

London money market の構造的 変化について

藤 沢 正 也

- I 問題の所在
- II discount house の発展とその伝統的な金融効果
- III money market の金融資本への順応
- IV discount house の変貌

I 問題の所在

英国は今次大戦前、40億£を超える純対外資産の所得によつて、2割にも及ぶ貿易バランスの逆調を補つていた。だが大戦はこの正味資産を帳消にした挙句、戦前からあまり顧みられなかつた国内産業設備の更新を著しく妨げた。したがつて戦後、この国の国際的経済力の低下は覆うべくもなく、国際収支の危機は屢々表面化しているし、国民所得水準もかつてはその植民地属領であつた国々からいたましく追い越されている。しかも高額所得者が減少して所得構成が少々水平化されたことは、『資本蓄積の隘路』として、特に金融市場の寒心的⁽¹⁾とされている。しかしこれらの事実は、英国金融資本の国内的地位が衰頹したとか、動揺していることを意味するものではない。現在でも全国民有財産の60%は総人口の僅か2%の手中に握られているし、工業では使用職工500人以上の工場が純生産高や労働者数の50~60%を占め、しかもかうした大工場は僅か数拾社のコンバインによつて支配されていて、これらの巨大会社は全国商工業会社粗収入の1/3を呑みこんでいると云う。コンバイン或はトラストの尨大な利潤は、単に自己が経営し支配する事業から直接にひき出されているばかりでなく、「生産費を引き下げながら市場を操つて、物価を高水準に維持できるように生産を統制すること⁽²⁾」によつて間接に増殖されている。

(1) Norman Macrae. The London Capital market. 1955. p.40.

(2) Aaronovitch. A study of British monopoly Capitalism. 1955. p.17.

かうした独占資本における戦時戦後の目立つた特徴は、国家の権力と資本が最大限に利用されていることで、国有化された産業はもとより、幾多の国家的統制機関も例外なく「トラストによつて支配されており、（政府の経済活動の強化は）国家のトラストへの従属と云う（独占資本主義の）新しい段階を示すものにはかならない⁽³⁾」とも見られている。

尤もこのような独占的支配や統制の強化は、必しも公式的に生産力の停滞や雇用水準の低下を惹起しなかつた。たとえば最近の工業生産指数を見ると、戦前基準の2倍強、輸出高は実に2.4倍で、失業者は $\frac{1}{6}$ に減少している。これは多分に内外における軍事的支出の増加によつて支えられたものとしても、**独占競争**が極めて効果的に行はれていることを立証するものと云えよう。英国の金融組織はこの独占競争を保証する装置として、戦後も特殊な伝統的強味を發揮している。即ちそれは戦時戦後の重疊的悪条件にもかかわらず、貸付資本の本来的要求にこたえて、その安全有利な投資口への誘導をはかつている。この役目を果すためには、金融機関自体も經理の健調を保持しなければならない。英国最大の金融機関は云う迄もなく五大預金銀行 (big five) であつて、1953 年末 England 及び Wales における銀行預金総額 67 億 £ の 85% 弱を占めていますが、その流動性比率は 36% 強を示し、戦前の 30% 台よりは遙かに流動化されている。この高度な liquidity ratio は、根本的には「国家が純預金残高の $\frac{2}{3}$ を吸収している（国家資金として貸付けられている⁽⁴⁾）」と云う戦後の特殊性によるものであるが、銀行から短期公債や手形を担保にコールマネーを受け、流動化された大蔵手形や商業手形を供給している手形割引業者からなる money market の役割を無視することはできない。また今日の預金銀行が高収益資産への資金運用において、Gilbart の原則を固執していると見ることは当たらないが、少くとも事務的には、貸出は特定顧客への大口長期貸付を拒み、証券投資もギルトエツヂなものを選好する努力を怠つてはいないようである。これはやはり往年の merchant banker を母胎とする保険会社、投資信託、ファイナンス・コンパニイ等専門的長期信用機関からなる capital market の存

(3) Jhon Gollan, British political system, 1954. p.115.

(4) Beckhart, Banking system, 1954. p.784.

立によるもので、このような貨幣市場、資本市場の独自の発展こそ、金融資本の安定を維持する線に沿つて、巨大銀行間の**仲士の競争**を可能ならしめる金融制度的な基礎となつている。

さて **capital market** は本稿の論外として、手形割引業者は現在果してかの **Bagehot** が描いたようなイニシアティブを以て、**money market** を規制しているであらうか。1953 年末、ロンドンの全割引業者12の保有する総資産 11 億 £ の内訳を見ると、大蔵手形が 750 百万 £ を占め、商業手形は 50 百万 £ に過ぎない。これより先この国は過去 20 年間の金融史を特徴づけた **cheap money policy** から脱して、正常的な金融政策に転換しつゝあつたが、なお割引業者の保有する大蔵手形と同担保借入短資の利鞘は極めてネグリジブルで、1953 年 11 月末現在では約 $1\frac{1}{3}\%$ 強に過ぎず、商業手形の取引も事情は同断であつたと察せられる。「大蔵手形の取引による利潤は今日では微細なものである。ブローカーの口先からもれる『地味の稼ぎだ』と云う言葉も彼等には珍しい言葉通りの真実性がこもつて⁽⁵⁾いる。」このような事情から割引業者はもつとマーヂンの多い短期化された債券の取引に活路を求め、1953 年末には 300 百万 £ の短期債を抱くようになつた。しかしこのマーヂンも多分に財政金融当局の『手心』にかゝつており、割引業者本来の手腕を不可欠とする取引の所産ではなさそうである。結局割引業者の支持者と目される諸家の見解を通して、それは現在のところ僅か 200 人内外の低廉な人件費で、預金銀行のために流動資産を仲継し余裕金の捌口となつている事実と、究極においては当局がそのあとしまつをせまられる金融政策の **shock absorber** としての機能、即ち預金銀行と金融当局に伝統的に“都合のよい緩衝器”であると云うこと以外に積極的な弁護は見当らない。割引業者のおかれたこのような立場からすれば、それらが市場として表面的には如何に独立した金融機関のアスペクトを見せたとしても、所詮有力銀行への従属を余儀なくされることは怪むに足らない。たとえば重役交換制によつて、**Alexanders** が **Lloyds** 銀行につながり、**Union** が **National provincial** 銀行の系列に属しているように。しかし割引業者の自立性の喪失は、何も今次大戦後の目新しい現象ではなかつた。それは収支面

(5) Sayer. Modern banking. 1951. p.56.

では、大恐慌後の 1930 年代にもつと深刻な危機に見舞はれているし、そうした危機の本質的要因は、既に第一次大戦前にさかのぼつて胚胎していたのである。以下本稿はこのような割引業者の衰頹過程を、**money market の構造的な變化**と見て、前後の事情を考察してみたい。もしこの点が明らかにされれば、英国金融資本の金融制度的な特質の一端を窺ひ知ることができよう。

II discount house の発展とその伝統的な金融効果

英国の手形取引における仲買業者 (bill broker) から割引業者 (bill dealer) としての discount house への発展については、1830 年代が劃紀とされている。それまでは専門業者と云つても、急激な工業化のために資金の逼迫しつゝあつた Yorkshire や Lancashire の地方銀行家が保有していた手形をとつて、これを資金の豊富な農村地帯、たとえば Somersetshire や Norfolk の銀行家に割引を斡旋し仲介する仲買人に過ぎなかつたので、その場合業者は貸手側の銀行家に対しては譲渡した手形について明確な支払責任はもたず、かつ業者の収入は専ら借手側から徴する手数料に依存していた⁽¹⁾。だがブローカーは、特定の手形や商品の流通に専門的に通曉するようになるにつれて、手形の鑑定力は一段と強化され、かつその手腕が銀行家から高く評価されるようになった。かうした信用によつて、“長靴とかばん以外に目星しい資本をもたなかつたブローカー”も、多額の負債をひきうけることができるようになった⁽²⁾。この負債がはつきりと銀行家からの借入金と云う形態をとり始めたのは、1825年のパニックからと見られている。従来、市中銀行家は顧客のために割引いた手形を、準備金の一部とみなすことはできなかつた。それを英蘭銀行以外に再割に出すと、自分の信用を傷つけるおそれがあつた。しかし1825年のパニックによつて、英蘭銀行の再割もあてにならないことを知らされてから、「彼等はまだ英蘭銀行に再割を求めなくなつたし、彼等の裏書は貨幣市場には見られなくなつた。いまや資金をコールで、大きな貨幣商人(手形割引業者)に放出すると云うやり方が益々普及するようになった。ロンドンの銀行家

(1) バジヨット 宇野弘蔵訳 ロンバート街 p.265.

(2) 前掲書 p.263.

が突然の資金需要に応じられるのは、この方法によるものである。⁽³⁾ 地方の株式銀行 (provincial bank) がコール資金を手形業者に出し始めたのは、これより少しおくれて、1836年頃からと云はれている。農村銀行は既にブローカーと契約して、毎週一定額の手形をとる契約を結んでいた。しかしその他の地方の資金需要は毎週不変ではないから、ブローカーが受けとることに同意していた手形に応じ切れない場合があつた。「だが銀行はブローカーに契約通りの資金をうけとるように要求することができたから、しばしば再割が減退するよくなときでも、限度まで送金する義務があると感じていたのは当然であつた。……このような事情のもとにおいては、ロンドンに送金された短期余裕金は、ブローカー自体それを運用できる機会があれば、必要な際には何時でも『呼び戻し得る』と云う形で、ブローカーの処分にゆだねる以外に適当な方法はありません⁽⁴⁾」以上が所謂 money at call and short notice の端緒で、銀行側からはこの資産は現金に次ぐ準備金として重視されるようになると共に、ブローカーもこのような方法で資金を調達することによつて、自然に自分の名義と計算で、取引當事者 (principal) として手形を割引き、満期日まで保有し、或は裏書して再割に出す dealer となつた。この dealer の収益はもはや broker とは異つて、単なる仲立の口銭ではなく、割引と再割の利鞘、或は短資コストと割引歩合の利鞘であつて、自己の信用を売るところの一種の銀行資本としての利潤⁽⁵⁾である。

dealer としての割引業者の地位は 1833 年、商業手形が高利制限法の適用外とされたこと、短資利率が不断に低下したこと、及び決定的にはこれより先 (1830年) 後述のように、英蘭銀行との割引勘定が認められたこと等の諸事情によつて上昇の一路を辿り、1840~50 年代には総数 29 の業者が Lombart street に集つて繁をきそつたと云はれているが、うち dealer としての discount house と目されたものは、Overend gurney を丁点とする Alexander's. Sanderoon's 及び Bruce の 4 者で、他は broker の範疇に属

(3) Gilbert. the history, principles and practice of banking. p.301.

(4) King. History of the London discount market. 1936. p.48.

(5) バジヨット 前掲書 p.269.

していた⁽⁶⁾。しかし何れにせよこれら業者の店舗が、公衆と銀行の手形移動をつなぐ**公開市場**となつたわけで、この money market の金融的効果は次のような意味でオルソドックスなものであつた。「手形市場はあらゆる銀行と接触していて、ある銀行が（資金を）回収しても、それは別の銀行の余裕金として直に再現される傾向がある。そこで市場は資金が銀行間を移動しても、その残高の利用を保持している。だから市場は流動性をさほど目立つて失うことなしに、流動性の乏しい資産たる手形に運用することができる。単一銀行の場合は英蘭銀行に直接再割を求めるか、競争相手の銀行から“英蘭銀行の資金”を借受る用意がなければそうすることはできない⁽⁷⁾。」市中の金融が繁忙を呈してくると、業者はいち早く逼迫期になる前におちそうな手形を選び、かつ割引歩合を引き上げる。こうして逼迫期に入ると、勿論取引高は減少して市場に放出される資金も減退するが、市場には前から保有していた手形が満期になるにつれて資金が流入するから、業者の収益は減つても流動性は傷つけられない。この限りでは、割引業者は割引歩合によつて**信用を調整するイニシアティブ**をもつていると見ることができる。しかし繁忙がパニックの様相を呈してくると、どだい満期の手形も書替か不渡になるばかりか、コールも目立つて一斉にひきあげられる。こゝで業者は「彼等の仕事の性質上、銀行家の準備金によつて必要な支持を求めざるを得ないと云う丁度その時に、銀行家は其の準備金を強化するために、彼等から巨額の金をとり去るのである。非常に大きな負担が丁度それに堪える力が最も少いときに追加的にかけることになる⁽⁸⁾。」このようなダイレンマを打開したのが、money market に対する**英蘭銀行の割引勘定の開設**である。即ち1825年のパニック後、諸銀行業者は非常の場合には英蘭銀行への依存も頼みにならぬことを自覚し、英蘭銀行預金 (Banker's deposit) の形で平常から準備金の充実につとめるようになると共に、英蘭銀行自体も銀行券の発行や支払準備に“一層慎重な政策”を要するようになった。かうして民間銀行は漸次中央銀行からは独立し、後者は Bank rate を公

(6) King. *ibid.*, p.121.

