

ニューヨーク連邦準備銀行初代総裁
ベンジャミン・ストロングの評伝（下）

小谷野 俊 夫

『国際関係・比較文化研究』第8巻第2号(2010年3月)抜刷

ニューヨーク連邦準備銀行初代総裁 ベンジャミン・ストロングの評伝（下）

小谷野 俊 夫

目次

はじめに

- 1：ニューヨーク金融界での出世～連銀総裁就任まで
- 2：連邦準備制度の発足・体制整備～アメリカの第一次大戦参戦まで
- 3：戦時金融（1917年～1920年まで）
（以上、（上）第6巻第2号（2008年3月））

- 4：金融政策の新しい目的と新しい手段
- 5：ストロングとノーマン（対英金融協力）
（以上、（中）第7巻第1号（2008年9月））

（以下、（下）本号）

- 6：国際金融協力
- 7：晩年

おわりに：ストロングの時代と彼の政策評価

6：国際金融協力

ストロングは1925年以降の3年間にベルギー、イタリア、ポーランド、ルーマニア、フランスの安定化策のために努力した。

【ベルガ（ベルギーの通貨単位）】

彼は1925年6月末に欧州に旅立ち9月初めに帰国の途に就くまでの間にロンドンでノーマン総裁、ベルリンではシャハト総裁等と会談した。ベルギー通貨当局者とも会談した。ベルギーの問題は、為替相場の下落、物価上昇、金融が全般的に不安定なことであった。

ベルギーでは25年10月にベルギーフランを4.5セントで支持する政策を開始し安定策に着手した。必要な資金は、ベルギー国立銀行は米欧の中央銀行から借りること、また、政府は国際銀行による国債引き受けを計画した。ベルギー国立銀行総裁、ストロング、ノーマン、ベルギー財務代理人であるモルガン・ギャランティ・トラストなどの間で会談がなされた。

ストロングは26年にも4月末から9月末まで欧州に滞在した。ストロングとノーマンはベルギーの安定化のための信用供与についてモルガン他多数の国際銀行家と議論した。彼は9月末に病気になり、翌春まで業務から遠ざからざるを得なかった。そこで、彼は、10月にピエール・ジェイをロンドンに派遣した。最終的に合意された案には以下の3点が含まれていた。

①ベルギーフランは戦前の平価を15%下回る2.784セントの金価値で安定させる。ただし、外国為替の目的でベルギーフランの5倍をもってベルガという新単位を創る。これはベルギー通貨のフランス・フランとの結びつきを排除する意図である。

②ベルギー政府は1億ドルの外債を発行し、その資金は国立銀行に負っている債務の一部の返済に、また、国立銀行の外貨準備および金の増加に充当する。民間国際銀行は、国立銀行が外国中央銀行から信用供与を受けることに成功した場合にのみ、同国政府の国債を引き受ける。

③ベルギー国立銀行は外国中央銀行より4,100万ドルのスタンド・バイ信用を取り付ける。このうち1,000万ドルはニューヨーク連銀により供与される。これらの信用は、ベルギー政府が外債発行に成功した場合にのみ、供与される。

この信用供与に参加した中央銀行は、ニューヨーク連銀、イングランド銀行、ライヒスバンク、オランダ銀行、スウェーデン・リクス銀行、日本銀行、ハンガリーの発券銀行、オーストリアの発券銀行である。これらにフランス銀行、イタリア銀行、スイス国立銀行が後に加わる。

ベルギーでは26年10月25日に金融安定についての勅令が発効した。金本位制への復帰はベルギーの国際収支、国内のデフレーション、失業のいずれにも支障をきたすことはなかった。

1926年におけるストロングの他の活動は次のとおりであった。

○1月初めにニューヨーク連銀の公定歩合を3.5%から4%に引き上げた。

○ストロングは、ほぼ同時期に、ニューヨークを訪問していたノーマンと会談した。話題は、イングランド銀行が過去の伝統のように総裁を短期間の任期で交代させるか、あるいは、現下の困難な経済情勢下で有能なノーマンを留任させ英米中央銀行家の間に醸成されてきた協力関係を維持させるか、という問題であった。両者は当然、後者の立場であった。

○3月中旬には第25回総裁会議の議長を務めた。

研究ノート・資料

○4月には、下院銀行・通貨問題委員会で「連邦準備のすべての権限は物価水準の安定のために行使されるべきである」とする法案に関して証言した。ストロングは、連邦準備制度は広範な責任を負っており、そのために幅広い権限が必要と主張した。また、物価の安定について出来る限り努力してきたと述べた。

○26年4月のストロングの渡欧の主たる目的は、インドの通貨・金融問題に関する王立調査会でインドの金本位制確立の提案に反対証言をすることであった。同提案はルピーを金貨に兌換する完全な金本位制の確立を目的とし、その実現には1億ポンド相当の金が必要と見込まれていた。その確保には、英米両国からの借入れ、および、インド銀6億オンスの世界市場での売却を想定していた。ノーマンはこの計画を挫折させるためにストロングの協力を要請した。

ストロングは、証言にスプレーグ、ハーバード大教授等の協力を得た。ストロング一行が5月に王立委員会で証言した。①インドの貨幣用銀に対する需要がなくなり、また、金入手のために大量の銀が世界市場に売りに出されると、銀価格は大幅に下落し、インドで銀で貯蓄しているものは打撃を受ける。また、銀鉱山・精錬業者も打撃を受けよう。

②インドは金為替本位制を採用し、国内では金以外の形態の貨幣を利用するのが望ましい。

この証言が完了するまえから、ストロングは26年の残りの時間の大半をフランス、イタリア、ポーランドの通貨安定化のために使うことになる。

9月末に欧州から帰国して数日後、10月初めに、ストロングはインフルエンザに襲われそれが進行して肺炎となった。死はかろうじて免れたが、数週間は手紙を読むこともできないほど弱っていた。回復後、ノースカロライナ州ビルトモアに移され27年4月まで同地に滞在した。2月までには金融問題について多くの手紙を書き、またニューヨークおよび欧州からの訪問者と議論をしている。

【フランス・フラン】

ストロングとノーマンはフランスが金融の伝染病の病原であるとみていた。

・ストロングが26年5月に欧州についたときには、フランスの卸売物価は13年の水準から7倍近く上昇しており、為替相場は戦前の平価である1フラン19.3セントから3.5セント未満に下落していた。

・26年5月8日、ストロングはロンドンでArmentieresの訪問を受けた。彼はフランス大蔵大臣によって派遣され、ニューヨーク連銀から1億ドルの融資を、フランス銀行が同額の金を担保として預けるという条件で要請してきた。ストロングはフランス政府に融資することは考えられないし、現下の状況ではフランス銀行に融資すること

にも積極的になれないと伝えた。その後、ストロングはパリでフランス銀行総裁 Robineau と交渉を続ける。二人は5月19日、大蔵大臣ロバート・ウォーレンに面談する。ウォーレンはストロングの言い分を認めた。それは、フランス資本は海外（英国および米国）に十分にあり、フランスに対する信頼が回復しさえすれば、フランスに戻ってくる。フランスの貨幣・金融上の徹底した改革なしに連邦準備銀行が信用供与することはできないし、また、金担保の信用供与には反対である。

・その後、ストロングはローマにゆきイタリアの安定化計画について議論している。その後、南仏のアンティープで一ヶ月以上の休暇を過ごしたが、多くはノーマンと一緒にであった。

・7月23日にポアンカレ内閣が発足すると気分は一新した。フランに対する不信は信任に転じ、物価は上昇をやめ、下落し始めた。フランから外貨への資金逃避は突然止み、資金はフランスに流入し始めた。それらの多くは以前に輸出されていたフランス資金の本国送金であった。フラン相場は2週間のうちに2セントから3セントに上昇した。

