

戦間期アメリカの商業銀行と転嫁流動性理論

数阪, 孝志

<https://doi.org/10.15017/2920690>

出版情報 : 経済論究. 67, pp.1-34, 1987-04-10. 九州大学大学院経済学会
バージョン :
権利関係 :

戦間期アメリカの商業銀行と 転嫁流動性理論

数 阪 孝 志

目 次

1. はじめに
2. 2つのタイプの流動性
3. 転嫁流動性理論の登場とその展開
4. 1920年代を中心とした商業銀行の動向
5. 結びにかえて

1. は じ め に

現在内外で急速に進展しているセキュリタイゼーション-金融の証券化は、信用制度の保有する本来ならば固定的債権の流動化である。これはまさしく銀行制度が証券市場と直接結びつくことによって、銀行流動性を保持しようとするメカニズムの展開である。銀行資産の2つの流動性—自己流動性 (liquidity)・転嫁流動性 (shiftability) —に関していえば、新たな転嫁流動性機構の展開による銀行流動性維持システムであるといえる。

このような現代の転嫁流動性機構の展開を解明するための論理的な基礎を、信用理論上の上向展開に即してみれば、次のようにまとめられる。第1に、再生産過程の連続性に基づく信用関係の生成 (自己流動性レベル) から発展した金融市場としての利子生み証券市場 (転嫁流動性レベル) までの上向において、その最も表層部で流動性スペクトルが形成され、中央銀行信用によるバック・アップをえて本来的 (広義の) 転嫁流動性機構が構築されるに至るのである。また第2に、一度出来上がったそのシステムを映し出す理論としての流動性理

論は、資産選択論を包摂し貨幣市場レベルにまでその手を引き戻すことによって、経済全体の管理を銀行流動性の管理を軸点とした現金化機構に焦点があてられるものとするに至る必然性を持つものである(注1)。

キー・ワードは転嫁流動性である。さていわゆる転嫁流動性の理論と呼ばれるものは、最初、戦間期前半のアメリカにおいて提起されたものであった。ただ初期の議論は、前稿で述べたような広義のフレームワークを持つものではなく、中央銀行を含まない私信用段階の議論として展開されている。戦間期のアメリカにおいては、1929年の大恐慌から1933年の銀行恐慌に至る一連の過程を境として、その前後では商業銀行をとりまく金融環境に大きな相違がみられた。第1に、1933・35年の銀行法によって制度的に分離銀行制度が確立されたが、それにより商業銀行のそれまでのような証券市場との結びつきが厳しく制限されることになった。第2に、管理通貨制度の成立前と成立後とでは、信用制度のワーキングの仕方、特に中央銀行の行動に相違が出て来るものと考えられる。転嫁流動性の理論が登場し普及したのは、このような金融環境の大きな変化の前であった。そこで本稿では、転嫁流動性理論の本来的な含意とその理論的性格を、戦間期前半の商業銀行の動向と関連させて検討しようとするものである。その際まず最初にウェスターフィールドの流動性論の整理をみてみる。彼の整理は、まさに上で述べた時期区分の転換点に位置するものであり、初期の転嫁流動性論と広義の転嫁流動性論との関連を探る上で重要な意味を有していると考えられるからである。

(注1) このような論理的関連については拙稿「流動性理論と信用理論」『経済論究』第65号、1986年7月参照。

2. 2つのタイプの流動性

1933年、セリグマン (Edwin R. A. Seligman) 編集の *Encyclopaedia of the Social Science* Vol.9 のなかで「Liquidity」の項目を担当したウェスターフィールド (R. B. Westerfield) は、流動性を2つのタイプのものに分類し、その視点からアメリカにおける商業銀行の行動原理についての評価を行っている。

第1のタイプの流動性は、すでにアメリカにおいても広範に受け入れられ、またその起源を近代的銀行制度が生成したイギリスにおいて見出しうる自己流動性である。ウェスターフィールドはこの自己流動性に基づくイギリス型の商業銀行の基本的原理を次のようなものと述べている。

「商業銀行はもっぱら自らを 商業的性格の短期金融に限定し、産業企業やあるいはその他の企業への固定資本供給は行なわない。銀行の資産が現金や短期の自己流動的商業手形からなる限り、その手形の満期と支払は新規の貸付のための資金を提供し、銀行のポートフォリオをその時々僅かな変化に応じ得るような伸縮的な型に保つてであろう。だが担保貸付は資金の銀行へのスムーズな流出入を妨げ、要求払債務に応じることを不可能とさせる。」^(注2)

これはまさしく「真正手形原理」に基礎を置く自己流動性に基づいた商業貸付理論としてあらわされる銀行運営についての理念型である^(注3)。

アメリカの商業銀行は、はじめ、このイギリス流の商業貸付理論に基づいて流動性を自己流動性にだけみていた。またその考え方は、連邦準備制度設立の際にもそのなかに持ち込まれた^(注4)。だが、次のような理由から、アメリカにおいてはその考え方はあてはまらないといえるのである。

(1) 数千の地方の銀行による貸付は、都市部における貸付よりも主として農業地域に向けられ、そのため大部分は必然的に中長期の担保貸付であった。担保はあったとしても成長中の作物、不動産あるいは農業設備であり、流通市場を欠くものであった。

(2) 広大な未開発資源の開発が求められるような状況下での資本不足から、銀行は資本貸付を拡大せざるをえなかったし、また銀行の利潤欲求と信用配分に対する義務観からそのような資本貸付が行われた。

(3) オープン・アカウントの普及、現金割引、単名手形制度、割引市場の欠如等々は、受取手形の売買・再割引を通しての流動化を困難にした。そのため資本貸付と商業貸付の間の流動性の差は最小となった。他方、証券市場の組織改良、企業証券の収益安定性の増大はその流動性を大きくした^(注5)。

そのためアメリカでは従来の流動性とは異なるタイプの流動性が考えられざるをえない状況であった。そこで要請された第2のタイプの流動性の特徴は、

次のように述べられている。「それは、信用手段自身の販売や割引による即座の譲渡可能性に基づくものである。この形態の流動性は、高度に組織化された証券市場、買い手の手のなかでの多額の購買資金、簡便な形態や名称に各一化された信用手段、等を必要条件とする。この種の流動性は、他の貸し手への債務のシフトから生じるものであり、shiftability [転嫁流動性] とも呼び得る。」(注6)

アメリカの商業銀行はイギリス流の自己流動性に基づいた運営よりも、転嫁流動性に基づいた「ポートフォリオ・ローテーション (rotation of the portfolio)」(注7) を現実的な銀行運営において行なっているのである。ウェスターフィールドは、自己流動性と転嫁流動性を、2つのタイプの流動性として分類し、アメリカの商業銀行の行動は、そのうちの後者に基づくものであるという。その原因は、すでにみたように貸付が商業貸付といえども実質的には中長期であり、資本信用が多く、金融市場の発達パターンがイギリスとは異なったものになっている、という点にあるという。このようにウェスターフィールドは、特殊アメリカ型の信用構造を強く意識して転嫁流動性をみているのである。

さらにもう一つの転嫁流動性に関するウェスターフィールドの叙述の特徴点は、中央銀行の位置づけにある。中央銀行は、現代のように高度に統合化された銀行制度のもとにおいては、パニック時だけでなく、平常時においても流動性保証機関として意味あるものとならねばならないという。つまり、景気循環局面にかかわらず、中央銀行を流動性供給機関として位置づけねばならないというのである。それは、彼の1929年の株式市場恐慌に対する次のような評価からきている。「1929年のパニックでは、連邦準備銀行は加盟銀行に自由に貸付をし、コール・ローンに流動的なままであり、利子率は6%を越えて上昇しなかった。」(注8)

ただ、このような中央銀行をそのうちに取り込んだ本来の(広義の)転嫁流動性機構ができあがるのは、さきにみたように1930年代における管理通貨制度への移行、連銀信用政策における公開市場操作の展開の時代においてであった。その意味ではこのウェスターフィールドの叙述は、ちょうど歴史的にもまた中央銀行の扱いにみられるように理論的にも、私信用段階の転嫁流動性論の総括的まとめであると同時に、公信用を内在化させた広義の転嫁流動性論への

橋渡しの位置を占めるものであるといえよう。このような理論上の位置にあるウェスターフィールドの理論整理における2つの流動性の論点は、彼があげている3つのアメリカに特殊な条件の検討を基礎としたものであった。shiftability = 転嫁流動性という発想は、ウェスターフィールドに始まるものではなく、すでにアメリカにおいて彼に先だって提起され議論されていたものであったので、彼の整理の特徴点について彼の先行者達との比較が重要な意味をもつと考えられる。

そこで以下では、ウェスターフィールドに至るまでの転嫁流動性理論の提唱者たちの見解をあとづけながら、それらが出て来た背景とその問題意識を検討することによって、私信用段階での転嫁流動性理論の特徴を解明しよう。

(注2) R. B. Westerfield "Liquidity" E. R. A. Seligman ed., *Encyclopaedia of the Social Science*, Vol. 9, 1933, p. 493-4.

(注3) 真正手形原理・自己流動性・商業貸付理論の関連については、川口慎二『銀行流動性論』千倉書房、1961年、69-73頁参照。

(注4) 連邦準備制度が設立される以前のアメリカにおいての、また連邦準備法の理論的な基礎としての「真正手形原理 (the real bills doctrine)」およびそれに基づく商業貸付理論については R. C. West, *Banking Reform and the Federal Reserve 1863-1923*, 1974参照。

(注5) R. B. Westerfield, *op. cit.*, p. 494.

(注6) *Ibid.*, p. 492.

(注7) *Ibid.*, p. 493.

(注8) *Ibid.*, p. 494.

