

セイヤーズ「バジヨット

## 以後の中央銀行」

R. C. Sayers : Central Banking After Bagehot, 1957.

藤 沢 正 也

本書は Sayers 教授が最近数年間に各地で発表した講演や論文を集録したものである。共通のテーマは、中央銀行の近代的な在り方を論じたものであるが、発表の時期とところを異にする論文集のため、表題の著作としては重複や脱線があり、また折角の興味ある意見も実証的な裏付けを欠くため、充分の説得力をもたない憾みもある。しかし流石は古くからの専門学者なりに、中央銀行の政策に関しては、*new wine in old bottles* と云った構想が窺われ、それが老巧な筆緻によつて各章とも精彩を放っている。この種の論文集は、種々な角度から評価され翫味され得ると思うが、私はこゝではイギリスで目下論争的になっているマネタリイポリシイを念頭におきながら、時代史的に紹介して見よう。

### Ⅰ マネタリイポリシイにおける中央銀行の基本的役割

Sayers 教授は先づ中央銀行の本質は、通貨の価値を維持したり、経済を円滑に動かす等様々の目的のために、金融組織を *discretionary* に統制することにあると云う。この *discretion* と云う言葉には重要なふくみがあるが、一応中央銀行としての自主的な判断と解してよい。経済がスミスの所謂見えざる手によつて導かれていたレッセフェールの段階においては、英蘭銀行はピール銀行法によつて拘子定規に運営されていたのであつて、通貨当局が自主的な判断を加える余地は殆どなかつた。このような「規則通りの運営は、中央銀行のアンチテーゼである。中央銀行が必要とされるのは、社会がある自主的判断と云う要素をのぞましいと決定した時代においてのみである。」<sup>(1)</sup>したがつて 250 年の歴史をもつ英蘭銀行も、真に中央銀行としての意識をもつて活動するようになったのは比較的新しく、その面紀は Bagehot の *Lombart Street* の出版 (1873年)

(1) I. The theoretical Basis of Central Banking p.1.

頃に求められねばならないと教授は見る。

当時イギリスでは英蘭銀行の自由裁量には少なからぬ不信が抱かれていて、通貨主義的な自動装置（正貨準備）から逸脱した政策をとると、インフレやデフレの波を不当に昂進させるおそれがあると考えられていたし、またよし当局の情勢判断が妥当としても、政府や実業界の圧力によつて政策のタイミングを逸し、ブームの始まる時に金融を緩和し、パニックのおそれある時に金融を引締める等の不手際によつて、景気変動を激化させるものと懸念されていた。このような疑惑に対して Bagehot は、英蘭銀行はピール銀行法後好むと好まざるとに拘らず、全金融業者のみならず全国民の国際的準備金の保管者になつていると云う事実認識にもとづき、政策的には恐慌期に一方的に貸付の引締めをやることなく、将来確実と認められる担保を引当にして借しみなき貸付を行えばそのような保管者たる信用に支えられて、少くともパニック（流動性恐慌）をふせぐことができる<sup>(2)</sup>と主張した。教授によると、この Bagehot 理論こそ 1844 年の原理を裸にして、英蘭銀行の特殊な立場を認識したと云う意味で、中央銀行の新原則をなすものにほかならない。

中央銀行の自主的な判断は当てにならないと云う批判に対して、Sayers 教授自身の見解はこうである。「中央銀行の内在的欠陥は、多くの国ではある程度制御されている。経済観測と云うことは尚不安な仕事ではあるが、経済学や統計学の発達は、この診断と云う仕事を目隠遊戯にはさせておかない。中央銀行家が実業界の空気に敏感であると云うことも、自己の責任を意識していさえすれば危険は少いのである。<sup>(3)</sup>」中央銀行は、第一次大戦の際には政府の銀行としてインフレを、大恐慌の際にはマネイトラストの銀行としてデフレを倍化する傾向があつたが、第二次大戦後10ヶ年の経験を見ると、そのような行過ぎを是

(2) W. Bagehot Lombard Street 1927.

「…したがつて、英蘭銀行の銀行部の準備金は、英蘭銀行の準備金のみならず全ロンドンの準備金であり、全ロンドンのみならずイングランド、アイルランド、スコットランド全体の準備金なのである。」p.32.

「…したがつて準備金の保管者は、二つの相反する疾病を同時に処置せねばならない。一方では手酷しい処置、特に金利の急激な引上を要し、他方では多額の即時貸付を以てする沈静的な処置を要する。」p.56.

(3) I. The Theoretical Basis of Central Banking p.4.

正する或種の教訓を体得したことが分る。以上のように教授は、中央銀行独自の管理通貨主義の正当性を、理論的には Bagehot から、現実的には最近 10 年の実績から引出そうと云うわけである。

