

上海金融恐慌（1934年～1935年）

に関する一考察

——国際・国内市場連関と市場・政府関係の視角から——

城 山 智 子

はじめに

1. 銀・爲替取引のメカニズムと上海金融市場
2. 1929年～1931年 8 月
 - (1) 銀價の下落と銀の流入
 - (2) 上海の「好況」
3. 1931年 9 月～1934年 6 月
 - (1) 銀價の上昇とその影響
 - (2) 資金の増加と銀行のジレンマ
4. 1934年 7 月～1935年11月
 - (1) 資本逃避と銀の大量流出
 - (2) 上海金融恐慌
5. 市場變動への対応としての幣制改革の試み（1935年11月）

おわりに

はじめに

1934年 7 月、上海金融市場は深刻な危機に陥った。現銀の流出に伴う金融の逼迫と、土地・債券などの資産價格の暴落は、外國銀行、中國系銀行、錢莊といった、國籍や經營形態の異なる上海の金融機關を、一様に混亂に陥れた。1934年から1935年にかけて停業・倒産した金融機關は、148機關（1934年度・44機關、1935年度・104機關）に上る⁽¹⁾。この状況は、1929年から1931年にかけての上海金融市場の好況と對照を成す。また、以下の議論が明らかにするように、1920年代末からの好況が、1930年代半ばの不況を深化させていたのである。

1929年から1931年までの好況、そして、1934年半ばから1935年にかけての不

(1) 「上海工商金融等業倒閉停業統計」『經濟統計月誌』4—1（1937年 1 月）16頁。

況は、共に、1929年から世界的に廣まった大恐慌とは、展開を異にしている。1929年10月、ニューヨーク株式市場が暴落したのを契機として、世界的に投資の引き締めと信用の収縮が進行した。歐米だけではなく、ラテンアメリカ、東南アジアの諸國も深刻な影響を受けた。既に1927年ごろから、これら諸國の主要輸出品である農産物の國際價格は、供給過剰による下落傾向にあった。更に、1929年以降は、貿易収支の赤字を歐米諸國から短期の貸し付けを受けることによって補填することが不可能になった。結果としての正貨の流出は、デフレと通貨危機を擴大した。しかし、上海金融市場が危機に陥る1934年には、一部の金本位圏を除く地域は、イギリス・アメリカを始めとして通貨を切り下げ、徐々に不況から脱しつつあった⁽²⁾。

1920年代から1930年代半ばにかけての中國經濟は、對日關係、國內政治の混亂、揚子江の記録的な大洪水(1931年)を始めとする自然災害など、極めて複雑な要因の影響を受けていた。しかし、周知のごとく、中國經濟が、他の諸地域とは異なった動向を示した主な原因は、中國が銀を貨幣として用いる、國際通貨システムの中で希有な存在であったことに求められる。1929年から1935年までの間、國際市場における銀價は、極めて大きな幅で變動した。世界の2大銀取引市場、ロンドンとニューヨークにおける銀價の變動は、急落、上昇、急騰の3つの局面に分けられる。19世紀末以降、第一次大戦期を除いて、銀價は漸落傾向にあったが、1929年からは一層急激に下落した。1929年の1月の銀價を100とした時、1931年2月に記録されたロンドンとニューヨーク市場の最安値は、それぞれ47.3、と47.1にしかあたらなかった。1931年9月、イギリスが金本位を離脱しポンドを切り下げると、ロンドン市場におけるポンド建の銀價は直ちに上昇した。ニューヨーク市場では、ロンドン市場とは乖離した低價格が続いたが、1933年3月にアメリカが金の國外輸出を禁止し、事實上、金本位を停止すると、ドルの切り下げに伴ってドル建ての銀價も上昇し、1933年9月には、ロンドン市場とほぼ同じレベルとなった。更に、1934年6月にアメリカが、銀買い上げ法を施行すると、ニューヨークばかりでなくロンドンでも銀價

(2) Charles P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929—1939* (Berkeley: University of California Press, 1986), pp.70-117, 230-245.

は高騰した⁽³⁾。

この時期の、中國の經濟變動については、2つの側面から分析・研究がなされてきた。

第1に、銀價の變動が中國經濟に與えた影響については、1929年から1931年にかけては、銀價の下落率が他の物價の下落率を上回ったため、中國は世界的な恐慌の影響を免れたが、1931年末の銀價の上昇に伴って徐々に不況に陥り、1934年半ば以降の銀價の高騰により大量の銀が國外に流出し、特に上海金融市場は恐慌状態に陥ったとされている⁽⁴⁾。これらの、同時代の分析・研究は、國際市場の變動の影響を指摘しているという點で示唆に富む。しかし、國際市場の變動が國內市場の動向と具體的にどのように連關しているのかについては、必ずしも明確ではない。國際銀價の變動と國內經濟の動向との對應關係から注目されるのは、銀價の騰落が迅速に爲替レートの變動に結びつき、また、それが國內經濟に影響を及ぼしていく過程である。中國は、國際通貨システムにどのように組み込まれていたのか。そして、通貨供給が、外國銀行を含む多數の金融機關に任されている状況の下で、國外の銀價變動に惹起された銀の流出入が、金融機關による信用創造を通じてどのような波及的な影響を及ぼすのか、が問題となる。對外的には銀と爲替の取引の中心であり、また國內的にも金融のセンターであった上海金融市場の動向は、好況と不況の雙方の局面に於て、これらを考察する事例を提示している⁽⁵⁾。

(3) 財政部國定稅則委員會『上海物價年刊 民國23年』（上海、1935年）121—122頁。

(4) 南滿州鐵道株式會社上海事務所『恐慌の發展過程における支那幣制改革の研究』（上海滿鐵調查資料第13編、1936年）。宮下忠雄『支那貨幣制度論』（寶文館、1938年）。Arthur Salter, *China and Depression* (n. p., 1934) など。

(5) 19世紀半ばから、既に、上海金融市場が、外國銀行を介してロンドン銀市場の影響を受けていたこと、特に、金銀比價の變動が、外國からの投資・借款を規定する要因であったことについては、濱下武志「19世紀後半、中國における外國銀行の金融市場支配の歴史的特質—上海における金融恐慌との關連において」『社會經濟史學』第40卷3號（1974年10月）、「19世紀末における銀價變動と上海金融市場—中國通商銀行の初期活動に關連して」『一橋論叢』第87卷4號（1982年4月）が述べている。本稿では、まず、銀と爲替の取引のメカニズムを分析した上で、1920年代末から1930年代前半には、外國からの資金の流出入に惹起された資産價格の變動が、信用の供與と收縮を通じて金融市場全體に、より大きな影響を及ぼしたことを指摘する。また、銀價の變動が國內に波及していく過程では、雜種幣制の問題を考慮する必要がある。黒田明伸氏は、銅錢との關係を取り上げて、16世紀後半から1910年代を中心に、貨幣制度を經濟變動との關係から分析し、その含意を通貨の統制主體たる政治權力との關係から論じている。（黒田明伸『中華帝國の構造と世界經濟』〔名古屋大學出版會、1994

第2に、國際關係の中で構想・實現された、政府の政策である幣制改革に関する研究がある。1934年半ばに始まった金融恐慌は、1935年11月の幣制改革に伴う銀本位制からの離脱をもって、轉機を迎える。幣制改革は直接的には、銀の流出に伴う金融逼迫と、爲替レートの上昇による物價の下落への政策的対応であり、以後、元の外國通貨に對する價值は銀を離れ、また、國內の通貨供給量は政府系3銀行によって管理されることとなった。幣制改革に関する議論は、既に、清末からなされており、また、南京政府の下でも、1928年頃から計畫が進められてきた。また、通貨が中國の對外關係を規定する重要な問題となっていたことは、既に、先行研究によって明らかにされている⁽⁶⁾。そうした政策決定過程に関する研究を踏まえた上で、本稿は、特に1934年後半から1935年11月に至るまでの政府の通貨と金融への介入を、市場のダイナミズムとの相互關係の視角から検討することを試みる。金融恐慌は、銀と爲替の自由な賣買を柱とする通貨供給と信用供與のシステムが、深刻な危機を招きうることを明らかにしていた。しかし、そうした既存のシステムの缺陷に関する認識が、直ちに、政府による通貨管理への支持に結びついていた譯ではなかった。國民政府の顧問であったアーサー・ヤングが回顧しているように、幣制改革を施行する上での最も重要な課題は、國民の通貨に對する信頼を確立することであった⁽⁷⁾。1934年半ば以降の、政府と市場の關係は、政府の政策を豫測して市場が反應し、又、それが政府の對應を規定していくという、相互關係とも捉えられる。こうした視點から、1934年から1935年にかけての金融恐慌の展開を検討することは、幣制改革を、それ以前の上海における既存の通貨・金融システムと

年))。一方、主に1920年代末から1930年代前半を対象としている本稿では、①1920年代末から1930年代初頭の時點では、銀が主要な交換手段となっていたこと。②農村部も含めて、債務は主に銀建であったこと。(以上、The Committee for the Study of Silver Values and Commodity Prices, *Silver and Prices in China*, Shanghai: The Commercial Press, 1935, pp. 68-76.) ③上海と國外、そして上海の金融機關相互間の取引に主眼を置いていること、から議論を銀に限定している。總じて、過渡期となる1910年代から1920年代にかけての中國の金融システムの變化、金・銀比價の關係、中國をめぐる貿易・投資環境に關しては、多くの課題が残されている。他稿を期したい。

(6) 野澤豊・小林英夫編『中國の幣制改革と國際關係』(東京大學出版會, 1978年)。濱下武志「中國幣制改革と外國銀行」『現代中國』第58號(1984年4月)。

(7) Arthur N. Young, *China's Nation-Building Effort 1927-1937: The Financial and Economic Record* (Stanford: Hoover Institution Press, 1971), pp. 278-279.

の連続的文脈において考察を加える端緒となるであろう。

以上の、国際・国内市場連關と、市場・政府關係の視角から、本稿では、銀價の急落、上昇、急騰の3つの局面における上海金融市場の銀の移動の状況を見た上で、資金の流れの變化とその原因について検討する。その際、國際的動向と國內の變動との相互關係が1つの考察の焦點となる。そこで、個々の局面の分析に先立ち、國際銀市場と上海金融市場を結びつけていた銀と爲替の取引について概観しておく。

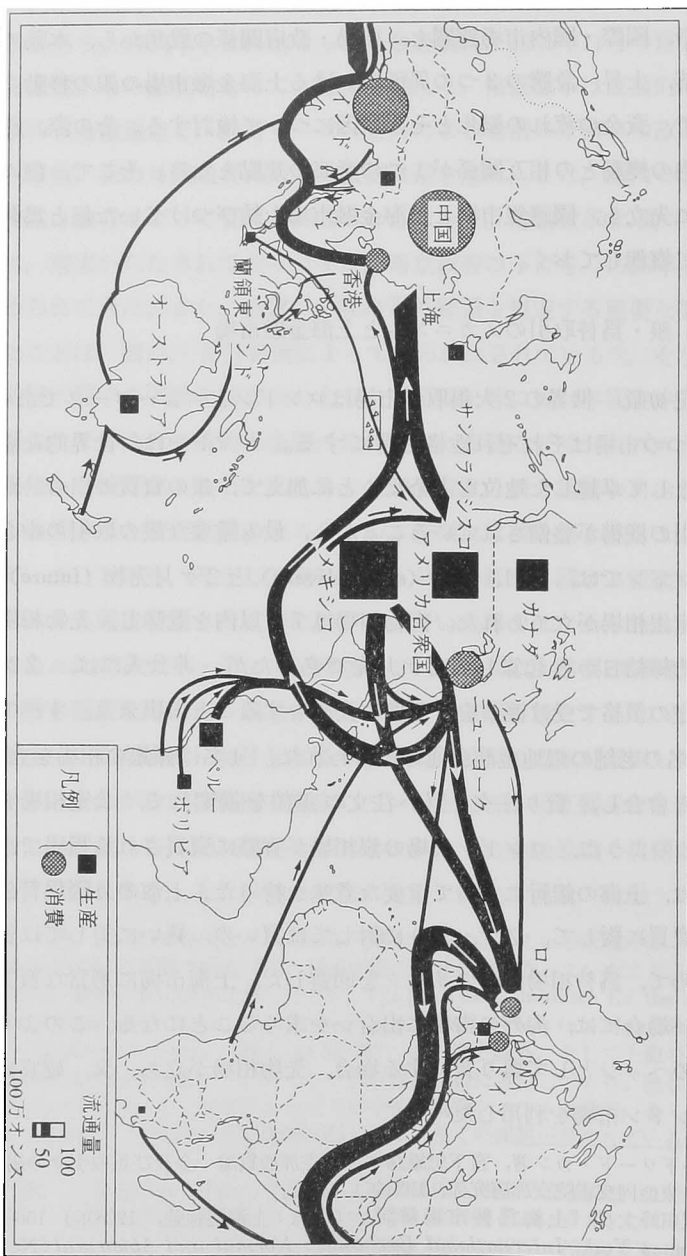
1. 銀・爲替取引のメカニズムと上海金融市場

20世紀初頭、世界の2大銀取引市場はロンドンとニューヨークであった(圖1)。2つの市場はそれぞれ性格を異にする。ロndonは、世界的な金融のセンターとして卓越した地位を占めたことに加えて、銀の賣買の出合いが多いこと、取引の機構が整備されていることから、最も重要な銀の取引の中心であった。ロンドンでは、毎日、直物(spot delivery)と2ヶ月先物(future)の、2つの公定銀相場が立てられた。直物相場は7日以内を意味し、先物相場は公式には契約締結日から起算して2ヶ月先であったが、非公式には、2ヶ月以内に、特定の價格で受け渡しをする取り決めをすることも出来た。すべての取引は、4名の老舗の銀地金商を通じて行われた。4名は條銀の相場を立てるために毎日會合し、賣り注文と買い注文の差額を勘案して、公定相場を發表した⁽⁸⁾。このように、ロンドン市場の銀相場が実際に賣買される相場であるということは、上海の銀行にとって重要な意味を持った。上海の外國爲替銀行は、爲替の賣買に對して、必ず、賣りに對しては買いの、買いに對しては賣りの取引を求めて、爲替相場變動のリスクを回避した。上海市場に適當な賣買の出合いがない場合には、海外の市場に出合いを求めることになる。このように、銀を爲替のヘッジとして賣り買いする場合、先物相場が立ち、又、確實に賣買できるロンドン市場を利用した⁽⁹⁾。

(8) エドワード・カン著、宮下忠雄譯『カン支那通貨論 金及び銀取引の研究』(上海：東亞同文書院支那研究部、1934年)128頁。

(9) 濱田峰太郎『上海爲替市場解説』(上海：上海週報社、1928年)156—157頁。
Thomas York, *International Exchange: Normal and Abnormal* (New York: The Ronal Press, 1923), pp. 591—594.

