

# 1925年のイギリスの金本位制再建とロンドン外国 為替市場への影響 —当時の政策担当者の想定の検討—

高 橋 秀 直

## はじめに

本稿は、第一次大戦後から1925年のイギリスの金本位制復帰当時までのロンドンにおける外国為替市場の発達と金本位制再建をめぐる動向を概観した上で、金本位制の再建がロンドン外国為替市場にもたらす影響について当時の政策担当者が抱いていた想定を検討する<sup>1)</sup>。

近年、1920年代のロンドン外国為替市場についての研究が進んだ<sup>2)</sup>。それらは、外国為替市場が、1920年代のロンドンにおいて既に台頭・定着したことを明らかにした。それに対して、第一次大戦以前は、ロンドンでの外国為替取引はさほど活発ではなかった。19世紀末から20世紀前半の経済のグローバル化の中で、国際的な貿易や資金貸借が拡大し、国際的な資金決済も活発化した。第一次大戦以前において、貿易や資金貸借はポンド建てで行われることが多く、ポンド建てのロンドン払い手形 (bill on London) が決済に利用された。そのため、国際金融センターとしてのロンドンには、国際貿易や資金貸借の決済が集中していた。このようなポンドを中心とした「ポンド体制」は、第一次大戦以前の国際金融秩序の柱の一つとみなされた。そのことの帰結として、第一次大戦以前のロンドンにおいてポンドとドル等の外国通貨との取引は活発ではなく、外国為替市場は十分に発達していなかった。「ポンド体制」の背景には、イギリスを中心とした1870年代から進展した国際的金本位制の存在があった。そのために、国際金本位制の存在と「ポンド体制」は表裏一体の関係にあった。だが、第一次大戦後に

---

1) 本稿は、2010年度に一橋大学大学院経済学研究科に提出した博士論文「ロンドンにおける外国為替市場の台頭・定着とその機能—1925-1931年—」の一部を加筆修正したものである。

2) Atkin (2005) ; Michie (2007) .

状況は大きく変化した。大戦後、アメリカが国際的な資金の貸し手として台頭したことに伴い、ポンドと並び、ドルも国際決済に多く利用され始めた。まず、戦後活発化したアメリカからヨーロッパへの資本移動は、ロンドンにおけるポンド・ドルおよびポンド・大陸通貨との取引の拡大を促した。また、大戦後に国際金本位制が機能停止したことに伴い、ポンドとドル等の為替レートが自由に変動し始めた結果、為替変動リスクが増大した。そのために、ロンドンで直物・先物外国為替取引が急激に発達した。加えて、1925年のイギリスの金本位制再建後も、外国為替市場がロンドンに十分に定着・機能し続けたという指摘もある<sup>3)</sup>。この結果、第一次大戦以前とは異なり、1920年代を通じて、外国為替市場がロンドン金融市場の重要な機能の一つとして定着・機能し続けたことが判明した。

第一次大戦後の国際金融秩序の再編を検討する先行研究は、ロンドン外国為替市場の台頭についてだけではなく、金本位制再建をめぐる政策過程に関しても、国際的な観点に加えてイギリス国内の観点から明らかにしてきた。第一次大戦以前のイギリスは、ポンド体制と国際金本位制の下、国際金融面における強い影響力を誇った。そのため、第一次大戦後のイギリスにおける国際的金本位制再建を巡る政策形成において、第一次大戦以前のポンド体制や国際金本位制の再建という視点が強く表れていた<sup>4)</sup>。また、国際的にも、第一次大戦後のジェノア会議において、国際的金本位制の再建が推奨された<sup>5)</sup>。

以上で確認した、ロンドン外国為替市場の研究で判明した事実と第一次大戦後の金本位制再建をめぐる動向を照らし合わせると、当時の国際金融秩序の再編を理解するためには、両者の関わりをどのように評価するのかという論点が検討されていないままであることに気がつく。一つの考え方として、金本位制は固定レート制でもあるため、金本位制再建が為替変動リスクを抑制する効果を持つ可能性がある。そのため、金本位制再建が為替変動リスクヘッジ手段でもある先物為替取引の消長と関わるのが推測できる。おそらく当時の政策担当者も、金本位制の再建がもたらす様々な影響の一つとして、すでにロンドンに定着・機能し

---

3) 高橋 (2005) ; 高橋 (2009)。

4) 例えば、Moggridge (1972) ; 金井 (2004)。

5) *Papers Relating to International Conference* (1922), pp.60-63.

ていた外国為替取引にも何らかの影響が表れることを当然予想していたはずである。しかしながら、先行研究は、金本位制再建がロンドンでの外国為替取引の動向にもたらす影響について、当時の政策担当者がいかなる想定を抱いていたかという点に言及していない。このことは、大戦後の金本位制再建に関わる政策的過程を検討する研究の流れとロンドン外国為替市場の台頭やその背後にある国際金融秩序の再編成の進行過程についての研究の流れが、かみ合っていないままであることを示している。そのため、本稿は、両者の関連を検討する。この論点を明らかにすることは、当時の政策担当者がロンドン外国為替市場とどのように関わっていたのかという点や、彼らが戦後のロンドンにおける外国為替市場の発達をどのように評価していたのかという点を明らかにすることに関わる。また、この論点の検討は、1931年の「ポンド危機」に至る1920年代を通じたロンドン外国為替市場と政策当局との関わり的一端を明らかにすることにもつながる<sup>6)</sup>。

本稿の構成は、まず第1節において、ロンドンにおいて外国為替市場が1920年代を通じて一貫して定着・機能し続けた点を概観する。第2節において、第一次大戦後における金本位制復帰に向けた政策動向を、国際的な観点とイギリス国内の観点の両面から概観する。第3節において、イギリスの金本位制復帰がロンドンにおいて台頭していた外国為替市場に与える影響に関して、当時の政策担当者が抱いていた想定を検討する。その結果、当時の政策担当者が、戦後のロンドンで発達した先物為替取引に対して、為替レート変動への対応手段として低い評価をしていたことを明らかにする。

## 1. 1920年代におけるロンドン外国為替市場の台頭

この節では、第一次大戦以前から1920年代にかけてのロンドン外国為替市場で生じた二つの変化、①先物為替取引が台頭したこと、②ビッドレートおよびアスクレート情報が、価格形成上より重要になったことについて、先行研究に依拠して概観する。

まず、ロンドンにおいて直物および先物の外国為替取引が活発に行われるよう

6) 先行研究は、「ポンド危機」前後のロンドン外国為替市場の混乱と政策介入に関して言及している (Moggridge (1972); 金井 (2004); 米倉 (1981), (1982))。

になったのは第一次大戦以後であった。ブリティッシュ・オーバーシーズ・バンクのダドリー・ワード (Dudley Ward) は、ロンドン外国為替市場は、1922年までに台頭しており、既に世界で最も重要な外国為替市場であったと指摘している<sup>7)</sup>。だが、それは政策当局によって支えられていた市場ではなかった<sup>8)</sup>。19世紀後半から20世紀前半において、経済のグローバル化が進行した。国際貿易や国際資金貸借が活発化したために、国際的な資金決済の必要性が増大した。その際、国際的な決済手段としてロンドン所在の金融機関に置いてあるポンド建ての預金 (London balance) を通じた決済が行われた<sup>9)</sup>。また、当時の国際決済においては、第一次大戦後に普及した電信為替による送金は普及しておらず、手形が多く利用された。電信為替による送金はすぐに執行されるが、手形類の利用は送金に日数がかかるために、金融機関による手形の割引という資金貸借を伴うことになった<sup>10)</sup>。そして、国際取引から生まれるポンド建ての手形がイギリス国内の短期金融市場に流入した。以上の結果、当時のイギリス国内の決済システムと国際決済システムが強く結び付くことになり、ロンドンが国際決済の中心になっていった。だが同時に、イギリスと諸外国の取引だけでなく、イギリス以外の国同士の取引においてもポンドを使用することが多かったため、第一次大戦以前のロンドンにおいて、ポンドとドル等の通貨間での外国為替取引が少なかったことも指摘されている<sup>11)</sup>。そのため、ロンドン以外のヨーロッパ諸国の市場やアメリカの市場だけでなく、より周辺に位置するアジアやラテンアメリカの市場において、外国為替取引が発達した<sup>12)</sup>。また、19世紀末から第一次大戦まではイギリスを筆頭に金本位制を採用していた国が多かったとはいえ、未だに変動相場制を採用

7) Ward (1922).

8) *The Bankers' magazine* (1924), CXV III, p.198.