(7) Balogh. *Studies in financial organization*. 1950. p.120.

(8) バジヨット 前掲書 p.273.

一定歩合として、なるべく**劃一的かつ固定的に維持する**方針をきめ、その公定歩合を効果的に実現する手段として、はじめて **borrowing on consols** や **quaterly advance** と云うような公開市場操作を実施するようになった。しかしそのみでは内外の要因による金融梗塞の不安を機動的に除去することはできない。前述のように株式銀行は **Banker's deposit** のほかに、貨幣市場に放出したコール資金も準備金の一部とみなし始めていたから、「金融逼迫の圧力を最初に蒙るのは市場である。したがって割引業者が英蘭銀行に接触し得る権利をもっている限り、資金供給の空隙は、彼等が正式に融資を申込みさえすれば自動的に、かつ円滑に充されるであらうことが明らかになった。」⁽⁹⁾ この場合割引業者は貸出において限られた顧客としか取引しない銀行に較べて、公衆や特にあらゆる金融業者と公開取引をやっているから、中央銀行の市場を通ずる資金調整の効果は一層**廣汎かつ迅速である**。これによつて中央銀行は **the lender of last resort** として、後述のように弾力的な金利政策を遂行する足懸を固めると共に、割引業者自体も銀行から短資を調達する**ギャランテイ**を一段と強化したわけであつて、「もし英蘭銀行の市場に対する再割施設が制度化されなかつたとすれば、短資の取引は実際には大規模なものにはならなかつただらうし、したがって割引市場は手形仲買制度の消滅と共に自立性を失い、商業銀行は今日なお英蘭銀行に直接再割を求めなければならぬ事態になつていたであらう」⁽¹⁰⁾。

しかし J. Loyd が『驚くべき施設』と自讃した **money market** の安易な利用は、融通手形や投機手形の濫発と結びついて寧ろはげしい金融恐慌の温床となつた。周知のようにピール銀行法は、通貨としての銀行券さえ統制されれば金融恐慌は片附くと云う **currency school** に立脚して、英蘭銀行を分離し、発行部を金の紐にあやつられる『自動的な機械装置』としたが、出資者のインタレストが銀行部で主張されることをさまたげなつた。したがって銀行部は資金運用において積極的に市場との競争に乗り出すようになった。即ち債券投資は資本価値の不確定性から敬遠されねばならなかつたから、営業の力点は

(9) King. *ibid.*, P.88.

(10) King. *ibid.*, p.89.

商手割引または商手担保の貸付に集中される結果となつた。それと共に中央銀行の割引政策は、従来のように金利を釘付とする家父長的な量的調整を揚棄して、市場との競争的な接觸を強化した。手形は市場の格付に照応して選別され、優良手形に適用される最低率 (minimum) のみを公定し、其他の手形は期間や品位によつて割増歩合を徴した。金利操作がいまや中央銀行の信用調整の最有力の武器とされた。だがこのような銀行部の市場に対する積極的な競争も、割引業者には懸念された程の打撃を与えなかつた。蓋し当時の銀行業はなお単一銀行組織 (unit banking system) をとつており、それら地方銀行の増加した預金は、古くからその投資対象とされていた大蔵証券 (exchequer bill) が鉄道社債等におされて人気を失うと共に、中央銀行もこの証券の支持をやめたので、割引業者にコールを出し、当該業者から手形をとる以外に運用のすべはなかつたし、また割引業者の地方顧客は、最後の貸手が市中銀行であれ中央銀行であれ意に介しなかつたためである。なおこれに加えて、地方銀行が保有する手形を再割に出すことについては、当時多数専門家の支持を得ていたことが指摘される。かうした money market の繁栄は、それ自体手形の出廻を促進したが、40~50年代から輸出貿易の急激な膨脹にともなつて、貿易手形が増加するようになった。だがその頃の交通通信施設では、特に東洋貿易等において、手形の書替 (長期化) は不可避とされていたばかりか、同一の品物の多数の売手や買手が同時に長期手形を振出し、その品物が最終的に実現される数カ月前に何れも money market を通して資金を入手するのが常則であつて、「資金難におち入つた商社は、前の投機で失つた資本の補填を新な前貸において見出すために買うと云う慾求が益々大きくなつた。そこで仕入はもはや供給と需要によつては調整されず、行詰つた商社の金融操作の最重要部分となつた。」⁽¹¹⁾ 1847年及び1857年の恐慌はこのようにして擬制資本をでつちあげるところの商社の融通手形の濫発と、銀行家や割引商の安易な引受、割引によつて激化されたわけである。

しかし King によると、これには英蘭銀行にも重大な責任があつた。それは当時既に事実上唯一の発券銀行として短期金利を調整し得る立場にあつたばか

(11) マルクス 向坂逸郎訳 3巻3分冊 p.131.

りでなく、「商業銀行が英蘭銀行を準備金の保管者と見做し、英蘭銀行に対する預金を手許現金と同一視始めたこと、及び小切手制度が発展するようになった事実⁽¹²⁾に照応して、英蘭銀行による新規投資(証券)や手形の買入は、今日のように追加的な銀行現金(bank cash)を造出したのである。これにともなつて今日ほどではなくても、多分英蘭銀行の保有する証券資産の増加は、その直接的効果よりは派生的効果の方が大となつた。」蓋し英蘭銀行の新規貸出資金は結局他行に預金されてそれらの現金準備を増加させたので、一般に商業銀行は各自の流動性を傷けられることもなければ、英蘭銀行の準備金を縮小させることもなしに、相当額の追加資金を造出することができるようになったからである。たとえば市中銀行の預金はピール銀行法施行以後40年間にわたつて、35百万£から145百万£へと約4倍も膨脹し、内外の手形出廻高もこれにともなつて激増したが、英蘭銀行銀行部の準備金はこの間、年平均12~13百万£に保合し、その預金も2倍強の増加を示したに過ぎない。このような状態で英蘭銀行は、単一準備制度の基底として国内金融業者の唯一の支払準備機関ばかりか、国際金融の究極の決済機関となつた。しかも「英蘭銀行は自から大規模の割引業務に従事しているし、また自から凡る種類の手形に貸付け得られるものと考えているので、ビルブローカーはその最も恐るべき商売敵である。彼等は常に資金に対して高い利率を払っているのであるが、それがために彼等は英蘭銀行より安くしなければならないことになる。また普通の時は安くしているのである(Bankとの競争上)。しかし最後の支払準備金は英蘭銀行だけが保有しているので、ビルブローカーも必ずこの最後の準備金に頼らざるを得ない。」⁽¹³⁾したがつてmoney marketは、こゝで相反する方向からの圧力を受けた。即ち一方では銀行が競争して預金を吸収するために支出する経費を補うべく短資に相当な利率を要求したこと、他方では同じ銀行側が増加した預金を以て直接に手形を買い向うのではないかと云う懸念、しかも市場の徴し得る金利は、英蘭銀行の公定歩合によつて決定的に制限されていたのである。だから割引業者は彼等の手に負えない諸力、就中金利水準の一般的低下と、各

(12) King. *ibid.*, p.155.

(13) バジヨット 前掲書 p.13.

種金利の利幅の縮小によるマーヂンの減小に抵抗するためには、銀行資本としての立場を自から制扼するところの準備金の節約と、取引規模の拡大以外に方法はなかつた。事実、多数の割引業者は金融が梗塞すれば英蘭銀行で再割が得られることをあてにして、平時はコールによつて積極的かつ意識的に二三流手形まで割引いて、必然的に **over trading** おち入つている。勿論、英蘭銀行の援助を受ける場合、逆鞄の損失を蒙ることはよく知られていたが、この損失は平常の取引高増大による収益で充分補填できるものと考えられていた。「端的に云つて、これは堂々たる博打 (fair gamble) であつた⁽¹⁴⁾」そのため 1857 年のパニックには、英蘭銀行発行部は銀行法を停止して「法定限度以上 200万£の銀行券発行」を余儀なくされる一方、銀行部は 146万£の準備金で全国銀行に対する貸出 800万£、市場には実に 900万£⁽¹⁵⁾を貸出している。このオーバー・ローンはもとより英蘭銀行自体の採算目当の貸出ではなく、恐慌対策としてのそれであつた。中央銀行がこのように危険な対策を繰返さなければならなかつたのも、ひとり割引業者や銀行の放慢金融の失態によるばかりでなく、やはり英蘭銀行が銀行部において、事前から營利的に市場と競争すると云う態度そのものに問題があつたため、中央銀行が平常は適格性をもつと見る手形も、それは個別資本としての英蘭銀行に対する担保 (security) ではあつても、**總資本に対する擔保**にはならなかつたことを意味するものである。かうして「英蘭銀行は事実歴史的に大きな一つの轉換期に立つた。それは原資のとるに足らぬ増加分で、あり得べきそして實際の尨大な責任にとりくまなければならなかつた。……それは、今やその原資がそれ自からを矮小化したところの機構を規律すると云う問題に直面した。」⁽¹⁶⁾

こゝで英蘭銀行は市場と營業的に競争するのではなく、**市場と合理的に接觸**してピラミツド的信用機構を規制すべきであるとの新方針のもとに、(1) 市場に対してはアトランダムに干渉しないが、市場からは遊離しないような金利装置をつくる、(2) 無制限に銀行券を発行して市場の面倒を見ることはできない

(14) King. *ibid.*, p.187.

(15) アンドレアーズ 町田義一郎訳 英蘭銀行史論 p.467.

(16) King. *ibid.*, pp.192~193.

が、最悪の場合は(金融恐慌)究極の貸手(the lender of last resort)として、必要な援助を行うと云う態度に転換した。その結果について、先づ金利体系を見ると、40年代には公定歩合は屢々市場利率を下廻っていたが、50~60年代には繁栄期を除いて数志の逆鞘が常則となつた⁽¹⁷⁾。かうした金利決定の公準としては、準備金が愈々重視されたが、当時は金利政策において、其他の要因を無視してまで不当に準備金の現在高の動きのみに焦点をしばつたことは、大巾な金利の変動と金融市場の不安定を惹起し、商工業界に悪影響を及したものと見られている。内外の物価や金利の変動を勘案して、事前に準備金の変動を規制するような巨視的な金融政策が実行されるようになったのは、やはり今世紀に入つてからである。次に中央銀行は融資の質的規制を強化している。即ち銀行部は不良手形を厳しく詮議し、それらの割引や担保貸付を拒否したばかりでなく、重要なことは money market の活動をより狭い限界内に閉じこめるために、市場の再割勘定を一時閉鎖し、財政資金の揚超期にのみ定期的に貸出すこととし、特にブローカーに対してはもちこまれる手形の品位如何に拘らず、業者の信用力(自己資本)を考慮することとした。これらの措置は当然市場に衝撃を与え、そのため Gurney は 1859 年、公定歩合の引上に対して、英蘭銀行に巨額の預金を積み、それを突如千磅銀行券で引出すと云うような『いやがらせ』を試みたが、英蘭銀行の選別融資方針は徐々に財界に徹底しその支持を得た。したがつて不良手形や融通手形を扱う業者は自から罰せられると云う危険が自覚されると共に、銀行側も中央銀行が相手としないような業者とは取引を停止するようになった。尤もこのような市場政策は、今世紀にいたるまで中央銀行の corner stone となつたが、当時はそれほど嚴重に実施されたわけではない。割引業者と中央銀行が一段と緊密な関係を結び、業者が定期的に銀行部にバランスシートを供し、業者の資産内容や取引内容に関する銀行部の“示唆”が“指図”の性格をもつようになったのは、業者の会社組織による再建整備が行はれた 1870 年代以降からである。それと共に中央銀行が手形の適格条件を変えることによつて、金融政策の有効な武器とすることが

(17) 附表 A

(18) Balogh. *ibid.*, p.123.

