

通貨安定後のドイツにおける 貨幣市場と証券信用

大 矢 繁 夫

はじめに

貨幣市場と資本市場を包摂する金融市場が十分に機能するか否かは、金融資本的蓄積にとってきわめて重要な事柄といわねばならない。というのは、後述するように、この金融市場が十分に機能するならば、それは最終的に資本市場（株式市場）の活況をもたらし、銀行による株式の引受発行が支持・促進されることになるからである。1924年以降のいわゆる相対的安定期と呼ばれる時期、ドイツの金融市場は、この点から見ると、きわめて高度な機能展開をみせた。それは、再建の歩みを始め、さらにヨリ高度化しようとするドイツの金融資本的蓄積の、金融機構上における表現であった。しかしながら、当該期においては、金融市場の機能展開が高度化すればするほど、その反面ではそれだけ金融市場の構造的脆弱性は強まっていった、とも思われるのである。

ところで、金融市場という場合、その部分市場たる貨幣市場と資本市場は接合していると考えねばならない。そして、この両市場を接合し、その結節点をなしているのが証券信用といえるのである。先に述べたような金融市場の高度な機能展開ということも、この証券信用によって起動されていたのである。すなわち、証券信用が資本市場（株式市場）へきわめて効果的な作用を及ぼしたのである。だが他面で、証券信用自体の動向は貨幣市場の状況によって規制を受けると考えられる。したがって、証券信用を貨幣市場の状況と関わらせて把握することによって、高度に機能展開した金融市場の実態把握もヨリ十全になしうと考えるのである。構造的脆弱性の深化ということも明らかにしうと考えるのである。小稿は、このような観点から、通貨安定後のドイツにおいて、証券信用が貨幣市場の状況によってどのように規制を受けていたか、とい

うことを明らかにしようとするものである。I ではまず、金融市場における証券信用の位置を明らかにし、証券信用が貨幣市場と資本市場の結節点たることを示す。IIでは、このような意義を有する証券信用が、貨幣市場の状況といかなる関連のもとにあったか、ということを検討する。

I 金融市場におけるルポール・ロンバート貸付

1. 貨幣市場と資本市場の結節点としてのルポール・ロンバート貸付

通貨安定後、貨幣市場と資本市場を包摂する金融市場の機能は、きわめて効果的に働いた。ここでいう金融市場の機能とは、短期資金が容易に証券（株式）流通部に流れ、そこでの取引を活発化させ、証券（株式）価格を高位に維持し、そして発行市場をも刺激する、という作用のことである。金融市場がこのように機能することによって、高株価のもとで発行活動は活発となり、株式の引受発行をなす銀行にとってはそれだけ利益が大きくなることを期待するのである。ヨリ一般的にいえば、銀行による産業株の引受発行は金融資本的蓄積に特有なものと考えられるから¹⁾、金融市場の上記の機能は、金融資本的蓄積を推進せしめるもの、ということができる。

ところで、金融市場のこのような機能とは、貨幣市場と資本市場が接合することによって上記の作用がもたらされることを意味するが、その場合、短期資金が証券（株式）流通部に流れ出るといっても、例えば、銀行がその流動的資産を取り崩し、直接に株式投資へと資産転換を図るというのではない。一般に株式は市場で売却可能であり、随時に現金化しうるものだとしても、相場変動のリスクを考えると、売却する際の価格の十全な保証はありえない。したがって売却価格の保全を期したうえでの売却・現金化は、随時に可能となるわけではないのである。このために、もし銀行が短期資産を直接に株式へと転換し

1) 銀行による産業株の引受発行は金融資本的蓄積に特有なもの、とここでいう場合、通説的見解に見られるように交互計算信用の流動化という点にその主要な意義を求めているのではない。銀行の発行活動は、それ自体として独自の、銀行による新たな資本供給方式として措定されるべき、と考えられる。なお、この点については別稿で論じる予定である。

たならば、それはもはや厳密には短期性を失った、といわなければならない。

貨幣市場と資本市場が接合し、両市場間で資金交流が見られ、そのような状態の中で銀行の短期資金が証券（株式）流通部に容易に流れるという場合、問題とすべきなのは、常に短期性が確保されていて、したがって預金に対する支払準備という資格を保持したまま、証券（株式）市場に流れてそこでの取引を活発化させるような銀行貸付なのである。このような銀行貸付とは、第2線準備の資格を有するルポール・ロンバート貸付に他ならない。

ルポール貸付とロンバート貸付は厳密には区別されるものであるが、銀行のバランスシートの資産の側に「上場有価証券に対するルポール・ロンバート」という項目で一括して表示されている。ともに、短期的・流動的な貸付である²⁾。両者は一括されて証券信用 Effektenkredite と呼ばれている。この貸付は、主として、株式を買い入れるという形式で、あるいはそれを担保として、株式の定期取引に従事する強気投機家に与えられるものであり、株式投機を続行・助長させるという意義をもつ。つまり、相場上昇を見込んで先物買いをした投機家に、思惑どおりの相場上昇が生じなかった場合の清算繰延を可能にするところの貸付なのである。結局、銀行のルポール・ロンバート貸付は、強気投機を支え、流通市場における取引をそれだけ活発化させるわけである。取引量は増大し株価は一般に上昇傾向をもたらされる。そして、株価が高水準に維持されるならば、銀行による株式の引受発行も容易なものとなり、促進されることになるであろう³⁾。

銀行のルポール・ロンバート貸付は、資産項目のうえで現金、手形、ノストロ債権の次に位置する第2次流動資産である⁴⁾ この短期貸付が投機を媒介とし

2) 詳しくは拙稿「1920年代におけるドイツの金融市場」（『商学論集』第29巻第3・4合併号）参照。

3) ルポール・ロンバート貸付の役割・意義について詳しくは前掲拙稿を参照せよ。

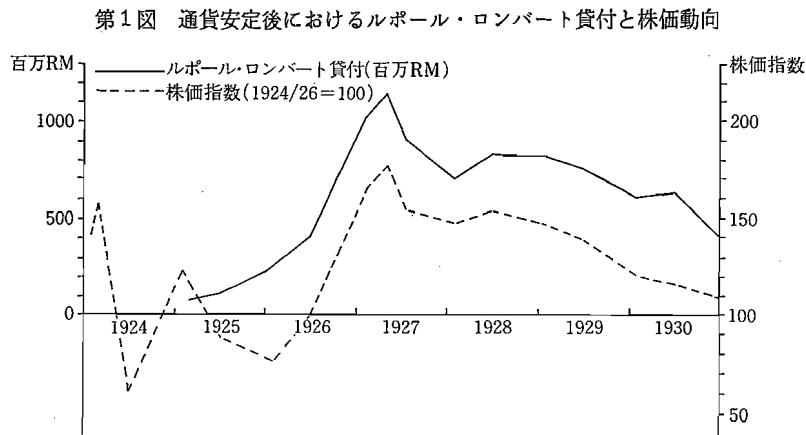
4) 銀行流動性の測定には、必ずしも統一した基準があったわけではないが、第2次流動性の計算の際にルポール・ロンバート貸付が含まれる、という点は共通していた。Vgl. Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatz-

