

第1次大戦期のイギリス金融政策

——政府証券発行との関連で——

河合正修

はじめに

I 大戦初期の金融政策 (1914—16)

- 1 パニック対策
- 2 第1回軍事公債と信用膨張政策
- 3 第2回軍事公債と市場統制策

(以上本号)

II 大戦後期の金融政策 (1917—19)

- 4 第3回軍事公債と金融緩和政策
- 5 国民軍事債券、戦時貯蓄証券とインフレ抑制策
- 6 流動公債の増大とインフレ政策

帰結

はじめに

本稿は第1次大戦期イギリスの金融政策を政府証券発行との関連で金融市場との対応関係について考察を加えたものである。大戦期の金融政策は大まかに大戦初期の高金利政策と大戦後期の低金利政策に大別できよう。

大戦初期の金融政策については、大戦勃発によるロンドン金融市場のパニック対策としてとられたイングランド銀行のバンク・レート（引上げ策、金融非常措置（「カレンシー・ノート・バンク・ノート条例」等を含む。）をまず取り上げる。続いて第1回軍事公債発行を転機とする信用膨張政策への転換と本公債による過剰資金吸収策という二律背反的政策がとられ、1915年には第2回軍事公債が発行され、この公債の特色である乗換権によって旧公債の新公債への乗換がなされ、新公債利率引上げによる金融市場全体の金利水準の上昇を促し、その結果インフレ抑制に奏効する市場統制策が紆余曲折に進捗した過程を考察する。

1917年以降の大戦後期の金融政策ではアメリカの金融緩和政策の影響を受け、低金利への転換がはかられたことをまず指摘し、これまで特別預金

制度が市場統制のインフレ抑制として働いていたのに対して1917年に入って特別預金利率が国内利率に追随して引下げられたことに始り、大蔵省証券利率の引下げがこれに追随して、その結果全体としての金融市場の金利水準は、1918年初期から下降過程に入り、他方で、流動公債の発行増加は、金融市場の流動公債保有を激増させつつ、カレンシー・ノートの発行増に導くこととなった関係についてふれる。大戦後期末の金融政策は積極的な貸出政策に終始し、他方では、金融市場の金利体系を固定しつつ、全般的に低金利状態で推移させつつ、市場統制を怠ったので、1918年秋以降の急速なインフレーションの昂進を不可避とした。

この結果は、いうまでもなく1919年の景気ブームと1919年秋からの高金利政策をドラスティックなものとしたのである。

本稿はこのような大戦期の金融政策の展開をあとづけ、併せてイングランド銀行の諸勘定の変動を通じて金融市場がどのような変化をこうむっていったかを大戦期の金融政策から考察している。

私見によれば、大戦期の金融市場に対する種々の統制策もしくは緩和策を大戦期の初期、後期にとった政策当局の措置は、ピール銀行条例の停

止、カレンシー・ノート銀行条例によって事実上金本位制を停止したうえでの対応的な管理通貨政策として位置付け、国家独占資本主義政策の発端を成すものとして他の公債政策と共に評価したい。本稿はこのような二重の問題意識から大戦期イギリスの金融政策を E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy*, その他の資料をよりどころにその展開をみた一試論である。

I 大戦初期の金融政策 (1914—16)

1 パニック対策

大戦勃発前にすでにロンドンのコンソル価格は下落傾向にあったが、7月25日にはコンソル価格はこれまでの最低の72¹/₄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落ち入った。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。このように1914年7月末の第1次大戦の勃発は、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、イギリス政府当局はこれに対して高金利政策と金融非常措置で対処した。

すなわち、イングランド銀行は金準備を防衛するために7月30日にバンク・レートを3%から4%に上げたが、ロンドン証券取引所においてはヨーロッパ大陸諸国の根強い売却圧力の影響で証券価格が全面安⁽¹⁾となり、これがため証券担保貸付は約8千万ポンドにのぼった。翌31日に株式市場の閉鎖が決定⁽²⁾された。

異常な金流出のために、31日にイングランド銀行はバンク・レートを前日の4%から一挙に8%に上げ、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」に上げたが、これのみでは金融パニックを回避できなかったため4日から6日まで銀行休日を実施し、銀行取付を防止する金融非常措置がとられた。

