

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (10)

ー ヨーロッパへの進出を中心としてー

土 井 修

(6) その他外国証券発行と引受

①概観

この期の米国市場における外国証券の発行について再度確認しておこう、まず第一に、表10-1に示されるように、地域別の発行額ではヨーロッパが最大で、1914～1918年の5年間の発行総額約27億ドルのうち約68.1%を占めた。次いで多かったのはカナダで、20.7%を占め、ヨーロッパとカナダを合わせると、88.7%となり、圧倒的地位を占めた。第二に、証券種類別では、政府債が圧倒的で、全体の88.7%を占めた。第三に、発行額の推移を見ると、1915年～1917年がピークで、1918年には急減した。第四に、外国証券発行額は、1914年8月1日～1916年1月1日の間、合計23億2,500万ドルに達したが、最大は9億5,840万ドルの英国、6億9,500万ドルのフランス、2億7,050万ドルのカナダ、1億6,000万ドルのロシア等連合諸国が中心で、これら4カ国の合計は20億8,390万ドルに達し、全体の89.6%を占めた。カナダの場合を除いて、これらのほとんどは中央政府債であった¹⁾。

第五に、国別・証券種類別に見たのが表10-2である。この表は、1914～18年間の外国証券発行残高を見たもので、戦前に発行されたものも含んでいること²⁾、さらに米国が参戦した1917年4月以降の米国政府による信用供与も含んでいることに留意する必要がある。これらの点に留意すれば、表10-2によって、この期のおおよその発行額を知ることができる。この表から、中央政府債では、連合諸国分を除けば、アルゼンチン、キューバ、ボリビア、ノルウェー、州・地方債では、カナダ、フランス、企業証

表10-1 米国市場における外国証券発行の推移（1914～18年、1,000ドル）

	1914年	1915年	1916年	1917年	1918年	計
ヨーロッパ						
政府債（計）	11,000	600,000	836,900	395,000	—	1,842,900
カナダ						
政府債	5,644	126,242	139,149	173,438	11,995	456,468
企業証券	7,775	29,498	22,652	38,737	4,645	103,307
計	13,419	155,740	161,801	212,175	16,640	559,775
ラテンアメリカ						
政府債	17,296	25,000	40,200	5,218	800	88,514
企業証券	—	22,000	104,625	65,500	1,500	193,625
計	17,296	47,000	144,825	70,718	2,300	282,139
極東						
政府債	—	—	5,000	—	—	5,000
企業証券	—	—	2,975	1,250	—	4,225
計	—	—	7,975	1,250	—	9,225
その他						
政府債	2,300	889	4,400	1,379	800	9,768
企業証券	—	225	—	2,125	1,125	3,475
計	2,300	1,114	4,400	3,504	1,925	13,243
合計						
政府債	36,240	752,131	1,025,649	575,035	13,595	2,402,650
企業証券	7,775	51,723	130,252	107,612	7,270	304,632
計	44,015	803,854	1,155,901	682,647	20,865	2,707,282

注：借換を含まない。

出所：R.A.Young, *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities* (1930), pp. 12-13, pp. 21-22.

券ではカナダ（メキシコは戦前分が多い）が目立つ。これらラテンアメリカ諸国やヨーロッパ中立諸国の多くは、戦前においては主にロンドン市場で起債していたが、戦争勃発によって、ニューヨーク市場に依存せざるを得なくなったのである（表10-3）。もっとも、ニューヨーク市場は、既述の通り、連合諸国政府債が圧倒的シェアを占めたため、発行額は限定されたものとなった。

第六に、この期ニューヨーク市場で多額の外国証券が発行された理由としては、（1）連合諸国の米国からの軍需物資調達および為替安定化のためのドル資金調達は緊急かつ不可欠であった、（2）米国の輸出および生産活動は企業および国民の所得水準を上げ、外国証券への投資を促進した、（3）

表10-2 米国市場における外国証券発行残高（国別、1919年1月1日、1,000ドル）

	中央政府	州・地方	企業	計	米国政府の貸付	総計
カナダ・ニューファンドランド	180,000	116,061	*166,604	462,664	-	462,664
メキシコ	500	-	128,088（鉄道）	128,588	-	128,588
キューバ	10,000	-	-	10,000	10,000	20,000
パナマ	2,911	-	-	2,911	-	2,911
サント・ドミンゴ	12,868	-	-	12,868	-	12,868
アルゼンチン	37,720	-	15,000（公益）	47,720	-	47,720
ボリビア	4,526	-	-	4,526	-	4,526
ブラジル	-	5,500	-	5,500	-	5,500
チリ	-	394	-	394	-	394
ペルー	1,000	-	-	1,000	-	1,000
英国	733,423	-	-	733,423	3,696,000	4,429,423
フランス	449,500	86,000	-	535,500	2,170,000	2,705,500
ドイツ	2,000	-	-	2,000	-	2,000
ロシア	85,000	-	-	85,000	187,730	272,730
ベルギー	-	-	-	-	173,380	173,380
イタリア	-	-	-	-	1,051,000	1,051,000
ギリシア	-	-	-	-	15,790	15,790
ルーマニア	-	-	-	-	5,000	5,000
セルビア	-	-	-	-	10,605	10,605
ノルウェー	5,000	-	-	5,000	-	5,000
スイス	5,000	-	-	5,000	-	5,000
デンマーク	-	176	-	176	-	176
中国	12,500	-	-	12,500	-	12,500
日本	102,552	5,250	-	107,802	-	107,802
オーストラリア	-	-	1,250（公益）	1,250	-	1,250
計	1,639,500	213,381	310,942	2,163,823	7,319,505	9,483,327

注：*＝内訳は、鉄道：63,349、公益：71,768、工業：31,487である。

出所：Federal Reserve Bulletin, Jan. 1, 1919（p. 33）.

連合諸国債の利回りは、ドル資金調達の緊急性から、高かった、(4) 1913年に米国連邦準備制度が制定され、信用拡大能力が高まった、(5) 1915年以降10億ドルの金の流入が見られ、信用拡大の基礎が形成された、(6) 輸出増大による好況および信用供与能力の拡大によって、国法銀行の預金額は、1915年初めから1917年初めまでに30億ドル増加し、利率、特に国内債の利率は、戦前に比べて相対的に低下した、等を挙げることができる³⁾。

なお、別に資料によれば、1914年8月1日～1917年3月31日の間、外国証券発行総額は26億587万ドルで、このうち返済額は2億2,927万ドル、そ

表10-3 大戦前ロンドン市場での外国中央政府債の発行と引受（ポンド）

1903年4月	アルゼンチン	1,430,000	5%	Baring Bros./London and River Plate Bank
1903年7月	アルゼンチン	2,720,000	5%	London and River Plate Bank
1907年3月	アルゼンチン	2,580,000	5%	Baring Bros./JSMC
1909年2月	アルゼンチン	2,960,000	5%	Baring Bros./JSMC
1910年9月	アルゼンチン	1,209,600	5%	Baring Bros./MGC
1903年5月	ブラジル	5,500,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1905年6月	ブラジル	3,000,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1907年10月	ブラジル	3,000,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1908年7月	ブラジル	4,000,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1910年2月	ブラジル	10,000,000	4%	Rothschild, N.M.&Sons
1910年5月	ブラジル	1,000,000	4%	Rothschild, N.M.&Sons
1911年3月	ブラジル	4,500,000	4%	Rothschild, N.M.&Sons
1911年12月	ブラジル	2,400,000	4%	Lloyds Bank
1912年5月	ブラジル	982,500	4.5%	Speyer Brothers
1913年5月	ブラジル	11,000,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1905年1月	チリ	1,350,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1906年4月	チリ	3,700,000	4.5%	Speyer Bros./Deutsche Bk
1909年1月	チリ	3,000,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1910年5月	チリ	2,600,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1911年1月	チリ	2,452,500	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1911年11月	チリ	5,000,000	5%	Rothschild, N.M.&Sons
1912年3月	チリ	1,099,468	5%	Schröder, J.Henry&Co.
1913年1月	チリ	1,118,945	5%	Schröder, J.Henry&Co.
1904年5月	キューバ	7,201,542	5%	Speyer Bros.
1909年9月	キューバ	899,670	4.5%	Speyer Bros.
1910年2月	キューバ	1,131,670	4.5%	Speyer Bros.
1911年9月	キューバ	1,131,670	4.5%	Speyer Bros.
1908年3月	サルバドル	1,000,000	6%	London Bk of Mexico&SA/Chalmers Guthrie
1909年5月	ニカラグア	500,000	6%	Anglo-South American Bank
1911年12月	ペルー	1,172,440	5.5%	Schröder, J.Henry&Co.
1904年12月	メキシコ	8,230,453	4%	Speyer Bors.
1913年7月	メキシコ	1,450,000	6%	MGC
1906年2月	ウルグアイ	2,911,169	5%	Glyn Mills Currie
1911年5月	ノルウェー	2,200,000	4%	Hambro, C.J.&Son/Union of London&SmithsBk
1908年6月	スウェーデン	3,000,000	4%	Hambro, C.J.&Son
1912年6月	デンマーク	2,500,000	4%	Hambro, C.J.&S/London C&M Bk/Briti Bk of NC
1902年3月	ギリシア	880,000	4%	Hambro, C.J.&S/Von Erlanger &S/Nat Bk of G
1904年6月	ギリシア	870,000	4%	Hambro&S/Cre.Algerien/NBk of G/NBk of Eg
1908年3月	ギリシア	200,000	5%	Hambro, C.J.&Son/Nat Bk of Greece
1910年11月	ギリシア	1,588,000	5%	Hambro, C.J.&Son/Emile Erlanger
1911年6月	ギリシア	794,000	4%	Hambro, C.J.&Son/Emile Erlanger
1910年2月	ブルガリア	3,960,000	4.5%	Schröder, J.Henry&Co.
1911年4月	ブルガリア	229,680	4.5%	International Banking Corp.
1913年11月	ルーマニア	1,980,000	4.5%	Schröder, J.Henry&Co.
1906年4月	ロシア	13,101,000	5%	Baring Bros.

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (10)

1908年3月	ロシア	1,386,324	4.5%	Sperling&Co.
1909年1月	ロシア	5,955,000	4.5%	Baring Bros.
1910年9月	ロシア	998,060	4.5%	Lloyds Bank/Russo-Chinese Bk
1911年10月	ロシア	1,913,760	4.5%	Lloyds Bank/Anglo-Russian Bk/Russian C&IB
1911年7月	ベルシア	1,250,000	5%	Glyn Mills Currie
1909年6月	トルコ	1,094,280	4%	Stern Brothers/Imperial Ottoman Bk
1909年11月	トルコ	2,000,000	4%	JSMC/Parr's Bk/Imperial Ottoman Bk
1902年10月	日本	5,104,166	5%	H&SBC/Baring Bros./横浜正金
1904年5月	日本	10,000,000	6%	Parr's Bk/H&SBC/横浜正金
1904年11月	日本	12,000,000	6%	Parr's Bk/H&SBC/横浜正金
1905年3月	日本	15,000,000	4.5%	Parr's Bk/H&SBC/横浜正金
1905年7月	日本	10,000,000	4.5%	Parr's Bk/H&SBC/横浜正金
1905年11月	日本	6,500,000	4%	Parr's Bk/H&SBC/横浜正金/Rothschild, N.M.
1907年3月	日本	11,500,000	5%	Parr's Bk/H&SBC/横浜正金/Rothschild, N.M.
1910年5月	日本	11,000,000	4%	Parr's Bk/H&SBC/横浜正金
1905年2月	中国	1,000,000	5%	H&SBC/Deutsche-Asiatische Bk
1908年3月	中国	3,000,000	5%	H&SBC/Deutsche-Asiatische Bk
1908年5月	中国	1,500,000	5%	H&SBC
1908年10月	中国	2,500,000	5%	H&SBC/B. de l'Indo-Chine
1912年9月	中国	5,000,000	5%	Loyds Bank/Capital&Counties Bk/London&South Western Bk
1913年5月	中国	7,416,680	5%	H&SBC/Baring Bros./London C&W Bk
1907年12月	カナダ	1,500,000	4%	Bank of Montreal
1908年2月	カナダ	3,000,000	3.5%	Bank of Montreal
1908年6月	カナダ	5,000,000	3.75%	Bank of Montreal
1909年1月	カナダ	6,000,000	3.75%	Bank of Montreal
1909年7月	カナダ	6,500,000	3.5%	Bank of Montreal
1910年1月	カナダ	4,000,000	3.5%	Bank of Montreal
1910年5月	カナダ	5,000,000	3.5%	Bank of Montreal
1912年2月	カナダ	5,000,000	3.5%	Bank of Montreal
1913年9月	カナダ	3,000,000	4%	Bank of Montreal
1913年12月	カナダ	4,000,000	4%	Bank of Montreal

注：主なもののみで、網羅的ではない。

出所：IssuesおよびProspectuses of Public Companies etc. 各号。

の結果残高は23億7,660万ドルであった。また、同期間の資本輸出額は、この証券発行残高に加えて、外国人保有の米国鉄道証券の送還によって得られた16億1,546万ドル、その他証券の送還によるもの3億400万ドル、米国銀行のロンドン預金額1億ドル、合計43億9,446ドルに達した⁴⁾。

以下、既述の主要連合諸国の証券を除いて、この期の米国市場で発行された外国証券について、国別に検討しよう。

②主要中央政府債・政府保証債

(a) キューバ

1914年1月、モルガン商会を中心とする「サウス・アメリカン・グループ」は、短期負債の返済およびハバナの下水道建設・道路舗装を目的とした1,000万ドルの5%・35年のキューバ政府債を94で入札し、落札した。1,000万ドルのうち156万ドルはノートの償還に用いられ、250万ドルはハバナ市に支払われ、残余は毎月50万ドルずつ支払われることとなった。同グループは、モルガンの他、クーン・ロープ、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンクから成り、買取シンジケートを組織した。このシンジケートで得られた利益のうち、トラスト・カンパニー・オブ・キューバのノーマン・H・デイビスに対して5万ドルのサービス料・顧問料を支払い、残余の13万8,105ドルを4行で等分した。

同年2月には、96で販売シンジケートを組織し、98.5で公募した。販売シンジケートのメンバーと参加額は表10-4の通りであった。販売シンジ

表10-4 キューバ政府債の販売シンジケート(1914年2月)(ドル)

JPMC	1,687,500
KLC	1,687,500
FNB	1,687,500
NCB	1,687,500
Potter, Cho&P	400,000
Kissel Kinnicutt	400,000
W.S.Fanshawe	400,000
KPC	400,000
White Weld	400,000
Harvey F&S	250,000
Clark Dodge	250,000
MGC	250,000
N.W.Halsey	200,000
GTC	150,000
Kean Taylor	100,000
Asiel	50,000
計	10,000,000

出所：Syndicate Book, Vol. 7, p. 199.

ケートには上記4行の他、モルガン・グレンフェルが加わっているのが特徴的である。

1915年4月には、やはり同じ目的で、同グループが75万ドルの6%・ノートを引き受け、4行で等分した。ノートは1915年10月には更新され、1916年6月には償還された⁵⁾。

(b) ギリシア

ギリシア政府は、1914年3月、992万5,000ポンドの5%政府債を発行し、ロンドン市場、パリ市場、ニューヨーク市場等で92.25で公募を行った。ロンドン市場では168万7,250ポンドが、C・J・ハンプロ&サン、エミール・エアランジェイ商会、ロンドン・カウンティ & ウェストミンスター・バンクによって、パリ市場では694万7,500ポンドが、コントワール・ナシオナル・デスコント・ド・パリ、バンク・エ・デ・ペイーバ、ソシエテ・ジェネラル、バンク・ド・ルニオン・パリジェンヌによってそれぞれ募集され、残余の129万250ポンドは、ニューヨーク、アテネ、エジプトで募集され、ニューヨーク市場では、モルガン商会が、ギリシア国立銀行に代わって応募受付を行った。

モルガン商会の応募受付額は8万8,352ポンド、モルガン・グレンフェル商会の応募受付額は5万5,956万ポンドで、計14万4,309ポンドとなった⁶⁾。

この政府債発行の目的は、(1) 第二次バルカン戦争の結果、ブルガリアから取得したマケドニアの一部およびサロニカのための行政費、(2) 1912年および1913年の一時借入金の返済、(3) 港湾整備および地域開発、(3) 大蔵省への資金供給、等であった。この政府債は、「国際金融委員会」の管理下にあり、元利払いは保証された。

なお、同委員会は、英国、ドイツ、フランス、ロシア、オーストリア、イタリアの6カ国の代表で構成されており、1898年、ギリシア政府が債務不履行に陥った際、国家専売収入、印紙税、煙草税、関税等同政府収入を

管理下に置くべく組織された⁷⁾。

(c) ノルウェー

ノルウェー政府は、1914年10月、米国からの物資輸入資金調達を目的として、6%・300万ドルの大蔵省ノート（1年：150万ドル、2年：150万ドル）を発行し、ナショナル・シティ・カンパニーによって引受けられた。モルガン商会は、ナショナル・シティ・カンパニーの引受け分300万ドルの4分の1の75万ドルを引受けた。ノルウェーは以前ドイツから原料輸入を行っていたが、大戦勃発のため米国に依存せざるを得なくなった。

さらに、1916年2月には、6%・7年・500万ドル政府債を発行し、ナショナル・シティ・バンクによって99,001で引受けられ、同バンクは101.5で公募した。モルガン商会は、同行の引受け分の4分の1の125万ドルを引受けた⁸⁾。

(d) スウェーデン

1914年12月、スウェーデン政府は、米国での物資輸入資金調達を目的として、6%・2年・500万ドルの大蔵省ノートを発行し、クーン・ロープ商会およびナショナル・シティ・バンクによって引受けられた。モルガン商会は、ナショナル・シティ・バンクからその引受け分250万ドルの4分の1、すなわち62万5,000ドルを引受けた⁹⁾。

(e) メキシコ（ナショナル・レールウェイズ・オブ・メキシコ）

1908年3月に、ナショナル・レールロード・カンパニー・オブ・メキシコとメキシカン・セントラル・レールウェイ・カンパニーとを統合して設立された国営企業である。1914年6月末時点での株式発行残高は、普通株7,408万ドル、第一優先株2,883万ドル、第二優先株1億2,037万ドルで、普通株はすべてメキシコ政府が保有している。また、同時点での長期債務残

高は1億3,557万ドルに上った。なお、1912年の時点で、米国の対メキシコ投資残高は10億5,777万ドルで、そのうち鉄道証券への投資は6億4,439万ドルであり、英国の投資残高は3億2,130万ドル、そのうち鉄道証券への投資は1億6,892万ドルであったのに対して、メキシコはわずか1億3,772万ドルと推定され、鉄道投資に占める米国の比率は68%と圧倒していた¹⁰⁾。

この期、「メキシコ革命」の進展によって政情不安が進行し、正常な営業ができず、いずれの企業も巨額の損失を計上した。同社も赤字が累積し、債務不履行に陥った。その結果、満期の元金については支払い延期を行い、利払いのみをメキシコ政府債を担保としたノートの発行によって行った。1914年1月には6%・3年ノート、同年4月には6%・9ヵ月ノート、同年6月には6%・6ヵ月ノート、同年7月には6%・2年6ヵ月ノートを発行した¹¹⁾。

(f) パナマ

パナマ政府は、ファーマーズ・ローン&トラスト、W・N・クロムウェル（サリバン&クロムウェル）との間で、チリキ鉄道（パナマ鉄道の支線）を300万ドルで建設する計画を立て、米国国務省に打診した。その結果、利子および減債基金には、米国政府が毎年同国に支払うパナマ運河租借料を充てることができるとして、ブライアン国務長官の承認を得ることができた。

パナマ政府は、1914年11月、その300万ドルを調達するため、まずその4分の1の75万ドルの5%・30年政府債を発行し、ナショナル・シティ・バンクが97で引受けた。そしてその4分の1の18万7,500ドルををモルガン商会に割当てた。1915年5月、11月にはさらに75万ドルずつ発行し、やはりナショナル・シティ・バンクが引受けた。担保には、同政府が投資しているニューヨーク市の不動産（600万ドル相当）が充てられた。パナマ政府がニューヨーク市場で起債するのはこれが初めてであった。なお、この