・ストロングは7月29日にパリに戻り、Moreau および Rist と2日間会談した。その結果、政府が戦時債務を含め安定化プログラムを策定するまでは何もできないことで合意した。Moreau はストロングの帰国までには安定化プログラムを提示すると約束した。

・8月のはじめの3週間、ストロングはオランダとスイスで過ごし、パリには8月23日に戻った。この間、8月7日にフランス銀行は、外国為替を売買すること、および、旧法での価格を超えて金・銀を市場で購入する権限を与えられた。このことは、フランスはフランを旧平価に戻すことを否定したこと、また、安定化のために外貨準備を積み増すことを意味した。

・ストロングは8月23日から9月4日までパリにとどまりフランス銀行幹部と毎日のように会談した。ここでの話題はフランスの安定化のための海外ローンおよび信用供与であった。ストロングは財政健全化を含む包括的な安定化プログラムの必要性和フランス銀行の独立性、および戦時債務問題の解決が信用供与の前提条件であるとの立場を崩さなかった。

・26年末に近づくにつれてフランスに資本を誘導するのにフランス政府、フランス銀行のいずれにも多額の外国信用を供与することは必要でないことが判明した。フランに対する信頼は回復され、多額の民間フランス資金が本国に送還され、また、海外資金も限定的ではあるが流入した。この結果、フランは上昇した。その時点で問題となったのは、いつフランを安定化させるかであった。正式な法的行動は28年6月25日まで遅らされたが、事実上の安定は26年12月に達成された。他の問題は、フランを金および金本位制の他の貨幣とどの水準で安定化させるかであった。あまりに低い水準での安定化は所得と富がフラン建てで決められている人々に過度の損失をもたらす。反対

に、あまりに高い水準での安定化は、国内では物価は大幅な下落となり、産業界、なかんずく輸出産業に過度の負担を負わせることとなる。8月半ばにはRistは2.86セントから3.0セントの間が最良であろうと考えた。しかし、フランは上昇し続け、12月半ばには4セントに近づきつつあった。したがって、Moreauは為替相場をスターリングに対して120から125フラン—3.9セントと4.0セントと同等—の水準で安定させようとした。この水準は28年6月の同レートでの法的な安定化まで続いた。この安定は彼が外貨を大量に購入することによりもたらされたものであった。フランス銀行はマルク、ドル、ポンドを含む数種類の外貨を購入したが、その大半はポンドであった。フランス銀行はこのようにして獲得したポンド残高をイヤマークあるいは輸入によって金に転換することによってロンドンの信用状態をタイトにし、また、イングランド銀行の金準備を枯渇させることができた。こうした状況は英仏両国の相互理解と協力を必要としたが、ノーマンとMoreauの関係は二つの出来事により緊張していた。一つは23年にイングランド銀行が政府の圧力によりフランス銀行に供与した貸出であった。27年2月にMoreauは、条件は厳しすぎであり緩和すべきであると主張した。ノーマンは条件緩和の利益がフランス財務省ではなくフランス銀行に帰属する場合に限り条件を緩和すると回答した。このような条件はMoreauには受け入れがたいものであり、彼は直ちに債務を全額返済した。また、彼らはポーランド・ズロチの安定化策をめぐるでも対立した。ノーマンは、ポーランドは国際連盟の金融委員会を通して海外援助を申請すべきだと主張した。Moreauは、これに反対した。金融委員会がノーマンの支配下にあったからである。

・27年5月にフランス銀行はロンドンから引き出し始めた。フランが再切り上げされるという噂が根強くあり、資金は「フランへの逃避」となった。これへの対応のうち二つはMoreauにとって不快なものであった。一つは、フランが上昇するのを許容することであり、他はフランのさらなる上昇を阻止するために多額の外国為替を購入することであった。フランのさらなる上昇はフランス産業を荒廃させる。多額の外国為替を購入し続けることは、フランスにおいて貨幣を創出し、インフレーションを再燃させる危険がある。彼は民間のフラン買いを減少させるため、ロンドンとベルリンで金利を引き上げる対策を提案した。彼はロンドンとベルリンから金を引き出しはじめ、イングランド銀行が公定歩合を引き上げなければさらに金を引き出すと主張した。ノーマンは産業のために金融を緩和すべきとの圧力を受けており、Moreauに屈服する気はなかった。論争は27年5月27日フランス銀行で開かれた会議に持ち越された。

フランス側代表はMoreau、Rist、Quesnayが、イングランド銀行からはノーマン、ハリー・ザイプマンが出席した。フランス側は、投機的なフラン買いに水を差すためにロンドンで金利を引き上げを求め、また、シャハトが外貨準備を失っているのに公定歩合を引き上げなかったことに不満を述べた。ノーマンは政策金利を上げることができないと反論し、①パリで公定歩合を引き下げる、②資本輸出を許可す

るよう法律を改定する、③フランがこれ以上上昇することは認められないとの宣言を
発する、を提案した。意見の相違は会議後も続いた。フランスは少額ではあるがロ
ンドンからの金の引き出しを続け金融を引締めるよう圧力をかけ続けた。ノーマンは政
策金利は引き上げなかったものの、ロンドン金融市場を幾分引き締めた。

○ストロングは27年前半に上記のような状況や、ニューヨーク株式市場の投機の対策
上必要と考えられた金融引締めにより資金が流入したこと、により不安にかられてい
た。彼はニューヨークの金が再び増加すること、英国、ドイツ、および金本位制に復
帰したその他諸国への重圧、中央銀行間協力の破綻を恐れた。こうした危険を防止す
るため彼はいくつかの行動にでた。

第一は、4月末にフランス銀行はイングランド銀行からの借り入れを返済し、担保
に提供していた8,000万ドルを越える金を回収し、そのうちの一部をアービング・ト
ランスト・カンパニーに売却した。ノーマンは残りの6,000万ドル相当の金を購入し、
イヤマークしてイングランド銀行に保管した。これはロンドン、ニューヨークの金融
市場になんら影響をあたえなかった。ストロングはニューヨークで証券を売却して金
購入の影響を相殺したからである。6月にMoreauはロンドンから金を購入したが、
ストロングはこの6,000万ドルの金を売却し、イングランド銀行の準備が減少するの
を緩和させた。また、彼は英国のポジションを緩和し金が米国に流入するのを防ぐた
めにポンド債券を購入した。

他の行動は、ノーマン、Moreau、シャハトを会談のためニューヨークに招いたこ
とであった。しかし、Moreauは来ずにリストを派遣した。会議は7月2日に始まり
1週間続いた。会議はロングアイランドにある財務次官オグデン・ミルズ邸で行われ
た。中央銀行総裁たちの会議はリストのMoreau宛の手紙によれば次ぎのようなもの
であった。

①公定歩合問題。ストロングは財務省のオペレーションを円滑にするため公定歩合を
3.5%に引き下げることが余儀なくされるだろう。ノーマンとシャハトはこれを歓迎す
るだろう。我々はそれを望まず、フランス以外の金融市場での利上げを望んでいる。

②米欧間の金移動の問題。大陸欧州が金を入手するのに米国からよりロンドンから
の方が安価にできる。そうした事態を修正するために、ニューヨーク連銀は金をノー
マンが供給するのと同じ価格で提供することに同意することが計画された。

