

令和 3 年 6 月 18 日現在

機関番号：12102

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2020

課題番号：16K03767

研究課題名(和文) 戦間期における国際的金本位制の改廃に対する金融市場側の対応とその帰結の検討

研究課題名(英文) Study of market participants' behavior against financial risks triggered by restoration and suspension of the gold standard during the interwar period

研究代表者

高橋 秀直 (Takahashi, Hidenao)

筑波大学・人文社会系・助教

研究者番号：00633950

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、両大戦間期においてロンドン国際金融市場で流通していた日本政府が発行したポンド建て債券に付与されていた確定換算率による通貨転換約款を分析した。ポンド・ドル相場が大きく変動した時期である1931年のポンド危機の前後に時期におけるポンド・ドル間の確定換算率による通貨転換約款が付与されたポンド建て日本政府外債とそうではない日本政府外債価格の変動を比較することにより、市場参加者が確定換算率による通貨転換約款が付与された日本政府外債に注目していたことを明らかにした。そして、市場参加者が確定換算率による通貨転換約款を為替相場変動リスクに対する保険とみなしていたと結論付けた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、国際金融システムが不安定化したとき、市場参加者はいかなる行動をとったのか、あるいは取りうるのかを明らかにするために、具体的な時期として国際金融システムが動揺していた1920年代から1930年代に着目した。その際、市場参加者が国際金融システムの動揺がもたらす様々なリスク、特に為替相場変動リスクの増大に対して、様々な方法を模索しながら対処したことを明らかにした。その方法の一つが確定換算率による通貨転換約款であった。この約款が、債券所有者に対して増大する為替相場変動リスクに対する保険として機能したことを明らかにした。

研究成果の概要(英文)：This research has tried to analyze the development and working of the fixed exchange clause attached to the Japanese government bond issued in the London financial market during the interwar period. I clarified that during the interwar period, by analyzing the movement of Japanese government bond prices, the fixed exchange clause attached to the Japanese government bond functions as insurance against the instability of the pond and dollar exchange rate in 1931. The result was reported at the World Economic History Congress at Boston, the United States in 2018 and in the research article published in 2019.

研究分野：経済史

キーワード：国際金本位制 ロンドン外国為替市場 外債 通貨転換約款 外貨建て政府発行外債 日本政府 再建金本位制

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

戦間期における金本位制の再建と停止に関わる中心的な出来事は、1925年のイギリスの金本位制復帰と1931年のイギリスの金本位制からの離脱である。その理由は、イギリスが、第一次大戦以前の古典的金本位制の中心であったため、第一次大戦後においても、イギリスの動向が金本位制の改廃をめぐる政策動向に大きな影響を与えたからである。しかし、戦間期における金本位制は、第一次大戦前後に生じた様々な社会経済上の変化の影響を受け、古典的金本位制と比較して、脆弱なものとみなされるようになった。そのため、戦間期における金本位制の維持可能性の低下に対して、市場参加者は何らかの対応策をとることとなった。

一般的に、先物為替市場は為替相場変動リスクを抑制するための手段である。そのため、先物為替市場は、為替レートの変動が大きくなりがちな変動相場制の下でこそ必要とされる制度である。実際に、1925年から1931年の間、為替変動リスクを抑制するための存在である先物為替市場が、一般的に為替変動リスクが少ないとされる固定相場制の一種である金本位制の下で存在・機能していたことを指摘し、そのうえで、金本位制再建後もロンドンにおいて発展・機能した先物為替市場の存在は、第一次大戦後に再建された金本位制の維持可能性の低下に対して、市場参加者がとった対応策の一つであったことを、研究代表者は既に指摘していた。

この結果を一般化する方向で、研究代表者はこの研究計画を設定した。言い換えると、当時の金融市場の動向に関するいくつかの事実を検討する限り、1925年から1931年までの金本位制の維持可能性の低下に対する市場参加者側の対応策は、先物為替市場の積極的利用という事実の他にも存在するのではないかと、研究代表者は推測した。また、両大戦間期の他の時期でも、金本位制の改廃が生じるケースでは、同じような市場参加者側の対策が観察できるのではないかと推測した。

2. 研究の目的

金本位制の改廃に対する市場参加者の対応として、第1に、金本位制の導入や放棄に伴う、ポンドやドル等の各国通貨間の為替レートの変動をいかに回避するのか、第2に、金本位制の導入や放棄に伴う、ポンドやドル等の各国通貨の金に対する価値の騰落にいかに対処するのかという点を明らかにする。

3. 研究の方法

第1の点に関しては、1924年と1930年における日本の外債発行に伴う、通貨転換約款の導入にまつわる論点の検討、および金本位制の改廃という制度上の転換に対する市場参加者側の対応がいかに外債の流通市場に現れたのかという点の検討を行う。

第2の点に関しては、当時のロンドン、ニューヨークにおける金銀市場参加者の活動内容の検討、および金本位制の改廃に伴う、金銀先物価格の変動、金銀に関わる産業の株式価格の検討を行う。

