

第一次大戦後ブーム期の対外金融問題 —財務省および連邦準備局の見解を中心に—

松 尾 隆

- I はじめに
- II 商品輸出と Wilson 政権
- III 物価問題、商品輸出と銀行信用
 - 1 財務省と連邦準備局
 - 2 物価上昇と商品輸出
 - 3 物価と銀行信用
- IV 財務省・連邦準備局の政策
 - 1 高金利政策と「道徳的説得」
 - 2 「仕事と節約」
 - 3 ドル高是正と政府支援
- V その後の展開 —結びに代えて—

I はじめに

第一次大戦直後、アメリカの産業界や金融界が直面した極めて重要な課題とは、戦後も引き続き海外販路を維持し、さらには拡大するということであった。このことはまさに、大企業体制のもとで実現されてきた生産力を国民経済の発展という観点から捉えなし、さらに対外的な関係を通じてその展開を実現していくという見解に立っての主張であった。そしてその際の基軸、言い換えれば促進要因とでもいうべきものが、ヨーロッパ諸国を念頭においての、対外信用供与であったわけである¹⁾。

だが、このような立場に対して、財務省は、そして連邦準備局もそうであったが、かれらの主張に一定の理解を示しつつも、全面的に支持したわけではなかった。もちろん、かれらにはそれなりの理由があった。たとえば、財務省が当時抱えていた課題、すなわち政府証券の消化という問題は切実であった。しかしそれだけではなかった。それは、当時国内で問題となった物価上昇や投機的取引と商品輸出、そしてこれらの問題と銀行信用の関係に関するかれらの認識とも切り離し難く結びついていたのである。

そこで本稿では、これらの問題を探りながら、何故にかれらが産業界や金融界の立場を必ずしも支持しなかったのか、明らかにしてみたい。

II 商品輸出と Wilson 政権

第一次大戦が終結した頃、Woodrow Wilson 政権が外国貿易についてどのように理解していたのかを知るために、まずは Wilson 大統領の言葉に耳を傾けてみよう。以下の引用は、かれが19年12月2日に議会で発言した内容の一部である。

「基本的変化が世界の諸問題におけるアメリカの立場に生じてきている。政治経済思想のふたつの学派—アメリカ産業の保護を主張する学派、歳入問題と絡めてのみ関税を重視する学派—の間の数十年にもわたる論争によって形成されてきた見解と情熱も、全く変わってしまった状況に照らして見るならば、公

益という唯一の基準から判断されるべきである。」「国際的な政府借款の時期はほぼ過ぎ去った。しかも外国証券のための市場を本国で展開させるためには時間がかかるであろう。それ故に、諸外国による本国への商品の輸送を妨げる傾向のあるものは何であれ、それらはわれわれの輸出に対する支払を妨げるように作用するだけでなく、輸出を妨げることになるであろう。戦争で大きく高まった本国の生産性は、諸外国への輸出によって販路が見出されなければならない。輸入を妨げるためにとられた手段が何であれ、それは輸出を自ずと削減させ、生産の削減を強いることになり、売れ残りの商品を維持するための信用を通して銀行に重い負担を課すことになる。そしてそれは産業の停滞と失業を生み出さざるをえない。われわれは売りたいのであれば、買う用意がなければならない。それ故に、アメリカのビジネスの成長期における関税立法に関するわれわれの見解がいかなるものであったにしても、いまではわれわれは、アメリカのビジネスが十全に成長しているという事実、そしてアメリカは世界最大の資本主義国であるという事実由来する環境の変化に、われわれ自身の経済生活を適合させなければならない。」²⁾

少し長めの引用となったが、Wilson の言葉には、戦後の世界経済におけるアメリカの位置に関する認識、国民経済の発展のあり方に関する認識、そして政策上の立場が示されているように思われる。

かれがこの様な発言をせざるをえなかった当時のアメリカが抱えていた問題として、まず何よりも確認すべきは、戦後アメリカは対ヨーロッパ諸国を中心に巨額の貿易黒字を生みだし、それは決済されることなく、巨額の支払いのあてのない債務 (unfunded debt) として累積し、しかもこの残高はさらに膨らみつつあった、ということであろう。これは、政府の認識では「本国に対してヨーロッパが負う巨額の債務、すなわち商業上のおよび政府間の債務の流動化は重大な問題となるであろうし、その流動化には何年もかかる」³⁾ 問題であったのである。それ故に、アメリカの関税の引き下げは、この問題を打開するひとつの重要な政策として策定されたわけであろう。しかしこれは決してたやすく国内で受容されうるような政策ではなかった。むしろ終戦直後にあっては、例えば、ヨーロッパ諸国の変動為替相場への移行がドル高を生みだし、ア

アメリカの国際競争力が低下したことから、安い外国農産物の流入を恐れる農業関係者たちが議会に圧力を加えていたことに見られるように、逆に関税引き上げ要求が一層高まるという状況にあったのである。そのために Wilson 政権の意図するような関税引き下げによる国内市場の開放とそれによる輸出の拡大は必ずしも実現しなかったのであって、20年代を通じての課題となったのであった⁴⁾。

ところで、関税問題に言及せしめた Wilson 大統領のアメリカ経済社会の展開に関する認識とはどのようなものであったのだろうか。それは、先にも述べたように、直接的な要因としては巨額の未払い債務の累積であったと言えようが、問題はこの短期的問題というよりは、むしろより長期的で体制的な視点からの主張であった、と理解すべきであろう。すなわち、世界経済の中心がヨーロッパからアメリカへと移行してきたという認識とともに、今後とも「戦争で大きく高まった本国の生産性」を与件として経済社会が進展していくことが大前提であるならば、それにみあう販路を欠くことは考えられず、それは国内だけではなくて海外にも販路が見出されるべきである、ということであったであろう。さもなくば「産業の停滞と失業」に帰結するであろう、ということである。言い換えれば、大企業体制のもとに実現した巨大な生産力が国民経済的観点から捉え直され、そしてこれを基礎に経済社会の新たな進歩を実現するという理解が背後に控えていたと理解しても、あながち間違いではなからう。

実際、海外販路の拡大は Wilson が大統領就任以降絶えず追求してきた課題のひとつであった。たとえば、それを示唆する一例として、ロンドンから独立した国内商業銀行による独自の国際的な支店網の構築に向けての政府の政策的支援を挙げることができよう⁵⁾。これが海外販路を念頭においた政策であったことはあらためて述べるまでもない。そして戦後にあってもその立場に変化はなく、しかも新たな状況を前にして、この認識は一層強固となり、しかもさらに深められた、と考えるべきではなからうか。

戦後の Wilson の行動に目を向けるならば、1919年2月には、外国市場を開拓し、しかもヨーロッパとの競争という課題に取り組むために、外国貿易中央委員会 (Central Foreign Trade Committee) の創設を支持したのであっ

た。この背景には、政府の内外でアメリカの対外貿易活動をよりよく調整する必要があるという認識が高まり、それを求める声が非常に大きくなってきていた、という現実もあった。例えば、William C. Redfield 商務長官は、戦時中から、戦後の外国貿易に備えて、ビジネス界と協力して、政府が努力する必要性があることを強調し続けてきていたし、一方、国務省内部でもヨーロッパとの競争に対応すべきという主張が渦巻いており、ヨーロッパの事例を参考に、外国貿易活動の調整を求める動きが見られたのである。そして実際、Robert Lansing 国務長官は、19年に以上のような目的から独自に経済連絡委員会（Economic Liaison Committee）を組織したのであった。もっとも、両組織とも対外貿易活動の調整という点では必ずしも成功裏であったとはいえなかったのであるが、それにしても、これらの組織は、外国貿易に関する政府の関心の強さを示唆していた、といえよう⁶⁾。

なかでも財務省の役割は大きく、とりわけ対外的な金融分野でのその中心的な役割は看過できないであろう。改めて述べるまでもなからうが、戦時中、財務省は、協商国の外国貿易およびそれに係わる金融取引に関して様々な情報を収集できる立場にあったことから、予期される戦後のかれらの貿易および金融政策について知りうる中心的組織であった。特に McAdoo 財務長官は、ヨーロッパ諸国の採る差別的な貿易策に対処して、戦後断固とした政策を追求すべきであるという立場にあった。もっとも、このことが原因となって、商務省や国務省との摩擦を惹き起すこととなり、また Wilson 大統領が後者の立場に肩入れしたことから、長官辞職の一因になった、ともいわれる⁷⁾。

それにしても、対ヨーロッパ金融に関しては、財務省も可能な限り速やかに私的なチャンネルに移行する政策を打ち出すことに苦心していたのである。課題は、いつ、どのようにして、それを実現するか、ということであった。ヨーロッパの社会経済状況を考慮すれば、明らかに私的チャンネルへの移行が即時に可能である、というような状況にはなかったからである。この認識から、一時的で過渡的な措置として、政府借款の継続、戦時金融公社の権限強化、そしてエッジ法の成立がはかられたのであった。

