

# イギリスに於ける cheap money policy の展開

藤 沢 正 也

- I チープマネイの論理的メカニズム
- II 戦前の準低金利政策
- III 戦時の本格的低金利政策
- IV 戦後の超低金利政策

は し が き

英国では大恐慌後から今次大戦後にいたる約20年間のながきにわたつて、長短の金利を低目に釘付ることによつて或は投資を刺戟し、貯蓄を促す等多面的経済効果を意企する cheap money policy が金融政策の基調とされていた。それは1951年秋 Butler 蔵相の手で正式に放棄されてから、今日では理論的には誤りがあり、政策的にも失敗であると云う批判がかなり有力になつた。しかしアルゲマイネクリーゼのもとにおける内外の深刻な悪条件に直面していた英国経済としては、金利変動の自由を放任すると云う意味での Orthodoxy にしがみついているのは、到底その苦境を切抜けることはできなかつただらう。筆者はこの cheap money policy を通貨制度の単なる実験ではなく、管理通貨の思想に鼓舞された金融資本の巧妙な金融機構であつたと解するものであつて、そのような経済の全機構的な背景を無視しては、この政策の正当な評価は困難であると考えるが、本稿はそこまで立入ることなしに、単にチープマネイを擁護する諸家の論理を整理し、政策の経緯をとりまとめたものに過ぎない。

この政策の年代的な経過を尋ねると、政策目標の相違と共に、戦前の試運転から出発して戦後の *urtra policy* の終点に達するまでの装置や利用度の相違が明らかになるが、各段階をつらぬく共通の基本的特色はインフレーションの見返政策にはかならないと云つてよい。なおこの政策の展開は特に *money market* の変貌を伴つたのであるが、これについては拙稿「*London money market* の構造的変化について」（商学討究第6巻第3号）を参照されたい。

## I チープマネイの論理的メカニズム

低金利政策とは端的に云つて中央銀行が財政当局のバックアップによつて、一国の金利水準をなるべく低目に安定させる金融政策であると云われている。それは英国でも後述のように戦前戦時戦後の各段階によつて政策の目標や装置を異にしているが、金融当局が通貨信用の規模を動かすことによつて、それなくしては経済界を乗数的に攪乱するおそれあると見られる金利の変動(特に上昇圧力)を、狭い限界に閉込めようとする一点に共通性がある。この政策の根底には購買手段、支払手段として一般に広く通用するものは流動性それ自体たる貨幣であり、貨幣の価格(金利)はこの流動性を手離す報酬であると云う認識が横わっている。ところで今日そのような手段として一般に最も広くうけとられているものは商業銀行の預金通貨であつて、それは貨幣として現実の利子率を規定する一つの要因であると考えられている<sup>(1)</sup>。銀行は預金の増減を通じて金利を左右することができるが、預金の増減は更に銀行経営自体の流動性によつて規制される。銀行の流動性とは預金を要求次第現金に換える能力であつて、それには貸方に於て必要の都度短期間に元本の価値を傷つけることなく確実に現金化し得る資産の割合がものを云う。このようにしてチープマネイの支持者は、現金と貨幣の区別を深く穿索することなしに、況や貨幣資本と貸付資本を区別することなしに、中央銀行によつて造出されるところの信用(資金)が、銀行券または中央銀行預ケ金として現金の根幹をなしていると断定する。だから銀行の流動性を個別的にではなく、銀行制度全般のそれとしてみる場合は、資産の単なる実現の難易とか資本価値や所得の不確定性よりは、中央銀行信用への転化(shiftability)がすぐれて重要な尺度になると考える。たとえば Sayer は云う「どんな資産の転化を判断する場合でも、最後の貸手にして現金の究極の源泉たる中央銀行への直接的もしくは間接的転化が重視されねばならない。したがつて中央銀行の(資産を取得する場合の)適格

(1) ケインズ雇傭利子及び貨幣の一般理論 塩野谷訳 p.200.

性の原則は、商業銀行組織の流動性に決定的な重要性をもっている。<sup>(2)</sup>同様に Dacey も説いている「銀行資産を本当に流動化する試金石をついに発見した。それは資産の市場性とか自己流動性とは無縁であつて、英蘭銀行をして銀行の現金準備を形成するところの追加的中央銀行信用を造出させるような資産を取得することによつて附与される力にある。換言すれば流動性とは中央銀行への転化と云われるものに依存する。これによつて“自動的”流動性をもつものは事実上(1)満期となる政府債務、(2)中央銀行の再割適格資産で割引市場によつて保有されるものに限られる。<sup>(3)</sup>」

しかし中央銀行の造出する信用のすべてが、商業銀行の手許現金または預け金として銀行の第一線準備を形成するわけでは勿論ない。その大半は銀行券の形で公衆に放出される。公衆が実現された貨幣所得の幾何を銀行券等の現金でもち、他を預金等で保有するかの割合は、商業銀行の現金準備率 (cash ratio) と密接な関連がある。公衆の現金需要が増加すれば、銀行の準備率は引上げられなければならない。しかし英国では一九世紀の後半から、中央銀行が有力金融業者に対して最後の貸手 (the lender of last resort) としての制度を仕上げることによつて、慣習的に商業銀行の準備率を安定させるようになった。「中央銀行が最後の貸手として行動しなければならぬと云う責任は、商業銀行が準備率を安定しようとする性向の基礎になつていると云う意味で、中央銀行の統制と高次なつながりがある。<sup>(4)</sup>」つまり商業銀行の準備率を一定とすれば、中央銀行は最小限の現金の増減 (信用の伸縮) によつて絶対に預金量を調整し、金融関係を支配することができると云うのである。だが商業銀行が授信業務において準備率に拘わらなければならないように、中央銀行も預金に対していつでも払戻に應じ得るだけの現金 (この場合には銀行券其他の法貨) を保有しなければならない。このプロポーションが小であり得る程、商業銀行に対する中央銀行の信用創造力は大となる。英国の金融制度を英蘭銀行、商業銀

(2) Sayers. Modern banking. 1953. p.226.

(3) Dacey. The British banking mechanism. 1952. p.90.

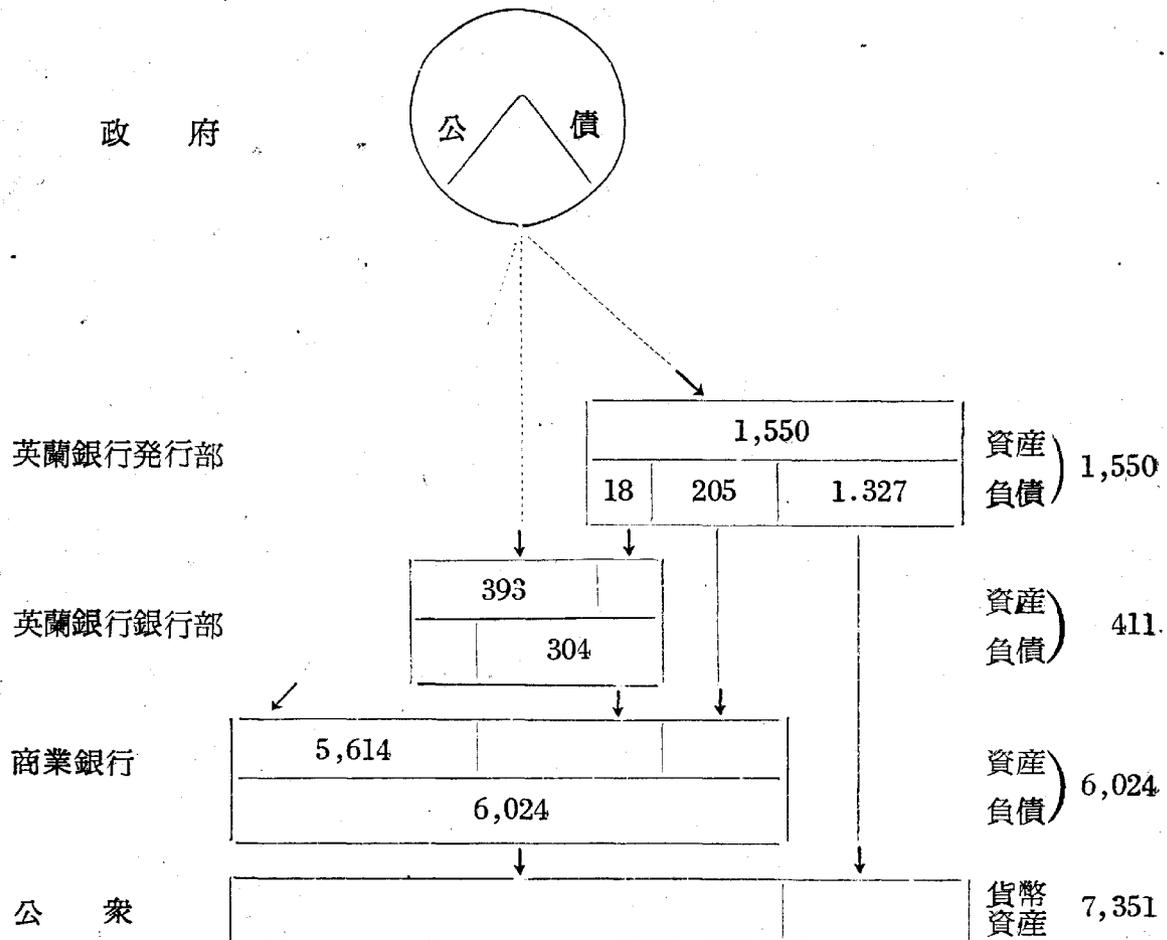
(4) Sayers. *ibid.*, p.109.

なお、商業銀行の準備率安定の経緯については King. History of the London discount market. pp.283~287. 参照。

行に抽象して、公衆の利用し得る貨幣資産のピラミッド的機構を図式化すると第I表の通り。

第I表 信用創造の社会機構

1953/5. 現在単位 百万磅



発行部の負債の一部18の銀行券は、銀行部の資産における現金準備を形成し、銀行部ではこれをもとに393の追加信用を創出して410の預金を設定するが、うち304が銀行預け金 (Banker's deposit) とすれば、商業銀行はこの中央銀行預け金と手許現金を合せた509をもとに5614の追加信用を造出して負債に6,024の預金を設定する。このように制度を異にする金融機関の資産負債の交錯によつて、ピラミッドの頂点発行部によつて発行された銀行券1,550が公衆の必要通貨量7,351を充す。そのためには銀行部の proportion は4.4%，商業銀行の Cash ratio は8.4%を示す。

以上の図式において、何等かの事情で公衆の現金需要が増加し、預金の払戻

が増加すれば、銀行の現金準備率は低下する。したがって銀行はこれを防ぐために、コールローンや手形割引をさし控えるから短期金利は上昇する。こうした短期資金の逼迫が、物価や証券価格の下落を通じて諸金融機関のバランスを脅かすような破目になると (Market in the Bank), 銀行は市場を介して最後の貸手たる英蘭銀行銀行部に融資を求める。だがこの場合伝統的金融政策を以てすると、英蘭銀行も原則として自己の安全性を念頭において、当座の現金準備がひどく脅かされない程度の融資条件を課さなければならなかつた。その最大の武器は公定歩合であつて、公開市場操作は公定歩合の助成剤とされていた。こゝに金融恐慌対策としての中央銀行の限界があつた。しかるに cheap money policy のもとにおいては、中央銀行が貸出の担保または割引の対象とする手形の利率を一定とするイニシアティブをとり、その利率で惜しみなく資金を放出することによつて、市場の金利を金融当局の慾する水準に維持させようとする。たとへば第1表において公衆が200の銀行預金を現金で払戻すと、銀行としては8.4%の準備率を守ろうとする限り、其他の収益資産をに引締めねばならず、したがって銀行預金は3,678に収縮して、公衆の貨幣資産は5,205に低下する。低金利主義者はこのようなデフレ圧力を即金利の引上要因と見て、中央銀行がこのデフレ圧力を除去するためには、直接間接商業銀行の収益資産をとつて、預り金または銀行券を一定の条件で放出すべしとする。そして事実英蘭銀行は特定の金融ブローカーを指定してその代理店 (special buyer) とし、公定歩合とは別に市場利率の実勢よりは低目の当局の欲する金利でこの取引を行わせている。<sup>(5)</sup> なお市場利率が不当に低下すると見るや、その代理店に高利率で売オペレーションをさせ、これによつて市場利率をなるべく釘付けしようとする。それはオルソドックスな市場操作と區別して、裏口操作制度 (open back door system) と云われている。<sup>(6)</sup> この操作対象となる其他の

(5) U. K. Hicks. British public finances. 1954. p.188~189.

