

## 第1次世界大戦期初期のイギリスの公債政策

### The British Debts Policy at the First Period during First World War

河 合 正 修\*  
Masanobu Kawai

#### 1. 緊急措置

1914年7月末の第1次世界大戦の勃発は、ヨーロッパ主要国の株式取引の崩壊、為替市場の閉鎖等の混乱をもたらしたが、イギリスはこれに対して緊急措置で対処した。大戦勃発以前にすでに、ロンドンのコンソル価格はこれまでの最低の72 $\frac{1}{4}$ ポンドに下落した。同時にウィーンの株式取引所ヴィエナ・ボースがパニックにおちいった。オーストリアがセルビアに宣戦布告した28日に、ロンドン、ニューヨーク、パリの主要な株式取引所を除いてヨーロッパ大陸の主な株式取引所はすべて閉鎖された。30日には、イングランド銀行はバンク・レート<sup>1)</sup>を3%から4%に引き上げ、ロンドン証券取引所に対しては大陸から根強い売却圧力がなされた。この影響で、証券価格は全面安となり、これがため証券担保貸し付けは約8,000万ポンドにのぼった。この日に株式市場の閉鎖が決定された。

緊急措置の第1弾は、一般モラトリアムで8月3日に議会を通過し、6日に宣言された。これは7月31日にイングランド銀行のバンク・レートが前日の4%から一挙に8%、さらに8月1日には、1873年以来の最高の10%という「恐慌利率」に引き上げられ、これのみで金融パニックを回避できなかったのが、8月4日から6日まで銀行休日が実施され、銀行取り付けを防止した。8月4

日以前に引き受けられた外国為替手形について1カ月の支払い猶予を宣言し、6日に支払延期令によって諸銀行及び債務者に宣言以前の支払い債務の返済を3カ月延期することを法的に認めるものであった。

緊急措置の第2弾は、「政府紙幣ならびにイングランド銀行券法」(Currency and Bank Note Act)で、必要があれば、大蔵省に1844年のピール条令にもとづく保証発行制限額を停止する権限を与え、また1ポンドと10シリングのカレンシー・ノート<sup>2)</sup>を法貨として発行する権限を与えた。これは当初大蔵省紙幣(Treasury Paper)と呼ばれたが、後にカレンシー・ノートとよばれるものとなった。また戦費調達のための臨時事件費が同日承認され、その計上支出額は1億ポンドにのぼった。<sup>1)</sup>

戦時体制は4日の軍事動員、予備役の召集、5日の戦時局の設置、6日の第1回臨時事件費の承認、国家救済基金の設立等で開始された。

#### 2. 第1回軍事公債とイングランド銀行

大戦の最初の2、3カ月の資金は、一時貸上金と大蔵省証券によって調達された。イングランド銀行の年次報告書によれば、1914年8月7日と11月30日の間に、3,500万ポンドがイングランド銀行から政府に対して前貸された。最初の2,000万ポンドが3%で貸し付けられ、残余1,500万ポ

\*教授

ドが11月4日と30日の間に2.5%で貸し付けられた。<sup>(2)</sup> これらの前貸のほとんどが新年度(1915年)以前に第1回軍事公債の収入から返済された。6ヵ月満期の大蔵省証券8,250万ポンドが8月19日—11月4日の間に3.5%~3.75%の利率で発行された。1914年10月7日までの大蔵省証券6,000万ポンドの発行に加え、10月17日に政府は最初の第1回軍事公債3億5,000万ポンドを発行した。公債の種類は応募者の希望次第で登録公債か無記名証券の2種とし、また相互に交換できた。無記名証券の額面は、100ポンド、200ポンド、500ポンド、1,000ポンドの4種からなった。なお政府はこれら公債保有者に特典を与えた。1918年3月1日までの約3年余の間、本公債を担保として発行価格と同額の貸し付けを認め、その利率はバンク・レートを下回ること1%とした。<sup>(3)</sup> このようにイングランド銀行は軍事公債担保の信用拡大を一定の制限内であるとはいえ行なうことができた。<sup>(4)</sup>

