

Title	恐慌後の倫敦金融市場に於ける種々の変態
Sub Title	
Author	堀江, 帰一
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1915
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.9, No.8 (1915. 8) ,p.854(22)- 881(49)
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19150801-0022

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

恐慌後の倫敦金融市場に於ける種々の變態

堀江 歸一

昨年七月下旬歐洲外交の關係窮迫し、次いで關係諸國の間に於ける平和的狀態の斷絶するや、之と相前後して倫敦金融市場は恐慌の襲う所と爲り、名狀す可からざる混亂に接したり。倫敦市場が恐慌に襲はれたる實例を求めんか、殆ど枚舉に遑あらず、然も政府は恐慌に對して多く超然たる態度に出で、敢て政府の權力を以て之を鎮壓し、又恐慌の慘害を蒙らんとする者を救済することを敢てせず、之を自然の狀勢の赴く所に任せ、寧ろ恐慌の際に當業者の間に行はるゝ自然淘汰を以て、經濟社會に有利なるものとしたるが如し。若しも恐慌に臨んで、政府が其救済に或る干渉を試みたるものありとすれば、行政部の責任を以て、英蘭銀行條例を中止した

るの一事あるのみ。然も此場合に於ても、英蘭銀行が條例の效力の中止せられたることに依て、保證準備の法定制限以上に紙幣を發行し、以て市場救済の任務に當るものにして、政府は之に就て何等金錢上の負擔を負はず、國庫收支の關係より云はんか、政府は英蘭銀行が保證準備法定制限額以上に發行したる紙幣の運用に依て得たる利益を徵收するの結果、英蘭銀行をして恐慌を救済するの任務を行はしめながら、他の一面に於て多少の收入を收むるを得たり。而して斯る英蘭銀行の市場救済策も千八百六十六年の恐慌に於て行はれたるを最後とし、爾後の恐慌に於ては、政府と市場とは全然疎隔し、前者は後者に對して何等の方策を講せず、後者亦前者に對して、全然獨立し、斯く政府と金融市場殊に恐慌時に於ける金融市場との間に、何等の脈絡を存せず、自他互に獨立するは、自ら英國金融組織の根本を律する一箇の原則を以て、目せらるゝに至れり。

然も一國經濟上の政策は且に夕を測る可からず。昨年八月歐洲開戦と相前後して、倫敦市場の恐慌狀態に陥るや、英國政府の之に處する方針は從來と其趣を異にし、政府自ら當面の救済を企劃したるは、勿論、國庫に於て救済の費用を負擔したる

もの少なからず。試に政府が市場救済の目的を以て、施設したる所を列擧するに其重なるもの左の如し。

- 一、銀行休日の延長。(千九百十四年八月三日の布告に據る。)
- 二、小額面政府紙幣の發行。(千九百十四年八月六日通貨銀行紙幣法並に同年八月二十八日通貨銀行紙幣法修正法に據る。)
- 三、爲替手形支拂並に一般債務支拂に關する猶豫法。(千九百十四年八月二日の勅令、同三日律令に依る同勅令の追認、千九百十四年八月三日の支拂猶豫法、八月六日の第一回一般勅令、八月十二日の第二回一般勅令、八月二日六日、並に十二日の諸勅令を變更する九月一日の勅令、九月三日の第三回一般勅令、九月三十日の最終勅令等に據る。)
- 四、裁判所非常權限法。(千九百十四年八月三十一日裁判所非常權限法、九月十七日の裁判所非常權限令、九月八日の裁判所非常權限規則、其他大法官の發したる諸命令に據る。)
- 五、英蘭銀行正貨準備在外預託制度。(千九百十四年八月十二日公表。)

六、千九百十四年八月四日以前引受の手形に對する資金融通法。(千九百十四年

八月十二日英蘭銀行宛大藏大臣の通牒、千九百十四年八月二十七日英蘭銀行宛大藏省の通牒、同日大藏省宛英蘭銀行の答申書等に據る。)

七、手形引受業者に對する援助。(千九百十四年九月五日新聞紙を通じて、公表せられたる英蘭銀行の營業方針説明に據る。)

八、外國貿易業者に對する援助。(千九百十四年十一月三日新聞紙を通じて、公表せられたる大藏省の方針説明、千九百十四年十一月六日大藏省の公表したる注意書、千九百十四年十一月十六日新聞紙を通じて、外國貿易債務委員會の公表したる方針に據る。)

