

經濟論叢

第128卷 第1・2号

経営者会計から所有者会計へ……………	高 寺 貞 男	1
アメリカ生命保険業における コスト・ディスクリージャの経済学的考察…	西 村 周 三	17
合衆国20年代における 金の流入と連邦準備政策……………	紀 国 正 典	29
現代世界経済における 社会主義的国際分業（下）……………	田 中 宏	47
電力業再編成の課題と「電力戦」……………	渡 哲 郎	72
D. ヒュームと国家破産……………	北 村 裕 明	92

経済学会記事

昭和56年7・8月

京都大學經濟學會

合衆国20年代における金の 流入と連邦準備政策

紀 国 正 典

I はじめに——1920年代における連邦準備政策と二つの評価

第1次大戦直前に創立された連邦準備制度は、同戦争への合衆国の参戦により、巨額の公債消化政策、戦時財政政策にふさわしい金融政策の遂行をになうこととなった。このために、連邦準備銀行が常態に復帰できたのは、戦後しばらくたって1919年5月に45億ドルの戦勝公債の発行が終了してからである。すなわち連邦準備銀行は戦時公債を担保とした手形の優遇割引歩合を廃止することによって、公定歩合政策による金融市場への介入という本来の機能を回復し、近代中央銀行制度の原則である財務省から独立した通貨・金融政策を遂行できるようになった。この意味で20年代は連邦準備銀行の本格的展開期としての位置が与えられる。

しかし現実には、第1次大戦のもたらした諸要因によって、とりわけ戦時財政政策の直接の結果である巨額の公債の残存、戦時下で促進された産業と金融の地域的集中、大戦後の政治的・経済的危機の反映である巨額の金の合衆国への流入という要因によって、連邦準備銀行は大きな困難に直面する。とりわけ、20年代前半にすさまじい勢いで流入した金に対して連邦準備銀行は有効に対処しえないまま、金融市場に対する統制や規制の能力を喪失してゆく。その結果、銀行業務の集積が急速にすすみ、投機的業務が盛行し、現実的な資本蓄積が困難におちいつているのに貨幣資本の蓄積が促進された。これを1929年の大恐慌の主要原因にあげる論者さえいるほどである¹⁾。

1) 例えば、吉富勝「アメリカの大恐慌」昭和40年4月、108-178ページ、280ページ。吉富氏は、

ところが他方、この時期の連邦準備銀行が金不胎化政策によって金の流入による信用膨張を阻止し、国内均衡にもとづいた金融政策、つまり物価・景気など国内の経済動向に管理対象をさだめた「管理通貨政策」を実行したという全く反対の評価もかなり定説的に主張されている²⁾。この主張は、対外的な経済要因に制約されずに自国の経済安定のみを追求し、この合衆国の「1人よがり」の政策によって、金の偏在化と世界経済の危機がひきおこされたという見解に発展してゆく。本稿は、1919年から1920年代にかけての合衆国における金の流入問題を検討することによって、この両説に対して新しい論点を提示し、とりわけ1920年代を「管理通貨政策」の誕生期とみる見解に対して、これを批判的に再吟味することを目的としている。結論を先どりしていうとすれば、いわゆる「管理通貨政策」の起源論は、金融政策の指標として金準備率を放棄したという連邦準備当局の宣言を過大評価し、そこから金融政策による国内経済の管理を強化しうるし、また強化したにちがいないという結論をいわば直接的に導き出したものであり、現実の政策の分析は事態の経過がより複雑であることを示しているのではないかということである。事実は「管理通貨制度」が、金流入問題に対する当局の対応のなかで結果的に止むなく生みだされ、しかもその

大恐慌の原因として、実体的な3の要因とともに金融的諸要因として株式市場の投機的ブームを強調する。そして、このブームは企業の自己金融化傾向と非生産的資本証券の発行に原因を求められる。

- 2) 例えば加藤正秀氏は「連邦準備当局は、金融政策の実施にあたって物価とか生産という国内景気に第1義的な考慮を払い、金準備による制約からある程度解放されていた。このため金本位制の枠内で連邦準備政策は管理通貨制的に実施されていたわけであり、ドルは金本位通貨でありながら、管理通貨的色彩を帯びていたのである」と言う。加藤正秀、1920年代前半におけるドルとポンド、「経済学季報」第16巻2号、昭和41年12月、226ページ。またハロッドも連邦準備理事会第10回年報について、「イギリスの金塊委員会(1810年)の報告書が、ポンドを非難の余地なき金本位通貨の典型とする19世紀金本位制の布告者とみなされうのと同様に、このささやかな報告は、管理通貨制度の現代世界の布告者とみなすことができる」と評価している。R. F. Harrod, *Policy Against Inflation*, 1958, 村野孝・海老沢道進訳「安定成長の通貨政策」昭和35年10月、39ページ。合衆国による金中立化政策が国際金本位制の運営を困難にしたとの見解については、加藤正秀氏著、国際金本位制の崩壊とその結果、楊井克己編「世界経済論」昭和51年10月、130-131ページ。馬場宏二「世界経済基軸と周辺」昭和49年5月、238ページ。またケインズがこのような立場から連邦準備銀行を批判したことは有名である。J. M. Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, 1924, 中内恒夫訳「貨幣改革論」昭和46年、274ページ。

