

經濟論叢

第116卷 第5・6号

販売管理生成の前段階	橋本 勲	1
仕事場から「工場」へ	渡辺 尚	18
1924年、ライヒスマルクをめぐる ドルとスターリングの角逐	奥田 宏司	62
帝国主義形成期の資本輸出と貿易	中村 雅秀	88
特別預金制度と財政・通貨危機	鶴田 廣巳	111
書 評		
J. コッカ『戦時の階級社会——ドイツ社会史 1914—1918——』	大野 英二	140

經濟論叢 第115卷・第116卷 総目録

昭和50年11・12月

京都大學經濟學會

特別預金制度と財政・通貨危機

——第一次大戦期のイギリス財政(2)——

鶴 田 廣 巳

はじめに

小論でわれわれは、前稿に引き続き、合衆国参戦以降ほぼ終戦直後に至るまでの時期をとりあげる。この期、イギリスは対米政府借款に依存しながら、なお海外短期資金への依存を深めてゆく。これらの要因は、総力戦への突入に伴う財政危機の新たな展開の下で深刻な矛盾を戦後に遺すことになるが、この過程で重要な役割を果たしたのもこそ特別預金制度にはかならない。

従来、「ボンドの凋落」としてわが国でも展開されてきたこの領域での研究にあっては、財政危機と公債利子負担の急増がイギリスの海外投資の寄生性やヨーロッパでのその主導的地位にもとづく国際関係上の制約と深く結びついている点の解明がなされていないため、合衆国とイギリスの地位の逆転関係を正確に捉えることには成功していない。財政と通貨の相互関係を規定する諸要因をえぐり出し吟味することが、緊要の課題だといえよう。

特別預金制度を媒介とする財政・通貨危機の展開過程を明らかにすることによって始めて、われわれは、財政危機が国際経済諸関係といかに深く結合しているかを示しうのみならず、戦後イギリス経済を規定した金本位復帰の政策がいかなる背景と必然性をもって展開されたのかをも知ることができる。そのことはまた、ある意味でケインズ「貨幣改革論」の主張のもつ意義をも明らかにするであろう。

I 国際収支の危機と対米政府借款

すでに述べた如く¹⁾、1916年夏以降合衆国の参戦に至るまでの時期、イギリスは未曾有の国際収支危機に陥り、対外金融の行き詰まりに直面していた。そのため、国内外で動員した金の大部分を費し、外国証券を売却し、なおかつニューヨーク市場を中心に外債の募集に奔走せざるをえず、さしものイギリスの対外信用も動搖をきたし始めるに至った。R. H. Brand は、すでに16年8月、対外金融の挫折によって連合国が敗戦する危険性すら存在すると警告し、もし緊急に措置が講じられなければこの危険性は現実のものになると指摘していた²⁾。この連合国の危局に一定の緩和をもたらしたものこそ合衆国の参戦にほかならない。なぜなら、合衆国政府は参戦後直ちに連合国に対する貸付を開始し、これにより連合国は対外金融問題から生ずる危機を回避しうる見通しを与えられたからである。

しかし、これで事態がすべて解決というわけにはいかなかった。17年2月のドイツによる無制限潜水艦戦の宣言、同3月におけるドイツ軍の西部戦線での最後の大攻勢の開始と連合軍の大反攻等、17年以降の総力戦への突入とともにイギリスは多大の軍事支出を余儀なくされ、当然ながら、これは国際収支面にも反映せざるをえないからである。実際、国際収支の悪化は従来以上の規模で進行した。

第1表によると、貿易収支は年毎に著しく赤字巾を拡大し、特に18年には8億ポンド近くの赤字を示している。輸出が減少すら示すのに対し、輸入の方は軍需品・食料品を中心に甚しく増大したからである。しかも輸入総額に占める合衆国の比重は以前の時期よりも遙かに増大し、18年には39.2%にも達した。それ故、貿易赤字に占める対米赤字の比率も、16年の66%を上回る高率を維持し続けた(第2表)。イギリスは対米輸入への依存をいっそう深めており、ドル

1) 拙稿、財政・通貨危機と公債政策、「経済論叢」第115巻第4・5号、参照。

2) R. H. Brand, *War and National Finance*, 1921, p. 284.

第1表 イギリスの国際収支

(百万ポンド)

	1917	1918	1919	1920
経常勘定				
貿易収支	- 467	- 784	- 663	- 376
輸 入	-1,064	-1,316	-1,626	-1,933
輸 出	597	532	963	1,557
貿易外収支	575	580	605	595
海運収入	350	350	400	340
投資収入	215	220	80	120
短期利子・手数料等	10	10	40	40
政府対外支払い	- 80	-	-	- 7
収 支	28	- 204	- 58	213
資本勘定				
対連合国・自治領貸付	- 563	- 297	- 137	-
政府対外借り入れ	532	381	57	-
長期民間貸付(純)	- 3	- 10	- 35	- 38
外国証券売却	60	23	29	-
金銀移動収支	3	- 9	- 8	52
収 支	29	88	- 94	14
誤差脱漏(短期資本収支含む)	- 57	116	152	- 227
収 支	- 28	204	58	- 213

19, 20年については、貿易外収支の数値と各項目の合計額とは一致しない。

E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-25*, 1952, p. 304, pp. 316-17, p. 341. より作成。

の必要性は減少するどころか増大しているのである。また経常収支についてみても、貿易赤字の絶対額が著増したために、貿易外収支は若干の伸びを示すものの全くこれをカバーしえず、ついに18, 19年には赤字を生むに至った。とりわけ18年におけるそれは巨額で、2億ポンド余に達した。ここに、大戦前におけるイギリス国際収支の特徴的構造が破綻してゆく姿をみてとれよう。「植民地的帝国主義」としてのイギリスの寄生性は、その故にこそ、戦時経済の進展の中で国際収支の赤字を拡大する要因に転化し、その寄生構造を弱体化させ

第2表 輸入・貿易収支赤字にしめる合衆国の比重 (百万ポンド)

	1917	1918	1919
対米輸入額 ①	376.3	515.4	541.6
全輸入額 ②	1,064.2	1,316.2	1,626.2
①/② (%)	35.4	39.2	33.3
対米貿易収支赤字額 ③	316.2	487.6	476.1
貿易収支赤字総額 ④	467.4	783.8	662.8
③/④ (%)	67.7	62.2	71.8

Ibid., p. 307, p. 309. より作成.

てゆくという逆説的な過程が進行したのである。

以上に加えて、巨額の対連合国貸付がなおも続行されていた。後にもふれる如く、合衆国が連合諸国への金融を一手に引き受ける責任を拒否したため、結局、イギリスもなおその一半を担わざるをえなかったからである。貸付額は、17年度5億620万ポンド、18年度2億3460万ポンド、19年度には1億5320万ポンドと、急速に減少したものの依然として巨額を占め、国際収支の悪化を加速し、ドルへの依存を拡大する要因として作用し続けたのである。

さて上述した事情の下で、イギリスが従来にましてドル借入れの必要に迫られたのは当然である。この要求をみたしたものがそましく対米政府借款であった。他の外債の多くが停滞ないし減少するのに比べ、ひとり対米借款のみがずばぬけて巨額をしめた。その額は、17年度5億1400万ポンド、18年度3億2700万ポンド、19年度2500万ポンドに達し、外債純増額と比較すると、17年度にはその約90%、18年度には103%を占め、19年度に入ると外債総額が純減を示す中で対米借款だけが增加しているのである。この期外債のほとんどすべてであったといってさしつかえなからう。これによってはじめてイギリスは対米輸入を確保し、国際収支の危機に対処しえたのである。