9) 鈴木 (2007), 293頁。

10) 近年、第一次大戦以前における短期金利裁定行動として、長期手形 (Long bill) を用いた金利裁定に着目する研究がある。直物で為替を購入しても、それがロンドンに届くまでに時間がかかる。そのために60日後支払いの長期手形を購入する際の為替レートは、60日分の金利を考慮したものになる。そのために直物為替レートと長期手形の為替レートの差にはロンドン金利が反映される。このような研究は、実際のロンドン市場金利と、為替レートの差にあらわれた金利の間の裁定行動を検証している。(Weidenmier, Juhl and Miles, 'Covered Interest Arbitrage' (2006))。

11) Michie (2007), p.66.

12) ロンドン金融市場の金融機関と決済メカニズムについて鈴木 (2007) を参照。

していた一部の外国市場において先物為替取引が活発に行われていた。ヨーロッパ大陸では特にベルリン市場やウィーン市場において、金本位制を導入するまでの期間、為替レートの変動からの影響を避けるために、ドイツ・マルク、オーストリア・グレンデンおよびロシア・ルーブルを巡る先物為替取引が盛んであった<sup>13)</sup>。

だが、第一次大戦後は一転して、ロンドンでも外国為替取引が拡大した。1920年代においてアメリカが債権国として台頭したことが、ニューヨークの国際金融センターとしての地位を高めた<sup>14)</sup>。第一次大戦中およびその後にかけてアメリカが急速に債権国に成長し、1920年代に資本輸出国になったことが指摘されている<sup>15)</sup>。その結果、ヨーロッパにおけるドル取引の最大の市場であったロンドンの立場が強まり、ロンドン市場はヨーロッパ大陸とアメリカの間の資本移動を支えることになった<sup>16)</sup>。ヨーロッパ大陸通貨とドルの為替レートは、ポンド・ドルレートとポンド・ヨーロッパ大陸通貨レートのクロスレートで与えられていたため、結果としてロンドンにはドルとヨーロッパ大陸通貨間の価格形成に強い影響力を持つことになった<sup>17)</sup>。また、イギリスだけでなくアメリカも資金の貸し手になる以上、ロンドンにおけるポンド建て預金を通じた国際資金決済だけでなく、ニューヨークにおけるドル建て預金を通じた国際資金決済が行われることになった。このような国際金融センターの分裂は、ロンドンのポンド建て預金とニューヨークのドル建て預金間での資金移動を引き起こした<sup>18)</sup>。このような動きがドルとポンドの取引を促すことになり、そして、拡大するポンド・ドル取引のために米系国際銀行もロンドンに進出してきた<sup>19)</sup>。

---

13) Einzig (1937), pp.37-42. この時期のウィーンでの先物為替市場の効率性をコムロスとフランデューラーが検討している (Flandreau and Komlos (2002); Komlos and Flandreau (2002))。

14) Atkin (2005) p.40; 鈴木 (2007), 293-294頁。

15) 平岡 (2007), 38-40頁および46-48頁。

16) Atkin (2005), p.40.

17) 同, p.40.

18) 西村閑也 (1982), 29および34-35頁。

19) Atkin (2005), pp.53-54. 残念ながら、当時のロンドン外国為替市場の取引高のデータは、為替レートや金利などの価格データと比較して入手困難である。大まかな傾向としては、例えば、ロンドン外国為替市場における、1928年1月末の一日の取引高の80%前後が、対北米（大半がドルと思われる）取引であった (Bank of England Archives EID3/281 'Approximate amounts of foreign currency changing hands on the London market')。具体的な取引高や為替取引手法等の情報を明らかにすることは、今後の課題である。

加えて、先物為替取引においてもロンドン市場がニューヨークとヨーロッパ大陸市場を仲介する機能を果すことになった<sup>20)</sup>。ロンドン市場での先物取引は第一次大戦直前において既に始まっていたが、先物取引が台頭したのは大戦後であった<sup>21)</sup>。その背景として、アトキンを含めヨーロッパ諸国の多くの通貨が大戦中に金本位制を停止したために、為替レートが大きく変動するようになり、為替変動リスクを避ける手段としてだけでなく、為替変動を利用した投機的手段として先物為替市場が拡大したことを指摘した<sup>22)</sup>。1925年にイギリスが金本位制に復帰したことで国際的な金本位制が再建された後も、ニューヨークとロンドンの短期金利間の裁定行動に組み込まれる形で、先物為替市場が機能し続けたことが指摘されている<sup>23)</sup>。

1920年代のロンドン外国為替市場の価格形成過程は以下のようなものであった。1920年代初頭のロンドン外国為替市場における為替取引において、ビッド・アスクレート情報が一層重要になった。その背景には、ロンドン外国為替市場が、1921年以後、取引所取引からブローカーとディーラーを電話回線で結んだテレフォンマーケットへと変わったことがある<sup>24)</sup>。それまでも、取引規模は小さいながらも、王立取引所 (Royal Exchange) において火曜日和木曜日の午後の週二回、取引が行われていた<sup>25)</sup>。

ロンドン外国為替市場は、①輸出入に携わる貿易業者、外貨を必要とする旅行者や通貨投機や金利裁定取引を行うことを目的とする投資家等のカスタマー (顧客)、②自己勘定で顧客との取引に応じる銀行などの為替ディーラー、ここには、ロンドンの手形交換所加盟銀行 (clearing bank) や横浜正金銀行のような外国銀行が含まれる、③幾つかの為替ディーラーからの売りと買いの注文をつき合わせるだけの為替ブローカーという異なる機能を持った三つのグループにより構成されていた<sup>26)</sup>。

---

20) Einzig (1937), pp.250-251.

21) 同, p.57.

22) Atkin (2005), pp.40-41.

23) 高橋 (2005)。

24) Atkin (2005), p.55.

25) Miller (1929), p.58.

為替レートの形成は、為替ブローカーと為替ディーラーが、ビッド（買い気配値：買ってもよい価格）、アスクレート（売り気配値：売ってもよい価格）をやり取りしながら行われた<sup>27)</sup>。第一次大戦後、取引所内でのビッド・アスクレートのやり取りから電話回線上的でのやり取りへと変わった。ブローカーは為替ディーラーから集めたビッド・アスクレートを集約し、自分の予想も加味して、為替レートを競り上げたり競り下げたりした。それにより為替レートが上下に変動した。

20世紀初頭のロンドン外国為替市場における主要な参加者は①マーチャント・バンク②外国銀行のロンドン支店③イギリス国内で業務を行う海外銀行であった。彼らは市場での機能上、為替ディーラーに区分される。当時のロンドン外国為替市場において、主にスターリング手形の取引が行われており、電信為替取引は限られていた。そのために、マーチャント・バンクがロンドン市場における最大の参加者になった。一方、ロンドンの手形交換所加盟銀行は、1900年当時のロンドン外国為替市場の主要な参加者ではなく、彼らが市場で重要な存在になるのは第1次大戦後であった<sup>28)</sup>。20世紀初頭のロンドン市場における代表的参加者は外国銀行のロンドン支店であった。『銀行年鑑』(*The Banker's Almanac*)によれば、1909年のロンドンにおいて、20の外国銀行が存在した<sup>29)</sup>。その半数以上がヨーロッパ系の銀行であった。また1913年の「連邦準備法」制定以前においては、アメリカの連邦認可銀行(national bank)は、海外支店を設けることを禁止されていた<sup>30)</sup>。そのために、州認可銀行(state bank)や信託会社(trust company)がロンドンに支店を開設していた<sup>31)</sup>。

ロンドン手形交換所加盟銀行は、外国為替取引へ進出することをためらっていたが、外国銀行がロンドン外国為替市場における地位を足がかりにして他の業務へ進出することを恐れていた。まず初めに、手形交換所加盟銀行の中で、マル

26) 顧客、為替ディーラー、為替ブローカーという市場参加者が、具体的にはどのような人々により構成され、どのようなことを行っていたのかについては、現時点では詳らかにできない。今後の史料調査により、市場参加者の具体的な姿をとらえることが、現在の課題の一つである。

27) Phillips (1926), pp.72-73.

28) Atkin (2005), pp.18-19.

29) 同, p.20.

30) 鈴木(2007), 296-297頁。

31) Atkin (2005), pp.19-20.

