

英国による金本位制復帰の選択に関する 政策過程の実証分析

高屋定美
前田直哉

概要

どのような国際通貨制度が選択されるかは、政策担当者間でどのような経済政策思想を共有するかによって大きく左右される。本稿で取り上げるのは、基軸通貨としてのポンドの地位を揺るがすことにつながった英国の1925年金本位制復帰である。英国の政策担当者はどのような経済モデルを想定して、金本位制復帰を決定したのかを明らかにした上で、計量分析を行って、そのモデルの妥当性を検証する。

キーワード：再建金本位制、英国の金本位制復帰、ベクトル自己回帰モデル

1. 国際通貨制度の動態のための基本理論

国際通貨制度とは、国際通貨の選択、為替レート制度の選択、資本移動の程度の選択という3つの要素からなる国際決済のための制度である。ここで選択とするのは、当該国の政策担当者が主体的に国際通貨制度の各要素を選ぶことができると想定するからである。現実には、基軸通貨国以外の政策担当者が基軸通貨国以外の通貨を国際決済に利用するのは、取引コストなどの理由により困難な場合が多い。しかし、その決済に伴う取引コストの最小化などの目的にしたがって基軸通貨を利用することも、本稿では、当該国の政策担当者の選択と考える。

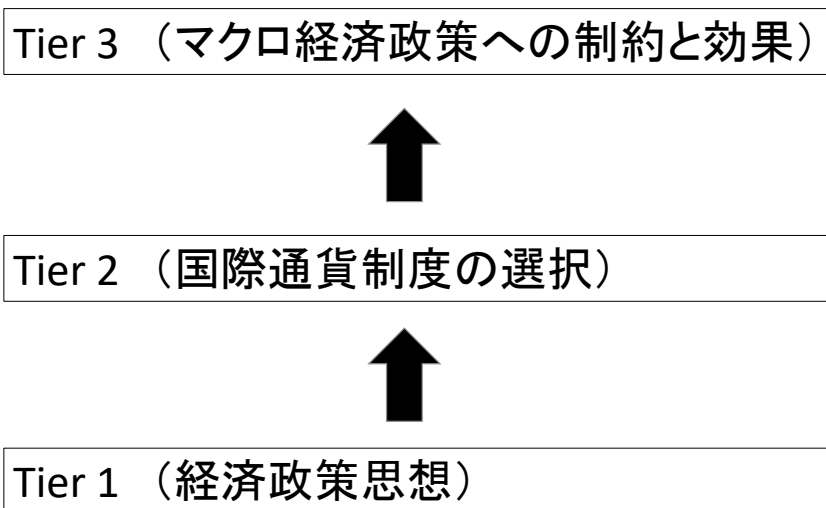
国際通貨制度を構築する要素としてGallarotti (1995) は階層構造を提唱した。すなわち、階層1 (Tier 1) と階層2 (Tier 2) の2階建ての構造が国際通貨制度のもとになっていることを指摘し、前者はある国際通貨制度が採用されている時代の政策担当者間で主流である経済政策思想のあり方 (規範: norm) であり、後者はその思想をもとにした通貨制度の安定的な調整構造 (stable structure of adjustment) があるとした。したがって、政策担当者間で主流となる経済政策思想が変更されたとすれば、それまで維持されている国際通貨制度も変更されると考える。さらに国際通貨制度が変更されるとすれば、マクロ経済政策の有効性 (あるいは効果) も異なるため、マクロ経済政策の選択も変更される。それを本稿では独自に階層3 (Tier 3)

と定義する (図1参照)。

以上の理論を国際金本位制に当てはめると、次のような構造によって国際金本位制は支えられていた。Tier 1の規範として、国際金本位制では古典的な自由主義があり、通貨正統主義、緊縮財政と小さな政府、政府の最小限の市場介入、そして財、生産要素の自由な移動といったものが挙げられる。これらの規範が英国の政策担当者に共有されていたと考えられる。その規範の共有により、Tier 2となる金本位制が選択された。実際に金本位制の維持を政策実行の優先目標とし、金兌換を維持する通貨供給の維持、それを支援するための緊縮財政の維持、そして各国との自由な財・資本の移動の維持が実現していった。政策が実行されるルール (政策のディシプリン) がTier 3である。また、その規範が政策担当者の意識の中に組み込まれていた19世紀、英国は世界経済の中心地であるとともに、国際金融市場の中心地ともなっていたため、当時の多くの国は金本位制を採用し、事実上、ポンド・スターリングにベッグすることを選択していくことで、国際金本位制が成立した。

国際通貨制度の変遷を検証するに当たり、政策担当者に影響を与える経済思想・経済モデルにも焦点を当てる必要がある。国際通貨制度を政策的に選択するのが誰であるのか、さらにその当該者に影響を与えたであろう経済思想・モデルを特定化することにより、その時代の国際通貨制度がどのような背景から生まれてきたのかを検証することができる。

図1 国際通貨制度の階層構造



(出所) 著者作成。

2. 金本位制復帰への政策決定と政治リーダーの経済観

本稿で取り上げるのは英国の1925年金本位制復帰というイベントである。この復帰は基軸通貨としてのポンドの地位を揺るがすことにつながった歴史的イベントである¹⁾。まずは英国がどのような経緯を経て金本位制を復帰するに至ったのか、金本位制復帰を決定した政策担当者とはどのような経済モデルを想定していたのかを本節では考察する。

2-1. カンリフ委員会報告での金本位制の安定条件

1918年に戦後の通貨および外国為替のあり方を検討する委員会が設置された。いわゆるカンリフ委員会である。この委員会は、次のように二つの金本位制の安定化機能に信頼を置いていた²⁾。一つめは対外不均衡に対する調整作用である。国際収支（貿易収支）が赤字になって、ポンド相場が金輸出点を割り込むと、金裁定取引を通じて英国から外国へ金が流出し、イングランド銀行の支払準備率を低下させる。その支払準備率が50%を下回ると³⁾、バンクレートが引き上げられる。このバンクレート引き上げが国際収支の短期的・長期的調整を引き起こす。バンクレート引き上げにより市場金利が全般的に上昇し、英国金利が外国金利を上回ると、金利裁定取引を通じて英国に短期資本が流入する。これがカンリフ委員会の考える国際収支の短期的調整プロセスである。一方、バンクレート引き上げにより市場金利が上昇し、国内信用も収縮すると、企業の新規投資が抑制され、資本財需要も減少する。これに伴って、雇用が減少すると、消費財需要の減少、製品在庫の増加と製品の廉売を引き起こし、物価水準が低下する。物価水準の低下は輸出を増加させるとともに、輸出も減少させるので、貿易収支は改善することになる。これがカンリフ委員会の考える国際収支の長期的調整プロセスである。

