

# 再建金本位制下における欧米各国の 外国為替市場のネットワーク構造 —国際連盟史料に基づく検討—

高橋秀直

## はじめに

本稿は、1928年に国際連盟が開催した中央銀行統計専門家会議の史料を基にして、第一次大戦後のロンドンで急激に発達した外国為替市場とそれ以外の国における外国為替市場のネットワーク構造を検討することが目的である<sup>1</sup>。

ロンドンにおいて外国為替取引が第一次大戦後に拡大した理由として、①アメリカとヨーロッパの間の資本移動の媒介になっていたこと、②金本位制の停止により為替レートの変動が激しくなったため、リスクヘッジや投機の機会が拡大したことが挙げられる。筆者も、イギリスが金本位制に復帰した後も、ロンドンにおいて、先物為替市場が十分に定着・機能していたことを明らかにした。また、それを踏まえて、先物為替取引があれば直物為替取引も同時に行われているため、当時のロンドンにおいて外国為替市場が定着・機能していることを指摘した<sup>2</sup>。

本稿の意義は、戦間期における、ロンドン以外の外国為替市場の動向を明らかにすることにある。確かに、先行研究は、ロンドンにおける外国為替市場の

---

<sup>1</sup> 本稿は、2010年度に一橋大学大学院経済学研究科に提出した博士論文「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—」の一部を加筆修正したものである。

<sup>2</sup> 高橋秀直「短期市場金利と裁定行動：再建金本位制下のロンドンとニューヨーク市場」『社会経済史学』第71巻第3号（2005年9月）、49-66頁；高橋秀直「1931年の「ポンド危機」—ロンドン外国為替市場における直物・先物レートとビッド・アスクスプレッドの検討—」『社会経済史学』第75巻第3号（2009年5月）、27-45頁。

動向について明らかにしてきた。だが、依然として、当時のロンドン以外の外国為替市場についての情報はほとんど明らかにされていないままである。アインチヒやアトキン及びミキの研究も基本的にロンドン外国為替市場だけを扱っている<sup>3</sup>。また、イギリスの政策当局や各銀行の文書館にも、この点に関わる情報が乏しい。それゆえ、本稿の内容は、今後、19世紀から現在までの国際的な外国為替取引ネットワークの消長を検討する際に、不可欠な情報を提供するものである<sup>4</sup>。

幸運なことに、1920年代の欧米の外国為替市場についての情報を得る手がかりとして、本稿では、国際連盟の史料を入手できた。国際連盟は第一次大戦後に設立され、国際政治に関わる問題だけでなく、経済に関わる問題にも大きく関わっていた<sup>5</sup>。とりわけ国際連盟は、第一次大戦後の欧州各国の経済の安定化を、通貨・信用の回復を通じて達成しようと考えていたために、金本位制や中央銀行の信用安定化に大きな関心を持っていた<sup>6</sup>。国際連盟の通貨安定化支援は、第一次大戦後の賠償や戦債問題とは別に、国際的な資本移動を下支えしたという点で重要なものである。そして、国際的な通貨安定化支援のための作業の一環として、国際連盟は1928年にヨーロッパ各国中央銀行の統計専門家の会議を開催した。各国から会議のために提出されたメモが各国の外国為替取引

---

<sup>3</sup> J.M.Atkin, *The foreign exchange market of London*, London & New York: Routledge, 2005; P.Einzig, *The theory forward exchange*, London: Macmillan, 1937; R.C.Michie, 'The city of London as a global financial centre, 1880-1939, foreign exchange, and the First World War' in P.H.Cottrell, E.Lange and U.Olsson (eds.), *Centres and Peripheries in Banking*, London: Ashgate, 2007, pp.41-79.

<sup>4</sup> 19世紀末から20世紀初頭にかけての国際金融市場のネットワーク構造を検討した研究に、M.Flandreau and C.Jobst, 'The ties that divide: A network analysis of international monetary system, 1890-1910', *The journal of economic history*, vol.65, no.4, (December 2005), pp.977-1007がある。

<sup>5</sup> 李修二「国際連盟「経済・金融機構」の活動の方法 1920-1939」、『四日市大学論集』、第3巻第1号、1990年、55-69頁；城山英明「アーサー ソルター 越境する行政官の行動と思考様式」、遠藤乾編『グローバル・ガバナンスの歴史と思想』有斐閣、2010年 所収 18-46頁。

<sup>6</sup> 李修二「国際連盟によるオーストリアおよびハンガリーの金融復興計画、1922-1926年」、『四日市大学論集』第8巻第1号、1995年、43-51頁。

についての情報を含んでいることを、国際連盟文書館とイングランド銀行文書館の調査を行うことにより明らかにした。国際連盟についての先行研究は、この会議についての情報を十分には提供してこなかった。そのため、本稿のもう一つの意義は、国際連盟研究に新たな情報を提供することでもある。

本稿は、まず、第一次大戦後の国際連盟の活動を概観する。次に、ジュネーヴの国際連合文書館調査により入手した国際連盟の史料を基に、再建金本位制の下での欧米各国の外国為替市場のネットワーク構造について概観・分析を行う。最後に、結論を述べる。

## 1. 1920年代における国際連盟の活動

### ①ポラニーの議論における国際連盟の位置づけ

1920年代における、国際的な通貨安定、言い換えれば、国際的な金本位制復帰に国際連盟が重要な役割を果たした点を強調する論者にポラニーがいる<sup>7</sup>。国際連盟の存在が、ロンドンのシティとニューヨークのウォール街の金融面での圧力を国際的に伝播させたこととポラニーは論じた。ポラニーが観察していた当時の国際的な資金循環は、アメリカから、イギリス、フランス等の戦勝国を通じて、最終的に敗戦国に流れ込むというものであった。

ポラニーは、表1にあるように、1920年代の欧米各国を三つのグループに分けて論じた。第1のグループは、第1次大戦後に通貨が破綻していた敗戦国のグループである。第2のグループは、第1のグループの後に自国通貨を安定化させたヨーロッパの戦勝国から構成されていた。第3のグループは、金本位制の主要な受益者としてのアメリカ合衆国であった。第1のグループの不均衡は、

---

<sup>7</sup> K. Polanyi, *The great transformation: the political and economic origins of our time*, New York: Farrar and Rinehart, 1944 (野口武彦, 栖原学訳『大転換』, 東洋経済新報社, 2009年), 邦訳 480-481ページ。但し、ポラニー自体の意図は、通貨安定化を押し付けたことが国際的な金本位制の崩壊を早め、その急先鋒がジュネーヴの国際連盟であったという点を強調することにあった。

表 1 第一次大戦後の国際資本移動の流れ

I 敗戦国	IIヨーロッパの戦勝国		III全世界への貸付国			
	通貨安定化の年	通貨安定化の年	金本位制離脱の年	金本位制離脱の年		
ロシア	1923	イギリス	1925	1931	アメリカ合衆国	1933
オーストリア	1923	フランス	1926	1936		
ハンガリー	1924	ベルギー	1926	1936		
ドイツ	1924	イタリア	1926	1933		
ブルガリア	1925					
フィンランド	1925					
エストニア	1926					
ギリシア	1926					
ポーランド	1926					

出所) K.Polanyi, *The great transformation*, Farrar & Rinehart, 1944. (K.ポラニー, 『大転換』, 東洋経済新報社, 2009年), 481ページ。

一時的に第2のグループにより支えられた。この第2のグループも通貨を安定化させると、すぐに援助を必要とした。その援助をアメリカが構成する第3のグループが提供したとポラニーは論じた。

このような資金循環の影響は、欧米各国の外国為替市場に対してどのように現れていたのだろうか。この点を考察するためにも、まずは国際連盟が行った第一次大戦後の通貨安定化を含む経済安定化政策について概観しておく必要がある。

## ②ブリュッセル会議と国際連盟「経済・金融」委員会

ブリュッセル会議は国際連盟理事会に召集され、1920年9月から10月にかけて開催された会議である。会議に参加したメンバーは全て経済問題の専門家であり、先進国を中心に39カ国から招かれた<sup>8</sup>。彼等は戦後経済復興を政治的な立場から離れて議論することを求められた。