て証券（株式）流通部に流れるわけであり、その結果金融市場の機能が先に見たように働く、というのである。かくして、銀行のルポール・ロンバート貸付は、貨幣市場と資本市場の結節点をなすのである。

2. ルポール・ロンバート貸付と株価動向

上述のようにルポール・ロンバート貸付は貨幣市場と資本市場の結節点をなすわけであるが、次に、この貸付が通貨安定後の時期において実際に資本市場（株式市場）にいかにか作用していたかを確認しておこう。

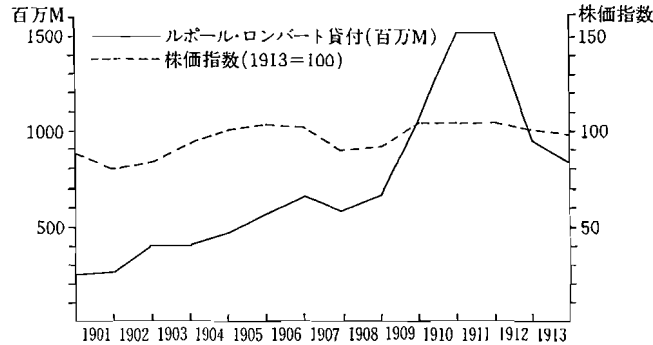
第1図と第2図を見ると、通貨安定後は戦前と比べて、ルポール・ロンバート



出所: Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderhefte 36, S. 99. 103 により作成。

bedingungen der deutschen Wirtschaft, Der Bankkredit, 1930, S. 137. K. Nordhoff, Über die Liquiditätsfrage, in: Untersuchung des Bankwesens 1933, I. Teil, Bd. I, S. 480. なお、銀行流動性に関するライヒスバンクの基準は次のようなものであった。I. 現金、外貨、利子・配当支払証、発券銀行及び手形交換所銀行への預け金。これらの資産の預金 Kreditoren に対する比率=現金流動性。II. 上記 I の資産に、手形等、ノストロ債権を加えたもの。これらの資産の預金に対する比率=第 1 次流動性。III. 上記 II の資産に、上場有価証券に対するルポール・ロンバート、積み送りあるいは蔵入りされた商品に対する前貸を加えたもの。これらの資産の預金に対する比率=第 2 次流動性。Nordhoff, a. a. O., S. 479—480.

第2図 戦前におけるルポール・ロンバート貸付と株価動向



出所: Deutsche Bundesbank, Deutsches Geld-und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, S. 58. V. z. K., Sonderhefte 36, S. 97 により作成。

貸付が株価の動向に決定的な影響を与えていたことがわかる。なお、ここで通貨安定後という場合、問題としうるのは1926年以降である。というのは、それ以前はあまりに異常事態が支配していたし、なによりも、通常の株式定期取引が見られるようになったのは26年以降だからである⁵⁾。26年以降の株価の動きは、景気動向とは一致しない。例えば、26年2月から同年10月まで景気は低迷するが、この時期相場は直線的に上昇する。また、26年10月からの景気の上昇は28年初めまで続くが、相場はすでに27年5月に反落する⁶⁾。株価の動きは、景気動向から独立し、ルポール・ロンバート貸付の状況によって強く規定されていたといえよう。一般に通貨安定後では、株価の規定要因として、景気の動向や配当の高さなどはその意義を後退させ、証券信用が決定的なものとして前面に出た、と指摘される⁷⁾

さて、ルポール・ロンバート貸付という証券信用が株価の動向に決定的に作用したわけであるが、その原因としては、何よりも、一般的に株式投資目的が戦前と比べて大きく変化した、ということが挙げられる。株式の買い手である

5) W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, ZWEITE AUFLAGE, 1929, S. 232.

6) Prion, a. a. O., S. 232-234.

7) Vgl. Prion, a. a. O., S. 243.

戦前からの古いレントナー層はインフレの時期に完全に没落し、それに代って、投機利得を目的とした広範な買い手層が取引所に押し寄せたのである。株式投機の盛行である。これは戦前と比べて際立った特質として指摘される⁸⁾。このような投機の活発化は、相場変動の激しさとして現われる。この点は第1図と第2図の比較からも窺われるが、通貨安定後における日々の相場の揺れが7~10%にも達した、ということにいっそうよく現われていた。戦前では、1日における4~6%の相場変動でさえかなり大きなものとみられたし、7~10%の変動は危機的状況の表現とみなされた。だが通貨安定後では、7~10%の揺れは頻繁に生じ、いわば常態であったという。

以上のような、株式投機の著しい活発化を背景にして、また銀行はその性格からして一般に強気筋であり取引所取引の拡大に関心をもつという事情も加わって⁹⁾、ルポール・ロンバート貸付は26年以降積極的に拡大された。27年5月にはライヒスバンクの強い指導のもとでこの貸付は大幅に削減されるが¹⁰⁾、その後28年末頃までは、その引き戻された水準でほぼ安定的に推移する¹¹⁾ (第1図)。そして株価の方は、このルポール・ロンバート貸付の動向と完全に見合った動きを見せ、それに強い影響を受けていたことが確認できる。結局、銀行のルポール・ロンバート貸付の展開によって、株価の動向は左右されたので

8) Prion, a.a.O., S. 244-255. なお、株式投資の目的がこのように配当収入ではなく著しく投機利得に傾斜した根本的原因は、当時の経済秩序全体が賠償圧力のもとで不安定性を拭いきれなかった、という点にあったといえよう。経済秩序が不安定なもとでは株価の評価基礎(配当政策、金利の動向など)も揺らぎ、したがって投機の活躍する余地がより大きかった、と思われる。

9) Vgl. Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderhefte 36, 1934, S. 26.

