HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	「再建金本位制」期の為替問題(1):国際的な公信用論の解明のために
Author(s)	大杉, 賢明
Citation	北海道大學　經濟學研究, 28(4), 179-220
Issue Date	1978-11
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31435
Type	departmental bulletin paper
File Information	28(4)_P179-220.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

「再建金本位制」期の為替問題 (1)

—— 国際的な公信用論の解明のために ——

大杉賢明

まえがき

1971年8月のいわゆるニクソン・ショックによるドルと金との兌換停止以来，不換ドルの世界市場における流通根拠をめぐって様々の論議がなされてきた。その論議を整理する場合，1971年以前の「不換銀行券」論争における各論者の立場を理解して行うのが一つの有効な方法であろうが，その詳細は，省略して[1]，われわれの当面の課題である「再建金本位制」期の為替問題との関連で，興味ある問題提起をなしている酒井一夫教授の見解を紹介することからはじめたい。

酒井教授は，不換銀行券論争において信用貨幣説の立場を積極的に展開してこられたのであるが，現在の国際的な不換ドルの流通根拠について次のように述べられている。「金・ドルの交換性停止と固定相場制の放棄は，ブレトンウッズ体制の崩壊を象徴するものであるが，それは同時にこの体制が築いた金為替本位制の崩壊でもある。—中略—しかし，国際的支払手段としては，ドルはなお機能し続けている。それは機能し続けねばならないのである。この場合ドル債務は，アメリカの富をもって保証されているというほかはない。けだし海外のドル保有者は，その債権をもってアメリカ商品を購入することができるからである。」[2]と。

教授の問題提起がわれわれの関心をひくのは，不換銀行券＝国家紙幣説の論者による論理的帰結の一つが，今宮謙二氏に代表されるドルの流通根拠＝国際的強制通用力[3]という貨幣・信用論的に極めて問題のある結論に対して，信用貨幣説をとる教授の現実に接近するための思いきった見解であるからで

ある。

更に，教授の見解は，周知のマルクスによって叙述された恐慌局面におけるイングランド銀行券の流通根拠に関する命題，つまり「それは国民がその全部の富をもって同行の背後に立っているからである[4]」ということと関連してくると忖度できるからである。

教授の問題提起を本論文の主題に関連してわれわれなりに整理すれば次のように述べることができよう。第一に，国際通貨ドルの流通根拠をマルクスの叙述によるイングランド銀行券のそれと同一視してもよいのかどうかという問題である。第二に，第一の場合とは全く逆に，一方は，国内銀行券，他方は国際通貨として，完全に切断してよいかという問題である。第三に，両者の中間の理解としては，国内におけるイングランド銀行券の流通根拠の論理をふまえ，それを国際通貨としてのポンド（現在の問題としてはドル）の流通根拠の解明に，国際関係による新たな要因を付加して考察するという問題であろう。

1)　この点の整理には，松井安信「不換銀行券論」(川合一郎編『現代信用論』㊦有斐閣，1978，第7章）が参考になろう。
2)　酒井一夫『インフレーションと管理通貨制』北大図書出版会，1977，238～239頁。
3)　今宮氏は，次のように述べられる。「ここに，まず不換銀行券としての国民通貨を国際通貨の代行として流通させようとする資本主義諸国の一致した一般的意志がある。そして，このような一般的意志があることによって，国際流通における強制通用力が作用可能となるのである。」（今宮謙二『現代国際金融の構造』実教出版株式会社，1976，17頁）
4)　K. Marx, Das Kapital, 4. Auflage, Diez verlag Berlin, 1953, S. 587)『資本論』国民文庫版，(四)356頁。

以上のことと関連して問題になってくることは，「公信用」についてである。近年，国家財政に占める国債の累積という現象に直面して公信用論を理論的に整理しようという幾つかの試みが出されている[1]。就中，松井安信教授は，かなり以前から，前述のマルクスの命題に係わらせて，公信用の問題を検討し，「公信用の擬制資本化」という理解によって，私信用と公信用の論理的関

連づけを達成された[2]。われわれも教授の見解に学びながら，公信用の擬制資本化は，国際関係においては，いかなる理論的意味をもつのか。視角を変えれば，国際的な公信用論の展開は，具体的にはどのようになされ，その意義は何なのかについて考察するための準備資料を本稿で提出してみたい。このことが酒井教授の問題提起に対する解決にもつながっていくと考えられる。

そのさい，いわゆる「管理通貨制」移行期の「再建金本位制」下の経済諸現象は格好の理論的素材をわれわれに提供してくれるものと考える。本稿では，結論を拙速して得るという愚を避けながら，為替，物価，利子率の問題に焦点をしぼり，就中，為替問題を中心に論ずることにしたい。その訳は，前稿以来，われわれの課題でもあった為替論争の各論者に対する考え方の再検討の意味をもあわせ持つことになると考えられるからである。

1) 深町郁弥「公信用と信用制度」(九大『経済学研究』第37巻1～6号) 松井安信「公信用と信用制度」(北大『経済学研究』第28巻第1号) などを参照。
2) 松井安信『信用貨幣論研究』日本評論社，1970，第4～5章参照。

I 「再建金本位制」にいたる資本主義世界市場の概観—イギリス，アメリカの貨幣，信用関係を中心に

(1) 戦時期

第一次世界大戦は，資本主義世界体制にも大きな変容をもたらした。(社会主義国ソ同盟の誕生という点については，今措くとして) 主要資本主義各国の国際的な経済的地位の著しい変化がそれである。第一次世界大戦が資本主義経済に対して持った歴史的意義は，本来，統一的世界市場を基盤とする資本主義のアウタルキー化による，自立的発展が制約されたという問題であった。大戦の進展はアウタルキーの貨幣・信用的側面の国際的表現であった為替・金管理を極度に進め，イギリス，アメリカを除く殆んどの国において旧来の形態での金本位制の十全な維持は停止されたのであった。列挙すれば以下の通りである。

1915年7月，フランスの金輸出禁止，オーストリアの金輸出禁止，同年11

月，ドイツの金輸出禁止等である。当然のことながら，これらの国では，国内銀行券の金兌換は停止され金の集中管理が行われたのである。

イギリスにおいては，国内的に銀行券の金兌換が停止されなかったとはいえ，戦時中の国家の統制による限定的な意味での「生産の組織化」が兌換のもつ意義を後退させたことにより，逆に兌換が維持されえたのであった。特に注目したいことは，1914年8月の「通貨及び銀行券条例」の公布により，政府紙幣を発行することにより戦時金融を運営していったことである。

この事態の貨幣・信用論的意義は，もっと検討されて然るべきであると思うが，ここでは次の点を指摘するだけにとどめておきたい。

つまり，この期のイギリスの兌換の意義の後退は実際には実施されなかった1914年8月の「金銀貨ならびに地金の戦時輸出禁制品指定」[1]が心理的影響を与えたという説明もなされているとはいえ，基本的には，戦時経済下の「限定的な組織化」が国内生産の組織化，輸出入の制限を通じて，さらには，国際的な経済関係でのイギリスの相対的優位によって，維持されたと考えるべきであろう。つまり，「生産の組織化」と公信用の直接的下支えによる貨幣・信用構造についての具体的な検討が必要であろうと考えるのである。

一方，アメリカは，――先進資本主義国としては日本とともに交戦諸国に対する兵站基地の役割を果たした――戦争勃発の一時期の大量金流出を除いて，金流入が流出を大きく上まわった。また，国内的にも戦時ブームに支えられて，1914年に業務を開始したばかりの連邦準備制度による連邦準備券（Federal Reserve Note）＝信用貨幣が広範に流通し，換言すれば，再生産の流動性に支えられて金兌換の必要性が殆んどなくなっていた[2]。国内的にも，対外的にも，アメリカの場合には（国内的には殆んどの諸国が戦時経済下では一定期間そうであるのだが）金が流出する必然性がなかったと言えよう。したがって，1917年4月のアメリカ参戦にともない。同年10月から実施された「対敵通商法（Trading with the Enemy Act）」[3]に基づく連邦準備局による金輸出の許可制も他国に比して消極的な意味しかもたなかったと言えよう。国内において，金集中化の諸政策[4]がとられながらも，金為替及び金貨流

通を直接的に統制しなかったということにも，そのことがあらわれていよう。

しかし，それではアメリカの通貨政策・金政策に，第一次世界大戦中に何らの変更も加えられなかったかというと決してそうではない。他国に比して，金問題については，有利な立場にありながらも，戦時金融の展開にともなって，運用面においては，次第に変更が加えられていったのである。

設立されたばかりの連邦準備制度は，さっそく，第一次世界大戦という未曽有の経験の中で，一定の改編を余儀なくされた。つまり，1916年の連邦準備法の改定は，中央銀行券たる連邦準備券の発行準備を，それまでの全額適格商業手形に加え40%の金準備を必要とする（つまり，金だけでは発券できない）という極めて銀行主義的な内容をもつ規定であったものを[5]，連邦準備銀行の手形割引の中に連邦政府債担保の加盟銀行手形を加えることを内容としてもりこんでいた。これは，当然のことながら，政府金融のてこいれという意義をもつと同時に，それ以降のアメリカにおける貨幣・信用問題を考える場合に留意しておくべき事柄であろう。

更に，参戦後の1917年6月には，再度，連邦準備法の改定が行なわれ，加盟銀行の支払準備率が，中央準備市13%，準備市10%，地方7%に，それぞれ引下げられ，加盟銀行の準備金は連邦準備銀行預金以外には認められなくなったことと相俟って，連銀への金集中が促進されたのである。

それでは，次に，このような内容をもって戦時金融をなしてきた，アメリカ，イギリスの終戦時から「再建金本位制」に至る問題点を概観することにしよう。

1) 深井英五『通貨調節論』日本評論社，1928，58頁参照。
2) アメリカの貨幣・信用制度の発展については，さしあたり，塩谷安夫『アメリカ・ドルの歴史』学文社，1975が参考になろう。
3) この期のアメリカの対外政策，就中，貨幣・金融政策については，C. Lewis, America's Stake in International Investments, 1938, pp. 114—130参照。
4) この具体的内容については，加藤正秀「第一次大戦期におけるアメリカの通貨金融政策」（立正大『経済学季報』第16巻第1号）参照。
5) この点について，若干，補足しておこう。1913年の「連邦準備法（Federal Rese-

rve Act)」(施行，1914年) の制定以前の国法銀行制度下では，発券は経済実体に対して非伸縮的な国債担保発券であった。それがこの制定により，完全な銀行原理にもとづく発券へと一大転換をとげたわけである。

(2) 終戦時より「再建金本位制」にいたるまで

4年にわたる第一次世界大戦も，1918年11月，ドイツが連合国と休戦条約を調印することにより終結した。この第一次世界大戦が資本主義世界経済にもたらした影響は甚大なものであった。特に，資本主義経済に占めるアメリカとイギリスの位置の変化は注目されなければならない。