会議の議題からは連合国とドイツ間の賠償問題交渉は外された。整った決議

<sup>8</sup> *International Financial Conference Brussels 1920*, pp.40-47, において全ての会議の参加者名が挙げられている

文としてまとめられることはなかったが、戦後復興のプログラムの枠組が成立した。そのなかに新しい国際組織の設立の提案もあった。その目的は、経済的に脆弱な国家を支援し、一次産品国の財政支援することにあつた。また国際清算場の設立も考えていた<sup>9</sup>。

また会議においては戦争により被害を受けた国にいかん民間資本を呼びこむかに関する議論もなされた。後にこの提案は「テル・メーレンプラン」(Ter Meulen plan)として国際連盟経済金融委員会により整理された。この案はオランダの銀行家であるテル・メーレンにより主張されたため、そう呼ばれる<sup>10</sup>。

テル・メーレンプランの内容は以下の通りである。まず信用を必要とする政府は、その旨を連盟理事会任命による銀行家および実業家からなる計画実施のための「委員会」へ申請する。その際、信用の担保とされるべき政府資産を届け出る。「委員会」の承認のもとに申請国政府は「委員会」の署名がなされた公債を発行できる。公債の元利払いは、担保資産とされた政府収入が充てられるがそれらの収入は申請国政府と「委員会」が共同管理する。もしデフォルトが生じた場合担保資産は「委員会」により単独で管理され、債務処理の措置が採られることとなる。債権の利用は輸入目的のみに限られ、債権は政府勘定の輸入取引に用いられるか、民間の輸入業者へ貸し付けられ輸入取引の決済に利用されてもよい、というものであつた<sup>11</sup>。

ブリュッセル会議における最も重要な提案は、国際連盟理事会内に「暫定経済金融委員会」を設立するように勧告したことであつた。この勧告は1920年10月、ブリュッセルでの理事会会合で確認され、連盟理事会は「暫定経済金融委員会」の設置を決めた<sup>12</sup>。

<sup>9</sup> League of Nations, *The years of world cooperation*, Geneva: The League of Nations, 1930, p.180.

<sup>10</sup> 李「国際連盟によるオーストリア」, 44頁。

<sup>11</sup> 李「国際連盟によるオーストリア」, 44-45頁。

<sup>12</sup> W.A.Brown, *The international gold standard reinterpreted, 1914-1934*, New York: National Bureau of Economic Research, 1940, p.341.

この委員会は2部門からなり、どのメンバーも各国政府代表ではなく個人的能力に基づいて任命された。2つの部門はまもなく「経済委員会」(Economic Committee)と「金融委員会」(Financial Committee)と呼ばれるようになった。

前者は主に各国通商関係省庁の高官らにより構成され、後者は著名な銀行家、中央銀行高官、その他政府高官らで構成された。どちらの委員会もメンバーの国別・地域別のバランスが考慮され、どの国も委員が複数とならないように調整された。そして両委員会は共通の責任者により管理されており、責任者は「経済金融委員会」の補佐役(Secretariat)により補佐されていた<sup>13</sup>。

これら両委員会のための継続的、予備的な事務作業を受け持つのが事務局内の「経済・金融部」である。この部局の初代責任者に任命されたアーサー・ソルター(Arthur Salter)自身は、1920年1月にこのポストから退いた。ソルターは、イギリスのオースティン・チェンバレンに依頼され、賠償委員会の事務総長を引き受け、約2年間国際連盟を離れることになった<sup>14</sup>。その間、経済・金融委員会はウォルター・レイトン(Walter Layton)らが担当した。それは加盟各国間における賠償問題、戦債問題などをめぐる意見の相違から連盟による実際の経済活動の着手が遅らせられたためであった。しかしソルターは1922年に連盟事務局経済・金融部長に復帰し、1931年までその職にあった<sup>15</sup>。

「経済・金融暫定委員会」も当初その常設化が遅られ、1923年に常設の「経済・金融委員会」になった。そして1923年に各国出身の委員からなる専門委員会と事務局内の常勤職員とからなる「経済・金融部」とが一体になって構成される国際連盟「経済・金融機構」(Economic Financial Organization)が正式に設置された。

1920年代の国際連盟の諸事業は大きく二つに分けられる<sup>16</sup>。「経済委員会」

---

<sup>13</sup> League of Nations, *The years*, p.181.

<sup>14</sup> 城山「アーサー ソルター」, 25頁。

<sup>15</sup> 李「国際連盟「経済・金融機構」」, 59頁。

<sup>16</sup> 李「国際連盟「経済・金融機構」」, 59頁。

(Economic Committee) の仕事と「金融委員会」(Financial Committee) の仕事である。「金融委員会」の仕事として以下の四つがあった。

①オーストリアとハンガリーの金融再建<sup>17</sup>。オーストリア＝ハンガリー帝国の解体によって生まれた両国は、新国家設立直後から金融市場の崩壊と深刻な財政難に見まわられた。両国からの連盟への支援要請により、「金融委員会」は金融再建計画を策定した。それは、連盟派遣の監督官の下で、外債の発行等の方法を利用して、国内金融・通貨改革を進めるというものであった。こうした再建計画が実施され、1923年にはオーストリアの、翌1924年にはハンガリーの外債発行がそれぞれ首尾よく実行された。再建計画はかなり成功し、1926年までに両国の状況は比較的良好なものへと転じた。②ギリシア難民とブルガリア難民の定住促進事業<sup>18</sup>。ギリシアトルコ戦争の結果、1922年、約140万人のギリシア人難民がアナトリアからギリシア本土へ流入した。ギリシア政府は難民定住化事業のための外債発行を意図し、それを容易にするため、連盟に支援を要請した。1923年「金融委員会」は難民定住化計画を立案した。その後、その計画に従って外債が発行され、定住化事業は比較的順調に進んだ。1925年には、同様の問題で、今度はブルガリアからの連盟への支援要請があった。難民の規模はギリシアの場合よりも小さかったが、ここでの難民問題はバルカン戦争以来の懸案であった。これについても「金融委員会」がギリシア難民のケースと同様に活動し、外債発行を可能とさせた。③その他の国への金融支援活動。ギリシアやブルガリアのケースでの「金融委員会」の活動の成功をきっかけとして、幾つかの国々が連盟に金融問題に関して助言を求め、支援を要請するようになった。「金融委員会」は、1923年にアルバニア、1924年にエストニア、1925年にダンチヒ自由市、1928年にポルトガル、1929年にザール地域に関し

<sup>17</sup> League of Nations, *The years*, p.189.

<sup>18</sup> League of Nations, *The years*, p.191.

てそれぞれ通貨・金融改革のために助言，計画作成の活動を行った<sup>19</sup>。④二重課税及び脱税問題<sup>20</sup>。「金融委員会」は連盟外の経済学者や各国政府の租税専門官僚らと共同で調査・研究し，国際協定のモデル作りを行った。またこの問題についての活動を継続，発展させるため，連盟理事会は事業に参加した租税専門家たちからなる常設の「租税委員会」(Fiscal Committee)を「経済・金融委員会」とは別に設置することを決定した。

## 2. 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ネットワーク構造

本節では，1928年の中央銀行の統計専門家会議に提出された欧米各国のメモにもとづいて，再建金本位制当時の欧米各国の外国為替市場について検討する。1920年代の国際的な資金循環が，アメリカから，戦勝国であるイギリス，フランスを通じて敗戦国に流入し，その下支えとして国際連盟の通貨安定化政策が重要な役割を持っていたことを，前節において検討した。当時の欧米各国の外国為替市場の関連性を検討した後に，当時の国際的な資金循環が欧米各国の外国為替市場の動向にどのような形で表れていたのかという点を明らかにする。

既に述べたように，1920年代における，ロンドン以外の市場における外国為替市場がどのようなものであったのかについて，先行研究ではほとんど明らかにされてこなかった。その最大の理由として，史料が乏しいことが挙げられる。ロンドン外国為替市場の史料さえ乏しいところで，イギリス以外の国での外国為替取引について検討することは間違いなく困難である。近年のロンドン外国為替市場に関する研究も，ロンドン以外の外国為替市場についてはほとんど言及していない。だが，ここで使用する国際連盟史料は，ロンドン以外の外国為

---

<sup>19</sup> L.W.Pauly, *The league of nations and the foreshadowing of the international monetary fund*, Princeton Studies in International Finance, no.201, Princeton: International Finance section, Department of economics, 1996, p.13.

