

## 博士学位請求論文審査報告書

申請者：高橋 秀直

論文題目：「ロンドンにおける外国為替市場の台頭・定着とその機能－1925-1931年－」

### I 論文の主題と構成

本論文は、イギリスの再建金本位制下（1925年の金本位制復帰から1931年のポンド危機、金本位制離脱に至る過程）におけるロンドン外国為替市場の動向を歴史的な史料と統計データに基づいて分析している。特に、1925年の金本位制復帰後の先物為替市場の動向に焦点をあて、第一次大戦後に台頭したロンドン外国為替市場が、金本位制再建という金融面の制度変化にもかかわらず、十分に定着し機能し続けたことを、史料および統計データを用いた計量分析によって明らかにしている。

Paul Einzigの研究以降停滞していた1920年代のロンドン外国為替市場の研究が、近年J.M. AtkinやR.C. Michieにより進展し、第一次大戦以前には十分に発達していなかったロンドンの外国為替取引が、1920年代に急速に台頭・定着したことが明らかにされた。しかし、1925年のイギリスの金本位制再建に伴う、ロンドン外国為替市場の動向・先物為替市場の動向については、データや史料の制約により、先行研究では評価が十分に定まっていない。第一次大戦後のイギリス経済が金本位制再建と離脱に振り回されたことを鑑みると、この論点が十分に検討されていないことは、1920年代のイギリス経済の国際金融面を明らかにする際の障害になっていると言っても過言ではない。この論点を史料とデータに基づいて分析することが本論文の目的である。

その一方、まとまった史料の入手が困難であるため、1920年代のロンドン外国為替市場の歴史研究は極めて困難である。その困難を克服するために、本論文では、①史料調査によるアプローチ、②統計データを利用したアプローチを併用している。特に金本位制再建後のロンドンにおいて、外国為替市場が十分に定着・機能していたのかどうかをチェックするためには、実際の統計データを用いた計量的な分析が不可欠である。史料の分析と、統計データの計量分析に基づいて、先物為替市場の動向に光をあて、再建金本位制下においてロンドン外国為替市場が定着・機能していたことを明らかにしたことに本論文の意義と特色がある。

本論文の構成は以下のようになっている。

序章 本論文の課題と構成

第1章 1925年のイギリスの金本位制復帰と先物為替市場への影響

1. 1920年代におけるロンドン外国為替市場の台頭
2. 第一次大戦後における国際的な金本位制再建への動き
3. ロンドン外国為替市場に対するイギリスの金本位制復帰の影響

第2章 再建金本位制の下でのロンドン先物為替市場の動向

1. 金本位制の下での短期金利間の国際的裁定行動に関わる先行研究の整理

2. 短期金利間に着目した分析と手法の説明

3. 先物為替市場を加えた分析とその結果

### 第3章 再建金本位制下のロンドンと欧米各国の外国為替市場—国際連盟史料に基づく概観—

1. 再建金本位制下のロンドン外国為替市場の取引動向

2. 1920年代における国際連盟の活動

3. 1928年の中央銀行統計専門家会議と当時の外国為替市場の動向

### 第4章 1931年の「ポンド危機」下でのロンドン外国為替市場の動向

1. 1920年代のロンドン外国為替市場における為替レート形成

2. 外国為替レート日次データの入手とポンド・ドル相場の観察

3. 「ポンド危機」当時の為替レートの動向に対する解釈と議論

### 終章 結論と含意

## II 各章の概要

以下に各章の概要を示しておく。

まず第1章では、第一次大戦後における金本位制再建過程とロンドン短期金融市場の国際的側面の変化が検討される。第一次大戦以前の国際的金本位制の下では、ロンドン市場を中心とした貿易などの国際的な取引決済にポンド建てのロンドン払い手形が使用されていた。ロンドンにおいても外国為替取引は行われていたものの、第一次大戦後に比較すれば規模は小さかった。だが、第一次大戦を通じて、アメリカの債権国化が進行したため、イギリス側でもドル・ポンド取引の需要が増大した結果、ロンドン市場においても外国為替取引の規模が拡大しただけでなく、金本位制の停止に伴い為替レートの変動が増大したため、投機やリスクヘッジのための先物為替取引の規模も拡大していた。しかし、イギリスの政策当局は、金本位制に復帰し、第一次大戦以前のようなロンドン払い手形を中心としたロンドン金融市場を再建することを意図していた。このことは、政策当局が、ロンドンにおける直物や先物を含めた外国為替市場の拡大を、一時的な現象としか認識していなかったことを示唆している。1925年にイギリスは旧平価で金本位制に復帰するのであるが、金本位制復帰がロンドン外国為替市場の動向に与える影響は、当時の政策担当者には十分に認識されていなかったことを本論文は明らかにした。