引受には、ナショナル・シティ・バンク、モルガンのみならず、ファースト・ナショナル・バンク、クーン・ロープも加わったと見られる¹²⁾。

パナマ政府は、1915年12月、120万ドルの連続償還5%・政府債を発行し、ブリード・エリオット&ハリソン（シカゴ）およびローレンス・ターヌアー商会（ニューヨーク）によって引受けられた。また、同政府は、シカゴの信託会社1社およびニューヨークの銀行3行から125万ドルを借入れたと言われる。しかし、この借入れの目的は明らかではない¹³⁾。

(g) スイス

スイス政府は、1915年3月、米国での物資購入を目的として、1,500万ドルの5%・ノートを発行し、リー・ヒギンソン商会（同政府の財務代理人）、ギャランティ・トラスト、N・W・ホールジー商会によって引受けられた。このノートは、1年ノート、3年ノート、5年ノート各500万ドルずつから成り、500万ドルずつ1916年から2年毎に償還され、価格はそれぞれ99.625、97.375、95.75であった。

なお、N・W・ホールジー商会は、1904年に設立され、地方債や公益企業証券引受を専門としていたが、1916年にはナショナル・シティ・バンクの証券子会社ナショナル・シティ・カンパニーに吸収された。また、この吸収と同時に、ナショナル・シティ・バンクの債券部門を統合したため、ナショナル・シティ・カンパニーの証券引受・分売能力が著しく高まった¹⁴⁾。

(h) ドイツ

ドイツ政府は、1915年4月、米国からの物資購入を目的として、9ヵ月の大蔵省ノート1,000万ドルを発行し、チャンドラー商会（ニューヨーク、フィラデルフィア）によって引受けられた。このノートの元利払いはセントラル・トラスト（ニューヨーク）を通して行われた。ノートへの応募は、ニューヨーク、フィラデルフィアではセントラル・トラスト、チャンド

ラー商会、ニューイングランドではインダストリアル・トラスト（プロビデンス）、スレイター・トラスト（ポータケット）、フォースーアトランドティック・ナショナル・バンク（ボストン）、西部では、コンチネンタル＆コマーシャル・ナショナル・バンク、マーチャント・ローン&トラスト、A・G・ベッカー商会（いずれもシカゴ）、ミシシッピ・バリー・トラスト、フランシス・ブラザーズ商会（いずれもセント・ルイス）の他、シンシナチ、ミルウォーキー等の金融機関で受け付けられた¹⁵⁾。

1,000万ドルの約2分の1は、ニューヨークの銀行および信託会社に売出され、残余の2分の1は、ドイツ系住民の多い上記金融機関を通して機関・個人投資家に売られた。銀行には99で、一般投資家には99.625で（利回り5.32%）、それぞれ売られた。

さらに、1916年5月には、チャンドラー商会は、米国からの輸入資金確保を目的として1,000万ドルの短期ノート（1917年4月満期）を引受け、すべて東部および中西部の銀行に販売し、公募は行わなかった。

さらに、同年10月初め、クーン・ロープ商会は、5,000万ドルの6%・10年のドイツ都市債（ベルリン：2,500万ドル、ハンブルグ：1,250万ドル、フランクフルト：1,250万ドル）の起債を検討していたが、ウィルソン大統領は、当時のドイツ潜水艦による米国商船への攻撃による米独関係の悪化を踏まえて、ドイツ都市債の起債を止めるよう勧告した。同時に、英国に対しても、英国の海上封鎖政策に対する米国輸出企業からの反感が強い旨を伝えた。こうして、ウィルソン大統領は、1916年11月後半には、連邦準備制度への加盟銀行に対して、銀行の流動性を高く維持すべく、外国政府の大蔵省証券等外国の短期債等への投資を控えるべきであるという連邦準備理事会の声明を通して、英独双方への金融の抑制を図りつつ、英独の講和の可能性を探ることになった。

さらに、以上の他に、ドイツ政府は、米国での物資購入およびマルクの下落阻止のためのドル資金の調達方法として、ドイツ国内戦時国債の米国

市場での売却およびドイツ保有の米国証券の売却を行った。ドイツ政府は、1914年9月、1915年3月および9月、1916年3月および9月に5%の戦時国債を発行したが、それらの米国での販売を積極的に試みた。ドイツの主要銀行であるドイッチェ・バンク、ドレスナー・バンク、デイスコント・ゲゼルシャフト等は米国のコルレス銀行を通して、さらにはスパイヤー商会、ツインメルマン&フォルシェイ、チャンドラー・ブラザーズ等の投資銀行を通して販売を促進した。販売額は2,500万ドルとも言われている。ドイツの対米投資は、1914年7月1日時点で、9億5,000万ドルに上ったが（鉄道証券3億ドル、その他証券3億5,000万ドル、直接投資3億ドル）、1919年末には5億5,000ドルとなり、その間4億ドルの減少であった¹⁶⁾。

なお、チャンドラー商会は、他の多くの投資銀行が個人銀行であるのに対して、ニューヨークで資本金100万ドルで設立された株式銀行であった。副社長のルドルフ・ヘクトは、ベルリンの投資銀行であるメンデルスゾーン&バーソロミュー商会に勤めた後、ドイツ陸軍中尉となった人物で、チャンドラー商会のパートナーとなったのはクーン・ローブ商会のotto・カーン（ヘクトの従兄弟とも言われる）の紹介によるものであった¹⁷⁾。

(i) アルゼンチン

(1) アルゼンチン政府は、1914年12月、対外債務の元利払いのための資金調達を目的として、1,500万ドルの連続償還ノートを発行し、ナショナル・シティ・バンク、ギャランティ・トラスト、ハリス・フォーブスを中心とするシンジケートによって引受けられた。従来、同国中央政府債の引受に関しては、モルガン商会を中心とする「サウス・アメリカン・グループ」によって担われてきたが、ナショナル・シティ・バンクは、同国への支店設置を背景にして、同国への金融活動を積極化させた。ナショナル・シティ・バンクは、このうち200万ドルを引受け、従来通り、その4分の1の50万ドルをモルガン商会に与えた。モルガン商会は、苦慮した結果、「サ

ウス・アメリカン・グループ」としては受取らず、モルガン商会として受取ることとした。シンジケートには、上記3行のほか、コンチネンタル&コマーシャル・トラスト、フォース・ストリート・ナショナル・バンク（フィラデルフィア）、メロン・ナショナル・バンク（ピッツバーグ）、イリノイ・トラスト&セイビングス・バンク、ユニオン・トラスト（ピッツバーグ）、ファースト・ナショナル・バンク（ボストン）等が加わった¹⁸⁾。

(2) アルゼンチン政府は、1915年1月、ブエノスアイレス市の上下水道整備を目的として、3種の6%ノート、シリーズA：500万ドル（1年）、シリーズB：500万ドル（2年）、シリーズC：500万ドル（3年）、計1,500万ドルを発行し、ナショナル・シティ・バンクを幹事とする上記シンジケートによって引受けられた。ナショナル・シティ・バンクはこの1,500万ドルのうち200万ドルを引受け、4分の1をモルガン商会に与えた。

この場合も、従来の「サウス・アメリカン・グループ」に代わってナショナル・シティ・バンクの積極性が目立ち、モルガン商会との軋轢が生じた。もちろん、公表された趣意書にも、モルガン商会の名前は入っていなかった¹⁹⁾。

(3) アルゼンチン政府は、1915年5月、満期となる上記シリーズA 500万ドル、500万ポンドおよび300万ポンド・ノートを借換える目的で、ロンドンで500万ポンド、米国で2,500万ドルの6%・5年大蔵省証券を発行し、ロンドン市場ではベアリング・ブラザーズおよびモルガン・グレンフェルによって、米国市場では「サウス・アメリカン・グループ」（モルガン商会、クーン・ロープ商会、ファースト・ナショナル・バンク、ナショナル・シティ・バンクで構成され、引受比率は各4分の1ずつ）によってそれぞれ引受けられた。

ただし、前回のナショナル・シティ・バンクによる引受および新たなメ

ンバーの加入に対する配慮がなされ、以下のようにして新メンバーの加入および引受比率の変更が行われた。

まず、上記4行の他に新たにハリス・フォーブスをサウス・アメリカン・グループに加えた。これによって、ハリス・フォーブスに200万ドルが割当てられ、その結果、引受比率は、ハリス・フォーブスが8%、残余92%を上記4行で等分し、各23%となった。

「サウス・アメリカン・グループ」は、アルゼンチン政府から94で購入したが、ナショナル・シティ・カンパニーはシンジケートを組織し、「サウス・アメリカン・グループ」から95.5で購入し、同時に0.5%のコミッションも得ることとなった。さらに、このシンジケートはナショナル・シティ・バンクを幹事とする販売シンジケートに96.5で転売し、この販売シンジケートは99で公募した。

こうして、モルガン商会の場合の利益は、サウス・アメリカン・グループで5万6,380ドル、ナショナル・シティ・カンパニーのシンジケートで2万ドル（400万ドル参加）、同販売シンジケートで1万5,000ドル（150万ドル参加）、ナショナル・シティ・バンクの販売シンジケートで2万1,005ドル（120万ドル参加）、さらに市場での売買による利益2,644ドル、計11万5,029ドルとなった。なお、ロンドン市場で起債された500万ポンドのうち米国で500万ドルが発行された²⁰⁾。

(4) アルゼンチン政府は、1915年12月、対外負債の元利払いを目的として、6%・6ヵ月・567万ドルの大蔵省証券を発行し、ナショナル・シティ・バンクが、ファースト・ナショナル・バンク、モルガン商会、クーン・ロープ商会とともに、引受けた。引受比率は各25%であった。この大蔵省証券は、1916年6月の6ヵ月・ノート発行によって借換えられた。このノートはナショナル・シティ・バンクによって引受けられ、モルガン商会の引受比率は3分の1であった²¹⁾。

(5) アルゼンチン政府は、1916年2月、1,850万ドルの1年割引ノートを発行し、ハルガルテン商会、N・W・ホールジー商会、クーンツ・ブラザーズ、A・B・リーチによって引受けられた。

(6) アルゼンチン政府は、1916年3月、1,500万ドルの1年割引ノート(5%)を発行し(3月、4月、5月にそれぞれ500万ドルずつ)、ギャランティ・トラストによって引受けられた。

(7) アルゼンチン政府は、1916年6月、ギャランティ・トラストとの間で、駐米アルゼンチン大使の振出した600万ドルの引受手形の決済を更に同年12月まで延長することに同意した。モルガン商会はこのうち4分の1を引受けた²²⁾。

(8) アルゼンチン政府は、1916年12月、6ヵ月・6%の1,680万ドル・ノートを発行し、「サウス・アメリカン・グループ」(モルガン商会、クーン・ロープ商会、ナショナル・シティ・カンパニー、ギャランティ・トラスト、リー・ヒギンソン、ハリス・フォーブス)によって引受けられた。このノートの目的は、同年12月15日、同年12月31日満期の500万ドルノートの借換およびアルゼンチン政府の短期銀行債務の返済であった。このノートは、1917年6月には、その3分の1である560万ドルは支払われたが、残余1,120万ドルは90日間支払いが延期された。この1,120万ドルは、モルガン商会、ナショナル・シティ・カンパニー、ギャランティ・トラストによって各3分の1ずつ引受けられ、他の3行は加わらなかった²³⁾。

(9) アルゼンチン政府は、1917年3・4・5月、1916年にギャランティ・トラストによって引受けられた1年ノート総額1,500万ドルを償還する目的で、1917年10月1日満期の大蔵省証券を発行し、「サウス・アメリカン・

グループ」によって引受けられた。引受比率は、モルガン商会、クーン・ロープ商会、ナショナル・シティ・バンク、ギャランティ・トラストが各18%、リー・ヒギンソン、ハリス・フォーブスが各14%であった²⁴⁾。

なお、1917年12月には、1914年12月発行の3年ノートも償還され、これによって、大戦勃発後1917年初めには約6,800万ドルに達したアルゼンチン政府の対米債務は、すべて完済されることになった²⁵⁾。

(10) 1918年7月、ハリス・フォーブスは、1915年発行のポンド債80万ドル分（16万3,000ポンド）を96.5で売出した。これは、1915年にロンドン市場で発行された同国大蔵省証券500万ポンドの一部であり、ベアリング・ブラザーズおよびモルガン・グレンフェルによって引受けられたものであった²⁶⁾。

(j) イタリア

イタリア政府は、1917年3月、米国での軍需物資調達のためのドル資金調達を目的として、4,500万リラの5%・内国債をニューヨーク市場で販売した。米国のエクイタブル・トラストが、イタリアのナポリ銀行の協力を得て、販売に当たった。平価は1ドル=5.18リラであるが、リラの大幅な減価によって1ドル=8.6957リラで売られ、得られたドルは約517万ドルであった。連合国の一員であるイタリア政府への金融については既に触れたが、米国の対イタリア貿易収支の黒字額は、1913年：2,218万ドル、1914年：1,783万ドル、1915年：1億2,985万ドル、1916年：2億1,183万ドルと急増した。それに伴ってリラの低下が生じたが、米国は英国に対して行ったような「釘付け」政策を採らなかったため、リラの大幅な下落が続いた（図9-2）²⁷⁾。

(k) カナダ

(1) カナダ政府は、大戦勃発に伴って、軍隊をヨーロッパに派遣したが、そのため海外での軍事支出が嵩み、その費用を調達する必要に迫られた。戦争勃発後カナダ・ドルの対ポンド相場が下落していたこともあって、英国政府からの借入に依存せざるをえなかった。1914年9月から1915年末までの英国政府からの借入れ総額は1,200万ポンドに達した。しかし、英国およびフランス政府の米国での軍需物資や食糧の調達額は急増し、そのため多額のドルが必要とされた。英仏の米国での資金調達に道を開くためには、米国民が最も好意を持つカナダ政府がまずその先鞭をつけることになった。そのため、軍事目的ではなく公共事業目的の国債を発行する必要がある。1915年7月に、カナダ政府は、5%・1年・2,500万ドルノート、5%・2年・1,500万ドル、5%・2年・500万ドル、計4,500万ドルのノートを、初めてニューヨーク市場で発行した。このノートは、モルガン商会およびブラウン・ブラザーズ共同で引受けられ、この業務の利権を2対1とした。この引受には、カナダ政府の財務代理店であるバンク・オブ・モントリオールも加わり、オリジナル・グループでは、全体の12.5%を引受け、残余をモルガン商会とブラウン・ブラザーズで2対1とし、モルガン商会は自己の4分の1をファースト・ナショナルとナショナル・シティ・バンク：ナショナル・シティ・カンパニーにそれぞれ与えた²⁸⁾。

(2) カナダ政府は、1915年11月には、第1回目の戦時国債計1億ドルを発行し、そのうち5,000万ドルを英国政府へ貸付けた。更に1916年3月には、再び米国市場で満期5年、10年、15年の5%債を2,500万ドルずつ発行し、やはりモルガン商会によって引受けられた。モルガン商会はブラウン・ブラザーズおよびハリス・フォーブスとともに幹事を務め、バンカーズ・トラスト、ギャランティ・トラスト、バンク・オブ・モントリオール、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンクを加えて「カナ

ディアン・グループ」と呼ばれるオリジナル・グループを組織した。引受額は、まずバンク・オブ・モントリオールに500万ドルを与え、残余7,000万ドルをモルガン、ブラウン、ハリスで2対1対1で分け、ハリス分からバンカーズに200万ドル、ギャランティに300万ドルを与えた²⁹⁾。

(3) カナダ政府は、1916年9月、英国政府のカナダでの軍需物資購入のための信用供与を目的として、1億ドル（5%、10年）の第2回戦時国債を発行した。同年9月末には更に5,000万ドルの信用供与を行い、第1回目の5,000万ドルと合わせて、合計2億ドルとなった。1917年3月、第3回目の戦時国債1億5,000万ドル（5%、20年）を発行し、そのうち5,000万ドルが米国で販売された。

(4) 1917年7月、カナダの対米貿易収支が大幅な逆調となり、そのため再び米国市場で1億ドルのノート（5%、2年）を発行した。引受けたのは、モルガンを中心とする「カナディアン・グループ」で、その他にW・A・リード商会が加わった。オリジナル・グループの引受比率は以前の場合とほぼ同じであるが、以前の場合には、500万ドルがバンク・オブ・モントリオールに割当てられていたが、今回はわずか50万ドルで、残余の450万ドルはW・A・リード商会に割当てられた。バンク・オブ・モントリオールが、大戦前からカナダ金融に実績を有するW・A・リード商会に配慮したものと考えられる。

(1) ボリビア

ボリビア政府は、1917年6月、240万ドル（6%・12年）の国債を発行し、チャンドラー商会（ニューヨーク）、エクイットブル・トラスト（ニューヨーク）、カウンセルマン商会によって引受けられた。発行目的は、ラパス市とユングス地域（鉱物、木材、コーヒー、ココア等の産物が豊富な地

域)を結ぶ鉄道建設であり、具体的には米国からの建設資材輸入代金の調達であった。同政府の財務代理店はチャンドラー商会で、同商会は1917年5月に、米国国務省から発行許可を得た。

同政府の対外債務は、1909年にJ・P・モルガン商会がW・R・グレイス商会、J・S・モルガン商会、ファースト・ナショナル・バンク、ナショナル・シティ・バンクとともにロンドン市場で引受けた50万ポンド・6%債が最初であった(約243万ドルに相当し、額面の90%で購入し、各行の引受比率は20%であった)。その後、1910年11月に、クレディ・モビリエによってパリ市場で150万ポンドの5%債が引受けられた。モルガン引受分は、販売が遅々として進まなかったため、シンジケートに残った約43万ポンドをボリビア政府に95%で売却し、ボリビア政府はその購入資金として、新規5%債の発行金を充てた。

その後1913年には再び「モビリエ・ローン」400万ドルが加わり、更に、1915年5月には、ナショナル・シティ・バンクから100万ドル(1年・50万ドル、2年・50万ドル)を借入れた。結局、今回の240万ドルを加えると、対内負債691万ドル、対外負債1,381万ドル、計2,072万ドルの負債を抱えることになった。

なお、今回の起債許可が得られた要因として、ウィリアム・ハーベイ社(米国のナショナル・レッド社の在英子会社)が、ニューヨーク港内のフラットランズに錫溶錬所を建設し、錫生産量世界第二位のボリビアから原料の錫鉱石を輸入する計画の存在を挙げることができる。また、既述の通り、チャンドラー商会はドイツ系投資銀行であるが、いかなる経緯を経てこの業務獲得に至ったのかは明らかではない³⁰⁾。

以上、連合諸国を含めた外国中央政府債の発行と引受を見れば、表10-5の通りである。この表から、(1)ヨーロッパ諸国では連合諸国が圧倒的であり、中立諸国の発行額は少ない、(2)連合諸国ではカナダ政府債