ティンス銀行 (Martins Bank) が1890年代に外国為替取引に進出した<sup>32)</sup>。そして、1898年に合併したシティ銀行の外国手形引受部門を引き継ぐ形でミッドランド銀行 (London City & Midland Bank) が、エドワード・ホールデン (Edward Holden) の指揮の下、ヴァン・ビーク (H.Van Veek) とミラー (D.A.Miller) という二人の外国為替業務の専門家を雇い入れ、1905年に外国為替部 (Foreign Exchange Department) を開設した<sup>33)</sup>。また、通貨取引を行える人材の不足もあり、手形交換所加盟銀行は外国銀行から人材を引き抜いた。例えば、ミッドランド銀行はクレディ・リヨネから為替担当者を雇い入れたことがあった。次第に、手形交換所加盟銀行はロンドン外国為替市場における地位を手に入れることになった<sup>34)</sup>。

1920年代になると、為替ディーラーとしての銀行はおおよそ140にも及んだ<sup>35)</sup>。ロンドンにおいて、パークレイズ銀行やミッドランド銀行などのイギリス系の銀行と同時に、ナショナル・シティ銀行等のアメリカ系の外国銀行やフランスのソシエテ・ジェネラルやクレディ・リヨネなどのヨーロッパ系の外国銀行が活躍していた。彼らは、投機などの自己勘定取引を一定のリスク管理の下で行うことに加えて、顧客からの要望に応じて、外国為替の売買を引き受けた。銀行が顧客との取引を行ううちに、銀行の通貨の持ち高が売りが買いに偏ってしまうことがある。その場合、銀行が為替変動リスクにさらされる。当時の銀行は、売り持ち買い持ちのポジションを翌日に持ち越すことが制限されていた。為替変動リスク抑制のために、銀行は、スワップ取引として①直物買いに対して同額の先物売り、②直物売りに対して同額の先物買いを行うことで、自行の持ち高を調整した<sup>36)</sup>。つまり、当時の銀行は、①対顧客市場において、顧客からの為替売買注文に応じていた、②銀行間市場において、為替の持ち高調整のための為替売買を行っていた、ということである。

イギリスの金本位制再建後のロンドン外国為替市場の動向についても、幾つか

---

32) 同, p.18.

33) Kamitake (1983), p.51; 神武 (1992), 67頁; 鈴木 (2007), 291頁。

34) Atkin (2005), pp.22-23.

35) 同, p.53.

36) 同, p.51.



重要な点が明らかになっている。アトキンは、1922年に形成されたブローカーズ・アソシエーションが1929年には解体したことに着目する。為替ブローカーは参入コストが低く、自由に参入・退出できた。ブローカーズ・アソシエーションは、ブローカー業務を監督し、新規参入者をチェックすることと同時に、ブローカーごとに異なっていた取引手数料を揃えることでブローカー業務の利益を確保するために形成された。手数料は、外国為替市場の変動に応じて変更された。しかしながら、金本位制が再建されると為替取引量が減少し、為替ブローカーの手数料収入も減少した。ブローカーズ・アソシエーションは、アソシエーション未加盟の業者が安い手数料で取引に応じることや、為替ディーラー同士の直接取引を抑制できず、そうしたアソシエーションの市場監督機能の低下に伴い、1929年中頃にアソシエーションは機能を停止した<sup>37)</sup>。その一方、アソシエーションの解散により大手ブローカーの取引手数料が約半額に下落した事実も指摘されている<sup>38)</sup>。その結果、規模の小さいブローカーの撤退が相次いだ。

また、ミキは、以下の事実を指摘した<sup>39)</sup>。1909年にはたった2つの外国為替ブローカーしかロンドンにいなかったが、1922年には17にまで増加した。1924年には、約40の為替ブローカーが存在し、通貨が安定化した1928年ごろにも35の為替ブローカーが依然としてロンドンに存在していた<sup>40)</sup>。このことは、ロンドンに定着した外国為替市場が、国際金融センターとしてのシティの業務にしっかりと組み込まれていたことを示している。ロンドンには、外国銀行が集まっていただけでなく、1929年には中国銀行（Bank of China）のような新しい銀行も集まるようになっていた。その意味で、ロンドンがアメリカ経済に押されて、国際金融センターとしての地位を喪失したとは言い難いとミキは評価する<sup>41)</sup>。

アトキンやミキは、金本位制再建後のロンドン外国為替市場の動向に関して、幾つかの新事実を提示した。だが、両者の主張は、先行研究において、金本位制再建後のロンドン外国為替市場の消長について評価が確定していないことも示し

---

37) 同, p.59.

38) 同, p.60.

39) Michie (2008), p.75.

40) 同, p.75.

41) 同, p.75.

ている。その一方で、数量データの検討から当時のロンドン外国為替市場の動向にアプローチする研究もある。先行研究によれば、第一次大戦以前のロンドンおよびニューヨーク市場の短期市場金利間に強い関連が見られた<sup>42)</sup>。この指摘は古典的金本位制のもとにおいて、金利裁定行動が大西洋を越えた金融市場の連動・統合を生み出していたことを示している。だが、第一次大戦後において国際金融秩序が再編され、その過程で金本位制再建の動きが生じた。そのような事実を踏まえて、第一次大戦後に再建された金本位制の下においては、ロンドンとニューヨーク市場の短期金利間にはいかなる関連が観察できるであろうかという新たな論点が提出された<sup>43)</sup>。その結果、第一次大戦以前のようなロンドンとニューヨーク短期金利間の連動が消失したこと、両市場の金利格差は投資家の先物為替市場を利用した裁定行動により調節されていたことが明らかにされた。この事実は、第一次大戦前とは異なり、再建金本位制の下においては、両短期金融市場は先物為替市場を取り込む形で連動・機能するようになったことを示している。また、この事実は、統計データの分析という観点からも、第一次大戦後の国際金融秩序の再編過程を検討する際には、当時台頭してきたロンドン外国為替市場の視点が不可欠であることを示している。

以上の先行研究を踏まえると、金本位制の機能停止や金本位制の再建という国際金融制度の再編の波にさらされながらも、外国為替市場は1920年代を通じて一貫してロンドンに定着・機能し続けたと評価できる。

## 2. 第一次大戦後における国際的な金本位制再建への動き

ここでは、イギリスの金本位制再建が、当時のイギリスにおいてどのような意味を持っていたのかを明らかにするために、1920年代における国際的な金本位制復帰と1925年のイギリスの金本位制復帰までの経過を概観する。

### ①ジェノア会議と「通貨に関する決議」

第一次大戦後のパリ講和会議の後、主な連合国が枢軸国政府とソヴィエト政府の要人を招いて、1922年4月にイタリアのジェノアにおいて会議を開催すること

---

42) Tullio and Wolters (2000).

43) 高橋 (2005)。

を決定した<sup>44)</sup>。

この会議はジェノア会議とよばれ、第一次大戦後の対ソヴィエトロシア政策とドイツ復興と並んで、戦後のヨーロッパの通貨安定化が議論された。会議にはアメリカを除く主要な国が参加し、政府間交渉を行った<sup>45)</sup>。

会議において経済問題を扱ったのは、金融委員会 (Financial Commission) であった。金融委員会はさらに、通貨 (Currency)、為替 (Exchanges)、信用 (Credits) を扱う部会 (Subcommissions) に分けられた<sup>46)</sup>。

ジェノア会議期間中に金融問題を扱った金融委員会は、イギリス主導で行われたといつてよい。委員会は「通貨に関する決議」 (Resolutions on Currency) として、各国が金融安定化を金為替本位制で行い、中央銀行準備金に外国為替準備の保有を認め金の使用を節約するように勧告した<sup>47)</sup>。

—ジェノア会議における「通貨に関する決議」—<sup>48)</sup>

- ① ヨーロッパ経済の再建は自国通貨価値の安定により達成される。
- ② 銀行、特に発券銀行は政治上の圧力から独立であるべきであり、健全な政策により運営されるべきである。発券銀行を持たない国では、一つの発券銀行が設立されるべきである。
- ③ 通貨再建の手段は中央銀行間の協調の実施および信用政策を管理する銀行の発展によるべきである。中央銀行間の国際協調はヨーロッパ内に限定せずになされるべきであり、銀行政策の自由度を制限することなく各国は政策を調整するべきである。この観点にたった各中央銀行代表によ

---

44) Fink (1984), pp.3-5.

45) Brown (1940), p.342.

46) Fink (1984), p.233.

47) Pauly (1996), p.11. 金本位制といっても、金と通貨との結びつきの強さによって様々な形態に分けられる。石見 (1995), 24頁は、次のように定義する。①金貨本位制 (Gold Coin Standard) は、国内的に通貨の兌換性を保証しているので、金貨が紙幣と共に流通する。②金地金本位制 (Gold Bullion Standard) は、国内的に通貨の兌換性を停止してはいるが、対外的に金の自由輸出入を認めている。従って、金は国内の兌換準備としてではなく、対外決済の目的で保有される。③金為替本位 (Gold Exchange Standard) は、通貨当局は準備として金そのものではなく、かわりに金交換性を持つ通貨 (金為替) を保有する。

48) *Papers Relating to International Conference* (1922), pp.60-63.