3. 転嫁流動性理論の登場とその展開

(1) 転嫁流動性理論といわれるものが最初にアメリカで提起されたのは、1917・18年のアンダーソン・モルトンにおいてである。そこでまず彼らの議論からみていこう。

アンダーソン (B. M. Anderson, Jr.) の議論は、キンレーの調査報告^(注9)に対する批判のかたちで、主に同じ1909年の数字を使って展開されている。

彼はまず、従来自己流動的でありそのため銀行の流動性の源泉であるといわ

れているコマーシャル・ペーパーが、商業銀行の資産構成では具体的にどこにみいだされるか、という問題提起から始めている。ただここで彼のいうコマーシャル・ペーパーは、貨幣市場において使われているよりもかなり広い意味のものである。つまり、再生産過程が順調にいくという予想のもとで満期に返済されるという条件で財の購入のために銀行によって借り手に与えられるような、現実的に流動的性格の貸付すべてを指しているのである(注¹⁰)。この点で、コマーシャル・ペーパーとはいえ当時アメリカにおいて公開市場でディーラーを介して取り引きされていたいわゆるディーラー・ペーパーとしてのコマーシャル・ペーパーを指しているのではない(注¹¹)。彼は短期の商業貸付を総称するものとしてこの用語を使用しているので、その点注意しなければならない。

表1は、アンダーソンが掲げた1909年の全銀行の資産構成の数値に、さらにその後1913年までの数値を補充して、連邦準備制度が設立される直前の5年間の全銀行の資産構成をみたものである。表中の項目でいうと、「その他貸付・

表1 全銀行の資産構成 (単位100万ドル, 各年6月末値)

	1909年		1910年		1911年		1912年		1913年	
	(注) (22491行)	(%)	(23095行)	(%)	(24392行)	(%)	(25195行)	(%)	(25993行)	(%)
不動産担保貸付	2,506	11.9	2,696	12.0	3,024	12.8	3,301	13.2	3,548	13.8
その他証券担保貸付	3,976	18.8	4,116	18.3	4,123	17.4	4,240	17.0	4,513	17.6
その他貸付・割引	4,822	22.9	5,647	21.2	5,836	24.7	6,351	25.4	6,508	25.3
当座貸越	67	0.3	62	0.3	64	0.2	61	0.2	59	0.2
政府証券	793	3.8	785	3.5	773	3.3	823	3.3	825	3.2
州・地方自治体債	1,092	5.2	1,116	5.0	1,201	5.1	1,274	5.1	1,240	4.8
鉄道債・株式	1,560	7.4	1,465	6.5	1,602	6.8	1,632	6.5	1,530	6.0
その他公益事業債	467	2.2	478	2.1	550	2.3	604	2.4	721	2.8
その他債券・株式	704	3.3	980	4.4	925	3.9	1,027	4.1	1,090	4.2
銀行間預金	2,562	12.1	2,393	10.7	2,789	11.8	2,848	11.4	2,777	10.8
不動産・備品	544	2.6	574	2.6	617	2.6	657	2.6	696	2.7
小切手及び その他現金項目	438	2.1	620	2.8	423	1.8	430	1.7	427	1.7
手許現金	1,452	6.9	1,424	6.3	1,554	6.6	1,573	6.3	1,561	6.1
その他	111	0.5	194	0.9	150	0.6	166	0.7	218	0.8
総資産	21,095	100.0	22,450	100.0	23,631	100.0	24,987	100.0	25,712	100.0

(注) 全銀行とは、国法銀行(1909年6月末時点で6893行)、州法銀行(同11319行)、貯蓄銀行(同1703行)、個人銀行(同1497行)、信託銀行(同1079行)(総計22491行)をすべて含むものである。

(出所) *Annual Report of the Comptroller of the Currency 1913*, P.39

割引 (other loans and discounts)」の部分に彼のいうコマーシャル・ペーパーが含まれている。ただしその全額がコマーシャル・ペーパーで占められているのではない。アンダーソンは受取手形によってカバーされる部分は流動的であるが、そうでなく生産設備にまわされる貸付部分は更新 (renewal) がはいるため流動的ではないという。

次に、「その他証券担保貸付 (loans on other collateral securities)」項目にもコマーシャル・ペーパーは見だし得るとして、株式市場証券担保貸付 (stock exchange loans) を取り上げている。これは、ニューヨーク証券取引所で取引されている証券を担保としてブローカー・シンジケート・投資会社になされる貸付である。

「その他貸付・割引」部分の農業貸付は、大部分が中・長期的な性格を持つため流動的ではないという。また担保貸付部分の農業者貸付では、南部の作物担保貸付 (the crop lien loans) や食用家畜担保貸付は満期に返済が行われるので流動的であるが、繁殖用家畜担保貸付は満期に更新されるのが普通であるので流動的とはいえない。

結局、コマーシャル・ペーパーの圧倒的部分は「その他貸付・割引」項目に含まれるものであるとしてよいが、そもそもその「その他貸付・割引」部分が、国法銀行・州法銀行では全体の3分の1程度、全銀行をとった場合20数パーセントであり、例えばその半分が流動的であるとしても、不動産担保貸付や証券担保貸付部分の合計を下回っている。それに対し、銀行間預金・小切手およびその他現金項目・手許現金（あわせて約20%前後）この3者が、銀行資産のうち流動性形成にとって大きな重要性を有しており、産業への信用拡張を可能にするものであるという^(注12)。この場合、銀行の流動性といわれているのは産業に対するファイナンスの源資およびその能力という意味での商業銀行の信用創造操作である。

以上のような点を考慮に入れてアンダーソンは、国法銀行・州法銀行・信託銀行の3つの総合的資産構成をみた場合、彼のいうコマーシャル・ペーパー部分、すなわち短期的性格のいわゆる商業貸付は、全資産の18.2%にすぎないと結論している^(注13)。

アンダーソンは、これらの検討から次のようにアメリカの信用構造を特徴づけている。「アメリカにおける銀行信用の大部分は、たとえ『商業銀行』のでさえ、商業貸付 (commercial credit) ではない。特に、あるところでは、その多くは実際の形態がどうであれ、農業や産業に対する長期貸付をあらわしている。大都市では、そのほとんどが、これらの場所よりも大きな程度で、産業企業の恒久的金融に対する貸付をあらわしている。不動産担保貸付を除いて、銀行信用の半分以上は、債券 (株式も含めて) の所有か、そうでなかったら債券や株式を担保とした貸付をあらわしている。」^(注14) アンダーソンにあっては、流動性問題は銀行の信用創造能力およびその向けられるべき方向の問題として捉えられているといえる。

証券市場との関連でいえば、先の株式市場での証券担保貸付が重要である。これはすでに前世紀から発展をみたまのであるが、とくにニューヨークのような金融・投機の中心地にある銀行の貸付は、主として証券取引、その他の投機、貸付やその他の金融取引、特にコール・ローンのシフト、をあらわすものであるという。これらは証券市場との結びつきにおいて次のようにいわれる。「流動性という立場からみれば、株式市場でみられる証券担保貸付は最も完全に満足のいく銀行貸付形態である。そのような貸付が銀行貸付の大部分をなしていなくとも、銀行活動に関してはおおいに考慮され、銀行貸付全体の流動性の最大の部分をなしている。」^(注15) さらに、銀行資産の債券部分についても、それらが証券市場との関連においては重要な流動性源泉をなしていることを指摘し、次のように結論づけている。「アメリカにおける現代銀行業はほとんど証券市場と結びついており、現代の銀行信用はその流動性を主としてそこから得ている。」^(注16)

また証券市場の発達により実物資産でさえも換金の機会を持つに至っているというところまで指摘している。ウォール・ストリートや他の金融・投機センターが銀行資産に流動性を与えており、銀行はその資産を全て常時流動的にしておく必要がないわけである。これは、銀行制度が証券市場と深く結びつくことによって、現金準備節約効果を受けるということを意識したものであり、銀行流動性論にとっては重要な論点である。

結局、アンダーソンは、商業銀行の資産においてすでに自己流動的性格の貸付部分が中心とは言えなくなっているという点、通常の商業銀行の資産構成を通じた流動性獲得は証券市場との結びつきを介した転嫁流動性に基づいて行われているという点を、中心的な主張としている。前者の点については、銀行の信用創造が向けられる方向が、いわゆる商業的部分ではなく産業に対する長期の資本信用やあるいは農業貸付に傾斜している点その内容である。そしてこのような主張がもっぱら正常時 (active time) を前提として提起されている点に特徴がある。

それに対してもうひとりの初期の提唱者であるモルトン (H. G. Moulton) では、意識的に景気循環局面における流動性状況の相違を取り上げている点に特徴がある。

次の一節は彼の議論の特徴を集約的に表わしている。「正常時においては、流動性の問題は満期貸付の問題ではなく、現金と引き換えに他の銀行へ資産をシフトさせる問題である。ある銀行がトラブルの時に常に他行から助けを得ることができるならば、満期貸付に頼る必要はない。実際現在では銀行業者たちの間ではどこでも次のようにみられている、準備を最小に維持する方法は満期に頼るのではなく、必要が生ずれば満期以前に他行にシフトさせることのできる一定量の資産を保持することにある。Liquidity は Shiftability と同等のものである。」^(注17)

モルトンは、循環局面各々での流動性状況を以下のようにまとめている。

- 正常時 (a) 個別銀行は満期債務にあまり依存していない
- (b) 銀行自身の顧客のコマーシャル・ペーパー (公開市場にのらない、更新がはいる) は、第二線準備としては最も頼りがいのないものである
- (c) コマーシャル・ペーパー・ハウスを通して買い入れたペーパー (公開市場ペーパー、更新されない) は流動性の源泉となりうる
- (d) 最も流動的な資産は債券と株式であり、これらは担保貸付の際の担保としてもまた投資証券形態のいずれにしてもそうである
- 恐慌時 (a) 満期支払による資金流入は望めない

- (b) 貸付需要が大きい反面銀行準備は一般的に低下しており、資産のシフトはほとんど不可能
- (c) 銀行制度は要求に応じるため追加準備資金を、外国資金の取り込みか新しい形態の準備貨幣の創出によってまかなう以外にない(注18)

モルトンは、正常時と恐慌時とを区別して議論しているとはいえ、恐慌時には資産シフトとしての流動性は失われており、外部からの流動性注入をまづ以外にないという。シフト過程としての流動性はあくまでも正常時におけるものなのである。その場合、資産シフトとしての流動性は、個別銀行の立場からみて如何に資産（貸付・投資）保有がなされているかという問題であり、銀行制度全体としてどのように流動性が形成されているかという問題ではない。産業に対するファイナンスに足場をおいた流動性に基づいて銀行制度が維持・運営されているというよりも、産業金融の点についてはコマーシャル・ペーパー・ハウスの存在が、また、各種投資証券については証券市場の存在が、流動性の支点になっているというのである。結局、ここでの流動性は各個別銀行のそれらへのアクセス能力に帰着しているのである。あくまでも一定の資産を移動させることに問題があり、いわばフローとしての資産シフト量として流動性がとらえられているといえる。それに対して、恐慌時には、まさにそのような個別銀行の資産シフトとしての流動性が破壊されているため、外部からの追加的信用創出によって銀行制度全体が維持されねばならないというのであるが、その場合には、ストックとしての流動性注入が問題とされているのである(注19)。

