

博士（経済学）学位請求論文要旨

『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-』

一橋大学大学院経済学研究科博士課程

高橋秀直

本論文は、第一次大戦後に台頭したロンドン外国為替市場の動向を再検討することが目的である。特に、1925年にイギリスが金本位制に復帰した後のロンドン外国為替市場の動向に着目する。その上で、1920年代のロンドンにおいて台頭した自由な外国為替市場が、金本位制再建後も、ロンドンにおいて十分に定着・機能し続けたことを明らかにする。

第一次世界大戦と第二次世界大戦の間の両大戦間期は、第一次大戦以前の経済構造が大きく変わった時期であった。例えば、ポラニーは両大戦間期を、金本位制や自由貿易等に支えられた19世紀の自由主義的な経済体制が支配していた時代から経済への政府の介入が避けられなくなった時代への移行期に当たると評価した。また、キンドルバーガーは両大戦間期を、イギリスからアメリカへ世界経済の指導力が移動した時期と評価した。

1920年代のイギリスの場合、最も重要な出来事は1925年の金本位制の再建と1931年のその停止である。イギリスは、第一次世界大戦以前の古典的金本位制において最も重要な位置を占めていたため、第一次大戦後のイギリス経済は金本位制復帰を巡って動いていた。その過程で、イギリス経済が戦前のような地位を回復することの困難さが次第に明らかになってきた。国際金融面に着目すれば、アメリカの債権国化があり、もはやイギリスが国際経済上卓越した存在であることは困難になっていた。

ロンドン外国為替市場については、以下のような点が指摘されてきた。古典的な金本位制においては、ポンドが基軸通貨であった。貿易や資本移動に関わる国際的な取引はポンド建てで行われることが多く、ポンド建てのロンドン払い手形(bill on London)が利用されたため、国際金融センターとしてのロンドンには、世界の貿易や資本移動の決済が集中していた。そのことの帰結として、第一次大戦以前のロンドンにおいて外国為替市場は十分に発達していなかった。また、イギリスでは1931年の金本位制停止時の外国為替市場の混乱を経た後も、幾つかの規制が存在したとはいえ基本的には自由な外国為替取引が行われていた。政策当局もロンドンの国際金融センターとしての地位の維持のためには、その方がむしろ望ましいと考えていた。

近年、アトキンやミキにより1920年代のロンドン外国為替市場についての研究が進んだ。自由な外国為替市場が、1920年代のロンドンにおいて既に台頭・定着したことが明らかにされた。だが、1925年のイギリスの金本位制再建に伴い、ロンドン外国為替市場がどうなったのかという点は言及されるものの、データや資料の制約により評価が未だ定まっていない。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ていたという事実と照らし合わせると、この論点が十分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うえでの大きな障害になっていると言っても過言ではない。

そこで本論文は、1920年代に台頭したロンドン外国為替市場が、金本位制再建後においてもロンドンに十分に定着・機能していたかを明らかにすることを目的とする。

まず、本論文に関連する1920年代のイギリスの国際金融面の研究、金本位制研究、大恐慌研究の3つの領域に関する研究史を簡単に整理する。

1. 近年のイギリスの国際金融面に関する研究を検討する。1970年代にモグリッジやセイヤーズが、この当時のイギリスの国際金融面を英大蔵省等の当時の内部文書を基に検討する研究の先駆けとなった。彼らの研究は、当時の政策担当者間でどのような意見が交わされており、どのようなプロセスで金本位制復帰や停止という決定が実行に移されたのかを初めて明らかにした。その後、当時の政策決定過程を英大蔵省やイングランド銀行の

内部文書を用いて検討する研究が多く出版された。

彼らの研究はイングランド銀行や英大蔵省が外国為替市場に関わった事実と言及するが、政策分析に多くを割いているために、当時のロンドン外国為替市場の実態についてはほとんど検討していない。

2. アイケングリーンは金本位制の国際的調整メカニズムの研究は、①効率性を重視する見解 (efficiency view), ②規律面を重視する見解 (discipline view) の二つに分けられると主張する。

①効率性を重視する見解は、金や金融資産の裁定行動と大きく関わる。このような見解が生じた理由は、ヒュームの物価・正貨流出入メカニズムが実際には機能していないという発見から始まった。このようなメカニズムは、交易条件や輸出入のみに焦点をあわせており、資本移動などが行われる現実を反映したものではなかった。特に金利差に反応する資本移動を考慮したものにカンリフ委員会の説明がある。資本移動が自由に行われれば、裁定行動により各国の金利が平準化するということが考えられる。そのため、短期資本市場における裁定行動の効率性に着目する研究が現れた。古典的金本位制期のロンドン短期金利とニューヨークの短期金利の連動性を分析する研究として、トゥリオとウォルタースの研究がある。

だが、再建金本位制の下での研究になると限定される。そのため本論文では、ロンドン市場とニューヨーク市場の短期金利の連動を手掛かりに、ロンドン先物為替市場を利用した短期金利間の裁定行動の成立に注目する。

