

# 經濟論叢

第152卷 第6号

---

ケインズと第一次大戦期の「スターリング ——ドル外交」(上) .....	岩本武和	1
ハイエクの均衡概念 .....	江頭進	23
香港における中国国家資本の展開 .....	姚国利	39
新疆ウイグル地区の農業水利問題 .....	馮艶	59

經濟論叢 第151卷・第152卷 総目録

---

平成5年12月

京都大學經濟學會

# ケインズと第一次大戦期の 「スターリング—ドル外交」(上)

——ケインズと第一次世界大戦(2)——

岩 本 武 和

はじめに

## I 国内戦時金融

- (1) ロイド・ジョージと自由放任の終焉
- (2) ケインズと大蔵省見解

## II アメリカ参戦前における対外戦時金融

- (1) 連合国間融資
- (2) 為替釘付け政策
- (3) ドル資金の調達(以上 本号)

## III 1916年末の為替危機(以下 次号)

- (1) 基軸通貨の交替
- (2) 金本位制の維持

## IV アメリカ参戦後における対外戦時金融

- (1) アメリカの金融的覇権戦略
- (2) イギリスの対米交渉

## V 1917年7月の為替危機

- (1) 為替危機の展開
- (2) 変動相場制の支持

おわりに

はじめに

1915年1月6日, ケインズは時の蔵相ロイド・ジョージ (David Lloyd

\*本稿は、「ケインズと国際経済秩序」に関する一連の研究(岩本(1991)(1992a)(1992b)(1992c)(1993))の一環である。なお、『ケインズ全集』(*The Collected Writings of John Maynard Keynes* Vols. 1-30)からの引用は、(CW, 巻数, 原書ページ)というように表記し、邦訳のあるものも訳文は自由に変更している。

George) の特別顧問であったペイシュ (Sir Georgr Paish) の助言者として大蔵省に入省し、1月18日から正式に仕事を開始した。年俸は600ポンドである (CW, 16, p. 57)。ケインズを大蔵省へ招聘するのに力を貸したのは、ケンブリッジにおける先輩で、当時大蔵省金融局長を務めていたモンタギュー (Edwin Montagu) であった<sup>1)</sup>。モンタギューが死んだ1924年に、ケインズは「私の出世のほとんど全ては彼のおかげである」<sup>2)</sup>と謝辞を述べている。

5月26日、アスキス (Herbert Henry Asquith) が保守党との第一次連立内閣を成立させ、ロイド・ジョージに代わってマッケナ (Reginald Mckenna) が蔵相に就くと、ケインズは金融問題に携わる第一課 (No. 1 Division) の正規の職員に加えられた (*ibid.*, p. 108)。ロイド・ジョージとは対照的に金融問題に造詣の深いマッケナを上司とすることによって、ケインズの大蔵省での活躍の場は広まった。しかし、この「マッケナ=ケインズ・ライン」<sup>3)</sup>は、「浪費家」ロイド・ジョージと正面衝突し、このことで後にケインズはロイド・ジョージから手痛い報復を受けることになる。

1916年12月7日、ロイド・ジョージによる第二次連立内閣が誕生したことによって、蔵相はボナ・ロー (Andrew Bonar Law) に代わった。意外なことに、ケインズはボナ・ローとぴったりと気があった<sup>4)</sup>。さらに、1917年1月には、第一課から独立して対外金融を専門に扱う「A」課 (“A” Division) が新設され、ケインズはこのA課の長に昇進した。ケインズは終戦までにA課で17人の部下を抱えることになった。同時に彼は CB (Companion of the Bath, 最下位の第三等バス勲位) の叙勲を受けるはずであったが、ロイド・ジョージはかつてケインズがマッケナを支持したことの報復として、彼を叙勲者の最終リストから除外した (*ibid.*, pp. 222-3)。当時ケインズの直接の上司であり、ブ

1) Skidelsky (1983), p. 297, 邦訳, 485-6ページ。

2) Moggridge (1992), p. 244. ケインズは【人物評伝】でもモンタギューを取り上げている (CW, 10, Ch. 6)。

3) Skidelsky (1983), p. 313, 邦訳, 510ページ。

4) Skidelsky (1983), p. 338, 邦訳, 522ページ。

ラッドベリー (John Bradbury) とともに大蔵省の共同事務次官であったチャルマーズ (Robert Chalmers) はこの措置に憤慨した。そして、4ヵ月後の5月の国王誕生日叙勲の際には、「蔵相を通じて最大限可能な後押しをし大蔵省からは私の名前だけ推薦するようにしてくれたチャルマーズの好意のおかげで」(ibid., p. 223), CBの勲位が授与された。確かにこの時期は「一つの観点から見ればケインズのキャリアの頂点であった」<sup>5)</sup>。

大蔵省に入省してから、ケインズは国内戦時金融および対外戦時金融(連合  
国間融資、為替相場の維持、ドル資金の調達)に関する政策全般に関わるよう  
になったが、A課の長に昇進してからは、対外金融とりわけアメリカとの金融  
外交に専念するようになった。1917年4月6日のアメリカの参戦以降、イギリ  
スのドル調達ルートは、それまでの公債発行を中心とした民間借入から、アメ  
リカ財務省からの借款へと大きく変化した。ケインズ自身が後に回想したよう  
に、「参戦後の合衆国の金融上の援助は惜しみなくふんだんに行われたが、こ  
の援助がなければ、アメリカ軍到着の決定的影響は別として、連合国がこの戦  
争で勝利を収めることは決してできなかったであろう」(CW, 2, pp. 173-4)。

本稿は第一次大戦期におけるイギリスの対外金融とそれに対するケインズの  
貢献について考察するが<sup>6)</sup>、予め次の二つのことに注目しておこう。第一に、  
第一次大戦はポンドからドルへ基軸通貨を交替させた<sup>7)</sup>。この時期に残された  
ケインズによるおびただしい覚書は、イギリスからアメリカへ金融的覇権が移  
行しつつあることをしかと見定めたものであった。第二に、第一次大戦中のイ  
ギリスとアメリカの国際金融外交は、最初の「スターリングドル外交」  
(Sterling-Dollar Diplomacy)であった。とりわけ、アメリカ参戦後イギリス  
は結果的にアメリカから巨額の借款を引き出すことに成功したものの、その交  
渉は決して平坦な道程ではなく、英米の政府当局どうしが借款の供与をめぐっ

