

信用理論研究

第10号

1993年5月

大会報告および討論

「バブル現象」に見る現代金融の構造

……………山口義行（名城大学）

先物取引と投機

……………鈴木芳徳（神奈川大学）

大恐慌期におけるアメリカ独占資本主義と擬制資本

……………小林真之（北海学園大学）

イギリス—「ポンドの崩壊」(?)

……………米倉 茂（佐賀大学）

1920年代におけるドイツの金融システムと銀行恐慌

……………大矢繁夫（西南学院大学）

昭和恐慌期の銀行パニック

……………齊藤壽彦（千葉商科大学）

部会活動報告

学会事務局記事

会員著書・論文目録

目 次

大会報告および討論

「バブル現象」に見る現代金融の構造

……………山口義行（名城大学）……………（1）

先物取引と投機

……………鈴木芳徳（神奈川大学）……………（13）

大恐慌期におけるアメリカ独占資本主義と擬制資本

……………小林真之（北海学園大学）……………（28）

イギリスー「ポンドの崩壊」(?)

……………米倉 茂（佐賀大学）……………（38）

1920年代におけるドイツの金融システムと銀行恐慌

……………大矢繁夫（西南学院大学）……………（47）

昭和恐慌期の銀行パニック

……………齊藤壽彦（千葉商科大学）……………（61）

部会活動報告……………（75）

学会事務局記事……………（79）

会員著書・論文目録……………（82）

大会報告と討論

《報 告》

「バブル現象」に見る現代金融の構造

山 口 義 行

(名城大学)

本報告の課題は、わが国で80年代後半に発生したいわゆる「バブル」現象について、①その中心的内容である地価や株価などの資産価格の急騰現象——いわゆる「資産インフレーション」——がどのようなプロセス、メカニズムで発生したのかを金融面から明らかにすること、そして②それが現代金融の構造的特徴とどのような関連にあるかを明らかにするために、70年代後半以降の金融過程をふりかえって、「バブル現象」がそのどこに位置する現象なのかを検討することにある。

まずは、前者の問題から考察をすすめることにする。

I 「資産インフレ」の金融メカニズム

(1)問題の限定——「過剰流動性」期との違い

「資産インフレ」を過剰な貨幣資本の発生とその運動とのかかわりでとらえようとする時、さしあたり目につくのはいわゆる「過剰流動性」が問題にされた70年代前半期のインフレーションの発生プロセスとの違いである。というのは、後者の場合には周知のように、まず大量のドル流入を背景にしたマネー・サプライの大幅な増加が先行し、これに続いてインフレ率が高まるという経過をたどったのに対し、前者の場合には貨幣供給のきわだった量的増加のないまま、地価や株価の急速な上昇が始まったからで

ある。

地価動向にしろ株価動向にしろ画期となったのは86年であった。86年を境に地価上昇率はそれまでの減少傾向から増加傾向へと転じ、株価についても86年以降その上昇率が急拡大している。ところが、その86年にはマネー・サプライ増加率はほとんど上昇していない。M2+CD（末残）の対前年増加率は85年の8.7%から86年には9.2%へと0.5%の増加にとどまっている。貨幣供給の明白な増加のないままのようにして過剰貨幣資本が発生し、「資産インフレ」がその過程を開始したのか。これが明らかにされなければならない第1の問題である。

第2の問題は、銀行の信用創造の位置づけについてである。地価や株価の上昇率は87年後半以降一層増加し、「資産インフレ」はいわば本格的な展開の過程に入った。これに対応してマネーサプライ増加率も上昇したのだが、主要な貨幣供給源であるはずの銀行貸出の増加率はこの時期以降むしろ減少傾向を示しているのである。これを一見するかぎりでは、銀行信用はマネーサプライの増加に対しても、したがってまた「資産インフレ」の発生そのものに対しても世上言われているほどには積極的な役割を果たさなかったのだということになる⁽¹⁾。だが、果たして本当にそうなのだろうか。これが、検討すべき第2の問題である。

以下、ここでは、紙幅の関係でこれら2点に限って記しておくことにしたい。

(2)過剰貨幣資本の発生と「資産インフレ」の開始

第1の問題については、概ね次のように考えることができよう。すなわち、すでに低成長経済に移行した70年代の終わりごろから、マネー・サプライや銀行貸出の伸びは実体経済の成長率と対比する限りでは相対的に高く維持されてきており、こうした相対的に高い貨幣供給の伸びが86年の円

高不況という実体経済側の成長屈折によっても鈍化しなかったということ、このこと自体のうちに過剰な貨幣資本の発生を看取るべきだということである。以下、その具体的過程を概観する。

①企業段階での過剰貨幣資本の発生→銀行への返済超過

86年の円高不況によって、企業段階で過剰貨幣資本——現実資本の過剰を反映した貨幣資本の過剰——が発生し、これが金融機関への返済超過をもたらした。実際、86年末の「全国銀行」の製造業向貸出残高は85年末のそれよりも減少している。とくに大企業製造業向貸出残高は前年比6.6%の減少となった。

②貸付可能貨幣資本の過剰—(政策支援)→銀行の貸し込み〔土地関連融資への傾斜〕

企業段階での過剰貨幣資本の発生は貸付可能貨幣資本の過剰（金融市場での資本供給過剰圧力）へと転化した。企業による返済超過（借入残高の縮小）は収益確保のために新たな資金運用先を見出そうとする銀行の強い欲求を引き起こすからである。しかし、銀行の自主的な努力だけで容易に運用先が見出せるはずもなく、政策的支援が決定的な役割を果たすことになる。それが、中央銀行の低金利政策（銀行の資金調達コストの引下げ）と政府による投資誘導策——政府は首都圏を中心に土地の再開発を喚起して、盛んに民間の投資活動を誘発した——であった。こうして、銀行の過剰貸付資本はさしあたりまず土地投資においてその運動部面（存在形態）を見出し、他の貸出が停滞するなかで土地関連貸出だけが突出して増加する事態——貸出構成の著しい変化——が生じた。

③貸付資本の貸出市場からの締め出し→株式市場への「資金シフト」

さらに、資金需要の全体的な低迷の中、都市銀行の中小企業や個人向け貸出分野への進出によって著しくそのシェアを低下させた中小金融機関は、その貸出機会の減少を他の資金運用形態で補わざるをえない状況に迫

い込まれた。信託形態での資金運用への傾斜である。86年に入って以降株価の上昇率が急速に高まるという事態は、このように貸出市場から締め出された貸付資本が、「信託」を介して株式市場へと流入したことを契機に生じたのである。これがまた、土地関連の資金をも株式市場へと引き寄せ、証券市場は未曾有の活況を呈することになったのである。

(3)銀行の信用創造と「資産インフレ」

第2の問題に関しては、何よりもまず87年後半以降の貸出増加率の減少が、直接には市中銀行に対する日銀の「窓口指導」（貸出増加額規制）の強化によるものであることを確認しておく必要がある。そして、さらに重要なのは、これが1つの重要な契機となって、銀行による民間向け信用供与の形態が急速に多様化し、このことが事実の諸関係を見えにくくさせている点である。

銀行の信用供与形態の多様化を示す第1のものは、インパクト・ローンの急増である。インパクト・ローンは日銀が規制の対象にしている貸出増加額計画の中には含まれない。そこで、市中銀行はこれを増やすことによって「窓口規制」を逃れつつ貸出増加を実現していったのである⁽²⁾。第2は、海外支店から国内企業へのユーロ円の貸付——これはユーロ円インパクトローンと呼ばれている——の激増である。日銀による規制の対象が国内店からの貸出であることから、規制の抜け道として海外店からの貸出を活用した結果にはかならない。さらに、今1つ——これは規制の抜け道とは別の事柄だが——証券投資の形態をとった銀行の企業向け信用供与の増加である。銀行の事業債、株式、コマーシャル・ペーパーの保有残高が大幅に増加したが、とくに重要なのはその株式投資の高まりで、これは当時の株価上昇を背景に活発化した企業のエクイティ・ファイナンスに対し、銀行が事実上の受け皿となってきたことを示すものである。

銀行の信用供与（信用創造）を「資本インフレ」との係わりで位置づける場合には、以上でみたような銀行行動の変化を踏まえておくことが肝要である。そこで、それを踏まえてあらためて、マネー・サプライと銀行の信用供与との関連を見てみると、銀行の民間向け信用供与が当時のマネー・サプライの増加に決定的な役割を果たしたことがわかる。

図1において、細い点線（--）で示したのは「預金通貨銀行」による民間向け貸出の対前年同月増加率の推移である。これは87年後半以降にはすでに減少傾向を示しており、この図からも87、88年と高まりを示しているマネー・サプライ（M2+CDの平均残高、太い点線--）のそれとの間に明白な乖離が存在することがわかる。しかし、ここでいう民間向け貸出はあくまでも国内店ベースのそれであり、したがって海外支店名義で国内企業向けに貸出されるユーロ円インパクト・ローンはその中に含まれていない。そこで、この民間向け貸出残高にユーロ円インパクト・ローン（短期）残高を加えて増加率の推移（細い実線—）を見てみると、87年から88年中頃まで一つの高まりが現れ、マネー・サプライの動きとかなり似通ったものになる。図では、さらにこれに「預金通貨銀行」による、事業債や株式の購入という形態で民間向け信用供与を加え、その残高も含めた対前年増加率の推移を太い実線（—）で示している。これはマネー・サプライの増加率の推移と極めて近い動きを示していることがわかる。このことから、銀行の信用供与（信用創造）が「資金インフレ」の主要な原動力——その資金的裏付け——として機能してきたことは明らかである。

なお、紙幅の関係で詳しく触れることができないが、この時期銀行がインパクト・ローンやユーロ円インパクト・ローンを多用したことが、途上国という資金調達の主役を失った国際金融市場にあらたな活力をもたらし、同時に国際金融市場での邦銀の地位を急速に上昇させる結果になったことを指摘しておきたい。インターバンク市場での邦銀の取り手としての

シェアは90年9月末には39.5%にまで達し、その債務残高は83年末比4.5倍（市場全体の伸びは2.6倍）にまで達した。

〔注〕

- (1) たとえば、奥田宏司氏は、その論文「プラザ合意後の公定歩合引下げと『金余り現象』の発生」（『経済』第320号、1990年12月発行、所収）において、銀行の信用創造が「金余り現象」の「主要要因ではなく、いわば補助的な役割しか果たしていない」（同上216ページ）として、その独自の主張を展開されている。
- (2) インパクト・ローンを活用が円の対ドルレートの上昇と深く係わっており、たんなる規制逃れだけでないことは言うまでもない。

II 80年代の金融過程と「バブル現象」

(1) 80年代の金融過程

さて、次にこの報告の第2の課題に関する考察へと移ろう。まずは、図2によって近年の金融の流れを概観してみる。

① 企業債務の膨張を軸にした信用拡張から国家債務の累積を軸にした信用拡張へ

企業が自己資本の枠をはるかに超えるテンポで資本蓄積を展開していた高度成長期の金融は、言うまでもなく、企業債務の膨張を原動力にして、信用全般が拡張していくというものであった（A）。しかし、低成長経済への移行とともに、そうした原動力としての企業債務の役割は大きく後退し、その主役の座を国家にゆずることになる。国家の赤字累積、国家債務の膨張を軸に金融活動が展開されていく。これが、70年代の終わりから80年代の中頃までの金融の特徴である。（B）。

それは当時の金融活動が、おもに3つの資金循環——わが国の財政赤字を軸にした国債市場をめぐる資金循環、そしてアメリカの貿易赤字を起

点、財政赤字を終点にする資金循環、もう一つは、ユーロ市場を経由して発展途上国へ流れ込んでいく国際的な資金循環——を中心に展開されてきたことのうちに端的に示される。

②「資産インフレ」の進行を軸にした信用拡大とその収束にともなう信用収縮

このように国の赤字が金融市場を支えるという時期、これが80年代の前半であるとすれば、これら3つの資金循環それぞれに問題がでてきたのが80年代の中頃である。それは国際金融においても国内金融においても信用収縮の危険性を生み出した。まず発展途上国の債務危機によって国際金融市場であるユーロ市場で資金余剰が生じ、さらに日本の政府も財政硬直化の危険から赤字抑制を余儀なくされ、国内金融活動の軸点としての役割が後退した。さらに米国も政策転換をせまられ、その結果としてのドル下落＝円高が不況による国内での企業の資金需要低迷を引き起こした。そこで、新たな信用拡張の原動力として登場したのが「資産インフレ」、つまり土地や株の値上がりである。買っては売り、売っては買うということを繰り返していく活動に資金が大量に使われるという形で、金融活動は再び活発化していったのである(C)。また、先にのべたように、邦銀はインパクト・ローンやユーロ円貸出を活発化させ、それが収縮の危険のあった国際金融市場の活性化に役立った。しかし、90年代に入ると「資産インフレ」も収束に向かい、それとともに信用収縮が余儀なくされる(D)。国際金融市場のマネーフローも半減し、国内金融も貸出増加率が「過去最低」を記録する事態が続いている。

(2) $A \Rightarrow B \Rightarrow C \Rightarrow D$ の流れをどう見るか——3つの座標軸

「バブル現象」を現代金融の構造的特徴との関連で捉えようとするなら、上記の80年代の金融過程——図の $A \Rightarrow B \Rightarrow C \Rightarrow D$ という流れ——を以

下の3つの座標軸で位置づける必要がある。

①実体経済と金融との「距離関係」

まず、実体経済と金融との「距離」という座標軸である。A⇒Bという、企業債務から国家債務を軸にした信用拡張への転換によって、金融と実体経済とのパラレルな関係は大きく崩れた。実体経済の方は低成長へと移行したのに対し、金融は国家の赤字累積を原動力にしてむしろ以前にも増して活発化することになったからである。

このように金融の実体経済からの乖離の構造こそ、現代金融の第1の特徴であると言える。こうした視点からすれば、「バブル現象」の発生（B⇒C）は言うまでもなく両者の距離の拡大過程にはかならず、だからこそそれはその強力的収縮（C⇒D）の契機をつくり出す役割を果たしたのだといえる。したがってまた、過大な金融機構を整理するものとしての「金融再編」を媒介することにもなる。

なお、「バブル膨張」が投資や消費を活発化させるのに一定の役割を果たしたのだからという理由で、それを金融の実体経済からの一方的な乖離現象と見ることに異論を唱える見解もある。しかし、実体経済の一定の成長に「資産インフレ」の進行を軸にした投機的な金融活動が前提されねばならないところこそ、現在経済の矛盾した構造があるのであり、それは金融と実体経済との調和的發展（乖離の是正）を意味するものではない。

②「国」と「民間」との「負担関係」

もう1つは「国」と「民間」との間でどちらが重荷を負担するかという、その「負担関係」を座標軸として、上記の過程を捉えようとする視点である。A⇒B⇒C⇒Dという流れの中には、民間のレベルと国のレベルの間で負担を転嫁したり、再転嫁したりする運動が含まれている。A⇒Bという局面転換は、高度成長の終焉とともに民間のレベルで発生（または拡大）した諸問題を国のレベルに転嫁し、その結果国の赤字が累積してい

くという負担転嫁の金融的帰結にほかならない。これに対し、 $B \Rightarrow C$ という局面転換は、そうした国家の負担能力がある限度に達したことを背景にしている。国内的には、「消費税の導入」、「民活」など、民間への負担の再転嫁の試みがこれを象徴している。また、米国と日本との関係で言えば、米国が貿易赤字を累積させながら日本から輸入し続けるという関係——これは政府が赤字を累積させながら、民間から商品を購入し続ける関係に相当する——が一定の限界に達し、この時期米国の日本に対する内需拡大・市場開放要求が以前になく強まったが、これは米国が背負ってきた負担を日本に再転嫁しようとする動きにほかならない。

こういう視点からみれば、「バブル現象」は実体経済と金融との乖離現象であるというだけではなく、むしろ実体経済の「水膨れ」によってそういう負担の再転嫁にともなう痛みをやわらげる、緩衝財としての役割をはたしてきたのだと位置づけることができる。実際、「バブル」によってある程度日本政府の税収も増え、また内需拡大によって米国からの輸入が増えるなど矛盾が一時的に緩和された。しかし、またそうだとすれば、バブルの「収束」はけっして問題の解決ではなく、むしろ問題のはじまり——より先鋭化した形での再現——を意味するのだということになる。

③ドル問題としての視点

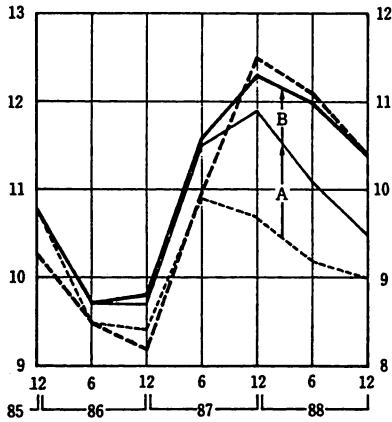
第3の座標軸は、上記の過程をドル問題としての視点から捉えようというものである。今日の経済活動の基礎に「ドル本位制」と呼ばれる「国際通貨体制」が存在することはここであらためて指摘するまでもない。この「体制」への依存を一層強めることで、80年代前半の日本の経済・金融活動が展開されてきたことも周知のところである。重要なのは、「ドル本位制」は、各国の貨幣主権の制約の上に一国通貨であるドルを、本来あるべき限度をこえて国際通貨として機能させようとするものにほかならないということである。したがって、「ドル本位制」への依存を強めながら、日

本が「大国化」する過程は、同時に日本の金融政策が「ドル防衛」という課題の下にますます「従属化」していく過程にほかならない。

80年代の金融過程はこうした矛盾の展開過程であったのであり、「バブル現象」はまさにその矛盾をもっとも鮮明に示す現象であったといえる。それは、「資産インフレ」の進行が、日銀が「庶民のマイホームの夢を犠牲にしつつ」継続的に実施してきた低金利政策とドル買い介入を背景にしたものであったことに端的に示される。基本的な経済構造の転換なしには、「バブル」は——この側面だけから言えば——繰り返し発生しうる現象であることを意味している。

参考： 報告に直接関連する拙稿は以下のものである。『『資産インフレ』の金融メカニズムについて——奥田宏司氏の所説の検討を手掛かりにして——(1)(2)(3)』『名城商学』第41巻第1号（1991年6月）、第2号（同年10月）、第4号（1992年3月）所収。『『資産インフレ』の発生と現代の金融構造』高橋昭三編『資本市場の変化と経営財務』中央経済社（1992年6月）所収。

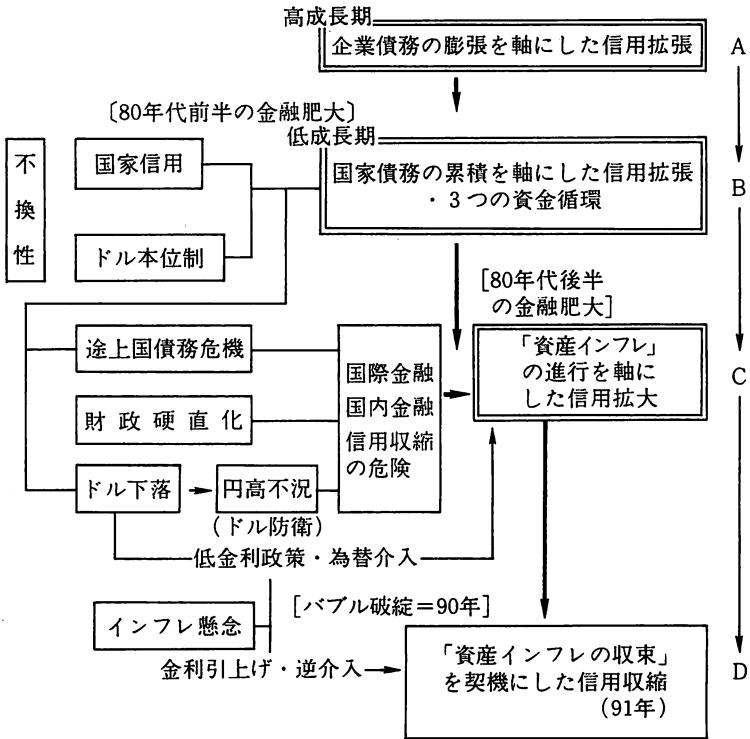
図1 民間向け信用供与とマネーサプライの推移 (単位:%)