る会議が早急に実施されるべきである。

- ④ ヨーロッパ内の全ての通貨は、共通の価値基準にもとづくべきである。
- ⑤ ヨーロッパ各国において、金が現在受け入れ可能な唯一の価値基準である。
- ⑥ ヨーロッパ各国政府にとり、金本位制の再建が究極の目標であり、金本位制への復帰過程はそれぞれの計画に沿って実行されるべきである。
- ⑦ 金の裏付けのない通貨の発行による財政上の問題がある限り、各国の通貨安定化は成功しないし、金本位制への復帰も達成できない。最も重要な目標は資産の裏付けのない通貨の発行を停止し、各国は財政の均衡を達成することにある。財政の均衡は適切な税体系により達成されるべきである。政府支出が税収入を上回るならばインフレーションの恐れがある。その場合には政府支出の削減が正しい方法である。
- ⑧ 次に各国の金平価の設定が問題となる。その時の為替レートの水準に照らし合わせて旧平価でも新平価でも経済状況に応じて対処すべきである。
- ⑨ これらの措置はそれのみで金本位制を確立するのに十分であるかもしれない。しかし、その維持のためには中央銀行の協調に加えて適当な時期における国際会議が必要である。この会議の目的は、金準備を集中し、多数の国が金準備を競って確保しようと努めることから生じる金購買力の大幅な変動を避けることである。この会議は、金為替本位制や国際清算制度のような対外残高の形態を採用し金使用の節約を具体化すべきである。
- ⑩ 国際会議のメンバーが世界的である必要はないが、ヨーロッパ内だけでなくより広い地域に渡ることが望ましい。とりわけ参加する国およびアメリカが共通の価値基準を用いていることが望ましい。
- ⑪ 9番目の決議で提案した国際会議は、3番目の決議において提案した中央銀行間の会議と共同して行われる必要がある。
- ⑫ 3番目の決議で提案した中央銀行間の国際会議は、イングランド銀行がその招集役となることが望まれる。そして時期としてなるべく早く実施されるべきである。各国中央銀行は各国政府に国際金融会議の内容の実

施を働きかけるべきである。

イングランド銀行総裁ノーマン (Montagu Norman) は、この決議に二つの意図を込めた。一つは、金為替本位制採用国の中央銀行に準備金の一部をポンドで保有させることであり、もう一つは、現状では実現不可能であった大戦前のイングランド銀行を中心とした国際通貨制度を、可能な限り各国中央銀行の「協調と管理」によって再現させることであった<sup>49)</sup>。また、イギリス大蔵省のラルフ・ホートレー (Ralph Hawtrey) はジェノア会議の決議の草案を書くという重要な役割を果たした。従って、その解決策は国際金融関係に対するイギリスの見解を反映した。インドなどのイギリス植民地が、戦前、ロンドンに自国の外国為替準備を保有していたことを踏まえ、イギリスが第一次大戦後の国際通貨問題の解決策としてポンドを基軸通貨とする金為替本位制を推奨したのは理由のあることだった<sup>50)</sup>。

しかし、ジェノア会議の勧告に対しては否定的な見解もあった。ポーランドの経済学者F・ムリナルスキー (Felix Mlynarski) は、金為替本位制はインフレーションを引き起こす恐れがあるとして反対した<sup>51)</sup>。アメリカのニューヨーク連邦準備銀行総裁のベンジャミン・ストロング (Benjamin Strong) は、金為替本位制は金融センターにおいて僅かな金準備をもとに膨大な「信用のピラミッド」の形成を許容する制度だとしてこれを批判した<sup>52)</sup>。一度金為替が金に転換されると、中心国において公定歩合の急激な上昇とデフレーションを引き起こす恐れがあるとした。そして金為替本位制はつまるところ金本位制の基礎を掘り崩す制度であるという見解を持っていた<sup>53)</sup>。更に、ストロングは中央銀行家会議に対しても批判的だった。反対する理由は、文化・習慣・言語の異なる世界各国から集まった人々の間で意見を統一することの困難さ、各国代表の銀行家の見解が各国政治や各銀行の利害に左右される恐れがある点、そしてアメリカが唯一の資金の貸し手である現

49) Brown (1940), pp.345-346; Clay (1957), p.137.

50) Eichengreen (1998), p.62.

51) 佐美 (1994), 912頁。また、金為替本位制が基軸通貨国の貨幣節度を弛緩させ、世界的なインフレをもたらす恐れがあるという見解はRueff (1971) にある。

52) Clarke (1967), pp.38-39.

53) Clarke (1973), p.15.

在、会議においてアメリカにとって負担の大きい提案がなされる恐れがある点にあった<sup>54)</sup>。

②第一次大戦後におけるイギリスの金本位制復帰への動き

以上において、1922年のジェノア会議において、国際的に金本位制が再建されるべきという決議がなされた点を確認した。ここでは、第一次大戦後のイギリスが、どのように金本位制へ復帰したのかについて先行研究を利用して概観する<sup>55)</sup>。

第一次大戦中、イングランド銀行券の金兌換は事実上維持された<sup>56)</sup>。大戦中、その輸出が敵の利益にならない限りという条件の下で、イギリスからの金輸出は禁止されていなかった<sup>57)</sup>。実際には、保険や海運上の便宜が欠乏していたために、金の輸出が事実上不可能だったということである<sup>58)</sup>。イギリスからの金輸出は、第一次大戦勃発の後に事実上困難になっていたが、大戦後の1919年の命令と1920年の法律により正式に禁止された。まず、1919年4月1日、公的な許可なしに金や金地金の輸出を行うことが禁じられた<sup>59)</sup>。次に、その規制は、1920年の金銀（輸出統制）法（Gold and Silver (Export Control) Act）に再編成された。この法律は1925年の12月31日に失効することが定められていた<sup>60)</sup>。その後、イギリスが金本位制を再建するに際して、1925年に失効するこの法律をどのように扱うかということが重要な点になった。

イギリスが、1920年に金輸出を正式に禁止する少し前の1918年1月に、当時のイングランド銀行総裁であるカンリフ卿のもとに「戦後の通貨と外国為替に関する委員会（カンリフ委員会）」（Committee on currency and foreign exchanges after the war）が設置された<sup>61)</sup>。委員会の目的は、いかにして通貨に関わる通常的环境が再建可能であるかという点を検討することであった。委員会の意見は、イギリスは1ポンド = 4.86ドルの旧平価で金本位制を再建することであった。

---

54) Chandler (1958), p.280.

55) Moggridge (1969) ; Moggridge (1972) ; Peden (2004) ; 塩野谷 (1974)。

56) 金井 (2004), 15頁。

57) Appendixes, Appendix6, "The Gold Export Embargo, 1919-25", in Sayers (1976), p.55.

58) 金井 (2004), 15頁。

59) 同, 44頁。

60) 同, 48頁。

61) 同, 45頁。

1919年12月15日、政府は委員会の提言を受け入れた。だが、この段階では、具体的な金本位制への復帰の段取りはまだ決まっていなかった。

また、この当時の為替レートは以下のように推移していた。戦前の金平価は1ポンド=4.86ドルであり、戦時中は1ポンド=4.76 $\frac{1}{2}$ ドルにペッグされた。1920年2月に一時的に1ポンド=3.40ドルになった<sup>62)</sup>。1922年の末には、ポンド為替相場も1ポンド=4.63 $\frac{1}{2}$ に回復した。政策当局は、1920年4月にバンク・レートを一時的に7%まで引き上げて、金融政策を引き締めた。だが、1921-22年にかけて、物価水準の下落、失業率の高騰等が生じた<sup>63)</sup>。

先に確認した様に、1922年のジェノア会議の決議は、国際的な金本位制への復帰を勧告した。その決議案の起草に関わったホートレーは、多くの国が金本位制へ復帰するならば金への国際的な需要が拡大するため、第一次大戦以前の旧平価の回復に際して各国にデフレーション圧力が強まると想定していた。それゆえ、彼は、金為替本位制の採用を主張した。実際、イギリスが1925年に金本位制に復帰した後は、ポンドも各国中央銀行準備に組み込まれるようになった。

1924年に、労働党の大蔵大臣であるフィリップ・スノーデン (Philip Snowden) は、元保守党時代の大蔵大臣であるオースティン・チェンバレン (Austen Chamberlain) のもとに委員会を結成した。この委員会はチェンバレン=ブラッドバリー委員会と呼ばれる。委員は、カンリフ委員会にも加わっていたベアリング商会 (Baring Brothers & Co.Ltd.) のG.ファーラー (Gaspard Farrer)、大蔵省理財局長 (Controller of Finance) のO.ニーメイヤー (Otto Niemeyer)、経済学者のピグー (Arthur Cecil Pigou) であった<sup>64)</sup>。その目的は、1914年から大蔵省が発券していたカレンシー・ノート INGランド銀行が発券するバンク・ノートといつごろ統合するかという点を議論することであった。この問題は、金本位制への復帰をどうするかという問題と絡んでいた。既に、カンリフ委員会が、両者の統合は、金本位制に復帰してから少なくとも1年間の様子を見てからのちに行うだけでなく、金本位制への復帰に際しては、少なくとも1億5000万ポンド

---

62) Peden (2004), pp.23-24.