金融非常措置の第1弾は、一般モラトリアム⁽³⁾で3日に議会を通過し、6日に宣言された。金融非常措置の第2弾は6日の支払延期令で諸銀行及

び債務者について宣言以前の支払債務の返済を3ヵ月延期することを法的に承認させた⁽⁴⁾。金融非常措置の第3弾は「政府紙幣並びに銀行券条例⁽⁵⁾」で必要があれば、大蔵省に対して1844年のピール銀行条例にもとづく保証準備発行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) とよばれたが、後にカレンシー・ノートとよばれるようになった。

先にみたように、イングランド銀行は当初バンク・レートを先づき早に引上げ、未曾有の高金利政策を実施したが、これはむしろ一般公衆の間にパニックを波及させたばかりか、割引業者に直接大打撃を与える逆効果をまねいた。この政策の誤りは是正され、8月7日以後、バンク・レートは6%、8日に5%と引下げられた。また8月3日以降のモラトリアムの実施は逼迫した金融市場にその後沈静化させる効果を漸次及ぼした。

2 第1回軍事公債と信用膨張政策

1914—15年のイギリス国家予算は歳入2億65万5千ポンドに対して歳出2億9百20万3千ポンドで赤字額はわずか854万8千ポンドと見積られたが、大戦勃発以後の戦費増加に対応して、同年の補正予算では歳出5億3261万7千ポンドに対して歳入は1億9579万6千ポンドを見込むにすぎず、財政赤字は3億3682万ポンドと一挙に39倍に達し、この財政赤字は全面的に借入れによって補填せざるをえないこととなった。

大戦の最初の2、3ヵ月間の戦費は一時借入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勘定書によれば、1914年8月7日と11月30日の間に、3千5百万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2千万ポンドが3%で貸付けられ、残余1千5百万ポンドが11月4日—30日の間に2¹/₂%で貸付けられた。これらの借入れのほとんどは新年度以前に第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3¹/₂%~3³/₄%の利率で発行された⁽⁶⁾。しかし政府は短期証券のみでは増大する戦費に対応することが不可能と判断し、軍事

第1表 イングランド銀行諸勘定の増減

(£ mn.)

	金保有高	銀行券流通高	政府預金	その他預金	その他証券	発行部準備金	準備比率
1914. 7. 15	38. 5	29. 3	13. 3	42. 5	33. 6	28. 2	52%
1914. 11. 4	68. 9	35. 5	16. 5	140. 3	104. 9	52. 4	33%

(出所) E. V. Morgan, *Studies in the British Financial Policy*, 1919—24, p. 166.

公債の発行を企画した⁽⁷⁾。11月17日に第1回軍事公債3億5千万ポンドが発行された。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。なお政府はこれら公債所有者に特典を与えた⁽⁸⁾。

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、カレンシー・ノートの発行による信用供与によって一層促進されることとなった。モーガンはイングランド銀行のポジションが大戦勃発以前と以後とで急激な変化をうけたことを指摘して、第1表を使って次のような分析を行なっている。

7月15日から11月4日に至る期間に、イングランド銀行は3千万ポンド以上の金を獲得したが、これに対して銀行券流通高はわずかに6百万ポンドだけ増加したにすぎない。だが発行部準備金は2千4百万ポンド以上増加した。イングランド銀行の金保有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。その上この他に、9月9日と11月4日との間にカレンシー・ノート償却勘定に対して1千万ポンドの金に移転された。

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一層増大して、その準備比率は52%から33%へ低下した。その原因として、その他預金の急増と政府証券及びその他証券の激増、カレンシー・ノートの発行増をあげることができる。政府預金はそれほど増加しなかったが、その他預金が約1億ポンドと増加し、そのうち銀行業者の預金増は6千万ポンド、その他の勘定が4千万ポンドであった。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⁽⁹⁾。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2,850万ポンドの金のカレンシー・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が一部分銀行部に保有され、他の一部がカレ

第2表 イングランド銀行券とカレンシー・ノートの発行高

イングランドとウェルズ (£ thousand)

	イングランド銀行券	カレンシー・ノート	合(地方銀行券を含む)計
1914 9	33,614	24,864	59,917
12	35,440	33,719	69,258
1915 3	34,534	37,018	71,657
6	34,064	43,905	78,081
9	32,818	55,233	88,158
12	33,627	88,598	122,342
1916 3	33,478	101,100	134,697
9	36,112	128,301	164,541
12	37,527	138,670	176,831
1917 3	38,823	144,917	183,881
9	40,282	171,315	211,737
12	42,931	192,651	235,736
1918 3	46,496	216,655	263,314
9	57,181	265,948	323,297
12	65,813	298,610	364,611

〔出所〕 Board of Trade, *Statistical Abstract for the United Kingdom for each of the fifteen years from 1911-1925* London 1927.

