

国際金本位制期における日本の経済政策と国際金融市場における リスク・プレミアム

岸 田 真

1. はじめに

明治維新後、日本が近代国家と経済発展を目指した19世紀後半は、産業革命につづく交通・通信革命によって世界経済のグローバル化が進展し、国際的な通貨・金融システムが成立・展開する時代であった。それを象徴するのが国際金本位制による多角的決済機構の成立と国際金融市場の発展であり、債券発行、直接投資を通じて国際的な資本移動が拡大した。日本は1897（明治30）年に金本位制を採用して国際金本位制に参入し、以後1931年の金本位制離脱までの間、外債の発行を通じてロンドン・ニューヨークを中心とする国際金融市場より資金を調達した。日本の外債発行・外資導入は、政府財政の赤字補填（とくに日露戦争における巨額の戦費調達）の手段であると同時に、手取り金としての外貨は、経済発展の進行段階における国際収支の入超をファイナンスし、日本の兌換準備・外貨準備を補充する役割を果たした。

このように戦前期の財政・金融政策において外債発行・外資導入は重要な役割を果たしてきたが、これは日本の経済政策が国際金融市場からの資金調達可能性の制約に直面したことを意味している。海外市場で新たな外債を発行する場合、その発行条件（額面利率・発行価格）はすでに発行された外債の市場での流通価格と利回りをベンチマークとして決定する。そして既発外債の利回りは、発行市場における長期金利水準に、カント

リー・リスクに対応したリスク・プレミアムが加えられたものとなる。

国際金本位制のもとでの周辺国（資本輸入国）のリスク・プレミアムの決定要因を分析したボルドとロッコフの共同研究は、周辺国のロンドン市場におけるリスク・プレミアムが、各国が金本位制の維持に対して忠実であるか、すなわち、兌換維持の有無、あるいは財政・金融政策が金兌換や金平価を維持可能とする方向でおこなわれているかによって決定することを計量分析から明らかにした（Bordo and Rockoff 1996）。日本は1897年の金本位制移行から1931年の金本位制離脱までの間、第一次大戦による輸出ブームの時期を除き経常収支赤字による金流出が続いており、同様の要因が、日本のリスク・プレミアムに影響を与えていたと想定される。

本稿では、日露戦後から日本が金本位制を離脱する1931年までのロンドン・ニューヨーク国際金融市場における日本政府外債の市場価格の推移とリスク・プレミアムの動向を明らかにし、日本の経済政策の変化とリスク・プレミアムとの関連性について、歴史的事実と照らし合わせて検討する。また、政府が国際金融市場において価格維持のために行った価格維持政策についても言及する。

2. 国際金本位制と日本の外債発行

2.1 国際金本位制の成立と日本の金本位制移行

金本位制は、各国の通貨当局（政府・中央銀行）が自国通貨の価値を一定重量の金で定義し、その法定価格での国内通貨（紙幣）と金との交換、および金の鑄造・融解・輸出入の自由を保障する通貨制度である。金本位制を採用している国家間では、金を媒介として両国の通貨間には固定相場（金平価）が成立する。1870年代に欧米の主要国は銀本位制あるいは金銀複本位制から金本位制へと移行し、国際金本位制が確立するが、この理由は、当時産業・金融の両面において世界経済の中心国であったイギリスが金本位制を採用していたからであった。19世紀半ばの交通・通信革命を背景に、イギリスは国際商品市場と国際金融市場の中心として機能し、その決済はポンド建てのロンドン宛手形によって行われた。これらの手形を引き受けたのがロンドン・シティのマーチャント・バンクであり、彼らは手形取引のみならず、国際資本移動においても中心的な役割を果たした。マーチャント・バンクは外国企業、外国政府のポンド建て公社債発行を積極的に引き受け、ロンドン手形交換所では世界の様々な国の政府債・社債が取引され、世界に長期資金を供給した（山本1997）。イギリスを中心とする国際金本位制が最も機能していた1870年代から1914年におけるイギリスの海外純投資の平均額は、イギリスのGDPの4.3%に相当した（Hunter and Sugiyama 2002）。

1890年代に入ると、ヨーロッパ先進国以外の周辺国も相次いで金本位制に移行し、1897年に金本位制に移行した日本もそれに含まれる。近代化を急ぐ周辺国にとって、金本位制の採用は経済発展に必要な長期資本の調達を容易にする点で重要な意味を持った。日本も、1894-95年の日清戦争の勝利を契機としてアジアにおける帝国主義国の一角としての経済力・軍事力の強化が課題となり、ロンドン市場からのポンド資金の調達の途を

開く金本位制への移行を決断した。1899年に大蔵省が松方正義蔵相の名のもとに刊行した英文による『日本の金本位制採用に関する報告』は、金本位制移行の意義を次のように述べている。

……金本位制の採用により、我が国の通貨は為替相場が常に変動する状況から解放された。……今や金本位制国の投資家たちは、我が国への投資が銀価格の変動による意図せざる損失の危険が無くなったと確信し、投資に際する金利も低下していくだろう。このような傾向が強まれば、我が国と世界の中心的な金融市場との密接な関係がもたらされるに違いない¹⁾。

