

第1次大戦期のイギリスの金融政策(承前)

—政府証券発行との関連で—

河合正修

はじめに

I 大戦初期の金融政策 (1914—16)

- 1 パニック対策
- 2 第1回軍事公債と信用膨張政策
- 3 第2回軍事公債と市場統制策

(以上前号)

II 大戦後期の金融政策 (1917—19)

- 4 第3回軍事公債と金融緩和政策
- 5 国民戦時債券、戦時貯蓄証券とインフレ抑制策
- 6 流動公債の増大とインフレ政策

帰結

(以上本号)

II 大戦後期の金融政策 (1917—19)

4 第3回軍事公債と金融緩和政策

ボナ・ロー大蔵大臣は1917年1月1日に戦費支出証券の発行を停止し、その3日後に大蔵省証券の売却を現在行わない旨を声明し、11日のギルド・ホールの集会で新公債の発行を発表した⁽²⁾。

第3回軍事公債の売れ行きは、これまでの最高で5%軍事公債と4%軍事公債を合計して21億3千万ポンドの巨額にのぼった。新公債への応募額は次の通りであった。

第6表 第3回軍事公債の応募額

	5%公債	4%公債
現金	£ 844,802,000	£ 22,046,000
大蔵省証券等	130,205,000	612,000
4½%軍事公債	820,346,000	23,199,000
国庫債券	280,461,000	6,561,000

(出所) Victor Morgan, op. cit., p. 112.

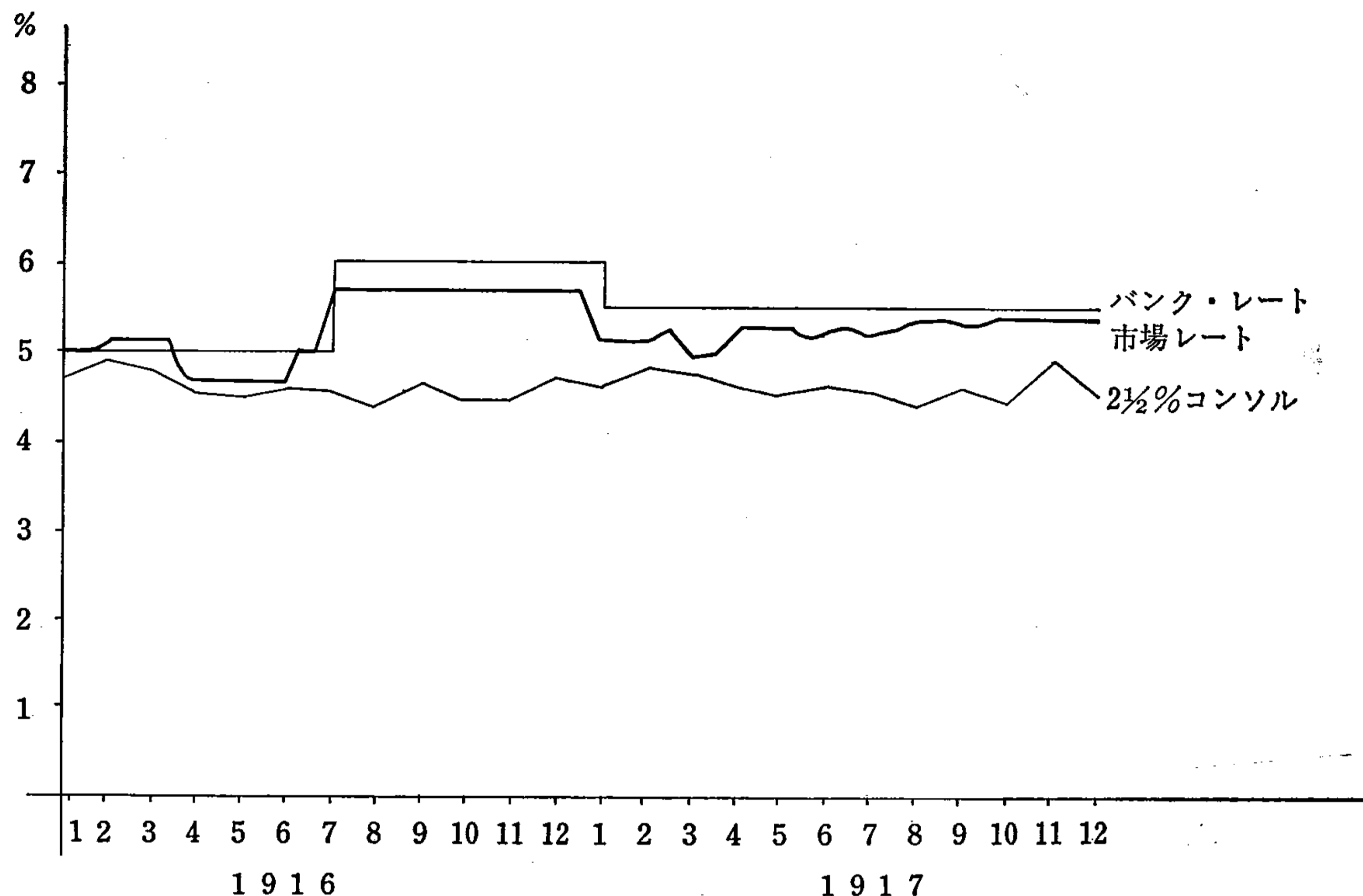
上表によれば、既発行の5%国庫債券の60%以上と4½%軍事公債の97½%以上が第3回軍事

公債に乗換えられた。また大蔵省証券ならびに国庫債券の新公債への乗換えで1億ポンド足らずの流動公債が減額された。

3月23日に、再び大蔵省証券の売却が古い入札制度で開始されたが、それは古い入札制度と同様の3組の額面単位 (£1000, £5000, £10,000) で期限付 (3カ月, 6カ月, 9カ月) の物であった。この再度の入札制度による大蔵省証券の発行額は4月3日から6月19日までに3億5千5百万ポンドを数えた。4月23日に、政府はテnder制のもとでの一定額の大蔵省証券の売却に加えて、28日から一定の割引率で一定額の大蔵省証券を売却するであろうと発表した。5%国庫債券から大蔵省証券に一般投資家が向っていかないようにするために、大蔵省は固定利率での大蔵省証券に対する応募額を最小限2万5千ポンドとし、銀行と割引商会に対してのみ応募をみとめた。

第2図にみとめられるように、1916年8月から後半にかけての金利水準は、大戦当初の恐慌利率を除けば、大戦期における最高水準にあったが、1917年初旬のアメリカの金融緩和状勢に影響さ

第2図 バンク・レートと市場レート



(出所) E. V. Morgan. op. cit. p.174

れ、イングランド銀行はバンク・レートを $5\frac{1}{2}\%$ に引下げた。また大蔵省証券のトップ売却の一時停止 (1917・1・4—4・20) は直ちに市場レートを 5% まで下落させた。