5) Harrod (1951), p. 206, 邦訳, 237ページ。

6) 本稿が考察する範囲は、Dimsdale (1975) と重なる部分が多い。

7) 山本 (1988), 第1章。

て本格的な金融外交を展開することになった。スキデルスキーの表現を借りれば、アメリカの参戦によって、「イギリスの頭脳はアメリカの財力と競い合った……。そしてその頭脳のうち一つは、ケインズの頭脳であった」<sup>8)</sup>。

本稿は、Ⅰにおいて第一次大戦中の国内戦時金融に対するケインズの関わりを考察した上で、Ⅱにおいてアメリカ参戦前の対外戦時金融を概観し、Ⅲにおいて基軸通貨の交替に関するケインズの認識を確認する。次にⅣにおいてアメリカ参戦後における対外戦時金融を要約した上で、Ⅴにおいて第一次大戦期のスターリング・ドル外交に対するケインズの貢献を検討する。

## Ⅰ 国内戦時金融

### (1) ロイド・ジョージと自由放任の終焉

A. J. P. テイラーは、名著『イギリス史—1914年-1945年—』の冒頭で、第一次大戦によってもたらされたイギリス人に対する国家の役割の変化について、次のように述べた。

「1914年8月までは、分別もあり、法律もよく守るイギリス人ならば、郵便局と警察官のほかには、国家の存在にほとんど気付くことなく、一生を送ることができた。彼は好きな場所で好きなように生活することができた。……彼は制約や限度なしに自国通貨をどこの通貨にも交換することができた。彼は国内で商品を買うのと同じ条件で、世界のどの国からも商品を買うことができた。……ヨーロッパの大陸諸国と異なり、国家が市民に兵役を課すよう要求することもなかった。……国家は、自ら助けることのできない人々だけを助けるために動いていた。成人した市民は放置されていた。

こうしたことの全てが、大戦の衝撃により一変した。はじめて国民大衆が積極的な市民になった。彼らの生活が、上からの命令によって形づくられるようになった。彼らも、自分自身の仕事だけを追求するのではなく、国家に奉仕するよう要求された。500万人の男子が、その多くは強制されて軍隊に

8) Skidelsky (1983), p. 338, 邦訳, 552ページ。

参加した。……彼の享受する移動の自由も制約を受け、彼の労働条件も当局の規定にしたがった。ある産業は縮小ないしは閉鎖され、別の産業が人為的に育成された。……国家が市民の上に勢力を確立し、その勢力は平時に緩和されても決して除去されることなく第二次大戦が再びそれを増大させた。イギリス国家の歴史とイギリス人民の歴史が初めて一つに統合された<sup>9)</sup>。

このように、後にケインズが喧伝するようになる「自由放任の終焉」は、第一次大戦中すでに現実問題としてなし崩し的に進行していった事態であった。そして、これを強力に推進させていった政治家こそ、ロイド・ジョージであった。1915年5月のアスキス第一次連合政権の発足時に新設された軍需省に、蔵相から横滑りしたロイド・ジョージは、自己の責任において国营工場の設立を推進し、終戦時には約250の工場が稼働していた。無から出発した職員も、ロイド・ジョージの好みに従って主として実業人から集められ、終戦時には6万5000人の職員を抱える省にまで膨張させた<sup>10)</sup>。これに対して、連立政権は「自由放任の原則に基づいて大戦争を運営する最後の実験であった」。しかもレッセ・フェールの原則に固執するアスキス首相には、強力なリーダーシップが欠けていた。より強力な指導者を求める求める人々の目は、軍需省で成果を挙げつつあるロイド・ジョージに向けられたのは当然の成り行きであった<sup>11)</sup>。

後に「自由放任の終焉」を喧伝することになるケインズと、すでにそれを実践していたロイド・ジョージの関係は微妙であった。次項で述べるように、この時点ではまだケインズは、完全雇用に立脚する伝統的な「大蔵省見解」に組み込んでいたからである。そして、はじめに述べたように、ロイド・ジョージと対立するマッケナ蔵相を理論的に支援することで、ケインズは第三等バス勲位の叙勲者リストから除外されるという報復をロイド・ジョージから受けることになったのである。

9) Taylor (1965), 邦訳, 5-6ページ。

10) 平瀬 = 三宅 (1970), 77ページ。

11) 同上, 71-2ページ。

付言すれば、ケインズの「良心的徴兵拒否」(conscientious objection to conscription)も、こうした文脈で捉えられなければならない。ケインズが良心的徴兵拒否者であったことを証明するのは、1916年2月28日にホルボーン地方裁判所(当該地域の兵役免除審査局)へ提出した次のような申請書であった。「兵役に就くという重大問題に自らの判断の自由を譲り渡すことに対し、良心的拒否を行うものであるという理由によって、私は完全な兵役免除を申請いたします。私が自ら兵役を志願するような状況が全く存在しない、と申しているわけではありません。しかし現状を考えてみて、自ら志願することは私の義務ではないと確信し、この件に関する私の忌避は真に良心に基づくものであることを、兵役免除審査局に対して厳粛に申し述べるものであります。私は、このような問題に関し、何が私の義務であり、何が私の義務でないかを決定する私の権利を他の誰かに譲り渡す用意はなく、またそうすることは道徳的に間違っていると考えるものであります」(CW, 16, p. 178, 傍点は引用者)。ケインズはなし崩し的に進行していく自由放任の終焉に対して、個人の意志の自由まで国家に譲り渡すことには徹底的にこれを拒否したのである<sup>12)</sup>。

## (2) ケインズと大蔵省見解

戦争遂行に必要な資源の割当に関して、政府部内では大きな論争があった。陸軍相のキッチェナー(H. H. Kitchener)は70個師団の陸軍を要求し、同様に軍需相のロイド・ジョージもこれに同調する一方で、蔵相のマッケナはこれに難色を示した。大蔵省は、この問題を「選別」(discrimination)の問題と呼んでいた。大蔵省の立場は、完全雇用を前提とするいわゆる「大蔵省見解」