②近年出現した規律面を重視する見解は、ある国が金本位制を採用していることを、その国が財政や金融面での規律を順守することの指標と金融市場が見なすために、金本位制採用時には、金利の低下等がデータから観察できると主張する。だが、1920年代の政策担当者も、金本位制が財政や金融への規律をもたらすという見解を既に持っていた。

3. 近年の大恐慌研究によって、アメリカの株式市場の暴落から始まった大恐慌の国際的な伝播には、国際金本位制が大きく関わっていたという指摘がなされた。「金の足かせ」が各国の弾力的な金融政策の運営を縛っていたという考えが、その説明の核にある。彼らの研究はあくまでアメリカが基準であるために、イギリスの議論は背景に退いている。

近年の大恐慌研究が本論文にもたらしてくれる知見は、1920年代の各国の政策担当者の多くが、金本位制の重要性を疑うことが無かったことを指摘している点である。それは金本位制復帰の際のイギリスの政策担当者だけでなく、第一次大戦後ジュネーブに設立された国際連盟が、東欧などの通貨安定化に金本位制再建が不可欠であると認識していた事実と整合的である。

ここからは、1920年代のロンドン外国為替市場について明らかにされている点と本論文が明らかにしたことを述べる。

当時のロンドン外国為替市場における為替レートの形成は、為替ブローカーと為替ディーラーが電話回線上で、ビッド (買い気配値: 買ってよい価格)、アスク (売り気配値: 売ってもよい価格) レートをやり取りしながら行われた。ブローカーは為替ディーラーから集めたビッド・アスクレートを集約し、自分の予想も加味して、為替レートを競り上げたり競り下げたりした。それにより為替レートが上下に変動した。このようなプロセスを経て、電信為替相場 (Telegraphic Transfer) や一覽払い手形 (At Sight) 等に適用される為

替レートが決定された。電信為替は最も早く執行されるため、第一次大戦後の送金には電信為替の利用が拡大した。一覧払い手形などの手形類に適用される為替レートは、郵送にかかる日数分の金利が考慮されるために、売買の際電信為替より割高もしくは割安の為替レートが適用された。

だが、1920年代におけるロンドン外国為替市場の研究は困難を極める。なぜならば、当時のロンドン外国為替市場において、データや資料を集める中央組織に当たるものが存在しなかったために、史料を入手することが困難だからである。その困難を回避するために、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する。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、実際の統計データから当時の市場の動きを確認する必要がある。また、文書館調査により発見した、外国為替市場間の相互関連を示す史料や取引量に関わる数値を利用することで、先行研究で不足していたデータや史料を補うことに成功した。ただし、本論文は、あくまでも直物・先物為替レートと短期金利間の裁定行動や為替レートの動きの分析に集中し、どのような業者がどのような為替手形を利用していたのかという点の分析には立ち入らない。

本論文は全部で4章であり、序章と終章がつく。本論である全4章のそれぞれにおいて、金本位制再建から停止までのロンドン外国為替市場の動向に関わる様々な論点を検討する。それらの分析結果を踏まえて、本論文は1920年代のロンドンにおいて台頭した外国為替市場が、1925年のイギリスの金本位制再建後もロンドンにおいて十分に定着・機能していたことを明らかにした。

第1章において、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を概観した。第一次大戦以前の国際的金本位制のもとにおいては、ロンドン市場を中心にした貿易などの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。また、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た。イギリスの政策当局は、第一次大戦以前のようなロンドン払い手形を中心にしたロンドン金融市場を再建することを意図していた。同時に、政策当局は、ポンドの価値が不安定であるとみなされている状況では、第一次大戦以前のロンドン払い手形による国際決済システムを再建できたとしても、為替レート変動リスク自体が消えるわけではないために、ポンド建てでの取引が必ずしも増加することにはならないであろうことを理解していた。このことは、政策当局が第一次大戦後の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、一時的な現象と認識していたことを示唆している。そして、そのような想定に基づくイギリスの金本位制再建は、当時台頭していた直物や先物を含めたロンドン外国為替市場に大きな影響を与える可能性があった。残念ながら、この論点は先行研究において十分に検討されてこなかった。

そこで、第2章において、イギリスの金本位制が再建された後も、ロンドンにおいて先物為替市場が十分に定着・機能していたかどうかを検討した。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

とが既に指摘されている。だが、再建金本位制の時期にどうなるかは自明な議論ではない。1920年代当時、ロンドンにおいて先物為替市場を含めた自由な外国為替市場が既に定着していた。そのような状況で金本位制が再建された場合、為替レートの変動が抑制され、先物為替市場に対する必要性が低下する可能性がある。その理由は、金本位制も一種の固定レート制だからである。そのため、金本位制が再建された場合にロンドンにおける先物為替市場がどうなるかについて何らかの形でチェックする必要がある。先行研究を踏まえ、本論文は先物為替市場を利用した国際的短期金利裁定行動の成立をその判定条件とした。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、直物取引も行われることになる。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。