注) ---はM2+C1平残 (右目盛り)、- - -は「預金通貨銀行」による民間向け貸出残高 (マネタリー・サーベイ・ベース) (左目盛り)、—はこれにユーロ円インパクト・ローン (短期) を加えたもの (左目盛り)、— — —はさらにそれに「預金通貨銀行」による「事業債・株式」形態での民間向け信用 (マネタリー・サーベイ・ベース) を加えたもの [左目盛り] の対前年増加率の推移を示している。したがって、「—A→」はユーロ円インパクト・ローン (短期) を加えることによって生じた差、「—B→」は「事業債・株式」形態での民間向け信用を加えたことによって生じた差を示している。

資料) 日本銀行『経済統計年報』(各号) により作成。

図-2 80年代の金融過程



先物取引と投機

鈴木 芳 徳

(神奈川大学)

本日の論題である「バブル経済と信用理論」については、おおよそ3種類のアプローチが可能のように思われます。第一は、インフレーション論として、第二は、「貨幣資本と現実資本」の応用問題として、第三に、投機論として、の扱いであります。ここで、とくに強調しておきたいと思うのは、金融論というものが、一方ではインフレーション論として展開されねばならない面があるのと同様に、投機論として展開されるべき面があるのではないか、ということです。川合一郎先生の生涯のお仕事の大きな流れというのは、インフレーションから投機へ、という事ではなかったか、ということ、を、今更のように考えさせられます。そういう次第でありまして、本日のご報告のひとつの基調は、投機ということから経済を見るとどうなるか、資本主義と投機とはどんな関係にあるのか、といった点にあります。

そこで、初めに、今回のバブルの中で、私自身が考えたことを少し申し上げてみたいと思います。1817年に、デヴィット・リカードウ(1772-1823)が『経済学原理』を書きますが、この書物の大前提は、労働生産物を扱うものが経済学だ、ということにあります。つまり、経済学の対象とする財貨とは、労働生産物なのでありまして、そうした財貨を取り引きする場として市場が考えられるのであります。ところがこれと対称的なのが、1871

年に出てくる、カール・メンガー（1840-1921）の『国民経済学原理』でありまして、メンガーの場合には、「財貨」と「商品」の間に区別がある。中間商人によって交換目的に用いられる財を「商品」と呼び、その延長上に、取引所、標準化、組織化、投機を見ようとしています。そして、この「商品」を、労働生産物としての「財貨」と区別するわけです。この観点は、理論次元がやや異なるとはいえ、M. カレッツキー、J. ヒックス、T.B. ヴェブレンらにも共通して見られる認識であります。そして、メンガーの場合には、とりわけかれのいう「商品」というものを前提にして経済というものを見ようとしている、というか、「商品」に我が身を置いて経済というものを、見ようとしている、そんな感じがする訳であります。このことは、オーストリー学派に、共通する思考のように思われてなりません。

そこで問題なのは、この、1817年のリカードウの書物から、1871年のメンガーの書物に至る間に何が起ったのかであります。それは、ごく一般的にいうならば、資本主義経済の発展というに尽きるのでありましようが、もうすこし細かくいうと、1848年以降における、いわゆる「世界市場」の成立、これが問題であります。資本主義というのは、元来、他人のための生産をもってその特徴とするものでありますが、世界市場の成立は、その無政府性をひとまわり大きくし、その結果、大きな利潤を手にする機会も生まれてはくるでしょうが、しかし同時に、自ら負わねばならないリスクもまた大きくなっていくのであります。この世界市場を前にして、投機の世界は大きく広がってくるのであり、まさに1848年に、シカゴの取引所（Chicago Board of Trade, CBT）が成立し、現在の先物取引の原型と目されるものは、1865年に始まっています。こうした状況変化がここに生じ、そのことが経済学のありかたにも影響を与えたということ、このことが、現在のわれわれが、直面している問題にある種の解答を与えるものではないか、と思うのであります。

考えてみますと、本来、私たちが問題にする「市場」というのは、労働生産物の市場であり、そこでは基本的には、コスト原理が貫徹するわけであります。しかし、いわゆるセカンダリー・マーケットでは、そういうことがない。単に、需要と

供給だけで価格が決まる、そういう場であるわけです。言い換えると、本来の労働生産物の市場というのは、スミスの言い方を借りるなら「自律性」を帯びたもの、マルクスの言葉でいえば「再生産」の内部の現象であるはずであります。しかし、いまひとつのセカンダリー・マーケットというのは、要するにゼロ・サム社会です。ここで重要なのは、「市場」というひとつの言葉で語られていますが、両者の内容には決定的な違いがある、ということであり、今日の問題を考えるにさいしても、この点は十分考慮されるべき点ではなからうか、と思います。

そこで、以上のことを前置きといたしまして、本論に戻らせていただきます。「投機」という問題について考えるということになると、ミルトン・フリードマンの投機論(1953)を避けて通ることはできないようであります。フリードマンは、投機の価格安定化機能を比較的高く評価する論者と考えられています。投機の価格への影響ということを考えてみると、「賢明な」投機家の場合には、高値で売り、安値で買うはずであるからして、投機家は利益を得つつ、価格は実需による変動と「相殺」されて安定化する。これに反して、「賢明でない」投機家の場合には、高値で買い、安値で売るから、投機家は損失を被り、価格は実需による変動と「相乗」されて不安定となる。このことから、もし、市場で、賢明でない投機家は減少し、賢明な投機家のみが残ると結論されるなら、投機は価格安定化機能を持つ、ということになるでありません。しかし、その際、正の投機利潤を得る「賢明な」投機家は、価格変動の完全な予測をなしうること、つまり、将来価格の完全な予見可能性がそこには存在するということが、前提となっていることに注意しておく必要があります。さらには、投機ということが、専門家というか、プロだけによって行われるものとされているところにも問題があります。

しかし、ここでの最大の問題は、投機ということが、もっぱら価格形成との関連においてのみ取り上げられているという点であり、資本主義的再生産との関連が問われないままになっている、という点であります。

それでは、資本主義的な再生産にとって、投機はどのような意味をもっているか。この問題を先物取引ないし取引所取引を念頭において考えてみることにしようと思います。資本主義的な再生産を前提とするかぎり、生産物であるW'について、買い手が予め決まっているわけではありません。つまり、生産の無政府性があるかぎり、W'-G'の過程には、販売期間や価格レベルについての不確実性があります。これらの不確実性にまつわるリスクをヘッジすることが必要になります。勿論、ヘッジ相互の取り引きが、ピタリと相互補償的に凹凸が合う場合もないとはいえませんが、それはかなり限定された条件の下でのことというべきです。そこでのリスクがあまりにも大きいとなると、ヘッジ相互の取り引きは成り立たない事になるでしょう。とすると、一方で誰かがヘッジャーとして登場するということは、他方には必ずスペキュレーターが存在し機能しているのでなければならず、それもスペキュレーター相互の取り引きが恒常的に或る厚みをもって行われていることが必要になります。ヘッジャーは、そのことを前提として、これに絡んで取り引きを行っていくことになります。ですから、再生産の不確実性をヘッジしようとする、必ずスペキュレーターの存在と機能が前提となるという、不思議なパラドックスがここに存在することになります。

こうした仕組みは、シュモラー (1896)、レキシス (1896)、エメリー (1896) らによって明らかにされてきております。そして、この最後のエメリーの書物については、明治35年 (1890)、東京株式取引所書記長、江口駒之助が『東京経済雑誌』に紹介しております。

この場合、登場するスペキュレーターなるものは、宇宙人ではありません。これもまた、再生産の中から生み出されてきたはずのものであります。つまり再生産の中に、一方では、リスクの増大に耐えかねて、もしかしたら多額の利潤を入手できるかもしれないチャンスを捨て、リスクから逃れようとしてヘッジにでるものがあるとともに、同時に他方では、実物投資に向かうことを止めた巨額の投機資金が存在することが、この仕組みの前提であります。言い換えると、資本が耐えかねるほどの不測の変動の増大と、実物投資には向かい得ない投機資金の増大、これらが表裏して生じてきているということであります。

以上のような先物をめぐる考察は、投機という問題についての一つの切り口であるに過ぎませんが、ここから、投機というものが、資本主義的再生産にとって、必然的な存在であり、やや強くこれを表現すれば、投機なき再生産は考えられない、とういことになるであります。資本主義的再生産は、投機を必然的な随伴物とするものであり、以上はそのことをいくらか構造的に示してみたいと考えた結果にすぎません。

以上のような問題について、わが国の場合、どこまで議論が積み上げられてきたのか、その辺りを次に見ておきたいと思えます。投機の意義と問題性は、すでに明治年間において議論されており、鼎軒田口卯吉は、早くも明治12年（1879）に、『東京経済雑誌』に「投機商業の弊を論ず」を書き、南海泡沫事件を紹介しつつ、「願くば、世間有為の人、株式をもって空商を営むの危道をなさずして、財本を集め実利を起こすのを順路とせよ」と訴えております。と同時に、同年の「米商会所論」では、限月相場の経済的意義を説き、その余弊をもって本体を禁ずるの愚を指摘しています。さらに、株式取引所の創設による相場平均化の効用を明らかにし、また恒常的に売り・買いの機会が用意されることを述べ、実米相場と限月相場との関連性を指摘し、限月取引によって実米の流通過程における将来の

価格変動による攪乱、あるいは販売・購買の遅延に伴う流通期間の不測の延長を避け得ること、などが明らかにされ、先物利用によるリスク・ヘッジの効用が語られています。「これその跡は空商のごとくなれども、その実は資本の利息を見積もりて米穀を買込むものなれば、更に他の米商と異なるところなくして、商業上また欠くべからざるものなり。けだし商業に生気を与え、勇気の勢いを鼓舞すること此のごとく著大なるものはあらざるなり。」この田口の論説は、例えば、マックス・ウェーバーの「取引所論」が1894年のものであることを思えば、極めて早期に属する、高い水準の論策であることが知られるのであります。

この田口の主張にたいし、明治33年（1900）、天野為之が『東洋経済新報』誌上で大々的な批判を開始します。天野は、取引所を「白昼公認の賭博場」と断じ、これこそ「勤勉の大敵」であるとし、「国家にたいする極悪」たる空売買を強く批判したのであります。田口の主張が、取引所の存在理由を前面に押し出したのものであったのにたいし、天野の主張は、逆にその反社会性を指摘するものとなっており、極めて対称的な主張となっております。

田口は、こうして取引所の守護者として登場するのですが、再生産との関係についていとういまいと踏み込みに欠け、またわが国の市場がその前期性の故に投機色が極めて強かったことへの理解もやや不足していた、と評されるべきでありましょう。

投機ということが、資本主義的再生産にとってどのような意味をもつか、これを除去・根絶しえない理由はどこにあるのか、以上のところでは、投機を伴わざるを得ない再生産というものについて、先物市場の成立の論理というものを追いながら考えてみた訳であります。最後に、若干の時間を借りて、現代の経済についての感想めいたものを申し上げてみたい

と思います。

1970年代以降、ファイナンシャル・フューチャーズの世界が一気に広がってくるのでありますが、その背景には、金・ドル交換停止やオイル・ショックによる世界経済の先行き不透明感の増大があります。そして、その更に背後には、一方には再生産が生み出した過剰資金の堆積があり、他方には先行き不透明感の中でリスク回避を志向せざるをえない資本の行動があるのであります。こうして、オートノミーを有する国民経済の外部に、譲渡利潤・キャピタルゲイン・価格差で動くセクターが広がりを増してきており、再生産の根底にある、経済社会の「収斂力」維持機構に大きな影響を及ぼしつつあるように思われてなりません。成熟段階の経済を運営するにあたっては、こうした過剰資金の論理を全く無視することは不可能であり、これと付き合い、折り合いをつけ、利用し、しかも資本主義的再生産の自律性を維持する方法を見付け出さねばならぬのであります。我と我が身のコントロールのきかないゼロ・サムの論理もまた、「自由」を唱道し、「競争」を主張します。これに身を任せるべきか否か、これを利用すべきか否か。J.M.ケインズは、明らかに投機の反社会性についてのある種の認識の下にあります。投機における私的利益の追求が、経済社会全体の利益に直結しないと見たのであります。それは、おそらく、過剰資金の論理には、経済社会の自律性を失わしめるなにかがある、と見てのことであったに相違ありません。

(注) 田口卯吉については、なお、下記の拙稿をご参照いただけると幸いです。

「田口卯吉の取引所論」(『証券研究』第105号)「田口卯吉の株式会社論」(『商経論叢』第28巻第2号)

「信用理論研究学会」1992年春季大会：コメント

佐合 紘一（大阪市立大学）

「バブル」経済期の蓄積構造の特徴

1980年代（とくに後半の「バブル」経済期）には、日本経済の蓄積構造が大きく変化した。第1に、貿易面では「集中豪雨的輸出」と称されるほど輸出が急激に増大し、資本面では日本企業による海外市場での資金調達が増加した（山口報告→イバクト・ローン）。すなわち、資本と貿易（商品）の両面で国際化が急速に進展した。第2に、資本の蓄積構造が変化（高度化）した。すなわち、マクロ的には国富（資本全体）に占める金融資産の割合が増大し、ミクロ的には企業と銀行の資産構造が重層化した。戦後日本の銀行と企業の資産構造の変化は、次の3つの時期に区分され、「バブル」経済期は第3期に相当する。

第1期には、企業は銀行からの借入金で設備投資を行い、したがって、銀行の基本的な資産は企業への貸付金と手形から構成され、企業の基本的資産は現実資産であった。この時期には、金利政策によって現実資本（現実資産）の形成に影響を与えることができた。第2期になると、大量の国債発行による国家からの有効需要によって資本の蓄積活動が補強されるようになり、企業の資産は現実資産であったが、銀行は貸付金や手形に加えて国債を所有するようになった。そして、銀行の所有する金融資産（国債）の価格変動が企業の現実資本の形成に影響を及ぼすようになった。第3期（「バブル」経済期）には、銀行は民間証券（CP、社債、株式）への投資を増加させ、銀行の資産は貸付金、手形、国債、民間証券から構成されることになった。他方、企業による土地と金融資産（株式など）への投資が急激に増加して、企業資産は現実資産と土地・金融資産から構成されることになった。すなわち、資金（貨幣資本）は現実資産（現実資本）の形成に向うだけではなくて、土地と金融資産（擬制資本）の形成に向った。しかも、土地と金融資産への投資の目的は果実からの収益ではなくて、価格上昇からの収益であって、したがって投機利得の獲得であった。

「バブル」経済期の価格現象の特徴

「過剰流動性インフレ」期にも、貿易黒字によって過剰資金が発生して、全般的な価格上昇が生じた。今回の「バブル」経済期にも、過剰資金が発生した。しかしながら、再生産可能な通常の商品価格は安定しており、再生産不可能な「特殊な商品」（土地・株式＝擬制資本）の価格が暴騰した。全般的な価格上昇が発生した「過剰流動性インフレ」期とは、この点で決定的に異なっており、今回の価格上昇が「バブル」と称される理由でもある。

山口、鈴木両氏の報告

今回の「バブル」経済期の価格上昇の特徴は、再生産不可能な資産（土地と株式）の価格が上昇したことにある。山口氏の報告は、過剰資金の発生が資産価格の上昇をもたらした理由を、次のような展開で明らかにしたものである。まず、海外からの資金の流入と日本銀行の信用創造を媒介として、市中銀行が信用を創造した。そうして造出された資金が、再生産が不可能で価格弾力性の低い土地と株式（日本に特有の所有構造が存在する）に投下され、その結果として、資産（土地と株式）の価格が上昇した。このようにして、「資産インフレ」が発生した。

「バブル」経済期の土地と株式への投資は、資産価格の上昇を目的としたものであって、「投機」であった。鈴木氏の報告は、過剰資金がなぜ土地と金融資産への投機に結びついたのかを問題としたものである。鈴木氏は、資本主義的再生産には投機が不可欠な要素になっており、過剰資金の流入が投機を激化させたとみなす。すなわち、過剰資金の運動が「国際化」、「自由化」、「競争原理」、「市場原理」を促進して、その結果として過剰資金が投機と結びついたという。

山口、鈴木両氏の報告へのコメント

山口氏の報告では、過剰資金の発生とそれが「資産価格インフレ」をもたらしたメカニズムが明らかにされた。しかし、過剰資金の発生が資産価格の上昇をもたらした背後には、「なぜ通常の商品価格が上昇しなかったのか」という問題が存在しているはずである。したがって、山口報告では、次のような点についてさらに明らかにされる必要があると思われる。(1)過剰資金が土地と株式に投資され、その価格を暴騰させたが、なぜ通常の商品価格が上昇しなかったのか。(2)「資産インフレ」はインフレーションと考えられるのか（「」を付けられた理由はなにか）。もしインフレーションとみなされるとすれば、何がメルクマールとなるのか。

鈴木氏の場合には、過剰資金がなぜ土地と金融資産への投機に結びついたのかを問題とされている。しかし、ここでも、背後には「なぜ消費や現実資産への投資に向けられなかったのか」という問題が存在している。したがって、(1)過剰資金は必然的に投機に結びつくのか。たとえば、通常の商品の購入に向い、インフレーションを発生させた場合にはどのように考えられるのか。(2)今回の「バブル」経済の場合、過剰資金がなぜ消費や現実資産の形成に向わなかったのか。鈴木氏の報告の場合にも、以上のような問題が残されていると思われる。

問題点

今回の「バブル」経済期における現実資本と貨幣資本を考える場合、次の2つの問題が重要な意味をもっていると思われる。(1)現実資本が過剰になっていたにもか

かわらず、なぜ過剰生産が顕在化しなかったのか。(2)通貨供給量が増加したにもかかわらず、なぜ商品インフレが発生しなかったのか。第1の問題については、経済の国際化・グローバル化が進展し、日本商品の高品質と低価格を土台として、「集中豪雨的輸出」が行なわれた。すなわち、過剰生産の海外への転嫁が可能であった。第2の問題については、過剰設備が存在しており、国内で商品価格が上昇すれば、国内供給が増加するという状態にあって、投機は再生産可能な商品へは向かえなかった。今後、こうした点についてさらに検討する必要があると思われる。

コメント・一般討論への回答（山口義行）

コメンターである佐合紘一氏（大阪市立大学）から出されたり、一般討論の中で受けた私の報告に対する質問については、紙幅の関係で以下のように簡単に整理した上で、その回答を記しておくことにしたい。

質問は、次の3点に関するものが多かった。第1は——私が報告で「資産インフレ」という言葉を使ったことにも関連して提起されのだが——一般物価のインフレ騰貴（「本来の」インフレーション）と「資産インフレ」との違いや関連についての質問である。第2は——以前から我々が金融の「空洞化現象」という言葉を使って、金融と実体経済との乖離を強調してきたことにもかかわって提起された——「資産インフレ」と現実資本蓄積との関連についての質問である。第3は——報告で「資産インフレ」を推進させた背景としてインパクト・ローンやユーロ円インパクトローンの増大を強調したことに関連した——対外的な資金流入と「資産インフレ」との関連についての質問である。

①インフレーションと「資産インフレ」

第1の点については、『資産インフレ』と本来のインフレとをインフレ定義上での点で区別するのか（建部正義氏・中央大学）という質問、また「インフレにならず『資産インフレ』になった理由はどこにあるのか」（斉藤正氏・駒沢大学）といった質問が提起された。