12) ケインズが良心的徴兵拒否者であったにもかかわらず、彼がブルームズベリー・グループの友人たちの良心的徴兵拒否には組しなかったという印象を作り出してしまった点で、ハロッドはこの問題に関するケインズの立場を不当に歪曲してしまった。スキデルスキーは次のように厳しくハロッドを糾弾している。「ハロッドが事実を知っていたにもかかわらず、それを隠したという印象は免れない。彼がなぜそうしたかという動機については推測するしかない。私自身は、彼がケインズの徴兵拒否を不名誉なことと考え、その痕跡を隠蔽したのだらうと考えている」(Skidelsky (1983), p. 320, 邦訳, 522ページ)。

(Treasury View) に基づいていた。すなわち、イギリスが戦争を遂行するために利用可能な資源は全て与件とみなされ、何らかの政府支出は別の政府支出に取って代るものであった<sup>13)</sup>。この時期のケインズの立場も、この大蔵省見解を前提とするものであった<sup>14)</sup>。戦争の初期においてイギリスではかなりの失業が存在していたにもかかわらず、ケインズは1915年1月30日の覚書において、「連合王国の産業はすでに事実上その設備能力の最大限において利用されている」(*ibid.*, p. 71) ことを当然のこととして前提していたからである<sup>15)</sup>。

1915年8月23日に提出された「二者択一」と題するマッケナ宛ての覚書(*ibid.*, pp. 110-5) で、ケインズは、人員・船舶・資金援助・兵器といったイギリスの連合国への貢献を人力(manpower)で計測することによって、「イギリスの労働力は有用な職業に完全に従事しているので、労働力のこれ以上の軍事用途への転用は、イギリスが連合国の大義を支えるために現にいま行っている軍事以外の目的に取って代るもの(alternative)であって、それに付け加えられるもの(additional)ではない」(*ibid.*, pp. 110-1) ということを明らかにした。つまり、「民間消費を徴発する政策がなければ、軍備の大幅増強と連合国への資金援助とは、二者択一的な選択である」(*ibid.*, p. 115)。この二者択一的な選択を回避する唯一の方法は、「正常な課税の手段を全く越える規模で、個人の消費力を徴用することである。……例えば、戦時中全ての会社ないしはその他の事業から得られる超過利潤および正常利潤の全てないしほとんど全てを大蔵省に振り向けることが実現可能であるならば、わが国の軍事力を増強させようとする計画は、全く違った様相を帯びるであろう」(*ibid.*, pp. 114-5)。

このように、完全雇用を前提とする大蔵省見解に基づけば、国際貢献における人的貢献と資金協力は、両者ともに行えるものではなく、二者択一的なもの

13) Skidelsky (1983), pp. 305-6, 邦訳, 498-9ページ。

14) Moggidge (1992), pp. 251-3.

15) Hutchison (1973), p. 432



となる。この覚書では、この選択肢のうちどちらを選択するかについての言及は用心深く避けられているが、自由党員であれば後者（資金援助）を選択することは明かである。実際マッケナ蔵相やランシマン（Walter Runciman）商務相は後者に対する支持を表明していた<sup>16)</sup>。

また、9月9日に提出された「今期会計年度の財政見通し」と題する覚書（*ibid.*, pp. 117-25）において、ケインズは、1915年-16年の会計年度における財政赤字を7億ポンドと悲観的な見積もりを明らかにし、そのうち5億ポンドは租税や公債による収入、資産の売却ないしは償却、及び外国からの借入からなる「実質的な資金」（real resources）によって賄われるが、残りの2億ポンドは「インフレ的借入」（inflationist borrowing）つまり「インフレ政策」（inflationism）によって賄わざるを得ないと結論づけた。

このインフレ政策の影響について、ケインズは9月15日に同時に執筆された「インフレーションの意味」と題する独立の文書において、次のように論じた。近代社会において、貨幣は、銀行券や銀行預金といった「銀行貨幣」（bank-money）、すなわち「支払い約束」（promise to pay）の形態をとっている。公衆は自身の保有する資源の一定割合を「銀行貨幣」の形態で保有しようとするので、この割合に達するまで「支払い約束」を流通に投じて、それが「支払い要求」（demand to pay）の形態で顕在化する危険はない（*ibid.*, p. 125）。したがって、公衆が「銀行貨幣」の形態で保有しようとする一定割合を越えて、銀行貨幣が流通に投じられる時に、通貨が膨張した（inflate the currency）と言われる（*ibid.*, p. 126）。このインフレーションの影響は、社会がその膨張した通貨を使用する慣習に依存している。この追加貨幣が、自国民または外国人から租税ないしは公債の形態で政府に還流するならば、インフレーションは一時的なもので何らの害悪も発生しないであろう。しかし、イギリスでは追加的貨幣はそれを支出しようとする労働者階級に主に流れるだろう。この場合、次の二つの影響が考えられる。第一に、「もしも労働者階級が以前

16) Skidelsky (1983), p. 311, 邦訳, 507ページ。

よりも多くのものを購入するならば一つまり、イギリスのような国の場合には必ずこう仮定せねばならないのであるが、一国の生産能力が完全雇用されており、かつ国際貿易の経路が閉鎖されていないと仮定するならば、貿易収支への影響は直接的である。わが国の輸入は増加し、輸出に利用できる余剰は減少するのである」(ibid., p. 127)。第二に、「もしも労働者階級が以前よりも高い物価を支払わされるのであれば、そこには隠れた税金が存在する。……しかし、国際貿易に依存している国においては、[第二の]物価上昇という方向でのインフレーションの影響は、部分的には、[第一の]消費増加という方向での影響と同じくらい悪い。なぜなら、われわれは、輸入の増加分に対してだけ高価格を支払うのではなく、輸入の全てに対して高価格を支払わねばならないからである。……したがって、インフレの影響は……、必然的にわが国の貿易収支を悪化させざるをえないのである」(ibid., pp. 127-8, [ ]は引用者)。

