

〈書評〉

平岡賢司著（2017）『再建金本位制と国際金融体制』
日本経済評論社

石 田 高 生

本書は、1925年4月イギリスの金本位制の復帰から1933年4月アメリカの金本位制停止に至る再建金本位制の成立と崩壊の歴史過程を解明した国際金融・国際通貨論の分野の研究書である。再建金本位制の時代は、ポンドとドルに国際通貨の分極化が生じて、国際決済の複雑化、為替レート不安定性が生じた時代であり、本書では、これに続く管理通貨制度の政策を意図して、歴史的な評価を試みている。さらに現代の国際金融の分野において取り上げられる為替管理、先物為替取引、浮動短期資本（ホットマネー）など、その萌芽期的な形態についても、現代的視点から同時代の研究書を用いて精緻に明らかにされている。

本書は、8章の構成となっている。1章 国際通貨ポンドとロンドン・バランス、2章 第一次世界大戦期のポンドとイギリス公的為替操作、3章 アメリカの資本輸出とドル・バランスの形成、4章 再建金本位制のイギリスと対外短期ポジション、5章 中央銀行間協力によるポンド支援とイングランド銀行のポンド防衛策、6章 アメリカの国際収支構造、7章 短期資本の大量流出とマルク危機、8章 再建金本位制の崩壊、以上である。各章の内容については、はしがきで丁寧に要約がなされており、改めて要約することは省かせていただく。

本書の主要な分析方法について、私なりの要約をまず提示しておきたい。1つには、貿易金融における引受信用の供与、短期の国際的信用の供与が国際通貨ポンドとドルの形成にとって重要な根拠となっているという視点を提示しておられる。次に、各国経済の特徴を分析する手法として、国際収支の構造と対外短期ポジションの実態分析を重視され、関係国における短期資本の移動と金の流出入が国際的な金融危機と銀行恐慌を発現させるという理解を提示しておられる。

以下で、本書の際立った研究成果を私の問題意識によって、以下の5つの論点で紹介し、若干の課題を提示して書評としたい。その論点とは、(1) ロンドン・バランスの機能、(2) 対外短期ポジションの意味、(3) 国際通貨ドルの根拠、(4) 中央銀行間協力の意義、(5) 世界恐慌の波及、以上である。

(1) ロンドン・バランスの機能

ロンドン・バランスとは、ロンドンの商業銀行に置かれた非居住者保有のポンド建ての当座預金残高として定義される。これが国際通貨として機能した根拠は、ロンドン国際金融市場が引受信用、及び割引信用を供与したこと、またロンドンにおいて対外短期債務を対外短期債権により調整することが可能であったこと、さらにこの対外短期ポジションの管理に対して、イングランド銀行の公定歩合が重要な役割をもっていたことを指摘されている。第一次世界大戦以前において、国際通貨ポンドの成立条件としては、まず世界貿易の中心としてイギリスのシェアが挙げられるが、マーチャントバンクの引受信用とロンドン割引市場の役割が強調されている。引受信用とは、マーチャントバンクが、第三国間の貿易も含めて、輸入代金の支払を引受けるために、ロンドン（自己）宛の為替手形の振出しを認めていたことである。すなわち、ロンドン宛為替手形の振出は、輸入者に対するロンドンの対外短期債権の信用供与を意味するものである。

貿易金融における引受信用の仕組みについては、対米・対欧貿易、第三国間貿易などの為替取組の事例を同時代の文献から丁寧に紹介されており、本書の最も興味深い研究成果の一つである。特に、ロンドン・バランスの形成に大いに貢献した事例として、貿易取引に直接基づかない金融手形の振出しについて紹介がなされている。「商品貿易取引に直接基づかない金融手形の振出しによって借入れられた資金はそのかなりの部分がロンドン金融市場に置かれ、ロンドン・バランスを形成することになった」(pp.16-17)。金融手形の振出は、海外によるロンドンから資金調達手段として振出されたものであり、この手取金がロンドン・バランスを形成することになる。その限りでロンドンの対外短期ポジションには大きな変化は生じないことになる。