以上の諸方策に就て、之を見るに、第一、第三、第四、第五項の如きは、政府に何等金錢上の負擔を加ふるものに非ず、第二項の如きは、政府が英蘭銀行を通じて、紙幣を發行し、英蘭銀行の公定利率と同一歩合の利子を徴して、銀行其他の機關に貸付くるに於ては、政府に收入を與ふるの原因と爲る可し。又第七項に掲げたる手形引受業者に對する金融上の援助は、英蘭銀行一箇の責任を以て行はるゝものにして、政府

に何等の負擔を加ふるに至らずと雖も、第六項並に第八項の方策に至つては、自ら之と異なり、第六項の取引に依て、英蘭銀行の蒙れる損失に對しては、政府に於て賠償の責を負うと共に、第八項の規定に據り、外國に債權を有し、之を回收する能はざる貿易業者が新に手形を振出し、取引銀行が此手形を割引して損失を蒙れるときには、政府は其損失額の七割五分を賠償するの責任を負うものなり。斯る責任の負擔に依て、結局政府が幾何の支出を爲すに至るやは、戰爭終了後一箇年を経過するに非ざれば之を知る能はずと雖も、從來恐慌に對して超然たる態度を持したる英國政府が其救済に就て、財政上の負擔を辭せざるの新例を開きたるは、破天荒の事實にして、又以て當時の恐慌が對外的關係に起因し、金融當業者の獨力若しくは當業者間の協力のみを以てして、其難に應ずる能はざるものなりしことを證明するの資料とするを得べし。

上記諸種の救済策の行はるゝや、倫敦金融市場は戰爭の爲めに、一時殺到したる

恐慌の状態を脱出すると共に、資金を要する者は或る程度まで、其供給を受け、債務支拂の地位に居りて、支拂能力に缺くる者は一時支拂の猶豫を受けたる一方に、一時内外兩方面より正貨を取付けられたる英蘭銀行は漸く其取付を免かれ、却て正貨を外國より吸収して正貨準備を増加し、輸送費輸送に伴う危険等の爲めに、金貨を内國に齎すを得ざる場合には、之を加奈陀領、オッタワ、若しくは南亞非利加、ヨハネスブルグに預託して、以て正貨準備に計算するを得、市中銀行は政府紙幣を支拂準備金に充て、又正貨準備の増加に依て増發せらるゝ英蘭銀行紙幣を容易に支拂準備金に吸収するを得て、其營業の基礎に蒙らんとしたる打撃を免かるゝに至れり。英蘭銀行が昨年七月三十日より八月一日に至る間三回の改正に依て、三分より一割の高きに上らしめたる銀行の公定利率を八月六日に、六分に同八日に五分に引下げ、今日に至るまで此利率を持続しつゝある一方に、市中銀行の利率亦著しく低落し、單に金利歩合の一點より云ふときは、彼の如き大戰爭の繼續して行はれつゝ一面に於て、金融緩漫の事相を現出しつゝあるが如き、又英蘭銀行の正貨準備は昨年恐慌當時同銀行の急劇なる金利歩合引上に依て、正貨の流出を防遏し却て外

國より正貨を吸収したる爲めに、一時從來の記録を破るの金額に達するを得たるが如き、共に世人が倫敦金融市場に於ける異様の事實として、注目したる所なり。試みに開戦前後より今日に至る英蘭銀行正貨準備の増減を表示するに左の如し。

一九一四年七月二十九日に終る一週	三六、六七一、四〇五 磅	十二月九日に終る一週	七〇、九三三、九九〇 磅
八月七日同上	二六、〇四一、〇七〇	一九一五年一月六日同上	六八、二六六、〇三〇
四十二日同上	三二、二四二、二一五	同 二月三日同上	六六、五一五、八一五
九月九日同上	四六、七七九、二〇五	三月三日同上	五八、五一五、九九五
十月七日同上	五六、一八〇、二八〇	四月七日同上	五二、三一四、四五〇
十一月四日同上	六八、九四〇、五七〇	五月七日同上	五四、九三六、九五五
同 十八日同上	七二、〇一八、三〇〇	六月二日同上	五七、四四八、六二〇

英蘭銀行の保證準備に依て發行する紙幣は一千八百四十五萬磅を以て、其限度とし、通貨銀行紙幣法は其第三條に於て、英蘭銀行をして保證準備法定制限額以上に、同準備の紙幣を發行せしむるを得ることを規定したれども、今日に至るまで、此種の發行は未だ實行せられず、隨て昨年十一月中旬に至る間の如く、正貨準備にして増加するときは、英蘭銀行の發行する紙幣の高は正貨と同額だけ増加し、市中銀行

は多額の支拂準備金を得て金融上に資するものある可しと雖も、此反對に正貨準備に減却を來さんか、金融市場に緊縮の狀勢を來さざれば已まず。試みに昨年八月以來倫敦市場に於ける各種金利歩合の異動を見るに左の如し。

