

# 信用理論研究

第8号

1991年7月

---

## 大会報告および討論

アメリカの国際的信用制度と大恐慌——国際通貨システムとの  
関連で——

……………山本栄治（甲南大学）

大恐慌——その原因と現代に対する意味——

……………佐美光彦（東京大学）

国際銀行の歴史

……………西村閑也（法政大学）

現代の国際銀行業——ユーロ・バンキングの歴史性とその射程——

……………入江恭平（名城大学）

部会活動報告

学会事務局記事

会員著書・論文目録

---

信用理論研究学会

# 目 次

## 大会報告および討論

アメリカの国際的信用制度と大恐慌——国際通貨システムとの 関連で—— ……………山本栄治（甲南大学）……………	（ 1 ）
大恐慌——その原因と現代に対する意味—— ……………佐美光彦（東京大学）……………	（ 20 ）
国際銀行の歴史 ……………西村閑也（法政大学）……………	（ 38 ）
現代の国際銀行業——ユーロ・バンキングの歴史性とその射程—— ……入江恭平（名城大学）……………	（ 56 ）
部会活動報告……………	（ 65 ）
学会事務局記事……………	（ 77 ）
会員著書・論文目録……………	（ 80 ）

# 大会報告と討論

《報 告》

# アメリカの国際的信用制度と大恐慌

—国際通貨システムとの関連で—

山 本 栄 治

(甲南大学)

## I. 問題の所在

本報告では、以下のような国際通貨・国際的信用制度の概念を用いて、戦間期のドルの国際通貨化の動きと大恐慌によるその試みの挫折（国際的信用制度の解体）のプロセスを分析し、最後に大恐慌が戦間期のドル国際化＝国際的信用制度構築の試みに与えたインパクトを第二次大戦後の国際通貨システムの再建＝旧IMF体制との関連で考察する。それゆえ、本報告は大恐慌の国際的な原因を直接分析しようとするものではなく、大恐慌がドルの国際通貨化＝アメリカの国際的信用制度構築にどのような影響を与えたのかを分析しようとするものである。

国際通貨とは国際決済システムを前提にすることにより成立する概念であり、国際決済システムとは周辺国が外国為替取引を通じて中心国の国際的信用制度に結びつけられる「世界システム」である。国際決済は、具体的には、中心国の国内決済システムを利用して行われるのであり、そのために特別の決済システムが別に作られているのではない。そこで問題となるのは、各国の国内決済システムの中からなぜ「ある国の国内決済の仕組みを各国がそのまま国際決済の仕組みとして利用」できるのか、という点である。この問題は、周辺国が外国為替取引を行う際になぜ中心国通貨建で行うのかという問題、別言すれば、なぜ外国為替市場は周辺国にのみ存

在し、中心国にはそれがなく代わりに国際金融市場が存在するのかという問題と結びついている。

国際決済は外国為替取引に媒介されるのであるが、上記の問題は平等な関係の2国間での理論的展開が可能な単純な外国為替論の段階では説明しえない問題である。それゆえ、国際通貨とは外国為替取引を基礎としながらも、「諸国間の不平等な発展構造を内包した世界市場を前提にはじめて」展開しうる論理次元の問題である。この論理次元で、「ある国の国内決済の仕組みを各国がそのまま国際決済の仕組みとして利用」できる条件を明らかにする必要がある。その条件とは、中心国が国際的信用制度という「世界システム」を確立していることである。ここでいう国際的信用制度とは、国際金融市場（貨幣市場と資本市場）と海外支店銀行網から構成されるグローバルな国際金融ネットワークを意味する。

中心国の国際的信用制度は、周辺国の経常収支不均衡のファイナンスを自律的に調整できるメカニズムをもつだけでなく、長期の開発プロジェクト資金をも供給する。すなわち、国際金融市場において赤字国は長短資金が容易に調達できるし、また黒字国は余剰資金を安全に運用できることを意味する。そして、長短資金が国際的に貸借されるには、世界中の信用情報の集中が必要であり、中心国の海外支店銀行網がそれを提供する。それゆえ、ドルの国際通貨化とはアメリカが国際的信用制度を構築してゆく過程だと考えることができる。

## II. ドル国際化路線

### (1) 第一次大戦期の二つのドル国際化路線

ドルの国際通貨化＝国際的信用制度構築の試みは、他面では「one-way banking system」と呼ばれたアメリカ信用制度の改革を必然的に伴うため、1910年代の銀行改革運動の中で企画されたのであるが、実際には第

一次大戦の勃発とともに実施された。アメリカのビッグ・ビジネスと金融界が行おうとしたドルの国際通貨化のルートは、シェーマ化すれば、二つに大別することができる。すなわち、①その国の銀行による外国への貿易金融供与（割引市場の設立）→契約通貨としての利用→決済通貨としての利用→準備通貨への組み込み、と②資本輸出（外債市場の設立）→準備通貨としての組み込み→決済通貨としての利用→契約通貨としての利用、である。

この二つのルートが、第一次大戦中に協商国の戦後構想と関連して、相対立する戦略路線となった。すなわち、英国はアメリカが海外支店銀行網の建設を断念することを条件として、アメリカの商品と資本の世界への配分を援助し、英国と共同で世界市場を支配することを提案したのである。この対英協力路線を選択したのが、②の路線を採るモルガン商会系のグループであり、莫大な資本輸出をテコに英国の海外支店銀行網をいずれはアメリカ化できるという考えに基づいていた。大戦中協商国の金融代理人として活躍した彼らにとって、大戦後はアメリカが英国を凌ぐ世界最大の資本輸出国になり、そのことを通じてドルが国際化してゆくことは自明であった。他方、ビッグ・ビジネスと連携して①の路線を選択したナショナル・シティ・バンク系のグループ（以下NCB路線）は、ドル為替圏を構築することによって海外にアメリカ商品と資本の販路を開拓することを目的とした。この路線はウィルソン政権の支援を受け、英国と対立してでも直ちに自前の国際的信用制度を建設しようとした。

## (2) 1920年代のドル国際化路線

このようなドル国際化をめぐる二つの路線対立は、第一次大戦の終結と1920年恐慌の影響で一定の修正を受け、1920年代中頃には独自のアメリカ型国際的信用制度を構築する方向に相互協力体制を形成し始める。この相

互協力体制をもたらした原因の第一は、アメリカ議会が国際連盟への参加を拒否したことである。その結果、1920年代の共和党政権はヨーロッパ問題への政治的軍事的介入が不可能となり、世界政策展開の手段は資本輸出だけとなった。ここに、大戦前からヨーロッパと密接な金融コネクションをもつモルガン商会グループの対英協力路線が、政府の対外政策の前面に出てくる基礎があった。

第二の原因は1920年恐慌がもたらした1920年代前半の世界貿易量の大幅な減少のインパクトと、戦後世界市場に復帰した英国系海外銀行との競争の激化である。これらの影響により、1920年には181店あった米銀海外支店は1926年には107店に減少（主にヨーロッパ地域から撤退）した。貿易金融業務も、米銀の引受手形残高が1920年の10億ドルから1921年には6億ドルへと急減し、以後1926年まで6～7億ドルで推移していたことに示されるように、低迷していた。その結果、米銀の海外支店網はラテン・アメリカ地域のみが残され、ドル為替圏もこの地域を中心としたものに縮小された。

こうしてNCBグループの海外支店銀行網の建設と貿易金融に重点をおいた自立化路線は世界的な展開が不可能になったこと、また共和党政権の対外政策が資本輸出に重点をおくモルガン商会グループに依存するようになったことにより、アメリカ金融界は1920年代中頃には独自の国際的信用制度を構築する。その際注意すべきは、国際的信用制度構築の中心的勢力となったのが、モルガン商会を中心とする投資銀行ではなく、1920年代中頃に独自のユニバーサルバンクを形成した大商業銀行であったという点である。こうした大商業銀行の路線変更は単に上記の対外的な理由だけによるものではなく、次章で検討する国内の過剰資金の圧力（対企業貸出の低下や信託会社との競争激化等）の下で新たな収益源として証券業務（その国際面としての外債発行）へ積極的に進出する必要に迫られていたという

国内的な理由とも関連していた。

### Ⅲ. アメリカの国際的信用制度と大恐慌

#### (1) アメリカの国際的信用制度

本項では、アメリカの国際的信用制度が1920年代にどのように構築されていったのか、そのことを通じてドルの国際化がどの程度進展したのかを考察する。注意すべき点は、大商業銀行の外債発行を中心に国際銀行業務を拡大させる動きがアメリカ型ユニバーサルバンクの形成と密接に関連していたのであるが、そのことが国際的信用制度の構造をどのように規定していったのかを明らかにすることである。

まず最初に、1920年代のアメリカの信用制度の特徴を確認しておこう。第一の特徴は、第一次大戦後とりわけ顕著になった大企業の自己金融化傾向とその影響による商業銀行の貸出の低下傾向である。例えば、NCBの預貸率は1922年の102.8%からボトムの1925年には72.9%へと低下し、1929年でも89.1%であった(H. von B. Cleveland & T.F. Huertas, *Citibank : 1812~1985*, 1985, p.126.)。また、この自己金融化傾向は単に原価償却や内部留保の積立金の増大だけではなく、社債を中心とした直接金融の増大を伴っていた点にも注意する必要がある。第二の特徴は、信託会社が急成長した結果、商業銀行は競争に勝ち抜くため自身の内部にも信託部を設立して対抗していった点にある。信託部をもつ国法銀行数は1926年の1,104行から1929年の1,734行へと増加し、個人信託勘定も922百万ドルから5,237百万ドルへと急増した(*American Bankers Association Journal*, Vol. 22, Oct. 1927, p.233, Vol.24, Oct. 1929, p.332.)。この信託部は証券投資に積極的であり、商業銀行のユニバーサル・バンキング化を推進した。第三の特徴は、商業銀行は証券金融の中でも証券引受業務や証券投資に積極的に進出したことである。債券部をもつ国法銀行数は1922年の62行から

ピークの1929年には151行へと増加したし、また証券子会社をもつ国法銀行数も1922年の10行からピークの1931年には114行へと急増した ( W.N. Peach, *The Security Affiliates of National Banks*, 1941, p.83. )。第四の特徴は、アメリカ経済の発展が証券投資を行うことが可能な年収4,000～5,000ドルの富裕化したミドル・クラスを大量に形成した結果、彼らが個人投資家として証券市場で重要な役割を演じるようになったことである。大量のミドル・クラスの出現は、他方では商業銀行に要求払預金とは違って高い利子を支払う必要のある有期預金 ( time deposit ) や信託勘定を増大させ、その利払い圧力のために新たな収益源、特に証券業務に進出させた。

こうした特徴をもつ1920年代のアメリカの大商業銀行は経営の多角化路線 ( departmentstore banking ) を積極的に展開し、独自のユニバーサルバンクを形成した。そしてその過程で、彼らは外債発行を中心とする国際銀行業務を展開し、アメリカ型国際的信用制度を構築しようとしたのである。外債発行は1920年代前半までは投資銀行が中心であったが、後半に入ると大商業銀行とその証券子会社が、それまで外債発行を独占していた投資銀行にとって代わるようになった。1921年～1929年までの9年間のアメリカ全体の新規外債発行は10.7億ドル (内国債をも含む総額50.3億ドルの21.3%)であったが、その36.9%を占める3.8億ドルがNCBの子会社であるナショナル・シティ社が関与したものであった ( H. von B. Cleveland & T.F. Huertas, *op. cit.*, 1985, p.140. )。このことから1920年代後半には、独自のユニバーサルバンキングのスタイルを形成した大商業銀行が外債発行の中心となっていくことが理解できよう。もちろん、1920年代後半のアメリカの資本輸出急増は、大商業銀行がユニバーサルバンクを形成したという国内的要因だけでなく、1925年のイギリス金本位復帰を契機に国際金本位制が再建されたことにより相対的安定が確保され、また為替

リスクが除去されたといった対外的要因にも依存していた。

大商業銀行の外債発行の特徴は、大富豪や機関投資家のみを対象としていた従来の投資銀行とは違って、販売においてリテール・バンキングを活用したことである。外国債を内国債と同じように取り扱う販売シンジケートを組織し、専門の証券セールスマンを養成し、個人投資家を対象に彼らを全国に訪問販売させるシステムを作り上げた点にある。その結果、外債発行の45%~65%がミドル・クラスを中心とした個人投資家に販売されたと評価されている。その平均投資額が3,000ドル前後であり、これはミドル・クラスの個人投資家が証券投資を行う金額であった。さらに少額の投資家のために大商業銀行は投資信託を設立した。これはイギリスの投資信託をモデルに導入されたものであり、資産の50%前後が外債で占められていた。

## (2) 再建国際金本位制下のドルとポンド

狭義の国際通貨の存在形態は外国残高、すなわち中心国の商業銀行にある非居住者保有の要求払預金に集約される。それゆえ、大商業銀行の国際銀行業務を外国残高に論点をしぼり検討する。なぜなら、米銀ニューヨーク本店の外国預金は次の二つの要因から形成されるからである。第一の要因は貿易金融に関連した預金である。外国企業の輸出代金の受取りや輸入支払い代金の借入を代行する為替銀行の外国預金は、典型的には銀行引受手形取引を通じて形成された。外国銀行はドル建貿易手形を米銀に引受けてもらうための保証金や満期日の支払いの積立のためにコルレス先の米銀ニューヨーク本店に常に一定の預金残高を形成しておく必要があった。第二の要因は外債発行の手取金やその債務サービス（元本の償還のための積立や利子支払い）に関する資金をニューヨーク本店に預金しておく必要があったというものである。ドルの場合、この第二の要因により外国残高が

形成された部分が大きかったと考えられる。こうして形成されたアメリカの国際的信用制度の下でドルは国際通貨化してゆくのであるが、次にその発展過程を国際通貨ポンドとの比較で検討する。

まず、ニューヨークとロンドンの両市場での銀行引受手形残高の比較を通じて貿易レベルでのドルとポンドの国際通貨=決済通貨機能を検討する。ドル建銀行引受手形は1927年8.6億ドル、1929年14.3億ドルであったのに対し、ポンド建銀行引受手形はそれぞれ11.6億ドル、14.3億ドルであった(A.S.J. Baster, "The International Acceptance Market", *American Economic Review*, Vol.27, 1937, p.297.)。だが、注意すべきは、ドル建銀行引受手形は貿易金融だけでなく、ドイツを中心としたヨーロッパ向けの国際短資移動の手段に利用される部分が相当あったことである。その原因は、連邦準備銀行の再割引手形の適格条件が1920年代に数次にわたり緩和されたこと、また1928年以降の株式ブームにより外債発行が急減したため、その対策にドル建銀行引受手形が対ドイツ向けの短資移動の手段に利用されたことである。こうしたことを考慮に入れると、1920年代末には数字の上ではドルはポンドと肩を並べたのであるが、ドルは第三国間貿易取引に利用される部分は少なく、大部分はポンドであったことから、貿易取引レベルでの国際通貨機能はポンドの方がはるかに重要な役割を演じていたと言えよう。

次に、英米の外債発行の比較を通じて資本取引レベルでのドルとポンドの国際通貨機能を比較する。1924年から1931年の8年間のアメリカの外債発行総額は17.4億ドルであったが、イギリスのそれは9.9億ドルであった。同期間のアメリカはイギリスの約1.8倍もの巨額の外債発行を行っており、そのことは前節で指摘したように、外国残高にも反映されている。公的及び私的保有全体でみると、ドル残高は1927年31.0億ドル、1929年30.7億ドルであったのに対し、ポンド残高は同じく20.4億ドル、21.9億ドルであっ

た (Committees on Finance & Industry, *Report*, 1931, p.113.)。これは資本輸出を通じて形成される外国残高の部分が、ドルの方がポンドを大幅に上回っていたことを物語っている。

最後に、ドルとポンドの公的外国残高=準備通貨としての地位を検討する。公的ポンド残高は1913年には7億ドルであったのに対し、公的ドル残高は0であったが、ドルが国際通貨化した1928年においても公的ポンド残高は26億ドル、公的ドル残高は6億ドルであった (R, Triffin, *Our International Monetary System*, 1968, p.446~7)。公的外国残高のレベルではポンドは圧倒的な存在であった。このことから、再建国際金本位制はポンドを中心に再編されていたが、それは出発点からドルによって補完されなければならないものであったと言えよう。この補完とは、英国の国際的信用制度は大戦後も維持されていたが、経済力の低下により資本輸出能力が大幅に低下したため、世界経済の安定と繁栄を維持してゆくのに必要な赤字国の国際収支ファイナンスや開発プロジェクト資金の供給のかなりの部分をアメリカに依存しなければならなかった、という意味である。つまり、再建国際金本位制は、アメリカが資本輸出を通じて準備通貨ドルの形成を企画する過程で英米金融協力が成立したポンド・ドル複数準備通貨制度として出発した。だが、アメリカはまだ十分な国際的信用制度を構築しておらず、直ちに英国の「世界システム」にとって代われるような状態ではなかったので、ポンド支援と資本輸出を通じてしか国際金本位制の再建・維持に参加できなかったのである。

### (3) 大恐慌とアメリカ国際的信用制度の解体

ニューヨーク証券市場は1928年中頃から加熱した株式ブームの中で外債発行を急減させたため、国際収支ファイナンスが困難になった債務国はアメリカからの短期資本輸入に依存するようになった。また他方では、1920

年代中頃からすでに始まっていた世界農業不況が深化し、1920年代末には一次産品全体の価格下落をもたらしたことにより債務国の貿易条件を大幅に悪化させた。こうしてラテン・アメリカでは1920年代末に、中央ヨーロッパでは1930年代初めに国際収支危機が発生し、金本位制を離脱してゆく過程でデフォルト（累積債務の債務サービス停止）を宣言していった。とりわけ、中央ヨーロッパの農業不況・貿易条件の悪化・国際収支危機は、クレディ・アンシュタルトの倒産を契機に国内金融恐慌だけでなく国際短期資本の引き揚げを招いて国際金融恐慌へと発展した。アメリカの対ヨーロッパ短期資本輸出は国際流動性供給の最後のパイプであった。再建国際金本位制は、それを支えていた条件、すなわちアメリカのポンド支援と国際流動性供給が停止したことにより、1931年9月のイギリス金本位離脱を契機に崩壊した。

本節の課題はこのような大恐慌の過程で発生した国内金融恐慌と国際金融恐慌の関連はどのようなものであったのか、特に海外のデフォルトがアメリカの国際的信用制度に与えた影響を分析することである。米国の外国政府債（新規だけでなく更新をも含む）発行額は1920年から1924年の5年間で28.5億ドルであったが、そのうち1930年代にデフォルト債となったのは18%であったが、1925年から1929年の5年間では35.9億ドル発行されて50%がデフォルト債となった。同じく国内企業の社債発行額は1920年から1924年の5年間で101.4億ドルであったが、そのうち1930年代にデフォルト債となったのは16%であったが、1925年から1929年の5年間では137.4億ドル発行されて28%がデフォルト債となった。国内農業モーゲージ貸付は1920年から1924年の5年間で13.2億ドルであったが、そのうち1930年代にデフォルトとなったのは29%であったが、1925年から1929年の5年間では13.0億ドル発行されて17%がデフォルトとなった（G. H. Moore, "Changes in the Quality of Credit", *The Journal of Finance*, Vol.