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あったのである。

カレンシー・ノートの発行は、第2表に示めされているように、1914年9月、2486万4千ポンド、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日である9月の発行額の2倍近い発券増となった。

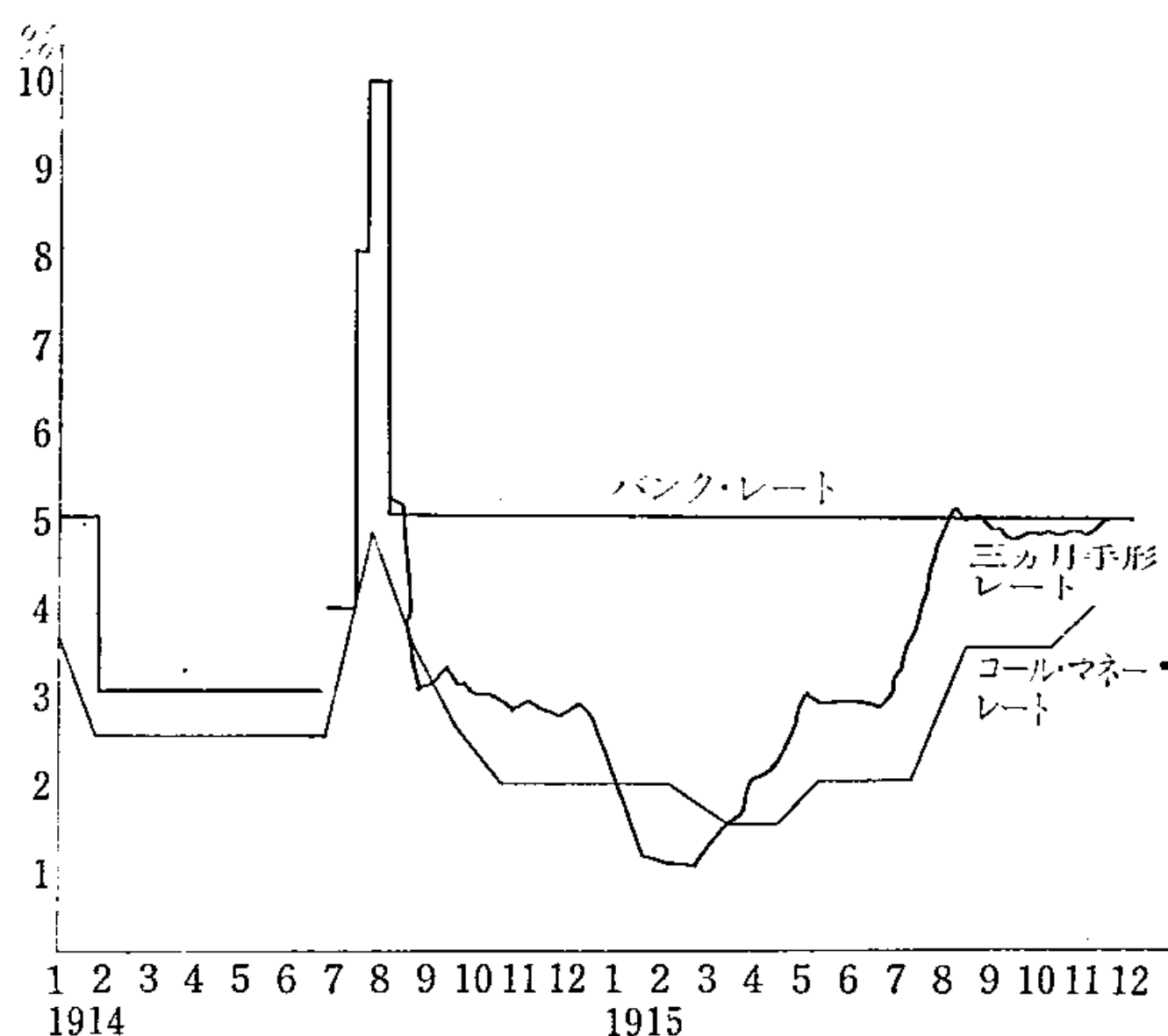
同行銀行部からカレンシー・ノート償却勘定への金の移転は、銀行部の準備金を減少させ、銀行部保有の証券を増大させ、かようにして同行の収益力を増大させた。⁽⁴⁾ 銀行部の資産は(1)銀行券、(2)金貨、(3)政府証券、(4)その他証券から構成されているが、(3)の政府証券の大部分が大蔵省証券であった。他方、政府に対する一時貸上金はそのかなりの額が償却勘定から行なわれ、長期証券の多くの額が同勘定によって保有されたようである。償却勘定によって保有された証券の利子は、保有証券の5%プラス10万ポンドの額に達するまで投資準備勘定⁽⁵⁾（カレンシー・ノートの発行益の積立勘定）に払いこまれることになっていた。そ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⁽⁶⁾。