前者については、さしあたり、インフレーションが不換通貨の過剰（流通に必要な貨幣量を上回る不換通貨の流通）によってもたらさせる経済現象であるのに対し、「資産インフレ」は貨幣資本の過剰（再生産過程に入り込めない貨幣資本の存在）によってもたらされた現象であるという点で、概念的にまったく性質の異なった経済現象であると答えることができる。

後者については、様々な理由が考えられるが、当時の円高や原油安による輸入物価の低下による国内物価の押し下げ効果を別にすれば、次の点を強調しておきたい。すなわち、円高不況を契機にして、米国の貿易赤字累積に依存した輸出依存型経済成長の限度が確認され、その結果当時はいわゆる内需シフトによる国内での供給過剰圧力——激しいシェア争い——がかなり強く存在していたことである。したがって、物価はむしろ放置すれば低下する傾向にあった。「資産インフレ」の進行にもなって発生した追加的な購買力はこうした状況の中で諸商品に対する追加需要として作用したため、インフレーションよりもさしあたりは「数量景気」の局面をつくりだすことになったと考えられる。この「数量景気」が「インフレ景気」へと転化する懸念が増大した89年5月に——89年に入って為替相場が円高から円安へと転換したのを契機にして——金融緩和から引き締めへと政策転換がなされ、インフレが現実化する前に、「バブル崩壊」→不況へと事態が進行することに

なったわけである。

なお、建部氏からは「金融空洞化では、空洞化解消への筋道として本来のインフレにもとづく金融資産の目減りという点が強調されていたように思う」が、「その論点と今回のバブル破綻→『資産インフレの収束』という論点とはどのように関連する」という質問が提出された。これについて言えば、むしろ我々は金融空洞化の進行がやがて「金融危機かインフレか」という危険な選択を迫ることになることを強調していたのであり、この点でいえば結局前者が選択されたことになる。ただし「バブル破綻」は他方で政府債務の累積問題などを再燃させることになり、「インフレにもとづく金融資産の目減り」による問題解決の「筋道」がまだまだ残されていることも指摘しておきたい。

②「資産インフレ」と現実資本蓄積

第2の点については、とくにコメンターから「資産インフレ」が企業に低コストの資金調達を可能にし、そのことによって現実資本の蓄積が促進された側面があるが、「資産インフレ」を軸にした信用拡張を、金融が実体経済から乖離する現象とみる報告者は、この点をどのように考えるのかという趣旨の質問が出された。

この質問に対しては、まず、私が「資産インフレ」のもつ現実資本蓄積に対する促進効果を否定するものでないことを確認しておきたい。私は、こうした側面を認めた上で、なお当時の主要な側面が金融の実体経済からの乖離の側にあったことを強調しているにすぎない。むしろ、「このような乖離を前提にしなければ、金融が実体経済の成長に一定の促進効果をもちえなかったという点にこそ、現代経済の矛盾した構造——その現代的特質——を看取すべきである」というのが私の主張である。なぜなら、単に「資産インフレ」のもつ低コスト効果を強調するだけであれば、それと高度成長期の低金利政策が発揮たとされる成長促進効果（低コスト効果）との質的な違いも、また前者がなぜいわゆる「複合不況」へと帰結せざるをえなかったかも説明できないからである。

なお、上記の「現代経済の矛盾した構造」の背後にある問題として、高度経済成長の終焉とともに進行してきた金融肥大の構造に加えて、いま1つ、とくに80年代後半に入って以降実体経済の成長メカニズムそのものが行き詰まりつつあることを指摘しておかなければならない。この点に関して、大会当日にはまったく触れることができなかったが、道盛誠一氏（京都工芸繊維大学）がその質問表に記されている「自動車と家電製品に象徴される機械に囲まれた生活様式という今世紀のパラダイムが飽和状態で行き詰まり、新たなパラダイムを模索せざるをえなくなった時代相と『バブル』は重なっている」のではないかとする指摘に、私も大いに共感することを記しておきたい。

③ 対外資本流出入と「資産インフレ」

第3の点については、山本栄一氏（甲南大学）から、報告では短期資本の流入が「資産インフレ」との関連でのみ取り上げられているが、「基礎収支赤字をファイナンスするためのユーロダラーの借入増加」があったことも考慮すべきではないのかという趣旨の質問が提出された。この点については、「基礎収支赤字をファイナンスするためのユーロダラーの借入」は80年代を通してのわが国の国際金融上の特徴だったのであり、80年代後半期の特色はそれに加えて国内企業向け貸出のための「ユーロダラーの借入」が顕著になった点にこそあるのだということ、そしてこれが「資産インフレ」の進行と密接な関連にあったことを再度指摘して回答とした。

〔文責山口〕

コメント・一般討論への回答（鈴木芳徳）

佐合 紘一（大阪市立大学）

1、第一次石油危機の時とは違って、今回の場合、一般物価が上昇しなかった理由をどこに求めるか。

2、過剰資金が投機に結び付かざるをえない必然性について、どう考えるか。

〔答〕

1、今回の場合、基本のところは過剰生産ということがあり、外国への輸出があってもなお供給余力が大きく、したがって再生産可能財が投機の対象たりえなかったように思われます。さらに円レートの動向が、一般物価を押し下げる方向に作用したのだろうと考えます。

2、これに解答するだけの用意はありません。このことを考えるためには、予め、過剰資金の定義と範囲とを確定しておく必要があるわけで、その点については、蓄蔵貨幣について、かつて行われた論争によれば、『資本論』のそれぞれの次元において、その概念の内容が展開してゆくことが明らかとされたが、この辺りから議論を立てる必要がある、とだけ申し上げておきたいと思います。

西村 閑也（法政大学）

1、フリードマンの議論は、スペキュレーターと非スペキュレーターとを、リジッドに区別した所のみ成立する。現実には、プロフェッショナル・スペキュレーターとアマチュア・スペキュレーターとが混在し、後者は時として大量に出没し、破産して消滅する。その過程で価格の乱高下を引き起こすのである。鈴木氏の議論も、ヘッジャーとスペキュレーターを余りにも画然と区別している。ヘッジャーの

相手方がスペキュレーターでなくてはならないということはないので、ヘッジャー同志の取り引きも十分に成立する。ただ、問題はこの種の取り引きは価格を動かす力にはならない所にある。スペキュレーターは需給の変化を敏感に反映して価格を上下させる。ここにスペキュレーターの役割がある。リスクの吸収はスペキュレーターの主たる機能ではないであろう。なお、ヘッジャーがスペキュレーターに転化すること、スペキュレーターがヘッジャーに転化することが価格に影響することも考えるべきである。

[答]

1、ヘッジャーの場合には、実物取引との見合いで行われるのが筋であるので、その量については限界があります。これに対して、スペキュレーターの取り引きにはそうした限定条件はなにもありません。したがって、相場が過熱気味になると、上図のスペキュレーター相互の取り引きが増え、実勢とはかけはなれたものになり、取引所はなんらかの方法でスペキュレーターの取り引きに制限を加えざるをえなくなる。とはいえ、このスペキュレーター相互の取り引きに、一定の厚みのあることが、ヘッジングのための前提であり、これなしには流動性が維持できない、と考えます。

2、スペキュレーターの属性については、おそらく二様のもの区別がされます。第一は、職業的なスペキュレーターであって、シカゴのローカルズのごときものがこれに当たると思います。第二は、スペキュレイティング・パブリックとよばれる投機大衆であって、これは、いわば素人筋である。おそらく、あらゆる取引所について、こうした二様の投機家が混在している筈であって、その意味から、西村先生のいわれる通り、フリードマンの所説には無理があります。

藤田 誠一（神戸大学）

1、「先物市場における投機の必然性」というのは、先物市場の安定性（価格変動）の条件を述べたもので、先物市場が投機市場になることとは論理的に区別する必要がある。

[答]

1、まさにその通りです。つまり、先物市場の安定性を論じる際にさえ、スペキュレーターの存在と機能を前提にせざるをえないということ、そのことの意味を確認してみたいと考えました。とはいえ、そのことと、先物市場が投機市場になるということとは、区別されるべきだと思います。

小島 仁（北星学園大学）

1、BISの銀行準備金規制は今回のバブル崩壊に特に重要な役割を果たしたのか

どうか、おうかがいしたい。

[答]

1、第一に、BIS規制は、自己資本と貸出との関係に着目してのものです。近代的銀行は自己資本を貸すものではないのですから、その意味では、実に乱暴な規制であるといつてよいと思います。しかし、そこで問題なのは、そうした乱暴な規制が求められざるをなかつた事態をどう考えるかでありましょう。第二に、BIS規制というのは、あるひとつの国を対象としてのものではなく、超国家的な形での規制であつて、一方で各国の自由化を前提としつつ、他方で国際的な規制が浮上してきているわけであつて、こうした内外の対称的な動きに注目しておく必要があると思います。第三に、他のアングロサクソンの国とちがつて、日本の場合には、商業銀行が多額の株式を所有しており、この株式の含み益が算入される仕組みを日本向けのローカル・ルールとして認めてもらっている、という事情があります。現在の日本の大きな問題は、銀行が株式を所有しているために、株価の下落が、単に株式市場の問題としてではなく、銀行の貸し出し抑制を通じて、日本経済の全体に影響を及ぼし、一種の悪循環に陥っているという点です。株価というものの上に、日本経済が乗っているというこの状況をどうするか、が当面最大の問題だと考えております。

(以上のほか、下記の先生がたからご質問頂きましたが、本誌では、省略させて頂きました。小野英祐、吉田暁、都野尚典、川波洋一、建部正義、熊野剛雄、飯田裕康)

大恐慌期におけるアメリカ 独占資本主義と擬制資本

小林 真之

(北海学園大学)

I 問題意識

従来から「株式会社と信用制度」というテーマで利子生み資本と擬制資本の関係が議論され、理論的な蓄積がなされてきた。それはたんに擬制資本の領域にとどまらず、信用理論の議論の枠組みを不換銀行券論争における貨幣論の次元から“蓄積論”の次元にまで具体化し、現代資本主義のもとにおける貨幣資本蓄積に接近する論理的媒介項を準備したと評価できる。だがそうした金融市場論の論理的レベルはいまだ構造論・静態論にとどまっており、そうした構造が変動するより現実的な資本運動の次元にまで論理を具体化する必要があると思われる。

本日の報告はそうした問題意識のもとに大恐慌期のアメリカにおける擬制資本（会社証券）の具体的運動を取り上げ、そこから理論化の示唆をえる事としたい。

II 1920年代の証券市場

1. 企業金融

第一次世界大戦は世界経済の構造に多大な影響を与えたが、その大きな変化の一つはアメリカの債務国から債権国への転換であり、アメリカは20年代には貿易収支の黒字を背景に重要な資本輸出国として現われている。

またアメリカの産業構造も20年代に大きな変容をみせ、自動車・電気・化学・石油・電力・ガス（公益事業）などの新興産業がアメリカ経済に大きなウェイトを占めて20年代の資本蓄積を支えることになるが、他方では鉄道・石炭・繊維・鉄鋼などの旧来型産業では大戦中の高価格水準での過剰投資も影響し、停滞を余儀なくされている。では独占企業は20年代の現実資本の蓄積をどのようにして金融にしていたのであろうか。最大の設備投資部門である鋳工業及び鉄道は基本的には内部資金で投資資金を賄うことができ、外部資金に最も依存していたのは公益事業である。その公益事業もその資金をおもに証券市場に求めていたので、20年代の独占企業と銀行信用との関わりは貸付関係という点では希薄化していた。

2. 証券発行

外部資金を証券市場にもとめた公益事業はおもに社債発行により資金を調達していたため、会社証券の市場は6割が社債、残り4割が株式という構成になっている。20年代の証券市場は社債発行を基調としていたものの、そのピークは早くも27年に到達されている。しかも28～29年に発行された社債は転換社債・ワラント債という株式に関連した社債が1/3を占めており、20年代末の証券市場は社債から株式に発行の重点を移行させていたことを知ることができる。実際にも20年代の株式発行の57%がこの2年間に集中しており、株式ブームと大量の株式発行との密接な関係を示唆している。この時期の産業部門別の株式発行をみれば、投資会社（26%）が鋳工業（33%）について第二位の発行主体として登場しており、そのことは公益事業持株会社と並んで設備投資以外の不生産的目的の証券発行として批判されることになる。

20年代の株式市場で注目しなければならない第一の特徴は株式の無額面化の進行である。1912年にニューヨーク州で認められた無額面株は20年代

に急速に独占企業により採用され、29年末にはニューヨーク上場株式の66%が無額面株により占められている。このことは、独占企業が株式発行にあたり、額面にとらわれる事なく時価で発行できることを意味していた。また第二の特徴として株式配当・株式分割が頻繁に行われていたことである。株式配当は剰余金の資本金への組入れであるが、24年から29年の資本金増加額のうち約12%が株式配当によるものであった。また資本金の増加が1.6倍にとどまっているのに対し、発行株式数が約2.6倍に増加していることは、この期間に資本金の増加をとみなわない株式分割が盛んに行われていたことを示している。特に29年においては株式銘柄数の増加は1.1倍にすぎなかったのに対し、発行株式数は1.5倍（7.4→11.2億株）の大幅な増加を示していた。

3. 証券購入

こうして発行された証券の購入先（29年末）を見れば、社債については金融機関の投資対象として保有される比率が高く、とりわけ最大の発行残高を有する鉄道債は57%、産業債で48%に及んでいる。金融機関の総資産に占める会社債券投資の割合を見れば、生保（73%）・相互貯蓄銀行（56%）・商業銀行（35%）の3金融機関が高水準で社債投資をなしており、その資産価格が債券価格の変動により直接影響される構造となっている。

だが株式については金融機関の保有割合は低く、大量に発行された株式の購入は主に個人投資家に依存していた。産業株についてその発行情報をみれば、普通株・優先株ともに新規資金を調達するために発行される割合が高く、20世紀初頭の株式発行がおもに被合併企業の有形資産あるいは株式と交換に発行されていたのとは対照的である。さらに優先株は証券市場における一般公募として発行されているのに対し、普通株は株主の直接引受として証券市場の外部で消化されている。

第一次的に株主により引き受けられた普通株は市場で売却される時に真の意味での需給関係からのチェックを受けるといえよう。20年代末にそうした株式購入において大きな比重を占めたのが投資会社による普通株購入と銀行による証券担保貸付である。投資会社はこの時期の唯一の機関投資家といえる存在であり、高い株式売買回転率により、その資金規模以上に普通株株価に影響を及ぼしていた。また銀行による証券担保貸付は顧客貸付とブローカーズ・ローンとしてなされているが、銀行の自行勘定が連銀政策により抑制されていたのに対して、大企業・個人・投資会社・外国人からなる“その他”勘定が株式ブーム時の株式購入の資金を提供し、株価上昇に大きな役割を果たした。大企業の保有する遊休貨幣資本が直接に利子生み資本としてコール市場に放出され、ブローカーズ・ローンに占める比率が銀行を通じた貨幣資本を上回るまでの規模となっている。

4. 20年代末の株式ブームの性格

28年3月以降の株式取引高の急増は株価の著しい上昇をもたらしたのであるが、そうした株式取引には投資目的とともに投機的目的の株式取引が大きな役割を果たしていた。株主により直接引き受けられた普通株の多くはそうした市場に売却されていくのだが、そのことは普通株が長期保有のための投資的購入としてのみではなく、短期的な投機的目的のための一時的保有として消化されていることを意味している。そうした短期的な投機的取引のための資金を提供したのがブローカーズ・ローンであり、コール・レートが債券金利、さらには株式利回りを上回っていったことが20年代末の株式取引に投機的性格を強調させることになった。だが株式配当、株式分割などによる増配の期待とそれを裏づける20年代の利潤の増加が現実の総合的株式利回り上昇させ、その基盤の上に本来の投機的株式売買が誘引されることを考慮するとき、この時期の株式取引を過度に投機的なものとし

て性格づけることは妥当とはいえないだろう。

Ⅲ 1930年代の証券市場

1. 現実資本と擬制資本

A. 社債と優先株

29年恐慌の進展は企業利潤率の低下を招き、社債の元本・利子支払いの不能＝デフォルトと優先株の配当支払いの延滞を招くことになる。社債のデフォルトは31年頃から増大し、特に産業債と鉄道債で20-25%に達する規模となっている。ニューヨーク市場に上場している産業企業のうちレンジャーシップに陥った企業は全体の11%であり、さらに鉄道では一流鉄道企業の1/3がレンジャーシップとなっている。また産業企業では社債に相当する位置づけを有していた優先株でもほぼ1/4が配当支払いを延滞しており、過剰現実資本の重圧はまず社債・優先株の分野に現われていた。だがデフォルト・配当延滞の処理の仕方は大きく異なり、社債の場合には債権の減額と引き換えに社債権者が会社支配権を握る場合が多いのに対し、優先株では資本構造の再編に当たっても普通株主の掌握する企業経営権に変化がみられない。企業にとり資金の調達という同じ意味を持っていても、証券の本質の違いはそうした資本の編成替えにあたって大きな差異を生み出している。

B. 普通株

恐慌期の普通株配当は33年を底に以後増加しているものの、40年までに30年水準をついに回復するに至っていない。その意味でリスクキャピタルとしての普通株は過剰現実資本の結果としての利潤率下落の影響を最も強くうけていたといえるであろう。さらに考慮しなければならないことは、普通株式資本は過剰現実資本を強制的に整理するさいの従属変数としてこの時期に位置づけられたことである。独占企業のサンプル調査（185社）

によれば、40年の固定資本価値が29年水準を上回っていた企業は全体のわずか1/3にすぎず、残りの2/3は29年水準を回復することができなかった。流動資本とは異なり、長期間にわたりその価値を移転していく固定資本は恐慌期に最も整理の困難な資産のはずであるが、大恐慌期には想像以上にその「流動化」を実現していたのである。問題は、固定資本の減少がその価値破壊（“道徳的摩損”）としてなされ、しかもそれは利益の償却からではなく、普通株式資本の減少＝減資によって生じた資本剰余金を充当することによりなされていたことである。独占企業のとったそうした政策の意図は減資による固定資産価値の減少→減価償却費の減少→利益の増加であり、資本価値を利益へ転用する事により、独占企業の利潤率上昇に一定の貢献をしていたのである。

2. 利子生み資本と擬制資本

確定された利子の請求権としての債券と不確定な配当請求権としての株式、いずれも擬制資本として価格変動のリスクを有している。普通株価は32年を底にして回復するが、40年時点でも依然として低い水準にとどまっていた。ブローカーズ・ローンを供給していた商業銀行は、そうした株価の著しい下落にかかわらず、その負担をブローカーあるいは最終的な借り手である株式投資家に転嫁させることができた。したがって株価の下落の負担はおもに個人投資家の肩に降りかかり、株式市場を通じた富の再配分は株価の変動過程を通じてなされることになる。

他方金融機関の資産に大きな影響を及ぼしたのは債券価格の変動である。鉄道債を中心として債券投資が資産の大きな割合を占めていた金融機関にとり、不動産担保貸付の凍結とならんで、そうした債券価格の下落は銀行資産の流動性を悪化させることになる。とりわけ31年後半には恐慌の進化にともなう国内預金の流出とヨーロッパへの短期外貨の流出は商業銀行に

よる債券の強制的売却とそれにとまなう債券価格の下落を招き、そうした商業銀行の資産内容の悪化は大量の銀行破産をもたらすことになる。そうした信用制度の危機は、①国債を通貨発行の担保とすることにより可能となった連銀の買いオペ政策による利率の緩和、②RFCによる銀行救済、の二つの政策により切り抜けられている。またニューデール政策のもとでもRFCが、銀行への救済融資とならんで、鉄道・農業・不動産への融資を展開しているが、それらは債券の利子支払い・不動産市場の回復という間接的経路を通して銀行救済政策としての意味を有していたのである。国際収支条件に比較的恵まれていたアメリカは、金準備にそれほど拘束されずに、金融システムを維持するための政策を展開することができたのであり、ニューデール政策はその意味では銀行資産デフレ対策として位置づけることができるであろう。