次表は第3回軍事公債発行前の1916年末の高金利の時期から1917年初期の金融緩和政策下のイングランド銀行勘定の変動をみたものである。

第3回軍事公債の最初の払込みは、2月17日の週末に行なわれた。そして4週間間に、6億3千8百万ポンド以上が政府に対して払込まれた。し

かしそれ以前に非常に多くの額がイングランド銀行から一時貸上金の形で政府に借入れられた。同行の「政府証券」保有は、1916年12月20日までの6カ月以上の間に、4,220万ポンドから1917年2月7日の2億1,240万ポンドまで増大した。政府当局のこれらの買入れは、通常の支出ならびに満期の大蔵省証券を償還するのに用いられた。「その他預金」は12月20日の1億9百万ポンドから2月7日の2億2,650万ポンドへと増大した。特別預金の規模については全くわからない。しかしイン

第7表 イングランド銀行勘定増減 (£m, n)

年	月	政府預金	その他預金	政府証券	その他証券	準備金
1916.12.20	— 1917.2.7	-11.3	117.5	170.2	-66.1	2.2
1917.2.7	— 1917.3.6	78.6	-103.3	-180.4	157.4	-1.6
1917.3.7	— 1917.4.4	-70.8	5.7	7.2	-72.7	—
1916.12.20	— 1917.4.4	-3.5	19.9	-3.0	18.6	0.6

(出所) E. V. Morgan, op. cit., p.195.

グランド銀行は「政府証券」に代つて「その他証券」を預金の若干に対してイヤマークしたと思われる。このことはおそらく「その他証券」の急減を説明している⁹⁴。また「その他証券」の急減は先の買オペによって民間への資金供給が増えたこと、これによって民間銀行は対イングランド銀行債務の返済が容易になったことで、イングランド銀行の「その他証券」は減少したのである。「その他預金」残高の増加は多くが非銀行業者の残高の増であった。すなわち、銀行業者の預金はほとんど増加しなかった。おそらく加盟銀行が特別預金の額を変えることによってポジションを調整したからである。

政府当局に対する公債の最初の払込分は、イングランド銀行に対する返済のために使われた。その結果、2月7日—3月6日に政府証券は1億8,040万ポンドの激しい減少をこうむった。これは、「その他証券」の増加によって相殺されたが、これは第1に売オペレーション（市場借入れ）によって、第2に、特別預金の引き出しによってであろう。この間「その他預金」が減少したが、これは売オペによって民間の市中銀行が資金不足に落ち入り、預け金を引き落した結果である。また「その他証券」の増は金融逼迫に直面した割引商會が手持ちの商業手形をイングランド銀行で再割引したことを反映している。「政府預金」増は公債払込分による政府手取金高の増であった。

次いで3月7日—4月4日の変動をみると「政府預金」が大幅に7,080万ポンド減少したのが目立つが、これは軍需メーカーに支払われたための結果であろう。また「その他証券」の減は金融緩和政策によってイングランド銀行への返済を容易にし、対イングランド銀行債務を軽減したことによる。

1917年初旬のアメリカの金融緩和状勢に影響され、イングランド銀行は4月にバンク・レートを5%に引下げ、戦争終了まで5%を維持した。また同行は特別預金利率を1917年6月以来、国内利率に関しては手形交換所加盟銀行に対して4%、その他に対して3½%と定めた。大蔵省証券レートは7月に4¾%で固定され、市場レートはこれを少し上回った。この低金利政策は、1918年に入って一層促進された。

特別預金制度の起源は、ハリスによれば、1915年10月と11月の外国銀行からの借入れ残高であったといわれる⁹⁵。そして1916年3月、イングランド銀行は、一定利子率で手形交換所加盟銀行から随時に預金を受け入れることを取り決めた。

特別預金制度の目的は、割引利率を押し上げるといよりも大蔵省証券に投資することを望まない預金残高の保有者に対して魅力的な投資対象を提供するにあったといわれる。これらの預金残高のある部分は、外国の機関によって保有されたであろうが、他の多くの部分はイギリスの加盟銀行によって保有されていた。加盟銀行は外国で借り入れるために、あるいは外国人がロンドンにおいて預金を預けるままにするように勧めるために、またさらに多くの外国の預金を吸引するために異常に高い利子率を支払わねばならなかった。この見返りとして要求されたのが特別預金制度であった。ハリスは特別預金制度は政府とイングランド銀行が過剰資金を吸収することによって金融市場を統制するメカニズムであったと指摘している⁹⁶。

大蔵省証券レートについて言えば、1917年3月末以降、3億5百万ポンドにのぼったテnder制による11回目の発行後、大蔵省は6月18日にテnder制の停止と追って通知のあるまで固定利率の大蔵省証券による常時借入れの再開を6月19日から行おうと声明した。これによって、新たにDaily System⁹⁷ (Day to Day System) が導入された。

8月24日に、大蔵省証券のアメリカでの定期的発行がなされるであろうと発表された。当時、許容された額は3千万ポンド強にすぎなかった。

1917年6月19日以降、毎日、大蔵省証券が発行されることとなったが、その固定利率は次表のように変動した。この低金利は市場レートの引下げに導いた。

第8表 固定利率での大蔵省証券

年 月	2カ月	3カ月	6カ月	12カ月
1917. 6. 19	—	4 ½	4 ½	—
1917. 7. 3	—	4 ¾	4 ¾	—
1917. 12. 27	—	4	4	—
1918. 2. 14	—	3 ½	3 ½	—

(出所) A. W. Kirkaldy, op. cit., p158

第9表 イングランド銀行勘定の増減

(£ m, n)

年 月	銀行券及びカレンシー・ ノートの流通高 ※	政府預金	その他預金	政府証券	その他証券	準備金
1917. 4	198. 4	51. 7	124. 9	38. 0	121. 4	35. 0
1917. 10	234. 9	42. 3	125. 4	68. 9	94. 3	32. 5
1917. 4—10	+ 36. 5	- 9. 4	+ 0. 5	+30. 9	- 27. 1	- 2. 5

(出所) E. V. Morgan, op. cit., p. 161 p223. より作成。

※ 銀行券及びカレンシー・ノートの流通高はイングランド銀行券、カレンシー・ノートの流通高、スコットランドとアイルランド銀行の保証発行額を含んでいる。

これらの金融緩和政策は、金融市場にどのような影響を及ぼしたのであろうか、同年4月—10月のイングランド銀行勘定の増減からこの点を究明してみよう。

第9表から指摘しうることは、3点あるが、まず第1点は3千万ポンド強の同行の「政府証券」保有増であり、これに対応しての「その他証券」の減少、「準備金」の減である。考えられることは、イングランド銀行当局が買オペレーションを実施していたことである。同行は3千90万ポンドの「政府証券」を金融市場から買い付けることによって、逆に3千万ポンド強が民間への資金供給増となっており、これはこの間のカレンシー・ノートの流通高3,650万ポンドとほぼ対応しており、かなりのインフレ圧力となったと考えられる。