<sup>20</sup> League of Nations, *The years*, p.195.



替市場がどのようなものであったのかについて、新たな情報を提供してくれる。

まず会議が開催された経緯を述べる。中央銀行統計専門家会議 (Meetings of Statistical and Information Officers of Certain Banks of Issues) は 1928 年 4 月 11 日から 17 日まで、パリにおいて開催された。参加国は全部で 23 カ国であった。会議の開催は、国際連盟の経済・金融機構の A. ラブデイ (Loveday) がイングランド銀行の J.A.C. オズボーン (Osborne) と H.A. シープマン (Siepmann) に打診し、動き出した<sup>21</sup>。会議は、中央銀行の統計・調査部門に所属する人物のみで集まり、意見交換だけに終始した<sup>22</sup>。国際連盟に関する先行研究においてこの会議が注目されてこなかった理由は、会議の内容自体が当時の政策に影響を与えるものではなかった点が原因と思われる<sup>23</sup>。会議は、①短期金融市場、②中央銀行の統計サービス、③外国為替市場、④金輸出入統計の四つのテーマで議論が行われ、それぞれの国の中央銀行からメモが提出された。

特に外国為替市場についてのメモは、1928 年当時の欧米各国の外国為替市場の状況を伝える貴重な史料である。ここからはその内容を詳述する<sup>24</sup>。

①ノルウェー代表は、ノルウェー銀行 (Bank of Norway) アルフ・エリクセンであった。彼が提出したメモによれば、ノルウェーの外国為替市場は以下のようなものであった。

オスロ取引所では、ロンドン、ベルリン、パリ、ブリュッセル、アムステルダム、チューリッヒ、ストックホルム、コペンハーゲン、ヘルシンキ、マドリード、ローマ、プラハ、ウィーン向けの為替レート、ニューヨーク向けの電信為

<sup>21</sup> Bank of England Archive, OV1/1, Memorandum dated 21 July 1927, アレクサンダー・ラブデイ (Alexander=Loveday) は、1888 年 10 月 24 日生まれ、スコットランド出身、1911-12 までライプチヒ大学経済学レクチャー (lecturer on Economics), 1913 年ケンブリッジ大学経済学レクチャー、1915-19 年英国陸軍省 (War Office), 1919 年から国際連盟経済・金融機構に所属。

<sup>22</sup> League of Nations Archive, P139, Loveday Papers 1927-28, Letter from Loveday to Monsieur Ito, dated 12<sup>th</sup> May, 1928.

<sup>23</sup> 藤瀬浩司編『世界大不況と国際連盟』、名古屋大学出版会、1994 年。

<sup>24</sup> League of Nations Archive: C.S.B.E./D/1-21, Reunion des Statisticiens des Banques Centrales, Les Marche et Cours des Changes.

替レートが毎日午前 11 時に公示された。取引は、オスロ取引所を代表する銀行家の間でなされた。支払いは、二日以内に必ず行われた。建値は売りに出されている手形や一覧払い手形の値を為替レートとして公示された。

オスロ取引所外でも、銀行や銀行家間で取引が行われた。こちらは市場価格であり、支払いは二日以内になされた。取引は、その都度、郵便もしくは電信で送金された。1914 年 4 月以前においては、外国為替（売り）レートは一覧払いでロンドン、ハンブルグ、パリ、アントワープ、アムステルダム向けのものの相場が公示されていた。ニューヨーク向けの電信為替は 1914 年の 9 月 7 日から公示されるようになった。かなりの取引が取引所の場外でなされるようになった。

顧客向けに売られる為替レートは、銀行間の取引を除外して、最低の価格とみなされていた。顧客から買うレートは、市場の動向に応じて変化するものであった。1928 年 3 月 1 日にノルウェーは金本位制に復帰した。金本位制が停止されていた間、市場での売値と買値とオスロ取引所での値に相当な開きが現れることがあった。

この当時、先物為替取引の量は限られていた。これ以前の時期のようにクローネの価値が大きく変動していた時には、先物取引は輸入業者や輸出業者によって、頻繁に行われていた。

外国通貨建ての手形やその回収は、オスロ取引所の公定価格でなされた。

金本位制が停止しているときには、ノルウェー銀行 (Norges Bank) が唯一の紙幣発行主体であった。ノルウェー銀行は、自行の保有する外国為替を使用して、外国為替市場を安定化させることに努めた。その方法のほうで、ノルウェー銀行がノルウェー・クローネの変動を利用した投機行動をチェックするために、民間の株式銀行の間に合意を作らせるよりは賢明と考えられていた。

オスロ取引所の為替レートは、オスロ取引所の委員会や銀行（ノルウェー銀行を含む）の代表により固定化されていた。為替レートや証券類の価格は毎日、

印刷物に公表された。ロンドン、ハンブルグ、ベルリン、ニューヨーク、ストックホルム、コペンハーゲン、アムステルダム、パリが直接為替取引関係のある主要な場所であった。

平価は、18.15925 クローネ = 1 ポンド、3.73149 クローネ = 1 ドルであった。1 キログラムの金価格は、2.480 クローネであった。

② スウェーデンからはスウェーデン銀行 (Bank of Sweden) の統計部門 (Statistical Department) からメモが提出された。それによれば、スウェーデンの外国為替市場は以下のようなものであった。

第一次大戦以前は、スウェーデン銀行が為替レートを固定していた。1916 年以後、ストックホルムの民間銀行の代表が、毎日 11 時 40 分に会合を開き、スウェーデン銀行に提出する為替レートのリストを公示していた。1920 年以降、スウェーデン銀行は外国部門 (Foreign Department) の責任者を会合に代表として参加させた。

会合の議長が前日の建値を読み上げ、誰も異論をさしはさまなければ、スウェーデン銀行の公定レートは変更なしと提案した。もし、異論が出て、その異論に誰も反対しない場合は、それが採用された。

スウェーデン銀行に提示された為替レートは変更を受けることなく公示された。取引の決済は、2 日以内に行われた。ドルとの送金に限っては電信で行われた。その他は郵送で行われた。

ロンドン、ハンブルグ、パリ、ブリュッセル、アムステルダム宛てのレートは、長い間スウェーデン銀行が公示していた。その他の通貨として、ニューヨークは 1907 年、ヘルシンキ、ウィーンは 1911 年、チューリヒ、コペンハーゲン、オスロは 1915 年、マドリード、ミラノは 1920 年、プラハは 1922 年以降に値が公示されるようになった。大戦開始後は、一覧払い手形のみが公示された。

③ ドイツからは、ライヒスバンクの統計部局 (Statistical Service of the Reichs

Bank) からメモが提出された。

ドイツの外国為替市場は一か所に集中しているのではなく、分散していた。それでも重要な市場はベルリンに存在していた。他の市場は主に、フランクフルト・アム・マイン、ハンブルグ、ケルンにあり、やはり重要なことに変わりはなかった。

市場では主に三つの形態の取引が行われた。①公的な指導に基づいた取引、②半公的な指導に基づいた取引、③証券取引所での取引もしくは銀行間での直接取引などの自由な取引である。①公的な指導の下での取引とは、証券取引所の公的取引時間内に公定レートで取引を行うことであった。この当時、ベルリン、フランクフルト、ハンブルグ、ケルンで行われていた。②半公的な指導の下での取引は、ルーマニア、ポーランド、ラトビア、エストニア、リトアニア向けの外国為替のみに適用され、ベルリンのみで行われていた。東欧向けの取引は証券取引所では認可されていなかった。この方法は、インフレーション時代の名残であり、公的取引時間中に半公的な委員会により設定されたレートで取引がなされた。③自由な取引は、ドイツの重要な都市で自由に行われた。公定レートが固定された市場向けの為替取引は、取引所の公的取引時間外、つまり開始前もしくは終了後に取引された。取引は証券取引所の中だけでなく、銀行同士でも行われた。公的レートとは異なる固定レートで取引がされたが、公定レートと大差はなかった。