勿論 Sayers 教授は、管理通貨の論拠を流動性選好説に求める。もともと貨幣と云う資産 (asset) の法的規定は人為的なものであつて、人々の取引慣習によつてきまる。貨幣は決して特定の資産に定在しない。昔は金・銀がすぐれて貨幣と銘打たれていたが、今日では銀行預金がその大半を占めている。貨幣的資産 (通貨) と非貨幣的資産には、ものそれ自体としては抜き差しならぬ境界は存しない。貨幣供給の変動と云う場合には、寧ろ経済の流動的な立場 (liquidity position) の変化が問題であつて、その問題を包括的に考察するには、あらゆる金融機関の業態を客観的に観察しなければならない。「もし何か基本的な貨幣の如きものがあつて、その供給は如何なる時代でも一定の法則によつてあらゆる金融機関の行動を規定するとすれば、一定の法則によつてその貨幣の供給を規制することは道理に叶つている。だが実際にはそのような貨幣は存在しない。<sup>(4)</sup>最初は金融機関の名に値しないような業者も、自から『新しい機会を開拓することによつて』(通貨の造出によつて)、金融界に重きをなすようになった。そして教授によると、今日金融機関の最も重要な変化の一つは、消費者信用と専門的な賦払信用商会の発達であつて、これらの制度は社会の流動的立場を大きく変動させる近代的要因となつている。今日中央銀行の最も重要な使命は、通貨の価値を安定すると共に、完全雇用を維持する点にありとされているが、そのためには以上のような金融機関の変貌を銘記して、自主的に通貨を管理することがのぞましい。したがつて中央銀行には、外部から課される恒久的な規範の如きものはあり得ない。通貨当局は「社会の絶えず変転する金融慣習の型に自己の方法を適応させねばならないのである。」<sup>(5)</sup>以上がこの論文集のために改めて書きおろされた序章の要綱である。

---

(4) Op. p.5.

(5) Op. p.7.

## II マネタリイポリシーの回顧

### A 第一次大戦前のオーソドックス

周知のようにヴィクトリア時代の英蘭銀行は、主として公定歩合の変更によつて通貨を調節していた。だがこの政策は教授によると、必ずしも中央銀行の原則を打出したと見られる Bagehot 理論のコロライではなかつた。「まことに奇妙なことだが、この時代の幾多の論議を見ると、金利政策を強化せよと云う主張と、準備金を充実せよと云う主張が平行して (run parallel)、これら二つの対策は、準備金を増加すれば公定歩合を弾力的に使用する必要はなくなるし、公定歩合を有効に使用すれば大きな準備金もいらなくなると云う意味で、二者選一的なもの (alternative) だと云うことが殆ど理解されてい<sup>(1)</sup>なかつた。」しかも19世紀末に公定歩合の効果が一元論的に強調されたのは何故か。それはロンドンの置かれた特別有利な金融的なポジションによるものであつたと教授は云う。即ち当時地方銀行は単一銀行組織をとり、コルレスまたはコールローン制度により集中的にロンドンマネイマーケットと結びついていた。そこで市場レートが上昇すれば、地銀の余裕金はロンドンに流入し、逆に市場レートが下落すれば、ロンドンから回収される。次にロンドンの対外投資は巨額に上つていて、その起債条件は市場レートに規制されていた。またロンドン是世界貨幣としての金の自由市場であつて、この流出入も市場レートによつて規制されていた。したがつて市場レートの変動は貿易収支に作用しなくても、直接国際的収支(金為替)のポジションに影響を及ぼすことができた。何れにせよロンドンに流入した余裕金は、英蘭銀行にプールされる関係となつていたので、銀行部の準備金は市場レートに高度に反応したわけである。云う迄もなく銀行部の再割歩合は市場のプライスリーダーであつた。

しかるに1860~70年代から、私立銀行は株式組織となり、銀行合同を重ねて巨大な支店銀行制度を確立し、各銀行はバランスシートを公表して、なるべく同一不変の cash ratio を維持するようになった。「現金準備率の安定化傾向は、勿論英蘭銀行が最後の貸手たる地位を強く認めた自然の結果である。かく

(1) 2. The Development of Central Banking after Bagehot p.10.

て70~80年代にロンドン株式銀行の触手が拡大したことは、益々現金準備の硬直化を意味した。次いで1890年のベアリング恐慌は、銀行合同に新たな刺戟を与え、準備率の公表に拍車をかけた。こうして地方銀行の準備金の金利変動に対する旧来の反応は終局的に消滅した。<sup>(2)</sup> それにも拘らず公定歩合が市場レートのパロメーター、もしくはインデックスとして益々重視されたのは、前述のように対外的諸条件がロンドン並に英蘭銀行の金利政策に有利に作用していたこともさることながら、<sup>(3)</sup> 英蘭銀行が個別資本としての営利的本能を漸次自制してロンドンのみならず拡大するスターリング地域の準備金を守るために、公開市場操作を強化したためにほかならない。しかしこの操作が英蘭銀行のイニシアティブで行われる場合は売オペレーションに限られており、一方的に市場で資金を借入れる (borrowing on consols) 形をとつていた。<sup>(4)</sup> これは当時の政策目的が、専ら公定歩合を活用する補助手段と見られていたためである。尚このようにして市場レートを引上げる過程で、当局の収益を不当に圧迫しないようにするために、顧客貸付の利率には市場レートを適用すると云うクッションを残しておいたが、割引市場に対する貸出や再割引については、競争意識を捨て

(2) 2. Op. p.14.

(3) 3. British and American Experience in the Early Post War Years pp.32~33.

「まことに19世紀の後半に、英蘭銀行が調整の負担を債務国側におしつけ、イギリス自体としては何の困難もなく国際金本位制度を維持できたのは、公定歩合の技術を通じて、对外投资のタイミングを統制することによつてであつた。」

Nevin も The Mechanism of Cheap Money p.9. において同じことを次のように述べている。

「イギリスはロンドンの国際金融的な優位によつて、当時の従属国に調整の負担を転嫁する力をもつていた。この調整は経済組織の日当りの悪い場所には少なからず苛酷に作用していたが、組織の中心を注視している者には気付かれなかつただけである。主要な資本設備の給源として、また原材料の市場としての未開発国のイギリスに対する依存関係や、そのような諸国に独立した適當の金融施設がなかつたこと、したがつて金融をシテイに依存する以外手がなかつたこと、これらすべては如才のない時代となればとても我慢のならないような諸負担を、だまつて受けいれさせることになつた……。」

(4) 5. Open Market Operations in English Central Banking p.49.