できるようになつたが、60年代はまだ Lombart street と thread needle street の反目が絶えなかつたようである。しかしこの反目が深刻な金融的摩擦を惹起しなかつたのは、一般的にはこの国の資本主義が、レッセフェールの果実を貨幣資本の形態で速かに回収し蓄積する上昇期にあつたことと、特殊的にはオーストラリア、カリフォルニア等における新産金の流入や、大陸諸国の政情不安によるロンドンへの正貨流入にともなつて、市中は空前の金融緩和によるブームを満喫できたからにはほかならない。このような背景のもとに、割引業者も自己資本の充実に努め、有限責任会社への組織変更を行うと共に、有力業者は剰余金の一半を長短の公債投資に向け、他の一半を以てコール依存を自制し、弱小業者は銀行への再割を強化する線で回転速度の上昇をはかると云う分化を辿つた。

Ⅲ money market の金融資本への順応

前述のように、英蘭銀行は19世紀の後半から準備金の充実につとめ、融資の質的規制を強化するようになつたが、これはまだ当局が総銀行資本の長期的安定を目途した責任感からと云うよりは、金融恐慌から自己の安全を守るだけの狭隘な打算により強く立脚していたようである。中央銀行が市場と合理的に接触してそれを規制するには、解決を要する重大な問題が山積していた。就中、公定歩合を生かすためには、たえず低下する市場利率の線まで前者を接近させねばならぬが、公定歩合は銀行預金利率やコールレートの公準とされていたから、それを引下ることは一段と銀行や割引業者の低金利競争を刺戟し、これによつて乗数的に低下する金利水準は、一方では投機的な証券投資を激化し、他方では準備金の国外流出を招く危険があつた。このような危険を事前にくいとめるためには、英蘭銀行が平時でも金融ブームに行き過ぎないように、指導的に警報を出せるようなメカニズムを整備しなければならない。それにはやはり Bank が名実共に政府や銀行の上に立つ銀行として、一部の株主や顧客の近視眼的な利害に動かされることなく、特に信用政策において営利的な動機を自から制限すると共に、金融業者間の自由な競争が拘束されることが必要かつ必然となつた。この要請にこたえるための制度は、英国資本主義が1860～

70年代からの発展において用意したわけで、**金融資本の確立**がこれである。1890年における Baring の破産が、全金融機構を震撼する金融恐慌を誘発するに至らない前に救済整理されたことは、金融資本の偉力を立証するものと云へよう。「英蘭銀行が中央銀行として金融情勢を効果的に統制するためには、公衆の選好する銀行券の形で、現金を発行する力をもつばかりでなく、公衆や銀行が流動性を要求し、この要求が(充されぬために)産業活動を不当に攪乱するおそれある場合には、一層多くの現金を造出すると云う断固たる責任をもたなければならない。⁽¹⁾」この責任を確実に履行することが、金融界から高度に信頼されるようになれば、各種金融機関は好況不況を問はず比較的安定した準備率で活動することができるようになる。後に英蘭銀行は他行の**一定の準備率**を基礎に、かなり効果的な金融統制を実施している。たとえば cheap money policy。しかし慣習的な係数にせよこの準備率を安定させるに至った last resort としての貸出も、勿論無差別になされたわけではない。再割や貸付担保としてとる適格手形の条件は、60~70年代から漸次引き上げられたのであつて、就中引受人(acceptor)たる商業銀行や acceptance house の資力が著しく重視されるようになった。かうした融資の質的規制の強化は、公定歩合を平常は市場利率より高目におく方針と共に、**銀行資本の集中とその職能的分化**を促進した。即ち預金銀行を中心として貨幣市場、資本市場を構成する夫々の業者が、準備金の構成と規模において犯し難い縄張りのなかで、排他的に新参者を駆逐すると云う体制を打ち出したのである。英国では長期にわたる商工業のレッセフェールに拘らず、金融業者間の実際に自由な競争の期間はそう永続しなかつた。即ち 1840年代には『全国を銀行券で水びたしにした』private banker も、株式銀行によつて駆逐され始めたが、その頃実施されたピール銀行法は、既に株式銀行の新設を困難ならしめ、その面から既設の市中銀行を温室的に助長する規定をふくんでいたし、1862年における会社法の株式銀行への適用、同じく 1879年の法律による株式銀行の有限責任原則の適用、このような一連の法的措置は、当時商工業における自由競争の場からはじき出

(1) Sayer. *ibid.*, p.109.

された中小資本家の資本を、市中銀行の出資金や預金と云う貸付資本の形態をとつて、小数銀行えと誘導し、集中させると共に、大規模な銀行合同 (amalgamation) えの道を清掃することゝなつた。この銀行合同は株式銀行が手形交換所に強引に割りこんだこと、これによつて特に市中銀行の預金創造が容易になつたこと等とも関連があつて、「1858年に地方小切手のための交換所ができてから、小切手は普通の支払手段として、地方でも銀行券に代つて用ひられるようになった。こうして支店銀行制度は唯一の實際に有要な制度となつた。このような事情は当然銀行合同えの動きを促進したのである。」⁽²⁾ 有力銀行は競つて私立銀行業者を吸収し、或は株式銀行間で合併し、右合同件数は1862～1902年の40年間に、実に291件に上り、併合された銀行はすべて大銀行の支店、出張所に転化され、こゝに**巨大な支店銀行制度** (branch banking system) が形成されることになつた。⁽³⁾ この支店銀行制度は(1)手形、小切手の低廉迅速な清算、(2)当座勘定による無利息預金の吸収、(3)最小限の適正準備で最大限の資金運用を可能ならしめたこと、(4)大企業に個有な経営の合理化、特に間接費の節約と云うような効果をあげながら、⁽⁴⁾ 老大な預金を吸収し造出した。たとえば1850年における株式銀行の総預金は、110行で1億£内外と推定されていたが、1884年には118行で282百万£に、大戦直前の1913年には50行で809百万£に膨脹している。しかもこの銀行預金は益々巨大銀行に集中されたのであつて、1900年代には24行で総預金の68%であつたが、1913年にはBarclay. Lloyds. Midland, Westminster. National provincial. の所謂big fiveが50%を占め、戦後の1920年には右五大銀行の預金集中率は実に83%に達した。このため1918年、大蔵省によつて設置された銀行合同対策委員会も、合同の行過ぎは(1)負債に対する自己資本(特に資本金)の割合を不当に低下させ、預金者の安全を脅かすおそれがあること、(2)公正な競争まで過度に抑圧される危険、「就中それは貨幣市場に関連があつて、市場の存立は自由な競争によつて短期資金の供給を受けると云う条件に依存していた(のに、この条

(2) Truutil. British banks and the London money market. 1936. p.62.

(3) 附表 B

(4) Sayer. ibid., pp.23~24.

件を切崩す可能性)。それから一流のアクセプターが減少して、英蘭銀行や外国の買手が、合同される銀行によつて附与される引受手形をとらうとする限度がせばめられるおそれ。⁽⁵⁾ (3) money trust の形成は中央銀行の優位に対する挑戦となる、⁽⁶⁾ 以上の見地から合同の抑制を勧告している。右のうち特に第3点については、英蘭銀行の資力が最も充実していたと見られる1913年をとつてみても、民間銀行の8億£の預金通貨に対する現金準備は116百万£ (cash ratio 14%強)、うち半分が banker's deposit で、銀行部ではこれに政府預金其他若干の資金を加えて71百万£の預金、これを支える銀行部の準備金は24百万£ (proportion 34%) であつた。要するに英蘭銀行の預金は、民間銀行の8%弱に低下しても、その僅かな準備金が約30倍の預金通貨を支えると云う体制。したがつて公定歩合を不断に低下する市場利率とひき離して、それより高目におこうとすれば、預金利率やコールレートは依然きびしく公定歩合に規制されざるを得ないから、当然市中銀行や割引業者のマーヂンは減少して不良手形えの食慾を増進させることになる。だから先づ**預金利率を公定歩合とは獨立に協定して引き下げる**ことが必要になつた。尤も英国では第一次大戦前までは、市中銀行のはげしい競争のために、必しも円滑な協定には達しなかつたのであるが、1876年 Westminster が要求払預金のレートを公定歩合の1.5%低目としたのが契機となつて、翌年市中銀行は協定して**要求拂預金を無利息とし**、定期預金についてのみ公定歩合の1.5%低目とし、戦後は更にその利巾を2%に拡大している。こうして公定歩合は市場利率ばかりでなく、預金レートに対する効力をも失つて、英蘭銀行は信用調整の手懸りを一切失うかに見えたが、しかも準備金の集中的一元的保管者としての中央銀行の必要性は無視され得なかつた。かうして交換所加盟銀行からは独自の準備銀行案も出て、金利調整と準備政策の主体は分離されるかの岐路に立つた。だが事實は、銀行や割引業者の極大利潤を狙う独占を確立するための競争が Bank の解体を救つた。これについて King は次の通り述べている。「貨幣市場は整合されたものではないから、中央銀行が逼迫期に先立つて予防措置を講ずることが、彼等に最善の利益をも

(5) Balogh. *ibid.*, p.10.(6) Truptil. *ibid.*, p.65.

たらずものと納得させることは困難である。彼等の深刻な競争は、割引歩合の上昇が文字通り避けられなくなるまで引下げてしまう。そこでもし無責任な市場が、自発的に予防措置を講じようとしなければ、英蘭銀行がイニシアティブをとつて、必要な手段を強行しなければならないことは自明であつた。⁽⁷⁾「市中銀行の反目は、英蘭銀行の最も有意義な味方であることを立証した。もし市中銀行がもつと協力的な心構を示しさえすれば、73年代の中頃における討議の拳句は、金融市場の伝統的組織を徹底的に再編成することになつたかも知れない。⁽⁸⁾」しかし英蘭銀行の**道徳的優位**をたて直したのは、そうした民間有力銀行資本における独占を確立するための競争のほか、財政バランスが金融市場に強力な作用を与え始めたと言ふ重大なファクターがある。即ち70~80年代にかけ、財政支出が目立つた増加にともなつて、特に納税期（揚超期）には、かなり金融は逼迫するようになったため、その都度市場は英蘭銀行の資金に依存せざるを得なかつた（**Market in the Bank**）。しかも平時には市場の強気なゲームによつて、市場利率は公定歩合より大巾に低下し、準備金（正貨）の流出を誘致した。市場利率を内外に対して安全な水準まで引上るためには、最早 **consol** の売オペレーションのみでは不十分になつた。そこで英蘭銀行は **Lidderdale** 総裁のもとに、『財政資金を管理する』と言ふ異例の措置を案出した。即ち従来コールに放出されていた地方財政資金やインド政府の余裕金を預金として吸上げ、英蘭銀行のイニシアティブで貸付ると言ふ操作である。この市場利率に対する作用は徐々にあらわれていたが、更に政府は財政資金を調達するために **consol** の発行や英蘭銀行からの借入金（**Ways and means at the Bank**）によらずに、大蔵手形（**treasury bill**）を発行するようになってから、英蘭銀行の信用統制力は決定的となつた。それは周知のように1877年、**Bagehot** の答申にもとづいて法制化された期限1年以内の政府約束手形で、民間には先づ競争入札の形で発行された。大蔵手形は商業手形の様式を完備していて、その支払には疑問の余地はなく、譲渡に裏書を要しなかつたから、古くから発行されていた **exchequer bill** のような短期債を駆逐してよく消化さ

(7) King. *ibid.*, p.287.