金本位制移行後日本は政府債・地方債を中心に海外市場での外債発行に踏み切り、1914（大正3）年末の発行残高は政府債15億2460万円、地方債1億7698万円、社債1億6672万円の計18億6829万円に達した。発行市場はロンドンが中心であったが、一部はフランス・ドイツでも発行され、またロンドン発行の一部はアメリカでも売り出された（Suzuki 1994）。

2.2 第一次大戦後の国際金融市場と日本の外債発行

第一次大戦の勃発は、国際金本位制に大きな影響を与えた。ヨーロッパの交戦国は金の輸出を禁止したため、ポンドを基軸通貨とする国際金本位制は機能を停止した。他方、大戦期に輸出の急拡大によって純債権国となったアメリカは、連合国の戦時公債引き受けを通じて外債市場を発達させ、同時にドルはポンドと並ぶ国際通貨としての地位を確立した。大戦後の国際通貨制度再建にあたっては、1920年のブラッセル国際経済会議と22年のジェノア国際通貨会議において国際金本位制の再建が各国の目標として定められ、各国は戦時期に高進したインフレーションを収束させつつ、金本位制への復帰を目指した。金本位制再建

に当たっては金平価の変更が認められ、国内均衡と国際均衡の調整がはかられたが、自国通貨の切り下げを実施するか否かについては各国で対応が分かれ、そのことが再建金本位制の不安定要因の一つとなった（Eichengreen 1992）。

一方、国際金融市場をみると、大戦後のロンドン市場では、国内および英帝国内の経済復興を優先するためイギリス政府・イングランド銀行による外国起債への規制、外国起債への印紙税引き上げなど、外国債に対する抑制的な政策が実施され、その結果、对外投资も英国植民地圏への投資にシフトした（鈴木 2001a）。その結果、外国債の需要はニューヨークに集中し、起債額も急増した。表1が示すように、1920年代には外国債発行市場としてロンドン市場は優位性を失い、ニューヨーク市場が規模において凌駕した。しかし、アメリカでは国内産業部門での長期資金需要も大きく、外国債は発行条件の面で競合関係にあったため、外国債の発行条件はロンドン市場よりも高金利であった。

第一次大戦期の日本は、大戦の影響による輸出の急増によって国際収支は大幅な入超となり、「大戦ブーム」とも呼ばれる好景気の時代を謳歌し、1918年には純債権国となった。しかし、大戦の終結による外需の減少と大戦期の投機的な物価上昇の反動から1920年3月には戦後恐慌が発生し、国際収支も再び入超へと転じた。政府・日

本銀行は大戦期に獲得した正貨の一部を発行準備の外におき、「在外正貨」として保有していたが、その残高は1920年代には国際収支決済のために減少し、政府は再び外債発行による資金調達が必要に迫られた。第一次大戦後の外債発行は政府債・地方債に加え、電力会社を中心とする社債発行が大幅に増加した点に特徴があり、1931年末における外貨債残高は、政府債14億7733万円、地方債2億4070万円、社債5億591万円の計22億2394万円で、発行市場はニューヨークとロンドンに分散し、大戦後の新規発行額ではニューヨークがロンドンを上回った（伊藤 1989）。

