

# イギリス国有化産業投資と金融市場 (II)

吉 武 清 彦

I 序 言

II イギリスに於ける公社部門の投資々金調達に就いて

III 国有化保証公債と国債管理

(以上本誌第13巻第1号所収)

IV 1951年より57年迄の金融政策と国有化産業の資金調達に就いて

1. 1952年 ..... 33
2. 1953~1954年 ..... 39
3. 1955~1956年 ..... 47

V この両者をめぐる諸問題 ..... 56

VI 結 論 ..... 62

## IV 1951年より57年迄の金融政策と国有化産業の資金調達に就いて

国有化産業の投資々金は、石炭業の如き若干の産業部門は国庫から直接に調達され(画線下支出)、他の電力業・運輸業・ガス産業の部門は保証公債の発行によって調達されておったことは前節に述べた如くである。これは即ち国家信用増大の問題に他ならず、国債管理の一分野として扱われねばならぬ。ただ国有化保証公債に於いて普通の赤字公債の発行と異なる点は、前節のイングランド銀行覚え書きが記しておる如く、発行時期に就いては、金融情勢の如何に拘わらずになされねばならぬことから時期的に弾力性が無いこと、また更に20年乃至30年満期の長期債であることに求められるであろう。これだけではない。他の政府証券の新規発行の際には、もし全額が公衆によって応募されない場合、残り分は「政府関係機関」(実際はイングランド銀行発行部)によって引き受けられるが、その際トップ大蔵省証券と入れ替えら

れるだけであって、テンドー大蔵省証券の増発は見られないのである。しかし、保証公債が売れ残った場合には、イングランド銀行発行部が引き受けるにしても、現金が必要とされるために引き受けた分に相当するテンドー大蔵省証券が増発されることになり、これら大蔵省証券が割引市場を通じて銀行に流れるとすれば銀行資産の流動性を高めることになる。<sup>(1)</sup> 仮りに新規政府証券の市場消化に伴ない入手し得た現金で以って、売れ残りの保証公債の現金需要をまかなうとすれば、テンドー大蔵省証券の増発はなされずに済むことになるが、それだけ国庫の利用し得る現金額は減少することになり、国庫の資金繰りは苦しいものとなる。

前述の如く第二次大戦後のイギリス国家債務は老大なものとなり、しかも流動性が可成り高まった結果、毎年満期になる国債の額は6億ポンド乃至10億ポンドに及ぶのであって、これら満期債の借り替え又は償還を行ないながら、しかも国庫の総合現金赤字を賄い、その上に保証公債のための現金をも調達せねばならぬのであるから、戦後の国債管理は過重な課題を荷わねばならなかったと云えるであろう。戦時中に累積した国家債務の処理の上に、戦後は公共部門のための資金調達をも新しく引き受けねばならなかったのであり、しかも第一次大戦後とは異なり有効需要欠乏よりも有効需要過剰の危険がいつも大きかった第二次大戦後の状況に於いてこれをなさねばならなかったことは、絶えず当局をして一方金融引締政策の逐行と、他方これら資金調達のための流動債の発行、従って銀行流動性の増大と云う相矛盾する政策をとらしめざるを得なくさせた。1945年～47年に於ける労働党の社会化政策は戦後の歴代政府に金融面に於いて従来には無かった重荷を課したと云える。

このような国債管理の問題は第一次大戦後のイギリスに於いても存在したが、1920年代並びに30年代の不況期に於いてはこの課題は容易であった。不況期には低金利が支配的であるから、公債の低率借換は容易であり、長期化

---

(1) P. B. Kenen, *British Monetary Policy and the Balance of Payments 1951—1957* (Harvard Univ. Press, 1960), p. 289.

にも困難はなかった。特に1930年代は短期利子率は極めて低く、特に大蔵省証券は年一分という低い水準に下がったが、これは公債操作技術の発達と当時のデフレーション経済に基づく投資の減退に負うものである。当時に於いてもし新規発行の大蔵省証券が市場に於いて十分に消化され得ないとすれば、国債管理委員会等の政府機関が介してこれを引き取り、依って短期利子率の上昇を妨げることが出来た。更にこれでも不十分な場合には、公開市場操作（Open market operation）を通じイングランド銀行は国債の売買を銀行及び市場に対して行ない、これによって利子率上昇をチェックすることが可能となった。かくして短期利子率は低くそれに伴って長期利子率も低位に留められたのである。

このように国債管理の成功は、30年代に於ける公債管理技術の発達に負うのであるが、これ以上に30年代のデフレーション的環境に負う所が大きかったのである。基本的にインフレーション的環境であった第二次大戦後に於いて国債管理は第一次大戦後程には成功しなかったし、国有化産業の保証公債の発行は政府の財政的な立場を弱めることとなってこの国債管理政策を一層困難にさせた。それに伴って、短期金利の上げ下げを中心とする伝統的な金融政策も戦前の如き効果を挙げる事が出来なくなり、その効果が減殺され、1951年金融政策の復活以後、当局は単に金利政策のみでなく資本発行統制・賦払購入統制・銀行貸付制限等の質的信用統制（qualitative control）も行なって金利政策を補完して行かねばならなかった。

国有化産業の保証公債発行が金融政策に如何なる影響を与え、また国債管理と如何に関聯したかは、これから見て行くことにするが、ここでその要点を挙げると次の如くなるであろう。

1) 電力・運輸・ガス等の基幹産業部門は住宅建設と並んで従来利子率に敏感な部門とされ、国有化以前に於いて利子率の上げ下げが敏感にこれらの産業部門の投資量に反映していたのであり、従って金利政策はその効果を挙げ得たのであるが、今日国有化された後に於いて最早これらの産業は金利

の上げ下げが投資量に反映しなくなり、伝統的な金利政策は以前程には効果を挙げ得なくなった。

2) 30年代は私的部門に於いて資金需要も少なく、また消費も安定していたから、国債管理委員会や国民保険基金など政府機関の有する資金を利用して国債管理を行なうことが可能であったが、戦後に於いては私的部門の投資需要も多く、また戦時中の消費抑制の反動として戦後50年代は消費増大傾向が著しいため貯蓄量が著しく減少し、これら政府機関の資金そのものも戦後に於いては30年代程には利用し得ず、その余地も少なく、従って市場依存度即ち長期債又は大蔵省証券を市場に発行せねばならぬ度合が強まった。そして国有化公債をも政府保証の下に調達せねばならぬとすれば、それは益々市場依存度を強めることとなったのである。

3) 満期債は借り替えか償還かのいずれかによって処理されるのであるが、普通市況が良く公債市価が高い時には借り替えが多く償還は少ないが、金融が逼迫し市況が悪化しておる場合には借り替えが少なくなり償還が多くなる。そのため金融引締め期には借り替えが成功せず、償還のために現金がより多く必要となる。従って現金のための新規発行公債が市場で十分に消化されても、かかる引締め時期にはこの償還のために現金が差引かれざるを得ない。所がかかる市況のよくない時期に更に保証公債の発行によって国有化産業に資金を調達せねばならぬ時には、この保証公債の発行部分に相当する額は、たとえ市場で保証公債が充分消化されなくても、ともかく現金が必要なのだから、売れ残った分は上記の新規公債の市場消化分から差引くか、或いは新規公債の市場消化分が不足の時には大蔵省証券の発行によって市場で調達せねばならなくなる。従って償還の多い金融引き締め期には、国庫にとって保証公債は一層の負担となった。金融引き締め期に於いて銀行資産の流動性を低める必要がある時に、却って国有化保証公債の資金調達のために流動債を多額に発行せねばならぬ事態がしばしば生じた。特にこれは1955年後半に明らかに見られた。

4) かかる大量の大蔵省証券の発行は、普通公定歩合の *penal rate* (懲

罰的歩合）としての作用を通じ、割引市場に圧力を加え大蔵省証券利子率の大幅な上昇を伴ってこれが金融引締め<sup>(1)</sup>の効果をもたらした。1951年暮れから金融政策が再び登場して以来、それ以前に普通であった当局の裏口操作（open-back door operation）は最早行なわれなくなり、割引市場はイングランド銀行に追い込まれたとされているが、実際はそうではなく、イングランド銀行は、大量の大蔵省証券を引受けねばならぬ所の割引市場を救済するために、しばしば1951年以後も裏口操作を行って来ておる。更にまたラドクリフ報告も述べておる如くに当局は銀行の現金比率を8%に保つように現金と大蔵省証券とをいつも交換するようになっておる。<sup>(2)</sup>銀行にこのように現金が供給されると割引市場が資金に不足することがなくなり、イングランド銀行に追い込まれることが少なくなる。このような大蔵省証券を引き当てとする安易な現金の放出が戦後イギリスのインフレーションの重大な原因であるか否かに就いて色々異論がある。しかしラドクリフ報告に依ればこのような当局の政策のねらいは大蔵省証券金利の安定にあり、然もそれが当局の借り替え政策の逐行のために不可欠の前提条件であるとされておるのであるから、<sup>(3)</sup>大蔵省証券市場利子率の安定と云うことを通じて借り替え政策と国有化保証公債の発行とは密接に關聯し合い、そのいずれもが当局の都合の良いように行くためには、伝統的な公定歩合を主軸とする公開市場政策を犠牲にしなればならなかったことを示すものでなからうか。

5) 毎年満期になる多額の国債の管理に加えるに保証公債に対して援助を与えねばならぬ当局の弱い立場は、国際収支の危機に於いて一層鋭く明らかになり、その弱い立場を一層弱くした。かかる時、ポンド切り下げの噂と共にスターリング貨の国外流出が生ずるが、それは流出と共に大蔵省証券を手放すことになる。他面かかる際には金利引き上げに依って外貨流出に対処する訳であるが、かかる引き締め政策は市況の悪化を招き、借り替えの困難・新規公債の市場不消化を招き、従って保証公債に対する当局の援助並びに財政赤字に対する援助は多額の大蔵省証券の発行を必至ならしめる。かくて国際収支の危機に於いて多額の流動債が市場に放出されると云う結果を招