図 1 銀の生産・消費と流通 (1930年)



出典：Bratter, *The Silver Market* (Washington, D.C.: Department of Commerce, Trade Promotion Series no.139, 1932).

ロンドンが、銀賣買の仲介に特化していたのに對して、ニューヨークは、世界の總生産量の約83パーセントを占める南北アメリカからの銀の輸出を主に行なっていた。第1次大戰以前は、アメリカの銀もロンドンへ送られることが多かった。大戰中にイギリスが現銀の輸出を禁止した際に、ニューヨークで直接、銀が買い付けられるようになり、大戰後も取引量を伸ばした。こうしたことから、ニューヨークで、銀の先物市場が創設されたのも、1931年になってであった。また、取引の形式もロンドンとは異なり、精鍊業者との間の相對取引であった。従って、ニューヨークの公式相場 (official rate) とは、實際の取引の結果ではなく、大手の業者が發表する取引の目安にすぎなかった⁽¹⁰⁾。

一方、銀への需要は、中國とインドで全世界の80パーセント前後を占めた (6頁、圖1)⁽¹¹⁾。ロンドン・ニューヨークの銀市場と中國・インドは、東アジアに支店を持つ歐米系の銀行によって密接に結びつけられていた。中國では上海が、インドではボンベイが、銀と爲替の取引の中心であった。銀行は爲替の賣買に對して必ず逆の賣買を求めて、爲替取引から生ずるリスクを回避した。上海市場で出合いがない場合は、ロンドン或いはニューヨークで銀を購入する⁽¹²⁾。金本位制下で爲替相場が現送費用を超えて變動すると金塊の輸送が行われたように、銀行は輸送に要する諸経費を含めて採算が合うならば、中國へ現銀を輸入した。金本位制を採る兩國の間では、兩國の硬貨の金の含有量に應じて、爲替平價は固定されている (金本位制をとる2國の間では、固定相場制であるということである)。自國の通貨の他國通貨に對する市場における實際の價値が地金の輸送費を越えて變動する時は、地金を送受することで裁定を行ない、結果として市場における爲替レートは平價に近づくことになる。銀を貨幣として使用していた中國と、他の金本位制下の國々との間には、そのような固定した平價は存在せず、ロンドン・ニューヨーク銀市場での銀價に應じて、その價格における兩・元とポンド又はドルとの平價が算出される (同じ量の銀に對する通貨の比率として平價が決定される。銀本位制をとる中國においては、銀に對する通貨の

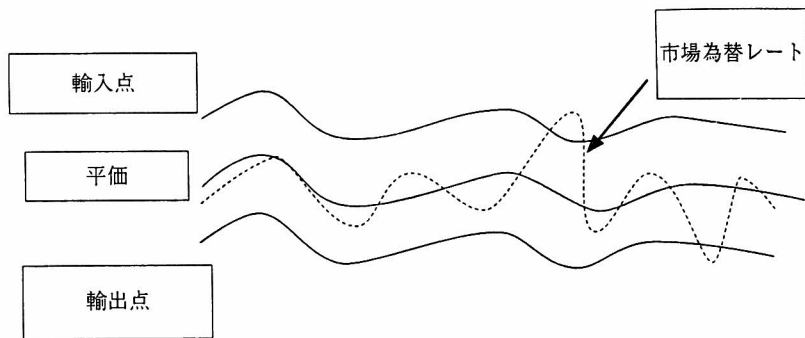
(10) Herbert M. Bratter, *The Silver Market*, pp. 20-21.

(11) 1922年から1933年までアメリカ合衆國が兩國へ輸出した銀の全輸出額に占める割合は、平均84パーセントに上った (カン, 94頁)。Bratter, *The Silver Market*, pp. 12, 16-19.

(12) 吉田政治『上海の爲替及び金融』(上海: n. p. 1923年) 7—8頁。カン, 224—225頁。

比率は一定なのに對して、金本位制をとる國においては、銀の通貨に對する比率は變動する。つまり、銀本位制である中國と金本位制をとる國の間では變動相場制であるということである¹³⁾。銀の市場價格に應じて變動する平價に、現銀の輸出入にかかる諸経費を加えた値が、銀の輸出入點である。市場での爲替レートは、通常、銀の輸入點と輸出點の間で動く。換言すれば、市場での爲替レートが輸出入點を越えた時點で現銀の輸出入が促される（圖2）¹⁴⁾。上海の外國銀行は、常に、國

圖2 平價，市場爲替レート，輸出入點



- (13) 上海兩とイギリス・ポンドの間には、次のような関係が成り立っている。上海兩は純銀518.512グレインを含み、ロンドンで取引される銀は、品位0.925の銀480グレインを基準としている。

$$518.512 \div (480 \times 0.925) = 1.168$$

即ち、上海の通貨の兩と條銀間のパリティは、1.168という恆數に標準銀1オンスについて建てられるロンドン銀相場を掛けることによって得られる。

同様の計算方法で、廢兩改元後（1933年4月）の元とロンドンの銀との間の恆數は0.816744、ニューヨーク市場の銀と兩では、1.082、元では0.756087である。

- (14) エドワード・カンは、「電信爲替（Telegraphic Transfer, T.T.）の相場が條銀のパリティ以上であるならば、それはロンドンに於ける銀の買（支那への輸入）を惹起する。パリティ以下であるならば、それはロンドンに於ける銀の賣（上海よりの銀の輸出）を有利ならしめる。」と説明している（カン、137頁）。實際のオペレーションは以下になる。ロンドンで實際に取引される銀の品位は、0.925ではなく0.998なので、兩の恆數は、1.175となる。銀の輸入にかかる、費用や輸送期間中の利子（諸経費、1.1パーセント、利子、年利4パーセントの45日分）を含めると、銀輸入の恆數は、 $1.175 + 0.019 = 1.194$ である。例えば、ロンドンで銀の直物の價格が標準銀1オンス当たり25ペンスであったとするならば、銀の輸入平價は、29.85ペンス又は2シリング5.875ペンスとなる。上海でロンドン向け電信爲替相場がこのパティ―以上、例えば、2シリング7ペンス（31ペンス）であるならば、上海のオペレーターは、手持ちの1,000兩でロンドン向け爲替を31,000ペンス（ $1,000 \times 2$ シリング7ペンス）購入し、ロンドンに送って銀を購入する。その價格は、25ペンスに1.6パーセントの諸経費を加えると標準銀1オンスあたり25.4ペンスであるので、オペレータ

際銀價格に基づいて爲替を賣買していた。上海市場での爲替レートがロンドン・ニューヨークの銀相場に敏感に反應したのは、こうした、銀行による爲替の賣買に裏付けられていたとも捉えられる¹⁵⁾。中國では爲替管理が行われず、また、1934年10月まで、國內外の銀の取引にも規制がなされなかった。爲替の自由な賣買と、採算さえ合うならば現銀を輸出入するという原則に基づいて、上海金融市場における銀と爲替の流通量は變動したのである¹⁶⁾。

こうした銀と爲替の取引のメカニズムを踏まえて、まず、國際市場における銀價の下落と、1920年代末から1931年にかけての上海金融市場の資金増加についてみることにする。

2. 1929年～1931年 8 月

(1) 銀價の下落と銀の流入

1930年度年次報告で、中國銀行は、「中國沿岸各都市の資金は、均しく増加し、供給過剰の状態である。」と述べ、特に上海の銀兩と銀元の増加を指摘した¹⁷⁾。上海の中國系銀行と外國銀行の手持ちの銀（庫存）は、1928年には1億

ーは、 $31,000 \div 25.4 = 1,220.5$ オンスの標準銀を手にすることとなる。その銀を上海で兩に換えると、1,038.72兩（ $1,220.5 \div 1.175$ 、すでに諸費用は含めてあるので恆數は1.175である）を得る。故に、この取引から、38.72兩の純益を得ることとなる。Dickson H. Leavens, "A Chart of Silver and Exchange Parities" *Chinese Economic Journal* 3.2 (August 1928): 396-397.

(15) William F. Spalding, *Foreign Exchange and Foreign Bills: In Theory and In Practice* (London: Pitman & Sons, 1928), p. 192. ロンドン市場の銀價と上海のロンドン宛電信爲替レートは、1909年から1913年の5カ年平均で99.0、1922年から1926年では98.7の高い相關を示した。Dickson Leavens, "Correlation Between Silver Prices and Exchange Rates" *Chinese Economic Journal* 2.3 (March 1928): 214-218. 上海の公定爲替相場（official rate of exchange）は、香港上海銀行が毎朝發表していた。しかし、公定爲替相場が實勢を離れるならば、取引はそのレートでは成立しない。従って、公定爲替相場は取り引きの目安に過ぎず、實際の取引相場は、公定爲替相場を基準としながらもより幅広い値動きを示した。Frank H. H. King, *The History of the HongKong and Shanghai Banking Corporation Vol. 2* (Cambridge: Cambridge University Press, 1988), p. 212.

(16) 上海の爲替市場の短期の變動に影響を與える要因として、上海の標金市場（上海金業交易所）がある。標金市場における取引は、實需ではなく、極めて投機的であった。また、1930年には、政府により民間の金の輸出は禁止された（カン、550—638頁）。上海爲替市場と、標金市場の連鎖については、他稿を期したい。

(17) 中國銀行總行・中國第二歴史檔案館編『中國銀行行史資料匯編 上編（1912～1949年）3』（檔案出版社、1991年）2015頁。以下、『行史資料』として引用。

7千萬元餘りであったが、1929年には2億4千萬元に、そして1931年には2億6千萬元へと55パーセント増加した(表1)。

庫存の増加は、海外からの銀の流入に起因していた。こうした銀の流入は、19世紀末以来、第1次大戦期を除いては、基本的な動向であった。特に、1928年から1929年にかけては、大量の現銀が中国へ流入した⁽¹⁸⁾。特に、アメリカからの輸入は、現銀の純輸入額1億582萬5,976海關兩の内、81.7パーセントを占めた。大量の銀の流入に関して、アメリカは中国の需要に関係なく不要な銀を中国にダンピングしているのだという議論もなされた⁽¹⁹⁾。しかし、国際商品で

表1 上海金融機関の庫存(1926～1935年11月) (単位:1,000元)

年 度	中國系銀行	外國銀行	總 計	指 數 (1926=100)
1926	73,474	73,859	147,383	100
1927	79,342	62,907	142,249	96.54
1928	102,706	68,784	171,544	116.42
1929	144,196	96,064	240,260	163.05
1930	166,293	95,663	261,956	177.77
1931	179,305	86,883	266,188	180.65
1932	253,289	185,050	438,339	297.48
1933	271,786	275,650	547,436	371.51
1934	280,325	54,672	334,997	227.34
1935年 1 月	294,933	40,097	335,030	227.37
2 月	289,657	44,043	333,700	226.46
3 月	275,571	48,628	324,199	220.02
4 月	282,577	54,093	336,670	228.48
5 月	290,165	50,773	340,938	231.37
6 月	295,959	44,914	340,873	231.33
7 月	300,065	38,648	338,713	229.87
8 月	288,399	40,184	328,583	222.99
9 月	293,351	42,632	335,983	228.01
10月	293,529	40,884	334,413	226.95
11月	245,617	41,194	286,815	194.64

出典：『中外商業金融彙報』2—12(1935年12月):50頁。もとのデータは、各銀行の毎日の報告に據る。庫存の統計については、楊蔭溥, 158—166頁参照。

(18) 『行史資料』1995頁。

(19) Edward Kann, "Economic China" *Finance and Commerce* 27.21 (May 13, 1936): 340. 以下、FC として引用。