だが借款の開始は米・英相互間に新たな問題を生み出さずにはいない。まず合衆国側の事情からみてみよう。

17年4月、参戦とともに合衆国政府は直ちに第一次自由公債法を成立させ、総額70億ドルにのぼる起債権限と同時に、その収入から連合国に対し貸付を行う権限をも獲得した。その後、17年9月、18年4月、7月にもそれぞれ自由公債法の成立をみ、また19年3月には戦勝公債の発

第3表 合衆国政府の対連合国貸付額
(百万ドル)

	1917	1918	1919
イギリス	1,860.7	2,122.0	287.4
フランス	1,130.0	966.4	801.0
イタリア	400.0	776.0	444.9
ロシア	187.7	—	—
その他	78.4	164.4	217.0
合計	3,656.4	4,028.8	1,750.3

C. Lewis, *America's Stake in International Investments*, 1938, p. 362.

行も認められ、財務省は17年4月から19年10月までに215億ドルの長期債券と再発行分を含め327億ドルの債務証券³⁾を発行した。連合国に対する貸付限度額は自由公債の成立のたびに増額され、当初30億ドルであったのが18年7月にはついに100億ドルにまで達した。実際の貸付額は17～19年に総額94億3600万ドルであったが、この内イギリスに対する分は、17年18億6100万ドル、18年21億2200万ドル、19年2億8700万ドルで、19年までの総額は42億7000万ドルにのぼり、借款総額中、実に45.3%に達したのである(第3表参照)。

貸付の条件についてみると、借款の際には借り入れ国政府の債券が手渡されたが、これに対し貸し付けられるドルは平価で換算され⁴⁾、ドル証券等の担保は何ら要求されなかった。貸付レートは自由公債のそれにはほぼ平行して決定され、17年4月～5月初めには3%、5月～8月は3½%、9月～18年4月は4¼%、18年5月以降には5%であった⁵⁾。後者のレートそのものが次第に上昇せざるをえなかったのを反映して前者も引き上げられ、この点からみれば、イギリス等の連合国の借款レートは合衆国金融市場の動向に左右される関係が生

3) 19年10月31日における残高は37億ドルであった。Cf. P. Studenski and H. E. Krooss, *Financial History of the United States*, 1952, p. 292.

4) 当時、連合国の通貨はいずれもドルに対し軟調だったから、この条件は連合国に有利だった。

5) 貸付レートは自由公債のそれよりやや高めに設定されたが、それは自由公債に付された免税特典のコストを、また国内起債費用を償うためだった。Cf. C. Lewis, *America's Stake in International Investments*, 1938, p. 361.

み出されているといえよう。しかし、全体として借款の条件自体はそれ程厳しいものとはみられないのである⁶⁾。

では、ある意味では「寛大」ともいえるような条件で合衆国が貸付を行った理由は一体何か。

合衆国参戦の引き金となったのはドイツによる無制限潜水艦戦の宣言であったが、それは合衆国の「通商の自由」がこれによって直接に脅かされたからである。連合国への大量の輸出と合衆国金融市場での連合国の外債発行等により、アメリカ金融資本の利害はつとに戦争の帰趨において連合国と深く結びついていた。もし連合国の敗戦という事態を迎えるならば、これら諸国に対する輸出決済代金や貸付の取り立てが不可能になる真れがあるだけでなく、戦時ブームそのものも消滅するだろう。こうした結末になるのを手を拱いて傍観しているわけにはいかなかった。また他方では、参戦直前、合衆国は英・仏いずれに対しても民間勘定で、すでに純債務国から純債権国の地位にのし上がっていた⁷⁾。この時点で合衆国はイギリスへの金融的依存から脱却するとともに、さらに国際的金融覇権を確立する手がかりを与えられたのである。

要するに、借款の真の狙いは連合国へクレジットを与えることによって、軍需独占体を中心とする自国の金融資本の対連合国輸出を国家的に保証する⁸⁾ 一方、連合国、なかんずくイギリスに対する金融的優越を確保する点にあった、と結論づけることができよう。

6) 1934年ジョンソン法以後、“Cash and Carry”や“Lend Lease”等に表わされる合衆国の援助政策と比較すれば、このことは明瞭である。これらの援助政策については、さしあたり次を参照していただきたい。坂井昭夫、アメリカの対英政策の転換とイギリスにおける財政・通貨危機、「経済論叢」第104巻第1号、昭和44年7月。

7) C. Lewis, *op. cit.*, p. 469, p. 478. もっとも、戦後イギリスは民間勘定においては再び純債権国の地位に戻った。またフランスの場合には、債権・債務がほぼ均等になった。勿論、これらはいわゆる戦債を考慮に入れない場合の話である。

8) 当時、駐英アメリカ大使であった W. H. Page は1917年3月5日付けで、ウィルソン大統領にあて次の如く打電した。「この迫りつつある危機の重圧は英・仏両政府の金融上の代理業者であるモルガン商会の能力を越えてしまったように、私には思われる。多分、わが国の参戦が、現在のわが国の卓越した貿易上の地位が維持され、パニックが回避される唯一の方途であろう。」と。Cf. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XVI, 1971, p. 212.

これに対し、イギリスはどのような対応を示したのだろうか。

当初、イギリスは合衆国が連合国に対し全面的にクレジットを与え、自らは連合国貸付の重荷から免れうるものと期待した。だがこの期待は裏切られた。合衆国が関心をもっていたのはただ、連合国による自国での商品の買い付けに融通をしようというにすぎず、中立諸国および自国からの連合国の輸入についても合衆国が金融をつけよとのイギリスの主張に対しては、頑としてこれを拒んだからである。ところが、なお連合国の戦略物資の調達を支援せざるをえなかったイギリスは、その故に為替危機にたびたびみまわれることになり、合衆国としてもこれを放置することはできず、結局のところ、中立諸国からの仏・伊等の輸入に金融をつけるにあたり、英・米両国はほぼ均等にその負担を分けあうことで妥協が成立した。合衆国による連合国貸付の開始により、イギリスはその負担を部分的には軽減しえたものの、最後まで負担を全面的に免れることはできなかったのである⁹⁾。

ドル不足にあえぐイギリスは連合国と協定を結び、仏・伊等にドルでの一部返済を求めた。連合国はイギリスを通じて獲得した物資や英帝国内諸国から輸入した物資の代金支払いに、合衆国から獲得したクレジットの一部を使用した。ところが、合衆国はこれを歓迎せず、18年春には英帝国諸国や中立国で仏・伊等の勘定でなされたイギリスの支出に対し、ドルでのいかなる返済をも認めないとの方針をうち出すとともに、とりわけ英帝国内での買い付けに対するドルでの返済には厳しく反対したのである。しかし、連合国はこれに構わず返済を続けた。イギリスは、これによって対米債務の累積をその分だけ軽減させつつ、自らのドル収入を実質的に増大させることができた。ドル返済に合衆国が反対した理由もまさにこのためであり、それができるだけ多くをどこよりもイギリスに対し貸し付けようと企図した合衆国の政策と背反したからであった。

9) イギリスは対連合国貸付にあたり、貸付資金は自国で物資を調達するために使用するべしとの条件を付し、この負担を逆に利用しようとした。なるほど、これによってイギリスは仏・伊・露などに対し著しい貿易黒字を実現しえたが、それにも限界があった。Cf. S. E. Harris, *Monetary Problems of the British Empire*, 1931, p. 258.

