

## 研究ノート

# 1931年のポンド危機における日本政府外債の ロンドン市場における価格の推移 —通貨選択約款に着目した検討—

高橋 秀直<sup>1</sup>

### 1. はじめに

本稿の目的は、日本政府が戦前に海外で発行した外貨建て債券（外債）に付加された通貨選択約款に着目して、1931年のポンド危機下におけるロンドン市場での日本政府外債の価格の推移を検討する。具体的には、通貨選択約款が付加された日本政府外債とそうではない日本政府外債の価格の推移を比較する。

19世紀後半から第一次大戦期までの時期は、国際的な金本位制が維持され、決済や国際資本移動におけるポンドの優位性が高かった。第一次大戦後になると、大戦以前と同様に、欧米やアジアに及ぶ国際的な資本移動が存在していたが、一方で、ポンドに加えてドルも基軸通貨としての立場を強化してきた。さらに、各国の金本位制の改廃が短期間で繰り返されたため、為替相場の変動が拡大した。それに応じて、ロンドンにおいて、直物や先物（先渡）外国為替取引が活発化した。その結果、戦前と比較して、第一次大戦後の国際金融環境では、国境を越えた債権・債務価値が、外国為替相場変動の影響を受けやすくなった。

そこで、本稿は、両大戦間期の国際金融史を検討する際の一つの視点として、

---

\* 本稿の掲載において、本誌査読者の方々から有益な助言を頂くことができたことに感謝申し上げます。また、本稿は、日本学術振興会科学研究費（課題番号16K03767）の助成に基づく研究成果の一部である。

<sup>1</sup> 人文社会系

当時の国際的な債権・債務価値の変動と外国為替市場の動向の関わりを検討する。

第一次大戦以前において、資金を調達するために、日本を含めた各国はロンドンなどの海外金融市場において外債を度々発行した。そして、その内のいくつかの場合において、通貨選択約款を付加して外債を発行した<sup>2</sup>。政府外債発行時に通貨選択約款を付加する慣行は、ロンドンなどの当時の国際金融センターにおいて19世紀前半から存在していた<sup>3</sup>。そして、日本政府が海外で外債を発行するようになった19世紀後半には、すでに多くの国が通貨選択約款を付加した外債を発行していた。一般的に、通貨選択約款には、いくつか異なる種類があるが、本稿は、確定換算率約款に着目する。例えば、確定換算率約款が付いた1930年発行の日本政府5分半利付英貨公債は、ポンド建てでロンドンにおいて発行された債券である。所持者は、元利金をロンドンにおいてポンド建てで受け取ることも可能であるが、ニューヨークにおいて1ポンド=4.8665セントの確定換算率で、元利金をドルで受け取ることも可能であった<sup>4</sup>。

1925年にイギリスが旧平価で金本位制を再建したが、1931年のポンド危機において、イギリスは金本位制を停止する<sup>5</sup>。その際、ロンドン外国為替市場において、ポンドがドルに対して急落した。津島は、確定換算率約款は、債権の所持者に対して、通貨価値（ポンド）が下落した場合においても、1ポンド=4.8865セントの換算率で、外国通貨（ドル）をもらえる保証を与えるものであると指摘している<sup>6</sup>。そして、1931年のイギリスの金本位制停止後、ポンド価値が下落した際に、債券所持者は確定換算率約款によりポンド価値下落の影響を

---

<sup>2</sup> 富田（2006）261-267頁。

<sup>3</sup> 同上256-258頁。

<sup>4</sup> 津島（1966）140-142頁。

<sup>5</sup> 古典的金本位制におけるドル・ポンド間の平価（旧平価）は、およそ1ポンド=4.86ドルであった。

<sup>6</sup> 津島（1966）140-142頁。

避けることができた点を指摘している<sup>7</sup>。つまり、国際的資本移動の手段の一つである政府外債に付加された確定換算率約款は、当時の拡大する外国為替相場変動と国際的な債権・債務価値の変動に関わるものであった。

そこで、筆者は、1931年のポンド危機下のように、ドルに対するポンド価値が大きく低下する状況において、確定換算率約款の存在がポンド価値の下落の影響を軽減する効果を持つのであれば、市場参加者はポンド価値の低下を軽減する機能を持つ確定換算率約款の価値を高く評価することになるため、確定換算率約款付きの外債とそうではない外債の間で異なる価格の動きが生じるのではないかと推測した。当時の刊行物から集めた当時の外債価格のデータに基づき、その推測を検討する。だが、当時のロンドン市場で発行・流通していた確定換算率約款付きの政府外債についての情報は詳らかではない。そのため、まずは、情報を得やすい日本政府外債を事例として検討する。

