

イギリスに於ける

金利政策の新傾向について

藤 沢 正 也

- I cheap money policy のジレンマ
- II 政策転換の過程と新通貨政策の意味するもの
 - A. Orthodoxy への復帰か
 - B. 公定歩合の *modus operandi*
 - C. 公債の借替操作
 - D. 質的資金統制の強化

I. cheap money policy のジレンマ

一般に遊休資本の乏しい完全雇傭の段階に於て、政策的に金利を低目に釘付けようとする事は、直接的な経済統制を強化しない限りは極めて困難である。イギリスでも総力戦の全面的圧力による実物統制と資金統制が表裏一体となつて効果的に行われなかつたならば、長期資金の『3パーセント戦争』を勝ち抜くことができたかどうかは頗る疑わしい。だが戦後労働党政府は若干の“冷たい”重要産業を国有化したほかは、民間資本の反動的な失地回復の攻勢に一步一步譲歩し、政府のいろいろな直接統制を緩和し或は撤廃している。しかもこの自由化（或は正常化）は、高次の政治経済的な事情から、完全雇傭を維持する線に沿つて遂行されなければならなかつた。以上は cheap money の重大なハンディキャップであつたにも拘らず、ドルトンは更に戦時の金利水準を一段と引下げる方針を決めた。このような超低金利政策の即自的動機は、戦時の赤字財政によつて累積された220億磅に上る公債の金利負担を軽減すると共に、証券価格を維持する点にあつたことは云う迄もない。しかし彼は悪戦苦闘の末2.5%をつかんだかに見えたが、それを安定させることができず、1947/11には蔵相の職を退かなければならなかつた。これに対してタイムズ紙は次のように辛辣な送別の辞を浴せかけている。「過去15ヶ月のドルトン政策、即ち金

縁証券価格の引上げ工作について多くの異論があつたのは、彼がそれをやるために8百万磅の信用を拡張したと云うことであつた。その一連の結果として、金利の上昇を伴うインフレーション恐慌しか予測されなかつたような際に、僅か鶏卵の助成金に等しい程度の公債費を節約するため、そのような代価を支払うことは不合理であつた。⁽¹⁾以下本稿の主題とする政策転換の意義を考察する前に、チープマネイポリシイの経済的諸矛盾についてざつと回顧しておきたい。

ドルトンのチープマネイポリシイの手段は、すぐれて通貨技術的なものであつた。しかもそれらの技術は、すべて戦前戦時から用いられていたものであつて、彼が特別に新起軸を打出したわけではない。当局は先づ終戦直後(1945/10)公定歩合を2%に据置いたまま大蔵省の直接支配下にある預り証書(TDR)の利率と英蘭銀行の大蔵手形(TB)の支持率を0.5%も引下げた。後者は短資市場の主たる取引対象であつて、市中銀行や手形割引商は open back door system により、代理店(special buyer)にこれを差出せば何時でも必要な現金を入手できることになつていたから、市場の短資レートはすべてこの支持率に鞅寄せられ、コールや並手形まで其後数年間にわたつて0.5%強に釘付けられた。だが長期レートについては、ドルトンの口を借りて云えば「多分に市場の心理と慣習によつてきめられる問題であつた。⁽²⁾」当局はこの心理や慣習をどのようにゆさぶつたか。それは短期レートの引下げに照応して、戦時中に発行された二三の中長期債の期限前償還を予告し、またこれに代るタツプ発行を保留したことである。その結果国庫収支のアンバランスを是正するためには、流動債(蔵券)の増発が必要になる。これは貨幣市場と英蘭銀行相互の取引に於て信用創造を惹起し、市中の貸付資金を増加させるが、タツプ発行の閉鎖で中長期資産は一方向的に減少するから、其他の条件が不変なら中長期証券の価格は上昇する。事実第1表のように、既に1946/5には期限10年以上の軍事公債や貯蓄債

(1) The Times. 1947. 11. 24号.

(2) New States Man 1948. 2号.

これについて Sayer は次の如く述べている。「長期利率の引下げと云う目的を遂行する主たる方法は、明らかに長期利廻の先行に関する公衆の期待を訂正させることであつて、このため蔵相はあらゆる機会をとらえて金利は低下するし、その試みに成功しているとの見解をふりまわしていた。……」Modern Banking. p.207.

券及びコンソルの利廻は何れも低下した。

第I表 各種国債利廻

(単位 £. s. d.)

年次		1945.9	1946.5	1946.11	1947.3	1947.8	1947.11
短期	1½% 利付国庫債券	1.13. 6	1.11.11	1. 5. 6	1. 8.10	1.17. 6	1. 8. 2
	2.5% 利付軍事公債49 / 51	2. 0. 8	1.15. 4	1. 7. 9	1.13. 9	2. 3. 4	1.11. 5
	3.5% 利付戦時公債 51	2.19. 0	2. 7. 1	2. 1. 0	2.14. 7	3. 4. 8	2. 13. 9
中期	2.5% 利付軍事公債54 / 56	2.10. 0	2. 0. 9	1.17. 5	2. 6. 9	2.15. 8	2. 9. 2
	3 % 利付軍事公債54 / 58	2.14. 7	2. 2.11	1.18. 8	2. 9. 4	3. 0. 0	2.13.10
	3 % 利付戦時公債55 / 59	2.14. 0	2. 3. 9	1.19. 7	2. 8.10	3. 0. 6	2.13. 9
長期	3 % 利付貯蓄債券60 / 70	2.19. 4	2. 9. 5	2.4. 8	2.13. 8	3. 2. 3	2.17. 5
	3 % 利付貯蓄債券65 / 75	3. 0. 3	2.10. 8	2. 5.11	2.14. 7	3. 2. 3	2.13. 5
	2.5% 利付貯蓄債券64 / 75	—	2.10. 0	2. 3. 8	2.11.10	2.19. 0	2.17. 6
	2.5% コンソル	2.16.10	2.11. 2	2.10. 6	2.14.03	3. 1.11	2.16. 3

(The Banker 誌より)

こうして当局は期限18~21年の貯蓄債券(表記64/75債券)を2.5%利付で発行したが、この発行条件は当時の市況から見て甘きに失したため、エコノミスト誌の警告によれば「公衆の投機的買漁りを惹起し、証券市場はインフレーション賭博の兆候を呈するに至つた⁽³⁾。」ドルトンが2.5%利付国庫証券の発行を企図したのは、このような投機的ブームの終末(1946/11)においてであつた。それは1975年後政府の選択によつて償還する債券であつて、事実上の永久債である。彼はかねてからこれを2.5%にすることを究極の目標とし、その実現に労働党政府の信用をかけていたわけである。だがこの発行条件は市場に対して今度は辛きに失したばかりでなく、鉄道会社の国有化に対する寛大な補償条件の公告と重つて、民間からは無視される結果となつた。Paish や Hicks が、ドルトンは小金利生活者の敵ではあつても、投機師の味方であつたと非難

(3) Economist. 1946. 5. 18号.

しているのは、特にこの間の事情を指しているように思われる⁽⁴⁾。しかし補償ブームも永續させず、1947/8には全般的に最悪の市況になった。即ち47年下半期には債券価格指数のみならず、株価指数も前年同期に比して2~3ポイントの下落を示した。こうした証券市場の悪化は、燃料飢饉や国際収支の不安等により深刻な経済的危機と結びついているが、ドルトンのチープマネイポリシイのための殆ど唯一の武器であつた公債管理における上述のような不手際が、事態の収拾を困難ならしめたことは否定し難い事実であろう。これについて当時専門学者からは次のような批判があつた。例えば Henderson は述べている。

「公債政策については其他一般の金融問題と同様に、控え目にやること、タイミングをうまく合わせることに知恵が要る。不幸にしてドルトン氏は、金利水準に対する政府の統制力を制約する経済諸力があり、これらの諸力は来るべき数年間にわたつて低金利には不都合であると云う事情を察知しなかつたために、知恵から閉め出されてしまつたように思われる。⁽⁵⁾」

通貨の流れと real forces のギャップをインフレーションの表面化と云う形で不当に拡大させたのは、以上のような cheap money policy であつた。戦時を通じて毎年40~50億に上つていた軍事費は、46年には16億磅、47年には8億磅と削減され、これに伴つて国庫の経常収支の赤字も45年の22億磅、46年の5億磅強と減少し、以後黒字財政に転じたが、政府債務は必ずしもこれに即応して減少しなかつた。即ちその純増加額は45~46年共各20億磅内外に上り、47年末の右残高は257億磅に達していた。国庫収支の好転にも拘らず銀行制度からの政府借入は何故このように増加したか。Perkins によると「その原因の一半は戦時からの零細貯蓄の流れが乾上り、大蔵省は所要の追加資金を銀行制度に求めなければならなかつたからである。しかし根本的な原因は、大蔵省の“申し子”である政府機関が、公衆の消化し切れなくなつた証券を買上げていたからである。政府筋は短期から長期に切り換え、銀行制度は短期をとり、公衆は銀行預金の形態で現金をとつた。また銀行制度は自分の計算で金縁証券をふや

(4) Paish, The Post War Finance Problem. p.129.

U. K. Hicks, British public Finances. p.208.

(5) New States Man. 1948. 3号.

し、その市場を支えたのであつて……英蘭銀行はこれらの頂点に立つて追加的現金を供給して銀行預金の増加を支持した。⁽⁶⁾ 周知のようにイギリスでは、市中銀行預金は通知預金の大半をふくめて流通手段乃至支払手段の性格が強く、それは銀行券と共に公衆から通貨として認められているから、公衆は所得の大半を銀行預金で受払いしている。したがつて銀行が流動債の蔵券をとつても、預金は増加する可能性がある。また支払準備は、蔵券のごく一部を代理店に差出すことによつてたやすく確保される。46年中に市中銀行預金が第11表のように前例なき程の増加を示したのはこのためである。

第Ⅱ表 ロンドン交換所加盟銀行主要勘定

(単位百万磅, 括弧内は対前年同期純増)

年次	要求払預金	通知預金	計	正味預金	現金
1938年平均	1,247	1,033	2,277	2,217	241
1944年末	3,045	1,500	4,545	4,369	500
1945 "	3,262(217)	1,588(88)	4,850(305)	4,660(291)	536(36)
1946 "	3,823(561)	1,862(274)	5,685(836)	5,439(778)	499(△37)
1947 "	3,962(139)	1,972(110)	5,934(249)	5,682(243)	(3)
1948 "	4,159(197)	2,041(69)	6,200(265)	5,914(231)	501(△ 1)
1949 "	4,161(2)	2,041(—)	6,202(2)	5,964(51)	532(31)
1950 "	4,262(101)	2,106(65)	6,368(166)	6,100(136)	540(8)

コール	手形	大蔵省預け金	貸出	証券
151	280		976	637
199	147	1,667	754	1,165
252(53)	369(222)	1,523(△144)	815(61)	1,234(69)
432(180)	610(241)	1,560(37)	980(166)	1,427(193)
480(48)	793(183)	1,288(△272)	1,206(225)	1,483(56)
485(5)	741(△52)	1,397(109)	1,378(172)	1,478(△5)
571(86)	1,109(368)	793(△604)	1,523(145)	1,512(34)
592(21)	1,408(229)	456(△337)	1,644(121)	1,528(16)

(Perkins, *ibid.*, p.211 より)(6) Perkins, *Banking Developments: The British Economy, 1954~1950*, p.215.

こうして預金は45年末の48億磅強から47年末の59億磅に増加したが、戦時から銀行資産の過度の流動化を抑えるブレーキとなっていた預り証書が、銀行側の不人気によつて漸減したから、市中銀行の貸出や証券投資の誘因は勿論強化された。しかし終戦直後には、民間商社は超過利得税の払戻、政府の戦時契約の終結支払、戦災補償金の打切払等によつて巨額の流動資金を抱えていたので、商手割引や銀行借入は実際にはさ程増加しなかつた。したがつて銀行余裕金の一半は短期債の投資に向けられ、それらの利廻の引下げに寄与したものと思われるが、この段階においても市中銀行の資金操作が、其後の悪性インフレの展開に制度的な責任のなかつたことを意味するわけではない。即ち第Ⅲ表の通り、通貨の増加率は国民所得のそれを遙かに上廻つている。この傾向は46年において特に著しいが、それは同年中の数億磅を超える要求払預金の増加によるものである。

第Ⅲ表 通貨と国民所得

(単位億磅 国民所得は要素費用による国民総生産)

年次	現金通貨	預金通貨	小計	同指数	国民所得	同指数
1938	4.6	11.9	16.5	100	51.2	100
1945	13.4	30.7	44.1	266.6	88.5	172.6
1946	13.8	35.8	49.6	300.6	87.8	170.5
1947	13.3	37.1	50.4	305.4	93.9	182.1
1948	12.5	38.7	51.2	310.3	103.8	202.5
1949	12.7	39.2	51.9	314.5	110.1	214.8

(日銀、外国経済統計年報による)

このような民間経済の流動化に対応して、長期にわたる戦時統制によつて堰止められていた消費性向や投資誘因は異常な高水準に達して⁽⁷⁾いた。しかもHawtreyによると「通貨や容易に換金される証券を蓄積した人々は、主として

(7) Worswick, British Economy. p.22.