さていままで転嫁流動性理論の初期の提唱者二人の議論をみてきたが、ここでアンダーソン・モルトンの共通点を探ってみよう。

まず第1に両者ともに連邦準備制度設立以前の時期を対象として議論が立てられているという点である。これは連邦準備制度ができたことが銀行制度の流動性保持にとってどのような意味を持つものであるのかという点をマイナーな問題とみていたためであると考えられる。

その理由としては、一つには1917・18年段階ではまだ本格的な連銀の信用供与は問題となっていなかったという点が考えられる。つまりいわゆる「銀行の

銀行」としての中央銀行信用の供与が、設立以降まだ本格的な恐慌局面をむかえていないため十分に発揮されていなかったのであった。

表2は、連銀信用残高の総額とその構成をみたものである。連銀信用が供与されるルートは主に3つである。第1は、加盟銀行に対する再割引・手形貸付であり、その大きさは表の割引手形にあらわされている。これは、割引利率によって操作される古典的金融政策ルートである。第2は、銀行引受手形の買入であり、表の買入手形にあらわされている。ニューヨーク連銀の手形割引率とニューヨークの代表的な短期公開市場金利の動きは図1の通りであるが、手形買入レートは通常割引利率よりも低い水準であったことがわかる。第3のルートは、国債オペレーションであり、いわゆる公開市場操作としての金融政策の発動される場である。これは表では政府証券の動きにあらわされている。

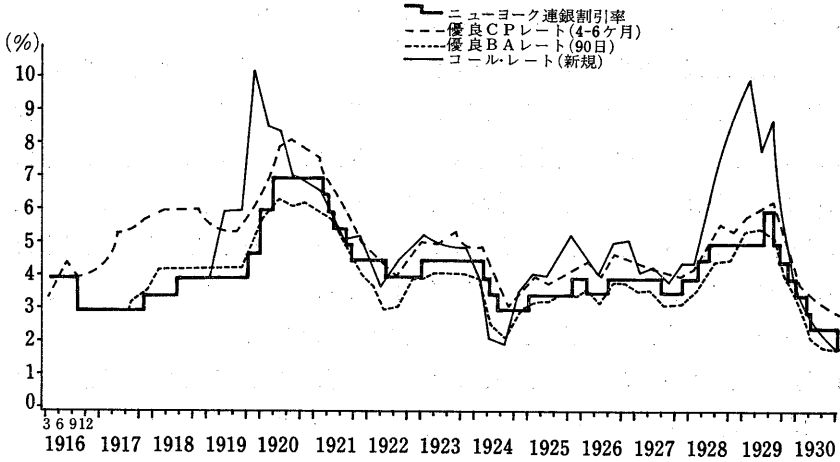
表2 連銀信用残高の構成とその推移
(毎日の数値の年間を通した平均, 単位100万ドル)

	割引手形	買入手形	政府証券	その他(注)	計
1915	24	10	8	17	60
16	24	66	47	27	163
17	194	150	89	90	523
18	1,134	287	134	168	1,723
19	1,906	324	254	141	2,625
20	2,523	385	324	158	3,390
21	1,797	91	264	46	2,198
22	571	159	455	41	1,226
23	736	227	186	56	1,205
24	373	172	402	49	996
25	490	287	359	59	1,195
26	572	281	350	55	1,258
27	442	263	417	53	1,175
28	840	328	297	40	1,505
29	952	241	208	59	1,459
30	272	213	564	38	1,087

(注) その他は、連銀間信用であるが、1918・19・20年の数字は、政府当座貸越を含んでいる。

(出所) The Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, p.368, *Annual Report of the Federal Reserve Board 1930*, p.31

図1 ニューヨークにおける主要金利の推移



(出所) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, pp. 449-451

さて1918年の割引手形の数値は前年に比べ飛躍的に伸びているが、これは戦費調達のためのものが中心であり、しかもその年の後半から急激な伸びを示しているのである。アンダーソン・モルトンの議論が出された後、表からも明らかな通り、1920年恐慌時に連銀信用供与額は最高を記録しているのであるが、その時には、割引手形のうち戦費調達部分を抑え、適格手形の再割引が中心となっている。いわば本来的な「銀行の銀行」としての機能である。金融逼迫時に連銀の再割引政策を通じた流動性供給の姿がはっきりとしてきているのである。このような事態を経験していないため、連銀の流動性供給についての問題に触れられないとも考えられる。ただ後のミッチェルのところでもみるように、この時の連銀信用の供与による流動性供給は、銀行制度全体の流動性保持にとっては決定的なものとは言えないのである。

連銀の位置づけについてはベックハートの次の一節が参考となろう。彼は、連銀が設立されて以降も商業銀行の日常的な流動性獲得は以前と同様その保有資産構成の管理を通じるものであったという事情を指摘している。「[連銀につむ] 準備は銀行の流動性に寄与しない。実際、準備は支払い不能になった銀行にのみ流動性を提供し、営業を続けている銀行にはそれを提供しない。後者は

短期貸付（より長期の貸付の経常的返済を含む）の保有と、短期政府債およびその他証券のような金融的に転嫁可能な資産の保有を通じて流動性を獲得する。」^(注20) アンダーソンやモールトンが問題とした正常時には連銀の作用はむしろ後景に退いているといわれているが、この点こそ積極的な理由としてみなければならぬであろう。

さて共通点の第2は、論理の組み立てに共通性がみられるという点である。

従来自己流動的であるといわれている商業貸付が、更新されるために、長期の資金拘束をもたらし、銀行にとっては理論上いわれているような流動性を持つものではないという点、それに対して、証券担保貸付や各種投資証券が、証券市場の発達に基づいてまさに流動的性格を獲得しており、銀行の第二線準備を形成し流動性調整において中心的な役割を果たしているという点、これらが共通にみられる主張点である。

以上のような議論として転嫁流動性理論が提起されたわけであるが、ここで考えねばならない問題点は、何故この時期にこういう理論が出てきたのかという点であろう。

議論の前提となる重要な点は、アメリカでは手形割引市場が未発達であり、商業銀行の流動性の拠り所が、一つには大都市銀行とのコルレス関係によっていたという点、さらにそれら大都市銀行はそうしてはいつてきた資金を証券市場で運用することによって自己の流動性と収益性を確保していたという点である。そのような背景のもとで、両者の議論の共通点の第1と関連するが、連邦準備制度の設立理念に対する評価の問題があるものと考えられる。つまり、連邦準備制度が健全銀行主義にのって運営されるものとしていたのに対し、すでにアメリカの商業銀行の日常的な運営は、その原則とは離れたものになっていたということ、また金融市場の発展パターンの特殊性ゆえにそうならざるをえなかったということ、これらとのギャップに対する認識があるものと考えられる。

(注9) D. Kinley, *The Use of Credit Instruments in Payments in the United States*, National Monetary Commission Report, 1910.

(注10) B. M. Anderson, Jr., *The Value of Money* 1917, p. 499.

(注11) この時期アメリカにおいて公開市場でみられるコマーシャル・ペーパーは、次の4種類あった。第1に全体の大体75%程度を占めている無担保の単名約束手形、第2に全体の大体5%程度を占めている複名のトレイド・ペーパー、第3に複名のノントレイド・ペーパー、第4に担保ノートである。そこから通常コマーシャル・ペーパーといえ、信用度の高い企業が運転資金調達のために振り出す短期(4~6ヶ月のものが中心)で無担保の約束手形のことを主に指すのであり、公開市場ペーパーは、1920年まではディーラーを介したものが中心であり、1920年以降登場したダイレクト・ペーパーと区別してディーラー・ペーパーと呼ばれている。これは、事業会社が原材料の仕入れその他の運転資金調達のため発行し製品販売代金によって決済されるため、きわめて自己流動性に富むものであると言われていた。それに対し、現実生産を背景に持つ短期の金融手段、約束手形・為替手形・銀行引受手形等を意味する広義の経済学的なまた法的なこの用語の使用法もみとめられている。アンダーソンの場合はこの後者に該当している。W. H. Steiner, "The Commercial Paper Business", *Federal Reserve Bulletin*, Sep., 1921, pp. 1052-3, R. A. Foulke, *The Commercial Paper Market*, 1931, pp. 3-5.

(注12) Anderson, *op. cit.*, p. 508-9.

(注13) *Ibid.*, p. 509.

(注14) *Ibid.*, p. 511-2.

(注15) *Ibid.*, p. 514.

(注16) *Ibid.*, p. 514.

(注17) H. G. Moulton, "Commercial Banking and Capital Formation", *The Journal of Political Economy*, Vol. 26, 1918, p. 723.

(注18) *Ibid.*, p. 730-1.