本稿は、第2節において、まず通貨選択約款について概観した後に、1931年のポンド危機下における日本政府外債価格の推移を検討する。そして、第3節で結論を述べる。

## 2. ポンド危機当時のロンドン市場における日本政府外債の価格の推移の検討

本稿は、ドルに対するポンド価値が大きく低下する状況において、確定換算率約款の存在が、ポンド価値の低下を回避する効果を持つのであれば、例えば、ポンド危機のような状況においては、その効果が強く現れるのではないかと推測する。そして、ポンド・ドルの確定換算率約款が付加されている1930年発行の日本政府5分半利付英貨公債とそうではない他の日本政府外債の動きを照らし合わせて検討する。

---

<sup>7</sup> 同上141-142頁。

一般的に、通貨選択約款は大きく分けて三つのものがある<sup>8</sup>。一つ目は、金約款（Gold Clause）であり、「貨幣価値の下落に伴う債権の実質価値の減少という危険を避けるため、特定の品位・量目を有する金貨、またはその価値に相当する金額をもって、債務の支払をなすことを明記した約款」である<sup>9</sup>。二つ目として、支払期日の為替相場（Current Rate）による外貨払選択約款（時価換算率約款）がある。債権の所持者は、債券発行地の通貨で元利金を受けとるか、あるいは債券発行地と異なる場所において現地通貨建てで元利金を受けとるかを選択することができる。但し、債券発行地と異なる場所で元利金を受けとることを選択した場合、支払いを受けとる時点での外国為替相場に基づき現地通貨建てで元利金を受けとると契約で決めている<sup>10</sup>。三つ目として、確定換算率（Fixed Rate）による外貨払選択約款（確定換算率約款）がある。時価換算率約款との違いは、債券発行地と異なる場所で元利金を受けとることを選択した場合、契約上指定された一定の換算率に従い現地通貨建てで元利金を受けとる点である<sup>11</sup>。

このような通貨選択約款が当初導入された理由として、フランドローらは、借り入れ国政府の信用の低さや制度的な側面との関連性というよりは、むしろ、国際金融センターからの資金調達を容易にするためという市場流動性の側面の方が重要であったことを指摘した<sup>12</sup>。

日本政府が、第一次大戦以前において、ロンドンで発行した政府外債に付加された通貨選択約款を図表1にまとめた<sup>13</sup>。必ずしも、ドル・ポンドの外国為替

<sup>8</sup> 通貨選択約款について、「金約款」『金融実務大辞典』社団法人金融財政事情研究会（2000）403頁、津島（1996）137-144頁及び岸田（2014）262頁を参照した。また、それぞれ債権価値の保護の程度の強さが異なっている。

<sup>9</sup> 「金約款」『金融実務大辞典』社団法人金融財政事情研究会（2000）403頁。

<sup>10</sup> 津島（1966）142-144頁。

<sup>11</sup> 同上140-142頁。

<sup>12</sup> Flandreau and Sussman (2005), p.155.

<sup>13</sup> 1897年と1902年の債券は、内国債をロンドン市場で売り出したものである（富田（2001）

レートに関わるものではなく、例えば、1904年発行の6分利付英貨公債には、円・ポンドに関わる約款も付加されていた。

図表1 ロンドンで発行された日本政府外債と付加された通貨選択約款

	ク ー ポ ン	発 行 価 格	満 期	償 還 期 限	1円=2シ リ ン グ・0.5 ペ ン ス の 円・ポ ン ド の 確 定 換 算 率 約 款	1ポ ン ド = 4.8665 ド ル の ド ル・ ポ ン ド の 確 定 換 算 率 約 款	ド ル・ポ ン ド の 時 価 換 算 率 約 款	注
1870年4月	9%	0.98	13	1882				
1873年1月	7%	0.925	25	1897				
1897年6月	5%	1.015	53	1950	○			裏書 売却
1899年6月	4%	0.9	55	1953				
1902年10月	5%	1	55	1957	○			裏書 売却
1904年5月	6%	0.935	7	1911	○			
1904年11月	6%	0.905	7	1911				
1905年3月	4.50%	0.9	20	1925		○		
1905年7月	4.50%	0.9	20	1925		○		
1905年11月	4%	0.9	25	1931		○		
1907年3月	5%	0.995	40	1947			○	
1910年5月	4%	0.95	60	1970				
1924年2月	6%	0.875	35	1959				
1930年5月	5.50%	0.9	35	1965		○		

(出所) 富田(2006)、「採算の潮時と外貨の流れ(上・中・下)」神戸大学経済経営研究所  
新聞記事文庫・東京朝日新聞(1926年6月5日)、山一証券株式会社(1937)、鈴木  
(2001)、大蔵省『国債統計年報』より作成

