研究ノート

外債の市場価格を用いた国際金融市場統合の強さの測定の可能性

高　橋　秀　直[1]

1．はじめに

本稿の目的は，政府が海外市場において発行する外貨建て債券（外債）の市場価格の推移を検討することにより，国際金融市場統合の強弱の程度を評価できる可能性があることを指摘することである。具体的には，両大戦間期において，ニューヨーク市場において発行したドル建て日本政府発行外債が，ニューヨーク市場だけではなく，日本に輸入された後，東京市場においても取引されていた事例を検討する。

経済史において，いつごろから，どのような側面において，経済のグローバル化が拡大したのか，あるいは，グローバル化の動きに歯止めがかかったのかという点を明らかにすることは重要な課題として認識されてきた。確かに，経済のグローバル化を不可逆な過程とみなすかどうかという論点は重要である[2]。だが，グローバル化に対する是非を論じる前提作業として，経済のグローバル

* 本稿の掲載において，本誌査読者の方々から有益なコメントとサジェスションを頂くことができた。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。

1 筑波大学・人文社会系

2 例えば，金融市場のグローバル化の不可逆性を強調する見解に対して，ヘライナーは，政策的対応の役割に着目することで，金融市場の不可逆なグローバル化という構図に異を唱えた（Helleiner (1994)，邦訳 2015 年）。

化の進展や後退をいかなる形で定義すればよいのかという点を検討する必要がある。その際，経済のグローバル化の推移を捉えるために，いかなる指標を用いるのかという点においても，研究者の間で大きく議論が分かれる。例えば，ヴァスコ・ダ・ガマのインド洋への航路の発見やコロンブスのアメリカ大陸到達を，グローバル化の開始とみなす研究者もいる。一方で，メキシコから中国への国際的な銀の流れの拡大や縮小を重視する論者もいる。そこで，本稿は，経済のグローバル化の程度を評価する指標をして何を利用すると良いのかという点を検討することを目的とする[3]。

このような研究の流れにおいて，オルークとウィリアムソンは，一つの定義を提示した[4]。彼らは，一物一価の法則を基礎にして，商品，金利などの価格の国際的な収れんの程度により経済のグローバル化の進展を定義した。この研究のメリットは，価格という客観的な指標により，経済のグローバル化の程度を評価できる点である。一方で，デメリットとしては，価格データが得られる時代や地域が限られる点である。彼らの方法は，様々な市場価格を利用することで，国際的な市場統合の程度を評価することを可能にした点で重要である。

一般的に，一物一価の法則に基づき，経済のグローバル化の進展の程度を測定する場合，異なる場所で取引される同じ商品を扱う必要がある。だが，異なる場所で取引される同じ商品の事例を探すことは，困難である。

そこで，本稿は，同じ商品が異なる場所において同時に取引されていた事例として，日本政府が海外市場で発行した政府債券（いわゆる外債）が，海外市場と同時に東京市場で取引されていた事実に着目する。そして，両市場での価格のかい離の推移を検討することにより，国際的な金融市場統合の程度を評価する。そのうえで，このような方法を一般化することが可能であるかどうかを

---

[3] 本稿は，経済のグローバル化の程度を測定する指標について検討することが目的である。そのため，経済のグローバル化に対する評価は，別稿において検討する。

[4] O’Rourke and Williamson（1999）.

検討する。

以下，本稿では，第 2 節においてニューヨーク市場と東京市場における日本政府債券価格の動きを検討した後，第 3 節で結論を述べる。

2．外債市場価格による市場統合の測定の可能性

本稿は，同じ商品が異なる市場で取引された事例として，ニューヨーク市場だけではなく東京市場においても取引されていた日本政府外債価格の推移を検討することにより，両市場の統合の強弱の程度を評価することを試みる。そのうえで，この枠組みに基づく研究計画に関する今後の課題を検討する。

