

信用貨幣はどのように経済を形作るか

——グローバルシステム下のアメリカ——

(3)

HOW CREDIT-MONEY SHAPES THE ECONOMY

—— The United States in a Global System ——

ロバート・ガットマン

Robert Guttman

松 本 朗 訳

trans. by Akira Matsumoto

第2部 通貨管理の歴史的発展

第4章 商品貨幣から信用貨幣への移行

直前の二つの章で我々は、資本主義市場経済の本質的な特徴を分析した。つまり、相互依存した貨幣循環形態で経済活動が行われていること、蓄積を目的とする資本としての貨幣の投資、貨幣資本の「産業」形態と「金融」形態との共存、そして不安定な（景気変動と長期波動の）拡張の動態。この分析によって、我々の経済において貨幣が重要な役割を果たしていることを明確にした。

今、我々は、どのように貨幣創造、資金融資、そして生産活動が、蓄積過程における有機的な力として相互関係を持ち、所与の成長パターンを具体化するのを見ることへと取りかかることができる。この三者関係のまさにその形は、貨幣と信用とを規制しているさまざまな制度と政策に依存している。これらが集まって、いま広がっている蓄積体制の明確な下部構造である、いわゆる通貨体制 *monetary regime* を形成する¹。我々は、何がそのような通貨体制を構成しているか、またそ

の通貨体制がどのように機能していると考えられているかを最初により詳細に明らかにすることによってこの章を始める。次に、我々は合衆国の通貨体制の歴史的発展を分析し、信用貨幣によって金本位制から徐々に抜け出していくことを特に強調する。

4.1. 通貨体制の概念を定義する

通貨体制は、与えられているどの蓄積管理体制においても重要な制度形態（第3.4節を参照されたい）であるが、それはいくつかの独特なそして相互関連している側面を含んでいる。

1) *貨幣創造過程* 経済における（所得や資本としての）貨幣の戦略的な役割が与えられれば、貨幣創造の形態は確実に多大な影響力を持つ。もしいくつかの個々の経済主体が、自身の貨幣を創造し、それを社会的に受け入れられる交換手段として押し付けることができたとしたら、彼らはこうした権力を持っていない他のすべての市場参加者に対して明らかに不当に有利な立場にたつことになる。彼らは単に貨幣を発行するだけで、自身の購買力を増加させるか、あるいは自身の債務を清算することができる。それゆえ、貨幣創造は、財やサービスのための市場の外側、つまり、銀行制度に置かれなければならない。さらに言うなら、現金残高に対するさまざまな需要（つまり、貨幣需要の取

¹ 「通貨体制 *monetary regime*」という概念は私独自のものではない。それは折に触れて、新古典派経済学者、例えば、Karl Brunner と Alan Meltzer (1982, 1985) などによって使われてきた。しかし、そこでは通貨体制は、特に金融政策目標や貨幣需要推計における貨幣に関する標準的概念を示しているだけである。

引動機、予備的動機、投機的動機、そして金融動機）は、経済活動をスムーズにする政策を確かにするような適度な流動性の注入によって満たされなければならない。貨幣創造過程が政府の規制に従属するようになるのはこのためである。このいわゆる通貨政策は、さまざまな通貨形態の一貫した決済システムへの統合と国家通貨当局による決済システムの管理とで構成されている。

2) 国際通貨協定 貿易と資本固有の世界化傾向との両方が国家間の金融取引を引き起こす。

それらは、さまざまな通貨の交換を必要とする。それゆえ、通貨体制は、外国為替へのこれらの需要に対応するために、例によって先進工業国間の多国間協定によって保証された国際的側面をもつ。そのような国際通貨制度は、受け入れ可能な世界貨幣形態を確定し、為替相場を規制し、どのようにして諸国が自身の支払債務を履行するかを決定しなければならない。

3) 金融規制 金融機関と市場は、彼らの活動に影響させることを意図したさまざまな政府規制を受けなければならない。ここで「金融政策」と称されるこれらの規制によって、政府は国家の信用システムと資源配分を形成できる。金融政策の重要性質は、債権者と債務者との関係の安定化である。

4) 危機管理 今日、国家通貨当局は、信用制度の不安定性を中和するための自由に使えるいくつかの機構をもっており、そのうちほとんどは最後の貸し手として行動することによるものである。このような介入は、金融危機が銀行制度を麻痺させ、通常の周期的景気下落を恐慌へと変化させる脅威が広がる前に、その金融危機を抑制し、解消する。

この章で我々は、通貨体制がどのように、そしてなぜ貴金属本位を基礎とした金融システムからよりずっと柔軟な信用貨幣に集中した金融システムへと進化したのかを見ることになるであろう。通貨形態におけるこの変化は19世紀の中頃に始まったが、世界恐慌においてはじめてそのクライマックスに達した。そのとき、国内銀行と金本位

制の同時崩壊（1931年）によって、アメリカの政策立案者は、大きな金融改革に着手せざるを得なくなった。信用貨幣を基礎にした体制に向かって徐々に移行した事態は、綿密な調査研究を行う価値がある。さらにそのことは私たちに、我が国経済の歴史発展における機構的変化の重要性を確かめる以外にも、貨幣と金融の社会経済的基礎について多くのことを教えてくれる。従って、1790年代から1930年代の間のアメリカの通貨体制の発達を簡単に見てみよう。

4.2. 複本位制と州法銀行 1792—1862

革命戦争と超インフレの余波のなかで、アメリカ議会は、金と銀にドルを結びつける1792年の鑄貨法を通した²。このことによって貴金属本位制を導入しようとする我々の最初の努力が示された。そのような商品貨幣体制では、国の通貨は貴金属（金、銀）によって規定されると共に、貴金属と自由に兌換されていた。この連結は二つの重要な特徴を持っていた。第一に、政府が鑄造する鑄貨と銀行が発行する紙幣の額は、それら通貨の保証となっている利用可能な鑄貨準備によって制限されている。第二に、金属本位制は、一定の金量でそれぞれの貨幣単位（例えば、ドル、ポンド、フラン、円）を規定することによって様々な国の通貨間の固定為替関係を創り出した。この国際的な取り決めはさらに、公的に固定された為替相場で貴金属を輸出入することができるという無制限の権利を含んでいた。その結果、貴金属は世界貨幣として有効に機能することができた。同時に、これら二つの特徴によって通貨発行は、通貨所有者の貴金属への償還請求権によって機能する自動調整原理に従属させられた。

1792年の複本位制にはすぐに問題が発生した。銀価格が金に対して下落し始めたのである。この

² 1792年の鑄貨法によって合衆国造幣所が設立され、完全鑄貨の新しい基準貨幣単位、ドルが発行された。完全鑄貨ドルの金属商品価値と額面価値とは等価であるとされていた。ドルは371.25グレインの銀、および24.75グレインの金と等価と規定され、銀と金の造幣法定比価は15：1であった。

ことによって人々は、積極的に、合衆国造幣局公定比率の15:1で銀を金に交換し、次に世界市場においてこの金を15.5:1という市場価格比率で交換しようとした。従って金は国内流通から姿を消し始め、合衆国を事実上の銀本位制した。これは、(公式に過小評価された)「良」貨は(過大評価された)「悪」貨に駆逐されるという、グレシユムの法則の劇的な例であった³。金流出をくい止めるために、ドルは(1834年の鑄貨法において)23.22グレインの金まで減価させられた。新しい鑄造比率16:1が当時支配的であった15.73:1の世界市場の比率を越えた後、金は金属流通を逆転させるために意識的に過大評価された。このことによって合衆国は金本位制へと動きだし、それに伴って銀は1ドルよりも低い鑄貨のための補助貨の地位へ徐々に低下していったのである(1853年の鑄貨法を見よ)。

合衆国における複本位制の確立は、1780年代の最初の民間銀行の出現と軌を一にしていた。それらの金融機関はすぐに、同時に発生した貨幣の発行を彼らの貸し付けと結びつけることによって、彼らの貸付行動を大きく拡大できるということに気がついた。様々な技術革新がこの関係を可能にすることと結びついていた。

