

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 6 日現在

機関番号：12102

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2012～2013

課題番号：24830014

研究課題名(和文) 両大戦間期におけるロンドン外国為替市場の形成・展開とその機能

研究課題名(英文) The development and working of the London foreign exchange market during the interwar period

研究代表者

高橋 秀直 (TAKAHASHI, Hidenao)

筑波大学・人文社会系・助教

研究者番号：00633950

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,300,000円、(間接経費) 690,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、両大戦間期にロンドン金融市場において発展してきた外国為替取引のロンドン金融市場内部における役割と国際金融市場の円滑な機能に果たした役割を解明しようとした。主たる研究成果は、1920年代前半の変動相場制の時期、1920年代半ばから1931年までの国際金本位制の時期および1930年代の管理為替相場制の時期という異なる国際金融制度の下で、外国為替市場は一貫してロンドンにおいて定着・機能し続けていたことを実証した。

研究成果の概要(英文)：This research has tried to analyze the development and working of the London foreign exchange market during the interwar period. I clarified that the London foreign exchange market functioned well under the different international monetary regimes, the floating exchange rate regime in the early 1920s, the gold standard regime from 1925 to 1931 and the managed exchange rate regime in the 1930s.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、経済史

キーワード：ロンドン外国為替市場 金本位制

## 1. 研究開始当初の背景

(1)本研究の背景にある第1の問題関心は、まず経済のグローバル化の進展とグローバル化の起源についての経済史研究の発展である。近年、経済のグローバル化が重要な論点になっている。経済のグローバル化とは、国際的なヒト、モノ、カネの移動が活発になったことを指している。資本移動や貿易の進展は、各国市場の連動性や金利や賃金の収斂を飛躍的に高めることになる(一物一価の法則の実現)。そのため、市場の統合は有限な資源の効率的な配分を促す。そのために、経済史研究者の間でグローバル化がいつ頃開始したのかという議論が活発になった。その中で重要な議論の一つとして、ウィリアムソンとオルークによる、国際的な市場価格の収斂に着目したグローバル化の議論がある。ウィリアムソンとオルークは、現代の経済のグローバル化の起源を、19世紀の大西洋経済の連動性の進展に求めている(K. H. O' Rourke and J. Williamson, *Globalization and history*, 2001)。彼らは、移民、貿易や資本移動を通じて、イギリス、ヨーロッパとアメリカという大西洋の両岸で、労働賃金や金利等の要素価格の収斂が生じたことを、各国統計データの検討により明らかにした。19世紀末から両大戦間期にグローバル化が進展し、第2次大戦前後で後退し、その後1970年代以降現在まで再度経済のグローバル化が進展したという構図を描いている。研究代表者である私自身、ロンドンとニューヨークの金利の連動性という観点から戦間期の金本位制を検討してきた。その過程で、ロンドンにおける外国為替市場の役割に注目することとなった。

(2)また、2008年のリーマンショック以降の世界経済の変動は、研究者を大恐慌期の再検討へと向かわせた。リーマンショック以降の国際経済変動には国際金融危機の伝播という側面が強かった。そしてこの時期に匹敵する国際金融上の変動が生じた時期は歴史的にも限られている。その代表的な事例が、1929年のニューヨークの株式市場の暴落から始まる大恐慌であった。様々な事例を集めることで、一般性を確保できるような形で研究を進めることができれば、それに越したことはない。しかしながら、国際金融危機と呼べるような大事件は歴史的にも限定される。そのために、国際金融危機と国際的な不景気の関連性を検討するうえで、過去の事例研究の必要性が高まった。時期が大きく異なるとはいえ、大恐慌の時期とリーマンショックの時期を対比させたうえで、共通性と相違点を検討する研究が現れた。既に戦間期における国際金本位制からの離脱の時期と大恐慌からの回復過程の関連性に着目した研究として、アイケングリーンやバーナンキなどの研究者によりはじめられた、大恐慌の国際学派