まず，イギリスについてみておこう。第一次大戦までのイギリスは，自由主義段階までの世界市場における絶対的優位を，ドイツやアメリカの抬頭によって，相対的にその地位を下降させつつあったにもかかわらず，過去の世界市場規模での蓄積や資本投下に支えられ，就中金融的な側面では，ロンドン金融市場を包摂していることに表現されるように，国際的な優位をいまだに保ってきた。

しかしながら第一次世界大戦は，このイギリスの地位を大きく変化させることになった。つまり，大戦による戦費調達負担や，国内外の生産力破壊，対外債権の喪失などにより大打撃を受けたのである。具体的事例を示せば，イギリスは第一次世界大戦の戦費調達のために，国内で30億ポンドにのぼる公債を発行する一方，対外債権総額の4分の1に匹敵する10億ポンドにのぼる外国債権をアメリカに売却したうえ，おおよそ8億5,000万ポンドの対米負債を戦後にもちこしたのである。このことが，後述する戦後の国際金融上の大問題の一つであるドイツの賠償金問題にも大きな影響を与えることになるが，それはともあれ，イギリスの凋落に比して，アメリカの台頭には目覚しいものがあった。

第一次大戦までにも，国際的な地位におけるアメリカの相対的上昇は，資本輸出の累増に，顕著に窺うことができるのであるが，それでも，国際的には，なお世界最大の資本輸入国，つまり，債務国であった。しかしながら，大戦中に，主要資本主義国が戦場になったにも拘らず，日本とともに，直接

的に生産力を破壊されることもなく，交戦国の兵站基地として莫大な輸出収益をあげることができたし，資本貸付についても，巨額にのぼったのである。その結果，アメリカは純債務国から純債権国へと，その国際的立場を大転換し，戦後の資本主義世界での圧倒的な地位を確立するにいたったのである。[1]

しかも，問題は，それだけにとどまらない。「再建金本位制」に至るアメリカの対外政策，就中，金融政策を考える場合に，次の点の確認が重要であろう。つまり，イギリスを中心とする連合国が戦争を遂行するにあたって，アメリカからの輸入に大きく依存するとともに，その支払にあたっても，アメリカからの借入に依存せざるをえなかったということである。しかも，それを支えるアメリカの生産力の拡大は(表１)，第二次大戦のときとは異なって，民間が主導し，しかも技術革新を伴わない，いわゆる「横への拡大」に大きく依存していた。次に，アメリカに対する支払いについてみよう。そのまえに，表２によって休戦時における連合国間の債権債務関係を示しておこう。

この表によっても，イギリスのアメリカに対する債務の巨大さに注目しなければならないと同時に，その調達が大きな問題であることが首肯できよう。

フランスも同様であるが，イギリスは，前述したように，アメリカへの支払いに，保有外国証券をアメリカに売却すると同時に，アメリカ市場での借入れを行い，特に注目しなければならないことは，アメリカ財務省からの政府借款によってその支払いを行っていったということである。[2] その額は，C. Lewis によると，1917年と1918年の合計で，イギリスの場合には，39億8,300万ドルにのぼるとみられ，[3] フランスの20億9,600万ドルを大きく凌駕している。このことの裏側は，アメリカでの自由公債をはじめとする政府公債累増という事態であり，その額は，1918年現在で124億5,500万ドルにのぼると推計されている。[4] したがって，以上のことからも推測できるように，第一次大戦がもたらした問題は，アメリカとイギリス（フランスも含めて）の戦後の対応を基本的に規定していくことになり，それがドイツの賠償問題にも影響を与えていくことになる。次に，その点について考察していくことにしよう。

表1　大戦中のアメリカの生産活動

部門＼年次	1914	1915	1916	1917	1918
農　　業	100	100	92	96	101
鉱　　業	100	109	126	133	134
製 造 業	100	117	139	138	137
建 設 業	100	89	91	93	94.5
交通—鉄道	100	107	124	136	142
G N P (1914年価格)	100	108	114	120	115

出所：George Soule, Prosperity Decade, 1962, p. 54.

表2　連合国間の債権債務関係（休戦時，100万ドル）

債務国＼債権国	アメリカ	イギリス	フランス	合　計
イ ギ リ ス	3,696.0	—	—	3,789.4
ロ シ ア	187.7	2,471.8	955.2	3,614.7
イ タ リ ア	1,031.0	1,855.0	75.0	2,961.0
フ ラ ン ス	1,970.0	1,682.8	—	3,652.8
ベ ル ギ ー	171.8	442.3	534.6	1,128.7
そ の 他	20.6	582.6	672.8	1,276.0
合　　計	7,077.1	7,014.5	2,237.6	16,422.6
貸 借 純 計	⊕7,077.1	⊕3,225.1	⊖1,145.2	—

出所：H. G, Moulton & L. Pasvolsky, War Debts and World Prosperity, 1932 (reprint. 1971) p. 426,

1) ちなみに統計を示すと，1914年のアメリカの対外債務は36億8,600万ドルであったが，1919年には，民間保有の在外資産総額が29億7千万ドル，政府間貸付を加えると，125億ドルの在外資産を所有することになった。(C. Lewis, op. cit., p. 445, p. 447)

2) この点については，平岡賢司「アメリカの資本輸出と公的ドル・バランス——賠償問題との関連を中心にして——」(九大『経済学研究』第43巻第4号) が参考になろう。

3) C. Lewis, op. cit., p. 362.

4) Annual Report of the Secretary of the Treasury, 1939, p. 476.

第一次世界大戦の戦後処理は，1919年のヴェルサイユ条約と，それに関連した種々の平和条約によって一応の大枠が設定された。その中で，われわれ

の課題との関連で重要なのは，連合国に対するドイツの賠償金支払い問題である。

1919年のヴェルサイユ条約において，既に戦勝国が敗戦国に対して賠償の支払いを要求することは規定されてあったが，イギリスの「レモンの種が泣くまで絞れ」という考え方に代表されるように，英仏の巨額な要求は，アメリカの要求と大きな隔りがあり，この条約においては，具体的な賠償金額を決定するにはいたらなかった。しかも，その後，英仏間の対ドイツ政策，世界市場に占める経済的利害の対立は，いっそう，この問題の解決を難しいものにした。この問題の経過および各国の背景の詳細は省略して[1]，要点のみを述べると次のようになる。まず，イギリスは，国際的な債権，債務の帳消論の立場にたち，フランスは，ドイツに対する安全保障という考え方にもとづき戦争能力の根絶ということともからんで，厳しい賠償金の取立を求めた。一方，事実上，表2からわかるように，債権国の立場にたつアメリカは，前述した戦時国債の償還政策との絡み合いで政治債務を商業債務化することによる返済政策を推進するという態度をとった。

このアメリカの態度が，戦後復興をアメリカにかなりの部分，依存しなければならなかった英・仏に対しても，強い影響力を持ったことは当然であり，事実，アメリカの連合国に対する援助も，アメリカ国内における1919年5月の戦勝国債44億9,500万ドル余の発行による資金との絡まりの中ですすめられたのであり，アメリカの国債の累積は，実に，242億ドルにものぼったのである。[2]

かくして，アメリカの戦後の世界市場再建構想の基本は戦時まで次第に強まり，戦時中に飛躍的に発展した国内の生産力のはけぐちを商品輸出および資本輸出の安定的拡大によって確保していくことと，国債との絡まりあいも含めて，戦時債権を円滑に回収することにあり，両者を遂行するためにも，欧州諸国の復興は必須の条件であったのである。しかも，戦後不況である1920～21年のアメリカの経済情勢は，より一層，このことを明確にさせ，賠償問題の早期解決が促進されることになったのである。

かくして,「パリ決議」を拒否したドイツに対し，第1回ロンドン最後通牒を根拠にフランスがライン右岸三都市を占拠するという経過をへて[3]，ようやくドイツが受諾したのは第2回ロンドン最後通牒にもとづく支払計画であった。これにもとづく，ドイツの賠償支払総額は1,320億金マルクであり，その支払方法の基本は，債務を債券化する方法であった。1921年度の支払いは，5月に，1億5,000万金マルクの外国為替手形[4]及び8億5,000万マルクの（3カ月後支払）大蔵省証券により行なわれた。更に，大蔵省証券の満期日である8月には，ライヒスバンクは，オランダ，イギリス，アメリカから不利な条件の信用を調達し，不足分を金現送によってはたした。その結果，マルク相場は下落し，外国の信用に依存していく賠償履行政策は，壁にぶつかることになった[5]。その必然的帰結として1921年12月の第1回モラトリアム，1922年7月の第2回モラトリアムが生みだされ，混乱の中で，前述したアメリカの意向を代弁する形のC・G・ドーズを委員長とする専門家委員会が1923年12月に発足することになったのである。

かかる経過を経て作成されたドーズ案の骨格と，その意義について簡単に述べてみよう。

ドーズ案は，具体的な賠償総額を明示してはいない。ドーズ案とそれ以前の各案の最も大きな相異点は，支払方法，就中，支払手段にある。つまり，ドーズ案によれば，ドイツ政府は，いままでのような，マルクを外貨に転換してそれを支払うという方法から，マルクをライヒスバンクに払いこめばそれでいっさいの義務を遂行したことになるという方法をとれるようになった。かくして支払われたドイツの賠償金は，引渡委員会が管理することになり，この委員会は，実物賠償の実行と，為替相場に悪影響を与えないという条件において，払込みマルクの外貨への転換，引渡しを実行することになった。更に，ドーズ案で，もう一つ注目すべきことは，ドイツの国家資産と歳入に対して第一位の先取権を有する負債の発行（ドーズ公債）を提案していることである。つまり，ドイツ国民の全ての富（具体的には租税）によって保証された公信用の対外的展開によって賠償支払を遂行しようとしたことである。

表3　ドイツ公債の発行と引受国（単位　百万）

市場	通貨	額面	純手取額	
			外貨	金マルク
アメリカ	ドル	110.0	95.6	400.6
イギリス	スターリング	12.0	10.3	192.9
ベルギー	スターリング	1.5	1.3	24.4
オランダ	スターリング	2.5	2.2	40.6
フランス	スターリング	3.0	2.6	48.2
イタリア	リラ	100.0	86.3	15.7
スウェーデン	クローネ	25.2	21.8	24.3
スイス	スターリング	2.36	2.1	38.9
	スイスフラン	15.0	11.9	9.5
ドイツ	スターリング	0.36	0.3	5.9
合計		—	—	—	801.0

出所：S. V. O. Clark,Central Bank Cooperation 1924—31, 1967, p. 70.