二つめは国内信用の拡大に対する調整作用である。国内信用の拡大は景気上昇を通じて物価水準を上昇させる。国内景気の上昇に伴って、イングランド銀行券の需要が増加する。イングランド銀行がその需要に応じると、同行の支払準備率が低下する。その支払準備率が50%を下回ると、バンクレートが引き上げられ、市場金利が上昇し、国内信用も収縮する。この収縮により、物価水準は低下することになる。

このように、カンリフ委員会は金本位制の安定化作用を定式化した。カンリフ委員会のような認識がイングランド銀行と大蔵省の間で共通して認識されていたわけではなかった。大蔵

1) この点に関する詳細は前田・高屋（2019）を参照されたい。

2) 金本位制の安定化作用については、『第一次中間報告書』の第2-7節で論じられている。Committee on Currency and Foreign Exchange After the War (1918), pp.335-337 (邦訳189-191頁)。塩野谷（1980）、山崎（1981）も参考にした。

3) Macrae (1955), p.223 (邦訳235頁)。

省、イングランド銀行とともに金本位制復帰が共通の政策目標であったが、バンクレート政策の効果、すなわちバンクレートの引き上げが失業を発生させるかどうかを巡って、イングランド銀行と大蔵省は鋭く対立した。

カンリフ委員会は「有効な金本位制」を維持するために必要な3条件を提示している⁴⁾。

- (1) 戦後速やかに政府借入を停止し、政府債務を定期的に削減すること
- (2) イングランド銀行のバンクレート政策の有効性を復活させること
- (3) 保証準備発行の法的限度を再設定すること

これらの条件が満たされるときに、金本位制を復帰させ、金本位制の調整メカニズムを復活させることが、英国経済を安定させるものとカンリフ委員会は考えていた。そこで、まずカンリフ委員会のいう諸条件を第一次世界大戦後の英国経済が満たしていたのかを検証する。

2-2. 第一次世界大戦後の英国経済の実態と金融政策

第一次世界大戦中に英国政府は戦費調達を多様な国債で賄った⁵⁾。戦争が長期化するにつれて、国債残高は累積しただけではなく、長期国債を発行しても、その市中消化が難しくなったため、短期・中期国債発行により戦費を調達した。短期・中期国債が第一次世界大戦後に次々と満期を迎え、市場を圧迫することになった。

戦時中、イングランド銀行は財政に追従し、政府貸付けを行うとともに、戦時国債を購入した⁶⁾。また、イングランド銀行はバンクレートもTB（大蔵省短期証券）の発行金利を基にして設定せざるをえなかった。イングランド銀行がバンクレートを引き上げようとすると、民間銀行はTBを購入しなくなって、資金繰りに窮した英国政府に対してイングランド銀行は一時貸付けを行う必要があったからである。

このようなイングランド銀行の財政ファイナンスはベースマネーを拡張し、英国のマネーストックも拡大させた。それに拍車をかけたのが大蔵省のカレンシーノート発行であった⁷⁾。

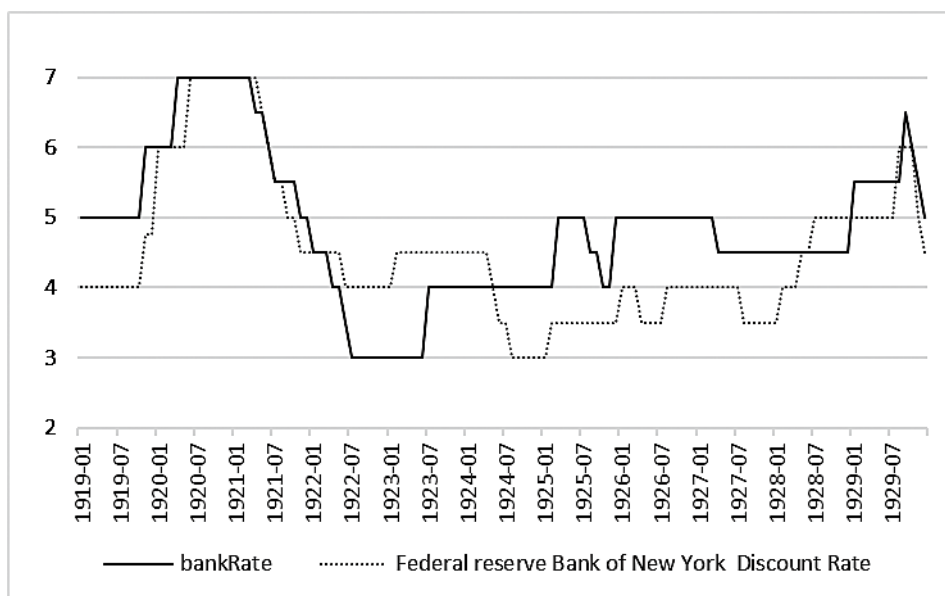
カレンシーノートは、本来、民間銀行の預金債務の20%を限度として、バンクレートと同率の利率で貸し出されるものであった。しかし、その後、修正法により、諸銀行のイングランド銀行からのカレンシーノートの引き出しが容易になった。民間銀行がイングランド銀行からカレンシーノートを引き出すと、その同額がイングランド銀行当座預金勘定からカレンシーノー

4) この諸条件は『第一次中間報告書』の「結論の要約」の一部である。Committee on Currency and Foreign Exchange After the War, op. cit., pp.361-364 (邦訳208-210頁)。

5) 戦時中に発行された国債については、Hargreaves (1930), Wormell (2000), 代田 (1999), 富田 (2006) を参照されたい。

6) 戦時中のイングランド銀行と財政ファイナンスについては、Sayers (1976), 富田前掲書を参照されたい。

図2 英米の公定歩合（単位：％）



(出所) Sayers (1976), Apeendix, p.347, Board of Governors of the Federal Reserve System (1943), pp.439-441