このように、連合国貨付の分担をめぐり、或いはドル返済をめぐって、英米両国は対立を繰り返したのであるが、同様の対立はまた、イギリスに貸し付けられたドルの使途をめぐっても生じた。もともと合衆国は、連合国が為替支持のためにクレジットを用いるのにはあまり肯定的でなかった。イギリスは合衆国が参戦を決定した時、為替問題について極端に楽観的になったが、今やそれも淡い期待にすぎなかったことが明らか

になったわけである。イギリス大蔵省は、クレジットは為替支持のために使われるのではないと再三にわたり言明しなければならなかった。

なるほど対米相場は一見したところ、むしろ以前の時期よりも安定している(第4表)。しかし、17年6、7月には16年末以来のドル資金の流出にみまわれてポンド危機が噴出し、また18年初めの数カ月にもポンドは再び苦境に陥った。これは一面で上述した英米間の対立の結果であった。表面上は安定的に推移したかに見える背後では通貨自主権にかかわる鋭い対立が進行していたのである。イギリスの貨幣高権は傷つけられ、ポンドはドルへの依存を確実に深めていった。

しかも、借り入れたドルを必ずしも思い通りには為替支持に充当しえなかったイギリスは、結局、この段階でも相場の釘づけのため金輸出と外国証券の売却に頼らざるをえなかった。17～19年に輸出された金は総額1億4300万ポンドにもものぼり、他方、外国証券売却額は同期間に1億1200万ポンド¹⁰⁾に達した。

第4表 対米為替相場

	1917	1918	1919
1月	4.76 $\frac{7}{16}$	4.76 $\frac{7}{16}$	4.76 $\frac{7}{8}$
2	//	//	4.76 $\frac{7}{16}$
3	//	//	4.58 $\frac{1}{2}$
4	//	//	4.66 $\frac{1}{2}$
5	//	//	4.64 $\frac{1}{2}$
6	//	//	4.61 $\frac{3}{4}$
7	4.76 $\frac{1}{2}$	4.76 $\frac{1}{2}$	4.36
8	4.76 $\frac{7}{16}$	4.76 $\frac{7}{8}$	4.20 $\frac{3}{8}$
9	//	4.76 $\frac{9}{16}$	4.20 $\frac{1}{4}$
10	//	4.76 $\frac{5}{8}$	4.16 $\frac{3}{4}$
11	//	4.76 $\frac{7}{16}$	4.01 $\frac{3}{4}$
12	//	4.76 $\frac{9}{16}$	3.77 $\frac{1}{4}$

各月末の相場を示す。

E. V. Morgan, *op. cit.*, pp. 346-349.

10) 第1表参照。他方、アメリカ・ドル証券委員会の示すところによると、1917年度～21年度の売却額は総計4,420万ポンドである。もっとも、戦時中の証券売却総額(民間分を含まない)に関するドル証券委員会の数値は、ニューヨークの大蔵省勘定が示すものより7,500万ポンド下回っている、それ故、後者を基準に計算すると、17年度以降つまり合衆国参戦以後の売却額は5,970万ポンドとなる。Cf. E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-25*, 1952, pp. 330-331.

このほかにも、例えば17年8月以降ニューヨークでドル払い大蔵省証券を発行したり、また1, 2, 3年期限の証書を合衆国の軍需企業に対し発行するなど、イギリスはあらゆる手段を使ってドルをかき集めようとした。対米借款によって好転したかに思われる対外金融の背後で、イギリスが依然としてドルあさり奔走させられていた事実を銘記すべきである。

なおここで、今一つの重要な点にふれておかねばならない。それは国際短期資金の移動である。第1表の誤差脱漏の項目が近似的に短期資金の移動を表現しているものとする、17年には5700万ポンドの流出だったのが、18, 19年にはそれぞれ、1億1600万ポンド、1億5200万ポンドの流入に転じ、20年に至って再び2億2700万ポンドもの巨額の流出に逆転している。資料の制約から必ずしも正確だとはいえないが、少なくとも18, 19年にイギリスが外国短期資金に大巾に依存しながら国際収支の危機に対処した姿を、ここに窺うことができよう。国際収支の構造はきわめて不安定なものに転化したのであり、これはまた、イギリス戦時財政の展開の中で新たな内容をもって登場してくるのである。

ともあれ、植民地帝国としての寄生性と連合国内部での戦時金融上の主導的地位とは、イギリス国際収支の危機を激化させた。その間隙に乗じて合衆国は連合国借款を開始し、イギリスをも巻き込んで対連合国金融の一環を担わせつつ、アメリカ商品によってヨーロッパを席卷し、この過程でイギリスの国際金融上の優位を奪い去るのである。イギリスは、国際短期資金をも大規模にとり込みながら対外金融にあたらざるをえず、その地位をいっそう不安定なものにしてゆくのである。

II 財政危機の激化と低金利政策への移行

1916年12月、それまでのアスキス内閣に代わりロイド・ジョージ内閣が登場したが、この政権交替の背景には、人的能力を含めあらゆる利用可能な資源の効果的動員を中心として、戦局の激烈化に伴うさまざまな問題があった。なかでも資源動員問題は内閣退陣の直接の原因となったものであり、それ故、新首

相ロイド＝ジョージは自らの戦争政策を説明しつつ、政府の任務はあらゆる資源の動員を完成し、これを更にいっそう効果的たらしめるところにあると声明した。かくて新内閣の下でイギリスは、徴発

第5表 イギリス政府歳出実績(百万ポンド)

	1917年度	1918年度	1919年度
既定費	201.3	281.3	348.2
軍事費	1,052.4	1,415.5	766.3
軍需品費	715.1	562.2	192.8
連合国・自治領貸付	488.3	264.6	197.9
その他民政費	483.2	572.8	474.4
徴税費	43.4	50.1	59.1
歳出合計	2,983.7	3,146.5	2,038.8

B. Mallet and C. O. George, *British Budgets Second Series 1918-14 to 1920-21*, 1929, p. 393.

権限の強化を軸に広範な戦時統制をおし進め、総力を結集して戦争遂行にあたるのである。

だが、総力戦への移行は赤字財政の進行を一段とおし進めずにはいない。そしてこのことはまた、国際収支の危機の新たな段階に対応して新たな展開をとげるのである。

臨時軍事費は17年度、24億300万ポンドと、戦時中のピークに達し、18年度にも21億9800万ポンドを記録した。19年度には、終戦に伴い軍事費の大半が通常の議定費中に計上されたため、臨軍費は8700万ポンドへと激減した。価格の上昇を考慮に入れるとしても、16年度に20億ポンドに満たなかった臨軍費がその水準を遙かに突破したという事実は、17、18年度におけるそのすさまじい膨脹ぶりを示している。

歳出内訳をみると、最も著しい増大をとげたのは直接の軍事費であり、18年度には14億ポンド余に達した。次いでは軍需品費の増加ぶりが目立ち、また民政費の伸びも著しい。特に後者は16年度の1億6600万ポンドから翌年度には4億8300万ポンドへと3倍近くも増大した。これは、戦時年金・海上輸送費・労働関係経費など、直接、間接に戦争に関連する出費を余儀なくされた結果だった。以上とは対照的に連合国等への貸付は以前よりも減少しており、合衆国の借款開始によってその負担は若干の軽減をみたことがわかる。とはいえ、既述

第6表 イギリス政府歳入実績 (百万ポンド)

	1917年度	1918年度	1919年度
関税	71.3	102.8	149.4
消費税	38.8	59.4	133.7
計	110.0	162.2	283.0
相続税	31.7	30.3	40.9
印紙税	8.3	12.4	22.6
地租	0.7	0.6	0.7
家屋税	2.0	1.9	2.0
所得税・付加所得税	239.5	291.2	359.1
超過利得税等	220.2	285.0	290.0
地価税	0.7	0.7	0.7
計	503.0	622.1	715.9
租税収入合計	613.0	784.3	999.0
租税外収入	94.2	104.7	340.6
歳入総計	707.2	889.0	1,339.6

の英米対立の妥協の産物として、イギリスがなお貸付を継続せざるをえなかったことが、ここで財政危機の一要因として作用している点を見落してはならない。いずれにせよ、歳入総額はますます増大し、18年度にはついに30億ポンドを突破するまでに至ったのである(第5表)。

これに対し歳入の方
はどうか。以前と同じくこの期にも増税が進

Board of Trade, *Statistical Abstract for the U. K.*, No. 70, 1927, pp. 106-107.