表10-5 米国市場における外国中央政府債の発行と引受（ドル）

発行年月	国名	発行額	証券種類	利率	引受機関
1915年10月	英国	*250,000,000	債券	5	JPMC/BBC/NCB/FNB他
1916年8月	英国	250,000,000	ノート	5	JPMC/FNB/NCB/HFC/Read/BBC/LHC/KPC/Seligman/GTC/BTC/Farmers/CTC (I) /UTC (P)
1916年10月	英国	150,000,000	ノート	5.5	JPMC/FNB/NCB/HFC/Read/BBC/LHC/KPC/Seligman/GTC/BTC/Farmers/CTC (I) /UTC (P) /Lazard Frères/NCC/Kissel/White/C&T&SB/Marine NB/First&OldDetroit
1916年10月	英国	150,000,000	ノート	5.5	JPMC/FNB/NCB/HFC/Read/BBC/LHC/KPC/Seligman/GTC/BTC/Farmers/CTC (I) /UTC (P) /Lazard Frères/NCC/Kissel/White/C&T&SB/Marine NB/First&OldDetroit
1917年1月	英国	250,000,000	転換ノート	5.5	JPMC
1915年4月	フランス	50,000,000	大蔵省証券	5	JPMC/FNB/NCB
1915年10月	フランス	*250,000,000	債券	5	JPMC/BBC/NCB/FNB/他
1916年7月	フランス	94,500,000	ノート	5	JPMC/BBC/FNB/NCB
1916年10月	フランス	10,000,000	内国債	4	BBC/Iselin&Co.
1917年4月	フランス	100,000,000	転換ノート	5.5	JPMC
1915年10月	イタリア	25,000,000	転換ノート	5	LHC/NCB/Farmers/Kean Taylor/Kissel/GTC/M&MNB/Seligman
1917年3月	イタリア	45,000,000	内国債 (リラ)		ETC (応募受付)
1916年6月	ロシア	50,000,000	融資参加証書	6.5	NCB/JPMC/GTC/LHC/KPC
1916年11月	ロシア	25,000,000	債券	5.5	JPMC/NCC/GTC/LHC/HFC
1914年3月	ギリシア	3,000,000	ボンド建て債券	5	JPMC
1915年3月	スイス	15,000,000	ノート	5	LHC/GTC/Halsey (NW)
1914年12月	スウェーデン	5,000,000	ノート	6	KLC/NCB
1915年4月	ドイツ	10,000,000	大蔵省ノート	5	Chandler&Co. (NY&Phil)
1916年5月	ドイツ	10,000,000	ノート	6	Chandler & Co.
1914年11月	ノルウェー	3,000,000	ノート	6	NCB
1916年1月	ノルウェー	5,000,000	債券	6	NCB
1915年7月	カナダ	5,000,000	ノート	5	JPMC/BBC/Bk of Montreal/FNB/NCB/NCC
1915年7月	カナダ	25,000,000	ノート	5	JPMC/BBC/Bk of Montreal/FNB/NCB/NCC
1915年7月	カナダ	15,000,000	ノート	5	JPMC/BBC/Bk of Montreal/FNB/NCB/NCC
1916年3月	カナダ	75,000,000	債券	5	JPMC/BBC/HFC/Bk of Montreal/FNB/NCB/GTC/BTC
1917年3月	カナダ	50,000,000	内国債	5	Canada Bond/Dominion Sec/Ames
1917年7月	カナダ	100,000,000	ノート	5	JPMC/BBC/HFC/FNB/NCC/GTC/BTC/Read/Bk of Montreal
1914年12月	アルゼンチン	15,000,000	ノート	6	NCB/GTC/HFC/C&T&B/Fourth St.NB (Phil) /Mellon NB/IT&SB/UTC (P) /FNB (B)
1915年1月	アルゼンチン	15,000,000	ノート	6	NCB/GTC/HFC/C&T&B/Fourth St.NB (Phil) /Mellon NB/IT&SB/UTC (P) /FNB (B)
1915年5月	アルゼンチン	5,000,000	ボンド建て債券	6	Baring Brothers/MGC
1915年5月	アルゼンチン	25,000,000	債券	6	NCB/GTC/HFC/C&T&B/IT&S/FNB (Boston) /Fourth NB (Phil) /Mellon NB/UTC (P)
1915年12月	アルゼンチン	5,670,158	大蔵省証券	6	NCB/FNB/JPMC/KLC
1916年2月	アルゼンチン	18,500,000	ノート		Hallgarten/Halsey (NW) /Kountze Bros/Leach (AB)
1916年3月	アルゼンチン	15,000,000	ノート		GTC
1916年6月	アルゼンチン	6,000,000	手形		GTC/JPMC
1916年12月	アルゼンチン	16,800,000	ノート	6	JPMC/KLC/NCC/GTC/LHC/HFC
1917年3月	アルゼンチン	5,000,000	ノート		JPMC/KLC/NCB/GTC/LHC/HFC
1917年4月	アルゼンチン	5,000,000	ノート		JPMC/KLC/NCB/GTC/LHC/HFC
1917年5月	アルゼンチン	5,000,000	ノート		JPMC/KLC/NCB/GTC/LHC/HFC
1918年7月	アルゼンチン	800,000	債券 (1915)	6	HFC
1917年6月	ボリビア	2,400,000	債券	6	ETC/Chandler&Co./Counselman&Co. (Chi)

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (10)

発行年月	国名	発行額	証券種類	利率	引受機関
1914年2月	キューバ	10,000,000	債券	5	JPMC/KLC/FNB/NCB
1915年4月	キューバ	750,000	ノート		JPMC/KLC/FNB/NCB
1914年12月	パナマ	1,500,000	債券	5	NCB
1916年1月	パナマ	1,200,000	債券 (1915)	5	Lawrence Turnure/Breed Eliot&Harrison (Chi)
1916年11月	中国	5,000,000	ノート	6	C&C&T&SB/Chandler

注：* = 英仏共同国債。

出所：Ralph A.Young, *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities* (1930), Appendix A: C&FC各号。

の発行も極めて多いのが目立つ、(3) ラテンアメリカ諸国の中ではアルゼンチンが最も多い、(4) 引受ではいずれもモルガン商会在が圧倒している、等が知られよう。

③主要州・地方債

表10-6は、この期の米国市場での外国州・地方債の発行と引受を見たものである。この表から、まず第一に、既述したように、発行額としては、フランスのバリ市等の主要都市債が最大であるが、それを除けば、件数、発行額ともにカナダ州・地方債が圧倒的であることが知られよう。この理由としては、戦前多くの州都市債を起債していたロンドン市場が狭隘となったこと、米国投資家のカナダ証券への「馴染み」があったこと等を挙げることができる。引受では、ナショナル・シティ・カンパニー、W・A・リード、スピッツァー・ローリック、ハリス等の多くの米国投資銀行やウッド・ガンディ、ドミニオン・セキュリティーズ等カナダの主要投資銀行が参加している。

④外国企業証券

表10-7は、この期の米国市場での外国企業証券の発行と引受を見たものである。この表から、(1) 国別ではカナダ、キューバ、アルゼンチン、チリ、メキシコが主なものである、(2) カナダではカナディアン・ナショ

表10-6 米国市場における外国州・地方債の発行と引受（ドル）

発行年月	州・地方名	発行総額	米国分	証券種類(利率)	引受機関
英国					
1916年9月	ロンドン市		6,400,000	ノート(6)	Bernhard Scholle/GTC
1917年9月	ロンドン市		6,300,000	割引手形	GTC/NCC/BTC/Read/Bernhard Scholle
フランス					
1916年10月	パリ市		50,000,000	債券(6)	KLC
1916年11月	マルセイユ/リヨン/ボルドー		36,000,000	債券(6)	KLC
カナダ					
1915年1月	ブリティッシュ・コロンビア州		2,700,000	財務証券(4.5)	ETC
1916年6月	ブリティッシュ・コロンビア州		2,000,000	債券(4.5)	Wood Gundy
1915年11月	ブリティッシュ・コロンビア州	3,130,000	2,000,000	債券(4.5)	Wood/Dominion/Perry Coffin (Boston)
1916年3月	ブリティッシュ・コロンビア州		1,000,000	債券(4.5)	Macneill&Young
1914年2月	アルバータ州	5,000,000	2,400,000	債券(4.5)	Spencer Trask/ETC/HFC
1915年1月	アルバータ大学		1,000,000	債券(4.5)	Aemilius Jarvis (Toronto)
1916年4月	アルバータ州	2,000,000	1,650,000	債券(5)	Wood Gundy
1917年8月	アルバータ州	1,000,000	500,000	債券(5)	Wood/Dominion
1915年2月	オンタリオ州		3,000,000	債券(5)	Read
1915年5月	オンタリオ州	4,000,000	3,000,000	債券(4.5)	Wood/Ames (AE)
1916年5月	オンタリオ州		4,000,000	債券(5)	NCB/Halsey (NW)
1916年12月	オンタリオ州		2,000,000	債券(5)	Campbell Thompson&Co.
1918年3月	オンタリオ州		1,000,000	債券(4)	NCC
1915年4月	ケベック州		6,000,000	債券(5)	Tucker, Anthony&Co. (Boston)
1916年6月	ケベック州		4,000,000	債券(5)	JPMC/BBC/HFC
1917年1月	ケベック市		780,000	債券(5)	Wood/Coffin&Burr
1916年6月	ニューファンドランド州		5,000,000	債券(5)	LHC/Higginson
1918年6月	ニューファンドランド州	4,000,000	1,000,000	債券(6.5)	Wood/Dominion/Ames.
1915年6月	ノバスコシア州		1,000,000	ノート(4.5)	NCB
1915年12月	ノバスコシア州		500,000	債券(5)	Harris (NW)
1916年5月	ノバスコシア州	1,000,000	500,000	債券(5)	Wood Gundy
1918年4月	ノバスコシア州	1,000,000	750,000	債券(6)	n.a.
1915年2月	マニトバ州		5,475,000	債券(6)	Kissel Kinnicutt
1916年4月	マニトバ州	963,000	800,000	債券(5)	Wood Gundy
1917年4月	マニトバ州	2,000,000	1,500,000	債券(5)	NCC/Wood
1918年7月	マニトバ州	1,000,000	500,000	債券(6)	Matthews (RC) /Meredith/HFC/Hanson Bros.
1915年3月	サスカチュワン州		2,500,000	債券(5)	ETC/Leach/Rollins
1915年10月	サスカチュワン州	1,200,000	600,000	債券(5)	Dominion/Ames/ Wood
1915年11月	サスカチュワン州	1,500,000	1,000,000	債券(5)	Dominion/Ames/ Wood
1915年12月	サスカチュワン州		1,000,000	債券(5)	Provident Savings B&T (Cincin)
1916年4月	サスカチュワン州		1,000,000	債券(5)	Provident SB&T (Cincin)
1916年12月	サスカチュワン州		500,000	債券(5)	HT&SB
1917年9月	サスカチュワン州	1,000,000	500,000	債券(5)	MacKenzie (WA) /Breed E&P/Providnt SB&T (C)
1918年6月	サスカチュワン州	1,500,000	500,000	債券(6)	Ames (AE)
1915年12月	ニュー・ブランズウィック州		1,700,000	債券(4.5)	HFC
1915年2月	カルガリー市		2,000,000	ノート(6)	Molson Bk of Calgary
1915年11月	カルガリー市		2,000,000	ノート(6)	Spitzer Rorick (Toledo)

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (10)

発行年月	州・地方名	発行総額	米国分	証券種類(利率)	引受機関
1916年6月	カルガリー市		1,568,806	債券 (5)	Spitzer Rorick (Toledo)
1918年6月	カルガリー市	2,300,000	1,000,000	債券 (7)	Dominion/Ames/ Wood
1915年12月	グレイター・ウィニベグ	1,000,000	500,000	債券 (5)	Wood/Dominion
1916年7月	グレイター・ウィニベグ		1,500,000	債券 (5)	Wood/Dominion/Meredith (C)
1917年7月	グレイター・ウィニベグ	2,000,000	1,500,000	債券 (5)	Wood Gundy
1918年2月	グレイター・ウィニベグ		2,000,000	債券 (5)	Dominion
1915年3月	ケベック市		2,125,000	債券 (5)	Kountze Bros/Leach (AB) /A.Jarvis
1915年2月	サウス・バンクーバー市		790,000	ノート (6)	Spitzer Rprick (Toledo)
1914年10月	エドモントン市		850,000	学校債 (5)	Nickerson (HC) & Co. (NY)
1916年6月	エドモントン市		2,000,000	債券 (6)	Otis&Co.
1916年1月	エドモントン市	1,788,000	1,348,750	債券 (6)	Wood Gundy
1917年8月	エドモントン市	750,000	500,000	ノート (6)	Wood Gundy
1915年9月	オタワ市		2,181,000	債券 (5)	Wood/Harris (NW)
1916年6月	オタワ市		1,032,517	債券 (5)	Dominion
1915年2月	スーセントマリー市		500,000	債券 (5)	Breed E&H/F.Richards/PSB&T
1915年10月	トロント港湾		1,000,000	債券 (4.5)	Read
1916年11月	トロント港湾		1,500,000	債券 (5)	Wood Gundy
1917年4月	トロント港湾		1,500,000	債券 (4.5)	Read
1918年12月	トロント港湾	1,000,000	500,000	債券 (4.5)	Read
1915年2月	トロント市	2,000,000	1,000,000	ノート (5.5)	Aemilius Jarvis (Toronto)
1915年5月	トロント市		2,500,000	債券 (4.5)	Wood Gundy
1916年6月	トロント市		3,669,000	債券 (5)	Martins (AH) (Toronto) /Hirsch, Lilienthal (NY)
1915年9月	トロント市	3,905,959	2,560,000	債券 (4.5)	HFC/ Wood/Ames
1916年11月	トロント市		2,594,000	債券 (5)	Martins (AH) (Toronto)
1916年2月	バーナビー市	1,000,000	800,000	債券 (6)	Wood Gundy
1915年3月	バンクーバー市		1,118,947	債券 (4.5)	Spitzer Rorick (Toledo)
1916年6月	バンクーバー市		1,664,000	ノート (6)	Spitzer Rorick (Toledo)
1916年5月	バンクーバー市		1,700,000	財務省証書 (6)	Spitzer Rorick (Toledo)
1917年1月	バンクーバー市		1,700,000	ノート (5.5)	Spitzer Rorick (Toledo)
1916年1月	ビクトリア市		1,000,000	財務省証書 (5)	Dominion
1916年4月	プリンス・ルパート市		1,600,000	債券 (6)	Spitzer Rorick (Toledo)
1915年1月	モンリオール市		6,900,000	債券 (5)	Rollins (EH) /Leach (AB) /Kountze Bros.
1915年5月	モンリオール市	6,100,000	3,000,000	債券 (5)	Harris (NW) /Meredith/Wood
1915年11月	モンリオール市		1,000,000	債券 (5)	Wood/Harris(NW) (Mont)/Meredith(C) (Montreal)
1916年5月	モンリオール市	2,000,000	1,850,000	債券 (5)	Grant (RM) /Ames
1916年11月	モンリオール市		3,800,000	債券 (5)	NCC/Kountze/ Wood
1915年6月	ロンドン市		1,000,000	債券 (5)	Bolger, Mosser Willaman&Co.
1916年1月	ロンドン市		555,492	債券 (5)	Harris (NW)
1917年8月	ロンドン市		760,000	債券 (5.5)	Wood Gundy
1914年7月	メゾヌープ市		2,000,000	債券 (5)	LHC
アルゼンチン					
1917年2月	ブエノスアイレス市	8,098,250	2,817,950	債券 (6)	LHC
ブラジル					
1916年10月	サンパウロ市		5,500,000	債券 (6)	Imbrie (WM) /ETC/Spencer Trask/Rollins (EH)
フィリピン					
1916年9月	フィリピン政府		4,000,000	債券 (4)	NCC

発行年月	州・地方名	発行総額	米国分	証券種類(利率)	引受機関
プエルトリコ					
1914年1月	プエルトリコ政府		700,000	債券(4)	NCB/Fletcher-Ame NB/Muller Schall&Co. (NY)
1914年12月	プエルトリコ政府		1,000,000	債券(4)	Fletcher-Ame NB(Ind)/NCB/Hayden Miller (Cle)
1914年12月	プエルトリコ政府		655,000	債券(4)	Wade (WH) (Ind) 等
1915年10月	プエルトリコ政府		700,000	債券(4)	Seaboard NB:200, Childs (CF) (Chi):500
1916年10月	プエルトリコ政府		500,000	債券(4)	Seasongood&Mayer (Cin):175, Ohio NB:25
1918年11月	プエルトリコ政府		500,000	債券(7)	Redmond&Co. (NY)
1917年3月	サンホアン市		915,000	債券(5)	Tillotson&Wilcott/Otis&Co. (Clev)
ハワイ					
1915年2月	ハワイ		689,000	債券(4)	Otis&Co. (Clev)
1916年4月	ハワイ	1,750,000	1,650,000	債券(4)	NCB/Fletcher NB (Ind)/Fifth-Third NB (Cin)

出所：表10-5と同じ。

表10-7 米国市場における外国企業証券の発行と引受（ドル）

発行年月	企業名	発行額	証券種類(利率)	引受機関
カナダ				
1915年12月	Abitibi Power&Paper	2,500,000	債券(6)	Peabody Houghteling (Chi)
1918年5月	Abitibi Power&Paper	500,000	社債(7)	Royal Securities
1915年6月	BC Sulphite Fiber	650,000	社債(6)	Peabody Houghteling&Co. (Chi)
1918年11月	Beaver Co.	795,000	優先株(7)	Imbrie&Co.
1915年12月	Bell Telephone of Canada	3,699,000	社債(5)	HFC
1916年12月	Bromoton Pulp&Paper	1,180,000	普通株	Greenshields/Royal Securities
1917年8月	Canada Copper	2,500,000	転換社債(6)	Hayden Stone/Eugene Meyer Jr.
1916年7月	Canadian Northern Coal&Coke	1,375,000	社債(5)	Chas H.Jones (NY)
1917年3月	Canadian WH	1,000,000	普通株	株主割当
1916年7月	Cedar Rapid Mfg&Power	850,000	社債(5)	Chase&Co. (Boston)
1914年4月	Central Rys of Canada	2,000,000	社債(5)	Parr's Bk/Dent Palmer
1915年1月	CNR	2,000,000	設備信託(5)	Read
1915年8月	CNR	11,500,000	ノート(5)	Read
1916年7月	CNR	6,000,000	ノート(5)	Read
1916年8月	CNR	1,250,000	設備信託(5)	Read/Dominion
1916年9月	CNR	1,750,000	ノート(5)	Read
1917年1月	CNR	2,500,000	ノート(6)	Read
1917年7月	CNR	2,700,000	ノート(6)	Read
1917年9月	CNR	10,000,000	設備信託(6)	Read
1918年7月	CNR	5,000,000	設備信託(6)	Read
1915年1月	CPR	12,690,000	ノート(4.5)	GTC/BBC/White
1916年9月	CPR	2,500,000	ノート(6)	Hallgarten/Taylor
1914年7月	Dominion Power&Transmission	500,000	社債(5)	HFC/Perry Coffin
1916年9月	Edmonton D&BC Ry	2,420,000	社債(4.5)	Provident SB/Breed E&H/W.A.Mackenzie
1916年1月	Goodyear Tire&Rubber (Can)	850,000	優先株(7)	Borton&Borton (Clev)
1915年5月	Granby Consol M.S&P	2,000,000	転換社債(6)	White Weld
1916年5月	Great Lakes Power	1,000,000	社債(6)	Estabrook&Co.