- ・第一に、企業間取引における延べ払いで成立する企業間信用は、販売者の債権を表しているいわゆる為替手形を発生させる。ひとたびこれらの手形が互いに相殺されれば、為替手形自身が現金の代わりに支払手段になった。この手形交換所機能を引き受けつつ、銀行は、自行の銀行券でこれらの為替手形を購入し始めた。このようにして銀行自身の信用が先の企業間信用に置き換わった。
- ・第二に、これらの銀行券が十分に規格化されて

しまうと、その所有者は、受取り手がこれらの銀行券は発行銀行によって弁済されると認識していることを前提にして、それら銀行券を財やサービスと交換する。それゆえ、交換手段として利用されればされるほど、これらの銀行券は、初期形態の銀行発行通貨になったのである。社会的に受け入れられる交換手段としての規格化と流通拡大という事態と同じことが、預金の見返りに銀行が発行する受領書でも進んでいた。

・第三に、銀行は、預金のすべてが一度に引き出されるわけではないことを認識していた。従って、彼らは、預金引き出しに対応するための準備に一部の預金を維持することだけで十分であり、残りは追加的な信用へと融通するために使うことができた。これは、「部分準備銀行」として知られるようになった。その過程において、銀行は、新たな銀行券を発行し、そしてそれを貸し出した。なぜなら、その銀行券は今や交換手段として受け入れられたからである。

1800年代初期の銀行の急速な成長は物議をかもしものであった。というのも、それは深い経済的な対立を反映するものであり、我が国の政治的分裂に対応するものであったからである。東部の工業と商業の利害は強い銀行業システムに賛成した。銀行は信用を供給し、(正貨への自由な交換性がある銀行券の形態で)通貨を発行したので、銀行は資本形成を刺激し、取引を促進するものとみなされていた。しかし、西部の開拓地域の農業者によって支持されていた南部の大規模農場所有者は銀行に反発した。なぜなら、彼らは銀行が農場主たちの金で東部の産業と商業を救援するものであると見ていたからである。彼らはさらに銀行が鑄貨を銀行券と預金証書に置き換えることによって国家の貨幣の質を低下させていると攻撃もした。

農業と工業の利害のこの対立が、最初の蓄積体制(「オールド」レギュレーション old regulation)の決定的な矛盾を表したとき、銀行を国家によって合衆国の水準で規制するべきかどうかという問

³ エリザベス女王一世の統治(1533-1603)の間の英国の大蔵大臣であるトーマス・グレシャム卿は、より重量の軽い、摩滅した鑄貨が交換手段として広く流通する一方で、完全重量の鑄貨が流通から排除され、むしろ蓄蔵貨幣として保有されたことを観察した。

題をも明らかにするようになった。1791年に連邦政府は、アメリカの中央銀行業の初の試みである、合衆国銀行を設立した。しかし、この機関は最終的な崩壊をもたらすという矛盾を示した。合衆国銀行は、一方で、他の多くの商業銀行とちょうど同じように活動し、企業向け融資を行い、預金を受け入れ、銀行券を発行した。他方で、中央銀行としても機能し、州法銀行が発行できる銀行券量を規制し、州を越えて資金を移動させ、そしてアメリカ政府の国庫として行動するといった権限を与えられた⁴。

州法銀行は、自行の準備金を流出させる合衆国銀行の行動（注4を見よ）にいつそう強烈に抗議する以外にも、州法銀行の競争相手と規制者という合衆国銀行の二重の役割が、州法銀行に不当に不利益を与えていると主張した。州法銀行は、南部の土地所有者と西部地方住民の支援を勝ち取った。この両方のグループは、合衆国銀行が東海岸都市部の工業投資に彼らの地方資金を転用するためにその権力を使用することを恐れた。州法銀行、農業利害関係者、そして反連邦主義の政治家たちの連携が、1811年に合衆国銀行の更新を阻止した。しかし、1812年の戦争後の甚だしいインフレによって、1816年に議会は第二次合衆国銀行という別の中央銀行を認可するに至った。「金融引き締め」時期（1818、1820）の激しい経済不況によって助長された反対運動が続いたことで、人民党員大統領のアンドリュー・ジャクソンと州権擁護者たちは、1832年の第二次合衆国銀行の二十年免許の更新を拒否することへと駆り立てられた。

⁴ 州法銀行に対する中央銀行の制御メカニズムは、David Kidwell と Richard Peterson (1984, ch. 5) に説明されている。もし、中央銀行がある特定の銀行の貸付と銀行券の量を制限したいならば、中央銀行は、その銀行券を巨額にため込み、次にその銀行券を償還ために呈示する。このことによって発行銀行の正貨準備は流出する。したがって呈示を受けた銀行は、銀行券を減らざるを得ないか、倒産に直面させられる。中央銀行はその銀行券を償還請求するよりもむしろその銀行券を保持し続けるか、あるいは流通に払い出すことによって、従って、そのような州法銀行に準備金を維持することを許すことで、満足できる操作政策が可能となった。

このように合衆国は、1836年以降1913年の連邦準備法まで中央銀行がないままであった⁵。

州法銀行に対する連邦規制のこれらの試みは、企業取引を促進し、工業投資への資金を供給するようになるであろうとされた、安定通貨と健全銀行に対する商業と工業の利害を反映していた。銀行システムに対する全国的な規制の確立が繰り返し失敗したことを考えれば、東部州政府が、自ら所有する銀行に彼らの地域経済にも利益をもたらす方法で連携することを奨励したのは驚くに当たらない。例えば、ボストン銀行は、ニューイングランドの地方銀行がいかなる償還もカバーできるほど十分な額の正貨準備を保有しているならば、ニューイングランドの地方銀行の別の割引銀行券を等価で落とすことに同意した。ニューイングランドの地方銀行の銀行券は自由に流通し、さらにそれらの銀行はボストンの銀行による大規模償還という脅威に迫られ、銀行券の過剰発行を回避したので、1820年代の間、このいわゆるサフォーク制度が好況状態のニューイングランドに全国的に最も安定した通貨と銀行を与えた。1829年にニューヨークは、銀行債権者（手形所有者、預金者）を保護する、銀行の応分の拠金によって資金供給された「最後の貸し手」としての安全基金を設立した。それはパニック的な取り付けの発生を止め、それゆえ、地方経済を安定させた。このことによってニューヨークは、1840年代初頭に銀行倒産の波が基金を枯渇させるまで、主要な取引センターになることができた。

第二次合衆国銀行の失敗は、南部と西部における州法銀行の大きな増大の引き金にもなった。農業の利害は、「金融緩和」政策を強く支持した。大規模農場所有者はインフレーションから利益を

⁵ Charles Kindleberger (1978, p. 124) は、第二次銀行の消滅の原因がとりわけ欲深く破滅的な経営者によるものであると指摘した。彼等は、当時ばかりでなく信用金融投機に加えて様々な無法行為によって儲けようとしてきた。第二次合衆国銀行の消滅は、1837年の重大な金融危機や1840年代初期の世界的な債務不履行による不況に続いて起こった、投機的バブル崩壊の一因となった。

得ており、彼らは土地投機家であったり、好況期において著しい価格上昇への強力な潜在力を持っている非弾力的な商品の販売者であったりした。奴隷と労働集約型生産法に依存することで、彼らはコストに対するインフレの影響を懸念することはなかった。西部の開拓地域の農民は、土地を購入し、彼らの新しい地域の経済基盤を作り上げるために安価な信用を必要とした。長期債務者になったことから、彼らは、自らの債務返済負担を削減するための簡単な方法としてのインフレに賛成したのである。双方の地域において銀行は、連邦政府に対立する支配的な地域利害との政治的な連携を追い求めながら、できるだけ規則に従ったのである。

第二合衆国銀行が終焉した一年後の1837年に、ミシガン州は、事前に制定された法的条件を満たすどの集団に対しても、特別な法的認可を得ずに銀行を運営することを認めた。この自由銀行業のシステムは、銀行免許の授与にはびこっていた腐敗と競争から政治的に支持されてきた銀行を独占的に保護することとの両方を取り除くために考案された。その広範に広がるわかりやすい魅力によって、他の十八の州も自由銀行業を採用するようになった。1834年から1840年の間、州法銀行の数は二倍近くになった。その急速な広がりが、1835-36年の土地ブームや1839年の綿ブームのような、地方の農業地域における大きな投機の波を引き起こした。