第2点は、940万ポンドの「政府預金」減である。これは次のようなメカニズムで「政府預金」減となる。まず、政府預金残高を引当てに振出されたイングランド銀行宛小切手は政府の軍需物資の購入のため軍需メーカーに払い出され、軍需メーカーはこれを市中銀行の彼等の預金口座に預金する。こうして、預金通貨が増え、これは軍需メーカーの手によって軍需部門の労働者の賃金支払いや軍需メーカーの原材料等の購入、又は設備投資に支出され、流通していく。他方、受領したイングランド銀行宛小切手を市中銀行はイングランド銀行に提示して支払いを請求する。イングランド銀行はイングランド銀行宛小切手相当額だけ市中銀行のイングランド銀行預け金を増やし、それに対応して、同行は政府預金を引き落すことになる。

第3点は4月—10月のグレート・ブリテンとアイルランドの月平均の銀行券及びカレンシー・ノ

ートの流通高の急増で、その大部分が第1点で指摘したような買オペによる部分の3千万ポンド強の民間に対する資金供給増であり、残余6百万ポンド弱は手形割引等によるものであったと推定される。

したがって、この結果として、金融市場は4月以来の低金利政策の実施で、資金余剰の状態にあったと思われる。このような資金過多の金融緩和状勢—インフレ圧力—を抑制するものとして登場してきたのが、国民戦時債券、戦時貯蓄証券等の新たな軍事公債の発行であったと考えられる。

5 国民戦時債券、戦時貯蓄証券 とインフレ抑制策

1917年9月22日、政府は5%国庫債券の継続売出しを停止すると発表した。5日後の27日にロイド・ジョージは大衆に公債を魅力的にするために国庫債券という名前を変えて「新債券—国民戦時債券」とよぶ新債券を発行すると銀行に対して表明した。この申込みは10月2日より受け付けられた。この発行は後にシリーズ1号として知られるものである。この債券の特徴は償還期限が短期公債より長く、長期公債より短い特有な中期債であった。以後のシリーズはさまざまなタイプの条件をもった債券からなっていた。

5%債券の保有者達は毎年ある一定期間にその保有証券を5%軍事公債に乗換えることができた。4%債券保有者は4%軍事公債に乗換え可能であった。国民戦時債券の発行は成功し、1917年度、1918年度の両年度の発行残高は16億3,620万ポンドに達した。このうち乗換部分は2,348万9

第10表 イングランド銀行勘定の増減

(£m, n)

年 月	政府預金	その他預金	政府証券	その他証券	準備金
1917. 11—1918. 3	4.6	13.0	- 0.5	10.8	-0.3
1918. 3—1918. 12	- 13.0	15.3	12.6	- 7.3	-4.6

(出所) E. V. Morgan, op. cit., p161—162

千ポンドで、現金応募は16億8,649万3千ポンドにのぼった。

国民戦時債券の発行による金融市場の資金過多吸収策は、さらに戦時貯蓄証券の大量発行で補完された⁹⁹⁾。戦時貯蓄証券は当初、郵政省郵便局為替局で取り扱い、後には民間銀行を通じて売却されるようになった。この証券による国庫収入は、1916年度のわずか125万ポンドから1917年度に一举に7千275万ポンドと60倍強の増加を示した。

さて、国民戦時債券発行後のイングランド銀行勘定の変動をつうじてどのような金融政策がとられたかを第10表でみると、まず第1に指摘できることは、国民戦時債券の発行によって政府預金が500万ポンド近く増大したこと。第2に、1917年11月に、特別預金を国内資金と外国資金に区別すべきであるとの London Economist によって長い間勧告された政策が開始されたことで「その他預金」が1,300万ポンドも増大したことである。

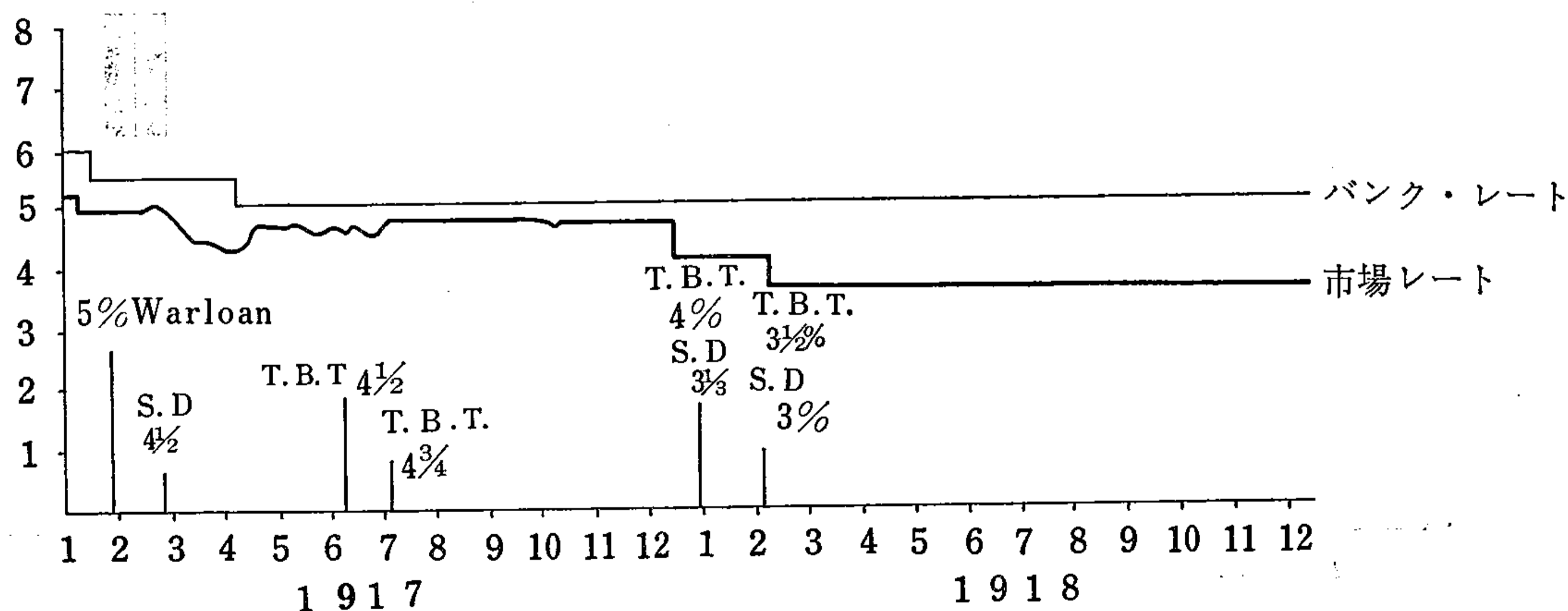
その原因は、加盟銀行をつうじて預金された外国残高については4 $\frac{1}{2}$ %という特別な条件の利付がなされたこと、1918年1月には、さらに同一条件