《討 論》

平岡 賢司（熊本商科大学）

①20年代末の株式ブームにおいて外貨の流入が果たした役割を過少評価しているのではないか。既発行証券取引の形態で外国短資が流入し、それは株式ブームを加速する役割を果たすとともに、世界経済に大きな影響を及ぼしたのではないか。

②1933年3月のアメリカの金本位制の停止の原因として国内的要因を強調されているが、外国短資流出の影響も評価すべきではないか。

〔答〕

①外国資本はブローカーズ・ローンの供給源および既発行証券取引形態での株式購入（約7億ドル）として株式ブームに一定の役割を果たしたことは事実であるが、ニューヨーク株式市場の株式取引高と比較すば、それは主動的な役割を果たしたとは言い難い。

またアメリカの株式ブームが外国短資を吸引し、さらに資本輸出を減少させてアメリカ・ドルの供給を削減したことが国際金本位制崩壊の原因として指摘する見解がある。株式ブームによる外資の流入が流出国に影響を与えたことは事実であるが、同時に資本受け入れ国の経済事情も資本輸出が減少していった要因として考慮しな

なければならない。20年代末の農業恐慌の進行にみられる世界的な再生産の停滞が資本輸出を減少させていった側面を考慮すべきであり、アメリカの資本輸出の減少→世界恐慌の論理は一面的といわねばならない。

②アメリカからの短期外資の流出はヨーロッパ金融恐慌の勃発した31.6～32.6の時期に集中しており、33.2～3月のそれはわずかに1億ドル程度に過ぎない。33年3月の兌換停止はRFCのデトロイト大銀行救済の失敗に起因する私的銀行信用の動揺→中央銀行信用の動揺として生じており、国内への金流出とアメリカ資本の国外流出→金流出が金交換制の停止を招いたといえる。

西村 閑也（法政大学）

株式崩壊から実態経済が底をつくまで3か年ほどかかっているが、株式恐慌と実態経済の関係をどのようにとらえたらよいか。

〔答〕

単純株価の推移を見れば、それは32年に底をつき、それ以降は上昇傾向を示しているが、40年末の株価は依然として低水準にとどまっている。これは第一に20年代に頻繁に行なわれた株式分割の影響、第二に普通株の配当を支える実態経済面における利潤的基盤の低下によって説明される。

こうした株価の現実の低落の過程は利子生み資本の運動によって媒介されるが、それは商業銀行による顧客貸付・プロカーズ・ローンの縮小による株式の売却→株価の低落として実現される。独占企業と商業銀行の間の貸付関係はきわめて希薄であったが、実態経済の悪化は独占企業による預金の引出し→商業銀行預金の減少→証券担保貸付の縮小として株価の低迷に結びついていったのである。したがって銀行破産が一時鎮静化した株価の底値が達せられたのが32年半ばであったこととは相互に関連していたといえる。

深町 郁彌（九州大学）

①1920年代の独占形成は、20世紀初頭の独占形成とは異なり、個人消費に密着した分野で生じており、報告ではその両者の違いがとらえられていないのではないか。

②1920年代のそうした新しい独占の形成は、擬制資本の比較としてではなく、信用制度の発展として展開すべき領域（例えば消費者信用）があるのではないか。

〔答〕

世紀転換期の独占形成は鉄鋼に代表される生産財部門で形成されたのに対し、20年代の独占は自動車・電気・電力ガスの公益事業のような個人消費に密着した産業部門で形成された。そのことは当然経済の成長率あるいは銀行信用の構造に反映されてくるという先生の主張に異議はないが、本日の報告はおもに擬制資本と銀

行信用の關係に課題を限定しており、銀行信用の展開のすべての側面を取りあげていない。

生川 栄治（近畿大学）

深町氏は個人消費に密着した産業の発展が信用制度の変容を生み出すとされるが、そうしたことは証券恐慌の問題とどの様にかかわるのか。

川波 洋一（九州大学）

中央銀行の政策は金本位制と管理通貨制のもとでどのように評価すべきか。29年恐慌の深化のもとで中央銀行の政策は具体的にどのように変化したのか。

〔答〕

連邦準備制度のもとでは通貨の担保を金・商業手形に限定した厳しい発券ルールを採用しているが、恐慌の深化の中で32年2月のグラス・スチーガル法により発券担保に国債が追加され、連銀は大規模な国債買いオペ政策を展開している。つまり金本位制下でありながら中央銀行は、国内的政治圧力の高まりの中で、豊富な金準備を背景として恐慌緩和政策を展開している。

同様なことは33年の金購入政策と平価切下げ（34.1）にも妥当し、物価を26年水準にまで回復させることを議会に迫られた政府は、通貨増発によるインフレーションの道ではなく、為替切下げによる農産物輸出の回復→物価水準の上昇の道を選択している。

正式に兌換が停止された34年以降になると中央銀行は金本位制期の救済政策と逆の政策を展開している。つまり国際短期資本の大量流入と商業銀行の過剰準備の堆積という事態を前にして、中央銀行はそれらの現実資本への転化を阻止するために支払い準備率の引き上げ、あるいは“金不胎化政策”を展開し、通貨膨張を抑制しようとしていた。このように中央銀行の政策は、金本位制（32年の場合）と管理通貨制度（34年以降）で一般にそれぞれ予想されるビヘイビアとは異なる形で展開されていたのであるが、それらは資本主義のおかれた客観的状況に規定されて発動された政策という意味では、共通性を有している。

居城 弘（静岡大学）

株式ブームは景気変動の一定の局面で一般的に生じるが、20年代末の株式ブームはどのような意味において独自性を有していたのか。

〔答〕

ニューヨーク証券市場がアメリカで中心的な位置を占めることになった背景には、ニューヨーク市銀行に集中していた銀行間預金がコール・ローンとして株式市場

に放出されたことが重要な要因として指摘されている。1903年および1907年の株式恐慌においてもブローカーズ・ローンが株価の動向に大きな役割を果たしており、1929年の時以上にコール・ローンを利用して投機的な株式売買がなされていた。20年代末の株式ブームの特殊性は需要と供給の両面から考えられると思われる。まず株式需要の側面では、①機関投資家として20年代の後半に投資会社があらわれ、大衆の零細な貨幣資本を吸収し、それをおもに普通株の購入と売買の資金に充てていたこと、②従来ブローカーズ・ローンの主要な供給源はニューヨーク市および市外銀行による銀行自身の勘定によるものが大部分を占めていたが、20年代末になると株式発行により調達されたものを含む独占企業の遊休貨幣資本が直接にコール市場に投入され、それが銀行自身の勘定を上回るに至ったこと、があげられる。さらに株式の供給面では、28～29年に増資が活発になされると同時に、株式分割・株式配当による増配の期待が大きくなり、そうした事情が株式利回りを上回るコール・レートを生み出した背景となっている。

数坂 孝志（大阪市立大学）

株式恐慌の結果としての株価の低落は商業銀行の資産に影響を与えず、債券の価格下落と不動産の凍結が銀行恐慌をもたらしたとされている。その意味で本日の報告は33年銀行恐慌と金融システムとして理解していいのか。

〔答〕

29年恐慌期に銀行信用が動揺した原因として債券の価格下落があげられ、その意味で株価の下落は商業銀行にキャピタル・ロスをもたらすものではなかった。しかし株式擬制資本が銀行信用の問題と全く無関係であったのではなく、普通株資本の減資→現実資本の減価→利益の増加→配当・利子支払い能力の増加→債券価格、という関連で間接的に銀行信用に連なっていたことを無視しえないと思われる。

鈴木 芳徳（神奈川大学）

利子論は「資本論」においては銀行の顧客に対する貸出利子率（相対取引）として展開されているが、20年代になると債券市場（オープン・マーケット）における利子率が中心的利子率となっている。そこでは銀行の資金だけではなく、事業会社の余剰資金をふくむあらゆる階層の人々が取引に参加し、そしてすべての人々がリスクを分担することになる。そしてこうした利子率の展開の場面の変化にともない、銀行恐慌の原因も貸付利子率（顧客貸付）よりも証券利回り（株式・債券）に変化しているのではないのか。

〔答〕

時間の都合で回答省略。

イギリスー「ポンドの崩壊」(?)

米 倉 茂

(佐賀大学)

I 金本位制停止以後の金準備の意義

イギリスにおいてはポンドの内外の信認を保持する必要上、イングランド銀行は金準備の規制を受けない通貨増発を厳しく控えており、金兌換が停止されたとはいえ金準備は依然として旧法定価格で評価され続けていた。しかも金は対外的にも重要な意味を有し続けていた。1923年に「金本位はすでに野蛮の遺物である」と説き、時の金本位復帰の動きに批判を加えたケインズでさえも国際経済における金の役割を「野蛮」視したわけでない。彼はイギリスの金本位制離脱が、将来の通貨制度において金の居場所がなくなることを意味するとは考えておらず、「野蛮の遺物」であっても、それには多大な伝統と威信が付されており、新しい型の管理システムの枠に組み入れられれば象徴的、習慣的意味を持ちうるという、中央銀行は過去同様に将来も為替の安定、さらに国際決済の非常手段として金を維持し続けるという。そして「逆説的」なことに、金本位制を離脱した国の方が金本位に固執する国よりもよき状況にあるというのである(J.M.K., XXI, p. 229, 17Feb.1933)。

この「逆説的」事態の一つはインドの退蔵金放出によるイギリス、インド双方の国際収支の改善である。これらの金輸出はイギリスの対外準備強化にもつながる。イギリスはこの流入金をスターリング圏総体の対圏外支

払い決済に充てたり、ポンドの急落を抑える為替安定基金として用いたり、あるいは旧法定評価を維持する国内通貨発行用の金準備の増強にも利用できる。また自国通貨をポンドにリンクさせる海外スターリング圏諸国もポンド切下げ後、圏外への輸出を回復させており、それから得られる金・外貨をポンドに組み替えて国際準備を保有していたので、ここからもイギリスの対外準備は強化される。インド等のスターリング圏諸国が圏外へ輸出した商品や金輸出の取得金をポンドへ組み替え、これを国際準備とするかぎりイギリスは自ら国際収支の黒字で金・外貨を獲得しなくとも国際支払準備を意のままにできる。ケインズはイギリスがスターリング圏の盟主であることの意味を次のように捉えている。「今日、スターリングの金融的強さをはかる尺度はグレートブリテン自身よりもむしろロンドンに銀行制度の基盤をおくスターリング・グループ全ての国々にある」(J.M.K., X XI, p.72)。だが、「それはスターリング安定に関する対外信認に完全に依存している」のであり、したがって「もしイギリスが財政節度の伝統を放棄すればイギリスの信用とポンドの国際的信認にたいする打撃となり、公共福利全般で皆が損失をうけるであろう。我々の金融センターとしての卓越性は損なわれ、我々の銀行制度は危険なまでに圧迫されよう」(Treasury Papers, 1889 / 17, Jan.-June 1935)。

II 基軸通貨ポンド信認維持策としての均衡財政政策

この財政均衡化はスターリング圏成立以降のポンドの国際的信認、基軸通貨権益の維持には不可欠の条件となった。当時、フロート・ポンドが相対的安定を見せたのはイギリス自身の国際収支改善に因るのではなく、スターリング圏諸国の圏外地域に対する国際収支改善がイギリスの経常収支赤字化というポンド不安定要因を相殺する傾向にあったこと、世界的通貨不安の中でポンドが安定的通貨として国際投機資金の流入対象となってい

たことにより海外のポンド残高保持の需要が維持されていた事情に起因していた。そしてこのポンド残高は主にイギリス公債に運用されており、大蔵省にとって公債の低利借換消化、流動債整理を容易にしておき、国債費削減・財政均衡化に寄与していた。こういう状況においては財政赤字・インフレ等、ポンドの対外価値低下の要因を招く恐れのある公共事業支出（積極的赤字財政支出）による景気浮揚策は大蔵省には採りようはなかったのである。

両大戦間の英国大蔵省は19世紀以来の均衡財政原理による「小さな政府」を志向する立場を維持し続けており、「大蔵省見解」がそれを端的に示す。国家支出が大量に行われると総需要・雇用増大という良き面を相殺する財政インフレ、ポンドへの圧力をもたらすというのである。さらに国家借入の増大は国債利払い等、国債管理費の負担を増す。また、財政の余剰金を減債基金へ組み入れて、国債を償還したがっていた大蔵省にとっては国家債務の膨張は堪え難いことであった。

しかも、公共事業投資を失業対策として提唱していたケインズも財政均衡化を金本位維持には欠かせないものとみていた。31年3月5日、マクドナルド首相に宛て、信認恐慌が近づきつつあり、真の危機と金融瓦解のある時は財政を均衡化させる必要があると警告しており、減債基金や公共投資の扱いについては意見を異にするとはいえ金本位通貨ポンド信認回復のために健全財政主義を貫くという点では大蔵省と全く一致していたのである。ところがケインズ31年8月、彼は財政均衡のための経費削減はデフレ的であるばかりか不必要であると非難する。さらにポンドの過大評価と投機圧力でポンドの金本位離脱は近いと考えており、この離脱により国内政策における根本的桎梏の一つは除去され、事実上リフレ的な通貨・財政政策の遂行も許容されると論じていた。

Ⅲ フロート・ポンド体制におけるケインズ財政政策の非採用

大蔵省、イングランド銀行にあってはインフレ回避、ポンドの国際購買力維持のためにはポンド安定化が不可欠とされ、財政健全化が絶対条件となった。ポンドの信認喪失の原因が財政赤字にあったためである。また金準備に基礎をおかない保証発行の増大も信認喪失の一因であったので政府は金準備に対するポンド通貨発行額の比率を増加させず、公共支出に統制をかけることとなった。時の蔵相チェンバレンも「大蔵省見解」を維持しており、国家借入れによる公共事業投資（完全雇用政策）は事業信認を喪失させ却って景気回復の障害になるばかりでなくインフレ等の通貨不安を呼びポンド信認維持＝スターリング圏安定を損なうと考えており、国内景気回復の動力をむしろ財政均衡・減税による国内資本家投資の促進にあるとみていた。この手段として低金利政策（国債低利借換）の実施。大蔵省の財政姿勢を端的に表現したのがボールドウィン首相の覚書。「一国の財政健全化は国民全般には何ら直接に重要でない抽象的な理論と考えがちな人があるかもしれない。もしそうであれば我々はこの人々が間違っていると請け合う。なぜなら一国の財政が健全な状況になれば産業への信認もおけないし、もし産業への信認がなければ繁栄はいかなる程度にも達成できることは期待できない。過去2、3年他国に比べて我が国が驚異的な回復を遂げた事実は我々が事実上、均衡財政と財政健全を誇る唯一の国であることに相当負うのである」(1935年6月8日)。

とはいうもの大蔵省が一方的に19世紀的意味の財政教条に縛られていた訳でなく、国債管理では1933年以降は従来の厳しいデフレ・スタンスはかなり緩和されていた。それは低金利政策、対米戦債の支払い停止で年当りの利払いが6,000-7,000万ポンドも減少したこと、減債基金2,500-5,000万ポンドの支払いが1932-36年に実質的に停止され、さらに同基金への借

入権限も認められたことに現れていた。だが大勢としては公共事業の景気浮揚効果を否定する見方、あるいは失業問題への消極的取り組みに示されるとおり、財政スタンスは財政健全の名の下にさほど緩められることはなかった。

かかる大蔵省の態度は30年代を通じて基本的に変わりなく、ケインズが景気浮揚の観点から財政赤字を厭わず積極的公共事業支出を唱えたにもかかわらず、また金本位制から管理通貨体制に移行し財政金融政策の裁量的余地が大幅に拡大したにもかかわらず、均衡財政主義が貫かれたのである。そして再建金本位制の時期には果たし得なかった財政健全化がむしろ管理通貨体制の下で可能となったのである。

Ⅳ 1937年以降の財政政策の限定的修正

だが再軍備計画の着手される1937年以降になると財政均衡化原則は大きく修正される。それは再軍備支出に伴う政府借入が増大したためである。この軍備支出は37年の秋の景気後退を緩和し38年には防衛関連事業への支出で目ざましい効果を持つなど、再軍備ブームを呼び雇用増進につながる。こうして大蔵省は限定的ながらも景気変動相殺のために公共事業投資を用いるケインズ案を受け入れることになった。だが再軍備支出は賃金上昇によるコストの急騰、輸入の急増、為替下落、通貨減価、さらなる賃金上昇でインフレのスパイラルへの道をつけるとされ、したがって、「浪費的な国家借入支出でも収支すれば社会を豊かにする」というケインズの主張は受け入れられるどころでなく、より大きな失業対策事業を許容する際の支出の際にも再軍備計画の完了し借入権限の終了する時に均衡財政に戻るとされていたのである。

さらに積極的財政論者のケインズも再軍備借入が及ぼす経済効果を深く憂慮していた。ケインズにしても1929年以降イギリスが国際収支の未曾有

の退化で生じた失業を解消できると提起したわけでなく、公共事業は問題の規模を縮小できると主張したにすぎないのである。

《質疑応答》

高倉 泰夫（長崎大学）

一点目が、金市場は現在でもあるわけですが、そういう自由な金市場というか、金が自由に売買される市場というものが、貨幣制度にとってどのような意味があるのか、どこから変質するのかという点について教えていただきたいと思います。二点目が、ちょっとお話が違うんですが、戦後ケインズ政策が定着するというようなことがニューデールに関して、ケネディの時代にケインズ政策が引用のなかで言われていたわけですが、それを肯定的に引用されたように思われるわけですが、戦後、たとえばイギリスにしても、そういうケインズ政策が定着してくるといふような形にとらえるるとすれば、なぜそういうふうな要因が戦後でないとしたらというふうになってくるのか。そういうことを定着させてきた要因について、ちょっと話がずれてくると思いますが、教えていただければと思います。その場合に、国家独占資本主義という概念で戦後をとらえればよいのか、それとも、それ以外の概念でとらえるほうがよいのか。以上、二点です。よろしくお願いします。

[答]：最初の質問ですが、貨幣制度の変質との関連ということでしょうか。貨幣制度が変わったかどうか、変質したかというのは問題にならないというのが私の趣旨です。マルクス経済学の悪しき考えなんですが、制度が変わったら体制が変わるといふふうに考える向きが多い。特に、金本位制度が瓦解したから、いっぺんに管理通貨とか「ケインズ」がでてくるというふうに考えるということが私にはわからない。第二の質問は、おっしゃられる通り、難しい問題で、なぜ「ケインズ」が、戦中あるいは戦後の形で出てきたかというのは、これははっきり言って、戦時経済というのをもっと本当にまじめに勉強して初めて、そういうケインズ政策云々ということが出てくるのではないかと。

深町 郁彌（九州大学）

非常に簡単な質問ですけれども、このレジュメに最初にお書きになっていたイギリス・ポンド崩壊というやつと、今日、お渡しいただいたイギリス・ポンドの崩壊というのは、これはどういうふうに続いているんでしょうか。これは別物でしょうか、同じものでしょうか、ということを知りたい。それで、私がお尋ねしたいのは、さしつかえなければ、こっちのほうのやつですね、中身を少し漏らしていただきたい。これがよくわからないんです。僕には。それで、これとこれがどういうふうに続いているかということを知りたい。それだけです。

答：緑色のパンフレットに配ったやつを目を通していただくであろうという前提で、内容的につけたそうというのが趣旨でございます。そのパンフレットの方に

配ったものの筋というのは、報告の趣旨と同じものでありまして、要するに、金本位制が停止とか、それが停止されたあとどうなったかということではなくて、まず金準備というのはイギリスの場合、対外的には、以前同様、対内的にも、もちろん、31年での意味とは違いますけれども、しかし、やはり、健全銀行主義の原点、まあ、通貨主義ののっかって一応、金は維持していたと。ですから管理通貨とかいっても、何を言っているのかというのが、従来の意味では説明がつかないと。で、ケインズというけれども、ケインズは本当に、いわゆるケインズ政策ということと、ケインズが考えていたのが同じなのかということです。だから、ケインズも色々みてみると、どうも、むしろ、インドの滞納金の問題にしても、金準備の問題を非常に重要視していると、野蛮視していないと。で、また、スターリング・ブロックの意味を、いわゆるイギリスの国際収支の強化ではなくて、イギリスを軸としたスターリング・ブロック諸国の対外収支の強化ということで注目して、そのためには、やはり、財政の問題をちゃんとしておかないといけないという点では、これは大蔵省とむしろ同じであるということ、簡単なことなんですけれど、それだけを言いたいと。また、具体的な事例もこんなもありますよというのです。