日期	英蘭銀行 公定利率		期限三箇月商業手 形市中割引歩合		銀行通知 預金利率
	一分	二分	一分	二分	
一九一四年七月二十二日	三分	四分	一分	二分	一分
七月三十一日	四分	四分	一分	二分	一分
八月一日	四分	四分	一分	二分	一分
八月六日	四分	四分	一分	二分	一分
八月十二日	四分	四分	一分	二分	一分
八月十二日	四分	四分	一分	二分	一分
八月十二日	四分	四分	一分	二分	一分
九月四日	四分	四分	一分	二分	一分
十月一日	四分	四分	一分	二分	一分
十月一日	四分	四分	一分	二分	一分
十一月五日	四分	四分	一分	二分	一分
十二月一日	四分	四分	一分	二分	一分
一九一五年一月六日	五分	五分	一分	二分	一分
二月三日	五分	五分	一分	二分	一分
三月三日	五分	五分	一分	二分	一分

四月 七日	五	三%	二
五月 七日	五	四	二
六月 二日	五	二%	二

倫敦金融市場に於ける年來の慣行に徴するに、第一英蘭銀行の公定利率は必ず或る程度まで市中割引歩合よりも高く、第二市中割引歩合は英蘭銀行公定利率より低しと雖も、兩者の差は五厘以内に居り、第三銀行通知預金の利子は英蘭銀行公定利率に對して、一分五厘引なるを常とす。前記數字中昨年七月二十二日に於ける各種金利歩合は即ち此關係に支配せられたるものなるが、七月三十日に於ては斯る關係に異動を來し、恐慌に基く金融梗塞の結果、市中割引歩合は英蘭銀行公定利率より高く、資金を需要する者を驅つて、金利の關係上、英蘭銀行に就て、融通を求めしむるの形勢を馴致し、八月中は勿論九月に入りても、依然として斯る形勢の持續せらるゝを見たり。然も十月以後に於ては、金融の狀況一變し、一時一割の高率に引上げられたる英蘭銀行の公定利率は曩に六分を経て、五分に引下げられたる一方に市中割引歩合は大に低落し、其公定利率に對する懸隔は次第に大を加へ、現に本年

三月初旬に於ては、五分の公定利率に對して、一分五厘の低きに至り、市中銀行亦特に營業資金を要せざる爲めに、公定利率より一分半引の預金利子を預金者に與ふるの慣例を打破し、前者の五分に對して、後者を二分の低きに置き、倫敦市場に於ける年來の慣行一として遵守せらるゝものなきの狀態を現出したり。即ち昨年下半年中に於て、各種金利歩合の關係準繩を失したるの結果として、全年の平均歩合を取つて、前數年間に於ける平均歩合と比較するも、變調の歴然たるもの左の如し。

平均公定利率	平均市場利率 (三箇月手形)	平均短期 貸出利率	平均株式 受渡利率	平均預金利率
一九〇八年 三 磅 〇 志 三 片 二 磅 五 志 九 片 二 磅 〇 志 一 片 二 磅 一 九 志 七 片 一 磅 九 志 三 片	一九〇九年 三 二 〇 二 五 七 二 三 一 三 三 八 一 一 二 〇	一九一〇 三 一 四 五 三 三 七 二 一 四 一 〇 四 一 四 二 四 四	一九一一 三 九 四 二 一 八 五 二 六 八 三 一 二 一 一 一 九 四	一九一二 三 一 五 五 三 一 二 七 二 一 九 一 一 四 四 二 二 五 五
一九一三 四 一 五 五 四 七 五 三 一 五 一 〇 四 一 四 六 三 五 三	一九一四 四 〇 九 二 一 七 七 二 四 五 四 一 四 二 二 四			

	銀行利率と市場利率との差	預金利率と市場利率との差	預金利率と短期貸出利率との差	預金利率と株式受渡利率との差
一九〇八年	〇 磅一四志 六片	〇 磅一六志 六片	〇 磅一志 八片	一 磅一〇志 四片
一九〇九年	〇 一六 五	〇 一三 七	〇 一 一	一 一 一
一九一〇年	〇 一〇 一〇	〇 一九 三	〇 一〇 六	一 一 七
一九一一年	〇 一〇 一〇	〇 一九 一	〇 七 四	一 一 二
一九一二年	〇 二 一〇	一 七 二	〇 四 六	一 一 八
一九一三年	〇 八 〇	一 二 二	〇 一〇 七	一 九 三
一九一四年	一 三 二	〇 一五 三	〇 一 一	一 一 九