「地味な(したがって人目につかない)小さな割引業者が、当局の取引のため大規模に用いられるようになった。こうしてこのスペシャルバイヤーは(後に大いに注目を浴びるようになったが)最初はひそかに市場の一時的な資金の干渉を緩和することができた。」

(6) Sayers. *ibid.*, p.114.

それは英蘭銀行の裏口に制動機のついた動力機がそなえつけられているようなもの\*

資産とは、第一次大戦後貨幣市場資産の大半を制するようになった大蔵手形 (treasure bill) であつて、しかも市場の緊張をあまり緩め過ぎないように、なるべく期限間際のものがえらばれる。こうして英蘭銀行は代理店を通じて割引業者のみならず直接に商業銀行の再割引にも応ずるようになったが、英蘭銀行としては短期手形を愛好し、そのような適格手形は商業銀行に集中される仕組であつたから、英蘭銀行の援助は主として商業銀行に直接与えられることになつた。<sup>(1)</sup> 商業銀行はこれによつて入手した資金をコールローンの形で市場に放出し、割引業者の低利入札を容易ならしめた。だが銀行の授信量は現金準備のみならず、これに割引手形やコールローンをふくめた広義の流動資産比率 (liquidity ratio) によつて規制される関係に立つようになったから、それだけでは必しももとの金融的均衡状態は再現されない。銀行は預金払戻がおこると、前述の special buyer の買出動によつて現金を補充されるが、準備金資産 (quick asset) の蔵券を失う。したがつて銀行は流動比率を維持するために保有していた長期証券を手離し、貸金を回収するかも知れない。それは証券価格を軟化させ (長期金利を引上げ)、その面から物価や雇傭を縮小させるデフレ要因になると考えられる。<sup>(8)</sup> そこで英蘭銀行は直接証券市場に介入して、長期金利 (公債利廻) を従前の金利体系におちつかせる程度に公債を買上げる。だから銀行部の “其他の資産” 構成では、短期の蔵券よりは長期債の比重が一段と増加する。これは裏口操作制度を補完する cheap money policy の重要な新

\* で、これを通じて英蘭銀行が市場を規制させようとする固定利率で、蔵券と現金が交互に取引されるようになった。」

(7) A.R. Ilersic. Government finance and fiscal policy in post war Britain. 1955. p.200.

「これを要するに、手形は加盟銀行のために直接割引かれるようになった。その結果銀行現金が拡張されると、それは銀行が割引市場に対して現金準備を圧迫する可能性を緩和することになつた。このようなことは、市場が英蘭銀行に割引いて貰えるような満期日に接近した手形を既に銀行に売却してしまつたために、それに不足するようになったときにはじめておこつた。……市場は毎週落札した大蔵手形を約3週間手持してから銀行に割引に出すが、戦時には銀行は4週間内に満期になるような、なるべく短いものを主張したから、市場は入札手形を1ヶ月以上も保有しなければならなかつた。」

(8) Dacey. *ibid.*, p.76.

起軸とされている。<sup>(9)</sup>

このように英国では大恐慌後、長短の金利体系を如何に是正するかと云う問題が関心事となつたが、これについては公定歩合は金利水準の代表的中心的指標で、その主たる経済効果は在庫投資の規模を左右する点のみにあると云う *Hawtrey doctrine* には疑がもたれ、寧ろ固定資本や擬制資本(有価証券)に影響を与える長期金利の独走が重視されるようになった。即ち各種金利の機械的な共鳴運動が見られないと云う経験的事実から出発して、特に長短の乖離する原因を貸付資本家の期待要因に求める。「金利の先行に関する公衆の意見は長期市場における極めて有力な要因であつて、単に短期金利を引下るだけでは、そのような意見を大巾に変えることはできない。それが訂正されなければ、たとえ当局が市場で大懸りの操作をする用意があつても、長期えは僅かな効果しか与えないだろう。<sup>(10)</sup>」このような見解から、金融当局は *cheap money policy* の初期には、中長期証券をも完全に統制することなく、専ら短期レートをコントロールすることによつて、あとは『市場の自然的諸力』を通して短期と同じ方向に動くことを期待すると云う戦略をとつていたようである。有力な学者や当局者は理論的にはどうあれこの長期金利なるものが、国家の手では完全に制御し得ない民間資本の利潤率によつて規制されることを直感していたに違いない。この利潤率にまで直接に干渉したり、長期資本の価格を左右することは、金融資本の支配を制限することにはほかならない。英国では後述のように、戦時戦後を通じて実物資本の移動に対しては他国にその比を見ない程の厳重な直接統制が強行されたにも拘らず、長期金利の引下については「金利は直ちに上昇するであらうから、時価で公債を買うよりは貨幣を保有していた方が得策であると考え人々や、金融機関をすべて満足させるに足るだけの貨幣を供給する圧力を強化する<sup>(11)</sup>」と云う手段が常套化されている。そしてこのよう

(9) Robinson. The rate of interest. 1953. p.29.

「中央銀行が古典的な方法で操作している限りは、その力はこゝでつきるのであつて、当局が長期金利を引下るには証券業者に依存しなければならない。だが今や当局は証券市場に直接介入して銀行制度の活動を強化している。」

(10) Sayers. *ibid.*, p.188.

(11) Sayers. *ibid.*, p.198.

な貨幣の供給は、必しもインフレ政策とは認められていなかったし、またインフレが表面化することをくいとめる幾多の措置も講じられていた。即ち戦前の準低金利政策の段階を見ると、大恐慌によつて一般的に低下した利潤率に照応するように金利水準を引下ると云う積極的な金融政策も要請されてはいたしたが、寧ろそれ以上に金融市場の自然的諸力が重視されていたのであつて、金融当局としては英蘭銀行銀行部の準備率引下や、政府筋 (department) における買オペレーション等による国家資金の放出は、内外の金融的デフレ要因を中立化すと云う限度で行われるように格別の注意が払われていたように思われる。

周知のように英蘭銀行は創立当初から所謂政府の銀行として財政資金を一元的に管理していたが、国民経済における財政収支の比重が一段と高まつてから財政資金の揚超期 (納税期や政府機関の余剰金が累積されるとき) には、銀行部の政府預金は銀行の預け金を犠牲として益々増加する。この預け金は前述のように商業銀行の現金準備の一半をなしているから、それは多かれ少かれ銀行信用の引締要因になる。このような場合には預け金の現状を維持する程度に銀行部の総資産をふくらませても、インフレのおそれはないばかりか、デフレギャップを埋める重要な手段と考えられた。尤も戦時は英蘭銀行自体としては、政府預金の凍結による銀行現金の一時的収縮を相殺するために、プロポジションを低下させたり、発行部の擬制資産を膨脹させることは、対外的見地からこれを躊躇する傾向があつて、その代り大蔵省の外核機関たる国債管理委員会の予算外資金が大規模に動員されたわけである。即ち郵便貯金、社会保険、為替平衡基金等政府筋の余裕金は国債管理委員会 (National debt Commissioners) によつて運用されることになつていて、普通は先ずタツプ発行の蔵券や Ways and means に放資され、それらの流動債は時期を見て国債管理委員会に発行された特殊の中長期証券に借替えられる仕組となつていた。なおそれらの政府筋は大蔵省として短期債を発行する必要のないときでも余裕金を抱きこむことが屢々あるから、大蔵省はその場合にはこれらの政府機関にタツプビルを発行して資金を借入れ、これで銀行や公衆の保有している公債を償還することができる。これは事実上政府の自己金融であつて、多少の時差はある

がタツピルの増はテンダービルの減となつて相殺されていた。しかし問題の政府筋に余裕金が発生すると云うことは、公衆が銀行預金を引出して当該政府機関にその資金を引渡すことにほかならないから、このような公衆の流動資金減は金縁証券を圧迫する傾向がある。特にテンダービルの長期借替 (funding) が行われると、銀行自体の流動性が傷つけられ、“ピラミッド的下降運動”によつて預金を乗数的に縮小させるおそれがある。このようなデフレ圧力を避けるためには、政府筋はその余裕金を以て短期債の代りにいまままで公衆に保有されていた長期債を買上げる用意がなければならない。そのためにはタツプ発行がその償還期日と一致するとか、小額貯蓄債券の換金化が要請される等の条件を要するが「こうした諸取引の連鎖が全うされれば、公衆は全体として銀行の流動的立場を全然変えることなしに、現金ではなく証券を引渡すことによつて、政府機関に然るべき資金を支払つたことになる。<sup>(12)</sup>」勿論実際には政府余裕金は先づ現金で支払われるが、この現金は政府筋の証券買上を通して銀行の立場に加えられた最初の衝撃を排しながら、銀行制度に還流してくる。「政府筋によるこのような長期証券の買上げは、当局が金縁証券市場を管理するため、即ち長期金利を処理するための最も有力な武器の一つである<sup>(13)</sup>」と云われる所以である。

しかし以上のように長期金利を引下るために政府筋が借替をやることは、英蘭銀行自体が短期債を長中期債に借替えるのと実質的な内容は異ならない。何れにせよ金利の上昇をくいとめるためには、銀行の慣習的な準備率が維持されるだけの現金と、貨幣市場資産が附与されなければならない。そうした信用創造の過程においては、銀行側が第一線準備として中央銀行預け金のみならず手許現金としての銀行券を必要とするように、公衆もまた預金膨脹に照応して追加的銀行券を必要とする。したがつて銀行部におけるプロポーションの低下は必然である。だが英蘭銀行発行部が金を見返とする以外一定額の保証限度以上の銀行券発行はできないと云う前世紀の銀行法に拘束されている限りは、到底金融市場や公衆の要求を充す程の買オペレーションを実行することはできな

(12) Dacey. *ibid.*, p.76.

(13) Dacey. *ibid.*, p.76.