264-266頁)。そのため、大蔵省編纂(1956)には、「内国債の外国売出」として項目が建てられている。本稿は通貨選択約款が付加されていたという側面に注目するため、図表1に掲載する。また、1907年発行の5分利付日本政府公債には、ポンド・ドルの時価換算率約款だけではなく、ポンド・フランの確定換算率約款がついている。そして、ニューヨークで発行した日本政府外債においても、ドル・ポンドの通貨選択約款がついているケースもある。さらには、ポンド・ドルレートだけではなく、円・フランの為替レートに関する通貨選択約款がついているケースもある。このように、日本政府外債に限定しても、通貨選択約款に関わる様々な事実がある。そのため、本稿は、まずロンドン市場で発行された日本政府外債に限定して扱い、さらに、ポンド・ドル為替レートに関する通貨選択約款に限定して議論を行う。

次に、図表2は、1931年にロンドン市場で流通していた日本政府外債とそれらに付加されていた通貨選択約款について整理した<sup>14</sup>。特に、1930年に発行した日本政府5分半利付英貨公債には、ポンド・ドルの確定換算率約款が付加されていた。

図表2 1931年においてロンドン市場で流通していた日本政府外債と付加された通貨選択約款

	ク ー ボ ン	発 行 価 格	満 期	償 還 期 限	1円=2シリン グ・0.5ペン スの円・ボン ドの確定換算 率約款	1ポンド= 4.8665ドル のドル・ボン ドの確定換 算率約款	ドル・ボン ドの時価換 算率約款	注
1899年6月	4%	0.9	55	1953				
1907年3月	5%	0.995	40	1947			○	
1910年5月	4%	0.95	60	1970				
1924年2月	6%	0.875	35	1959				
1930年5月	5.50%	0.9	35	1965		○		

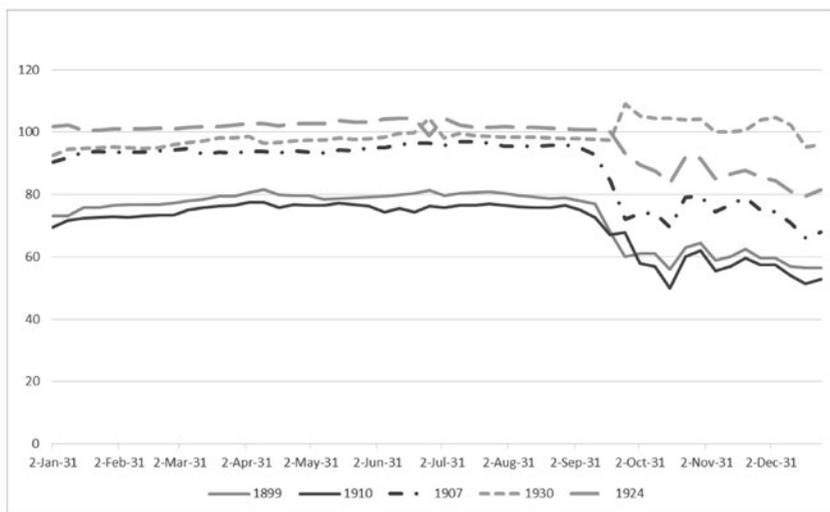
(出所) 富田(2006)、「採算の潮時と外貨の流れ(上・中・下)」神戸大学経済経営研究所新聞記事文庫・東京朝日新聞(1926年6月5日)、山一証券株式会社(1937)、鈴木(2001)、大蔵省『国債統計年報』より作成

そして、確定換算率約款が付加された日本政府外債と、通貨選択約款が付加されていない日本政府外債あるいは時価換算率約款付きの日本政府外債の間で、何らかの価格の推移における違いがあるのかを検討するために、1931年当時のロンドン市場における日本政府外債の価格データを整理したものが図表3である。

図表3から以下のことが観察できる。1931年9月でのイギリスの金本位制離脱の時期において、①通貨選択約款が無い日本政府外債と比較して、確定換算率約款が付加された5分半利付英貨公債価格の下落幅は少ないか、むしろ価格

<sup>14</sup> 当時の*The Financial Times*紙に掲載されていたものを整理した。

図表3 1931年におけるロンドン市場での日本政府外債の価格の推移



(注) 縦軸の単位はポンド。

(出所) 1931年の *The Financial Times* 誌各号より筆者が作成。

の上昇があったようにも見える。②確定換算率約款が付加されていない日本政府外債の価格の下落率は、およそ20%程度である<sup>15</sup>。③ポンド・ドルの時価換算率約款が付加された1907年発行の5分利付英貨公債にも、価格の低下が生じている<sup>16</sup>。