前表に於て、英蘭銀行の公定利率獨り高くして、市場利率甚だ低く、全年を通じて一磅三志二片の差を現出したるが如き、金融市場に於ける變態の顯著なるものなり。倫敦金融市場に斯る變態を生じたる原因は種々ある可しと雖も、就中其重要なるは、第一政府並に英蘭銀行の相協力して、行ひたる金融救済の政策漸く其効果を發揮し來り、第二英蘭銀行の正貨準備亦増加し、之に對する紙幣増發せられ、政府紙幣の發行と相俟つて、市中銀行の支拂準備金を豊富ならしめ、第三國內に何等新事業の計畫せらるゝものなく、資金に對する新需要の杜絶したるの諸點に外ならざ

る可し。今第一の事實を立證する爲め、英蘭銀行週報中の項目を摘記するに左の如し。

	政府預金	民間預金	民間證書	支拂準備金	準備金比率
一九一四年七月廿二日	一三、七三五、三九三 磅	四二、一八五、二九七 磅	三三、六三二、七六二 磅	二九、二九七、〇五一 磅	五割二分
七月廿九日	一二、七一三、二一七	五四、四一八、九〇八	四七、三〇七、五三〇	二六、八七五、一九四	四
八月 七日	一一、四九九、四五二	五六、七四九、六一〇	六五、三五一、六五六	九、九六六、六四九	一四%
八月十二日	七、八八九、四九一	八三、三二六、一一三	七〇、七八六、五九六	一五、五三〇、三八九	一七
九月 二日	二八、六七六、八二八	三三、八一八、八二六	一一、八二〇、六九二	三〇、九三四、九五二	一九
十月 七日	一七、八五二、三三三	四六、六四六、七六八	二二、八九四、一四八	四〇、三七八、二二二	二四%
十一月四日	一六、四五〇、九〇四	四〇、二九三、一二三	三〇、九〇四、九二五	五二、三九四、一一四	三三%
十二月二日	一二、五七七、〇九七	三六、九七〇、九〇六	二二、一一一、四四七	五三、九三二、九四七	二九%
一九一五年一月 六日	二三、八〇八、六四三	三三、三四八、五二九	二八、九二一、八七〇	五一、四二一、九一八	三二%
二月 三日	三八、六一一、四一八	三三、九三六、七四一	二八、〇八八、七七八	五一、二七一、六五七	三一%
三月 三日	五一、八七二、四八二	二八、八四一、八五一	二八、一七三、八六三	四三、九〇九、一六七	二五%
四月 七日	二五、二七〇、一八四	九七、六四九、三〇一	三三、七六三、八七二	三七、二六〇、〇九八	一八%
五月 五日	三四、一六五、一四九	八五、一二八、九九九	一四六、一五二、六七九	三九、八〇八、八七二	一八%
六月 二日	三一、七五二、五七八	八四、〇二五、〇七六	三三、八八三、一〇八	四三、五六二、七二六	二〇%

前表と疊に掲げたる英蘭銀行正貨準備増減に關する表とを對照するに英蘭銀行發行部の正貨準備が大に増加して七千二百萬磅臺に達したる十一月より六千萬磅臺を維持したる本年二月中に至る間は英蘭銀行營業部の狀況亦頗る良好にして、一時九百九十六萬磅に減じたる支拂準備金は五千萬磅に増加し、民間に對する貸出高増加し、民間預金亦膨脹したるに拘はらず、公私預金に對する支拂準備金の割合をして、三割臺に復舊せしむるを得たり。是れ此期間に於て、民間市場の割引歩合を意外の程度に低落せしめ、戰時金融上の變動最も大なるに拘はらず、尙ほ外見上金融緩慢の事相を呈するに至らしめたる所以なる可しと雖も、最近兩三箇月以來英蘭銀行の正貨準備減少して、六千萬磅と爲り、更に五千萬磅に下るや、營業部の支拂準備金亦減少して、四千萬磅と爲り、公私預金に對する比率二割以下と爲れり。然らば英蘭銀行が今後世間の要求に應じて、資金を融通の實力に豊富なるを得ざるは、勿論にして、市中諸銀行亦其影響を蒙り、其手許現金の預金に對する割合の減少したること左記の如きものあるに至れり。