③我々とロンドンの特殊な関係について（これはシャハト抜きで討議された）。

我々が保有するポンドを、イングランド銀行を圧迫することなしに、ドルに転換する
方法について。ストロングはドルを対価にポンドを受け取る用意があるが、そのた
めのコストは負担したくない。それは正しい。ノーマンは、コストはフランス銀行が負
担することを提案したが、それは受け入れることができない。この問題は後日パリで
決着をつけることで合意した。

会議後、事態は数ヶ月間だいぶ緩和した。フランス銀行は金の購入先をロンドンからニューヨークに変更した。最も大きな救いは連邦準備による有名な27年の金融緩和政策であった。公開投資委員会は、年後半に政府証券と手形の保有額を増加させ、また、全連邦準備銀行が公定歩合を7月29日から9月中旬にかけて4%から3.5%に引き下げた。この金融緩和政策は国内では不況対策、海外では金融緊張を緩和するという二つの目的に役立った（詳細後述）。

ストロングが27年12月にロンドンに旅立つときには、彼は国際通貨情勢に満足しており、そうした情勢が少なくとももう数ヶ月続くだろうと期待していた。しかし、それは実現しなかった。米国で金融がまもなく引締められた。株式市場では借入依存をいっそう強めた投機が高まり、連邦準備当局者は金融引締め政策を採らなければならないと感じた。この政策と信用に対する需要の高まりにより金利、とりわけコールローン金利が上昇した。これが資本輸出をくじき、短期資金をニューヨークに吸い寄せ、海外の金融市場とりわけロンドンに圧力を加える結果となった。ロンドンへの圧力は28年の前半は緩やかであったが、その後強まっていった。

ロンドンではフランスの動向からも圧力を受けていた。フランは3.92セントで安定化されていたが、それは過小評価であった。フラン安のためフランスの貿易収支は大幅黒字となった。貿易黒字および資本流入が続きフランスの金・外貨準備の保有額を一層増加させた。ノーマンは、フランス銀行が保有ポンドを金に転換することを差し控えてくれることを望んだ。しかし、それはフランス銀行にとってもフランス政府にとっても受け入れられないことであった。28年6月の安定化法後フランス銀行は外国為替の増加分は金に転換しなければならなかった。

ノーマンはフランス銀行が多額の残高を金に転換せずにロンドンに保有し続けることにより協力することは理にかなっていると考えていた。Moreauは『本物の』金本位制を望んでおり、そうは考えなかった。彼は、イギリスは国際金融センターにともなう義務を履行せずにその特典を得ようとしていると考えていた。Moreauは、中東欧におけるイングランド銀行の影響力は削がれるべきであり、フランス銀行の影響力は昂進されるべきであり、また、パリの金融資本市場は戦前の地位にまで回復させるべきだと決意していた。これらの目的達成のために、ロンドン市場でフランス銀行の力を行使することに彼はなんら躊躇するところではなかった。

【リラ、ズロチ、レオ】

ストロングはイタリア、ポーランド、ルーマニアの3カ国の通貨安定化にも関わることとなった。3カ国が通貨安定計画を試み始めた時とそれが公布された時点は次のとおり。イタリア（26年3月～同年12月）、ポーランド（25年12月～27年10月）、ルーマニア（27年10月～29年2月）。3カ国は前記の順で国内の政治的・経済的な統一の

度合いに優劣がみられた。

○リラについて

イタリアのヴォリピ大蔵大臣は26年3月にノーマンに安定化について海外の助力を得ることを提起した。このとき、卸売物価は13年の水準比6倍となっており、リラは戦前の平価19.3セントから4.01セントに下落していた。夏の終わりまでには物価はさらに上昇し、リラは3.3セントを下回った。9月にムッソリーニはデフレ政策を採用した。12月には安定化計画が公布された。このときには卸売物価は三分の一ほど下落しリラは5.4セントほどに上昇した。

ノーマンとストロングは海外の中央銀行に信用を供与する際には、中央銀行の独立性を確保することを前提としていた。ノーマンは、イタリアでは中央銀行の独立性を確保することは難しいと考えており、その旨ストロングに書き送っている。

ストロングは26年5月の最終週にイタリアでムッソリーニ、ヴォリピ、ストリンガーその他と会談して経済、金融、政治情勢を調査した。その後、9月ごろまでにストロングはメロン財務長官、ノーマン、ジャック・モーガン等とロンドンで会談するものなら具体的なものには結びつかなかった。ストロングはイタリア中銀の独立性を依然として心配していた。

27年3月、ボルチモアで療養中のストロングは、他国の安定化政策を認めるには中央銀行の独立性を前提とする方針に変更が必要かもしれないと思うようになった。米英、独、和蘭などと、フランス、イタリアの中央銀行は幾分違うこともありうべし、と考えるようになった。安定化と中央銀行の独立性を比べれば前者のほうが重いと考えた。また、イタリア中銀と政府との関係は他の欧州諸国に比べより良いとはいえないが、ほぼ同程度であると考えた。

ストロングとニューヨークの銀行家は26年11月にイタリア政府が短期国債を長期化した際にリラの金価格の安定化が図られるのではないかと期待した。しかし、ノーマンは条件がまだ整っていないとして何ら行動をとらなかった。その後1年間イタリア政府はデフレ政策を継続していた。27年11月にいたり、ストリンガーはイングランド銀行に援助を求め、ノーマンは中央銀行による信用供与をアレンジすることに原則的に同意し、その旨ストロングに伝えた。

ストロングはメロン長官、ケロッグ國務長官、ヤング連邦準備局議長、オグデン・ミルズ財務次官の承認を取り付けた。彼は、12月2日に、ウォルター・スチュアートを伴いロンドンに向けて出立した。スチュアートはイングランド銀行のアドバイザーになることになっていた。ストロングはイングランド銀行において、ノーマンと、また、ストリンガーと、イタリア政府代表等と会談した。民間銀行家とも会談した。ノーマンとストロングはイタリアの状況と条件は支援するに足ると認めたが、イタリア中銀が真に独立性を確保できるかは疑問視していた。同月中旬には彼等は合意に達した。

研究ノート・資料

リラは戦前の金平価の27%の水準の5.26セントで安定化されることとなった。リラに対する信頼を強化するため、イタリア銀行は他の中央銀行から75百万ドル、民間銀行から50百万ドルの信用を受ける。前者はニューヨーク連銀とイングランド銀行が供与することとしたが、ノーマンとストロングは共同書簡で他の13の中央銀行に信用供与に参加を呼びかけた。13行全てがこれに応じた。民間銀行では半額をニューヨークのモーガンが、残額はロンドンにおいてモーガン・グランフェル、ベアリングス、ロスチャイルド、ハンブロス・バンクによって供与されることとなった。正式な安定化計画は27年12月22日に公布された。リラは為替市場で堅調であり、過激なデフレ政策は停止された。その後、イタリアの物価は29年に世界物価とともに下落に転じるまでは安定して推移した。

これまでの一連の動きはノーマンにとってフランス銀行のモローとの関係でめんどうなことになる要因をはらんでいた。①国際連盟の金融委員会で処理しなかったこと、また、外国人監督者ないしアドバイザーの受け入れを主張しなかったこと、②イタリア銀行と直接の交渉者となったこと（ストロングとの役割分担はあったものの）、③他の欧州中央銀行は、取決めが全てなされた後に信用供与に参加するよう招かれただけであったこと、である。この手法はフランス銀行総裁モローが対ポーランド、対ルーマニア支援で援用することになる。