戦時信用膨張政策の開始は、大戦勃発後の大蔵省証券の大量発行、第1回軍事公債の発行、これらにもとづくカレンシー・ノートの発行による信用拡大によって、一層促進されることとなった。この第1回軍事公債の発行によって信用拡大のルールが敷設され、その後の大規模な軍事公債の発行は、大戦勃発後の高金利政策にもかかわらず、しだいにインフレ・マネーの供給に拍車をかけた。この点について検証してみよう。

まず大戦勃発直前の7月29日と第1回軍事公債の発行された後の12月2日の間のイングランド銀行の勘定の変動をみると、同行は3,000万ポンド以上の金を蓄積したが、銀行券流通高は3,400万ポンド以上増加した。イングランド銀行の金準備高と発行部準備金はいずれも戦前に想定したいかなる額よりも多いものであった。この金の大量流入と発行部準備金の増大にもかかわらず、イングランド銀行の負債は増大して、その負債に対する準備の比率は40%から $29\frac{7}{8}\%$ へ低下した。その原因として、その他預金と政府証券ならびにその他証券、政府紙幣の発行増大をあげることができる。政府預金はほとんど変化せず、その他預金が1億1,300万ポンド激増した。政府証券はこの期間2,000万ポンド以上増加した。その他預金の激増は、第1回軍事公債特典として公債購入者に対

してバンク・レートより1%以下の貸し付けを許可されて急増し、貸し付けの増大は信用創造によりその他預金の激増を結果として招いたものと思われる。金融市場の流動資産のこの大幅な増加のため、イングランド銀行は困難な問題に直面することとなった。<sup>(5)</sup>

やがて同行の政府に対する一時貸上金の増加とカレンシー・ノートの発行増は、インフレーション昂進の基底的な原因となった。

同行からカレンシー・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、2,850万ポンドがカレンシー・ノート償却勘定に移転された。この意味するところは、信用の枢軸である金準備が一部イングランド銀行に保有され、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、同行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あったのである。カレンシー・ノートの発行は、1914年9月、2,486万4千ポンド、12月3,371万9千ポンド、1915年3月、3,701万8千ポンド、第2回軍事公債が発行された6月には、4,390万5千ポンドと前年度のカレンシー・ノートの最初の発行月である9月の発行額の2倍近い発行増となった。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、銀行部の証券を増大させ、かようにして同行の収益力を増大させた。

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、政府証券の大部分が大蔵省証券であった。

他方、政府貸上金は、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と思われる。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。<sup>(6)</sup>

モーガンはカレンシー・ノートの発行の作用について次のように述べている。「政府の見地から

いえば、カレンシー・ノートの発行から受け取られた額は、無利子の借入金を示した。銀行家の見地からいえば、カレンシー・ノートの発行は法貨の便宜的形態以上のことを意味した。ある銀行家がカレンシー・ノートを出して、イングランド銀行の彼の勘定から引き出すことによってカレンシー・ノートを支払う場合、法貨の供給は増大されるであろうが、それと対応してイングランド銀行での彼の勘定の減少となろう。しかしながら、結局、彼が償却勘定に移した信用は、政府に対して移譲されて支出され、同様に市中銀行に戻ってくるであろう」と。<sup>(7)</sup> このようにしてカレンシー・ノートは現金と信用の一般的拡大にかなり重要な役割を演じた。

さらに一時貸上金は信用の拡大を引き起こして、イングランド銀行が市場を統制する困難に寄与した。戦争の開始と11月末の間に、3,500万ポンドが最初3%で、その後 $2\frac{1}{2}\%$ の低利率で同行から一時貸上金が借りられた。一時貸上金は11月末に最高2,000万ポンドであった。これが12月末に第1回軍事公債の初期分割払いからすべて返済された。その後1916年末に大規模な一時貸上金が行なわれるまでこれ以上の前貸は行なわれなかった。

かくして、イングランド銀行から市場への貸し付け、イングランド銀行から政府への貸し付け、カレンシー・ノートの発行—これら三者の総合的影響は、市場の貨幣過多現象を生み出し、その結果、1914年末—1915年のはじめにかけて短期利子率を引き下げた。しかしイングランド銀行は、戦争勃発以後金融市場に対する統制手段として、市場レートをバンク・レート近くに押し上げる政策を外国のポンド残高保有を促す意味からもとった。第1次大戦期全体をつうじて、大蔵省と同行は、密接に協力して4つの統制方法（多額の政府預金の蓄積、大蔵省証券レートの統制、特別預金制度、銀行業者・ビルブローカーに対する直接圧力）を駆使した。