10) 1927年5月12日、ベルリン印紙連合加盟の大銀行は、突然、ルポール貸付を制限する旨を発表した。そして1カ月以内に25%が実際に削減された。この点について詳しくは前掲拙稿を参照のこと。

11) なお、29年からのルポール・ロンバート貸付の減少は、短期外国信用の流入後退と深い関わりをもつ。短期外国信用の流入後退あるいは流出は、29年からの国際的な貨幣市場の逼迫、それにとまなうドイツと外国の金利差の縮小によってもたらされた。Vgl. Der Bankkredit, S. 104. このような短期外国信用の動向とルポール・ロンバート貸付との構造的関連についてはIIで述べる。

第1表 国内株式発行高¹⁾ (百万RM)

1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
148	656	988	1438	1339	979	555

1) 相場価格による払込額

出所: Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 1931, S. 349

あり、26年以降はいわば銀行が株価の動向を必配していた、ともいえるのである。なお、市場での株価の状況が、株式発行の動向を規定する重要な一因であることはいうまでもないであろう。26年後半からの株価上昇が株式発行の増大をもたらしたことは、第1表から窺い知れる¹²⁾。

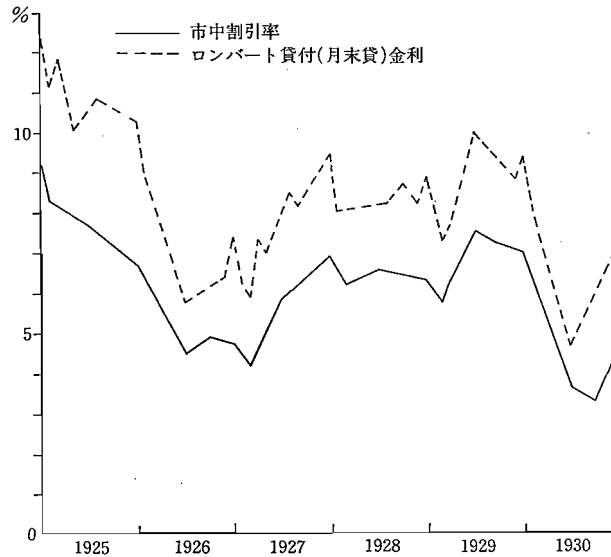
II 市中割引市場の縮小とルポール・ロンバート貸付

I で見たように、銀行のルポール・ロンバート貸付は、貨幣市場と資本市場の結節点をなす。通貨安定後、銀行は投機の盛行という事情を背景にして、このルポール・ロンバート貸付を積極的に展開した。そしてそれにより、株価の動向を支配しえた。ところで、このような意義を有するルポール・ロンバート貸付は、銀行が自在に操つれるものではない。いうまでもなくこの貸付は、貨幣市場全体の資金の流れの中に位置づいているはずだし、したがって貨幣市場全体の状況によって規制を受ける、と考えねばならない¹³⁾。そこで問題は、

12) 28年頃までの株価の高水準が発行を刺激した点について詳しくは、前掲拙稿 354-356頁を参照せよ。

13) ルポール・ロンバート貸付はそれ自体で独立した位置をもつのではなく、貨幣市場の中で規制を受ける、ということは第3図からも明らかである。ロンバート貸付(月未貸)の金利と市中割引率との連動性が確認できよう。通常、ロンバート貸付の金利は、ライヒスバンク割引率より1~2%高いライヒスバンクロンバート貸付金利に依存するのであり(E. Blum, Die deutschen Kreditmärkte nach der Stabilisierung, 1929, S. 42), したがって市中割引率もライヒスバンク割引率によって規制される限りでは、ロンバート貸付の金利と市中割引率は連動を示すであろう。だが、通貨安定後ライヒスバンクロンバート貸付は、担保適格証券の範囲の制限により著しく縮小し、その金利のもつ意義も低下した(Der Bankkredit, S. 120)。しかしながら、それにもかかわらず、ロンバート貸付の金利と市中割引率との間には連動関係が見られたわけである。なお、ルポー

第3図 市中割引率とロンバート貸付（月末貸）の金利



出所: Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Die Reichsbank, 1929, S. 61-62. St. Jb. f. d. D. R., 1930, S. 358-359. 1931, S. 378-379 により作成。

通貨安定後においてルポール・ロンバート貸付が貨幣市場からの規制をどのように受けていたか、ということである。ただし通貨安定後は、後述するように、貨幣市場は戦前と比べて著しく縮小する。したがって問題は、改めて具体的にすると、貨幣市場のそのような変化が、ルポール・ロンバート貸付の背後にある資金的諸条件にいかなる変容をもたらしていたか、ということである。なお、貨幣市場の変化を見る場合、具体的には市中割引市場を取りあげる。というのは、それが、戦前のドイツでは「市中割引率は、貨幣市場で生じる変動の最も鋭敏な測定器として有効だった」¹⁴⁾といわれるほどに代表的なものだから

ル貸付の金利は、有力貸し手間の協定によってロンバート貸付の金利より若干高めに決められるのであり (Vgl. Der Bankkredit, S. 126. Blum, a. a. O., S. 42), 後者の金利を基準にしていたといえよう。

14) Prion, a. a. O., S. 140.

第2表 市中割引手形の流通額 (百万RM)

1925 央	1926 央	1927 央	1928 央	1929 央	1930 央
240.8	349.2	696.6	650.8	867.4	783.2

出所: E.Puhl, Wiederaufbau des Geld- und Kapitalmarktes,
in: Untersuchung des Bankwesens 1933, I. Teil, Bd. II, S. 221.