11, 1956, p.292.)。

外国政府債と国内の社債のデフォルト率を比較すると、1920年代前半ではほぼ同じ比率であったのが、後半になると外国政府債の方が二倍もの高い比率であった。そして1920年代後半の内外債の発行の中心はユニバーサルバンク化した大商業銀行であった。だが、国内の社債は発行額が外国政府債の五倍近くもあるため、デフォルトの絶対額でははるかに大きく、商業銀行の経営に大きな影響を与えたと考えられる。また、農業モーゲージ貸付のデフォルトは地方銀行の経営に大きな影響を与えたと考えられる。

次に、外債のデフォルトが商業銀行に与えた影響を検討する。アメリカの国法銀行は全体としては資産の約1/3を証券投資に運用していたが、その中で外債投資の比率はわずか7.5%であった。さらに、州法銀行や信託会社を含めた商業銀行全体では外債投資は資産のわずか1%にすぎなかった。このことから外債のデフォルトはその比率は高かったが、1930年代初めのアメリカ金融恐慌の直接的な原因ではなかったと言えよう。では、誰が外債デフォルトの被害者であったのか、を明らかにする必要がある。1932年の時点で約百万人のミドル・クラスの投資家がデフォルト外債を保有していたと評価されている。つまり、外債のデフォルトは商業銀行ではなく、ミドル・クラスを中心とした個人投資家に大きな被害を与えたのである。

外債のデフォルトは国内金融恐慌の直接的な原因ではなかったが、株式の大暴落や内国債のデフォルトとともに個人投資家に大きな被害を与えたために社会的・政治的問題となり、上院にその原因解明の調査委員会（ペコラ委員会）が設置された。ペコラ委員会の調査は、商業銀行やその証券子会社の証券業務は、従来からの投資銀行の慎重な取扱とは違って、かなりルーズな取扱や不正操作をしていたことを明らかにした。そのことは投資銀行が取扱った1920年代の外債のデフォルト率はわずか5%にすぎな

かったのとは対照的であった。証券子会社のルーズで不正な取扱の結果、高いデフォルト率を出したのは外債だけでなく内国債も同様であったことから、議会では1920年代に大商業銀行が進めた「アメリカ型ユニバーサル・バンキング」の展開にこそ問題があるとの認識に基づき、銀行業務と証券業務の分離を柱とするグラス・スティーガル法や証券法を成立させた。その結果、アメリカ型ユニバーサルバンクは解体されることになり、そのことが同時にアメリカの対外投資システムをも解体した。

こうして1930年のデフォルトの中でアメリカの国際的信用制度は機能しなくなり、対外投資が停止する。アメリカの新規外債発行は1925年から1928年までは年平均10億ドルであったのが1934年には0にまで急減したこと、またアメリカの商品輸入も1927～28年平均の74億ドルから1932～33年平均24億ドルへと低下した(R.I.I.A., *The Problem of International Investment*, 1937, 柳井克己・中西直行訳、『国際投資論』、298ページ)。その結果、外部世界はドルを入手する途は断たれ、国際金本位制の再建は絶望的となって為替切り下げ競争と通貨ブロック形成への途を歩むことになった。

#### IV. 大恐慌の現代的意味——国際通貨システムとの関連で——

本稿の課題は、戦間期のアメリカ国際的信用制度構築のプロセスを、それが開始された第一次大戦期、調整をよぎなくされながらユニバーサルバンク化の下で独自のシステムを構築した1920年代、大恐慌とデフォルトの中で挫折した1930年代、そして再建に向かう第二次大戦後を比較し、その関連を考察する中で、大恐慌が現代資本主義にもつ意義を国際通貨システムとの関連で明らかにすることであった。その際、特に注目したいのは次の二点である。第一の点は、大恐慌によりアメリカの国際的信用制度が解体した中で締結された1936年三国通貨協定の評価と旧IMF体制との関連

の問題である。第二の点は、ドルはいつ、どのようにして国際通貨となったのか、別言すればアメリカの国際的信用制度再構築に関する問題である。

まず第一の点から検討する。従来の議論では、旧IMF体制の理解をめぐる対立する二つのグループが存在した。両者とも三国通貨協定こそが基軸通貨がポンドからドルへと交替するメルクマールだという点では共通認識をもっているが、「24時間金本位制」の理解をめぐる対立し、そのことが異なる旧IMF体制の本質規定へと導く。すなわち、一方の論者は旧IMF体制の特徴を「国際金為替本位制」（金・ドル交換に支えられた固定相場制）と把握し、その出発点を1936年の三国通貨協定に求める。24時間以内の通知が必要とはいえ、固定価格で金・ドル交換を再開したことを基礎に、旧IMF体制はドル平価を基準に固定相場体系を復活させることができたという意味で三国通貨協定は基軸通貨交替のメルクマールであったと主張する。もう一方の論者は「ドル本位制」論と呼ばれるアメリカの研究者達の議論である。彼らは「24時間金本位制」下の金・ドル交換は意味をもたないと主張する。なぜなら、対ドル為替相場が変動する下では人々は金を求めたのではなく価値が不安定であっても基軸通貨ドルを求めたのであり、その意味で三国通貨協定は基軸通貨制度としての「ドル本位制」の出発点であったと位置づける。

このように従来の議論は三国通貨協定の理解をめぐる全く正反対の議論を展開してきたのであるが、問題はわれわれはこの議論をどういう視点から考えればよいのかという点にある。この議論を考察するうえで重要なのは、前章で明らかにしたように、大恐慌の中でアメリカの国際的信用制度は解体してしまったのだという点を確認することである。この視点からみると、三国通貨協定は基軸通貨交替のメルクマールとは考えられない。なぜなら、国際通貨の自律的な需給調整機構である国際的信用制度が大恐慌の中で解体されてしまった下では、ドルを中心とする為替圏を構築するこ

とは不可能だからである。それゆえ、三国通貨協定は「国際金為替本位制」としての旧IMF体制の出発点ではなく、また基軸通貨制度としての「ドル本位制」の萌芽でもなかったと言えよう。結論を先取りして言う、旧IMF体制は「国際金為替本位制」的要素と「ドル本位制」的要素から構成されており、その意味で「金・ドル体制」であった。問題はこれら二つの要素から構成されていたと言った場合、両者がどのような関係にあったのかを明らかにすることが重要である。

旧IMF体制はどのような特徴をもつ国際通貨システムであったのかを検討する。旧IMF体制はドル・ポンド複数準備通貨制として出発したのであり、ドルが国際通貨機能を独占していたのではなかった。1960年代中頃においても貿易取引レベルでの国際通貨＝取引通貨機能をみると、世界貿易に占めるポンド決済の比率が25%前後もあり、当時のイギリスの世界貿易に占める比率が7%にすぎなかったことを考えると、第三国間貿易の決済に利用される割合が相当あったことを示している。公的外国残高＝準備通貨機能をみると、1949年にはネットで見るとドル残高は30億ドル、ポンド残高は64億ドルであり、10年後の1959年にはドル残高は104億ドル、ポンド残高は67億ドルであった（R. Triffin, *op. cit.*, p.447.）。このことから旧IMF体制はドル・ポンド複数準備通貨制として出発したことがわかる。

そこで次の問題は、二つの準備通貨が存在する中からドルはどのようにして基軸通貨の地位を独占していったのか、別言すれば基軸通貨の交替はいつ、どのようにしておこなわれたのかを明らかにすることである。ドルは旧IMF協定の平価規定を通じて基軸通貨の地位を独占するようになり、それを挺に国際通貨化を完成させていった。IMF加盟国は金とドルのどちらでも選択可能であったが、金平価ではなく、ドル平価を採用した。その結果、加盟国は外国為替市場への直接介入を通じて対ドル平価を維持し

なければならなくなった。他方、アメリカは介入義務を持たない代わりに、外国の通貨当局と1オンス=35ドルの固定価格で金・ドル交換に応じた。ドルがポンドを押し退けて基軸通貨の地位を獲得したのは、IMF協定が規定した統一的な固定相場体系を維持するため、加盟国が金平価ではなくドル平価を選択し、ドルを基軸通貨（基準通貨・介入通貨・準備通貨）として使用したからである。ドル平価に基づく固定為替相場体系の維持がドルをN番目の地位につくことを制度的に保証したのである。そして金・ドル交換は加盟国にドル平価を採用させるのを実質的に保証した。なぜなら、金・ドル交換は加盟国が対ドル平価を固定させるため介入する結果必然的に保有することになる公的ドル残高の価値保証、すなわち為替リスク回避の手段であったからである。その意味でIMF協定は第二次大戦後のアメリカの金独占と米英間の国際金融能力の逆転の下で、ポンドからドルへの基軸通貨交替を制度的に先取りするものであった。

「国際金為替本位制」としての旧IMF体制は、公的レベルでの金・ドル交換が流動性ジレンマを内包していたという意味だけではなく、民間レベルでの金・ドル交換の禁止が以下の意味において大きな限界をもっていた。民間レベルでの金・ドル交換の禁止は、固定相場制維持のうえで為替媒介通貨（為替銀行が持高操作に用いる外国通貨）といった新しい国際通貨機能を確立させた。そして、この為替媒介通貨ドルは「ドル本位制」の基礎となるものであった。「国際金本位制」下では為替相場が金現送点を越えると為替銀行は金の国際的裁定取引を行っていたが、旧IMF体制下で為替銀行は金の国際的裁定取引が禁止されていたので、為替持高をドルで保有しようとした。なぜなら、通貨当局が対ドル平価を維持する必要上平行操作により市場介入してくれるため、国内市場において必ずカバーがとれ、為替リスクが発生しないからである。他方、ポンドは市場の裁定にゆだねられていたので、国内で必ずカバーがとれるとは限らず、為替差損発生

危険があった。このため為替銀行は持高操作を行う場合、ポンドで保有している部分は一旦ドルに転換してドルで調整するようになった。こうして為替銀行は為替持高をドルで保有するようになっただけでなく、ドルを媒介にしてすべての通貨のクロス取引を行うようになった。その結果、銀行間の持高操作の場である外国為替市場で為替媒介通貨ドルが確立していったのである。その時期は、先進諸国が經常勘定取引の為替管理を撤廃し、IMF八条国に移行した1950年代末から1960年代初めであったと考えられる。

最後に、アメリカの国際的信用制度はいつ、どのような形で再建されたのかを検討する。第二次大戦後のニューヨーク外債市場は1930年代のデフォルトと銀行法や証券法による制度改革の影響から回復しておらず、不振のままであった。その結果、民間レベルでのドル不足は深刻であった。1945年から1960年までの期間のドル供給の最大のルートは、アメリカの民間投資（直接及び間接投資）総額の2.5倍もの規模で行われた政府の海外軍事支出・贈与・援助といった公的ルートであった。こうした公的ルートから供給された準備通貨ドルが通貨当局の為替平行操作を通じて下向し、市場に供給されたのであった。国際通貨ドルの需給が市場で自立的に調整されるという意味でアメリカの国際的信用制度が再構築されたのは、西欧先進諸国のIMF八条国移行とドル防衛策としての資本輸出規制を契機に確立したユーロ・ダラー市場の形態の下での1960年代後半であった。

## 《討 論》

一ノ瀬 篤（岡山大学）

(1) 1960年代後半にユーロ市場の確立によってドルが自立化し、「ドル本位制」が成立したとすると、アメリカの実体経済の相対的衰退傾向が明確化してきた時期と一致します。この一見矛盾すると思えるものは、やむを得ざるタイム・ラグとしてとらえるべきなのか、あるいは逆に相対的衰退の生み出す必然的なものなのでし

ようか。もしくは両者をふくんでいるのでしょうか。

(2)「ドル本位制」はユーロ市場の確立によるのか、それとも1971年のニクソン声明によるものでしょうか。

〔答〕

(1) おそらくは両者を含んでいると考えられるが、分析が非常に困難な問題である。

(2) 「ドル本位制」とは金・ドル交換といった公的レベルではなく、民間レベルすなわち市場原理（不換のドルをなぜ保有しようとするのか?）を基礎に構築された国際通貨システムであると理解すれば、ユーロ市場を核とするアメリカの国際的信用制度の構築とともに成立したのだと考えられる。

片岡 尹（大阪市立大学）

「ドル本位制」というのは国際間決済においてもドルを支払うだけで終わってしまうのですか。ドルが最終的決済手段になってしまっているのですか。

〔答〕「ドル本位制」下の国際決済の特徴は民間決済だけであり、公的決済は登場しない点にある。そしてこの民間決済において必要とされることは、ドルが経常勘定取引だけでなく資本取引においても交換性通貨であり、自律的にその需給が調整される国際金融・資本市場をもっているという点にある。「最終的決済手段」という言葉には固定価格での資産決済（具体的には金）といった意味が込められていると思われるが、旧IMF体制下で国内金兌換が停止され、民間為替銀行の金の国際的裁定取引が禁止されて以来、固定価格での資産決済は意味を失っている。それゆえ、固定価格での資産決済を行わない「ドル本位制」は必然的に変動相場制である。

三宅義夫

ドルの国際通貨化、アメリカの国際的信用制度構築の試みを歴史的に考察しておられますが、その際金が世界貨幣として大きく機能していた時期とアメリカも他の各国も金兌換を停止するようになった時期とはその間に理論的にいってかなり大きな違いがあるはずですが、ご報告ではその点を、一番大事な点をまったく無視ないし軽視されているような感じがしますが、どうでしょう。このことは最初に「国際通貨」について概念規定をされる際、簡単に「中心国」と「周辺国」と分類されるところにあらわれているようです。ロンドンが国際金融の中心として機能していた時期においてもフランもマルクもドルも、ポンドと同様にそれぞれ金と強く関係していたのであって、これらの関係は「中心国」、「周辺国」という関係だけで割り切れるものではなかったはずですが、ご報告での今日の不換のドルの国際通貨の地位形成過程の考察という問題意識は結構なのですが、そのためか理論的には一面化さ

れすぎてしまったのではないのでしょうか。

〔答〕

国際通貨の条件は金交換（公的レベルの問題）にあるのではなく国際的信用制度（市場レベルの問題）にあると考える。その意味で国際通貨は世界貨幣の一機能が分離独立したのではなく、国際的信用制度が創出する信用貨幣の一種だと考える。国際通貨にとって金交換が重要な意味を持つのは固定相場制との関連であり、それは公的レベルでは中央銀行の金兌換であるが、市場レベルでは外国為替市場と金市場の国際的裁定取引に具体化されている。この問題は、国際金本位期においてドルやフランやマルクも金交換を実施していたにもかかわらず、ポンドのような国際通貨として利用されなかったのはなぜか、といった問題提起をすると理解いただけるのではないかと考える。国際通貨論を考察するうえで国際金本位期と現在の「ドル本位制」期との理論的に重要な相違点は、公的レベルでの金交換の有無にのみあるのではなく、外国為替市場での為替媒介通貨機能が自立化しているかどうかにあると考える。為替媒介通貨概念が確立したのは民間の為替銀行が金の国際的裁定取引を禁止されたときからである。この新しい国際通貨機能は「ドル本位制」の侵食を考えるうえでも、またその下でのマルクと円の国際通貨化の違いはどこにあるのかを考えるうえでも重要である（拙稿、「戦後の外国為替市場と為替媒介通貨ドル（上）、（下）」、福岡大学『商学論叢』、第35巻1,2号、1990年7月、9月、を参照されたい）。

熊野剛雄（専修大学）

(1) グラス・スティーガル法によって銀行業務と証券業務が分離されただけで、アメリカの資本市場の機構、資本輸出機構が破壊されたわけではないと思うのですが、報告者の立論に従えばアメリカの銀・証分離が中心国アメリカの国際的信用制度機構を阻害したという結論に導かれるように思います。この点をどのように考えたらよいのでしょうか。

(2) 基本的には「中心国の国際的信用制度」の中で短期市場ないし決済機構（外国為替市場も含む）と長期市場（資本市場）は報告者の考えではどのような関係にあるのでしょうか。単なる並列関係ではないと思うのですが。

〔答〕

(1) 1930年代及び第二次大戦直後のアメリカ民間資本輸出不振の最大の原因は国際政治・経済の不安定化にあったが、国内的な要因としては1930年代の制度改革の影響によるものとする。1930年代の制度改革は銀行証券分離だけではなく、強力な権限をもつSECの登場、厳格なディスクロージャー、アメリカ式会計制度の導入、格付け制度、発行までの20日間の cooling off の設置等を要求した結果、発展途上

国だけでなく多くの先進諸国の発行者をもアメリカ証券市場から閉め出すことになった。さらにデフォルトの被害者であったミドル・クラスは以後外債投資は行わず、また多くの州は機関投資家の外債保有を資産の1%以内に制限した。こうした規制は、1960年代のドル防衛策として採用された対外投資規制と結びついて、アメリカの外部に自由なユーロ・ダラー市場を登場させ、その主体に商業銀行がなった原因であったと考える。

(2) ご指摘のように、国際的信用制度は国際決済機構と国際信用供給機構の二つの要因から構成されている。この二つの要因は分離しうるものであり、国際決済機構がより基本的な構成要因だと位置づけている。このことは戦間期のポンドとドルの関係、そして1980年代後半以降の基軸通貨国アメリカの債務国化と日・独の債権国化の進展をみれば理解できると考える。