しかしながら、政府が戦後輸出拡大を一貫して追求していたかと言えば必ず

しもそうではなかった。相変わらず輸出業者、製造業者や金融界は引き続き輸出拡大の必要性を政府に訴え、政府の支援を求めていたが、1919年中葉頃になると、政府、特に財務省や連邦準備局はかれらと見解を異にして、むしろ輸出の削減を主張していったのである。これは、戦後ブーム、とくにその過程で顕在化していた物価上昇や投機と銀行信用との関連に関するかれらの認識と深く結びついていたからである。よって、次節ではこの点について見よう。

Ⅲ 物価問題、商品輸出と銀行信用

1 財務省と連邦準備局

この問題の具体的な内容にはいる前に、若干わき道にそれるが、何故に財務省と連邦準備局が同調するような立場を採っていたのかを理解するために、大まかではあるがまずは両者の制度上の関係や当時財務省が抱えていた問題等を把握しておく必要がある。

連邦準備制度は、周知のごとく、1913年に成立した連邦準備法に基づいて、翌年に創設されたが、次の3つの基本的要素によって構成されていた。すなわち、連邦準備局、12の連邦準備銀行、そして多くの加盟銀行である。しかしながら、同制度における連邦準備局の位置や役割は必ずしも明確ではなかった、といえよう。

連邦準備局は、大統領によって任命された10年任期のメンバー5名と、職務上の構成員である財務長官および通貨監督官によって構成された。だが、メンバーの指名や任命は議会や政府の政治的影響を受けるざるをえなかっただけでなく、財務長官が準備局会議の議長を務めていたことから、財務省からの準備局の「独立性」は必ずしも明確ではなかった⁸⁾。たとえば、Timberlake は、連邦準備局の最初の年報から、「連邦準備法によって与えられた権限がいかなるものであれ、それが財務長官の権限と抵触するときには、そのような権限は財務長官の監督 (supervision) と統制 (control) に従って行使されるべきである」⁹⁾ という文章を引用して、「財務長官は同時に準備局議長であったから、財務省の権限と摩擦を起こしていると思われる (イタリックー原文) だけで、

連邦準備銀行または準備局によって行使される何らかの権限は、財務長官の利益となるように解決されるべきであった。表面上、どうしてそのような制度に『独立的』というラベルを貼ることができるであろうか¹⁰⁾と述べている。

ちなみに、当時の Wilson 政権や議会の大多数は、同制度を経済成長を実現するために必要な制度として見てきていた。たとえば、McAdoo は次のように述べている。「富裕な信用源 (credit resources) は、本国の発展のためには、そしてそのビジネスと生産的事業の成長と繁栄のためには、絶対必要な要因である。連邦準備法の基本的目的は、わが国の銀行システムをそのように改造し強化することである。これによって、ビジネスや農業のニーズから信用源に対する需要が膨らむとき、信用源の膨張は、あらゆる種類の合法的なビジネスを促し、守り、そして繁栄させるぐらい十分に低い利子率のもとで、ほぼ自動的に実現され、しかもそれは、究極的には本国内でのより平準化された金利を伴いながら、実現される。」¹¹⁾すなわち、かれらの関心は、準備局がそれを実現するために行動し、そしてより低いそして安定的な金利を強いるよう行動することであった。実際、連邦準備局は、連銀との関係では、制度の背景にあった分権的思想とは反するようにも思われるのであるが、権限を集権化する動きを見せたのであった。すなわち、準備局は、連邦準備法との関連で総裁会議の開催のあり方を批判し、また各連邦準備銀行の公定歩合の決定に際して自らの権限を強化すべく、圧力をかけたのであった¹²⁾。

それにしても1917年4月の参戦までは、連邦準備制度は「創成の時期」であって、財務省と連邦準備局の関係も必ずしも明確ではなかった。だが、アメリカの参戦後、両者間の関係は、新たな展開を見ることになった。政府の戦争遂行のために、「1917年4月から1919年12月までの期間」「財務省が連邦準備政策を統制」¹³⁾する必要があったからである。財務省の利害からすれば、割引政策は、巨額の自由公債 (Liberty loans) および短期証券の発行・消化を支援するということが最も優先して決定されるべきであった。具体的には、低金利政策であり、政府証券担保の戦時手形 (war paper) への優遇金利の適用であった。そして戦後にあっても、1919年4月の戦勝公債 (Victory Liberty loan) の発行や短期証券の発行のために、この政策は継続されるべきで

あった。

他方、連邦準備局は、財務省の意向に応じて、1917年の年報では政府債の「低い金利と調和する」ような割引政策を実施することを打ち出し、翌年にも「準備局の割引政策は、財務省の諸要求および諸政策と必然的に調整されてきている」と述べている。そして、戦争終結後の年報でも、「まず政府証券の販売を、そして次に投資家による購入を促すために、あらゆる点で財務省と協力する必要があった」と述べている¹⁴⁾。

このように準備局は、戦中戦後、割引政策が財務省の諸政策と調和するように試みてきたわけであるが、しかしながら準備局が財務省に同調していたのであって、見解上相違がまったく見られなかったというのでもない。たとえば、1919年1月には準備局のメンバーである Miller は、物価上昇と投機を抑えるために公定歩合の引き上げを主張していたのである。しかし、戦後の戦時契約の解消によって物価は下落することから、公定歩合引き上げの必要はないという主張も存在していたし¹⁵⁾、また Glass 財務長官の反対と Harding などの財務省の立場への同調もあって、結局は実施されなかったのであった。

しかしながら、現実には、一時的に下降を示していた物価は19年の3月頃には再び上昇に転ずることになった。政府借入が減少する一方で、民間の借入は増加し、その少なからぬ部分が、商品、証券また土地取引に用いられ、投機的な性格が強まることになったのである。Beckhart の言葉を借りるならば、「戦時中一時おさまっていた投機が解き放たれた」¹⁶⁾のであった。そのために6月頃までには、連邦準備局もこの投機的活動に対して関心を払わざるをえなくなったし、注意深く調査しそれを把握することの必要性を認識せざるをえなくなったのである。

それにしても、戦後にあっても財務省は連邦準備制度の金融政策の決定に対して強い影響力を持ち続けていたのであった。そして財務省は、後述するように、戦後の物価上昇や投機に対処するために連邦準備銀行や金融界が一般に支持した公定歩合の引き上げには一定の距離をおいていたのであって、また連邦準備局も概してそれを支持していたのであった。その理由はどこにあったのであろうか。それは当時の経済状況に関する財務省や連邦準備局の認識に結びつ

いていたし、また銀行信用と物価の間のメカニズムに関するかれらの認識とも無関係ではなかったのである。そしてこれが理由となって、商品輸出および対外金融にかんして、金融・産業界と財務省・準備局の間では、認識のずれがみられることにもなったのである。以下ではまず、かれらが物価上昇の原因をどこに求めていたのか、見てみよう。

2 物価上昇と商品輸出

当時の経済界に注意を促すかのように、財務省や連邦準備局は、巨額の貿易黒字に関連して、一般に見落とされた側面がある、と述べている。財務省は1920年報で「19年または本年の貿易取引量の増加は貿易額の増加に比較して著しく少ない。戦中戦後の数字は物価の上昇を反映している。取引量と取引額との差異はしばしば外国貿易の議論で見落とされている。明らかに重要な問題である」¹⁷⁾と述べている。一方、連邦準備局もまた9月の調査「主要輸出品の数量と価値：1914-1919年」のなかで、「数量と価値の比較は本国の生産物のうち海外へ、特にヨーロッパへ送られる部分の正確な状況を把握するためには基本」であると述べた後に、「近年の平均的な輸出価格はそれ以前よりも例外なく高いが、物価の上昇は特に食料品の場合に大きいように思われる」¹⁸⁾と述べている。すなわち、取引量と取引額を区別してアメリカの外国貿易を把握すべきで、現在の膨大な貿易黒字額についてみるならば、それは輸出量の増加によるものではなくて、特に食料品の物価上昇に理由がある、というのである。

さらに、続けて物価上昇の原因に触れる。「物価上昇の理由は明らかに現在の需要がもっとも緊急であるからであった。」¹⁹⁾すなわち、物価上昇の原因は通貨や信用の側面に原因があるというのではなくて、商品不足という需給関係に原因があったのであった。特に需要要因が大きく作用していた。すなわち、「高賃金と巨額の利潤に由来する公衆の購買力は、これまでになく大きい。そしてこの購買力が、ヨーロッパの需要に起因する輸出需要と競争しつつ、慎重さを欠いた点にまで物価を押し上げてきた」²⁰⁾のであった。よって、彼らによれば、それには国内的要因と対外的要因のふたつが作用していると認識して