ある銀が上海で賣却されるのは、銀が上海で割高であった爲であった。ニューヨークあるいはロンドンで銀を購入し、それを上海で賣却することによって、利益をあげることが出来たのである²⁰⁾。

ロンドンとニューヨークの銀相場と上海の爲替レートは連動していた。そこでは、中國宛の銀爲替に對する需要は、海外の銀相場を動かす1要因であったが、より多くの場合、逆に、爲替相場が銀價の騰落に伴って變動した。ロンドン・ニューヨーク市場の銀價の變動は、複數の要因の影響を受けていた。1929年の大恐慌下で、金本位制諸國の物價水準は下降していたが、銀價は他の物價に比べても著しく下落した。銀市場に固有の要因が、銀價の下落を促していた。1つには、銀の慢性的な供給過剰が挙げられる。1870年代から歐米諸國が、金銀複本位制から金本位制へと移行し、20世紀初頭には、歐米と密接な經濟關係を有する植民地諸國やその他の國々も、金・金爲替本位制をとるようになった。各國が金本位制に移行する過程で廢貨になった銀は、ロンドン市場で賣却された。世界的に貨幣として銀を使用する需要が減少する一方、銀は、銅や鉛、金などの他の貴金屬の副産物として産出されるので、需要の減少に應じて供給が調整されることがなかった。累積的な供給過剰によって、19世紀末以降、銀價は漸落した。1929年には佛領インドシナが金本位制へ移行し、また、香港とペルシャも銀本位離脱の可能性があるといわれた。佛領インドシナが市場に大量の銀を供給した譯ではなかったが、世界的に銀への需要が一層少なくなるとの豫想とも相俟って、ロンドン市場の銀價は下落した²¹⁾。

爲替レートは銀價に追隨したが、1928年から1929年にかけては、銀價の下落率は爲替レートを下回り、中國への現銀の輸入が促された。爲替レートが銀價を上回り、また、現銀の輸入が促された一因は、中國の輸出が好調であったことである。1926年を100とした時、1929年の輸出量は108.4に伸びている²²⁾。しかし、輸入額は輸出額を上回り、貿易収支は赤字であった(表2)。周知のご

²⁰⁾ Koh Tsung-fei, "Silver at Work" *FC* 25.12 (March 20, 1935): 327-328.

²¹⁾ Herbert M. Bratter, "The Price of Silver" *U. S. Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Trade Information Bulletin*, No. 682 (Washington, D. C., 1930): 6-9, 16.

²²⁾ Yu-kwei Cheng, *Foreign Trade and Industrial Development of China* (Washington, D. C.: The University Press of Washington, 1956), p. 70.

表2 中國の國際收支 (1929年～1935年) (單位: 100萬元)

		1929年	1930年	1931年	1932年	1933年	1934年	1935年
受 取	輸 出	1582.5	1394.3	1417.0	767.9	611.8	535.2	575.8
	評價誤差	118.7	139.4	309.9	153.9	61.3	80.3	86.4
	送 金	291.5	328.6	361.8	327.0	200.0	250.0	260.0
	外國人支出	224.4	226.5	271.4	279.0	215.0	180.0	150.0
	在外公館	33.2	39.4	39.7	38.0			
	軍隊	128.8	103.9	66.5	150.0			
	商人	0.0	0.0	44.4	36.0			
	その他	62.3	83.2	120.7	55.0			
	貴金屬							
	金(海關)	3.1	25.9	213.0	205.0	69.4	51.5	38.0
	(密輸)		23.4	0.0	0.0	120.0	60.0	30.0
	銀(海關)		0.0	0.0	10.4	14.2	259.9	59.4
	(密輸)		0.0	0.0	0.0		20.0	230.0
	投資	176.5	209.9	102.0	44.4	35.0	80.0	140.0
	誤差脱逸	55.3	161.7	0.0	50.5	282.5		
	計	2452.0	2509.6	2675.1	1858.8	1609.2	1516.9	1569.6
支 拂	輸 入	1972.1	2040.5	2233.4	1635.0	1345.6	1029.7	919.2
	密輸			46.9	33.0	134.6	154.5	210.0
	借款元利	82.1	115.8	137.6	90.1	93.0	112.6	107.4
	在外支出	10.8	13.4	62.2	18.9	6.0	6.0	6.0
	貴金屬							
	金							
	銀	164.8	104.4	71.5				
	利子・配當	222.2	235.6	110.9	72.8	30.0	20.0	55.0
	誤差脱逸			12.6	58.4		194.1	272.0
	計	2452.0	2509.6	2675.1	1858.8	1608.2	1516.9	1569.6

出典: 1929年から1932年まで, Yu-kwei Cheng, Appendix II. 1933年から1935年まで, Hsiao Liang-lin, *China's Foreign Trade Statistics: 1864-1949* (Cambridge: Harvard University Press, 1974), pp. 280-281.

とく、中國は19世紀末以降、貿易收支の赤字を記録していたにも拘らず、現銀の純輸入も續いた。華僑送金や在華外國人の支出といった貿易外收支や外國からの投資が、貿易收支の赤字を相殺していた爲であった⁽²³⁾。投資や華僑送金は、迅速に爲替レートの變化に反應した。爲替レートの變動によって、兩・元

(23) C. R. Remer, *Foreign Investment in China* (New York: The Macmillan Company, 1933), pp. 49-75.

建の投資・送金額が變化すると同時に、爲替レートの變動自體が、投資、送金に影響を及ぼしていたためである。送金は、送り手から見ると銀建の投資であり、海外の華僑は、銀建で収益を計算していると考えられた²⁴。中國と同じく銀通貨圏の香港では、華僑送金は、香港ドルが對米ドル相場0.50ドル以下の時になされ、それ以上の時は資金を海外に保留する、と言われた。香港ドル建ての額が、爲替レートが下落している時の方が高い爲である。1930年には、多くのアメリカの華僑が、10年以上にわたって貯蓄した財産を送金しているとも報告されている²⁵。

外國からの投資は、華僑送金と並んで、中國の國際收支上の重要項目であった。1929年と1930年には、新規に多額の外國資本が投資された²⁶。また、爲替のレートが下がっているときは、中國から資金を引き揚げると、外國人投資家はキャピタル・ロスを被る。逆に、中國國內で利益を再投資する限り、銀建では大きな利益を上げることが出来た。こうして、外國投資家が一部を中國國內に保留した結果、利子・配當支拂は、實際に支拂われるべき額よりも過小であった。これらの外國資本は、爲替レートがより有利になるのを待つ間、中國國內に投資された²⁷。

1930年には、現銀の純輸入は減少した。貿易赤字の増加が主要な原因であった。1929年から1931年までに、貿易收支の入超は、2億7,090萬元(1929年)から、5億680萬元(1930年)、5億5,340萬元(1931年)へと増加した。國際的な銀價の下落は、中國の輸出品の外國通貨建の價格を引き下げ、輸出を促進すると考えられた。しかし、中國からの輸出品に對する需要が世界的な不況の下で減少したため、輸出の大幅な増加は望めなかった。一方、銀價下落の影響を受けて、1929年から1931年の間に中國の輸入品價格は39パーセント上昇したが、輸入量は19パーセント、滿州を除くと10パーセントしか減少しなかった。全體として輸入額は1930年には3パーセント、1931年には9パーセント増加した²⁸。

²⁴ Remer, p. 152.

²⁵ Remer, p. 185.

²⁶ Remer, p. 167.

²⁷ Koh, "Silver at Work" *FC* 25.11 (March 13, 1935): 297.

²⁸ Koh, "Silver at Work" *FC* 25.8 (February 20, 1935): 204-206, *FC* 25.9 (February 27, 1935): 237-239.

現銀の流入は19世紀末以來の長期的な趨勢ではあったが、特に、1920年代末から1931年にかけての現銀の増加は、紙幣の發行額の増加とも相俟って、通貨の供給量を増加させていた⁸⁹。

(2) 上海の「好況」

資金の流入を受けて、上海の金融市場は活況を呈した。いくつかの指標から、その様相を窺うことが出来る。中國系銀行29行の平均で、庫存1元あたりの貸出金額は、1929年の8.75元から1930年には9.10元に増加した⁹⁰。また、手形の取引高は、1926年から1929年と比較して、1930年から1931年にかけては、物價の上昇率で調節したうえでも、60パーセントという高い増加率を示した⁹¹。しかし、金融取引の増加は、必ずしも商工業への投資を意味しなかった⁹²。當時の上海金融市場の際立った特徴は、増加した資金が特定の分野に集中して投資されたことであった。

まず、外國からの投資は、安全で収益率の高い上海租界の公共事業や不動産開發に集中した⁹³。1929年に、アメリカの會社が、上海共同租界工部局の電力部を8,100萬兩で買収したのは、その一例である。歐米系の銀行も、上海を中心として中國への投資を増やした。從來、外國銀行は中國國內の事業への投資には慎重であった。しかし、1929年からの爲替レートの下落の爲に、銀行のポンドやドル建での収益は減少しつつあり、また、爲替レートの變動から豫想外の差損を被ることも多かった爲、中國國內の投資に注目するようになったのである。更に、銀行の銀建の餘剰資金が増加したという事情もあった。外國銀行の本國政府は、銀行に、「中國を援助する」目的で投資を行なうよう促した。しかし、例えば香港上海銀行は、「營利事業である以上」、リスクの高い分野に投資することは拒否した。香港上海銀行の資金は、上海共同租界工部局やフランス租界公董局の發行する公債、租界の道契、そして上述の上海租界の電力

⁸⁹ FC 19.130 (November 25, 1931): 7.

⁹⁰ Koh Tsung-fei, "Blocked Dollars and Rigid Exchange Control" FC 25.26 (June 26, 1935): 725-726.

⁹¹ Koh, "Silver at Work" FC 25.13 (March 27, 1935).

⁹² 『行史資料』2015—2016頁。

⁹³ Remer, p. 167.

會社の債券などに投入された⁶⁴⁾。

在華外國銀行や企業、外國人投資家の動向は、上海金融市場全體に波及効果を及ぼした。中國銀行の1930年度報告は、上海の地價の高騰と家屋の建築數の増加、そして、不動産取引の多さは、「熱狂の勢」があると報告した。1924年から1929年までの間に上海の不動産の總價格は20億兩増加したが、1929年度分だけでその半分の10億兩の増加を示していた。當時、不動産取引は、毎月少なくとも100萬兩、多いときには1,000萬兩にも達したのである。外國からの投資によってのみ、不動産價格の高騰が引き起こされた譯ではない。また、不動産金融は、1930年代に始まったのではなく、19世紀末以來、上海における主要な資金調達的手段であった。しかし、一度、資産の價值が引き上げられると、將來の収益を見込んだ投機と、資産を擔保にした信用の膨張を促す契機となった。

1920年代末から1930年代初頭にかけて、安全かつ利益率の高い投資先を求めていたのは、外國企業だけではなかった。既に、1930年ごろから、世界的な農産物價格の下落の影響を受けて、都市部に先立って農村部の經濟狀況が悪化しつつあったこと、及び、治安の悪化から都市へ資産を移すものが多かったことから、中國國內各地から上海へと資金が流入しつつあった⁶⁵⁾。こうした資金は、租界の不動産や、租界の開発に関わる外國系企業の債券などに投資されたのである⁶⁶⁾。不動産を購入するとそれを擔保に融資を受けて、別の不動産を購入するという、投機的な取引が進行していた。更に、不動産業者が土地とその地上の建築物から上がる賃貸料を保證として發行した債券は、上海の投資家に廣く受け入れられた。

錢莊や中國系銀行は、不動産と並んで公債に資金を投入した⁶⁷⁾。公債募集時の利子が既に、年率8.4パーセントから9.6パーセントという高率であったのに加えて、政府は、財源調達の必要に迫られて、額面から大幅に割り引いた價格で債券を發行したが、利子は額面通りに支拂ったので、利率は年率で平均12か

⁶⁴⁾ King, p. 187.

⁶⁵⁾ 『行史資料』2015頁。

⁶⁶⁾ 「上海市商會工商復興會小組委員會對籌碼問題意見書」『社會經濟月報』2—9 (1935年9月) 94—95頁。

⁶⁷⁾ FC 19.99 (April 22, 1931): 6-7.

ら15パーセントに上った³⁸。公債の市場価格は値動きが大きく、また、政府の支拂い延期などのリスクも高かったが、潜在的には極めて利益率の高い投資であった³⁹。1927年以來、政府は多額の公債を發行し續けていた。1927年には7,000萬元、1928年には1億5,000萬元に倍增し、以後、1931年には4億6,600萬元を發行している。中國系銀行の公債所有も政府の發行額に應じて増え続け、1929年から1931年の間には、9,450萬元から1億5,433萬2千元へと急増した⁴⁰。

1929年から1931年の間に、上海の金融市場は不安定な要因を抱えることになった。不動産や公債を擔保として信用が供與された結果、資産價格の變動は、金融機關の經營惡化に繋がるようになった。資産を買い支えていた外國からの資金は、爲替レートの變動によってはいつでも引き揚げられる可能性があった。

また、當時の不動産や公債・證券の價格の上昇は、實需を離れたものであった。上海の不動産經營では、不動産を擔保にした借入金の利子の支拂や元本の返済、更に不動産業者が發行する債券の配當は、賃貸料からの収益と結びつけられていた。資産家が不動産に投資し、金融業者が不動産を擔保に信用を供與する一方、債務者が年利7から8パーセントの高利を負擔しえたのは、不動産經營からの収益が地價の9パーセントから最高で12パーセントにも及んだからであった。逆に、土地投機によって賃貸料の上昇を離れて地價が過度に吊り上げられた時、それと同時に、高騰した地價に基づく信用が過度に膨張した時、利子と債務者の返済能力は乖離して、不動産金融は不安定になるのである⁴¹。

3. 1931年9月～1934年6月

(1) 銀價の上昇とその影響

1931年9月イギリスは金本位を離脱し、ポンドを切り下げた。9月に1オン

³⁸ 楊蔭溥『中國金融研究』（上海：商務印書館、1937年）203—246頁。

³⁹ Cheng Linsun, "Entrepreneurship, Professional Managers and the Development of Modern Chinese Banks" (Ph. D. dissertation, Washington University, 1994): 207-209.

