

第1次大戦勃発後のイギリスの公信用政策 —1914年戦争恐慌と関連して—

The Policy of Public Credit in Great Britain after the outbreak of World War 1

河合正修*
Masanobu Kawai

1. 序
2. 戦争恐慌の経過
3. ロンドン金融市場の影響
4. 緊急非常措置

1. 序

本稿は第1次大戦勃発前後の戦争恐慌の経過と勃発後のロンドン金融市場への影響、それに対するイングランド銀行ならびに政府の緊急の対応策を跡付けたものである。政府ならびにイングランド銀行のロンドン金融市場への介入は、1847年と1857年のピール条例の停止以降とられたはじめての公信用政策であり、イギリス金融資本の防衛を意図した必然的な措置であったことをみる。以下は本稿の要約である。

第1次大戦勃発以前に、すでに国際証券の異常な売却と銀行株の急激な下落が生じていた。金融業者ローゼンベルグが大量の公債を売却したという事は、市場を非常に神経質にした。セルビアのオーストリアに対する最後通告はヨーロッパ主要国の為替市場と証券市場に直接的な影響を及ぼした。

7月28日のオーストリアのセルビアに対する宣戦布告は、ヨーロッパの為替市場に動揺をもたらし、7月30日から8月4日までにヨーロッパと北アメリカの為替市場の全面的崩壊を惹起した。7

月30日にロンドン、ニューヨーク、パリを除く主要な株式取引所は閉鎖を行なった。これらの閉鎖はロンドン株式取引所をして洪水的な証券売却に導いた。このことは翌日にロンドン株式取引所の閉鎖を余儀なくさせたのである。⁽¹⁾8月1日からの外国為替市場の麻痺の結果、ロンドンで満期日の手形債務を履行することが全くできないという状況を生み出した。外国の顧客の大量の債務不履行は引受商会におそろしい混乱をもちこみ、引受商会の危機は割引商会にも打撃を与えるものであった。この時期に、数行の巨大銀行が割引市場から資金を回収したことは、引受商会と割引業者の支払い停止を招いた。バンク・レートが7月31日から矢継ぎ早に大幅に引き上げられたのは、事態を一層困難にした。金融パニックを回避できなかったので、政府は8月2日にモラトリアムを発し、8月6日に「カレンシー・ノートならびに銀行券法」を公布して事態に対処した。

8月2日のモラトリアムとしての支払猶予法は、8月4日以前の引き受けられた小切手及び一覽払手形以外の為替手形に適用され、1カ月後の日を満期とする支払延期に関するものである。その後支払い猶予期間は延長された。

1914年8月12日に、政府からイングランド銀行への手形割引に関する書簡がなされ、8月27日には政府とイングランド銀行との間で手形割引の往復書簡が取り交わされた。いずれもイングランド

*教授

銀行が採用した措置については政府がすべて損失の補償を与えるというものである。また「カレンシー・ノートならびに銀行券法」はロンドン金融市場の金融梗塞を小額紙幣を発行して打破することを意図した。しかし国内手形市場と外国為替市場の梗塞は依然未解決であった。

かくして、政府ならびにイングランド銀行は外国為替市場の麻痺状態と国内割引市場を回復するために、国内手形引き受けの最終的損失については、政府が補償するという方法をとったが、外国為替手形については為替手形支払延期という消極的政策を取ったのである。この国家介入による一連の公信用政策⁽²⁾によって金融恐慌を沈静化し、金融資本の防衛を図ったのである。

2. 戦争恐慌の経過

1914年7月23日のオーストリア・ハンガリーのセルビアに対する最後通告以前においてでさえ、最初にウイーン、次いでベルリン、ペトログラード、そしてパリから大量の国際証券の異常な売却が行なわれていた。ベルリンの状態はパニック寸前であった。何故なら、セルビアに対する強硬な覚え書きのうわさがすでに市場に流れていたからであり、有力な銀行の1行が顧客の業務を停止すると勧告していたからである。他方、パリの取引所は7月8日発行の大口の3½%フランス政府債に対する過大な応募が行なわれたにもかかわらず、まもなく沈滞した。パリの株式取引所はウイーンとベルリン市場の弱気によって影響され、銀行株は急激に下落した。7月21日、オーストリアの最大の情報通と知られた金融業者ローゼンベルグが大量のロシア公債や東洋の公債を売却したという事実は非常な不安を市場に与えた。3%公債は81 f r以下に落ち込んだ。新たな3½%公債はわずか14日間で90.25 f r、すなわち発行価格以下の1%まで下落した。これはフランス証券市場の歴史のうちで特異な相場であった。7月22日にさらに決済が行なわれたが、23日に實際上、市場に全然買手がいないほどの緊張状態が高まり、市場は興奮状態となった。7月23日のセルビアのオーストリアに対する最後通告は全世界に知れわたった。その通告はヨーロッパ主要国の為替市場

と証券市場に決定的な直接的影響を及ぼした。

オーストリアは最後通告の回答を7月25日(土)午後6時までにするよう要求されていたので、すべての平和愛好団体は大きな不安に包まれていた。これまで最も堅調だった国際株式相場でも特別な規制もなく相場を続けることが妥当であったかどうか疑いの懸念をおくほど下落していた。イギリスとフランスは早急にドイツから資本を引き揚げ、他方ドイツはドイツ名義のロシア債権残高を引き落とそうとした。その結果、ベルリン宛てロシア為替は前例のない202マルク(平価216マルク)に急落した。他方、フランとスターリングはベルリンで金現送点をはるかに越える値段をつけた。オーストリア・ハンガリーとセルビアとの間に、現実に敵対行動が起こった7月28日にスターリング為替に対する需要、特にアメリカ合衆国からの需要が多くなり、外国為替市場を崩壊させるほどの甚だしいものになった。この崩壊の最も大きな原因となったものは、戦争状態のもとにおける金の海上輸送の危険と差し迫った戦争の危険に対して保険の契約が不可能になることであった。⁽³⁾

7月28日のオーストリアのセルビアに対する宣戦布告は数多のヨーロッパの為替市場に相当な動揺をもたらし、2、3日後に崩壊の兆しをもたらした。7月28日と29日に、パリはロンドンから短期資金の回収を始め、それがためここ2日間のロンドンの主な為替レートは10½ポイント下落した。

