

国際金融システムの危機とイングランド銀行

——バジョット以前の中央銀行機能——

寺 地 孝 之

I はじめに

拙著『近代金融システム論』の書評にあたって、評者の一ノ瀬篤教授は多くの有益なコメントを与えて下さった上で、最後に次のように述べておられる。すなわち、「長らくパートナーシップ制を基本とする少人数の商会の形をとりながら、巨万の富と、BOE（＝イングランド銀行——引用者）総裁の座や爵位をほしいままにしてきたMB（＝マーチャント・バンカー——引用者）の存在は、著者のみならず、多くの研究者に叙事詩的感慨を与え続けてきた。ロスチャイルドと並ぶMBの指導者的商会ベアリングズの1995年の没落は、著者の言うように1839年恐慌（BOEを援助）、1890年恐慌（BOEから援助）と比較検討すると、いっそうの興味と感慨をそそる。20世紀末には、B商会（＝ベアリングズ——引用者）は、救済に値しない存在になっていた、という他ない。この意味するところは何なのだろうか。著者とともに、考え続けたい¹⁾。」

ここで評者によって提起された問題は、筆者にとってもまた当然大きな課題であって、直ちに解答できるようなものではない。とはいえ、いつまでもこの

1) 一ノ瀬篤「書評：寺地孝之著『近代金融システム論』（有斐閣、1998年1月、303頁）」『商学論究』（関西学院大学）第46巻第1号、1998年、105頁。なお、一ノ瀬篤教授（岡山大学）には、拙著の書評を快くお引き受け頂き、厳格かつ有益な評価を与えて頂いた。また、中島将隆教授（甲南大学）には、一ノ瀬教授への書評依頼にあたって仲介の労をとって頂いた。この場を借りて、お二人の先生にあらためて厚く御礼申し上げる次第である。

課題を回避し続けることは許されないであろう。そこで本稿は、少なくとも今後筆者がこの課題に取り組んでゆく上でのなんらかの解決への糸口、ないしは方向性を見出すべく、さしあたって、ベアリングズがイングランド銀行を援助した1839年恐慌から、ベアリングズがイングランド銀行の援助を受けた1890年のベアリング恐慌へと至る期間のうち、とくに1870年代までのイングランド銀行における中央銀行としての政策スタンスについて、その論点を明らかにすることを目的としている。

II イングランド銀行とベアリングズの接点

最初に引用した拙著書評が簡潔に指摘しているように、イングランド銀行とベアリングズとは、前世紀以来、1839年、1890年、および1995年の3時点において、当時から今日に至るまでの金融システムの発展過程とそこにおけるイングランド銀行の中央銀行化の過程を象徴するかのどとき、きわめて興味深い接点を持っている。

第一の接点は、1839年恐慌のときで、このとき、イングランド銀行は、公定歩合操作と公開市場操作の双方に失敗し、地金の流出が続き、市場利子率も同行の割引率、すなわちバンク・レート（Bank rate）に先行して騰貴し続けた。もはや同行においては、通常可能な政策手段は使い尽くしてしまったために、非常手段として、フランス銀行から200万ポンドの信用供与を受けて、ポンド・スターリングの対大陸諸国為替レートを地金の流出が停止する範囲まで復旧させようとした。しかし、イングランド銀行には外国宛に手形を振り出す慣例がなく、フランス銀行には、手形を割り引くか国債を担保とする以外には貸付を行う慣例がなかったため、両者が直接貸借を行うことができなかった。このため、ベアリングズ、すなわち当時のベアリング商会が仲介に入り、4800万フラン、すなわち約200万ポンドの3か月払い為替手形をパリの15の銀行宛に振り出し、フランス銀行がこれを割り引くという方法が採られた²⁾。

2) Levi, L., *The History of British Commerce and of the Economic Progress of the British Nations, 1763-1878*, 2nd ed., John Murray, 1880, repr., Irish U. P., 1971, p. 224.