	一九一四年八月		同年九月		一九一五年四月	
	預金	支拂準備金	預金	支拂準備金	預金	支拂準備金
	兩者の比率	兩者の比率	兩者の比率	兩者の比率	兩者の比率	兩者の比率
キャピタル、カウンチ	43,304,878	14,588,826	43,304,878	14,121,628	45,024,231	14,844,031
イス銀行	2,300,000	2,000,000	2,300,000	2,000,000	2,300,000	2,000,000
ロイズ銀行	11,000,000	2,600,000	11,000,000	2,600,000	11,000,000	2,600,000
倫敦サウス、ウエスタ	3,000,000	7,000,000	3,000,000	7,000,000	3,000,000	7,000,000
倫敦市ミッドランド銀行	11,300,000	5,500,000	11,300,000	5,500,000	11,300,000	5,500,000
倫敦カウチ、ウエストモンスター銀行	4,000,000	3,100,000	4,000,000	3,100,000	4,000,000	3,100,000
倫敦ジョイント、スト	5,000,000	1,500,000	5,000,000	1,500,000	5,000,000	1,500,000
ナショナル、プロダクション	7,100,000	1,900,000	7,100,000	1,900,000	7,100,000	1,900,000
パース銀行	4,000,000	2,600,000	4,000,000	2,600,000	4,000,000	2,600,000
ユニオン倫敦スミス銀行	5,000,000	1,800,000	5,000,000	1,800,000	5,000,000	1,800,000
ウヰルヤム、ナーコン	1,500,000	4,000,000	1,500,000	4,000,000	1,500,000	4,000,000

上記諸銀行の營業狀態の良否を示す可き一の標準たる預金と支拂準備金との

關係に就て、觀察するに、昨年九月は前月に比較して、稍や良好の狀を示し、一の「キャピタル、カウンテース」銀行を除き、他の銀行は盡く準備金比率の増加を告げたるが、更に本年四月の數字を取つて、昨年九月と比較せんか、一の「パース」銀行を除き、他の銀行は總て準備金率の減少に接せざるものなし。英蘭銀行正貨準備減少の結果、紙幣發行高の縮少したる一事は即ち諸銀行の支拂準備金維持を困難ならしめ、斯る事態を惹起すに至れるものにして、斯の如くして市中銀行が永く低歩の割引歩合を維持するの道理ある可からず。一時一分臺に低落したる市中割引歩合が三分に上進し、次いで四分に達したるの偶然ならざるを知るに足る可し。

三

斯の如く一時金融救済の諸方策に依て、人爲的緩慢の狀勢を示したる倫敦金融市場が漸く自然に歸嚮す可き所に就きて、緊縮の趣を示すや、自ら其影響を國家の財政に波及し、今や英國は格外の高利を付するに非ざれば、募債の計畫を進行せしむる能はざるに至れり。開戦以來英國が國家の信用を利用し募債の方法に依て戰

時の收入を國庫に收めたるもの少なからず。其一は昨年八月以來屢次市場に發行したる大藏省證券にして、他の一は前後二回の軍事公債是れなり。今英國が昨年八月十九日第一回の大藏省證券を發行して以來今日に至るまで毎回の發行高並に條件を見るに左の如し。

發行期日	發行額	期限	平均利廻
一九一四年 八月十九日	一五、〇〇〇、〇〇〇 磅	六 箇月	三 一三 一四二
八月廿六日	一五、〇〇〇、〇〇〇	六	三一五 六〇九
九月十六日	七、五〇〇、〇〇〇	六	二一八 六五五
同 同	七、五〇〇、〇〇〇	一二	三 八三 五八
十月 七日	一五、〇〇〇、〇〇〇	六	三 九三 二四
十月廿一日	二五、〇〇〇、〇〇〇	六	三一四 〇八三
十一月四日	一五、〇〇〇、〇〇〇	六	三一三 七
一九一五年 二月廿三日	一〇、〇〇〇、〇〇〇	六	一一二 三
同 同	二〇、〇〇〇、〇〇〇	一二	二一七 一
四月 六日	一五、〇〇〇、〇〇〇	六	三一 二

英國が僅々八箇月間に一億四千萬磅の大藏省證券を發行し、市場が能く之を消化したるは偉なりとせざる可からず。然も其割引歩合を見るに金融市場動搖し、其將來に就て人心の安きを得ざりし際には、三磅十五志六片の高きに上れるに拘はらず、政府の金融救済策效を奏するや、漸次下降し、殊に本年二月の發行に際しては、金融緩慢の後を承けて、割引歩合の極めて低歩に下れるを見たりと雖も、其以後に於ては、狀況一變し、割引歩合は殆ど四分に接近するに至れり。而して此際一の注意を要するは、政府が四月中旬以後大藏省證券發行法を改正したること是れなり。即ち同月十三日の倫敦「ガゼット」に於て政府は、毎朝英蘭銀行をして期限三箇月六箇月並に九箇月の大藏省證券割引歩合を告示せしめ、此歩合を以て大藏省證券を買入れんとする者あるに隨ひ、適宜證券を發行することを布告し、第一日の割引歩合は三箇月期限二分四分の三、六箇月期限三分八分の五、九箇月期限三分四分の三と公定し、爾後日々其歩合を發表しつゝあり。隨て斯る發行法の改正行はれて、以來大藏省證券の發行額は政府の專斷に依て、之を決するに非ず。民間資本家の需要する