「逆の操作が行われたのは、英蘭銀行のブローカーが市場からの借入金を償還する場合に限られていた。しかしこれは当局が独自に市場に介入する必要がなくなつたと見るや、資金の吸収をやめると云うことに過ぎなかつた。私の知る範囲では、当局が資金を市場に放出すると云う逆のイニシアティブ (買オペレーション) をとつたことはなかつた。」

たのである。Sayers 教授はやはりこの辺に英蘭銀行の中央銀行としての道義的優位の一つの根拠を求めているものゝようで、「英蘭銀行は、市場との接触を強化することによつて、公定歩合の技術を20世紀的なものに型どる機会をつかんだ。当局は自分の顧客には公定歩合ではなく、市場レートを課すべきだとの新原則により、公定歩合を平常は市場レートよりはかなり高目に維持し、端的に云つてそれを懲罰レートとすることができた<sup>(5)</sup>」と述べている。市中銀行及び割引店は、僅かな資金限界で大巾に信用を伸縮していたから、公定歩合及び市場レートの上昇によつて流入した金為替は、迅速に当局の準備金を充実することができたのである。以上が Bagehot によつて提起された問題の実践的な打開策であつたと云う。

しかし Sayers 教授及び其他のポストケインジアンによつて<sup>(6)</sup>、金利政策と準備金政策は、マネタリイポリシーとしては二者選一的な手段である。理論的には、英蘭銀行は公定歩合を活かそうと殺そうと、公開市場操作によつて準備金の増減を通じ、相当程度迄通貨量を調整し得る筈であつた。だが第一次大戦迄は当局は買オペレーションを差控えていて、市況を長期的に指導する程大規模にコンソルの売買を行わなかつたのである。これはやはり銀行部の運営に関するピールの言辭を楯とする株主の利害にひきづられていたからである。かくて教授は Central Banking after Bagehot と題する第2章を次のように結んでいる。「バジヨットのロンバートストリートは、明確にそして何人にも納得のいくように、近代中央銀行理論の基礎を築きあげたが、当時の実際的問題にとり組んだ当局者も、また多くの批評家も、彼の基礎理論が中央銀行論に発展するものとは殆ど意識していなかつた。……我々はイギリスの古い諺を改めて、英蘭銀行は放心の発作によるめきながら、中央銀行に転化したと云うことがで

(5) 2. Op. p.16.

(6) 拙稿 イギリスにおける金利政策の新傾向 商学討究参照, 1956. 12号, Johnson, Kennedy, Balogh 等の見解を指す。

(7) King History of London Discount Market pp. 104~5, 1844.5.6. Peel の下院における演説,  
「英蘭銀行の銀行業務に関しては、その銀行券を取引する他のいかなる金融機関とも同様の原則で規制されるべきことを提案したい。……我々の見解によると、競争の原理が発行部に適用されるには不安があるが、銀行業務には適用されてもよいと考える。」

きる。」即ち英蘭銀行は無意識に中央銀行の原則を築きあげた先駆者であると。

## B 両大戦間の技術的变化

1931年9月の金本位制度の停止は、イギリス金融史の劃紀的な分水嶺である。尤も Sayers 教授は、前述のような貨幣論を固守するために、本位貨の価値がマネタリイポリシーに及ぶ決定的な影響を、必ずしも明確にすることができないのであるが。

さて金本位停止前の20年代には、英蘭銀行はこれを再建するために全力を傾頭した。それは一説によると、オーソドックスの golden age とも云われているが、公定歩合は戦前程頻繁に変更されていないし、公開市場操作程弾力的に駆使されてもいない。しかし1918年のカンリフ委員会は、公定歩合の効果を極めて重視していた。即ちその引上げは、対外的には国際資金をロンドンに導入し、対内的には金利水準を全般的に上昇させると共に、資金量を縮少させる作用があると規定し、更に金利の上昇や資金量の減退は、投資、雇傭、物価を抑制させると云う手順で、貿易バランスの逆調を是正するものと期待していた。<sup>(1)</sup>これに対して教授は、公定歩合の金融的效果、たとえば国際短資の導入や市場レート及び条件付で証券利廻りの上昇は認めるが、経済的效果、特に投資や物価の抑制作用は、確実ではなかつたと云う見解をとつている。彼によると一般に貸手や借手双方とも、公定歩合を経済観測のインデックスと見て、引上げの際は弱気となり、引下げの際は強気となるのは、それが銀行信用のアヴェイラビリティを変化させるからである。しかるに当時市中銀行は、貸出政策の面では、公定歩合によつて規制される金融市況全般に対する反応を従来よりは失つていて、貸出の大いさを、各自のバランスシートの構成に照らして伸縮させると云う態度をとつていた。即ち20年代には個々の銀行は、屢々健全金融の原則と両立し得る範囲で貸出比率の限度をきめていた。<sup>(2)</sup>したがつて「公定歩合の引

(1) 拙稿 イギリスにおける金利政策の新傾向 商学討究 1956年12月号 p.141. 参照,

(2) Sayer Modern Banking 1952. 13. Some Reflectins for the Monetary Theorist によると、1920年代における貸出比率は略55%乃至60%を頭打ちとして、それ以上になると現金準備が増加しない限りは、流動性が逼迫するものと見て、貸付の増加を渋る傾向が自動的に見られたと云う。これに対応して、個々の銀行により cash ratio や liquidity ratio には多小の相違や柔軟性が生じたようである。それは云う迄もなく monetary policy には不都合な条件となつた。