い。だから英蘭銀行はパニックのおそれある場合は、屢々銀行法を停止して保証発行を拡大して来たが、1931年には本格的に銀行券の兌換を停止すると共に、翌年為替平衡基金を創設して硬貨や外貨の大半をこれに引渡し、ついに1939年には“銀行券発行の規模は発行部によつて保有される金の市場価格及び其他の資産と同等でなければならぬ”と規定された新通貨法によつて、管理通貨制度の名目でインフレ的金融機構即ち cheap money policy の総仕上が行われたわけである。<sup>(14)</sup>

## II 戦前の準低金利政策

cheap money policy はケインズの膨脹主義によつて理論的に推進された。彼は1936年例の一般理論において、雇傭の悪化となつてあらわれる経済的沈滞を政府支出の増加による有効需要の振興を以て克服すべき途を明らかにしたが、その論理体系には金利の引下げが重要な要因をなしていた。このような膨脹主義的低金利思想は、彼の初期の著作、たとえば貨幣論にも見られるし、1931年の金融及び産業委員会の報告書にも表明されていたと云う。<sup>(1)</sup>彼の考え方が膨脹主義的 (monetary expansionism) であると言ふのは、赤字財政を以て金融を補完する手段に利用すべきこと、一定の経済的条件のもとにおいては財政収支のアンバランスは、必しも国民経済バランスを傷つけないことを示唆した点にあると思われる。

英国では公債発行高にあらわれた赤字財政の規模は、第一次大戦前には650百万磅に過ぎなかつたが、戦後の1920年には長短の内外債を合算して実に7,832百万磅の巨額に達し、この公債管理は其後の金融市場に重大な影響を及すことになつた。しかし大恐慌にいたるまでの公債対策は、近代理論家によると金融的にはかなり不手際なものであつたと見られている。即ち当時の財政金融当局は、悪性インフレをおそれる余り公債の民間消化に全力を傾け、発行条件が

(14) Dacey. *ibid.*, p.118.

「要するに我国の本当の金融革命は、金本位制度を容赦なく撤廃して、適正通貨量の裁定者を国際収支の自動的指標ではなく、国会の意思による法認としたことによつて実現されたのである。根本的なことは管理通貨制度への轉換であつた。」

(1) Kennedy. *Monetary policy*. (The British Economy. 1945~1950.) p.189.

投資家に甘きに失する嫌いがあつた。たとえば1917年5%利付戦時公債が95磅で発行されてから、其他の短中期債も相当な高利で発行=借替られており、其後の相対的安定期を通じて2.5%利付コンソルは4.5%、公定歩合も4.5%内外、事業債は略々6%の水準がづつと維持されていた<sup>(2)</sup>。このような高金利政策は、貿易収支の逆調を国際的短期資金の導入によつてカバーせねばならず、そのためには通貨の対外価値即ち為替相場の健調を期さねばならないと云う Orthodoxy に立脚したものであるが、国内の投資や雇傭水準にはかなりの悪影響を及したものと見られている。特に恐慌後利潤率の著しい低下によつて、公定歩合は市場の実勢から遊離し、殆ど機能を停止するにいたつたため、それは29年代の4~5%の線からいくつかの段階を経て32年には2%に引下られ、こゝに cheap money policy の幕が切つておとされた。即ちこの公定歩合の引下げは龐大な公債の低利借替の伏線となつたのであつて、同年夏には5%利付軍事公債20億磅の大半が3.5%ものに転換された。この借替は当時2.5%利付コンソルの利廻4%内外、事業債利廻5~6%以上と云う市場の実勢から見

第Ⅱ表 戦前の金利変動

(各年末 単位年率)

年次	公定歩合	大蔵手形	銀行手形	短期通知貸	2.5% コンソル
1928	4.50	4.15	4.16	3.65	4.47
1929	5.50	5.26	5.26	4.61	4.61
1930	3.41	2.48	2.57	2.45	4.49
1931	3.97	3.59	3.61	3.07	4.40
1932	3.00	1.49	1.87	1.82	3.75
1933	2.00	0.59	0.69	0.77	3.40
1934	2.00	0.73	0.82	0.86	3.10
1935	2.00	0.55	0.58	0.75	2.89
1936	2.00	0.58	0.60	0.50	2.94
1937	2.00	0.56	0.58	0.50	3.23
1938	2.00	0.61	0.63	0.51	3.47

(Balogh, Financial organization. p.131. ヨリ)

て、低目に失するものと懸念されていたが、殆ど額面通り消化されると共に、

(2) Grants. A study of the capital market in postwar Britain. p.98.

其他の公社債利廻も一斉に低下し、或は低利借替がなされたのであつて、この大転換 (Great conversion) については、政府のイニシアティブが高く評価されているわけである。即ち第Ⅱ表の通り、32年公定歩合が2%に釘付られてから第二次大戦前夜にいたるまで、大蔵手形や優良手形の割引歩合は0.5~0.6%に、長期証券利廻は3%内外におちつきを見せている。尤も表示された金利の安定は趨勢的なもので、短期的にはかなりの波乱が惹起されているが。<sup>(3)</sup>

さて古典的金融機構のもとでは、銀行現金準備の充実を伴う預金増加は先ず諸々の短期利率を引下げ、それが商取引や金融取引の資金需要を促進する一つの要因となつていた。だがいまや割引とは大蔵手形がその大半を占め、コールローンは専ら蔵券や短期債に使われていて、市場利率が低下してもそれに弾力的な筈の商業手形の出廻は一向に増加しなかつた。恐慌後經常的財政収支や国際収支は略々均衡状態を示していたから、当局としては公衆に保有されていた金縁証券を買上げ、したがつて銀行の現金準備を増加させる以外に大蔵手形の供給を増加させることができない。恐慌前の相対的安定期には、内国手形2億磅内外、外国手形3~4億磅、大蔵手形約5億磅計10億磅内外の手形が流通していたと推定されているが、恐慌後は内国手形は半減し、外国手形は1/3に減少する一方、大蔵手形も為替平衡基金の正貨買取のために発行されたタツピルを除くと、その正味出廻高は1938年春には約2億磅に過ぎなかつたと云われている。<sup>(4)</sup> これに対して預貯金は32年以降特に他国の政情不安のためロンドンに逃避する funk money の増加によつて着実に伸びていたため、こゝに大蔵手形の割引歩合は33年下半期には実に1/4%に低下し、市場における手形の利廻と短資コストの利鞘は殆ど消滅するか、場合によつて逆鞘にさえなつた。このような手形飢饉は38年まで続き、ミュンヘンの危機が伝えられた際には、大蔵手形40万磅の入札発行に対する申込は88万磅に上り、市場には申込の36%

(3) Kennedy. *ibid.*, p.190.

「後に一國の金融政策を補強するために、極めて重要な役割を演ずるようになった幾多の通貨統制の技術は、30年代のチーフマネイポリシイの段階を通じて始めて実施されたものであるが、当時はそれが必しも首尾一貫していたものとは云えない。金利引下の目的も断固として追求されたわけではなかつた。」

(4) Balogh. *Financial organization.* p.167.

しか割当られぬ結果となつた。これは多分に外国銀行を中心とするアウトサイダーの買漁りが激化したため、まことに「30年代を通じアウトサイダーの申込増加は手形割引歩合と貨幣利率の利鞘を圧縮する有力な要因であつた。」<sup>(5)</sup> したがつて2%と云う公定歩合も短資レートとの利巾は1~1.5%に達し、再びその機能を停止せざるを得なかつた。かうしたアブノーマルな現象は以上のような手形飢饉のほか、銀行貸出の停滞及び貸出金利の硬直性と関連がある。

銀行の貸出需要が減退した構造的原因はやはり産業の集中集積にあつたのであつて、それによる経営規模の拡大は原材料や半製品の代金支払に必要な季節的資金需要を減少させる傾向があつた。「運転資本の規模が季節的に変動しないことになると、(企業が)長期の金融を受けても、それが遊資に転じて年間を通じ金利の損失を蒙ると云うようなことはなくなる。それに集中はもう一つ別の作用を及したようである。即ち経営の規模が拡大すれば(企業内に金融部のようなものを設けて)、遊資を運用する経費を節約する。」<sup>(6)</sup> こうして大会社は益々運転資金まで社債や株式発行等の長期金融に求めるようになり、銀行貸出の伝統的なマーケットを狭めた。尤もこのような証券発行は全体として必しも長期資金を逼迫させる程度には増加せず、寧ろ「銀行貸出の趨勢的減退は不況期を通ずる金縁証券及び流動的準備金の巨額の蓄積によるもので、それは産業をして増加した運転資金の自己金融を一層容易ならしめていた」<sup>(7)</sup> のが実情であつたようである。一方銀行側は現金準備率の上昇にともなつて貸出意欲は勿論強化されたが、大恐慌による貸金の固定化や貸倒の苦い経験から、貸出先企業の安全性を極度に重視するようになり、貸付市場の開拓を敢て公然たる price cutting に訴えることなしに、附随的サービスを強化すると云う線で畫策する傾向が生じていた。「貸出比率が不当に低下した結果、銀行経営者の主たる関心事は貸出をふやすことに向けられたが、この目的は銀行間の独占競争 (Oligopolistic competition) を展開すると云う形で直接間接に

(5) Dacey. British banking mechanism p.68.

(6) Balogh. *ibid.*, p.79.

(7) Dacey. *ibid.*, p.150.

追求された。競争が巨大銀行間で行われ、競争相手は抹殺され得ないと云うことが認識されると、その競争は全体として金利引下の面にはあらわれない。勿論他行にとられそうな大企業には金利を特別に優遇すると云うような引下げは行われ、このかりこみは古くから長期にわたつて維持されてきた5%と云う最低率を漸次切崩す契機になつたが、しかしそれは非常に緩慢且つ漸進的に極めてこつそり<sup>(8)</sup>と行われた。」かうして銀行も従来は自己清算的な金融取引、即ち商手割引や右担保貸付を強調していたが、いまや固定資本や長期運転資本の立替と云う性格をもつた貸出に重点をおくようになり、個々の担保物件の市場価格には余り注意を払わなくなつた。これは「銀行貸出が、その流動性選好によつて規制されずに、銀行経営者の主観的判断に強く依存する<sup>(9)</sup>」ような現象を惹起した所以であろう。

そこで銀行が貸出の停滞による収益資産の不足をカバーする途は証券投資の増加以外にはない。従来銀行の証券投資は原則として内国債或は政府保証の外地債で、流通性があり市場で購入し得るものに限られ、したがつてそれ程流動性の低い資産とは見られていなかつた。だが恐慌後の特殊な不況期は、このような銀行の証券投資に対する態度を変化させた。即ち32年の『大転換』の結果、銀行の取得し得る公債は益々長期化されるに至つたが、このような公債の大半を保有すればする程、これを目立つて処分せねばならぬ段取になると、市場価値の著しい下落は避けられない。だから「1934年以後証券投資は其他の資産よりはとりわけ貸出と同一範疇の収益資産とされ、第二線準備を30%とすることが銀行政策の有力な指針となつた。<sup>(10)</sup>」このような事情のために32年以降における証券価格の上昇については、英蘭銀行の買オペレーレヨンによる銀行現金準備の充実にも拘らず、銀行側にはそれ程強いイニシアティブはなかつたと云う見解が有力である。銀行のポートフォリオを見ると、第Ⅲ表の通り総資産における証券投資の割合は32年の20%弱から35年の30%強に増加し、その絶対額も32年2月の264百万磅から35年10月の610百万磅に膨脹してい

(8) Sayer. Modern banking. p.302.

(9) Sayer. ibid., p.305.

(10) Balogh. ibid., p.73.