そこで第2章では、イギリスの金本位制が再建された後も、ロンドンにおいて外国為替市場が十分に定着・機能していたかどうかを検討される。まず、第一次大戦以前の古典的金本位制の下において、ロンドンとニューヨークの短期市場金利に強い相関があることを示した先行研究を踏まえて、著者は再建金本位制下における短期金利の相関に着目した。次に、1920年代になるとロンドンに先物為替市場を含めた自由な外国為替市場が定着していたことを考慮して、短期金利間裁定行動に先物為替レートを加えて分析した。計量分析の結果、金本位制が再建された後も、先物為替市場は国際的な短期金利裁定行動に組み込まれる形で十分にロンドンに定着・機能していたことが判明した。先物為替市場を利用した裁定行動が機能している場合、先物売買と同時に直物も売買されていたことになる。そのため、この結果は、イギリスの金本位制再建後も自由な外国為替市場がロンドンにおい

て十分に定着・機能していたことを強く示していると著者は論じた。

第3章では、再建金本位制下での当時の欧米各国の外国為替市場の相互関連が、国際連盟史料に基づいて検討される。その結果、①ロンドンとニューヨークの外国為替市場が国際的に突出していたこと、②ロンドンにおいて、ドル・ポンド取引がポンドと他国通貨の取引より圧倒的に大きかった事実を、著者は確認した。第一次大戦後の国際的な資金循環は、アメリカからヨーロッパの戦勝国を通じて敗戦国に流れ込んだ資金が再度アメリカに還流するというものであった。先行研究は、第1次大戦後のロンドンが外国為替市場としての国際的地位を強めた理由は、当時の世界的な資金循環の中で、ロンドンがニューヨーク市場と大陸ヨーロッパの外国為替取引を仲介する役割を果たしていたためであると主張した。著者は、この傾向がイギリスの金本位制再建後も大きく変わった形跡はないことを明らかにした。さらに、ロンドンにおいて外国為替市場が台頭・定着したという事実は、ロンドンが世界の情報を集めることにもなり、アメリカ経済の台頭に伴いイギリス経済の相対的な地盤沈下が言われる1920年代において、国際金融センターとしてのロンドンの地位を下支えする要因の一つになったと論じた。

次いで第4章では、「ポンド危機」とイギリスの金本位制離脱について、ロンドン先物為替市場の発達・機能と言う観点から検討される。1931年の「ポンド危機」前後において観察できたポンド・ドル相場の動きが、イギリスの旧平価（1ポンド=4.86ドル）維持に対する信認の動揺と関連している点が明らかにされる。本章は、専ら1930年代にEinzigが作成した週単位データを分析してきた先行研究とは異なり、新たに『フィナンシャル・タイムズ』紙の日次データを導入し、直物・先物レートとビッド・アスク・スプレッドの動きを詳細に検討することで、1931年1月と7月以降の直物レートと先物レートの動きの違いを明示した。また、当時のロンドン外国為替市場が何らかの規制の導入やトラブルに陥っていたことはなく、ロンドン外国為替市場において自由な為替取引が行われていたことも当時の文献や史料に基づいて確認した。その結果、日次データで観察できた直物および先物為替レートの動きの違いは、イギリスの金本位制離脱および旧平価の放棄がわずかに予想された場合には先物ポンドだけがドルに対して急落し、イギリスがすぐにでも金本位制を離脱すると考えられた場合には、直物と先物ポンド相場がドルに対して急落したことを示していると著者は結論づけた。