日本政府が海外市場で発行した外貨建て債券（外債）は，第一次世界大戦以前から戦間期において，ロンドンやニューヨークなどの海外市場において幾度か発行された。そして，ほぼすべての銘柄の外債は，国内に輸入されて，東京市場で取引されていた。当時の金融情報として，山一證券の日報の例を示す（史料 1）[5]。これを見ると，1930 年代において，国内債の価格と同時に，外債の東京市場価格の掲載があったことが読み取れる。すなわち，当時の市場参加者にとって，日本政府外債は，国内債券と同様に資産選択の対象の一つとみなされていたと推測できる[6]。その結果，日本政府外債は，同じ商品が国内市場と海外市場で取引される事例とみなせる。

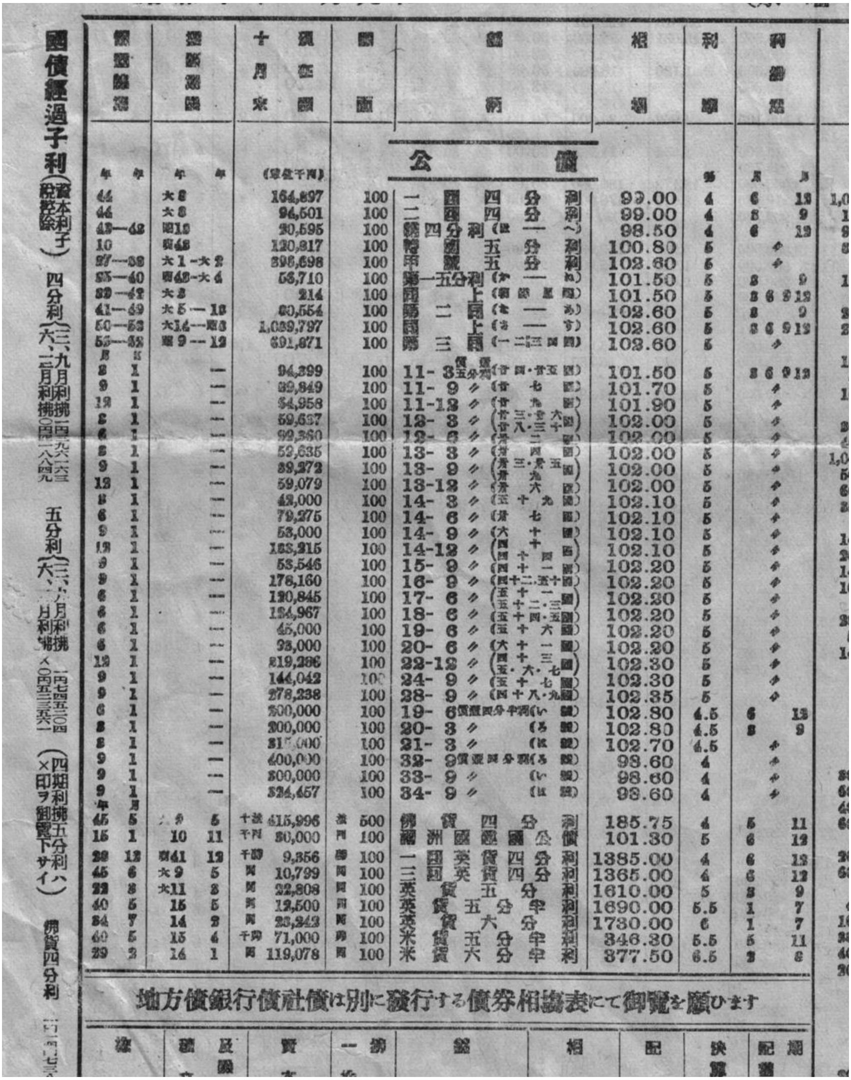
この事例を基にして，富田は，戦間期，とりわけ，1930 年代に相次いで日本に導入された資本移動規制が，実際に，国際的資本移動に対してどの程度の効果を持ったのであろうかという点を評価するために，日本政府が，1899 年に発行した第一回四分利付き英貨公債のロンドン市場と東京市場における価格のか

