

# 1930年代イギリスの低金利政策と ロンドン金融市場

吉田正広

## はじめに

1931年9月に金本位制を離脱し、変動相場制に移行したイギリスは、理論的には、赤字財政による大規模な公共事業政策に着手することが可能となるはずであった。ところが、歴史的には、イギリス政府は金本位制離脱以後も均衡財政に固執し、意図的な赤字財政に基づく積極的な雇用創出策を実施することはなかった。少なくとも1941年までは、現実の政策としては、ケインズ的な総需要管理政策は採用されなかったと言われている<sup>1)</sup>。しかしながら、その間、政府による景気回復策がまったくなされなかったわけではない。むしろ、1930年代のイギリスは、他国に先駆けて早期の景気回復を経験し、1930年代には一定の経済成長を達成したのである<sup>2)</sup>。このような早期の景気回復と1930年代における順調な経済成長をもたらした政策的要因として、「低金利政策」が研究史上議論の的となってきた。

1930年代のイギリスの景気回復における低金利政策の積極的な役割を認めた古典的研究はネヴィンの研究である。ネヴィンは、国債の低利借換えを通じた均衡財政への貢献、住宅建築ブームを通じたイギリスにおける早期の景気回復、新規資本発行コストの低減を通じた産業の資金調達促進等といった低金利政策の積極的な役割を確認している<sup>3)</sup>。他方、低金利政策の景気回復促進効果を徹底的に批判したのは、リチャードソンである。彼は、1930年代の景気回復

の要因をすべて新産業の発展に求め、住宅建築ブームも低金利の結果ではなく、新産業の発展から説明する<sup>4)</sup>。さらに、公文書の公開が進む中で、イングランド銀行や大蔵省における低金利政策にかかわる詳細な政策立案過程を解明し、大蔵官僚の間でのケインズの政策提言（その中には総需要管理や低金利政策が含まれる）の受容過程を明らかにしたのがハウソンの研究である。彼女は、金本位制離脱以後の大蔵省は、物価水準の引上げを政策の最優先課題として設定し、金利引下げを通じた設備投資の拡大や、物価引上げを実現するための「低為替・低金利」政策を、その最も重要な手段としていたことを明らかにした<sup>5)</sup>。

このハウソンの研究に対して、ケインズの政策提言の理論的正当性を前提としているとして批判を展開したのが、A. ブースである。ブースは、1930年代のイギリスの経済政策全体を総合的に把握しようと試み、1930年代イギリスの経済政策全体に共通する政策目標が卸売物価の引上げであり、低金利政策はそのための重要な手段の一つであったと主張する。その場合、ブースは低金利政策が直接に物価引上げを意図した政策であったと解釈し、金利引下げを通じた投資促進策として低金利政策を位置づけるハウソンらの「ケインズの」解釈に対して、かなり批判的な姿勢を示す。ブースは研究の方法として、戦間期におけるさまざまな経済的諸利害や、労働党を含めた政党の経済戦略の実証研究を重視している<sup>6)</sup>。この研究方法は、ケインズの政策提言の理論的正当性を前提として、彼の政策提言が政治家や官僚たちに受容されていく過程を中心に論じてきたケインズ主義的な戦間期イギリス経済史研究に対するすどい批判を提起していると言えよう<sup>7)</sup>。

以上の研究史を踏まえ、低金利政策を1930年代イギリスにおけるさまざまな経済的諸利害の錯綜状況の中に位置づけてみることによって、低金利政策の持つ歴史的な意味をより具体的に明らかにすることができるのではないだろうか。本稿では、1932年における「低金利政策」の確立以後のロンドン金融市場が低金利政策にどのように対応したのかを明らかにすることによって、近代以降のイギリス社会の中で支配的な役割を演じてきたとされるシティ金融界の経済政策に対する影響力を考察するつもりである。なお、本稿では史料上の制約から、

ロンドン金融市場の構成要素の中でも株式銀行の頭取たちの見解の分析に課題を限定せざるを得ないことをあらかじめ断っておきたい。

- 1) G. C. Peden, *Keynes, the Treasury and British Economic Policy*, Basingstoke, 1988, pp. 34-40. (西沢保訳『ケインズとイギリスの経済政策：政策形成に「ケインズ革命」はあったか?』早稲田大学出版部, 1996年, 44~55頁。)
- 2) H. W. Arndt, *The Economic Lessons of the Nineteen-Thirties*, Oxford, 1944 (小沢健二ほか訳『世界大不況の教訓』東洋経済新報社, 1978年) がもっとも初期の研究である。アーントは, 1930年代におけるイギリスの景気回復の要因の一つに「低金利政策」を挙げている。
- 3) E. Nevin, *The Mechanism of Cheap Money: A Study of British Monetary Policy 1931-1939*, Cardiff, 1955.
- 4) H. W. Richardson, *Economic Recovery in Britain 1932-39*, London, 1967. また, リチャードソンの議論に依拠した研究に, 原田聖二『両大戦間イギリス経済史の研究』(関西大学出版部, 1995年)がある。ところで, 1930年代におけるイギリスの景気回復の政策的要因を考察する場合, 本稿ではさしあたり次のように考えている。まず景気回復策そのものは, 第一に, 赤字財政を通じた大規模公共事業の断固たる拒否と, 第二に, 物価上げを目的とした「低金利政策」という二つの特徴を有している。もちろん, 1930年代イギリスの政策展開を考える時には, 通貨政策面では1931年の金本位制離脱および1932年における為替平衡勘定の設定が, 貿易政策に関しては1932年の保護関税制度の導入ならびに帝国特惠制度の確立が考慮されるべきである。これらの一連の諸政策が総合して, イギリス史上, 国際比較においてもかなり高い経済成長率をもたらしたと考えるべきであろう。
- 5) S. Howson, *British Monetary Management in Britain 1932-1938*, Cambridge, 1975. 彼女の場合, 低金利政策の客観的効果に関しては, ネヴィンの研究成果を前提としている。なお, 戦間期に関する金融史概説では, 低金利政策の直接の景気回復効果は否定的に論じられているが, 少なくとも低金利政策が, 1930年代のイギリスの景気回復の前提条件を創り出した点は認められている(M. Collins, *Money and Banking in the UK*, London, 1988, pp. 192-306)。ところで, ホウソンは, 近年, 1945年に成立した労働党政権の金融政策に関する研究を公刊した(S. Howson, *British Monetary Policy 1945-51*, Oxford, 1993)。この研究の中心テーマは, 労働党内閣の蔵相ドールトン(E. H. Dalton)が遂行した2%の公定歩合の維持および市場金利の低位誘導などいわゆる「チーパー・マネー・ポリシー」(cheaper money policy)である。この場合にも, この政策がケインズによって提言された政策であっ

たことを力説している。この点にも、ハウソンの研究のケインズ主義的性格が見て取れるであろう。

6) A. Booth, "Britain in the 1930s: Managed Economy?", *The Economic History Review*, Vol. XL, No. 4, 1987, pp. 499-522. このような視角に基づく戦間期イギリス経済政策の実証研究に、Alan Booth and Melvyn Pack, *Employment, Capital, and Economic Policy: Great Britain, 1918-1939*, Oxford, 1985 がある。

7) ブースの研究視角については拙稿「1930年代イギリス『管理経済』論」『千葉史学』第21号、1992年、85～98頁を参照されたい。

## I 「低金利政策」実施過程とその政策的意図

「低金利政策」(cheap money policy)とはどのような政策であろうか。まず、これまでの研究に依拠して、現実に「低金利政策」が展開した経緯を確認しておきたい。