# 大 恐 慌

— その原因と現代に対する意味 —

佐 美 光 彦

(東京大学)

この十年來、私は1929年の世界大恐慌の研究を続けているが、その研究はまだ完成していない。したがって、本日の報告も私としてはまだ不本意なものであり、一種の中間報告としてお聞きいただければ幸甚である。今後、皆様がたのご意見・ご批判をいただきながら、内容を高めていきたいと考えているので、本日の報告の内容も将来変更されることがあるかもしれないことを、あらかじめお断りしておきたい。

ところで、この報告では、1929年大恐慌の特徴や具体的過程についてはいっさい説明を省略し、まず、その基本的原因について私見を述べ、ついで第二次大戦後の現代資本主義、とりわけその景気過程に対して、それらがどのように関連しているのか、つまり、大恐慌の諸要因は解消されたのか、あるいはまだ残されているのか、という点をコメントするよう努力してみたい。ただし、報告時間は限られているため、「レジュメ」に示した内容のうち、その一部、とくに重要と考えられる一部に、報告の焦点を絞らざるをえない。

## [ I ] 大恐慌の諸要因

(1) アメリカ恐慌と世界恐慌との関連 一般に1929年の世界恐慌は、アメリカに発生した恐慌が各国に波及したものと理解されることが多い。し

かし事実はそれほど単純ではなく、両者のあいだに次のような因果関係があったことに注意しなければならない。

第1は、29年半ばからのアメリカ景気下降以前に、というよりも、正確には、28年半ばにおけるアメリカ対外資本発行急減の開始以前に、世界経済はすでに重大な困難を現しつつあったこと。具体的には、世界農業不況（発展途上国の国際収支危機・累積債務問題）、ポンド危機、ドイツにおける早期的景気後退等であったが、これらの経済困難は、アメリカやイギリスの対外投資が拡大しつつある時、すでに発生していたことが肝要である。

第2は、アメリカ対外投資発行の急減およびそれに続くアメリカ恐慌の発生（とりわけ29年10月の株式恐慌後の、商品価格の崩落・アメリカ輸入の急減・アメリカ対外資本発行の壊滅的縮小等）が各国の経済困難を激化させ、恐慌現象を世界的に波及させたこと。

第3は、30年における世界農業恐慌の発展（主要発展途上国における国際収支決済の破綻・農産物価格の暴落）および31年におけるヨーロッパ金融恐慌（とりわけイギリスの金本位制放棄）がアメリカ経済に反作用し、アメリカ恐慌をいっそう深刻化させたこと。

およそ以上のような諸関連から、アメリカ恐慌の世界恐慌に対する影響は決定的であったが、全体としては、両者の関連はむしろ相互作用的であったことを確認できる。したがって、大恐慌の原因は、アメリカ恐慌固有の要因と世界恐慌の要因とにひとまず分けて追究される必要がある。もちろん、両者の要因は深く関連しあっていたことも重要である。

(2) アメリカ恐慌の諸要因 アメリカ恐慌のひとつの重大な特徴は、最初ゆるやかに（しかも他の諸恐慌よりもかなりゆるやかに）始まった景気下降が、しだいに累積化し長期化した点であった。なお恐慌とは、生産・物価の下落、倒産・失業の増加等の現象をともなう経済実体の累積的縮小過程であり、したがって、29年から33年までの経済実体の縮小過程は恐慌

そのものの過程であって、「不況」ではない、と考えている。だから、ここでも「大不況」という通説的用語は使用しない。

そこで、このアメリカ大恐慌の原因を考察する時、①恐慌がゆるやかに始まった初発の要因と、②ひとたび発生した恐慌が深刻化した、その累積化要因とに分けて見る必要がある。この両者の点は、ともに第一次大戦前の循環性恐慌と異なる、恐慌の形態変化現象を示すものであったことにも留意しなければならない。以下、①、②に分けて説明する。

① 20年代のアメリカ経済では独占体が再編・強化され、その結果、独占体の資本蓄積が物価全体の動向に大きな影響を与えるようになった。第1図に見られるように、20年代の好況期にアメリカの物価指数はほとんど上昇することなく、むしろその後期にはゆるやかに下落するほどであり、全体としてきわめて硬直的であった。好況期に物価が上昇しないという事実は、資本主義経済の歴史において、この期に固有に見られる特殊な現象であったことに注意すべきである。

それだけでなく、この期には独占体や大企業の資本蓄積に、いわゆる「資本の絶対的過剰」現象が発生しなかった。「資本の絶対的過剰」とは、理論的には、実質賃金の上昇に基づく利潤率の低下現象であるが、現実的には、実質賃金の上昇に限らず原料価格や食糧価格等の資本コストの上昇による、すなわち一種の供給制約による、利潤率の低下現象であり、多かれ少なかれ第一次大戦前における循環性恐慌の直接的原因を形成していた。

この時「資本の絶対的過剰」が発生しなかった理由は、好況期中、実質賃金が増え続けたが、平均企業の生産性はそれを上回って上昇したから、独占企業や大企業の利潤率は好況末期でも低下しなかったことにあった（第3図のC、Dの動向および第4図の対前年変化率の動向を参照せよ。ただし、22-23年にはやや「資本の絶対的過剰」傾向が現れ始めたが、それがすぐに潜在化していったことにも注意が必要である）。むしろ、これ

らの企業による、著しい生産性上昇をともなう設備投資の拡張が、需要に対する生産の過剰傾向を生みだし、好況中期以後物価は下落ぎみになった。だが、独占企業は価格低下を極力阻止したから、好況期にもかかわらず全商品の物価指数が硬直化したのである。これらの結果、中小企業や農業部門の利潤が圧迫され、しだいにこれらの産業の経済困難が拡大しつつあった。

他方、金融市場では基本的には最後まで緩慢状態が持続した。しかし、独占体の再編・強化と密接な関連をもった株式ブームが進展した結果、コール・レートの急上昇および連銀割引率の上げが引起こされた。そしてこの金融引締めが、大企業側にはなく停滞産業側に影響し、その経済困難を加速した。また、消費者金融の引締めを介して耐久消費財ブームの減退をも加速した。したがって、景気下降は中小企業・農業部門の投資減少および耐久消費財ブームの減退として、早くも株式ブーム持続中に、ゆるやかに開始された。

なお、その後に発生した株式恐慌は、いわゆる負の資産効果をとおして景気後退を促進する一要因となった。しかし、短期間であったがすみやかに実施された連銀の資金放出によって、銀行外のブローカーズ・ローン（いわゆる「その他の貸手」ローン）の重要な部分が銀行ローンに振替られた結果、当初は大幅な株式ブローカーの倒産も銀行倒産も発生しなかった。したがって、大戦前のような、激しい銀行恐慌による産業恐慌の激化現象も現れなかった。むしろ株価暴落の影響は、発展途上国に対するアメリカ資本発行のいっそうの減少および農産物の投売り・価格崩落という形をとって、対外経済関係へ深刻な影響を与えていったと考えられる。総じてこの段階では、アメリカの景気下降は他の諸恐慌と較べてまだゆるやかなものにとどまっていたのである。

② 主要な恐慌累積化要因は、（ひとたび下降過程に入ると急減しやすいう、耐久消費財需要の特性の問題をいちおう別にすると）次の3要

因に集約できると考えられる。

(a) 独占企業が、景気下降に対してできる限り製品価格を維持しようとし、その結果、生産調整すなわち生産縮小を促進した。このことは、社会的需要の減少をいっそう大きくしただけでなく、自由競争的部門における商品価格の崩落を促進した。第1図は、29年から32年にかけての、寡占的商品グループ(ABCDE中のAに近い商品群)と自由競争的商品グループ(Eに近い商品群)の価格下落動向を示したものであるが、その下落率の格差が明瞭に示されている。

(b) まず、賃金の下方硬直性が現れた。このことは、第2図によって、「完全時間労働者」(年間2400時間以上雇用された常勤的労働者)の賃金[a]が、29年から31年までかなり硬直的であり、32年になってはじめて大きく下落したことから、明らかである。その理由は、イギリスやドイツのように労働組合の強さによるのではなく、フーヴァー・コンファランス(景気後退を緩和する目的の、フーヴァー大統領を主催とする財界および労働者の指導者達との話し合い)における賃金維持の協約によるものであった。この協約は、大企業間では相互監視の効果もあって、31年後期まで比較的よく守られたのである。

しかし、このことはかえって失業者やパートタイマー労働者の数を激増させた(第2図の「賃金取得労働者」=パートタイマーを含む労働者の平均賃金[b]および「製造業所属労働者」=失業者をも含む労働者の平均賃金[c]における急激な下落を見よ)。つまり、賃金率(「完全時間労働者」の賃金)維持と、失業・操短労働者の急増による賃金支払総額の急速な縮小という事実とが並行して続いていったのである。後者が社会的需要の減少をいっそう促進したことはいうまでもない。

ところが、消費者物価の下落率が大きかったので、恐慌中に実質賃金が上昇した。しかも、その上昇率は生産性の上昇率を上回った(第3図およ

び第4図参照)。通常、このような需要減退期には、著しい生産性向上を達成できる企業しか投資拡張を試みないであろう。しかし上の条件は、投資を拡張すればするほど(他の条件に変化がない限り)ますます利潤率が下落することを意味していたから、ほとんどすべての企業が投資を縮小せざるをえなかった。いわばこの時、投資は需要側および供給側の両面から縮小せざるをえない必然性をもったのである。実際に、第1表のように、投資量は30年後期以後累積的に縮小し続け、純投資が長期にわたってマイナスになったのはいうまでもないとしても、32年第3四半期には粗投資が統計上マイナスになるほど、大きく落ち込んだ。換言すれば、本来必ず実施されねばならない償却投資さえ、大幅に控えられる状態に陥ったのである。

(c) 20年代のアメリカ経済には、各種の不動産担保信用や消費者信用が普及していた。ところが、物価および賃金の(絶対水準における)急落はこれらの固定利付債務返済の負担を急速に増加させた。しかもその返済能力は、物価・賃金が低水準に落込めば落込むほど、ほぼ比例的に低下した。したがって、恐慌の後期になればなるほど、それらの信用が焦げつき、銀行恐慌が拡大した。いわゆるフィッシャーのデット・デフレーションが拡大したのである。そして、この銀行恐慌の拡大がそのたびごとにアメリカの産業恐慌を激化させた。ただし、銀行恐慌が三つの大きな波を形成して進行した理由は、さらに別の要因を加えて説明されねばならないであろうが、その点の説明は省略する。

およそこのような3要因が相互に絡みあって、アメリカ恐慌は固有に深刻化していったのである。

(3) 世界恐慌の諸要因 この大恐慌が他の恐慌と異なる最大の原因は、恐慌現象が世界的に拡大する過程で、世界多角決済機構が崩壊し、世界貿易の異常な縮小および国際通貨制度の崩壊が引きこされた点にあった。

世界多角決済機構とは、主要諸国ないし諸地域間における基礎収支構造

に短期資本収支の変動を含んだ純収支決済の流れを抽出した、一種の国際資金循環構造のことであるが、世界貿易が順調に発展している時には、その循環構造に基軸国通貨の支出を中心とする、ひとつの安定的かつ各国相互媒介的な循環構造が存在した。また、もしそれに何らかの一時的変動が生じても、基軸通貨国の金融政策によってその資金循環が比較的すみやかに調整されるような仕組みが存在した。第一次大戦前においては、その調整は主として、まず基軸通貨国イギリスにおいてバンク・レートの上昇の結果この国の資本収支がすみやかに好転し、さらにその資本収支の好転（とくにイギリス短資の収縮）が世界景気循環にまで影響をおよぼし、（本来長期的経済構造によって規定されている）各国の経常収支の、一時的調整までをも可能にするという形で、事実上達成された。いわば、基軸国の公定割引率の変更がもたらす資本収支の表層的調整をとおして、その基底にある、イギリスをはじめとする主要国の経常収支も、短期的に調整されたのである。イギリスが緊急時にいつも外国から金を引きつけ、資金不足国にポンドを供給できたのも、このような、バンク・レート操作に基づくポンド相場の急速な好転という事実を負うことが大きかったのである。

ところが、大恐慌の発生前後においては、イギリスもアメリカも自国の資本収支を公定割引率政策によってはもはや調整できなくなり、しかも、その、対内的効果と対外的効果に係わる重大な政策的ディレンマに直面していた。それゆえに、発展途上国が最も国際通貨の借入を必要とする時に、両基軸通貨国は効果的な金融政策を展開することもできず、かえって対外投資を急速に縮小してしまったのである。したがって、この両基軸通貨支出の収縮が、当時特有の多角決済機構の仕組みをとおして、まず発展途上国の決済支払いを破綻に陥れ、ついで、それが基軸国イギリスの経常収支に反作用し、それを極度に悪化させる、という道筋を通して、多角決済機構の崩壊を導いていった。この過程が29年から31年にかけて、すなわちアメ

リカ恐慌の世界的波及と並行して、進行したのである。

しかし、(1)でも指摘したように、この多角決済機構は20年代半ばに「再建」された当初から、事実上困難な状態にあったこと、そして、その困難も同じように、両基軸通貨国における資本収支調整の困難に由来していたことに留意しなければならない。もっとも、この、収支調整の困難や決済機構崩壊の原因が、しばしば指摘されるような戦債・賠償問題、国際金融市場の二極化、ポンド・フランの過大・過小評価、国際金為替本位制の運用の仕方、等の諸問題とも関連していたこと、また、それらのより深い要因の追究のためには、第一次大戦後における国際金融市場の変質の内容、それに対する諸金融政策機能の限界、さらには、それらを規定した経済実体の変質の中身、等の、より大きな問題にまで溯らねばならないことはいうまでもない。しかし、ここではその説明を省略する。

それでは、およそ上のように大恐慌要因を整理した時、それらが現代資本主義の動向、とりわけその景気過程に、どのように関連しているのか、という問題の検討にはいろう。

## 〔Ⅱ〕 大恐慌と現代資本主義

(1) スタグフレーションと大恐慌要因 初めに、60年代前半ごろまで、いわゆるケインズ政策が一定の有効性をもった理由を確認しておこう。ただし、説明を基軸通貨国アメリカに限定する。

まず、有効需要拡大政策が、相対的に生産性上昇が困難である非独占的弱小経済部門を温存し、そのために、ゆるやかなインフレを是認する経済政策であったことはいうまでもない。それは、上で考察した大恐慌累積化要因の(a)と(c)、すなわち独占支配による総需要の停滞・減少および物価・賃金下落による債務返済の困難を、積極的に緩和するものであった。だが、問題はなによりも(b)に関連する要因にあった。

第5図に見られるように、1965年までは、アメリカにおける労働生産性の上昇率はまだ相対的に高く、しかも、その上昇率が確実に名目賃金の上昇率を超過し続けていた。それは、(他の条件に特別の変化がない限り)平均的企業にとって期待利潤率の上昇を約束するものであったから、政府による有効需要拡大政策が投資の増加、したがってまた雇用の増加を実現することに貢献した。ごく大雑把に言えば、生産性上昇率と名目賃金上昇率の差が当該期の期待利潤率を、そして、生産性上昇率と実質賃金上昇率との差がその期に実現された利潤率を、表現すると考えておいてよいであろう。したがって、投資期待が需要の増加とともに拡大したのである。しかも、当時はまだ実質賃金の上昇率が生産性上昇率より低く抑えられたから、「資本の絶対的過剰」現象(一種の供給制約)も発生しなかった。いわば、深化要因(b)に関する条件が相対的に有利に展開されていた。この限りにおいて、ケインズ政策は有効に機能したのである。

ところが、その後、一方で労働生産性が種々の要因によって低下し続け、他方で名目賃金がインフレ昂進にともなって上昇し続けた。この結果、65年以降から80年代初めまではほぼ持続的に「名目賃金上昇率 > 労働生産性上昇率」の世界が定着した。このことは、(他の条件に特別の変化がない限り)平均的企業による新投資の期待利潤率が低下したことを意味したから、有効需要拡大政策が実施されても、必ずしも投資が増加しない、したがって雇用も増加しない状態が一般的となった。したがって、第6図のように、65年ごろからアメリカのフィリップス曲線が垂直化した。スペンディング政策は失業率の改善をもたらさないで、ただ物価の上昇を促進するだけの政策に転化したのである。この点こそ、ケインズ政策の有効性が実質的に失われた基本的要因であったといってもよいであろう。その上に、実質賃金の上昇が続き、(2度にわたる)石油価格の急上昇が引きこされた時、それは一種の供給制約(「資本の絶対的過剰」現象)となって、深刻な不況

が導かれた。これが70年代に一般化したスタグフレーション現象にほかならなかった（70年代には、2度にわたってフィリップス曲線が垂直化ないし右上がりになったことは、第6図から明らかである）。

それでは、なぜレーガン政策がスタグフレーションを事実上解消したのであろうか。

周知のように、レーガノミクスは当初の意図とは逆に財政赤字を大幅に増加させた。しかし他方で、マネタリスト的金融政策の実施によって81-82年の不況を促進し、そのことをとおして物価上昇率を著しく低下させた。この過程で同時に、労働組合との対決、長期賃金契約の解消、政府・社会規制の緩和、等の政策が強行され、第5図のように名目賃金上昇率が大きく低下した（実質賃金上昇率は一度マイナスに転じた後、ほとんど0の水準に抑えられた）。しかし、サプライサイド経済学に基づく民間競争の促進政策は必ずしも成功せず、労働生産性上昇率は83年にかなり増加した後、相対的に低水準を続けた。ところが、名目賃金上昇率の低下が大きかったため、83年以後、労働生産性上昇率の低位にもかかわらず、「労働生産性上昇率 > 名目賃金上昇率」の世界が再現されたのである。このために、意図せざる財政赤字の増大が投資と雇用の拡大を導き、好況が開始され、それが長期に持続した。皮肉にも、ケインズ政策に反対するレーガノミクスが、結果的に、しかもその理由が当局にとっても判然としないままに、ケインズ的有效需要拡大政策として機能し始めたのである。