---

[5] この史料は，筆者の祖父の実家を整理していた際に，漆器の包み紙として利用されていたものを発見した。つまり，ごくありふれたものであったと推測できる。

[6] 現時点では，どのような主体が，海外市場と東京市場の間で，日本政府外債の裁定取引を行っていたのかという情報は非常に乏しい。

史料 1 :「山一日報（実物版）」昭和 10 年 1 月 9 日水曜日の公債価格欄



国債経過子利（資本利子税控除）

[illegible]		[illegible]	現在額	額面	銘柄	相場	利率	利払	
年	年	年	（単位千円）		公債		分	月	月
44		大8	164,897	100	一回四分利	99.00	4	6	12
44		大8	94,501	100	二回四分利	99.00	4	3	9
43—62		昭12	20,595	100	特四分利（[illegible]一へ）	98.50	4	6	12
10		明43	120,817	100	特別五分利	100.80	5	〃	
27—38		大1—大2	396,698	100	甲号五分利	102.60	5	〃	
35—40		明42—大4	56,710	100	第一五分利（か一ぬ）	101.50	5	3	9
39—42		大3	214	100	同上（[illegible]）	101.50	5	3 6 9 12	
41—49		大5—12	20,554	100	第二回（を一あ）	102.60	5	3	9
50—53		大14—昭3	1,039,797	100	同上（さ一す）	102.60	5	3 6 9 12	
55—58		昭9—12	391,871	100	第三回（一二三四回）	102.60	5	〃	
月	年								
3	1	—	94,399	100	11- 3 債五分利（廿四・廿五回）	101.50	5	3 6 9 12	
9	1	—	39,849	100	11- 9 〃（廿七回）	101.70	5	〃	
12	1	—	34,958	100	11-12 〃（廿九回）	101.90	5	〃	
3	1	—	59,637	100	12- 3 〃（廿三・廿六 廿八・三十回）	102.00	5	〃	
6	1	—	92,360	100	12- 6 〃（卅二回）	102.00	5	〃	
3	1	—	52,635	100	13- 3 〃（卅四回）	102.00	5	〃	
9	1	—	39,272	100	13- 9 〃（卅三・卅五 卅九回）	102.00	5	〃	
12	1	—	59,079	100	13-12 〃（卅六回）	102.00	5	〃	
3	1	—	42,000	100	14- 3 〃（三十九回）	102.10	5	〃	
6	1	—	79,275	100	14- 6 〃（卅七回）	102.10	5	〃	
9	1	—	53,000	100	14- 9 〃（大十回）	102.10	5	〃	
12	1	—	183,215	100	14-12 〃（四十 四十四回）	102.10	5	〃	
9	1	—	53,546	100	15- 9 〃（四十一回）	102.20	5	〃	
9	1	—	176,160	100	16- 9 〃（四十二・五十回）	102.20	5	〃	
6	1	—	120,845	100	17- 6 〃（五十一 五十二・三回）	102.20	5	〃	
6	1	—	134,967	100	18- 6 〃（五十四・五回）	102.20	5	〃	
6	1	—	45,000	100	19- 6 〃（五十六回）	102.20	5	〃	
6	1	—	33,000	100	20- 6 〃（大十一回）	102.20	5	〃	
12	1	—	219,286	100	22-12 〃（四十三 五・六・七回）	102.30	5	〃	
9	1	—	144,042	100	24- 9 〃（五十七回）	102.30	5	〃	
9	1	—	278,238	100	28- 9 〃（四十八・九回）	102.35	5	〃	
6	1	—	300,000	100	19- 6 償還四分半利（い號）	102.80	4.5	6	12
3	1	—	300,000	100	20- 3 〃（ろ號）	102.80	4.5	3	9
3	1	—	315,000	100	21- 3 〃（は號）	102.70	4.5	〃	
9	1	—	400,000	100	32- 9 償還四分利（ろ號）	98.60	4	〃	
9	1	—	300,000	100	33- 9 〃（い號）	98.60	4	〃	
9	1	—	324,457	100	34- 9 〃（は號）	98.60	4	〃	
年	月								
45	5	[illegible] 5	十法 415,996	法 500	佛貨四分利	185.75	4	5	11
15	1	10 11	千円 30,000	円 100	満洲国国債国公債	101.30	5	6	12
28	12	明41 12	千磅 9,356	磅 100	一回英貨四分利	1385.00	4	6	12
45	6	大9 5	同 10,799	同 100	三回英貨四分利	1365.00	4	6	12
22	3	大11 3	同 22,808	同 100	英貨五分利	1610.00	5	3	9
40	5	15 5	同 12,500	同 100	英貨五分半利	1690.00	5.5	1	7
34	7	14 3	同 23,243	同 100	英貨六分利	1730.00	6	1	7
40	5	15 4	千弗 71,000	弗 100	米貨五分半利	346.30	5.5	5	11
29	3	14 1	同 119,078	同 100	米貨六分半利	377.50	6.5	3	8