非常に限られたデータと分析に基づくものではあるが、以上の観察により、少なくとも1931年におけるポンド危機前後の時期において、確定換算率約款が付加されている日本政府外債は、そうではない日本政府外債と異なる動きを

<sup>15</sup> 1931年9月のポンド危機の前後の時期において、ポンド・ドル為替レートは、1ポンド=4.86ドルから、1931年9月から12月までの間で一時的には、1ポンド=3.24ドルにまで低下した（富田（2006）478頁）。

<sup>16</sup> 但し、1907年発行の5分利付英貨公債には、ポンド・ドルの時価換算率約款が付加されていることと同時に、ポンド・フランの確定換算率約款がついていた。ポンド・フランの確定換算率約款の存在が外債価格の動きにいかなる影響を与えるのかについて、筆者自身まだ整理できていない。そのため、筆者が今後検討するべき課題である。

示していた可能性が高いと筆者は判断する。だが、このような動きをいかにして解釈するべきかについては、材料が乏しいため、筆者の今後の課題とする。

### 3. 結論

本稿は、第一次大戦後の国際金融環境が、第一次大戦以前と比較して、国際的な債権価値が、外国為替相場変動の影響を受けやすくなった時代としての特徴の一端を明らかにするために、政府外債に付加された確定換算率約款の存在に着目した。具体的には、1931年におけるポンド危機当時の、確定換算率約款が付加された日本政府外債とそうではない日本政府外債の動きを照らし合わせて検討した結果、両者の価格の推移に違いがあったことを指摘した。今後は、データの範囲を拡大するとともに、価格以外の指標、例えば、利回りの視点でも、両者の動きの違いを検討する必要がある。今後も、本稿が扱った政府外債に付加された確定換算率約款をはじめとする通貨選択約款を手掛かりとして、筆者は、両大戦間期における国際的な債権・債務価値の変動と外国為替相場の変動の拡大の関わりについて検討する予定である。

#### 参考文献

*The Financial Times* 一橋大学付属図書館蔵

東京朝日新聞 神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫蔵

大蔵省『統計年報』各年度版

大蔵省『国債統計年報』各年度版

Flandreau, Marc and Sussman, Nathan, “Old Sins Exchange Clauses and European Foreign Lending in the Nineteenth Century”, in Eichengreen, Barry and Hausmann Ricardo (eds.), *Other People's Money*, The University of Chicago Press, 2005.

- Kishida, Makoto, “Japan’s participation in the IMF and Settlement of Its Prewar Foreign Debt”, in Kazuhiko Yago et al. (eds.), *History of the IMF*, Springer, 2015.
- Toshio, Suzuki, *Japanese Government Loan Issues on the London capital market 1870-1913*, The Athlone Press, 1994.
- Suzuki, Toshio, “Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market during the Interwar Period”, in Janet Hunter and Shinya Sugiyama, *The History of Anglo-Japanese Relations 1600-2000*, Palgrave, 2002.

大蔵省編纂, 『明治大正財政史』第12巻, 1956年。

岸田真, 「日本のIMF加盟と戦前期外債処理問題—ニューヨーク外債会議と日米・日英関係—」, 伊藤正直, 浅井良夫編, 『戦後IMF史』, 名古屋大学出版会, 2014年所収。

岸田真, 「1920年代における日本の対外信用」, 佐藤政則, 神山恒雄, 岸田真, 永廣頭, 武田勝, 邊英治「国内外債市場と高橋是清: 1897-1931」麗澤大学経済社会総合研究センターWP, No.43 (2012年1月)所収。

斉藤壽彦, 『近代日本の金・外貨政策』, 慶應義塾大学出版会, 2015年。

実方正雄, 『金約款論』, 有斐閣, 1939年。

鈴木俊夫, 「戦間期のロンドン外債市場」, 『三田商学研究』(2001年, 第43巻6号) 129-144頁。

鈴木俊夫, 「戦間期ロンドン金融市場における日本政府の外債発行」, 杉山伸也, ジャネットハンター編, 『日英交流史 1600 - 2000 4 経済』, 東京大学出版会 2001年 所収。

高橋秀直, 「1931年の「ポンド危機」—ロンドン外国為替市場における直物・先物レートとビッド・アスクスプレッドの検討—」, 『社会経済史学』(2009年, 第75巻第1号), 27-45頁。

津島寿一, 『外債処理の旅—国際信用の回復・外資導入への途—』, (芳塘随想

第16集), 芳塘刊行会, 1966年。

富田俊基, 『国債の歴史』, 東洋経済新報社, 2006年。

東京山一証券株式会社, 『外貨公社債条件集』, 山一証券株式会社, 1932年。

吉原省三, 貝塚啓明, 蠟山昌一, 神田秀樹編集代表, 『金融実務大辞典』, 社団法人金融財政事情研究会, 2000年。