第二の接点は、1890年におけるベアリング恐慌のときである。アルゼンチン関連証券への過剰な関与から資金ポジションを悪化させていたベアリング商会は、1890年10月に、債務残高2096万ポンドに対して、債権残高はパートナーの個人資産などを含めても約500万ポンドと、大幅な債務超過に陥ってしまった。このとき、イングランド銀行は、もしベアリング商会を救済しなければ連鎖倒産の危険があると判断し、同商会を救済するためのシンジケート団を組織して1710万ポンドを準備し、ベアリング商会の流動性を回復させた。この結果、ベアリング商会は、そのパートナーシップを解かれて資本金100万ポンドの有限会社として再スタートすることとなったが、「証券取引所やその他のどこにおいても真のパニックはなく、銀行に対する取付や金の国内流出もなかった³⁾。」

第三の接点は、1995年における「ベアリングズ事件」のときである。1995年2月にベアリングズは、シンガポールの先物子会社によるデリヴァティブ取引の失敗で約5億ポンドを上回る評価損を抱えた。このとき、イングランド銀行は、民間銀行とともに救済策を求めて懸命な努力を続けたが万策尽き、最終的には、オランダの金融グループのインターナショナル・ネーデルランデン・グループ(ING)がベアリングズを買収することで事態が決着した。この間、ロンドンや東京の金融市場でこそ多少の動揺はあったものの、懸念されたシステムミック・リスクは発生せず、ロンドンを中心とする国際金融システムは微動だにしなかった。イングランド銀行はもともと、「中央銀行が公的資金で救済に乗り出すのは、他に選択肢がなく、対象金融機関の破産が他に波及しそうな場合に限る」という立場であったが、このときのベアリングズの規模は、国際的な金融機関の標準に比べて小さく、取引関係のある金融機関の損失も限定的であり、連鎖倒産の恐れも小さいと推測されていたため、イングランド銀行は、当初から公的資金を出動する意思はなかったようである。このためあくまでも民間銀行主導による救済が模索され続け、したがって、救済策が不調に終わった

3) Clapham, J., *The Bank of England, A History 1797-1914*, 2 vols., Cambridge U. P., 1944, Vol. 2, p. 335. [J・クラパム(英国金融史研究会訳)『イングランド銀行』全2巻、ダイヤモンド社、1970年、II、368頁]。

段階で、ベアリングズは、すでに倒産する運命にあったとされる⁴⁾。

以上、三つの接点は、いずれも国際金融システムにおけるシステムミック・リスクが予想される中での、中央銀行としてのイングランド銀行と民間金融機関としてのベアリングズとの力関係を示している。すなわち、第一の接点である1839年恐慌においては、イングランド銀行は、国際金融システムの危機に際して、危機回避のための政策手段として国際間での資金移動すら自分の力で行うことができず、大手マーチャント・バンカーであるベアリングズの仲介によって、ようやくこの危機を回避した。ところが、第二の接点である「ベアリング恐慌」においては、イングランド銀行は、ベアリングズからの救済要請に対して、救済を渋る政府を説得し、迅速かつ適切な政策措置を講じた。その結果、国際金融システムの危機は回避され、ベアリングズも有限会社として延命を図ることができた。そして、第三の接点である「ベアリングズ事件」においては、いよいよベアリングズは、イングランド銀行から救済に値するだけの規模も影響力もないとの判断を受けて倒産し、事実、ベアリングズの倒産がその後の国際金融システムに大きな動揺をもたらすことはなかった。

これら三つの接点をつなぐ二つの期間、すなわち1839年から1890年の期間と1890年から1995年の期間における両者の力関係の変化については、おそらく二つの観点から検討することが妥当であると思われる。一つは、イングランド銀行における中央銀行としての機能の充実度、ないしは政策の実効力の変化という点であり、もう一つは、国際金融システム内におけるベアリングズの勢力、ないしは影響力の変化という点である。そして、以下本稿においては、これら二つの期間と二つの観点の組み合わせのうち、最初に述べたとおり、1839年恐慌以後、ピール銀行条例を経て、ベアリング恐慌に至る期間のうち、とくに1870年代以前のイングランド銀行における中央銀行としての機能と政策実効力の変化について、検討することにしたい⁵⁾。

4) 窪園博俊「名門ベアリングズ倒産の後遺症——外国金融機関のシティー支配に拍車」『世界週報』1995年4月4日号、26-7頁。

5) 1839年から1890年の期間における国際金融システム内でのベアリングズの勢力、ないしは影響力の変化という点についてはすでに、拙著『近代金融システム論』、有斐閣、1998年、第11章「ベアリング恐慌の経営史的分析」で論じている。

