

## 内容紹介

# スーザン・ハウソン「高金利の起源」

## Book Review

Susan Hawson

“The Origins of Dear Money, 1919-20”

河合正修

Masanobu Kawai

スーザン・ハウソンは現在イギリスを代表する最も新進気鋭の女性経済学者である。これまでに数々の著書・論文を公表している。代表的なものに次のようなものがある。

Domestic Monetary Management in Britain 1919-38 Cambridge University Press 1975.  
The Economic Advisory Council 1930-39 Cambridge University Press 1977. Sterling's Manage Float, the Operation of the Exchange Equalisation Account 1932-39 Princeton University Fian Econ 1980.

ここに紹介する論文は、The Economic History Review, (February 1974, P88-107)にThe Origins of Dear Money のタイトルで T. S. Ashton 懸賞論文として掲載され、その後 Domestic Monetary Management in Britain 1919-38, P9-29 に補正されて再録したものである。以下はその内容の紹介である。

### I

第一次大戦後の約1年間、ブームの諸条件が成熟し、巨額の財政赤字と戦時財政の結果、金融市場は低利で且つ資金が潤沢であった。また戦時動員の解除で失業が増大した。ブームは1919年4月にはじまり、その後1年間継続し、その間に価格上昇が先行し、賃金もまた急速に上昇した。

1919年末に、ブームは完全失業者を吸収して完全雇用に近い状態をつくりだした。工業生産は

1918年の数字を約10%上回って増大し、1920年には戦前水準に達したが、1924年にその水準を再び達成することができなかった。また、実質国内総生産は1913年の水準に達し、その後5年間

はこの水準を上回った。ピークは貨幣所得が1919年4月から1920年4月の間に25~35%増大したと推計している(A. C. Pigou, Aspects of British Economic History, 1918-25(1947) pp 154-60)。しかしこの貨幣所得の増大は、ブームのきわだった特徴であった急速なインフレーションと広範囲の投機という犠牲を払って得られたものであるとハウソンは指適している。

すなわち、アルド・クラフトが述べているように、多量の投機的商品・証券・土地資産の投機的買入れ、新会社の発起、新株式の発行等が1919年には常態化した。(D. H. Aldcraft, The Inter-war Economy: Britain, 1919-39(1970) P. 35) 新株式の発行量は、資本発行規制が解除されるや、すぐさま増大した。その当時、異常なまでの高水準の需要と利潤を享受して、綿工業や造船業の旧産業が投機の行過ぎを経験した。市中銀行は、これら投機的取引の融資に重要な役割を演じた。このブームは1920年4月に破綻した。

消費財産業が当時景気をリードしていたが、1920年4月以前に需要が減退の兆候にみまわれていた。実際、ブームを下支えしていたのは、輸出であったが、これも1920年末に破綻がはっきりして不況を悪化させた。不況は非常に激しく1920年の時点で戦時の生産と所得の上回った部分を1年以内に喪失したし、卸売物価は1922年3月に1920年3月水準の半ばに低落した。

戦後ブームについては多くの原因があるが、論争は、なぜブームがあつたのかという点についてである。この説明では、好景気の破綻の「貨幣面」の分析がとりあげられた。例えば、ホートレやフリードマン、シュバルツが試みている。(R.G. Hawtrey, Currency and Credit

14 th edn . 1950 ), pp. 372 - 73 : A century of Bank Rate(1932), pp. 130 - 4 M. Friedman and A.J. Schwarz, A Monetary History of the United States 1867 - 1960 (Princeton, 1963), pp. 229 -234)

この説明の強味は、金融状態が当初はブームに好都合であり、これらの状態はブームの間に利用され、1919年12月と1920年4月の間に変化したという点にある。この間の変化は利子率の変動にあったとハウソンはみている。すなわち、低金利の期間中、金融市場の最も重要な利子率は大蔵省証券の入札レートであった。市場の統制はタップ・レートの統制を通じて大蔵省にゆだねられた。タップ・レートは1918年2月から1919年2月までの一年間 $3\frac{1}{2}\%$ で維持されたが、その後バンク・レートが引上げられる度に、タップ・レートは引上げられ、1920年4月6 $\frac{1}{2}\%$ と3パーセントの上昇をみたのである。