件が他の銀行まで適用されたことである。特別預金の国内レートは1月に3 $\frac{1}{2}$ %まで引下げられた。特別預金利率の主な変化は、第3図に示めされている。預金利率の変化は大蔵省証券利率とたえず連動されており、後者は1 $\frac{1}{2}$ %程度高目を維持していた。それ故に、市中銀行はこの時期に市場と政府から大蔵省証券を買入れ続けた。イングランド銀行保有政府証券減と政府預金増はこの関係を反映している。

特別預金の額については、いかなる公式の発表もなされなかった。「それはイングランド銀行の諸勘定から推計することはほとんど不可能だからである¹⁰⁰⁾。」何故なら「その他預金」増にかなりの特別預金の額が含まれていると推測されるからである。「その他証券」増の1,080万ポンドは、当然ながら主として民間割引商会などがイングランド銀行で再割引した手形を含んでいた。

1918年4月から12月にかけての金融市場の動向をうかがうことはかなり困難である。1918年5月18日のロンドン・エコノミスト誌は次のように報じた。「何世紀かの将来の金融史家が公表された

第3図 バンク・レートと市場レート

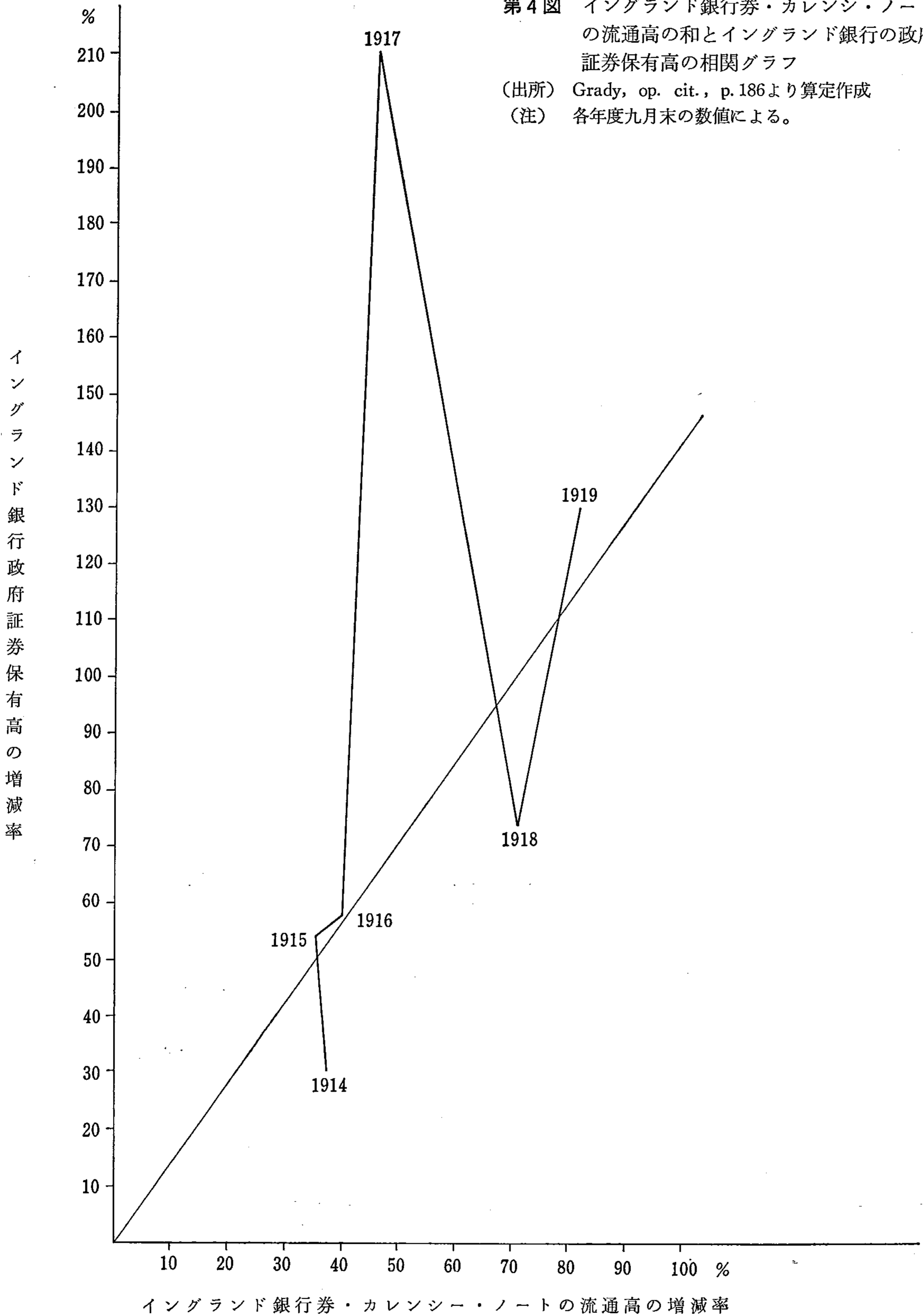


(出所) E. V. Morgan, op. cit., p. 174.

第4図 イングランド銀行券・カレンシ・ノートの流通高の和とイングランド銀行の政府証券保有高の相関グラフ

(出所) Grady, op. cit., p. 186より算定作成

(注) 各年度九月末の数値による。



数字を解析するならば、戦時において一体金融市場に何が起きたかを高度な興味ある理論でおそらく考えようとするであろう⁽³¹⁾」と。この複雑さの起源は特別預金に関するイングランド銀行の勘定であった。1917年と1918年の異常に高い利潤のために、預金は急速に増大しつつあった。そして大部分政府証券に転換された。しかし、預金増加があまりにも急速なので、市中銀行は預金利率を強制的に引下げさせられた⁽³²⁾。預金増加は1918年第1四半期に著るしく、第2四半期にはおだやかなものとなった。

流通界の多量の貨幣増大と預金増加は、エコノミスト誌によれば、大体5%の価格上昇を伴った。ハリスは1916年、1917年、1918年において、貨幣、預金、価格水準の変動の相互関係は密接なものでなかったといっている⁽³³⁾。1918年において、政府は政府預金をとりくずして、軍需業者からの軍需物資の購入にあて、それがための政府預金は12月までに1,300万ポンドほど減少した。また、この年度において、イングランド銀行は買オペを行ない、同行の政府証券保有増は1,260万ポンド、これに対応して民間の資金供給増は、イングランド銀行の銀行券、カレンシー・ノートの同年12月の流通高をみれば、イングランド銀行券6,581万3千ポンド、カレンシー・ノート2億9,861万ポンドの合計3億6,442万3千ポンドで対前年度比の54%増にのぼった。このような大量の民間への資金供給増は民間銀行のイングランド銀行への返済を円滑にしたので、「その他証券」は730万ポンドの減となった。1917年と同様に、政府は組織的且つ大幅な一時貸上金に依存した。しかし特別預金を受け入れ、各省の一時貸上金を借り入れることによって政府当局はイングランド銀行によって回収された過剰資金を吸収した。しかしながら、「その他預金」は1917年と1918年に増加する傾向にあったが、その増加は政府支払いの結果としてもたらされた。「その他預金」増は必ずしもインフレーションの完全な尺度ではない。なぜならば、民間銀行の現金準備増の乗数倍の預金増、したがって、貸出増が必ずしも生ずるとはかぎらないからである。とはいえ、この時期に、多額の政府証券がイングランド銀行によって引受けられた。