2.3 国際金融市場における日本政府外債のリスク・プレミアム

(1) ロンドン金融市場

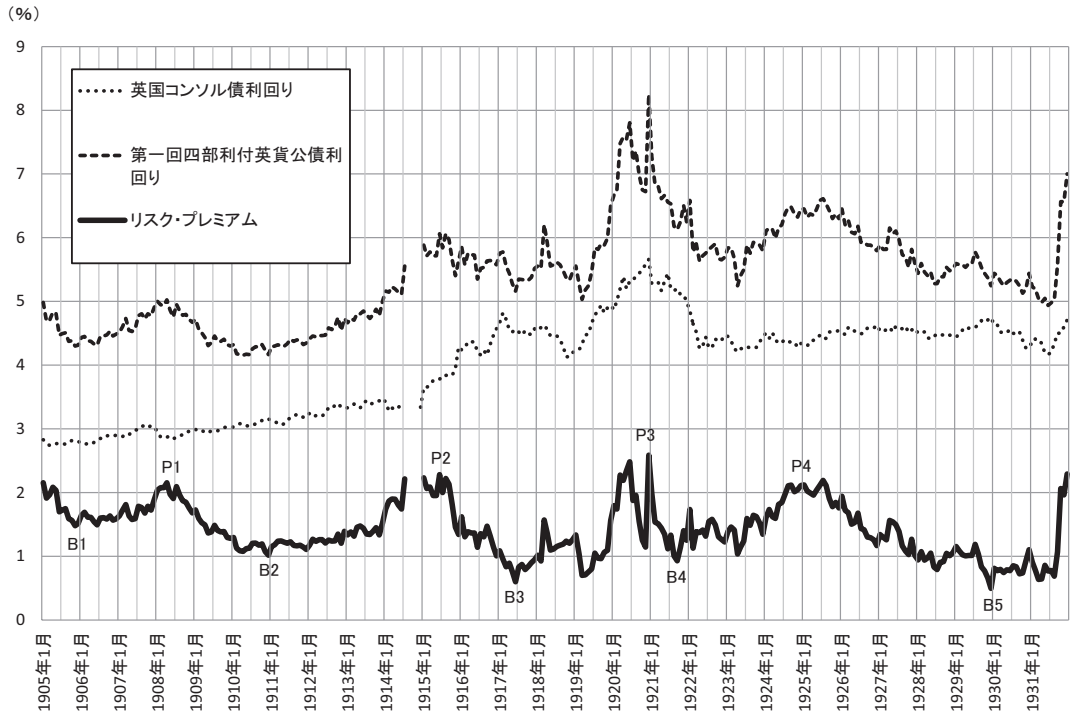
図1は、1905年から1931年までの毎月最終週末時のロンドン市場における英国コンソル債と日本政府外債の償還利回り、およびそのスプレッド（＝リスク・プレミアム）を示したものである。日露戦後の1905年末時点でロンドン市場には日露戦時公債を含めて8つの日本政府公債（内債の裏書き発行を含む）が流通していたが、ここでは償還期限が55年の超長期債であり、ロンドンの新聞等でも代表的な銘柄として取り上げられている第一回四分利付英貨公債（1899年発行、額面利率4%）を指標としてとりあげる。債券の利回

表1 イギリス・アメリカにおける外債発行額，1923～1929年（単位 1000 ポンド）

	イギリス						アメリカ					
	対英帝国			対外国			対英帝国および米領・植民地			対外国（除英帝国）		
	政府債・地方債	公社債	計	政府債・地方債	公社債	計	政府債および政府保証債	民間公社債	計	政府債および政府保証債	民間公社債	計
1923	69,194	18,430	87,624	26,461	18,491	44,952	22,229	8,663	30,892	55,276	16,081	71,357
1924	56,165	16,014	72,179	43,031	9,350	52,381	63,215	10,423	73,638	164,532	26,949	191,481
1925	33,273	27,262	60,535	1,350	14,970	16,320	54,712	17,086	71,798	138,375	60,278	198,653
1926	33,088	20,227	53,315	30,052	18,361	48,413	26,847	40,659	67,506	120,076	77,176	197,252
1927	60,832	38,851	99,683	18,213	30,546	48,759	55,782	35,172	90,954	165,011	68,166	233,177
1928	47,526	15,344	62,870	20,268	22,204	42,472	27,676	34,201	61,877	157,358	86,804	244,162
1929	30,225	30,881	61,106	4,122	22,469	26,591	33,864	32,280	66,144	20,038	58,841	78,879

注) 原資料の分類の都合上、アメリカの「政府および政府保証債」には政府保証または政府のコントロール下にある地方債・公社債が含まれる。
 出所) イギリス：D. E. Moggridge, *British Monetary Policy, 1924-1931*, Cambridge: Cambridge University Press, 1972, Table 16.
 アメリカ：R. A. Young, *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities*, Washington D. C.: U. S. Government Printing Office, 1930, Appendix C.

図1 ロンドン市場における日本政府外債の利回りとリスク・プレミアム



出所) 日本公債相場: The Economist 各号および日本銀行調査局『外貨邦債価格記入表』(日本銀行金融研究所保管資料), コンソール債相場: NBER Macro history database, m13041c.

りの算出については比較対象となるコンソール債が無期限であり償還利回りを定義できないこと、また、第一回四分利英貨公債は償還期限が長い債券であることから、本稿では両者とも直接利回りを採用した。

コンソール債利回りは、大戦中から戦後直後にかけて高騰した後、1922年からはおおむね4%台半ばの水準で安定して推移しているが、大戦前と比べると、金利水準そのものが1%以上上昇している。次に日本政府債とのスプレッドの動向をみると、1905年の1月の2.16%から11月末の1.5%(B1)まで下落した後上昇に転じ、1908年4月には2.15%(P1)まで上昇する。その後1910年にかけて低落し、1910年12月には1.02%と、第一次大戦前における最低値を記録する(B2)。その後スプレッドは緩やかに上昇するが、1914年により急上昇し、第一次大戦勃発後の15年6月に

2.28%(P2)となる。以後スプレッドは急激に縮小し、17年6月には0.6%となった(B3)。

第一次大戦後のロンドン市場におけるリスク・プレミアムは、1920年の年初より急上昇し、20年4月に2.48%、12月に2.58%と、対象時期における最高値を記録する(P3)。その後スプレッドは21年9月に0.93%まで下落するが(B4)、23年頃より上昇に転じ、25年1月には2.12%へと上昇する(P4)。高止まりしていたスプレッドが下落し始めるのは25年9月からで、1929年12月には0.49%と、全期間を通じた最低値を記録した(B5)。そして1931年9月にスプレッドは急上昇し、31年12月末におけるスプレッドは2.29%であった。