内容は「管理」という名には値せず、単なる事態の「追認」にすぎなかったのではあるまいか。

本稿はこのようなみとおしのもとで20年代前半に激しい規模で生じた合衆国への金の流入の原因と、それによる連邦準備銀行の対応と政策の内実を再検討してみたい。

II 連邦準備制度の新政策

大戦後の帝国主義経済体制の政治的・経済的危機の発現としての巨額の金の過剰流入は連邦準備制度に大きな衝撃を与えた。この事態についての連邦準備当局の考えは、この問題についての対策を検討した連邦準備理事会第10回年報にくわしい。それは、国際金本位制の停止と合衆国のみが金の自由な輸出入センターとなっている状況での金の流入は、金本位制下の経済調整法則である金の自動調節作用の機能停止のため合衆国への一方的な金の流れとなっているのであり、金本位制という正常な条件が復帰すれば即座にこのメカニズムが働いて、今度は合衆国からの一方的な金の流出が生じ、激しいデフレーションが発生するのではないかということである³⁾。この異常な金の過剰流入によるインフレーション、過剰流出によるデフレーションによる経済と金融の攪乱を阻止するにはどうすれば良いのか、これが当時の連邦準備当局の直面していた課題であった。

この対策として連邦準備当局の提起した金融統制政策は、第一に流入した金が連銀の金準備に反映しないようにして信用膨張を阻止すること、第二に超過準備の水準になっている金準備率にもとづく信用政策を放棄し、新しい信用政策の指標と方法を考察し、実行することである。

積極的にこの金流入という問題に取り組んだニューヨーク連銀総裁ストロングは第一の方法として、21年に主に実行したイングランド銀行への金のイアマ

3) The Federal Reserve Board, *Tenth Annual Report of the Federal Reserve Board for the year 1923*, p. 22。以下 *Annual Report* (1923) と略す。

ーク（貯託）と、より重要な手段として加盟銀行が現金通貨を連銀に要求した時に準備券でなく金証券を支払う方法を提起し、実施した⁴⁾。第二の政策としては、連邦準備理事会は第10回年報で、特別に「信用政策の指標」という項目を設け、新しい信用管理の方法として「生産的信用主義」(The Principle of Productive Credit) を提起した。

以上のように、連邦準備当局は異常な金の流入から国内経済を防衛するために、金の増減にもとづいた金融政策ではなく自己のイニシャティブにもとづいた積極的な金融政策を提起し、その管理機能を強化しようとした。この立場から、公開市場政策も強力な金融統制手段として評価する。なぜなら公開市場政策は連銀のイニシャティブで弾力的に金融統制できるからであり、これが大規模に適時に計画された時には、割引歩合の変更なしに連銀の割引政策に有効な支持を与えることができるからである⁵⁾。

前述したように、連銀はストロングの強い提唱により、22年8月以後、通貨需要に応ずるのに準備券ではなく金証券を支払うという政策を行った。22年に1.7億ドルであった金証券流通高は24年には8億ドルにまで高まり、その後10億ドルの水準で推移している⁶⁾。この時期に7億ドル近い金証券が発行されたが、これはこの時期の金の純流入高に等しいものであった。連銀はこの金証券流通政策によって、流入金が準備率に反映するのを防止し、直接に通貨と信用膨張を阻止しようとしたわけである。

しかし、この政策が現実信用凍結手段として有効に機能したかどうかは疑わしい。この政策によって流入金の準備率への反映は現実には阻止されたが、流通通貨量と現実の信用膨張の原因となる加盟銀行の準備金残高は何の影響も生じなかったからである。連銀のバランスシート上では、資産の側の金準備が減少したのに対し、負債の側の準備券が減少しただけであり、単に準備券の流通に金証券の流通がかわり、準備券と預金準備金に対する金準備率は変化しな

4) L. V. Chandler, *Benjamin Strong—Central Banker*, 1958, pp. 192-194.

5) *Annual Report* (1923) p. 10.

6) Federal Reserve Board, *Federal Reserve Bulletin*, April 1924, p. 248.

った。しかも、金流入が準備率に反映するのを阻止できたとしても、もし準備率が低ければ再割引レートの引き上げなどの影響も考えられるが、すでに75～83%もの超過準備を有している状況では、再割引レートの引きあげという実際的な影響力をもたなかった⁷⁾。

次に連邦準備当局の提起した、準備率にかわる新しい信用政策の指標とされる「生産的信用主義」とは何であろうか。

連邦準備銀行法は、その14条d項で「商取引への資金供給の原則」を定め、13条において、連銀の信用供給は「農業、工業、商業上の目的」に限定されるべきであり、単に証券投資をカバーするためや、株式・公社積・その他の有価証券——政府証券を除く——の移転・売買を目的とすることを禁じている。この法律を基本にして、「生産的信用主義」とは、連邦準備信用が実際の取引から生じた短期の、自己清算的 (self-liquidating) な商業手形にもとづいて供給されるべきこと、しかも加盟銀行の提出した手形が「適格」であるかぎり、連銀はいつでも受動的に再割引や貸付に応ずることを原則とする。年報は「生産的信用」についてわざわざ定義し、それは「生産と分配、消費までの継起的な段階のそれぞれを通過する商品の運動に資金を供与する目的のために支給される信用」⁸⁾ であると言う。