戦争の初年度において、政府預金を増加させるために、市場の貨幣保有額を減らす処置として、軍事公債の発行による市場の貨幣過多の吸収策がとられた。これによって、第1回軍事公債の応募にもとづく政府預金は、4,000万ポンド以上の増

加をもたらした。しかし市場レートは下落しつづけた。（第1図参照）

1915年2月に、市場レートが1%ほど下がったのを契機に、同行と大蔵省はレート引き上げのための大蔵省証券の発行の再開にふみきった。さらに3月に国庫証券5,000万ポンドが売却された。この借入れにより、第1回軍事公債の分割払込金と通常の収入とを合計して、3月末に政府預金は1億ポンド以上に増加した。4月中旬に、大蔵省証券の入札がなされ、月末に政府預金は1億3千万ポンドを越えた。この借入れは政府の必要をはるかに超過した。このため、同行は加盟銀行に短期貸し付け利率（コール・ローン・レート）を最低限2%とすることに同意するよう促した。また、イングランド銀行は加盟銀行から数百万ポンドを借入れた。

モーガンは1914年末から1915年6月上旬の間の金融市場の動向について、次の第1表を根拠に次のように指摘している。

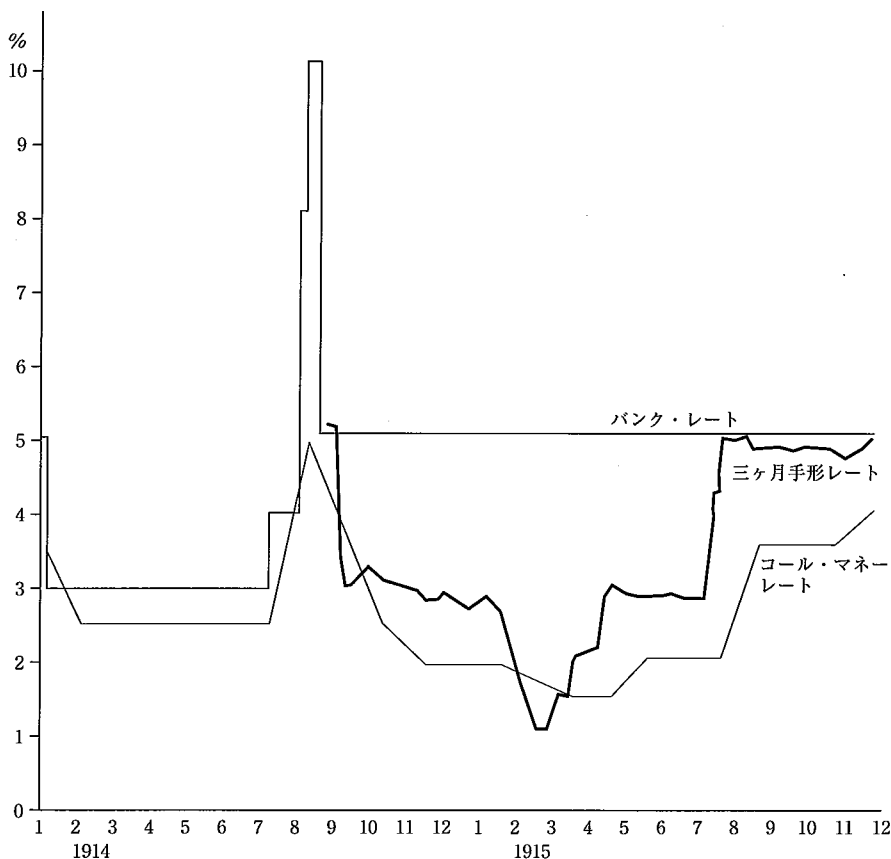
まず、指摘できることは、その他預金の動きについてである。これは第1回軍事公債の払込みによって前年度末から急速に増加し、その後横這い状態を維持したが、3月の3週目から再び急激な増加があり、4月中旬以降の大蔵省証券の入札によって6月初旬まで下落傾向を伴いながら、大きな変動を繰り返した。1915年1月16日—3月10日—1915年3月10日—6月2日の間のその他預金の増加額は3,120万ポンドから1914年12月2日—1915年6月2日の間のその他預金の増加額は、8,400万ポンドであった。