(注19) 流動性概念におけるフロー・ストックについては、川口慎二 前掲書、169頁参照。

(注20) B. H. Beckhart, *Federal Reserve System*, 1972, p. 54, 藤田正寛・三木谷良一・石垣健一訳『米国立準備制度』東洋経済新報社、1978年、68頁。

(2) モールトンでは、恐慌時には転嫁流動性のメカニズムは働かないといわれていた。それに対し、1920年恐慌を経て恐慌時にも転嫁流動性機構の作用を認める議論が出て来た。ミッチェル(W. F. Mitchell)の議論である。彼はアンダーソン・モールトンという初期の転嫁流動性理論をうけて、それを従来の商業貸付理論に対抗するひとつの理論体系としてまとめようとした人物でもあった。

ミッチェルは、実際上の銀行実務の展開から要求された orthodox theory からの背反を転嫁流動性理論の萌芽として、アンダーソンやモールトン以前の

いくつかの議論のなかにすでにみている。例えば、1912年のプジョー委員会報告の次のような提案がその例であるという。「債券が一定のテストに合格したならば、銀行の資本金・剰余金の25%まで債券購入を認める。銀行が長期証券を選択するならば、原理的にこれを認める。」^(注21) これは直接的には、国法銀行と州法銀行・信託銀行との競争条件格差是正のためのものであり、国法銀行の証券保有についての提案である。

その他具体的な商業銀行の貸付・投資業務に関するいくつかの研究をあげているが、ミッチェルは「資産の流動性は資産の形態の問題ではなくむしろ制度的発展の問題なのである」^(注22) と述べて、アンダーソン、モルトンを orthodox theory に対する批判として制度的発展を重視する面で引き継ぐと述べている。そうして、自らの新しい理論体系を shiftability theory と明確に呼称するのである。

彼によればその shiftability theory の正当性は以下の7つの前提条件に支えられている。

①銀行制度の成長は、銀行が準備の限界低下を守るため自らを流動的狀態におくメカニズムを作り出す。銀行準備を守るのは、銀行の保有手形の自己流動的性格よりむしろこの銀行制度の成長である。

②銀行は様々な経済利益や地域の必要とする独自の信用をみとすため発展する傾向があり、短期の商業的目的にだけ貸付政策を持続的に一様に従わせうるものではない。

③利潤に対する競争や欲望によって銀行は orthodox theory と対立するような種類の貸付・投資を含むより大きな業務の展望をもたざるをえない。その活動には、株式や債券への貸付、証券投資が含まれている。これらの活動は正常な経済の運行を基礎としている。

④景気循環のある時期には、この広範な活動の展望はより大きな発展をする。その行動によって銀行の流動性状況が改善されうることになる。

⑤株式取引所やその他の機関の発展は、非商業的貸付や投資を、市場性を与えることによって非常に流動的な証券にする。

⑥銀行保有の債券は銀行制度に高度の流動性を与えるのに役だっている。

⑦銀行保有の債券は確実な法的基礎を有しており、政府によって積極的に育成されている(注23)。

このような転嫁流動性理論の成立条件の整理は、(1)でみた初期の議論によって提起された問題点をほとんど網羅する形になっており、私信用段階での銀行制度運営の条件を総括的にみているものといつてよいであろう。

ミッチェルの指摘している興味深い問題点で特に注意しなければならないのは、景気循環局面での銀行の証券保有動向についてである。これは彼のあげている7つの前提条件のうち4番目の点に関連するものである。彼は、長期的にみれば銀行は証券保有を増大させているが(注24)、景気循環局面でみれば銀行が証券保有を増大させるのは2つの局面においてであるという。ひとつは景気後退期であり、この時には銀行は収益資産の大部分を債券に投じることになる。もうひとつは事業活動が高水準の局面で、この時には収益資産に比べて比率は小さいものの証券保有は増大するという。前者の場合、事業貸付から得られる収益が低いので、銀行は証券保有や証券担保貸付に向かうことになるのである。貸付で担保貸付が増大することについては、ミッチェルはその例として1892年恐慌後と1907年恐慌後の時期の担保貸付の増加にふれている。国法銀行の貸付総額に占める株式・債券担保の有期貸付(time loan)の比率は、1889年の8.4%から1914年には11.6%まで上昇している。これは担保貸付が決して流動化されないでそうなるというのではなく、マージンをとるのに非常に安全で景気後退期にはむしろ望ましい貸付形態であるためだというのである(注25)。

1920年恐慌後22年までの時期についても、銀行は大規模に証券購入を回復させたのであった。また証券担保貸付も伸び、それが特に景気後退期にも流動的で安全な貸付形態であることが実証されたとしている(注26)。

ミッチェルは以上の点から、恐慌時においても資産シフトは存在しており、転嫁流動性理論は抽象的な論理の点だけでなく、恐慌時の銀行行動の点からも正当なものである、と主張している。つまり、「この理論は、緊急の場合にも収益資産がシフトされるかもしれないという前提に基づいている」(注27) というのである。すでにみたように、モールトンは、恐慌時における転嫁流動性を認めていなかった。それに対してミッチェルの場合は、恐慌時にも転嫁流動性機構

の作動を認めているのである。これはモールトンが恐慌としては1907年恐慌を念頭にうかべ、直接にはかなり大きな信用崩壊を表象していたと思われるのに対し、ミッチェルは1920年恐慌の経験を経て銀行の証券保有や証券担保貸付の増大傾向を確認しているという相違点からくるものであると考えられる。

恐慌時には銀行が自ら流動化しえない預金債務の流動化にあたって次のような措置がとられざるをえない。(1)再割引、(2)連銀を含む他行からの借り入れ、(3)コルレス先からの預金の回収、(4)政府証券の処分、(5)南部・中西部では現金支払いや現金契約がなされた。ただ20年末以降には、再割引ルートではおいつかず、(3)や(4)のルートによる債務の流動化が中心となったというのである。(注28)ミッチェルにおいては恐慌時にも転嫁流動性が維持されると述べているが、その場合連銀信用の作用についてはこれを小さくみており、その意味でいわば狭義の転嫁流動性理論にとどまっているのである(注29)。

(注21) W. F. Mitchell, *The Uses of Bank Funds*, 1925, p. 12.

(注22) *Ibid.*, p. 15.

(注23) *Ibid.*, p. 19.

(注24) 国法銀行制度成立(1863年)以降の長期的な証券投資の増大傾向については J. H. Hollander, “The Security Holdings of National Banks”, *American Economic Review*, Vol. 3, No. 4, Dec. 1913参照。Hollander は「国法銀行による債券蓄積の過程は全般的な金融・産業の発展と関連した銀行業務の拡張を反映している」(p. 799) と述べている。

(注25) Mitchell, *op. cit.*, p. 33.

(注26) *Ibid.*, p. 35.

(注27) *Ibid.*, p. 166.

(注28) *Ibid.*, pp. 64-8.

(注29) アメリカにおける転嫁流動性理論の発展については, Br. Suviranta, “The Shiftability Theory of Bank Liquidity”, *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel*, 1933, 伊藤俊夫「銀行流動性に関する転嫁性理論」『経済学研究』(北大)第6号, 1954年, 石井隆一郎『現代銀行理論(補訂版)』千倉書房, 1970年, 第10章等が簡単なサーベイを与えている。なお同時期の論者としてアトキンス(P. M. Atkins)もあげられるが, ここで補足的に彼の議論を簡単にみておこう。

1930年に出された彼の *Bank Secondary Reserve and Investment Policies* では, 前三者のように, 商業貸付の非流動性・担保貸付や投資証券の流動性というような形で, 従来の商業貸付理論に基づく自己流動性論に批判をくわえるのを中心的な問題とするのではなく, 第二線準備勘定の構成資産項目が如何なる形態で流動性を保持しているかに分析の重点がおかれている。その場合, 前出の転嫁流動性と

いう考え方を背景に持っていることが前提されるが、直接に従来の議論に対する批判という形では出されていない。さらに、第二線準備勘定や投資勘定について、その属性や構成資産の特徴を指摘してはいるが、肝心の保有構成の具体的な内容にはいっておらず、また循環局面に応じた動向等についても考慮がはらわれておらず、一般的・抽象的な分析に終わっている。

第一線準備と異なる銀行の投資資産としての第二線準備勘定と投資勘定については以下のように述べられている。銀行が第二線準備を保有する理由は、適当な流動性と収益力を保持することであるが、このうち第二線準備勘定の主たる目的は銀行流動性の確保にあり、価格安定性を伴う市場性としての流動性・安全性・収益性を考慮してその保有構成が決定されるのである。第二線準備勘定の構成項目は、コール・ローン、銀行引受手形、CP、Called Bond、米国政府証券、その他の各種債券である。

それに対し、投資勘定は主として銀行に収益をもたらすためのものであり、その構成項目は、地方自治体債、公共事業債、鉄道債、工業債、投資信託債、外国ドル債、不動産抵当債などである。各種債券は両勘定に含められているとはいえ、両者は銀行が保有を選択する際の基準が異なり明確に区別されるべきであるといわれている。

このようなアトキンスの議論は、はじめにも述べたようにこれまで取り上げて来た三人とは問題の出し方が異なっている。ただ彼の議論は、今日でいう商業銀行のポートフォリオ構成の理論の原型ともいえるものであり、転嫁流動性理論のその後のひとつの「発展」方向を指し示したものとして興味深い。

またこのような形での問題の立て方がなされたのは、次節でみるような1920年代の商業銀行の資産構成の変化を背景としているが、第二線準備の問題だけに議論を特化させているのは、この時期の転嫁流動性理論の理論的性格を考える上で興味深い。アンダーソン・モルトン・ミッチェルらの議論は、商業銀行の資産構成の視角からみた銀行行動論として組み立てられており、負債面からのアプローチでは議論されていない。アトキンスの立論はこのような側面をいわば純粋に受けついで構成されているといえるのである。

4. 1920年代を中心とした商業銀行の動向

これまでアンダーソン・モルトンやミッチェルの議論の検討を通して転嫁流動性理論の成立をみてきたわけであるが、この理論がアメリカにおいて急速に普及し従来の商業貸付理論にとってかわるものにもまで展開しえたといわれるに至る背景には、1920年代を通しての商業銀行の資産構成の変化を中心とした

銀行行動の変化があった。そこで本節では、転嫁流動性理論普及の背景をなすこれらの事実関係を簡単にみて、この理論がどのような商業銀行の動向を反映するものとして一般に認められたのか検討してみよう。

表3は、全加盟銀行の資産の推移を表わしている。貸付と投資は、商業銀行

表3 全加盟銀行の貸付・投資の推移 (単位100万ドル、各年6月末残高)

