

## 1920年代末アメリカの証券市場と貨幣資本形成

原田, 善教

<https://doi.org/10.15017/2920652>

---

出版情報 : 経済論究. 61, pp.103-143, 1985-03-25. 九州大学大学院経済学会  
バージョン :  
権利関係 :

# 1920年代末アメリカの証券 市場と貨幣資本形成

原 田 善 教

## 目 次

- I 問題の所在と課題の設定
- II 1920年代末株式ブーム期の資金フロー
  - 1. 20年代証券市場の活況の状態
  - 2. 遊休資金の形成と証券市場
    - (1) 企業
    - (2) 個人
    - (3) 金融機関
  - 3. 小括
- III 結びに代えて

## I 問題の所在と課題の設定

アメリカを震源地として世界に伝播している「金融革命」の波が、現代資本主義の特徴の1つとして挙げられる。これは、金融資産の膨大な累積から促進された金融の証券化現象に他ならない。こうした金融流通の肥大化について、モルガン銀行のノイズは次のように述べている。「銀行の要求払預金の払戻高 (debits to demand deposit accounts at banks) は、1980年第4四半期のものを年間ベースで季節調整すると、約68兆ドルに達している。他方、GNP は約2.75兆ドルにすぎない。言い換えると、貨幣による取引の約4%が GNP を生み出す財やサービスの取引に関係したのである」<sup>1)</sup>。つまり、ほとんどの貨幣が金融流通へとシフトしているということになる。

こうした状況は、現代資本主義における資金過剰（貨幣資本の過多）の一つ

図 1 名目、実質 GNP と実質成長率の推移

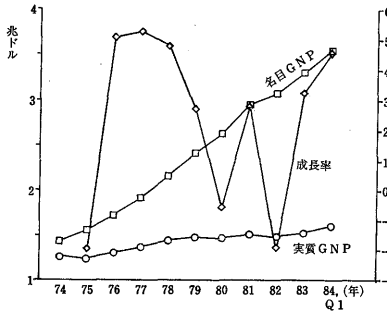
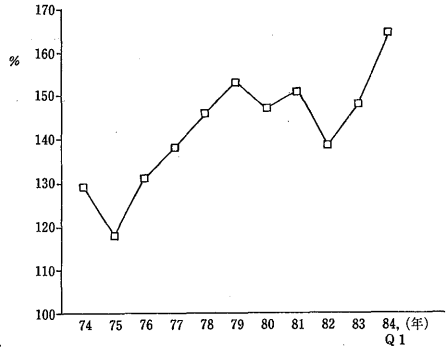


図 2 鉱工業生産指数 (1967年=100)



〔出所〕 *Statistical Abstract of the United States, 1982-3*, U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census. *Federal Reserve Bulletin*, Dec. 1983, July 1984より作成

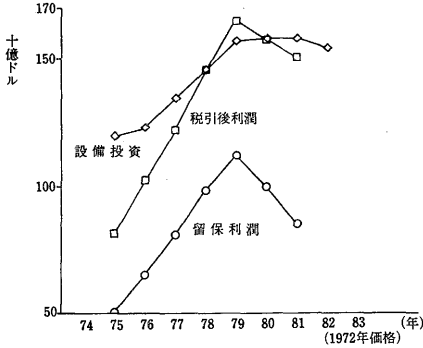
〔出所〕 図 1 と同じ

のあらわれとみることができる<sup>2)</sup>。叙上の状況をもう少し詳しく検討してみよう。

まず現実資本の運動では、実質 GNP は、ほぼ横ばいの状況を示しており、成長率は、変動幅は大きいものの未だ77・78年水準にまで回復していない。鉱工業生産指数の方は、74・75年恐慌後上昇してはいるが79年以降小幅の反落を繰り返している。法人企業の設備投資・税引後利潤・留保利潤は79年をピークとして横ばいを示し、減価償却のみが一貫して増加傾向にある。こうしたことから、およそ現実資本の運動は停滞基調にあると考えることができる。しかし、その中でも法人企業の内部資金（留保利潤+減価償却）は増加しており、企業の手元余裕資金がかなり存在している。この資金の運用先は金融資産投資であった。

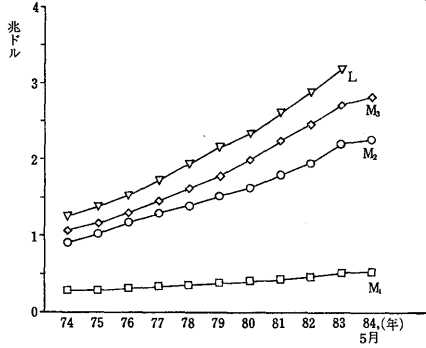
一方、政府部門においては、管理通貨制を梃子とした有効需要政策を通じての政府資金の散布の結果として、国債残高は異常な高水準にあり、資金フローからみても資金の一方的取り手となっている。また、マネー・サプライでは、 $M_1$  はほぼ一定であるのに対して  $M_2$  は著しく伸びてきている<sup>3)</sup>。なお、家計部門は一方的資金余剰を示しており、81年の保有者別金融資産の累積では、ほ

図3 法人企業の税引後利潤、留保利潤、設備投資



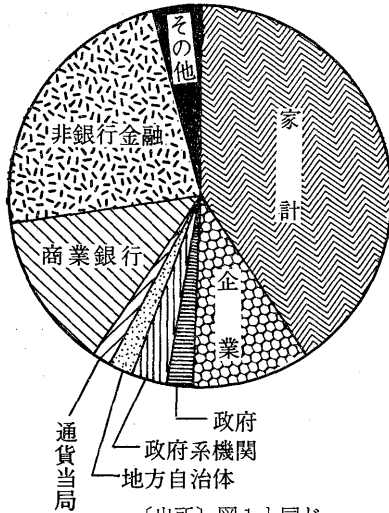
〔出所〕 図1と同じ

図4 マネー・ストックの変化



〔出所〕 図1と同じ

図5 金融資産の累積 (保有部門別) 1981年



4686.7	40.92%	家	計
1114.5	9.73%	企	業
247.2	2.16%	政	府
356.0	3.11%	政	府系機関
239.8	2.09%	地	方自治体
182.0	1.59%	通	貨当局
1517.8	13.25%	商	業銀行
2647.0	23.11%	非	銀行金融
463.4	4.05%	そ	の他
<hr/>			
11454.4	100%		
(10億ドル)			

〔出所〕 図1と同じ

はその41%を占めている。

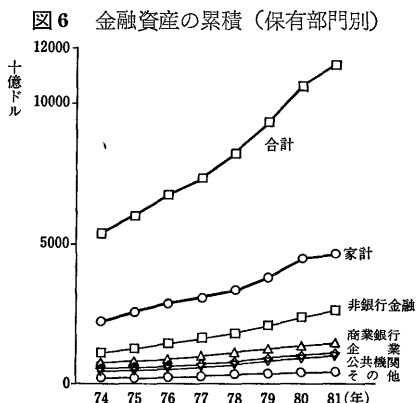
以上のような状況から捉えられる資金過剰の存在は、一つの問題として、なぜ高率のインフレーションを招来しないのか、ということ提起している。このことは、次のように説明されよう。こうした余剰資金が物財へとむかわず

に、ポートフォリオ・セレクションの結果、利子・配当及びキャピタル・ゲインの獲得を求めて金融資産へとシフトしているからである。つまり、金融流通への資金の吸収がハイパー・インフレーションの顕在化を妨げているのである。

したがって、「金融革命」を惹起せしめたものは、この過剰資金の存在をもとにした企業の財務行動及び個人の資産選択や金利選好であるといえる。つまり、「カネ」の「モノ」離れのあらわれである。こうした状況は一言でまとめると、「金融流通における過剰資金の不胎化・拘束」ということになる<sup>4)</sup>。このことは、貨幣論的には流通必要量以上の貨幣のプールとしての蓄蔵貨幣の役割を今や、金融流通が果たしているということの意味している。しかしながら、中央銀行の引き締め政策による「ハイ・パワード・マネー」の供給停止等に起因する金融市場への資金流入の途絶は、諸証券の売却（金融市場の縮小・崩壊）を通じて、過剰な貨幣資本が一挙に新規購買力へと転化し、物財へとむかうことになるため、高率のインフレーションを招来することになるであろう。また、そのことは管理通貨制というシステム自体の崩壊のみならず、恐慌のひきがねとして作用することにもなるであろう。

このような現代資本主義の特徴を理論的に分析するためには、金融市場とりわけ証券市場を内に取り込んだ信用理論の展開が必要とされる。「証券流通に

必要な資金」という概念規定からさらに進んで、銀行制度全体としてマクロでの、証券市場とのかかわりにおいて資金フローを捉えることが必要である。つまり、一般流通・商業流通・金融流通という三層の流通構成の中で、貨幣資本の相互的流出入関係を明らかにしなければならない<sup>5)</sup>。そのなかで、新たな貨幣資本の創出・過剰貨幣資本の温存・不胎化の構造が明確



〔出所〕 図1と同じ

化されうるであろう。

しかしながら、証券市場をその内に具有した金融システムの完成は、独占段階を経てのことであった。また、証券市場における様々の金融資産の蓄積も独占段階以降のことであった。そこには、古典の論理段階と現代との大きな質的段階差があることはいうまでもない。管理通貨制の生成を1930年代において捉えるとするならば、古典の段階と現代とをつなぐ一つの段階として、証券市場の全面的開花をみた兩大戦間期が浮かびあがってくるであろう。すなわち、現代資本主義分析の出発点としての兩大戦間期を設定することの意味がここにあるのである。

本稿では、金融市場（証券市場）を組み込んだ銀行制度全体として、マクロでの資金フローの状況を理論的に捉えるための例証として、1920年代末のアメリカにおける株式ブームの構造を探り、それを支えたシステムを明らかにする。これが本稿の課題である。

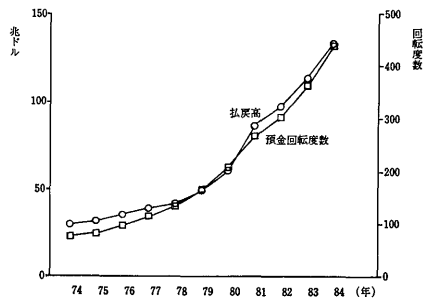
〔註〕

- 1) Guy, E, Noyes, "The Multiple Flaws of the Monetary Base", *The Morgan Guaranty Survey*, October 1981 p. 7.