四分利〈三、六、九、十二月利払 一円[illegible]〉

五分利〈三、六、九、十二月利払 一円七四五三〇四 ×〇円五三[illegible]〉

（四期利払五分利ハ×印ヲ御覧下サイ）

佛貨四分利

地方債銀行債社債は別に發行する債券相場表にて御覧を願ひます

（出所）山一證券株式会社「山一日報（実物版）」昭和 10 年 1 月 9 日水曜日版より

い離の推移を検討した[7]。日本は，1932 年 5 月に資本逃避防止法，1933 年 4 月に外国為替管理法を段階的に導入した。富田は，これらの資本移動規制の効果は，両市場間の裁定行動に影響を与える結果，両市場価格にかい離が生じるであろうという仮説を検証した。その結果，規制が導入された後，両市場における日本政府外債価格のかい離が拡大したと主張した。

本稿は，彼の仮説ではなく，検証方法に着目する。彼の議論は，より一般的に捉えると，ロンドン金融市場と東京金融市場の証券価格の連動性を測定・評価することでもある。規制が無い場合には，両市場価格に連動性が現れ，規制が導入された場合には，連動性が低下するというような傾向を観察しているともいえる。そのため，富田の方法は，日本の資本移動規制の効果を明らかにするための方法として限定的に取り扱う必要は全くないと判断できる。むしろ，国際的な市場統合の程度の評価にも応用可能な，より一般的な方法とみなすべきと判断できる。そこで，本稿は，富田の方法に従い，日本政府外債の一部が，ニューヨーク市場と同時に東京市場において取引されていた事実を利用する。

具体的には，1924 年に日本政府がニューヨーク市場で発行した 6 分半利付き米貨公債のニューヨーク市場価格を円建て価格に換算した値を，東京市場価格（円建て）と比較して，両市場価格の推移を検討する（図 1）[8]。1924 年発行の 6 分半利付き米貨公債は，ニューヨーク市場ではドル建てで取引され，一方で，同証券はアメリカから輸入され，東京市場において，円建てで取引されていた。まず，ニューヨーク市場でのドル建て価格を，当時の為替レートを用いて円建てに換算する。次に，円換算ニューヨーク市場価格を，東京市場価格と比較をすることにより，両市場価格の推移を明らかにする。1925 年から 1939 年まで

7　富田（2006），434 ～ 435 頁。

8　1924 年日本政府は，ロンドン市場において，6 分利付きポンド建て公債及びニューヨーク市場において，6 分半利付きドル建て公債を発行した（大蔵省，『明治大正財政史』（1956），354 ～ 388 頁）。

の東京市場とニューヨーク市場の月次外債価格データは，大蔵省が発行した『国債統計年報』の各号から，円・ドル為替相場の月次データは大蔵省が発行する『大蔵省統計年報』の各号から採取した。