	証券担保貸付			不動産 担保貸付	その他 貸付	貸付 合計	政 府 証 券	その他 証 券	投 資 合計	貸 付 + 投 資
	ストリー ット・ ローン	その他	小 計							
1919	1,105	4,299	5,405 (35.1)	577 (3.7)	9,433 (61.2)	15,414 (100)	3,803 (55.7)	3,024 (44.3)	6,827 (100)	22,242 (74.8)
1920	745	4,185	4,930 (25.2)	953 (4.9)	13,651 (69.9)	19,533 (100)	2,811 (46.6)	3,215 (53.4)	6,026 (100)	25,559 (76.0)
1921	620	3,780	4,400 (24.3)	1,135 (6.3)	12,584 (69.5)	18,119 (100)	2,561 (42.7)	3,441 (57.3)	6,002 (100)	24,121 (78.2)
1922	1,160	3,340	4,500 (26.2)	1,432 (8.3)	11,233 (65.6)	17,165 (100)	3,205 (45.6)	3,812 (54.4)	7,017 (100)	24,182 (77.1)
1923	1,220	3,730	4,950 (26.4)	1,749 (9.3)	12,051 (64.3)	18,750 (100)	3,835 (49.4)	3,922 (50.6)	7,757 (100)	26,507 (78.7)
1924	1,330	4,020	5,350 (27.9)	1,980 (10.3)	11,874 (61.8)	19,204 (100)	3,575 (44.9)	4,387 (55.1)	7,963 (100)	27,167 (76.1)
1925	1,920	4,798	6,718 (32.5)	2,338 (11.3)	11,599 (56.2)	20,655 (100)	3,780 (42.6)	5,082 (57.4)	8,863 (100)	29,518 (75.8)
1926	1,840	5,481	7,321 (33.2)	2,650 (12.0)	12,090 (54.8)	22,060 (100)	3,745 (41.1)	5,378 (58.9)	9,123 (100)	31,184 (76.7)
1927	2,100	6,056	8,156 (35.6)	2,926 (12.8)	11,856 (51.7)	22,938 (100)	3,796 (38.7)	6,022 (61.3)	9,818 (100)	32,756 (76.8)
1928	2,040	7,028	9,068 (37.3)	3,068 (12.6)	12,167 (50.1)	24,303 (100)	4,225 (39.3)	6,534 (60.7)	10,758 (100)	35,061 (78.5)
1929	2,946	6,813	9,759 (38.0)	3,164 (12.3)	12,735 (49.7)	25,658 (100)	4,155 (41.3)	5,898 (58.7)	10,052 (100)	35,711 (78.5)
1930	3,184	7,242	10,426 (41.4)	3,155 (12.5)	11,633 (46.1)	25,214 (100)	4,061 (38.9)	6,380 (61.1)	10,442 (100)	35,656 (75.3)

(注) () 内の数字は貸付・投資各々の中の構成比率を表わすものである。
 ただ、貸付+投資欄の () 内の数字だけは統資産に占める比率を表わしている。

(出所) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, p.72, p.74, p.79
Federal Reserve Bulletin, Nov. 1930, p.755

の総資産のうち収益資産と呼ばれる部分であり、総資産の4分の3程度を占めている。銀行営業資本として商業銀行の動向の決定的部分である。それ故、商業銀行の資産構成の動きをみるのは、この貸付と投資部分を中心となる。

まず表3の貸付の細目をみて、第1に貸付構成の傾向的変化として注意しなければならない点は、20年代を通しての「その他貸付」、いわゆる商業貸付部分の絶対額の停滞と貸付全体に占める比率の低下である。「その他貸付」の貸付全体に占める比率は、1920年の69.9%から1930年には46.1%にまで低下している。また貸付・投資合計の収益資産に占める比率でみれば、同じ時期に53.4%から32.6%にまでの低下である。この低下が20年代における商業銀行の動向の特徴を最もよくあらわしており、またその最も重要な規定要因であると考えられるので、この点について少しみてみよう。

商業貸付の低下傾向は、貸し手たる商業銀行の側でなく、借り手たる事業会社の側の資金需要状況の変化を主たる原因としていると考えられる。表4でみ

表 4 729企業の資産・負債構成 (1922-28) (各年末の残高表示, 単位100万ドル)

	(1) 流動資産	(2) 在 庫	(3) 流動負債	(4) 支払手形	(4)/(1) (%)	(4)/(2) (%)
1922	8,572	3,965	2,265	678	7.9	17.1
23	9,130	4,538	2,456	757	8.3	16.7
24	9,643	4,539	2,260	576	6.0	12.7
25	10,532	4,810	2,437	538	5.1	11.2
26	11,101	4,975	2,448	446	4.0	9.0
27	10,669	4,877	2,252	464	4.3	9.3
28	11,305	5,053	2,461	425	3.8	8.4

(出所) L. Currie, "The Decline of the Commercial Loan", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.45. August 1931, p.699

れば、支払手形 (notes payable) は、絶対額でも、また資産 (流動資産・在庫) に対する比率でも低下している。この支払手形とは、将来の一定の時期に支払われる貨幣額をあらわし、事業の債務をなすものであり、その大部分が銀行貸付であると考えられるものである^(註30)。30の産業分野にまたがる729社の調査に基づいてカーリー (L. Currie) は、1922年から28年までの間に、一企業の平均銀行貸付が93万ドルから58万ドルに減少しているという事実を指摘してい

る(注31)。このような事業会社に対する銀行貸付の低下の原因は、ひとつには大企業の内部資金の蓄積による自己金融化傾向の進展と、さらには大企業の旺盛な新規証券発行による資金調達にある(注32)。自己金融化傾向は、20年代を通しての活発な事業活動、高利潤に基づく内部留保と膨大な減価償却基金の積み立てという2つの源泉からの内部資金の形成に支えられている。また新規証券発行については、表5にみられる通り、コマーシャル・ペーパーの減退とは

表5 投資銀行によるコマーシャル・ペーパー取扱高と企業証券引受高
(単位100万ドル)

	コマーシャル・ペーパーの年間販売額	企業証券の年間引受額
1919	3,180	2,740
20	3,263	2,966
21	2,196	2,391
22	2,254	3,073
23	2,557	3,233
24	2,683	3,839
25	2,277	4,738
26	2,016	5,300
27	1,873	7,319
28	1,581	7,818
29	1,029	10,363

(出所) R. A. Foulke *op. cit.* p.19

対照的に、特に20年代後半の株式ブームに支えられて大きな伸びを示している(注33)。このことは、企業の資金調達ルートの変化と、自己資金による運転資金調達を表わしている。さらに設備投資資金をも賄い、銀行貸付の返済により、大幅に銀行依存度を低下させていったのであった。カーリーは20年代を通してのこのような変化の結果、「現在では大会社の流動性は、長い深刻な景気後退の時だけに短期借り入れを必要なものとするほど強」(注34)くなったと述べている。

さてこのような商業貸付の低下傾向に対し、証券担保貸付や不動産担保貸付は増大傾向を示している。特に不動産担保貸付は、一貫して増大傾向を示している。この両者の動きは、20年代前半の建築ブームと20年代後半の株式ブーム

を反映するものであるといえよう。ただ貸付におけるこの両者の増大は、銀行の本来の業務たる商業貸付の停滞により、収益機会を求めて余儀なくされたものであるといえよう。

次に投資の動向についてみれば、全加盟銀行の政府証券投資は、第1次大戦中・後の自由国債（4回）、戦勝国債（1回）の発行に基づき飛躍的に増大している。1919年には15年に比べて5倍の額に達している（1915年7億4900万ドル→1919年39億300万ドル、5.1倍）。その後21年までに一定の部分が市中消化されているが、加盟銀行の保有額は20年代を通して漸増しており、いわば有利な投資対象として保有されるようになってきている。「その他証券」類は、大幅な増大をみせており、20年代を通してその額はほぼ倍増している。

さらに投資証券の内訳を国法銀行の投資構成についてみれば表6の通りである。変化の大きいのは鉄道債であり、長期的にみれば1910年前後の約20%の水準から20年代末にはその比率を半分以下のところまで低下させている（注35）。それに対して、州・地方自治体債や公益事業債、その他債券（民間企業の社債）が伸びを示している。また額・比率ともに小さいが、外国証券投資では民間発行の債券・証券投資が着実に増加している。

商業銀行の証券投資に関して注意しなければならないのは、1927年のマクファデン法（McFadden Act）の規定である。マクファデン法は、国法銀行の支店制限の緩和を本来の目的とし、1927・28年には州法銀行の国法銀行への転換や後者による前者の吸収を促進した点で重要であるが、証券投資等国法銀行の多様な業務展開に関しては以下の諸点が重要である。

(1)初めて株式以外の投資証券の売買が認められた。そのことにより国法銀行に暗黙のうちに証券のアンダーライター・ディーラーとしての活動が認められることになった。(2)不動産担保貸付に関する制限と1人に対する貸付額の制限が緩められた。(3)保護預り業務が認められ、そのための子会社を持つことができるようになった（注36）。

これにより、国法銀行が投資証券（investment securities）（注37）分野に入り込むことが法的に認められ、商業銀行全体としてみれば証券取扱業務が大幅にその機動性を増したのであった。ただこれは、それまでにすでに商業銀行全体

表6 国法銀行の証券投資構成の推移

(単位100万ドル、各年6月末値)