連邦準備当局は、この「生産的信用主義」に信用の量的・質的範囲を決定する指標としての評価を与え、この原則にもとづいて信用供給していれば、投機を排除することも、信用過剰という危険性も招くこともないと言う⁹⁾。この方針にもとづけば、連銀は信用利用の目的が生産的であるかぎり、信用需要があれ

7) 金証券流通政策が「金不胎化」政策として有効でなかったことについて多くの指摘がある。B. M. Anderson, "Cheap Money, Gold, and Federal Reserve Bank Policy" *Chase Economic Bulletin*, August 4, 1924, p. 20. パージェスも「心理的」な意味しかないと否定的に評価している。W. R. Burgess, *The Reserve Banks and the Money Markets*, 東京銀行集会所訳「準備銀行と金融市場」昭和3年11月, 257ページ。小林清人氏は量として少なかったことに根拠を求めている。小林清人, 連邦準備制度と金融政策の形成——第1次大戦後のアメリカ金融市場の構造(1), 「経営志林」第7巻1号, 昭和45年4月, 85ページ。

8) *Annual Report* (1923), pp. 31-34.

9) *Ibid.*,

ば受動的に應ずるべきであり、景気が上昇すれば信用需要の増加に応じて信用供給を増加し、逆に景気が後退すれば信用供給を削減することが必要になる¹⁰⁾。

III 生産的信用論の諸問題

以上が連邦準備当局の提起した信用政策だとすれば、現実にもこれにもとづいて有効な金融統制が可能だったのであろうか。

第一に以下で検討するように、金の影響として重要なのは、金という外部からの信用創造源泉の流入によって、加盟銀行が連銀に依存しないで準備金を補充できるようになったことである。この結果、加盟銀行はその貸出の方法や内容について連銀による統制を受けずに自由に行えるようになった。

連銀による信用援助を受けるためには再割引と貸付という方法があるが、そのどちらも「生産的信用主義」にもとづいた手形や証券の「適格性」が要件であり、株式などの投機的証券はもとより、満期日や振出内容が「不適格」であれば連銀に信用援助を拒否されることから、加盟銀行が連銀に依存して経営の健全性・弾力性を維持するためにはおのずからその貸出・投資活動は規制を受ける。例えば、加盟銀行がその貸付・投資を拡張し準備金不足になった時に、その顧客への貸付活動が連銀の「適格」と認める商業手形にもとづいていれば、即座に連銀で再割引してもらい、準備金の補充が可能である。しかし、加盟銀行が「不適格」な商業手形の割引や証券投資、証券市場への貸し付けなどのため準備金不足になった時には、連銀による救済は不可能であり、資産の流動性不足のため困難を迎える。

ところが、金という準備金補充手段が連銀による信用供与手段にとって代わり、これは連銀による信用保障のない貸付・投資活動を加盟銀行に許すことになる。連銀の立場から見れば、金流入による準備金の使い道についてなんらの

10) この「生産的信用主義」についての詳細な批判、およびこの思想が、19世紀前半の銀行券論争において、銀行券が財貨の生産売買に従事する人々の流動資本供給の貸付に限って発行されるならば、銀行券の過剰発行の防止と発行の弾力性を実現できると考えた銀行学派より派生したことについては、次の文献を参照せよ。一谷藤一郎「米國金融統制の基本問題」神戸高商貿易研究室報告第1冊、昭和12年7月。

統制手段をもたないことになり、その金融統制能力はいちじるしく削減されることになるのである¹¹⁾。

ところで、流入した金の多くは、外国為替市場と国際金融市場があり、輸出入業者が集中しているニューヨーク準備地区に吸収された。ニューヨーク大都市銀行が最も早く連銀の債務返済を終了したのもこのためである。この故に、連銀の金融統制能力の欠如と加盟銀行の金融支配力の強化という関係はニューヨークに最も集中して現われたと言える。ニューヨーク大都市銀行は、ニューヨーク金融市場との結びつきを独占することによって、資本主義生産における死重として堆積することを許されない金という過剰資金を高利値で運用することができた。そして、連銀に対する債務をかかえている地方の小銀行に対して、連銀では「不適格」な証券を担保としても貸し出し政策を行い、金融集中を強めた¹²⁾。

第二に、連銀は金融統制能力を減殺させられたばかりでなく、金という過剰資金の流入により破産の危機にたたされ、これが金融の無政府性をさらに促進した。

連銀は、多数の商業銀行がその経営の弾力性・安全性を確保するために、それぞれの分散した準備金を集中した一種の株式会社である。このため、その営業のための費用（人件費その他）や株主である加盟銀行への配当支払いのための収益は、加盟銀行の差し出す手形の再割引や貸付による利子を基本とする。ところが、後述するように、連銀への再割引や貸付依頼は全体として低水準になったために、その収益は減少した。不況期には、これに加えて準備券の返却と信用需要の減少のため収益はいちぢるしく低下し、30億ドルという巨額の金

11) W. E. Spahr, *The Federal Reserve System and the Control of Credit*, 1931, p. 50.

