

第一次大戦後のライヒスバンク政策：  
第一次大戦後のドイツ資本主義における外資導入と  
中央銀行政策(二)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2011-08-12 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 居城, 弘 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.14945/00005810">https://doi.org/10.14945/00005810</a>

# 第一次大戦後のライヒスバンク政策

——第一次大戦後のドイツ資本主義における外資導入と中央銀行政策(二)——

居 城 弘

## 三、外資流入と市中信用の構造

### (1) 安定後の信用構造の問題

ドーズ案に基いて再建の端緒を与えられた戦後ドイツ資本主義は、賠償負担の下で、経済の再建と世界経済への再進出のコースを切り拓くにさいして、なお著しい困難な課題の解決を迫られた。とりわけ、年々の巨額の賠償負担が課せられていたことから、復興再建のコースは、同時に、賠償支払能力を伴うものでなければならなかったことがあげられる。戦前、ドイツ経済は高い輸出依存度(特に基軸的部門である重化学工業においては、その生産額の20~30%を海外で実現していた<sup>(1)</sup>)をしめしていたのであるから、ドイツ経済の復興再建は、たんに生産の拡大だけでなく、輸出の拡大をも達成することが必要であった。

しかしながら、戦後の現実には、ドイツ重化学工業の世界市場における国際競争力の相対的弱体化に規定され、世界の重化

学製品の輸出貿易にしめるシェアは著しく衰退した<sup>(2)</sup>。(一九一三年比で一九二五年には、鉄鋼、電機のばあい、ほぼ半減した。) 国際競争力の相対的弱体化に起因する世界の輸出貿易にしめるシェアの低下に対して、ドイツ重化学工業がその生産力的基礎の拡大・強化を必須のものとしたことはいうまでもない。それは、合理化投資を基軸とした新たな生産力水準の形成をめざして、「産業合理化」運動<sup>(3)</sup>として展開されたものであったが、合理化の推進にあたっては、大戦後のドイツ資本主義に特徴的な一側面ともいえるところの、「過剰資本」と「資本不足」問題につきあたらざるをえなかった。

過剰資本の問題というのは、戦後のドイツ工業が、インフレ期に、インフレ利得をめざした「物的価値への逃避」の手段として、劣悪な生産設備をも買収・拡張し、そのため、生産技術的関連の希薄な諸部門を抱え込むことによって、その生産的基礎じしんが過度に膨張し、インフレ的水ぶくれ状態に陥入っていたことを指す。このようにして集積された生産設備の多くが、安定恐慌後の合理化の進展のなかで、なんらかのかたちで整理されざるをえないものであったことは、容易に理解されうるところであろう。だがしかし他方では、合理化投資の推進にあたって、その投資資金源泉の著しい不足という事態がもう一つの問題として登場してこざるをえなかった。これは、ドイツ資本主義の再建の型を根本的に規定することになったいわゆる「資本不足<sup>(4)</sup>」に他ならない。

この資本形成の絶対量の不足を惹起した要因について、生川栄治氏は次のように指摘している。「この期間のドイツ貯蓄能力を減少した諸要因のうち、異常に高い租税負担がその重要さで先頭に立つものと指摘したウエルターの見解は、当時高調された資本不足<sup>(5)</sup>高金利問題の本質をつき、それを構造的につかもうとする萌芽を示したものと見てよいであろう……(中略)……すなわち直接には大インフレーションによって、中産階級が脱落して低所得層の比重が増大し、資本形成の源泉に著しい変化が生じた。元来は、これら中産層はその貯蓄分を有価証券市場に投資(国債・抵当証券・株式)したものであったけれども、増加した低所得層はその貯蓄分を単に貯蓄銀行に預けるか、またはそれをまったく自分

の住宅に投下するにとどまることになった。そのうえ、社会保険、家賃税を通じて、公共体における貨幣蓄積の比重も著しく増加した。<sup>(5)</sup>

生川氏の指摘されるように、「資本不足」が、したがってまた「ドイツの貯蓄能力の減少」が、インフレーションによる中産階級の没落に代表される所得構造の変化と、戦後の租税、社会的諸公課の増大によるという側面をもつことはたしかであるが、かかる基礎の上で、前述の、インフレ期における生産設備のインフレ的膨張の整理が、具体的には、合理化投資というかたちで遂行されざるをえないという側面との関連で把握される必要があるように思われる。戦争による「再生産外消耗」や、実物賠償・領土ならびに生産資源の割譲などによる、資本の消尽という条件のもとで、その限りで縮小再生産を余儀なくされたという事情があるが、しかし、「資本不足」という事態を、資本の絶対的不足という側面だけにとらえるわけにはいかない。何故なら具体的には、インフレ的膨張の結果としての過剰の存在とその整理が、合理化投資の展開を通じて遂行されざるをえないという問題局面との関連での「資本不足」だからである。

このように、「資本不足問題」を、「過剰資本の下での資本不足」とおさえることができるならば、ここでの「資本不足」は、具体的には、合理化投資のための貨幣資本形態での資本不足なのだと考えられよう。

中央銀行の政策展開をあとづけようというここでの課題との関連で、つぎに、「過剰資本の下での資本不足」<sup>(6)</sup>を基抵として、そうした条件のもとで、具体的に、企業の資金調達をめぐる諸論点と、資金供給の側の問題を、市中の金融構造の問題を中心にしてとりあげる。そこでは、戦前型の構造の変容と、それを規定した要因の分析も不可欠である。中央銀行政策の検討は、かかる市中レベルの信用構造の分析をふまえて行なわれることになる。

注(1) 大島清編、「世界経済論」、勁草書房。一二五頁

(2) 戦後ドイツの輸出貿易の衰退を生み出した重化学工業部門の国際競争力の相対的弱化的原因として次の三点が指摘される。①「アメリカの重化学工業が二〇年代初頭にいち早く産業合理化を遂行し、圧倒的な生産力を擁して進出したこと」である。この点から、「ドイツのシェアの後退は主にアメリカによって蚕食されたもの」といえるのである。②として、「戦前ドイツ重化学工業製品の主要な輸入国であったイギリス・フランスなども戦後は重化学工業の発達によって世界市場に進出するようになったこと」があげられる。さらに③として、「主要資本主義国における重化学工業の発展は戦後の国際競争を激しくし、高度の関税障壁を生みだしていた」こと、とりわけイギリスなどの場合には国内の新興産業としての化学・電機工業のために、「ドイツに対抗することにかなりの重点をおいた」輸入規制を行なったとされる。(以上何れも、楊井克己編、「世界経済論」、東大出版会、三四六頁による。)

(3) 産業合理化問題については既に多くの文献がある。R. A. BRADY, *The Rationalization Movement in German Industry*, A. Study of Economic Planning 1939. および有沢・阿部、前掲書等を参照

(4) 高金利・資本不足は、大戦後を一貫する構造的特徴ともいえる。この問題に関しては、E. Welser, *Die Ursachen des Kapitalmangels in Deutschland*, 1931.

(5) 生川栄治、「現代銀行論」、日本評論社、五四頁

(6) 景気循環論の視角からみた場合に、現実資本の過剰の表現としての貨幣資本不足なる事態の現出する局面があるが、この問題を直接、景気循環論視角だけで説明することはできないように思われる。より構造的視角にもとづく必要がある。

## (2) 企業金融と市中信用の構造

第一次大戦後のドイツ経済の構造変化は、種々の側面から指摘されるところであるが、その点は銀行信用の部面においても、また、証券市場においてもいえることである。そこで先づ、企業金融と市中の信用構造の変化の問題を、市中金融市場の中心であるベルリン大銀行の業務態様の変化を中心に見ていくことにしよう。<sup>(1)</sup>戦前らい、ドイツ大銀行の産業への信用供与とその流動化機構との有機的結合は、大銀行と産業との結合の根幹をなすものとしてつとに強調されてきたこと

るである。それは、具体的には、銀行による交互計算信用による固定資本信用が爾後での証券発行業務により流動化されるという関係を通じて、大銀行の産業への支配的影響力が形成されるというものとしてしめされるところの、したがって、銀行タイプとしていえば「兼営銀行制」として知られるものであった。

こうした「兼営銀行」形態は、戦後、著しい変容を余儀なくされたのである。それは、端的には大銀行による証券市場業務の縮少のうちにみることができ、(第一表)大銀行の証券発行業務の動向を示す貸借対照表上の「所有有価証券」、「シンジケート参与」、「銀行への永続的参与」は軒なみに縮減している。これは、銀行による証券発行業務の基盤をなす証券市場の構造が狭隘化し証券発行自体が制約されざるを得なかったことによるのであるが、証券市場が狭隘化し、証券消化能力が低下したのは、さきへのべた「資本不足」を生じさせた事情にもとづくことはいうまでもない。(証券市場の沈滞が、資本不足による、証券市場への投下市場の縮少を招き、証券発行による資金の調達、流動化のメカニズムの作用が妨げられることは、産業の資金調達に影響を及ぼさずにはいない。)

証券発行市場での流動化の条件が著しく縮少したなかで、ドイツ大銀行の授信業務の中心をなすものとしての交互計算信用はどのような推移・発展をたどったであろうか。その点を第一表によって、ベルリン大銀行の資産勘定項目についてみると、「手形、小切手、無利子蔵券」と、交互計算信用によるところの「当座貸越」が圧倒的な比重をしめていることが分る。両者を併せると六割強であり、ベルリン大銀行は、産業企業の資金需要に対して、主にこの二つの形態で信用授与を行っていたことになる。しかし、両者の資産総額中にしめる割合を戦前水準との対比でみると、「手形、小切手等」は、ほぼ戦前の水準と同様の傾向をしめしているのに対し、「当座貸越」の場合には、戦前水準をうわまわる増大傾向が確認できる。このことから、戦後の産業企業への資金供給ルートとしての交互計算信用の意義は極めて大きかったといえるだろう。

表1 ベルリン大銀行のバランス・シート

(構成 %)

