。この事実は1920年代初期の不況により証明された。第1次大戦後のブームにおいて、多くの銀行は非賢明な貸出を行った。その結果、銀行から最も援助を受けた産業、とくに繊維、鉄鋼において貸出は不況とともに焦げついてしまった³⁷⁾。彼等はこの時これらのローンを切り棄てるか、借手を倒産に追い込むかの事態に直面したが、この解決はいずれにしても資金の喪失をもたらすことになることから、結局借手を支えることを余儀なくされ、そして一層援助を拡大することになった。結果的には、これは金本位制離脱後の経済の回復によってあまり表面化しなかった。

1930年代初期には銀行貸出は低下し、一方預

32) Truption, R. J., *British Banks and the London Money Market*, London: Cape, 1936, p. 306.

33) Lewis, W. A., *op. cit.*, p. 87.

34) 建築の多くは投資のためであり、家賃が低下傾向を示さなかったことが住宅投資を魅力あるものにした。Nevin, E., *op. cit.*, pp. 276～80.

35) *Report of the Committee on Finance and Industry*, Cmnd. 3897, H. M. S. O., 1931, paras. 378～386.

36) Sayers, R. S., *Modern Banking* (7th ed.), London: Oxford University Press, 1967, pp. 188～9.

37) Balogh, T., *Studies in Financial Organization*, Cambridge: Cambridge University Press, 1950, p. 78.

金は拡大的金融政策の結果として増加する局面に入った。その時以来イギリスの銀行業における傾向は、徐々に銀行の伝統的貸付活動の考え方と範囲を拡げるようになった。1932年にロイズ・バンクは鉄鋼会社スチュワート・アンド・ロイズ(Stewart and Lloyds)に期間の制限なしで300万ポンドの貸出を行った。これはコービー(Corby)計画の発展を援助せんとするもので、イギリス預金銀行業の伝統に反するものであった。この貸出が返済されるために資本市場で社債を発行するまでには3年かかった。これは特別の顕著なケースだったが、こうした方向への銀行の態度のシフトは、その後それ程目新しいことではなくなった³⁸⁾。

イングランド銀行自体も1929年に別個の代理機関セキュリティズ・マネージメント・トラスト(Securities Management Trust)を作り、そのコントロール下に置かれた各種産業企業の管理を行うことにしたが、これは1930年にはバンカーズ・インダストリアル・ディベロップメント(Bankers Industrial Development Co.)に拡大された。それは600万ポンドの資本をもって発足し、イングランド銀行が1/4を提供、他の大銀行が残りを提供した。イングランド銀行はまたユナイティッド・ドミニオン・トラスト(United Dominions Trust)の発行に参加し、その子会社のクレジット・フォー・インダストリー(Credit for Industry Ltd.)(1934年)はとくに長期ローンをもって小企業を援助するものであった。

だが、これらの発展はマクミラン委員会の勧告を充すものではなく、マクミラン・ギャップは1930年代には橋渡しされないまま残った。1930年代において企業が銀行ローンを返済出来ないために大幅に増加してしまった貸出や産業保有は、回復とともにまた一掃されてしまった。結果として銀行は産業に対する貸出の総預金に対する比率を40%台に低下せしめ、投資すなわち政府証券の保有を増加しなければならなかった。1932年2月における銀行のこれらの保有は2億6400万ポ

ンドであったが、1936年10月では6億1000万ポンドに増加した。そこでこの突然の売却は価格下落を導き、キャピタル・ロスを免れないから、以前はかなり流動性のあるものと考えられた銀行の投資は実際にははるかにそうでないものになっていった。

1920年代から30年代にかけて引受商社(マーチャント・バンカー)と割引商社は戦前の市場の多くが閉鎖され、または沈下したために打撃を受けた。引受商社はとくに彼等の経常資産を大部分凍結された1931年のモラトリアムの後では、イングランド銀行の再割引ファシリティによる救済がなかったならば、容易に崩壊してしまったかも知れない。1930年代の経過を通じて彼等の海外資産は徐々に借換えられ、または清算され、そして幾つかの商社は沈下していった。割引商社はイングランド銀行と手形交換所加盟銀行間を結びつける特別の地位を依然保持した。しかし、外国貿易の縮小は外国為替手形の必要を減少せしめ、それは1931年後の世界大の通貨制限により一層促進された。全商業手形残高の年間平均は国内振出、外国振出を含めて、1920年代には4億~6億5000万ポンドの範囲内にあったのが、1930年代には3億ポンド以下に減少してしまった。しかも、これに代るものとしての大蔵省証券の供給は、チーフ・マネーの時期に借換操作が成功したことと、政府各省、外国人の保有が大幅に増加したことによって涸渇状態に陥っていった。1925~32年に約4~5%であった tender 発行のTBレートは、1933年以降バンク・レートを1½%下回る0.6%に低下した。そこで、銀行がこれらビルに対しては直接競争しないという協定と、割引商社が競争を止めて単一入札を行うシンジケートを形成する措置がとられたこととによって、割引商社はようやくこの状況に耐え得たのである³⁹⁾。だが、商業手形とTBの量の減少(bill famine)と利子レートの低下とは、割引商社の伝統的業務の範囲を厳しく制限することになっていった。

(学習院大学経済学部)

38) Nevin, E. and Davis, E. W., *The London Clearing Banks*, London: Elek, 1970, p. 178~9.

39) Balogh, T., *op. cit.*, pp. 61, 134 ff.