公定歩合引きあげ政策が、証券市場と結びつき資金の高利運用をしている銀行ではなく、一般商業から生じた「適格手形」を所有している銀行を罰することになるということについては同書40-41ページを参照せよ。さらに、再割引レートが銀行の顧客向け割引歩合より低い水準にあり、このため銀行は顧客の手形を割引いて連銀にもってゆけば利輪を獲得できる。この結果、ペナルティレートとしての公定歩合の金融統制効果が消失するという問題もある。

12) この実態については、F. L. L. Watkins, *Banker's Balances*, 1929, 7章を参照せよ。

準備をかかえながらも、再割引による収益では経常支出を償えないという破産の危機にたたされた¹³⁾。この危機からのがれるために、12の連銀はそれぞれ勝手にニューヨーク金融市場で大量の短期政府証券を購買し、その金利で営業を維持することができた。この公開市場での政府証券の買い政策は不況期の22年の前半と24年に行なわれ、それぞれ4億ドルという高水準であった。

この連銀の人為的な上からの信用供給政策は、「生産的信用」需要の減退している不況期に銀行の資金過剰をさらに強めるばかりでなく、公開市場での買い政策が公社債価格の上昇を刺激することにより、銀行の過剰資金が証券市場における証券担保貸付・証券投資にむかうのを誘導することになった。しかも、12の準備地区の連銀の遊休資産がすべてニューヨーク金融市場への買いに集中したことによる証券市場への刺激は強烈であり、各地区の加盟銀行はその過剰資金をニューヨークの大都市銀行とのコルレス関係を通じてニューヨークへ集中させる作用を惹きおこした。この公開市場政策は23年3月にニューヨーク連銀総裁を議長とする「公開市場投資委員会」によって運営されるようになり、この委員会は他の連銀の割引政策にまで介入できるようになり、ニューヨーク連銀を実質的な中央銀行とする支配関係が形成された¹⁴⁾。

以上のように、連銀は「生産的信用」需要の低下した不況期に、利潤動機にもとづき過剰信用を供給するという無政府的な信用政策をとらざるをえなかった¹⁵⁾。

第三に、連銀の現実の政策は、不況期の買いオペレーションとともに、活況期に売りオペレーションを行うことによって、「生産的信用主義」の信用供給原則にまったく矛盾するものであった。連銀は、22年の中期からの景気の上昇

13) 22年と24年の再割引収益はそれぞれ2600万ドルと1600万ドルで、経常支出は5000万ドルと3800万ドルである。Annual Report (1925) pp. 114-115.

14) L. E. Clark, *Central Banking under the Federal Reserve System*, 1934, pp. 161-172.

15) B. M. Anderson は、公開市場政策によって金融市場に投げこまれた資金はすべて株式と公社債市場にむかったこと、この危険な信用膨張を避けるためには、不況期の売り政策、活況期の買い政策と公開市場政策を逆転すべきこと、活況期の増加した収益で不況期の収益低下を相殺すべきことを提案している。B. M. Anderson, *op. cit.*, pp. 5-20.

によるそれぞれの準備地区での再割引需要の増加と財務省からの売り圧力のため、22年6月から23年8月まで5億ドル近くの手持ちの短期政府証券をニューヨーク金融市場に売りに出した。

しかし、このような売りオペレーションは、ニューヨーク地区の金融引き締め効果を生ずるのでなく、ニューヨーク大都市銀行にきわめて有利に連邦準備信用を供給することになった。というのは、ニューヨーク準備地区の利子率（特に短期の）は不況期には他の地区よりも急速に低下し、活況期には急速に上昇した。これはニューヨーク金融市場からの資金の流出入の激しさと規模の大きさを示すものであるが、この現実の契機となっているのが産業と金融のニューヨークとその周辺への地域的集中である。ニューヨークは外国為替市場、商業手形市場、証券取引市場を集中し、とりわけコールローン市場の提供する遊休資金に対する収益の高さと安全性・流動性は、コルレス関係を通じて合衆国の各地方から大量の資金を銀行間預金として集中した¹⁶⁾。またニューヨーク地区は総地域の2%たらずで、13.1%の総人口を擁し、完成生産物と食料・原料の世界で最大の市場である。そして、製造業の総生産物価値の20%がニューヨークで生産され、このための原料、建築資材、農業生産物は準備地区外から購入される。この結果、大量の資金がニューヨーク外に流出するわけである。このため、不況期には、過剰資金の流入の増大と生産の低下による資金流出の減少のためニューヨークへの激しい資金流入が生じ、逆に活況期には、銀行間預金の地方による回収と原材料・食料の支払いの増加のため激しい資金流出が生じた¹⁷⁾。

とくにこの資金流出は、22年中期から始った景気の上昇期には激しかった。このため短期金融市場の金利は高騰し、加重平均でニューヨーク連銀の再割引歩合を上まわるほどであった¹⁸⁾。連銀が売りオペに出した短期政府証券の利回

16) 銀行預金の集中の実態については、L. L. Watkins, *op. cit.*, 4章を参照せよ。

17) B. H. Beckhart and J. G. Smith, *The New York Money Market*, volume II, 1932, pp. 295-304。ニューヨーク準備地区からの資金の流出入について詳しい統計的検討が行われている。