この debits to demand deposit accounts とは、当座勘定からの引き出し額をすべて合計したもの、つまり要求払預金のフローの合計を示している。この debits を要求払預金の残高（ストック）で除したものが、turnover rate（回転度数）として表わされる。銀行業のもとでの当座預金の回転速度に他ならない。ここで、ノイズは特に言及していないが、近年この回転数は著しく上昇しており、それはいかに小額の預金でもその回転速度の上昇によって大きな取引を媒介することができるかを示すものである。

- 2) 近年、アメリカの高金利が横行している状況を考えると、資金過剰ではなく資金不足ではないか、ということも指摘されよう。しかし、現代世界経済におけるアメリカの特殊状況もあるが、金融流通への資金シフトが起こり、過剰な貨幣資本の蓄積（非貨幣的金融資産の累積）が生じ

図7 要求払預金払戻高と預金回転度数



〔出所〕 図1と同じ

た（金融流通への資金の拘束）反面として、産業的流通での資金ショートが起こっていることのあらわれであるといえよう。

- 3) これは、「金融革命」の核心かのようにもはやされている「金融新商品」の登場（MMF など）によって、これらの「新商品」が貯蓄性でありながら決済性をもつがゆえに、 $M_1$  から  $M_2$  への資金シフトが生じていることを示すものとなっている。なお、この点から、連銀の金融政策も当然変化せざるをえず、 $M_1$  から  $M_2 \cdot M_3$  の重視へと転換してきている。これについては、伊東政吉「アメリカにおける金融革新と金融政策」『経済研究』（一橋大学）第35巻第3号、1984年7月参照。
- 4) このことを徳永正二郎氏は次のようにまとめている。「マネーの世界がモノの重力圏を離脱して独自の桃源郷を作り出し、その甘い芳香で企業を誘い込んでいる」。氏は米国企業の原資と運用状況を探り、そこに存在する「内部資金の異常な高水準と金融資産投資の飛躍的成長は、……流動形態でのポートフォリオ投資の積極的拡大を意味する」ので、そこから「金融革命」が引き起こされたと結論づけられておられる。さらに、こうした金融流通の肥大化によって、「過剰流動性」が温存され、「ハイパー・インフレという管理通貨制が最も忌避すべきシステム崩壊の事態は免れ」ることになったと主張されている（徳永正二郎「多国籍企業と現代の錬金術」『エコノミスト』1984年3月19日号、33-34頁）。氏の所論には現代資本主義の特徴を探るうえにおいて示唆される点が多かった。なお「過剰流動性」の温存機構としてのユーロ市場の役割については、同著『現代外国為替論』（有斐閣、1982年）第4・7・8章を参照されたい。
- 5) この準備作業としての貨幣資本蓄積論の展開に際しての古典段階における基礎的考察は、拙稿「金融資産の累積と信用論研究——貨幣資本蓄積論研究——」『経済論究』第57号、1983年8月を参照して頂ければ幸いである。

## II 1920年代末株式ブーム期の資金フロー

### 1. 20年代証券市場の活況の状態

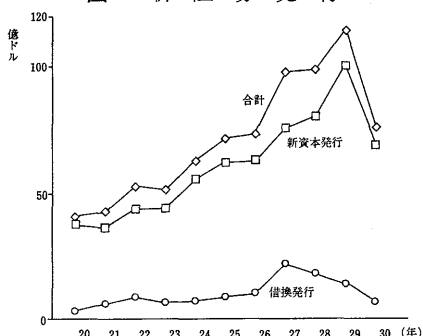
1920年代のアメリカ経済は未曾有の発展をみ、それは次の2つを大きな原動力として高成長を遂げたのであった<sup>2)</sup>。1つは、広い意味での耐久消費財（自動車・住宅建築）に対する消費需要の著しい伸びであり、もう1つは、自動車産業を軸とした製造業及び電力・電話等の公益事業の発展とそれらの設備投資の増大であった。この時期は「永遠の繁栄」と呼ばれるほどであり、1929年10月の暗黒の木曜日を境とする以後の30年代とは著しい対照をなしている。こうした時期を画するものとして27年から29年末において生じた異常な株価の上昇

——株式投機がある。ここでは、この対照的な時期の分水嶺に位置する株式ブームの状況を証券市場を中心に捉えておくことにしよう。手順としては、証券市場の活況の様相を発行市場・流通市場の順に考察する。

まず、証券発行市場を見よう。新規資本発行高が20年代を通じて一貫して増大していることは明らかであるが、特にその増加が著し

いのは27年以降のことであった。実に1929年には100億ドルを突破している。新資本発行高の伸びは、1922年から29年までの間に2.3倍になっており、22年から26年までの5年間で約1.4倍、27年から29年までの3年間で約1.6倍にもなったことにこのことは示されている。また、新資本発行を22年から29年までの8年間の総計と27年から29年までの3年間の発行総計とを比べてみると、実にこの期間の発行高は全体の約49%を占めていた。つまり3年間で8年分の半分

図8 新証券発行



〔出所〕 Federal Reserve System, *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*, p. 487

表1 新証券発行 (単位:100万ドル)

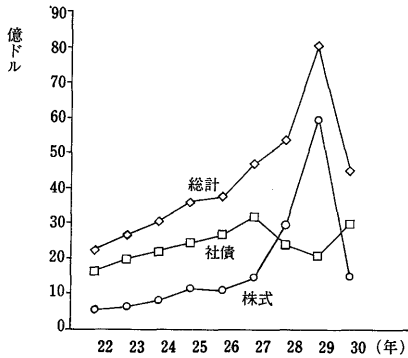
	新資本発行	借換発行	合計
1922	4,400	900	5,300
23	4,437	682	5,119
24	5,558	758	6,316
25	6,209	917	7,126
26	6,314	1,044	7,358
27	7,557	2,217	9,774
28	8,052	1,846	9,898
29	10,093	1,420	11,513

- 新資本発行総計 (22~29) 52,620  
(27~29) 25,702 (48.9%)
- 総発行 (22~29) 62,404  
(27~29) 31,185 (50%)

〔出所〕 図8と同じ



図9 会社の新資本発行



〔出所〕 図8と同じ

を発行していたのであった。借換発行については、27年に一応のピークをむかえ、以後減少傾向にあった。全体の発行高に占める割合も、27年22.7%、28年18.7%、29年12.3%というように年々減少していたので、1920年代後半期の証券市場の活況をもたらしたものとしてはそう重要ではなかったといえる。さらに、発行証券を種類別に、社債と株式とでみると27年を境として株式の発行量が異常な高水準で伸びているのがわかる。

具体的には、社債の当該8年間の総発行に占める27年から29年の3年間の発行高の割合が約41%であるのに対して、株式はその8年間の総発行量の実に約71%を、この3年間で発行しているのである。また、この3年間の全発行量に占める社債と株

表2 会社の新資本発行 (単位: 100万ドル)

	社 債	株式合計	普通株		合 計
			普通株	優先株	
1922	1,645	570	277	293	2,215
23	1,976	659	324	335	2,635
24	2,200	829	511	318	3,029
25	2,452	1,152	558	594	3,605
26	2,667	1,087	578	509	3,754
27	3,183	1,474	600	874	4,657
28	2,385	2,961	1,812	1,149	5,346
29	2,078	5,924	4,407	1,517	8,002
22-29 合計①	18,586	14,656	9,067	5,589	33,242
27-29 合計②	7,464	10,359	6,819	3,540	18,005
その割合 (②/①)	41.1%	70.7%	75.2%	63.3%	54.2%
29年における割合	26%	74%	55.1%	18.9%	100%

〔出所〕 図8と同じ

式の割合はそれぞれ42%と58%であり、29年では、株式は74%をも占めていた。この点から、20年代後半の証券市場の活況は、大いに新規発行株式が担っていたといえる。さらに、29年でみると全発行高の55%を占めていたのが普通株であったことから、株式の中でも普通株がその中心的存在であったことがわかる。したがって、20年代後半のブームが株式ブームであったことはいうまでもない。

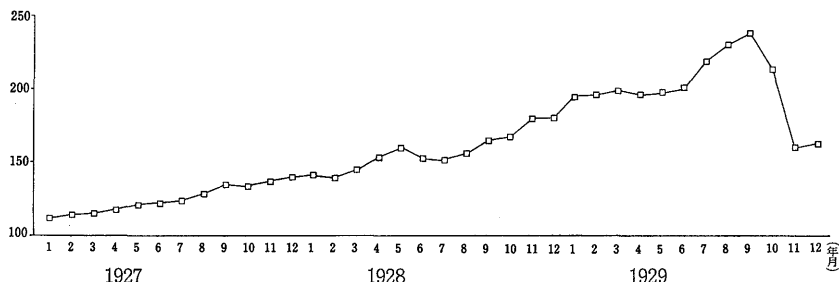
次に流通市場に目を転じてみると、次のことが把握できる。株価指数が一貫して上昇していることはいうまでもないが、普通株の平均でみても22年から29年までの8年間で約3倍にも膨れ上がっている。そして、26年末からのリセッションを境としてここでもまた27年以降著しい上昇がみられる。年々の上昇率

表3 株価指数（普通株：1935—39を100とする）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1922	62.0	63.4	65.8	69.8	72.5	71.8	72.3	75.0	77.0	78.7	74.8	74.6
23	75.6	78.9	80.1	77.3	73.7	70.9	68.5	68.8	69.3	68.2	70.3	72.7
24	75.0	75.4	73.9	72.2	72.0	73.3	76.7	79.4	78.6	77.6	81.9	86.3
25	89.9	90.7	88.3	87.4	90.2	91.8	94.3	95.6	97.8	101.0	104.2	105.9
26	107.5	107.5	101.2	98.1	98.4	102.6	105.6	108.7	110.1	107.3	108.9	111.3
27	111.5	113.9	115.2	117.3	120.6	121.9	123.8	128.8	134.8	133.8	136.9	140.5
28	141.9	139.7	145.6	154.1	160.6	153.4	152.3	156.6	165.4	168.0	180.7	181.0
29	195.6	196.9	199.7	197.0	198.3	201.4	218.9	230.3	237.8	213.0	159.6	162.4

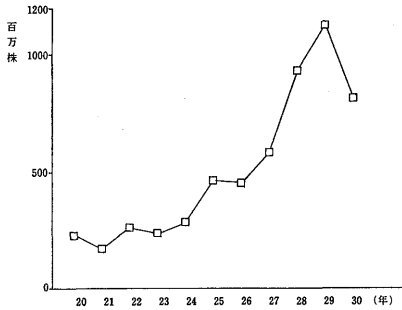
〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, pp. 480-1

図10 月別株価指数（1935—39年を100とする）



〔出所〕表3と同じ

図11 ニューヨーク証券取引所における  
株式取引高



〔出所〕 Federal Reserve System. *op. cit.*, p. 485

は、28年、29年にはほぼ30%近くも達し、26年末から約2倍に騰貴している。27年以降の上昇の度合は月別株価指数をみるとよくわかる。株式取引高も同様の動きを示しており、年別でも28年以降の取引高は急速な伸びをみせている。また、売買回転率（全上場株式数÷株式取引高（%））、ニューヨーク証券取引所）も、25年に1つのピークを示したものの28年以降かなり上昇している。このことは、キャピタル・ゲインの獲得を目的とした売り買いの激しさを示すものであり、証券市場の活況の程度をみる1つの尺度となろう。

このように、1920年代のアメリカの証券市場の活況は、発行・流通市場からみてかつてないほどの様相を呈した。それは、前述のような著しい発行量・取引量・高水準の株価に示されている。次の問題は、このような活況を呈した証券市場の諸相は一体実体経済とどのような関わりをもっていたのであろうか、ということを検討することである。つまり、20年代後半の証券市場はかなり実

表4 株式売買回転率（%）ニューヨーク証券取引所

	上場株式数	取引高	株式売買回転率
1924	433.4	284	65.5%
25	491.6	460	93.6
26	585.6	452	77.2
27	655.0	582	88.9
28	757.3	931	122.9
29	1,127.7	1,125	99.8

〔注〕上場株式数、取引高の単位：100万株

〔出所〕取引高については、Federal Reserve System, *ibid.*

上場株式数については、ロバート・ソーベル『ウォール街200年』、東洋経済新報社、p. 367

体経済から遊離した著しい投機性を帯びていたことを次に明らかにする必要があるのである。

同じ株価の上昇とはいえ、27年以前と以後とではかなりの相異がみられる。27年以前の株価の上昇は、企業利潤の大幅な増加とそれに対応した配当の増大及び利子率の低下傾向の反映として存在し、経済の実体面での好況を表現するものであった。これに対して、27年以降では、利子率は逆に上昇傾向を示し、株式利回りは著しい低下をみせている。これは、利子以下の利回りで株式が売買されていたことを表わすものとなっている。つまり27年以降の株式取引は利回りを目的とするのではなく、株式の売買差益（キャピタル・ゲイン）の取得を目的としてなされていたといえるのである。したがって、この期の株価の上昇は単なる好況の反映としてではなく、投機による株価の騰貴を示すものであった。この点は、新資本発行証券の内容を検討することによって、より鮮明になる。

更新投資を除いた新資本発行のうち、どの程度が新規固定設備投資に向けられたもの（生産的投資）であったかを検討してみると、実額では27年を境に非生産的証券発行は生産的証券発行と逆転しており、実に当該8年間で約7倍強に、27年から29年の3年間で約3倍弱に増えている。また、全体に占める割合でも年々非生産的証券発行はその比重を高め、22年にはわずかに24%程度であったものが29年には新資本発行の約65.2%を占めるに至っている。