「戦後の最も切実な経済問題は過大需要であつた。これは、何等の措置も講じられず、あらゆる統制が撤廃されれば、はげしいインフレによつて浪費されるのは必定であり、次いで不況を惹起するのも必然であつた。……この過大需要の主因は、戦時における企業と個人の“異常”貯蓄の蓄積であつた。」

消費性向の最も強い人々であつた。消費性向も通貨の保有や通貨を調達する手段の裏付けがなければ無力である。通貨を保有しても支出慾を伴わなければ需要を実現させることはできない。1946年には余分の通貨が、繰延べられた支出を補おうとする要求と結びついて法外に大きな需要を爆発させる危険があつた。⁽⁸⁾

しかし終戦直後は、通貨と現物のストックから算術的に想定される程の物価騰貴は見られない。卸売物価は戦前を基準として66.7%も上昇したが、45~47年の騰貴率は22.4% (年間平均11%強) に過ぎなかつた。生計費指数も戦時中23%の上昇を示したが、戦後47年下半期までは殆ど保合している。これは云う迄もなく重要物資に対して補助金交付をかなめとした物価統制が継続実施されたためであつて、それがなし崩しに撤廃されてからは、物価と賃銀のシーソーゲームが始まつた。実業家の職場復帰と共に労務統制も解除された。食料品と建築資材の統制は最後まで残つたが、其他の重要物資は紳士協定による間接統制に切り替えられた。⁽⁹⁾ 原材料の割当をめぐる紳士間の長談議は、生産の遅滞とストックの偏在を招いたし、消費財の物価統制が撤廃され、その出廻が多少とも増加したことは労働組合の賃上闘争を刺戟したようである。名目賃銀の上昇率は小売物価を追い越し始めた。少くとも賃銀を物価水準より低目に抑えつけることが極めて困難になつたと云うことは、高率所得税の重圧と相俟つて、企業家の取引動機に重大な影響を与え、周知の悪循環を激成することになつた。⁽¹⁰⁾ cheap money policy を挫折させたのは実にこのような性質の物価騰貴であつた。そ

(8) Hawtrey, *Towards the Rescue of Sterling*. p.17.

(9) Worswick, *ibid.*, pp. 282~3.

「戦時中には、政府各省と産業団体は戦争遂行の至上命令によつて緊密に一体化されていた。多数の実業家は役人になつた。だが終戦と共にこうした“臨時役人”は当然各自の職場復帰を切望した。また彼等の個人的利益は政府各省の要求と両立しないようになつた。……」として decontrol の戦略的不手際は指摘されている。

(10) Hawtrey, *ibid.*, p. 18.

「物価が上昇すると通貨の信頼は失われるが、それは換物運動を刺戟する。通貨の不信は悪循環を招く。……事実それは通貨の現在高と流れの關係を変化させる (流通速度の上昇)。……通貨の流れは、所得の受払を通じて、最初に余分の通貨が投入されるに比例して惹起されるべき物価水準の上昇よりは一段と強い物価騰貴によつて拡大されることになるだろう。」以上の關係は単なる期待要因ではあるまい。過去の不生産的消費によつて累積された龐大な公債を通貨に転化することを容易ならしめるような monetary policy が問題のキポイントである。

れは 1947年 の下半期から証券市場における直接の悪材料になつている。即ち Hiersic によれば「投資家公衆が一般物価水準は引続き上昇すると確信するや、先ず債券は最も不適當な投資物件になるし、次に資本損失(減価損)の危険を相殺するために当然金利の引上げを要求する」⁽¹¹⁾ 始末になる。従来このような弱気筋の売り逃げは、屢々予算外の政府資金によつて受けとめられてきた。しかし 47年末から海外のスターリングバランスや米加からの借款は別として、大衆的貯蓄機関であつた郵便、信託貯金や国民保険等の蓄積は減退すると共に、最早長期に切り換えられるべき流動債も涸渇していた。即ち 47年の情勢は公衆の流動性が相当の高水準にあつて、短期金利は金融業者にとつて堪え難い程の低水準に釘付けられているのに、経済は全体として適當な雇傭水準を超え、インフレ圧力は著しく強化されていたのである。証券価格の軟化(長期金利の上昇)は、このような経済基調に対する不安にもとづくものであつたから、⁽¹²⁾ いまや問題は単に流動債による政府借入の増加をもとにして銀行預金を造出することでは到底解決されそうもなかつた。Banker 其他の業界誌が、長期債の挺入に英蘭銀行発行部の資金が用いられていると推測したのは、このような情勢判断によるものであつて、例えば Financial Times の Macrae は次のように見ていた。「ドルトンがチープマネイポリシーを実現するためには、当局の打出す線が永續しそうもないと信ずるようになった人々によつて市場に投げ出された公債を、特定の価格で買上げる同意がなければならなかつた。彼がこの目的を遂行するためにやつた方法の一つは、発行部が証券市場から長期債を買上げることによつて英蘭銀行の保有する公債を乗り換えるようにさせたことであると広く信じられている……。発行部における保有公債の転換が、彼の行使した武器の一

(11) Hiersic, Government Finance and Fiscal Policy in Post War Britain, p. 245.

(12) Paish, *ibid.*, pp. 19~21.

この段階において証券相場が特に悪化した要因としては、累進的所得税制が重視されている。|金利が低下し証券価格が上昇している限り、この運動はそれによつて資本利益(増加益)を期待する人々によつて推進されよう。所得よりは資本利益を追求しようとする要因は、資本利益にはそれに相応する課税がなされないのに所得には高率な税金がかゝると云うような事情によつて強化される。……しかしこの上昇が行詰つて、証券価格は上るよりも下りそうになると、投機は逆の方向に作用する。……このようにして投機的買漁りによつて証券相場が高水準に達し、一度上昇運動がとまるとそれを固めることは頗る困難になることが立証される。|

つであつたことは疑いないように思われる。⁽¹³⁾ もしこれが事実とすれば、戦後の英蘭銀行は名実共に国有化された発券銀行であると云う意味合から見て、cheap money を経済の実勢から遊離して独走させる危険は一層大きなものであつたに相違ない。事実この手段による金融的な小競り合いは当局に味方しなかつた。「政府が経常収入を超えるような買方になつている限りは、銀行から追加資金を引続き借入れなければならない。こうした資金によるインフレ圧力がたかまり、当局が負け戦におち入つていることが明らかになると、投資家公衆の“流動性選好”を満足させることは益々困難になる。要するに当局が金利水準を固底的に維持しようと決意すれば、通貨量に対する統制力を犠牲にしなければならない。……1946年には公衆が金縁市場で公債に代る投資物件がないために、それに投資する程流動化されないうちに、多額の通貨を増発してインフレを⁽¹⁴⁾ 昂進させることを余儀なくされてしまった。」

cheap money policy は、以上のような国内のインフレ的物価騰貴と共に、磅の対外価値の不安によつて著しい困難に直面していた。周知のようにイギリスでは大恐慌まで、ポンドを国際的支払手段として、その為替相場を安定させることが金融政策の一義的な課題とされていた。だが戦後におけるこの国の経済力の低下は、対外価値の決定に深刻な反省をせまることになつた。イギリスは、今次大戦の結果資本勘定においては債務国に転落したにも拘らず、貿易尻も戦後の数ケ年を通じて第Ⅳ表のように年平均3億磅の逆調となつている。特に47年には4億磅、51年には実に7億磅強の入超を示し、この収支尻は主としてスターリング債務及び借款によつてカバーされた。戦前このスターリングバランスは約8億磅と推定されていたが、終戦時には36億に膨脹し、以後1951上半期迄約6億強が追加されている。それは形式上は要求払か短期通知払の債務であるが、対外投資に振替えられるのをふせぐために、使用に複雑な制限が課され、結局ポンド残高の大半は蔵券其他の公債や市中銀行の預金に転化されていた。したがつてスターリング債務の増加は、イギリスの入超を示す限りインフレ圧力を緩和し、公債消化に役立つ限り金利の引下げ要因ともなつていた

(13) Macrae, The London Capital Market, pp. 204~205.

(14) Hiersic, ibid., pp. 242~243.

わけである。しかしイギリスをふくめた他のスターリング地域の対外経常収支も戦後は著しい逆調で、特にドルバランスは戦後の数ヶ年に8億磅に上つていた。このような情勢は終戦直後から予測されていたために、1945年末対米加借款50億弗が締結され、スターリングの対外価値の維持（対米4.03弗）がはかられていた。なおこの貸付協定においては、それが実施されてから1年以内（1947/7）にポンド交換性の自由化が規定されていたが、金ドル準備は表記の通り悪化の一路を辿つたために、ポンドの自由化は僅か6週間の運命で1947/8には再び停止されると云う事態におち入つた。この原因は、一般にイギリスの交易条件の悪化にあると云われているが、Hawtreyによれば「交換性の破壊はやはり一種の金融恐慌であつて⁽¹⁵⁾」、それは価値実体の裏付けなきポンド債務を累積させた cheap money と云う名のインフレーション政策と密切な関連のあつたことは云う迄もなからう。

第IV表 国際収支と金為替準備状況

年次	国際経常収支 (単位百万磅)			金、為替保有高 (単位百万弗)		外国為替相場 (単位弗当磅)	
	貿易収支	貿易外収支	計	金準備	外国為替	公定	自由
1947	△ 425	51	△ 374	2,020	—	0.2483	0.3922
1948	△ 203	216	13	1,605	404	〃	0.3279
1949	△ 154	221	67	1,350	402	0.3573	0.4219
1950	△ 146	433	287	2,900	768	〃	0.3968
1951	△ 779	328	△ 451	2,200	174	0.3596	0.4065
1952	△ 120	303	183	1,500	458	0.3559	—
1953	△ 218	379	161	2,300	246	0.3558	—
1954	△ 192	359	167	2,550	248	0.3591	—

(日銀，外国経済統計年報より)

交換性の停止と云う措置は、勿論証券市場に対しても心理的衝撃を与え、金為替準備のポジションが改めて金融界の関心の的になつた。しかしこの国際収支の危機それ自体は、一応マーシャル援助（1948/6からイギリスに割当てられた使用分は17億弗強）によつて打開された。またこのマーシャル援助は当初国債

(15) Hawtrey, ibid., p. 12.

の償還が目的であつて、Cripps の超均衡財政の強行（經常収支は47年度657百万磅，48年度854百万磅の黒字に転じた）や，資本発行委員会及び Borrowing Actによる不急不要産業に対する投融資の制限と相俟つて，デイスインフレ効果を発揮すべき筈であつた。だが事實は逆に47年以降，卸売物価は騰勢を強めたばかりでなく，小売物価や賃銀まで一斉に上昇している。これは就業労働人口が増加し，労働時間が延長された事実と共に国民所得における賃銀所得の配分を加重し，個人消費支出を促進する結果になつた。

第V表 物価，賃金及び其他の経済指標

(各種指数の基準年次は1948年)

	卸売物価指数	消費者物価指数	毎週実収賃銀(単位)(志)	同賃銀指数	雇用指数	失業者数(単位)(千名)	工業生産指数	国民所得(単位)(百万磅)	個人消費支出(単位)(百万磅)	消費水準
1946	80	—	100.8	85.5	95	394	87	8,783	6,890	81.2
1947	87	94	108.3	89.3	102	498	92	9,394	7,934	92.9
1948	100	100	116.8	100.	100	338	100	10,379	8,505	100.
1949	105	103	120.8	103.4	102	338	106	11,099	8,909	104.4
1950	120	106	127.4	108.8	105	341	114	11,666	9,405	110.6
1951	146	116	139.8	119.5	108	281	117	12,785	10,104	118.8
1952	149	126	150.8	128.8	106	463	114	13,861	10,570	124.3
1953	150	130	159.3	135.6	108	380	121	14,805	11,168	131.4
1954	150	132	170.8	144.	111	318	129	15,718	11,854	139.4

(日銀，外国経済統計年報より)

だが賃銀の上昇に伴う利潤源の減少は，今度の場合緊迫した交易条件によつて，最早物価の引上げでカバーし得なくなつた。蓋し増産目標は明らかに輸出産業に向けられていたが，輸出価格の引上げは海外からの発注をさまたげるおそれが生じていたからである。このような状態のなかでイギリスとしてはマー

(16) Macrae, *ibid.*, p. 262.