		13	24.1.1	24	25	26	27	28
資 産 %	現金・外国貨幣	4.6	6.2	5.0	4.6	3.7	3.7	3.9
	手形・小切手	22.7	2.2	22.0	22.9	21.9	20.9	22.8
	ノストロ債権	4.1	27.1	16.1	11.8	11.0	11.7	10.3
	ルポール・ロンバード	9.7	0.1	1.1	2.2	10.1	6.0	5.9
	商品担保貸付	6.5	4.4	6.7	8.1	6.4	8.7	12.8
	当座貸越	37.6	30.6	38.0	42.2	40.1	42.8	39.4
	所有有価証券	5.1	3.4	1.5	1.2	1.4	1.2	1.1
	引受団参与	4.1	4.3	1.7	1.3	0.9	1.3	1.1
	永続参与	3.7	7.4	3.4	2.5	2.0	1.7	1.5
	その他不動産	1.9	10.7	4.5	3.3	2.5	2.0	1.7
負 債 %	株式資本金	14.5	26.8	11.6	8.3	7.2	5.9	4.6
	積立金	4.5	10.0	4.3	3.3	3.0	2.7	2.3
	預金	61.9	62.6	82.0	82.9	83.9	85.8	86.7
	ノストロ債務	0.3	—	0.2	0.0	0.0	0.0	—
	顧客借入金	0.4	—	5.1	7.0	4.1	7.1	11.2
	国内銀行預金	5.4	—	12.3	10.0	10.2	8.6	9.5
	その他の預金	55.8	—	64.3	65.9	69.6	70.1	66.0
	引受手形小切手	17.0	0.1	0.6	4.3	4.6	4.4	3.7
	その他	2.2	0.6	1.4	1.3	1.4	1.1	1.8
	実額 (億MK)	78.39	16.91	38.96	54.54	71.13	88.69	108.91

第一次大戦後のライヒスバンク政策

1931年は7行、24~27年は6行、28年は5行 Die Bank 所収のB/Sより  
小湊 繁、前掲論文、47頁より引用。

交互計算信用の比率の増大傾向は、二四・二五年における産業の資金需要の増大と対応するものであり、この資金需要の増大は、通貨安定後しばらくの間、インフレ期に生じた「実物価値への逃避」に伴なう運転資金の欠乏を補うためのものであり、さらには「合理化」の進展による固定資本投資のための需要増大によってもたらされたものである。

※生川栄治「現代銀行論」によれば、この期の信用需要の増大について、W・ハーゲマンに拠りつつ、次の指摘をしておられる。即ち、「それは、インフレにより枯渇した工業の現金を再びみだし、ザール工業地区(ドイツ鉄工業の三分の一)喪失による工業集団再編成を融資し、ならにつづいて、必要な合理化を遂行するためのものであった。しかるに当時、株式、社債のための国内資本市場はあまり調達能力がなかったため、多くの会社に抜け道として交互計算信用のみが残り、これらの会社は、証券発行の可

能性が改良されたのちに長期資本調達によってこの信用を再び返済することを期待したという事情である。」

[W. Hagemann : Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie, 1931 S. 51. 生川栄治・前掲書五八頁]。

※※『バンク』誌によれば、当座貸越が特に増大した理由として、当時の貨幣市場が供給者市場となっており、銀行は、手形割引よりも収益の多い当座貸越を嗜好したという事実を指摘している。またこの残高のなかには「凍結した」(eingeforen) 信用がかかり高い比率で含まれていたという。[Die Bank 1926 S. 261 加藤栄一、『ワイマル体制の経済構造』一三四頁。]

かかる交互計算信用の増大傾向にせめられる、ドイツ大銀行の授信業務・能動業務の推転に照応して、受信業務の面においてはさらに一層の変化をとげた。前掲表のベルリン大銀行の負債勘定項目は、ドイツ大銀行が、かかる資金需要に対応する資金の調達を、主に債権者勘定での預金の集中(吸収)によって行なったことをしめしている。とりわけ運用総資金にたいする預金(債権者勘定)総額の割合は、平均して戦前段階における六〇%台の水準を大きくうわまわり、戦後段階においてほぼ八〇%という高い割合をしめているのである。さきに指摘した信用銀行の能動業務面にあらわれた変化と、ここでの預金取引のウェイトの著しい増大を併せ考えるならば、一見したところでは、ベルリン大銀行が、戦前すでにその萌芽をみせていた預金銀行化Ⅱイギリス型商業銀行に転成・同化したとの見解を肯定しうるかというただちにそうはいえないのである。何故ならば、いわゆる「兼営形態の衰退傾向」を必然化せしめた流動化の基盤の変化Ⅱ証券発行による流動化機構の縮少、制限という事態は、「衰退傾向」すなわち「イギリス型商業銀行への転成・同化」の傾向それ自体のうちに、矛盾を内在化させることなしには進展しえないということに他ならない。それは、合理化投資のための設備信用をも含むものとしての交互計算信用が、証券発行市場の沈滞、証券市場の資金調達能力の縮少によって、ベルリン大銀行の発行業務が縮少・低滞を余儀なくされるといふ事態のもとでは、(再生産過程の流動的性が円滑なものとして保たれている限りは顕在化しないもの)信用業務と発行業務の接合・連動のメカニズムの展開が制約されることによって、



信用回収機構の欠陥＝流動ギャップの拡大という矛盾の性質を止揚するものではなかったということが、指摘されなければならぬ。

そればかりではなく、ほかならぬ「預金銀行化傾向」という事態の進展それ自らのうちにも新たな矛盾を内在化せしめる要因のあったことが指摘されなければならない。それは大銀行の預金量の拡大が、ひとり国内の預金のみによってなされたのではなく、後述するように外国短資のしめる割合がきわめて大きく、短期外資依存というかたちで進展したものであるという点である。

第三には、交互計算信用の証券発行による流動化機構が、おそかれはやかれ、何らかの形で機能せざるをえないものであり、事実、国内の経済の拡大により、証券市場の回復と証券発行の拡大が二六、七年頃よりみられるものの、ここでもまた証券流通・発行に所要の資金が、一方では前述の短期対外債務の形成によって支えられ、他方では、長期外資の流入によって支えられるという長短外資への依存構造のもとで進展したという性格をまた濃厚なものとしていたという点が強調されるべきである。それゆえ、次にこうした長短外資の流入の実態をおさえておくことにする。

注(1) この点については以下の諸著を参照 *Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Der Bankkredit, 1930, Berlin, P. Barret Whale, Joint Stock Banking in Germany, A study of the german creditbanks before and after the War, 1968, W. Hagemann, Das Verhältnis der deutschen Grossbanken zur Industrie, 1931, および、塚本健『ナチス経済』、東大出版会、一九六三年、生川栄治『現代銀行論』、日本評論新社、一九六〇年、加藤栄一、『ワイマル体制の経済構造』、東大出版会、一九七三年、小湊繁、『相対的安定期におけるドイツの大銀行と産業の資本蓄積(一)』、『東大社研・社会科学研究』、第二三卷・第一号)*

(2) 「兼営制の衰退傾向」を一面的に絶対視することができないことはいうまでもない。これは、戦後の大銀行と産業との関係の評価と密接なかわりを持っている。また、次にのべる外資との関連で、大企業が資本調達にあたって、外債発行ないし自己金融に

重心を移し、交互計算信用は、中小規模の企業への信用に特殊化したとすることも不適切を免れない。後述するように、外債発行は、極く一部の独占体にとってのみ可能とされた資本調達方法なのである。

### (3) 外資流入と貨幣信用構造

「相対的安定期」ドイツ資本主義への外資の流入を大別して、短期資金と長期資金とにわけて分析することとしよう。<sup>(1)</sup>ドイツ大銀行の短期外国債務は二つの形態において形成されたものである。手形保証信用と外国現金信用がそれである。先づ前者の形態についてみる。「戦前期においては、ドイツの対外貿易金融は、そのかなり増大する部分においてドイツ諸銀行の引受手形によって行なわれた<sup>(2)</sup>」のに対して、通貨安定後は、「輸出入とも現在では基本的に、外国諸銀行の引受手形によって金融される<sup>(3)</sup>」ようになった。その理由は、(1)戦後、ドイツの市中割引市場が縮少し、割引能力が縮少したことと、(2)「資本不足」に起因するドイツの高金利による外国との利子率差の存在による。(2)は、「外国諸銀行にとっては、自国内であげうるよりも高い利子を得られるということであり、ドイツの諸銀行は、国内資金に対してよりも、外国貨幣に対してはより少ない利払いによって可能となる<sup>(4)</sup>」からである、(3)、それにドイツの通貨の不安定性という事情があげられる。こうして「国際支払取引におけるマルク為替手形の殆んど完全に近い重要性の喪失<sup>(5)</sup>」が生じ、それに代って、外国銀行の引受手形が用いられることとなった。「この引受信用は、ドイツの諸銀行によって、顧客のために媒介されるのであり、ドイツの諸銀行はこれに対して債務者として現われる。<sup>(6)</sup>」「つまり貿易手形の外国銀行引受をドイツの銀行が仲介するばあいに外国銀行に対して生じる債務が、手形保証信用である。この信用はドイツ諸銀行のバランス・シートにおいては「顧客のための第三者からの借入れ *Seitens der Kundschaft bei Dritten benutzte Kredit*」なる項目に現われ、それに照応する資産項目では、「荷送りされた、または、庫入れされた商品にもとづく前貸 *Vorschüsse and verfrachtete oder eingelagerte Waren*」に記入される。<sup>(6)</sup>このように、もともと対外取引に基礎をおき、そこでの担保貸付の一種であ

表2 ベルリン大銀行の自行引受信用と外国の引受信用 (単位 100万 R. M.)

	1913	1924	25	26	27	28	29	30	31
自行引受	1212.3	21.7	236.2	323.6	394.1	403.6	472.6	645.0	861.6
顧客のための他 銀行からの借入	25.9	139.6	382.1	292.9	631.9	1215.9	1624.9	1868.1	1045.5
計	1238.2	220.3	618.3	616.5	1026.0	1619.5	2097.5	2513.1	1907.1

資料 Der Bankkredit, S. 90

る手形保証、いわゆるランブール業務より発展したこの引受信用が、通貨安定後、ドイツの銀行の媒介による外国銀行引受信用なる形態で、短期外資の流入の一形態となったのである。ドイツ諸銀行の自行引受信用と外国銀行引受信用の関係をしめした第二表によれば、国内の貨幣市場が緩慢化し、主要な国際金融市場との利子率格差がもっとも縮小した二六年を除き、外国銀行引受信用が、ドイツ諸銀行の自行引受信用を上まわる増加をみせているが、特に二七年以降そのひらきは顕著なものがある。この増加は、「船積書類なき貿易手形信用 ドキュメント Remi-bours ohne Dokument」の増加、つまり、実際の商取引の裏付けをとまなわれない、融通手形取引の形で、短期外資が企業の運転資金の融通のために導入されるに至ったことをしめしている。こうして、本来、安定的であるべき貿易手形保証信用は、商品取引の実体を欠いたままで、国内の商品流通の促進のために、さらには合理化の目的のための資金調達に利用されるという内実をもつものとして急増したのである。