ト償却勘定に移転された。カレンシーノート償却勘定の側では、カレンシーノートの発行（負債）が増加するとともに、同額の預金が償却勘定（資産）に入ることになる。カレンシーノート発行により、カレンシーノート償却勘定が獲得した資金は英国政府に貸し付けられ（政府証券の購入）、戦争遂行上のために支出された。英国政府からの支払いを受けとった取引相手が民間銀行に預金すれば、民間銀行のイングランド銀行当座預金残高は増加することになる。このことは事実上、民間銀行は支払準備率の低下を考慮する必要がなくなったことを意味する。実際、民間銀行は戦時国債の購入を積極的に行い、マネーストックが拡大することになった。

以上より、第一次世界大戦後の1919年には、戦前の1913年に比して国債は10.5倍、マネーストック(M3)は2.2倍までに拡大した⁸⁾。そのため、戦後直後には高インフレが生じた。例えば、GDPデフレーターは1913年に1.1%であったが、1919年には2.4%になった⁹⁾。また、1919年のドルペッグ停止後の1920年2月に、ポンドの対ドル相場は1ポンド=4.86ドルから1ポンド=3.4ドルにまで落ち込んだ¹⁰⁾。カンリフ委員会がこのような事態を予想し、「有効な金本位制」を維持するために必要な3条件を挙げたことには合理性があった。

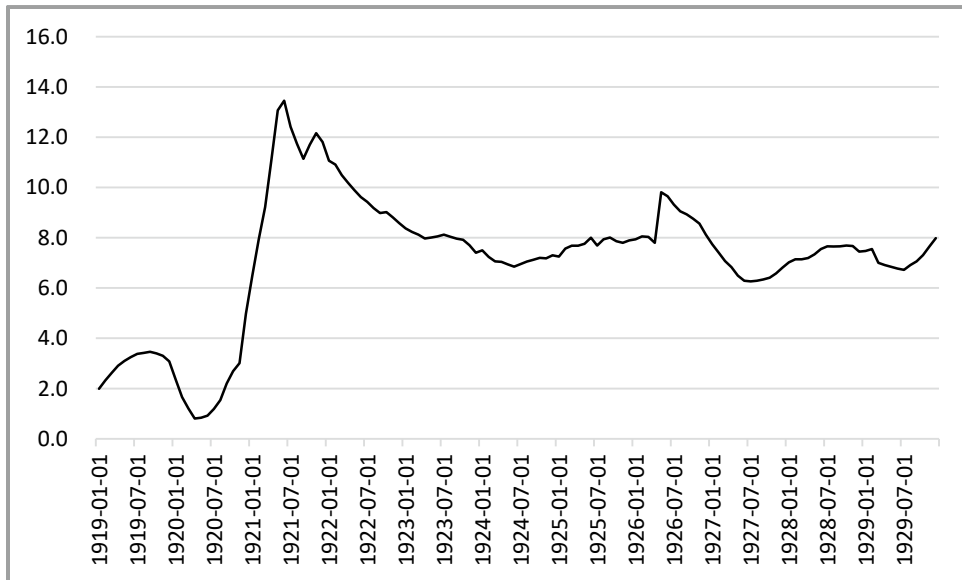
7) 以下の説明は金井(2004)に拠っている。塩野谷前掲書、山崎前掲論文も参考にした。

8) 国債残高についてはMitchell(1988), p.602(邦訳602頁)。M3(現金+総銀行預金)についてはCapie & Webber(1985), p.76。

9) イングランド銀行のA Millennium of Macroeconomic Data for the UKで確認した。

10) イングランド銀行のA Millennium of Macroeconomic Data for the UKで確認した。

図3 失業率 (単位: %)



(出所) Bank of England, A Millennium of Macroeconomic Data for the UKより作成。

イングランド銀行はカンリフ委員会の勧告に従い、戦後の早い段階で金本位制復帰を図ろうとした。これは財政支出拡張への追従から離れ、戦時中に失われていたバンクレートの決定権をインドランド銀行に回復させることでもあった¹¹⁾。戦時中に拡大したマネーストックを削減して、インフレを抑制し、ポンドの対ドル相場を上昇させるために、イングランド銀行は高金利政策を採用しようとしたものの、大蔵省の反対にあった。大蔵省もイングランド銀行と同様に、金本位制復帰を政策目標としていたものの、第一次世界大戦後に次々に満期を迎える国債の借り換えが必要であったため、イングランド銀行に低金利政策を求めた¹²⁾。

そこに更なる圧力をイングランド銀行に加えたのが英国での失業問題である。戦後ブームが短期間で終わり、1920年後半から不況が始まり、失業率は悪化し続け、1921年4月から1922年4月まで10%台を超えた¹³⁾。1923年までには、その不況の責任がイングランド銀行の高金利政策にあると単純に結び付けられるようになっていたとSayers (1976) は指摘している。このように、イングランド銀行のバンクレート政策は国内景気からも制約を受けた可能性がある。そこで金本位制復帰前後に失業問題が金融政策に影響を与えたのかどうかを次項以降で確認する。

11) Sayers, op. cit., p.115 (邦訳160頁)。

12) 金本位制復帰前のバンクレート政策を巡るイングランド銀行と大蔵省の間の議論についてはHowson (1976) を参照されたい。

13) イングランド銀行のA Millennium of Macroeconomic Data for the UKで確認した。

2-3. 金本位制復帰の決定

第一次世界大戦直後、イングランド銀行と大蔵省が対立していたため、カンリフ委員会の勧告通りの金本位制復帰は必ずしも進展しなかった。労働党蔵相のスノーデン（Philip Snowden）は1924年に通貨改革の問題を審議するために、委員会を設置した¹⁴⁾。いわゆるチェンバレン＝ブラッドベリー委員会である。この委員会は、表向きにはカレンシーノートでイングランド銀行券にどのように統合させるかということを検討するものであったものの、実際には金本位制復帰を検討するものであった¹⁵⁾。Moggridge（1972）は、この委員会が出た証言を次の3つのグループに分類している。

- (1) どのようなときにも、金本位制に復帰することに反対するグループ
- (2) できるだけ早期に金本位制に復帰することに賛成するグループ
- (3) 究極的には旧平価での金本位制復帰に賛成であるが、現状でその復帰が賢明であるかどうかは疑問であるグループ