(2) ニューヨーク金融市場

次に、図2・図3よりニューヨーク市場におけ

る利回り動向について確認する。ニューヨーク市場については、資料の制約上 1914 年から 31 年までを対象とする。日本政府外債の利回りについては、日露戦時公債としてアメリカ市場でも販売された第二回四部利付英貨公債と、同公債の借り換えを目的に 1924 年に発行された六分半利付米貨公債の 2 つを採用する。また、ベンチマークについては、NBER データベースに掲載されたアメリカ連邦長期債の利回りと、高格付け社債の利回りの両者を用いる。

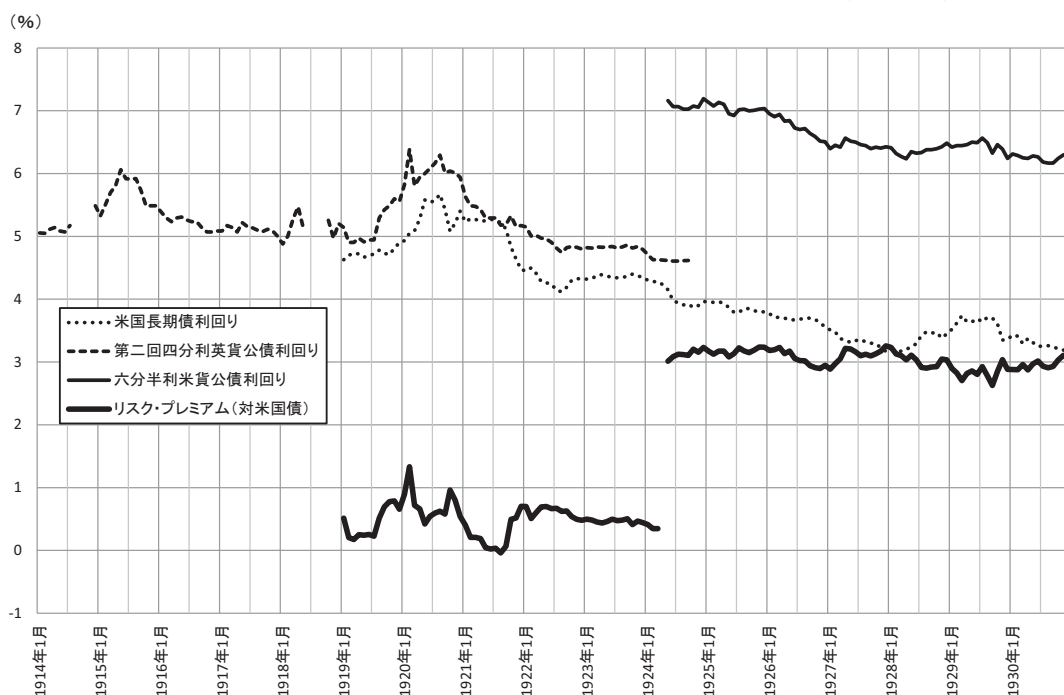
まず図 2 より米国債とのスプレッドをみると、第二回四分利英貨公債利回りは、償還期（1925 年）が近いため利回りは低下し米国債とほぼ同じ水準となっているが、米国市場における最初の大規模起債となった 1924 年の六分半利米貨公債の利回りは 7% へとおおきくジャンプし、以後 28 年まで持続的に低下していった。六分半利公債と米国債のリスク・プレミアムをみると、スプレッ

ドは 2% 台後半から 3% 台と英国と比べて高く、また変動の幅は小さい。ロンドン市場のような明確なピークとボトムは見られないが、26 年から 27 年 1 月までの下落局面とその後の上昇、28 年からの下降局面が観察できる。

次に、図 3 より長期の比較が可能なアメリカ高格付け社債の利回りとのスプレッドをみると、ロンドン市場と同様に、1915 年 5 月のピーク（1.5%、P2）と 18 年までの持続的低下（B3）、20 年の上昇（P3）が確認できる。また、六分半利付公債とのスプレッドも、25 年 12 月（P4）より 27 年 1 月まで持続的に下落し、その後少し上昇するものの 29 年末まで持続的に下落している。

