

第一次大戦後におけるフランスの インフレーションと通貨政策

林 昭 男

は し が き

フランスにおいては、第一次大戦後から1926年の安定化政策の実施に至るまで、一時的には物価の下落や為替相場の上昇はあったけれども、全般的に見るならば、インフレーションの過程をたどったといえよう。この間の経済的推移のなかで、卸売物価は8倍に達し、フラン相場が9分の1に下落するという状態であり、激しいインフレーションが経験されたのであった。

この過程は三つの期間に分けて考察することができるであろう。第一の期間は、大戦後から1923年のフラン危機以前までであり、クレマンソーおよびブロック・ナショナルの政権のもとで、多額なドイツ賠償金取り立てを前提とした経済再建の過程であった。一方では再建資金の調達のために大幅な赤字財政が行なわれ、他方ではいわゆるデフレーション政策が行なわれ、形式的には矛盾に満ちた過程であった。第二の期間は、ドイツ賠償金の支払不能が明白となり、従来の政策における矛盾が1923年から1924年にかけて顕在化したフラン危機の勃発、ならびにポアンカレによるフラン危機の克服政策が実施された時期であった。第三の期間は、カルテル・デ・ゴージュの政権のもとにおいて、予算の均衡が達成できず、国庫の危機が深化し、そしてインフレーションがますます昂進していく過程であった。

この三つの時期における推移を分析することによって、第一次大戦後におけるフランスのインフレーションについて、過剰な通貨供給の機構および通貨政策の観点から考察が加えられるであろう。

現代インフレーションの解明は新しいインフレーション論として展開さ

れ、種々の説明が行なわれている。もちろん、第一次大戦後と現代とでは、資本主義経済の構造に著るしい変化が生じている。しかし現代のインフレーションを考えるにあたって、なにが新しい現象であるかは、古典的インフレーション過程の詳細な研究を通じて比較検討してみる必要があるだろう。古典的インフレーションといっても、過剰な通貨供給の機構はそれほど単純ではないように思われるし、またその過程で実施された通貨政策の経験から学びとる点もあるのではなからうか。

1. 経済再建とデフレーション政策

戦争中には、同盟国が国庫および為替に関する連帯義務を互いに負うことになり、フランスは、対外収支に不足をきたした時には、イギリスとアメリカより信用供与を受けることができた。⁽¹⁾かくて国内物価は戦争の過程に3倍以上に上昇したにもかかわらず、為替相場はそれほど下落しなかった。とくに連合軍の反撃が行なわれ、ドイツ軍の敗北が明らかになった1818年8月以降においては、為替相場は1ドル=5.4フラン台に落ち着きを取り戻していた。しかし、1919年3月13日を最後にイギリスはフランスに対する信用供与を中止する旨の通告を行ない、かくて同年3月末には、為替相場は1ドル=6.07フランに下落した。また同年7月にはアメリカもイギリスと同様な措置をとり、為替相場は、1919年末には1ドル=11フラン、1920年末には1ドル=17フランへと下落した。⁽²⁾つぎに物価の推移を卸売物価指数(1914年7月=100)にみれば、1919年1月に355であったが、同年12月には432、1920年4月には600にまで上昇した。

このように、為替相場、物価の推移はけっして楽観すべき状況になかったが、戦後の経済再建はきわめて安易な予想に基づいて実施された。荒唐した

(1) 金融上の協力は、イギリスとの間では1915年4月30日、8月15日の協定および8月29日のブローニュ会議により行なわれ、アメリカとの間では1917年4月24日に議会が信用を与える国庫の権限を可決し、実施された。詳しくはE. L. Dulles, *The French Franc*, pp. 98~103. 矢野庄太郎訳、仏蘭西インフレの全貌、97~104ページを参照されたい。

(2) R. Sédillot, *Le Franc*, pp. 248~9.

第1表 パリ市場の月平均ドル相場 (フラン)

月 年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1919	5.45	5.45	5.76	5.98	6.35	6.38	6.87	7.74	8.37	8.59	9.30	10.87
1920	11.74	14.28	14.04	16.24	14.64	12.62	12.31	14.00	14.81	15.33	16.69	16.90
1921	15.77	13.95	14.17	13.83	11.96	12.40	12.80	12.91	13.72	13.82	13.92	12.78
1922	12.25	11.46	11.11	10.81	10.97	11.46	12.13	12.59	13.06	13.58	14.62	13.84
1923	14.98	16.28	15.94	15.02	15.06	15.88	16.97	17.69	17.14	16.80	18.22	19.02
1924	21.43	22.65	21.69	16.37	17.35	19.10	19.57	18.36	18.85	19.11	18.96	18.52
1925	18.54	18.94	19.28	19.26	19.38	20.98	21.30	21.32	21.22	22.54	25.32	26.74
1926	26.51	27.23	27.95	29.56	31.92	34.12	40.95	35.42	35.05	34.15	29.12	25.33

出所：A. Sauvy, Histoire économique de la France entre les deux Guerres, *
p. 445.

第2表 卸売物価指数 (45品目) (1914年7月=100)

月 年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1919	355	348	343	339	332	336	356	355	367	390	414	432
1920	497	533	566	600	562	503	506	512	537	512	470	444
1921	415	385	367	354	337	332	337	338	351	338	339	333
1922	320	313	314	320	323	332	332	338	336	344	360	370
1923	395	431	433	423	415	417	415	420	433	429	452	468
1924	505	555	510	459	468	475	491	487	496	508	514	518
1925	525	526	524	523	531	554	569	569	567	584	618	646
1926	647	649	645	664	702	754	854	785	804	768	698	640

出所：A. Sauvy, op. cit., pp. 497~8.

工業地帯や農村を復旧し、戦争犠牲者への恩給支払および戦争中の多額な負債に対する利子支払、償還を行なっていかなければならなかった。当然、戦後の復興には多額の財政資金が必要であった。政府はドイツの賠償金支払に期待をかけ、それを引当てにした「回収可能支出予算」を設定し、一般会計からきり離れた特別会計で復興資金を処理することにした⁽³⁾。一般会計では収支をほぼ均衡させ、特別会計で大幅な赤字を計上し、全体としての予算収支

(3) R. Sédillot, op. cit., p. 250.