戦時金融調整の特徴として、ハウソンは無制限の紙幣発行をあげているが、この起点は1914年8月の金融危機に対処する対策として、イングランド銀行が市中銀行へ供給するカレンシ・ノートの発行を開始したことにあるとし、高金利政策は1919年末に実施されたが、この紙券発行の制限を含んでいたとする。

## II

この節でハウソンは高金利の起源の叙述を、スターリング・ドル為替のくぎ付け調節をやめてのち、1919年3月31日に行った金本位制離脱からはじめるのが妥当であるとする。金本位制離脱は戦前平価で出来るだけ早期に金本位制に復帰するために高金利政策を実施すべしというカンリフ委員会の勧告にもかかわらず生じたものであるとハウソンは言及する。ハウソンはその裏付けとして次のような確証をあげている。1919年の金融政策の実権は、イングランド銀行から大蔵省の掌中に移り、その年度の前半では、大蔵省も政策についての実権をもっておらず、ロイド・ジョージと一部閣僚の手中にあったと。政府が金本位を放棄した理由は、当時の内閣文書1919年2月、3月、4月の「失業と国家貿易についての閣僚会議」議事

録の中にみいだされる。( P.R.O. Cab 24/75,G. J. 6887, Shorthand notes of a conference……25 Feb. 1919 on UAST. The conference is discussed fully in P. B. Johnson. Land Fit for Heroes; The Planning of British Reconstruction, 1916 - 19 (chicago, 1968). pp. 361 - 7.)

これら議事録は、ポンド為替下落による金の対外流出を回避するために、イングランド銀行によって金融引締政策がとられると失業の恐れがあり、また為替の支持にはコストがかかるのでドル為替のくぎ付けをやめ、金本位制が放棄されたことを明らかにしている。このように、ハウソンは1919年の政府は明白な経済政策をもたず、むしろ日常見主義のあけっぱなしの国内政策を提示していたとする。したがって、出来るかぎり早く金本位制に復帰する固い決意をもって、イギリス政府が金本位制の放棄を決定したという主張は、事実の考証からも誤りで支持されえないと。

当時、経済問題について内閣の意見を支配していたのは失業問題の恐れであった。1919年2月17日に「失業と国家貿易についての閣僚会議」略称UAST会議、以後UASTとする)が始まり、この時ロイド・ジョージは「この国の経済は多かれ少かれ行きづまっている」という事実を閣僚に示した。会議はその後10回におよんだ。これらの会議の一つで為替相場のくぎ付け調節の放棄が、数人の閣僚によって大蔵大臣チェンバーレンにある勧告を行ったが、金本位制の長所、短所についての議論はほとんどなかった。6回目の会議でチェンバーレンはこのような議論を行うよう同僚に主張した。だが彼の同僚は応じることができなかった。ゲディスはインフレーションを除去するならばほうもない社会的政治的危機を予期するという意味でインフレーションは不可能であるとポーナ・ローに同意した。ポーナ・ローは、政府の政策がデフレーションを問題外と考えたが、チェンバーレンは、為替相場を維持することができると思わないと答え、その理由として為替支持のコストとアメリカ政府が援助をしづっていることをあげている。

このように、チェンバーレンは為替支持が早晚そのコストを理由に停止されねばならないとした。ケインズは1924年2月27日付のタイムズに対し

て次のように書いた。「1919年3月に、チェンバーレンは戦後の為替相場を人為的水準で維持しつづけるという決定は非常に不健全で遅かれ早かれそれをとりつづけることは政府の破綻に終るに相違ないという決定をすでに下していた。」

(Activities, 1914 - 19; Treasury and Versailles, JMK XVI (1971), p 412)