いたのである。国内のたかまった購買力と外需が競合して、商品不足を引き起こし、これが急激な物価上昇をもたらしている、というわけである²¹⁾。

この状況は、財務省や連邦準備局の見方からすれば、アメリカの産業にとって決して好ましいものではなかった。加えて、金融政策という観点からも問題を孕むものであった。

前者の点についていえば、それは産業界の予想収益にかんする期待に関連した問題でもあった。財務省にいわせれば、「過去の政府による金融支援のために、そして今後も政府または銀行の支援によって輸出にファイナンスするプランの話があるために、明らかに本国の産業界関係者たちは、かれらの戦時の利潤が、非常に大きな部分が輸出によるものであったが、自ら努力することなく、またはリスクを侵すことなく限りなく続くであろう、というような誤った期待を抱いてきている」²²⁾のであった。連邦準備局の言葉を借りれば、「実業家と銀行家の楽観的態度のひろがり」²³⁾という状況のもとにあった。さらに、かれらは輸出の削減による価格下落を回避するためにひとつの案をも考慮していたのであった。すなわち、「実業家と金融家たちは、巨額の貿易黒字の維持を実際根本的なものであると見なしていたことから、かれらが実施したいと考えていた主要な調整は、今日海外に輸出されている農産物の一部分を工業製品で置き換えることであった」²⁴⁾のである。

まさにこの様な雰囲気の中で次のような状況が生み出されていた。すなわち、「すべての要素の増加したコストが価格に転嫁される。それ故に、諸要素のコストのために、すなわち信用、労働、または原料のコストのために、やすく生産しようとか、生産を控えるとかのインセンティブが製造業者には働かない。特に商品の生産と分配のためだけでなく、商品を生産する産業、そして生産と販売によって利潤をあげる産業の所有を意味する証券や商品の投機のためにも、信用に対する需要がかぎりなく存在する」²⁵⁾という状況である。この点は、後で改めて述べるが、財務省や連邦準備局が当時の公定歩合を引き上げるべきであるという主張に一定の理解を示しつつも、それを受け入れようとしなかった理由としても重要であった。

この様な理解から、財務省や準備局は、現状の商品輸出を維持し、さらには

拡大する必要があるという産業界や金融界の立場を支持しなかったのである。たとえば海外販路の喪失阻止という理由からの政府支援要求に対しては、10月の国際貿易会議の席上で連邦準備局総裁 Harding は、「対ヨーロッパ金融の問題は私的イニシアティブと個々人の企業心の問題である」と述べて、政府支援への希望を断ったのであった。そしてまた連邦準備局も、「イギリスの場合、他国で自国の債務を決済する手段を獲得するために可能な限りすみやかに輸出が拡大することが、国民全体の利益である」が、「一方アメリカの場合全く異なる問題を抱えていた。」「輸出は国内で消費できる商品の量を削減し、そのことが物価上昇を大きく促進してきた。それ故に、両国の状況の間には類似性はない」²⁶⁾と述べて、イギリスの事例を引き合いに出しての産業界の政府支援要求を斥けたのである。

確かに、ヨーロッパの復興需要は経済的側面からのみで判断できるものではなかったであろう。それは人道的問題でもあったし、また戦後の混乱した社会状況では、ロシア革命の影響を無視できる状況にはなかったからである。それにしても、財務省や準備局の理解では、復興需要は「出版物で大きく過大評価されてきていた」²⁷⁾。「ヨーロッパの金融支援のニーズは、確かに非常に大きく極めて現実的なものではある。だが、国内でも海外でも余りにも誇張されてきている。」「今日のヨーロッパの苦痛には深くシンパシーを感じるが、これによって判断を誤ってはならない」²⁸⁾のであった。

このように、財務省や連邦準備局は、戦後の商品輸出の必要性は認めるにしても、どの程度の水準でそれが維持されるべきであるかという点では、産業界や金融界とは異なる認識のもとにあった。結論としては、あるべき商品輸出の水準は、現状よりは低いところに落ち着くべきであった。だが、現実には物価上昇の原因のひとつともいうべき高い水準に商品輸出が維持されていた。そしてかれらにすれば、それはまた銀行信用とも決して無関係ではなかったのである。この点について傾聴してみよう。

3 物価と銀行信用

商品輸出と絡めて言えば、政府借款もそれに大きく係わっていた。しかも、

財務省は終戦直後商品輸出のために借款の継続を図ったのである。この点について、財務省はどのように認識していたのであろうか。

「もちろんこの権限は、食料および他の生活必需品を妥当な価格で十分に供給するために、わが国民のニーズを極めて注意深くそしてもっとも用心深く考慮して、行使されなければならない。」²⁹⁾ここに窺えるように、権限の行使にあたって財務省は商品輸出のみを念頭に置いていたのではなかった。

もっとも、100億ドルという政府に許された借款枠はすでに1919年中葉頃には底を突きつつあった。そしてまた政府はこの分野から手を引くことを公にしていた。にもかかわらず、この頃国内では「投機が精神が解き放たれた」のである。とするならば、問題は政府借款というよりは、私的経路を通じた対外信用供与が、深く結びつくようになってきていたと理解すべきであろう。それでは、財務省や連邦準備局は、この点について、言い換えれば、私的経路を通じた対外的な長期・短期信用供与の現状について、どのように理解していたのであろうか。

まず、長期信用についての連邦準備局の認識では、「復興しつつあるビジネスと外国貿易の複合的要求を満たす」ものがアメリカによって供給される資本であった。また商品輸出との関連でいえば、諸外国への「長期信用の供与はアメリカ市場からの資本の控除を、よって商品の控除を意味した」³⁰⁾のであった。それにしても、かれらにとっての問題は、アメリカに「複合的要求」を満たすに十分な資本がそもそも存在しているのか、もし存在しなくなれば、その場合にはどのように資本を配分するのか、ということであった。量の問題でいえば、「複合的要求を満たすための資本供給が明らかに不足しているということは、すでに広く受け入れられてきている事実であった」³¹⁾のである。とするならば、配分が問題となろう。

ところで当時の金融界のリーダー達や連邦諮問委員会（Federal Advisory Council）の考えでは、国際資本市場としての展開は、商品輸出の観点だけでなく、ニューヨークの国際金融市場としての地位を高めるためにも、是非とも欠くことのできないものであった。そして、そのためには、まずは国内での資本需要が考慮されるべきであった。すなわち、具体的には鉄道証券問題が解

決されてはじめて、外国証券発行が可能となる、と理解していたのであった³²⁾。

他方、準備局は、現状水準での商品輸出の維持という問題との関連で、対外長期信用供与について、次のように問うている。「この問題は実際次のように要約できるであろう。すなわち、新規資本は貯蓄を通じて利用できるであろうが、未消化の自由公債を消化するために必要とされる部分を超える新規資本部分のすべてが、われわれの天然諸資源を切り拓きそして自国の産業を成長させるために用いられるべきであろうか、それともそのかなりの部分は、ヨーロッパの人々が経済的窮乏との戦いに直面して非常に困窮していることから、自ずと生産的ではないが巨額の見返りをもたらすヨーロッパでの投資に用いられるべきであろうか、ということである。もし米国でわれわれの資本すべてをより有益に運用できるであろうということが真実であるならば、現状の水準で貿易を維持するということは、その様な対外的援助が経済的意味を持っているというだけでなく、もっと広い側面を持っているということを考慮してのことであろう」と³³⁾。

しかし、この問いとの関連で言えば、すでに述べたことだが、復興需要は「大きく過大評価されてきていた」。それだけでなく、準備局は「実際国内には、新規資本運用のための有利な機会が存在する」と認識していたのである。建設業、公益事業、新規産業など、「明らかに、米国産業の展開は多くの分野でいまでも遅れており、戦争のために資本へのアクセスが困難であったとかれらが感じてきていたこともまた疑いもない事実である」³⁴⁾からであった。

もっとも、長期資本の配分は私的経路を通じて決定されるべきであるというのが、戦後の財務省の基本的態度であった。しかし、現実には国内で外国証券を発行できる状況にはなかった。実際、対外長期信用供与は極めて少額に過ぎなかった。この時期、政府借款枠も底を突きつつあり、長期信用供与もままならない状況下にあったのである。だが現実には、「現在の輸出が永続的に維持することが困難であるようなベースの下にあることは疑問の余地がない」³⁵⁾と、準備局にいわしめるほど、高い水準で商品輸出が維持されていたのである。それはどうして可能であったのであろうか。準備局によれば、「貯蓄率によって正当化されるよりも急速に増加するアメリカの金融制度による信用供与の試

み」³⁶⁾があったからであった。すなわち、商業銀行の信用供与が可能ならしめる要因であったというのである。

この点に若干ふれておけば、商品輸出は、その少なからぬ部分で、製造業者や輸出業者の手許にある運転資本を基礎に、オープン・ブック・クレジットが利用されていたが、結局は不足する運転資本を補うためにかれらは銀行借入に頼らざるを得なかったのであった。一方商業銀行は、自らは銀行引受手形を通じて融資および国際的な決済を行っていたが、それはとにかく更新されていたのである。商品輸出は、直接間接に国内の商業銀行の与信業務に支えられ、そして後者は最終的には、主として戦時手形を接点として、連銀信用に結びついていたのであった。