表4　アメリカの地域別新規証券発行額（単位　百万ドル）

年次＼地域	全ヨーロッパ	うちドイツ分	全世界
1919	427.3	—	639.1
1920	285.7	—	421.9
1921	197.8	—	526.3
1922	140.8	—	716.2
1923	70.7	—	329.6
1924	549.1	110.0	908.7
1925	572.2	202.4	918.2
1926	391.0	255.7	884.2
1927	558.5	181.3	1.239.0
1928	506.7	250.4	1.165.3
1929	84.8	37.0	372.8

出所：C. Lewis, op, cit., p. 620, pp. 628—29より作成。

事実，表3にみるように，ドーズ公債は，アメリカを中心とする各国によって引受けられ，いわゆる「相対的安定期」をもたらすこと，視角を変えて言えば，「再建金本位制」の出発点をつくりあげるのに大きな貢献をなしたので

あった。ドーズ案による賠償遂行の実際は（ヤング案に引き継がれるまでの1924年からの5年間であるが）50%が外貨払いであり，50%は，実物賠償の買付け，連合国の占領軍各種費用としてドイツ国内で支出された。前者の外貨払いの総額は,おおよそ37億3,000万マルクであるが,これを可能ならしめたのが，ドーズ公債の発行と，それを梃子とする表にみられる，24年から29年のアメリカをはじめとする新規証券発行にみられる外資の導入であり，その合計は，この期間に，長期債だけでも70億マルク以上であった。表5とあわせて考えるとき，アメリカの，ドイツに対する投資の重要さが明白に判るであろう。

表5　アメリカの地域別対外投資1924～29年合計（単位　百万ドル）

地域別，国別	投　資　高
ヨーロッパ	2,628
うちフランス	187
うちドイツ	1,147
うちイギリス	57
全　世　界	6,219

出所：Dept. of Commerce, Hand book on American Underwriting of Foreign Securities, 1930, pp. 24—27より作成。

かくして，上述の事態が,「再建金本位制」期の世界経済に対してもった意義は次のように要約することができよう。

つまり，ドーズ案にもとづくドイツの賠償問題の一応の解決形態は，政治的債務の商業債務化，換言すれば，債務の債券化を通じて達成されるものであった。国際的資金循環図式にしたがって言えば，ドイツがアメリカからの投資を受け，それをイギリス・フランスを中心とする連合国に支払い，連合国は，これをもってアメリカへの負債の一部を返済するという図式であった。したがって，アメリカの外資が，この図式の出発点を形成するという意味で極めて重要であることは当然のことであるが，通説的に言われている「相対的安定期」の国際資金循環図式[6]の一面性については特に述べておく必要があると思われる。[7]

つまり，この期の国際資金循環を支えているものは何かという，その内容の問題であり，このことが明確にされないと，1929年の世界市場恐慌が極めて安易な，資金循環杜絶という問題に解消されてしまうからである。

確かに，アメリカの対外投資，就中，ドイツへのそれは，当面のドイツの

賠償金支払いに対するドイツ国内経済への強圧を緩和することにはなったが，問題は，それを通じて，ドイツの国民経済の復興，再生産の進行が行われていったということなのであって，これは，イギリス・フランスとても同様なのである。したがって，この期の各国の再生産の展開を分析することが不可欠なのであり，そのうえで国際収支の構造に反映される各国民経済の相互関連性を考察する必要があるわけである。

それを，貨幣・信用論的側面から述べるならば，まさしく，この時期は，政治債務の商業債務化にみられる，公信用の国際的展開が重要な環をなしており，私信用ベースのみでは，まして，資金の循環という数字上の問題のみをみては，この期の事態は解明できないのである。つまり，この期の問題は，公債の償還政策と各国民経済の絡まりあい，そのうえに，国際通貨，ポンド・ドルを支える根拠の中に，ドイツ国民に代表される国際的な収奪関係を内包するという多元的な構造が形成されていることを看過してはなるまい。私信用と公信用の絡まりあいの中での国際的信用関係の展開を考察すべきなのである。

このことを歴史の経過に即して述べるならば，第一次世界大戦は1917年のアメリカの参戦以降，アメリカの国債累積に反映されるアメリカ国民の富によって遂行され，それが各国の国債累積との関連で，国際的な公信用の絡まりあいによる部分も，債権・債務関係の残存という形で戦後に問題を継続させたのであった。

戦後，賠償問題は，ドーズ案にみられるように，その支払は，ドイツ国民の租税収入に多くを負うものであり，それはドイツ国民経済および国際関係に大きく依存していたわけであるから，フランにしろポンドにしろ，国内経済と同時に，ドイツの経済との関連でその動向を規定されることになったわけである。公信用の国際的関連をぬきにして，この期の問題を解明できないと述べたゆえんである。それでは，次に章を変えて，イギリスの「再建金本位制」にいたる経過を考察することにしよう。

1) この点についての詳細は，大崎平八郎・久保田順共著『世界経済論』青木書店，1974，第4章が参考になろう。
2) この点については加藤栄一「戦費金融の遺したもの」(東北大『経済学』30巻1号)参照。
3) この点については，前掲，平岡賢司「アメリカの資本輸出と公的ドル・バランス」参照。
4) 履行策の詳細については，荻田誠一「『履行政策』にみるドイツ『国民経済』再編課題の性格――ヴィルト政権の経済政策の一研究視角――」(大阪市立大『経済学雑誌』第75巻第6号)が参考になろう。
5) 同上。
6) 代表的なものとしては，馬場宏二『世界経済――基軸と周辺――』東大出版会，1973年，真接的にこの期を扱ってはいないが一般的な問題としては侘美光彦『国際通貨体制』東大出版会，1976年があげられよう。
7) 国際的資金循環図式に対する批判の最近の労作は，徳永正二郎「宇野『恐慌論』とヴィクセル――国際的信用制度と世界市場恐慌(2)――」(九大『経済学研究』第43巻第6号)があげられる。徳永氏は，宇野恐慌論との関連で，国際的資金循環図式を貨幣数量説の国際版として整理されている。氏は，商業信用レベルを重視され理論を展開されているのであるが，今後，銀行信用へ論理が具体化される中で，周知の銀行信用の独自の契機である貨幣信用との関連がいかに展開されていくのか，又，氏の前稿との関連で，いわゆる「ロンドン，バランス」説が，それとどう結びついていくのか注目したいと思う。

Ⅱ　「再建金本位制」期の為替問題――イギリス，アメリカの統計整理を中心に――

(1)　イギリスと「再建金本位制」

イギリスの金本位制への復帰は，アメリカとの関連をぬきにしては論ずることができない。前述したように，アメリカがイギリスの金本位制復帰へのあらゆる援助を行ったのは，アメリカの戦後世界市場再建構想つまり，戦時対外債権の安定的回収，資本および商品輸出の拡大ということと関連していた。これらの目的を達成するためには，ヨーロッパ諸国の再生産構造の回復と同時に，通貨価値の安定が不可決のものとして考えられたわけである。就中，後者との関連では，スターリング・ブロックを背景に国際金融市場を包

摂しているイギリスの金本位制復帰は，その目的からいっても焦眉の課題となったわけである。

アメリカが，世界に先がけていちはやく，金輸出の禁止を解除したのは，1919年6月であり，このことは，第一次大戦によって麻痺させられていた国際金本位制を再建しようというアメリカの決意のあらわれであったと同時に，その目的のために，諸外国に対する金本位制復帰の援助を開始する出発点でもあった。[1)]

イギリスにとって，戦後の経済状況は戦前に比して極めて困難なものがあった。前述したように，戦争遂行のための対外債権取りくずしによる投資収益の停滞に加えて，戦後のアメリカ及び日本の世界市場への進出は，イギリスの貿易収支を圧迫するものであったし，戦争による船舶の損失は，海運収入の減少をもたらした。以上述べた項目の停滞ないし減少が，イギリスの国際経済関係にもつ意義は，別稿で考察した純粋に対外投資の源泉を構成する経常収支の圧迫という問題であり，換言すれば，対外投資余力の減少傾向という問題であろう。

したがって，戦後台頭してきた日本や，特にアメリカの対外進出に対抗して，イギリスが既存の国際的地位を維持しようとするならば，純粋な対外投資余力の低下という現実に対して，[2)] イギリス国内の生産力を高めることを基本とする再生産構造の再編成と同時に，[3)] 対外投資を続行するための方途を考えざるをえない。後者のためには，投資余力の低下ということから，対外借入（資本の輸入）に依存するという道を歩むことになってくる。

しかしながら，前述のような事態を背景に，戦前，圧倒的な地位を誇り，対外からの資金調達に大きな力のあったロンドン金融市場も戦後めざましく台頭してきたニューヨーク（補足的にはパリも含めて）による国際金融中心地の多元化という事態を考慮せざるをえなかった。この多元化は，国際経済に対して積極的，消極的，両面の意義をもつが，その一つの問題は，各市場間を移動する国際的な短期資本の発生，運動に，客観的基盤を今まで以上にもたらしたということである。

このような複雑な戦後の事態に対して，イギリスはイギリス資本主義起死回生の策として，海外からの資本流入を促進するという政策を積極的にすすめることになる。そのためには，まずもって，ポンド価値の安定がはかられねばならない。このことが，アメリカの国際金本位制・再建という構想と絡まりあって，カンリフ委員会の報告をもとに[4]，1925年4月の「金本位制」復帰，具体的にはイングランド銀行券の金兌換再開へと結実していくのである。

イギリスの金本位制復帰に対するアメリカの支援は[5]，英米通貨当局及び民間金融機関の両面から推し進められた。

その具体的な方策は，金利政策による間接的支援および，ドーズ借款による信用供与が中心的なものであったが，1924年アメリカの景気後退を契機に，より本格的なものに変化していった。1925年に入ると，両国通貨当局は，イギリス金本位制再建のための「安定信用」供与についての協定を結んだ。その内容の基本的なものは，ニューヨーク連銀とイングランド銀行，いわば両国中央銀行間の協定にもとづくものと，アメリカの支配的な金融団（幹事は歴史的にイギリスと緊密な資本取引関係をもっていたJ・P・モデルガン商会）とイギリス大蔵省との間に結ばれた協定にもとづく二つの協定からなっていた。

前者の協定は，2年間を限度にニューヨーク連銀はイングランド銀行に2億ドルの信用枠を供与するという内容であり，一定の条件下での金購入をも認めるというものであった。このことは，中央銀行信用の対外供与という問題であり，そのことによってイギリスの金準備の管理者たるイングランド銀行の金準備確保という意義をもつことになった。

後者の信用枠は1億ドルであり，その担保は，ドル払いのイギリス大蔵省証券であった。ここにも，われわれは，公信用の国際的な絡まりあいを看取することができよう。

かくして，イギリスの金本位制復帰の前提条件は，ドイツの賠償問題の一応の解決とアメリカの金融支援によって作られていったことをわれわれは確認することができるし，そのことはとりもなおさず，私信用と公信用の国際

的な絡まりあいの結果として，そのことを考察しなければならないことを確認することもできよう。

かくして，整えられていったイギリスの「再建金本位制」復帰の道は，イギリスの通貨当局にその決断をさせる条件をつくりあげていった。

1) ヨーロッパ諸国は1920年のブラッセル会議，1922年のジェノア会議で金本位制に復帰することを基本的には了解していた。
2) ここで，この期の統計数字をみる場合の留意点を述べておくと，名目額でみてはならないということ，つまり，戦時中のインフレーションを考慮して以前と以後の比較を行わなければならないということである。
3) イギリスのこの期の国内経済の実体については，さしあたり，宇野弘蔵監修『帝国主義の研究4，イギリス資本主義』青木書店，1975年，第2章が参考になろう。
4) カンリフ委員会は，戦後の通貨問題，イングランド銀行の機構及び金融政策の基本的問題を討議するために1918年1月，イングランド銀行総裁カンリフを委員長として設けられた。1919年12月に最終報告を出し，イギリス金本位制復帰の理論的基礎となった。その内容についての詳細は，楊井克巳編『世界経済論』東大出版会，1961，121頁参照。またイギリスの「再建金本位制」復帰への国内の議論を整理したものとしては，山本栄治「1925年イギリス金本位制復帰論争の一考察—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）が参考になろう。
5) この点についての詳細は，加藤正秀「1920年代前半におけるドルとポンド—金本位制の再建をめぐって」(立正大『経済学季報』第16巻第2号，3・4号参照。)