かくして、為替ぐざ付け調節は1919年3月20日に停止された。ポンドはドルに対して下落をはじめ、3月27日に、チェンバーレンは金準備を防衛する何らかの措置を討議するために手形交換所加盟銀行の委員会とイングランド銀行総裁・副総裁と会談した。市中銀行は満場一致で金輸出禁止に賛成した。ハウソンは、ポンド為替ぐざ付け調節の停止、金輸出禁止に至る経過をこのように白日のもとに示している。

### III

ここでハウソンは、1919年にイギリス大蔵省がイングランド銀行と同様にある政策をもっていたとする。この点について、ハウソンは1918年2月にさかのぼって大蔵省の見解を検討し、その代弁者ブラッドベリーが高金利政策を提唱し、その他の諸政策についても彼の影響が色濃く反映されたと主張する。

1918年2月に、大蔵省の見解はブラッドベリー(上下両院常設幹事)によるアディソン再建相に対する覚書において打ち出され、さらにカンリフ委員会におけるブラッドベリーの証言において確証された。大蔵省とイングランド銀行の双方において、脅威はインフレーションであった。

ブラッドベリーは、すでに旺盛な戦後ブームを予想していた。戦後の物資不足の時期には、過剰な購買力は非常に危険な性格をもつものであり、経済諸関係を解体するであろう水準にまで価格を引上げるであろうとし、インフレーションの脅威を問題とする。彼は過剰購買力を削減する措置として、公債を償還するために税収を使用すべきだと主張した。また公共支出のための一層の政府借入れは拒絶され、インフレーションの危険をさけるために新たな政府支出は、新規の信用創造の方法によるのではなく、既存の信用力によって民間の手から政

府の手に移すことでなされなければならないとした。

戦後の通貨政策に関するカンリフ委員会の討議は、戦前平価での金本位制復帰を当然のこととし、戦時統制から有効な金本位制への移行をここ10年の予想された期間に問題になるとした。ブラッドベリーはカレンシー・ノートの発行と政府借入によって現在過剰となった銀行信用を制限することでインフレーションを回避することが必要であるとした。彼はカレンシーノートの継続的発行は平価からのこれ以上のポンド下落を防ぐことと価格の累積的上昇のため好ましくないと考え、それ故に、歳入以内に政府支出を削減することと公債償還のための減債基金の設置とが、重要なことであるとし、政府借入の停止が実際上インフレーションを抑制するのに唯一の方法であるとした。

(P. R. O. T 185/1 Cunliffe Committee Minutes, I. p 340)

ブラッドベリーはイングランド銀行が1億5千ポンドの金準備を目標とすべきこと、これによって保証発行の戦後の伝統的規模を決めることになろうということに同意した。(P. R. O. T 185/2 Cunliffe Committee Minutes, II 530) この移行期に、ブラッドベリーはカレンシー・ノートの発行が政府によって決定されるべきことを示唆したのである。

「戦後の拡大は新紙幣の収入を政府証券に投資することによってでなく、イングランド銀行からイングランド銀行券を受取り、それらをカレンシー・ノート準備勘定に保有することによってカバーされるべきである、とした。このことはイングランド銀行の銀行部の準備金を減少させ、バンク・レートの引上げが必要となろう。ブラッドベリーは戦前平価で金本位制を復帰するためには高金利が必要であったことに関して委員会の他のメンバーと同意した。後にカレンシー・ノートの流通高の一層の増大に対して銀行券でイヤマークすることとした。この統制はしばらくの後に高金利をもたらした。ブラッドベリーの影響は、保証発行の規模、政府借入の停止、紙券発行の制限等を通じて委員会に採用され、報告書にとり入れられたことにうかがうことができる。