以上のように、スタグフレーションと大恐慌の深刻化要因とは密接な関連をもっていたことが明らかになったであろう。

(2) 国際通貨体制と大恐慌要因 以下の記述は、「レジュメ」には書いていたもの、大会では時間の制約のため割愛した部分である。しかし、参考までに、若干の訂正を加えて収録しておく。

まず、IMF固定相場制においては、世界恐慌要因に関連した国際収支

調整問題は次のような形で処理された。

この制度においては、基軸通貨国アメリカと他の諸国では調整の仕方が根本的に異なっていた。すなわち国際収支調整は、アメリカが国内インフレを積極的に抑制しようとしないう限り、ドルに対する固定相場を維持する義務を課せられた非基軸通貨国側に、転嫁された。非基軸通貨国側では事実上、ドル準備が過剰となる時には、アメリカのインフレに照応するインフレ促進政策を強制され、また反対に、ドル準備が過小となる時には、総需要引締政策（それによる資本収支の改善ないし経済実体の収縮）を強要されたからである。ただし、国際金本位制では公定割引率政策によって行なわれた（表層・基底の）二段階的収支調整が、ここでは、総合的マクロ政策による資本・経常両収支の同時的調整として実行された。ただし、とりわけ引締政策の実施が有効でない時には、平価の切下げが必要となり、そのような切下げ（時には切上げ）予測が生じるたびに、国際通貨危機が表面化した。要するこの体制では、ケインズ政策の効果によって事実上恐慌を回避することができたものの、国際通貨危機を回避することはできなかったのである。

しかも、基軸通貨国アメリカがドル危機にさいして、インフレ抑制政策を拒否し、自国の国際収支調整を実質的に放棄した時、この固定相場制は脆くも崩壊した。このことは周知のことからであろう。

最後に、変動相場制における国際収支調整問題にも言及しておこう。

このことに関連して最も重要な点は、変動相場制の普及によって基本的には国際通貨危機が回避されるようになったという点である。というのは、各国は（特定の国際協調による為替相場体系の維持操作等の制約がある場合を別にすれば）為替相場の水準を固守することによる国際収支調整を必要としなくなったからである。しかし、それに代わって、マクロ経済政策による経済実体調整がうまく機能しない時には、為替相場が大きく変動し

それによって経済実体の調整（およびそれにとまなう經常収支調整）が強要されるという、一種の市場調整機能が発揮され始めた。しかも、主要国においては経済実体の硬直性がすでに定着しているから、為替相場によるこの調整が経済実体におよぶまでには、異常なまでに大きな為替相場の変動（一種のオーヴァーシュート）が中期ないし長期にわたって続くことになった。このような為替相場の激変は、各国間の経済摩擦を激化させただけでなく、とりわけ為替相場が大幅に騰貴した国では、インフレ体制（弱小部門の温存・保護）という戦後経済の基本的枠組みをも侵食し始めたことに注意しなければならない。換言すれば、大恐慌要因のひとつであった国際収支調整の困難が、全く異なる形で再現し始め、したがって、この困難が世界多角決済機構に新しい重大な問題を投げかけ始めた、といつてよいであろう。

#### 参考文献

- (1) 平田喜彦・佐美光彦編『世界大恐慌の分析』有斐閣 1988年
- (2) 佐美光彦「世界大恐慌（1929～33年）論」（1～2）（東京大学経済学会『経済学論集』47-4、48-4、1982-83年、所収）
- (3)……………「世界大恐慌の発生過程」（1～9）（同上 49-2、49-4、50-3、51-2、52-2、52-4、53-3、53-4、55-4、1983～90年、所収）
- (4)……………「現代変動相場制の歴史的機能」（石見徹・伊藤元重編『国際資本移動と累積債務』東京大学出版会 1990年、所収）
- (5)……………「大恐慌と経済理論」（吉川洋・岡崎哲二編『経済理論への歴史的パースペクティブ』東京大学出版会 1990年、所収）
- (6) M. Takumi, "Will There Be Another World Depression?" Paper prepared for International Symposium Sponsored by College of Economics in Commemoration of Nihon University's Centennial, March 16-19, 1990, Forthcoming.

## 《討 論》

川波洋一（九州大学）

① 1929年のアメリカ恐慌の発生を一種の商品実現困難から説いているようにみえるが、それ以前の恐慌にもいわゆる実現恐慌があったのではないか。

② 29年恐慌においては、世界的金移動はどのようなものであり、それは恐慌の連動性とどのように関連していたのか。

③ 29年恐慌の世界的波及のさい、国際収支調整の困難を基礎収支のレベルで言っているのか、経常収支のレベルで言っているのか。

[答]

① 一般的に言って、もし好況期（とくにその末期）に実現困難すなわち需要に対する供給過剰が起きれば、その時、物価が下落するか、下落きみにならなければならない。「報告」で説明したように、この点で29年恐慌は、好況期に物価が下落きみになるという、きわめて特殊な恐慌であった。それに対して、第一次大戦前におけるほとんどすべての好況期に、恐慌発生直前まで物価が騰貴し続けたことに注意してほしい。

なお、ひとたび恐慌が発生した後においては、需要の急激な収縮に対する供給能力の削減困難が起り、激しい商品過剰、物価の下落が生ずることはいうまでもない。しかし、それはあくまでも恐慌の結果生じた実現困難にほかならない。

② まず第一次大戦直前については、金の長期的移動と短期的移動とをはっきり区別しなければならない。イギリスは、長期的には好況期に（経常収支の好転により）ネットとして金を輸入し続け、短期的には恐慌期に、特定国に金を輸送しつつ他の多数の国から金を引きつけることができた（だから金移動のネットは小さい）。そして、この短期的な、金の世界的配分調整の過程が循環性恐慌のひとつの「連動」経路となったのである。

ところが、29年恐慌においては、基軸通貨国はこのような金の配分調整の機能を果たさなかった。むしろ、債権国（とくにアメリカとフランス）が持続的にネットとして金を債務国から引きつけ続けた。いわば、大戦前の好況期に長期的に起こったような事態が発生した。この違いは、29年恐慌がたんなる循環性恐慌ではなく、したがって、その、いわゆる「連動」は生じなかったこと、また、恐慌の拡大過程で世界多角決済機構が崩壊せざるをえなかったことと密接に関連していた。

③ 「報告」でも説明したように、大戦前のバンク・レートによる国際収支調整は、まず表層的資本収支調整、ついでそれを通じる基底経常収支調整という、二段階で行なわれた。そこで、29年恐慌についても、まず基軸通貨国における資本収支調整がどのように変化したのか、なぜそれが十分に発揮されなかったのかを分

折し、その結果として、なぜ經常収支調整も著しく困難になったのかを分析しなければならぬ。

武井邦夫（茨城大学）

1920年代の好況期において「資本の絶対的過剰」が存在しなかったにもかかわらず、恐慌が起こったことを、宇野理論との関連でどのように説明するのか。

〔答〕

「資本の絶対的過剰」は通常の循環性恐慌の原因となるものであり、1929年恐慌はたんなる循環性恐慌ではなかったことに留意されたい。

三宅義夫

変動相場制では「基本的には国際通貨危機が回避された」とあるが、「基本的に」というのは、強すぎる表現ではないか。

〔答〕

ここでいう「国際通貨危機」は、あくまでも為替相場を維持することが困難となって発生する「国際通貨危機」のことであり、他の意味での通貨危機が将来起こるかもしれないことを否定したものではない。

平岡賢司（熊本商科大学）

再建金本位期にイギリスにおいてバンク・レート引上げによる国際収支の短期的調整が困難になったのは、バンク・レートの引上げが困難であったという状況だけでなく、イギリスの対外債権・債務の内容が第一次大戦前とは異なった点も重要なのではないか。

〔答〕

「報告」でも言及してあるように、そのとおりである（「参考文献」中の拙論の当該部分を参照されたい）。

建部正義（中央大学）

① M・フリードマンとA・シュウォーツは「連邦準備制度が崩壊を避けえなかったことは、……金融当局が遂行した特定の政策を、それよりも程度は軽いが、当時存在した特定の金融体制の不能を反映していた。」と述べているが、これをどう考えるか。

② C・キンドルバーガーは、アメリカ不況説ではなく、世界大不況説をとっているが、佐美説と異なる点はどこか。

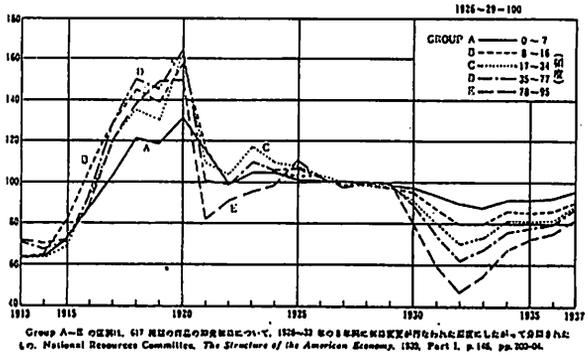
[答]

① 彼らが金融恐慌の原因を特定金融政策の失敗に求める時、それは、暗黙裡に現代的管理通貨政策を前提とし、その十分な展開がなかったという説明になっている。だが、当時の通貨制度やその政策姿勢が金本位に基づくものであり、金融政策も金本位制を守るためのものであったことを忘れてはならない。換言すれば、限定された政策スタンスの範囲内で金融政策が遂行されざるをえなかった必然性も十分に考慮し、その上で、なぜその金融政策が有効に機能しなかったのかを分析しなければならない。ただし、31年のイギリス金本位制の停止後においては、アメリカでも金本位停止政策採用の可能性が生じたのであるから、金本位制に必ずしもとらわれない政策スタンスのなかで、金融政策のあり方とその有効性とを論じてよいであろう（この限りでは彼の見解も部分的妥当性をもつ）。

② キンドルバーガーは世界大不況説を採っていても、具体的に世界多角決済機構の崩壊を説明しているわけではない。また、彼は世界不況の深刻化を説明する時、もっぱら国際金融政策の不十分性（イギリスの無能力、アメリカの無関心）を強調するので、当時の国際金融市場の具体的構造やその機能の限界をほとんど無視している。したがって、この面ではW・A・ブラウンの研究より劣っている。この点こそ彼の説の重大な難点である。

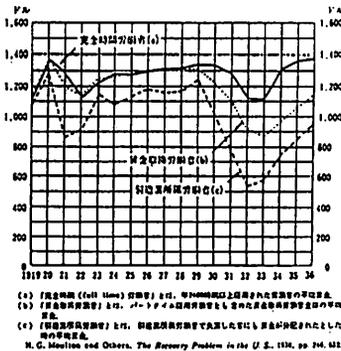
「大恐慌—その原因と現代に対する意味—」  
参考資料

第1図 アメリカにおける商品グループ別物価の変動、1913-37年



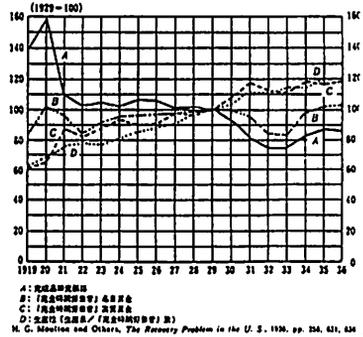
第2図

アメリカ製造業の平均収入(完全時給労働者)とU/I(不完全時給労働者) 1919-



第3図

アメリカの「完全時給労働者」の名目賃金・実賃金・生産性、1919-



第 1 表

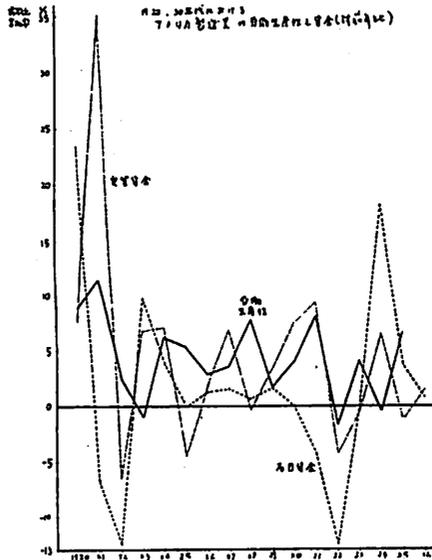
アメリカの純投資と粗投資 1929~1933年

(100 万円)

	償却投資	純投資	粗投資	粗投資中の 在庫変動
1929				
i	2,458	1,396	3,854	17
ii	2,491	1,356	3,847	243
iii	2,499	1,747	4,246	561
iv	2,482	1,743	4,225	682
1930				
i	2,452	1,672	4,124	750
ii	2,410	1,521	3,931	812
iii	2,355	1,267	3,622	715
iv	2,290	-318	1,972	-355
1931				
i	2,219	-566	1,653	-507
ii	2,145	- 93	2,052	- 2
iii	2,066	-368	1,698	78
iv	1,987	-1,054	933	-519
1932				
i	1,912	-1,229	683	-599
ii	1,845	-1,040	805	-242
iii	1,791	-2,199	-408	-1,194
iv	1,751	-1,666	85	-630
1933				
i	1,723	-1,187	536	-191
ii	1,708	-1,194	514	-189
iii	1,710	-876	834	-103
iv	1,728	-1,435	293	-689

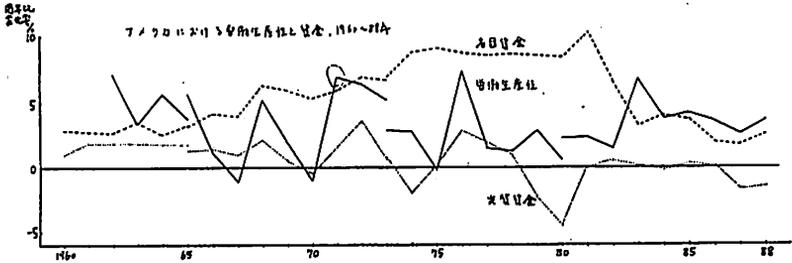
H. Darger, *Output and Income in the United States 1921-1939, 1942*, pp. 114-17.

第 4 図



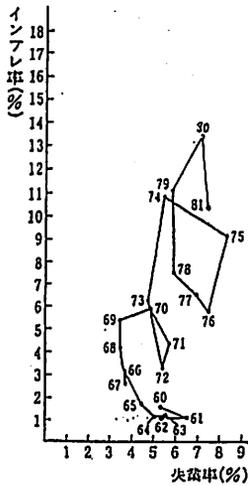
H.G Moulton and Others, The Recovery Problem in the U.S., 1936. P.636より作図。

第5図



日本銀行「日本経済を中心とする国際比較統計」より作成。  
グラフが切れている所は、統計上の不連続による。

第6図 アメリカの  
フィリップス曲線、1960~81年



泉屋 啓編  
『世界のスタグフレーション』(1982年)

# 国際銀行の歴史

西村 閑也

(法政大学)

## 1. 定義と分類

国際銀行業とはある国の居住者と他国の居住者の間の経済取引、又は第三国の居住者間の経済取引の金融を行う銀行業務のことであるとしよう。ただし第三国居住者間という場合には、同じ第三国の居住者間とちがう第三国の居住者間とがある。前者の金融は国内銀行業であるが、複数の国に店舗を有する多国籍銀行の中には、本店所在国以外の国で店舗網を造っているものがあるので、この種の銀行も便宜上国際銀行の中を含めることとしたい。

この定義による国際銀行として、第一次大戦前には2つの種類のもので存在した。第一は国際短期金融業務と証券業務に重点をおく個人銀行である。この種のをフランスではオート・バンクすなわち高級銀行と呼んでいるが、これは高度金融を主たる業務とする所からつけられた名称であろう。高級銀行はパリだけでなく、ロンドン、ベルリンなどヨーロッパと北米の主要都市にあまねく存在して、コルレス関係とパートナー兼任制によって、相互に密接な連絡をとりつつ業務を営んでいた。このうち、ロンドンに所在するものをマーチャント・バンカーと呼ぶが、それが国際証券発行と手形引受によって国際通貨・金融体制の中軸となっていたことはよく知られている。

第二の種類国際銀行は、英系植民地銀行を典型とする株式海外銀行である。英国では1835年に特許状をうけたオーストラレーシア銀行がこの種の銀行の最初のものである。レーニンはリーサーの『ドイツの大銀行とその集中』およびディウーリッチによって、1904年に英国は2,279の支店をもつ50の植民地銀行、フランスは136の支店をもつ20行、オランダは68の支店をもつ16行、ドイツは70の支店をもつ13行を有していたとする。植民地銀行と言っても後進国一般を対象とする銀行のことであるのが明らかであるから、海外銀行と言ったほうがよいであろう。

ところで、英国は1914年以前には基軸通貨国であった。ロンドン金融市場は世界の手形交換所の如きものとして機能した。そしてディウーリッチによると、1903年にリオ・デ・ジャネイロからドイツあての電信為替を買おうと1マルク=1006.339レイスであったが、レイスで英ポンドを買い、それをマルクに転換すると1マルク=1005.222レイスだった(A.S.J. Bastier, *The International Banks*, London, 1935 Chap II (a) *Technical Difficulties*に引用されている)。英ポンドはすでに為替媒介通貨であり、第三国間の経済もロンドンを経由して行われていたのである。更にロンドン株式取引所は国際証券の取引中心であり、ロンドン貨幣市場は諸国の經常収支黒字の運用と赤字のファイナンスの場であった。更に先進国間では金利格差と為替相場の将来の動きについての期待による自生的短資移動が活発に行なわれていた。それ故に海外銀行にとってはロンドン・オフィスをもつことが不可欠であり、ヨーロッパ先進国の主要国内銀行も19世紀末から支店をロンドンに出すのが通例となった。

国際銀行の設立と相互進出は1870年代から急増しているが、この発展をもたらした要因は3つあった。すなわち(1)海底電信線の建設、(2)国際的財・サービス取引の急増、(3)国際資本移動の活発化である。

海底電信は、1851年ドーヴァーとカレー、1866年アイルランドとニュー

ファウンドランド、1870年ロンドンとボンベイというように延びて行き、19世紀末葉には世界のすべてが、電信で結ばれた。これと共に電報料金はロンドン—インド間が当初の20語 3ポンド5シリングから、まもなく5～6シリングに下った(Geoffrey Tyson Cie, *100 Years of Banking in Asia and Africa, 1863-1963*, London, 1963, p. 71) 電信は第一に国際短資移動と国際証券の価格裁定を迅速、活発にした。第二に輸出代金の取寄せが迅速に行なわれうるようになり、資本の回転時間が短縮されると共に、多角的な国際収支尻の決済が可能になった。これは貿易から物々交換的な性格を最終的に取り除くことになった。第三に遠隔地に支店を有する国際銀行の全体の業務が本店から有効に統制されうるようになった。第四に電信を用いて銀行・商社の取引の先物ヘッジが可能になった。1873年から始まる銀価大幅下落の中ではこのことは銀行・商社の経営安定に大きな貢献をした。

電信と同時に蒸気機関とボイラーの飛躍的進歩があり、汽船の汽力のみによる長距離運航が可能になった。これにより海上運賃は1869年を100として1908年には45にまで下っている(B. R. Mitchell and P. Deane, *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge, 1962, p. 224) このため遠隔地からの重量物の輸送がコスト的に引き合うようになり、フロンティアの拡張、特に白人新規入植地の目ざましい発展が可能となった。世界貿易量は表1の示す如く伸びている。

この表によって計算すると1870—1900年の世界貿易額増加率(年平均、複利)は2.65%、1900—13年は12.11%となるが、貿易量をとると3.30%、4.30%である。これはこの当時の世界の実質所得成長率を大きく上回るものであったと思われる。

通信・輸送革命による国際貿易の急増は特に先進国による後進国一次産品の輸入という垂直貿易増大の形をとって進行した。このために白人新規

表1  
世界貿易額・貿易量指数

年	1870	1875	1880	1885	1890	1895	1900	1905	1910	1913
世界貿易額 (1907年=100) (a)	31	39	44	44	53	52	68	86	111	137
ルーソー物価指数 (1865年と1885年 の平均=100) (b)	110	117	102	88	87	72	91	86	97	106
世界貿易額 ((a)/(b))×100	28.2	33.3	43.1	50.0	60.9	72.2	74.7	100.0	114.4	129.2

(出所) 貿易指数は J. Tinbergen. *Business Cycles in the United Kingdom, 1870-1914*. 2nd ed., Amsterdam, North Holland, 1956, Table, 1A.  
ルーソー指数は B. R. Mitchell and P. Deane. *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge, Cambridge Univ. Press, 1962, pp. 472-3.

