

法人資本主義の成立・展開・変質（下）

——20世紀アメリカ資本主義の発展構造——

楠 井 敏 朗

目 次

- I 問題の所在
- II 法人資本主義の成立
 - A. 1880年代の急速な経済成長と19世紀アメリカ資本主義の変化
 - B. 「シャーマン法」の制定と連邦政府の「独占禁止政策」
 - C. 革新主義政権の経済政策
 - 1. 貨幣政策 2. 金融政策 3. 貿易政策
 - 4. 財政政策
 - D. 革新主義政権の社会経済的基盤
 - 1. 連邦権強化の正当性の根拠
 - 2. 革新主義政権の直面した2つの問題
 - 3. 革新主義政権を支えた3つの団体とコーポレート・リベラリズム
 - 4. 革新主義期に未解決なまま残された諸問題
 - E. 第1次世界大戦のアメリカ経済への影響と1920年代の「繁栄」(1)
 - 1. 第1次世界大戦と連邦政府の対応
 - 2. 債務国から債権国への転換
 - 3. 貿易構造の変化 4. 産業構造の変化
 - 5. ビジネス・システムの変化（以上Ⅶ／3）
 - F. 第1次大戦のアメリカ経済への影響と1920年代の「繁栄」(2)
 - 1. 第1次世界大戦と連邦準備制度の成立
 - a. 貨幣用金の流入とアメリカ金融制度
 - b. 合衆国公債の発行とアメリカ金融制度
 - c. 外債市場の成立と発達
 - 2. 連邦準備制度の成立と金融市場の再編成
 - a. 小切手取立制度の整備とフェデラルファンド市場の成立
 - b. コマーシャル・ペーパー（CP）市場の整備
 - c. 銀行引受手形（BA）市場の創設
 - d. 連邦準備制度の外国中央銀行との取引
 - e. ニューヨーク金融市場の変化
 - 3. 1920年代の「繁栄」と1929年恐慌

a. 1920年代の「繁栄」 b. プロカーズ・ローン市場（以上Ⅶ／4）

G. 1920年代の「繁栄」と1929年恐慌（以下本号Ⅷ／2）

III 中間考察——革新主義からニューディールへの政策理念の転換——

II 法人資本主義の成立

G. 1920年代の「繁栄」と1929年恐慌

1. 1920年代の経済政策

3代の革新主義政権期（1901-17年）に条件づけられ、第1次大戦期に大きく前進したアメリカ資本主義の再編成は、1920年代の共和党政権（ハーディング〔W. G. Harding〕, 1921-23年；クーリッジ〔Calvin Coolidge〕, 1923-29年）の「繁栄」の時代に十分な展開を示し、法人資本主義成立の基礎固めをしたと考えてよい。この時期巨大法人企業の発展は目覚しく、「多角化戦略」と「国際化戦略」を駆使しながら、国内市場はもとより、世界市場再編成（「分業」と「専有」の国際的再編成）の新しい担い手として登場したことは、すでに述べておいた。

1929年ニューヨーク株式恐慌、その後の金融恐慌の背景、そして、ニューディールの諸改革を知るため、われわれは、ここで観点を換え、1920年代の経済政策の特徴を整理しておかねばならない。経済政策が経済の実体面に大きな影響をもっていたと考えられたからである。

ハーディング=クーリッジ時代の合衆国を考える際、基本的な考え方で違いが認められたが、

連邦政府の経済政策を方向づける上で大きな役割を果たした、少なくとも3人の人物を忘れることが出来ない。

財政を担当した財務長官のA・W・メロン(Andrew William Mellon: 1855-1937)、金融政策で指導力を発揮したニューヨーク連邦準備銀行総裁のB・ストロング(Benjamin Strong)、産業政策を担当した商務長官のH・W・フーヴァー(Herbert William Hoover: 1877-1954)がこれである。いずれも連邦議会議員ではない。有能な実務家であった。これは、19世紀末から20世紀初めにかけて合衆国で巨大法人企業が成立し、州際活動や国際活動が活発化したこと、さらに世界市場の再編成をめざす列強の動きも活発化し、財や資金の国内的・国際的循環機構に大きな変化が生じ、その調整の必要から連邦政府の役割が増大したこと、Th・ローズヴェルト政権の成立以来、連邦行政部の機構改革、拡張・整備がなされた¹⁾上、連邦準備制度も成立し、財政、金融、産業、労働政策の遂行上、連邦政府の実務面での活動が増大したことを反映したものであった。

主要な経済政策にはつぎのものがあつた。以下、順次考察してゆこう。

a. 価格安定化政策

この時期合衆国の経済活動を支えたのが国際競争力を強化した巨大法人企業であり、それが合衆国に貿易収支の大幅黒字と豊かな貨幣用金の流入をもたらしたこと、他方、この「繁栄」の時代に取り残されてしまった主な産業が農業であり、その不況からの回復が農産物の海外市場向け輸出の増加による農産物価格の安定と農家所得の維持にかかっていたこと、こうした関係から、1920年代の経済政策の基本的目標が貨幣用金の流入に対するマネーサプライの管理と、農業不況の克服を重点においた商品価格の安定化政策におかれていたことは、蓋し当然なことであつたらう。

まず事実について検討しておこう。第1表から明らかのように卸売物価指数が比較的安定し

た推移を示した事実が注目されるであろう。1920年代の合衆国では産業技術の発展が目覚しく、技術革新の進歩に伴って企業組織の革新も進んだことで、製造原価の低下も著かったこと、他方、農業では、第1次大戦後の輸出減退と過剰生産のなか、長期に亘って農業不況が進展したこと、この2つの事実を思い返すとき、工業製品と農産物の卸売物価指数の相対的な安定は括目すべき事実であつたといつてよからう。

第1表 1920年代の卸売物価指数 (1967=100)

| 年次 | 全商品 | 工業製品 | 農産物 |
|-------|------|------|------|
| 1920年 | 79.6 | 85.7 | 92.2 |
| 1921 | 50.3 | 55.7 | 54.1 |
| 1922 | 49.9 | 54.4 | 57.4 |
| 1923 | 51.9 | 55.6 | 60.4 |
| 1924 | 50.5 | 53.1 | 61.1 |
| 1925 | 53.3 | 54.6 | 67.1 |
| 1926 | 51.6 | 53.2 | 61.3 |
| 1927 | 49.3 | 50.2 | 60.8 |
| 1928 | 50.0 | 49.3 | 64.8 |
| 1929 | 49.1 | 48.6 | 64.1 |
| 1930 | 44.6 | 45.2 | 54.2 |
| 1931 | 37.6 | 39.9 | 39.7 |

(出所) *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, Washington D.C. 1975, p. 199.

この事実は、また、貨幣用金の大量流入と大戦中の合衆国公債の巨額な発行を念頭におくとき、きわめて関心と呼ぶ事柄であつたといつてよい。流入された貨幣用金と大戦中に発行された合衆国公債がアメリカ金融制度のなかにどのようにビルトインされたかについては、先に検討しておいた。1920年代を通じて、財務省と連邦準備制度は協力して物価調整に全力を傾注したといつてよい²⁾。この時期の経済学では物価調整こそ最良の景気対策と意識され、このことは連邦準備制度の担い手によつても支持されていた³⁾。

価格安定化政策は、他でもなく連邦準備信用の供与高の調節によつて行なわれていた。ロスバードが適切に指摘したように、それは信用供

与額を高め維持するインフレ政策であった⁴⁾。

b. 財政政策

1920年の最高裁判所の判決で、「条理の原則」によりながらU・S・スチール社に対する「独占禁止法違反」の嫌疑が退けられたことが、その後の合衆国で巨大法人企業の活動を自由なものにし、ビジネス・システムのあり方を大きく変革させてゆくきっかけとなったことについては、すでに述べておいた。ここでは巨大法人企業の発展を促進する上に果したメロンの財政政策と、戦後不況に対するフーヴァーの産業政策を、たった今見た価格の安定政策と関連づけて論じておきたい。

メロンの財政政策は、かれが実業界の出身であったことから、連邦政府の経済活動よりも民間企業の果す経済活動の方が国民経済の発展に寄与するという信念の上に立ち、その線に沿って進められた政策であった。

それは3本の柱から構成されていた。第1は連邦政府の支出削減政策であり、第2は合衆国公債の早期償還政策であり、第3は減税政策、とくに法人税の減税政策であった⁵⁾。これらがいずれも成立しつつあった巨大法人企業に対して有利な経済的環境を整備しようとした政策であったことはいうまでもないであろう。

ここでとくに注目しておかねばならないものは減税政策である。これは個人および法人の所得税の引下げを行なった。さらに株式投資収益に対する減税を行なった⁶⁾。だが、メロンの減税政策はその政策意図に反し次の効果をもたらすことになった。

まず法人税減税の効果は新規の資本形成 (= 設備投資) のためにはごく僅かな効果しかもたらさず、大部分は企業内部に留保されたのち、一部が株主に配当金として配分されることになった⁷⁾。また内部留保金は企業によってブローカーズ・ローン市場で運用され、ニューヨーク証券取引所の株式上昇の原資となった⁸⁾ (この点については後に詳説)。

株式投資収益に対する減税政策は、相場が上

昇すれば多額のキャピタル・ゲインの取得がありうるという意識を投資家に植えつけ、1920年代に60%も増加した配当収入や合衆国公債の早期償還によって懐の豊になった大衆投資家をも投機熱に誘い込む役割をもった⁹⁾。

価格の安定化政策 (= 通貨インフレ政策) が成立した巨大法人企業に楽観的な企業環境の育成を促したし、勤労者にも巨大法人企業の打ち出す「高賃金」政策によって永遠の楽園の到来を意識づけた¹⁰⁾。

c. 産業政策

メロンの財政政策が規制なき民間活力の増大によって国民経済の発展を促そうとした政策で特徴づけられたのに対し、フーヴァーの政策は革新主義の諸政策を継承した産業政策であったといってよい。それは、成立する巨大法人企業と労働者・農民など勤労者の利益の調和を連邦政府の政策を通じて実現しようとした、かの「コーポレート・リベラリズム」の思想に裏打ちされた政策であった¹¹⁾。

政策を遂行するに当たってのフーヴァーの基本的考え方は次のところにあった。第1は、科学研究による生産および流通経費の削減、第2は、産業上の浪費の除去、第3は、労働者及び経営者の技術向上、第4は、競争システムの維持、第5は、商品価格を安定させることによる購買力の増進、雇用の増加、高賃金の実現、新規事業の開発による生活水準の向上¹²⁾がこれである。われわれが先に検討しておいた1920年代のビジネス・システムの再編成の動きを推進した理念と完全に重なる政策理念であったといつてよい。

ここでは、後述の議論とのかかわりで、第1次大戦直後の不況 (1920-21年) に対するフーヴァーの対策に絞って、その基本的政策を浮き上がらせておきたい。

フーヴァーは革新主義の考え方に共鳴していた。そして、新しい産業社会は自律的には解決できないさまざまな問題を抱え込むようになっていると考え、これに対処し諸階級のバランス

の維持と協調をはかるのが連邦政府の役割だと信じていた。例えば次のような諸問題である。教育面での階級間の格差と是正の遅れ、産業界での浪費と資源保護に対する関心の欠如や労働組合の結成に抵抗する意地悪な慣行の存続、保健機構の未整備、周期的に到来する不況と失業などの存在である。

したがって、フーヴァーは相続税の増徴、公共土木事業による人工ダムの建設、いかがわしい投機の排除を目的とした株式市場に対する規制などの政策に賛成していた¹³⁾。

実際にかれのかかわった仕事で注目すべきものには次のものがあつた。

まず第1. 1919-20年には、ウィルソン大統領によって任命され、労使関係協議会 (Conference on Labor-Management Relations) を労働長官の W・B・ウィルソンと協力して主宰し、同協議会を通じて、次の提案を行なったことである¹⁴⁾。① コレクティブ・バーゲニング 団体交渉の拡張提案と企業内組合に対する批判、② アボリション・オブ・チャイルド・レイヴァ 児童労働の廃止、③ オールド・エイジ・インシュアランス 全国高齢者保険制度の導入、④ ワーキング・アワー 労働時間の短縮、⑤ ベター・ハウジング 住居条件の改善、⑥ ヘルス・インシュアランス 健康保険制の導入、⑦ ガヴァンメント・アービトラクション・ボーズ 労働争議に対する政府の仲裁委員会の設置であつた。このような要求は、すでに第1次大戦期の合衆国で労働問題の専門家や生理学者の集団によって提起されていた要求であつたが、上記の諸提案には、こうした動きを受けとめたフーヴァーの個人的意見が大きく反映されていた。

次いで第2. 1921年、かれは連邦政府の全経済政策に関与することを条件に商務長官を引受けた。そして、その地位で、経済協議会 (Economic Conference) 及び失業問題委員会 (Committee on Underemployment) を組織したり、さらに連邦政府の行なう公共土木事業の協力を得るため、失業者の多い州に同委員会の下部組織として支部をおく一方、地方の自治都市に メイヤーズ・エマージェンシー・コミティ 市長の緊急委員会の設置を要請したりした¹⁵⁾。また産業界に対して修復工事や、可能ならば新しい設備投資計画を促し、従業員の所

得の増加をはかる措置を訴えた¹⁶⁾。

第3. 1921年の不況対策としてフーヴァーの貢献した最も重要な仕事のなかに失業問題に関する大統領協議会 (President's Conference on Unemployment) があつた。これは、同年9月、産業界、銀行界、労働組合関係の著名な人物約300人が召集されて、フーヴァーを議長として失業問題について協議された会議であつた。ここで確認された事柄は不況対策として公共土木事業を行なう考え方の支持であり、これを実現し、効果をもたせるため、連邦、州、地方自治都市等あらゆる政府レベルでの協力の必要性の確認であつた¹⁷⁾。公共土木事業は、元来、合衆国憲法によって、州をはじめ地方自治都市の権限に属する事柄と解釈されており、連邦政府がこれを行うためには、政府間レベルでの協議と協力が必要であつたからである。ここで確認しておくべきことは、この時代、フーヴァーが不況期の失業対策として公共土木事業の有効性を自覚し、積極的に推進しようとしていたことである。

フーヴァーは、フォード自動車会社をはじめ、当時、巨大法人企業の採用し始めていた「高賃金政策」を、それが消費景気をもたらす「購買力増大」の経済的基礎として賛成していた。したがって、同様の理由で、「賃金引下げ」を軸にした不況期の雇用調整政策には反対していた。このような観点からかれは、不況期の失業対策として、賃金を引下げて雇用者総数をふやすことよりも、「高賃金政策」を維持した上で、失業者には新規に職を与える方式を選択したのであつた。連邦政府による公共土木事業が失業対策として意識されたのは、このためであつた。

しかし、ここで注意されねばならないことは、かれは公共土木事業を不況期の新規雇用開発目的に限定していたことである。例えばニューデール期のテネシー溪谷開発計画のように、雇用の増進に加えて連邦政府が直接電力事業を起したり、化学肥料工業の経営に直接参加することには反対していた。その点でかれはあくまで

もタフト、ウィルソン流の革新主義の理念（合衆国憲法で認められた連邦政府の通商権限〔commerce power〕の無制限な拡張に対する抑制の理念）に踏み留まり、連邦政府の役割を諸利害の調整機関として位置づけていたといつてよからう¹⁸⁾。

d. 農業政策と都市での住宅建設

戦後恐慌に対するフーヴァー商務長官の政策が論じられたところで、1920年代のアメリカ経済と1930年代の金融恐慌を議論する上で看過することの出来ない農業政策と、都市での住宅建設の進行について概観しておく必要がある。

1921年後半の景気回復後、1923-24年、1926-27年に2度ほど弱い景気後退を経験したものの、アメリカ経済は概してみるときこれまででなかったほどの「繁栄」のなかにあった。そのなかで農業だけは例外であった。最大の問題は、20世紀初めから第1次大戦期に現出したアメリカ農業の「黄金時代」（前出）に農業改善のために多額の投資がなされ、これらの資金が農場を担保にして調達されたため、戦後の農産物輸出の激減（＝農産物価格の低落）のなかで借入資金が返済不能に陥り、農場抵当借入れが長期化し、農業に投資された資金の長期固定化という事態が発生したことであった。

合衆国全体でみると、1925年、55～174エーカーの農場を所有する自作農（596、359農場〔全国農場の52.9%〕の場合、その土地および建物価額約48億9000万ドル〔全国の45.3%〕の農場抵当借入額は、19億7000万ドル〔全国借入額の43.6%〕で群を抜いていた。また地域別にみると、イースト・ノース・セントラル（オハイオ、インディアナ、イリノイ、ミシガン、ウィスコンシン）が約10億ドル、ウェスト・ノース・セントラル（ミネソタ、アイオワ、ミズーリ、ノースダコタ、サウスダコタ、ネブラスカ、カンザス）が約16億ドル強の農場抵当借入（両地域を合計すると、全国借入額の約58%）を行っていた。

これらを歴史的にみると、合衆国全体の農場抵

当借入額は、抵当に入れられた農地及び建物価額に対して、1890年には35.5%と高い比率を占めたが、かの「黄金時代」の1910年には27.3%と減じていたのに、1920年には29.1%、1925年には41.9%と急増していった¹⁹⁾。

先に見た価格の安定化政策はその対策の一つであった。だが、その他農業固有の政策としては次の政策が相次いで出現した。

まず第1. 戦時中に設立され、1920年5月一時機能停止された戦時金融公社が、1921年1月、ウィルソン大統領の拒否権を覆えて連邦議会で再開を承認された上、1921年8月に制定された法律では、その最大信用供与額は10億ドルにまで拡大、農民への貸出と、農産物の輸出業者への貸出を認められたこと。第2にはカッパー=ヴォルステッド協同販売法（Copper-Volstead Corperative Marketing Act）の制定（1922年）、第3に、農業信用法の制定（1923年）とそれに基づく連邦中期信用制度の創設（1923年）、さらに第4には、農産物販売促進法の制定（1929年6月）とこれに基づく連邦農務局の創設（1929年7月）がなされたことである²⁰⁾。

第2表 アメリカ農民の債務（単位億ドル）

| 年次 | 農業生産 向け貸付額 | 農場抵当 貸付額 | 年次 | 農業生産 向け貸付額 | 農場抵当 貸付額 |
|-------|---------------|-------------|-------|---------------|-------------|
| 1916年 | 20 | 58 | 1924年 | 27 | 99 |
| 1917 | 25 | 65 | 1925 | 28 | 97 |
| 1918 | 27 | 71 | 1926 | 26 | 97 |
| 1919 | 35 | 84 | 1927 | 26 | 98 |
| 1920 | 39 | 102 | 1928 | 27 | 98 |
| 1921 | 33 | 107 | 1929 | 26 | 96 |
| 1922 | 31 | 108 | 1930 | 24 | 94 |
| 1923 | 30 | 107 | 1931 | 20 | 91 |

（出所）Historical Statistics of the U.S., 1975, p. 981.