さらに、会社の新資本発行を産業別にみると、顕著に発行量の多い産業は公益事業、

表5 利潤率，利子率，株式利回りの動向（%）

	利 潤 率	利 子 率	株式利回り
1922	9.7	4.52	6.74
23	11.2	5.07	6.92
24	10.1	3.98	6.88
25	12.4	4.02	5.86
26	12.7	4.34	5.77
27	9.8	4.11	5.2
28	11.3	4.85	4.4
29	12.8	5.85	4.17

〔注〕 利潤率…資本投資に対する利潤量の割合  
利子率…ニューヨークの一流 C.P (4～6 か月) レート

〔出所〕 利潤率，株式利回りは，F. C. Mills, *Economic Tendencies in the United States*, 1932, p. 486, p. 455  
利子率は Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 448

図12 新資本発行に占める生産的・非生産的証券発行の割合

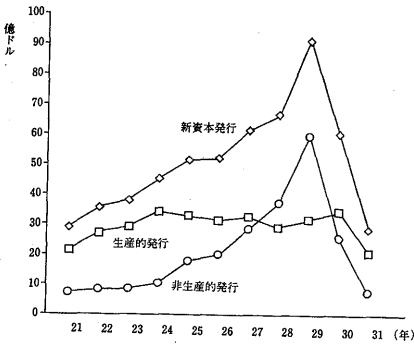


表6 総発行に占める「非生産的」証券発行の割合 (%)

1922	23.7
23	22.8
24	23.8
25	35.5
26	39.2
27	46.5
28	55.9
29	65.2

[出所] G.H. Eddy, "Security Issues and Real Investment in 1929," *The Review of Economic Statistics*, Vol. XIX-2, 1937, 5, p. 91

投資会社、その他工業、土地・建物、その他（商業、娯楽、金融機関）である。これらの部門の発行する株式がブームを形成し担った中心的存在であったことはいままでもない。このうち、投資会社・その他部門の発行する株式は極めて投機的の高いものといってよい。というのは、これらの部門は直接生産と関係をもたないからである。そして、両部門は株式発行によって獲得された資金をそのまま再び証券市場へと投入することによって、キャピタル・ゲインの取得を狙ったのであった。それは、大衆のキャピタル・ゲインを求めての投機的行動とも符牒を合わせたものとなっていたのである。また、土地・建物部門の証券発行も不動産投機に向けられたものであったがゆえに同様であるといえる。さらに、公益事業が20年代を通じて最も多く証券発行したのは設備投資の一貫した増加によるためでもあるが、持株会社制度を利用した集中のためにも証券発行が用いられたので、これも投機性を有したものとなっていたといえてよい。これらの投機的な強い証券発行（土地・建物、投資会社、その他、の3部門）が全体に占める割合は、29年では実に約49%を占めるに至っている。このように、20年代後半期には、投機的な強い「非生産的」証券発行が大量に急増し、実体経済から遊離した株価の高騰が続いていたのであった。

さて、これほど大量の投機的証券が発行されたということは、それに見合う

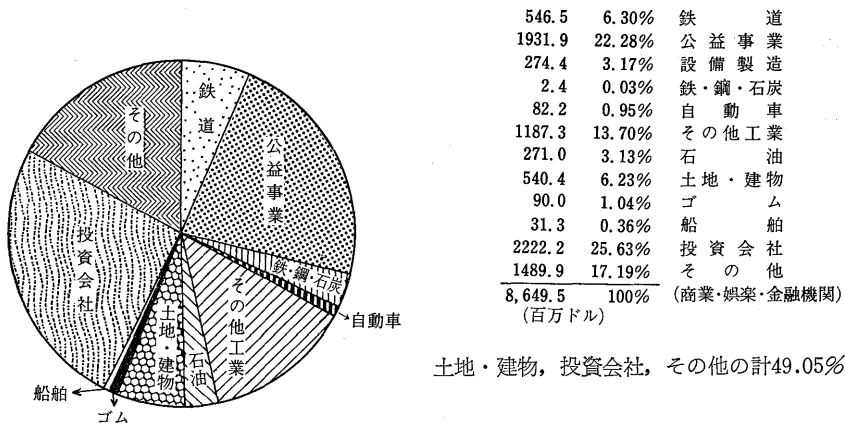
表7 会社の新資本発行（産業別）

単位：100万ドル

		鉄 道	公益事業	鉄・鋼 石 炭	設備製造	自動車	「その他」 工 業	石 油	土 地 建 物	ゴ ム	船 舶	投資会社	その他	計
1925	株式	16.2	508.7	16.3	1.4	107.1	240.1	57.4	30.2	15.2	7.4	12.1	199.3	1,211.4
	社債	364.1	972.3	116.9	12.5	79.0	261.3	110.9	685.3	49.6	22.7	3	211.8	2,889.4
	合計	380.3	1,481.0	133.2	13.9	186.1	501.4	168.3	715.5	64.8	30.1	15.1	411.1	4,100.8
1926	株式	40.8	464.9	45.9	5.6	47.5	202.8	127.3	61.1	4.2	—	55.6	124.9	1,180.6
	社債	305.1	1,133.0	147.3	12.2	83.9	324.1	135.4	648.3	39.0	21.5	15.5	311.0	3,176.3
	合計	345.9	1,597.9	193.2	17.8	131.4	526.9	262.7	709.4	43.2	21.5	71.1	435.9	4,356.9
1927	株式	91.1	773.4	6.6	—	37.5	234.5	19.0	55.0	2.7	—	80.4	199.9	1,509.1
	社債	414.6	1,291.9	93.9	23.8	57.1	470.9	298.2	575.2	10.0	26.3	94.5	534.1	3,881.7
	合計	505.7	2,065.3	100.5	23.8	94.6	705.4	317.2	630.4	12.7	26.3	174.9	734.0	5,390.8
1928	株式	52.6	757.5	91.9	1.9	57.0	578.2	142.9	85.4	54.6	20.4	686.7	541.6	3,070.7
	社債	311.5	1,054.0	116.3	7.2	9.3	274.3	50.8	630.9	1.3	0.8	100.0	452.6	3,009.0
	合計	364.1	1,811.5	208.2	9.1	66.3	852.5	193.7	716.3	55.9	21.2	786.7	994.2	6,079.7
1929	株式	133.3	1,229.1	148.7	0.6	81.5	901.6	97.1	118.6	89.0	23.2	2,105.0	1,171.2	6,098.9
	社債	413.2	702.8	125.7	1.8	0.7	285.7	173.9	421.8	1.0	8.1	117.2	318.7	750.6
	合計	546.5	1,931.9	274.4	2.4	82.2	1,187.3	271.0	540.4	90.0	31.3	2,222.2	1,489.9	8,649.5

〔出所〕 H. G. Moulton, *The Formation of Capital*, 1935, pp. 200—201.

図13 会社の新資本発行（産業別）1929年末



〔出所〕表7と同じ

ほどの資金が証券市場へと向かっていったといわねばならないであろう。これを貯蓄との関係でみると、新資本発行が総貯蓄に占める割合は、23年に約33%であったものが、29年には約50%をも占めるようになって<sup>3)</sup>。つまり、全貯蓄の半分が新規発行証券に買いむかうこととなっていたのであった。しかしながら、実体面との関わりからするとなお高水準の消費は継続していた。例え

表8 新資本発行と総貯蓄との比較（単位：100万ドル）

	新資本発行	総貯蓄	総貯蓄に占める 新資本発行の割合
1922	4,400	11,700	37.6%
23	4,437	13,500	32.9
24	5,558	13,700	40.6
25	6,209	18,000	34.5
26	6,314	17,800	35.5
27	7,557	17,500	43.2
28	8,052	22,000	36.6
29	10,093	20,000	50.5

〔出所〕新資本発行については、Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 487, 総貯蓄は、C. Warburton, "The Trend of Savings 1900—29", *Journal of Political Economy*, 43—1, 1935, p 92

ば、GNP に占める消費支出の割合は20年代を通じてずっと75%を超えていたのであった。

一方での証券市場への資金投入，他方での実物的消費支出という状況は，かなり大量の資金が存在していなければ現出しえないはずである。このような大量の資金とは，20年代前半期より蓄積されてきた社会的遊休資金に他ならない。この資金が動員されることによってはじめて叙上の状況は可能とされたのであった<sup>4)</sup>。したがって，次節では20年代を通じてどのようにしてこうした遊休資金が形成されてきたのかを，企業，個人，金融機関それぞれについて検討することが課題となる。

## 2. 遊休資金の形成と証券市場

### (1) 企業

20年代における発展の主たる動因が，設備投資の著しい増加と耐久消費財に対する旺盛な消費需要であったことは既にみた。この2つの要因が相互に規定しあいながら，未曾有の繁栄を現出したのであった。この好況過程において，既存の独占体制の強化・再編が行なわれたことはいうまでもない。この期の巨大株式会社への資産と純所得の集中については次のようになっている。全法人

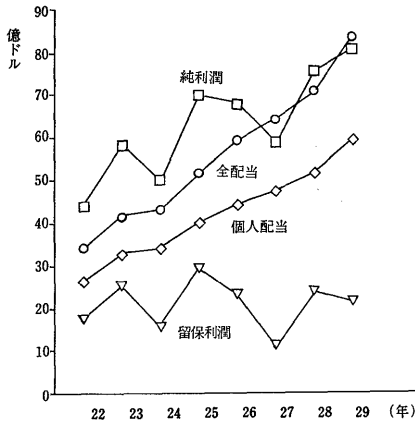
表9 巨大企業への資産と所得の集中（非金融・非農部門）資産の単位：100万ドル

		1924	1926	1929
総 資 産	最大200社	54,337	63,404	81,074
	全法人企業	102,658	112,435	131,500
	最大200社の割合(%)	52.9	56.4	61.7
純 所 得	最大200社	2,378	3,335	4,081
	全法人企業	6,591	8,337	9,456
	最大200社の割合(%)	36.0	40.0	43.2
	トップ5%の法人(%)	79.8	82.8	85.2
	5～25%(%)	15.2	13.3	11.1
	25～100%(%)	5.0	3.9	3.6

〔出所〕最大200社については，パーリー・ミーンズ『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社，p. 44, p. 46，他は U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States*, Part II, p. 915



図14 配当支払の増大と留保利潤



〔出所〕 TNEC, *Monograph*, No. 12, p. 45  
 F. C. Mills, *op. cit.*, p. 490

企業数のわずか0.1%に満たない最大200社の総資産は、29年には61.7%を占め、純所得も43.2%を占めるに至っている。また、トップ5%の非金融法人企業の純所得の割合は実に85.2%にも達しており、巨大企業への資産・所得の集中の度合が著しいものであったことを示している。20年代の繁栄の中心的担い手がこれらの巨大企業であり、この巨大企業の投資パターンに規定されながらブームが形成されてきたといってよい。

さて、全産業企業の純利潤は巨大企業を中心として20年代を通じて一貫して増加しており、当該8年間において約2倍まで増え、年平均増加率は約7.9%にまで上った。この増加した企業純利潤は、配当と留保利潤とに分けられる。後者は景気循環とともに上下しているが、前者は一貫して増加しており、その中でも個人配当が圧倒的比重を占めている。この個人配当が総利潤に占める割合も、27年にピークに達し80%を超えるが、しかし70%程はつねに占めていた。したがって、この期の法人企業における配当の一貫した増加傾向が大きな特徴であるといえる。この配当の流出先については後に言及する。さらに、純利潤の産業別シェアをみると、29年ではその約50%を全製造業企業が占めていたことがわかる。それゆえ、製造業企業を中心にして所得と投資の動向を探ることによって、企業の下での遊休資金の形成と証券市場との関わりについて考察することにしよう。

全製造業企業における所得と投資の動向は次のようになっている。留保所得は23年にピークをむかえ、それ以後それほど増えることはなかったが、配当は一貫して増加傾向にあった。そして物的資産の拡張を留保所得で十分に賄っていることがわかる。しかし、これは全製造業企業についていえることであっ