このように、戦時下における国内財政の問題は、対外金融の問題と密接に関連していた。つまり、インフレ的な財政政策は、貿易収支の悪化とひいてはボンドの対ドル相場下落という対外的な悪影響を招くのである。何れにせよ、これらのケインズの覚書から得られる結論は、課税の実質的増加の必要性であった。この結論は、1915年9月21日に導入された最初のマッケナの予算に反映された。それは、所得税を中心とする直接税や超過利潤税に対する増税と、自動車や時計といった奢侈品に対する33⅓%の輸入関税(いわゆる「マッケナ関税」)を柱とするものであった。

## II アメリカ参戦前における対外戦時金融

大蔵省へ入省して間もなく、ケインズは、ロイド・ジョージ、モンタギュー、カンリフに同行して、1915年2月2日から5日にかけてパリで行われた最初の連合国合同金融会議に出席した。この会議で合意されたことは、①イギリスとフランスは、ロシアに対して共同で融資すること、②イギリス・フランス・ロシアの三国は、他の連合国を支援するために資源を共同でプールすること、③

フランスとロシアは、金をイングランド銀行に移管することであった<sup>17)</sup>。ケインズはこの会議に際して三つのペーパーを用意し、ロシアの金準備をイングランド銀行に預託してイアマークすることを主張した (CW, 16, pp. 67-72)。これらの合意によって、連合国はイギリスを通して外国への発注を行い、イングランド銀行に保管された金を部分的な担保として、イングランド銀行の連合国勘定におけるイギリスの信用によって軍事物資購入資金が支払いが行われるという制度、つまり戦中の連合国間融資に関する複雑な機構が、徐々に形成されてくることになった。この制度こそ、その後二年間にわたってケインズがその構築を助け、彼自身がその管理を受け持つことになった制度である。そしてこの機構の発足は、戦後ケインズがその帳消しを主張するようになった煩雑な連合国間の戦債問題の発生をも意味した<sup>18)</sup>。

5月にアスキスの第一次連立内閣が成立した時、ケインズは金融問題に携わる第一課の正規の職員に加えられた。第一課に配属されて間もない6月3日、ケインズは新蔵相マッケナに随行して、最も新しい連合国であるイタリアの蔵相と、同国が連合国に加わったことによって生じる金融上の取り決めに協議するためにニースへ向かった。この間の激務により、ニースから戻って直ちにケインズは虫垂炎の緊急手術を受け、約2ヵ月間公務から離れた。職務に復帰して間もない8月20日、ケインズはブローニュで開かれた連合国間金融会議に出席した。この会議の主要議題は、ポンド相場支持のための英仏共同公債の発行であった (*ibid.*, p. 108)。

このように大蔵省入省後ケインズが関わった対外戦時金融は、連合国間融資、為替相場の維持、ドル資金の調達といった問題であった。

#### (1) 連合国間融資

1914年8月の開戦から1917年4月のアメリカの参戦までの間、イギリスはフ

17) Moggridge (1992), p. 245.

18) Skidelsky (1983), pp. 288-9, 邦訳, 488ページ。

ランス・ロシア・イタリア等の連合国に対する「物資および資金の供給者」としての役割を果たさざるを得なかった。イギリスは自国のためにアメリカで物資を調達するのみならず、イギリスはアメリカで調達した物資を連合国へ再販売する役割も担っていた。そして、イギリスが他の連合国に対して融資を行い、イギリスに対してはアメリカが融資を行う、という形の連合国間融資が定着したのである。

表1は、第一次大戦中のイギリスの対外債権残高を示しているが、開戦直後の1915年-16年の会計年度末で見ると、3億7960万ポンドの対外貸付のうち2億8850万ポンド(79%)が対連合国貸出で占められ、さらに終戦直前の1917年-18年の会計年度末で見ると、15億2990万ポンドの対外貸出のうち13億3320万ポンド(86%)が対連合国貸出で占められるようになった。また表2は、第一次大戦中のイギリスの対外債務残高を示している。本章第3節で詳しく述べ

表1 英帝国と連合国に対するイギリス政府の貸付残高 (1914-15年~1919-20年)  
(各財政年度末, 単位 100ポンド)

	1914-15	1915-16	1916-17	1917-18	1918-19	1919-20
英 帝 国	39.5	91.2	146.8	194.4	170.9	119.6
オーストラリア	6.3	29.8	49.1	48.6	49.1	51.6
カナダ	12.6	28.4	59.5	103.0	72.4	19.4
ニュージーランド	5.8	11.3	18.2	23.0	29.6	29.6
南アフリカ	11.7	17.9	17.7	16.6	16.6	15.8
植民地	3.1	3.8	2.3	3.2	3.2	3.2
連 合 国	14.2	288.5	827.0	1,333.2	1,567.8	1,721.0
フランス		20.3	191.3	373.0	434.5	514.8
ロシア	14.2	174.2	400.6	571.2	568.0	568.0
イタリア		49.5	157.0	282.8	412.5	457.4
その他の連合国		44.5	78.1	106.2	152.8	180.8
救済・再建のための貸付			0.9	2.3	2.5	11.6
総 計	53.7	379.6	974.7	1,529.9	1,741.1	1,852.2

(出所) Morgan (1952), p. 317, Table 48.

表2 イギリスの対外債務残高 (1915-16年~1919-20年)  
(各財政年度末, 単位 100万ポンド)

	1915-16	1916-17	1917-18	1918-19	1919-20
アメリカ	61.7	303.6	757.3	1,027.3	1,036.9
英仏共同公債	51.4	51.4	51.4	51.4	51.4
アメリカ政府			513.7	840.4	865.7
担保付公債		143.2	122.3	53.3	47.4
J.P. モルガンの貸付		73.0	26.5	14.9	
ドル建て大蔵省証券		2.9	21.2	22.2	9.3
ロンドン為替委員会の借款	10.3	10.3			
その他		22.8	22.2	44.8	63.1
カナダ	9.2	59.8	139.9	135.4	73.4
日本		10.2	18.4	29.0	17.2
オランダ			2.1	3.4	0.7
ノルウェー		7.2	11.7	12.6	
アルゼンチン—政府				19.2	19.2
ウルグアイ—政府				4.6	6.0
スイス				3.3	
スウェーデン				4.8	0.8
その他		2.4	5.8	11.6	11.1
金貸付		90.0	113.5	113.5	113.5
総計	70.9	473.3	1,048.7	1,364.8	1,278.7

(出所) Morgan (1952), pp. 320-1, Table 49.