だが、財務省や連邦準備局の観点からすれば、貯蓄に基づく新規資本によらない、すなわち商業銀行の与信業務に頼った商品輸出の維持は問題を孕むものであった。例えば、1920年1月の Glass の考えを引用すれば、「ヨーロッパの大多数の国々が主として必要としているのは、銀行信用よりは、アメリカの資本である」ことから、外国証券の発行などによって彼らの要求は満たされるべきであった。だが、実際は「銀行信用の製造 (manufacture of bank credit)」によって満たされていたのであって、かれの理解からすれば、「ただ本国内での信用構造の不健全な膨張 (inflation) に結果」³⁷⁾していたのである。

ここで、確認のために、当時の国法銀行のバランスシートの状況について触れておこう。改めて述べるまでもないと思うが、戦中戦後の商業銀行の資産及び負債総額の膨張には目を見張るものがあった。例えば、連邦準備局の分析によれば、19年6月30日を終わりとする1年間に、国法銀行の預金債務総額は140億ドルから159億ドルへと約19億ドル増加したのである。ここで注意すべきことは、預金増加の源泉が顧客の預金にあったのではなくて、顧客に対する貸付が預金を造出したということである。具体的には、貸付及び割引がこの間9.5億ドル強増加したこと、それだけでなく政府証券や財務省証券への投資が21億ドルから32億ドルへと10億ドル強増加したことに、預金増加の原因があった³⁸⁾。

ところで、財務省は国債の消化を促すために商業銀行の信用創造による払込

を利用していた。この政府預金には準備を積み立てる必要はなかったが、しかしひとたびこの勘定が決済に用いられ、私的市民の勘定に組み込まれることになれば、商業銀行は準備を積み立てる必要に迫られることになる。しかも、産業界からの資金需要にも応えて、この間に預金総額は13.6パーセントも増加してきていたのであり、そのためにかれらは連銀信用に頼らざるをえなかった。しかも国債の消化を容易にするために、政府証券を担保とした戦時手形（war paper）による連邦準備銀行からの借り入れに対しては、優遇金利が適用されていたことから、加盟銀行はこのために利鞘を稼げるという状況にあったのである。

そこで同じく連邦準備局の分析によりつつ、19年の連邦準備銀行の資産項目の動向について見てみると、政府証券を担保とする戦時手形の割引額は戦後では19年5月にピークに達し、その額は18.6億ドル強で、総割引手形の実に91.4パーセントを占めていた。この後戦時手形の割引額は漸次減少して、9月19日には13.8億ドルまたは84.1パーセントとなるが、再びその後増加して11月14日には17億ドルに達した。その他の手形の割引の場合、割引額は1918年末には3億ドル強であったが、その後漸減し、5月には1.7億ドルの底をうったが、しかしその後増加して、12月には総割引額の31.2パーセントを占める6.8億ドルに達した。資産項目間での相殺的傾向も見られたが、しかし全体としては、収益資産の総額は、この間に23.46億ドルから30.81億ドルへと、33パーセント近く増加したのであった。他方、負債項目についてみれば、預金は、全般的な信用の膨張のために、同期に15.53億ドルから17.05億ドルへと増加し、また流通界にある連邦準備券は、1月から8月くらいまでは25億ドルを挟んで僅かに変動していたが、その後は急速に増加の一途を辿って、12月のピーク時には30億ドルを超えるに至っていたのであった。その結果、連邦準備銀行の準備ポジションは9月末まではさほど変化はなく、連邦準備券と預金債務に対する現金準備比率は、概して50パーセントを超えて維持されていたが、10月以降には、金が流出したこともあって、急速に準備率は下がって行き、12月26日には44.8パーセントという状況に至るのであった³⁹⁾。

ここで「信用構造の不健全な膨張」という問題に話を戻そう。ところで、

「信用 (credit)」という言葉は、幾分曖昧に用いられており、時としては貸付 (loan) を意味するものとして、また時としては、銀行の預金 (deposit) を意味するものとして、用いられていたように思われる。預金を「信用」と捉える考えは、1930年代の不況期に大きく広まることになったと言えるであろうが、それは、景気変動との関連で、物価と通貨供給や流通速度との関係が追求されたこととも無関係ではなかった。一方、財務省や連邦準備局の場合には、「信用」の意味するものは主に貸付であった、と理解して良いのではないかと思われる。このことは、後述することであるが、貸付は投機的に運用されるべきではなくて、生産的に用いられるべきであり、そのためには貸付の内容が問われる必要があるといつかれらの考え方と結びつきがあった、と述べて良いであろう。

それにしても、ここで言われる「信用」、すなわち貸付取引は、当時すでに、商業銀行は預金銀行として活動していたことから、貨幣取引上の債権債務関係を意味する自己宛債務である預金通貨を用いて、行われていたのであった。それ故、実際には「信用」は、商業銀行による預金通貨の供給、そしてまた連邦準備銀行による連邦準備券の供給とも切り離し難く結びついていたのである。そうであれば、戦後のアメリカの商品輸出による物価上昇は、連邦準備制度のもとでの信用の供給、そしてまた預金通貨・連邦準備券の供給と関係していたということになるであろう。この点について、連邦準備局と財務省はどのように理解していたのであろうか。1919年10月に、連邦準備局は次のような理論的見解を公表している。

「信用が物価にどう作用するかについては識別力に富んだ分析を必要とする。信用は、それ自体でそしてそれのみで、物価を決定するとは言えない。信用が物の購入と支払いに用いられるときにのみ、それは物価に影響する。それ故に、信用が物価に影響を及ぼしうるのは、他の諸条件と重なって作用したときのみである。」そして、次のように続ける。銀行の貸付能力がたとえ大きくとも、資金需要が小さければ、「追加信用に対する需要は小さく、その結果僅かの信用が既存の信用量に付加されることから、結局物価の変化に信用が及ぼす効果は小さなものである。銀行は顧客に信用を勧めるであろうが、しかしながら銀

行は顧客に借りさせることはできない。物価の動向に作用するのは受け取られそして用いられる信用であって、オファーされた信用ではない。」そして因果関係が明確にされる。「それ故に、信用は物価の変化の原因 (the cause) であるとは言えない。原料、商品、そして労働の売買において、その取引を可能にしそして促進することによって、この取引では大量の購買手段を用いる必要があることから、信用は物価状況においてひとつの決定的要因 (a decisive factor) である。」⁴⁰⁾

このように物価と信用の間に関する連邦準備局の見解は、あくまでも信用の供給は信用に対する需要に依存するのであり、物価変動を促進する「決定的要因」ではあっても、決してその「原因」ではない、というものであった。それでは、連邦準備券と物価の関係については、どのように理解していたのであろうか。

この点に関する連邦準備局および財務省の立場は一層明確であって、通貨供給の受身性、換言すれば内生性が強調される。かれらの認識は、一例を挙げれば、1919年8月の Harding の上院銀行通貨委員会の質問に対する同委員会議長 McLean への以下のような手紙に、窺い知ることができるであろう。かれの回答は「ここ3年間の流通している連邦準備券の増加は、それが流通界から引き揚げられていった金及び金証書と直接的に交換された結果でなければ、賃金と物価の上昇の結果であって、それらの原因ではない」⁴¹⁾ というものであった。

財務省も通貨は需要に基づいて発行されるという結論から逃れることはできないという理解から、Harding の見解を支持したのである。そして、次のように付け加えている。「信用膨張は通貨膨張とは注意深く区別されるべきである」と。そして「高い物価の根本原因は商品に対する戦時需要であり、信用膨張はそれに必然的に付随するものであった。そして通貨膨張は物価の上昇の結果であった」⁴²⁾ と述べていた。

以上、戦後の商品輸出、物価問題そして銀行信用に関する財務省および連邦準備局の見解に傾聴してきた。そこから次のことが理解できた。すなわち、望ましからざる水準での商品輸出を維持していたのは、政府借款でもなければ長

期資本輸出でもなくて、実は貯蓄に基づかない商業銀行によって「製造」されそして「不健全な膨張」を遂げた「信用」であった。確かに、この過程で連邦準備銀行信用が増加し、また流通界にある連邦準備券も急増していったが、しかしこれらの増加は加盟銀行の信用需要に応えた結果であって、受身的なものであり、あくまで物価上昇の原因ではなかったのである。その加盟銀行の信用もまた、物価上昇を促した「決定的な要因」ではあっても、決して「原因」ではなかった。物価上昇は、私的経済領域の規制緩和によって私的需要が増加して輸出需要と競合関係にあること、加えて増加した所得と増加した賃金が奢侈品需要を非常に強めてきたことに原因があったのである。

そうであるならば、採るべき政策とは何か。それは、たとえば、当時上院によって提案された「流通界にある通貨を漸次削減するための法案」であったであろうか。かれらの理論的見地からすれば、それは「必要でないし好ましくもない」ものであった⁴³⁾。そこではかれらの具体策とはなにか。