とよばれる研究群があった。彼らは、大恐慌の国際的波及のチャネルとして当時の金本位制を基礎とした国際金融体制が果たした役割に注目した。金本位制からいち早く離脱した国、たとえば、1931年に金本位制から離脱したイギリス、日本などの国々は、1933年に金本位制を停止したアメリカおよび1936年に金本位制を停止したフランスなどの各国と比較すると、大恐慌からいち早く回復することができたということを示した。金本位制の離脱の時期と景気の低迷と回復の程度を比較することで、彼らは自分たちの主張を検証した。彼らの研究は、金本位制からの離脱が大恐慌から回復に果たした役割を明らかにしたという社会経済的なメカニズムの解明に大きく貢献することに成功した。その意味で、彼らの研究は、経済学的・経済史的にも非常に重要な貢献である。このような視点に加えて、ハロルド・ジェイムズは、2008年のリーマンショックの時期と対比させるべき時期は、1929年にニューヨークの株式市場の暴落から始まる大恐慌ではなく、むしろ、1931年のオーストリアのクレディット・アンシュタルトの倒産から始まる国際的な金融危機であるという議論を行った。その過程において、1931年のイギリスの金本位制離脱という出来事が国際金融危機という枠組みの中で再検討された。そして、外国為替市場に現れた変動が、各国に伝播するという構図が描かれた。また、私は今まで、1931年の国際金融危機におけるイギリスの金本位制停止前後の時期をロンドン外国為替市場の動向に着目して研究してきた。そこで、ロンドン外国為替市場の動向に着目して、この時期を含む戦間期全体にかけての国際金融変動を再検討するという研究課題を設定した。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、両大戦間期(1919年から1939年)におけるロンドン外国為替市場の形成と機能を検討することであった。その際に特に、先物為替取引に着目した。第一次大戦から、戦間期を経て、第二次大戦にかけての時期は、社会経済上の変動の渦中にあった。そのために、様々な政治経済上の変動が、国際・国内的あるいは、様々な経済主体に襲い掛かった時期でもあった。そのために、戦間期は、第一次グローバル化と呼ばれる19世紀後半から両大戦間期までの時期の国際的市場統合の最後の名残の時期であったことと同時に、国際的な経済危機の伝播という側面も持つ時期であった。そのために、本研究では、価格変動リスクの取引市場である先物為替取引に着目した。研究代表者である私自身は、今まで、第一次大戦後のロンドンにおいて台頭した外国為替取引、特に先物為替市場が果たした機能について検討を重ねてきた。国際金融市場に限定してみても、1920年代から1930年代にかけて、様々な側面に

いて、連続性と断絶性を指摘することができる。私自身は、ロンドン外国為替市場に着目して、この時期の連続性と断絶性について新たな視点を提供できるのではないかと考えている。

また、本研究では、経済史研究が持つ二つの側面である、経済学的な側面と歴史学としての側面を意識して、両者を結びつけることを目指した。経済学的な視点とは、社会経済上の機能分析という意味である。また、歴史研究としての側面とは、物事を時間的な過程の中で捉えるという視点である。社会経済上の機能的な分析を、物事の変化における連続性と断絶性を描き出すという歴史理解・記述の中に取り入れることを目指した。私は自身の研究において、数量的手法・国際金融の分析手法を、当時のロンドン外国為替市場の検討に積極的に利用してきた。とはいえ、経済社会の機能的な分析を重視しすぎると、当時の社会の変遷の理解と切り離して議論してしまいがちになるという問題もあった。この点を改善するために、分析期間を戦間期全体に拡大して議論することで、機能的な分析だけにとどまらず、社会経済変動のプロセスの理解にも結び付くような研究を心がけた。

### 3. 研究の方法

(1)まず、分析期間を拡大した。これまでは、1920年代に集中して研究を行っていた。特に、1925-1931年のロンドンとニューヨーク短期金利の裁定行動と先物為替レートの関連性を検討してきた。それは、この時期が再建金本位制の時期に当たるため、この時期の市場動向を古典的金本位制下の市場動向と比較することに眼目があったからである。その枠組みを1930年代にまで拡大する。そのことにより、1925-1931年までの再建金本位制下の市場に見られた性質のどこまでがこの時期特有なものであり、どこまでがそうでないのかを明らかにする。このことは、当時の国際金融面における連続性と断絶性の解明に新たな視点をもたらすことも意図している。だが、分析期間を長期化することに伴い、制度変化や経済構造の変化が生じた可能性を考慮する必要が生じる。そして、週単位データだけでなく日次レベルでのデータベースの構築が必要になる。