18) W. W. Riefler, *Money Rates and Money Markets in the United States*, 1930, p.38。

りと銀行引受手形の金利は上昇し、再割引歩合に近接した。この結果、ニューヨーク大都市銀行にとっては、これらの証券を購入して、これを担保として自己名義の手形を振出してニューヨーク連銀で割引いても逆鞘にならないことになった。しかも、公債価格の上昇する不況期には、連銀の買い政策によってキャピタル・ゲインを保障されるわけであり、「適格手形」の割合が減少しつつあるニューヨーク大都市銀行にとって¹⁹⁾、売りオペレーションは連邦準備信用を有利に得る手段であった。ちなみに、買いオペレーションの時には、連銀は再割引歩合をいちじるしく下回る利回りの政府証券の購買によって、低利に連邦準備信用を供給したわけである²⁰⁾。

この売りオペレーションの時に、ニューヨーク地区の加盟銀行の政府証券担保借入れは増加し²¹⁾、ニューヨーク市の報告加盟銀行（毎週報告義務ある67の加盟銀行）についてみると、ニューヨーク連銀からの借入れは、22年5月の600万ドルから23年1月に2億ドル近くまで急上昇している²²⁾。ニューヨーク連銀はこの資金流出対策として、23年2月に再割引歩合を0.5%引きあげた。

以上のように、連銀の実際の信用政策は「生産的信用主義」とまったく逆のものであり、しかもこの政策はニューヨーク金融市場の営業を独占して大量の貨幣資本の蓄積をはかっているニューヨーク大都市銀行の金融便宜を保障するものであったといえよう。

ところで、「生産的信用主義」を掲げた年報は、それと矛盾すると思われる信用政策も提起している²³⁾。それは、「産業が迅速に拡張し、不健全な、あるいは投機的な危険性がある時には……割引率を引き上げて抑制しなければなら

19) L. L. Watkins, *op. cit.*, p. 189.

20) 公開市場での買い政策が信用膨張をひきおこし、売り政策が借入れの増加をもたらす、一面的な効果しかもたないことについては、W. Wither, *The Retirement of National Debts*, 1932, pp. 179-180.

21) ニューヨークにおける政府証券担保の貸付が高いこと、ニューヨーク大都市銀行がより多くの公債を集中していることについては、次の文献を参照のこと。W. A. Brown "The Government and the Money Market", *The New York Money Market*, volume IV, 1932, p. 385.

22) *Annual Report* (1923), p. 341.

23) この矛盾を指摘したものとして、一谷藤一郎、前掲書、6-7ページ。

ない。産業が回復過程にある時には、……コストの低廉な信用によって産業に刺激を与えなければならぬ」²⁴⁾ という箇所である。不況期の信用拡張と活況期の信用引締めによって景気の安定をはかるといふ、景気対策としての信用政策が提起されているのである。これは、現実に行われた連銀政策をストロングが景気対策のための信用政策として合理化しようとしていることから²⁵⁾、ことごとく主導権争いを演じた連邦準備理事会とニューヨーク連銀という連邦準備当局内の意見対立が反映しているのではなからうか。

結局、連邦準備当局は流入金による信用膨張を阻止するための有効な方法を見つけ出せなかった。それどころか、金という信用創造源泉を獲得した銀行を統制する手段を喪失し、不況期に人為的な信用膨張政策を行わざるをえなくなり、準備率にかわる新しい信用政策を提起したといっても、それはまったく有効性を失った非現実的なものであり、さらに見解の不一致をさらけ出すという状況であった。

IV 金の流入と連邦準備銀行——新政策の背後にあるもの

大戦が終了し、合衆国が金の輸出を解禁した直後の金の流出とはうってかわって、1920年6月から1924年11月まで巨額の金が合衆国に流入した。純輸入は、21年には6.67億ドル、22年には2.38億ドル、23年には2.94億ドル、24年には2.58億ドルで²⁶⁾、21～24年で実に約15億ドルの金が合衆国に流れこんだことになる。

合衆国へ金を現送した国としては、イギリスが最も多く、ついでカナダ、フランス、ドイツと続いている²⁷⁾。この結果、24年には合衆国は約43億ドルの金

24) *Annual Report* (1923), p. 10.

25) ストロングは、24年の公開市場での買い政策の目的について、対内的には景気の回復と銀行の破産の救済にあることを26年4月の下院銀行通貨委員会の公聴会で語っている。W. R. Burgess, *Interpretations of the Federal Reserve Policy in the Speeches and Writing of Benjamin Strong*, 1930, p. 257. また23年からの金融引き締め政策の目的が景気のゆき過ぎを規制することにあつたと、イングランド銀行総裁ノーマンに送った手紙で述べている。L. V. Chandler, *op. cit.*, p. 221.

26) The Federal Reserve Board, *Eleventh Annual Report of the Federal Reserve Board for the year 1924*, p. 8. 以下 *Annual Report* (1924) と略す。

27) C. O. Hardy, *Credit Policy of Federal Reserve System*, 1932 p. 356.