これらの政策は、1920年代を通じて、相次いで結成された農民組織、すなわち、全国小麦生産者組合（National Wheat Growers' Association）、アメリカ綿花組合（American Cotton Associa-

tion) などの動きを背景に、フーヴァー商務長官、ヘンリー・C・ウォレイス (Henry C. Wallace) 農務長官、その後任のウィリアム・ジャーディン (William Jardin) 農務長官の協力のもとで推進されたもので、借入資金の返済に迫られた農民に対する金融支援と、過剰生産に悩む農民に対する市場の保証を目的としたものであったことは明らかである。詳細は注20)を参照されたい。

さて、ここで1920年代のアメリカ経済を総合的に捉え、1930年代初めの金融恐慌とその対策の意味を探る必要から、都市の住宅建設とこれにかかわる住宅抵当貸付 (mortgage) について検討しておかねばならない。

合衆国で都市人口が農村人口を上回るようになったことが合衆国センサスで確認されたのが、1920年であったことについては、本論文の冒頭で触れておいた。フロンティアの消滅、巨大法人企業の成立とビジネス・システムの変化、自動車の発達によって、1920年代に都市空間がますます拡がり、都市居住人口が増大するにつれて起こったのが、この時期の住宅建設の増大で

あり、住宅抵当貸付の発達であった。

農業政策とちがって住宅政策は、この時期連邦政府によって正面から取上げられていない。これが重要問題として意識されるようになるのは、大不況期に入って以降、フーヴァー期においてである (後述)。住宅問題がいわば放任されたことが、1930年代初めの金融恐慌を厳しいものにした一つの原因であったといえよう。

1920年代の住宅建設の進行状況は第3表から明らかとなる。価格の面でみた時、新築総額は、1919年には19億ドルに過ぎなかったが、1926年にはピークの50億ドルに達した。都市部の新規建設戸数は1922年から増加し始め、1925年には75万戸となり、その後は幾分減少したが、1929年までは高水準を維持した。他目的の建設を含めた建設総額に占める住宅新築額の比率は、年々いくらか変化したが、1920年代に入って急増し始め、1923年には44.1%、1925年には43.9%、1926年には41.3%と圧倒的に高い比率を占めていた。

第4表は、1920年代の住宅抵当貸付残高と貸付金融機関を示したものである。住宅抵当貸付

第3表 1920年代の建設事業と住宅建設 (単位億ドル, 万戸)

| 年次 | 新規建設 総額 | 住宅新 築額 | 民間非住 宅建設* | 民間公益 事業建設* | 道路・ハイ ウエー建設額 | 都市部住宅 新築戸数 | 農村部住宅 新築戸数 |
|-------|------------|------------|--------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|
| 1919年 | 63 | 19 (30.2%) | 11 (17.5%) | 7 (11.1%) | 4 (6.3%) | 23 | 9 |
| 1920 | 67 | 20 (29.9) | 20 (29.9) | 8 (11.9) | 7 (10.4) | 20 | 5 |
| 1921 | 60 | 19 (31.7) | 14 (23.3) | 6 (10.0) | 9 (15.0) | 36 | 9 |
| 1922 | 76 | 31 (40.8) | 15 (19.7) | 8 (10.5) | 9 (11.8) | 57 | 14 |
| 1923 | 93 | 41 (44.1) | 17 (18.3) | 12 (12.9) | 8 (8.6) | 70 | 17 |
| 1924 | 104 | 47 (39.4) | 17 (16.3) | 14 (13.4) | 10 (9.6) | 72 | 18 |
| 1925 | 114 | 50 (43.9) | 21 (18.4) | 13 (11.4) | 11 (9.6) | 75 | 19 |
| 1926 | 121 | 50 (41.3) | 25 (20.7) | 14 (11.6) | 11 (9.1) | 68 | 17 |
| 1927 | 120 | 47 (39.1) | 25 (20.8) | 15 (12.5) | 12 (10.0) | 64 | 17 |
| 1928 | 116 | 44 (37.9) | 26 (22.4) | 14 (12.7) | 13 (11.2) | 59 | 16 |
| 1929 | 108 | 31 (28.7) | 27 (25.0) | 16 (15.1) | 13 (12.6) | 40 | 11 |
| 1930 | 87 | 17 (19.5) | 20 (23.0) | 15 (17.2) | 15 (17.2) | 24 | 9 |
| 1931 | 64 | 14 (21.9) | 11 (17.9) | 9 (14.1) | 14 (21.9) | 17 | 8 |
| 1932 | 34 | 5 (14.3) | 5 (14.3) | 5 (14.3) | 10 (28.6) | 6 | 7 |

* 商工業その他の建設, () 内百分比は総額に対する割合。

** 鉄道, パイプライン, 電力, 配電線, ガス, 電信電話等。

(出所) *Historical Statistics of the United States*, 1975, pp. 618-19; 640.

第4表 1920年代の住宅抵当貸付残高と貸出金融機関 (単位億ドル)

| 年次 | 不動産債を含む債務総額 | 不動産債を除く債務総額 | 貸出金融機関 | | | | |
|------|-------------|-------------|----------|-----------|-----------|----------|---------|
| | | | 商業銀行 | 相互貯蓄銀行 | 貯蓄貸付組合 | 生命保険会社 | その他 |
| 1919 | 80 | 78 | 7(8.9%) | 16(20.0%) | 15(18.8%) | 5(6.3%) | 2(2.5%) |
| 1920 | 94 | 91 | 8(8.5) | 18(19.1) | 19(20.2) | 6(6.4) | 3(3.2) |
| 1921 | 103 | 100 | 9(8.7) | 19(18.4) | 22(21.4) | 7(6.8) | 3(2.9) |
| 1922 | 114 | 111 | 11(9.6) | 22(19.3) | 25(21.9) | 8(7.0) | 3(2.6) |
| 1923 | 134 | 129 | 13(9.7) | 24(19.9) | 29(21.6) | 6(6.7) | 4(3.5) |
| 1924 | 155 | 148 | 16(10.3) | 28(18.1) | 35(22.6) | 11(7.1) | 4(2.6) |
| 1925 | 184 | 172 | 19(11.0) | 30(16.3) | 40(23.3) | 14(7.6) | 5(2.7) |
| 1926 | 215 | 200 | 23(10.7) | 33(15.3) | 46(21.4) | 18(8.4) | 5(2.3) |
| 1927 | 244 | 225 | 25(10.2) | 37(15.2) | 52(21.3) | 21(8.6) | 6(2.4) |
| 1928 | 273 | 250 | 28(10.3) | 40(14.7) | 56(20.5) | 24(8.8) | 7(2.6) |
| 1929 | 294 | 270 | 29(9.9) | 41(13.9) | 62(21.1) | 27(9.2) | 7(2.4) |
| 1930 | 302 | 277 | 28(9.3) | 44(14.6) | 61(20.2) | 29(9.6) | 8(2.6) |
| 1931 | 293 | 267 | 28(9.6) | 46(15.7) | 57(19.5) | 29(9.9) | 7(2.4) |
| 1932 | 274 | 249 | 26(9.5) | 46(16.8) | 50(18.2) | 29(10.6) | 7(2.6) |

(出所) *Historical Statistics of the United States*, 1975, pp. 647-48.

() 内の数字は、不動産債を含む総債務額に対する百分比。

残高が株式恐慌の起こった1929年まで年々増加し、10年前に比して3倍以上になっている事実注目されたい。貸出金融機関をみると、住宅抵当貸付を専門的に行なった貯蓄・貸付組合 (Savings and Loan Association) の貸出割合が最も高く、相互貯蓄銀行 (Mutual Savings Bank)、商業銀行、生命保険会社の順で続いている²¹⁾。商業銀行 (国法銀行、州法銀行) がこの時期、1928年まで貸出割合を高めていっていることに注目されたい。

1920年代の産業構造の転換、そして社会構造の変化が都市部の住宅建設需要を激増し、連邦政府の価格安定化政策にテコ入れされて供給量をふやした豊かな貸付資金をバックに、住宅抵当貸付を急増させていった状況が明らかとなるであろう。したがって、また、この建設が増大、または少なくともある一定水準に維持されている間は、好景気を持続させる一つの要因となったが、ひとたび低落に向かい始めた時には逆の乗数効果が作用して景気の下落を加速させることになったし、この時期累積された抵当貸付残高が決定的に返済不能となって「不良債権」に転化し、貸出金融機関に大きな重荷となったこ

とは明らかなことであった。

e. 対外政策 (貿易政策と国際金融政策)

ここではドイツの賠償支払問題とイギリスの全本位再建問題に対する合衆国の支援が最大の問題である。だが、この点については、1920年代の連邦準備制度の整備と関係づけて若干ふれておいたし、直ぐ後にニューディールの国際金融政策を論じる際に関説するので、ここでは暫く叙述を留保しておきたい。ここでは1920年代の対外政策の基本方針を探る意味で1922年に制定された関税法 (フォードニー・マッカumber法 [Fordney-McCumber Act]) とそれに関連する国際金融政策について論じておこう²²⁾。

1922年関税法の制定には、第1次大戦直後の不況 (1920-21年) が大きく作用した。不況に対応して打出された貿易政策としては、1921年5月27日制定の緊急関税法が指摘されなければならない。これはとくに不況の著しかった農業に対する保護政策として制定されたもので、主要農産物 (小麦、とうもろこし、食肉、羊毛、砂糖) に高率関税法を設定したものであった²³⁾。だが、この法律は農産物に限定され、かつ6カ月の時限立法であったから、それに代る関税法の

制定が急がれた。そして農産物の輸入抑制に加えて戦時中に成長した新産業（とくにコールタールを原料とした化学工業）等の保護を軸にして、1922年関税法が制定されたのであった。

ハーディング共和党政権下に判定されたこの関税法は、ウィルソン政権下の1913年関税法（前出）の貿易理念を変更するものであった。平均関税率が引き上げられ、品目によっては1909年関税法（前出）以上にまで保護色が強められたところに特徴があった。とくに農産物および食料品プロビジョンスに対する関税率の引上げが顕著であった²⁴⁾。

このような保護色の強化が第1次大戦後の世界経済に大きな影響を与えたことはよく知られている。そのためこの関税法は、1930年関税法（ホーレー=スムート法、後述）とともに、合衆国の国益重視のために世界経済秩序を破壊した政策として、アメリカ関税史上最も悪名高い関税法の1つに数え上げられている。さもないと戦後「繁栄」する合衆国向けに輸出を増大させたであろうヨーロッパの工業製品の輸入を抑制し、貿易改善を軸としたヨーロッパ諸国の経済再建を遅らせ、あるいは歪め、延いてはヨーロッパ諸国の経済再建と緊密に結びついていた第一次産品供給国の経済状態を悪化させることになった1920年代のあの世界経済システムの構築と結びついたからである²⁵⁾。

ところで、われわれここで次の事実に注目しておかねばならない。それは、もともと「農業ブロック」、したがって「西部の連合」をベースに成立した1920年代の合衆国の貿易政策が、実は合衆国での外債発行の促進、そして、それに伴う連邦政府の外債発行に対する監督強化政策と結びついて進められたという事実である。

さきに「外債市場の成立と発達」および「銀行引受手形市場の創設」の項で論じておいたように、1920年代のニューヨーク金融市場は、19世紀のそれと異なって、外債の発行を引き受け消化する新しい性格をもつようになっていただけではない。銀行引受手形市場をも創設し、次

第に外国銀行の引受けた米貨建為替手形をも取引する市場として発達し、長・短期資金の海外融資を媒介する市場となっていた。

貿易面では保護政策（閉鎖政策）を強めながら、他方、国際金融面では開放政策を促進した1920年代の合衆国の対外政策は、それではいったい全体としてどのような性格をもち、整合性を保っていたのか。——この問題はこの時期成立した法人資本主義の性格を窺う上できわめて興味ぶかい問題である。この点について、ジェイコブ・ヴィーナーは、国際金融が外交政策の決定にどのように利用され、あるいは、影響を受けたかを、主として19～20世紀初めの世界経済について分析したすぐれた論文で関説し、興味ぶかい事実を提出している²⁶⁾。以下これによりながら、われわれの考え方を示しておくことにしたい。

合衆国では「ドル外交」をもって知られるタフト政権から、対中国、対中南米諸国に対する対外借款が活発化していた²⁷⁾。こうした政策は1920年代のハーディング=クーリッジ時代になると、上述して来た国内経済、ビジネス・システムの変化や経済政策の趨勢のなかで、どのような性格をもつものとして位置づけられるようになったのか。——われわれは、このことをここで問うておかねばならないのである。

繰り返し論じて来たように、1920年代の合衆国では「貨幣用金」の流入をベースに過剰な資金が蓄積されていた。ハーディング政権は、この巨額な資金を経済外交を有利に進める手段として利用しようとしたのだとヴィーナー論文は述べている。

合衆国では、第1次大戦後、他の産業部門には「繁栄」が訪れたにもかかわらず農業部門では不況が長期化した。農産物の輸入に高関税を賦与し、これを保護し、不況からの回復をはかったのが1922年の関税法であった。

だが、ハーディング政権の対外政策は、この政策に留まらず、それに以下にみる国際金融政策を結びつけて新しい型の農業保護貿易政策を

打ち出したところに意義があった。

1922年関税法は外国品の合衆国への輸入を制限したため、さもないとヨーロッパ諸国に還流したはずの資金の世界市場への還流を阻止した。だが、このことは、当然、アメリカ産品に対する購買力の低下をもたらすこととなった。そこで考え出されたのが、国際金融政策であった。諸外国政府に対して積極的に合衆国内での外債発行を認め、これを促進し、その売上げ代金の一部をもって米産農産物の購入資金に充当させようとする政策がこれである²⁸⁾。もとより諸外国に対するヒモ付き融資に他ならなかった。

もちろんこのような政策は、J・P・モルガン商会を中心とした合衆国の国際投資銀行によって直ちに受け入れられるはずのない政策であった。国務省の打ち出すこの政策によって国際金融が外交上の道具に使われることを嫌ったからである。他方、ハーディング政権内でもデイヴィス労働長官やフーヴァー商務長官が反対し、必ずしも全面的支持を得たものではなかった。かれらは、これだけ多額の海外融資がなされるならば、その分だけ国内産業に投資されるか、直接に農民の救済に向けられた方が望ましいと考えていた²⁹⁾。

だが、いずれにせよ、ハーディング政権のこの「抱き合せ政策」は、1921年5月25日、閣僚と有力投資銀行家との合同会議で、大統領提案の形で表明された。それは外債の国内発行に対して国務省の監督権限を強化するという提案であった。監督権限強化の目玉となったものは、外債発行認可の条件として、それが合衆国の「公共の利益」に合致しているか否かの基準であった。この提案は国際投資銀行に容易に受け入れられなかった。そこで1922年3月、国務省は投資銀行に「通達」(circular)を送り、行政命令でこれに従わせようとした。そして、この措置で1927年10月までには国務省による国内での外債発行の管理が一般化した³⁰⁾。

合衆国はこのような政策を通じて自国に流入

し過ぎる貨幣用金を調節し、かつ米貨建為替相場が金現送点を超えて高くふれることを調整したばかりではない。アメリカ産農産物の外国への輸出条件を整備したのであった。そして、やがて間もなく、これに続いてもっと大がかりな政策が展開してゆくことになった。ドーズ案によるドイツ経済再建政策やイギリス金本位制再建支援政策がこれである。

だが、このような諸政策が次のような問題を内蔵するに至ることは、いまや読者にも容易に明らかとなられたであろう。すなわち、合衆国から長期資金あるいは短期資金の対外融資が減少または停止されようものなら、農産物に代表されたアメリカ産品の輸出も止まり、世界経済の進行も行き詰まってしまうというかの問題の定着である。そして、事実、1920年代末のニューヨーク株式市場での投機の進行とその崩壊は、1920年代初めにビルトインされたこの財と資金の国際的循環のメカニズムを決定的に崩壊させてしまうことになるのであったのであった。そしてアメリカの恐慌は世界恐慌へと展開したのであった。だが先走った議論は慎しまねばならない。もう少し事実に着目してゆこう。

われわれは、まず、次の事実を指摘しておこう。すなわち、合衆国に蓄積された豊富な資金を世界経済秩序の再建のための資金として放出し、かつ世紀交より進められたアメリカ資本主義の再編成(法人資本主義の成立)を同時に完成しようとした1920年代の対外政策は、再建金本位制(1925-1931年)のもとで、やがて思い設けない金融条件を醸成してゆくこととなったという事実である。

国際金融を経済外交を進める上に有利な道具に用いようとした政策は、ドーズ案によるドイツ経済の再建とイギリスの金本位制再建によって最大の成果を挙げたように見えた³¹⁾。ロンドンを中心に編成されていた往年の多角的貿易決済機構は、ニューヨーク金融市場に支援され、往年の活動を再建したかのように見えた。事柄を合衆国に限ってみても、イギリス金本位制再

建支援のためになされた1924年半ばの連邦準備制度の信用調整政策によって、市場金利はロンドン金融市場以下に誘導されたし、合衆国に流入し続けていた貨幣用金（そのうち40%はグレート・ブリテンからのものであった）は阻止され、逆流し始めたばかりではない。農産物価格も意図された通り上昇し（第1表参照）、農産物の輸出も20%以上増加したのであった³²⁾。

しかし、再建されたイギリス金本位制は直ちにその維持さえ危ぶまれる状況に追い込まれてしまった。元凶は戦前の旧平価（£1 = 純金113.0016グレイン = 約\$4.87）での再建に起因していた。イギリスがこの旧平価再建政策にこだわった理由は、このことで対欧州大陸向け輸出を有利にし、貨幣用金のイギリスへの還流を意図したからであった。