(2) 大蔵省訳『ラドクリフ委員会報告』（昭和34年）第376節。

(3) 上掲書、第376節並びに第583節参照。

くことになる。

これら国有化産業の資金調達が1951年から1957年迄の金融政策に如何に影響したかを以下考察して見たい。ここでは始めて公共投資が戦後大幅になされた1952年の時期と、この7年間最も安定的成長をとげた1953年～1954年の時期と、更に激しいインフレーションに見舞われた1955年との三つの時期に分けてイギリス内外の経済情勢を背景におきつつ考察を加えて見たいと思う。資料としてはラドクリフ報告の証言録第一巻 (*Principal Memoranda of Evidence Submitted to the Committee on the Working of the Monetary System*) のイングランド銀行より提出された証言を利用した。なお1952年より1955年迄の間に発行された国有化保証公債の総額は £ 994 million であり (第一表参照)、同じ期間に於ける新規国債発行総額 £ 1,958 million の約半分に相当する。この £ 994 million のうち £ 640 million が電力公債であり、£ 174 million が運輸公債、ガス公債は £ 180 million となっておって、電力公債の比重が極めて高い。

第1表 イギリス国有化産業の保証公債の発行

発行年月	名目価格 (£ million)	発行内容
1952年4月	150.0	イギリス電力保証公債1974—79
1952年5月	20.0	北スコットランド電力保証公債1974—77
1952年11月	60.0	イギリス運輸保証公債1972—77
1953年3月	20.0	北スコットランド電力保証公債1973—78
1953年4月	125.0	イギリス電力保証公債1974—79
1953年8月	80.0	イギリスガス保証公債1969—72
1954年2月	80.0	イギリス運輸保証公債1972—77
1954年8月	100.0	イギリス電力保証公債1976—79
1954年11月	25.0	北スコットランド電力保証公債1977—80
1955年6月	34.0	イギリス運輸保証公債1970—72
1955年7月	100.0	イギリスガス保証公債1969—72
1955年8月	200.0	イギリス電力保証公債1967—69

註 P. B. Kenen, *British Monetary Policy and the Balance of Payments 1951—57*, p. 282.

## 1. 1952年

1952年に於ける国庫の資金調達は第2表に見られる如くであるが、ここで若干第2表に関して説明を加えておくと次の如くである。

第2表 国庫の資金調達 (1952/53) (単位 £ million)

	4月~6月	7月~9月	10月~12月	1月~3月	1952年4月~1953年3月
所要額					
1. 国庫の総合収支	- 432	- 228	- 343	+ 570	- 433
2. 国有化産業及郵便局	- 130	- 41	- 50	- 37	- 258
総所要額 (1+2)	- 562	- 269	- 393	+ 533	- 691
3. 内部資金	+ 124	+ 23	- 124	- 61	+ 56
4. 合計 (1+2+3)	- 438	- 246	- 535	+ 472	- 747
その調達					
5. 保証発行	+ 100	-	+ 75	- 75	+ 100
6. 市場外からの借入	- 34	+ 14	+ 41	- 195	- 174
7. 市場からの借入					
i) 市場消化 (純)	+ 27	+ 38	+ 288	+ 67	+ 420
ii) 大蔵省証券	+ 345	+ 194	+ 131	- 269	+ 401
8. 合計 (5+6+7)	+ 438	+ 246	+ 535	- 472	+ 747

## 国債の発行内訳

1. 国債					
(a) 国債の発行	-	-	+ 314	+ 99	+ 413
(b) 償還	-	-	- 105	- 148	- 253
(c) 減債基金	- 7	- 10	- 8	- 10	- 35
2. 保証公債の発行	+ 130	+ 41	+ 50	+ 37	+ 258
3. 合計 (1+2)	+ 127	+ 31	+ 251	- 22	+ 383
4. 政府部内の保有	+ 96	- 7	- 37	- 89	- 37
5. 市場の消化	+ 27	+ 38	+ 288	+ 67	+ 420

註 1. *Principal Memoranda of Evidence*. Vol. 1. p. 58.

2. 「内部資金」とは政府各省及び予算外資金 (例, 国民保険資金やイングランド銀行発行部) の内部勘定にある余裕金を指す。

「市場外からの借り入れ」とは国民貯蓄証券, 国防債券及び割増貯蓄債券の発行又は郵便貯蓄銀行の公衆預金の受け入れを指す。

1951年以降大蔵省は画線上の黒字予算を編成し、この黒字は画線下の赤字補てんに用いられた。表にある「国庫の総合収支」はこの画線下の赤字補てんがなされた後の金額であって、不足する場合には借り入れでまかなわなければならない。この国庫の借り入れ方法と源泉は次の三つである。<sup>(4)</sup>

- (a) 当局の利用出来る内部資金 (第2表の3)
- (b) 流通性のない、従って市場で売買出来ない公債の公衆に対する発行によって借り入れる資金。(「市場外からの借り入れ」第2表の6)
- (c) 市場で相場が立ち、売買される流通性ある政府の長短期証券の、公衆に対する売却によって借り入れる資金(「市場からの借り入れ」第2表の7)

ここで当局の利用出来る内部資金とは、政府各省及び予算外資金の内部勘定にある余裕金を指するのであって、例えば国民保険資金やイングランド銀行発行部、更には為替平衡勘定を指するのである。なお第2表の5の保証発行もこの部類に加えられるべきである。次の「市場外からの借り入れ」は国民貯蓄証券・国防債券及び割増貯蓄債券の発行、また郵便貯蓄銀行への公衆の預金を政府が借りた資金を指するのである。第三の「市場からの借り入れ」は証券の市場への正味売却と更に大蔵省証券の発行による借り入れとよりなる。

まず始めに1952年の前年即ち1951年に於けるイギリスの経済状況を一瞥する。1951年は世界的に朝鮮ブーム後の不況に見舞われた年であって、イギリスもその例外ではなかったが、しかしイギリスにとって最も重大なことはこの年に多額の金及び外貨が流出し(1951年前半期には £181 million の増加、後半期には £562 million の減少、計 £381 million の減少)、既にポンドの再度の平価切り下げ懸念が流布し、非スターリング諸国は1951年秋に £51 million のスターリングをイギリスより持ち出したのであった。過去20年間使われたことのなかった金融政策が1951年末に始めて用いられたのはこのような背景下に於てであった。即ち公定歩合は1951年11月に2%から2.5%に、更に1952年3月

(4) 上掲書. 第96節.



には2.5%から4%に引き上げられた。同時に大蔵省証券の入札レート、その他の市場利子率もそれぞれ引き上げられた。更に当時銀行は極めて多額の大蔵省証券を有しておったので、(1951年7月～9月流動性比率38.5%)政府は1951年11月大蔵省証券の強制長期借り替えを方施し、1年2年3年をそれぞれ満期とする3種の新規連続公債に乗り換えることを強制した。1951年から1952年にかけて国庫の不足は総額 £127 million であり、また郵便局を含めた国有産業の保証公債の発行額も £137 million であって、双方合計して £264 million で余り大きな額でなく、1952/53年に比しては小さかった。

(1952/53年に於ては国庫の不足は £433 million, 国有化産業の公債発行は £258 million であって、合計 £691 million であった。) しかもこの時期には為替平衡資金より £776 million の資金が、更にはアメリカ援助、海外からの公的貸付等から £297 million と、約 £1083 million の資金が得られた上、前述の長期借換に基づき大蔵省証券が長期化されたため、この1951/52年を通じて £801 million の大蔵省証券の減少が見られたのである。

この1951年を背景として1952年の金融状勢が如何に展開したかを四半期毎に眺めて見ることにする。

前年即ち1951年7月～9月では手形交換所加盟銀行の流動性比率は38.5%と異常に高かったが、11月の強制借り替えと、更に年末の徴税との結果、銀行の流動資産は大幅に減少し、1952年1月～3月に於いては流動性比率は31.8%に迄低下した。金融引締め政策はその後1952年を通じて私的部門に深く浸透して、手形交換所加盟銀行の「貸出及びその他勘定」(Advances and Other Accounts)は1952年3月から12月迄の間に £190 million, 更に商業手形は同じ期間に £110 million 減少し、合計 £300 million に及んだ。かくて1952年は金融引締め政策が1955年とは異なって非常に成功したと云われておるが、貸出が減少しデフレ政策が浸透したのは、必ずしも金融政策にのみ負うとは云われず、他の要因に負う所が多かったのである。その要因は第一には朝鮮ブーム期に大量に購入した原料価格の値下がりに依り、多くの産業が原料在庫の面倒を見

るために銀行貸出に依存する必要がなくなったことが挙げられる。第二には当局の貸出に対する選択統制 (selective control) が挙げられる。1952年3月の Bank Rate 引き上げ以前に、当局は既に貸出の直接統制を実施しており、特に小企業に対する貸し出し、繊維産業、金融機関（特に賦払購入機関）に対しては3月以前に既に貸し出しを引締めていたのである。第三に銀行貸し出しが減少したと云っても、国有化産業は保証公債が発行される前迄は銀行貸し出しに依存しておったが、保証公債が発行されると貸出から公債に乗り変わったにすぎない。換言すれば貸出の代わりに保証公債が発行されたことになりこの点に関する限り引き締めにはならない訳である。<sup>(5)</sup> 即ち本質的に1952年は資金需要が少なくデフレ的な年であったことと、当局の金融に対する質的統制が実施されていたことが注目されねばならない。かかる時であるから金融引締め政策は当然効果が現われたと云うべきである。

1952年には前半期に於いてなお金・外貨の流出が続き1952年1月から6月迄に £ 232 million が流出した。国際収支の悪化、公定歩合の引き上げ等は株式会社債市場に反映し、長期利子率は上昇した。証券市場に於ける長期公債の価格はこの7カ月間に約15%下落し、事業会社の普通株価格は平均22%見当の下落を示した。2½コンソル公債の利子率は3月に4¼%になり、6月には4½%に上昇した。1952年度の財政は当時パトラー蔵相が完全雇用の実現を主張していたこともあって大幅な赤字予算を組んでいたし、また国有化保証公債は、国有化産業の銀行貸出残高が既に議会で承認せられている額に近づいたため、市況の悪化にも拘わらず発行されねばならなかった。そしてこの大幅な財政赤字と保証公債の発行とは本質的に引き締め政策と相反するものであった。この時の状況をイングランド銀行の証言は次の如く述べておる。

「四月から五月にかけて市場は、海外貿易の思わしくないことに依り、更に近い将来大量の保証公債が発行されると云う予想により、また更に経済の全般的不安定さが利子率の一層の上昇に導かざるを得なかったと云う事実によ

---

(5) P. B. Kenen, *op. cit.*, pp. 79—81.