ロンドン「エコノミスト」1914年8月1日号はベルリンの海外通信者からの次のような記事を掲載している。「ダニューブにおける戦争の勃発は、特にヨーロッパの平和に対するますます広まりゆく危機が株式取引所を巻き込んだ。戦争の勃発は取引所と金融市場に強力な影響を及ぼした。オーストリアの最後通告の内容が知られてから、株式の売却圧力が異常に増加した。多くの証券保有者がどんな価格でも売却するよう指示を与えた。これは市場を大混乱に落とし入れ……すでに土曜日に、ドイツの13の主要銀行の株式は総資本で7,900万ポンドを示していたが、7月の中旬以来、価値において414万ポンド喪失した。

今週株式価格はさらに相当下落した。
 昨日朝
 (1914年7月29日) 運営委員会の会合が開催され、宣戦布告が多分非常に市場を恐慌状態に落とし入れることに鑑み、現状では定期取引の値踏み公表を停止すると決定した。
 ・ 巨大銀行はほとんど窓口で金を支払うことを停止した間、多くの民衆は金を退蔵する目的で銀行券を金に兌換するためにライヒス・バンクに殺到した。 戦争の警告は外国為替の動きに極端に著しい影響を及ぼした。これはセントピタスブルグの電信為替に特にあてはまる。216ルーブルの平価に対して今日は、204ルーブルを記録した。これはロシアが金本位制を確立して以来のルーブルの最低値である。ウィーンの短期手形はまた平価が85で82と83の間を変動しつつ、きわだって低い点に落ち込んだ。他方、ロンドンとパリの小切手レートはほとんど前例のない高さに上昇した。そして、現在金はイギリスとフランスに向かって差益のため輸出されるであろう」このようにエコノミスト通信員はドイツの戦争恐慌の状態を伝えている。⁽⁴⁾

7月30日から8月4日までにヨーロッパと北アメリカの為替市場に全般的な崩落が生じた。すべての為替レートは名目的であったが、後には建値がつかない有様であった。ニューヨークの電信為替レートは8月1日午前7時にひらかれたが、当日の午後5時に多くの業務が行なわれていたかどうかは疑わしい状態であった。第1表は1914年7月23日から8月4日までの世界の主要為替市場の為替相場が戦争恐慌の影響を受けて大きな攪乱状態にあることを示している。

カーコルデイは為替機構の崩壊の原因として次の5つの原因を指摘している。⁽⁵⁾

- (1) コールや短期通知貸とを問わず、市中銀行と金融商会の海外保有残高の全般的回収
- (2) ロンドンの満期債務を支払うために、特にロンドン引受商会に対する債務を支払うために、海外業者がスターリング為替を求めた一般的需要
- (3) 敵対諸国の為替市場の必然的崩壊

- (4) 株式取引所の閉鎖
- (5) 数カ国の金輸出禁止

3. ロンドン金融市場の影響

a. 株式取引所の混乱と閉鎖

1914年の戦争恐慌はヨーロッパ各地の証券取引所から始まった。これらの取引所では戦争の不安がロンドンでの不安よりも先に広がったから国際的に取引されていた証券が大量に売却され、次々に市場を危機に陥れ、あるいは実際に市場閉鎖に導いた。一部の長期資本市場の崩壊が先行し、次にこのために外国為替市場での為替ポジションの信じがたいほどの負担が増大した。これが短期国際信用の崩壊を惹起させる主因であった。国際的に広がった証券取引所の崩壊はロンドン証券取引所に即座に影響した。

外国為替の危機は手形市場にとって破滅を意味する。というのは、外国の借手としては次の1、2週間のうちに期日の到来する手形を決済するために、時期を失せず資金をロンドンの引受商会に送金することは到底不可能であることが明白となったからである。したがって、手形交換所加盟銀行は手形市場に対する手形担保貸し付け及び証券取引所融資は数日のうちにすべて流動性を失ってしまった。手形交換所加盟銀行はロンドン証券取引所に対する短期貸し付け残高約8,000万ポンドをあわてふためいて回収したことはロンドンの一部の銀行を震えあがらせたに違いない。しかし証券取引所関係融資を最初に回収したのは、在ロンドンの外国銀行であったことに注意すべきである。⁽⁶⁾

7月30日(木)に、ロンドン、ニューヨーク、パリを除く主要な取引所は閉鎖を余儀なくされた。これらの閉鎖はロンドン株式取引所に洪水的な対外売却をもたらした。勿論証券売却を通じてスターリングを得ることは依然可能であった。このことは外国為替相場がイギリスに順に動いた事実から明らかである。7月20日と30日の間に、387の代表的な証券の価値は記録的な1億8,779万2千ポンド、ざっと5.6%下落した。市場がすでに沈滞した時に5.6%の下落が訪れた。この日、ドイツの企業と密接な関係をもつ重要な企業であ