るが、アメリカ参戦前の1916年-17年の会計年度末で見ると、4億7330万ポンドの対外債務のうち3億360万ポンド(64%)が対アメリカ債務で占められ、さらにアメリカ参戦後の1918年-19年の会計年度末で見ると、13億6480万ポンドの対外債務のうち10億2730万ポンド(75%)が対アメリカ債務で占められるようになった。モグリッジの適切な表現を借りれば、第一次対戦中にイギリスの対外ポジションは、「強い国に対しては債務国に、弱い国に対しては債権国になった。つまり、借入と証券売却は主にアメリカで、貸出は主にフランス・ロシア・イタリアに対して行われ、しかもそれは様々な程度で債務不履行の危

険にさらされていたのである」<sup>19)</sup>。

## (2) 為替釘付け政策

そのため、ポンド相場はフラン・ルーブル・リラといった連合国の通貨に対しては上昇し、ドルに対しては下落する、という大戦中一貫して持続される傾向が、すでに1915年初めから顕著に現われるようになった<sup>20)</sup>。

第一次大戦前のポンドの対ドル平価は4.86ドルであった。図1に見られるように、大戦勃発直後の金融恐慌によってポンド相場は異常に高騰し、1914年8月1日には7ドルまで急騰した。これは、第一に、ロンドンの引受商会在がロンドン宛て為替手形の引受業務を停止したことによってポンド為替の供給が途絶したこと、第二に、ロンドンの金融機関が対外短期債権をいっせいに引き上げ、しかも対外債権を金で請求したために、まだ金輸出禁止していなかったアメリカからイギリスへ大量の金が輸送されたことによる。なお、8月中旬以降は大西洋の金輸送が困難になったために、オタワにあるカナダ政府内に設置されたイングランド銀行勘定に金が蓄積されることになり、後述するように、このオタワにあるイングランド銀行の在外金準備は、アメリカに対する金現送の拠点となる。1914年夏の金融恐慌が非常措置によって緩和された秋以降、ポンド相場は平常を取り戻し、年末までは堅調に推移した<sup>21)</sup>。

しかし、1915年に入るとポンドは急速に下落し始める。1915年1月末には4.85¼ドル、2月末には4.81¼ドル、3月末には4.80½ドルへと下落し、8月末には4.61ドルと平価を大きく下回った。これは、戦争遂行のための物資の貿易が本格的に開始されたことによって、イギリスの国際収支が悪化したことが根本原因であった。表3に見られるように、貿易赤字は1914年の1億7000万ポンドから、1915年には3億680万ポンドへと激増し、経常収支は1914年の1億2500万ポンドの黒字から、1915年には2300万ポンドの赤字へと転落した。しか

19) Moggridge (1972), p. 31.

20) Morgan (1952), p. 344.

21) Sayers (1976) p. 87, 邦訳, 118ページ。

表3 イギリスの国際収支 (1914~1919年) (単位 100万ポンド)

	1914	1915	1916	1917	1918	1919
(1)貿易収支	-170	-368	-345	-467	-784	-663
輸出	526	484	604	597	532	963
輸入	-696	-852	-949	-1,064	-1,316	-1,626
(2)政府対外支出	-20	-50	-50	-80		
(3)貿易外収支	315	395	520	575	580	605
海運収入	90	200	300	350	350	400
対外投資収益	200	180	210	215	220	160
短期利子・手数料等	25	15	10	10	10	45
(4)経常収支((1)+(2)+(3))	125	-23	125	28	-204	-58
(5)政府資本収支		-245	-211	-31	84	-80
対連合国等政府貸付		-298	-530	-563	-297	-137
政府対外借入		53	319	532	381	57
(6)民間長期貸付	-144	-60	-6	-3	-10	-35
(7)外国証券売却		43	110	60	23	29
(8)基礎収支((4)+(5)+(6)+(7))	-19	-285	18	54	-107	-144
(9)短期債権の増減	70	274	-28	-57	116	152
(10)金銀の輸出入	-51	11	10	3	-9	-8

(出所) Morgan (1952), p. 304, pp. 316-7, p. 341.

も、大陸の連合国がアメリカに支払うべきドルは直接的に送金されることもあったが、大陸諸国の市場に供給されるドルは少なかったために直ちに枯渇し、ロンドン市場を経由して間接的に送金される方が一般的であったために、大陸諸国は、ロンドン市場において自国通貨でポンドを買い、ポンドをニューヨークで売ることによってドルを入手することによって、ポンドは下落したのである。つまり、イギリスが自国のためにアメリカから物資を調達するという側面だけでなく、連合国がアメリカから物資を調達するという側面からもポンドは売りに出され、ポンドは下落したのである<sup>22)</sup>。

22) Brown (1940), pp. 54-6.

このように、イギリスが連合国に対する「物資および資金の供給者」としての役割を果たさざるを得なかったことによって、ポンドの対ドル相場が下落することは、イギリスおよび他の連合国にとっては死活問題であった。なぜならば、ポンドの対ドル相場の下落は、戦争遂行のためにアメリカから輸入すべき原料や食糧といった物資の価格が騰貴を意味するからである。アメリカから安く物資を調達するための鍵は、何よりもポンド相場の安定、とりわけ実勢相場よりも高いポンド相場の維持が必要であったのである。すなわち、「ドル為替が問題の核心であったのは、イギリス自身と連合国のための食糧、原材料、軍需品の莫大な購入計画の全てが、手ごろな価格でドルを適切に供給することに依存していたからである」<sup>23)</sup>。そして、そのためにとられた方策が、ポンドとドルの釘付けであった。