この当時より20年前と比較すると、取引原則に関して、大きな変化はなかった。ドイツでは、自由市場でも公定レートで取引されてきた。そして、公定レートで取引される通貨が格段に増加した。この時点において、電信送金、金、外国銀行の証券が公定レートで取引されている、ということであった。外国手形 (foreign checks and bills) や、他の証券 (papers) は、証券取引所で値が建てられていなかった。手形や証券の取引は、主に銀行のオフィスで行われ、証券取引所では行われなかった。この場合は、電信送金の値が基準にされ、郵送にか

かる日数分の金利が上乘せされた。手形取引も同様に、電信為替のレートに満期までの金利が上乘せされた。戦前は、様々な満期の手形、金、外国銀行証券の為替レートが公示されていたが、電信送金のレートは公示されていなかった。

この時点で、ベルリン証券取引所では、28カ国向けの電信送金のレートが公示されていた。フランクフルトでは、26カ国、ハンブルグでは22カ国、ケルンでは13カ国であった。ベルリンは、東欧向けの電信送金レートも5カ国分公示していた、とされる。

公定レートの取引は直物取引であった。一方、先物為替取引は、第一大戦以前と同様に、公定レートの公示はなされていなかったが、銀行間で自由に取引されていた。この中で、幾分複雑な取引技術が作られた。銀行は、先物為替市場において外国為替を売り買いするときに、為替リスクを負うことを避けた。彼らは、先物市場で為替を売る際には、同時に直物で同額の為替を買うことでリスクを負うことを避け、先物売り・直物買いの取引を行った。顧客の先物売りは、銀行の先物買いと直物売りによりバランスされた。先物レートは自国と外国の金利差に強く影響された。先物為替取引を行うことには、制限はなかった。取引することに信頼が置ける相手であるならば、売り買いは自由であった。

ベルリンでは、先物為替取引の手形交換所に当たるものが存在しなかった。1921年にベルリン外国為替清算所（Foreign exchange clearing house of Berlin）が作られ、外国為替取引の決済や清算がおこなわれるようになった。ベルリンの主要な銀行はここに加盟した。

④リトアニア銀行（Bank of Lithuania）から提出されたメモによると、リトアニアの外国為替市場は以下のようなものであった。

1922年に、リトアニアに公的な外国為替市場が形成された。この当時、為替レートの変動は大きなものではなかった。発券銀行は外国為替市場に介入することもあった。それは、平価から5%を超えた際に限られていた。この値で中央銀行は外国為替需要をいくらでも買い取り、自国通貨を売った。だが、平価

より低くなった際には何もしなかった。市場では、売値と買値と取引が行われている三つの値があった。これらのレートは、証券取引所の報告書等に公示されていた。

⑤イングランド銀行代表のJ.A.C. オズボーン (Osborne) が提出したメモによれば、ロンドンでの外国為替市場は以下の通りであった。

1820年から1920年末まで、ロンドン証券取引所がロンドンでの外国為替取引のための集会所として機能してきた。取引は、週2回1時間ほど行われた。だが、大戦直前には、取引の量が著しく減少した。今までは、為替ブローカーが主要な銀行を毎朝訪問していたが、戦後は為替ブローカーとディーラーが取引所で会うことはなくなり、1920年末に取引所はなくなった。その後、取引はすべて電話で行われるようになった。特にヨーロッパ側との電話での取引は大戦後に始まった。

外国為替市場は、120の為替ディーラーと40から50の為替ブローカーから構成されていた。ディーラーは、自己勘定で取引を行うものである。1914年以前は、主なディーラーはドイツ系などのロンドンの外国銀行 (foreign banks) であった。大戦開始後、英系株式銀行が市場シェアを大きく伸ばした。そしてこの当時もそうであった。ブローカーは仲介業者である。売り手と買い手をつなぐ役割のものである。ブローカーが為替レートを設定しているが、その値に直接の利害は持たなかった。レートはブローカーと売り手や買い手であるディーラーでやり取りされた。ブローカーの収入は固定手数料であった。価格はおよそ1/16から1パーミルであった。手数料は売り手と買い手で折半された。特定の通貨や先物為替に専念するブローカーもいる、ということであった。

ロンドン市場には規制がなかった。公的な管理もなく、為替レートのリストも存在しなかった。何らかの印紙代金も必要なかった。だが、二つの非公的組織が取引の管理に関わっていた。1922年に成立した外国為替ブローカーズ・アソシエーション (Association of Foreign Exchange Brokers) とディーラーのそれ

があった。イングランド銀行は外国為替市場には干渉しなかった。取引は毎日午前10時から午後6時まで行われ、土曜日だけ午後1時に終了した。

大戦後、外国為替取引高は大きく増加した。先物為替市場も以前から存在したドルとの取引に限らず発展した。大戦以前は、為替取引は主に為替手形 (bill of exchange) の取引であり、電信為替レートは限られた地域向けの値だけ公示された。1914年当時は、25カ国ほどだったのに対して、この当時『タイムズ』紙は40カ国以上向けの為替レートを掲載していた。掲載値も多くは電信送金の値が掲載されていた。また、取引高については正確には分からなかった。8から10カ国向けの為替取引規模は大きかったが、日によって季節によって取引高は大きく変わった。

新聞などに毎日公表される為替レートはすべてロンドン市場のレートであった。だが、戦前においては、新聞などは海外市場のレートを掲載していた。また、公表された値もすべて異なる場所から持ってきたものであった。前日終値の売値と買値を掲載しているものや前日終値の平均値を掲載するもの、『タイムズ』紙のように為替レートの変動幅を掲載するものもあった。イングランド銀行の統計集 (statistical summary) は毎日のレートの始値と終値の平均値の月平均を掲載していた。

南アフリカやオーストラリア向けの為替は、ロンドンにオフィスを持つ植民地銀行 (colonial banks) の手にあった。また、東アジア通貨に関してはイースタン・バンク (eastern banks) が管理していた。

⑥ニューヨーク連邦準備銀行の W.R. バージェス (Burgess) の提出したメモによるとニューヨークの外国為替市場は以下の通りであった。

ニューヨーク市場は、銀行と代理人であるブローカーから構成されていた。外国為替はニューヨーク証券取引所では取引されなかった。この点は取引所で取引するヨーロッパとは異なっていた。

ロンドンで翌日に支払いを行いたい企業があったとすると、その企業は取引

のある銀行と、電信でその銀行のロンドンでの代理にスターリングでの支払いを行うように指示した。銀行の顧客は、銀行の売値に加えて電信為替のコストを支払った。

銀行はロンドン残高に、取引支払額の分のスターリングを用意しておく必要はなかった。その場合、銀行はロンドンで必要な資金をブローカーや他の市場の代理を通じて調達することになった。ニューヨーク市場において取引が成約するとブローカーは手数料を手にした。

ニューヨークで建てられる為替レートは、電信為替と一覽払い手形であった。どちらも直物と先物の取引があった。直物レートはいつも値が建っていたが、先物はそうではなかった。スターリングでの電信為替は一日遅れ、その他のヨーロッパ通貨は2日遅れることが常だった。

一覽払いレートは電信為替レートより低かった。その違いは要求払いのほうは、外国に到着するまでの時間分の金利が発生するからであった。ロンドンに対しては、一覽払い手形は通常、7日分の金利が上乘せされた。90日一覽払いの場合は、さらに、3日の支払い猶予と郵送分の7日分がさらに加わった。

ニューヨークの新聞などは大部分、大銀行から直接入手した前日終値を掲載していた。

⑦デンマーク国立銀行代表 (National Bank of Denmark) のエイナル・コール (Einar Cohr) によれば以下の通りであった。

デンマークの外国為替手形規制は、1811年5月2日付に発令され、為替レートが固定されることが規定された。

デンマークの為替レートは、昔から現在まで為替委員会 (Exchange Committee) による固定レートであった。委員会には多くのメンバーがいたが、委員会自体は小さかった。一方で、固定レートの基準は大きく変わってきた。1858年の規制により、毎週火曜日と金曜日にポンド・スターリングに対して為替レートが固定された。この規制は1880年に修正され、為替委員会は会合の



たびに主要な銀行から報告を受けるようになった。1909年から、毎週月曜日、水曜日、金曜日に為替相場が建てられるようになり、1915年12月22日から、毎日相場が建てられるようになった。

