慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	戦間期のロンドン外債市場 (前川寛教授退任記念号)
Sub Title	The London Foreign Loan Issue Market during the Interwar Period (In Honour of Professor Yutaka Maekawa)
Author	鈴木, 俊夫(Suzuki, Toshio)
Publisher	
Publication year	2001
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.43, No.6 (2001. 2) ,p.129-
JaLC DOI	
Abstract	日本政府は,第一次世界大戦の勃発により膨大な貿易黒字を手にすることができた。当時の日本経済には,1913年以前のように貿易赤字を決済するために正貨を確保する必要性が,もはや存在しなかった。だが1923年に至ると,日本政府は関東大震災からの復興資金の調達のために,ロンドンやニューヨークにおいて外債発行活動を再開せざるをえない状況に追い込まれた。戦間期のロンドン金融市場は第一次世界大戦前の「自由な」市場とは著しく様相を異にしていた。本稿は,国際金融に君臨した第一次世界大戦前の時期と比較することにより,戦間期で
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20010200-00686143

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.

三田商学研究
第43巻第6号
2001年 2月

2000年9月26日掲載承認

戦間期のロンドン外債市場

鈴 木 俊 夫

<要　約>
日本政府は，第一次世界大戦の勃発により膨大な貿易黒字を手にすることができた。当時の日本経済には，1913年以前のように貿易赤字を決済するために正貨を確保する必要性が，もはや存在しなかった。だが1923年に至ると，日本政府は関東大震災からの復興資金の調達のために，ロンドンやニューヨークにおいて外債発行活動を再開せざるをえない状況に追い込まれた。戦間期のロンドン金融市場は第一次世界大戦前の「自由な」市場とは著しく様相を異にしていた。本稿は，国際金融に君臨した第一次世界大戦前の時期と比較することにより，戦間期である1924年および1930年に発行された日本政府外債のバックグラウンドとなるロンドン金融市場—外債発行市場の特質を把握しようと意図するものである。

<キーワード>
金融市場，ロンドン金融市場，ニューヨーク金融市場，外債，海外投資・貸付，イングランド銀行，マーチャント・バンク，投資銀行，ネゴシエーション，印紙税，ケインズ

はじめに

1870年の最初の9％外債の発行以来，日本政府はシティと緊密な金融関係を作り上げることに腐心した。東洋銀行（Oriental Bank Corporation），香港上海銀行（Hongkong & Shanghai Banking Corporation），横浜正金銀行といったアジアや日本を中心とした取引関係を持つ銀行が，ロンドンにおける日本政府の外債発行活動に関与した。これらの銀行は，マーチャント・バンクのような証券発行の専門銀行ではなかったから，同時的証券発行のような国を越えて国際金融市場をリンクさせる必要のある業務においては限界がみられた。日露戦争時（1904-5年）における日本政府の膨大な外債発行活動においては，その名称は発行銀行として目論見書に現れることはなかったが，ベアリング商会（Baring Brothers & Co.）やN.M.ロスチャイルド商会（N.M.Rothschild Sons & Co.）のような有力な老舗マーチャント・バンクがアンダーライティングに参加したり，合衆国やヨーロッパ大陸の金融市場における外債発行のための活動を準備したのであった。

とはいえ，日露戦争後のパリ金融市場の台頭により日本政府の外債発行活動に占めるロンドンの比重は低下を余儀なくされた。パリ金融市場は，もはや従来のごとくロンドンに従属する位置にはなかった。日本政府は，ロンドン発行銀行団（後述するウエストミンスター銀行〔Westminster Bank〕，香港上海銀行，横浜正金銀行，パミュール・ゴードン商会〔Panmure Gordon & Co.〕）を経由することなく直接にパリ金融市場にアクセスした。国際金融市場間の同時発行の可能性が全く失われたわけではなかったが，日本政府の外債発行市場は分離され，市場間のリンクは弱化したのであった。この結果は借り手としての日本政府の立場を著しく改善し，ロンドン発行銀行団を経由することなく，直接にそれぞれの国の金融市場において起債することを可能にしたと思われる。今や日本政府は，国際金融市場において自己に最も有利な外債の発行条件を追求することが可能となり，外債発行のパターンが多様化したのであった。[1)]

日本政府は，第一次世界大戦の勃発により膨大な貿易黒字を手にすることができた。もはや，「慢性的な〔貿易収支上の〕赤字の事態に対処して，政府としては，外資の導入を重要政策として，その受入れ外貨によって国際収支全体の均衡を確保する」ために外債を発行して在外正貨を確保する必要性は，なかったのである。[2)] 逆に，英国政府や帝政ロシア政府のために大蔵省証券の発行を日本国内で引受けたほどであった。だが1923年に至ると，日本政府は関東大震災からの復興資金の調達のために，ロンドンにおいて外債発行活動を再開せざるをえない状況に追い込まれた。1912年以来海外駐箚財務官の職にあった森賢吾が欧米の金融業者と外債発行のネゴシエーションの任にあたったが，戦間期のロンドン金融市場は第一次世界大戦前のそれとは著しく様相を異にしていたのであった。本稿の目的は，黄金期として国際金融に君臨した第一次世界大戦前の時期の市場構造と比較することにより，1924年および1930年において発行された日本政府外債のバックグラウンドとなる戦間期のロンドン金融市場—外債発行市場の特質を把握しようとするものである。[3)]

---

1) 第一次世界大戦前のロンドン外債発行市場については Toshio Suzuki, *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market 1870-1913* (London : The Athlone Press, 1994) を参照されたい。なお金融的な観点から日英関係史を論じたものとしては，以下のような研究がある。Sir Fred Warner, *Anglo-Japanese Financial Relations : A Golden Tide* (London : Basil Blackwell, 1991) ; Sir Paul Newall, *Japan and the City of London* (London : The Athlone Press, 1996).

