

100年前の日本国債

富田俊基



CONTENTS

ロンドン市場での日本国債の信用力
 金本位制導入への道
 日露戦争と外債発行

要約

- 1 今日、国際資本移動が自由であるにもかかわらず、日本では民間対外投資が極めて低調で、巨額の貯蓄超過が定着している。このためもあって、われわれは日本国債にリスクプレミアムが求められていることに極めて鈍感である。
- 2 100年前、各国の貯蓄は国境を越えて自由に往来していた。ロンドン証券取引所ではイギリス国債の3～4倍もの外国国債が取引され、それぞれのリスクに応じて金利が定められていた。各国は、より少ないリスクプレミアムで国債を発行できるように自国の経済政策に制約を課し、金本位制の導入を目指した。
- 3 明治政府は、西南戦争後のインフレを抑制するために緊縮財政を続けた。政府紙幣は財政黒字で償還され、国債価格も1881年初めから回復に向かった。1885年には政府紙幣の銀貨兌換が、翌年には高金利の国債の5%国債への低利借り換えが始まり、97年には日清戦争の賠償金をもとに金本位制を導入した。
- 4 金本位制の導入によって、ロンドン市場での日本国債は信認が向上し、1899年にロンドンで満期55年間の4%国債が発行された。1873年の7%国債以来26年ぶりの外債発行である。その後、日英同盟の締結が好感されたとはいえ、1902年1月末の日本国債とイギリス国債とのスプレッド（リスクプレミアム）は1.86%で、ロシア国債の0.75%を大きく上回っていた。
- 5 日露戦争では、戦費の4割が外債でまかなわれた。日本海海戦で勝利するまで、日本国債には大きなリスクプレミアムが求められた。高橋は清政府特派委員の尽力で、ロンドンだけでなくニューヨーク、パリ、ハンブルクでも日本国債が発行された。戦後には、戦中に国内で発行した5%国債の低利借り換えのために、4%国債をロンドンとパリで募集した。

ロンドン市場での 日本国債の信用力

1 なぜ100年前の日本国債を 学ぶのか

21世紀の今日は、国際資本移動が自由な時代である。日本の上場株式の2割は非居住者に保有されており、株価もこの非居住者の投資行動から大きな影響を受けている。これに対し、民間部門の対外投資は極めて低調で、巨額の貯蓄が国内に滞留している。このため、巨額に累増した国債のほとんどは国内で保有され、非居住者の日本国債の保有比率はわずか4%にすぎない。

20世紀末以降、国際金融市場では、日本国債の金利にリスクプレミアムが求められるようになってきている。しかし、国内の貯蓄超過が常態化し、海外での資金調達力も、そして対外投資も低調であるため、この問題の重大性についてはほとんど実感されていない。

一方、100年前の世界では、資金は国境を越えて自由に行き来していた。日本は、国際金融市場での信用を高め、少しでも低い金利で国債が発行できるよう、財政の健全化と節度ある金融政策の遂行に努めていた。

第二次世界大戦中から1980年代初めまでのように、金融を鎖国していれば話は別であるが、貯蓄超過ならば財政と金融の規律がいくら緩んでもよいということでは決してない。長期にわたる金融鎖国から、われわれが覚醒するために、100年前の国際金融と日本国債について考察し、市場が求める経済政策の規律について論述することにしよう。

19世紀半ばから第一次世界大戦が勃発するまでの間は、財貨、資金、労働力が、国境や

大西洋を自由に行き来するグローバル経済の時代であった。それ以前の世界では、関税引き下げはイギリスで実施されてきたにすぎない。しかし、1860年に英仏自由貿易協定が締結されて以降、こうした動きがヨーロッパ各国に広がっていった。

そして、1870年代から金本位制の採用国が増加し、為替リスクがヘッジされたこととも相まって、国際貿易は活発化し、第一次世界大戦直前の1913年には輸入のGDP（国内総生産）比がイギリスで30%、ドイツで30%、フランスで16%に達した。また、1871年から1915年までの間に、3600万人もの人々が、ヨーロッパから世界の各国へと移住していった。

このように、各国経済の相互依存が進展した。この事実は、国際的な資本移動を見ることによっても、確認することができる。

各国は、経済発展の段階などに応じて、貯蓄と投資の間に大きなアンバランスを発生させていた。しかし、それは海外との資金の流出入によってカバーされ、大幅な経常収支の不均衡を続けることができた。すなわち、資本の流出入が規制された閉鎖経済であれば、国内投資は国内貯蓄と同額までしか行うことができない。しかし、資本移動が自由であれば、各国の投資は自国の貯蓄の大きさとは無関係に、投資家の描く収益率の見通しなどによって決まることになる。このため、第一次世界大戦までの時代、主要な国々の経常収支不均衡は大きかった。

しかし、第一次世界大戦以降の1930年から80年までの間は、ほとんど閉鎖経済であったといってよいほど、経常収支の不均衡は小さくなった。こうしたことから、今日の国際金

融問題を理解するために、第一次世界大戦以前の状況を学ぶことが重要となってくるわけである。

2 世界各国の国債のベンチマークとされたイギリス国債

第一次世界大戦が勃発するまでのイギリスは、極めて巨額の資本輸出を続けていた。1870年から1914年までの間の資本輸出は、年平均でGDPの5～6%、とりわけ1911～13年には9%にも達した。その残高は、1875年の10～12億ポンドから、1914年にはGDPの1.6倍相当の40億ポンドにまで達していた。

ロンドン証券取引所には、国内証券とともに外国証券が上場され、国内外の投資家によって活発に取引されていた。大西洋兩岸の証券取引にかかる決済時間はわずか数時間に短縮されており、パリなどの取引所とともに、ヨーロッパ各国、新大陸、極東との間の資本移動を結びつける役割を果たしていた。

ロンドンのタイムズ紙には、国際電信ネットワークを通じて、極東などの現地情報が即座に紹介されていた。また投資家は、エコノミスト誌などによって、イギリスの国債市場の動向とともに、日本における憲法発布や金本位制導入、エジプトの債務動向や、南アフリカの金鉱などについて詳細に知ることができた。

1875年、ロンドン証券取引所に上場されていた国債の残高は、イギリス国債7.1億ポンドに対して、外国国債は23.4億ポンドであった。また、1905年にはイギリス国債6.4億ポンドに対して、外国国債は32.2億ポンドに達していた。このことから、ロンドン市場において、外国国債がいかに大きな位置を占め

ていたかがわかる。

外国国債への投資に際して、投資家はリスクを相殺し得るだけの高い金利、つまりリスクプレミアムを求める。その計測には、基準が必要である。ベンチマークとされたのは、他の主要国にはない優位性を確立していたイギリス国債であった。

イギリスの予算は、議会によって統制され、国債の利払いは議会が定めた税によって担保されていた。すなわち、イギリス国債の信用は、ヨーロッパ大陸の主要国のような絶対君主ではなく、民主主義に裏打ちされていた。しかも、多様な種類の国債がコンソル（繰り上げ償還は可能だが、満期については定めない永久国債）に統合されたので、イギリス国債の売買は極めて容易であった。このため、イギリス国債の金利は、他国の国債のリスクプレミアムを測るベンチマーク（指標）の役割を果たすことができたと考えられる。

こうしたなか、債務国は、議会による予算の統制と金本位制の導入というイギリスで確立されてきた制度の導入に努めた。リスクプレミアムの削減によって、低い金利で資金調達が可能となるからである。また、金本位制の採用は、外国貿易の取引費用の削減につながったからである。さらに、投資家にとっても、債務国が金本位制を採用しているか否かは、重要な投資判断の材料とされた。

3 各国固有の事象に大きく影響された「周辺国」の国債金利

明治の日本政府は、1870年（明治3年）と73年にロンドンでポンド建て国債を発行して以降、外債の発行を抑制してきた。銀本位制

であったために、世界的な銀安傾向のなかで、外債の発行ができなかったといった方が正確かもしれない。しかし、1897年に金本位制に移行してからの日本は、戦費だけではなく、国債の低利借り換えも海外市場に依存し、巨額の外債発行を行った。調達先はロンドン市場だけでなく、ニューヨーク、パリ、ドイツに及んだ。

19世紀末から20世紀初頭にかけて、イギリスはもちろん、フランス、アメリカ、ドイツ、オランダなどの国々が、発行地の通貨建てではない自国通貨建てで、また金平価で元利金を支払うという金約款も付けずに、国際市場で国債を発行していた。このような国々を、国際金融市場で「中心国」と呼んでおこう。

これに対し日本は、海外での資金調達に際して、ポンド建て国債を発行するか、元利金をポンドで支払うという裏書を付けて、内国債をロンドン市場で売却していた。上述の国債金融市場における中心国とは異なり、「周辺国」としての典型的な方法を採用していたことになる。

当時のロンドン市場で、日本国債は投資家からどのような評価を得ていたのか。これを知るには、国際金融市場で自国通貨建て国債を発行できなかった、他の周辺国と比較するのが有効であろう。

当時、周辺国は次々に金本位制を導入していた。国債金融市場にアクセスする「承認の印章」として、また債務危機に陥らないよう国内の経済政策に制約を課す手段として、その必要性があったのである。

周辺国は、社会資本整備などを促進するために、中心国の市場で国債を発行した。その

元利支払いはポンドなど発行地の通貨で行われたが、投資家は周辺国のデフォルト（債務不履行）リスクを相殺するために、自国の国債金利を上回る金利を求めた。したがって、リスクプレミアムは、周辺国の国債金利と中心国のそれとの格差（スプレッド）として観察することができる。

それでは、リスクプレミアムはどの程度、求められたのだろうか。1877年から1913年までの間にロンドン市場で取引された外国国債のうち、16カ国の国債について詳細に分析を行ったIMF（国際通貨基金）のマウロらの論文をもとに検討しよう^{文献1}。

これら16カ国の国債残高は、1875年6億ポンド、1905年12億ポンドで、ロンドン証券取引所で取引されていたすべての国債のそれぞれ55%、66%を占めていた。これらの国債の価格は、毎日発行されるタイムズ紙に掲載されていた。

1870年代には、周辺国はすでに国際電信ネットワークに加入していたので、債務国の現地情報も即座にロンドンに伝えられていた。また、エコノミスト誌には、ロンドン外債市場の動向だけでなく、債務国の政治経済動向についての論評が掲載されていた。たとえば、中国で起きた事件についても、日本への影響を経済面からも軍事面からも報じていた。

次ページの表1の第1列（縦の並び）は、16カ国の国債金利とコンソルとの金利差で、1877年5月から1913年12月までの毎月末の平均値である。この期間における各国のリスクプレミアムを示すものといえる。カナダとスウェーデンの国債は、イギリスのコンソルに比べ、それぞれ90ベーシスポイント（1ペー