前述したように，イギリスは戦時中の公債発行や生産力の破壊による戦後のインフレーションの顕在化にもかかわらず，ケインズなどの反対論をおしきって，戦前の旧平価，つまり金1オンスあたり3ポンド17シリング10ペンス半で金兌換を再開した。

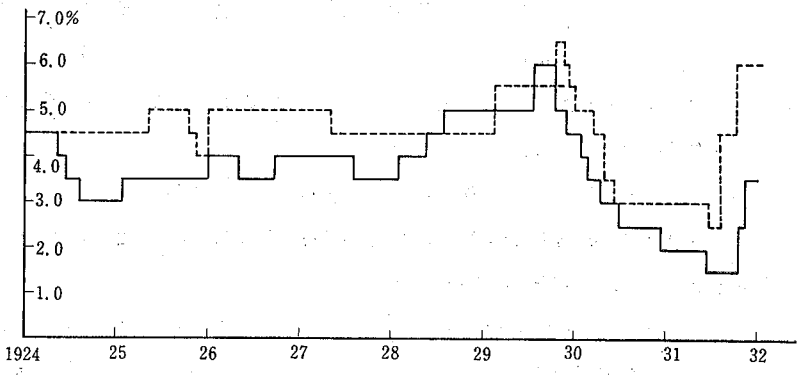
しかし当然のことながら，戦前のような形態での金兌換ではなく，できうるかぎり金節約を促進する体制で，それは再開されたことは当時のイギリスの実態をある程度，反映している。

つまり，金貨の自由鋳造を制限し，イングランド銀行券と金との兌換も，一口400オンスを最低限度としたものであり，事実上，対外的な「卸売鋳貨」を念頭においているものであることは明白であった。つまり，対外からの資

本流入の促進のために，ポンドの貨幣価値の高位安定が最優先され，それに必要な貨幣的措置がまずもって講ぜられたと言えよう。したがって，その次にくるものは貨幣資本の価値（＝利子）を高め，対外資本の流入をはかろうとするのは必然的なことであろう。又，それが「再建金本位制」期のイギリスの貨幣・金融政策の基調となっていくのであるが，このことが，イギリス国民経済にどのように作用し，又，アメリカをはじめとする国際経済環境の中で，どのような意義をもったのか。更に，後者は，当然のことながら国際収支構造に反映され，又，それを通じて為替相場に反映されてくる。したがって，国際収支構造の具体的検討は不可欠のものとなってこよう。つまり，貿易収支を中心とする経常収支の構造，更に，資本収支の分析であるが，短・長期の民間資本収支と同時に既述したことから公信用にかかわる国家資本収支構造についても，注意深い検討が必要であろう。しかも，これらは一括されて，国際的な債権・債務の連鎖系列を形成することになるから，利子率の関連をも考慮に入れねばならない。

したがって，以上Ⅰ，Ⅱ(1)を通じて述べてきたことを念頭において，それが，具体的に，どのような形で，統計数字にあらわれているのかを次でみてみたい。

図1　イギリスアメリカの公定歩合（——アメリカ，……イギリス）



出所：Banking and Monetary Statistics, 1943 Ⅱ, p, 656, p. 658, pp. 440—441より作成（アメリカの公定歩合はニューヨーク連銀）

(2) 「再建金本位制期」のイギリスの対ドル為替相場を中心とする為替・利子物価の関連解明のための統計的整理

ここでの対象はイギリスが1925年4月に「金本位制」に復帰してから，恐慌の影響により兌換停止をした1931年9月までが中心である。まずこの期の全体的な状況を把握するための考察からはじめることにする。

前述したように，イギリスのこの期の基本的な政策目標が，海外からの短期資本を流入させ，いわば，それをつなぎとして更に，対外からの低利の長期資本の流入（公債も含む）によって長期資本投資を継続させることにより，イギリスの既存の世界市場での位置を確保することであったから，図1が示すように，アメリカに比べて，金利水準（公定歩合）を政策的に高位に維持せざるをえなかった。しかし，この図でも28年以降，その基本的政策と背馳する現象が現われていることが看取できるが，このことは，経済法則とそれに対する政策の効果と限界の問題を提起していると思われるが，この点については，理論的整理を行う次稿で検討する。

とまれ，対外資本流入対策のための高金利政策は，旧価値による「金本位制」復帰によって促進されたデフレーション[1)]圧力と相俟ってイギリス国内の景気政策と矛盾せざるをえなかった。このことは，イギリスの景気の概略をみるとき，一層，明らかとなる。つまり，イギリスの景気動向は，1920年夏から22年春までの戦後恐慌期，それからの微弱な回復を経過して，1925年には，もう停滞している。それ以降，26年の炭鉱大ストライキとも相俟って，下降をたどり，27年～29年に微弱な回復があらわれるというものであった。

イギリスの生産力破壊を回復し，対外競争力をつけ，貿易収支構造を改善していくためには（食料，原材料を海外に大きく依存しているイギリスとしては，はじめから，このことに限界があったとはいえ）産業投資を促進していかなければならなかった。しかも，民間の資本力は極度に悪化していたから，国家独占資本主義的な諸政策による産業界に対する梃子入れが必要とされていた。そのための財源確保のためにも，戦時中の国家債務（対内・外）に対する戦後処理とあわせて，大々的な大蔵省証券をはじめとする国債の発行

がなされるのであるが[2]，その価格維持のためにも，政府の負担軽減という意味でも，高金利政策は矛盾してこざるをえないし，産業側の借入需要に対する圧迫要因ともならざるをえない。かくて，この様な悪条件の中でも，イギリス産業の強蓄積，合理化が強行されていったのである。その間，輸出奨励のため1926年7月には「損失保証金法」が実施され，国家財政の保証による，貿易収支の赤字幅の短縮のための努力もはらわれているのである。

このことを，国際的な資本流通，国際金融の側面から概括的に述べると次のように整理できる。1920年代の前半においては，フランスの政情不安を反映して巨額のホットマネーがイギリスへ流入してくるが，フランスが政情不安をのりきり，1928年6月25日に旧平価を5分の1切下げた新平価で金輸出解禁を断行して以降，フランスへの資金の還流が激増したことからも明らかなように，極めてイギリスにとっては不安定なものだった。又，金為替本位制の国際的な普及にともない，外国通貨当局や，外国人が流動的な形態で保有しようとのぞんでいる準備資産の預託所としてロンドン金融市場を利用しようとする傾向が顕著となり，その面からも不安定であったことは否定できない。フランスを中心とするホットマネーや国際的な準備資産をロンドン金融市場に吸引するという目的のために，ニューヨークへの対抗上，高金利政策を維持するということは，逆に，イギリスの世界市場の相対的低下とも相俟って，ロンドン金融市場における外国貿易手形の引受，割引の相対的低下[3]としてあらわれてくる。このことは，1920年代後半において，外国貿易手形の引受・割引が年額2億ポンド内外であったのに対して，同時期に大蔵省証券の発行額が約5億ポンドであったという数字上の比較をみても，イギリス資本主義における前者の役割の変化を忖度できよう。このことは，単に両者を比較してその大小を論ずることでとどまってはならないこと，つまり，この期の国際関係を考察するときの留意点としなければならないことを示唆しているものと思われる。というのは，この期のイギリスの資本輸出の性格を，いま考察したように，不安定な海外からの短期資本の借入れを源資として，海外への長期投資を網渡り的に行っていった，つまり，短期借・長期貸とし

て整理するのが一般的なのであるが，この観点は，量的にも大きかった大蔵省証券をはじめとする国債の動向を国際資本輸出の中にきちんと位置づけていないという意味では，一面的である。(大蔵省証券も短期であるという反論が予想されるが，質的側面の相異，換言すれば，私信用と公信用の区別を考慮しない反論であろう。)

以上のことを指摘したうえで，次にアメリカについて考察することにしよう。

1) この点についての理論的な問題提起としては岡橋保『金投機の経済学』時潮社，1972年，177頁参照。
2) この点については，中西市郎・岩野茂道共著『国際金融論の新展開』新評論，1972年，39～51頁参照。
3) 同上。

この期の前半のアメリカは，貿易収支の黒字のうえに，戦時中の債権の回収，更に対外投資収益の還流などによる純粋な対外投資余力に加えて，資金の保全を目的とする逃避的性格の強い海外の資本流入が巨大な額に達した。又，これらの事態を反映して，金の海外からの流入，更に，アメリカ国内の金準備は巨額となり，銀行の過剰準備が問題となってくる。その対策がアメリカ国内でおおいに議論され「金不胎化」政策が国際的な問題となった時期でもあった。

しかし，1925年から1928年にかけては，さきにもみたように，対ドイツをはじめとしてアメリカは経常収支の黒字をカヴァーするだけの規模で資本輸出を行なったから，各国の「金本位制」復帰とも絡まりあって，金保有高はいくぶん減少するが，銀行の過剰準備の基調をかえるほどのものではなかった。

このような資金条件を背景に，アメリカは戦後，積極的な対外投資を推進することになる。つまり，トータルとしてみれば1919年から1930年までのアメリカの長期民間投資の対外増加額は，87億ドルにものぼり[1]，しかも重要なことは，第一次大戦までのアメリカの対外投資の大半は，カナダやラテンアメリカ諸国であったのに，表4からも明白なように，1925年以降は，マルクの

安定を契機に（ドイツは，前述したように，1924年8月のドーズ案，1924年10月の金為替本位制の採用により，一応のマルクの安定を達成しえたと考えられた。その背後に，公債引受をはじめとするアメリカの金融的支援があったことは看過されてはなるまい。）ドイツへの投資が飛躍的にのびるのであるが，ここで留意しなければならないことは，民間投資と公債などに対する国家資本への投資の割合ないし，その意義であろう。この点についても次稿で検討する。

さて，この期のアメリカの対外向資本調達方式は，国内証券の発行だけではなく，巨額の外国証券も直接発行するものであった。[2)] これは，海外諸国がアメリカからの資本導入のために高利回りを保証したという対外要因に加えて，1920年代のアメリカ国内は，国内証券が次々と発行され証券が過剰気味であり，それが利回りに影響を与えることにより，証券市場が圧迫されるという国内要因があった。