しかし短期外国資金導入のもう一つの形態である外国現金信用は、ヨリ投機的浮動的性格をもつものであった。というのは、外国現金信用(外貨貸付)は、外国の金融機関から外貨で期限つきで与えられ、ライヒスマルクで利払いが行なわれる貨幣と、経常的勘定で日々満期となるライヒスマルク資産とで構成されるものであるが(これは、ドイツの諸銀行のバランスシートでは、「その他債権者勘定」に、国内の預金と一緒にして表示される)ドイツの諸銀行にとつて特に大きな意義を有し、外国現金信用の主要構成部分をなすものは「期限つき貸付 Gelder auf feste Termin」である。これは、国際間の金利差を求めてドイツに流入する短資で、通

例一〜三ヶ月期限で（しかし六ヶ月期限やさらにそれ以上のものもあった）貸付けられ、国際金融市場の動向に応じて繰延べ、回収されるが、それはしばしば年間を通して貸付が継続する場合が多かったといわれる。しかし「外国現金信用は、国際的な利子差額を利用して与えられるものであったから、純粋に投機的な性格をもち、信用解告または繰延べ停止の危険がとくに大きかったのである。そのため、ドイツの銀行はこの信用の一部を外国銀行に預金して流動性準備金とし、この部分は他銀行にたいする債権（*Nostroguthaben bei Banken und Bankfirmen*）なる項目にふくめて表示された。」以上二つの形態で、ドイツ諸銀行を経由して流入した短期外資の総体をしめた第三表によれば、（もともと短資については、その正確な算出が行なわれがたいという事情から推定にもとづくものであるが）、二つ推計値からおおよそ、二四―二六年にはベルリン大銀行の総預金にしめる外国短期資金の割合は二〇%台の水準であるが、二七年以降、その比率は急上昇をみせ、二八・九年にはほとんど四〇%を超える部分が流入短資によってしめられていたということができるだろう。大銀行の総預金にしめる外国短資の比率の高さは、相対的安定期のドイツの貨幣信用構造の不安定性を根本において規定する要因であり、投機的性格の強い短期資金が、国際的な金利差の変動により、あるいは政治的、経済的安定性のいかなにより激変する可能性をはらんだものであることから、ベルリン大銀行の流動性の基盤自体が不安定なものとならざるを得なかったのである。兼営形態の衰退にともなう、預金の増大が内包するこうした要因を確認しておくことが重要である。

他方で、長期外国資本の流入についてはどうであったか。戦後、「資本不足」によって国内証券市場の資本調達能力が縮減を余儀なくされ、さしあたりは、交互計算信用の充用により長期投資を賄わざるを得なかったことについては既に述べたが、この信用が、早晚、流動化を迫られるものであったにも拘らず、それと証券市場の回復とのあいだには、依然として大きなギャップが存在していた。しかし、生産の回復と拡大に伴ない、証券市場に流入する資金量も徐々に形成されることになり、これによって証券市場も回復、拡大の兆しをみせることになった。その限りで、証券発行による長期資

表3 ペルリン総預金にしめる短期外資

百万MK (%)

	1924	1925	1926	1927	1928	1929
I	3193	4520	5970	7419	9670	10974
	660(20.6)	1030(22.7)	1450(24.2)	2640(35.5)	4020(41.5)	4475(40.7)
II		4588	5658	7632	9825	11866
		1288(26.6)	1612(28.5)	3006(39.7)	4904(50.0)	5789(48.7)

備考 上段は預金（債権者勘定）総額、下段は、そのうち外国権者勘定及びその比率

I 生川栄治「現代銀行論」66頁（Westphalによる）

II 塚本健「ドーズ案期ドイツ資本主義の国際金融関係」173頁（Lükeによる）

本調査の可能性が生じたことは事実であるが、しかしこれによって交互計算業務と証券発行業務の結合による流動化の機構が回復したとみるのは早計である。たとえば、前出したベルリン大銀行の資産項目中の「証券保有」、「コンソルチウム参与」勘定は、相対的安定期を通じても、戦前水準を回復することはなかった。これは、証券市場の一定の回復にも拘らず、ベルリン大銀行は、戦後においては、証券市場への関わりかたに戦前とはや、異なる態度をとるようになったのではないかということ（9）を推察させるのであるが、しかし証券市場の回復発展もその内容をみると戦前段階に比較して、たとえば、証券発行高にしめる確定利つき証券（特に国債・州債・自治体債券・抵当証券）の増大という差異が指摘できる。これは、証券市場での資金需要者の構造に一定の変化が生じたことを物語っている。つまり、この間、公的部門による債券発行の増大は、大戦後高まった政治的・経済的危機の緩和、解消の必要から、地方公共団体等の公的諸団体の長期資金需要を増大させたことによるのである。そのため起債市場において民間企業の債券発行が民間企業の長期債券発行と競合し、それを圧迫したのである。こうした事情以上に、より基本的なのは、長期債券の発行条件に関して、国内金利体系の高位水準に規定され、その平均表面利率の点で（二七年を別として）いづれも国内での債券発行の場合に外債発行よりも高かったこと、したがってまた平均発行相場も、外国での債券発行の方が高くなる傾向をしめしたことが挙げられよう。

そのため、低コストで調達できる外債発行の手段をより有利な長期資金調達のルートとしてより強く選択するようになった。しかし、外国での債券発行は、すべての企業にとって可能であったわけではない。民間社債の場合、外国金融市場でその企業の業績や、収益の将来性、担保の確実性等に関する信頼が存するということが前提となる。公共的団体の発行する確定利つき債券にしても、同様である。従って、外債発行による資金調達が実際に行ないえたのは、極く一部の大企業(R・クチンスキーによれば二四—二八年までに四〇社、四九種の社債)と、国や有力地方自治団体の発行するものに限られていた。<sup>(11)</sup> 第四表は、相対的安定期の外債発行の債務者ならびに債権国別構成をしめたものである。そこから、外債による外資導入の特徴をひきだすと、先づ第一に指摘できることは、債務者(債券発行者)構成において、いわゆる公的部門(ラント、プロビンツ、市、公益事業会社、公的金融機関)のしめる割合が極めて高いということである。二四—二八年までの外債発行額のうち、これらの部門によるものが五一%にのぼり、それに、ライヒへの賠償公債を含めれば、この間の長期外債発行のほぼ三分の二は、これらの部門によってしめられているということである。これは既に触れた如く、地方ならびに公的領域における長期資金需要が、産業合理化の進展に伴なう雇用問題の解決や、あるいは産業基盤の整備のための資金需要によって拡大していったことの現われである。しかし、シャハトの警告する如く、公的部門の外債発行が右の枠をこえて拡大し、「不要不急の奢侈的費用の部分」をも含むようになったことを留意しなければならぬ。<sup>(12)</sup>

第二に債権国の構成の点では、対ドイツ資本輸出にしめるアメリカの圧倒的な比重(約三分の二をしめる)がまず注目される。これは戦後のアメリカにおける過剰資本形成、海外投資圧力の増大によるものであるが、しかし、さらに細かく見ていった場合、債務者構成の点との関連では、アメリカの対ドイツ資本輸出のほぼ四分の三が、公的部門への投資であり、一方、民間産業(鉱工業)企業においては、公的部門の外債発行においてみられるアメリカとヨーロッパ諸国との比率よりも、アメリカの比重が低いという事実が確認できる。つまり、民間の基幹的独占体の外債発行は、公的部門にお

表4 1924~28の債務者, 債権国別の外債

(百万 R.M.)

債務者	債 権 国						合 計
	アメリカ	オランダ	イギリス	スイス	スウェーデン	その他	
ライヒ	461	51	245	60	28	120	967
ラント プロビンツ 市	490 74 329	57 11 29	62 17 83	36 — 5	7 — —	— 7 2	655 2103 448
公益事業会社	812	90	9	85	6	2	1006
産業(工)企業	885	291	215	120	36	17	1567
民間商事会社	319	78	42	5	22	—	467
公的金融機関	932	108	40	25	29	4	1142
宗教団体	54	78	—	—	—	—	132
合 計	4360	797	717	339	130	144	6490

[出所] R.Kuzynski; Deutsche Auslandsanleihen seit 1924  
(Schiften des Verein für Sozialpolitik 174 Band. S.17)

るよりも、よりヨーロッパ諸国の発行市場（オランダ、イギリス、スイス等）のウエイトが高いのである。

※ この2点は、相対的安定期のアメリカの対ドイツ資本輸出の性格とドイツの産業合理化の過程の関連を考えるばあい、示唆的であろう。しかしそういったからといって、対ドイツ資本輸出にしろめる、アメリカの圧倒的重要性を否定するものでは勿論ない。

※ 塚本論文によれば外債発行における、公的部門と民間部門の比率は年と追うごとに、前者のウエイトが高くなる、としている。

塚本健、『ドーズ案期ドイツ経済の国際金融関係』東大教養学部社会科学報告10

以上、外資の流入をその形態毎に特徴点を示してきたが、それに基づいて、長短外資の導入によって、企業金融・市中の信用構造が、結局のところどのような問題性を示すことになったのかについて一応のまとめを与えておきたい。

①、まず、短期外資の流入は、資本不足のもとでの信用銀行の預金形成の緩慢さを補完し、産業への交互計算信用供与を支えるという役割をはたしたことがあげられる。投機的性格をもつ外国短資が、信用銀行の媒介を通じて、産業の資金需要の主要な流路としての交互計算信用の拡大を可能とした

のであるが、証券市場の縮少という条件の下では、銀行の与えた信用の回収・流動化基盤は極めて狭いものであったといふことである。

第二に、短資流入Ⅱ産業への長期信用の授与と流動化機構の狭隘なる基盤という矛盾は、民間ならびに公的部門による長期外債発行による追加的資金流入によって一時的に陰蔽されたとしたことである。その場合民間の外債発行が、およそ四十社程度の極く限定された範囲の巨大独占体によってのみ可能であったという事情が考慮されなければならないが、ともかくそれによって巨大独占体の場合には、銀行信用の返済が可能となったただけではなく、合理化投資の促進を通じて、資本蓄積の起動因たりえたことによつて、相対的安定の達成をはたしえたといえるであらう。しかし外債発行という調達源泉を持たない、その他の大多数の企業の場合には、交互計算信用に依拠せざるを得なかつた。したがつてこの部分についての流動化問題は依然として残されたとみなければならない。だが、二六・七年に、国内証券市場の回復と一時的活況の局面では、可能な限り株式や債券の発行による流動化がはかられたのである。