らである。以下ではまず、通貨安定後における市中割引市場の変化を追い、それがいかなる内容をもつものであったか、ということから検討していく。

1. 市中割引市場と銀行引受手形

通貨安定後、市中割引市場は著しく縮小した。市中割引手形の流通額は、第2表に見られるように、最大であった1929年でも9億RM以下であった。戦前の流通額は少なくとも22億5000万マルクはあった¹⁵⁾、というから、その激減ぶりは明らかである。そしてこの激減は、何よりも、ドイツの銀行の引受手形流通の著しい後退によるものなのであった¹⁶⁾。ところで、このような市中割引手形流通の縮小の原因は、市中割引手形に対する需要の大幅な低下に求められる。戦前に存在していた広範な買い手層——大銀行や個人銀行商会など——は、もはや買い手として現われなくなり、もしくは全く小規模にだけ買入れにすぎなくなったのである¹⁷⁾。市中割引市場の吸収力の際立った低下は、第3表からも窺い知れる。通貨安定後、ドイツの市中割引率は他の主要諸国のそれよりも常に高かった。西ヨーロッパ諸国やアメリカとの差は5%にまで達することがあり、2%以下になることはほとんどなかった。ドイツの市中割引市場の吸収力の相対的弱화가窺い知れる。なお、戦前でもドイツの市中割引率は他国よりも高めであったが、その差はさしたるものではなく、例えば、ロンドンとの差は1/2%を超えはしなかった¹⁸⁾。

さて、ドイツの市中割引市場の吸収力は戦前と比べて大幅に低下し、そのた

15) 16) Der Bankkredit, S. 127.

17) 市中割引手形の買い手について詳しくは、Vgl. Der Bankkredit, S. 127-128.

18) Der Bankkredit, S. 93-94.

第3表 主要諸国における市中割引率 (％)

	ベルリン	ロンドン	パリ	アムステルダム	チューリッヒ	ニューヨーク
1924	9.20 ¹⁹⁾	3.46	5.21	3.99	3.54	3.11
1925	7.62	4.13	5.77	3.17	2.27	3.30
1926	4.91	4.47	5.66	2.86	2.52	3.59
1927	5.49	4.24	2.91	3.68	3.27	3.51
1928	6.54	4.16	3.02	4.22	3.33	4.16
1929	6.87	5.26	3.44	4.80	3.32	5.10

¹⁹⁾ 1924年12月の数値

出所: Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugung=und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Der Bankkredit, S. 93.

第4表 ベルリン大銀行の引受信用と外国銀行の引受信用 (百万RM, ⅔)

	1913未	1924未	1925未	1926未	1927未	1928未	1929未	1930央
自行引受手形	1212 (97.9)	19 (8.7)	236 (38.2)	324 (52.5)	394 (38.4)	412 (25.3)	473 (22.5)	443 (22.4)
顧客のための 第3者からの 借入金	26 (2.1)	199 (91.3)	382 (61.8)	293 (47.5)	632 (61.6)	1218 (74.7)	1625 (77.5)	1534 (77.6)
計	1238 (100)	218 (100)	618 (100)	617 (100)	1026 (100)	1630 (100)	2098 (100)	1977 (100)

出所: Der Bankkredit, S. 90.

めドイツの銀行にとっては自行引受手形の使用の抑制を余儀なくされたのであり、その流通額は著しく後退したのである。第4表は、ドイツの顧客に対して与えられた、ベルリン大銀行の引受信用の規模を表わしている。「自行引受手形」はベルリン大銀行の引受手形の流通額を表わす。「顧客のための第3者からの借入金」は、外国銀行の引受信用がドイツの銀行に仲介されてドイツの顧客(輸出入業者)に対して与えられる際、ドイツの銀行が外国銀行に対して負う負債項目であり、利用された外国銀行の引受手形の額を表すものである¹⁹⁾。この表に見られるように、1913年末ではベルリン大銀行の引受手形の流通額はおよそ12億マルクであり、外国銀行のそれは2,600万マルクにすぎなかつ

19) Der Bankkredit, S. 89-90.

た。だが、両者の比率は通貨安定後に逆転する。ドイツの引受手形は、24年にはおよそ2,000万RMまでに減少し、その後ただゆっくりと、そして僅かな規模でだけ回復するにすぎない。なお、第4表の「自行引受手形」には金融引受手形 *Eigene Finanzakzente* がかなり含まれている。これを除いて、純然たる貿易金融に用いられた引受手形（ランプール引受手形 *Eigene Remboursakzente*）だけに限ってみると、1913年末では貿易金融のおよそ95%がドイツの銀行の引受手形によって行われ、残り5%だけが外国銀行の引受手形によるものであった。そして1930年央にはこの比率は正反対となり、ドイツの銀行の引受手形の利用は僅か6%となり、外国銀行の外貨建引受手形の利用が94%にまで達したのである²⁰⁾。

以上のように、通貨安定後、ドイツの市中割引市場の吸収力は大幅に弱まり、そしてそのことがドイツの銀行の引受手形流通を困難にさせ、ドイツの銀行の引受信用を著しく後退させたのである。戦前には市中割引市場が十分に機能し、それがドイツの銀行の引受信用の拡大の条件となっていたのだが、そのような構造が完全に崩れたわけである。その結果、主としてドイツの貿易金融に役立っていたドイツの銀行の引受手形は、外国銀行のそれにすっかり取って代られたのである。ドイツの市中割引率は外国のそれより常に高かったので、当然ながら外国の割引市場で安価に割引かれる外国銀行の引受手形が代って用いられるようになったのである。市中割引市場の縮小は、かくして、何よりもドイツの銀行の引受信用を直撃し、その著しい後退という事態をもたらしたのである。

2. ルポール・ロンバート貸付の資金的基盤

通化安定後、ドイツの市中割引市場は著しく縮小した。その結果、何よりも、ドイツの銀行の引受信用は、貿易金融に関する限りでは、外国銀行の引受信用にはば完全に取って代られた。さて問題は、このような市中割引市場の縮小によるドイツの銀行の引受信用の際立った後退は、ルポール・ロンバート貸付を支える資金的諸条件の内部にいかなる変容をもたらすことになったか、と

20) *Der Bankkredit*, S. 91-92.