1918年に、大蔵省は引きつづき一層の借入れを行なった。株式銀行は政府と市場から大蔵省証券を購入しつづけ、長期証券を大量に買うことをやめた。第11表は1913—1918年の株式銀行の政府証券及びその他証券の保有をみたものである。

第11表 株式銀行によって保有された政府証券
とその他証券
イギリス全体の株式銀行 (£ m, n)

年度	(A)政府証券	(B)その他証券	(B)/(A)%
1913	98.12	85.11	86.7
1914	95.82	121.46	126.7
1915	292.75	120.37	41.1
1916	331.92	98.92	29.8
1917	362.44	90.88	25.0
1918	406.58	99.85	24.5

(出所) Henry F. Grady, *British War Finance*
p. 261より算定作成。

この表によれば、大戦前では株式銀行の政府証券に対するその他証券の保有比率は86.7%を占めていたのが、大戦末には逆転して24.5%を占めるにすぎなかった。株式銀行の政府証券保有は、大戦前に9,800万ポンドにすぎなかったのが、1918年度では4億6,580万ポンドと実に4倍強の増勢を示した。特に大蔵省証券の保有が圧倒的であったことは、カレンシー・ノートの発行増と関連して注目すべきことである。

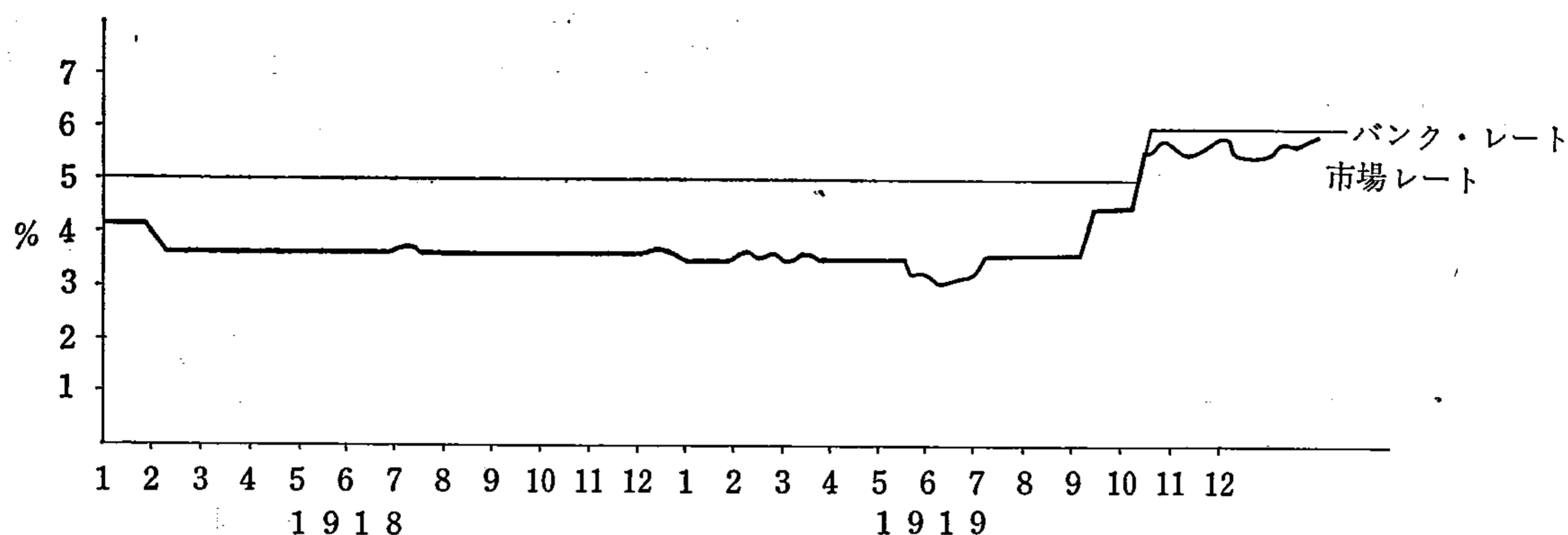
第4図は銀行券、カレンシー・ノートの発行高とイングランド銀行の政府証券保有高との相関関係を示したものである。ただし、1917年度の第3回軍事公債の大量発行時のイングランド銀行の政府証券保有高増加率とカレンシー・ノートの発行高増加率との間には相関関係が成り立たない。

以上の統計の数値の相互関係から流動公債の増大とインフレーションの間には一定の因果関係を読みとることができようが、これらの点について次節で理論的に検討する。

6 流動公債の増大とインフレ政策

1918年初旬のロンドン金融市場の金利体系は、第5図の示すところによれば、全般的に下降過程にあった。勿論バンク・レートのみが1917年5月に

第5図 バンク・レートと市場レート



(出所) E. V. Morgan, op. cit., p. 175

5%に下って以来、相変わらずペッグされた状態にあった。コール・マネー・レート、6カ月手形レート、3カ月手形レートが前年度12月以降、下落しはじめ、1918年1月に入ってさらに下降の傾向にあった。1918年初旬のロンドン金融市場の状態をロンドン・エコノミストから要約すれば、次の如くである。

「先週水曜日に市中銀行と割引商会は預金利率を $\frac{1}{2}$ %ほど引下げた。それにともなってイングランド銀行は国内資金の借入れに関する利率については、イングランド銀行は $4\frac{1}{2}$ %を課している。国内資金と対外資金の利率の背離が1年以上にわたって続行されることとなった。したがって、外国勘定に預託された資金に対してイングランド銀行によって与えられた利率は4年間をつらじて $4\frac{1}{2}$ %と不変であった⁽³⁴⁾。」

他方、大蔵省証券利率は1917年12月末に4%で

あったのが、1918年2月14日に $3\frac{1}{2}$ %に引下げられ、割引手形の市場利率も当時、商業手形が市場内で大蔵省証券より少なかったため、大蔵省証券利率に追随した。この時イングランド銀行は手形交換所加盟銀行からの借入れ歩合を3%まで引下げた。そして割引商会も3%と $3\frac{1}{4}$ %まで預金利率を引下げた。

年に数回、金融市場は供給不足となるために、そのギャップをうめるために、イングランド銀行に依存するよう余儀なくされたが、1918年全体としての金融状態の推移は単調な動きであった。金利体系をみるかぎり、金融市場は一見平穏な動きに見えるが、イングランド銀行、株式銀行のバランス・シートをみれば、大幅な変動にさらされていたことがわかる。