表1 イギリス国債との金利差（1877～1913年）

	イギリス国債との 金利差（bp）	同左の変動係数	日本国債金利との 相関係数	ブラジル国債金利 との相関係数	ロンドンでの国債発 行額（百万ポンド）
アルゼンチン	309	0.42	0.71	0.40	40.8
ブラジル	245	0.34	0.27	1.00	55.1
カナダ	88	0.22	0.22	0.43	86.8
チリ	245	0.34	0.29	0.46	28.2
中国	310	0.35	0.80	0.12	48.3
エジプト	137	0.53	0.50	0.02	22.8
ギリシャ	877	0.80	0.23	0.24	17.2
ハンガリー	181	0.52	0.44	-0.09	N.A.
日本	288	0.28	1.00	0.27	64.0
メキシコ	720	1.11	0.40	-0.05	13.7
ポルトガル	447	0.81	0.26	0.09	N.A.
クインズランド	104	0.16	0.51	0.61	214.9
ロシア	177	0.45	0.40	-0.33	50.6
スウェーデン	93	0.35	0.65	0.18	N.A.
トルコ	1,030	1.73	0.37	-0.16	23.7
ウルグアイ	650	0.84	0.53	0.10	8.7
イギリス国債	2.90%	0.07	-0.31	-0.70	

注 1) 金利関連データは1877年5月から1913年12月までの毎月末の平均値
2) ロンドンでの国債発行額は1865～1914年の累計額。ただし、カナダは植民地政府債、クインズランドはオーストラリアの植民地政府債の合計
3) bp：ベースポイント（1bpは0.01%）
出所）Mauro, Paolo, Nathan Sussman and Yishay Yafeh, "Emerging Market Spreads: Then Versus Now," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.117, No.2, May 2002

ポイント（0.01%）ほど高いだけだが、トルコとギリシャの国債には9%から10%ものプレミアムが付けられていた。また、日本国債は、アルゼンチン、中国とともに約3%の上乗せ金利を求められていた。

各国の国債のリスクプレミアムは、1913年に向けておおむね縮小傾向をたどったが、各国それぞれに固有の事象の影響を強く受けて、大きく変動していた。この点は、1990年代にエマージングエコノミー（新興経済）と呼ばれた国々のドル建て国債とアメリカ国債とのスプレッドが、アメリカの金融情勢やロシア危機などの影響を強く受けて、全体として同調して変動したことは、著しい対照をなしている。

たとえば、エジプト、スウェーデン、ハン

ガリーの国債のコンソルに対するスプレッドは、この期間中ほぼ一貫して縮小した。しかし、多くの他の国々のそれは、金本位制の導入などで縮小したものの、戦争や財政危機が起これば拡大するといった具合に、各国独自の要因によって大きな変動を繰り返した。

アルゼンチン国債のリスクプレミアムは、1879年4月に内乱の鎮圧によって2%程度にまで縮小した。しかし、1890年にデフォルトが起こると急速に拡大し、6.5%にも達した。さらに、1896年からの財政収支の改善、99年の交換性の回復を受け、スプレッドは縮小に向かった。1903～15年のアルゼンチン経済は巨額の資本流入に支えられ、後にベルエポックと呼ばれるほど高い成長を遂げることとなる。

ブラジル国債のコンソルに対するスプレッドも、アルゼンチンのデフォルトに伴うベアリング危機の影響から、1890年10月に4%に拡大し、さらに国内政治の混乱によって、98年初めには一時6.5%に急拡大した。しかし、1906年に金兌換が再開されて以降は1~2%に縮小した。

チリ国債のスプレッドは、1879年にポリビア、ペルーとの戦争で一時的に6%に拡大した。1888年に内戦によって再び4%程度にまで急拡大したが、95年に金本位制に移行後は縮小に向かい、1910年代には1.5%程度になった。

カナダ植民地債のスプレッドは、1911年までは100ベースポイントを中心に変動を繰り返していた。しかし、1912年にイギリスの保守党を支持する政党が選挙で勝利すると、スプレッドは一挙に20ベースポイントに縮小した。

クインズランド植民地債のスプレッドは、1893年の銀行危機によって、140ベースポイントに拡大した。しかし、その後は急速に縮小していった。

ポルトガルは、1891年3月、金本位制を離脱した。このため、12%ものスプレッドを求められ、1902年に債務交渉が決着するまで、大きなリスクプレミアムを強いられることになった。しかし、その後のスプレッドは2%程度で推移した。

ロシア国債は、1877年4月の銀行危機で4%のスプレッドを上乗せされた。しかし、1897年に金本位制を導入すると、スプレッドは次第に縮小し、1902年初めには75ベースポイントとなった。その後、満州、朝鮮をめぐって日本との緊張が高まると、スプレッド

は拡大を始め、1904年2月の日露戦争の勃発、旅順の陥落、日本海海戦での敗戦によって2%に拡大した。1905年9月の講和条約でいったんは縮小したが、1906年末にスプレッドは2.5%に達した。

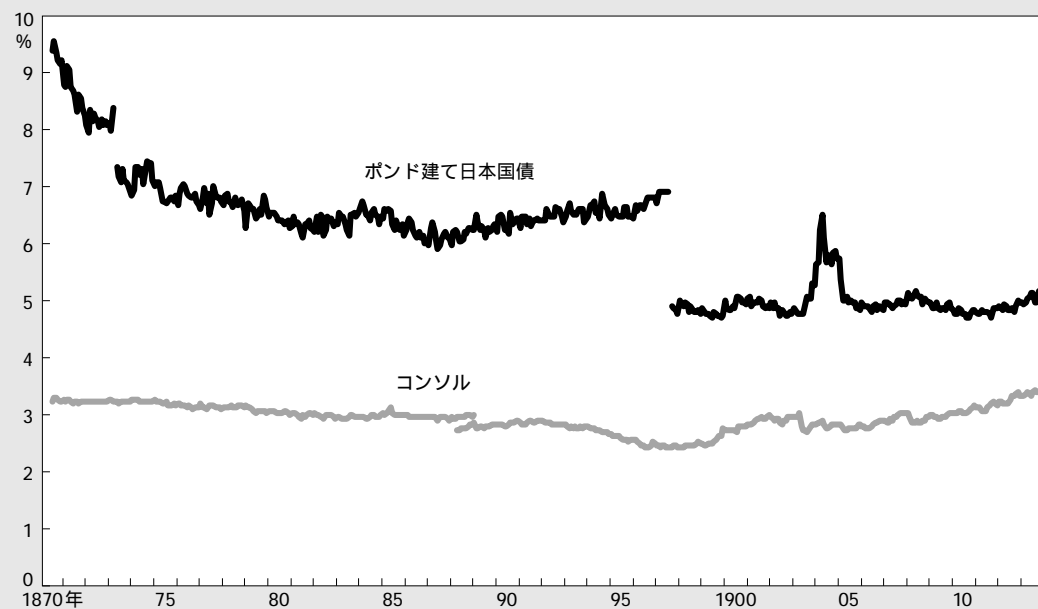
中国は、1875年にポンド建て8%国債を額面の95%で32.7万ポンド、85年に6%国債を額面の98%で225万ポンド、それぞれ香港上海銀行を通じてロンドンで発行した^{文献3}。6%国債に求められたリスクプレミアムは、1885年には約3%ほどだったが、日清戦争(1894年8月~95年4月)に敗北した直後、4.5%にまで拡大した。日清戦争の賠償金を調達するために、1896年3月に5%国債を額面の98.75%で、また98年3月に4.5%国債を額面の90%で、それぞれ1600万ポンド、関税収入を担保にロンドン市場で発行した。その後、義和団事件で1901年には一時的に3%を上回り、13年末には1.6%に縮小した。

4 日本国債に求められた リスクプレミアム

日本国債に求められたリスクプレミアムは、中国国債のコンソル金利に対するスプレッドとの相関係数が最も高く、中国国債のそれに最も似た推移をたどったとされる^{文献1}。以下、日本国債に求められたリスクプレミアムと外債発行について、詳しく検討していくことにする。

次ページの図1は、当時のポンド建て日本国債に求められたリスクプレミアムの推移を示すもので、1870年に発行された9%国債、73年に発行された7%国債、そして97年に売却された5%国債の金利と、コンソルの金利とを比較している。

図1 ボンド建て日本国債とコンソルの金利の推移



注1) 金利はロンドンのタイムズ紙に掲載された各月末の国債価格でクーポンレートを除した値
 2) 1870年6月から73年2月までは70年発行の償還期間13年の9%国債、1873年4月から97年6月までは73年発行の7%国債。1897年8月以降は、同年6月にロンドン市場に売却された償還期間53年の5%国債の金利
 3) コンソル金利はNBER(全米経済研究所)のNBER Macrohistory, m13041bおよびcによる。1888年12月までは3%、1888年3月から1903年3月までは2.75%、それ以降は2.5%利付き
 出所) ボンド建て日本国債の金利は、ヘブライ大学のヤフェー(Yishay Yafeh)教授の提供

1870年4月に発行されたボンド建て9%国債の金利は、6月末の9.35%から72年末に8.10%へと低下し、コンソルとの金利差も4.8%にまで縮小した。特に、1871年半ばからの金利低下幅が大きかったが、これには同年6月末の新貨条例公布による金貨鑄造が影響したものと考えられる。

1873年1月に、ボンド建て7%国債が発行された。満期は1897年7月で、発行価格は額面の92.5%であった。コンソル方式で単純に金利を計算すると7.567%で、同じ方法で募集した上述の9%国債の発行金利よりも160ベースポイントほど低下したことになる。

この点について、ヘブライ大学経済学部のサスマンとヤフェーは、最初の公募債には通常高いリスクプレミアムが求められると

いう影響が剥落したことによるものと見ている^{文献2}。しかし、この7%国債が平均残存期間15.3年の元利均等償還債であったことを考慮すると、発行金利は8.098%となる。また、これを複利で示すと10.386%となり、1870年に発行された9%国債よりも金利が高かったことに留意しなければならない。

ボンド建て7%国債の金利は、日本で重要な制度改革が次々に行われたにもかかわらず、発行されてから満期を迎えるまでの間、6~7%のレンジで推移した。

たとえば、1877年2~9月の西南戦争について、エコノミスト誌は、改革反対派による謀反が鎮圧されたとして、ロンドンの投資家に日本の改革が力強いことを印象づける記事を掲載した。しかし、これに対して、7%国

債の価格は反応を示さなかった。日本国内では西南戦争でインフレが進行し、金禄公債の価格が下落を続けていたことが影響したためであろう。

また、1882年10月の日本銀行創設は、銀行制度の形成において大きな意味を持つものとしてエコノミスト誌に紹介された。それでも、日本国債のリスクプレミアムが縮小することはなかった。

しかし、1885年半ばになると、7%国債の金利が緩やかに低下を始め、86年末には6%を割り込み、コンソルとのスプレッドが3%にまで縮小した。これには、1885年5月に日本銀行券を発行し、その銀兌換を86年初めから行うと宣言したことが寄与したものと考えられる。