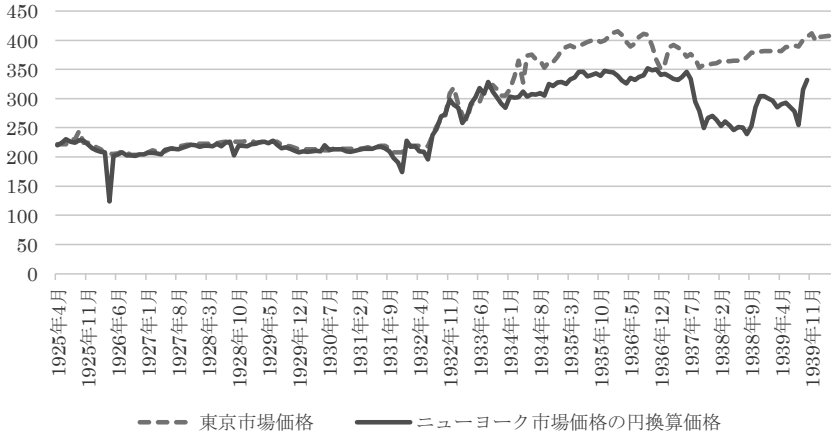


図１　６分半利付米貨公債、東京市場価格とニューヨーク市場価格の比較

（出所）大蔵省『国債統計年報』各年度版、大蔵省『大蔵省年報』各年度版より作成。

両市場価格の推移を観察すると，1925 年から 1930 年代前半までの時期は，両市場価格のかい離はあまり大きなものではない。一方で，1930 年代前半から 1939 年の時期においては，両市場価格のかい離が比較的拡大していることが観察できる。一見すると，資本移動規制が導入された 1932 年及び 1933 年前後でかい離が拡大したようにも見えるが，このデータだけでは判断が困難である[9]。とはいえ，同じ商品が，異なる市場で取引されている事例として日本政府外債を取り上げた。その結果，市場価格のかい離の推移を，外債価格でとらえることは可能であると思われる。

[9] 政策変更の時期と価格のかい離が始まる時期が同じとみなせるのかどうかという点の検討は今後の課題である。

それでは，このような，海外で発行した外債が国内市場でも流通したという事例はどこまで一般的な現象であったのであろうか？例えば，イタリア政府が発行していた外債が，19 世紀後半において，ミラノ市場とパリ市場において同時に取引されていたことが指摘されている[10]。残念ながら，現状において，時代や地域を問わず，様々な市場において同時に取引される政府外債の事例に関する情報が乏しい。

3．結論

本稿は，同じ金融商品が異なる市場において取引される具体的事例として，ニューヨーク市場と東京市場で取引されていた 6 分半利付き米貨公債価格を取り上げ，両市場価格のかい離の推移を検討することにより，国際的な金融市場統合の程度を測定できる可能性を検討した。今後，一般的にこのような枠組みで国際金融市場統合の進展や後退の程度を検討する際には，より多くの事例を探すことが不可欠である。だが，現時点では十分な情報の蓄積が無い。今後の研究が進めば，様々な外債価格を利用した国際金融市場統合の進展や後退の程度の検討が可能となるであろう。

参考文献

大蔵省『統計年報』各年度版。
大蔵省『国債統計年報』各年度版。

大蔵省編纂『明治大正財政史』第 12 巻，1956 年。
富田俊基『国債の歴史』東洋経済新報社，2006 年。

[10] Tattara（2003）は，議論を進める中で，パリ市場とミラノ市場におけるイタリア政府発行債券の価格の推移を検討している。

Helleiner E., *States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca and London, 1994.（矢野修一・柴田茂紀・参川城穂・山川俊和（訳）『国家とグローバル金融』法政大学出版局，2015 年）

O'Rourke K.H. and Williamson J.G., *Globalization and History*, MIT University Press, Cambridge, 2001.

Tattara G., "Paper money but a gold debt: Italy on the gold standard", *Explorations in Economic History*, 40, pp.122-142, 2003.