1920年代には金本位制への復帰とその維持のために、海外から短資をロンドンに引きつけてポンド相場を実勢よりも高めに維持する必要がある、イングランド銀行は相対的に高めの公定歩合を維持していた。1931年9月におけるイギリスの金本位制離脱は、イングランド銀行の金利政策に重要な転換を引き起こした。金本位制離脱以降は、それまで流出していた短資がロンドンに還流し、一端下落していたポンド相場が上昇傾向を示したのである。1931年12月初旬に3.23ドルの水準にまで下落したポンド相場は、その後3.40ドルの水準で安定し、1932年3月には再び上昇を開始し、3月31日には3.90ドルにまで回復した。このような中で、平価切下げの輸出促進効果を維持する目的で一連の公定歩合引下げが実施されたのである。公定歩合は、1932年2月18日にはそれまでの6%から5%へ、3月10日には4%へ引き下げられ、その後段階的に公定歩合引下げが行われ、最終的には6月30日に2%という低水準にまで引き下げられた。以後2%の公定歩合が第二次大戦を通じて維持されることになる。このように「低金利政策」は金本位制離脱以後の短資還流に伴う「低為替」の維持を目的とした外国為替政策として始まったのである<sup>1)</sup>

さて、「低金利政策」が景気回復策としての積極的な役割を演ずるには、以前から懸案であった第一次世界大戦中に発行された5%戦時公債の低利借換えが必要であった<sup>2)</sup>この戦時公債の借換えは差し当りは財政負担の軽減を目的としたものであったが、その実施過程でさまざまな信用緩和策が行われることになる。1932年6月30日に3.5%公債への借換え実施が公表され、同時にこの借換えを促進する目的で、公開市場操作や資本発行市場に対する規制が実施された。また、3.5%公債への借換えの成功は、資本市場における長期金利の全般的引下げを結果したのである。ここに至って、金利政策が短期金融市場に対する効果を越えて、資本市場における資本調達コストの引下げを招来し、その結果、民間部門における投資刺激策の意味を持つようになる<sup>3)</sup>かくして1932年末までには「低金利政策」が確立する。

次に「低金利政策」の政策的意図について、政策立案過程で出された政策文書によって確認しておきたい。金本位制離脱直後、変動相場制に移行したポンドを将来どの位の水準に維持すべきか、また金本位制に復帰すべきか否か、ポンド相場を管理するとすればどのような基準で管理すべきかといった諸問題が政府によって専門家会議に付託された。「経済諮問委員会」(Economic Advisory Council)の小委員会である「経済情報委員会」(Committee on Economic Information)と、首相の諮問委員会である「金融問題委員会」(Committee on Financial Questions)は専門家による討論を経て、それぞれ大蔵省と首相に政策提言を行った。金本位制離脱直後の1931年9月25日に提出された「経済情報委員会」第1回報告書は、ポンド相場の25%切下げを勧告し、早期の金本位制復帰に反対の意向を示した<sup>4)</sup>さらに、1932年3月9日に提出された「金融問題委員会」の『ポンド政策に関する報告』は、「低金利・低為替」(cheap money and a low exchange)を正式に政府に勧告した<sup>5)</sup>このように、1931年9月における金本位制離脱の時点から1932年3月にかけて、変動相場制に移行したポンドを安定させる目標値の設定やスターリング地域の形成に関する具体的な政策立案過程で、「低金利政策」が徐々に形成されていったのである<sup>6)</sup>

さらに、「低金利政策」が政治の場で公式にはどのような形で表明されたのか

について確認しておきたい。政府が低金利政策に公式に言及したのは、1932年のオタワ会議の「通貨金融問題小委員会」における蔵相ネヴィル・チェンバレンの声明であった。チェンバレンはその声明のなかで、①卸売り物価引上げの必要性、②早期金本位制復帰の可能性の否定、③帝国内における為替相場安定の必要性について確認した後、物価水準の引上げ問題に言及する。すなわち、当時の物価下落の原因には、①政治的原因(賠償・戦債問題)、②金融的原因(「自由な資本移動」の欠如や焦げ付き融資など)、③経済的原因(生産と消費の不均衡)、④貨幣的原因(monetary causes)がある。物価水準を決定する際には「経済的要因」が「貨幣的要因」を圧倒するので、第一次産品価格の引上げには供給制限が必要になるとしながらも、チェンバレンは「貨幣的要因」の重要性をある程度認める。「卸売り物価上昇を妨げる貨幣的障害は今や消滅し、回復を効果的に促進する貨幣的要因が確立している」と述べ、バンクレートの引下げや豊富な短期資金の供給がすでに実施された点を強調する。さらにチェンバレンは、5%戦債の借換えによってもたらされた長期金利引下げの有効性を力説するのである。すなわち、イギリス政府が享受した利益は借入コストの引下げを通じて他の投資分野にも拡大し、イギリスの貿易業者にも、ロンドンで資金調達を行う自治領諸国にも利益をもたらすと指摘している<sup>7)</sup>。ここには、先に指摘した低金利政策の政策的意図が語られているのである。繰り返しになるが、低金利政策の目的が物価引上げにあること、しかも当面は帝国規模での物価引上げが考えられていたのである。この点、低金利政策の公式表明がオタワで開催された「帝国経済会議」でなされたこと自体、たいへん象徴的である<sup>8)</sup>。

- 1) 以上のボンド相場の動きと公定歩合引下げの経過については、Nevin, *op. cit.*, pp. 82-92を参照。また、この時期の外国為替政策そのものについては、低金利政策と為替平衡勘定の関係に焦点を当てた菅原陽心「イギリス為替平衡勘定と景気政策」(佐美光彦、杉浦克己編『世界恐慌と国際金融——大戦間恐慌史研究』有斐閣、1982年所収)を参照されたい。
- 2) 5%戦債の借換えは、1931年9月における金本位制離脱以前に労働党内閣の下で財政節約の重要な手段として実施が予定されていた。“War Loan Conversion”, *The Bankers' Magazine*, September, 1931, pp. 378-379.

- 3) 以上の経過については、Nevin, *op. cit.*, pp. 92-108; Howson, *op. cit.*, pp. 86-89を参照。ハウソンは特に低金利政策を、長期金利の引下げを通じた投資刺激策として位置付けている。この点で低金利は大恐慌の初期から求められていたとしている。(Ibid., p. 89.)
- 4) *First Report of Committee on Economic Information*, September 1931 (P. R. O. Cab. 58/30, E. A. C. (S. C.) I, 25 September 1931), paras. 28-35. なおこの文書は、S. Howson and D. Winch, *The Economic Advisory Council, 1930-1939: A Study in Economic Advice during Depression and Recovery*, Cambridge, 1977, pp. 243-254 に再録されている。この文書は、25%の平価切下げが好ましいとした理由に、イギリスの輸入制限と輸出促進の他に、「ポンドが25%切り下げられれば、債務諸国のポンド債務の決済が容易になる」として、イギリスの海外投資の保全を挙げている点に注意する必要がある(*First Report of Committee on Economic Information, op. cit.*, paras. 29-30)。
- 5) *Committee on Financial Questions, Report on Sterling Policy*, March 1932 (P. R. O. Cab. 58/169, E. A. C. (H.) 147, March 1932), paras. 26-30. この文書は、Howson and Winch, *op. cit.*, pp. 245-263 に再録されている。なお、この「金融問題委員会」にはJ. M. ケインズの他に、マーチャント・バンカーのR. H. プラント(ラザード商会)や株式銀行家マッケナ(ミッドランド銀行)などが加わっていた。本稿の分析で重要な位置を占めるミッドランド銀行頭取マッケナは、金本位制離脱後の政策決定の専門家委員会のメンバーであり、政策決定に深く関わっていたのである。また、1920年代末から金融恐慌期に至るマッケナの政策提言については、拙稿「再建金本位制下のイギリスにおけるシティと産業問題」『土地制度史学』第128号、1990年、34~49頁を参照のこと。
- 6) Howson and Winch, *op. cit.*, pp. 109-114.
- 7) "Statement by Rt. Hon. Neville Chamberlain", *Imperial Economic Conference at Ottawa, 1932: Appendices to the Summary of Proceedings*, 1932, Cmd. 4175, pp. 168-171.
- 8) この点に関しては、拙稿「1930年代のイギリスの景気対策と帝国諸地域」(遅塚忠躬ほか編著『フランス革命とヨーロッパ近代』同文館出版、1996年所収) 265~293頁を参照。