銀行部準備金は、1914年12月2日—1915年6月2日の間に、1,030万ポンドも減少し、政府預金の増大がその他預金等の増大を上回り、銀行債務は急増したので準備ポジションは悪化した。政府預金は軍事公債引き受けによって同行の政府証券保有が増大したのに対応して増大した。

1914年12月2日—1915年1月6日—1915年3月10日—1915年6月2日に、政府預金は約8倍の急増をみた。モーガンは銀行部準備金が減少し、イングランド銀行が市場を統制しようと努めた時期の証券の増大は、非常に理解しがたいと言っている。<sup>(8)</sup> だが、1915年3月10日—6月2日の政府証券増加の大部分は、あきらかに大蔵省証券の発行

増によってもたらされたものであった。その他証券の動きは、イングランド銀行が政府のために植民地と同盟国に対して行なった短期貸し付けによっておそらく説明されるべきとした。<sup>(9)</sup>

第1図 バンク・レートと市場レート  
(1914. 1—1915.12)



(出所) E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy*, 1914-25 p. 174

Henry F. Grady, *British War Finance*, 1914-1919 p. 278-79

第1表 イングランド銀行の諸勘定の増減 (単位 £ m n.)

	政府預金	その他預金	政府証券	その他証券	金準備
1914.12. 2—1915. 1. 6	11.2	-34.7	-16.5	- 4.2	- 2.5
1915. 1. 6—1915. 3.10	26.3	- 3.5	12.3	18.1	- 7.4
1915. 3.10—1915. 6. 2	81.7	-45.8	23.9	11.9	- 0.4
1914.12. 2—1915. 6. 2	119.2	-84.0	19.7	25.8	-10.3

(出所) E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy*, 1914-25, p. 188.

1915年3月31日の国庫勘定収支によれば、1914 年の通りであった。  
年戦時公債法のもとにおける国庫借入の内訳、は

第2表 国庫借入の内訳 (£ ten thousand)

証 券 の 種 類	受 取 額	戦時公債法のもとにおける収入 全体に占める割合	国庫借入全体での比率
大蔵省証券	6,650	16%	12%
第1回軍事公債	29,600	72%	54%
国庫証券	4,770	12%	8%
戦時公債法のもとにおける収入	41,020	100%	
全体の国庫借入	55,011		100%

(出所) Parliamentary Papers 1915, Public income and Expenditure. Part II

上表によると、大戦勃発から1915年3月31日までの公債による戦費調達額は、大蔵省証券の借り入れ分6,650万ポンドが軍事公債収入によって償却されたので、第1回軍事公債収入から大蔵省証券償却分を控除した2億2,950万ポンドであった。

1915年3月31日の国庫収入が5億5,011万ポ

ンドであるから、軍事公債収入はその半ば近くを占めたことになる。我々は戦費調達を目的とした軍事公債発行による国庫借入がいかに巨額なものであったかをほぼ算定できたであろう。これに対して、大戦勃発から1915年3月31日までの戦費支出額は、次の第3表のようであった。

第3表 大戦勃発後の臨時事件費 (単位 £万)

1914. 8. 6. (第1回)	100,00
1914. 11. 15. (第2回)	225,00
1915. 3. 1 (第3回)	37,00
1915. 3. 1 (第4回)	256,00
合計	612,00

(出所) J. A. Fairlie, British War Administration, p.224.

大戦勃発から1915年3月31日決算日までの戦費支出額と戦費調達額とを対比してみるならば、戦費支出が戦費調達を4億ポンド程度上回ったばかりか、1914—1915年財政年度の国庫借入5億5,011万ポンドを1億ポンド近く上回っているのであるから、1914—15年財政年度の国庫資金繰りは、相当苦しいものであったと推測される。

### 3. 第2回軍事公債と高金利政策

第2回軍事公債は、1915年6月21日に発行された。この公債の利率は第1回軍事公債より1%高

の $4\frac{1}{2}\%$ (4ポンド10シリング)で、利払いは6月1日と12月1日、発行価格は名目上は額面価格の100ポンドであったが、最初の利払い促進の理由で、実際の払込みは98ポンド16シリングであった。公債償還期限は1945年2月1日、ただし、1925年12月1日以後は3カ月の予告で、政府は公債を償還する権限を留保した。また、償還時点において、政府は公債所有者に対して額面価格で支払う義務を負った。公債の種類は、第1回軍事公債と同様であったが、無記名公債には、100ポンド、200ポンド、500ポンド、1千ポンド、5千ポ