2) 津島寿一『芳塘随想』16巻（外債処理の旅）（芳塘刊行会，1966年）2頁。

3) 本稿は，ロンドンのマクミラン社から刊行される J. Hunter & S. Sugiyama (ed.), *The History of Anglo-Japanese Relations, 1600-2000 : The Economic Dimension* 所収の拙稿（"The Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market during the Interwar Period"）の前半分を日本語で記述したものである。紙数の制約により英語版では省略された内容が，本稿には含まれている。また，後半部分の1924年と1930年のロンドンにおける日本政府外債発行を日本語で要約・記述したものは，東京大学出版会より杉山伸也・J．ハンター編『日英交流史 1600—2000』4巻（経済）の所収論文（「戦間期ロンドン金融市場における日本政府外債の発行活動」）として発表される。

1．海外投資に対する英国政府の規制

シティは常に「自由放任」主義にもとづき自らの金融的な利害を追求してきた。第一次世界大戦前には，「帝国にとって政治的に重要な状況」を除いては，[4] 英国政府はロンドン金融市場における外債の発行に対して何ら規制を加えることがなかった。1922年においてさえ，英国政府によるギリシャ政府に対する公債発行問題が議会において俎上に上がったときに，クローフォード伯爵(the Earl of Crawford) は「資本発行に関しては何ら政府の規制は存在しません。外国政府と市場における潜在的な貸し手との間に干渉しないのが英国政府の政策なのであります」と率直に認めるのである。[5] 第一次世界大戦前の時期においては，英国大蔵省やイングランド銀行による外債発行ネゴシェーションに対する関与は最小であったと言える。

しかし，第一次世界大戦の勃発とともに，ロンドン金融市場における外債発行に対する英国政府の「非干渉」政策は，一転して変化をみせることとなる。海外投資や資本輸出に関する公的な統制が導入され始めたのである。日本政府の財務官であった森賢吾は，戦前期の「自由市場」の雰囲気を懐かしみ，ロンドン金融市場が，英国大蔵省とイングランド銀行の厳格な統制下にあったことに驚きの声を発している。[6] 1915年1月から市場に対する資本発行の規制が導入された。英国大蔵省が発行した声明には次のように告知されていた。「新たな資本の発行は，それが行われる前に大蔵省による認可を必要とすることは，国益にとって絶対に必要であると思われる」と。この公告は英国内および植民地に対する資本発行に関しては言及されていないが，外国に対する資本発行は認められないのが原則であった。[7]

英国政府はロンドン金融市場に対する統制を強化して行った。そして遂に1917年12月に至ると，資本輸出に対する禁止令を発した。これは，債券の発行ばかりではなく証券の取引さえも禁止するものであった。禁止令は次のように定めた。すなわち，「大蔵省が発行する書面による許可なくして，連合王国に居住する臣民は，直接ないしは間接的に，あるいは自らないしは連合王国に居住する他の臣民のために，連合王国以外の債券および資本発行への応募，あるいは連合王国内に所在しない証券や資産であれば，株式，その他証券，商品以外の資産を購入する目的で連合王国外に送金してはならない」と。[8]

---

4) D. C. M. Platt, *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815–1914* (Oxford, 1968), p.23.
5) *The Parliamentary Debates (Lords)*, 5 th series, vol. xlix (1922), pp.279–80.
6) 森賢吾「外債顛末感想談(上)」『財務通報』1－9（1924年9月10日号）442–6頁。森は商工業促進法の効果に関心を向けている。同法の目的は，英帝国内の通商を鼓舞するところにあった (*The Financial Times*, 9 October 1923)。
7) E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914–25* (London: Macmillan, 1952), p.263.
8) *The London City & Midland Bank Limited Monthly Review*, January 1918, p.2.

アトキン（J. M. Atkin）は，ロンドン大学（ロンドン・スクール・オブ・エコノミックス）に提出した博士論文において，1918年から1931年にかけた時期のロンドン金融市場に課された証券発行に関する規制措置の詳細を取りまとめている。[9] 第一次世界大戦後も，金融市場に対する統制は間欠的ではあったが継続され，外債発行に対する「自由市場」が完全に復活したわけではなかった。日本政府が1924年と1930年に外債を発行したときには，外債発行の禁止令のわずかな間隙をぬって実施された。実際，1924年1月に外国政府債・社債発行に対する制限が取り除かれた直後には，外債発行額が急増した。1923年の外国政府債の発行額が26,461,000ポンドであったのに対して，1924年には40,619,000ポンドに増大するのである（第1表参照）。

証券発行に関する統制主体は，大蔵省とイングランド銀行であった。統制にあたっては，両者の間には極めて密接な連携関係が形成された。外国に対する多大な貸付を防止するために証券発行市場を操作すべく，英国大蔵省とイングランド銀行は協同歩調を取った。[10] 戦間期における有力なマーチャント・バンクであったラザード商会（Lazard Brothers & Co.）の取締役であったキンダースレァイ（R. M. Kindersley）は，イングランド銀行の果たした重要な役割を，「外債を発行したいと思う人は誰でも，例えばイングランド銀行と，そのためには何をなすべきか，今がそれをなすのに適切な時期なのか，それともそうでないのか，をめぐって論議するのが常であった」と述べている。[11]

第1表　ロンドンにおける外債発行（1923年-1931年）

年度	英帝国						外国						総発行額	ミッドランド銀行推計総発行額	合衆国における外国政府債総発行額
	政府		地方自治体		公社		政府		地方自治体		公社				
	発行額 (£'000)	発行数	発行額 (£'000)	発行数	発行額 (£'000)	発行数	発行額 (£'000)	発行数	発行額 (£'000)	発行数	発行額 (£'000)	発行数	(£'000)	(£'000)	(£'000)
1923	64,406	16	4,788	10	18,430	72	26,461	7	—	—	18,491	30	137,376	136,176	62,700
1924	50,080	10	6,085	9	16,014	66	40,619	6	2,412	1	9,350	20	124,560	134,223	188,000
1925	30,648	10	2,625	11	27,262	142	—	—	1,350	1	14,970	30	77,055	87,708	168,700
1926	31,866	8	1,222	4	20,227	81	23,817	8	6,235	2	18,361	36	101,723	112,404	138,800
1927	55,697	13	5,135	7	38,851	77	11,027	6	7,186	6	30,546	34	148,422	138,671	200,600
1928	40,222	11	7,304	9	15,344	61	15,937	8	4,331	4	22,204	34	105,342	143,384	180,400
1929	26,366	5	3,859	3	30,881	70	3,650	2	472	1	22,469	35	81,697	94,347	52,200
1930	49,080	11	3,031	44	9,207	28	21,330	3	—	—	14,387	21	97,035	108,803	144,800
1931	30,571	5	—	—	7,983	26	1,740	1	—	—	5,658	11	45,952	46,078	

出所：D. E. Moggridge, *British Monetary Policy 1924-1931*, (Cambridge: Cambridge University Press, 1972) p.204; I. Mintz, *Deterioration in the Quality of Foreign Bonds issued in the United States* (New York: NBER, 1951 reprinted in 1979), p.19.

9) J. M. Atkin, "British Overseas Investment, 1918-1931", Unpublished Ph D Thesis, University of London, 1968 (published in 1977 by Arno Press as Dissertations in European Economic History), p.28.
10) Henry Clay, *Lord Norman* (London: Macmillan, 1957), pp.144-45.
11) Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry, vol.1 (1931), Q.1584.