(8) King. *ibid.*, p.296.

れたが、当初は公債整理の手段のみに用ひられ、大戦前のピークも 37百万£ の残高を超えたことはなかつた。しかし戦時戦後にいたるや赤字財政の主要な金融的手段となり、後述のように money market にも恐るべき影響を及ぼすようになる。ともあれそれは英蘭銀行の advance とは異つて、市中で消化される限り民間金融機関のキャッシュを増加させ、中央銀行の統制が及ばない範囲外まで金融を緩和させるおそれは毛頭なく、寧ろその発行によつて市場は緊張を持続し、納税期の第三 4 半期はもとより、政府が大きな借手となる第四 4 半期でも、英蘭銀行の統制力を強化させる換子となつた。かうして英蘭銀行当局は、大蔵省のバックアップによつて、金融市場に流通する資金量を調節し、貸出については当局が適当と見做すレートで、一流の短期手形と一流の割引業者のみを相手として選び、これによつて過当取引や投機的取引をある程度まで索制することができるようになった。「だが実際には、Lidderdale は市場に英蘭銀行からの借入を奨励していたのである。何者、彼は市場がそうすればする程英蘭銀行の力は大きくなり、かつ流通している手形の種類や取引の規模にもよく精通するようになると確信していたからである。かうして英蘭銀行の融資が、一流の短期証券を身返に、資本金に対して負債が適正な関係にある業者に対し、懲罰的条件（公定歩合もしくはそれ以上）でなされる限り、再割施設の復活は市場の過大取引を招来することなく、事実上英蘭銀行がそれを阻止し、制御するようになった。⁽⁹⁾」以上は金利体系においても実証されるところであつて、1898~1913年の間は、公定歩合の3~4%に対して市場利率は約0.6~0.7%低目、預金利率は1.5~2%の水準に安定する傾向を示していた。⁽¹⁰⁾

これにともなつて当時既に唯一の発券銀行となつた英蘭銀行は、民間資本としての性格を揚棄して事実上 White hall の一局に転化すると共に、民間の寡頭株式銀行の独占的地歩が固められることになつた。しかし英国の大銀行は独占的地位の確立後も、短期資金の供給を眼目とする commercial bank 或は deposit bank から逸脱しなかつたことが特徴的である。「英国銀行業の根本原則は、先づ小切手による要求払の預金を受入れ、次に短期の利子附資金を供与す

(9) King. *ibid.*, p.305.

(10) 附表 C.

ることである。……銀行の資金は極力流動化されていなければならないから、小口分散して短期で、しかも規則的に回収されるような貸付を選好することを秘さない。」この貸付は⁽¹¹⁾ 二大戦間において、大恐慌前から後にかけて貸付先の減小から総預金の53~54%より40%内外に低下し、収益資産として丁度これをカバーする程度に、証券投資が14~15%より29%内外に増加している。増加した証券のなかには固定貸付の肩替りと云う性格をもつものも混入されていたには相違ないが、その大半は *gilt edged security* としての公債であつた。大恐慌後、「産業に対する債権者の関係は、多くの場合漸次同衾者 (*sleeping partner*) のそれに転化しつゝあつたことは疑いの余地はなく、特に綿紡、造船、金属精煉、鉱業及び農業部門においてそうであつた。産業家が各自の立場を改善するに必要な処置をとり得なくなると、銀行は再建、合併、合理化等に関する方策を指示することを余儀なくされた。銀行は債権の一部を放棄し或は再建整備された新しい企業の株式、またはその受益証券を貸付債権と肩替することによつてこれを援助した。彼等はこの強力な処理を講ずることを余儀なくされたのであつて、それを政策として発展させる意企がなかつたことは明らかである。」即ち銀行は貸付や証券投資を通じて直接に特定の商産業資本を支配もしくは管理することなく、借手の経営に干渉しないと云う原則を捨てなかつたと見られている。「英国における銀行信用組織の基調は、債務者も債権者も最大限の自主性を以て行動し、相互の束縛からまぬがれていることである。この点英国と大陸組織の最も大きな相違を見出す。」⁽¹²⁾ 以上は銀行資本の借方において、いぜん株式資本は預金の保証資金として僅かな割合を占めるに過ぎず、債券発行や英蘭銀行をふくめての他行からの借入、および手形を再割に出すことまで、預金を除いて他人資本は一切これを敬遠している事実⁽¹³⁾ に照応するものである。

このように銀行は、短期の貸付資本が本来的に指向する流動性と収益性を最適度に発揮させる金融機関とされたから、個別銀行間の預金吸収や安全有利な

(11) Thomas. *British banks and the finance of industry 1931*. p.113.

(12) Truptil. *ibid.*, pp.107~108.

(13) Thomas. *ibid.*, p.115.

貸出をめぐる競争は一段とはげしいものがあつて、「銀行間には競争の行過をおさえようとする何等かの“了解”はあつたように思はれるが、預金については競争を有効に規制する協定は仲々成立しなかつた。1886年以降、有力銀行は預金利率については、公定歩合との関係で同一の利率を支払うことになつていたが、銀行は競争のはげしい大口預金ばかりでなく、小口預金についても顧客にいろいろな誘因を与へて、もれなく吸収しようとしていた。これらの誘因は、いまや当座勘定をひらいた顧客には手数料なしに様々な附随的なサービスをを提供すると云う形をとつている。こおしたサービスを提供するためには、広汎な支店網の形成が不可欠であつた。⁽¹⁴⁾」なおこの競争について Sayer は次の通り述べている。「1917~18年における“金融トラスト狩り”の後には、公然たる価格協定(金利)は政治的なダイナマイトになるおそれがあつた。…金融的寡頭支配制(oligopoly)に対する神茎がいらだつている雰囲気のもとにおいても、価格に関する幾多暗黙の了解は可能ではあつたが、競争ももまた高度に行はれた。しかしその競争は食うか食はれるかと云うような性質のものではなく、(当時政府は既に負けた方を買収したり抹殺する余地を封じていたから、)有利な貸付取引を真剣に開拓することゝ表裏して、公衆にいろいろなサービスや便宜を与えるための伸士的な競争であつた。⁽¹⁵⁾」このような金融的独占競争はついに銀行の貸出方針に微妙な影響を及ぼし始めた。即ち公然たる price cutting の方法をとることなしに約定金利を硬直させたまゝ、健全有利な貸付先を発掘する競争。かうして銀行経営を規制する古い原則は若干修正された。「以前は金融取引において、自己流動性(self liquidating character)が強調されていたが、力点は当座性(temporary's nature)に代へられるようになつた。……(前者の代表的資産は為替手形であるが)当座的融資とは、長期資本の調達にいたるまで固定資本の建設を暫定的に立替えると云う意味をもつていて、かうした当座的融資は証券市場が特定の借手によくなじむようになるまで相当長期にわたつて行われる。……(即ち起債前貸金融である。この意味で)銀行は新規投資の貸付に悦んで参加する用意があり、いまや“長期

(14) Balogh. *ibid.*, p.14.

(15) Sayer. *ibid.*, p.300.

資本”は事実上銀行で用立されるわけである。⁽¹⁶⁾このような信用政策の転換にともなつて、担保物件の意義にも多少の変化が見られる。前世紀を通じて有力銀行はすべて担保物件の時価を重視し、その市場価値の変動は銀行の貸出態度に強力な影響を及ぼしていたが、「現在の英国銀行では、担保物件は多くの場合なお徴されてはいるが、以前のように決定的な役割は演じていない。英国の銀行家は寧ろ顧客の事業計畫を全面的に審査し、事業計畫の健全性を重視すると云う態度をとつている。⁽¹⁷⁾」したがつて証券や固定資産の価格が上昇して、その利廻（長期金利）が低下傾向を示しても、直ちに貸出を増加するとは限らないし逆の場合に即応して貸出を引締めるとも限らない。このように「補償的諸力を構築しなくても、景気上昇期には資金需要に応じ、下降期には引締をやる用意があると云う金融組織の弾力性の増加⁽¹⁸⁾」こそ、金融制度における巨大銀行の資力のならびなき優位を物語るものと云えよう。

これよりさき money market は、前述のように本来単一銀行制度を補完する broker や dealer からなり、内国手形が主な取引資産であつた。だが60～70年代、株式銀行が支店制度によつて飛躍的な発展を開始してから、貿易の拡大にともなつて、この市場にも国際手形や債券の出廻が増加し、そおした外国証券は国内商業手形を圧倒するいきおいを示し始めた。かうした証券ブームに沿つて有限責任の株式会社に改組されて間もない多数の割引業者は、貿易手形の引受のみならず、内外の鉄道、公共事業の株式や公社債の発行、引受及売買にまで乗り出している。手形取引が思つた程有利でないことを知つた新設割引会社が、地味な手形取引に如えて高利廻の信用取引 (finance business) を兼営し始めるようになつたことは怪む足らない……。だがこの種の会社は貨幣市場の内外において、何れも窮迫した商人や無節操な貸付資本家の餌食となるか、または抜目のないやからによつて一儲した会社も、詐欺や隠謀の舞台となり、善良な株主の資金はたちまち『常連』や発起人のふところに吸ひこまれた。⁽¹⁹⁾」貨幣市場最大の老舗であつた Gurney も、このようなスキヤンダルにま

(16) Sayer. *ibid.*, pp.303~304.

(17) Sayer. *ibid.*, p.304.

(18) Sayer. *ibid.*, p.305.

(19) King. *ibid.*, p.238.

きこまれて倒産すると共に (1866)、これに前後してはなやかに開店した **Joint stock, Discount corporation, Consolidated** ほか数社も、設立後 2~3 年もたぬうちに泡沫のように消え去り、結局 **discount house** としては **National, Union, Alexanders** の三社が残った。これらの割引会社は数拾萬 £ の払込資本を以て出発し、社内留保をあつくして自己資本の充実をはかり、パニックのおそれある場合にはいち早くコールを控へて、極力健全な商手割引に重点をおいていた。こおして 70~80 年代、再三の危機をおし切つた信用力にものを云わせ、戦前には右三社のみで内外の銀行から 46 百万 £ の短資を受けいれ、その純割引高も 42 百万 £ と云う巨額な取引をなし、断然他店の追従を許さぬ独占商社に発展していた。しかしこれらの割引業者が英国金融制度の一環として再編成され、後述のように重要な機能を演じながらも自立性を失つていつた経緯を明らかにするためには、こゝで **capital market** にもひとこと触れておく必要があらう。

この国で資本市場が目立つて注目されるようになったのは、株式銀行によつて国内の主要銀行業務から排除された **private banker** や、大陸諸国から渡来した国際的金融業者等からなる **merchant banker** 或は **investment banker** の動きが活発になつた 80~90 年代からで、これらの金融業者は本来多額の自己資金を所有し、国際的な情報網をもつていたから、特に貿易手形の引受をやり、彼等のアクセプトした手形は有力銀行の引受手形と同様に一流手形として英蘭銀行の優遇を受け、したがつて **money market** の好箇の取引資産とされていた。この種の **bank bill** は内国手形の出廻減にともない、割引業者の資金運用難を打開するのに大きく役立つたわけである。なお **merchant banker** は戦前、かうした手形を自己資本の 3~4 倍も引受け、その保証手数料として 1~1.5% も徴していたから収益は尨大であつたが、彼等は更に保証先の顧客等から証拠金其他として相当額の預金をかきあつめ、自己資金と合算してロンドンで発行される公社債投資に参加し、1870~1914 年間における英国の対外長期投資 36 億 £ のうち約 $\frac{1}{3}$ 強は彼等の手で引受られたと見られている。かうした **acceptance house** の発展は、云う迄もなく 70~80 年代に危険な証券取引によつて攪乱された **money market** を前記三大業者を根幹として沈静させるに