だが、イギリスでは戦中・戦後物価が上昇し続けていた。加えて労働組合の活動も活発で賃金の上昇も進んでいた。そのため旧平価での再建はイギリス経済を不況に追い込むことになった。失業は増大し、その数は100万人を超え、慢性化し始めていた。イギリスの国際競争力は弱まり、英貨は金現送点を割って価値を減じ始め、フランス銀行はロンドンに預託しておいた英貨建資金を貨幣用金に転換し始めていた。

他方、合衆国では、貨幣用金の流出、農産物価格の上昇、農産物輸出の進展といった政策効果は、ほんの一時的なものにすぎなかった。早くも1926年の秋には状況は逆転し、かの政策が導入された1924年段階と同じものとなっていた³³⁾。

本来ならば、少なくともこの時期こそ合衆国にとって政策転換の年であっただろう。だが再建金本位制は合衆国にとって魅惑的なシステムであった。M・パリイが述べているように、それは「好景気を人為的に長びかせ、支える」役割をもっていたからであった³⁴⁾。イングランド銀行総裁 M・ノーマンの誘いに応じて「ブームを人為的に長びかせ、支える」役割を担った人物こそ、そして破局を一層悲劇的にし

た人物こそ、ニューヨーク連邦準備銀行総裁、B・ストロングであった³⁵⁾。そして、このストロングの金融政策を支持したのはメロン財務長官であり、反対したのはフーヴァー商務長官であった。

1927年、まずパリでの英米仏三国中央銀行総裁会議で、ノーマンは、フランス銀行総裁 E・モロー（Emile Moreau）に対して、①英貨建資金の売却とその貨幣用金での引揚げを思い留まることと、②インフレ刺激策（信用拡張政策）を懇願し、同時に、ストロングに対しては、イギリスの支援のため、①合衆国の保有している貨幣用金の市場での売却とこれによる英貨に生じている金打歩の低下と、②英貨建為替手形の買支えによる同一効果の作用を要請した。続く同年7月のロングアイランドでの英米仏独中央銀行総裁会議では、4カ国の協調インフレ政策（信用拡張政策）を要請した。

いずれの会議でもフランスはノーマンの提案を拒否したが、ロンドンではなくニューヨークでの貨幣用金引揚げ提案には同意した。後の会議に出席した H・シャハト ドイツ・ライヒスバンク総裁も同様にノーマンの提案を拒否、ストロングのみこれを支持した上、イングランド銀行から5000万ドル以上の英貨の買入れに同意した³⁶⁾のであった。

ここで読者は、1927年5月～11月に公開市場でニューヨーク連邦準備銀行が2億8800万ドルの買操作を行なったことを想起されたい³⁷⁾。（注4参照）ニューヨーク連邦準備銀行の公定歩合は、1927年8月5日、1926年8月以来の4%から1年ぶりに3.5%に引下げられた。合衆国の「繁栄」はこの政策によって人為的に引き延ばされた。しかし、この「繁栄」はもはや実体を伴った真の「繁栄」からは遠く、ニューヨーク証券取引所での株式取引の活況という形で現われた「繁栄」にすぎなかった。

2. 1929年株式恐慌

a. 1920年代の株価動向：上昇を支えた諸条件

1907年恐慌のような証券取引所恐慌の再来を防止する健全な金融制度の成立を求めて連邦準備法が制定(1913年)されたことについては、繰り返し論じて来た。しかし、にも拘らず、1929年秋、またまたこれを遙かに上回る取引所恐慌が起こった。それはアメリカ資本主義だけではなく16世紀に成立して以来発展を続けて来た資本主義という経済制度を震撼させるほどの激甚な影響を各国経済に与え、1930年代の大不況を経て、第2次世界大戦の勃発という人類史上痛ましい歴史的イベントへと連結してゆくことになった。1929年のニューヨーク証券取引所恐慌がなぜかくも大きな歴史的イベントとなったかを明らかにするためには、われわれは、予めつぎの事実を想起しておかねばならない。

第1は、合衆国が「法人資本主義」への移行の過渡期にあって、巨大法人企業を枢軸に据えた「分業」と「専有」の国民的編成を構築し終えていなかったという事実である。

第2は、改めていうまでもないことであるが、19世紀を通じて世界経済の発展を主導して来たイギリスの経済力がようやく衰えを見せ、第1次大戦を画期にこれまで世界経済の枠組みを形成して来た「パクス・ブリタニカ」(「自由貿易」と「国際金本位制」の枠組み)が解体の危機に追い込まれていたという事実である。ロシア革命(1917年)の勃発は、19世紀後半以来続けられて来た「資本主義」という経済制度それ自体に対する思想面での批判を、現実の政治行動を通じて実行に移した最初のイベントであった。他方、19世紀末以来進展して来たアメリカ資本主義の再編成は、合衆国の国民的生産力編成の大転換を意味するものに他ならず、英貨よりも米貨を貿易決済に用いるという動きに象徴的にみられたように、合衆国のビジネス利害がイギリスの経済的影響力からの離脱を現実の行動で示した歴然たる事実¹に他ならなかった。「パクス・ブリタニカ」という19世紀の世界経済秩序は、第1次世界大戦を通じて自らを死滅に追い込むこの2つの強大な勢力を生み落したと²いってよい。

1929年のニューヨーク株式市場恐慌は、端的に言えば、第1次大戦後のこのような激変しつつある不安定な世界経済の下ではじめておこり得た事件であり、それゆえにこそその影響力はきわめて大きかったといえる。事実に基づいて確認してゆこう。

ニューヨーク証券取引所での株価(本論文(中)第10表参照)は、総合指数でみると1925年から急騰し始め、1929年10月まで鰻のぼりに上昇し、1925年比で2倍以上に上昇したが、1932年には1929年の平均指数に比べて1/4まで急落したことが知られる。1921年から1929年までの間に工業生産は2倍となり、国民総生産(GNP)はほぼ50%増加したのに対して、ダウ平均株価は4倍となった³⁸⁾のである。

部門別にみると(本論文(中)第10表)、公益事業部門の上昇が最も顕著で2.7倍の上昇、次いで産業企業部門の約2.1倍、鉄道部門の約1.6倍の上昇と続いている。下落は、1929年の平均指数に対して、1932年には、公共事業部門で約1/3、産業企業部門で約1/4、鉄道部門で1/5~1/6となっている。株式の年売買高が急増し始めたのも、1925年、普通株の新規発行高が急増し始めたのも1925年であるから(本論文(中)第11表)、1925年がニューヨーク株式市場の転換期であったことが知られる。この頃から1929年にかけて、企業合同が公益事業部門(電力と電話)を中心として急速に進展したこと、そして、

第5表 四半期別ダウ平均株価(1921-29年)

| 年次 | 第1四半期 | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1921年 | 75.2 | 74.3 | 68.3 | 75.6 |
| 1922 | 83.8 | 92.9 | 97.6 | 97.5 |
| 1923 | 101.0 | 96.2 | 90.2 | 91.0 |
| 1924 | 97.4 | 91.9 | 101.9 | 108.2 |
| 1925 | 120.8 | 124.7 | 138.4 | 153.0 |
| 1926 | 152.9 | 143.0 | 160.5 | 155.3 |
| 1927 | 157.6 | 167.2 | 184.8 | 192.6 |
| 1928 | 199.9 | 213.4 | 225.8 | 267.0 |
| 1929 | 308.4 | 312.0 | 354.3 | |

(出所) R. ソーベル [安川七郎訳] 『ウォール街二百年』, p. 329.

また、1924年に、ドイツの賠償支払問題、イギリスの金本位制再建と関連して、合衆国でインフレ政策（信用拡張政策）が採用されたことを想起しておかねばならない。

株価上昇の原因には理論的には、①企業収益の上昇、②市場金利の低下、それに③株式に対するその時々需給関係が挙げられる。

この時期合衆国では企業収益を上げる諸条件が整えられていた。第1は、新生産技術の開発とそれに伴う新製品の発売³⁹⁾、第2は企業合同を通じて進められた企業組織の改善⁴⁰⁾、第3は、民衆の所得の増加と消費者信用に支えられた購買力の全般的な高まり⁴¹⁾、そして、第4は、メロン財務長官の企業優遇の財政政策、とくに巨大企業に対する減税や税金還付政策⁴²⁾であった。

また、この時期、合衆国では、本論文（中）第12表に見られるように、市場金利が全般的に低位に安定していたことにも注目されたい。これは、価格安定化政策によってもたらされたものであるが、第1次大戦期に発行された巨額な合衆国公債が金融制度にビルトインされたことから連邦準備信用の供与が進み、資金需給が全般的に緩和していたのが大きな要因であった。とくに株式需要を促す上で刺激的な役割を果たしたブローカーズ・ローンの金利が、安定していたことに注目されたい。

1920年代の合衆国で株価上昇を促したこうした有利な条件を確認したところで、株価上昇が株式投機を促し、最終的には全般的な株価崩落に帰結した原因が問われねばならない。理論的にいえば、まず、企業業績の低迷が挙げられねばならない。次いで市場金利の上昇である。そして、テクニカルなことであるが極めて重要な次の事実、株式購入のために借入れられた資金に対して金利の支払いを償えなくなった条件の成立である。この時点で株価上昇によって得られる収益率（株式売却益／株式購入価格）が調達金利を下回るようになるため、^{マージン・トレーディング}証拠金取引は一斉に売に転じるからである。

ここでは、まず、証拠金取引⁴³⁾と大きくかわるブローカーズ・ローンについていま一度詳細に検討し、ついで企業業績および市場金利の動向について論じて、1929年株式恐慌の原因を確認しておこう。

b. 株価変動に影響したブローカーズ・ローンとその原資

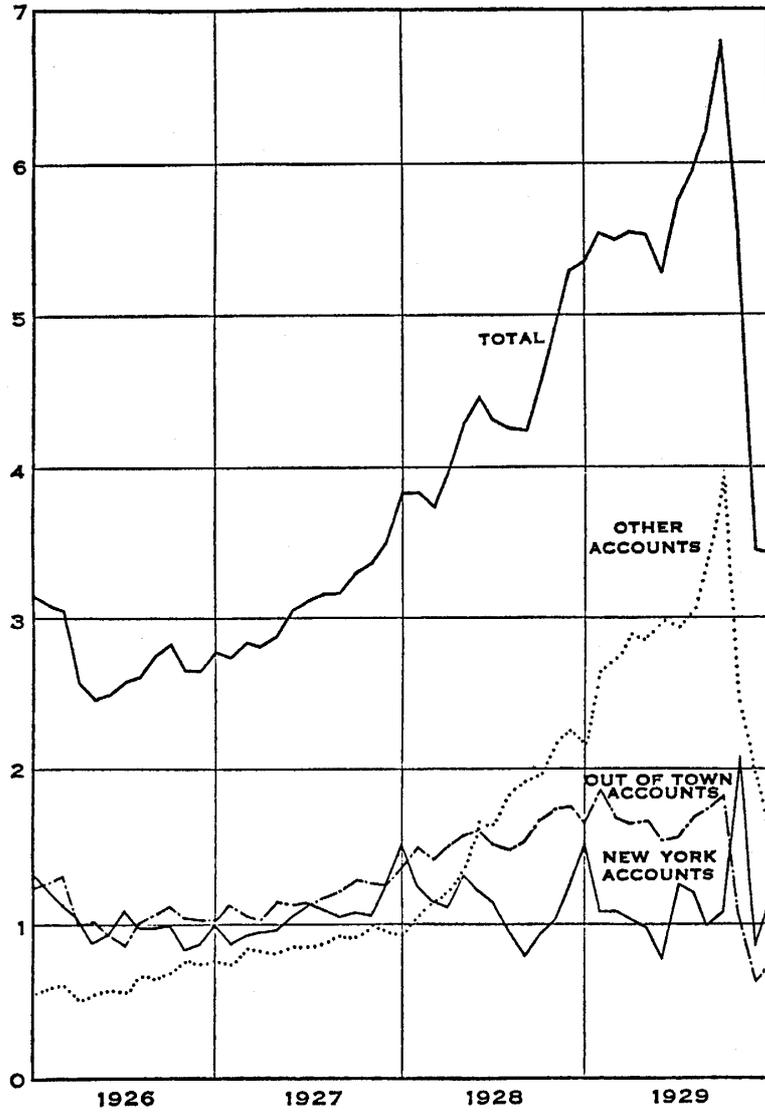
この問題を議論するに当たって、われわれは、まず、ニューヨーク市中銀行に集中された「銀行間預金」が、19世紀末～20世紀初めには投機資金の主要部分を占めていたのに、連邦準備制度成立後にはニューヨーク連邦準備銀行の管理下でブローカーズ・ローン金利を安定させるための調整資金として利用されるようになっていた事実を想起しておかねばならない。このことは、第1図の動きによって確認される。

この基本的事実を前提した上で第2図を見ると株価指数の動きとブローカーズ・ローン指数の動きが、1926年以降きわめて一致した動きを示している事実が確認される。しかも第1図からブローカーズ・ローン（total）の動きと「その他」^{トレンド}（other accounts）の動きが全く同じ趨勢を示し、1928-29年に急激に上昇している事実が確認される。ここで「その他」の資金とは、法人企業、投資信託、個人、外国銀行からブローカーズ・ローンとして提供された資金のことである⁴⁴⁾。

「その他」の資金は、B・ベックハートの研究によれば、1926年1月6日にはまだ総額5.6億ドルであったが、1927年末には約10億ドルとなり、1929年10月23日には実に38.2億ドルにまで増加した⁴⁵⁾。さらにこの額に、プライベート・バンク、ブローカー、外国銀行の代理店からニューヨーク証券取引所会員に直接提供された金額を加えると、恐慌発生直前の1929年9月末には約53億8000万ドルにも達していた⁴⁶⁾。

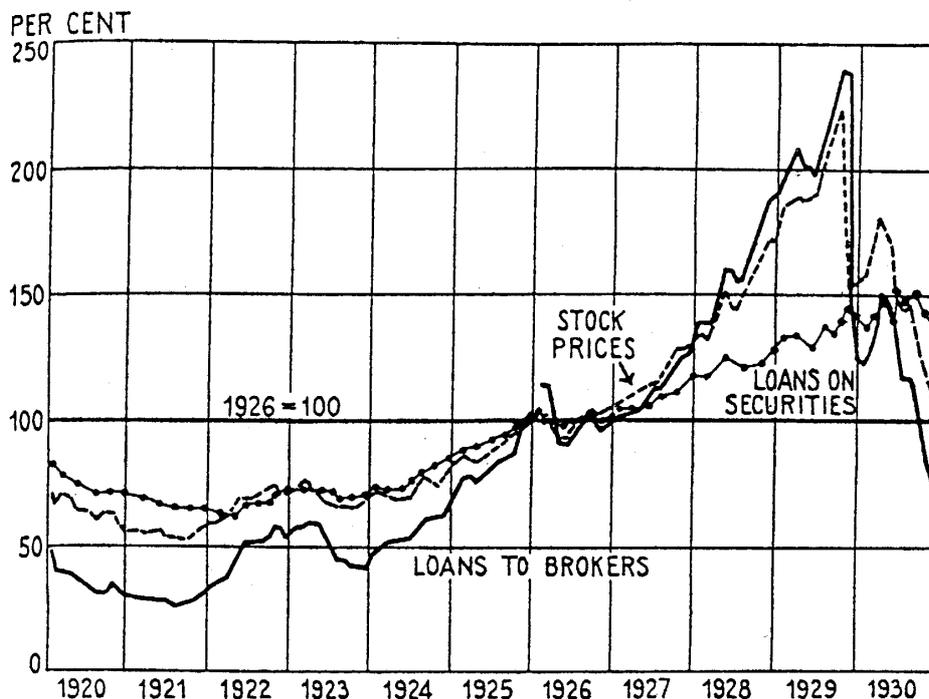
ここでブローカーズ・ローンを提供した「その他」の資金の内訳をみれば、1929年9月17日には次の構成をとっていた。法人企業：2,021百万ドル（56%）、個人：725百万ドル（20%）、

第1図 ニューヨーク市中連邦準備制度加盟銀行のブローカーズ・ローン種目別構成 (単位10億ドル)



(出所) *New York Stock Exchange, May 1929-May 1930: Report by President E. H. H. Simmons, New York 1930, p. 44.*

第2図 1920年代の株価指数、ブローカーズ・ローン指数、証券担保貸付指数
(1926年=100)



(出所) B. H. Beckhart, *The New York Money Market*, Vol. III, p. 107より.