り、弱められたのである……。それにも拘わらず、国有化産業の資金需要は、間もなく銀行の貸出残高をその許容限界まで越えさせると思われたので、また更には一般の貸し出し抑制方針に協力するためにも、£170 million の新規保証公債が発行された訳である。<sup>(6)</sup>」

しかし実際にはこの第一四半期には£170 million のうち£130 million が発行された。勿論市況が悪化していた時であったからこの新規公債の消化は思わしくなく、£130 million のうち消化されたのは£27 million にすぎず、£103 million が売れ残ったのである。この売れ残り分£103 million のうち減債基金が引き受けたもの£7 million を除き£96 million はイングランド銀行がこれを引き受け、発行部の手持ちとし、後日政府ブローカーが市場価格で徐々に売却して行った。この発行部が引き受けただけ国庫はその借入れを減少させざるを得ず、それだけの額が大蔵省証券で賄う必要があった。更に大蔵省証券の増発を必至ならしめたのはこの第一四期に於ける国庫の総合収支が£432 million と大幅な赤字を示したことであって、このために保証発行£100 million、内部資金£124 million、市場外資金£34 million を利用しても、なお大蔵省証券で£345 million が発行されることになった。更にこの第一四半期には大量のスターリングが海外に逃避し、上半期だけで£384 million の減少となり、同時にそれらの有していた大蔵省証券が放出された。かくて銀行の流動性比率は1952年6月末には約35%となるに至った。

第二四半期（7月～9月）の間、公債市場は可成り立ち直った。そこで手持ち公債の大規模な売却を計ったのであるが、しかし既に大量の国債（£972 million の国債と£60 million の保証公債）がこの1952年11月より53年3月迄に満期になるので、これらの期日物を買入れねばならなかったため、正味の売却は僅かであり、この期間に於いては£38 million にすぎなかった。これは国有化保証公債の第一四半期に売り出された£170 million のうちの残額

(6) HMSO, *Committee of the Working of the Monetary System, Principal Memoranda of Evidence*, Vol. 1. Memoranda submitted by the Bank of England. Q. 29. p. 24.

£ 40 million を消化するに用いられた。従ってこの第二四半期の国庫赤字 £228 million は殆んどが大蔵省証券の発行 (£ 194 million) によって市場から賄われた<sup>(7)</sup>。

第三四半期 (10月~12月) にはこの大量の国債が満期になるので、その借り替え及び現金のために総額 £ 1,037 million の借り替え公債が発行された。£ 720 million が借り替えのため £ 317 million は現金のために発行され、この後者は強制的に銀行に割り当てられた。そのうち £ 288 million が新たに市場で消化され、£ 105 million の満期債が償還された。この第三四半期に於いては国有化産業と郵便局のために £ 50 million の保証公債が発行されたため、現金 £ 288 million のうち国庫が用いるのはその残額 £ 238 million に限られていた。この第三四半期に於いても国庫の不足は £ 343 million であり、その不足はこの公債消化残額では補われず、従って £ 131 million の大蔵省証券が発行されたのである。

かくてこの第一四半期より第三四半期迄の9カ月間、国庫の総所要額は £ 1,219 million であったが、そのうちの大半即ち £ 670 million が大蔵省証券の増発に依って賄われ、市場で消化されたのは £ 353 million 程度にすぎなかった。かくて1952年10月末には銀行流動性は38%にも達した。第四四半期になって国庫収入が揚超となるに及び、大蔵省証券も £ 269 million 減じかくて銀行流動性も1953年2月頃には漸く33%程度に減少した。

かくして1952年度は金融引締めが国際収支の改善を目的としてなされたが国内に於いては金融引締め政策が決して効果をもたらしたとは思われない。むしろこの年の金融引き締めが成功したのは本質的にデフレ期であったことと、更に貸出の選択的統制が強化されたこととに基づいておると云える。しかし他面に於いて財政の赤字補てんと国有化産業の保証公債の発行とが、市況の悪化の中でなされ而も大量の国債が満期になる時になされたため、十分な長期債の市場消化は見られず、従って必要資金を十分に調達し得なかった

---

(7) *Ibid.*, Q. 30. p. 24.

ため、大蔵省証券の増発と云う形で資金調達がなされることになり、そのものはインフレ的な要因をはらんでいたと云うことが出来るであろう。1952年度は幸いデフレ的な時期であったため産業の私的部門は著しい投資の増加を生まなかった。しかし銀行の流動性が高いと云うことは産業の資金需要が高まる時には容易にそれに<sup>(8)</sup>応じ得ることを意味する。このような潜在的なインフレ要因は1952年度には表面化しなかったが、1954年末から55年にかけては顕在化するに到った。

いずれにしても1952年は今後数年間にわたって生じた財政資金の調達をめぐる金融上の諸問題を典型的に例示しておるものと見て良いであろう。即ちそれらは、 $\alpha$ ) 国有化保証公債の発行に対して当局が援助する必要があり、 $\beta$ ) 大量の満期国債を借り替え又は償還せねばならぬ。 $\gamma$ ) 外貨準備及びスターリング残高の変化。 $\delta$ ) 金縁証券市場の状況は一般的経済状勢に依存すること等である。

## 2. 1953～1954年

1953年、1954年の両年は、戦後のイギリスに於いて最も安定した経済成長の時期であった。1953年に入ると国際収支は著しく好転し、経済活動は次第に活発となって行った。従来とられていた建築、配給などの統制は次第に廃止され、更に私的部門の投資を奨励するために1953年には initial allowance が回復され、1954年には更に investment allowance が導入された。国有化産業並びに郵便局の投資に於ては1953年度に於いては総計£311millionの公債が発行され（第3表参照）また第4表に示すような国庫画線下から国有化産業に£98 million 貸付けられ、合計して1952年度以上の額が国有化産業に投資々金として調達されたし、1954年度に於いては £188 million の保証公債が発行され、更に国庫の画線下からは £126 million と1953年に比して少ないがある程度の資金の調達がなされたのである。この好況の二年間金縁証券市場は好調で上げ市場であり、新規発行公債の市場消化率も高く、また満期

(8) A. Day, *The Economics of Money*, p.144. デイはここで銀行の流動性比率が30%を超えておる場合には、容易に貸出が増加し、たとえ金利を上げてもそれを押えることの不可能である所似を力説しておる。

債の償還も少なく国債管理は容易であったと云える。従って国庫の総所要額は可成り大きかったが、公債の市場消化額が大きかったこと、及び小額貯蓄と

第3表 国庫の資金調達 (1953/54) (単位 £ million)

	4月~6月	7月~9月	10月~ 12月	1月~3月	1953年4月 ~1954年3月
所要額					
1. 国庫の総合収支	- 358	- 201	- 380	+ 652	- 287
2. 国有化産業及郵便局	- 132	- 63	- 68	- 48	- 311
総所要額 (1+2)	- 490	- 264	- 448	+ 604	- 598
3. 内部資金	- 20	- 63	- 41	- 9	- 133
4. 合計 (1+2+3)	- 510	- 327	- 489	+ 595	- 731
その調達					
5. 保証発行	+ 100	- 25	+ 100	- 50	+ 125
6. 市場外からの借入	+ 31	+ 22	+ 79	- 150	- 18
7. 市場からの借入					
i) 市場消化 (純)	+ 127	+ 84	+ 229	+ 11	+ 451
ii) 大蔵省証券	+ 252	+ 246	+ 81	- 406	+ 173
8. 合計 (5+6+7)	+ 510	+ 327	+ 489	- 595	+ 731

国債の発行内訳

1. 国債					
(a) 国債の発行	+ 100	-	+ 340	-	+ 440
(b) 償還	-	-	- 25	- 70	- 95
(c) 減債基金	- 7	- 10	- 9	- 11	- 37
2. 保証公債の発行	+ 132	+ 63	+ 68	+ 48	+ 311
3. 合計 (1+2)	+ 225	+ 53	+ 374	- 33	+ 619
4. 政府部内の保有	+ 98	- 31	+ 145	- 44	+ 168
5. 市場の消化	+ 127	+ 84	+ 229	+ 11	+ 451

註 1. *Principal Memoranda of Evidence*, Vol. 1, p.59.

第4表 国庫収支 (1951—52年度～1958—59年度)

(単位 100万ポンド)

	1951 —52	1952 —53	1953 —54	1954 —55	1955 —56	1956 —57	1957 —58	1958 —59
画線上								
歳出に対する歳入の超過	380	88	94	433	397	290	423	377
画線下								
支出								
国有産業その他への貸付	153	119	98	126	133	759	1,045	1,138
公共事業貸付局への貸付	377	412	299	353	331	109	92	4
郵政省への貸付	37	51	57	58	70	79	79	43
その他の支払	174	165	190	180	227	229	235	270
受取	212	223	253	216	223	555	816	896
正味赤字	529	524	391	501	538	621	635	559
国庫の現金赤字	149	436	297	68	141	331	212	182

註 大蔵省訳『ラドクリフ委員会報告』(昭34年) p. 21.

