

米国自動車産業再編成と対外進出（1897-1933年）（9）

ー ヨーロッパへの進出を中心としてー

土 井 修

（5）英国^{1）}

①概観

この期の英国は、自国のみならずフランス、ロシア等他の連合諸国の軍需物資の調達を引受けるとともに、その金融をも担った。まず、国際収支を通して、英国の対外金融関係を概観しておこう。

表9-1は、1914～1919年間の英国の国際収支を見たものであるが、この表から、いくつかの点を確認しておこう。まず第一に、貿易収支は、毎年赤字を計上し、しかも赤字幅の増加率が高く、6年間で合計27億9,700万ポンドに上った。この最大の原因は、既述の通り、米国貿易における入超拡大であった。表9-2に示されるように、この期の英国の貿易収支は、ほ

表9-1 英国の国際収支（1914～1919年）（100万ポンド）

	1914年	1915年	1916年	1917年	1918年	1919年	計
貿易収支	-170	-368	-345	-467	-784	-663	-2,797
政府支出	-20	-50	-50	-80	-	-	-200
貿易外収支	315	395	520	575	580	605	2,990
経常収支	125	-23	125	28	-204	-58	-7
対連合国借款	-	-298	-530	-563	-297	-137	-1,825
対外民間投資	-144	-60	-6	-3	-10	-35	-258
金・銀純輸入	51	-	-	-	9	8	68
短期信用純増	-	-	(28)	(57)	-	-	(85)
計	70	-381	-439	-595	-520	-238	-2,243
対外政府借款	-	53	319	532	381	57	1,342
外国投資売却	-	43	110	60	23	29	265
金・銀純輸出	-	11	10	3	-	-	24
短期信用純減	(-70)	(274)	-	-	(116)	(152)	(612)
計	-70	381	439	595	520	238	2,243

出所：E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-25* (1952), p.341.

表9-2 英国の貿易収支の推移（国別、100万ポンド）

	1914年			1915年			1916年			1917年			1918年		
	輸入	輸出	入超	輸入	輸出	入超	輸入	輸出	入超	輸入	輸出	入超	輸入	輸出	入超
スカンジナビア	47.2	21.4	25.8	56.1	31.4	24.7	59.2	35.4	23.8	51.1	20.3	30.8	50.6	12.0	38.6
スペイン	15.8	8.6	7.2	20.7	8.7	12.0	27.3	11.5	15.8	22.3	5.7	16.6	30.8	4.2	26.6
スイス	10.1	3.6	6.5	15.3	3.7	11.6	15.5	5.6	9.9	11.3	6.9	4.4	13.1	9.2	3.9
エジプト	17.5	8.4	9.1	22.3	8.9	13.4	27.5	12.3	15.2	33.4	15.4	18.0	55.4	22.6	32.8
日本	4.1	8.6	-4.5	9.4	5.2	4.2	12.5	8.0	4.5	15.3	5.8	9.5	23.9	7.3	16.6
米国	138.6	64.6	74.0	237.8	56.5	181.3	291.8	64.5	227.3	376.3	60.1	316.2	515.4	27.8	487.6
キューバ	4.3	2.4	1.9	8.2	2.7	5.5	13.1	2.9	10.2	17.8	2.1	15.7	22.5	1.9	20.6
チリ	5.3	4.0	1.3	9.6	2.0	7.6	12.4	4.4	8.0	13.2	4.7	8.5	19.3	6.4	12.9
アルゼンチン	37.2	15.1	22.1	63.9	12.1	51.8	51.5	14.6	36.9	48.4	13.3	35.1	63.0	17.7	45.3
オランダ	37.5	27.3	12.2	37.9	36.7	1.2	41.0	41.6	-0.6	37.1	32.1	5.0	17.0	23.1	-5.3
英領インド	43.3	63.8	-20.5	62.2	46.9	15.3	72.4	54.4	18.0	66.8	60.7	6.1	88.5	49.6	38.9
オーストラリア	36.9	37.1	-0.2	45.2	31.9	13.3	36.2	39.1	-2.9	64.3	24.0	40.3	45.4	28.0	17.4
ニュージーランド	23.0	10.4	12.6	30.4	10.1	20.3	31.6	12.9	18.7	29.1	7.4	21.7	24.5	8.0	16.5
カナダ	31.5	20.5	11.0	41.0	16.0	25.0	58.5	21.6	36.9	84.4	17.8	66.6	124.4	19.9	104.5
計	452.3	295.8	158.5	660.0	272.8	687.2	750.5	328.8	422.2	870.8	276.3	594.5	1,093.8	237.7	956.9
総計	696.6	526.2	170.4	851.9	483.9	368.0	948.5	603.9	344.6	1,064.2	596.8	467.4	1,316.2	532.4	783.8
米国の比率(%)	19.9	12.3	43.4	27.9	11.7	46.8	30.8	10.7	66.0	35.4	10.1	67.7	39.2	5.2	62.2

出所：E. Victor Morgan, *op. cit.*, pp.306-308.

とんどの国に対して赤字であり、特に米国との赤字が最大であった。毎年の入超に占める米国の比率は、1914年：43.2%、1915年：46.8%、1916年：66.0%、1917年：67.7%、1918年：62.2%と極めて高い比率を示した。より具体的に見ると、英国の輸入に占める米国の比率は、1914～1918年の間、19.9%から39.2%へと上昇したのに対して、輸出では12.3%から横這い状態を続け、1918年には5.2%となった。米国に次いで輸入の伸びた国はカナダで、同期間輸入に占める比率は4.5%から9.5%に上昇し、輸出は同期間3%台が続き、その結果英国入超額に占める比率も6.5%から13.3%となった。1918年には、米国と合わせて輸入の48.7%、輸出の8.9%を占め、入超額では75.5%と全体の約4分の3を占めた。また、英国の海上封鎖、為替相場の変動、遠隔地域等の諸要因によってスカンジナビア諸国、オーストラリア、ニュージーランド等との貿易は停滞し、他方、輸出を伸ばしたのはロシア、フランス、イタリアで、この3カ国の英国輸出に占める比率は、同期間13.5%から33.5%へと上昇した²⁾。

「政府支出」項目は、フランス等戦闘諸国での軍隊への支出や米国等から直接その軍隊へ軍需品を供給する場合を指す。なお、米国参戦後の米国軍の英国での支出は9,450万ポンドに達したと言われる。

貿易外収支は、海運収支、海外投資収益収支、短期資金利子収支等を含み、中でも最も重要なのは海外投資収益収支と海運収支であった。1913年における海外純投資額は40億ポンドと推定されており、利子率が5.2%として、海外投資収益収支は2億1,000万ポンドの黒字となり、海運収支黒字分9,400万ポンド等と合わせて1913年の貿易外収支は3億3,900万ポンドの黒字であった。1914年～1918年の間、海外投資収益収支はほぼ2億ポンド前後の黒字で推移した。海運収支は、1914年は9,000万ポンド、1915年は2億ポンド、1916年3億ポンド、1917年：3億5,000万ポンド、1918年：3億5,000万ポンドの黒字と推定されている（表9-1）。短期資金収支では、短期資金の減少および貿易金融におけるロンドン市場の利用縮小によって、1915年には流入は大幅に減少した³⁾。

「対連合国借款」項目では、相手国はフランス、ロシア、イタリアが最大で、中でもロシアが最も多かった。1918～1919年度の対連合国の借款残高は15億6,780万ポンドに上ったが、そのうち36.2%をロシア、27.7%をフランス、26.3%をイタリアが占めた。ロシアへの借款は、1917年の「ロシア革命」によって大幅に減少し、また、同年米国の参戦による米国政府資金の投入によって英国政府の連合国への借款の負担は軽減した⁴⁾。

「対外民間投資」項目については、英国政府の対外投資規制によって、戦前に比して国内投資とともに大幅に減少した。ただし、後述する為替危機の際に、ドル資金調達を目的として、1916年9月と1917年9月には、ロンドンの首都圏水道局がニューヨーク市場でのポンド満期債の借換、ボストン市場での1916年10月のダブリン市債40万ポンドの起債、カナダ諸都市債のドル債への転換、1916年9月のアントファガスタ&ボリビア・レールウェイの60万ポンドの起債、1917年2月のセントラル・アルゼンチン・

レールウェイの300万ポンドの起債等が行われた（後述）⁵⁾。

「対外政府借款」項目では、ニューヨーク市場での英国政府短期債の起債およびモルガン商会によるいわゆる「デマンド・ローン」（対イングランド銀行および対英国大蔵省）が最も主要な内容であった。さらに、「外国投資売却」項目は、具体的には、ドル資金の確保策として、英国人保有の米国証券がニューヨーク市場で大量に売却されたことを指す。一方で、米国からの多額の借入れ、他方での英国の対米投資の清算によって、英国は「債権国」から「債務国」転換することとなった。

以上から、1914～1919年間の特徴として、(1) 貿易収支は大幅な赤字を計上し、合計27億9,700万ポンドの赤字となり、英国政府の軍隊等への対外支出2億ポンドを含めて、合計29億9,700万ポンドに達した、(2) しかし、海運収益や海外投資収益等から成る貿易外収支がほぼ同額の29億9,000万ポンドに達し、その結果、経常収支はほぼ均衡した、(3) 英国政府はフランス、ロシア、イタリア等連合諸国に対して、総額18億2,500万ポンドの借款を与えた、(4) こうした支出を賄うため、金現送やドル証券の売却の他、米国市場において多額の政府債発行を行うとともに、モルガン商会等米国金融機関から多額の借入れを行った、(5) 短期信用の増減を見ると、5億2,700万ポンドの減少を示しているが（実際には2億5,000万ドル～3億ドルの減少とする説もある）、長期資本についてのみならず短期資本についても英国は純債務国となった、等を知ることができる⁶⁾。

他方、もう一つの問題は、ポンド価格の安定化であった。既述の通り、ポンドの対ドル相場は、大戦勃発後急騰し、1914年8月には1ポンド当たり5.0549ドルに達し、平価の4.8665ドルを大きく上回った。しかし、この8月をピークに、以後急落が続き、1915年8月には4.7930ドルとなった（図7-1、表7-1）。このポンドの急落は、(1) 英国の信用を低下させ、ポンドの利用の減少を通じていわゆる「ロンドン・バランス」の減少をもたらし、ロンドン市場の世界貿易金融における地位低下をもたらす、(2) 何よりも

問題であったのは、ポンドの下落によって英国の輸入価格が上昇し、しかも軍需品の輸入量は戦間激化とともに増大し、その結果輸入額の急増をもたらす、(3) 輸入価格の上昇によって国内のインフレが昂進する可能性がある、(4) 米国から授与された巨額の信用を返済する際、為替上英国に不利となる、等の懸念を生み出した。また、輸出額は横這い状態であるために、英国の貿易収支の赤字が急増し、そのことがまたポンドの下落圧力の一大要因となるという悪循環に陥る可能性があった。

この悪循環を断ち切るためには、まず、このポンド下落を阻止し安定化させることが急務であった。このため、1915年8月から本格的に為替市場に介入し、1916年1月には、4.767 7/16に釘付けし、以後の相場は1919年3月20日まで維持された。この「釘付け」は事実上金本位制停止を意味するものであったが、このポンド価格の維持には巨額のドル資金を必要とした。表9-3に示されるように、英国政府の支出項目には、1914～1919年のモルガン商会を通した支出額180億ドルのうち軍需物資購入の62億ドル、債券の償還・借入金返済の54億ドルに次いで、ポンド為替購入は28億ドルとなっている。収入項目でもポンド売却費は5億4,000万ドルであった⁷⁾。また、ポンド価格維持は、直接的な為替市場への介入とともに、軍需物資購入のためのドル資金として、金現送、英国人保有ドル証券の売却、

表9-3 モルガン商会を通した英仏政府の収支（1914～1919年、1,000ドル）

	支 出				収 入		
	英国	フランス	計		英国	フランス	計
軍需物資購入	6,174,189	2,746,869	8,921,057	証券売却	1,397,697	50,528	1,448,425
ポンド為替購入	2,815,367	20,427	2,835,793	ポンド為替売却	540,880	85,049	625,928
借款の返済	5,442,507	981,181	6,423,689	借款（民間）	5,672,371	1,153,894	6,826,264
銀行等	433,761	944,211	1,379,971	銀行利子等	702,242	1,903,983	2,606,227
連合国（カナダ含）	1,678,027	1,087,061	2,765,088	連合国（カナダ含）	2,514,951	288,276	2,803,227
米国政府	85,890	115,004	200,896	米国政府	4,909,648	2,545,845	7,455,493
利子	519,303	171,405	690,709	金	1,435,012	42,790	1,477,802
投資	878,101	127,099	1,005,200	投資	821,321	126,993	948,313
計	18,027,145	6,193,257	24,222,403	計	17,994,322	6,197,356	24,181,678

出所：F. Carrington Weems, *op. cit.*, Appendix XVII.

ニューヨーク市場での英国政府債発行等の諸政策が不可欠であった。以上から、この期の金融の主要目的は、適正価格での軍需品の質的・量的安定的確保を行うべく、ドル資金の調達とともにポンド為替の値安定化であったと言えよう⁸⁾。

なお、この期、大戦勃発とともにフランスやドイツ等多くの国は金本位制を離脱したが、英国は国内での金兌換を禁止したものの、対外的には維持した。米国は1917年秋に金輸出を禁止し、金本位制を離脱した（イタリアは大戦勃発以前に既に離脱し、日本は1917年に離脱した）。ニューヨーク市場におけるポンド相場は、「釘付け」が行われて1916年からは横這い状態が続したが（後述）、それ以外の各国通貨は大きく変動した。米国との貿易・投資関係や各国通貨の信用状況によって、平価を上回るグループと下回るグループに二極分解した（図9-1、図9-2）。なお、フランについては、1916年4月、英仏両政府はフラン安定化に合意し、その結果フラン相場は横這いしない上昇傾向を辿った⁹⁾。

以下、より具体的に、ドル資金がどのように調達され、モルガン商会を初めとする米国金融機関がどのように関わっていったかを検討しよう。

②ドル資金の調達（1914-15年）

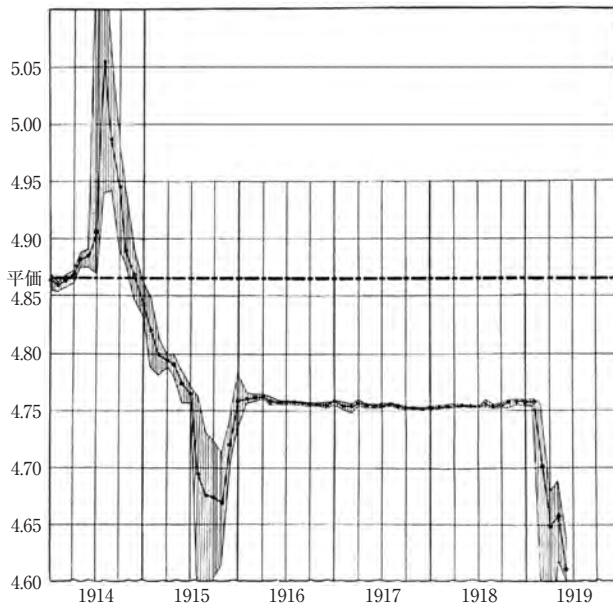
英国大蔵省の米国市場でのドル資金調達の概要を見たのが図9-3である。この図から、(1) 英国のドル需要は、1915年から1917年の間急増している、(2) それに伴ってドル資金の調達方法も多様化しており、当初はポンドの売却、金現送が中心であったが、次第に米国からの借款（これには大別して米国での証券発行によるものと、後述する「デマンド・ローン」と呼ばれるモルガン商会を中心とした米国銀行グループからの借入れがある）、さらには英国人保有のドル証券の米国市場での売却が付け加わった、(3) 米国の参戦した1917年4月以降は米国政府からの直接借入れが圧倒的比重を占めるに至った、等を知ることができよう。もう一つ図を示そう。図

9-4は、英国を中心とする連合諸国の対米民間債務残高を示したものである。ドル資金の調達にはさまざまな形で行われたが、その結果、連合諸国の対米債務は急増し、特に1915年後半から1917年前半にかけてその増加率は著しかった。裏を返せば、戦闘激化とともに大量の軍需品を必要とし、そのためのドル金融も多額かつ早期に必要とされたのであった。なお、この図には米国政府からの貸付は含まれていない。

（a）金現送

連合国の米国からの軍需物資購入代金として、金の現送も行われた。英国は、大西洋上での金輸送が困難なため、カナダのオタワのカナダ政府内にイングランド銀行勘定を設け、金の現送はこのオタワを経由して、また、

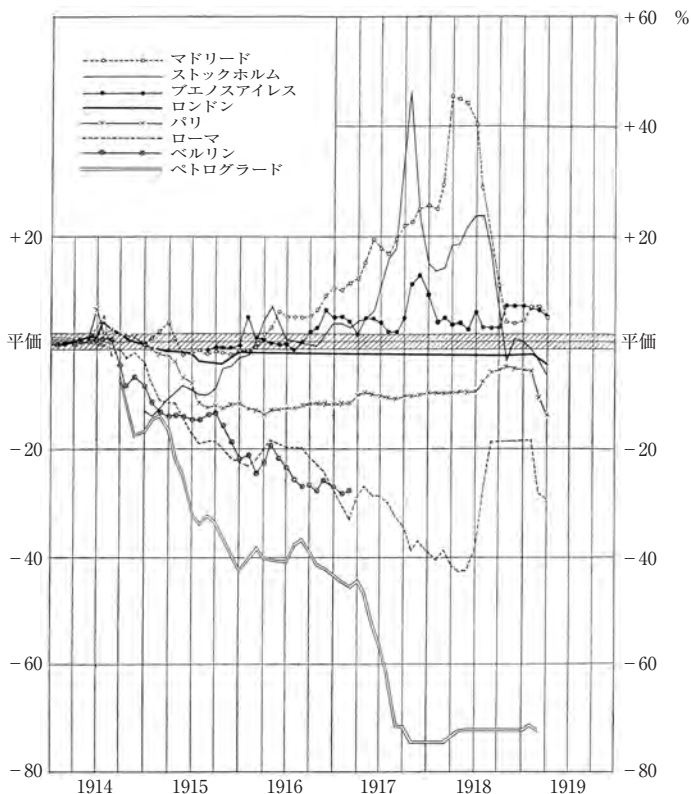
図9-1 ニューヨーク市場におけるポンド相場（ドル）



注：●—● = 月別平均値。斜線部分は最高相場と最低相場を示す。

出所：The Review of Economic Statistics, July, 1919, p.257.