る。だがこれは飽迄銀行がほかに適当な利潤を稼ぐ機会が存しなかつたこと、証券市場における人気が多少ともに好転したこと等四囲の事情によつて、受身で証券投資を増加したのであつて、銀行制度には証券の市価を吊上げる程の積極性はなかつたと云うのである。この間の事情を Dacey は次の通り分析している。「1932年中に銀行の証券投資は218百万磅も増加し、預金も貸出の著減にも拘らず300百万磅も増加している。これはコンソル価格の上昇を促進したことは明らかであるが、その改善の動機にならなかつたことも自明である。蓋しコンソルは1931年末には既に上昇していたが、銀行預金及びその証券投資は1932年の第14半期までは減退を続けていたからである。証券の上昇運動の発端は金縁に対する(公衆)の信頼がもりあがつたこと、金本位制度をかなぐり捨てた大蔵省は、もはや多年にわたつて徒労に帰していた公債費の節減を猶予することはなかりと云う確信が固められたことによるものである。」<sup>(11)</sup> 当局による公債借替の成功はこのような公衆の期待に巧みに便乗した結果であつて、その人気たるや景気循環の法則によつて規定されるもので、既に1929のパニックに底をついていたから、当然好転の筋合にあつたものと見られている。<sup>(12)</sup>

第Ⅱ表 ロンドン手形交換所加盟銀行主要勘定

(各年末 単位百万磅)

年次	預金	(当座比率)	コール	割引手形	(ウチ蔵券)	(ウチ商手)
1931	1,699	52.7%	121	256	156	100
1932	1,750	49.5	116	308	250	58
1933	1,908	51.3	102	354	310	44
1934	1,839	51.8	134	230	180	50
1935	1,958	53.8	142	266	224	72
1936	2,179	54.9	165	320	226	56
1937	2,244	55.0	167	281	264	73
1938	2,277	54.6	151	280	205	75

(Balogh, *ibid.*, p.88.)(11) Dacey. *ibid.*, p.153.

(12) E. Nevin の新著 The mechanism of cheap money. 1955. はこの点を強調し \*

第Ⅳ表 同上 資産構成比

(預金ニ対スル比率%)

年次	現金	コール	割手	小計	証券	貸出	小計
1931	10.4	6.9	14.6	21.5	17.1	52.2	69.3
1932	10.4	6.5	17.2	23.7	19.4	47.1	66.5
1933	10.8	5.2	18.1	23.3	27.5	38.9	66.4
1934	11.3	7.1	12.2	19.3	29.8	40.0	69.8
1935	10.8	7.1	13.3	20.4	30.8	38.5	69.3
1936	10.3	7.5	14.4	21.9	29.0	39.0	68.0
1937	10.3	7.3	12.3	19.6	28.5	41.7	70.2
1938	10.6	6.6	12.3	18.9	28.0	42.9	70.9

(Balogh. ibid., p.58~59.)

第Ⅴ表 証券価格指数

(1921年 基準)

	確定利付債券	不確定利付証券
1926	109.3	135.7
1927	111.2	146.9
1928	112.1	158.8
1929	108.5	147.1
1930	122.5	118.5
1931	102.2	90.7
1932	116.1	95.8
1933	122.0	118.4
1934	132.7	113.5
1935	129.5	120.1
1936	130.9	138.7

(Grants. A study of the Capital Market in postwar wer Britain. p.136.)

\* ている。彼によれば、1931年末から32年初頭にかけての公債価格の上昇は、株式や事業債からの投資切替や通貨銀行信用の拡張によるものでもなければ、取引動機の減退によるものでもない。「だから流動性評価の心理的諸要因に着目しなければならぬ。金縁証券の上昇に先行する数週間に亘つて、投資家の信頼感が改善されたと見られる幾多の事象が惹起されていた。」と云う。 p.79.

とは云えこのような景気または人気に便乗する当局の手段は、cheap money policy として目新しいものであつて、前述のように代理店を通じて固定利率で借しみなく短期資金を供給する一方では、政府筋の余裕金を軍事公債借替の過程で必要とされた長期債発行の貯水池として利用し、この長期債はそのまま政府機関に保有されるか、市場の消化力に応じて放出されたのである。尤も30年代の初期は大衆の所得は増加しなかつたし、失業者も減少しない不況期にあつたため、郵便貯金や失業保険基金等の蓄積資金への依存は殆ど期待できなかつた。しかし幸運にも金本位停止に続いて創設された為替平衡基金 (E EA) のポンド資金が政府干渉の装置として大規模に利用された。

一般に金の流出入が実物の貿易収支や投資の変動を反映しているような段階では、それによつて銀行券其他の国内信用が加減されることは必しも不合理ではないが、両大戦間特に大恐慌後のように、金の流出入が実物資本とは無縁の国際的短期浮動資金 (funk money) の収支尻によつて強く動かされるようになってから、これに符合して国内信用が変動することは為替相場の維持には役立つとも国内経済に不当の軋轢を惹起する要因になるものと憂慮された。これに対しては古くから銀行部のプロポーレオンを変動させると云う手もあつたが、それでも金利体系の攪乱と云う副作用を避けることは困難であつた。<sup>(13)</sup>こゝにおいて EEA は長期的な見地から為替相場を経済力の実勢に相応した均衡水準におちつかせ、国内信用を国際的浮動資金の変動からたち切るために、1932年の finance act によつて創設されたもので、その基金にはタツプ発行の蔵券150百万磅が充当され、先づ商業銀行に蔵券をとらせて英貨を取得し、外資の流入に応じてこの英貨で金を買入れた。外資が銀行の預金に転化される限り預金は増加するが、完全な金本位制度のときとは異つて、このような金の流入は商業銀行の現金準備の増加にはならないから、信用膨脹の副作用はないばかりか、Cash ratio の低下によつて寧ろデフレ圧力と化すおそれがある。そこで EEA は商業銀行が現金準備に払底したと見るや、金買入資金の全部を商業銀行に対する蔵券の放出によつて調達することなしに、その一部を英

(13) 拙稿 London money market の構造的変化について。(商学討究6巻2号・p.11.)

蘭銀行の銀行部から調達する（この割合は銀行の慣習的な現金準備率による）。この銀行部との取引で、①銀行部が蔵券を脊負こめばプロポーレオンは低下するが、戦前はなおそれがポンドの対外信用の指標とされていたから、ある程度までこれを喰ひとめる必要があつた。②これに反して銀行部が金を見返にうけとればプロポーレオンは勿論上昇する。そこで仮にこの割合を30%に支持しようとするれば、銀行部と EEA の取引を70%は蔵券で、30%は金で決済すればよい。これで商業銀行の Cash ratio は慣習率に維持されるが、蔵券の保有増によつて貨幣市場資産をふくめた広義の liquidity ratio は過大となるから、銀行は採算上この quick asset たる手形やコールローンを減らして、長期証券を買い漁るかも知れない。これは他の事情が不変だと金縁証券の価格を引上げ（その利廻を引下げ）、手形割引歩合やコールレート等短資利率を引上げ、長短金利のギャップを拡大させるおそれがある。だがこのような金融市場の変調も、英蘭銀行をふくめて政府筋のポートフォリオにおける長中期債を floating debt とおきかえるように操作すれば、原則的にはふせげるわけである。そして金融機関が「この貸付に嫌気がさして来ると、銀行の資産構成をくつがえして、証券投資に対する流動資産の正常比率が長期証券の追加取得によつて恢復される程度まで流動資金が供給されることになる。当局がこの政策を実行するについては銀行が流動性指標として従来の Cash ratio よりは、現金にコールローンや割引手形までをふくめた全流動資産の比率に頼るようになったと云う事実によつて力づけられた。<sup>(14)</sup>」

以上は外資が国内金融機関の預貯金に転化されることが明らかな場合であるが、実際は当局としてもそれが銀行券で保蔵されるか、或は株式や不動産に投資されるかまでは必しも的確に追求できない。したがつて外資の国内における流れを追つて上述のように機動的に信用操作することは、これに対する資金統制を実施する以外には不可能であつた。たとえば1936年流入した外資が予想外にも銀行券の儘保蔵されたため相当の金融逼迫を見ているし、翌年には多額に流入した金が長期公債の放出によつて賄われたために、国内の流動資金源が涸

(14) U. K. Hicks. British public finance. p.190.

渴したことがある。だから為替管理によつて国内金融が国際的要因から完全に中立化されるためには、Dacey が云うように「外国人が取得しようとする英貨の請求権が、当局の意思で自由に変動できるような形態をもつた資産即ち公債である場合に限られることにならう。<sup>(15)</sup>」英国がこのような統制にまで踏切つたのは今次大戦に入つてからであつた。

しかし戦前から当局によつて実施された以上二つの手段は cheap money policy としては確実にその効果を發揮したのであつて、この30年代に手形割引歩合は1%弱と云う前例のない低水準に引下げられたし、2.5%利付コンソルの利廻を以て表示された長期金利は1932年の3.5%から35年には2.75%に低下し、37年初頭まで3%弱の線に保合していた。これにともない其他の公社債や事業債および株式の利廻も、第二次大戦の暗雲がシテイに兆し始めるまで比較的到低利廻を保持することができた。だがこゝで注意しなければならないことは、戦前におけるチープマネイの一応の成功は30年代を通じて民間の投資が基本的に低調であつて、運転資金にせよ設備資金にせよ国内資金需要はそお増加しなかつたこと、これに対して短期資金にせよ外資が一方的に流入して貸付資本の需給関係が緩和されていたと云う客観状勢と、過去における赤字財政の死重にはかならないとは云え稍もすれば民間の資金需要を圧倒する程の龐大な公債が累積されていたことによるもので、これが公債管理を手懸として当局の低金利政策を容易ならしめた背景になつていたのである。

### Ⅲ 戦時の本格的低金利政策

戦時経済はインフレーションを不可避とすること、しかもインフレの行過は戦時経済そのものを危殆におとし入れることは、前大戦の経験からよく認識されていた。即ち総力戦につきもの、龐大な軍事費をすべて増税によつて賄い、財政収支の均衡を保持することは到底不可能であつて、英国でもやはり赤字財政が戦時経済の原則となつたが、この借入先をめぐつて軍事負担をいかに手際よく小数の有産者から国民大衆に転嫁するかが切実な問題であつた。そこで戦時金融(赤字財政)の最善の方法は、増税に対する民間側の抵抗に対処して、

(15) Dacey. *ibid.*, p.111.

①一定の政府支出増に対して政府借入を認める、②その借入に対して僅かの個人所得増を認める、③その個人所得増に対して僅かの消費支出増を認めることである。そしてこのような政策の眼目とするところは、インフレの欠陥たる『乗数効果を克服する』点にありとされる<sup>(1)</sup>。英国では第二次大戦に入ってからこの乗数効果を克服し排除するために、相次いで金融外の措置が強化された。即ち(1)消費財の配給統制から始つて労務動員にいたるまでの実物統制 (physical control) の強化であつて、個人支出が全面的な割当や物価統制によつて規制される統制経済においては「赤字財政は全く新しい性格をおびる。假定によつてそこでは生産費や間接税の増加に対応する要素費用以外物価の上昇はあり得ない。自由経済におけるインフレーションの本質たる“強制貯蓄”に代つて、人々は所得の大半を思ひ通りに消費できないため“非自発的貯蓄”を行わなければならない。」<sup>(2)</sup> (2)輸入超過を正貨の輸出や在外資産の処分及び外資導入=援助によつてカバーしたことで、これは政府が国内所得を発生させることなしに、戦争遂行に必要な物資や国民大衆に売却される物資を取得させる効果があつて、金融的見地からすれば入超の増加はまさしく課税や貯蓄の増加と同様の効果を齎す<sup>(3)</sup>。(3)民間投資の規制。それは現物資本の再生産に必要な限度以下に引締められたばかりでなく、積立られた償却費も政府支出に融通されたのであつて「戦争初期においては政府支出の膨脹に対する有効な相殺要因であつた」とされている<sup>(4)</sup>。

このように民間の投資や消費支出が全面的に規制されることになると、云う迄もなく赤字財政によつて発生した追加所得はそのまゝ貯蓄の増加となつてあらわれる。そこでこの貯蓄をいかに低廉かつ円滑に戦時経済に動員するかが金融政策の根本的な課題となつた。そのためには1939年戦争勃発と共に緊急権限法にもとづいて設置された資本発行委員会による株式会社債の発行制限や、英蘭銀行を通ずる不急不要産業への貸出引締等所謂質的な資金統制も実施されたが、この国では貯蓄者の金融的運用については、物的統制の強化とは対象的

(1) Dacey. The British banking mechanism. p.157.