為替支持政策が本格化するのには、1915年11月18日にロンドン為替委員会(London Exchange Committee)が蔵相によって任命されてからであり、1919年12月31日に同委員会が解散されるまで、為替相場の維持はこの委員会に委ねられることになった。委員会の議長はイングランド銀行総裁カンリフであったが、ケインズは、チャルマーズとともに、この委員会への大蔵省代表として関与し、それ以降、為替釘付け政策の維持が彼の重要な仕事となった<sup>24)</sup>。図1に見られるように、為替委員会は、1916年1月から政府が政策を変更する1919年3月18日まで、ポンドの対ドル相場を4.76<sup>7</sup>/<sub>16</sub>ドルに釘付けすることに成功した。この相場でのポンドの釘付けは、明らかにポンドの過大評価であったが、それはできる限り安くドルを調達するために不可欠な手段であった<sup>25)</sup>。後に『貨幣論』の中でケインズは為替釘付け政策を次のように正確に記録した。「1916年1月13日から1919年3月19日まで、スターリングは合衆国ドルで表してほぼ4.76<sup>1</sup>/<sub>2</sub>ドルの水準に保たれていたが、それは、J. P. モルガン商会がイ

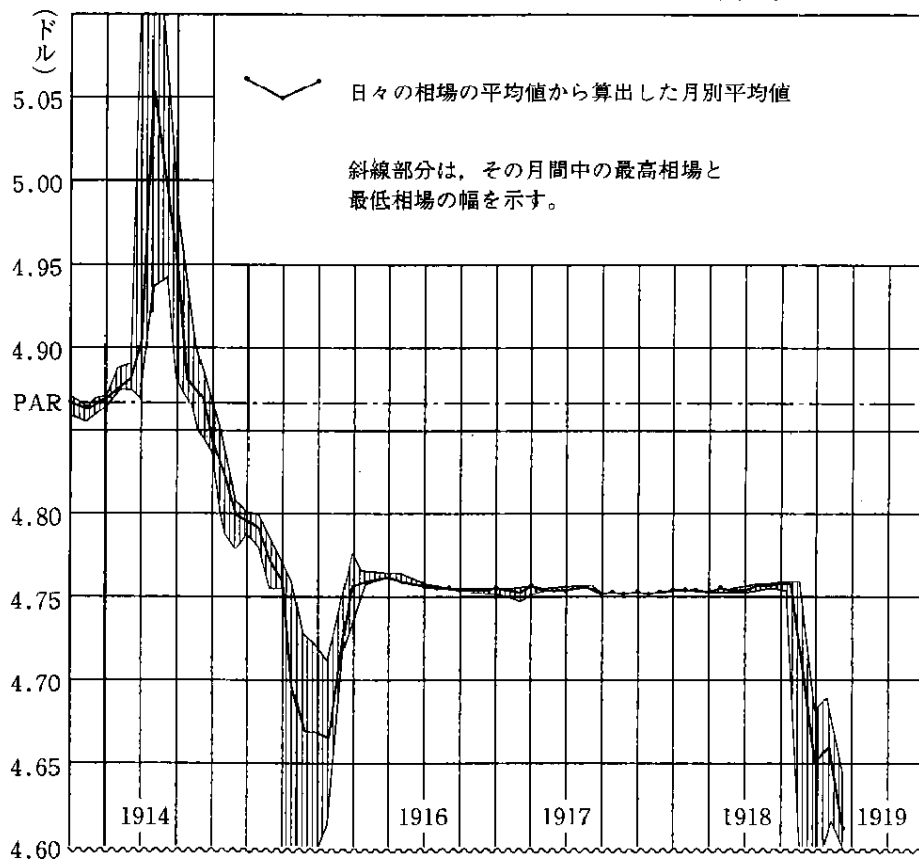
23) Morgan (1952), pp. 344-56.

24) Moggridge (1992), pp. 250-1, Sayers (1976), pp. 89-90, 邦訳, 121-2ページ。この為替委員会に付与された権限については、Sayers (1976), Appendix 4 を参照。

25) Burk (1979a), p. 407.



図1 ニューヨークにおけるロンドン宛て為替（銀行一覧払い）の相場  
（月別）1914～1919



なお、通常期におけるロンドン金輸入点は、「限界値」4.876～4.90（「中央値」4.89）ドル、ロンドン金輸出点は、「限界値」4.827～4.857（「中央値」4.845）ドルである。

（資料） *The Review of Economic Statics*, July 1919, P.257

（出所） 佐美（1976 a），19頁。

ギリス大蔵省の代理人として活動し、ニューヨーク外国為替市場で、この相場  
で売却されるポンドをどれだけでも購入し、4.77ドルで売却されるドルを購入  
する用意を常に持っていたからである。「為替調整は1915年8月に始まったが、  
しかし為替は1916年1月13日までは『釘付け』にはされず、その日以降、相場  
は4.76 $\frac{1}{2}$ から4.77の間に安定的に保たれていた。1916年5月以後は、変動は

4.76<sup>7</sup>/<sub>16</sub>から4.76<sup>9</sup>/<sub>16</sub>との間に保たれた」(CW, 5, p. 17)。

### (3) ドル資金の調達

この過大に評価された相場でポンドをドルに釘付けるためには、何よりもポンドを買い支えるためのドル資金が必要であった。つまり、イギリスが必要としていたドル資金は、アメリカにおける物資調達のためだけではなく、ポンドの対ドル相場を維持するためでもあったのである。こうしてドル資金を調達するために、種々の手段が取られることになった。アメリカ参戦前におけるドル資金調達ルートには、以下の三つがあった。

第一は、アメリカへの金の現送であり、その大部分が前述のオタワにあるイングランド銀行の在外金準備の積出しによって行われた。その源泉は、①帝国内とりわけ南アフリカの新産金、②他の連合国から調達した金、③国内流通から引き上げられた金であったが<sup>26)</sup>、そのうち、最も重要なのは②である。イギリスは、他の連合国に対して供与した巨額の借款の見返りとして、一定額の金をイングランド銀行にイアマークすることを要求した。これが本格化したのが、前述の1915年2月にパリで行われた最初の連合国合同金融会議であった。この方式によって、イギリスはフランスから2.43億ドル、ロシアから2.92億ドル、イタリアから0.8億ドル、総額で6億ドルを越える金貸付 (gold loan) を取得し、それらの大部分はオタワに送られ、アメリカへの支払に充てられた<sup>27)</sup>。