IV 財務省・連邦準備局の政策

1 高金利政策と「道徳的説得」

財務省は、Benjamin Strong たちが主張していた公定歩合の引き上げに関しては⁴⁴⁾、消極的であった。それは、「ヨーロッパの需要という亡霊のために高い商品価格が正当化される理由もなければ、またヨーロッパへの信用という亡霊のために高い利子率が正当化される理由もない」⁴⁵⁾からであった。連邦準備局も、財務省との関係もあってか、公定歩合の引き上げの主張を必ずしも支持せず、それに代えて連邦準備銀行による借入銀行に対する「道徳的説得 (moral suasion)」などを支持したのであった。この点について若干補足しておこう。

財務省にとって、なによりもまずは借換操作という観点から、公定歩合の引き上げは受け入れ難い政策であった。しかしながら理由はそれだけではなかった。Glass 財務長官は1919年11月に、国内で強まっていた Strong などの引き上げ要求に答えて、次のように述べている。「連邦準備銀行の公定歩合がさ

らに大きく上昇することは、商業目的や工業目的の借り手に罰を課し、そしてそれを思いとどまらせるという効果を持つであろう。したがって生産と分配を切りつめさせ、そして商品不足を悪化させ、その結果、商品価格を上昇させて、従って次に投機を促すであろう」と⁴⁶⁾。

連邦準備局も同じく金利引き上げには疑問を抱いていた。次の引用文は、割引政策と信用の統制に関するかれらの見解を示している。

「連邦準備制度にとって、商業やビジネスのために、信用状況を規制しそして統制するためにその権限を行使すべき時が来ていると繰り返し主張すべきである」と強調した後に、次のように続ける。「信用を統制する通常のそして伝統的な方法は公定歩合である。しかしながらその効果は正常な諸条件を前提とする。金利の上昇は、正常な諸条件のもとでは、一定の活動を利益のあがらないものにするだけで信用に対する需要を抑制するように作用するだけでなく、他の中心地や国々からそれをひき付けることによって信用の供給を増加させるように作用する。今のところこの伝統的な統制を効果的にする条件がすべて存在しているわけではない。」その理由は次の通りである。「国内や諸外国からの商品需要は生産を遙かに越えており、金利の上昇に起因する信用の増加したコストは価格の上昇によって吸収されている。そして投機は、大きな利潤が预期されるので、なんらかの妥当な金利の引き上げでも、抑えられない。これらの状況はどれもが、容易で効果的な操作である公定歩合を用いた信用の統制にとって不都合である。」⁴⁷⁾

Glass にしても、また連邦準備局にしても、信用の統制の手段として割引政策を一般的には認めつつも、現状ではその効果については疑問を抱いていたのであった。なぜならば、繰り返しになるが、生産を抑えることから商品不足による物価上昇を惹起し、このことがまた高い金利での借入であってもこの借入コストの価格への転嫁を可能とすることから、結果として投機を煽るだけである、と考えていたからである。それ故に、かれらは公定歩合の引き上げに反対または消極的で、投機的活動を抑えるために、信用の割り当てという質的政策である「道徳的説得」などが追求されるべきであると主張する一方で、商品不足の解消にとって欠かせない生産活動や商業活動を促すべきである、と理解

していたのである。

2 「仕事と節約」

Wilson は、「売りたいのであれば、買う用意がなければならない」と述べ、そのために関税引き下げを問うていた。しかしながら、現状の商品輸出の水準を維持または拡大するための、輸入の拡大ではなかった、と考えるべきであろう。現状はあるべき輸出水準を超えて商品輸出が為されているという理解であったのであり、むしろ財務省は輸出の削減を主張していたからである。もちろん、商品輸出が減少することの問題点についても、財務省は十分に認識していた。「われわれの危惧することは、戦時輸出の終焉によって、設備の閉鎖、配当の繰り延べ、そして全般的な不況に結果する」⁴⁸⁾からである。

それではかれらの現状の打開策とは何か。先に引用した Harding の McLean への手紙から再び引用すれば、それは「仕事をする事、そして節約すること (to work and to save)」であった。すなわち、「経済的観点からであろうと金融的観点からであろうと、現状の治療策は同じであって、仕事をする事そして節約することである。可能な限り最大量の商品を生産しそして分配するために規則正しくそして効果的に仕事をする事である。そして浪費にふけったり、贅沢品への願望を満たすことよりは、必需品に対する需要の充足と債務の返済に、貨幣、商品そしてサービスがまず用いられるようにするために、適切に無駄を省くこと」⁴⁹⁾であった。

一言付け加えておけば、かれにとってこの考えは、決してアメリカのみの指針ではなかった。たとえば、先述の国際貿易会議で、かれはヨーロッパからの代表者を前にして次のように発言していたのである。

「いまヨーロッパの国々が直面している問題の多くは、アメリカでは深刻なかたちで現れている。生産を増やすこと、消費を減らすこと、そしてより節約しそして儉約することが非常に大事である。商品や物品に代表される世界の流動的な富は戦争のために驚くほど減少してきており、世界中の信用の量は商品の量と全くかけ離れている。もっと正常な状況を生み出すためには、信用と商品の間の適切な均衡を回復することが必要である。この過程は必然的に長引く

過程であろう。しかし、基本的なことは、まず踏み出されなければならないということであり、この回復は仕事と節約の原則の確固とした適用によってのみ成し遂げられうる、ということである」と⁵⁰⁾。

このような Harding の考えは、政府内で共有された考えであった。たとえば、Wilson 大統領も、国民に向けた演説で、かれのこの考えを支持して、戦争による苦しい状況が最終的に克服されるまでは、これを指針とする、と公にしたのであった。もちろん財務省は述べるまでもない⁵¹⁾。そして、これを実現すべく期待された制度が、この当時議会で議論されそして19年12月に成立することになったエッジ法であったのである⁵²⁾。

3 ドル高是正と政府支援

次に、ドル高是正のために金融界や産業界が要請していた政府支援についてはどうか。すでに述べたように、アメリカとイギリスの間には「類似性はない」として、かれらはこれを斥けていたのであるが、その理由はどこにあったのであろうか。

その前に、まず金融界や産業界がドル高の是正が課題であると考えた理由について確認しておこう。それは端的に述べるならば、たとえば連邦諮問委員会の1919年5月の勧告に見られるように、諸外国通貨の購買力の低下がアメリカからの輸入を減少させ、一方で他国へ購入先をシフトさせることになるということであった⁵³⁾。これは、現状の商品輸出、さらには戦時中に開拓した海外販路の確保という観点から捉えるならば、重大な問題であったであろう。実際この認識は、製造業者や銀行家達の間一般に広く行き渡り、そして共有された認識であったのである。それ故、かれらがドル高是正のための政府支援を強く求めていたとしても決しておかしくないのである。これに対して、連邦準備局もまた、「このような状況では、いくつかの重要な私的利害集団が、為替を支持し、そして輸出ビジネスのための信用を拡大するために、政府支援を要求してきているのも自然である」⁵⁴⁾と一定の理解を示していたのである。

だが、連邦準備局にとっては、「外国為替や輸出取引の問題が、国内取引の問題と切り離して、余りにも頻繁に議論されている」ことが、そもそも問題で

あった。かれらの主張が拠って立つ前提それ自体が問われるべきであったのである。なぜならば、「外国通貨の下落に不満を持つ人々は、現状の水準での輸出は、それ自体好ましいものであり、そして外国通貨の価値をアメリカ市場で上向きように保つことで、維持されるべきである、としばしば前提している」⁵⁶⁾からであった。

準備局はむしろドル高を是認していた。国内問題を解決する要因として、為替相場の国際収支均衡化作用を認めていたからである。「為替状況の是正は、輸出という利害からもっぱらこの問題を捉えている人々によって、不満がおおく述べられてきたが、その自然なそして永続的な解決は、ほぼ均衡に至るまでの輸出の減少と輸入の増加に見いだされるのみであろう」と述べた後、諸外国の「為替の下落は、(アメリカの-訳注) 輸出を妨げ輸入を促すことによって為替の下落を引き起こしてきた状況にとっての是正効果 (corrective effect) として作用する、と理解されるべきである。そして、それ故に、純粹にわれわれの国内的観点からみるならば、下がりつつある為替相場は今日の異常なそして困難な状況をすでに改善し始めている」⁵⁶⁾と述べていた。

財務省は、さらに踏み込んで政府支援の問題点を指摘していた。すなわち、「ドルは外国為替市場で平価に維持されるべきであると考えの人々がいる」が、「この時点での政府の行動は、外国為替に関して言えば、自動的に定まる需給法則の通常的作用を阻止し、そして自然の成り行きでドルがプレミアムに向かうのを妨げることになるから、人為的に本国の輸出を促し、そして国内需要と輸出需要との競争を通じて、国内物価を維持しまたは引き上げることになる」。さらに続けて、政府の行動は「諸外国の税及びローン負担をアメリカ人民にシフトさせることであろう。このシフトされた負担は、課されるべき税金、そして結果としてアメリカ国民によって吸収されるべき一層のローンによって、そして上昇した国内物価によって、推計できるであろう。」⁵⁷⁾