この証券市場の一時的回復と活況が、産業合理化の進展による国内の資本形成（蓄積）・企業利潤の回復に基く証券市場への資金流入の増大によつてもたらされたという側面もみのがせないが、ヨリ基本的には、長期外債の発行によつて流入した長期資金が、資本の循環を促進させ、その結果、証券市場への流入資金の増大がもたらされたためであるとみるべきであらう。この点で、公共部門による外資導入の果たした役割が強調されるべきであらう。これは既述のようにそれら公共団体の下での雇用対策や、産業の蓄積のための基盤整備のための公共的支出を通じて、産業の蓄積の補完的作用をはたしたものであり、公的部門による長期資金導入が、かかる媒介的な機構を経て、さきの「流動ギャップ」を一時的に陰蔽しうるものであったことである。長期外債発行のかかる陰蔽的な役割は、二八年頃からのアメリカの株式ブームを一つの契機として、ドイツにとつて外債発行の大宗をなしていたアメリカでの発行が縮少しはじめ、外資導入が次第に困難になる



につれて矛盾の陰蔽自体も限界につきあたりざるを得なくなった点に明瞭にしめされているといえるであろう。

そして第三に指摘すべきことは、短資流入↓銀行の預金勘定の拡大↓交互計算信用↓証券発行による流動化↑公的・民間外債導入という形で一応は保たれてきた資本循環体系は、外債発行の困難化（はじめは、民間社債の、ついで公的債券の）によって、証券発行による流動化基盤を再び狭められることとなった点である。しかし、これによる交互信用の未回収も、さしあたりは短期外資の流入によって支えられはしたものの、問題は、信用銀行の総預金の形成が二八・二九年とほとんど増大せず、短期外資のしめる割合が、時を経るごとに高まっていく点にしめされるように諸銀行が、短期外資に依存する度合がいつそう強まり、しかも、諸銀行は、それによって取引所金融に大きく関わっていくという事態を生ぜしめた。こうして、銀行流動性の悪化が余儀なくされていくが、このことは、「流動性ギャップ」といわれる相対的安定期のドイツ市中信用機構の矛盾が、終局的に証券市場に転嫁されていたことをしめしているのである。

注(1) Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft. 『Der Bankkredit』, 1930. S. 82.

- (2) 『Der Bankkredit』 S. 88,
- (3) 『Der Bankkredit』 S. 90,
- (4) 『Der Bankkredit』 S. 89, 127,
- (5) 『Der Bankkredit』 S. 89,
- (6) 齊藤晴造、加藤俊彦等著、『金融論』時潮社 一五二頁。
- (7) 『Der Bankkredit』 S. 83,
- (8) 生川栄治、前掲書 六六頁
- (9) つまり戦前にみられた産業と銀行との永続的な関係よりは、むしろ、戦後段階においては銀行が発行業務に関わる場合でも、証券金融を通ずるたんなる媒介的な地位を守るようになったことが挙げられる。

(10) 加藤栄一、『ワイマル体制の経済構造』一三二八頁

(11) Schriften des Vereins für Sozialpolitik. 174 Band. Die Auslandskredite, in ihrer finanziellen, wirtschaftlichen und sozialen Bedeutung, 1928. Robert Kuzynski, Deutsche Auslandsanleihen seit 1924 SS. 12~15.

(12) H. Schacht. Die Stabilisierung der Mark, 1927.

#### 四、中央銀行政策の展開

(1) 「新銀行法」下での政策展開の条件

相対的安定期の市中信用構造、企業金融をめぐる動向が叙上の如き特徴をしめしたその同じ経過のなかで、一國資本主義の貨幣・信用の立体的構造のもとでの信用の「最終的拠点」、<sup>(1)</sup>「最後の貸し手」[The lender of last resort]としての中央銀行の政策展開には、具体的にいかなる政策課題が提起され、またその政策課題がいかなる基盤のうえで、どのような問題性をはらみつつ、実際に展開されていったのかを明らかにすることがここでの問題である。<sup>(1)</sup>

中央(発券)銀行の政策に課せられる課題は、<sup>(2)</sup>どのような特殊の段階においてであれ共通するものを持たざるを得ない。それは、一國の為替相場の安定、通貨価値の安定と国内信用量の調整という課題である。金本位制下においては、この課題は具体的には、一國の信用制度の軸点としての金準備の防衛という点に集約的に示され、中央銀行の国内信用の「最終的拠点」、<sup>(3)</sup>「最後の貸し手」としての機能は、金準備の防衛・確保という枠の中でのみ行ないうるものである。

戦後インフレからの貨幣信用制度の再建をみたドイツの中央銀行・ライヒスバンクの場合にも当然、こうした課題が提起されるものであった。しかし相対的安定期ドイツ資本主義においては、かかる一般的政策課題は、政策展開基盤の独自性に応じて、特殊な形態として提起されざるをえなかった。<sup>(3)</sup>

安定後のライヒスバンクにとっての第一の課題が、ドイツの通貨価値の維持、為替相場の安定にあったことは明白であ

ろう。これは、ドーズ案構想に止められていたように、ドイツの戦後再建に不可欠な外資導入を促進させるうえで必須の条件をなすものであったといえるであろう。そのためには、新銀行法において、銀行券の発券準備・兌換準備規定が、金・外貨による四〇%準備を義務づけられたことから知られるように（戦前は、三〇%準備規定）、銀行券の兌換性の保証は戦前に比してより一層厳格なものであることが要求されたのである。このことは、戦後のライヒスバンクの政策的重心が、何よりも先ず、ドイツ通貨ライヒスマルクの対外・対内兌換のための準備金の防衛に置かれなければならないこととを説明するものである。（この点と現実的措置との背離については後述）第二に、ライヒスバンクは、戦後の「資本不足」に対処して、民間への「安価な信用の供給」という課題を負わされたことがあげられる。その場合においても、国内通貨供給の伸縮性は、ドイツ通貨の兌換性の維持という枠内でのみ可能とされうるものであったことはいうまでもない。<sup>(4)</sup>

ライヒスバンクにとっての第一の課題は、単に国内的見地からのみ提起せられたものではない。既にみたドーズ案構想のもとでのライヒスバンクの位置づけからも分るように、ドイツの外資導入を円滑に進めるための制度的支持としてのドイツ通貨の安定性の確保、兌換性の維持は、外国投資家にとっての重大な関心事とならざるをえなかった。その点はライヒスバンクにおける外国人評議員の参加、発券に関する外国人委員の配置にみられるように、ドイツの発券制度は、国際的な監視の下に置かれることになっていたのである。

※ ボルンによれば、外国投資家にとっては、ライヒスバンクに義務づけられた、バランスシート週報において、金外貨準備率が四〇%の水準をどの程度越えているかが一つのメルマールとされていた<sup>(5)</sup>

ところでライヒスバンクが、国内通貨供給の調節を行なう場合、採りえた政策手段というものは、戦前段階に比較しても狭められたものであった。（法制上からも現実的にもそうである。）それは次の点に止められている。

先づ第一に、公開市場政策 *offenmarktpolitik*<sup>(6)</sup> の可能性は、新銀行法の規定により、ライヒスバンクの大蔵省証券引受

けが禁止されたことによつて、著しく狭められることとなつた。これは、インフレーションが蔵券の引受け、借替のメカニズムを通して昂進していった経過に鑑みて、こうしたルートが断たれることになつたものである。従つて第二に、戦前期においてと同様に、伝統的に中央銀行の政策手段とされる公定歩合政策（割引政策 *Diskontpolitik*）が、戦後のライヒスバンク政策の中心をなすものであつた。中央銀行政策がその効果を發揮する度合は、通貨供給にかんする市中の中央銀行への依存度が高ければ高いほど有効性を増大するものであるが、諸外国においても指摘されるように、国内の通貨供給が、預金通貨と銀行券発行に分化し、商業流通においてはその重心が預金通貨に移動することによつて、公定歩合政策はそれ自体としては有効性を希薄にさせられていくという歴史的な傾向をもっているが、この点をドイツについてみるとそこには二つの制度的（技術的）特徴を見出すことができるように思う。それはアングロサクソンの銀行制度における預金通貨制度に対応する大陸的銀行制度における振替取引制度 *Giroverkehr* の問題と、ライヒスバンクの手形割引の相手の問題の二点である。先づ補注において、小切手制と振替制の差異を左にしめしておくこととする。

※ 〆振替取引について

「小切手取引による支払は、支払人がその銀行にある自己の預金〆貨幣請求権を譲渡するという支払証書〆小切手を受取人に手渡し、ついでこの小切手が支払人の銀行に呈示され請求権の転記・振替がここではじめて行なわれることにより完結する。振替取引では、支払人がその貨幣請求権を受取人の勘定に移すように銀行宛の振替指圖書を直接に送ることにより同一の結果が達成される」両者の相違は、振替取引の場合、支払決済という点では、ヨリ直接的、迅速であるのに対して、小切手による支払決済は間接的、迂回的となる。「しかし他面では、小切手が流通性をもちうることから、その証書の授受において人的接触が存在し、そこにまた支払銀行が一見して明瞭なように記載されるといふ点に、振替制度にない利点をもつたのである、ここに小切手制は、全国的な手形交換決済により有利な形式を備えていることを示した。これはたんに貨幣取引が無現金的に行なわれるための技術的特質にすぎないが、小切手制のもつこの特質が、イギリスの支店銀行制度と結合して具体化されたとき、その集中決済の場として、典型的にロンドン手形交換所が確立され、ここで全貨幣取引を掌握し、それを通じてさらに信用取引をも支配するための拠点として、ここに独占銀行が結集するという結果を生じたのである。逆に振替制のドイツでは、交換組織をこのように典型化しえず、それはライヒスバンクを中心とするもの、信用銀行に

よるもの、郵便局制によるもの、公営銀行制によるもの、協同信用組合制によるもの等が多彩に重複して分散し、その結果大銀行の支配拠点を資本市場に向わせる技術的な一契機ともなったのである<sup>(8)</sup>。

(P. B. Whale Joint-Stock Banking in Germany. Appendix II. Note on German Methods of Economizing the use of cash in Payment 生川栄治 『金融資本の形成』、講座信用理論体系、Ⅲ、一九五〇六頁)

したがって、ライヒスバンクの本支店における振替勘定の預金とは、全国の銀行、会社、個人が、振替決済のためにおいているものである。しかしこうした無現金取引のための制度的差異は、発券制度と重なり合うことによって、銀行券発行とライヒスバンク振替預金とは相互に関連しあうことになる。銀行券の発行は主として、手形割引、ルポール・ロンバード貸付、また金・外貨の受入によって行なわれるが、その場合、銀行券が発行されるか、あるいは顧客の振替資産(預金)が増大するかのいづれかである。このことはライヒスバンク振替預金が銀行券と同性格のものであることを意味するのであるが、そのことによって興味深い問題が生じる。たとえば、振替勘定に銀行券での払込みがあった場合には、流通銀行券が縮少し、振替預金総額の増大がみられる。そして、流通銀行券にたいする発券準備率が、銀行券の縮少した分だけ上昇することになるのである。したがってその場合には、銀行券発行による手形信用を拡大する可能性を生み出すということである。逆に、振替預金が、銀行券で引き出された場合には、その分だけ、発券準備率が低下するのであるから、金・外貨の準備の積み増しが必要になるということである。そういうケースのために、ライヒスバンクは余分の金外貨を保有する必要があった。ライヒスバンク振替預金と銀行券とのこの相互代替性は、このように発券準備規定との関連で、発券の調整が、完結しないという問題たとえば、発券の制限をやらうと思っても、振替資産の増加を避けることができないという問題が生じたのである<sup>(9)</sup>。