平岡氏は、国際通貨ポンドを具体的にロンドン・バランスとして捉えた日本にける先駆的研究者の1人である。ここで、氏のロンドン・バランスの研究に対して、疑問を提示しておきたい。第三国間の貿易決済において、ロンドンのマーチャントバンクの引受信用を経由しないで、ロンドンを通じて第三国間の貿易決済が行なわれることはないのだろうかという疑問である。例えば、日本とオーストラリアの貿易決済は、円建て、ポンド建て、わずかであるがオーストラリア・ポンド建て為替手形などがあり、このうちポンド建て手形がロンドンで決済されることになるが、すでに横浜正金銀行ロンドン支店、日本の民間銀行のコレス先が存在しており、これら支店・代理店によって、日豪間のポンド建て為替手形の決済は可能であったと考えられるからである。

上記に関連して、ロンドン・バランスは、非居住者の当座預金残高のことであるが、この

当座預金を提供しているのはイギリスの商業銀行及び外国銀行の支店である。ロンドン・バランスの国際通貨としての機能を検討するとき、外国銀行のロンドン支店の活動やコルレス銀行の機能や為替勘定の処理、さらには為替勘定と当座預金との関係など、ロンドンにおける商業銀行の全体的な把握が必要ではないだろうか。

（2）対外短期ポジションの意味

国際通貨としてのロンドン・バランスは、イギリスの対外短期債務の主要な構成部分をなしている。本書では、国際収支を分析する時、対外短期ポジションを基礎収支とともに、重要な分析項目とされている。国際収支の構造と対外短期ポジションの分析は、イギリスの金本位復帰と停止、アメリカ金本位制の停止などの重大な局面で、取りあげられており、本書全体を貫く分析方法の1つともみなすことができる。イギリス、アメリカ、ドイツの国際収支の構造について、丁寧な分析が本書でなされており、各国の対外短期ポジションの悪化が金融危機の発現の形態であることが理解される。またポンドが国際通貨として、第一次大戦前に円滑に機能した根拠は、イギリスの国際収支構造の安定性と、対外短期ポジションの安定性にあったことが分析されている（p.3）。

対外短期ポジションとは、対外短期債権と対外短期債務との差引残高のことである。対外短期債権は、①外国人宛引受債権、②ロンドン保有の外国手形、③ロンドンで起債された海外短期証券のイギリス保有分、④イギリスの銀行の海外への当座貸越や貸付、の4項目で構成されている。これに対して、対外短期債務は、①外国人のポンド建て手形の保有、②外国人によるロンドン割引市場への貸付、③外国人によるイギリスの銀行への預金、の3つの項目によって構成されている（pp.19-20）。

第一次大戦前のイギリスの対外短期債権・債務の推計に関して、多数の研究成果を検討されている。その上で、西村閑也説、短期資本収支＝基礎収支（経常収支＋長期証券発行）－金銀収支を参考にして、イギリスは大幅な対外短期債権国でなかったこと、逆に「短期借りの長期貸し」の構造を基本としていたことが説明されている（pp.21-22）。

平岡氏は、イギリスの対外短期債権の主要な構成部分を世界各地で振出されたポンド建て為替手形（bill on London）としておられる。他方で、イギリスの対外短期債務の主要な構成部分を、周辺国の銀行がロンドンの銀行に置いた当座預金、すなわちロンドン・バランスとしておられる。以上の理解がイギリスの対外短期ポジションの基本的構造であると考えると、第一次大戦前の対外短期ポジションは比較的良好なバランスを示していたことが理解されるだろう（pp.22-23）。