ストックを保有するようになり、これは世界の金ストック（約90～100億ドル）の半分近くである。

この金の大量移動の原因をなしたものは第一に人戦が直接にもたらした国際経済構造の不均衡である。欧州諸国は戦勝国も敗戦国も国上や生産施設が破壊され、合衆国のみ連合国の軍需によって生産を増加させることができた。このため欧州諸国の戦後復興に必要な物質はすべて合衆国に仰がなければならず、合衆国の対欧貿易は戦後も巨額の出超を記録した。19年3月には、それまで英米間で行なわれてきた為替的人為的安定策（為替釘付政策）が中止され、スターリング為替は激しく低落した。これとともに世界各国の為替相場はすべて合衆国にむけて逆調という状態になった。欧州諸国は合衆国に対する深刻な支払不足（ドル不足）²⁸⁾におちいり、この決済のために金を現送せざるをえなくなった。さらに20年12月には、それまで合衆国政府が連合国に貸し付けてきた政府間信用が廃止されたこと、民間取引においても合衆国の民間銀行が欧州の輸入業者に与えてきた短期信用取引が決済の困難が増すにつれて不可能になり、戦後1～2年で現金取引に変更されたことも²⁹⁾、ドル不足を強めた。しかも、ニューヨーク金融市場でドル資金を調達しようにも、欧州諸国の戦後復興の困難、フランスによるルール侵入など戦後処理をめぐる軋轢などの不安定要因が、対外貸付に対する信用を低めたため思うようにはすすまなかった。ドル資金の供与による決済を絶たれた欧州諸国がドル不足を解決するためには、合衆国に大量の商品を売り込むことしか方法がなかったが、22年9月のフォードニ関税法の成立による高率の輸入税のために阻止され、最終的に金の現送を引きおこすことになった。

第二の原因は、以上の大戦がもたらした国際経済構造の不均衡を反映して、国際金融構造も異常な状況にあったことである。国際金本位制は破壊されたままであり、ただ合衆国のみ19年6月に金の輸出解禁によって金本位制に復帰し、

28) ドル不足の具体的検討については、H. B. Lary, *The United States in the World Economy*, 1943. 特に図Iを参照せよ。

29) Hardy, *op. cit.*, p. 36.

ドルのみが金と結びつけられた状態であった。このことは次の結果を生じた。

まず、ドイツ、フランス、イギリスの政治的・経済的危機によって、大量の逃避資本 (Capital Flight) が国際的短期資本として合衆国に流れこんだことである。この資本逃避はドイツから始まった。莫大な賠償金の支払、国内情勢の混乱、急激な通貨の減価、フランスの侵入等によって、ドイツの資本家はその私有財産をイギリス・合衆国にむけて転送した³⁰⁾。ロンドンの金融業者はドイツ人の口座を増加させるために、社員を60人から800人に増加したというほどである³¹⁾。フランスにおいても、財政危機と直接税の増額を予期して、大量の資本が外国に逃避した。この証拠として、26年から27年にかけてフランスの通貨が安定した時に、ニューヨーク金融市場にあった何億ドルもの巨額のフランス資本が本国に復帰した事実が挙げられる³²⁾。イギリスにおいては、23年12月の総選挙で労働党が資本課税を提起したため、イギリスの資本家や、イギリスに財産を隠匿してあった外国の資本家はイギリスで財産を保有する危険を感じて、金と結びついて通貨価値が安定している合衆国にむけてそれを転送した。このため23年末にイギリスの為替は激しく低落した。

このような通貨不安・インフレーション・重税を免れるための赤字国から黒字国にむけての「均衡破壊的」³³⁾な国際短資移動が、欧州諸国のドル不足をさらに強めたことは明らかである。これらの人量のドル投機資本は合衆国の有価

30) 大戦を契機とする国際金融構造の変化に応じて、ロンドンに集中する国際短期資金の構成に大きな変化が生じた。すなわち大戦前まではロンドンの国際短期資金は貿易による手形引受にもとづいて生じたものであったが、戦後は(1)外国銀行が在外準備として保有するもの、(2)ファイナンシャルファンド (financial fund) というもので、それには金利の騰落によって流出入するもの、為替相場の変動に応じて投機的に他の金融市場との間を転々とするもの、通貨価値の安定をもとめて移動するものがある。この結果、ロンドンでは手形引受業務というよりも国際短資の預金業務を営むという機能変化を遂げたわけである。東銀月報、ポンドの歴史(4)、2巻、昭和25年3月、387ページ。

31) P. Einzig, *Foreign Balances*, 1938, p. 23.