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のべている。「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・ノートは法貨の便宜的形態以上のことを意味した。もしある銀行家がカレンシー・ノートを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・ノートを支払うならば、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⁽⁷⁾」と。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起して、イングランド銀行が市場を統制する困難に寄与した。戦争の開始から11月末の間に、3千5百万ポンドが最初3%で、その後2½%の低利率で同行から政府に対して一時貸上金となされた。一時貸上金は11月末に最高2千万ポンドであった。これが12月末には第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付、イングランド銀行から政府への貸付、カレン

第1図 バンク・レートと市場レート
(1914・1—1915・12)



〔出所〕 E. V. Morgan, op. cit., p. 174.

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

シー・ノートの発行—これら3者の総合的影響は、市場の貨幣過多現象を生みだし、その結果、1914年末—1915年の初旬にかけて第1図の如く短期の市場利子率は下落しつづけた。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、銀行業者等に対する直接圧力）を駆使し

第3表 イングランド銀行諸勘定の増減

(£ mn.)

	政府預金	その他預金	政府証券	その他証券	準備金
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, *op. cit.*, p. 188.

た。

戦争の初年度において、政府預金を増加させるために、当局は市場の貨幣保有額を減らす措置として、軍事公債の発行による市場の貨幣過多吸収策をはかった。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4千万ポンド以上の増加をもたらしたが、市場レートは下落しつづけた。

1915年2月、市場レートが1%ほど下落したのを契機に、同行と大蔵省は市場レート引上げのための大蔵省証券の発行再開にふみきった。さらに3月に国庫債券5千万ポンドが売却された。この借入れにより、第一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14日に、大蔵省証券の入札発行が停止された。⁴⁴⁾ 月末に政府預金は1億ポンドをこえた。この借入れは政府の必要をはるかに超過した。このため同行は株式銀行に短期貸付利率（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、4月以降、同行は加盟銀行から数百万ポンドを借り入れた。9月に、市場レートが落ちこむきざしを示したとき、同行はスコットランド銀行と植民地銀行に4¹/₂%の貸付利率を最低利率とすることを株式銀行と共に協力するよう誘導した。

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3表を根拠に次のように指摘している。

まず第1に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減少し、その後横ばい状態を維持したが、3月の3週目から再び急激な減少があり、4月14日以後の大蔵省証券のタ

ップ発行によって、6月初旬まで下落傾向を伴いながら、大きな変動をくりかえした。1915年1月16日—3月10日—1915年3月10日—6月20日の間のその他預金の減少率は92%、1914年12月2日—1915年6月2日の間のその他預金の減少額は、4,930万ポンドで減少率59%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減少を上回り、銀行債務は増大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日の間に、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いっている。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同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付によって多分説明される。

3 第2回軍事公債と市場統制策

第2回軍事公債は1915年6月21日に発行された⁴⁵⁾。この公債の特色は3¹/₂%第1回軍事公債、2¹/₂%コンソル公債、2ポンド15シリングの年金公債、2ポンド10シリングの年金公債の各公債の所有者に対して一定の比率での乗換権⁴⁶⁾を与えたことである。これはインフレーションによる貨幣価値の下落に対して利率引上げによって公債所有者を一時的に保護することと、新公債の消化を促すことを意図したものであった。

第4表 イングランド銀行諸勘定の増減

(£ 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) E. V. Morgan, op. cit., p. 20.