しかし、州政府による免許の交付が簡単であることや適切な監督の欠如によって、無法行為が助長された。例えば、多くの自由銀行が、銀行券所有者にとってみれば金で銀行券を償還しづらくなるような遠隔地に設立された。「山猫銀行」はその結果である。様々な欠陥が結びつき、州法銀行は倒産しやすいたいへん脆弱なものになった。一例として、州法銀行の多くは、著しい過少出資状態にあり、それゆえ、しばしば損失に対して十分な保証がされなかった。さらに、多くの銀行が適切な担保なしに高リスク貸し付けを行った。しかもしばしば自行の株主や銀行役員に対してである。投機的貸付、特に土地開発計画や不動産融資

という形での貸付が、インフレ時に横行した。多くの州が準備金を全く要求しないか、ごく少額しか要求しなかった。したがって、州法銀行は正貨準備への考慮なしに大量の銀行券を発行することができた。このような過度に信用拡張した銀行は、莫大な数の預金者や銀行券所有者が金貨や銀貨での支払いを要求したときはいつでも、崩壊に直面した。流通銀行券を不十分な準備金で割り引くという行為は、その総額が変化することによって不履行リスクへの強力な市場シグナルとして作用した。銀行券の割引の急速な増加は、預金者と銀行券所有者を心配させ、しばしば取り付けを誘発した。州法銀行のこの構造的脆弱性はとりわけ、債務支払拒否が広がるまっただ中で過度に信用拡張した多くの銀行が破綻した、1840年代初期の恐慌においてははっきりとした⁶。

1834年の後の州法銀行の拡大は、貨幣供給にも深刻な問題をもたらした。その一つは、州法銀行が発行した銀行券に関して統一性が欠けていたので、多くの混乱が生み出されたことである。例えば、1860年に合衆国には、三十という州の異なった法の下で営業している1600もの州法銀行があり、どの銀行も様々な銀行券を発行していた⁷。さらに、州法銀行は、景気循環を先取りするように自行銀行券を発行する傾向があり、それゆえ、貨幣供給において激しい変動の原因となった(表4.1を参照されたい)。経済回復期の急速な経済成長によって刺激され、銀行は積極的な信用拡張を再開し、自行銀行券によってその信用供給を行う。これに続いて、インフレーションの加速を伴う投機的ユーフォリア(過熱期)が現れ、この過熱状

6 「自由銀行業」にともなう問題が1840年代初頭に非常に悪化したので、連邦政府は完全にそれらの銀行を迂回した独立の財務省決済システムを立ち上げざるをえなかった。南北戦争が起ってから20年がたってはじめて、財務省は再び商業銀行を信頼するようになった。

7 流通銀行券がこのような多種多様なことが、偽造の横行を引き起こした。David Kidwel と Richard Peterson (1984, p99) によると、月刊記録「銀行券報告と偽造探知」は1860年に1000以上の偽造銀行券を挙げている。

表4-1 「自由銀行」時代のマネー・サプライの浮動性

年	マネーサプライの変化 (%)
1834-37	61
1837-43	-58
1843-48	102
1848-49	-11
1849-54	109
1854-55	-12
1855-57	18
1857-58	-23
1858-61	35

資料) John J.Knox (1903), *A History of Banking in the United States*

態が正貨準備に対する過剰な貸し付けと銀行券の発行とを行うことへと銀行を誘引する(例えば、1835-36年の土地高騰、1839年の綿ブーム、1846-47年のメキシコ戦争、1850年代初期のカルフォルニアのゴールド・ラッシュ)。その後のデフレという景気下降局面では(例えば、1837年の恐慌、1849-43年の債務拒否恐慌、1857年の恐慌)、これらの過度に信用拡張した銀行の数多くが破綻するか、あるいは自らの営業を支払余力まで縮小しなければならず、それゆえ貨幣供給を縮小せざるを得なくなる⁸。

この時代の明確な周期的不安定性は、限りある正貨準備と、州法銀行が強力な信用需要に直面して過剰な額の紙幣(いつでも償還請求可能な銀行券)を発行する傾向との間の金融体制内部の構造的な矛盾の反映であった。それゆえ、金本位制は、暴力的な銀行危機と鋭い景気下降へと向かう景気循環の頂点で感じられる信用拡張への「金属的障壁」として働いた。この問題は、農業地域の南部と開拓地である西部において激化した。その地域では、政府規制が無いことで、銀行が急速に拡大し、またしばしば不健全な貸付行為が助長された。その一方で、合衆国のほとんどの正貨準備

は東部に集中されていた。この不均等な金準備の配分は、1849年になってカルフォルニアで大規模な金が発見され、さらに合衆国全体の信用基盤が拡大した上に、交易が西部へと変更されたことによっていくぶん緩和された。それでも農業利害と工業利害の間の対立は続き、先鋭化し、結局、1861-65年の南北戦争において最終的に爆発した。

4.3. グリーンバック紙幣の時代、1862年-1879年

南北戦争はわが国の通貨体制の発展において重要な転換点を記した。その一つは、それが金本位制の一時的な停止をもたらしたことである。戦争に関連した政府歳出の増加は、すぐに連邦政府に重大な財政危機を突きつけた。なぜなら財務省は、公衆のモラルが低下するのを恐れて税金を引き上げるのをしぶったからである。最初に、1861年の秋、財務省は巨額の借入計画に乗り出した⁹。しかし、投資者利息の欠如がこの計画を挫折させた。政府は、独自の決済システムを止める代わりに、もう一度、商業銀行の短期援助に依存せざるを得なかった(注6を参照されたい)。このとき十分な金準備以上のものを保有していた銀行は、財務省地方事務局(「副財務省」)に、国債と交換に6ヶ月の期間10日ごとに金で500万ドルを与えることに合意した。いったんこれらの国債が公衆に売られれば、その売り上げは財務省に行き、次に財務省は銀行に金を返済するであろう。

しかし、財務省が赤字は予想していたよりも大きかったことを公表したとき金の取り付けが起これ、1861年の後半この「循環」は崩壊した。1861年12月30日に、銀行は金支払いを停止した。2ヶ月後、議会での侃侃諤諤の議論の末、リンカーン大統領は第一次法貨条例に署名した。この条例

⁸ 金本位制下での貨幣供給の変化と合衆国初期銀行業分析については、Richard Cooper(1982)、David Dewey(1903)、あるいはJohn GurleyとEdward Shaw(1957)を見よ。

⁹ この300億ドルの借用計画は総額50億ドルのいわゆる一覽払い中期債の発行を含んでいた。それらは本質的に貨幣であった。というのも、政府から(金や銀で)すぐに償還でき、さらに公共料金の支払いとして認められたからである。最も信じられないのは、財務省の役人と軍指令部の役人が一覽払い債で支払いを受けることを歓迎すると公に宣言するとはじめて、公衆(例えば、兵士、政府への納入業者、銀行)がこの貨幣形態を容認したことである。

は、額面5ドル以上のいわゆる合衆国紙幣を総額1億5000万ドル発行することを規定していた。「グリーンバックス」として知られるようになったこの新たな貨幣形態は、特定の国債の形で等価でいつでも交換されることができた。同時に、合衆国は、他国の通貨に対してドルを変動させることを決定した。したがって、これは基軸通貨に対する最初の変動為替相場導入であった。1862年から1864年の間、合衆国は、総額4億5000万ドルのグリーンバックスを発行した。