入植地を含む一次産品国経済の急成長がもたらされ、主としてそのインフラストラクチャー（その主力は鉄道建設であった）整備のために大量の資本が必要となった。この資本は西欧の先進国から供給され、英、仏、独、オランダ4国の民間海外長期純資産は、1870年64億ドル(=13.2億ポンド)→1913年358億ドル(73.6億ポンド)と5.6倍に伸びている。実質値では7倍である（Albert Fishlow, *Foreign Loans, Debt and Economic Development in the 19th and 20th Centuries*, in Herman van der Wee and Erick Aerts (eds.), *Debates and Controversies in Economic History*, Leuven, 1990, p.152)

周知の如く、レーニンは「古い資本主義にとっては商品の輸出が典型的であった。だが独占が支配している最新の資本主義にとっては資本の輸出が典型的となった。」（レーニン『帝国主義論』宇高基輔訳、岩波文庫、1956年、102頁）と言っている。上記の4カ国の年平均の資本輸出額は次のようにふえている。

1855—70年 年平均 41百万ポンド

1870—85年 " 103百万ポンド

1885—1900年    "   111百万ポンド

1900—13年       "   217百万ポンド

(出所は Albert Fishlow, loc. cit.)

たしかに増加は目ざましいが、問題はこの数字と他の数字の比較である。世界主要12カ国（英、米、独、仏、ロシア、イタリア、スカンディナヴィア三国、日本、カナダ、オーストラリア）の輸入額は1885年10.0億ポンド=48.7億ドル→1913年27.0億ポンド=131.4億ドルであった。商品貿易額は資本輸出額を大きく上回っている（数字の出所は、B. R. Mitchell, *European Historical Statistics, 1750-1970*, London, Macmillan, 1975 do, *International Historical Statistics- The Americas and Australasia*, London, Macmillan, 1983, do., *International Historical Statistics-Africa and Asia*, London, Macmillan, 1982）

また、資本輸入国であるロシア、カナダ、オーストラリア、日本の1914年における国内投資額を見ると次のとうりである。

ロシア（純資産）                   245百万ポンド

カナダ（粗固定資本形成）       80   "

オーストラリア（粗国内固定  
資本形成）       73百万ポンド

日本（粗国内固定資本形成）   88   "

(出所。ロシアについてはP.R. Gregory, *Russian National Income, 1855-1913*, Cambridge, 1982, pp. 58-9カナダ、オーストラリアおよび日本については、B.R. Mitchell, op. cit.)

すなわちこの4カ国の国内投資だけで4億8600万ポンドであって、英、独、仏、オランダ4国の1900—13年の資本輸出年平均2億1700万ポンドを上回っている。もちろん資本輸入国はこの4国に限られていない。インド、中国、ブラジル、アルゼンチンなどの大資本輸入国がこのリストから欠落

している。

これ故に、資本輸出は1870年代以後には、それ以前には見られなかったような重要性を獲得したとはいえ、世界の貿易と投資の大勢を決定するような重要な要因になったかどうかには疑問の余地がある。とはいえ、資本輸出の増が、国際銀行の業務を大きく伸張させることになったのも事実である。証券の発行を引きうけたばかりでなく、引受証券の元利払いサービスを担当することによって、発行主体である国、自治体、企業の預金受入、それへの貸付、証券を売却した顧客との銀行取引などによって銀行の正規業務も伸張することになるからである。

## 2. 海外銀行の業務

第一次大戦前の国際銀行の業務と今日のそれとは本質的には異なる所はないが、当時は複雑な持高調整の操作が行なわれていなかった所がちがう。金本位の下で為替相場の変動幅は現送点内のせまいバンドの中に収められていたからである。そこで国際短資移動はアンカバーで行なわれていた。ただし銀本位国と金本位国との間の取引の中にはカバーをとることが必要だった。

ところで海外銀行ヨーロッパ外支店の業務は、ごく単純化して言えば、ヨーロッパ向輸出代金引当に振出された輸出為替手形の買取と、輸入代金支払のための送金用銀行為替手形の売却である。送金為替売却によって現地通貨が入手され、輸出手形買取によってそれが支出される。だから輸出＝輸入であれば、現地通貨調達＝同払出となる。また買取った輸出手形がロンドン宛であり、売出した送金為替もロンドン払であり、両者の期限が同じならば、海外現地の輸出＝輸入は、ロンドンにおける $\pounds$ 建手形代金取立＝ $\pounds$ 建送金為替支払となる。

もちろんこれは例外である。第一に通常は輸出 $\neq$ 輸入である。第二に海

外の輸出先がイギリスのみで、輸入先もイギリスのみということはありません。第三に輸出手形と送金為替の期限は同一ではない。だから海外銀行の在ロンドン本店と各支店の間で複雑な資金の流れが生ずるのである。ここでは単純化して、輸出入の支向地はイギリスのみであり、輸出手形と送金為替の期限は同一であったとしよう。海外の輸出>輸入であれば、ロンドンでの $\text{ま建資金受取}$ >同支払となって、余裕資金をロンドンで運用する必要が生ずる。逆に海外の輸出<輸入なら、ロンドンでの $\text{ま受取}$ < $\text{ま支払}$ となるから、不足の $\text{ま資金}$ をロンドンで調達しなければならなくなる。つまり、海外の輸出超過 $\rightarrow$ ロンドンへの短期資金貸付、同輸入超過 $\rightarrow$ 同短期資金借入となる。もちろん、この短資移動は調整的なものであって、自生的なものではない。しかし、調整的短資移動であるとはいっても、その金利はロンドン市場の金利に規定され、かくしてロンドンの金融の繁閑は後進国に伝達されることになる。

ところで、海外の輸出>輸入であれば、海外銀行現地支店では現地通貨支払>同受入になるから、現地資金不足が生ずる。これは本店が支店に割当てた資本金の現地通貨転換分によってまかなうか、現地預金受入を促進するか、あるいはロンドンからの金銀現送をあおぐしなければならなくなる。

このような輸出入不均衡は季節的および景気循環的に生ずる。景気循環的動きを見ると、世界的景気上昇期には一次産品国の対ヨーロッパ輸出がふえ、同時にヨーロッパの対後進国資本輸出がふえる。かくして後進国所在銀行店舗のロンドン・バランスはふえ、このロンドン・バランス引き当てにロンドン宛為替を振出して売却し、現地通貨を受入れて、現地での与信業務を拡大することができる。これ故に海外銀行在外支店は自らのロンドン・バランスの増減とロンドンにおける利子率の上下に合わせて自らの現地での貸出限度と利子率を変化させる。逆に、ロンドンで恐慌が生ず

れば、海外銀行のロンドン資金調達がむつかしくなり、海外での与信業務も制限せざるをえなくなるであろう。海外銀行だけでなく、ドイツ、ロシアなどヨーロッパの後発国の銀行もロンドンで相当の額の短資を取り入れていたので、ロンドンの恐慌はヨーロッパ諸国にも大きな影響を与えることになったのである。

### 3. 高級銀行の役割

ロンドンのマーチャント・バンカーをはじめとするヨーロッパと北米の高級銀行については不明なところが大きい。これら銀行は1890年以降のベアリング・ブラザース株式会社を除くとほとんどが個人経営であって、バランス・シートすら公表しないからである。とはいえ最近になって幾つかの内部資料による研究が公表され、またスタンレイ・チャプマンの著書がマーチャント・バンカーの全容についてかなりのことを明らかにした。とはいえヨーロッパ大陸の高級銀行についてはいまだに厚いベールがかかっている。

ところでヨーロッパ諸国にまたがった支店網を有する国際銀行は存在せず、ヨーロッパ各国の国内銀行も他国に多数の支店を出すということにはなかったため、ヨーロッパ内の貿易取引の金融と短資取引、国際証券の裁定取引などはこれら高級銀行の活動領域であったと思われる。

つまり、ヨーロッパと海外一次産品国間の貿易の金融は株式海外銀行、ヨーロッパ内貿易の金融は高級銀行という分担になっており、更に国際証券の発行、流通と短資取引が高級銀行の営業基盤だったのである。英ポンドが基軸通貨であるために、ロンドンのマーチャント・バンカーでは手形引受業務の比重が高く、これによって世界的な貿易の金融に寄与していたことは、周知の所である。

とはいえ、マーチャント・バンカーは手形引受業務においても、かつて

の独占的な地位を失いつつあったように見える。英国国内預金銀行、英系海外銀行、外国銀行ロンドン店の手形引受が伸張してきたからである。マクミラン委員会におけるキンダースレーの証言(The Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry, 1931, Q 1273。西村訳、日本経済評論社、1985、734頁)によると1913年に一流引受手形の存在額は3億5000万ポンドであったが、うちマーチャント・バンカー21行の引受は1億2千万ポンドと3分の1くらいであると思われる。(西村閑也「国際銀行業史(18701914年)研究序説(1)」『経営志林』第27巻第3号、1990年10月、1617頁参照)。

#### 4. 株式海外銀行

英系海外銀行は1913年に44行あったが、そのうちには本店をカナダ、オーストラリア等にもつものもあり、狭義の英系海外銀行数はこれより少ない。これら銀行は3つの種類に分けることができる。すなわち(1)カナダ、オーストラリア等の白人植民地を主たる営業基盤とする銀行、(2)ラテン・アメリカを対象とする銀行、(3)アジアの人口稠密な旧文明国を対象とする銀行である。ジェフリー・ジョーンズによると1913年の英系海外銀行(本店をロンドンに持つ銀行のみ。だから例えば香港上海銀行はここに入らない)は285行その支店は1,286店であるが、うち大洋州、カナダ、南アフリカが、1,014店で、残りは272店にすぎない。(Geoffrey Jones, 'Competitive Advantages in British Multinational Banking since 1890', in Geoffrey Jones (ed.), *Banks as Multinationals*, London, 1990, p. 31)

大洋州、北米(カナダ)、南アフリカは白人植民地であるが、ここに多くの支店を有し、事実上は現地の銀行として働いていた多数の銀行があった。例えば、バンク・オブ・ブリティッシュ・ノース・アメリカ、バンク

・オブ・オースラレーシア、スタンダード・バンク・オブ・サウス・アフリカなどである。これらは現地設立の銀行と共に当該植民地の銀行組織の一部をなし、そこでの支払メカニズムを構成していたのである。これら銀行も、ロンドンに本支店を有する所から、植民地の貿易取引の金融を行ない、為替銀行としての側面を有するが、その業務の主軸は植民地内での国内銀行業である。

各銀行のバランス・シート上の「引受手形+支払手形+取立手形」の「発券+預金+国内他行への債務」に対する比率をとり、この比率が銀行の国際性の指標であるとしよう。1913年について、英系海外銀行のこの債比率は次のとうりであった。

南アフリカ系（3行）	18.5%
オーストラリア系（14行）	10.7%
カナダ系（5行）	6.3%
東方為替銀行（6行）	14.0%
その他（8行）	83.6%

（拙稿「国際銀行業史（1870～1914年）研究序説(2)」『経営志林』第27巻第4号、1991年1月、表17参照）

ここからオーストラリア系14行のこの比率は10.7%、カナダ系5行は6.3%と著しく低く、これら銀行の業務の力点が国内業務にあることが分る。

他方、「その他」のグループは主としてラテン・アメリカを対象とする銀行から成るが、その比率は83.6%と高い。意外なのは東方為替銀行で、その比率は14.0%でしかない。ただし、この比率は19世紀末まではこれよりはるかに高かった。この比率がこのグループについて比較的到低いのに、は次のような理由がある。第一にインドと英国の間の資金移動にインド省手形が多く用いられたこと、第二に東アジアを対象とする国際銀行の買弁、シュロフなどの仲介による現地住民の貸付が大きく伸びたことである。

これらのインド、中国、日本など東アジアを対象とする英系銀行はしばしば東方為替銀行 *Eastern Exchange Banks* と呼ばれている。香港上海銀行は厳密にはこのグループに属しないが、ここではこの銀行もこのグループに含めて考えることとしよう。

東アジアの国々は、1893年以後のインド、1900年以後の日本を別として、すべて銀本位国であった。ところが1873年から銀の価格は大きく下り、それは、標準銀 1 オンス当り

1872年平均	60	15/16	ペンス
1902年 "	24	1/16	"
1913年 "	27	9/16	"

という推移を辿った (W.F. Spalding, *Eastern Exchange, Currency and Finance*, 3rd ed., London, 1920, p. 290)。

この30年間に6割に及ぶ大幅下落は、アジア諸国の対英ポンド為替相場の大変動を伴い、為替リスクの回避が銀行・商社にとっての大問題になった。銀行は今日の為替銀行と同じくカバー取引によってオープン・ポジションの発生を予防しなければならなくなったのである。

しかし、この点についてはここではふれておくだけにしよう。論述を元に戻すと、東方為替銀行の上述の比率の低水準が問題であった。この比率は1913年に次のとおりである。

マーカントイル銀行	11.3%
チャータード銀行	21.3%
ナショナル・バンク	
オブ・インディア	10.0%
香港上海銀行	14.0%

(*The Economist, Banking Number* May 23, 1914)

しかし、この比率は常にこのように低水準だったわけではない。石田高

生氏によると、1865年に支払手形 / 負債総額の比率は、次のようである。

アグラ銀行	49%
アジア銀行	45%
オリエンタル銀行	33%
コマーシャル銀行	36%

(石田高生「イギリス植民地銀行の変遷過程」北海道大学『経済学研究』34巻3号、1984年12月、73頁)

つまり、19世紀中葉から第一次大戦までの間に英系東方為替銀行の業態は著しく変化したのである。その変化は対象となる植民地、後進国の内部の生産・流通過程の金融への関与の進展である。香港上海銀行をとると、その貸付および預金+発券は次のように大きく伸びている。

貸付 (香港ドル)    預金+発券 (円)

1982年末 2410万                      4330万

1913年末 1億4170万                  3億2300万

(Frank H.H. King, *The Hongkong Bank in Late Imperial China 1864-1902*, Cambridge, 1987, p. 317および *The Economist, Banking Number*, May 23, 1914)

この預金のうち、1913年には1億9540万ドル、すなわち預金+発券の60%が銀建現地預金であった。石井寛治氏は香港上海銀行の発展について、土着金融機関であった錢荘との結びつきがその原動力の1つであったのではないかとされる。そこで貸付をとると、それは1882年→1913年の間に先の表に見られるように、5.9倍にふえている。他方、支払手形と受取手形は次のようである。

1882年末 (香港ドル) 1913年末 (同)

支払手形 1700万                      1994万

受取手形 3560万                      1億4799万

(Frank H.H. King, op. cit., p. 290, *The Economist, Banking Number*, May 23, 1913)

見られる如く支払手形はこの間にほとんどふえていない。これは電信為替の普及によって年間の送金為替取組額はふえていっても、その期末残は縮少するからである。他方、受取手形は大きくふえている。そこで(受取手形+引受) / (預金+発券)をとると、1913年で49.6%になり、同行が為替銀行としての性格を維持していることが分る。しかし、この間の受取手形増加率は、4.16倍であり、貸付の伸びの5.9倍をかなり下回っている。そして、1882年末の(受取手形+引受) / (発券+預金)の比率は82.2%であったので、この比率も大きく下り、同行の中国等の現地金融傾斜が生じていることが明らかである。

このような現地貸付の伸びは、当然に現地経済の貨幣経済化と、その実質的成長を前提とする。中国の輸出+輸入は、1880年 157 百万海関両 = 4530万英ポンド→1913年 973 百万海関両 = 1 億4820万英ポンドで、銀両建てで6.2倍、金ポンド建てで3.3倍の伸びである。しかもこの間に中国の輸出入においてヨーロッパ系商社のシェアは大きく下ったと言われている(Compton Mackenzie, *Realms of Silver*, p. 70)