いうことである。この点を明らかにするためには、まず、ドイツの銀行の引受信用が十分な展開を遂げた戦前の場合を取りあげ、その構造とルポール・ロンバート貸付との間にどのような資金的脈落が存在していたのか、ということを探らねばならない。以下ではこの点から検討していくが、ドイツの銀行の引受信用の構造という場合、貿易金融と関わるそれを取りあげる²¹⁾。

(1) 戦前では、ドイツの銀行の引受信用は、かなりの程度、そして不断に増大する傾向をもって、ドイツの貿易金融を担っていた。とりわけ、ドイツの輸入に際して、マルク建のドイツの銀行宛手形が海外の輸出者によって大規模に振り出された²²⁾。そこで、戦前においてドイツの銀行の引受信用がドイツの輸入に際して利用された場合を取りあげてみると、その構造は大略次のようなものであった²³⁾。

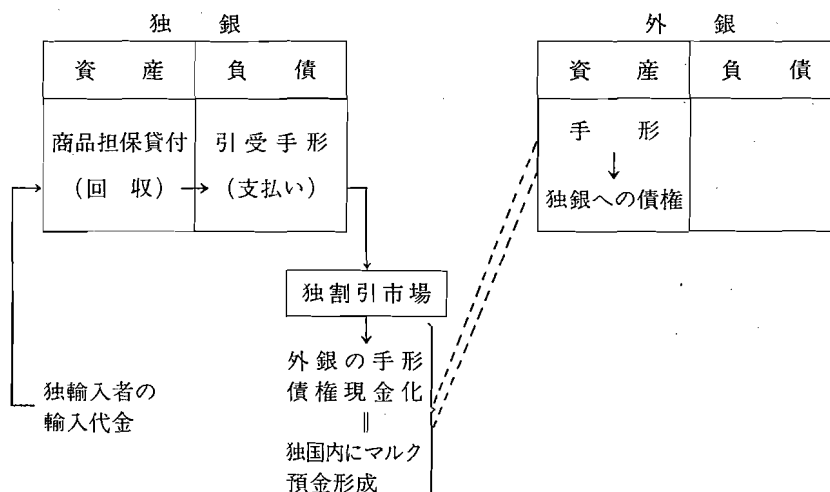
①ドイツの輸入商は外国からの輸入に際して、ドイツの取引銀行に商業信用状の発行を依頼する。②ドイツの輸入商は、発行された商業信用状にもとづき、外国輸出商に、このドイツの銀行宛の手形を振り出させる。③外国輸出商は手形を振り出し、船積み書類を添えてこの手形を外国銀行に売却する（輸出代金の受け取り）。④外国銀行は買い取った手形と船積み書類をドイツの銀行

21) ドイツの銀行の引受信用が、戦前において貿易金融のみならず国内の産業金融などに多様に利用されたことは、Riesserの研究にもとづいてつとに指摘されている(斎藤晴造『ドイツ銀行史の研究』, 192頁, 居城弘「第1大戦前ドイツ信用制度に関する覚え書き」静岡大学『法経研究』第27巻第4号, 102-103頁参照)。このような引受手形の多様な利用にもかかわらず、小稿で引受信用を貿易金融だけに関わらせて考察するのは、元来ドイツの引受手形はランプール業務、すなわち貿易金融において発展したものであり(斎藤, 前掲書, 192頁), したがって引受信用の本来的な意義は貿易金融にある、と考えるからである。さらに、既述のように、市中割引市場の著しい縮小によってもたらされた最も際立った変化は、ドイツの貿易金融に利用される引受手形のうえに表われていたからである。

22) なお、ドイツの銀行の引受手形がドイツの輸出に際して利用されたのは、小規模に留まっていた。Der Bankkredit, S. 88-89.

23) 戦前におけるドイツの銀行による貿易金融については、居城弘「ドイツ金融資本と国際的信用制度の展開(一)」(『法経研究』第30巻第3・4号)が詳しい。以下の引受信用の構造は居城論文による。

第4図 決済資金の流れ（独銀引受手形の利用の場合）



に送付し、手形はドイツの銀行によって引受けを与えられ、船積み書類はドイツの銀行からドイツの輸入商に貸渡される（ドイツの銀行による商品担保貸付〔積み送りあるいは蔵入りされた商品に対する前貸〕）。⑤引受けを与えられた手形はドイツの市中割引市場で割引かれ、外国銀行の債権は現金化し、それがドイツ国内に預金を形成する。他方、手形自体は満期まで流通する。⑥ドイツの輸入商は、手形の満期日までに、ドイツの銀行に対して輸入代金を支払う（ドイツの銀行は商品担保貸付を回収）。⑦ドイツの銀行は満期となった自行引受手形に対して支払いをなす（引受債務の返済）。

さて、ドイツの銀行の引受手形がドイツの輸入金融に利用された場合の構造は大略以上のようなものであったが、行論との関わりでここでとくに注目したいことは、上記⑤に見られるように、ドイツ国内に外国銀行の預金が形成される、という点である。この預金形成は、ドイツに送られたドイツの銀行引受手形がドイツの割引市場で割引かれて現金化し、それがドイツ国内に留まることによってもたらされる。この銀行引受手形の現金化は、当面はそれを割引いた銀行の資金によってなされるが、結局は、引受銀行が満期となった自行引受手形に対して支払いをなすことによって完遂される。そしてこの支払いは、ドイ

ツの輸入者から商品担保貸付を回収して行われるのである。以上のように、ドイツの市中割引市場の十全な機能を前提にして、ドイツの銀行の引受手形がドイツの輸入金融に利用されることによって、ドイツ国内に全く新たに外国銀行の預金が形成されることになる²⁴⁾(第4図参照)。この預金は、上記のようにマルク建手形が割引かれることによって(あるいは、引受銀行の支払いによって)形成されるのだから、マルク建である。そしてそれは、通貨安定後では、ドイツに対する外国現金信用 Die ausländischen Barkredite 流入の一形態であるところの即日払ライヒスマルク預金 Die täglich fälligen Reichsmarkguthaben をなすもの²⁵⁾、といえよう。

さて、このような形態でドイツ国内に新たに形成される外国銀行の預金は、どのように利用されるであろうか。この預金の短期性を考慮するなら、それを受け入れたドイツの銀行にとっても、その資産運用は短期的なもので行わざるをえないであろう。短期的な資産運用とは、現金準備を別とすれば、手形、ノストロ債権、ルポール・ロンバート貸付である²⁶⁾。そして、これらの資産のなかでも、ルポール・ロンバート貸付への運用がより適合的と考えられる。とい

24) ドイツの銀行の引受手形がドイツの輸出金融に利用された場合、このような預金形成がドイツ国内に新たに生じるとは必ずしもいえないであろう。というのは、この場合、次のような成り行きとなるからである。ドイツの輸出者はドイツの引受銀行宛に手形を振り出す。この引受銀行は外国輸入者から商品担保貸付を回収し、それによって、ドイツの割引市場を経由して満期となった自行引受手形に対して支払いをなす。このようにして支払われた資金は、結局は、ドイツの輸出者の外国輸入者に対する輸出代金を現金化しているわけである。そして、ドイツの輸出者は、現金回収した輸出代金を、その性格上必ずしも預金するとは限らないであろう。

25) なお、ドイツの銀行のバランスシートでは、これは、預金 Kreditoren の中の手数料不用勘定に記入される。外国現金信用に関して詳しくは、Vgl. Der Bankkredit, S. 83.