第1表 大戦勃発時の為替の崩壊（ロンドン宛ての最近のレート）

	JULY, 1914.									AUGUST, 1914.		
	Parity.	23rd. ¹	24th.	25th.	27th.	28th. ²	29th.	30th.	31st.	1st. ³	3rd. ⁴	4th. ⁵
Paris, Cheques	25.22	25.18	25.17½	25.15	25.15½	25.12½	25.05	Nominal	Nominal	Nominal	Nominal	Nominal
Brussels, Cheques	25.22	25.30	25.30	25.30	25.29	25.29	25.29					
German, 8 Days	—	20.48	20.48	20.50½	20.50½	20.50	—					
German, Cheques	20.43	20.51½	20.53	20.52½	20.53	20.53½	20.67½					
Vienna, Sight	24.02	24.22½	24.23½	24.24½	24.32½	24.37½	24.35					
Amsterdam, Cheques	12.107	12.14	12.14	12.14	12.14½	12.14½	12.14½					
Switzerland	25.22	25.18½	25.19	25.18½	25.19	25.18½	25.19					
Italy, Sight	25.22	25.33½	25.33½	25.33	25.42½	26.00	Nom.					
Madrid, Sight	25.22	26.13	26.13	26.10	26.15	26.15	26.15					
Stockholm, Sight	18.159	18.25½	18.25½	18.26	18.27	18.28½	18.32½					
Lisbon, Sight	53¼ d.	46¾ d.	46¾ d.	46¾ d.	46¾ d.	46½ d.	46d.					
St.Petersburg, Sight	94.60	96.12½	96.32½	96.55	96.75	98.50N.	96.10N.	96.12N.	96.12N.	96.12N.	96.12N.	
Montreal, Cable Transfers	4.86¾	4.88½	4.88½	4.88½	4.89½	4.90½	4.95N.	4.95N.	4.95N.	4.95N.	4.95N.	
Montreal, Cheques ⁶	—	4.89½	4.89½	4.89½	4.90½	4.90½	4.93½	5N.	5N.	5N.	5N.	
Bombay, T.T.	1s.4d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.
Calcutta, T.T.	1s.4d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.	1s.3¾ d.
Hong-Kong, T.T.	—	1s.9½ d.	1s.9½ d.	1s.9½ d.	1s.9½ d.	1s.9½ d.	1s.9½ d.	1s.9½ d.	1s.9½ d.	1s.8¾ d.	1s.8¾ d.	1s.8¾ d.
Shanghai, T.T.	—	2s.4½ d.	2s.5d.	2s.4½ d.	2s.4½ d.	2s.4½ d.	2s.4½ d.	2s.3¾ d.	2s.3¾ d.	2s.3¾ d.	2s.3¾ d.	2s.3¾ d.
Singapore, T.T.	—	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.	2s.3½ d.
Yokohama, T.T.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.	2s.0¾ d.
Alexandria, Sight	97½	97½	97½	97½	97½	97	97	97	97	97	97	97
Rio de Janeiro, 90 days' Sight ⁷	16d.	15½ d.	16d.	16d.	15½ d.	15½ d.	15½ d.	15½ d.	15½ d.	14½ d.	14½ d.	14½ d.
Valparaiso, 90 days' Com ⁷	18d.	9¾ d.	9¾ d.	9¾ d.	9¾ d.	9¾ d.	9¾ d.	9¾ d.	9¾ d.	8¾ d.	8¾ d.	8¾ d.
Buenos Ayres, 90 days' Sight ⁷	47.58d.	47½ d.	47½ d.	47½ d.	47½ d.	47½ d.	48d.	48d.	48d.	48d.	48d.	48d.
Monte Video, 90 days' Sight ⁷	51d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.	51¾ d.
New York, Cable Transfers	4.86¾	4.8885	4.8885	4.8925	4.9450	4.9435	4.9450N.	5.15N.	6.00N.	Nom.	Nom.	Nom.
New York Demand Bills	—	4.8805	4.8810	4.8815	4.9155	4.9135	4.9050N.	5.05N.	5.50N.	Nom.	Nom.	Nom.

- ¹ Austria presented ultimatum to Serbia.
- ² Austria declared war on Serbia.
- ³ Germany declared war on Russia.
- ⁴ Germany declared war on France.
- ⁵ Great Britain declared war on Germany.
- ⁶ London on Montreal.
- ⁷ These rates are telegraphed the day preceding their receipt.

N. or Nom. in the above table represents Nominal

(出所) A. W. Kirkaldy, British Finance, 1914-1921, p.330.

るMessers Derenburg & COが破産した。

7月31日の朝、株式取引所委員会は株式市場のいつもの開会のほんの少し前に追って通知のあるまで株式取引所を閉鎖することを決定した。ロンドン証券取引所の閉鎖は、スターリングを獲得しようとする外国諸国の最終的な資金源を断ち切った。7月31日(金)にすでに海外からの電信は、ロンドン宛て手形が確保できないと伝えてきた。スターリング・ポンドに依存した外国為替機構も、証券市場の崩壊とともにその運命を決定づけられていたのである。E. V. モーガンは、1914年の戦争勃発によって激しい金融恐慌が発生したが、その主因は外国人がロンドンに送金することが不可能なことで惹起され、直接影響を受けたのは、ほとんど大規模な対外取引に従事しているマーチャント・バンカー、株式仲買人であったと言っている。⁽⁷⁾

b. 引受商会、割引商会と株式銀行への波及と イングランド銀行

ロンドン金融市場は引受業務と割引業務とで世界最大の短期債権者であった。だが、国際預金銀行として、ロンドン金融市場はまた相当額について外国中心地に債務を負っていた。他方、非居住者は証券売却によって短期の予告でより多くの額を引き出すことができ、ロンドンはまだ主要な外国為替市場であった。特にドルと大英帝国ならびに南アメリカ地域の通貨の取引でヨーロッパの中心地であった。7月の不安な最後の日に、外国為替市場では二重の動きがあった。イギリスのマーチャント・バンカーは新しい業務を拒絶していた。未払い手形が満期になるにつれて、ロンドンは今世界から短期の貸し付けの回収を図った。同時に、外国の中心地、特にパリはロンドンから残高を回収し、ロンドンを通じその他の諸国から短期貸し付けの回収をはかった。

8月1日から、ロンドン宛て手形は事実上確保できなかった。外国為替市場のこの麻痺の結果は、外国債務者がいかに支払い能力があり、支払い意志があっても、しばらくの間ロンドンで満期期日の手形債務を履行することが全くできないということであった。かくして、作り出された危機の負担は最初引受商会にのしかかった。最終的に

割引商会と民間銀行にも及んだ。当時、ロンドンには約3億5,000万ポンドの割引手形があったが、そのうち3分の2がロンドンの外国人によって支払われる債務を表している。これらのほとんどは業務に従事しているマーチャント・バンカーによって引き受けられ、残存部分は巨大株式銀行によって引き受けられた。外国の顧客の大量の債務不履行は事態をおびやかし、最も強力な引受商会さえもはや支払いを継続することはできなくなっていた。かくして、引受商会はおそろしい混乱に直面したが、混乱はそこで終わらなかった。引受商会が破綻した場合、引受商会は割引業者を引きずりこみ、さらにおそらく割引業者と共に株式銀行さえも破綻に引きずりこんだであろう。引受商会によって引き受けられた手形はつねに割引業者によって割引されたであろう。引受商会の破綻は商業銀行が再割引した手形に対して割引業者に責任を負わせることになった。

他方、割引業者の流動資産がすべて凍結された間に、銀行は貸し付けを回収するか、預金者は預金を引き出すことになろう。引受商会が支払いを停止した場合、割引業者は事態に即応することを余儀なくされるであろう。だが、これは銀行危機のほんの始まりにすぎないであろう。もし割引業者が破綻したならば、割引市場にコールで貸し付けた数百万ポンドのすべてが回収できないことになろう。引受商会や裏書き人が満期に手形を履行できないと同様、割引市場の手形割引も好ましい状態にないであろう。