第2回軍事公債は7月20日と10月26日の間に8週間毎の分割払い込みによって支払われ、5億8,700万ポンドが現金で応募され、約3億ポンドが7月20日に割引価格で全額払いこまれたと推定された。市中銀行みずからの応募は1億5千万ポンドないし2億ポンドと推計された。この公債の発表がなされたとき、同時に応募を望んだ大蔵省証券の所有者に対しては、イングランド銀行でそれらを4 $\frac{1}{2}$ %で割引くと発表した。この二つの公式の発表は割引レートの激しい上昇をひきおこした。

第2回軍事公債発行前後の6月2日—7月14日—7月14日—28日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みると、第4表から次の諸点を確認することができよう。まず1915年6月2日—7月14日のイングランド銀行諸勘定の変動は、第1に、政府預金が大幅な減少を示し、第2に、これと対応してその他預金が増大し、政府証券、その他証券が不変なことである。考えられることは、政府が政府預金あ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現われ、また軍需メーカーは受取った小切手を市中銀行に預金として持ちこんだのであり、したがって、イングランド銀行の銀行業者預り金が増大したであろう。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、イングランド銀行の政府証券保有は増大していない。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へ回流したと思われる。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付であり、第2に、バン

ク・レートを下回ること $\frac{1}{2}$ %の新規貸付であり、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することであった⁴⁴⁾。このような金融緩和政策で金融市場は第2回軍事公債を消化したのであって、これが政府預金増とその他預金減となったと考えられる。

軍事公債のオペレーションは市場レートを7月末に5%まで引上げたが、それは再び下落した。8月に、大蔵省証券利率は4 $\frac{1}{2}$ %まで引上げられた。軍事公債の買入れのために4 $\frac{1}{2}$ %で大蔵省証券が割引かれるべきであるという政府の公約のために、10月末までこれ以上の引上げは不可能となった。市場レートは大蔵省証券利率を上回ったが、上回り幅はわずかな差にとどまった。そして10月にイングランド銀行は加盟銀行に4 $\frac{1}{2}$ %以下で短期貸付を行わないよう誘導することによって市場レートを上げるよう努力した。最初、この政策はアメリカの資金の非常な流入によって効果をもたなかった。あきらかに対米残高の所有者は大蔵省証券を魅力的な投資対象と認めていなかった。その代りに短期借入れ市場に貸出しすることを好んだ⁴⁵⁾。

1916年という年は、他の分野では非常に重要な年だが、金融市場に関するかぎり、大きな変化はなかった。政府証券は5月末と6月上旬の8百万ポンドの増加をのぞいて、年度中ばからほぼ同じ水準の4千2百万ポンドにとどまった。政府預金と準備金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るしい減少をきたし、その年の中頃には借入れは一時的なピークに達し、その後間断のない上昇傾向をともなった。

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

第5表 イングランド銀行諸勘定の増減

(£ mn.)

	政府預金	その他預金	政府証券	その他証券	準備金
1915. 12. 12—1916. 6. 6	-2.1	-7.7	9.4	-29.3	10.0
1916. 6. 6—1916. 12. 13	7.2	24.2	—	40.4	9.9

(出所) E. V. Morgan, op. cit., p. 193.

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年初期に、金融市場は資金が欠乏し、エコノミスト誌によれば、1月にバンク・レートを $1\frac{1}{2}\%$ 上回る利率で市場は借入れを行った。しかし、3月に3カ月、6カ月物の大蔵省証券レートは $4\frac{3}{4}\%$ 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た。これは当局がレートを維持するという方針をひきつづいてとったことの結果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加盟銀行との間の短期貸付利率の協定がそれである⁽¹⁹⁾。

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⁽²⁰⁾。イングランド銀行当局は、再び外国資本をひきつけるために国内の利率を強制的に引上げることによって危機に対処した。大蔵省証券利率は6月に再び5%まで引上げられた。そして7月に、それは3カ月証券について $5\frac{1}{2}\%$ 、6カ月証券について $5\frac{3}{4}\%$ 、12カ月証券について6%まで引上げられた。第2図にみられるように一時、市場利子率は大蔵省証券利率を上回って上昇したが、年度後半の10月に、大蔵省証券利率が $5\frac{1}{2}\%$ に引下げられたときに、市場利率は $5\frac{7}{16}\%$ に低落した。それは市場利率を当局によって望ましいとされた水準に近づけさせる政策の結果であった⁽²¹⁾。