○ポーランド

ポーランド共和国は第一次大戦後建国された。領土は、150年前にプロシア、オーストリア、ロシアによって分割された旧ドイツ、オーストリア・ハンガリー、ロシアの部分から構成されていた。新生ポーランドは経済的、政治的に弱体であった。ポーランドは、ドイツマルク、オーストリア・ハンガリークローネ、ロシアルーブル、ドイツ・ポーランドマルクの4種の減価した通貨を引き継ぎ、これらは新ポーランドマルクに転換された。政府の多額の赤字は主に中央銀行の借り入れにより資金調達されインフレを昂進させた。24年4月末までに卸売物価は13年の2百倍以上になり、1,000ポーランドマルクを1セントで買えた。24年5月には徹底した通貨改革が行われた。旧中央銀行は廃止され、新たにポーランド銀行が設立された。新通貨単位はズロチとされ、戦前の金平価フランとおなじ19.3セントとされた。旧マルクは180万マルクが1ズロチと交換された。これから1年後には卸売物価は2倍近く上昇し、ズロチは9.5セント以下に下落した。ズロチはその後やや上昇し27年には11.22セントで安定した。

25年12月に在米ポーランド公使チェチャノフスキーはメロン財務長官、ミルズ次官に会って、ポーランドが米国で発行してきた公債金利が高すぎる、ポーランドは総合的な安定化政策を必要としている、などを訴えた。彼等はチェチャノフスキーにストロングに会うよう勧めた。26年1月に彼はノーマンとストロングの双方に彼の主張を伝えている。それらは、①ポーランドは国際連盟の金融委員会に援助を求めるつもり

はない、②同国は金融上英国の影響下に入ることを潔しとしない。それは国際連盟を通じる間接的なものでも同じで主権を危うくすることはしたくない、③同国はアメリカによるローンを求めており、制約されるのはローン条項だけである。それはドイツがした方式と同じである、というものであった。26年5月にストロングは、ロンドンでポーランド公使と会談した。彼は、また、ノーマンともこの問題で会談した。

26年12月にそれまでは自国の問題で手一杯だったフランス銀行が、ポーランドの安定化に関心を示した。フランス銀行のモローはポーランドに対する金融支援を連盟金融委員会に結びつけたり、イングランド銀行に重要な役割を与える案に反対した。反面、フランス銀行はポーランド銀行に諸中央銀行が信用を供与することをアレンジするのを主導することは拒んだ。

27年2月にボルチモアで静養中のストロングをイングランド銀行ノーマン総裁が訪れ、「ポーランド政府は弱体であり、官僚は経験不足で、連盟のみが強力な監督ができる」と主張した。一方、ポーランド中銀の副総裁は別個にストロングを訪れ、それとは反対の意見を伝えた。

ストロングは3月初旬に自分が病気のためハリソンを欧州に派遣しノーマン、モンロー、シャハトと会談させた。ハリソンは欧州に赴きロンドン、パリ、ベルリンで協議するも合意にいたらなかった。そこで、彼は4月3日にフランス北部のカレーでノーマン、ジップマン、シャハト、モンロー、リストと会談した。ノーマンとシャハトは依然として連盟のもとでのプログラムを望んでおり、モンローはこれに反対であったため合意にいたらなかった。

その連絡を受けたストロングは、ニューヨーク連銀は他の中央銀行の同意を待つことなくポーランド銀行に直ちに信用を供与し、他の中央銀行には、ニューヨーク連銀がポーランドの安定化計画を検討した結果、信用を供与することを決定した旨通知する、との考えに傾いた。そして、彼は安定化計画を精査し、支持するにたるとの結論を下した。

ストロングは27年6月6日に、ポーランドのミラナスキーが数日前に正式に1,500万ドルから2,500万ドルの信用供与を求めてきたと告げた。確定した与信提案は次のとおり。①総額2,000万ドル、②期間1年、③手数料年0.5%、④実際に引き出しを受けた額に対する金利は年利6%。ストロングは複数の引き受けがある優良商業手形でポーランド銀行の保証付きのものを1,000万ドルまで購入する許可をニューヨーク連銀取締役会および連邦準備局より取り付けた。6月9日にはストロングはモンローに3,500万ドルまでの信用供与に参加すること、また、他の欧州中央銀行の参加を呼びかけること、安定化計画の写しを送付することを依頼した。ストロングは、イングランド銀行、ライヒスバンク、スイス国立銀行に、安定化計画を検討後望むならば、信用供与計画に加わるよう要請した。6月中旬には14の中央銀行が参加したがイングランド銀行とライヒスバンクは最も遅く参加したグループに含まれていた。

研究ノート・資料

ポーランドでは安定化計画は27年10月13日に正式に公布され、金平価は1ズロチ11.22セントに設定された。

安定化計画の概要は次のとおり。

①ポーランド政府は海外から6,000万ドルを借り入れる。主引受業者はブレア商会、バンカーズ・トラスト、チェイス・セキュリティーズ・コーポレーションでこれら3社はギャランティ・トラスト・コーポレーションを誘い、英国、フランス、オランダ、スイス、スウェーデンでの発行額の配分を決めた。公債収入は、ポーランド銀行の資本増強、財務省証券をポーランド銀行券と銀貨に交換する、短期国債を償還するとともに財務省に当座の資金を提供する、経済開発の資金を調達する、などの目的で利用される。②財務省は、『深刻で予期不能な緊急時』は別として一般予算のために借り入れをしてはならず、大幅な予算黒字を確保し短期国債を償還すべき。③政府は不換紙幣を発行してはならず、既発行残高の規定額を償還すべき。④ポーランド銀行は強化されるべきで、その方策は資本増強、所要準備の引き上げ、政府に対する過度の与信の制限など。⑤ポーランド銀行に対する外人『顧問』を任命すべき。この職にはアメリカ財務省次官チャールズ・デューイが任命される。⑥ズロチは金をベースとする。

なお、ズロチは市場で26年末からほぼ11.22セントで安定していたので、10月13日の法律上の安定によってはほとんど影響を受けなかった。この金平価は39年のドイツ侵略まで維持された。物価水準は29年に世界物価とともに下落し始めるまでは比較的安定していた。

ポーランドの安定化計画は、イングランド銀行が主導的な役割を演じなかった最初の事例であった。また、ストロングとノーマンが鋭く対立した最初の事例でもあった。また、ストロングが明らかに中央銀行協力を組成する主導者となった最初の事例であった。また、金融力を復活し強力になりつつあったフランス銀行が重要な役割を演じた最初の事例であった。また、それは、国家的な対立が深刻なほど中央銀行間の関係に影を落とした最初の事例であった。

○ルーマニア

ルーマニアは、第一次大戦後領土は拡大したものの20年代にいたるも国内、対外関係ともに不安定な状況が続いていた。ドイツとは賠償協定で合意した後も問題が続いた。ドイツはルーマニア占領期に発行した銀行券について補償しなかった。一方、ルーマニアはドイツ人保有のルーマニア債券の支払いを拒否した。スイス人および他のいくつかの国の国民もルーマニアが債務支払いに応じないと非難した。ルーマニアは戦時中に発行された巨額のリュウに加え、戦後領土として継承した地域の多額の減価したオーストリア・クローネ、ロシア・ルーブルを抱えていた。こうしたなかで数年間インフレ政策が続けられた。ルーマニアの通貨リュウは戦前の平価19.3セントから21年には1セント未満に、26年には0.5セント未満に下落していた。

27年10月から11月にかけてリュウの安定を目的とするルーマニア側とフランスのモンローおよび財務省との予備交渉が行われた。それは、ルーマニアは連盟に援助を求めない。フランス銀行は調査団をブカレストに派遣し、結果が望ましいと判明すればフランス銀行が、ニューヨーク連銀、イングランド銀行、ライヒスバンクに信用を供与するよう協力を求める。ルーマニア銀行の外国人顧問はフランス人とする、などであった。そしてルーマニアの財政状況、鉄道事業、貨幣・金融状況を調査するため調査員がフランスから派遣されることとなった。28年1月にルーマニア国立銀行はモンローに中央銀行信用供与を組成するよう正式に要請した。