しかしながら，アメリカでは，1928年以降生産の低下という景気の後退現象がではじめ配当の減少も少しずつあらわれてきているが，まだ物価・株価にまでは顕著な影響はみられない。逆に，海外の景気動向は，1928年前半のドイツの顕在化をはじめ次第に景気の低落傾向を示しはじめた。このことによって，国内・国外での証券の利回り格差は減少しはじめ，それにつづいてアメリカ国内での外国証券の発行量は減少基調となった。この対外資本輸出要因の低下は，戦中・戦後を通じて形成されてきたアメリカの過剰な貨幣資本の運用面を，国内産業の停滞という条件下で，不生産的な株式市場に，より加速度的に向かわせることにより，1928年後半からのアメリカの株式ブームが惹起されることになった。更に，ニューヨークに集中された短期資金に対しても，株式ブームは強い需要を喚起した。この事態に対応して，連銀は，投機的な内外証券投資の行きすぎ対策として，金融引締政策をとることにした。（図1，29年の後半）その結果，短期金利が上昇し，アメリカの対外短期資本の引上げ，アメリカへの還流がいっそう促進されることになり，前述の基盤のうえで，なんとか支えられていたイギリスなどの恐慌を促進し，激化

させる要因を国際的な資金面から形成していくことになるのである。

世界的な景気動向は，すでに述べたように1928年になってから下降基調であり，ドイツなどで，それは顕在化しているのであるが，イギリスも景気の下降にみまわれ，それまで対外資金流入のためにニューヨーク連銀に対して高位に維持してきた公定歩合を景気対策のために引き下げざるをえなくなるのである。

更に，1928年7月にイギリスは「通貨および銀行法」を制定し，保証発行準備額をそれまでの1975万ポンドから2億6,000万ポンドに拡大し[3]，公信用を下支えとして緊急融資に備えるなどの対策をはじめとする各国，各様の景気対策にもかかわらず，「相対的安定期」を通じて再生産過程で進行していた恐慌の諸要因の進展は，1929年10月29日のニューヨーク株式市場恐慌を契機に世界市場恐慌として顕在化し，表6から推測されるように国際的な債権・債務関係＝信用系列の最も弱い環としてのドイツにおいて，具体的には，1931年5月オーストリアのクレディット・アンシュタルト銀行の支払停止が惹起されるにおよんで，世界的な信用恐慌へと発展していくことになる。つまり，同年の6月20日にフーバー米大統領の戦債・賠償支払いの一年間モラトリアム提案にもかかわらず，信用恐慌の進展は，7月13日には，ドイツのダーナート銀行を破産させ，国際的な債権，債務の連鎖関係を通じて，フランス銀行にも波及することになる。

表6　ドイツの国際収支（単位　百万ライヒス，マルク）

項目 / 年次	経常収支								資本移動	中央準備：金及外貨準備
	貿易 (輸入)	貿易 (輸出)	計	(賠償金)	(利子・配当)	(その他)	総計		流入(＋) 流出(－)	流出(＋) 流入(－)
1924	7,816	9,664	－ 1,848	－ 281	＋ 159	＋ 269	－ 1,701	＋ 2,913	－ 1,212
1925	9,572	1,934	－ 2,362	－ 1,057	－ 6	＋ 421	－ 3,004	＋ 3,240	－ 236
1926	10,700	9,883	＋ 817	－ 1,191	－ 173	＋ 449	－ 98	＋ 679	－ 581
1927	11,126	14.016	－ 2,890	－ 1,584	－ 345	＋ 566	－ 4,253	＋ 4,777	－ 524
1928	12,644	13,868	－ 1,224	－ 1,999	－ 563	＋ 676	－ 3,110	＋ 3,172	－ 62
1929	13,655	13,624	＋ 31	－ 2,501	－ 800	＋ 871	－ 2,399	＋ 2,307	＋ 92
1930	12,192	10.548	＋ 1,644	－ 1,694	－ 1,000	＋ 521	－ 529	＋ 494	＋ 35

出所：League of Nations, Balance of Payments.

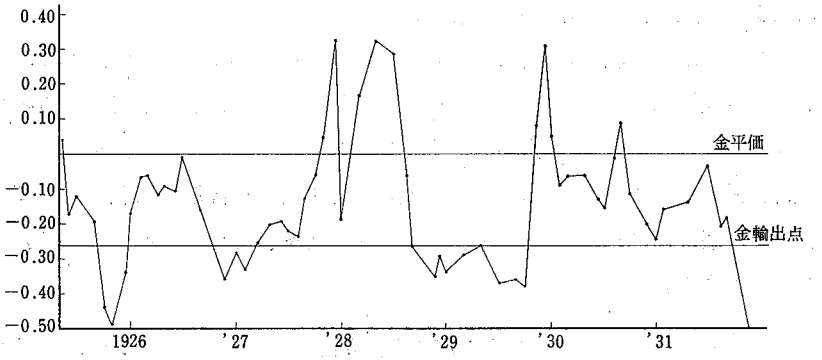
この過程でイギリスは，1931年8月に，アメリカの諸連銀，フランス銀行，更に，米仏の民間金融機関からの信用供与を受ける一方，国内に対しても，さきにみた保証発行限度額の拡張をはかり，外国為替制限令を出して為替管理にのりだすのであるがこの期のイギリスの国際的経済政策の当然の帰結としての「1927～31年間におけるロンドン金融組織の短期債権（外国勘定による引受手形）1億6,600万ポンドに対する短期債務（外国勘定による預金及び手形)は4億43万ポンドであるから，ネットで2億7,700万ポンドの借越となっている[4]」事態に，フランスの銀行をはじめとするヨーロッパの諸銀行が，恐慌との関連で，ロンドン金融市場より大規模な短資の引揚げを実施せざるをえなくなり，当然のことながら対外金流出が惹起され，国家的破産をくいとめるために，1931年9月21日，イングランド銀行は金兌換を停止し，同様の観点から経済界への恐慌対策とは矛盾する公定歩合6％への引上げを実施せざるをえなかったのである。

一方，アメリカの恐慌の進展及び信用恐慌は，若干のずれがあるが1933年3月の金兌換停止まで事態は進捗するが，一応，1931年9月21日のイギリスの金兌換停止までが考察の対象であるから，ここでは割愛する[5]。

1) この点の分析は，中西市郎『現代国際投資論』ダイヤモンド社，1965年，56頁参照。
2) 同上。
3) 藤沢正也『イギリスの信用と貨幣』ミネルヴァ書房，1975年，171頁参照。
4) 同上，168頁。
5) アメリカの信用恐慌の進展については，小林真之「銀行恐慌と救済融資―アメリカにおける1930―33年銀行恐慌と関連して―1・2」（北海学園大『経済論集』第25巻1号及び2号）が参考になろう。

さて，この期の世界市場における景気動向及び信用関係の大枠を以上で考察したのであるが，次の課題は，そのような大枠を与件として物価，利子率，為替相場は，どのような動きを現実に示したかを統計的に整理することである。まえがきでも述べたように，このことは，為替相場論争の現代的有効性をある程度，現実とのつきあわせの中で考察するという意味もあわせてもつ

図2　イギリスの対アメリカ為替相場—金平価からの乖離の割合(%)—電信為替相場



出所：Banking and Monetary Statistics, 1943 Ⅱ, p. 681により作成。

ことになる。換言すれば，この期の為替相場，国際収支，金移動，利子率，物価との関連を統計的に整理しようということであり，それを通じて，為替相場の規定要因，現在の国際通貨の流通根拠解明のてがかりを得ようということである。

図2は，1925年4月から1931年10月までのイギリスの対アメリカ為替相場（T.T.）の変化を，金平価からの乖離度にしたがって表わしたものである。この期間の金平価は，イギリスとアメリカの価格標準から換算してみると，1ポンド，スターリング＝4.8663ドルであった。イギリスからみた金現送点（流出点＝輸送点）は，1ポンドにつき4.8534ドルであり[1]，逆に，イギリスへの金流入点は，1ポンドにつき4.8873ドルであった。(これはアメリカ側からみた場合，アメリカからの金流出点となる。)この期は，前述したように，アメリカの純投資余力は巨額な規模であったから（アメリカの信用恐慌の急速な進展は，この図では取りあげられていない1931年10月以降であることも考慮に入れておかねばならないが）為替相場の変動も，それを反映して，若干の例外はあるものの，概して，イギリスの為替相場の金現送点突破を含むドルに対する為替相場の金平価以下の下落の状態がよくでている。この図は，そのような大勢をふまえて，各月の為替相場の金平価からの乖離を金平価で

除したパーセンテージである。イギリスの金輸出点は，おおよそ金平価から0.265％乖離したところである。

このような為替相場の動向が大枠としてアメリカの投資余力の巨大性，イギリスの投資余力のなさということによるものということが確認されるとしても，それだけで，この動向を説明しきれるものではない。したがって，この図を表象としてふまえて，国内の物価，貿易収支を含む国際収支との関連をまず考察しなければならない。そののちに金移動と利子率の関連で論及することにする。

1)　この点については，小野朝男『外国為替』春秋社，1957，60～61頁参照。

表7と表8は，アメリカ及びイギリスの卸売物価指数のこの期の動向である。

表7　アメリカの卸売物価指数（1913＝100）

年次＼月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	年平均
'25	160	158	157	151	149	149	151	153	153	153	156	155	154
'26	156	154	149	149	147	145	145	142	142	139	139	139	146
'27	138	137	138	138	138	139	140	141	140	140	139	139	139
'28	141	140	142	144	146	142	142	138	139	137	137	138	141
'29	140	139	140	138	134	133	138	138	139	136	133	131	136
'30	130	126	123	122	119	115	110	109	107	104	102	100	114
'31	99	97	97	95	91	89	90	87	85	83	84	81	90

出所：Federal Reserve Bulletin 各号より作成。（表8も同）

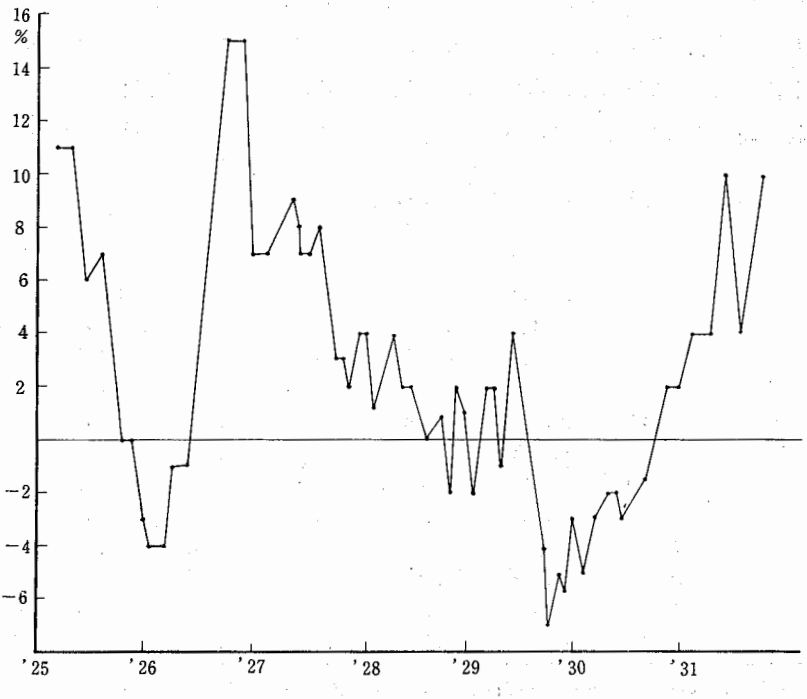
表8　イギリスの卸売物価指数（1913＝100）

年次＼月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	年平均
'25	170	168	165	162	160	154	158	158	156	153	156	153	160
'26	152	150	148	148	148	147	148	149	151	154	154	146	148
'27	145	146	145	145	146	145	144	144	143	142	143	143	144
'28	142	142	145	148	148	144	142	139	137	137	139	139	141
'29	138	141	142	137	138	133	136	134	132	131	127	128	135
'30	125	123	121	119	116	113	111	108	107	106	104	102	114
'31	101	101	101	99	97	97	94	93	95	97	98	100	98