投資信託：508百万ドル（14%）、外国銀行：362百万ドル（10%）である⁴⁷⁾。

個人の資金が20%を占めていたのは、本論文（中）第9表からも明らかのように、1つには可処分所得が増大したこと、いま1つは合衆国公債の償還が進んで余裕資金が膨んだこと、さらに本論文（中）第12表に見られるように、全体として低金利であったこの時代にブローカーズ・ローン金利が比較的高くて魅力的であったことに関係していた。投資信託からの資金が14%を占めたのは、この時代発展した投資信託⁴⁸⁾の企業活動とかかわっており、槓杆^{レバレッジ}効果が高かったからである。1924年以後の投資信託による新規資金調達額は、1924年には41百万ドル、1925年には37百万ドル、1926年には41百万ドル、1927年には314百万ドル、1928年には806百万ドルと急増して、1929年にはなんと約23億ドル弱にまで達した。これは、同年合衆国でなされた全企業の資本調達額（約100億ドル）

の23%を占める額であった⁴⁹⁾。しかも大切なことは、1929年7月～9月の3カ月間の投資信託による新規資本調達額とブローカーズ・ローンの増加の関係である。両者のあいだには、投資信託によって調達された資本の殆ど全額がブローカーズ・ローンに投入されたと思われるほどの緊密な関係があった⁵⁰⁾。

ここでこの時期成立した巨大法人企業の企業活動を知る意味もかねて、ブローカーズ・ローンの過半を占めた法人企業からの源泉について考察しておかねばならない。

わず注目しておかねばならないことは、この時期巨大法人企業によって採用された財務政策である。

第1. 第1次大戦後、とくに1920-21年の不況期以後巨大法人企業は、①徹底した在庫管理（削減）政策を採用する一方、②内部留保資金の積上げ政策と③証券発行政策を採用し、銀行への依存を低下させるとともに、企業資産に

占める現金ポジションを増加させた。このことは、先にコマーシャル・ペーパー市場を論じた際にも指摘したおいたように、すでに19世紀末から開始されていた巨大法人企業の資金調達方式の転換の合理化された完成形態であったといえる。科学研究を応用した生産および流通面での経費の削減は、当時のビジネス界の合言葉であった⁵¹⁾。

544社の産業企業 (industrial corporations) の貸借対照表を調査したL・H・スローンの研究によると、1926年末から1927年末までにこれらの企業の現金勘定残高は、31億1200万ドルから33億9000万ドルまで2億7800万ドルも増加した⁵²⁾。またスタンダード・スタティスティックス社による産業企業493社の調査によると、1927年末には33億9400万ドルであった現金勘定残高は、1928年末には40億5500万ドルと1年間に6億6100ドル (19.5%) も増加した⁵³⁾。

第2. 投資が一般的に停滞したにもかかわらず資金調達が増加したという事実が指摘されなければならない。

先のL・H・スローンの研究 (産業企業544社) によると、社債、優先株、普通株等証券取引所を通じた資金調達が、1926年末から1927年末にかけて、それぞれ1億9800万ドル、1億1600万ドル、5億5700万ドル (計8億7100万ドル) と増加したのに固定資本勘定と在庫勘定はそれぞれ4億9100万ドル、2900万ドル (計5億2000万ドル) の増加に留まった。また、スタンダード・スタティスティックス社の調査 (産業企業493社) によると、1927年末から1928年末にかけて、社債、優先株、普通株および剰余金の増加は、それぞれマイナス1億200万ドル、100万ドル、16億4300万ドル (計15億4200万ドル) であったのに、固定資本勘定および在庫勘定の増加は、それぞれ6億1500万ドル、2億0600万ドル (計8億2100万ドル) にすぎなかった⁵⁴⁾。投資 (固定資本及び在庫) に向けられた資金よりもはるかに大きい証券取引所を通して調達された資金は、これまで銀行を通して調達されていた資金の返

済に向けられた。

事実をより詳細に確認するために、第6表を検討しておこう。第6表は、B・ベックハートによって調査された、1922-27年のアメリカ主要巨大法人企業16社の財務内容を示したものである。この時代まだ合衆国には、徐々に整備されつつあったとはいうものの標準的な会計原則がなく (これが法制度として整備されたのは、1933年の証券法で、1929年恐慌後である)、したがって、第6表の数値は、16社の、貸借対照表上の数値を単純に合計しただけのものである点にいささか問題があるかも知れない。だが、1920年代の代表的企業の活動について一つの方向性を窺うことができるものと考えてよからう。

ここには、ゼネラル・モーターズ社 (GM)、F・W・ウールワース社、アライド・ケミカル&ダイ社、アナコンダ・コッパーマイニング社、ゼネラル・エレクトリック社 (GE)、シアーズ・ローバック社、スタンダード・オイル・NJ. 社、U・S・スチール社、アメリカン・シュガー・リファイニング社、アメリカン・テレフォン&テレグラフ社 (AT&T)、コンソリデイティッド・ガス社、U・S・ラバー社、アメリカン・タバコ社の16社が含まれている。

1922年と1927年を比較すると次の事実が明らかとなる。

①資金調達の方法では、社債発行によるものが51.3%増、普通株の発行によるものが38.5%増であるのに、優先株が減少している。三者のなかでは普通株の発行によるものが1922-26年を通じて57-59%で過半を占めているが、1927年のみ46.5%と減少していることに注目されたい。

②固定資本 (製造工場^{プラント}、設備^{エクウィップメント}、土地、建物) への投資は、約40%増である。年々増加しており、増加率は年々高まっている。固定資本の全資産中に占める比率は、各年とも48%前後で殆んど変化はみられない。

③剰余金は47.3%増加している。増加率は年毎に変化している。1923年、1925年、1926年は

第6表 主要巨大法人企業16社の財務内容 (1922-27年：単位百万ドル)

| | 1922年 | 1923年 | 1924年 | 1925年 | 1926年 | 1927年 |
|-----------|-----------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (資産) | | | | | | |
| 固定資産* | 4,801 [(47.7%) [-] | 5,084 [(47.6%) [5.9%] | 5,456 [(48.8%) [5.3%] | 5,784 [(48.1%) [6.0%] | 6,219 [(47.5%) [7.5%] | 6,721 [(51.0%) [8.1%] |
| 現金 | 368 [(8.9%) | 363 [(9.5%) | 454 [(9.3%) | 503 [(10.0%) | 515 [(11.4%) | 536 [(11.4%) |
| 金融資産** | 528 [-] | 650 [(13.0%) | 589 [(2.9%) | 704 [(15.7%) | 974 [(23.7%) | 964 [(0.5%) |
| 受取勘定 | 700 | 709 | 755 | 821 | 811 | 623 |
| 在庫 | 1,134 [-] | 1,214 [7.0%] | 1,140 [▲6.1%] | 1,236 [8.4%] | 1,297 [4.9%] | 1,266 [▲2.4%] |
| 流動資産 | 2,532 | 2,650 | 2,709 | 2,960 | 3,275 | 3,048 |
| (計) | (10,063) | (10,670) | (11,183) | (12,008) | (13,095) | (13,158) |
| (資本金・剰余金) | | | | | | |
| 社債 | 1,126 | 1,300 | 1,235 | 1,462 | 1,574 | 1,704 |
| 優先株 | 1,018 | 1,023 | 1,034 | 1,045 | 1,055 | 969 |
| 普通株 | 2,967 (58.1%) | 3,067 (56.9%) | 3,342 (59.5%) | 3,381 (57.4%) | 3,729 (58.7%) | 4,109 (46.5%) |
| (小計) | (5,111) [-] | (5,390) [9.7%] | (5,611) [2.9%] | (5,888) [14.2%] | 6,358 [12.2%] | 8,839 [1.9%] |
| 剰余金 | 1,390 | 1,532 | 1,576 | 1,800 | 2,019 | 2,057 |
| 流動負債 | 630 | 668 | 673 | 773 | 778 | 632 |

* この項目のなかには、plants, equipment, land, buildingが含まれる。またGE, AT & T, GM, コンソリデイトッド・ガス社の場合には、子会社への投資が含まれている。

** この項目のなかには、合衆国公債、市場性証券、プロカーズ・ローン、銀行定期預金、臨時の現金投資 (temporary cash investment) が含まれている。

なお、同一項目 (例えば固定資産) の後に記された2つの百分比中、上欄 () 内は、資産総額に占める割合を示し、下欄 () 内は、前年に対する変化率を示すものである。▲は減少、[-]は不明のこと。また普通株の後の () 内百分率は、(小計) に対する割合を示している。

(出所) B. H. Beckhart, *The New York Money Market*, III, p. 177, から作成。

比較的高い伸びを示すが、1924年、1927年の伸びは低い。この2つの年が合衆国において小さな景気後退期であったことと照応しているのだろう。

④在庫の増加は11.6%で大きくない。通してみると前年比で増加している年と減少している年に分かれる。1923年は7%増、1925年は8%増、1926年は5%増であるが、逆に1924年は6%減、1927年は2%減である。

⑤現金および投資勘定の総額は67.4%の増加と際立って大きい。しかし各年毎にみると必ずしも同一歩調で伸びてはいない。1923年、1925年、1926年の伸びは大きい、逆に1924年、1927年の伸びは小さい。準備金勘定の動きに照応している。全資産中に占める割合は9%-11.4%で、年の経過とともに増加している。

以上からこれら代表的16社の企業活動と財務戦略について大略次の結論を得ることができるだろう。すなわち、これら代表的巨大法人企業は、証券取引所を通じて行なう資金調達に合わせて、投資も増大させている。そして、両者の金額がほぼ見合っていることから、設備投資等企業の拡張にかかわる資金は証券市場から調達されたと考えてよい。金融資産（現金を含む）投資の伸びが著しく大きい。その金額はほぼ前年の剰余金の大きさに照応しているので、金融資産投資のための資金は企業活動で得られた収益（したがって剰余金）から賅われていると考えられる。以上である。

B・ベックハートの研究をもとに明らかにされた上の事実は、1920年代の巨大法人企業の一般的傾向であったとあってよく、先にみたスローンの研究やスタンダード・スタティスティックス社の調査とも一致している。この時期ブローカーズ・ローンに提供された法人企業の資金は、この事実から見て、基本的には企業の内部留保資金、副次的には、証券取引所で調達された資金から提供されたものと見てほぼ間違いないだろう。したがって景気がいくらか落ち込み剰余金が減少し、設備投資が後退すれば、証

券取引所で調達された資金もブローカーズ・ローンとして放出されたと考えてよい。

巨大法人企業の銀行離れと証券取引所を通じた資金調達は、すでに1907年恐慌前から注目されていた⁵⁵⁾。以上の考察からこの傾向が1920年代に一層はっきりしていたことがわかる。そこでこうした巨大企業のいわゆる「自己金融」^{セルフファイナンス}の傾向が、1920年代のアメリカ金融市場にどのような影響を及ぼしたかについて検討しておかねばならない。ここでの関連で大切なことは、対応措置として商業銀行（国法銀行、州法銀行）が新しい貸出行動形態を生み出していったことである。商業銀行による証券子会社（securities affiliates）の設立である。証券業務を本来の業務として公認されていなかった商業銀行は、子会社を設置して、企業証券の引受業務を委せ、^{アンダーライティング}隆盛を極めた投資銀行の領域に参入しただけではない。その活動を資金面でバックアップしたのであった⁵⁶⁾。

商業銀行がこの時期貯蓄性の定期預金の吸収を増大させていたことについては、先に言及しておいた⁵⁷⁾。しかも、この傾向は大都市、とくにニューヨーク市の銀行において顕著であった。このようにして調達された法定準備率の低い豊富な資金（定期預金で得られた資金）の運用の場として、商業銀行はブローカーズ・ローン市場へ直接投資した他、証券子会社を設立して、これらに対して、その保有する証券を担保に資金を貸出した（未売却証券担保貸付）ことは注目すべきことであろう。

C. 1929年株式恐慌

1920年代の合衆国では弱くて短い景気後退期が2度（1924年、1927年）あったことは、繰り返し論じた来た。はからずもこの2度の後退期に連邦準備制度は、上述したかの国際協調のための信用拡張政策^{イーゼー・マネー・ポリシー}を採用し、「繁栄」を持続させた。このことも先に述べた。1929年株式恐慌は、究極のところ、この引き延ばされて来た「繁栄」の崩壊であった。それはこの信用拡張政策によって供給された豊富な資金が、とくに

1928年以降実物経済の拡張を促す方向に向かうよりもはるかに大きく証券取引所に向かい、金融資産（とくに株式）の値上りに対しては即時的に効果を与える動きに転じたことの結果であった。

第3表に示されたように住宅の新規建設は、すでに1926年に頭打ちの状態に達していた。粗鉄鋼および圧延鉄（crude iron and steel, and rolled products）の付加価値は、1921年に最高の12億9,000万ドルに達したあと年々減じ始め、1927年には約12億2,000万ドルにまで低落していた⁵⁸⁾。乗用車の付加価値額は、1920年代年々増加し、1923年約10億ドルに達したが、1927年には9億6,000万ドルに低落していた⁵⁹⁾。構造用鉄鋼（structural iron and steel）の生産は、1920年代を通じて年々増加し、1926年には約438万ショート・トンに達したが、1927年には約419万ショート・トンに減じていた⁶⁰⁾。

鉄鋼の生産、住宅建設、乗用車の生産などからみて、1927年はアメリカ経済の発達において一つの大きな転換期にあったことは明らかである。このことは、移動式組立生産ラインの導入によって大量生産体制を確立し、T型車の単一生産によってアメリカ自動車産業の発展を担って来たフォード自動車会社が、デザインと用途をそれぞれ異にした自動車の多角的・多目的生産を推進したGM社との競争に敗れて、T型車の生産の停止を宣言したのが1927年であったことと奇しくも符節を合していた。1920年代の合衆国の市場は、巨大法人企業の成立・発展に伴う新製品の供給のなかで、一つの成熟に達していた。安くて良質で堅牢な製品を使う時代はようやく過ぎ去ろうとしており、目的の異なる製品を数多く消費する時代に移り変っていたのである⁶¹⁾。したがって、このような消費目的を即座に充足してくれるのでない一昔前の技術革新はいまや陳腐化を強いられることになっていたのである。だが、要求を直ちに満たしてくれるような技術革新も、あるいは目新しいデザインを売り物にする新製品の開発も、そんなに

数多く現われ出るものではない。都市化が一段落し、都市住民の生活が落ちついて市民の生活を潤し続けて来た新製品の供給が一巡すると、市場は急速に成熟し、やがて停滞へと向かう。——これが1927年の景気後退の意味であった⁶²⁾。

市場のこのようないわば飽和状況のなかで信用拡張政策はいったいどのような影響を経済全体に及ぼすものか、——1920年代末のアメリカ経済はこのことを示す好例であったといえよう。

この信用拡張政策によって、たしかに1927年末から景気は持ち直した。しかし、それは、GM社の企業戦略に端的に示されていたように、新型のマーケティング戦略を土台においた巨大法人企業の過剰蓄積を随伴するものであった。デザインの目新しさで消費者の関心を唆り、分割払制をベースにおいた消費者信用の導入で、消費者に買い安心感を与えて、消費を上回る過剰な製品を売捌いていったかの巨大法人企業の生産とマーケティングの仕組みがこれである。

だがそれ以上に注目すべきは、1927年後半以後の株価上昇であった。第7表では、普通株の総合株価指数の月平均のみしか示されていないが、1927年11月から1928年8月まで続いた21ヵ月の景気拡張期の株価の上昇は、一時中断あったものの相当なものであった。この上昇は第2図で示しておいたようにブローカーズ・ローンの上昇と軌を一にしていたので、この時期のブローカーズ・ローン金利（新規のコール・レート）の動きによって確認してみると、ブローカーズ・ローンの金利の急騰は株価の上昇と殆ど照応した動きを示していたことがわかる。1927年の国際協調の結果緩められた金融条件のもとで起こったものは、実物市場での過剰蓄積の進行であり、金融市場での金融資産（とくに株式）価格の急騰であった。そしてこの株価の急騰は、外債の発行と流通を減退させたばかりではない⁶³⁾。外国の短期遊休資金のニューヨークへの吸引を促した⁶⁴⁾。

かくて、ニューヨーク市場での外債の発行に

第7表 1920年代末の普通株の総合株価指数の動きとブローカーズ・ローン金利の動向

| | 1927年 | | | 1928年 | | | 1929年 | | | 1930年 | | |
|-----|-------------------|-------------|-------------------------|-------------------|-------------|-------------------------|-------------------|-------------|-------------------------|-------------------|-------------|-------------------------|
| | 総合株 価月平 均指数 | 株価指数 上昇率 | ブローカー ズ・ローン 金利月平均 |
| 1月 | 111.5 | | 4.27% | 141.9 | 0.99% | 4.15% | 195.6 | 12.40% | 6.40% | 165.0 | 1.60% | 4.31% |
| 2月 | 113.9 | 2.15% | 4.06 | 139.7 | ▲0.16 | 4.33 | 196.9 | 0.66 | 7.47 | 174.8 | 5.93 | 4.28 |
| 3月 | 115.2 | 1.14 | 4.13 | 145.6 | 4.22 | 4.48 | 199.7 | 1.42 | 9.80 | 182.0 | 4.12 | 3.56 |
| 4月 | 117.3 | 1.82 | 4.21 | 154.1 | 5.84 | 5.06 | 197.0 | ▲1.35 | 9.46 | 191.1 | 4.89 | 3.79 |
| 5月 | 120.6 | 2.81 | 4.27 | 160.6 | 4.29 | 5.69 | 198.3 | 0.30 | 8.79 | 180.0 | 5.78 | 3.05 |
| 6月 | 121.9 | 1.08 | 4.26 | 153.4 | ▲4.48 | 6.32 | 201.4 | 1.56 | 7.83 | 161.4 | ▲10.33 | 2.60 |
| 7月 | 123.8 | 1.57 | 3.95 | 152.3 | ▲0.71 | 6.06 | 218.9 | 8.69 | 9.41 | 157.7 | ▲2.29 | 2.18 |
| 8月 | 128.8 | 4.04 | 3.66 | 156.6 | 2.83 | 6.91 | 230.3 | 5.21 | 8.15 | 155.9 | ▲1.14 | 2.22 |
| 9月 | 134.8 | 4.66 | 3.84 | 165.4 | 5.62 | 7.40 | 237.8 | 3.39 | 8.62 | 157.1 | 0.77 | 2.17 |
| 10月 | 133.8 | ▲0.74 | 3.88 | 168.0 | 1.57 | 7.12 | 213.0 | ▲10.43 | 6.10 | 134.7 | ▲14.75 | 2.00 |
| 11月 | 136.9 | 2.31 | 3.60 | 180.7 | 7.56 | 6.86 | 159.6 | ▲25.35 | 5.40 | 123.2 | ▲9.33 | 2.00 |
| 12月 | 140.5 | 2.56 | 4.43 | 181.0 | 0.55 | 8.86 | 162.4 | 1.88 | 4.88 | 115.5 | ▲6.25 | 2.27 |

* ブローカーズ・ローン金利は新規のコール・レートである。 ** 普通株の株価指数は1935年-1939年=100

*** ▲印はマイナスの意。

(出所) *Banking and Monetary Statistics, 1914-1941*, pp. 450-51, 481.