26) これらの資産は、預金に対する支払準備の性格をもつ。資産の短期性とは、具体的にはこのような意味をもっている(前注4)参照)。なお、ここで商品担保貸付(「積み送りあるいは蔵入りされた商品に対する前貸」)を除いたのは、それが、流入した預金で新たに貸付けるというものではないからである。それは、引受銀行が自行引受手形の額だけ債務を負うのに照応して、輸入者への商品貸渡しという形態で生じる債権である。

うのは、問題とする外国銀行の預金は、ドイツの引受銀行が商品担保貸付を回収して引受手形に対する支払いをなすことによって生じるからであり、そしてこの商品担保貸付とルポール・ロンバート貸付は同じ2線準備に属するからである。すなわち、外国銀行の預金がルポール・ロンバート貸付に用いられた場合、迂回的ではあるが、商品担保貸付がルポール・ロンバート貸付へ資産転換したとみることができるし、そしてこの資産転換は同じ2線準備の枠内の事柄なのであり、ヨリ容易な転換と考えるからである。

ドイツの銀行の引受手形の利用によって形成されてくる外国銀行の預金は、以上のように、ルポール・ロンバート貸付へヨリ容易に流れる、と考えることができるのである。もちろん、この預金が、ルポール・ロンバート貸付以外の他の短期資産に向けられることもありうる。だが、例えば、手形の買入れに用いられたとしても、それからルポール・ロンバート貸付への転換は容易に生じるであろうし²⁷⁾、またノストロ債権についても同様のことがいえるであろう²⁸⁾。

かくして、ドイツの銀行の引受信用がドイツの輸入に際して与えられた場合、その構造とルポール・ロンバート貸付との間には、以上に見たような資金

27) 割引手形の市中への供給は、月の25日くらいまではほとんど弱く、月末に強くなる。銀行は月末に割引手形を売却し、調達した資金で月末需要に応えるわけである (Vgl. Der Bankkredit, S. 129)。結局、月末には、銀行は手形からロンバート貸付 (月末貸) へと資産転換を行う、といえよう。

28) ノストロ債権は、内外の銀行に対する短期債権であり、内外の銀行から受け入れた短期信用の支払準備という意義をもつ (cf. P.B. Whale, Joint Stock Banking in Germany, 1930, pp. 147-148, Vgl. Der Bankkredit, S. 148)。とくに、外国銀行から短期信用を取り入れた場合、貸し手である外国銀行によって、適度の水準でノストロ債権を維持するように求められる (Nordhoff, a. a. O., S. 488)。この場合、流入した短期外国信用の一部がノストロ債権の積み増しへと用いられるわけである。このようにノストロ債権は他銀行に対する支払準備という性格をもつが、この資産もまたルポール・ロンバート貸付へと転換されることがありうる。実際、後述するように、ライヒスバンクの信用制限により手形の再割が制限される時、手形の代りにノストロ債権を取り崩して資金調達し、月末貸 (ロンバート貸付) を行う、という事態が安定後に生じた。

的脈落を見い出すことができるのであり、その構造の中に必然的に生じる外国銀行の預金はいわばルポール・ロンバート貸付を支える資金的基盤をなしていた、ということができるのである。そして、ドイツの銀行の引受信用供与は、市中割引市場の十分な展開を条件とするものであった。ここで、諸関連について要点を示しておくこととなる。十分に機能する市中割引市場の存在は、ドイツの銀行の引受手形の流通を可能にする。このことが、ドイツの銀行の引受信用供与の条件をなしていた。ドイツの銀行の引受信用供与の結果、引受手形に対する支払いは外国銀行の預金としてドイツ国内に沈澱する。この預金は、その短期的性格のゆえに、ルポール・ロンバート貸付、手形、ノストロ債権へと運用される（後二者は、ルポール・ロンバート貸付への転換可能）。結局、市中割引市場の十分な展開は、このような諸関連を通じて、ルポール・ロンバート貸付を支える重要な条件となっていた、ということができるのである。ルポール・ロンバート貸付が貨幣市場（市中割引市場）の動向によって規制を受ける、というのは、具体的にはこのような意味においてである。

(2) 上述の諸関連は、通貨安定後、決定的に変化する。既述のように、戦後、ドイツの市中割引市場は「もはや存在しなかった」²⁹⁾といわれるほどに縮小し、漸次に再建されつつあったにしても全く小規模でしかなかった。そして、ドイツの輸入に際して外国が振り出すドイツの銀行宛の手形は著しく減少した。一般に通貨安定後では、国際的取引においてマルク建の銀行引受手形はその意義を全く喪失し、アメリカ、オランダ、イギリスの銀行引受手形によってほぼ完全に取って代られたのである³⁰⁾。

このような状況のなかでドイツの輸入者は、ドイツの銀行の引受手形を利用するのではなく、ドイツの銀行と取引関係を有する外国銀行宛の手形を輸出者に振り出させることになる。ただし、この外国銀行の引受信用は、ドイツの銀行に媒介されることによって与えられた。この場合の構造について要点を示すと次のようになる。外国の輸出者は、戦前と異って外国銀行宛の手形を振り出し、引受けを与えられる。そのためこの引受手形の満期には、外国銀行に支払

29) 30) Der Bankkredit, S. 89.

い責任が生じる。かくして外国銀行は引受債務を負うが、それに対応する債権はドイツの銀行に対してもつ。この外国銀行の債権は、ドイツの銀行の側では「顧客のための第3者からの借入金」という負債項目で表われる。ドイツの銀行は、この債務に対応する債権を、商品担保貸付としてもつ³¹⁾。