所に據らしめんとするものにして、而して民間資本家の放資を促す爲めに、政府は時々刻々變動して、己まざる市場利率と相適應する割引歩合を付するに至ること、を想像するを得べし。或は此發行法は政府をして確實に大藏省證券の應募者を市場に求めしむるの一助たる可し。然も市場利率の上進と共に高歩の割引歩合を以て、無限に大藏省證券の發行せらるゝに於ては、同證券が最も適切に金融緊縮の勢を促進するの具たる可きは論を俟たざるなり。

英國は昨年十一月中旬三分五厘利付の軍事公債三億五千萬磅を價格九十五を以て發行し、戰時財政の急に應じたり。(本誌第九卷第三號英佛獨諸國の戰時財政參照)此公債の拂込は昨年十二月七日以後本年四月二十六日に至るまで數回に分割せられ、一方に昨年十二月七日以前に全額の拂込を了したる者には國庫より三分の拂戻金を交付せらる可く、又公債所有者は英蘭銀行に就き時の公定利率より一分引の利子を以て、公債の發行價格を擔保價格として資金の融通を求むるを得るの特典認められたり。然も此公債は發行以來市場に於て、發行價格に相當する市價を維持する能はず。市價は常に九十四磅十六分の九乃至十六分の一を往來しつゝ

あり、昨今二分五厘利付、コンソル公債の市價が六十八磅半を上下し、利廻三分六厘内外に居るに比較するときは、軍事公債の市價は聊か廉價なるの觀なき能はず。何故に兩種公債の市價若しくは利廻に斯る相違あるやの一事に就ては、他日を以て之を論ず可し。其原因の如何を問はず、軍事公債の市價以上の如く、又金融市場の變調前記の如く爲る以上は、英國が新に公債を發行するに當り、不利の條件を忍ばざる可からざるは、略ぼ世人の想像したる所なりしが如く、而して此想像は事實に的中するに至れり。

英國が六月下旬發行したる第二回軍事公債に關する條件に就ては、其委曲を知る能はず。唯各種の報道を綜合して、推察するに此公債の發行に就て政府が破天荒の新例を開き、以て募債を容易ならしむることを期したるの事實は之を蔽ふ能はず。今新公債の條件中特に注目す可きものを列記すれば左の如し。

- 一、新公債は發行額を豫定せず、一に民間の應募に依らしむ。
- 二、新公債の利率は四分五厘とす。
- 三、應募最低額を百磅とするも、郵便局は額面五並に二十五磅の證券を發行し

且つ郵便局は應募者より毎回五志の拂込を受け、之に對して領收證を與へ、其五磅に達する時を以て證券を下付す。

- 四、第一回軍事公債所有者は現金を以て新公債を應募したると同一金額まで更に第一回軍事公債を以て其發行價格に據り乗換應募するを得。
- 五、新公債應募者は現金を以て、應募したる高の半額を限り、コンソル公債を以て應募するを得べく、其場合に於ては、コンソル公債の七十五磅を以て、新公債の五十磅に引換ふるものとす。

以上の諸條項を通覽するときは一方に英國政府が新公債の應募成績を良好ならしむる爲めに用意する所の淺からざりしを知ると共に、英國戰時財政の運用漸く困難と爲り、戰爭の久しきに亘るに隨ひ、累を將來の財政に及ぼすもの少なからざることを推すに難からず。

第一、英國に於ては十九世紀の初期まで、尙ほ五分以上利付の公債の殘存するものを見たりと雖も、千八百二十二年以來十數年間に亘りて行はれたる借換計畫の下に何れも四分に借換られ、其後に於ては、三分五厘乃至三分を以て、公債利子の

定率とし、千八百八十八年以後に於ては二分七厘五毛を以て、千九百三年以後に於ては二分五厘を以て、其定率とすること世人の知る所の如し。然らば新公債が四分五厘を以て、其利子とするは、即ち英國財政の信用程度をして數十年の以前に逆行せしめたるものとす可く、「コンソル」公債若しくは第一回軍事公債の市價より云ふときは、斯る事實亦已むを得ずとするも、其影響に至つては、之を輕視す可からざるなり。

第二、公債の發行額を無制限とし、一に應募の多寡を應募者の意思に據らしむるは、曩に大藏省證券の發行に適用せられたる所を準用したるものと見る可く、之に依て發行額を一定したる場合に萬一應募額が之を充すに足らずして、爲めに財政上の失態を暴露するの掛念を絶ち、同時に時々金融市場の狀況に應じて、發行價格を高低せしむるの便を得るの用意に外ならざる可し。