められたことは言うまでもない。17年度には超過利得税・娯楽税・たばこ税が、18年度にも所得税がそれぞれ引き上げられ、同時に付加所得税の免税点の引き下げやその最高税率の引き上げ等の措置もとられた。これにより租税収入は年を経る毎に増大し、それに照応して歳入総額も17年度の7億700万ポンドから13億4000万ポンドへと著しく増加した(第6表)。だがそれにしても経費の膨脹にはとても追いつかず、財政赤字は16年度の17億2900万ポンドに対し、17、18年度には各々22億7700万ポンド、22億5800万ポンドと、いっそうの拡大をとげたのである。

かくて財政危機の激化に対応して、イギリスは従来の規模を上回る巨額の起債に頼らざるをえなかったのである。

17年1月、政府は第三回戦時公債の発行に踏み切った。というのも、16年暮

第7表 イギリス政府起債状況

(百万ポンド)

	1917年 3月31日 残 高	純 増			1920年 3月31日 残 高
		1917年度	1918年度	1919年度	
長期債					
戦前無期公債	317.8	-0.1	-0.1	-2.7	315.0
定期年金	24.1	-2.1	-1.3	-1.3	19.3
3½%戦時公債	62.8	—	—	—	62.7
4½%戦時公債	20.0	-3.9	-1.8	-1.5	12.8
5%戦時公債	2,067.0	-29.0	-26.5	-34.7	1,976.8
4%戦時公債	52.4	—	3.9	7.8	64.1
4%整理公債	—	—	—	408.9	408.9
4%戦勝債券	—	—	—	359.5	359.5
短・中期債					
国庫債券	320.3	71.4	-8.1	-65.1	318.6
国民軍事債券	—	649.4	986.8	-160.4	1,475.8
戦時貯蓄証券	74.5	63.3	89.2	46.6	273.5
戦費証券	23.6	-0.6	-22.9	—	—
流動債					
大蔵省証券	463.8	509.7	-16.2	101.5	1,058.7
一時借入金	217.5	-25.3	262.7	-250.1	204.9
その他公債(磅払い)	0.7	0.4	0.1	1.1	2.3
国内債計	3,644.5	1,233.2	1,265.9	409.7	6,553.0
外債	367.1	627.2	297.2	-12.9	1,278.7
国債総計	4,011.4	1,860.4	1,563.1	396.8	7,831.7

Committee on National Debt and Taxation, *Appendices to the Report, 1927*, p. 15.

には流動債の累積は危険なほどの域に達しており、それ以上の膨脹はもはや許されなかったからである。2種類の証券が発行されたが、一方は12~30年期限5%証券で、他方は12~25年期限4%証券だった。今度の場合、第二回戦時公債における「契約された特権」の如きは付されなかった。その代わりに、5%証券の場合には95の割引発行がなされ¹¹⁾、4%証券(額面発行)については利子課

11) かくて、その実質利回りは5½%に達した。Cf. U. K. Hicks, *The Finance of British Government 1920-1936*, New ed., 1970, p. 317. 因みに、当時の蔵相 Bonar Law は「公

税が免除された。新たな試みとして各公債に特別の減債基金 (sinking fund) が設定された。その目的は公債価格の下落を阻止し、利回りの上昇を抑制するところであり、償還を直接の狙いとするものではなかった。これは、公債の値崩れへの対応策を迫られるまでに公信用が悪化したことを示している。

政府は発行を機

第8表 第3回戦時公債発行内訳 (百万ポンド)

に、大々的な貯蓄キャンペーンを展開し、国民に対して公債に応募するよう、またそのため銀行から資金を借りよう呼びか

	5%戦時公債	4%戦時公債
現金	836.5 (40.5)	22.0 (42.0)
大蔵省証券・戦費証券	130.2	0.6
4½%戦時公債	820.1 (59.5)	23.2 (58.0)
国庫債券	280.4	6.6
	2,067.2 (100.0)	52.4 (100.0)

括弧内はパーセント。

E. L. Hargreaves, *The National Debt*, New ed., 1966, p. 243.

けた。もし応募額が不足する場合には、強制割り当ての可能性もあらうとほのめかすことまであえて行ったのである。こうして戦時中最大の起債操作が展開され、総額21億1960万ポンドもの巨額が売り捌かれた。

だがその内容に立ち入ってみれば、5%証券の場合、現金応募分は8億3650万ポンドで全体の40.5%にすぎず、また4%証券¹²⁾の場合にも2200万ポンド、42.0%でしかない(第8表)。これは以前の公債に認められた借り換え権利が行使された結果であり、特に4½%戦時公債はそのほとんどが借り換えられた。また大蔵省証券は、公債応募のための支払いに代え、年利5%で割引された上で受け取られた。結局、借り換え分はいずれの証券の場合もほぼ60%を占め、実質的借り入れ分を大幅に上回った。こうして、以前のより利回りの低い公債が大挙して5%証券に流れ込み、その分だけ公債費負担は加重されることにな

債のレートは6%にすべきで、それ以下の場合には失敗するだろうと警告を受けた」と語った。

Cf. E. L. Hargreaves, *The National Debt*, New ed., 1966, p. 242.

12) 4%公債への応募が少なかった理由は次の2点が指摘されている。(1) 無税公債の方を好むだろうと予想された外人投資家にとっては、5%公債の利子課税が外国居住者の場合には免除されたため、5%公債の方が有利だったこと、(2) 国内投資家は、将来所得税率は下落するだろうと楽観したこと、である。Cf. *Ibid.*, pp. 242-243.

ったのである。

ところで銀行は、以前の戦時公債発行の際には政府の要請もあって、直接に応募をした。ところが今回は公債への投資を差し控え、むしろ政府と密接に提携して、顧客に対し公債応募を奨励し援助する方に回り、2億ポンドにのぼる貸出を行った。当時の銀行貸出レートは4½%以上だったと考えられ、その点では公債に投資して資金を長期に固定するよりも、貸出によって運用する方が銀行にとり有利だったからである。

さて、第三回戦時公債の発行は公債政策を転換せしめる画期となった。それは次の諸理由による。

第一に、大蔵省にとっても金融市場にとっても短期間に龐大な資金を政府に移転する操作は技術的に困難である。第二に、遙かに重要な点であるが、借り換え権利により以前の公債が大量に5%証券に流れ込んだため、政府はそれだけ公債費負担に苦しまざるをえなくなり、何らかの対応を迫られたことである。この点と関連して第三に、政府は長期起債のたびに利回りを引き上げざるをえず、今後再び長期債を発行しようとするればいっそう高い利回りを保証しなければならないのは必至である¹³⁾。もはやそれは耐えられるものではなかったのである。

こうしてイギリスは、以後19年6月に至るまでの期間、一方では短・中期債、具体的には国民軍事債券(National War Bonds)を武器に戦時金融をすすめるとともに、他方で低金利政策を採用することにより公債費の重圧を逃れ、負担の軽減を図ろうとするのである。まず前者からみてゆこう。

17年10月、国民軍事債券¹⁴⁾のトップ発行が開始されたが、これには次の4種

13) 当時、以前発行された証券の保有者は「見捨てられる」(R. McKenna 前蔵相、19年以降、当時世界最大のミッドランド銀行の頭取—の言)べきではないとの感情があったといわれ、このため将来、長期債の発行をしようとするれば利回りその他で特典を与えねばならないのは必至だった。Cf. *Ibid.*, p. 247.