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (10)

発行年月	企業名	発行額	証券種類 (利率)	引受機関
1916年8月	GTR	2,000,000	ノート (5)	Blair
1917年8月	GTR	2,500,000	設備信託 (5)	Blair
1917年12月	Imperial Oil	4,000,000	普通株	株主割当
1917年4月	Kaministiquia Power	2,000,000	社債 (5)	Chase&Co. (Boston)
1916年8月	Laurentide Power	2,000,000	社債 (5)	Aldred/Stone&Webster
1917年3月	Laurentide Power	2,500,000	社債 (5)	Aldred/Stone&Webster/Chase&Co.
1918年11月	Maple Leaf Shipping	650,000	社債 (7)	Imbrie&Co.
1915年2月	Montreal Tramways&Power	7,000,000	ノート (6)	Potter, C&P
1916年12月	Montreal Tramways	2,000,000	社債 (5)	HFC/HT&SB/Coffin&Burr
1917年3月	Montreal Tramways&Power	5,350,000	ノート (6)	Potter, C&P
1917年3月	New Brunswick Power	1,750,000	社債 (5)	HFC (Boston) /HFC (NY) /HT&SB
1917年3月	New Brunswick Power	1,000,000	優先株 (7)	Bodell&Co.
1916年2月	Northern Canada Power	562,000	社債 (6)	Converce (AD)
1914年5月	Northern Electric Mfg	3,500,000	社債 (5)	LHC/Higginson
1915年1月	Northern Ontario L&P	4,550,000	債券 (6)	Converce (AD)
1917年6月	Nova Scotia Steel&Coal	5,000,000	普通株	Hayden Stone&Co.
1917年1月	Nova Scotia Tramways&P	2,500,000	社債 (5)	LHC/Potter, C&P
1918年11月	Nova Scotia Transportation	650,000	社債 (7)	Imbrie&Co.
1916年11月	Oxford Paper	875,000	ノート (6)	Maynard S.Bird&Co./LHC
1917年2月	Pacific Mills	2,000,000	社債 (6)	C&CT&SB (Chi)
1917年1月	Port Arthur Shipbuilding	1,000,000	優先株 (')	John Burnham&Co.
1916年9月	Robert Simpson Western	600,000	社債 (6)	Howe, Snow/Corrigan&Bertles (Grand Rapids)
1916年10月	Shawinigan Water &Power	2,500,000	ノート (5)	Stone&Webster/Curtis&Sanger/Chase
1917年12月	Shawinigan Water&Power	3,000,000	転換ノート (6)	BBC/LHC/Alex Brown/J&C
1918年1月	Shawinigan Water&Power	1,000,000	転換ノート (6)	株主割当
1915年7月	Shawinigan Water&Power	750,000	普通株	株主割当
1916年7月	Smart-Woods	500,000	社債 (6)	Peabody Houghteling (Chi)
1916年7月	St. Maurice Paper	1,250,000	社債 (6)	Aldred&Co./Chase&Co.
1916年6月	Toronto Electric Light	1,000,000	社債 (5)	Read/Dominion
1914年12月	Toronto Ry	1,500,000	ノート (6)	Read
1915年12月	Toronto Ry	750,000	ノート (6)	Read
1916年11月	Toronto Ry	1,250,000	ノート (6)	Read
1917年11月	Toronto Ry	750,000	ノート (6)	Read
1918年12月	Toronto Ry	1,000,000	ノート (6)	Read
1918年7月	United Gas&Fuel	1,050,000	社債 (6)	Anderson (CW) /CTC (I) /Elston/Powell Garad
1917年2月	United States Rubber	6,900,000	社債 (5)	KLC
1917年3月	W.A.Rogers	600,000	社債 (6)	Ames (AE) /Evans (RW) (Pitts)
1917年12月	Whalen Pulp&Paper Mills	1,415,000	社債 (6)	Peabody Houghteling&Co. (Chi)
1915年1月	Winnipeg Electric Ry	1,000,000	ノート (6)	Read/Dominion
1916年1月	Winnipeg Electric Ry	750,000	ノート (6)	Bonbright (WP)
アルゼンチン				
1916年8月	International Portland Cement	2,500,000	普通・優先株	Hayden Stone
1917年3月	Central Argentine Ry	15,000,000	普通株	JP/MC/KLC/NCC/GTC/LHC/Read
キューバ				
1915年6月	Cardenas-American Sugar	1,250,000	優先株 (7)	McConnell (HF)

発行年月	企業名	発行額	証券種類 (利率)	引受機関
1917年1月	Central Cuba Sugar	3,000,000	優先株 (7)	Spencer Trask/Boettcher/Leach/Eng Sec
1918年3月	Central Sugar	1,000,000	ノート (7)	Spencer/Leach/Engineering/Boettcher
1916年12月	Central Teresa Sugar	1,000,000	ノート (5)	Robert Garrett (Balt) /Fidelity Trust (Balt)
1917年6月	Central Teresa Sugar	1,000,000	ノート	Fidelity Trust/Citizens/Robt G&S (Balt)
1918年6月	Central Teresa Sugar	600,000	ノート	Fidelity Trust/Citizens/Robt G&S (Balt)
1916年2月	Cuba Cane Sugar	50,000,000	優先株 (7)	Seligman/Eugene Meyr Jr.&Co.
1916年9月	Cuba Railroad	3,000,000	ノート (5)	Drexel
1917年12月	Cuban American Sugar	6,000,000	社債 (6)	NCC
1916年3月	Cuban Portland Cement	1,500,000	普通株	Hayden Stone
1916年12月	Cuban Sugar Mills	1,500,000	社債 (6)	Bertron, Griscom/Millett, Roe&Hagen
1917年5月	Havana Electric Ry	6,000,000	優先株 (6)	株主割当
1915年1月	Havana Electric, L&P	2,000,000	ノート (6)	GTC
1915年5月	Manati Sugar	2,500,000	社債 (6)	Seligman
1916年6月	Manati Sugar	4,000,000	転換社債 (6)	Seligman
1915年8月	Punta Alegre Sugar	1,250,000	転換社債 (6)	Hayden Stone
1916年6月	Punta Alegre Sugar	3,000,000	転換社債 (6)	Hayden Stone/Hornblower&Weeks
1916年6月	Punta Alegre Sugar	2,000,000	普通株	Hayden Stone/Hornblower&Weeks
チリ				
1916年8月	Antofagasta&Bolivia Ry	3,000,000	ノート (6)	JPMC/KLC/NCB/GTC
1915年6月	Chile Copper	15,000,000	転換社債 (7)	Guggenheim/Eugene Myer Jr./GTC
1917年5月	Chile Copper	35,000,000	転換社債 (6)	Eugene Meyer Jr.&Co.
1916年2月	Braden Copper Mines	15,000,000	社債	Kissel Kinnicutt
ハイチ				
1917年2月	Haitian American Corp.	5,500,000	優先株 (7)	Chapman/Breed E&H/Lawrence/H&B/Ervin
1918年12月	Haitian American Corp.	500,000	転換優先株 (7)	Breed E&H/Chapman (PW) (Chi)
プエルトリコ				
1917年2月	West Port Rico Sugar	2,000,000	優先株 (8)	Toole Henry&Co. (NYC)
1915年1月	Port Rico Telephone	600,000	社債 (6)	n.a.
1918年6月	Puerto Rico Sugar	1,125,000	普通株	株主割当
ブラジル				
1916年11月	Brazilian Traction, L&P	7,500,000	ノート (6)	Read
メキシコ				
1914年1月	メキシコ鉄道	1,397,565	ノート (6)	債券保有者割当
1914年4月	メキシコ鉄道	1,776,178	ノート (6)	債券保有者割当
1914年6月	メキシコ鉄道	813,090	ノート (6)	債券保有者割当
1914年7月	メキシコ鉄道	1,809,455	ノート (6)	債券保有者割当
1916年4月	Pan-American Petroleum&Transport	10,000,000	優先株 (7)	Salomon (W)
1916年4月	Campeche Laguna	625,000	社債 (6)	自社
蘭領東インド				
1916年12月	Royal Dutch	2,974,800	普通株	KLC (Eugene Meyer Jr.&Co.)
オーストラリア				
1917年3月	Melbourne Electric Supply	1,250,000	社債 (6)	LHC

出所：表10-5と同じ。

ナル・レールウェイが最大で、W・A・リードが一貫して引受けている、(3) カナダではその他、製紙企業（引受はピーボディー・ヒューテリング、アルドレッド等）、電力企業（引受はアルドレッド、ハリス・フォーブス等）、電鉄企業（引受はW・A・リード等）等多くの企業証券を発行している、(4) キューバでは、製糖企業証券がほとんどで、引受はJ&W・セリグマンやヘイドン・ストーン等が行っている、(5) チリでは産銅企業証券が中心で、引受にはグッゲンハイムやユージン・マイヤー・ジュニア等が加わっている、(6) メキシコでは鉄道および石油証券で、特にパンーアメリカン・ペトロリウム&トランスポート（メキシカン・ペトロリウム社等を統合して設立された）が発行した1,000万ドルの7%優先株が最大であった（W・サロモン商会による引受）³¹⁾、(7) 蘭領東インドでは、ロイヤル・ダッチ株式が唯一のものであった、等の特徴を知ることができる。なお、クーン・ローブ商会は、1916年2月、ロイヤル・ダッチ社から7万400株（1株=100ギルダー=40.20ドル）を購入し、同社株1株に対して3株の米国預託株計22万2,000株を発行した。この預託株はユージン・マイヤー・ジュニア商会を通じて1株69ドルで売却された（約1,500万ドル）。また、1916年6月、ロンドン市場でもN・M・ロスチャイルド&サンズによって18万8,818株が売出された（ロスチャイルドは1913年12月以降同社株の売出しに関与し、1918年にも売出しを行った）³²⁾。

小括

以上、この期の米国市場での外国証券の発行で最も特徴的であった点として、(1) 既述の英国を初めとする連合国諸国の中央政府債の発行が最も多かった、(2) 外国州・地方債ではカナダ、アルゼンチン、外国企業証券ではカナダ、チリ、キューバ、メキシコ等砂糖、製紙、非鉄金属、石油生産企業証券が主なものであった、(3) 総じて、連合諸国証券を除けば、カナダ証券が極めて高い地位を占めた、等を挙げることができる。この期の

カナダ証券の市場別販売状況を見たのが表10-8であるが、戦前におけるロンドン市場から1915～16年の米国市場へ、1917～18年のカナダ市場へと明瞭な変化を示していることが知られよう。

表10-8 カナダ証券の市場別販売状況 (%)

年	カナダ市場	英国市場	米国市場	計	1,000ドル
1912	13.8	74.8	11.4	100.0	272,937
1913	12.2	74.2	13.6	100.0	373,795
1914	12.1	68.1	19.8	100.0	272,935
1915	34.1	12.3	53.3	100.0	335,106
1916	28.8	1.4	58.0	100.0	356,882
1917	75.2	0.7	24.1	100.0	726,039
1918	93.8	1.9	4.3	100.0	775,356

出所：The Annals, Vol. LXXXVIII (March, 1920), p. 140.

(2) 参戦期における米国の対外・対内金融 (1917～1919年)

①米国の対内金融

(a) 米国戦時体制の確立と戦時財政支出

米国政府は、参戦によって、(1) 自国の戦時経済の統制を図り、軍需品・食糧生産を増大させ、軍備を強化する、(2) 連合諸国への軍需品・食糧の輸出を継続する、(3) それらのための金融も、自国のみならず連合諸国をも配慮する、という諸問題に直面した。そのためには、第一に、兵力の増加であった。表10-9の示す通り、米国軍人の数は、参戦時の19万人から、休戦時には陸軍367万人、海軍60万人に急増し、計427万人に達した。特に陸軍の増加が激しく、また、欧州派遣軍の数も休戦時には199万人に達し

表10-9 米国陸軍・海軍の人数 (人)

	陸軍			海軍			総計
	国内	欧州派遣	計	海軍	海兵隊	計	
1917年4月1日	190,000	—	190,000	—	—	—	190,000
1918年1月1日	1,149,000	176,000	1,325,000	299,297	40,212	339,509	1,664,509
1918年11月1日	1,672,000	1,993,000	3,665,000	532,503	71,516	604,019	4,269,019

出所：Statistical Abstract of the United States: 1920.

た³³⁾。

第二に、産業の動員であった。資本、原料、労働力を戦争勝利に向けていかに効率的に利用していくかが課題となった。ここでは、十分触れることはできないが、資本に関しては、「資本発行委員会」が組織され（後述）、証券発行に対する規制が行われることになった。また、米国の軍需産業の生産能力は、既に1914年7月の戦争勃発以来、英仏連合諸国への大量の軍需物資の輸出によって、かなり整備されていた点に留意すべきであろう。もっとも、後述するように、米国の参戦後も連合諸国への大量の軍需品の輸出は継続されたため、米国は自国のならず連合国向けの軍需品をも生産しなければならなくなった。

第三に、米国政府は、こうした軍備の増強のためには、巨額の予算を組み、多額の支出を余儀なくされた。表10-10の示す通り、1917年度以降、連邦政府の歳出は急増した。連邦政府の歳出を部門別に見ると、総額は1917

表10-10 米国政府の歳入・歳出の推移 (100万ドル)

項目	1916年度	1917年度	1918年度	1919年度	1920年度
歳入 (A)	782.5	1,124.3	4,180.4	4,654.4	6,704.4
陸軍	134.3	412.5	5,672.9	9,240.2	1,053.6
海軍	155.9	258.2	1,370.4	2,019.1	632.7
小計	290.2	670.7	7,043.3	11,259.3	1,686.3
比率 (%)	39.1	32.2	51.1	59.4	27.5
内務	24.8	29.2	35.3	29.1	28.2
年金	159.3	160.3	181.1	221.6	213.3
立法	31.3	33.3	49.7	73.5	535.2
商務・労働	14.9	15.5	19.2	29.0	41.9
財務	73.7	84.9	181.8	289.9	260.5
農務	28.0	29.6	46.8	36.9	66.6
独立行政機関	7.2	22.7	1,135.8	2,723.5	1,706.5
河川・港湾	32.5	30.5	29.6	33.1	49.9
パナマ運河	17.5	19.3	20.8	12.3	6.0
対外貸付	—	885.0	4,739.4	3,477.9	421.3
利子	22.9	24.7	197.5	615.9	1,024.0
雑	39.7	80.2	111.3	150.4	102.0
歳出計 (B)	742.0	2,086.1	13,791.9	18,952.1	6,141.7
収支 (A-B)	40.5	-961.7	-9,611.5	-14,297.8	562.7

出所：Charles Gilbert, *American Financing of World War I* (1970), p.p. 68, 71.

年度は対前年度比2.8倍、1918年度は同6.6倍、1919年度は同1.4倍、1920年度は同0.3倍で、1919年度には最高の189億5,210万ドルに達した。陸海軍への支出も1917年度は前年度比2.3倍、1918年度は同10.5倍、1919年度は同1.6倍、1920年度は0.1倍で、1919年度には最高の112億5,930万ドルに達した。歳出全体に占める比率も、1918年度には51%、1919年度には59%となった。

こうした歳出増加に伴って、歳入不足は巨額に上り、1918年度には96億ドル、1919年度には143億ドルに達した。この歳入不足を埋めたのが、増税と公債発行であった。増税は主に所得税と法人税について行われ、その後の米国の租税構造を大きく変えることになったが、増税による収入と公債による収入の比率はほぼ1対2とすることが決められた。税収は、1914年度の7億3,467万ドルから1918年度には41億8,043万ドルへと増加したが、その内訳を見ると、関税の全体に占める比率は39.8%から4.4%へ低下し、所得税・利潤税のそれは9.7%から69.2%へと上昇した³⁴⁾。

(b) 自由公債と財務省債務証券の発行

戦費調達のために用いたのは、大量の「自由公債」と呼ばれる戦時国債であった。表10-11に示される通り、この期4回の自由公債、1回の勝利公債を発行し、総額214億3,300万ドルに達し（応募額は241億ドル）、応募者数は6,510万人に上った。この自由公債は、財務長官の指示に下し、連邦準備理事会の傘下にある12の地区に設立された連邦準備銀行に割当てら

表10-11 自由公債の発行額・応募者数（100万ドル、1,000人）

	発行年月	募集額	応募額	発行額	利率・満期年	応募者数(人)
第1回自由公債	1917年6月	2,000	3,035	1,989	3.5%, 1832-47年	4,500,000
第2回自由公債	1917年11月	3,000	4,618	3,808	4%, 1917-42年	9,500,000
第3回自由公債	1918年5月	3,000	4,177	4,176	4.25%, 1928年	18,300,000
第4回自由公債	1918年10月	6,000	6,989	6,965	4.25%, 1933-38年	21,000,000
勝利公債	1919年5月	4,500	5,250	4,495	4.75%, 1922-23年	11,804,000
計		18,500	24,069	21,433		65,104,000

出所：John H. Chapman, H. Parker Willis, *Fiscal Functions of the Federal Reserve Banks* (1923), pp. 98-99.

れたが、各準備地区には「中央自由公債委員会」が設けられ、更にその委員会の下に多くの「地方自由公債委員会」が設けられた。例えば、第二地区のニューヨークでは、中央自由公債委員会のメンバーは、委員長がニューヨーク連銀総裁のB・ストロング（前バンカーズ・トラスト社長）、事業部長がA・M・アンダーソン（J・P・モルガン商会）、委員はG・F・ペイカー（ファースト・ナショナル・バンク頭取）、A・B・フォーブス（ハリス・フォーブス商会）、G・W・マクガラ（メカニクス&メタルズ・ナショナル・バンク頭取）、S・プロッサー（バンカーズ・トラスト社長）、C・H・セイビン（ギャランティ・トラスト社長）、J・H・シフ（クーン・ローブ商会）、F・A・バンダーリップ（ナショナル・シティ・バンク頭取）、A・H・ウィギン（チェイス・ナショナル・バンク頭取）、W・ウッドウォード（ハノーバー・ナショナル・バンク頭取）であった。また、第一地区のボストンでは、79の地方自由公債委員会が設けられた³⁵⁾。

さらに特徴的であったのは、自由公債と並んで、短期債である財務省債務証券が発行され、それが多額に上った点であった（表10-12）。この債務証券には、自由公債および勝利公債発行を引当とするものと所得税・超過利潤税を引当とするものがあるが、その目的は、長期債の売却収入や税の徴収には時間がかかるため、緊急の支出の場合に備えること、また、多額の長期証券発行による証券市場への悪影響を抑えることであった。しかし、徐々に公債引当債務証券の発行額が増大し、勝利公債が発行された1919年には勝利公債の発行額を大幅に上回るに至った。さらに、所得税・超過利潤税引当分を加えると、この期、債務証券発行額は300億ドルに達し、公債発行額214億ドルを大幅に上回った。なお、こうした戦時金融の公債への依存、特に短期債への依存が、他国といかなる相違があるのか、あるいはこの期の後半からのインフレ傾向といかなる関係があるのか等については今後の課題としたい³⁶⁾。

次に、自由公債の応募状況を見ると、表10-13の示すように、第一次自

表10-12 米国財務省債務証券の発行（ドル）

財務省債務証券の発行	利子率 (%)	発行額 (A)	財務省債務証券の発行	利子率 (%)	発行額 (A)
第1回自由公債収入引当発行 (1917年)			7月23日～11月21日	4.5	584,750,500
4月25日～6月30日	3	268,205,000	8月6日～12月5日	4.5	575,706,500
5月10日～7月17日	3	200,000,000	9月3日～1919年1月2日	4.5	639,493,000
5月25日～7月30日	3.25	200,000,000	9月17日～1919年1月16日	4.5	625,216,500
6月8日～7月30日	3.25	200,000,000	10月1日～1919年1月30日	4.5	641,069,000
計 (A)		868,205,000	計 (A)		4,659,820,000
第1回自由公債発行 (B)		1,989,000,000	第4回自由公債発行 (B)		6,965,000,000
A/B (%)		43.7	A/B (%)		66.9
第2回自由公債収入引当発行 (1917年)			勝利公債収入引当発行 (1918～1919年)		
8月9日～11月15日	3.5	300,000,000	12月5日	4.5	613,438,000
8月28日～11月30日	3.5	250,000,000	12月9日	4.5	572,494,000
9月17日～12月15日	3.5	300,000,000	1919年1月2日	4.5	751,684,500
9月26日～12月15日	4	400,000,000	1919年1月16日	4.5	600,101,500
10月18日～11月26日	4	385,197,000	1919年1月30日	4.5	687,381,500
10月24日～12月15日	4	685,296,000	1919年2月13日	4.5	620,578,500
計 (A)		2,320,493,000	1919年2月27日	4.5	532,381,500
第2回自由公債発行 (B)		3,808,000,000	1919年3月13日	4.5	542,197,000
A/B (%)		60.9	1919年4月10日	4.5	646,025,000
第3回自由公債収入引当発行 (1918年)			1919年5月1日	4.5	591,308,000
1月22日～4月22日	4	400,000,000	計 (A)		6,157,589,500
2月8日～5月9日	4	500,000,000	勝利公債発行 (B)		4,495,000,000
2月27日～5月28日	4.5	500,000,000	A/B (%)		137.0
3月20日～6月18日	4.5	543,032,500	1917年度所得税収入引当発行 (1917年)		
4月10日～7月9日	4.5	551,226,500	3月31日～6月29日	2	50,000,000
4月22日～7月18日	4.5	517,826,500	1918年度所得税収入引当発行	4	1,624,403,500
計 (A)		3,012,085,500	1919年度所得税収入引当発行	4.5	*3,354,787,500
第3回自由公債発行 (B)		4,176,000,000	連邦準備券取得		255,475,000
A/B (%)		72.1	特別発行		7,733,635,903
第4回自由公債収入引当発行 (1918年)			総計 (A)		**30,036,494,903
6月25日～10月24日	4.5	839,646,500	公債発行総額 (B)		21,433,000,000
7月9日～11月7日	4.5	753,938,000	A/B (%)		140.1

注：* = 1919年7月1日までの数字。** = 1917年度所得税収入引当て発行分5,000万ドルを加えた。

出所：Ernest L. Bogart, *War Costs and Their Financing* (1921), pp. 204-205.