は、1919年には226億フラン、1920年には171億フランの赤字であった。

かくて、財政収支の赤字を補てんするために、政府は公債発行とフランス銀行の国家貸付金に依存することになる。内国債の発行残高は、1919年末に1,520億フランに達したので、この1年間に470億フランの増加が生じた

第3表 予算収支 (100万フラン)

	一般予算			特別予算*			合計		
	収入	支出	過不足	収入	支出	過不足	収入	支出	過不足
1919	13,282	11,029	2,253	—	28,941	-28,941	13,282	39,970	-26,688
1920	22,502	22,128	374	3	17,516	-17,513	22,505	39,644	-17,139
1921	23,119	23,290	-171	451	9,555	-9,104	23,570	32,845	-9,275
1922	23,888	26,761	-2,873	11,538	18,426	-6,888	35,426	45,187	-9,761
1923	26,224	25,651	573	263	12,642	-12,379	26,487	38,293	-11,806
1924	30,568	30,921	-353	4,821	11,589	-6,768	35,389	42,510	-7,121
1925	34,768	36,275	-1,507	—	—	—	34,768	36,275	-1,507
1926	43,064	41,976	1,088	—	—	—	43,064	41,976	1,088

* 特別予算については、1919、1920、1921年には軍事支出および例外的支出予算が入り、1920～1924年には回収可能支出予算が入る。

出所：A. Sauvy, op. cit., p. 513.

第4表 公債発行高 (100万フラン)

年月末	永久債および 長短期債	浮動債	内債合計	外債*
1910. 12	98,636	53,401	152,037	62,370
1921. 5	136,071	59,932	196,003	75,164
1922. 3	155,068	65,550	220,618	74,876
1922. 12	160,878	65,607	226,485	117,037
1923. 12	183,750	63,658	247,408	165,500
1924. 6	190,245	67,357	257,602	—
1925. 4	199,527	63,097	262,624	—
1925. 10	199,252	59,114	258,366	136,000
1926. 3	203,807	57,185	260,992	196,000
1926. 12	201,274	62,339	263,613	178,000

* 外債は為替相場により換算した額。

出所：A. Sauvy, op. cit., p. 520.

ことになり、1920年中には357億フランの増加であった。またフランス銀行の国家貸付金最高限度額も拡大された。それは、1919年2月13日の協定によって、30億フラン引き上げられて240億フランとなり、同年4月24日の協定では270億フランまで引き上げられた。それと対応して、銀行券の発行限度額もまた高められた。それは、1919年2月25日の政令で360億フランへ、さらに同年7月17日の法律で400億フラン、そして1920年9月28日

第5表 フランス銀行の国家貸付金 (100万フラン)

月 年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1919	18,930	20,425	21,452	22,450	23,190	23,437	23,640	23,650	24,162	25,360	25,937	26,025
1920	25,600	25,800	26,300	25,380	26,012	26,200	25,870	25,575	26,520	26,600	26,600	26,480
1921	25,862	25,800	24,820	26,212	26,412	25,580	25,150	25,000	24,020	25,300	24,925	24,620
1922	23,575	23,025	21,700	22,200	22,612	23,120	23,400	23,560	23,975	24,075	23,222	23,275
1923	23,200	23,300	23,400	23,025	22,840	23,050	23,450	23,460	23,775	23,625	23,000	23,175
1924	22,840	23,000	22,925	22,800	22,780	23,000	22,940	22,900	23,026	22,840	22,900	22,675
1925	21,520	21,900	21,825	22,440	23,937	25,325	27,520	28,012	28,787	30,490	31,575	34,360
1926	34,850	34,712	35,350	35,720	35,275	36,575	37,730	37,137	36,850	36,287	36,037	36,460

出所：1919～1921年については、Statistique générale de la France, 1921, pp. 252～4. から月平均を計算した。

1922～1926年については、Le marché monétaire et les Changes, Revue d' Economie politique, 1925, p. 274, 1927, pp. 368～9.

第6表 銀行券流通高 (100万フラン)

月 年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1919	31,610	32,520	33,240	33,922	34,210	34,428	34,939	35,141	35,645	36,705	37,416	37,522
1920	37,366	37,969	38,137	37,458	38,088	37,929	37,849	38,016	38,704	39,367	39,332	37,870
1921	38,280	38,089	38,265	38,429	38,556	37,931	37,358	37,089	37,091	37,491	36,988	36,459
1922	36,941	36,474	35,791	35,981	35,955	36,044	36,430	36,301	36,688	37,189	36,397	36,215
1923	37,169	37,181	37,444	37,123	36,737	36,739	37,306	37,301	37,734	38,194	37,563	37,755
1924	38,826	39,087	40,013	40,031	39,730	39,818	40,181	40,314	40,324	40,548	40,579	40,598
1925	40,726	40,800	40,882	42,516	42,963	43,272	44,309	44,932	45,575	46,742	47,930	49,873
1926	51,187	51,128	51,802	52,329	52,804	53,212	54,944	56,084	55,047	55,249	54,476	52,861

出所：A: Sauvy, op. cit., p. 525.