(1) のように、金本位制復帰を明白に反対したのは少数派であった¹⁶⁾。彼らは、金本位制に復帰すると、その維持のためにドラスティックな信用引き締めを必要とし、失業をさらに増大させ、労働ストライキや財政破綻は不可避であると考えた。それに対して、多数派を占めたのは(2)および(3)であった¹⁷⁾。(2)および(3)はあくまで金本位制復帰を前提とした上で、英米間の物価水準格差はどのように解消されるか、その格差が解消される時期がいつになるかということを中心に主眼問題にしていた。多数派も金本位制復帰にはデフレ調整が伴うことを認めていたものの、それはあくまで一時的なものであり、金本位制復帰によるポンド相場の安定化を通じて貿易が拡大する利益の方が、デフレ調整といった金本位制復帰の不利益を上回ると考えていた¹⁸⁾。したがって、チェンバレン＝ブラッドベリー委員会はカンリフ委員会報告を追認し、旧平価で金輸出を自由化すべきであると提言した。

14) 元大蔵大臣のチェンバレン（Austen Chamberlain）を議長とし、大蔵省理財局長のニューメイヤー（Otto Niemeyer）、ベアリング商会のファーラー（Gaspard Farrer）、経済学者のピグー（Arthur Cecil Pigou）が委員であった。1924年に保守党が総選挙で勝利すると、チェンバレンは外相に就任したため、議長は元大蔵省事務次官補のブラッドベリー（John Bradbury）に交替した。13名の証人がこの委員会で見解を聴取された。この委員会の『報告書』がCommittee on the Currency and Bank of England Note Issues（1925）である。チェンバレン＝ブラッドベリー委員会について取り上げた文献としてはMoggridge（1972）、塩野谷前掲書、峰本（1993）、金井前掲書。

15) 金井前掲書、46頁。

16) 金本位制復帰に反対した証人はケインズとミッドランド銀行頭取のマッケンナ（Reginald McKenna）のみであった。Moggridge, op. cit., pp.42-44.

17) Moggridge, op. cit., pp.44-47.

18) Committee on the Currency and Bank of England Note Issues, op. cit., pp.378-379.

チェンバレン=ブラッドベリー委員会の勧告は、労働党が1924年の総選挙で保守党に敗北したため、保守党蔵相のチャーチル (Winston Churchill) に引き継がれた。チャーチルは金本位制復帰の賛成者、反対者双方の意見を聴き、金本位制に復帰するかどうかを逡巡したものの、最終的には金本位制復帰を決断した¹⁹⁾。

このチャーチルの決断により、英国は1925年4月に金本位制に復帰した。経済情勢こそ少なからず改善していたものの²⁰⁾、カンリフ委員会が提示した「有効な金本位制」を維持するために必要な3条件を満たしていたわけではなかった。財政黒字は1920年度から1924年度まで出し続けていたものの、国債借り換えが難航した結果、国債残高は1919年には74億81百万ポンドであったが、1925年には76億65百万ポンドとむしろ増加していた²¹⁾。このことは、大蔵省がイングランド銀行のバンクレート政策を制約する理由が依然として残っていたことを意味する。実際、不況が長引いていたこともあり、イングランド銀行のバンクレート政策は大蔵省からだけではなく、景気からも制約を受け続けた。カレンシーノート市場から吸収し、イングランド銀行券と統合するという準備は進められていたものの、まだ実現されていなかった²²⁾。実際、マネーストック (M3) も1919年の25億72百万ポンドから1925年の24億31百万ポンドとわずかにしか収縮していなかった²³⁾。金本位制に復帰さえすれば、通貨と為替相場の安定化により、経済情勢は改善するという楽観論がイングランド銀行、英国政界を支配したため、英国は金本位制に復帰したと考えられる。

2-4. 金本位制復帰後の英国経済の実態と金融政策

予想されたことではあったが、金本位制復帰後も英国の経済情勢は好転せず、実質GDP、失業率は1925年後半から1926年にかけてむしろ悪化していった²⁴⁾。27年から29年にかけて実質GDPは緩やかに上昇したものの、失業率は6～7%台で推移していた²⁵⁾。しかも、金への再り

19) Moggridge, op. cit., pp.64-79.

20) 実質GDP, 失業率, GDPデフレーター, ポンドの対ドル場がこのことにあてはまる。イングランド銀行のA Millennium of Macroeconomic Data for the UKで確認した。

21) Mitchell (1988), p.602 (邦訳602頁)。財政支出の中で占める割合が最も高かったのは国債費であった。当時の大蔵省は財政均衡主義であったから、財政収支を均衡させる上で国債費の削減は必須であったが、国債残高は収縮するどころか、むしろ増加した。財政収支黒字は出ていたが、戦時国債の借り換えは必ずしも容易ではなく、その発行名目額が増加したからである。森 (1975), 125-132頁。

22) イングランド銀行券とカレンシーノートが統合されたのは1928年である。金井前掲書, 71-76頁。

23) Capie & Webber (1985), op. cit., p.76.

24) イングランド銀行のA Millennium of Macroeconomic Data for the UKで確認した。

25) イングランド銀行のA Millennium of Macroeconomic Data for the UKで確認した。

26) 河合 (1998), 208頁。

27) ノーマンが想定していた経済モデルについてはCommittee on Finance and Industry (1931), 田中 (1976), 小峯 (1998) を参考にした。

ンクによりポンド相場は固定化されたものの、その維持は容易なものではなかった。ポンド不安どころか、ポンド危機まで発生したため、図2で示されているように、イングランド銀行は金準備の防衛のため、常に公定歩合を米国連邦準備銀行の公定歩合よりも高めに維持する必要に迫られた。

そもそもチャーチルに経済学的見識は乏しく²⁶⁾、何らかの経済観をもって金本位制復帰を決定したわけではなかった。チャーチルに金本位制復帰を率先して進言したのはイングランド銀行総裁のノーマン（Montagu Norman）はとニューメイヤーであった。ノーマンは古典派経済学に基づき、バンクレート政策の変更は物価と為替相場に影響を与えるものの、实体经济に影響を与えるとは考えていなかった²⁷⁾。一方、ニューメイヤーはカンリフ委員会モデルと同様に、バンクレート政策が实体经济に影響を与えると考えていたものの、物価・賃金の伸縮性を前提としているため、高金利政策が失業をたとえ発生させたとしても、それは一時的なものであると見なし、失業が持続するとは想定しなかった²⁸⁾。したがって、両者は、イングランド銀行がバンクレートを引き上げたとしても、深刻な失業は生じないと考えていた点では共通していた²⁹⁾。さらに、ニューメイヤーは、対外投資ポジションの実質的価値を維持するためにも金本位制復帰は適切な政策的判断であると考えていた³⁰⁾。ノーマンもニューメイヤーと同様の考えを持っていたことがマクミラン委員会での諸証言からわかる³¹⁾。これらはいずれもシティの意向に沿うものであった³²⁾。