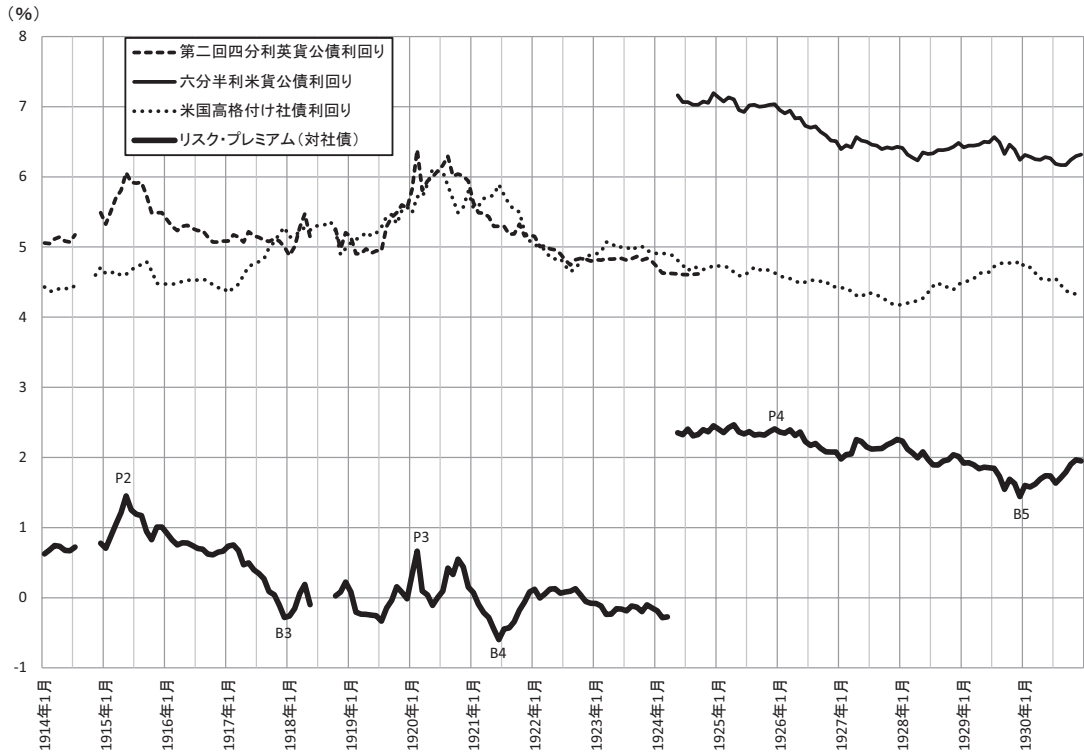
以上、ロンドン市場およびニューヨーク市場における日本政府外債の利回りリスク・プレミアムの動向について確認した。次節では、日本の経済状況および経済政策の変化が、リスク・プレミアムの動向とどのように結び付けられるかについて

図 2 ニューヨーク市場における日本政府外債のリスク・プレミアム（対米国債）



出所) 日本政府債は日本銀行『外貨邦債価格記入表』より利回りを算出。
米国債は NBER, Marco history database m13033a.

図3 ニューヨーク市場における日本政府外債のリスク・プレミアム (対社債)



出所) 日本政府債は日本銀行『外貨邦債価格記入表』より利回りを算出。
米国債は NBER, Marco history database ml3026.

て、歴史的事実と照らし合わせて検討しよう。

3. 経済政策の変化がリスク・プレミアムに与えた影響

3.1 日露戦後から第一次大戦まで²⁾

1905年から06年にかけてのリスク・プレミアムの低下(B1)は、日露戦争の勝利による日本の対外信用の向上であった。しかし日本は日露戦時・戦後に巨額の国債を内外で発行しており、ロンドン市場では日本の財政・金融政策、とくに減債政策に対する関心が高かった。1907年に入り、当時の西園寺公望内閣が軍備拡張と産業振興を目的として財政支出を大幅に増加させることが報じられると、リスク・プレミアムは上昇に転じた。それに追い打ちをかけたのが、1907年10月のアメリカ証券市場の暴落を契機とする1907年恐慌

であり、その影響により日本の国際収支も入超が拡大し、日本経済も不況局面となった。財界や元老は政府に緊縮財政への転換を求めたが、支出拡大を求める政友会と陸海軍の反発により政局は混乱した。この間リスク・プレミアムは上昇を続け、1908年度予算案が閣議決定した4月がピーク(P1)となった。

1908年7月に西園寺内閣は総辞職し、かわって桂太郎内閣が誕生した。桂太郎は蔵相を兼任し、成立していた1908年度予算を減額補正するとともに、公債発行を前提とした新規事業の凍結など、財政支出の削減を実施し、1909年度予算は前年度当初予算を20%下回る緊縮予算となった。こうした政府の対応はロンドン市場で好意的に評価され、日本のリスク・プレミアムは1908年から10年にかけて低下した(B2)。この金利

低下を背景に、政府は1910年より内外債の低利借り換えを目的として政府外債を発行し、国内金融の緩和につとめた。その結果日本は「中間景気」と呼ばれる好況期を迎えたが、輸入の増加は国際収支の悪化を招き、日本銀行の正貨準備の減少が著しくなる1912年頃よりリスク・プレミアムは再び緩やかな上昇に転じた。政府財政は緊縮基調を維持していたものの、陸海軍の軍拡要求は強く、1913年には日銀準備正貨の枯渇が問題となった。