⁽²⁰⁾ 役立っている。Barings. Rothschilds. Kleinworts. Erlangers. Lazards
 等の有力な acceptance house によつて引受、発行された証券はまた gilt-
 edged security として、大預金銀行の恰好な投資対象となつた。英国の預金
 銀行の証券投資が投資先と固定的な関係、或は支配隷従の関係を惹起しなかつ
 たのは、実にこの merchant banker を立役者とする資本市場の独自の発展
 によるものである。しかも banker は「単独で動く代りに、証券投資のためシ
 ンヂケート等の団体を組織していた。蓋し発行の件数も金額も益々増加するよ
 うになつたので、単独では全ての危険を脊負ひ切れなくなり、それは多数の業
 者に分担されるようになつた。また投資家も益々広汎に分散するにつれ、バン
 カーはこの投資者層にも、証券発行者にも、益々非人格的 (im personal)
 な関係に立つようになつた。」⁽²¹⁾ 英国商業銀行資産の特徴とされる高い流動性
 は後述のような割引業者の諸機能によるほか、かうした merchant banker
 による**投資の物神化**と、その banker が商産業における独占資本確立の過程
 において、国内資投よりは**対外投資に狂奔**したことこれらの事情によるとこ
 ろが大である。「英国における産業資本と銀行資本の関係には、特殊性があつ
 たことは事実である。英国資本主義のいち早い発展や、世界における独占的な
 立場によつて、金融信用組織の発展は、それより遅れて発展した独逸の方式と
 は異なるものがあつた。たとえば株式銀行は短期資金と流通資本を供給し、原
 材料の輸入を賄ひ、政府資金を取扱い、預金業務を営むことに専念している。
 更に英国は国際金融の中心として、利潤率が国内投資よりは高い対外投資にか
 たよつた金融機関を発生させた。」⁽²²⁾ 尤もこの金融機関、即ち merchant banker
 または acceptance house は、戦時各国の支払停止によつて大打撃を蒙り、
 相当額の国家補償を余儀なくされたが、戦後もアクセプタンス等の短期授信面
 では、株式銀行や外国銀行の引受業務への進出（就中 reimbursement
 credit）におされて、右手数料収入は著しく低下し、長期投資面でも英帝国管
 下の後進国に対する投資は殆ど政府保証のもとに公募の形をとつたため介入の

(20) Balogh. *ibid.*, p.233.

(21) Edwards. *The evolution of finance Capitalism.* 1938. p.31.

(22) Aaronovitch. *ibid.*, p.53.

余地は乏しく、結局好むと好まざるに拘らず国内投資に活路を求めるようになった。即ち投資信託、保険会社、或は *finance company* 等のスポンサーと云う形で。このように従来の *merchant banker* は、戦後は国際金融や対外投資の第一線から国内投資の黒幕に退りぞいていると見てよい。かうして *capital market* の立役者は変つたが、市場そのものは安定をとりもどしている。この安定に強力にはたらきかけたのは、巨大銀行と少数の割引業者及び新しい長期信用機関を三位一体的にコントロールする金融資本で、英蘭銀行と大蔵省の抱合によつて実施された *cheap money policy* がこの安定化の武器となつた。

IV. *discount house* の変貌

money market 及び手形割引業者の基本的な存立条件は、云う迄もなく商業手形である。この内国手形は景況の如何で大巾に増減したが、趨勢的に見ると1857年の恐慌から伸び悩み、70年代からは益々不振の度を加えた。それは地方銀行の再割の行過ぎが非難の的となつたためでもあるが、なお次のような事情によるものである。即ち(1)銀行合同による支店銀行制度の発展で、以前資金の地方的疏通には為手の転輾を不可欠としていたが、これは大銀行が農村支店の預金で都市支店の貸出を賄うと云うように対内的に処理されるようになったこと。この制度を利用すれば、借手も自己の債務が公開市場で明るみに出ることがふせがれ、更に借入に当座貸越を利用すれば、期限に融通の効かない手形の振出よりは借手にとっては好都合である。(2)交通通信網の整備、とりわけ電信為替の利用による支払期間の短縮。(3)資本の集積集中によるコンバインの発展で、生産物は仕掛品として流れ、商品の形をとらない。また資本系統が同一の商社間では、帳簿信用で決済される。(4)一般に金融の緩和と金利水準の低下が見越され現金取引が増加したこと。割引業者は以上による内国手形の出廻減によつて脅かされたほか、その手形取引に有力市中銀行ほか前述の *merchant banker* の介入が強化されたため、マーヂンの引下を余儀なくされている。即ち資力や施設の完備したそれらの信用商人の保証 (*signature*) が規定的に手形の品位を左右し、専門的 *dealer* としての *discount house* の市場

におけるイニシアティブが去勢された⁽¹⁾。そのみならず **midland** のような大銀行は、特定の **running broker** を用いて直接に手形をとり始めた。

しかしこれらの **acceptance house** は他方では国際手形の磁石となり、外国手形の市場への出廻を増加させた。たとえば **King** の推定では、内外の商手出廻高は1900年の 334百万£ から 1914 年の 500百万£ に増加したが、うち 207百万£、335百万£ は外国手形であつた。このスターリング手形は英国自体の貿易金融のみならず、英国の関与しない国際貿易の決済手段となつた。だがそれは必しも国内の貯蓄資金を圧迫しなかつた。蓋しロンドンはこの国が忠実に金本位制度を擁護してきたお蔭で、世界各国の短期資金を吸収できたからである。この短期資金の一部は割引業者に預託され、彼等はそれで海外の資金需要を賄つていた。かうして貨幣市場はとりわけ外国の短期資金を外国で振出された手形に転化する複雑な **auto'mton** となつた。たとえば割引歩合が上昇すれば、ロンドンは国際的に債権者には有利、債務者には不利となつて、これに照応した短期資金の流入を誘致して金融を緩和するし、金利が下れば逆の動きを惹起すると云う装置。しかもこの市場利率は公定歩合と関連があるから「要するに公定歩合の引上は、単一の計畫当局の干渉がなくても、ロンドンの対外的短期債権の減小と短期債務の増加を招き、これらの両面から送金用のスターリング手形の需要を喚起し、公定歩合の上昇によつて惹起される一層根本的な調整（国民所得の変動）が実現されるに至る迄の期間に於ける金の流出をくいとめるのが常であつた。これらすべてののことは割引市場の操作を通じてなされた。⁽²⁾」このように **money market** は、持味とする金利に対しての鋭い感受性によつて、**acceptance house** と表裏して、ロンドンを国際金融の中心地たらしめたのであるが、国内金融制度の一環としてもなお存立の意義を失わなかつた。

それは先づ株式銀行が、当座的預金の増加にともなつて益々資金の流動性を保持する必要にせまられるにつけ、保有する手形について 2ヶ月以内に満期となり、しかも事務処理を合理化するために名儀や支払期日別によく分類され整

(1) Balogh. *ibid.*, p.124.

(2) Dacey. *The british banking mechanism 1952.* p.60.

理された手形の束を一括して選好するようになったので、割引業者としては、銀行のそのような要請に応へる仕事が必要になった。業者は海外から直接に、或は外国銀行のロンドン支店を通じて dealer として集中的に手形を買ひとつていたから、銀行各自が必要とする手形をとるよりはやはり有利な立場にあつた。このような事情で、繁雑な事務をまぬがれた銀行は、その反対給付として相当の手数料を払う必要があつた。だから acceptance house の介入で discount house 自体の信用の対価がせばめられても、以上の貨幣取扱資本としての報酬を主張する根拠は消えなかつたわけである。「銀行が手形束を買ひ取るときの割引率は、他の事情が不変なら割引業者が様々な手形を一括して割引いた場合の平均利率よりは低目になる。両方の利鞘は手形の保有期間中をつなぐ金利と、危険プレミアム及び手数料を加味したものと見てよい。この手数料は、銀行が帳簿尻を合わすためにほしがっている種類と期日の手形を、業者が蒐集してやつたと云う代価である⁽³⁾」しかし市場の取扱う手形の大半が国際的な bank bill となつても、なおその信用状態には多少の差異は残るから、業者自体の信用力によつて手形の品位を改善し、売買差益を稼ぎ出す余地も全く封じられたわけではない。「市場は銀行に売りつける手形束のなかに、英蘭銀行の適格手形のような優良手形のほかに、それ程の信用をもたない、したがつて高利を徴することのできた手形もこみにして差出す。手形の供給が乏しくなると、銀行もそおした“混合束”を優良手形並の利率で購入する用意がある⁽⁴⁾」だからその手形が不渡とならない限りは、割引業者としてプレミアムを実現することができた。

次に市場は国内の短期資金を動員し疏通する機関としても、金融制度上依然重要な機能を果たした。特にそれは交換所加盟銀行のみならず、諸々の金融機関の短期余裕金を、しかるべき貸付資本に転化することによつて。この操作は益々精緻なものとなつた。たとえば一口に短資と云つても、これを日貸 (day to day)、翌日もの (night money)、一週間もの等の条件ものと無条件もの (fixture) 等に分け、変動する資産内容に応じて資金コストをミニマムにする

(3) Sayer. *ibid.*, p.51.

(4) Balogh. *ibid.*, p.125.

ための選択。またこれらの短資を市場の判断で、歩留のよい良貨と悪貨に選別し、後者を一応の安定帯と見做される全借入金の20%内に止めようとする仕事。市場がこれらの money at call and short notice を借りる場合、加盟銀行から当座貸越の形で借入れる privilege money は別として、手形や債券等の担保を要する。この担保によつて掛目や金利も異つてくる。このように短資は当事者の資金事情によつて、使用価値と交換価値を異にする最も扱いにくい商品（貸付資本）であるが、「割引業者は、いかなる場合でもこの借入金は、全く不測の事態がおこらない限りは、自動的に更新されるものと自認している。かうした諒解は、一寸見ると何分不合理のように考へられるが、銀行と業者との関係は、市中 (city) における其他幾多の取引関係と同様に、必しも目先の短期的利潤のみを考慮して成立しているわけではない。特に無条件ものについては、雙方とも金利や期限について、極力窮屈なとりきめを避けようとしている。銀行は金融が極度に緩慢な際にも、資金の満足な捌口を確保しておくためには、逼迫したときには市場を守り抜かねばならぬことを知つている。一方割引業者は、銀行外から低利資金を得られる機会にめぐまれても、銀行からの借入金を完済するようなことはしない。蓋し割引業者は英蘭銀行を別とすれば、加盟銀行が唯一の資金源となるような事態の出現を銘記しているからである。」⁽⁵⁾ Balogh はこゝで銀行と市場の巨視的な融合、それによる不完全競争の効能を語つているが、この舞台裏には金融資本家がひかえていないだらうか。

さて第一次大戦後、大恐慌にいたる市場を中心とする金利体系を見ると、市場はコールを3.47%（半期別平均最低1.57%、最高5.54%）でとり、3ヶ月優良手形に4.13%（同最低2.2%、最高6.67%）%でまわしている。即ち右平均利鞘は0.66%であつた。勿論、市場で最も機敏に変動するのは手形割引歩合で、それを索制するコールレートは英蘭銀行の公定歩合と密切な関連を以て動いていた。戦後大恐慌にいたる9年間の半期別平均公定歩合は4.82%であつたから、コールはそれより1.35%低目となつていた。なお預金利率を公定歩合の2%低目とすれば、銀行側のコールとの利鞘も割引業者の基本的な利鞘と略々同等の0.65%内外である。⁽⁶⁾ 「銀行が市場に貸付ける最低率（コールレート）をきめ

(5) Balogh. *ibid.*, p.126.

(6) 附表 D.