ノーマンはルーマニアが連盟を通じないことを不満に思った。28年1月にストロング宛に「ポーランドの事例が先例とならないように望んでいる」と伝えている。一方、モンローは1月に初めてストロングにルーマニアとの交渉経緯を伝え「貴方がポーランドの先例で我々と共にしたように、また、貴方がイタリアのケースでイングランド銀行と共にしたように、ルーマニアのケースを進めたい」と述べた。これに対してストロングは、ルーマニア情勢をよく把握していないので同国の安定化計画について主導権を発揮するのは難しいとモンローに伝えた。この間、モンローはノーマン抜きでことを進めることを決意した。

28年2月にモンローとケネーはロンドンでリュウボック、ザイプマン、ハーベイと会談した。ノーマンは病気のため欠席であったが翌日はイングランド銀行に出勤した。同日の会議でモンローはイングランド銀行代表者に、フランス銀行とイングランド銀行の対等の扱い、ルーマニアについてフランス銀行がストロングと合意したプログラムにイングランド銀行は協力する。その際はイングランド銀行がイタリアの安定化計画を踏った際にフランス銀行がとった態度と同様な態度でイングランド銀行は臨む、などについて同意を取り付けた、と記録している。リュウボックは実際にはストロングがイタリアのケースと同程度にルーマニアの状況を厳格に精査した後にフランスとの共同の主導に従うかと問われれば、中央銀行間の協力に対する真摯な対応と互恵の精神に照らし、従うにやぶさかではないと答えたのである。ノーマンはリュウボックが譲歩をしたことに激怒し、ルーマニアは連盟に援助を求めるべきであると主張し続けた。

モンローは、ストロングが春には渡欧する計画があることを察知すると、ノーマンに先んじてストロングに自己の主張を伝えるためにケネーとルーマニア国立銀行の代表を派遣することの許可を求めてきた。ストロングはケネーには会うが、ルーマニア国立銀行の代表者と会うことはこの問題について彼が指導性を発揮していると思われる恐れがあるので断っている。リストとケネーはリュウの安定化計画を携えて3月中旬にニューヨークに到着し同月末まで滞在した。ストロングは彼らが帰国する前に、フランス銀行が十分な計画を提示するならば協力はするが、主導性を発揮したり、共同のリーダーシップをとることはないを決め、その旨を3月23日にモンロー宛に電信

で伝えている。3月が終わるまえにストロングとハリソンはルーマニア国立銀行に対して1,000万ドルの範囲内で信用供与をする許可の取り付けに動いた。ニューヨーク連銀取締役会は直ちに承認した。財務次官ミルズは好意的な反応を示した。オールズ國務長官代行はユダヤ人に対するルーマニアの扱いが雑誌記事で批判されていることから半政府機関がルーマニアに信用供与することは政治的反応があるかもしれないが、彼自身は信用供与に反対しないと述べた。連邦準備局は当初ルーマニアについてのより詳しい情報と國務省の承認を求め、ケロッグ國務長官から信用供与には異議をささない旨を伝えられた後、連邦準備局は4月4日に4：2で承認した。反対はミラーとジェームズであった。

ストロングは28年5月12日にフランスのシュルブルに向けて出航した。旅の目的の一つは前年12月から始まった病を癒し静養することであった。九死に一生を得たものの彼は疲れきっていた。他の目的は、フランス銀行とイングランド銀行の関係を改善することであった。

ストロングはパリでモンローに会う前にシュルブルでノーマンと会った。これが二人の最後の会談となった。ノーマンは疲労困憊しており、いらいらしていた。ストロングは長い病に加え疱疹を患っていた。両者とも道理をわきまえた話ができる雰囲気ではなかった。ストロングはノーマンに対する不満の全てを厳しい言葉でぶちまけた。ノーマンは不機嫌になり言葉を失う事態に陥ったが、それがストロングをさらに激高させた。こうした不幸な出会いの原因は両者の病気と疲労にのみあったわけではなかった。ノーマンは、ストロングがフランス銀行を支持したことは自分が大戦以来企図してきた試み一すなわち、世界の繁栄と平和を推進するために諸中央銀行が協力すること、その際（フランス銀行が持ち込んでいるような）政治的な配慮を排除すること—に対する重要な脅威と見た。これは、妥協できない原則的な問題である。

ストロングは、中央銀行間協力を維持し、貨幣の安定を促進するために必要なことを行っているだけであり、原則には反していないと感じていた。ノーマンに対する彼の不満の一つは、フランス銀行のスターリング保有が続けば、スターリングによる金引き出しの要求にイングランド銀行はアメリカからの緊急救済なしには対応しきれない。それなのにノーマンがフランス銀行に対してとっている態度であった。もう一つは、ルーマニア問題ではストロングはフランス銀行から距離を置いていたにもかかわらず、ノーマンは彼がフランス銀行と共に『当初から責任のある立場にあった』と非難していたことである。

6月6日にストロングはノーマンに手紙で非礼を詫び、許しを乞うた。ノーマンはこれに対して、二人の間のわだかまりは解消したこと、ストロングの本復を祈念すること、再会を願っている旨の懇切な返事をした。個人的な関係回復は別として、両者のフランス銀行、ルーマニアに対する見解は一致することはなかった。

さて、ストロングはシュルブルからパリにゆき、5月21日から4日間モンロー、

リスト、ケネーと会談した。この間、ルーマニア問題、フランスの早期の公式のフラン安定、その他が話し合われたが、ストロングは主として2つのことを求めた。ひとつはイングランド銀行とフランス銀行のより良好な関係であり、もう一つはフランの公式的な安定化後に金の過度の国際的な移動を防止する方法を探ることであった。彼のこうした願いはほとんど実を結ばなかった。

リュウの安定化計画はなかなか順調に進まず、法的な安定化が実現したのはストロングの死後数ヵ月後のこととなった。モンローが欧州の中央銀行に協力を要請したときに直ちに同意したのはイタリアのみであった。ノーマンは、支払いが滞り上場廃止となっていたルーマニア債がロンドン証券取引所に再び上場されるまでは、協力に参加しようとしなかった。シャハトは、ルーマニア債を保有しているドイツ人がルーマニア債保有の他の国民と同等の扱いを受けられるようになるまでは、協力を拒否した。スイス国立銀行のバックマンは、ルーマニア政府が以前にスイス債権者と結んだ契約を実行するまでは、協力を拒否した。

29年2月までは、安定化計画が実施できなかった。リュウは0.6セントで法的に安定化されることとなった。その水準は27年春以降市場で維持されていた。ルーマニア国立銀行は14の海外中央銀行から2,500万ドルの信用を供与された。ニューヨーク連銀の分担額は450万ドルであった。ルーマニア政府は1億100万ドルの30年外債を発行した。このうち3,000万ドルはスウェーデン・マッチ会社¹により残りはその他8ヶ国の銀行家を通じて供給された。一国で売り出された最大額はフランスでの2,200万ドルであった。モンローはルーマニアに対する中央銀行信用供与を組成する上で主導的役割を果たし、また、フランスのインベストメントバンクが中欧の一国に貸し出すうえで主要な役割を果たしたことで、自身の目的を実現したのである。