## IV

大戦の最終期以降、イングランド銀行は流動公債の敏速且つドラスチックな減少、短期債の長期債への借換え操作ならびに高金利を主張した。イングランド銀行総裁ノーマンはココインとともに1918年12月17日の手形交換所加盟銀行の代表者の大蔵省会合で再び高金利政策を提唱したとき、大蔵大臣ポーナ・ローはノーマンに対して無定見だとした。1919年1月1日に就任したチェンバーレンに対して、イングランド銀行総裁は高金利と平和締結以前に為替相場を平価に戻すための借換操作を提案したが、チェンバーレンはこの提案を受入れなかった。また所得税査定にもとづく強制借換公債についてのノーマンの考えも受入れられなかった。2月12日に、ココインは一時貸上金の政府借入れに対して抗議を行った。再度9月末までに一時貸上金を完全になくすよう主張した。やっと6月に公債の借換が実施された。

ブラッドベリーの「国防条例41Dと30Fと証券輸入の税関での禁止」という覚書は、2つの理由から資本輸出の制限をとり除くよう主張している。

第1の理由は、資本輸出の規制はもはや効果がないということ、資本発行委員会はヨーロッパ戦争の激戦地の復興に関する資本応募を拒絶することはむずかしいと判断したことである。

第2の理由は、資本輸出制限がとり除かれたならば、資本輸出に対する適切な経済的障害を作る措置がただちにとられるべきことが不可決である。これはイギリスにとって高金利を意味する。このように高金利の必要性は、資本輸出制限の除去からも生じたのである。チェンバーレンは新資本発行のみが統制されるであろうと述べ、会議の結論を次のようにまとめた。第1に、新資本海外発行に関する統制は維持されるべきこと、第2に、銀行業者の預金利率についての統制をも含めて、その他のすべての制限が除去されるべきこと、これらの結論は会議で受け入れられた。(P. R. O Cab 27/20 F. C. Z. 1919年)会議のその他の成果はイングランド銀行がイングランド銀行券をカレンシー・ノート準備勘定に組み入れることでカレンシー・ノートの流通高の増大を相殺するブラッドベリーの提案を採用した。この措置が

その後利率を引上げることに作用した。

## V

1919年8月と9月に、イングランド銀行はチェンバーレンに大蔵省証券利率を $4\frac{1}{2}\%$ に引上げるよう要求した。イングランド銀行理事会の意見は、金利の引上げが緊急なものでインフレーションを是正する意味からも不可決であった。もしこれがなされなければ、金準備は一層減少するであろう。10月6日に、3カ月、6カ月の手形レートは $4\frac{1}{2}\%$ と $5\frac{1}{2}\%$ に引上げられた。11月7日に、3カ月大蔵省証券利率が $5\%$ に引上げられた。これは前日にバンク・レートが $6\%$ に引上げられたからである。

イングランド銀行理事会は、出来るかぎり早期に金本位制に復帰することが、イギリスにとって最も重要であるとみなしたが、政府は戦前平価で金本位制にもどすというはっきりした政策をもっていなかった。これまでこの政策を政府が1919年3月以来もっていたと言われてきたのである。ところが、政府がこのような政策をもったのは、1919年12月15日以降であるとハウソンは強調している。

カレンシー・ノート準備勘定のために銀行券をイヤマークすることに関してのブラッドベリーのトリックは、1920年4月の次の時点でバンク・レートを $7\%$ に引上げるうえで、重要な役割を演じた。

1919年1月と1920年1月の1年間に、マネーサプライは $17\%$ 、1920年1月と1921年1月との間には $5\%$ ほどしか増加しなかった。これはハウソンによれば預金増加率の大幅な減少によるもので、1919年に $22\%$ 、1920年に $6\%$ ほどしか預金増加率が増加しなかったことを反映したものであるとしている。

高圧力貨幣(通貨流通高と預金準備—加盟銀行の手許現金とイングランド銀行の預け金残高—の合計)の急速な増加は、1919年7月に終了した。

1919年夏から1920年の最初の数カ月間に、高圧力貨幣はイングランド銀行の金準備の減少とともに減少したが、これは一時貸上金の減少した時期に対応している。

市中銀行は大幅に預金準備率を上げることでこの金準備の減少を相殺した。その年度末に、市中銀行は高圧力貨幣の減少をますます相殺することができなくなった。1920年4月には、預金準備率の割合は1919年4月水準を30%をも上回っていた。貨幣ストックと高圧力貨幣は、4月に突然増加したが、再び5月に減少した。大蔵省証券の満期で準備金を補充する市中銀行の試みは、チェンパーレンをして1920年4月のバンク・レートの引上げと大蔵省証券利率の引上げを促したとしている。