深町：今言ったパラグラフで二通り書いてあるので、ちょっと、その評価が、よくわからないのですが、「とは言うものの大蔵省が一方向的に19世紀の意味の財政諸条に縛られていたわけではなく、国債管理では1933年以降は、従来の厳しいデフレ・スタンスは、かなり緩和されて」、「かなり」と書いてある。それから2行ほどおきますと、その次に、「だが体制としては」、この「体制としては」と書いてある。「公共事業の景気浮揚効果を否定する見方、あるいは失業問題への消極的取り組みに示される通り、財政スタンスは、健全財政の名のもとに、さほど緩められることはなかった」と。これはどっちのほうに重きをおいておられるのか。

答：どっちもです。

深町：どっちもだけれど、どっちのほうに。両方ではちょっと具合が悪いんです。

答：弁証法的に考えてどっちもです。

深町：いやいや、そうじゃない。そういうときに「弁証法的に」と言われるのは、困るんです。

答：それでは、緊縮の方です。基調としたら、緊縮だということです。

深町：じゃあ、下のほうが、いわゆるメインロードですね。

答：そうですね。ただメインロードというふうに言ってしまったら、大蔵省を悪く言うことになりますので…。

深町：いやいや、悪く言っていないですよ。

答：いやいやいや。実際問題、不況ということであるので、従来のグラッドストー

ン流の財政原理には、一定程度、修正を加えられる…。

深町：修正を加えるとすると、お隣の斉藤先生との比較をしているんで、日本の財政金融政策は、非常にごりごりでやってたんですね。いや、いちばん堅い形での金融政策・財政政策をやってたんですね。そのところの比較を私は頭のなかで今しているんです。

斉藤：あのう、20年代は緊縮にはなってなかった。

深町：なってなかったんでしょう。

斉藤：それが、最後のところがですね…。

深町：最後のところですね。ちょっとそこのところを比較していたのです。どうもありがとうございました。

1920年代におけるドイツの 金融システムと銀行恐慌

大 矢 繁 夫

(西南学院大学)

はじめに

本報告では、主として、1920年代のドイツの金融システムを明らかにしようとする。その際、ドイツの銀行が、どのように金融システムを編成し、どのようにそれを機能させてゆくか、といった視点からこれを追う。もう少し一般的に表現すると、この時代、ドイツの銀行は、どのように通貨・金融面を「組織化」あるいは「管理化」していったのか、ということである。

ドイツの銀行によるこのような編成・「組織化」は、当然、国内的なものに留まらず対外的にも展開する。しかし、20年代では、それは国内的なものに限られた。というのは、銀行の国際的活動は、敗戦によって、貿易金融業務を含めて不可能となったからであった。そして、対外的展開は、銀行恐慌後の30年代に改めて生じてくるのである。以下、Iでは20年代の金融システムを追い、IIでは、この金融システムを支えていた外資流入を取りあげる。そしてIIIでは、20年代の外資依存という枠組が崩れる30年代において改めて追求される対外的な展開を追う。

I 金融システム

1920年代のドイツの金融システムについて、第一次大戦前のそれとの対

比を念頭におきながら、次のようないくつかの構造変化の中にその特徴をつかまえることができる。

1 銀行集中

1920年代には、銀行集中が大規模に展開した。この銀行集中は、19世紀末のそれが株式参与と利益協同契約による大銀行と地方銀行とのゆるい結びつきであったのと比べて、大銀行による地方銀行の完全な吸収、後者の支店化という点にその特徴があった。大銀行は、支店網の構築をこの集中運動によって達成したのである。

ところで、この支店網の拡張は、何よりも預金獲得をめぐる激しい競争によって促された。インフレ後の1924年初めでは、信用銀行全体でもベルリン大銀行でも、その預金高は1913年のおよそ1/5に縮小していたので、このことは当然の成行きであった。また、20年代における大銀行の預金構成は、明らかな短期化傾向を示し、さらにそのうち浮動的な短期外資の比率の増大が指摘される（後述）。つまり、預金の不安定性の増大とともに預金拡大を目指した銀行集中が展開したわけである。なお、このような預金の短期化傾向に対応して資産の流動性を高めることが顧慮されたわけでもなかった。

20年代の銀行集中は、以上のものに留まらなかった。1929年に、2つの大型合併が生じた。とりわけ、ドイチェ・バンクとディスコント・ゲゼルシャフトの合併（デディ・バンク DeDi-Bankの成立）は、種々の点で衝撃的なものとして受けとめられた。この銀行集中は、28年までのそれと異なり、支店の統廃合等により経費の大幅な削減を達成しようというものであった。それは、敗戦とインフレを経て「相対的安定期」と呼ばれる時期に至っても、当時の大銀行がなお困難な状況に置かれていたことを端的に表現するものであった。

2 銀行の対産業関係

まず、ベルリン大銀行による産業株の保有状況についてであるが、バランスシートの「保有有価証券」のうち「公債等」を除く部分と「引受団参与」という2項目をとりあげると、全資産に占めるこれら2項目のシェアは戦前と比べてかなり低下している（1913年5.8%、1929年2.5%）。しかし、このようなリスクな資産は自己資本によって支えられるという点を考慮して、自己資本に対する割合を取ってみると、戦前水準への強い回復がみとれる（1913年31.6%、1924年18.1%、1929年38.8%）。

次に、ベルリン大銀行による監査役派遣数についてみると、20年代には顕著に増大している（1911年677人、1927年2,514人）。これについては、企業規模別の派遣などを考慮して種々の評価がありえようが、一般的には、ベルリン大銀行と産業の人的結びつきはより強まった、としてよいように思われる。

ドイツの大銀行と産業との緊密な結びつきという、いわば伝統的な特徴は、結論的にいうと、敗戦の打撃の後、1920年代にはより高度なものとして回復・発展せしめられた、とみることができる。

3 金融市場

1920年代、市中割引市場は、手形に対する買い手の不在によって、著しく縮小した。市中割引手形の流通額は、戦前では最低でも22億5000万Mであったが、20年代で最大を示す29年でも9億RM以下にすぎなかった。何よりも、ドイツの銀行の引受手形の著しい減少がみられたのである。ドイツの銀行の引受手形の減少は（「金融手形」分を除いて考えると）、ドイツの銀行による貿易金融の減少を意味する。大銀行のバランスシートに表れている、ドイツの銀行の貿易金融分と外銀による貿易金融分（ドイツの銀行が仲介するもので、ドイツの銀行のバランスシートには「第三者による顧客信用」〔Kredite der Kundschaft bei Dritten〕として表われる）の比率は、1913年と1930年とでは完全に逆転する（ドイツの銀行によるも

の：1913年95%→1930年6%、外銀によるもの：1913年5%→1930年94%）。市中割引市場の縮小は、このようにして、ドイツの大銀行の貿易金融業務を直撃したのである。

次に、ドイツの金融市場の1つの特徴的要因をなすと考えられるルポール・ロンバート貸付についてであるが、大銀行によるこの貸付は、通貨安定後の25年から急伸してゆく。ルポール・ロンバート貸付とは、短期的・流動的な貸付であり、銀行資産の中では第2次流動性をなし、銀行のいわば貨幣市場関連業務といえる。しかしその機能は、株式の定期取引に従事する強気投機が不利な相場展開の際にその清算を繰り延べる、ということをも可能にするものであって、いわば、資本市場へも連なってゆくものである。この貸付が与えられると、強気投機が支えられ、株式取引はそれだけ活発化し、株価も上昇傾向をもつ。株価が高く維持されると、株式発行も刺激を受け、これを担う銀行自身をも利することになる。このような働きをもつルポール・ロンバート貸付が、25年以降急進していったのである。そして、株価の動向は、これに強く規定されて急上昇を見せた。

以上、1920年代の金融システムの特徴を追ったが、金融システムは、表面的には、敗戦やインフレの打撃を乗り越えてより強固に編成され、またより高度な機能展開もみせた。それは、銀行集中による大銀行の体力強化、また証券信用による資本市場のコントロールという点などにみられた。しかし他方では、預金が浮動的な短期外貨への依存を強めたり、またドイツの銀行の引受信用・貿易金融システムが崩壊するなど、いくつかの重要な点が戦前と比べ大きな変更を迫られた。これらの問題は実は密接なつながりを持ち、そして、20年代のドイツの金融システムの外資依存という枠組みを特徴的に示す事柄であったと考えられる。

II 外貨依存

国際収支をみると、1924年-29年の累計で、170億RM近くの外資がドイツに流入している（資本収支135億RM、分類不能分34億RM）。この資本流入が、同じく累計で、62億RMの経常赤字と84億RMの賠償支払いをファイナンスし、さらに22億RMの金・外貨準備の積み増しを可能にした。「相対的安定期」のドイツ経済が外資依存体制と呼ばれるゆえんである。

ドイツへの外資流入のうち、ここでは、ドイツの金融システムに直接的な関わりをもつドイツの銀行への短期外資流入についてとりあげる。ドイツの銀行への短期外資流入は、外国現金信用と手形保証信用という2形態からなる。後者の手形保証信用は、外銀の引受信用がドイツの銀行の仲介でドイツの貿易金融に用いられた際、外銀が負う引受債務に対応して外銀がドイツの銀行に持つ債権を示すものであり、ドイツの銀行への実質的な資本流入を表すものではない（ドイツの銀行のバランスシートでは負債項目「第三者による顧客信用」として表われる）。したがって、ドイツの銀行への短期外資流入として問題とすべきなのは、前者の外国現金信用である。

この外国現金信用は、さらに、マルク建当座預金と外貨建の期限付資金という2つの形態に分かれる。この2つの形態のそれぞれの比率は明かとはならないが（というのは、ドイツの銀行のバランスシート貸方の「債権者勘定」の小項目「手数料不用勘定」に国内預金と無区別に記入されるから）、20年代の通貨安定後では、ドイツの銀行に流入したのは主に外貨建期限付資金の方であり、マルク建当座預金の比率は著しく後退した、と指摘される。後者のマルク建外資の流入は、外銀の手形債権などがドイツで現金化することによって生じた、という点を考えると、短期外資のこの部分は、ドイツの銀行の引受手形による貿易金融システムの中で生じ、維持される外銀の預金等からなっていたと考えられる。問題とする通貨安定後では、外資のこの部分が後退し、それに代わってより浮動性の強い外貨建

の期限付資金（1～3カ月の期限）が取り入れられた、というのである。このように「相対的安定期」では、その内容構成を大きく変えながらも短期外国信用がドイツの銀行へ多量に流入したのである。ある推計では、ドイツの銀行の「債権者勘定」に占めるその比率は、28年に最高となり、43.4%にも達している。

以上のようにして、ドイツの銀行は短期外資流入にかなりの程度依存し、しかもその資金は戦前と比べて流動性を強めていった、ということなのであるが、その大きな要因として、ドイツの銀行の引受手形による貿易金融システムが崩壊し、そのためドイツの銀行による外銀のマルク建当座預金の吸収・維持が困難となった、という重要な構造変化があったことが注意されるべきである。つまり、戦前期にはマルク決済圏が存在し、例えば、ドイツの輸入金融にドイツの銀行の引受手形が用いられ、外銀がこのマルク建引受手形の保有者となり、ドイツの割引市場で現金化してドイツの銀行へ預入する。このようなプロセスによって形成されるマルク建の当座預金は、マルク建貿易金融システム・マルク決済システムの崩壊とともに消失することになる。かくして、それに代って、外貨建の期限付資金が取り入れられてゆく。ドイツの銀行の取り入れる外資の形態が大きく変化したのは、このような事情による、というのである。

ところで、上記のようにドイツの銀行へ流入した外貨建の短期信用は、いうまでもなくドイツの銀行によって種々に運用される。だが、調達された外貨は、月末にライヒスバンクへ差し出されてマルクに交換され、月末金融に用いられることが頻繁であった、といわれる。月末金融とは、月末に到来する株式定期取引の清算を繰り延べるための信用、すなわちルポール・ロンバート貸付のことである。このような資金運用は、とりわけ、26年と27年に顕著であった。両年ともルポール・ロンバート貸付はきわめて高い水準を示していた。結局、Iでみたような、「相対的安定期」におけ

る金融市場の高度な展開——大銀行のルポール・ロンバート貸付によって資本市場の動向がコントロールされ、株式発行も刺激を受ける——ということも、この時期に大量に流入した不安定性の強い短期外資に支えられたものであった、ということになる。

Ⅲ 銀行恐慌と30年代の展開

以上で述べてきたことは、20年代の「相対的安定期」におけるドイツの金融システムは、端的にいえば、国際的資金流入によって支えられていた、ということである。このことを特徴的に表わしていたものとして、ドイツの銀行への短期外資流入とそれによる金融市場・資本市場の展開ということを取りあげた。しかし、この国際的資金流入は、短期外資の性格にみられたように、決して安定的なものではなかった。したがって、このような国際的資金流入によって支えられたドイツの金融システムも不安定性を免れるものではなかった。そしてこのことは、1931年の銀行恐慌へと連なってゆくのである。

ドイツ銀行恐慌の直接的契機は、北ドイツ梳毛会社の倒産であった（31年7月10日）。この企業倒産とともに、そこへ強い融資関係をもっていたダナート・バンクが内外の取付に襲われる。とりわけ、外資は大量に引揚げられた。7月13日にダナート・バンクは窓口を閉鎖して支払取引を停止する。そして、他の金融機関へも取付は波及し、内外の短資が流出するのである。7月14・15日の両日は銀行休業日とされ、全金融機関が閉鎖される。なお、証券取引所も13日以降閉鎖される。銀行取引が完全に再開されるのは8月5日になってからであり、証券取引所の再開は9月3日であった（ただし定期取引を除いて現物取引のみ）。

銀行恐慌の後始末については、例えば、ダナート・バンクはドレスナー・バンクに合併され、新銀行の資本金は減資されて半分以下にされ、その

90%ほどがライヒ所有となった。また、デディ・バンクやコメルツ・ウント・プリファート・バンクについても、減資と資本金の一部のライヒ所有といった処置がとられた。

銀行恐慌はおおよそ以上のような経過を辿るものであったが、これによってドイツは、1931年中に大量の短資の対外流出に見舞われたのであった。ライヒスバンクの金・外貨準備は、30年末の30億RMから31年末の13億RMへと激減した。このような状況は、既述のようなドイツの金融システムを支えていた枠組みが崩壊したことを意味する。かくして、銀行恐慌以降の30年代は、この枠組みに依存しないシステムを求めて政策も追求されてゆくことになる。それは、為替管理、為替清算制度、そしてマルク・ブロックという、金・外貨準備維持の制約からドイツを解放する方向で展開されてゆくのである。

為替管理は、1931年央以降実施されてゆく。これは、ドイツが有する全ての外国為替や対外債権をライヒスバンクへ集中し、外国為替取引をもっぱらラインヒスバンクに行なわしめるものであった。

外貨不足に対するもう一つの方策は、外貨を必要としない貿易・決済システムをつくり出すことであった。為替清算制度がそれであった。このシステムの仕組みは次のようなものであった。例えば、甲乙両国の貿易において、甲国輸入者は、輸入代金を、甲国通貨をもって、甲国中央銀行内に設けられた乙国中央銀行特別勘定に払い込む。他方で乙国輸出者は、乙国通貨で、乙国中央銀行内に設けられた甲国中央銀行特別勘定から支払いを受ける。その結果、甲国中央銀行に置かれた乙国中央銀行の債権（甲国通貨建残高）増大と乙国中央銀行に置かれた甲国中央銀行の債権（乙国通貨建残高）減少が生じるが、それは、いうまでもなく、逆向きの取引（甲国輸出・乙国輸入）によって均衡をもたらされる。このような為替清算制度は、両国相互に、相手国内に相手国通貨建で自国債権残高を保有するもの

であり、この点で、それ自体としては「対称的」なシステムといえる。そして、金や外国為替を用いないで済む制度であることは、いうまでもない。

ドイツはこのような為替清算協定を多くの国と結び（1936年現在では21カ国）、この制度によって決済されたドイツの取引は、ドイツの全貿易の6～7割に達した。為替清算制度によるドイツの貿易のうち、ここでとくに注目したいのは、東南ヨーロッパ諸国および南米諸国との貿易である。

東南ヨーロッパ諸国からは、ドイツは、農産物を世界市場価格よりも高い価格で買い入れた。その結果、これらの諸国は、ドイツへの輸出を増大させ、対ドイツ債権（マルク残高）を累積させてゆくこととなった。そして、東南ヨーロッパ諸国が、条件の良い買い手であるドイツに対して農産物輸出を続けるためには、すなわち、自国輸出者に対する自国通貨でのドイツの支払いを確実にするためには、ドイツからの輸入増大を図らねばならなかった。つまり、ドイツからの輸入によって、累積した対ドイツマルク建債権を取り崩しつつ、他方で、自国中央銀行内のドイツの勘定への自国輸入者の自国通貨での払い込みを促す、という必要に迫られたのである。このドイツの債権残高が確保されることによって、自国輸出者への支払いが、したがって自国の対ドイツ農産物輸出が可能とされるわけである。かくして、東南ヨーロッパ諸国は、いわばドイツからの輸入を強制され、不要不急の、しかも陳腐化した製造品を買わされることとなる。このような結果は、ドイツが東南ヨーロッパ諸国からの農産物輸入の増大を戦略的・意図的に図り、清算債務を一方的に累積させていったことによってもたらされたのであった。ドイツ清算金庫（Deutsche Verrechnungskasse：当初ライヒスバンクが行っていた為替清算業務を独立して行うために1934年に設置）の債務残高は、1934年以降ほぼ3億～4億RMで推移し、40年には9億RMに達している。

ドイツは、ほとんどの南米諸国とも清算協定を結んだ。ただし、南米諸

国との取引の決済の仕組みは、上記の東南ヨーロッパ諸国との取引の場合とは若干異なっていた。それは、清算金庫ではなくドイツ海外銀行(D-eutsche Überseeisch Bank)など為替銀行に外国人特別勘定(アスキ勘定 Ausländer-Sonderkonto für Inlandszahlung)を設けて、輸出入ともにこの残高でのみ決済する、というものであった。つまり、ドイツの輸入の場合は、ドイツの輸入者がこの勘定にマルクを払い込み、外国輸出者はマルク残高を保有する。ドイツの輸出の場合は、例えば外国輸入者が前記の外国輸出者保有のマルク残高を買い取り、それをもって支払いをなす。要するに、全てこの外国人特別勘定のマルク残高で決済されるというものであった。ドイツは「負債決済」をなしうるわけであり、この仕組みはそれ自体「非対称的」なものであったといえよう。

以上でみたように、ドイツは、30年代に金・外貨を必要としない決済システムを用いていったのである。東南ヨーロッパとの取引では、ドイツは輸入拡大を図り、清算債務を累積させた。そして、ドイツの輸出に際しては、この債務減少という形で決済を行った。結局、清算金庫に置かれたマルク残高でドイツの輸出入が決済されたのであり、この点で、一種の「マルク決済圏」が存在していた、とみることができる。このことは、南米諸国との取引の仕組みについてもあてはまる。かくして、ドイツは、30年代には「マルク決済圏」の再構築を目指した、といえるのである。

むすび

1920年代後半、ドイツの金融システムは、外資流入に支えられてより高度に展開した。だが、ドイツの金融システムを支える枠組みは、戦前期と比べ決定的に変化していた。それは、流入外資の内容的変化にも関わることであったが、「マルク決済圏」の崩壊という問題であった。