図9-2 ニューヨーク市場における各国通貨の変動率（％）

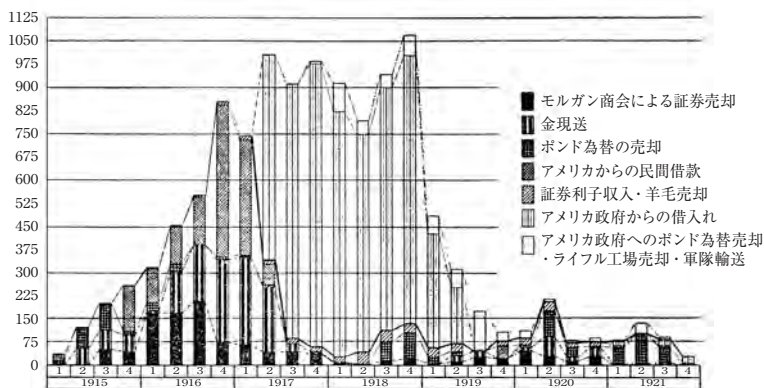


注：各国通貨の平価からの乖離率を示す。

出所：The Review of Economic Statistics, July, 1919, p.243.

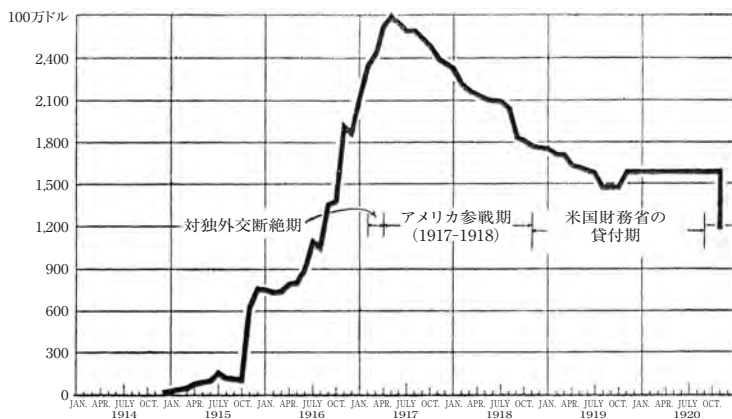
他連合諸国の金もこのオタワのイングランド銀行勘定を經由して米国に輸送された。この「中立」期における連合諸国から米国への金の現送額は、11億ドル（2億3,000万ポンド）と見られるが、英国分は、帝国内新産金額1億3,000万ポンドと純輸出額約2,000万ポンドを合わせて、計1億5,000万ポンドと推定され、これは米国の輸入額の65%に相当した。英国の金貨・金塊の輸出額は1914年：3,060万ポンド、1915年：3,920万ポンド、1916年：

図9-3 英国大蔵省のドル資金調達源泉（100万ドル）



出所：Munitions Industry, Part 29, Exhibit No. 2792.

図9-4 連合諸国の対米民間債務残高（100万ドル）



出所：Munitions Industry, Part 26, Exhibit No. 2159.

8,250万ポンド、1917年：4,090万ポンドであった¹⁰⁾。

この期の米国の金の輸出入を見たのが表9-4である。1914年7月1日～1918年12月末の間、輸出額は合計7億3,890万ドル、輸入は17億6,790万ドルで10億2,900万ドルの入超であった。もっとも、この額は110億ドルの米

表9-4 米国の金の輸出入（100万ドル）

年度	輸出	輸入	出超	入超
1915	146.2	175.0	－	28.8
1916	90.4	494.0	－	403.6
1917	291.9	977.2	－	685.3
1918	190.8	109.8	81.0	－
1918 (7-12)	19.6	11.9	7.7	－
計	738.9	1,767.9	－	1,029.0
年平均	164.2	392.9	－	228.7

出所：Charles J. Bullock, John H. Williams, Rufus S. Tucker, The Balance of the United States (*The Review of Economic Statistics*, July, 1919).

国の貿易累積出超額と比べると、全く十分なものではなかった。他方、ストック面で見ると、米国の金保有額は、1914年の18億510万ドルから1917年末には30億4,150万ドルに達し、世界の金の約3分の1を占めるに至った。また、連邦準備銀行の金準備高は、1917年3月30日の9億4,733万ドルから1918年12月27日の21億4,622万ドルへ増加した。反面、1915年～1918年の間、英国は6億3,440万ドルから3億2,732万ドルへ、フランスは13億8,413万ドルから6億3,440万ドルへ、イタリアは3億2,732万ドルから1億5,579万ドルへ、ドイツは7億1,407万ドルから5億8,704万ドルへ、オーストリアーハンガリーは2億9,630万ドルから5,240万ドルへ減少し、ロシアは1915年から1917年10月29日までに10億5,848万ドルから6億3,010万ドルへ減少した。こうして、金の米国への集中、交戦諸国の金保有額の減少が対照的となった¹¹⁾。

(b) デマンド・ローン（1915年2月28日～7月26日）

デマンド・ローンは、この期、数回にわたって設定された特別勘定で、当座貸越しが可能な点が特徴である。主な目的は、ポンド相場の安定化の他、英国大蔵省勘定に随時資金を充填し、英国のドル資金需要の急増に対する緩衝機能を果たした。その種類は、イングランド銀行に対するもの（モルガン・グレンフェル商会の顧客勘定で、いわゆる「No.1」と呼ばれ

る）と、英国大蔵省に対するもの（モルガン・グレンフェル商会の顧客勘定で、いわゆる「No.2」と呼ばれる）の二つがあった。以下、断片的ではあるが、為替動向と関わらせつつデマンド・ローンの設定およびその内容について概観しよう。

既述の通り、ポンド相場は1914年8月には急騰し、以後低下傾向を辿ったが（表7-1、図7-1）、同年11月においてもなお平価を上回る高水準が続いた。このため、モルガン商会は、英国政府の依頼を受けてポンド売却を開始し、同月の売却額は、1ポンド当たり4.917～4.855ドルで合計約1,900万ドルに上った。以後も売却額は増大し、同商会に開設された英国買付け代理店勘定による1915年1月の売却額は1,600万ドル（1ポンド当たり4.86～4.84ドル）で、以後同年8月24日まで増加し、同年7月には6,200万ドルを記録した（1ポンド当たり約4.78ドル）。同期の売却総額は、ポンドで換算すれば、軍馬購入のための1,760万ポンドを含め約3,000万ポンドに達した（表9-5）¹²⁾。

他方、1915年に入ると、英国の軍需品輸入の急増を背景として、ポンドは金平価の4.8665ドルを下回るようになり、低落傾向が激しくなってきた。このため、イングランド銀行は、同年2月18日、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・バンクに対して、1,000万ドルを限度として、1ポンド4.82ドルを超えない価格でポンドを購入するよう依頼した。2月19日には、電信為替を1ポンド4.817ドルで550万ドル分を購入した。担保は、1914年発行の英国戦時国債で、イングランド銀行内の「モルガン・グレンフェル商会顧客勘定への特別貸付勘定」に預託された。この「勘定」は、後の「デマンド・ローン・No.1」の前身となった。貸出利率は3.5%であった。

同年2月24日には限度額は2,500万ドルに引き上げられた（1ポンド4.79ポンドを超えない価格）。モルガン商会はその2分の1の1,250万ドル、残り2行はそれぞれ625万ドルずつを引受けたが、その後ファースト・ナショナル

表9-5 英国政府の対米収入 (1,000ドル)

	1914年	1915年	1916年	1917年	1918年
米国証券等の売却		97,822	576,214	220,078	91,658
担保証券 (英国政府ノート) 売却			84,643	26,362	285
証券売却 (計)		97,822	660,857	246,439	91,943
為替売却 (MGC) (計)	19,320	276,771	54,914		146,884
5.5%・5年英国政府ノート (1916)			145,736		
5%・英仏共同国債 (1915)		152,550	109,855		
5%・2年英国政府ノート (1916)			245,000		
5.5%・3年英国政府ノート (1916)			146,831		
5.5%・1年英国政府ノート (1917)				98,081	
5.5%・2年英国政府ノート (1917)				146,447	
5%・1年英国大蔵省ノート (JPMC)			28,937	17,829	
セントラル・アルゼンチン・レールウェイ・ノート				14,563	
メトロポリタン・ウォーター・ボード手形 (GTC)			6,008	5,828	
イングリッシュ・ソーイング・コットン・ノート			4,900		
英国大蔵省手形				164,290	363,440
5%・6ヵ月英国大蔵省・ノート (デュボン)				6,403	
債券発行 (計)		152,550	687,237	453,410	363,440
英国政府の借入金勘定		35,000			
英国政府の借入金勘定 (#2)		33,100			
JPMCによる緊急一時貸付				27,000	8,000
英国大蔵省借入金勘定		13,700			
特別貸付勘定 (MGC)		161,512			
特別預金勘定 (MGC)			10,161		
特別貸付勘定 (MGC、#1)			664,267	795,818	
英国政府の借入金勘定 (MGC、#2)			673,500	621,300	
イングランド銀行借入金勘定		5,756			
JPMCによる貸付 (英仏国債関連)			14,211	4,095	43
デマンド・ローン (計)		249,068	1,362,139	1,448,247	8,043
銀行利子等 (計)	37	12,765	69,526	37,380	96,832
連合諸国からの貸付 (計)		54,000	94,491	615,016	1,191,699
米国政府からの貸付等 (計)				1,863,851	2,386,327
金収入 (ライヒスバンク) (計)		171,017	583,773	536,911	
投資 (計)			40,034	5,169	140,767
合計	19,357	1,013,995	3,552,970	5,206,454	4,425,935

出所：F. Carrington Weems, *op. cit.*, Appendix XVI.

ルは引受分のうち225万ドルを辞退したため、新たにコーン・エクステン
ンジ・バンクに100万ドルが与えられ、残余125万ドルはモルガン商会が受
取った。結局、モルガン商会は1,375万ドルとなった。(表9-6、表9-7)。

モルガン商会は、ボンドの下落傾向に対して、何らかの抜本的対策を講
じるよう英国側を説得したが、イングランド銀行と英国大蔵省との意見の

相違、国内の政治状況や対外的配慮等によって、聞き入れられなかった。2月25日には、相当量の金の現送を要請したものの、実現したのはその1ヵ月後のことであった。3月26日には限度額はさらに5,000万ドルに引上げられた（貸出金利は4%）。こうして、1915年3月末での英国政府の軍需契約による負債残高は6,739万ドルであり、ポンドの下落圧力が強まっていたものの、依然としてポンド為替の購入と金現送に依存した。なお、同年6月までに金の現送額は、約5,300万ドルに達し、これは1915年に入ってから金の現送額の約65.5%に上った¹³⁾。

こうした金現送によって、ポンド下落圧力はひとまず収まり、その結果イングランド銀行は、5月18日、「トリオ」への500万ドルの金による一部

表9-6 英国政府の対米支出（1,000ドル）

	1914年	1915年	1916年	1917年	1918年
軍需品等（計）	11,505	334,062	884,894	1,507,142	2,630,157
為替購入（計）		155,521	666,741	1,541,824	321,715
英国政府ノート償還（計）			71,466	146,093	694,454
JPMCによる緊急一時貸付				27,000	8,000
JPMCによる貸付（英仏国債関連）			11,018	5,159	2,172
英国大蔵省借入金勘定		16,700			
英国大蔵省借入金勘定		35,000			
英国大蔵省借入金勘定（#2）		33,100			
特別貸付勘定（MGC）		160,872	640		
特別預金勘定（MGC）			9,274		
特別貸付勘定（MGC、#1）			581,526	808,576	
英国大蔵省借入金勘定（MGC、#2）			527,500	615,639	133,290
イングランド銀行借入金勘定		5,756			
デマンド・ローン（計）		248,428	1,129,958	1,456,574	143,462
銀行・雑（計）		1,520	5,764	99,951	163,698
カナダ政府		171,887	227,364	237,933	147,913
フランス政府		30,000	168,000	79,000	
イタリア政府			75,635		
ロシア政府			54,825	3,014	
KPC／ベアリング（ロシア政府）		58,961	207,064	25,681	
ベルギー政府			4,000	1,000	
連合諸国（計）		260,848	736,887	346,629	147,913
利子（計）		534	15,415	85,856	192,770
投資（計）		11,886	33,871	5,159	140,917
総計	11,505	1,012,799	3,544,995	5,122,043	4,431,476

出所：F. Carrington Weems, *op. cit.*, Appendix XVI.

表9-7 イングランド銀行向けデマンド・ローン（「No.1」）（ドル）

年月	1915年 2月18日	1915年 2月24日	1915年 3月26日	1915年 7月23日	*1915年 7月24日	**1915年 7月26日	1915年 11月22日	1917年 4月26日	1917年 8月7日
融資額（ドル）	10,000,000	25,000,000	50,000,000	50,000,000	5,724,000	41,555,769	123,312,901	92,321,137	85,045,534
利子（%）	3.5%	3.5%	4%	3.5%	5%, 93日	4%	4%	4%	4%
JPMC	5,000,000	13,750,000	33,750,000	34,500,000	2,862,000	9,605,769	110,812,901	71,721,137	57,795,534
FNB	2,500,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	1,431,000	4,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
NCB	2,500,000	6,250,000	12,500,000	11,500,000	1,431,000	10,350,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
Corn Exch Bk	—	1,000,000	—	—	—	1,000,000	—	5,000,000	—
NBC	—	—	—	—	—	2,500,000	—	—	—
GTC	—	—	—	—	—	2,500,000	—	5,000,000	10,000,000
BTC	—	—	—	—	—	2,500,000	2,500,000	5,000,000	6,400,000
Farmers L&T	—	—	—	—	—	2,500,000	—	—	—
CNB	—	—	—	—	—	2,000,000	—	—	—
Nat Park Bk	—	—	—	—	—	1,000,000	—	—	—
Bk of Manhattan	—	—	—	—	—	1,000,000	—	—	—
AENB	—	—	—	—	—	800,000	—	—	—
Hanover NB	—	—	—	—	—	500,000	—	—	—
M&M NB	—	—	—	—	—	500,000	—	—	—
Astor Trust	—	—	—	—	—	—	—	600,000	600,000
UTC (NY)	—	—	—	—	—	—	—	—	250,000

注：デマンド・ローンについては網羅的でなく、信用枠と残高が混在している。参加額は基本的に50万ドル以上、合計額は100万ドル以上のもののみ。

* = チリ政府への融資を示す。* = 1915年7月26日に終わる期間中の最大の融資額を示す。

出所：Syndicate Book, Vol. 9, pp.203-206等から作成。

返済を行った。しかし、その3日後の5月21日には、再び急落し、そのためポンド為替100万ポンドを1ポンド＝4.781 3/16で購入し、その後も大量の購入を余儀なくされた。また、5月末には「トリオ」の当座貸越限度額をさらに2,500万ドル引上げ、また、参加銀行も増やすことを決めた。イングランド銀行は、バンク・オブ・フランスから得た800万ポンドの金を含めて、毎日約250万ドルを6月下旬までモルガン商会に送った。こうして、6月末までにデマンド・ローン2,400万ドル、金現送5,300万ドルを費やしたにもかかわらず、ポンド価格は、5月29日の4.78 1/2ドルから6月30日には4.76 3/8ドルへと下落したのであった¹⁴⁾。

7月に入っても為替の状況は好転しなかった。イングランド銀行は、5月初め、相場が安定したことを背景に、1ポンド4.79ドルでの支持を指示していたが、ポンド下落傾向の中で、7月20日、市場介入基準を4.77ドル

に引下げた。同時に、7月22日には、英国のマッケナ大蔵大臣は、ポンド下落のため米国市場での英国の対米輸入代金（ロシア向け）が決済できない状況であると内閣に報告した。

その後、7月26日、後述のような手段によって、ポンドの為替の一定の安定化が図られたとして、このデマンド・ローン勘定は閉鎖となった。このデマンド・ローンの期間中最高額を記録した際の参加銀行と参加額は表9-7の通りであった¹⁵⁾。

他方、フラン相場もまた低下傾向を辿った。このため、金現送やドル証券の売却などによって対処したが、十分ではなかった。例えば、同年5月初め、バンク・オブ・フランスはイングランド銀行内に、米国での物資調達資金として、200万ポンドの信用を開設し、フラン支持のために800万ポンドの金を預託したが、その1ヵ月後には、フランスの代理店勘定残高は210万ドル以下となり、さらにその数日後にはフランスの新規軍需品発注によって同勘定は70万ドルの貸越となった¹⁶⁾。

なお、1915年2月、英国、フランス、ロシア3国はパリで金融会議を開き、英仏は共同でロシアを金融支援するとともに、英仏露はすべての金融資産をプールし、相互に金融支援することを約束した¹⁷⁾。

（c）ポンド危機の激化

英国政府は、米国での国債発行をなるべく避けたい意向であった。その理由の一つは、利率が、英国内の戦時国債利率よりも高くなるのではないかという懸念であった。英国の第1回戦時国債の利子率は3.5%、第2回戦時国債は4.5%であったが、米国での英国債の利子率は4.75～5.0%と予想された。第二は、為替安定化および軍需品輸入代金支払いのための英仏共同の2億～3億ドルの国債発行の必要性についてであった。英国政府は、ポンドの下落を阻止し輸入代金を確保するためには、通常の方法、すなわち（1）金の現送、（2）米国証券の売却、（3）モルガン商会によるインゲ

ランド銀行へのデマンド・ローンによって可能と考えていた。第三は、ロシアのポーランド戦線での敗退、西部戦線での英仏軍の敗退、ダーダネルス海戦での膠着状態等の戦況悪化によって英国の信用が揺るぎ、英国政府としても信用拡大に断固とした態度を採れなかったことであった¹⁸⁾。

他方、米国投資銀行にも英仏共同国債の米国市場での起債にはいくつかの懸念材料があった。まず第一に、米国の投資家は外国証券に慣れていないため、外国証券についての「教育」するための時間がかかると考えられた。第二に、最大の債券購入者である貯蓄銀行は外国証券への投資を法的に禁じられていた。第三に、ドイツによるルシタニア号の撃沈をめぐって米国政府や銀行界に動揺が生じた。特に、ブライアン国务長官は、米国は真の意味での中立を維持できなかったとして、国务長官を辞任した¹⁹⁾。

第四に、ロシアの壊滅的敗北などによって、戦況は連合国にとって不利となり、連合国の勝利について確信が持てなくなり、米国の銀行界も英国の国債発行についてはなお消極的であった。第五に、シカゴを中心とする中西部ではドイツへの同調者が多く、英仏共同国債の販売の見込みは立たなかった。また、英国人保有の証券の大量売却によって、株式・債券市場は飽和状態となっていた。

7月22日には、再びポンドが下落し、1,000万ポンド～1,200万ポンドのポンド購入を試みたが、1ポンド4.77ドル以下では購入できない状態であった。1915年の末までに必要と推定される1億4,700万ポンドの輸入資金を得るためにはかなりのドル資金を必要とした。この中には軍需品の他、米国南部の綿花の輸入代金も含まれ、戦況への影響はもちろん、南部の英国の海上封鎖政策に対する批判が高まるものと予想された²⁰⁾。