3.2 第一次大戦後恐慌と関東大震災

第一次世界大戦の勃発により、日本の公債価格は下落しリスク・プレミアムは2%台へと上昇した（P2）。その後1917年にかけてスプレッドは1%を切るまで低下するが（B2）これは日本政府債の利回りの低下よりも、大戦によるコンソル債の利回りの上昇が強く影響していると考えられる。大戦後、1920年に日本のリスク・プレミアムは大きく上昇する（P3）。これは1920年3月の戦後恐慌の発生が直接的な要因と考えられるが、同年はアメリカをはじめ世界的にも第一次大戦の反動不況の中にあり、英米の国際の金利もともに上昇している。

戦後恐慌の影響が収束し、リスク・プレミアムは低下する（B3）が、それが再び拡大する契機となったのは1923年9月の関東大震災であった。ロンドン市場では、震災前におけるリスク・プレミアムは1%をわずかに上回る低い水準だったが、震災直後の9月末には1.6%へと大幅に上昇し、以後も拡大していった。このような状況のなか、1924年2月に政府は六分利付英貨公債・六分半利付米貨公債を発行したが、これらは発行利回りが約7%という厳しい条件となり、ロンドン市場において約2.5%、ニューヨークにおいて約3%のリスク・プレミアムを加えることを余儀なくされた。このような高金利となったのは、およそ2億円の新規発行を加えた5億5000万円という巨額の起債となったことにくわえ、英国国内市

場がきわめて緊縮的であったこと、また、英米同時発行であったために、アメリカでの発行条件はイギリスでの発行条件を上回る必要があったからである（津島1968、鈴木2001b）。

一方、この間政府は震災復興にともなう巨額の貿易収支赤字によって円相場が下落したことから、およそ3.7億円の在外正貨を外国為替銀行に対して払い下げる為替介入を実施した。これには、為替相場の低落による外債発行条件の悪化を防ぐという目的があった。外債の成立後、政府は在外正貨払い下げによる介入を中止し、その結果為替相場は大幅に下落し、24年には平価をおよそ25%下回る、100円＝38.5ドルに達した。ロンドン市場においては、為替相場下落にあわせてリスク・プレミアムが2%まで拡大しており（P4）、為替相場が対外信用の重要な指標であったことがうかがえる。そして、震災による国際収支の悪化と対外信用の低下は、その後の政府の外債発行にも大きな影響を与えることとなり、その回復が政府にとって重要な課題となった。

3.3 憲政会内閣期の金本位制復帰政策と外債買入の促進

第二次護憲運動を経て、1924年6月加藤高明内閣が成立する。この後第一次若槻内閣に至る憲政会内閣の時期には、対外信用の回復に向けた政策が体系的に実施されていった。この背景には、ドイツ賠償問題の進展や、イギリスが金本位制への復帰を正式に表明するなど、国際金本位制再建への動きの加速があった。加藤内閣期には浜口蔵相のもと行財政整理が行われ、1925年度予算では一般会計歳出1億5000万円の整理・削減が実施され、同時に、市場での新規公債発行を行わないという意味での非募債主義をとり、減債政策も実際された。そしてイギリスが金本位制に復帰した1925年春以降、政府内部でも金解禁準備のための為替回復策が検討されるようになり、内閣改造によって憲政会単独内閣となった同年8月以降、日本の金本位制復帰に向けた準備は加速し、

9月には国内正貨の海外現送による為替相場回復策が実施された。1926年11月には翌27年中の金解禁の実施を目指す方針が決定し、正貨補充策として新たな政府保証債の発行計画が立てられるなど、その具体的準備が進められた(岸田2002)。

ここで注目すべきは、金解禁を目標とする一連の政策の中で、国債整理基金特別会計、いわゆる減債基金運用における外債償還が進められたことである。1926年3月の大蔵省文書は、減債基金が内債の償還に充てられたため外債の市場価格が改善しておらず、新規外債発行が困難であり、また1930年に満期となる日露戦時公債の償還を円滑に実施するため今後5年間で1億円の英貨公債買入れが必要であるとして、減債基金による外債買入れを決定した³⁾。その結果、1925年度には2545万円、26年度には1680万円の政府外債が買入償還された。さらに、1927年には国債整理基金特別会計法が改正され、前々年度一般会計歳出剰余金の4分の1以上を減債基金に繰入れることが決定し、1927年度における減債基金会計の繰入額は1億円近くまで増加した。この法案成立を前提に作成された減債基金使用計画によれば、減債基金繰入額9855万円のうち、およそ3分の1を外債買入償還に充当すると記されている⁴⁾。

以上に示したように、憲政会内閣期においては、1925年頃より金本位制への復帰を前提とした対外信用の回復策が、為替政策、公債政策の双方において実施され、内国債の非募債主義と合わせて、減債基金の拡充と、政府外債償還の促進が明確に位置付けられていた。これは同時に、国際金融市場における公債利回りの改善を通じて、新外債(市債・社債)発行条件を改善し、正貨補充を図ることを目的としており、さらに、1930年に償還期を迎える外債の借換え準備を行うという、金解禁実施後の正貨政策を見越した対応でもあった。そして、ロンドン・ニューヨーク市場における公債価格およびリスク・プレミアムは顕著に回復傾向を示しており、政府の対外信用回復へ