さらに、ロンドンのタイムズ紙は、1889年2月から3月にかけて、明治憲法について5回にわたる詳細な記事を掲載した。そこでは、司法の独立などが画期的な改革として紹介されたものの、天皇の神性的なステータスと、議会に対する内閣の説明責任が制限されていることが、批判的に報じられていた。サスマンらは、憲法発布の国債金利への影響を分析するために、月末データだけでなく日次データも用いた。しかし、それによるスプレッドの縮小効果も観察できなかったと述べている^{文献2}。

7%国債の金利とコンソルとのスプレッドは、日清戦争での勝利にも反応しなかった。これは、1897年7月の満期に向けて7%国債の価格が額面に収斂していったため、コンソル方式で計算された金利も7%に向けて上昇したからである。このため、7%国債の金利とコンソルとのスプレッドは、リスクプレミ

アムを表示するものではすでになくなっていった。

5 金本位制導入による日本国債のリスクプレミアム縮小

1897年5月末、ポンド建てで元利を支払うという条項を付けて、日本国内で発行されたの5%利付き国債が、ロンドン市場で売却された。償還期間が53年間と長期であるため、金利をコンソル式に計算して、コンソルとのスプレッドを求め、それをリスクプレミアムとみなすことに、ほとんど問題は生じない。この国債の募集価格をコンソル式に計算すると4.93%で、コンソルとのスプレッドは248ベースポイントであった。清国の賠償金による金本位制の導入が確実視されていたため、この程度のリスクプレミアムでの売却が可能となったのである。

ただし、前述したように7%国債が満期直前だったので、金本位制の導入によってポンド建て日本国債の金利がどれだけ低下したか、そしてリスクプレミアムがどれだけ縮小したかを正確に知ることはできない。とはいえ、金本位制の導入は、紛れもなくリスクプレミアムの大幅な削減をもたらした。

金本位制に移行した1897年10月末のリスクプレミアムは236ベースポイントで、5%国債をロンドン市場に売却したときとほとんど同じ水準であった。1899年6月にポンド建て4%国債（正式名称は第一回四分利付英貨公債）を発行した際も、リスクプレミアムは226ベースポイントと安定していた。

その後、1902年1月30日に締結された日英同盟をロンドン市場は好感し、5%国債の金利は1901年末の4.96%から翌年5月末には

4.73%へとわずかに低下し、コンソルとのスプレッドは186ベースポイントに縮小した。

ところが、日露間の緊張が高まり、5%国債の金利は1903年末から顕著に上昇した。日本が勝ち目の薄い弱者と見られていたためかもしれない。5%国債の金利は、日露開戦直後の1904年3月に6.51%となり、コンソルとのスプレッドも360ベースポイントに拡大した。

その後は、戦況とともに5%国債の金利とスプレッドは変動した。1905年1月の旅順口占領、3月の奉天会戦を経て、5%国債の金利は次第に低下し、5月の日本海海戦でコンソルとのスプレッドも218ベースポイントに縮小した。

ポーツマスで日露講和条約が締結された1905年9月末には、5%国債の金利は4.87%となり、スプレッドも210ベースポイントに縮小した。とはいえ、戦前の水準にまでリスクプレミアムが縮小しなかったのは、日露戦争で巨額の国債を累増させたためであろう。その後コンソルの金利が上昇をたどったが、5%国債の金利は安定した推移を示し、1913年末のコンソルとのスプレッドは167ベースポイントに縮小した。

このように、ロンドン市場にあらわれた日本国債のリスクプレミアムは、金本位制への移行によって大幅に縮小した。そこに至るまでの日本国内の重要な経済改革に対しては、顕著な反応を示さなかったロンドンの投資家であったが、金本位制への移行には、リスクプレミアムの顕著な縮小という形で反応したのである。

金本位制は、さまざまな国内改革の集大成といえるものであり、将来の財政金融政策に

節度をもたらす役割が期待できること、そして投資家にとっては、これらの事情を集約的に示す、極めて簡便な指標であったということができよう。

金本位制導入への道

1 外債発行をめぐる

大隈と松方の対立

それでは、日本の金本位制導入は、いかなる経緯をたどったのであろうか。

明治維新からわずか10年で、日本政府はプライマリー黒字、すなわち債務償還分を除く財政収支の黒字を達成した。しかし、西南戦争による揺り返しの後、インフレーションが高進した。これは、西南戦争時、政府が紙幣の大量発行を行ったこと、土族の不満をそらすために地租減税を行ったこと、そして国債発行により公共投資を積極的に行っていたことによるものである。

このインフレーションを終息させる方法をめぐって、政府内では、大隈重信と松方正義の間で大きな意見の対立が生じた。この対立は、西南戦争前の、金貨の海外流出が発生し国立銀行券の金貨兌換が困難となった1875年頃から続いていた。

1875年1月、大蔵卿であった大隈は、「収入収支の源流を清まし理財会計の根本を立つる議」と題して、関税自主権の確立は必要だが、早急に実現する可能性は低いので、「我が物産を繁殖し商工を振起し、以て外物雑至の勢いを押し、現貨濫出の害を防ぐ」ように提言した。

これに対し松方は、1875年9月に大蔵輔心得として「通貨流出を防止するの建議」をま

とめ、正貨流出の原因を不換紙幣の過剰発行に求め、関税の自主権回復、外国製品の輸入抑制のほかに、金貨による関税納付、紙幣償却と正貨兌換、輸出代金による外債償還を提言した^{文献17}。

この時期、インフレーションの高進だけではなく、民権運動の高まりも見られた。このため、政府は批判を避けるよう、1880年2月に参議と省卿を分離し、大蔵卿を大隈から佐野常民に代えた。その後も、大隈は会計部担当参議として、1880年5月に通貨制度の改革について、「紙幣通用は其制の不可なるに非ず、唯輸出不平均の時勢に不利なるのみ」と述べ、紙幣価値の下落は銀貨高騰によるものであり、その原因は輸入超過、産業の未発達にあるという認識を改めて示した。そして、「正金通用方策」として、国内に金銀が不足しているのだから、7%利付き外債1000万ポンドを発行して、政府紙幣を償却するように提言した。

一方、当時内務卿であった松方は、1880年6月に「財政管窺概略」と題して、過激な紙幣償却策は将来に禍根を残すと批判し、漸次償却策を論じた。具体的には、政府紙幣のうち1000万円を準備金で償却し、1500万円を金札引換公債に交換する、輸出奨励のために輸出品を担保に融資する、米の輸出を政府独占として正貨準備を増強する、民業に属する政府事業は民有に帰せしめるなどを提言し、大隈の外債発行に反対した。

この提言も影響して、『日本銀行百年史』第1巻によれば、1880年6月3日、「朕素より会計の容易ならさ(ざ)るを知ると雖とも、外債の最も今日に不可なるを知る。昨年グラントより此外債の利害に於ては尽言する

所あり、(中略)内閣諸省と熟議して之を奏せよ」と御下問があり、大隈の外債発行案は否定された^{文献17}。

ここで明治天皇が言及したグラントとは、アメリカ南北戦争時の北軍の将軍で後に大統領となったユリシーズ・グラントである。グラントは、大統領任期後に世界を旅行して日本に2カ月余を滞在し、1879年8月に明治天皇と会見した。グラントは、「埃及(エジプト)西班牙(スペイン)或いは土耳其(トルコ)を觀よ其憫然たる状態を思ふべきなり」「将来日本は決して再び外債を起すべからず」と述べたことが日本の記録に残されている^{文献19}。

このグラントの忠告は、アメリカ南部政府がヨーロッパでコットンボンドを起債し、イギリスが南部支持に傾こうとしたことに由来しているものと思われる。こうした忠告もあって、明治天皇は大隈による外債発行計画だけではなく、1894年4月にも侍従長を通じて松方大蔵大臣に「大蔵の基礎を確定せられ外国債を不起」と伝えている。

外債発行計画を否定された大隈は、伊藤博文や佐野大蔵卿ら財政取調委員の協力を得て、1880年9月に「財政更革の議」を提出した。この建議は、財政収支の黒字化による紙幣償却という松方の主張を取り入れていたので、即座に実行に移された。増税と歳出削減により、1881年度に政府紙幣700万円、国債418万円が償却された。

こうした緊縮政策の開始によって、政府紙幣の対銀貨価格がボトムを迎えつつあったなか、大隈は「尚ほ今日に於て是を完整せしむるに緊要なる二様の措置」があるとして、1881年7月に伊藤と連名で「公債を新募し銀

行を設立せん事」を建議した。これは具体的には、新たに国債5000万円を紙幣で応募させ、正貨で50年間に償還すること、この国債への応募を外国人にも認めること、および一大正金銀行を設立して正貨を蓄積し、兌換銀行券を発行することを内容としていた。

この建議が裁可されたことに対して、松方は1881年9月6日に「財政議」を太政大臣に提出した。松方は、「財政整理せず国家衰頹必ず随ふ」「財政の目的は中央銀行の設立に帰するを信ずるなり」という認識のもとに、政府紙幣の償却に向けて正貨蓄積が必要であることを論じ、「貨幣運用の機軸」を定めるために、政府紙幣と国立銀行券を廃止し「日本帝国中央銀行」を設立するよう提案した。

さらに、外国からの借り入れを行うと、「全国の形勢は変じて埃及（エジプト）、土耳其格（トルコ）、印度（インド）の如き惨状に陥るも只空しく手を束ねて待つことあらんも測る可からず」と、大隈の考えを厳しく批判した^{文献14}。

2 緊縮財政による紙幣整理と正貨蓄積

1881年10月の政変で大隈重信は下野し、松方正義が参議兼大蔵卿に就任した。松方は、財政黒字による政府紙幣の償還と、準備金の運用による正貨蓄積という、年来の主張を実現する機会を得た。

松方財政は急速なデフレをもたらしたと論じられることが多いが、大隈による「財政改革の議」の実行によって、松方が大蔵卿に就任した時点で、インフレーションはピークアウトしていた。紙幣の流通量はすでに1880年

1月、米価は同年12月にそれぞれピークをつけており、国債と政府紙幣も、図2で見るように、それぞれ81年1月、81年4月に最安値をつけ、価格は回復に向かっていった。