表10 主要産業別企業純所得（単位：100万ドル）

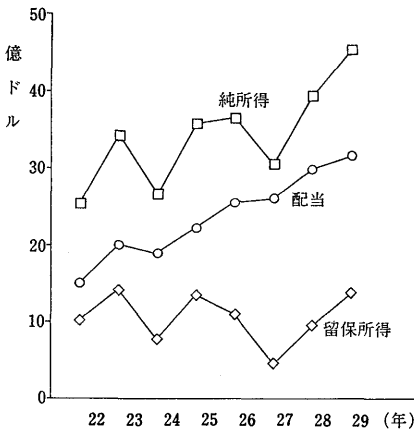
	総計	製造業	運輸及び 公益事業	公的及び専 門的サービ スと娯楽等	建設	商業	金融
1922年	4,770 (100)	2,641 (55.9)	783 (16.4)	89 (1.4)	39 (0.8)	695 (14.6)	490 (10.3)
1929年	8,740 (100)	4,406 (50.4)	1,902 (21.8)	160 (1.8)	108 (1.2)	730 (8.4)	1,189 (13.6)
年平均 増加率	+ 7.3	+ 5.3	+10.8	+ 4.0	+ 9.4	- 0.2	+16.2

〔出所〕 F. C. Mills, *op. cit.*, p. 482

( ) 内は全体に占めるそれぞれの割合 (%)

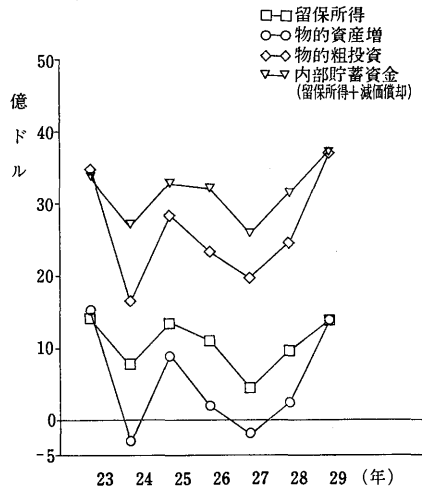
て、大企業と中小企業とではかなりその様相を異にしている。45の大製造業会社のサンプル調査によると、大会社による所得の伸びは著しいものがあり、この増大した利潤でもって配当と留保所得を増加させている。そして、増加した留保所得は24年以降物的資産の拡張（固定資本設備投資＋在庫投資）を十分にカバーできるほどになっている。つまり、ほとんど外部資金に頼ることなく物的資産の拡張は可能とされたのであった。このことは、物的資産の拡張の程度

図15 全製造業における所得、配当、留保所得



〔出所〕 S. P. Dobrovolsky, *Corporate Income Retention* 1915—43, NBER, 1951, *Supplementary Tables* より作成

図16 全製造業における内部金融



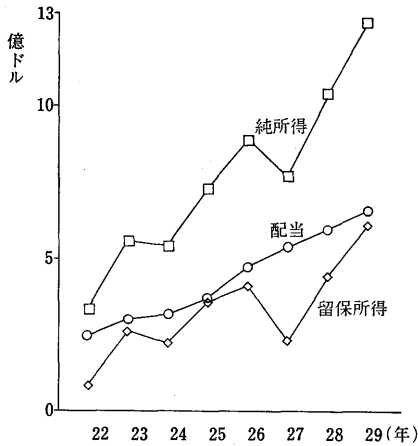
〔出所〕 図15と同じ

表11 全製造業における所得と投資の動向 (単位：100万ドル)

	純所得	配当	留保所得	減価償却	純物的資産の拡張	物的粗投資
1923	3,419	2,006	1,413	1,959	1,529	3,488
24	2,649	1,883	766	1,931	— 288	1,643
25	3,562	2,224	1,338	1,938	896	2,834
26	3,640	2,544	1,096	2,123	207	2,330
27	3,050	2,603	447	2,138	— 174	1,964
28	3,936	2,983	953	2,192	263	2,455
29	4,537	3,159	1,378	2,333	1,386	3,719

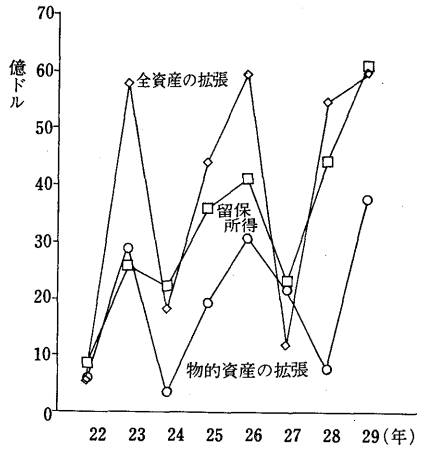
〔出所〕 図15と同じ

図17 45大製造業会社における所得, 配当, 留保所得



〔出所〕 図15と同じ

図18 45大製造業会社における内部金融



〔出所〕 図15と同じ

を大きく上回るほどに留保所得の増加のテンポが著しかったということを示している。23年から29年までの物的資産の拡張の年平均増加率が約3.3%であるのに対して、留保所得のそれは約11.4%にも達していたのであった。また、内部貯蓄資金（留保所得+減価償却）の蓄積も著しく、当該8年間で約3.9倍、年平均増加率でも約18.4%にも達している。これと物的粗投資（物的資産の拡張+減価償却）とを比較してみると、なおそれ以上に余裕資金の蓄積が行なわれていることがわかる。物的資産の拡張を補って余りあるこの資金は金融資産

表12 45大製造業会社における所得と投資の動向（単位：100万ドル）

	調整純所得	配 当	留保所得	減価償却	純物的資 産の拡張	物的粗 投 資	金融資産 の 拡張	全資産 の拡張
1922	334.1	248.2	85.9	187.4	59.8	247.2	- 4.3	55.5
23	558.5	300.1	258.4	225.5	289.5	515.0	288.2	577.7
24	538.5	315.7	222.8	238.8	34.6	273.4	146.6	181.2
25	727.9	368.9	359.0	290.0	193.4	483.4	245.4	438.8
26	884.8	472.1	412.7	338.2	306.2	644.4	288.7	594.9
27	769.3	537.9	231.4	373.6	217.5	591.1	-100.1	117.4
28	1,036.1	593.7	442.4	387.7	77.6	465.3	470.3	547.9
29	1,265.6	654.4	611.2	442.8	376.1	818.9	221.0	597.1

〔出所〕 図15と同じ

の拡張となってあらわれることとなった。さらに、29年では全資産の拡張（物的資産の拡張+金融資産の拡張）をも留保所得で十分にカバーしえるほどになっていることも把握できる。こうしたことから、大製造業会社は巨額の所得をもとにした自己内部資金の潤沢化によって自己金融化を強力に押し進めてきたといえる。したがって、大製造業会社の新規証券発行による長期資本調達も相対的に減少することとなった。このことは全新規資本調達に占める内部資金の割合が、26年から29年にかけて94%にも達していることから容易に理解される。

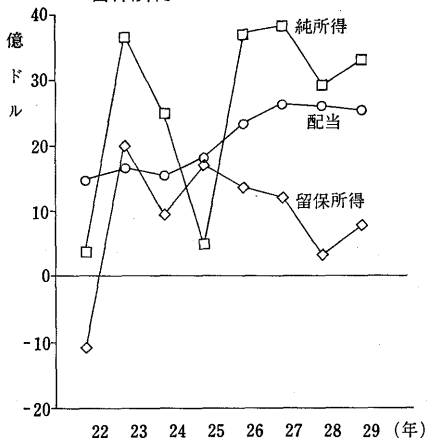
次に、73中小製造業会社についてみると、大会社と同様に自己金融化が進んでいたといえることができるが、その内容はかなり異なっているといわねばならない。中小会社においては、27年から29年にかけて所得の減少がみられ、それ

表13 大製造業会社の資産の増大と内部金融の進展（%）

	年 変 化 率		全新規金融に占める割合	
	全 資 産	物的資産	外部金融	内部金融
1921—24	+ 4.9	+ 6.0	37.0	63.0
23—26	+ 4.4	+ 3.6	23.9	76.1
24—27	+ 4.3	+ 3.4	15.6	84.4
26—29	+ 4.1	+ 3.5	6.0	94.0

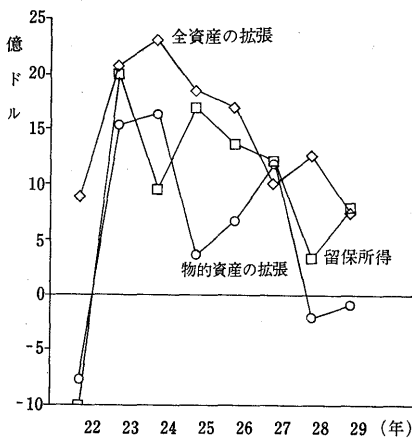
〔出所〕 Creamer, Dobrovolsky, and Borenstein, *Capital in Manufacturing and Mining*, NBER, 1960, p. 117 Table 39.

図19 73中小製造業会社の所得、配当、留保所得



〔出所〕 図15と同じ

図20 73中小製造業会社の内部金融



〔出所〕 図15と同じ

に応じて配当も減少している。留保所得は23年をピークとして25年以降大幅下落を示している。物的資産の拡張の程度は、24年をピークとして27年以降の落ち込みは著しかった。そして、内部貯蓄資金も23年以降漸次減少傾向にあり、物的粗投資も同様の傾向を示すものとなっている。したがって、73中小製造業会社の場合には、物的資産の拡張が著しく減少したので、減少しつづけていた内部資金でも十分にカバーできたのであった。その意味で73中小会社の場合でも自己金融化の進展をみるのできるのである。

表14 73中小製造業会社における所得と投資の動向 (単位: 1,000ドル)

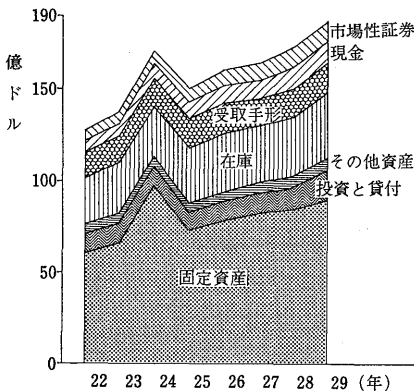
	調整純所得	配 当	留保所得	減価償却	純物的資産の拡張	物的粗投資	金融資産の拡張	全資産の拡張
1922	384	1,466	-1,082	1,115	-766	349	1,652	886
23	3,659	1,664	1,995	1,169	1,537	2,706	540	2,077
24	2,491	1,547	944	1,188	1,640	2,828	659	2,299
25	3,492	1,797	1,695	1,239	351	1,590	1,497	1,848
26	3,699	2,336	1,363	1,249	667	1,916	1,023	1,690
27	3,828	2,624	1,204	1,263	1,176	2,439	-174	1,002
28	2,936	2,615	321	1,290	-198	1,092	1,456	1,258
29	3,309	2,531	778	1,323	-96	1,227	831	735

〔出所〕 図15と同じ

以上のことから、製造業全体において大会社及び中小会社について、ほぼ物的資産の拡張を内部資金でカバーできるほど自己金融化が進んでいたといえる<sup>5)</sup>。ここから全産業における自己金融化傾向を論定することは早計にすぎる。実際、20年代を通じてかなりの額の固定資本投資を行なった公益事業においては、自己金融の進展をいうことはできない。しかしながら、全産業の半分以上の所得を占める製造業において、かなりの自己金融化が進んだということは、証券市場における生産的証券発行の相対的減少を生ぜしめる一つの大きな原因となっていたのである。したがって、一方における配当の増加傾向と他方における生産的証券発行の停滞ということが、20年代において株価を押し上げてゆく1つの原因となったと同時に、また企業のもとで形成され蓄積された潤沢な遊休資金が、証券市場へとむかうことによって一層の株価の上昇をもたらしたのであった。これが、20年代末の株式ブームを現出する序曲となってゆくのである。最後に、こうした企業の遊休資金（特に大企業）が証券市場へむかったことを若干検討しておこう。