上げは、それ自体としてはこのような条件（貸出の頭打ち）の動機とはならないで、公定歩合を引上げる諸条件とうまく結びついていた現金準備の一般的低下が、僅かながらも銀行貸出の全般的頭打ちの原因となつていたようである。<sup>(3)</sup>それに銀行信用のアヴエイラビリティに対する商社側の不満が少なかつたことも、公定歩合の引締め効果に多くを期待できなかつたことを物語るものだと云う。以上のように教授は、20年代には各種の金利は概ね公定歩合に反応したとは云え、国内の経済活動には大して影響を及ぼさなかつたと見ている。

だが20年代の英蘭銀行政策の特徴は、公定歩合の決定にせよ、公開市場操作にせよ、戦前に比して遙かに自主的に行われるようになったことである。この意味で中央銀行としてのパターンが決定的に固まつたのであるが、その中央銀行政策は、専ら対外的要因によつて動かされていた。特に公定歩合は世界貨幣としての正貨準備を充実し、金本位を復活維持すると云う長期的目標に必要と認められる水準に少々硬直的に維持された。その結果不幸にして公定歩合は、国内の景況と離反するおそれが生じた。このギャップは屢々公開市場操作によつて、稀れに直接的な資金統制によつて埋められなければならなかつた。したがつて公開市場操作は、中央銀行のマネタリイポリシーとして益々有力な武器となつた。操作の対象は大蔵証券であつて、それは戦時赤字財政の遺産として増加し、その相当額が英蘭銀行によつて保有されていた。そこで当局は、銀行組織が過度に流動化されるため、公定歩合の活用が制約されると見るや、売オペレーションによつて流動性を引締めると云う伝統的な手順をとつたばかりでなく、季節的に銀行組織の流動性が逼迫すると見るや、買オペレーションによつて市場を緩和することができるようになった。蓋し蔵券は文字通り流動債で減価損のリスクは殆どなかつたからである。また資金統制 (selective control) について云えば、1920年2月、強気投気を抑制するため、金利引上げに代る措置として大蔵当局による選別融資の通達がなされているし、1929年にウォールストリートが崩れた時は、英蘭銀行当局は恐慌対策として金買上価格げにプレミアムを附したり、再割手形の選別を強化し、市場レートを公定歩合より上鞞とさせたりした。このようにして英蘭銀行は、通貨の価値を長期的、根本的に

(3) 6. Bank rate in the Twentieth Century p.64.



変動させる要因と、通貨量を短期的、季節的に変動させる要因を一応区別し、両者の調整にも努力した跡が窺われる。教授はこの点も近代的中央銀行政策として重要なものであると云う。「英蘭銀行は金移動に対応して、純然たる一時的な攪乱要因と、より根本的な変動要因を区別しようと努めた。この区別は短期資金の国際移動が増加した世界では相当な重要性があつた。<sup>(4)</sup>」

英蘭銀行は、公開市場操作をこのような柔軟性を以て公定歩合と接合させることによつて、金移動の金融市場に対する摩擦要因を除去し、金本位制度を復活させる機会をつくつた。公定歩合は、終戦直後の6~7%台から0.5%刻みで引下げられたが、金本位が再開されても、4~5%内外が維持されていた。それはNormanの時代であつて、金本位により通貨の価値を維持するためには、対内的には高価な犠牲を払うことも辞さないと云う決意を示すものであつた。「事実この間の統計資料を見ると、一般に英蘭銀行は金の流出を相殺する以上のこと(買オペ)はしなかつたし、金の流入を相殺する以上のこと(売オペ)をやつていた。即ち英蘭銀行は銀行貨幣(預金通貨)供給の現金準備をなす銀行家預金(Banker's Deposit)の総額に、僅かながらも確実に圧力をかけていた。<sup>(5)</sup>」しかし20年代の後半に入るや、国際短期資金は益々突発的に浮動するようになり、その国内金融に対するはねかえりを相殺すべき公開市場操作は、常に手遅れとなつた。この点が金本位制度に対する深刻な非難をよび起し急にそれを支持し難いものとさせたと教授は断言している。中央銀行が空吹く風に盲目的に曝されるより、市場をより賢明に操作すれば、為替相場の安定は達成された筈であるとも云つている。このような認識は、カンリフ委員会の公定歩合引上げのデフレ効果や、マクミラン委員会の公定歩合引下げのインフレ効果を否定する見方につながるわけである。

たとえば1920年4月、公定歩合が6%から7%に引上げられたとき、当局は確かにこれによるデフレ効果を意図していた。当時金利の上昇にも拘らず、民間の貸出需要は増加し、大蔵証券の消化さえ不安が生じた。これに対して大蔵当局は、英蘭銀行に買オペレーションさせる手段があつたが、そのような操作

(4) 5. Open Market Operation in English Central Banking p.51.

(5) 5. Op. p.52.