政府の金融支援を別の観点から見ると、それは、人為的に高い物価水準を維持することから製造業者などに巨額の超過利潤を、言い換えれば実質的に巨額の補助金を与える一方で、国民へその負担を転換することに他ならない、というわけである。すなわち、財務省は資源配分の効率性の問題だけでなく、

富の階層間配分の観点からも、この問題を捉えていた、と理解できるのである⁵⁸⁾。改めていえば、財務省も連邦準備局も、経済界が求めていたドル高是正のための政府による金融的支援には、消極的であったのである。

V その後の展開 —結びに代えて—

以上見てきたことから明らかなように、戦後経済社会の発展のあり方に関していえば、産業界や金融界の立場と、財務省および連邦準備局の立場には、戦争などを契機に高まった生産性を前提に経済社会が展開してゆかざるを得ないとするならば、海外販路は不可欠であるという点で、基本的には共通の理解が見られたのである。

だが、具体的実現の策に関しては、明らかに違いが見られた。金融界や産業界は、戦後も引き続き高水準での商品輸出が維持されるべきであると主張し、その場合政府支援は欠かせない促進要因であると主張していた。だが、財務省および連邦準備局はそうではなかったのである。そもそも戦後の物価上昇や投機、結果として超過利潤が戦後も維持されている状況が改善されるべきであったのである。それを支えていたのが、不健全に膨張した銀行信用であった。よって、かれらにとって、これらの状況を生みだしていた商品の不足と膨張した信用という両者の間の不均衡が、まずは正されるべきであったのである。そのためには、アメリカのみならず、ヨーロッパの人々も生産的活動で無駄を省き、仕事に励み、その一方で浪費をさけ、節約をして、貯蓄を増やすべきであった。

しかし、これらの点についてはすでに述べてきたことであるから、ここで内容を繰り返すことはやめて、むしろその後の展開を簡単にフォローすることで、本稿の結びに代えたい。

さて、1919年末になると、公定歩合の引き上げに関する論争が、特に財務省と Strong の間で再燃することになったが、結局はニューヨーク連邦準備銀行が19年11月の4パーセントから翌年6月の7パーセントまでの公定歩合の引き上げを成し遂げることになった⁵⁹⁾。そしてアメリカでは、公定歩合引き上

げも一因となって、物価上昇は頭打ちとなり、また経済活動でもその熱気が衰えることになったのである。

ここで、この間の対外金融に係わる取り組みについて述べておけば、製造業者や輸出業者、そして銀行家達は協力して、エッジ法のもとに金融法人の創設に向けて動き出すことになったのである。しかしこれも結局は大きく実を結ぶことはなかった。アメリカの経済が戦後恐慌に飲み込まれて行くことになったからである。そしてまた独自の海外支店網の拡充を通じて対外銀行業務に積極に進出してきていた一部商業銀行も、この過程で巨額の不良債権を抱え込むことになり、その対外戦略を見直さざるをえなくなるという状況に陥っていった。かくして、戦中、そして戦後のブーム期に開花した金融界の自信は打ちのめされ、改めてロンドンの国際金融市場としての地位が認識させられるとともに、アメリカの進路が問われることになったのである。

それにしても、この過程では、様々の議論を呼ぶことになった。たとえば、国際的には、賠償問題や戦争債務問題をどのように解決するのか、また戦後の国際通貨制度をどのように再建するのか、という問題があった。一方国内にあっては、共和党政権のもとで商務長官の職にあった Herbert Hoover が、産業界の後押しもあって、対外資本取引を統制の下に置くべきであると主張して、Strong やニューヨークの金融界と厳しく対立した。Hoover の主張の背景には、戦後のアメリカ社会はレッセ・フェールでもなくまた社会主義でもない第三の道を進むべき、という理解があったようにも思われる。それでは、Strong に導かれていたニューヨーク連邦準備銀行が戦後レッセ・フェールの世界を追求していたのかといえ、また必ずしもそうとはいえなかった。一般的にリアルビルズ・ドクトリンの影響下にあった連邦準備制度のなかにおいて、かれらは、公開市場操作を用いた反循環的金融政策に一定の理解を示していたように思われるからである⁶⁰⁾。

今後はこれらのことも念頭におきながら、20年代にアメリカで、経済社会の進歩との関連で、国際的な貨幣・金融取引がどのように位置づけられていったのか、探してみたいとおもう。

注

- 1) これらの点に関しては、拙稿「アメリカ経済社会と対外金融問題—主に第一次大戦直後の銀行家達の見解を中心に—」『アドミニストレーション』、第6巻2～3合併号、2000年2月を参照されたい。
- 2) U. S. Treasury, *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of the Finances for the Fiscal Year ended June 30 1920, 1921*（以下では、*Annual Report of ST[1920]*と略す。）、pp. 78 - 79.
- 3) *Ibid.*, p. 77.
- 4) Wilson 大統領の主張にも関わらず、1921年初めには緊急関税法が、そして翌年9月には、Fordney=McCumber 法という高率の保護関税法が成立することになったが、油井大三郎教授によれば、これは「世紀転換期にみられた高率保護関税主義への復帰」を意味した。「共和党政権下のこのような政策は、世界経済の安定のための国際協調より経済ナショナリズムを優先させるさせるもので、それ自体が20年代の世界経済に不安定要因を加えるものとなった」（油井大三郎「1920年代の対外経済関係」（鈴木圭介編『アメリカ経済史（Ⅱ）』、1988年、546、551頁）。これに対して、たとえば David A. Lake の場合には、1923年の無条件最恵国原則の採用に見られるように、1920年代の無差別の原則への傾向も強調されている（David A. Lake, *Power, Protection, and Free Trade: International Sources of U. S. Commercial Strategy, 1887-1939*, 1988）。
- 5) この点に関しては、拙稿「ウィルソン政権下でのナショナル・シティ・バンクの対外進出」『アドミニストレーション』、第3巻2号、1996年10月を参照されたい。
- 6) Burton I. Kaufman, *Efficiency and Expansion :Foreign Trade Organization in the Wilson Administration, 1913-1921*, 1974, pp. 221 - 222, 255 - 256, 260 - 266.
- 7) Dale N. Shook, *William G. McAdoo and the Development of National Economic Policy, 1913-1918*, 1987, pp. ix - x, 368 - 369.
- 8) 1914年8月に組織された連邦準備局は、まずは職務上の構成員としての議長 McAdoo（財務長官）と John S. Williams（通貨監督官）、そして議会の助言と同意のもと大統領が任命した構成員である初代総裁 Charles S. Hamlin（財務次官補）、Frederick A. Delano（鉄道会社社長）、Paul M. Warburg (Kuhn, Loeb and Co.)、W. P. G. Harding (First National Bank of Birmingham)、そして A. C. Miller（内務次官補として活躍したエコノミスト）によって構成されていた（B. H. ベックハート著、矢尾次郎監訳『米国連邦準備制度』、1978年、163 - 164頁、Donald F. Kettl, *Leadership at the Fed*, 1986, p. 24）。

ところで、人選に当たっては、Wilson と McAdoo は法と政府に忠実な人物を選択したという。それは、McAdoo によれば、理事会で多数派を占めなければ、「政府にとって最も不幸であり、かつ有害である」からであった。Hamlin の印象では連邦準備局は独立した組織ではなくて、財務省の付属物として創設されてきていたのであった。

なお、準備局会議では、当初は会議の開催場所も議論となり、財務省での会議を支

持したのは McAdoo, Williams, Hamlin で、反対派は Warburg, Miller, Delano で、Harding は中立の立場をとったのであった。反対派の意図するところは、連邦準備局の独立性を守るために、財務長官と通貨監督官の参加を困難にすることになったといわれるが、現実には35年まで財務省内で実施されることになるのである。

それだけでなく、当初は、連邦準備局の位置づけも不明確で、しかもその制度的位置づけも低いものであった。たとえば、準備局のメンバーの職位に関する McAdoo の国務省への質問にたいする回答は、次官補 (assistant secretary) の下位に位置づけられるべきである、というものであった。結局、Warburg たちが受け入れなかったこともあり、その後議長は長官 (secretaries)、副議長は次官 (under-secretaries)、他のメンバーは次官補 (assistant secretary) として位置づけられることになったのである (Kettl, *ibid.*, pp. 24-26)。