14) これは国庫債券と何ら異なるものではなく、いっそう広範に資金を吸収しようとするタイプな名称がつけられたにすぎないという。Cf. A. W. Kirkaldy (ed.), *British Finance during and after the War 1914-21*, 1921, p. 167. また、大蔵省理財局、英国財政と其整理、「調査月報」第15巻特別第1号、31ページ、も併せて参照のこと。

類があった。

A) 5%債券

- 1) 1922年10月1日に102で償還 利回り……5ポンド7シリング2ペンス
- 2) 1924年10月1日に103で償還 利回り……5ポンド7シリング4ペンス
- 3) 1927年10月1日に105で償還 利回り……5ポンド7シリング10ペンス

B) 4%無税債券

1927年10月1日に額面で償還

発行価格はいずれも額面通りで、償還時に満期に応じてプレミアムが付けられた。但し、4%債券については、利子課税免除の特典とのかねあいから額面償還とされた。5%債券の利回りはいずれも5.35%以上になった。軍事債券は金融市場において、減価を被らない証券として大いに歓迎された。いずれも短期間に償還される上、その際にはプレミアムが生ずることになっていたからである。当時、政府証券の価格は軒並みに下落しつつあり、金融機関を中心とする投資家は元本の減価を恐れ、公債への出資を躊躇していたが、そうした状況の下では、「機関投資家」にとって軍事債券はとりわけ魅力的な投資対象となったわけである。

さらに、消化を促進するため種々の特典が付け加えられた。すなわち、(1) 5%債券の保有者は95%で5%戦時公債に、また4%債券の保有者も100%で4%戦時公債に、それぞれ乗り換えることができる。(2) 相続税、超過利得税、軍需品税の支払いの際、当債券をもって支払いに代えることができる(その場合債券は額面価格で受け取られる)。(3) 将来、長期債が発行される場合、いずれの債券保有者も100%でそれに乗り換えることができる、などである。

以後、18年4月、10月、19年2月にそれぞれ旧来の債券の発行は停止され、新たな軍事債券がほぼ同様の種類と条件をもって発行された。こうして19年6月の売り出し停止に至るまでに、政府が軍事債券によって調達した額は総計17億5500万ポンドにのぼり、この内現金応募分は17億3200万ポンドと、そのほとんどを占めた。戦時後半期における戦費金融の有力な一手段として、きわめて

重要な役割を演じたのである。

しかし、軍事債券にも一つの難点があった。当時の蔵相 Bonar Law の表現に従えば、「資金の流入を維持することができない」¹⁵⁾というのがそれである。以前発行された国庫債券も同様の困難

第9表 大蔵省証券トップ・レートの変遷

	2カ月もの	3カ月もの	6カ月もの
	%	%	%
1917			
6月19日 (トップ発行再開)	—	4½	4½
7月3日	—	4¾	4¾
12月27日	—	4	4
1918			
2月14日	—	3½	3½
1919			
5月31日 (発行中止)	—	—	—
7月14日 (発行再開)	3%	3½	4
8月14日	—	3½	4
10月6日	—	4½	5
11月7日	—	5½	5½

A. W. Kirkaldy (ed.), *British Finance during and after the War 1914-21*, 1921, p. 158.

をかかえていたが、軍事債券もこれを克服しえなかったわけである。結局のところ、政府は間断なき支出の必要の前に、軍事債券の欠陥を流動債によって補完しつつ戦費調達を進めざるをえなかったのである。流動債の累積はこの期、新たな問題をはらむが、今は立ち入らない。ここでは低金利政策への移行とその結末について次に吟味しなければならない。

17年初期に至るまで、イギリスは為替に対する配慮から大蔵省証券のトップ・レートを統制手段に市場金利を引き上げざるをえず、そのこと自体が公債費負担を増大させる一因となっていた。しかし、合衆国による連合国借款の開始を転機に、金利の引き上げは停止され、逆転せしめられた。この時以降、政府は為替の動向に縛られずに国内起債レートを決定しようようになり、それ故安価な借り入れの方向を追求するのである。その過程は次の如く進行した。

17年3月、一時停止されていた大蔵省証券の発行がテンダー方式で再開されたが、その際、レートは5%をやや下回っていた。6月以降、従来のトップ発

15) E. L. Hargreaves, *op. cit.*, p. 248.

行への復帰をみたが、レートは3、6カ月ものいずれも4½%に設定された。その後7月には一時4¾%へ引き上げられたものの、12月に至り4%へ、18年2月には3½%へと連続して引き下げられ、途中、発行停止期間を含むとはいえ20カ月もの長きにわたって、このレートが維持されたのである(第9表)。これに伴い市場金利も下落したことは言うまでもない。

同時に、政府は銀行に対し、その預金レートおよび貸出レートをともに引き下げるよう指導した。18年5月、蔵相は交換所加盟銀行の代表者と協議したが、そこでは預金レートを最高3%とする点で合意が成立したといわれる¹⁶⁾。この直後には、加盟銀行以外のイギリス銀行および外国銀行に対しても、同様の金利が適用されるようになった。また同じ頃、同様の協定が結ばれ、貸出レートも3½%に抑えられていた。

以上の経過の中から明らかになるのは、低金利政策が一方で安価な借り入れを追求するものであったと同時に、他方では、国民軍事債券の消化を促すことを併せて企図するものだったという事実である。預金、貸出レートはいずれも軍事債券のそれ以下に抑えられたため、投資家は預金するよりも軍事債券に応募する方が有利であり、しかも銀行から貸出を受けて投資してもなお採算がとれるようになっていたからである。軍事債券の発行が先にみた通り一定の成功をおさめたのは、低金利政策の採用によるところが大きかったのである。

では、公債負担には実質的な軽減がみられただろうか。結論的に言えば、解答は否定的である。『国債報告書』(*National Debt. Return, Cmd. 3959, 1931*)などによれば、17、18年度に大蔵省証券残高が膨脹し高水準を保っているにも拘らず、これに対する利払い費が減少しているのは事実である。だがそれにして、確定国債費外経費の増加は著しかった。低金利政策への転換が明確にあらわれた18年度をとってみても、それは減少するどころか、前年度に比し7600万ポンド余りも増大した(第10表)。起債規模の膨脹の前には低金利の効用も通じなかったのである。

16) A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 169. なお、この協定は19年7月30日に廃止された。

ここで注意すべきは、低金利政策の導入を可能にした要因自体のはらむ問題である。対米借款により国際収支の危機に一定の緩和がもたらされ、また戦時統制

第10表 国債費 (百万ポンド)

	1917年度	1918年度	1919年度
確定国債費内	19.8	23.6	23.8
確定国債費外	170.0	246.3	308.3
国債費合計	189.9	270.0	332.0

Board of Trade, *op. cit.*, pp. 108-109.