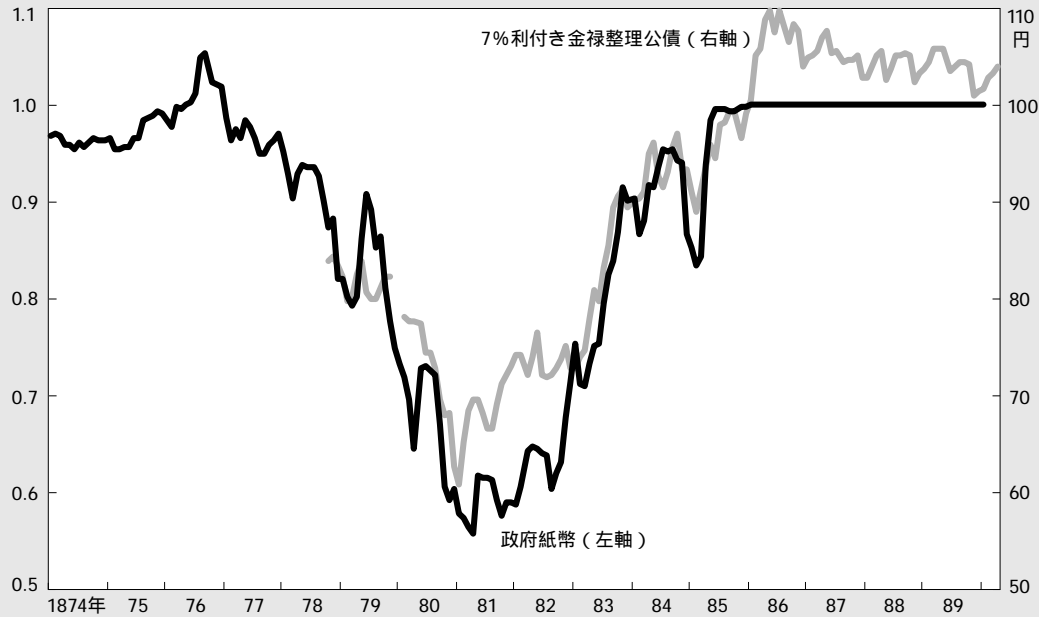
それでも、政府紙幣は銀貨に対して著しく減価していた。このため松方は、「過度の紙幣はなるべく之が償却に努むると共に一方に於いて之が引換準備として正貨を蓄積する」という基本方針で、紙幣整理に臨んだ。

松方は、緊縮政策による紙幣整理へのコミットメントを強化し、その確実な実行を担保するために、あらかじめ三条実美、岩倉具視の両大臣に同道を求めて天皇に拝謁し、紙幣整理の途中で政策転換を行わないように保障を取り付けた。松方は、「若し困難に逢い半途に其事を廢するが如きことあらば初より之を為さざるに如かざる。此意を上奏して細に利害を陳べたるに幸い余の意見嘉納せられたる」と記している^{文献14}。

松方は、1882年1月に、まず第二種政府紙幣の処分に取り組んだ。この紙幣は国庫の一時的な資金繰りのために発行されてきたが、発行が恒常化し、大蔵卿に就任した時点での残高は1450万円に達していた。そこで松方は、各省庁と府県庁経費の前渡し制を廃止し、各地の税収をただちに国庫出納局に納入するように改めた^{文献20}。

その後、松方は1883年12月に、どうしても免れがたい国庫の一時的な資金不足に際しては、政府紙幣ではなく、大蔵省証券を発行するように建議した。そして、1884年9月の大蔵省証券条例で、「出納上一時使用の為」に満期が3、5、6、9カ月の無記名利付債を一般公募発行、あるいは売り出し発行することを定めた。実際に大蔵省証券が発行された

図2 政府紙幣と7分利付き金禄公債の価格推移



注 1) 左軸は、銀貨1円に対する政府紙幣の毎月平均価格の逆数。明治6年(1873年)末まではメキシコ銀の売買に2分金を用いていたため省略
 2) 7%利付き金禄整理公債の価格は、東京株式取引所相場の月中平均値
 3) 金禄公債は1878年9月9日から売買が解禁され、政府が82円で買い上げていたが、79年12月に政府は買い上げを廃止した。このため1879年11月、12月は相場が成立しなかった。1887年以降は金禄公債の償還が始まり、市場価格は額面に向かって下落を始めたので、当時の金利の実勢を反映しているとはいえない
 出所) 日本銀行調査局編『日本金融史資料 明治大正編』第16巻、1957年

のは、1886年度からであった。

一方、年度を越えて発行されてきた第一種政府紙幣の残高は、松方の大蔵卿就任時に1億590万円に達していた。その削減には財政黒字の定着が必要である。

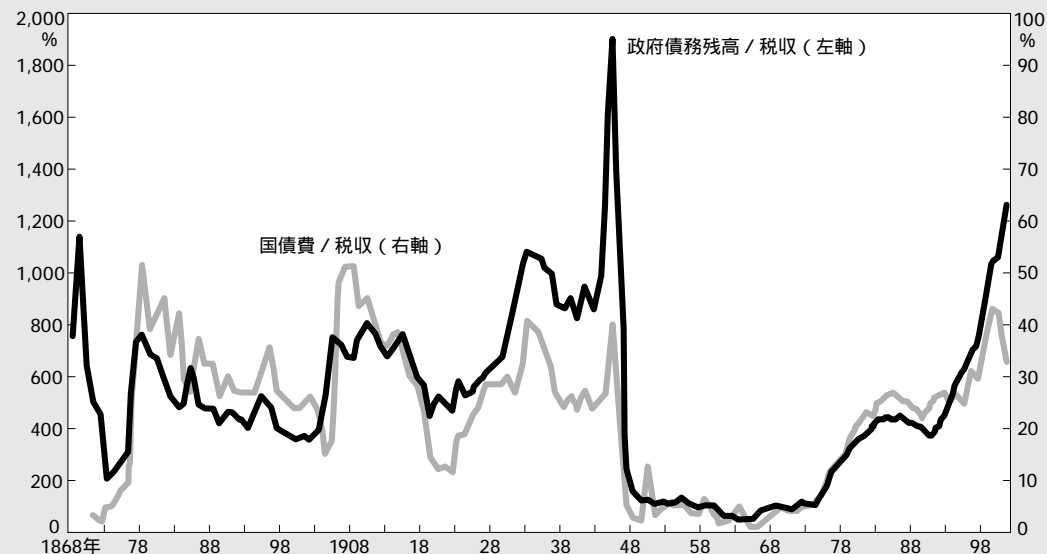
1882年2月には、82年度予算編成について「偏(ひたすら)に14年度の定額を以て標準と為し耐忍不撓此の三カ年を経過せらるるあらば、正義誓て將に紙幣正貨の価差を多少ならしめ以て此困難を救済せん」と述べ、4月に「各庁経費三カ年据置の議」を提出した。そして、歳入面では1882年に売葉印紙税、酒税、たばこ税、85年には醤油税、菓子税を導入した。こうした増収策によって、1882年7月からの3年間の税収は、それ以前の3年間

に比べ17.4%増大した。

国債発行が行われず、紙幣整理が進展していたこととも相まって、次ページの図3に見るように、政府債務残高の税収に対する比率は、1880年代に入って低下傾向を示した。また、その20分の1のスケールで描かれている国債費の税収に対する比率も、秩禄支給がすべて国債利子で行われるようになったにもかかわらず、低下に向かった。

1882年7月の京城での壬午事変で軍事費が膨張したが、82年度から84年度までの3年間で2927万円の財政黒字を達成した。大隈大蔵卿のもとでの1881年度1083万円の黒字と合わせた累計約4000万円の黒字は、政府紙幣の償却と準備金への繰り入れに用いられた。

図3 国債費、国債残高と税収



注1) 税収は租税と印紙収入の合計

2) 1868年から1899年までの政府債務残高には政府紙幣を含む

出所) 1965年までは『明治以降本邦主要経済統計』日本銀行統計局、1966年による。1966年からは日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』各年度版、財務省主計局『一般会計歳入歳出決算』各年度版

政府紙幣の信用は回復に向かい、1881年10月に銀貨の58%であった政府紙幣の価値は、84年7月には95.5%に上昇した。このため、1884年度、85年度については、財政黒字による政府紙幣の償却は行われず、紙幣整理は84年5月から発行された金札交換無記名公債によって進められ、財政黒字はすべて準備金に繰り入れられた。

準備金は、政府紙幣と国債の償還、および国庫の困難に備えるために、明治初年から積み立てられてきた。しかし、大隈財政期に殖産振興などを目的とする貸出金が著しく増加し、財政運営が松方に引き継がれた時点では、準備金5579万円のうち、貸出金が1935万円、国債が2562万円で、正貨はわずか869万円にすぎなかった。

松方は、外債の発行によってではなく、「準備金の運用」によって正貨の蓄積を進め

た。1882年8月に準備金で保有していた国債を売却し、地金銀の購入に用いることとした^{文献17}。また、1880年2月に創設された横浜正金銀行を通じる輸出信用（海外荷為替）制度の運用を強化し、正貨の吸収に努めた。荷為替物件について、横浜正金銀行が検査し、輸出先では在外領事館が管理して、代金が支払われるまで引き渡さないこととした。そして、国内の外国輸出業者にも横浜正金銀行の輸出金融制度を利用させた。

緊縮財政と、国際的な銀価格の下落に伴う円安傾向のもと、こうした輸出金融制度が採用されたことによって、松方が明治30年代末頃に書いた『紙幣整理概要』によれば、1882～85年の4年間の貿易黒字額は2800万円となり、海外からの金銀の輸入超過額も792万円に達した^{文献14}。こうした結果、政府の正貨保有高は、1885年末に4227万円に増加した。

3 政府紙幣の銀貨兌換

「誠に財政上の一大美事」

本誌2005年1月号で述べた1880年の金札引換公債を例外として、国債の発行は、政府紙幣の価値が明確に回復に向かった後に、再開されることになった。

1883年12月、松方正義大蔵卿は、「独り鉄道布設の用に供するのみならず傍ら現今紙幣価格の挽回を謀る一助とも相成候」と、鉄道建設と紙幣整理の一石二鳥を狙って、中山道鉄道公債2000万円の募集を太政官に上申した。発行条件は、7%利付き、発行価格は額面の90%、応募価格の高いものから順次募入する価格競争入札、償還は5年据え置き後25年毎年抽選償還、発行額を総額2000万円とし、大蔵卿が鉄道工事の都合を計り漸次発行するものと定められた。

第1回発行は、1884年2月に行われ、募集額500万円に対して、837万円余の応募があった。応募最高価格は額面の91.15%で、募入平均価格は90.008%であった。6月の第2回の発行では、募集額500万円に対して、物価の沈静を背景に1528万円の応募があり、政府は発行額を1000万円に増やした。応募最高価格は額面の92.5%、募入平均価格は90.063%であった。第3回の募集は1885年6月に行われた。金利低下の局面を捉えて発行価格を額面の95%に引き上げ、500万円を募集した。応募最高価格は額面の97.5%、募入価格の平均は95.681%であった^{文献7}。

中山道鉄道の敷設には、予定以上の経費と期間を要することが判明し、新たに東海道鉄道の敷設を計画することになった。このため、第3回発行の収入金で、10%利付き金禄公債の繰り上げ償還を行った。これが、後述