## II 1932年低金利政策確立期におけるシティの対応

1931年9月の金本位制離脱直後の『バンカーズ・マガジン』で、銀行家たちの意見表明の報告記事を拾ってみると、「わが国の金本位制離脱以後の状況に関する見解を公に表明した最初の銀行家」として、バークレイズ銀行頭取グッデ

ナフの1931年10月6日ヨークシャー州住宅金融共済組合協会 (the Yorkshire County Association of Building Societies) における演説が報告されている。その中でグッデナフは、「順差額」(favourable balance) をもたらすために不可欠な「無形収入」(invisible income) の確保の必要性を強調するとともに、雇用の拡大と金本位制復帰を支援するための「慎重に考慮された輸入関税」に賛成している。また金本位制復帰は「その維持が保障されるまでは最終的に実施されてはならない」とし、戦債賠償問題の最終的解決と、将来の金本位制についての債権諸国間での合意形成が金本位制復帰の条件であるとしている。また一方でグッデナフは、ポンドに対する世界の信認を損なうとの理由で、ポンドの恒久的な切下げをもたらすような手段には断固反対する姿勢を表明した<sup>1)</sup>

このように金本位制離脱直後の銀行家の関心は、金本位制やポンド相場の問題に集中していた。では、1932年に「低金利政策」が徐々に確立する過程で銀行家たちは「低金利政策」に対してどのような対応をしたのであろうか。

年明けに行われる毎年恒例の株主総会での株式銀行頭取の演説は、『エコノミスト』と『バンカーズ・マガジン』に全文掲載され、また詳しい解説記事が載る。1932年度の株式銀行頭取の演説について見ておくと、『バンカーズ・マガジン』は、第1に、国家財政の浪費に関してこれまでよりも発言が少ないことに、第2に、世界不況の原因が除去ないし緩和される可能性についての発言が見られたことに、1932年度の銀行家の演説の全般的特徴を見出している<sup>2)</sup> この記事では「低金利政策」についての特別な言及は見られない。しかしながら、ミッドランド銀行のマッケナは、金本位制に留まりさえすればすべてはうまく行く時代は終わったこと、産業界にとっては物価安定が先決であって、金本位制であろうとなかろうと問題ではないとの見解を明らかにしている。また、将来についてマッケナは、金本位制離脱とポンド相場下落の結果、英国が世界物価の下落から切り離されたことに、楽観的希望を託している<sup>3)</sup> マッケナは、英国における物価引上げの可能性を見出している点では、先に見た低金利政策に関する政府の公式声明と一致していたと言ってよいであろう。

そのほかの頭取たちの演説内容は、前年9月における金本位制離脱に関する



コメントが大部分を占めていた。積極的な政策提言は、パークレイズ銀行のグッデナフによる帝国統合（保護関税と帝国特惠の提案）<sup>4)</sup>、国家財政の節約（ウェストミンスター銀行頭取ベケット）、世界的な不況克服のための国際協力（ロイズ銀行頭取ピース）ぐらいであった<sup>5)</sup>。マッケナを除けば全般に「低金利政策」に関する具体的な言及は見られないと言ってよいであろう。

その後「低金利政策」に関する銀行家の意見を推定できるような機会は、5月10日英国銀行家協会 (British Bankers' Association) 晩餐会における会長ゴッシュェン（ナショナル・プロヴィンシャル銀行頭取）の演説であった。この演説について『バンカーズ・マガジン』は詳しい記事とともに、その演説の全文を掲載している。

英国銀行家協会会長ゴッシュェンは、最初に、招待されたチェンバレン蔵相を前にして、金融恐慌への政府の対処の仕方について銀行家たちが評価していることを披露し、均衡財政の達成と金本位制離脱後における国際的信認の回復は、政府の勇敢な政策の賜物であるとほめ讃えた。そして、①世界情勢はなお心配の種であり、あらゆる国の為替規制が、合法的な貿易と企業にとって障害となっており、国際協力のみが現在の危機を打開しようとの見解を表明した。②国内状況に関しては、「新財政政策」すなわち保護関税の導入の結果、イギリスの産業状況は改善の兆しを見せているが、各国が外国為替取引を規制しているために、外国の顧客が輸入代金をイギリスに送金できないなどの問題が発生していることに言及し、これらの貿易障壁が除去されるまではイギリスの真の繁栄はあり得ないとしている。そのほか、③チェンバレン予算の承認、④オタワ会議への期待を表明し、最後に、蔵相チェンバレンが父ジョゼフ・チェンバレンの提唱した政策を実現したことに対して祝詞を述べるとともに、政府に対する銀行家の支持と協力を約束している<sup>6)</sup>。

このゴッシュェンの演説は、平価切下げと保護関税導入によってイギリスの産業状況が一定の改善を見せたにもかかわらず、為替取引規制その他の貿易障壁が除去されるまでは、イギリスの真の繁栄はあり得ないとの、この時点での銀行家一般の意見を代表していると解釈できよう。『バンカーズ・マガジン』に掲載

載された記事の執筆者は、この点にゴッシェンの意図を見出している<sup>7)</sup>

この晩餐会でゴッシェンの後にスピーチを行った蔵相チェンバレンは、ポンド表示物価（すなわちイギリスの国内物価およびポンドに通貨をリンクさせた諸国の物価）の引上げのための何らかの対策を講じることが政府の政策目標の一つであることを明言している。国際協力なしにはこの政策の最大限の展開は不可能であると留保しているにもかかわらず、蔵相は現在の「低利で豊富な貨幣の供給」がその政策目標実現の手段であると期待している<sup>8)</sup>

すでに前節で見たように、このようなチェンバレンの演説内容は研究史上「低金利政策」と解釈されているものである。このようなチェンバレンの政策表明に対して、ゴッシェンは必ずしも肯定的な言及を行っていない。この点に、この時点での銀行家全体の低金利政策に対する消極姿勢が見て取れるのではないだろうか。

さて、この後のシティの動きを見てみると、「節約の友」(the Friends of Economy)なる組織が政府支出および地方政府支出の大幅削減を緊急に求めるデモンストレーションを行ったことが、『バンカーズ・マガジン』によって報告されている。このデモのスピーチにおいて、ロバート・ホーン(Robert Horne)は、国民所得全体の三分の一が国税と地方税(taxes and rates)に吸収されているとして、政府財政支出のいっそうの削減を求め、また、エリック・ゲッデス(Eric Geddes)は、産業企業および商業企業に対する税額査定の方法が「公正で正当な利潤量」に一致しないと述べ、株主が配当を受け取っていない企業に課税するのは、蓄積された過去の利潤からの納税を企業に強要することになると論じている<sup>9)</sup>さらに、『バンカーズ・マガジン』は、オタワ会議における通貨政策の議論に関心を示し、いくつかの報告記事を掲載している。それらの記事の中では、先に論じたようなチェンバレンによる物価引上げを目指した「低金利政策」の表明が当然ながら注目され、物価引上げがオタワ会議で議論され、政策声明として提出されたことを報告している<sup>10)</sup>さらに労働党の金融改革構想、特に銀行国有化に関する銀行家たちの懸念が高まったと報告されている<sup>11)</sup>またこの間に産業界から貸出金利引下げの要求がいくつか公に提出されたことが、