の格段の強化に伴い、物価対策の面からはもはや高金利の必要性は後退したとの事情によってこそ、イギリスはこの政策を採用しえた。だが、借款がイギリスの合衆国への金融的依存を深めるものでしかなかったのは、前節にみた通りである。加えて、戦時統制は単に矛盾を隠蔽したにすぎず、その解除とともに統制経済の弱点が一気に露呈してくることになる。結局、こうした代価を払ってすら、イギリスは公債費負担の重圧から脱しえなればかりか、戦後の高金利政策の下ではいっそう重い負担に呻吟せざるをえないのである。

III 特別預金制度と財政・通貨危機

すでにみた如く、公債政策の転換後、起債の有力な武器になったのは国民軍事債券であったが、実はその発行以前の1917年4月、国庫債券の売り出しが再開されていた。それは所有者の選択により2年或いは5年後に償還される5%債券であった。しかし応募額は僅少にとどまり、17年9月の発行停止までにわずか8200万ポンドを消化したにすぎなかった。

その間、17年3月にはテNDER大蔵省証券の発行が再開されていたが、6月に至ってこれは停止され、代わって従来のトップ発行への復帰をみた。発行残高の変遷をみると、第11表に明らかな通り、17年4月には4億5450万ポンドにまで減少している。第三回戦時公債の発行収入をもって大規模な償還がなされたからである。だが、その後は再び急速な増勢に転じ、4月以降18年1月までの増加額は6億3000万ポンド余に達した。ただし、著しい増大を示すのはこの時期だけと言ってよく、総じて18、19年にはそれ程大きな変動はみられない。

第11表 大蔵省証券残高

(百万ポンド)

1917		1918		1919	
月	日	月	日	月	日
1	12	1	26	1	
2	25	2	23	2	
3	31	3	31	3	
4	14	4	27	4	
5	12	5	25	5	
6	23	6	22	6	
7	21	7	27	7	
8	18	8	31	8	
9	22	9	21	9	
10	20	10	26	10	
11	24	11	30	11	
12	31	12	31	12	

1919年は、月平均残高を示す。

- 1) 17, 18年の12月については, W. F. Spalding, *The London Money Market*, 6. ed., 1938, p. 157.
- 2) 17, 18年の上記以外は, *Economist* 当該各年月号。
- 3) 19年については, Board of Trade. *ibid.*, p. 176.

わずかに19年6, 7月において、4%整理公債・4%戦勝債券の発行と関連して減少をみたが、それも一時的なものにすぎなかったのである。

他方、16年12月から増加し始めた一時借入金は、翌年1月には3億3800万ポンドと、ごく短期間に巨額に達した。政府が戦時公債の発行に備え、満期になった大蔵省証券を償還するのに多額の資金を必要としたのが、その一因であった。ところが2月には、これも戦時公債の発行収入から償還され、1億7100万ポンドにまで減少した。その後の経過をみると、17年3月、11月、18年4月、5月、11月、12月、19年2月、3月、6月、7月にそれぞれ月3000万ポンド以上の増大を示すが、なかでも18年12月と19年6月における膨脹ぶりは異常なほどであった(第12表)。

そこで流動債の起債・償還状況を検討してみると、一時借入金、大蔵省証券の両者ともその規模を拡大しながらも、17年度には大蔵省証券が、18年度につ

第12表 一時借入金残高 (百万ポンド)

	1917		1918		1919	
	I	II	I	II	I	II
1	224.0	113.7	111.0	115.8	168.5	201.7
2	46.0	125.3	113.0	125.8	211.0	213.3
3	65.0	152.5	68.5	123.8	228.5	226.5
4	92.0	130.3	130.0	131.8	231.9	238.7
5	68.0	129.1	160.0	147.3	226.3	238.5
6	79.0	135.6	160.0	154.9	433.6	244.6
7	90.0	137.6	163.5	159.9	513.8	223.3
8	102.0	141.6	179.5	152.2	191.2	209.2
9	91.0	129.8	158.0	186.8	174.4	189.8
10	101.0	115.7	144.5	196.2	121.3	189.6
11	143.0	118.2	181.5	192.1	32.0	183.0
12	157.0	121.8	233.0	222.2	45.8	190.2

1919年3月までは、各月末残高、4月以降は月平均残高を示す。I = イングランド銀行からの、II = 政府諸部局からの一時借入金。

- 1) 19年3月までについては、E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 170.
- 2) 4月以降は、Board of Trade, *ibid.*.

第13表 流動債の起債・償還状況 (百万ポンド)

	起債収入		償還支出	
	I	II	I	II
1917年度	1,030.4	2,803.5	1,055.6	2,294.6
1918	1,566.4	3,747.0	1,303.7	3,763.5
1919	1,979.1	3,146.1	2,229.2	2,995.2

I = 一時借入金, II = 大蔵省証券。

大蔵省国庫課調査掛, 英国の流動公債 (其一), 「大蔵省調査月報」第22巻第3号, 昭和7年3月, 55ページ。

いては一時借入金が各々、巨額の未償還分を残していることがわかる (第13表)。これはまさに上述の経過を裏付けるものである。要するに、多少図式化して言えば、流動債の膨脹は次の過程を辿ったと説明できよう。すなわち、第三回戦時公債によってそれ程多くの新規資金を調達しえなかったため、政府は再び国

庫債券に頼ろうとしたが成功せず、結局のところ、主として大蔵省証券によってその穴埋めをしなければならなかった。その後開始された軍事債券の発行も、一定の成功をおさめたとはいえ資金の絶えざる流入を維持することはできず、この場合にも、流動債への依存から脱却することなどできる相談ではなかった。しかも、大蔵省証券残高が当時すでに10億ポンドを上回る勢いを示している以上、政府に選択の余地はありえず、それ故18年度以降、一時借入金とみに顕著な増加をとげたのである、と。なお付け加えておけば、流動債の起債規模の拡大が、天井知らずの信用膨脹を促す要因を形成していたことは改めて論ずるまでもないが、その場合、後になるほど最も危険な一時借入金が累積し、この時期の信用膨脹の最重要の動因となった点に留意すべきである。

当然ながら、以上の過程に照応して政府紙幣の発行も増加した。第14表によれば、17年第IV四半期、18年第II～第IV四半期にその伸びは顕著であり、特に

第14表 政府紙幣発行残高および償還勘定 (百万ポンド)

	政府紙幣 発行残高	政府紙幣償還勘定		
		金貨・金地金	政府証券	イングランド 銀行残高
1916				
12月27日	150.1	28.5	118.1	6.9
1917				
3月28日	144.7	28.5	110.6	6.9
6月27日	161.7	28.5	132.5	5.6
9月26日	178.6	28.5	152.1	5.2
12月26日	212.8	28.5	186.6	5.5
1918				
3月27日	228.1	28.5	202.9	5.8
6月26日	252.9	28.5	229.8	5.3
9月25日	275.2	28.5	253.1	5.1
12月31日	323.2	28.5	305.1	4.6
1919				
3月26日	328.1	28.5	308.6	5.4
6月25日	342.3	28.5	327.3	3.3

第15表 交換所加盟銀行統合貸借対照表

	預金	現金		コール・短期貸付		割引		投資		貸出	
	A	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1916											
12月	1,181	270	22.9	108	9.1	148	12.5	332	28.1	393	33.3
1917											
6月	1,161	210	18.1	88	7.6	100	8.6	306	26.3	532	45.8
12月	1,399	259	18.5	185	13.2	217	15.5	350	25.0	462	33.0
1918											
6月	1,462	273	18.7	167	11.4	284	19.4	326	22.3	478	32.7
12月	1,628	294	18.1	220	13.5	308	18.9	360	22.1	527	32.3
1919											
6月	1,875	350	18.7	358	19.1	267	14.2	367	19.6	615	32.8
12月	1,921	346	18.0	130	6.8	258	13.4	412	21.4	865	45.0

(A) 百万ポンド, (B) 預金に対する百分率。

E. V. Morgan, *op. cit.*, pp. 230-231.

18年12月、19年4月には2000万ポンド以上の発行増をとげた。全体として18年における増加が目立ち、この1年で1億1000万ポンド以上の紙幣が発行された。償還勘定中の「政府証券」残高も平行して増大し、政府が18年にこの勘定より借り入れた額は1億2000万ポンド近くにのぼった。このことが信用膨脹の自乗化を導く事情については、前稿でふれたので再説はしない。ともあれ、発行残高、「政府証券」残高のいずれをとってもその増加額は18年に戦時中最大の規模に達したのである。