為替相場の基本的規定を貨幣の相対価値論と把握する論者にとっては[1)]，この卸売物価の動向と国際比較とは，重要な意味をもつはずである。表7・8からアメリカ及びイギリスの物価指数格差を算出し，格差の動向をグラフにしたのが図3である0から⊕の方向へいくほど，アメリカに比べてイギリスの卸売物価指数は高くなり，貨幣の「相対価値＝購買力」は下がり，為替相場も為替相場＝貨幣の「相対価値」論者によれば下がるはずである。(勿論，この期のポンドの過大評価＝オーヴァー，バリューは考慮に入れねばならないだろうが) 実際はどうであろうか。つまり，図3の逆関係的に（貨幣の「相対価値」＝物価の逆数＝貨幣の購買力だから）図2に対応しているかどうかがポイントになるわけである。

まず特徴的ないくつかの期間を取りだして検討することにしよう。

図3　英米卸売物価指数格差（イギリスよりみて）



卸売物価指数格差の動向をみると，1925年4月から1926年2月まで，イギリスの卸売物価指数は，前述したデフレーションとイギリス国内の合理化運動の影響でアメリカとの格差を縮め，(イギリスの不況の影響をも考慮に入れたうえで) 1925年12月以降，1926年4月までは，傾向的に，むしろアメリカのほうが割高になってさえいる。

これに対応する為替相場の動向は，若干の起伏があるとはいえ，イギリスの兌換再開後ポンド相場は下落し（ドル建）1925年9月以降，12月迄は，金現送点を突破するほどにポンド相場は下落しているのであり，それ以後1926年6月迄は，相場は上昇に向かっているのである。

したがってこの期間をみる限り，卸売物価の相関関係と為替相場との対応関係は，1925年12月までは全くないということができ，(逆に反対である) アメリカの卸売物価指数がイギリスと逆転した1925年12月以降，わずかに対応関係を認めることができるといいうるにすぎない。これをイギリスとアメリカの貿易収支関係で考察してみると，表9・10が示すように，イギリスの対米輸出はこの期間には，対米輸入に比べて相対的に減少しており，これは両国の輸出入依存度にもかかわってくるが，表11で明らかなように，1925年12

表9　アメリカの対英貿易収支—輸出（単位　1000ドル）

年／月	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
1	—	82,159	89,819	74,371	90,996	79,351	49,744
2	—	75,834	70,461	68,924	69,303	59,442	38,626
3	—	67,941	72,791	70,495	75,659	58,076	39,706
4	73,148	70,614	64,671	56,902	59,289	46,713	33,344
5	62,806	55,500	61,638	61,834	54,431	47,002	34,238
6	57,197	62,638	56,103	52,298	52,837	49,715	30,915
7	57,744	77,446	52,789	52,098	56,890	55,221	32,564
8	63,084	73,481	57,670	52,827	58,333	57,752	27,815
9	91,687	93,722	72,463	59,182	76,609	57,841	34,589
10	121,393	97,529	89,959	97,963	95,129	71,918	50,559
11	107,247	111,329	79,197	105,461	84,782	61,094	46,280
12	114,234	104,413	72,498	94,971	77,917	53,871	36,699

出所：Survey of Current Business 各号より作成。(表10も同)

表10　アメリカの対英貿易収支—輸入（単位　1000ドル）

月＼年	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
1	—	34,615	21,428	23,089	27,527	18,163	10,813
2	—	37,276	25,693	28,799	25,501	20,014	11,970
3	—	37,105	33,860	32,951	31,458	21,194	13,033
4	31,288	33,178	27,762	28,087	29,978	24,513	11,561
5	31,676	24,401	31,469	34,847	29,762	21,353	12,354
6	26,674	31,591	29,591	27,871	25,396	15,511	11,000
7	33,196	27,323	29,343	28,103	29,775	13,901	10,951
8	32,286	27,347	33,038	27,535	25,920	13,840	11,509
9	31,536	29,799	29,721	26,373	28,987	17,017	13,379
10	37,733	33,601	33,119	33,417	35,050	17,743	11,278
11	42,348	34,316	33,843	28,156	24,081	15,289	8,547
12	36,746	32,645	29,063	29,313	18,131	11,468	9,237

表11　アメリカの対英貿易収支（1000ドル）

月＼年	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
1	—	47,544	68,391	51,282	63,169	61,188	38,931
2	—	38,558	44,768	40,125	43,802	39,428	26,656
3	—	30,836	38,921	37,544	44,201	36,882	26,673
4	41,860	37,436	36,909	28,815	29,311	22,200	21,783
5	31,130	31,099	30,169	26,987	24,669	25,649	21,884
6	30,523	31,047	26,512	52,021	27,441	32,404	19,915
7	24,548	50,123	23,446	23,995	28,915	41,320	21,631
8	30,798	46,134	24,632	25,292	31,413	43,912	16,306
9	60,151	63,923	42,742	32,809	43,622	40,824	21,210
10	83,660	63,928	56,832	64,546	60,069	54,175	39,281
11	64,899	77,013	45,354	77,305	60,701	45,805	37,663
12	77,488	71,768	43,435	65,658	59,786	42,403	27,462

出所：表9，10より作成。

月まではイギリスの対米貿易収支の赤字の漸増傾向はつづくのである。これは，対米関係のみをみたものであるが，イギリスの貿易収支の全体の傾向としては，表12の貿易収支の数字がこの傾向を示している。

したがって，この期の為替相場の下落は貿易収支の大幅な赤字を反映した

ものとみることが一応可能であるとはいえ，経常収支全体との関連や為替相場と物価との対応関係はあまり認めることができないといえよう。むしろ，イギリスのデフレーション下での合理化投資による強蓄積にもとづく輸入増大によって為替相場がいかなる影響をうけたのかが検討されねばならないのである。この点については，為替相場の金現送点突破の問題とともに後述することにする。

次に，イギリスの卸売物価が上昇し，アメリカの卸売物価指数との格差を相対的に縮めていく1926年5月から11月迄の為替相場を考察することにしよう。

表12　イギリスの国際収支（100万ポンド）

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
経常勘定							
商　品	− 392	− 463	− 386	− 352	− 381	− 386	− 408
政府取引	− 11	+ 4	+ 1	+ 15	+ 24	+ 19	+ 14
海　運	+ 124	+ 120	+ 140	+ 130	+ 130	+ 105	+ 80
海外投資収益	+ 250	+ 250	+ 250	+ 250	+ 250	+ 220	+ 170
短期投資収益，手数料，その他	+ 60	+ 60	+ 63	+ 65	+ 65	+ 55	+ 30
その他サービス	+ 15	+ 15	+ 15	+ 15	+ 15	+ 15	+ 10
収　支	+ 46	− 14	+ 83	+ 123	+ 103	+ 28	− 104
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	—	—	—	—	+ 49	+ 39	+ 27
その他海外長期投資の変化	—	—	—	—	—	—	+ 10
ロンドンの対外国人短期債務の変化	—	—	—	—	− 52	− 16	− 200
イギリスの外国人勘定アクセプタンスの変化	—	—	—	—	+ 25	+ 15	+ 35
	—	—	—	—	—	—	+ 74[1]
既知の資本項目収支	—	—	—	—	− 74	− 60	− 95
金鋳貨地金の移動	+ 8	− 12	− 4	− 13	+ 15	− 5	+ 35
ロンドンの外国人勘定退蔵金推計額	—	—	—	—	—	—	—
ポンドの対金売却	—	—	—	—	+ 15	− 5	+ 35
金・資本項目収支	—	—	—	—	− 59	− 65	− 60
誤差・脱漏	+ 34	+ 138	+ 60	+ 33	− 44	+ 37	+ 164
資本勘定収支	− 46	+ 14	− 83	− 123	− 103	− 28	+ 104

出所：楊井克巳中西直行共訳『国際投資論』日本評論社，1970，151—2頁。
1）イングランド銀行，大蔵省前貸。

この期は，イギリスの対米為替相場が下落しており，特に，1926年10月以降，1927年２月まで金現送点を突破して下落している。これでみる限り，為替相場と物価との関係は対応しているようにみえる。この期の対米貿易収支をみると，輸入は飛躍的に伸びているが輸出は停滞気味であり，その結果，対米貿易収支の赤字は漸増傾向をたどっている。したがって，この期でみる限り，物価と為替相場，為替相場と貿易収支の対応関係は認められるが，念のために，年間の貿易収支をみてみると，イギリスは巨額の赤字を出しており，経常収支も1926年全体では赤字となっているのであり，このことが資本収支との関連で，金現送点突破を説明するものであろうと一応の推測をこの時点でたてることはできよう。

今までは，イギリスとアメリカの卸売物価の変動に視角をすえて，その変動の特徴的な時期をとりだして考察したのであるが，次に，逆の視角，つまり為替相場に視角をすえて，卸売物価との関連を考察することにしよう。

イギリスの対米為替相場が比較的安定した1928年２月から1928年６月を取りあげてみると，英米卸売物価指数格差の動向と為替相場の動向は，月によって非対応の関係もあるが全体としては対応関係にあることがわかり，貿易収支についても同様のことがいえる。したがって，月によって若干の例外はあるとはいえ三者の対応関係を認めることができるといえよう。しかし，この時点でも，経常収支が他の時期に比して大きな黒字になっていることを資本輸出との関連で看過してはなるまい。

以上，三つの時期を中心に，為替相場論争の一つの有力な主張である為替相場＝各国貨幣の「相対価値」論を念頭において英米の為替相場と卸売物価の関連を考察してきたのであるが，これら三つの時期は，いわば景気変動局面が比較的均衡している局面であった。しかしながら前述したように，イギリスにおける景気後退の時期とも一部分ではあるが，オーヴァー・ラップしており，このことと金現送点突破が関連しているものと考えられる。これを換言すると，基本的には均衡局面であっても部分的不均衡局面での金現送点突破の問題を念頭におかなければならないということであろう。それはとも

あれ，次に全体的な不均衡局面での為替相場と卸売物価との関連性を考察することにしよう。考察対象時期は，1928年9月からニューヨークの株式市場恐慌が勃発する1929年10月までである。