こうした状況下で、対症療法として、三つの対策が採られた。第一は、カナダ国債のニューヨーク市場での起債であった。カナダ国債は、1914年2月、1914年6月、1915年4月にそれぞれ500万ポンドずつロンドン市場で発行されていたが（バンク・オブ・モントリオール引受）、さらにカナダ

国債がロンドン市場で発行されると、ポンドへの悪影響が予想されるため、モルガン商会は米国での起債に踏み切った（表9-8）。1915年7月21日、4,500万ドルのカナダ政府債が発行され（2,500万ドル・5%・1年、1,500万ドル・5%・2年、オプションとして500万ドル・5%・2年の3種）、モルガン商会によって引受られた（オプションは行使された）。オリジナル・グループは、モルガン商会、ブラウン・ブラザーズ、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンク／ナショナル・シティ・カンパニー、バンク・オブ・モントリオールで、カナダ政府の財務代理人であるバンク・オブ・モントリオールに12.5%の562万5,000ドルを与えた後、残余をモルガンとブラウンで2対1の割合で分け、モルガン分はファースト・ナショナルとナショナル・シティ・グループに4分の1ずつ与えた。結局、モルガン：1,312万6,000ドル、ブラウン：1,312万5,000ドル、ファースト・ナショナル：656万2,000ドル、ナショナル・シティ・バンク：206万2,000ドル、ナショナル・シティ・カンパニー：450万ドルとなった。カナダ政府から99.25～99.5で購入し、新たに組織したシンジケートに99.625～99.875で転売し、シンジケートは99.375～99.875で公募した。応募額は6,313万ドルに上り、ほとんどが金融機関であったが、個人ではJ・D・ロック

表9-8 カナダ中央政府債の発行と引受（1,000ポンド、1,000ドル）

1914.2	£5,000	4% (1940-60)	Bk of Montreal
1914.6	£5,000	4% (1940-60)	Bk of Montreal
1915.4	£5,000	4.5% (1920-25)	Bk of Montreal
1915.4	20,000	5% (1917)	JPMC/BBC/Bk of Montreal/FNB/NCB
1915.7	25,000	5% (1916)	JPMC/BBC/Bk of Montreal/FNB/NCB
1915.12	100,000	5% (1925)	カナダ政府
1916.3	25,000	5% (1921)	JPMC/BBC/HFC/Bk of Montreal/FNB/NCB/GTC
1916.3	25,000	5% (1926)	JPMC/BBC/HFC/Bk of Montreal/FNB/NCB/GTC
1916.9	25,000	5% (1931)	JPMC/BBC/HFC/Bk of Montreal/FNB/NCB/GTC
1917.3	100,000	5% (1931)	カナダ政府
1917.7	150,000	5% (1937)	カナダ政府
1917.11	100,000	5% (1919)	JPMC/BBC/HFC/Bk of Mont/FNB/NCC/GTC/BTC/Read
1918.11	300,000	5.5% (1923-33)	カナダ政府

出所：C&CF等から作成。

フェラーが100万ドル応募した²¹⁾。このカナダ政府債の引受は成功裏に行われ、後の英仏政府のニューヨーク市場での多額の起債の可能性を与えるものとなった。なお、オリジナル・グループは、その後バンカーズ・トラスト、ギャランティ・トラスト、ハリス・フォース等を加え、「カナディアン・グループ」と呼ばれた²²⁾。その後も多額のカナダ中央政府債が発行された。

第二に、1915年7月23日、「トリオ」は、イングランド銀行への更なる5,000万ドルの直接貸付を行った。利率は3.5%で、ボンドの購入価格限度は1ポンド=4.77ドル（のちに4.76ドル）と決められた。引受分担はモルガン：3,350万ドル、ナショナル・シティ・バンク：1,250万ドル、ファースト・ナショナル：400万ドルであった。担保は、英国のブルーデンシャル・アシュアランス社から提供された4,000万ドルの米国証券であった²³⁾。同時に、追加の500万ポンドの金現送が行われた。これは旧デマンド・ローンへの元利払いと新ローンが5,000万ドルを超えないようにとの配慮からであった²⁴⁾。なお、7月24日には、「トリオ」は、イングランド銀行を通してチリ政府に120万ポンド（約572万ドル）を93日間・5%で貸付けることに合意し、モルガン：286万2,000ドル、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンク各143万1,000ドルを各負担した。満期の同年10月27日には支払い不能であったため、保証人であったイングランド銀行に代わって「トリオ」によるデマンド・ローン（「イングランド銀行貸付勘定」）に組入れた。12月27日、金現送によって清算された²⁵⁾。

他方、モルガン商会からは、デマンド・ローンが5,000万ドルを超えた場合には、従来の「トリオ」に加えて、他の金融機関にも参加を呼びかける、さらには担保証券を一括して米国のモルガン商会に送還するか、あるいはモルガン・グレンフェル商会に預託する、場合によっては担保証券を米国市場で売却することができる等の条件が出され、英国の了承を得た²⁶⁾。

8月に入ってもボンドの下落は続き、同月10日には急落し、米国のマッ

カドー財務長官は、それによって、連合国の米国からの輸入量が減少し、米国経済に悪影響を及ぼすのではないかと懸念した。また、8月初旬には、ウィルソン大統領の私的顧問であるハウス大佐は、ニューヨーク連邦準備銀行総裁のB・ストロングと協議し、連合国の対米支払いの円滑化を図るために、連銀による引受手形の適格要件を緩和することを決めた（同年9月施行、「レギュレーションR」と呼ばれた）²⁷⁾。

ポンドの急落に対して、金の現送、英国人保有の米国証券売却、「トリオ」による前貸等を行っても、依然として1ポンド=4.76ドルとポンド強化にはならなかった。もっとも、各連合国は金の現送を好まず、米国証券の売却もその体制が不十分で、英国が米国証券の売却を本格化させたのは1915年12月であった。

モルガン商会は、8月12日までイングランド銀行の指示した4.76ドルを維持し、合計約5,200万ドルの金と証券が米国に到着したにもかかわらず、翌8月13日には4.73 1/4ドルに低下した。翌8月14日には、155万ポンドを4.72 1/8～4.71 1/2ドルで購入したが、もはや低下を防ぎ得ず、4.70 1/4ドルで終わった。前貸金5,000万ドルのほとんどは使い尽くし、同日のポンド購入によって融資額は4,240万ドルに達したが（担保は証券が2,600万ドル、金が500万ドルの計3,100万ドル）、米国での国債発行によるドル資金調達の見込も立たない状況下で、イングランド銀行は同日、ポンド購入の停止を命じた。また、物資購入勘定も、8月16日期限の支払額は1,700万ドルに上り、残高はわずか400万ドルであった。

このため、英国政府は8月18日、(1) 政府が米国証券を購入しそれを米国で転売する、(2) 1億ドルの金現送を行うことを決め、当面1,950万ドルの金現送と3,500万ドルのドル建て証券の送還で対応し、その結果8月だけで金現送額は3,900万ドル、ドル建て証券は6,500万ドルに上り、9月と10月には更なる追加が予定されていた。

こうした状況下で、英国政府は8月20日、(1) まず為替問題およびドル

資金調達をより根本的に解決すべく、米国に使節団を派遣する、(2) マッケナ大蔵大臣とイングランド銀行カンリフ総裁は、フランスのプローニュで、リーボウ大蔵大臣とバラン総裁（バンク・オブ・フランス）と会議を行い、ポンドを中心とする通貨支持を主目的として、それぞれ2億ドルずつ（ロシアも2億ドル）の金現送を行うことを決めた（当時の相場は4.67ドル）、(3) 英仏共同の国債を米国市場で起債する、等を決めた。しかし、8月末には、4.55 1/2ドルへと低下し、2週間で20 1/2セントの低下を見た。

こうした結果、マッケナ大蔵大臣は、モルガン商会を、物資購入代理人としての財務代理人とは別に、新たに公認の財務代理人（英国資金の受け入れ・支出を行う預金所）に指定した。8月26日にはそのための特別口座（「英国大蔵省勘定」、後のモルガン・グレンフェルの顧客勘定「No.2」）が開設された（表9-9）。モルガン商会は、この口座を通して、(1) 米国に対する連合諸国の物資購入資金を十分に確保する、(2) 物資購入口座の資金が不足した場合にはこの口座から随時補填する、(3) この口座の資金が不足した場合には、預託されている英国人保有の米国証券を売却することができる、(4) それでも不足の場合には、デマンド・ローンを供与する、等が可能となった。マッケナ大蔵大臣としては、こうした諸手段を通して為替を安定させ、その上で米国での英仏共同国債の発行を企図したのであった。ポンド相場は、9月1日の4.50ドルから9月17日には4.73ドルとなり、9月末には4.72ドルとなった²⁸⁾。

(d) 英仏共同国債の発行

既述の通り、英国にとって、為替の安定化および物資購入ドル資金の安定的供給は戦争遂行上極めて重要であったが、他方米国側から見ると、これらの不安定化は輸出の減少をもたらし、不況を生み、政治不安につながると認識するようになってきた。ウィルソン大統領は、「中立」を維持すべく、米国での交戦諸国の国債発行を禁止していたが、9月15日、米国の

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (9)

表9-9 英国大蔵省向けデマンド・ローン (「No.2」) (ドル)

年月日	1915.10.14~ 1915.11.3	1915.11.1~ 1915.11.16	1915.11.9~ 1915.11.30	*1916.9.1	*1916.11.10	*1917.2.5	1917.8.7	1918.1.1	1919.1.1	計
JPMC	6,850,000	30,000,000	17,450,000	73,150,000	68,250,000	64,650,000	165,650,000	79,940,000	26,700,000	478,340,000
FNB (NY)	3,425,000		8,250,000	15,000,000	10,000,000	10,000,000	39,000,000	21,000,000	8,000,000	103,000,000
U.S.Steel						25,000,000	30,000,000	30,000,000	15,000,000	100,000,000
NCB	3,425,000	5,000,000	7,400,000	16,000,000	15,000,000	5,000,000	30,000,000	20,000,000	8,000,000	94,000,000
NBC				3,000,000	2,500,000	11,000,000	17,000,000	17,000,000	8,500,000	59,000,000
CNB				2,000,000	4,000,000	7,000,000	12,500,000	11,500,000	6,000,000	43,000,000
Drexel				3,000,000	7,350,000	5,550,000	11,850,000	8,300,000	2,000,000	38,050,000
Liberty NB				500,000	300,000	7,500,000	11,000,000	4,000,000	2,000,000	25,300,000
GTC				4,500,000	2,500,000	2,500,000	12,500,000			22,000,000
AENB				1,000,000	1,000,000	3,000,000	9,000,000	4,000,000	2,000,000	20,000,000
ATT						20,000,000				20,000,000
BTC				5,000,000	5,000,000	5,000,000	3,000,000			18,000,000
CTC				1,000,000	1,000,000	1,000,000	5,200,000	5,200,000	2,500,000	15,900,000
M&M NB				500,000	1,000,000	2,000,000	4,500,000	4,000,000	2,000,000	14,000,000
C&C T&SB						5,000,000	6,000,000	2,000,000		13,000,000
Int Harvester				5,000,000	3,000,000	3,000,000				11,000,000
Farmers L&T				1,000,000	1,000,000	1,000,000	3,000,000	3,000,000	1,500,000	10,500,000
NY Trust				1,000,000	1,000,000	4,000,000	2,200,000	1,200,000	720,000	10,120,000
Corn Exc Bk				1,500,000	1,000,000	2,000,000	2,000,000	1,000,000	600,000	8,100,000
Nat Park Bk				1,000,000	500,000	500,000	1,500,000	1,500,000	900,000	5,900,000
Hanover NB				750,000	500,000	500,000	1,500,000	1,500,000	900,000	5,650,000
Irving NB					1,000,000	2,000,000	1,000,000	1,000,000	600,000	5,600,000
UTC (P)				1,500,000		1,500,000	2,500,000			5,500,000
IT&SB						3,000,000	1,000,000	1,000,000		5,000,000
Bk of Manha				1,000,000	1,000,000	500,000	1,250,000	500,000	300,000	4,550,000
Mellon NB						2,000,000	2,000,000	300,000		4,300,000
FT&SB						1,500,000	1,000,000	1,000,000		3,500,000
C&C NB						2,000,000	1,500,000			3,500,000
FNB (Chi)						1,500,000	2,000,000			3,500,000
Title G&Trust				250,000	250,000	500,000	800,000	800,000	480,000	3,080,000
Columbia Trust				500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	300,000	2,800,000
First&Old D NB					1,000,000	1,000,000	500,000			2,500,000
FNB (Boston)						2,000,000	250,000			2,250,000
UTC (NY)					1,500,000	750,000				2,250,000
Citizens S&T						1,000,000		1,000,000		2,000,000
FNB (Clev)						1,000,000	300,000	500,000		1,800,000
Perkins (GW)						1,600,000				1,600,000
Bk of NY				600,000	600,000	250,000	150,000			1,600,000
Chath&Ph NB						500,000	300,000			800,000
St.Louis NB						500,000	250,000			750,000
Peoples NB (P)						500,000	250,000			750,000
Nat Shawmut Bk						500,000				500,000
Old Colony Tr						500,000				500,000
U.S.Trust				500,000						500,000
計	13,700,000	35,000,000	33,100,000	140,000,000	131,000,000	212,000,000	384,295,534	222,290,000	89,000,000	1,178,585,534

注：* = 各年月日に終わる期間中の最大融資額を示す。

出所：Syndicate Book, Vol. 9, pp.205-206：Munitions Industry, Part 33, Exhibits No. 4202, No. 4203, No. 4204, No. 4205.

貿易を維持するために英国国債の米国市場での起債に反対しないという形で事実上承認した²⁹⁾。

英仏合同金融委員会は、レディング男爵（英国高等法院の王座部首席裁判官）を団長として、H・B・スミス卿（大蔵省役人で、トルコ国立銀行頭取）、B・P・ブラケット（大蔵省役人で、同委員会の秘書役）、E・H・ホールデン卿（ロンドン・シティ・アンド・ミッドランド銀行会長）に加え、フランスからの外務省・大蔵省を代表してO・ホームベルク、バンク・オブ・フランスの理事E・マレーの6名で構成され、9月10日にニューヨークに到着した。英仏共同国債発行に関する協議は9月13日から始まり、モルガン商会からは、J・P・モルガン・ジュニア、H・P・デイビソン、T・ラモント、D・モローが加わった。同日、同商会は、R・ウィンザー（キダー・ピーボディ商会）、A・H・ウィギンおよびE・R・ティンカー（いずれもチェイス・ナショナル・バンク）、C・H・セイビンおよびW・B・フランクリン（いずれもギャランティ・トラスト）、J・J・ストロー（リー・ヒギンソン商会）、W・E・ベルおよびH・F・ビー（いずれもハリス・フォーズ商会）と協議を行い、さらに翌日の9月16日にはウィギン、セイビン、E・L・ハイン（ファースト・ナショナル・バンク）、A・B・ヘップバーン（チェイス・ナショナル・バンク）、J・S・アレキサンダー（バンク・オブ・コマーс）等と再度協議を行った³⁰⁾。

協議での争点は、共同国債の是非、発行額、発行価格、利率、担保の有無、償還期間、長期債への転換等であったが、特に英仏側は、金現送をなるべく避けたいとの意向から、発行額が多額で、長期かつ低利・無担保の長期債の発行を望んだ。しかし、米国側では、既述の米国の投資家は外国証券についての知識や経験が少ないという事情の他に、交戦国英仏の国債発行は中立の精神に反し、米国も戦争に巻き込まれるのではないかという世論も強く、英仏側の要望を全面的に受け入れることはできなかった。特に、米国中西部ではドイツないしオーストリア出身者が多く、シカゴでは

全人口の46%を占めており、もしシカゴの銀行や投資銀行が英仏共同国債の発行に協力すれば、預金の引出しが大規模に生じるであろうと言われた。さらに、英国の海上封鎖政策によって、シカゴを拠点とする食肉加工企業の中立国向けの輸送船やスタンダード・オイル社のタンカーが拿獲される事件が起きる等（英国の捕獲審検所は食肉加工企業の不当との訴えを退けた）、英国に対する反発も強くなった。こうして米国市場の起債環境は悪化しつつあり、協議の結論が急がれた³¹⁾。

結局、9月25日に、以下のような合意を見た。

- (1) 5億ドルの英仏共同国債を発行し、英仏で等分する。
- (2) 無担保で、利率は5%、期間は5年、その後15年～25年の長期債への転換が可能である。
- (3) 引受グループを組織し、グループは96で引受け、98で公募する。引受グループの幹事はニューヨークの投資銀行、商業銀行、信託会社61行で構成され、モルガン商会はそれら幹事の代表を務める。通常、引受グループは、買取シンジケートと販売シンジケートの2段階で組織されるが、買取シンジケートが、5億ドルを買取・保証することは不可能なため、買取シンジケートと販売シンジケートを一つにする。つまり、全米の1,570の金融機関・企業・個人を買取シンジケートに参加させ、買取分の残余を販売シンジケートで分売する（後述）。
- (4) 国債の売却金は、英仏政府が必要とするまで各応募受付機関に預金しておく。また、この売却金はすべて、米国内で使用しなければならない。
- (5) 幹事やその代表であるモルガン商会は、引受報酬を受取らない。

1915年10月24日、英仏合同金融委員会は、幹事代表のモルガン商会との間で、5億ドルを96で購入する契約を結んだ。買取シンジケートへの参加者は表9-10の通りである。参加者で特徴的なのは、シカゴの参加者が少ない点であった。シカゴの協力を得るべく、同委員会のメンバーのうちレ