以上の公信用の膨脹に対し、民間信用はどのような展開を示しただろうか。

第15表によると、加盟銀行は戦時公債の発行に伴い、16年12月から17年6月の間に貸出をきわだって増加させる一方、他の諸項目をすべて減少させた。しかるに17年6月と18年12月とを比較すると、逆に貸出を除くすべての項目が、若干の変動はあるもののほぼ一本調子に増加を続けている。なかでも割引の増加は2億800万ポンドと著しく、17年に大蔵省証券残高が増大したのに符節を合して銀行がその保有を増加させたことを反映している。現金、コール・短期

貸付もそれぞれ8400万ポンド、1億3200万ポンドの増加を示したが、前者はイングランド銀行預け金の増加、いっそう重要だが、現金準備を充実するための政府紙幣の引き出しおよび特別預金の増加によるものであり、また後者は同じくその大部分が特別預金の増加によるものだった。さらに、投資の5400万ポンドの増加は軍事債券への銀行の応募を示している。最後に、資産の側の増加に照応して預金も著増をとげ、同期間に4億6700万ポンド(ほぼ40%増)と戦時最高の伸びを記録したのである。

何にせよ、銀行があれこれの形態で直接に応募した政府証券の総額は、同じ17年6月から18年12月までの期間に、4億7000万ポンド以上にのぼり¹⁷⁾、まさしく官民一体となった戦費金融の進められた様子がここに浮き彫りにされている。公信用の膨脹の下で、銀行はその現金や流動資産を増加させ公債への応募を累増させていたのである。かくて終戦直後には、銀行はきわめて流動的なポジションを保持しており、公信用の膨脹と合体して民間信用の膨脹要因が急速に形成されていたのである。

さて、ここで特別預金制度(Special Deposits scheme)について検討しなければならない。これこそがこの時期の財政・通貨危機の結節環をなすものであり、その内容の吟味を措いては危機の真の性格を捉えることは不可能だからである。

特別預金制度は、15年にイングランド銀行が利子を付して余剰資金を市場から借り入れるとりきめを結んだことに始まる¹⁸⁾。15年中は借り入れも時折なされたにすぎなかったが、16年3月以降には規則的な受け入れが開始された。借り入れ先は最初、加盟銀行を中心とし、その他の銀行も含まれていたとみられるが明確ではない。その後16年3月からは加盟銀行だけに対象が限定されたが、

17) 他方、14年6月から17年6月までの2年間に、銀行が直接、間接に応募した額は多分4億ポンドを越えなかったとみられる。Cf. E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 247.

18) 特別預金については公式の発表がないため、その開始の時期、その目的等の詳細は不明である。S. E. Harris はその起源を15年11月頃のロンドン所在外国銀行からの借り入れに求め、その目的も、国内金利の統制のためだとしている。Cf. S. E. Harris, *op. cit.*, pp. 35-36, pp. 46-47. だが、E. V. Morgan は、根拠がないとしてこの見解を斥けている。Cf. E. V. Morgan, *ibid.*, pp. 177-179.

17年1月に至ってスコットランドの銀行および外国銀行も加えられた。イングランド銀行が市場から余剰資金を借り入れたのは、確かに一面では民間銀行が過大な手許現金あるいはイングランド銀行預け金を蓄積するのを防止し、信用膨脹に歯止めをかけるためであった。戦時金融統制の一環だったわけである。だが特別預金の意義はこれだけでは到底理解しえない。その本質的特徴をつかむには、次の事情を考慮に入れなければならないのである。

15年夏、対米為替相場に早くも危機的状況が訪れ、政府が外債の募集、金・外国証券の動員などの対応を迫られたことについては、すでにみた。だが、為替支持のために奔走したのは何も政府だけに限らなかった。実はその年秋、加盟銀行も外国からクレジットをとりつける、あるいは外国人のロンドン預金を促す¹⁹⁾など、重要な役割を果たしていたのである。しかるに、外国預金を獲得するためには外国人に魅力ある金利が提供されねばならず、また国内預金と異なり、急激かつ大規模な引き出しに備える必要があるなど、銀行業務の運営に多大の支障をきたす虞れがある。したがって、銀行の協力をとりつけるには当局の何らかの対策が不可欠であった。この要請に答えて登場したものこそ特別預金制度にほかならない。というのも、特別預金は大蔵省証券より遙かに流動的な資産²⁰⁾であると同時に、それから生ずる利益は後者をわずかに下回るにすぎないからである。特別預金を保有することにより、銀行は平常の場合には余剰現金を有利に運用しつつ、緊急時にはこれをとり崩して引き出しに対処しようになったのである。つまり、特別預金制度は銀行の外国預金獲得を促進する点に、その主要な創設根拠があったとみななければならないのである。

ところで、特別預金のレートは3カ月期限大蔵省証券のトップ・レートのほ

19) E. V. Morgan によると、当時ロンドン市場には合衆国の短期資金が大量に流入していたが、それは為替投機を目的とするものであり、英仏共同公債の起債等の手段により、ポンド相場の上昇が予想されたためだという。これらの資金は大蔵省証券への投資には向かわず、短期貸付市場に融資する方を好んだ。これを長期にわたってつなぎとめておくには何らかの対策が必要だったが、大蔵省証券への投資がみられない以上、民間銀行に大きな期待が寄せられるのは当然だった。この点が特別預金制度創設の直接の契機となった。Cf. E. V. Morgan, *ibid.*, p. 192.

20) 特別預金は1カ月を単位として受け入れられ、最初は短期通知で引き出しうるものとされたが、後にはわずか3日通知で引き出しうるようになった。Cf. *Ibid.*, p. 179.

は $\frac{1}{2}\%$ 下轄に維持され、後者の変更に連動するのが普通だった²¹⁾。それは16年前半においては $4\sim 4\frac{1}{2}\%$ の間に設定され、7月以降、 5% に引き上げられていたが、17年に入るや逆転して下落傾向を辿り始め、2月には $4\frac{1}{2}\%$ へ、6月には 4% へと連続して引き下げられた。トップ・レートが引き下げられるにつれ特別預金のそれも同様の変更をみたのであり、ここでも低金利政策への移行がみてとれるのである。だが、特別預金制度が独自の発展をとげるのは、17年11月に入り国内預金と外国預金とが区別され、その金利に格差がもち込まれるようになってからである。この時、国内預金レートは 4% に据え置かれたまま、外国残高に対するそれだけが $4\frac{1}{2}\%$ に引き上げられた。その後、国内残高レートが $3\frac{1}{2}\%$ (18年1月)、 3% (同2月)へと再三にわたり引き下げをみる中で、ひとり外国残高レートのみは $4\frac{1}{2}\%$ に維持され、19年10月の制度終結に至るまで変更を加えられなかったのである。

こうして、低金利政策の導入の中で他の諸金利がすべて抑えられる一方、外国残高レートだけが高水準に維持された。それは17年12月以降にはトップ大蔵省証券レートよりも、また18年中葉には民間銀行の預金・貸出レートよりもずっと高率になった。この機会を銀行が逃すはずはなかった。大蔵省証券に投資するよりも、また貸出を行うよりも、まずもって外国資金を獲得して特別預金に出資する方が有利となり、それ故にこそ銀行は血眼になって外国短期資金を追い求めたのである。ここに、低金利政策の採用により公債費負担を軽減させようとする財政の側の論理と銀行の利害とが一致した姿を見出すことができよう。

第16表は特別預金の規模を示したものである。15、16年にはその額はきわめてわずかであったといわれ、推計不可能のため表には掲げられていない。さて同表によれば、特別預金は概して17年中には中位の額を示すが、同年11月以降急速に増大し、一旦減少した後18年4月からは再び激しく増加し始め、特に19

21) 論述の複雑さを取り除くため、加盟銀行だけをとりあげる。これ以外の銀行に対しては、レートは前者のそのほ $\frac{1}{2}\%$ 下轄に維持された。Cf. A. W. Kirkcaldy, *op. cit.*, pp. 45-46.