63) 同, p.24.

64) 金井 (2004), 47頁; 鈴木 (2007), 286頁。

の金準備の裏付けが必要であると提言していた<sup>65)</sup>。

チェンバレン=ブラッドバリー委員会は何人かの専門家に意見を聞いた。そのうちの一人にケインズがいた。ケインズは通貨の安定化における、管理通貨制の提唱者であった。ケインズは、1919年以来、大蔵省とイングランド銀行は銀行信用の管理だけでなく、物価水準の管理に加えて他国通貨に対するポンドの価値も管理することができることを示してきたと考えていた。ケインズは、1923年に『貨幣改革論』を出版し、委員会においても同様の見解を示した<sup>66)</sup>。彼は、旧平価での金本位制復帰は、国内信用の収縮をもたらすと考えただけではなく、イギリスの輸出物価水準が12%ほど上昇するであろうと推測していた。その一方で、彼は原料や食料の輸入物価水準が下落するとはいえ、イギリスの賃金水準が自動的に12%も下落することはないとも考えた<sup>67)</sup>。

1924年11月、保守党が選挙で勝利すると、10月には1ポンド=4.50ドルであった為替相場が、12月には1ポンド=4.70ドルに上昇した。選挙で保守党が勝利したことにより、オースティン・チェンバレンが外相に就任したため、委員を元大蔵省事務次官補 (Joint Permanent Secretary of the Treasury) のジョン・ブラッドバリー (John Bradbury) へと交替した<sup>68)</sup>。そして、ウィンストン・チャーチル (Winston Churchill) が大蔵大臣に就任した<sup>69)</sup>。

チャーチルは金本位制復帰に伴う困難について、友人であった『デイリー・エ

---

65) *First interim report of the committee on currency and foreign exchanges after the war*, (1918), pp.11-12; Appendixes, Appendix7, "The Cunliffe Committee and the Cunliffe Limit", in Sayers (1976), p.59; 金井 (2004), 71頁。

66) Peden (2004), p.24.

67) 同, p.24.

68) ブラッドバリー(1872-1950)は、大蔵省において1905年にアスキス蔵相の個人秘書官 (Private Secretary) を務め、1909年には第1課 (財政課) (First (Finance) Division) において、蔵相ロイドジョージ (Lloyd George) の人民予算 (People's Budget) を準備した。また、彼はロイドジョージから健康保険設立に関する仕事を任された。その際に、ロイドジョージの個人秘書官であったホートレーはブラッドバリーの下で働くことになった。その後、彼は1913-1919年に事務次官補、戦時中は政府の金融顧問 (Chief Financial Adviser) を務めた。彼の金融に関する知識はシティ以外では比類のないものだった。1914年の金融危機の際には、金使用の節約と銀行取付の抑制のために、1ポンドと10シリングのカレンシー・ノートの発行に尽力した。その後、カンリフ委員会やチェンバレン=ブラッドバリー委員会に参加し、1919年に退職した (Oxford dictionary of national biography (2004), vol.7, pp.161-162)。

69) Peden (2004), p.26.



クスプレス』紙社主のビーバーブルック卿と相談した。1月28日に『デイリー・エクスプレス』紙は、ニーメイヤーを名指しして、大蔵省は産業を犠牲にしてシティの立場を重視しているという記事を掲載した。翌日チャーチルはニーメイヤー、モンタギュー・ノーマン、ブラッドバリー、ホートレーに対して、金本位制復帰をさらに検討することを求める文書を送った。ニーメイヤー、ノーマン、ブラッドバリー、ホートレーは金本位制復帰に賛成する立場でそれに答えた<sup>70)</sup>。

ホートレーのメモは、金本位制への復帰に向けて、アメリカの動向の重要性に注意を払うものであった<sup>71)</sup>。後に詳細に検討するが、このメモは、当時の政策担当者がイギリスの金本位制への復帰がロンドン外国為替市場に与える影響について検討している数少ない史料である点で重要である。ホートレーは、アメリカの物価水準の上昇が、ポンドが旧平価で金本位制に復帰することを助けてくれることを期待していた。同時に、彼は、バンク・レートを上昇させて、イギリスの物価水準を下落させることに反対していた<sup>72)</sup>。

また、1925年1月21日、『ネイション・アンド・アシニアム』紙は、ケインズによる「金への復帰」という記事を掲載した<sup>73)</sup>。ケインズはホートレーやその他の人々と同様に、アメリカの物価水準の上昇とイングランド銀行の健全な通貨政策が、ポンド・ドルレートを旧平価水準まで戻すと考えていた。しかしながら、彼は、連邦準備委員会の安定した通貨政策がないのであれば、アメリカの物価水準は下落してしまい、そのような状況になれば、早すぎる金本位制復帰宣言は、イギリスにデフレーションをもたらすことになることになると警告した。そして、ポンドをドルに対して固定する時期は、アメリカの物価水準が安定してから後のほうが良いと主張した。一方で、近年のイギリスの物価水準の動向を踏まえると、貿易や失業に影響を与えない程度の信用収縮を必要とするであろうと主張した。ニーメ

70) 同, pp.25-26.

71) Bank of England Archives G14/312, R.G.Hawtrey 'The Gold Standard' February 1925.なお、同史料はPeden (2004), pp.33-40にも収録されている。ピーデンによれば、この史料はThe National Archiveにおいて大蔵省文書としてT172/1499Bファイルに所蔵されている。筆者は、イングランド銀行アーカイヴズで同史料を発見した。このことから、ホートレーの文書は、大蔵大臣であったチャーチルだけでなく、イングランド銀行内まで回覧されていたことが判明した。

72) Peden (2004), p.33.

73) Keynes (1931), pp.192-200.

イヤーは、アメリカの物価水準の上昇が旧平価の回復に必要なというケインズの見解には同意しないという意見をチャーチルに示した<sup>74)</sup>。

ケインズの記事とニーメイヤーのメモを読んだチャーチルは、ニーメイヤーへ手紙を送った。その中で、チャーチルは、当時の大蔵省が『物不足の中の失業というパラドクス』というケインズ氏の指摘の深い意味を重視しておらず、イングランド銀行総裁は、イギリスが125万人もの失業者があふれているにもかかわらず、世界の中で、最良の信用制度を持っていることに満足しているように見えると述べた<sup>75)</sup>。それに対して、ニーメイヤーは、金本位制復帰は長期の雇用政策の一部であるという返事をチャーチルに送った<sup>76)</sup>。

1925年3月17日、チャーチルは、ケインズ、ミッドランド銀行頭取マッケナ (Reginald McKenna)、ニーメイヤー、ブラッドバリーおよびチャーチルの主任個人秘書官 (Principal Private Secretary) のP.J.グリッグ (P.J.Grigg) を家に招いた<sup>77)</sup>。ケインズは、イギリスの物価水準はアメリカの物価水準と比べて、2½%程度高いのではなく、為替レートが示すように10%も高いと主張した。このことは、旧平価への復帰のためには、同程度のデフレーションが必要なことを意味し、それほどほどのデフレーションは、失業と賃金下落と重工業産業における長期のストライキを意味する。この結果、それらの産業の長期にわたる縮小をもたらすとケインズは主張した<sup>78)</sup>。ブラッドバリーは、金本位制は政治的影響から金融政策を遠ざけることになり、それこそ「悪漢からの保護」(knave-proof) が示すことであると主張した<sup>79)</sup>。彼は、金本位制は、輸出産業がコストの削減を行うことで競争力を回復する必要をもたらすと主張し、旧平価より低い平価での金本位制復帰の考えを否定した。その三日後の3月20日、ボールドウィン (Stanley Baldwin) 首相 チャーチル蔵相、チェンバレン外相、イングランド銀行総裁ノー

74) TNA T172/1499C, Note by Sir Otto Niemeyer, July 1925 in Peden (2004), pp.40-42.