表9-10 英仏共同国債シンジケートへの参加者・参加額・利益（ドル）

参加者	買取シンジケート	販売シンジケート	計	買取利益	販売利益	計
Du Pont De Nemours*	25,000,000	10,000,000	35,000,000	478,450.0	180,050.0	658,500.0
NCB	17,775,200	14,525,700	32,300,900	340,181.8	261,535.2	601,717.0
JPMC	13,602,800	16,439,700	30,042,500	260,330.4	295,996.8	556,327.2
LHC	22,247,700	5,358,800	27,606,500	425,776.5	96,485.2	522,261.7
KPC	20,766,500	573,800	21,340,300	397,429.3	82,351.1	479,780.4
Bethlehem Steel		20,000,000	20,000,000		360,100.0	360,100.0
CNB	3,280,900	13,400,000	16,680,900	62,789.9	241,267.0	304,056.9
UTC (P)	11,832,000	4,183,000	16,015,000	226,440.8	75,314.9	301,755.7
FNB (NY)	11,588,000	3,855,000	15,443,000	221,771.1	69,409.3	291,180.4
GTC	8,052,100	7,327,900	15,380,000	154,101.1	131,938.8	286,039.9
BTC	7,597,400	2,653,000	10,250,400	145,399.0	47,767.3	193,166.3
Rockefeller (JD)		10,000,000	10,000,000		180,050.0	180,050.0
Hercules Powder*	3,000,000	4,500,000	7,500,000	57,414.0	81,022.5	138,436.5
AENB	4,900,000	2,300,000	7,200,000	93,776.2	41,411.5	135,187.7
CTC	1,165,000	5,985,000	7,150,000	22,295.8	107,760.0	130,055.8
NCC	3,000,000	4,000,000	7,000,000	57,414.0	72,020.0	129,434.0
Liberty NB	4,458,300	2,541,700	7,000,000	85,323.0	45,763.3	131,086.3
BBC	3,404,000	2,905,000	6,309,000	65,135.8	52,304.5	117,440.3
NBC	5,503,900	180,000	5,683,900	105,333.6	3,240.9	108,574.5
M&M NB	4,500,000	1,000,000	5,500,000	86,121.0	18,005.0	104,126.0
Cassel (Ernest)	2,500,000	2,500,000	5,000,000	47,845.0	45,012.5	92,857.5
Guggenheim (D)	2,500,000	2,500,000	5,000,000	47,845.0	45,012.5	92,857.5
Hanover NB	3,000,000	2,000,000	5,000,000	57,414.0	36,010.0	93,424.0
Remington Arms*	2,500,000	2,500,000	5,000,000	47,845.0	45,012.5	92,857.5
Kissel Kinnicutt	2,594,800	1,474,000	4,068,800	46,659.3	26,539.4	73,198.7
Read (WA) & Co.	2,415,600	1,584,400	4,000,000	46,229.8	28,527.1	74,756.9
HFC	2,641,700	1,030,900	3,672,600	44,816.0	18,561.4	63,377.4
Bk of NY	2,599,000	551,000	3,150,000	49,740.0	9,920.8	59,660.8
Metropolitan Trust	3,105,000		3,105,000	59,423.5		59,423.5
Electric Boat*	1,500,000	1,500,000	3,000,000	28,707.0	27,007.5	55,714.5
American Can*	1,500,000	1,500,000	3,000,000	28,707.0	27,007.5	55,714.5
FNB (St.Paul)	2,400,000	600,000	3,000,000	45,931.2	10,803.0	56,734.2
Manhattan Co.	3,000,000		3,000,000	57,414.0		57,414.0
U.S.Trust	175,500	2,500,000	2,675,500	3,358.7	45,012.5	48,371.2
Irving NB	1,636,400	897,100	2,533,500	31,317.4	16,152.3	47,469.7
Nat Conduit Cable*	2,500,000		2,500,000	47,845.0		47,845.0
Kean Taylor	866,500	1,503,500	2,370,000	16,583.1	27,070.5	43,653.6
Nat Park Bk	2,245,300	100,000	2,345,300	42,970.6	1,800.5	44,771.1
FNB (Cin)	850,000	1,350,000	2,200,000	16,267.3	24,306.8	40,574.1
Bonbright (WP)	1,486,900	704,100	2,191,000	28,456.3	12,677.3	41,133.6
ETC	1,014,000	1,000,000	2,014,000	19,405.9	18,005.0	37,410.9
Aldred&Co.	1,063,000	937,000	2,000,000	20,343.7	16,870.7	37,214.4
U.S.Cartridge	871,000	1,129,000	2,000,000	16,669.2	20,327.7	36,996.9
Northwestern NB (Minn)	1,550,000	400,000	1,950,000	29,663.9	7,202.0	36,865.9
First&Old Detroit NB	1,445,000	500,000	1,945,000	27,463.0	9,002.5	36,465.5
Leach (AB)	920,000	980,000	1,900,000	17,607.0	17,644.9	35,251.9

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (9)

参加者	買取シンジケート	販売シンジケート	計	買取利益	販売利益	計
LTC	1,284,100	370,900	1,655,000	24,575.1	6,678.1	31,253.2
Astor Trust	1,250,000	350,000	1,600,000	23,922.5	6,301.8	30,224.3
Int'l Steel&Ordinance	1,500,000		1,500,000	28,707.0		28,707.0
UTC (NY)	1,000,000	500,000	1,500,000	19,138.0	9,002.5	28,140.5
HF&S	770,000	730,000	1,500,000	14,736.3	13,143.7	27,880.0
Chemical NB	1,500,000		1,500,000	28,707.0		28,707.0
NY Trust	1,400,000		1,400,000	26,793.2		26,793.2
Bk of Montreal	298,900	1,100,000	1,398,900	5,720.4	19,805.5	25,525.9
Seligman (J&W)	375,900	974,100	1,350,000	7,194.0	17,538.7	24,732.7
FNB (Clev)		1,350,000	1,350,000		24,306.8	24,306.8
Hallgarten	866,600	408,400	1,275,000	16,585.0	7,353.2	23,938.2
Salomon (W) &Co.	690,800	559,200	1,250,000	13,220.5	10,068.4	23,288.9
Bk of America	500,000	700,000	1,200,000	9,569.0	12,603.5	22,172.5
Iselin (A)	700,000	500,000	1,200,000	13,396.6	9,002.5	22,399.1
Spencer Trask&Co.	1,076,900	72,800	1,149,700	20,609.7	9,002.5	29,612.2
White Weld	1,018,000	111,000	1,129,000	19,482.5	1,998.6	21,481.1
Potter,C&P	586,200	531,800	1,118,000	10,874.2	9,575.1	20,449.3
Van Emburgh&Atterbury	506,000	500,000	1,006,000	9,683.8	9,002.5	18,686.3
Title Guarantee&Trust	1,000,000		1,000,000	19,138.0		19,138.0
Winslow Lanier&Co.		1,000,000	1,000,000		18,005.0	18,005.0
U.S.Mtge&Trust	500,000	500,000	1,000,000	9,569.0	9,002.5	18,571.5
Studebaker Corp.*	1,000,000		1,000,000	19,138.0		19,138.0
Kountze Bros.	350,000	650,000	1,000,000	6,698.3	11,703.3	18,401.6
Lazard Frères	300,000	700,000	1,000,000	5,741.4	12,603.5	18,344.9
Thompson (WB)	500,000	500,000	1,000,000	9,569.0	9,002.5	18,571.5
Washington Steel&Ordinance*		1,000,000	1,000,000		18,005.0	18,005.0
Columbia Trust	550,000	450,000	1,000,000	10,525.9	8,102.3	18,628.2
Keys (CM)	750,000	250,000	1,000,000	14,353.5	4,501.3	18,854.8
Frick (HC)*	1,000,000		1,000,000	19,138.0		19,138.0
Bliss (EW)	1,000,000		1,000,000	19,138.0		19,138.0
Peabody (CA)	1,000,000		1,000,000	19,138.0		19,138.0
Clark Dodge	622,700	377,300	1,000,000	11,917.2	6,793.3	18,710.5
Borg (Simon) &Co.		1,000,000	1,000,000		18,005.0	18,005.0
INCO	1,000,000		1,000,000	19,138.0		19,138.0
Lackwanna Steel*		1,000,000	1,000,000		18,005.0	18,005.0
Midvale Steel*		1,000,000	1,000,000		18,005.0	18,005.0
Mercantiles NB	454,900	535,100	990,000	8,705.9	9,634.5	18,340.4
Heidelberg,Ickelheimer	300,000	650,000	950,000	5,741.4	11,703.3	17,444.7
Bacon (R)	950,000		950,000	18,181.1		18,181.1
RBC	450,000	500,000	950,000	9,612.1	9,002.5	18,614.6
Redmond&Co.	915,000		915,000	17,511.3		17,511.3
CTC (I)	231,000	665,000	896,000	4,420.9	11,973.3	16,394.2
Day&Heaton (NY)	505,000	300,000	805,000	9,664.7	5,401.5	15,066.2
Fifth Avenue Bk	700,000		700,000	13,396.6		13,396.6
Shearson,Hammill&Co.	700,000		700,000	13,396.6		13,396.6
Clement NB (Vt)		675,000	675,000		12,153.4	12,153.4
Bk of California	300,000	325,000	625,000	5,741.4	5,851.6	11,593.0
Alex Brown Bros.	340,000	285,000	625,000	6,506.9	5,131.4	11,638.3

参加者	買取シンジケート	販売シンジケート	計	買取利益	販売利益	計
Security Co. (NY)	602,000		602,000	11,521.1		11,521.1
Rockefeller Foundation	600,000		600,000	11,482.8		11,482.8
Clews (Henry)	600,000		600,000	11,482.8		11,482.8
Raymond Pyncheon&Co.	2,500	585,500	588,000	47.8	10,541.9	10,589.7
Bk of Buffalo	281,000	300,000	581,000	5,377.8	5,401.5	10,779.3
Laidlaw&Co.	558,000	124,000	682,000	10,679.0	2,232.6	12,911.6
Aetona Life Ins.	550,000		550,000	10,525.9		10,525.9
Hale&Stieglitz	15,000	547,000	562,000	287.1	9,848.7	10,135.8
Crocker (WH)	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Importers&Traders NB	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Hartford-Aetna NB	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Babcock&Wilcox *		500,000	500,000		9,002.5	9,002.5
Bartlett Hayward (Balt) *		500,000	500,000		9,002.5	9,002.5
Yale&Towne Mfg*	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Harriman NB	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Empire Trust	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Iselin (A) &Co.		500,000	500,000		9,002.5	9,002.5
Bk of Metropolis	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Baruch (BM)		500,000	500,000		9,002.5	9,002.5
American Express	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Berwind (EJ)	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Manning (JB)	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Maitland Coppel&Co.	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
St.Louis Union Bk	250,000	250,000	500,000	4,784.5	4,501.3	9,285.8
White Co.	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Sutro Bros.	250,000	250,000	500,000	4,784.5	4,501.3	9,285.8
State Bk (NYC)		500,000	500,000		9,002.5	9,002.5
Second NB (Mich)	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
State Bk (NY)	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
NY Air Brake		500,000	500,000		9,002.5	9,002.5
NY Susquehanna&Western RR		500,000	500,000		9,002.5	9,002.5
Safe Dep&Trust (Md)	500,000		500,000	9,569.0		9,569.0
Rhoades&Co.	289,400	210,600	500,000	5,539.0	3,791.9	9,330.9
Old Colony Trust	300,000	200,000	500,000	5,741.4	3,601.0	9,342.4
Blair	400,000	100,000	500,000	7,655.2	1,800.5	9,455.7
計	296,366,200	215,910,000		5,671,856.3	3,887,459.6	

注：参加額50万ドル以上のもののみ。* = J・P・モルガン商会との契約企業を示す。

出所：Munitions Industry, Part 27, pp.8303-8318.

ディング、ホールデン、ブラケット、マレーは、モルガン商会のラモントとともに、シカゴを訪問した。まず、N・W・ホールジー商会では顧客の多くがドイツ人ないしドイツ系であること、ファースト・ナショナル・バンク（シカゴ）でも預金の引出しが見られたこと等から参加は見込まれ

ず、その結果ラモントは前グレイト・ノーザン・レールウェイ会長である J・J・ヒルや J・J・ミッチェル、G・M・レイノルズ、J・O・アーマー等を訪問し、協力を求めた。しかし、いずれも十分奏功せず、シカゴでは唯一買取シンジケートに参加を決めたのはセントラル・トラスト（イリノイ）であった。これは、ラモントによるセントラル・トラストへの金融援助の約束を受けて社長の C・G・ドーズが決断したからであった。その他、ヒルの説得の影響でツウィン・シティーズ、ミネアポリス、セント・ポール等で参加が見られた程度であった。

ニューヨークでは、主にモルガン系金融機関が積極的に参加し、有力機関であるクーン・ロープ商会、スパイヤー商会、ゴールドマン・サックス商会等は参加しなかった。クーン・ロープ商会の場合、理由は、ドイツ系ユダヤ人であるとともに、発行金がユダヤ人迫害を行うロシア帝政を援助しないという保証がないということであった。スパイヤー商会とゴールドマン・サックスはいずれもドイツとの血縁的、金融的關係が強いことがその主な理由であった（表9-10）。

その他、参加者で特徴的なのは、デュボン、ベスレヘム・スチール、レミントン・アームズ、ハーキュレス・パウダーのように、モルガン商会を通して軍需物資の受注を受けた米国企業が多かった点であった（表9-11）。また、個人での応募者は207名に上り、J・D・ロックフェラー、W・ロックフェラー、D・グッゲンハイム（非鉄）、O・H・カーン（クーン・ロープ商会）、J・J・ヒル、C・W・ナッシュ（ジェネラル・モーターズ）、I・T・ブッシュ（ブッシュ・ターミナル）、J・N・ウィリス（ウィリス・ナイト）、英国の E・カッセル等であった。なお、モルガン商会の参加額は、表9-10の示す通り、買取で1,360万ドル、販売で1,640万ドル、計約3,000万ドルに上った。しかし、実際にはドレクセル商会分2,000万ドル余りが含まれており、モルガン商会分全体の3分の2を占めた³²⁾。

また、シンジケートへの参加者は、1,567に上り、地域の内訳は、41州に

表9-11 軍需契約企業による英仏共同国債の購入額（ドル）

E.I.du Pont de Nemours&Co.	35,000,000
Bethlehem Steel Corp.	20,000,000
Hercules Powder Co.	7,500,000
Remington Arms-U.M.C.Co.	5,000,000
The Electric Boat Co.	3,000,000
American Can Co.	3,000,000
National Conduit&Cable Co.	2,500,000
U.S.Cartridge Co.	2,000,000
International Steel&Ordnance Co.	1,500,000
Westinghouse Airbrake Co.	1,250,000
Washington Steel&Ordnance Co.	1,000,000
Midvale Steel Co.	1,000,000
The Studebaker Corp.	1,000,000
General Electric Co.	1,000,000
E.W.Bliss Co.	1,000,000
Lackawanna Steel Co.	1,000,000
Bartlett Hayward&Co.	600,000
The White Co.	500,000
Yale & Towne Mfg Co.	500,000
Hungerford Brass&Copper Co.	250,000
Powers Sons & Co.	250,000
Long (R.H.)	200,000
Colt Patent Fire Arms	200,000
Curtiss Motor Co.	200,000
Jeffrey (Thomas B.) Co.	100,000
Inland Steel Co.	100,000
Semet Solvay Co.	100,000
Tennant Sons & Co.	53,000
Providence Engineering Works	50,000
Holt&Co.	50,000
Sealy (Thos)	15,000
Snead&Co. Iron Works	10,000
計	89,928,000

注：モルガン商会を通して受注した企業。

出所：Munitions Industry, Part 26, Exhibit No. 2273.

及んだが、参加者合計の92.2%（1,445）はオハイオ、メアリーランドを含む東部14州で、その中ではニューヨーク州が最大で665（その多くはニューヨーク・シティで465）、次いでペンシルベニアの223、マサチューセッツの217で、工業および海運の中心地が多かった。穀物、鉱業、食肉等の中西部・山岳諸州は83、南部11州は27、果実等太平洋岸3州は12であった。地域の中で象徴的であったのは、シカゴの応募者が、当初5,000万ドル～1

億ドルと予想されていたが、実際には550万ドルに満たなかった³³⁾。

こうして、5億ドルに対して、5億1,228万ドルの応募があり、そのうち2億9,637ドルが買取られ、残余2億1,591万ドルは販売シンジケートに残され、10月14日には98で公募が行われた。しかし、予想された通り、市場の反応は鈍く、販売は遅れた。まず、買取シンジケートの参加者は、その顧客分を含めて、全体の2分の1以上（2億9,637ドル）を取得したものの、販売シンジケートによる一般投資家への販売は遅々として進まず、11月初めまでの販売額は1,000万ドル、シンジケートの契約期間の終了した12月14日においても、2,284万ドルにしか達せず、1億9,310万ドルが売残った。そうした結果、販売価格も93 7/8に低下し、これは発行価格を4 1/8下回った³⁴⁾。このため、債券価格を引上げる必要が生じ、英仏政府はモルガン商会に対して2,500万ドルを限度として債券の購入を依頼した。同商会は、12月10日には、価格を95に維持すべく債券の購入を開始し、翌年の1月には、ニューヨーク・ライフから500万ドルを95で購入したりした³⁵⁾。なお、ナショナル・シティ・バンクが中央預金受け入れ所に指定され、英仏共同国債によって得られた資金は、英仏合同金融委員会の指示によって、同行内の英仏共同国債勘定に移転された。

こうした英仏共同国債の起債の結果、全米の一般投資家をも動員した形での資金調達が困難であることが明らかになり、さらに英仏間、英仏政府とモルガン商会との間、米国金融機関間での軋轢が生じるようになった。

英仏共同国債の発行で得た資金のうち、第1回目の支払い2億1,600万ドルが行われた11月には、英国は6,100万ドルの金現送を行い、結局1915年の現送額は1億9,090万ドルに達した。これは、米国の金輸入額約4億2,050万ドルの45%に相当した。さらに、1915年7月～12月の間、英国人保有の米国証券を売却し2億3,300万ドル得た。こうした資金の投入にもかかわらず、増大する軍需品輸入代金および為替安定化のための資金需要を満たすことはできなかった。英仏共同国債によって、英仏両政府はそれぞれ約

2億1,500万ドルずつの手取金を得たものの、9月末の英国の軍需品代金未払い額は6億3,920万ドルに達し、手取金の2.5倍以上に上っていたのである。

また、英仏共同国債が公募された1週間後には、イングランド銀行はモルガン商会にポンド下落阻止のための支援を再び求めた。ポンド相場は、9月末の4.72 1/2ドルから10月20日には4.68ドルに低下していた。そのためモルガン商会は、利率3.5%で、5,000万ドルのデマンド・ローン勘定（英国大蔵省向け）を再開した。10月14日には、1,100万ドル、10月29日には270万ドルが投じられ、英国大蔵省向け貸付勘定は計1,370万ドルとなった。出資銀行はモルガン：685万ドル、ファースト・ナショナル：342万5,000ドル、ナショナル・シティ・バンク：342万5,000ドルであった³⁶⁾。

結局、米国市場での国債発行は望めず、また、米国の銀行は無担保貸付を法的に禁じられているため、銀行のシンジケートによる貸付・信用供与に依存せざるを得なくなり、その結果、担保としてのドル証券ないしドル建て外国証券の絶え間ない供給が必要となった。したがって、連邦準備理事会の銀行の外国証券投資に対する規制緩和およびウィルソン政権の支援が必要とされた³⁷⁾。

(e) 対ロンドン銀行貸付：1915年12月：5,000万ドル；4.5%・6カ月

ポンドの下落は、利率が5%ではあっても、海外政府や企業によるロンドン・バランスの取崩しをもたらし、輸出業者によるポンド為替の利用を減少させ、世界の貿易金融における英国銀行の地位低下を招く恐れがあった。為替安定化と国際貿易金融におけるロンドンの地位を維持する目的で、E・ホールデン卿（ロンドン・シティ・アンド・ミッドランド・バンク会長）の提案で、ニューヨークのコルレス銀行から短期の融資を取付けることが決められた。米国側でその要請に主導的に対応したのは、同行の米国コルレス銀行であるナショナル・シティ・バンクであった。

1915年12月、イングランド銀行の承認の下、為替安定化および米国での

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (9)

物資購入資金調達を目的として、英国主要8銀行への5,000万ドル・6ヵ月融資が決められた。幹事はナショナル・シティ・バンクで、その他バンカーズ・トラスト、ギャランティ・トラスト、ナショナル・バンク・オブ・コマース、チェイス・ナショナル、バンク・オブ・モントリオール、コンチネンタル&コマーシャル・ナショナル・バンク（シカゴ）の6行が加わった。これらはいずれも、ロンドン諸銀行のコルレス銀行で、ロンドン諸銀行の受信額と米国諸銀行の与信額は表9-12の通りであった。モルガン商会は、ナショナル・シティ・バンクを通して100万ドル参加し、また、ナショナル・シティ・バンクを通してスウェーデンの銀行1行が参加した。この融資は、満期となる1916年6月には、さらに1年更新され、1917年6月に返済された。担保は4.5%・1,100万ポンドの英国戦時国債で

表9-12 ロンドン銀行への融資額 (1915年11月、4.5%、6ヵ月、ドル)

ロンドンの銀行		Bk of New York	600,000
Lloyds Bk	7,500,000	Read (W.A.)	525,000
London C&MB	7,500,000	Metropolitan Trust	500,000
London C&WB	7,500,000	U.S.Mtge&Trust	500,000
Union of L&SB	7,500,000	NY Trust	500,000
Barclay&Co.	5,000,000	Hebden,B&M	500,000
Nat Prov Bk	5,000,000	クリーブランド	
London Jt Stk Bk	5,000,000	Society for Savings	500,000
Parr's Bank	5,000,000	フィラデルフィア	
計	50,000,000	Commercial Trust	500,000
米国の銀行		Philadelphia NB	500,000
ニューヨーク市		サン・フランシスコ	
GTC	5,000,000	Bk of California	500,000
NCB	2,945,000	シカゴ	
Hanover NB	2,500,000	C&C NB	1,500,000
NCC	2,500,000	C&C T&SB	500,000
NBC	2,385,000	FNB	1,000,000
BTC	2,050,000	Hibernian Bking Assn	500,000
Farmers L&T	1,000,000	セント・ポール	
CNB	1,000,000	FNB	750,000
Merchants NB	1,000,000	セント・ルイス	
*Thornley (F.J.)	1,000,000	Mercantile Trust	500,000
NPB	1,000,000	スウェーデン	
Velie (R.R.)	1,000,000	*Sveriges Riksbank	1,000,000

注：* = JPMC, ** = Irving NB, *** = NCBの参加額。50万ドル以上のもののみ。

出所：Munitions Industry, Part 30, Exhibits No. 3253, No. 3256.