7月31日に数行の巨大銀行が割引市場から資金を回収したが、翌日、イングランド銀行は出来得るかぎり市場を救済しようと手形交換所加盟銀行に訴えた。ロイズ銀行等の巨大銀行はイングランド銀行から大量の金と銀行券を確保したが、それと反対に多くの銀行は金で支払うことができず代わりに銀行券を提供した。

割引業者は手形をイングランド銀行に再割引してもらうために同行に持ち込んだ。これまで見てきたように、諸銀行は引受商会と割引商会に依存している。割引商会は引受商会に依存している。引受商会は送金不能な対外支払い先に依存している。ロンドンの未払いの手形総額は巨額におよび

概算して3億5,000万ポンドといわれ、そのうち数百万ポンドが毎日満期になっている。

8月1日(土)には、引受商会と割引業者はいずれも支払いを停止する重大な危険にさらされた。株式銀行も同様な危機に直面していた。イングランド銀行は7月31日にバンク・レートを29日の3%、30日の4%から一挙に8%、翌日8月1日に1873年以来の10%に異例の早さで引き上げた。この未曾有の高金利政策は、一般公衆の間にパニックを波及させ、直接、割引業者に大打撃を与えた。この高金利政策は即刻是正され、8月6日にバンク・レートは6%、8日に5%と引下げられた。この間ロンドンの金融市場の金融逼迫は異常なほど加速された。ロンドンの金融界は金融逼迫に対して通貨の緊急発行を要望した。この間の事情について、ホートレイは「7月31日のその当日、数行の民間銀行は顧客に金を支払うことを拒絶した。そして顧客にはイングランド銀行券で支払いをなした。同時に、銀行休日に貨幣を欲する人々は、イングランド銀行で銀行券を金に兌換しようとして待ちわびる長い行列が王立研究所の階段のやじ馬の群衆によって観察された」と⁽⁶⁾。しかし、金融パニックを回避できなかったため、ついに政府は8月2日にモラトリアム、8月4日から6日までの銀行休日と8月6日に「カレンシー・ノートならびに銀行券条令」を公布した。

大戦のロンドン金融市場の影響について、ケインズは次のように語っている。「その週の木曜日、金曜日、土曜日において、民間銀行は割引商会から相当な額の資金を回収しはじめた。ついで民間銀行はイングランド銀行へ巨額の額の手形をもちこんだ。木曜日に、バンク・レートは3%から4%へ、金曜日に8%に、土曜日に10%にまで引き上げられた。土曜日の朝、株式銀行の行動は割引商会を混乱させた。割引商会はイングランド銀

行がもはや手形を受け取らないであろうと恐れはじめた。しかしながら、イングランド銀行の行動は即刻に恐れをぬぐい去った。

この3日間の3%から10%までのバンク・レートの急速な急襲は、一部は株式銀行が割引商会をしてイングランド銀行に持ち込んだ大量の手形によるが、さらにはこれら同じ株式銀行によってイングランド銀行から金と銀行券を受け取らせたことにもよるのである。——民間銀行は恐慌の最初の3日間にイングランド銀行から数百万ポンド以上の金を持ち出した。イギリスの(金融)制度は、民間銀行に対する公衆の取り付けによってばかりか、イングランド銀行に対する民間銀行の取り付けによっても危胎にさらされていた」と⁽⁹⁾。

いま、7月29日から8月7日の間のイングランド銀行の諸勘定の激変をさぐり、大戦のイングランド銀行に及ぼした影響について第2表から考察すれば、以下の通りである。

イングランド銀行は7月の最後の週に大量の手形を再割引しはじめた。このことはこの間のイングランド銀行のバンク・レートの急激な引き上げにもかかわらず、銀行部の証券保有の増加にあらわれている。銀行部の証券保有の増加は1914年7月29日の5,831万ポンドから8月8日の7,639万ポンドと1,800万ポンド近く急増していることに反映している。また、7月の最後の週から8月上旬の同行のバンク・レートの大幅な引き上げに反して、海外への金流出が7月29日の82万ポンドから8月8日の229万ポンドへと増加し、また金の国内流出が1,000万ポンド以上激増した。また準備金は1914年7月29日の2,687万ポンドから8月8日の996万ポンドと1,700万ポンド以上減少した。債務に対する準備率は7月29日の40%から8月8日の14½%へと急落した。このことは戦争恐慌に際していかに現金需要が急激に高くなっていたか

第2表 イングランド銀行の諸勘定 (単位万ポンド)

	金地金	金流出	銀行券流通高	銀行部証券保有	準備金	債務に対する準備率
1914. 7. 29	3,813	82	2,970	5,831	2,687	40
1914. 8. 8	2,762	229	3,610	7,639	996	14½

(出所) The Economist, Aug 8 1914, p. 290. より作成.

がわかるう。

4. 緊急非常措置

a. モラトリアムとしての支払猶予法

これは1914年8月2日の或る種類の為替手形の支払い猶予に関するものである。その内容は1914年8月4日以前に引き受けられた小切手及び一覽払手形以外の為替手形が、支払いを受けるために呈示せられた場合に、引受人が手形面に記載して再引き受けをしたとき、手形は各振出人、裏書人その他の当事者の義務を始めとしてその他の一切の目的に対し原満期日の代わりに原支払い期日より暦に従い1ヵ月後の日を以て満期とし、その手形の金額は当初の金額に手形再引き受け当日のイングランド銀行割引歩合による再引き受けの日より新支払い期日に至るまでの利息を加えるものとする。またこの法律により、為替手形及びその他の義務による支払いを布告をもって一時停止する。すなわち、為替手形、有価証券の支払い、及びその他の契約による一切の支払いを布告により、指定せられる程度まで、あるいは指定せられる期間中、且つ指定された条件、またはその他の規定に従い猶予することができるというものであった。8月6日の布告では、支払い猶予は、賃金または俸給に関する支払い、当初の金額1万ポンドを超過しない債務に関する支払い、各種の課税に関する支払い、船荷に関する支払い等を対象とした。9月1日の布告では、8月2日、6日、12日の各布告の支払い猶予期間をさらに延長した。⁴⁰⁾

b. 政府紙幣ならびに銀行券法

この法律により政府は1ポンド及び10シリングの紙幣を発行でき、金貨と同様にイギリス国内で流通する法貨としての資格をこの紙幣に与えた。この紙幣は大蔵省の一定の形式および様式に従う。紙幣の所持者は請求次第金貨で以て額面価格の価格の支払いをうける。紙幣の回収にあたってはその時期および方法につき条件に従い紙幣の額面価格に相当する金貨を支払う。紙幣は銀行券で