※ ライヒスバンク総裁は、アンケート委員会で、振替預金のための準備規定は、まちがったものであるという見解を支持した。何故なら、ライヒスバンクは、振替貨幣の受入れを拒否すること、及びその額を制限する権限を有していないからである。

※※ 新銀行法によれば、ライヒスバンクは、振替預金にたいして四〇%の準備を保持しなければならなかった。準備に組み入れうるものとしては、ただちに処分可能な国内外の預金（コール・マネー）、他銀行宛小切手、三〇日以内満期の手形ロンバード貸付に基く要求払債権が定められた

振替預金は、イギリス的金融構造の下での、市中銀行による中央銀行預け金（バンクレート操作により、この預け金勘定に影響を与えし預け金勘定の増減、したがって市中銀行の手元流動性に作用するというルートの中での中央銀行預け金）と全く同一のものとはみなしえない。というのは前述したようにライヒスバンク振替預金の債権（預金）者は、市中金融機関だけには限定せず、商工業者もまた、振替預金をもっていたからである。これは、発券銀行と預金銀行の機能的分化がドイツの場合には、未分化のままであり、「銀行の銀行」規定が、十分に明確になってはいないこと、したがって、中央銀行の公定割引政策の効果波及過程が、中央銀行―市中預金銀行―商工業という単線的なものとはならないことをしめすものである。

もう一つ、ライヒスバンクは、手形割引のさいに、市中金融機関とだけでなく、工業者、農業者との直接取引をも行なっていたという点である。これは、ライヒスバンクのもとで割引かれる手形は、二署名のものか、三署名の（したがって銀行による裏書きを有する）ものに限定すべきかという問題である。この点は、専門家委員会でも議論になった点であるが、専門家委員会の支配的な見解は、発券銀行は、元来、銀行の銀行であらねばならぬこと、従ってそこで割引かれる手形は、手形取引のさいに記入される二回の裏書きの上に、更に銀行により裏書きされねばならないこと、換言すれば「通常」は三署名手形のみが発券銀行で取扱われるべきであるとするものであった。これに対してシャハトは、法律によってライヒスバンクの割引手形を三署名に限定することには反対した。その理由は、前述したドイツの振替取引制度と関連を有するもので、全国のライヒスバンク支店網を通づる振替取引により、ライヒスバンクは他銀行の仲介なしで直接且つ恒

常的に顧客と接触したからである。しかし、実際には、ライヒスバンクの手形ポートフォリオの大部分は諸銀行から、したがって、第三の裏書きで受入れてはいたのであるが。<sup>\*</sup>

※ ライヒスバンク割引が、法的に三署名手形にのみ限定されることにはシャハトは反対したがしかし、ライヒスバンク当局が、二署名手形の受入れを全面的に肯定してはいたのではないことも明らかである。それは、アンケート委員会でのシャハトの陳述にみられるように、二署名手形の割引のさいには、中央銀行は、経済界のあるいは起りうべき攪乱、危機に直接的に結びつきをもつことになり、そうした「危機的な時期」には、ライヒスバンクの活動能力は困難な事態にたちいたるものであること、したがって、三署名手形の場合には、最終的信用受領者とライヒスバンクの間に、銀行を介在させることにより、それが、危険にたいする「緩衝地帯」の役割を演ずることになるといふ点である。

結局、新銀行法によれば、妥協的に、二署名手形の割合をライヒスバンク手形ポートフォリオ総額の三三%を超えることはできない（故に三署名手形は、最低六七%をしめなければならない）とされたのである。しかし、実際は、戦後段階においては三署名手形の方が圧倒的に優勢であって、二署名手形のしめる割合は三三%には達しなかったのである。<sup>(11)</sup>

（三署名手形の割合は二四—二八年を通して八〇%を越えるものであった）

以上、やや制度的な側面についての検討を加えてきたが、ドイツにおける無現金取引の技術的条件から来る点なのであるが、そこで問題とされるべき要点は、ライヒスバンクが、中央銀行として、「銀行の銀行」たる位置を名実ともに確立していたかどうかということであって、既にみたように、この段階においてなお、中央銀行として、爾余の諸銀行からの外化、自立化が未完成のままにあったといつてよい。それゆえ部分的には、市中との業務の競合といった事態すらみられたのである。このことは、中央銀行としてのライヒスバンクの政策効果を有効に發揮することを妨げ、かつ減殺するものであったといえるであろう。

さらに、つけ加えるべき点として、ライヒスバンクにとって選択可能な政策手段というものも制約されたものであった

ことを指摘しうる。戦前段階に萌芽的に行なわれた蔵券売買によるオペレーションの可能性が失なわれたこと、ライヒスバンク預金（振替預金）が、イギリスにおけるように市中による中央銀行預け金の性格をもつものとして純化したものではなかったことよって、公定歩合（割引）政策が、オペレーションによって補完されかつ公定歩合の変更が中央銀行預け金の増減を通じて市中の信用量に影響を与えるという政策効果が、十分に発揮されえないこととなったのである。したがって、「戦前と同様、戦後においてもライヒスバンクの政策の重心は、割引政策におかれていた」といわれる場合でも、以上のような背景とあわせて理解されねばならない。

しかし、割引（政策）とならんで、いま一つより重要な通貨供給源は、金、外貨の受入れにもとづくものである。これは、既に見たように相対的安定期の長・短外資の流入によって著しく拡大したのであるから、しばしば、「信用源泉の二重化」と称される如く、この時期の中央銀行政策を規定したいま一つの重要な要因となったと考えられる。それは、ライヒスバンクの政策の基盤が、国内と外国へと二重化し分裂するという事態を意味していたのであって、かくてライヒスバンクは、割引政策とともに、長短の外資流入に対して、通貨当局者として、重大な関心をしめさざるを得なかったのである。そこで、以下では、項を改めて、金・外貨に関する政策、ならびにライヒスバンクの割引政策を個別的に検討し、さきの叙述を裏づけるとともに、かかる個別的な政策からなる総体としての政策体系という観点においてみた場合のドイツの中央銀行政策の可能性と限界を明らかにすることとしたい。

## (2) ライヒスバンクの金・外貨政策

戦前らしいライヒスバンクの積極的な金輸入政策は、「国際収支の支払超過傾向のもとでなお金本位制を維持しつつ信用膨張を持続させようとする意図のもとで行なわれた」<sup>(13)</sup>のであったが、戦後においてもかかる政策課題は新たな基盤のもとで再び提起せられることとなった。しかし、戦後においては、長・短の外資流入により、国内通貨供給の源泉として、



表5 ライヒスバンクの銀行券流通と金外貨準備

		平均的銀行券 流通 (百万M. R.)	金・外貨 (総準備にしめる)	金	手形小切手 (%)
1924. 10. 15~1924. 12. 31		1681.1	55.1	41.1	44.9
1925	I	2101.5	61.2	45.9	38.8
	II	2614.5	60.3	46.1	39.7
1926	I	2711.9	66.1	52.2	33.9
	II	3059.7	67.4	53.3	32.6
1927	I	3344.6	61.6	55.1	38.4
	II	3841.6	53.0	47.9	47.5
1928	I	4081.4	54.4	48.3	45.6
	II	4387.8	59.4	55.2	40.6

出典, Die Reichsbank, S.78

より重要性を増大した。「一九二三年末には、ライヒスバンクの金・外  
 国為替保有は殆んど絶望的であった<sup>14)</sup>」が、対外的支払準備として、また  
 国内通貨信用の最終的拠点としての金・外貨準備の保持が、とりわけ緊  
 急の課題とされたのであった。

二三年末の通貨安定後と、それに続く信用制限政策の展開の過程で、  
 外資の流入により、また、信用制限政策(後述)のもとでライヒスバン  
 クの国内手形割引に限界を画される下で、民間の保有する外国為替がラ  
 イヒスバンクに呈示されることによって、ライヒスバンクへの外貨の集  
 中化が追求されることとなった。ライヒスバンクの外貨保有は目にみえ  
 て増大していった。そして、二四年六月三日以降、ライヒスバンクは市  
 場が要求するよりも多額の外国為替を保持し、しかも、主としてニュー  
 ヨーク預金を金に転換することにより金保有の割合を高めていった。そ  
 の後、ドーズ借款の受入れ承認によって、この動きは一層、加速される  
 こととなった。

こうした外貨保有の増大に大きな役割を演じたのは、二六年八月二三  
 日まで継続された為替相場の「釘付け政策」であった。これはマルクの  
 対ドル・レートを四・二〇RMに固定的に維持することによって、主と  
 して為替リスク面からする外資流入抑制を極力回避することが目指され

表6 ドイツ国際収支の主要項目（1924—1930年）単位10億R・M

		1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
商品貿易		-1.8	-2.5	0.8	-3.0	-1.8	0.0	1.5
サービス	利子	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.6	-0.8	-0.8
	賠償	-0.3	-1.0	-1.2	-1.1	-2.0	-2.5	-1.7
	その他サービス	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2
経常収支		-1.6	-3.0	-0.1	-4.4	-3.4	-2.8	-0.8
資本収支		1.6	3.0	0.1	4.4	3.4	2.8	0.8
債券銀行金・外貨移動		-1.3	-0.1	-0.5	0.5	-0.9	0.1	0.1

〔出典〕Wirtschaft und Statistik, 1931, S. 447

第一次大戦後のライヒスバンク政策

たのであった。<sup>(15)</sup>

ライヒスバンクの金・外貨政策が、独り対外支払準備の防衛ということのみならず、国内通貨供給源としても考慮されざるを得なくなったのは、極端な外資依存の構造の下では不可避的なことであった。既にみたように、市中のライヒスバンクへの請求は、国内手形の呈示による場合と、金及び外国為替の呈示によりライヒスバンク券ないしライヒスバンク振替預金への転換によるものに二大別される。<sup>(16)</sup> 前者にかんしては割引政策によって規制されうるものの、外資にかんしては独自の問題を有していた。即ち、割引政策は、直接的には短期外資に対して作用するものの（つまり割引率の上下運動が、短資移動に対し促進的、また抑制的に作用する）、長期借款にかんしては、割引政策は極めて間接的にしかふれないのである。そこでは、割引率以外の、信用の受け手に対する信頼（収益性、担保提供の確実性等）がより基本的な要因となる。