あった。

ナショナル・シティ・バンクが幹事となったのは、ロンドンのコルレス銀行であるロンドン・シティ・アンド・ミッドランド・バンク会長のエドワード・ホールデン会長が、ポンドの安定化を図るための「小委員会」（後述）の設置を促し、同時に在米コルレス銀行による融資の主導権をとるよう勧告したからであり、もちろんモルガン商会の協力も取付けた。なお、モルガン商会の在ロンドン・コルレス銀行はロンドン・ジョイント・ストック・バンクであった³⁸⁾。

③ドル資金の調達（1916-17年）

(a) 種々の小口ドル資金確保策

(1) アラバマ・ニューオーリンズ・テキサス&パシフィック・ジャンクション社（英国鉄道持株会社）保有のドル建て社債の購入

同社は、英国の持株会社で（以下、アラバマ社と略す）、米国の鉄道企業3社、ニューオーリンズ&ノースウェスタン（以下、ニューオーリンズ社と略す）、アラバマ&ピックスバーグ、シュレブポート&パシフィックを支配下に置いており、また、サザン・レールウェイ社（以下、サザン社と略す）はアラバマ社の普通株42.5%を保有していた。アラバマ社は英国政府のドル確保政策に協力する意思があり、他方、サザン社はニューオーリンズ社の支配権獲得を望んでいた。このため、モルガン商会、サザン社、英国政府、アラバマ社との間で、英国政府はニューオーリンズ社のドル建て社債を取得する、社債保有者はより利回りの高い英国大蔵省証券を取得する、サザン社はニューオーリンズ社を吸収・清算するという取決めが行われた³⁹⁾。

モルガン商会は、1916年10月31日、ロンドン市場において、アラバマ社から、ニューオーリンズ社の発行する一般担保付き社債559万5,000ドルを75%で、収益社債150万ドルを52%で、普通株5万3,363株を1株100ドルで、

サウスウェスタン・コントラクションの普通株4,487株を1株250ドルでそれぞれ購入し、合計約240万ポンドを支払った。アラバマ社はその代金として英国の6%・3年の大蔵省証券で受取ること合意した。モルガン商会はさらに、エミール・アーランガー商会からニューオーリンズ社普通株3,789株を1株90ドルで購入し、保有株数を5万7,152株（発行済み株数は6万株）とした。

次に、モルガン商会は、サザン社に対して、ニューオーリンズ社普通株5万7,152株を1株100ドルで、また、サザン社およびアラバマ・グレイト・サザン社に上記サザン・コンストラクション社株4,487株を1株250ドルで売却した。

サザン社は、当時、シンシナチ・ニューオーリンズ&テキサス・パシフィック社、アラバマ・グレイト・サザン社とともに、アラバマ社優先株A：6万3,785株（発行済み株式は15万株）、後配株B：10万6,404株（発行済み株式は25万株）を保有していたが、アーランガー社がこれらAおよびB株を31万8,925ポンドで購入した。12月29日、モルガン商会は、英国大蔵省勘定に約1,039万ドルを振込み、モルガン・グレンフェル商会は、アラバマ社に英国大蔵省証券を送付した⁴⁰⁾。

こうして、英国政府は、英国企業の保有するドル建て証券の購入によって、約1,039万ドルのドル資金を取得し、他方、サザン社はニューオーリンズ社の資産を取得することができた。

また、サザン社は、モルガン商会が購入したニューオーリンズ社社債709万5,000ドルの社債と新規発行の社債とを交換することを決め、そのためモルガン商会は、1916年9月、交換推進のための共同勘定を設けた。キーン・テイラー商会とモルガンがそれぞれ3分の1、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・カンパニーがそれぞれ6分の1の引受比率で、メトロポリタン・ライフに50万ドル、ブルーデンシャル・ライフに25万ドル売却したほか、モルガン分はバンカーズ・トラストに170万ドル、

リバティ・ナショナル・バンクに20万ドル売却した⁴¹⁾。

なお、モルガン商会は、この取引のために、サザン社の発行する5.5%・1年のノート600万ドルを引受けた。このノートは1917年3月発行の2年ノートによって借り換えられた⁴²⁾。また、1915年4月には、ニューオーリンズ社およびピックスバーグ社の社債が同年11月で満期を迎えるためそれぞれ132万ドル、132万3,000ドルの5%・25年債での借換発行を行ったが、モルガン商会が引受けた。オリジナル・グループでの引受比率は、モルガン商会、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンクがそれぞれ2対1対1であったが、第二グループでは、アレキサンダー&バーネット：33%、ポッター・チョエイト&プレンティス：17%、ファースト・ナショナル：13%、ナショナル・シティ・バンク：12%、モルガン商会：25%であった⁴³⁾。

(2) U・S・スチール社社債の再販売

1916年2月、モルガン商会は、英国大蔵省の意向を受けて、英国のカーネギー・ファウンデーション・ファンド（スコットランド）の保有するU・S・スチール社の50年社債2,280万ドルをU・S・スチール社に向けて110.5%で販売した。このうち1,000万ドルは直ちに買取られたが、残余1,280万ドルは、銀行グループを組織して販売した（表9-13）。この結果、英国政府は2,280万ドルの利用が可能となった⁴⁴⁾。

(3) ケンタッキー&インディアナ・ターミナル

同社は、ボルチモア&オハイオ・サウスウェスタン、サザン・レールウェイ、シカゴ・インディアナポリス&ルイスビルの3鉄道会社の支配下にあるが、1915年12月31日、モルガン商会との間で、1911年に発行したボンド建て4.5%・50年債について、1ボンド=4.8665ドルでドルでの支払いを可能とし、その社債購入につき2%のコミッションを支払う（社債100

表9-13 U・S・スチール社社債販売シンジケート（ドル）

JPMC	4,000,000
FNB	1,750,000
NCB	1,750,000
BTC	1,500,000
GTC	1,500,000
CNB	500,000
CTC	500,000
Hanover NB	500,000
NBC	500,000
Astor Trust	200,000
Liberty NB	100,000
計	12,800,000

出所：Syndicate Book, Vol. 8, p.193.

ポンド当たり9,733ドル）ことで合意を見た。モルガン商会は、英国大蔵省勘定向けに同社債を20万3,700ポンド（約99万ドル）取得した。

この協定の終了する1917年6月末には、モルガン商会の購入分は71万1,000ポンドに達したが、そのうち15万8,200ポンド分はモルガン・グレンフェル商会によるものであった⁴⁵⁾。

（4）アラバマ・グレイト・サザン

同社は、サザン・レールウェイの支配下にあるが、1915年11月、モルガン商会との間で、同社の発行しているポンド債とドル債を交換することで合意を見た。同社は、81万ポンドの5%債および250万ドルの5%統合債を発行しているが、ポンド債をドル債と交換できるというものであった。この売買勘定の3分の1をそれぞれモルガン商会、ポッター・チョエイト&ブレンティスが、6分の1をそれぞれファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンクが引受け、結局9万5,300ポンドの5%・39年ポンド債と46万2,000ドルの5%・30年ドル債とが交換された⁴⁶⁾。なお、1917年2月には、5% 30年ドル債を135万ドルを発行し、ポッター・チョエイト&ブレンティスによって引受られたが、モルガン商会はそのうち45万ドルを

引受け、さらにその4分の1をファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・カンパニーに分け与えた⁴⁷⁾。

(5) セントラル・アルゼンチン鉄道（英国系企業）

同社は、アルゼンチン最大の英国系鉄道企業であるが、1917年1月、300万ポンドの社債の借換を目的として、1,500万ドルの6%・10年転換社債を発行し、「サウスアメリカン・グループ」によって100で引受けられた。同グループはモルガン商会を中心として、クーン・ロープ、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、W・A・リード（ハリス・フォーブスがこの業務への参加を拒否したため代わりに入った）で構成され、引受比率はモルガンをはじめ前4行が18%で他2行は14%であった。次いで98でシンジケートを組織したが、販売は不振で、同年11月に至っても約57%に当たる854万ドルが売残った（表9-14）。モルガン商会は買取グループで2万7,000ドルの利益を得たもののシンジ

表9-14 セントラル・アルゼンチン社債の引受シンジケート（ドル）

参加メンバー	ドル
JPMC	1,204,000
GTC	1,203,000
KLC	1,203,000
NCC	1,203,000
LHC	936,000
W.A.Read	936,000
Drexel&Co.	250,000
Kissell Kinnicutt	250,000
Hornblower&Weeks	250,000
BTC	200,000
CNB	200,000
BBC	200,000
CTC (NYC)	200,000
Graham&Co.	200,000
NBC	200,000
計	15,000,000

注：20万ドル以上のもののみ。

「計」には他行分を含む。

出所：Syndicate Book, Vol.9, pp.1-2.

ケートでは8万2,723ドルの損失を被り、結局5万5,723ドルの損失となった。得られた資金は、モルガン商会の同社勘定の貸方に記入した後、英国政府勘定の貸方に記入した⁴⁸⁾。

(6) イングリッシュ・ソーイング・コットン (英国企業)

1916年10月、モルガン商会は、同社から2年・500万ドル・ノートを98で購入し、モルガン50%、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンク各25%で引受けた。担保は英国大蔵省証券50万ポンド（1年、さらに1年更新可能）（ロンドン）および同社の在米子会社アメリカン・スレッド社普通株600万ドル（同社はすべて保有）（ニューヨーク）で、モルガン商会は、得たドル資金を同商会内の英国大蔵省勘定に振り込んだ。1918年2月にはノートは償還された。結局、同社は英国政府への490万ドルの資金提供が可能となるとともに、在米子会社との資本的関係を維持することができた。なお、同社は当初ノート発行をナショナル・シティ・バンクに依頼したが、断られ、英国大蔵省の勧めでモルガン商会に持ち込んだ⁴⁹⁾。

(7) アントファガスタ&ボリビア・レールウェイ (英国企業)

モルガン商会は、「サウス・アメリカン」グループ勘定で、1916年6月、英国企業の同社の発行する6%・2年・300万ドル・ノートを97で引受けた。このうち1916年12月1日に満期となるノートの償還のための59万ポンド分（約280万ドル）をイングランド銀行勘定に振込み、残余を同社の取引先銀行であるアングロ・サウス・アメリカン・バンクに送金した。引受比率はモルガン、クーン・ロープ、ナショナル・シティ・バンク、ギャランティ・トラストが各25%であった⁵⁰⁾。

(8) アメリカン・テレフォン&テレグラフ

1916年11月、同社は、モルガン商会の要請で、英国政府に対して2,000万ドルのデマンド・ローンを行った。このデマンド・ローンの利率は1917年1月9日まで6%で、その後は5%、2月7日には返済された。要請を受けた当時、同社の剰余金は十分ではなかったが、同商会と関係の深い同社社長のT・ペイルの計らいで、以下のようにして捻出された。

同社は当初、電信・電話事業推進のために6,000万ドルの調達を計画していたが、2,000万ドルを積増して8,000万ドルとし、そのための5%の社債を発行することを決めた。この社債は、モルガン商会を幹事とするオリジナル・グループによって94.5で購入された。このグループは「テレフォン・グループ」と呼ばれ、そのメンバーおよび引受比率は、キダー・ピーボディ：ベアリング・ブラザーズ：31.5%、クーン・ロープ：13.5%、モルガン・グレンフェル：4.5%、ファースト・ナショナル：10.125%、ナショナル・シティ・カンパニー：10.125%、モルガン：20.25%、新たに加わったリー・ヒギンソン：5%、ハリス・フォーブス：5%であった。キダーを幹事としニューイングランド地域をカバーするシンジケート（2,800万ドル）とモルガンを幹事としニューヨークをカバーするシンジケート（5,200万ドル）の二つが組織され、95.75で購入し、98で公募した。応募者は2万6,803人、応募額は3億ドルに達した。

1916年12月13日、モルガン商会は得られた7,573万ドルを同社に支払い、同社はそれを主要取引銀行に預金した（表9-15）。その翌日、それら銀行から200万～300万ドル、計2,000万ドルを引出し、モルガン商会を通して英国政府のデマンド・ローンに振り込んだ⁵¹⁾。

(9) カナダ州債・市債のポンド建てからドル建てへの転換

モルガン商会は、英国大蔵省との協議で、米国市場での軍需物資購入のためのドル供給を増やすため、カナダ州債・市債のポンド建て債券をドル

表9-15 アメリカン・テレフォン社の預金残高と引出額（ドル）

金融機関名	1916年12月12日	1916年12月13日	1916年12月14日
JPMC	1,296,200.57	22,014,817.21	3,000,000
BTC	1,966,895.26	5,373,031.92	3,000,000
FNB	1,312,186.48	2,012,186.48	3,000,000
NBC	1,503,666.79	5,303,666.79	3,000,000
Columbia Trust	1,014,964.20	3,014,964.20	2,000,000
GTC	1,458,142.67	4,958,142.67	3,000,000
NCB	1,024,030.05	4,624,030.05	3,000,000
計	9,306,086.02	50,300,839.32	20,000,000

出所：N.R.Danielian, A.T.&T.: *The Story of Industrial Conquest* (1939), p.80.

建て債券に転換することを決めた。対象となったのはマニトバ州債、サスカチュワン州債、ウィニペグ市債であった。

マニトバ州債については、1916年6月、ポンド建て・4%債（1949年満期）および4%債（1950年満期）をロンドン市場でモルガン・グレンフェル会を通して購入し、それに相当するドル建て債265万1,000ドルを州政府から受取った。次に、このドル債を買取るための買取シンジケートを組織し、モルガン、ブラウン、ハリス、ファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・バンクの間で各25%、25%、25%、12.5%、12.5%で引受けた。サスカチュワン州債については、やはり1916年6月に、マニトバ州債同様の手続きを経て、200万ドルの買取シンジケートを組織し、新たに加わったウッド・ガンディに25万ドルを与えた後、残余を上記比率で5行が引受けた。

ウィニペグ市債についても、1916年1月と12月にそれぞれ235万5,000ドル、413万5,000ドルの買取シンジケートを組織し、サスカチュワン州債の場合と同様の引受比率で引受けた⁵²⁾。

（10）「首都圏水道局（ロンドン）」

1916年9月、ロンドンを中心とした人口670万人、5,500平方マイルの地域の水道を管轄する「首都圏水道局」は、640万ドルの6%・1年ノート

を発行し、ベルンハルト・ショレ商会、ギャランティ・トラスト、ナショナル・シティ・カンパニー、W・A・リード商会、バンカーズ・トラストのグループによって引受けられた。これは、米国市場で起債された初めての英国の都市債であった。1917年9月には、やはりこのグループが、このノートの借換を目的として、7.25%・630万ドルのノートを引き受けた。いずれの場合も、引受業務はギャランティ・トラストが中心となって行われ、モルガン商会は、ドル資金の授受を担当し、得られたドル資金を英国大蔵省勘定に振込んだ⁵³⁾。

(b) 英国大蔵省によるドル証券の動員

英国大蔵省が、イングランド銀行に指示して、ポンド支持のために、英国人の保有するドル建て証券を購入しニューヨーク市場での売却によってドルを得ることを開始したのは1915年7月のことであった。1915年12月末までには、購入額は2億3,300万ドルに上り、そのほとんどはモルガン商会によってニューヨークで売却された。1916年1月には、「米国ドル証券委員会」が設立され、ドル建て証券の購入や英国戦時国債との交換等の業務を開始し、当初54件の証券のリストを提示した。ほとんどは米国の鉄道証券で、それ以外で主なものはU・S・スチール、アメリカン・テレフォン&テレグラフ、カナディアン・パシフィックであった。英国大蔵省は、こうした業務の公式の代理人としてモルガン商会を指定し、同商会は0.25%のコミッションで引き受けた。この業務は「スキームA」と呼ばれた。

ドル資金の需要が高まるにつれて、英国政府は規制を強化し、1916年5月には、同委員会を通さずに売却した利益に対しては10%の追加所得税を課し、借用する証券の最低限度額5,000ドルをさらに引上げた。1916年8月には、借用期間を2年から5年に引上げ、大蔵省には借用証券を売却する権限が与えられた。これらの新ルールは「スキームB」と呼ばれた。そして、1917年1月には、大蔵省に対して、ドル建て証券等を徴発する権限が

与えられ、海外での証券売却は同委員会の承認を与えられたものに限られることになった。

こうして、1916年5月には、申請件数は909件に、1919年3月には2,027件に達した（表9-16）。額で見ると、合計6億2,260万ポンド（約30億ドル強）に達し、その約35%は買取られ、残余65%は借用された。ドル建て債券とドル建て株式で全体の45.7%を占めた。また、米国証券は2億5,054万ポンド（カナダ証券を除く）、そのうち買取は1億7,761万ポンド、借用は7,293万ポンドで全体の40%以上を占めた。その買取られた米国証券のほとんどは米国に送還され、ニューヨーク市場でモルガン商会によって売却された。この取引によってモルガン商会の得た利益は1915年～1921年の間、約120万ドルに上った。

なお、同委員会設立後における米国の証券の米国への送還額は、8億8,800万ドルに上ったが、同委員会設立以前におけるイングランド銀行による売却額は2億3,300万ドルに上り、結局英国による米国投資の精算額は、11億2,000万ドルに上った。これは、1914年における英国の米国証券保有額の約30.3%に相当した⁵⁴⁾。

表9-16 英国大蔵省によるドル建て証券等の購入・借用状況
（1919年3月末、ポンド）

証券の種類	購入	借用	計	構成比 (%)	件数
ドル建て債券	136,002,988	39,571,276	175,574,276	28.2	1,421
ドル建て株式	48,263,552	60,718,776	108,982,328	17.5	389
ポンド建て債券	27,803,232	115,160,124	142,963,356	23.0	123
ポンド建て株式	875	—	875	0.0	1
登録証券	4,119,358	171,851,047	175,970,405	28.3	40
英国鉄道社債株	—	17,494,182	17,494,182	2.8	43
フラン建て債券	—	338,340	338,340	0.1	2
クローネ建て債券	—	452,894	452,894	0.1	3
フローリン債	9,300	364,550	373,850	0.1	4
フローリン株式	445,091	—	445,091	0.1	1
合計	216,664,396	405,951,189	622,595,585	100.0	2,027
構成比 (%)	35.0	65.0	100.0		

注：1ポンド＝5ドル＝25フラン＝18クローネ＝12フローリンで、すべてポンドに換算。1919年3月末。
出所：Copy of the Report of the American Dollar Securities Committee（1919），p.9.