これによって金本位制から不換名目通貨に移行したこととは別に、財務省は重大な銀行改革を押し進め、内在的に赤字の州法銀行を一新させた。1863年の国立銀行条例は新たな銀行制度をもたらした。そして、それは1913年に連邦準備制度が造られるまで変更されることなく存続できた。この条例がもたらしたものは、いわゆる国法銀行である。それは、財務省通貨監督局という新たな通貨当局によって連邦規模で認可され、監督された。この銀行は、より高水準の最低必要資本を満たし、預金および銀行券に対して必要準備金（15%から25%の間の範囲）を維持し、そして、行われる貸付の方法や総額への規制（例えば、単一の貸し付けはその銀行の資本の10%を越えてはならない）に直面しなければならなかった。州法銀行の構造的弱点を回避することを意図したこれらの安全条項は、今日なお有効である。議会も、統一された安全な国民通貨を発展させる事へ向けて大きな一歩を踏み出し、どの銀行も平価で受け取らなければならない国法銀行券を新しい銀行が発行することを許可した。これらの銀行券は、標準化を確保しそれによって偽造をより困難にするために財務省によって、印刷された（注7を参照されたい）。国法銀行はまた自行が発行したあらゆる銀行券に対する担保として国債を保有することも要求されたので、国法銀行は財務省証券を購入し、保有しようとした。このことによって政府は戦費調達がかなり容易になった。

不換紙幣—グリーンバックス紙幣と同時に国法銀行券—の導入によって貨幣供給の劇的な拡大が可能になり、1862年中頃の6億8千2百万ドルか

ら1865年中頃の戦争終結時には16億3千4百万ドルへと3年で150%増加した。どちらの形態の紙幣も国債によって裏付けられているので、それらの発行は追加される政府借入と直接的に結びついていた¹⁰。これが大きな予算上の歳入不足を埋めることを助けた。戦時の政府歳出は、わずか7億5千3百万ドルの歳入に比べて、33億ドルを越えた。急速に拡大した貨幣供給と巨額の財政赤字とが結びついて、インフレの急激な加速を促した。その結果として、1861年の終わりから1865年中頃の間には物価水準はほぼ二倍になった。

このようなインフレは、戦時には典型的である。だが南北戦争の間には新旧貨幣形態の間の緊張によってインフレーションは激化した。新たな貨幣がかなり大量に投入されるによる物価騰貴への恐れによって、人々は、インフレ加速を予想して金を購入した。この投機は、自己実現的予言のように働き、金のドル通貨価格を引き上げた。さらに、製造業者は金を必要とした。というのも、輸入や関税の支払いのため、もしくは、減価している紙券を決済手段として受け取ることを拒否している部品供給者への決済のためである。金購入費用の増加を埋め合わせるために、製造業者は自身の製品価格を引き上げようと試み、それにより、インフレの加速が広がったのであろう。ある時点、1864年6月に、インフレーションがきわめて悪化したので、議会は金条例によって、先物の金契約とブローカー事務所以外でのすべての金取引を一時中断した。企業取引は崩壊し、金の価格が急上昇した混乱の二週間を経て、議会はこの制限を撤回した。

政府赤字歳出と（グリーンバックスと銀行券の追加発行による）その自動的な「貨幣化」が、工

¹⁰ グリーンバック紙幣が政府債に裏付けられていたのも、財務省が新紙幣を印刷する能力は、これらの証券を発行する能力に依存していた。このために、政府は、銀行家の Jay Cooke に政府証券の唯一の市場代理人となる権限を与えた。この独占と巨額の手数料の見返りに Cooke は2500人のサブエージェントを雇い、新しく発行された債券を北部諸州すべてに分配した。この合衆国史上最初の証券引受操作についての議論としては、Max Shapiro (1980, pp. 140-151) を見られたい。

業製品への直接的な需要へと転換したのである。合衆国政府による戦費への3兆3000億ドルを上回る支出のかかなりの部分は、価格が上昇した供給契約という形態で直接工業へと入っていった。議会の調査委員会がつかんだ証拠は、軍隊への資材（例えば、銃、軍需品、制服、毛布、食料、鉄道輸送）供給における平均利潤は、50%を越えたことを示していた。政府職員への多額の賄賂が、いきすぎた価格契約だけでなく、より政府に操作された機関に対する公的な圧力への法律的な敵対者も保証した。非常に大きなそして利益のあがる政府契約によって、民間の生産者は、かれらの設備を民間生産へ向けることを抑えた—彼らは民生品の価格を引き上げること的成功するまでおこなった。したがって、貨幣発行、政府の借入、そして価格上昇した調達契約というこの循環によって、産業は、貨幣の上澄みを吸い取る計画としてインフレを利用することができた。契約者その他の製造業者が一貫してグリーンバック紙幣の発行を支持していたことは驚くことではない。なぜなら、この新紙幣のほとんどが彼らの手元に落ちてくる予定だったからである¹¹。

この戦争が引き起こし、自ら資金調達した需要によって、産業の蓄積は大きく増大した。多くの産業（例えば、鉄鋼、材木、小麦や他の穀物、ゴム、羊毛、靴、機械工具）において、1861—65年の時期の産出は二倍あるいは三倍にさえた。戦争はまた、それが勃発する前にまさに出現し始めていた、新しい産業を発生させた。例えば、1859年にはじめてペンシルヴァニアで、最初の成功した油井が掘削された。だが、1864年の終わりまでには1100の石油会社が設立され、それらは9千万ドルという非常に大きな額を新しい資本のかたちでうまく引きつけた。同様に劇的だったのは、製

鉄所、鉄鋼所、そして鉄道の増加であった。この爆発的な工業の成長によって、多くの個人が、莫大な財産をため込み、産業帝国を築き上げることに成功した。1860年代の間、純国富は1860年の161億ドルから1870年には323億ドルへと二倍になった¹²。

不換紙幣の体制は戦後も続いた。インフレ的なコスト価格構造によって金本位制に戻ることが困難になっていた。というのも、適切な金—ドルの交換レートに対する合意ができず、非常に激しいデフレが起こる恐れが広範に広まったからである。1860年代後半から1870年代初期において、適切な貨幣形態についての政策的な議論がかなり形成された。伝統的に「金融緩和」と安価な信用に賛成してきた長期債務者としての南部の農業利害関係者と西部の開拓農業者は、グリーンバック紙幣の継続を支持するいくつかの産業家（例えば、鉄鋼、鉄道）や組織労働者のある部分と融合した。この立場はまた、国内での銀の大規模な発見によって継続的なインフレに利害を持つ銀採掘会社によっても支持された。この異成分からなる連合は、1868年から1874年までの間グリーンバック紙幣を漸次廃止しようとする立法上の試みを首尾よく阻止した¹³。

¹² もちろん、高水準の総需要を保証した政府の契約が、産業ブームを引き起こすただ一つの理由ではなかった。利潤は実質賃金の減少（男性労働者に対しては平均35%）や安い女性労働者への大きな転換から得られた。法人税の拒否、税収源としてや国内産業の保護のための高い関税、巨額補助金（例えば、鉄道会社への無料の土地や建設費補助）などのような、ビジネスを支援する政策も役だった。

¹³ Robert Boyer と Benjamin Coriat (1984, pp. 8—11) を見よ。この優れた論文の著者達もまた、特にアメリカ経済理論の発展におけるグリーンバック紙幣時代の大きな影響を議論している (pp. 18—36)。例えば、Wesley Mitchell (1903, 1908) によるその分析は、いわゆる制度学派を引き起こした。それは、景気循環変動の数量的な分析と政治機構の役割を強調したパラダイムであった。そして、Irving Fisher (1911) はグリーンバック紙幣時代の自らの発見を応用し、不換紙幣に対する貨幣数量説を再定義した。

¹¹ ここで議論されている循環は、南北戦争時のインフレーションの責任を単純に紙幣の過剰発行のみに問うことはできないということを示している。因果関係は明らかに、投機的買い占めと財政赤字を経由した価格騰貴から通貨創造へと向かっており、その反対ではない。それゆえインフレーションは、一連の政策が失敗した結果というよりもむしろ、一つの装置のようなものであった。