1916年後半の国内借入れの大部分は、大蔵省証券であった。9月27日に、大蔵省は1919年10月5日に償還されうる国庫債券の発行売却停止と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 $5\frac{1}{2}\%$ に引下げられた。

国庫債券の利率引上げの目的について、カーコルデイは次の3点を強調している。

- (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) 外国資金を誘引することによって中立国の為替を動員すること。
- (3) 新たな資金を大蔵省証券への投資から国庫債券へ振り向けること。

だが、実際には大蔵省証券利率の引下げ以前に、大蔵省証券は大幅な増大をみせ、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日のその発行残高は、11億1,581万5千ポンドに及んだ。

トップ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。テンダー制による発行よりもトップ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良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。⁽²²⁾

- (1) エドガー・クラモンドは「ヨーロッパ戦争の経済的局面」においてロンドン株式取引所の諸証券の低落についてふれ、7月22日—30日の8日間のロンドン株式取引所公定諸所載の諸証券はその市価において総計6億ポンド余りの低落をこうむったとし、コンソル公債は75 $\frac{1}{2}$ ポンドから72ポンド、フランス3分利付公債は81ポンドから76 $\frac{1}{2}$ ポンド…オーストリー4分利付公債84 $\frac{1}{2}$ ポンド…から76 $\frac{1}{2}$ ポンド、…ロシア5分利付公債102 $\frac{1}{2}$ ポンドから93ポンドへそれぞれ大幅な低落をしたと述べている。

Crammond, Edgar, 'Economic Aspect of the War' in Q. R. Oct. 1914 (vol. 221) p. 517.

- (2) ケインズによれば、大戦勃発によるロンドン株式取引所の閉鎖という空前の出来事は、外国からの証券売却が殺到したため生じた多くの人の主張しているところであるが、それは全く別の事情から起因していると。第1は、外国人が以前の買付にもとづいてロンドン証券取引所に対して負っている債務を履行できなかったためであり、第2は、市中銀行の行動がこれに拍車をかけたことである。まず前者については、大戦によって外国の取引所が閉鎖され、一般的または部分的モラトリアムが布告され、最後にパリ取引所で支払いが延期されたという出来事によって外国の取引先より支払いを受ける債務は一時不履行になった。したがって外国と取引関係を結ぶ多くの商会も期限の到来した自己の債務を履行することができなくなった。このためロンドン株式取引所は閉鎖を決定したのである。次いで市中銀行の態度についてふれ、株式取引所が一度閉鎖されるや、イギリスの金融業務は根底から凍結してしまった。外国からの送金杜絶の一事は重大な結果をもたらした。ロンドンの銀行は引受業者、割引業者に依頼しており、さらに引受業者は外国の取引先に依頼している。したがって、外国からの送金の杜絶は引受業者が自己の債務を果すことができないことを意味する。また間接に短期資金を外国に貸付けた銀行業者および割引業者もその必要とする時期に資金を回収できなかったので重大な損害をこうむった。この際の市中銀行の態度がこれに拍車をかけたとケインズは指摘し、「株式銀行の大部分は宣戦布告の前後において恐慌的手段をとったばかりか、当時及びその後の行動は自己の安全のみを期し、イングランド銀行から多額の金及び兌換券を引出した。株式銀行のこのような態度は危機を悪化させた」と。

J. M. Keynes, 'War and Financial System, August, 1914. *Economic Journal* Sep. 1914, p. 460—486.

- (3) 8月4日以前の契約に係る一切の債務支払いは早くとも9月4日まで1ヶ月の支払猶余を与える。これによって猶余せられた支払いで他に利子を附せられず、又その支払に関し特別の要求を行われても拒絶を受けたときは8月7日のイングランド銀行の利率をもって利子を附せられる。ただしこの布告にかかわらないその支払猶余期間の満了前に支払をなすとしても妨げない。この布告は次の事項には適用されない。即ち、賃金又は俸給に関する支払、当初の金額5ポンドを超過する債務に関する支払、各種課税に関する支払いである。

Proclamation of 3rd September, 1914

- (4) ケインズは市中銀行が銀行休日を3日から6日に延長して、政府から二つの大きな譲歩をえたといっている。その1つは「モラトリアム」であり、その2は、カレンシー・ノートの発行と関連して1ポンドと10ポンドの兌換券をピール条例の保証発行額以上の発行をイングランド銀行に許容させたことである。

J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 474—475.