75) TNA T172/1499B, Churchill to Niemeyer, 22 Feb.1925 in Peden (2004), p.42.

76) TNA T172/1499B, Note by Sir Otto Niemeyer, 23 Feb.1925 in Peden (2004), pp.42-43.

77) Peden (2004), p.44. P.J.グリッグ (1890-1964) は、1921-1930年まで大蔵省において、スタンリー・ボールドウィン、ネヴィル・チェンバレン、フィリップ・スノーデン、ウィンストン・チャーチルの各蔵相に主任個人秘書官として仕えた (Oxford dictionary of national biography (2004), vol.24, pp.3-4)。

78) 同, p.44.

79) 同, p.44.

マン、ブラッドバリー委員、ニーメイヤー理財局長が討議を行い、4月28日の予算演説 (Budget Speech) の一部として金本位制に復帰することを公表することを決定した<sup>80)</sup>。

1925年4月28日、チャーチル蔵相は、庶民院 (House of Commons) で予算演説を行い、金本位制復帰を公表した。その内容は、1925年12月末に期限切れとなる金銀 (輸出統制) 法は更新もしくは延長されない、かつ同日より直ちに金輸出は事実上解禁されるという趣旨であった<sup>81)</sup>。

金本位制復帰後の経過は以下のようなものである。1925年7月22、23、24日に、ケインズは、『イヴニング・スタンダード』紙に、「失業と通貨政策」というタイトルで三つの論文を書いた。この記事は、1週間もたたないうちに、『チャーチル氏の経済的帰結』というパンフレットにまとめられ、出版された<sup>82)</sup>。彼は、戦前平価で金本位制に復帰するというチャーチルの行動は、ポンド・ドルレートを1年前に比べて10%も上昇させたが、イギリス国内のポンド建てでの生計費およびポンド建てでの労働賃金は、何ら変化していないと論じた。その結果、輸業者は、スターリング建てで10%低い支払いしか受けとることができないが、依然として、同じだけのスターリング建ての賃金を労働者に支払う必要があると主張した<sup>83)</sup>。

一方で、1925年7月における小売物価指数は卸売物価指数に追随してすぐに下落するというニーメイヤーの予言はある程度当たった<sup>84)</sup>。商務省の卸売物価指数 (1913年 = 100) は1925年には159.1であったものが、1929年には136.5と実に14%も低下した。そして、労働省の労働者階級生計費指数 (1914年 = 100) は1925年に176であったものが、1929年に164に下落した。一方で、貨幣賃金率はほとんど変化がなかった<sup>85)</sup>。ケインズが『チャーチル氏の経済的帰結』で指摘した様に、ニーメイヤーらの大蔵大臣のアドバイザー達は、アメリカとイギリスの

80) 金井 (2004), 47頁。

81) Appendixes, Appendix 12 “Announcement concerning the gold standard made by Mr. Churchill in the House of Commons” in Sayers (1976), pp.80-84; 金井 (2004) 48頁。

82) Peden (2004), pp.44-45.

83) 同, p.45.

84) 同, pp.46-47.

85) 同, p.47.

卸売物価指数を比較していた。それらの指数は、主に国際的に取引されている一次産品により構成されており、それらの価格は為替レートの変化に応じて騰落するものである。そのため、指数の値とは異なり、両国のコストは実際にはほとんど下落していなかった<sup>86)</sup>。ケインズは、1925年当時のイギリスの賃金や費用はベルギー、フランス、ドイツ、イタリアの数値より30%も高いと考えていた<sup>87)</sup>。その後も、金本位制への復帰に伴い、ポンド相場がどの程度過大評価されていたのかという点について、様々な推計が行われた<sup>88)</sup>。そして、多くの研究が大蔵省よりもケインズの見解を支持した。この点に関連して、ドル建て表示や世界における貿易の中での比率で評価しても、イギリスの商品輸出は1924年から1927年にかけて下落したという指摘や、失業は輸出産業に依存する地域に集中したという指摘がなされている<sup>89)</sup>。

### 3. ロンドン外国為替市場に対するイギリスの金本位制復帰の影響

以上で確認した様に、イギリスの政策担当者は旧平価での金本位制への復帰にこだわった。では、当時のイギリスの政策担当者は、1925年に金本位制復帰がロンドン外国為替市場の動向にどのような影響をもたらすと想定していたのだろうか。この点は当時の史料で確認する必要があるが、この点について先行研究は十分に検討してはこなかった。そこで、前節で確認した様に、当時の政策担当者の見解を検討する素材として、当時イギリス大蔵省に所属していたホートレーがチャーチルへ送ったメモを検討する。

ホートレーは1904年から47年まで大蔵省に在籍し、1919～45年まで大蔵省金融調査室長 (Director of Financial Inquiries) の任にあった<sup>90)</sup>。この部門は1915

86) 同, p.47.

87) 同, p.47.

88) 例えば、Dimsdale (1981) ; Redmond (1986) 等がある。

89) Peden (2004), p.47.

90) ホートレー (1879-1975) は、1922年のジェノア会議のイギリス代表団に加わる等の省内の仕事だけでなく、経済学者として主に金融理論において業績を残した (Oxford dictionary of national biography (2004), vol.25, pp.979-980 ; Deutscher (1990), pp.2-3 ; Davis (1981), pp.203-233)。著作として、*Currency and credit* (1919), *The art of central banking* (1932) 等がある。確かに、先行研究はホートレーが省内の業務から一定の距離を置いていたおかげで、彼が経済理論家としての業績を残せたと評価をしているが、彼が省内の業務に携わ

年に設立され、業務の内容は、「一般的な金融問題に関わる全ての事柄に対する情報を収集し、自らの関心によるものか、又は大蔵大臣によって特別に言及されそうな問題についてその都度報告を用意する」というものであった<sup>91)</sup>。彼自身によれば、1914年以前においては、大蔵省とイングランド銀行とシティの金融業務に強い結びつきが無かったために、金融問題についての知識は大蔵省内でも重要なものではなかった。そのために、大蔵省で金融問題に詳しい人物であったジョン・ブラッドバリーの下で働いたことが金融問題に対する彼の知見に強く影響していたと述べている<sup>92)</sup>。

先にもふれたように、このメモは、当時の政策担当者がイギリスの金本位制への復帰がロンドン外国為替市場に与える影響についてどのように考えていたのかを示す数少ない史料である点で重要である。確かに、この史料のみからイギリスの金本位制再建がロンドン外国為替市場へ与える影響について当時の政策担当者がどのような想定を抱いていたのかを読み解いていくことは困難であることは否定できない。しかしながら、このメモは、大蔵省に所属したホートレーが金本位制への復帰を検討中の当時の大蔵大臣のチャーチルに送ったメモであった<sup>93)</sup>。そのために、チャーチルが、これに目を通した可能性が高かった。また、イングランド銀行からも同文書を発見できたことから、同メモはイングランド銀行内にも回覧されていた可能性が高かったと推測できる。そのために、ホートレーのメモの内容は、金本位制復帰に関わる政策担当者間でも共有されていた可能性が高かったと判断できる。以上の理由から、このメモの内容を当時の政策担当者の見解を表わすものとして検討する。

---

ることで、自身の理論を彫琢していったことを認めている。ただし、彼の著作は外国為替市場の市場としての機能を論じてはいるが、当時のロンドン外国為替市場の動向についての叙述に乏しい。そのために、この点に対する彼の評価を彼の著作から伺うことは困難である。また、彼の経済理論は、経済における物価と通貨の安定性に着目し、特に短期市場金利と商人 (dealer) の在庫調整行動の関連とそれらの経済変動への影響に着目した点に特色があるとされる (Deutscher (1990); 小谷 (1987); 小峯 (1993); 古川 (2006)、(2007))。

91) Black (1977), p.367.