由公債では、モルガン商会等の金融機関や軍需関連企業が多いのが特徴である。また、金融機関の応募状況を見ると（表10-14）、モルガン系の他、エクイットブル・トラストやバンク・オブ・マンハッタン、U・S・モーゲッジ&トラスト等クーン・ロープ系金融機関の参加が見られる。第二次自由公債の場合はクーン・ロープ商会、クーン・ロープ系のサザン・パシ

表10-13 第一次自由公債への主要応募者 (1) (ドル)

JPMC	40,000,000	St.Louis Mer Ex	1,250,000
Drexel&XCo.	10,000,000	Ford Motor Co.	1,250,000
NBC	38,000,000	Ray Con. Copper	1,000,000
BTC	32,000,000	Chino Copper	1,000,000
CTC	26,000,000	Nevada Consol.	1,000,000
Corn Ex Bk	10,000,000	Atlantic G&W	1,000,000
NPB	12,000,000	U.S.Rubber	1,000,000
NY Trust	10,000,000	Gaston,W&W	1,000,000
Bk of Manhattan	10,000,000	Hale&Stieglitz	1,000,000
du Pont	5,000,000	Sears Roeback	1,000,000
Henry Ford	5,000,000	Levy Mayor	1,000,000
W.A.Clark	5,000,000	P. Lorillard&Co.	1,000,000
Achison T&SF	5,000,000	Interborough R	1,000,000
General Electric	5,000,000	Int'l Nickel	1,000,000
Hornblower&Weeks	4,000,000	Robert W. Goelet	1,000,000
Second NB (Bo)	3,000,000	Johnson&Higgins	1,000,000
Citizens NB (NY)	3,000,000	Kennecott Copper	1,000,000
C.M.Schwab	3,000,000	W.A.Read&Co.	1,000,000
Marshall Field Est	3,000,000	F.S.Smithers&Co.	1,000,000
Fourth At NB (Bo)	2,500,000	Harry P. Whitney	1,000,000
Mongomery C&T	2,500,000	August Belmont&Co.	1,000,000
Midvale S&O	2,500,000	Henry Evans	1,000,000
Nat Union Bk (Bo)	2,400,000	G.H.Sanford	1,000,000
Metropolita Life	2,250,000	Mackay Coms	1,000,000
Mrs. Russell Sage	2,000,000	Studebaker	1,000,000
Vincent Astor	2,000,000	Copper Range	1,000,000
Moore&Schley	1,845,000	T.F.Ryan	1,000,000
Industrial Tr (RI)	1,500,000	Clark Dodge&Co.	1,000,000
Lehman Bros.	1,500,000	計	282,995,000
Stanley Field	1,500,000		
J.S.Bache&Co.	1,500,000		
American Metal	1,500,000		

注：1917年6月8日時点のもの。

出所：C&FC, June 9, 1917 (p.2289).

フィックやユニオン・パシフィック、主要生命保険会社、個人ではJ・D・ロックフェラーが応募している（表10-15）。また、ニューヨークの金融機関では、ギャランティ・トラストやファースト・ナショナル・バンク等のモルガン系金融機関の他、ナショナル・シティ・バンクやクーン・ロープ系金融機関が加わっている（表10-16）。こうして「中立」期には、モルガン系金融機関や企業による参加が多く見られたのに対して、クーン・ロープ系も加わり、この期はすべての「利益集団」の金融機関および企業

表10-14 第一次自由公債への応募者 (2) (ドル)

FNB	110,000,000	Fifth Avenue Bk	6,250,000	Market&Fulton NB	1,600,000
NCB	87,000,000	Broadway Trust	6,200,000	State Bk (Brook)	1,500,000
GTC	78,000,000	Bk of America	6,000,000	Greenwich Bk	1,450,000
BTC	*70,000,000	Imp&Tra NB	6,000,000	Garfield NB	1,400,000
NBC	52,000,000	Seaboard NB	5,700,000	German Ame Bk	1,300,000
CNB	47,000,000	Citizens NB	5,000,000	Fulton Trust	1,250,000
CTC	40,000,000	Metropolitan Trust	4,400,000	Pacific Bk	1,200,000
Hanover NB	28,500,000	W.R.Grace&Co.	3,600,000	Union Ex Bk	1,200,000
M&M NB	28,000,000	Atlantic NB	3,500,000	Hamilton Trust	1,100,000
Farmers L&T	25,000,000	Peoples Trust	3,500,000	Mutual Bk	1,100,000
ETC	25,000,000	Title Gua&Trust	3,300,000	Battery Park Bk	1,000,000
AENB	20,500,000	Harriman NB	3,250,000	Colonial Bk	1,000,000
Columbia Trust	20,000,000	Lincoln NB	3,200,000	Gotham NB	900,000
Corn Ex Bk	20,000,000	Empire Trust	3,000,000	FNB (Brooklyn)	765,000
UTC	20,000,000	Franklin Trust	2,900,000	NCB (Brooklyn)	750,000
NY Trust	16,000,000	Merchants NB	2,500,000	Fifth NB	700,000
NPB	15,500,000	Nassau NB	2,400,000	Int'l Bank	700,000
Bk of Manhattan	14,500,000	Kings County Trust	2,250,000	Int'l Bking Corp.	700,000
U.S.Trust	13,000,000	Mfrs Trust	2,250,000	North Side Bk	650,000
Irving NB	11,000,000	Second NB	2,200,000	Public Bk	600,000
Liberty NB	11,000,000	Lawyers T&T	2,100,000	Columbia Bk	550,000
Chemical NB	9,500,000	Mechanics Bk (Brook)	2,100,000	Hillside Bk	550,000
Chatham&Ph NB	9,000,000	NY Produce EB	2,045,000	Sherman Bk	550,000
Metropolitan Bk	8,500,000	Coal&I NB	1,800,000	Germania Bk	500,000
Bk of NY	7,500,000	Fidelity Trust	1,700,000	State Bk	500,000
Brooklyn Trust	7,500,000	Bk of Metropolis	1,600,000	横浜正金	500,000
U.S.Mtge&Trust	6,500,000	NY County NB	1,600,000	計	914,860,000

注：1917年6月15日時点のもの。50万ドル以上のみ。* Astor Trust分13,000,000ドルを含む。
出所：C&FC, June 16, 1917 (p. 2392).

が参加しているのが大きな特徴である。なお、企業別で見ると、第三次自由公債、第四次自由公債、勝利公債を含めて、U・S・スチールの応募額は合計1億2,800万ドル、デュポンは1億1,500万ドルに達したと言われる³⁷⁾。また、自由公債への応募に関する網羅的な資料は見当たらないが、モルガン商会と密接な関係を有するファースト・ナショナル・バンク (NY) の応募額を見れば表10-17の通りである。自由公債、勝利公債合わせて3億9,197万ドルに上り、財務省債務証券の13億3,542万ドルを加えると、17億4,615万ドルに達した。

表10-15 第二次自由公債への応募状況 (1) (ドル)

(1)		(2)		E.I.du Pont de N	5,000,000
Metro Life	10,500,000	Equitable Life	10,000,000	(4)	
Mutual Ins	10,000,000	Metro Life	10,000,000	Hayden Stone	20,000,000
NY Life	10,000,000	Chicago B&Q	5,000,000	U.S. Steel	18,300,000
U.S. Steel	10,000,000	(3)		Standard Oil (NY)	15,000,000
Prudential Ins.	7,500,000	JPMC	25,000,000	Penn RR	5,000,000
Western Union	5,500,000	U.S.Steel	15,000,000	UP RR	5,000,000
Atchison T&SF	5,000,000	Kuhn Loeb&Co.	10,000,000	J.D.Rockefeller	5,000,000
NP Ry	5,000,000	Louisville&NRR	6,000,000		
SP RR	5,000,000	BBC	5,000,000		
UP RR	5,000,000	NY Life	5,000,000		

注：銀行・信託会社を除く、500万ドル以上の応募者のみ。

(1) 1917年10月6日に終わる1週間。 (2) 1917年10月13日に終わる1週間。

(3) 1917年10月20日に終わる1週間。 (4) 1917年10月27日に終わる1週間。

出所：C&FC, Oct. 6, Oct. 13, Oct. 20, 1917.

表10-16 第二次自由公債の主要応募機関 (2) (ドル)

GTC	111,000,000	NY Trust	23,407,650
NCB	102,400,000	AENB	22,556,100
FNB	85,840,000	UTC	20,106,000
NBC	68,921,950	Irving NB	18,314,600
BTC	67,214,300	U.S.Mtge&Trust	16,297,700
CNB	50,766,250	Columbia Trust	15,049,450
CTC	40,027,500	Chatham&Phenix	15,335,000
Corn Ex Bk	35,455,100	Metropolitan Bk	13,052,750
M&M NB	33,784,150	Bk of Manhattan	11,781,000
ETC	30,110,450	Bk of NY	10,944,100
Hanover NB	29,529,100	Liberty NB	10,550,000
Farmers L&T	26,036,750	U.S.Trust	10,115,850
NPB	26,971,500	計	895,567,250

注：ニューヨーク市の主要銀行・信託会社の応募額で、顧客分を含む（最大25行）。

出所：Guaranty Trust Company of New York, *The Liberty Loans* (1917), p. 11.

最後に、米国における証券の業種別の発行額を見ておこう。表10-18は1909～20年間の業種別証券発行額の推移を見たものであるが、この表から、(1) 総額では1915年以降急増している、(2) 1915年以降、外国証券の発行額が急増しており、これは、既述の連合諸国政府証券発行によるところが大きかった、(3) 鉄道証券はこの期減少傾向を辿っている、(4) 工業証券は1916年以降増加している、(5) 連邦政府債は1917～19年に急増し

表10-17 ファースト・ナショナル・バンク (NY) の連邦政府債への応募額
(ドル)

	発行額	利率 (%)	応募額
第一次自由公債	2,000,000,000	3.5	110,000,000
第二次自由公債	3,800,000,000	4.5	85,335,000
第三次自由公債	4,200,000,000	4.25	45,000,000
第四次自由公債	7,000,000,000	4.25	76,691,250
勝利公債	4,500,000,000	3.75 ~ 4.75	74,945,200
財務省債務証券			1,354,181,000
計			1,746,152,450

出所：Sheridan A. Logan, *George F. Banker and His Bank* (1981), p. 197.

表10-18 第一次大戦期におけるアメリカの証券発行 (100万ドル)

年	鉄道証券	工業証券	州・地方債	連邦政府債 (A)	外国証券 (B)	計 (C)	計 (推定)	A/C (%)	B/C (%)
1909	1,105	666	339	30	—	2,050	3,000	1.5	0.0
1910	877	642	320	0	—	1,839	3,000	0.0	0.0
1911	1,099	640	397	2	—	2,138	3,000	0.1	0.0
1912	1,096	1,158	387	48	—	2,689	4,000	1.8	0.0
1913	954	692	403	48	—	2,097	3,000	2.3	0.0
1914	931	506	474	2	—	1,903	3,000	0.1	0.0
1915	780	655	499	2	1,275	3,211	4,000	0.1	39.7
1916	780	1,407	457	12	1,381	4,037	5,500	0.3	34.2
1917	521	1,009	451	5,859	805	8,645	9,500	67.8	9.3
1918	417	928	297	12,123	640	14,405	15,000	84.2	4.4
1919	433	2,589	692	4,728	538	8,980	11,000	52.7	6.0
1920	416	2,691	670	105	256	4,138	6,000	2.5	6.2

注：1) 鉄道証券には電鉄証券も含まれる。 2) 工業証券には公益証券も含まれる。

3) 数字は *The Journal of Commerce and Commercial Bulletin* に発表されたもので、「計 (推定)」にはその他の証券を含めた推定値を示す。

出所：John L. Snider, *Security Issues in the United States: 1909-20 (The Review of Economic Statistics, Preliminary Volume 3, 1921)*.

ている、等を知ることができよう。言うまでもなく、米国の参戦によって、自由公債の発行が巨額に上り、1918年には全体の84.2%を占めるに至ったのである。しかも、戦時需要の増大によって軍需企業を中心とする企業の資本蓄積は強化され、その結果証券発行需要は増大し、さらに外国証券の発行も高水準を維持したため、証券市場は逼迫した。このため、連邦準備理事会は、1918年1月、政府の資金需要と産業の資金需要が競合している可能性があるとして、資本統制を行うために、非公式に「資本発行委員会」

を設置した。委員会のメンバーはP・M・ウォーバーク(連邦準備理事会副議長)、C・S・ハミルトン、F・A・デラノの3名で、その下に、A・B・フォーブス、F・H・ゴフ(クリーブランド・トラスト)、H・C・フラワー(フィデリティ・トラスト(カンザス・シティ))の3名を諮問委員会メンバーとして指名した。さらに、全国の12の準備区にそれぞれ小委員会を設けた。この諮問委員会は、申請された証券発行計画を地方債、公益事業証券、工業証券に分類し、それぞれについて戦争遂行上必要性や緊急性がある場合のみ承認を与えた³⁸⁾。もう一つの対策は、1918年4月に設立された戦時金融公社であった。同公社は、大量の国債発行および民間企業の旺盛な証券発行の状況下にあつて、戦争遂行上、重要な産業や企業への融資を目的として設立されたもので、授權資本金は5億ドルで、政府が全額出資した。取締役には、W・G・マカドー、W・P・G・ハーディング(アラバマ)、C・M・レオナード(イリノイ)、ユージン・マイヤー・ジュニア(ニューヨーク)、A・W・マクレーン(ノース・カロライナ)が就任した。なお、同公社および既述の「資本発行委員会」はいずれも1918年4月に制定された「戦時金融公社法」によって法的根拠を与えられた³⁹⁾。

また、農業への資金供給を目的として、1916年に6月に制定された「連邦農場貸付法」に基づき、12の連邦準備区に「土地銀行」が設立された。この土地銀行への出資は、大部分政府が行ったが、1918年には、アレキサンダー・ブラウン&サンズ、ブラウン・ブラザーズ、ハリス・フォーブス、リー・ヒギンソン、ナショナル・シティ・カンパニー等が土地銀行債券の販売を行うようになった⁴⁰⁾。

②米国の対外金融

(a) 対連合諸国への輸出の継続と米国政府による対連合諸国貸付

参戦後の米国の対連合諸国への輸出の推移を見たのが表10-19である。この表から、(1) 対連合諸国輸出の全輸出に占める比率は、1916年の25.2%

表10-19 米国の連合諸国への輸出入額の推移（ドル）

	1916年	1917年	1918年	1919年	1920年
フランス					
輸出	860,821,006	940,791,331	831,199,774	893,359,996	676,190,970
輸入	108,893,119	98,639,653	59,509,854	123,819,225	165,654,703
出超	751,927,887	842,151,678	771,689,920	769,540,771	510,536,267
イタリア					
輸出	303,530,476	419,034,486	492,174,547	442,676,842	371,762,274
輸入	60,235,172	36,480,807	24,340,022	59,060,065	75,356,779
出超	243,295,304	382,553,679	467,834,525	383,616,777	296,405,495
ロシア					
輸出	470,508,254	424,510,459	17,335,518	82,436,185	28,727,718
輸入	8,618,695	14,514,431	10,760,007	9,663,088	12,480,586
出超	461,889,559	409,996,028	6,575,511	72,773,097	16,247,132
英国					
輸出	1,887,380,665	2,008,669,641	2,061,292,543	2,278,557,524	1,825,033,197
輸入	305,486,952	280,080,175	148,614,815	309,189,205	513,846,804
出超	1,581,893,713	1,728,589,466	1,912,677,728	1,969,368,319	1,311,186,393
カナダ					
輸出	604,908,190	828,919,971	886,877,584	734,244,319	971,852,474
輸入	237,749,010	413,674,846	451,695,009	494,696,548	611,863,170
出超	367,159,180	415,245,125	435,182,575	239,547,771	359,989,304
連合諸国計					
輸出 (A)	1,378,946,920	2,613,256,247	2,227,587,423	2,152,717,342	2,048,533,436
輸入 (B)	720,982,948	843,389,912	694,919,707	996,428,131	1,379,202,042
出超 (C)	1,824,271,930	2,049,946,510	1,681,282,531	1,465,478,416	1,183,178,198
総計					
輸出 (D)	5,482,641,101	6,233,512,597	6,149,087,545	7,920,425,990	8,228,016,307
輸入 (E)	2,391,635,335	2,952,467,955	3,031,212,710	3,904,364,932	5,278,481,490
出超 (F)	3,091,005,766	3,281,044,642	3,117,874,835	4,016,061,058	2,949,534,817
A/D (%)	25.2	41.9	36.2	27.2	24.9
B/E (%)	30.2	28.6	22.9	25.5	26.1
C/F (%)	59.0	62.5	53.9	36.5	40.1

出所：Foreign Commerce and Navigation of the United States: 1920.

から1917年には41.9%と急上昇し、その後は1918年36.2%、1919年27.2%、1920年24.9%へと低下した、(2) 対連合諸国輸出を絶対額で見ると、1916年の約14億ドルから1917年には26億ドルへと増加した後、1918年には22億ドル、1919年には約21億5,000万ドル、1920年には20億ドルとほとんど減少していない、(3) これは、「ロシア革命」の結果、ロシアへの輸出は激減したが、他の英国、フランス、イタリア、カナダ等が横這いないし高水準

を維持したからであった、(4) 対連合諸国の出超額も高水準を示し、1916年から1918年まで米国の出超に占める比率は50%以上であった、等を知ることができる(表8-4、表8-9も参照されたい)。

こうした輸出の多くは軍需品および食糧であったが、国別で見ると、英国、フランス、イタリアの順に多かった(表10-20)。1917年4月6日から1920年11月1日の間、米国での支払総額は137億ドルに上った⁴¹⁾。これらの連合諸国の対米輸出額は依然として伸びなかったため、米国のこれら諸国に対する出超幅は高水準が続いた。このため、こうした支出に対するドル資金の調達が重要な課題となった。このドル資金の源泉となったのは、自由公債法に基づく連合国政府への貸付であった。

表10-20 諸外国政府の対米支出 (1917年4月6日～1918年11月30日)
(100万ドル)

	英国	フランス	イタリア	ベルギー	ロシア	その他	計
軍需品(自国用)	1,179.5 (151.1)	668.1 (159.1)	229.7 (29.4)	7.5 (6.6)	58.7 (0.0)	3.9 (0.0)	2,147.4 (346.3)
軍需品(他国用)	204.0 (1.5)	-	-	-	-	-	204.0 (1.5)
為替・棉花	1,570.7 (111.7)	505.4 (301.2)	37.9 (49.7)	-	53.2 (0.0)	(15.0)	2,167.2 (477.6)
穀物	1,214.6 (160.8)	-	0.7 (41.1)	2.3 (3.0)	-	-	1,217.6 (204.9)
その他食糧	878.4 (290.8)	77.8 (217.4)	58.8 (82.6)	13.4 (8.8)	1.7 (0.0)	-	1,030.1 (599.6)
タバコ	63.6 (35.6)	18.4 (22.4)	-	2.4 (2.8)	-	-	84.4 (60.8)
その他補給品	165.6 (49.7)	86.7 (189.9)	34.9 (28.6)	4.1 (4.3)	49.3 (0.0)	-	340.6 (272.6)
輸送	-	24.6 (7.9)	57.1 (42.8)	0.7 (0.7)	2.2 (0.0)	-	84.6 (51.5)
海運	48.9 (0.0)	62.0 (60.4)	0.8 (0.0)	-	1.3 (0.0)	-	113.0 (60.4)
他国への返済	(19.3)	876.0 (169.8)	577.8 (206.1)	10.6 (12.7)	(0.6)	-	1,464.4 (408.5)
利子	270.0 (117.8)	125.9 (142.9)	29.2 (28.4)	5.5 (5.5)	4.1 (0.0)	0.3 (0.9)	435.0 (295.5)
公債の償還	307.0 (46.5)	159.8 (129.9)	-	-	5.0 (0.0)	-	471.8 (176.4)
救援物資	(16.6)	89.0 (54.1)	(16.0)	139.5 (125.0)	-	11.6 (86.9)	240.1 (298.0)
銀の購入	132.8 (128.8)	3.8 (2.5)	-	-	-	-	136.6 (131.3)
北ロシア向け食糧	7.0 (0.0)	-	-	-	-	-	7.0 (0.0)
中立国からの購入	-	-	5.9 (12.8)	-	-	-	5.9 (12.9)
イタリア向け軍需品	-	-	25.0 (0.0)	-	-	-	25.0 (0.0)
雑	29.3 (18.4)	14.0 (27.3)	34.0 (22.4)	1.2 (1.9)	3.1 (0.0)	10.0 (6.9)	91.6 (77.0)
計	6,071.4 (1,148.0)	2,711.5 (1,484.7)	1,091.8 (560.0)	187.2 (171.3)	178.6 (0.6)	25.8 (109.7)	10,266.3 (3,474.4)
米国政府の貸付	3,796.0 (400.8)	2,010.0 (956.0)	1,091.0 (540.3)	185.5 (163.7)	187.7 (0.0)	25.8 (109.4)	7,296.0 (2,170.2)

注：() の数字は1918年12月1日～1920年11月1日までのもの。「その他」は、キューバ、チェコスロバキア、ギリシア、リベリア、ルーマニア、ユーゴスラビアである。

出所：Munitions Industry, Pt.26, Exhibit No.4248; Harold G. Moulton, Leo Pasvolksy, *War Debts and World Prosperity* (1932), p.p.427, 429.