ンド、1万ポンドの6種存在した。これらの公債はイングランド銀行を通じて発行された。

第2回軍事公債の特色は、乗換権が賦与されたことである。払込み公債のそれぞれ100ポンドにつき、次のような乗り換え方法があった。イングランド銀行は1915年6月21日に次のような公示をおこなった。<sup>40)</sup>

選択1.  $3\frac{1}{2}\%$ 軍事公債(1925—28)の登録公債か券面のある無記名証券を登録公債については、額面100ポンド、券面公債は、額面100ポンドについて5ポンドの現金払いを添えたものを払込めば、額面100ポンドの $4\frac{1}{2}\%$ 軍事公債(1925—45)に引換えることができる。

選択2.  $2\frac{1}{2}\%$ コンソル公債の乗換え— $2\frac{1}{2}\%$ コンソル公債の登録公債か券面公債を登録公債については、額面75ポンド、券面公債については、額面50ポンドを全額払込み済 $4\frac{1}{2}\%$ 軍事公債(1925—45)の額面100ポンドの登録公債か無記名証券に引換えることができる。

選択3.  $2\frac{3}{4}\%$ 無期公債の乗換え— $2\frac{3}{4}\%$ 利付無期公債の登録公債については、額面67ポ

ンド、登録債券については額面50ポンドを $4\frac{1}{2}\%$ 利付軍事公債(1929—45)の登録公債か券面公債額面100ポンドに引換えることができる。

選択4.  $2\frac{1}{2}\%$ 利付無期年金公債の乗換え— $2\frac{1}{2}\%$ 利付の無期公債の登録公債については額面78ポンド、登録債券額面50ポンドに対して、全額払込済の $4\frac{1}{2}\%$ 利付軍事公債(1925—45)の登録公債か券面公債額面100ポンドに引換えることができる。応募リストは1915年7月10日の当日か土曜日に締め切られるであろう。

このように第1回軍事公債による払い込みが認められ、将来、政府が軍事費の目的で公債を発行する際には、この公債の額面価格に利子を含めて現金と同格で応募することを可能とした。これで公債応募者は多くの特別の権利を得た。これは政府のインフレーション政策の遂行の結果、貨幣価値の下落に対処して、政府が利率引き上げと乗換権とで公債所有者、公債応募者に新規公債の魅力感をあたえたとともに公債消化を促す一石二鳥の策であった。

第4表 イングランド銀行の諸勘定の増減 (£mn.)

	政府預金	その他預金	政府証券	その他証券	準備金
1915. 6. 2—7. 14	-78.8	76.0	0.7	1.1	-6.4
1915. 7. 14—7. 28	124.6	-64.5	1.4	52.2	8.6

(出所) Victor Morgan, Ibid, p.190.

1915年6月2日—7月14日のイングランド銀行勘定の変動は、第1に、政府預金の大幅な減少であり、第2に、これと対応してのその他預金の増大である。政府証券、その他証券については、ほとんど変動が起っていない状態を示している。考えられることは、政府が政府預金宛ての小切手を民間の軍需メーカーに支払ったことであり、その結果は大幅な政府預金減となってあらわれ、また軍需メーカーは受け取った小切手を市中銀行に預金として持ち込んだのであり、したがって、イングランド銀行の銀行業者からの預かり金が増大してゆくプロセスをたどったであろう。しかし実際にはこの時期に、第2回軍事公債が発行されつつあったが、政府証券は増大していないのであるか

ら、この面からの圧力は作用していなかったであろう。だとすれば、市場レートの上昇で金融市場は逼迫しつつあったので、資金は大量にイングランド銀行に回流したとおもわれる。次いで7月14日—28日の金融市場の状態はどうであるかといえ、先に逼迫しつつあった金融市場に対して、イングランド銀行は、金融市場緩和の政策を3つの方法で展開した。第1に、第1回軍事公債にもとづく貸し付けであり、第2に、バンク・レートを下回ること $\frac{1}{2}\%$ の新規貸し付けであり、第3に、株式銀行に対して彼等の預金の5%まで国庫残高の一部を再貸付けすることであった。<sup>40)</sup> このような金融緩和政策を通じて、金融市場は第2回軍事公債を消化したのであって、これは政府預金増と