チャーチルはこのようなノーマンとニューメイヤーの進言を受け入れて、金本位制復帰を決定したが、金本位制復帰後に失業問題は改善するどころか、逆に悪化したことに失望した³³⁾。ましてや、均衡財政主義に基づいていたチャーチルは、失業が増えると、失業保険給付が増加する一方で、税収が減少するため、財収収支が悪化し、その結果、国債残高を累積させると考えていた³⁴⁾。そのため、チャーチルは失業を増やすイングランド銀行のバンクレートの引き上げには反対の姿勢を取り続け、ノーマンと激しく対立した³⁵⁾。両者間で金融政策のトランスミッション・メカニズムとその効果に関する共通認識が形成されることはなかった。1929年総選

28) ニューメイヤーが想定した経済モデルについてはHowson (1975), Peden (2004), Mattrei (2017) を参考にしたい。

29) ノーマン、ニューメイヤーだけではなく、当時の経済学者にとっては共通した経済観であったといえる。当時の経済観については西沢・服部・栗田 (1999), 服部・西沢 (1999) を参照されたい。

30) Moggridge, op. cit., pp.68,84.

31) Committee on Finance and Industry, op. cit.

32) 金本位制復帰前後に政策担当者としてシティの間でどのようなやり取りが交わされたかを考察する必要がある。これについては別稿で取り上げることにしたい。

33) Kynaston (1995), pp.37-38 (邦訳42-43頁)。

34) Moggridge, op. cit., pp.161-163, Boyce (2004), pp.225-227.

35) Moggridge, op. cit., pp.161-163, Boyce, op. cit., pp.225-227.

挙で保守党は労働党に敗れ、第二次労働党内閣が成立したため、ノーマンと激しく対立したチャーチルは下野することとなった。

以上より、金本位制復帰は当時の主流であった古典派経済学から導かれた政策の帰結であった。しかし、復帰後の英国経済はデフレからの脱却は難しく、失業も増加した。そのため、チャーチルは政治家としての現実路線から金本位制維持のためのバンクレート引き上げに反対した。しかし、失業問題を嫌気する有権者の選択により、チャーチルは退陣することとなった。依然として、金本位制が当時の通貨・経済安定のためのスタンダードであったことが、歴史的には不幸なことであったのかもしれない。政策担当者の信念あるいは経済観を根本的に変化させるには、1920年代初頭の数年では短すぎたといえる。

3. 1920年代の英国経済の実証

3-1. データと推計モデル

本節では、1920年代での金本位制復帰前後の政策議論の前提となる英国経済がどのようなものであったかを、時系列モデルを用いて検証する。チャーチルをはじめ政策担当者が想定した経済モデルについては、前節で検討したが、どのモデルが当時の英国経済にもっとも当てはまったと考えられるのかを検証する。

ここで用いるモデルはVARモデルであるが、利用できる当時のデータには制約があり、データでは効率的な推定が難しい。そのため、通常のVARモデルとともに、少ないサンプル数でも比較的、効率的な推計が可能なベイジアンVAR（以下、BVAR）モデルを用いて、二つの推計結果より、政策効果を判断する。

推定期間は比較のために、3期間に分けて推計した。まず、戦前の金本位制期となる1880年第1四半期から、第1次世界大戦開始までの1914年第1四半期を第1期とし、第1次世界大戦後の1919年第1四半期から金本位制復帰までの1925年第1四半期を第2期、さらに金本位期復帰から離脱までの1925年第2四半期から1931年第3四半期を第3期とした。

VARモデルの変数には、バンクレートの変化、イングランド銀行発券部保有の金準備の変化率、失業率の変化、ポンド対ドルレートの変化率、英国政府債務残高の変化率を採用した。なお、SICより、VARモデルのラグ次数を2として推定した。またBVARモデルでは、prior(事前分布)として高屋(2015)を参考に、Sims = Zha (normal Wishart)を採用した。これらのモデルを推定した後、累積インパルス反応関数を求めて諸変数間の相互関係を検証する。ただし、変数の順番に結果が影響を受けない一般化されたインパルス応答を用いた。

データの入手先はイングランド銀行のA Millennium of Macroeconomic Data for the UKから、イングランド銀行の発券部門の金準備データはWeekly data on the BoEs balance sheet 1844 to 2006 から採集した週次データを四半期に変換した。

3-2. 推定結果

表1 ADF検定による単位根検定の結果

変数	1880年Q1～1914年Q1	1919年Q1～1925年Q1	1925年Q2～1931年Q3
バンクレートの変化	-7.380**	-2.834*	-2.666*
失業率の変化	-8.182**	-2.554*	-2.241*
金準備の変化率	-4.053*	-2.816*	-4.966*
政府債務残高の変化率	-3.266*	-2.022*	-2.501*
ポンド・ドルレートの変化率	-17.439**	-4.509**	-5.865*

（出所）著者作成。

（注）**は1%水準で単位根が存在することを棄却することを示す。

*は5%水準で単位根が存在することを棄却することを示す。

まず各変数の単位根検定を行った結果を表1に示している。これにより、各推定期間において定常な変数であることが確認された。

次にVARモデルの結果を検討する。ただし、推計結果はここでは紙幅の関係上、割愛する。累積インパルス応答の結果は図4-1から図4-2に掲げている。まず第1期のVECMとBVARモデルのインパルス応答を観察する。特に、バンクレートの影響と、バンクレートが受ける影響に注目すると、以下の結果となる。ただし、図4-1、図4-2の中でのDUNEMPLOYMENT_RATEは失業率の変化、DLNGOVDEBTは政府債務残高の変化率、DLNBOE_TOTALはイングランド銀行発券部保有の金準備の変化率、DLNPOUNDS_DOLLARは対ドルポンド相場の変化率、DBOE_POLICYRATEはバンクレートの変化をそれぞれ示す。

バンクレート引き上げの効果をみると、失業率に関してVARモデルでもBVARモデルでも、わずかに上昇している。政府債務への影響はVARモデルではわずかに上昇し、BVARモデルでは変化がない。金準備変化率に関しては、二つのモデルともバンクレートが引き上げられると、当初よりも増加している。ポンド・ドルレートに関しては、VARモデルではポンド高・ポンド安の循環をおこしているが、BVARモデルではわずかに上昇（ポンド安）している。