する国債整理の先駆けとなった。

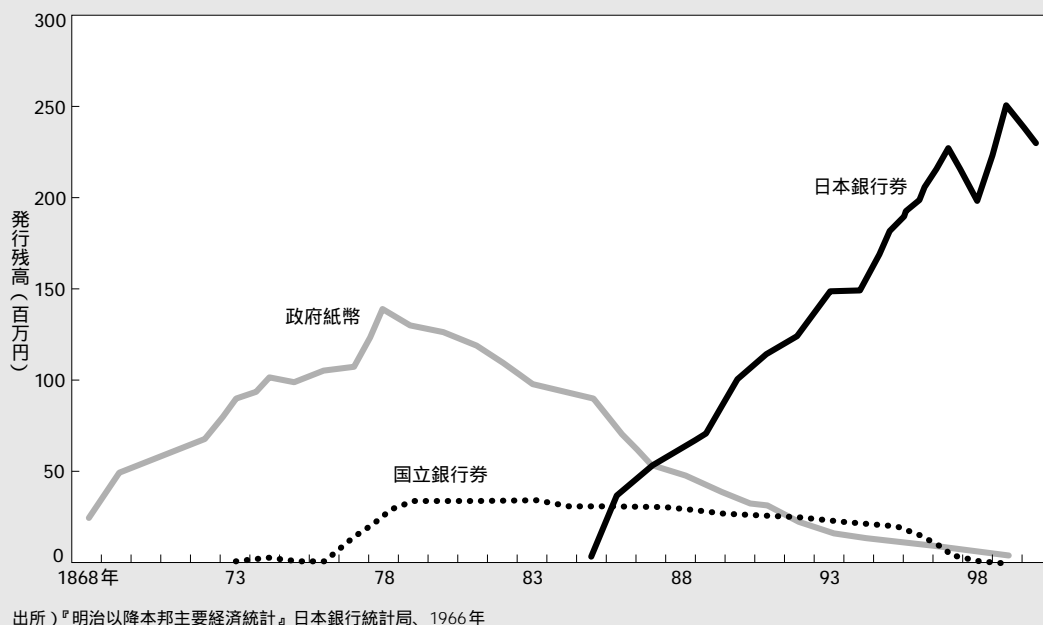
中山道鉄道公債を公募発行すると同時に、政府紙幣の回収償却と正貨獲得のために、金札引換無記名公債を発行した。これまでの金札引換公債は、記名式であったために流動性が乏しく、しかも外国人に所有を認めなかった。これらを改め、また財政上の都合により発行を停止するという条項を加えた条例を、1883年12月に公布した。1883年度から3年間で1000万円程度を、募集期限を設けず申し込みに応じて随時発行することとし、発行条件を6%利付き、紙幣との額面交換発行、償還は5年据え置き後30年間で毎年抽選償還とした。

この国債の申込件数は、1884年から86年までの間に、わずか36口にすぎなかったが、交付金額すなわち紙幣回収額は776万円に達した。1886年には政府紙幣は銀貨と等価の水準にまで回復したので、金札引換公債の発行の必要もなくなり、同年1月末に発行は停止された。

この間、明治政府は1882年6月に日本銀行条例を公布した。幣制についてのみ述べれば、これまで国立銀行が兌換券を発行してきたが、「無数の小銀行をして個々に紙幣発行の特権を有せしむるは中央の大銀行をして独り之が発行に従事せしむるの便なるに若かざる」という理由で、日本銀行が独占的に発行することとした^{文献20}。

条例は、松方大蔵卿がフランスのレオン・セイ蔵相から「白耳義（ベルギー）銀行の設立日新にして秩序整然組織完備せるに如かず」という示唆を受け入れ、政府が強い監督権限を持っているベルギー国立銀行条例を典拠にしたといわれている^{文献17}。

図4 紙幣整理の進展



資本金は1000万円で、半額を政府出資とした。1882年10月の開業と同時に、日本銀行は公債証書抵当貸し付けと商業手形割引を始め、兌換銀行券の発行には、依然、政府紙幣と国立銀行券の整理が必要であった。

そこで、1883年5月に国立銀行条例を改正し、国立銀行は、免許下付後20年間の営業期間内に発行した紙幣を全額償還する、営業期間が終了した後は紙幣発行を認めない、

発券残高の25%を償却準備金として、さらに毎年発券残高の2.5%相当を、日本銀行に国債で預け入れ、その運用益で日本銀行が紙幣償却を行うこととした。この方法で日本銀行に預託された国債は1885年末に1246万円で達し、その運用益によって84年2月から160万円の国立銀行券が償却された。

1884年5月に兌換銀行券条例を公布し、兌換銀行券は銀兌換とし、発券高に対して相当の銀貨を置き、引き換えに充てると定めた。

日本銀行券は、本位貨幣である1円銀貨との兌換が約束されたのである。

金本位制ではなく銀本位制としたのは、東洋諸国との貿易取引において銀が便利であり、蓄積された正貨も主として銀貨であったからであろう。また、松方は1885年6月に、「独り進んで金貨を本位と定め金貨世界に突入して實際を顧みざるは所謂蠅螂の笑を免れざらん」と述べていた。

大黒天が描かれた日本銀行券の発行が始まったのは、政府紙幣の価格が銀貨価格に近づいた1885年5月9日であった。その直後の6月6日に、「政府発行の紙幣は来明治19年1月より漸次銀貨に交換し其交換したる紙幣は之を消却すべし」という太政官布告が公布された。政府紙幣の銀貨兌換は、「明治以来の美挙、誠に財政上の一大美事」と高く評価された^{文献17}。

このようにして政府紙幣と国立銀行券は市

場から回収され、日本銀行券の発行残高は図4に見るような増加を遂げていった。

先に見た正貨保有高の増大と、政府紙幣の回収償却が進んだことが相まって、政府紙幣残高に対する正貨の比率は、1881年10月20日の7.2%から85年末には47.8%に上昇した。こうしてインフレは終息に向かい、1881年から86年までの5年間で、農作物物産先価格は36%、工業製品は40%下落し、ともに77年の水準にほぼ戻った。

4 5%整理公債発行による 国債の低利借り換え

銀行紙幣の整理は、1885年5月の兌換銀行券の発行によって、また政府紙幣の整理は86年1月からの銀貨兌換によって、ともに終了した。1885年12月に内閣制が発足し、憲法発布に向けて準備が進められた。紙幣整理による物価安定と幣制の統一が、新しい国家体制の確立に寄与したことはいうまでもない。

伊藤博文内閣は税収不足で立ち遅れた海軍造船計画を実施するために、海軍公債を3年間で1700万円起債することを決定し、1886年6月に海軍公債証券条例を公布した。発行条件は、5%利付き、償還は5年据え置き後、翌年から30年間、募集価格は額面の100%で価格競争入札であったが、第1回は500万円の募集に対して応募が3倍を突破し、応募最高価格は額面の110%、募入平均価格は103.757%で、発行収入金は519万円に達した。これ以降、海軍公債は1889年まで毎年1回、合計4回、1700万円が発行され、収入金の合計は1724万円となった。

不換紙幣の整理を終えた松方正義大蔵大臣は、国債整理への取り組みを積極化させ、

1886年9月に整理公債条例を公布した。この条例の目的は、すでに発行された高金利の国債を、市中金利の低下に合わせて低利借り換えし、利払費の節約を図ることに加えて、これまで発行のたびに制定された国債法規の統一を図ることにあった。国債証券を、無記名利札付きを原則とし、亡紛失に対する措置を設け、また利子受け取りには利札を切り取ることで、日本銀行に整理公債事務を命じることなどを定めた。

整理公債は、これまでに発行された国債残高2億4402万円のうち、年利6%以上の内国債が1億7520万円あったので、これを償還整理するために、総額1億7500万円を限度に漸次発行されることになった^{文献5}。この規模は1878年から交付された金禄公債1億7390万円を上回り、日露戦争前では最大であった。発行条件は、5%利付き、5カ年据え置きの後50年間で抽選償還、ただし政府の裁量で繰り上げ償還が行えるよう定められた。

整理公債は、交換発行、普通募集、特別発行という3つの方法で発行された。このうち交換発行とは、満期を迎えた6%以上の利付きの国債の償還元金の代わりに整理公債を交付する、あるいは整理公債の普通募集時に6%以上利付きの国債証券をもって応募払込代金に代用するというもので、全体の7割を超える合計1億2570万円が1887年から97年までの間に発行された。

普通募集は、中山道鉄道公債の発行以降採用されてきた価格競争入札によって行われた。第1回の発行は募集額1000万円、発行価格を額面の98%とし、1886年11月10日から10日間募集された。1633万円の応募があり、最高応募価格は額面の105%で、額面の100円で

足切りが行われ、1018万円が募入発行された。これ以降は、発行価格を額面の100%として、1892年7月まで合計5回の募集が行われ、入札はすべて成功し、合計3020万円が発行された。

特別発行は、1888年に整理公債条例6条に「市場の時価に準し整理公債証書の価格を定め臨時之を發行して日本銀行に交付することを得」との一項を追加することによって、始まった。金禄公債や征伐費借入金の償還財源を調達するために、大蔵省預金局向けに、1888年から97年までに合計8回、1909万円が発行された。

このように、整理公債によって、1886年末の国債残高2.3億円の約74%が、10年がかりで5%国債に借り換えられた。これによって、利払費は毎年293万円削減できたことになる。国債の銘柄が統合できたので、国債の流動性は高まったが、国債相場は後述する円安、物価上昇の影響から1894年から19世紀末頃まで低迷した。

整理公債の発行は、『明治財政史』第8巻が指摘するように、「我国債法規の骨髓」「我国債行政上顯著之事業」であった^{文献20}。大内兵衛も「日本財政論 公債篇」の中で、「日本資本主義発達史上の一新紀元を為すものである」と高く評価している^{文献4}。

確かに、イギリスで1750~51年に行われたコンソルへの低利借り換えに比肩すべき大規模な国債整理ではあるが、整理国債の満期が長期化したとはいえ55年と決められ、イギリスのような償還期限のない国債の発行には至らなかった。また、わが国で5%国債に借り換えていた同時期のイギリスでは、銀行家にして政治家のゴッシェンにより、1888年に

5.6億ポンドの3%コンソルの96%が2.5%コンソルに低利借り換えされていた。

5 日清戦争後の清国からの賠償金で金本位制へ移行

日清戦争（1894年8月~95年4月）の戦費は約2億円に達し、このうち1億2500万円が軍事公債でファイナンスされた。軍事公債は5%利付き、5年据え置き後50年で償還という条件で、3回にわたって公募入札発行された。1894年に行われた2度の入札には、予定額を超える応募があり、オーバーパー（額面以上の価格）で発行されたが、96年の第3回発行では、民間資金の量的な制約と物価高騰の影響から、応募は予定額の16%弱にすぎなかった。

このため、累計発行額は8000万円強にとどまり、残額は1896年3月に国庫預金部（後の資金運用部）が、軍事公債を額面で引き受けた。この預金部が引き受けた軍事公債は、次に述べるように、翌年5月にロンドン市場で裏書き売却された。

戦争が始まると、軍艦、軍需品の購入によって貿易収支赤字が拡大し、しかも先述した7%国債の元利均等償還の影響も加わって、資本流出が増大していた。このため政府は、国庫預金部が保有する国債を海外に売却する方針を固めた。そのためには、日本国債が海外市場で取引されることが必要である。

『明治財政史』第8巻によれば、1896年8月に日本銀行総裁が、整理公債証書をロンドン市場で公に売買できる道を講じ、日々2~3万円の取引が行われるようになったと記されている^{文献20}。しかし、東北大学の鈴木俊夫によれば、ロンドンのM・サミュエル社は、