とりわけ英国との外交関係が極めて微妙な国の外債を発行するに際しては，マーチャント・バンクは，第一次世界大戦前の時期においてさえも，英国外務省に内密に接触して，企図している外債発行に間する見解を聴取するのが常であった。[12] 戦間期には，外債発行をめぐる金融業者と英国政府との「非公式な」談合は一層日常的なものになった。証券の発行に課された統制は法律ではなく，英国大蔵省やイングランド銀行との非公式のネゴシェーションにもとづくものであった。イングランド銀行総裁のノーマン（Montagu Norman）は，これを「ニイーマィア（O. E. Niemeyer［大蔵省財政局長］）の不文律」と形容しているが，しばしば「道義的勧告（moral suasion）」と呼ばれたのである。[13] ネゴシェーションにおける判断の基準として，戦災や災害からの復興目的の外債発行のみが真剣な考慮に値するであろうという見解をノーマン総裁は，しばしば示した。[14] 同総裁は，市場に対する統制手段としてバンク・レートの水準を引き上げたり，[15] 特定の期間証券の発行を行わないという秘密の協定を関係する証券ブローカーと締結したりしたのであった。[16]

2．英国経済の過剰貸付と植民地債発行への偏向

世紀の転換期頃から，膨大な資本輸出が英国経済の国内投資を阻害していると指摘されていた。クラモンド（A. Crammond）,[17] ペイシュ（G. Paish）,[18]「証券ブローカー（"A Stockbroker"）」[19] による一連の試みは，近時の英国の海外投資の正確な金額と国内投資の減少を数量的に示そうとするものであった。戦間期を対象とした数値データの算出は，キンダースラァイや[20]『ミッドランド銀行月間評論（*Midland Bank Monthly Review*）』により行なわれている。

戦間期には多くの英国国民は，英国経済が海外に対して「過剰貸付」状態にあったことを十分に認識していたと思われる。[21] 実際イングランド銀行のノーマン総裁は，「あまりにも多くの債券がロ

---

12) Suzuki, *Japanese Government Loan Issues op. cit.*, p.89; D.E. Moggridge, "British Controls on Long-term Capital Movements, 1924-1931" in D.N. McCloskey (ed.) *Essays on a Matured Economy: Britain after 1840* (London: Methuen, 1971), p.117.

13) D. E. Moggridge, *British Monetary Policy 1924-31* (Cambridge: Cambridge University Press, 1972), p.199.

14) Bank of England Archives（以下 BEA と略記する），G 85/56, Treasury Committee Minutes, 25 January 1925.

15) 「復興目的以外の外債の発行は，わが国の流動性を脅かし，バンクレートを引き上げる（BEA, ADM 34/13, Norman Diary, 16 May 1924)。

16) R. S. Sayers, *The Bank of England 1891-1944*, vol.1 (Cambridge: Cambridge University Press, 1976), p.148.

17) [A. Crammond], "British Investment Abroad", *Quarterly Review*, vol. ccvii (no. 412) (1907).

18) George Paish, "Great Britain's Capital Investments in Other Land", Journal of Royal Statistical Society, vol. lxxii (1909); "Great Britain's Capital Investments in Individual Colonial and Foreign Countries", *Journal of Royal Statistical Society*, vol. lxxiv (1911).

19) "A Stockbroker", "The Depreciation of British Home Investment", *Economic Journal*, June 1912.

20) "A New Study of British Foreign Investments", *Economic Journal*, vol.xxxix (March, 1929), pp.8-24.

21) BAE, G 8/55, Treasury Committee Minutes, 9 April 1924.

ンドンで発行されている。それらは，わが国の貯蓄を凌駕しており，為替相場を混乱させているかもしれない」と苦言を呈している。[22] 通貨とイングランド銀行券発行に間する議会委員会の最終報告書は，「過剰貸付の結末」とか「与えられ得る以上に外国に貸し付けること」などの文言を用いて，英国経済にみられた，慢性的とも言える過剰な対外貸付の傾向に警鐘を打ち鳴らしている。過剰貸付は，外国為替相場に対して不利な影響をもたらした。[23]

内政調査委員会（Committee of Civil Research）により1925年10月に執筆された注目すべき報告書は，対外貸付が英国経済に与える影響に関して示唆的な見解を述べた。[24] ニイーマィアは，ロンドン金融市場における外債発行の問題を考察するに際しては，この報告書が「必須の前提」となるとみなしている。[25] 内政調査調委員会報告書は，当時の英国経済の有する対外貸付能力の限界を定める2つの要因として，(1)現在の貯蓄高あるいは国内の資本需要に応じた後の貯蓄の残余，(2)国際収支の剰余，の2点を指摘して，[26] 対外貸付に利用可能な剰余額が1億ポンドから1億2,000万ポンドの間にあると推計した。[27] そして，「いずれにしろ第一次世界大戦前のような規模で対外貸付を再開することは不可能である」と結論づけた。[28]

ケインズは，1924年に出版された著作において英国の海外投資に対して痛烈な批判を加えた。彼は，「わが国が余剰の貯蓄を有しており，それを国内に投資するよりも国外に投資したほうがはるかに有利であり，そしてわが国の輸出に対する需要弾力性が高かったとき」に起源が求められる当時の投資制度の欠陥に言及する。とくに，事態を悪化させた植民地証券法（Colonial Stock Act）の役割を強調する。実際この法律は，英国の資本輸出を不当に振興して国内新投資に対する偏向を生み出した。[29] 植民地証券法は，英国資本を自治領や植民地へと効果的に誘引する役割を果たした。1877年に制定された最初の植民地証券法は，証券がイングランド銀行に登録されている場合には(inscribed stocks)，通常よりも低率の印紙税（100ポンドにつき2シリング6ペンス——0.125%）を植民地政府証券の所有者が支払えば，譲渡できる旨を定めた。[30] また植民地政府の側が一括払いの金額（100ポンドにつき7シリング6ペンス——0.375%）を支払えば，この政府債の保有者は将来の譲渡税を

---

22) BEA, ADM 34/14, Norman Diary, 12 February 1925. またノーマンは「外債発行が為替相場を下落させ議会で論議を呼ぶ」と業務日誌に記している (ADM 34/13, 3 April 1924).。また，ポンド／ドルの為替相場に影響を与えた要因に関しては，N. H. Dimsdale, "British Money Policy and the Exchange Rate 1920-1928", *Oxford Economic Papers*, new series supplement, 33 (1981), pp.306-13 参照。

23) Para 34-36, British Parliamentary Papers（以下 BPP と略記），1924-25, xi [Cmd. 2393].

24) Public Record Office（以下 PRO と略記），Cab 58/9 (1925). また Moggridge, *British Monetary Policy 1924-1931, op. cit.*, pp.209-11 を参照。

25) PRO, T 176/17, O. E. Niemeyer, 21 July 1925.