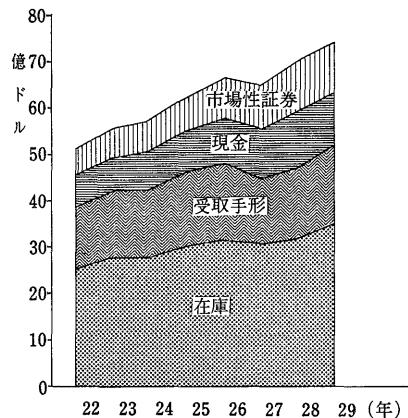
製造大会社84社の資産のうち流動資産の項目をみると、その合計は20年代を通じてほぼ40%を占めており、その内容構成では現金と市場性証券の保有が後

図21 製造大会社84社の資産構成



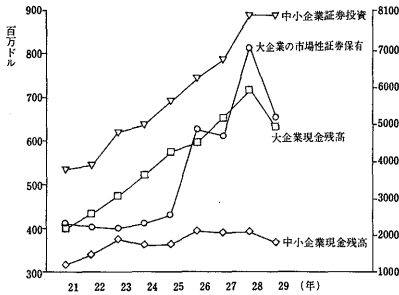
〔出所〕 U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *op. cit.*, Part II, p. 941

図22 製造大会社84社の流動資産の構成



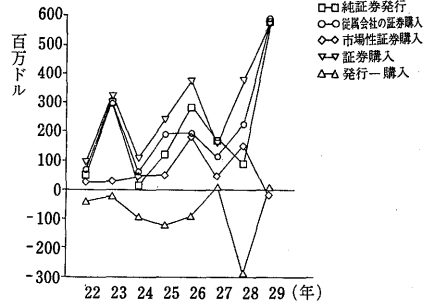
〔出所〕 図21と同じ

図23 製造大企業、中小企業の現金と市場性証券保有



(注) 大企業は左目盛 (100万ドル), 中小企業は右目盛 (1000ドル)  
 [出所] F. A. Lutz, *Corporate Cash Balances*, p. 114, p. 119.

図24 製造大企業の証券取引



[出所] A. R. Kock, *The Financing of Large Corporations*, p.p. 96-97

半期に著しく増加し、両者とも8年間で約2倍に膨れ上がった。これは金額こそ在庫や固定資産とはかなりの隔たりがあるとはいえ、どの項目をみても8年間で2倍の伸びを示したものはなかったことから、製造大会社における現金及び市場性証券の保有が著しかったことを特徴づけるものとなっている。この点を大企業と中小企業とでみると、両者とも26年を境として市場性証券保有を著しく増加させ、現金残高を超えているのがわかる。しかし、その伸び具合は、大企業では87%、中小企業では42%であり、証券市場へ積極的に関与し遊休資金を大量に投入したのは、やはり大企業中心であったといえる。

また、製造大会社の証券取引を発行と購入とで分けて考察すると、20年代を通じて証券購入の方がずっと多かったことが明らかになる。その証券購入の内容では、市場性証券の購入よりも従属会社の証券購入の方が多く、特に29年においては、発行によって得た資金をそのまま従属会社の証券購入にあてていたということがわかる。このことは、20年代が独占資本の強化・再編の時期 (第2次 Merger Movement) であったことを示すものとなっている。つまり金融取引を通じての集中・合併が著しく進行していたといえる。したがってまた、これは証券市場における非生産的証券発行の増加の原因でもあったのである。こうした大企業による巨額の証券購入 (証券取引の活発化) が、20年代後半期の株式ブームを現出してゆく1つの大きな推進力となっていたことはいうまで

もない。

ここでは、利潤・配当の増大、企業の遊休資金の形成、自己金融の進展、証券取引の活発化等を検討し、そのことが生産的証券発行の停滞と株価の上昇をもたらしたことを明らかにした。そして、この遊休資金は、銀行預金、コール資金、証券購入資金として存在し、証券市場への最も大きな流入資金として株式ブームの形成・維持に必要なものであった。この

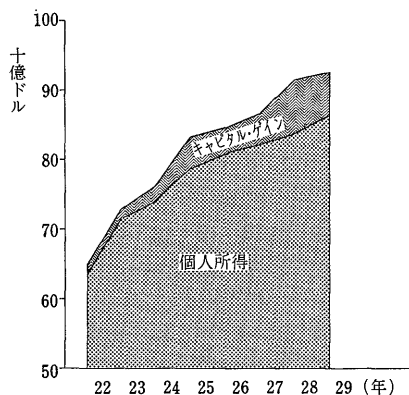
資金がどのように証券市場を回流してゆくかということについては後に言及する。したがって、次には企業のもとから大量に流出した配当の行く先を探ることによって、証券購入へと向かう資金の別のルートが明らかにされなければならない。

## (2)個人

20年代において増加した個人所得は、耐久消費財に対する旺盛な需要となってあらわれ、これが前半の好況を主導してゆく原因となったことは既に述べた。さらにまた、好況の結果として所得の増大がもたらされ、相互に前提しあいながら未曾有の繁栄をつくり上げていったのである。ここでは、個人所得と配当及びキャピタル・ゲインがいかなる階層の人々によって取得され、そのことが個人のもとでの遊休資金の形成を成し遂げ、証券市場へ流入してゆく資金となったかについて考察する。

個人所得は20年代を通じてゆるやかに増加してきているが、その受取所得層を詳しくみるとかなりの相異がある。年収5,000ドル未満の低所得層の所得増加割合は、22年から29年までの8年間で約1.2倍、年平均増加率は約1.9%であるのに対して、年収100万ドル以上の高額所得層の所得の伸びは著しく、8年間に約8.5倍に、年平均増加率でも約31%に達していた。こうしたことから、

図25 個人総所得の推移



〔出所〕 C, Warburton, *op. cit.*, p. 86  
より作成



表15 諸所得階層別受取所得の推移 (単位: 100万ドル)

所得層 (単位: 1,000ドル)	1922	23	24	25	26	27	28	29	年平均 増加率
年収5未満	47,579	54,836	54,950	55,791	55,577	55,652	53,869	55,104	1.9%
5—10	7,153	7,116	8,216	9,353	10,309	10,535	11,590	12,123	6.8
10—25	4,515	5,088	5,717	7,104	7,330	7,508	8,088	8,064	7.5
25—50	2,236	2,498	2,960	3,761	3,616	3,797	4,303	4,022	7.6
50—100	1,561	1,615	2,067	2,751	2,693	2,977	3,599	3,191	9.3
100—150	461	497	668	1,013	1,009	1,124	1,505	1,363	14.5
150—300	471	461	661	1,160	1,169	1,392	2,047	1,923	19.2
300—500	206	220	304	601	602	762	1,175	1,111	23.4
500—1,000	278	245	409	845	821	977	1,729	1,728	25.7
1,000以上	506	540	558	1,509	1,763	2,143	3,954	4,321	30.7

〔出所〕 C. Warburton, *op. cit.*, pp. 89—90より作成

所得の増加は高額所得層にとって著しいものがあったといえることができる。

次に、企業のもとから大量に流出した個人配当はいかなる所得層のもとに帰属したのであろうか。個人配当が20年代を通じて一貫して増加してきたことについては既に述べた。それは8年間で約2.3倍に、年平均増加率では約11%にも上っていた。この巨額の配当は、24年において年収100万ドル以上の高額所得層の所得に占める割合が65.8%にも達していたことから把握されうるように、大部分が高額所得層のもとへと帰属したのであった。実際、所得層が上昇すればするほど配当の所得に占める割合は高くなっている。さらに、こうした配当の増加と自己金融の進展による生産的証券発行の停滞とがあいまって、株価の上昇が引き起こされてきたのだが、この株価上昇の過程において、獲得されたキャピタル・ゲインは、28年には年収100万ドル以上の高額所得層の所得に占める割合が65.7%にも上っていたことを考えると、その大部分を高額所得層が獲得していたことは明らかである。

表16 所得層別にみたキャピタル・ゲインと配当

法定純所得層		(単位1,000ドル)							
全 体	5以下	5—25	25—50	50—100	100—300	300—500	500—1,000	1,000以上	
純キャピタル・ゲインの百分布 (%)									
1924	100.0	23.4	32.3	12.7	10.2	10.5	3.5	3.8	3.5
28	100.0	4.7	22.4	12.4	12.6	18.2	6.8	7.8	15.2
配当の千分布 (%)									
1924	100.0	19.5	29.2	17.1	14.4	11.2	2.8	2.6	3.2
28	100.0	7.8	29.3	16.0	14.7	15.6	4.8	4.5	7.3
各所得層の純キャピタル・ゲインがそれぞれの申告所得=100に占める割合 (%)									
1924	5.9	2.2	8.4	12.0	14.5	21.2	30.9	36.3	34.4
28	19.1	2.8	12.9	25.5	32.5	43.5	49.4	56.1	65.7
おなじく配当が占める割合 (%)									
1924	12.7	4.0	16.2	34.7	43.9	48.5	53.7	53.2	65.8
28	17.2	4.1	15.3	29.8	34.5	33.9	31.3	29.4	28.5

〔出所〕 L. H. Seltzer, *The Nature and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, 1951, p. 377, Table 7.

以上のようなことから、総じて20年代を通じての配当の増大は高額所得層の所得の増加となって表われ、個人のもとでの遊休資金を大量に形成した。これは、20年代における貯蓄率の高さを示す一つの原因ともなっている。そして、形成された遊休資金は、証券購入へと向かいより一層の株価の上昇を促がすものとなった。そこでの売買は、多額のキャピタル・ゲインを獲得させることとなり、それはまた、高額所得層のもとでのさらなる遊休資金を形成し、証券市場への継続的な一大資金源泉となった。この資金は、20年代後半の株式ブームの形成・維持の上で欠くことのできない重要なモメントとして機能したのであった。さらに、このことは、大衆の投機熱を喚起せしめ、20年代末の一大株式投機を形成してゆく大きな誘因として作用することにもなったのである。

### (3)金融機関

企業・個人のもとで20年代を通じて形成された遊休資金は、一旦は金融機関のもとへ預金として集中された。この期の金融機関のもとへの貯蓄性資金の集中は、それを基礎とした信用の大幅な拡張を可能にさせることとなると同時に、また証券市場と深くかかわらしめることとなったのである。ここでは、連邦準備制度加盟銀行を中心にして、20年代後半の証券市場ブームとの関わりを考察する。

加盟銀行の預金では、要求払預金の停滞と定期預金の著しい増加が特徴的である。要求払預金の増加が、22年から29年までの8年間に、約24%程度であったのに対して、定期預金は約84.3%も増加した。実額では、要求払預金を定期預金はおいていないが、両者の比率は、22年の2:1から29年には1.4:1と接近していたのである。また、全体に占める割合でも22年から29年にかけて、要求払預金は59%から52%へと減少し、定期預金は27.9%から36.4%へ増加したのである。こうした定期預金の増大は、企業・個人のもとで形成された遊休資金の銀行への預金をあらわすものであった。この定期預金の準備率は、要求払預金のそれよりも著しく低く当時3%であったので、巨額の定期預金の形成は、これを基礎とした高水準の銀行信用の供与を可能ならしめたことはいうまでもない。いわば、「無準備」の信用を与えることを可能にしたのであった<sup>6)</sup>。

表17 加盟銀行の預金の推移 (各年6月末)

(単位: 100万ドル)