- 9) Federal Reserve Board, *Fourth Annual Report of the Federal Reserve Board; covering operations for the year 1914, 1915* (以下では、*Annual Report of FRB[1914]*と略す。) , p. 33.
- 10) Richard H. Timberlake, *Monetary Policy in the United States: An Intellectual and Institutional History*, 1993, pp. 256 - 257.
- 11) *Annual Report of ST[1915]*, p. 12.
- 12) Jane W. D'Arista, *The Evolution of U. S. Finance; Federal Reserve Monetary Policy: 1914-1935*, Volume I, 1994, pp. 16 - 20. なお、連邦準備局と連邦準備銀行の関係について述べるならば、連邦準備銀行は、米国が第一次大戦に参戦するまでは、連邦準備局からかなりの程度独立した存在であった。たとえば、制度的には準備銀行の取締役9名のすべてを準備局が任命したのではなく、加盟銀行が6名を選出していた。また、総裁会議 (the Conference of Governors) は、そもそも連邦準備法で規定された組織ではなく、かれらによって自主的に組織された制度であったが、既に「同制度の機能をコントロールする権限の点で、連邦準備局と張り合う存在」となっていたのである (*ibid.*, pp.15-16)
- 13) B. H. ベックハート、前掲書、62頁。
- 14) *Annual Report of FRB[1917]*, p. 8, *ibid.* [1918], p. 4, *ibid.* [1919], p. 2. 実際の政府債発行の大部分は、ニューヨークで発行せざるをえなかったことから、ニューヨーク連邦準備銀行が財務省および他の連銀のために活動したのである。この時期の財務省と連邦準備制度の関係について、Strong は次のように述べている。「戦時金融の責任は議会と財務省にあり、この問題でのわれわれの責任は、(1)、常にそうしたことだが、財務省に率直にわれわれの見解を述べること、(2) 彼らの最終的決定を受け入れ、そしてわれわれに課されたプランを遂行すること、に限られた。もちろん、何らかの別の案 (scheme) は、議会にわれわれの権限を修正させるように導くことになったであろう—全く想像もつかないそしてもっとも危険な可能性であるが」 (Lester V. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, 1958, p. 120)。
- 15) Benjamin H. Beckhart, *The Discount Policy of the Federal Reserve System*, 1924, p. 314. 制度的関係という観点から、一言付け加えるならば、前任者 McAdoo から1918年12月16日に財務長官の職を引き継いだ Glass は確かに、前任者の財政金

融政策を継承して、同様に連邦準備制度に対しては引き続き低金利政策を要請したのであったが、それは「かれが、連邦準備局（Fed）を財務省に従属させたいと望んだからではなかった。実際、かれは連邦準備制度の独立性（integrity）を維持するために彼の議員生活を通じて一貫して戦ったのである。」それは、公定歩合の引き上げが信用の配置替えに結果するとは信じなかったからである、という（Bernard S. Katz and C. Daniel Vencill, *Biographical Dictionary of the United States Secretaries of the Treasury; 1789-1995*, 1996, p. 176）。

16) Beckhart, *ibid.*, p. 335.

17) *Annual Report of ST*[1920], p. 76.

18) Federal Reserve Board, *Federal Reserve Bulletin*, September 1919（以下では、*Federal Reserve Bulletin*[Sept. 1919]と略す。），p. 851.

19) *Federal Reserve Bulletin*[Sept. 1919], p. 851.

20) *Annual Report of FRB*[1919], p. 3.

21) 高い物価水準については、単に需要の側面だけではなくて、組織化を通じた産業界による積極的な価格政策についても考慮すべきであろう。それは、戦時中の経験から引き続き戦後も、全国製造業者協会や商工会議所など、産業界は、競争的産業に対する規制的原理の適用を支持し、反トラスト法の見直しを要求していたからである。そしてまた、かれらの間では、商工団体運動（trade association movement）が見られたのであるが、製造業関連の商工団体のほぼ半数の主要な目的一少なくとも中心活動一となっていたのが、市場情報（価格、販売量、在庫など）の交換であった。そしてデータの交換を実施していた団体のほとんどが、固定価格の維持を目的としていたのである（Robert F. Himmerberg, *The Origins of the National Recovery Administration; Business, Government, and the Trade Association Issue, 1921-1933*, 1976, p. 7）。

ところで、このような価格維持策を、当時しばしば問題とされた高賃金との関連で見たら、どのように言えるのであろうか。たとえば Beckhart は、高い賃金が勤労者の高い生活水準を意味するものではなかったと、述べている。すなわち、「ある種の階層の浪費にも関わらず、市民の大部分は本当に栄えていたのではなかった。かれらは消費する商品の支払いを行わなければならないが、商品価格は給与支払いに先立ってますます上昇していったからである（Beckhart, *op. cit.*, p. 317）」。これもあってであろうか、20年初めには、政府内部で多くの商工団体の行為に対して批判が噴出すことになり、また戦後不況の最中賃金が下落し雇用が減少していったことから、商工団体による価格維持策に対して、民衆の感情は批判的になっていったのである。

22) *Annual Report of ST*[1919], p. 12.

23) *Federal Reserve Bulletin*[Jun. 1919], p. 522.

24) *Ibid.* p. 526.

25) *Annual Report of FRB*[1919], p. 3.

26) *Federal Reserve Bulletin*[Nov. 1919], p. 1013. ちなみに、国際貿易会議は合衆国商工会議所主催の会議で、10月22日から3日間、アトランティック・シティで開催された。この会議には、アメリカからは金融界、産業界および政府の代表が、そして

海外からはイギリス、イタリア、フランス、そしてベルギーの代表が多数参加して、ヨーロッパ諸国の現状にかんする報告や問題解決のための打開策などが議論されたのであった。なお、アメリカ代表の発言内容については、注51で一部触れている。

- 27) *Federal Reserve Bulletin*[Sept. 1919], p. 819.
- 28) *Annual Report of ST*[1919], p. 12.
- 29) *Ibid.*
- 30) *Federal Reserve Bulletin*[Jun. 1919], p. 524.
- 31) *Ibid.*
- 32) *Annual Report of FRB*[1919], p. 518.
- 33) *Federal Reserve Bulletin*[Jun. 1919], pp. 526 - 527.
- 34) *Ibid.*, p. 527.
- 35) *Ibid.*
- 36) *Ibid.*, p. 524.
- 37) *Annual Report of ST*[1920], p. 79.
- 38) *Federal Reserve Bulletin*[Sept. 1919], pp. 814 - 815.
- 39) *Annual Report of FRB*[1919], pp. 12 - 14.
- 40) *Federal Reserve Bulletin*[Oct. 1919], pp. 911 - 912. 物価と銀行信用の関連で今少し述べるならば、連邦準備局の主張には、変化が見られるようにも思われる。

例えば、1918年6月の報告では、「既存の商品と購買力の間の割合の変化（＝商品よりも急速な購買力の増加—訳注）は、・・・増加した購買力が商品の購入および移動に実際用いられた程度において、結局は物価の上昇に結果する。公社債（bonds）、または将来の勤労の生産物に対する権利（claims）、または固定資本におけるその分け前（share）を担保に、銀行によって貸付（loan）が為されるときには、傾向として物価は上昇する（*Federal Reserve Bulletin* [Jun. 1918], p. 486）」と述べていた。

10月には「物価のインフレーション」は「連邦準備券の過剰発行」によるものではないと述べていた。その一方で「本当に著しい本国の利用可能な購買力の増加は、銀行の預金勘定によって供給されてきた」と述べ、そして次のように続けていた。「『インフレーション』は、要するに、貸付（loans）が現生産以外のなんらかのものに基づいて行われるとき生じる。それらが長期投資または非流動的な富（nonliquid wealth）に基づいた前貸し（advances）である限り、それらはインフレーションに結果しそうである—すなわち、直接の諸資源に関係しない、または交換される商品のための純粋な需要を代表していない通貨または信用の創造（*Federal Reserve Bulletin* [Oct. 1918], p. 928）。」そして11月にも「連邦準備券の発行ではなくて、借り手の政府証券の購入と取引を可能にする目的の、銀行の帳簿上の預金信用（deposit credits）の創造が主として物価上昇を推し進める購買力を創造した」（*Federal Reserve Bulletin*[Nov.1918], pp. 1047 - 1048）と述べ、10月の見解を支持していたのであった。

このように、戦時中には、物価問題は商品量と購買力の量との関係から捉えられ、特に貸付取引を通じて供給される当座預金の増加が物価上昇の原因である、とも読み

とれる見解が示されていたのである。ところが1919年になる、本文で見えてきたように、当座預金の創造の議論は影を潜め、むしろ「決定的要因」としての貸付取引に重心が移り、それも借り手に左右されると主張されることになる。そして物価上昇は、連邦準備金や預金通貨との関連で捉えられるのではなく、その原因は商品の需給の側面に求められることになった。この様に、論調にはシフトが見られるのであるが、その理由については今のところ理解できないでいる。今後の課題となろう。

41) *Annual Report of ST[1919], p. 21, Federal Reserve Bulletin[Aug. 1919], p. 702.*

42) *Annual Report of ST[1919], p. 18.*

43) *Annual Report of ST[1919], pp. 18, 21.*

44) 周知のごとく、Strong は、当時、その持ち合わせた才能とニューヨークの金融市場としての地位を背景に、金融界での発言力を急速に高めていった人物であったが、すでに19年はじめ頃には、戦時中から大きく膨らんできた加盟銀行信用を抑制する必要性を認識していたのであった。だが実施の時期や方法などについては、必ずしも考えが纏まっていたはいなかった、とおもわれる (Chandler, *op. cit.*, pp. 138-140)。それは、国内の事情だけでなく、ロンドン国際金融市場との関係もあったであろう。公定歩合の引き上げがニューヨークの市場金利の上昇を引き起こすことになれば、ロンドン国際金融市場での諸外国の借入と、そしてポンド相場の低下はさらに助長されることになることから、戦後の国際金融秩序の回復が遅れることになるだけでなく、ニューヨークの国際金融市場としての成長が妨げられることになるであろうと危惧したからでもあった (*ibid.*, pp. 148-149)。