の政令では410億フランに引き上げられた。⁽⁴⁾

このような政策のもとで、フランス銀行の国家貸付金は、1918年末の171億フランから1919年末の255億フランへと増加し、銀行券流通高は、1918年末における302億フランから1919年末の376億フランに上昇した。そしてこの両者の増大は1920年の過程を通じて行なわれ、同年末にはそれぞれ266億フランおよび385億フランにまで増加したのであった。

「ドイツに支払わせよう」という楽観的ムードのなかで、インフレーション政策が遂行されたのであったが、その間にインフレーション対策がまったく行なわれなかったわけではない。1919年の予算においては、問題解決の方向でなんらの対策も実施されなかったが、1920年には6月25日の法律で所得税の免税点および税率の引き上げ、売上税の創設という増税が行なわれた。⁽⁵⁾ またフランス銀行は、1914年8月20日に割引率5.0%および貸付利率6.0%を決めてから、この利率を久しく維持してきたが、1920年4月8日には、割引率を6.0%へ、貸付利率を6.5%に引き上げた。⁽⁶⁾ この金利政策は当時の物価上昇と為替相場下落に対応した措置と考えることができよう。しかし、これらのインフレーション対策も事態の根本的解決にはきわめて程遠いものであった。

当時の財政政策について、ラジャペルはつぎのように指摘している。「ドイツが支払う金額を知る以前に、戦争災害および軍人恩給に関する法律を可決することは、うたがいもなく誤りであった。しかも1921年5月5日の支払状態が実行されたとしても、あるいはそれが実行されえたとしても、わが国は年13億金マルクを受け取ったにすぎない。その金額は特別会計の赤字補填借入れに対する利子支払いにあてるにたる額である。ドイツの直接的な約束履行がもうあてにできなくなった時点から、財政方法を変えることが賢明であったと言うのは正しい。ただちに単一予算を設定すべきであった。そ

(4) R. Sédillot, op. cit., pp. 235~6.

(5) A. Sauvy, Histoire économique de la France entre les deux Guerres, * p. 378.

(6) E. L. Dulles, op. cit., p. 212. 邦訳, 217 ページ.

の赤字はかなり多額になったであろうが、支出を削減し、また収入を増加し、漸進的に赤字を減少させるように努力すべきであった。人々が流布した幻想のあとで、遅滞なくこの健全財政政策を追求することが困難であったのも事実であった。⁽⁷⁾

したがって、1921年以降も依然として赤字財政が続けられた。その赤字額は、1921年には92億フラン、1922年には97億フラン、そして1923年には118億フランであった。公債発行額も増加をたどり、その増加額は、1921年には275億フラン、1922年には191億フラン、1923年には131億フランであった。

さて、通貨政策に関して言えば、「フランの減価が平価切下げによって確定され、そしてフランス銀行の国家貸付金が少なくとも部分的には保有金の再評価益によって返還されるか、あるいは国家権力が同時にフランの価値回復と発券当局への国家債務の返済を試みるか」に関する両者の選択であった。当時におけるフランス経済の状況を冷静に判断するならば、「これら政策の前者をとることが合理的であったが、しかしそれは戦勝国民にとって喜ばれなかった。」⁽⁸⁾かくて現実には後者の政策がとられることになったのである。

フランス銀行の国家貸付金については、すでに1914年9月21日の協定によって、できるだけ早く返済する原則がフランス銀行と政府との間に確認されていた。1919年4月、政府がフランス銀行に国家貸付金の増加を要求した時に、フランス銀行の理事会は、この協定を根拠にして政府の要求を拒否した。しかし、1919年4月24日の協定では、予想される貸付額をその後に発行される公債額から返済するという約束を政府より取りつけ、フランス銀行は妥協することになった。けれども、この返済は国庫の事情で守られなかった。つぎに、1920年4月14日の協定によって、政府は1921年1月1日より

(7) G. Lachapelle, *La Trésorerie et le Budget*, *Revue d' Economie politique* (以下 R.E.P. と略記する.), 1924, p. 153.

(8) R. Sédillot, *op. cit.*, p. 251.

毎年20億フランずつフランス銀行に債務を償還し、各年の12月31日に国家貸付金の限度額を同額ずつ減少させることを確約した。さらに、フランソワ・マルサル協定が1920年12月29日に締結され、それに基づいて、政府は1921年12月にフランス銀行への債務償還を実行し、国家貸付金の限度額も250億フランに引き下げられた⁽⁹⁾。その返済金は国庫資金および特別積立償還勘定残高から支出された⁽¹⁰⁾。その後、フランス銀行の国家貸付金残高は1922年1月から3月まで減少し、212億フランにまでなったが、それはふたたび除々に増加傾向をたどっていった。

すでに述べたように、この政策の意図は、国家貸付金の返済を通じて流通貨幣量を収縮させ、フランの価値回復を計ることにあつた。それはいわゆるデフレーション政策であつたが、その効果はほとんどなかつたといえよう。卸売物価は1921年12月以降も下落したが、それは1920年恐慌による下落傾向の延長であつて⁽¹²⁾、1922年3月からは上昇傾向に転じている。なお為替相場は1921年および1922年には落ち着きを取り戻していた。銀行券流通高は1921年11月から1922年6月まで360億フラン台、ないしそれを若干下まわる水準に推移し、同年7月から370億フラン台に増加した。かくて、国家貸付金の返済と銀行券流通高との関連はあまり認められない。

国庫の状態は1921年にはいくらか緩和されてきていた。経済活動の低下のもとで、1921年7月28日にはフランス銀行の割引率が0.5%引き下げられ、5.5%になった。そして、中・長期債券の発行条件の改善、取引所における債券価格の上昇およびクレディ・ナショナルへの資金流入などの現象は、利子率の下落傾向を示していると一般に理解された。1922年3月11日には、フランス銀行の割引率はさらに0.5%引き下げられて5.0%となつ

(9) R. Sédillot. op. cit., pp. 254~6.

(10) この国庫資金はクレディ・ナショナル債および国防債券の発行収入であつた(P. Guéhard, Le Marché monétaire, R.E.P., 1923, p. 150). 特別積立償還勘定については、十亀盛次、仏蘭西の貨幣銀行制度と金融市場、34ページを参照されたい。

(11) P. Guéhard, op. cit., p. 150.