(2) Dacey. ibid., p.159.

(3) } Dacey. ibid., p.161

(4) }

にある程度の選択の自由を保証することに万全の考慮が払われている。チープマネイポリシイはこうした保証の物的な基礎にもなつたのであつて、それは戦前の試行錯誤の実績に鍛えあげられながら戦時に愈々本格的な展開をみた。

本格的低金利政策の特徴は一口に云つて「閉鎖経済を現金で飽和させる<sup>(5)</sup>」と云う象徴的規定につきるが、反面では金融取引による信用膨脹を最小限に圧縮する対策を行つている。信用膨脹を放任して悪性インフレを促すことは、長期的には擬制資本の所有者、就中巨額の長期証券所有者たる金融資本家にも致命的な打撃を齎す危険が少くない。したがつて金融当局は一方では前述のように軍需物資や用役を円滑に調達し、かつ借入(公債)による場合にはその資金コストを節約するために(金利を引下げるため)現金を惜しみなく放出しながら、他方ではその金利を引上げない程度に現金の回収をはかる。この操作は金融機関や公衆に対して中長期債券をタップ(固定利率)で流すと云う借入の継続(continuous borrowing)によつて行われた。それは前大戦の末期にも行われたが、当時は四囲の事情から公募の困難にぶつかつて偶然そおすることを余儀なくされたものである。しかるにいまやそれは金利を安定するためにかなり計画的になされた。この tap system は金融機関特に商業銀行に対しては大蔵省預り証券(Treasury deposit receipts)の発行と云う形をとつた。預り証券は蔵券とよく似ているが、①期間は5~7ヶ月で引受先は市中銀行及び特定の外国銀行に限られ、②引受の形は買取であつて割引ではなく(金利は後払)、且つ市場での取引は許されないが、③保有者がタップ発行の他の証券に乗替えたい場合には、取得価格とパーで経過利息をこめて期限前に償還されることになつていたし、必要と認める場合は英蘭銀行で公定歩合で割引かれる。このように大蔵手形よりは若干流動性が低くいから、その金利は戦時を通じて蔵券の入札レート1%に対して1,125%が維持されていた。しかもそれは銀行のイニシアティブで取得できると云うよりは、英蘭銀行によつて事実上割当られていた。「蔵券の場合は銀行がそれを市場からどれ程割引くかは少くとも名目上は自由であるが、預り証券の場合は各銀行は英蘭銀行から毎週それをどれ

(5) U. K. Hicks. British public finances. p.192.

程引受けたらよいかの通知を受けていた。<sup>(6)</sup> TDR制度は1940年6月に実施されてから、銀行の資産機構に著しい影響を与えた。即ち第Ⅵ表の通り、41年末には総資産の21%を占め、44年末には其他の資産、就中証券を蚕食して36.6%、終戦時の45年6月には41.4%に上つていた。

第Ⅵ表 ロンドン交換所加盟銀行主要勘定

(各年末 単位百万磅)

年次	現金準備	コールローン	割引手形	証券投資	TDR	其他	総資産	総資産 対TDR 割合	ニ スル ノ 合	預金
1941	366	141	171	999	758	324	3,582	21.1	%	3,329
1942	390	142	198	1,120	896	325	3,865	23.2		3,629
1943	422	151	133	1,154	1,307	349	4,277	30.4		4,032
1944	500	199	147	1,165	1,667	347	4,795	36.6		4,545
1945	536	252	369	1,234	1,523	374	5,115	30.0		4,850

(The Banker 誌ヨリ)

さて銀行貸出については、大蔵省は前述のように英蘭銀行を通じて民需産業への貸出を抑制し、また株式取引は停滞し、軍需産業はその運転資金を前渡金によつて大きくカバーされていたから、銀行の現金準備増加が貸出によつて信用膨脹を惹起するおそれはまずなかつた。だが銀行の証券投資はまだ柔軟性があつたから、銀行が過大な現金準備に釣られて公衆から証券を買上げると、その面から信用膨脹を惹起する可能性があつた。しかるに預り証券は戦争末期に近づくにつれ半強制的に割当られたから、銀行が当局の意にさかろつて証券投資を増加すれば、膨脹する追加預金を支えるだけの現金準備を保有することができなかつた。「このようなピラミッド化に対する安全保障の効果は、明らかに銀行の現金準備水準が（信用を規制する）何等かの因果関係の意義を奪われる点にある。戦時中は貨幣の規模を大きく左右するのは消費の流れであつて、その逆ではないのと同様に、銀行現金と預金高の関係は戦前とは逆転した。いまや銀行が一定の預金水準を支へ、しかも慣習的現金準備率を維持するのにどれ程多くの現金を要するかをきめるものは、現金準備水準と云うよりは全く別

(6) Dacey. *ibid.*, p.167.

の要因によつて規定される預金量である。」<sup>(7)</sup> この要因とは公衆に対するタツプ発行であつて、公衆が貯蓄のうち幾何を預貯金でもち、幾何を其他の流動資金やタツプ証券で保有するかには一応選択の自由が与へられたが、タツプ証券を多くとればとるほど預金量は減少する。大恐慌前にはこのような公衆の態度の如何は、信用量には影響を及さないものとされていた。即ち預金が造出されても公衆がそれで物を購入すれば物価を引上げ、証券を買えばその利廻を引下げただけであつて、それ自体信用量を低下させることはない。しかるに戦時に入つて公衆は相次いで発行されたタツプ証券にいつでも預金を引換える自由をもつていて、しかもいろいろな貯蓄増強運動によつてそうすることを奨励されていた。尤も貯蓄増強運動の効果は新規の貯蓄を造成することでは勿論なく、消費に対する直接統制によつて既に形成されていた貯蓄を統制が緩和される場合には容易に引出され使用されそうな高度に流動的な現金や銀行預金から、比較的長期の安定した証券に封鎖されるように仕向けることであつた。かうしたタツプ証券の種類は多様であつて、大口貯蓄者や金融機関向には前述の TDR ほか市場性のある比較的短期の戦時債券や長期の貯蓄債券が出され、企業家には納税準備債券が、一般大衆には国民貯蓄債券や国防債券が発行された。郵便貯金や信託預金も同様の目的に役立つている。なお以上のほか1940年5月には3%利付軍事公債も発行されたが、その場合には「通常政府筋が新規発行を予測して“甲板を洗つて”おき(漸次手持証券を処分してその資金をタツプビルの如き流動形態で保有しておき)、新規発行がなされると大口に引受け、公衆の貯蓄形成にともなつて漸次それを放出する<sup>(8)</sup>」<sup>(8)</sup> 』ような挺入も行われた。

以上のメカニズムを表式的に云えば次の通り。①先づ政府は財政の赤字 100 百万磅を英蘭銀行からの一時借入 (Ways and means) によつて調達する。も

(7) Dacey. *ibid.*, p.167.

Ward perkings. *Banking developments (British Economy)*. p.216.)

「現金の大いさは、もはや古典的銀行制度における場合とは異つて、銀行預金の大きさを左右しなくなつた。事実この関係は逆転した。何者現金以外の諸要因によつて左右される銀行預金が現金の大きさを規定するに至つたからで、しかも当局はこの現金を(いくらでも)面道のみることになつていた。これは裏口操作制度によるものであつて……明らかに公開市場操作は、過去の技術としての公定歩合制度に接合されたわけである。」

(8) Dacey. *ibid.*, p.167.

し公衆が政府から支払われた資金を現金で引出さずに銀行に預金しておく場合、銀行の準備金及び預金も 100 万磅だけ増加する。②次に預金増加 (100 百万磅) を支えるに必要な現金準備 (右準備率 8% とすれば 8 百万磅) を除き、銀行現金 92 百万磅は蔵券または預り証券に吸収され、これで政府の英蘭銀行からの一時借入は殆ど返済される。但し英蘭銀行銀行部の資産負債は 8 百万の膨脹を免れない。③公衆は百万磅の追加預金を取得したが、いまやその半分を払戻してタツプ証券を引受けるとすれば、銀行はそのうち 4 百万磅を現金で、残りの 46 百万磅を TDR の換金処分によつて当局に引渡すことになる。以上の結果政府は 100 百万磅の財政需要のうち 4 百万磅を英蘭銀行からの借入により、46 百万磅を銀行に対する蔵券または預り証券の発行により、残りの 50 百万磅を公衆に対する大小の貯蓄債券の発行によつて賄つたことになる。

ところで公衆の所得動機や営業動機および予備的動機にもとづく流動性選好 (ケインズの  $L^1$ ) は、前述の実物統制によつて最小限に圧縮される。したがつて余剰資金は銀行預金であれ有価証券であれ、投機的動機を充すルートに向けられる以外にはない。しかも銀行の増殖し得る資産は戦局の進展にともなつて、主として前述の預り証券のほか大蔵手形に限られることになつた。そしてこれらの金利は金融当局によつて一方的にきめられるのである。即ち英蘭銀行のオペレーションは、戦前に於ては伝統的に貨幣市場を媒介として商業銀行に対しては間接になされていたが、戦時に入つてから金融当局は前述の預り証券の発行を通じて銀行と直接に接触するようになつたばかりか、蔵券についても英蘭銀行は期限 1 ヶ月以内の短期手形でなければ割引に応じないが、そのような短期手形は益々市中銀行に集中されるようになつたから、英蘭銀行はスペシャルバイヤーを通して直接に市場と結びつくようになつた<sup>(9)</sup>。したがつてこのスペシャルバイヤーは英蘭銀行のオペレーターであるばかりでなく、大蔵省

(9) それは Orthodoxy に対する著しい相違として、A. R. Hiersic: Government finance and financial policy in post war Britain. 1955. p.198. に次のように説かれている。「この 5 年間 (戦時) には、いみじくも信用統制技術の“流線型化”と称されるような事態が起つたと云つてよい。英蘭銀行と商業銀行は直接に接触しないと云う往年の光榮ある伝統は、事情のまさにその力、或はもつと正確に云えば信用のまさにその力によつて全く一掃されるに至つた。スペシャルバイヤーはかなり前から肩書に値しなくなつていて、それは割引業者及び商業銀行双方と公平\*

のオペレーターでもあつて、特に蔵券の取引においては当局の必要と認める金利を課することができた。「英蘭銀行は正面玄関の取引原則としては公定歩合(懲罰レート)を維持していたが、実際には割引商またわ直接に銀行(1940年から)に裏口から(市場における英蘭銀行自体の代理店を通じて)市場利率の水準を乱さない利率で一時的な融資に応ずる。この代理店は市場と常時接触していて、割引商に蔵券を当局にもちこめば一時的な金詰は打開できるとの諒解を与える。代理店は英蘭銀行によつて市場利率として適当な水準と認められた利率で蔵券をとる(それは戦時約1%であつた)<sup>(10)</sup>……またこの代理店は(市場に発生する余剰資金をいつでも吸収できるように)固定利率で手形を売却しようと待機している。だから蔵券の市場利率と当局の操作利率はあまりはなれない<sup>(10)</sup>」したがつて銀行も公定歩合の如何に拘わらず、貯蓄預金の金利を引下げる。事実それは戦時および戦後の政策転換まで0.5%に釘付けられていた。だから銀行預金は名実ともにL<sup>2</sup>を満足させることはできない。それは公衆の直接的な証券投資によつてのみ充される。かうして当局は投機的需要に向けられる資金の供給を増加させる一方では、短期金利を低目に釘付けることによつて、公衆に長期金利もそれに相応して安定するかのような期待を抱かせる。「投機的動機を取扱うに当つては、投機的動機を充たすために使用出来る貨幣供給額の変化に基く利率の変化—その場合流動性函数には何の変化がなかつたとしても—と、主として流動性函数そのものに影響をもつ利率の変化とを区別することが重要である。公開市場操作は事実この二つの通路の双方を通つて利率に影響するであろう。何故なら公開市場操作は貨幣数量を変化せしめ得るばかりでなく、中央銀行乃至政府の将来の政策に関する期待をも変化せしめ得るからである。<sup>(11)</sup>」このような認識から、英蘭銀行当局は長期証券市場

\* に取引するところの市場の日常正規のバイヤーとなつた。伝統的な公定歩合政策(割引政策)はこれによつて放擲されたが、しかも新しい技術は“公式には”認められなかつた。“隠された”手を引合に出すことは時機に適さなくなつたが、英蘭銀行と商業銀行が“接触しない”と云う神話はスペシャルバイヤーの“裏口”取引、或はスペシャルな援助に訴へることによつて永続することになつた。」

(10) Sayer. Modern banking. p.113~114.