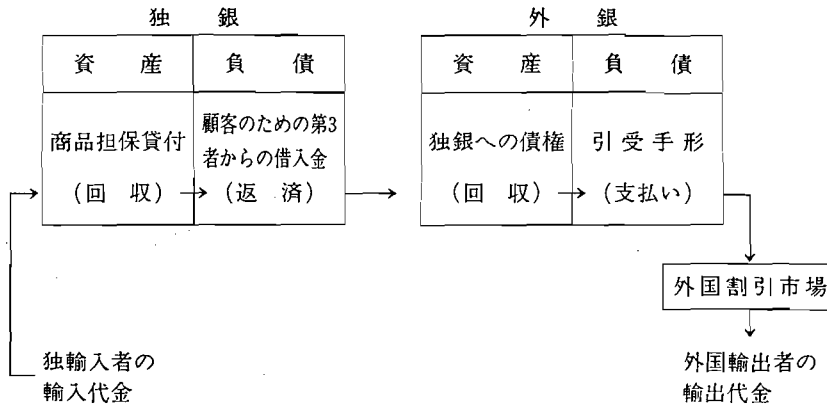
さて、このような構造のもとでは事態の成行きは次のようになる。外国銀行の引受手形は、もっぱら外国の割引市場で割引かれ、流通する。満期にはこの外国引受銀行が手形支払いをなすが、そのためには、満期以前にドイツの銀行に対する債権を回収せねばならない。すなわち、ドイツの銀行は商品担保貸付回収と同時に外国銀行に対して「顧客のための第3者からの借入金」を返済し、外国銀行はこれを引受手形の満期支払いに用いる、というわけである。

ここに、戦前と比べてきわめて大きな違いが生じることになる。それは、ドイツ国内に外国銀行の預金が形成されないという点である。というのは、利用されたのが外国銀行の引受手形であるからである。すなわち、ドイツの銀行は商品担保貸付を回収して債務支払いをなし、この点では戦前の場合と変るところがないが（ただし、戦前の場合は「引受手形」に対する支払いだが、それが「顧客のための第3者からの借入金」の返済というように変る）、他方で外国銀行は満期となった引受手形に支払わねばならず、そのためにドイツの銀行に対するこの債権を確実に回収するからである。外国銀行の債権は、預金としてドイツ国内にはもはや留まらないのである（第5図参照）。このことは、ドイツに対する外国現金信用の一形態である即日払ライヒスマルク預金が通貨安定後には後退した、ということに端的に現われていた³²⁾。以上のように、ドイツの輸入に際して外国銀行の引受手形が用いられるようになったことにより、以前に見られた外国銀行の預金はもはや形成されなくなるのだが、このことは結局、ルポール・ロンバート貸付を支えていた重要な資金的基盤が崩れたとい

31) Vgl. Der Bankkredit, S. 89-90.

32) このライヒスマルク信用は、1925年と28年には一時的増大をみるものの、外国現金信用全体に占める割合はきわめて低く、他方で外国現金信用のもう一つの形態、すなわち、外貨での期限付資金 *Gelder auf fest Termine* は優勢であった。Der Bankkredit, S. 84-85.

第5図 決済資金の流れ（外銀引受手形の利用の場合）



うことを意味するであろう。

ところで、上記のようにライヒスマルク信用（預金）は後退したとしても、通貨安定後では外国現金信用全体の流入は著しかった、ということはつとに指摘される。それは外貨建の期限付資金 *Gelder auf fest Termine* の著しい増大によるものであった³³⁾。この外貨貸付は、ほとんどが1～3カ月の期限をもつものであるが、その利率は一般的約定によるのではなく、ドイツと外国の当該銀行間におけるその時々での口頭での諒解によって決められた。ライヒスマルク信用（預金）が外国銀行のドイツ国内での業務——手形の現金回収など——によっていわば自然形成的に生じると比べると、この外貨建信用の方は、ドイツの銀行が意識的に取り入れを図らねばならないものであり、きわめ

33) ドイツに流入した外国現金信用の、ライヒスマルクでの信用（預金）と外貨でのその構成比率は明白とはならない。というのは、これらは、ドイツの銀行のバランスシートに、*Kreditoren* の「手数料不用勘定」と「その他の債権者勘定」という項目にドイツ国内の預金とともに無区別に記帳されるからである。だが、前注でも触れたが、通貨安定後における外国現金信用流入の主要構成要素をなしたのは外貨建の期限付資金であったし (*Der Bankkredit*, S. 83), また、外国の貸付のかかなりの部分が外貨での貸付であったことは確かである (*Whale*, *op. cit.*, p. 268), といわれている。

て浮動的な性格を有するものであった³⁴⁾。通貨安定後、このような外貨建信用が著しく流入し、ライヒスマルク信用の後退を埋め合わせていたのである。

さて、ライヒスマルク信用の後退とは対称をなしてドイツに流入した外貨建信用は、ルポール・ロンバート貸付を支える資金的基盤たる意義をもライヒスマルク信用に代って受け取ることになる。例えば1926年には、マルク釘付によってドイツの銀行は為替リスクなしに安価な外貨を取り入れ、それをライヒスバンクへ差し出してマルクを調達し、月末金融³⁵⁾を行っていた。また、マルク釘付廃止以降でも、同様に外貨取り入れによってライヒスバンクからマルクを調達し、月末金融を行う、という状況が見られた。27年後半の事態がそうである³⁶⁾。両時期ともライヒスバンク割引率は比較的高位にあり³⁷⁾、したがって月末金融のための資金を手形の再割によってライヒスバンクから調達することは相対的に困難であった。このように保有手形残高の利用も相対的に困難であり、他方では外国銀行のライヒスマルク信用の流入は後退したのだから、この場合ドイツの銀行にとっては必然的に外貨建の短期信用の取り入れを凶らざるをえなかったわけである。同様のことが、1929年にライヒスバンクが信用制限を行った際に見られた。この場合、やはり手形の再割によるマルクの調達が困難となったので、ドイツの銀行は外貨取り入れの必要性を強く認識した³⁸⁾。このようにして、取り入れられた外貨が月末金融に用いられたのである。ただし、この外貨は直接に月末貸へと運用されるのではなく、当面はノス

34) この外貨建信用は、繰延べや回収が頻繁に行われ、また、国際間の金利差を目的とする純粋に投機的な性格をもつものであった、ともいわれる。Vgl. Der Bankkredit, S. 83. 生川栄治『現代銀行論』, 66頁参照。

35) 月末金融もしくは月末貸というのは、ある月末から次の月末までのロンバート貸付である。それは、強気投機に、月末清算の繰延べを可能にするものであり、ルポール貸付と全く同じ意義を有した。この点について詳しくは、Whale, op. cit., pp. 115-116, 前掲拙稿参照。

36) Vgl. Der Bankkredit, S. 149-150.

37) ライヒスバンク割引率は、27年前半が5%と最も低く、26年及び27年後半は6~7%であった。

38) Vgl. Der Bankkredit, S. 145-146.