納税貯蓄債券の増加がなされたこと等に伴って、大蔵省証券の発行はこの2年間比較的少なくて済んだのである。

国有化産業並びに郵便局の資金調達のために1953年4月から9月迄に £195 million の保証公債が発行され、更に好況下金縁証券価格が上昇していたので、1953年6月には £100 million の3%公債が新規発行された。しかし既に当時 £577 million の1¼%連続借り替え公債の満期日が1953年11月にせまり、また £412 million の2½%戦時国民公債の満期も1954年1月に近づいていた。当局は前者の £577 million の1¼%連続借り替え公債を、より高い利率の2¼%連続借り替え公債 £502.9 million と1¼%連続借り替え公債 £49.3 million とで合計 £552.2 million を借り替え、£25 million を償還した。更に後者も £412 million の2½%国民戦時公債を £340.6 million の3½%借り替え公債と借り替え、残額 £71.2 million を償還した。この借り替えは成功であったが、しかしいずれもその発行条件を有利にしたことがあずかって

力があつたと云われておる。<sup>(9)</sup>

結局この4月より9月迄の間に £211 million の公債が市場で消化された。しかしながら第3表で明らかな如くに、国有化産業と郵便局の資金必要額は計 £195 million であったので、これに用いると国庫が利用しうる金額は結局 £16 million の過ぎず、この第一四半期と第二四半期の国庫の不足額合計 £559 million は殆んどを大蔵省証券で調達しなければならず、この半年間で大蔵省証券は £498 million 発行せられた。

1953年10月から1954年3月迄の半年間、1951年11月の強制借り替え以来、始めて浮動公債の大幅な減少が見られるに到った。これは新規公債の市場消化が可成りの額に及んだこと、また満期債の借り替えが成功したことに依るものである。この半年間、新規公債発行額は £341 million で、また前述した如くに多くの満期債の借り替え (£552 million の連続借り替え公債、国民戦時公債 £341 million) がなされねばならなかったが、この借り替えが大量であったにも拘わらず償還額は £95 million にすぎず、そして市場の公債消化は、これらの償還を差引いても £240 million に及んでいたのである。1953年10月からの半年間で国有化産業及び郵便局のために £116 million の保証公債が発行されたが、これの消化は上述の £240 million の公債市場消化額が用いられ、差引き残額 £124 million が国庫の利用し得る資金となった。更にこの半年間は財政資金の揚超の時期であったので大蔵省証券は £325 million の減少を示した。前年同期の大蔵省証券の減少は £138 million にすぎなかったが、1953年後半期はこれの2倍以上の減少を示したことになる。手形交換所加盟銀行の流動性比率は1954年1月～3月の期間33.0%を示した。

なお1953年の初めから地方当局の資金調達方法が変更になり、地方自治体は公共事業貸付局からの借入れと債券又は<sup>(10)</sup> 抵当債の発行の二つのうちいずれかを選ぶことが出来るようになった。しかし公共事業貸付局の提供する利率

(9) P. B. Kenen, *op. cit.*, p. 215.

(10) 大蔵省訳「ラドクリフ委員会報告」93節. p. 24.



が有利であったため、地方自治体が自ら債券を発行することは多くなかったが、しかし第4表で明らかなように1953年—54年には公共事業貸付局からの貸付は £299 million となって、1952年—53年の £412 million より可成り減少しておる。

このように地方自治体の国庫依存度が減少したことは、国庫の画線下赤字を減少せしめるに役立ち、これが1953年度になって大蔵省証券の減少をもたらした一つの原因としてあげられる。なおこの時期になって注目されることは、大蔵省証券が手形交換所加盟銀行以外の金融機関（海外の中央銀行、産業会社等）に依って可成り多く保有されるに到ったことである。1952年—53年、これらの金融機関の大蔵省証券保有高の増大は £100 million 程度であったが、1953—1954年には £250 million を超えておる。このように手形交換所加盟銀行以外の大蔵省証券が増大したのは、1953年に国際収支が大幅に改善されたためと、それに伴ない1954年の初期に振り替え可能ポンドがきわめて強調であり多額の短期外資が（1954年3月、4月、5月で約 \$110 million）流入したためである。当時ロンドンの短期金利はアメリカのそれに比して高かったため、これからの短期外国資金にとってはロンドンが有利であったのであり、1954年5月に公定歩合が3.5%から3%に引き下げられた主因は、かかる短期資金の動きを調整するにあった。

1954年の前半は1953年の好況の延長であった。政府は1953年に引き続き54年には更に種々の直接統制を緩めた。資本統制・税制・賦払購入統制等多くの面で緩和された。かくて戦後初めて耐久消費財を中心としたブームが生まれ、楽観的な雰囲気は支配的であった。「かくてこの投資ブームはイギリスを1953年及び54年に支配した楽観主義を立証するものである。この楽観主義は価格統制・配給制の廃止、更にはスターリング貨に対する確信、そして国際緊張の緩和に伴なって生まれたものである。かかる過度の気分は容易に広まりやすい。1954年10月バトラー蔵相は保守党大会に於いてイギリスは来るべき25年間に生活水準を二倍に高めることが出来る<sup>(11)</sup>と語った。」

(11) P. B. Kenen, *op. cit.*, p. 101.

従って1954年4月から9月迄の金融姿勢は、ほぼ1953年の継続であり順調であった。54年5月の公定歩合引き下げと共に一般金利も下がり長期証券の価格も上昇し市況は活発であった。この期間に大量の期日物の借替えが行なわれることになっていた。9月には1954—58年の国民戦時公債 £ 321million, 11月には £ 535 million の連続借替え公債, 1955年2月の £ 734 million がそれであり, 合計 £ 1,590 million に及んだ。借替えと現金のため £ 1,000 million 以上の国債が発行され, その内 £ 700 million は借り替えのため, £ 300 million が現金のために発行された。しかも借替えは成功し償還額は僅か £ 29 million にすぎず, その上 £ 231 million が市場で消化された。

(第5表参照) 国有化産業と郵便局のための保証公債は £ 109 million 発行されたが, それを差引いても £ 122 million が国庫の利用し得る資金として残った。しかもこの1954年4月からは納税貯蓄債券 (Tax Reserve Certificate) 等の市場外資金や国民保険 (National Insurance) など政府内部資金が増加し, 国庫の市場依存度が減少し始めたのが注目されてよいであろう。従ってこの期間は僅かに £ 267 million の大蔵省証券が発行されたにすぎなかった。この大蔵省証券の発行額を1952年, 1953年の同じ期間に発行された額と比較する時, 52年には £ 539 million であり, 53年には £ 498 million であって, 従来の半分程度で済んだ。しかし銀行流動性は1954年6月で約33%程度であった。

しかし1954年後半期から, 過去約1年半継続した好況は次第にインフレ的様相をおびて来た。何よりも需要の増大が最大の原因であったが, それに伴って労働力の不足が生産の隘路となり, また輸入の増大, 輸出の停滞が目立ち始めた。それは投資ブームが国内需要の増大をもたらした輸出品にまで喰い込んだことに基づく。この1954年の下半期から55年の初頭にかけて政府の金融政策は非常に微温的であって引締め政策を明確に打ち出さなかったが, これが1955年の本格的なブームを抑制し得なかった一因でもあった。1954年の下半期に於いて割引市場が公定歩合で救済を受けねばならなかったのは,

12月30日に一回あっただけであり、他は救済を受ける必要がなかった。<sup>(12)</sup> 1955

第5表 国庫の資金調達 (1954/55) (単位 £100 million)

	4月~6月	7月~9月	10月~ 12月	1月~3月	1953年4月 ~1954年3月
所要額					
1. 国庫の総合収支	- 336	- 130	- 296	+ 657	- 105
2. 国有化産業及郵便局	- 69	- 40	- 66	- 13	- 188
総所要額 (1+2)	- 405	- 170	- 362	+ 644	- 293
3. 内部資金	- 148	+ 5	+ 44	+ 66	- 33
4. 合計 (1+2+3)	- 553	- 165	- 318	+ 710	- 326
その調達					
5. 保証発行	+ 50	-	+ 100	- 50	+ 100
6. 市場外からの借入	+ 121	+ 49	+ 107	- 203	+ 74
7. 市場からの借入					
i) 市場消化(純)	+ 211	+ 20	- 117	- 84	+ 30
ii) 大蔵省証券	+ 171	+ 96	+ 228	- 373	+ 122
8. 合計 (5+6+7)	+ 553	+ 165	+ 318	- 710	+ 326

## 国債の発行内訳

1. 国債					
(a) 国債の発行	+ 299	-	-	-	+ 299
(b) 償還	- 1	- 28	- 122	- 84	- 235
(c) 減債基金	- 7	- 10	- 8	- 10	- 35
2. 保証公債の発行	+ 69	+ 40	+ 66	+ 13	+ 188
3. 合計 (1+2)	+ 360	+ 2	- 64	- 81	+ 217
4. 政府部内の保有	+ 149	- 18	+ 53	+ 3	+ 187
5. 市場の消化	+ 211	+ 20	- 117	- 84	+ 30

註 *Principal Memoranda of Evidence*, Vol. 1, p. 60.

(12) P. B. Kenen, *ibid.*, p. 111.

年1月公定歩合は僅か $\frac{1}{2}\%$ 引き上げられ $3\frac{1}{2}\%$ になったため他の短期金利もそれに伴って上昇したが、これも誠に僅かであり、殆んど金融状態には反映がなかった。そしてこの金利の引き上げ後も当局は「裏口操作」で割引市場に充分の援助を与えたと云われておる。<sup>(14)</sup>

1954年の下半期に於いて、国有化産業の保証公債発行は比較的少なく£79 million 程度であったが、この期の国債管理に於いて著しいことは償還が著しく増大し始めたことであって、これはこの頃からインフレ懸念が次第に強まり、国際収支の前途に不安が持たれ市況が悪化し始めたからである。従って大蔵省証券の発行は10月から12月迄で£228 million の増加、1955年1月～3月で£373 million の減少となり、合計で£145 million の減少となったが、減少の割合が少なかった。この1954年後半期から金融状態には従来にはなかった新しい傾向が見られる。イングランド銀行は次の如く述べておる。

「73. 1954年の第三四半期以降、金融情勢には可成りの変化が進行していた。銀行の貸出と商業手形は増大した。これは大蔵省証券の増大に伴って、第四四半期には純預金の£248 million に及ぶ増大となって現われた。しかし市場大蔵省証券量の増大は、外部金融機関保有の大蔵省証券が一層増大したために、これら加盟銀行には余り大きな影響力はなかった。……この外部金融機関の大蔵省証券保有の動きは依然として続いている。それにはある程度満期債の償還によって得られた現金が用いられているのであり、また株式市場の市況悪化にも影響されている。大蔵省証券は当時の状況では株式より

(13) 1955年1月の公定歩合が大幅になされ得なかった理由を当局は次の如く説明しておる。「しかし当時大幅の公定歩合引き上げは当局に於いて適当と認められなかった。何故なら大幅の引き上げは諸外国にイギリス当局が国内インフレ状況を重大視しているととられる恐れがあり、そのためスターリング貨に対する諸外国の信認に傷が付き、振替可能ポンドの変動幅が増大し、その結果通常の交易及び支払いが阻害される恐れがないとは云えなかったから。」とイングランド銀行がラドクリフ委員会に提案した覚え書きでは述べられておる。 *Evidence*, Vol. 1. Memoranda submitted by the Bank of England. Q. 69.