(12) 酒井一夫、インフレ・デフレの非対称性、金融経済、61号、5ページ。

た。経済活動の停滞の影響もあって、民間の資金需要はそれほど大きくなり、国家需要が大部分を占めていた当時の貨幣市場の状況を考慮して、1922年3月12日には国防債券の金利が0.5%引き下げられた。しかし、その結果は予期に反した影響をもたらした。1922年を前半と後半とに分けて公債発行状況を比較してみれば、前半が117億フランであったのに、後半は74億フランとかなりの減少をきたした。そこで1922年の後半から国庫の逼迫がふたたび感ぜられるようになった。⁽¹³⁾

国庫の逼迫はフランス銀行の国家貸付金を増大させ、1922年10月初旬には、それは245億フランにまで達した。このような状況のもとで年末に行なわれるべき国家貸付金の返済を実行することは、不可能であると判断され、フランス銀行は、1922年12月21日の協定にもとづき、その返還額を10億フランに減じ、翌年の国家貸付金限度額を240億フランにきめることに同意した。⁽¹⁴⁾ 12月末にこの10億フランの返還がフランス銀行に対し行なわれたが、銀行券流通高は、1923年に入っても、ほぼ370億フラン台に維持され、減少しなかった。

1923年1月、ポアンカレはドイツの賠償義務不履行を理由にルール占領を行なったが、それはフランス経済にとって不利な効果を与えたにすぎなかった。占領費の増大による財政状態への圧迫、ドイツ人の消極的抵抗による賠償取立ての減少、さらには国際的孤立化をひき起したのであった。⁽¹⁵⁾ かくて、物価は上昇し、為替相場は下落して、8月平均では1ドル=17.69フランにまでなった。9月にはドイツ人の消極的抵抗が中止され、為替相場は暫時上昇したのであったが、それも束の間の出来事にすぎなかった。

国庫の逼迫は1923年中も依然として続き、公債発行額は200億フランも増加したが、浮動債はわずかに減少し、その点では若干の改善が行なわれた。しかし、公債の新規発行はますます困難となり、またその条件は悪化し

(13) P. Guébbard, op. cit., p. 147.

(14) P. Guébbard, op. cit., p. 150.

(15) 横山 信, フランス政治史, 152 ページ.

たのであった。⁽¹⁶⁾

2. 1923～24年のフラン危機

1923年9月、フランス銀行の国家貸付金は239億フランに増大し、その最高限度額240億フランまで1億フランを残すにすぎなくなった。したがって、国家貸付金もこの限度額をやがて超過し、銀行券流通高の膨脹とフランの減価が引き続いて起るだろうと想定された。しかし政府は、その対策のために、同年10月に新規の国債（利率6%、償還期限3年、6年および10年）を発行した。その収入によって国家貸付金の返済が行なわれたのであろうか、国家貸付金の減少と銀行券流通高の収縮が生じた。前者は10月4日の239億フランから11月22日の229億フランに減少し、後者は同期間に385億フランから371億フランに低下した。しかしそれにもかかわらず、12月における国庫支払の困難は緩和されなかった。この時にはさらに、フランス銀行との協定により国家貸付金の返済も行なわれなければならなかった。⁽¹⁷⁾

政府は、国庫の危機に対処するため、12月末にフランス銀行と新たな協定を結び、返還額を引き下げさせ、特別積立償還勘定に天引されている8億フランをそれにあてることにした。そして国家貸付金の最高限度額は232億フランに引き下げられた。それと同時に、政府は短期公債5億フランの引受けをフランス銀行に約束させた。このことはフランス銀行による公債の直接引受けが行なわれたことを意味する。しかし、国庫の危機を回避するためには、それだけでは十分ではなかった。国庫は同様な形式でアルジェリア銀行から2億フラン、預金銀行等から約7億フランを借り入れた。そして1923年末から1924年4月5日までに、国庫は25億フラン以上の借入れを行なったのであった。⁽¹⁸⁾

さて、フランス銀行の手形割引は1923年10月以降増大した。それは、

(16) P. Frayssinet, *La Politique monétaire de la France (1924-1928)*, pp. 14~5.

(17) G. Lachapelle, *La Trésorerie et le Budget*, R.E.P., 1925, pp. 207~8.

(18) G. Lachapelle, *op. cit.*, pp. 210~11.

1923年10月平均が32.8億フランであったが、1924年4月平均が50.6億フランまで急激に増加し、その後一時的な減少が生じたけれども、同年12月平均では50.9億フランとなった。このように、「発券機関によって行なわれた信用取引の拡大は、大部分については、商工業の需要に基づく。しかし、それはまた、ある程度において、国庫証券の引受けを要請された預金銀行のポートホリオの再割引に基づいている。⁽¹⁹⁾」かくて預金銀行が国家的要請により国庫証券を引き受けるが、その国庫証券は預金銀行からフランス銀行に持ち込まれ、その再割引による通貨膨脹の機構が形成されたといえよう。⁽²⁰⁾この場合には、たんに中央銀行だけではなく、預金銀行を内包したインフレ機構ができあがっていたと考えるべきであろう。

国庫の危機的状況を反映して、フラン相場は1923年12月には急激に下落

第7表 フランス銀行の手形割引高 (100万フラン)

年\月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1919	1,343	1,130	1,024	932	864	877	890	916	963	1,018	1,227	1,219
1920	1,713	1,919	1,774	2,221	1,977	1,846	1,907	2,053	2,044	2,487	3,342	3,325
1921	3,115	3,063	2,969	2,784	2,759	2,650	2,703	2,601	2,400	2,370	2,388	2,349
1922	2,536	2,624	2,940	2,627	2,478	2,202	2,098	2,110	1,899	2,352	2,474	2,262
1923	2,860	2,698	2,753	2,686	2,703	2,332	2,579	2,590	2,353	3,284	3,557	3,336
1924	3,865	3,644	4,844	5,069	4,424	4,038	4,836	4,477	4,256	5,044	5,008	5,095
1925	5,854	5,302	5,957	5,918	4,610	4,132	3,506	3,291	3,543	3,173	3,670	3,933
1926	3,595	3,481	3,469	3,718	4,359	4,906	5,526	6,388	5,367	4,957	4,715	4,109

出所：1919～1921年については、Statistique générale de la France, 1921, pp. 252～4. から月平均を計算した。
 1922～1926年については、Le marché monétaire et les Changes, R.E.P., 1925, p. 274, 1927, pp. 368～9.