⁴⁰ Cheng Linsun: 119.

⁴¹ 城山（佐々波）智子「戦前期、上海租界地區に於ける不動産取引と都市發展」『社會經濟史學』第62巻第6號（1997年2、3月）20—22頁。

ス13ペンスであったロンドン市場の銀相場は、12月には20ペンスへと53パーセント急騰し、1932年に入ってから、反落するものの、1オンス17ペンスから18ペンス前後で推移した⁴²。イギリスに續いて、インド、海峽植民地が通貨を切り下げ、同年12月には日本も金兌換を停止した。

1933年3月にはアメリカが金本位制を停止した。1933年3月から1934年2月までにドルは30パーセント餘り切り下げられ、ニューヨーク市場の銀價は高騰し、元の對米ドル爲替相場は66パーセント上昇した⁴³。

諸外國の通貨の切り下げに伴う銀價の上昇は、爲替レートを引き上げ、中國の對外經濟關係に大きな影響を與えた。一つには、輸出の停滯が擧げられる(12頁, 表2)。輸出額は輸入額の1931年の75.7パーセントから1932年には55.2パーセントに、そして、1933年には45.4パーセントにまで下落した⁴⁴。輸入の減少にも拘らず、貿易收支の赤字は續いたのである。

中國は年來、貿易赤字を、外國からの投資と華僑送金を始めとする貿易外收支の黒字で相殺してきた。しかし、1931年以降、世界的な不況と爲替レートの上昇によって、貿易外收支の収入は減少した⁴⁵。

1930年代始めには、失業や倒産、外國政府による新規の移民の制限などの理由から、海外へ働きにでる中國人の數は減りつつあり、逆に、中國に戻るものも多かった。1931年の海關報告は、「厦門、汕頭から香港、マニラ、臺灣、海峽植民地、サイゴン、バンコクへの出國者は20萬人あまりで、1930年の80パーセント減である。」と報じた。そして1932年には、「出國者は13萬2,302人に過ぎず、更に34パーセントの減少であるが、歸國者は出國者の2倍あまりで27萬

⁴² 財政部國定稅則委員會『上海物價年刊 民國23年』21頁。

⁴³ 當時の銀價の上昇は一般の物價水準の上昇率を上回った。1931年から1933年までの3國の銀の購買力の指數は、次のようになっている。各國において、1931年から1932年にかけて急激に購買力が上昇していることが解る。『上海物價年刊 民國23年』21頁。

	英	米	中
1929	100	100	100
1930	82.2	79.2	91.0
1931	77.2	70.2	82.5
1932	97.7	77.5	92.9
1933	100.0	93.8	100.7

⁴⁴ Hsiao, p. 269.

⁴⁵ Koh, *FC* 25.11 (March 13, 1935): 297.

8,944人である。全體としては、歸國者が14萬6,642人上回っている。」と述べた。出稼ぎ人数の減少と、1人当たりの總金額の減少が相まって、香港やマニラからの送金は數年前の10分の1であるとされた⁴⁶⁾。

外國からの新規の投資は減少したが、また、ロンドン宛の爲替レートが上がったにもかかわらず、急激に投資が引き揚げられることもなかった。投資家は、より有利なレートを豫想して、資金を外國銀行にとどめ置いたと考えられた⁴⁷⁾。

貿易赤字の増加と貿易外収支の逆調から、中國は、1932年、1918年以來14年ぶりに1,144萬5千円の銀を純輸出し、翌1933年にはその額は1,442萬3千円に増加した⁴⁸⁾。

こうした對外經濟關係のマクロな要因と並んで、各國が金本位制度を離れて以降、ロンドン、ニューヨークの銀相場が不安定になり、銀價と爲替レートの間の開きによって採算が合うかぎり、銀が中國から輸出されるようになったことがある。まず、1931年9月のイギリスの金本位制離脱直後、ロンドン市場における銀價が上昇すると、中國から大量の銀が輸出された⁴⁹⁾。また、1933年の4月から5月にかけては、その年の8月に豫定されていたロンドン經濟會議で銀の國際價格に關する取り決めがなされることへの期待から、ニューヨーク、ロンドンで銀價が高騰した。一方、上海は、「世界で最も安價に銀が手に入る」市場となった⁵⁰⁾。4月から5月にかけて、爲替レートは、輸送費にあたる5パーセント以上、時として、15パーセントも平價を下回り、銀の現送が採算に合うという狀況に反應して、銀がアメリカへ流出した⁵¹⁾。ロンドン經濟會議で積極的な提案がなされないことが明らかになると、一轉してロンドン市場の銀價は下落し、中國へ銀が流入した⁵²⁾。1931年までは、銀本位制をとる中國で

⁴⁶⁾ Maritime Customs, *The Trade of China*, 1932, Vol. 1, p. 72 and 1933, Vol. 1, p. 62.

⁴⁷⁾ Koh, *FC* 25.11 (March 13, 1935): 297.

⁴⁸⁾ Hsiao, p. 129. 海關兩を100海關兩=155.8円で換算した。

⁴⁹⁾ Samuel Montagu & Co., "Annual Report of 1931" (January 1932). Samuel Montagu はロンドン市場の4つの銀取引商の1つである。

⁵⁰⁾ *FC* 21.10 (March 15, 1933): 284-285.

⁵¹⁾ *FC* 21.13 (April 5, 1933): 376-377. *FC* 21.16 (April 26, 1933): 463-464. *FC* 21.17 (May 3, 1933): 495. *FC* 21.18 (May 10, 1933): 525.

は、國民が現銀を退蔵することはあっても國外に銀が流出することはないと認識されていた⁶²。しかし、1931年以降、中國の通貨をめぐる状況は、明らかに變化していた。

輸出入品價格の下落と、銀價の上昇に伴って、物價は1931年以降下落した。上海の卸賣物價は、1931年を100とした時、1932年には88.7、1933年には81.9、1934年には76.6にまで下がった⁶³。

銀價の上昇と國外への現銀の流出、そして物價の下落という事態は、上海金融市場にどのような影響を及ぼしたであろうか。1931年11月にロンドン市場での銀價の高騰に呼應して、銀が海外に流出した際には、一時、金融逼迫と資産價格の下落によって、上海金融市場は極めて緊迫した。また、1933年初頭の銀價の急激な上昇に際しては、國際銀價の上昇と銀の流出が中國にとって危険であることが指摘され、銀本位制の維持の危機が懸念された⁶⁴。

しかし、この時期においては内地から上海への資金の流入が續いていた。この内地からの流入が、國外への銀の流出を上回っている限り、上海の金融機關にとって最も深刻な問題は、過剰な資金の運用難であった。

(2) 資金の増加と銀行のジレンマ

1934年の夏まで、上海の金融機關へは資金の流入が續いた。しかし、資金の主要な來源は國外ではなく、内地から送られてくる現銀と預金であった。國內諸港と上海の間の現銀の移動を見ると、1929年から1931年までは、上海の出超を記録していたが、1932年からは入超に轉じている。同時に、京滬鐵道と滬甬鐵道沿線から上海に送られてくる現銀も増加している（表3）。

現銀の一部は、農産物價格が工業製品價格に對して著しく下落したため、農村部が都市部に對して支拂超過となった結果であった。また、農産物價格の下落は、農村部での投資収益の減少も意味し、農業から資産を引き揚げものも多かった。また、内地の治安の悪化を嫌って、資産が都市に移されたことも學

⁶² FC 21.17 (July 13, 1933): 495.

⁶³ 『行史資料』2056頁。

⁶⁴ 『上海物價年刊 民國25年』114頁。

⁶⁵ FC 21.17 (May 3, 1933): 495.

表3 上海の現銀移動（1929年～1935年）

（単位：元）

	國內諸港	鐵道沿線	國 外	總 額
1929年移 入	27,312,479	96,637,285	157,691,132	281,640,896
移 出	71,755,748	111,009,351	20,664,598	203,429,697
純移出入	-44,443,269	-14,372,066	137,026,534	78,211,199
1930年移 入	15,424,253	93,818,441	104,516,054	213,758,748
移 出	57,569,780	84,893,340	49,924,164	192,387,284
純移出入	-42,145,527	8,925,101	54,591,890	21,371,464
1931年移 入	18,977,298	93,581,280	52,489,754	165,048,332
移 出	79,750,924	86,934,732	31,612,515	198,298,171
純移出入	-60,773,626	6,646,548	20,877,239	-33,249,839
1932年移 入	117,134,294	43,772,614	84,185,349	245,092,257
移 出	15,325,555	4,468,565	45,506,704	65,300,824
純移出入	101,808,739	39,304,049	38,678,645	179,791,433
1933年移 入	73,221,631	30,687,332	75,717,288	179,626,251
移 出	10,026,664	16,126,560	85,153,500	111,306,724
純移出入	63,194,967	14,560,772	-9,436,212	68,319,527
1934年移 入	19,906,532	24,703,150	45,715,423	90,325,105
移 出	64,167,128	39,724,300	233,245,684	337,137,112
純移出入	-44,260,596	-15,021,150	-187,530,261	-246,812,007
1935年移 入	8,184,625	9,902,164	7,532,374	25,619,163
移 出	25,930,000	10,459,814	11,350,000	47,739,814
純移出入	-17,745,375	-557,650	-3,817,626	-22,120,651

出典：「上海金銀經由江海關運出入數目統計表」，「上海現銀經由京滬杭甬路鐵運出入數目統計表」より作成。『中外商業金融彙報』2—12（1935年12月）：57—59頁。

げられる⁵⁶⁾。

預金の増加は、信用と貨幣供給の増加を示しているように見える。しかし、実際には、預金の増加は事業への投資の減退によるものであった。預金の内訳を見ると、定期預金は、1932年から1934年の間に當座預金を上回る増加率で増えており、また、當座預金に對する比率を伸ばしている（表4）⁵⁷⁾。1933年には、

⁵⁶⁾ 『行史資料』2076頁。

⁵⁷⁾ 1931年から1934年までの當座預金の増加率は1.3パーセント（1931年から1932年）、9.0パーセント（1932年から1933年）、9.1パーセント（1933年から1934年）であるのに對して、定期預金は18.2パーセント、7.9パーセント、14.3パーセントである。

中國系銀行11行の平均で、1年の定期預金に對して年率7.3パーセントの利子が支拂われた⁵⁸。1932年以降、不況が深刻化し投資先が減少する中で、資産家は利子からの収入を目的に定期預金を増やした。預金の増加は中國系銀行のみに限られた現象ではなかった。香港

上海銀行の當座預金は、1932年12月から1933年6月までの半年の間に、7,800萬元から1億30萬元へと37.5パーセントも急増した⁵⁹。増え続ける預金は、事業への投資の不安とリスク回避の心理を反映していた。

預金の増加によって、金融機關の經營は、1931年後半から非常に不安定になった。銀行の資本の絶対量は増えていたが、預金の増加はそれを上回った。1926年に12.3パーセントであった資本の預金に對する比率は、1931年には7.7パーセントに、1934年には7.0パーセントにまで落ち込んだ⁶⁰。

問題は、預金の増加に反して資金の投資先が減少しつつあったことである。1931年9月から12月にかけて、海外市場での銀價の高騰に伴う銀の國外流出を懸念して、一時、金融市場は引き締められ、更に1932年1月の上海事變直後は

表4 中國系銀行の當座・定期預金額とその割合

年度	當座預金 (100萬元)	定期預金 (100萬元)
1931	621.0 (58.9%)	432.8 (41.1%)
1932	629.5 (55.2%)	511.9 (44.8%)
1933	686.6 (55.4%)	552.5 (44.6%)
1934	749.7 (54.3%)	631.6 (45.7%)

出典：Lin, p. 52. 以下、14銀行の平均値である。
中國銀行、交通銀行、中國通商銀行、上海商業儲蓄銀行、鹽業銀行、金城銀行、大陸銀行、中南銀行、中國墾業銀行、中孚銀行、國華銀行、中國農工銀行、新華信託儲蓄銀行、東萊銀行。

W. Y. Lin, *The New Monetary System of China: A Personal Interpretation* (Chicago: The University of Chicago Press, 1936), p. 52.

⁵⁸ 中國人民銀行上海市分行金融研究所『上海商業儲蓄銀行資料』（上海人民出版社，1990年），427頁。

⁵⁹ King, p. 405.