26) PRO, Cab 58/9 ; BEA, G 1/386, Para 9.

27) PRO, Cab 58/9, Para 15.

28) PRO, Cab 58/9, Para 19 & 20.

29) E. D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. xix (London : Macmillan, 1981), pp.280-81 and 284. 西村閑也訳（東洋経済新報社，1998年）325頁。

30) この税率は，1920年代に100ポンドにつき5シリング（0.25%）に引き上げられた。

免れた。これに対して外債は，発行時において２％（100ポンドにつき40シリング）もの印紙税を支払う必要があった。1892年に制定された第２次植民地証券法は，1877年の法律の下で登録された植民地証券の譲渡を証書（deed）上で行うことを可能にした。1900年の第３次植民地証券法は，上記２つの法律の下で登録された植民地政府証券にまで，1893年の受託者法（Trustee Act）が対象とした受託証券のリストを拡張した。[31)]

この一連の立法措置は，ロンドン金融市場における植民地政府債の発行に大きな刺激を与えることになった。キンダースレァイは，1928年12月31日現在で連合王国の居住者が保有外投資の割合と金額を次のように算出している。[32)]

植民地政府証券　67.4％　(944,497,000ポンド)
外国政府証券　23.1％　(324,008,000ポンド)

植民地政府債と外国政府債の大まかな平均利回りの格差に関して，ケインズは0.5％ほど植民地政府債の方が有利であると推定している。[33)] 外国政府債の発行に比して，植民地債の発行に明確な優位点が見い出される以上，ロンドン金融市場が経済発展のための資金が必要な英領植民地のための投資を選好したことは明らかであろう。[34)]

３．金本位制と外債の発行

金本位制に対する幻想

ケインズは，金本位制への復帰を追求してやまない「シティの大型金融取引の信じがたい無分別さ」に批判を加える。[35)] 英国が金本位制に復帰すれば，戦前期にみられた国際金融上の優位性を回復できるという幻想を多くのシティの金融業者が抱いたことは，想像に難くない。[36)] 実際ホートレィ（R. G. Hawtrey）は，「戦前のシステムが復活することは，全く英国の利益につながるものであった」という認識を示している。[37)] シティの多くの金融業者達は，そうでなければ利益をもたらしたで

31) A. S. Baster, "A Note on the Colonial Stock Acts and Dominion Borrowing", *Economic History*, vol. ii (January, 1933), pp. 602-3 ; Atkin, "British Overseas Investment, op. cit.", p. 20.
32) R. M. Kinderseley, "British Foreign Investments in 1928", *Economic Journal*, vol. xl (June 1930), p. 180.
33) Minutes of Evidence taken before the Committee on National Debt and Taxation, vol. 2 (1927) Q. 4002.
34) S. R. Cooke & E. H. Davenport, *Imperial Finance* (no publisher, 1929), p. 201.
35) *The Collected Writings of John Maynard Keynes, op. cit.*, vol.ix (1972), p. 240. 宮崎義一訳（東洋経済新報社，1981年）285頁。
36) F. C. Costigliola, "Anglo-American Financial Rivalry in the 1920 s", *Journal of Economic History*, xxxvii-4 (1977), pp. 917-8 ; Philip Williamson, "Financiers, the Gold Standard and British Politics, 1925-1931" in John Turner (ed.), *Businessmen and Politics : Studies of Business Activities in British Politics, 1900-1945* (London : Heinemann, 1985), p. 106.
37) Churchill College, Cambridge University, G. R. Hawtrey Papers, 1/26 R. G. Hawtrey, "Gold Standard", 2 February 1923.

あろうビジネス機会を奪うことから，長期間にわたる資本輸出の禁止措置に不快感をつのらせていた。[38] 彼らは禁止措置を取りやめ，外債発行業務のためにロンドン金融市場が再開されることを望んだ。老舗マーチャント・バンクの取締役であったE.ハンブロウ（Eric Hambro）は，「漠然と長期間にわたり市場が閉鎖されているのであれば，この種のビジネス〔ロンドン市場における証券発行〕は全く萎縮させられてしまうであろう」と警告している。[39] ノーマン総裁自身も禁止令の長期にわたる継続が，「ロンドン市場のプレステージ」に重大な打撃を与えることを危惧していた。[40] 彼は，資本輸出禁止令を金科玉条とする立場がフリー・トレードの原理に矛盾することを理解していた。[41]

シティは，外債発行のビジネスを再開するためには金本位制への復帰が不可欠であると考えた。[42] 1918年に発表された戦後の通貨と外国為替に関する委員会の第1中間報告書（カンリフ委員会報告書）は，「望ましい結果を生む金本位制の維持に必要な条件が遅滞なく回復されることが急務である」と述べて，早期の金本位制への復帰を主張した。[43] また金本位制は，過度の信用の拡張と金の対外流出を避けることができると考えられた。さらに，通貨とイングランド銀行券発券に関する委員会（委員長 A. チェンバレン［Austen Chamberlain］），後にブラッドバリィ卿［Lord Bradbury］）は，「戦前の平価による金本位制への復帰と維持」を強く勧告した。[44] さらに同報告書は，金本位制への復帰が英国経済に信用の制限と物価の下落をもたらすことを指摘した。[45] ロンドンにおける外債の発行に関しては，金本位制が復活しないのであれば，海外諸国に対する過剰な貸付がポンドの為替相場を圧迫し，信用の制限につながることになると述べた。[46]

先の内政調査委員会報告書は，人為的な制限となる現行の資本輸出禁止令を長期間にわたり持続することが非現実的であると考えた。そして，対外貸付に対する行政当局による新たな規制を導入する是非に関して検討を加えた。[47] かくて，報告書は次のように結論を述べた。対外貸付に対するあらゆる制限が撤廃されるべきであり，これに代わって「金本位制に体化された総合的な金融政策」が英国経済に導入されるべきであると。[48] 過剰貸付を避けるために，金本位制の下では「投資市場の

---

38) T. E. Gregory, "Foreign Investments and British Public Opinion" in *Foreign Investments [Lectures on the Harris Foundation]* (Chicago: University of Chicago Press, 1928), pp.98-99.
39) PRO, T 176/17, Otto Niemeyer, 21 July 1925.
40) PRO, T 175/4, Chancellor of the Exchequer, 16 June [no year].
41) Clay, *Lord Norman, op. cit.*, p.220. またフィリップス（Frederick Phillips）は，資本輸出に関する禁止令が「英国の伝統的な政策からの一層明確な変更」を意味することを理解していた（PRO, T 175/17, Part I）。
42) 1922年のジェノア国際経済会議（International Economic Conference in Genoa）が主要国の金本位制復帰を促進したのであった（P. J. Grigg, *Prejudice and Judgement* [London: Cape, 1948], pp.181-2）。
43) Para 15, BPP, 1918, vii [Cd. 9182].
44) Para 11, BPP, 1924-25, xi [Cmd. 2393].
45) Para 14, ibid.
46) Para 36, ibid.
47) PRO, Cab 58/9, Para 21 & 21.
48) PRO, Cab 58/9, Para 27 & 30.