	要求払預金	定期預金	銀行間預金	総預金
1922	15,091 (59.1)	7,129 (27.9)	3,124 (12.2)	25,547 (100)
23	15,229 (56.2)	8,317 (30.7)	3,184 (11.8)	27,088 (100)
24	16,363 (55.3)	9,110 (30.8)	3,820 (12.9)	29,566 (100)
25	17,922 (55.2)	10,286 (31.7)	3,978 (12.3)	32,457 (100)
26	18,426 (54.6)	11,077 (32.8)	3,935 (11.8)	33,762 (100)
27	18,895 (53.4)	12,103 (34.2)	4,701 (13.3)	35,393 (100)
28	18,487 (51.3)	13,331 (37.0)	3,867 (10.7)	36,050 (100)
29	18,663 (52.0)	13,053 (36.4)	3,687 (10.3)	35,866 (100)
22-29 増加率	+23.7%	+83.1%	+18.0%	+40.4%

〔注〕 ( ) 内は総預金に占めるそれぞれの割合。(%)

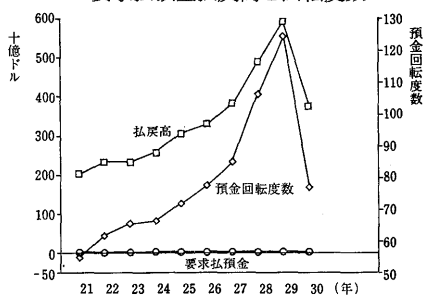
合計があわないのは政府預金と Postal Savings を除いてあるから。

〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, 1914-41, p.73

さて、要求払預金の停滞は、一面では企業の自己金融化の進展を示すものであるとはいえ、停滞とのみ状況を把握するわけにはいかない。というのは、残高として表わされたストックとしての要求払預金の量は微増の状態であっても、その払戻高の合計として、つまりフローの量としてみれば、27年以降著しい増加を示しているからである。

また、このフローの量をストックの量で除した預金回転度数は、当然急速な上昇を示すことになる。この回転速度は、証券市場が活況に向かえば向かうほど上昇していることから明らかなように、少額の預金の回転速度が上

図26 ニューヨーク加盟銀行における要求払預金払戻高と回転度数

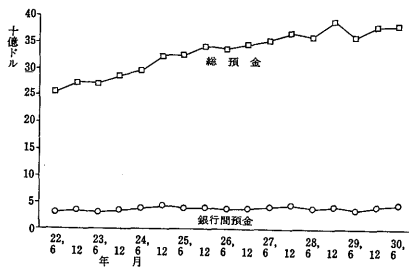
〔出所〕 Federal Reserve System *op. cit.*, p. 254

昇することによって巨額の資金を産み出し、その資金が証券市場の内をぐるぐると回ることによって株式ブームは維持されてゆくことが可能となっていたのである。ここに銀行制度のもとでブームを支えた1つの大きな軸があったのである<sup>7)</sup>。

また、コルレス網を通じた銀行間預金 (due to Banks) の大都市大銀行 (特にニューヨーク大銀行) への集中によって、大都市大銀行は、地方での有利な投資先を見出せない地方銀行の遊休資金を保有することになったのである。こうした銀行間預金は、有利な運用先を求めて CP 市場、割引市場、コール市場へと放出されたのである。

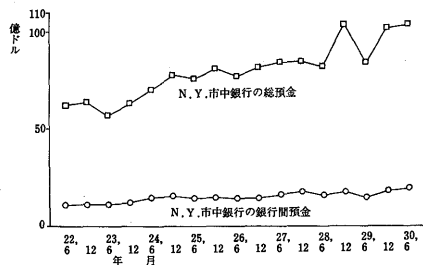
次に、こうした預金の増加に支えられた加盟銀行の資産運用はどうなっていたかということを検討することにしよう。加盟銀行の運用資産は貸付と投資と

図27 加盟銀行の銀行間預金



〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 73.

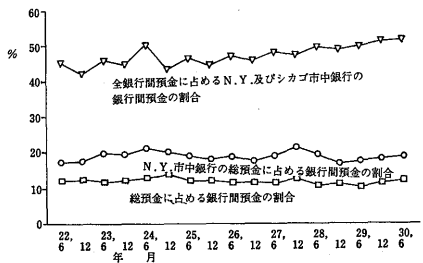
図28 N. Y. 市中銀行の銀行間預金



〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 80, 87

に大別される。投資は、22年から29年までの8年間に約43.3%の増加を示し、29年には100億ドルを超えていた。その内容は、国債以外のその他証券に対する投資の伸びが著しく、8年間で約54.7%も増加した。これは、貸付・投資・合計のどの項目の伸びよりも大きか

図29 総預金に占める銀行間預金の割合(%)



〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 73, 80, 87 より作成

表18 銀行間預金の巨大銀行への集中（ニューヨーク市加盟銀行）  
（1929年末，単位100万ドル）

1. Chase National Bank	387	19.58%
2. National City Bank	329	16.64
3. Guaranty Trust Company	215	10.88
4. First National Bank	173	8.75
5. Irving Trust Company	131	6.63
6. Equitable Trust Company	111	5.61
7. Central Hanover Bank and Tr. Co.	90	4.55
8. Bank of America	82	4.15
9. Bankers Trust Company	75	3.79
10. New York Trust Company	71	3.59
11. Chemical Bank and Tr. Co.	68	3.44
12. 市内他銀行	245	12.39
計	1,977	100%

〔出所〕 B. H. Beckhart, *The New York Money Market*, vol. II p. 212

表19 加盟銀行の資産運用（各年6月末）（単位：100万ドル）

	貸付	投資			貸付・投資 の総計
		国債	その他証券	合計	
1922	17,165 (71.0)	3,205 (45.7)	3,812 (54.3)	7,017 (29.0)	24,182 (100)
23	18,750 (70.7)	3,835 (49.4)	3,922 (50.6)	7,757 (29.3)	26,507 (100)
24	19,204 (70.7)	3,575 (44.9)	4,387 (55.1)	7,963 (29.3)	26,167 (100)
25	20,655 (70.0)	3,780 (42.6)	5,082 (57.4)	8,863 (30.0)	29,518 (100)
26	22,060 (70.7)	3,745 (41.1)	5,378 (58.9)	9,123 (29.3)	31,184 (100)
27	22,938 (70.0)	3,796 (38.7)	6,022 (61.3)	9,818 (30.0)	32,756 (100)
28	24,303 (69.3)	4,225 (39.3)	6,534 (60.7)	10,758 (30.7)	35,061 (100)
29	25,658 (71.8)	4,155 (41.3)	5,898 (58.7)	10,052 (28.2)	35,711 (100)
22—29 増加率	+49.5%	+29.6%	+54.7%	+43.3%	+47.7%

〔注〕（ ）内は貸付・投資の総計に占めるそれぞれの割合。投資の内の国債とその他証券については、そのそれぞれが投資に占める割合。（%）

〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 72

ったことから明らかなように、商業銀行は法的に証券投資は国債及び社債に限定されていたとはいえ、ブームの過程でかなり証券市場と密接な関係を持つに至ったことが明らかとなる<sup>8)</sup>。

また、貸付の内容構成をみると、証券担保貸付と不動産担保貸付の著しい増加と「その他」貸付 (all other loans, 大部分は商業貸付) の停滞という対照的な特徴が浮かびあがってくる。商業貸付とは、銀行が企業に対して与える短期信用であり、commercial loan, business loan と呼ばれるものである。この商業貸付の停滞は、産業企業の自己金融化の進展を示すものであると同時に、短期資金の調達ですら証券市場を通じて行なっていたということを示すものである<sup>9)</sup>。不動産担保貸付の増大は、20年代前半の住宅建築ブームに相応するものであった。22年から29年までの8年間にその増加は実に2.2倍にも達しているが、この増加に大きく寄与したのは26年までであったといえる。貸付全体に占める割合も27年以降12%台でそう変化していないことから明らかなである

表20 加盟銀行の貸付の内容構成 (各年6月末)

(単位: 100万ドル)

	貸 付 合 計	証券担保貸付	不動産担保貸付	その他(商業貸付)
1922	17,165 (100)	4,500 (26.2)	1,432 (8.3)	11,233 (65.5)
23	18,750 (100)	4,950 (26.4)	1,749 (9.3)	12,051 (64.3)
24	19,204 (100)	5,350 (27.9)	1,980 (10.3)	11,874 (61.8)
25	20,655 (100)	6,718 (32.5)	2,338 (11.3)	11,599 (56.2)
26	22,060 (100)	7,321 (33.2)	2,650 (12.0)	12,090 (54.8)
27	22,938 (100)	8,156 (35.6)	2,926 (12.8)	11,856 (51.7)
28	24,303 (100)	9,068 (37.3)	3,068 (12.6)	12,167 (50.1)
29	25,658 (100)	9,759 (38.0)	3,164 (12.3)	12,735 (49.7)
22-29 増減率	+49.5%	+116.9%	+120.9%	+13.4%

〔注〕 ( ) 内は貸付合計に占めるそれぞれの割合 (%)。

〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 76, p. 79 より作成

う。20年代後半に著しい増加を示した証券担保貸付は、22年には全体の約26.2%ほどであったものが、29年には約38%にまでも達している。総じて、20年代後半期には、加盟銀行の資産運用は、証券投資と証券担保貸付に大きなウエイトがおかれており、そのことはまた、銀行業が証券市場と深く関わっていたということを如実に物語るものとなっている。

こうした証券投資・証券担保貸付の増大といった銀行業の証券市場への偏倚の理由は、次のように考えられよう。商業銀行の本来の業務たる商業貸付の停滞は、過剰な遊休資金を保有している銀行としては他に利子生み資本としてその資金を運用しえる場所を見出さねばならないということをも必然化したのであった。つまり、過剰な貨幣資本のはけ口として証券市場への関与（証券関係資産の増加）が必然的なものとなったのである。新たな銀行業の態様のあらわれといえる<sup>10)</sup>。

さらに、銀行が証券市場に対して叙上の形での資金供給を行ないえた原因は、預金の増加とともに連銀信用の寄与するところが大きであった。この期の預金の増加については前述のとおりだが、連銀信用との関わりはどうだったのであろうか。

銀行業による信用拡張の基礎としては銀行準備がある。加盟銀行準備と連銀信用との関係を考察することによって、過大な銀行信用供与の原因と株式ブームに際しての連銀信用の役割を把握しておくことにしよう。連銀信用供与の方法としては、公開市場操作（買いオペレーション）と再割引とがある。22年から29年までの連銀の政府証券保有と再割引及び加盟銀行準備との相関を公開市場操作（買いオペ・売りオペ）の時期別に示したものが表21、年ベースで示したものが図30である。ここで特徴的なことは、まず買いオペ期には加盟銀行準備が著しく増加していることである。さらに、売りオペ期には、連銀の大規模な政府証券売却にもかかわらず加盟銀行準備にはそう大きな変化はみられず、それ以前の準備水準を維持していることである。この理由は、売りオペ期に連銀の再割引額がかなり増加している点にある。つまり、加盟銀行は、連銀の売りオペによって生じた準備の減少を連銀借入（再割引）の増加によって補填したのであった。実際、売りオペ期には、連銀の再割引率は上昇したにもかかわらず



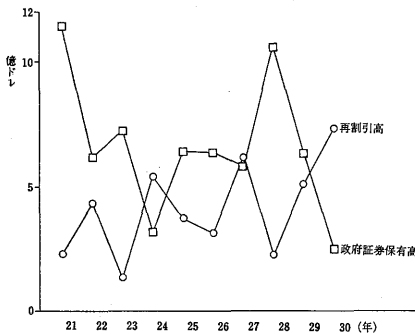
表21 連銀信用の増減と加盟銀行準備の増減

(単位：100万ドル)

	1922.1 ~22.5 買オペ	22.6~ 23.7 売オペ	23.12~ 24.9 買オペ	24.11~ 25.5 売オペ	26.4 買オペ	26.8~ 26.9 売オペ	27.5~ 27.11 買オペ	28.1~ 29.4 売オペ
連銀政府証券保有増減	+377	-506	+492	-224	+35	-64	+238	-414
加盟銀行準備増減	+110	+84	+245	-9	-15	-1	+125	-91
連銀再割引額増減	-701	+355	-537	+168	-19	+87	-32	+481

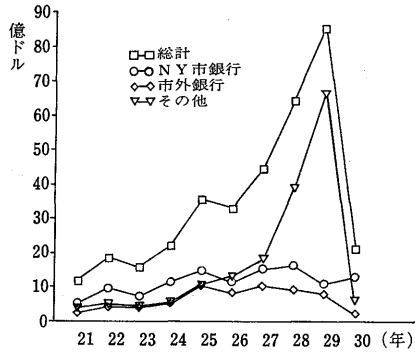
〔出所〕 買オペ・売オペの時期は、B. H. Beckhart, *The New York Money Market*, Vol. IV, 1932, pp. 5-7  
 その他は Federal Reserve System, *op. cit.*, pp. 369-370

図30 連銀信用残高(年ベース)



〔出所〕 Federal Reserve System, *ibid.*

図31 プロカーズ・ローンの動向  
 (各年12月末残高, 29年のみ10月残高)



〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 494.