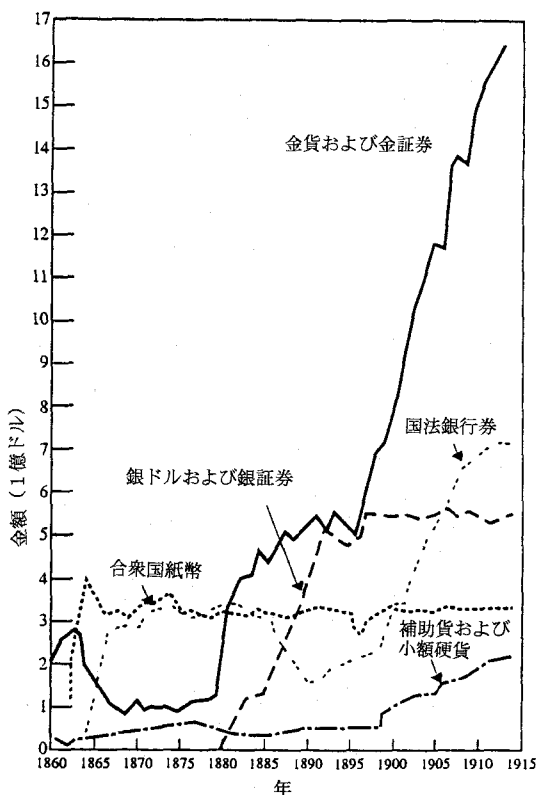
4.4. 金本位制への回帰 1879-1914

グリーンバック紙幣の継続は、国法銀行券の流通増加と結びつき、1865年の短い戦後恐慌後の強力な回復を促進するのに役だった。しかし、1870年代初期の好況はすぐに産業の過度な拡張をもたらし、能力増加が消費を追い越していった。その結果が、1873年の恐慌により始まる新しい産業蓄積体制—我々が「競争的な」レギュレーションとして第3.5節で言及した体制—の最初の過剰生産危機であった。戦後恐慌の終焉と1875年の選挙によって、「安定通貨」、それゆえの金属本位制への回帰に賛成していた東部の産業家と銀行家が力づけられた。

1873年に議会は自由・無制限な銀貨鑄造を終えた。この行動は、「金融緩和」の支持者が、「79年の犯罪」と名付けたものである。この後1875年、金に裏付けられたドルへの回帰をはっきりさせる正貨兌換再開法が続いた。長期にわたるデフレによって、ついにグリーンバック紙幣と金との平価が回復したとき、議会は、1878年の貨幣法と1879年の金兌換再開を承認した。流通しているグリーンバック紙幣の量は当時の支配的な水準に凍結され、そして合衆国は戦前の造幣局比率で複本位制に法律上復帰した。銀採掘権益を満足させ、新たに供給される銀を利用するために、財務省は、紙幣として流通している銀証の裏付けとして、銀の購入と鑄造を再開する立法上の承認（1878年と1890年）を受けた。

しかしこの銀への復帰は短命であった。なぜなら、この金属の補助的な地位が変わることはなかったからである。財務省はいままで通り自身の債務の返済に銀を使うことはできなかった。それゆえ、事実上アメリカは金本位制であった。このことは、大規模な金の発見（例えば、アラスカ、コロラド、南アフリカ）と採掘技術の発展が大きな金供給量の増加をもたらした1896年以降ははっきりした。この同じ年、金融制度が主要な争点になった激しい大統領選挙の結果、ウィリアム・ジェニングス・ブライアンの選挙戦敗北は、銀の支持者にとっての決定的な敗北であった。1900年の金本位法によって、ついに合衆国は公的に金に裏

図4-1 合衆国の貨幣形態、1860-1915



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System: reprinted from Robert Boyer and Benjamin Coriat (1984), "Les Greenbacks Revisites: Innovations dans les Institutions et l'Analyse Monétaires Américaines (1862-1913)", CEPREMAP mimeo no. 8420, Paris, p. 4.

付けられた本位制になった。図4.1は、この劇的な通貨実験の時期における合衆国の通貨供給構造の複雑な変化を表している。この期間は三つの部分に識別可能である。つまり、グリーンバック紙幣の時代、1862年-1879年、複本位制、1879年-1896年、そして金本位制、1896年-1914年である。

貨幣形態に関する苦闘が、国内銀行業の二重構造へとむかう戦後の展開について回った。1863年の銀行改革の骨格を作り上げた人々は、州法銀行が国法免許に転換することを望んでいた。よりしっかりした安全性規制とより厳格な政府の監督があるにもかかわらず、国法銀行は、国法銀行券の発行権のために、より魅力的であると考えられたからである。転換を後押しするため、1865年に議会は州法銀行券に法外な年間10%の税を課した。これが、州法銀券発行を無益なものにした。

表4-2 合衆国の二重銀行制、1860—1914

年	国法銀行	州法銀行
1860		1,529
1865	1,294	349
1870	1,612	325
1875	2,076	586
1880	2,076	650
1890	3,484	2,250
1900	3,731	5,007
1910	7,138	14,348
1914	7,518	17,498

資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking Studies*, Washington, DC, 1941.

このことによって1860年代には州法銀行の数が著しく減少した。

けれども、州法銀行はそれでも何とか生き残っていた。南北戦争が急速な工業化の引き金を引き、全国的に統合された市場を作り上げてきた。企業規模の成長と通信と輸送の改良とによって推進されながら、取引量は地域的、全国的規模の両方で増加した。これらの取引を促進するために、州法銀行は顧客に新たなタイプの銀行預金—「要求払い預金」—を提供した。これらの小切手勘定は、紙幣通貨よりもより便利な決済システムとして広く容認されるようになった。この新たな貨幣形態が広く受け入れられたことで、再び州法銀行は数と規模において拡大できた(表4.2を参照されたい)。州法銀行が復活したもうひとつ理由は、一般的にそれほど制限的ではない州法銀行規制の魅力であった。二重の銀行と小切手勘定の両方が、今日まで、わが国金融制度の構造的特徴として続いてきている。

1863年に設立された国法銀行システムもまた、いくつかの重要な欠陥を持っていた。

- ・どの銀行も発行できる国法銀行券の総額は、担保としてそれらの銀行が所有する財務省証券の市場価値の一定割合を基礎としていた(第4.3節の議論を参照されたい)。このような担保は銀行券所有者を保護するけれども、それによって、通貨創造は合衆国国債市場に依存するよう

になっただけであった。例えば、高金利、従って債券価格の低下の後で、国法銀行券の額は1880年代の後半から1890年代はじめに減少し、は3億5千万ドルから1億6千万ドルへととなった(図4.1も参照されたい)¹⁴。そうした必要準備が厳格に強制されたことで、国法銀行券の発行は、経済の拡張、農業循環から生じる季節的な需要、もしくは、非常事態に柔軟に対応できなくなった。言いかえれば、民間銀行貨幣の形態が、国内経済の流動性需要に対して「適応性がない」のであった。

- ・何千もの銀行が互いの小切手を現金化するインターバンク預金のコルレス網は、複雑な決済システムであることが明らかになった。このシステムは、地域内資金移動では、主な遅延と高コストの原因になった。これら不効率のために、域外の小切手は、しばしば、等価ではなくむしろ割り引いて現金化された。
- ・この同じコルレス網によって、銀行が全く無防備になる準備金のピラミッド化が促進された。大都市銀行はより小さな地方銀行の準備預金をめぐって積極的に競争し、次に、大都市銀行はさらなる所得を得るためにその準備預金を貸付けた。しかし、同時に地方銀行はこれらの預金を要求があり次第現金に交換され得る準備金として見なしていた。収穫期もしくは緊急時に地方銀行が現金を要求したとき、大銀行は流動性の圧搾に直面した。そうした銀行は、その時、残っている貸付金を回収し、貸付を縮小せざるを得なくなる。そして、このことによって次には、金繰りにこまった債務者が彼らの金融資産を流動化するようになる。本来非弾力的な通貨と結びついたそうした投げ売り(セルオフ sell-off)は、証券市場の崩壊と減少している現金供給の分け前を獲得するために誰もが奪い合うような銀行取り付けを引き起こした。

¹⁴ すでに上で図示したように(図4.1)、銀行創造する貨幣供給におけるこの50%という減少は、1878-79年の複本位制への復帰によって穴埋めされた。複本位制は、貴金属硬貨の流通と代替的な貨幣形態としての預金証書の増加を促進した。