1917年4月24日、第一次自由公債法が議会を通過し、その結果財務長官は、大統領の承認の下に、連合諸国政府に貸付を行うことが可能となった。これらの「自由公債」は、各発行毎に「自由公債法」が制定されたが、連合国向け貸付総額は100億ドルと決められた。その方法は、まず各連合国毎に信用枠を設定し、財務長官がその枠内で現金貸付を行った。例えば、1917年4月25日には、英国政府に対して2億ドルの小切手を発行し、その代わりに米国政府は2億ドルの政府ノートを受取った。

1917年末までには37億ドル、1918年には更に40億ドルを貸付けた。この貸付権限は1918年11月11日以後も効力を有し、1919年：17億4,270万ドル、1920年：1億3,790万ドル、1921年：1,670万ドル、1922年：70万ドルを貸付けた（なお、この1920年～1922年間の返済額は2億450万ドルであった）。この貸付は、法的には、戦争の終結を公式に宣言した1921年7月2日までであったが、実際には1922年5月29日が最後の貸付となった。月毎の貸付を見ると（表10-21）、毎月2～4億ドルを連続的に貸付けている状況が窺えよう。もっとも、米国政府の歳出額も急増したため、歳出総額に占める比率は1918年以降低下傾向を辿った⁴²⁾。

表10-22に見られるように、英国、フランス、イタリアを中心として総額約94億ドルに達した。こうして、既述の連合諸国の米国での支出額137億ドルのうち少なくとも68.6%が、米国政府からの現金貸付によって賄われたのである⁴³⁾。

137億ドルのうち、米国政府の現金貸付の他は、米国政府からの貸付による他国からの借款の返済（主に英国で、米国政府からの借入金によって、フランス、イタリア等から借款の返済を受けた）が18億7,290万ドル、米国軍のヨーロッパでの活動のための外貨購入（主にフランとポンド）が14億9,040万ドル、銀購入のためにインドからの金およびルピー信用によって得た8,140万ドル、他連合諸国からの8億3,000万ドルによって賄われた。従って、連合諸国の実際の支出額は、137億ドルから米国政府からの貸付

表10-21 米国政府の対外貸付額の推移 (1,000ドル)

	対外貸付 (A)	歳出総額 (B)	A/B (%)
1917年3月	—	99,950	0.0
4月	200,000	289,893	69.0
5月	407,500	526,566	77.4
6月	277,500	412,723	67.2
7月	452,500	662,311	68.3
8月	478,000	757,457	63.1
9月	396,000	746,378	53.1
10月	480,700	944,369	50.9
11月	471,930	986,082	47.9
12月	492,000	1,105,212	44.5
1918年1月	370,200	1,090,356	34.0
2月	325,000	1,012,687	32.1
3月	317,500	1,155,794	27.5
4月	287,500	1,215,287	23.7
5月	424,000	1,508,195	28.1
6月	242,700	1,512,573	16.0
7月	343,485	1,608,283	21.4
8月	279,250	1,805,512	15.5
9月	282,150	1,557,264	18.1
10月	489,100	1,664,862	29.4
11月	278,950	1,935,249	14.4
12月	389,052	2,060,976	18.9
1919年1月	290,250	1,962,351	14.8
2月	145,397	1,189,914	12.2
3月	322,350	1,379,802	23.4
4月	409,609	1,428,928	28.7
5月	194,912	1,112,337	17.5
6月	54,750	809,390	6.8
計	9,102,285	32,540,701	28.0

出所：Ernest L. Bogart, *War Costs and Their Financing* (1921), p. 232.

金による他国への返済分、外貨購入費、銀購入費を除いた約103億ドルであった⁴⁴⁾。

この支出額約103億ドルの調達源泉を元本額で見ると、自由公債法に基づく米国政府の各国への現金貸付額が約96億ドル、1918年7月制定の法律に基づく余剰物資の払下げに伴う現金取得・信用供与が約6億ドル、1919年2月および1920年3月制定の法律に基づく救援物資への信用供与が1億4,100万ドル、計103億5,000万ドルであった。このうち1918年11月の休戦以

表10-22 自由公債法に基づく米国政府の対外貸付（100万ドル）

	1917年	1918年	1919年	1920-22年	計
ベルギー	75.4	141.6	121.7	8.5	347.2
キューバ	—	10.0	—	-2.3	7.7
チェコスロバキア	—	5.0	49.3	7.7	62.0
フランス	1,130.0	966.4	801.0	35.9	2,933.3
英国	1,860.7	2,122.0	287.4	-133.6	4,136.5
ギリシア	—	—	5.0	10.0	15.0
イタリア	400.0	776.0	44.9	27.1	1,648.0
ルーマニア	—	—	25.0	-1.8	23.2
ロシア	187.7	—	—	—	187.7
セルビア	3.0	7.8	16.0	-0.7	26.1
計	3,656.8	4,028.8	1,750.3	-49.2	9,386.7

出所：Cleona Lewis, *America's Stake in International Investments* (1938), p. 362.

前のものが71億ドル、以後のものが32億7,300万ドル（現金貸付が25億3,300万ドル、余利物資・救援物資が7億4,000万ドル）であった⁴⁵⁾。

なお、自由公債法に基づく連合諸国政府への貸付は、(1) すべて額面で支払われた、(2) 担保は概ね必要とされなかった、(3) 利率は自由公債よりも若干上回る程度であった（1917年4月～同年5月初めまでは3%、同年8月までは3.5%、同年9月には4.25%、1918年5月には5%であった）、(4) 総額は100億ドルと決められた、等比較的緩やかな条件であった⁴⁶⁾。

(b) モルガン商会による対連合政府金融

1) 英国

(i) 米国政府による英国政府への貸付

1917年4月24日、既述の通り、戦費調達のための「自由公債法」が成立したが、これによって米国政府はまず70億ドルの調達権限を有することになった。そのうち50億ドルは長期債の発行によって調達し、その得られた資金のうち30億ドルを連合国への貸付に用いることができ、残余20億ドルは満期12ヵ月未満の財務省債務証券の発行によって調達が可能となった。

同月25日には、英国政府に対して2億ドル（年率3%、1917年6月30日

以降は3.5%）を貸付け、同年5月には第一次自由公債を発行した。米国政府の貸付は、同年8月4日までに9億5,500万ドルに、1919年11月15日には42億2,000万ドルに達した。なお、対連合諸国合計では95億600万ドルで、1921年3月31日時点での利子などを含めた額は109億5,900万ドルであった。また、米国政府の貸付は、モルガン商会の英国大蔵省勘定に振り込まれた⁴⁷⁾。

（ii）英国大蔵省証券の引受

米国が参戦した1917年4月25日には、既述の対英国大蔵省デマンド・ローンは、4億3,700万ドルに上っていたが、米国政府からの借入金2億ドルのうちの1億ドルをその返済に充て、更に金輸出によってデマンド・ローン残高は3億ドルに減少した。しかし、同年5月3日までには、英国大蔵省勘定は再び枯渇し、その結果デマンド・ローンは3億7,000万ドルに増加した。そのため、英国政府は、米国政府に対して4億ドルの借入れを要望したが、実現せず、ドル建て証券の売却、金の現送に加えて、英国大蔵省証券を発行することを決めた（表10-23）。

1917年8月、英国政府の意向を受けて、モルガン商会は、英国大蔵省証券（90日）の発行を引受けた。この証券は、発行総額の上限を1億5,000万ドルとし、1週間毎に1,500万ドルずつ発行し、1年間かけて売捌いた。同商会は、表10-23に見られるように、比較的少数のメンバーから成るシンジケートを組織し、シンジケートの最大引受額は3,000万ドルとし、参加額に対して0.5%のコミッション、販売額に対しては0.25%のコミッションを与えた。販売には、ハサウェイ・スミス・フォルダーズおよびソロモン・ブラザーズ&ハツラーが加わり、特にソロモンの販売能力が高かった。1918年8月22日には、シンジケートは終了し、販売額は4億411万ドルに達した。その結果、シンジケート・メンバーの参加額に対して総額15万ドル、販売額に対して28万3,465ドル、ソロモンに対して5万6,027ドル、ハサウェイに8,897ドル、計49万8,389ドルの報酬が支払われ、このうちモル

表10-23 モルガン商会による英国大蔵省証券（90日）の引受（ドル）

	1917年8月22日 ～1918年8月22日		1918年8月22日 ～1919年8月22日		1919年8月22日 ～1920年8月22日			1920年8月22日 ～1920年12月10日	
	参加額	販売額	参加額	販売額	参加額 (3ヵ月)	参加額 (6ヵ月)	販売額	参加額	販売額
AENB	2,000,000	9,655,000	2,000,000	2,575,000	2,000,000	1,000,000	1,275,000	1,000,000	100,000
BTC	2,000,000	11,060,000	2,000,000	4,090,000	2,000,000	1,000,000	2,020,000	1,000,000	15,000
Central Union	750,000	500,000	750,000	50,000	750,000	375,000	1,000,000	375,000	—
CNB	4,000,000	19,585,000	4,000,000	18,000,000	4,000,000	2,000,000	6,895,000	2,000,000	110,000
Chemical NB	100,000	3,325,000	100,000	2,875,000	100,000	50,000	655,000	50,000	—
C&CNB	500,000	4,550,000	500,000	4,860,000	500,000	250,000	1,850,000	250,000	—
Corn Ex NB	500,000	1,425,000	500,000	740,000	500,000	250,000	65,000	250,000	—
Corn ENB (Chi)	100,000	610,000	100,000	1,575,000	100,000	50,000	200,000	50,000	—
Drexel	1,000,000	5,480,000	1,000,000	5,585,000	1,000,000	500,000	2,645,000	500,000	30,000
FNB (Boson)	250,000	6,285,000	250,000	4,630,000	250,000	125,000	605,000	125,000	—
FNB (Cincinn)	150,000	1,915,000	150,000	4,300,000	150,000	75,000	1,910,000	75,000	—
FNB (Clev)	200,000	8,305,000	200,000	19,300,000	200,000	100,000	7,610,000	100,000	630,000
FNB (NY)	2,250,000	11,085,000	1,000,000	1,435,000	1,000,000	500,000	955,000	500,000	—
GTC	3,000,000	30,280,000	3,000,000	11,960,000	3,000,000	1,500,000	14,205,000	1,500,000	375,000
Hanover NB	250,000	7,720,000	250,000	10,580,000	250,000	125,000	5,400,000	125,000	235,000
IT&SB	150,000	100,000	150,000	100,000	150,000	75,000	50,000	—	—
Liberty NB	1,000,000	10,670,000	1,000,000	6,650,000	1,000,000	500,000	3,090,000	500,000	115,000
Merchants NB	500,000	1,370,000	500,000	685,000	500,000	250,000	60,000	250,000	—
Mellon NB	250,000	3,240,000	250,000	9,785,000	250,000	125,000	7,415,000	125,000	505,000
JPMC	1,700,000	93,570,000	2,950,000	96,540,000	2,950,000	1,475,000	73,250,000	1,550,000	25,875,000
NBC	3,000,000	34,275,000	3,000,000	50,925,000	3,000,000	1,500,000	13,585,000	1,500,000	20,000
NCB	5,000,000	23,865,000	5,000,000	1,415,000	5,000,000	2,500,000	205,000	2,500,000	—
Nat Park Bk	500,000	4,490,000	500,000	1,300,000	500,000	250,000	810,000	250,000	10,000
Nat ShawmNB	250,000	—	250,000	11,375,000	250,000	125,000	5,600,000	125,000	—
Old Colony	250,000	3,980,000	250,000	1,295,000	250,000	125,000	50,000	125,000	—
FNB (St.Louis)	100,000	520,000	100,000	400,000	100,000	50,000	2,130,000	50,000	—
UTC (P)	250,000	750,000	250,000	4,700,000	250,000	125,000	3,210,000	125,000	—
Hathaway S F	—	14,530,000	—	16,800,000	—	—	8,625,000	—	—
Salomon B&H	—	90,970,000	—	71,900,000	—	—	45,970,000	—	4,105,000
計	30,000,000	404,110,000	30,000,000	366,425,000	30,000,000	15,000,000	211,340,000	15,000,000	32,125,000

出所：Syndicate Book, Vol.9, pp. 71-74.

ガン商会は総額15万6,750ドルを取得した。モルガン商会はこのうち8分の1をモルガン・グレンフェルに与えた⁴⁸⁾。

こうして、デマンド・ローン残高は、1917年8月4日の3億9,900万ドルから1918年1月31日には2億1,700万ドルに減少した。英国政府は、デマンド・ローンの削減を更に行うべく、1918年1月31日、米国政府との協議の結果1億5,000万ドルの米国財務省債務証券を発行し、そのうち8,080万ド

ルをデマンド・ローンの返済に充当し、デマンド・ローン残高を1億3,620万ドルとした(後述)。同年7月30日には、英国政府は更に削減すべく、ドル証券の売却を進めた⁴⁹⁾。

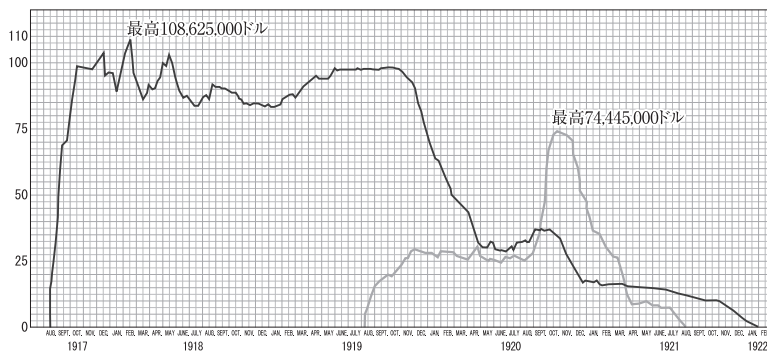
1918年8月2日には、再び3,000万ドルのシンジケートを組織し、その結果、販売額は3億6,643万ドル、報酬は合計46万864ドルであった。なお、ファースト・ナショナル・バンクは引受額を125万ドル減らして100万ドルとし、その分をモルガン商会在引取り、170万ドルから295万ドルとした。また、同日、モルガン商会在1919年10月2日満期の5%・大蔵省証券を89で150万ドル購入し、モルガン、ブラウン・ブラザーズ、キッセル・ニッカットから成るグループ(各3分の1)に89.25で売却したが、この目的については定かではない⁵⁰⁾。なお、1917年7月、カナダ政府は、ロンドン市場での金融逼迫を緩和し、米国からの物資購入のためのドル資金調達を目的として1億ドルの政府ノート(5%、2年)を発行し、モルガン商会在引受けたが、その際英国大蔵省はカナダ政府からの融資を受けて、オリジナル・グループで2,500万ドル、シンジケートで2,477万ドルの割当を受け、合計34万6,796ドルの利益を得た⁵¹⁾。

1919年8月22日には、シンジケートを更に1年間更新し、また、引受額を3,000万ドルから1,500万ドルへ引下げた。販売額は2億1,134万ドル、報酬は26万5,844ドルであった。1920年8月には、更に同年12月まで更新し、販売額は3,213万ドル、報酬は4万558ドルであった。更に、同年12月10日から12月31日まで延長し、販売額は332万ドル、報酬は4,196ドルであった。この間のシンジケート活動を通じて、モルガン商会在は総額38万5,965万ドルの報酬を得た。なお、デマンド・ローンは1919年7月27日には清算され、その勘定は閉鎖された⁵²⁾。

なお、英国大蔵省証券の発行残高の推移は図10-1の通りであるが、1919年9月30日には9,800万ドルに達したが、その後減少し、1920年11月8日には、3,154万ドルとなった⁵³⁾。

なお、1918年2月1日、モルガン商会は、米国政府の債務証券（4％、同年6月25日満期）1億5,000万ドルを引受けた。引受メンバーは表10-24の通りで、ニューヨークの金融機関および企業が中心で、ナショナル・バ

図10-1 英国およびフランス大蔵省証券発行残高の推移（100万ドル）



注： ——— = 英国大蔵省証券発行残高
 ——— = フランス大蔵省証券発行残高

出所：F. Carrington Weems, *America and Munitions* (1923), Appendix XXI.

表10-24 モルガン商会による米国政府短期債務証券の引受

引受機関	ドル	%	引受機関	ドル	%
NBC	20,000,000	13.3	Hanover NB	2,000,000	1.3
FNB	20,000,000	13.3	IMM	2,000,000	1.3
GTC	20,000,000	13.3	Nat Park Bk	2,000,000	1.3
NCB	20,000,000	13.3	FL&T	2,000,000	1.3
U.S.Steel	12,000,000	8.0	NY Trust	2,000,000	1.3
JPMC	9,295,000	6.2	Corn EB	1,000,000	0.7
Liberty NB	5,000,000	3.3	Irving NB	750,000	0.5
BTC	5,000,000	3.3	Columbia Tr	750,000	0.5
Drexel	5,000,000	3.3	Citizens S&T	600,000	0.4
CNB	5,000,000	3.3	Title Guar&T	500,000	0.3
AENB	5,000,000	3.3	Bk of Manhattan	500,000	0.3
CTC	5,000,000	3.3	FNB (Clev)	300,000	0.2
Kennecott	2,000,000	1.3	FNB (Cin)	180,000	0.1
M&MNB	2,000,000	1.3	Alaska Steam	125,000	0.1
計				150,000,000	100.0

注：1918年2月1日～同年6月25日の短期債。

出所：Syndicate Book, Vol. 9, pp. 205-206.