⁶⁰ 1926年と1931年から1934年までの銀行の拂い込み資本の預金に對する割合は以下の様になっている。なお、1931年から1934年の數字は、政府からの預金が多額に上る、中央銀行を除いたものである。Lin, p. 50.

年度	拂い込み資本 (百萬元)	當座・定期預金 (百萬元)	パーセント
1926	115.0	934.8	12.3
1931	135.8	1860.7	7.7
1932	136.8	1974.1	7.6
1933	153.9	2418.6	7.1
1934	174.4	2751.4	7.0

表5 中國系銀行の短期・長期融資額とその割合

年度	短期融資 (100萬元)	長期融資 (100萬元)
1930	669.0 (69.50%)	293.6 (30.50%)
1931	651.2 (61.11%)	414.4 (38.89%)
1932	621.5 (58.52%)	441.4 (41.48%)
1933	703.3 (54.57%)	585.5 (45.43%)

出典：Lin, p. 53. 以下13行の平均値である。中國銀行、交通銀行、中國通商銀行、鹽業銀行、金城銀行、大陸銀行、中南銀行、中國農工銀行、新華信託儲蓄銀行、東萊銀行、永享銀行、浙江實業銀行、江蘇銀行。

極めて逼迫したが、4月には、資金過剰が伝えられるようになった⁶¹⁾。預金の増加とその運用難は、年來の銀行の經營に起因していた。銀行は高率の利子で預金を集め、それを又、高い利子率で貸し付けることによって利益をあげてきた。

しかし、優良な投資先が減少し資金運用が困難になり、預金への利子の支拂は負擔になった。銀行は預金金利を引き下げ、また、利子負擔率の高い1年以上に亙る長期の預金の引き受けの停止も検討したが、全體として預金の總額が増え続けたので、負擔を軽減することが出来なかった⁶²⁾。

預金の増加に對應する爲には、投資を増やすことが必要であった。特に、定期預金の増加に應じて、長期の貸し付け先を見つけることが求められた⁶³⁾。銀行の貸し付けの内譯を見ると、短期の貸し付けが1930年以降一貫して減少する一方、長期の貸し付けが増加している(表5)。しかし、その中で企業への投資は限られていた。既に1929年から、世界的な農産物價格の下落の影響を受けて、農村の購買力は低下しつつあり、國內市場向け輕工業品を製造していた上海の企業は、滞貨の増加に悩むようになっていた。商工業を救済するために融資を擴大することを求める聲を、上海商業儲蓄銀行の陳光甫は、「銀行は慈善家のように融資を行なうことは出来ない。」と退けた⁶⁴⁾。陳光甫の見解は、數年來の中國系銀行を中心とする上海金融業の貸し付け方針を反映していた。従來、錢莊を始めとする金融機關は、對人信用に基づいて、無擔保で融資を行っていた。それに對して、擔保をとった貸し付けの擴大が、1910年代の半ばから、中國系銀行を中心に推進されてきた。上海商業儲蓄銀行は1915年の設立當

61) FC 19.136 (January 6, 1932): 5, FC 19.150 (April 13, 1932): 6.

62) 『上海商業儲蓄銀行』417, 412頁。

63) 『行史資料』2063—2064頁。

64) “Reminiscance of K. P. Chen” (New York: Columbia University, Chinese Oral History Project): 42.

初から、賣却前の商品を擔保にとって、商人に融資を行なった。錢莊の貸し付けは個人信用に基づくために、新規に融資を行なうことは難しく、又、貸し付け金額に上限を設けた。銀行の對物信用に基づく融資は、そうした對人信用の問題点を補うものであった。上海商業儲蓄銀行に續いて、他の銀行も、華北の小麥、綿花、石炭、華中・華南の綿糸、米、生糸、茶、そして、南西部の植物油や錫といった主要產品の交易に際して、商品を擔保にした貸し付けを行なうようになった。對物信用に基づく融資は、製造業にも適用された。上海の重要な工業部門であった、綿紡績業と製糸業についてみると、銀行は、綿花や繭といった原材料、及び、綿糸や生糸の在庫を倉庫に引き受け、それを擔保に、短期の融資を行なった。紡績・製糸工場の多くは、こうした銀行からの短期の融資に頼って、流動資金を調達していた。企業は、製品の賣り上げ金から負債の一部を返済し、倉庫に保管された原材料を引きだして、生産を行なうことを繰り返していたのである。物價の下落は債務者である企業の負擔を増した。實質的な利子が増加したのに加えて、擔保物件である綿糸・生糸の價格が下落すると、金融機關は紡績業・製糸業への短期融資を引き締めたからである。それでも、金融業は、紡績業への融資から生ずる損失を避けることが出来なかった。銀行の倉庫には、未使用の原材料と賣れ残りの滞貨が、凍結された資産として山積した⁶⁹⁾。

無擔保の對人信用と企業への短期の融資が引き締められる中で、資金の主要な流入先は、不動産と公債であった。不動産は、1932年の上海事變後、取引量は激減したものの、取引相場は、従前のレベルを保っていた⁷⁰⁾。事變後、一時、土地を含む資産價格が暴落した際、信用不安が廣まるのを懸念して、1932年2月27日、銀行同業公會は擔保物件の流動性を高めるために、連合準備委員會を設立した。すべての上海の金融機關は、上海銀行同業公會の會員でなくとも、準備委員會への入會を許された。そこでも、租界の不動産は極めて高く評價されている。金融機關は、(1)共同租界かフランス租界内の土地の道契、(2)市場での流動性の高い商品、(3)上海、ロンドン、ニューヨークで上場されている

⁶⁹⁾ 劉大鈞『上海工業化研究』（上海：商務印書館，1937年）69—70頁。

⁷⁰⁾ 『行史資料』，2094頁。

株式と債券、及び在外資産、(4)金貨か金に換金可能な通貨、の4種類にあてはまる準備を委員会に委託することを要求された。一方、委員会は、資産価値の最高70パーセントまで、委員会の発行する手形(公單)40パーセント、準備委員会の公庫證20パーセント、抵當證明書40パーセントの割合で、證明書を発行した。準備委員会発行の手形は、銀行で換金可能であった。また、公庫證と抵當證明書は、紙幣の発行の準備としても、また、融資の擔保物件としても通用することとされた。1932年末までに準備委員会に預けられた準備は、5,370萬元にのぼり、そのうち83パーセントを不動産、11.75パーセントを外國の株式と證券、5パーセントを公債、残り0.25パーセントを現金が占めた⁶⁷⁾。

公債の取り引きは、1932年に政府がそれまでに発行した債券の利率を一律に6パーセントとし、また、返済の期日を延期すると、激減した。この年には、新規の公債は全く發行されなかった。しかし、1933年に入ると、安定して高利を得られる公債に対する需要は徐々に高まり、再び上海の遊資の流入先となった⁶⁸⁾。しかし、取引の大部分は投機的なものであった。1933年には、取引高に對して償還された額の比率は、僅か4パーセントに過ぎなかった⁶⁹⁾。

不動産と公債への投資の偏向は、錢莊の經營にも顯著に見られる。個別の事例では、福康錢莊は、1930年の貸し付け總額543萬7,485.31元のうち、不動産抵當は123萬692.31元(22.6パーセント)を占め、1933年には、225萬9,094元(30.6パーセント)を占めるようになった。福源錢莊は、109萬6,042(15.2パーセント)から、192萬2,206元(69.8パーセント)に伸びている⁷⁰⁾。2つの事例は、錢莊全體の傾向とも重なり合っている。1934年2月の時点で、貸し付け總額のうち37.3パーセントは不動産を擔保にしている。また、資産總額2億3,007萬元の内、不動産抵當は7,007萬元(30.4パーセント)、公債は1,038萬元(4.4パーセント)を占めた。一方、現金は2,166萬元(14パーセント)に過ぎない⁷¹⁾。

⁶⁷⁾ Frank M. Tamagna, *Banking and Finance in China* (New York: Institute of Pacific Relations, 1942), pp. 178-179.

⁶⁸⁾ Chang Kia-ngau, *The Inflationary Spiral: The Experience in China, 1939-1950* (Cambridge: MIT Press: 1958), p. 119.

⁶⁹⁾ Lin, p. 65.

⁷⁰⁾ 『上海錢莊資料』783, 801頁。

⁷¹⁾ "Questionnaire for Native Banks", *Arthur Young Papers*, Box 42, Hoover Institution.

銀の流出と物価の下落という状況のもとで、資産に投資を続けるのはリスクを伴った。しかし、預金が増加する一方で、投資先が狭まるという状況の下で、銀行は投資の配分を変更することが出来なかった。

4. 1934年7月～1935年11月

(1) 資本逃避と銀の大量流出

1934年6月19日、アメリカは銀買い上げ法を公布した。銀の買い上げは、通貨準備の内訳が銀1に対して金3の割合に達するまでか、又は、銀の市場価格が銀の法定価格1オンス当たり1.29ドルに達するか、いずれかの条件が充たされるまで繼續されるとされた。この法案の通過時における金準備は、1オンス＝35ドルの換算率で、約78億5千萬ドルに達していた。同時期の銀準備は、1オンス＝1.29ドルで換算して約9億ドルであり、金と銀準備の割合が3対1に達するには、約17億ドルの銀購入が必要であった。この額は、約13億オンス以上の銀に相当し、世界年産銀総額の7年から12年分に相当した。当時、金流入も續いていたことを考え合わせると、前者の条件を充たすことは、實質上は不可能であった。したがって、焦点は、もう一方の条件である、上限を1ドル29セントとする銀價となった。

續いてアメリカ政府は、投機目的で国内から銀が流出するのを防ぐために、6月28日、「銀輸出禁止令」を出し、更に8月9日、銀買い上げ法第7條に従って銀國有令を出した。しかし、國有化された銀の量そのものは、比率としては1933年12月から1937年12月までに購入された銀の約7パーセントにとどまった。大部分の銀は、市場で買い上げられた⁷²⁾。

アメリカの銀買い上げ政策の直後から、大量の銀が中國から流出し始めた。6月の1カ月だけで、1933年の1年分(1萬4,122元)に近い1萬2,936元の銀が輸出された⁷³⁾。しかし、アメリカが直接、中國から銀を買い上げていた譯ではない。銀の流出は、まず、個人や企業が外國に資産を移す過程で生じていた。中國で上げた収益を銀行に保留していた外國企業は、爲替レートが有利に

⁷²⁾ 伊豫谷登士翁「1930年代アメリカ銀政策の展開」『經濟論叢』第121巻第1・2號(1978年2月)71—72頁。

⁷³⁾ 『上海物價年刊 民國23年』22頁。

なると、即刻、資金を引き揚げた⁷⁴。香港上海銀行の當座預金は1934年6月の8,460萬元から12月には5,140萬元に、そして1935年6月には4,430萬元に半減した⁷⁵。中國の富裕層も、爲替を購入し、餘剰資金を外國に逃避させた。多くは、もし、銀價が大幅に上がるならば、中國政府は元を切り下げるか銀輸出を禁止するであろうという豫測と噂に敏感に反應したものであった⁷⁶。政府は噂を否定したが、上海金融市場は、極めて不安定であった。

上海金融市場には、突如として多額の外國爲替の買い注文が出された。1934年7月を通じて、外國爲替銀行は外貨を賣り續けた。輸出の停滯や華僑送金と外國投資の減少によって、外國爲替の供給は減少しており、上海市場での通常の取引からは、8月には既に買い注文に應えることが出来なくなった⁷⁷。元のポンドやドルに対する平價はロンドン・ニューヨーク市場の銀價とともに動く。しかし、上海における外國爲替に対する需要が大きかったことから、元相場の上昇は銀價の上昇を下回った。ニューヨーク宛爲替相場と平價との差は7月には4.1パーセントであったが、以後擴大し、8月には7.1パーセント、9月には5.8パーセントとなった⁷⁸。

爲替レートが平價を大きく下回ると、銀を海外に輸出することで利益を上げることが出来る。1934年8月以降、上海金融市場の對ドル・ポンド爲替レートは、輸出點を大幅に下回った(表6)。ここに、利鞘を目的とした大量の銀輸出が行われ始めた。8月の下旬には、上海金融市場は、「極めて緊張した」状況であると伝えられた⁷⁹。大量の銀の流出は、政府に元切り下げの壓力をかけ、また、切り下げへの不安から、一層の資本逃避が行われ、平價と爲替レートのディスパリティを擴大した。そして、資本の逃避と、利鞘をねらった銀の輸出に一層拍車がかかった⁸⁰。大量の銀流出に危機感を募らせた政府は、投

⁷⁴ 『行史資料』2135頁。

⁷⁵ King, p. 404.

⁷⁶ FC 24.1 (July 4, 1934): 10.

⁷⁷ FC 24.7 (August 13, 1934): 176.

⁷⁸ Edward Kann, "Financial Notes" FC 28.26 (December 23, 1936): 689.

⁷⁹ FC 24.8 (August 20, 1934): 204.