制度そのものがある種の保護手段」を与えることになったのである。[49] 上述した勧告にもとづいて，1925年4月28日に大蔵大臣であったチャーチル（W. Churchill）は，[50] 予算に関する議会の演説において戦前平価による金本位制への復帰を宣言した。[51] 金本位制の復帰ばかりではなく，さらに対外貸付に対する公的な規制の撤廃も行なわれた。同年11月3日，チャーチルはシェフィールドにおいて，「ただ今から責任ある金融当局は，一般的な立場として，ロンドン金融市場において自治領，植民地，外国の債券発行に対して何ら反対することがないであろう。禁止令として知られているものは，ただ今から撤廃されることでありましょう。旧来の，完全な自由市場が復活することでありましょう」という声明を発した。[52]

多くの人々は，金本位制の再度の確立により戦後世界経済が安定と信頼を取り戻すことを信じて疑わなかった。金本位制がもたらす安定した外国為替相場が，ロンドンを中心としたスムーズな国際間の取引と決済を助長することは確実であった。[53] 英国産業連盟（the Federation of British Industries）の代表は，「不安定な〔変動相場制下の〕通貨を有する国は，英国市場においてはいかなる債券を発行することができない」ことを認めている。[54] 債務国側にとっても同様に，債権国に債券の元本や利子を送金する際には外国為替相場の安定が重要であった。事実1930年に井上準之助は，日本の金本位制への復帰が外債発行の前提条件となることを確信していた。[55]

外債と輸出促進

対外貸付を認めることは英国の輸出を促進するという考えが依然として流布していた。[56] 少なくとも第一次世界大戦前までの貿易構造においては，ロンドン金融市場で発行された多くの外債は，債

---

49) PRO, Cab 58/9, Para 32. また銀行家のシュスター（Felix Schuster）は，金本位制の機能を「金融の状態が即座に告知する」とみている（Minutes of Evidence taken before the Committee on the Currency and Bank of England Note Issues,3 July 1924 [A. C. Pigou Papers at the Marshall Library, Cambridge University, no reference number]）。

50) チャーチル本人は「金本位制が過剰貸付の現実からわれわれを防御する」と述べて，金本位制のこの種のメカニズムに注意を払う（PRO, T 176/17, probably 21 July 1925）。これに反して，ケインズが「対外投資の量を中央が規制することは，英国にとって常に必要なことである」と主張し，「自然に自らの矯正をもたらす」ことになる「正統理論」を捨て去っているのは興味深い点である（*The Collected Writings of John Maynard Keynes, op. cit.*, vol. xix, pp.572-3. 西村訳706頁）。

51) *Parliamentary Debates (Commons)*, 5 th series, vol.183 (1924-25), p.53. 英国の金本位制復帰に関しては，以下の研究を参照されたい。Moggridge, *British Monetary Policy 1924-1931, op. cit.*, chapter 3 and 4; R. W. D. Boyce, *British Capitalism at the Crossroads 1919-1932* (Cambridge: Cambridge University Press, 1987), chapter 2 and 3.

52) BEA, G 1/349, Extract Speech by Mr Churchill.

53) G. Cassel, *The Downfall of the Gold Standard* (Oxford: Clarendon Press, 1936), pp.42-3; R. G. Hawtrey, The Gold Standard in Theory and Practice (London: Longmans, 1933), p.106; Churchill College, Cambridge University, R. G. Hawtrey Papers, 1/25, R. G. Hawtrey, "Industry and Overseas Investment", 22 June 1923.

54) PRO, T 160/111/F 4319/21, F. V. Willey, 24 November 1925; *The Financial Times*, 10 January 1925.

55) 井上準之助論叢編纂委員会編『井上準之助伝』（井上準之助論叢編纂委員会，1935年）606頁。

56) PRO, Cab 58/9, Para 2.

務国が外債手取金の大部分を英国で使用するのであれば，英国の輸出増加に直接的に貢献した。実際，輸出部面にみられた英国の繁栄は貸付の形で与えられた貿易上の利便さの直接的な結果であると，もっぱら考えられた。[57] したがって金本位制への復帰と対外貸付禁止令の解除とが，英国経済にとって急務であると考えられたのはもっともなことであった。金融業者としての自らの利害もあり，ロンドン・ユニオン銀行の頭取であったシュスター（Flix Schuster）[58] やキンダースレァイ[59]のようなシティ銀行家は，議会の審問において外債発行が英国の輸出を促進すると明言する。

しかし次第に，とくに1930年代になると，ロンドンにおいて信用の利便を供与することが戦前期にみられた程度に英国の輸出を促進することもなければ，英国の貿易収支を改善することにも直接にはつながらないという見解が主張され始めた。産業人を代表して英国産業連盟のグレンディ（R. G. Glendy）は，「資本を輸出することが財貨の輸出に結果すると考えることはもはや正しくはない」と考え，「旧来の，戦前期の自由放任の態度」の再考を主張する。[60] 大蔵省政務次官（Under Secretary）のフィリップス（Frederick Phillips）は，外債の発行が「わが国の輸出を振興できるということは，ずいぶん無理な考えである。それは，全体としての国際取引を促進する方が大であろう」と率直に認める。[61] さらに，大蔵省事務次官（Permanent Secretary）のホプキンズ（R. V. N. Hopkins）も，旧来からの考えが「今や大部分が捨て去ら」ねばならず，「英国商品に対して可能な限り多くの注文を確保する目的意識から，ロンドンにおける外債発行ビジネスが運営されないのであれば，英国の貿易における改善の可能性はない」と記す。[62] 貿易収支の改善こそは，イングランド銀行のノーマン総裁が復興目的以外の対外貸付を制限する理由でもあった。[63] 戦災あるいは災害からの復興事業が，英国のさまざまな工業製品の需要を大いに喚起し輸出を増大させることは明らかであろう。ともあれ1920年代の末に至ると，外務省やイングランド銀行は，シティの外債発行政策と通商・貿易政策との間の齟齬や「協調」，「協同」の欠落を明白に認識するに至るのであった。[64]