あり、且つ通貨とみなされる。さらに政府紙幣は制限外の発行を認められた。この法律の通過と同時に、大蔵省は省令を公布して政府紙幣の発行方法を規定している。この規定によって、政府紙幣はイングランド銀行を通じてそれを借入しようとする銀行の預金勘定と当座勘定を合計した全債務の20%まで貸し出しが可能となった。またイングランド銀行は政府紙幣償却勘定を設定する義務を負った。これと同時に1844年のピール銀行条令は停止された。これによって銀行部と発行部が分離し、銀行部の金準備の増減によって発行部から銀行券発行が増減される仕組みは廃止された。同行銀行部保有金からカレンシー・ノート償却勘定への金の移転は1914年9月に開始され、1915年5月まで続行された。それによって2,850万ポンドの金がカレンシー・ノート償却勘定へ移転された。この意味するところは、信用の枢軸である金準備の一部が銀行部に保有され、他の一部がカレンシー・ノート償却勘定によって保有されたことにあるのではなく、銀行部保有金のカレンシー・ノート償却勘定への一部移転によってあたかもカレンシー・ノートが金に裏付けられているかの幻想を与えることによってカレンシー・ノートの信頼性を確保することと、大蔵省と同行との金融的結合をかため、政府の権限、介入を増大させることによって管理通貨化をはかったのである。同行銀行部からカレンシー・ノート償却勘定への金の移転は、銀行部の準備金を減少させ、銀行部保有の証券を増大させ、かようにして同行の収益力を増大させる。銀行部の資産は(1)銀行券、(2)金貨、(3)政府証券、(4)その他証券から構成されているが、(3)の政府証券の大部分が大蔵省証券であった。他方、政府に対する一時貸上金はそのかなりの額が償却勘定から行なわれ、長期証券の多くの額が同勘定によって保有されたようである。償却勘定によって保有された証券の利子は、保有証券の5%プラス10万ポンドの額に達するまで投資準備勘定(カレンシー・ノートの発行益の積み立て勘定)に払いこまれることになっていた。その後これを上回る利子は国庫に払いこまれることとなった。投資準備勘定とはイングランド銀行がカレンシー・ノート償却勘定を設けて、カレンシー・ノートの発行を借方に受け取り及び回収額を

貸方に記入した。そしてこの額の一部は政府証券に投資されたが、この際の証券の利子相当額は投資準備勘定に払いこまれることとなっていた。当初の貸し出し計画にもとづいて実際に発行された政府紙幣の金額は1,300万ポンドであったが、その大部分がすぐさま返済された。市中銀行は顧客の必要に応ずるため現金を引き出す場合に金の代わりに政府紙幣を受け取りはじめ、間もなく顧客も金の代わりに政府紙幣を喜んで使うようになり、紙幣の発行残高は1914年末には3,800万ポンドに達したとセイヤズは指摘している。⁴⁰ また、フォーバー・イアによれば、「カレンシー・ノートがいかなる額に対しても法貨であるべきことを規定していたが、金で支払う権利は券面に記載されていなかった。しかも多くの公衆がそれを知っていたかどうか疑わしい。カレンシー・ノートの発行方法は大蔵省の決定にゆだねた。1914年8月20日、ノートが要求次第でイングランド銀行を通じて額面価格の支払いで申し込みに応じた人々に対して発行せられることを簡単に述べた覚え書きによって取り替えられた」と。⁴¹最初の覚え書きは民間銀行に対するイングランド銀行のカレンシー・ノートの発行に関するものである。最初の規定は預金の最高限度20%までノート（紙幣）の発行を民間銀行に許容するものであった。この方法は銀行業者の間で人気がなかった。第2の覚え書きは要求せられた紙幣の券面額の支払いについては、イングランド銀行を通じて申し込み次第いかなる人にも発行されるであろうと規定した。この方法でほとんどすべての紙幣が流通に入った。イングランド銀行はカレンシー・ノート償却勘定として知られた勘定を保有するよう要求された。その勘定は発行されたカレンシー・ノートを借方に受け取った金額を貸方に記入した。カレンシー・ノートの額は当時一部を金に、他の一部を政府証券に投資された。

ロンドン「エコノミスト」は、1914年8月8日号の「政府紙幣と証券」の紙上で外国為替取引の崩壊と政府紙幣の発行について次のように語っている。「外国為替取引の崩壊と共に、シティは先週危機に直面した。それである種の救済策がすば

やく適用されねばならなかった。民間銀行を再開し、信認を回復するためには、モラトリアムでは不十分であった。あたらしい通貨が発行されねばならなかった。イギリスの信用制度は信用にもとづいている。その実質的基礎は金である。——ロイド・ジョージが議会で明らかにしたところによれば、信用の破綻は全然なかった。——機構の一時的停止があった。もちろん、それは大変不便をもたらした。そしてもしすばやく措置がとられなければ、疑いもなく金融崩壊に導いたのであろう。金融ピラミッドの頂点をおびやかした打撃は債務を履行するために海外に多額の信用をもつ商会の破綻が債務を履行することができないということであった。何故なら、海外の債務者は為替操作の停止によってイギリスへの送金を確保することができなかったからである。彼等のポジションを防衛するために、したがって、モラトリアムが1カ月間実施され、債務を履行することができないということは1カ月の支払延期を意味するので、その条件がすみやかに緩和されねばならない。——民間銀行が開業しており、株式取引所が閉鎖していた先週の金曜日と土曜日に、人々が貨幣が十分に出回らないという考えがねざした。それ故に、民間銀行を3日間閉鎖することが決定された。8月4日、5日、6日、加えて8月3日の月曜日は通常の銀行休日であった。それは緊急通貨を発行するための時間に余裕を与えた。この間に、1ポンドと10シリングの紙幣が印刷され、民間銀行が再開されるや否や、約400万ポンドの紙幣が発行のため用意された。——これらの紙幣はイングランド銀行券でなく、通常のイングランド銀行券と同様の条件で金に兌換されうる政府紙幣であった。したがって、我々は正貨支払いを停止しなかった」と⁴²。このようにエコノミストは外国為替取引の崩壊と政府紙幣の導入の必然性について見事に描写している。