記事として報告されている。<sup>12)</sup>

さらに、1932年11月17日の「銀行家協会」(Institute of Bankers—これは銀行家の教育機関としての意味を持つ)会長就任演説もこの時期の銀行家たちの関心の所在を物語っている。会長マックスウェル(A. Maxwell)は、ポンドの変動は為替リスクの面で産業にとって不利益となること、多くの国がポンドに追従して平価切下げを行ったことによって、また金本位に留まった国々でのコスト切下げ努力によって、ポンドの平価切下げの利益は消滅したこと、5%戦債借換えは直接税負担者になおいつその犠牲を強いるものであり、これまで以上に財政節約が必要であることなどを述べている。<sup>13)</sup>

この時期のシティの対応の中で見落してならないのは、シティの一部にある複本位制論(bimetallism)である。1932年12月には、ミッドランド銀行の理事ダーリングが、通貨の基礎として小麦を利用する案を提案している。<sup>14)</sup>これは帝国規模での通貨膨張を図る複本位制論の一つと考えられるが、必ずしもシティ全体の提案ではなかった。ただし、1932年11月には、議会で、シティ金融界に関係する議員ロバート・ホーンが、複本位制の採用を政府に求めている。彼は、低金利と生産制限は物価引上げをもたらさなかったこと、銀価上昇が対アジア貿易を阻害していることなどを指摘し、複本位制は産業の復興に最も貢献すると述べた。<sup>15)</sup>おそらく、先のダーリングの提案も、このような物価引上げ策の一貫としての複本位制提案と看做すべきであろう。

以上見てきたように、1931年9月の金本位制離脱以後のシティの株式銀行家たちは、当初、「低金利政策」を積極的に評価したわけではなかったと言えよう。むしろ彼らは、全体としては、金融政策によって景気回復が達成可能であるとは考えていなかった。むしろ景気回復には経済の実体的な側面における改善が必要であると認識していたと言えよう。ただし、株式銀行家の中でもミッドランド銀行のマッケナや一部複本位制論者は、信用緩和を通じた物価引上げの可能性を認め、金融政策の運営を通じた景気回復の促進を行うべきとの見解を提示していた。この点を見逃してはならないが、この見解に対する他の銀行家たちの支持は必ずしも明白ではなく、グッデナフやゴッシェンらの低金利政

策への消極姿勢がシティの主流をなしていたと解釈すべきであろう。

もう一つ確認しておきたいのは、1931年9月の金本位制離脱から1932年末の低金利政策の確立の時期において、1930年代を通じて株式銀行家たちによって議論されるほとんどのテーマが出揃ったことである。景気回復と金融政策の有効性の問題、銀行の貸出金利の問題、労働党の「諸銀行国有化」政策の問題、オタワ「帝国経済会議」に伴う通貨問題、スターリング地域の形成の問題などである。これらの多様なテーマが株式銀行家の演説のテーマになっていたことは、第1表を参照されたい<sup>16)</sup>。ただし以下本稿では、景気回復と金融政策との関係、特に低金利政策との関係に課題を限定することになる。

- 1) "Mr. Goodenough on Devaluation", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXXXII, November, 1931, pp. 677-678.
- 2) "Financial Outlook", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXXXIII, March, 1932, p. 343.
- 3) *Ibid.*, pp. 348-350.
- 4) "The World Crisis", *The Bankers' Magazine*, February, 1932, pp. 182-184.
- 5) "Financial Outlook", *op. cit.*, March, 1932, pp. 345-347, 350-352.
- 6) "The Bankers' Dinner", *The Bankers' Magazine*, June, 1932, p. 890.
- 7) *Ibid.*
- 8) *Ibid.*
- 9) "City's Demand for National Economy", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXXXIV, July, 1932, p. 39.
- 10) "Monetary Policy at Ottawa", *The Bankers' Magazine*, September, 1932, pp. 358-359.
- 11) "Labour's Financial Policy", *Ibid.*, p. 361; "Labour and the Banks", *The Bankers' Magazine*, November, 1932, pp. 630-631. 1930年代前半期における株式銀行家の演説の重要なテーマの一つが、労働党の「諸銀行国有化」(nationalising the banks)に対する反論であった。
- 12) "Industry and Bank Charges", *The Bankers' Magazine*, November, 1932, p. 629. この時期、『バンカーズ・マガジン』には、銀行の貸出金利が公定歩合の引下げと連動して低下していないとの産業界からの批判とともに、それに対する銀行家の反論が多く見られる。
- 13) "A Banker on the Outlook", *The Bankers' Magazine*, December, 1932, pp. 793-800.

- 14) "Wheat as Currency Basis", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXXXV, January, 1933, p. 30.
- 15) "Silver Remonetisation Again", *The Bankers' Magazine*, December, 1932, pp. 824-825.
- 16) 第1表は、株式銀行家の毎年の株主総会演説の内容にコメントした『バンカーズ・マガジン』の記事から作成したものである。この表から、1930年代におけるシティの見解の概要をある程度推察することが可能であろう。もちろんこの表は株式銀行家の意見表明であって、シティの中軸を成すマーチャント・バンカーの見解ではないという史料上の重大な欠陥はあるが、マーチャント・バンカーの見解を具体的に知る手段が非常に限られている状況では、シティ全体の見解を知る一つの方法であると考えている。第1表について若干コメントしておく、第1に、演説の全般的特徴を年代ごとに追うことで株式銀行家の見解の全般的傾向を知ることができる。第2に、「五大銀行」の見解には銀行ごとにいくつかの傾向が見られる。すなわち、パークレイズ銀行の頭取たちが「銀行正統主義」と言われるシティの中の伝統的で保守的な見解を代表するのに対して、ミッドランド銀行頭取マッケナはいわばシティの中の「進歩的な」見解を代表している。第3に、両行を二つの極として、それ以外の銀行は両行の中間に位置づけられる。ナショナル・プロヴィンシャル銀行がパークレイズ銀行の見解に近く、ウェストミンスター銀行の見解がミッドランド銀行の見解に近いという傾向が見られる。1920年代後半におけるマッケナとグッデナフの見解の対照性については前掲拙稿「シティと産業問題」を参照されたい。

### III 1930年代前半期における低金利政策懐疑論

1932年8～9月には実際に卸売価格が上昇し、他国に先駆けた景気回復が始まった。以後、イギリス経済は、1934年における一時的な中断を挟んで1937年恐慌に至るまで順調な回復を示した<sup>1)</sup>。この景気回復過程において株式銀行家たちは、低金利政策にいかなる評価を与えたのであろうか。1932年の低金利政策確立期にあっては、銀行家たちは低金利政策に必ずしも積極的でなかったことは、すでに述べたとおりであるが、その後の景気回復過程でシティの対応に変化が見られるのだろうか。

景気回復の開始後における銀行家たちの低金利政策に対する評価をわれわれが知ることができるのは、1933年1月末から2月初めにかけて開かれた株主総

第1表 「五大銀行」頭取の株主総会演説の概要 (1932~1937年)