を大規模に行えば、銀行の流動性を不当に高め、ブームに拍車をかけ、為替相場を悪化させるジレンマに陥つただろう。そこで当局は特に大陸の悪性インフレを目前にして警戒心を強め、遂に公定歩合の引上げと、それに次いで流動債の長期高利債への借換と云う強硬措置を講じたのである。しかし教授によると、引上げが行われたときは既にブームは割れていたのであつて、「この異例の措置は、公定歩合の物価や所得構造の規制者としての効用に光明を投ずるものではない。<sup>(6)</sup>」其後当局は、経済活動を引締めるため公定歩合を使用した形跡は全くなく、大局的に見てその運動は為替政策の要請に合致していた。このように Norman を中心とする当局は公定歩合は国因の経済活動の水準に重要な直接的作用を及ぼさないと云うことをよく認めていた点で、非難の余地はないとも教授は云っている。

だが前述のように国際短資移動に対して公開市場操作が手遅れになつたことに加えて、流動債の借換に終戦直後のインフレ材料が加味されたことは、長期的に見ると、イギリス経済に高金利の重圧をかけることになつた。その結果、マクミラン委員会は、この慢性的高金利政策を批判し、イギリスにそのような金利をおしつけるものは、金本位制度であると答申している。しかし Sayers 教授は「強力なデフレ要因として働いたのは、輸出貿易の衰退と輸入競争であつて、金本位制度がイギリス経済を圧迫するようになつたのは、高金利を通じてではなく、寧ろそれらの条件（交易条件）を通じてであつた<sup>(7)</sup>」と述べている。だがこの点については本書には遺憾ながら彼の積極的な論証はない。

ともあれマクミラン委員会の支配的意見は、不況期には金利の引下げは投資誘因を強化し、景気回復に役立つと云うことであつたが、事實は1929年秋から30年にかけて、相次いで公定歩合を引下げ、市場レートもこれに追従したが、証券価格（長期利子率）は目立つた反応を示さなかつたばかりでなく、このような金利の引下げが景気回復の手懸りを擱む前に、流動性恐慌に襲われてしまつた。この恐慌の微妙な打開策として対外的ポジションを守る線と、国内の金融商業恐慌の激化をふせぐ線の交点として打出された6%と云う公定歩合も、

---

(6) 6. Op. p.77.

(7) 6. Op. p.79.

両者の悪循環による準備金の減退を喰いとめることはできず、逆に事態は兌換停止から為替平衡資金勘定の創設による為替管理へと発展した。しかも Sayers 教授はこの金本位停止後 6 ヶ月に亘つて行われた英蘭銀行の売オペレーション(それは市況に強く対立する操作であつた)の効果を非常に重視して「その第一の目的は、1931年の 8~9 月に金本位制を維持しようと空しく消費された対外借款を償還するために、必要な外貨を蓄積することであつた。この必要が充されるや否や、英蘭銀行は独自の低金利政策に転換したが、これは主として大蔵省の巨額の長期低利債への借換作業を支持するためであつた<sup>(8)</sup>」と述べている。そして英蘭銀行はこの Great Conversion を援助するためには、公定歩合を遂に 2% に引下げたばかりでなく、前回とは逆に証券市場に出動して、巨額の中長期債を買上げたと伝えられている。何れにせよ市場の実勢レート 4~5% に対して 3.5% の借換は予想外の成功をおさめたが、これは教授によると予めロンドンへの国際資金の流入と云う市況の好転によつて、金利は先行低下傾向を示していたから「英蘭銀行が長期市場に介入したのは、異常に緊迫した経済的諸条件のなかで、自然に要請されていた市況を促進する措置であつたと解される<sup>(10)</sup>」と云う。

要するにこの政策転換の目的は、公債費の節約であつて、少くとも当局はそれが直接に経済活動を積極的に刺戟するものとは認めていなかつた。<sup>(11)</sup> そのみならず経済が完全雇用に接近するに伴つて、人為的な金利の引下げは、経済的不均衡を助長することが明らかになつた。「金利の急激な変動は治癒的な効果よりは障害をおこす効果の方が大であると強調され、金利は低目に固定されるべきだと云われるようになつた。したがつて平時と同様に戦時にも証券市場

(8) 5. Op. p.52.

(9) 拙稿 イギリスにおける Cheap Money Policy の展開, 商学討究, 1956年7月号, p.11 参照。

(10) 5. Op. p.53. 同様の見解は、Nevin の Mechanism of Cheap Money p.79. に見られる。彼によると、1931年末から32年初頭にかけての公債価格の上昇は、流動性評価の心理的变化によるもので、金縁証券の相場が実際に上昇した数週間前から投資家の信頼感が改善されたと見られるいくつかの証拠があつたと云う。

(11) この理論的転換は、ケインズの Treatise on Money. 1930. から、General Theory. 1936. への修正に表明されているし、尚金利の経済効果に限界のあることは Oxford のアンケート (1938年) によつて実証されたと云う。

を安定させる政策 (stable bond market policy) が容認されたのである。<sup>(12)</sup>つまり cheap money policy と云う場合、引下げよりは安定にアクセントがおかれた。尤も20年間の cheap money policy において、証券利廻りまで釘付けられると云う本格的政策が確立されたのは “three percent war” として知られている第二次大戦時の数ヶ年間においてであつたが。この政策技術の特色は周知の通り、大蔵証券に対する英蘭銀行の裏口市場操作にあつて、当局は代理店 (special buyer) を起用して、公定歩合とは一応無関係に自己の欲する金利で自由に蔵券を取引させる。このようにして当局は金利を低目に釘付けるイニシアティブを握る反面では、資金量を決定するイニシアティブは市場にまかせる。尚これより先 (1929年頃から) 当局は銀行信用のアヴェイラビリティに対する統制も放棄していた。教授によると「商産業に対する普通の銀行貸出の大いさは緊迫した経済状況の際には、比較的受動的な要因であることが暗黙の裡に容認されていたように思われる。したがつて中央銀行は、商産業に対する一時的な融資としての『正当な資金需要』なら、すべてこれを商業銀行に充足させようとしていた。企業がそのような融資に依存する程度が少なくなると共に、中央銀行は斯る資金需要はすべて充されるべきであると要望する傾向があつたので、商業銀行は需要によつて明らかに定められた限界を超えて迄絶えず貸付業務を拡張しようとする立場におかれていた。<sup>(13)</sup>これは明らかに銀行が20年代の loaned up position から脱却したこと、即ち貸出比率は銀行の欲する水準よりは低下したことを意味するもので、ケインズの云う限界資金需要者 (fringe of unsatisfied borrowers) は消滅したわけである。

かくてこの cheap money policy においては、中央銀行は奇しくも似而非の真正手形主義的原則によつて運営されることになり、金利や現金準備を動かすことによつて信用を統制すると云う量的統制 (quantitative control) の手段を失つてしまつた。所謂マネタリイポリシイの喪失であるが、中央銀行は武装を放

(12) 3. British and American Experience in the Early Post War Years p.29.