Ⅲ 1870年代までのイングランド銀行

イングランド銀行は、1890年のベアリング恐慌を迅速かつ的確に収束させ、国際金融システムの破綻を回避した。こうした点に着目して、イングランド銀行が中央銀行として確立したのは、ピール銀行条例を経た後1870年代頃のことであり、それゆえにこそ、ベアリング恐慌に際しては、同行の施策が金融政策として実効力を有したのであるとする見解がある⁶⁾。すなわち、たとえばドッドウェル (D. W. Dodwell) は、*Treasuries and Central Banks* において、イングランド銀行の中央銀行としての確立を1870年代後半であるとし、また、セイヤーズ (R. S. Sayers) は、著作のタイトルである *Central Banking after Bagehot* が示すとおり、バジョット (W. Bagehot) の *Lombard Street* が出版された1873年以後、19世紀の終わり頃までにイングランド銀行が中央銀行としての機能を果たすようになったと考えている⁷⁾。

それでは、1870年代以前のイングランド銀行は、依然として中央銀行たりえていなかったのであろうか。そこで、こうした見解を検証すべく、ピール銀行条例以後、1870年代に至るまでの期間に生じた個々の金融システムの危機にあ

6) イングランド銀行はいつ中央銀行になったのかという問題については、従来の研究において大きく二つの見解が示されている。一つは、1825年恐慌以後、1844年のピール銀行条例に至る期間におけるイングランド銀行の法律的、制度的地位の確立と、それに伴う金融政策の萌芽的形態の出現に着目して、1830年代にイングランド銀行は中央銀行になったとする見解（1830年代説）であり、もう一つが、ここで指摘しているところの、イングランド銀行の中央銀行としての確立は、ピール銀行条例を経た後1870年頃のことであるとする見解（1870年代説）である。1830年代説は、法律的、制度的には支持されるが、唯一イングランド銀行に金融政策としての運営主体としての資質を求める場合にのみ支持されない。換言すれば、1870年代説は、イングランド銀行における金融政策の実効力という点にその論拠がある。前掲拙著、86-7頁、104頁。

7) Dodwell, D. W., *Treasuries and Central Banks*, P. S. Kings & Son, 1934. Sayers, R. S., *Central Banking after Bagehot*, The Clarendon Press, 1956. [R・S・セイヤーズ（広瀬久重訳）『現代金融政策論』至誠堂、1959年]。Bagehot, W., *Lombard Street, A Description of the Money Market*, Kegan, Paul & Co., 1873. [バジョット（宇野弘蔵訳）『ロンバード街——ロンドンの金融市場』岩波書店、1941年]。

たって、イングランド銀行による金融政策の実効力がどのように変化してきたかを「公定歩合操作」と「公開市場操作」という二つの金融政策手段を中心に確認しておこう。この期間における主要な金融システムの危機としては、1847年恐慌、1857年恐慌、1866年恐慌を挙げることができる。

1847年の恐慌は、アイルランドの馬鈴薯を中心とする凶作のために大量の穀物輸入が必要となったことに加えて、1840年代におけるヨーロッパでの鉄道建設ブームの結果、1847年1月をピークとして多額の資金が鉄道株式に投資され、国際収支が逆調を示し、金の国外流出が起こったことに原因があった。凶作は1845年に始まり、46年はさらに激しい凶作となったため、それに伴って金の流出もよりいっそう増大し、迅速な金融引締が必要であったが、イングランド銀行は割引率を1846年の9月中旬から47年の1月まで3%で放置した。この間のイングランド銀行による無分別な政策が、他方で鉄道建設ブームを助長し、激化させたのである⁸⁾。

イングランド銀行の地金保有高は、1846年12月にはすでに1516万3000ポンドまで減少していたが、翌47年の1月には一挙に1349万ポンドにまで減少したため、同行は、あわてて1月14日にバンク・レート⁹⁾を3.5%まで引き上げた。しかし、地金の流出は阻止できなかった。なぜなら、1846年の平均市場利子率は3.75%であったから、この時期に市場に追従するかたちでようやくバンク・レートを0.5%上昇させてみても、金融引締策としてはなんらの効果も得られなかったのである。

こうした傾向はその後も続き、47年4月には、市場利子率は7%に達していたが、このときバンク・レートはそれまでの4%から5%に引き上げることが決定されたに過ぎない。したがって当然、「弾力的・差別的な利率という新兵器によって市場の統制を得ることができないので⁹⁾」、割引額の割当を行うと同時に4月6日から23日までの間にコンソル公債で127万5000ポンドを借り入れるという方法で「公開市場操作」を実施した。この結果、ロンドン金融市場では、

8) *Bankers' Magazine*, Vol. IV, Dec. 1845, p. 121.