特に、金本位制への復帰や離脱に伴う通貨価値の変動が予想される状況下で、価格の推移にいかなる変動が生じたのかを『*The Financial Times*』紙、『*The New York Times*』紙、『*The Economist*』誌のデータに基づき明らかにする。たとえば、外債価格の変動を分析する際には、制度転換の前後に絞りデータを分析する。特に、通貨転換約款が付与されている債券とそうではない債券との間で、いかに価格変動に違いがあるのかに着目して分析する。また、金銀先物価格の変動に関しては、金本位制の停止の前後の期間にわたる、金先物価格の変動を分析することで、投資家の将来見込みの変動を市場価格の変動から読み取る。加えて、金本位制の再建や停止の時期に、市場においていかなる情報が蔓延したのかを、各種印刷物の分析により明らかにする。そのうえで、当時の市場参加者の動向を市場データおよび印刷物に現れた情報を基にして再構成する。

4. 研究成果

第1の点について、日本政府外債に付与された通貨転換約款の機能を明らかにした。第一次大戦後の日本政府は、1924年と1930年の二度、ロンドンとニューヨークで外債を発行した(この時の外債発行に関する交渉の実態は、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、159 - 188頁、所収および T.Suzuki, 'Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market During the Interwar Period'in J.E.Hunter and S.Sugiyama, *The History of Anglo-Japanese Relations, 1600-2000 vol.4 Economic Business Relations*, Macmillan, 2002, pp.183-218 が明らかにしている)。1924年の6%利付き外債発行の際に、アメリカとオランダにおいて発行されるドル建て債券に対して、所有者には、1ポンドにつき4.8665ドルの換算率で利払いが行われるという確定換算率による通貨転換約款が導入された。また、1930年の5.5%利付外債発行の際にも、今度は、利払いをポンドではなく、ドルで受け取るオプションを与える条項がつけられたことも先行研究において指摘されている。

研究代表者は、確定換算率による通貨転換約款が為替変動リスクに対する保険として機能すると市場参加者がみなした場合、約款が付与された債券とそうではない債券価格の動きに違いが現れるのではないかと仮説を立て、実際に1931年のイギリスの金本位制離脱前後におけるロンドン市場で流通していたポンド建ての日本政府外債の価格を検討した結果、約款の有無により、債券価格の動きに違いがあることを発見した。このことは、ポンド・ドル相場の変動に対して、確定換算率による通貨転換約款が元本及び利払いの目減りを避けるための保険として機能するという知識が当時の市場参加者の間で共有されていたことを裏付けるものと判断した。また、当時の出版物において、一部の市場参加者が外債に付与された確定換算率による通貨転換約款に着目して投資活動を行っていることについてすでに指摘されていたことも明らかにした。

第2の点について、金本位制の再建や廃止に伴う、金銀市場や金銀産業株価の動向を検討することを目的としたが、第一の通貨転換約款という論点との関連を重視すると、外債に付与された通貨転換約款の一つとして金約款という論点があることに研究代表者は気が付いた。金銀市場の動向を直接議論するだけでなく、視野を広げて金約款を補助線とすることにより、当時の為替相場変動リスクと外貨建て債務価値の変動及び金銀市場の関連につ

いて検討するほうが、より一層見通しが良くなると研究代表者は判断した。この路線で検討するためには、新たに 1930 年代におけるアメリカ政府の金約款をめぐる政策動向と関連付けて議論する必要があるため、今後の検討課題とする。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 3件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 高橋秀直	4. 巻 71
2. 論文標題 「1931年の債券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」の再検討	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 筑波大学経済学論集	6. 最初と最後の頁 233, 239
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 高橋秀直	4. 巻 70
2. 論文標題 1931年の債券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—	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 筑波大学『経済学論集』	6. 最初と最後の頁 177～186
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 高橋秀直	4. 巻 69
2. 論文標題 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	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 経済学論集（筑波大学）	6. 最初と最後の頁 117, 124
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件/うち国際学会 1件）

1. 発表者名 高橋秀直
2. 発表標題 第一次大戦以前と両大戦間期における国際金融市場の相互関連構造の比較
3. 学会等名 ケインズ学会第9回年次大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Hidenao Takahashi
2. 発表標題 Foreign bond price and adjustment of exchange rate a case study of Japanese government bond price in London market during the interwar period
3. 学会等名 World Economic History Conference, Boston (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 高橋秀直
2. 発表標題 制度変化と金融市場側の対応：戦間期の金融危機の検討
3. 学会等名 日本金融学会春季全国大会金融史パネル
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 高橋秀直
2. 発表標題 通貨選択約款と債券価格変動の関連の分析 -1930年代から1952年までのロンドン金融市場での日本政府外債価格の推移の検討-
3. 学会等名 社会経済史学会第85回全国大会
4. 発表年 2016年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------