「1949~50年に非公式のアメリカ視察団が欧州を訪れて，彼等の援助資金がどのように使用されているかを調査した。その結果彼等は頼母しい独仏人はこれを製鋼所や其他有用な生産施設の建設に使用しているのに，怠慢なイギリス人は最初から発行する必要もなかつた公債の一部を償却するのに浪費しているとの報告をもち帰つた。このような耳障りな批判の圧力によつて，援助当局はイギリス政府に見返資金を国債償還以外の目的に使用するよう要請するに至つた。」

シヤル援助の不足を訴えている間に、アメリカ議会筋から二つの批判がもち上つた。一つは援助資金が単に過去の死重（公債）を償却して新たな死重を生み出すためにのみあてもなく浪費されていると云う意見⁽¹⁶⁾、一つは戦後多額の援助や借款にも拘らず貿易収支を改善できないのは、スターリングの過大評価によるものであると云う意見。以上のような批判に前後してニューヨーク其他における磅は軟化し、これには為替スペキュレーションが加わつてついに輸出の引合はとまると云う重大な事態に直面した。こうして1949/8, 対米 2.80 弗と云う 30.5%の平価切下（純金 1 オンス 172s 3a から 248s の評価替）が断行された。しかしこの思い切つた平価切下も、輸出の大半は軟貨国に向けられ、輸入の大半は硬貨国に依存すると云う貿易構成が改められなかつたために、その効果は疑問視されていたが、間もなく朝鮮動乱の勃発によつて雇傭は極度の緊張を呈するに至つたために、徒に輸入価格を引上げ出血輸出を強要する結果になつたとも見られている⁽¹⁷⁾。それはこの国の貿易政策がアメリカの機動的な軍需物資の貯蔵計畫とタイミングを合わせられなかつた事実と対応して、資本蓄積を増強する効果を發揮し得なかつたと云つてよい⁽¹⁸⁾。

以上のような不手際が繰り返されたのは、根本的に云つて国内金融事情と国際収支の総合的な関連が、金融当局によつて正しく達観されなかつたからにほかならない。即ち輸入統制が輸入品の消費を規制する限り、国内購買力が増加しても貿易収支を圧迫することはないし、為替管理が行われる限りは、為替相場に直接悪影響はないものと近視眼的に樂觀されていたようである。この樂觀は過去20年間の『統制』に対する信頼感から醸成されたものに違いないが、統制を

(17) Beekart, Banking Systems, p. 776.

そのための輸出入信用は、専ら市中銀行の預金創造によつて賄われた。Cripps による黒字財政への転換にも拘らず、銀行預金が増加を続けたのは、主として貿易商社への貸出増加によるものであつた。

(18) U. N. Report Economic Survey of Europe for 1951. p. 11.

タイミングのエラーが1952年以降の金為替準備逼迫の一因になつた事情について「英領諸地域におけるゴム、錫、羊毛等の原材料ブームによるインフレ圧力を緩和するために、それら諸地域の硬貨圏からの輸入統制が緩和されたが、実際に輸入が増加し始まるや否や世界物価は反落した。スターリング地域の貿易バランスが危機に転じたのは、一部には輸出受取代金の減少（平価切下げによる実質減）もさることながら、それ以上輸入支払代金の増加によるものであつた。」

支えていたこの国の物質的な経済力は既にきり崩されていたのである。いまやたえず拡大された国内の非統制品の物価が、cheap money によつて膨脹する通貨や信用（貸付資本）に乗数的に反応し、且つあらゆる現物資本の不足が深刻を極めている限り、生産費の上昇を避けることはできなかつた。連邦全域の生産費が上昇すれば、その輸出価格も諸外国に比し割高になるのは見易い道理である。尤も当局はこの通貨信用量の膨脹に対して手放しであつたわけでは勿論ない。超低金利政策の後半期には、相次ぐ増税によつて国庫収支の改善をはかり、起債や貸出の統制も強化されてはいる。しかしそれも金利を動かさない限りは、労資の増産意慾を去勢し、負貯蓄を激化するに過ぎなかつた。金利を低目に釘付けようとする財政金融政策は、生産手段の私有を原則として諸々の直接統制を緩和し撤廃する政策と抜きさしならぬジレンマにおち入つて終りを告げた。

Ⅱ 政策転換の過程と新通貨政策の意味するもの

A Orthodoxy への復帰か

新蔵相 Butler にかげられた最大の課題は、以上述べたような悪性インフレと国際収支の危機を抜本的に克服して、経済体制を資本主義的に正常化することであつた。そのために彼が 1951/11 以降に着手した一連の新金融政策は、過去20年間にわたつて固執されてきた cheap money policy を放棄するものと云われ、シテイの一角からは Orthodox または traditional な金融政策に復帰することではなければならないと主張されている。しかしこのような古典的政策論は、多年にわたつて cheap money policy を擁護してきた経済学界の主流に、そのまゝ受け入れられる筈はなかつた。こうして学問的にも活発な論争が展開されているが、論争のキイポイントはやはり金利効果に関する認識の相違となつている。即ちイギリス当面のインフレーション的な経済危機は、金利変動の自由を認め、かつそれを自然の勢で上昇させることによつて打開できるかどうかとの問題に帰着すると云つてよい。以下特に新政策に対する cheap money school の観察を立入つて検討する前に、念のためイギリス金融政策の古典的シエーマを一瞥しておきたい。

Nevin によると、1931/9月の金本位の停止は、新旧通貨政策の劃期的な分水嶺である⁽¹⁾と云う。過去一世紀以上にわたって守られてきたその制度は、云う迄もなく価値の尺度を一定量の金におき、発行された通貨をすべて特定の比率で直接間接金に兌換することを保証した制度である。オルソドックスな金融制度はまさにこの金本位制度と表裏一体をなしていた。19世紀の中頃から金貨が国内通貨としては漸次流通場裡から姿を消して、専ら正金の形で国際貨幣として用いられるようになってからも、古い金本位制度の基本的原則、即ち発券銀行の割引歩合を通貨調整の主要な武器とする方式は殆ど変えられなかつた。寧ろそれが公定歩合 (Bank rate) として本格的に信用調整に用いられるようになったのは比較的⁽²⁾に新しく、英蘭銀行の割引歩合を市場に追従してきめると云う慣習を改めた1870年代からと見られている⁽²⁾。英蘭銀行の資力はヴィクトリアの時代を通じて市中の金融業者、特に新興の株式銀行に比して相対的に低下したが、それは法貨としての銀行券を発行する事実上唯一の機関に転化すると共に、改めて中央銀行として全国準備金の究極の保管者となつた。したがつて中央銀行は、何等かの事情で市中の金融業者の準備金が全般的に悪化するような場合には、これをカバーする最後の貸手 (the lender of last resort) としての責任を課されていたのである。では中央銀行は全国的に自己の準備金の数十倍にも膨脹する通貨信用の内在的価値をどのようにして維持することができたのだろうか。それは公定歩合を平常は市場利率より高目におくが、市場が逼迫したときは何時でも一流手形について選択的に再割に應ずると云う割引政策によつたものである。これによつて中央銀行の最後の貸付先は、直接には商業銀行や民間商社ではなく、主として手形割引商⁽³⁾となつた。こうして市場利率は、中央銀行からの追加資金の援助を必要とする時だけ公定歩合に接近すると云う可能性によつて、公定歩合によつて巨視的に規制される関係となつた。この制約を別とすれば、割引市場は国内のみならず国際的なあらゆる貸手と借手を結びつける本

(1) E. Nevin, *The Mechanism of Cheap Money*, p. 1.

(2) King, *History of London Discount Market*, pp. 285~287.

(3) 尤も Hawtrey, *A Century of Bank Rate*, p. 37. によると「英蘭銀行が discount house を、決定的に手形が割引される水路と見做すようになったのは、1890年代に入つてからである」と云う。

当の自由市場 (free market) であつて、金利水準はまさにこの自然的諸力によつてフレキシブルに運動していたわけである。

勿論公定歩合は英蘭銀行自体の準備率 (proportion) の安定を目途として定められるが、準備金は益々国際収支の変動によつて増減するようになつたから、頻繁に動かされなければならなかつた。しかし公定歩合の伸縮自在な変動は、市場利率の変動と大きく乖離することはあるまいとされていた。例えば貿易収支が逆調となつて為替相場が悪化すれば金が流出する。それが中央銀行のリザーブポジションからみて危険視される程度に達すると公定歩合を引上げる。市場利率もこれに追従して上昇するが、市場の資金がなお潤沢で公定歩合の引上げがその効果を發揮し得ない場合には、補助的な手段として“コンソルを現金で売つて掛で買う”或は“コンソル担保に市場から借入れる”と云うような公債の売オペレーションも屢々行われた。⁽⁴⁾ こうして短期市場利率が上昇すれば先ず商社の在庫金融を引締め、その産業家に対する発注減は、物価の下落と生産や雇傭、ひいては所得の低下を招くだろう。設備投資も短期レートに照応する長期利子率の上昇によつて阻止されよう。結果は国内物価水準の一般的な下落であつて、これこそ輸入を阻止し輸出を促進して貿易収支を好転させる要因になる。また金利水準の上昇はそれ自体外資の誘因になつて国際収支の改善に寄与する。以上のような金本位制度による割引装置は、金融市場に対する政府の経済外的干渉を最小限に喰いとめるオートメーションとして、第一次大戦後の Cunliffe委員会においても支持されるどころとなつていた。だが公定歩合による金利水準の変動が、上述の経済的效果を發揮するためには、Nevin が云うように次のような諸条件が充たされなければならない。(1)長短の実物投資は相当程度まで金利変動に反応する。したがつて貯蓄性向は金利の変動に伴う資産価値の変化に照応して、乗数的に所得を動かし貯蓄と投資は均衡をとり戻す。(2)イギリスとその交易関係にある諸国の輸出入需要の価格弾性及び所得弾性が大であつて、それはイギリスにおける所得や物価の低下が事実上その貿易収支の逆調を訂正するような状態になければならない。(3)流動性選好の弾性には一定の限度があるこ

(4) King, *ibid.*, p. 116.

と、そうでなければ金移動に照応する通貨量の変動は、金利に影響を及ぼさ⁽⁵⁾ない。

だが金本位制度及び金融的オルソドキシイに不可欠なこれらの諸条件は、資本主義の構造的な変化に伴つて明らかに薄弱なものとなつた。その最も重要なモメントは、全価格機構が柔軟性を失うに至つた点にありとされている。即ち独占資本による物価の釘付けや、労働組合による賃銀切下に対する抵抗。こうして物価や所得が硬直化してくると、国際的經常収支の均衡は、専ら雇傭水準の変動にまたなければならぬ。しかも販売価格と生産費の関係で示されるヴァイジブルな利潤は、1929年の恐慌でドラステックに減退し、この調整は益々失業の増加に求められた。金融当局はこのようなデフレーション的悪循環にどのように対処したか。先づその緊急対策としては、金為替準備を充実して磅の対外価値を守ることよりは金融不安にもとづく国内の物価下落や失業の増加を喰いとめることが先決問題とされた。では金融面から国内の物価や雇傭を安定させるにはどうしたらよいか。Nevin の考察によれば、金融当局は銀行預金をふくめて通貨の数量を増加させる力をもっている。「近代経済においては、通貨の供給は銀行によつて保有される資産を端的に反映するものである。……銀行制度は、資産を拡張するためには現存する証券の持分を増加させねばならぬが、それは先づ公開市場政策として知られている操作によつて中央銀行が証券を買上げ、商業銀行の現金準備を拡張し、次に後者が証券を購入することによつて行⁽⁶⁾われる。」しかも貨幣数量の増加は、古い数量説の公式通りには物価を引上げる力をもたない。「物価は短期的には商品に対する需要によつて決定され、また需要は消費性向の変化も考えられない短期間には所得に依存している。したがつて貨幣数量の変動によつて物価を動かすためには、所得水準にはたらきかける⁽⁷⁾ようにしなければならない。」では貨幣数量と所得水準の変動を繋ぐ紐帯は何か。それは利子率であると Nevin は断定する。貨幣の供給が増加すれば金

(5) Nevin, *ibid.*, pp. 7~8.

(6) Nevin, *ibid.*, p. 54.

これは Post Keynesian の合言葉であると共に、後述のように彼等の重大な盲点である。

(7) Nevin, *ibid.*, p. 78.