その他預金減になったと考えられる。

第2回軍事公債の売れ行きは、思ったほどはかばかしくなく、政府は $4\frac{1}{2}\%$ 軍事公債と関連して郵政局をつうじて5ポンドの乗数で100ポンド以下の額に関する小口応募規定を作成した。また5シリング、10シリング、1ポンドについて1時仮証券が大衆投資を奨励するためだされた。売却された一時仮証券は、5シリング—150万1千枚、10シリング—42万1千枚、1ポンド—82万7千枚で、合計金額141万3千ポンドであった。売却された5ポンドのScrip Certificate（仮証券）は79万8千220枚でその合計金額399万1,100ポンドであった。郵政省をつうじてのその他の応募は、3,064万2千ポンドにのぼった。また信託貯蓄銀行をつうじてのその他の応募は38万4千ポンドにのぼった。しかし小額単位の一時仮証券と一時仮証券の額は、全くとるにたらない額であった。これは労働者その他一般大衆が軍事公債の応募に種々の理由から消極的であったためであろう。

#### 4. 戦時貯蓄証券

1916年2月に、小額貯蓄を刺激するもう一つの試みである戦時貯蓄証券の発行が実施された。最初は郵政省郵便為替局、後には諸銀行が売却するようになった。発行価格は15シリング6ペンス、一年後には15シリング9ペンスで償還され、続く1ヵ月毎に1ペンス増加した額で償還される。証

券の買い手は支払い受領が記入される通帳を受け取り、5年後に1ポンドを受け取る。ただし、請求によって払い戻しうる。その後一時に大量の証券を購入する人の便宜をはかって12ポンド（買入れ価格9ポンド6シリング）および25ポンド（同19ポンド7シリング6ペンス）の証券（通帳なしで通帳の代わりに証券そのもの）が発行された。その後さらに26ポンド券が発行された。一人の所有限度は5千ポンドとされた。貯蓄証券の額面1ポンドの売出価格は一般金利の低下にともなって変更された。戦時貯蓄証券の累積利子については所得税が免除された。<sup>40</sup>しかし、売れ行きはよくなかった。

第5表から1914—16年間の借入れ操作をみると、無期公債は2億6,800万ポンド減少、3.5%軍事公債も2億8,600万ポンド減少し、両者で約5億5千万ポンドが新公債（4.5%軍事公債）に乗換えられたと推測される。1916年度に新規に発行された純応募額は、1915—16年の第2回軍事公債の発行額が、約9億ポンドであるから、乗換部分を除いた約4億であったことが判明する。この新公債による国庫総収入は、銀行応募を含めて5億9,247万ポンドであった。なお、第2回軍事公債に次ぐ1915—16年財政年度に純増した証券は、大蔵省証券（4億8,970万ポンド）と国庫証券（1億960万ポンド）であった。

第5表 国内借入れ操作 （単位百万£）

	発行残高		財政年度（大戦期）の純増減					発行残高
証 券 の 種 類	1914. 3. 31	1914—15	1915—16	1916—17	1917—18	1918—19	1919. 3. 31	
無 期 公 債	586.7	－3.4	－264.8	－0.7	－0.1	－0.1	317.6	
3½% 軍 事 公 債	29.6	－1.5	－1.9	－2.1	－2.1	－1.3	20.6	
4½% 軍 事 公 債		349.1	－286.3				62.7	
5% 軍 事 公 債			900.0	－880.0	－3.9	－1.8	14.3	
4% 軍 事 公 債				2067.0	－29.0	－26.5	2011.5	
国庫証券				52.4		3.9	56.3	
国民戦時貯蓄証券	20.5	46.9	109.6	143.3	71.4	－8.1	383.7	
大蔵省証券					649.4	986.8	1636.2	
一時貸上金	13.0	64.2	489.7	－103.1	509.7	－16.2	957.2	
			19.9	197.6	－25.3	262.7	455.0	
内 国 債 合 計	649.8	455.3	967.6	1571.6	1232.8	1265.6	6142.1	

（出所） E. V. Morgan, Studies in the British Financial Policy, 1914-25. p. 107.