先物為替市場は大戦以前には存在していなかったが、大戦後は重要になってきた。中央銀行が為替市場介入を行い、相場を安定させようとした。特に1925、1926年に為替市場介入が行われた。デンマーク・クラウンが旧平価に復帰する際に、旧平価復帰を予想して、大量に先物為替取引がデンマーク市場に流れ込んできた。だが、平価復帰後は為替市場への規制もなくなり自由に取引できるようになった。

普段から外国為替取引が存在する主要な市場としては、ロンドン、ベルリン、ストックホルム、ニューヨーク、パリがあった。

⑧フィンランド代表のM.A.E. トゥデーア (Tudeer) によれば、フィンランドの外国為替市場の状況は以下のようなものであった。

この時点で、フィンランドには外国為替取引所は存在しなかった。為替レートは中央銀行であるフィンランド銀行に一日のうち何回か修正され、主要な銀行に伝達された。正午のレートが公定レートとして認識されていた。その値が新聞などに掲載された。

為替レートはフィンランド銀行の外国為替の売り価格であり、手形や電信為替の為替レートを示していた。特に、ニューヨークとロンドン宛ての為替レートは、電信為替用の値と手形用の値の差も掲載されていた。先物為替取引も行われていたが、為替レートは固定されていなかった。外国為替買い取り価格は公示されていなかった。だが、外国為替を買い取る際には、銀行間ではその限りではないが、銀行側は一定のマージンを上乗せした。

大戦中および戦後は外国為替取引に制限があったが、1928年当時ほとんど規制はなかった。だが、外国為替取引をする際には財務省 (Ministry of Finance) からの許可が必要であった。

⑨ブルガリア国立銀行金融調査部門主任（Chief of the Financial Research Service of the National Bank of Bulgaria）のA. チャカロフ（Tchakaloff）によれば、ブルガリアの外国為替市場の状況は以下の通りであった。

1923年9月から、ブルガリアの外国為替市場は特殊な状況下にあった。すべての外国為替取引はブルガリア国立銀行の管理下に入り監督されることになっていた。ブルガリア国立銀行は唯一外国為替の売買を行える銀行であった。

大戦以前、1918年までは、ブルガリアの外国為替市場に規制はなかった。為替レートは固定されていた。

1918年5月から、中央為替局（Central Exchange Office）が成立し、外国為替取引を一手に引き受けるようになった。この組織がブルガリア国立銀行を頂点としてすべての市中銀行を統合した。すべての銀行は中央為替局にすべての外国との取引を報告することになった。1920年から1923年まで為替レートは証券取引所が管理した。1923年末に、為替レートの変動が激しくなったためにブルガリア国立銀行がすべての取引を一本化した。

為替レートは、ブルガリア国立銀行により、139 レヴァ（levas）=1ドルの値に固定された。この値は1923年末から変化はなかった。すべての外貨との交換レートもここを基準にして決定された。

頻繁に取引が行われる主要な市場は、ロンドン、ニューヨーク、チューリヒ、ベルリン、ミラノ、パリ等であった。1914年以前は、パリが最も多かった。それ以下は、ブリュッセル、ウィーン、ロンドン、チューリッヒ、ベルリンなどの市場であった。

⑩オーストリア国立銀行（National Bank of Austria）のケルシャグル（Richard Kerschagl）によれば、オーストリアの外国為替市場の状況は以下のようなものであった。

1914年の7月まで、オーストリアの外国為替取引は、ウィーンの証券取引所で行われていた。場外の取引はほとんどなかった。取引所内では、ビル・ブロー

カー (bill broker) を通じて取引が行われていた。外国向け手形の価格は、ウィーン証券取引所のリストに掲載された。だが、それが表示したのはブローカーを通じた取引の最大値と最小値の値と売りと買いの価格であった。外国為替取引においては、二つの相場が建てられていた、①手形、短期の手形 (short bills) ②長期の手形 (longer dated bills) であった。ドイツ宛ての手形は翌日、コペンハーゲン、ロシア宛ての手形はさらに翌日、ニューヨーク市場宛てのものは執行に 10 日必要であった。

戦争が始まると、ウィーン証券取引所は閉鎖し、1916 年 2 月まで取引は自由に行われた。取引は減少し、発券銀行と大銀行に任せられた。

1916 年 2 月 24 日発券銀行とオーストリアの大銀行間で、海外取引のための支払いを引き受ける中央組織である外国為替管理局 (Foreign Exchange Control Office) が作られた。1916 年 12 月から 1919 年 5 月まで、外国為替管理局は、オーストリア・ハンガリー銀行の指導のもと、外国為替取引を一手に引き受けていた。1923 年 1 月にオーストリア国立銀行 (National Bank of Austria) が成立すると、管理局の仕事はそこに引き継がれた。

1925 年まで、オーストリア国立銀行の管理下にあったが、この期間中、オーストリア通貨の状況が回復したために、規制が緩和された。大戦後初期には、為替レートは毎日、新聞などに公表された。

1926 年 12 月 27 日、外国為替取引は、ウィーン証券取引所に集中された。場外でも、為替取引は、電話により銀行間で行われた。証券取引所では公定レートが発表された。また、登録したブローカーにより、ニューヨーク向けの電信為替レートに加えて、アムステルダム、アグラム<sup>25</sup>、ベオグラード、ベルリン、ブリュッセル、ブダペスト、ブカレスト、コペンハーゲン、ロンドン、マドリッド、ミラノ、オスロ、パリ、プラハ、ソフィア、ストックホルム、ワルシャワ、チューリッヒ宛ての郵送用レートが公表されていた。先物取引はあまり行われ

---

<sup>25</sup> ザグレブのこと

ていなかった。

ウィーンが直接外国為替取引関係にある重要な都市は、アムステルダム、アグラム、ベオグラード、ベルリン、ブダペスト、ブカレスト、ミラノ、ニューヨーク、パリ、プラハ、ワルシャワ、チューリヒであった。

①ハンガリー国立銀行 (National Bank of Hungary) のド・イムレディ (de Imredy) の提出したメモによれば、ハンガリーの外国為替市場は以下のようなものであった。

ブダペストでの外国為替取引の一部分は、ブダペスト証券取引所で行われ、残りは、銀行間とブローカーの間で取引が行われた。外国為替取引は取引所のメンバーの間で行われた。取引所取引は、公的な外国為替市場であった。一方で、民間市場が存在した。こちらは銀行間の電話での取引であった。

大戦中、ブダペスト外国為替市場は大きな変化に見舞われた。1916年から1924年まで外国為替取引は規制された。1916年に初めて、外国為替取引が公的管理におかれた。1924年に自国通貨の安定化が達成されると、外国為替管理も終了した。外国への支払いはいたいてい手形でなされたが、ロンドンとニューヨーク宛ての取引のみは電信為替での送金となっていた。公定レートは、ロンドンとニューヨーク向けを除外して、郵便送金の価格が公表されていた。

先物為替取引は、3か月以内のものに限られた。だが、ブダペスト証券取引所では多少制限がかけられていた。

発券銀行の役割は、外国為替市場の建値を平準化することにあった。発券銀行の持つ外貨で売り手や買い手のバランスをとることにあった。その点で、発券銀行は市場に大きな影響力を持った。

為替相場の建値を固定するために、取引所には建値委員会 (quotation committee) があった。委員会のメンバーは取引時間中に、市場価格を記録し、売りと買いの価格を提示した。両者の差は変動の大きい通貨の場合に大きくなった。この値はハンガリー国立銀行や主要な銀行に伝えられた。

外国為替市場で最も重要な取引通貨は、外国からの信用取引に関わるドルとポンド・スターリングであった。商業取引に関わる通貨として、スイス・フラン、オランダ・フロリン、チェコ・クラウン、オーストリア・シリング、ルーマニア・レイ、ドイツ・マルク等があった。

⑫ポーランド銀行の統計部門（Statistical Department of the Bank of Poland）の提出したメモによると、ポーランドの外国為替市場は以下のようなものであった。

ポーランドが独立した後数カ月は、周辺との取引がなかったために、外国為替市場も存在しなかった。当初は外国銀行同士で取引を行っていた。外国との通商が回復するにつれて、外国為替市場の必要が高まったため、政府は市場組織の形成に乗り出した。