(19) G. S., Le Marché monétaire et les Changes, R.E.P., 1925, p. 273.
 (20) 十亀盛次氏は、このような方法が1920年10月および1922年9月にすでに行なわれていることを指摘し、その状況について述べている。「当初は2週間ないし3週間の短期の大蔵省証券を交付して借入れをなしたのであるが、しだいに返済が困難になると大蔵省証券の期間を長くし、かつこれら証券はいつでもフランス銀行において再割すべき条件を附したので、一般銀行は貸付けをなした翌日にフランス銀行で再割する有様であった。」(十亀盛次, 上掲書, 38～9ページ.)

し、同月 29 日には 1 ドル = 19.61 フランにまで低落した。しかしその同じ時期に、大蔵大臣および議会の予算報告者は奇妙な楽観論を表明し、経済および財政状態が改善されてきていると主張した。けれども他方では、増税と支出削減を目的とする法案が臨時議会で討論されていたのであった。1924 年に入ると、フランに対する不信と不安はますます大きくなった。フランの逃避が起こるとともに、フランに対する投機もまた盛んになった。⁽²¹⁾このような状況のなかで、1 月 10 日には、フランス銀行は割引率を 5% から 5.5% に引き上げる措置をとったが、フラン相場は日に日に加速化され、1 月 14 日には為替市場で激しい恐慌が勃発した。為替相場は 1 ポンド = 96.11 フラン、1 ドル = 22.80 フランに達した。為替恐慌の対策は遅滞なく行動に移されなければならなかった。1 月 17 日、フランス銀行はふたたび割引率を 5.5% から 6.0% へ、貸付利率を 6.5% から 7.0% に引き上げ、⁽²²⁾また政府はあらたな財源を確保する法案を議会に提出した。それは下院において熱心に討議されたが、可決されるには至らなかった。⁽²³⁾その間に物価も急激に上昇し、卸売物価指数は 1924 年 2 月には 555 にまで達した。2 回にわたる金利政策にもかかわらず、銀行券流通高は 1 月から増加し、3 月には 400 億フランになった。2 月 24 日には、下院において 20% 増税案が可決され、為替相場は一時的に小康状態を保ったが、その後フランに対する投機はますます激しくなった。3 月 3 日には 1 ドル = 24.07 フランに下落し、3 月 8 日にはついにパリ為替取引所が閉鎖された。ニュー・ヨークにおける当日のフラン相場は 1 ドル = 28.74 フラン、1 ポンド = 122.58 フランであった。⁽²⁴⁾

外国投機業者のフランに対する攻撃が為替恐慌の発生に重大な影響を与えたのであったが、この事態は政府当局によって深刻に受けとめられた。3 月 9 日、大統領は総理大臣、大蔵大臣、フランス銀行総裁、副総裁および理事をエリゼ宮殿に招集し、異例の重大会議を開き、危機的事態の認識に立って

(21) C. S., *Le Marché monétaire et les Changes*, R.E.P., 1924, pp. 193~4.

(22) G. S., *op. cit.*, p. 275.

(23) G. Lachapelle, *La Trésorerie et le Budget*, R.E.P., 1924, p. 158.

(24) C. S., *op. cit.*, p. 192.

対策を協議した。その結果、フランス銀行総裁の声明が発表された。それはアメリカの3月13日付新聞に公表されたが、パリの新聞では、この声明が詳細に表現されず、たんに要約された記事が掲載されたにとどまった。⁽²⁵⁾ フランス銀行総裁の声明はつぎの通りである。

「私は、財政状態改善のために十分な対策が講ぜられることを、あなた方に保証できます。じっさい、政府は主張するであろう。上院（下院はすでに有利な投票を行なっていた）は予算全体の均衡を実現する増税案に対し早急に決定を行ない、また収入額の対応しないすべての新支出を削減する政策を議決すべきであると。財政状態が著るしく改善されないかぎり、浮動債の借替の場合を除き、政府はあらたな信用に訴えることをしないでであろう。また解放地域に対してさえ、その支払を通常予算収入によって確保することなしには、今後いかなる公債も発行しないでであろう。

「フランス銀行は、政府のあらゆる努力に協力し続け、銀行自体でできる措置を独自に行なうであろう。⁽²⁶⁾」

フランス銀行総裁の声明が行なわれた後、ただちにフラン危機に対応する方策がとられた。まず国庫は、ラザール商会の仲介によりロンドン4大銀行から400万ポンド、モルガン商会を通じてアメリカ銀行グループから1億ドルを借り入れ、それを為替資金としてフランス銀行に為替市場で直接介入を行なわせた。⁽²⁷⁾ フランス銀行はフランを買い、ドル、ポンドを売る操作を行なって、フラン投機に対抗し、そしてまた、フラン売りを行なう資金調達手段として国庫証券を利用することを防止するために、国防債券担保貸付けを拒否した。⁽²⁸⁾

つぎに、予算を統一するために、「回収可能支出予算」を廃止して単一予算方式をとることに決め、予算の均衡を実現するために、租税収入の増加と

(25) G. Lachapelle, *Les Finances publiques*, R.E.P., 1924, pp. 159~60.

(26) G. Lachapelle, *op. cit.*, p. 160.

(27) R. Sédillot, *op. cit.*, p. 259.

(28) J. H. Rogers, *The Process of Inflation in France*, p. 44. 大原社会問題研究所訳, インフレーションの統計的研究, 64 ページ.