c. 政府とイングランド銀行との協定

このように一連の公信用政策によって8月上旬の金融恐慌は一応沈静化し、国内の金融状態は緩和されたが、問題は依然継続していた。すなわ

ち、国内手形市場と外国為替市場が麻痺していたからである。この点についてモーガンは次のように述べている。「引受商会は1カ月間一時的に救済されたが、まだ、首をくくる破産の恐怖におののいていた。——引受商会と割引商会も新しい業務を行なう意向は全くなかった。ロンドン宛手形が、振り出され割引されるようになるまで外国為替市場が正常な業務を再開することは不可能であった」と。⁶⁴

次いで1914年8月12日付けの大蔵省からイングランド銀行への手形割引に関する書簡ならびに1914年8月27日付けの大蔵省とイングランド銀行の手形割引に関する往復書簡についてふれてみる。⁶⁵

前者は1914年8月2日の布告によって保護措置をとった為替手形の割引に対して政府の保証をあたえる協定をイングランド銀行との間で取り決めたものである。その内容は現在の緊急状態において国民の必要とする金融上の便宜を与えるために、政府がイングランド銀行に対して1914年8月4日以前に引き受けた国内及び国外、ならびに銀行と商会が為替手形の割引を行なうことによる損失を補償することに同意した。すなわち、イングランド銀行は1914年8月4日以前の引き受けにかかる為替手形の所持人から請求を受けたときは、所持人に対する追求権を放棄してイングランド銀行の割引歩合によって満期以前のいつでもその手形の割引を行なう準備を用意している。その手形の満期及び同銀行は商業の正常状態への復帰を援助するため、その引受人に対してさらに通知するまで支払い猶予の機会をあたえるべきである。その猶予中、その時々々のイングランド銀行の割引歩合より2%高の割合で利子を徴収すべきである。またイングランド銀行は従来同銀行において割引を行なってきた為替手形その他の確実な商業手形ならびにイギリスにおいて設立された外国および植民地の商社および銀行代理店の引受手形を承認するように取扱うべきであるということであった。

後者の内容は前者の内容とほとんど同一であるが、イングランド銀行が採用した措置についてはすべて損害の補償を政府から受けるべきであると

いうものであった。

この手形引き受けの損失補償について、政府とイングランド銀行の間で協定が取り交わされた。⁶⁶

この協定は8項目からなり、その内容は次のように要約される。政府ならびにイングランド銀行は外国為替市場の麻痺状態と国内割引市場の健全性を回復するために、イングランド銀行は1914年8月4日以前に引き受けられたすべての履行手形をバンク・レートで、且つ手形保有者に遡及しないで割引いたであろう。このような割引された手形の満期日について、イングランド銀行は引受業者にさらに支払期日の延期の機会を与えるであろう。当分の間、利子はイングランド銀行のバンク・レートよりも2%以上で支払われる。割引かれた手形に関して、可能な限り、すべての既存の債務を保持するために協定がなされる。この行動の結果としてこうむる最終的損失に対しては政府がイングランド銀行を補償するというものであった。さらに、3週間後に、手形期日の到来時に、引受人がその支払いを行なうことができない場合に、イングランド銀行はこのような引受人に対して公定歩合より2%高い金利で貸し出しを行い、戦後1年間は引受人が回復しえない預金勘定の積み立てを要求しないことにした。かくして、大規模な割引がその後行なわれ、9月中旬まで順調に行なわれたが、9月末に、その流れがとどえた。そのため、イングランド銀行は9月29日に一つの通知を発した。それはモラトリアム以前の手形を割引くための協定をさげようと願う人々は一刻も早く割引の申し込みを同行に送付するよう求めている。この行為は過大な割引を促す傾向があるものとしてケインズによって批判された。⁶⁷ この結果、1億2千万ポンド以上の手形が11月末の申し込み停止以前に割引かれた。⁶⁸

このように国内手形については、政府とイングランド銀行が手形債務の保証を強力に行なったが、外国為替手形については為替手形支払延期という消極的政策で終始した。すなわち、8月3日に、前日の布告を立法化して為替手形支払延期法を議会に提出して通過せしめ、この条令のもとで8月6日に一般モラトリアムを発して或る例外を除いて8月4日以前に行なわれた契約から生じる

すべての支払いが、手形満期から1カ月間あるいは9月4日まで延期されるであろうとした。小切手と要求払手形は宣告によって保証されたが、その他の手形は保証されなかった。しかし、8月12日の第2の布告は8月2日の布告のもとで再引き受けされなかったどんな手形についてもその規定を延期した。また自治領あるいは植民地銀行からの満期債務についても範囲を広げた。このようにモラトリアムによって対外債務の延期がなされた。

その後大蔵省、イングランド銀行、株式銀行、商工会議所の代表からなる委員会が結成された。⁶⁹ 救済の申し込みはこの委員会でなされた。それぞれの場合の検討をへて、委員会は銀行業者に6カ月手形を引き受けるとの商人の申し込みを許可する権限を与えた。6カ月手形は委員会によって保証されるであろう。したがって、当然6カ月手形は金融市場で譲渡された。このような貸し付けは外国での残高の50%をこえてはならなかったが、貿易業者の取引銀行からの既存の借入の返済または一部を返済に用いてはならないものとされた。商人は1/4%の引き受け手数料を銀行に前以て支払わねばならなかった。また所要経費をつぐなうのに保険金を支出するために6カ月につき1%の手数をさらに支払わねばならなかった。最終的損失についてはともかく75%は国庫が負わねばならなかった。