マルク決済システムは、外国がドイツの銀行に保有するマルク残高で取

引を決済する仕組みであるから、この残高が一定程度つねにドイツに滞留する。ドイツにとってはマルク建短期外資の流入であり、ドイツの銀行はその底溜り分を自由に運用しうる。また、マルク決済システムは、マルクやドイツの銀行に対する外国の信認にもとづいて外国がマルク残高を維持し決済に用いるわけであるから、この点でドイツには金・外貨の節約をもたらす。

20年代は、このようなマルク決済システムが完全に崩壊し、他方で再建金本位制下でライヒスバンクは準備率維持を強く要請されていたわけであるから、ドイツは金・外貨を大量に外国から取り入れざるをえなかったのである。そして、このような外資流入に支えられてドイツの金融システムも機能することができたのである。

30年代、外資の取り入れが不可能となったドイツは、必然的に、金・外貨を必要としないシステムを改めて追求してゆくこととなる。それは、東南ヨーロッパや南米との貿易において典型的に表われ、新たなマルク決済システムの構築といえるものであった。しかしながら、それは、戦前期のシステムとは異なって、マルクやドイツの銀行に対する信認が存在しない限り、一方的な輸入債務累積という詐欺的ともいえる方法によって機能させる以外にはなかった。それはまた、強権的なマルク・ブロック創設まであと1歩のところのものであった。

《討 論》

生川 栄治（近畿大学）

ドイツの銀行恐慌に関して、貿易金融システムの崩壊による外資流入ということをも要因として挙げているが、この外資流入は、他の要素として、賠償問題の負担によるドイツの慢性的資本不足→高金利状況ということがあるのではないか。そこには、戦後負担の圧力の問題がみられると思うが、どう考えるか。

〔答〕

賠償負担、ドイツの慢性的資本不足、そこからくる高金利状況、それによる外資流入という点は、ご指摘のとおりだと考える。ただ、この時期、ドイツが高金利を維持して外資を流入させ、賠償支払いを履行し、もって戦債の支払いも可能とする、といういわば国際的な資金循環の枠組みが存在していた。そういう枠組みの中で、ドイツは意識的・政策的に外資取り入れを図った、という面も強かったと考える。ドイツは、一時的に、賠償問題との絡みで公定歩合を引下げて低金利政策を採るが、それも破綻する。結局は、英米など他国と比べて高金利の状況を一貫して余儀なくされていた、といえる。つまり、高金利による外資流入という事態は、ドイツの資本不足という客観的条件によるとともに、意識的・政策的にも図らざるをえなかったもの、というように考えられる。

平岡 賢司（熊本商科大学）

① 「外資依存体制」の下、脆弱な構造となっているドイツの銀行の場合、証券保有がかなり増えているという指摘があった。ニューヨークで株価下落・株式恐慌が始まり、世界的な株価下落という現象が生じる中で、ドイツの銀行の場合、その資産構成からみて、この株価下落は重要な影響があったのかどうか。

② 農業不況などに関連して、不動産投資というものに当時のドイツの銀行はあまり関わっていなかったのかどうか、この辺について銀行恐慌との関連でたずねたい。

〔答〕

① まず、この時期のドイツの大銀行の証券保有が単純に増えている、としうるかどうかは若干問題がある。全資産に占める割合は戦前期に比べ減少している。報告では、産業株保有はリスクな資産である、という点から考えて、全資産ではなく自己資本に対比してその比率を見た。その場合、すでに28年には戦前水準を回復している、ということである。ドイツでも株価は29年以降下落してゆく。これは、銀行にとってやはり打撃であったといえる。銀行は、30年には、株価維持のために自行株を含め大量の株式保有を行った、と指摘されている。やはり、一般的な株

価下落も自行株下落も銀行にとっては大きな問題であり、そのため買い支えが必要となった、ということである。

② ドイツの銀行に関する限り、バランスシートからも窺えるが、不動産投資ということで問題がクローズ・アップされた、ということにはなかったように思う。この辺のことについては、私自身あまり追ってないが、大銀行が不動産投資を積極的に行なった、ということにはなかったように思う。

居城 弘（静岡大学）

① 全体的には、1920年代のドイツの金融システムを支えたのは外資である、ということだと思いが、そのドイツの金融システムは一方では高度化し、他方では、銀行流動性、貨幣市場の構造などの根本的变化によって非常に脆弱となっている、と説明している。つまり非常に強くなっているように見える部分と非常に弱くなって対外的に依存しなくてはならない、という2面が同時併存的に存在する、ということである。この2面の同時併存ということをどう考えるのか。

② 外資が証券市場の問題とジョイントされて説明されているが、例えば銀行流動性の問題などと関連させて考えると、銀行信用の構造との関連で外資はどういう役割をもったと考えるか。「外資がさまざまに運用される」ということについても少し説明して欲しい。

[答]

① 結論から言うと、ドイツの金融システムは、高度に機能展開したという面と脆弱化したという面との両面がやはりあった、と言わざるをえない。これは、この時期の過渡期という性格を反映した大きな特徴であった、と考えるられる。「高度化」はいろいろな面から摺まえることができるが、報告では、大銀行の証券信用という短期的信用が株式市場へも強い連関をもち、株価動向をも支配するような強い作用をもつものであった、という点に注目した。この点は、20年代後半にきわめて特徴的に見られたことであった。大銀行は、このような業務活動を意識的に遂行したのである。いわば、大銀行による株式市場の「組織化」、「管理化」ともいえるような事態がこの時期みられたわけである。しかし、このような証券信用のメカニズムが作動するには、資本不足下の当時のドイツでは外資流入が必要であった。つまり、仕組みなり機構が存在しても、その作動のためには不安定性の強い外資に頼らざるをえない、という内容的脆弱性が特徴なのであった。このような、仕組み、機構、形式が整っても内容がそれに伴っていない、あるいは脆弱だということは、実は30年代のドイツの為替清算システムについても当てはまることである。このシステムは、他国がマルク残高をドイツに置いて国際的決済を行なう仕組みであるが、当時はマルクやドイツの銀行に対する他国の信認が存在しないので、ドイツはやや

詐欺的あるいは強権的にこの仕組みを機能させていったのであり、ここにも、内容は脆弱だが形式は高度に展開するという「脆弱性と高度化」という二面が表われていた、といえる。このようなことは、この時代の特徴であったと思われる。そして、「形」が高度化してゆくという点は現代まで連なってゆく、と考えられる。

② 外資は証券信用につながってゆくばかりでなく、銀行信用全体の中でももう少し多様な運用が行われたのでないか、という問題であるが、報告では、先にも述べたが、外資→金融市場という面にやや偏った。流入外資は産業金融にも用いられた、という点はずとに指摘されていて、それを否定するつもりはない。銀行の産業金融という問題は、この時期の自己金融やコンツェルン内部の金融会社などの意義も含めて、改めて検討したい。ただ、26・27年は、株価の急上昇が見られ、流入外資が既述のような経路でこれにきわめて強く関わっていた、という点の特徴的な事柄であったと考える。

昭和恐慌期の銀行パニック

齊藤 壽彦

(千葉商科大学)

I. 1920年代の金融システムの不安定化

銀行取付の発生、決済システムの混乱、崩壊などという経済現象を一般に金融システムの不安定化または信用秩序の動揺という。その中でとくに銀行取付が大規模かつ連鎖的に発生したものを銀行パニックと呼ぶ。1920年代の日本においては以下のように恐慌がしばしば発生し、そのたびに銀行パニックが起った。また震災による銀行の打撃、支払延期も生じた。

1920年には第1次大戦中の景気過熱と1919年の熱狂的好景気、投機熱の反動から反動恐慌が発生した。1919年の熱狂的景気のさなかに井上日銀総裁は公定歩合引上を策したが、高橋是清蔵相の強硬な反対に会い、この構想は挫折した。このことが恐慌の規模を大きくしたと考えられる。大島清氏は金利を上げたところで銀行依存の少なかった当時においてはその効果はせいぜい恐慌の時期を早めたに過ぎないとされているが、政策当局がバブル退治の決意を示すというアナウンスメント効果の役割を軽視すべきではなく、また恐慌の時期を早めることができればそれだけ傷を浅くし、恐慌の規模を小さくすることができたといえよう。ともあれ産業界の過剰な取引が1920年3月に株式市場の崩落をもたらし、さらに物価を急落させ、銀行の取付・支払停止と中小企業の没落をもたらした。銀行パニックは实体经济に悪影響をもたらした。1920年反動恐慌は典型的な恐慌の形をとっ

ていた。この恐慌は日本銀行の特別融通（常軌によらない貸出）によって緩和された。（特融については注を参照されたい）しかしこれは一方では合理化の進展の立遅れをもたらした。

1922年末には不良企業と結びついていた経営不良の銀行の存在を背景として銀行取付が発生した。これは銀行恐慌といえるものであり、実体経済上の新たな変化ではなく、銀行不信、銀行不安の噂によって発現した。日銀は1920年恐慌時の例に準じて特融を行なった。

1923年9月には関東大震災が発生し、京浜地方の経済中心地は大打撃をこうむった。銀行も罹災した。銀行取付が生ずる懸念があった。この対策として政府は同月に支払猶予令（モラトリアム）を1カ月の期限付きで施行した。この支払猶予令の撤廃に備えて震災手形割引損失補償令が公布され、政府の損失補償のもとに日銀が特融を実施した。震災後の特融は銀行取付を防いだが、財界整理の遅延に伴う市中銀行貸出の固定化傾向を助長した。

1927年には金融恐慌が発生した。3月15日に東京渡辺銀行が休業して後銀行取付は本格化した。4月に取付騒ぎは最高に達し、4月21日までに休業銀行数は28行に及び、東西の組合銀行は4月22日、23日に一斉休業に踏み切った。4月22日から3週間モラトリアムが実施された。金融恐慌発生の背景には銀行の放漫経営、貸付金の固定化があたっが、産業面に新たな変化が生じたことが恐慌を誘発したわけではなかった。その直接原因は、金解禁準備のために議会上程された震災手形法案の審議に関連して震災手形所持銀行の内情が世に知られるようになり、預金者に危惧の念を生じさせたことである。また、当時の金融界の不安定な実情のもとではある銀行の破綻が連鎖反応を生じやすかった。震災手形2法案通過に際しての議会の付帯決議は台湾銀行に対する日銀の厳しい姿勢を招き、台湾銀行の経営危機が生じた。4月15日に台湾銀行救済緊急勅令案を枢密院精査委員会

が否定し、17日に枢密院本会議でもこれを否決したことが台銀の一時休業をもたらした。その否決の背景には政友会による若槻内閣倒閣のもくろみがあったという。金融恐慌は休業銀行関係者に打撃を与えたが、金融機関に与えた影響と比較すると産業界に及ぼした影響は軽微であった。とくに株価や物価に及ぼした影響は小さかった。しかし、金融恐慌は中小商工業者に金融難をもたらした。この中小企業金融難は、第1次大戦以後進行していた問屋制の弱くないし解体、中小企業の銀行、とくに中小銀行への依存過程と金融恐慌以後の中小銀行の地位の低下、銀行預金の銀行への銀行預金集中の過程とが重なって起こったことによって生じたものであった。日本銀行は金融恐慌を放置できず、特別融通を実施した。しかし、第1次動揺（3月15日～23日）、第2次動揺（4月に入ってから4月21日まで）に際して日本銀行の特別融資態度は関東大震災時よりも慎重となり、近江銀行などを見捨てた。日銀は4月半ばの緊急勅令案否決に際して台銀救済のために何もしなかった。むしろ救済策に反対の態度さえ示した。八木慶和氏は深井理事は恐慌の拡大を望んでいたとみるほかはないとされている。その後、財閥銀行の首脳が事態收拾に動き出し、高橋蔵相のもとで4月22日から3週間のモラトリアムが実施されるようになり、その期間中の5月9日に政府が「日本銀行特別融通及損失補償法」および台湾銀行救済のための台湾融資法を制定した。日本銀行は新たに総裁に任命された井上準之助のもとでこれらの法律による政府の損失補償に基づく特別融通を実施し、金融恐慌の鎮静化を図った。

それでは1929年大恐慌期に日本の金融システムの不安定化、銀行パニックがどのようにして生じたのであろうか。それは実体経済にどのような影響を及ぼしたのであろうか。中央銀行がその不安定化にどのような対策を講じたのであろうか。これらについて以下において論じたい。

II. 金解禁と不況・恐慌の発生

日本の金本位制は国内では金貨が流通せず、対外支払は在外正貨に依存していた。通貨発行は経常収支の悪化による金準備量の減少に直接制約されず、これによって国内の裁量主義的な通貨政策が許容されていた。日本の金本位制は金為替本位制的な性格や管理通貨制的な色彩を帯びていた。第1次大戦期に日本は金輸出を禁止し、大戦後もこれを維持した。これは政治的・軍事的な理由によるとともに中小企業・農業に支えられた日本資本主義の脆弱性に基づくものであった。金輸出禁止のもとで在外正貨の払下げによる国際決済、為替相場の安定化および救済融資が実施された。金平価以下への為替相場の低落と財政金融上の多額の資金散布によって国内産業が保護されていた。

日本は欧米よりもはるかに遅れて1930年に金解禁を実施し、金本位制に復帰した。欧米では財政縮小、金融引締め、輸出増大、産業合理化を行なった後に、その仕上げとして金解禁が実施された。これに対して日本ではこの準備が十分に整わぬまま、金解禁が実施された。このような金解禁をもたらした事情は何であったのであろうか。

井上準之助が金解禁を断行した主体的条件として、かれが古典的な金本位制を信奉しており、また国際経済情勢を楽観していたことが指摘されている。

客観的金解禁促進条件としては、まず第1に、在外正貨が枯渇してきたことがあげられる。第1次大戦後の国際収支赤字の決済に在外正貨が充当され、在外正貨、ことに政府所有在外正貨が一貫して減少してきて、昭和のはじめには残り少なくなった。一方、内地所有正貨は減少しておらず、外債募集に依存しない限り、対外支払のためには国内保有金を支払うほかはなくなった。

第2に、諸外国からの金本位復帰要請があった。すでに主要国は金本位制に復帰しており、ことに1928年にフランスが金本位制に復帰してからは日本も金本位制に復帰することが国際的に期待されていた。またアメリカのモルガン商会のラモントなどが日本に対して金本位復帰を求めてきた。1930年に創立される国際決済銀行に日本が参加するためには金本位復帰が必要な条件となっていた。さらに四分利付英貨公債の借換交渉を成功させるためには金本位復帰が必要であった。

第3に、国内でも金本位復帰要請があった。すなわち、銀行資本は国内遊資対策として金解禁を要求した。また、大銀行を含む独占的大資本は、金解禁を手段として、産業合理化・財界整理、金融資本の制覇を図ろうとした。貿易業者、蚕糸業者も為替相場安定のために金解禁を求めていた。

さらに、銀行が金本位制の道義的支持を声明していたことが金解禁断行の前提条件となっていた。

金解禁は日本経済の不況・恐慌をもたらした。1929年7月に成立した浜口内閣が金解禁の断行を明確にして以来、物価は低落し、景気が悪化した。1930年3月初めから株価が下落し始め、4月に鐘紡の株価が暴落して東京株式取引所は立会停止におこまれ、恐慌開始は明白となった。世界恐慌が日本に本格的に波及してくるのは1930年5月頃からであるが、それ以前に、昭和恐慌が1929年7月から金解禁に基づく不況、「解禁恐慌」として発生していたのである。世界恐慌の本格的波及以後は昭和恐慌は「解禁恐慌」と世界恐慌に基づく恐慌との複合的性格をもつようになる。

金解禁は次のような理由から日本の不況・恐慌をもたらした。まず第1に、金解禁の準備とその維持、財界整理のために財政緊縮政策が採用され、需要が抑制されたことである。これが通貨当局の予想していたとおり不況・恐慌を生じさせた。

第2に、金本位制への復帰によって放漫な貸出が困難になったばかりで

なく、解禁後に予想をこえた大量の金流出が生じたことによって通貨が収縮し、貸出も収縮したことである。恐慌が深化すると、各銀行は貸出の警戒を行ない、これによる金融難がまた恐慌を激化させた。

第3に、旧平価解禁が実施され、為替相場が上昇し、輸出産業がこれによって打撃を受けたことである。

Ⅲ. 世界恐慌の本格的波及による恐慌の激化

1929年10月にウォール街の株式価格が大暴落し、これを契機としてアメリカ経済は深刻な不況に陥った。この不況は輸入の減少を通じてヨーロッパ諸国をはじめ世界各国に直接影響を及ぼした。こうして世界恐慌が発生した。日本へは世界恐慌が1930年5月頃に本格的に波及してくるようになった。

主としてアメリカ市場に輸出されていた日本最大の輸出品である生糸の価格が1930年6月に対米輸出困難のために暴落した。これによって日本の製糸業は大きな打撃を受けた。工業恐慌は農村に悪影響を及ぼし、ことに同年10月には豊作予想のために米価が暴落するに至り、農業恐慌が深刻化した。このような状態のもとで生糸価格の低落が繭価の切下に転嫁されて農村の最大の副業である養蚕収入に大打撃を与えたことが農家経営を破滅の淵に追いやった。

金解禁に基づく恐慌に世界恐慌に基づく恐慌が加わったことによって昭和恐慌が深刻化した。事業会社の減資・解散が激増し、中小企業が困窮し、失業が増大し、農業恐慌が深刻化した。

Ⅳ. 昭和恐慌期の金融界の動揺、銀行パニックの発生

金解禁と世界恐慌の影響による不況を背景に、金融恐慌後一時小康状態を維持していた金融界の中に動揺、休業する銀行が続出した。動揺した銀

行はほとんど農村地帯の小銀行であった。1930年中には17行が休業した。ことに10月以後に休業が続出した。同年の銀行休業最大のもののは信濃銀行の事実上の休業（開店休業）であった。1927年の金融恐慌では何ともなかった同行は蚕糸価格の暴落によって長野県経済が悪化したために、ついに休業のやむなきに至ったのである。1931年に銀行の経営はさらに悪化した。同年には深刻な恐慌の中で東北地方の大飢饉の影響が加わることによって、東北地方全般にわたる金融界の動揺が勃発した。この勢いは次第に南下して全国に及び、同年中に預金払戻停止を公表した先は12行、休業先は45行にのぼった。さらに1932年春にかけても岐阜の小銀行の破綻をきっかけに名古屋区一円の銀行が取付けにあった。

昭和恐慌期の銀行パニックは実体面での悪化が金融面にはねかえって銀行取付けが発生したものであった。この意味ではこの銀行パニックは1920年反動恐慌時の銀行パニックと共通の性格をもつものであったといえる。

昭和恐慌期の銀行パニックは実体面における恐慌が深刻であったにもかかわらず、1927年の金融恐慌の時と比べて銀行取付、倒産の数が少なく、その規模も小さく、したがって金融恐慌時のような深刻な金融不安を引き起こすことはなかった。昭和恐慌期の銀行取付、休業は前述のように農村地帯の小銀行を中心とした銀行取付、休業にとどまっていた。この取付、休業は、金融恐慌後に預貯金が大銀行と郵便貯金に集中する現象が生じていたことと、繭価や米価の暴落のために地方銀行経営が圧迫されていたことを反映するものであった。昭和恐慌期の銀行パニックは世界恐慌期のアメリカやヨーロッパの銀行恐慌のような深刻なものではなかった。

このような昭和恐慌期の銀行パニックは実体経済には大きな悪影響を及ぼさなかった。それは金融恐慌時のような中小企業金融難を惹起しなかった。

V. 昭和恐慌期の銀行パニックが深刻化しなかった事情

それではなぜ昭和恐慌期の銀行パニックがそれほど深刻な影響を实体经济に及ぼさなかったのであろうか。鹿野嘉昭氏が指摘されたように戦間期日本の銀行パニックの实体经济への悪影響は比較的軽かった。八木慶和氏によれば、その背景には当時の日本では手形流通が盛んではなく、問屋金融が広範に存在し、中小零細企業のかなりのものが依然として問屋金融に依存しており、これが中小零細企業の銀行依存を少なくさせていたという事情があった。このことは昭和恐慌期についてもいえる。それでは銀行パニックの影響の軽かった昭和恐慌期特有の理由は何か。