32) ジョージ・イ・ロバーツ、1914年乃至1929年に亘る米国の金移動とその影響、「英米独仏における金移動問題——国際連盟金委員会に提出せられたる四論文」国際連盟事務局東京支局刊、昭和6年、100ページ。

33) A. I. Bloomfield, *Capital Imports and the American Balance of Payments 1934-39*, 1950, 翻訳「国際短期資本移動論」中西・岩野監訳、昭和49年4月、47ページ。

証券の購買にむかった。欧州諸国が資本不足にありながら、短資的性格をとった国際的投機資本が合衆国に流入し、合衆国における証券の流動売買の短期的・投機的な性格が強まり、それがさらに国際的投機資本を呼ぶという金融構造が形成された³⁴⁾。

金の流入の原因としてさらに重大なことは、決済のための金の移動ではなく、「商品」としての金の移動自体にも重大な変化があらわれたことである。20年代前半は合衆国だけが金の自由移動を認める金の自由市場であった。他の諸国は不換通貨制度であり、戦時・戦後のインフレーションによる通貨減価と為替低落のため、これらの通貨の対外価値はドルに対して減価していた。このため、イギリスの金のディーラーや取扱業者は、南アメリカで産出した金をイギリスに輸入し、イングランド銀行でソブリン紙幣に換えるよりも、合衆国にもってゆきドルに換え、これでスターソング為替を買ってソブリン紙幣に換えるほうが利益が大きかった³⁵⁾。このため19年7月以来南アメリカの新産金は若干インドにむかうほかはほとんど合衆国に送られた。

このように、金の偏在を招いた根底的な原因は帝国主義戦争が世界経済体制にもたらした政治的・経済的危機であり、合衆国への金の流入が危機を招いたのでなく、この危機の反映として合衆国への金の流入が生じたのである。この金の流入が合衆国の金融と経済にどのような影響をもたらしたのかを、次に連邦準備銀行のメカニズムと景気動向にそって検討してみよう。

合衆国に流入した金は合衆国国庫の分析所に運ばれ、国庫はそれに対して小切手で支払う。金の売手はこの小切手を連邦準備加盟銀行に預金し、加盟銀行はついでそれを連銀に再預金し、連銀で加盟銀行の準備金残高に加えられ、合衆国国庫勘定の借方に記入される。国庫は連銀に同額の金証券を発行すること

34) ニューヨーク証券市場の証券売買活動が「国際的なさや取り売買」であり、ホットマネーや資本逃避と深くかかわっていたことは Lary によって指摘されている。Lary, *op. cit.*, p. 106.

35) 金地金をロンドンにもってゆき、鋳造して支払いに用いれば、約10%の損失を招くと言われていた。B. M. Anderson, *op. cit.*, p. 17.

によりこの勘定を満たすということになる³⁶⁾。つまり、外国から1億ドルの金が入輸された場合には、国庫の金保有量、連銀の金証券保有量、加盟銀行の準備金残高、金を加盟銀行に預金した人の銀行預金額はそれぞれ1億ドルずつ増加する。

これらの増加が、国内の通貨・信用量と関連するルートは次の通りである。

連銀はその金準備量の増加によって加盟銀行に対する信用創造力を拡大することができる。金準備の増加は法定正貨準備率の逆数倍まで、連邦準備券の発行量の増加（金準備の2.5倍）と加盟銀行の準備金の増大（2.8倍）を可能にし、連銀の通貨・信用供給力が増加する。しかし、この連銀の信用創造力が現実で使用されるのは、実際に通貨・信用を企業・個人に供給している加盟銀行が準備金不足におちいった時であり、金の流入による加盟銀行の準備金残高の増大がどのように使われるかが現実の通貨・信用に影響を与えるのである。

加盟銀行は次の3つの方法で金の流入による準備金残高の増加を利用することができる。

第一の方法は、加盟銀行がすでに連銀で手形を再割引して信用供給を受け、その借入残高が累積している時には、金をその借入の返済に、すなわち連銀にある再割引手形の償却に用いることができる。連銀のバランスシート上では、資産項目の金保有高の増加に資産項目の加盟銀行に対する再割引残高の減少が対応する。この場合には、通貨流通量を反映する準備券の発行も、加盟銀行の貸付活動を反映する準備金の増加も生じないのであり、通貨・信用に何の影響も与えない。現実はこの事態は21年から22年をはじめにかけて生じた。加盟銀行は流入してきた金による準備金残高の増加を、大戦中と直後の連銀による大量の信用供給の結果である累積債務の返済に使用した。それは産業活動の停滞基調が続き、銀行に対する通貨・貸付需要が低下したため、銀行にとって有利な

36) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve System—Purpose and Function*, 2en., 1947, 富士銀行調査課訳「連邦準備制度——その目的と機能」81ページ。

資金運用先が不足していたためである³⁷⁾。21年の秋頃には債務返済を終える加盟銀行も現れ、22年1月には多数の銀行が終了し³⁸⁾、これらの銀行はその過剰資金を政府証券その他に投資しはじめた。付表から明らかなように、連銀の信用残高は20年12月の33億ドルから22年6月には12億ドルまで急減した。

付表 連邦準備銀行信用残高

	月末集計値 (100万ドル)								
	1920	1921		1922		1923		1924	
	12月	6月	12月	6月	12月	6月	12月	6月	12月
再割引	2,687	1,751	1,144	461	618	337	723	324	320
政府証券	287	259	234	555	436	102	134	431	540
購買手形	260	40	145	161	272	206	355	37	387
計	667	344	419	740	787	366	516	498	981
総計	3,355	2,096	1,563	1,202	1,405	1,202	1,238	831	1,302