の取り組みが市場でも評価されたといえよう。

さて、憲政会内閣期における金解禁を目標とした政策は、最大の課題として位置づけられた震災手形処理問題でつまずき、1927年の金融恐慌へと至る。若槻内閣に代わり成立した田中義一内閣は、昭和恐慌処理のために多額の交付公債を発行し、政友会の積極政策の方針にもとづき国債の新規発行をともなう積極的な財政政策を展開した。

この政策転換は、憲政会内閣期に決定した公債政策にも変化をもたらし、27年度における減債基金の使用内訳は上述の計画から大幅に変更され、内債8576万円、外債762万円と、大半が内債の買い入れ資金として使われた。これは、交付公債の大量発行により国内の公債市場の需給バランスが崩れたため、減債基金を用いて国内における公債相場を買い支える必要によるものであった。しかし、田中内閣期においても、減少する在外正貨補充のための外債発行の必要性は高まっており、南満州鉄道、東洋拓殖会社などの政府保証債の発行が計画されていた。このとき、減債基金にかわり国際金融市場における日本国債の価格維持の役割を果たしたのが、大蔵省預金部資金であった。預金部運用資産の内訳をみると預金部資産に占める政府外債の残高は、27年度末の4568万円から28年末には1億2164万円へと急増している(岸田2003a)。この時期の国際金融市場では、リスク・プレミアムは低落傾向にあるものの、英米とも金融引き締めにより長期金利が上昇したため政府公債の価格が下落し、利回りが上昇していた。新規外債の発行条件改善のための既存の外債購入による価格維持が行われたと推察される。

3.4 浜口雄幸内閣の金解禁政策とリスク・プレミアムの回復

1920年後半には、国際金本位制の再建が進み主要国は相次いで金本位制に復帰していたが、日本は主要国の中で唯一金本位制への復帰を果たしていなかった。1929年7月に成立した浜口雄幸内閣は、施政方針声明(十大政綱)において、

日中関係の改善と、ワシントン体制にもとづく協調外交への回帰、そして財政の整理緊縮と財界整理、国債発行額の抑制と逓減、金解禁の断行を目標として掲げ、大蔵大臣には前日銀総裁の井上準之助を任命した。蔵相に就任した井上は、ただちに財政支出の削減に取り組み、すでに成立していた1929年度一般会計予算をおよそ9100円億円削減する「実行予算」（16億8100万円）を組み、さらに1930年度一般会計予算では歳出を16億200万円まで削減した。また、1930年のロンドン海軍軍縮会議において日米英間の補助艦の保有量制限に合意し、軍事費の抑制を図った。さらに、輸入削減のため政府は国民に消費節約をよびかけ、内務省を中心に全国的な公私経済緊縮運動が展開され、消費節約運動や国産品愛用運動が進められた。そして1929年11月21日、政府は翌30年1月11日に金輸出解禁をおこなうとする大蔵省令を發布し（予告解禁）、予定通り実施された。

浜口内閣の誕生は、国際金融市場において、日本が通貨安定と財政緊縮を実行するものとして好意的に受け止められ、リスク・プレミアムは大幅に改善した（B5）。1930年には、償還期限を迎えた日露戦時公債の借換えのための政府外債がロンドン・ニューヨークで発行されるなど、日本は国際金本位制のもとでの資本調達の可能性を拡大した。しかし、1929年9月のアメリカ株式市場の暴落を契機とする世界恐慌の発生は再建金本位制を大きく揺るがし、1931年9月にはイギリスが金本位制を離脱して国際金本位制は崩壊し始めた。また、同月には満州事変が勃発し、中国問題をめぐる列強の協調体制にも亀裂が生じた。1931年末におけるリスク・プレミアムの上昇はこうした政治・経済状況の大きな変化を反映するものであった。

4. むすび

以上本稿では、戦前期の国際金融市場における日本のリスク・プレミアムの動向と、経済政策の変化が与えた影響について検討した。

国際金本位制における対外信用の基礎となるのは、為替相場の安定と財政の安定、言い換えれば維持可能性であり、とくに巨額の内外債を抱える日本にとって、財政政策は対外信用の点からも、また新たな外債発行の可能性を維持するためにも重要であった。ロンドン市場・ニューヨーク市場におけるリスク・プレミアムの動向は、拡張的な財政政策か緊縮財政か、あるいは金本位制や低落した為替相場の回復に対して積極的か否か、など、時の政権・政府の政策スタンスの変化やそれに基づいて実際取られた政策に対しておおむね整合的に反応していたことが分かる。また、日本が金本位制を停止し、変動相場となっていた1920年代においては、金平価からの乖離率もリスク・プレミアムの変化に影響を与えていたと推察される。また、恐慌や震災といった経済危機の発生も、リスク・プレミアムの変化と強く関連していた。