(14) P. B. Kenen, *op. cit.*, p. 112.

も好ましいものであったであろう。しかも更に11月からは預金利子率（三週間予告預金）と大蔵省証券からの収益率との差が小さくなり始めたのであって、多くの預金が大蔵省証券に換えられたと云える。第四四半期には市場大蔵省証券は £ 228 million 増大したが、加盟銀行の大蔵省証券とコール・マネーの合計は £ 98 million だけ増加した。<sup>(15)</sup> 即ち1955年の初頭から外部金融機関の大蔵省証券保有額が増大し始め、手形交換所加盟銀行へ流入する大蔵省証券の部分が比較的減少し始めた。これは大蔵省証券利子率が1954年末には2%以下であったが、55年3月には4%に間近くなり急上昇したため、他の短期金利よりも有利になったからであり、これは55年の金融状態に著しい変化をもたらした。

### 3. 1955～56年

1955年は54年後半期からの投資ブームが一層強力となりインフレ傾向が著しくなったため、当局は初め金利の引き上げを以って引き締めようとしたが失敗し、止むを得ず再び強力な直接統制に依って漸くインフレを抑止することが出来た点が特徴的である。

この1955年に於いては、国有化産業の保証公債は可成りの額に及んでいた。第1表で明らかな如く運輸公債・ガス公債・電力公債と引き続き発行されその額は £ 334 million に及び、過去数年で最も大きい額であった。また国庫の赤字も決して僅かではなかった。特に公共事業貸付局に対する貸付は1954年度には £ 256 million にすぎなかったが、1955年度には £ 407 million と<sup>(16)</sup>なり、国庫の所要額を増大させた。1953年の始めに地方自治体の借り入れは若干規制されたのであるが、1955年10月迄は殆んど効果がなく、10月26日になって始めて公共事業貸付局からの借り入れを非常に厳しく制限することになった。1956年度からはかくして公共事業貸付局への貸付は第4表に見られるように減少するに到ったが、1955年度ではまだ多額の貸付が公共事業貸付

(15) *Memoranda, op. cit.*, p. 27. Q. 73.

(16) *Memoranda, ibid.*, Q. 91.

局に対してなされていたため、これが一つの原因となって国庫の赤字は1955年度に於いては少なくなかった。かくてはこのような国庫の赤字に加えるに

第6表 国庫の資金調達 (1955/56) (単位 £100 million)

	4月~6月	7月~9月	10月~12月	1月~3月	1955年4月~1956年3月
所要額					
1. 国庫の総合収支	- 325	- 272	- 280	+ 680	- 197
2. 国有化産業及郵便局	+ 7	- 143	- 163	- 12	- 311
総所要額 (1+2)	- 318	- 415	- 443	+ 668	- 508
3. 内部資金	+ 14	+ 166	+ 35	+ 44	+ 259
4. 合計 (1+2+3)	- 304	- 249	- 408	+ 712	- 249
その調達					
5. 保証発行	+ 100	- 25	+ 100	- 25	+ 150
6. 市場外からの借入	+ 65	- 8	+ 51	- 225	- 117
7. 市場からの借入					
i) 市場消化 (純)	+ 137	+ 76	- 48	+ 89	+ 254
ii) 大蔵省証券	+ 2	+ 206	+ 305	- 551	- 38
8. 合計 (5+6+7)	+ 304	+ 249	+ 408	- 712	+ 249

国債の発行内訳

1. 国債					
(a) 国債の発行	-	-	+ 249	+ 300	+ 549
(b) 償還	-	-	- 98	-	- 98
(c) 減債基金	- 7	- 10	- 9	- 11	- 37
2. 保証公債の発行	- 7	+ 143	+ 163	+ 12	+ 311
3. 合計 (1+2)	- 14	+ 133	+ 305	+ 301	+ 725
4. 政府部内の保有	- 151	+ 57	+ 353	+ 212	+ 471
5. 市場の消化	+ 137	+ 76	- 48	+ 89	+ 254

註 *Principal Memoranda of Evidence*. Vol., 1. p. 61.

保証公債の多額の発行が伴ない、金融引締めにも拘わらず大蔵省証券の流れを減少せしめることが困難となったのである。

1955年1月の公定歩合引き上げは僅か0.5%にすぎなかったので2月24日更に1.0%引き上げて4.5%にした。この2月の引き上げの前、既にイングランド銀行は割引市場に7日貸しの利率 (seven-day loans) を適用し割引市場を締めつけていたためもあって短期利子率は上昇していたが、この二度目の引き上げに依って短期利子率は異常に上昇し、大蔵省証券利率と新しい公定歩合4.5%との差は0.5%程度となり、ほぼ4.0%の水準に達した。この結果、大蔵省証券より得られる利回りは、銀行預金の利回りよりも1%程度高くなったため、産業界やその他銀行取引先は相当程度銀行預金を引き出して大蔵省証券に切り換えるに到った。更にまた多くの投資家は満期公債を借り替えず償還しそれによって得た現金で以って大蔵省証券を購入したが、かかることも大蔵省証券利率が長期金利と大差がない程上昇した結果であり、かかる異常な金利構造は1955年度全体を通じて長期化借り替えを不成功に終わらせたと云えるであろう。

1955年の産業界は前年の投資ブームに引き続き、公定歩合の引き上げにも拘わらず、依然強気であり、銀行はそのため貸出を急激に減少せしめることが出来なかった。銀行以外の金融機関が大量に大蔵省証券を購入したことは、急激に銀行の流動資産を減少せしめ、銀行の流動性比率は1954年12月34.3%から1955年2月31.3%に減少し、3月に入ると共に5大銀行の比率は29.9%と30%比率を割るに到った。銀行は貸出の減少を避けるため国債の売却を計り、特に短期債を大いに売却した。1955年1月から3月迄に£72 million、更に4月から6月迄に£182 million、計£254 millionの売却を行なったのである。このような銀行の国債売却は二つの結果を生んだ。一つは貸出の増加が6月迄続き、1月から3月迄には£127 million、更に4月から6月迄には£162millionの増加が見られたことである。二つは国債価格の低下である。これについてはイングランド銀行の覚え書きは次の如く述べておる。

「92. 工業部門の普通株のみでなく金縁証券の価格も、1955年7月から9月迄の間に著しく下がった。金縁証券の価格は、主として外貨準備に於ける甚しい損失、国有化産業公債の大量の市場売り出し、そして銀行貸出の困難の結果として産業界に大量の長期並びに中期金融を行なうため銀行が金縁市場に金縁証券を売りに出したこと等に依って影響を受けた。<sup>(17)</sup>」

手持ち国債を売却して産業界の資金需要に応ずると云う銀行の動向は、当時の政府の金融政策には多くの面で真正面から対立するものであった。第一に金融引き締め政策が当時の産業界の投資ブームを抑制することにあつたとすれば、銀行の産業界への貸出増加こそは政府が最も抑えようとしていたものであった。第二に国債価格の低落に伴う国債管理の困難である。当時、後述する如く満期債の大量の借り替えと更に国有化産業の保証公債の発行とが政府の課題であつたが、国債価格の低落はいずれも成功せしめない。果たして第一の困難は漸く7月の蔵相の貸出制限に関する指令に依って銀行貸出を抑制することによって避けることが出来たが、第二の困難は国有化産業の保証公債を殆んどイングランド銀行発行部が引き受けねばならぬ結果をもたらした。そしてそれは大量の大蔵省証券の発行を余儀なくさせ、銀行の流動性を再び高めることになった。これに就いてはラドクリフ報告は次の如く述べておる。

「87. 1955年になって国有化産業債の公衆への売却がますます困難になり、相次ぐ発行のほぼすべてを発行部が引き受けなければならなくなった。イングランド銀行は発行部が『売れ残った債券の山で動きがとれなくなる』のではないかと恐れたが、それだけではなく、信用を抑制し、そのために銀行の流動性を伝統的な最低線にできるだけ近く保つという、政府の宣言した目標に全く反した影響を銀行の流動性に及ぼした。<sup>(18)</sup>」確かに1955年3月イングランド銀行は銀行に対して流動性比率を30%に維持することを強く要請しながら、それに続く月には流動資産を出して銀行の流動性比率を高めた。例

(17) *Ibid.*, p. 27. Q. 92.

(18) 『ラドクリフ委員会報告』大蔵省訳 87節. 22頁.



えば1955年3月には29.9%であったが、1955年12月には37.4%に増加した<sup>(19)</sup>のである。

更に1955年後半期には投資ブームが主な原因であったが国際収支が悪化し金・外貨の流出が著しくなりポンドの国際的地位が動揺し始め、それが国内にもはねかえって国債価格低落の一因となったことが注目されねばならない。1955年後半期イギリスの非スターリング地域からの輸入は増大し、輸出額との差額は増大し、更にイギリスのスターリング地域に対する輸出は伸び悩みの状態であった。然も6月に於けるヨーロッパ経済協力機構(OEEC)パリ会議に於いてイギリス代表は、ポンドが完全な交換性を回復したときは、ポンドの変動幅を現行より大きくする必要があると主張したため、それがポンドの平価切り下げを意味するものと解釈され、6月以降ポンド切り下げの噂が繰り返し現われた。かかるポンド切り下げの噂は非スターリング諸国のロンドン残高の減少をもたらし、一層国際収支を悪化させた。非スターリング諸国はロンドンから1955年の下半期に於いて£68 millionを引き揚げたため、イギリスの金・外貨準備は同期間に£200 million減少するに到<sup>(20)</sup>った。

さて、かかる国際収支の悪化、投資ブームの進行、国際価格の低落、短期利子率の急上昇と云う状況に於いて、当局の国債管理がいかになされたかを次に見てみることにする。

第6表で明らかのように第一四半期には当局は国債を£137 million市場消化することが出来たが、前述した如くにこの期間に於いて銀行は産業界の貸出に應ずるため手持ち国債を大量に売り出し、この第一四半期に於ける手形交換所加盟銀行の投資減少額は£182 millionにも及んだ。しかし同年7月大蔵大臣の貸出抑制の指令に基づき7月以降未迄貸出は減少するに到った。かくて1955年7月から12月迄の間に銀行貸出は£335 million減少した。しかしこの銀行貸出の減少は決して強力な金融引き締めを意味したものではな

(19) P. B. Kenen, *op. cit.*, p. 203.