次表は1913—1918年度の株式銀行のバランス・シートを示したものである。

第12表 イングランドとウェルズの株式銀行

(£m, n)

年次	資本金及び準備金	現金	コール・マネー短期通知貸	預金	引受	投資	割引及び貸付
1913	82.07	115.49	97.26	809.35	61.70	121.24	539.90
1914	81.90	169.52	81.20	895.56	47.80	146.89	553.50
1915	81.73	178.92	68.39	902.56	62.51	310.77	563.62
1916	81.09	247.98	95.46	1154.88	68.73	323.00	542.77
1917	84.48	238.50	165.54	1365.30	65.78	339.63	685.68
1918	92.90	270.14	184.57	1583.41	58.85	347.23	834.69

(出所) Henry F. Grady, British War Finance, p. 256

この表によってあきらかなように、1918年の株式銀行の最大の変動は預金と割引及び貸付にあった。預金は15億8,341万ポンドと空前の額にのぼり、それに応じて現金及び準備金も増大しているのが判明する。また割引及び貸付は8億3,469万ポンド、コール・マネー及び短期通知貸は1億8,457万ポンド、両者で10億1,926万ポンドの短期及び長期信用が供与されたわけである。また、投資は3億4,723万ポンドであるが、このうち2億8,284万ポンド相当が政府証券であった。株式銀行の投資の81%が政府証券であったわけで、このように当局は一方で政府債務発行を行ないつつ、他方で、先にみたように、イングランド銀行は同年に売オペを実施し、同行の売オペの規模はイギリス全体で4千万ポンド強にのぼった。この年のイングランド銀行の銀行券及びカレンシー・ノートの流通高は、3億6,422万ポンド強で大戦期中の最も急激な増加であるから、売オペによるインフレ抑制は低金利政策のもとでは失敗に終わったのはけだし当然であったとみななければならない。

それでは、一体インフレ圧力はどのようなメカニズムを通じて必然化したのであろうか、それには少なくともいくつかのルートが考えられる。そのメカニズムは次のようなものであろう。

政府債務発行からのメカニズムをみれば、政府証券発行増は株式銀行の政府証券保有増、もしくはイングランド銀行の政府証券保有増に導き、一時的に金融市場の資金を吸い上げるので、インフレ抑制力として働くが、こうして政府勘定に吸収された資金は、財政収支の季節的変動による圧迫を緩和するのに使用されるか、大規模な軍需物資の購入のため政府預金勘定から支払われていく。このメカニズムについてはすでに述べたので略すが、もし政府証券が発行されると、金融市場の緩和を逼迫に逆転させるので、インフレ圧力とはならない。これは政府預金減、民間銀行預け金増となるにすぎず、この限りではインフレーション抑制として作用するわけである。とはいえ、イングランド銀行の政府に対する一時貸上金の増加は、明らかにインフレ・マネーの供給を促すことになり、これは民間銀行預金増から貸出増へ導き、インフレ圧力を増幅することになる。

他方、株式銀行によって保有された政府証券

増、なかんづく、大蔵省証券保有増は、株式銀行の流動資産を増加させ、そのイングランド銀行での再割によって、イングランド銀行における株式銀行預け金を自由自在に増加させるための強力な手段となった。もし政府が軍事公債の受取高と租税収入から満期の証券を償還できなければ、一時貸上金の形態でイングランド銀行から借り入れなければならない破目となった。さらに、株式銀行のイングランド銀行における預け金増大は、株式銀行へのカレンシー・ノートの供給を促すことになる。株式銀行にとって大蔵省証券は優良な投資対象であるが、このような証券と一時貸上金が増大すればするだけ、金融状態は悪化する。流動公債のイングランド銀行保有が増大するほど、銀行信用の大幅な拡大のための現金ベースの供給が増大した。一時貸上金は、1916年8月5日の5,339万6千ポンドから1917年8月4日に2億4,613万ポンドに増加、さらに1918年には3億2,341万ポンドと約6倍の増大をみた。

したがって、売オペによる大蔵省証券の市場保有増は満期大蔵省証券を著増させ、借換操作が困難となれば、一時貸上金の急増を最終的に招くことになり、これは大きなインフレ要因となる。

また買オペによる金融市場に対する通貨供給増は、市中銀行の現金ベースを拡大させ、これはいうまでもなく市中銀行の貸出増に導き、インフレ圧力となる。したがって、金融市場の資金量を増加させる公開市場操作は、インフレ圧力を来たすことになる。

したがって、インフレ圧力を緩和する金融統制措置として、当局はこれまで (1) 売オペ等による多額の政府預金の蓄積、(2) 大蔵省証券利率の統制、(3) 特別預金制度の導入 (4) 産業に対する銀行貸付の統制⁽³⁵⁾(5) ビル・ブローカに対する直接圧力⁽³⁶⁾(6) 市中銀行に対する貸付利率の強制的引上げ等の措置をとってきたが、先にみた1918年春からの当局の低金利政策への転換は、これらの措置を水泡に帰すべきものであった。

この低金利政策は特に国民戦時債券の発行を容易にし、戦費調達⁽³⁷⁾をスムーズに行うという当局の戦時の要請にもとづくものであった。

だが、早くからイングランド銀行総裁ノーマンは持続的な低金利政策に対して批判的であった。

「1914年以前の金融制度の復活を長期目標としたイングランド銀行は、大戦の最終期以降、政府に対して次の政策—流動公債の敏速且つドラスティックな削減、出来るかぎり短期債を長期債に借換えすること、ならびに高金利を主張した。1918年9月、イングランド銀行総裁は金利水準がすでにかなり低金利状態であったこと、これ以上の低金利は、戦後に高金利を実現することをなおさらむつかしくさせることを理由に、ボナ・ローのバンク・レートの引下げ要請を拒否した。10月にコルウインは金利がなお低金利状態（戦後に低金利はありえないであろう）で海外投資の禁止されている間の大戦終了前に即刻、整理公債の発行を行うことを主張してボナ・ロー宛の書簡を再度出した。大蔵大臣は何ら言質を与えなかった。コルウインとノーマンは大蔵大臣が即時の借換えにつき、手形交換所加盟銀行の代表者のアドバイスをもとめた12月17日の大蔵省の会合で再び高金利政策を提唱した。ノーマンの日記によると、イングランド銀行がその計画を発表したとき、大蔵大臣はノーマンを無定見だと言明した。……1918年1月10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（イングランド銀行のバンク・レートの引上げはむろんのこと、これまで1918年5月以降3%とくぎ付けされた銀行預金に対してさらに高率の引上げ）と平和条約締結以前に為替相場を平価に戻すための借換え操作を提案した。驚くにはあたらないが、チェンバーレンはこの提案を受入れず、又所得税査定にもとづく強制借換え公債についてのノーマンの考えも受け入れなかった⁽³⁸⁾。」とハウソンは指摘し、このように、イングランド銀行の権限の喪失、大蔵大臣の高金利拒否によって、低金利政策が長期にわたって維持されたのである。このことは戦後ブームのとがめとなって作用する。インフレ政策は一転して戦後ブームの収束の高金利政策へと反転する。戦後の高金利の胚養、起源が、政府当局者の誤った判断にもとづく低金利政策の持続にあった。」とハウソンは強調する。