## VI

1920年2月に、チェンパーレンはイングランド銀行側と政府側数人の閣僚の圧力によって板ばさみにさらされていた。イングランド銀行側は、継続的投機を理由に一層引締政策を行うよう望んだ。特にロイド・ジョージとポーナ・ローは住宅債券の発行を容易にし、政府借入れ費用を削減し、証券価格を引上げることで現在貸出限度いっぱいのお貸付けを市中銀行に認め、市中銀行のポジションを流動化するために低金利への復帰を望んだ。大蔵大臣は閣僚数人からのこの圧力に抵抗していたが、彼は支持の必要を感じ、他の助言を求めた。彼は大蔵省内のブラッケイト、ニーマイヤア、ホートレイの覚書をえ、ケインズとの会見を持った。1920年のバンク・レートの引上げは価格、投機、為替相場に期待した通りの有利な影響を与えたが、高金利は金本位制復帰に必要な価格下落をもたらすために必要とされた。

ニーマイヤアは高金利に関して必要な論議を6点にわたって提供している。

- (1) カンリフ委員会の勧告にしたがって、ポンドが過度の信用拡張のために減価しているのでポンドの金平価を回復するためには、他の金融中心地よりも高金利を必要とする。
- (2) 高水準のバンク・レートは、商人達にすみやかな取引を促すであろう。
- (3) 高水準のバンク・レートは信用拡張を抑制するであろう。
- (4) 11月以来のバンク・レートの引上げは効果がないといわれてきたが、新資本発行を少な

からず停止させたに相違ない。

- (5) 新資本発行をやめられなかった理由は、他の地域よりもイギリスでは借入れられるということであった。
- (6) 低金利への転換はインフレーションを深淵に落しめるであろう。

ホートレイはバンク・レートの引上げがインフレーションを抑制するのに必要であったが、拡大が停止するや、激しい商業不況と失業を防止するのに再びバンク・レートの引下げを許容してもよいとした。しかしながら、ケインズはバンク・レートの急激な引上げを望んだ。次いでハウソンはケインズのチェンパーレン宛書簡を引用し、次のような説明を行っている。

1919年12月28日、ケインズはチェンパーレンに対して次のような書簡を書いた。「私はカレンシー・ノートに関するあなたの決定を読み、深く同慶した。ザ・タイムズはそれを人をあざむくような措置として冷笑するであろう。しかし、それは事実上どちらかといえばあまりドラスチックなものであって、そして予想をこえた結果をもたらすでしょう。もしそれが維持されるならば、大蔵省覚書は論理上かなり高いバンク・レートとそれに対応する大蔵省証券利率が結果となるにちがいないと私は思う。私は新政策を擁護してタイムズ紙に寄稿する衝動にかられたが、今では沈黙してその治療策を実施させたほうがよいと決断した。」

1920年2月2日に、今度はチェンパーレンがケインズに書簡を送付したが、それは彼がこの意見をもっているかどうかを確かめることであった。ケインズは2月4日に大蔵省に呼ばれ、10日後に、彼は自分の見解についての供述書をチェンパーレンに送付した。ケインズは供述書の中で小幅な金利引上げはほとんど効果をもたない。信用インフレーションは停止されねばならぬ、そのためには、強力な一連の高金利が実行されねばならぬとし、金融恐慌も辞さない方がよい。高金利は失業をもたらさない。多分10%の金利を3年間維持すべきだという。これとてケインズにとって驚くにあたらないとした。