そこで、割引政策の発動が、国内信用と外資流入（外貨政策）の両側面によって規定される関係が生ずるのである。

二六年八月以降、前述の為替の釘付け措置は廃止された。それは市中の銀行が月末融資 *Ultimo-Finanzierung* を、ドイツよりも安い利率で外国短期資金を借入れ、それにもとづいて外国為替を四・二〇R Mの固定的な率で、月末前に取引所で売り放ち、月末をのりきった後には、同じ率で買戻すということを

やっていたからである。これは、金融政策の効果の未完結なことを意味したからである。<sup>(17)</sup>

それ以後、為替相場は、需給関係によってより直接的に展開されうることとなった。しかしライヒスバンクは為替相場の維持のために、積極的に市場に介入しうる地位にありまた実際、そのような政策をとったのである。それは、外資の流出に備えて、外国為替の急減に対応して、その保有高を常に高く保持しなければならなかったこと、また、外貨兌換のみならず、場合によっては金の売却をも通じて、為替相場の維持に努めたことにしめされるところである。

したがってライヒスバンクの金・外貨保有は、銀行券発行に対する法定準備率を大きく超過して維持されたのであった。とりわけ、二七年はじめの外貨の減少（流出）はそのことの現実的必要性を強めるものであった。したがってライヒスバンクは、発券準備のために必要とされる水準以上に、一定量の金・外貨準備を、為替相場の調整のために予め保持する必要がある<sup>(18)</sup>のである。そのために必要な場合には、外貨兌換に、場合によっては金売却にも応じたしまた常に応じうる体制を準備しなければならなかったのである。<sup>\*</sup>

※ だから、新銀行法による銀行券の金兌換義務の猶予をさして、「金本位制的的の緩和」というのは一面的であることがわかるであらう、そこでは、外貨兌換の意義が過小に評価されているといわざるをえない。

※ 金・外貨に関するライヒスバンクの政策の概観から、われわれは、大戦後ドイツの通貨制度において、対外均衡と対内均衡の問題にかんしては次のように考えるべきだと思っている。即ち古典的金本位制において通例、対外均衡を優先することが至上の命題とされているのに対して、大戦後のドイツの金為替本位制においては、国内的条件からして、対外均衡に全く従属するかたちでは対内均衡を犠牲にすることがもはや可能ではない、その点で、中央銀行政策において、両者の統一が、課せられることになるもの、しかし終局においては、金為替本位制による制約・規制を免れることはできなかつたのであると。

### (3) 割引政策

ライヒスバンクへの信用請求を調節する主要な政策手段は、戦前と同様、戦後においても割引政策<sup>(19)</sup>（公定歩合政策）で

表7 利子率構造

第一次大戦後のライヒスバンク政策

	ライヒスバンク 利率	コール	月貸し 利率	市中 割引率		ライヒスバン ク利率	コール	月貸し 利率	市中割 引率
1924									
1	10.00	87.64	28.25		8	6.00	4.96	5.88	4.61
2		34.94	22.58		9		5.11	6.23	4.83
3		32.09	30.00		10		5.00	6.34	4.84
4		45.49	44.45		11		4.77	6.41	4.68
5		27.82	44.31		12	6.00	6.03	7.39	4.73
6		23.60	32.59		1927				
7		16.83	22.92		1	5.32	4.33	6.27	4.20
8		17.13	18.81		2	5.00	5.41	5.92	4.23
9		14.97	11.78		3		5.11	7.28	4.59
10		14.09	14.42		4		5.84	7.07	4.62
11		13.03	13.81		5	5.00	6.31	7.63	4.90
12	10.00	11.11	12.16	9.20	6	5.67	6.04	8.24	5.39
1925					7	6.00	7.16	8.45	5.90
1	10.00	9.99	11.28	8.31	8	6.00	5.74	8.22	5.83
2	9.89	10.57	11.92	8.91	9	6.90	6.07	8.28	5.90
3	9.00	8.97	11.26	8.00	10	7.00	7.32	8.67	6.69
4		8.49	10.13	8.00	11	7.00	6.05	8.80	6.76
5		8.78	10.48	7.97	12	7.00	7.26	9.05	6.87
6		8.79	10.68	7.76	1928				
7		9.46	10.07	7.88	1	7.00	5.48	7.98	6.27
8		9.00	10.84	7.67	2	7.00	6.66	7.77	6.20
9		9.85	10.59	7.18	3	7.00	7.00	7.89	6.72
10		9.41	10.82	7.03	4	7.00	6.80	7.98	6.70
11		8.49	10.65	6.78	5	7.00	7.01	8.00	6.66
12	9.00	8.20	10.29	6.75	6	7.00	6.55	8.07	6.62
1926					7	7.00	7.46	8.18	6.74
1	8.35	7.13	8.99	6.27	8	7.00	6.16	8.42	6.69
2	8.00	6.04	7.43	5.46	9	7.00	6.66	8.70	6.65
3	7.84	5.70	6.78	5.00	10	7.00	6.80	8.56	6.58
4	7.00	4.64	6.01	4.86	11	7.00	6.85	8.23	6.28
5	7.00	4.80	5.93	4.69	12	7.00	7.46	8.89	6.31
6	6.60	4.81	5.77	4.52					
7	6.08	5.00	5.80	4.53					

[出典] Reichsbank, S. 62

あった。しかし、戦後においては、変化した信用構造のもとで、戦前とはちがった意味で、割引政策の可能性は限定されざるを得なかった。通貨安定から信用諸機構の安定までの期間と、景況の上昇の局面とでは、その限定の性格も異なるが、ここでは、二六年を画期として、それ以前と以後とに分つて考察を加えることとする。

(A) 通貨安定以降の信用割当制の時期 通貨安定後のライヒスバンクの政策課題は、直接的には、通貨制度の安定を維持することと、中央銀行の低廉な信用の援助によって、経済の転換を容易にすることであった。だが、安定化ののち、しばらくの間は、割引政策が「正常に」機能すべき現実的基盤は存しなかった。それは次のような事情に基いていた。戦中から戦後にかけてのインフレ期に累積した過剰資本の整理と、運転資本の不足を補完する必要があった。しかし当時の金融市場の動向は、極端な「資本不足」の状態にあったことから、市中利率は異常な高水準をしめしていたのであるから、ライヒスバンクが、その割引率を低く定めるといふことは、(事実、ライヒスバンクの割引率は二四年を通じて一〇%に保たれていた)市中による信用請求を急激に増大させることになった。二四年一月七日から四月七日までに、ライヒスバンクと民間発券銀行の割引、ローンボード信用は六九六(百万R.M.)から二〇九三(百万R.M.)と三倍に近い急増を求めた。中央銀行信用のかかる急膨張は、過剰信用、過剰取引を通じて、通貨制度への反作用を伴った危険を誘発することが懸念された。ライヒスバンクはこうした市中からの請求の急増を抑制することを余儀なくさせられた。だが、信用請求を抑制する手段は、割引政策に求めることはできなかった。何故なら、通常の場合に行なわれるであろう割引率の引上げは、ライヒスバンク利率が市場利率を下廻らない水準にまで引上げられなければ有効性を持ちえないものであるが、二四年四月のベルリン取引所での、コールマネー、月貸し貨幣の月平均利率が四五・四九%、四四・四五%であったことを考慮するならば、その時点で、割引政策の正常なる手段を適用することは、極めて困難であったからである。とりわけ、ライヒスバンク利率の急上昇、市場諸利率の追隨は、外国信用の対独供与に対する警戒心を昂め、安定後の通貨信用制度の再

表 8 貨幣市場利子率の国際比較 1925~1930

	1~3ヶ月もの平均利 率		外国平均に 対するドイ ツの較差 (%)	ドイツ利子率と外国利子率の差			
	ドイ ツ	外 国		外 国 均	ニ ュー ヨーク	ロ ド ン	パ リ
1925	9.13	3.74	244	5.39	5.43	5.00	3.36
26	6.58	3.90	169	2.69	2.65	2.11	0.92
27	6.67	3.49	192	3.18	8.90	2.43	3.76
28	7.55	3.83	198	3.72	3.09	3.39	4.53
29	8.08	4.79	169	3.29	2.62	2.81	4.63
30	5.49	2.60	111	2.89	2.46	2.93	3.18

[出典] Deutschlands wirtschaftliche Entwicklung in ersten Halbjahr 1932 überreicht von der R. K. G.-A.-G. S. 53

第一次大戦後のライヒスバンク政策

建のコースを妨げることになるであろう。したがって、ライヒスバンクが採った方法は、割引政策に代って非常手段としての、信用割当制 Kreditrationierung<sup>(20)</sup> という直接的な信用制限政策であった。二四年四月七日から実施された信用割当制は、同日現在の割引残高(一九九七百万金マルク)をライヒスバンク信用の上限とし、その範囲に信用授与が制限されることとなった。これにより、ライヒスバンクの裁量によって信用の配分がなされる。ここで許容された総信用の枠内においては、一〇%の利率が適用されるのであるから、割当を受け得た企業、銀行にとっては市場利子率よりもはるかに低利の、いわば、ライヒスバンク信用による「補助金」を与えられると同一の効果をもつものとなった。<sup>(21)</sup>

ライヒスバンクが、割引政策に代って信用割当制という直接的な信用制限政策を採用した背景には、市場利子率の極端な高さという事情があったことはさききのべたが、この政策のねらいとしたものはそのような、消極的なものではなくて、より広範なものだったと考えられるのである。それは、ライヒスバンクが国内貨幣信用機構の再建を進めるにあたっては、インフレーションによって膨張した擬制的貸付資本や、インフレーションの過程で温存されてきた過剰資本の整理、淘汰が不可欠であり、そしてまた、インフレーションの残滓の一掃と、投機的要素の除去を行なうことなしには、国際金利水準からみても極端に高い金利水準の引下げは不可能であるという認識にもとづいている。<sup>(22)</sup> そのため