らず、加盟銀行は準備の維持とそれに基づく継続的な信用拡張を行ないうるように再割引を増大させたのであった。

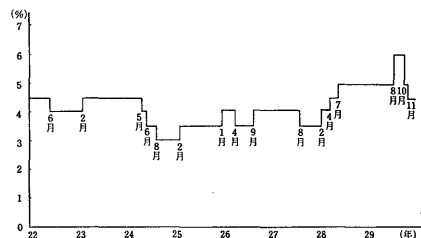
こうした連銀の金融政策と加盟銀行の行動は次のようにまとめられる。買いオペによる加盟銀行準備の増強は、連銀に対する債務を返済させるとともに高水準の準備の保有を可能ならしめ、過大な銀行信用供与の基礎を形成した。さらに、売りオペによる準備の減少は連銀借入(再割引)の増大によって相殺され、以前の高水準を維持せしめたのである。そして、再び後の買いオペによってこの増加した連銀借入は返済され、一層の準備の増強がなされたので

あった。したがって、連銀の金融緩和・引き締めどちらの時期においても、加盟銀行は高位の準備水準を維持し、巨額の信用拡張を行ないえたのであった<sup>11)</sup>。

さて、証券担保貸付の増大は、銀行業を著しく証券市場に偏倚せしめるものとなったのであるが、ほぼその $\frac{2}{3}$ がブローカーに対する貸付（ブローカーズ・ローン）、その $\frac{1}{3}$ が顧客に対する貸付であった。それは、銀行の与える短期信用であり、コール市場の一構成要素であった。こうした証券担保貸付の増大は、企業・個人のもとで形成された遊休資金を証券市場へと流す、いわばパイプ役としての銀行業の存在を浮きぼりにすると同時に、ブローカーズ・ローンの増大としてあらわれ、株式ブームの形成・維持を支えるものとして機能していたのである。

このブローカーズ・ローンは27年以降株価の投機的上昇が明らかになりつつあったまさにその時に、増加の度合を強めるに至っている。つまり、投機的な株価の上昇に対する連銀の引き締め政策によって、利子率は引き上げられ（例えばニューヨーク連銀の適格手形に対する割引率は28年以降3.5%から5%へと断続的に引き上げられた）、追随する形で異常な株高に対する警戒感を強めた商業銀行は、コール・ローンを減少させた。こうした動きとは逆に、投機的株式市場における株価の上昇のテンポは速まり、資金需要は著しく高まることとなって、コール・ローン金利の著しい上昇が引き起こされたのであった。新規コール・ローン金利は、28年1月の4.15%から29年3月には9.8%まで上昇したのであった。こうした株価と利子率の上昇は、遊休資金の所有者達を直接に株式市場へ、コールの出し手として誘い出すこととなり、大衆の投機熱を一層あおり一大株式ブームを現出せしめたのであった。つまり、銀行外資金を証券市場（株式市場）に巨額に吸引することになったのである。

図32 ニューヨーク連銀再割引率



〔出所〕 Federal Reserve System, *op. cit.*, pp. 440—1

表22 コール・ローン金利の推移 (%)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1922	4.50	4.96	4.29	4.20	3.94	3.73	3.90	3.83	4.52	4.83	4.94	4.82
23	4.30	4.94	5.24	4.98	4.68	5.06	5.08	4.93	4.92	4.69	4.77	4.88
24	4.31	4.37	4.12	4.22	3.33	2.19	2.10	2.00	2.10	2.35	2.51	3.63
25	3.21	3.69	4.01	3.84	3.78	4.12	4.09	4.23	4.51	4.79	4.74	5.36
26	4.46	4.89	4.56	3.97	3.83	4.12	4.28	4.58	5.05	4.70	4.60	5.16
27	4.27	4.06	4.13	4.21	4.27	4.26	3.95	3.66	3.84	3.88	3.60	4.43
28	4.15	4.33	4.48	5.06	5.69	6.32	6.06	6.91	7.40	7.12	6.86	8.86
29	6.94	7.47	9.80	9.46	8.79	7.83	9.41	8.15	8.62	6.10	5.40	4.88

[出所] Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 450

このようなブローカーズ・ローンの一方的増大は、ブローカーのもとでの現金バランスの崩壊、すなわち一方的資金不足を意味する。このことは、株式ブームにおける取引が、大きく証拠金取引に依存するものであったことに起因していた。当時の証拠金率は20~25%程度と低く、これを利用した取引はブームが盛んになればなるほど増加し、こうした証拠金取引の増大は、さらに一層ブローカーによるこの資金のファイナンスのためのブローカーズ・ローンの増大を必要とさせたのであった。また、ブローカーズ・ローンを出し手別にみると、28年以降銀行業からのものは連銀の引き締めと株高に対する警戒感によって減少傾向を示しているにもかかわらず、それとは逆に「その他」からの資金が急増しているのがわかる。「その他」とは、企業・個人・海外から・投資会社をさし、それぞれ58%、18%、9.5%、8%を占めていた<sup>12)</sup>。こうした銀行制度の外部に存在する資金が巨額に証券市場に吸引され、20年代末の株式ブームを支えるのに大きな役割を果たしていたといえることができる。つまり、株式ブームはその最高潮に達しようとする時には、もはや銀行制度の手をはなれ、銀行制度の枠外で展開していたのであった。

以上のことから、全体として20年代において形成され蓄積された遊休資金は、銀行制度のもとに蓄積され倍加されて証券市場へと送りこまれたのであった。こうした銀行制度から証券市場への資金供給は、28年以降の本格的な株式投機を準備するものとなり、また同時に、その株式ブームを支える潤滑油として機能していたのであった。

3. 小括

1. 2. において考察してきたように20年代末における株式ブームは企業・個人のもとで形成・蓄積された遊休資金の預金化と連銀信用供与とによる銀行準

図33 株式ブーム期の証券市場をめぐる資金フロー

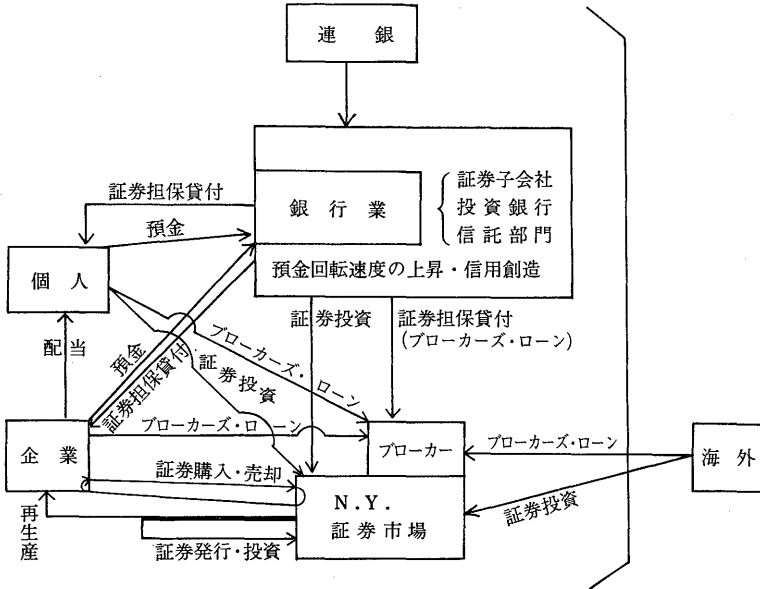
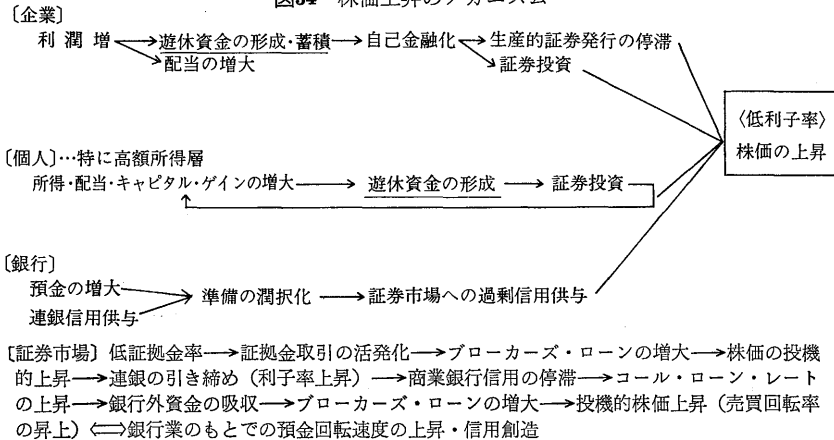


図34 株価上昇のメカニズム



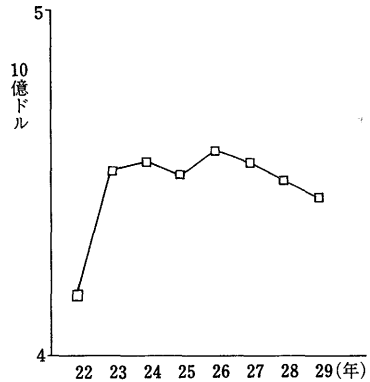
備の豊富化を基礎にした銀行の投資行動によって用意され、企業・個人の遊休資金の株式ブームへの直接参加によって頂点をきわめてゆくことになったのである。株式ブーム期における証券市場への流入資金は、企業・個人のもとで形成された遊休資金、銀行信用、企業が新発行によって獲得した資金、海外からの資金があげられよう。こうした証券市場をめぐる株式ブーム期の資金フローの状況は、図33・34のようにまとめられる。ここで特徴的な点は、銀行業のもとでの預金回転速度の上昇と、企業の新証券発行によって獲得された資金が再び株式購入へとふりむけられていることである。これらのことは、証券市場へ流入した資金が一旦抜き取られるや否や、再びまた流入するという状況（証券市場からの資金のリークがなく新規資金の継続的投入という状況）が循環的に繰り返されて投機が促進されているということを示すものである。「1927—29年を通じて証券市場で支配的な状況は、稲妻のような速さで回転している預金と証券の旋風（あらし）にも似たものであった」<sup>13)</sup> のである。こうした諸要因が、相互に原因となり結果となりあって20年代末の株式ブームは形成され最高潮へと導かれていったのであった。

## 〔註〕

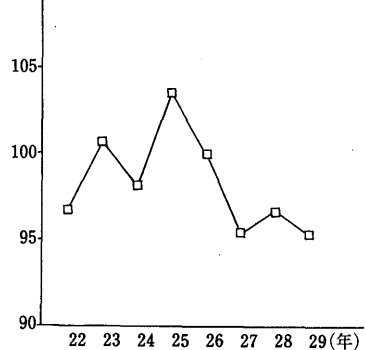
- 1) 1920年代末における株式ブームの構造を明確にした研究としては、次のようなものがある。吉富勝『アメリカの大恐慌』日本評論社、1965年、平田喜彦「金融政策と商業銀行」玉野井芳郎編『大恐慌の研究』東大出版会、1964年、同「アメリカにおける株式投機と金融政策」鈴木鴻一郎編『マルクス経済学の研究』（下）東大出版会、1968年、戸原四郎「1920年代を中心とするアメリカの景気変動と金融の動向」『社会科学研究』（東大）第22巻第5・6号、1971年。これらの研究から多大の示唆を受け取ることができた。これらの研究は、20年代に採られた金融政策（特に公開市場操作）が後の金融政策の原型を示すものとなってゆく点や株式ブームの構造及び崩壊過程の分析から大恐慌の原因究明を行なっている点などに特徴がある。しかし、それらは、そのような分析から銀行制度・金融（証券）市場における資金の流れを一般的に理論化してはいない。本稿との基本的な相異はこの点にある。
- 2) 20年代の成長率は、22年から29年までの8年間で平均4.7%であった（U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States*, Part I, p. 226）。この期の景気循環は在庫投資の変動を通じて、3つの時期に区分される。それぞれの時期の特徴については、吉富前掲書72-108頁を参照されたい。