フィーバーイヤーは大戦末期のインフレーションを的確にとらえている。「1915年の秋と1917年の夏の間70パーセントほどの鋭い価格上昇があった。この時は戦費支出が頂点に達し、統制の手段が緩慢ながら形成された。賃金は価格に立ち

遅れていた。インフレーションの圧力は公債によってまかなわれた政府支出の過度の需要がつくりだした。1918年11月に卸売価格と小売価格は戦前を上回る120と130パーセントであった。……銀行信用の最大増加量が価格上昇後、あるいは戦争末期の比較的到低利の期間におきたことは注目すべきである。信用の膨張がほとんどインフレーションの積極的原因としてとがめられていない⁽³⁹⁾。」と。

これに対して、ハリスは次のように言う。「1918年の史実は1917年のそれと異なったものであった。しかしながら、大蔵省は引きつづいて一層の借入れを行なった。市中銀行は政府と市場から大蔵省証券を購入しつづけた。この期に約1億2千万ポンドの通貨が流通に入った。これは大戦期中の最も急激な増加であった。市中銀行のイングランド銀行預け金と手許現金の増加は概算して6千万ポンドであった。その他預金の残高は、1918年12月31日に2億5百万ポンド、すなわち前年比5千万ポンドの増であった。その他預金の増加が市中銀行のイングランド銀行預け金のそれに大体等しいから、その年度に公衆は多額の現金を供給された。銀行以外のところでは、その年度に特別預金の利率が引上げられたので、その他預金の追加増大の一部をえたであろう。しかし、彼等はイングランド銀行の預け金の一部をより高い利率の株式銀行に移すか、大蔵省証券に投資した。1917年と1918年に、市中銀行が多額な現金余剰を保有していなかったことは、イングランド銀行からのその年の最終の週の異常な多額な借入れによって証明される。政府は1917年と1918年に数千万ポンドの投資物件を処分したが、緩慢なインフレーションがもたらされた⁽⁴⁰⁾。」

急速なインフレーションであったか、緩慢なインフレーションであったかは、もう一つの論稿を必要とするが、いずれにせよ、1918年春以降の低金利政策は、流動公債の発行の激増、イングランド銀行の政府証券保有増、政府に対する一時貸上金増、カレンシー・ノートの流通高の累積的增加、株式銀行預金増による貸出増、これらの必然的現象としての名目的物価騰貴—インフレーション—を昂進させたのである。ハウソンの指摘しているように、これはやがて1919年秋以降の高金利政策への転換の根源となったのである。

帰 結

以上の行論によってあきらかなように、第1次大戦期のイギリスの金融政策は、その初期において、まず当初パニック対策としての高金利政策がとられたが、これはむしろ金融市場にパニックを波及させたので、一般モラトリアムの実施による支払債務の返済延期という応急策で対処した。その後金融市場の逼迫的影響を考慮して漸次バンク・レートの引下げ政策がとられた。

第1回軍事公債発行を転機に、イングランド銀行は大蔵省と密接に協力して信用膨張政策を展開したが、他方、政府は軍事公債発行による市場の過剰資金吸収策をとり、これはイングランド銀行における政府預金の蓄積を通じて市場統制をはかり、インフレーション抑制力として作用した。

1915年6月の第2回軍事公債の発行以降はこの公債の乗換権による利率引上げ、大蔵省証券レートによる市場統制、その他証券利率の引上げ等による市場統制策の奏効を背景に同行の高金利政策がとられた。

大戦後期においては、1917年初旬のアメリカの金融緩和状勢に影響されて、また国内統制の拡大によって金融市場についても量的統制がとられ、大蔵省証券のトップ発行の停止とともに、市場利子率が低下し、それにつづいてバンク・レートの引下げがなされた。大戦期末に市場利子率が一段と低下し、信用膨張のインフレ政策が展開され、イングランド銀行のバンク・レートは1918年を通じて5%に維持された。他方、同行と大蔵省は密接に協力して大蔵省証券を中心とする売オペレーションによって市場資金を吸収する市場統制策に乗りだしたが、信用膨張を抑制しえずに終わった。また大戦期末の低金利政策は政府証券発行の消化を促す意味からも長期にわたって維持された。そのとがめは1919年秋からのドラスチックな高金利政策の採用に帰結したのである。高金利政策の根源は、大戦期の金融市場の流動資産の増大、大戦後期の低金利政策によるインフレーションの昂進にあったといえる。したがって、大戦期金融政策の帰結は、(1) 金融市場における短期政府証券の大幅増大 (2) 大戦前の手形割引を中心とする金

融市場から大蔵省証券中心の金融市場の変質、(3) 市場統制策破綻によるインフレ圧力の増大という遺産を残すこととなった。

今後の課題は、第一次大戦期及び戦後のイギリスのインフレーションの実証分析と、第二次大戦期における金融政策との比較分析にある。いずれの機会にこれらの課題を果したいと考える。

(完)

- (23) 1917年1月1日、ボナ・ロー大蔵大臣は第3回軍事公債の目論見書を公表したが、提供された証券には二つの形態があった。5%軍事公債の発行価格は95ポンドであった。償還期限は1929—47年であった。4%軍事公債は所得税の免税措置がつき、額面価格で発行され、1929—42年の間に償還されるものであった。政府は4½%軍事公債と国庫債券の所有者に対して乗換権を与えるよう義務付けたが、それらの権利は他の証券に対して適用されなかった。なお、第3回軍事公債による1917年会計年度の国庫収入は8億186万6千6百ポンドで全体の構成比率の23%を占めた。

拙稿「第1次大戦期のイギリスの公債政策」『証券経済学会年報第9号』p.27—29 参照。

- (24) ハリスはその他証券の急減を次のように指摘している。「1月3日の9千2百万ポンドから2月7日の3千6百万ポンドへの「その他証券」の驚異的減少はイングランド銀行が「その他証券」を担保にした特別預金の受取りによって説明される。」と。

S. E. Harris, *Monetary Problems of British Empire*, p. 365, New York, 1931.

- (25) ハリスは1915年11月に、「バンカーズ・マガジン」が政府の多大な支出に言及して、それはロンドンの外国機関（外国銀行）の多額な残高の処分を反映したものであるという。それがために、大蔵省はこれらの残高を月間4½%で借入れる公式の提案を行なったこと、さらに、1915年10月23日に、コマーシャル・フィナンシャル・クロニクルは何らかのこのような制度の導入についてコメントした。

1915年の暮れの数カ月と1916年初旬の数カ月の為替状態の逼迫を反映して、外国銀行が最初に特別の権利を与えられた。

S. E. Harris, *Monetary Problems of British Empire*, p. 47.

- (26) S. E. Harris, *op. cit.*, p. 46.