(13) 3. Op. p.24.

(14) ナポレオン戦争迄英蘭銀行のルールとされていたもので、その合言葉は “Let the public act upon the circulation” であつた。King History of London discount Market p.73.

棄して一方的に退却したわけではなかつた。教授によると、量的統制の減退に比例して、信用の質的統制もしくは選別統制 (qualitative control, selective control) が強化された。「選別的信用統制の基本的論拠は、金利を低目に安定させることは、投資活動に有利にはたらきかける背景となるが、経済はある方向をとると別の方向をとるよりは脱線しやすくなると云うこと、したがって中央銀行はそうした特定方向をとつた場合の不健全な現象を阻止するために、資金統制 (financial control) を行使すべきである<sup>(15)</sup>と云うことである。」アメリカでは1927~29年の金融恐慌を反省して、支払準備制度を改善して量的統制を強化すると共に、消費者信用や証券金融の選別統制を実施するようになったが、イギリスでも戦時中は英蘭銀行の斡旋で市中銀行に半強制的に大蔵省預り証券を保有させたり、戦後は window dressing を禁止し cash ratio を8%以上とするよう内面指導して、銀行の現金準備を直接統制する一方では、英蘭銀行をもその一員とする資本発行委員会の起債統制や、不急不要産業への貸出引締め<sup>(16)</sup>の要請等の質的統制をも強化している。これらは何れもインフレ対策として、或いは過当ブームの抑制措置として実施されたものであるが、教授はこのような中央銀行の資金統制は、単に一時的な経済変動を調整する手段としてばかりでなく、長期的にも経済構造の変動を規制する要因になるものとして、これに大きな期待を懸けているようである。

Sayers 教授が、この cheap money policy から引き出しているもう一つ重要な教訓は、中央銀行の長期金利に対する統制のテクニックに関する問題である。マネタリイポリシーとしては大恐慌後世界的にも運転資金よりも設備資金したがって短期資金よりは長期資金の動向が重視されるようになったが、イギリスではアメリカ其他の諸国と異つて中央銀行は長期利率を直接規制しないの

(15) 3. Op. p. 30. 尚 Sayers は Financial Policy pp. 153~6. において、第二次大戦前夜におけるこうした学界の空気を伝えている。即ち Stamp 卿を議長として Cole, Henderson, Robertson, Keynes 等を含む経済顧問会議は、1933年6月に「軍事力を強化するためには高金利と云う古典的方策は思わしくない……そのためには或種の資金統制が必要であつて我々としては、新規発行や新規投資を差別的に統制し、銀行信用も適当な割当を行うことがのぞましいものとする」と勧告していたと云う。

(16) Sayers; Modern Banking

を建前としている。「英蘭銀行は常に何れかの市場（割引市場か証券市場）に介入せんと用意しながら短期利率を固定レートにうまく安定させているが、連邦準備制度は何れの市場にも介入せんと用意しながら、短期及び長中期の全“金利体系”を安定させている。……イギリスでは中央銀行はふだん、短期証券しか取引しないから、規定されるのは貨幣と短期証券の交換関係に限られているが、アメリカでは中央銀行は（外部需要の変動に比べられる程の大いさに）長期公債の保有を変動させようとしており、したがって短期債と長期債の交換関係を規定することができた。<sup>(17)</sup>」イギリスで両者の同時的な統制が何故困難であるかと云えば、国民所得や全金融資産に対する公債の比重が余りにも大きくこれに対して英蘭銀行の実質的資力が僅小に失するためである。戦後ドルトン氏は長期債を挺入れするため、英蘭銀行の発行部を証券市場に出勤させたと伝えられたが、そのような公債の monetization を大懸りにやれば、公衆の銀行制度に対する信頼を大きく動揺させる程巨額の通貨膨脹を招来するのは必然であつた。1946～47年に「当局は人目を驚かさぬ程度に通貨を造出することによつて、長期金利を低目に安定させる力をもつていと云うことを立証し得ないうちに、徒らに証券市場を不安定ならしめ、寡婦や孤児及び保主的な機関投資家の安息所とする代りに、投機師の愉快な獵場たらしめてしまつた。<sup>(18)</sup>」この失敗の原因は、教授によると、前述のように当局の狭隘な資力によるものであるが、政策に対する民間機関投資家の協力が不十分であると云う技術的な欠陥によるものであるとして、次のように興味深い暗示を洩らしている。「この問題（stable bond market policy）は、疑いもなくシテイの責任ある筋の注目をあつめている。真偽の程は尚疑問があるとしても、こゝで私は金縁証券の大手筋たる機関投資家、即ち銀行、保険会社、及び投資信託等の積極的な協力によつて、何事かなされる余地があるのではないかと云うことを示唆したい。これらの機関は証券市場の安定に強い利害関係をもち、しかも彼等の資金を結集すれば、市場の取引高に比して非常に大きなものでなければならない。屢々指摘されているように、相場が急激に変動する際には、殆ど取引は行われぬもので

(17) 3. Op. p.25.