南北戦争後の国内産業における拡大がとうとう長期不況の時代(1873年-96年)へ入ったとき、国法銀行システムのこれら欠陥が、劇的な形で表面化した。工業の過剰能力と脆弱な銀行とが結びついて三つ恐慌が起こった。通常貨幣市場の圧力と銀行取り付け、そして有価証券価格の崩壊といったものが互いに強まり続発するなどの金融危機も、深刻な不景気のきっかけとなる(1873年-78年、1884年-85年、そして1893年-97年)。1873年恐慌は、ドイツとオーストリアにおける大きな不動産投機の崩壊の後、ヨーロッパの投資家が、リスクにさらされた現金ポジションをカバーするためにアメリカから資金を引き上げたとき始まった。1878年-79年の金本位制への回帰後の一時的な好況は、金利の上昇と債券価値の下落が貨幣飢饉の引き金となった、1884年に終わった。1893年恐慌は、前述した、1888年から1892年までの間の国法銀行券の供給減少と銀への回帰(1890年のシャーマン銀購入法において最高潮に達した)という二つのことが合衆国の金本位制維持の可能性への信頼を脅かした後で起こった。

1873年-96年という不況時代の間のどの金融危機でも、その状況は通貨の制度的な「非弾力性」によって一層悪化した。銀行券の発行が合衆国国債市場と結びついたので、「金融緩和」政策によって金利上昇と金融逼迫に対応するという方法がまったくなかった。最後の貸し手機能の効果的な介入が無かったので、どの金融恐慌も、多数の銀行取り付けが引き金になって急速に広がる傾向があった。危機の初期に直面して銀行に協力を促した最適メカニズムが、1873年の恐慌時に設立された。このシステムの下で銀行は、一覽払い通貨あるいは銀行券よりも、いわゆる手形交換所貸付証券(全体としての手形交換所の債務)で清算された小切手の支払いを受け入れた。このことによって、いずれの銀行もその競争者から預金を引き離そうと努力する誘因が減退した。しかし、この機構は準備金を共同出資することへの同意があるからこそ機能し、その結果、もはや小切手決済に当たって現金を受け取らない引受銀行は、自行の支払債務を支払うができたのであろう。恐慌の

後、そのような共同出資金はもはや手近に用意されているわけではなく、したがって、こうした恐慌の管理を繰り返すことはできなくなっていた。さらに、この機構は地域的に限られたそれぞれの手形交換所内だけで機能していた。しかし、都市間決済のフローに対しては機能していなかった¹⁵。

合衆国銀行制度の脆弱性は、1896年の後に減退したようにみえる。いくつかの要因が、合衆国の貨幣供給の急速な増加に寄与した(図4.1を参照されたい)。金準備が鉱山の新たな発見と掘削技術の改善に続いて大きく増加した。1879年以来ずっと、財務省はその貴金属の購入に対する支払いのための金証券を発行してきた。この新たな通貨が銀行に預金されると、それは銀行準備金を増加させ、従って、「部分準備金」銀行制度の下で一層の信用拡張を可能にした。加えて、銀行数の劇的な拡大(表4.2を参照)は、国法銀行券とその他の主要な貨幣形態である要求払預金の両方をかなり巨額に流通させることを可能にした。

1896年の後の貨幣供給における急速な成長によって助けられ、合衆国工業は持続的な拡張の時代を再開した。そしてその拡張は第一次世界大戦の終わりまで続くことができた。これは合併と企業繁栄の時代であった。野心的で無情な企業家(「泥棒男爵」)が、持ち株会社の形成と信託証券の発行を通じて他の企業を乗っ取ることによって、大きな産業帝国を建設した。銀行業、保険、鉄道、鉄鋼、精肉業、そして石油産業における今日の支配的な企業の多くは、アメリカの歴史におけるこの最初の合併ブームの間に形成された。し

15 O.M.W. Sprague (1968) は、恐慌が起こりやすいこの時期に合衆国の単一制度は、最後の貸手として効果的に行動できなかったと指摘してきた。貨幣発行ができないので、財務省はめったにない状況である財政の黒字が蓄積されて初めて介入することしかできなかった。そして、それでも(商業手形にもとづく)自己規制貨幣供給という真正手形主義に従う傾向があった支配的なニューヨークの銀行は、どんな巨額の現金要求に対しても十分な準備金を維持することはできなかった。

かしながら、1907年にもう一つの金融恐慌が発生した。長期波動の拡張局面では典型的なようにその出来事は、産業へ限られた影響だけしか持っていなかったけれども、ニューヨークの銀行や株式市場にはとりわけ激しく打撃を与えた。政府役人やシティーの銀行家は、この国の金融制度に対してある種の集中的な管理が必要であるということをその時確信した。

4.5. 合衆国での中央銀行の導入

オルドリッチ委員会による合衆国銀行業についての1910年レポートの主要な提案を採用して、議会は1913年の連邦準備法を制定した¹⁶。この法律は、1907年危機でかなりはっきりと現れてきた、国法銀行制度の最も深刻な欠点を修正することを意図した。その鍵となる条項が、中央銀行である連邦準備制度（Fed）の設立であった。議会は、この新たな通貨当局に、通貨の発行、全国的な決済制度の運営、緊急時における最後の貸し手としての機能、そして大銀行への監督といった権限を与えた。連邦政府は長年にわたって銀行への中央集権的規制に反対してきたので（第4.2節を参照）、議会は Fed を相対的に分権化された構造にした。それは、首都ワシントンの7人の理事によって調整される12の地域の連邦準備銀行からなるものである。それぞれの地域銀行は、その特定地域の経済的要求に対して責任を持った。しかしながら、現実には、経済環境の変化によって連邦準備制度はだんだん中央集権化され（以下を参照されたい）、その結果、今日その権能のほとんどが首都の連邦準備理事会に握られている。

他の政府機関からの連邦準備制度の自律性は、様々な手段で保証されている。連邦準備制度の理事は、（上院承認を条件として大統領によって）

14年の期間任命される。そして、4年間の議長在職期間は、大統領の在職期間とは一致しない。これらの規定によって、どの大統領も自らの被任命人を使って理事会に都合のよい人を送り込むことが難しくなっている。さらに、連邦準備制度は議会の予算承認過程の外側で機能している数少ない政府機関の一つである。その代わり、この中央銀行は企業機構を与えられた。その機構では、加盟銀行（すべての国法銀行と自発的に加盟した州法銀行のうちの10%）が、加盟銀行の地域の連邦準備銀行株を購入し、理事会の選挙を手助けした。加盟銀行によるこの連邦準備制度の正当な所有は、さらに、この中央銀行が銀行家によって経営され、彼らの利害関係を表していることを意味していた。

この新たな通貨当局の主要な役割は、我が国経済需要に一致させるよう国内の貨幣供給を管理することであった。このような「弾力的」通貨を供給するために、連邦準備制度は、いわゆる連邦準備券という新たな形態の紙幣を発行することが認可された。加盟銀行は、超過通貨を必要としたときはいつでも、その地域の連邦準備銀行からこの紙券を獲得することができた。この連邦準備券は、すぐに、流通内で主要な紙幣形態、すなわち、その紙券は今日まで支配的な地位を維持している。金本位制を習慣とし、（1897年から1914年の間にはほぼ50%平均物価が上昇した）激しい平時インフレをちょうど経験してきたところだったので、多くのアメリカ人は、連邦準備制度の貨幣発行権がインフレ圧力を悪化させるだけではないかということを恐れた。こうした懸念を沈めるために、地域の連邦準備銀行は自行の債務に対して一定の金準備（連邦準備券に対して40%、預金に対して35%）を維持することが求められた。しかし、理事会は、必要になったらいつでもそれら準備金を留保しておくことができた。現実には、連邦準備制度はその通貨管理がこれらの必要準備金によって左右されることを決して許さなかった。さらに、議会は、その必要準備金を繰り返し削減し、1968年についてそれを廃止した。

