

松下国際財団 研究助成 研究報告

【氏名】高橋秀直

【所属】(助成決定時)一橋大学大学院経済学研究科

【研究題目】

再建金本位制下の先物為替市場を通じた短期国際資本移動とロンドン外国為替市場の関連の研究

【研究の目的】

1925年から1931年までのイギリスを中心とした再建金本位制の動向を調べるという従来からの問題設定に先物為替市場という市場リスクの取引市場という補助線を入れてみると、当時の国際金融システムに関わる新たな論点を取り出せる。だが、当時のロンドン金融市場は世界の金融システムの結節点であったにも関わらず、未だに外国為替取引に関わる先行研究は不十分なままだ。また、近年現れた再建金本位制と大恐慌の関連を強調する研究は、1920年代から30年代にかけての不況は、当時の政策担当者が金本位制の維持に執着したためであり、金本位制を停止し通貨を切り下げて金融緩和を行った国々が比較的早期に不況から脱出できたことを主張している。私の研究は、ロンドン先物為替市場の観点から、当時の世界の金融センターであったイギリスの1931年の金本位制離脱を再検討することを目指している。このことは、現代の金融システムの動揺とそこからの回復に関わる論点でもある。

【研究の内容・方法】

研究内容は大きく分けて二つの段階からなっている。一つはデータからのファクトファインディング、二つ目はそれを他の資料で補い具体的なイメージを作ることだ。一つ目のデータからのファクトファインディングについては以下のような成果がある。先物為替市場の重要性に着目することで、古典的金本位制とは異なる再建金本位制の特徴を発見できた。それを「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』71-3号、2005年という論文において明らかにした。この論文の目的は、再建金本位制(1925-1931)の下でのロンドンおよびニューヨーク短期金融市場における裁定行動を、ロンドンにおいて発展してきた先物為替市場を考慮して分析することにある。二つの市場の金利格差は投資家の先物為替市場を利用した裁定行動により調節されていたことがわかった。このメカニズムはカバー付き金利裁定と呼ばれ、我々の統計的分析は当時このメカニズムが機能していたことを示している。以上のことから、戦間期の金本位制の下で短期金融市場は十分機能していたことがわかった。

このようなデータからのファクトファインディングがあり、これを実際の資料やデータにより補強しようと研究を進めてきた。2008年3月にロンドン外国為替市場についての資料を収集にロンドンでの調査を行った。イングランド銀行、パークレイズ銀行、ミッドランド銀行(HSBC 文書館)ロイズ銀行およびギルドホール図書館を訪問した。2009年9月に助成金を利用して海外調査に行き、更なる発見があった。①1920年代後半に国際連盟が中心となりカンファレンスが開催され、1920年代の外国為替市場についての情報も交換されていた事がわかった。②1931年のイギリスの金本位制停止の直前に、イングランド銀行がどのように先物為替市場に関わったのかについて、今まで不明だった点を明らかにする史料を発見できた。

【結論・考察】

1925年から1931年までの金本位制の下で、ロンドンで先物為替市場が機能していたという私の発見事実を基にさらにデータと史料を調査してみたところ、幾つかの新たな発見があった。

①先物為替市場の台頭は、イギリスの金本位制離脱の際に重要な意味を持っていたことが判明した。直物に比べて先物市場が急激に反応することにより、イギリスの金本位制離脱についての市場参加者の思惑が表に出やすくなっていたことが1931年のデータを分析することで明らかにできた。

②当時の政策当局はロンドンにおける先物を含めた外国為替市場の台頭にあまり注意を払っていなかったことが確認できた。1931年の金本位制離脱直前になり、ようやくイングランド銀行等の政策当局はロンドン外国為替市場の情報を集めることに着手し始めた。また、当時のBig Fiveと呼ばれるような規模の大きい銀行でさえ市場の取引規模についての情報を持っていなかったことが判明した。

1931年のイギリスの金本位制停止に十分に機能する先物為替市場が存在したことが大きな影響を持っていたことを明らかにできた。また、1931年のイギリスの金本位制停止と先物市場との強い関わりは政策当局と市場の関わり方が大きく変化する転換点でもあったことが伺える。