(20) P. B. Kenen, *ibid.*, p. 127. 及びハロッド『安定成長の通貨政策』(村野・海老沢訳) p. 190.

かった。貸出総額は前年12月に比して見ると僅か £ 46million の減少にすぎず、しかも貸出減少額 £ 335 million の半分以上は国有化産業への貸出の減少に基づいたのであったし、しかもこの国有化産業は7月から新規に保証公債<sup>(21)</sup>を発行していたのであるから、7月から12月迄に貸出が減少したとしてもそれは極く僅かなものであったと云えよう。<sup>(22)</sup>

1955年7月から12月迄の間、国有化保証公債は7月に £ 100 million の「4%ガス保証公債1969—1972」が、更に8月には「4.5%電力保証公債1967—1967」が £ 200million と合計 £ 300 million 発行された。更に1955年11月には満期になる借替え公債 £ 524 million があった。第一及び第二四半期当局は金融引き締め政策に協力するために、この11月満期になる借替え公債の購入を手控えた。更に7月に発行せられたガス公債 £ 100 million は政府ブローカーの手に依って発行価格の5%割引き価格で売り出されたが、これは例外的なケースであった。かような価格政策は従来とられたことがなかったのであるが、この際かかる措置がとられたのは、やはりかようにして公債の市場消化率を良くして、大蔵省証券を現金入手のために出さずに済むようにするため、即ち金融引き締め政策に協力するためであった。<sup>(23)</sup>このガス公債の発行条件の発表は市場に悪い影響を与え金縁証券価格はそれに伴って下がった。このような発行条件の不利化にも拘わらずガス公債の売れ行きは思わしくなかった。更にこれに加えるに8月には電力公債も市場に売却せねばならなかったが、これの市場消化も僅かで大部分は政府部内の保有となった。

次に11月に満期になる借り替え公債の管理のため、10月には1957/58年満期の4%利付新規公債 £ 250 million が発行されたが、既に市況は思わしくなかったため、これも売れ行きは悪く、市場消化は約 £ 100 million 程度、残り

(21) *Memoranda, op. cit.*, Q. 90. p. 29.

(22) Kenen は1955年後半期の貸出減少は主として次の4つに限られていたことを指摘している。1) 国有化産業、2) 地方当局、3) 金融機関 (financial institution) ——主として月賦販売会社、4) 私的個人。従って工業投資には殆んど「金融引締め」は作用しなかったとしておる。Kenen, *op. cit.*, p. 124.

(23) Kenen, *ibid.*, p. 225.

£ 150 million はやはり政部部内の保有となった。£ 524 million の借り替えの問題は、当時市況悪化の折りであったので、£ 300 million 以上が借り替えられたならば成功だと評されていた<sup>(24)</sup>。しかし幸いこの £ 524 million のうち £ 426 million は 4% 利付き借替え公債 1957—58 に借替えられ、残り £ 98 million が償還されたのである。従って £ 250 million の新規公債のうちの市場消化額 £ 100 million の殆んどがこの償還のために用いられたことになる。そしてこの借替えの意外な成功は、当局に依る公開市場操作——即ち買いオペに負う所が多いと云われておる<sup>(25)</sup>。即ち第 6 表で明らかのように 1955 年 10 月から 12 月の第三四半期には市場の消化は £ 48 million の減少になっておる。この買いオペのため 7 月から 12 月迄の 6 カ月間での市場純消化額は第 6 表で見られるように £ 28 million (£ 76 million — £ 48 million) にすぎなかった。この £ 28 million は国有化産業の保証公債 £ 306 million の消化に用いられたことになる訳で、残り £ 278 million は、前述の如く政府部門の保有となり、それは大蔵省証券の増発となった。従って大蔵省証券の増発は著しく、第 6 表の示す如く 1955 年 7 月～9 月では £ 206 million、更には 10 月～12 月では £ 305 million と計 £ 511 million の増加が見られた。1955 年下半期は国際収支が悪化した時期であることは前述した如くであるが、このため £ 200 million 以上のスターリング貨の受け取りがあった（為替平衡勘定は 7 月～9 月 £ 142 million、10 月～12 月 £ 74 million の増加を示した）ため、内部資金が増加し（7 月～9 月 £ 166 million、10 月～12 月 £ 35 million の増加）これが利用せられた訳であるが、それでも £ 511 million の大蔵省証券が増発されたのであって、もしこのスターリング貨の受け取りがなかったならば、これよりも遙かに大きな額の大蔵省証券が増発せられたであろう。かくて大蔵省証券の銀行保有の増加が再び見られ、更に 7 月の貸出圧縮の要求に伴う貸出の減少が引き続いたため、銀行の流動性を著しく高まり、1955 年 12 月には前述した如く

(24) *The Economist*, 15. Oct. 1955. Vol. 177. p. 226.

(25) Kenen, *op. cit.*, p. 220.

37.4%とここ数年に類を見ない程に高まったのである。

かくて国有化産業は1955年の金融引き締め期に大蔵省証券の増発によって大幅な投資をしたことになり、銀行貸出の圧縮に依って事業上支出の削減を余儀なくされたのは地方当局・消費者金融会社そして私的個人位のものであった。産業界は株式市況の悪化に伴なって株式の発行が困難になるや、社債を大幅に発行し、これらの新規社債は国債を売却した保険会社によって買<sup>(26)</sup>取られた。産業界は依然として投資を削減しなかった。かかる投資ブームの結果として工業生産は1955年後半著しく増大したけれど、物価上昇・労働力不足・賃金上昇・納期の遅延等インフレーション的傾向は著しく強まざるを得なかった。

1956年1月から3月迄の間、政府は5%利付大蔵省公債 (Exchequer Stock) 1957を新規に発行したが、そのうち £ 89 million は市場で消化され残りは政府部門の保有となった。丁度この期間は季節的に国庫が揚超の時期であったので大蔵省証券は £ 551 million 減少せしめることが出来、かくて1955年度全体として £ 38 million 程度大蔵省証券を減少せしめることが出来た。

かくて1955年は金融引き締め政策が効果をあげることが出来ず、銀行は高い流動性を維持したままに終わった。かくて1956年以降57年に到るまで55年56年とは異った新しい金融引き締め政策がとられねばならなかった。1955年10月の来年度予算の概算見積り書作成の際、大幅な黒字予算が計画され、消費の抑圧・民間投資の抑制・公共事業貸付局への貸し付けの減少を計ったが、更に注目すべきは、国有化産業の資金調達方式を従来<sup>(26)</sup>の如く保証公債の発行によらず、専ら従来石炭産業になされた如くに国庫が直接賄うことになり、強力な統制下におかれることになった。これに就いてはイングランド銀行はそのラドクリフ委員会に提出した覚え書きで次の如く述べている。

「これらの産業(電力・運輸・ガス)は2年に限り、その長期投資に必要な資金を、従来<sup>(26)</sup>の如く政府保証公債の発行に依らず直接政府貸し付けによって賄う

(26) Kenen, *ibid.*, p. 124.

ことになった。銀行のこれら産業に対する貸付は、単に流動資本に対してだけに限定されるようになった。かかる変化からは、国際管理が従来よりより一層適切になし得ると云う効果が期待出来るであろう。国債の発行は市場の状態によりよく適合するようになり、保証発行の時よりもタイミングと発行の条件に関してより多くの自由を得るであろう。<sup>(27)</sup>」

かくて保証公債の発行は1955年を以って停止され、1955年に見られた如くに大蔵省証券が保証公債の市場不消化のため短期間に大量発行されることはなくなり、確かに国債管理は従来より進歩したと云えるであろう。しかしながらそれでも国有化産業の資金調達を国庫が面倒を見なければならぬと云う事実は依然として変わらないし、第4表で見られる如くに1956年以降画線下支出に於ける国有化産業の貸付は急増しておる。

1956年2月公定歩合は4.5%から5.5%に上がり、金融引き締め措置は次第に効果をあげて来たが、しかし依然として物価の上昇は止まず、引き締め政策は十全な効果をあげたとは云えなかった。1956年の国債管理の状況を見ると1956年8月には £824 million に及ぶ「戦時国民公債」(National War Bond)の満期日が到来し、さらに4月には £202 million の3.5%大蔵省公債(Treasury Stock) 1979—1981が新規に発行されたが、1956年4月～9月の6カ月間は産業不安と更に中東に於ける政治的不定とが反映して市況は極めて悪化し、新規公債の市場消化は殆んどなく、満期債の償還が多額に及び、大蔵省証券は £519 million 増発された。そしてこのような大蔵省証券の増発は、市況の悪化も一つの原因であるが、やはり国有化産業の資金調達が国庫の画線下からなされねばならなかったため、依然として国庫の所要額が大きかったことに求められる。市況が悪化すれば、国有化産業の資金調達がたとえ国庫からなされるにしても、大蔵省証券の増発を伴ない易い。銀行の国債売却は上半期には多少ながら継続し銀行の貸出も若干増加した。

1956年10月以降は、中東に於ける政治的不安も解決し、更には国庫の季節

---

(27) *Principal Memoranda of Evidence*. Vol., 1., Q. 109.