第3章において、再建金本位制の下での当時の欧米各国の外国為替市場の相互関連を、国際連盟史料に基づき検討した。その結果、①ロンドンとニューヨーク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発見した。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だった。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たためであると主張した。本章では、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。だが、先行研究は、史料の制約のために、1920年代のロンドン外国為替市場を当時の欧米外国為替市場の中に位置付ける作業をほとんど行ってこなかった。本論文での発見事実は、先行研究では不十分であった裏付けを新たに提供するものであった。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、ロンドンに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。

第4章において、1931年の「ポンド危機」におけるロンドン先物為替市場の動向はあくまでも自由な市場の反応の帰結であることを明らかにした。『フィナンシャル・タイムズ』紙のデータを観察した結果、1931年のロンドン外国為替市場において、ポンド・ドルの直物為替レートと先物為替レートの動きが異なる点を確認した。この動きはイギリスの金本位制離脱が僅かに予想された場合には、直物ではなく先物ポンドのみ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、直物と先物が同時に急落した結果と解釈した。このような為替レートの動きは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を示すものではなく、むしろ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を示している結果と判断した。実際に、「ポンド危機」当時やその後にかけて、ロンドン外国為替市場には一時的に外国為替取引規制がかかることはあっても、イギリスの政策担当者はロンドンの国際金融センターとしての地位を守るためには、むしろ自由な為替取引を維持する方が望ましいと考えていた。

金本位制再建後においても、自由な外国為替市場がロンドンに定着していたという本論文の結論は、再建金本位制が必ずしも古典的金本位制の再建ではなかったことを示す出来事の一つである。だが同時に、再建金本位制が古典的金本位制と異なる側面として、イングランド銀行がロンドン外国為替市場に介入し始めたという事実がある。確かに、モグリッジ等の先行研究が外国為替市場への介入を検討している点は評価できる。だが、彼らの研究は、金融政策手段の一つとしての外国為替市場への介入に関心があり、介入対象であるロンドン外国為替市場自体の分析はあまり十分ではない。一方で、アトキンやミキ等のロンドン外国為替市場に関する先行研究も政策との関わりにはほとんど言及していない。そのため両者の研究には大きなギャップが存在する。

当時のロンドン外国為替市場の取引量に関わる数値が入手できれば、イングランド銀行のロンドン外国為替市場への影響力をそれなりに評価することが可能になる。本論文で明らかにしたことは、このギャップを埋める手助けになる。本論文で使用した数値を基にして、ロンドン外国為替市場の取引量について検討すると、①イングランド銀行は、「ポンド危機」以前においては、一日当たり数十万ポンド単位の規模で市場介入を行えばよかったこと、②金本位制再建後の通常のロンドン外国為替市場において、民間銀行は10万ポンドや20万ポンドの取引を行うだけで、市場の値を動かしてしまうこと、③通常の市場においては、1000万から2000万ポンドのドル・ポンド為替の取引があったと推定できることが判明した。

①, ②, ③の数値の比較検討により、金本位制再建後のロンドン外国為替市場は、通常の時期にはイングランド銀行の介入により取引動向が大きく左右されるような状況にはなかったと推測できる。また、本論文第2章で明らかにしたように、金本位制が再建された後もロンドン先物為替市場は国際的な裁定行動に組み込まれることで十分に定着・機能していた。以上の本論文の発見事実は、金本位制再建後においても自由な直物および先物外国為替市場がロンドンに十分に定着できていたことを強く示している。

そして、通常の時期のロンドン外国為替市場の取引量と「ポンド危機」当時の取引量の概算を踏まえると、ロンドン外国為替市場の観点から、イングランド銀行の外国為替市場への介入政策に関して以下のことが言える。「ポンド危機」以前の介入は、イングランド銀行が外国為替市場の流れに逆らいつつポンドの買い支えに成功したというよりは、むしろ外国為替市場の需給ギャップの調節や先物市場を含んだ短期金利間の裁定が十分に機能していた時期であったために、イングランド銀行は直物市場や影響力が低下したバンク・レート操作を補う形で先物市場に介入しておけば十分であった。これに対して、1931年に入るとイングランド銀行は、何らかのきっかけに対して相場を急落させることでシグナルを送る先物為替市場に対応せざるをえなくなった。そして、「ポンド危機」をむかえてようやくイングランド銀行は、ロンドン先物為替市場の力がいかに大きいものであるかを理解し、より一層ロンドン外国為替市場に注目するようになったのではなかろうか。

確かに、本論文の議論が1920年代のロンドン外国為替市場の詳細を全て明らかにしたとは言えない。だが、このような数値を一層積み重ねていけば、ロンドン外国為替市場の観点から1920年代のイギリス金融政策研究とロンドン外国為替市場研究の間に存在するギャップを少しでも埋めることに貢献できよう。