次に、バンクレートへの影響を見ると、失業率の上昇によりVARモデルでも、BVARモデルでもバンクレートは低下している。政府債務に関して、政府債務残高変化率の上昇についてはどちらのモデルでもわずかに低下しているのがわかる。金準備の変化率が上昇すると、バンクレートは低下する。ポンド・ドルレートの上昇（ポンド安）に対してバンクレートはわずかに低下していることがわかる。

以上より、第1期では、バンクレートは主に金準備の変化に反応しており、また金準備もバンクレートの変化によって大きく動いていることがわかる。しかし、その他の変数については、バンクレートは影響を受けていないか、わずかな変化しかない。金本位制下でのルール、すなわち、金準備の変化に反応してバンクレートを動かしており、金準備もバンクレートによって大きく変動していることが実証されている。第2期では、失業率に関しては、VARモデルでも、BVARモデルでもバンクレートの引き上げによって上昇していることがわかる。政府債務に関しては、どちらのモデルでもわずかに上昇している。金準備率の変化に関しては、VAR

図 4-1 累積インパルス応答 (VAR) 1880年第1四半期～1914年第1四半期

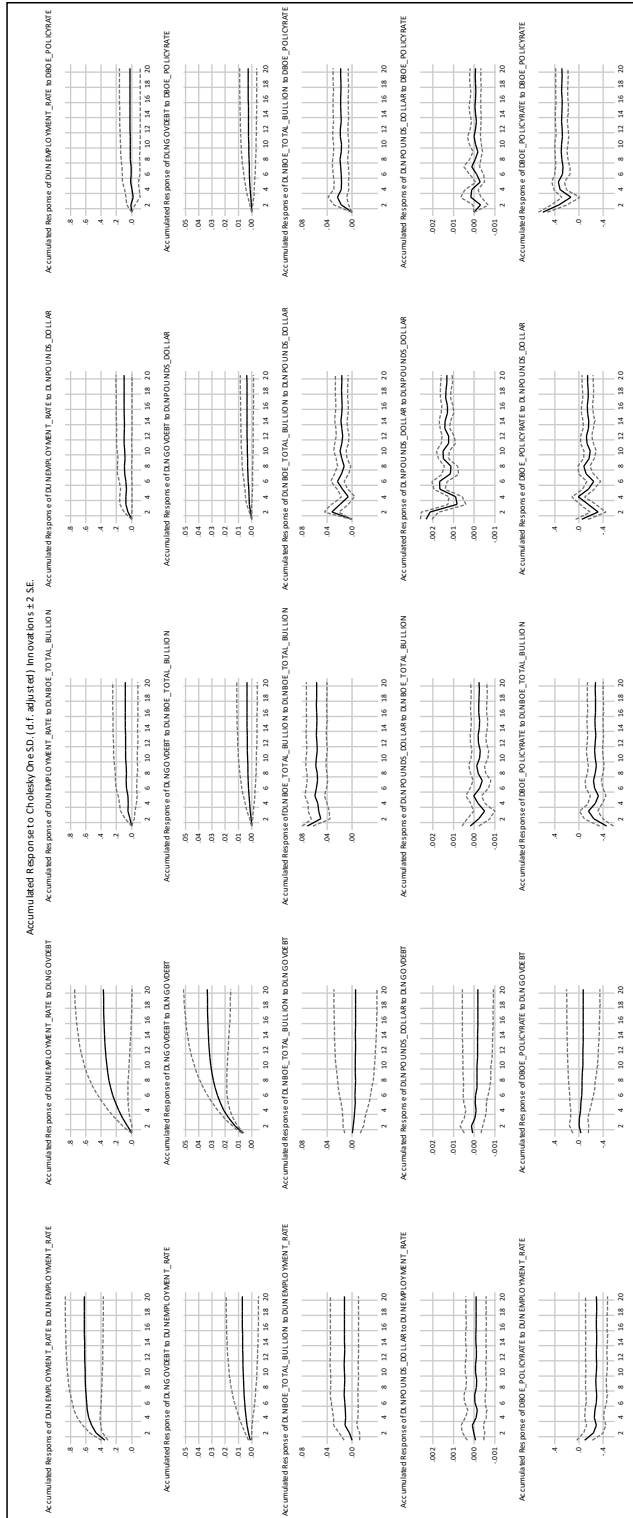
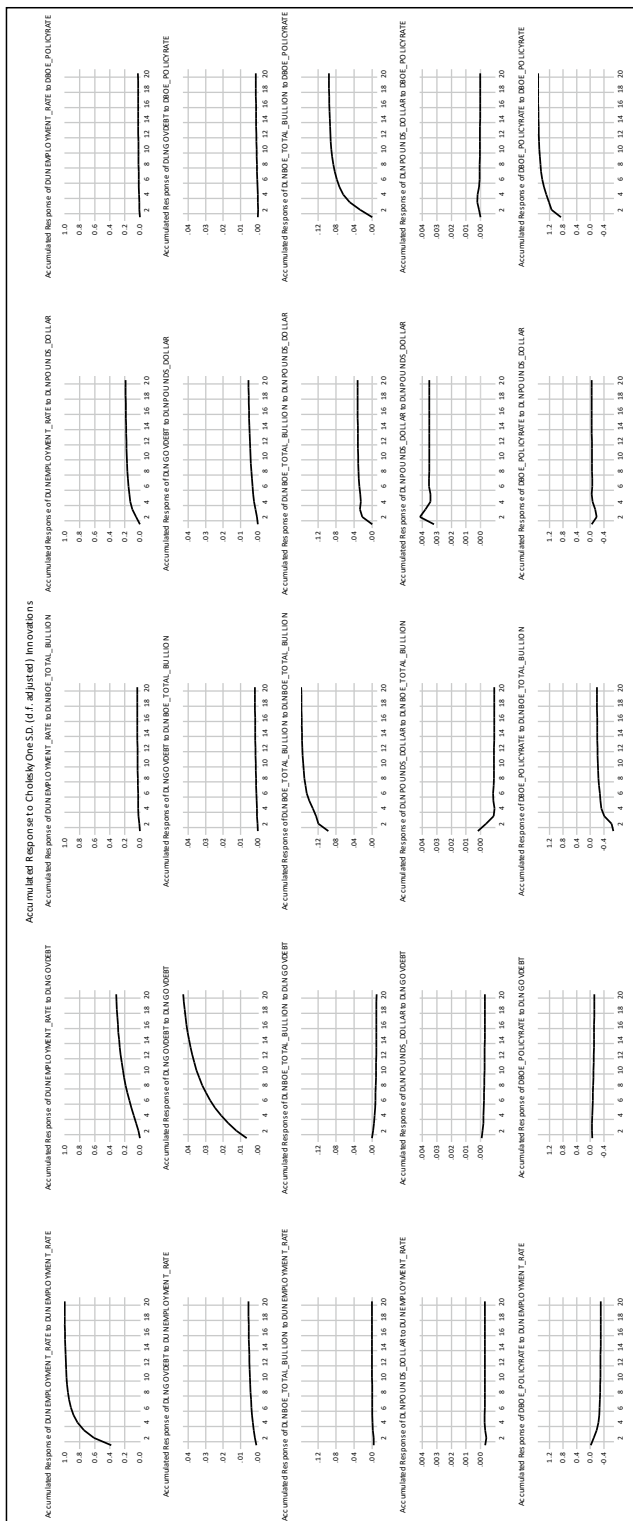