(18) 3. Op. p.28.

ある。このような時機に、大きな機関投資家が結集して市場に介入すれば(それは必ずしも当局の示唆を要しない)、多分容易に所期の目的(安定)を達成することができよう。<sup>(19)</sup>)」

### Ⅲ ニューマネタリイポリシーに対する所見

新政策に対する Sayers 教授の見解は、必ずしも首尾一貫していない。これは現実の政策それ自体が、一筋縄で律せられない程複雑な性格をもっているためでもあろうが、教授の楽観的な見透しは多分に論理的な矛盾によつて購われていると云う印象を与える。

前述のように英蘭銀行は、過去20年間にわたつて政府の欲する固定利率で、市場の発意により、裏口で蔵券を無制限に取引して、市場レートの安定をはかつてきたが、1951年秋にこの裏口操作の利率を、市場の実勢に合致したレートとして、しかも special buyer の買オペレーションに量的な制限を課すか、それとも割引店に対する蔵券担保の7日貸については公定歩合の0.5%下鞆を課することとなつた。したがつて公定歩合は尚店頭装飾に過ぎなかつたが、このような金利政策の「重要なポイントは、英蘭銀行がいつでも予告なしに、また必ずしも公定歩合を動かすことなしに、金利を引上げる力を強調しようとしていることである。」これは当局が低目の固定レートで操作すると云う暗黙の諒解があつた戦前や戦後の制度とは対象的なものである。英蘭銀行は一般に市場レートを幾分引締めるためには、屢々この力を行使しているように思われる<sup>(1)</sup>。こうして金利政策はフレキシビリティをとりもどしたが、教授によると必ずしもオーソドキシイに復帰したのではない。伝統的な政策を復活し得る基盤は、今日既に消滅してしまつた。

それは先ず往年とは較べものにならぬ程財政規模が膨脹して、政府各省と民間企業の取引が飛躍的に増加したためである。英蘭銀行は政府の銀行であると共に民間銀行の銀行でもあるから、国庫資金の増減は、民間資金にドラスティ、

(19) 3. Op. p.28.

(1) 4. The Bank of England in 1953. p.40.

クな影響を与えている。即ち英蘭銀行は売オペレーションによつて市場を in the Bank にしなくても、財政資金が引揚超過となれば (Public deposit の増加によつて) 意の儘に高利を附せられる立場となつた。即ちフレキシブルな金利政策は、往年よりは財政操作 (特に公債管理) に、より強く依存している。

次にロンドンの国際金融的立場は、遙に脆弱なものとなつている。前述のようにロンドンには、20年代迄国際金融の中心地として、短期利子率を動かすことによつて国際資金の流出入を規制し、金為替のポジションに迅速な影響を及ぼすことができた。だが今日ではこの効果は殆ど期待できず、内外の強い要望にも拘らず、ポンドの交換性は実現されていない。当局が実効レートたる7日貸の利率を公定歩合の0.5%下鞆として、市場レートを当座貸越レートよりは比較的低位に、しかも変動させないようにしたのは、市場レートの上昇による国際資金の動員に限界があるとの認識に立つて、一方では蔵券を償還して公債費の負担を節約しようとしたこと、他方では民間の資金需要をなるべく抑制させようとしたことによるものである。教授によると英蘭銀行がこのような措置をとつたことは「わが中央銀行が情勢の変化に対して適応性をもつて<sup>(2)</sup>いることを明白に立証するものである」と云う。

次に Sayers 教授は、新政策後の金融情勢を次のように認識している。即ち

(2) 4. Op. p.42.

このような見解は、W. T. King が The Banker 1954年11号の Flexible and full employment に発表した意見とよく似ている。流動性選好説と貸付資金説の政策論的接近を示すものとして興味深い。

「逆説的に云うと、フレキシビリティのはたらきかけるための現在と過去の根本的条件の相違は、究極目標の根本的変化よりは、主として技術的考慮の相違に基くものである。金融構造の二つの大きな変化により (財政資金の膨脹と為替管理の強化を意味する) 当局は市場に絶えず介入することを避けられなくなり、金融諸力の発現は多かれ少かれ当局のなさんとしつゝあることにかゝつている現状である。そこで自然市場 (natural market) に対する実行可能の措置を講ずるためには、当局が自然的諸条件とは何かと云うことについて独自の意見を打ち出し、多かれ少かれその構想に合致した信用形式を生み出さなければならない。この仕組まれた自由 (contrived freedom) と云う考へ方は、まことに空想的な響きを与えるが、しかもこうした措置が不断に講じられないと、金融機構の実質的な価値の多くは不可避免的に消失するだろう。即ち操作の原則は、先ず当局の干渉を要請している諸力を最少限にして、次に自然的均衡と考えられるものの歪曲を訂正し阻止する目的のために干渉することである。」