利は下り、それを通じて投資や消費を増加させ、ひいては所得水準の上昇を招くと云う。但し前者は「投資率が借入のコストや借入の難易の変動に反応し」後者は「社会の貯蓄性向が証券利廻の変動に反応する」限りにおいて。更に問題が厄介なことには、貨幣数量の増加が金利を低下させるためには、公衆の流動性選好、とりわけ投機的動機にもとづく流動性選好が低い状態になければならない。即ち金利の先行きがどうなるかと云う期待が現実の利子率を規定する要因であつて、「利子率の究極の基礎は、富を保有する形態としての貨幣にかけられた価値であるが、(利子率の) 現実における“重要な”基礎は将来の利子率に関する不確定性の実存これである」と云うのが金利問題に関する Post Keynesian のコーナーストーンとなつて⁽⁸⁾いる。

金利の決定やその経済的効果に関して、このように多元的な諸条件(しかもそのいくつかはそれ自身の靴紐にぶらさげるような論法で)が設定されなければならない限り、金融当局による政策的な貨幣数量の増加が、金利水準の引下げに結実する可能性は非常に乏しいものと見なければならない。しかも Nevin が、中央銀行の信用創造によつて公衆の流動性選好は変ることがあるものとして列挙している三つの論拠は、ことごとくに彼自身の設定した前提を覆えしているのであつて、論理的な一貫性は全く見られない⁽⁹⁾。金利問題に関して流動性選好説を固守する限りは、ケインズが一般理論で規定したところのものに対して何もものもつけ加えることはできないだろう。即ちケインズは「私一個の考えとして

(8) Nevin., *ibid.*, p. 45.

(9) 彼が指摘している三つの根拠とは、次の通りである。「第一に流動性の評価が高まっても、それが金利の低下を幾分でも阻止するに成功すれば、投資の増加とか貯蓄性向の減退、賃銀の上昇の如き最初の衝撃は存在しなくなり、全行程は崩れることになるであろうから、貨幣数量の増加が利子率に及ぼす影響を“完全に”相殺することはできまい。第二にそれらの諸要因は、チープマネイポリシイが本来の目的とする金利の引下げの顕著な成功を妨げることがあり得るのであるが、実際は物価や所得の引上げを目的とする政策の勝利を確保するだろう。蓋しそれらは所得水準が上昇する限りにおいてのみ作用するからである。第三に少くともチープマネイポリシイが初期の段階に其等の諸要因の作用によつて、敗北を喫することはあり得ないものと云える。投資選好表は一般に利子率に対しては比較的弾性がないものと考えられ、貯蓄も利子率の変動によつて重大な影響を蒙ることはあり得ないし、……賃銀も即時にインフレを惹起する程の伸縮性はあり得ない。」以上は1932~38年間に於けるイギリス金融情勢に関する経験論であるが、それらの消極的な条件が指摘されなければ理論の筋は通らない。

は、現在のところ利子率を左右しようとすることを目的とする貨幣政策のみでよく成功し得るかどうかにについては聊か疑いをもっている。私は資本財の限界効率を長い眼で且つ一般的の社会的利益を基礎として計算し得る地位にある国家が、投資を直接組織化する上に於て今後益々大なる責任を負うようになるのを期待している⁽¹⁰⁾として、所謂金融要因や金融業者のイニシアティブに不信の意を表明している。投資を国家的に組織すると云うこの考え方は、周知のようにイギリス金融当局者によつて、赤字財政により公共事業費や軍事費を増加すること（これは利潤率を人為的に引上げると云う効果をもつ）及び中央地方公共団体の発行する公債のみならず民間商社の発行する中長期証券まで起債統制をする（これは利子率を人為的に引下げると云う効果をもつ）政策となつて実現された。このような財政政策は、長短の金融市場に出廻る金融資産のなかで公債の比重を増加させる傾向があつて、商業銀行にとつても流動債や短期債は主たる収益資産となつた。したがつて金融市場は従来のように商業手形の割引歩合よりは、公債の利廻に一層強い感受性を示すようになり、公債利廻に表徴される長期金利を低目に安定させることに政策の重点が指向されるようになった。しかも低金利の維持については、事情の許す限り極力直接統制を避け、中央銀行及び其他の政府機関の流動資金を、準備金に拘りなく放出すると云う形で。銀行券の兌換停止やE E Aによる為替管理は、このような信用創造を可能ならしめる前提条件であつた。以上のメカニズムについては Sayer や Dacey 等の金融学者によつて纏められている通りである。⁽¹¹⁾

しかしこうしたインフレーション的低金利政策は、序説で述べたように現実のジレンマにおち入つたが、その欠陥は理論的にも早くから指摘されていた。たとえば Robertson はケインズ利子論批判において、(1)貯蓄と投資の均衡は必ずしも資金需給の均衡と一致しない、(2)金利水準の変動を物質的に規定するものが客観的に捕捉されていない、(3)各種資金の金利差を説明する金利体系論がないと非難していたが、事実第1の矛盾は、長期にわたる cheap money policy

(10) ケインズ、雇傭、利子及び貨幣の一般理論、邦訳 p. 196.

(11) 藤沢、イギリスに於ける cheap money policy の展開。商学討究、第7巻1号。p. 196 参照。

の過程を通じて、たえず金融当局者を苦しめた問題であつた。即ち戦前の準低金利政策の段階において、物価や雇傭水準を維持すべく公定歩合其他の短期レートを引下げても、銀行信用や商業信用は必ずしもこれに即応して増加しなかつたし、長期利子率の低下は短期レートに較べるとかなり緩慢であつて、特に民間経済に対する設備資金の供給はあまり増加しなかつた。また戦後の超低金利政策の段階では、長期金利に対しても長期債の短期借替や中央銀行信用による積極的な挺入さえ行われたにも拘らず、放出された資金の大半は取引需要に廻り、所期の通り長期レートを安定させることができなかつた。オルソドックスな貸付資金説からすれば、この原因を解明することは困難ではない。即ち商産業活動が沈滞して現実の収益率や期待利潤率が低下し、そうした一般的利潤率が利子率よりは低位にある限りは如何なる資金需要も実現されない。たとえ金融機関が相当の遊資を抱えていても、そのように不健全な貸付はこれを拒否するだろう。中央銀行のオペレーションによつて商業銀行の cash ratio が銀行の収益率を低下させる程上昇しても、資金を需要し或は需要する資格のある借手がなければ銀行資産の過度の流動化を是正することはできない。同様に中央銀行のバックアップで銀行が手形割引や貸付を増加しても、そうした信用が現金で流出するか、不安定な当座預金でしか歩留らない場合は、長期の資金需要を充たす程その金利を引下げることはできない。このように短期資金と長期資金の間に量的にも質的にも著しいギャップが生ずるのは、金融当局による不自然な干渉によるものである。Robertson によると、単一利子率はすぐれて金縁証券の利廻（長期利子率）をもつて表現されるべきものであるが、そのような基本的な抽象的な利子率 (natural rate) は、消費から得られる満足、とりわけ生産的消費としての実物投資から得られる満足(利潤)と一定のマージンをおいて均衡関係に立つ。したがつてそれは資本の限界効率乃至期待利潤率によつて規制されざるを得ない。⁽¹²⁾しかし現実の利子率 (real rate) は、以上の自然的利子率を各人各様に評価した結果金融市場にもち出される資金需給の出会いによつて決定される。この金融的取引の大いさは、再び産業活動にはねかえつて自然的利

(12) Robertson, Mr. Keynes and the Rate of Interest (Essays in Monetary Theory) pp. 12~13.

子率を動かす独自の要因となると云う。ところで金融当局は、通貨の現在高を把握することはできるし、金本位制度を停止すれば、需要がそれに伴う限り任意に通貨を増発することもできよう。だが Kock が云うように、「貨幣や信用の流通は一定不変の速度をもたないし、流通速度は人間的要因の帰結であるから、必ずしも直接にこれを統制することはできない。それは通常、取引活動の上昇期には、金利が強調を呈しても屢々増加する傾向があるし、取引活動の減退期には、金利が軟化しても屢々減少する傾向がある。だが金利の増減は必ずしも的確に予測され得ないし、効果的に中和されることもできない。」⁽¹³⁾ ここで云う取引活動とは、それによつて物価が直接に決定される商取引のみならず、金融取引を包含するものと解すべきだろう。即ち金融機関は単なる貨幣取引資本としてのみならず、貸付資本の取扱業者としても、各自の信用によつて社会的に貨幣の流通速度を加減する力をもっている。したがつて商業銀行なり手形割商或は capital market を構成する其他の業者等が、この信用力によつて流通速度を増加させると、他の条件が一定ならば、貸付資金の需給を緩和させて金利の引下げ要因となるし、逆の場合は引上げ要因になるとも考えられる。金融当局が単に金利を引下げるばかりでなく、それを極力安定させようとする政策目的を有する場合には、金融業者の取引就中その授信活動に対する直接統制 (selective control) を強化する必要にせまられるのはこのような事情によるものと見てよい。しかしこうした直接統制を強化する程、自然的市場を破壊することになるから、金融当局は市場との接触を失つて目標とする合理的な金利水準の基準を求めることが困難になる。それはまさに1830年代まで、英蘭銀行が usury law に拘束されて資金調整の実力を発揮し得なかつた状態の再現を意味する。しかも現代の有力金融業者は、18世紀の private banker とは異つて金融資本の基本的なファクターとしての銀行資本である。それは戦時のような非常事態にはともあれ、諸般の実物統制も撤廃されるような資本主義的正常化の過程において、ひとり当局によつて一方的にとりきめられる手数料や利轄に甘んじられる筈はない。flexible money を希求する全金融業者の営業的な動

(13) Kock, Central Banking. p. 188.

機は、インフレーションや国際収支の危機を終熄させるという総資本の要請と結びついて正当化されねばならない。そこで Kock は「資本にかかる利子率 (Robertson の自然利子率) は、長期的には交換手段の供給によつて左右される通貨現象として処理されることはできないのであつて、……資本の役割はあれこれの貯蓄によつて遂行されるのであるから、資本の需給関係が順を追つて金利水準に影響を及し得るように放任されなければならない」として、cheap money policy は結局ドラステックな金利の上昇によつてしか結果する悪性インフレを制御することができないと述べたあとで「結論的に云えば、現在のような経済的諸条件や政策を以てしては、(中央銀行が) 独立して割引政策をやると云う余地はそれ程大きなものではないが、しかも公定歩合は其他の諸手段を以てする統制と結びつけば、有用な機能を発揮するものと信すべき理由がある。……過去の経験に照らして力説されねばならぬことは、公定歩合がその効果を発揮するためには適当な時機を見て行われる必要があると云うことである。蓋し取引活動や投機活動の傾向は、惰性がつくと容易にこれを逆転させることができないからである。行動をおこすこの適当な時機を判断するためには、たえず様々な諸要因が観察されねばならない。」⁽¹⁵⁾ このようにして中央銀行の在り方は、単に公定歩合を上げると云うだけではなく市場を存置し、それと接触して弾力的に変動させることが必要であると示唆されている。なお Lombard Street の要望を機敏に代弁する King は更に一步を進めて、Orthodoxy を次のように掘りおこしている。即ち伝統的な金融制度は1920年代においても「英蘭銀行が割引歩合を市場利率に対して合理的な水準に維持することができた限り、市中銀行もそれをなお公定歩合として、当時の言葉によると貨幣価値の真実のパロメーターと見做していたし、若干の金利にあらわれ始めた慣習的な関係も、自由市場の原則を事実上犯すことはなかつた。蓋しそれらの金利協定は、英蘭銀行の指導性と相俟つて、将来の不当且つ危険な金利変動を阻止することによつて、適当な均衡を維持することができたからである」⁽¹⁶⁾ と。この命題はそれだけでは理解に苦しむ節が多いが、前後の関係から、こゝでは公定歩合を効果的ならしめる

(14, 15) Kock, *ibid.*, p. 179.

(16) King, *Banker* 1954/10, *Flexible Money and Full Employment*, p. 277.

程度に公開市場操作を強化しても、準備金や財政収支を目立つて悪化させる程の懸念はなかつたこと、金融業者間の独占競争に節度が認められたことが示唆されでいるように思われる。結局彼によれば、Orthodoxy は近代学者によつて理論的に批判される程老朽化してはいなかつたのであつて、それが法則の発動をやめたのは人為的に金本位制度を破壊し、且つ不自然に完全雇傭を維持せんとする社会政策によるものであると。尤も Kingはこの論文で完全雇傭や社会福祉の目的を政策的に放棄せよと云つてゐるわけではない。彼は以上のような歴史的觀察からそれらの対内的目標と国際収支の均衡の二兎を追うのに、flexible money はなお有用な手段であるとの根拠を懸命に求めようとしているのである。次の一節は新古典派としての King の面目を示すものと云えよう。「逆説的に云うと、金融の伸縮性の作用する基本的条件が現代と過去では異つてゐるとすれば、それは究極目標の相違と云うよりは、専ら技術的考慮の相違によるものである。金融機構の二つの大きな変化（財政収支の比重が増加し、為替平衡基金が創設されたこと）により、金融当局はたえず市場に介入しなければならなくなり（special buyer により）、金融的諸力の展開は多かれ少かれ当局の政策に依存している現況である。当局が自然市場に対してとり得る手近な措置は、自然的条件とは何かと云うことについて独自の意見を持ち、その意見に合致する金融形式を打出すことであろう。もくろまれた自由（contrived freedom）と云う考え方は空想的であるかも知れないが、もしこのような措置がたえず講じられないと、金融機構が敏感且つ選択的な調整者として具有している実質的価値の多くは不可避に消滅する。したがつて政策の原則は、先づ政府の干渉を要請する諸力を可及的に弱め、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ために干渉することである。⁽¹⁷⁾」

以上が云うなれば cheap money school に対する active money school の新政策に対する基本的態度をあらわしている。次に新政策の現実に即して表明さ

(17) King, *ibid.*, p. 279.