92) Black (1977), p.371. ホートレーはブラッドバリーの下で1909年に大蔵省第1課 (財政課) (First (Finance) Division) において働いた。

93) Peden (2004) が掲載する他の政策担当者のメモも検討したが、ロンドン外国為替市場に対する言及がないため、ここではホートレーのメモのみを検討する。

「いずれにしろ、国内物価の安定は、健全な通貨の一条件である。もう一方は、外国為替の安定である。

過去6年間にわたる、不安定な為替レートが国際貿易にもたらす破壊的な影響は、広く知れ渡っている。だが、悪影響がどのような形で伝わるかに関して十分に知られていない。破綻した通貨を除外し、そのうえ、為替変動がそれほど激しくなければ、どの国も自国の金融機関から輸入のための融資を受けることができる限り、貿易業者が為替リスクから自分を守ることはさほど困難なことではない。それには、先物為替市場が利用できれば良い。だが、ある国が自国の範囲以外の領域まで金融を行っている場合、近隣の国にまで短期の貸付を行っている場合には、困難が生じる。戦争前には、ロンドンがその特別な役割を担っていた。またそれがロンドンに国際金融上の優位をもたらしていた。イギリスへの輸入だけでなく、他国の輸入も、ロンドン払い手形で金融されていた。それはロンドン割引市場で取引された。海外の貿易業者が、為替変動リスクが無いというポンドの信頼性を受け入れなくなったため、このビジネスは深刻な打撃を受けた。仮に、ロンドン払い手形による決済システムが戦前の程度までに回復したとしても、為替レート変動リスクは、ある商品の輸入側業者もしくは輸出側業者のどちらか一方が負担するしかなく、為替レート変動リスクは先物為替市場で処理できる程度を越えたままであろう。実際には、戦前のロンドン払い手形のシステムは、為替の安定化によって為替レート変動リスクを除去しない限り再建できないであろう。

戦前のシステムが回復されなければならないということは、あくまでイギリスの利害の問題である。だが、これは、世界中の関心事でもある。今までに、ロンドン払い手形に取って替わる制度は形成されなかった。ニューヨークがロンドンに取って替わろうという試みは失敗に終わった。また、アムステルダム、ハンブルグ、フランクフルト、ウィーン市場は金の裏付けのある通貨を取引しているため、何らかの措置を取れるはずだが、現在のロンドンが確保しているような地位を築くには一世代はかかるであろう。そして、為替の動向が改善すれば、それらの市場はかつてのように仕事ができるであろう。

今のところ、為替の安定は金本位制により達成するしかない。しばらく以前

には、ドルのみが、金とリンクした唯一の通貨であった。しかしながら、旧平価で自国通貨と金をリンクした国として、オランダ、スウェーデン、スイス、カナダ、南アフリカ、オーストラリアがある。そして新たに自国通貨と金をリンクした国として、フィンランド、ラトビア、リトアニア、エストニア、ドイツ、ポーランド、ロシア、オーストリア、チェコスロバキアがある。ラテンアメリカの幾つかの国も金本位制を採用した。(以下略)

ホートレーのメモからは以下の内容が読み取れる。まず、メモが示すことは、国内物価の安定と為替レートの安定が重要視されていたということである。次に、貿易業者などが為替変動リスクにさらされることを問題視していたことである。金本位制復帰の目的は、国内物価と為替レートの安定化をもたらすことであった<sup>94)</sup>。

そして、第一次大戦の前後で国際金融センターとしてのロンドンの地位が大幅に変わったという認識をメモは示している。第一次大戦以前のロンドンが、ロンドン払い手形を通じた国際決済の中心にあったという点は、現在でも指摘される重要な事実である<sup>95)</sup>。この事実を当時の政策担当者も十分に認識していたことをメモから読み取れる。そのため、当時の政策担当者が、ロンドンが国際的金融センターであった時代の再建を求めたことも当然であった。

だが、ポンドの価値が不安定であるとみなされている状況では、第一次大戦以前のロンドン払い手形による国際決済システムを再建したとしても、為替レート変動リスク自体が消えるわけでないために、ポンド建てでの取引が増加することはないであろうことを理解していたこともメモから読み取れる。また、為替レート変動リスクを取り除くためには、先物為替市場を利用するだけでは不十分であり、金本位制の再建が不可欠であるという考えをメモは示している。つまり、当時の政策担当者は、為替レート変動への対応手段として、金本位制に対して高い評価を与えており、先物為替取引に対して低い評価を与えていたということである。

---

94) Moggridge (1972), p.51; 塩野谷 (1974), 258頁。

95) 鈴木 (2007), 293頁。

先行研究によれば、ロンドンにおいて外国為替市場が発展した理由は、第一次大戦後のアメリカの債権国化に伴うポンド・ドル取引の増大により、ポンド建てのロンドン払い手形中心の国際決済システムが動揺したためである。また先物為替市場がロンドンにおいて台頭した理由も、金本位制停止により為替レートの変動が増加したために、市場参加者にとっての為替レート変動リスクが増大したためである。また、第一次大戦以前の「ポンド体制」下においても、ロンドンに外国為替市場は存在したが、その規模は非常に小さかった。この事実は、ポンド建てのロンドン払い手形により、すべての国際決済が行われるシステムを再建すれば、イギリスの貿易業者にとっては、ポンド以外の通貨を利用する機会が減少すると考えられ、このことはロンドンでの外国為替取引の規模が減少することを意味している。

このような第1次大戦後のロンドンにおいて台頭した外国為替市場に対して政策担当者が抱いていた消極的な評価は、第一次大戦以前の国際金融秩序を支えた国際金本位制や「ポンド体制」に対する強い信頼の反映と言える。換言すれば、当時の政策担当者は、第一次大戦後のロンドンにおける先物為替取引の定着を始めとする外国為替市場の台頭やそれを取り巻く市場環境の変化は、金本位制が停止されている期間に限定された一時的な出来事と評価していたと判断できる。確かに、イギリスの政策当局も、第一次大戦後の国際金融秩序が第一次大戦以前とは異なったものになっていたことは理解していた。だが、ホートレーのメモはアメリカ経済の台頭を認識しているとはいえ、金本位制を再建した場合ロンドンにおけるポンド・ドル取引が減少する方向に向かうのかどうかという点に関して明確な評価を示していない。このことは、当時のイギリスの政策担当者がアメリカの台頭を認識しながら、一方でポンド・ドル取引の拡大を伴うロンドン外国為替市場の台頭に対して十分な目配りをしていなかったということを示している。加えて、第1節で明らかにしたように、第一次大戦後のロンドンにおいて、先物ポンド・ドル取引を始めとする先物為替取引が台頭していた事実があった。このことは、国際的な金利裁定と先物為替取引が深く関わる形でロンドン短期金融市場が機能し始めていたことを示している。このような市場環境において金本位制を再建することは、政策当局が意図した結果だけでなく、政策当局の意図とは異



なる結果まで引き起こす可能性があった。ホートレーのメモは、金本位制復帰に際して、政策当局の想定とは異なる結果が生じた場合に、どのように対応するのかという点についてほとんど検討していない。実際には、第1節で言及した様に、1925年の金本位制の再建後も依然としてロンドンにおいて先物為替市場が機能し続けたことが先行研究で指摘されている。大戦後のロンドンにおける外国為替取引の拡大を一時的なもののみならず政策担当者の想定と金本位制再建後も依然としてポンド・ドル取引や先物為替取引を含めた外国為替市場がロンドンにおいて機能し続けていた事実の食い違いは、第一次大戦後の国際金融秩序の再編成が、大戦前の国際金融秩序の再建を追求した当時の政策担当者の想定を超えるところまで進行してしまっていたということを示している。

以上を踏まえると、1920年代のロンドン外国為替市場の動向に対する当時の政策担当者の検討が不十分なものになり、大戦後に進行した国際金融秩序の再編成に対する彼らの認識に制約を課した要因の一つは、為替レート変動に対する対応手段として、先物為替取引に対する彼らの評価が低かったことが指摘できる。そして、先物為替市場に対する彼らの評価の低さは、金本位制により通貨価値の安定したポンドおよびロンドン払い手形の利用が組み合わさった第一次大戦以前のポンド中心の国際決済システムに対する評価の高さの反映であったと推測される。

## おわりに

本稿は、イギリスの金本位制復帰がロンドン外国為替市場に与える影響について、当時の政策担当者が抱いていた想定を検討した。具体的には、為替レート変動に対する対応手段としての先物為替取引に対する彼らの評価が低かったことを明らかにした。

1920年代を通じて国際金融秩序の再編の波にさらされながらも、外国為替市場がロンドンに一貫して定着・機能し続けた。第一次大戦から戦後にかけてアメリカからヨーロッパへ大量の資本が流入し、再度それらの資金はアメリカに還流するという国際的な資金循環が生まれた。その中で、ロンドンにおいてポンド・ドル取引が中心となって外国為替市場が拡大した。また、金本位制の停止に伴い

先物為替取引も拡大した。

第一次大戦後、国際的な通貨安定化のためには、世界各国で金本位制を再建する必要性が検討された。第一次大戦以前の国際金融秩序の再構築を意図しながら、国際的にもイギリス国内的にも、政策担当者は金本位制の再建を目指した。