9) Clapham, *The Bank of England*, Vol. 2, p. 201. [邦訳、221頁]。

手形の割引や一流証券を担保とする資金調達は、一時的に不可能となった。したがってこの場合、イングランド銀行は「最後の貸し手」としては機能していない。しかしこの結果、市場での割引率は10~12%に押し上げられ、地金の流出はようやく停止した。

ところが、1847年の恐慌は、再度8月から10月にかけて、かたちを変えて現れる。凶作による穀物価格の上昇を見込んで多数の穀物商が大量に穀物を輸入したが、その結果、穀物価格は大幅に下落し、多くの穀物商や、彼らの手形を抱えていた割引商會が支払不能に陥った。したがって、この場合、イングランド銀行には金融緩和策が求められたが、同行は10月にバンク・レートを5.5%に引き上げ、公債等を担保とする貸付も停止したため、「商業界の破産は、その数においてもそれにまきこまれた財産の額においても、わが国の商業史上のあらゆる先例を超えるもの¹⁰⁾」となった。「公定歩合操作」も「公開市場操作」も、市場が望む方向とはまったく逆に行われたわけである。結局、このときの恐慌は、10月23日に大蔵大臣が「ピール銀行条例」を一時停止して条例による制限を越えたイングランド銀行券の発行を認める書簡をイングランド銀行総裁宛に送付したとき、これが「公示効果」となって収束した。

1857年の恐慌は、合衆国で始まった。1848年におけるカリフォルニアでの金鉱の発見、鉄道建設と銀行設立のブームが先行し、1856年にクリミア戦争が終結すると、穀物価格が下がり始め、ニューイングランドの多くの繊維工場が生産を停止し、鉄道証券の価格は1853年当時の約半分にまで下落した。1857年にオハイオ生命保険信託会社 (Ohio Life Insurance and Trust Co.) のニューヨーク支店の倒産によって恐慌は顕在化し、証券価格が暴落し、市場利子率が暴騰して、10月にはニューヨークの大半の銀行が正貨兌換を停止した。

この結果、イギリスでは厳しい金融逼迫と合衆国向けの金の流出が生じ、バンク・レートは8%にまで上昇した。11月に入ると、商社、銀行の倒産が相次ぐ

10) Tooke, T., *A History of Prices, and of the State of Circulation from 1839 to 1847*, Orme, Brown, Green and Longmans, 1848, p. 316 [T・トゥック (藤塚知義訳) 『物価史』第4巻、東洋経済新報社、1981年、342頁]。

ようになる。イングランド銀行は、アイルランドやスコットランドへの急激な金の流出に対処すべくバンク・レート¹¹⁾を10%まで引き上げたが、それでも「あらゆる人が意気阻喪していたこの恐慌の最中において、同行だけが唯一の割引の源泉¹¹⁾」であったから、同行は、否応なしに「最後の貸し手」として「事実上全割引需要に応ずることを要請されていたわけである¹²⁾。」やがて同行の準備金は底をつき、「ピール銀行条例」の制限の下では割引の続行が不可能となりつつあった。そこで、1847年恐慌の場合と同様に、同条例の一時停止を認可する書簡が大蔵大臣から同行総裁宛に送られた。そして、1847年のときとは異なり、今回は実際に法定限度額を越えて200万ポンドの銀行券が発行され、やがて恐慌は収束へと向かった。

ところがこの恐慌の後1858年に、イングランド銀行は、今回の恐慌の原因の一端は地方銀行や割引商会の手形の濫用にあると考え、ビル・ブローカーと割引商会に認めていた再割引を停止してしまった。この当時、イングランド銀行で直接割引を行っていた商業銀行はほとんどなく、したがってこの停止措置は、イングランド銀行からビル・ブローカーや割引商会を経てロンドンの都市銀行へ、そしてそこから地方の商業銀行へと至る信用連鎖を喉元で絶つことになったであろう。その後、この再割引の停止は、ベアリング恐慌が惹起する1890年まで継続することとなる¹³⁾。

1866年恐慌は、合衆国の南北戦争に遠因が求められる。南北戦争の長期化は、合衆国経済の先行きに不安を増し、外国資本の引き揚げや民間の金貨退蔵をもたらし、銀行は深刻な正貨不足に陥り、年末には銀行も財務省も一斉に正貨による支払いを停止せざるを得なくなった。その結果、大量の金が合衆国からヨーロッパへ流入することとなった。他方、南北戦争によって南部諸州の港湾が閉鎖され、合衆国からの綿花輸入が絶たれたため、イギリスはインド、エジプト等から原綿を調達することとなり、綿花価格は一挙に3倍増となった。

11) アンドレアデス（町田義一郎・吉田啓一訳）『イングランド銀行史』日本評論社、1971年、411頁。

12) W・T・C・キング（藤沢正也訳）『ロンドン割引市場史』有斐閣、1960年、257頁。

13) Collins, M., *Money and Banking in the UK: A History*, Croom Helm, 1988, p. 185.