- 3) 総発行（借換発行を含む）でみると、23年では38%、29年では58%となっている。
- 4) とはいえ、それだけでこれほどの株式投機が行なわれたとはいいい難い。つまり、証券市場ブームの形成・維持を可能ならしめたもう1つの要因として、借入れ=証拠金取引があったのである。当時の大衆は耐久消費財の購入に際して割賦信用（消費者信用）を受けることに慣れていたので、証拠金取引にもなじみやすかったともいえるであろう。こうした証拠金取引の普及がまた、大衆をして投機へと誘い出すのに大きな役割を果たしていたのであった。
- 5) この点についての詳細は、平田喜彦「1920年代のアメリカにおける自己金融」武田・大内・遠藤編『資本論と帝国主義論』(下)東大出版会、1971年を参照されたい。
- 6) 定期預金の増大が銀行信用供与の基礎となり、またそれらの資金が証券市場へと流れ込み、不胎化されることによって、商品価格の上昇を導かなかったことについては、L. W. Towle, "Time Deposits and Price Stability, 1922-28," *The American Economic Review*, 1935, 12, 参照。実際、22年から29年にかけての8年間に、通貨流通量はほとんど一定であったし、むしろ減少傾向を示していたともいえる。また、この期の消費者物価指数、卸売物価指数のどちらをみても、ほとんど一定で安定的であったといえるのである。(図35A, B, C参照)
- 7) この点は、従来株式ブームの構造についての研究において軽視されてきたかのように思われる。この預金回転速度の上昇がブームを支える1つの軸であったことは疑いがない。
- 8) この点についての詳細は、平田喜彦「1920年代のアメリカにおける銀行資産構造の変

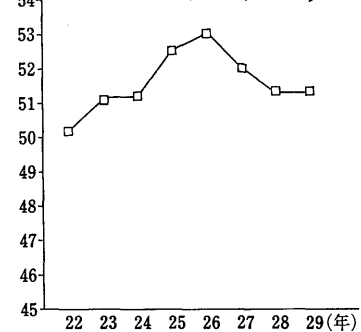
図35 A, 通貨流通量



B, 卸売物価指数 (1926年=100)



C, 消費者物価指数 (1967年=100)



[出所] 通貨流通量は Federal Reserve System, *op. cit.*, p. 409 卸売・消費者物価指数は, *Historical Statistics of the United States*, p. 200, 211 より作成

化』『経済学季報』(立正大) 第12巻第1・2号, 1962年を参照されたい。

- 9) こうした商業貸付の停滞を、在庫に対する支払手形の割合の減少として説明したのが、L. Currie, "The Decline of the Commercial Loan," *Quarterly Journal of Economics*, 1931, 8 である。
- 10) このような銀行の証券市場への偏倚は、銀行の流動性を低下せしめることとなり、後の30年代における銀行恐慌を用意してゆくこととなるのである。この点の詳細は、平田喜彦「アメリカにおける銀行恐慌の過程」『経済学季報』第16巻第2号, 1966年, 同「大恐慌期における銀行資産の構造と流動性」『同』第17巻第1号, 1967年参照。
- 11) 連銀信用がこれだけ巨額に供給されえた原因は、20年代前半の巨額の金流入にあることはいうまでもない。第1次大戦後、債務国から債権国へ転化したアメリカは、膨大な金準備に裏うちされて過剰信用を供与しえたのだが、当時の状況からすると豊富な金準備があろうとなかろうと信用は常に与えられるという局面に、あたかも管理通貨制下であるかのような状況にあったといえる。
- 12) A. W. May, "Banks and the Securities Market," H. P. Wills and J. M. Chapman edited, *The Banking Situation*, 1934, p. 628.  
 本稿では海外からの資金流入についての分析は行なわなかった。なお、このような国際的短期資本の移動が、株式ブームにのって生じたことは事実であるが、一方でそのことはアメリカの資本輸出を激減せしめ国際的金本位制の崩壊を導くことにもなったのである。この点についての検討は別稿に譲らざるをえない。こうした点を検討したのものとしては、吉富前掲書、安保哲夫『戦間期アメリカの対外投資』東大出版会、1984年がある。また、投資銀行、商業銀行の証券子会社及び信託部門の株式ブームに果たした役割についても言及しなかった。この点については、別稿を用意している。
- 13) B. H. Beckhart, *The New York Money Market*, vol. III, 1932, p. 15.

### III 結びに代えて

1920年代末の株式ブームの状況をⅡで検討し、このような株式ブームを支えたメカニズムを明らかにしてきた。株式ブームは、第1に膨大な遊休資金の形成・存在を不可欠の前提とし、第2にそれらを基礎とした過剰な銀行信用供与に支えられ、第3に証券市場内でのそうした資金と証券との著しい回転によって頂上を極めていったのであった。こうした銀行制度・証券市場におけるメカニズムを十分に活用しながら、株式投機は頂点から1929年10月には崩壊を迎えたのであった。

さて、このようなシステムに支えられた株式ブームは、なにゆえに崩壊した

のであろうか。このシステムが崩壊した原因に言及しておかなければならない。

投機的な株価の上昇が一層激しくなった1928年に至って、連銀は27年のリセッション期に採った金融緩和政策を一転して引き締め政策へと転換した。巨額の売りオペと再割引率の引き上げを実施したのであった。この連銀の政策は、商業銀行をして証券市場に対する銀行信用供与を中止せしめることを、つまり投機の抑制を目的としたのであった。しかし、その結果は連銀の意図したところとは逆に、コール・ローン金利の上昇によって銀行制度の外部に存在した遊休資金を直接証券市場に吸引することとなり、一層の投機が促進されたのであった。一方、商業銀行の方でも、過度な株価の投機的上昇に対して警戒感を抱き、証券市場に対する資金供給＝ブローカーズ・ローンを減少させつつあったので、連銀の金融政策が直接的には効果をもたなかったにせよ、全く無意味であったとは言い難い。こうした銀行業の株式ブームからの離脱は、ブームの継続・維持にとってかなりの影響をもったであろうことには疑いを入れない。すなわち、株式投機が銀行制度の枠内で進行している限りにおいては、決して無尽蔵ではないにせよ、銀行業による資金供給を基礎として証券市場ブームはゆるやかではあれ若干の反落を繰り返しながら継続していったにちがいないからである。連銀の引き締め政策による利子率の上昇、銀行外資金の大量かつ一挙の証券市場への投入は、投機の進行のテンポを著しく速め、その資金をくいつくすまで登りつめ、ついには崩壊を迎えたのであった。したがって、株式ブームの崩壊の原因を規定するには、実体面での動向をも加味して考えなければならないが、金融機関の側での株式ブームからの足拔きが、1つの原因として挙げられるであろう。というのも、それ以後ブームは一足とびに頂点を極め崩壊への道をたどったからである。

以上のような証券市場への遊休資金の投入に対して、後に大恐慌の原因をめぐっての論争の中で「資金拘束」論争が生じたことは衆知のとおりである。この拘束論のそれぞれについては取り上げないが、株式ブームをめぐる状況をふまえて、ここでは一応の理論的整理を試みることにしたい。

証券市場においてブームが形成されるためには、そこで取引される諸証券に



買い向かえるだけの社会的遊休資金の形成と存在が不可欠である。このような遊休資金の証券市場への投入は、その資金を取得した人がそれを再生産過程へと投入する限り、マクロ的には社会的な資金配分を意味するにすぎず、ブームは継続しえない。すなわち、証券市場に流入した資金がそのまま再生産へとリークするのである。しかし、その資金取得者が再びそれを証券市場へと投入してゆく状況が次々に生じてくれば、資金は証券市場からリークすることなく、ブームは継続され株価は投機的に上昇してゆくことになる。このような証券市場へ流入した資金が外部へ流出しない状況を、「証券市場への資金の不胎化」と呼ぶことができよう。もし、この時現実資本の動向から再生産の側での資金需要が高まれば、当然証券市場からそれだけの資金が抜き取られてゆくであろうと考えられる。その場合にはブームは継続しえない。しかし、投機的に株価の上昇が継続するということは、生産によって獲得される利潤よりもキャピタル・ゲインの方が大きいと考えられているからである（好況であれ不況であれ）。こうした資金が証券市場へと一旦吸収されてしまい、流入した資金が証券市場の外部へ流出することなくブームを継続・維持してゆくためには、追加的な資金の存在が不可欠のものとなる。この段階ではじめて証券市場への「資金の拘束」がいうる。つまり、それ以前の証券市場への流入資金は社会的遊休資金であったのであり、この追加的資金とは実体面でもやはり必要とされる資金であるといえるからである。その意味で、産業的流通から金融的流通へと資金シフトが生じているのである。この追加的資金を専ら銀行外資金が供給する場合には当然限界があることはいうまでもない。では銀行制度がこれを供給する場合にはどうであろうか。銀行制度の下には潤沢な準備を基礎として信用を供給しうる用意があると仮定すると、そうした準備を基礎として信用創造・預金回転速度の上昇によって証券市場に対する信用供給に対処すると考えられる。こうした銀行制度・証券市場においては、商業信用-銀行信用において形成されてきた相殺・決済システムを十分に活用することを通じて、これら銀行業によって供給された資金が外部にリークすることはなく、その意味では完全な円環体系をつくりあげ、ぎりぎりのところまでの信用創造を可能にするということになる。つまり、銀行業と証券市場は相互に資金と証券とを著しく回

転させながら、螺旋的に株価を押し上げてゆくのであり、したがって銀行業は、証券市場におけるブームの形成・維持に大きな役割を果たしうるのである。

これまで、本稿では、証券市場におけるブームをそれを支えた資金供給の面から考察してきた。このことは、ブームに必要とされる貨幣資本の形成・源泉論を意味していた。つまり、企業・個人のレベルでの遊休資金の形成と、この資金をマクロ的に集中し基礎とした信用創造による銀行業の証券市場に対する巨額の資金供給とによってブームを現出せしめたのであった。つまり、株式ブームの形成・展開は、実体面での遊休資金の形成と銀行業による信用創造を不可欠のものとするのである。両者は基本的には実体面での動向に左右されるとはいえ、銀行業が証券市場を内包することによって、再生産から相対的に自立しえることとなったのである。

最後に、証券市場に対する銀行業の信用創造について一言しておきたい。銀行業相互の横のつながりである短期資金の貸借の場たる短期金融市場（インターバンク・マーケット）においては、単なる資金の移転が行われているという根拠から、また、証券市場における資金供給は全額現金の貸出（金融仲介）として信用創造とは考えられてこなかった。しかし、前述のように、銀行業が証券市場に対して行う資金供給は、信用創造であるといわねばならない。すなわち、商業信用・銀行信用の展開からそこで形成された相殺・決済システムを通じて銀行制度から資金のリークを生ぜしめないメカニズムを造出してきた銀行業は、そこでの on demand の形式を擬制して証券市場において用いることによって信用創造を可能にしたのである。つまりは、銀行制度自体の展開から形成された相殺・決済システムを証券市場内においても作り出すことによって、著しく相殺度を上昇せしめ、銀行制度・証券市場という枠組から資金のリークがないシステムを構築することによってそこでの信用創造を可能ならしめたのであった。