表9 ライヒスバンクの保有資産（国内手形・小切手・ロンドン貸付と  
金外貨の構成（百万R.M）

月	1925		1926		1927		1928	
	国内手形 小切手 ロンドン （A）	金・外 貨 （B）	A	B	A	B	A	B
1	1603	2136	1029	2211	1179	2749	2251	2334
2	1472	2179	883	2395	1138	2408	2007	2373
3	1408	2133	775	2517	1446	2317	2090	2365
4	1351	1992	783	2932	1744	2209	2213	2425
5	1412	1788	806	2293	2008	2004	2047	2511
6	1428	1705	887	2196	2275	1915	1970	2636
7	1569	1569	879	2288	2378	1954	2047	2728
8	1666	1545	878	2361	2313	2082	1997	2799
9	1633	1511	918	2476	2418	2132	1972	2862
10	1491	1598	900	2631	2508	2169	1896	3028
11	1310	1849	939	2671	2196	2306	1729	3099
12	1265	2112	1100	2755	2462	2308	1857	3218

〔出典〕 Die Reichsbank, S. 70

には、ライヒスバンク信用の総枠を設定することによって、信用のより一層の膨張に対して歯止めをかけなければならなかった。それにより先づインフレにより水ぶくれした不良企業の整理、淘汰を進める。そして、かかる信用制限政策を実施しつつ、ライヒスバンク割引率を一〇％に維持することにより、市中利率に圧迫を加えつつ、ライヒスバンク利率に近づけさせることによって、国内金利水準の引下げという目標を達成するということが目指されていたのである。これは信用を通ずる再生産過程の収縮をいみするものであるから、いわゆる「安定恐慌」的事態を現出せしめることとなった。信用制限政策の発動による「整理」過程の進展は、それまで容易に調達しえた短期資金の借入の継続によって、運転資金のみならず、商品在庫の抱え込みに充当したり、あるいは長期的な投資にさえあてていた不良企業の経営破綻を促したのである。<sup>(23)</sup> そのことによって、インフレ的蓄積過程の下で、市中の資金需給の逼迫を加速させていた要素の切り捨てが可能になり、それはまた、市中の需給関係を沈静させ、緩和化をもたらすことになったの

である。

第二に、信用制限政策の下での信用割当ては、信用配分にかんして、ライヒスバンク当局の決定に委ねられたことからライヒスバンク当局の裁量によってその政策的誘導の手段となりえた。つまり、そこでは市中金利よりもはるかに低廉な、それ故に「補助金」的作用をもったライヒスバンク信用が、特定の重点的基幹産業や輸出産業等の領域に傾斜した信用供給を可能にすることによって、経済復興のための政策的誘導の手段として利用されたのである。(こうした目的のために、信用制限の総枠は、固定的な維持されたのではなく、その制限は、特別な場合には緩和・拡大された。)

第三には、信用制限・割当制のもとで、クレジット・ラインを越える信用請求の場合には、ライヒスバンクへの金外貨の呈示により、マルク信用を調達せざるをえないことからこの措置は中央銀行への金、外貨集中のための政策手段とされた点である。<sup>(24)</sup>

信用制限政策が、マルク安定化後二四・二五年にわたって継続されたことにより、国際的水準からみてなお高金利ではあったが、利子率水準の顕著な低下がもたらされた。<sup>(25)</sup>しかしこの利子率水準の低下は、そのすべてを信用制限政策の結果とするわけにはいかない。なるほど、この政策による「安定恐慌」がインフレ的不良企業群の整理淘汰を通じて、国内資金需給の極端な逼迫を緩和し、あるいはまた、国内的な遊休資金形成を促した側面を過少に評価はできないが、ヨリ基本的な要因は、二五年始め以降、ドーズ案の受け入れを契機とする外資流入に基くものであると考えられるのである。こうして市中の利子率水準の低下によって、漸く、ライヒスバンク利率への接近、したがって、割引政策の展開の条件も生まれてきたのである。

(B) 二六年以降、(信用割当制から割引政策への復帰) 信用制限政策のもとで割引率を一定水準に維持するというライヒスバンクの政策は、「安定恐慌」的な景気後退を生みだした。二五年下半期からの経済的不況は、二六年に入っても継



続した。商品在庫の整理が進み、遊休資金の形成が促がされることにより、市中の金融の需給関係は、目に見えて緩和化され、市中（民間）割引率は二六年一月の六・二七％から、六月には四・五二％にまで低下した。こうした金融の緩慢は、種々の公的資金の供給や、外国信用によってその傾向が強められたものであった。

市中の金融の緩慢化とともに、ライヒスバンクの公定割引歩合も二六年一月の八・三五％から九月に至るまで断続的に、六％にまで引き下げられた。

二六年の経過におけるライヒスバンクの割引率の引下げの過程には、次のような問題が伏在していた。つまり、伝統的には、市中における遊休資金形成の増大による金融緩慢時には、市中の中央銀行への貨幣需要が減退し、市中の中央銀行への依存度は低下する傾向を持つ。そのような場合には、「市場との接続」を維持する方法は、市中への証券（蔵券等）の売却によるオペレーションによることが多いが（イングランド銀行の場合には、そのような場合には、商業手形、国庫手形やコンソル等を再割引に出した）ライヒスバンクが、戦前には、そのような場合に行なっていた大蔵省証券の売却は、法的に制限されたこと、また、商業手形の再割も、ライヒスバンク保有国内手形は、総て短期のものであり、再割には適さないものであったことから、こうした方法によることはできなかった。それゆえ、二六年に断続的に行なわれた公定歩合の引下げは、「市場との接続」を回復するとの政策的意図から出るものだったのである。もう一点、公定歩合の引下げは、短期外国信用の流入にたいする刺戟を減退させたことである。それは、ライヒスバンク当局が、ドイツの貨幣信用構造の外資依存にたいして、既に明確に危惧を抱いていたことをしめすものである。そしてドイツ経済界は、もっと国内的資本形成を基盤としたものとしなければならぬこと、また外資の国内的利用も、かかる目的に適ったものである必要性を強調したのであった。

イギリスの炭坑ストという外的な要因を契機として二六年の後半から、国内景気は上昇に向かうが、公定歩合は、二七

年六月まで、五%の水準を維持した。<sup>\*</sup>

※ ライヒスバンク総裁、シャハトは、二七年一月、次のように述べた。「ライヒスバンクの全体的な利子率引下げ政策の枠組の中で、この割引率の低下は、戦前時の観点からみても、比較的正常だと見なされうる水準に達した。ドイツ経済の一層の発展は、この水準がたしかに、より長期間にわたって確かなものとみなしうるか、あるいはまた再引上げを強制される状態にあるかを教えるものとなる。引下げは、外国貨幣に対するドイツ市場の吸引力を、短期的には減殺することになるがこれによってドイツの経済界は、以前よりもヨリ多くの国内的資本形成と、目的に適った外国貨幣の国内的利用の必要性を思い知らされることになる。」Die Reichsbank, S. 66

確かに、ライヒスバンクの公定歩合引下げ政策は、このような観点に立ったものであった。この影響は、直接的に、短期外国信用の流入にたいする刺戟の減退となって現われた。また、二六年一二月以降、それまで長期外国信用に対してみとめられていた特別免税措置が廃止されたこともあって、外債の発行テンポが鈍化しはじめた。短期外資は、割引率の低下によって、借替の継続が制約されざるを得ず、短期信用の返済傾向が現われた。

だが、二七年の二・三月頃までは、証券市場への金融—そこでは、なお比較的高利廻りが維持されていたために—の目的をもった外国貨幣の流入が続いたのであるが、ライヒスバンクの外国為替の流出入の帳尻は、流出超に転換しはじめたのである。金外貨保有の減少の原因は、ライヒスバンク総裁によれば、「割引率の低下にもとづく短期貨幣の流出、貿易収支の逆調、パリやブリュッセルにおけるドイツ人による証券購入、取引所利得の外国への持ち去り、賠償支払いや対外債務の利子、年賦償還、いくつかの外国における投資」<sup>(30)</sup>に帰せられている。金・外貨準備は、二六年末から二七年六月までに、およそ九百(百万R.M.)減少した。それと対応するように、ライヒスバンク資産にしめる国内手形、証券ロンバード保有高が増大した。(同じ期間に一一〇〇百万R.M.)いうまでもなく、この市中のライヒスバンク割引請求の増大は、短期外資の返済のために必要な外国為替の調達目的で、手形割引の手段がとられたこと、また、諸銀行が取引所信用授与の拡大のために、諸銀行の保有手形をライヒスバンクに譲渡し、それにより「行動の自由」を回復するためであった。

しかし、既に証券市場のところで述べたように、二七年に入つての証券市場の盛況は、その基本的推進軸が、短期外資におかれていたことは明らかである。ライヒスバンク当局の見解もまたそうであつて、諸銀行が、短期外国貨幣の助けでもつて、取引所業務に優先的に融資していること、株価水準の上昇は、基本的にこれに依存しているとみなしたのであつた。(中小規模の企業の場合にみられた夥しいケースは、外国との直接取引によつて、受入れ、取引所取引目的に充用されることが多かつた)それとともに、ライヒスバンク信用に対する請求も増大していったのである。

ライヒスバンクの政策的判断からすれば、外国短資の導入と、ライヒスバンク信用への請求の増大が、市中において、ますます取引所投機に充用されるという実態は、過度投機による信用の過度緊張を生みだすだけでなく、信用銀行の下での取引所取引のための顧客ロンバードの拡大は、諸銀行の流動性を危機におとし入れる恐れがあつたのである。<sup>(31)</sup>

こうした局面において割引政策はいかに機能しえたか、また機能しえなかつたか。ライヒスバンクには、極めて狭い政策選択の可能性しか残されていなかつた。それはこういうことである。割引率の引上げは、短期外国信用の流入を促進し、借入の更新を進めることになるであろう。それはいよいよ取引所投機に流入するであろう。そのことによつてドイツの通貨制度は危胎に頻せしめる恐れがある。何故なら取引所投機の崩落が、外国短資の急激な流出をひきおこし、金外貨準備の激減を招来することになるであろうから。つまり、国内の信用を引き締めるための割引率の引上げは、無条件的に可能であつた訳ではなかつたのである。

そのため、取引所信用の膨張に対する引き締め策としてのライヒスバンクの対応は、割引政策とは異なるものでなければならなかつた。

二七年五月一日、ライヒスバンクは、ベルリン銀行連合(印紙連合加盟諸銀行)との話し合いの席上、"ライヒスバンクの割引信用授与に関する新たな準則"を呈示した。それは、爾後、ライヒスバンクの信用供与は、諸銀行の「現金保

有高十振替預金」に対する総債務の関係でしめされる諸銀行の「現金流動性」を基準にして行なわれるというものである。これは、諸銀行のもとで、ルポール、ロンバード目的で貸付けられた信用の縮減、つまり、諸銀行の保有証券の売却による現金流動性の上昇を通じて、取引所信用の拡大に制限を加えざるをえないことをいみした。<sup>(32)</sup>