7：晩年

ストロングは24年から28年にかけて既述のとおり多くの時間とエネルギーを国際金融の再建とそのための協力に使ってきた。その一方で、彼は国内問題を等閑視していたわけではなかった。彼は、海外諸国と通貨の安定のための国際協力には、それが国内金融政策の目的と両立することを妨げない限りにおいて、尽力したのであった。国内金融政策の目的は、物価水準の安定、高水準の経済活動の維持、株式市場の投機の防止、であった。国内目的のうち物価水準の安定と高水準の経済活動の維持の二つは、この間、国際目的と両立することがかなり難しいというわけではなかった。国内にお

1 1917年にInvar Kreugarが設立したマッチ製造会社。欧州諸国およびアメリカ合衆国市場で大きなシェアを占めており、第一次大戦後は財政難にあった欧州諸国政府に貸付を行い市場独占の許可を得る手段としていた。

研究ノート・資料

いて商品物価インフレーションを誘発することなく、信用をできるだけ緩和することを目的とした政策は、結果として、海外諸国の金融上の緊張を避けるのに十分緩和的であった。しかし、株式市場の投機を抑えようとして利上げをしたことが、アメリカの金融政策の国内および海外における他の目的の達成を不可能にしてしまうのである。25年、26年初、26年末に緩やかな引締めをはじめた主な理由は株式投機の高まりであった。27年初には彼はボルチモアでまだ療養中であった。このときは、23年以降の金融政策の成果に総じて満足しており、また、近い将来に政策を変更すべき理由はないとみていた。27年2月27日に彼はスプレーグ教授への手紙で次のように述べている。

過去3年半から4年の間の金融政策は3つの主要な目的を達成するために策定されてきた。第一は、金融市場から圧力を取り除き、直接および間接的に、混乱状態にあった西欧諸国に安心をもたらすことであった。

第二は、23年に実際に破産と物価下落に向かう趨勢が非常に強まったので、低金利と信用のより自由な使用により、それを克服し経済にいくらかの刺激を与えることであった。

第三は、わが国の市場を海外の借入れのために開放し、それによって海外諸国の通貨再建の基盤を築くことであった。

これらの目的は達せられ、現下の情勢では何ら政策の変更は必要ないと彼は判断していた。

その後、27年5月に公開市場投資委員会が開催され、ストロングは数ヶ月間の欠席後、始めて参加した。ここで同委員会の証券保有限度を8月1日までに2億5,000万ドルに引き上げる決定がなされた。それは、ほぼ1億5,000万ドルの純増を意味した。さて、7月27日までに証券購入は1億3,000万ドルに達した。しかし、貨幣用金残高の1億700万ドル減少によりその効果はかなり減殺された。貨幣用金の減少の大半はフランス銀行のために金をイヤマークしたからであった。

7月27日には、公開市場投資委員会と連邦準備局により、今日有名となっている27年の金融緩和政策が決定された。この金融緩和の要因は、ひとつには海外情勢があり、もうひとつには国内で緩やかな景気後退が既に始まっていたことである。前年に卸売物価は6パーセント下落した。鋳工業生産は緩やかに減少していた。自動車、鉄鋼、鋳業は大幅に減少していた。工場雇用は春のピークから5パーセント減少していたからである。

この決定に基づき、カンザスシティ連銀は公定歩合を3.5%に引き下げる申請をした。カンザスシティ連銀が引き下げに動いたのはストロングからの働きかけがあったからであった。セントルイス連銀は8月4日に、翌5日にボストン、ニューヨークが引き下げに追随した。9月13日までに全連銀が公定歩合を3.5%に引き下げた。

一方、連邦準備制度は政府証券と手形の保有額を増加させた。5月11日から11月2日の間に増加額は3億3,600万ドル、この間の保有金の減少は1億5,400万ドルで、金

融市場は大幅に緩和された。国際金融情勢に与えた影響をみると、米国からの資本輸出が刺激され、金の流入が止み、いくらか流出した。ポンドは十分に強まったので、ノーマンはストロングにニューヨーク連銀保有のポンド建て手形の一部を流動化するよう促した。また、欧州各地の中央銀行は、ドイツとオランダを除いて、公定歩合を引き上げずに済んだ。ストロングとノーマンはこうした状況に満足していた。

27年12月2日にストロングはロンドンに向けて出航した。その主たる目的はイタリアの安定化プログラムについてノーマンと協議することにあつた。彼は、この時期の国際金融情勢に満足していた。すなわち、米国への金の流入は流出に代わっていた。その年の春以降の金流出は2億5,000万ドルに達し、アメリカの貨幣用金は1924年初の水準にまで減少していた。多額の外債がアメリカ市場で発行された。海外諸国の金融市場は1年前に比べ緩和していた。ストロングはこうした状況が続くことを望んでいた。しかし、現実にはそうはならなかった。

28年初に、連邦準備局幹部は、株式市場の投機の昂進と景気回復を理由に金融引き締め政策を決定した。28年6月末までに4億ドルの売りオペを実施し、また、2段階で公定歩合を3.5%から4.5%に引き上げた。ストロングはこの年の1月、2月は病のため売りオペおよび公定歩合の4%への引き上げ政策決定に参加できなかったが、こうした政策に賛成であったようである。3月末の公開市場委員会では彼は議長として出席し、4%の公定歩合は十分効果的でないと言へ、また、金輸出が十分な引締め効果を発揮しないなら売りオペをさらに増加すべきであると提案した。彼は、5月にフランスのシェルブールに出航したが、その2日前の10日にニューヨーク連銀の取締役に現下の情勢に対応する最善の策として次のことを助言している。それは、ニューヨーク連銀以外の主要連銀が公定歩合を5%に引き上げる。そうすると、ニューヨークから資金がそれらの市場に吸い上げられる。その結果、連銀借入れはニューヨーク連銀に向かうことになる。そうなった時点でニューヨーク連銀は公定歩合を4.5%に引き上げる。彼は、この案を準備局のヤング理事と話し合っている。彼は、この案が実行不可能であるなら、ニューヨーク連銀はいずれにしても4.5%に引き上げざるを得ないと考えていたが、その場合は、引締め効果は十分ではないだろうと考えていた。結果からみるとヤング理事との話し合いは実を結ばなかった。5月18日にはニューヨーク連銀は公定歩合を4.5%に引き上げた。その時点ではどの連銀も公定歩合を5%に引き上げていなかった。7月にはニューヨーク連銀を含む9連銀が公定歩合を5%に引き上げた。

こうした引締めは28年前半は国内外ともに大した悪影響を及ぼすことはなかった。しかし、28年半ば以降、金融がさらに引き締められると、潮の流れが逆になった。28年央から29年央にかけて、公開市場投資委員会は2億ドルの売りオペを実施した。この結果、連邦準備制度の保有する政府証券・手形資産は2億3,000万ドルに減少した。加盟銀行の借入額は10億ドルに達した。全ての連銀が公定歩合を5%に引き上げた。

この結果、コールローン金利は1927年平均で4%、1928年後半で6.5%、29年には7.75%に上昇した。時には10%に、また、まれにそれ以上となることもあった。

28年後半および29年前半の外債発行額は、27年の65%、29年後半には27年後半の三分の一以下に減少した。さらには、多額の資金が米国に流入した。そのうちのいくらかは、好況にわく株式市場の株購入のためであり、より多くの部分はニューヨークの高金利、なかでも、コール市場の高金利に吸い寄せられたものであった。こうした資金の流れは非常に多額であったので、ノーマンおよび欧州の他の中央銀行家は、自国通貨を支持するために、彼らの保有する外貨および金を売却せざるを得なかった。28年6月から29年10月までの間に2億6,000万ドルの金がアメリカに流入した。29年初までには、欧州の中央銀行の多くが公定歩合の引き上げを先延ばしすることはできない事態となっていた。ノーマンは27年5月より維持してきた4.5%の公定歩合を29年3月に5.5%に、10月には6%に引き上げた。