第三、英國の公債は登録の形式に據るものを以て、本則とす。今回の軍事公債に於て、百磅を應募最低額としたるは、即ち登録公債の主義を貫徹するの必要に出でたるものと認む可し。然も登録公債の主義の下に應募最低額を比較的高度に置く

ときは、中流以下の資産家又は零碎なる貯蓄金を有する者をして、公債に應募せしむる能はざるを以て、登録公債の外に相當額面の公債證書を發行し以て公債應募區域の擴張を期するの必要は從來世間の一部に於て主張せられたり。所謂「コンソル」公債の民主化 (Democratization of Consols) を要求するもの即ち是れなり。唯社會多數の人士が此説を容れず、政府亦之を採用するに踟躕したるは、薄資者をして國家の債權者たらしむるの不合理なるを、薄資者の公債所有が公債價格の劇變を惹起すの原因たるを二箇の反對論の有力なりしが故なり。然も今回の如き大戦争に臨み、戦時財政を維持するの急要に迫らるゝや、斯る反對論は直に消滅し、政府をして額面二十五磅並に五磅の證券を發行するに至らしむるのみならず、更に下級薄資者の貯蓄金を吸収するの目的を以て郵便局を介して、小額面公債の應募に特別の便宜開かるゝが如し。斯の如くして政府は薄資者の公債に親しむことを許し、公債募集を容易ならしむるを得べしと雖も、多年維持せられたる英國財政の權威は地に墜ちたるの感なき能はず。

第四、前記第四並に第五の條項は第一回軍事公債並に「コンソル」公債を以て新

公債に乗換應募することを認め、乗換應募を爲す者は其條件として、新公債に對して乗換應募と同額の現金應募を爲さざる可からざることとしたるは、即ち新公債の應募を勸奨するの趣意に出でたるものとす可し。第一回軍事公債の市價を九十四磅十六分の九とすれば、利廻は三分七厘餘に過ぎず、此公債を以て四分五厘利付の新公債に乗換ふるときは、假令ひ發行價格に依て新公債を交付せらるゝも、應募者に大なる利益を與ふ可く、コンソール公債所有者に對しては、其七十五磅を以て、新公債の五十磅を交付せらるゝも、同じく乗換應募を有利なりとす可し。是等公債の所有者が此利益を收むるが爲めに、乗換應募を爲さんとし、乗換應募の必要條件として、新公債に對する現金應募の促進せらるゝは、政府の期する所なるが如し。政府にして其目的を達せんか、新公債は續々應募者を得て多額の發行を爲すに至る可しと雖も、一方に乗換應募は從來の低利公債に換ふるに高利の新公債を以てするものにして、是れ亦戰時財政の必要に驅られ、現在の利益の爲めに、負擔を後世に貽すものと云はざる可からず。

四

歐洲戰爭は今尙ほ其道程の半途に居り、假令ひ交戰諸國の政治家の豪語する如く、二年三年の永きに亘らすとするも、其如何なる時を以て終熄す可きやは、何人も之を斷定する能はず、隨て今後如何なる事變の經濟社會に殺到して、世人を驚かすものある可きや固より豫測の限りに非ずと雖も、今日までの經過に徴するに、英國が所謂財政的能力に於て絶大の權能を發揮したるの事實は、之を争う可からず。開戰當時倫敦金融市場を襲ひたる恐慌が、二三旬ならずして鎮靜したるは、其一なり。支拂猶豫法が三箇月を期して廢止せられ、一方に英蘭銀行の兌換制度確實に維持せられ、金貨の支拂に何等の支障を告げざるは、其二なり。事變通貨として發行せられたる政府紙幣に對する兌換準備頗る鞏固にして、戰後に於ける紙幣の回收に困難を感ぜざるは、其三なり。開戰以來巨額の公債發行せられ、其發行募集に相當の成績を收めたるに加ふるに、或る程度の増税すら行はれたるは、其四なり。之を彼の開戰當時直に兌換制度を停止し、不換紙幣の發行に依て、財政の急を支持しつゝある

獨逸に比較するも同じく不換紙幣を流通に付し、今日に至つて尙ほ支拂猶豫法を廢止する能はず、長期公債の如き永く之を發行す可き適當の機會を逸したる佛蘭西に比較するも、英國の財政的能力に優越せる所あるの事實は之を否定す可からざるに似たり。