第二は、イギリス保有のアメリカ証券の売却である。すなわち、ロンドンで民間所有のアメリカ証券を購入して、それをニューヨークで売却することによってドルを調達する方法である。すでに1915年7月に、政府の代理人としてのイングランド銀行がイギリスの居住者の保有するドル建て証券を購入して、それをニューヨークで売却するという方法が始められたが、この方法は1915年12月に、政府自らが民間保有のドル証券を計画的に動員するA計画 (Scheme

26) 平田 (1977), 63ページ。

27) 平田 (1977), 66ページの図1参照。

A)に発展し、さらに1916年8月には対象が非アメリカ証券にまで拡大されたB計画(Scheme B)に引き継がれた。なお、これを実施する正式機関として、1916年1月には「米ドル証券委員会」(American Dollar Securities Committee)が設立され、1917年4月までこの委員会がドル証券を半強制的に動員した<sup>28)</sup>。

第三のアメリカ参戦前における最大のドル調達ルートは、ニューヨーク金融市場における民間借入である。そして民間借入の仲介に大きな役割を果たしたのが、J. P. モルガン商会(J. P. Morgan & Co.)であった。J. P. モルガン商会は、1915年1月から1917年8月までの間、イギリス政府の「金融および物資購入代理人」(Financial and Purchasing Agent)の地位にあり、アメリカにおける毎日の限界的な資金はJ. P. モルガン商会による当座貸越によって調達された。両者の間にこうした関係を作ったのは、駐米イギリス大使のスプリング・ライス卿(Sir Cecil Spring Rice)であった。またニューヨークのJ. P. モルガン商会は、ロンドンのモルガン・グレンフェル商会(Morgan Grenfell & Co.)と互いにパートナー関係にあり、毎日E. C. グレンフェルは大蔵省に出向き、J. P. モルガン商会から送られるニューヨークにおけるポンド相場などの情報を伝え、大蔵省からの支持をJ. P. モルガン商会へ送る役割を果たしていた<sup>29)</sup>。

為替相場が下落した1915年初め、イングランド銀行はJ. P. モルガン商会に対して売りに出されているポンド手形を買い支えるよう依頼し、J. P. モルガン商会は、ファースト・ナショナル銀行およびニューヨーク・ナショナル・シティ銀行とともに借款(demand loan)を組織してポンドを買い支えた。このルートでのポンド支持は、1915年2月に第一回目が、5月に第二回目が行われ、イングランド銀行はオタワにある金の一部をニューヨークに船積みして返済した。しかし、為替支持の負担を全て引き受けることに難色を示したイングランド銀行は、J. P. モルガン商会に対して為替支持を中止させる一方で、J. P. モルガン商会からの当座貸越を完済するためにオタワから金を送付した。ポンド

28) Morgan (1952), pp. 326-31, 平岡 (1981), 232-6ページ, CW, 16, pp. 249-50.

29) 第一次大戦中のJ. P. モルガンが果たした役割については、Burk (1988)を参照。

支持が中止されたことによって為替は崩壊し、1915年8月にポンドの対ドル相場は4.56ドルまで急落した。このため政府はポンドを買い支えるためのドル資金を別のルートで調達しなければならなかったのである<sup>30)</sup>。

ポンド相場維持のための民間借入の嚆矢となったのが、1915年10月に発行された「英仏共同公債」(Anglo-French Loan)である。すでに述べたように、英仏共同公債発行の発行の取り決めを協議するため、8月20日にブローニュで連合国間金融会議が開催され、9月10日には発行条件をアメリカの金融機関と協議するため、レディング卿(Lord Reading)を団長とする英仏使節団がアメリカに赴いた<sup>31)</sup>。その結果英仏共同公債は、発行額5億ドル、償還期間5年、金利5%の無担保借入(unsecured loan)で合意された。フランスと共同で調達した5億ドル(1億ポンド)のうち、イギリス分は平価換算で5137万ポンドであった。J. P. モルガン商会を主幹事とする引受シンジケートには、ニューヨークの商業銀行、信託会社、投資銀行など61行が含まれ、分売組織は全国1570のメンバーから構成されていた。しかしドイツ系やアイルランド系分子の執拗な反対にあったこと、親英的なアメリカ人でさえ戦争に関する公債の応募に慎重であったこと、さらに英仏共同公債が無担保債であったこと等の理由から、シンジケート団が解散する1915年12月半ばまでに、5億ドルのうち機関投資家以外にはわずか3300万ドルしか売れなかった<sup>32)</sup>。

さらに、1916年9月に2億5000万ドル(金利5%で償還期間2年)、11月に3億ドル(うち半分は金利5%で償還期間3年、残りの半分は金利5.5%で償還期間5年)、1917年2月に2億5000万ドル(うち1億ドルは金利5.5%で償還期間1年、1億5000万ドルは金利5.5%で償還期間2年)の計3回総額8億ドルに上る公債発行による民間借入が行われた。無担保借入であった英仏共同公債が機関投資家以外の民間投資家によっては吸収されなかったことの反省とし

30) Sayers (1976), pp. 88-9, 邦訳, 119-20ページ。

31) 第一次大戦中アメリカへ派遣されたイギリスの経済使節団が果たした役割については、Burk (1979b) を参照。

32) Burk (1979b), pp. 353-4, Carosso (1970), 邦訳, 317-8ページ。

て、これらの公債発行には全て民間から動員されたアメリカ証券を中心とする担保が付けられた担保付借入 (secured loan) であった。それは、大戦前まで「アメリカの投資家は外国政府債でさえも購入する習慣が全くなかった」<sup>33)</sup> からであり、「イギリス政府の信用が大西洋のもう一つの側では非常に低かった」<sup>34)</sup> からである。しかし、アメリカ証券による担保付の担保債 (collateral note) であるならば、アメリカ人にとって外国証券の購入は国内証券の購入と投資価