イギリスは、大戦後の基礎収支の大幅悪化に対処するために、外国の短期資金に依存することになった。この短期資金の性格は、ポンド建て預金や手形、割引市場への貸出などのように、金融市場における実質的な機能を有するものでなく、国際的な短期金融市場において流動的・浮動的な短期債務を形成するものであった。この累積が、国際間において投機的な取引の性格を持ち、英米間、ヨーロッパにおいて大きな問題を生み出すことになる。大戦後のイギリスの国際収支の構造的脆弱性の上で、短期資本への依存とその投機的な性格により、為替レートの劇的な変動が生じたことが明らかにされている。この管理のために、アメリカ・イギリスの中央銀行間協力の形成が必要となり、アメリカによる安定信用の供与、金利協調のための公定歩合の引下げがロンドンに短期資金を引きつけることになったことを強調しておられる（pp.165-166）。

（3）国際通貨ドルの根拠

次に、ドルの国際通貨化についての説明を紹介する。まず、第一次大戦後、イギリスの基礎収支の赤字、対外短期ポジションの大幅債務超過によるポンドの弱体化がある。イギリスがアメリカからの戦時物資を購入するときも、ドルによって決済が行なわれるようになった。これは、第一次大戦前のアメリカ綿花のポンド決済と比べて、劇的な変化が生じたことになる。イギリスの必要なドル資金の調達には、①金の売却、②対米短期債権の清算、③アメリカ証券の売却、④アメリカでの借入、によっていた。特に、③に関連して、イギリス人保有の外国証券の組織的動員と J.P. モルガン商会を通じた売却、英仏公債の発行のなどによって、公的ドル・バランスが形成された（pp.82-85）。ドルの国際通貨化の最大の特徴である。

大戦後の国際通貨システムとして重要なものは、1924 年のドーズ・ヤング案の成立である。同案により、ドイツの賠償問題が解決をみて、ヨーロッパの経済再建の仕組みが提供されたこと、すなわちドイツ・マルクの安定、イギリスの旧平価での金本位制復帰が実現して、国際金本位制が再建された。そしてドイツ公債がアメリカの長期海外証券投資によって賄われたので、その手取金がさらにドル・バランスを形成することになった（p.113）。

アメリカでは、連邦準備法（1913 年）により連邦準備銀行が設立された。これにより自行宛に振出されたドル建て手形を国法銀行が引受ける権限を与えられたのである。銀行引受手形は、連邦準備銀行における再割引適格手形とされたので、公的ドル・バランスの運用に便宜を与え、1920 年代にその残高が増加していくことになったのである。

しかしドルはポンドに取って代わることはできなかった。国際通貨の機能は国際間の取引の決済に利用される取引通貨・決済通貨としての機能が第一義的であると考えれば、ド

ルが決済通貨としてポンドを凌いだとは考えられないからである。その理由としては、世界貿易が依然としてイギリスを中心として編成されていたこと、時差の存在、世界の貿易金融におけるロンドン金融市場の伝統的な強さ、戦後台頭したニューヨーク金融市場が長期証券市場を中心に編成され、ドル建手形引受・割引市場はいまだ十全には成熟していなかったことが指摘されている（p.114.）。

本書は、1章と3章で国際通貨としてのロンドン・バランスとドル・バランスの仕組みと特徴を取り上げており、ポンドとドルの国際通貨としての形成と根拠を本格的に解明した優れた研究である。ここでドル・バランスの形成について議論を提供しておきたい。

ドル・バランスは、第一次大戦中から、英仏によるアメリカ証券の売却、ドル建て外債の発行、連合国への資金供与などにより、これらの手取金がアメリカの商業銀行に当座預金として設定され、準備通貨として保有されることになったこと、すなわち公的ドル・バランスとして形成されたことが特徴である。しかし1930年末においても国際通貨としての機能はドルよりもポンド優位の体制であったと評価されている。その理由は、先に紹介したがロンドン金融市場の伝統的な強さ、ニューヨークがドル建て為替手形の引受・割引市場として成熟していなかったことが指摘されている。