支出の削減を実施しなければならなかった。3月15日の法律によってあらたな財源を確保するために20%の増税を行ない、そして予算額全体を少なくとも10億フラン減少させる権限を政府に与える3月22日の法律が制定された。⁽²⁹⁾

フランス銀行の為替市場操作を通じて、フラン相場は上昇し、3月11日には1ドル=27.20フラン、3月12日には1ドル=24.70フランになった。その後、政府の予算均衡の努力が実行にうつされ、3月31日には為替相場が1ドル=18.20フランにまで上昇した。⁽³⁰⁾4月23日、フランス銀行が為替操作資金を再編成し、補充するためにドル、ポンドを購入したのにもかかわらず、最低相場はドルが14.47フラン、ポンドが63.55フランであった。国庫はイギリスからの借入れ資金を6月に返済したが、アメリカからの借入れ資金については、慎重を期してその返済を11月まで延期し、その時に長期借換えを行なった。かくて、フランス銀行は場合によってはいつでも為替市場に介入できる手段を確保しておいたのである。⁽³¹⁾

ポアンカレは3月の為替恐慌を打開することができた。激しい嵐の期間は過ぎ去ったようにみえた。もちろん、真の意味における安定は、金に兌換される健全な通貨に基礎を置くことによって達成されるのであるが、フランの価値回復への傾向はもはや支配的となり、これまで遭遇したような変動がふたたび生ずるとは考えられなくなった。しかし、フランをあらたな減価から守るためには、予算の均衡を達成する財政政策がなによりも肝要であり、このことはどんな人為的手段をもっても補なわれないのである。フランス銀行の為替市場への介入がフラン価値の回復に大いに寄与したのも、予算の均衡を確保するためにとられた財政上、経済上の全般的計画における一環であったからである。⁽³²⁾

(29) G. Lachapelle, *La Trésorerie et le Budget*, R.E.P., 1925, p. 204.

(30) R. Sédillot, *op. cit.*, p. 259.

(31) G. S., *op. cit.*, p. 278.

(32) C. S., *op. cit.*, pp. 195~6.

3. インフレーションの昂進

ポアンカレによるフラン恐慌の対策が実を結び、為替相場の上昇と物価の下落が生じたにもかかわらず、1924年5月11日の総選挙においては、国民はブロック・ナショナルを支持せず、政権はカルテル・デ・ゴージュに移った。その当時の状況は、フランに対する内外の信頼が回復し、国庫の逼迫もしだいに緩和されてきた。3月末から5月末までの間、短期公債の引受けがその償還額を15億フランほど超過していた⁽³³⁾。しかし、政権の交替は事態の推移を変えたのであった。「新政権の公約は、予算の不均衡と間違いなくドイツに有利な譲歩とを同時に意味した。……デフレーションは支出、負債およびインフレーションの安易な政策のために放棄された。」⁽³⁴⁾

政策の転換は事態を憂慮すべき方向に進めた。6月末にはフランス銀行の国家貸付金はその最高限度額を超過するのではないかという懸念が表明されたし、また7月以降、あらたな公債の応募によって償還額を満すことはきわめて困難な状態になった。かくて、国庫収支は悪化の傾向をたどった。銀行券流通高は国庫および流通界から生ずる二重の需要によって増加し、7月以降ふたたび400億フランを越えた。フランス銀行は、この流通高の増大を阻止するために、9月11日に貸付利率を7%から8%へ引き上げたが、その効果はあまりなかった。⁽³⁵⁾

大蔵大臣クレメンテルは、ロンドン会議を終えてパリに帰るとただちに、為替相場および国庫の状態を改善するために、1925年予算の均衡達成に努力した。かれは「回収可能支出予算」を廃止し、単一予算を作成した。その予算額は、収入が328億5,600万フラン、支出が328億1,500万となり、計数上では収支が均衡するものであった。しかし、予算の作成において、収入の見積りは過大に評価され、支出の見積りは過少に評価されていたので、1925年における予算施行上ではかなりの借入れ額が必要になっていくので

(33) G. Lachapelle, Trésorerie et le Budget, R.E.P., 1925, p. 211.

(34) R. Sédillot, op. cit., p. 260.

(35) G. S., op. cit., p. 271 et p. 275.

ある。さて、1924年10月、政府は必要な国庫資金を調達するために、種々の銀行から9億5,200万に達する新規借入れを行ない、10月9日の銀行券流通高は408億4,800万フランになった。物価は上昇傾向をたどり、為替相場は下落し、1ドル=19フランに達した。このような状況のなかで、政府は年末には国庫収支の不足額を補填しなければならず、またフランス銀行に対しては国家貸付金の返済を行なわなければならなかつた。⁽³⁶⁾

前者のためには、10年満期の高利率な公債を発行した。総額49億1,200万フランの引受けが行なわれた後、「大蔵大臣はもっとも輝かしい成功を収めたと躊躇なく声明した。」⁽³⁷⁾しかし、実際は国防債券と通常の国庫証券とが同額だけ減少したにすぎなかつた。したがって、国庫の状態はまったく改善されず、公債の利子負担を増加させたにすぎなかつた。後者については、為替の安定やその他の観点から考えて、フランス銀行は、国庫が国家貸付金の返済を行ない、その最高限度額を引き下げることが妥当であると判断した。⁽³⁸⁾かくて政府はフランス銀行に12億フランの返済を行ない、1925年における国家貸付金の最高限度額を220億フランとする協定を結んだ。政府はその返済金のために特別積立償還勘定の使用可能残高をまず充当し、不足分をモルガン商会を通じて借り入れた資金の純収入から支払った。⁽³⁹⁾したがって、その支払は勘定のうえでのたんなる振替にすぎなかつた。

1924年12月11日、フランス銀行は割引率を6%から7%に引き上げたが、それは銀行券流通高の増大に対しては効果的な影響を与えなかつた。1925年の初めには、銀行券流通高はついにその最高限度額410億フランを突破したのである。このような事情のもとで、フランス銀行は政府に対し最高発行限度額の引上げを要求し、その法案の提出を求めざるをえなかつた。しかし、エリオはこの法案の提出を4月まで1週間ずつ引き延ばし、やっと4月16日の法律によって、最高発行限度額を450億フランに、国家貸付金

(36) G. Lachapelle, op. cit., pp. 214~5.

(37) G. Lachapelle, op. cit., pp. 215~6.

(38) G. Lachapelle, op. cit., p. 216.

(39) G. S., op. cit., p. 273.