注 その他資産を省略。総計には算入

資料 Monetary and Banking Statistics より作成。

第二の方法として、通貨需要が増大し、加盟銀行が顧客に支払う現金が不足している時には、増加した準備金でもって準備券の供給を受けることができる。連銀のバランスシートでは、資産項目の金保有高の増加に、負債項目の準備券発行高の増加が対応する。これは22年の半ばからの景気の上昇で生じた。この景気上昇は、戦時下の経済統制で生産と消費を抑制されていた住宅建築や非耐久消費財への需要の急速な増大と22年から23年にかけて猛烈な拡張をひきおこした自動車産業の興隆に主導されたものである。銀行への通貨・信用需要は激しく上昇し、加盟銀行の貸付・投資総計は23年6月には265億ドルにまで増加し、22年の6月の水準から23億ドルの上昇をしめした。

この景気上昇期の金融動向の特徴は、加盟銀行の信用活動が膨張していなが

37) W. W. Riefler, *op. cit.*, p. 180.

38) 農業の恐慌からの回復は遅れたため、農業地区の銀行の債務返済はすすまなかった。21年のおわりでも、正常な借り入れ水準を3倍も越えている加盟銀行は906もあり、農業地区に多い。
Annual Report (1922), p. 3.

らも、連銀からの借り入れ水準がほとんど変化していないことである（付表参照せよ）。連銀に依存しない銀行信用の膨張を可能にしたのが金の流入であることは明らかである。連邦準備理事会の第10回年報（1923年）は、「この金は準備銀行信用の代替物として役立った。もし金の輸入がなかったならば、事業の拡張と通貨需要の増大は当時輸入された5億もの金に等しいほどの準備銀行信用の需要の増加をひきおこしたであろう」³⁹⁾と語っている。

第三の方法は、準備金残高の増加により、加盟銀行は顧客に対する預金信用の発行能力を拡大することができる。加盟銀行は、顧客の預けた預金について平均10%を準備金として連銀に預けなければならない。逆に準備金が増加した時には、この預金準備率の逆数倍まで顧客への貸付として預金を拡張することができる。前述した活況時には現実需要が高まり、1ドルの準備金は1ドルの準備券として引き出されるが、不況時にはそのまま預金信用の膨張を可能とする。連銀のバランスシートでは、資産項目の金保有高の増加に、負債項目の加盟銀行の準備金残高の増加が対応する。

この状況は、23年の中期からはじまり、24年の初めの短期の上昇をはさんで、24年の中期まで続いた景気後退の時期にあてはまる。ニューヨーク金融市場の市場金利は、24年にはそれまでの10年間で最低の水準にまで低下した。加盟銀行は、金の流入と通貨流通の減少を反映した準備券の連銀への還流という経路から準備金を増加し、これを証券担保貸付・証券投資にふりむけた。加盟銀行の証券担保貸付は24年には50億ドルの水準になり、証券投資も戦時公債消化業務の時よりも多い80億ドル強の水準に達した⁴⁰⁾。他方、加盟銀行の連銀からの借り入れ水準は、23年6月の12億ドルから24年6月には8.3億ドルまで極端に減少した。

以上のように、金の流入によって加盟銀行はそれまでの連銀からの大量の借金を返済するとともに、連銀に依存しないで通貨・信用の供給が可能となった。

39) *Annual Report* (1923) p. 2.

40) *Annual Report* (1924), pp. 12-13.

この加盟銀行の連銀離れの促進によって、連銀の再割引歩合は20年8月の6.19%から24年8月の3.78%と急落した。またこの結果、すでにみたように、連銀はその収益が圧迫され、不況時に公開市場で政府証券の買い政策をせざるをえなくなり、金融市場に別の意味の重大な影響を与えることになった。

V お わ り に

以上の検討を通じて、連邦準備当局は金の流入による信用膨張を阻止できなかったこと、金の流入によって、ニューヨーク大都市銀行の金融支配力の強化とニューヨーク連銀を頂点とする連邦準備制度の再編成を許すこととなったことが示された。さらに、ニューヨーク連銀は、公開市場政策の権限の集中によって他の連銀の資産をニューヨーク金融市場で運用し、ニューヨーク金融市場の営業を独占しているニューヨーク大都市銀行は、その協力のもとに、地方銀行の大量の預金を集中し、証券市場で巨額の不生産的な超過利潤を獲得できる金融ピラミッド体制を構築した。このため、底辺にある多数の地方銀行の営業は、地方住民に対する金融的便宜を提供するという本来の業務からますます遊離し、ニューヨーク金融市場の証券取引と強く結びつき、連銀に提供すべき流動資産をもたなくなり、歴史的な規模の銀行破産を迎えることになった。

連邦準備当局が、準備率政策を放棄して、「生産的信用主義」を掲げても、それを支える構造的条件が根底から破壊されてしまっていたのである。またこの金融ピラミッド体制のもとでは、現実に行われた不況期の信用供給が、いかに景気対策のための金融政策として合理化されようと、現実の資本蓄積よりも不生産的な貨幣資本の蓄積を膨張させることになった。

結局のところ、1920年代の連邦準備当局は、無政府的な過剰資金である金の影響を阻止できず、逆に金の流入によって「管理機能麻痺」におちいり、不生産的・投機的蓄積を加速させることになったと結論しうるであろう。

(1981年3月23日脱稿)