アメリカの経済規模・世界貿易に占めるシェアと連邦準備制度の整備が進められていたことを考えるとき、なぜ、アメリカは、貿易・資本取引に見合うような、貿易金融における引受信用の供与を十分提供しえなかったのか疑問が生じる。平岡氏の指摘にもあるように、対外短期債権の最大項目は引受信用であり、ドル建て銀行引受手形の急速な発展を反映して、第三国間の貿易取引でも一定程度ドル決済されていた（p.239）。1929年にはニューヨークからの引受信用が増加し、それ以降、ポンドの優位性が後退する。ここでは、アメリカにおける引受信用の供与の仕組み、コルレス勘定の運用、国際取引に対する銀行規制、他の金融機関との関係などについて、アメリカの商業銀行の活動と役割を分析する必要があるのではないだろうか。

1930年代になると、ポンドとドルの国際通貨の分極化と国際金融市場の分裂は、国際決済機能の低下と決済の複雑化をもたらした。その背景として、1920年代周辺諸国における金為替本位制の普及と各国の外貨準備が英米に分散化される中で、諸外国の浮動的短期資本が主要国の金融市場間において活発に移動して、再建金本位制に不安定な構造が内包されていたのである（pp.130-131）。本書の研究の重点は、英米、ヨーロッパの金本位制に注がれているが、周辺国である金為替本位制と関係国の中央銀行制度の整備過程について紹介してもらいたいのは、ないものねだりかもしれない。

(4) 中央銀行間協力の意義

再建金本位制は、国際通貨の分極化、国際決済の複雑化など、不安定な構造を内包するとともに、第一次大戦前に設立された各国の中央銀行制度の整備が進められた時期でもある。特に、中央銀行の役割が対外的な面で重視された時代でもある。本書では、イギリスの金本位制の復帰に関連して、英米間の中央銀行間協力によるポンド支援策が取りあげられている。

ポンドの不安定性・脆弱性が表面化する中で、浮動短期資本の移動による為替相場の投機的な変動を防ぐために、アメリカによる安定信用がイギリスに対して供与された。安定信用は、①ニューヨーク連銀からイングランド銀行に対する2億ドルの貸出である。貸出は、当該期間、ドルと金で引出すことが可能なものである。②JPモルガンを中心としたシンジケート団によるイギリス大蔵省への1億ドルの貸出である。前者は、今日の中央銀行間スワップ協定の端緒的形態であると位置づけることができる(pp.160-162)。

1923年アメリカ経済の景気後退に対して、1924年春以降、ニューヨーク連銀による大規模な金融緩和、公定歩合の引下げ、政府証券・手形・金など買オペの実施によって、銀行引受手形の利率が低下した。他方、ロンドンでは金融の引締めを維持したので、引受手形の市場割引率の逆転が生じた。中央銀行間の金利協調を通じて、外国短期資本に影響を与えて、ポンド支援策が実施されたのである(pp.166-172)。

1926 - 28年に短期資本がイギリスからフランス・ドイツへの大量流入したことにより、この時のポンド危機に対処するため、1927年に中央銀行総裁会議が開催された(pp.184-185.)。イングランド銀行をはじめとする各国中央銀行の通貨防衛策については、文献を丁寧に紹介しながら、良くまとめられている。積極的なポンド防衛策の一例だけを紹介しておく。まず金市場操作は、金の公定価格以上での買上げと、地金ブローカーに対して金輸出の自粛の要請である。次に、外国為替市場に対する介入は、ポンドの対ドルレートを安定化するために、ドル資金の調達とその操作方法を指している。イギリスの資本輸出規制は、イングランド銀行総裁の判断により、マーチャントバンクが引受ける外国証券のロンドンにおける発行を制限する方法で実施された(pp.186-197)。

(5) 世界恐慌の波及

本書の6 - 8章では、アメリカの国際収支の構造分析、1929年世界恐慌の波及、オーストリア・ドイツ恐慌からイギリスの金本位制の停止に至る再建金本位制の崩壊について検討されている。この課題は、平岡賢司(2012)「世界大恐慌と国際通貨制度」(国際銀行史研究会『金融の世界史』悠書館、所収)においても明快な説明がなされているので、併せて紹介したい。