連邦準備制度はさらにその加盟銀行の預金債務

¹⁶ 1913年は合衆国の経済政策決定における重要なターニングポイントであったことは特筆するべきであろう。中央銀行の設立とは別に、合衆国はその年個人所得税も導入した。そして1890年代後半から1900年代の合併ブームに続く産業集中の急激な増加に反応して、合衆国政府は、1914年のクレイトン法と連邦取引委員会法の中で反独占力を徹底的に拡大した。

に必要準備金を課した。これらの銀行準備金は、主に、その地域の連邦準備銀行に預金として保持される。地域の連邦準備銀行では、小切手が振り出された銀行から小切手が預金された銀行への等価の準備預金の簡単な振替をすることで（額面で）小切手を決済するためにその準備預金を使った。このようなインターバンクの振替は、この国を網羅する小切手決済と取り立てにとつての効果的な支払いシステムを確立した¹⁷。特定の限界の中で加盟銀行の必要準備金を変更することによって、連邦準備制度は、加盟銀行の（新たな要求払い預金形態での）貨幣創造と信用拡張を規制することができた。必要準備金が増えることによって民間銀行貨幣の発行が制限され、逆はまた逆のことが起こった。

さらに、連邦準備制度は、損害を与えるような銀行危機の可能性を減少させるために、「最後の貸し手」として機能することができた。例えば、その中央銀行は加盟銀行を監督し、それによって健全な銀行行動を保証するための権限を与えられた。そして、深刻な恐慌の時に、連邦準備制度は、破綻した加盟銀行に緊急の信用、いわゆる、割引貸付を供与することができた。通常、連邦準備制度によって設定された利率で15日間（ただし、借り換えによる延長の可能性をもっている）だけ貸し出されるこれらの貸付は、現金の注入によって危機に瀕した銀行を危機が沈静化するまで助けるであろう。その貸付は、連邦準備銀行の借り入れ銀行の準備預金ポジションへの追加という形態をとり、準備金不足の銀行にだけ利用可能であった。それでも、もし連邦準備制度が自行銀行券のさらなる発行なしで銀行の準備金（そして、それによってこの国の貨幣供給）を増やしたいな

らば、連銀は公定歩合を低くし、それによってより多くの適格銀行がその割引窓口から借り入れするよう促すことができた。

4.6. 第一次世界大戦とアメリカの世界的支配の出現

1914年に第一次世界大戦が始まると、多くの国は金兌換とその自由な輸出から手を引かざる得なくなった。金本位制が一時的に停止されたことによって、連邦準備券と要求払い預金は、アメリカの戦費調達のための新たな二つの重要な資金源となった。戦争によって、深刻な被害から脱出しようとした列強の中でもまさしく唯一我が国は、強力な後押しを受けた。連邦政府（つまり、戦時産業局）の行政指導の下、その財政的支援を受けて合衆国の産業は、連合軍への軍備とその他の重要物資の主要な生産者となった。その生産量は、1914年から1918年の間にほぼ二倍になった。戦争に関連した輸出好況が、アメリカ企業に多くの外国市場を開き、そして、数年で合衆国は世界最大の純債権国からもっとも有力な純債権者に転換した。

最初、イギリスとフランスは、2億ドルというその対米投資より多くの額を我が国に転売することによって合衆国製品購入の資金を調達していた。しかし、それは十分ではなかった。それゆえ、アメリカの銀行は、イギリス、フランス、そしてその他のヨーロッパの友好国に1914年から1917年までの間、26億ドルを貸し付けた。この貸付は、その時点での合衆国政府自身の債務の二倍以上（！）に相当した。連合国は、我が国の卓越した金融機関の一つである、J.P. モルガン社を非常に頼りにし、自国の債務問題の管理やアメリカでの購入代理人として活動を依頼した。このように、合衆国の銀行は、最初のソプリン・ローンカリブ海諸国や中国におこなってからわずか二十年で、突如世界の銀行業務における主導的地位を獲得した。銀行業務の国際化におけるこの劇的な進歩は1913年の連邦準備法によってさらに促進された。この法律によって、国法銀行として認可された銀行は外国支店を開くことができた。1917年4月に合衆国が参戦した後、連合軍への民間の貸

¹⁷ 小切手を額面通りにそして費用をかけずに決済できたので、小切手は、現代貨幣の主要な形態として要求払い預金を確立すると言ってよいほどに民衆の間でより一般的なものになった。連邦準備制度は、全国規模での電信振替や航空便サービスで地域の連邦準備銀行を結びつけ、小切手決済制度を全国的な基礎の上で運営している。州法銀行は、連邦準備制度の構成部分ではないのだが、加盟銀行とのコルレス網を通じて参加した。

付は合衆国政府の公的貸付に置き換えられた。その額は続く二年で合計96億ドルになった。

かなり強固なものになった国際的な地位を反映して、合衆国は、ドルの戦前の代表金量を全く変えないまま、(1919年)完全な「金貨」本位制復帰した戦後最初の国になった。強烈な戦時インフレにも関わらず金とドルの関係が不変なままであったことで、デフレ圧力が悪化した。その結果が1920-21年における極端な戦後不況であった。その景気下降の間に、産業経営者は首尾良く労働組合を攻撃し、戦事関連で積み上げられた過剰能力を削減し、さらに、価格低下を通して競争力を押し上げた。

1920年代初期に、ウォール街はその新たな世界的影響力を使い、経済の崩壊している中央・東ヨーロッパに対して安定化貸付を始めた。それは、1924年のドイツに対する14億ドルという莫大な貸付で最高潮に達した。これら貸付の開始は、アメリカの銀行家の新たな「国際主義的な」見通しや、自由化された貿易ルール、ヨーロッパ復興のためのアメリカの援助、そして、世界経済におけるアメリカのリーダーシップを反映していた。しかし、アメリカ政治における根強い伝統であった孤立主義の感情が、この戦略を堀崩した。まず、議会は、合衆国が国際連盟へ加入することを阻止し、それによってこの国際協調の試みは崩壊した。次に、1920-21年不況の結果、議会は、国内産業からの圧力に屈服し、関税を引き上げた。その結果生じた我が国の輸入の減少によって、連合国は合衆国に対する10億ドルの債務返済がますます困難になり、外国為替準備の資金源の一つとして敗北したドイツからの莫大な賠償金を引き出さざるを得なくなった。最終的に、議会は、債務放棄によってヨーロッパ復興を促そうとする銀行家の請願を、そのような措置が合衆国政府の歳入への著しい損失を意味するであろうという理由から、拒否した¹⁸。

¹⁸ ウォール街の「国際主義」とワシントンの「孤立主義」の間の1920年代の衝突についての詳細は、Jeffrey Frieden (1987, PP.25-41) を見られたい。

4.7. 投機的過剰から世界恐慌へ

合衆国は第一次世界大戦の終結後すぐに金属本位制に復帰したのであるが、他の国々は、金を裏付けとした貨幣への復帰を見合わせた。イギリスは、1925年にその措置をとった。そしてそのことが、産業の賃金切り下げ努力に対する反応という形で1926年のゼネストに火を付けた。フランスは、1928年に金に戻った。典型的には、これら国々もその他のヨーロッパ経済諸国も、より制限された「金地金」本位制を採用した。この制度の下では、金貨鑄造は廃止され、他の形態の貨幣は必ずしも金兌換でできなかった。さらに、中央銀行は、固定価格で無制限に金を購入したり販売したりした。それらの規定によって金という金属は、国内での交換手段としてのその役割を後退させられ、中央銀行は、手中に国内に供給されている金を集中することによって強固になった。同様な緩和が、いわゆる金為替本位制の導入によって国際的なレベルで発生した。このシステムの下でも、金はなお通貨準備として、さらに中央銀行間の収支決済のための国際的な支払手段として機能していた。しかしながら通貨単位は、金によってではなく、金貨もしくは金地金本位制のどちらかをとっているある特定国の通貨で規定された。このことによって、国民通貨は容易に国際的な交換手段として使われるようになった¹⁹。

1920年代におけるもっと柔軟な形の金本位制の採用によって、効果的に機能する国際通貨システムが設立されたわけではなかった。戦時債務と賠償金が、国際貿易と金融関係の負担となっていた