次にロンドン・ニューヨーク両市場における動向を比較すると、ロンドン市場の方が政策スタンスの変化に対して敏感に反応していることが観察され、ニューヨーク市場においては明確な関係性が見えにくいのが特徴として見られた。これがサンプルに起因するものか、アメリカの起債市場の特質に起因するものなのかについては、今後検討が必要であろう。また、本論文では1931年までを対象時期として検討したが、政治的な要因が国際金融市場における外債市価に与えた影響を考えれば、日米関係、日英関係自体が悪化していく32年以降の変化についても検討する必要があるだろう。これらの点については今後の研究の課題としたい。

注

- 1) Ministry of Finance, “Report on the adoption of the gold standard in Japan”, 1899.
- 2) ロンドン市場での日本の経済政策に対する評価については岸田（2012）を参照.
- 3) 「大正十四年度国債整理基金繰入予算残額繰入ノ件」大蔵省理財局国債課 大正15年3月25日

付 (大蔵省『昭和財政史資料』3-25).

- 4) 「昭和二年度減債基金使用方法ノ件」大蔵省国庫課 昭和2年1月13日付 (大蔵省『昭和財政史資料』5-72).

参考文献

- ・石井寛治編 (2001)『日本銀行金融政策史』東京大学出版会.
- ・伊藤正直 (1987)「日露戦後の日本金本位制と中央銀行政策」藤瀬浩司ほか編『国際金本位制と中央銀行政策』名古屋大学出版会.
- ・——— (1989)『日本の対外金融と金融政策』名古屋大学出版会.
- ・大蔵省『昭和財政史資料』(国立公文書館所蔵).
- ・大蔵省昭和財政史編集室編 (1954)『昭和財政史』第6巻「国債」東洋経済新報社.
- ・——— (1965)『昭和財政史』第3巻「歳計」東洋経済新報社.
- ・——— (1967)『昭和財政史』第7巻「大蔵省預金部・政府出資」東洋経済新報社.
- ・大蔵省理財局『金融事項参考書』各年.
- ・神山恒雄 (1994)『明治経済政策史の研究』塙書房.
- ・岸田真 (2000)「南満州鉄道外債交渉と日本の対外金融政策, 1927~1928年」『社会経済史学』第65巻5号.
- ・——— (2002)「東京市外債発行交渉と憲政会内閣期の金本位復帰政策, 1924~1927年」『社会経済史学』第68巻4号.
- ・——— (2003a)「1920年代日本の正貨収支の数量的検討——『在外正貨』再考——」『三田学会雑誌』(慶應義塾大学)第96巻1号.
- ・——— (2003b)「昭和金融恐慌後のアメリカの対日経済認識と日米経済関係——1927年10月, モルガン商会ラモントの訪日を通じて——」『三田学会雑誌』(慶應義塾大学)第96巻3号.
- ・——— (2012)「日露戦後期の財政金融政策と英国市場における日本の対外信用」『経済集志』第81巻4号.
- ・鈴木俊夫 (2001a)「戦間期のロンドン外債市場」『三田商学研究』(慶應義塾大学)第43巻6号.
- ・——— (2001b)「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」杉山伸也・J. ハンター編『日英交流史 1600-2000』第4巻「経済」.
- ・武田晴人 (2002)「景気循環と経済政策」石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史 3 両大戦間期』東京大学出版会.
- ・武田勝 (2010)「1920年代における減債基金」中央大学『経済学論纂』第50巻第1・2合併号.
- ・津島寿一 (1964)『森賢吾さんのこと 下』(芳塘随想第12集), 芳塘刊行会.
- ・——— (1968)『我国の国際貸借及び対外金融』(芳塘随想第17集) 芳塘刊行会.
- ・日本銀行調査局編 (1968)『日本金融史資料 昭和編』第21巻, 日本銀行.
- ・日本銀行調査局『外債調』各年, 日本銀行金融研究所保有資料.
- ・日本銀行統計局編 (1966), 『明治以降本邦主要経済統計』日本銀行統計局.
- ・原朗 (1981), 「1920年代の財政支出と積極・消極両政策路線」中村隆英編『戦間期の日本経済分析』山川出版社.
- ・Eichengreen, Barry (1992), *Golden Fetters: The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.
- ・Hunter, J. and Sugiyama, S. (2002), “Anglo-Japanese Economic Relations in Historical Perspective, 1600-2000: Trade and Industry, Finance, Technology and the Industrial Challenge”, in Hunter, J., Sugiyama, S. (Eds.), *The History of Anglo-Japanese Relations 1600-2000 Volume IV: Economic and Business Relations*, Palgrave Macmillan.
- ・Mintz, Ilse (1951), *Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States 1920-1930*, National Bureau of Economic Research.
- ・Suzuki, Toshio (1994), *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market, 1870-1913*, London, Athlone Press.
- ・Young, Ralph. A. (1930), *Handbook on American*

国際金本位制期における日本の経済政策と国際金融市場におけるリスク・プレミアム（岸田）

Underwriting of Foreign Securities, US Governmental
Printing Office.

・ National Bureau of Economic Research, NBER Macrohistory
Database.

・ *The Economist*, London.