⁸⁰ FC 24.13 (September 26, 1934): 346. これは、外國爲替銀行が爲替を賣り越している状況でもある。通常、外國爲替銀行は、爲替の賣りと同時に買いをおこして、取引から生じ得る差損を回避した。しかし、上海市場では爲替を調達することが出来ず、

表6 上海の對ドル・ポンド爲替レート、ニューヨーク・ロンドン市場銀價、爲替レート對銀價比率（1934年1月～1935年11月）

年・月	爲替レート		銀 價		爲替レート／銀價比率	
	ド ル (セント／元)	ポ ン ド (ペンス／元)	ニ ュ ー ヨ ー ク (セント)	ロ ン ド ン (ペンス)	ドル／ ニ ュ ー ヨ ー ク 銀 價	ポ ン ド／ ロ ン ド ン 銀 價
1934年						
1月	33.50	16.00	44.19	20.06	0.7581	0.8256
2月	33.97	16.22	45.19	20.25	0.7517	0.8086
3月	34.29	16.17	45.88	19.74	0.7474	0.7985
4月	33.96	15.81	45.30	19.28	0.7497	0.8009
5月	32.22	15.14	44.38	19.98	0.7260	0.7853
6月	32.76	15.57	45.16	20.51	0.7254	0.7793
7月	33.62	16.00	46.31	21.38	0.7260	0.7801
8月	34.66	16.40	48.99	21.89	0.7075	0.7671
9月	35.28	16.95	49.48	23.66	0.7130	0.7743
10月	35.25	17.13	52.40	24.34	0.6727	0.7239
11月	33.06	15.88	54.30	24.34	0.6089	0.6521
12月	33.50	16.25	54.40	24.34	0.6158	0.6675
1935年						
1月	34.31	16.75	54.40	25.54	0.6307	0.6827
2月	36.19	17.81	54.60	25.00	0.6628	0.7125
3月	37.94	19.00	59.00	27.47	0.6430	0.6917
4月	38.38	19.00	67.80	32.25	0.5660	0.5891
5月	41.00	20.13	74.40	33.87	0.5511	0.5942
6月	40.56	19.75	71.90	32.38	0.5642	0.6100
7月	38.73	18.75	68.20	30.75	0.5678	0.6099
8月	36.50	17.63	66.40	29.59	0.5497	0.5956
9月	37.06	18.06	65.40	29.28	0.5667	0.6169
10月	36.50	17.88	65.40	29.47	0.5581	0.6066
11月	29.50	14.38	65.40	29.34	0.4511	0.4899
平 價					0.7561	0.8166
輸入點					0.7807	0.8439
輸出點					0.7315	0.7892

出典：1934年9月までは、Koh, "Silver at Work" FC25. 12 (March 20, 1935) : 329. 1935年以降、『上海物價年刊 民國25年』附録8, 9。

註：爲替レートと銀價の比率が、輸入點を越えた時は、現銀の中國への輸入が、輸出點を下回った時は、中國からの輸出が促される。爲替と銀の取引について、詳しくは第1節を参照。

機能的銀と外國爲替との取引を取り締まる爲に、1934年9月8日、外國爲替の賣り買いを、(1)合法的で通常取引、(2)1934年9月8日以前に結ばれた契約、(3)旅行や個人の必要、に限ると通告した。しかし、投機的な取引と合法的な取引を峻別することは難しかった。外國銀行や投資家が、爲替の直物を買ると同時に先物を買うのは、爲替相場變動のリスクをヘッジするためには不可欠であった。また、現銀と爲替の取引が制限されていない限り、銀を賣って爲替を買う裁定取引は、合理的かつ合法的な行爲であった⁸⁰⁾。

中國政府に残された選擇肢は、銀の自由な取引を禁止するか、元を切り下げるかであった。10月14日、財政部部長孔祥熙は、銀に10パーセント（銀元の場合は、鑄造費2.25パーセントを控除する）の輸出税と平衡税を掛けると発表した。平衡税は、毎日更新され、爲替相場が平價を下回ったときに、その差を埋めて、銀の輸出から利鞘を稼ぐことが出来ないようにするというものであった⁸¹⁾。同時に、中央、中國、交通の3行が合同で外匯平市委員會を組織した。この委員會の任務は、(1)平衡税の税率を決定すること、(2)市場の需要に應えるために、中央銀行に委託して、外國爲替と地金銀を賣買し、市面の安定に努めること、(3)必要時には、中央銀行に委託して、金銀の輸出と輸入をすること、とされた。基金は、1億元とし、平衡税は全部、基金に繰り入れられることと

銀行は、銀をロンドンやニューヨークで賣却し、外貨を調達することになった。香港上海銀行の場合、輸入した銀を、1932年までは、爐房で馬蹄銀に改鑄し、1933年に廢兩改元が實施されると、上海鑄造局で元に改鑄していた。1934年にロンドンに銀を送る必要に迫られたとき、香港上海銀行は、硬貨をロンドン市場に合わせて銀條に改鑄し直す必要に迫られた。そうした改鑄費用に、輸送費、利子、保険などを含めると、コストは銀價の4パーセントあまりになる。その差は、中國と外國市場における銀價の差として現れたのである。

⁸⁰⁾ Edward Kann, "Financial Notes" *FC* 24.12 (September 19, 1934): 311. *FC* 24.16 (October 17, 1934): 429-430.

⁸¹⁾ 平衡税の實際の計算は以下の様なものである。

銀元1元の理論上の平價：20.41ペンス

實際の爲替相場：18.00ペンス

ディスパリティ：2.41ペンス

ディスパリティの爲替相場に對する割合：13.39パーセント

銀輸出税：7.75パーセント

平衡税：5.64パーセント

即ち、平衡税をかけることにより、市場の爲替レートを常に平價と等しくするのである。實際には、理論上の平價から、輸送費等を差し引くことになる。Leavens, pp. 300-301.

なった⁸³⁾。

平衡税が公布されると、爲替レートは数日間で10パーセントも下がり、その後はロンドン、ニューヨーク市場の銀價から計算される平價の10から15パーセント下方で推移した⁸⁴⁾。平衡税は、上海金融市場に大きな影響を与えた。外國銀行を中心とする上海の爲替銀行は、上海市場に爲替の出合いがない場合は、海外市場を利用して確實に爲替のカバーをとってきた。平衡税のために、事實上、銀輸出が不可能になり、かつ、中國と海外の銀價は乖離したので、海外市場を利用したヘッジを行なうことは出来なくなった。銀行の取引業務上、上海市場における爲替の需要供給の範囲内でカバーをとることは、非常に困難であった⁸⁵⁾。以後、外國銀行の活動は制限されたばかりではなく、上海金融市場全體の流動性を著しく低めた。

平衡税は、元の切り下げの不安を煽り、對外的には元の爲替レートを引き下げた。既に、平衡税の實施以前から、課税は銀流出防止の抜本的な解決策にはならず、爲替レートの下落と税率の引き上げの繰返しになると懸念されていた⁸⁶⁾。實際、上海市場における爲替レートと平價の間には大きな差が存在し続け、特に1935年4月以降擴大した(27頁, 表6)。1935年の始めには、アメリカの銀價は1オンス55セントであったが、2月の半ば以降上がり続け、4月10日には64.125セントになった。同日、モーゲンソー財務長官が、アメリカ政府は世界の銀をいかなる價格でも買い取る用意があると述べると、銀價は一氣に77セント臺に上昇し、以後、反落するものの、65セント臺で上下した⁸⁷⁾。

1935年4月には、中國政府は、外國銀行から中國の金融を安定化させるために協調する旨、合意を得ていた。外國銀行による銀輸出自肅を主眼とする「紳士協定」によって、1935年度の國外への銀輸出は激減した(12頁, 表2)。しかし、事實上の銀輸出禁止以降、元の爲替レートと海外銀價との差は更に擴大し、銀の密輸から得られる利益は、極めて高くなった。大量の現銀が上海から厦門、汕頭、青島、濟南に送られた後、香港經由であるいは華北から國外へ持

⁸³⁾ 宮下, 226—227頁。

⁸⁴⁾ Leavens, p. 301.

⁸⁵⁾ 宮下, 43—44頁。

⁸⁶⁾ FC 24.8 (August 20, 1934): 204.

⁸⁷⁾ Leavens, p. 283.

ち出されていると伝えられ、1935年度に密輸された銀の量は、1934年の輸出量とほぼ等しいと推計された⁸⁸⁾。

政府は、平衡税を引き上げて、拡大し続ける國外の銀價との差を埋めることが出来なかった。平衡税を引き上げれば、爲替レートを一層引き下げることが豫想された。その場合、中央銀行が元を買い支えるならば、外貨準備を取り崩さざるをえない。しかし、1935年の4月頃から、國民政府は、徐々に、銀本位制を完全に停止し、管理通貨制度に移行する方針を固めつつあった。爲替レートを維持するために外貨を市場に供出することは準備を減少させるばかりか、爲替レートの下落こそ結果的には政府の方針に沿っていたのである。6月から政府は市場への外貨の供給量を減らし始めた。これは、政府が市場に通貨政策の変更を知らしめ、市場に影響を及ぼすという効果を持った。6月以後、管理通貨制への移行を見込んで外貨が買い進まれるに伴って、爲替レートが下がった。また、市場では、元が銀相場から乖離した結果、政府が市場に介入する可否が元の相場を動かす唯一の要因であるとの認識が広がっていった。そこでは、「政治的要因」や政府に近い「政治的グループ」によって相場が動かされていると考えられた⁸⁹⁾。不安定な市場の展開と通貨不安から、爲替レートは一層下落した。

國民政府の財政顧問であったアーサー・ヤングはこの過程を、國民が「心理的に幣制改革を受け入れる」プロセスであるとした⁹⁰⁾。しかし、銀の流出と物價の下落に鑑みて、通貨制度が不可避であることが認識されたとしても、爲替レートの下落はまた、通貨政策への不安を反映していた。

1934年の現銀への輸出税と平衡税の課税の開始以降、上海の金融市場は海外の銀市場から切り離され、従來の銀と爲替供給のメカニズムは機能しなくなった。この通貨供給システムの混乱は、信用の収縮を通じてより大きな影響を金融市場全體に及ぼした。

⁸⁸⁾ 中國銀行年度報告によれば、1934年には公式の輸出が2億6,000萬元、密輸が2,000萬元であったのに對し、1935年には公式輸出5,900萬元、密輸2億3,000萬元とされている。Leavens, p. 303.

⁸⁹⁾ FC 26.8 (August 17, 1935): 96.

⁹⁰⁾ Young, p. 279.

(2) 上海金融恐慌

アメリカの銀買い上げ政策が公布されてから3ヶ月後の9月、上海金融市場は、「蓄積された銀の量は現在の需要を上回っており、上海金融市場は、今しばらく銀の流出に耐えることが出来る。市場は未だ緩慢である。しかし、金融市場が緊迫する豫兆がある。」と伝えられた。金融逼迫の豫兆の1つは、公債が10パーセントあまりにも下落したことであり、もう1つは、爲替の直物レートと先物レートの開きの拡大であった⁹¹⁾。爲替の直物と先物レートの開きの格差は、上海金融市場逼迫の證左であった。従来、上海の金融機關が資金量の調節をする1つの方法は、爲替の直物と先物の乗り換え取引であった。手持ちの資金が不足したときは爲替の直物を買って先物を買、逆に資金過剰の時は、直物を買って先物を買⁹²⁾。従って、直物と先物レートの間の開きは、市場の金利に連動する⁹³⁾。1934年の5月から6月には、ロンドン宛爲替の先物は直物に比べて元高ポンド安になっていた。しかし、1934年9月にはプレミアムが消滅したばかりか、逆に先物は元安ポンド高で取引されるようになった。先物が割り引かれたのは、爲替の先物が不足しているという理由のほか、元が外國通貨に對して更に値下がりするであろうという豫測が作用していた。直物と先物のレートの開きは拡大し、1935年10月には35パーセントに達した⁹⁴⁾。

1934年9月の段階では、確かに上海の庫存は1929年を上回っており、問題は現銀の不足ではなく、過度の貸し付けの引き締めなのだとも考えられた⁹⁵⁾。しかし、現銀の流出の進行という事態が一般市民の不安を煽り、預金の引き出しと現銀の退蔵を促していた。金融機關は一層、貸し出しを引き締め、現銀の確保に努めた。現銀の減少と物價の下落という事態の下で、上海金融市場は信用を擴張する契機を失っていた。既に、1931年末に金融が一時逼迫した際、中國銀行は、信用の緊縮と現金の枯渇について、以下のような分析を加えていた。

商業信用の基礎は、資産と現金に他ならない。もし、資産の價値が一時で

91) Edward Kann, "Financial Notes" *FC* 24.12 (September 19, 1934): 311.

92) 吉田, 146—152頁。

93) 正確には、直物と先物のレートの開きは、上海と海外との間の金利差の近似値である。

94) Lin, pp. 58—59.

95) Koh, "Blocked Dollars": 725—726.