Bagehot 以降、公定歩合は機能を制約され、特に対内的経済効果を喪失するに至ったが「最近のイギリスの経験によると、中央銀行は尚短期利率を操作することによつて、企業に対する短期貸付や長期資本市場に作用することができると云うことを示している。<sup>(3)</sup>」これが非常に重要な問題であることは、第6章の結論を見れば明らかである。それによると、1953年以降短期利率に対する国際資金の反応が再び認められるようになり、特に1955年には英蘭銀行は、金利の引上げによつて国際収支を改善するイニシアティブをつかんだかに見えた。そして当局はこの際も、何等長期市場に介入したり、公定歩合引上げの根拠を公表したりして、積極的に短期レートの変動を補完しようと努力してはいない。万事は昔流儀に、通り一遍の公定歩合の引上げが公告されたに過ぎない。教授によると「これは当局が、公定歩合の一般経済情況に影響を及ぼす力を非常に強く信頼しているか、それともそのような力を殆ど信頼せず、公定歩合を尚主として国際資本移動の規制者と見なしているか、何れかであると推察される。<sup>(4)</sup>」後者は過去長期にわたる経験から一応尤もらしく見えるが「私はスターリングの国際的安定に対する強い信頼を、それ(公定歩合の資本移動に対する効果)にかけるわけにはいかないと自認している。私のスターリングに対する信頼は次の仮定に強くかゝっている。即ち公定歩合の変動は、国内経済情況に顕著な影響を及ぼすと云うことに。……我々はこの方向への全腹的な努力の結果を見守るべきである。もしこゝに合理的に迅速且つ目立つた効果が認められれば、英蘭銀行は政府の十分な支持のもとに金利と信用量を最大限に変動させるように努力すべきである。<sup>(5)</sup>」だが遺憾ながらこの仮定の正当性を納得させるに足る証明は、本書のどこにも見出されないのである。

最後に中央銀行技術の公開性(Publicity)に関する彼の意見を紹介して本稿を結ぼう。英蘭銀行は、今日尚金利政策にせよ公開市場操作にせよ、政策の根拠を公表しないと云う伝統的な態度を保持している。また何れの市場に対する出動もブローカーを起用していて、当局自体が公然と介入することを慎しん

(3) 4. Op. p.42.

(4) 6. Bank Rate in the Twentieth Century p.84.

(5) 6. Op. p.84.

でいる。これはアメリカの連邦準備組織と著しい対照をなしている。

「老嬢はブレアーの狐か、タタール人の赤ん坊の如きもので、かくれていて何も云わない。<sup>(6)</sup>」これはイギリスの場合、他国と異つてロンドンの一劃たるシティに全国に支店網をもつ巨大金融機関が集中しているから、英蘭銀行総裁は1ダースの首脳者を茶会に招きさえすれば、苦もなく必要な筋と意思を疏通することができるからだとされている。しかし新政策については、そうした首脳者でさえ当局の意図を的確に把握することはできなかつた。このように万事を公衆の推察にまかすと云う当局の態度は、公衆に不安を抱かせることによつて金融の引締めを狙う意識的なものとしても、教授によると、斯る秘密主義は行過ぎであつて、もう我慢がならない。その理由は、こうした秘密主義が局外者の科学的な究明を排除するに止らない。それは近代的な中央銀行に不可欠の使命となつている自主的な判断の妨げともなるからである。この discretionary control には、迅速な診断と決断を要する。しかも両者は不可分の關係に立つ。診断の遅怠は行動の手遅れを招く。尤もスレッドニードルの老嬢には政策決定の権限はなく、舞台裏で小うるさくホワイトホールに勧告する力を与えられているに過ぎないと云われている。したがつて英蘭銀行は、アメリカ連邦準備制度のように広汎な広報活動をやつてはいない。このようなイギリス的制度は、「民主的な政治家が、決断を下す背後で緊急と認める世論の動員を、迅速に指導できるだろうか。<sup>(7)</sup>」教授によれば大衆的討議は、政策決定を遅らせる面がないとは云えないが、後者を成功裡に決行するためには、やはり世論の結晶が急務であると云わなければならない。「私はマネタリイポリシイの最善確実の基礎は、経済政策一般のそれと同様に、広汎な話し合いと、事情に精通した世論、これであると確信している。<sup>(8)</sup>」尚次の美辞麗句は金融政策におけるプラグマティックな民主主義者の本性を遺憾なく物語つているものと云えよう。「中央銀行家の基本的な美德は、技術面の保守主義ではなく、寧ろ新起軸を発見し、多才な技術を体得しようとする心構えである。独裁者は大きな棍棒を振り廻す

(6) 4. Op. p.43.

(7) 4. Op. p.45.

(8) 4. Op. p.46.

ことができ、レッセフェールは高価格に頼ることができるが、真に民主々義的  
社会の経済計畫は、考えられる凡ゆる手段を役立てるようになりたてられてい  
ることを意味するものだと云うことが分つてきた。即ち人々を説得し、誘導し  
鼓舞したり、経済をある場合にはこの方向に縁づけ、ある場合にはあの方向に  
襲づける諸手段を役立てることこれである。中央銀行が斯る過程で、充分の役  
割を果すためには、我が中央銀行家は、伝統的な技術の固執に甘んじてはなら  
ない。彼等は経済の活動を鋭く洞察して、景気循環の所在を見抜くばかりでな  
く、金融組織における決定的に敏感なポイントが奈辺にあるかを見抜くように  
しなければならない。また彼等は変転する経済構造に、その方法を機敏に順応  
させなければならない。これを一言に要約すれば、中央銀行家は明敏、多才で  
なければならないのだ。<sup>(9)</sup>

追補 本書の構成は下記の通り。

1. 中央銀行の理論的基礎
2. バジヨット以後の中央銀行
3. 終戦直後における英米の経験
4. 1953年の英蘭銀行
5. イギリス中央銀行の公開市場操作
6. 20世紀における公定歩合
7. 現金準備の変動
8. 銀行預金量の決定, 1955~6年の英蘭銀行
9. 未開発国の中央銀行
10. ロンドン市民から見たニューヨーク金融市場

以 上

---

(9) 3. British and American Experience in the Early Post-War Years.  
pp. 33~34.