その理由は、第1に、すでに1927年の金融恐慌できわめて多くの銀行が淘汰されてしまっていたということである。

第2に、1928年の銀行法の施行によって弱小銀行の整理、銀行合同が推進され、銀行経営の基礎が強化されたことである。第1と第2の理由によって大銀行の卓越した地位は一段と強化されていた。

第3に、さまざまな救済融資が1920年代と同様に行なわれ、しかも金融恐慌の経験からこれがすばやく行なわれたことである。

緊縮財政が採用されたにもかかわらず、日本銀行は昭和恐慌期にいろいろの形の特別融通を実施した。それを目的別に分類すれば、①横浜正金銀行の為替統制売りに伴う特別融通、②日本興業銀行に対する特別融通、③金融界の動揺に伴う特別融通、④その他特殊事情に基づく特別融通、に分けることができる。銀行倒産防止に関して特に注目されるのは②と③である。

昭和恐慌期に井上蔵相は日本興業銀行を救済機関として使おうとしたが、同行の鈴木鳴吉総裁がいうことをきかなかつた。そこで1930年9月、井上蔵相は鈴木総裁を更迭し、結城豊太郎を同行総裁に起用した。結城総裁の

もとで興銀は積極的な不況救済融資を実行した。これは「特別産業資金」と呼ばれた。1930年末までにその総額は7,414万円に及んだ。同行の融資を政府および日本銀行が支援した。すなわち、預金部が興業債権1,500万円を引受け、また日本銀行が同行に特別融通を行なった。1931年に入っても興銀は財界整理資金の供給に重点を置いて活発な活動を続けた。日本銀行が同行に対する特別融通を実施した。

銀行動揺に対して日本銀行は特別融通を行なった。昭和恐慌期に銀行の動揺がほとんど全国に広がっていたにもかかわらず、それがそれほど深刻な人心不安を招かなかつたのは、問題を起した銀行がおおむね小規模な銀行であったほかに、日本銀行がその地方の動揺を鎮静化させるために積極的に活動したためであった。

救済融資は日本勧業銀行を通しても行なわれ、預金部が同行資金を補給した。

政府は抵当証券法や不動産融資及損失補償法などを制定し、不動産担保債権の流動化にもつとめた。

恐慌下で前向きな資金需要が消滅したから、金融恐慌時のように中小企業金融難が問題となることもなかった。

昭和恐慌期の銀行パニックが深刻化しなかったのは金輸出再禁止後、日本が世界に先駆けて景気を回復させたからでもある。

1931年12月13日、日本は金輸出を再禁止した。この理由は第1に、金解禁の準備が不十分なもとで金解禁実施したことの無理があったためである。中小企業や農業の困難は金解禁によって深刻化した。金解禁準備のために通貨当局によって行われた在外資金の買上げは入超に備えるために外国為替銀行が備えなければならないものを一時的に買上げたにすぎず、通貨当局の在外正貨保有は不十分であった。遊資が残存していたことはドル買投機資金として用いられる結果を招くこととなった。第2に、金解禁当初、

投機のために通貨当局の予想を上まわる在外正貨流出が生じたことである。また金流出も予想を上回った。第3に、世界恐慌の波及によって恐慌が激化したことである。第4に、政治情勢の不安定化と満洲事変の勃発（1931年9月）が生じたことである。民政党の対英米協調路線に対する反対勢力が存在した。満洲事変の勃発は財政支出の増大、排日貨運動による対中国輸出著減懸念、民政党に対する熾烈な反感をもたらして金輸出再禁止不可避要因となった。これ以降政友会が金輸出再禁止をはっきりと標榜するようになった。第5に、イギリスの金本位制が1931年9月に停止されたことである。これによって英ポンド圏向け輸出商談が停滞し、またポンド下落によるイギリス輸出競争力強化が懸念され、さらに世界恐慌収拾への希望が失われた。ロンドン市場で巨額の資金を運用していた金融界はその資金の凍結に直面した。第6に、イギリス金本位制停止後の民間銀行などのドル買投機が正金銀行の多額の統制売りをもち、これが多額の正貨流出を生じさせたことである。

金輸出再禁止以降日本の景気が回復することとなる。正確には1932年半ばすぎから日本は工業部面において景気回復過程に入った。この景気回復の要因として、金輸出再禁止後の為替相場の低落や低賃金による輸出の増大、関税改正による輸入防遏・国内産業保護、軍需に傾斜した拡張的財政政策の展開などがあげられる。

（注）納富康充氏の指摘によれば、戦前期における日本銀行の特別融通は以下のような特徴をもっていた。

わが国では中央銀行の最後の貸手機能はほとんどの場合「特別融通」の形で発揮された。明治時代から適格担保外の貸出としての特別融通を日本銀行が実施していたが、1920年の恐慌の頃からは日銀特融は常軌によらない日銀貸出全体を指すようになり、また銀行救済がその最も重要な目的となった。この恐慌の頃から日本銀行の特別融通という言葉は銀行の支払準備金のための貸出であって、①取引先以外に対する貸付、②正規外の担保に対する貸付、③特別低利による貸付を総称するものとして使用され始めた。戦間期には未曾有の日銀特融が実行された。この特融を発

動するにあたって、日銀はおおむね①動揺の波及防止に資するものであること、②個別救済は行わないがやむを得ず行う場合は自助努力先であること、③日銀の損失は何としてでも回避すること、④発券銀行の立場から固定貸を避けること、の4つのdisciplineをもっていた。震災後や金融恐慌時には日銀特融に政府補償が付けられた。この政府補償は日銀の資産を保全する役割はもつものの、貸出審査が甘くなったこと、貸出の長期化・過大化がもたらされたこと、③政治的介入を招き易かったこと等のデメリットを伴った。特融により預金者救済を行うとの考え方は薄かったが、1927年の金融恐慌時以降はこれが前面に押し出された。特融以外のセーフティネット（救済組織）としては、①政府独自の貸付、②預金部の特別貸付、③民間銀行の相互援助等があったが、いずれもうまくワークしなかった。預金保険制度も具体化しなかった。金融恐慌時には台湾銀行や十五銀行という大銀行が破綻を来たした。特融には大銀行は破綻させないという考え方はなかった。

（参考文献）

伊藤正直「金解禁下の正貨問題と政府・日本銀行」『社会科学研究』第39巻4号、1987年。

——『日本の対外金融と金融政策 1914～1936年』名古屋大学出版会、1989年。

大石嘉一郎編『日本帝国主義史2 世界大恐慌期』東京大学出版会、1987年。

大島清『日本恐慌史論 下』東京大学出版会、1955年。

加藤俊彦『本邦銀行史論』東京大学出版会、1957年。

隅谷三喜男編『昭和恐慌』有斐閣、1974年。

高橋亀吉『大正昭和財界変動史』上巻、中巻、東洋経済新報社、1954年、1955年。

田中生夫『昭和前期通貨史断章』有斐閣、1989年。

日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』第3巻、日本銀行、1983年。

森七郎『日本通貨制度論』文人書房、1986年。

（後記）本報告は「昭和恐慌と貨幣制度の変容」と題して報告したものをもととしたものであるが、「1929年恐慌と金融システム」という統一テーマにふさわしいものとするため、報告書執筆にあたって当初の報告の題およびその内容を大幅に改めた。

本報告の作成にあたっては、鹿野嘉昭、納富康充、八木慶和の各氏から多大のご教示を賜った。記して謝意を表したい。

《討 論》

山田 喜志夫（国学院大学）

金解禁をもたらした事情として報告者は大資本の財界整理要求、金融資本の制覇の意図を重視しているようであるが、このことについてもっと詳しく説明をしていただきたい。

〔答〕

金解禁をもたらした要因としては在外正貨の枯渇が重要であるが、これを別とすれば国際的要請と国内的要請のどちらが重要であるかということが問題となってくる。伊藤正直氏は国際的要請を重要されており、私も国際的要請は重要であると考えている。たとえば三土忠造は四分利英貨公債借換の条件として英米が日本に金解禁を要求したことは一度も聞いたことがないと述べているが、日本にとって絶体に必要と政府が考えるこの借換について1929年春以来英米銀行団首脳部と内々に話し合ってきた財務官の津島寿一はかれらから日本がまず金解禁を実行し、日本の対外為替が安定した後に借換を実行すべきだという意見を聞かされており、浜口首相や井上蔵相はこの点を熟知しており、日本政府としても金解禁実行後、なるべく早や日に実現しようという打合せになっており、金解禁断行後、ロンドン軍縮会議で1930年4月中旬に日英米三国間で軍縮問題に関する妥協案が確定した後に津島が英米両国の銀行団と交渉を始め、5月に借換公債契約を調印している（津島寿一『芳塘随想 第十九 津島寿一遺稿集 巻三』芳塘刊行会、1982年、174ページ）。しかし、国際的要請は重要ではあるが、それはあくまでも日本の自主性を踏まえた上での国際的要請である。たとえば英米の金融業者が日本にとって必要であると考えたのは新平価解禁論であり、津島も新平価解禁を大蔵省に進言するが、大蔵省はこの新平価解禁を全く問題にしていない。日本の金解禁政策は、単に円の価値を金に結びつけることではなく、解禁によって金輸出禁止以来不健全に膨張してきた経済状態を徹底的に整理改革し、国内物価を国際水準にまで引上げて、やがては海外における日本商品の競争力を増大させ、これによって現状を打開しようというねらいもっていたからである（『大蔵省百年史』）。また新平価解禁を実行するためには貨幣法を改正しなければならないがこれが容易でなかったからである。したがって、日本は金解禁に関して外国のいいなりにはなっていないのである。また、金解禁について外国からの要請があったのは事実であるが、そのために外国が日本に対して強い圧力をかけた証拠はない。外債借換もこのために絶対に金解禁を日本が断行すべきであると外国金融業者が主張したわけではない。外国の金融業者は日本に金解禁を要請しても、日本がそれを実施するまでじっと待っている。モルガン商会側では日本銀行は英米仏の中央銀行総裁の助言を受けるべきであると考えているが、ニュー

ヨーク連銀総裁は日本の金本位復帰を希望しつつも、日本がこれを採用する状況が成熟するまで、日本に圧力をかけずに待っているのである。

深井英五がとくに重視するのは日本の世論の動向である。金解禁は個別資本の要求ではなくて日本の総資本の要求として断行された。その中心に三井、三菱などの財閥資本が位置していた。総資本の意志が金解禁とその維持にとって決定的に重要であった。1931年10月には首相官邸において政府と財界代表が集まって丸テーブル会議が開催された。この席上、イギリスの金本位制停止後も日本が金本位制を維持することが確認された。このような状況では深井日銀副総裁が金輸出再禁止を必要と考えるようになっても、その意見を強く表明することができず、またこの意見を政府がとりあげることはなかった。

金井 雄一（名古屋大学）

金解禁後の金流出が当局者の予想を越えるものであったということであるが、その場合当局者の予想はどのようなものであったのか。つまり金がいつまでも流出し続けるのでないとすれば当局者はどのような予想をしていたのか。またその予想の基盤にあった考え方、認識はどのようなものであったのか。金解禁後のシステムはどのように機能すると理解していたのか。

〔答〕

金解禁以前には主として在外正貨によって国際収支決済、為替調節を行っていた。金解禁後には通貨当局は内外正貨を日本銀行に集中させ、日銀に正貨・為替の一元的管理を行なわせようとした。そして日本銀行に在外正貨の売却よりもむしろ金兌換に応じさせようとした。この背景には中央銀行の金所有とその金兌換が欧米の中央銀行が金本位制のもとで行なっている方式であり、これが金本位制の常道であるという考え方があった。また在外正貨が枯渇してきている現状では、外債募集によって在外正貨を補充しないとすれば、日本銀行が金兌換に応じざるをえないという考え方があった。金は大量に存在するから金兌換要求に応じて心配はいらないとも考えられた。金の流出があれば財政経済上の施策によって国際収支を改善し、正貨の輸出を防止するように努めればよいとも考えられた。

しかし、金解禁準備期間中に通貨当局が外貨を外国為替銀行から買上げていたために外国為替銀行では外貨が不足していた。また外為銀行は金解禁前に外国で外貨を借入れ、金解禁後に円為替相場の上昇した相場場で在外正貨を買入れてこれで借入金返済することによって投機的利益を得ることができた（シンジケート銀行団が出した金解禁に対する道義的支持声明は守られなかった）。この結果多額の在外正貨が流出することとなった。この在外正貨流出を抑制するために日銀は漸次その売却を控えた。そのかわり日銀は正貨兌換は日本銀行の義務であるから請求があれば

文句なく之に応ずると言明した。これによって多額の金が流出することとなったのである。

政府所有内地正貨の日銀移管は実行されたが、在外正貨を日本銀行に集中させるという構想は実現しなかった。また1930年7月31日午後からは正金銀行の統制売りが開始され、同行が為替政策の担当者となり、前述の日銀による為替の一元的管理構想も実現されなくなった。

部会活動報告

〔北海道部会〕

- (1) 1992年4月18日 北海道大学
※金融学会北海道部会と合同
報告者 中浜隆氏 (小樽商科大学)
論題 「米国生命保険業の構造変化」
- (2) 1992年7月4日 北海道大学
※金融学会・証券学会北海道部会と合同
報告者 奥村宏氏 (龍谷大学)
論題 「『法人資本主義』を超えるもの」
- (3) 1992年10月 北海道大学
① 報告者 小林真之氏 (北海学園大学)
論題 「大恐慌期におけるアメリカ独占資本主義と擬制資本」
② 報告者 井村進哉氏 (小樽商科大学)
論題 「アメリカ銀行業界の統合と金融制度改革の到達点
——国内リテール市場を中心に——」
- (4) 1992年12月 北海道大学
① 報告者 高懸雄治氏 (旭川大学)
論題 「NAFTAとメキシコ経済」
② 報告者 青山和司氏 (小樽商科大学)
論題 「社債のデフォルトと信託機関」

〔関東部会〕

酒井一夫先生の逝去などがあり、開催されなかった。

〔関西部会〕

- (1) 1992年2月8日 大阪市立大学文化交流センター
① 報告者 岩見昭三氏 (奈良産業大学)

論題 「ドイツ統一と金融市場
——各種金融機関の業務動向と関連して——」

② 報告者 松本朗氏（愛媛大学）

論題 「実質為替相場と名目為替相場の理論的・実証的検討」

(2) 1992年9月26日 大阪市立大学文化交流センター

① 報告者 山本栄治氏（甲南大学）

論題 「『ドル本位制』下のマルク国際化」

② 報告者 片桐謙氏（和歌山大学）

論題 「証券化の矛盾について」

〔西日本部会〕

1992年7月19日 九州大学

報告者 古川正紀氏（九州国際大学）

論題 「管理資本主義と管理通貨制」

コメンテータ 高倉泰夫氏（長崎大学）

本報告は『九州国際大学論集・法経研究』第3巻第2号（1991年12月）に発表済。

学会報告記事

1. 1992年6月7日(日)、午後6時より、学士会館会議室において、理事会を開催し、以下の議題を審議した。①次期大会(テーマ、開催校、等)に関する件(秋季大会を岡山大学の主催で11月9日(月)に開催する、統一テーマは「1929年恐慌と金融システム」とし、アメリカ・イギリス・ドイツ・日本それぞれの立場からの問題提起者を予定する)、②理事選出に関する件(会員の投票による次期理事〈任期は1993年1月1日から3年間〉10名の選出にあたり、選挙管理委員は、谷田庄三〈委員長〉、海保幸世、高山満、平岡賢司とし、春季大会の受付で投票用紙を配付、会場入口に投票箱を設置、昼の休憩終了時点を投票締切とする、最下位同得票者が生じた場合には、年齢順に当選者を決定する)、③会員へのアンケートに関する件(酒井一夫代表理事が作成した会員へのアンケートを受付で配付し、特に若年会員からの回答の回収に努める)、④学会運営についての意見交換(アンケートの結果を今後の学会運営に反映させる)、④その他。

2. 1992年春季大会は、6月8日(月)、「バブル経済と信用理論」を統一テーマに、大東文化大学板橋校舎研究管理棟6F大会議室において開催された。研究報告・報告者・予定討論者・司会者は以下のとおりである。

<研究報告>

- (1) 「バブル」現象にみる現代金融の構造
報告者 山口義行氏(名城大学)
- (2) 先物取引と投機
報告者 鈴木芳徳氏(神奈川大学)

<予定討論者>

佐合紘一氏(大阪市立大学)

<司会者>

下平尾勲氏(福島大学)

竹村脩一氏（北九州大学）

当日、12時30分より、理事会を開催し、①新入会員4名の承認に関する件、②決算・予算の承認に関する件、③会員総会議事次第、④その他、の議題を審議した。なお、会員総会の席上、谷田選挙管理委員長より、理事当選者10名が以下のとおり発表された。飯田裕康、小野朝男、酒井一夫、久留間健、高山満、竹村脩一、谷田庄三、西村閑也、深町郁彌、松井安信。

3. 11月8日（日）、午後6時30分より、岡山ロイヤルホテルにおいて、会員の投票によって選出された次期理事10名による追加理事の選出会議を開催し、理事として、飯田繁、生川栄治、居城弘、一ノ瀬篤、岩野茂道、岡橋保、小野英祐、海保幸世、片岡尹、川波洋一、佐々木仁、下平尾勲、建部正義、長幸男、三宅義夫、村岡俊三を、会計監事をして、小西一雄、高山洋一を、それぞれ選出した。

4. 1992年秋季大会は、11月9日（月）、「1929年恐慌と金融システム」を統一テーマに、岡山大学津島キャンパス自然科学研究科棟2階大会議室において開催された。研究報告・報告者・司会者は以下のとおりである。

〈研究報告〉

- (1) 大恐慌期におけるアメリカ独占資本主義と擬制資本
報告者 小林真之氏（北海学園大学）
- (2) イギリスポンドの崩壊
報告者 米倉 茂氏（佐賀大学）
- (3) 1920年代におけるドイツの金融システムと銀行恐慌
報告者 大矢繁夫氏（西南学院大学）
- (4) 昭和恐慌と貨幣制度の変容
報告者 斉藤寿彦氏（千葉商科大学）

〈司会者〉

小野朝男氏（和歌山大学）
西村閑也氏（法政大学）

当日、11時40分より、新旧合同理事会を開催し、①代表理事・常任理事の選出に

関する件（代表理事に、生川を、常任理事に、飯田（裕）、小野（朝）、谷田、西村、深町、松井を、それぞれ選出）、②新入会員3名の承認に関する件、③次期大会の開催に関する件（1993年春季大会を千葉商科大学の主催で6月7日〈月〉に開催する）、④事務局の移転に関する件（1993年1月1日より、慶応義塾大学経済学部飯田裕康研究室に移転）、⑤会員総会議事次第、⑥その他、の議題を審議した。