しかしながら、ブラッケイトは高金利は大蔵省証券が大量に売却されるためには必要であろうと考えたが、実際、利率引上げを提唱しなかった。

ブラッケイトはホートレイと同じく利率上げが長期にわたらないこと。高金利は不利益であること。デフレーションはそれ故に非常に緩慢で慎重でなければならない。それ故に、さしあたり6%のバンク・レートが社会的、政治的理由から許容される限度であるとした。

1920年2月21日、ブラッケイトはチェンバーレンに語った。それによれば、民間銀行は一時貸上金の返済で危機を感じ、顧客からより高い利子率を要求しはじめた。利子率が非常に高くなると、民間銀行は6%で再割引するイングランド銀行の申し出を利用しはじめた。そうすれば、イングランド銀行はその再割引率を上げることが余議なくされるであろうと警告した。そして一週間以内に、その事態が訪れるであろうとブラッケイトは3月4日にチェンバーレンに語った。2月16日以来、多分民間銀行は政府のデフレーション政策の成功を警告と受取りはじめたので貸付を増加しなかった。民間銀行はお互いに恐れて、貸付額を減らそうとしなかった。大蔵省証券利率が上げられるべきかについてブラッケイトは、不本意ながらその必要性を認めている。

ブラッケイトによれば、資金が大蔵省証券から逃避したのでクリスマス以来、はじめてカレンシー・ノートと同様に一時貸上金が増大した。同時に、1915年発行のアLEGRO・フレンチ公債の金での返済が差し迫っていたから、大蔵省はニューヨークへ船積のために4千万ポンドを必要としたが、その一部は手元にもっていたので、1,400万ポンドをイングランド銀行の金準備から引き出さねばならなかった。そのために、バンク・レートは上げられた。

ブラッケイトは3月1日付のタイムズにバンク・レートを8%に勧告するピーグの寄稿に大蔵大臣の注意を引かせた。ブラッケイトは次のように主張した。バンク・レートの7%の上げは、3カ月手形レートを6 $\frac{1}{2}$ %に上げ、且つ6カ月手形の売却を終わらせ、12カ月手形レートを6 $\frac{1}{2}$ %で提供するものとする。結論として7%ですらも十分効果的でない。さらに8%まで上げることが必要となろうと。かくして、ブラッケイトは、今では高金利論者のグループに参加したと。

以上のように、ハウソンは克明にブラッケイト

の見解が2月21日以来の金融状況の変化をうけて変わり、高金利を主張する立場に変わったことを追求している。

チェンバーレンは3月9日に銀行業者との会議で差し迫ったアLEGRO・フレンチ公債の返済のために、イングランド銀行は大蔵省に対してより高い利率に同意するよう要請した。

民間銀行は大蔵省証券利率の上昇をさけるために、(a) 1月1日の状態にあった民間銀行の貸付比率を回復すること。そのためには全体の貸付をへらすこと。(b) 顧客に対する貸付額を全体としてふやさない。(c) 大蔵省証券を市場から吸上げることで現金を自由に使用させること。以上の点をチェンバーレンは民間銀行が行うかどうかたずねたが、民間銀行は拒絶した。

ブラッケイトは次のように結論付けた。唯一安全でたしかな方向は3月12日金曜日にバンク・レートを上げることであったが、4月15日になってもバンク・レートは上げられなかった。

この遅れの理由を、ハウソンは3月30日のブラッケイトのケインズ宛書簡にみいだしている。

「我々は民間銀行の頭越しにマネー・レートを上げることの脅威を支持する」(Keynes Papers to be published in JMK, xvzz.) しかしこの脅しは十分効果的なものでなかった。3月17日と4月12日に、大蔵省証券の売却は、1,600万ポンドほど減少、一時貸上金総額は8,800万ポンド増大した。カレンシー・ノートの流通高が1,500万ポンドほど増大し、イングランド銀行の金準備は1,100万ポンドないし2,400万ポンド減少したため、イングランド銀行の金準備率は23.5%から14.9%に減少したとハウソンは言及している。