セイヤーズはモラトリアムの効果とその後の公的当局の措置について「1914年8月の前半に不必要な一連の倒産を回避するという点でモラトリアムが役立ったかどうかはともかくとしてモラトリアムによって手形市場が新しい取引を開始しうるほどに十分に保護されなかったことは確かである。というのは、恐慌前に振り出された手形が最終的に決済されるかどうかはモラトリアムによりどれほど長く引き伸ばされようと手形振出人からの送金を引受人が受領するかどうかによって決まっただけからである。ところが手形振出人が敵国をも含む世界各地の貿易商やその取引銀行家であったから1914年8月半ばの時点では一体、誰が最終的に手形の支払いをするか明らかでなく、また適当の速さでどれ程の金額が送金されてくる

のかは一層不確かであったし、したがってなんらかの保護措置がそれ以上に用意されるまでは保証のない手形を新たに引き受けるといふ危険を冒すような引受人はなかったであろう。この問題は8月13日に発表された政府とイングランド銀行の間での取引めによって解決された。誰がこの計画を考えだしたかあきらかにしうる資料は見つからないが、イングランド銀行が実務を担当し、政府がかなりの実質的なリスクを負うという両者間の協定がその基本をなしていた。これによってイングランド銀行は8月4日以前に引き受けられた内外の銀行支払いまたは貿易業者支払いの為替手形で承認済みのものはいかなるものでも割引き、また同行に手形を売却した手形保有者に対する通常の償還請求権を付けないことになった」といっている。⁶⁹

最後に、大戦のロンドン手形交換所加盟銀行に対する影響について緊急非常措置後の8月末の手形割引等に関連して試みるならば、我々は次の算定を得る。

7月末に最大の預金額を保有していたロイズ銀行は8月末に若干減少し、ロンドン・シティ・ミッドランド銀行が1億1,243万ポンドと首位に立ち、ロンドン手形交換所加盟銀行の主要民間銀行の預金総額6億1,641万ポンドの6分の1を保有していたことがわかる。大戦の影響にかかわらず、預金総額は大戦前の5億9,784万ポンドから大戦勃発後の8月末には6億6,140万ポンド近く増大した。加盟銀行の貸付の最も多い銀行はウィリアム・デイコンズ銀行で7月末の687万ポンドから8月末の716万ポンドと若干の増加をみた。手形割引の最大の減少をみたのは、Lord, Country & Westminsterで7月末の2,477万ポンドから8月末の2,009万ポンドと500万ポンド近い減少をみたのである。加盟銀行全体では、貸付は7月末の1億7,897万ポンドから8月末の1億8,210万ポンドと増加をみたのに、逆に手形割引は7月末の5,897万ポンドから8月末の5,184万ポンドへ700万ポンド以上の減少をみた。債務ではロンドンシティ・ミッドランド銀行が最も多く、7月末の1億2,390万ポンドから8月末の1億2,747万ポンドと400万ポンド近い債務を増加させた。加盟銀行の総債務は、7月末の6億9,127万ポンドから8

第3表 ロンドン手形交換所加盟銀行の公表数字

	DEPOSITS.			ADVANCES, LOANS, &c.					
	End of			End of					
	July.	August.	September.	July.		August.		September.	
			Loans.	Discounts.	Loans.	Discounts.	Loans.	Discounts.	
	£	£	£	£	£	£	£	£	£
Capital and Counties	41,274,017	42,304,578	42,242,937	24,635,363		23,955,592		24,211,306	
Lloyds	109,726,514	110,694,614	112,686,446	58,849,985	16,146,133	59,048,408	14,582,326	58,706,054	11,388,121
London and South-Western	22,272,047	23,007,108	22,862,427	11,274,927	3,095,077	11,442,699	2,609,268	11,637,635	2,211,914
London City and Midland	108,181,412	112,347,661	116,335,281	61,420,224	11,204,467	61,005,163	11,215,636	63,398,769	10,596,642
Lond. County & Westminster	87,695,715	94,360,173	96,462,762	40,554,905	24,779,145	43,443,414	20,096,868	41,122,357	19,531,915
London Joint Stock	36,319,583	36,080,176	36,644,532	25,170,368		23,206,059		22,110,622	
National	14,470,363	14,419,433	14,555,154	3,163,073		3,264,372		3,214,132	
National Provincial Bank of									
England	71,327,090	71,989,473	72,597,279	46,457,717		43,156,898		42,976,429	
Parr's	48,576,78	48,339,307	49,614,528	27,378,554		26,609,831		26,147,933	
Union of London & Smiths	41,803,597	46,966,607	46,706,684	25,450,315		24,983,086		22,939,388	
Williams, Deacon's	16,197,649	15,631,648	15,562,697	6,870,341	3,749,759	7,161,776	3,344,216	7,054,651	2,919,934
	597,844,065	616,140,778	626,270,727	178,970,382	58,974,581	182,101,460	51,848,314	181,919,466	44,648,526
				390,200,353		379,125,612		368,167,802	

	TOTAL LIABILITIES.			CASH, &c.														
	July.	Aug.	Sept.	July				August				September						
				On Hand.	%	At Call.	%	Total %	On Hand.	%	At Call.	%	Total %	On Hand.	%	At Call.	%	Total %
£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£	£
Capital and Counties	45,742,656	46,839,711	46,696,154	6,582,652	14.4	6,306,691	13.8	28.2	9,270,200	19.8	5,318,616	11.3	31.1	9,402,182	20.1	4,761,464	10.2	30.3
Lloyds	121,824,181	123,248,240	125,216,708	16,829,205	13.8	10,505,861	8.6	22.4	20,104,056	16.2	9,581,923	7.8	24.0	24,040,714	19.2	10,125,722	8.1	27.3
London & South-Western	26,288,186	26,231,708	26,212,457	3,703,989	14.1	3,384,979	12.8	26.9	4,127,865	15.7	3,321,315	12.3	28.0	4,240,668	16.2	3,211,264	12.3	28.5
London City and Midland	123,903,953	127,473,003	130,304,771	17,564,178	14.2	13,521,474	10.9	25.1	24,443,419	19.2	11,148,630	9.5	28.7	26,719,759	20.5	11,062,043	8.5	29.0
Lond. County & Westminster	106,279,146	112,638,986	111,894,159	11,998,266	11.3	10,708,526	10.1	21.4	20,591,811	18.2	10,419,509	9.3	27.5	23,625,513	21.1	11,166,200	9.9	31.0
London Joint Stock	43,396,555	43,058,737	43,082,501	5,320,772	12.2	5,417,832	12.5	24.7	6,746,817	15.6	5,609,719	13.0	28.6	7,420,055	17.2	5,432,693	12.6	29.8
National	17,882,212	18,014,896	18,264,748	2,101,023	11.8	2,677,046	14.9	26.7	2,049,751	11.3	3,001,161	16.6	27.9	2,251,589	12.3	3,033,288	16.6	28.9
National Provincial Bank of																		
England	77,238,232	77,895,674	78,342,443	10,345,274	13.3	5,106,894	6.6	19.9	14,645,325	18.8	4,714,174	6.0	24.8	15,313,625	19.5	4,816,268	6.1	25.6
Parr's	57,491,795	56,745,365	57,296,689	7,453,388	12.9	9,002,005	15.7	28.6	8,582,411	15.1	8,228,982	14.5	29.6	9,967,271	17.4	8,673,819	16.8	34.2
Union of London & Smiths	52,739,018	57,610,407	56,552,245	6,812,895	12.8	6,635,550	12.5	25.3	11,723,882	20.4	7,112,168	12.3	32.7	13,370,428	23.6	7,264,291	12.8	36.4
Williams, Deacon's	18,488,390	17,936,133	17,741,944	2,842,231	15.3	1,673,373	9.0	24.3	2,539,908	14.2	1,523,403	8.5	22.7	2,443,643	13.8	2,080,524	11.7	25.5
	691,274,324	707,692,860	711,604,819	91,553,873	13.2	74,940,231	10.8	24.0	124,825,445	17.6	69,979,600	9.9	27.5	138,795,447	19.5	71,627,576	10.0	29.5