以上の論理から King は、この論文其他で具体的に為替平衡基金勘定の再編成 (recast) を提案しているが、Paish も *The Banker* 1955/2 号で、これに同調して、EEA の保有金を英蘭銀行に移還して、その保証発行を削減すべしとの意見を明らかにしている。

れた諸家の意見を紹介しながら、若干の私見を加えて見たい。戦後におけるイギリスの経済危機を打開するための対策は、Butler 自身が屢々言明したように、勿論 monetary policy の転換によつてのみ求められたのではない。それは諸般の経済政策における社会民主主義的な『偏向』を是正する措置と相俟つて、その効果を發揮すべきものであつた。

しかしこゝでは問題をなるべく金融面に限定して、新政策の意義を特徴づけてみよう。そうすると新政策の最も重要な問題点は、公定歩合の機能、公債の借替、質的資金統制の三項目に整理できる。以下第一の公定歩合に重点をおいて順次検討を加える。

B 公定歩合の modus operandi

前述のように公定歩合とは中央銀行が一流手形で市場に貸付ける場合の利率であるが、市場が英蘭銀行に依存するのは資金需給の逼迫する時期を常とするから、平常は市場利率よりは高目におかれ、割引商社にとっては懲罰利率 (penal rate) であつた。ところで公定歩合は過去20年間殆ど2%の低位に釘付けられていたが、蔵券はそれより1~1.5%も低目に優遇されていたから、実際問題としては公定歩合は市場利率を規制する力を失つていたわけである。これが先づ新政策によつて(1951/11)2.5%に、次いで翌年3月には4%に引上げられた。しかもそれは蔵相が議会で政治的な重味をつけて公表する代りに、英蘭銀行の定例理事会で決定されたのを直接公告する (Posting) と云う伝統的な手順によつて行われた。それを市中は、金利政策が Westminster から Thread Needle に移還されると共に、フレキシブルに変動する前触れとうけとつた。⁽¹⁾ それと共に代理店による蔵券の0.5%と云う支持率は撤回され、公定歩合の0.5%低目に変動するものと決定された。このように依然蔵券が優遇されたのは、その入札レートを幾分なりと抑えて流動債の政府負担金利を節約するためと、スターリングバランスの金利負担を緩和する狙いによるものである。このため公定歩合の第一次引上後銀行引受手形のコールレートと市場利率は第Ⅴ表のように0.4~0.5%も上昇したのに、蔵券のコールレートと入札利率は

(1) 事実新政策後公定歩合は次の如くかなり頻繁に改訂されている。

1951/11 2.5%. 52/3 4.0%. 53/9 3.5%. 54/5 3%. 55/1 3.5%. 55/2 4.5%.

その半分しか上昇しなかつた。したがつてコールレートには、蔵券担保と一流手形の担保の間に0.5%の利巾が生じた。このような利巾は1953/9、公定歩合の第三次改訂によつて、蔵券担保の貸付レートと公定歩合が一本化されても直ちに消滅することなく、後述のように市場の金利体系の正常化を歪曲することになつた。しかし代理店と市場の取引は、従来のようにオープンな自動的關係ではなくなり、戦前のように不必要な程の祕密な空気が漂い始めたと言われている⁽²⁾。即ち代理店は、支持率はともかくも再割の量に相当の手心を加えたよう⁽²⁾で、これによつて市場に入札協定を破棄させ、割引政策のイニシアティブを当局が奪還する効果を狙つたものと云われている。国連の欧州経済報告は「2%と云う特殊レートは不規則にのみ実施されたが、これは商業銀行が資金難の折に公債を処分するときの価格を不確定ならしめ、政府以外に対する信用を拡張しようとする意慾を抑制する意図があつたように思われる⁽³⁾」と述べているが、当時のジャーナリズムもこれに同調して、専ら割引政策の心理的衝撃を重視していた。何れにせよこのような中央銀行の措置によつて、一連の短期金利は第V

第V表 新政策前後の市中金利

(単位年率、手形は3ヶ月もの)

		公定歩合 第一次引上 直 1951/11.7	第一次引上 前 1951/11.9	第二次引上 1952/3.14	第三次改訂 1953/9.25
英蘭銀行	公定歩合	2.	2.5	4.	3.5
	蔵券担保 貸出利率	0.5	2.0	3.5	3.5
コール	銀行手形担保	0.88	1.25	2.5	2.0
	蔵券担保	0.50	0.75	2.0	1.75
	債券担保	0.75	1.13	2.5	2.13
貨幣市場	銀行手形	1.00	1.50	3.0	3.22
	商業手形	1.75~2.5	2.25~3	4~5	3.5~4.5
	蔵券銀行割引レート	0.50	0.75	2.13	2.13~2.09
	蔵券入札レート	0.5~0.53	0.78~0.86	2.35~2.38	2.10
	銀行預金利率	0.5	0.75	2.0	1.75
	2.5%コンソル利廻	3.54	3.78	4.15	3.86

(The Banker より)

(2) Macrae, London Capital Market, p. 233.

(3) U.N. Report, Economic Survey of Europe for 1951. p. 121.

表のように上昇したし、証券市場においても第一次引上げの際には長中期公債は15%、株式は22%の値下りを示した。

さて以上のような金利の上昇は、眼目とする通貨信用量の引締めにとどの程度役立ったか。Johnsonによると「この期間(第一次引上げ)における短期レート
の控え目な上昇は、それ自体としては信用の収縮に大した影響を及ぼさなかつたことは明らかなように思われる。貨幣利率や割引歩合が弾力的に上昇しても、銀行が資金運用を手形割引から貸出に切り換えることが有利であると云う事情をさまたげなかつたし(当時商手割引歩合は3%弱、貸出は4%内外であつた)、貸出利率の0.5%の上昇もそれ自体としては借入需要に顕著な縮小効果をもたらさなかつたように思われる。……銀行は借入需要が金利には余り反応しないで、専ら取引活動の如何にかかると云う往年の見解を正当と認めているようである⁽⁴⁾」

以上の事実認識から Johnson はこの論文のあとの方で、新政策の成功は、ひとり公定歩合の引上げよりは、後述の公債借換操作(funding)によるものであると述べたあとで、借換操作の目的とする銀行の流動比率の引下げは、更にもつと安直な方法で実現されていたに相違ないと主張している。即ちアメリカのように支払準備率を法定して蔵券を準備金資産にふくめ、法定準備率を上げるとか、商業手形の割引や銀行貸出には課税するとか、或はもつと短刀直入に現行の銀行法第4条によつて銀行や市場の信用を直接に規制すればよいとして、「(金融当局は)このような力をもつており、古典的な方法には上述のような障害があつたにも拘らず、公定歩合の引上げが銀行の貸付量を有効に規制する必要条件であつたとすれば、その原因はこれに代る手段がなかつたとか、古典的な方法の効能が優れているとか云うためではなく、専ら伝統の力に求められねばならない⁽⁵⁾」と結んでいる。要するに新政策において古典的な手段がとられたとしても、高価の代償によつて単に惰性的な効果しか期待され得ないのであつて、金融業者に対する直接統制の効果に比すべくもないと云う考え方である。

(4) Johnson, The New Monetary Policy and the Problem of Credit Control. Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics, 1952/4~5号 p. 126.

(5) Ibid., p. 131.

これはまさに装を新たにしたドルトンの思想であつて、Robertson が次のように皮肉つているのは故なしとしない。「Johnson 氏は偉大な鉄条網の構築者である。…… 極端に評すれば、彼は市中銀行が唯一の貸手であり、市民は唯一の蔵券保有者であり、そして政府は全組織の流動性を保証する責任をとろうとはせず、自分の判断で無制限に介入するために警察力を行使し得るような地獄を空想している。⁽⁶⁾」

Johnson が Robertson の『自由世界』を脅かすような結論を導き出したのは、やはり彼の新政策に対する事実認識に欠陥があるためと考えられる。即ち当局が先づ公定歩合の引上げによつて市場レートの伸縮化をはかつたと云つても、尨大な流動債の流動化に特別の措置を講じた限りは、金融当局自体が Orthodoxy の効果を制約していたのである。これによつて新政策、特に公定歩合の第一次引上げに、期待される程の銀行貸付の収縮が見られなかつたとしても、それは金利政策の効果を一般的に否定する証拠にはならないと思われる。Johnson はこの論文の中頃で、新政策が貸出の引締圧力になつたとすれば「それは借手の借入需要を圧縮することによつてではなく、専ら銀行(貸手)の貸出性向を減退させることによつてそのようにはたらきかけた⁽⁷⁾」事実が重要であると力説している。即ち「貸出引締めの方法は、貸出利率を競争的均衡水準まで引上げることによつて需要を供給に調整させるのでなく、銀行が資金の健全性に関するそれ自身の基準や顧客の信用及び競争上の利害を考慮することによつて、金利水準はどうあれ当局の政策や銀行慣習によつて定められる需要に対して供給を割当て⁽⁸⁾ることによつてなされたのである」と。だが資金の健全性や収益性等に関する銀行の主観的判断も、客観的には金利水準や金利体系によつて規

(6) Robertson, Bulletin 1952/4~5 号, p. 156.

(7, 8) Johnson, *ibid.*, pp. 128~129.

これについて Lloyds 銀行の頭取 Ensor も Economic Journal 1952/12号 p. 722. で次の如く述べている。「我々過去の経験によると、利子率は借手が銀行から融資を求めようとする場合の重要な要素ではなかつた。だからここでは現在の金融政策の別の面がその役割(信用引締め)を果すに相違ない。即ちそれは銀行が優先順位表からみて低位におかれている借入を積極的に阻止する面においてである。そしてこれは銀行が前述のように安全な流動比率を維持する必要によつて助長されたのである。このことは銀行が古くから信用のある顧客に対してもその借入が重要でないとしてそれを抑制しなければならぬ場合は特に然りである」。

この要因は Availability と云う言葉で最近屢々使われるようになった。

制されると云わなければならない。金利は流動性の函数であるとしても、銀行の主たる営業動機が各種貸付資金の利鞘にある限りは、金利の動向はやはり銀行信用量を左右する最大のモメントであろう。新政策は最初の措置として前述のように所謂『最後の貸付』レートについて、0.5%の釘付けを廃し、公定歩合と共に当局の情勢判断で弾力的に引上げるような仕組にしたのである。これによつて確かに市場利率は上昇しており、したがつて貨幣市場資産の流動性を低下させたのである。このような金利の上昇及びそのメタルの裏である流動性の悪化は、中央銀行、市場、商業銀行等金融制度内の取引に対しても、金利の引上げが行はれなかつた場合よりは取引を慎重にさせ、且つ取引量を減退させる効果がなかつただろうか。公定歩合の第一次引上げ前後の統計によれば、明らかに市中銀行のコール放出や割引手形も、そして有価証券さえ減少しているし、割引市場の収益資産も縮少している。そして更に注目すべきことは、市中銀行の正味預金が要求払預金の著しい減少によつて低下していると云う事実である。これは少くとも金融機関相互の取引の減退、例えば銀行がコールや再割を手控えることによつて、割引商も手形や短期債の取得を抑え、したがつて公衆の要求払預金も減少すると云うような信用創造係数の縮少によつて惹起されたも

第Ⅶ表 手形割引商社主要勘定

(9社, 単位百万磅, 括弧内の数字は資本倍率)

年次	資本金	手形	債券	総資産	再編手形	預金及び借入金
1949 ~ 50	27.0	688.0 (22.5)	271.9 (10.5)	959.9 (33.0)	80.7 (4.3)	945.9 (32.5)
1950 ~ 51	27.5	742.5 (27.0)	311.1 (11.3)	1,053.6 (38.3)	102.0 (3.7)	1,038.7 (37.8)
1951 ~ 52	28.0	629.6 (22.5)	293.5 (10.5)	923.1 (33.0)	121.5 (4.3)	910.9 (32.5)
1952 ~ 53	28.5	701.9 (24.6)	280.3 (9.8)	982.2 (34.4)	57.0 (2.0)	965.8 (33.8)
1953 ~ 54	31.7	682.9 (21.5)	368.4 (11.6)	1,051.3 (33.2)	76.0 (2.4)	1,047.4 (33.0)

(The Banker より)