図 4-2 累積インパルス応答 (BVAR) 1880年第1四半期～1914年第1四半期



(出所) 著者作成。

モデルではわずかに上昇しているものの、BVARモデルでは低下している。したがって、一意な方向性は不明である。ポンド・ドルレートに対して、VARモデルでは低下（ポンド高）を、BVARモデルでは上昇（ポンド安）を示し、これも一意な方向性は不明である。

次に、バンクレートへの影響を見ると、VARモデルでも、BVARモデルでも失業率の上昇によりバンクレートは低下している。政府債務残高の増加に対して、二つのモデルともにバンクレートは低下している。金準備率の上昇に関しては、VARモデルではいったん上昇し、やがて低下している。BVARモデルではその上昇はバンクレートを引き下げている。ポンド・ドルレートの上昇（ポンド安）に対してバンクレートを引き上げている。

以上より、第2期では、失業率の上昇がバンクレートを動かしているように推察される。また、バンクレートの引き上げが失業率を上昇させていることがわかり、バンクレートが失業率に影響を与える状況になっていることがわかる。さらに、金本位制期と同様に、金準備の上昇はバンクレートに対して負の影響を与えている。

第3期では、バンクレートの上昇による影響は次の通りである。失業率に対しては、VARモデル、BVARモデルともに低下している。ただし、BVARモデルでは低下幅はわずかである。バンクレートの引き上げによる政府債務残高の影響は、どちらのモデルでも低下している。金準備の変化率に対して、どちらのモデルも低下している。しかし、VARモデルではわずかな低下であるものの、BVARでは大きく低下している。ポンド・ドルレートに対しては、どちらのモデルでも低下（ポンド高）している。

次に、バンクレートへの影響を見ると、次のようになる。失業率からの影響はVARモデルではバンクレートをわずかに低下させているものの、BVARモデルでは影響がみられない。政府債務残高の増加に対して、どちらのモデルでもバンクレートはわずかに上昇している。金準備の変化率の上昇はバンクレートを低下させている。ポンド・ドルレートの上昇（ポンド安）により、バンクレートは低下している。

以上より、第3期では第2期と同様に、失業率に対してバンクレートは影響を与えており、失業率が政策目標になりえることが示される。また、バンクレートの引き上げは政府債務残高に対しては負の影響を与え、利払い増加がかえって政府支出を削減していることを示している。

以上の分析より、第2期ではバンクレートの操作は失業率に影響を及ぼし、また失業率の上昇は、バンクレートを引き下げる契機になっていることがわかる。金本位制に復帰する直前には、英国ではバンクレートによる景気対策を行う環境が整っていたと考えられる。その中で、失業問題を懸念していた（はずの）チャーチルが金本位制復帰を決断したのは、ニューメイヤーの進言をうけ、金本位制復帰後にバンクレートを引き上げによる失業増加も一時的になるものと考えていたのかもしれない。

しかし、金本位復帰後の第3期ではバンクレートは失業には影響を与えず、また失業率上昇にもバンクレートは反応していない。すなわち、金本位制のルールを維持することで、金本位

制復帰後の想定通り、失業問題は考慮されなくなったものと考えられる。したがって、図3の失業率の推移からわかるように金本位復帰後の1925年以降も失業率は高止まりしており、ニューメイヤーの想定したような一時的な失業の増加ではなかった。そのため、チャーチル自身も政治的に失業問題を重視せざるをえなくなったといえるのではないだろうか。ただし、すぐに何らかの対策が行われたわけではなかった。世界大恐慌後に景気後退が深刻になった1931年に金本位制を離脱するまで失業率が高いままであった。

4. むすび

以上、第一次世界大戦前には、金準備率が主な政策目標であったが、第一次世界大戦後には失業率も政策目標になりえたことが実証的に明らかにされた。このことは基軸通貨ポンドに対する信認にどのような影響を与えたのかを本節で考察し、結びとすることにしたい。

英国大蔵省とイングランド銀行は金本位制にさえ復帰すれば、為替相場の安定により輸出は増加し、失業問題は解決されると金本位復帰以前には考えていた。また、金への再リンクにより基軸通貨ポンドに対する信認も高まるはずであった。しかし、金本位制復帰後も貿易収支は好転せず、失業問題もなかなか改善できなかった。イギリスからの金流出も断続的に生じたので、ノーマンはバンクレートを引き上げてそれに対応しようと考えた。しかし、失業問題の悪化を懸念したチャーチルはその引き上げに反対し続けた。したがって、第一次大戦後のイングランド銀行は金準備だけではなく、事実上、失業問題も考慮せざるをえなくなったと考えられる。実際、ポンド危機時に英国は主要各国に国際通貨協力・政策協調を要請した。イングランド銀行の政策的対応がこのように限られてしまった分、英国は金本位制に復帰したものの、それを維持していくのは困難であると市場に見なされ、基軸通貨ポンドに対する信認はむしろ低下したと考えられる³⁶⁾。言い換えれば、ポンド相場の安定化にイングランド銀行のバンクレート政策が有効であると市場に信認されず、ポンド相場予想が回帰的なものではなくなった。