(出所) The Economist, October 24, 1914, p. 688.

月末の7億769万ポンドと1,000万ポンド以上の債務の増加をきたした。このようにみえてくると、大戦勃発後の債務の急増は、第1に、預金の増大、第2に、手形割引の大幅減の債権の減少によるものであったことがわかる。かくして大戦が手形割引に甚大な影響をおよぼしたことが割引商会の数値を除外しても判明するのである。もし緊急非常措置が採用されていなければ、ロンドン金融市場におそろしいほどの金融資産の損失をもたらしたであろう。ついでにことわっておくが、この時期の割引商会の手形割引の月毎の数値については公表されていない。

第1次大戦勃発後のこのような一連の公信用政策によって戦争にともなう金融恐慌の激化を沈静化し、その後手形市場の回復がはかられ、手形の決済は1915年2月までに大部分なされたが、その決済にあたって計画の第2段階にもとづくイングランド銀行の手形引受人に対する資金の特別融通が手形の決済を同步調でないにせよ急増し、この引受人に対する融通の大部分は戦争中決済されずに終わり、戦後まで残った。他方カレンシー・ノートの発行はその後大戦中に増大し、戦後は急速に増大し、戦後インフレーションの原因となった。これは1925年の金本位制復帰の引き金となったのである。ともかく政府紙幣の導入は金融恐慌を緩和してその後の戦費調達を容易化したことで一応の成功を見たのである。

(2001. 4. 3 受理)

註

- (1) 拙稿「第一次大戦勃発直後のロンドン株式取引所の崩壊の原因をめぐって」(長野大学紀要)第13巻第2-3号、p.15-28) 1991. 12参照。
- (2) 公信用の概念を最初に使用したのは、マルクスである。周知の「経済学批判の要綱」の「序説」部分で指摘されている。すなわち、「(1)一般的・抽象的諸規定・・・。(2)ブルジョア社会の内部的仕組みをなし、また基本的諸階級が存在する基礎となっている諸範疇。資本、賃労働、土地所有、それら相互の関係。都市と農村。三大社会階級。これら諸階級間の交換。流通。信用制度(私的)。(3)国家の形態でのブルジョア社会の総括。それ自体との関

係での考察。「不生産的」諸階級。租税。国債。公信用。人口。植民地。移住。(4)生産の国際的關係。国際的分業。国際的交換。輸出入。為替相場。(5)世界市場と恐慌」という編別で展開しているそれである。しかし、マルクスは公信用について定義を行っていない。筆者は公信用についてここでは政府の中央銀行に対する信用関係としておきたい。

Karl Marx, Grundrisse der Kritik der politischen Okonomie SS.28~29, Institut……. 1953. 高木幸二郎監訳、「経済学批判要綱」、第1分冊30頁、大月書店、1959年参照。

- (3) 当然に、貿易は非常に困難となり、このためすべての船積みはほとんど中止された。これは前例のない保険の諸条件をつけ加えたことに相違ない。7月28日に東洋への船舶の戦争リスクは約5シリングあるいは1/4%の保険をつけると推定される。一週間の間にそのプレミアムは約20ギニアもしくは21%上昇した。
- H. C. Sonne, The City., London, Effingham Wilson, 1915. p. 13.
- (4) The Economist 1914. Aug 1 .p.229.
- (5) A. W. Kirkaldy, British Finance During and The War 1914-21, London Pitman.p.331-332.
- (6) R. S. Sayers, The Bank of England,1891-1944, Cambridge University Press. p.94.
- (7) E. V. Morgan, Studies in British Financial Policy, 1914-25, P. 5-13.
- (8) Hartley, Withers War and Lombard Street, London, John Murray, 1918.p. 2.
- (9) J. M. Keynes. War and Financial System, August 1914. The Collected Writings of John Maynard Keynes XI Economic Articles and Correspondence Academic, p.253.
- (10) Alexander Pulling, Manual of Emergency Legislation comprising all acts of Parliament, Proclamations, Orders, No.1.p. 238. HMSO.1914.
- (11) R. S. Sayers, The Bank of England,1891-1944, Cambridge University Press. p.95.
- (12) Feavearyear, The Pound Sterling, London, Oxford University, 1963.p.343.
- (13) The Economist August 8, 1914, p.272.
- (14) E. V. Morgan, Ibid, p.15.
- (15) Alexander Pulling, p.101-106.

(16) Ibid p.102-104.

(17) J. M. Keynes, *The Prospects of Money*, December 1914, *The Collected Writings of John Maynard Keynes XI Economic Articles and Correspondence Academic*, p.303.

(18) *Statement by Lloyed George in Parliament 27th November 1914*, Hansard col 1544-45.

(19) H.C.Sonne, *The City*, Appendix XII, London, *Effingham Wilson*. 1915. p.195-197.

(20) R. S. Sayers, *Ibid*, p.103-104.