その後、かれはイングランド銀行と情報交換を行うために一時アメリカを離れることになったが、9月に帰国すると直ちに公定歩合の引き上げを主張することになった。この頃にはさらに物価や賃金の上昇、投機の加熱や銀行信用の膨張が進み、6月の金輸出解禁による金の対外流出もあって、特に東部工業地域に所在していた連邦準備銀行などの場合には、そのままでは金準備が法定最低限度を割りかねない状況で、他の準備銀行から金準備の強化のための支援を受けることを余儀なくされる、という状況にあったのである。

しかし、Strong にとっては、商業手形の割引率の引き上げが健全であろうと主張しつつも、配慮すべき点があった。公定歩合の引き上げによる政府証券の市場価格の下落から商業銀行を守る必要があったからで、このためには何よりも、公定歩合の引き上げに先立って、政府証券の金利の引き上げが行われるべきであった。また、財務省や連邦準備局が要求した「道徳的説得」も支持することはできなかった。そもそも、財務省や連邦準備局が投機目的の借入であると批判した加盟銀行による連邦準備銀行借入についても、それは国債消化に伴う信用創造払込に起因する準備不足を改善するための借入であったのであって、必ずしも株式市場などでの投機に運用するための借入であるとは、理解していなかったからである (D'Arista, *op. cit.*, pp. 39-40)。

45) *Annual Report of ST[1919], p. 13.*

46) D'Arista, *op. cit.*, pp. 44-45. また財務次官の Russell C. Leffingwell も、同様の見解から、Strong の公定歩合引き上げの主張に反対した。それには、つぎの3

つの理由があった。1) 政府証券の金利の上昇を回避すること、2) 物価上昇は「気の狂った投機」が原因であって、公定歩合の引き上げによっては阻止できないこと、3) 国内の季節的資金需要の減少と対ヨーロッパ輸出の減少によって、「連邦準備局の行動があろうとなかろうと」、信用は流動化されること、であった (Paul P. Abrahams, *The Foreign Expansion of American Finance and its Relationship to the Foreign Economic Policies of the United States, 1907-1921*, 1976, pp. 178-182)。

47) *Annual Report of FRB[1919]*, p. 70.

48) *Annual Report of ST[1919]*, p. 13.

49) *Federal Reserve Bulletin[Aug. 1919]*, p. 702.

50) *The Bankers Magazine*, Nov. 1919, p. 627.

51) *Federal Reserve Bulletin[Sept. 1919]*, p. 817, *Annual Report of ST[1919]*, p. 17. 大統領の発言は「生産コストを現状に維持し、生産を増やし、そして国民が厳格に節約し節約することによってのみ、われわれは今日われわれの肩ののしかかっている生活費の負担を大きく軽減するための希望が与えられる」(*ibid.*) というものであった。

52) なお、「仕事と節約」というスローガンは、産業界や金融界のリーダー達の間でも共有された考えであった。この点については、国際貿易会議でのアメリカの代表者たちの発言に窺い知ることができよう。

たとえば、Alfred C. Bedford, (Standard Oil Co. 合衆国商工会議所副会頭) は開催の挨拶で、アメリカはヨーロッパの復興のためには「無知な自己利害や単なる個人的な利益の追求ではなくて、もっとも高い水準の効率と協力」が欠かせないと述べて、アメリカと諸外国の実業家との協力の必要性和アメリカ国民が勤労の尊さを認識することの必要性を訴え、「生きるために、世界はもっと生産し、そしてお喋りはもっと少なくしなければならない」と発言したのである。同様に、James S. Alexander, (National Bank of Commerce, 信用金融委員会議長) も、「仕事と節約」というドクトリンはアメリカの国民だけでなく、「全世界の人々」に、特に「将来の生産的仕事の可能性によってのみ、現在アメリカの借款を保証している」ヨーロッパの国々においても同様に当てはまる、と発言した (*The Bankers Magazine*, Nov. 1919, pp. 611, 621-622)。

それだけではなくて、国際競争力の観点からも、「仕事」の重要性が強く前面に出されていたのである。アメリカ製造業者輸出協会は、為替相場の改善のためには外国製品の輸入を促進すべきであり、金融的側面ではヨーロッパの復興にとって基本的な物資を提供するために産業や金融機関によってすべてのファシリティが提供されるべきであるという立場を採っていたが、一方で、ヨーロッパの国際競争力の回復に対処するために、アメリカでは労働の生産性と効率性を高める必要があると述べていた。そして具体的には、労働者は、現在の生活水準を維持する唯一可能な方法として、その生産的努力 (productive effort) を強めるべきであるし、そうするように諭される必要がある、というものであった (*Commercial & Financial Chronicle*, Oct. 25 1919, p. 1566)。

このように、国際会議での経済界のリーダー達の立場を見る限りでは、「仕事と節約」というスローガンを支持しているのであるが、しかしながらこのスローガンには、財務省や連邦準備局の物価上昇の原因に関する見解を考慮するならば、商品輸出の削減という考えも組み込まれていたというべきであろう。この点に関して、かれらはどのように理解していたのであろうか。

同じ会議の席で、Alexander は、「異常な国際貿易要因」であるアメリカのヨーロッパに対する「一方的な貿易収支に起因する外国為替状況の改善は、おおよその均衡点に到達するまで、われわれの輸出を減少させるか、またはわれわれの輸入を増加させることによってのみ、その自然なそして永続的な解決を見いだすであろう」、と述べていた。また Dwight W. Morrow (J. P. Morgan & Co.) も同様にこの状況に対処するためには「起こり得うるのはひとつしかない。すなわち、黒字額が減少しなければならない。言い換えれば、われわれの輸出が徐々に減少し、そしてこれらの国からの本国への輸入が徐々に増加しなければならない」と主張していた (*The Bankers Magazine*, Nov. 1919, pp. 621, 624) のである。

このように、ニューヨークの有力な銀行家たちは、いまや財務省の見解に同調したのであった。しかしながら、この後も産業界には、輸出の維持のために、またドル高是正のために、政府支援を求める声が根強く存在していたのである。またこの後、ヨーロッパの状況が厳しくなるにつれ、上に述べた銀行家達と財務省のコンセンサスも動揺することになるのであった。

53) *Annual Report of FRB[1919]*, pp. 519-520.

54) *Federal Reserve Bulletin[Jun. 1919]*, p. 528.

55) *Federal Reserve Bulletin[Sept. 1919]*, p. 818.

56) *Ibid.*

57) *Annual Report of ST[1919]*, pp. 13-14.

58) 外交的観点からの批判もあった。それは、政府の対外借款の場合には、私的対外債権者の場合とは異なって、デフォルトにでもなれば、これが政治的軍事的介入をひきおこすことになるであろう、という理解からであった。

59) この点については、これまでの議論の流れからすれば、理解に苦しむ点がないわけでもない。そもそも何故に公定歩合が引き上げられたのであろうかということであるが、それは、財務省の政府証券発行が一段落したことから連邦準備局が一定の独立性を獲得できたことによるのであろうか、そうであるならば、連邦準備局が財務省と同じ政策を主張していたのは制度上の関係からであって、そもそもその立場には疑問を抱いていたということであろうか、それとも理由は別なところにあったのだろうか。たとえば、法定準備率に迫りつつあった金準備率の低下による危機を回避せざるを得なかったからであろうか。それとももっと別のところに理由はあったのであろうか。いずれにせよ、残された課題である。

60) この点でいえば、ニューヨーク連邦準備銀行は、Ralph Hawtrey の影響の下にあった、という主張も見られる。もっとも、第一次大戦直後ニューヨーク連銀が設けた調査部には、貨幣数量説の見地から、景気循環に対処するために物価安定化策を唱えていた Irving Fisher、景気循環に大きな関心をもっていた Wessley C. Michell

も助言者として参加していたのである。それだけではなくて、また Allyn A. Young も同様にニューヨーク連銀と接触していたのであった。かれもまた、貨幣問題では Fisher に加えて、リアルビルズ・ドクトリンの立場から貨幣供給の内生性を主張した J. Laurence Laughlin の、景気循環では Michell の、そしてまた金融政策では Hawtrey の強い影響を受けていたのである。かれは、景気循環のもたらす弊害を回避するために、アメリカの金融市場の実状から、Hawtrey とは異なって、資本市場を重視した金融政策を支持し、また Fisher とは異なって、国際的な短期資本移動が経済社会に及ぼす不安定性を回避するために、金に基礎づけられた貨幣制度の再建を支持していたのである。