もし英国がポンドを切り下げた新平価を設定して金本位制に復帰していたとしたら、いかなることが生じたであろうか。ポンド切り下げ効果により貿易収支が好転したとすれば、失業問題は緩和し、財政収支も改善したであろう。英国からの金流出が生じたとしても、イングランド銀行は、大蔵省の反対を受けることなく、バンクレートの引き上げで対応でき、基軸通貨ポンドに対する信認は上昇したかもしれない。言い換えれば、ポンド相場の安定化にイングランド銀行のバンクレート政策が有効であると市場に再び信認されれば、ポンド相場予想は新平価をアンカーにして回帰的なものになったのではないかと考えられる。

36) 前田・高屋前掲論文、70頁、および高屋（2019）参照。

参考文献

- Board of Governors of the Federal Reserve System (1943) *Banking and Monetary Statistics*, Washington, D.C.
- Boyce, R. (2004) "Government-City of London relations under the gold standard, 1925-1931," Michie, R. C. and Williamson, P. (eds.) *The British Government and the City of London in the Twentieth Century*, Cambridge University Press, 215-235.
- Capie, F. and Webber, A. (1985) *A Monetary History of the United Kingdom, 1870-1982: Volume I. Data, Sources, Methods*, Unwin Hyman.
- Committee on the Currency and Bank of England Note Issues (1925) *The Report of Committee on the Currency and Bank of England Note Issues*, in Gregory, T. E. (eds.) (1929) *Select Statues Documents and Reports Relating to British Banking 1832-1928*, 2vols., Oxford University Press.
- Committee on Currency and Foreign Exchange After the War (1918) *Firs Interim Report*, in Gregory, T. E. (eds.) (1929) *Select Statues Documents and Reports Relating to British Banking 1832-1928*, 2vols., Oxford University Press (春井久志・森映雄訳『カンリフ委員会審議記録 第Ⅱ巻 戦後の通貨と外国為替に関する委員会』蒼天社出版, 2014年).
- Committee on Finance and Industry (1931) *Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry*, His Majesty's Stational Office (西村閑也訳『マクミラン委員会証言録抜粋』日本経済評論社, 1985年).
- Gallarotti, G. (1995) *The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard 1880-1914*, Oxford University Press.
- Gaukroger, A. (2008) *The Director of Financial Enquiries: A Study of the Treasury Career of R. G. Hawtrey, 1919-1939*, Doctoral thesis, University of Huddersfield.
- Hargreaves, E. L. (1930) *The National Debt*, Frank Cass Publishers (一ノ瀬篤・斎藤忠雄・西野宗雄訳『イギリス国債史』新評論, 1987年).
- Howson, S. (1976) *Domestic Monetary Management in Britain, 1919-38*, Cambridge University Press.
- Kynaston, D. (1994) "The Bank and the Government," in Roberts, R. & Kynaston, D. (eds.) *The Bank of England: Money, Power, and Influence, 1694-1994*, Oxford University Press, 19-55 (浜田康之/宮島茂紀/小平良一訳『イングランド銀行の300年 マネー・パワー・影響』東洋経済新報社, 1996年, 21-65).
- Macrae, M. (1955) *The London Capital Market: Its Structure, Strains and Management*, Staples Press (太田剛訳『ロンドン金融市場』至誠堂, 1958年).
- Mattrei, C. E. (2018) "Treasury View and Post-WWI British Austerity: Basil Blackett, Otto Niemeyer and Ralph Hawtrey," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 42, Issue 4, 1123-1144.
- Mitchell, B. R. (1988) *British Historical Statistics*, Cambridge University Press (犬井正監訳監訳・中村壽男訳『イギリス歴史統計』原書房, 1995年).
- Moggridge, D. E. (1972) *British Monetary Policy, 1924-1931: The Norman Conquest of \$4.86*, Cambridge University Press.
- Peden, G. C. (ed.) (2004) *Keynes and His Critics: Treasury Responses to the Keynesian Revolution, 1925-1946*, Oxford University Press.
- Sayers, R. S. (1970) "The Return to Gold, 1925," in Pollard, S. (ed.) *The Gold Standard and Employment Policies between the Wars*, 85-98.
- Sayers, R. S. (1976) *The Bank of England, 1891-1944*, 2vols., Appendix, Cambridge University Press (西川元彦監訳・日本銀行金融史研究会訳『イングランド銀行—1891-1944年—(上・下)』東洋経済新報社, 1979年).
- Wormell, J. (2000) *The Management of the National Debt of the United Kingdom, 1900-1932*, Routledge.
- 金井雄一 (2004) 『ポンドの苦闘 金本位制とは何だったのか』名古屋大学出版会。
- 河合秀和『チャーチル イギリス現代史を転換させた一人の政治家 増補版』中央公論新社。
- 小峯 敦 (1998) 「ノーマン総裁とケインズ:公定歩合の効果と合理化問題」『経済学史学会年報』第36号, 64-

76。

塩野谷九十九（1980）『イギリスの金本位制復帰とケインズ』 清明会新書。

代田 純（1999）『現代イギリス財政論』 勁草書房。

高屋定美（2015）『検証 欧州債務危機』 中央経済社。

高屋定美（2019）「国際通貨としてのユーロの位置づけ—ユーロはドルに挑戦できるのか？—」 小川英治編『グローバル化と基軸通貨 ドルへの挑戦』 東京大学出版会, 53-77。

田中生夫（1976）「公定歩合政策に関するノーマン総裁の証言—イギリス再建金本位の金融政策研究序章—」『金融経済』 158号, 1-27。

富田俊基（2006）『国債の歴史』 東洋経済新報社。

西沢 保・服部正治・栗田啓子編（1999）『経済政策思想史』 有斐閣。

服部正治・西沢保編著（1999）『イギリス100年の政治経済学—衰退への挑戦—』 ミネルヴァ書房。

前田直哉・高屋定美（2019）「ポンド・ネットワークの盛衰—国際通貨のネットワーク効果、協働効果、履歴効果の観点から—」『信用理論研究』 第37号, 63-82。

峰本暁子（1993）『国際金融システムの変革 1797～1988年』 近代文藝社。

森 恒夫（1975）『イギリス資本主義』 青木書店。

山崎誉雄（1981）『「カンリフ報告」の提案と理論』 田中金司・内橋吉朗・山崎誉雄『公定歩合政策の生成と発展』 清明会新書, 33-65。