のであろう。英蘭銀行における割引政策の変化は、このような全般的な、社会

第Ⅶ表 公定歩合第一次引上前後における市中銀行
主要勘定

(単位百万磅, 括弧内は正味預金に対する割合)

年次	現金	コ-ル	割引手形	準備資産 小計
1951. 10	514 (8.3)	579 (9.3)	1,330 (21.4)	2,423 (39.)
11	517 (8.4)	562 (9.1)	901 (14.6)	1,980 (32.1)
12	531 (8.4)	598 (9.4)	972 (15.4)	2,101 (33.2)
1952. 1	521 (8.4)	605 (9.8)	965 (15.6)	2,091 (33.8)
2	492 (8.4)	526 (8.9)	856 (14.5)	1,874 (31.8)
3	492 (8.4)	526 (8.9)	854 (14.5)	1,872 (31.8)
4	501 (8.4)	512 (8.5)	883 (14.7)	1,896 (31.6)

証券	貸出	収益資産 小計	正味預金
1,555 (25.1)	1,897 (30.6)	3,452 (55.7)	5,974 (100)
2,033 (32.9)	1,925 (31.1)	3,958 (64.0)	6,036 (//)
1,966 (31.0)	1,931 (30.5)	3,897 (61.5)	6,016 (//)
1,954 (31.5)	1,911 (30.8)	3,865 (62.3)	5,941 (//)
1,944 (33.0)	1,933 (32.8)	3,877 (65.8)	5,683 (//)
1,935 (32.9)	1,946 (33.1)	3,881 (66.0)	5,672 (//)
1,934 (32.3)	1,953 (32.6)	3,887 (64.9)	5,701 (//)

(日銀, 外国経済統計月報より)

的な通貨信用の縮少の唯一ならずとも主要なモメントであつたと見てよい。これについてアメリカの金融学者 Roosa は次のようなコメントを加えている。「近代的金融制度のもとにおいては、通貨や銀行信用の総額は本源的準備金によつて規制されている。……しかるに Jonson やその一派は、通貨や信用の総体を統制することを考慮外にして、直ちに銀行資源をその利用者に割当てるのを指導するために、銀行貸出や証券投資の構成を直接統制すべきだとしている。だが私は（銀行信用量を引締めるためには）、直接統制はその配分機構に対する統制に止められるべきであると共に、それとは別個に全銀行信用量に対する統制によつて補強されなければ成功は覚束ないものとする。したがつて当局は如

何なる場合でも (インフレーションをふせぐためには), 銀行制度に利用される本源的準備金を効果的に統制する必要がある。⁽⁹⁾ ここで Roosa の云う本源的準備金とは, 云う迄もなく中央銀行の放出する信用 (銀行券や中央銀行預り金) であつて, 管理通貨制度のもとでは主として公債がその見返になつている。だから「中央銀行が公債の価格を一定水準に維持しようとする限り (長期金利), 資金需要が著しく増加している状態のもとにおいては, たとえ商業銀行が直接統制によつて公債投資を強制されていても, 公衆が公債の売方にまわれればこれに応じて商業銀行の本源的準備金は増加するだろう。……一方この条件が有効に規制されない限りは, 銀行は通貨や信用を乗数的に拡張するかも知れない。銀行のあらゆる貸付決定権を当局の手に移還しても, 銀行が未利用の準備金によつて通貨や信用を拡張しようとする傾向を阻止することは困難である。⁽¹⁰⁾」以上 Roosa の考察は, イギリス cheap money policy 末期の行詰り状態の基本的な原因をついている。要は Johnson の云う『銀行信用量を技術的に規制する措置』としても, 銀行貸出の availability のみに統制を加えるだけでは片手落ちであると云うのである。同様の批判は Paish や Morgan のコメントにも見られる。

次に問題なのは Johnson 及びその一派は, 金利の上昇が借手側の資金需要に及ぼす影響を過少評価しているのではないかと云うことである。彼は “Monetary Policy Again” の結論において, この問題に関し「金利効果によつて測定される僅かの金融引締めも, 経済活動には全く大きな縮小作用を与える。かつて金利変動の投資に及ぼす影響をきびしく制約するものと云われた不確定性と期待要因は, よく調べてみるとそれ自体可変要因になることが分つた。金融政策はこれを自己の目的に使用すべく動員することもできる⁽¹¹⁾」として, 金利効果を肯定しているかの如くであるが, それは飽迄心理的作用である。「通貨政策は再び有力な引締手段と見られるようになったが, それは借手のコストを通じてと云うよりは, 借手や貸手に金利の先行きが低下すると云う期待や不確定の不安をいだかせ, 前者をして借入計畫を延期または放棄させ, 後者をして貸付

(9) Roosa, *Monetary Policy Again*, Bulletin, 1952/8. p. 254.

(10) *Ibid.*, p. 255.

(11) Johnson, Bulletin, 1952/8号. p. 303.

条件を硬化させる効果を媒介として、引締装置としての役割を果すものと見られるようになった。⁽¹²⁾ Kennedy や Balogh はもつと極端に金利のコスト要因を否定し、不確定要因を重視している。⁽¹³⁾

以上のような金利政策に対する否定的な見解は、Keynesの“一般理論”に依拠しており、実証的には戦前の材料（たとえば1938年のOxfordのアンケート）にもとづいている。即ち経済基調がインフレふくみにあつたとしても、なお多かれ少かれ遊休資本が潜在しており、利潤源（余剰価値の生産）に弾力的な余地が認められていた段階、たとえば失業者が大で固定資本の償却期間を短縮することもできたような時代の考察から引出されたものである。だが新政策の実施された時期のイギリス経済は、雇傭は極度に緊張してインフレは悪性化し、全般的に機能資本家の利潤源は涸渇に瀕していた。したがって商社や産業家の多くは自己金融に行詰り、手形や借入或は起債等による他人資金への依存を余儀なくされていた。このような過程において、中央銀行のこれ以上の信用創造は打切ると云う決定、或は金為替準備から見た通貨の対外価値の不安を除去すると云う決定が社会的に支持される限り、僅かな金利の引上げも貸手のみならず借手に対しても重大な直接的効果をもたらすことは不可避であつた。公定

(12) Ibid., p. 304.

(13) Kennedy, Bulletin. 1952/4~5号. p. 136.

「公衆の流動性需要は、短期資金の融通されるコストよりはそれが一体融通されるかどうかの不確定性によつて強く影響を蒙るものと考えられる。銀行が手持証券の一部を処分する必要が生じたり、長期利率の上昇が惹起されたりするのは、この種の不確定性や不安によつて部分的に立証される。」として、新政策による短期レートの上昇は、それ自体として為替スペキュレーションを封ずると云う心理的ショック以外には、実物投資の決定には目立つた影響を与えなかつたと指摘している。

Baloghも *ibid.*, p. 163において金利引上げによつて金融引締めを目的とする金融政策は投資の見込収益と資金調達の可能性を不確定ならしめることによつて効力を発揮すべきものであるから、最適度の投資を選択し最大限の進歩を実現する手段としては不適當であると前提して、「金利変動の効果は一般に企業家の決意におけるコスト要因としては重要性をもたない。投資の金利弾性は長期の比較的リスクの少い企業の場合にできえ、楽観的期待が維持されている限りは極めて僅かなことが立証されている。過去の金融政策は専らこうした楽観的期待を動かすことによつて、また狭義の資本市場では直接に銀行信用を削減したり、間接に資本市場に新規発行証券の消化を拒ませたりすると云うような金融難を惹起することによつて機能を発揮してきたのである。……信用引締めが収縮をもたらすと云う確信がひろまると、金利上昇の程度がそれ自体としては収縮を惹起するのに“理論上”不十分であつてさえ悲観的期待への転換を正当化することになる」と述べている。

歩合の第二次引上げ(4%)の行われた直後 King は書いている。「貸付利率はいまや経済活動に実際の支障を与える程の水準に上昇している。……銀行制度を通じて行使された通貨政策の意図は、それ程無駄にはならないだろう。尤もそれは銀行から閉め出された借手が、どこか別途に資金を入手できれば別であるが。」⁽¹⁴⁾ この場合短期レートの上昇は、先づ商社や工場の在庫コストを目に見えて増加させるだろう。しかしこの金利負担は、インフレが表面化して大衆購買力の低下が実存すれば、価格の引上げによる転嫁が困難である。余分の在庫品は投げだされなければならない。このような縮小過程を Hawtrey は次のように公式化している。「公定歩合の変動は商品取引業者の現金遊離や拘束を惹起する手段と見做すことができる。公定歩合を引上げた場合には彼等は売りよりは買いを抑制し、消費者所得は生産者に対する発注が減少するにつれて直接に減退する。」⁽¹⁵⁾ これを更に分析すれば、公定歩合の変動が通貨信用量に及ぼす作用は二局面に分けられよう。即ちそれが市中金利の上昇に作用する限り、主として商社に現金を拘束させて社会的にも直接資金量を収縮させる局面、次に消費者所得の減退を通じて間接に資金量を収縮させる局面。Hawtreyは以上の公式を第一次大戦前におけるイギリスの割引政策の観察から導き出したのであるがこの法則は新政策においても一般的には妥当すると考えられる。しかし新政策では、公定歩合の引上げが第二局面の効果を発揮する前に、新たなリフレーション政策をおこしたために、通貨信用量の引締めを徹底することができなかつた。なお金利の上昇がどの程度まで在庫投資を抑制したかを正確に捕捉することは困難であるが、国民所得統計によれば1951年には、朝鮮動乱直後の輸入増加によつて在庫の純増は575百万磅に上つたが、翌年は50百万磅に低下している。⁽¹⁶⁾ 新政策が生産や雇傭を低下させることなしに、貿易バランスを維持することができたのは、短期的とは云え余分の在庫を圧縮した点に負うところが多大であつた。Kennedy さえこの事実を認めている。⁽¹⁷⁾ 要するにここで強調されねばなら

(14) King, the Banker. 1952/4. p.199.

(15) Hawtrey, A Century of Bank Rate, pp. 38~39.

(16) 日銀. 外国経済統計年報. 1951. 1952年版.

(17) Kennedy, Bulletin. 1952/4~5号. p.133.

「輸出拡大に必要な資源は、短期的には固定資本及び在庫への投資を節減すること *

ぬことは、Post Keynesian が通貨信用の縮小要因として異口同音に重視している期待要因は、根本的には機能資本家の所得（利潤率）にかゝるのであつて、金利の先行にかけることは重語であつて無意味であると云うことである。⁽¹⁸⁾

公定歩合及び其他の短期金利の長期利子率（証券利廻）に及ぼす影響についても、Johnson 一派は極めて否定的であるが、実際は証券市場に対しても相当の作用を齎したようである。即ち1951/11公定歩合の第一次引上げ直前から同年末に至る2ヶ月間に、3%利付貯蓄債券の利廻は3.56%から4.09%に、コンソル公債は3.54%から4.06%に、ドルトン債は3.68%から4.24%と何れも0.5%強の上昇を示している。このような証券価格の下落は、Hersic によると新政策目標の一つでもあつたと云う。「蓋し公債を保有するものは、個人であれ企業であれ銀行に回収された資金を補充するためにさえ損をしてまでこれを流動化そうとはしないし、また証券市場がどんな売方にも反応するようになるにつれて、貸手は業者、個人何れにせよ過大投資におち入つて、流動性をとりもどすために軟化した市場で資産を整理することを余儀なくされないように、貸付政策に慎重を期する傾向が生じたからである。」⁽¹⁹⁾ 事実市中銀行は1952年後、

* によつてのみ調達し得ると云う主張は、再軍備計画が与えられたものとするれば異論の余地はない。……個人投資の節減は、我國の工業競争能力を維持する機会を更にせばめることにならうが、消費財産業から資源を移転させると云う一層困難な課題を遂行するのに必要な時を稼ぐための暫定的な手段としてのみ正当化され得る。」

(18) cheap money school が好んで用ふる所得の不確定性 (uncertainty) と云う言葉は、資本家の利潤期待を不確定ならしめる要因を意味しているようであるが、論理的には瞬時的規定と云わなければならない。公定歩合引上の効果として考えられる心理的要因は、機能資本家の収益性が悪化すると云う期待において確定的な状態であろう。Hicks も Bulletin 1952/4~5号. p. 158 に於て、「私は、金融的措置が投資に反応を与える通常の方法は、実業家の期待にはたらきかけることによつてであるが (Johnson や Kennedy が云うように)、不確定性を醸成することによつてではなく、ある種の確定性 (弱気) を惹起することによつてであると確信する」と前置して、次のように公定歩合の効果を認めている。「古典理論が金利の投資計画に及ぼす直接的影響を過大視していると云うことについては、実証的な研究によつて明らかにされたと思うが、それは重要な間接効果があり得ると見ることに矛盾しない。蓋し実業家は通例公定歩合の2%や4%には大して関心を示さないような心理状態にあつても、その金利構造 (市中の金利水準) への影響が普通の方法で推し進められるならば、投資計画を少くとも当分の間はこれを見合せわるようなある種の公定歩合の水準が存在しないとは考えられない。」

(19) Hersic, Government Finance and fiscal Policy. p. 260.