銀行名、頭取名	1932年	1933年	1934年	1935年	1936年	1937年
演説の全般的特徴	①国家支出の浪費に関してこれまでよりも発言が少ない。 ②世界不況の原因と、その諸原因の除去ないし緩和の可能性を強調。	①産業状況にわずかな改善が生じたことを指摘。 ②当面金本位復帰は見送ることで合意。 ③戦債問題が、国際政治と国際経済の諸問題を解決する上で阻害要因となっていることで意見が一致。 ④金融政策（低金利政策）に関して評価が分れる。	①数年来初めて国内の景気の適度な回復を指摘。 ②ニューディール政策に対する評価と懸念。 ③景気の拡大は自然に生じたのであって、人為的手段とは無関係。	①国内の景気の改善（鉄鋼業の回復、一層の景気回復には国際貿易の回復が不可欠との認識）。*マッケナとバケットは例外 ②金本位復帰は望ましいが、現在は時期尚早。 ③イングランド銀行に対する社会主義者の攻撃に対する反論。	①1934年に一般化した「飽和点」との考え方に、国内市場の需要が充たされるにはまだ間がある。 ②輸出貿易の減少と海外移民の停止によって大量失業の存在が心配。 ③北東沿岸部その他における熟練労働力の不足。	①楽観論（主として国内景気に関連）。 ②低金利と景気回復との密接な因果関係を強調、低金利の可能な限りの延長を力説。 ③三国通貨協定の意義。
パークレイズ銀行 (1934年までは F.C.Goodenough, 1936年までは W. F. Tuke, 1937年からは E. Fisher)	①商品とサービスの国際的な自由交換の必要性。 ②保護貿易と帝国特惠を通じた帝国統合の必要性。 ③外国諸国の除税の悪影響の除去と、戦債・賠償問題の解決が繁栄の条件である。	①産業状況の一定の改善に控え目に言及。 ②インフレ方針に基づく信用緩和と政策に断固反対。 ③低金利の弊害を指摘（投資家の収入減と銀行資金の運用上の困難）。 ④銀行批判への反論。 ⑤当面金本位復帰には反対。	①国内状況について産業の一定の改善。 ②国家財政の改善（低金利と国債償換の結果）。 ③低金利の弊害を指摘（投資家の収入減と銀行資金の運用上の困難）。 ④国際状況についてはルーズヴェルトの通貨膨張政策に反対。	①故グッデンナフへの献辞。 ②資金需要の低下と金利下落が銀行経営を圧迫（保守的配当政策を余儀なくされる）。 ③過去50年間、産業の発展は金融便宜の発展を伴った。 ④国内取引の改善にもかかわらず、雇用統計の状態は好ましくない。 ⑤国際貿易回復の必要性。	①銀行への信用拡大要求に反論（銀行の信用供与には一定の限界）。 ②銀行は建築業者に資金供与を行っている事実而言及。 ③国際通貨制度復活の時期ではない。	①低金利が産業回復の一要因であることを認めつつも、その重要性を強調しすぎる危険性を指摘（生産コストの中で金利負担は重要な項目ではない）。 ②銀行の貸出の増加を指摘。 ③三国通貨協定の意義を確認。
ミッドランド銀行 (R. McKenna)	①金本位離脱の評価（金本位に留まりさえすればすべてうまく行くという時代は終わった）。 ②産業界にとっては物価安定が先決であって金本位であろうとなかろうと問題ではないとの認識。 ③将来に関する楽観的展望（英国は金表示物価の低落から隔離された）。	①金本位の離脱の正当性を強調（ポジションを強化）。 ②膨張的金融政策の必要性を訴える（低金利政策と金本位復帰の放棄を前提として）。 ③物価引上げの手段としての金融政策の有効性を承認。 ④イギリス一国でも物価引上げが可能との認識。	①信用膨張と過去12カ月間に生じたインフレを歓迎。 ②膨張的金融政策がなければオタワ協定や関税は景気回復をもたらす上で無力であったはず。 ③低利かつ豊富な貨幣供給の維持を主張。	①労働党の反銀行キャンペーンに対する反論（銀行を国家管理下に置こうと独占は独占）。 ②国際貿易の改善が生じなければこれ以上の国内の景気拡大は望めないとする見解に対する批判。 ③過去3年間の金融政策（低金利政策）を転換する必要はない。	①ミッドランド銀行創立100周年を記念して、過去100年間の銀行業の発展に関する歴史的考察を披露。	①景気過熱の弊害に関する悲観的観測に反論（金利の上昇の見通しなし、国際収支に関する楽観的見通し）。 ②労働力不足を懸念（新産業の拡大と熟練労働力の不足）。

1930年代イギリスの低金利政策とロンドン金融市場

<p>ナショナル・プロヴィンシャル銀行 (1933年まではH. Goschen, 1934年以降はC. Cambell)</p>	<p>①金本位離脱問題(産業が生産コストを調整していれば1925年の金本位復帰によってもたらされた障害は克服されていたはず)。 ②貿易外収入の減少に対する危機意識。</p>	<p>①物価引上げが債務国の支払能力の回復にとって重要であることを認識。 ②ただし低利かつ豊富な資金供給だけで物価上昇を引き起こすのは不可能。 ③国際的な行動と国際協力がなされるまでは世界貿易の拡大はありえない。</p>	<p>①イギリスの国内景気の回復と国際貿易全体の停滞を対比。 ②イギリスの自然な回復とアメリカの人為的な回復を対比。 ③過剰生産が不況の原因であるとする見解を批判。</p>	<p>①国内景気の回復とりわけ鉄鋼、造船、農業の回復を指摘。 ②政府の不況地域対策を歓迎(スラムクリアランスやその他の政府の計画は輸入拡大を引き起こすが、貿易相手国の購買力拡大によって国際貿易拡大に寄与)。 ③海外投資規制解除の必要性を訴える。</p>	<p>①低金利の問題点を指摘(預金保有者ならびに投資家の所得減少が消費支出の低下をもたらす)。 ②外国勘定での新規発行の禁止は好ましくない(近年の物価上昇の結果、かつての資本輸入国の信用が回復)。</p>	<p>①「特別地域」問題の解決は国際貿易の拡大に掛っている(特別地域の人口減少に反対)。 ②将来に反する楽観論(三国通貨協定)。 ③労働コスト上昇の危険性を認識しつつも、卸売物価の上昇は、生産者にとって好ましい(英国の輸出にも貢献)。</p>
<p>ウェストミンスター銀行 (R. E. Beckett)</p>	<p>①国際協力の欠如。 ②金本位離脱問題(金が商取引の対象になったことが問題)。 ③国家財政の節約の必要性。</p>	<p>①信用の過剰はそれだけでは景気を刺激しえない。 ②財政節約の行過ぎを批判(納税者に負担を掛けずに生産的な公共事業が可能ならば)。 ③自由な貿易と通貨安定のための国際的な協定が必要。</p>	<p>①英国は輸入食糧や原料の代金支払には輸出が不可欠。 ②国内の景気回復だけでは不十分。 ③自由な貿易と通貨安定のための国際的な協定が必要。</p>	<p>①国際貿易の減少について危機的な認識(単一の国際的通貨基準の設立と人為的障害の除去の必要性)。 ②イギリスの貿易赤字を深刻なものとして認識。 ③現在の諸問題は地域的処理では解決不可能。</p>	<p>①国内景気の改善と国際貿易の不振とを対比(他国に比した英国対外貿易の相対的增加、イギリスの健全な財政政策と低利かつ豊富な資金供給に起因する抵抗力、金本位制離脱後の物価安定)。 ②鉄鋼における生産効率の上昇(溶鉱炉数の減少)。</p>	<p>①低金利政策から生じた一定の利益を強調するとともに、低金利政策の継続の必要性を指摘(信用引締めは再軍備に影響せず事業経営のみを抑制)。 ②物価上昇は需要供給の改善によって健全な仕方では生じた。物価上昇は社会全体に貢献。</p>
<p>ロイズ銀行 (B. Pease)</p>	<p>①恐慌期に公衆が示した分別と良識によってパニックが回避された。 ②賠償支払停止協定について。 ③世界的な不況の克服には国際協力が必要。</p>	<p>①豊富な資金供給のみでは物価と景気に刺激を与えることは不可能。 ②テクノクラートの見解を批判(商品過剰によって圧倒されることはない)。 ③産業の組織化のための新機関設立の必要性。</p>	<p>①国家と産業との関係の変化(生産と消費との均衡化のために、包括的な政策と意図的プランニングが必要)。 ②国際貿易に関して、ナショナルリズムに起因する障害を除去する必要。</p>	<p>①銀行への社会主義者の攻撃に対する反論(銀行は資金を流動的な状態に維持する必要がある)。 ②イングランド銀行の國家管理に対する反論。 ③国内景気の一層の拡大のためには国際貿易の拡大が不可欠である。</p>	<p>①銀行批判に対する反論。 ②「特別地域委員会」の報告書に対する批判。</p>	<p>①ブームの加熱を警告(労働力不足、賃金上昇、コスト増加、生産能力拡大)。 ②輸出貿易拡大の必要性を強調 ③自行の貸出の内訳を公表(6年前より、産業貸出が減少傾向を示す)。</p>