るについては、顧客から受入れる定期預金の金利を考慮する。この預金利率は公定歩合から2%低目にきめられ、無条件ものは普通それより1.5%、条件ものは1.25%低目にきめられている。尤も1929年後、銀行側はコールを公定歩合の1%低目とすることに成功した。このように市場の利子率や割引歩合の全構造は、中央銀行によつて決定される利子率と密切な関連がある。⁽⁷⁾」だが公定歩合は取引される実際の利率ではないし、最低歩合でもない。たとえば貸付の最低期間を延長すれば、市場の実質的な金利負担は増加する場合もあり得る。日貸や翌日もののレートが屢々公定を上廻るのはこのためである。

前述のように市場で取引される手形は、主として bank bill となつたが、「その割引歩合は公定歩合より若干低く (1919~1927年平均の利巾は0.69%)、日貸より若干高い (同じく0.66%)。長期的に見ると、割引業者が銀行から借入れる短資に支払う金利と、割引業者の預金利率は、彼等の手形割引率より低くなければならない。だが競争はこの利巾を減少させる。なお注意すべきことは、借手は割引率を負担するばかりか、銀行に保証手数料を支払わなければならない。だから割引率が公定歩合以上になると、手形の振出人は当座貸越や一般貸付によるよりは、高金利を負担しなければならないことがある。したがつて銀行引受手形に対する公開市場の割引歩合は、長期的に見るとやはり日貸の平均利率よりは高く、公定歩合よりは低くなるだらう。之に反して商業手形 (並手形) の割引率は、いつでも公定歩合よりは高いのである。⁽⁸⁾」

なお戦後、銀行は殆ど決定的に、割引手形については満期日まで保有するようになり、再割には出さなくなつた。したがつてそれは流動性の実質では、貸付債権と異ならない。この貸出金利は大恐慌前は凡そ公定歩合よりは1~1.5%高目 (但し信用力の大きい大商社には0.5~0.75%高目) で、しかも銀行の資金コストがコンスタントになつた関係で、公定歩合の変動如何をとはず、これは4~5%の最低率に硬直する傾向があつた。それと共に銀行は5%内外の最低率で、市場を通さず直接に手形割引に乗り出す兆候が恐慌前から見られたが、それは一応内国手形に限られ、国際手形までには及ばなかつた。これはそ

(7) Balogh. *ibid.*, p.129.

(8) Kock A study of interest rates. 1929. p.68.

うした手形取引が、特に英蘭銀行に依存する必要があることを認識していたからにはほかならない。即ち銀行と公衆及び英蘭銀行の仲介機関としての市場の特殊性を°

以上のように割引業者（市場）は、預金銀行特に総預金の8~9割を集積するようになった big five のために、後者の選好する流動資産（優良手形及びコール資金）をとりつぐ仲介機関で、しかもそのマーヂンは不断に圧縮され、リスクのみを転嫁される**從屬的補完的な仲介機関**とはなつたのであるが、しかも預金銀行とは異つて中央銀行と直結しており、その金融政策を効果的に実現する金融機関としての独自性はまだこれを保持していた。割引業者の収益は依然として形式的には単なる手数料ではなく、自己の計算を以て取引する借入金や預金の支払利息と割引料と云う受取利息の差額に立脚していた。それは基本的には、短期資金と中長期資金に相当な利巾を見せるような金利変動に依存し、かつ金利水準が一般的に低下すると云う予測が、公衆の期待に先行して実現される場合には、特別の収益を貪ることもできた。たとえば3ヶ月手形の割引率が6%から3%に低下するものと予測し、それを1ヶ月保有して銀行に3%で再割させることができれば、業者の利廻は12%弱となる。これを2~3%のコールでつなげば、純益率も10%に近いと云う具合。勿論逆なら10%の損失になる。したがつて市場にとつては、特に短資レートの変動が重大な関心事であつて、「割引業者は手形を割引く場合には、その手形を保有する期間を通じて、コールや短期通知貸の利率を予測していなければならない。3ヶ月手形の現在の市場利率は、現在の短資レートばかりでなく、次の3ヶ月を通ずる彼等の期待水準に依存する⁽⁹⁾」ことになる。金融が逼迫して銀行側が一斉にコールを回収すれば、市場も新規割引を手控へ、割引歩合の上昇に拍車かけられるが、この場合もし中央銀行が金融恐慌の発現を阻止するような線で公定歩合をきめ、再割や担保貸付に応ずる用意があれば、少くとも割引業者やそれにつながるもろもろの金融機関の**連鎖反應的な倒産**はこれを阻止することができよう。即ち割引業者は英蘭銀行の支持をあをぐ必然性があると云う事実によつて、その割

(9) Sayer. *ibid.*, pp.48~49.

引歩合を英蘭銀行によつて認められそうな水準に維持させようと配慮する。市場は現金の平常の供給者たる銀行のコールのとりたてに応じられるように、いつでも現金が放出されることをよく知つているが、その場合の代価は英蘭銀行によつてきめられると云うことも心得ている。英蘭銀行はかうした市場との関係を通じて、割引歩合を効果的に統制しているのである。⁽¹⁰⁾ このように英蘭銀行は一流商社が振出し、一流の銀行其他の金融業者が引受けた適格手形について、しかも一流の割引業者の再割のみに応ずると云う差別的政策によつて、依然として the lender of last resort として切札を擲つてしていると見ることができよう。但し英蘭銀行がこの用意を完全に整へるためには、過去一世紀にわたつて維持してきた金本位制度をたなあげにして、cheap money policy を制度化さなければならなかつたのであるが。

第一次大戦後、英国は国際貿易の正常化にともなつて、いち早く金本位制度に復帰し、ロンドンは依然ニューヨークやパリに対して金融的な優位に立ち、大恐慌に至る相対的安定期において、その金利水準は一般的に低下した。したがつて割引業者は、証券の評価益から相当額の利潤を取得し、準備金の充実につとめた。また大恐慌も割引業者には其他の金融業者ほど著しい打撃を与えなかつたと見られている。蓋し「割引業者の保有していた長期金縁証券の減価は、銷却を余儀なくさせるほど深刻なものではなかつたし、証券の評価損は恒久的なものではなかつた。凍結された手形に潜在するリスクは、全般的な破局を回避するために英蘭銀行によつてなされた acceptance house への挺入によつて除去された。⁽¹¹⁾」このように、資本主義の一般的危機のもとにおいても市場の採算自体には表向の変化はなかつたが、収支構造には本質的な変化が惹起されつゝあつた。それは戦時戦後を通じて、国内商業手形の供給減に加えて、これをカバーする自己流動的資産として重視されていた国際的な bank bill の供給も、流入する短期資金に比して伸び悩み、特に恐慌後はドラスティックに減少している。即ち内外の商業手形は第一次大戦後大恐慌まで5億£内外、それから今次大戦前までは250百万£へと半減している。⁽¹²⁾ money market に

(10) Sayer. *ibid.*, p.49.

(11) Balogh. *ibid.*, p.133.

(12) 附表 E.

おける、このように self liquidating な金融的資産の供給不足を新に補充したのが大蔵手形である。「第一次大戦によつてシティが蒙つた根本的な変化は、はじめて政府証券が商業手形を圧倒するようになったことである。」⁽¹³⁾

前述のように大戦前、この手形の発行は 30百万£ を超へたことは稀れであつたが、ピークの1921年には、タツプをふくめ12億£に達し、以降黒字財政による償却や長期債への借替によつて、恐慌期までには数億£に減少はしたものの、それからあと再び為替平衡資金特別会計における金の買上によつて、1931年以降2回にわたつて6億を超へるテンダー・ビルが発行され、結局大恐慌後大蔵手形の手形流通高において占める割合は略々70%に及んだと見られている。⁽¹⁴⁾ さて大蔵手形の発行は、それ自体商業手形の市場への出廻りをさまたげる作用があつたようで「手形（商業手形）の需要は、（債権者に）それと同じ目的に役立ち、取扱が容易で何の専門的知識も要さない政府証券（大蔵手形）の供給によつて減退するに至つたと云うのが実情である。融資を求める商社は、銀行や金融業者に依存し始め、そおした関係は市場性があり、少くとも取引される形式をとつた短期的商業証券を増加させるようなものではなくなつた。……何れにせよ、流動的な政府投資証券が多額に存在したことは、商社の求めんとする自己流動的手形にもとづくプレミアムを破壊したのである。」⁽¹⁵⁾ このように市場の主要な取引資産が、商業手形から大蔵手形に置替へられたことは、割引市場の活動には不利な面があつた。「と云うのは割引業者は全盛時代にそつたように、もともと信用のリスクを格付し、評価する専門家であつたが、大蔵手形の選択にはその入札に参加する場合、適当な日付に満期になるようなものを選ぶには多少の習練を要するとは云え、さほど微妙な鑑識を要さないからである。次に大蔵手形の増加によつて、銀行はそれを直接買取るのに較べて、コール資金を出すことがそれ程有利ではなくなつた。蓋し最有力の割引業者の信用でさえ、英国政府の信用には何ものもつけ加えることはないからである。」⁽¹⁶⁾ また商業手形に対して大蔵手形のような floating debt の重味が増し

(13) Dacey. *ibid.*, p.61.

(14) Paish. *The floating debt. financial organization* p.202.

(15) Grant. *A study of the Capital Market in post war Britain, 1937.* pp.91~92.

(16) Dacey. *ibid.*, p.61.

たことは、money market の国際的金利反応の効果を減殺した。市場に出廻る主な資産が商業手形に限られていた場合には、手形の規模は商取引の大きさや物価水準とかなり密接な関連をもっていた。「したがって、その変動は英蘭銀行の公定歩合を通ずる信用統制の効果を強化し、金融事情の引締や緩和を自動的に強制する傾向があつた。……しかるに第一次大戦後、就中恐慌後は、手形の供給は一部には景気循環と逆行するような予算措置に依存し、かつ益々大蔵省の内国債を管理する政策に依存するようになった。⁽¹⁷⁾」しかしこのこと自体は英蘭銀行の money market に対する統制力を阻止するものではない。「政府は赤字財政におち入らない限りは、市場で別の借手を抑へる力をもつていた。多額の短期債が既に存在していても、公債が増加しない限りは、デフレ圧力を惹起しようとする英蘭銀行の力が発揮されることをさまたげない。但し政府が金融引締を実現するに必要な短期債の金利負担増加に応ずる用意がある限りにおいて。⁽¹⁸⁾」だが大恐慌後は、政府自体がこの金利負担に耐へられなかつたし、それからもつと根本的には利潤率の一般的低下に伴う固定資産及び長期証券の著しい減価に対応して、cheap money policy を強行せざるを得なかつた。英蘭銀行がそのような政策の基本線に於て、国内の信用組織を管理するためには、結局『金を身受けすると云う義務』から解放されねばならない。それと共に市場の自律性を一層強く制扼するような英蘭銀行の直接的な干渉が強化されるに至つたのはまさに必然であつた。

大恐慌後、大蔵手形の発行は屢々増加したが、全体としての手形の供給高は減退の一路を辿り、1934~35年には7億£を割る仕末となつた。これに対して銀行預金は着実に増加し、同年には8~9億£、預金銀行以外の金融業者をふくめた預金総額は23~24億£に上つた。かうした資金需給のアンバランスの一半には、money market が他国の政情不安によつて逃避を求める funk money の『預金業務』に重点をおき過ぎたと云う事情もあらう。⁽¹⁹⁾ 何れにせよ結果は、金利水準の著しい低下と、金利体系の攪乱であつた。銀行其他あらゆる金融業

(17) Balogh. *ibid.*, p.176.

(18) Grant. *ibid.*, p.94.

(19) Hall. *the exchange equalization Account* p.86.