(11) ケインズ. 雇傭, 利子及び貨幣の一般理論 塩野谷訳 p.239.

に直接介入してその金利を統制しなくても、低金利の目的を遂行できるものと考えた。「当局は長期証券を無制限に買上げることによつてのみ長期金利を安定させることができるであろうが、そうする積りはなかつた。当局が実際にやつたことは短期利率を釘付にして、あとは自然的諸力をして長期を異常に低い短期利率の方向に引下げるようにさせることであつた。」<sup>(12)</sup> 当局は将来とも金利は上昇しないと云う公約を公然もしくは暗黙のうちに与え、この公約を短期金利について繰返し実行する。このような政策と機構は当局にとつて有利な更に重大の派生的効果をもたらした。それは「期限の如何を問わずあらゆる公債を時価で見積れば現金と等価にさせ、償還期限を無関心にさせる。」<sup>(13)</sup> 極端な場合は名目的には無期限の証券でも、これを保有することは現金の請求権として同額の預金を保有することと同様のイリュージョンを公衆に与える。当局はかうした公衆の錯覚に便乗して、公債の借替または新規発行の利率を引下げる。銀行によつて、短期通知次第払戻すと保証されている預金も、僅かな現金準備を除いては大半が公債に転化されている。銀行が保有する公債は蔵券や預り証券、もしくは満期日の接近した債券にせよ、公衆の保有する公債よりは勿論低利だが、銀行はそれより低利で預金を受け入れることによつて採算をとつている。結局銀行預金も公債も国家の債務たることに変わりはないが、預金の場合更にその流動化が銀行によつて二重に保証されおり、またいろんな銀行サービスを受けられると云う便宜から、公衆は低利預金に満足する。「このようにして統制経済における赤字財政の骨組は、低位の漸減する利子率の維持にみごとに順応する。貯蓄資金に対する政府以外の借手の競争は民間投資の抑制によつて必要最低減に圧縮される。流動資産を豊富に造出しても、物的統制のおかげで直接にはインフレ作用はない。タツプ制度自体は金利の上昇を阻止するか、ある限度内ではそれを実際に引下げる整通機のようなはたらきを演づる。」<sup>(14)</sup> とは云へ cheap money policy があらゆる公債の償還期限を無意味にさせるとすれば、公衆が公債より低利の預金を選好することも、また政府が1%内外

(12) Sayer. *ibid.*, p.205.

(13) Dacey. *ibid.*, p.174.

(14) Dacey. *ibid.*, p.169.

の短期債より1~2%割高の中長期債を発行することも無意味であろう。しかし英国では(またどんな資本主義国でも)長期証券の将来の価格や利廻まで完全にこれを一定とすることは到底困難である。2.5%利付コンソルを額面割れさせないと云う当局の公約や操作も、所詮その場限りの保証に過ぎない。損益の究極の責任は貸付資本家たる公衆に帰属する。「長期金利の撤廃(ケインズの所謂金利生活者の安楽死)は完全に全体主義的な経済体制か、または金利コストを要しない長期資本さえ完全雇傭を誘致し得ない程停滞的な社会か、何れかにおいてのみ考えられる<sup>(15)</sup>」と云われる所以である。要するに貸付資本家はいぜん証券の正常価格(norm)を各自の観測や思感によつてきめる。チープマネイポリシイの効果は長短の金利を一定の水準に支えようとする当局の公然もしくは暗黙の措置が、公衆や市場がそうしたノルムをたてる場合に考慮される要因の一つとなると云う事実に過ぎない。とは云えそれは戦時下の英国において、国家の財政や産業家の負担として切実な問題であつた長短の金利を引下げながら、しかも通貨や信用の不当な膨脹を抑制するうえで顕著な効果を發揮した。周知のように英国はこの大戦争の結果約120億磅の不生産的消費を余儀なくされ、その1/3強(40億)を在外資産の処分や対外債務(スターリングバランス)の増加によつて賄つている。しかも戦時の数ケ年において、銀行券流通高は2.6倍、銀行預金は約2.7倍強の増加に対し、物価や賃銀は略々70%弱の上昇に止められた。公定歩合は開戦当初4%弱に引上げられたが、直ちに2%に釘付けられ、大蔵手形の割引歩合は開戦と共に3%に上昇したが、其後1%に保合していた。またコンソルの利廻は戦争勃発と共に4%に上昇したが、43年迄3%台に漸落し、以後終戦時まで僅かに上昇している。しかし長期金利については利廻のほか債券価格、株価指数何れをとつても戦時には前例なき程みごとな安定を示したと云うべきである。だから cheap money policy はこのような長期的擬制資本の価格を擁護するために重要な役割を果したと云つてよい。

#### IV 戦後の超低金利政策

(15) Dacey. *ibid.*, p.177.

戦時下政府支出の大半は軍事費となり，相次ぐ増税にも拘らず財政収支の逆調は巨額の公債発行によつて賄われた。即ち国債発行高は戦前の70億磅から終戦時の210億磅へと約3倍強も膨脹したが，その約30%弱は短期債によつて占められていたし，其他の長中期債も平均期間は第一次大戦直後よりは短期化されていて，全体の約6割は15年以内に償還されるものからなつていた。

第Ⅶ表 国債期間別現在高

(年度末 単位百万磅)

	1920年		1933年		1939年		1945年		1952年	
5年未満	926	11.8%	156	2.0%	100	1.2%	1,672	7.4%	3,493	13.3%
5～15年	935	11.9%	635	8.0%	961	11.4%	3,072	13.6%	2,489	9.5%
15～25年	64	0.8%	307	3.8%	692	8.2%	1,561	6.9%	3,515	13.4%
25年以上	2,758	35.0%	1,020	12.8%	811	9.6%	1,523	6.7%	380	1.4%
政府選択権付 公債	301	3.8%	3,363	42.1%	3,351	39.8%	3,350	14.8%	3,873	14.8%
大蔵手形	1,107	14.0%	77.6	9.7%	892	10.6%	3,681	16.3%	4,273	16.3%
英蘭銀行カラ ノ一時借入	205	2.6%	35	0.4%	28	0.3%	576	2.6%	338	1.3%
大蔵省 預り証券	—	—	—	—	—	—	1,859	18.2%	—	—
其他の内国債	351	4.5%	632	7.9%	550	6.5%	4,086	18.0%	5,682	21.7%
外債	1,230	15.6%	1,060	13.3%	1,032	12.3%	1,269	5.6%	2,168	8.3%
計	7,877	100.	7,285	100.	8,417	100.	22,649	100.	26,161	100.

(Hersic. Government finance. p.178. ヨリ)

したがつて戦後はオルソドックス公債論からすれば，直ちにふくらんだ流動債を長期債に転換し，満期日の近づいた債券を政府の選択で償還し得るものに借替えると云う funding が切実に要請されていたわけである。しかるに労働党政府は一切そうした政策を無視して短期信用を増発し，その金利を釘付るばかりか，積極的に一段と引下げる方針を決めた。ドルトンの超低金利政策の決定には次のような情勢判断があつた。(1)重要産業の国有化と云う方向での産業復興や社会政策を推進する必要から，さしあたり財政収支の均衡をとり戻すことは困難なため，当局として直ちに長期の発行利率を引下げ，それによつて公債費を節約し得る確信がもてない。(2)戦時と同様に公衆の消費生活や企業の

投資を規制すると云う直接的実物統制を強行する限り、信用創造が悪性インフレを招く危険はなく、インフレ対策として金利引上げの必要を認めない。寧ろ戦後は完全雇傭の反動としてのデフレ要因が警戒されねばならない。なおこの点については銀行側も同様の懸念を抱いていたようで「預金減退の調整がなされるにつれ、銀行も相当困難な時代に遭遇するものと予測されていた。その根拠は銀行制度に対する政府債務の減少は、公衆の流動性が法外に高いため民間への貸出を拡張することによつて補われそうもないと云う考慮によるものであつた。……銀行はすべて預金がたとえ戦時の膨脹から収縮をみせても、それを有利に運用し得なくなると云う危険に悩まされていた。<sup>(1)</sup>」(3)公債費や企業の金利負担を軽減するための金利引下げは必須であるが、これは周知のチープマネイ機構により、とりわけ短期を操作することによつて可能である。それは直接に流動債の金利負担を緩和するばかりか、主としてロンドンで蔵券に運用されていたスターリング残高の金利負担を軽減することによつて、国際収支を好転させる効果がある。(4)このような金利の引下は、勤労者にとつて富や所得の公正な再分配をはかるかのような印象を与え、選挙看板としても役立つ。

短期金利引下の機構は戦後英蘭銀行の国有化によつて一層完璧が期された。英蘭銀行はそのオペレーターを使つて裏口で大蔵当局の欲する低利率で、市場からいくらでも蔵券の再割に応ずる。したがつて市場の入札レートもこの操作利率と遊離しない。即ち市場はこのような流動債のみならず、一流の商業手形や銀行手形まで難なく消化し得るよう充分の資金を英蘭銀行から附与されることになつた。だが当局の長期金利に対する統制力には戦後も物質的な限界があつた。「それは証券取引所で(自由に)きめられているから、問題(長期を引下げる)は公衆に説得して、政府に有利な条件で貸付けるように仕向ける以外にはなく、その方法は多分に心理的なものであつた。<sup>(2)</sup>」前述のように公

(1) W.Perkings, Banking developments (British economy. 1952. p.214.)

たとへばそのためミッドランド銀行は、中小工業に対する特殊の融資計画をたてていたと云う。

(2) Kennedy. Monetary policy. (British economy. p.199.)

衆の期待が金利の先行は低下すると云う線に一致すれば、投機師（証券業者）も資本の増価益をあてこんでこれを買占め、その程度に応じて所期の通り長期金利も引下げられる。政府が短期債の発行を増加して銀行等から必要な資金を借入れる場合、その政府支出の大半が銀行預金に転化される限り、英蘭銀行の僅かな再割または担保貸出による追加資金の供給も、銀行制度に既発行の流動債を消化する以上の余裕金を造出させる可能性があるばかりでなく、それらの資産構成における流動化の行過を惹起する。だから銀行制度の貸出や商手割引等の資金需要が伸びない限りは、採算を維持する途は証券投資以外にはない。これは特に手形割引商の場合そうであつて、彼等は既に戦前から手形取引のマーヅンを狭められるとともに、短期化された証券の取引に乗り出していたが、このありかたを戦後は当局も公開市場政策の上で必要なものと認め、積極的に助長する態度に出た。<sup>(3)</sup> 即ち政府当局は割引商が一種の Jobber としてはたらけるように、新規発行による資本構成の強化を奨励したり「英蘭銀行も必要とあらば割引商に債券担保貸出の用意ある旨を示唆していた。<sup>(4)</sup>」このような証券の需給関係を通じて「政府が流動債による借入れに訴える結果として、長期金利も漸次低下して、ついにそれは政府が（長期証券を）新規発行する用意ある水準に達するだろう。しかしこれは銀行に多額の蔵券を保有させるに充分な信用創造の犠牲によつてなされた。<sup>(5)</sup>」

だが長期の積極的引下には、戦後の46~7年に10億磅、49年に37億磅と云う巨額の操作資金を擁した“政府筋”も動員された。<sup>(6)</sup> この資金は公債借替の場合その相当額を買上げて低利借替を容易ならしめる一方、新規発行の場合に市況から見て発行利率が低過ぎるためか公衆が消化し切れなかつた分を一手に引受け、いはば下引受の形で市況の好転を見て売り出す。以上は長期金利を直接に引下げ、或は釘付にする効果があつたが、また政府機関自体が蔵券のような流動債を放出してコンソルを買上げ、そのポートフォリオにおける長期借替もや

(3) 拙稿 London money market の構造的変化について。(商学討究 第6巻3号. p.35~36.)