〔出典：「The World Crisis」, *The Bankers' Magazine*, Feb., 1932, pp. 179-184; 「Financial Outlook」, *The Bankers' Magazine*, Mar., 1932, pp. 343-352; 「A Banker on Present-day Problem」, *The Bankers' Magazine*, Feb., 1933, pp. 189-196; 「The Financial Outlook」, *The Bankers' Magazine*, Mar., 1933, pp. 365-379; 「Baclays Bank Meeting」, *The Bankers' Magazine*, Feb., 1934, pp. 211-218; 「The Financial Outlook」, *The Bankers' Magazine*, Mar., 1934, pp. 377-390; 「The Banks and the Public」, *The Bankers' Magazine*, Feb., 1935, pp. 205-211; 「Bankers on the Situation」, *The Bankers' Magazine*, Mar., 1935, pp. 365-383; 「Bankers on the Situation」, *The Bankers' Magazine*, Mar., 1936, pp. 359-379; 「Bankers on the Situation」, *The Bankers' Magazine*, Mar., 1937, pp. 365-378.)

会である。第1表に見られるように、この年の株主総会演説に共通に見られる特徴は、①産業状況にわずかな改善の兆しが見られること、②当面は金本位制復帰は見送るべきこと、③国際経済問題の解決にとって戦債問題が阻害要因となっていること、の3点であったと言われている<sup>2)</sup>。しかしながら、われわれが彼らの演説から最も知りたい低金利政策の評価について詳しく見てみると、銀行家たちの間に意見の食い違いが存在する。

まず、シティの伝統的な立場に固執したのはパークレイズ銀行頭取グッデナフである。彼は、インフレ方針に沿ったいかなる金融緩和政策にも反対であることを表明した。政府の採用すべき政策は国家支出のいっそうの節約によって財政の安定性を確保することであり、またポンド相場の安定が重要であると力説している。しかしながら、金本位制問題について、当面は金本位制復帰の試みは行うべきでないとの見解を表明している。『バンカーズ・マガジン』はこのグッデナフの演説を「まったく健全」であると評し<sup>3)</sup>、『エコノミスト』は「純粋な銀行正統主義」(pure banking orthodoxy)であると評している<sup>4)</sup>。

このような「低金利政策」否定論は、グッデナフ以外の銀行家たちの演説にも見られた。例えば、ナショナル・プロヴィンシャル銀行のゴッシュェンは、一方で「物価引上げは債務者および債務国の支払い能力の維持にとって不可欠である」と指摘し、「銀行正統主義」から逸脱しはじめたが、しかしながら他方で「低利かつ豊富な資金」だけで物価上昇を引き起こすのは不可能であり、国際協力が実現して世界貿易全体が拡大するまではイギリスの繁栄はあり得ないと論じている<sup>5)</sup>。また、ウェストミンスター銀行のベケットやロイズ銀行のピースも、低金利政策の景気促進効果を否定的に見ている。

このような低金利政策の有効性に関する懐疑論に真っ向から反対したのがミッドランド銀行頭取マッケナであった。マッケナは次のように述べている。「われわれは、貨幣数量の増減を通じてわが国の物価水準をかなり自由に規制できる。……もしわれわれが〔為替の〕下落に驚いて、デフレの再開によってそれを食い止めようとするならば、なるほどわが国の為替は回復するだろうが、わが国の貿易を犠牲にすることになる。われわれにとっては、為替相場〔の安



定)よりも、均衡財政や減税、失業の減少などをもたらす国内の繁栄の方がはるかに重要である」<sup>6)</sup>と。

このようにマッケナは、国内物価の引上げを最優先課題とし、為替相場の下落をむしろ放置すべきであると提言する。そして、この政策を成功させるためには、①低利資金の豊富な供給と、それを利用するための新規発行市場の自由化、②金本位制復帰の放棄という2つの条件が必要であるとした。「私が述べたような諸条件の下で膨張的金融政策(an expansive monetary policy)が一貫して強力に実施されるならば、貨幣供給の増加は物価水準の上昇をもたらすであろう。この結果、繁栄への道が開かれることになるだろう。……したがって、もし、われわれが、工業と貿易の潜在力を賢明な金融政策に調和させようとすれば、われわれは、わが国の経済資源を最大限に利用することが可能となり、同時に、世界全体の繁栄の回復に貢献することが可能となる」<sup>7)</sup>

以上のようにマッケナは、物価上昇が最優先課題であり、物価上昇を実現する上で金融政策が有効な手段であることを確認し、しかもイギリス一国で物価上昇が可能であることを力説した。これは、「低金利政策」が直接に物価引上げをもたらすことが可能であることをマッケナが認めていたことを示している。

さて、興味深いことに、1月27日のマッケナのこの演説は蔵相チェンバレンによって批判されることになる。『エコノミスト』によると、チェンバレンは、1月29日に次のように述べている。①英国政府は、可能であれば金表示物価(gold prices)の上昇(世界全体の物価上昇)を望んでいるが、それが不可能ならば、ポンド表示物価の上昇(帝国規模での物価上昇)を望んでおり、現在の低金利政策から逸脱するつもりはない。②しかしながら、「貨幣的手段」(monetary means)だけで目標を達成するのは困難であり、物価の回復を確実にするためには、恐慌を引き起こした経済的・政治的諸要因を除去しなくてはならない。③金表示物価がポンド表示物価に反作用を及ぼす可能性は無視できず、仮にポンド表示物価が上昇しても金表示物価が下落すれば、ポンド為替相場の下落が生じる可能性がある。その結果、外国諸国は英国にとって非常に厄介な手段である外国通貨の切下げを実施せざるを得なくなり、世界的な平価切下げ競