ンク・オブ・コマース、ナショナル・シティ・バンク、ギャランティ・トラスト、ファースト・ナショナル・バンク、U・S・スチール、ケネコット・コパー、インターナショナル・マーカンタイル・マリーン等いずれもモルガン商会と密接な関係を有する⁵⁴⁾。

この債務証書の発行目的は、以下のような米国政府と英国政府の妥協の産物であった。既述の通り、一方で対英国大蔵省向けデマンド・ローンが増大し（1917年4月25日の残高は4億3,700万ドル）、他方では米国政府による対英国政府向け貸付が増大する中であって（当時米国政府からまず2億ドルの貸付）、英国側としては、米国政府からの貸付によってデマンド・ローンを削減したい意向であった。しかし、米国側は、そのデマンド・ローンの多くは米国民間銀行が保有しており、米国政府からの借入金によって相殺することは認められないとした。このため、米国船舶院が英国の発注していた約8,000万ドルの船舶を接収する代わりに、英国政府はその約8,000万ドル分をデマンド・ローンの削減に充てることで妥協を見た。このため、この8,000万ドルの調達および英国政府ノートの借換えを目的として、1億5,000万ドルの米国財務省債務証書の発行が決まり、モルガン商会が引受けるに至ったのであった⁵⁵⁾。

(iii) 償還と借換

(1) 1年・1億ドル・ノート（1918年2月1日満期）の償還

1917年2月1日発行の英国政府ノート（いわゆる「第三次英国債」の一部）を償還すべく、担保証券の売却による700万ドル、20年・5.5%・英国戦時国債への転換による70万ドル、米国政府からの借入金9,200万ドルを調達した。

(2) 2年・5%・2億5,000万ドル・ノート（1918年9月1日満期）の償還

このノート償還のため、モルガン商会は、1916年9月7日～1918年8月

12日の間、5,700万ドルのノートを購入し（主に担保証券の売却による）、また、利払い節約のため2,700万ドルのノートを購入するなど、満期前には1億4,600万ドルに達した（満期日の償還額は1億400万ドル）。こうした償還費用（モルガン商会からの前渡金8,900万ドルを含む）は米国政府による貸付金から拠出された。

（3）2年・5.5%・1億5,000万ドル・ノート（1919年2月1日満期）の償還・借換

この1億5,000万ドルのうち、700万ドルは担保証券の売却によって償還し、約4,800万ドルは5.5%・20年・英国債への転換権を行使した分であり、モルガン商会は、残余約9,500万ドルの英国債による借換発行を引受けた（表10-25）。同商会はこの長期債を99で購入したが、転換権を行使したものが約5,000万ドル、シンジケートによって引取られた分が1,633万ドル、残余は約2,818万ドルであった。この2,818万ドルは販売シンジケート（417行）に100で転売し、101で公募された。引取額が多額であるのは、販売不振を示しているが、引受額ではモルガン商会とナショナル・シティ・カンパニーが抜き出ている。なお、ファースト・ナショナル・バンクは、1919年1月2日、買取りシンジケートから1,500万ドル分を100で取得し、そのうち700万ドル分をモルガン商会に割当てた。しかし、その後、1月6日には、ハリス・フォーブスに100万ドル、ナショナル・シティ・カンパニーに200万ドル、ギャランティ・トラストに200万ドルを割当てたため、残余1,000万ドルのうち自行は550万ドルとし、モルガンには450万ドルに減額した。さらに、同行は、ファースト・セキュリティーズ・カンパニーとともに、同ノート1,568万3,000ドル分を100で購入し、その3分の1の522万8,000ドルをモルガン商会に割当てた⁵⁶⁾。

表10-25 英国政府債の発行と引受 (1919年、ドル)

	英国政府債 (5.5%,20年) 1919年1月		英国政府債 (5.5%,1919年10月) オフアリング・グループ(引取額)		特別報酬
	買取グループ	*引取額	ノート (3年)	債券 (10年)	
FNB	5,000,000	3,135,000	4,950,000	3,000,000	—
JPMC	20,394,000	12,787,000	8,781,100	15,000,000	—
BTC	7,000,000	4,389,000	2,385,000	—	75,000
GTC	8,000,000	5,016,000	1,000,000	4,963,000	75,000
HFC	4,000,000	2,508,000	1,193,000	795,000	60,000
BBC	4,000,000	2,508,000	2,250,000	250,000	30,000
W.A.Read	4,000,000	2,508,000	1,125,000	2,850,000	40,000
Seligman	2,000,000	1,254,000	795,000	—	—
KPC	4,000,000	2,508,000	636,000	398,000	25,000
Kissel	2,000,000	1,254,000	—	—	10,000
White Weld	2,000,000	1,254,000	—	—	20,000
Central Union	6,000,000	3,762,000	1,272,000	—	—
CNB	4,000,000	2,508,000	1,475,000	2,500,000	50,000
C&CNB	—	—	795,000	—	—
FNB (Boson)	—	—	—	80,000	—
Liberty NB	2,000,000	1,254,000	2,385,000	—	35,000
NBC	1,000,000	627,000	1,590,000	1,590,000	40,000
FNB (St.Louis)	—	—	159,000	159,000	—
UTC (P)	500,000	314,000	199,000	397,000	15,000
Salomon B&H	1,000,000	627,000	—	—	—
NCC	10,197,000	6,393,000	5,962,000	1,988,000	—
CTC (Ill)	250,000	157,000	199,000	199,000	10,000
C&CT&SB	750,000	470,000	596,000	199,000	15,000
Farmer's L&T	1,000,000	627,000	—	—	—
First & Old DNB	200,000	125,000	—	—	—
Halsey Stuart	2,000,000	1,254,000	715,000	80,000	15,000
Lazard Frères	2,000,000	1,254,000	—	—	—
Murlyn Corp.	1,000,000	627,000	—	—	—
Spencer Trask	250,000	157,000	—	—	—
ETC	—	—	318,000	477,000	5,000
FT&SB	—	—	623,000	100,000	15,000
LHC	—	—	—	—	25,000
FNB (Chi)	—	—	795,000	—	—
計	94,541,000	59,277,000	40,198,100	35,025,000	570,000

注：FNB (Chi), C&CNBはオフアリング・グループではない。* = 1919年1月30日時点での引取額。

出所：Syndicate Book, Vol. 9, pp. 147-148, pp. 181-182.

(4) 3年・5.5%・1億5,000万ドル・ノート(1919年11月1日満期)の償還・
借換

このノートの償還に当たっては、新たに5.5%・10年・1億3,500万ドルの

英国債および5.5%・3年・1億1,500万ドルのノートを発行し、旧ノートと新英国債・ノートとの交換によって借換を行った。モルガン商会は、シンジケート（「オファリング・グループ」）を組織し、新国債については94で、新ノートについては96.5で購入し、それぞれ96.25、98で公募した。しかし、応募額は募集額を大きく下回り、新国債は1億4,838万ドルに対して3,503万ドル、新ノートは1億162万ドルに対して7,555万ドルであった。これらの売残り分は各メンバーが引取り、分売した。引取ったメンバーの多くには「特別報酬」が与えられた。なお、この新国債およびノートには、5%・英国戦時内国債（1919年2月1日）への転換権が付けられており、モルガン商会は部内に「転換部」を設け、10年間存続させたが、具体的業務はギャランティ・トラストに委ねられた。

このシンジケートを組織したいわゆる「オリジナル・グループ」は、モルガン商会の他、モルガン・グレンフェル、ファースト・ナショナル・バンク、ナショナル・シティ・カンパニー4行から成り、幹事報酬は、モルガン：62万5,000ドル（50%）、ファースト：23万4,375ドル（18.75%）、ナショナル：23万4,375ドル（18.75%）、モルガン・グレンフェル：31万2,500ドル（12.5%）であった⁵⁷⁾。

2) フランス

(i) 米国政府のフランス政府への貸付

フランスでの金融逼迫は英国に比べて緩やかであったため、米国政府の貸付も英国に比べて時期的にやや遅く、貸付額も少なかった。1917年5月の5,000万ドルを皮切りに、1919年10月まで続き、総額は24億1,500万ドルであった。毎月の貸付額は英国の場合よりも少なく、1917年7月1日～1919年5月1日の間、最も少なかったのは1918年2月の5,100万ドルで、最も多かったのは1919年4月の1億6,900万ドルであった。また、1918年2月～1919年6月の間、米国政府は、フランスにおける欧州派遣米国軍のため

に、フランス政府に1億2,800万ドルを支払った⁵⁸⁾。

(ii) 大蔵省証券の発行と引受

(1) 1917年10月、フランス大蔵省は、モルガン商会に対して、米国市場でのフランス大蔵省証券の発行を依頼したが、当時米国内では「自由公債」のキャンペーンが展開されており、モルガン商会としては比較的少額の920万ドルの90日の短期債を引受けるにとどまった(6%)。1918年1月14日、再び90日の更新を行い、同年4月15日には償還された。なお、更新の際、J&W・セリグマン商会の引受分100万ドルのうち50万ドルがエクイタブル・トラストに譲渡され、それぞれ50万ドルずつとなった(表10-26)。この証券は、1918年1月14日に更新され、同年4月15日に償還された⁵⁹⁾。

表10-26 フランス大蔵省証券(90日)の引受(1)(ドル)

	1917年10月15日	1918年1月14日
NBC	1,500,000	1,500,000
JPMC*	1,000,000	1,000,000
CNB	1,000,000	1,000,000
M&M NB	1,000,000	1,000,000
NPB	1,000,000	1,000,000
AENB	1,000,000	1,000,000
BBC	1,000,000	1,000,000
J&W Seligman	1,000,000	500,000
ETC	—	**500,000
Irving NB	500,000	500,000
Bk of NY	200,000	200,000
計	9,200,000	9,200,000

注：* = 幹事。** = 1918年1月14日の更新時にJ&W・セリグマン商会から得たもの。

出所：Syndicate Book, Vol. 9, p. 87.

(2) 1919年7月、モルガン商会は、ファースト・ナショナル・バンク、ナショナル・シティ・カンパニー、ブラウン・ブラザーズ等とともに、フランス大蔵省証券(60日ないし90日)を引受けた(表10-27)。発行条件

表10-27 フランス大蔵省証券の引受（2）（1919年8月～1921年5月、ドル）

	参加額		参加額
NCB	3,000,000	FNB (Clev)	150,000
CNB	2,500,000	FNB (Boston)	150,000
NBC	2,000,000	Hanover NB	150,000
JPMC	1,400,000	Old Colony	150,000
AENB	1,000,000	Mellon NB	150,000
GTC	1,000,000	*Merchants NB	100,000
BTC	1,000,000	St.Louis Union Bk	100,000
Cent Union Tr	1,000,000	FNB (Cin)	100,000
BBC	750,000	Irving NB	100,000
Drexel	650,000	Chemical NB	100,000
Liberty NB	500,000	Bk of NY	100,000
Nat Park Bk	500,000	Bk of Montreal	100,000
KLC	500,000	IT&SB	100,000
FNB	500,000	Farmer's L&T	100,000
C&CNB	300,000	Yokohama SB	100,000
Nat Shawmut	250,000	Salomon Bro&H	75,000
Seligman	250,000	Fletcher Am NB	50,000
Corn Ex NB	250,000	Bond&Goodwin	50,000
M&MNB	250,000	Hathaway SF	25,000
ETC	200,000	計	20,000,000
UTC (P)	150,000		

注：*＝バンク・オブ・マンハッタンの引受分。

出所：Syndicate Book, Vol. 9, pp. 151-152.

は、発行残高は7,500万ドルを超えない、1週間の発行額は750万ドルを超えない、コミッションは0.5%、販売額に対する報酬は0.25%とする等で、モルガン商会は2,000万ドルのシンジケートを組織し、各メンバーに参加額を割当てた。シンジケートの存続期間は1年で、1920年8月に一旦終了したが、その後も継続され、終了したのは1920年12月であった。1919年8月8日～1920年12月31日の間の発行総額は2億4,987万ドルで、残高の最も多かったのは1920年10月23日の7,445万ドルであった（図10-1）。参加メンバーでは、モルガン系金融機関の他、ナショナル・シティ系金融機関、クーン・ロープ商会やその系列金融機関であるマーチャント・ナショナル・バンクやエクイタブル・トラストなどが加わっているのが特徴的である。モルガン商会の得た利益は、参加額に対するコミッションとして

7,000ドル、販売額に対するコミッションとして13万7,155ドル（販売コミッション15万8,332ドルのうち約13.4%に相当する1万1,177ドルは、モルガン・ハージェスに与えられた）、結局計14万4,155ドルであった⁶⁰⁾。

なお、フランス政府は、1920年初め、モルガン商会の勧めで、大蔵省証券残高の削減方針を決め、新規証券発行額を上回る満期証券の購入を行った。フランス政府による購入の他、モルガン商会によるシンジケートによっても購入された。その結果、1920年8月7日には2,535万5,000ドルに減少し、その後増大したものの、1921年8月19日までにはすべて購入された⁶¹⁾。

(iii) フランス政府債の発行と引受

(1) フランス政府は、1920年6月以降、英仏共同国債のフランス部分の2億5,000万ドルの償還を推進し、金現送等1億5,000万ドルの目処をつけ、残余の1億ドルをモルガン商会に依頼した。当時は、フランス政府債は投資家に人気がない、1922年満期の英国債は10%ベースで売られている、米国政府は4億ドルの財務省債務証券を起債しようとしている等起債環境は悪かったが、モルガン商会は、1920年9月、25年・8%・1億ドルのフランス政府債をオリジナル・グループとして94で購入し、買取グループに95で、シンジケート（818行）に96で売却した。公募は100で行った。オリジナル・グループのメンバーはモルガンの他、ブラウン・ブラザーズ、ファースト・ナショナル・バンク、ナショナル・シティ・カンパニーで、引受比率は各20%であり、買取シンジケートのメンバーは、表10-28の通りであった。

引受の結果、8,336万ドルの応募過多で、また、約3,800万ドルは英仏公債で支払われた。オリジナル・グループ・メンバーの合計報酬は、1億ドルの1%に当たる100万ドルで、このうち6%に当たる6万ドルがモルガン・ハージェス商会のパートナーに与えられ、残余の40%の37万6,000ドル

表10-28 フランス政府債の発行と引受（ドル）

	1920年9月3日 8%・1億ドル	1921年5月21日 7.5%・1億ドル	計		1920年9月3日 8%・1億ドル	1921年5月21日 7.5%・1億ドル	計
JPMC	16,600,000	16,700,000	33,300,000	Comm Tr (Phil)	750,000	500,000	1,250,000
FNB	8,300,000	8,350,000	16,650,000	Nat Shawmut	750,000	500,000	1,250,000
BBC	8,300,000	7,000,000	15,300,000	Seligman	750,000	500,000	1,250,000
GTC	8,000,000	6,000,000	14,000,000	Old Colony	750,000	500,000	1,250,000
HFC	7,000,000	5,000,000	12,000,000	Drexel	—	1,000,000	1,000,000
NCC	—	8,350,000	8,350,000	T.Cochran	—	1,000,000	1,000,000
NCB	8,300,000	—	8,300,000	Blair	—	1,000,000	1,000,000
BTC	5,000,000	3,000,000	8,000,000	Liberty NB	1,000,000	—	1,000,000
CNB	4,000,000	3,000,000	7,000,000	UTC	1,000,000	—	1,000,000
KPC	3,000,000	3,000,000	6,000,000	FNB (Cin)	500,000	500,000	1,000,000
LHC	3,000,000	3,000,000	6,000,000	ETC	—	750,000	750,000
DRC	2,500,000	2,500,000	5,000,000	Graham Parsons	—	750,000	750,000
NBC	3,000,000	750,000	3,750,000	Cassatt	—	750,000	750,000
Cent Union Tr	2,500,000	750,000	3,250,000	FNB (St.L)	500,000	—	500,000
E.H.Rollins	1,250,000	1,500,000	2,750,000	C&CT&SB	500,000	—	500,000
Mellon NB	1,500,000	1,000,000	2,500,000	Merrill Oldham	—	500,000	500,000
Spencer Trask	1,000,000	1,500,000	2,500,000	Clark Dodge	—	500,000	500,000
AENB	1,250,000	1,000,000	2,250,000	FNB (Clev)	500,000	—	500,000
FT&SB	1,000,000	1,000,000	2,250,000	UTC (Clev)	—	500,000	500,000
White Weld	1,000,000	1,000,000	2,000,000	Northern Tr	—	400,000	400,000
Kissel	1,000,000	1,000,000	2,000,000	Wells Dickey	—	350,000	350,000
Halsey Stuart	750,000	1,250,000	2,000,000	Hayden Miller	—	350,000	350,000
IT&SB	1,000,000	1,000,000	2,000,000	Merchants L&T	—	300,000	300,000
CTC (Ill)	1,000,000	750,000	1,750,000	FNB (Detroit)	—	300,000	300,000
Bonbright	1,000,000	600,000	1,650,000	Minnesota L&T	—	250,000	250,000
NY Trust	—	1,500,000	1,500,000	Detroit Tr	—	250,000	250,000
UTC (P)	—	1,500,000	1,500,000	Northwestern Tr	—	200,000	200,000
Lazard Frères	1,000,000	500,000	1,500,000	計	100,000,000	100,000,000	200,000,000
FNB (Boston)	750,000	500,000	1,250,000				

注：「合計」は、2件のフランス政府債の参加額を合計したもの。

出所：Syndicate Book, Vol.9, pp.189-190; pp.193-194.

がモルガン、20%の18万8,000万ドルがブラウン、ファースト、ナショナルに与えられた。モルガン商会の得た利益はこの37万6,000ドルに加えて、買取グループで16万6,000ドル、シンジケートで9,468ドル、計55万1,468万ドルであった⁶²⁾。

なお、1919年4月1日満期の2年・5.5%・1億ドル・政府債、1919年7月30日満期の1億ドル（既述のアメリカン・フォーリン・セキュリティー

ズ社を通したフランスへの貸付) は、米国政府からの借入金によって償還ないし返済された⁶³⁾。

(2) モルガン商会は、1921年5月21日、8%・25年・1億ドルのフランス政府債の発行を引受けた。この目的は、フランスの債務を削減し(8%・フランス政府債および7.5%・パリ市債の償還、計1,869万ドル)、同時に米国からの食糧および原料を購入するためであった。オリジナル・グループのメンバーは前回と同じで、90で購入し、90.5で買取シンジケートに、91で販売シンジケートに売却し、95で公募した。

同年6月12日までの応募額は8,738万ドルで売残りが生じた。オリジナル・グループの引受報酬は、前回の2分の1で、50万ドル、分配比率は、モルガン・ハージェス商会パートナーを含めて、前回と同じであった。モルガン商会の得た利益はオリジナル・グループでの18万8,000ドルに加えて、買取グループで8万3,500ドル、シンジケートで1万6,768ドル、債券勘定での利益1万4,824ドル、計30万3,092万ドルであった⁶⁴⁾。

3) ベルギー

(i) 輸出信用供与

1919年2月、ギャランティ・トラスト、モルガン商会、ナショナル・バンク・オブ・コマーシ、ナショナル・シティ・バンクの4行は、オリジナル・グループを組織し、ベルギーの諸銀行に対して総額5,000万ドルの輸出信用を供与する契約を結んだ。これは、同国が産業再建のための資材等を米国から輸入するためのもので、ベルギーの諸銀行の振出した手形(90日)を購入し、3回の更新が可能であった。オリジナル・グループ内での引受比率は、ギャランティ、モルガンが各30%、後の2行が各20%であった。ギャランティは、これら4行を共同幹事として、9行を加えた引受シンジケートを組織した。幹事4行はまず1,000万ドルを引受け(引受比率は

各25%)、コミッション1%で売捌いた。

次いで同年7月には、残りの9行が残余4,000万ドルを引受けた(表10-29)。1920年6月、この5,000万ドルは、7.5%・25年・5,000万ドルのベルギー政府債の発行によって決済された。なお、ギャランティは、この業務では主導権を発揮し、モルガンと並ぶ地位を占め、1919年には両行ともにベルギーの財務代理店に指名された⁶⁵⁾。

なお、この業務の獲得を巡っては、「ベルギー・グループ」と呼ばれる上記グループの他に、従来ベルギーの対外金融に携わってきたハリス・フォーブス、キダー・ピーボディー、リー・ヒギンソン、ナショナル・シティ・バンクから成るグループ、J・H・プロジェクト(ボストン)およびペイン・ウェッバー商会から成るグループが鎬を削っていた。後者のグループは、W・サロモン商会、セントラル・ユニオン・トラスト、エクイタブル・トラスト、ファースト・ナショナル(ボストン)、オールド・コロニー・トラスト、メロン・ナショナル・バンク、ユニオン・トラスト(P)、コンチネンタル&コマーシャル・バンクからなり、当初チェイス・

表10-29 ベルギーへの輸出信用供与(1919年2月、ドル)

GTC	2,500,000
JPMC	2,500,000
NBC	2,500,000
NCB	2,500,000
計	10,000,000
Discount Corp.	10,000,000
NCC	6,000,000
Bernhard Scholle	6,000,000
Salomon Bros	6,000,000
First Nat'l Corp.	2,800,000
F.S.Smithers	2,800,000
E.Naumberg	2,800,000
Bond&Goodwin	2,800,000
Wallman&Co.	800,000
計	40,000,000
総計	50,000,000

出所: *Syndicate Book*, Vol. 9, p. 219-220.