ノーマン(イングランド銀行総裁)はブラッケイトにこれらの恐ろしい出来事を注意するよう促している。ノーマンは4月13日(火曜日)に大蔵大臣と会見した。大蔵省証券利率は4月14日(水曜日)に上げられ、4月15日(木曜日)にバンク・レートは7%に上げられた。

## VII

バンク・レートの上げは、銀行券発行の制限についてのブラッドベリーの勧告を受け入れたこ

とで、最終的に金本位制度の考慮を指示したものとみなされている。バンク・レートの引上げが実施されると7%のバンク・レートと6 $\frac{1}{2}$ %の大蔵省証券レートはほとんど1年間維持された。このようにして、高金利は不況を非常にきびしいものとした諸要因の一つであった。その他の諸要因として、ハウソンは次の7つをあげている。(1) 予算政策 - 1920年予算は租税増徴、支出削減、でチェンバーレンの予想した以上の実質的黑字をもくろんだものである。(2) 支出削減と短期債減少の大蔵省政策の継続、(3) 価格下落後の貨幣賃金の上昇、(4) ブーム時のインフレートした価格での公債買入れ、特に、資金を借入れた人々の金融的危機、(5) 1920年の受注の広範囲の打切り、(6) 1920年末後の輸出破綻、(7) 1921年の石炭ストライキ、いずれにしても、1920年4月のバンク・レートの引上げの措置がブームを崩壊させたと思われたい。すでに4月以前の消費需要の減退がブームを崩壊させたきざしであって、何らかの金融活動がブームを崩壊させるうえで寄与したと思われたい。事実は市中銀行が貸付けを制限することを余儀なくされた時期に問題が発生したということである。

大蔵省は1919年の利率引上げの遅れを批判されたが、その遅れは流動公債の減額と公債償還を用意する必要とから高い借入れ費用をさけるための大蔵省の要望によるものでなく、内閣が金融政策を大蔵省にゆだねないということからおきたものであったとハウソンは強調している。

以上のハウソンの行論をコメントとすれば、問題は消費需要の減退が何故に生じ、それがブームの崩壊をもたらし、高金利を一般化させたかにある。イギリス・アメリカの貨幣供給の増加率と消費需要の変化との間のラグはきわめて短く、イギリスの金融政策の影響のラグの経験的研究では、そのラグの長さは、アメリカとはほぼ等しく

6カ月か6カ月以上である。(T. Mayer, Monetary Policy in the US (New York, 1968) pp 181-9; A. A. Walters, Monetary Multipliers in the U.K. 1880-1962, Oxford Economic Papers, X VIII(1966).p 270-83). これを第一次大戦後のこの時期に適用すれば、当時の貨幣供給増加率はインフレーションが激化していたから急速で大きなものであったと推定されるので、消費需要の変化との間のラグは、6カ月以内のものであったと考えられる。そうとすれば、消費需要の減退は別の要因によって生じ、ブームの崩壊をもたらしたとみられるのである。この点について今後詳細な吟味が求められよう。U. K ヒックスは、1919年12月から、保証発行は最高限度が課せられ、1920年の第1・4半期に、歳入が歳出を超過したのは、増税によるものであった。しかし、株式市場のブームは沈静しないで続いていたので、バンク・レートが再び4月に引上げられた。また次の点が想起されるべきであると言っている。すなわち、1919-20年度の財政が3億2,620万ポンドの赤字であったのに対して、1920-21年度の財政は黒字が2億3,060万ポンドにのぼったと。1922年のはじめに最終報告書を提出したゲディス委員会の努力で、1919-20年度の財政支出は4億7,000万ポンド以上、翌年度にはさらに1億1,600万ポンド減少した。歳入増は1920年に超過利潤税が40%から60%に引上げられたことでもたらされたものである。これらのデフレーション的政策の影響が、かなりのものであったことは疑いえない。(U.K. Hicks, The Finance of British Government 1920-1936. Oxford University Press. p 336)

消費需要の減退は1920年の政府の大幅な増税政策によってもたらされたもので、金融活動とは何らの関係もないのである。