このように、外国信用を返済しつつ、一定の流動性を調達しようとする諸銀行の行動は、取引所信用制限のの中には、ライヒスバンクの金外貨保有高の二七年中央に至るまでの不断の減少と、国内手形、ロンバード保有高の増大（割引信用の形でのライヒスバンクへの信用請求の増大）を惹起した。こうした事態の推移の中で、公定歩合は二七年六月一〇日、五%から六%へと引きあげられた。これは、ライヒスバンクの外貨準備が、国内手形ポートフォリオ請求とはもはや照応しない最低水準にまで低下したことによって、金・外貨準備の防衛のために必然化された措置であった。

二七年以降のライヒスバンク政策は、このように、極端な外資依存からの脱却を意図しつつ、国内通貨制度の維持のために、国内信用拡大に対しては抑制的な態度をとらざるをえないにも拘らず、そのための政策手段たる割引政策による割引率の引上げが、外資流入を促すことになり、政策効果が完結しえず、たえず尻抜けになってしまふという矛盾した基盤のうえで展開されざるを得ないものであったことを明らかにした。

取引所投機の拡大は、前節からみてきたように、相対的安定期の企業金融に内在した交互計算信用と発行業務との連絡がうまくいかないという「流動性ギャップ」なる矛盾の解決形態としてさしあたりは考えられたにも拘らず、その流動化が、そのまま増大する部分において外国信用の導入に基礎をおいた形でなされざるをえなかったこと。だとすれば、中央銀行たるライヒスバンクによる、通貨価値の安定、金外貨準備の擁護を至上の命題として国内信用の過度膨張に制動を加えるべき政策手段としての割引率の引上げは、外資の流入の抑制手段としては無力たらざるをえないのはもはや自明であろう。二八年一月には、公定歩合は七%に引きあげられる。そして外資流入は、既にみたように時を追って短期化し、

投機的・浮動的性格を強めつつ、ドイツの信用機構の不可欠の構成要素となつていったのである。

大戦後のドイツ資本主義は、以上で考察したように、極端な「資本不足」の下で、国内利率水準と外国利率水準との持続的な格差の存在を具体的な契機として、長短外資の流入を不可避とすることによって外資依存構造を形成した。しかも市中諸銀行は、夥しい短期外資をとり入れ、これを取引所金融をも含む信用供与に充当したのであった。このため、ライヒスバンクの通貨供給には、手形割引や担保貸付などの「国内的信用源泉」にもとづくものと、流入外資外国為替の買入れによる「外国信用源泉」にもとづくものとの二つの動脈が存在することとなった。

こうした現実的基盤のうえでは、中央銀行の政策課題の遂行は、統一かつ有効には果されえないという事態を生じさせた。ドイツの貨幣信用構造の根幹にあたる部分が、直接的に、国際短資移動を規定する諸要因に従属することをいみじたからである。それは危機的局面においては、重大な攪乱要因に転化しうるものであった。さらにライヒスバンクは、外資の流出に備えるために、高率の金・外貨準備の維持につとめなければならず、国内信用はこれにしたがって抑制的たゞざるをえないという「金為替本位制的制約」を受けつつ、政策展開がなされねばならなかった。

ドイツにおける金融恐慌は、以上のごとき中央銀行政策における矛盾を内包しつつ、恐慌勃発の現実的契機が醸成されていったのである。

注(1) わが国において中央銀行論の本格的研究は漸く緒についたばかりという現状である。そこでは、信用論の体系化という視角からの接近がなされていると同時に、『管理通貨制』下での『政策』の科学的分析のさいの基軸をなす中央銀行政策の可能性と限界、およびその根拠を問うという視角からの接近がみられる。これは、確かに具体化へ向けての一步前進である。この点については、深町郁称、『公信用と信用制度―管理通貨論へのひとつの視座―』、九大経済学研究、三七卷一―六号、同氏『中央銀行論序説』、同、経済学研究、同氏、『イングランド銀行』、資本論講座、V 青木書店、所収、松井安信、『信用貨幣論研究』、日評、同氏、『マルクス信用論と金融政策』、ミネルバ書房、等が参照されるべきである。

- (2) この点の要を得た簡潔な説明としては M. H. Kock, Central Banking 3 ed. 1938. 吉野俊彦訳、『中央銀行金融政策論』、至誠堂、なお、麓健一「金融政策」信用理論体系Ⅲ、渡辺佐平、『金融論』、岩波書店
- (c) V. Eynern: Die Reichsbankprobleme des deutschen Zentralnoteninstituts in geschichtlicher Darstellung Jena, 1928. Die Reichsbank, 1900~1925, L. A. Hahn: Unsere Währungsfrage im Lichte der Geldtheorie, F. a. M., 1924, Lüke, R. E., Von der Stabilisierung zur Krise, Zürich, 1924, Notzke, J., Das Bankgesetz von 1924, 2Aufl, 1924, Veit, O. Grundriss der Währungspolitik, 3 Aufl, F. a. M., 1969. G. Prost. Wandlungen im deutschen Notenbankwesen. 1972. S. Flink, The German Reichsbank and Economic Germany, 1930
- なお、大戦前のライヒスバンクについて、工藤章、『第一次大戦前のライヒスバンク』金融経済、一四五号を参照
- (4) H. Schacht, Stabilisierung der Mark, 1927, 7~8. Kapitel.
- (5) E. Born, Die deutsche Bankenkrise 1931, Finanzen und Politik, 1969, S. 29.
- (6) 公開市場政策は、イギリスにおいて、コンソル公債の取引をもって始まるとされるが、各国において普及するのは、第一次大戦後である。新たな政策体系の一環をしめるようになるのは、伝統的な政策の効果が、市中信用構造の変化によって限界をもつようになったからに他ならない。
- (7) この制約は二六年以降、緩和されるにいたる。
- (8) 生川栄治、『金融資本の形成』、講座・信用理論体系Ⅲ、所収、P. B. Whale, Joint-Stock Banking in Germany, Appendix II. Note on german Methods of Economizing the use of cash in Payment. J. T. Maden & M. Nadler, International Financial Market, 東京銀行集会所訳、「倫敦、伯林及び瑞西、金融市場」、国際金融市場論、第三分冊  
島本融、楠見一正、『独逸金融組織』、有斐閣。
- (9) Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Die Reichsbank, 1929, SS. 19~20. L. A. Hahn, Aufgaben und Grenzen der Währungspolitik, Eine Kritik der deutschen Währungspolitik seit der Stabilisierung, 1928, Desselbe, Volkswirtschaftliche Theorien der Bankkredit 北野訳、『銀行信用の国民経済理論』、実業の日本社
- (10) H. Schacht, Stabilisierung der Mark, S. 130

シャハトによれば、専門家委員会の見解は、アングロサクソンの銀行実践にもとづくもので、たしかに、それによれば、「銀行の銀行」規定は極めて載然と分かれている。しかし後述するように、二署名手形のしめる割合は、ライヒスバンクの場合にもそれほど多い訳ではなかったのである。

- (11) "Enquete Ausschuß, Die Reichsbank, 1929 S. 41
- (12) Die Reichsbank, S. 59~60.
- (13) 加藤栄一、『ワイマル体制の経済構造』、東大出版会、
- (14) H. Schacht, a. a. O. S. 158,
- (15) Die Reichsbank, S. 77
- (16) Die Reichsbank, S. 70
- (17) Die Reichsbank, S. 76. u. S. 107
- (18) この点、中央銀行の準備金に関して国際支払のための準備金としての役割が、国内の金(貨)流通の縮少、代替によって、より前面に出てくることになる。
- (19) マクミラン報告においては、イングランド銀行が公定歩合の引き上げをなすときの直接的結果としては次の点が指摘されている。
  - (一)、海外への貸付は長期・短期ともに減少し、海外からの借入れが増大。
  - (二)、企業は活動を双減し、国内の購買力が減退し、したがって輸入も縮少する。
  - (三)、商品の売行きが停滞して物価は低下する。
  - (四)、物価下落は、生産者として生産費切下げを余儀なくさせる。かくて、そのことが行なわれるならば、国際貿易のうえでは貿易尻を好転させることになる。Committee on Finance & Industry Report, pp. 98—9このような効果を原理的には否定できないがそのいわゆる顧客レートへの影響はより間接的である。
 ところが、公定歩合の変更によって先づ影響を受ける公開市場の変化は、直接的に對外為替相場に影響し、また有価証券の価格を變動させる。これらの変化によって、或いは金の流出が防止され、さらにはその流れが逆転せしめられることにもなる。金利の変更に、このような作用を直接に及ぼすので、割引政策は金の防衛のために主として慣用されてきたのであった。渡辺佐平、前掲書、三〇一頁～三〇三頁
- (20) Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugung und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Der Bankkredit, 1930, S. 144. d. selbe, S. 100, 102, 105, 131,

Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugung und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Die Reichsbank, 1929, S.63

- (21) Hjalmar Schacht, Stabilisierung der Mark, SS. 155~156,
- (22) Hjalmar Schacht, a. a. O. S. 155
- (23) B. Turoni, Economics of Inflation, Appendix, S. 405 及び Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderhefte 31 Die Industriewirtschaft,
- (24) ナツラー (M. Nadler)によれば、信用制限政策の下での外貨集中作用が、極めて重要な政策的眼目とされていたとしている。M. Nadler. a. a. O, S. 106,
- (25) 実際、ライヒスバンクは、安定化の後には、積極的な利子率引き下げ政策を追求してきたといえる。これは、具体的には、国際的な金利水準へとドイツの金利水準を近づけさせることを意味していた。
- (26) Die Reichsbank. a. a. O. S. 64
- (27) 金融市場におけるライヒスバンクの地位に関して、戦前に既に指摘されているところである。「世界大戦勃発後のほぼ十年ほど前からライヒスバンクの国民経済にたいする地位に変化が生じ、同行の意義の低下が目立ってきた」がそれはとくに「帝国内での手形割引総額にしめる同行のシェアが低下したことのうちにあらわれていた。割引市場における同行の競争相手の集中によって、手形割引に従事していた大銀行の拡大によってライヒスバンク政策の市場に対する影響力は失なわれた」(G. von Eyern, Die Reichsbank-probleme des deutschen Zentralnoteninstituts in geschichtlicher Darstellung, 1928, S. 38, 46)
- (28) (29) Die Reichsbank. a. a. O. S. 66,
- (30) Die Reichsbank. a. a. O. S. 70,
- (31) 小湊繁「相対的安定期におけるドイツの大銀行と産業の資本蓄積」(、東大社会科学研究所、22巻一号九九・一一一頁参照。Die Reichsbank. S. 68,
- (32) Die Reichsbank. a. a. O. SS. 67~68

[完]

(一九七四年度の科学研究費の交付を受けたものであることを附記する。)