なお、ドル建て株式の最も多額であったのは、カナディアン・パシフィック社普通株で、買取分、借用分合計で1億3,261万ドルで、そのうち借用分は1億2,675万ドルであった。モルガン商会は、同社に対して同社のポンド建て社債をドル建てに転換し、それをニューヨーク市場で売却してドル資金を得ることはできないかどうか打診した。同社はこれを拒否したが、この後の新規社債発行についてはドル債を発行し、モルガン商会に依頼するとした。1917年3月までには、モルガン商会内の英国政府勘定のドル残高は枯渇寸前であったが、その際でもモルガン商会は、同社の普通株3,000万ドル以上のドル建て普通株を担保として保有していた⁵⁵⁾。

なお、同委員会に提供された証券の種類は表9-17の通りであるが、米国企業についてはモルガン商会と関係の深い企業が多いようである。

(c) デマンド・ローン

(1) 「No. 1」(イングランド銀行)

英国政府は、1915年9月以降ロシア、イタリアの米国市場での軍需物資購入代金を保証し、さらにその後フランス、ベルギー、セルビアが加わり、英国のドル確保の責任が増大した。1916年5月の時点で、同年9月までの戦費が12億ドルと推定されたが、その2分の1がこれら連合諸国のものであった。英国は1916年1月に徴兵制を施行し、同年3月からのフランスとともに総攻撃を展開する計画であった。戦闘激化とともに軍需物資の需要増大およびドル資金の更なる需要増大が見込まれた。

他方、1916年1月には英国大蔵省は「ロンドン為替委員会」を設置し、その財務代理人としてモルガン商会を指名した。この委員会は、ドル資金の調達・為替の安定化を目的として、英国人・諸機関から購入した米国証券を売却するための機関で、従来イングランド銀行および英国大蔵省が行っていた業務を一本化したものであった。具体的には「米国ドル証券委員会」に集まった証券を米国市場で売却することであった。同商会は、米

国証券の売却が円滑に行われなかった場合には、2億5,000万ドルの貸付を約束した。

こうした中で、英国政府はモルガン商会に対して、これまで以上に、(1) ポンドの対ドル相場の引上げ、(2) ニューヨークにおける金売却の管理、(3) 英国人保有の米国証券の取得・売却、(4) 英国大蔵省およびイングランド銀行へのデマンド・ローンの供与、(5) 米国市場での連合国政府債の発行・引受、等の役割を果たすことを期待した。しかし、これは、英国政府金融のモルガン商会への依存度の高まりを意味するものであった。これらの役割の中で重要なものの一つはデマンド・ローンであった。

既述の通り、1915年10月には英仏共同国債5億ドルを発行し、同年12月には米国銀行によるロンドン・コルレス諸銀行への融資を行ったが、こうした諸施策を通して、ポンド価格は1915年末以降に上昇に転じ、1916年1月には4.77 3/8ドル、1916年3月および4月にも再び上昇傾向が見られ、そのため毎月2,000万ドルのポンド売却を行った（1ポンド＝4.77ドル）。この4月のポンド売却は、最後の売却となり、その後1918年8月まで行われず、その後はポンド購入に注力することになった。1916年12月以降1918年11月の休戦までは1ポンド＝4.76 7/16ドルを維持し、「釘付け」となった。

こうした中で、ポンドの安定化を目的として、1916年2月18日、モルガン・グレンフェル商会に「顧客勘定No.1」として、イングランド銀行に対するデマンド・ローンが設定された。当初550万ドルであったが、その後増大し、同年12月7日にはピークに達し、1億2,331万ドルとなった（貸付金利は3.5%～6%）。この勘定は1917年8月17日に閉鎖され、残高7,080万ドルを次に述べる「顧客勘定No.2」に繰越し、吸収された（表9-7）⁵⁶⁾。

このローン残高の推移は図9-5の通りで、1916年5月4日～1917年4月5日の1日平均残高は約3,367万ドルで、モルガン商会の占める比率は約78%であった⁵⁷⁾。

表9-17 「米国ドル証券委員会」に集められた主要証券

発行者名 (ドル建て債券)	件数	ドル	発行者名 (ドル建て株式)	ドル
Baltimore and Ohio	7	59,592,680	Canadian Pacific Ry (C)	132,606,300
New York C and H River RR	14	36,859,900	Pennsylvania Water&Power (C)	58,201,644
United States Steel Corp.	2	34,633,500	Northern Pacific Ry (C)	34,549,900
Atchison Topeka&SF	6	32,721,300	Great Northern Ry (P)	33,177,234
Northern Pacific Ry	6	31,625,000	Union Pacific RR (C)	27,585,300
Minneapolis, St.Paul and SS Marie	5	29,334,000	New York Central RR (C)	18,268,780
Canadian Pacific Ry	3	27,989,200	Atchison Topeka &SF (C)	16,956,600
Southern Pacific Ry	12	27,483,600	Southern Pacific Co. (C)	15,836,900
Illinois Central RR	17	25,532,000	United States Steel (P)	15,670,900
Chicago Mil and St.Paul	16	23,502,400	Atchison Topeka &SF (P)	15,180,200
Erie RR	9	22,948,500	Illinois Central RR (C)	12,937,200
Kansas City Terminal Ry	1	21,029,000	United States Steel (C)	11,134,800
Seaboard Air Line Ry	5	17,107,000	Baltimore and Ohio Ry (C)	9,178,495
Chesapeake and Ohio	11	16,850,500	Union Pacific RR (P)	8,494,700
Denver and Rio Grande	5	16,124,000	Great Northern Iron Ore (C)	7,643,475
キューバ政府	4	13,820,800	Chicago Mil and St.Paul (C)	6,934,100
Norfolk and Western Ry	9	9,668,600	Baltimore and Ohio Ry (P)	6,136,634
Hudson and Manhattan	1	9,635,022	Cities Service Co. (P)	5,834,603
Louisville and Nashville RR	14	9,547,000	Chicago Mil and St.Paul (P)	5,628,700
Southern Ry	9	9,222,000	Minneapolis&St.Paul &Ste (C)	4,695,400
Penn Co.Penn RR	16	8,904,000	Consolidated Gas Ele L&P (C)	4,326,700
Long Island RR	10	8,730,000	American Thread (P)	4,192,590
Union Pacific RR	3	8,495,500	American Tel&Tele (C)	3,720,000
Lake Shore and Michigan Southern	3	8,035,000	計 (ドル)	544,911,641
Chicago Rock Island&Pacific	7	7,887,000	発行者名 (ボンド建て債券)	
ニューヨーク市	31	7,125,050	日本政府	24,128,460
AT&T	4	7,043,000	アルゼンチン政府	22,641,800
Chicago Burlington and Quincy	8	6,698,000	チリ政府	20,491,590
Philadelphia Co.	4	6,559,000	エジプト政府	13,238,500
Central Pacific	3	6,482,500	カナダ政府	9,245,770
Terminal RR Association	3	6,335,000	New York Telephone	5,280,800
St.Louis and SF Ry	11	5,606,191	Grand Trunk Pacific Ry	4,855,100
Wisconsin Central Ry	3	5,302,000	Union Pacific RR	4,675,300
Minneapolis S.S. Marie ans ATL Ry (gurbly CPR)	1	5,167,000	St.Paul Minneapolis&Mani Ry	3,476,400
Central RR of NJ	1	5,122,500	Oregon Washington RR	3,399,500
Cuba RR	4	4,927,000	Argentine BA Water Supply	3,337,340
Mississippi River Power	1	4,907,600	Central Argentine Ry	2,990,033
Chicago Great Western	1	4,876,500	コペンハーゲン市	2,355,080
St.Louis Iron Mountain and Southern	3	4,800,000	Illinois Central RR	2,188,300
Oregon Short Line RR	4	4,492,800	ウルグアイ政府	2,124,320
Cincinnati Hamilton and Dayton	3	4,017,000	Pennsylvania RR	1,920,800
Chicago and W. Indiana RR	2	3,948,000	ノルウェー政府	1,857,600
Michigan United Ry	1	3,836,250	スウェーデン政府	1,675,334
Virginia Ry	2	3,658,000	Atchison Topeka&SF	1,378,300
Reading Co. and Phil&Read C&I	1	3,570,000	デンマーク政府	1,319,220
Cleveland Cincinnati Chic&St.L	6	3,495,000	Dominion Iron&Steel	1,198,900
Bell Telephone of Canada	1	3,397,000	Kentucky and Indiana RR	1,106,900
Detroit Grand Haven&Milw	2	3,385,900	Atlantic and North Western Ry	969,900
Kansas City Southern Ry	2	3,313,000	クリスティアニア市	873,070
Atlantic Coast Line	9	3,288,200	アルゼンチン政府 (BA港)	866,200
Oregon and California RR	1	3,186,000	St.Paul&Kansas City Short Line	828,600
Manhattan Ry	1	3,174,000	Steel Co. of Canada	789,700
Pennsylvania Water&Power	1	3,012,000	ストックホルム市	600,270
計 (ドル)		877,871,324	ブラジル政府	597,900

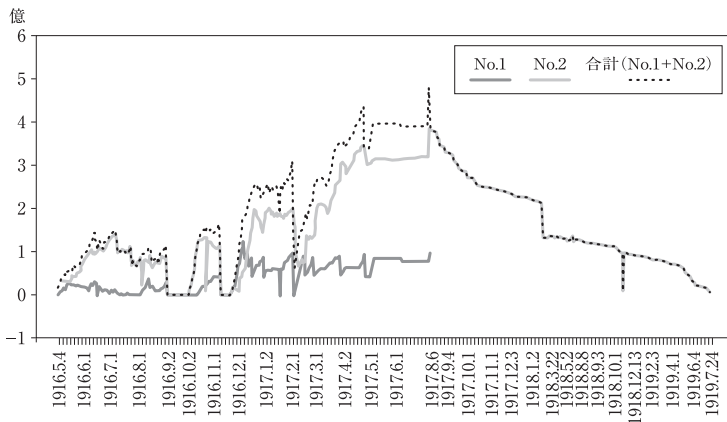
米国自動車産業再編成と対外進出（1897-1933年）（9）

発行者名（ボンド建て債券）		英国鉄道社債株	
Alabama Great Southern	568,700	London and South Western Ry	1,148,486
Consolidated Gas E L & P	561,528	North Eastern Ry	1,141,039
東京市	425,640	Great Northern Ry	984,617
計（ボンド）	142,963,356	North British Ry	547,020
登録証券		South Eastern Ry	517,992
Canadian Pacific Ry	47,479,766	Metropolitan Ry	438,023
カナダ政府	44,370,990	計（ボンド）	14,494,182
Buenos Ayres Great Southern Ry	15,756,074	フラン建て債券	
Central Argentine Ry	14,675,678	スイス政府連邦鉄道	9,458,500
Buenos Ayres and Pacific Ry	12,870,747	計（フラン）	9,458,500
Canadian Northern Ry	12,476,057	クローネ建て債券	
Grand Trunk Ry	12,176,440	デンマーク政府（1895）	2,802,000
Buenos Ayres Western Ry	6,254,078	コペンハーゲン市	1,678,600
Ontario and Quebec Ry	2,978,934	デンマーク政府（1894）	3,670,500
Argentine Great Western Ry	2,700,742	計（クローネ）	8,152,100
ウィニペグ市	1,826,938	フローリン建て債券	
Calgary and Edmonton Ry	816,375	アムステルダム市（1895）	128,000
マニトバ州	610,654	アムステルダム市（1898）	522,100
Dominion Atlantic Ry	527,640	オランダ政府（1896）	2,702,600
計（ボンド）	175,970,405	オランダ政府（1898-1905）	1,133,500
英国鉄道社債株		計（フローリン）	4,486,200
Midland Ry	2,544,712	フローリン建て株式	
London and North Western Ry	2,006,670	Royal Dutch Petroleum	5,241,100
Lancashire and Yorkshire Ry	1,547,274	計（フローリン）	5,241,100
Great Western Ry	1,255,853		

注：購入・借用の合計を示す。ドル建て証券は合計300万ドル以上のもののみで、合計には他証券が含まれる。C = 普通株、P = 優先株を示す。

出所：Copy of the Report of the American Dollar Securities Committee（1919）, Appendix D.

図9-5 デマンド・ローン残高の推移（ドル）



出所：Munitions Industry, Part 33, Exhibit No. 4215（pp.10904-10913）.

(2) 「No. 2」(英国大蔵省)

1916年5月1日、モルガン商会は、モルガン・グレンフェル商会内に、英国政府向けのデマンド・ローン(「顧客勘定No.2」)を、1,200万ドルで開設した。融資残高は次第に増大し、1917年8月7日には、3億8,430万ドルに達した。「No.1」と「No.2」との合計がピークに達したのは1917年4月25日で、それぞれ9,2321万ドル、3億4,450万ドル、計4億3,682万ドルであった。このローンは1919年6月24日にすべて返済されたが、その間のいくつかの時点での残高を金融機関別に見たのが表9-9である。モルガン商会は約40.6%、ファースト・ナショナル・バンクが8.7%、U・S・スチールが8.5%、ナショナル・シティ・バンクが8.0%が最も多く、これら4機関で全体の65.8%を占めた。ニューヨークのモルガン系金融機関が中心であるが、額の増大に応じて地方の金融機関の参加が見られた。また、企業ではU・S・スチール、インターナショナル・ハーベスター、アメリカン・テレフォン&テレグラフが参加した。なお、1917年8月7日に清算されたデマンド・ローンの資金返済源泉を見ると表9-18の通りであった。大蔵省証券の売却と並んで既述のドル証券等の証券売却金によるところが大きい。

1916年5月4日～1917年4月5日の1日平均残高は約3,367万ドルで、モルガン商会の占める比率は約47%であった。また、「No.1」と「No.2」と

表9-18 デマンド・ローン「No.2」の清算方法(1917年8月7日、ドル)

証券売却金	134,630,529
大蔵省証券売却金	122,210,000
為替売却	18,062,145
金現送	19,500,363
英国からの船舶購入資金	80,794,042
ロシア政府からの資金	598,486
英国政府資金	8,500,000
計	384,295,534

出所: *Syndicate Book*, Vol. 9, p.203.

の合計で見ると、1916年5月4日～1919年7月24日の1日平均残高は約1億8,472万ドルであった⁵⁸⁾。

(d) 英国政府債発行 (表9-19、表9-20、表9-21)

(1) 第1回英国政府債発行

1916年8月15日、モルガン商会は、5%・2年の2億5,000万ドルの英国政府ノートを引受けるべく、個人や企業を含む487の参加者からなるシンジケートを組織した。英仏共同国債の場合と同様、参加者の大部分は北東部に所在し、その3分の1はニューヨーク市であった。2億5,000万ドルの約75%は38の参加者によって引受けられた。ニューヨーク以外ではリー・ヒギンソン、キダー・ピーボディ (ボストン)、セントラル・トラスト (シカゴ)、ユニオン・トラスト (ピッツバーグ) が主たる参加者であった。

オリジナル・タームでの引受比率を見ると、モルガン商会は全体の50%を確保し、全体の8分の1に当たる12.5%をモルガン・グレンフェルに与え、残余の8分の3をファースト・ナショナルとナショナル・シティ・バンクに等分して与えた (18.75%ずつ)。幹事の報酬は0.5%で、その内訳は表9-22の通りである。

シンジケートは98で購入し、99で公募した。趣意書には、「トリオ」の他ハリス・フォーブス、W・A・リード、ブラウン、リー、キダー、セリ

表9-19 J・P・モルガン商会による英国政府債の引受 (1915年10月～1917年4月)

発行年月	債券の種類	期間、利率	発行額(100万ドル)	引受価格	発行価格
1915年10月24日	英仏共同国債	5年、5%	250.0	96	98
1916年8月22日	英国政府ノート	2年、5%、担保付	250.0	98	99
1916年10月30日	英国政府ノート	3年、5.5%、担保付	150.0	97.75	99.25
1916年10月30日	英国政府ノート	5年、5.5%、担保付	150.0	97	98.25
1917年1月22日	英国政府ノート	1年、5.5%、担保付	100.0	98.02	99.52
1917年1月22日	英国政府ノート	2年、5.5%、担保付	100.0	97.57	99.07

注：英仏共同国債の発行額は5億ドルで、英国とフランスが2分の1ずつ。

出所：Typescript, p.V4-156.