	州、地方自治体債	鉄道債	公事業債	益債	その他債券	支払請求指図書等	信託会社・他の企業のノート	連株	銀式	その他株式	外国政府債	その他外国債権・証券	米国政府証券	合計
1919	323 (6.4)	412 (8.2)	276 (5.5)	307 (6.1)	52 (1.0)	149 (3.0)	59 (1.2)	50 (1.0)	194 (3.8)	54 (1.1)	3,172 (54.2)	5,048 (100)		
1920	338 (8.1)	416 (9.9)	283 (6.8)	310 (7.4)	68 (1.6)	146 (3.5)	65 (1.6)	49 (1.2)	180 (4.3)	61 (1.5)	2,270 (54.2)	4,186 (100)		
1921	394 (9.8)	405 (10.1)	277 (6.9)	352 (8.7)	83 (2.1)	160 (4.0)	69 (1.7)	63 (1.6)	140 (3.5)	64 (1.6)	2,019 (50.2)	4,025 (100)		
1922	414 (9.1)	486 (10.7)	318 (7.0)	423 (9.3)	88 (1.9)	168 (3.7)	71 (1.6)	59 (1.3)	162 (3.6)	87 (1.9)	2,285 (49.5)	4,563 (100)		
1923	402 (7.9)	503 (9.9)	337 (6.5)	521 (10.3)	90 (1.8)	135 (2.7)	72 (1.4)	70 (1.4)	154 (3.0)	91 (1.8)	2,694 (53.1)	5,070 (100)		
1924	506 (9.8)	574 (11.2)	398 (7.7)	576 (11.2)	91 (1.8)	106 (2.1)	72 (1.4)	75 (1.5)	179 (3.5)	85 (1.7)	2,482 (48.2)	5,142 (100)		
1925	595 (10.4)	674 (11.8)	495 (8.6)	698 (12.2)	90 (1.6)	124 (2.2)	74 (1.3)	79 (1.4)	241 (4.2)	122 (2.5)	2,537 (44.3)	5,730 (100)		
1926	648 (11.1)	631 (10.8)	545 (9.3)	772 (13.2)	79 (1.4)	154 (2.6)	79 (1.4)	91 (1.6)	226 (3.9)	147 (2.5)	2,469 (42.3)	5,842 (100)		
1927	744 (11.6)	657 (10.3)	649 (10.2)	911 (14.2)	80 (1.3)	156 (2.4)	82 (1.3)	93 (1.5)	238 (3.7)	189 (3.0)	2,596 (40.6)	6,393 (100)		
1928	840 (11.8)	681 (9.5)	743 (10.4)	1,028 (14.4)	84 (1.2)	135 (1.9)	91 (1.3)	105 (1.5)	296 (4.1)	253 (3.5)	2,891 (40.5)	7,147 (100)		
1929	757 (11.4)	592 (8.9)	694 (10.4)	881 (13.2)	123 (1.8)	119 (1.8)	93 (1.4)	100 (1.5)	244 (3.7)	250 (3.8)	2,804 (42.1)	6,657 (100)		
1930	792 (11.5)	661 (9.6)	784 (11.4)	892 (13.0)	104 (1.5)	39 (0.6)	101 (1.5)	112 (1.6)	268 (3.9)	260 (3.8)	2,754 (40.0)	6,888 (100)		

(注) () 内の数字は証券投資合計に占める比率をあらわしたものである。

(出所) *Annual Report of the Comptroller of the Currency* 各年版より作成

として証券取扱業務を手掛けてきていることに対して、法的な追認を与えたものといえるであろう。その意味で、20年代を通じた商業銀行の資産構成の変化と業務内容の変化・多様化は、法的規制を撤廃させて進んだといえることができる。

これまで貸付と投資について全体的な傾向をみてきたが、注意しなければならない点は1920年恐慌と1929年大恐慌時の変化の相違である。この点について、加盟銀行を都市部と地方とにさらに分類しながらみていこう。

表 7 各加盟銀行の貸付・投資の推移 (単位100万ドル, 各年6月末残高)

(注)	ニューヨーク市所在加盟銀行			準備市所在加盟銀行 (注2)			地方加盟銀行					
	貸付	投 資		貸付	投 資		貸付	投 資				
		政府証券	その他	合計		政府証券	その他	合計		政府証券	その他	合計
1919	4,084 (51.7)	683 (51.6)	641 (48.4)	1,324 (16.8)	4,979 (52.3)	1,180 (56.8)	900 (43.2)	2,079 (21.8)	5,440 (51.0)	1,784 (56.6)	1,368 (43.4)	3,153 (29.6)
1920	4,477 (55.2)	542 (49.1)	561 (50.9)	1,103 (13.6)	6,614 (58.9)	791 (43.4)	1,033 (56.6)	1,824 (16.2)	7,214 (58.3)	1,422 (48.5)	1,512 (51.5)	2,934 (23.7)
1921	3,787 (53.9)	515 (48.4)	550 (51.6)	1,065 (15.1)	6,169 (60.7)	667 (37.9)	1,093 (62.1)	1,760 (17.3)	7,051 (58.7)	1,344 (44.3)	1,692 (55.7)	3,036 (25.3)
1922	3,514 (47.7)	906 (58.7)	637 (41.3)	1,543 (20.9)	5,824 (55.6)	945 (44.7)	1,167 (55.3)	2,112 (20.2)	6,839 (56.7)	1,252 (40.2)	1,865 (59.8)	3,117 (25.8)
1923	3,629 (52.5)	953 (65.0)	513 (35.0)	1,466 (21.2)	6,657 (56.9)	1,248 (50.9)	1,204 (49.1)	2,452 (21.0)	7,407 (56.0)	1,520 (42.5)	2,054 (57.5)	3,574 (27.0)
1924	3,926 (48.0)	919 (56.8)	700 (43.2)	1,619 (19.8)	6,702 (55.7)	1,112 (46.3)	1,291 (53.7)	2,402 (20.0)	7,512 (55.2)	1,378 (37.9)	2,259 (62.1)	3,637 (26.7)
1925	4,191 (46.8)	911 (53.4)	795 (46.6)	1,705 (19.0)	7,443 (55.5)	1,331 (46.6)	1,525 (53.4)	2,855 (21.3)	7,831 (54.0)	1,385 (34.7)	2,612 (65.3)	3,996 (27.6)
1926	4,516 (49.0)	902 (52.6)	814 (47.4)	1,716 (18.6)	7,987 (56.4)	1,326 (45.2)	1,606 (54.8)	2,932 (20.7)	8,320 (54.8)	1,353 (32.7)	2,785 (67.3)	4,138 (27.3)
1927	4,963 (49.1)	907 (49.4)	928 (50.6)	1,835 (18.2)	8,291 (56.3)	1,408 (44.1)	1,783 (55.9)	3,191 (21.7)	8,380 (53.7)	1,308 (29.5)	3,124 (70.5)	4,432 (28.4)
1928	5,428 (51.5)	1,102 (54.8)	908 (45.2)	2,010 (19.1)	8,657 (56.0)	1,599 (45.2)	1,936 (54.8)	3,535 (22.9)	8,757 (54.0)	1,312 (27.5)	3,453 (72.5)	4,765 (29.4)
1929	6,341 (55.6)	1,006 (55.3)	813 (44.7)	1,819 (16.0)	8,789 (57.3)	1,607 (49.1)	1,670 (50.9)	3,276 (21.3)	9,096 (55.5)	1,384 (29.9)	3,240 (70.1)	4,623 (28.2)
1930	6,596 (49.2)	1,147 (52.1)	1,056 (47.9)	2,203 (16.4)	8,533 (54.9)	1,525 (45.9)	1,794 (54.1)	3,319 (21.4)	8,602 (53.8)	1,229 (27.0)	3,326 (73.0)	4,554 (28.5)

(注1) 各々の貸付及び投資合計の欄の () 内の数字は総資産に占める比率を表わしたものである。投資のうち政府証券・その他の欄の () 内の数字は投資合計に占める比率を表したものである。

(注2) 準備市とはニューヨーク・シカゴ以外の中央準備市を含む準備市全体を表わしている。そのため3つの項目を合計してもシカゴ市所在加盟銀行は含まれていないので、表3の全加盟銀行の数値とは一致しない。

(出所) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, p.80, p.92, p.98

表7は、加盟銀行をニューヨーク市所在、ニューヨーク・シカゴ以外の準備市所在、地方加盟銀行と分類して、各々貸付と投資の構成をみたものである。全体的な特徴として言えることは、ニューヨーク市所在加盟銀行は収益資産の比率が全般的に低いのに対し、地方銀行はかなり高くなっているということである。特に地方銀行は、1920年代を通して「其他証券」に対する投資を増大

させている。これは条件の悪い農業貸付を多く抱える地方銀行が、資産の流動性を保持するためまた収益源泉として証券投資を大幅に増大させた結果であり、地方銀行の脆弱性のあらわれであると考えられる。

さて二つの恐慌時の比較についてであるが、まず20年恐慌については、19年と20年を比較した場合、これは第1次大戦後ブームの時期であるが、貸付は額・比率共に大きな伸びを示している反面、投資は額・比率共に大きく落ち込んでいる。ただ貸付についていえば、証券担保貸付は額・比率共に低下させているのに対し、「その他証券」部分が大きな伸びを示しており、全体の増額につながっている。これと関連して、証券担保貸付の比重の高いニューヨーク市所在加盟銀行の貸付総額の伸びが小さいのに比べ、地方加盟銀行では膨大な額の伸びが認められる。また投資についていえば、政府証券保有は大きな落ち込みをみせているのに対し、「その他証券」の保有は増大している。

恐慌を経て現実生産の面で落ち込みをみせている1921年には、前年比で貸付・投資共に減額し、商業銀行の収益資産が収縮し、信用逼迫状態にあることがわかる。ただ、地方加盟銀行は21年にも証券投資を増大させており、この時の地方銀行の投資行動のすばやい立ち直り、証券投資性向の高さを窺わせる。

それに対し、1928年と29年を比較した場合、これは20年代ブームの最高頂の時期であるが、20年恐慌前と同様、貸付が伸びている反面、証券投資が減退している。ただし両方とも20年恐慌時ほどの大きな変化を示していない。(19年—20年・貸付26.7%増・投資11.7%減、28—29年・貸付5.6%増・投資6.6%減) また貸付では、ストリート・ローン(ブローカーズ・ローン)を中心として証券担保貸付が大きく伸びていることが特徴であり、そのためニューヨーク市所在加盟銀行において貸付総額の伸びが顕著に現われている。なお投資では、商業銀行の「その他証券」の保有が大きな低下をみせるのは、1915年以降では1929年時だけであり、それまでは絶えず増大し続けてきていたので、これが減退をみせている点がそれまでとは異なる特徴点である。

1929年と30年を比較した場合、貸付は全体としては若干の減額を示している。ただしニューヨーク市所在加盟銀行では増大している反面、地方銀行での減退が大きい。投資の方は、「その他証券」の保有が増大しているのにひっぱり

れて全体では伸びを示している。ただしニューヨーク市所在加盟銀行では証券投資がこの時大きく伸びているのに対し、地方銀行では低下している。結局、ニューヨーク市所在加盟銀行が収益資産をかなり増大させているのに対し、地方加盟銀行は収益資産を減少させており、29年大恐慌の影響が最初特に地方銀行にあらわれていることがわかる。

さらに両恐慌時の証券投資の動向を詳しくみたのが表8である。1919年から

表 8 20年・29年両恐慌時における全加盟銀行の証券投資動向 (単位100万ドル)