南米について見ると、1914年に英系銀行として、アルゼンチン4行、ブラジル3行、チリ2行、その他1行、計10行が存在していたが、英系を含むヨーロッパ系銀行の力は強く、ブラジルでは全銀行預金の41%、アルゼンチンとチリでは28%のシェアを有していた(A.S.J. Baster, *International Banks*, p. 258)。これら銀行の国際業務も他地域の英系銀行のそれと比べて本質的に異なるものではないが、南米の産物の大きな部分が米国へ輸出されていたので、ニューヨークとの関係も重要であった。また、アルゼンチン、チリ、ブラジルの通貨は不安定で、何回も金本位制と不換紙幣制の間を往復したので、銀行は金(ポンド)建て預金と紙券建て預金の両方を

受入れ、かつ両方の通貨建貸出を行っていた。そして紙券建預金の枠内で紙券建貸出をするようにするのが原則であった。また、これら諸国の通貨の為替相場は大きく変動したので、銀行の外貨売相場と買相場の間のスプレッドは大きく、外替業務からの利益は大きかった。前に示した南米の英系銀行の(支払手形+引受) / (預金+発券)の比率が80%を上回る高率であったのは部分的にはここから説明しうるかもしれない。

しかし、より根本的な原因は、南米諸国の貿易依存度の水準にあったのではなからうか。19世紀における名目国民所得のシリーズが存在するのはブラジルのみであるが、その貿易依存度=(輸出+輸入) / 国民所得は1880年66.3%→1913年34.9%の高率であった。(B. R. Mitchell, *The International Historical Statistics-the Americas and Australasia*, London, 1983, p. 552, p. 898)。更にアルゼンチンの輸出+輸入は、1880年104百万金ペソ→1910年725百万金ペソと7倍にのび、年平均6.7%の増(複利)である。チリをとるとそれは152百万金ペソ→668百万金ペソと4倍の増で年平均増加率は5.1%である(B. R. Mitchell, *op. cit.*, pp. 550-2)。この目ざましい伸びが為替銀行の業務の伸びを支えたであろうことは言うまでもない。

ただ、東アジアの英系銀行とちがって、南米では買弁の如き中間保証業者は存在していない。プランテーション又は鉱山業を中心とする比較的簡単な構造の輸出経済セクターとの取引であったこと、言語も風俗もヨーロッパ人に理解し易いものであったことが、このちがいをもたらしたのであろう。

## 5. むすび

今後の研究の焦点として取上げるべきことは3つにまとめられると思われる。

第一は世界の景気循環と国際銀行のかかわりである。第一次大戦前の英国はすでに世界景気循環の起動国ではなくなっていた。その国内投資は1901～10年平均で1億4200万ポンド、GNPの7.1%にすぎなかった。他方、商品輸出は3億4700万でGNPの17.2%にもなる。英国経済を動かすものは国内投資ではなく、財とサービスの輸出であったのである。この輸出動向を規定するのが、ドイツ、ベルギー、米国など新興の工業国の動向であった。しかしながらロンドンは依然として世界の金融中心であったので、ヨーロッパ・北米のブーム→英国の輸出増→英国のブーム→ロンドンにおける金利上昇という関連と、ヨーロッパ・北米のブーム→同金利上昇→英国からの短資流出→ロンドンでの金利上昇という関連が生じた。このロンドンでの金利上昇は国際銀行の預金・貸出利率引上を促進し、国際銀行の店舗を通じて後進国にまで金利上昇は伝達されたであろう。もちろん、この背後にはヨーロッパ（含英国）のブーム→後進国輸出増→同景気上昇という実物面での伝達機構が存在する。こうした動きの中での世界マネー循環の景気変動的動きの態様が問題とさるべきである。

第二に国際銀行の活動が世界経済と世界貿易の成長をどのように促進したのかが追求されねばならない。

第三に、国際銀行の仲介によって国際取引の決済に必要な英ポンドが創造されていたと思われるのであるが、その具体的メカニズムを解明する必要があるであろう。

（以上の報告については、次の論文をあわせて参照して頂ければ幸いである。西村閑也「国際銀行史（1870～1914年）研究序説(1)(2)」法政大学『経営志林』27巻3号、4号、1990年10月、91年1月）

## 〈討 論〉

寺園徳一郎（福岡大学）

表10…1990～1913年「マーカントイル銀行ロンドン店」は1911年以外は毎年大幅負債超過になっていることの意味を御説明下さい。それでも店が成り立っている理由は何か、ということです。

〔答〕

この表10は拙稿では省略してありますが、御質問についての答は参照文献としてあげた拙稿『経営志林』27巻3号、P14に書かれておりますので御覧下さい。

赤川元章（慶応義塾大学）

1907年のアメリカ貨幣恐慌（＝支払手段不足の勃発）を契機とするヨーロッパ、とりわけ、ロンドン、ベルリン（ロンドン経由）パリからアメリカへの全流出＝国際的な金運動＝国際的な貨幣恐慌への波及の中で、国際銀行等はどのような媒介的役割を実際に果たしたのでしょうか。

〔答〕

ヨーロッパ、北米の相互間の金、短資取引は主として高級銀行の取扱う所であり、資料が甚だ少ないのでその具体的態様はよく分かりません。ただ現実的には金はヨーロッパ→ロンドン→ニューヨークと流れていて、ヨーロッパ→ニューヨークという流れはほとんどなかったように思います。ここでもロンドンの仲介的役割が重要だったわけです。

平岡賢司（熊本商科大学）

第一次大戦前において主要国（英米独仏）の国際銀行間の競争・角逐関係について御質問させていただきます。

主要国の国際銀行業務にそれぞれ力点の置き方が違くと述べられましたが、具体的に御教示下さい。その場合、基軸通貨国であるか否かで国際銀行業務の内容に大きな違いがでるのでしょうか？

〔答〕

この点は時間がなくて十分に御説明できなかつたのですが国際銀行である以上貿易金融をその国際業務の主軸にすえているわけでその限り英系、ドイツ系、フランス系の間で大きな差はないと思います。ただドイツ系の場合はやはりやや長期の貸付に傾斜していたこと、フランス系については公金預金に依存する程度が高かったという程度の差は認められるかと思えます。基軸通貨国の英国に本拠をもつ場合はポンドの調達はやや容易であるということも言えるかもしれません。

佐々木仁（名城大）

第一次大戦後20年代の国際銀行業は「国際銀行業の歴史」の一局面を特徴づけるものとして問題とならないのでしょうか。

結果として29年ニューヨーク市場のガラに強く影響するような国際的資金の流れがあったと思いますが、あるいはロンドン市場の短期借り長期貸しという特徴を思い出しますが、このような資金事情を出す国際金融市場ないし国際銀行業の状態・特質を後教示ねがえましたら幸いです。恐縮ながら、当方に積極的見解は何らありませんが。

〔答〕

両大戦間はロンドンとニューヨークという二つの国際金融中心が現出した点が1914年以前との本質的な差であると思います。ホットマネー的な動きはまさにこの複数基軸通貨体制の所産であります。

国際通貨国の一つの役割が短期資金の長期資金へのマチュリティー・トランスフォーメーションであることを考えますと、短期借長期貸は国際通貨国の本来的な姿であります。それが両大戦間に恐慌を徴発する一つの要素になったとすれば、これも複数基軸通貨体制の本質的脆弱性のあらわれといえると思います。

山本栄治（福岡大学）

どの国の通貨建てで国際銀行業務を行うのか、といった問題について質問させていただきます。

中心国（国際通貨国）と準中心国（自国通貨を国際通貨化させようとしている国）の関係は非常に複雑だと思いますが、金本位制下では準中心国の国際銀行業は自国通貨建てで行う傾向があると思います。他方、変動相場下の「ドル本位制」では、例えば日本の国際銀行業のように、大部分はドル建て取引で行なわれています。この相違をどのように考えたらよいのか、お教え下さい。

〔答〕

1914年以前については、居城氏のコメントにお答えした中に含まれておりますように、準中心国はマルク建、フラン建手形による国際取引の導入、拡大に努力したのですが、それはあまり成功していなかったと思います。ただ、輸出品の表示通貨はポンド建ではないケースがかなりあったのかもしれませんが。この点は更に調べて見たいと思っています。

# 現代の国際銀行業

—ユーロ・バンキングの歴史性とその射程—

入江恭平

(名城大学)

## I. はじめに

戦前のロンドン金融市場やニューヨーク金融市場が国際的な決済機構（スターリング・バランスやドル・バランス）と各種の資金貸借市場（短期金融市場と資本市場）とを一国内部に並存させながら国際金融市場として機能したのに対して、戦後の国際金融市場の構造的特徴は国際的決済機構（狭義のドル・バランス）と国際的な資金貸借市場とが空間的に分裂し、後者をユーロ市場として外部に自立させた点である。このように戦後的な性格を刻印されたユーロ市場での金融業務、すなわちユーロ・バンキングは国際銀行業の現代的形態と考えられる。しかしながら、第一次大戦前の国際銀行業の一タイプであるマーチャント・バンクなどはそれ自体、個別資本としての自立性をもつものに対して、ユーロ・バンキングはあくまでも機能的存在であって、実体的には国際的な商業銀行、多国籍銀行の在外支店や部門として存在するのである。

ところで、非居住者、居住者向け外貨建て業務として定義付けられたユーロ・バンキングの「古典的」規定はその後、IBF（1981）、JOM（1986）の出現によって一部変更を迫られ、さらには、ユーロ・バンキングはもはや、「銀行業務の唯一の国際的側面」でも「特殊な現象で（も）

なく、単に解放された国民経済を結び付ける金融関係の全般的ネットワークの一部にすぎない」(R.C.プライアント)という評価を一部の論者によって与えられている。今やユーロ・バンキングはある意味では歴史的な存在になりつつある。

## II. ユーロ・バンキングの成立 - 米商業銀行の国際化

ユーロ・バンキングの前提となるユーロ・カレンシー(ドル)市場は国民国家の諸制度、諸規制から自由な短期金融市場であるが、その発生は高度に国際政治的な政府間協力、その国際通貨体制上の表現である「ブレトン・ウッズ体制の産物」(De. チェコ)であったことは注目しておいてよい。1950年代以降のアメリカの基礎収支の赤字化は西欧諸国の公的ドル残高の累積をもたらし、本来ならば、それは金・ドル交換によって収縮するのだが、ブレトン・ウッズ体制の維持のためには、政府間「協調」の下に金・ドル交換の抑制と同時にドル残高の維持が図られる。公的ドル残高のユーロ・ドル預金への転換は金・ドル交換の抑制、アメリカからの金流出の迂回化と同時にドル債権形態の維持であった。1960年代前半までのユーロ・ダラー市場の最大の資金源泉は西ヨーロッパや日本の中央銀行・通貨当局からのものであった。アメリカサイドからみても基軸国としての負担能力以上の対外資本流出は金・ドル交換の維持という観点からは抑制させる必要がある。金利平衡税(1963年)をはじめとする対外資本流出規制等の導入がユーロ・ドル市場形成を促進したことの基本的背景である。基軸通貨国アメリカ政府と多国籍企業、多国籍企業とは一時的には対立するのであり、国際通貨ドルの形成、維持とウォール街(ニューヨーク国際資本市場)の利害の抑制は一時的には並存するのである。

1960年代半以降の米銀在外(中心はロンドン)支店の設立を契機としたユーロ・バンキングの形成を資本蓄積との関連で規定することは重要であ

る。従来、米銀在外支店業務の展開を企業の多国籍化への追随、より具体的には企業の海外事業展開に伴う資本移動、国際金融仲介という点が指摘されているが、米企業の資本蓄積に伴う資金需要を在外支店活動が支えたという側面を強調しておく必要がある。この場合、資金フローという点からは国内、国際的金融仲介という両面をもつ。また1966年、1969年の金融逼迫、クレジット・クランチ期に米銀本国店は在外支店から大量のユーロ・ドル取入れを行ったことが事実として指摘されているが、1950年代末から常時米大手銀行はファンディングの源泉としてユーロ・ドル市場を利用していたことを正當に位置づける必要がある。

1961年の現在のシティ・バンクによるCD導入に至る過程は大手米商業銀行にとっての懸案事項が市場性資金を通じた銀行ファンディング＝「負債管理Liability Management」であったことを示す。市場性資金の導入の歴史的な序次はアコード以降、金利が自由化されたフェデラル・ファンド、ユーロ・ダラー、CDの順である。そして「負債管理」問題発生の第一の根拠は、戦後復活した産業資金需要に対してアメリカ商業銀行がターム・ローンと商業銀行の負債管理、国際的パラレル・マーケットとしてのユーロ・ダラーの発展の相関が注目される。国際銀行業の展開という視角からは企業のグローバルな資本蓄積に規定される側面だけではなく同時に、流動性調節機構としてのユーロ・カレンシー市場を利用し、「再生産」しながら独自の領域を展開していることを示す（FollowerかLeaderか）。

### Ⅲ. ユーロ・バンキングの展開－変動相場制下の国際銀行業

1970年代の国際金融市場における最大の焦点は、ブレトン・ウッズ体制

の崩壊、変動相場制への移行であり、二度にわたる石油危機とそれに伴うオイル・マネーの還流問題であった。後者からみよう。

1970年代の途上国への国際収支赤字ファイナンスは公的援助や国際金融機関によるものではなく、Privatisationが進行し、しかもユーロ債市場ではなく、もっぱらユーロ・カレンシー市場でのユーロ銀行の金融仲介が主導した。その際、既に1960年代末、米多国籍企業向け融資に対して試みられていた、ロール・オーバー・クレジットや同形態を具備したシンジケート・ローンが主要な信用形態となった。ロール・オーバー・クレジットとは中長期の貸付を与える一方で6カ月ないしそれ以下の期間ごとに金利が変更される銀行信用であり、更新される貸付金利は、通常、あらかじめ定められたインターバンク預金（LIBORなど）金利を基準に連動して、一定のプレミアムが付加されて決められる。「短期借の長期貸」に伴う期間のミスマッチから生じる貸し手銀行の金利リスクは借り手に転嫁させる。シンジケート・ローンは信用リスクの最適な分散方法であって特にシンジケーションの方法は、証券の引受、さらにさかのばれば保険の引受方法を継承している。1970年代から1980年代はじめにかけてのユーロ・シンジケート・ローンを主流としたリサイクル問題の解決方法は、確かにシンジケート方式によって個々の銀行の信用リスクは減少させたが市場全体の問題の解決にはならなかったし、変動金利制たるロール・オーバー・クレジットは1970年代末からの高金利下での金利リスクを貸付銀行に対しては回避させたが、借り手側に金利リスクを転嫁することになった。

変動相場制移行後、ユーロ・バンクのインターバンク取引は先物為替市場との代替、補完機能によって役割を増大させる。例えば日本の企業がドル相場の上昇を予想して90日の先物ドルを買うとしよう。銀行は90日の先物ドルの売り持ちになるわけだが、それをカバーするために先物為替市場を利用せずに、直物市場でドルを買って（円売り）、手取り金をユーロ・

ダラー・インターバンク市場で運用し、先のドル建て偶発債務の相殺を行う。ユーロ銀行の立場からすると先物為替によって生じた偶発的な債権・債務をユーロ・インターバンク市場を利用して為替リスク管理を行なっているが、結果的には直物為替市場での短期資本移動をひきおこし、同時にカバー付き金利裁定取引によって短期金融市場の統合化をもたらしている。また見逃すことが出来ないのは、為替リスク管理がインターバンク市場を膨脹させている点である。ユーロ・バンキングに特有なインターバンク取引の比重の高さは、金利リスク管理の方法においても同様に見いだせる。

#### IV. 国際銀行業とユーロ・セキュリタイゼーション

##### ——ユーロ・バンキングの再編成と限界

途上国の債務累積危機の顕在化を契機に1970年代型の国際銀行業は業務上の再編成をせまられ、その具体的展開がユーロ・セキュリタイゼーションであることは今や周知の事である。ユーロ・セキュリタイゼーションも1986年末から1987年にかけての変動利付債市場の破綻を契機に一つの転機を迎え、新たな局面へ転回したと思われる。これらの過程で明らかになってきたことは、現代の国際銀行業の中軸をなしてきたユーロ・バンキングが歴史的限界性を示しはじめたことである。これらをユーロ・セキュリタイゼーションの一分岐を構成した変動利付債市場、スワップ市場に即してみよう。

変動利付債市場の発生は既に1970年にさかのぼるが、量的に急拡大するのは1982年以降である。まず注目されるのは、発行主体の中心は銀行であって、これは、1974年のユーロ市場での最初の金融危機以降、一貫して変わらない。ユーロ・バンキングのファンディングの中心はインターバンク預金市場であり、1972年に導入されたユーロCDも他銀行からのクレジット・ラインと代替的である点では同様にインターバンク市場依存で

ある。FRNがこれらのファンディング手段と決定的に異なるのはCDの場合のようにクレジット・ラインを食いつぶすことがない。つまりインターバンク預金以外の資金源泉に支えられたと考えられたからである。さらにFRNの預金担保機能としての「資本」的性格であり、具体的には「劣後資本」規定がイギリス系銀行などには早くから与えられていた。しかしFRNの保有者の中心は同じく銀行であった。ここにFRN市場破綻の基本的原因があった。1986年末からのFRN市場の危機の具体的展開は「劣後資本」規定を与えられたFRNの一変種である永久債が引受競争の下に発行条件（発行利回り）を大幅に引下げられ、その最大の投資家であるユーロ銀行のファンディング・コスト（LIBOR）と衝突したのである。先述したように、個別のユーロ・バンクは為替リスク、金利リスクの管理のためにインターバンク市場を「再生産」しており、一見この自己膨脹は永久的に見えるが、FRN市場の破綻は、インターバンクに依存したユーロ・バンキングの限界を示したのではないか。

一方、1980年代初頭から市場化される債務の交換取引としてのスワップは1970年代半から活発化した派生的金融市場の系譜に属し、資産・負債の事実上の形態転換機能を果すことによって国際銀行業のALMの一環に組み込まれることになる。しかもインター・バンク市場上で追求される個別銀行のリスク管理が資産・負債の膨脹をもたらすのに対して投機資本の節約機能を根拠としたオフ・バランス・シートが一般的な点では個別銀行の収益率上昇に寄与する可能性は高い。しかしリスクの潜在化は他のインター・バンク取引と同様であって膨脹の限度は存在しない（BIS・銀行資本比率規制の根拠）。しかし見逃すことは出来ないのは裁定取引としての側面であって、それによって国際的資本移動の大量化を加速すると同時に、各国金融・資本市場の統合化を一層進展させる。各国金融・資本市場の規制緩和を引き出すことによって、国民国家的諸規制から相対的自由なユーロ・