国内投資への影響

高金利政策が潜在的な過剰貸付を効果的に是正する一方で，国内投資を阻害することは明らかで

---

57) PRO, Cab 58/9, Para 4.
58) Minutes of Evidence taken before the Committee on National Debt and Taxation, vol. 1 (1927), Q. 114.
59) Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry, vol. 1 (1931), Q. 1326.
60) Ibid., QQ. 3149 and 3155. 1924年にケインズは次のように述べている。「対外投資は，それと同じ額だけ自動的に輸出を増大させるというわけではないからです。それは為替相場に影響を与えて，われわれが支払能力を保ちうるためには，より多く輸出せざるをえなくなるように強制するのです。このようなことができるのは，他国の生産物で測ったわが国の生産物の価格を引き下げることによってのみ可能です」(*The Collected Writings of John Maynard Keynes, op. cit.*, vol. xix, p. 283. 西村訳324頁)。
61) PRO, T 160/740/F 13296/02/1, Frederick Phillips, 24 July 1937.
62) PRO, T 160/533/F 13296/2, R. V. N. Hopkins, 9 November 1933.
63) BEA, G 8/55, Treasury Committee Minutes, 9 April 1924.
64) PRO, FO 371/4094, Foreign Trade, Finance and the Foreign Office, 16 February 1929; BEA, G 8/58, Treasury Committee Minutes, 27 March 1929.

あろう。[65] ニイーマィアは，高金利政策が不可避的にこの種のジレンマに突き当たることを承知していた。[66] ところで，石炭，鉄鋼，繊維，機械，造船，鉄道関連機器などの英国経済における「主要産業（staple industry）」は，19世紀の産業革命の所産であった。[67] これらの産業は第一次世界大戦前の時期においては世界市場を席巻し，他の工業国に比してはるかに大きな割合を輸出に依存していた。しかし，戦間期に入ると生産額に対する輸出の割合が低下傾向を示すようになった。これらの産業は，明らかに国際市場における輸出競争力を喪失しつつあった。[68] 1928年に行われた自由党による産業調査委員会によってまとめられた『英国産業の将来』は，上述した英国の「主要産業」の没落傾向に警告を発している。[69]「主要産業」のような「旧産業」におけるイノヴェーションの必要性と，国内産業が必要とする資本需要に対処すべく「全国から集められた貯蓄を自然かつ優先的に割り当てて」，[70]「新産業」を育成する必要性が痛感されたのであった。[71]

---

65) PRO, Cab 58/9, Para 35. ケインズは，「イングランド銀行は，わが国の対外貸付を貿易収支に対して適切な水準に維持するために，国内投資が貯蓄量を吸収できるであろう水準以上にバンク・レートを維持しなければならない」と記す (King's College, Cambridge University, Keynes Papers, MC/1/44, "Committee on Finance and Industry - Notes of Discussion", 21 February 1930, p.13)。また，マクミラン委員会報告書は，高率の金利政策が国内経済に与えた影響について具体的に説明している (Committee on Finance and Industry, Report, BPP 1930-31, xiii, [Cmd. 3897], Para 215; Peter Clarke, *The Keynesian Revolution in the Making 1924-1936* [Cambridge: Cambridge University Press, 1988], pp.34-35)。

66) PRO, T 176/17, Norman to Nemeyer, 11 May 1925; BEA, G 8/55, Treasury Committee Minutes, 21 May 1924. 高金利政策に関するニイーマィアの見解については，Susan Howson, *Domestic Monetary Management in Britain 1919-38* (Cambridge: Cambridge University Press, 1975), p.36 を参照。

67) D. H. Aldcroft, *The Inter-war Economy: Britain, 1919-1939* (New York: Columbia University Press, 1970), p.121 (table 21); D. H. Aldcroft & H. W. Richardson, *The British Economy 1870-1939* (London: Macmillan, 1969), pp.219-38.

68) A. E. Kahn, *Great Britain in the World Economy* (New York: Columbia University Press, 1946 reprinted in 1968), pp.65-70; Aldcroft, *The Inter-war Economy, op. cit.*, pp.241-56; N. K. Buxton & D. H. Aldcroft (eds.), *British Industry between the Wars* (London: Scolar Press, 1979), pp.12-13; R. P. T. Davenport-Hines, *Dudley Docker* (Cambridge: Cambridge University Press, 1984), p.195.

69) *Britain's Industrial Future being the Report of the Liberal Industrial Inquiry* (London: Ernest Benn, 1928), pp.8-9.

70) PRO, Cab 58/9, Para 43.

71) 産業経営者は，しばしばしかも安易に，英国の産業が国際競争力を喪失した原因を国内投資の不足に求める (B. W. E. Alford, *Depression and Recovery?: British Economic Growth 1918-1939* [London: Macmillan, 1972], pp.40-44).。彼らは，シティの金融機関とりわけマーチャント・バンクが国際的な事業を選好して取り上げ，逆に国内産業に長期の信用を与えることをなおざりにしたことを示唆する。ウィリィ (Vernon Willey—英国産業連盟の総裁) は，銀行と産業の間に密接な関係が形成されるべきことを主張する (*The Financial Times*, 21 May 1925)。マクミラン委員会もドイツの銀行家 (Darmstadter und Nationalbank) を召喚して，ドイツにおける「信用銀行業」の実態について審問している (Minutes of Evidence [Jakob Goldschmidt] taken before the Committee on Finance and Industry, vol.2 [1931], 25 June 1930)。この点，イングランド銀行のノーマン総裁も英国政府の政策が余りにもシティを優遇しており，「産業界は不運続きであった」ことを認める (ibid. vol.1, Q.3334)。

4．国際的金融センターの盛衰

ロンドンの後退

第一次世界大戦中とその後における合衆国の英国に対する巨額の輸出増加は，世界の貿易構造に一大変化をもたらした。この結果，英国は合衆国に対して国際収支上ばく大な債務を負うこととなった。[72] これは，第一次世界大戦前の英国を中心とする国際金本位制の構造を根底から覆すものとなり，ポンドの価値を下落させ，ついにはニューヨーク金融市場の勃興を準備することとなった。[73]

戦間期には英国の金融当局は，自治領や植民地債の発行でさえもロンドンからニューヨーク金融市場に転じようとした。実際イングランド銀行のノーマン総裁は，大蔵大臣に「必要な金額がロンドンで集められないのであれば，ニューヨーク市場が手頃な条件でこれらの借り手に資金を供給できることは確かであろう」と伝えている。[74] 戦間期には，英国の国際収支や外国為替相場に悪影響を与える過剰貸付がみられたために，ロンドン金融市場は世界各国からの資金の需要に十分に応じることができなかった。このようなロンドンにみられた国際金融業務に対する消極的な対応が，ロンドン金融市場の後退に拍車をかけ，ひいてはニューヨーク金融市場を興隆させることにつながったものと思われる。

ウイザーズ（Hartley Withers）は，第一次世界大戦後における英国の金融覇権奪回の可能性を分析している。彼はロンドンに対するニューヨーク金融市場の挑戦を論じた。すなわち，「合衆国は今次の戦争によって著しく裕福になったであろう。英国がそうならないことは確かである。合衆国は，国際貿易と国際金融におけるチャネルを切り開いたであろう。ニューヨークはロンドンの犠牲のうえで利益を得ているのである。……ニューヨークは今次の戦争により著しく強力になるであろう」と。[75] イングランド銀行副総裁で国際金融の実務に通じていたハーヴェイ（Ernest Harvey）は，国際金融センターとしてのロンドンの将来性に疑問を呈している。[76] 第一次世界大戦前に確立したロ

---

72) BEA, G 1/386, G. Paish to Governor, 29 September 1925; Bodleian Library, Oxford University, R. H. Brand Papers, File 37/1, J. E. Carver to Brand, 30 January 1923.