者は、とりわけ短期資産としての手形を積極的に買い漁つた。短資の無条件ものは1%の低位にあつたが、大蔵手形の割引歩合は、1933年下半期には実に0.25%におちた。其他の優良手形もふくめて市場における手形の利廻と短資コストの利鞘は殆ど消滅し、場合によつて逆鞘にさえなつた。即ち3ヶ月優良手形割引歩合は、1931年の3.61%から32年の1.87%、33年の0.69%に低下した⁽²⁰⁾。こうして市場の短資需要も激減し、同期には銀行側の放出する短資は1億を割つた。銀行の資産構成も非常にアブノーマルになつた。当座貸越やそれにコールの減少によつて遊資の運用をあせる銀行は、手形担保貸付と同一またはそれ以下のレートで、直接に手形を買い取り始めた。「これは彼等が手形を割引く場合の利率を調整しようとする事なしに、短資の最低率のみを協定によつて人為的に維持しようとした結果であつた。」⁽²¹⁾ 1933年の末から1935年にかけて、市場の存立をはかるための手段が次々と講じられたのは、このように**不健全な銀行の資産構成を是正しようとするふくみ**が非常に大きかつたのである。したがつて以下の措置は全体として、割引業者を中心とするシンヂケートを組織し、これを巨大銀行の補完的、従属的な金融制度に転化する方向を決定づけることになつた。

(1) 1933年11月、加盟銀行は手形担保のコールレートを1%から0.5%に引下ることに同意した。なお債券担保のコールレートは据置かれたがこれによつて市場は銀行からはじめて**証券取引を公認された**と云う重要な意味があつた。(2) 翌1935年初頭、加盟銀行はアウトサイダーもまきこんで、手形担保のコールレート以下では手形割引をしないと云う協定を結んだ。「これは市場がどんな手形を銀行にもちこんでも実損を蒙らないこと、及び銀行が手形の買取りを通じて、市場に対する翌日ものの貸付金利よりは低利で3ヶ月間も貸出すと云うようなことによつて、市場の蒙る不条理な立場を打開したことを意味する。」⁽²²⁾ (3) 従来から銀行は大蔵手形の入札には参加しないし、発行されたばかりの hot bill は買ひ取らないことが不文律とされていたが、改めて発行

(20) 附表 F.

(21) Balogh. *ibid.*, p.134.(22) Dacey. *ibid.*, p.64.

後1週間以内の hot bill はとらないとの申し合せを行つた。「これによつて手形の申込者は、すべて最低1週間は手形を保有し、その資金を自分の計算で賄わねばならぬことになり⁽²³⁾」空売をふせぐ効果があつた。(4) 以上のような銀行側の協定にも拘らず、市場では同業者の競争によつて、大蔵手形の申込は入札高をはるかに突破し、この面から金利協定は危殆に頼した。そこで大手筋の Alexander. National. Union が中心となつて、市場のあらゆる成員を網羅し、申込を自制するためのシンヂケートを組織した。即ちシンヂケートは、業者の自己資本に応じて申込の割当を行うと共に、「その成員にみとめられ、かつ申込みが行われるときの最高金利(最低価格)は、会社組織の三社と個人組織の三有力業者の代表者間で毎金曜日の非公式の打合会できめられていた。これらの代表者は、毎木曜には英蘭銀行の当局者に会つて、次に当局がどんな情報や示唆を受けたがつていたかを打診し、その結果を“ティパーティ”で市場に報告していた。⁽²⁴⁾」かうした話合の行われる過程では、勿論大銀行側との連絡がとられていて、非公式の裡にも銀行側の強いインパクトがかけられていたことは想像に難くない。これについて Balogh は結局次のように見ている。「割引市場の活動に対する統制の強化は、銀行と割引業者間の協力によつて、競争を益々強く制限した直接の結果であつた。現行の割引市場の運営組織を“人為的”なものと銘打ち、それを貨幣利率が一般に銀行と割引業者の個別的取引によつてきめられていた状態ときびしく区別することは軽卒に失するかも知れないが、新しい組織が戦前のそれよりより“自然で有機的である”と見ることは困難である。それは銀行と市場が夫々の本分に立脚して活動しなければならなかつた諸事情に著しい変化を与へるような圧力のもとに、戦前の組織から脱皮したのである。⁽²⁵⁾」その圧力とは、大蔵省を中心とする政府各省、英蘭銀行、為替平衡資金勘定等の財政資金の金融的比重が一段と強化されながら、各種金利水準は公定歩合の2%を基準として極力釘付けられたこと、公開市場操作が益々重要なものになつたこと、世界貿易や国際金融の仕組が一変したこと等で

(23) Dacey. *ibid.*, p.65.

(24) Balogh. *ibid.*, p.138.

(25) Balogh. *ibid.*, p.138.

あつて、これらが「割引市場の独占的な統制を必要とした根本的な諸要因であつた」と見られている。⁽³⁶⁾

money market の手形取引、就中大蔵手形の取扱を容易ならしめるため、以上のような統制が強化されたが、そのマーヂンは結局大銀行のエージェントとしての手数料の程度を出ず、市場の沈滞は覆ひ難いものがあつた。しかし割引業者はこのような袋小路に追ひこまれながらも、信用商人としての本性を繋ぐための材料を執拗に追求し、こゝに再び**証券取引**にその手懸をつかんだ。長期にわたつて大蔵手形発行の因をなした第一次大戦の赤字財政は、また政府短期債 (floating debt) の著しい増加を招いていた。それは期間 20 年にも及ぶ戦時公債や借替公債のうちで、満期日に接近するにともなつて短期化された債券や、期間 1~5 年内外の大蔵証券からなつていて、大恐慌後 cheap money Policy による短期金利の硬直化にも拘らず、利廻の変動は相当に大巾で、売買によつて利益をあげる可能性はかなり大きかつた。「市場はいまや政府証券の取引に手をひろげることによつて、情勢の変化に適応するようになった。割引会社は第二次大戦前には、ロンドンにおける最も重要な証券業者となつていた。1933年以降手形の売買及びその仲介から得られた利潤は、每期経常費を償う程度に過ぎず、場合によつてはそれさえ及ばなかつた。そこで利潤の大半は証券取引からひき出された。」⁽²⁷⁾ 三大割引会社のバランスシートを見ると、恐慌前証券投資の総資産に占める割合は 1 割に充たなかつたが、1934年以降には⁽²⁸⁾ 25~26%に達し、其他の業者をふくめた市場の保有する証券は、Balogh の推定では、恐慌前の 25百万£内外から、第二次大戦前の 60~70百万£に増加している。市場がこのように証券取引に傾頭するようになったのは、やはり1932年以降における短期金利の人為的引下の影響によるもので、「市場の強気にまかせて売買益を稼ぐと云う思惑も、手形取引が格別不振な状態におかれていたと云う消極的な動機によつて補強されることがなかつたならば、それほど強い誘因にはならなかつただらう。」⁽²⁸⁾ 資本市場は1934年にはかなりの活況を呈し、2.5%

(26) Balogh. *ibid.*, p.138.

(27) Balogh. *ibid.*, p.190.

(28) Dacey. *ibid.*, p.63.

の consol の利廻は過去20年来の最低を示していた。即ちそれは3%台を割り始めたから、市場の保有する5年以内の短期債の利廻も2%内外のものを見てよい。しかし割引業者が、もしこれをコールで繋げば、無条件ものでさえ0.85%程度に過ぎなかつたから、1%強の利鞘は確実であつた。短期金利の著しい低下と、証券価格の上昇が期待された雰囲気のもとに於ては、その売買益も少なからぬ所得をもたらしたものと推察される。このような関係は第二次大戦後にも見られる。「割引業者は借入金で債券を保有することによつて相当なマーヂンを稼ぎ、それが所得の大半を占めている。1950年1月現在の債券利廻は1ヶ年もので1%、5ヶ年もので約 $2\frac{1}{4}$ %で後者が市場の保有し得る最も長期の債券である。割引業者の保有する債券は短期の比重が強いから、平均利廻は2%よりは寧ろ1%に近いと見なければならぬ。これに対して業者は債券担保の短資には $\frac{5}{8}$ ~ $\frac{3}{4}$ %を支払つている。非加盟銀行からとる資金の大半は $\frac{5}{8}$ %で、コールの形式をとつている。(債券投資のために)英国の大銀行やスコットランドの銀行から受ける資金は、それより少いが、なお相当多額であつて、これは主として無条件もので $\frac{3}{4}$ %である……。短期債の取引は、割引市場の事業としては新参者であるが、所得の支柱となつていることは充分明らかである。」⁽²⁹⁾このように債券投資は市場の収支面では非常に有利となつたが、支払の期間は最大限3ヶ月内外の手形に較べれば勿論長期であつて、この間に於ける金利の変動其他による資本減価のリスクが大きく、且つ金融が逼迫しても、尋常では中央銀行の買上や担保貸付が期待できない。(公債の買オペレーションが積極的に行われるようになったのは第二次大戦後である。)したがつて「最悪の場合には債券が減価して、借手(業者)のマーヂンを一掃するばかりか、借入金の支払不能を惹起するような損失を招くおそれがあつた。こうした不都合な危険にも拘らず、債券担保のコールローンが適当な銀行資産として位置づけられるためには、借手側の機関が相当額の自由な準備金を保有することが明らかに重要であつた。」⁽³⁰⁾なお大蔵省、英蘭銀行当局としては市場の証券取引と云つても、それが短期公債に限られている限りは、公開市場政

(29) Sayer. *ibid.*, pp.59~60.

(30) Dacey. *ibid.*, p.62.

策の実行によつて有用な装置となることを認めていた。即ち長期公債でも漸次満期日への接近にともなつて短期化されるにつれ、それは長期投資を指向する一般投資家への魂力を失つてくるが、割引業者のような金融機関でも、シテイに充血して金融的高血圧症を惹起するおそれのある短期資金を以て、そここゝで飽きられた短期債が吸収されれば、当局側としては長期低利債への借替がそれだけ容易になると考へられたし、また最初から期限の短い公債を発行する場合も、市場の引受によつてその円滑な消化が期待された。但しそのためには業者もこの証券取引に即応する資本構成を整へねばならない。こうして英蘭銀行は既に恐慌直後から、この証券投資に適当な自己資本の充実と、そのための**業界の整理**を勧奨していた。

マクミラン委員会の調査報告によれば、1931年に於て、市場は3つの株式会社と4つの個人組織の有限商社、17の個人企業及び他店や銀行の単なる代理店に過ぎない8のrunning broker からなり、それらの総資本金は約16百万£弱と推定されていた。うち三大株式会社の資本金は合せて620万£で、40%に過ぎなかつた。しかるに其後個人組織の業者には合併や閉店による大規模な整理が行われて、1938年には業者数は3つの株式組織のほかに、5つの有限会社と、4つの無限責任会社、及び5つの合名会社で都合16となつた。これらの総資本金は11百万£強と4百万£以上も減少したが、これは個人企業の退場によるもので、三大会社の場合は620万£から780万£へと増資され、したがつて右株式業者の市場総資本金において占める地位は70%に上昇した。running brokerを除くこれらの業者は、何れもdiscount houseとして、資金調達の間では大同小異の方法をとつているが、運用の間では夫々異つた特色があつて、デエネラリセーションは至難とされている。たとえばacceptance houseと緊密な関係にある業者はbank billに重点をおき、特定の商社と古くからつながりのある業者はなお商業手形に重点をおいている。同様に手形取引に専念している業者でも、大蔵手形や優良手形のように市場性のあるものを選好する業者と、再割に出さぬ方針をとる業者では、自己資本の適正比率を異にするのは当然だらう。今次大戦前の1938年における三大会社の資本構成を見ると、自己資本に対する他人資金（預金、借入金）の倍率はAlexandersとUnionは夫

々14~15倍だが、national は20倍で一段と高い。これは資産面で債券投資の比重が低いためであるし(自己資本に対する倍率は2.6倍)、Unionの債券投資が特に低位なのは(自己資本に対し1.7倍)、顧客貸付(loan)が相当多額に上っているためである。以上の大手筋を除く個人業者となると、自己資金は何れも100万£内外で浮沈がはげしく、企業としての安定性を欠いている。そうした個人業者が自己資本の25~30倍の他人資金に依存し、6倍内外の証券投資をやっていたのも、信用力の大きな証拠ではなく、低い利潤率をカバーする Over trading を物語るものと見てよい。このように割引業者と云つても、夫々の業態に多少のニュアンスがあり、階層の分化もあるが、戦前から独占的にコンソリデートされていた三社でさえ、1938年現在において、一社平均の自己資本は260万£、総資産は約50百万£で、五大銀行の一行平均の自己資本や資産の23百万£、4億£に較べると夫々 $\frac{1}{9}$ 、 $\frac{1}{8}$ に過ぎない。戦後の1953年現在、右割引会社の資金量は倍化した⁽³¹⁾が、五大銀行乃至六大銀行との資力差は、自己資本にせよ総資産にせよ夫々更に $\frac{1}{10}$ にひらいている。それに戦後株式会社に組織変更された6社をふくめて、同年の資本構成を見ると、総負債10億£弱の90%は他人資金で、それは自己資本の33倍強にふくれているが、再割手形を除く手形の7億£の90%は大蔵手形で、証券の280百万£(自己資本28百万£の10倍)の殆どすべては短期公債である。換言すれば自己資本の30倍強と云う市場の信用創出は、政府の信用保証によつて支へられているのである。これを三社の営業的基礎が確立された1885年代の業態と対比すると、構造的な変化は顕著であつて当時ロンドンには21の株式銀行があつたが、その自己資本は13.147千£、預金は76.654千£あつた。これに対して三社の自己資本は約3.000千£、他人資金は20.000千£であつて、調達した資金の殆どすべては、内外の商手割引に運用されていた。即ちこれらの discount house は、銀行資本としても決して商業銀行の資力には遜色が認められなかつた。

現在では市場の「最も有要な役割は、それが商業銀行と国有化された英蘭銀行の緩衝器としてはたらいっていることである」と⁽³²⁾されている。そしてこの商業

(31) Beckhat. *ibid.*, p.825.