イギリスの政策担当者は、ロンドン払い手形による決済システムとともに金本位制の再建を求めた。彼らは、ポンドの価値が不安定であるとみなされている状況下で、第一次大戦以前のようなロンドンの金融機関におけるポンド建て預金とロンドンの金融機関による貿易取引に対する信用供与に支えられたロンドン払い手形による国際決済システムのみを再建したとしても、為替レート変動リスクを抑制するためには、先物為替市場のみでは不十分であり、金本位制再建が不可欠であると考えた。このことは、ロンドンにおける先物為替市場の定着・機能を、政策担当者が金本位制を停止している期間に限られる一時的な出来事と評価していたことを示している。このような為替レート変動に対する対応手段としての先物為替取引に対する低評価は、1920年代に進展したロンドン外国為替市場に対する政策担当者の検討を不十分なものにさせた。そして、政策担当者のロンドンにおける外国為替取引に対する低評価と金本位制再建後も依然としてポンド・ドル取引を中心とした外国為替取引がロンドンで継続して行われていた事実の食い違いは、第一次大戦以前のようなロンドン払い手形を利用した国際決済システムが機能するためには、金本位制により通貨価値が安定していたポンドが不可欠であるという彼らの評価の反映であったと推測できる。

[参考文献]

一次史料

(未刊行史料)

Bank of England Archives

EID (Economic Intelligence Service)

EID3/281

G (Governers' and Secretaries')

G14/312

一次史料

(刊行史料)

*The Banker's magazine, London.*

Board of Governors of the Federal Reserve System (1943), *Banking and monetary statistics* Washington, D.C..

Evitt, H.E. (1933), *Practical banking currency and exchange* part II, Sir Isaac Pitman & Sons, London.

*First interim report of the committee on currency and foreign exchanges after the war,* (1918) (Cmd. 9182), London.

Miller, H.F.R. (1929), *The foreign exchange market*, Edward Arnold & Co., London.

*Papers relating to International Conference, Genoa, April-May, 1922,* (1922) (Cmd.1667), London.

Phillips, H.W. (1926), *Modern foreign exchange and foreign banking*, Macdonald and Evans, London.

二次文献

欧文文献

Atkin, J.M. (2005), *The foreign exchange market of London*, Routledge, London & New York.

Black, R.D.C. (1977), 'Ralph George Hawtrey, 1879-1975', *Proceedings of the British Academy*, vol.63, pp.363-397.

Brown, W.A. (1940), *The International gold standard reinterpreted, 1914-1934*, National Bureau of Economic Research, New York.

Chandler, L.V. (1958), *Benjamin Strong*, Brookings Institution, Washington D.C..

Clarke, S.V.O. (1967), *Central bank cooperation: 1924-1931*, FRB, New York.

Clarke, S.V.O. (1973), *The reconstruction of the international monetary system: the attempts of 1922 and 1933*, Princeton Studies in International Finance, no.33, International Finance section, Department of economics, Princeton.

Clay, H. (1957), *Lord Norman*, Macmillan, London.

Davis, E.G. (1981) 'R.G.Hawtrey, 1879-1975', in D.P.O. O'Brien and J.R. Presley eds.,

(130) 一橋経済学 第6巻 第1号 2012年7月

*Pioneers in modern economics in Britain*, Macmillan, London, pp.203-233.

Deutscher, P. (1990), *R.G.Hawtrey and the development of macroeconomics*, Macmillan, London.

Dimsdale, N. (1981), 'British monetary policy and the exchange rate 1920-1938', *Oxford economic papers*, new series, vol.33, July, pp.306-349.

Eichengreen, B. (1998), *Globalizing capital*, Princeton University Press, Princeton.

Einzig, P. (1937), *The theory of forward exchange*, Macmillan, London.

Fink, C. (1984) *The Genoa conference: European diplomacy, 1921-1922*, North Carolina University Press, Chapel Hill.

Flandreau, M. and Komlos, J. (2002), 'Core or Periphery? the credibility of the Austro-Hungarian currency', *The journal of European economic history*, vol.31, no.2, pp.293-320.

Kamitake, Y. (1983), 'Some notes on the life and works of Sir Edward Holden', *Hitotsubashi journal of economics*, 23(2), pp.48-56.

Keynes, J.M. (1931), *Essays in Persuasion*, reprinted in J.M.Keynes (1972), *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, Macmillan, London (宮崎義一訳 (1981) 『ケインズ全集・第9巻 説得論集』東洋経済新報社).

Komlos, J. and Flandreau, M. (2002), 'Using ARIMA forecasts to explore the efficiency of the forward Reichsmark market', *Munich Discussion paper* no.2002-4, Department of Economics, University of Munich.

Matthew H.C.G. and Harrison B. eds. (2004), *Oxford Dictionary of National Biography*, Oxford University Press, London.

Michie, R.C. (2007), 'The city of London as a global financial centre, 1880-1939, foreign exchange, and the First World War' in P.H.Cottrell, E.Lange and U.Olsson eds. *Centres and Peripheries in Banking*, Ashgate, London, pp.41-79.

Moggridge, D.E. (1969), *The return to gold, 1925 the formulation of economic policy and its crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.

Moggridge, D.E. (1972), *British monetary policy 1924-1931: the Norman conquest of \$4.86*, Cambridge University Press, Cambridge.

Pauly L.W. (1996), *The league of nations and the foreshadowing of the international*

1925年のイギリスの金本位制再建とロンドン外国為替市場への影響—当時の政策担当者の想定の検討— (131)

*monetary fund*, Princeton Studies in International Finance, no.201, International Finance section, Department of economics, Princeton.

Peden, G.C.ed. (2004), *Keynes and his critics treasury responses to the Keynesian revolution 1925-1946*, The British Academy, Oxford.

Redmond, J. (1984) 'The Sterling overvaluation in 1925: a multilateral approach', *Economic history review*, vol.37, issue4, pp.520-532.

Rueff, J. (1971), *Le peche monetaire de l'Occident*, Plon, Paris (長谷川公昭訳, (1973) 『ドル体制の崩壊』サイマル出版会).

Sayers, R.S. (1976), *The Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press: Cambridge (西川元彦監訳 (1979) 日本銀行金融史研究会訳『イングランド銀行 1891-1944年』東洋経済新報社).

Tullio, G. and Wolters, J. (2000), 'Interest rate linkages between the US and the UK during the classical gold standard' *Scottish journal of the political economy*, vol.47, no.1, (February, 2000), pp.61-71.

Ward, D. (1922), 'A description of the foreign exchange market in London', *Manchester Guardian Commercial*, 20, Apr..

Weidenmier, M., Juhl, T. and Miles, W. (2006), 'Covered Interest Arbitrage: Then vs. Now', *Economica*, (May 2006), Vol. 290, pp.341-352.

#### 和文文献

石見徹 (1995) 『国際通貨・金融システムの歴史』有斐閣。

小谷清 (1987) 『不均衡理論』東京大学出版会。

金井雄一 (2004) 『ポンドの苦闘』名古屋大学出版会。

神武庸四朗 (1992) 『銀行と帝国』青木書店。

小峯敦 (1993) 「ホートレーにおける商人：消費財と投資財」『一橋論叢』109 (6)、901-909頁。

塩野谷九十九 (1974) 『イギリスの金本位制復帰とケインズ』清明会出版部。

鈴木俊夫 (2007) 「国際銀行史」『国際金融史』上川孝夫、矢後和彦編 第9章 285-319頁 有斐閣。

高橋秀直 (2005) 「短期市場金利と裁定行動：再建金本位制下のロンドンとニューヨー

(132) 一橋経済学 第6巻 第1号 2012年7月

ク市場」『社会経済史学』71(3)、49-66頁。

高橋秀直(2009)「1931年の「ポンド危機」—ロンドン外国為替市場における直物・先物レートとビッド・アスクスプレッドの検討—」『社会経済史学』75(3)、27-45頁。

侘美光彦(1994)『世界大恐慌—1929年恐慌の過程と原因—』御茶の水書房。

西村閑也(1982)「イギリスの金本位制復帰と短資移動」、『戦間期の通貨と金融』玉野井昌夫、長幸男、西村閑也編 23-38頁 有斐閣。

平岡賢司(2007)「再建金本位制」、『国際金融史』上川孝夫、矢後和彦編 第2章44-45頁 有斐閣。

古川顕(2006)「R.G.ホートレーの金融・財政政策論(1)」『経済論叢』(京都大学)178(5-6)、525-537頁。

古川顕(2007)「R.G.ホートレーの金融・財政政策論(2)」『経済論叢』(京都大学)179(1)、1-18頁。

米倉茂(1981)「1931年のポンド信認恐慌」『経済学研究』(東京大学)(24)、88-99頁。

米倉茂(1982)「イングランド銀行の為替政策」『世界恐慌と国際金融』侘美光彦 杉浦克己編、301-346頁 有斐閣。