(4) Wadsworth. United Kingdom (Banking systems. 1954. p.826~7.)

(5) Kennedy. *ibid.*, p.196.

(6) Sayer. Modern banking. 1951. p.208.

つている。これは公衆や銀行制度に保有される公債が短期化されるのと (unfunding) 同様の効果を齎すものであるが、それによつて金利の引下をはかるにはやはり多少の信用創造が必要とされた。<sup>(7)</sup> 以上の政府筋のなかでは英蘭銀行の発行部もおどらされていたと見る向がある。例へば Macrae によれば「ドルトンが (チープマネイポリシイを実行するために) やつた方法の一つは、発行部が証券市場から長期公債を買上げることによつて、英蘭銀行の保有する公債を切替えるようにさせたことであると広く信じられている。英蘭銀行がこの買上げをやるためには、政府に対する一時貸上や3ヶ月大蔵手形による短期貸付を手控えなければならない。こうして短期資金を調達する途を絶たれた政府としては、それを商業銀行や割引商から借入なければならなくなる。政府はこれを商業銀行の預金創造 (したがつて短期貸付資金の造出) によつてやる<sup>(8)</sup> ことができたし、事実借入れたのである。」

さて戦後におけるウルトラチープマネイポリシイと云われたものゝ実際の経緯を見ると、1945年10月先づ大蔵当局の直接統制下にある TDR の利率が 1.125% から 0.5% 引下げられて 0.625% とされ、同様に蔵券の英蘭銀行支持率も 1% から 0.5% に引下げられた。銀行もこれに即応して貯蓄預金の金利を 1% から 0.5% に引下げた。「そこで流動資金の所有者は 2~3% の利廻になる長中期証券投資に強い誘因が与えられた。同時に大きな銀行顧客は、割引市場で為手を割引いて貰うことによつて何がしの事業資金を借入れることができたから、慣習的に 4~5% も課される当座貸越には難色を示すようになった。したがつてあらゆる銀行は当座貸越と云う仕事が、0.5% の大蔵手形の抱きこみによつておきかへられるのを傍観するよりは、当座貸越の利率をそれと対抗できる点まで少しでも引下げようとする傾向があつた。このような当貸利率の引下げによつて、企業家はそれを益々利用するようになったし、この当

(7) Kennedy. *ibid.*, p.197.

「この借替はある程度まで隠蔽される。蓋し各政府機関の操作については詳細に公表されることはないし、また現存する全流動債は変動せずして、唯その保有者間の配分が変化するだけであるから。だが信用創造の事実をかくすことはできない。預金増加の数字は、このような借替の規模を明らかに示す指標となる。」

(8) Macrae. *The London Capital market*. 1955. p.204.

貸を利用しなければ処分せざるを得ない証券を引き続き保有する気になつた。<sup>(9)</sup>この意味では確かに当貸利率の低下は、証券市場における売圧力をチェックする効果があつたと見てよい。

第Ⅶ表 戦後の金利変動

(各年末 単位年率)

年次	公定歩合	大蔵手形	銀行手形	日貸	銀行預金
1944	2.00	1.00	1.03	1.02	0.5
1945	〃	0.50	0.53	0.63	〃
1946	〃	0.50	0.53	〃	〃
1947	〃	0.51	0.53	〃	〃
1948	〃	0.52	0.56	〃	〃
1949	〃	0.52	0.69	〃	〃
1950	〃	0.51	0.69	〃	〃
1951	2.50	0.98	1.50	1.00	0.75
1952	4.00	2.41	3.00	2.25	2.00
1955	3.50	4.07	4.15	3.15	2.50

(The Banker 誌ヨリ)

しかしこのような短期金利の引下げは、商業手形や銀行引受手形の出廻を増加させ、また銀行の短期貸出を促進する傾向があつた。たとえば商業手形は終戦時の45年の33百万磅から翌年に44百万磅、更に47年には89百万磅に増加したと推定されているが、これは多分に「ドルトンの低金利政策のひとつの帰結として、商業手形による短期資金の入手が銀行の当座貸越より安価につく資金源になつた」と云う事情によるものである。<sup>(10)</sup>尤も商手の出廻が2~3億磅と本格的に増加したのは、民間貿易の拡大を見た朝鮮動乱以降となるが。結局銀行貸出がどの程度までチェックされるかが、超低金利政策の成否を決するかなり重大な試金石となつた。戦後大蔵当局は、質的資金統制を一段と強化してインフレーションの表面化を阻止する意図のもとに、先づ Local Authorities Loanact (1945) を制定して、地方公共団体に対する融資は当座貸越や他の短期資金

(9) Sayer. *ibid.*, p.206.

(10) 大蔵省調査月報 44巻9号. p.54. Arthur Sysons の論文抄訳「戦後イギリス産業の資金源」.

を除き、一元的に公共事業貸付委員会 (public work loan Commission) を通じて賄わせることとし、次いで Borrowing act (Control and Guarantee act 1946) を制定して銀行の自由な顧客貸付に制限を加へ、更に為替管理法 (Exchange Control Act. 1947) によつてスターリング地域内企業が当局の許可なしに其他の諸国に本拠をもつ企業へ貸出を行うことを禁止している。就中重要なのは Borrowing act で、それは47年、49年と改正され、チープマネイの政策転換後も貸出優先順位表によつて輸出産業や軍需産業への重点融資と投機的な貸出の引締を強化している。だが当初は規制の対象となる貸出から“顧客の通常業務の範囲内における借入”が除外されていたし、資金統制とは云つても戦時と同様大蔵当局が資本発行委員会できめられた線の命令を英蘭銀行に出して、英蘭銀行を通じて統制する仕組となつていたため、その効果には相当の疑問がもたれている。たとえば Sayer によれば、新銀行法第4条による(英蘭銀行の)「形式的権限はこのように大きなものであるが、それは専ら非公式の接渉や舞台裏の説得によつて行使されているのが実情である<sup>(11)</sup>」と云い、perkings も第4条の但書“英蘭銀行の要請や勧告は商業銀行の特定の顧客に関する問題に関してであつてはならない”をとらえて、前述の法律が「どの程度まで実施されたかは疑問である。……全般的に当局の資金統制は、非公式の手順に満足した状態である<sup>(12)</sup>」とも云つている。顧客の通常業務の範囲内における借入がこの統制外とされたことは、実物面で流動資本の移動に関する統制が不徹底であつたと云う事実に呼応して、インフレのダークサイドを助長する面があつたと見てよい。尤も終戦直後における原材料の買漁りは、主として企業が保有していた龐大な流動資金や手持証券の有利な処分によつて行われ、銀行貸出それ自体は資源の不当な拘束を惹起する程増加しなかつたと云うのが通説ではあるが。

戦後のチープマネイポリシーにおける最も大きな誤算は、金利の貯蓄決定即ち貨幣所得を生活費に廻すか、預貯金に転化するかの決定に及ぶ影響が過小評価された点にありとされている。この誤算は戦後消費財の実物統制が漸次緩和され撤廃されるにともなつて表面化したのが、問題の根本は「公衆の現金需要

(11) Sayer. *ibid.*, p.76.

(12) Perkings. *ibid.*, p.219.

第Ⅷ表 ロンドン交換所加盟銀行主要勘定

(各年末 単位百万磅)

年次	現金準備	コール	割引手形	T. D. R.	証券投資	貸出	其他	資産計
1938	237	155	272	—	644	972	110	2,390
1945	536	252	364	1,523	1,234	827	374	5,115
1946	499	432	610	1,560	1,427	994	505	6,027
1947	502	480	793	1,288	1,483	1,219	567	6,331
1948	502	485	741	1,397	1,478	1,396	621	6,520
1955/9	520	408	1,228	—	2,086	1,978	794	7,374

要求払預金	定期預金	預金計	(銀券行流通高)	(総合卸売物価指数1930基準)
1,255	1,013	2,268	505	101
3,262	1,580	4,850	1,380	169
3,823	1,862	5,685	1,428	175
3,962	1,972	5,935	1,349	192
4,159	2,041	6,200	1,231	219
4,081	2,295	6,736	1,765	336

(Wadsworth. Banking system ヨリ)

の動機が戦時と異つて貯蓄するためではなく、消費し投資するためとなつた<sup>(13)</sup>ことである。即ち短期金利の低下は、一応金縁証券や株式価格の急激な上昇を惹起した。そしてこれこそ当局や金融資本家の超低金利政策に期待する最も重要な効果の一つであるのだが、これによつて大小の資産家は資本の増価益を増加所得とみなし、奢侈的消費に支出する傾向が強化された。これに加えてポスト・ケインヂアンが異同音に主張するところによれば、戦時戦後の相次ぐ増税によつて、所得の階層分布が平準化され、經常所得では成上りの下層階級を見下し、かつ戦前の生活水準を維持することのできなくなつた旧中産階級も、証券相場の強調によつて dissaving を促されたと云うのである。「戦後は生活費のためにある程度まで資本のとり崩しが行われることは予期されていたが、このような負貯蓄は過去の貯蓄が何の損失もなく、寧ろ相当の利潤を

(13) U. K. Hicks. British public finances. 1954. p.202~3.

伴いながら実現されると云う事実によつて促進されるに至つたと推察される。<sup>(14)</sup> 第Ⅸ表における要求払預金の増加や通貨の膨脹はこれを裏書きするものであつて、チープマネイがこのような面からインフレ圧力を強化すると共に、そのこと自体長期金利の引下げを困難ならしめるに至つたのは否定し難い事実だらう。

しかしドルトンは長期の引下げにも並々ならぬ熱意と緻密な技巧を發揮した。即ち彼は当局者として、終戦当初から長期も戦時の3%台から引下げねばならないと屢々言明して、市場の期待を訂正せんと狙つていたが、先づ手をつけたのは開戦当初にタツプ発行され、既に償還期の迫つていた何れも2.5%利付の国防債券、借替公債、国防公債の期限前償還(46年6月)を通告し、借替申込を1.75%と予告した。「以上の衝撃的通告の背後にある戦術を読みとることはさして困難ではなかつた。二つの証券を期限前に償還し、以前からその発行にはあまり魂力のなかつた証券への転換を通告したことは、風向の如何を示し、かつタツプがまだ流れつゝある間に、現存のタツプ証券に応募を突進させることを意図したものである。<sup>(15)</sup> 尤もこのような当局者の『言葉』の背後には、売れ残りを引受る政府筋の用意があつて、たとえば借替公債の如きは45年4月にその借替が実施される前から国債管理委員会の手中にあつたものと伝えられている。一方3~4%利付長期証券については、46年2月都市水道局の4.5%利付債券の2.75%利付債券への転換申込によつて成功裡にテストされてから、更に2.5%台への転換が指向され、同年秋迄には2.5%利付の貯蓄債券や国防公債及び地方公共団体貸付局証券等が借替発行され、2.5%利付の国庫証券も新規発行されている。なをこれにともなつて右融貸付の貸付金利も1.25%から0.75%に引き下げられた。この46年秋頃がチープマネイの底と見られ、以後ポリシーとしては攻勢から防禦に転じている。

さて銀行預金の増加率は第Ⅸ表のように、1948年末まで一貫して略々4~5%を維持している。そして46年上半期迄の増加は商取引や所得の増加を反映すると共に、前述のような公債借替操作に対応する公衆の飽きざる債券需要と投

(14) Kennedy. *ibid.*, p.195.