1896年末に加藤高明駐英公使に対し、銀本位制を採用している国の国債を大量に購入することは困難であると述べたという^{文献3}。1893年にインドが銀貨の自由鑄造を廃止したことが、世界的な銀安の傾向に拍車をかけており、銀本位制のもとでは、海外からの資金調達には金約款が必要とされたのである。

下関条約による賠償金2億両（テール）に加えて、遼東半島還付報償金など合計2.3億両（約3.5億円、3800万ポンド）を得た政府は、1897年3月に、同年10月から金本位制に移行することを発表した。

これについて、1897年4月24日付のエコノミスト誌は、「日本は金本位制の採用に非常に熱心である。その推進力は、政府には外国から資金を調達する必要がある、銀本位制を続けるよりも好条件で調達できるという考え方、そして、日本は今や一流国と見なされるべきであり、そのためには他の一流国と同じ本位制にすべきだという発想によるものであろう」と指摘していた。

こうしてわが国は、1897年10月に再び金本位制を採用した。1871年の新貨条例で設定された1円 = 1ドルという平価を、金銀比価の変化幅と同幅だけ切り下げ、2円 = 1ドルと設定した。この平価は、1931年12月の金輸出禁止まで維持された。国内では、政府紙幣と国立銀行券は1899年末で通用が禁止され、わが国の紙幣は日本銀行の兌換券に統一された。

金本位制への移行によって、上昇を続けた物価は安定し、日本国債の国際的な信用は著しく向上し、ロンドンで取引されていたポンド建て7%国債の金利は大幅に低下した。これによって、わが国は国際金融市場への参入

が容易となった。

金本位制の導入を内容とする貨幣法が帝国議会を通過した3カ月後の1897年6月、大蔵省国庫預金部は、保有する軍事公債4300万円をロンドン市場で売却した。そして、1899年6月にはポンド建て4%国債が発行された。1873年のポンド建て7%国債以来、26年ぶりの外債発行であった。

日露戦争と外債発行

1 ロンドンで5%国債売却、4%国債発行

日本の金本位制への移行が確実視されるようになった1897年5月末、これまで交渉が進められていた内国債のロンドン市場への売却が、日本銀行、M・サミュエル社、香港上海銀行との間で具体化した。

売却される国債は、日清戦争の戦費調達の一環として、国庫預金部が1895年、96年に引き受けた国債を中心とする、償還まで53年間の5%利付き軍事公債4300万円で、額面を1000円当たり102ポンドとし、1円 = 2シリング0.5ペンスの確定換算率で元金と利子を支払うという条項が付けられた。

ロンドン市場で売却される軍事公債証券の裏面には、英文で「ロンドンの有限責任会社横浜正金銀行にこの証書または利札を提示した時には、一円につき2シリング・0ペンス・2分の1換算で支払を受けること、この証書の元金は1900年までは償還しないが、その後の50年間で抽選の方法により全部償還すること」と赤字で記載され、その下に大蔵省理財局長の印章が押捺された^{文献20}。なお、横浜正金銀行は、ロンドンでの日本銀行代理

店として、日本国債の元利金支払いを取り扱っていた。

この裏書をもって売り出された国債の金利は、ポンド建てに換算すると5%であったが、引き受けシンジケート団によって103.5ポンドで募集されたので、投資家には4.93%で売り出されたことになる。これに対して、募集額の6.5倍もの応募があった。イングランド銀行が公定歩合を1896年10月の4%から次第に引き下げ、97年5月に2%としたことの影響もあったであろうが、わが国の金本位制への移行が確実視されたことが、売却金利の引き下げとコンソルとのスプレッドの縮小に大きく寄与したものと考えられる。

日清戦争後のわが国は、ロシアなどの脅威に備えて、「武装したる平和」(アームドピース)という方針で戦後経営を行った。臥薪嘗胆という標語が用いられたのも、国防軍事支出を維持し拡大してゆくためであったと考えられる。

戦後経営の任に当たった松方正義は、1895年3月に、経常的な財政支出の増加は増税でまかない、臨時支出の増加には清国賠償金と国債を充てるという方針を示した。しかし、増税は政府と議会の対立によって成立が遅れた。また、1897年度、98年度予算では、軍事費がそれぞれ1.1億円と、95年度の5倍近くに増大した。

一方、国債を発行しようにも、戦争景気の反動と金本位制への移行とによって、国内金融は著しく逼迫しており、市場に流動性を供給しなければならない情勢にあった。日本銀行は、清国賠償金の余裕金によって、1898年4月から10月までの間に、額面で3871万円の国債買いオペレーションを実施し、市場に

3700万円の資金を供給した。

国内がこうした金融情勢にあったので、政府は外債の発行に依存せざるを得なかった。井上馨大蔵大臣の命を受けた高橋是清(横浜正金銀行副総裁)は、1898年4月からロンドンでの外債発行の可能性について内密に調査を開始した。そして1899年6月に、クーポンは4%、発行価格は額面の90%、政府手取りは額面の86%、償還期日は1953年末で10年据え置き後45年間で償還という条件で、第一回四分利付英貨公債(ポンド建て4%国債)を1000万ポンド(9763万円)発行した。

引き受けは、横浜正金銀行、パース銀行、香港上海銀行、チャータード銀行が組織するシンジケート団によって行われた。国債の券面には、「本証券の元利金は総て横浜正金銀行のロンドン支店において英貨で支払う」と記載されていた。

また、募集目論見書には、鉄道建設、製鉄所建設、電話事業拡張という公債募集金の使途に加えて、日本の貨幣制度は金本位であること、1894年度から97年度までの歳出入決算、98年度と99年度の予算、人口(96年時点で4270万人)、貿易額、鉄道路線延長が記載され、さらには、99年3月末の国債、日本銀行からの借入金、政府紙幣の残高の合計が4183.6万ポンドで、国民1人当たりの国債残高は18シリングなどと記載されていた^{文献9}。

この第1回ポンド建て4%国債に対するロンドン市場の反応は冷やかであった。『横浜正金銀行史』によれば、応募額は発行額の10分の1にも達しなかったという^{文献21}。

ロンドン市場では、この年、中国が5%国債を額面の97%で230万ポンド、ドイツが3%国債を額面の92%で379万ポンド、メキ

シコが5%国債を379万ポンド発行していた。これらに比べて発行額が大きかったことに加え、1897年にロンドン市場で売却された5%国債の金利が、99年5月末4.71%、6月末4.81%で推移していたのに対して、発行金利が4.44%と見劣りしたためであろう。また、1899年3月末に3912万ポンドだった国債残高が一挙に25%も増加することや、無担保で発行されたことも影響したかもしれない。

このため、募集目論見書に示されていた日本銀行による200万ポンドの応募に加えて、政府は250万ポンドを買い戻さざるを得なくなった。この資金も、清国賠償金から拠出された。

1902年の日英同盟調印がロンドン市場で好感され、1897年に売却された5%国債の金利が低下に向かった機会を捉えて、日本政府は1902年10月初めに、国内で発行した5000万円の5%国債を再びロンドン市場に売却した。

その条件は、1円 = 2シリング0.5ペンスという確定換算率の約款を付けて、額面1000円を102ポンド1シリング8ペンスで、イギリスのベアリング・ブラザーズ社、横浜正金銀行、香港上海銀行を通じて、5%利付きで売却した。先に売却された5%国債の市場金利が1902年9月末4.73%、10月末4.78%で推移していたことに比べて好条件であったので、応募は売り出し予定額の2倍近くに達した。

2 外債による日露戦争の ファイナンス

日露戦争（1904年2月～1905年9月）には、17.2億円の戦費が支出された。その額は1903年度の税収の11.7倍にも達し、国債発行

に多くを依存せざるを得なかった。

しかし、全国の銀行の預金残高が、1903年末時点で7.6億円にすぎなかったことからもうかがえるように、国内での国債発行には限界があった。また、日清戦争で戦費の約3分の1が対外流出したことに照らして、巨額の資金流出が不可避と見られていた。このため、わが国は戦費の多くを外債に依存することを前提に開戦せざるを得なかった。

実際、日露戦費の約4割は、外債によりまかなわれた。次ページの表2に見るように、1904年5月から1905年7月までの間に、ポンド建て6%国債が2回、4.5%国債が2回、累計で額面8200万ポンドの外債が発行され、6億8595万円が調達された。

これらの外債の発行交渉は、駐英財務官、後に政府特派財政委員に任命された、日本銀行副総裁の高橋是清にすべて委ねられた。それに先立ち、高橋は金輸出を禁止すると海外での日本の信用を失墜させ、外債の募集が困難になるかもしれないという判断から、戦争中も資本移動の自由を維持するよう進言していた。

高橋は、ロンドンで1000万ポンドの公債を募集すること、それが不可能なときは既発の5%国債1億円を売却すること、という委任状と命令書を大蔵大臣から交付され、1904年2月にロンドンに向かった。そして、同年5月に、1000万ポンドの6%国債が、額面の93.5%で発行された。償還期限は1911年の7年債で、1907年以降は6カ月の予告で随時繰り上げ償還ができること、利札と証券は1円につき2シリング0.5ペンスの確定換算率で日本政府に関税納付できることなどが、募集目論見書に定められた。

表2 ロンドンでの日本国債の発行条件の推移

	クーポン (%)	発行価格 (円)	発行額 (百万ポンド)	満期 (年)	発行金利 (%)	コンソル金利 (%)
1870年 4月	9.0	98.0	1.0	13	9.2	3.20
1873年 1月	7.0	92.5	2.4	25	7.6	3.26
1897年 6月	5.0	101.5	4.4	53	4.9	2.44
1899年 6月	4.0	90.0	10.0	55	4.4	2.54
1902年10月	5.0	100.0	5.1	55	5.0	2.96
1904年 5月	6.0	93.5	5.0 (10)	7	6.4	2.78
11月	6.0	90.5	6.0 (12)	7	6.6	2.84
1905年 3月	4.5	90.0	15.0 (30)	25	5.0	2.74
7月	4.5	90.0	10.0 (30)	25	5.0	2.77
11月	4.0	90.0	6.5 (25)	25	4.4	2.82
1907年 3月	5.0	99.5	11.5 (23)	40	5.0	2.92
1910年 5月	4.0	95.0	11.0	60	4.2	3.08

注 1) 発行金利は「クーポン÷発行価格」による簡略計算。コンソル金利はNBER Macrohistory, m13041bおよびcによる
 2) 1897年6月と1902年10月の5%国債は、内国債にポンドによる元利金支払いの裏書を付けてロンドン市場に売却した際の条件
 3) 発行額のカッコ内の計数は、ロンドン市場を含むニューヨーク、ロンドン、パリ各市場での同時起債額の合計
 4) 1910年5月発行の4%国債は、このほかにパリで発行価格95.5%で4.5億フランが発行された