1921年2月から、ワルシャワ取引所での銀行間での外国為替取引に制限がなくなった。だが、銀行と顧客の間の取引には制限があった。①経済的に正当化できる取引に限定される、②1923年7月からは、輸出から生じた外国為替は、必ず中央銀行、もしくは財務省から認可された銀行に売ること、という指示により、税関は商品の輸出に際して、輸出が登録済みであることを示す中央銀行からの証明を要求するようになった。

この規制により、ポーランド銀行には多くの外貨準備が積みあがった。それを用いて、ポーランド銀行は1926年に外国為替相場を安定させることができた。

外国からの通貨安定のための借り入れにより、中央銀行の金・外貨準備は強化されたため、ズロティの下落も抑制できた。1927年には政府の規制もなくなり、資本移動もほぼ自由となった。

外国為替取引はワルシャワ取引所で行われた。クラクフ、ルヴォフ、ポズナンの取引所において外国為替取引はほとんど行われなかった。取引所での取引は銀行間で行われた。取引は直接行われ、ブローカーの仲介は必要なかった。最大の取引先は、ロンドンとニューヨーク向けの手形であった。

⑬セルボ・クロアチア・スロベニア王国 (Serb-Croat-Slovene Kingdom) のミラン・プロティッチ (Milan Protitch) が提出したメモによると、セルボ・クロアチア・スロベニア王国の外国為替市場は以下のようなものであった。

セルボ・クロアチア・スロベニア王国の外国為替市場は公的組織であった。外国為替、金、銀の取引は他の取引所も行っているが、公的取引所がこの当時開いている唯一の取引所であった。外国為替取引は完全に自由ではなかった。すべての取引は公的取引所を通じて行うようになっていた。

取引所以外での取引は、国立銀行が行っていた。輸出から生じる外国為替の3分の1を国立銀行が買い取るようになっていた。

外国市場との間での裁定取引も制限を受けていた。裁定取引を行う場合には国立銀行と特別な取り決めを結ぶ必要があった。ある程度の量の外国通貨が国立銀行の手に入るようになっており、自国通貨価値が低下するような契約は国立銀行により禁止されていた。

ベオグラードとザグレブの二つに取引所があった。三番目の取引所がリュブリャナに作られた。それらの市場において、主に国立銀行が、売り買いを行っていた。国立銀行は、チューリッヒの建値を基準として、自国ディナール価値を一定の水準に安定させる義務があるからであった。9.13 - 9.135 スイス・フラン = 100 ディナールで事実上固定されていた。どの取引所においても、国立銀行は代表を置いて、為替レートの動きを観察していた。取引終了後に、取引所の代表と国立銀行もしくは財務省の代表の2名で構成される外国為替委員会 (Foreign Exchange Committee) が、市場の値を記録した。

手数料は、1%であった。これを売り手と買い手で折半した。加えて、すべての取引ごとに1ディナールの税金がかけられた。すべての取引は翌日の正午までに決済された。取引はたいてい、直物で行われた。信用による取引はまず行われなかった。固定レートだったため、外国為替取引をカバーする必要がなかった。すべての取引は、信用のある銀行間で行われたため、カバーする必要

性が全くなかった。

取引規制は以下のようなものであった。①外国への支払いをすべて国立銀行に集中すること、②外国為替との交換性の維持、③国立銀行による為替市場の管理、であった。

大戦後の、セルボ・クロアチア・スロベニア王国は、輸出するものが全くなかった。そのため、大戦後は輸入することばかりであった。輸入はすべて、財務省管轄の中央局（Central Office）もしくは、国立銀行と関わる形で中央局に代わり新設された委員会により管理された。奢侈品の輸入は禁止された。数少ない輸出の機会から生じた外貨は中央局に渡されることになっていた。それを輸入業者に売っていた。だが、次第に輸出量が増加すると、外国為替を必ずしも国家へ渡す必要がなくなり、規制があるとはいえ、財務省に認可された民間銀行との間で取引が行われるようになった。

1922年になると、輸入を管理していた委員会は解体され、物資の輸入も自由になった。財務大臣は国立銀行と事実上の為替レートの安定化の合意を結んだ。財務省の認可を受けた銀行が為替取引を引き受けるような合意も形成した。

直接取引が存在する主要な都市は、チューリッヒ、ニューヨーク、ロンドン、ウィーンであった。外国為替市場介入の観点からすると、最も重要な市場はチューリッヒであった。なぜならば、ベオグラードとザグレブにはスイス・フランへの強い需要があるからであった。スイス・フランへの強い需要がある理由は、ディナールをスイス・フランに対して安定化させているためであった。他の通貨に対する為替レートも、ディナールとスイス・フランとのレートを基準に決定されていた。

ウィーンもまた、重要な都市であった。その理由はザグレブの銀行がウィーンの銀行と強い関係を持っているためであった。

ロンドンとニューヨークはとくに重要であった。その理由は国立銀行の外貨準備はロンドンとニューヨークに預金としておかれていたからである。また、

それらの市場との取引が行われていたことも、それらの市場を重視する理由であった。また、ロンドンとニューヨークが重要な理由は、それらの国から多額の借入れを行っていたからである。

⑭オランダ中央銀行 (Nederlandsche Bank) のファン・ブティンガ・ウィチャース (Van Buttingha Wichers) が提出したメモによると、オランダの外国為替市場は以下のようなものであった。

アムステルダム外国為替市場は、商品の貿易にかかる以上の規制は存在しなかった。

1914年の立法により、政府は証券取引所を管理する権限を得た。だが、この立法により、外国為替市場の管理が認められたわけではなかった。

外国為替取引は、ビル・ブローカーを通じて、もしくは直接銀行間で取引された。戦時中ブローカーは手数料を取っていたが、大戦に伴い手数料を得る機会が減ると、ブローカーの数は減少した。為替レートが安定化されると、ブローカーの数はさらに減少した。裁定取引の機会も減少した。このような変化に対応するためにブローカーの中には、自己勘定で取引を行うものも出てきた。

外国為替市場は午前10時に取引が始まった。ブローカーはビジネスの相手に直接電話回線を引いていた。取引は正午までに決済された。午後1時30分から午後3時40分までは銀行家やブローカーは取引所で取引を行った。そして、午後4時過ぎには再度電話での取引に切り替わった。

為替レートの公表値は、市場レートと、銀行家協会のメンバーによる委員会により提示された「公定レート」があった。公定レートとは言っても、あくまでアムステルダムやロッテルダムの銀行家協会のメンバーによる委員会により設定されたレートであった。「公定レート」が公表される市場は、アムステルダム市場では、ロンドン、ベルリン、ハンブルグ、パリ、ブリュッセル、アントワープ、バーゼル、ウィーン、コペンハーゲン、ストックホルム、オスロ、ニューヨーク向けの相場であった。ロッテルダムでは、ロンドン、ベルリン、ブリュッ



セル、パリ、マドリード、ミラノ、ニューヨーク、スイス、コペンハーゲン、ストックホルム、オスロ、ウィーン、であった。これらのレートは毎日、新聞に掲載された。

市場レートは、日中の取引の平均値を示しているレートであった。それは、電信為替相場と、小切手用レートを含んでいた。市場レートは、ロンドン、ニューヨーク、ベルリン、ウィーン、ブダペスト、パリ、ブリュッセル、チューリヒ、ストックホルム、オスロ、コペンハーゲン、ミラノ、マドリード、ブエノスアイレス、ヘルシンキ、ブラハ、横浜、オランダ領インドネシア向けが毎日新聞に掲載されていた。

先物為替取引は、為替レートが安定するにつれて需要が減少し、限られた量の取引しか存在しなかった。

アムステルダムとの間で電信や電話での為替裁定取引が存在した市場は、ロンドン、ニューヨーク、ブリュッセル、パリ、チューリヒ、ベルリン、ハンブルグ、ケルン、コペンハーゲン、ストックホルムであった。

⑬ベルギー国立銀行(Banque Nationale de Belgique)のJ.J. ビンセント(Vincent)の提出したメモによるとベルギーの外国為替取引は以下の通りであった。