- (5) 「通貨及び銀行券条例」はカレンシー・ノートがいかなる額に対しても法貨であるべきこと。要求次第イングランド銀行で金で支払うべきことを規定した。しかし、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は疑わしい。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。当初の方法は銀行預金の20%の最高限度まではイングランド銀行のバンク・レートの利子での借入れによっていた。この方法は市中銀行に不人気であった。1914年8月20日、ノートが要求次第イングランド銀行をつうじて額面価格の支払いでの申込みに応じた人に対して発行せられることを簡単にのべた覚書によって取り替えられた。

Feavearyear, *Pound Sterling*, London 1963, p. 343

- (6) E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy*, 1914—25, London 1952, p. 106.
- (7) ケインズは第1回軍事公債の意図が市中銀行の資金吸収をねらったもので、公衆の過剰購買力の吸収にあるのではないと論評し、軍事公債の批判についてはイングランド銀行の公定歩合と軍事公債利率との関連を重視し、軍事公債担保の貸付利率がバンク・レートより1%割安であることは正常なバンク・レートの政策効果を減殺することになるばかりか、将来市場利子率、バンク・レートが引上げられ

たときには、新公債の金融市場に対する魅力を喪失する。このようにして、バンク・レートの上上げは近い将来において新たな公債価格を直接減価させることになるので、一般的に金融市場がバンク・レートの上上げをのぞんだときに、バンク・レート上上げ反対の論拠として作用する恐れがある。したがって、政府信用とバンク・レートとをあまり密接に結びつけるのは好ましい事ではないとしている。

J. M. Keynes, *XVI Activities* 1914—19, *The Treasury & Versailles*, London 1971, p.95.
The Economic Journal, vol xxiv, 'The Prospect of Money', p.631

- (8) 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し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付けを行うのに同意した*。第1回軍事公債の発行利率は3.5%（3ポンド10シリング）、発行価格100ポンドにつき95ポンド、償還期限（1928年3月1日）、ただし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又は一部を額面にて償還する権利を留保した。拙稿「第1次大戦期のイギリス公債政策」『証券経済学会年報第9号』p.22 詳細参照

*E. L. Hargreaves, *The National Debt*, p.232—33.

- (9) E. V. Morgan, *op. cit.*, p.166.
(10) E. V. Morgan, *op. cit.*, p.168.
(11) 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取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込まれることとなっていた。
(12) E. V. Morgan, *op. cit.*, p.168.
(13) フィーヴィアーイヤも同様に次のような見解を示している。「市中銀行がカレンシー・ノートを持ち出す際には、最初の作用はイングランド銀行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付けられ、政府によって支出され、それが公衆の預金をつうじてイングランド銀行の銀行勘定に舞い戻ってくると。

Feavearyear, *pound Sterling*, London 1963, p.343.

- (14) 1915年4月13日、大蔵省は次の予告まで3カ月、6カ月、9カ月満期で1千ポンド、5千ポンド、1

万ポンドの単位で一定割引率で毎日無制限の額を発行すると発表した。1914年8月19日から開始された入札制度は1915年4月13日に停止された。この間入札制度によって発行された大蔵省証券発行額は1億5,500万ポンドにのぼった。

A. W. Kirkaldy, *British Finance*, 1914—21 p.153

- (15) 第2回軍事公債は4 $\frac{1}{2}$ %（4ポンド10シリング）利子付で1915年6月21日に名目上額面価格で発行されたが、最初の利払いを促す意味で、実際98ポンド16シリングであった。公債の償還期限は1945年12月1日で額面価格でなされた。しかし政府は3カ月の予告で1925年12月1日以後のいかなる時点でも公債を償還する権限をも留保した。第1回軍事公債の場合と同じく、応募資格は100ポンドの倍数で、払込方法は1915年10月26日までに分割払込みで払込まれた。だが、1915年7月20日以後においても年4 $\frac{1}{2}$ %の割引率で未払込額を払込むことができた。応募者は任意に登録公債又は無記名証券に選択できた。無記名証券は百ポンド、2百ポンド、5百ポンド、1千ポンド、5千ポンド、1万ポンドの6種存在した。
A. V. Kirkaldy, *op. cit.*, p.126.