イギリス銀行団との発行交渉では、発行金利とともに政府手取り額と担保の取り扱いが焦点とされた。政府手取り額は、当初は額面の88%とされたが、90%に引き上げられ、また元金の支払いが14日以上遅れた場合には、担保の徴求が求められていた。しかし、募集目論見書には「元利金は日本帝国関税収入を以て優先に担保せらる。日本帝国政府は本公債利子として毎年所要額の12分の1を毎月香港上海銀行及び横浜正金銀行に支払うべし」と記載された。

こうしてポンド建て国債1000万ポンドは、ロンドンのパース銀行、香港上海銀行、横浜正金銀行によって引き受けられた。半分の500万ポンドはロンドンで発行し、残りの500万ポンドは、ジェイコブ・シフが首席代表を務めるロシアのクーン・ローブ社が、ロンドンの引受団から額面の90%で再引き受けし、ニューヨークで募集を行った。

これに際して、ロンドンの引受団は、イギ

リスのベアリング・ブラザーズ社にクーン・ローブ社の引き受け責任を保証させた。アメリカで募集された分については、1ポンド=4.87ドルの確定換算率で払い込まれ、ニューヨークで元利金が支払われる場合には、ロンドン、ニューヨークのいずれで発行された分についても、この換算率で支払うことが定められた。投資家の便宜を考慮して、確定換算率が付いた支払通貨選択約款が設けられたのである。

この第一回六分利付英貨公債（ポンド建て6%国債）には、ロンドンでは募集額の33倍、ニューヨークでも5倍の応募があった。この理由につき、『明治大正財政史』第12巻は、担保に充当された関税収入が、利子の3倍に当たること、日本がイギリスの同盟国であることを指摘している^{文献5}。

また、『高橋是清伝』によれば、募集直前の1904年5月1日に、日本軍が鴨緑江の戦いで勝ったとの記事が新聞に掲載されたことが

予想外の人気を呼んだ理由であると指摘されている^{文献11}。実際、4月12日に額面の63.75%だった第1回ポンド建て4%国債の価格は、5月10日に70.5%に上昇した。この間、ロシアのフラン建て4%国債の価格は額面の95%から89.5%に下落した。

さらに、ロンドン外債市場では、1904年2月にエクアドル国債が4%利付きで額面の68%で、また5月にキューバ国債が5%利付きで額面の97%で発行されたことに比べると、日本国債の金利は投資家にとって魅力的であったものと思われる。

第1回ポンド建て6%国債によって調達した資金で、政府は日本銀行からの一時借入金を返済し、日本銀行はそれを兌換準備に充てた。戦争遂行のためにさらに資金を必要とした政府は、年度内に海外で1~2億円を調達するよう高橋特派財政委員に伝えた。

高橋は、既発行の内国債の裏書き売り出しは、ニューヨーク市場では5%国債が取引されていないので、売却価格の決定が即座には困難であると考え、既発債の売却を断念した。そして、1904年11月に第2回ポンド建て6%国債が、ロンドンとニューヨークでそれぞれ600万ポンド発行されることになった。償還期限や担保条項、そして引受会社も第1回ポンド建て6%国債とほぼ同様だったが、第1回のニューヨーク市場での最低価格が額面の91%台に低下していたので、発行価格は90.5%に、政府収入金は額面の86.5%にそれぞれ引き下げられた。

この第2回ポンド建て6%国債に対しても、ロンドンで13.4倍、ニューヨークで1.5倍の応募があった。しかし、遼陽、沙河で戦果をあげた日本にとって、この発行条件は決し

て満足なものとはいえなかった。そこで政府は、次の戦費調達をヨーロッパ大陸にも求めようとした。

しかし、フランスはロシアと1891年に露仏同盟を結んでいたため、パリでの起債は困難であった。これに対しドイツでは、ロシアが1905年1月に3.25億マルク（約1600万ポンド）を調達していたので、ドイツは中立的立場を示すためにも、日本国債の発行に前向きであった。

結果的に、ドイツでの日本国債の発行は、ロンドンの引受会社の反対にあい、実現しなかった。しかし、ドイツの引受会社による強い参入要請は、発行金利と発行手数料の引き下げに寄与した。また、1905年1月にわが国が旅順口203高地を占領し、3月に奉天会戦に勝利したことも、発行金利の引き下げに寄与したと考えられる。

イングランド銀行が公定歩合を1905年3月9日に2.5%に引き下げたこともあって、ロンドン市場が好転した。日本政府は、この機会を捉え、3月末にポンド建て国債3000万ポンドをロンドンとニューヨークで半分ずつ発行することになった。このときの発行条件は、クーポン4.5%、発行価格は額面の90%、政府収入金は額面の85.5%、償還期限は1925年で、1910年以降は繰り上げ償還可能とされ、担保にはタバコ専売益金が充てられた。

この第一回四分半利付英貨公債（ポンド建て4.5%国債）には、ロンドンで募集額の11倍、ニューヨークで7倍の応募があった。ハンプルクなどヨーロッパ大陸諸国からの応募もあり、『明治大正財政史』第12巻は「我国外債史上一新紀元を画した」と評価している^{文献5}。また、『高橋是清伝』によれば、アメ

リカでは、ボストン、シカゴ、サンフランシスコ、セントルイスなどでも募集が行われ、小口の応募が多数あったという^{文献11}。

1905年5月、日本の連合艦隊が対馬海峡でバルチック艦隊に大勝利を収め、日露両国はアメリカのセオドア・ルーズベルト大統領の勧告を受け、講和交渉を進めた。日本政府は6月、「目下平和の兆し見ゆれども其の終極の結果は未だ遂に逆賭するを得ず」として、高橋に、海外からさらに3億円を調達するよう訓電を發した。そして7月に、3月の第1回と同一の条件で第2回ポンド建て4.5%国債が發行された。

この第2回4.5%国債は、ロンドン、ニューヨークだけではなく、ウォーバーグ商会によるハンブルク市場での發行も加わって、それぞれ1000万ポンド、合計3000万ポンドが發行された。元利金は、ロンドンではポンドで、ニューヨークでは1ポンド=4.87ドルの確定換算率によりドルで、ドイツでは1ポンド=20.45マルクによりライヒスマルクで支払うこととされた。

応募は、ロンドンでは10倍、アメリカでは4.5倍、ドイツでも10倍に達した。ドイツの産業界は、この資金で日本がドイツの製品を購入するという期待を持ったとされ、『日本銀行百年史』第2巻によれば、日本政府はドイツ大蔵省証券を購入して外貨準備の補充に充てた^{文献17}。

3 国債整理も外債發行に依存

日露講和交渉は、樺太割譲と賠償金をめぐって難航した。日本は賠償金の要求を撤回し、1905年9月にポーツマス条約を締結した。日本は、戦争に勝利したとはいえ、その

代償も大きかった。

国債残高は1903年度末の5.4億円から、1906年度末22.0億円に急増し、国債費も1903年度3600万円から1906年度1.5億円に増加した。この間に、税収は1.5億円から2.8億円へとほぼ倍増し、増税も限界に近づいていた。しかし、日露戦争の勝利をより完全なものとするために、軍備の拡張、鉄道の有国化、電話網の拡張などの戦後経営を急がねばならなかった。

このためにも、国債の整理が最大の政策課題とされ、戦勝によって縮小したリスクプレミアムを活用して、巨額に積み上がった高金利の戦時公債の整理を進めなければならなかった。桂太郎内閣は1905年9月8日、ロンドンにいた高橋是清に、国内で發行した6%利付きの第4回、第5回国債の2億円と、ロンドンとニューヨークで發行したポンド建て6%国債2200万ポンドを整理するために、イギリス、アメリカ、ドイツ、フランスで新外債を3~4億円募集する交渉を開始するよう、訓電を發した^{文献17}。

高橋は、ロンドンとパリのロスチャイルド商会、ハンブルクのウォーバーグ商会、そしてパース銀行、香港上海銀行との間で、1905年11月にロンドン、ニューヨーク、パリ、ドイツで、合計5000万ポンドのポンド建て国債の發行を契約した。このうち2500万ポンドは、1904年に發行されたポンド建て6%国債の償還のために将来發行することとして、当座の發行を留保した。

11月末に、4%利付き、償還期限は1931年、1921年以降は6カ月の予告で繰り上げ償還が可能、担保約款なし、發行価格は額面の90%、政府収入は額面の88%という条件で、

4カ国の市場で2500万ポンドの第2回ポンド建て4%国債が発行された。

この国債のイギリス以外での発行分には、これまでと同様のポンドとの確定換算率が設定され、フランスでは「英貨1ポンドにつき仏貨25フランの確定換算率を以てする四分利付公債」として発行し、1ポンド=25フランの割合で払い込みが行われ、元利支払いの場合は、この換算率を下限として各期日の為替相場で換算することが募集目論見書に記載された。

2500万ポンドのうち、パリではシンジケート団によって1200万ポンドが引き受けられ、直接彼らの顧客に販売された。ロンドンでは650万ポンドの募集に対して28倍の応募があった。ニューヨーク、ドイツでは各325万ポンドの募集に対して、それぞれ5倍、10倍の応募があった。

1905年11月に日本政府がヨーロッパの引受団と締結した契約には、2500万ポンドの4%国債の発行枠が残されていた。しかし、日本がポーツマス条約で賠償金を得ることができずに巨額の国債を累増させていたために、海外の投資家はさらなる日本国債の購入には消極的であった。

また、1906年にはサンフランシスコ地震とニューヨーク株式市場でのブームによって、ロンドンから大量の金が流出し、イングランド銀行は10月に公定歩合を6%に引き上げた。コンソル相場も軟調で、1899年に発行した第1回ポンド建て4%国債の価格も額面の90%を下回って推移していた。

こうしたなかで、パリ市場だけが第2回ポンド建て4%国債の市況が堅調であった。

『明治大正財政史』第12巻は、その価格差

が、実に5ポンドに達していたと指摘している^{文献5}。パリ証券取引所は、他国の市場で発行した日本国債を相場表に掲載しないようにして、国債相場の安定を図っていた。また、市場に日本国債の売り物が出ると、ロスチャイルド商会が買い入れて、価格の維持を図っていた。

高橋は、1906年末からパリで起債交渉を始めた。しかし、フランスは外債発行の交換条件として、中国での鉄道建設への協力や仏領インドシナの安全保障を日本に求めた。高橋は、パリで4%国債を発行し、ロンドンで5%国債を発行するなどの方策も考えたといわれる。だが、資本移動が自由な時代に、市場ごとに発行条件が大きく異なる国債など発行できようはずがない。

とはいえ、同じ発行条件でパリとロンドンで国債を発行するためには、他国で発行した国債をパリで取引することが必要になる。しかし、パリ証券取引所は、フランス人投資家の保護のために、フランス以外で発行される4%国債をパリ証券取引所に上場することを認めなかった。この許可がカイヨー大蔵大臣から下りなければ、ロンドン市場との金利差は縮小しない。4%国債を同じ条件でパリとロンドンで同時に発行することが不可能となってしまう。