ベルギーの外国為替取引はブリュッセルとアントワープの二つで行われていた。両者の慣習に大きな違いはないが、為替レートの公表の仕方に多少の違いがあった。ブリュッセル市場は、もともと規制はなかったが、1924年から、証券取引所委員会のメンバーでもある記録担当者と銀行の担当者が、市場の動きを監視するようになった。国立銀行の担当者がすべての取引を記録していた。

この制度は1925-1926年までの為替レートが変動した時期にうまく機能した。公的市場の取引が混乱しても、銀行が自発的に市場を監督してくれたために、市場は安心できた。

だが、公的市場は、相場の変動が激しくなった際に、多くの顧客から見放された。このため公的市場より自由市場のほうが圧倒的に優位となった。

他国の主な外国為替市場と同様に、自由市場は、民間銀行が外国との電話回線を開設して急速に拡大した。ベルギーでは、ベルギー・フランでの支払いは、取引がなされてからその日のうちに決済された。だが外国通貨に関しては、フランス・フラン、ポンド、ドル、オランダ・フロリン、ドイツ・マルク、スイス・フランは2日、イタリア・リラ、スウェーデン、ノルウェー、デンマーク、チェコスロバキアは3日必要とした。

だが、為替レートが安定化すると、外国為替市場は大きく変わった。自由市場が消滅して、公的市場が拡大した。公的市場は証券取引所の一室にあり、午後1時30分から午後2時30分の間に土曜日以外毎日開かれた。ポンド、フランス・フラン、ライヒス・マルク、ペセタ、イタリア・リラ、スウェーデン、ノルウェー、デンマーク、チェコ、カナダ・ドル向けの為替レートが公表された。

市場の係りは、市場が開かれる前に売りと買い注文を、固定レートで集めて回った。市場で値付けが始まると、係は受け取った売りと買い注文をバランスさせるレートを提示していった。係は市場の傾向を推測して値付けを行った。売りが多くなれば、価格を下げ、買いが増えれば、価格を上げていった。アントワープでは、公的市場が終了しても午後3時30分まで取引が継続した。為替レートが固定されても、先物為替の取引は存在した。

1914年以前は、主な取引先は、パリ、ロンドン、ベルリン、ウィーンであり、この時期にはニューヨークはあまり重要ではなかった。

⑩スイス国立銀行 (National Bank of Switzerland) のM.シュネーベリ (Schneebeili) とM. ロッシ (Rossy) が提出したメモによれば、スイスの外国為替市場は以下のようなものであった。

第一次大戦以前は、外国為替取引や裁定取引は大銀行や国立銀行に集中していた。スイス国立銀行は為替レートを管理していた。戦争中から数年後にかけて、外国為替市場は大きく拡大した。それは、戦争中、交戦国、中立国に関わらず、スイス・フランの価値が安定していたため、多くの国がスイス・フラン

を基準にしていたからであった。このことは、スイスを国際金融センターとするための良い条件となった。だが、1928年当時は、スイスの外国為替取引は低調であった。それは、他国の通貨価値が安定してきたためであった。それでも、スイスの銀行が国際的に重要であるためにスイスの外国為替市場は相変わらず重要であった。

大戦前は、取引は主に、ロンドン、パリ、フランクフルト、ベルリンとわずかながらニューヨーク、ブリュッセル、ミラノ、アムステルダム、ウィーンとの間で行われていた。だが、大戦後、ロンドンと並んで、ニューヨークが外国為替取引をもっとも頻繁に行う金融センターになった。それ以外の市場として、アムステルダム、パリ、ベルリン、ミラノ、ブリュッセル、ウィーン、プラハ、バルセロナ、マドリードとの間で取引があった。為替レートは、対ロンドン、ニューヨークレートを基準に計算された。

外国為替取引はバーゼルとジュネーヴの取引所でも行われていた。だが、それらは公的な管理のもとにはなかった。チューリヒがスイス最大の外国為替市場であり、取引所は存在せず、電話で取引が行われた。バーゼルやジュネーヴでの取引は、主に直物(cash transactions)で行われた。先物為替取引も取引所の外で行われるが、直物での取引のほうがより発達していた。バーゼルやジュネーヴでは決済は清算所で行われるが、チューリヒでは国立銀行により行われた。

国立銀行は、外国為替相場を安定させるために外国為替市場への介入も行った。特に対ドルレートを気にしていた。

⑰エストニア銀行(Bank of Estonia)のヴィクター・プーム(Victor Poom)が提出したメモによると、エストニアの外国為替市場は以下のようなものであった。

為替レートは証券取引所の委員会により、前日の対ロンドン、ニューヨークや他国のレートを基準にして、毎朝決定された。小切手用レートは、電信為替

レートに多少の手数料を上乗せされた。直物のみが取引されており、先物は取り引きされていないかった。

中央銀行は、市場の需要や供給の余剰を買い取ることであった。1924年と1925年の為替レートが不安定であった時期には、中央銀行は輸出業者から国内に流入する外貨を買い取る取り決めを行った。1928年当時、エストニアの外国為替市場に規制は存在しなかった。

⑱フランス銀行 (Banque de France) の M. リカール (Ricard) の提出したメモによると、フランスの外国為替市場は以下のようなものであった。

大戦後、為替レートが公表されるようになった通貨の数は増加した。だが、このことは外国為替市場の取引高が増加したことを意味しなかった。1914年以前において、パリはラテン通貨同盟 (Latin Union) 諸国だけでなくその他の似たような通貨制度を採用している国の中でも重要な外国為替市場として機能した。だが、大戦後、その地位を失った。

パリは、スターリングかドルとの間の取引に限定され、フランと他のヨーロッパ諸国通貨との間の取引はほとんど行われなくなった。フランと他のヨーロッパ通貨との間の為替レートは、フラン・スターリングレートを基準にして決められた。

大戦後、外国為替市場に参加する銀行の数が増加した。1914年以前はそうではなかったが、フランス銀行も市場に介入するようになった。フランス銀行は、1915年から1920年の間、外国からの借款や借り入れにより入手したポンドやドルを、外国為替市場を安定化させるためにブローカーを通じて市場で売った。1924年や1926年には、フラン下落を狙う海外の投機家の動きに対抗して、フランス銀行は外国為替市場に介入した。1925年の10月からは、法律上のフランの安定化に備えるために、フランス銀行は行内に為替部門 (Exchange Department) を設立した。これによりフランス銀行は、外国為替市場の管理に乗り出すこととなった。1926年12月末から、フランス銀行は為替レートを固

定するために、市場において固定レートでの売りや買いに応じることとなった。その結果フランス銀行はフランで行われる取引の清算所の様相を呈した。

フランス銀行はもっぱら銀行やブローカーとだけ取引を行い、顧客との取引は行わなかった。外国為替取引は、銀行、ブローカー、顧客との間で、相対もしくは電話により行われた。取引は取引所と場外で行われており、場外では、午前9時から午後1時まで、午後3時から午後6時まで行われた。午後1時30分から午後2時30分までの間は、銀行とブローカーとの間で、銀行間や銀行とブローカー間の持ち高調整のための取引が行われた。為替ブローカーは外国為替取引の仲介のみに専念していた。

パリ取引所の取引は、為替ブローカーや銀行の代表が、備えられた電話で取引を行っていた。市場には自由に出入りできた。市場で決定された為替レートは、ブローカー、銀行、証券ブローカー・アソシエーション (Stockbrokers Association) が構成する建値委員会 (Quotation Committee) により記録され、パリ取引所のリストに公表された。

前日終値が、当日朝の銀行と顧客の間での取引の基準値となった。為替ブローカーになるための制約はなかった。為替ブローカーは売り手に、1ポンド当たり1サンチームの1/8, 1/4を、1ドル当たり1サンチームの1/16を上乗せした。ブローカー同士の取引は手数料がなかったが、その場合は売りと買い価格の間の差額が彼らの収入になった。

1928年1月10日以降、外国為替取引だけでなく海外からの資本輸入も原則自由になった。だが一方、銀行は、財政管理を受けるために、外国為替取引を記録する必要が残った。

⑨チェコスロバキアの外国為替市場については、外国為替市場における大きな変更を受けてチェコ代表がメモの提出を避けたためメモが提出されなかった。そのためにチェコの外国為替市場についての詳細は不明である。