- (16) 払込み公債のそれぞれ100ポンドにつき、次の乗換権が実施されたであろう。イングランド銀行は1915年6月21日に次のような公示を行なった。
選択1、3ポンド10シリングの軍事公債（1925—28）の登録公債、もしくは券面のある無記名証券と名目額100ポンドを越えない額で、登録公債については100ポンド、券面公債の100ポンドについては、5ポンドの現金払いを添えた交換割合で金額払込済記入公債もしくは券面公債の4ポンド10シリングの軍事公債（1925—45）に引換えることができる。
選択2、2ポンド10シリングのコンソル公債の乗換え—2ポンド10シリングのコンソル公債の登録公債もしくは、券面公債を名目額75ポンドを越えない額に対しては、登録公債については75ポンド登録債券については50ポンドの交換割合で引換えることができる。
選択3—2ポンド15シリングの年金公債の乗換え—名目上67ポンドを越えない額で、全額払込済2ポンド15シリングの年金公債を登録公債か券面債券のいずれかで引換えることができる。前者67ポンドに対して、後者は50ポンドの割合で引換えることができる。
選択4—2ポンド10シリングの年金公債の乗換え—名目上78ポンドを越えない額で、全額払込済の4ポンド10シリング軍事公債（1925—45）の登録公債か

券面公債のいずれかで引換えることができる。

前者78ポンドに対して、後者50ポンドの割合で引換えることができる。

申込リストは1915年7月10日の土曜日から前日に締切られる。

A. V. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 128.

(17) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 190.

(18) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 192.

(19) イングランド銀行とロンドン手形交換所加盟銀行との間の短期貸付利率の協定について、カーコルデイは次のように言及している。

「イングランド銀行が3日の予告通知で支払われる固定利率でその他銀行から短期借入れを取り入れる制度が1916年度のはじめに導入された。しかし最初それは手形交換所加盟銀行からの貸付に制限されていた。それは必然的に大幅な統制をイングランド銀行に与えた。というのは、イングランド銀行が交換所加盟銀行の過剰残高に提供する利率は実際信用の主要取引業者が貸付けない最低限のものであるからである。1916年度の第2、4半期の大半、その利率は5%であった。」なお、モーガンも短期貸付利率の協定に言及しているが、その出所の「エコノミスト」1916年1月29日号に記載されていなかった。

A. W. Kirkaldy, *Industry and Finance London* 1917, p. 209.

(20) 1916年秋には為替釘付けのための利用可能な資金は使い尽くされ始めた。1916年1月から11月まで多

大な費用で維持された為替平價制度の崩壊の始りは、すでに実際の為替相場においてあきらかとなった。中央ヨーロッパ諸国の為替市場は、スターリング・ドルーフランの中心市場から離脱しており、イギリス大蔵省の危機意識はケインズの「平和の経済的帰結」で雄弁に表わされた。

「1916年の夏の末から1917年のアメリカの参戦までの6カ月の金融史は書きとどめられるべきである。その当時の毎日を非常な懸念と全く不可能といえる金融の要請に接触してすごしたイギリス大蔵省の6人足らずの官吏をのぞいては、ほとんどの人がどんなに慎重と勇気が必要とされ、アメリカ財務省の援助なしにいかにか全く仕事が希望のないものであるかを十分に理解しえない。」

William Adams Brown, Jr. *The International Gold standard Reinterpreted*, 1914—1934. vol. 1 New York 1940, p. 65.

(21) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 194.

(22) 戦費支出証券は1916年6月3日に固定割引利率で発行された。証券の種類は千ポンド、5千ポンド、1万ポンドの3種存在した。6月26日に、百ポンド、5百ポンドが追加発行された。最初の発行価格は90ポンドであり、年利子は5ポンド8シリングであった。1917年1月1日に第3回軍事公債の発行のために、戦費支出証券は発行中止となった。戦費支出証券の国庫収入はわずか2,356万ポンドであった。

A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p. 152.