争が生じる危険性があると言うのである<sup>8)</sup>

このようにチェンバレンは、低金利政策を推進しつつも、低金利政策だけでは物価引上げの目標達成は難しいこと、イギリスのみが物価上昇を達成すると国際的な平価切下げ競争が生じる危険性があることに注意を向けたのである。要するに、マッケナが物価引上げ策として金融政策（具体的に低利資金の豊富な供給）に全幅の信頼を置いたのに対し、チェンバレンはその限界性を指摘し、経済的政治的阻害要因の除去に優先順位を与えている。また、マッケナがイギリス一国における物価上昇が可能であり、むしろその方が世界全体の繁栄にイギリスが貢献することになると考えたのに対し、チェンバレンの方はイギリス一国のみの物価上昇は平価切下げ競争を招くことになり、世界の通貨不安を引き起こすことによって、イギリスにとっても都合が悪いと考えたのである。

すでに見たようにチェンバレンはオタワ会議や銀行家協会では「低金利政策」を積極的に表明していた。それゆえ、「低金利政策」の公式声明を行っていた蔵相チェンバレンが、マッケナの見解に対して批判姿勢を示したのはなぜかという疑問が生じる。この点は、チェンバレンがオタワ会議の場ですでに金融政策の有効性に一定の疑問を呈していたこと、また、現実の公定歩合引下げや5%戦債の借換えの過程ですでに十分な信用緩和は実施済みとの認識を示していたことから説明できよう。これとは対照的に、マッケナは、長期利利率の低減を通じた投資刺激とともに、さまざまな信用緩和が直接に物価引上げをもたらすと考えており、景気回復のためになおいっそうの信用緩和を求めたと考えられよう。

ところで、1933年度の「五大銀行」の株主総会演説で他に注目すべきものは、ウェストミンスター銀行頭取ベケットの演説である。物価引上げ策としての低金利政策の有効性に疑問を呈した点で、彼はマッケナ以外の頭取たちと意見が一致したが、管見の限りでは「財政節約の行き過ぎ」を指摘したのはベケットただ一人であった。彼は生産的で納税者に負担をかけないような公共事業の着手を訴えたのである<sup>9)</sup>このベケットの主張は、銀行家の中では特殊なものであったことをここで指摘しておきたい。

以上、景気回復以降のシティの対応を見てきたが、マッケナを除けば依然として銀行家たちは一般に低金利政策の有効性に対して懐疑的であった。低金利政策はむしろインフレ的な膨張政策と見做され、世界貿易を阻害することによって輸出貿易に依存するイギリス経済にとって有害であるとさえ論じられたのである。「低金利政策」のいっそうの遂行を求めたマッケナの演説が蔵相チェンバレンによって批判されたことは、政府の実施した「低金利政策」の意味を考える上で重要である。

- 1) イギリスにおける早期の景気回復については、アート、前掲邦訳、153～163頁を参照。アートは、1932年から1937年のイギリスの景気回復がめざましいものであったこと、1930年代の景気回復が「国内市場依存型の景気回復によるものであった事実」を強調し、イギリスの国内経済構造に、第1に輸出向け工業生産の比率の低下、第2に重要産業における「独占化の急速な進展」が生じたことを力説している。そして、「アメリカや、……ドイツ、フランス、スウェーデンなどでは、大規模な公共投資による刺激が必要だったのに、何ゆえイギリスにおいてはこのような刺激なしに民間企業が独自に経済不況の淵から脱出するのに成功しえたのであろうか」と問い、「イギリスにおいてはポンドの平価切下げと保護関税、およびそれよりやや程度は劣るが低金利とによって与えられた」（同上書、156～157頁）として、これらの三つの措置が民間投資と経済活動の回復を刺激し、促進したと理解している。
- 2) “The Financial Outlook : Bankers’ Views”, *The Bankers’ Magazine*, Vol. CXXXV, March, 1933, pp. 366–367.
- 3) “A Banker on Present-day Problems”, *The Bankers’ Magazine*, February, 1933, p. 196.
- 4) “The Bankers and the Pound”, *The Economist*, February 4, 1933, p. 226.
- 5) *Ibid.*
- 6) “The Financial Outlook : Bankers’ Views”, *op. cit.*, p. 373.
- 7) *Ibid.*, p. 374.
- 8) “The Bankers and the Pound”, *op. cit.*, p. 226.
- 9) “The Financial Outlook”, *op. cit.*, pp. 374–375.

## IV 1934 年以降の景気楽観論と低金利政策の積極的評価

イギリスの景気回復がかなり顕著になった1934年以降、シティの銀行家たちの態度に何らかの変化が見られるであろうか。

1934年の株主総会においては、ほとんどの頭取たちが、数年来初めて国内の景気の改善が生じたことを報告した。ただし、多くの論者は、景気の拡大は「自然に」生じたのであって、金融政策などの人為的手段の結果生じたわけではないと指摘し、低金利政策の景気回復効果に懐疑的な評価が主流を占めた<sup>1)</sup>

まず最初に注目すべきは、低金利政策の弊害を指摘したパークレイズ銀行頭取グッデナフの演説である。彼は国内状況について、①多くの産業分野で景気の相当な改善が生じたが、銀行への資金需要を拡大させるほどではなく、②極度の低金利と国債の低利借換えを通じた国債の利子負担の軽減の結果、国家財政の改善が生じたが、低金利は銀行家にとって深刻な問題を引き起こしていると指摘する。すなわち、国債の低利借換えは、国債保有者にとってはその利子収入の減少を意味し、借換え操作の促進のために実施された低金利 (cheapness of money) の結果、預金者および一流証券保有者は所得の減少を経験し、投資家は金縁証券投資から十分な収入を得られなくなり、銀行にとっては預金の有利な運用先が消滅したことを意味する。したがって、「もし、非常に長期に〔低金利が〕続けば、異常な低金利から世界がどれだけ利益を得られるか疑問である」と述べ、低金利の弊害を指摘している<sup>2)</sup>

これに対して、ミッドランド銀行のマッケナは、景気回復過程における金融政策の役割を積極的に評価している。オタワ協定や、外国との通商協定の締結、保護関税の導入などが景気の拡大に相当に貢献したことは確かだとしても、一貫した膨張的金融政策が採られなければ、これらの要因だけで景気回復をもたらすことは不可能であったはずだと言うのである。マッケナはあくまで低利かつ豊富な貨幣供給の維持を主張したのである<sup>3)</sup>

この他、キャンベル (ナショナル・プロヴィンシャル銀行) やベケット (ウェストミンスター銀行) の演説では、イギリスの景気回復は生じて、食糧と原

料を輸入に依存しているイギリスにとって輸出貿易の拡大が必要不可欠であり、国際貿易が拡大しなければこれ以上のイギリスの景気回復は望めないとの見解、すなわち「飽和点」(saturation)に達したとの見解が見られた<sup>4)</sup>

翌1935年度の株主総会では、労働党の銀行国有化政策に対する反論が頭取たちの主たる論題となったが、前年同様、国内の景気回復が報告されている。しかしながら、マッケナとベケットを除けば、国際貿易の大幅改善がなければ景気のこれ以上の進展はあり得ないとの観測が主流を占めている<sup>5)</sup>。マッケナはこの論調に反論し、前年度に記録した貿易赤字の増大に関して独自の楽観的見通しを提示している。彼によれば、イギリスの輸入拡大は海外投資からの利子収入の確保を可能にし、国際収支全体では変化はない。むしろ海外投資収益確保の観点からは自由な輸入が必要であり、また、低金利政策の継続に基づいた国内市場の開拓を通じて、なお一層のイギリスの景気拡大が可能であり、景気が「飽和点」に達したとは考えられないとの認識を示している<sup>6)</sup>