またギリシアも、メモの提出を行っていないため、外国為替市場についての

詳細は不明である。

以上、欧米 18 カ国（全 20 カ国）の外国為替市場の動向を、国際連盟史料により概観した。当時の欧米の外国為替市場がどのようなものであったのかという情報自体が重要である。それに加えて、各国外国為替市場のネットワーク構造を検討する手掛かりを与えてくれる。

表 2 は、国際連盟史料の記述から、当時の欧米の外国為替市場がお互いにとの市場向けに為替レートを建てていたか（どの国の通貨に注目していたか）という点を取り出して整理した表である。この表は、大きく三つのグループに分けられる。A グループは、イギリス、アメリカ、フランス、ドイツのようにほとんどすべての国から相場が建てられている国である。言い換えれば、他の市場から注目されている市場である。B グループは、北欧、中欧、南欧の国々、スイス、オランダ、ベルギー、オーストリア、デンマーク、イタリア、スペイン、スウェーデン等の、ヨーロッパでの外国為替取引の結節点にあたる地域。そして C グループは、ハンガリー、ポーランド、ブルガリア、セルビア、フィンランド、ギリシア、エストニア等のようなヨーロッパ内の外国為替取引の相互関連から外れた国々である。

外国為替取引における A, B, C 三つのグループを、ポラニーの区分した 3 つのグループと対比させてみると、両者には共通性と違いがあることがわかる。まず、外国為替市場の C グループは、ポラニーの言うところの第 3 グループ、敗戦国グループとほぼ重なる。ハンガリー、ブルガリア、セルビア、ギリシア等は第一次大戦の敗戦国もしくは、敗戦国であるオーストリア・ハンガリー帝国から独立した地域である。このような地域は、ヨーロッパ内の資金循環から外れていたために、通貨安定化のためには国際連盟や先進国の借款を受ける必要があったと推測できる。そのため、外国為替市場もニューヨークやロンドンなどの世界的な市場との関連はあっても、ヨーロッパ大陸内での関連をほとんど持てなかったと推測できる。

表 2 1928 年当時における自国市場と他国市場のネットワーク構造

	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ	オーストリア	ハンガリー	オランダ	デンマーク	ベルギー	スイス	ポーランド	ブルガリア	チェコ	セルビア	ギリシア	イタリア	スペイン	ポルトガル	バルセロナ	トルーマン	カナダ
アメリカ	○																				
イギリス		○																			
フランス			○																		
ドイツ				○																	
オーストリア					○																
ハンガリー						○															
デンマーク							○														
ベルギー								○													
スイス									○												
ポーランド										○											
ブルガリア											○										
チェコ												○									
セルビア													○								
ギリシア														○							
イタリア															○						
スペイン																○					
ポルトガル																	○				
バルセロナ																		○			
トルーマン																			○		
カナダ																				○	

○：相建が建てられている  
 ●：特別に重信相建が建てられている点に言及がある  
 ◎：特別に強い関係がある点を強調  
 横のラインは、自国の外国為替市場がどの国の通貨の相建を建てているかを示す。  
 縦のラインは、自国通貨がどの国の外国為替市場において相建が建てられているかを示す。  
 出所) League of Nations Archive C.S.B.E./D/1-21, Reunion des Statisticiens des Banques Centrales, Les Marches et Cours des Changesから筆者が作成。

外国為替市場のBグループは、フランス、ベルギー、イタリア、などの戦勝国から構成されている。外国為替市場のBグループの特徴は、外国為替市場のCグループとは異なりヨーロッパ大陸内での外国為替取引ネットワークの結節点を構成していた国である。これらの国が、外国為替ネットワークの結節点になった背景には、これらの国はポラニーが述べるように第一次大戦の戦勝国であったために、敗戦国からの賠償や先進国からの民間や公的な資本流出入が存在したからであったことが推測できる。このグループはポラニーの第2グループの一部に当たる。

外国為替市場のAグループは、アメリカやイギリス、フランス、ドイツである。これらの国はヨーロッパ内の多くの国々から注目されていた国々であったと言ってよいであろう。ポラニーでいえば、第3グループと第2グループの一部に当たる。アメリカは資金の貸し手であり、イギリスやフランスは戦勝国であったために、外国為替取引の結節点であることは当然であると考えられる。だが、第一次大戦の敗戦国であるドイツに関してはどのように考えるべきであろうか。ベルリンの外国為替市場や対マルクレートがなぜそれほど重要視されていたのだろうか。それはおそらく、第一次大戦における敗戦国の中でも巨額の賠償金に関わる資金移動やアメリカや先進国からの資金援助があったことに伴う出来事であったと推測できる。ポラニーが指摘するように、1920年代の資本は、アメリカから戦勝国を通じて敗戦国に流れていた。このことがアメリカや戦勝国の外国為替市場とドイツやオーストリアなどの多額の資金の流出入が生じていた敗戦国の外国為替市場を強く結びつけたと推測できる。そして、欧米各国の市場も対マルクレートやベルリン外国為替市場の動向に注目せざるを得なかったと推測できる。

また、第一次大戦以前と以後を比べれば、ニューヨークの外国為替市場が強い影響力を持ってきたことが最大の変化である。この背後には、やはり、アメリカの債権国化がある。第一次大戦後の世界の資金の貸し手はポラニーが指摘



するようにやはりアメリカであった。このことは、対ドル、対ニューヨーク外国為替市場の取引に各国の市場の目を向けさせることになった。表2でも明らかのように、ロンドン外国為替市場も例外ではなかった。むしろ、第一次大戦以前は、ロンドン払い手形で国際決済が行われていた。そのために、イギリスの貿易業者や金融機関は、ポンド以外の通貨を扱う必要が乏しかった。それゆえ、ロンドンにおいて外国為替取引はほとんど発達しなかった。そして、第一次大戦後アメリカが債権国化し、世界の資本の貸し手がアメリカへと移ったことがあったため、イギリスの貿易業者もドルとの取引に関わらざるを得なくなったと推測できる。そのことが一因となり、ロンドンにおいて外国為替市場が1920年代において台頭したと言える。そして、金本位制が再建された後も、その趨勢はほとんど変化がなかったと言えよう。

## おわりに

本稿は、国際連盟史料を用いて、再建金本位制下における欧米の外国為替市場のネットワーク構造を概観・分析した。

その結果、金本位制が再建された後も、ロンドン市場とニューヨーク市場が、外国為替市場として、国際的に重要であることに変化がなかった。このことはイギリスの金本位制の再建は、1920年代欧米各国の外国為替市場間の相互関係を大きく変えるものではなかったことを示している。

第1節では、第一次大戦後の資金の流れが、アメリカからイギリスやフランスなどの戦勝国、そしてドイツなどの敗戦国に向かったことの背景に国際連盟の通貨安定化政策が大きな影響を与えたとするポラニーの指摘を踏まえ、第一次大戦後における国際連盟の役割について概観した。

第2節では、当時の欧米各国の外国為替市場を概観し、そのネットワーク構造を、国際連盟史料に基づき検討した。外国為替市場が相互にどの市場に注目していたかという点から欧米各国の外国為替市場をA国際的な外国為替取引の

結節点，B ヨーロッパ内での外国為替取引の結節点，C 外国為替市場の関連から外れた市場の三つに分類した。第一次大戦後において，欧米各国においてスターリング・ポンドだけでなくアメリカ・ドルとの取引も重要になってきた。本節での発見事実は金本位制再建後においても，相変わらずニューヨークはロンドンと並ぶ重要な外国為替市場であったことを示している。このことは，1920年代においてアメリカからヨーロッパの戦勝国へ，そして敗戦国へという国際的資金循環が形成されていた事実とも整合的である。第一次大戦後における国際連盟の通貨安定化のための借款や戦争に関わる戦債や賠償の支払いによりアメリカから直接・間接的なルートで東欧，中央ヨーロッパに資金が多く流れた。アメリカからの資金の流れの一部は，イギリスやフランスなどの国を通じて東欧，中欧に流れこんだ。その資金は，返済や賠償の支払いのために再度，東欧や中欧諸国から，イギリスやフランスを通じて，アメリカに還流していた。そのためアメリカ・ドルとの取引に欧米各国市場は注目することになった。それと同時に敗戦国ドイツやオーストリアの通貨との取引も各国市場から注目されていたということを明らかにできた。