このような経済的混乱がイギリスの金融市場に投機的性格を与えていたが、そこに折悪しく、1862年の会社法改正が重なる。この改正によって、有限責任会社の設立にあたって個別の特許状を得る必要がなくなり、短期間のうちに会社の設立が相次いだ。そして、これらの会社の株式が一举にしかも大量に市場に放出されたのであるから、当然、市場での消化は困難となったが、これに対して当該有限責任会社の株式を担保として引受手形を振り出し、資金を融通する業者が現れた。この融資 (finance) 業務に積極的に参入したのが、本来、割引業務を本業としていたオヴァレンド・ガーニィ商会 (Overend Gurney & Co.) であり、この融資業務の結果、債務超過に陥った同商会は、1866年5月10日に支払いを停止した。そして、翌5月11日の金曜日には、ロンバード・ストリートにパニックが起り、この日は Black Monday として、シティの歴史に名を留めることとなる¹⁴⁾。

この恐慌の予兆は、2月のジョイント・ストック割引会社 (Joint Stock Discount Co.) の支払停止や3月のバーネズ銀行 (Barnes's Bank Co.) の支払停止にすでに現れていた。この時期には、投機的性格を帯びてしまった金融市場の沈静化が必要なはずであるが、バンク・レートは、年初の8%から5月の6%へと向けてむしろ引き下げられている。そして、5月に入ってから、急激な準備金の減少にあわてて、一気に7%、8%と引き上げられ、ガーニィ商会が支払停止に陥ったときには、10%となっていた。Black Monday の当日だけで、イングランド銀行は約400万ポンドの貸付を行い、同行の準備金は1日で572万7000ポンドから300万ポンド近くにまで減少したが¹⁵⁾、それでも事態は収束せず、結局、1847年恐慌や1857年恐慌の場合と同様に、「ピール銀行条例」の一時停止を認可する書簡が大蔵大臣から発せられ、このときも1847年恐慌の場合と同様に、その「公示効果」によって事態は収束へと向かうことになる。

14) 1866年恐慌とガーニィ商会の経営については、鈴木俊夫『金融恐慌とイギリス銀行業——ガーニィ商会の経営破綻』日本経済評論社、1998年、が詳細な検討を行っている。

15) アンドレアデス、前掲書、423頁。

IV イングランド銀行の政策スタンス

以上前節では、ピール銀行条例以後の、1847年、1857年、1866年の三つの恐慌について、ラフなスケッチを描いた。本来は、三つの恐慌それぞれについて、より一層詳細な分析が必要であることはいうまでもないが、本稿はそれが目的ではない。ベアリング恐慌以前のイングランド銀行は、結果的にみて、イギリスの国内金融システムに対して、あるいはそれを取り巻く国際金融システムに対して、いかなるスタンスから政策を実施したのか、そしてそれは金融政策たり得たのか、ということが把握されなければならないのである。

まず、「公定歩合操作」として、イングランド銀行におけるバンク・レートの操作について検討しよう。同行は、1833年の銀行条例によって、額面5ポンド以上の銀行券が法貨として認められると同時に、割引率を自由に変更することができるようになった¹⁶⁾。しかし、1830年代から1840年代にかけての同行は、自らの準備金の維持が目的であれ、あるいは市場全体のマネーサプライの調節が目的であれ、バンク・レートの変更よりも、むしろ割引額の規制によってこれに対処しようとした。割引総額に上限 (ceiling) を設け、すべての借り手に対して無差別な規制を行う場合もあったし、1830年代にみられたように、その時々を経済情勢に応じて、発券銀行やマーチャント・バンカーなど一部特定の業者の手形割引を差別的に拒否するといったような割引額の割当 (rationing) を行う場合もあった。前節で述べた1858年におけるビル・ブローカーと割引商会に対する再割引の停止もそうした政策の延長線上にあったといえよう。

しかし、こうした差別的な規制では、たとえば支払い能力のある健全な業者であっても、なんらかの要因で一時的な資金不足に陥った際に、イングランドから資金調達を受けられない可能性もあるわけで、イングランド銀行が好むと好まざるとに関わらず「最後の貸し手」としての信認を得るにつれて、望まし