1916年3月31日の財政予算の決算報告によれば、1916年度の政府債務による国庫借入額は次の通りであった。

証券の種類	借入額（単位千ポンド）
大蔵省証券	56,6508
3%国庫債券	5,1376
5%国庫債券	1,5792
3.5%軍事公債	35,9638
4.5%軍事公債	60,8657
アメリカで起債されたアングロ・フレンチ公債	5,2979
その他借入	2,0443
償還額	2,6830

上記によって、戦費調達額を推計すると、アングロ・フレンチ公債と償還額を除外した内国債による軍事支出を目的とした戦費調達額は、約17億9,069万ポンドであった。これに対して、1915—16年度の戦費支出額は、第6表の通りである。

第6表 1915—16年の戦費支出（£ m n）

第5回 臨時事件費（1915. 6 .15）	250
第6回 臨時事件費（1915. 7 .20）	150
第7回 臨時事件費（1915. 9 .15）	250
第8回 臨時事件費（1915.11.11）	400
第9回 臨時事件費（1916. 2 .21）	120
第10回 臨時事件費（1916. 2 .21）	300
第11回 臨時事件費（1916. 5 .24）	300

（出所） J. A. Failure, British War Administration, p. 224.

これによって明らかなように、1915—16年度の戦費支出額は17億7千万ポンドであるから、公債による戦費調達額17億9,069万ポンドで、両者による差はほとんどないことがわかる。

1916年という年は、他の分野では非常に重要な年だが、貨幣市場に関する限り、大きな変化はなかった。政府証券は5月末と6月上旬の800万ポンドの増加を除いて、年間をつうじてほぼ同じ水準にとどまった。政府預金と金準備は、大きな変動を示した。その結果、その他証券とその他預金とは異常なほど密接な相関関係を示した。その年の第1・4半期に、その他預金とその他証券は着実に著しい減少をきたし、その年の中頃には、借入れは一時的にピークに達し、その後間断のない上昇傾向を伴った。第3回軍事公債の準備スター

ト前の12月初旬に市場の資金は、幾分前年度よりも豊富であった。

モーガンは1915年末から1916年末のイングランド銀行週報のイングランド銀行諸勘定の増減から金融市場の変化を次のように叙述している。

1916年初期では、金融市場は資金が欠乏していた。エコノミスト誌によると、1月にはバンク・レートは $\frac{1}{2}\%$ 上回る利率での市場借入れが行なわれた。3月に3カ月・6カ月物の大蔵省証券のレートは $4\frac{3}{4}\%$ に低下し、ただちに市場レートは同調して下落した。そしてまもなく最も優良な商業手形のレートは大蔵省証券レートを少し下回るまで下落した。

かくして、その他証券を減少させるイングランド銀行の政策は、市場の流動資産を減少させ、



レート維持する闘いの継続であったと思われる。それは直接的な政策によって補完された。イングランド銀行と株式銀行との間の短期貸し付け利率の協定がそれである。

1916年の夏と秋は、特にニューヨークの利子率が高かったので、対外為替相場を維持し、輸入金融を手配するよう努力していた当局にとって危機的な時期であった。イングランド銀行当局は、再び外国資金をひきつけるために国内の利率を強制的に引き上げることによって危機に対処した。大蔵省証券レートは6月に再び5%にまで引き上げられた。そして7月に、それは3カ月証券については $5\frac{1}{2}\%$ 、6カ月証券については $5\frac{3}{4}\%$ 、12カ月証券については6%まで引き上げられた。一時は、市場レートは大蔵省証券レートを上回って上昇したが、再びそれは下落し、10月に大蔵省証券レートが $5\frac{1}{2}\%$ に引き下げられたときに、市場レートは $5\frac{7}{16}\%$ に低落した。それは市場レートを当局によって望ましいとされた水準に近付けさせる政策の結果であった。<sup>42)</sup>

1916年後半の国内借入れのほとんどは大蔵省証券であった。9月27日に、大蔵省は1919年10月5日に償還される国庫証券の発行停止と10月2日から新たな国庫債券の発行を発表した。国庫債券の発行に備えて、先にみたように大蔵省証券利率は再び $5\frac{1}{2}\%$ に引き下げられた。国庫債券の利率引き上げの目的は、カーコルデーによると、次の3点である。(1)長期債の発行に好都合な機会が訪れるまで比較的短期の性格の借入れ資金流入を促進すること、(2)外国資金を誘因することによって中立国の為替を動員すること、(3)あらたな資金を大蔵省証券への投資から国庫証券へ振り向けることにあった。大蔵省証券利率引下げ以前に、大蔵省証券は大幅の増大をみせ、利率引下げにもかかわらず、なおも増大をつづけ、1916年12月30日の発行残高は11億1,581万5千ポンドに及んだ。