終章において著者は、これまでの各章で部分的に説明されていた議論を総合し、1920年代におけるロンドン外国為替市場の全体像を整理した。そのうえで、第一次大戦前後から1931年までの間に生じた国際金融上の出来事の中に、当時のロンドン外国為替市場の形成とその機能を位置付けた。また、著者は今後の作業として明らかにすべき点を幾つか明らかにしたうえで、本論文を基礎にすることで今後どのような展開ができるのかという点についても言及している。

### III 評価

本論文がもつ積極的な意義は以下の二点にまとめられる。

第一は、1920年代において急速に台頭したロンドン外国為替市場の実態を、先物市場を含めて、市場の形成と市場の機能の両面から明らかにした点である。先行研究は、ロンド

ンにおける外国為替市場が、第一次大戦後急速に拡大した点を明らかにしたが、金本位制の再建により、変動相場制から固定相場制へとイギリスの直面する国際金融環境が大きく変化したことに伴うロンドン外国為替市場の動向を、十分に検討していなかった。本論文は、この点を新たな史料の発掘とデータを用いた統計分析手法の導入により明らかにした。先行研究を受けて計量分析を進め、1925年以降の再建金本位制下のロンドンとニューヨークの短期金利データに連動・相関がないことを確認したうえで、ロンドンの先物市場の重要性に着目してその発展をデータに基づいて検証し、先物市場を利用した裁定行動によって自由な外国為替市場がロンドンで十分に機能していたことを明示したことは高く評価される。また、ロンドン先物為替市場の台頭と機能という観点から、1931年の「ポンド危機」とイギリスの金本位制離脱を再検討し、『フィナンシャル・タイムズ』紙の日次データを利用して、直物レートと先物レートの動きの違いと「ポンド危機」との関係性を明示した点も評価できる。

第二は、1920年代の国際金融史上の制度変化における「変化の中の連続性」の一端を明らかにしたことである。先行研究では、政策担当者間で古典的金本位制に対する信頼が1920年代になっても依然として根強かった事実（「大蔵省見解」、「金本位心性」）や1920年代における短期間で金本位制復帰と離脱に伴うイギリスの国際金融上の動揺が明らかにされてきた。本論文はさらに、第一次大戦直後のロンドンで急速に台頭した直物・先物の外国為替市場が、金本位制の再建に伴いイギリスが固定相場制を採用したにもかかわらず、1931年まで依然としてロンドンに定着・機能し続けたことを明らかにした。この指摘は、先行研究が明らかにしてきた1920年代の様相とは異なる側面に光を当てるものであり、当時の国際金融面の新たな一面を明らかにしたという点で評価できる。

本論文に収録されている研究成果の一部は、すでに『社会経済史学』のような査読学会誌に掲載された。また、金融学会等の歴史学会以外の場所でも報告を行い、本論文の成果は国際金融論の研究者の間でも一定の評価を得ていることを付記しておく。

もちろん、本論文には幾つかの問題点があることも否めない。

例えば、本研究は、再建金本位制下のロンドン外国為替市場に焦点を合わせることによって、ロンドン外国為替市場の動向を描き出すことには成功しているものの、外国為替市場とロンドン・シティ内の他の金融市場（金市場や短期資金市場）との関連性についての考察が不十分になってしまったことも否めない。また、分析手法として、データを用いた計量経済学的手法を導入したことが本論文の特色であるが、近年の時系列分析の手法の革新は目覚ましいために、さらに新たな手法を導入して本論文の議論を検討する余地も残されている。

以上のように、本論文は不十分と思われる限界や問題も指摘できるが、全体としてみれば、新史料も含めた一次史料の分析と、時系列分析の手法の導入や日次データの導入による統計分析を統合した、新たな視角からの意欲的な実証研究として高く評価することができる。著者は、所定の口頭試問において審査員から指摘された幾つかの論点や問題点についても十分に受け答えを行い、その後、必要な改訂を行い、指摘された問題点に改善を加えた最終論文を提出してきた。

審査員一同は、所定の口頭試問の結果、及びその後の改訂を経た最終論文の内容に対する総合的な評価に基づいて、高橋秀直氏に一橋大学博士（経済学）の学位を授与すること

が適当であると判断する。

2010年7月14日

審査員 (50音順)  
加藤 博  
鎮目雅人  
城山智子  
(委員長) 西沢 保  
矢後和彦