		政府証券	その他	合 計			政府証券	その他	合 計
1919	3・4	4,652	2,955	7,607	1928	2・28	4,216	6,374	10,589
	6・30	3,803	3,024	6,827		6・30	4,225	6,534	10,758
	11・17	3,494	3,271	6,765		10・3	4,386	6,218	10,604
	12・31	3,324	3,306	6,630		12・31	4,312	6,217	10,529
1920	3・4	2,958	3,262	6,220	1929	3・27	4,454	5,994	10,448
	6・30	2,811	3,215	6,026		6・29	4,155	5,898	10,052
	11・15	2,655	3,262	5,917		10・4	4,022	5,727	9,749
	12・29	2,619	3,357	5,976		12・31	3,863	5,921	9,784
1921	4・28	2,469	3,407	5,903	1930	3・27	4,085	5,852	9,937
	6・30	2,561	3,441	6,002		6・30	4,061	6,380	10,442
	12・31	2,581	3,507	6,088		9・24	4,095	6,639	10,734

(出所) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, p.72, p.74

21年にかけては、加盟銀行の証券投資は全体的にみて低下している。これは政府証券の売りによるものであり、「その他証券」は20年に停滞的に推移するものの若干増加している。現実生産の面で回復をみせる21年後半から証券投資も回復している。この動きは、前出の図1をみてわかる通り、全く利子率の変化と逆対応的である。1928年から30年にかけても同様の傾向がみられる。すなわち、利子率の上昇が顕著に現われる28年後半から証券投資は減退し始め、恐慌後急速に利子率が低下した30年後半から証券投資は回復をみせている。ただ1920年恐慌時と異なるのは「その他証券」も一定の低下をみせているという点である。この違いは、前者の場合急激に増大した政府証券をまず銀行は消化するかたちで証券投資の低下が行われたのに対し、後者の場合にはすでに述べたように政府証券の保有も「その他証券」の保有と同様の投資資産の性格を獲得

しているため、利子率の上昇に対応して両者ともに低下したものと考えられるからである。

以上の検討から、商業銀行の証券投資行動は、20年代を通して傾向的に拡大しながら、利子率に対応して変動するという性格を堅持していることがわかる。ミッチェルはたしかにこの点に關説しているが、問題を二つの面で並置させたままにとどまっているものと考えられる。両者の關連が、転嫁流動性理論の重大な問題点として残されるのである。

表 9 全加盟銀行の預金債務の推移 (単位100万ドル, 各年6月末残高)

	銀行間預金	政府預金	郵便貯蓄 預金	要求払預金	有期預金	合計
1919	3,651 (16.0)	902	94	13,937 (61.0)	4,249 (22.4)	22,833 (100)
1920	3,461 (13.6)	260	83	15,769 (62.1)	5,828 (22.9)	25,401 (100)
1921	2,688 (11.5)	390	49	13,905 (59.6)	6,318 (27.1)	23,350 (100)
1922	3,124 (12.2)	156	46	15,091 (59.1)	7,129 (27.9)	25,547 (100)
1923	3,184 (11.8)	296	61	15,229 (56.2)	8,317 (30.7)	27,088 (100)
1924	3,820 (12.9)	179	94	16,363 (55.3)	9,110 (30.8)	29,566 (100)
1925	3,978 (12.3)	177	96	17,922 (55.2)	10,286 (31.7)	32,457 (100)
1926	3,935 (11.7)	228	96	18,426 (54.6)	11,077 (32.8)	33,762 (100)
1927	4,071 (11.5)	218	107	18,895 (53.4)	12,103 (34.2)	35,393 (100)
1928	3,867 (10.7)	257	108	18,487 (51.3)	13,331 (37.0)	36,050 (100)
1929	3,687 (10.3)	348	115	18,663 (52.0)	13,053 (36.4)	35,866 (100)
1930	4,669 (12.3)	281	134	19,643 (51.6)	13,342 (35.0)	38,069 (100)

(注) () 内の数字は預金債務合計に占める比率 (%) をあらわしている。

(出所) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, p.73

次に商業銀行の負債の推移をみてみよう。表9は、全加盟銀行の預金債務の構成をみたものであるが、主要項目である要求払預金・有期預金に着目すれば、両者の趨勢の相違が目につく。要求払預金は、全預金債務に占める比重でみて、60%前後の水準から20年代を通して漸減傾向を示しているのに対し、有期預金は13—4%から35%にまで顕著な伸びを示している(注38)。

表10 各加盟銀行の主要預金債務の推移(単位100万ドル、各年6月残高)

	ニューヨーク市所在加盟銀行			準備市所在加盟銀行			地方加盟銀行		
	銀行間預金	要求払預金	有期預金	銀行間預金	要求払預金	有期預金	銀行間預金	要求払預金	有期預金
1919	1,372 (21.6)	4,364 (68.6)	191 (3.0)	1,504 (21.1)	4,104 (57.6)	1,159 (16.3)	399 (5.0)	4,756 (59.2)	2,710 (33.7)
1920	1,320 (21.2)	4,496 (72.3)	270 (4.3)	1,440 (17.4)	4,857 (58.7)	1,862 (22.5)	379 (4.0)	5,587 (58.7)	3,478 (36.5)
1921	1,019 (18.4)	4,094 (73.8)	240 (4.3)	1,113 (14.7)	4,248 (56.0)	2,056 (27.1)	288 (3.2)	4,830 (53.8)	3,791 (42.3)
1922	1,085 (17.5)	4,549 (73.4)	510 (8.2)	1,382 (16.0)	4,768 (55.3)	2,369 (27.5)	333 (3.6)	4,958 (53.1)	4,000 (42.9)
1923	1,125 (19.9)	3,884 (68.6)	574 (10.1)	1,359 (14.3)	5,116 (53.9)	2,831 (29.8)	370 (3.5)	5,384 (51.4)	4,634 (44.3)
1924	1,482 (21.2)	4,835 (69.3)	611 (8.8)	1,544 (15.3)	5,253 (52.0)	3,166 (31.3)	366 (3.4)	5,372 (49.5)	5,043 (46.5)
1925	1,449 (19.2)	5,317 (70.4)	746 (9.9)	1,698 (14.9)	5,825 (51.3)	3,694 (32.5)	438 (3.7)	5,784 (49.1)	5,475 (46.5)
1926	1,459 (19.0)	5,378 (69.9)	803 (10.4)	1,670 (14.0)	6,068 (50.7)	4,034 (33.7)	423 (3.4)	5,997 (48.6)	5,842 (47.4)
1927	1,602 (19.1)	5,784 (68.8)	986 (11.7)	1,696 (13.7)	6,062 (49.0)	4,443 (35.9)	429 (3.4)	6,007 (47.1)	6,235 (48.8)
1928	1,575 (19.3)	5,355 (65.5)	1,172 (14.3)	1,563 (12.3)	6,048 (47.7)	4,870 (38.4)	398 (3.0)	5,994 (45.5)	6,688 (50.8)
1929	1,477 (17.6)	5,690 (67.9)	1,115 (13.3)	1,496 (12.0)	5,992 (48.0)	4,771 (38.2)	362 (2.8)	5,903 (44.9)	6,754 (51.4)
1930	1,968 (19.0)	6,970 (67.4)	1,313 (12.7)	1,885 (14.6)	5,867 (45.5)	4,950 (38.4)	386 (3.0)	5,728 (44.5)	6,622 (51.5)

(注1) ()内の数字は総預金債務に占める比率を表わしている。政府預金、郵便貯蓄預金を除いているので各々3項目を合計しても100にはならない。

(注2) 準備市加盟銀行については前出表7の注2と同様。

(出所) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, p.81, p.93, p.99

さらにこれを貸付・投資の場合と同様にニューヨーク市所在、準備市（ニューヨーク・シカゴ以外）所在、地方加盟銀行についてみれば、大きな相違が認められる。ニューヨーク市所在加盟銀行の預金債務の構成における特徴点は、第1に要求払預金の比率が高いこと、第2に他に比べて極端に有期預金の比率が小さいこと、第3にコルレス網による銀行間預金の集中のためこの比率がかなり高いこと、である。これに対し地方銀行では、有期預金の比率が大幅に高く、20年代末には要求払預金と逆転して50%を超える水準にまでなっている（注39）。

ただここでもこのような全体の傾向に対し、1920年恐慌時と1929年大恐慌時にはかなり目立った動きがみられるので、この点注意せねばならない。1919年と20年を比較した場合、要求払預金は大きな伸びを示している。要求払預金の増減は、商業銀行の信用創造の結果をあらわすものであり、大戦後ブームによる銀行の活発な信用創造があらわされているといえる。また有期預金も大きな伸びを示しているが、これらによる預金債務の増大はニューヨーク以外であらわれているのである。1920年と21年を比較した場合、要求払預金が低下しているのに対し有期預金は増大している。要求払預金の低下は、銀行間預金の低下とともに、20年恐慌による信用逼迫を表わすものであり、さきにみた貸付の低下に対応するものである。

1929年と30年を比較した場合、要求払預金・有期預金ともに増大している。ただ要求払預金の増大は、ニューヨーク市所在加盟銀行にだけみられ、その額が大きいため全体が伸びているのである。大恐慌の影響がこの段階では地方銀行にまずあらわれているという状況がこの点からも明らかである。要求払預金の伸びは、特に20年代後半には停滞的であり、ニューヨーク以外のところでは26—7年がピークとなっている。これは、全貸付額が伸びているのに対し商業貸付の比率が低下しているため、要求払預金形式での信用創造が停滞的であるためである。

さて商業銀行の資産・負債構成の変化をみてきたが、これにより商業銀行の信用創造の向かう方向が変化していった様子がみてとれる。貸付・投資を中心として商業銀行の資産構成の変化をみれば、1920年代にいわゆる商業貸付であ

る「その他貸付」がその比重を低下させ、証券担保貸付や不動産担保貸付が増加傾向をみせたということ、総投資に占める証券・債券投資の比重の増大、これらは商業銀行がその資産構成面でみて、いわゆる健全銀行主義から離れて、その業務内容を変化・多様化させていったことを窺わせる。預金債務のなかで
有期預金の増大は、短期借りの短期貸しというパターンからのずれを示している。