73) Minutes of Evidence taken before the Committee on Currency and Bank of England Note Issues, G. Paish, 10 July 1924 (A. C. Pigou Papers at the Marshall Library, Cambridge University, no reference number).

74) PRO, T 176/17, Norman to the Chancellor of the Exchequer, 9 June 1925.

75) Hartley Withers, *War-time Financial Problems* (London: Murray, 1919), pp.25-7. 1920年代に『フィナンシャル・タイムズ』紙は，しばしば「ドルはポンドに代わりうるか」という表題の記事を掲載している。国際金融の基礎にあるものが，あくまで自らの資本を外国に投じようという投資家の意志に存することを指摘している（*The Financial Times*, 16 May 1924）。

76) Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry, vol.2, Q.7515. 第一次世界大戦中シフ（Jacob H. Schiff）は，国際金融センターとしてのニューヨークの将来については，むしろ懐疑的であった。彼は高橋是清宛に，「合衆国が今後世界の他の部分に金融することにおいて，かなりの程度ロンドン，パリ，ベルリンのような場所に代わりうるかどうかについては，私はむしろ疑問視してい↗

ンドンの国際金融上のリーダーシップは，今や退潮に向かいつつあったことが明らかであった。また，ブラウン（William Adams Brown, Jr.）の大著『1914年から同34年における国際金本位制の再解釈』は，第一次世界大戦前の時期と比較する形で，戦間期の金本位制の機能が有した特有の欠陥を解明している。第一次世界大戦前の時期においては，ロンドン宛手形振出の慣行をベースとしてロンドンは，「国際的な手形交換所」の役割を果たしていた。[77] ブラウンは，ロンドンとニューヨークに分かれた国際金融センターの二元構造が「国際貿易と国際金融に関する責任を分割することになり」，[78] ついには国際金本位制のスムーズな運営を妨げることになったとみているのである。[79]

印紙税問題

先に言及したごとく，1920年代には，外国政府がロンドン金融市場で起債しようとした際には明らかな不利益が存在した。2％という高率の印紙税が外債の発行には課されたのである。1891年，1910年，1920年と改正された財政法は，印紙税を100ポンドにつき10シリング（0.5%）から同40シリング（2％）へと引き上げたのであった。これに対して，ニューヨークにおいては，このような高率の印紙税は存在せず，外国政府は，ほぼ無税で債券を発行できた。[80] したがってロンドン商業会議所は，外債に対して課された2％の印紙税の廃止を英国政府に対して求めた。[81] また英国外務省

↘る。……あなたなら判るように，ニューヨークがロンドンその他に相当程度代わりうる可能性は，そんなに大きいものではない。もしニューヨークの金融界の指導者達が賢く賢明であったとしても，それは助長されるべきものではない」と書き送っている（国立国会図書館憲政資料室，高橋是清文書，手紙，110-17, Schiff to Takahashi, 24 March 1915）。第一次世界大戦後の J. P. モルガン商会の国際金融における興隆とクーン・ローブ商会の没落を想起するとき，このシフのニューヨーク市場に対する評価は興味を引くものとなる。シフと日本の関係については Suzuki, *Japanese Government Loan Isues, op. cit.*, pp.59-69, 90, and 96-99 参照されたい。

77) Churchill College, Cambridge University, G. R. Hawtrey Papers, 1/26 R. G. Hawtrey, "Gold Standard", 2 February 1923.

78) William Adams Brown, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934*, vol.1 (New York: NBER, 1940 reprinted in 1970), pp.x-xi, xiii, 29, 158 & 523.

79) このようなブラウンの見解はキンドルバーガー（C. P. Kindleberger）によって，「2つの中心を持つ金融システムの不安定性，あるいは一方が他によって主導権を喪失する過程にあり，他方がそれを獲得する過程にあるという考え」（*The World in Depression 1929-1939* [Berkley CA: University of California Press, 1986], p.299. 石崎昭彦・木村一朗訳〔東京大学出版会，1982年〕273頁）として支持された。セイヤーズ（R. S. Sayers）は，第一次世界大戦前の金本位制の強靱さを金本位制そのものの持つメカニズムではなく，「ロンドンの国際金融上の地位」に求める（"The Return to Gold, 1925" in L. S. Pressnell [ed.] *Studies in the Industrial Revolution* [London: The Athlone Press, 1960], pp.326-7）。だがブラウン以前にも，例えば『フランクフルト・ツアイタング』紙の記事は，しばしば「金融市場における英国の優越性」に言及していた（*England's Financial Supremacy* [London: Macmillan, 1917], p.1）。ペイジィ（Melchior Palyi）は，ブラウンの所説を次のように批判する（これは，本来は "The Meaning of the Gold Standard", *The Journal of Business of the University of Chicago*, vol.xiv [1941], pp.294-314; "A Rejoinder", pp.423-6 と題する書評論文と応答によってなされた）。彼の批判の要点は，ロンドン金融市場の「優越性」ないしは「集中化」を説明するにあたり，第一次世界大戦前の時期においてはロンドンと結びついたパリやベルリンの役割に注意を向けるものであった（*The Twilight of Gold 1914-1936: Myth and Realities* [Chicago: Henry Regnery, 1972], pp.114-5）。

80) Atkin, "British Overseas Investment, op. cit.", pp.149-50.

81) PRO, T 160/470/F 10549/1, 21 July 1928.