アメリカの国際収支の構造は、1920年代に、経常収支の大幅黒字が長期資本輸出によってほぼ相殺され、基礎収支の大幅な不均衡が生じることはなかった（p.237）。短期資本収支は、アメリカの対外短期債権・債務が投機的色彩の強い資産及び負債、一方的な債務の形成の性格を持つようになったが、全体でもわずかな純流出を記録するに止まっていた。総合収支も1929年まで大幅な不均衡の発生に至っていない（p.245）。また金準備の増減の要因は、ドルの国際通貨としての機能にあったと分析されている。そしてニューヨーク株式ブームの崩壊の結果、金輸出の増加が生じた（p.255）。

アメリカの大恐慌の原因については、平岡氏（2012）によると、住宅、自動車など耐久消費材産業が過剰生産傾向を露呈していくなかで、株式恐慌による資本利得の急減、資本損失の増大、設備投資需要の減少、独占的企業の生産制限、失業の増大と労働者の所得減少、企業の利潤率低下…という過剰生産恐慌が螺旋状に作用したと説明されている（2012, p.382）。

大恐慌のヨーロッパへの波及に関して、まずオーストリアでは1931年5月11日に金融恐慌が発生し、11カ国の中央銀行からの借款の供与を受けたが、為替管理の実施、金本位制の停止に至り、続いて、ドイツ恐慌（1931年5・6月）が発生した。ドイツの国際収支が、外国短期資本への依存を強め、金準備の積み増しを図ったが、賠償改訂問題の紛糾（1929年2月）、さらには財政危機、ワイマール大連合の崩壊により、短期資金と金準備の大量流出が断続的に発生した。ベルリン大銀行は、外国預金の引出しに対処するために、必要な外貨をライヒスバンクからの借入に依存した。ライヒスバンクはニューヨークでの金売却により外貨を調達したが（p.289）、30年以降外国短期資本の流入が途絶し、長期資本の復活は見られたものの、ベルリン大銀行は現金準備を取崩し、さらに信用不安を強めた。ドイツから短期資本の逃避が激化して、外国為替管理令を施行して為替取引を中央銀行に集中し、外国預金の凍結により金本位制が実質的に停止された（p.323）。国際借款の供与、フーバモラトリウム の遅れ、外国為替管理令の施行、外国為替の集中、外貨預金の凍結を経て、金本位制の停止に至った。

イギリスでは、基礎収支の大幅赤字と浮動的な短期債務の累積が生じていたが、1930年から31年にかけて国際収支はさらに悪化した。ラテン・アメリカにおける投資債権の債務不履行、オーストリア、ハンガリー、ドイツの為替管理と資金凍結の影響を受けて、海外投資収益の受取が減少して貿易外収支が悪化した。またドイツ恐慌の直接の打撃を受けたマーチャントバンクの財務内容が悪化し、ロンドンの引受信用の供与に大きな打撃を与えた（pp.324-326）。さらに財政赤字が表面化して、金流出に対する有効な措置をとれず、9月21日ついに金本位制を停止した。

ポンドは、ドルに対して旧平価を30%も下回るほど大幅に下落した。これによりヨーロッパ各国は為替リスクを負担することになり、アメリカのドル不安が誘発されて、ドルの減価の高まりアメリカからヨーロッパ諸国へ金が流出した（p.334）。1932年からアメリカの銀行恐慌が発生して、預金の支払・取付から連銀の貸出への依存を強め、金貨・金証券の国内流出・対外金流出（金輸出点の限界）、ついに所要準備が40%に至り、1933年4月20日アメリカは金本位制を停止した（pp.337-39, 347-48）。

本書は、1929年大恐慌の発生からその国際的な波及過程が、遂にイギリス、アメリカの金本位制の停止によって、再建金本位制を崩壊させたことを明快に説明している。平岡氏の理解の深さと正確さ物語るものである。資料・データ面においても、為替レート、国際収支関係、ロンドン金融市場関係のデータが豊富に紹介されており、後に続く研究者にとって参考となるものである。最後に、1930年代の貿易制限と為替管理の強まりに対して、ロンドンを中心とする貿易金融の仕組みは、どのように変容したのか、平岡氏の今後の研究を待ちたい。