も全般的に下落するならば、市場の信用貸借は必ず平衡を失し緊縮するであろう。資産の価値が下がり、信用が収縮すると、人々は現金を收藏するようになり、現金はますます少なくなる。実際の庫存は以前と變わらなくとも、信用のもととなる資産の価値が減少しているので、日常の交易では現銀が重視されるようになり、利子率が上がる。こうして、信用の収縮、利子の上昇、現金の缺乏、信用の更なる収縮が起り、商工業の負擔はより重くなり、物價は下がり、そして購買力はより低下して、更に商工業が衰落することになる⁹⁶⁾。

ここでは、上海の金融市場は、資産に裏付けられた取引が規範として共有されており、そして、一旦、資産価値が下落すると、それが信用供與のメカニズムを通じて、増幅した作用を及ぼすことが述べられている。

1ヶ月後の10月末には、銀行は銀元の貸し出しを極度に引き締め、金融市場は、「極めて逼迫した」状態となった⁹⁷⁾。證券價格の急落が伝えられ、市面は混亂を極めた⁹⁸⁾。

同時に、銀行は、長期の貸し付けを引き締めた⁹⁹⁾。まず、外國銀行が、不動産を擔保にした貸し付けを引き締め、後に拒否するようになった¹⁰⁰⁾。香港上海銀行による、申新紡績公司第七廠の競賣は、その一例である。1935年2月、香港上海銀行は、申新紡績公司第七廠を競賣にかける旨、新聞紙上に公告を出した。この工場は、もともと、1929年に、申新紡績公司總經理・榮宗敬が、上海楊樹浦沿いという立地條件の良さを見込んで、イギリス人經營者から古い設備ごと買い受けたものであった。同年、榮は工場の土地、家屋、機材を500萬元あまりを擔保として、香港上海銀行から200萬元の貸し付けを受けた。1933年10月に交わされた借款の臨時延長契約書では、1934年末に元本を返済することを約した。しかし、1934年末には金額を一度に完済することが出來ず、申新公司是、利息の全額と元本の一部を返済することを條件に、期限の延長を香港上海銀行に願ひ出た。香港上海銀行はこれを拒否し、擔保品を競賣にかけたので

96) 『行史資料』2055頁。

97) 『上海商業儲蓄銀行』360頁。

98) FC 24.18 (October 31, 1934): 484-485.

99) 『上海商業儲蓄銀行』360頁。

100) Lin, p. 57.

あった。香港上海銀行の行爲は、工場の第2債権者であった中國、上海兩銀行の反對に遭い、また、一般民衆、政府の抗議もあって、第七廠は賣却を免れた。しかし、この事件の問題は、中國と外國企業との對立という文脈からだけでなく、企業と外國銀行も含めた金融機關の間で了解されていた、不動産を擔保にした信用供與のシステムの機能不全にあったのである¹⁰¹⁾。既に述べたように、上海の不動産価格は、1920年代末から1931年にかけて實需を離れて吊り上げられていた。一方、不動産を擔保に融資を受けていた企業は、1931年末から、國內市場の需要の低迷から、經營不振に陥り、利子の支拂に困難を感じ始めていた。1934年半ば以降、金融機關も經營難に陥るに及んで、厳しく債務の返済を求めざるを得なくなったのである。

1935年5月のアメリカ系の美豐銀行 (Oriental Bank) の倒産は、上海金融界に大きな衝撃を与えた。倒産の経緯は、銀行經營者の豫想に反してデフレーションが進行する中で、從來の金融システムの下で擴大された信用が問題化する過程を示している。1935年5月23日、美豐銀行が突然、「不況の深化と上海金融市場の現状に鑑みて、豫金の引き出しに應じるだけの現金を準備することが出来ない。……現在、資産を整理すれば、預金者には100パーセント辨済できる。しかし、あと數年も不況が続くようならば、本行は預金の30パーセントしか返済することができない。」として停業を宣言した¹⁰²⁾。同行は、1919年の設立以來、上海だけではなく一時は天津を始めとする他の開港場にも支店を置いて、外國人・中國人を對象とする預金・貸し付けを行い、紙幣も發行してきた。また、1922年には、関連會社の普益地產公司、普益信託公司、美東信託公司を設立し、上海の不動産經營と、中國と海外の證券市場への投資を行ってきた。しかし、上海の地價と證券價格が下落する中で、預金の取り付けに遭い、停業に追い込まれたのであった。美豐銀行とその関連會社は、外國人と中國人を顧客にして、幅廣く事業を展開していた。停業時、銀行に預金をしていた中國人は780人、預金總額は、230萬元に上った。また、美東銀公司が信託を受けてアメリカの證券市場で運用していた中國人の資金は60萬元、株式所有者

¹⁰¹⁾ 上海社會科學院經濟研究所編『榮家企業資料 上册』（上海人民出版社，1980年）468—469頁。

¹⁰²⁾ *North China Herald* (May 23, 1935). 以下、NCHとして引用。

は120人でその総額は160萬元であつた。普益会社が中國人の顧客から預かっていた資産と株式50萬元を加えると、美豐銀行とその関連會社の中國人に對する債務は、500萬元に上つた⁽¹⁰³⁾。損害の大きさを憂慮した財政部長、孔祥熙はアメリカ領事法院に中國人債務者の利益を保護するように依頼した。美豐銀行社長レーバンは、經營の悪化の原因を、會社の經營方針ではなく、金融市場の逼迫と資産價格の下落であるとした。美豐銀行とその関連會社は、1934年12月の時点で、アメリカにドル建ての準備と資産を約100萬ドル所有していた。當時の爲替レートでは300萬元に相當したが、5月23日には、240萬元に減價した。一方、現金準備は、預金の引き出し要求の増加から、急速に減少した。関連3社に預けられている定期の信託金は、通常は、75パーセントは更新されて引きだされることはなかった。しかし、1934年末から1935年にかけての上海の金融市場は極めて逼迫し、優良な擔保を提出しても、貸し付けを受けることは不可能であつた。こうした状況下に、預金者は信託金を更新せずに、預金を引きだした。現金準備を上回る預金引き出し要求に、美豐銀行とその関連會社は應じることができなかつた⁽¹⁰⁴⁾。

一方、6月12日にはアメリカ領事法院によって整理管財人が指名され、美豐銀行とその関連會社の整理が開始された。整理管財人は、美豐銀行の倒産の原因は、上海の金融逼迫の爲ではなく、銀行の經營にあるとした。年來、美豐銀行は関連會社に、多額の貸し付けを行ないそれを資産として計上してきた。しかし、これらの會社が擔保として所有している物件は殆ど價值がなく、數年前に整理されるべきはずのものであつた⁽¹⁰⁵⁾。9月4日に發表された、銀行と関連會社の資産負債表によれば、帳簿上は482萬9,403.62ドルの資産のうち、450萬7,823.66ドルは既に減價しているとされた⁽¹⁰⁶⁾。また、擔保として所有していた物件も二重抵當に入っていたため、處分することが困難であつた。7月3日にはレーバンは、アメリカ領事法院に提訴された⁽¹⁰⁷⁾。しかし、債務の辨済は非常に困難であると考えられた。1935年6月に始まつた美豐銀行の整理は、1937年

(103) 『中華民國史檔案資料匯編』第5第1編 財政(4)582—588頁。

(104) NCH (August 7, 1933).

(105) NCH (July 24, 1935).

(106) NCH (September 4, 1935).

(107) NCH (July 3, 1935).

まで續いた。

1935年前半には、美豐銀行だけでなく、明華銀行、寧波實業銀行、江南銀行といった中國系の銀行や、複数の錢莊が倒産した。個別の金融機關の經營難は、上海金融市場全體に波及した。相次ぐ金融機關の停業は、預金者の不安をあと、預金の引き出しが相次いだ¹⁰⁹⁾。更に、上海の金融機關は相互に預金を預けあっていた（同業存款）。預金の取り付けを受けた1つの金融機關が、預金を引きだすと、他の銀行に壓力をかけることになる¹¹⁰⁾。

又、複数の金融機關が資産を處分して現金化しようとするならば、資産價值を押し下げることになる。1929年から1931年にかけて資産の價值は、實需を離れて引き上げられていた。外國資本の引き揚げと、國內の金融逼迫の影響を受けて、上海不動産市場は、「一落千丈」と言われる下落を示した¹¹¹⁾。資産價格が下落するならば、金融機關は、資産の賣却から損失を免れえない。結果として資産は凍結され、資金の流動性を缺いた金融機關は停業・倒産に追い込まれることになる。更に、最も深刻な影響を受けたのは、資金基盤が弱く、不動産投資に深く關與していた錢莊であった¹¹²⁾。

國際市場における銀價の高騰に呼應した資本逃避、その後の爲替市場の混亂と銀の流出、そして、輸出・平衡税課税以降の通貨供給のメカニズムの混亂は、信用收縮の連鎖を通じて、上海金融市場全體に、より大きな影響を及ぼした。

上海金融市場の既存のシステムの問題は、通貨供給を増加させ、信用を擴大する機能を缺いていたことである。このことが、不況からの離脱を模索する過程での、中國・交通銀行の擴充・改組（1935年3月、4月）や經營難に陥った錢莊に對する資金供與と管理強化（1935年6月）といった、政府の措置に一定の根據を與えていた。一方、金融市場の混亂は、政府の通貨政策に對する不安の

¹⁰⁹⁾ 『上海商業儲蓄銀行資料』413—415頁。

¹⁰⁹⁾ 『上海商業儲蓄銀行資料』413—416頁。顧季高「論我國新貨幣政策」卓遼宏『抗戰前十年貨幣史資料(1)』（臺北：國史館，1985年）324—327頁。原載『社會經濟月報』2卷11・12期（1935年12月）。

¹¹⁰⁾ 姚慶三「民國24年上半年國內經濟與金融與回顧」『社會經濟月報』2—2（1935年2月）5頁。

¹¹¹⁾ 「1935年金融風潮始末」『錢業月報』第15卷第7號（1935年7月）：1—11頁。

證左でもあった。金融システムの改革の必要性和政府の政策に對する不安という2つの要因は、以下に見る1935年11月の幣制改革の背景をなしていた。

5. 市場變動への對應としての幣制改革の試み（1935年11月）

1935年11月3日、國民政府財政部は幣制改革の布告を發布し、1935年11月4日以降、中央・中國・交通の政府系3銀行發行紙幣をもって法幣となすこと、3銀行以外の銀行が發行していた紙幣は法幣をもって回収すること、銀貨・地金等は、その銀含有量に應じて法幣と兌換されること、そして法幣の對外爲替相場を安定させる爲に、中央・中國・交通の3銀行は、無制限に外國爲替の賣買を行なうこと、を宣言した。財政部部長、孔祥熙は、幣制改革の目的として、「通貨準備を確保して、貨幣・金融の恒久的な安定を圖ること」を挙げた¹¹³。1920年代末から銀價の騰落に惹起された金融市場の混亂を收束させ、また深刻な不況から脱する爲には、銀本位制からの離脱と管理通貨制度への移行は不可避であった。そうした状況下にあっても、政府による發行權の集中と通貨の統一は必ずしも自明のことではなく、改革の歸趨は法幣が國民に受容されるか否かにかかっていた¹¹⁴。そこでは、國內における法幣の流通が、元の對外爲替相場の安定と密接に関連していたことを指摘できる。

銀本位制度の下では、中國の通貨の對外爲替レートは銀の國際市場價格と共に變動した。これに對して、新通貨制度の爲替レートは1元＝1 シリング 2.625ペンス、或いは1元＝30ペンスに固定するとされた。相場を維持する爲には、政府系銀行は爲替基金を準備し、常に公定レートで元に對して外貨を交換することを求められた。銀に代わって外貨との兌換は、通貨が受容される重要な理由となっており、外貨管理がなされない限り、市場は、元を賣り外貨を買うことによって、いつでも通貨に對する不信任を表明することが可能であった¹¹⁵。實際に、幣制改革直後（1935年12月）、廣東・廣西の政治不安（1936年5月）、そして西安事變（1936年12月）の際には、政情への不安を反映して、元は市場で大きく賣り進まれた。中央銀行は、これらの危機に際しても公定爲替相

¹¹³ 「財政部實施法幣政策布告」『抗戰前十年貨幣史資料(1)』177頁。

¹¹⁴ Lin, p. 79.

¹¹⁵ Chang Kia-Ngau, pp. 285-286.

場を維持することによって初めて、通貨に對する信用を高めることが出来たのである。1935年11月以降、元の對外爲替レートはほぼ固定レートを維持して推移した。中國政府は、アメリカに銀を賣却することによって外貨を獲得し、市場に介入するための爲替基金を蓄積した。1935年11月に5,000萬オンスの賣却が成立した時點では、爲替基金は6,250萬ドルに過ぎなかったが、以後、數次にわたるアメリカへの銀の賣却によって、中國は1937年7月までに1億ドルの外貨を獲得した¹¹³。銀本位制度の下では、國際銀市場における銀價の變動にさらされていたのに對して、新通貨制度は爲替レートの安定をもたらした。同時に、元の對外價值の安定と兌換の保證は、法幣への信頼を高めていた。

幣制改革令公布時の1935年11月の時點では4億2,700萬元であった法幣の發行額は1937年7月には14億4,500萬元へと9億5,000萬元餘り増加した。一方、この間、幣制改革令に基づく銀地金の政府系銀行への集中と法幣以外の各種紙幣の回収も進行し、その額は7億4,000萬元以上に上ったので、全體として貨幣供給量の増加は2億元餘りであると推計される¹¹⁴。幣制改革後の貨幣供給の増加が、爲替レートの安定とも相俟って、1935年末以降の景氣回復に寄與したことは、同時代にも言及され、又、先行研究も明らかにしている¹¹⁵。

しかし、改革以降も、政府は市場との對應關係から自由ではなかった。銀本位制の下での兌換の保證は、政府の無制限な不換紙幣の發行を防いでいた¹¹⁶。幣制改革後も、爲替レートの維持が命題である限り、財源確保の目的での紙幣の増刷は規制されなければならなかった¹¹⁷。更に、通貨供給と密接にかかわり

¹¹³ Young, pp. 242-245.