年6, 7月には巨大な額に達したことが明らかである。19年7月に国内資金の受け入れが停止され, 同10月には外国資金についても同様の措置がとられたため, 急激に減少, 消失した。以上の額のうち, 国内残高, 外国残高が各々どれだけを占めたかは定かでない。しかし, 内外残高に対する金利の格差づけによって, 国内預金は外国預金に比べその有利性が損われたから, 特別預金の多くは外国残高であったと推測してもあながち誤りだとは言えないだろう。事

実, 19年春には外国残高は1億~1億5000万ポンドの規模に達したとみられているのである²²⁾。特別預金を通じていかに巨額の外国短期資金がかき集められたかが明らかである。

しかしながら, 特別預金制度の役割は以上にとどまるものではなかった。すでに行論の中で示唆された如く, この制度は対外金融に銀行を動員し, 所要外貨の調達を行う点にこそその眼目を有していたのであり, 当然のことながら, イングランド銀行は受け入れた特別預金を「一時借入金」として政府に貸し上げたのである。否, それどころかイングランド銀行は民間銀行と政府との間の貸借の媒介者でしかなく, 単なる窓口にすぎなかった。そこにイングランド銀行の裁量の入り込む余地などありえず, 受け入れた預金はすべて政府の手に移されたのである。第12, 16表を比較してみれば, イングランド銀行からの一時借入金¹⁾が特別預金の動きにほぼ照応して変化しているのを容易に読みとらう。まさしく後者は前者の膨脹の主因をなしていたのである。

第16表 特別預金推定額 (百万ポンド)

	1917	1918	1919
1月	64	55	116.0
2	—	56	159.0
3	35	12	165.0
4	51	74	175.0
5	23	103	175.6
6	34	101	374.0
7	40	106	439.1
8	44	120	163.4
9	33	102	148.2
10	42	86	62.3
11	83	114	—
12	90	113	—

1919年3月までは月末の, 4月以降は月平均の数値である。

Ibid., p. 184.

22) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 334.

これまでの検討によって、特別預金制度のもつ意義が明確になる。政府は借り受けた特別預金を勿論、費消してしまったのであり、あまつさえ、銀行は特別預金を現金あるいはコール・短期貸付とみなしたのであるから、その信用膨脹の歯止めとしての役割は全く尻抜けとならざるをえなかった。確かに、この時期には戦時統制があらゆる分野にわたって強化され、また銀行も以前にまして戦時金融体制の中に組み込まれた結果、著しい信用膨脹要因の形成にもかかわらず物価は相対的に安定した。しかし統制解除とともに物価の爆発的騰貴は不可避であり、このことは為替に重大な影響を及ぼさずにはいないのである。

他方、政府が特別預金を通じて外国資金を借り入れたという事実は、公債政策が国際短期資金の基盤の上に展開されたことを意味する。特別預金制度こそは、財政資金の調達と外貨の獲得との二重の目的をあわせもつ最も不安定な機構だったのである。

こうして、財政危機と国際収支危機とは特別預金を媒介に相互に結合し、相乗的に激化する中で通貨の危機をおし進めた。ポンドは短期資金によって支えられつつ、その深部に潜在的危機を醸成していたのである。

お わ り に

さてここで、イギリスの戦後に遺された矛盾は如何なるものだったのか、またそこからの脱出路は如何なる方向が追求されたかについて簡単にふれ、むすびに代えよう。

大戦によりイギリスの国際収支構造には顕著な変化をもたらされた。対外貿易の方向は著しい変容を示し、輸出市場の喪失により貿易収支の赤字は巨額に達した。貿易外収入は投資収入を中心に伸び悩み(植民地帝国イギリスの寄生性の動揺)、ために経常収支は恒常的悪化を示し、その絶対額においてすら戦前水準を大幅に下回ったのである。加えて、外債募集、政府借款などにより歴大な対米債務を負ったイギリスは、その利払いのためにもドルの必要に直面した。しかるに外国証券ことにドル証券の売却によってドル収入の重要な源泉を奪わ

れた上、対米輸出の不振も加わり、イギリスはドル調達に苦慮せざるをえなかった。結局、戦後も巨額の金が輸出されねばならず、その多くが合衆国に向かったとみられる。他方、合衆国も金不胎化政策まで採用して世界金の集中を促し、世界経済の不均等発展を激化させたことは周知の通りである。最後に、短期ポジションも著しく悪化した。大戦により、イギリスは戦前保有していた短期債権を喪失したばかりか、短期債務を累積させた結果、ネットで短期債務国に転化したといわれる。資料の制約のため確かめるすべもないが、既述の特別預金の存在から判断して、短期ポジションが悪化したことは疑いえない。国際収支構造は、きわめて不安定な基盤に支えられるに至ったのである。

以上の条件下でイギリスが追求した「解決」方向は、カンリフ委員会の勧告に沿うものだった。それは要するにデフレ政策であり、また海外資産温存のための旧平価での金本位復帰であった。そのため、1919年には相次いで統制解除の方策が打ち出され、為替釘づけの停止、特別預金の償還、政府紙幣の発行制限などの措置がとられる一方、財政緊縮の方向が追求された。だが、これらが何の問題もなく進むはずもなかった。統制解除とともに、物価は19年だけで60ポイント近くも暴騰し、釘づけの停止された為替相場に重大な影響を及ぼさずにはいなかった。釘づけが停止された背景には、もはや海外資産の売却も金輸出もともに許されないという事情が存在したことは無論であるが、相場下落により輸出を促進するとの狙いもあったとみられる。だが、この点では期待されたほどの効果はあらわれなかった。それどころか、いっそう重大なことには相場下落を見越して短期資金が激しい勢いで流出し、ためにポンド相場は激落、ここに通貨危機が一挙に爆発したのである。当局はこれに対し金利の引き上げをもって応じざるをえなかった。だがこれは逆に国内政策にはね返り、これを制約する。戦時生産から平時生産への転換のための合理化投資は制限され、また公債費は国民所得の1割近くにまでふくれ上がった。総じて、戦後イギリスは高金利を維持せざるをえず、そのために国内の不況を深刻化させ、公債費負担を増大させたのである。

だが、以上の苦難は金本位復帰によって解決されるものと考えられた。イギリスは旧平価復帰に血道を上げる一方、戦債の棒引きと賠償支払いの停止を唱え、また植民地体制の再編成に乗り出した。「短期借り・長期貸し」の危険をあえて冒してまで海外投資を強行し、特に帝国内諸国への投資を増大させながらその結束を固めようとしたのである。しかし、戦債棒引きは合衆国の反対で結局成功せず、苛酷な賠償と立てとともに戦債問題は戦後世界経済の矛盾の一極をなした。かくて、世界経済の不均等発展と戦債・賠償による国際的な債権・債務の連鎖の下に、戦後世界経済の矛盾は、結局、29年恐慌を経て世界金融恐慌となって爆発し、それ故再建金本位制も解体へと導かれざるをえなかったのである。

[本稿は、本年5月24日、京都大学経済研究所において開かれた経済理論学会関西
部会での報告に補正を加えたものである。]