ストロングは27年12月より病におかされていた。上記のとおり28年5月に渡欧して8月まで欧州にとどまり国際協力にエネルギーを注いだ。なお、ストロングは同年10月に死亡するが、すでに5月からは国内政策に直接的に影響を与えることはなかった。

ストロングは8月9日に帰国し、退任をニューヨーク連銀取締役会に伝えた。同時に金融政策についての自身の見解を伝えた。それは、当面は公定歩合もオペレーションも金融市場の現状を変更するためには利用すべきではない。現状の高金利と加盟銀行が多額の連銀借り入れを負っていることは、加盟銀行が信用をある程度流動化させるために望ましいからである。しかし、緊急時にはオープンマーケットで資金を直ちに供給可能とすべく、ニューヨーク連銀は連邦準備局および公開市場投資委員会とともに準備しておくべきである、というものであった。

公開市場投資委員会はハリソンを議長として8月13日に開催された。そこでの全員一致の結論は、現状の加盟銀行の借り入れと高金利は、それらが長期間続くならば、経済にとって望ましくない。さらに、近づきつつある穀物の集荷および他の目的の季節的需要があるため、緩和措置がなにもとられないと信用の厳しさは増す。したがって、委員会は、必要であれば政府証券を購入する許可を求める。もっとも、その権限を直ちに行使することは考えていない。

これに対して、連邦準備局は幾分異なった考えをしていた。ヤング理事は次のような提案をした。①連邦準備局は、連邦準備銀行に対して、各連銀が穀物売買の目的で振り出された農業手形に対して特別の割引率を認める意思があることを書面にて通知する。②連邦準備局は、季節的な穀物集荷の資金調達のために新たに振り出された銀行引受手形を購入する際には優遇金利を設定する。公開市場投資委員会のメンバーはこれら2つの提案を拒否した。その理由は、そうした手法が実際に農家に対する信用供与コストに結びつくとは限らないこと、穀物売買の問題は全体の信用状態の一部の問題としてのみ考慮すべきである、などであった。

連邦準備局は結局3対2の票決で公開市場投資委員会が政府証券を1億ドルを限度に購入することを認めた。同委員会が28年の残りの期間に政府証券を購入した額はわずかにとどまった一方、手形購入は3億ドルとなり加盟銀行の連銀借り入れをある程度減少させるに十分な額であった。

こうした状況のなかで、ストロングは1928年10月に死亡した。

ストロングの死後には、指導力の中心を失い連邦準備制度は不決断と行き詰まりに陥りがちとなった。29年の最初の5ヶ月間は明確な政策についての合意はなされなかった。

29年2月には公開市場における全ての金利は公定歩合より相当高くなった。ニューヨーク連銀幹部は、これは連銀借り入れと一層の信用拡大への公開招待である、と考えた。2月14日から5月23日の間にニューヨーク連銀取締役会は11回の会合を開催し、公定歩合を5%から6%に引き上げる議決をした。連邦準備局はそれらをことごとく否決した。この間に、3月にはニューヨーク連銀取締役が訪問し、また、4月には総裁会議で主要金融センター所在の連銀は6%に公定歩合を引き上げるべきと全会一致で議決し、さらに4月22日には連邦諮問会議が同様の議決をしたにもかかわらず、連邦準備局は利上げを否決し続けた。

直接行動を支持する連邦準備局の理論的根拠は、2月2日に連銀宛に、さらに2月7日に補足説明を付して一般にも出された手紙のなかで説明されている。それは、準備局の目的は、株式投機や株式価値の裁定者として行動することではなく、商工業に必要な資金を供給することである。投機目的での信用利用が金利を引き上げ、商工業に悪影響を与えているので、準備局は『投機的な証券貸出に資金が異常なほど吸い上げられていること』に対して闘わざるを得ないのである。そして、投機資金を貸し出す目的ないし、投機資金貸し出しを維持する目的のために、連銀借り入れをしようとする加盟銀行を直接行動の対象とするものであった。

投機資金貸出をしていても連銀借り入れがない銀行は直接行動の対象ではなく、投機資金貸出をしており、かつ、連銀借り入れがある加盟銀行が直接行動の対象であったことは明らかであった。しかし、後者の場合、投機資金貸出がわずかでもあれば対象となるのか、過度の貸出がある銀行か、また、連銀借り入れは過度の借り入れか、過度に長期間借り入れている銀行か、など疑問な点が残った。

全ての連銀が準備局の方針にある程度従ったが、直接行動の解釈およびそれに対する態度、行動は各行まちまちであった。ニューヨーク連銀の場合は、加盟銀行を監視し、借り入れ手段をあまりに多額にあるいは頻繁に悪用していると見た場合には当該銀行をいさめた。しかし、連邦準備局の手紙を加盟銀行に送付はしなかった。また、加盟銀行が株式担保で貸出をしているだけの理由でその銀行に対して連銀貸出窓口を閉めることもなかった。

直接行動政策は証券ブローカーに対する貸出の増加ペースを2月初めから5月末にかけて鈍化させることに役立ったことは間違いないであろう。しかし、その政策が他の目的の信用を緩和することはなかった。すべての金利は上昇し続けた。

6月初めまでに連邦準備局とニューヨーク連銀の意見の相違は終わった。ニューヨーク連銀は5月23日以降8月初まで利上げを申請していない。同行幹部は金融引締めが国内経済や国際情勢に与える影響を懸念し、また、季節的資金需要に対応して十分な供給を確保しようとした。連邦準備局は、直接行動政策を『放棄はしないが、和らげる』ことを決めた。

信用は6、7月は引き締まったままであり、加盟銀行の連銀借り入れは平均でほぼ10億ドルであった。8月9日にニューヨーク連銀は公定歩合を6%に引き上げた。その前日にワシントンで開かれた総裁会議の決議に沿ったものであった。総裁会議では秋の穀物集荷・移動のための資金需要の増加は、できる限り、手形購入により満たされるべきであること、また、この政策が、連銀信用が悪用されることなく、実施されるためには、ニューヨーク地区での公定歩合が有効であることが必要である。また、ニューヨーク連銀での公定歩合の引き上げは、穀物収穫期において他の連銀の引き上げを必要とさせるものでなく、また、可能であればそうした事態は避けたい、というものであった。

ニューヨーク連銀の公定歩合引き上げと同時に、3月以降5 3/8であった手形買い入れ金利は7月に5 1/4引き下げられ、いまや5 1/8に引き下げられた。したがって、ニューヨーク連銀の公定歩合を7/8%下回ることとなった。ただ、他の連銀の公定歩合の1/8%高であった。このとき以降株式市場の大暴落までの間に、連邦準備銀行は手形保有を3億ドル増やしている。このことにより加盟銀行は連銀借り入れを1億ドル減らし、また、準備残高をわずかながら増加させることができた。これらの政策を全体としてみると、信用の緊縮度を増すというよりは緩和したことはほぼ確かであろう。ニューヨーク連銀の利上げ後、株価は一時的に下落したが直ぐに回復し、高値を更新していった。そして10月21日がきた。ストロングの死後、ほぼ1年後に株式市場は崩落した。連邦準備制度は、ストロングが望んでいたような、『株式市場の悲惨な崩落、貨幣に対する恐慌的反応、心理状態の変化による景気の後退・・・などを避ける政策』を形成することに成功しなかったのである。

おわりに：ストロングの時代と彼の政策評価

ストロングは、ニューヨーク連邦準備銀行の初代総裁として全く適任であったといえよう。設立当初の連邦準備制度を実際に運用する上で、彼ほどそのための訓練を積んでいる人物はいなかった。彼は銀行間の国内、海外の決済を担っていた大銀行バン