的揚超の効果もあって、インフレ圧力は減少の方向を示し、短期金利は下落し始めた。長期金利も下落の方向にあったが、当局は1957年の始め長期国債の積極的売りオペ操作を行ない、その価格を積極的に指示したため国債の市場消化は著しく高まった。その上少額貯蓄の増加、外貨準備の損失に基づくスターリング残高の増加も加わって大蔵省証券は1956年10月から1957年3月迄の間に £867 million と、1951年末の強制借り替えの時に次いで著しく減少した。1956/57年の後半に伴なって漸く政府の借り替え政策は大きな成功をおさめ、浮動公債の大幅な減少が見られるに到った。かくて1957年2月に到って金利は5.5%から5%に切り下げられた。

## V この両者をめぐる諸問題

以上に於いて国有化保証公債の発行が、金融政策に如何なる影響を与えたかを1951年より57年迄見て来た訳であるが、結局それはこの期間に関する限り保証公債の発行が大蔵省証券の増発の一因となって、全信用構造を流動化せしめ、当局の国債管理政策を一層困難ならしめ、金融引き締め効果を減殺したものであることが明らかとなった。1952～1954年の如き安定的な経済成長がなされ、国債管理が順調に運んだ時ですら当局は国有化産業の資金調達のためになお大蔵省証券の絶対額を減らすことが出来なかった。これに就いてはハロッドは次の如く述べ、事柄の重大性を指摘しておく。「国有化産業の資金調達問題が未解決のままになっている限り、再度のブームが来れば、事柄はさらにまずくなり、ポンドの破滅とポンドの維持の上に築かれておるイギリスの世界にわたる<sup>(28)</sup> 権益の破滅を招く真の危険がある」

この両者間の矛盾を如何に解決すべきであるか。これに就いてはラドクリフ報告は次の如き見解である。即ち今日のイギリス経済に於いては単に国有化産業のみでなく、中央政府及び地方当局を含めた公共部門の比重が極めて大きくなったことから、金融機構並びに金融政策も当然大きな変化を受けざ

(28) ハロッド『安定成長の通貨政策』p. 207.

るを得ない状態になったとし、このような公共部門の増大に対応して金融政策も短期金利よりは長期金利を重視して、信用構造の流動性を引き締めることが必要であり、国有化産業の資金調達もこのような長期金利を重視した金融政策に依る限り、国庫依存による1956年以降の調達方式で差し支えないとしておる。<sup>(29)</sup> 巨額の財政赤字がそのために必然的となるが、同報告はそれを容認し、それを前提とした上で長期利子率の上昇に依り国債の市場消化を促し、更には公開市場操作によって経済の流動性をコントロールして行くと云うのが同報告のねらいと云って良いであろう。

同報告は現在長期利子率の引き上げ圧力となっておるものが3つあると云う。即ち次の如くである。「利子率がある水準に繋留されているということは、当局の借り替え政策を容易ならしめるに相違ない。われわれ自身としては、ある特殊の標準の存在を確信しているわけではなく、長期債の十分な消化をもたらすに必要な債券利廻り水準を上方に引き上げる傾向をも3つの大きな要因に印象づけられた。この3要因とは、国債の着実な増大（これは平和時における新現象である）、インフレ継続の期待、および（インフレ懸念とは別個の要因としての）<sup>(30)</sup> 多くの投資家の株式への移行の3つである。」

事実当局は1951年から1957年のこの期間に於いて、長期利子率を引き上げるような公開市場政策は、1955年7月におけるガス公債の場合（この場合は前述した如くに発行価格の5%割引の価格で売り出された）を除いて採られたことがなく、常に市況が上向いておる時にのみ行なわれた。そのためこの期間に於いて大規模な借替えはなされず、大蔵省証券の増発が伴った。<sup>(31)</sup> ラドクリフ

(29) *Committee of the Working of the Monetary System, Report.* para. 595.

(30) *Report, ibid.,* para. 570.

(31) *Report, ibid.,* para. 551. なお Kenen は次のように述べておる。「当局は長い間、当局の市場に向けて売り出す債券の価格を切り下げることがあった。金縁証券価格が上昇した時には、当局はしばしばその債券の売り出す価格を市場価格に合致させた。当局は借り替え公債1999—2004の場合、その価格を一日の間に三度も上げた。しかし金縁証券価格が下落した時には、政府ブローカーはいつもその相場を下げることを拒絶した。当局はそこで自分の建値と市場価格との開きが大きくなるのに委せた。当然債券は売られなかった。」*Kenen op. cit.,* p. 224.

委員会はかかる当局の政策を批判して、50年代前半に於いて当局は余りにも短期利子率と直接統制に頼り過ぎたから、60年代はもっと長期利子率に重点を置くべきことを主張した訳である。

このような長期利子率の引き上げ、国債の増大を容認するラドクリフ報告の基調は、やはり将来も公共部門が増大しこそすれ、減少することはない、これが時代のすう勢であると云う認識が根本にあると申すことが出来る。同報告は次の如く述べておる。

「公共部門においても投資が縮小するとは考えられない。すなわち、1950年代に製造された自動車の使用に必要な道路建設も引続き行なわれると予想され、鉄道近代化計画も今後長期にわたって実施されよう。また、発電所建設も引続き行なわれると思われる。ある種の発展計画は、その成果が国民所得に実質的追加をするようになる迄には、巨額の資本を吸収しそうである。例えば若干の原子力計画は、巨額の資金需要を形成するであろうが、これは全部ではないにしても、大部分が公共部門内部で調達されなければならない。このようなわけで住宅建築需要が緩和されるとしても、資本不足が解消されるとは信じ難い。しかも、1950年代の後半と比較すれば、公共部門に重点が移るといふことはありそうなことである。<sup>(32)</sup>」

従って過去に於いて公共部門の資金調達が大きな原因で、大蔵省証券の如き流動資産が大量に放出され、インフレーションの促進要因となったとは云え、「当局は、公共部門による現実の資金使用を切りつめて、(政府の経常支出又は公共部門における投資のいずれかを切りつめて)、当該期間中に民間に売り出さるべき債務額を縮小せしめることが出来る。<sup>(33)</sup>」がしかしこれは、同報告によれば、「失敗の告白であり、あたかも1957年にこの種の理由で公共部門の投資が削減された時の如く、計画の無益な崩壊をもたらす。<sup>(34)</sup>」のであるか

(32) Report, *op. cit.* parra. 477. 大蔵省訳 132頁.

(33) *Ibid.*, para. 558. 大蔵省訳 160頁.

(34) Report, *ibid.*, para. 560. 大蔵省訳 160頁.



ら、かかる削減は避けねばならぬと考えておる。かくて同報告は「適度に高い債券金利と巨額の予算赤字とは、経済政策の熟慮された手段として、異例の組み合わせを形成しているが、これは景気後退期にさえもインフレ気構えや成長気構えが残っておるような世界においては、正しい政策ということが出来る。」<sup>(35)</sup>のであるから、当然国有化産業の資金調達に就いても積極的にならざるを得ないし、他の公共部門に就いても同様である。従って地方自治体の資金調達の方法に就いても積極的に、同報告は地方自治体にも、国庫は金縁証券金利で公共事業貸付局を通じて長期資本を供給出来るようにすべきであると主張しておる。<sup>(36)</sup>同報告は、国有化保証公債の発行に代わる色々の代案を<sup>(37)</sup>吟味したが、結局国庫に頼ることをすすめた。

これに対して R. F. ハロッドの国有化産業の資金調達に関する主張は、既に第三節で紹介した如く極めて消極的である。彼はイギリス政府が国有化産業並びに地方自治体の資金調達のため平和時に於いても純借手になったことが、政府の立場を弱める結果となり、国債管理を困難ならしめ、それがインフレ発生の大きな要因であることを強く主張しておる。従って国有化産業の国庫への依存は中止すべきであると云うのが彼の立場である。

従ってラドクリフ委員会の結論とハロッドの主張とは、国有化産業の資金調達の方法に関しても正反対と云えるであろう。かかる見解の相違はやはり両者の金融並びに通貨の本質に関する見解の相違に基づくと思われるので、ここで若干両者の相違を明らかにして見ることにする。第一の相違は通貨供給の問題に関してであり、ハロッドは通貨供給の制限をインフレ対策として極めて重視しておるのに対し、ラドクリフ委員会では通貨供給の制限を無視しておる訳ではないが、これを一般流動性対策の一部としてより広い立場で

(35) *Report, ibid.*, para. 577. 大蔵省訳. 168頁.

(36) *Ibid.*, para. 596. 大蔵省訳. 172頁.

(37) *Ibid.*, para. 593. 大蔵省訳. 171頁。ここでは E. V. Morgan 教授の「配当額は、最低額を保証され、更に利益にではなく売上高に連絡させる」所の議決権ない特殊形態の株式発行案を吟味しておるが、しかし結局その案は電力業を除いては実行不可能であると結論している。

把握しようとしている。両者とも大蔵省証券の増発を制限すべきだと云う点に於いては同一意見であるが、その根拠は両者の通貨供給に関する見解の相違に従って可成り異なる。ラドクリフ委員会は、大蔵省証券の増発が一般流動性を高めるが故に制限すべきであると主張するのに対し、ハロッドは大蔵省証券を引き当てに当局は通貨供給を惜しみなく行ない、イングランド銀行の最後の貸手 (lender of the last resort) としての立場を緩めたことがインフレの原因だと考えたのであるから、イングランド銀行の最後の貸手としての立場を強化し、通貨供給をそこで制限するためには、大蔵省証券の発行を強く制限すべきであると主張することになる。これに關聯してハロッドは次のように述べておる。

「私は政策の用具として、通貨量における変化の価値を強調したいと思う。……かつての通貨量の削減を確実にする正統的な方法は、短期貸付市場を通ずるものであった。しかしこの方法はイギリスでは困難になっている。それは、政府が毎週なんとかして消化されなければならない入札分大蔵省証券の流れを減らすことができなくなったことである。<sup>(38)</sup>」

かかる相違は第二の資金獲得の困難さ (availability) に就いても可成り大きな喰い違いをもたらしておる。両者共 Availability 説を採っておることは共通であるが、その内容に於いては可成り異なる。ハロッドはアヴィラビリティの難易は、国全体の貨幣量の削減の程度に依存すると考えるのに対し、ラドクリフ委員会はアヴィラビリティは一般流動性に基<sup>(39)</sup>づく<sup>(39)</sup>と考える。1955年の引締めの際、大蔵省証券の入札発行分が増大したためだが、その際通貨供給を減少せしめ得なかったから、短期金利の上昇にも拘わらずアヴィラビリティは減少しなかったとハロッドは説<sup>(40)</sup>いておる。しかしこれに対してラドクリフ委員会は通貨供給の意義をより低く評価し、アヴィラビリティは

(38) R. Harrod, *Policy against Inflation*. (村野・海老沢訳『安定成長の通貨政策』251—252頁。)

(39) Report, *op. cit.*, para. 389. 大蔵省訳. 104頁.