表4 アメリカ参戦前にアメリカで発行されたイギリス政府公債

公債の種類	発行額 (ドル)	発行日付	利率 (%)	発行価格	償還期限	担 保
英仏共同公債	2億5,000万	1915年 10月15日	5	98(引受価 格96)	1920年 10月15日 (5ヵ年)	なし
担保付2ヵ年 期限証券	2億5,000万	1916年 9月1日	5	99(引受価 格98)	1918年 9月1日 (2ヵ年)	担保証券 3億ドル (時価)
担保付3ヵ年 期限証券	1億5,000万	1916年 11月1日	5½	99¼(引受 価格97¾)	1919年 11月1日 (3ヵ年)	担保証券 3億6,000万 ドル(時価)
担保付5ヵ年 期限証券	1億5,000万	1916年 11月1日	5½	98½(引受 価格97)	1921年 11月1日 (5ヵ年)	
担保付1ヵ年 期限証券	1億	1917年 2月1日	5½	99.52	1918年 2月1日 (1ヵ年)	担保証券 3億ドル (時価)
担保付2ヵ年 期限証券	12億5,000万	1917年 2月1日	5½	99.07	1919年 2月1日 (2ヵ年)	

(資料) A. W. Kirkardy ed., op. cit., p. 180. H. F. Grady, *British War Finance 1914-1919*, 1927 (reprint 1968), p. 135. 大蔵省理財局『英国の国債に関する調査』1926年, 251-52頁。

(出所) 平岡 (1981), 239頁。

33) 平田 (1977), 76ページ。

34) 平岡 (1981), 239ページ, Morgan (1952), p. 324.

値の面では実質上変わりがなかったのである<sup>35)</sup>。表4はアメリカ参戦前にアメリカで発行されたイギリス政府公債の内訳を示しているが、それは先の表2における「英仏共同公債」「担保付公債」の項目に対応している。

#### 参考文献

- Brown, W. A. (1940), *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934*, National Bureau of Economic Research.
- Burk, K. (1979a), "J. M. Keynes and the Exchange Rate Crisis of 1917", *Economic History Review*, 2nd Ser. Vol. XXII, No. 2, November.
- \_\_\_\_\_ (1979b), "Economic Diplomacy between the Wars", *Historical Journal*, Vol. 22, No. 4, December.
- \_\_\_\_\_ (1982), "The Treasury: from Importance to Power", in Burk, K. (ed.), *War and the State: The Transformation of British Government, 1914-1919*, George Allen & Unwin.
- \_\_\_\_\_ (1988), "A Merchant Bank at War: The House of Morgan 1914-18", in Cottrell P. L. & D. E. Moggridge (eds.), *Money and Power*, Macmillan, 1988.
- Carosso, V. P. (1970), *Investment Banking in America*, Harvard University Press, 1970 (日本証券経済研究所訳「アメリカの投資銀行(上)」『証券研究』第55巻, 1978年5月)。
- Dimsdale, N. H. (1975), "Keynes and the Finance of the First World War", in Keynes, M. (ed.), *Essays on John Maynard Keynes*, Cambridge University Press (佐伯彰一・早坂忠訳【ケインズ——人・学問・活動——】東洋経済新報社, 1978年)。
- Harrod, R. F. (1951), *The Life of John Maynard Keynes*, Macmillan (塩野谷九十九訳【ケインズ伝】東洋経済新報社, 1967年)。
- Hutchison, T. W. (1973), "The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volumes I ~VI and XV XVII", *Economic History Review*, 2nd Ser., Vol. 26, No. 1.
- Moggridge, D. E. (1972), *British Monetary Policy, 1924-1931: The Norman Conquest of \$4. 86*, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_ (1992), *Maynard Keynes*, Routledge.
- Moggridge, D. E. & S. Howson (1974), "Keynes and Monetary Policy, 1910-1946", *Oxford Economic Paper*, Vol. 26, No. 2, June.
- Morgan, E. V. (1952), *Studies in British Financial Policy 1914-1925*, Macmillan.

35) 平田 (1977), 76ページ。

- Sayers, R. S. (1976), *The Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press (西川元彦監訳「イングランド銀行—1891-1944年—」東洋経済新報社, 1979年).
- Skidelsky, R. (1983), *John Maynard Keynes: Hopes Betrayed 1883-1920*, Macmillan (宮崎義一監訳, 古屋隆訳「ジョン・メイナード・ケインズⅡ——裏切られた期待/1883~1920年, 東洋経済新報社, 1992年).
- Taylor, A. J. P. (1965), *English History 1914-1945*, Oxford at Clarendon Press (都築忠七訳「イギリス現代史」みすず書房, 1968年).
- 平岡賢司 (1981)「政府借款と公的為替操作」(北海学園大学『経済論集』第28巻第4号, 3月)。
- \_\_\_\_\_ (1986)「第一次世界大戦とイギリス金本位制の変貌」(熊本商科大学海外事情研究所『海外事情研究』第14巻第1号, 10月)。
- 平瀬徹也・三宅立 (1970)「第一次大戦とヨーロッパ」(岩波講座『世界歴史』24「現代1」, 岩波書店)。
- 平田喜彦 (1977)「第一次大戦期のアメリカ対外金融関係——ニューヨークの国際金融センター化と関連して——」(『経済志林』第45巻第3号, 10月)。
- 岩本武和 (1991)「ケインズと国際収支の調整」(静岡大学『法経研究』第40巻第4号)。
- \_\_\_\_\_ (1992a)「ケインズと保護主義」(静岡大学『法経研究』第40巻第3・4号)。
- \_\_\_\_\_ (1992b)「ケインズとインド」(静岡大学『法経研究』第41巻第3号)。
- \_\_\_\_\_ (1992c)「産業空洞化の金融的側面と実物的側面——戦間期イギリスの経験とケインズの見解を中心として——」(上原信博編著『構造転換期の地域経済と国際化』御茶の水書房)。
- \_\_\_\_\_ (1993)「ケインズと1914年の金融恐慌」(京都大学『経済論叢』第152巻第4・5号, 10・11月)。
- 加藤正秀 (1967)「第一次大戦期のポンド」(立正大学『経済学季報』第17巻第1号, 6月)。
- 佐美光彦 (1976a)「第一次大戦期の国際通貨体制——いわゆる IMF 体制の原型——」(東京大学『経済学論集』第41巻第4号, 1月)。
- \_\_\_\_\_ (1976b)「第一次大戦中のポンドとドル」(大内力編『現代金融』東京大学出版会, 所収)。
- 山本栄治 (1988)『基軸通貨の交替とドル』(有斐閣)。