よって世界市場への資金還流条件を整備し国産農産物の海外市場向け輸出を保障し、かつ国際金本位制（といっても金地金本位制と金為替本位制の抱き合わせによる変質した国際金本位制にすぎなかった）の再建および維持と国際貿易の拡大を促そうとして来た合衆国の対外政策と、それに裏づけられたかの国際協調政策は、その主観的意図とは全く逆の効果をもたらしてしまったのである。

ニューヨーク市場での株式投機は国内の余剰資金を吸引しただけではない。世界市場に還流すべきはずの資金をもニューヨーク市場に針付けし、さらに悪いことには外国の資金をも吸収してしまった。――

いま一度第7表をご覧ください。ブローカーズ・ローンの金利は絶え間なく上昇し続けたのに、普通株の総合株価指数の上昇率は、1929年2月以降目立った動きを示さなくなってしまっていた⁶⁵⁾、同年2月から連邦準備局は、繰り返し、過度の株式投機に警告を発し続けていた。同時に、同年1月～7月に公開市場で4

億8,000万ドルの売操作を続けていた⁶⁶⁾。ブローカーズ・ローンの金利が上昇するなかでの株価の値上り幅の縮小は、買相場がようやく終幕に近づきつつあることを予感させるに十分な現象であった。1929年7～8月、ニューヨーク株式市場は爆発的な値上りを経験した。このなかで先見性をもった投機家はブローカーズ・ローンあるいは直接に株式市場から資金を引揚げ始めていたのである。また外国の投資家は金利上昇の始まった海外市場へ資金を移し始めた⁶⁷⁾。そして決定的な日が来た。「暗黒の木曜日」の到来である。同年10月の普通株の総合株価指数は10.43%の下落を示した。11月には25.35%の下落を記録した（第7表参照）。株式恐慌が始まったのである。

Ⅲ 中間考察

――革新主義からニューディールへの
政策理念の転換――

第8表から明らかなように、1929年の株式恐慌からヨーロッパで第2次世界大戦が始まる

第8表 大不況期（1929-39年）のアメリカ経済

| 年次 | 国民総生産 (億ドル) | 製造業生産 指数 (1958=100) | 新規住宅 建設額 (百万ドル) | 農家現金 収入 (百万ドル) | 銀行の支払停止・倒産 | | | 失業者(万人) ()内は 失業率 | 卸売物価 指数(全商品) (1926=100) | 普通株 総株価指数 (1935-39=100) |
|-------|----------------|---------------------------|-----------------------|----------------------|------------|----------|-----------|-------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| | | | | | 総数 | 加盟 銀行 | 非加盟 銀行 | | | |
| 1929年 | 1,031 | 56 | 3,187 | 11,312 | 659 | 81 | 578 | 155(3.2%) | 95.3 | 200.9 |
| 1930 | 904 | 54 | 1,677 | 9,055 | 1,352 | 188 | 1,164 | 434(8.7) | 86.4 | 158.2 |
| 1931 | 758 | 52 | 1,379 | 6,387 | 2,294 | 516 | 1,778 | 802(15.9) | 73.0 | 99.5 |
| 1932 | 580 | 46 | 509 | 4,748 | 1,456 | 331 | 1,125 | 1,206(23.6) | 64.8 | 51.2 |
| 1933 | 556 | 53 | 319 | 5,332 | 4,004 | 1,275 | 2,729 | 1,283(24.9) | 65.9 | 67.0 |
| 1934 | 651 | 57 | 416 | 6,357 | 61 | — | — | 1,130(21.7) | 74.9 | 76.6 |
| 1935 | 722 | 63 | 771 | 7,120 | 32 | — | — | 1,061(20.1) | 88.0 | 82.9 |
| 1936 | 825 | 66 | 1,286 | 8,391 | 72 | — | — | 903(16.9) | 80.8 | 117.5 |
| 1937 | 904 | 66 | 1,575 | 8,864 | 83 | — | — | 770(14.3) | 86.3 | 11.5 |
| 1938 | 847 | 60 | 1,699 | 7,723 | 80 | — | — | 1,039(19.0) | 78.6 | 88.2 |
| 1939 | 905 | 69 | 2,376 | 7,872 | 72 | — | — | 948(17.2) | 77.1 | 94.2 |

(出典) *Historical Statistics of the United States*, 1975, pp. 135, 200, 224, 481, 618, 1038-39.
Banking and Monetary Statistics, 1914-1941, p. 479., より.

1939年まで1932年を底にしてアメリカ経済は大きな低迷を経験した。「大不況」と呼ばれているこの景気の低迷は、約10年間の「繁栄」^{プロスペリティ}に続いて起こった長い「不況」であっただけに、しかも、国際経済秩序と国際政治の仕組みを根本的に変革した世界的大恐慌を伴っていただけに、アメリカ史上においてだけでなく資本主義の歴史においても重要な意味をもっていた。

この時期合衆国の政治を担当したのはH・W・フーヴァー（1929-1933年）であり、F・D・ローズヴェルト（1933-1945年）であった。フーヴァー時代の合衆国が株式恐慌の勃発と不況の深化の時代で特色づけられたとすれば、F・ローズヴェルト時代の合衆国は、ニューディールを通じて進められた経済構造、あるいは政治・社会構造の大きな変革期であり、かつ、第2次大戦期の「大不況」の克服と世界戦争での勝利の物質的条件の整備期として特徴づけられるものであった。

本論文で考察している「法人資本主義」についていえば、この時代は成立期の決定的な終焉を告示した時代として特徴づけられ、質的変化

を伴いながら展開期へ急速に移行した時代だと意義づけられるであろう。ここではこの「移行」がなにをベースにして進行したか、「移行」に伴って生じた質的変化とは何であったかをスケッチし、この時代の歴史的意義を明らかにすることに力点が置かれている。

大不況期の合衆国が直面した経済問題は、大きくいって次の6つであった。

第1は工業生産の急落と失業問題、第2は、農産物過剰、農産物価格の低落、農家収入の減退を伴う深刻な農業危機、第3は、住宅抵当貸付の累積とその処理問題、第4は銀行業務および証券取引業務の健全化とかかわる金融制度の改革問題、第5は金本位制の存廃問題とこれにかかわる貨幣制度の改革問題、第6は、世界恐慌の進展とブロック経済化の進展のなかでの、諸外国との通商関係およびこれにかかわる国際金融の改善問題、以上である。これらの諸問題が、いずれも、先に検討しておいた革新主義期、あるいは1920年代の経済政策に多くの修正を要求する諸問題であったことは明らかであろう。

フーヴァー政権はこれらの諸問題に対して決して手を拱いていたわけではなかった。むしろ

全力を挙げて対処していた。だが、有効な不況対策を採り得なかったのは、次のところに原因があったように思われる。

第1は、引き延ばされた「繁栄期」に生産能力が過度にまで蓄積されていたこと、第2は、「繁栄期」に根づいた資金のストックとフローの構造が1929年株式恐慌で根底から破壊してしまったこと、第3は、前二者に比較して一層大切なことと考えられることであったが、同政権の不況克服の経済政策が、革新主義期に確立し、1920年代に踏襲された政策原理を基本的に継承したもので、変化した経済状態に対応しうるものでなかったこと、以上である。

フーヴァー政権は革新主義期に確立されたアメリカ民主主義の20世紀的発現形態とよってよい「コーポレート・リベラリズム」に基本的に立脚していた⁶⁸⁾。しかし、ニューディールは、1929年株式恐慌後いかなる手立てを講じても回復できず、益々深化していった全般的恐慌を前提にして立案された政策体系であった。しかも、社会主義、ファシズム、ナチズムなど、「パクス・ブリタニカ」崩壊後に台頭した新しい種々の政治・経済思潮の影響を受けていた。こうしたなかで革新主義理念に対する修正は不自然ではなかったし、また必要であったとよってよい。

以下、このような観点から1920年代のアメリカ経済をふりかえり、フーヴァー政権下の不況対策⁶⁹⁾の概要を示しながら、「移行」の歴史的意味を考察しておきたい。

われわれは、まず、第1に、フーヴァー政権の当面の模範となった不況対策が、恐らく1920-21年の戦後不況と、1924、1927両年の景気後退期にとられた政策的対応であったことを確認しておかねばならない。この3つの時期フーヴァーは商務長官として閣内にあり、諸他の経済閣僚とともに経済政策立案に参画していた。繰返し論じて来たように、この3つの時期、ハーディング=クーリッジ共和党政権は、基本的には信用拡張政策を通じて景気の浮揚に成功した。読者は、ここで、われわれが先に指摘

しておいた価格の安定化政策が1920年代の経済政策の基底におかれていたことを想起されたい。貨幣供給量の調整によって価格の安定をはかることが、この時期の景気調整の基本政策であったことも、同様に意識を留めておいて頂きたい。

ところで、第2に、この価格安定化政策が、当局によって明確に意識されていたか否かは別として、つぎの効果をもっていたことをも確認しておかねばならない。それは、基本的には、先にもみた当時世界最大の鉄鋼メーカー、U・S・スチール社の価格政策（ピッツバーグ基点価格）のなかにはっきりした史実を見出すことができるあの価格政策を下支えする政策であったことである。同社の価格政策は、他社を市場から排除してしまうほどの、徹底した生産合理化に基づく競争価格をベースにおくものではなかった。むしろ、逆に、「限界企業」の存立を許容する価格政策であった。この価格政策が、U・S・スチール社に独占禁止法に抵触することなく経営合理化をはかり、同時に、より大きな超過利潤をもたらした経営戦略であったことを想起しておきたい。他社の利益を損ねる共謀の事実がなく、結果からみても「公共の利益」と「一般の福祉」を侵害する恐れがないかぎり、企業合同によって成立した当該企業は独占禁止法に違反することはない、というかの「条理の原則」は、このようないわば操作された価格政策を許容する市場構造を作り出したのであった。このことは、「法人資本主義」を考える際に決して忘れられてはならない基本的事実である。

20世紀アメリカ民主主義の具現的形態ともいえる「コーポレート・リベラリズム」。そして、それをベースに提唱され続けた巨大法人企業と労働者（といっても実は個々の労働者ではなく、かれらがそれに組織された労働組合を意味するものであったが）の利益調和の考え方も、「条理の原則」の承認によって解決された「独占禁止政策」と同様、結局は、「分配」の面での利益調和を志向するものであったことを無視しては語

ることはできない。技術革新=生産性の増大に伴って生じた労働者の疲労や苦痛を慰撫するために、常雇の労働者に「高賃金」を支払うことを約束した巨大法人企業の労務政策はまさにそれであった。1920年代に合衆国政府によって採択された価格安定化政策の基調に、こうした分配面からの諸利害の利益調和の考え方（「コーポレート・リベラリズム」）が伏在していたことを、ここで重ねて強調しておきたい。この政策論理がつきつめられた時、1920年代の合衆国で最も劣った生産=分配条件下におかれた農業への救済政策がなぜ重視されたのかの理由が明らかとなってくる。

1920年代の合衆国政府の価格安定化政策は、農家の所得を維持するに足る（といっても十分ではなかったが）かかる総合的価格安定化政策を展望するものであった。

ここで改めて1920年代の合衆国の対外政策の基本理念を想起していただきたい。1920-21年の不況の影響下に制定されたフォードニー=マッカーサー関税法と、これに対応する形で打ち出された国際金融政策の基本理念をである。これらの政策が、全てとはいわないまでも、農家所得の維持を基調に据えた農産物価格の安定化政策であったことをである。

そして、この価格安定化のための政策は、最終的には連邦準備制度による信用拡張政策によって支援されていた。

このように考察を進めて来たとき、われわれはやっと、1920年代の「^{プロスペリテイ}繁栄」の歴史的意味をはっきりと知ることが出来たし、同時に、フーヴァー政権の「不況対策」の限界と、この限界を超克しようとしたニューディールの歴史的意義を考察しうる方法的視座を得たように思う。

「技術革新」や「組織改革」を進め得た若干の産業部門や企業は、上記の「独占禁止政策」のもとで超過利得を取得し、この利潤を基礎に「多角化戦略」や「国際化戦略」を推し進め、他社に対するより有利な競争条件を形成するこ

とが出来た。そして、このことを可能にできた企業であればあるほど、自社で働く労働者に対して「高賃金」を支払うことも出来た。さらにまた余裕資金が残れば、これらをブローカーズ・ローンとして運用することもできたのであった。労働者の方も、だんだんと豊かになる所得をベースに、消費者ローンや住宅ローンで支援されて、「繁栄」の下の生活を享受することが出来た。こうして1920年代の合衆国で「都市」の「繁栄」と「農村」の「不況」が共存するという事態が成立したのであった。——1920年代のアメリカの「繁栄」は、農業部門の所得維持政策を基本に据えた、フロンティア消滅後再編成された「分業」と「専有」の国民的体系のもたらした成果であった。そして、それは、結果として、連邦準備制度の信用拡張政策を軸に編成されたかのピラミダルの「信用」の国民的体系と国際的体系を作り出した。（再建国際金本位制下の国民的・国際的信用体系）

1929年株式恐慌は、これら全ての体系を破壊した。価格安定化政策が崩壊し、価格破壊が進展した。

ここでフーヴァー期の内外の経済状態とフーヴァー政権の不況対策を整理しておきたい。

第9表から明らかかなように、フーヴァー期の経済政策は、1931年半ばを転機に大きく転換していった。オーストリアの有力銀行クレディートアンシュタルト（Kreditanstalt）の倒産とドイツのダナート・バンク（Darmstädter und National Bank）の支払停止に続く両国の事実上の金本位制停止、そしてこれに踵を接したイギリスの金本位制離脱が決定的な動因であったといつてよからう。1920年代の「繁栄」を支えていた国際的経済条件が崩壊したことは、その枠組の存続を前提にして不況対策を構想していたフーヴァー政権に決定的な打撃を与えた。フーヴァー期の不況対策をこの時期を境にして前後に分けてみると、読者は、前半の政策が1920—21年恐慌に対するハーディング期の政策と酷似していたことに気づかれるであろう。そ

第9表 フーヴァー期の主な出来事と経済政策

| 年 | 主な出来事 | 経済政策 |
|-------|--|---|
| 1929年 | カナダ金本位制停止 (1月) ドイツ賠償金支払に関するヤング案調印 (7月) 第2次マクドナルド労働党内閣 (英) ニューヨーク株式市場恐慌 (10月) アルゼンチン金兌換停止 (12月) オーストラリア金輸出停止 (12月) ブラジル金本位制停止 (10月) | 農産物販売法の制定と連邦農務局の創設 (6月) これに基づく主要農産物 (穀物・羊毛・綿花・豆類・家畜) の全国販売機構の設置 (10月~1930年6月) 景気刺激策を講じる経済各界指導者会議開催 (11月) 連邦準備制度の信用供与増大 (買オペ) による株価対策 (11月~12月) |
| 1930年 | ニューヨーク株式市場での株価下落 (6月以降) 「南部」都市とニューヨーク市などで始まった第1波銀行倒産 (10月~1931年2月) ニューヨーク市の合衆銀行の倒産 (12月) | ニューヨーク連邦準備銀行の割引率引下げ (4½%から2%, 2月) ホーレー=スムート関税法の制定 (6月) フーヴァー・ダム着工 (9月) 失業救済委員会の設置 (10月) |
| 1931年 | オーストリア・クレディートアンシュタルトの危機 (6月) ドイツ・ダナートバンクの支払停止 (7月) ドイツの金本位制の事実上の離脱 (7月) オーストリアの金本位制の離脱 (10月) イギリスの金本位制の離脱 (9月21日) 満州事変勃発 (9月) スウォープ (GE社長) プランの発表 U.S. 商工会議所のスウォープ・プラン支持 AFLの緊急失業救済計画採択 (10月) シカゴ・中西部中心、全国へ拡張した第2波銀行倒産 (8月~1932年1月) マクドナルド挙国一致内閣成立 (英) 日本金本位制離脱 (12月) | 連邦雇用安定法の制定 (2月) マスル・ショウルズ法案の拒否 (3月) 第一次大戦従軍軍人特別賞与法案 (ボーナス法案)、大統領の「拒否」を覆して成立 (2月) 連邦上院銀行通貨委員会に対する株式市場調査権限賦与 (3月) フーヴァー・モラトリアム (「戦債」および「賠償」金支払の一年間猶予) 提案 (6月) ニューヨーク連邦準備制度によるヨーロッパ政府支援 全国信用会社の設置 (10月) フーヴァー・モラトリアム協定の正式承認 (12月) |
| 1932年 | 第一次大戦従軍軍人のワシントンへの行進 (ボーナス・マーチ, 5~7月) と連邦軍による排除 オタワでの英連邦会議の開催 (7月) 農林休日運動 (8月) ネヴァダ州での「銀行休日」から全国へ拡張した第3波銀行倒産 (10月~1933年3月) 大統領選挙でのF・D・ローズヴェルト当選 (11月) | 景気回復のための特別教書提出 (11月) 復興金融公社法の制定 (1月) グラス・ステイーガル (1932年) 法の制定 (2月) 1932年歳入法 (20億ドルの財政赤字克服のための増税政策) の制定 (3月) ノリス=ラガーディア労働争議差止命令禁止法の制定 (ストライキ禁止命令の制定, 3月) 連邦住宅貸付銀行法の制定 (7月) 緊急救済・建波法の制定 (7月) |
| 1933年 | F・D・ローズヴェルト大統領就任 (3月) | |

これは拡大コピーといってもよい性格のものであった。

関税の引上げ (ホーレー=スムート関税法の制定)⁷⁰⁾、公共土木事業を中心とした失業対策 (フーヴァー・ダムの着工)⁷¹⁾、連邦準備制度の信用供与増大による株価対策と商工業対策⁷²⁾、連邦農務局 (Federal Farm Board) を軸に進められた主要農産物 (穀物, 羊毛, 豆類, 家畜) の

価格の安定化のための共同販売機構の体系的設置⁷³⁾などがこれである。

だが、後半になると1930年代後半から起こった回復しかけていた株価の一段の下押し (第7表参照)、「南部」の諸都市やニューヨーク市での銀行倒産⁷⁴⁾や失業の増大 (第8表参照) など不穏な状態が相次ぎ、上記の諸政策による景気回復が実効性を疑問視されていたことに加え、

合衆国とともに再建国際金本位制の屋台骨を支えていた独、英両国の相次ぐ金本位制離脱は、不況政策の決定的変更を迫った。合衆国自体が金本位制停止の危機に直面するに至ったからであった。

1931年後半以後フーヴァー政権の進めた経済政策をみると、フーヴァー・モラトリアムの提案⁷⁵⁾、全国信用会社（National Credit Corporation）の設立⁷⁶⁾、復興金融公社（Reconstruction Finance Corporation）の設置⁷⁷⁾、グラス＝スティーガル法（1932年）の制定による、合衆国公債を発券適格証券に加えた大規模な買オペ政策の実施⁷⁸⁾、連邦住宅貸付銀行法の制定⁷⁹⁾など、いずれも、内外の金融問題の処理に集中した政策であったことが知られる。