証券投資に加えて、商業銀行の証券の発行・引受業務への進出などにより、分離銀行制度が制度的に確立される以前に、商業銀行は「百貨店銀行業 (department-store banking)」と呼ばれるような多様な業務展開をしていたのであった。商業銀行は、証券投資を積極的に展開するため投資部や信託部を
自行の中に設置し、証券市場との連繫関係を緊密なものにしていった。

また商業銀行と証券市場との結びつきについて重要な役割を果たしたのは商業銀行の証券子会社 (the security affiliates) の設立である。国法銀行の本

表 11 国法銀行・州法銀行で証券業務に従事している銀行数と証券子会社を持っている銀行数
(銀行数は各年初頭のもの)

	国 法 銀 行			州 法 銀 行			合 計	
	証券業務に 直接従事し ているもの	証券子会社 を営んでい るもの	(注) (%)	証券業務に 直接従事し ているもの	証券子会社 を営んでい るもの	(注) (%)		(注) (%)
1922	62	10	0.9	197	8	12.4	277	2.8
23	78	17	1.2	210	9	13.5	314	3.2
24	97	26	1.5	236	13	15.9	372	3.9
25	112	33	1.8	254	14	18.2	413	4.3
26	128	45	2.2	274	17	20.7	464	4.9
27	121	60	2.3	290	22	23.8	493	5.4
28	150	69	2.8	310	32	29.5	561	6.3
29	151	84	3.2	308	48	30.2	591	6.8
30	126	105	3.2	260	75	31.4	566	6.8
31	123	114	3.5	230	58	29.3	525	6.7
32	109	105	3.5	209	53	31.4	475	6.8
33	102	76	3.6	169	32	28.3	379	6.8

(注) 各欄の%で表わした数字は国法銀行総数・州法銀行総数・両方の合計行数各々に占める比率である。

(出所) W. N. Peach, *The Security Affiliates of National Banks*, 1941, p.83

格的な証券子会社の設立は、第1次大戦前にすでにみられる。1908年の First National Bank of N. Y. の証券子会社 First Securities Co. の設立、1911年の National City Bank of N. Y. の証券子会社 National City Co. の設立などがその代表的な例である(注40)。

その後1920年代にはいり大手の商業銀行や信託会社が相次いで子会社を設立した。表11は、証券業務に直接従事している国法・州法銀行の行数と証券子会社をもっている行数を示すものであるが、20年代を通して増大している様子がわかるであろう。国法銀行についてみれば、全体に占める比率はかなり小さいが、例えば社債発行の発起件数や発起量で見れば重要な位置を占めており、大都市所在の大規模な銀行が中心となって証券業務への進出をはたしたものと考えられる(注41)。

商業銀行は、以上のような展開を示しながら、自ら証券発行の引受業務や分売業務に進出し、1920年代の特に後半には証券市場との深い連携関係を持つに至ったといわれるような状況を呈したのであった(注42)。

(注30) G. G. Munn, F. L. Garcia, *Encyclopedia of Banking and Finance*, 1973, p. 700, L. Currie, *op. cit.*, p. 701.

(注31) Currie, *op. cit.*, p. 699.

(注32) 平田喜彦「一九二〇年代のアメリカにおける銀行資産構造の変化」『経済学季報』第12巻第1, 2号, 1962年, 122頁以下参照。

(注33) 「1929年秋の株式市場の破綻に至るまで、引き受け額は、金融状態が緩慢になったため次第に増大していった。それによって利子率やコストが低く長期の形態でかあるいは資本証券の形態で資本をえることが可能となった。この期間の間、年々の企業証券引き受け額は次第に大きくなり公開市場で起債されたコマースナル・ペーパーの額を上回り、29年にピークに達した。」Foulke, *op. cit.*, p. 20.

(注34) Currie, *op. cit.*, p. 708.

(注35) *Annual Report of the Comptroller of the Currency* 1913, p. 774.

(注36) 近沢敏里『現代アメリカ商業銀行論』文雅堂銀行研究社, 1971年, 16頁参照。

(注37) *Annual Report of the Federal Reserve Board*, Vol. 14, 1927, p. 266, マクファデン法の内容については pp. 42-5 も参照。

(注38) 有期預金の増大傾向については, D. R. French, "The Significance of Time Deposit in the Expansion of Bank Credit, 1922-28", *The Journal of Political Economy*, Vol. 39, No. 9, Dec. 1931, L. W. Towle, "Time Deposit and Price

Stability, 1922-28", *American Economic Review*, Vol. 25, No. 4, Dec. 1935 参照。

(注39) 商業銀行の資産・負債構造の変化についてみてきたが、これらの関連については、連邦準備制度理事会の年次報告書に20年代の回顧として次のようにまとめられている一節が簡単な展望を与えている。

1922年から27年までの期間に、継続的な金流入と、有期預金の比重増大による加盟銀行の準備負担の相対的減少によって、低利子率と資金過剰がもたらされた。そこで銀行は証券投資にむかい、とくにコール・マネー市場での証券担保貸付を増大させたが、その重要な要因が産業金融方式の変化であった。資本市場における条件の有利さは、多くの企業が大量の証券を発行する原因となった。それは多くの場合、直接的なファイナンスの必要を超えて発行され、またその証券売却高の一部で貸付が返済された。さらに、企業の証券の購入は、多くの場合購入価格の一部を銀行から借り入れ、その証券を銀行に担保としておいた。その結果、銀行の直接的な産業・商業企業への貸付は相対的に減少し、他方証券担保貸付は増大した。

(*Annual Report of the Federal Reserve Board*, Vol. 16, 1929, pp. 4-5.)

(注40) W. N Peach *op. cit.* pp. 61-3.

(注41) 松井和夫「兩大戦間期のアメリカ証券市場」『証券経済』第107号、1969年、45頁
森果「第一次大戦～一九二〇年代のアメリカ資本主義」宇野弘蔵監修『講座帝国主義の研究 3 アメリカ資本主義』青木書店、1973年、243頁参照。

(注42) この点に関しては中村通義「アメリカにおける銀行の集中」『経済学研究』(北大)第18号、1961年、71-2頁、森果「大戦間におけるアメリカの資本市場と投資銀行」『経済学研究』(北大)第13巻第1号、1963年、135頁、179頁、松井和夫前掲論文44-8頁参照。なおこの時期の商業銀行の信託業務の展開をも含めて業務展開の変化・多様化については、青山和司「アメリカの商業銀行における証券・信託業務の展開」『経済学研究』(九大)第50巻第3・4号、1985年2月、参照。

5. 結びにかえて

最後にこれまでの検討をふまえて、戦間期にアメリカにおいて登場した転嫁流動性理論の理論的性格について一応の評価を試み結びにかえることにしよう。

転嫁流動性理論が最初に提起された1917・18年といえ、第一次大戦中であり、また連邦準備制度が設立されてから間もない時期であった。連邦準備制度のいわゆる中央銀行制度としての機能がまだ十分に発揮されておらず、議論は

もっぱら第一次大戦前の銀行制度を表象に浮かべてなされた。

その後、1920年代の繁栄と商業銀行の資産・負債構造、業務展開の変化・多様化を背景として、転嫁流動性理論は普及していったのであった。その底流には、ウェスターフィールドが簡潔に指摘したようなアメリカに固有な金融環境があった。また1920年代における繁栄は、企業の自己金融化・企業金融方式の変化を可能とさせ、そのことによって商業銀行は資金調達面では比較的豊富な貨幣資本の流入がある反面、資金運用面でそれを商業貸付に十分に充当できないという状態におかれており、新たな業務展開を差し迫られていた。1920年代における証券担保貸付や不動産担保貸付それに証券投資の大きな伸びは、そのような金融環境に対する商業銀行の対応策であった。資産運用面でこのような行動をとらざるを得なかった商業銀行の行動原理として、従来の自己流動性論にかわり転嫁流動性の理論が認められていったのであった。

転嫁流動性理論は、金融市場（証券市場）の発展にもとづく銀行流動性の支点の変化・拡大に対応した銀行営業資本（banking capital）の行動を説明する理論として登場した。商業銀行の信用創造操作が、銀行営業資本において従来の商業貸付を中心としたものから証券関連の貸付・投資に比重を移さざるを得ないという状況を背景として、転嫁流動性理論における信用創造の捉え方は、本来的な再生産過程の連続性とは切断されたものとなっている。古典的な意味での商業銀行の信用創造は、資産側でいえば、手形割引を主要なルートとして、貸付項目のうちいわゆる商業貸付部分を中心として銀行資産の自己流動的性格を保持しようとする行動としてあらわれる。負債側でいえば、それに対応して当座勘定の設定という形での短期債務の創出を行い、預金貨幣の創出と振替・相殺制度の整備に基づいて、現金節約体系を展開することによって、銀行資産流動性を高める努力がなされる。資産側という手形割引・負債側という当座勘定の設定は、産業資本の再生産過程の連続性の銀行資本における表現である。だがこのような銀行流動性の維持メカニズムに対し、収益資産の構成の変化に対応して、再生産過程の連続性とは直接には切り離された銀行資本の行動原理をあらわす信用創造論の代替理論・「一変種」が必要とされたのであった。

この理論独自の発展は、恐慌時における取り扱いを中心問題として展開され

た。モルトンにおいては、恐慌時には資産のシフトは原理的に不可能とされていたのに対し、ミッチェルにおいては、恐慌時にもシフトを認める議論へと進んだ。ただここまでは、転嫁流動性機構の作動・維持にとって中央銀行の役割は明示的には導入されておらず、もっぱら商業銀行と利子生み証券市場としての金融市場との結びつきを中心としていた。ウェスターフィールドに至り、恐慌時においても中央銀行信用の作動が転嫁流動性理論の重要な一構成要素として導入されることになった。このような理論展開の背景は簡単にいうと、アメリカにおける1920年恐慌・1929年大恐慌の経験とそれに対する銀行制度の対応にあった。

アメリカ商業銀行の現実のポートフォリオ運営を基礎として出てきた転嫁流動性理論の論理構成は、資産シフトを中心的な問題としていることから、銀行資産の問題側面で捉えられる。恐慌時においても妥当するものとして理論的に「洗練」され、商業貸付理論にかわる「一般的な銀行理論」として普及したのである。恐慌時の問題をシフト過程のなかで処理することによって、古典的な自己流動性にもとづく銀行理論という足場を切り離し、問題領域を銀行制度と金融市場のところに上向させているのである。