限度額を260億フランに引き上げた。その結果、当時の正確な状態が公表されることになったが、同日の数字によれば、銀行券流通高は429億5,900万フランであり、また国家貸付金は223億5,000万フランであった。⁽⁴⁰⁾

その後においても、国家貸付金および銀行券流通高は増加傾向をたどった。そして1925年6月には、卸売物価指数は533に上昇し、為替相場は下落して1ドル=20フランを越える状況であった。国庫にとって重大な問題は、7月1日、9月25日および12月8日に償還期日となるクレディ・ナショナル債と6%国庫証券に対応することであった。この国庫の危機をのりきるために、カイヨーはフランス銀行の国家貸付金に依存せざるをえないと判断し、その最高限度額の引上げを議会に要請すると同時に、増税案と為替保証付き4%永久公債の発行を提起した。しかし、増税案だけは議会の証認をうることができなかつた。⁽⁴¹⁾6月27日には国家貸付金の最高限度額が320億フランに引き上げられ、それと同時に銀行券発行の最高限度額は510億フランに高められた。⁽⁴²⁾また為替保証付き4%永久公債の発行は、7月20日に開始され、9月5日に完了する予定であった。しかし、その期間はまず9月30日まで延期され、さらに10月20日まで再延期された。⁽⁴³⁾

永久公債の発行にかんするこの間の成果について、ラシャペルの述べるところによれば、「浮動債の早急な長期借替えを企図することは、無理であったし、またあらゆる宣伝努力にもかかわらず、部分的かつ継続的な長期借替えを実現しえなすぎなかつた。われわれの考えによれば、そして諸条件を考慮するならば、4%永久公債による借入れの実現は名誉ある成功であった。その応募は59億3,400万フランに達し、そのうち49億9,400万フランは国防債で支払われ、その残額は6%国庫証券の転換から生じた」⁽⁴⁴⁾のである。

(40) G. Lachapelle, op. cit., p. 219.

(41) G. Lachapelle et C. Rist, La Trésorerie et le Budget, R. E. P., 1926, p. 236 et p. 239.

(42) R. Sédillot, op. cit., p. 261.

(43) G. Lachapelle et C. Rist, op. cit., p. 240.

(44) G. Lachapelle et C. Rist, op. cit., p. 241.

6月から9月までは、為替相場および物価は比較的安定していた。また国庫の状態もそれほど悪化しなかった。通常の国庫証券にかんしては、その応募額が償還額を上回っていたし、国防債券についても9月には同様であった。けれども10月に入ると、為替相場の下落と物価上昇が起り、国庫収支もまた困難な状況になった。カイヨーは10月16日に開かれた急進党会議に再建案を準備したが、それはエリオによって反対され、また10月26日に閣議にかけた再建案も否決された。カイヨーが辞職した後、大蔵大臣パンルヴェがボンネと協力して新しい再建案を準備したが、それも11月7日の下院財政委員会で否決された。その後さらに、別の再建案が提出されて下院で討論されたけれども、見解の相異が妥協的な財政制度を探究しているうちに、為替相場の下落と物価上昇は激しくなった。卸売物価指数は10月の534から11月の619に上昇し、ポンドの月平均相場は10月の109.20フランから11月の122.64フランになった。国庫収支の不足額は10億フラン以上にも達し、11月20日以降、フランス銀行の国家貸付金はその最高限度額320億フランを超過したが、議会はこの最高限度額を15億フラン拡大する提案に賛成しなかった。翌々日、パンルヴェ内閣は瓦解した。ついで第8次ブリアン内閣が成立し、大蔵大臣にはルシュール⁽⁴⁵⁾がなった。

11月23日には、国家貸付金の最高限度額が15億フラン引き上げられ、335億フランになった。しかし、その後も事態は好転せず、悪化の一途をたどった。12月3日には国家貸付金がこの最高限度額にほぼ等しい額に達した。12月4日、ルシュールは議会から特別な追加という名目で大幅な増税を獲得し、12月5日には、国家貸付金の最高限度額を60億フラン引き上げ、同時に銀行券発行の最高限度額を75億フラン引き上げる法案が議会で可決された。さらに数日後、かれはつぎの対策をうちだしてきた。それは脱税と資本逃避を抑え、直接税の増徴によってあらたな財源を確保し、償還金庫を創設することを目的としていた。けれども、下院の財政委員会はこの提案の一部を否決し、ルシュールは12月15日に辞任し、ドウメと交替するこ

(45) G. Lachapelle et C. Rist, op. cit., pp. 242~4.

⁽⁴⁶⁾
とになった。

1925年の過程を全般的に見るならば、すべての人々の意見は、国庫の要求を満たすためには、もはやインフレーションに頼るべきでないことで一致していたが、実際にインフレーションを克服する具体的方法においては、政府内部でも、議会においても、意見の一致をみるのが困難であり、しばしば議論し合い対立しあっていた。大蔵大臣はクレメンテル、ド・モンジ、カイヨー、パウルヴェ、ボンネ、ルシュールおよびドウメと7人もつぎつぎに変わったのであった。しかし、予算の均衡を達成する諸計画案は実現されなかつた。⁽⁴⁷⁾

ドウメは、国家貸付金の返済20億フランおよび償還金庫への年賦金支払88億フランを追加要求した。その収入源は12月4日の租税を1926年予算に充当すること、ならびに1.20%の支払税の設定に求められた。しかし下院ではその案が全体として可決される状況になく、ドウメによって要求された収入は二つに分けられ、まず35億フランのみが要求されたが、下院はあらゆる租税形成を拒絶し、その収入を18億フランに削減した。そこでかれは上院にその不足分を要求したけれども、上院は0.50%に引き下げられた支払税を1926年3月5日夜に否決し、その結果、第8次ブリアン内閣は総辞職に追い込まれた。⁽⁴⁸⁾

第9次ブリアン内閣の大蔵大臣にはペレが任命された。かれは緊急な仕事として1926年予算を成立させなければならなかった。かれの案は、収入の不足額を約44億フランと見積り、売上税の2%への引上げと人頭税の創設によって、それに対応することであった。なお後者は、公民税の名称のもとに、下院財政委員会によって所得税の一種の追加払に変えられた。けれども、フラン相場がますます下落していくなかで、議会はこの案に反対できなかった。財政法は4月4日に可決され、1926年の予算は成立した。それは

(46) G. Lachapelle et C. Rist, op. cit., p. 244.