タッグによる大蔵省証券の応募は、1915年4月14日から1916年12月30日までに9億4千万ポンドという巨額に達した。テンダ制による発行よりもタッグによる発行には多くの利点があった。すなわち、大蔵省証券の供給がこのように大量になされ、他の種類の手形を圧倒したので、大蔵省証券の利率が固定していたこともあって大蔵省証券が

割引市場を完全に支配し、市場にとっても受け入れやすいものとなったのである。銀行業者、引受業者はむろんのこと一般投資家にとっても大蔵省証券の購入額と購入時期を自分の都合のよいように適合させることができた。他方、政府にとっても、大蔵省証券の利率と商業手形のそれとの間で、実質的に市場割引レートを固定化でき、政府にとっても有利なようにそれを操作した。6%国庫債券の売却は1917年1月1日に停止せられた。これは新たな軍事公債の発行のためであった。

なお、1915—16年の公債発行高は前年度の3倍強の発行増15億6,716万ポンドであり、 $4\frac{1}{2}\%$ 軍事公債が9億ポンドと全体の6割を占め、残余の主要なものは大蔵省証券4億ポンド、国庫債券1億5千5百ポンドであった。公債引受額はイングランド銀行3,284万ポンド、イングランド銀行を除いたイギリス全体の金融機関2億9,890万ポンド、残余は個人もしくは末消化分であった。

## 注

- (1) N. B. Deale, *An Economic Chronicle of Great War for Great Britain & Ireland 1914-19*, p. 1-3. 詳細参照.
- (2) *Copy of applications etc House of Commons papers 1914-16*, p. 123.
- (3) 発行条件は利率1/2%で発行価格は額面100ポンドに対して95ポンドであった。償還期限は、1928年3月1日に額面を以て償還された。ただし政府はロンドン「ガゼット」に3カ月以上の予告を与えて、1925年3月1日以降、何時にてもその全部または一部を額面にて償還する権利を留保する。払い込みは1915年4月26日までに賦払いで95ポンド。ただし1914年12月7日以後は、年3%の割引にて未払込額全部を一度に払い込むことができる。利払期は毎年3月1日及び9月1日の両期とする。ただし、1915年の利払いは3月1日、100ポンドに付き4シリング6ペンス、9月1日は1ポンド10シリング11ペンスとした。  
A. W. Kirkaldy, *British Finance 1914-21*, p. 124.
- (4) ロイド・ジョージは4%以下の利率で本公債を発行することができないと言明し、額面価格での発行について優先権を認めながら、シテイの意見を考慮に入れなければならなかったと指摘した。・・・イングランド銀行は最終的にバンク・レートより1%

以下の利率で軍事公債を担保に貸し付けを行なうのに同意した。

E. L. Hargreaves, *The National Debts*, p. 232-233.

(5) E. V. Morgan, *Studies in the British Financial Policy*, p. 166.

(6) E. V. Morgan, *Ibid*, p. 168.

(7) E. V. Morgan, *Ibid*, p. 168.

フィーヴィアーイヤも同様に次のような見解を示した。「市中銀行がカレンシー・ノートを持ちだす際には、最初の作用はイングランド銀行の勘定の預金残高を同額だけ減少させるが、やがてイングランド

銀行からカレンシー・ノート償却勘定に移された額は、政府に対して貸し付けられ、政府によって支出され、それが公衆の預金を通じてイングランド銀行の銀行業者の勘定に舞い戻ってくる」と。

Sir Albert Feavearyear, *The pound Sterling*, p. 343-344.

(8) E. V. Morgan, *Ibid*, p. 188-189.

(9) E. V. Morgan, *Ibid*, p. 189.

(10) A. W. Kirkaldy, *British Finance 1914-1921*, p. 128.

(11) A. W. Kirkaldy, *Ibid*, p. 150.

(12) E. V. Morgan, *Ibid*, p. 194.