バンキングの独自性は掘り崩すことになる。

## 《討 論》

吉田暁（武蔵大学）

「ユーロ・ダラー市場の発生・確立はブレトンウッズ体制維持のためであった」というのであれば、IMF体制が崩壊（金交換停止）したのちには、それは不用になるという論理になってしまいませんか？

対外資本流出の抑制はたしかに米国の金・ドル交換の約束を守るために必要だったのででしょうか。その規制回避のためにユーロが発展したのであってユーロによって金・ドル交換（国際通貨ドル）を守るということではないのではないか。

中尾茂夫（大阪市立大学）

①公的保有ドルがユーロダラー預金に振り替わる際には、どの程度、保有者国別の裁量の自由があると考えられるか。また、それは国によってどの程度の相違が考えられるか。

②インターバンク取引の拡大は、ユーロバンキングの一般的性格だけではなく、80年代後半には、ジャパンマネーのグローバル化と関連が大きいように思われる。後者のポイントについてどう思うか。

③インターバンク取引の部分だけを強調すると国際銀行業の主要な活動が金利裁定、為替裁定ばかりがクローズアップしてくることにならないか。マネーの動きはどこで「モノ」の動きとつながるかが重要であるように思われる。

坂本正（熊本商科大学）

①ユーロ・バンキングの成立契機として、「負債管理」とユーロ・ドル市場との関係について注目されていますが、ご指摘のようにターム・ローンの供与が「負債管理」をひきおこしたわけですから論理的にはターム・ローンの増加がユーロ・バンキングを成立させたと考えてよいのでしょうか。主要因なのでしょうか、一つの要因でしょうか。向先生へのお答えでは銀行独自の面の問題として提出したということですが、強調されている割には、付随的な論点ということなのでしょうか。

②短期金融市場の発展と「負債管理」は密接な関係にあります。ユーロ・ダラーの発展と短期金融市場の発展とはどのような関係にあるとお考えでしょうか。

岡本啓男（東洋大学）

イギリス国内で発達したインターバンク・マーケットとユーロ市場でのインターバンク・マーケットとはどのような関係にあるとみられるのでしょうか。両者は無関係なのでしょうか。それとも前者は後者の一部を構成していると捉えられるのでしょうか。（または80年代ははじめから両者は統合されたとみてよいのでしょうか。）

深町郁弥（九州大学）

変動相場制下の国際銀行業の展開、そしてユーロ・バンキングの展開（ユーロカレンシー市場の拡大）について流動性調節、金利リスク、為替リスクの管理、操作を説明されていましたが、この点について再度教えてください。

今宮謙二（中央大学）

①ユーロ・バンキングの歴史的限界について

A.金融グローバリゼーションの限界と関連づけてみてよいのでしょうか。

B.その際の軸はリスク管理の困難とみてよいのでしょうか。

②今後のユーロ・バンキングの展開はどのようになるとみていますか。

### 1) ユーロ市場の成立契機

①ユーロ・ドル市場の成立契機にブレトン・ウッズ体制の維持＝金・ドル交換の抑制・迂回化を挙げた点について

まず第一に1960年代前半までのユーロ・ドル市場の最大の運用者が西側の金融当局＝中央銀行であったことを念頭においた成立期の論理である。したがって1971年金・ドル交換の停止以後すなわちブレトン・ウッズ体制崩壊後のユーロ・ドル市場の自立的展開期の論理とは背馳しないと考えます。

第二に、この点は公的レベル＝（アメリカを含む）各国中央銀行間の「協調」の論理であって、民間＝銀行、企業レベルの規制回避によるユーロ市場形成の促進因とは矛盾しないと考えます。アメリカ政府による1963年金利平衡税導入に始まる対外資本流出規制がなぜ導入されたかに答える必要があります（金・ドル交換の維持というゲームのルールの遵守にあったと考えています。）そのうえで、それに対応し規制を回避して民間レベルでの資金調達、運用がユーロ・ドル市場形成を促進したことを述べるべきです。

第三に、公的ドル残高の非基軸通貨当局によるユーロ・ドル預金への転換は1960年代までは金ドル交換の抑制＝迂回化として機能するが、金・ドル交換停止後はその機能を失い、むしろ民間の自由な資金源泉となって、各国の通貨・金融政策を脅かすものとして、むしろ抑制されることとなる。政府間「協調」の内容が1960

年代とそれ以降とは異なるのです。

## ②ユーロ・バンキングの成立契機を米銀の「負債管理」とした点について

上との関連で言えば、公的レベルの論理ではなく民間レベルでのユーロ市場の成立契機を問題にしている。その際、従来は企業の多国籍化へ追随した米銀在外支店活動が強調されていたのだが、米銀のファンディング問題解決の一環としてユーロドル市場が利用され、「再生産」したことを強調したわけです。しかも米銀のファンディングのためのユーロ・ドルの利用の根拠にはターム・ローンの供与が最大の根拠であったと規定したわけです。従来、米銀のCD発行（1961年）によるファンディング問題の解決へ至る過程は、インフレ下の規制（レギュレーションQ）の存在による資金（預金）のディス・インターミディエーションが強調されてきましたが、ここでは銀行によるターム・ローン供与という再生産過程との関連でCD市場を含めた（ユーロ・ドル市場もその一環）現代的短期金融市場生成の論理を強調したわけです。それによってユーロ・ドル市場の国際的商業銀行によって「再生産」される現代的短期金融市場（パラレル・マーケット）としての性格を規定したつもりです。ユーロ・バンキングとは国際的パラレル・マーケット上で活動し、同市場を「再生産」している銀行業といえます。

## 2) ユーロ・バンキングとリスク管理について

ユーロ・バンキングの形成は商業銀行の「負債管理」を重要な契機として登場し、しかもその前提にはターム・ローンの供与が存在したわけですから、銀行の量的な資金ファンディングの他に、資金運用期間と調達期間のミスマッチに基づく金利リスク管理が最初から存在したものと思われます。しかし金利リスク管理が顕在化するのにはユーロ市場でシンジケート・ローンが大量に供与され、金利変動が激化する1970年代以降であり、その際には実際には単なる「負債管理」から「資産・負債管理（ALM）」へと転回していたと思われます。そしてそのことが短期金融市場たるユーロ・カレンシー市場、殊にその同市場のインターバンク預金部門を膨脹させていたと思われます。為替リスク管理によるユーロ・カレンシー市場の膨脹はインターバンク預金市場が先物為替市場と代替的機能をもつ点に求められます。

## 3) インターバンク・マーケットについて

①1950年代以降、イギリスにおいて発生・発展した、古典的短期金融市場＝ディスカウント・マーケットと対比されるパラレル・マーケット＝現代的短期金融市場の一部にインター・バンク預金市場があり、さらにそれはポンド建て市場と非ポンド（中心はドル建て）建て市場から構成されています。イギリスのインターバンク預金市場はクリアリング・バンクと対比されるセカンダリー・バンク（マーチャント・バンクや在英外国銀行など）およびクリアリング・バンクの金融子会社の資金調

遠源泉を提供した点ではファンディングの面からのユーロ・バンキングの原型を考える場合に示唆的です。その後、1971年のCCC（信用と競争調節）の導入以後、クリアリング・バンクによるパラレル・マーケットへの直接的参入によってディスカウント・マーケットとの統合が進み、さらに1979年の為替取引の自由化によってイギリス国内預金者の非ポンド建預金市場への参入が自由化され、ポンド建パラレル・マーケットと非ポンド建インター・バンク市場の統合は完成したと考えます。

#### ②セキュリティゼーション下でのインターバンク市場について

確かに1980年代のセキュリティゼーション期には、邦銀と非邦銀（特に米銀）のインターバンク市場依存性に対照的ともいえる違いがあったといえます。米銀がインターバンク依存性を低下させた諸要因には、ROA（総資産収益率）重視、フューチャーズ、スワップ市場を利用したオフ・バランス取引の拡大などがある。邦銀が逆にインターバンク市場依存性を強めた背景には個別銀行の行動様式の米英銀との相違の他に、本来国内短期金融市場で果たすべきリスク（特に金利リスク）管理をユーロ・インターバンク市場で代替した側面があります。

#### 4) ユーロ・バンキングの限界と展望

限界は二つの側面から考えられます。

第一は、ユーロ・バンキングがその発生から現在までそのファンディングの基礎としてきたインターバンク市場がその最終的資金源泉を持っていないことからくるいわば内部的限界です。その端的な例が、基本的にはユーロ・バンキングのファンディングの強化のために発展してきた変動利付債市場が最終的投資家をインターバンク以外に見いだせずに1986年末から1987年初めにかけて破綻したことです。

第二には、各国の銀行・金融市場の自由化—ユーロ・バンキングの展開が金融市場のグローバルな統合化を介してそれらを加速したと考えられますが—によってユーロ・バンキングの独自性が喪失するという面での限界です。

ユーロ・バンキングはホールセール・バンキングの国際的展開という側面をもっていますが、リテール・バンキングの国際化するなかで国際銀行業の現地業務の側面をカバーしていません。今後、少数の大手銀行の中で現地業務の比重が相対的に高まる可能性があります。

#### （付記）

大会当日には向寿一（立命館大）先生から報告に対して詳細かつ懇切なコメントをいただきましたが、紙上での正確な再現は断念せざるを得ませんでした。向先生ならびに会員のみなさまにおわび申し上げます。ただしコメントに対する回答は上記の回答でほぼカバーしていると考えています。

# 部会活動報告

## 〔北海道部会〕

1990年（度）北海道部会は下記の要領で開催された。

(1) 3月19日 北海道大学

合評会

田中素香「管理通貨制と金の価値尺度機能の廃棄」

コメンテーター

浜田康行氏（北海道大学）

高懸雄治氏（旭川大学）

吉田賢一氏（北海道大学）

海保幸世氏（北海学園大学）

(2) 10月13日 北海道大学

合評会

青野正道「金融制度とマクロ経済」新評論

コメンテーター

浜田康行氏（北海道大学）

吉田賢一氏（北海道大学）

海保幸世氏（北海学園大学）

## 〔関東部会〕

関東部会は下記のように開催された。

1. 1990年7月14日 於慶應義塾大学

報告者 横内政雄氏（新潟大学）

論題 「第1次大戦前における横浜正金銀行ロンドン支店」

なお、本報告の詳細は、佗美他編『国際金融：基軸と周辺』1986年等に発表された。

2. 1990年12月15日 於慶應義塾大学

報告者 星野 郁氏（國學院大学）

論題 「経済通貨同盟下の財政金融政策の課題」

なお、本報告の詳細は、同氏「EMU（経済通貨同盟）の政治経済学」「國學院経済学」38-1として発表された。

**〔関西部会〕**

(1) 1990年4月14日

場所 大阪市立大学 文化交流センター

報告 「世界マネー循環分析の方法について」

向 寿一氏（立命館大学）

「ユニバーサルバンクの発展過程」

生川栄治氏（近畿大学）

(2) 1990年10月6日

場所 大阪市立大学 田中記念館

報告 「ヨーロッパにおけるドルの浸透

——E.P.V, E.M.Aとの関連で——」

西倉高明氏（大阪市立大学）

「信用の二つの基本形態について

——「新しい信用論」批判の視角——」

小野朝男氏（和歌山大学）

**〔西日本部会〕**

第1回例会

1990年7月22日（日）（於九州大学）

「資本蓄積と信用制度」

長崎大学商科短期大学部 高倉泰夫氏

コメンテーター 福岡大学 川合 研氏

第2回例会

1990年12月9日（日）（於熊本商科大学）

「信用論体系と短期金融市場」

熊本商科大学 坂本正氏

コメンテーター 福岡大学 山本栄治氏

## 信用制度と資本蓄積

高倉泰夫（長崎大学）

### 1. 『資本論』における信用の基本規定について

マルクスは『資本論』第3部第5篇第27章の冒頭で「信用制度について、これまで〈われわれが〉一般的に述べる機会をもったのは、次のことであった。/ I) 利潤率の均等化を媒介するために、すなわち全資本制的生産の基礎をなすこの均等化を媒介するために、信用制度が必然的に形成されること。」(KⅢ. [Ms. S. 326]、S. 451、ほぼ大谷訳による。)と述べている。この「一般的に」これまでに「利潤率の均等化」を媒介するために信用制度が形成されることを述べたとしていることに対応する部分は、『経済学批判要綱』そして「23冊のノート」における「貨幣資本（金融市場における資本）」が産業資本の生産拡大に対して積極的な効果を及ぼすことで、利潤率の均等化機構を機能させているとする叙述を参考にして考えると、同じ第5篇の「第22章 利潤の分割。利子率。利子の「自然」率」において、金融市場と産業資本の生産拡大あるいは資本蓄積において必要とされる貨幣資本の需給との関連について述べた箇所だと言える。ここで言う「利潤率の均等化」とは単に剰余価値の転形として考えられた平均利潤率の計算を言うのではなく、産業資本の生産拡大すなわち資本蓄積が行われる具体的な過程であり、それを「媒介する」ために必然的に信用制度が形成されるとしているのである。

それゆえ、第21章の冒頭の部分で $G-G'$ として規制された利子生み資本に対応する $G \dots G'$ としての産業資本も単純再生産を行っているのではなく、生産拡大あるいは資本蓄積を行っているのであり、そのように拡大再生産を行っている産業資本( $G \dots G'$ )に対応して利子生み資本あるいは貨幣の商品化の規定も与えられているのである。

このように考えてくるとき、第5篇のはじめの部分は、利子生み資本あるいは利子率に即した信用から始められている、すなわち「資本の量的限界の止揚」とし

での信用から始められているのであり、その次の展開において「流通時間の止揚」としての信用を含み込むという理論的構成をとっているといえる。マルクスは銀行信用（貨幣信用）が産業資本の生産拡大に与える効果から理論展開をはかっているが、第25章以下（「5）信用。架空資本」では、自由競争資本制の状態にあったイギリスの信用制度の現実に即して、「流通時間の止揚」としての信用の展開を基軸としながら信用制度の生成の根拠を理論的に明らかにしようとしているのである。

## 2. 資本制的生産の発展と信用

以上見てきたような理論的序次を与えられた信用の基本規定は、同時に銀行業の利潤の源泉を説明する要因であるにもかかわらず、マルクスは銀行業にとっての平均利潤の分母となる銀行業の自己資本（営業資本+自己資本としての準備金）への言及をほとんど行ってない。しかし、銀行業もまた社会的分業の一分枝として、信用が資本制的生産に与える積極的效果に対して剰余価値の一部を手中にするのであるから、銀行業の自己資本は社会的分業の中で信用が資本制的生産に与える効果を尺度するものとしても、また銀行業における競争過程も尺度しうるものとしても、重視されるべきである。

ここで、現実の資本制的生産の発展を考えると、「資本の量的限界の止揚」としての信用が自由競争資本制において全面的に展開していたとは理論的に想定することはできない。マルクスは、可能性としての産業資本の生産拡大に対する銀行信用（貨幣信用）からはじめることで、「競争」から「信用」への移行をはたしたのであり、このような展開をとることで信用の一般理論化をはかったのである。

先に述べたように、マルクスは第25章以下では「流通時間の止揚」としての信用を基軸に理論的に展開をしているのであるが、この自由競争資本制では、各産業資本間において資本量の格差は存在せず、国内市場の組織化もまた行われていないという前提をもつ。この自由競争資本制における信用制度は、「流通時間の止揚」としての信用、すなわちW-G-Wにおける産業資本の貨幣資本の節約を一層効率化させまた一般化する役割を果たす信用にその基礎をもつ。ここでは、銀行業は産

業資本における流通資本の節約を一層おしすすめることによって利潤を獲得する、あるいはその利潤の根拠は信用によって節約された流通資本の量に求めることができるのである。この「流通時間の止揚」としての信用においては蓄蔵貨幣Ⅰの縮小がめざされる。

この自由競争資本制においては銀行業あるいは商業銀行は手形市場等をつうじてその準備金の節約をはかることができるのであり、ここでは銀行業はそのような節約をより一層おしすすめるために、規模の経済をめざして銀行業の集中をはかるといふ動因は存在しない。

これに対して、後期資本制では銀行信用（貨幣信用）あるいは資本信用の一般化によって産業資本の生産拡大あるいは資本蓄積が一般化すると想定される。ここでは、それまでの「流通時間の止揚」としての信用と並んで、「資本の量的限界の止揚」としての信用が信用制度の存立を基礎づける。ここでは、資本信用を可能とするために、銀行業は蓄蔵貨幣Ⅱの社会的な集中をはかることが必要となる。産業資本の資本蓄積に対応して資本信用を与える銀行業は蓄蔵貨幣Ⅱの集中を行うために銀行業における集中を必要とする。産業資本の側において規模の経済が生じるように、銀行業においても規模の経済が「資本の量的限界の止揚」としての信用を可能とする貸付可能な貨幣資本の集中をはかる中で生じることになる。後期資本制における銀行業は「流通時間の止揚」としての信用に利潤の一方の根拠をもつとともに、他方で産業資本の生産拡大が資本信用によって可能となることで、その生産拡大の中から新たに生み出された剰余価値の一部を銀行利潤として手にするのである。

以上のような資本制的生産における信用の役割の解明は、信用制度が社会的分業の中で存立の根拠をどこに持つかということを解明することになるのであり、それは総体としての資本制的生産の理論的展開の中に信用あるいは信用制度を位置づけることになるのであり、個別銀行業と個別産業資本との関連においてのみ信用の基本規定をとらえることにとどまってはならないのである。

〔本報告については、小稿「利子生み資本と拡大再生産」『経営と経済』（長崎大）

68巻4号、1989年3月、および「資本蓄積と信用制度」同誌、69巻4号、1990年3月、を参照されたい。]