(47) G. Lachapelle et C. Rist, op. cit., p. 236.

(48) P. Frayssinet, op. cit., pp. 74~5.

収入 374 億 9,800 万フラン, 支出 373 億 3,800 万フランであって, 1 億 6,000 万フランの黒字になっていた。⁽⁴⁹⁾

さて, 物価上昇と為替相場の下落が進行するなかで, ペレはつぎに国庫の資金需要に対処しなければならなかった。5 月 20 日には国庫証券 31 億 6,000 万フランの償還が必要であり, そのために, かれはフランス銀行の国家貸付金, 国防債券による借替えおよびフランス銀行と国庫への預金で対応した。しかし, その預金は大部分が翌週に引きだされた。さらに 6 月には, 6% の利札が支払われることになるので, 国庫支出を満たすためには 23 億フランが必要であった。⁽⁵⁰⁾ かくて, 国庫の逼迫, 銀行券流通高の増大はフラン相場(51)の下落をますます促進する結果となった。

国庫の危機をのりきるために, またフランの減価を阻止するために, 1926 年 5 月, 政府はモルガン商会からの借款 8,900 万ドルのうち 5,600 万ドルを用いて為替市場に介入した。しかし, 当時の経済的環境はこのような操作にとって不利であった。フランに対する大衆の不信はあまりにも根深いものがあったので, 為替市場におけるたんなる技術的操作だけではその不信の念を消滅させることはできなかった。ポンドは 5 月 19 日には 171 フランであり, この操作の効果は 5 月最後の週に一時的に現われたにすぎなかった。ペレは 5 月 31 日に専門家委員会を設置し, 財政再建を実現するために適切な方策について勧告を求めた。6 月 2 日にはポンドが 148.20 フランになったが, 委員会の検討が進行するなかで, 為替相場はふたたび下落しはじめた。6 月 15 日, ペレは落胆して辞意を表明した。為替相場への介入は失敗に帰し, 公的なドル売り操作を中止した 6 月 18 日には, ポンドは 175 フランにまで達し, 5,600 万ドルの為替資金は使いはたされてしまったのである。⁽⁵²⁾

6 月 23 日, 第 10 次ブリアン内閣のもとで, カイヨーが大蔵大臣に任命され, 7 月 3 日には専門家委員会の報告書が提出された。しかし, 為替相場お

(49) P. Frayssinet, op. cit., p. 75.

(50) P. Frayssinet, op. cit., p. 77.

(51) Y., Le Marché monétaire et les Changes, R.E.P., 1927, p. 373.

(52) G. Lachapelle, La Trésorerie et Budget, R.E.P., 1927, pp. 292~3.

よび国庫の状態は危機的様相を呈しており、悪化の一途をたどっていった。⁽⁵³⁾
7月15日には、為替相場は1ポンド=197.10フラン、1ドル=40.58フランにまで下落し、財政再建と貨幣安定のためにブリアン=カイヨー内閣が要求した全権委任の提案は、議会の否決するところとなった。かくてブリアン=カイヨー内閣は退き、7月20日には第2次エリオ内閣が成立した。しかし、国防債券の償還要求、ならびに貯蓄金庫の貯金引出しは急激に増加し、パニックは取引所に広まった。当日の為替相場は1ポンド=240.25フラン、1ドル=49.22フランとなり、フランス銀行の国家貸付金における借入れ可能額は2億3,900万フランしかなくなっていた。それは翌朝には6,000万フランを残すだけとなった。政府はもはやインフレーション政策を議会に訴えようとはしなかった。フランス銀行総裁モローは事態の重大性を考慮し、国庫の危機をいくらかでも救うために、モルガン商会からの借款残高3,300万フランをフランス銀行に譲るよう要求した。民衆の不満と怒りのなかで、フランスの将来に対する心配のなかで、エリオ内閣は数日にして崩壊したのである。⁽⁵⁴⁾

む す び

これまでの考察によって明らかなように、第一次大戦後のフランスにおいては、インフレーションの根本原因は、多額なドイツ賠償金の取立てを自明の前提とし、大幅な赤字財政によって戦争補償と経済再建の政策が行なわれたことにある。その結果、公債発行額とフランス銀行の国家貸付金の累積が生じたのであった。ドイツ賠償金の取立てが期待に反し、また増税が実施できない状況においては、国庫収支の逼迫がさらにインフレーション政策に拍車をかけることは当然であった。

このようなインフレーションの過程において、過剰な通貨供給には三つの方式がとられていた。第一の方式はフランス銀行の国家貸付金の拡大を通ずるルートであり、第二の方式はフランス銀行による短期公債の直接引き受け

(53) G. Lachapelle, op. cit., p. 294.

(54) R. Sédillot, op. cit., pp. 266~8.

であった。そして第三の方式は、政府が預金銀行から借り入れ、預金銀行がその国庫証券をフランス銀行で割引くというルートである。この場合には、フランス銀行における割引手形勘定の増大を通じて行なわれるので、形式的には、流通界の需要にもとづく必要な通貨供給であるかのようにみえる。

通貨政策に関しては、金利政策、デフレーション政策および為替政策が採用されている。まず金利政策としては、割引率と貸付利率が数回引き上げられたが、ダレスの指摘する⁽⁵⁵⁾ように、インフレーション対策としてはあまり効果がなかった。つぎにデフレーション政策については、フランス銀行の国家貸付金に対する返済は行なわれたけれども、国庫の状況によって返済額は変動し、その返済も勘定の振替と公債発行による国庫資金が充てられたにすぎなかった。黒字財政によって流通過程から通貨を引き上げるというデフレーション政策ではなかった。最後に、為替市場への介入政策については、1924年には成功し、1926年には失敗した。同一の技術的操作であっても、それが成功するためには、政策が実施される経済的諸条件がいかに大切であるかを物語っているといえよう。

(55) E. L. Dules, op. cit., pp. 221~2. 邦訳, 228 ページ.