¹¹⁴ 久保亨「幣制改革以降の中國經濟」『中國の幣制改革と國際關係』89—90頁。

¹¹⁵ 久保亨「幣制改革以降の中國經濟」96—109頁は、幣制改革後の中國經濟の動向を統計的に分析している。また、例えば、上海銀行同業公會連合準備委員會は1937年3月に發表した年次報告で、新幣制が1936年度の景氣回復に大きく寄與したことを述べている。（“Joint Reserve Board of the Shanghai Bankers’ Association: Fifth Annual Report” *FC* 29.11 [March 17, 1937]: 287.）同様の見解は、香港上海銀行會長や上海商業儲蓄銀行の陳光甫にも共有されている。（“Conditions in China as Seen by the Hong Kong and Shanghai Bank” *FC* 29.11 [March 10, 1937]: 249. Chen Guangfu, “Reminiscence”, p. 87.）

¹¹⁶ Chang Kia-NGau, pp. 4-5.

¹¹⁷ 1935年11月3日に財政部長・孔祥熙が發表した「實施法幣政策布告」でも11月18日の『財政部新貨幣制度説明書』でも、財政上の目的で紙幣を増發しないことが繰り返して強調されている。『抗戰前十年貨幣史資料(1)』179—180, 201—218頁。

あう、信用供與のシステムに關しては、幣制改革後も多くの問題が残されていた。恐慌期に暴落した資産市場の停滯は改革後も續いた。特に不動産取引の停滯は、上海金融市場全體に深刻な影響を及ぼした。1936年1月の時點で2億元に上る不動産の凍結が伝えられ、それらが流動性を回復するまで上海經濟が本格的に不況から立ち直ることはないと言われた¹⁰¹⁾。1930年代半ばまで、資産を擔保にした貸し付けが、企業の長期資金調達の重要な手段であったことに鑑みれば、信用供與のシステムを再構築することは急務であった¹⁰²⁾。しかし、ここでも、政府には限られた政策手段しか與えられていなかった。上海金融恐慌は、銀行準備の分散に起因する金融システムの不安定性を明らかにしたが、改革以後も、中央銀行への準備の集中は行われなかった¹⁰³⁾。また、不動産融資を始めとする長期金融の分野でも、上海銀行同業公會連合準備委員會、及びその所屬機關として1936年3月に設立された上海票據承兌所が、擔保物件となる資産の流動性の確保にあたっていた。

このように、幣制改革以後、政府は金融市場に對してより大きな影響力を行使しうようになったが、銀と爲替の自由な賣買を原則とし、通貨供給が複数の金融機關に任された従前の通貨・金融システムから完全に乖離しえなかった。通貨供給と信用供與の兩面において、政府の裁量權は制限されていたのである。

お わ り に

1929年から1935年の銀價の變動と上海金融市場の動向について、國際・國內市場連關と市場・政府關係に留意して、資金の流れと信用創造・收縮のプロセスを中心に検討してきた。銀價變動の3つの局面では、

(1) 銀價の下落に伴う爲替レートの下落は、特に、投資や送金に迅速に影響を與え、上海には資金が流入した。これらの資金は、利子率が高く、また、安

¹⁰¹⁾ “Recent Land Sales in the Settlement” FC 27.3 (January 15, 1936): 56.

¹⁰²⁾ 莫溼「上海金融恐慌的回顧與前瞻」『東方雜誌』33—22(1936年11月16日)。Tamagna, pp. 197—226.

¹⁰³⁾ その背景の一つとして、顧季高は、政府が無制限に財政擴張することに對する金融業者の根強い不信感を傳えている。顧季高「中國新貨幣政策與國際經濟均衡」『經濟學季刊』7.1 (1936年6月)『抗戰前十年貨幣史資料(3)』373—374頁。

全であると考えられた、不動産、公債、外国系企業の証券などに投資された。資産価値が上昇するとそれを擔保にした信用の擴大が行われた。

(2) 銀價上昇に伴う爲替レートの上昇は、貿易赤字の擴大と貿易外収支の逆調を招き、1932年から中國は、現銀を輸出することとなった。しかし、内地からの預金の増加に對應するため、上海の金融機關は、不動産・公債への投資を續けた。こうした投資の集中は、一般企業への資金の流入を減少させ、また、利子負擔を増加させるなどのマイナスの效果を持った。

(3) アメリカの銀買い上げ政策に惹起された銀價の急騰に際して、元切り下げの懸念から資本の逃避がおこった。その結果、上海市場における爲替レートと平價の間に差が生じると、大量の銀が海外へ輸出された。銀の流出に對應するため、政府が現銀への課税を行い、輸出を制限すると、海外と國內との間で銀價は乖離した。合法的な銀の輸出は殆ど行われなくなったものの、密輸が横行し、また、通貨不安から爲替相場は下落した。市面の現銀が減少すると、金融機關は、貸し出しを引き締めた。また、預金の引き出しと銀の退藏が行われ、上海金融市場は、極めて逼迫した。個別の金融機關の經營難は、同業存款の引き出しと、資産市場の暴落によって、上海金融市場全體に波及した。

以上の経過から、1920年代末から1930年代半ばの中國における國際・國內市場連關と市場・政府關係に關しては、次のことが言えると思われる。

まず、國際・國內市場は、上海市場の爲替レートとロンドン・ニューヨーク銀市場の銀價から算出された平價との間に差が生じると、現銀が送受されることによって、結びついていて、1920年代末から1931年までの海外銀市場における銀價下落の局面に於ては、現銀が流入した。海外市場における銀價の下落によって、平價と爲替レートとの間にラグが生じたこと、一方、平價の切り下げの影響を受けて、輸出が下支えされたこと、及び、華僑送金が銀建てで増價したことにより、中國通貨に對する需要が高まったことなどが、市場の爲替レートを平價に對して相對的に高める壓力となり、現銀の流入につながっていた。こうした、現銀の流入は、國內の通貨供給量の増大をもたらしたと考えられる。他方、1931年後半からの、銀價上昇とその後の高騰の局面では、現銀が流出した。平價の切り下げは、特に、輸出の減少につながった。また、各國が金本位

制を離脱して以降、海外の銀相場は不安定になった。特に、1934年6月以降、アメリカが、銀買い上げ策をとると、ロンドン・ニューヨーク市場の銀價は、高騰した。一方、上海では、元の切り下げ不安から、外貨が買い進まれた結果、上海市場の爲替レートは輸出點を下回り続け、大量の銀が海外に流出した。その結果、上海では、深刻な金融逼迫に見舞われた。

そして、上海金融市場における資金供給量の増減は、國內的要因にも規定された。上海市場へは、農村經濟の惡化に起因する都市部に對する支拂超過、農村部の不況と治安の惡化に伴う資産の引き揚げなどの理由から、内地から資金が流入していた。1931年末から1934年前までは、國外へは銀が流出したにも拘らず、國內からの資金の流入によって、上海金融市場では一定の資金量が維持された。しかし、1934年後半からは、通貨不安が銀の退藏を促し、國外のみならず、内地へ上海から銀が流出し、金融逼迫に拍車をかけた。

全體としての資金供給量の變化の影響は、信用供與のメカニズムによって増幅された。1920年代末から1931年にかけて海外から流入した資金は、利子率が高く、かつ安全性の高い、租界の不動産、外國系企業の債券、公債などに投資された。同時に、國內から流入した資金も、これらの分野に集中したため、資産價格が上昇した。上述のように、1931年末からは、海外からの資金は減少していたが、國內からの資金の流入は續いたため、資産への投資は繼續された。そして、1934年後半からの、金融逼迫に際しては、信用の收縮と資産市場の暴落が相互連關的に進行した。

次に、市場・政府關係については、以下のような示唆が得られるであろう。上海金融市場は、對外的には、爲替レートと銀の平價との間に差が生じるかぎりにおいて、必ず、現銀が輸出入されるという點に於て、また、國內的には、それに應じて資産の價值が變動し、さらに、信用の擴大と收縮が行われるという點で、好況・不況の雙方の局面で、常に理論的には不安定であったと言えるであろう。しかし、そうした本質的な不安定要因を抱えた市場を基礎とする信用供與のシステムは、當時の市場の参加者に、ある程度安定的な制度として受容されていたように思われる。當時の金融關係者が、上海金融恐慌を振り返った言葉を借りるならば、「1932年までの3,40年間、中國の物價は徐々に、しか

し、確實に上昇してきた。企業家は、それに慣れてしまっていたのである。物價の上昇傾向は、製造業者や商人の經營方針や思惑に大きな影響を與えてきたのである。」と述べている¹⁴⁾。長期的には、1932年以降の現銀の純輸出は、第一次大戦期を除いては、例外的な現象であった。銀は、19世紀以來、繼續的に流入し、1920年代末に大量に流入した後、1932年に至るまで流入し續けた。1929年から1931年にかけての資金の流入と、特定の資産價格の上昇は、特異な事態であったが、資金流入の受け皿となった資産を擔保にした信用擴大のシステムは、それ以前から機能していた。そうした意味で、1930年代前半の上海金融市場では、インフレの時代に自明とされてきた規範が共有されていたのである。

1934年からの大量の銀の流出と金融の逼迫は、政府による元の切り下げを必要とした。しかし、政府の通貨管理に對して最初から萬全の信頼が寄せられていたとは考えられない。1934年7月に逃避した資本の一部は、政府の通貨政策への不安を反映していた。銀輸出税・平衡税課税以降の政府の通貨政策は一貫せず、また、そうした政府の政策が市場を一層混亂させた。

1935年11月の幣制改革は、爲替レートの安定と通貨の供給量の増加をもたらした、恐慌からの回復に寄與した。しかし、政府の經濟政策に關する裁量權は完全ではなかった。管理通貨制度のもとでの政府と市場の關係は、銀本位制度の下での通貨・金融システムと密接に關連しつつ、新たな局面に入った。1つに

¹⁴⁾ Lin, p. 39. Lin Wei-ying (林維英) は、1936年當時、中國銀行調查部の部長代理であった。副題の *A Personal Interpretation* は、本書が、中國銀行の見解を代表するものではないことを強調するためである。林維英については、Edward Kann, “Book Review, W. Y. Lin, *The New Monetary System of China: A Personal Interpretation*” *FC* 28. 5 (July 29, 1936): 5-6 を参照。

附記：本稿は、筆者の博士學位論文 “China Under the Depression: The Regional Economy of the Lower Yangzi Delta, 1931-1937”, Harvard University, 1999 の第6, 7章に基づく。金融恐慌の國內への波及の経路、政府の介入の過程とその效果などに關して、より詳しくは同論文を参照されたい。また、第1節「銀・爲替取引のメカニズムと上海金融市場」の一部は、Annual Meeting of Association for Asian Studies, 1999 (Boston: March, 1999) におけるパネル “World Commodity and Commercial Networks in Asia, 1800-1950” で、“Currency Traded as Commodity: China’s Silver Trade in the Early Twentieth Century” として口頭発表する機會を得た。同パネルのオーガナイザーである濱下武志、リンダ・グローブの兩先生及び、會場でコメントをくださった方々に記してお禮を申し上げる。

は、中國の國際通貨システムへの組み込まれ方が、國內的には政府と市場の關係を規定し續けたことが注目される。こうした視點からの、幣制改革以後、人民共和國成立期までを視野に入れた、上海金融市場の動向と、市場・政府間關係については、今後の課題としたい。

FINANCIAL CRISIS IN SHANGHAI FROM 1934 TO 1935

SHIROYAMA Tomoko

This paper investigates how changes in the international silver prices influenced the financial market in Shanghai, particularly focusing on the flow of funds and the process of credit creation and contraction. Corresponding to the rise and fall of the silver price, there were three dimensions in the Shanghai financial market from the late 1920s to November 1935.

(1) The fall of silver price pulled down China's exchange rate, which increased investment, remittance, and trade. As a result, China saw net inflow of silver. The increased funds were invested in real estate, securities of foreign companies, and government bonds.

(2) The rising silver price and the exchange rate from 1932 onwards led to an increase in negative balance of trade and a decrease in the remittance and other income of China. Therefore, China exported silver bullion abroad, financial institutions continued to invest in assets in order to balance the increasing local deposits.

(3) The American Silver Purchase Act issued in June 1934 raised the international silver price rapidly. However, the exchange rate at Shanghai financial market lagged behind the silver price, because large amount of foreign exchange was bought for capital flight. The government taxation on silver stopped the legal export of silver, but made the market unstable. Alarmed by the drain of silver, financial institutions restricted credits. The asset market collapsed in turn, and the financial crisis deepened under the vicious cycle.

The financial crisis in Shanghai had a political implication. Once the market oriented systems of currency supply and credit expansion collapsed, the government intervention was required. The Currency Reform declared in November 1935 contributed to the recovery from the depression from 1936. The relationships between the government and the market was altered under the new monetary and banking systems.