この期間中，若干の変動はありながらも，イギリスの対米為替相場は，全体として金現送点を突破して下落している。物価指数格差についてみてみると，この期のイギリス・アメリカ両国の景気後退の深化のずれによって（それに対するイギリスの景気対策の影響があったとしても）その変動は全体として英米の価格差を小さくし，以前の時期との関連では，むしろアメリカのほうが割高になったと言いうるのであり，為替相場の変動とは，まったく逆の対応関係を示している。イギリスの対米貿易収支についてみてみるならば，明確にはまだ表われてはいないが物価指数の以前の時期に比べてのアメリカの相対的割高，およびイギリスとアメリカの景気変動のズレを反映して，イギリスの輸入は停滞し，輸出はそれに比べて相対的に伸びているからイギリスの対米貿易収支赤字は全体の傾向としては漸減傾向にあると言える。したがって，この期間は，物価と貿易収支との関連で，ある程度の対応関係を認めうるとしても，為替相場の変動や就中，金現送点突破の事態を，それからは全く説明できないことが明白にわかると言えよう。

更に不均衡が拡大していく次の時期の考察にうつろう。対象期間は，1930年1月から1931年9月までである。

この時期は，アメリカにも景気後退の進行が顕著にみられる時期である。卸売物価指数の動向からみてみると，アメリカの卸売物価指数は，この期間中，一貫して下落しつづけ，イギリスはついても，同様のことが言いうるが，イギリスの場合には，景気浮揚策＝恐慌対策が積極的に取り入れられたこともあって，アメリカに比べて，この期の前半は幾分，緩慢な低落を示していると言えるが，この期の後半に入ってからは，かなりの低落傾向を示している。かかる状況を反映して，1930年8月までは，アメリカとイギリスの景気後退の深化度の相異もからまって，アメリカのほうが，むしろ卸売物価指数の絶対値でイギリスを上回るが，その後，両者の指数低落度は，景気浮揚策

との関連で逆転するという複雑な様相を呈している。このような景気状況を反映して，イギリスの対米輸出は極端に低落し，輸入も，輸出ほどではないが（イギリスの輸入依存度の内容を考慮に入れるべきである）かなりの低落を示している。単に貿易収支の全体を輸出・入の差引結果としての⊕⊖いくらとして考察するのではなく，輸出・輸入のそれぞれの絶対値の低下を，われわれは留意すべきであり，それを抽象してしまって差引結果としての貿易収支の数値のみをみるならば，景気変動の各局面を無視することになり，各景気局面を反映する為替相場の問題も解決できないであろう。そのことは，この時期の為替相場の動向をみてみるとはっきりと理解できる。つまりこの時期のイギリスの対米為替相場は，全体として低落傾向にあるとはいえ，物価指数格差と貿易収支とはそれほどの対応関係を示さず，重要な点は，物価指数と為替相場の変動とは全体として逆の関係を示していることである。

以上，われわれは，卸売物価と為替相場の関連について考察してきたのであるが，この時点までで一応の結論として言えることは，景気の均衡局面において，両者の関連は，卸売物価が貿易収支との関連性を媒介として，為替相場とはある程度の対応関係を有していると言いえても，為替相場＝貨幣の「相対価値」論者にしたがって，今までは捨象してきたが，（それとてもいちいち指摘はしなかったが）貿易収支と経常収支全体との関連をぬきにしては，更に資本収支との関連を考察することなしには，為替相場と卸売物価との関連を結論づけることはできなかった。まして，卸売物価と為替相場の一義的関連は結論づけえない。更に，均衡局面であっても，金現送点を為替相場が突破する一時的，部分的な国際関係における不均衡局面や，世界市場での景気変動の全般的不均衡局面で両者の対応関係をみいだすのは難しいと言うことができるであろう。したがって，為替相場の変動を考える場合に，当然問題になってくる国際収支の他の要因である資本収支を考察の範囲内に加えることにしよう。その際，それと深く係わりをもってくると考えられる利子率の問題，更には金移動についても考察することにする。ただし，資本収支を月別毎に算定することは困難だし，その項目分けの煩雑さから言って既存

の資料も不十分なので，主として年間の資本収支から，その運動ないし，国際収支全体，更には貿易収支の関連を推定することとする。

1) 最近の為替論争で，有力な見解をもって，自己の論理を展開されているのが村岡俊三教授である。われわれも教授の積極的展開から多くを学んだのであるが，疑問とする点も少なくはない。その一つに為替相場の本質，および，その変動の基本的規定要因をどこ求めるべきかという問題がある。教授は明確に「各国の流通手段としての貨幣の相対的価値関係」に為替相場の本質規定をもとめられている。教授は，為替相場の本質論を為替の一般理論として展開されているのであるから，自由主義段階ではない，しかも独占資本主義段階でも，ある意味では過渡期である「再建金本位制」期で，教授の理論の当否を問うのは不適切であると思われるかもしれない。しかし，経済学の理論がそもそも現実解明のトゥールであり，「再建金本位制」期が様々の意味で現代の国際的な通貨金融問題と少なくとも形態的な類似性をもつものとするなら，一般理論であっても，その現代的有効性を一定の限度づきであっても確認しておく必要があるだろうと考えるのである。

なお，村岡教授の為替論に対するわれわれの評価については，拙稿「外国為替と国内信用動向」および「国際金移動の研究」(北大『経済学研究』24巻4号および25巻3号）を参照されたい。

まず，均衡局面で為替相場が金現送点を突破している時点を取りだして考察することにしよう。対象期間は1925年9月から12月までの金現送点突破の期間である。この期間の特徴的なことは，為替相場の動向とイギリス・アメリカの卸売物価の動向との間に，対応関係はなく，為替相場とイギリスの貿易収支の赤字増大が摘出できる時期である。表12でみると，1925年全体を通じて，経常収支全体では，貿易収支の赤字をおぎなって純対外投資余力は幾分あるが，海外借手向け新規発行に分類分けされている資本輸出が，その余力を吸収しつくしたうえで，なお，不足しており，表13より，1925年全体のイギリスからの金流出を計算しポンドに換算してみると，約817万ポンドであって，表14の金鋳貨・地金の移動に相応している。したがって，表12の中で誤差，脱漏の内容を推定すると，資料上不明確な資本勘定項目の他の項目がかなりふくまれており，それが，経営収支をくいつぶした海外借手向新規発行の赤字をおぎなったと考えられる。一例として1925年中のアメリカの対

表13　イギリスの金流出入（単位　1000ドル）

年／月	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
1	−12,330	10,108	− 6,667	9,167	−16,047	25,600	− 43,470
2	2,876	9,198	11,777	− 6,231	− 9,036	4,886	2,443
3	− 5,605	− 6,472	632	−72,316	17,987	25,432	6,452
4	− 4,677	3,699	20,943	8,816	12,430	27,913	24,084
5	78	11,835	−10,116	13,248	23,632	−15,746	19,122
6	19,486	11,222	− 1,239	33,263	18,917	− 6,912	54,300
7	27,550	13,300	7,010	14,522	−77,901	−15,709	−130,808
8	497	9,908	15,687	3,875	−42,052	2,811	− 24,150
9	− 9,265	7,120	744	− 9,014	−22,982	2,094	− 10,887
10	−23,180	− 4,346	1,400	−29,773	1,796	10,662	16,316
11	−24,508	− 6,029	− 6,696	−19,728	8,405	− 1,965	− 44,977
12	−10,653	− 4,078	− 1,060	− 7,710	48,903	−35,383	− 15,602

出所：Federal Reserve Bulletin 各号より換算。

英短期資本の輸出は1,550万ドル，ポンドに換算すると約318万ポンド[1]に相当することを考えに入れるとき，フランスや他の国からの短期資本をはじめとする資本の流入もかなりあったものと推定できるのである。この短資の流入条件をつくる一つの要因と考えられる市中短期利子率をみてみると，表14にみられるごとく，イギリスとアメリカの利子率格差が海外からの短期資本の流入を促したと考えられ，この海外からの借入によって海外への新規投資を行なう源資の不足分をおぎなったと考えられる。その結果，その金利負担を反映して，特に貿易収支の赤字幅が増大していく9～12月に対ドル為替相場は金現送点を突破したものと考えられるのである。しかもこの期は，図1でみるごとく公定歩合も，イギリスの場合はアメリカに比べてかなり割高であり，更にイギリスの市場短期利子率がその公定歩合に比べて相対的に高い（12月には市場利子率のほうが公定歩合よりも高くなっている）ということから，対外からの借入れによる金利負担によるイギリスの対ドル為替相場の金現送点突破とともに，公定歩合が市場金利に比して相対的に低いということと相俟って，対外決済用の金兌換が比較的スムースに行なわれたことによって表13にみられる莫大な量の海外金流出が9月より12月まで起こったと考

えられる。

表17にみられるように，この海外金流出にもとづく公定金準備の減少に当面してイングランド銀行は，1926年1月に公定歩合を5％に引きあげて，市場利子率との関係を是正することによって，一方で国内からの対外決済用の

表15　アメリカの標準・市中短期利子率（％）

年／月	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
1	—	3.63	3.69	3.38	4.75	3.94	1.56
2	—	3.63	3.69	3.50	5.13	3.81	1.44
3	—	3.63	3.63	3.50	5.38	3.13	1.50
4	3.19	3.38	3.63	3.75	5.50	2.94	1.50
5	3.19	3.19	3.63	4.00	5.50	2.50	1.00
6	3.25	3.25	3.63	4.06	5.50	2.13	0.88
7	3.25	3.38	3,56	4.25	5.13	1.88	0.88
8	3.25	3.56	3,13	4.63	5.13	1.88	0.88
9	3.25	3.88	3,13	4.50	5.13	1.88	0.88
10	3.50	3.88	3.19	4.50	5.13	1.88	2.25
11	3.50	3.81	3.25	4.50	4.19	1.88	3.06
12	3.50	3.81	3.25	4.50	3.88	1.88	3.00

出所：Banking and Monetary Statistics, 1943, Ⅰ, Ⅱより作成。（表16も同）

表16　英の市中短期利子率（％）

年／月	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
1	—	4.76	4.17	4.19	4.32	4.07	2.25
2	—	4.31	4.19	4.18	5.05	3.82	2.56
3	—	4.37	4.33	4.12	5.33	2.78	2.60
4	4.30	4.33	4.04	4.02	5.21	2.48	2.58
5	4.59	4.37	3.88	3.97	5.21	2.16	2.24
6	4.44	4.27	4.34	3.82	5.32	2.31	2.09
7	4.35	4.26	4.33	3.99	5.38	2.37	2.58
8	3.94	4.45	4.33	4.27	5.47	2.21	4.28
9	3.68	4.54	4.32	4.23	5.59	2.07	4.74
10	3.57	4.69	4.32	4.35	6.13	2.09	5.68
11	3.92	4.57	4.33	4.38	5.35	2.18	5.75
12	4.67	4.53	4.31	4.37	4.76	2.30	5.85