相次ぐ銀行倒産、都市の住宅抵当貸付および農村の農場抵当貸付の返済不能、抵当物件の差押えと処分の進行、それに海外への貨幣用金の流出や国内での現金通貨の退蔵など、信用制度を揺るがす事態の進行を視野に収めた政策であったことに注目されてよい。こうした状況下でもフーヴァー政権はあくまでも金本位制を維持しようと努めたし、これを前提とした世界経済秩序の再建を望んでいた。

ここで1929年10月の株価崩落後のフーヴァー政権の不況に対処する基本的構想を想起しておいた方がよい。フーヴァー政権——その政策策定には、F・ローズヴェルト政権の場合と異なっていて、大統領個人の思想が大きな力をもっていたといわれているが——は、1920年代の「繁栄」を支えた基本的原因を、第1には民衆の購買力の高まり、第2には、国際経済政策（貿易政策と国際金融政策）においていた。ここで同政権によって表象されていた民衆の購買力とは、巨大法人企業の高賃金政策に裏づけられたそれであった。また、国際経済政策とは、フォードニー＝マッカーバー関税法と再建国際金本位制によって構築された、財・サービスと資金の国際循環のメカニズムであった。したがって、フーヴァー政権にとって「不況」とは、この両

者の沈滞に他ならなかったし、「不況の克服」とは、両者の回復を意味したのであった。前半の不況対策がこの2つの政策に集中したのは当然であったといつてよからう。

だが、前半試みられた政策、とくに巨大法人企業の「高賃金政策」の維持と、これを補う公共土木事業（失業対策）が、歴大な財政支出を要するだけで失業者の減少など期待された成果を収めえない現実に直面した時、フーヴァー政権は、公共土木事業政策自体に疑問を抱くようになったばかりではない⁸⁰⁾。国庫の赤字をカバーするために大方の反対を押し切って増税政策（1932年歳入法）を導入することとなった⁸¹⁾。そして独英両国の金本位制離脱後は、その政策を急速に後向きに転じ、金融政策に依存するに至った。だが、金融政策だけで不況が克服できないことは、金融面の活発な活動だけで国民経済の繁栄が達成され得ないのと同様であった。グラス＝スティーガル法（1932年）の制定による買オペの進展と通貨の増発は、金価値とリンクした米貨の信任を揺るがせた上、1932年11月でのF・ローズヴェルト当選後生じた3ヶ月余の政治的空白期間は、民衆の不安を増幅し、ネヴァダ州での銀行危機をきっかけに銀行恐慌の全国への拡延を導き出したのであった。かくて、経済政策の抜本的転換は、フーヴァー政権が行ないえないとしても、近いうちに誰かによって行なわれねばならなかったのである。

国内外とも事態は急速に変化していた。

国際政治・経済の動きをみると、極東では、1921年日英同盟を廃棄した後日本が独自の路線を歩み始め、恐慌後中国大陸に進出し、満州国を建設し（1932年）、これを台湾・朝鮮・樺太を含む帝国の衛星国として位置づけ、ブロック経済形成の基礎固めを開始していた。ドイツでは、ヒトラー指導下のナチスが1932年の総選挙で第1党になり、資本家や軍部の支持を結集し、政権掌握の準備を整えていた。イタリアでは、ファシスト党のムッソリーニが政権を獲得、コレクティビズム集産主義（土地、生産手段などの国家管理の思想）

を基礎に独裁政権を固めていた。ソビエト社会主義連邦は、1927年以後トロツキー派を追放したスターリンが、1928年から重工業の発達と農業の社会化をめざす第1次五カ年計画を開始していた。そして、かつて世界経済の造物主であったイギリスまでが、恐慌後急速に「内向き」の政策に転換し、カナダの首都オタワで連邦会議を開催し、イギリス本国中心に旧帝国に属した衛星国の結束をはかり始めた。

このような世界史的動きからみて、金本位制からの離脱は、合衆国にとってもはや躊躇さるべき事柄ではなくなっていた。問題はこれから離脱した後どのような貨幣制度を構築し、これに基づいて不況後のアメリカ経済をどう再建すべきかであった。

国内経済面からみても、政策理念の転換はいまや不可欠のこととなっていた。巨大法人企業の従業員にのみ適用される「高賃金政策」の維持よりも遙かに多くの失業者に雇用機会を与えることの方が、最優先課題となっていた。物価の低落に照応した賃金カットが当の巨大法人企業でも実施され始めていた。また、1920年代に進展した機械化=合理化の労働条件のもとで、労働条件、労使関係、賃金問題等を新たな観点から捉え直す必要性が提起されていた。それも、産業別、企業別に個別に取決められるよりも、全国画一的な基準に沿った政策の必要性が喚起されていた。

農業政策についても、見直しが急務となっていた。アメリカ農業は20世紀初めの機械化の進展後市場経済の影響を以前よりも一層まともに受け易い体質のものになっていた。こうした状況下で、海外市場に販路を求めて農産物価格と農家所得を維持しようとした1920年代の農業政策は、限界に突き当たっていたといってよい。いまや、過剰農産物の発生条件そのものを除去すること（例えば減反など）が、より一層説得力をもって意識されるようになっていた。

失業者救済、高齢者保護など福祉政策についても、理念の転換が開始されていた。かつて

地域社会^{コミュニティ}で相互にカバーし合っていたこの問題を、地域社会が変質し、そうした機能を十分に果し得なくなってしまうこの段階で、従来通り専らボランティアイズムだけに頼って解決してゆこうとすることの限界が、はっきりと意識されるに至っていた。

アメリカ社会は、1920年代の「繁栄」を経験することで大きく変化していた。それが、いま、深刻な不況に陥ったとき、1920年代はじめの不況対策とは根本的に異った新たな経済政策理念を要求し始めていた。それは、革新主義期に定着し、1920年代の「繁栄」期に展開したコーポレート・リベラリズムへの修正要求であり、この理念に裏づけられて構築されて来た「法人資本主義」(corporate capitalism) に対する大幅な修正要求であった。

ここで、われわれは、次の事実を思い起こしておかねばならない。それは、20世紀初めの合衆国では、すでに、一人一人の個人の力量よりも、かれがそれに属している各種目的団体（労働組合、農民団体だけではない。例えば、企業家や経営者、工場技術者や会計士、法律者や医師、それに大学教授など、いわば専門的職業人の団体）が、個々の成員に代って、かれらの理念や主張、あるいは訴えや要求を受けとめて、これらを団体の共通の意思として表明する新しい民主主義の発現形態をとり始めていたという事実である。（筆者は、かつてこのような発現形態の「民主主義」を「制度化された民主主義」と呼び、ジャクソン期の「草の根民主主義」と区別したことがある。『アメリカ資本主義と民主主義』終章参照）。

1930年代初めにもなると、こうした「民主主義」の発現形態は、合衆国ではより十分に発達を遂げていた。これらの団体は、いまや不況に直面して、個々の団体間の反目もさることながらこれを超えて、自らの利害状況を躊躇することなくストレートに連邦政府にぶっつけて事態を有利に展開しようと活動し始めていた。「国家」(=連邦政府) とこれら各種目的団体との、時に対立を孕む直接対話は、この時期に至って

アメリカ史上全面的に開花するに至ったといつてよい。

革新主義期から1920年代には、連邦政府は各種目的団体（とくに労使対立）の調整者として、コーポレート・リベラリズムを支える当事者であり続けた。だが、いまや、連邦政府は、さまざまな目的団体の掲げる要求を受けとめ、それを積極的に政策に反映させてゆく「主体」であることを期待され要求された。不況に対して実効性をともなう政策を打ち出せなかったフーヴァー政権は、これら新たな動きに対応できず、退陣を余儀なくされたのである。

フランクリン・D・ローズヴェルト政権は、これら各種目的団体の要求を吸い上げつつ、これらを独自の政策理念として構築し直し、「大恐慌」を克服する「新規巻き直し政策」を打ち出した。それは、これまでの憲法解釈を超える恐れさえある、大胆な連邦政府の権限拡張（通商権限の拡大解釈）を伴った政策として現われた。

第1は金本体制からの離脱であった。

第2は金融制度の抜本的な改革であった。それは、銀行業務と証券取扱業務の兼営の禁止、連邦預金保険制度の設立、証券取引委員会（SEC）の設置、連邦準備制度理事会の新設によるアメリカ中央銀行制度の改組などを通じて、預金銀行の果すべき本来の業務を再確認した上で、企業証券の発行と流通に関して、「公共の利益」と「パブリック・インタレスト」と「ゼネラル・ウェルフェア」の観点から規制を加え、巨大法人企業発展のための健全な資本市場の育成をはかる措置を講じたものであった。

第3は、全国産業復興法の制定であった。これは、全産業の部門別カルテル化の推進と、労働者の権利の拡張、それに労使関係の調整を目的とした新しい産業・労働政策の提出であった。

第4は、農業調整法の制定であった。ここで、連邦政府の補償制度のもとで減反政策が打ち出され、農業構造の抜本的な改革が提示された。

第5は、社会保障法の制定であった。これはボランティア主義の限界を超える新しい福祉政

策の基本理念を提示したものであった。

第6は、対外政策の根本的変更であった。これによって合衆国は1920年代を通じて堅持された、農業保護を主目的においた保護貿易政策と国際金本位制再建の政策を悉く放棄した。そして、互惠通商協定法（1934年）の制定と、英米仏三国通貨協定（1936年9月）の締結を基盤に新しい世界経済秩序の構築に向けて第1歩を踏み出した。

かくて、法人資本主義は、ニューディール期に、「分業」の仕組みと「専有」のあり方によりかなり大幅な改革を被りながら、しかし、まさにそれゆえに、その据野を広め、生産力の国民的体系としての性格を益々色濃くさせつつ、大きく展開してゆくこととなった。ジャクソン期以来、通商権限の拡大解釈として否定され続けて来た連邦政府の経済活動への参加が容認されるに至ったことは、「分業」と「専有」の国民的再編成において、とくに決定的に重要な意味をもった改革であったといつてよからう。

お詫び 本論文は、1990年代末の今日までを展望して書き始められたものであったが、筆者の不幸のため、「1929年恐慌とその後の大不況」のところで一先ず打ち切ることにした。なお、続篇は「法人資本主義の展開と変質」のテーマのもとで書き続けられることをお約束しておきたい。

注

- 1) 合衆国でジャクソン期以来のスポイル・システム〔党員を連邦政府の公職に任用する制度〕が廃止され、連邦文官任用法（ペンドルトン法）が成立したのは、1883年のことであった。その時以来合衆国では公務員試験による官吏任用制、メリット・システム（資格任用制）が採用された。有賀貞『アメリカ政治史』福村書店、1972年、pp.115-16、を参照。
- 2) B. H. Beckhart, *Federal Reserve System*, New York 1972, chap. 6 (pp. 208-44), [矢尾監訳, pp. 253-98], を参照。
なお、1920年代の景気の拡大と収縮はつぎの通りであった。

| 景気拡大期 | | 景気収縮期 | |
|------------------|------|-------------------|------|
| 期 間 | 継続期間 | 期 間 | 継続期間 |
| 1921年7月-1923年5月 | 22カ月 | 1923年5月-1924年7月 | 14カ月 |
| 1924年7月-1926年10月 | 24カ月 | 1926年10月-1927年11月 | 13カ月 |
| 1927年11月-1929年8月 | 21カ月 | | |

Beckhart, *Federal Reserve System*, p. 209, [矢尾監訳, p. 255].

侘美光彦『世界大恐慌——1929年恐慌の過程と原因——』御茶の水書房, 1994年, では, 上の景気の拡大と収縮を踏えて, アメリカ合衆国での1920年代の「繁栄」を3つの時期に区分して, 前期好況(1921-24年), 中期好況(1925-27年), 後期好況(1928-29年)について詳細な分析を行っている。参照されたい。本論文では, 景気分析が直接の課題ではなく, むしろ「繁栄」の構造的特色を明らかにすることに重点がおかれたから, そのような区分は行わなかった。

- この点については, Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, Kansas City, 1975, pp. 153-64, が明らかにしている。この考え方の代表的担い手は, ベンジャミン・ストロング, ジョン・R, コモンズ, アーウィング・フィッシャーであったが, アメリカ経済学会の「貨幣の購買力委員会」(Committee on the Purchasing Power of Money)は, 1918年春, かれらの価格安定化理論を支持した。反対者はチェイス・ナショナル・バンクのA・B・ヘバン(A. Barton Hepburn)であった。フィッシャーは「安定した貨幣連盟」(Stable Money League)を1920年代に結成した。同連盟は1923年には「全国貨幣協会」(National Monetary Association)と会名を変更して活動を続けた。
- この時期, 連邦準備制度が貨幣供給量の調節で重要視したのは, 公開市場操作であった。1922-29年に連邦準備制度によってなされた公開市場操作は以下のとおりであった。

| 時期 | 公開市場操作 |
|------------------|---------------|
| 1922年1月-1922年5月 | 買い(3億6500万ドル) |
| 1922年6月-1923年7月 | 売り(4億9400万ドル) |
| 1923年12月-1924年9月 | 買い(4億6900万ドル) |
| 1924年11月-1925年3月 | 売り(2億1200万ドル) |
| 1922年4月 | 買い(6300万ドル) |
| 1926年8月-1926年9月 | 売り(3700万ドル) |
| 1927年5月-1927年11月 | 買い(2億8800万ドル) |
| 1928年1月-1928年8月 | 売り(4億9700万ドル) |
| 1928年8月-1928年12月 | 買い(3億5800万ドル) |
| 1929年1月-1929年7月 | 売り(4億8000万ドル) |
| 1929年7月-1929年10月 | 買い(2億6900万ドル) |

Beckhart, *Federal Reserve System*, p. 219, [矢尾監訳, p. 267].

1921年1月-1929年7月の合衆国の通貨供給量は, 453億ドルから732億へと279億ドルの増加となっていた。増加をもたらしたのは, ①銀行預金量と②その他の monetary credit の増加であっ

た。銀行信用(貸出)の拡張を支えた要因は, ④準備率の低下であり, ⑤準備総額の増大であった。準備総額の増大に寄与した最大の原因は, この時期の要求払預金から定期預金へのシフトである。要求払預金の準備率が中央準備市銀行(ニューヨークとシカゴ)で13%, 準備市銀行で10%, 地方銀行で7%であったなか, 定期預金の準備率は低率の3%に据えおかれていたからであった。1921年6月と1929年6月の要求払預金と定期預金の割合は, 次のように変化した。

| (単位億ドル) | 要求払預金 | 定期預金 |
|------------|-------|------|
| 1921年6月30日 | 175 | 166 |
| 1929年6月30日 | 229 | 286 |

この傾向は大都市で一層顕著で, 地方銀行の定期預金残高は78.9%の増加でしかなかったのに, 中央準備市銀行の定期預金残高は450.0%増加した。Rothbard, *America's Great Depression*, p. 88, Table 1; pp. 92, 94, を参照。また, この時期の定期預金の動きについては, Lin Lin, "Are Time Deposits Money?" *American Economic Review*, XXVII/1, March 1937, pp. 76-86; D. R. French, "The Significance of Time Deposits in the Expansion of Bank Credit, 1922-28", *Journal of Political Economy*, XXXIX/6, Dec. 1931, pp. 759-82, が参照されるべきである。また, 侘美, 『世界大恐慌』, p. 255, 5-9図, 5-4表参照。

- James S. Olson, *Dictionary of United States Economic History*, Westport, Conn. 1992, pp. 366-67, を参照。A・W・メロンは, ピッツバーク出身, ピッツバーク大学を卒業後ビジネス界に入り, メロン・ナショナル・バンク, アルミニウム・カンパニー・オヴ・アメリカ, ユニオン・トラスト・カンパニー, ユニオン貯蓄銀行の他51の会社の取締役を辞任して, ハーディング政権の財務長官に就任した。
- メロンは, クーリッジ大統領政権下でも, 1926年と1928年に個人所得税の引下げを行っている。Paul Studenski and Herman E. Krooss, *The Financial History of the United States*, New York 1952, p. 312.
- R. ソーベル [安川七郎訳] 『ウォール街二百年』東洋経済新報社, 1979年, pp. 331-32.
- R. Sobel, *Panic on Wall Street*, New York 1968, pp. 361-62.
- George Soule, *Prosperity Decade*, New York 1947, p. 327.
- 全製造業における平均的な週収入は, 1916-31年に次の通りであった。

| | | | | | |
|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| 1916年 | \$12.63 | 1922年 | \$21.28 | 1928年 | \$24.70 |
| 1917年 | 14.97 | 1923年 | 23.56 | 1929年 | 24.76 |
| 1918年 | 19.12 | 1924年 | 23.67 | 1930年 | 23.00 |

| | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1919年 | 21.84 | 1925年 | 24.11 | 1931年 | 20.64 |
| 1920年 | 26.02 | 1926年 | 24.38 | 1932年 | 16.89 |
| 1921年 | 21.94 | 1927年 | 24.47 | 1933年 | 16.65 |

Historical Statistics, 1975, p. 170.