表9-20 米国市場での英国国債シンジケートへの参加者（ドル）

シンジケート 参加者	シンジケート参加額			計	合計利益
	第1回 (1916.8.15)	第2回 (1916.10.25)	第3回 (1917.1.18)		
JPMC	50,000,000	43,945,000	25,120,000	119,065,000	1,303,713
NCC	17,500,000	22,250,000	15,000,000	54,750,000	631,260
FNB (NYC)	15,000,000	13,500,000	10,000,000	38,500,000	428,360
U.S.Steel	—	15,000,000	20,000,000	35,000,000	468,400
LHC	7,500,000	12,500,000	10,500,000	30,500,000	364,700
KPC	5,000,000	12,500,000	10,500,000	28,000,000	311,500
HFC (NYC)	7,475,000	10,000,000	8,500,000	25,975,000	304,310
Read (WA) & Co.	7,500,000	9,000,000	8,500,000	25,000,000	291,140
GTC	7,500,000	7,500,000	7,000,000	22,000,000	251,000
BBC	5,000,000	6,750,000	6,000,000	17,750,000	208,580
NBC	5,000,000	5,000,000	4,500,000	14,500,000	165,100
CNB	5,000,000	5,000,000	4,500,000	14,500,000	165,100
Rockefeller (JD)	5,000,000	5,000,000	4,000,000	14,000,000	158,400
Davison (JPMC)	4,805,000	8,250,000	—	13,055,000	146,738
BTC	2,500,000	4,500,000	6,000,000	13,000,000	159,520
Seligman (JW) & Co.	5,000,000	4,500,000	3,500,000	13,000,000	145,020
NCB	12,150,000	—	—	12,150,000	92,340
Farmer's L&T	6,500,000	2,500,000	2,000,000	11,000,000	109,600
CTC (NY)	2,000,000	3,000,000	2,500,000	7,500,000	88,780
Kissel Kinnicutt	1,000,000	2,500,000	3,250,000	6,750,000	84,550
UTC (P)	2,000,000	2,000,000	2,000,000	6,000,000	58,720
Hanover NB	2,000,000	2,000,000	1,750,000	5,750,000	65,370
White Weld	—	2,400,000	3,225,000	5,625,000	75,279
Lazard Frères	750,000	2,500,000	2,000,000	5,250,000	65,900
Du Pont de Nemours	5,000,000	—	—	5,000,000	38,000
Thompson (WB)	—	5,000,000	—	5,000,000	66,800
Bessmer Investment	1,000,000	2,000,000	1,000,000	4,000,000	47,720
AENB	1,000,000	1,400,000	1,500,000	3,900,000	46,404
C&CT&SB (Chi)	500,000	1,500,000	1,750,000	3,750,000	47,290
C&C NB (Chi)	500,000	1,500,000	1,750,000	3,750,000	47,290
M&M NB	1,000,000	1,500,000	1,250,000	3,750,000	44,390
Mellon NB	500,000	1,500,000	1,500,000	3,500,000	43,940
Halsey Stuart (Chi)	500,000	1,000,000	1,500,000	3,000,000	37,260
Liberty NB	1,000,000	1,000,000	1,000,000	3,000,000	34,360
CTC (I)	1,000,000	1,000,000	1,000,000	3,000,000	34,360
UTC (NYC)	1,000,000	1,000,000	800,000	2,800,000	31,680
NPB	1,000,000	1,000,000	800,000	2,800,000	31,680
Guggenheim Bros.	1,000,000	1,000,000	500,000	2,500,000	27,660
Bonbright (WP) & Co.	1,000,000	1,000,000	500,000	2,500,000	27,660
Sun Life Assur.	500,000	1,000,000	1,000,000	2,500,000	30,560
Chemical NB	750,000	1,000,000	750,000	2,500,000	29,110
AIC	—	2,500,000	—	2,500,000	33,400
Swenson (SM) & Sons	—	2,500,000	—	2,500,000	33,400
Prosser (S) 等	2,500,000	—	—	2,500,000	19,000
Trask (Spencer) & Co.	500,000	750,000	1,000,000	2,250,000	27,220
Marine NB	—	750,000	1,500,000	2,250,000	30,120
FT&SB (Chi)	500,000	1,000,000	750,000	2,250,000	27,210
Drexel&Co.	—	1,000,000	1,000,000	2,000,000	26,760
Kean Taylor&Co.	500,000	750,000	750,000	2,000,000	23,870

米国自動車産業再編成と対外進出 (1897-1933年) (9)

シンジケート 参加者	シンジケート参加額			計	合計利益
	第1回 (1916.8.15)	第2回 (1916.10.25)	第3回 (1917.1.18)		
Nat Shawmut B	1,000,000	1,000,000	—	2,000,000	20,960
FNB (Cincinnati)	500,000	500,000	1,000,000	2,000,000	23,880
ETC	500,000	750,000	750,000	2,000,000	23,870
Irving NB	500,000	1,000,000	500,000	2,000,000	23,860
IT&SB	500,000	750,000	750,000	2,000,000	23,870
U.S.M&T Co.	500,000	750,000	600,000	1,850,000	21,860
FNB (Chi)	—	1,000,000	750,000	1,750,000	23,410
New York Trust	1,000,000	—	750,000	1,750,000	17,650
First&Old Detroit	500,000	600,000	600,000	1,700,000	19,856
Metropolitan Trust Co.	500,000	600,000	500,000	1,600,000	18,516
Commercial Trust (Phil)	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
FNB (Cleveland)	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Commercial Cable	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Colgate (JB) & Co.	1,000,000	500,000	—	1,500,000	14,280
Western Union	—	1,000,000	500,000	1,500,000	20,060
横浜正金銀行	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Corn Exchange NB	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Meredith (C) & Co.	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
FNB (St.Paul)	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Empire Trust	—	750,000	750,000	1,500,000	20,070
Fidelity Trust (Phi)	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Fifthe Avenue Bk	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Leach (AB) & Co.	500,000	1,000,000	—	1,500,000	17,160
Brooklyn Trust	500,000	500,000	500,000	1,500,000	17,180
Bond&Goodwin	650,000	500,000	—	1,150,000	11,620
Winsor (Robert)	—	—	1,000,000	1,000,000	13,400
United Metals Selling	—	1,000,000	—	1,000,000	13,360
U.S.Trust (NYC)	—	500,000	500,000	1,000,000	13,380
Whitney (HP)	1,000,000	—	—	1,000,000	7,600
Hayden Stone&Co.	—	500,000	500,000	1,000,000	13,380
Potter.C&P	500,000	500,000	—	1,000,000	10,480
Fish,Harvey&Sons	500,000	500,000	—	1,000,000	10,480
American Sugar	—	500,000	500,000	1,000,000	13,380
Astor Trust	—	500,000	500,000	1,000,000	13,380
Bk of California	500,000	500,000	—	1,000,000	10,480
Bk of Montreal	500,000	500,000	—	1,000,000	10,480
FNB (Boston)	1,000,000	—	—	1,000,000	7,600
Frick (HC)	500,000	—	500,000	1,000,000	10,500
Hornblower&Weeks	—	500,000	500,000	1,000,000	13,380
Merchants Bk of Can	—	500,000	500,000	1,000,000	13,380
Old Colony Trust	1,000,000	—	—	1,000,000	7,600
LTC	—	500,000	500,000	1,000,000	13,380
Pomeroy (DE)	—	700,000	—	700,000	9,352
CBC	500,000	—	—	500,000	3,800
Citizens S&T (Clev)	—	500,000	—	500,000	6,680
Mountain Securities	—	500,000	—	500,000	6,680
Wood Gundy&Co.	—	—	500,000	500,000	6,700
Columbia Trust (NYC)	—	—	500,000	500,000	6,700
計	250,200,000	300,000,000	250,000,000	800,200,000	9,258,000

注：参加額50万ドル以上のもののみ。「計」には50万ドル未満のものが含まれる。

出所：Munitions Industry, Part 32, Exhibits No. 4043, No. 4044, No. 4058, No. 4059, No. 4060.

表9-21 第1回・第2回の英国国債への主要応募者（ドル）

企業名	第1回	第2回	計
Bethlehem Steel	5,000,000	5,000,000	10,000,000
JPMC（顧客）	5,000,000	—	5,000,000
Kennecott Copper	3,000,000	—	3,000,000
International Harvester	—	3,000,000	3,000,000
American Locomotive	1,500,000	1,000,000	2,500,000
Northwestern Impt	2,000,000	—	2,000,000
Braden Copper	2,000,000	—	2,000,000
American C&Fdry	1,000,000	1,000,000	2,000,000
General Electric	—	1,000,000	1,000,000
Thompson (WB)	1,000,000	—	1,000,000
Harkness (ES)	750,000	—	750,000
Lackwana Steel	500,000	—	500,000
American Steel Fdries	—	500,000	500,000
計	28,832,000	96,128,000	124,960,000

注：応募額50万ドル以上のもののみ。「計」には50万ドル未満のものが含まれる。
出所：Munitions Industry, Part 32, Exhibits No. 4043, No. 4044, No. 4058, No. 4059.

表9-22 英国政府ノート引受幹事報酬（ドル）

金融機関名	第1回目ノート	第2回目ノート	第3回目ノート	計	構成比（%）
JPMC	625,000	750,000	468,750.00	1,843,750.00	50.00
FNB	234,375	281,250	175,781.25	691,406.25	18.75
NCB	234,375	281,250	175,781.25	691,406.25	18.75
MGC	156,250	187,500	117,187.50	460,937.50	12.50
計	1,250,000	1,500,000	937,500.00	3,687,500.00	100.00

出所：Munitions Industry, Part 32, Exhibit No. 4046.

グマン、ギャランティ、バンカーズ、ファーマーズ（担保証券の預託所に指定された）の他、シカゴのセントラル・トラスト、ピッツバーグのユニオン・トラストの計14行が名を連ねた⁵⁹⁾。

担保には、(1) 米国企業証券：1億ドル、(2) カナダ政府債およびカナディアン・パシフィック社の証券：1億ドル、(3) アルゼンチン、チリ、ノルウェー、スウェーデン、デンマーク、スイス、オランダ政府債：1億ドル、計3億ドルが差し出された。

結局、応募があったのは2億1,101万ドルで、約3,900万ドルが売残った。当初、売残り分はイングランド銀行とモルガン商会で折半して保有する予

定であったが、イングランド銀行の負担軽減のために、モルガン商会がすべて保有することになった。シンジケートへの参加分5,000万ドルと合わせるとモルガン商会の参加分は9,000万ドルに近いものとなった。モルガン商会の利益は、オリジナル・タームで62万5,000ドル、シンジケートへの参加によって38万ドル、残余ノートの売買を通じて5万5,533ドル、計106万533ドルであった⁶⁰⁾。

（2）第2回英国国債の発行

1916年10月、第2回目の英国国債を起債することが決められた。2種のノートで、一つは、5.5%・3年ノート1億5,000万ドル、もう一つは5.5%・5年ノート1億5,000万ドルで、合計3億ドルであった。前回と異なる点は、証券市場の変化に対応して、ノートの利子率が5%から5.5%へ、引受報酬が0.5%から1.5%へそれぞれ引上げられ、引受報酬には0.125%の経費分が追加されたことであった。また、幹事報酬は0.5%、売出グループには、販売額に対する0.125%の他に特別に追加の0.25%が与えられることになった。

モルガン商会は、3年ノートを99.25で、5年ノートを98.5で購入し、引受シンジケートを組織した。参加した金融機関はほぼ前回と同様であるが、新たにキッセル・キニカット、ラザード・フレール、ホワイト・ウェルド、シカゴのコンチネンタル&コマーシャルT&S、バッファローのマリン・ナショナル、デトロイトのファースト&オールド・デトロイトが加わった。売出しグループに与えられた特別追加報酬は、バンカーズ、ギャランティが7万2,500ドル、ハリス、ブラウン、リード、セリグマン、キダー、リーは各2万5,000ドル、キッセル、ホワイトが各1万2,500ドルで、計32万ドルであり、販売不振を反映して、予想を下回った。

応募額は2億7,210万ドルで、残余の2,790万ドルは前回と同様、モルガン商会が担った。モルガン商会の利益は、幹事報酬：75万ドル、シンジ

ケート報酬59万ドルであったが、抱えたノートの販売で97万ドルの損失を生じ、結局36万ドルとなった。

このノート発行によって得た資金は、再開したデマンド・ローンへの返済に1億7,370万ドルが充当され、さらに発行経費713万ドルを差し引くと1億2,000万ドルとなり、当時の1日1,000万ドルの支払いが予想される中で、不十分なものであった。勢い、再びモルガン商会のデマンド・ローンの再開が余儀なくされた⁶¹⁾。

なお、1916年11月18日には、モルガン商会は、担保となる米国証券が枯渇していく中で、短期（90日～1年）・無担保の英国大蔵省証券3億ドルの発行を計画し、ウィルソン大統領に打診したが、反対された。そして、11月28日には、連邦準備理事会は、加盟銀行に対して、現在の金融市場の下では、流動性を高く維持すべく、多額の長期への投資や短期債への投資（短期債も更新によって長期債化する場合がある）は危険であり、特に英国政府の無担保の大蔵省証券への投資等は国益にそぐわないため控えるべきであるという声明を出した。当時、ウィルソン大統領は英国とドイツとの講和を進めており、ドイツへの投資も抑制する一方、英国に対しても投資抑制を図ったためであったと言われる。この方針は、1917年1月のドイツによる無差別潜水艦攻撃の宣言の後、3月には撤回された⁶²⁾。

（3）第3回英国国債の発行

1917年1月18日、モルガン商会は、第3回目の英国政府5.5%・1年・ノート1億ドル、同2年ノート1億5,000万ドル、計2億5,000万ドルを引受けるためのシンジケートを組織した。1年ノートは99.52で、2年ノートは99.07で購入した。担保は、(1) 米国およびカナダの政府債および企業証券（カナディアン・パシフィックを含む）：1億5,000万ドル、(2) アルゼンチン、チリ、キューバ、日本、オーストラリア、ニュージーランド等の政府債およびアルゼンチンやカナダの鉄道企業証券（特にグラント・トラン

ク・レールウェイ・オブ・カナダ）：1億5,000万ドル、計3億ドルであった。また、ノート保有者には、満期前に5.5%・20年英国債に転換できる権利が与えられた。

幹事グループは、「トリオ」の他モルガン・グレンフェルが加わり、売出しグループは20行で構成され、第2回英国政府ノート引受の場合と同じであった。販売グループは652行で構成された。同年1月22日に売出されたが、応募は2億9,224万ドルに上り、同年3月10日にシンジケートは終了した。

引受報酬は1.5%、モルガン商会には幹事報酬として0.375%、引受費用として0.25%を必要とした。モルガン商会の利益は、幹事報酬：46万8,750ドル（表9-22）、シンジケート参加報酬：33万6,608ドル（参加額は2,512万ドル）、ノート売買勘定：マイナス3万802ドルで、合計77万4,556ドルであった。

このノート発行によって得られた資金はすべて、モルガン商会のデマンド・ローン「No.1」と「No.2」の返済に充てられた。このローンの合計は3億2,046万ドルに上っており、この返済によってもなお7,600万ドルの負債残高であった⁶³⁾。

以上をまとめて、1917年4月7日時点での英国の対米負債残高の状況を見ておこう。連合諸国の対米負債残高は、19億6,282万ドル、そのうち英国分は14億7,651万ドルで、約76%を占めた。また、負債形態も多岐にわたった（表9-23）。なお、英国の対外負債を見ると、1915年度：7,090万ポンド、1916年度：4億7,330万ポンド、1917年度：10億4,870万ポンド、1918年度：13億6,480万ポンドと急増し、そのうち対米負債の比率は87%、65%、73%、76%となり、高水準を示した⁶⁴⁾。また、連合諸国（英国、フランス、イタリア、ロシア）は、開戦後から米国参戦前の1917年4月1日までの間、米国からの輸入額は約70億ドルに上ったが、その輸入代金の支払い方法お

表9-23 英国の対米負債残高（1917年4月7日）

満期年月日	借款名	ドル
—	デマンド・ローン（JPMC）	345,000,000
1917.6.20	英国銀行信用	50,000,000
1917.10.2	デュボンの大蔵省ノート取得	15,950,000
1917.12.15	デュボンの大蔵省ノート取得	12,986,600
1918.2.1	第3回英国政府ノート（5.5%，1年）	94,887,000
1918.3.15	デュボンの大蔵省ノート取得	17,829,404
1918.7.7	カナディアン・ノーザン・ノート	5,700,000
1918.9.1	第2回英国政府ノート（5%，2年）	194,688,000
1918.9.18	メトロポリタン・ウォーター・ノート	6,300,000
1918.12.1	イングリッシュ・ソーイング・大蔵省ノート	4,900,000
1919.2.1	第3回英国政府ノート（5.5%，2年）	143,654,000
1919.2.1	ベスレヘム・スチール・大蔵省証券	37,300,000
1919.4.2	ブリス・大蔵省証券	2,225,000
1919.4.30	マーリン・大蔵省証券	1,953,552
1919.7.14	大蔵省証券	1,100,000
1919.10.21	レミントン・ウィンチェスター・大蔵省ノート	27,332,000
1919.11.1	第2回英国政府ノート（5.5%，3年）	131,117,000
1920.10.15	英仏共同国債（英国分）	250,000,000
1921.11.1	第2回英国政府ノート（5.5%，5年）	131,589,000
n.a.	アメリカン・ロコモティブ・大蔵省証券	2,000,000
計		1,476,511,566
フランスの対米負債残高		375,315,988
イタリアの対米負債残高		25,000,000
ロシアの対米負債残高		86,000,000
総計		1,962,827,554

出所：Munitions Industry, Part 29, Exhibit No.2776, Exhibit No.2777, Exhibit No.2778, Exhibit No.2779（pp.9205-9206）.