- (27) 常時借入れ制は1915年12月16日から開始され、非常な成功をみた。これは六週間以前の11月4日に、

ギブソンが大蔵省宛の書簡で示唆したものである。1915年8月号の「バンカーズ・マガジン」の論文でギブソンは少くとも1カ月100万ポンドでこの制度に応募しようとの意見を具申した。この制度は、当日において証券の利率、発行額を決めて売買を行うもので大蔵省証券、国庫債券に適用された。

A. W. Kirkaldy, *British Finance 1914—21*, p. 163. London 1921.

(28) 従来の国庫債券と相違して、戦時債券の新しい点は、シリーズ形式をとったことである。債券の額面は、それぞれ50ポンド、100ポンド、500ポンド、1,000ポンド、5,000ポンドの単位で発行された。債券所有者は次のような重要な権利を獲得した。国民戦時債券の所有者は、所有時期の期間に関する特定の諸条件にしたがって、相続税、超過利得税、もしくは軍需支払いのためにこの債券を用いることができる。ただし、内国歳入委員会によって債券の名目額を利子で調整したうえでの評価額で受取られる。5%債券所有者は、毎年ある一定期間につき、1929—47年の5%軍事公債に乗換えることができる。また4%債券所有者は4%軍事公債に乗換えることができる。この乗換権は第4回目のシリーズに対して適用されなかった。このようなシリーズ債券の発行継続中に4 $\frac{1}{2}$ %軍事公債(1929—45)、5%国庫債券(1919年、1920年、1921年)と6%国庫証券(1920年)を国民戦時債券に乗換えることが可能となった。

A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 167—168.

(29) 戦時貯蓄証券は1916年2月19日以来発行され、発行価格は15シリング6ペンス、1年末には15シリング6ペンス、続く1ヶ月毎に1ペンス増加する。証券の買手は支払いの受領が記入される通帳を受け取る。ただし、請求によって払戻すことができる。後に一度に大量の証券を購入する人の便宜を計って12ポンド(買入価格9ポンド6シリング)及び25ポンド(同19ポンド17シリング6ペンス)の証券を通帳なしに、通帳に代って証券そのものが発行された。その後26ポンド券以上が発行された。1人の所有限度は5,000ポンドとされた。貯蓄証券額面1ポンドの売出価格は一般金利の低下に伴って変更された。戦時貯蓄証券の累積利子については所得税が免除された。

1916年度、1917年度の両年度の応募額は7,560万ポンド、1918年度、6,651万ポンド、1919年度9,792万ポンドであった。

A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 149—152.

(30) これら預金の担保としての通常の方法は、特別預金の額に対して政府証券をイングランド銀行が差し出すことであった。かくして、特別預金が引き出されたときの第1の影響はその他預金と政府証券の増大であろう。その場合には、次の段階で、公債の買入れでその他預金が減少し、それに見合う政府預金増となる。この場合に、政府は2つのいずれかの方法をとるであろう。(1) イングランド銀行からの借入れの返却、(2) 政府が通常の方法で政府預金引当ての政府小切手を軍需品の買入れのための民間のメーカーに払い出す。(1)の場合には、政府預金減、政府証券減となり、イングランド銀行の対政府債権の減少となる。(2)の場合には、民間銀行の預金増、イングランド銀行のその他預金増、その特別預金への転換、イングランド銀行の特別預金の政府に対する貸付増、同行の対政府債権増となる。したがって、いずれの場合においても、イングランド銀行週報は一循環の終りでは同一の状態にならう。それ故に、イングランド銀行週報から発生した事柄のすべてを明らかにすることは不可能である。ハリスはイングランド銀行の一時貸上金の合計をとり、それに投資目的のため保有された政府証券の数字を加えて、イングランド銀行保有の政府証券の額を推計する。これから実際にイングランド銀行週報にあらわれる政府証券の額を控除して特別預金の残高の推計を引き出している。

T. P. Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914—25*. p. 185. London, 1952.

(31) S. E. Harris, *op. cit.*, p. 46.

(32) 預金利子率の引下げは、1918年の低金利政策の一環であった。これまで相当長い間、市中銀行の手許に多額の現金を残しておいた預金者に対しては、公表された利率よりも高い利率を与える慣習があった。1918年5月に大蔵大臣は加盟銀行と協議に入り、この慣習が停止されるべきことに同意した。

ボナ・ローは市中銀行が預金者に対する利率を引下げられることを強制されたことを下院で告げた。この協定は、最高限の預金利率を3%としたと公表している。

J. P. Morgan, *op. cit.*, p. 185.

(33) これに対して、ニコルソンは全く別の見解をとっている。彼は1914年7月を基準にとり、1916年と最近6カ月の価格上昇の激しさを認め、これをカレンシー・インフレーションと規定している。

S. E. Harris, *op. cit.*, p. 153—154.

J. S. Nicholson, "Inflation of the Currency

and the Rise in Prices”, p.439. 『Economic Journal.』, 1916. December London.

(34) 『The Economist』, VOLI. XXXVI, Saturday, January 5, 1918. No.3800「The Money Market」

(35) ハリスの覚書によれば, 1916年, 政府は銀行家が貸付けを行う際に, 公式の優先リストによって誘導するよう指導した。また4%以下の利率で貸付けを行うことを差し控えるよう求められたと有力なメンバーによって議会で報告された。

S. E. Harris, op. cit., p.126.

(36) もしビル・ブローカが5%以下で手形を割引くならば, 6%の利率でとおどされた。

1915年4月に, 株式銀行は2%以下で市場で貸付けないことと互いに申し合わせたが, 同年9月に, 市場利率が落ちこむぎざしをみせたとき, イングランド銀行はスコットランド銀行と植民地銀行に4¹/₂%の貸付利率を最高利率とすることを株式銀行と共に協力するよう誘導した。

J. P. Morgan, op. cit., p.184—185.

(37) ちなみに, 第1次大戦期のイギリスの戦費支出は

約101億ポンドであったのに対して, 大戦期全体の戦費調達は租税収入分約29億ポンド, 軍事公債分34億ポンド, その他の短期債務24億ポンドで公債借入部分は約58億ポンド, 対外借入分13億ポンド, ドル証券動員計画によるドル証券のニューヨークでの売却分13億ポンド, 金動員1億ポンドの総計114億ポンドであった。

ケインズは「平和の経済的帰結」で第1次大戦期の連合国援助は, 17億4千万ポンド, 対外借入れ13億ポンド, そのうち対米借入部分が8億ポンド強にのぼったと指摘している。

J. M. Keynes, The Economic Consequences of the Peace. 1920. London

(38) SuSan Hawson, 「The Origins of Dear Money, 1919—20. p.94—95. 『The Economic History Review』 Second Series, Vol XXVI. No1. February, 1974.

(39) Fearvearyear, 「The Pound Sterling」 P. 346

(40) S. E. Harris. op. cit., P.153—154.