も，この印紙税を「英国で外債を発行する際の障害」とみなしていた。[82)]

シティにおける最古参の名門マーチャント・バンクであるベアリング商会の当主であったレヴェルストーク卿（Lord Revelstoke）は，「2％税は，今やロンドンからほとんど総ての第一級の外債ビジネスを〔ニューヨークに〕向けさせている。そしてロンドンは二流の外国投資でみずからを満足しなければならなくなるのかもしれないという不安」を述べる。[83)] ベアリング商会，N. M. ロスチャイルド商会（N. M. Rothschild Sons & Co.），モルガン・グレンフェル商会（Morgan Grenfell & Co.），シュローダー商会（H. Schroder & Co.）のような大手マーチャント・バンクは，「現在英国において債券の『発行者』に課されている2％印紙税は，それがなければ出現するであろう将来の借り手が，ロンドン市場にやって来ることを妨げている。したがって，それは外国貿易を阻止する働きをなし，英国の商人がすでに得ている暖簾を損ないがちである」と主張した。[84)] マーチャント・バンクにとっては2％印紙税は，外債発行ビジネスに重大なダメージを与えるものとなった。

他方で，当時の英国の金融当局者は，ニューヨークを外債発行ビジネスにおける「ロンドンの重大な競争者」とはみなしてはいなかった。金融当局者の関心は，もっぱら「対外的な過剰貸付」を是正し，[85)] 国際収支への重圧を取り除く必要性を認識するところにあった。[86)] ラザード商会の経営執行取締役であったブランド（R. H. Barand）は，「ニューヨークは発行証券の全部あるいはほぼ全部をロンドンに売り戻している」と述べて，国際的な証券発行ビジネスにおけるニューヨーク金融市場の地位を過小評価していると思われるのである。[87)]

ニューヨークの台頭

ボーア戦争以来ロンドンとニューヨークの間に債券発行にあたり協同行動を行う動きがみられた。[88)] これは，あくまでロンドンの覇権の下で行われたのであった。しかし，国際金融に占めるニューヨークの急速な台頭は，英米市場間の緊密な協同行動を，次第に瓦解させて行った。ニューヨークは，もはやロンドンの覇権の前に従属的な役割を果たす地位に甘んじることはなかった。両金融市場は，分離して独自に国際金融市場上の役割を果たすようになったのである。ロンドンは，ニューヨークの激しい競争にさらされた。1920年代では，ロンドンは一流といわれるヨーロッパや

82) PRO, T 160/394/F 11324/F 10792, Foreign Office Notes on British Industry and the Fiscal and Banking Policy of this Country, 28 January 1929.
83) PRO, T 160/470/F 10549/2, Memorandum on the Stamp Duty of 2% on Bearer Bonds and its Effect on the Issuing of Foreign Loans in London, 26 March 1928.
84) Ibid., 24 June 1929.
85) PRO, T 160/470/F 10549/2, Mr Phillip's Note (to Sir Richard Hopkins), no date.
86) David Williams, "Montagu Norman and Banking Policy in the Nineteen Twenties", *Yorkshire Bulletin of Economic and Social Research*, July 1959, p. 42.
87) Churchill College, Cambridge University, G. R. Hawtrey Papers, 1/47, Brand to Hawtrey, 5 March 1931.
88) K. Burk, *Morgan Grenfell 1838-1988* (Oxford: Oxford University Press, 1989), p. 112.

南アメリカの政府の公債発行を誘引するのに失敗した。しかし，日本政府の財務官である森賢吾は，ニューヨーク金融市場に対して異なった評価を与えていた。彼は，当時の合衆国の投資家の関心がもっぱら国内産業にあり，外国投資に対するニューヨーク金融市場の関心は，ロンドンのそれよりもはるかに低位であるとみている。[89] 実際，日本政府は1924年には，ロンドンにおいては，ニューヨークよりもはるかに安価に6％外債を起債できたのである。

第1表に示したように，1920年から1930年間の時期には，年々の外国政府債の発行額は合衆国が英国を凌駕している。債券の低利率が，外債発行をロンドンからニューヨークに誘引する主要因となったと言えよう。実際，1922年から1929年の期間多くの外国政府は，ロンドンよりもニューヨークにおいて一層安価に借り出すことができたのであった。とはいえ，あらゆる外国政府がニューヨークにおいて低利率の外債を発行できたわけではなかった。信用度の低い外国政府は，市場における上場価格に応じた利率に対するプレミアムや，信用度を補う高率の証券発行コミッションを金融業者に支払わねばならなかった。信用度の低い外国政府が発行する外債は，ロンドンの投資家の

第2表　ロンドンとニューヨークの同時発行外債の利回り比較（1920年–1930年）

		ロンドン		ニューヨーク	
年度	外国政府	利率(%)	利回り(%)	利率(%)	利回り(%)
1922	チリ	7.5	7.895	7	7.254
	チェコスロバキア	8	8.290	8	8.290
	ブラジル	7.5	7.732	7.2	7.400
	ペルー	7.5	7.895	8	8.000
1923	オーストリア	6	7.500	7	7.778
	フィンランド	6	6.061	6	6.667
1924	日本	6	6.857	6.5	7.027
	チェコスロバキア	8	8.290	8	8.290
	ハンガリー	7.5	8.523	7.5	8.562
	ドイツ	7	7.609	7	7.609
	ギリシャ	7	7.955	7	7.955
1926	チリ	6	6.383	6	6.431
	ベルギー	7	7.447	7	7.447
	ベルギー	7	7.609	7	7.609
1928	ギリシャ	6	6.667	6.2	6.828
	チリ	6	6.283	6	6.410
	ペルー	6	6.593	6	6.593
1929	ルーマニア	7	7.955	7	7.955
	チリ	6	6.349	6	6.417

出所：*Stock Exchange Official Intelligence, 1921-1930*；C. Lewis, *America's Stake in International Investments* (Washington, D. C., 1938), pp. 632-6.

89）大蔵省財政史室，勝田主計文書，28–14.

間では根強い人気があったことをアトキンは確認している。[90] ニューヨークのクーン・ローブ商会（Kuhn Loeb & Co.）のパートナーであるカーン（Otto H. Kahn）は，ロンドンの持つ国際金融上の卓越した地位を，「あらゆる国のあらゆる種類の証券に応じた市場」であることに求めている。[91] 戦間期においてさえも，ロンドンの有力銀行は，その気になれば十分にニューヨークと競争可能な発行条件を借入国に対して提出できる余地を有していたと思われる。1920年から1929年にかけてロンドンおよびニューヨークの双方の金融市場で公債を発行した外国政府を，第2表に示した。公債発行時の利回りから明らかなように，あらゆる政府がロンドンよりも一層有利な条件でニューヨークにおいて公債を発行できたわけではなかったのである。

［東北大学大学院経済学研究科教授］

90) PRO, T 160/470/F 10549/1, Memorandum on 2% Stamp Duty on Bear Bonds by W. W. Hopkins, no date.

91) Otto H. Kahn, *Reflections of a Financier* (London: Hodder & Stoughton, 1921), p.258.