(32) Macrae. *ibid.*, p.265.

銀行のうち、big fiveのダイレクター147名は重要産業商社に1,008の取締役の議席をもっていたが、「その⁽³³⁾1/3弱の299は、他の金融機関の議席であつた。この299のうち85は銀行と割引会社で、117は保険会社、97は投資信託とファイナンス・コンパニイであつた。」このような**重役交換制度の發展**には勿論矛盾がある。「外觀上の矛盾 (incompatibility) が最も注目されるのは、株式銀行の重役が、それと競争相手の acceptance house や discount house の社員や取締役になつている場合である。例へば Westminster 銀行が5つのアクセプタンスハウスやファイナンスハウス及びある割引会社に夫々重役を出し、Lloyds 銀行は前二者に4名、後者に1名、national provincial も各々2名の重役を出している。しかも銀行は後述のように、アクセプタンスハウスやディスカントコンパニイの自活を困難ならしめた。」⁽³⁴⁾この形式的矛盾は、重役個人に課されたいろいろの制限によつて、必しも公正競争を妨げるものではないし、また一般株主や公衆に有害な結果を招いてはいないと云う説もあるが、「この表（五大銀行の重役が重要会社就中他の金融機関の重役を兼務していること）は、シテイの社会層を興味深く反映するものであつて、それはシテイ筋の“輿論”の強力な結託に寄与している。それは必然的に大きな政治的意義をもっているが、この結託は英国の銀行制度が、恐慌をうまく切抜けるのに相当役立つてきたと云うこともこれを認めなければならない。」⁽³⁵⁾Robinson は the rate of interest に於て、寡婦や金融機関及び投機師等、流動性選好の基準を異にする各種の貸付資金所有者の意見や期待の対立は信用や金利の大巾な変動を助長する不確定要因であるとして、特に「投機師は資本市場を説明する経済学者に濛気を吹きかけ、前述のような型の分析（流動性選好を精緻に組立てる理論）の説得力を去勢し、それから予測の源泉としての効用を全く奪ひ去つてしまふ」と嘆いているが、Balogh の止目しているような金融資本家は、短期市場において、かなり投機的な意見を代表していたと目される割引業者やアクセプタンスハウスの自立性を封じたと云う意味で、中央銀行が市場の意見を

(33) Aaronovitch. *ibid.*, p.49.(34) Balogh. *ibid.*, p.23.(35) Balogh. *ibid.*, p.24.(36) Robinson. *the rate of interest* p.20.

把握制御することを容易ならしめたと云つてよい。1932年以降に実施された cheap money policy の一応の成功は、やはりこのような money market の構造的変化に立脚しているのではあるまいか。これについては稿を改めて検討したいと思つている。

(備考 引用文献の括弧内註は筆者)

附表 A. 1850~60年代の金利体系
(単位年率)

年次	平均公定歩合	平均市場利率	利 鞘
1845	2.68	3.00	△ 0.32
1846	3.33	3.72	△ 0.39
1847	5.17	5.87	△ 0.70
1848	3.72	3.25	△ 0.47
1849	2.93	2.25	0.68
1850	2.50	2.25	0.25
1851	3.00	3.00	0
1852	2.13	1.87	0.26
1853	3.69	3.50	0.19
1854	5.11	4.87	0.24
1855	4.89	4.50	0.39
1856	6.05	5.50	0.45
1857	6.66	6.75	△ 0.09
1858	3.22	2.75	0.48
1859	2.73	2.50	0.23
1860	4.18	4.00	0.18
1861	5.26	5.00	0.26
1862	2.52	2.25	0.27
1863	4.41	4.25	0.16
1864	7.40	7.00	0.40
1865	4.76	5.31	△ 0.55
1866	6.99	6.41	0.58

附表 B. イングランド及ウェルスに於ける銀行業の集中

年次	行 数	支店数	自己資本 (千£)	預 金 (千£)	合 同 件 数	
1844	私立銀行	336	71	—	1826~1843年 122	
	株式銀行	105	486	9.488		
1884	私立銀行	207	443	—	1844~1889年 182	
	株式銀行	118	1.621	61.624		
1904	私立銀行	40	196	—	1890~1902年 153	
	株式銀行	65	4.414	81.700		
1913	私立銀行	8	—	—	1903~1924年 95	
	株式銀行	50	4.804	82.072		
1938	株式銀行	9	10.874	151.536	2.386.369	1925~1938年 6

Thorn. Banking p.27.

Balogh. financial organization p.9~15.

附表 C. 1900年前後の金利体系

(単位年率)

年次	公定歩合	市場利率	短資利率	銀行預金 利率
1895	2.00	0.73	0.40	0.50
1896	2.48	1.35	1.03	0.99
1897	2.64	1.73	1.23	1.11
1898	3.25	2.56	1.78	1.65
1899	3.75	3.15	2.21	2.16
1900	3.96	3.72	2.58	2.43
1901	3.72	3.20	2.36	2.22
1902	3.33	2.90	2.32	1.80
1903	3.75	3.37	2.61	2.29
1904	3.30	2.62	1.90	1.80
1905	3.01	2.60	1.78	1.50
1906	4.27	3.83	2.82	2.68
1907	4.93	4.28	3.28	3.17
1908	3.01	2.33	2.03	1.49
1909	3.10	2.15	1.75	1.57
1910	3.72	3.16	2.75	2.21
1895~1910. 平均	3.29	2.73	2.05	1.84

Kock. a stud of interest ra tes p.242.

附表 D. 第一次大戦後の金利体系

(單位年率)

年	次	公定歩合	市場利率	短資利率	銀行預金率
1919	{ 上	5.00	3.46	3.23	3.00
	{ 下	5.30	4.39	3.73	3.38
1920	{ 上	6.38	6.11	4.78	4.38
	{ 下	7.00	6.67	5.54	5.00
1921	{ 上	6.82	6.15	5.35	4.82
	{ 下	5.39	4.20	3.79	3.39
1922	{ 上	4.35	2.95	2.90	2.35
	{ 下	3.03	2.34	1.70	1.03
1923	{ 上	3.00	2.20	1.57	1.00
	{ 下	3.98	3.21	2.17	1.98
1924	{ 上	4.00	3.37	2.50	2.00
	{ 下	4.00	3.70	2.75	2.00
1925	{ 上	4.65	4.20	3.48	2.65
	{ 下	4.51	4.10	3.46	2.51
1926	{ 上	5.00	4.40	4.07	3.00
	{ 下	5.00	4.51	4.05	3.00
1927	{ 上	4.80	4.05	3.87	2.80
	{ 下	4.50	4.32	3.62	2.50
平	均	4.82	4.13	3.47	2.82

附表 E. 年間平均手形流通高

(単位百万£)

	内国手形	外国手形	大蔵手形 (テンダー)	計
1918 ~ 19	114	192	—	—
1919 ~ 20	202	322	—	—
1920 ~ 21	272	334	—	—
1921 ~ 22	180	234	580	994
1922 ~ 23	188	241	490	919
1923 ~ 24	199	281	466	949
1924 ~ 25	218	365	456	1,039
1925 ~ 26	218	415	466	1,099
1926 ~ 27	191	302	501	994
1927 ~ 28	193	315	502	1,010
1928 ~ 29	198	365	505	1,068
1929 ~ 30	203	317	512	1,031
1930 ~ 31	172	268	467	907
1931 ~ 32	142	186	485	813
1932 ~ 33	111	136	571	818
1933 ~ 34	111	134	558	803
1934 ~ 35	119	130	443	986
1935 ~ 36	121	138	505	764
1936 ~ 37	133	143	580	856

附表 F. 大恐慌後の金利体系

(単位年率)

年次	公定歩合	大蔵手形	市場利率	短通知貸	日貸
1928	4.50	4.15	4.16	3.65	3.52
1929	5.49	5.26	5.26	4.61	4.47
1930	3.41	2.48	2.57	2.45	2.27
1931	3.97	3.59	3.61	3.07	2.94
1932	3.01	1.48	1.87	1.82	1.61
1933	2.00	0.59	0.69	0.77	0.69
1934	2.00	0.73	0.82	0.86	0.82
1935	2.00	0.55	0.58	0.75	0.73
1936	2.00	0.58	0.60	0.50	0.50
1937	2.00	0.56	0.58	0.50	0.50
1938	2.00	0.61	0.63	0.51	0.51

Balogh. *ibid.*, p.131.

附表 G. 三大割引会社主要勘定の推移

(単位百万£)

		1913年	1924年	1931年	1934年	1937年
資 産	現 金	1.7	2.5	2.4	2.9	3.3
	証 券 投 資	5.0	10.4	13.7	35.5	35.9
	割 引 手 形	58.0	115.0	111.2	90.6	115.5
	貸 付 其 他 雑	2.2	4.0	1.2	3.0	3.4
負 債	資本金、準備金	3.5	5.1	7.0	7.9	7.8
	借入金、預り金	46.7	85.5	86.4	105.9	121.1
	再 割 手 形	16.2	39.9	33.7	18.3	28.3
	其 他 雑	0.5	1.4	1.4	0.8	0.9
資 産、負 債		66.9	131.9	128.5	132.0	158.1

Balogh. *ibid.*, p.142.

附表 H 大銀行の重役が其他重要商社に有する取締役議席

(1939年現在)

I 1939年現在

	パークレイ	ロイド	ミットランド	ナショナル プロヴィン シアル	ウエスト ミン スター	計
其他ノ銀行及ビ割引 会社	22	24	57	19	40	162
ファイナンシアル トラスト	12	10	9	1	10	42
保 險 会 社	22	19	16	14	17	88
投 資 信 託	3	17	5	8	7	40
以上金融関係	59	70	87	42	74	332
其他ノ重要産業	88	239	149	129	99	704
計	147	309	236	171	173	1.036

(Balogh. ibid.)

II 1951年現在

	重役数	全英50ノ コンバイン	保険会社ト 建築組合	其他の銀 行、 金融機関	工業会社	外地会社
英 蘭 銀 行	8	4	4	5	13	8
ミ ッ ド ラ ン ド	9	7	1	2	9	15
ロ イ ド	19	7	9	3	27	18
ナ シ ョ ナ ル プ ロ ヴ ィ ン シ ア ル	13	7	9	3	19	24
ウ エ ス ト ミ ン ス タ ー	10	5	3	3	11	14
マ ル チ ン	5	1	—	1	7	7
デ イ ス ト リ ク ト	4	2	2	—	5	1
パ ー ク レ イ	2	2	5	—	6	—
計	70	35	33	17	102	87

(Aanorovitch. ibid)