(2)史料の探索範囲を拡大した。本研究の検討対象であるロンドン外国為替市場の研究は、アトキンやミキの研究に限られていた。両者の研究は、各種の史料調査に基づいたものであり、彼らの発見した新史料に基づく議論は、本研究を開始する際にも重要な指針を与えてくれた。しかしながら、彼らの依拠する事実も戦間期全体のイメージを描くには十分なものではなく、現代のリーマンショックに匹敵する事件といえる1931年の国際金融危機の中で果たした外国為替市場の役割

の再検討という課題に限定してみても、まだ十分なものではなかった。つまり、当時のロンドン外国為替市場の研究はまだ緒についたばかりであり、まだ検討されていない史料が眠っていることは否定できないという状況であった。様々なアーカイブ調査でこの点の改善を意図した。

(3)戦間期を通じたロンドン外国為替市場と当時の政策当局とくにイングランド銀行や英国財務省などのイギリスの政策担当者との関わりについて検討する。1930年代の政策担当者やロンドン外国為替市場の関わりについて先行研究が詳細に検討してきた。しかし、1920年代に関する部分の情報が乏しいままである。そのために、戦間期全体にわたる物事の推移を明らかにするためには現時点では情報の偏りが大きい。イングランド銀行を含めた様々なアーカイブ調査により、この点の改善を意図している。

(4)ロンドン外国為替市場のロンドン国際金融市場における位置づけの検討。ロンドン外国為替市場の変動の背後には、ロンドン金融市場における投資家の借り入れ行動が存在するはずである。この点を検討するためにも、ロンドン外国為替市場の短期金融市場内における役割を明らかにする必要がある。イングランド銀行や他の銀行を含めた様々なアーカイブ調査により、この点の改善を意図している。

### 4. 研究成果

ロンドン外国為替市場に関する歴史的・統計的分析は、既にいくつかなされている。だが、独自のアーカイブ調査や詳細なデータベースを作成した上での統計分析によりロンドン外国為替市場の動向を明らかにした研究は乏しい。本研究は、このような研究動向を踏まえて、各種アーカイブ調査やデータベースの作成に基づき、その形成と機能を明らかにした点に意味がある。

#### (1)分析期間の拡大

私は、「1930年代におけるロンドン外国為替市場の動向の研究」において、以下の点を明らかにした。両大戦間期におけるロンドン外国為替市場の台頭と機能という論点を、既に、イギリスが金本位制に復帰してから離脱するまでの時期にあたる1925年から1931年にかけての再建金本位制の時期について検討してきた。イギリスが1931年に金本位制から離脱したことで、国際的な金本位制も解体へ向かう。そのために、1931年は国際金融制度上の転換点とみなされてきた。だが、分析期間を1936年までに拡大してみると、ロンドン外国為替市場の機能は、再建金本位制の時期と比較してみても、大きな機能の低下を示しているような証拠が得られなかった。この事実は、ロンドン外国為替市場は、国際

的な資本移動の低下がみられた時期として考えられてきた 1930 年代においても、十分にロンドンに定着・機能していたことを示す結果といえる。それは、国際金融制度の変化があったことは事実ではあるが、国際金融市場においては、既に定着している外国為替市場までもが機能停止することまでに至らなかったことを意味する。

#### (2) 史料の搜索範囲の拡大

私は、「1931 年英国の金本位制停止時における金準備・為替相場変動」において、以下の点を明らかにした。何らかの制度変更・レジームシフトが予想される時、市場参加者は自己の将来予想に基づいて行動する。その結果、市場価格の変動は、投資家の将来予想を反映することになる。1931 年のイギリスの金本位制離脱時にも直物・先物為替ポンドがドルに対して急落した。これは市場参加者が、イギリスが金本位制を離脱すれば、ポンドがドルに対して下落することを予想した結果と解釈できる。本研究は、イングランド銀行の史料調査から得たイングランド銀行の金準備の日次データを、為替相場の日次データと合わせて検討した。その結果、1931 年 9 月以前の 1931 年の初期において既に、ポンド相場の変動に加えて、金準備の変動が観察された。これは、一般的には、制度変更が予想されると、価格だけではなく様々な経済変数に変動が現れることを意味している。但し、当時の市場において変動が現れやすいところとそうでないところがあると考えられる。また、当時と現代の金融市場を比較すれば、共通点と異なる点があると考えられる。同時代だけではなく、現在の市場とも共通性と相違点を比較検討することが今後の課題である。