よび金額の内訳は、(1) 連合諸国の米国への輸出代金および海運等貿易外収入：16億ドル、(2) 金現送：11億ドル、(3) 米国の対外短期債務の返済：5億ドル、(4) ドル証券・その他資産の売却：14億ドル、(5) 担保付き証券発行：14億ドル、(6) 無担保証券発行：10億ドルであった⁶⁵⁾。

小括

英国政府は、連合諸国の長として、米国市場での軍需物資の購入および為替安定化のためのドルの確保に主導的な役割を果たした。とりわけドル

の調達には、既述の通り、さまざまな方法を用いたが、戦闘の激化とともに米国からの輸入が急増する中であって、徐々に手詰まり状態に陥った。1916年半ば以降になると、(1) 英国の米国に対する物資および金融両面での依存が深まり、英国の「債務国化」が明らかになり、英米間に軋轢が生じた、(2) モルガン商会主導の民間による対英金融も限界に達してきた、(3) その結果としてモルガン商会に対する業務独占に対する批判が出されるようになった、(4) 英国の海上封鎖政策に対する米国業界からの不満が出されてきた（特に綿花輸出）、(5) ウィルソン政権の支持基盤は民主党であり、モルガン商会等金融界は共和党支持であるため、相互の関係は必ずしも緊密ではなく、特に1916年末の大統領選の際には緊張関係が生じた、(6) ウィルソン大統領は、英国等協商国側とドイツ等同盟国側との講和を模索し、1916年11月には講和案を提示していた、(7) この大統領の意向に沿って、連邦準備理事会は、無担保債等への対外投資を抑制するよう声明を出し、英国を牽制した、等の諸問題が生じてきた。こうした中で、1917年2月のドイツの潜水艦による無差別攻撃の宣言は、「中立国」米国にとって、人命の危険性はもちろん、軍需物資輸送の安全性の観点から許しがたいものであり、同時に連合国への輸出や貸付は、米国経済の景気を維持する上でも、対連合国債権を維持する上でも、不可欠の存在となっていた。こうした状況が、米国の参戦への大きな契機となったのである。なお、米国の参戦の原因として、以上の他にも、(1) 戦況はドイツが優勢で（特にロシアの敗北）、米国の参戦がなければ英仏連合国側の敗北に終わる可能性があった、(2) 米国内にはドイツ系移民が多数存在するものの、米国は英仏の台頭よりもドイツの台頭を恐れた、(3) 米国の対英仏債権が消滅する可能性があった、(4) 潜水艦による無差別攻撃宣言と並んで、ドイツがメキシコに対して、加担した場合の領土割譲の密約が暴露された（「ツインメルマン事件」）、(5) ドイツ側の要因としては、米国の参戦前に連合諸国に勝利できる、米国は中立国としての利益を放棄しないと予想していた、

1916年中旬から1917年初めにかけての米英の金融の苦境について情報を得ていなかった、等の諸要因も挙げられている⁶⁶⁾。

最後に、やや繰り返しになるが、米国の参戦の要因としては、政治的・外交的・戦況的諸要因の更なる検討が必要であるが、米国政府が「中立」を維持する中であって、軍需物資の輸入およびポンド安定化のための英国等連合諸国に対するモルガン商会を中心とする米国民間金融は、1916年後半～1917年初頭にはほぼ限界に達していた点を重視すべきであろう。この限界を突破するためには、米国の参戦、それに伴う米国政府金融への依存が不可欠であったのである。

注

- 1) 管見の限り、この期の英米金融を取扱った邦語文献には、既に掲げた文献の他に、平岡賢司「第一次大戦とイギリス金本位制の変貌」(『海外事情研究』、第14巻、第1号、1986年10月、熊本商科大学海外事情研究所)；同、「第一次大戦期の戦費金融とドルの台頭」(同、第37巻、第1号)；同、「国際金融市場の分裂とドル・バランスの形成」(『経済論究』、第38号、1976年2月、九州大学大学院経済学会)；同、「『スターリング為替本位制』とロンドン・バランス」(同、第35号、1975年12月)；同、「アメリカの資本輸出と公的ドル・バランス—賠償問題との関連を中心に—」(『経済学研究』、第43巻、第4号、昭和52年10月、九州大学経済学会)；同、「政府借款と公的為替操作—第一次大戦期のポンドの釘付け操作を中心として—」(『経済論集』、第28巻、第4号、北海学園大学経済学会)；同、「再建金本位制と中央銀行間協力」(同、第26巻、第4号、昭和56年3月)；同、『再建金本位制と国際金融体制』(日本経済評論社、2016年2月)；井村進哉「第一次大戦期のアメリカ金融市場—戦時金融公社設立の背景に関する一考察—」(『商学論纂』、第24巻、第1号、1982年5月、中央大学商学学会)；佐美光彦「第一次大戦中のポンドとドル」(大内力編『現代資本主義と財政・金融3：現代金融』、東京大学出版会、1976年8月)；同、「第一次大戦期の国際通貨体制—いわゆるIMF体制の原型—」(『経済学論集』、第41巻、第4号、1976年1月、東京大学経済学会)；加藤三郎「イギリス大蔵省証券の成立—短期債についての一考察」(大塚久雄・武田隆夫編『帝国主義下の国際経済』、東京大学出版会、1967年)；平田喜彦「第一次大戦期のアメリカ対外金融関係(一)—ニューヨークの国際金融センター化と関連して—」(『経済志林』、第4・5巻、第3号、1977年10月、

法政大学経済学会)；同、「第一次大戦と連邦準備制度」(『経済学季報』、第18巻、第1号、1968年9月、立正大学経済学会)；加藤正秀「第一次大戦期におけるアメリカの通貨金融政策」(『経済学季報』、第16巻、第1号、1966年9月、立正大学経済学会)；同、「第一次大戦期のポンド」(同、第17巻、第1号、1967年6月)；河合正修「第一次大戦期のイギリス金融政策—政府証券発行との関連で—」(『長野大学紀要』、3・4・5号、1974年12月、1975年12月)；同、「第一次大戦期におけるイギリスの戦費調達と戦費支出—大英帝国の衰退と関連して—」(同、第3巻、1・2合併号、1981年9月)；同、「第一次大戦期イギリスの証券動員策による戦費調達—対外投資の減少との関連で—」(同、第6巻、1号、1984年8月)；同、「第一次大戦勃発後のイギリスの公信用政策—1914年戦争恐慌と関連して—」(同、第23巻、第1号、2001年)；同、「第一次世界大戦初期のイギリス公債政策」(同、第24巻、第1号、2002年)；鶴田廣巳「財政・通貨危機と公債政策—第一次大戦期のイギリス財政(1)—」(『経済論叢』、第115巻、第4・5号、昭和50年4・5月、京都大学経済学会)；同、「特別預金制度と財政・通貨危機—第一次大戦期のイギリス財政(2)—」(同、第116巻、第5・6号、昭和50年11・12月)；山本栄治「国際通貨ドルの形成過程—1910年代のニューヨーク金融市場の国際化を中心に—」(『商学論叢』第24巻、第2・3号、福岡大学研究所、昭和54年11月)等がある。本稿でも適宜参照した。外国語文献としては、キャスリン・パークによる著書・論文が最も多く、*Morgan Grenfell: 1838-1988: The biography of a merchant bank* (1989) および *Britain, America and the Sinews of War 1914-1918* (1985) の他、*The Mobilization of Anglo-American Finance during World War I* (N. F. Dreisziger (ed.), *Mobilization for Total War* (1981))；*Great Britain in the United States, 1917-1918: the turning point* (*International History Review*, Vol. I, No. 2, April 1979)；*The Diplomacy of Finance: British Financial Missions to the United States, 1914-1918* (*Historical Journal*, Vol. XXII, No. 2, June 1979)；*Money and Power: the shift from Great Britain to the United States* (Youssef Cassis, *Finance and Financiers in European History, 1880-1960* (1992))；*The Treasury: from Impotence to Power* (Kathleen Burk ed., *War and State: The Transformation of British Government, 1914-1919* (1982))；*Finance, Foreign Policy and the Anglo-American Bank: the House of Morgan, 1900-31* (*Historical Research*, Vol. LXI, No. 145, June 1988) 等の論文がある。以上のうち、英国側からアプローチしたものが多い。なお、本稿の依拠しているV・P・カロッシン教授の草稿(本稿でのTypescript)の特徴的なことは、モルガン商会の内部資料、特にモルガン・グレンフェル商会、モルガン・ハージェス商会、英国大蔵省、米国政府等との間、さらには、この期の英米金融を主導したモルガン商会パートナーのH・P・デイビソン、T・W・ラモント、

- J・P・モルガン・ジュニア、モルガン・グレンフェル商会パートナーのE・C・グレンフェル（イングランド銀行の理事でもあった）等との間で交わされた膨大な量の電報を基礎にしている点である。
- 2) ここでの叙述は主に、E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-25* (1952), pp.303-313に依拠している。
 - 3) *Ibid.*, pp.314-315.
 - 4) *Ibid.*, p.317.
 - 5) *Ibid.*, pp.322-323.
 - 6) *Ibid.*, pp.342-343. 手形残高は1913-1914年度の5億ポンドから1918-1919年度には3億ポンドに減少したとも言われる。*Ibid.*, p.322.
 - 7) William A. Brown Jr., *International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934* (1940), pp.50-65. なお、ポンド安定化は、具体的にはニューヨーク市場での英国大蔵省証券の売買によって行われたが、別の資料によると1915年から1919年の間、モルガン商会は8億4,000万ポンドの為替を購入したと言われる。Ruth M. Jaeger, *Stabilization of the Foreign Exchanges* (1922), p.22.
 - 8) Charles J. Bullock, John H. Williams, Rufus S. Tucker, *The Balance of Trade of the United States* (*The Review of Economic Statistics*, July, 1919) ; Ruth M. Jaeger, *op. cit.*, p.22 ; John E. Gardin, *The Finances of Nations as Reflected in International Exchange* (*The Americas*, Vol.3, No.8).
 - 9) 佐美光彦「第一次大戦期の国際通貨体制—いわゆるIMF体制の原型—」(『経済学論集』、第41巻、第4号、1976年1月、東京大学経済学会)。
 - 10) E. Victor Morgan, *op. cit.*, pp.334-339.
 - 11) Charles J. Bullock et al., *op. cit.*, pp.237-238 ; *Fifth Annual Report of the Federal Reserve Board* (1919), p.15.
 - 12) F. Carrington Weems, *op. cit.*, p.286, Appendix XVI.
 - 13) *Typescript*, pp.4-12～4-13 ; *Syndicate Book*, Vol.9, pp.203-204.
 - 14) *Typescript*, pp.4-13～4-14.
 - 15) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.203-204 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.286-289 ; R・S・セイヤーズ著・西川元彦監訳・日本銀行金融史研究会訳『イングランド銀行—1891-1944—(上)』(昭和54年)、118-119頁。この勘定が1915年7月26日に閉鎖されたかどうかは、資料上に齟齬があるため、不明である。
 - 16) *Typescript*, p.4-17.
 - 17) Kathleen Burk, *Britain, America and the Sinews of the War, 1914-1918* (1985), p.45.
 - 18) *Typescript*, p.4-20.
 - 19) 1915年5月7日、英国客船ルシタニア号がドイツ潜水艦によって撃沈され、

- 128名の米国人を含む多くの乗客が犠牲となった。ウィルソン大統領は、ドイツ政府に対して強硬な抗議を行ったが、ブライアンの國務長官は、(1) そうした抗議は米国を戦争に巻き込む可能性を高める、(2) ルシタニア号には軍需品も積載していた、(3) 米国政府は、国民に対してこうした交戦国の客船には乗船しないよう警告すべきであった、等の理由で、國務長官を辞任した。Arthur S. Link, *Wilson : The Struggle for Neutrality, 1914-1915* (1960), Chapt.XIII; 有賀貞「四 ウィルソン政権とアメリカの参戦」(岩波講座『世界歴史24』1970年); 『世界の歴史14』(昭和40年、中央公論社)、121-122頁。なお、非軍需品については、1915年4月、連邦準備理事会は規制を緩和し、ロンドンの銀行が振出し米国の銀行が引受けたドル手形(再割引)を用いた輸出代金の支払いをニューヨークや他の地区の連邦準備銀行が利用できるようにした「レギュレーションJ」。これは為替市場の逼迫の緩和が目的であった。Typescript, p.4-31 : note, 64.
- 20) Typescript, pp.4-32~4-33; 加藤正秀「第一次大戦期のポンド」(『経済学季報』、第17巻、第1号、立正大学経済学会、1967年6月); 佐美光彦「第一次大戦中のポンドとドル」(大内力編『現代資本主義と財政・金融3:現代金融』、東京大学出版会、1976年8月)。
- 21) *Syndicate Book*, Vol.8, pp.131-132; 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)、367-369頁を参照されたい。
- 22) *Syndicate Book*, Vol.8, pp.131-132; Typescript, note 71 (p.4-15)。
- 23) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.203-204.
- 24) Kathleen Burk, *Britain, America and the Sinews of War, 1914-1918* (1985), p.63. なお、レジナルド・マッケナは、1915年5月の政権交代で(アスキス首相が保守党との連立内閣を組織)、ロイド・ジョージに代って大蔵大臣に就任した。ジョン・M・ケインズは、1915年1月に大蔵省に入省し、マッケナの重要なブレーンとなった。Typescript, note 36 (p.4-8)。
- 25) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.203-204; *Munitions Industry*, Part 33, Exhibit No. 4203 (p.10837)。
- 26) Typescript, pp.4-35~4-36; *Syndicate Book*, Vol.8, pp.131-132; Vol.8, pp.189-190; Vol.9, pp.49-50; Kathleen Burk, *op. cit.*, p.63; 拙著『米国資本のカナダ進出(1898-1932年)』第2章、第4節を参照されたい。
- 27) Typescript, pp.4-37~4-39; Kathleen Burk, *op. cit.*, pp.63-65.
- 28) Typescript, pp.4-41~4-46.
- 29) Typescript, pp.4-46~4-48.
- 30) F. Carrington Weems, *op. cit.*, pp.296-297.
- 31) Kathleen Burk, *op. cit.*, p.70. なお、英仏共同国債発行をめぐる双方の事情について、詳しくは、Richard W. Van Alstyne, *Private American Loans to the Allies, 1914-1916* (*Pacific Historical Review*, Vol.II, 1933)を参照された

い。

- 32) *Munitions Industry*, Part 27, Exhibit No. 2302.
- 33) *Typescript*, pp.4-75～4-79 ; Richard W. Van Alstyne, *op. cit.*, pp.189-190.
- 34) *Typescript*, pp.4-79～4-81 ; *Syndicate Book*, Vol.8, p.p.139, 141 ; *Carosso Papers* (21).
- 35) 価格維持活動に至る経緯、それをめぐるナショナル・シティ・バンクとの確執等については、*Typescript* の第4章の注185 (pp.4-39～4-49) が詳しい。
- 36) *Typescript*, pp.4-88～4-89 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, p.301 ; *Munitions Industry*, Part 33, Exhibit No.4202 (p.10836).
- 37) *Typescript*, pp.4-83～4-84. なお、ウィルソン大統領は、ブライアン国务長官ほどではないにしても、あくまで休戦を模索しており、米国の連合国への物資供給や信用供与に対しては積極的ではなかった。
- 38) *Typescript*, pp.4-89～4-91 ; *Syndicate Book*, Vol.8, p.177 ; *Munitions Industry*, Part 30, pp.9663-9678 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, p.301 ; *C&FC*, Dec. 4, 1915.
- 39) *Typescript*, p.4-94 ; *Typescript*, note 205 (pp.4-52～4-55) ; *Cumulative : Second Semi Annual*, 1916, pp.4-5, p.361.
- 40) *Syndicate Book*, Vol.8, pp.217-219 ; *C&FC*, Nov. 11, 1916 ; 山下正明「1920年代とアメリカ鉄道業の展開 (その4)」(『社会科学論集』、第53号、昭和59年3月、埼玉大学経済研究室)。
- 41) *Syndicate Book*, Vol.8, p.219.
- 42) 1917年2月、サザン・レールウェイ社は2年・2,500万ドルのノートを発行し、モルガン商会はファースト・ナショナル、ナショナル・シティ・カンパニーとともに (引受比率は2対1対1)、97%で引受けた。*Syndicate Book*, Vol.9, p.41.
- 43) *Syndicate Book*, Vol.8, p.117.
- 44) *Syndicate Book*, Vol.8, p.193 ; *Cumulative : First Semi Annual*, 1916, p.564 ; *C&FC*, Feb. 24, 1917.
- 45) *Syndicate Book*, Vol.8, p.185.
- 46) *Syndicate Book*, Vol.8, p.151.
- 47) *Syndicate Book*, Vol.9, p.19 ; *C&FC*, March 10, 1917.
- 48) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.1-3 ; *Cumulative : First Quarter of 1917*.
- 49) *Typescript*, p.4-190 ; *Syndicate Book*, Vol.8, pp.221 ; Note 401.
- 50) *C&FC*, Sept. 2, 1916 ; *Syndicate Book*, Vol.8, p.205.
- 51) *Typescript*, p.4-190 ; *Syndicate Book*, Vol.8, pp.223-224 ; N. R. Danielson, A. T. & T. : *The Story of Industrial Conquest* (1939), pp.77-80.
- 52) 上記拙著、380-383頁。
- 53) *C&FC*, September 2, 1916, Sept. 8, 1917 ; *Syndicate Book*, Vol.9, p.7.

- 54) *Typescript*, pp.4-97 ~ 4-105.
- 55) *Typescript*, pp.4-103 ~ 4-104 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, p.318.
- 56) F. Carrington Weems, *op. cit.*, p.304 ; *Syndicate Book*, Vol. 9, p.203.
- 57) *Munitions Industry*, Part 33, Exhibit No. 4215 (pp.10904-10510) ; 鶴田廣巳「財政・通貨危機と公債政策—第一次大戦期のイギリス財政(1)—」(『経済論叢』、第115巻、第4・5号、昭和50年4・5月、京都大学経済学会)。
- 58) *Syndicate Book*, Vol.9, pp.203-204. なお、日々の残高の推移について、詳しくは、*Munitions Industry*, Part 33, Exhibit, No.4215 (pp.10904-10913) を参照されたい。なお、参加金融機関を別の資料で地域別に見ると、3億9,890万ドルのうち、ニューヨークの金融機関の占める比率は92.3%であった(1917年7月13日)。*Munitions Industry*, Part 29, Exhibit No.2819 (p.9247)。
- 59) *C&FC*, August 19, August 26, 1916.
- 60) *Typescript*, pp.4-151 ~ 4-159 ; *Syndicate Book*, Vol.8, pp.211-212.
- 61) *Typescript*, pp.4-182 ~ 4-188 ; *Syndicate Book*, Vol.9, pp.5-6 ; *C&FC*, Nov. 4, 1916.
- 62) *Munitions Industry*, Report 5, p.67 ; F. Carrington Weems, *op. cit.*, p.311 ; *Typescript*, pp.4-198 ~ 4-200 ; Arthur S. Link, *Wilson : Campaigns for Progressivism and Peace : 1916-1917* (1965), pp.200-206, pp.379-382 ; Bank Investment in Foreign Obligations (*Federal Reserve Bulletin*, Vol.2, No.12, Dec. 1, 1916). この方針は、連邦準備理事会の副総裁であるポール・ウォーバーク(ドイツ系投資銀行クーン・ロープ商会のパートナーであった)等が強く推進したと言われる。また、ウィルソン大統領は、講和を目指して、当時計画されていたクーン・ロープ商会によるニューヨーク市場でのドイツ都市債の発行についても反対し、実現させなかった。*Typescript*, p.4-198.
- 63) *C&FC*, Jan. 20, Jan. 27, Feb. 17, 1917 ; *Typescript*, pp.4-229 ~ 4-237 ; *Syndicate Book*, Vol.9, pp.31-32.
- 64) E. Victor Morgan, *op. cit.*, pp.320-321.
- 65) *Munitions Industry*, Part 29, Exhibit No. 2791 (pp.9226-9229).
- 66) John Milton Cooper, Jr., *The Command of Gold Reversed : American Loans to Britain, 1915-1917* (*Pacific Historical Review*, Vol. XLV, No. 2, May 1976) ; 北島平一郎『現代外交史』(創元社、昭和54年)、41-43頁。