(40) R. Harrod., *op. cit.*, 村野・海老沢訳. 213—216頁.

一般流動性に依存すると主張して<sup>(41)</sup>おる。ハロッドのアヴィラビリティの解釈は当然通貨供給と大蔵省証券の発行量とを重視することになり、1955年の場合を例にとれば政府は国有化産業の資金調達が主な原因となって大蔵省証券の流れを減少せしめ得ず又通貨供給も厳しく制限し得なかったため、引締めに必要なことの丁度反対のことがなされるに到ったとハロッドは主張して<sup>(42)</sup>おる。しかしラドクリフ委員会の見解ではかかることはさほど重要性をもたない。

第三には長期金利に対する両者の見解の相違であって、これも上述の相違に基づくものと云えよう。ラドクリフ委員会はアヴィラビリティの決定要因として長期金利を重要視しており、これを積極的に操作し、インフレ含みの50年代と60年代に於いては長期利子率の引き上げが重要である旨を強調しておる訳であるが、ハロッドは長期利子率の引き上げには断呼反対し、3パーセント利子率こそは「その下でイギリスが1世紀間にわたり繁栄と拡大とを続けたもの」として市場の正常な金利として主張して<sup>(43)</sup>おる。

更に第四の相違として、ラドクリフ委員会は第二線流動性を重視しておるのに対して、ハロッドは第一線流動性即ち現金ベースを重視しておる点があげられるであろうが、これもやはり理論的には第一の相違即ち貨幣供給か一般流動性かの見解の相違に由来するものであろう。

これらの両者間に見られる理論的相違をここで詳論することは本稿の目的でないが、しかし国有化産業の資金調達の方法に関してラドクリフ委員会とハロッドとに於いて著しい相違が見られたのは、やはり上述の如き金融並びに通貨に関しての両者の理論が相違していることに基づくものであることを<sup>(44)</sup>ここで指摘したかった訳である。これらの理論的な問題は他日に期したい。

(41) Report, *op. cit.*, para. 390. 大蔵省訳. 104頁.

(42) R. Harrod, 村野共訳. 216頁.

(43) *Ibid.*, 201頁. なお Report, *op. cit.* para. 569. 大蔵省訳. p.163.

(44) これらのラドクリフ報告に見られる金融理論に関しては、藤沢正也「ラドクリフ・レポートにおける金利問題のアプローチについて」(『金融経済』第62号、昭和35年6月発行)を参照されたい。

## VI 結 論

イギリス国有化産業の資金調達が1956年迄大部分が保証公債の発行によってなされたことが、イギリス戦後の金融市場並びに金融政策に如何なる影響を与えたかを簡略にまとめて見ると次の如くなる。

1) 国有化保証公債の発行は、戦後の大蔵省濫発の大きな原因となり、それによって金融構造に於ける流動性高め、金融引締め効果を減殺し、戦後インフレーションの一因となったことである。

2) このように大蔵省証券が、国有化産業の保証発行のために、濫発される結果になったのは、金縁証券の売買を中心とする公開市場政策の手が縛られていたため、この1951年～56年の期間に、戦時中発行した龐大な公債の借り替え政策が成功せず、従って大量の満期償還を行なわねばならなかった丁度その時に、新規にこれらの保証公債をも売却せねばならなかったからである。つまり債務管理と国有化保証公債の発行とは矛盾したのである。そしてこの矛盾は、好況の初期(1953—54年の如き)に於いては余り現われず、かかる時には既発行公債の借り替えも成功し、新規発行公債の市場消化も可成りに及ぶのであるが、金融引き締めが必要とされるような激しいブームの時(1955～56年)には、借り替えは成功せず、市場消化も少なく、同時に償還額が増大し、かかる時に大蔵省証券の増発となって、この矛盾は大きく現われることになる。

3) イギリスは戦後しばしばポンド危機に見舞われて来たが、かかる時にはポンド切り下げと共にスターリング貨の国外流出が続き、それは大蔵省証券の売却を伴なう。そしてかかる時には当局は短期金利の引き上げ等によってそのポンド危機に対処しようとする訳であるが、これは勿論債券市場の悪化を招き、国債管理の一層の困難と、それに伴って新規公債の市場不消化が増大し、前述の大蔵省証券の増発が伴なう。国際経済の危機に於いて、保証公債の発行は一層大きな重荷として金融当局としてのしかかって来る訳である。

国有化保証公債の発行がイギリス戦後の金融政策に及ぼした影響は以上の

三つに要約出来るであろう。もし国有化政策が戦後の労働党政府に依って行なわれなかったならば、あるいはまた例え国有化されたとしても国有化産業の資金調達をなすべき義務がイギリス政府に課せられなかったならば、戦後のイギリス政府の金融政策上の立場は、ハロッドの指摘しておる如くにもっと強力なものであったことは疑い得ない。しかしながら国有化せられた産業はいずれもイギリス産業の基幹であり、イギリス資本主義の背柱を形成しておるものであって、しかもこれらの産業は戦前から戦時にかけてその投資が極めて閑却されていたか、或るいは電力・原子力の如き戦後の技術革新に伴なって大幅な投資が必要とされていたのであって、これらの投資々金はたとへ、私的部門であったにしても、大幅な投資量を確保するためには、やはり何らかの形で国家の財政的援助が必要であったと思われる。或るいは又私的部門で所有されていたならば、国有化に伴なってなされた戦後の低価格政策とは異なった、コマーシャル・ベースに乗った高い価格政策がそれぞれの私的企業によってとられていたことは疑い得ない。そしてそれはそれで何らかの形で戦後インフレの一因となっていたであろう。

しかし国有化産業の資金調達は、戦後のイギリスの金融政策にとっては大きな重荷であったことは疑い得ないし、特に戦後の如きインフレ含みの経済に於いては、国有化産業の大幅な投資は避け、もっと削減するかより長期間に行なうかすべきであったであろう。<sup>(45)</sup>

しかしこのイギリスの国有化産業の資金調達に関する戦後の短い歴史を通じて我々が学ぶことは、公共部門の増大と云う現代的趨勢が金融政策並びに金融機構に当然及ぼすべきその影響に就いてであり、それは公共部門の殆んど無に等しかった20世紀初頭と公共投資が全体の半分近くを占める現代とに於いて金融政策がどのように変わるべきかの問題である。ラドクリフ委員会の長期利子率の容認などもその一例であろう。公共部門の増大に伴なう金融政策の在り方に就いて他日の論稿に待ちたいが、ケアンクロスの次の所説は

(45) M. Dacey, *Money under Review* (Hutchinson of London, 1960), p. 101.

この点に於いて可成り参考になる点を含んでおられるので、少々長い  
が訳出して抑参考に供してこの論文を終わりたいと思う。

「第三のやり方は、長期利子率を通じてである。公定歩合の変化は、それ  
に伴う他の短期利率の変化と共に、求めると求めざるとに拘わらず金縁証  
券市場に効果を持っておる。もしこの両者間の関係が密接であれば、公定歩  
合の変化は遅かれ早かれ市場の長期の端に作用して、金利に敏感な種類の投  
資を抑えたり又は奨励したりすることが出来る。このことを議論の出発点と  
したマクミラン委員会は、市場の二つの部分を仲介する役割を果たすものと  
しての銀行の機能に注目した。もし公定歩合の下落が公開市場操作に依って  
補強されるならば、このことは銀行の信用ベースを拡大し、そして銀行をし  
て国債を買うように仕向けるであろう。銀行の国債購入と、公開市場政策に  
よって中央銀行によってなされる購入とは、金縁証券市場に活気をもたら  
し、かくて他の機関の国債購入をも促すことになろう。かかる動きは市場の  
他の部分にも拡がり、他の借りる資格ある借り手の長期借り入れのコストを  
低め、かくて新規発行市場の復活に伴なって、投資が再び活発になるであろ  
う。

これが1931年以降に生じた事柄の大体正確な描写である。マクミラン委員  
会はたしかに的を射ている。30年代の状態では、金融機構の働きに就いてこ  
のようなことはたしかに正しく得ていた。しかしかかる状態は今日もなお  
続いているであろうか？ 信用膨脹と信用引き締めとの二つの段階に於いて、  
金融機構が丁度同じように作用するか否かの興味ある問題を別にして、答は  
明らかに状態が異なると云うべきである。マクミラン委員会が最も金利に敏  
感な投資部門とした公益事業と住宅部門とは今日では大部分公共部門に属  
し、〔金利でなく〕他の方法で制限又は発展せしめられ得る。私的部門が、  
長期利子率の変化に対応して投資量を加減する程度も、当時よりも遙かに遅  
くもなり又小さくもなっておる。

更に長期利子率を変える際にとられる銀行政策には困難がある。1930年代

にはこの困難は公衆をして、安い金 (cheap money) の時代がやって来たのでありそれは永続するものであることを確信せしめることにあった。当局は国債を買い、そしてその価格をつり上げるのに何らの妨げがなかった。更に当時当局は極めて僅かの短期負債を以て出発すると云う大きな利益を有していたし、また高利率の国債の大量を短期の予告で以て直ちに借り替え得る力を有していた。50年代の当局の目的は国債を売却することであって、買うことではなかった。そして政府紙幣で充満している市場に売りオペを行なうことは、その価値に疑念の抱かれぬ現金と交換に買いオペを行なうのよりははるかに難しい。更に50年代では当局はこれよりももっと困難な課題、即ち30年代には価格を引き上げるために売りオペが出来たが、今日では価格を引き下げることなしに国債を売却せねばならぬと云う課題を担っておるのである。<sup>(46)</sup>ここにイギリス金融政策のパラドックスが横たわっておるのである。」

(1962年12月31日)

---

(46) A. K. Cairncross, *Monetary Policy in a Mixed Economy* (Almqvist & Wiksell, Stockholm, 1960) pp. 40—41.