こうしたことから、高橋は4%国債の未募集の発行枠を取り消し、1907年3月に5%国債をロンドンとパリで各1150万ポンド発行することになった。発行目的は、1904年5月と11月にロンドンとニューヨークで発行した合計2200万ポンドのポンド建て6%国債の償還であった。

このポンド建て5%国債の発行条件は、償

還期限は1947年で、1922年以降は6カ月の予告で日本政府の都合によって随意に償還、発行価格は額面の99.5%、政府手取り額は95.5%であった。そして、ロンドンでの応募者には6%国債からの乗り換えを優先的に認め、額面の1.5%相当の現金を払い戻すこととし、フランスでの募集分には、1ポンド=25.25フランの確定換算率を設けた。なお、ニューヨークでの元利金の支払い、支払期日の為替相場によりドルで支払われるものと、ロンドンとパリの募集目論見書に記載された。

この間、日本国内では、1906年初めに成立した西園寺公望内閣のもとで、鉄道国有化など積極的な財政政策が進められた。しかし、当然のことながら国債の消化に行き詰まり、1908年7月以降は第2次桂内閣のもとで、それまで先延ばしにされてきた国債整理が進められることになった。

1910年に入って国債市況が好転し、5%国債の価格が額面を回復したことを受けて、政府は日露戦争中に国内で発行した5%国債の低利借り換えを行うため、国債引き受けシンジケート団との協議を始め、2月と3月に償還期限が1969年の4%国債を各1億円ずつ発行した。このほか、2月に証券交換の方法で、4%国債を7600万円発行した。

それでも、まだ低利借り換えを行わねばならない5%国債が1.7億円もあった^{文献4}。しかし、銀行団は4%国債のさらなる引き受けを承諾しなかった。このため政府は、外債を発行して低利借り換えを完遂しようとした。そこで発行されたのが、4%利付きのフラン建て国債とポンド建て国債である。

4 フラン建て日本国債の約款をめぐる40年後の対立

1910年2月、桂太郎首相は、ロンドンとパリで4%国債を発行するように、水町袈裟六大蔵次官に訓令した。ただし、ニューヨーク市場では、ポンド建て日本国債の金利が他の市場に比べて割高だったため、発行を見送ることになった。実際、ニューヨークで発行されたポンド建て日本国債のほとんどは、ロンドンの投資家の手に渡っており、アメリカでの保有額は極めてわずかだった。

一方、1910年初めのロンドン市場では、モロッコ、バルカン問題が小康状態となり、エドワード7世がベルリンを訪問するなど、平和的ムードのなかで、コンソルの価格が上昇した。しかし、イギリス国内では財政赤字の発生と貴族院の権限制約などをめぐって政治対立が激化しており、日本による4%国債の発行を即座には受け入れがたい状況にあった。

そこで、水町特派財政委員は、パリのロスチャイルド商会と発行交渉を始めた。水町がロンドンとの同時発行を求めたのに対し、ロスチャイルド商会は、ロンドンとは切り離して、パリでフラン建て国債を発行するよう強く求めた。フランス政府は、日本が要求していたロンドンで発行した第2回ポンド建て4%国債のパリ証券取引所での取引を認めることとし、4月25日にフラン建て4%国債を次の条件で発行することに合意した。

発行額は4.5億フラン（約1781万ポンド）、発行価格は額面の95.5%、政府収入は額面の91.5%とし、収入金は日本で発行した5%国債の償還に充てること、償還終期は1970年で、10年据え置き後50年間で償還すること、

そして満期利札と償還の支払いはロスチャイルド商会で行うこととした。また、元利金の支払いは、ロンドンとブラッセルでは期日の対フラン相場によるものとし、日本では日本銀行が100円 = 258フランの割合で支払うこととされた。

こうして、パリのロスチャイルド商会がシンジケート団を組成し、ロンドンで発行交渉がまとまった1910年5月5日に募集目論見書を発表した。

このフラン建て4%国債が発行されて四十年を経た後、元利金の支払い条項をめぐって、フランスと日本の間で大きな対立が生じた。外債に付された約款の本質を知るうえで重要なので、ここに記すことにしよう。

1941年、日本のアメリカ、イギリスに対する宣戦布告によって、他の外債とともにこのフラン建て国債も元利払いが停止され、第二次世界大戦後に未払い分の処理が行われることになった。イギリスとアメリカとの交渉は、1952年9月のニューヨーク外債処理協定で決着したが、フランスとの交渉だけが難航した。

1951年末のフラン建て4%国債の未償還額は3.8億フランであったが、その75%ほどは日本で所有されていると推計された。円払いの確定換算率がついていたため、第一次世界大戦中のフラン暴落の影響で、このフラン建て国債が大量に日本に還流したからである。また、1951年末の在外分の未払い利子累計額は6億フランと推計された。フランスは、元利払い再開に際して、1910年に比べて53年には115分の1まで暴落したフランによる支払いを嫌い、この国債には金約款が付いていると主張、フランによる支払いの115倍を要求

した。

フランスの主張は、約款に「この国債の元利金の支払いが日本で行われる場合は、258フランにつき100円の割合の金円貨 (Yens or) により支払う」と記されていることを根拠としている。しかし、金円貨とは、ポンド・スターリングがポンドを意味するのと同じように、円通貨を意味しているにすぎない。国債の券面にも発行要項にも、フランと記載されているだけで、金約款は付いていない。

次に、フランスは、この国債は同じ年に発行された第3回ポンド建て4%国債と一体をなすものだから、ポンド建て国債の所有者との公平を期すために、元利払いを1910年のポンド相場、つまり500フラン = 20ポンドとして扱うように改めて要求した。これは、フランによる支払いの39倍を求めるものであった。しかし、券面にも発行要項にもポンド選択約款は付いていない。

そこで日本は、満期を15年間延長し、1940年11月15日から新しい満期日までの利子は、当時のフランの対ポンドレートによってポンドに換算し、それを協定成立日の相場でフランに換算して支払うと提案した。『昭和財政史』第7巻によれば、この提案は元の契約の5.5倍の支払いを意味した^{文献6}。

難航した交渉は、1956年7月ようやく決着し、満期は15年間延長され、元金および1940年11月15日から65年5月15日までの利子については、額面および利札の金額の12倍を交付することとなった。そして、1957年2月に利払いが再開され、62年11月25日に全額が繰り上げ償還された。

5 第一次世界大戦後には 資本輸出国へ

さて、話は1910年に戻る。

ロンドンでは、パリとの同時発行が行われなくなったためにロスチャイルド商会が手を引いたので、発行交渉が難航した。5月5日、パース銀行、香港上海銀行、横浜正金銀行との間で、ポンド建て4%国債をパリとほとんど同じ条件で1100万ポンド発行することが決まった。パリとの違いは、発行価格が額面の95%、政府収入は91%に引き下げられたことであった。

翌5月6日から募集は始まったが、募集期間内には850万ポンドしか応募がなかった。その理由について『横浜正金銀行史』は、ロンドン市場ではポンド建て4%国債の5月の安値が額面の95.75%であったことに比べて、発行条件がさほど有利でなかったこと、フラン建て4%国債の発行がイギリスの投資家を引きつけたことを指摘している^{文献21}。また、エドワード7世の死去により、募集目論見書の発行を5月12日まで見合わせたことの影響もあったかもしれない。

この第3回ポンド建て4%国債は、ポンド建てで支払うという裏書を付けて海外に売却した5%国債9300万円の借り換えに充てられた。

日本政府は、1908年度以降、国債によって財源の調達を行わないという非募債主義を貫いた。その後は、第一次世界大戦で巨額の貿易黒字が発生したことを背景に、関東大震災後の1924年まで、外債を発行しなかった。

この間に、日本は資本輸出国に転じ、外貨準備の急増に伴う過剰流動性を抑制する手段として、1915年6月に発行された4.5%利付

きイギリス国債（レジナルド・マッケンナ蔵相による第2回軍事公債）が日本で募集された。しかし、『日本銀行百年史』第2巻によれば、この軍事公債への応募は少数の在留外国人に限られた^{文献17}。

1916年2月、東京でロシア政府の円建て大蔵省証券が発行されたのをはじめ、イギリス、フランスの国債が円建てで発行された。1918年4月調べの『金融事項参考書』には、第一次世界大戦中におけるこれら3カ国の日本での国債発行についての記載がある。邦貨換算でイギリスは1.8億円、フランスは7770万円、ロシアは2.3億円を調達した^{文献8}。

参考文献

- 1 Mauro, Paolo, Nathan Sussman and Yishay Yafeh, "Emerging Market Spreads: Then Versus Now," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.117, No.2, May 2002
- 2 Sussman, Nathan, and Yishay Yafeh, "Institutions, Reforms, and Country Risk: Lessons from Japanese Government Debt in the Meiji Period," Economic Department, Hebrew University, September 1999
- 3 Suzuki, Toshio, *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market 1870-1913*, Athlone Press, London, 1994
- 4 大内兵衛「日本財政論 公債論」（『大内兵衛著作集』第2巻、岩波書店、1974年に所収）
- 5 大蔵省編『明治大正財政史』第11巻、第12巻、経済往来社、1956年
- 6 大蔵省財政史室編『昭和財政史』第7巻、東洋経済新報社、1997年
- 7 大蔵省理財局編『国債沿革略』第1巻、大蔵省理財局、1917年
- 8 大蔵省理財局編纂『金融事項参考書 大正7年4月調』雄松堂出版、1994年
- 9 大蔵省理財局外債課『本邦外貨債関係資料』第1篇、大蔵省理財局、1955年

- | | |
|---|---|
| <p>10 財務省主計局『一般会計歳入歳出決算書』各年度版</p> <p>11 高橋是清口述、矢島裕紀彦現代語訳『高橋是清伝』小学館、1997年</p> <p>12 高橋誠「日清戦争『戦後経営』の財政史的意義」『経済志林』（法政大学経済学会）、第23巻第1号、1955年1月</p> <p>13 高橋誠「日清戦争『賠償金』の一研究」『経済志林』（法政大学経済学会）、第23巻第2号、1957年7月</p> <p>14 日本銀行調査局編『日本金融史資料 明治大正編』第4巻、第16巻、大蔵省印刷局、1958年、1957年</p> <p>15 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』各年度版</p> <p>16 『明治以降本邦主要経済統計』日本銀行統計局、1966年</p> | <p>17 日本銀行百年史編纂委員会編纂『日本銀行百年史』第1巻、第2巻、資料編、日本銀行、1982年、1983年、1986年</p> <p>18 藤村通「明治32年の四分利付外国公債」『経済論集』（大東文化大学経済学会）第33号、1982年</p> <p>19 三谷太一郎「明治国家の外国借款政策」『外交資料館報』第6号（1993年3月）、外務省外交資料館</p> <p>20 明治財政史編纂会編纂『明治財政史』第8巻、第12巻、第14巻、吉川弘文館、1972年</p> <p>21 横浜正金銀行編『横浜正金銀行史』1920年（明治文献資料刊行会による復刻版、1976年）</p> |
|---|---|

著者

富田俊基（とみたとしき）

研究理事、京都大学経済学博士

専門は経済政策