16) 3 & 4 Wm. IV, c. 78. 条例の内容については、Gregory, T. E., *Select Statutes Documents & Reports Relating to British Banking 1832-1928*, Oxford U. P., 1929, repr., Frank Cass, 1964, pp. 19-27 を参照。

い政策手段ではなくなってきた。そこで、これに代わって同行は、バンク・レートの変更によってマネーサプライの調節を図るようになる。

イングランド銀行が最初にバンク・レートを変更したのは1839年恐慌のときであったが、このときの変更は、市場利子率に追従するものであったため、「それがもし数か月早く行われたら（イングランド銀行の——引用者）有価証券保有高を押し下げるのに若干の力を持ったかもしれないのに、もはや何らこのような効果を持たなかった¹⁷⁾」のである。1847年恐慌においても、4月の金融引締策が必要であったときには、1839年恐慌の場合と同様に、市場に追従するかたちでバンク・レートの引き上げを行ったため、政策効果は生じなかった。また、10月の金融緩和策が必要であったときには、むしろ割引率の引上げを行い、逆効果を与えている。したがって、この段階でのイングランド銀行は、ピール銀行条例によって、法律上、ないしは制度上は、明確に中央銀行としての地位を与えられたにもかかわらず、依然として中央銀行としての公益性よりも、民間銀行としての収益性を重視した経営を行っていたといえよう。

しかし、1840年代の後半、とくに1847年恐慌以降は、イングランド銀行は頻繁にバンク・レートの変更を行い、しかも、それを市場利子率よりも若干高めに設定するようになる。これによって、バンク・レートは、市場にとって「罰則的」となり、本来の公定歩合としての機能を果たすようになる。そして、やがて1870年代にバジヨットによって定式化されるころとなる、バンク・レート政策、すなわち、今日「バジヨットの原理」として知られるところの「イングランド銀行は平時には準備維持に務め、パニックに際しては高利を課しつつも可能な限り信用供与すべきものである¹⁸⁾」との考え方に基づくバンク・レートの操作方式へと次第に近づいていった。事実、1847年恐慌以降1857年恐慌に至るまで、イングランド銀行は、バンク・レートを市場利子率よりも高めに設

17) Tooke, T., *A History of Prices, and of the State of the Circulation in 1838 and 1839*, Longman, Orme, Brown, Green, and Longmans, 1840, p. 86. [T・トゥック（藤塚知義訳）『物価史』第3巻、東洋経済新報社、1980年、107-8頁]。

18) 金井雄一「国際金本位制とイングランド銀行金融政策」、藤瀬浩司・吉岡昭彦編『国際金本位制と中央銀行政策』名古屋大学出版会、1987年、93頁。

定し続け、1857年恐慌が発生した後は、順次バンク・レートを引き上げつつ、一方で、「最後の貸し手」として割引を続行した。

ところが、恐慌が収束した後に、ビル・ブローカーや割引商会に対する再割引を閉鎖してしまったことは、中央銀行としての公共性という観点からは望ましいことではなかったであろう。なぜなら、同行によるバンク・レートの変更を通じたマネーサプライのコントラビリティは、この閉鎖によっておそらくはある程度まで低下したと考えられるからである。こうして1847年恐慌以後、いったんはバンク・レートを平時から本来の「公定歩合」として操作し中央銀行としての自覚を持ったかに見えていたイングランド銀行であったが、1857年恐慌を経て再度、中央銀行としての政策スタンスを拒否するような態度を示し始めることになる。そして、1866年恐慌に際しては、当初かなりの低率で割引を行い、これがやがてガーニィ商会の破綻へと至ったことは明らかであって、このときの同行による「公定歩合操作」は完全に失敗であったといってもよいであろう。

一方、「公開市場操作」についてはどうであろうか。イングランド銀行は、1837年恐慌以前の1834年から36年にかけて、好況期でありながら銀行券が収縮傾向を示していたときに、西インド諸島の奴隷解放に伴う補償公債を担保として貸付を行い、本来イングランド銀行は自己流通的な手形に基づく貸付のみを行うべきであると考えていたパーマー (J. H. Parmer) をして、「銀行券流通高の不当な収縮を防止させるのに役立つ¹⁹⁾」と言わせた。また、1839年恐慌で同行は、市場追従型の割引率操作に失敗した後、デッド・ウェイト年金公債の売却によってマネーサプライの収縮を凶り、地金の流出を阻止しようとした。ただし、このときには最低競売価格を高く設定したために、公債の売却には失敗している。