然れども一國の能力には自ら限度の存するものあり、英國の財政的能力如何に大なりとするも、今日の如き大戦争に従ふこと約一年の永きに及ぶ以上は固より不良の影響を免かる可きに非ず。倫敦金融市場の狀況昨今に至りて、漸く一變し、金利歩合の次第に高くして、一方に財政に於ても金融緊縮の影響を蒙りつゝあるが如き、即ち英國財政的能力の限度に到達するに至れるの資料とせざる可からず。今日に至るまで、英國は財政上に將た又金融上に直接に他國の助力を仰がず、否、財政上に於ては寧ろ他國に對して種々の援助を致したるの事實あるのみならず、兌換制度擁護の爲めに、金貨を吸收するや、普通の割引政策に依頼し、外國に正貨を預託するの便法を設けたる以外に、何等趣の異なる方策を講ずるを必要とせざりき。然も自國財政的能力の究極點に近づきたること今日の如くなるに於ては、之に處

する政策の將來に於て異動するは免かる可からざるの數なるが如し、試に英國が將來に行はんとする政策の如何を推窮するに、其一は米國市場に於て外債を發行すること、他の一は外國に放下したる資金を回收することにして、二者相俟つて、以て英蘭銀行の正貨準備減却を防止すると共に、内國に於ける資金の供給を充實せしむるに至る可し。近來英米兩國間の爲替相場が常に四弗七十仙臺に在りて、英國に逆なるは正貨の流出す可きことを示すものにして、之に當らんとするには、英國の米國に募債を行ふを以て最も必要の處置なりとす可し。英國は曩に資本の放下に就き政府に於て監督を施すの政策を講じ、之に依て内國資本の外國に散逸し、爲めに戰時資金の供給に缺乏を訴ふるを防がんとしたり。此政策が如何なる程度まで、其効果を發揮しつゝあるやは、之を檢するの資料を存せずと雖も、斯る制限の厲行せらるゝ今日に於ても、金融の緊縮、金利の上進は共に實現せられ、四分五厘の高利を以てするに非ざれば、軍事公債を發行する能はざるの狀勢に陥れる以上は、資金の外國輸出の如き、假令ひ法令を以て何等の束縛を加へざるも、事實に於て、之を期する能はざるの道理なり。現に四分五厘利付公債募集の開始せられて以來、一方

に公債應募の盛況なると共に、他の一方に一般有價證券の市價低落せるの報道の傳はれるが如き、明に高利公債の發行が一般の金利歩合を上進せしむるの事實を證明するものにして、斯く一般の金利歩合上進する以上は、其内國資本の輸出を制限し、次いで外國に放下したる資本を回収するに至る可きは之を豫想するに難からず、戰爭と經濟とは其根本の性質に於て相衝突せざるを得ず、既に然る以上は如何なる國と雖も國の全力を擧げて大戰爭に従ふ場合に、其經濟を壓迫し、金融を攪亂し、財政的能力を衰微せしむるは、免かれ難き所にして、英國の財政並に金融狀況今日の如きに至れるも亦敢て異とするに足らず、寧ろ今日に至るまで大なる困難に接せずして、時局の要求に應じ得たるを以て、英國財政的能力の偉大なるを嘆稱す可きのみ。

歐洲戰後交戰諸國が如何なる程度まで、又如何なる速度に於て、戰時に蒙れる負擔を免かれ、傷痕を脱するを得るやは、興味ある問題なり。此問題たる戰爭に伴う諸方面の影響に就て考量す可きものにして、輕卒なる斷定を許さず、單に金融財政の方面のみに就て之を見るも、英國が戰時に發行したる高利の公債を整理し、之を低

理の公債に借換ふるに就ては、自ら長時日を必要とするものある可く、更に戰時内國の資本の對外放資に供せらるゝ高を減縮したるに加ふるに、今後別に對外放資を回收せんか、戰後に於て英國は從來對外債務の決濟に供したる所謂無形の輸出を喪失するの道理にして、若しも英國が其外國より輸入する食料品原料品等輸入超過に屬する金額を支拂ふに内國の資金を以てするに至らんか、多年英國經濟上の繁榮の維持せられたる基礎を傷くるに至らざるを得ず。論者或は對佛戰爭後に於ける英國又は普佛戰後に於ける獨逸の實例を援用し、今回の戰爭に於ても亦戰後交戰諸國の戰爭の傷痕を脱することの速なる可きことを論ずる者あり。然も前者に於ては、産業革新の效果の社會に其利益を及ぼせるものあり、又後者に於ては巨額の償金授受せられて、世界的好景氣を刺戟したるの事實ありて共に、戰爭の影響を抹消したることを記臆せざる可からず。稀有の事例を取つて、濫に他に之を類推せんとするが如き吾輩は昧者の言として、之を斥くるに躊躇せざるものなり。