(15) Kennedy. *ibid.*, p.198.

機師の暗躍によつて促進されたようであるが、46年下半期以降の預金増加は多少その原因を異にするに至つたと見られている。「この急激な預金増加（46年下半期）は、公衆の長期証券投資に嫌気がさした証拠である。初期には市場の好転に役立つていた証券業者の資本増価益をかける証券の買漁りも、46年（下半期）には低金利が維持されそうもないと云う懸念から売り投げに転じた。<sup>(16)</sup>」このような情勢のなかでビッグファイブの主脳者は47年の年頭報告で、チープマネイポリシイの行過と信用創造に警告のふくみをこめたステートメントを公表した。だが当時の cheap money policy のインフレ効果については意見の相違があるようで、Hicks 女史は、1945年秋以降における証券の低利借替は急激な信用膨脹の原因であつたが「その資金は応募が早目になされるにつれてタツプの流れも益々早められたから、金利の引下げには直接役立つなかつた。しかも金利低下の心理が固められ、増価益をあてこむ業者の関心がかきたてられるや、ある意味では（信用創造）の圧力はあまり必要とされなかつた筈である<sup>(17)</sup>」と述べている。これに対して Kennedy は「長期の 2.5%水準を維持し、47年に遭遇したような市場の衝撃を沈めるために、どの程度の信用創造を必要としたかは憶測の域を出ないが、政府当局がいかなる場合でも金縁市場を支持すると言明し得たならば、弱気不安は遅かれ早かれ緩和され、市場には信頼がとりもどされていただろう。単に弱気筋業者の流動性需要を充すための信用創造は、どんな場合でも経済にはインフレ効果をもたらさないだろう<sup>(18)</sup>」と見たが、彼も証券相場の上昇による高所得や高支出が、インフレ気構を濃化したことを否定していない。

何れにせよ銀行筋や財政金融当局の間では慎重論が擡頭したが、それは不幸にして47年初頭の燃料危機及び同年夏のドル飢饉につながり、46年10月パーで発行された2.5%国庫債券も47年夏には80ポイントに下げ、以降他の債券や株式まで軟化の一路を辿つている。

このようにして47年11月クリップスの蔵相就任とともに、金融は「中立政策」

(16) Kennedy. *ibid.*, p.201.

(17) U. K. Hicks. *ibid.*, p.206.

(18) Kennedy. *ibid.* p.201.

の段階に移行する。即ち短期は従来通り釘付としたが、長期は国有化のための

第Ⅹ表 券 価 格 指 数

年 次	億 券	普 通 株
	1921年基準	1926年基準
1942	127.3	75.3
1945	128.3	92.4
1946	132.1	96.2
1947	130.8	94.6
1948	129.9	92.0
1949	126.5	87.6
1950	121.2	90.0
1951	117.6	97.1

(Banking and monetary statistics ヨリ)

起債は別としてこれを放任したわけであつて、1951年のバトラーの dear money policy への転換期となつた。クリップスが長期市場の悪化に対してどのように処理したかを Macrae は次の通りヴィヴィッドに描写している。「(金縁市場の人氣がひどく沮喪された) 1949年11月11日の午前中に、政府機関のブローカーと目星しき者が証券取引所に踏みこんで、仲買人に長期の金縁をいくらで手離すかと尋ねた。しかし彼はその際殆ど買上げなかつたことが後で分つた。即ち目撃者によれば、彼は帽子を脱いで取引所に入つたが、それ以上は何もしなかつたと云うのである。尤もブローカーが出現したと云う事実だけで、クリップスはドルトンのまねをしようとしていると云う噂が立ち、金縁相場の腐朽をくいとめた。<sup>(19)</sup>「翌週の記者会見でこの事件について喧しく問ひつめられたスタッフォード卿は、政府ブローカーがどの程度まで買上げたかには答へなかつたが(恐らく不注意にもらしたものと思われるが、) 英蘭銀行発行部の資金を通常の方法で使用したと述べた。なを彼は政治的にかりたてられたような圧力のもとに、この問題に関しては英蘭銀行は彼(大蔵当局)の顧問と云うより創造物(creature)であると認めていると卒直に指摘した。この記者会見に居合はせた者は、何人もスタッフォード卿が発行部における保有証券の流

(19) Macrae. *ibid.*, p.203.

動債から金縁証券への借替を、チープマネイポリシイを実行するための尋常の手段と認めていたと云う印象を放棄するに至つたに違ひない。<sup>(20)</sup> なおドルトンの超低金利政策が一擲されてからも、英蘭銀行は政府の新規発行証券と競合するおそれのある日付の債券を選択的に買上げて、金縁の新規発行のための道を清掃したことは周知の事実とされている。

このような微妙な段階に国有化のための巨額の起債がなされたが、48年に相次いで発行された *British transport. British electricity. British gas* 等各新設公社の旧株主を補償するために発行された長期証券は、若干の政府挺入にも拘らず3%利付の額面価格を維持することが次第に困難になつた。しかし注目すべきことは、旧株主たる金融資本家はこの転換期に乗つた国有化の証券操作によつて莫大な利得を確保したと見られていること、即ち政府としてはそれによつてウルトラチープマネイポリシイの目的とされた公債費の節減を帳消しにされるに至つたことである。これについて Kennedy は次の通り分析している。「1947年当時は鉄道や電力株主の利益はチープマネイポリシイの結果打撃を蒙るものと憂慮されていたが、事態は逆転した。何れにせよ旧株はチープマネイブームの頂点、46年11月の取引所価格をもとに評価されたが、補償証券が発行されたのは2.5%利付コンソルの利廻が再び3%強に上昇してからであつた。したがつて旧株主は金縁や株式価格が暴落しつゝあつたときにその価値を維持した証券を取得し得ると云う莫大な利益に恵まれたのであつて、この利益はそれらの証券を額面割れでなければ処分できないと云う其後の不利な市況を圧倒するものであつた。……政府が鉄道や電力株を3%以下では国有化し得なかつたと云うことは、低金利実験の失敗の証拠であると云うことを意味するだけではない。ドルトンが長期金利に挑戦してなしとげようとした国債費の節約が帳消しにされるにはひまがかゝつたがこの節約たるやどうあらうと大したものではなかつた。」<sup>(21)</sup> 「鉄道や電力会社の株がチープマネイニに伴う株価の全面的上昇の機会に充分均霑し得なかつたと云う事実を念頭におい

(20) Macrae. *ibid.*, p.206.

(21) Kennedy. *ibid.*, p.203~4.

ても国有化のための発行金利負担は、長期金利が全期を通じて3%台に安定していたと假定する場合に課されそうな負担よりはるかに大きいものであつた。だから結局長期債の金利節約は、全体としての長期債務の総金利負担と比較するととるに足らぬものであつたと云える。<sup>(22)</sup>」

このようにして英国金融史を特徴づけた過去20年間の cheap money policy は、バトラーの政策転換によつて決定的に放棄されるに至つた。いま筆者はこゝでこの政策の国民経済的な得失を分析する余裕はないが、多数の専門家はとりわけドルトンのウルトラポリシイが失敗であつたと云う点では意見の一致を見ている。しかしたとへば Sayer のように『当局の政策が基抵となる経済諸力と両立しないと云う市場の確信……』とか、Paish のように『金利の低下が見込めなくなると強気が支へ切れなくなる……』とか、Dacey のように『低金利政策も断固として実行され、それが市場で額面通り受けとられることがなければ、長期証券の重大なリスクに対する保証とはならない……』とか、そして最後に Robinson のように『当局の神経が弱気筋の怒号に動揺する……』とか云う異同音の観察は、所詮この政策の崩壊過程における多様な現象の心理的一面に過ぎないのであつて、失敗の基本的原因の規定ではあり得ない。これらのニヒリステックな現象論に対して、最近別の国の経済学者が次のように割り切つているのは独断であろうか。たとえば Wolodin は云う。「通貨の増発が金利の低下を招くと云う假定には根拠がない。利子率の高さは景気変動の諸条件を捨象すれば、周知の通り実際には二つの要因に依存している。即ち総利潤の高さと、利潤が貨幣資本家に帰属する利子と産業資本家の取得する企業家利得に分解して行く関係によつてきまる。資本主義国はケインズの提起した通貨発行の規制とか、其他何れの手段によるにせよ、上述の二つの要因に対して予め意識的に一定の影響を及し得るような状態にはおかれていない。……国家による紙幣発行の増減は前述のように(金利を左右する)貸付資本に関しては、それに照応した需給の変動を惹起するとは限らない。……貨幣、信用面の国家的規制によつて金利を調整しようとする政策は、究極においてインフレの方

(22) Kennedy. *ibid.*, p.294.

法を正当化することが目的である。<sup>(23)</sup>」だがこの正当化は金融機関の流動化の悪化を排除しない。たとへば Frei は云う。「英国の銀行組織を見ると、英蘭銀行自体は資本主義の一般的危機の段階とりわけその第二段階において、国家の軍事的支出を賄うための銀行に発展したことで、その銀行券は不換紙幣に転化されたこと、及び預金銀行も同様にその資金の大部分を公債に投資するようになったことが分る。経済の軍事化は預金銀行の授信業務において、信用の大半を軍事的独占体に提供している事実に反映されている。預金増加の多くはインフレ的性質をもっている。以上の諸事実は銀行の流動性が極度に悪化し、全英金融機関の腐朽化を立証するものだ。<sup>(24)</sup>」しかもこのような銀行経営の腐朽化の過程で「銀行資本は益々強く産業資本と癒着している。この癒着は投資信託や金融会社を媒介としたり、長期信用の供給を通じて専ら陰蔽された形で展開されている。また銀行独占体は、産業企業の有価証券を発行したり、長期信用を与えるための特殊会社をつくつた。銀行と産業独占体は金融的巨頭によつて操られているが、そこでは大銀行の株主が圧倒的な役割を演じている。<sup>(25)</sup>」 Paish は『ドルトンは金利生活者の敵であつたとしても投機師の友であつた』と説き、 U. K. Hicks は『ドルトン実験の結果儲かつたのは、時を稼いだ少数の投機師と、何等自分の懐をいためることなしに 5~6 % の信用を 2.5 % の信用に借替へた一握りの公共団体や借手のトラストに過ぎなかつた。これで損をしたのはドルトンに投資した不運な貯蓄者で、ある意味では一般大衆であつた。彼等の利益は避け難いインフレ圧力によつて傷つけられ、彼等の自由は重税とこの政策が不可欠とした統制の継続によつて締めつけられたのである』と述べているが、もしこのスペキュレーターを金融資本家とおきかへることが許されれば、これらの一節は前掲の公式の一端を立証するものと云へよう。

(1956. 3. 10)

(23) W. S. Wolodin. Keynes ein ideologe des monopol kapital. 1955. p.84.

(24) L. I. Frei. Die heutigen Bank systeme. 1955. p.126.

(25)