表17　イギリスの公定金準備（百万ドル）

年／月	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
1	—	695.9	730.4	755.7	743.2	730.6	678.8
2	—	695.9	724.1	761.1	734.3	736.4	685.3
3	—	705.6	725.6	765.5	746.2	755.0	698.9
4	749.4	705.6	742.1	774.7	759.4	794.9	711.9
5	754.3	720.2	743.3	782.9	790.6	764.9	734.9
6	754.3	725.1	732.4	825.5	774.1	763.5	792.7
7	788.3	734.8	730.9	843.0	688.0	741.1	642.5
8	783.5	744.5	728.5	842.7	663.6	753.5	648.9
9	773.8	749.4	727.5	830.1	642.1	760.7	656.1
10	720.2	734.8	731.4	795.5	637.6	776.2	660.3
11	705.6	734.8	723.1	774.2	655.6	761.9	587.4
12	694.8	729.3	737.1	748.4	709.8	718.4	587.6

出所：Federal Reserve Bulletin 各号より作成。

金兌換に対するプレッシャーを加えるとともに，対外短資の流入を促進するという金準備擁護の政策的意図を遂行するのである。

次に，同じく均衡局面での金現送点突破の時点，1926年10月から1927年2月までを考察することにしよう。

表12によって，1926年の経常収支全体を考察してみると，経常収支全体が赤字であり，しかも表11でみられるように，対米貿易収支の赤字が10月以降，1927年1月まで，かなり大幅な増大傾向にあり，これは対アメリカに限らなかったことが，1926年の貿易収支全体の大幅な4億6,300万ポンドの赤字にあらわれていると推定される。このことは，投資余力どころか，経常収支の決済までも海外からの借入れに依存しなければならなかったこと，また現実にそれをなしたということは，経常収支の赤字プラス，海外借手向け新規発行の総額1億2,600万ポンドに対して，表13より金流出が殆んど1926年には10～12月の3カ月に限られ，(3月にもあるが)年間全体を通じては逆に表12でみると1,200万ポンドの流入になっていることからも推定できるのである。したがって，そのような国際決済状況を反映して，イギリスの対ドル為替相場は下落したと思われる。しかし以前の金現送点突破時期に比べて，イギリ

ス国内の公定歩合と市場利子率の格差が大きいことから金兌換は必要最小限度の範囲内に限定され，金流出は為替相場の金現送点突破と並行しておこっているが，その量的規模は，赤字の規模に比してかなり小さくなっており，公定歩合も引きあげられずすえおかれたままだったのである。

さて，今までは，世界市場規模での均衡局面におけるイギリスの対ドル為替相場の金現送点突破の時期を摘出して考察したのであるが（そういう意味では，部分的不均衡局面とも言いうる。)次に世界市場での全般的不均衡局面について考察することにしよう。対象期間は，1928年9月から1929年9月までのイギリスの対ドル為替相場が金現送点を突破した期間である。

表12によって1928年の経常収支全体をみてみると，貿易収支の赤字幅が減少したことを反映して経常収支全体も大幅な黒字となっているが，これは，この年の中期の貿易収支の赤字幅の大きな減少を反映したものであって，逆に9月以降12月までは，貿易収支の大幅な赤字増大となっている。したがって，この年の対外投資(海外借手向け新規発行)が1億4,300万ポンドの巨額にのぼっていることと考えあわせるとき，この時点での対外借入れはかなり巨額にのぼったものと（年間1,300万ポンドの金流入とも考えあわせて）推定できる。しかも，この時期に，アメリカは，株式景気の過熱対策から，ニューヨーク連銀の公定歩合を大幅に引き上げ，市中利子率も連動しているので，アメリカをはじめとする対外借入れによる金利負担は相当の大きさだったろうと思われる。一方，イギリスの市場利子率と公定歩合の差は僅少であったから，対外決済用の金兌換が殺到し，表13をみると9月から12月まで(更に1929年2月まで継続して）対外金流出も巨額にのぼっていることがわかるのである。

さて，対象期間の後半である1929年に入ってからの時期について考察してみよう。表12をみると，1929年全体を通じて，貿易収支の赤字の増大により，経常収支は，前年に比して，黒字幅を減少させてはいるが，国際収支全体からみると，世界市場恐慌を反映して海外向けの新規発行も減少し，資本の償還も積極的にすすめられたから，1929年を通年してみると，国際収支全体と

しては，かなり改善されたようにみえるかもしれない。

しかしながら，この期は，すでに恐慌を反映して，過去の取引に対する支払手段需要が殺到する時期であるから，均衡局面における国際収支の改善と同一視することはできない。貿易収支の動向をみてみると，イギリスの景気停滞を反映して表9でみられるように原料を中心にイギリスへの輸入が低下し，イギリスからの輸出との相関々係で（輸入の低下が輸出の低下より大きかった）2月から8月までは，貿易の赤字幅がかなり減少している。しかし，11月以降，この関係は，絶対的数値が輸出入ともに減少するという傾向の中で，逆転し，1929年全体を通じては，貿易収支の赤字幅増大となってあらわれているのである。この結果，経常収支の黒字幅が減少しているが，海外借手向け新規発行も減少しているので，二者の関連についてのみみてみると，7百万ポンドの黒字になるのである。したがって，この期の国際収支悪化の大きな原因は，資本勘定中の「ロンドンの対外国人短期債務の変化」にあらわれている短期資本の流出にもとめられよう。しかも「誤差，脱漏」項目のなかにも長，短期両方の海外への資本償還がふくまれていると考えられる。したがって，以前に検討したようにイギリスの過去の取引に対する対外決済用の資産は僅かしかなかったのだし，資本償還，表12中の「イギリスの外国人勘定アクセプタンスの変化」にあらわれているように，対外決済用外国為替獲得に全力をあげるのであるが，当然それにも限界があり，金による対外決済が，1,500万ポンドという他の時期にはみられない金流出となってあらわれている。[2)] ここに至って，表12では明確に示されてはいないが，「ポンドの対金売却」に示されるようなポンド防衛にもかかわらず，アメリカでは公定歩合が以前に引き続いての引締基調であるということとも相俟って（イギリスに対してアメリカのほうが「相対的な高金利」）アメリカからの借入に対する金利負担などによって相場を圧迫したものと考えられる。勿論，それによってまかないきれなかったことは「ロンドンの対外国人短期債務の変化」のマイナスが示しているが，ここで問題としているのは流出のほうが大きかったが，流入の場合の条件変化である。ここで注意を促しておきたいのは，経

常勘定中の政府取引が1929年は，表12中のどの時期よりも大きいということに関してであるが，これは，この年の9月からのヤング案によるドイツ賠償支払開始を反映したものである。

それはともあれ，恐慌の進展にともなう国内市中銀行の預貸率の悪化は，市中金利の上昇をもたらし，またまた公定歩合を市中金利がこえるにいたる7～9月まで対外決済用の金兌換が殺到し，イギリスは多額の金流出にみまわれることになる。ここにいたって金準備の減少に当面したイングランド銀行は公定歩合を引上げることによって，金準備の擁護にのりだすのであるが，かかる経過が為替相場に反映している事態が図2の金現送点突破の中に読み取ることができるのである。ここでの経過は，勿論，金利の相関々係に示される支払手段需要が第一に考えられるべきであろうが，対外債権の保全性確保の問題として，「アクセプタンスの変化」「短期債務の変化」「ポンドの対金売却」と関連させて対外金流出を考慮する必要もあろう。

さて最後に，イギリスが金兌換停止に至るまでを簡単にみておこう。1929年10月のニューヨーク株式大恐慌以降，イギリスもアメリカも恐慌対策にのりだし，恐慌緩和を政策的にすすめていくのであるが，その一つとして公定歩合を引下げていく。それによって確かに為替相場の面でも一時的には安定した局面がみられるのではあるが，更に，イギリスはアメリカやフランスへ借款を求めたりするが，恐慌の進展にともなう信用恐慌の展開は，(一例が前述したクレジット・アンシュタルトの支払停止である) 海外からの債権の安全性に対する不安による金兌換が激増し，為替相場が金現送点を突破することなく比較的安定しているにもかかわらず，海外からの債権回収→兌換が殺到し，表12でみるように「ロンドンの対外国人債務の変化」は実に2億ポンドにものぼり，1931年7月から9月にかけて，イングランド銀行準備金の急激な減少に対して，ついに金兌換停止にいたるのである。それ以降，図2が示すようにイギリスの対ドル為替相場は急激な低落を開始するのである。

1) C. Lewis, op. cit., p. 623.

2) 「ノーマンは，1928～29年の金融逼迫の時期を通じて，それらのドル証券を用い

て外貨需要に応じていた。そうでなければ，ドル為替を圧迫して金のニューヨークへの流出を招いていただろう。― 中略――ドル証券は，イングランド銀行報告の〝その他証券〟で保有されていた。それは連邦準備銀行や加盟銀行のドル建預金，合衆国の金証書，その他市場性のある政府保証債の形態をとっていた。」（前掲書，藤沢正也『イギリスの信用と貨幣』178～179頁）これは，当時のイングランド銀行が国際決済の準備資産としてドル建証券を活用していたことに対するH. Clayの叙述である。この点に関しては，公信用の国際的展開の係わりで次稿で検討することにする。

さて，以上の考察によって，われわれは，この期のイギリスの対ドル為替相場の変動が，経常収支と資本収支の絡まりあいのなかで，特に利子率の国際的相関々係のなかで，公定歩合と市場利子率の相互関連によって基本的に規定されていることをみてきた。しかし，為替相場と利子率は一方的な規定，被規定の関係ではなく，国際的な金移動を媒介とする相互規定的な関係であることを確認しておく必要があるだろう。しかも，その基底には，世界市場規模での資本の再生産運動＝蓄積運動があり，それによって惹起される景気変動があるのだということを看過してはならないことも確認できよう。その結果が，国際的な債権，債務関係としての国際収支に総括されてくるのであった。

われわれは，主としてイギリスの対ドル為替相場の変動を対象として，経常収支をふまえ，資本収支と金移動に焦点をすえて統計整理を中心に考察してきたのであるが，経常収支中の政府取引，さらに，イギリスの大蔵省証券やその他の公債などが国際的な資本取引関係の中で，どのように位置づけられるかについて，詳細な検討をなしてはいない。その具体的な検討をぬきにして為替相場の変動を考察した意図は，この期の為替相場の変動を基本的に規定していたものを，為替相場論争との係わりもあってまず確定しておきたかったからである。そういう大枠を前提として，次に，政策論との係わりのなかで，いままで引用してきた国際収支の統計のなかで一例をあげれば短資の流出入等に一括されていた公信用ベースの資本流出入，更に，経常収支中の政府取引の中に一括されていた賠償，戦債問題をクローズアップして考察

することによりこの「再建金本位制」期にもつそれらの意義が全体の関連の中で確認できると考えたからである。このことは，視角を変えて言えば，まえがきでも述べたように，この期のポンドがドルとともに国際通貨として，不安定ながらも機能しえた根拠を解明するための準備作業でもあるのである。したがって，次に，この期のアメリカの国際収支および資本輸出の具体的な検討，更に，ドイツ賠償支払の具体的遂行の検討を通じて，公信用の国際的な展開の理論的考察を続稿で行なうこととする。