#### (3) 戦間期を通じたロンドン外国為替市場と当時の政策担当者との関わり方の検討

1920 年代における政策担当者との関わり方の検討とロンドン外国為替市場の関わり方についての情報と 1930 年代のそれでは情報に大きく偏りがある。この点の改善を行った。まず、1925 年にイギリスが金本位制に復帰した時期において、イギリスの政策当局が、変動為替相場時にロンドンに台頭してきたロンドン外国為替市場に対していかなる見解を持っていたのかという点を明らかにした。1920 年代半ば当時の政策担当者は、為替変動リスクに対応するためには、ロンドンに定着していた先物為替市場では不十分であり、古典的な金本位制の復帰が達成できれば、対応できるという想定を抱いていたことを明らかにした。このことは、当時の政策担当者が、金本位制の復帰後には、ロンドン外国為替市場の重要性が低下すると考えていたことを意味している。しかし実際には、彼らの想定とは異なり、拙稿が指摘するように（高橋秀直「短期市場金利と裁定行動」、2005）、金本位制の再建後も、

ロンドン外国為替市場は機能し続けていた。この研究により、1920 年代の初期から 1931 年までの時期の政策担当者との関わり方の一端を明らかにできた。その後も、イングランド銀行などの各種のアーカイブで史料調査を行った。その結果、1920 年代の史料についてはまとまった形で残存するものが乏しいことが判明した。そのために、1920 年代と 1930 年代の情報の偏りの改善は、今後他の情報が得られるかどうかにより左右されると言える。だが、1930 年代におけるロンドン外国為替市場に関する情報についても、詳細な先行研究が見落としていた情報をいくつか発見することができた。そこから、1930 年代の政策担当者がロンドン外国為替市場の役割の重要性に気が付いた事件が、1931 年のイギリスの金本位制離脱時における外国為替市場の変動であったことが伺える。また、この点と市場の機能分析の結果や先行研究との整合性を十分検討できていない。今後この点をさらに深めていきたいと考えている。

(4) ロンドン外国為替市場のロンドン国際金融市場における位置づけの検討。この点について、史料調査を行った限り、十分な検討材料を見つけることができなかった。当時のロンドン外国為替市場に参加していた人物に関する具体的な情報を得られていない。この点の情報が判明すれば、当時のロンドン外国為替市場がどのような様子であったのかという点をより具体的に理解することができる。しかしながら、この部分の研究の進展具合については、当時のロンドン外国為替市場の参加者に関わる情報が得られるかどうかにかかっている。今後もこの点の調査を継続したいと考えている。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 3 件)

高橋秀直「1931 年英国の金本位制停止時における金準備・為替相場変動」『多目的統計データバンク報告書 筑波大学 社会工学域』 査読無、91 巻、2014 年、21 - 36 頁。

高橋秀直「1930 年代におけるロンドン外国為替市場の動向の研究」『多目的統計データバンク報告書 筑波大学 社会工学域』 査読無、90 巻、2013 年、1 - 10 頁。

高橋秀直「1925 年のイギリスの金本位制再建とロンドン外国為替市場への影響 当時の政策担当者の想定の見直し」、『一橋経済学』 査読有、第 6 巻第 1 号、2012 年、103 - 132 頁。

〔学会発表〕(計 1 件)

高橋秀直「1930 年代のロンドン外国為替市場の動向 効率性の観点から」第 483 回

济史研究会、東京大学経済学研究科、2012年  
11月12日。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

高橋 秀直 (TAKAHASHI, Hidenao)

筑波大学・人文社会系・助教

研究者番号： 00633950