ところが、1847年、1857年、および1866年の恐慌を通じて、こうした操作がより頻繁に行われるようになったわけではないようである。唯一、1847年恐慌

19) Select Committee of 1840, qq. 1211. Clapham, *The Bank of England*, Vol. II, p. 148. [邦訳、162頁]。

のときに、割引額の割当と同時に、コンソル公債の売却によって金融引締を図ったことが認められる程度である。もちろん、この当時、イングランド銀行は、ムーリンス・マーシャル商会 (Mullens Marshall & Co.) などを通じて国庫証券やコンソル公債などの売買を行い、これが「市場から貨幣を引き揚げたり、市場に供給するために用いられてきた²⁰⁾」のではあるが、それが明確な意図をもって頻繁に行われ、しかも一定の効果を上げていたとは考えにくい。

結局のところ、ピール銀行条例以後、1870年代に至るまでの三つの恐慌を収束させたのは、「金融システムを安定化する」ことを目的に掲げた「ピール銀行条例」であった。同条例は、「通貨主義」の見解に基づいて、イングランド銀行に金準備と発券を集中させ、かかる金準備によって銀行券を統制することをその内容としており、そこでは、金本位制下のイギリス金融システムとそれを取り巻く国際金融システムにおける自らの行動をルール化し、通貨管理の煩雑な手間を省いた方が、むしろシステム全体の安定化に寄与できると考えられていた。ところが、同条例によってシステムが安定化することはなく、恐慌はおおよそ10年のタームで繰り返し勃発した。そして、皮肉なことに「金融システムを安定化する」はずの同条例を一時的に停止することこそが、すべての恐慌を収束させ、「金融システムを安定化する」ための最も有効な政策手段となったのである。1857年恐慌のときには、現実には「最後の貸し手」たるべく条例を一時的に停止し、制限以上の発券を行うことが必要となったが、1847年と1866年の恐慌では、そのことを市場に公示するだけで十分な効果が得られた。

このようにみえてくると、イングランド銀行が中央銀行となったのは1870年代以降であるとするドッドウェルやセイヤーズの見解は、金融政策の実効力という点において妥当であると判断できる。すなわち、同行は、1830年代において、法律的、制度的に否応なく中央銀行としての地位を与えられ、さらに「ピール銀行条例」によってそのことを再確認させられることとなったが、だからといって、直ちに中央銀行として望ましい政策スタンスに立ったわけではなかった。1830年代の恐慌の場合と同様に、1870年代に至るまでは依然として「民間

20) *Ibid.*, p. 296. [邦訳、327頁]。

銀行としての収益性の追求と中央銀行としての公共性への考慮との間で揺れ動き続け、結局は（多分に意図的であった面も窺われるのであるが、）常に後手に回った政策で失敗を繰り返していた²¹⁾」のである。

V おわりに

とはいえ、イギリスの国内金融システムとそれをとりまく国際金融システムは、1870年代以降にイングランド銀行を客席から舞台に引き上げ、中央銀行という役割を演じさせるための準備を着々と進めつつあった。まず、イギリスの国内金融システムにおいては、19世紀における金融ビッグバンとも呼ぶべき、銀行合同（bank amalgamations）が19世紀後半に集中した。この銀行合同は、もともと近代における金融システムの先進地であったスコットランドで先行した。同地の銀行は、合併と吸収を重ねることによって、1830年に30行、1850年に17行、そして1879年には7行に集約されていた。一方、イングランドの銀行数は、1825年には600行以上を数えたが、1870年代から90年代にかけて合同が集中した結果、1913年には70行にまで集約され、1918年にはいわゆる Big Five による支配体制が完了した。そして、イングランドとウェールズの総預金量に占める Big Five の預金シェアは、1870年には約4分の1であったが、1920年には約5分の4にまで上昇した。これら一連の銀行合同は、個人銀行同士が株式銀行との対抗上合併する場合もあったし、株式銀行同士がより大きな規模の利益を追求するために合併する場合もあったが、いずれにせよ、金融市場はカルテルの形成によって競争抑制的になっていった²²⁾。

一方、ロンドンを中心とする国際金融システムについてはどうであろうか。19世紀後半以降、イギリス経済は、商品輸出から資本輸出へと急速に傾斜していった。そして、海外資産の対国内総生産比は、1873年の0.8%が1913年には1.8%に上昇した。1914年におけるイギリスの海外投資総額は、フランスの2倍、ドイツの3倍、そして合衆国のほぼ6倍にのぼった。また、1870年代以降

21) 前掲拙著、104頁。

22) Collins, *Money and Banking in the UK*, pp. 78-81.