（建部）

会員著書・論文目録（自1992年1月至12月）

| 氏名 | 著書・論文名 | 掲載誌名・出版社名 | 発行年月 |
|-------|--|--|----------|
| 生川 栄治 | ベルリン大銀行と利益協団体 | 近畿大学商経学会『商経学叢』第39巻第1号 | 1992年7月 |
| | ベルリン大銀行とライン・ウェストファーレン | 近畿大学商経学会『商経学叢』第39巻第2号 | 1992年12月 |
| 糸井 重夫 | 「リカードの通貨・銀行論と貨幣数量説」 | 中央大学大学院『論究』第19号 | 1986年10月 |
| | 「通貨主義とリカードの通貨論」 | 中央大学大学院『大学院研究年報』第17号Ⅱ | 1988年3月 |
| | 「J.S.ミルの貨幣論とイギリス経済学上の系譜」 | 中央大学大学院『大学院研究年報』第19号商学研究科篇 | 1990年3月 |
| | 「J.S.ミルと通貨論と貨幣数量説」 | 中央大学大学院『大学院研究年報』第20号商学研究科篇 | 1991年3月 |
| | 「Entwicklung der Quantitätstheorie des Geldes」 | 中央大学商学研究会『商学論纂』第33巻第1号 | 1991年5月 |
| | 「貨幣需要理論としての貨幣数量説の生成 — A.マーシャルによる貨幣数量説の新解釈 —」 | 中央大学大学院、『大学院研究年報』第21号商学研究科篇 | 1992年3月 |
| | 「ケインズの理論体系と貨幣数量説」 | 中央大学商学研究会『商学論纂』第34巻第2・3号 | 1992年3月 |
| | 「貨幣需要理論としての貨幣数量説の確立 — M.フリードマンの新貨幣数量説 —」 | 中央大学大学院『大学院研究年報』第22号 | 1992年8月 |
| 伊藤 誠 | 『現代の社会主義』 | 講談社 | 1992年1月 |
| | ‘The Value Controversy Reconsidered’ | Radical Economics | 1992年 |
| | ‘Japan in a New World Order’ | Socialist Register | 1992年 |
| | ‘The Japanese Model of Post-Fordism’ | Pathways to Industrialization and Regional Development | 1992年 |
| | 「ポスト・フォーディズムと日本資本主義」 | 『日本型企业社会の構造』 | 1992年 |

- | | | | |
|-------|---|---|----------|
| | 「新自由主義の限界と代替路線」 | 『月刊フォーラム』第3巻5月号 | 1992年 |
| | 「誰のための技術開発か」 | 『月刊フォーラム』 | 1992年9月 |
| | 「社会主義・労働運動」（中島誠と共同執筆） | 『知恵蔵』（朝日現代用語'93） | 1992年11月 |
| | 「日本資本主義の現代的特質」 | 『月刊フォーラム』1992. 12月号 | 1992年12月 |
| 井上伊知郎 | 「為替媒介通貨としてのドイツ・マルク — 西欧諸国の外国為替市場を中心に — （上）」 | 久留米大学『産業経済研究』第33巻第1号 | 1992年6月 |
| | 「為替媒介通貨としてのドイツ・マルク — 西欧諸国の外国為替市場を中心に — （下）」 | 久留米大学『産業経済研究』第33巻第2号 | 1992年6月 |
| | 「為替媒介通貨ドイツ・マルク成立の背景について」 | 久留米大学『産業経済研究』第33巻第3号 | 1992年12月 |
| | 「欧州の国際通貨、アジアの国際通貨」 | ジェトロ『ジェトロセンサー』1993年2月号 | 1993年1月 |
| | 「為替媒介通貨ドイツ・マルクに関する若干の資料について」 | 久留米大学『産業経済研究』第33巻第4号 | 1993年3月 |
| 入江 恭平 | ユーロ債市場とEC資本市場統合 | 中京経営研究 | 1992年4月 |
| 岩熊 三郎 | 貨幣商品論小考(2) — 「現代貨幣」観批判ノート — | 「経済学論集」第37号（鹿児島大学法文学部） | 1992年12月 |
| 大友 敏明 | 信用創造論の動向 | 『金融経済研究』2号 | 1992年1月 |
| | 『現代の金融』（共著） | 有斐閣 | 1992年9月 |
| | 管理通貨制度とバブル経済 | 『証券経済』182号 | 1992年12月 |
| 大島 重衛 | 「第3の金融業」としての生保金融 | 谷田庄三 } 野田正穂 } 編 久留間健 } 現代の金融 [上] 現代金融史の制度と理論 | 1992年5月 |
| 岡部 洋實 | 信用論の方法 — 総過程論の構成と信用論の課題 — | 山口重克編『市場システムの理論 — 市場と非市場』（御茶の水書房）所収 | 1992年3月 |
| 金井 雄一 | 「『通貨論争』後における貨幣・信用論の展開」 | 経済学史学会編『経済学史 — 課題と展望 — 』 | 1992年11月 |

- | | | | |
|-------|---|-------------------------------------|------------|
| 川波 洋一 | 東アジア国際金融市場の統合化と東京オフショア市場 — 香港・シンガポール市場との関連を中心 — | 伊東・徳永編『アジア太平洋経済の成長と変動』（九大出版会） | 1992年3月 |
| | 「貨幣資本と現実資本」論の二つの型 — マルクスとヴェブレン — | 九州大学『経済学研究』第58巻第1号 | 1992年9月 |
| 神沢 正典 | 国際資本移動と国際金融市場（上・下） | 阪南論集第27巻第3号、第4号 | 1992年1月、3月 |
| | 現在世界経済におけるオフセット | 柏尾・川合・小野編『国際流通とマーケティング』国文館 | 1992年7月 |
| | 国際金融市場のグローバル化と途上国証券市場 | 奥田編『ドル体制の危機とジャパンマネー』青木書店 | 1992年10月 |
| 後藤 新一 | 『金融制度の改革展望』 | 時潮社 | 1992年5月 |
| | 「銀行の公共性信用秩序の維持」（上）（中）（下） | 『財経詳報』 | 1992年6月、7月 |
| | 「不良債権買い上げ会社 — 金融恐慌との比較」 | 『財経詳報』 | 1992年8月 |
| | 「昭和2年の金融恐慌 — 今昔の比較」 | GMR（季刊） | 1993年1月 |
| 小西 一雄 | 二つの問いを考える | 『損保調査時報』第39巻第242号 | 1992年1月 |
| | 銀行の機能と役割 | 谷田庄三・野田正穂・久留間健編『現代の金融（上）現代金融の制度と理論』 | 1992年5月 |
| | 社会的不祥事とその後の金融情勢 | 『損保調査時報』第39巻第245号 | 1992年5月 |
| | ジャパンマネーと邦銀の国際的地位 | 『経済』 | 1992年9月 |
| | バブルはなぜはじけたか — バブル経済にみる日本経済の特徴と金融・証券 — | 『歴史地理教育』第491号 | 1992年9月 |
| | 日本の金融大国化とドル体制 | 奥田宏司編『ドル体制の危機とジャパンマネー』 | 1992年11月 |
| 小林 真之 | 米国における資本市場の発展 | 酒井・西村編『比較金融史研究』 | 1992年4月 |
| 古結 昭和 | 現代わが国における金融システム | 高知論叢（高知大学） | 1992年11月 |

- ムの展開——金融自由化に関連して——(下、その2) 第45号
- 坂口 明義 1980年代におけるアメリカ貯蓄金融機関の危機 — GAO (米国会計検査院) の議会報告を中心にして — 『証券資料』第117号 1992年4月
- 貯蓄貸付組合(S&L)問題の意味するもの — 議会・規制当局の対応とその帰結についての考察 — 『東北学院大学論集(経済学)』第120号 1992年9月
- 佐々木 仁 G.C.フィッシャー『現代の銀行持株会社—アメリカにおける発展、規制、成果』 東洋経済新報社 1992年9月
- 高倉 泰夫 労働価値説と人格的依存諸関係 長崎大『経営と経済』第71巻第4号 1992年3月
- 高山 洋一 「貨幣資本と現実資本」の課題 — 山本孝則著『現代信用論の基本問題』によせて 『経済論集』(大東文化大学)第54号 1992年2月
- 管理通貨制と金融革命 飯田裕康編『現代の金融 — 理論と現状 — 』(有斐閣) 1992年9月
- 第1次大戦前米国の通貨と金融 酒井一夫・西村閑也編『比較金融史研究』(ミネルヴァ書房) 1992年4月
- 国際化する日本金融(岡本警男・井上裕・北原徹と共著) 時潮社 1992年10月
- 佐美 光彦 アメリカ大恐慌の深化過程(1931年9月-33年3月) 『経済学論集』第58巻第2号 1992年7月
- 武井 邦夫 「世界史観の探究」 茨城大学人文学部紀要(社会科学)第25号 1992年3月
- 武井 博之 国家支出の増大による利潤率の傾向的低下法則について 大阪経済大学大学院『大樽論叢』第27号 1992年1月
- 建部 正義 B.グリフィスのマネタリー・ベース・コントロール論について 『商学論纂』第33巻第4・5号 1992年3月
- 金融理論の発展 谷田庄三・野田正穂・久留間健編『現代の金融〔上〕現代金融の制度と理論』 1992年5月
- 戦後最長の景気後退に苦しむイギリス経済 『経済』 1992年8月
- 田中 秀親 日本の金融Ⅰ — 現代の商業信 飯田裕康編『現代の金 1992年9月

| | | | |
|-------|---|--|--------------------|
| | 用一 | 融 — 理論と実状』 | |
| 寺園徳一郎 | ドル暴落点はどこか? (1-29) | 福岡大学経済学論叢第31巻第3・4号 — 第37巻第2号 | 1987年3月 — 1992年12月 |
| | 通貨の国際的關係 | ミネルヴァ書房 | 1981年6月 |
| | 現代国際通貨論考 | ミネルヴァ書房 | 1973年2月 |
| | 資本と競争 | ミネルヴァ書房 | 1968年5月 |
| 中浜 隆 | 米国の生命保険会社の有価証券保有とMSVR | 保険学雑誌 | 1992年3月 |
| | 米国の生命保険会社の資産・負債総合的管理 | 文研論集 | 1992年6月 |
| 中宮 光隆 | フランスにおける金融システムの変化 — 金融・資本市場の拡大とユニバーサル・バンク化 — | 『熊本女子大学学術紀要』第44巻 | 1992年3月 |
| | フランスの証券市場（「証券市場の歴史」、「金融構造と金融機関」、「発行市場」、「流通市場」） | 『図説ヨーロッパの証券市場1992年版』財団法人日本証券経済研究所 | 1992年4月 |
| | 国際金融市場 — ユーロ市場の変化と貨幣資本の蓄積 — | 『現代の金融 — 理論と実状 — 』飯田裕康編著 | 1992年9月 |
| 中村 太和 | 民営化と公企業形態 — public corporation・公社とmixed enterprise・特殊会社 — | 和歌山大学経済学部『経済理論』第247号 | 1992年5月 |
| 西村 閑也 | 「第一次大戦前英国の通貨と金融」 | } 酒井一夫・西村閑也編『比較金融史研究』 | 1992年4月 |
| | 「第一次大戦前フランス通貨と金融」 | | |
| | 「地方銀行の発展とその業務」 | | |
| | 「第一次大戦前フランスの経済成長と貨幣供給」 | 『経営志林』 | 1992年1月 |
| | 「第一次大戦前フランスの地方銀行と中央銀行」(1)(2) | 『経営志林』 | 1992年7月・10月 |
| | Bill of Exchange | The New Palgrave Dictionary of Money and Banking | 1992年10月 |
| 野田 正穂 | 現代金融の制度と理論（谷田庄三・久留間健と編纂） | 大月書店 | 1992年5月 |

| | | | |
|-------|---|--|----------|
| | 金融制度改革の背景と問題点 | 経済、No339 | 1992年7月 |
| 服部 泰彦 | 証券不祥事と損失補てん問題 | 『立命館経営学』 | 1992年9月 |
| | 金融自由化・「バブル経済」の破綻と銀行証券再編成 | 『経済』 | 1992年9月 |
| | 株価・地価の高騰と「バブル経済」 | 熊野剛雄・龍昇吉編 『現代日本の金融』 | 1992年11月 |
| 浜田 康行 | 邦銀ロンドン支店 | 東洋経済新報社 | 1992年7月 |
| | 役員の兼任・派遣による企業間関係の測定方法について | 証券経済学会年報27号 | 1992年5月 |
| | 急ブレーキを踏む都市銀行 | エコノミスト92. 7. 6 増刊 | 1992年7月 |
| | 新しい時代における銀行の真の競争力とは | 金融ジャーナル92. 10 号 | 1992年10月 |
| | “金融制度改革法”の成立と郵便貯金(その1) | 北海郵貯No.457 | 1992年9月 |
| | “金融制度改革法”の成立と郵便貯金(その2) | 北海郵貯No.458 | 1992年10月 |
| | 金融資産の膨張 | 北海郵貯No.459 | 1992年11月 |
| | 銀行の公共性 | 北海郵貯No.460 | 1992年12月 |
| | 金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律案について(衆議院大蔵委員会公聴会意見陳述記録) | 第123回国会衆議院大蔵委員会義録 第17号 (官報 平成4年5月27日) | 1992年4月 |
| 春田 素夫 | 日米欧の金融革新(諫山正と共編) | 日本評論社 | 1992年9月 |
| 深町 郁彌 | G7の協調による「ドル本位制」 | 経済学研究(九州大学) 第57巻第5・6合併号 | 1992年2月 |
| | 基軸通貨ドルの浸食 — 為替媒介通貨を中心に — | 経済学研究(九州大学) 第58巻第2号 | 1992年6月 |
| 福光 寛 | 書評 神崎倫一著『証券改革』 | 国会図書館調査局『レファレンス』 | 1992年3月 |
| | 日本金融構造と証券市場 | 日本証券経済研究所編 『新版 現代証券事典』 日本経済新聞社 | |
| | 証券投資信託と決済 | 飯田裕康編『現代の金融』有斐閣 | |
| | 『社会常識としての経済学』 | 日本経済評論社 | |

- | | | | |
|-------|---|--|--------------|
| | 金融規制緩和をいかにとらえるか | 日本証券経済研究所『証券研究』105号 | |
| 藤田 誠一 | 基軸通貨制度と非対称性 | 国民経済雑誌（神戸大学） | 1992年1月 |
| | 基軸通貨制度の理論と現実：対称的な国際通貨制度の可能性 | 信用理論研究 | 1992年5月 |
| | EMSにおける非対称性 | 国民経済雑誌（神戸大学） | 1992年8月 |
| | Key Currency System and Asymmetry; Its Implications and the Future Prospects for Symmetry | Discussion Paper 92 02(Faculty of Economics, Kobe University.) | 1992年8月 |
| 藤田 幸雄 | 『ロンバード街』の描写の方法とバジヨット | 『産経研究』第4巻 | 1992年11月 |
| 藤塚 知義 | （訳書）トーマス・トゥック、ウィリアム・ニューマーチ編 物価史第6巻 | 東洋経済新報社 | 1992年2月 |
| 北條 裕雄 | 著書『現代アメリカ資本市場論 — 構造と役割の歴史的变化 —』 | 同文館 | 1992年8月 |
| | 論文「THE GROWTH OF INSTITUTIONAL INVESTOR IN JAPAN: THE CASE OF PENSION FUNDS」 | 日本証券経済研究所『証券経済』第180号 | 1992年6月 |
| | 「連邦証券金融規制の変貌過程 — 投資会社、生保および年金の役割と株式市場改革 — (1)(2)」 | 日本証券経済研究所「証券研究」第98・99号 | 1992年6月および9月 |
| | 「連邦証券金融規制の展開過程 — アメリカ株式市場における過剰な資金と国家の介入 — (上)(下)」 | 日本証券経済研究所「証券経済」第172・173号 | 1990年6月および9月 |
| | 「投資信託の性格変化と制度改正問題」 | 日本証券経済研究所「証券研究」第92号 | 1990年7月 |
| | 「アメリカ経済の構造変化と機関投資家 — 連邦証券金融規制の成立過程 —」 | 日本証券経済研究所「証券経済」第169号 | 1989年9月 |
| 星野 富一 | 国際体制 | 馬渡尚憲編『現代の資本主義 — 構造と動態 —』 | 1992年3月 |
| | アメリカの連邦財政赤字と貿易赤字 | 盛岡大学『比較文化研究年報』第4号 | 1992年9月 |

- | | | | |
|-------|---|---------------------------------------|---------------------|
| 藤谷 硯児 | 書評 正木久司編著『株式会社支配論の展開(イギリス編)』 | 同志社商学 | 1992年6月20日(第44巻第1号) |
| | 「オハイオ州銀行危機の教訓 — 証券汚職から預金保険システムの破綻まで —」 | 証券投資信託月報 | 1992年7月(第382号) |
| 松浦 一悦 | 「1920年代、アメリカN.Y.市における商業銀行集中の研究 — 分析視角を中心にして —」 | (『商学論集』同志社大学大学院、第23号) | 1988年9月 |
| | 「1930年代アメリカの金政策」 | (内田勝敏編著『世界経済と南北問題』ミルネヴァ書房、1990年3月、所収) | |
| | 「アメリカの1934年金準備法をめぐって国内均衡化政策から国内均衡・国際均衡の両立化政策への転換」 | (『商学論集』同志社大学大学院、第25号) | 1990年9月 |
| | 「金融のグローバル化とユーロ市場」 | (『松山大学論集』第4巻第2号) | 1992年6月 |
| | 「アメリカ經常収支赤字ファイナンスとジャパン・マネー」 | (『松山大学論集』第4巻第4号) | 1992年10月 |
| | 「国際金融市場の発展」 | (鈴木芳徳編著『金融論』ミネルヴァ書房、1993年出版予定、所収) | |
| 松本 久雄 | 外国為替相場の実質的変動と名目的変動 — 変動相場制下の実質変動の削減に関して — | 『金沢大学経済学部論集』第12巻第2号 | 1992年3月 |
| | リカードウの為替理論と購買力平価説 | 『金沢大学経済学部論集』第13巻第1号 | 1992年11月 |
| 道盛 誠一 | 2、論文 イギリスの金融 — 「サッチャー時代」は何を築いたか — | 飯田裕康編『現代の金融 — 理論と実状 —』有斐閣 | 1992年9月 |
| 三宅 義夫 | 『資本論』第3部第5篇の性格 — 大谷禎之介氏のマルクス草稿解釈にたいする疑問について — | 『立教経済学研究』第45巻第3号 | 1992年1月 |
| | ソ連M・L研究所でのマルクス草稿の解説文について — 20年前の同研究所訪問の記 — | 大東文化大学『経済論集』第54号 | 1992年2月 |
| | 1861 - 63年草稿とメガ編集の諸問題 | 大村泉・宮川彰編『マルクスの現代的探究』八朔社 | 1992年6月 |

- | | | | |
|-------|-----------------------------------|------------------------|------------|
| 毛利 明子 | 価値尺度と価格(下) — 富塚文太郎: 井汲明夫論争を検討して — | 『桜美林エコノミクス』第27号 | 1992年12月 |
| 毛利 良一 | 対ソ経済支援の意味と西側の意志・能力 | 『経済』 | 1992年1月 |
| | ブレディ新債務戦略と国際金融協会 | 『日本福祉大学経済論集』第4号 | 1992年1月 |
| | 外国為替の国際金融 | 谷田・野田・久留間編『現代金融の制度と理論』 | 1992年5月 |
| 山田喜志夫 | 書評: 山本孝則著「現代信用論の基本問題」 | 『土地制度史学』第137号 | 1992年10月 |
| 山田 弘史 | 「金融自由化と中小企業金融」 | 野村隆夫編「産業社会の変貌」 | 1992年3月 |
| | 「金融制度改革の展望」 | 熊野剛雄・龍昇吉編「現代日本の金融」 | 1992年11月 |
| 山本 栄治 | 不換ドルの国際通貨としての流通概観 | 経済理論学会年報第29集 | 1992年9月 |
| | IMF14条国時代の内外資本移動規制 | 甲南経済学論集第33巻第2号 | 1992年9月 |
| 山本 幹夫 | 「対外不均衡の拡大と国際協調体制の成立」 | 『京都文化短期大学紀要』 | 1992年3月16日 |

信用理論研究 第10号

1993年5月発行

発行者 信用理論研究学会
発行所 信用理論研究学会
〒108 東京都港区三田2-15-45
慶應義塾大学新研究室
飯田裕康研究室
TEL03(3453)4511(内線3225)
印刷所 本郷印刷株式会社
〒101 東京都文京区白山5-13-7
TEL 03(3946)4800(代表)