- 11) H. W. フーヴァーは、アイオワ州出身、幼年時代を孤児として過した。1895年スタンフォード大学を卒業、鉱山・冶金工学を専攻。ウィルソン政権下で第1次大戦中食糧局長官、ハーディング＝クーリッジ政権下で商務長官となった。その時代の仕事はつぎのものであった。①外国貿易局の改組をふくむ省内の機構改革、②諸外国における原料価格や輸出に対する対策、③公共土木事業の推進による失業救済、④大企業への生産財の標準化と計画経済システムの採用勸奨、⑤鉄道業、建設業、石炭業などでの浪費の排除や石油の節約、電力利用の推奨、⑥児童労働の禁止の力説や鉄道従業員の保護を旨とした鉄道労働法（1926年）制定への努力、⑦民間航空の発達への多大な援助（1926年の航空商業法の制定への努力）、⑧ラジオ放送事業の規制（連邦ラジオ委員会の設置、1927年）などである。尾上一雄「フーヴァー大統領の不況対策（一）」『経済研究』（成城大学）、36号、1971年、pp. 47-48、および p. 52、注④、詳しくは、Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover: The Cabinet and Presidency, 1920-1933*, New York 1951, pp. 40-182, を参照。また、フーヴァーの業績については、他に高橋章「コーポラット・リベラリズムの展開とハーバート・フーヴァー」（開西アメリカ史研究会編著『アメリカの歴史下』柳原書店、1982年、pp. 158-71, を参照。
- 12) Hoover, *The Memoirs: Cabinet and Presidency*, pp. 28-29; 高橋, 同論文, p. 167.
- 13) Hoover, *The Memoirs: Cabinet and Presidency*, p. 29.
- 14) M. Rothbard, *America's Great Depression*, pp. 170-71. この協議会には、ジュリアス・ローゼンワルド、オスカー・ストラウス、オーウェン・D・ヤングといった産業家の他、労働組合の指導者や経済学者も参加した。本文で見られた提案には、もちろん反対があった。とくにボストンの商工会議所などはそうであった。
- 15) Rothbard, *op. cit.*, p. 171; Lloyd M. Graves, *The Great Depression and Beyond*, New York 1932, p. 84. また、Hoover, *The Memoirs: Cabinet and Presidency*, pp. 41-42, を参照。
- 16) Rothbard, *op. cit.*, p. 171.
- 17) 不況に対する救済策として公共土木事業をおこなう事は、すでに1914-15年の景気後退期に地方自治政府のレベルで開始されていた。ニューヨーク市の失業委員会は、1916年に公共土木事業を訴えた。第1次大戦直後の不況期には、
- ニューヨーク州知事、イリノイ州知事が全国的な公共土木事業が景気の安定につながると訴えた。Rothbard, *op. cit.*, pp. 173, 327, note 16.
- フーヴァーによって主導された「失業問題に関する大統領協議会」の直接の成果は、2つあった。1つ目は、公共土木事業のための自治体債が1921-22年に発行されたこと、2つ目は、諸州に対する連邦ハイウェイ建設援助費総額7500万ドルが1921年秋に賦与されたことである。Ibid, p. 173. なお、この協議会については、尾上, 前掲論文(一), pp. 58, 59, を参照。第1次大戦前から構想されたコロラド河峡谷ダム建設とフーヴァーとのかかわりについては、尾上, 前掲論文(二)『経済研究』（成城大）、37号、1972年、pp. 53-56, を参照。しかし、かれは、電力事業を興し配電まで連邦政府が行うことには反対であった。尾上, 前掲論文(三), 『経済研究』, 38号、1972年、pp. 18-22.
- 18) 公共土木事業に対するフーヴァーの考え方が、ニューディール期のもものと異なって雇用対策にのみ向けられていたことについては、尾上の指摘の他にロスバードも認めている。Rothbard, *op. cit.*, p. 172, を参照。
- 19) *Statistical Abstract of the United States, 1929*, Wash. D. C. 1929, pp. 632, 634, を参照、なお、関連して、これらの地域の農民の間で自動車やトラクターの所有が急増したことに触れておかなければならない。1920年についていえば、イースト・ノース・セントラルで全農民平均でそれぞれ47.3%と5.1%、ウェスト・ノース・セントラルでは、それぞれ57.6%と8.4%となっていた。全国平均でみると、30.7%と2.0%であったことと対比されたい。Ibid, p. 639, を参照。
- 20) これらの法律、これらによって設立された諸機関の原語は、本論文(上), 『横浜経営研究』XVI/3, 1995年、p. 46, 注⑦で示しておいた。参照されたい。ここで若干説明を加えておきたい。
- ①戦時金融公社：本来民間の資本投資市場を強化し、戦時生産に従事する諸産業に資金貸付をなすために設立されたものであったが、1920-21年の不況期に平和時の緊急貸付機関に転換された。その権限は、輸出業者に対する資金供給と、農業不況に直面した農民、銀行等に対する救済のための中期の農業貸付に限定された。1924年までに農業目的に3億ドル以上の貸付がなされた。1923年に制定された農業信用法で、連邦中期信用銀行（後述）が設置され、存立の意味を失って、1929年に一度廃止されたが、1931年に復興金融公社として再建され、大不況期の金融調整に貢献した。
- ②連邦中期信用銀行制度：戦時金融公社の農業金融面での成功を受けて、その役割を徹底するために設立されたものであった。連邦準備制度

に倣って、連邦準備区に対応する12の地区にそれぞれ1行宛、中期信用銀行が設立された。資本金は各々5百万ドルで6～12カ月の貸出を目的とし、協同組合 (cooperative association) に対して、貸出を行った。そして、この協同組合が農民に対して貸出を行ったのである。連邦農地貸付局 (Federal Farm Loan Board) が監督した。農業金融を目的とした金融機関には、すでに、連邦土地銀行制度 (Federal Land Bank System, 1916年) があった。これは、農地たるべき土地の買入れ、耕地の整備、建物の建設、農地の改良、肥料および家畜の買入などに対して農地を担保に、低利で貸付期間15～40年の長期金融を行う金融機関の設立を目的に制定された連邦農地貸付法 (Federal Farm Loan Act, 1916) によって設置されたものであった。連邦準備制度と同じように、全国12の地区に1つずつの連邦土地銀行が設立された。連邦土地銀行の資本金は、連邦政府、全国農地貸付組合、一般公衆によって出資された。貸付金は、自己資金の他、債券の発行によって調達された。連邦農地貸付局が監督した。連邦中期信用銀行制度は、この連邦土地銀行制度を補完する目的で設置されたものであった。Alice M. Christensen, "Agricultural Pressure and Governmental Response in the United States, 1919-1929" *Agricultural History*, XI (1937), pp. 33-42, V. N. Valgren, "Agricultural Credits Act of 1923," *American Economic Review*, 1923, pp. 442-60.

なお、この他、連邦農地貸付法のもとで、株式会社土地銀行 (joint-stock land bank) が設立されていたことにも触れておこう。これも上述の連邦農地貸付局の監督下におかれたもので、連邦土地銀行の貸付制限額以上の貸付を受けようとした農民、または農地貸付組合に加入していない農民に対して貸付を行ったものである。資本金は個人出資であり、貸付資金は債券の発行によって調達された。

③農産物販売促進法：1920年代末の過剰農産物の処理のため、大統領に就任したH・フーヴァーの主導のもとに制定された法律であった。フーヴァーは1920年代のアメリカ農業史を考える際に忘れることのできないマックナリー=ホーゲン法案 (McNary-Haugen Bill) に反対し、この代案として農産物販売促進法を制定した。

マックナリー=ホーゲン法案は、農業州選出議員の超党派的結束で提案されたもので、特定の農産物に関する輸出補助金プランであった。同法案は、①農業信用公社 (Agricultural Credit Corporation) を創設すること、②これを通じて過剰農産物を国内市場で、1905-1914年の商品価格に対応する価格で買上げること、③買上げられた農産物を世界市場で売却し、その売却価格を農民が自主的に行った場合の売却価格と比較

して、その差額を農民に課税して政府買上金を償却するという内容の法案であった。1924年に議会に上呈された後、1927年、1928年の兩年、両院を通過したが、その都度クーリッジ大統領によって拒否され葬られた。

これに対して農産物販売促進法は次のことを目的とした。①農業協同組合の組織化を奨励し、その支援を通じて農産物の合理的販売を保護・管理し、8人の管理官と農務長官で構成された連邦農務局 (Federal Farm Board) を設立する、②農産物の売却にかかわる機関に低利の貸出を行うため、5億ドルの回転基金を設ける、③農民に対して、各農産物毎に協同販売組合 (cooperative marketing association) の設立を促し、同時に過剰生産を阻止するため自発的な生産割当てを奨励して、農産物価格の安定をはかること。以上である。Harris G. Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression*, New York 1959, pp. 170-72; 尾上一雄, 前掲論文(二), 『経済研究』(成城大), 37号, pp. 31-39, を参照。

農産物販売促進法による農業不況克服の致命的欠陥は、協同販売法や、農業信用法の制定と同様に、過剰農産物の発生を阻止する合理的方法を提示出来なかったことであった。

なお、この時期の農業政策の推移については、Murray R. Benedict, *Farm Politics of the United States, 1790-1950*, New York 1953, pp. 145-275; Theodore Saloutos and John D. Hickes, *Agriculture Discontents in the Middle West, 1900-1939*, Madison, Wisc. 1951, pp. 321-448, を参照。また、Rothbard, *op. cit.*, pp. 186-211, は簡明な分析を提示している。また、この時代のアメリカ農業については、さし当り、馬場宏二『アメリカ農業問題の発生』東京大学出版会、1969年; 立岩寿一『現代アメリカ農業の形成』お茶の水書房、1990年、を参照。

21) 相互貯蓄銀行は、すでに19世紀初めから設立され始めた金融機関で、元来1810年スコットランドでダンカン牧師によって創設され、急速にイングランド、スコットランド、ウェールズで普及、合衆国にも導入されたものである。零細な貯蓄資金を受入れ、これらの資金を商業銀行に預金するか、連邦公債か州債に投資するかして、安全管理の業務を行なったが、1920年代には、住宅抵当貸付も行った。創設期以来州法に基づいて設立認可されて来た。

貯蓄・貸付組合も原型はイギリスに求めることができるもので、労働者階級の住宅建設資金の積立てと借入れ手段を提供するために生まれたものであった。合衆国では、1831年フィラデルフィア郊外の小工場町フラン克福ドで誕生したオックスフォード勤儉建築組合 (Oxford Provident Building Society) が最初だとされている。

1920年代にはこれが発展して名称を住宅建築・貸付組合 (building and loan association) から貯蓄・貸付組合へ変更するものが多くなった。資金面では住宅抵当貸付の保有が圧倒的に多く、相変わらず住宅金融専門機関の性格を有した。高木仁『アメリカ金融制度』東洋経済新報社、1986年、pp. 169-71, 178-181, を参照。

1920年代の相互貯蓄銀行の貸出・投資額、貸出額に占める住宅抵当貸付額は次の通りであった。(単位億ドル)

| | 総数 | 貸出・投資総額 | 貸出額 | 住宅抵当貸付額 | 預金総額 |
|-------|-----|---------|-----|---------|------|
| 1919年 | 630 | 48 | 23 | 21 | 47 |
| 1922年 | 628 | 59 | 30 | 27 | 57 |
| 1924年 | 624 | 69 | 38 | 35 | 66 |
| 1929年 | 609 | 95 | 58 | 55 | 89 |
| 1932年 | 592 | 102 | 61 | 59 | 99 |

* 毎年6月末日の数字である。投資には合衆国公債と他証券が含まれている。

(出所) *Banking and Monetary Statistics, 1914-1941*, p. 23; *Historical Statistics*, 1975, p. 1046.

ただし、貸出額、投資額、預金額とも両資料に若干の喰い違いが見られる。

また、1920年代の貯蓄貸付組合の総数、資産保有状況は、つぎの通りであった。(単位億ドル)

| | 総数 | 資産総額 | 住宅抵当貸付額 |
|-------|--------|------|------------|
| 1919年 | 7,788 | 21 | — |
| 1922年 | 10,009 | 33 | — |
| 1924年 | 11,844 | 48 | — |
| 1927年 | 12,804 | 72 | — |
| 1929年 | 12,342 | 87 | 65 (74.8%) |
| 1931年 | 11,442 | 84 | 59 (69.9%) |

(出所) *Historical Statistics*, 1975, p. 1047.

なお、住宅抵当貸付額欄の()内数字は、資産総額に対する百分比である。

相互貯蓄銀行の預金総額のうち、ほとんどが定期預金で占められていたことについては、D. R. French, "The Significance of Time Deposits in the Expansion of Bank Credit, 1922-28," p. 766, Table I, 参照。

- 22) フォードニー=マッカumber法については、F. W. Taussig, *The Tariff History of the United States*, 8th ed, 1930, rep. ed., New York 1967, pp. 447-88; Abraham Berglund, "The Tariff Act of 1922", *American Economic Review*, March 1923, pp. 14-33; 鹿野忠生「大恐慌期アメリカにおける貿易政策の転換」(浜田正行編『二〇世紀的世界の形成』南窓社、1994年、pp. 178-83, を参照。
- 23) Taussig, *Tariff History*, p. 452; Berglund, *op. cit.*, p. 29. この法律は「中西部」と「極西部」の農業諸州の上下両院議員の連合(「農業ブロック」"agricultural bloc")によって制定されたも

のであった。これらの連合は、必ずしも農民だけでなく鉱山業者のバックアップを受けたものであったから、厳密には「西部の連合」といってもよいものであった。この連合は、1930年代の大不況期に一層強められた。なお、この関税法に対しては自動車工業界は乗り気ではなかったし、鉄鋼業界もそうであった。これらの業界は報復関税を懼れたからである。Berglund, *ibid.*, pp. 12, 29.

- 24) 鹿野, 「大恐慌期アメリカにおける貿易政策の転換」, p. 187, を参照。
- 25) この間の事情については、差し当り、C・P・キンドルバーガー〔石崎昭彦・木村一朗〕『大不況下の世界 1929-1939』東京大学出版会、1982年; 平田喜彦・侘美光彦編『世界大恐慌の分析』有斐閣、1988年; 井上巽『金融と帝国』名古屋大学出版会、1995年、第5章; 藤瀬浩司編『世界大不況と国際連盟』名古屋大学出版会、1994年; 浜田正行編『二〇世紀的世界の形成』, を参照。
- 26) Jacob Viner, "Political Aspects of International Finance, I, II," *Journal of Business*, I-2 (April, 1928) pp. 141-73, I-3 (July 1928), pp. 324-63, を参照されたい。また, Rothbard, *op. cit.*, pp. 128-30, を参照。
- 27) 差し当り, Vincent P. Carosso, *The Morgans: Private International Bankers, 1854-1913*, Cambridge, Mass. 1987, pp. 433-64; 550-601, を参照。
- 28) Jacob Viner, "Political Aspects of International Finance II", *Journal of Business*, July 1928, p. 359.
- 29) Jacob Viner, "Political Aspects of International Finance", *Journal of Business*, April 1928, pp. 146-47.
- 30) Jacob Viner, *ibid.*, pp. 170-71.
- 31) ニューヨーク連邦準備銀行は、1925年金本位制の再建を旨とするイングランド銀行に対して2億ドルまで信用供与 (a line of credit for gold) の拡張を認め、J・P・モルガン商会も、イギリス政府に対して1億ドルの信用を供与した。この2つの借款は、いずれも1925年1月、ニューヨーク連銀総裁B・ストロングとイングランド銀行総裁の協議を通じてなされたもので、メロン財務長官と連邦準備局のD. R. クリシッガー (Daniel R. Crissiger) によって承認されたものであった。Lester V. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, Washinton, D. C. 1958.
- 32) B. H. Beckhart, ed., *New York Money Market*, New York 1932, Vol. IV, p. 45; Rothbard, *op. cit.*, pp. 134, 139-40.
- 33) Rothbard, *ibid.*, p. 140.
- 34) Melchior Palyi, "The Meaning of the Gold Standard", *Journal of Business*, XIV/3, July 1941, pp. 300-01, なおこの論文は (同誌, pp.

- 294-314) は、著名な William Adams Brown, Jr., *The International Gold Standard Re-interpreted, 1914-1934*, 2 vols., New York 1940, に対する書評論文である。
- 同論文は、1920年のブリュッセル会議から始まった主要国中央銀行総裁が、「見せかけの金本位制」(“Gold Standard Façade”) をつくり出し、なさなければならない必要な調整を遅らせ、世界が安定した時代に戻るという幻想を植えつけ、とくに合衆国市民を熱狂的投機に導き入れたと主張したブラウン, Jr. の見解を詳細に紹介した。
- 35) M. ロースバードは、両人の1920年代の関係を克明に描き出している。Rothbard, *op. cit.*, pp. 131-45, を参照。ストロングがこの時期、主要国中央銀行総裁会議にアメリカ代表として出席したのは、かれが、連邦準備局内に設置された政府証券集中売買委員会 (1922-23), 及び連邦公開市場投資委員会 (1923-1930年) で重要な役割を果し、連邦準備制度の実行する公開市場操作を一手に引受けたニューヨーク連邦準備銀行の総裁であったからであろう。両人の協力で進められた国際金融上の最大のミスは、きわめて不安定な「金地金本位制」と「金為替本位制」を基礎において、国際金本位制を再建し、国際的にも国内的にも通貨供給量を安直に拡大し、「インフレ経済」をビルトインした点にあった。
- 36) Rothbard, *op. cit.*, pp. 140-43.
- 37) 本論文 (下), 注4) および, Beckhart, *Federal Reserve System*, p. 219 [矢尾監訳, p. 267], を参照。
- 38) R. ソーベル [安川七郎訳『ウォール街二百年』, p. 329. 他に, G. Soule, *Prosperity Decade*, New York 1947, p. 108; M. Lee, *Economic Fluctuations: Growth and Stability*, Homewood, Lee, 1959, p. 148; R. Nelson, *Merger Movements in American Industry: 1895-1956*, p. 166, を参照。
- 39) 技術進歩のなかで特筆されるべきは、電力利用の増加であった。電力の使用で労働者の1人当りの生産性は、1914-29年に40%の上昇をみた。T. Cochran and W. Miller, *The Age of Enterprise: A Social History of Industrial America*, New York 1942, p. 303.
- 40) この合併で、能率の向上、経費の削減が可能となり、雇用量の増加を上回るテンポで企業収益が増加した。
- 41) 1929年には全商品販売量の15%以上が月賦販売であった。家具については85%、蓄音器については80%、洗濯機については75%など。T. Cochran, *The American Business System: A Historical Perspective*, Cambridge, Mass. p. 41, とくに中心は自動車であった。1925年の新車と中古車の延払販売額は、同年の自動車総販売額の60%に相当する30億ドルにも及んだ。
- 42) R. ソーベル [安川訳]『ウォール街二百年』 pp. 331-32; Ditto, *Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters*, New York 1968, p. 361.
- 43) 購入した株式を担保に提供し資金を借り入れて株式取引を行なう証拠金取引は、すでに19世紀にもあった。だが、第1次大戦前にはまだ多くはなかった。これが一般化したのは1920年代であった。耐久消費財の購入に割賦販売が普及していたことから、ごく普通の投資家にも近づき易いものになった。これが、1920年代の株価暴騰のもう一つの原因 (需給相場を現出した原因) であった。証拠金取引口座を開設した人は、1929年に60万人であった。かれは自己の投資資金の槓杆効果を狙った。R. Sobel, *Panic*, pp. 356-58.
- 44) 株式市場が崩壊した1929年10月、証券担保貸付額は、総額194億ドルに達していた。うち、全商業銀行を通じてなされた担保貸付額は140億ドルであったのに対して、法人、投資信託、個人によって直接提供されたものが39億ドル、プライベート・バンク、ブローカー、外国銀行の代理店によって提供されたものは15億ドルであった。Beckhart, *Federal Reserve System*, pp. 216-17 [矢尾監訳, pp. 264-65].
- ブローカーズ・ローンを提供した代表的企業には次のものがあつた。エレクトリック・ボンド・アンド・シェア社、ベスレヘム・スチール社、スタンダード・オイル・ニュージャージ社、トライ・コンティネンタル社、アナコンダ・コッパー・マイニング社である。R. ソーベル [安田訳]『ウォール街二百年』, p. 371.
- 45) Beckhart, *New York Money Market*, III, p. 163. 他に U. S. Senate, Committee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practices*, Wash. D. C. 1934, p. 16, をも参照。
- 46) Beckhart, *op. cit.*, III, p. 164.
- 47) *Ibid.*, III, p. 168.
- 48) 投資信託 (investment trust) は、ヨーロッパでは、すでに19世紀初期から存在していた。その目的は、小投資家に対して投資リスクの分散を可能にして安定した高利益を確保させることであつた。1860年頃イギリスでは海外投資の際にこの方法が用いられた。国内投資の低利回りにあきたらぬ投資家のため、当時高利回りを実現していたアメリカ鉄道債に着目し、海外事情に通じた事業家が受託者となって一般投資家から資金を集め、海外投資を行った。
- 1920年代の合衆国では、投資銀行 (investment bank) の子会社として設立されたいろいろの型の投資信託があつた。そのなかで大切な役割を演じたのは、会社型投資信託であつた。これは、一つの会社が自社の計算と管理によって、社債または株式を売出し、これで資金を調達して各種の証券 (もちろんブローカー

ズ・ローンも含む)に投資するものであった。このように会社が「投資信託」であったのは、その会社の株主(普通株の購入者)が、投資信託会社に対して議決権を信託する契約結んでいたことによる。投資信託会社は調達した資金の運用から得られた収益のなかから、株主に相当の配当を支払い、自らは管理料を取得した。投資信託の1920年代の株式ブームに果たした役割は、その槓桿効果であった。投資信託会社の株式を証拠金取引で購入した場合の値上りから得られる槓桿効果は、測り知れないほど大きかった。Hugh Bulloch, *The Story of Investment Companies*, New York 1959, pp. 28-29; G. Soule, *Prosperity Decade*, p. 299; M. G. Myers, *A Financial History of the United States*, New York 1970, p. 299 [吹春訳, p. 349].