イギリス自身は資本輸出へと傾斜していったものの、イギリスは依然として原材料、食料をはじめとする各種商品の貿易センターとして機能し続けたわけで、その輸送がイギリス船で行われ、その決済がポンド建てで行われ続けたことは言うまでもない²³⁾。

そして、このような19世紀後半における国内金融システムと国際金融システムの両面からの圧力が、1870年代以降のイングランド銀行に対して中央銀行としての自覚を促す要因になっていったものと考えられる。たとえば、国内金融システムにおける急速な銀行再編とそれに伴う銀行の大型化は、国内金融市場に占めるイングランド銀行の市場支配力を相対的に低下させたであろう。そして、その反映としてバンク・レートが市場利子率に対して追従的なものになってゆけば、やがて国際金融市場におけるイングランド銀行の影響力も低下してゆくこととなる²⁴⁾。だからこそ、このことに危機感を抱いたイングランド銀行は、1890年になるとふたたびビル・ブローカーや割引商会との再割引を開始し、あわせてバンク・レートを市場利子率よりも若干高めに設定するという「バジョットの原理」を受容しようとしたのであろう。このような1870年代以降1890年へ向けての金融システムの変容とそこでのイングランド銀行の役割の解明こそが、われわれの次なる課題である。

今日、金融システムとは「変化する経済的諸条件のなかで生じる経済主体の多様な金融ニーズを、法・規制・慣行等からなる一つの金融的枠組みのなかで、各種金融機関によって提供されるさまざまな金融サービスによって充足してゆく一つの体系として理解される²⁵⁾。」そして、この「システムを構成する諸条件に変化が生じるとき、それが不安定化要因となる可能性をもつことにな

23) Cameron, R. and Bovykin, V. I. (eds.), *International Banking, 1870-1914*, Oxford U. P., 1991, p.25.

24) むしろ、イングランド銀行を含む金融当局は、市場統制力を高めるために銀行合同をあえて容認したという見解もある。Griffiths, B., "The Development of Restrictive Practices in the UK Monetary System", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, Vol. 41, 1979, pp. 3-18.

25) 町永昭五「金融システムの分析視角」、町永昭五編『金融システム論』お茶の水書房、1994年、5頁。

る。経済が高度成長から安定成長へ、さらに低成長へと移行するとき、そしてまた国際化、グローバル化が進展するとき、金融のニーズはとうぜん変化するであろう。また、提供される金融サービスも、技術革新の進展によって新しい分野が開けてくる。反面必ずしも制度は伸縮的ではないからシステム内に矛盾が生じる可能性は十分ある²⁶⁾。」

そして、このことはなにも今日の金融システムについてのみあてはまることではない。19世紀のイギリス経済は、1830年代に完結した産業革命とそれ以後の「高度成長」の後、1870年代頃までには「安定成長」へと移行し、さらに1870年代にヨーロッパを包み込んだ「大不況」期には、イギリスの工業成長は著しく緩慢となって、「低成長」へと移行した。そしてその間の「世界の工場」を標榜した時期のイギリス経済において、「国際化、グローバル化が進展」したことは言うまでもない。そうであれば、「金融のニーズはとうぜん変化するであろう」し、それゆえに、たとえばマーチャント・バンカーが世界のありとあらゆる証券をロンドンに引き寄せてきたように、あるいは割引商会在1860年代から本業とは別に融資（finance）業務に進出していったように、「提供される金融サービスも、技術革新の進展によって新しい分野が開けてくる。」そして反面、たとえば「ピール銀行条例」がまさにそうであったように、「必ずしも制度は伸縮的ではないからシステム内に矛盾が生じる可能性は十分ある」わけで、このときイングランド銀行には、「ピール銀行条例」のような「必ずしも伸縮的ではない」制度や法律の枠組みを越えて、中央銀行としてのより有効な金融政策が求められることになる。すなわち、そうした金融システムの変化とそれを取り巻く経済環境の変化こそが、1830年代以降1890年代へと向けてイングランド銀行を中央銀行の地位に押し出してゆく最大の要素となったのである。

（筆者は関西学院大学商学部教授）

26) 町永、前掲書、5頁。