カーズ・トラストの頭取として、いわば民間で中央銀行総裁の準備をしていたのである。とはいえ、現代的な意味での金融政策を実施するまでには時間がかかった。準備制度発足の直前に第一次対戦が勃発し、戦費調達のための国債発行を中央銀行として支援しなければならなかったからである。

1920年代に入り、連邦準備による金利収入を得るための国債購入は民間銀行に準備預金を供給することを明示的に認識し、この操作を連邦準備銀行間で統一して行うことを提唱し、他の連銀を啓発したのはストロングであった。

第一次大戦後には、ストロングは、イングランド銀行総裁ノーマンとともに国際金融の再建のために努力した。そうした努力をアメリカ政府は積極的に担おうとはしなかった。アメリカ政府は国際連盟に加盟するのを拒んだ。また、旧同盟国による戦時債務の返済を要求した。アメリカ政府は、財政支援は海外諸国で現実に餓死が起こるのを防ぐことに限定すべきだと主張していた。したがって、欧州の復興のために、また、国際金融再建のためには、中央銀行が乗り出さざるを得なかった。ワシントンの連邦準備局にはそうした気概と能力の備わった人物はいなかったようである。そこで、ストロングが乗り出し、イングランド銀行総裁ノーマンとの個人的な信頼関係を築きながら、欧州の金融復興に努力した。彼は1920年代中ごろから毎年のように欧州に出航した。それは、病を癒すための静養と欧州の金融復興の交渉のためであった。第二次大戦後には、政府がそうした役割を進んで果たそうとしたため、ストロングとノーマンが演じたような卓越した指導力を中央銀行家が発揮する機会はなかった。

ところで、当時の国内金融政策の目的は、物価水準の安定、高水準の経済活動の維持、株式市場の投機の防止、であった。さらに、海外諸国の金融上の緊張を避けることも求められた。

国内において商品物価インフレーションを誘発することなく、信用をできるだけ緩和することを目的とした政策は、結果として、海外諸国の金融上の緊張を避けるのに十分緩和的であった。しかし、そのことが、アメリカの株式バブルを誘発し、その後、株式市場の投機を抑えようとして利上げをしたことが、株式市場の暴落の引き金となり、アメリカの金融政策の国内および海外における他の目的の達成を不可能にしてしまうのである。

株式市場の大暴落の原因のひとつを金融政策に求めるとして、ストロングの責任を問うことができるだろうか。彼は株式暴落の1年前に亡くなっている。金融政策の目的を、物価の安定や高水準の経済活動といった実体経済に的を絞るのか、株式市場といった資産価格にも目配りをするのか、といった問題は現在でも解決されていない課題である。そうしたことを考えると彼に責任があるのか、あるとすればどの程度があるのか、見極めが難しい。

いずれにしても、彼が、連邦準備制度発足時において最も傑出したセントラル・バンカーであったことは異論のないところであろう。(完)

研究ノート・資料

注：本稿は、Lester V. Chandler, "Benjamin Strong, Central Banker", The Brookings Institution(1958) のAnro Press, New York(1978)によるリプリント版の要訳である。

ストロング年表

	ストロング関連事項	金融関連事項	その他事項
1872年	12月22日に生まれる		
1891年	夏、18歳で大学進学を断念して ニューヨーク市で、 Cuyler, Morgan and Company (金融業)に就職		
1895年	Margaret LeBoutillierと結婚。 ニュージャージー州ブレインフィールドに住む。		
1898年	ニュージャージー州イングルウッドに移る。ここで、Henry P. Davison, Thomas W. Lamont, Dwight W. Morrowと知り合いになる。		
1900年	Atlantic Trust Companyに転職。Assistant secretaryとなる。		
1904年	バンカーズ・トラストのSecretaryとなる		
1905年	Margaret、4人の子供を残し自殺		
1906年	長女死亡		
1907年	Katherine Converse (バンカーズ・トラストの頭取Edmund C. Converseの娘)と結婚。金融恐慌の際、モルガン等の指示のもと、どの金融機関を救済すべきかを調査する小委員会の委員長となる。	10月17日、ニューヨーク株式市場、3月、8月に続き3度目の株式大暴落。22日、ニッカーボッカー・トラストの支払い停止を皮切りに金融恐慌発生。	
1909年	バンカーズ・トラストの副頭取に就任		
1912年			11月、ウィルソン、大統領選で 当選
1913年		12月23日、連邦準備法成立	
1914年	1月、バンカーズ・トラスト頭取に就任。10月5日、ニューヨーク連邦準備銀行取締役会で同行総裁に選任される。	8月10日、連邦準備局発足。11月16日、12地区連邦準備銀行営業開始。 <最初の2年半インフレ抑制に無力(金流入+売却すべき証券を保有せず):体制整備に注力><ドル建て銀行引き受け手形市場の育成(14年~17年)>。17年9月7日、米金本位制停止。	7月28日、第一次世界大戦勃発:ドイツ、デンマーク、オランダ、英国、ノルウェー、フランス、インド、ロシアは8月中に金本位制停止
1916年	Katherine、2人の娘を連れて別居;2月に初めてロンドンに行きノーマンと知り合う。イングランド銀行との代理店契約を結ぶ。6月に肺結核を患い、1年間休職。		
1917年	6月、休職明け。	<戦時金融17年~20年>	4月6日、米対独宣戦布告。11月7日、ロシア10月革命(レーニン8日、ソビエト政権樹立)
1918年			11月11日、連合軍・ドイツ休戦協定調印(第一次大戦終わる)

	ストロング関連事項	金融関連事項	その他事項
1919年	3ヶ月間休職。7月から9月まで欧州を訪問。	<19年インフレ；20年デフレ>	
1920年	Katherineと離婚。1年間休職。4月半ばまでは、アメリカ南西部に滞在した。その後、サンフランシスコから出航し5月初旬に来日し7月末まで日本に滞在後、シンガポール、インド等を経てヨーロッパに向かった。彼は12月初めにパリに到着し、パリのほかにブラッセル、ロンドンに滞在した後、1921年1月中旬に帰国した。		1月10日、国際連盟発足。
1923年	咽頭結核により6ヶ月休職	<22年から23年にかけて公開市場操作の意義が確認され体制が整備される>	10月15日、ドイツ、インフレーション整理のため Renten 銀行法制定。11月20日、ドイツ、1兆紙幣マルク=1 Renten マルク=1金マルク=10/42ドル の交換比率を決める
1924年		<24年国際資金フローに影響を与える目的で金融緩和；固定歩合4.5%→3.0%> [24年～28年、国際金融協力を注力]	8月16日、連合国とドイツ、ロンドン賠償会議最終議定書（ロンドン条約）に調印。
1925年	6月から9月、欧州に滞在		4月、イギリス、旧平価で金本位制に復帰
1926年	5月から9月、欧州に滞在。10月、肺炎に罹る。翌年4月まで療養。		10月、ベルギー安定化策最終合意。金本位制へ復帰。
1927年	12月、ロンドンに出立（28年1月には帰国していた模様）	<27年；金融緩和；公定歩合4%→3.5%>	10月、ポーランド安定化策正式に発表。12月、イタリア安定化策公表。
1928年	5月から8月まで欧州に滞在。帰国後10月に死亡。	<28年初より金融引締めへ転じる；公定歩合3.5%→5%（28年7月）>	
1929年		8月、公定歩合引き上げ（5%→6%） 10月、株式市場大暴落 11月公定歩合引き下げ（6%→5%→4.5%）	