これら投資信託会社は1921年には僅か40社しかなかったが、1927年はじめには約160社、1928年初めにはその2倍、さらに1929年には約450社に達し、総資産は約80億を有したという。Myers, *ibid.*; Beckhart, *New York Money Market*, III, p. 181-85, 参照。また、ロバート・ソーベル [安川七郎訳], 『ウォール街二百年』, p. 372, を参照。

- 49) Beckhart, *New York Money Market*, III, p. 182.
50) *Ibid.*, p. 183.

| | 投資信託による資金調達 | ブローカーズ・ローンの増加額 |
|---------|-------------|----------------|
| 1929年7月 | 221百万ドル | 403百万ドル |
| 8月 | 454 | 408 |
| 9月 | 529 | 607 |
| 総計 | 1,204 | 1,478 |

- 51) Beckhart, *ibid.*, pp. 169-72. 在庫削減政策については, Melvin T. Copeland, *Recent Economic Changes in the United States*, Chap. V. "Marketing", および Leverett S. Lyon, *Hand-To-Mouth Buying*, The Brookings Institution, Wash. D. C. 1929, を参照。
- 52) Lawrence H. Sloan, *Corporation Profits*, New York 1929, p. 20. ベックハートは、このスローンの研究からこの時期の有力産業企業544社の財務内容を分析して、ブローカーズ・ローンに投入された法人企業の資金源泉の主なものが、内部留保金によるものであり、これが社債、優先株、普通株など、証券発行から得られた資金によって補われたと推定している。Beckhart, *New York Money Market*, III, pp. 153-73.
- 53) *Ibid.*, III, pp. 173-75, ベックハートは、この現金勘定残高の増加が、これらの企業の企業収益の内部留保によるものと推定している。
- 54) *Ibid.*, III, pp. 172, 175, を参照。
- 55) 楠井敏朗『法人資本主義の成立』日本経済評論社, 1994年, 第4章, を参照。
- 56) 西川純子『アメリカ企業金融の研究』東京大学出版会, 1980年, pp. 177-78. 例えば、ナシ

ナル・シティ・バンクによるナショナル・シティ会社 (National City Co.) チェイス・ナショナル・バンクによるチェイス・セキュリティーズ会社 (Chase Securities Corp.) などがこれである。こうした傾向は、信託会社においてもみられた。例えば、ギャランティ・トラストによるギャランティ会社 (Guaranty Co), バンカーズ・トラストによるバンカーズ会社 (Bankers Co.), エクイタブル・トラストによるエクイタブル会社 (Equitable Corp.) の設立などである。

なお、ここで、1920年代の株価上昇のいま一つの金融的条件として、投資銀行業界の変化について言及しておかねばならない。1920年代、投資銀行業界は、もはやJ・P・モルガン商会やクーン・ローブ商会の圧倒的優位な時代は去っていた。とくに注目すべきは、中西部から興った新興の投資銀行であった。電力を中心とした公益事業会社を持株会社方式で支配したサミュエル・インサルである。1920年代末にみられた公益事業株を中心とした株価の急騰は、「公共の利益」の観点で「独占禁止政策」の規制の対象外におかれた公益事業会社が、持株会社方式で二重・三重に企業集中を進めたことと深くかかわっていた。インサルは、1928年、持株会社としてインサル公益事業投資会社 (IUI) を設立した後、同社の乗取りを防止する目的で第二の持株会社、コーポレーション・セキュリティーズ・オヴ・シカゴを設立して、相互持株制度を採用 (IUIはコーポレーション株式の28.8%, コーポレーションはIUIの株式の19.7%を所有)、1929年9月以降、この双子の投資会社を通じて、インサル帝国を支配した。1929年7月初旬から8月23日までの50日間に、インサル支配下の会社の株価は急上昇した。ロバート・ソーベル [安川訳] 『ウォール街二百年』, pp. 349-52. インサルについて詳しくは, Forrest McDonald, *Insull*, Chicago 1962, を参照。

- 57) 楠井敏朗「法人資本主義の成立・展開・変質下」『横浜経営研究』, XVII/2, 1996年注4) を見よ。
- 58) *Statistical Abstract of the United States, 1932*, Wash. D. C. 1932, p. 748.
- 59) *Ibid.*, p. 753.
- 60) *Historical Statistics of the United States*, 1975, p. 693.
- 61) この時代の市場の性格変化については, Ray Batchelor, *Henry Ford: Mass Production, Modernism and Design*, Manchester 1994, chap. 3, が興味ぶかい叙述を行なっている。是非参照されたい。
- 62) 侘美『世界大恐慌』, 第5章に掲げられた種々の図表、とくに5-2表 [アメリカ主要製造業の利潤率, 1919-28年] からみても、1927年が一つの転

換点であったことが知られる。

- 63) 同書, 7-6図および7-7図を参照。
 64) 同書, p. 445-52。
 65) L. V. Chandler, *American Monetary Policy 1928-1941*, New York 1971, chap. 4; B. H. Beckhart, *New York Money Market*, IV, pp. 127-41; ロバート・ソーベル [安川七郎訳] 『ウォール街二百年』, p. 384。
 66) 本論文, 前出注4)。
 67) 侘美『世界大恐慌』, p. 314の6-10図および p. 424。
 68) 連邦政府の調整のもとで巨大法人企業と労働者の利害の協調をはかり, フロンティア消滅後大きく変りつつあった合衆国の社会・経済・政治の仕組みを再編成しようとしたのが「革新主義期」の新しい民主主義の動き(コーポレート・リベラリズム)の台頭であった。この時期社会改革者(=革新主義者)は, 独占禁止運動の先鋒に立ち, 金融制度の改革を担いながら, 他方, 19世紀末から進展していた技術革新=生産性の向上に比例して, 勤労者の労働条件が著しく悪化している現実に注目, その改善を訴え続けた。例えば, 次の文献を参照。David Montgomery, *The Fall of the House of Labor: The Work Place, the State, and American Labor Activism, 1865-1925*, New York 1987, pp. 90, 128-31, 150-54, 192; Daniel Nelson, *Managers and Workers: Origins of the New Factory System in the United States, 1880-1920*, Madison, Wisc. 1975, pp. 27-29; Josephine Goldmark, *Fatigue and Efficiency: A Study in Industry*, New York 1912; Samuel Haber, *Efficiency and Uplift: Scientific Management and the Progressive Era, 1890-1920*, Chicago, Ill. 1964, esp. pp. ix-x, 51-74, を参照。

連邦政府はこれらの改革運動を意識し, 政策として実現をはかりながら, 巨大法人企業に一定の規制を加える一方, 労働者の地位の向上をはかり, 両者の利害調和をめざした。

- 69) この点については, Herbert W. Hoover, *The Memoirs: The Great Depression, 1929-1941*; Rothbard, *op. cit.*, chaps. 8-12 (pp. 186-295), および尾上一雄「フーヴァー大統領の不況対策(一)～(二十六)」『経済研究』(成城大学), 36号, 37号, 38号, 39号, 40号, 41号, 42号, 43号, 44号, 45号, 46号, 47-48合併号, 51号, 52号, 53号, 54号, 57号, 58号, 62号, 63号, 64号, 65号, 66号, 67号, 69号, 86号, 87号号, 1971-84年, を参照。(これらの論文は, 尾上一雄『フーヴァー大統領の不況対策——ニュー・デールへの道』千倉書房, 1985年, とし一冊に纏められた)。

なお, フーヴァー期の社会経済状況について詳しくは, Edward Robb Ellis, *A Nation in*

Torment: The Great American Depression, 1929-1939, New York 1970, chaps. 7-16; 秋元英一『ニューデールとアメリカ資本主義』東京大学出版会, 1989年, を参照。

- 70) ホーレー=スモート関税法については, Taussig, *The Tariff History*, pp. 489-528; 鹿野, 前出「大恐慌期アメリカにおける貿易政策の転換」, pp. 183-89; Rothbard, *op. cit.*, pp. 214-12; 尾上, 前掲論文(二), p. 46, を参照。この関税法は, 主として農業問題を解決する必要から, 1929年6月フーヴァー大統領によって召集された特別会期で提案され, 1年後の1930年6月に制定されたものであった。アメリカ史上最高の平均税率を有するものとして悪名が高い。主要品目の関税率をみると, 次の通りである。

| | 1922年関税法(%) | 1930年関税法(%) |
|---------------|-------------|-------------|
| 化学製品, 油・塗料 | 29.22 | 31.40 |
| ガラス, 窯業製品 | 45.62 | 55.62 |
| 金属・金属製品 | 33.71 | 35.01 |
| 木材・木製品 | 7.97 | 10.49 |
| 砂糖・糖蜜 | 67.85 | 77.21 |
| タバコ | 63.09 | 64.78 |
| 農産物・食料品 | 19.86 | 33.62 |
| 酒類・ワインその他飲料 | 36.48 | 47.44 |
| 綿製品 | 40.27 | 46.42 |
| 亜麻・大麻, ジュート製品 | 18.16 | 19.14 |
| 羊毛製品 | 49.54 | 59.83 |
| 絹製品 | 56.56 | 59.13 |
| レーヨン製品 | 52.68 | 53.62 |

- 71) フーヴァー・ダムとは, コロラド河の開発と水力利用をめぐる, アリゾナ, ユタ, コロラド, ネヴァダ, カリフォルニア5州の協定後, 1928年12月21日制定の「ボウルダー峡谷開発計画法」(Boulder Canyon Project Act) で建設認可がおりたダムのこと。その目的は, ネヴァダ州ボウルダー市周辺に連邦政府によって巨大ダムを建設し, コロラド河の水量の管理, 濫漑, 水力発電の供給をはかることとするものであった。1936年に完成。Norris Hundley, *Water for the West*, 1974, を参照。
 72) Rothbard, *op. cit.*, pp. 191, 213; Sobel, *Panic on Wall Street*, pp. 385-89。
 73) James H. Schideler, "Hoover and the Farm Board Project," *Mississippi Valley Historical Review*, XLII, March 1956, pp. 710-29; Rothbard, *op. cit.*, 194-209; 尾上, 前掲論文(二), pp. 34-37。フーヴァー農政の失敗は, アイオワ州を始め, 各地で農民のストライキ(「農民休日運動」)を呼び起こした。詳しくは, 秋元『ニューデールとアメリカ資本主義』, 第2章, を参照。
 74) この時期の銀行倒産については, M. Nadler and J. I. Bogen, *The Banking Crisis: The End of an Epoch*, New York 1933; 平田喜彦『アメリカの銀行恐慌 1929-33年』立正大学経済研究所, 1969; 侘美光彦『世界大恐慌』 pp.608-20,

- 673-77, 718-42; 萩原伸次郎「アメリカ資本主義と貨幣恐慌（1929-33）」『土地制度史学』, XVIII/4, 1976年, を参照。
- 75) 「フーヴァー・モラトリアム」とは、1931年のヨーロッパ経済の危機的状況に際し、1931年6月20日、フーヴァー大統領が提案した、連合国の「戦債」とドイツの「賠償」支払の12カ月間支払猶予提案のこと。最終的にフランスが1931年7月に同意して効力が生じた。なお、1932年6月のローザンヌ会議でドイツの賠償支払額は10億ドル以下に減じられた。Benjamin Rhodes, “Herbert Hoover and the War Debts, 1919-1933,” *Plologue*, Summer 1974, pp. 150-186; Bernard V. Burke, “American Economic Diplomacy and the Weimar Republic,” *Mid-America*, 54, Oct. 1972, pp. 211-33.
- 76) 全国信用会社（National Credit Corporation）は、イギリスの金本位制離脱を受けて、メロン財務長官がニューヨークの多くの著名な銀行家を召集して私的に開催した会議で設置が決定されたものである。1年間の条件づきで設置されたもので、窮迫した銀行への信用拡張と、同様に、資金繰りに窮した産業企業に融資を拡大する目的で5億ドルの基金をプールするというものであった。この計画によれば諸銀行は全国信用会社に資金を拠出し、後者は、連邦準備制度の支援を得て10億ドルまで融資するものであったが、期待された効果を挙げ得なかった。Rothbard, *op. cit.*, pp. 242-43; 尾上, 前掲論文（五）, pp. 33-34; （六）, pp. 27-31.
- 77) 復興金融公社（Reconstruction Finance Corporation）とは、全額連邦政府出資の5億ドルの資本金を有した公的金融機関。設立目的は、商業銀行、貯蓄銀行、信託会社、貯蓄・貸付組合（住宅建築・貸付組合）、保険会社、抵当金融会社（mortgage loan Company）、信用組合、連邦土地銀行などに救済融資し、当面の金融危機を除去することであった。資本金の3倍（15億ドル）まで政府保証債を発行して資金を調達できた。James S. Olson, *Herbert Hoover and the Reconstruction Finance Corporation, 1931-1933*, 1977; Rothbard, *op. cit.*, pp. 261-64; 尾上, 前掲論文（八）, pp. 51-59.
- 78) グラス=スティーガル法（1932年）とは、連邦準備法第13条に定められた連邦準備券発行のための受入れ可能な担保に、連邦準備銀行によって所有された合衆国直接公債を含めることを認めた修正法であった。B. H. Beckhart, *Federal Reserve System*, New York 1972, p. 111 [矢尾監訳, 東洋経済新報社, 1978年, p. 137], この法律の制定目的は、連邦準備銀行保有の量の減少によって生じた「自由金」量の低下を喰いとめ、連邦準備券発行の障害を除去することであった。ここで「自由金」とは、連邦準備券の発行に必要とされた40%の金および金証券の準備（必要準備）を超えて保有された金および金証券のことである。1932年2月24日当時「自由金」は、僅か4億ドルをわずかに上回る程度にまで減少していたので、連邦政府は、合衆国直接公債を連邦準備券発行のための担保に拡大し、危機を克服しようとしたのであった。この措置は、当初、一時的措置と考えられていたが、やがて、連邦準備法の永久的部分となった。Ibid., pp. 327-8 [矢尾監訳, p. 267].
- 79) 住宅貸付銀行法（Federal Home Loan Bank Act）とは、1932年7月22日に制定された法律で、建設業の振興による雇用の増大と持家主の金融負担の軽減をはかる目的で制定された法律である。この法律で、①復興金融公社が出資した1億2500万ドルの資本金をもち、②貯蓄・貸付組合（住宅建築・貸付組合）、保険会社、貯蓄銀行の保有する住宅抵当証券の割引を行う、連邦住宅貸付銀行設置された。これは、連邦住宅貸付銀行局（Federal Home Loan Bank Board）によって管理された制度で、加盟金融機関は上記の貯蓄・貸付組合、保険会社、貯蓄銀行であったが、将来は、これら加盟金融機関が、資本金を分担出資すると企画されていた。Rothbard, *op. cit.*, p. 244; 尾上, 前掲論文（二〇）, pp. 23-26, を参照。
- 80) 例えば、マスル・ショウルズ法案（Muscle Shoals Bill）に対するフーヴァーの態度を見よ。テネシー河中アラバマ州北西部約60キロの地にある約40メートルの落差をもつマスル・ショウルズ（Ala.）の開発は、ウィルソン政権下第1次大戦期に開始された公共土木事業であった。だが、戦後、開発された施設を民間に払下げるか、連邦政府の直接管理下で運営し開発を継続するかをめぐって議論がわかれ、最終的に連邦政府運営で開発を継続する法案が成立した。だが、クーリッジ大統領は拒否権発動し葬り去った（1928年）。フーヴァー大統領も基本的にこの政策を踏襲し、同様に拒否した。だが、周知のように、この計画は、F・ローズヴェルト政権下、ニューディールの代表的な公共土木事業——テネシー渓谷開発政策として再組織され実施された。尾上, 前掲論文（三）, pp. 19-21.
- 81) Rothbard, *op. cit.*, pp. 253-54; 尾上, 前掲論文（十八）, pp. 12-16.

[くすい としろう 横浜国立大学経営学部教授]