このような証券価格の下落によつて、手持証券の評価方法を変更せざるを得なくなると共に、一般貸出の審査も嚴重になつたと伝えられている。長期利子率と設備投資の関係については、Paish が「営業の信頼感 (business confidence) が低調な場合は、金利の低下が追加的資本財への支出のために借入を増加させるには長期を要し、したがつて金利は新規資金の大半が消費されるべき資金に転化するまでは長期にわたつて引下げられることができる。だが営業の信頼感が高いと、新規資金は速かに借入れられて消費されるのであつて、その場合失業資源が多量に存在すれば産出高の増加を伴うし、そうでなければ物価の上昇が招来される。営業の信頼感が非常に高いと、貸付資金の供給の増加はそれに対する需要を不当に増加させる。この場合完全雇傭に達しているとするれば、貸付資金の増加と共に急激且つ確実に御し難いインフレーションを発生させるだらう。」⁽²⁰⁾と述べているが、新政策の段階には、前述のように既に御し難いインフレ発生の懸念によつて『営業の信頼感』が極度に動揺して見做されるから、僅かな長期利率の上昇も投資率には相当大きな圧力を与える危険があつたと見てよい。だが実際は長期利廻の上昇率は、特に公定歩合の第二次引上げ以降短期レートの上昇率を遙かに下廻つて、理論的に予測される程の危険は惹起されなかつた。それは証券取引所に上場される証券の大半が公債或は政府保証債券であつて、この価格を支持するため1952年下半期から再び蔵券による借入が増加したり、起債統制が一段と強化されるに至つたためである。

そして以上のような金融当局の長期債に対する価格維持操作こそ、新政策後の金利体系の Orthodoxy に対する異常性 (anomaly) を説明するものにほかならない。

第Ⅴ表から新政策実施後の各種の金利を低くいものから配列して、この表を1920年代と比較してみると次の通り。

新政策段階:	蔵券担保コールレート \leq 預金利率 $<$ 蔵券入札レート $<$ 銀行手形担保コールレート $<$ 英蘭銀行蔵券支持率 $<$ 公定歩合 \leq 商業手形取引歩合 \equiv 銀行貸出利率
1920年代	預金利率 $<$ 銀行手形担保コールレート \leq 蔵券担保コールレート $<$ 商業手形割引歩合 $<$ 蔵券入札レート $<$ 公定歩合 $<$ 銀行貸出利率
(戦後のCMP)	英蘭銀行蔵券支持率 = 預金利率 $<$ 蔵券入札レート $<$ 蔵券担保コールレート \leq 銀行手形コールレート $<$ 商業手形割引歩合 $<$ 公定歩合 \leq 銀行貸出利率

(20) Paish, The Post War Financial Problem. p.17.

以上の表において注目される点は、オルソドックスの時代には、預金利率は最低であつて、通常それは公定歩合の2%低目とされ、コールレートとの間には約1~0.7%の⁽²¹⁾マージンしかなかつた。しかるにいまや蔵券担保のコールレートは、ドルトン時代と同様に預金利率と同率となつている。そして公定歩合と預金利率の巾は第二次公定歩合引上げ(4%)の時を除いて1.75%となつたから、コールレートとの巾もやはり1.75%に上り、したがつて公定歩合と蔵券入札レートのマージンは当然往年よりは拡大されている。即ちそれは新政策後約1.5%内外となつているが、1920年代にはこれが1%以上ひらくと公定歩合はその効力を失うものとされていた。

いまや何故このような事態が招来されたかと云えば、市場の割引歩合の主たる規制者は一般にコールレートであるが、往年は就中そのうちの日貸または悪貨(day to day money, floating money)が変動の基軸とされていた。しかるにいまやコールレートは蔵券担保による固定貸(fixture)に標準化されている。即ち蔵券の入札レートのみならず商業手形の割引歩合までがこの非弾力的な固定貸に鞆寄せられているからである。Kingはこの原因を更に立入つて次の如く述べている。「この原因の一半は、市中銀行間で取り結ばれている金利協定による金利の硬直化(手形再割歩合の協定は廃止されたが、コールレートはなお協定され、これが全市中金利の決定的な基軸となつている)と、1951/11に実施された新政策の最初の二ケ年の転換を円滑ならしめるため当局によつてとられた臨時措置によるものであるが、根本的には民間経済の諸種の短資コストと大蔵省の短資コストのひらきによるもので、これは転換期の臨時措置が撤廃された後も、当局によつて事実上強力に推進されているのである。⁽²²⁾ここで云う臨時措置とは、英蘭銀行の蔵券支持率を公定歩合の0.5%低目としたことであるが、1953/9第三次公定歩合改訂(3.5%への引下げ)の際に支持率を3.5%に据置いたために、それはここに公定歩合と一本化された。しかも蔵券の優遇が存置されていると云うのは、それを担保とする短期貸付(英蘭銀行の7日貸と云われている)の利率が、公定歩合と同率とされていることを指すものであ

(21) Balogh, Financial Organization. p. 129.

(22) King, The Banker 1954/10号. p. 275.

る。往年はこれが公定歩合の0.5%高目におかれていた。したがっていまや市場は事実上いつでも短期手形を時価で公定歩合と同一利率で流動化することができ、英蘭銀行の再割歩合に依存する必要、即ち厳密な意味の market in the bank となる可能性は排除されている。往年はこの可能性こそ英蘭銀行をして信用政策のレギュレーターたらしめたものであつた。新政策において公定歩合が道徳的・心理的な圧力しか発揮し得ないように見えるのは、まさにこのような制度によるものであると King は繰返し力説している。

C 公債の借換操作

新政策においては、信用引締め的手段として英蘭銀行の手持公債を売出すと云う公開市場操作は、不当に金縁価格を傷つける危険があるものとして殆ど用いられなかつた。これに代つて大蔵省は流動債の借換 (funding) を行つた。

これは Macrae によると、自由借換 (free funding) と強制借換 (forced funding) の二種に分けられる。前者は cheap money の末期1950年に実施されたもので、当時朝鮮動乱に前後して多少不健全な証券ブームが見られた。そこで当局は市場の強気に便乗して、蔵券を発行する代りに、2.5~3%利付の中期債で約350百万磅の資金を調達した。発行条件は市況に合致して民間は自由に乗換えられることとなつていたので、普通の売オペレーションと実質的相違はないが、一部蔵券の償還を必要とする程度しか行われなかつたし、大半は英蘭銀行と公債管理委員会の脊負込みになつたため、デイスインフレの効果には乏しかつたと見られている⁽¹⁾。後者は貸手が当局との協定で蔵券を短期債に切り換える操作を云い、新政策において始めて実施されたものである。この操作の対象となる蔵券は、期限60日以内で1口当 5000 磅とされていたから、市中銀行を目標として行われたことは明らかである。この借換割当は当局との紳士的な談合をもとにして行われたと云うが、実際は英蘭銀行の moral suasion の圧力があつたようで、割当の基準は市中銀行の預金現在高におかれていた。したがつて借換の形式は、この時既に廃止されていた TDR の制度に近似していたわけであ

(1) Macrae, London Capital Market, p. 235.

る。こうして 1951/10~11 銀行の手持蔵券約10億磅中 500 百万磅が期限 1.2.3 年の短期債に転換された。この操作の結果は直ちに市中銀行の主要勘定に反映され、第Ⅶ表のように市中銀行の割引手形（主として蔵券）は10月から11月にかけて 430 百万磅の減となつて、流動比率は39%から32%に低下した。なお翌年4月には更に 31.6 %に低下したが、これは第四四半期が納税期にあたつたためである。この funding operation について、銀行筋では道義的なものにせよ英蘭銀行の圧力を蒙つたから、転換期の臨時措置として一回限りの手段となることを希望していたようであるが、翌年秋には軍事費の増加と減税による財政収支のアンバランスがまた蔵券の増発によつてカバーされたために、流動比率は再び38%となつた。この時しかも前年に発行された1年ものの短期債償還の期日が切迫していた。したがつて 1952/10 末、再び第二次の借換を余儀なくされた。しかしこの第二次の借換は、当局が市中銀行に対して直接に蔵券の切り換えを要請しなかつたこと、銀行に対する短期債の割当は各行の流動資産の大いさに準拠したこと、これらによる流動比率の全般的な目標を幾分甘くしたこと (34%)、以上の点で強制的な圧力を若干緩和している。

さて Johnson は、前述のようにこの借換操作こそ新政策として最大の引締効果を発揮した手段であつて、新政策を Orthodoxy と区別する著しい特色をなすものと力説している。「借換が正統的な（引締）方法ではないと云う一半の理由は、それが銀行制度に対する現金のコストを左右し、また銀行の貸出量を規制するものとして、手形の利率よりは金縁証券の利廻を重視させることになつたと云う事実によるものである。これに反して英蘭銀行の伝統的な信用統制は、主として割引歩合を通じて行われてきたのであつて、流動比率を以て統制したことは歴史的に類例がなかつた。蔵券の借換は現金準備率の代りに、流動比率を以て銀行信用量を統制すると云う イギリス中央銀行技術の新発足を特徴づけるものである。」⁽²⁾ これは銀行の授信活動、特に貸出が cash ratio のみならず liquidity ratio によつても規制されているとの認識にもとづくもので

(2) Johnson, Bulletin 1952/4~5. p. 126.

あつて、借換により流動比率が下れば、貸出をふやすための資金は有価証券の処分によらなければならない。しかし当局による金縁証券の支持が打切られている場合は、銀行が手持証券を売出せば売出す程その価格は下り、資本価値の減価損を負担しなければならない。これは Johnson によると、資金コストの上昇を招く選択であると云う。したがつて銀行は手持証券の処分を差控えると共に、貸出をも引締めるだろう。そうだとすればそれは信用引締めのためには、割引市場を操る程度の効果しかない公定歩合の引上げよりは遙かに重要な意義をもつものであると。これに対して Nevin は、銀行の第二線準備の大いさが銀行信用量を規制すると云う理論 (secondary reserve ratio doctrine) は実証的な根拠がないと批判している。即ち1920年代の銀行統計を見ると、個々の銀行は必ずしも流動比率をコンスタントにおいてはいないし、仮に30%をミニマムとしても、それを割つた銀行は必ずしも収益資産を減らす努力をしていない。このように銀行流動資産の減少による信用の引締圧力は、「タイミングや規模何れの面からも不確実であるから、政策技術として利用するには難色がある。」⁽³⁾ とは云え Nevin は、新政策における流動比率の効果を否定するわけではなく、それは1951年から固められる新しい法則として役立つものと期待し、Johnsonに同調している。Nevinの流動比率説の否定は、金融専門家に対して充分の説得力をもたないばかりでなく、統計処理の面からも問題があるとされているが、⁽⁴⁾

(3) Nevin, Bulletin 1952/8. p. 297.