## 信用論体系と短期金融市場

坂本 正（熊本商科大学）

### I 信用論体系と金融市場

これまでの信用論研究において金融市場はどのように捉えられてきたであろうか。

①「流通時間の止揚」の系譜上にインターバンク市場（短期貨幣市場）が析出された。

②「資本所有の量的制限の止揚」の系譜上に擬制資本市場（証券市場）が導出され、そこで株式資本論が展開された。

金融市場はこの2つの論理系譜上に指定された短期貨幣市場と証券市場とから構成されるものだったのである。

### II 商業銀行と短期貨幣市場

つぎに商業銀行と短期貨幣市場がいかなる関係にあるか、みてみることにしよう。

① 商業銀行が信用論体系に析出される論理系譜は、信用の必然性論に従えば、「貨幣の利子うみ資本化」の系譜であるといつてよい。この論理系譜はこれまであまり重視されることはなかったが、信用制度の中核をなす商業銀行を展開するうえで重要な系譜であるといわねばならない。

②短期貨幣市場は銀行間の資金の過不足を調整する市場として、歴史的には手形割引市場として現われてきた。古典的商業銀行貸付業務は真正手形理論によって特徴づけられるものであったが、このような商業貸付理論が制度全体として妥当するは、個別銀行の背後に短期貨幣市場が存在しえたからである。短期貨幣市場が商業貸付理論を補完する機構として作用したのである。

### III 短期金融市場の構成と機能

① 信用論体系上に短期金融市場をどう位置づけるべきか。またこれまでの金融市場論と短期金融市場はいかなる関係になるのであろうか。

短期金融市場は短期貨幣市場とオープン・マーケットから構成される。

短期貨幣市場はインターバンク・マーケットとしてこれまでの議論の延長線上に導出されることになろう。だがその場合も機能と構造に変化がおきていることに注意を払う必要があろう。

ここで問題となるのは、オープン・マーケット形成の背景とその市場構造の特徴は何かということである。短期金融市場発展の中軸になったのはオープン・マーケットであったから、オープン・マーケットの内容把握が重要な論点といってよい。

② まず短期貨幣市場の機能変化からみていこう。

短期貨幣市場は資金の過不足を調整する市場であるが、資金余剰の銀行が資金不足の銀行から購入する割引手形は、銀行にとっては利子うみ資本の投下対象であった。銀行の側での余剰資金の形成は新たな利子うみ資本の投下対象を求めようになり、短期貨幣市場における資金の調達・運用が展開されるようになるのである。

③ オープン・マーケット形成の端緒

短期貨幣市場は銀行間の市場であったが、短期貨幣市場をベースにオープン・マーケットの形成がされてくる。歴史的にその端緒を開くものとなったのが短期国債であるTBである。TBは民間の信用機構が受容できるように自らを私的信用の形態に擬制された公信用形態である。19世紀末頃のイギリスで定着し（1887年に発行）、のちにアメリカに導入されてくることになった（1917年）

ただアメリカにおいてオープン・マーケットの先駆をなすのはCP市場である。アメリカでは銀行信用を補完するものとして19世紀末から発展をとげたのである。

④ アメリカの短期貨幣市場の特徴

アメリカの短期貨幣市場は十分な発展をとげることがなかった。アメリカで短期貨幣市場の代替を果たしたのはコール市場である。1920年代に証券担保の短期融資は証券市場の一部を金融機関相互間での短期貨幣市場として機能させることになった。これがコール市場と呼ばれた。証券市場が短期貨幣市場の機能を部分的に補完したところにアメリカの特徴があるといってよい。

#### IV 短期金融市場の展開

短期金融市場が展開されてくるのは、1980年代以降のことである。その推進動因となるのはオープン・マーケットの形成と発展であった。ここで注意すべきことは、この市場形成の基礎的要因となったのがTB市場の拡大であったということである。TB市場をいわばベース・マーケットとして短期金融市場の展開がなされたのである。これは公信用に支持されたアメリカの金融制度の発展において、公信用が新市場形成の基礎となる点で、新たな段階を刻印するものであった。

オープン・マーケットの形成は1961年に導入されたCDを契機として急激に進展することになった。またCPも1960年代後半以降急速な発展をするようになった。TB、CD、CPが主要因であったが共通していることは、これらがいずれも短期証券だという点である。CDは預金の証券化を意味し、CPは事実上短期社債であった。短期証券市場としての展開にオープン・マーケット形成の理論的特徴があった。この動きを促進することになったのが商業銀行の負債管理政策であった。他方、負債管理をおこなう商業銀行はフェデラル・ファンズ（FF）の劇的な発展をひきおこすことになった。短期貨幣市場の新たな展開である。こうして商業銀行との緊密な関係のうえに短期金融市場が発展することになったのである。

## 学会事務局記事

1. 1990年5月31日(木)、午後5時30分より、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)の件(秋季大会を広島大学・広島修道大学共催で10月29日〈月〉に広島ガーデン・パレスにおいて開催し、統一テーマは「国際銀行業——歴史と現状——」とする)、②学会運営についての意見交換、③日本学術会議策15期会員選挙に向けての学術研究団体登録の件(登録を行ない、研究連絡委員会は財政学・金融論とする)、④その他(『信用理論研究』第7号の発行の遅れに鑑み、従来本部事務局と編集責任者とに事実上二元化していた編集体制を後者に一本化し、第8号の編集はひきつづき慶応大学が担当する。また、将来的には関東部会以外の部会による編集も検討する、磯村隆文理事より提出された理事辞任届を承認する)。

2. 1990年度春季大会は、6月1日(金)、「大恐慌とその現代的意義」を統一テーマに、東京経済大学国分寺キャンパス5号館E101教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) アメリカの国際的信用制度と大恐慌——国際通貨システムとの関連で——

報告者 山本栄治氏(福岡大学)

(2) 大恐慌——その原因と現状に対する意味——

報告者 佐美光彦氏(東京大学)

### 〈予定討論〉

(1) 山本報告について

討論者 小西一雄氏(立教大学)

(2) 佐美報告について

討論者 川波洋一氏(九州大学)

### 〈司会者〉

村岡俊三氏(東北大学)

春田衆夫氏(日本大学)

当日、12時より、第1研究センター5階51研究集会室において、理事会を開催し、①新入会員3名の承認の件、②1989年度決算および1990年度予算の承認の件、③会員総会議事次第、その他の議題を審議した。

3. 10月28日(日)、午後5時より、広島大学経済学部2階会議室において、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)の件(1991年5月31日〈金〉に国学院大学主催で開催し、統一テーマ・報告者については主催校および関東部会に一任する)、②学会運営についての意見交換(1991年度春季大会または秋季大会以降、本部事務局を中央大学から慶応大学に、関東部会事務局を慶応大学から他の大学に、『信用理論研究』の編集責任者を関東部会から九州部会に移す方向で、検討を進めることを基本的に了承した)、③日本学術会議第15期会員選挙への取組みの件(独自の会員候補を理事のなかからたてることとし、候補者の選任については常任理事に一任する、また、推薦人は飯田裕康常任理事とする)、④「信用理論研究」執筆要領の一部改訂の件(「会員の著書・論文目録は、本部事務局が集め、編集責任者に届ける」という箇所を、「会員の著書・論文目録は、編集責任者が集める」と改訂する)、⑤その他(1991年度秋季大会の開催要領については、関西部会に一任する)。

4. 1990年度秋季大会は、10月29日(月)、広島大学・広島修道大学共催で、「国際銀行業——その歴史と現状——」を統一テーマに、広島がガーデン・パレス2階孔雀・朱鷺の間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) 国際銀行業の歴史

報告者 西村閑也氏(法政大学)

(2) 現代の国際銀行業——ユーロ・バンキングの歴史性とその射程——

報告者 入江恭平氏(日本証券研究所)

〈予定討論〉

(1) 西村報告について

討論者 居城 弘氏(静岡大学)

(2) 入江報告について

討論者 向 寿一氏 (立命館大学)

〈司会者〉

生川栄治氏 (近畿大学)

小野英祐氏 (東京大学)

当日、12時より、広島ガーデン・パレス会議室において、理事会を開催し、①新入会員2名の承認の件、②会員総会議事次第、その他の議題を審議した。

(建部)

### 会員著書・論文目録（自1990年1月至12月）

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名
青野正道	IS=LMアプローチと銀行信用	北海学園大学『経済論集』第37巻第4号
	金融制度とマクロ経済	新評論
青山和司	アメリカにおける銀行の証券分離と信託併営	『信託』
浅田政広	北隆金山 ——北海道産金史研究(9)——	『旭川大学紀要』第31号
飯田裕康	『金融資本論』第1篇 古沢友吉編『現代資本主義論への道標』所収	三嶺書房
	スミスにおける貨幣・利子・公債	『三田学会雑誌』第84巻3号
生川栄治	ユニバーサル・バンクの歴史的展開	近畿大学『商経学叢』第37巻1・2・3号
一ノ瀬篤	1920年反動恐慌前の過剰流動性対策	岡山大学『経済学会雑誌』第22巻第2号
	対米証券投資の問題点	岡山経済研究所『岡山経済』
井上伊知郎	いわゆる「クロス取引」について ——為替媒介通貨ドルとの関係において——	久留米大学『産業経済研究』第31巻第1号
	多角的貿易決済構想とアセアン金融協力	『久留米大学商学部創立四十周年記念論文集』
	国際通貨ドルの侵食について ——為替媒介通貨ドルとの関係において——	久留米大学『産業経済研究』第31巻第2号
岩見昭三	80年代における西ドイツの対外証券投資	『証券経済学会年報』第25号
	西ドイツ公債市場と外資流入 ——1980年代後半の展開——	奈良産業大学『産業と経済』第5巻1号
	沓評佐々木昇著『現代西ドイツ経済	奈良産業大学『産業と

- |        |   |  |
|--------|---|--|
|        | 論】  | 『経済』第5巻3号                                  |
| 大谷 慎之介 | 「貨幣資本の蓄積」(『資本論』第3部第26章)の草稿について                            | 『経済志林』第57巻第4号                              |
| 岡橋 保   | 預金銀行の前期性<br>——近代の産業信用論の系譜——                               | 『証券経済』第171号                                |
| 岡本 啓男  | 「発展途上国の累積債務問題と経済政策」<br>「1980年代の発展途上国累積債務問題」               | 『東洋大学院紀要』第26集<br>東洋大学経済研究所<br>『経済研究年報』第15号 |
| 片岡 尹   | 二つの債務累積再論   | 『経営研究』41-1・2                               |
| 川波 洋一  | 国際金融市場と国際金融センター<br>——金融諸指標との関連で——                         | 津守常弘編『現代社会と経営・経済指標』海鳥社                     |
|        | 消費者信用の展開と商業銀行<br>——戦間期のアメリカを中心に——                         | 『信用理論研究』第7号                                |
|        | マサチューセッツ・ミラクルの光と影   | 九州経済調査協会『九州経済調査月報』第44巻                     |
|        | 信用供与の技術革新と商業銀行<br>——1930年代アメリカにおける担保貸付との関連で——(上)          | 九州大学『経済学研究』第55巻第4・5合併号                     |
|        | 信用供与の技術革新と商業銀行<br>——1930年代アメリカにおける担保貸付との関連で——(下)          | 九州大学『経済学研究』第55巻6号                          |
|        | 米国商業銀行によるリテイル・バンキングへの進出過程<br>——管理通貨制度下における銀行信用浸透の一側面——(1) | 『証券経済』第173号                                |
| 神沢 正典  | 「累積債務問題の焦点—金融危機から生存の危機へ—」                                 | 『阪南論集社会科学編』第26巻第1号                         |
| 衣川 恵   | 『現代インフレーションの研究』   | 創風社  |
| 工藤 章   | 3国同盟と人造石油   | 『社会経済史学』55巻5号                              |
|        | アウタルキーと鉄鋼技術   | 東京大学『社会科学紀要』39輯                            |
|        | 石油化学  | 東洋経済新報社 米川                                 |

- 伸一他編『戦後日本経営史Ⅱ』  
雄渾社
- 小 牧 聖 徳 現代金融の基本問題  
—原理と現象—
- 紺 井 博 則 フランス型預金銀行の兼営的性格について  
—ソシエテ・ジェネラルの第1次大戦前の業務展開を中心に—
- 坂 口 明 義 G・A・ディンスキ著ラディカル派政治経済学における貨幣と信用  
—現代の視角のサーベイ—  
(野下保利と共訳)  
国際通貨体制の行方をめぐって  
—M・アグリエッタとR・サンドレットの国際通貨論について—
- 坂 本 正 「アメリカ金融市場の構造と特徴」
- 鈴木勝男 資本過剰と商品過剰との複合に基づく恐慌論について
- 鈴木芳徳 信用理論の基本構造(四)  
現代金融論〔編著〕
- 高 懸 雄 治 ドル体制と国際金融危機
- 高 倉 泰 夫 資本蓄積と信用制度
- 高 山 洋 一 為替相場と日米経済摩擦  
—通貨・為替レート調整と国際収支「調整」—
- 佐 美 光 彦 現代変動相場制の歴史的機能  
世界大恐慌の発生過程(9)  
大恐慌と経済理論
- 『国学院経済学』第38巻第2号
- 國土館大学『政経論叢』第72号  
國土館大学『政経論叢』第72号
- 『証券経済』第173号
- 『金融学会報告』70
- 『東北学院大学論集経済学』第113号
- 『経済貿易研究』(神奈川県経済貿易研究所)第16号  
文真堂
- 『経済』1990年8月号
- 長崎大学『経営と経済』第69巻第4号
- 『日本経済研究』第3号(大東文化大学日本経済研究所)
- 東京大学出版会『国際資本移動と累積債務』(石見徹・伊藤元重編)
- 東京大学経済学会『経済学論集』第55巻第4号
- 東京大学出版会『経済理論への歴史的パースペクティブ』(吉川洋・

- 岡崎哲二編)
- 武井博之 貨幣資本およびその循環に関する試論  
——本質的資本関係と産業資本主義——  
「信用。架空資本。試論」(上)  
——大谷解説『資本論』第3部第5章第5節についての一解釈——
- 「世界鑄貨」から「世界貨幣」へ  
——マルクス貨幣論の形成過程——
- 建部正義 イギリス経済の現状とサッチャー政権のEMSへの態度
- 田中秀親 銀行信用の展開  
——都市銀行を中心に——
- 寺田稔 株式会社と経営者支配
- 仲村靖 ドイツ信用銀行による貨幣節約メカニズムの展開  
——資本信用と信用創造——
- 西村閑也 (続) 第一次大戦前フランスにおける地銀経営の実態(1)  
同 (2)  
国際銀行史(1870-1914年)研究序説(1)
- 野田弘英 金融資本と金融システム  
現代経済と金融システム
- 福田豊 社会的コンテクストの現代的位相  
——情報化、ソフト化、消費の高度化——
- 福光寛 アメリカにおける企業買収抑制政策の動向
- 『大樟論叢』(大阪経済大学大学院)第25号
- 『マルクス、エンゲルス、マルクス主義研究』(若手マルクス、エンゲルス研究者の会)第11号
- 『大樟論叢』(大阪経済大学大学院)第26号
- 『経済』1990年7月
- 『淑徳大学紀要』第24号
- 『証券経済学会年報』
- 九州大学大学院『経済論究』  
九州大学大学院『経済論究』
- 法政大『経営志林』
- ''
- ''
- 鈴木芳徳編『現代金融論』(文真堂)第2章  
同上巻第3章
- 『電気通信大学紀要』第3巻第1号
- 日本流通学会年報『流通』No.3
- レファレンス(国会図書館調査局)第468号

- RTRナビスコ社買収事件前後—  
証券税制の見直しと証券市場の構造変化  
『証券経済学会年報』第25号  
日本経済評論社
- 金融規制緩和の経済学  
(短報) NARROW BANK論について  
『レファレンス』第479号
- 藤田幸雄 W・バジョットの「ピール銀行条例」批判の視角  
九州国際大学『国際商学部論集』第1巻第1号
- ハンキーとバジョット  
—二つの銀行業の原理の形成—  
金融学会編『金融学会報告』第70号
- 「古典派とバジョット」から「ピール銀行法とバジョット」まで  
九州経済学会『九州経済学会年報』
- 藤塚知義 アダム・スミスの資本理論  
—古典経済学の成立と経済学クラブの展開—  
日本経済評論社
- トーマス・トゥック  
ウィリアム・ニューマーチ 共著  
物価史第5巻下  
東洋経済新報社
- 平岡賢司 国際金融カルテルの形成とアメリカ金本位制防衛  
—1895年金融恐慌を中心として—  
熊本商科大学海外事情研究所『海外事情研究』第17巻第2号
- 松本 朗 信用制度の二側面についての考察  
『愛媛経済論集』第10巻2号
- 三宅義夫 MEGA (メガ) における「5 剰余価値にかんする諸学説」の範囲誤認について(続)  
—メガについての雑記(五)—  
大東文化大学『経済論集』第50号
- 日米金融関係の基本的問題  
同上
- 宮田 美智也 ブラウン商会の金融業務  
(1834-1860年)—南北戦争前アメリカの対イギリス貿易金融および決済制度の分析(2・完)—  
金沢大学経済学部論集
- 毛利明子 『金・貨幣・資本主義—「資本論」体系における貨幣の

## 理論』——

- 『21世紀へ向かう社会主義』 『桜美林エコノミクス』第24号
- 毛利良一 ソ連・東欧諸国の債務累積問題  
——ソ連、ポーランド、ハンガリー、  
ルーマニアを中心に—— 『経済』  
ソ連・東欧にたいする金融支援とジ  
ャパンマネー 『経済』
- 八尾信光 ケネー「経済表の分析」の吟味と再  
構成 『立教経済学論叢』第  
37号
- 山田喜志夫 書評楊枝嗣朗著『貨幣・信用・中央  
銀行  
——支払決済システムの成立——』 『証券経済』第172号
- 山田弘史 金融制度改革と規制緩和 『名古屋経済大学開学  
10周年記念論集』
- 山本栄治 「ドル本位制」のEROSION（侵食）  
戦後の外国為替市場と為替媒介通貨  
ドル（上）、（下） 『証券経済』第172号  
『福岡大学商学論叢』  
第35巻第1号、第2号
- 山本孝則 信用貨幣の基本形態とその本質 『経済論集』（大東文  
化大）第50号

## 信用理論研究 第8号

---

1991年7月発行

発行者	信用理論研究会
発行所	信用理論研究会
〒192-03	八王子市東中野742-1 中央大学商学部21215号室 TEL 0426 (74) 3602
印刷所	本郷印刷株式会社
〒101	東京都文京区白山5-13-7 山形屋ビル TEL 03(3946)4800(代表)

---