1935年にはイギリス国内の景気拡大は「飽和点」に達したという悲観的な観測が見られたが、景気回復が一層進展した1936年には、国内市場はいまだ「飽和点」に到達していないということで意見が一致した<sup>7)</sup>。このような景気回復のいっそうの進展の中で、これまで低金利政策に対して慎重な姿勢を取ってきた論者たちも低金利政策を積極的に評価するようになる。例えば、ウェストミンスター銀行のベケットは、他国に比べてイギリスが大恐慌に対する抵抗力を示したのは、健全な金融財政政策のためであり、具体的には、均衡財政の維持、産業に対する低利資金の供給、金本位制離脱後の物価安定などを重要視している<sup>8)</sup>。このベケットの認識は、低金利と均衡財政を同時に達成する必要性を表明している点で、「低金利政策」の意義を考える際に特に重要である。もちろん、頭取たちの見解にはかなりの多様性が認められるが、ナショナル・プロヴィンシャル銀行頭取のキャンベルは、低金利について興味ある批判的意見を述べている。彼は、低金利が、預金金利の低下と有価証券の利回り低下を通じて投資家層に打撃を与えた事態に注意を喚起している<sup>9)</sup>。この観点は銀行家の低金利に対する基本的な姿勢を示すものとして注目すべきであろう。

1937年度の総会では、これまで以上に低金利と景気回復との因果関係が認められ、可能なかぎり低金利政策を延長すべきとの意見が、銀行家たちの間で一般化した<sup>10)</sup> (マッケナ、ベケット)。しかしながらパークレイズ銀行の新頭取フィッシャーは、グッデナフ以来の伝統を引き継いで、低金利が産業回復の一要因であることを認めつつも、低金利の重要性を強調しすぎるのは間違いであると批判している。彼に言わせれば、生産コストの中で金利負担はそれほど重要ではない<sup>11)</sup> ところで、1937年は景気の一時的後退を経験する年であるが、景気加熱に対する懸念が、各銀行家の演説にあらわれている。特に、熟練労働力の不足が深刻であり、労働コスト上昇の危険性が注目されているが、このように景気の加熱が予想される状況のなかでも、銀行家たちは高金利政策による景気の引締めを望んだわけではない。この時期には、低金利の有効性は一般に認識され、低金利政策の継続がつよく求められている。たとえば、ベケット (ウェストミンスター) は、低金利の利益を認めると同時に、再軍備がすでに実施されていた当時の状況下においては、信用の引締めは再軍備の展開に影響を及ぼさず、民間の事業経営だけを抑制する結果となるので、低金利政策は継続すべきであるとしている<sup>12)</sup> マッケナも、景気加熱を懸念する声に反論し、楽観的見通しを提示するとともに、金利上昇の可能性は少ないことを確認している<sup>13)</sup>

このように、銀行家たちは、意見の多様性を示しながらも、国内市場主導型の景気回復を経験するにつれて、低金利政策の意義を次第に認めるようになったのである。

- 1) "The Financial Outlook", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXXXVII, March, 1934, pp. 377-378.
- 2) "Barclays Bank Meeting: Mr. Goodenough on the "Commodity Dollar"", *The Bankers' Magazine*, February, 1934, pp. 212-214. なお、グッデナフの演説全体は国際状況の検討に充てられている。
- 3) "The Financial Outlook", *The Bankers' Magazine*, March, 1934, pp. 380-383.
- 4) *Ibid.*, pp. 384-388.
- 5) "Bankers on the Situation", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXXXIX, March, 1935,

- pp. 365-367.
- 6) *Ibid.*, pp. 375-376.
  - 7) "Bankers on the Situation", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXXI, March, 1936, pp. 360-361.
  - 8) *Ibid.*, pp. 367-369.
  - 9) *Ibid.*, pp. 373-375.
  - 10) "Bankers on the Situation", *The Bankers' Magazine*, Vol. CXLIII, March, 1937, pp. 365-366.
  - 11) *Ibid.*, pp. 367-369.
  - 12) *Ibid.*, pp. 369-371.
  - 13) *Ibid.*, pp. 371-373.

## 結 語

低金利政策は、政策展開過程を見る限り、金本位制離脱後の外国為替問題や国債借換え問題、さらには財政問題の処理など、具体的な政策課題に対する一連の緊急対策の結果として生じたものであった。しかしながら同時に、この時期に帝国経済体制の一体性を強化するためには、帝国規模での物価上げが緊急に必要であることが認識されるようになった。その結果イギリス政府は、かなり早い時期から、低金利政策を物価上げのための重要な政策手段の一つと考えるようになっていた。オタワ「帝国経済会議」でのチェンバレン演説はそのことを端的に物語っていた。

このような低金利政策が確立していく過程で、ロンドン金融市場は当初必ずしも低金利政策の導入に積極的にかかわったわけではなかった。むしろ逆に、低金利の物価上げ効果に疑問を抱く見解が根強く存在していた。低金利政策は、投資収入の減少を意味し、投資家にとって好ましい政策とは考えられなかった。さらに、銀行預金の有利な運用先が見出せず、銀行の収益を圧迫した点でも、産業界から当座貸越の金利が高すぎるという批判を招いた点でも、銀行経営にとって低金利政策は決して好ましいものではなかった。

しかしながら、シティが低金利懐疑論で一致していたかという点必ずしもそうではなかった。ミッドランド銀行のマッケナは物価引上げの必要性和そのための低金利政策の有効性を一貫して主張していた。マッケナと蔵相チェンバレンとの間に一定の見解の不一致があったことに示されるように、マッケナはチェンバレン蔵相以上に低金利政策の物価引上げ効果に信頼を置き、イギリス一国の景気回復を最優先課題としていた。国際的な為替安定の問題は、マッケナにとっては二次的な問題でしかなく、イギリス一国の回復がむしろ世界全体の繁栄に貢献すると考えられたのである。

実際には、低金利政策に対するシティの一般的な懐疑論は、1930年代半ば以降に国内市場主導型の景気回復が展開するにしたがって、その論調は次第に変化することになる。パークレイズ銀行の頭取を含め、「五大銀行」の頭取たちの中に低金利政策の意義を認める傾向が生じたのである。1937年の段階になると、軍備拡張の中で金利政策そのものの有効性に疑問が投げかけられるようになる。これ以後「低金利政策」の意味そのものが変化すると考えられるが、この点に関する考察は今後の課題としたい。

以上見てきたように、シティは全体に保守的・伝統主義的であり、「低金利政策」という新たな金融政策の展開に対して懐疑的であった。しかしながら、同時にシティの内部にはマッケナに代表されるような「進歩的な」部分が含まれており、状況の変化によってはこの「進歩的な」部分の見解がシティ全体に影響する可能性があった。このことは、シティがさまざまな新たな諸問題に対して決して保守的一辺倒ではなく、かなり柔軟に対応する可能性のあることを示しているのではなかろうか。すでに1929年末に始まったマクミラン委員会の聴聞会では、産業界や労働組合の代表たちが一致して国内の全般的な信用緩和や金融市場の改革を求めた。『マクミラン報告』はそのような要求を背景として、緊急対策の一環として「低金利政策」を勧告した。シティの中ではマッケナがシティの「進歩的」な部分を代表して活躍し、新しい政策提言を準備したと言えよう。

最後に、低金利政策は均衡財政と矛盾するものではなく、むしろ、均衡財政



を促進する手段として導入されたものであり、均衡財政の枠内で物価の引上げを達成するための金融的手段であった点を改めて確認しておきたい。管見の限りでは、マッケナは赤字財政を通じた大規模公共事業の実施に言及したことはなかった。これに関しては、ウェストミンスター銀行のベケットは「均衡財政の行過ぎ」を指摘しており、その点ではマッケナよりも「進歩的」であった。