第5表 ベルリン大銀行の短期資産構成 (百万RM,%)

	1913未	1924未	1925未	1926未	1927未	1928未	1929未	1930未
現金及び発券 銀行預金等	360.2 (11.2)	194.5 (11.3)	248.5 (11.0)	261.5 (7.9)	326.7 (8.7)	419.7 (9.0)	381.9 (7.9)	385.3 (9.8)
手形及び 小切手	1775.9 (55.1)	855.1 (49.7)	1248.8 (55.2)	1555.0 (46.8)	1857.5 (49.6)	2482.4 (53.2)	2808.5 (57.8)	2375.5 (60.6)
ノストロ債権	325.2 (10.1)	628.8 (36.6)	642.4 (28.4)	786.2 (23.7)	1033.6 (27.6)	1125.5 (24.1)	1170.7 (24.1)	848.3 (21.6)
ルポール・ ロンバート	760.1 (23.6)	41.5 (2.4)	121.4 (5.4)	717.9 (21.6)	530.2 (14.1)	641.7 (13.7)	495.5 (10.2)	309.7 (7.9)
計	3221.4 (100)	1719.9 (100)	2261.1 (100)	3320.6 (100)	3748.0 (100)	4669.3 (100)	4856.6 (100)	3918.8 (100)

出所：Die Bank 所収のバランスシートにより作成。

トロ債権として資産保有され、それが月末に取り崩されて、すなわちライヒスバンクへの外貨差し出しによってマルクが調達され、月末金融が行われていたのである。この点は、通貨安定後におけるノストロ債権の意義の増大という形で現われた³⁹⁾。ドイツの銀行は、ノストロ債権の積み増しを積極的に行い(第5表参照)、月末金融に備えたのである。

かくして、ドイツの銀行は、外国銀行のいわば自然形成的な預金(ライヒスマルク信用)の後退を埋め合わせるために、外貨建信用の取り入れ拡大を意識的に図り、それをもって月末貸を行ったわけである。外国銀行からの外貨建信用が、ライヒスマルク信用に代ってルポール・ロンバート貸付を支えていたということになる。

以上で見たように、通貨安定後、ドイツ国内にいわば自然形成される外国銀行のライヒスマルク預金は後退し、その限りでは、ルポール・ロンバート貸付

39) ノストロ債権は、戦前と異って、他銀行に対する支払準備という役割に留まらず、保有手形残高の利用が困難な場合(ライヒスバンク割引率が高い、もしくはライヒスバンクの信用制限が実施される場合)、それに代ってライヒスバンクからマルクを調達する手段ともなった。このような事情を背景として、戦後になって、ノストロ債権が現金、手形とならんで第1次流通資産として認められるようになったのである。Der Bankkredit, S. 148.

を支える重要な資金的基盤は崩れたといえる。だがそれに代って、ドイツの銀行は、きわめて浮動性の強い外貨建信用の取り入れを意識的に拡大し、それによって月末金融を行ったのである。外貨建期限付資金のルポール・ロンバート貸付への利用であった。かくして、ルポール・ロンバート貸付は、それを支える資金的基盤が大きく変化しながらも、26,27年におけるような積極的な展開を見せたのである。

む す び

ルポール・ロンバート貸付は、貨幣市場と資本市場の結節点をなす。この貸付の資本市場（株式市場）への影響は、通貨安定後、決定的なものであった。ドイツの大銀行は、この貸付を通じて、株価の動向を支配しえたのである。金融市場は、ルポール・ロンバート貸付→資本市場（株式市場）という部分では、きわめて効果的に機能し、銀行による株式の引受発行が支えられ、かくして金融資本的蓄積が推進せしめられた、ということができるのである。

しかしながら、このような意義を有したルポール・ロンバート貸付は、銀行がこれを自在に操れるものではない。いうまでもなくそれは、貨幣市場全体の状況によって規制を受ける、と考えねばならない。この規制関係の把握は、例えば、貨幣市場における市中割引率とロンバート貸付利率との連動性を指摘する、といった表面的なものでは十分でない。より構造的に貨幣市場における資金の流れに着目する必要がある。このような観点から、ルポール・ロンバート貸付が貨幣市場の中でどのように規制を受けるか、ということの問題にした場合、そこには、市中割引市場の十全な展開がルポール・ロンバート貸付の資金的基盤をも用意する、といった関連が見い出されたのである。具体的にいうならば次のような関連であった。すなわち、十全に機能する市中割引市場の存在は、何よりもドイツの銀行の引受手形流通を、したがってドイツの銀行の引受信用供与を可能にしていたのであり、この引受信用が貿易金融に用いられる結果、ドイツ国内に外国銀行のマルク建の預金がいわば自然形成的に生じる。そして、この外国銀行の預金は、その性格上ルポール・ロンバート貸付へと運用される、というのである。かくして、市中割引市場の存在は、このような資金

的脈落をもって、ルポール・ロンバート貸付を支える重要な条件ともなっていたのである。だが、通貨安定後、このような諸関連は大きな変容を余儀なくされる。市中割引市場は「もはや存在しなかった」といわれるほどに縮小し、ドイツの銀行の引受信用はほぼ完全に外国銀行のそれにとって代わられた。その結果、外国銀行の預金は形成されず、この限りでルポール・ロンバート貸付はその重要な資金的基盤を失うことになる。そして、このような空隙を埋め合わせるためには、ドイツの銀行は、意識的・積極的にかわめて浮動的な外貨の取り入れ（外貨建信用の流入）拡大を図らざるをえなかったのである。結局、通貨安定後、市中割引市場の機能喪失のもとで、ルポール・ロンバート貸付はその資金的基盤を、外国銀行からのより浮動的な信用取り入れに求めざるをえなかったわけである。ルポール・ロンバート貸付が貨幣市場全体の状況によって規制を受けるということも、通貨安定後では、その規制関係は上記のように大きく変化していたのである。

以上のように、通貨安定後におけるドイツの金融市場は、ルポール・ロンバート貸付→資本市場（株式市場）という部面では効率的に機能したとすることができ、他面でルポール・ロンバート貸付自体を支える貨幣市場の状況・資金的基盤という点に注目してみると、かわめて脆弱な構造であったといわねばならないのである。金融市場が効率的に機能したといっても、それは、自然形成的に生じる外国銀行の預金にではなく、浮動性のより強い外国信用の意識的取り入れに依存していたからである。そして、金融市場のこのような構造的脆弱性は、1931年の銀行恐慌によって露呈されることになるのである。