(4) Lloyds 銀行の頭取 Ensor は云う。「借替操作の影響は、市中銀行の流動比率を約32%に引下げたことであつた。過去においても銀行家は流動資産比率を30%程度に維持することは妥当であつて、決して慎重過ぎることはないと考えられていた。尤も納税期にはそれ以下になつたし、其他の時期には多少上昇することもあつたが。……流動比率が変動すると云うことは、銀行として以前から政府の信用政策に全力をあげて追従してきたとは云え、処分し得る資金の運用について益々選択と引締りを強化する必要に迫られるようになったことを意味する。」Economic Journal 1952/12, The Government Monetary Policy. p. 719. 同様に King も述べている。「銀行側が1920年代において、流動比率を高度に安定させる意図があつたかどうかは明らかでないが、以前から銀行の証券投資政策は、流動比率の変動に反応を示したと云う証拠が強い。」The Banker 1952/1号。

Frost は Bulletin of Oxford University Institute of Statistics 1953/1号において、「Nevin は銀行流動資産として、取立中の小切手を計上しているが、これは流動比率の問題を社会的に考察する場合には控除するのが妥当であつて、そうすれば1920年代においても銀行は流動比率について大体30%を目標とした努力の跡が窺われる筈である」と異議を述べている。

同誌の第15号に掲載されたFrostの論文は、Johnson一派の本質的な弱点を鋭く衝いているように思われる。即ち銀行は流動性と収益性の適当な均衡を求める努力の結果、慣習的に30%の目標を追求するようになったが、この目標は次の二つの事情によつて必ずしも貫徹されなかつた。それは第一に銀行が現金或は準備金資産を過大に保有するようになったとしても、ほかに安全有利な収益資産の捌け口がなければ必ずしも自主的に流動比率を低下させるわけにはゆかない。また銀行制度が経済事情に受身で、それを統制する力をもたないと云うことは、30%と云う慣習率が、それによつて銀行が対内的に資産を調整する方法の一つの指針に過ぎないことを意味するだけであつて、それ以上の意味はないのである。⁽⁵⁾これに附言すれば、経済界が全般的に流動化されるような好況期には、現金のほか慣習的に準備金資産 (quick asset) と目されているコールローンや割手が減少して流動比率が30%を下廻つても、積極的に貸出や証券投資を増加させる可能性があると思ふべきだろう。要するに銀行の資産分類においても、形式的に流動資産や収益資産と云われているものの間には抜き差しならぬ区別は存在しないのであつて、好況期の場合準備金資産と目される割引手形も不況期になれば固定化資産となり、好況期の場合固定的資産と目される金縁証券も不況期には相対的に流動的資産になる。銀行は各種資産の流動性の評価について夫々独自の基準に照らして判断する余地が多分にあるものと思われるが、客観的には景気変動の状態によつて規制されざるを得まい。これについては Morgan も次のように述べている。「銀行は保有する全資産にわたつて注意を払つていたのであつて、単にある恣意的な形の少数の資産への資金の配分を (蔵券を意味する) 顧慮しているだけではない。したがつて流動資産範疇の規模は、それ以外の資産の流動性にもかかわることになる。⁽⁶⁾」 そうだとすれば蔵券 (bill) を債券 (stock) に置き換える政策も、それ自体としては当座貸越のような貸付をどの程度まで抑制し得るかは極めて疑わしくなる。蓋し銀行はこれによつて増加した証券を採算上減らすことができなくなるとしても、貸出の流動性が高く、貸出によつて預金も増加するような事情にあれば (預金の払戻が少く貸付によ

(5) Frost, Bulletin 1953/1 号. p. 30.

(6) Morgan, Bulletin 1952/8 号. p. 272.

る現金の leakage が小である), 収益性を無視してまで貸付を引締めるとは考えられないからである。Frost や Morgan の 批判は, banking school の見地から, cheap money school の数量説的な欠陥を衝いた意見として注目されなければならない。第二に銀行の流動比率の低下が銀行信用の引締圧力として作用するためには, 公定歩合の引上げと結びつかねばならないと Frost は云う。公定歩合が市場資金の逼迫と呼応して市場利率や貸出利率を上昇させるような効果を發揮してから, はじめて借手の資金需要は抑制される。これを Frost は脚註のように少々曖昧に表現しているが、⁽⁷⁾ 意図するところは銀行の流動比率が独立に引下げられても、この流動資産が何時でも容易に中央銀行の割引政策によつて何の損失もなく流動化し得るような状態にあれば、結局支払準備に応じられなくなる程の貸出や証券投資を敢てする危険が多いと云う意味であろう。このように考えると、折角の funding も Johnson の力説するような unorthodox な新鮮味はなく、公開市場操作の変型に過ぎないものと云わなければならない。即ちそれは非公開に中央銀行の suasion を以て、流動債の償還を条件とする売オペレーションに過ぎないと見てよい。

D 質 的 資 金 統 制

Johnson 一派が最も重視している新政策の特色は、法律的または行政的措置による当局の直接的信用統制である。それは一般に selective control と云われ、cheap money policy の段階を通して行われてきたものであるが、1951/12 には大蔵大臣が資本発行委員会 (CIC) に次のような新指令を出すと云う形で

(7) Frost, Banking Policy and Liquidity Ratio, Bulletin 1953/1 p.27.

「銀行の流動資産が過大になると、公定歩合の切れ味は鈍る。銀行は(中央銀行)の信用引締めのあらゆる圧力を先ずその流動資産に転嫁させることによつて、従来通り貸出や証券投資を続ける。その結果現金の支払に応じ得るだけの流動性を維持できなくなるような危険を犯す可能性がある。……銀行が危険資産を増やすのを慎重にさせるような程度まで流動資産を搾り、(銀行の)信用政策を公定歩合にかけるようにさせることは相当長期の厄介な仕事であつた。だがこれは銀行信用を公定歩合に反応させる伝統的な条件であつたのであつて、流動比率の30%と云うのはそのための杓子定規であつた。」こうして Frost は銀行が貸付の利子率を引上げ、借手がこの金利の上昇を永続きしないと見れば高利を負担しなければならぬような借入需要を実際に差控え、これによる取引の減退や景気後退こそ、信用の引締めを結果させる所以であるとのオルソドックスな見解に接近している。

一段と強化された。従来この委員会は政府の定める融資準則によつて起債統制を行つてきたとは云つても、準則を解釈する中は相当に大きく、結局政府から統制資材の割当を受けている事業については、如何なる起債や借入も許可される実情であつた。しかるに新指令によると、CIC は(1)貸出申請について貸出の期間や償還方法等の契約内容に立入つて一層嚴重な審査を要請されたこと、(2)借換発行に関しては、借入実績は一応問題外として、借換によつて行われる事業内容、即ち資金の使途を検討すること、(3)従来通常業務の範囲内における借入は Borrowing Actの適用外とされていたが、新に銀行からの借入金は資本支出のため(設備資金)には用いられてはならないと云う条項が追加された。以上の統制は借手の資金需要を直接に抑制すると云うよりは、銀行側が特にその個人的利害から思わしくないと認める顧客に対する貸出を拒否する口実として大いに役立つたと云われている。なお従来の直接統制は、金利を低目に釘付けると云う方向で行われてきたが、新政策では逆に引上げの線で実施されたのであつて、たとえば大蔵大臣は前述の CIC に対する新指令と同時に英蘭銀行を通じて市中銀行に同一趣旨の書簡を送つているが、それには貸出利率の引上げが示唆されていて、これがロンドン交換所加盟銀行協会から公表された直後、銀行の貸出利率は0.5%引上げられて、事業資金は4.5%、個人貸付は5%以上に上昇している。また従来地方公共団体の資金需要は、所謂公共事業貸付局(Public Works Loan Board)によつて一元的に融資され、その融資条件は市場よりは低目に維持されていたが、1953年初頭には公共団体は必要とあらば戦前のように証券取引所での起債が認められるようになり、発行条件は其他の証券に平準化されている。これにともなつて市場で売買のきかない諸種の債券、例えば貯蓄債券や納税準備債券の利率や郵便貯金、信託貯金等の利率も一層フレキシブルな調整をせまられることになつた。それは勿論金利の引上げと云う方向に沿つて。それから新銀行法第4条にもとづく英蘭銀行の金融業者に対する要請は、市中銀行には限られなかつたのであつて、1952/2 銀行や引受商会(acceptance house)の引受ける貿易手形の期限を120日から90日に短縮したり、輸出手形による前貸を禁止するように要請している。同時に分割払信用についても頭金の限度を引上げ、信用期間を短縮した商務省令と表裏して右資金量の

総枠を10%引締めるように命じている。

さて Johnson はこれらの措置を重視すると共に、公定歩合の引上げがそれ自体としては信用引締めに大きな効果を齎さなかつたと云う認識にもとづき、新政策は決してオルソドックスな方法への復帰ではないし、そうであつてはならないと示唆している。「これは(新政策)金利の引上げと当局の優先順位表にもとづく質的信用統制を一緒に、同時に用いようとする試みであつて、明らかに非常則なものをふくんでいる。蓋し銀行制度に対する現金の供給を制限しようとして、公定歩合と公開市場を用いると云うオルソドックスな中央銀行統制に依存する方法は、銀行家が各自自由に貸出の申込を拒否してよいことを意味するものであるが、質的統制を用いることは当局の優先順位表が、健全性に関する銀行家の原則や利子率の吟味に優先することを意味するからである。だがこのような異常性は、半計畫経済をやつたり、経済恐慌に見舞われた国の特色をなすもので、ここではこれ以上議論の余地はない。」⁽¹⁾そして Johnson は、新政策の anomaly を特徴づけるもう一つの措置、即ち funding による間接統制の効果が理論的にも実際のにも疑わしいと云う意見が提起されてから、前述のように改めて公定歩合の変動も、借手や貸手に金利の先行きを不確定ならしめることによつて引締めの効果を発揮するものと強調するほかに、直接統制に益々大きな期待を寄せていることは注目されるべきである。「私は貸出に対する直接統制を強化することによつて、信用の引締めができると云う見解をとる。目下のところ私は統制が、銀行の証券投資によつて徒勞にされるとは思えない。これに対しては銀行に対する命令で対処できる。貸出統制の強化には銀行貸出に個別的な枠を設ける (Ceiling) ⁽²⁾が必要である。」このような考え方をもつと極端に推進させたのが Kennedy や Balogh の政策論であつて、彼等は公定歩合及び其他の金利効果を全く否定し、直接統制に一元化した方がインフレの顕在を阻止しながら完全雇傭を維持する目標⁽³⁾に対して決定的に安直であると断言している。

(1) Johnson, Bulletin. 1952/4~5号. p. 126.

(2) Johnson, Bulletin. 1952/8号. p. 303.

(3) Kennedy, Bulletin 1952/4~5号. p. 140.
Balogh, *ibid.*, p. 165.

しかしながら金融当局が、その道義的要請や法律的な制度にもとづいて直接に統制し得る範囲は多かれ少かれ限界があつて、実情は全金融業者の全金融業務には及ぼされない。況んや金融業者の取引先である顧客や公衆の金融的諸取引まで個別的に干渉することは、諸般の物的統制の撤廃に鑑み、益々困難となつた。Paish は統制と自由の共存する資本主義的二重経済のもとにおける信用調整の欠陥について「(1)実際には水も洩らさない統制は事実上困難であつて、ある企業は容易に資金が得られるのに、別のこれと同様に信用力のある企業はどんな金利を支払つても所要資金が充たせないことになると、このような差別的金融圧力はある種の滲透運動(Osmosis)を惹起し、かくて資金が前者から後者に流出するのを避けることはできない。(2)融資された資金がまさしく本来の借手の所定の事業に用いられたとしても、その借手が容易に資金を調達し得るようになれば、それを浪費しないと云う保証はない。銀行も同断で個々の借手に対する信用統制は、銀行の資金が緊張している場合の方が効目があるようである。金融逼迫は質的資金統制に対する代替手段としてではなく、それを補強する手段として作用する⁽⁴⁾」と述べ、Johnson 一派とは明らかに見解を異にしている。Paish の主張は、直接的統制は金融を逼迫させる引締手段としては役立たないこと、少くともそれはもつと別個の措置を必要とする意見と解される。我々はそれがやはり公定歩合を効果的ならしめる程度に公債の流動化を制限する措置にあつたと見ないわけにはいかない。加之全金融業者は各種の金利や取扱量をセイリングされる永年の金融統制には飽きていたばかりでなく、cheap money の圧力のもとに、株主の配当を満足させる程度の収益性をあげ得ない不満も昂じていた。また一部の金融業者特に手形割引商社の資本構成は、低収益を正当化す程必しも流動化されてはいなかつた。彼等は何ものにもまして flexible money による有価証券価格の下落と経済的不況の発現をおそれてはいたが、当局のエージェントとして単なる手数料稼ぎに躊躇せざるを得ないような cheap money にはもつと我慢がならなかつたのである。

新政策は少くともその過渡期に Lombard Street に甚大な打撃を与えるもの

(4) Paish, *ibid.*, pp. 143~144.

と懸念されていたがそれは杞憂に過ぎなかつた。割引商や市中銀行は彼等が不満の種としていた『bread and butter』と云う窮屈な営業から解放されて、幾分なりと『昔馴染の仕事』に接近して Jam を稼ぐ技術的な手懸りをつかんだが、その代償はそれ程高価なものではなかつた。第Ⅸ表のように新政策後における利益金の増加は、政策転換の犠牲が彼等に転嫁されなかつたことを立証している。

第Ⅹ表 手形割引商社と大銀行の利益金

(単位千磅 割引商は大手筋9社、
銀行は5大銀行の総計)

年次	手形割引商			市中銀行		
	税引利益金	配当率	同平均	税引利益金	配当率	同平均
1950~51	1,409	17.5~8	11.33	8,646		
1951~52	1,272	17.5~8	11.34	8,525		
1952~53	1,364	17.5~8	11.60	9,149	12~18	15.0
1953~54	1,800	15.5~8	11.30	9,751	10~18	15.0
1954~55	1,934	16.2~7.5	11.80	10,583	12~18	16.0

(The Banber より)

それは金融恐慌を伴わないで悪性インフレを阻止すると云う注目すべき社会的な効果をもたらしたが、この効果は奇蹟的なものではなかつた。それは前述のように公債管理を手懸りとして有力金融業者に有利な差別的金利を設定すると云うテクニクによるものであつた。新政策が単純に Orthodoxy への復帰と断定できないのは、以上の事情によるものにほかならない。