セキユリティーズも加わっていたが、その後グループから離れた⁶⁶⁾。

(ii) 大蔵省証券の発行と引受

1919年9月9日、モルガン商会は、ギャランティ・トラストともに、6ヵ月・1,000万ドルの大蔵省証券を6.5%の割引ベースで引受けた（引受額は500万ドルずつ）。発行日は同年8月1日で、満期日は1920年2月1日であったが、その目的や発行の経緯については明らかではない⁶⁷⁾。

4) カナダ

カナダ政府は、1919年7月、1917年に発行した戦時国債1億ドルを借換える目的で、1,500万ドルのノート（5.5%、2年）、6,000万ドルの国債（5.5%、10年）、計7,500万ドルの証券を発行し、「カナディアン・グループ」によってそれぞれ98.25、94.75で引受けられた。同グループは、モルガン、ブラウン、ハリス、ナショナル・シティ・カンパニー、ファースト・ナショナル、ギャランティ、リード、バンカーズ、バンク・オブ・モントリオールから成り、引受比率はそれぞれ19.58%、19.58%、17.00%、17.00%、10.00%、6.50%、5.00%、4.00%、1.33%であった⁶⁸⁾。

(c) 中立諸国政府債の発行と引受

1) スイス

スイス政府は、1919年7月、米国での物資購入およびドル債務返済のために、5.5%・10年・3,000万ドルの政府債を発行し、リー・ヒギンソン、ギャランティ・トラスト、ナショナル・シティ・カンパニーから成るシンジケートによって引受けられた。オリジナル・タームで94.75で取得し、販売シンジケートに95.5で売却した。ナショナル・シティはオリジナル・タームで677万ドルを引受け、その4分の1の169万ドルをモルガンに割当てた。販売シンジケートでは、リー・ヒギンソンは50万ドルをモルガンに

割当てた。モルガンの利益は、合計1万7,075ドルであった⁶⁹⁾。

2) スウェーデン

スウェーデン政府は、1919年6月、米国での物資購入（特に食糧等）を目的として、6%・20年・2,500万ドルの政府債を発行し、ナショナル・シティ・バンクを幹事とするシンジケートによって引受けられた。シンジケートには、クーン・ロープ商会、ファースト・ナショナル・バンク、ブラウン・ブラザーズ、キダー・ピーボディー、ギャランティ・トラスト、リー・ヒギンソン、コンチネンタル&コマーシャル・トラスト、ユニオン・トラスト（P）、メロン・ナショナル、ファースト・ナショナル（セント・ルイス）、アングロ&ロンドン・パリ・ナショナルが加わった⁷⁰⁾。

小括

米国の参戦によって国際金融状況は大きく変わった。まず、第一に、従来の連合諸国政府の対米民間債務関係および連合諸国間の政府間借款関係から、米国を中心とする政府間借款関係へと変わった。米国では、「自由公債」の発行によって、自国の戦費のみならず他連合諸国への資金供給を大規模に行うことになった。その結果、連合諸国政府の米国市場での証券発行の必要がなくなり、1917年後半以降ヨーロッパ連合諸国政府の証券発行は著しく減少し、1918年には外国政府の証券発行はゼロとなった。発行されたのは、主にカナダの地方債や企業証券であったが、その額は相対的に少なかった。

第二に、米国内では、財務省の指示の下、連邦準備銀行が中心となって、愛国心に訴えつつ、全米の金融機関や企業・個人による「自由公債」の購入の促進を組織的に展開していた。その結果、外国証券に対する米国投資家の関心は薄れていった。しかも、1918年4月の「戦時金融公社法」の制定によって、「資本発行委員会」を設置し、証券発行統制を実施した（1918

年5月17日から1918年12月31日まで)。これは、戦争遂行上必要な証券発行かどうかを判断し、不必要な場合には発行禁止を提言した。国内証券の発行はもとより、外国証券の発行についても厳しく選別されることになった。こうして、米国証券市場は、「自由公債」と財務省債務証書を中心とした公債市場へと変化した。

第三に、米国や他連合諸国への輸出増大によって、中立諸国の経済は好況となり、貿易収支も黒字を計上した。その結果、米国市場での資本調達必要性が低下した⁷¹⁾。

第四に、米国からの定期的かつ多額の貸付を受けることによって、連合諸国特に英仏両国は、米国での軍需品発注に対する支払いが急速に進むことになった。特に1917年には、英国財務代理人としてのモルガン商会による英国の支払額は51億ドルに上り、1918年には約41億ドルであった。フランスの場合も、1916年の支払額は7億ドルに上り、更に1917年には倍増し、1918年も更に増加することになった。しかし、支払額は増加したものの、米国政府の貸付によって、契約に対する未払い残高は減少した。英国の1915年末の未払い残高は8億ドルを超えていたのに対して、1917年6月30日には2億568万ドルにまで減少し、以後ほぼ横這い状態を維持した。従来、契約残高が増大し、その結果配送・支払いが遅れるという悪循環に直面していたが、1917年～1918年には、発注と支払いのラグが小さくなり、特に食糧の場合などは現金取引が増え、その結果未払い残高を減少させた⁷²⁾。

第五に、米国政府による貸付によって、既述の通り、デマンド・ローン等の英国政府の対米国民間債務を削減することができた。米国財務省は、米国政府の貸付金を対米民間債務の削減ないし返済に用いることに対しては原則反対であったが（特に過去に契約したもの）、余り厳密に実施しなかったようである。債務の減少は、まず短期債務の減少に現れた⁷³⁾。

第六に、対米民間債務削減の反面、米国政府の大規模な貸付によって、

連合諸国の政府債務が増大する結果となった。表10-30に見られるように、英国およびフランスは、米国からの貸付増加に伴って、以前からの他連合諸国への貸付額を増加させることになった。「中立期」に比べて、英国は1.8倍、フランスは4.3倍となった。

第七に、この「参戦期」には、米国は英国を抜いて最大の債権国となった。英国は対外貸付額では約70億ドルと米国と肩を並べているが、米国との関係では約37億ドルの債務国であった。この期こそ、その後米国が英国に代わって国際金融の主導権を握る出発点となったのである⁷⁴⁾。

第八に、モルガン商会は、米国の参戦によって、連合国向けの資金調達の任務からは免れたものの、自由公債の販売促進等米国政府向け活動の他、英仏政府向け米国政府貸付金の受入れ、英仏政府発注の軍需品の支払い、英仏政府大蔵省債務証券の引受および償還・借換等依然として英仏政府への金融活動を継続した。また、「自由公債」の販売促進活動によって、全米規模での証券分売網が整備されたと言われるが、「自由公債」の販売が成功裏に終わったのは、「中立期」におけるモルガン商会を中心とする銀行グループによる英国政府債やフランス政府債の引受活動がその基礎を築

表10-30 政府間借款状況（1918年11月、100万ドル）

	米国	英国	フランス	計	1917年4月との増減
英国	3,696.0	—	—	3,789.4	+ 3,789.4
英国自治領	—	249.4	—	249.4	- 295.1
ロシア	187.7	2,471.8	955.2	3,614.7	+ 1,530.7
イタリア	1,032.0	1,855.0	75.0	2,961.0	+ 2,287.5
フランス	1,970.0	1,682.8	—	3,652.8	+ 3,097.8
ベルギー	171.8	422.3	534.6	1,128.7	+ 837.6
セルビア	10.6	91.6	297.4	399.6	+ 304.8
ルーマニア	—	78.1	220.4	298.5	+ 237.7
ギリシア	—	90.3	155.0	245.3	+ 234.3
ポルトガル	—	61.3	—	61.3	+ 51.6
キューバ	10.0	—	—	10.0	+ 10.0
ベルギー領コンゴ	—	11.9	—	11.9	+ 7.4
計	7,077.1	7,014.5	2,237.6	16,422.6	+ 12,093.7
1917年4月比増	7,077.1	3,200.1	1,723.1	12,093.7	

出所：Harold G. Moulton, Leo Pasvolosky, *War Debts and World Prosperity* (1932), p. 426.

いていたからであった。

(未完)

注

- 1) *Review of Economic Statistics*, July, 1919, p. 247.
- 2) 戦前のものは、50万ドルのメキシコ政府大蔵省証券 (1913年)、2,000万ドルのサント・ドミンゴ政府債 (1908年)、973万ドルのアルゼンチン内国債 (1909年)、250万ドルのボリビア政府債 (1909年)、750万ドルの中国鉄道債 (1911年)、3種合計1億4,125万ポンドの日本政府債 (1905年) である。*Federal Reserve Bulletin*, Jan. 1, 1919.
- 3) Ralph A. Young, *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities* (1930), pp. 28-29.
- 4) *The Review of Economic Statistics*, July, 1919, p. 246.
- 5) *Syndicate Book*, Vol. 7, pp. 199-200 ; Vol. 8, p. 177 ; *C&FC*, Jan. 3, Jan. 31, Feb. 7, 1914. 詳しくは、拙著『米国資本のラテンアメリカ進出 (1897-1932年)』(御茶の水書房、1992年)、333-334頁を参照されたい。
- 6) *Syndicate Book*, Vol. 8, p. 25.
- 7) *C&FC*, April 4, 1914 ; *Prospectuses of Public Companies etc.*, Jan.-June, 1914 (pp. 206-207) ; 柴田匡平訳『帝国主義外交と国際金融』(1870-1914) (1992年)、223-228頁 (Herbert Feis, *Europe, the World Banker, 1870-1914* (1964)).
- 8) *C&FC*, Nov. 28, 1914 ; Jan. 29, Feb. 5, 1916 ; *Syndicate Book*, Vol. 8, p.p. 77, 157.
- 9) *C&FC*, Dec. 5, 1914 ; *Syndicate Book*, Vol. 8, p. 85.
- 10) *Moody's Manual of Railroads and Corporation Securities* (1915), Vol. 1 ; *The Mexican Year Book : 1920-21* (1922), p. 168.
- 11) *C&FC*, Jan. 3, April 4, May 30, August 8, 1914. 詳しくは、拙著『米国石油産業再編成と対外進出 (1899-1932年)』(御茶の水書房、2000年)、288-289頁を参照されたい。
- 12) *C&FC*, Dec. 5, 1914 ; *Syndicate Book*, Vol. 8, p. 79 ; *C&FC*, Dec. 5, 1914 ; *The Cumulative Daily Digest of Corporation News : Second Semi-Annual Number : 1915*. 米国とパナマ運河の関係については、Vincent P. Caross, *op. cit.*, pp. 525-526 ; 拙著『米国の対外・対内証券投資 (1897-1914年) — 証券引受を中心とした一考察 —』(平成4年、敬愛大学経済文化研究所)、74-76頁を参されたい。
- 13) *C&FC*, Jan. 8, 1916 ; *The Cumulative Daily Digest of Corporation News : First Semi-Annual Number : 1916*.
- 14) *C&FC*, March 20, 1915 ; *Typescript*, p. VI-71 ; Harold van B. Cleveland,

- Thomas F. Huertas, *Citibank : 1812-1970* (1985), pp.84-87.
- 15) *C&FC*, April 3, 1915.
 - 16) *Typescript*, pp. VI-51~VI-59 ; *C&FC*, May 27, 1915 ; Cleona Lewis, *America's Stake in International Investments* (1938), p.546. なお、第5回ドイツ戦時国債への最大の外国の応募国はスウェーデンで、外国応募額全体（約5,625万マルク=1,034万ドル、1ドル=5.44マルク）の64%を占め、次いでブラジルを中心とする南米が27%、中国7%、米国2%であった。*Typescript*, note, p. VI-19.
 - 17) *Typescript*, note, p. VI-17.
 - 18) 詳しくは、拙著『米国資本のラテンアメリカ進出（1897-1932年）』（御茶の水書房、1999年）、530-532頁を参照されたい。*C&FC*, Jan. 9, Jan. 16, 1915 ; *Syndicate Book*, Vol.8, p.87.
 - 19) *C&FC*, Jan. 9, Jan. 16, 1915 ; *Syndicate Book*, Vol.8, p.87 ; 拙著『米国資本のラテンアメリカ進出（1897-1932年）』、532-534頁。
 - 20) *C&FC*, May 15, 1915 ; *Prospectuses of Public Companies etc.*, May 10, 1915 ; *Syndicate Book*, Vol.8, pp.121-122.
 - 21) *Syndicate Book*, Vol.8, p.157 ; *C&FC*, Dec. 25, 1915.
 - 22) *Syndicate Book*, Vol.8, p.205.
 - 23) *C&FC*, Dec. 16, 1916 ; *Syndicate Book*, Vol.9, p.33.
 - 24) *C&FC*, March 3, March 31, May 5, 1917 ; *Syndicate Book*, Vol.9, p.33.
 - 25) *C&FC*, Dec. 15, 1917 ; *The Cumulative Daily Digest of Corporation News : Fourth Quarterly Number : 1917*.
 - 26) *The Cumulative Daily Digest of Corporation News : Third Quarterly Number : 1918*.
 - 27) *C&FC*, March 24, March 31, 1917 ; March 2, 1918.
 - 28) 詳しくは、拙著『米国資本のカナダ進出（1898-1932年）』（御茶の水書房、2008年）、365-367頁を参照されたい。
 - 29) 詳しくは上掲書、370頁を参照されたい。
 - 30) *C&FC*, May 15, 1915 ; March 17, June 23, 1917 ; *Syndicate Book*, Vol.5, p.93.
 - 31) *The Cumulative Daily Digest of Corporation News : First Semi-Annual 1916*.
 - 32) *The Cumulative Daily Digest of Corporation News : Second Semi-Annual 1916* ; *C&FC*, Dec. 9, Dec. 16, 1916 ; *Prospectuses of Public Companies etc.*, July-December, 1913 : No.46 ; January-June, 1916 : No.51 ; July-December, 1918 : No.56. なお、ヤングの資料では、7万4,000株を1株40.02ドルとして、約297万ドルとしている。Ralph A. Young, *op. cit.*, p.66.
 - 33) 1914年6月末の米国陸軍は、正規軍9万人余りの志願兵からなり、さらに

教育や訓練の未熟な州兵から成る「義勇軍」12万8,000人があるのみで、極めて不十分であった。詳しくは、森武夫『米国戦時計画経済論』（昭和7年）、11-17頁を参照されたい。

- 34) *Statistical Abstract of the United States : 1924* ; Paul Studenski, Herman E. Krooss, *Financial History of the United States* (1963), pp. 286-288. 租税構造の変化について詳しくは、加藤栄一「連邦租税構造の大転換とその経済効果」(研究年報『経済学』第96号、東北大学経済学会、1970-71年)を参照されたい。
- 35) John M. Chapman, H. Parker Willis, *Fiscal Functions of the Federal Reserve Banks* (1923), pp. 92-93 ; *Federal Reserve Bulletin*, June 1, 1917.
- 36) さしあたり、加藤栄一「戦費金融の遺したもの」(研究年報『経済学』第88号、東北大学経済学会、1968-69年) ; 森恒夫「五 第一次大戦をめぐるアメリカ帝国主義財政の転換」(高橋幸八郎他編『市民社会の経済構造』、昭和47年) ; 平田喜彦「第一次大戦と連邦準備制度」(『経済学季報』18巻1号、立正大学経済学会、1968年)を参照されたい。また、自由公債および財務省債務証券の発行については、Paul Studenski, Herman E. Krooss, *op. cit.*, pp. 288-292 ; John M. Chapman, H. Parker Willis, *op. cit.*, pp. 85-98 ; Jacob H. Hollander, *War Borrowing : A Study of Treasury Certificates of Indebtedness of the United States* (1919), Chaps. II, III ; Charles Gilbert, *op. cit.*, Chapt. 10. を参照されたい。
- 37) 齋藤隆義「第一次大戦とアメリカ軍需産業—デュポンを中心とした一考察—(三・完)」(『経済学季報』23巻2号、立正大学経済学会、1974年)。また、「利益集団」別の応募状況についても同論文を参照されたい。本節は同論文に負うところが大きい。
- 38) V・P・カロツソ著『アメリカの投資銀行(上)』、第11章(『証券研究』、Vol. 55, May 1978) ; Frederic H. Curtis, *The Capital Issues Committee of the Federal Reserve Board* (1918), pp. 9-10 ; *Federal Reserve Bulletin*, August 1, 1918 (pp. 704-705) ; Woodbury Willoughby, *The Capital Issues Committee and War Finance Corporation* (1934), Chapt. 1 ; Paul M. Warburg, *Capital Issues for State and Municipal Debts and their Relation to War Financing* (1918).
- 39) V・P・カロツソ、前掲書、第11章 ; *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of Finances : 1918*, pp. 56-59. なお、戦時金融公社についての設立の背景・業務の実態については、井村進哉「第一次大戦期のアメリカ金融市場—戦時金融公社(W.F.C.)設立の背景に関する一考察—」(『商学論纂』、24巻1号、中央大学商学研究会、1982年5月)を参照されたい。
- 40) V・P・カロツソ、前掲書、356-357頁。

- 41) *Munitions Industry*, Part 35, Exhibit No.4248 ; *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of Finances : 1920*, pp.338-339.
- 42) Cleona Lewis, *America's Stake in International Investments* (1938), pp.360-361.
- 43) *Ibid.*, pp.360-366.
- 44) *Ibid.*, p.363 ; *Munitions Industry* Part 35, p.11679 ; *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of Finances : 1920*, pp.340-341.
- 45) *Munitions Industry*, Part 35, Exhibit No.4248.
- 46) Cleona Lewis, *op. cit.*, pp.361-363 ; *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of Finances : 1920*, pp.53-73.
- 47) A. W. Kirkaldy, *British Finance During and After the War : 1914-21* (1921), pp.180-182.
- 48) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.71-74. なお、この節での叙述は、F. Carrington Weems, *op. cit.*, Chapter XVI に依拠しているところが多い。なお、サロモン・ブラザーズ&ハツラーは、1910年5月に設立された証券取扱業者である。引受業務への進出を目指したものの、社会的信用が低いことや人的関係が薄いこと等から、競争入札が行われる公債の引受・販売に注力し、業績を伸ばした。米国財務省から公認の債券取扱業者として認定され、1920年代には国債や州債等の公債の引受で活躍した。Robert Sobel, *Salomon Brothers : 1910-1985 : Advancing to Leadership* (1986), Chapters, I&II.
- 49) F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.333-334. なお、ドル証券の売却は継続され、1920年1億1,958万ドル、1921年262万ドルであった。
- 50) *Syndicate Book*, Vol.9, p.133.
- 51) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.49-50 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.332-333.
- 52) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.71-74.
- 53) A. W. Kirkaldy, *op. cit.*, p.183.
- 54) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.205-206.
- 55) *Munitions Industry*, Part 32, pp.10269-10270 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.329-334.
- 56) *Syndicate Book*, Vol.9, p.147-149, p.171. ファースト・ナショナル・バンクは、ファースト・セキュリティーズ・カンパニーとモルガンで3等分したと考えられる。
- 57) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.181-182.
- 58) F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.333-334.
- 59) *Syndicate Book*, Vol.9, p.87 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, p.333.
- 60) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.151-152.
- 61) F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.341-342.
- 62) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.193-194 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.340-

- 341 ; *C&FC*, Sept. 11, 1920.
- 63) F. Carrington Weems, *op. cit.*, p. 337.
- 64) *Syndicate Book*, Vol. 9, pp. 189-190 ; *C&FC*, May 28, June 18, 1921.
- 65) *Syndicate Book*, Vol. 9, pp. 219-220 ; *C&FC*, March 1, Sept. 6, 1919.
- 66) *C&FC*, Sept. 20, 1919.
- 67) *Syndicate Book*, Vol. 9, p. 137.
- 68) *Syndicate Book*, Vol. 9, pp. 145-146. 詳しくは、拙著『米国資本のカナダ進出(1898-1932年)』(御茶の水書房、2008年)、703-708頁を参照されたい。
- 69) *Syndicate Book*, Vol. 9, p. 183 ; *C&FC*, July 26, 1919.
- 70) *C&FC*, June, 14, 1919.
- 71) Ralph A. Young, *op. cit.*, pp. 29-30.
- 72) F. Carrington Weems, *op. cit.*, p. 330.
- 73) 1917年4月6日～1919年末の間、米国の対外投資額の合計は、短期で14億7,910万ドルのマイナス、長期で7億1,590万ドルのプラスであった。また、1919年末の米国の対外投資残高24億4,7620万ドルのうち14億9,160万ドルが中央政府向け、2億8,420万ドルが州政府向け、2億5,140万ドルが市政府向け、4億4,900万ドルが企業向けであった。Cleona Leiws, *op. cit.*, pp. 367-369.
- 74) 別の資料によると、1917年4月24日～1918年11月15日における米国政府の対外政府貸付額は、英国：36億9,600万ドル、フランス：19億7,000万ドル、イタリア：10億5,100万ドル、その他：3億8,100万ドル、計70億9,800万ドル、1918年11月15日～1920年11月1日の場合は、それぞれ5億100万ドル、9億9,600万ドル、5億8,000万ドル、2億9,100万ドル、計23億6,800万ドルであった。これらの二つの時期の合計、すなわち1917年4月24日～1920年11月1日の間では、英国：41億9,700万ドル、フランス：29億6,600万ドル、イタリア：16億3,100万ドル、その他6億7,200万ドル、計94億6,600万ドルであった。Albert Rathbone, *Making War Loans to the Allies* (*Foreign Affairs*, April, 1925). なお、英国金融史の専門家のキャスリン・パークは、この1917～18年の「参戦期」こそ米国台頭の出発点であるにもかかわらず、研究の「空白期」となっていると指摘している。確かに、この期に関する内外の研究業績は少ない。Kathleen Burk, *Great Britain in the United States, 1917-1918: The Turning Point* (*The International History Review*, Vol. 1, No. 2, April, 1979).