¹⁹ この合意の下、世界中の通貨は、為替相場を固定するために通貨それぞれの金含有量によって規定された。しかし、(政府発行の紙幣という形態の)さまざまな通貨は、その時点で、金を媒介物とすることなく、直接互いに交換され得た。

²⁰ ケインズは、第一次世界大戦の後に出現した国際通貨システムの構造的欠陥を批判し、その名をはせた。敗戦国に課せられた高い賠償支払いのマイナスの経済的・政治的影響は John Maynard Keynes (1919) の主題であった。そして政策決定者に、金本位制への復帰によるデフレ圧力について警告しながら、John Maynard Keynes (1923) は、彼が「無慈悲で、野蛮な遺物」と呼んだ金に対する代案として管理通貨システムを提案した。

のである。さまざまな工業力の力関係は、戦時中に絶えず変化を被っていた。しかし、戦前の交換比率が再び採用されたことで、これらの変化を的確に反映することができなくなった。イギリスポンドは、特にその時の出現した合衆国の産業と金融の優位性に対して、過大に評価された。ポンドがいまだに世界の基軸通貨であるということと共に、為替相場における現実的な調整ができなかったことが、さらに貿易と資本の流れをゆがめた²⁰。

すぐに、その二つの先進国の通貨当局は、不均衡の深刻化に直面して国際金融システムの健全性を維持するために政策協調をとらなければならなかった。イギリスの金本位制への復帰とゼネストでの組合の挫折の後、イングランド銀行は「金融緩和」政策によってイギリスの産業を救済しようとした。しかし、すでにポンドが過大評価されているなかでのそのようなインフレ的な低金利政策は、ロンドンにとって多大な金喪失の脅威をもたらした。これを防ぐために、他の国、特に合衆国は自国金利をイギリスの金利と一致させるよう維持しなければならなかった。従って、1926年から1927年にわたって、連邦準備制度は、イングランド銀行による公定歩合の切り下げと歩調を合わせるために、割引率を低くめる政策をとった。連邦準備制度は、この政策方針に二つの理由で同意した。一つは、ポンドからの逃避を避ける必要があった。というのも、そのような信認の危機は、脆弱な金為替本位制を崩壊させることはないとしても、著しく弱体化させるかもしれないからである。そして、連邦準備制度も巨額の資本流入を招きたくなかった。というのも、その結果としてのドル平価変更によって、アメリカ産業が新たに獲得した輸出市場を保持できなくなるかもしれないからである。しかし、この「金融緩和」政策によって、さらに1926年の後の投機も助長された。

二つめの要因は、1920年代後半における投機に引っぱられた金融資本拡張の原因になったが、アメリカ産業がその資金源を多様化させることにも成功させた。電気の急速な拡大に続いて、公共事業はますます、長期の債務証券を発行して発電所

建設ブームへの資金融通をおこなうようになった。これは、1920年代における社債市場の大きな拡大の推進力になった。さらに、1925年にいったん株式市場が上昇傾向を始めると、企業は、自社の株価下落を引き起こすことなく、より定額の配当支払いで済ませることができた。したがって、内部留保によって投資経費に対する内部金融化を増加させることができた。利益をより多額の再投資にまわすことが、さらに将来所得への期待を押し上げ、次に投資家にとって株式をより魅力的なものにした。このように1926年後半までには自己増殖し始めた強気市況によって、大企業は、もうひとつの大規模投資計画への資金調達手段として新規株式を発行することがより容易になった。

より多くの所得を留保し、より多くの有価証券を発行することが可能になったことで、企業は、その時までには主要な資金源であった銀行ローンへの依存がより少なくなった。銀行は、伝統的な法人顧客の喪失、その結果としての資産ベースの縮小に、不意を打たれた。多くの銀行が、資金、特に定期預金をめぐる競争の激化によっていっそう弱体化した。(要求払い預金の180億ドルから227億ドルへというよりゆっくりとした拡大と比較してみると)、定期預金は、1921年の122億ドルから1929年にはほぼ200億ドルへと増加した。銀行が繁栄の時期に増加した貯蓄残高をそれによって引きだそうとしたこの種の貯蓄性預金は、要求払い預金よりも安定しており、より低い必要準備という利点も持っていた。しかし、猛烈な競争によって、銀行は自行の定期預金に相対的に高い金利を呈示した。この費用のかかる資金は、銀行の利ざやを維持するために高利回り資産に投資されざるを得なかった。例えば、不動産貸付は、1921年の21億ドルから1929年の50億ドルへと成長した。銀行の株式投資と債券投資は同じ時期に84億ドルから134億ドルへと上昇した。それらの資産は高い利回りをもたらした。なぜなら、まさにそれらはよりリスクがあり、そしてより長期の償還期限であったからである。企業貸付から長期で高利回りの資産への転換によっても銀行は流動性をより少なくし、1920年代において5,209の銀行が倒産し

た²¹。

競争の圧力と銀行の弱体化が結びつくことで、大規模な合併の波がもたらされた。そのとき大都市銀行が求めたものは、より小さな、しかもしばしば弱体化した銀行を吸収することによって自行の預金ベースを拡大することであった。1927年のマクファーデン法は、国法銀行をその本店がある州の支店規制の下に置き、国法銀行が州境を越えて支店を設置することを禁止した。一方で、この全国規模の銀行業務の禁止によって、多くの小銀行が、その地方市場への大手の競争者の参入から保護された。このことは、単一銀行業（一銀行につき一支店）が顕著であったそうした14の中西部諸州（例えば、ミネソタ、イリノイ、テキサス）に特に当てはまった。しかし、州全体にわたる支店（ほとんどが、極西部からと東海岸）、あるいは、限られた地方に基づく支店（ミシシッピ川東部の州）を持つ州においては、大銀行は、多くのより小さな競争相手を獲得して、そしてそれらを支店として操作した。このようにして、小規模銀行の拠点都市を支配するようになった。

コストのかかる資金（定期預金）を絞り、小銀行の伝統的な資産（企業貸し付け）を縮小することで、生き残った銀行は、熱心に、新規の高収益な投資機会を探した。自然と、彼らの注意はすぐに好況にわく株式市場へと焦点が合い始めた。商業銀行は、1863年と1864年の国法銀行法から規制が始まり、産業企業の株式の所有を許されていないので、間接的に株式市場に参入しなければならなかった²²。商業銀行はこの三つの違った方法で

それを行った。

- ・第1に、銀行は信託業務を提供できるという連邦準備法の条項を活用し始めた。つまり、信託会社を買収するか、もしくは自ら信託部門を開業することのどちらかによって、銀行は、富裕顧客に代わって株式を取り引きすることができた。
- ・第2に、商業銀行は自行の投資銀行子会社を劇的に拡大した。それらの会社は、銀行が世紀の変わり目の第1次合併ブームで所有するようになったものであった。新規株式発行の引受による利益は、過熱した投資家が進んでどんな形態の有価証券にも高いプレミアム価格を支払う、この時期に大きくなった。1929年までに、商業銀行の投資部門は、引受業務の41%のシェアを奪った。それと比較すると、1921年にはわずか10%のシェアしかなかったのである。このことで銀行は株式供給をかなり支配することになった。
- ・最後に、銀行はさらに株式への投機的需要を巧みに操る手段も見つけた。それは、ブローカーズ・ローンを増大（1921年の8億ドルから1929年の26億ドル）させることによるものであった。ブローカーは、次に、これらの資金のほとんどを信用で株式を買う顧客に貸し付けた。10%という低い委託証拠金（頭金）率によって、投資家は、自身のほんのわずかな自己資本によって多額の株式を動かすことができた。このテコ作用は、相対的に少額の価格上昇であっても比例して高収益へと転換し、それによって多くの信用取引による購入者は追加投資に帳簿上だけの利益を高めていくことができた²³。

このように、株所有の完全な禁止にも関わらず、銀行は、株式市場ブームに油をさし、そして

²¹ 実際には合衆国で6行の銀行のうちの1行が、1921年から1922の間に倒産している。しかし、つぶれた銀行のほとんどは、そのうちわずか5分の1しか連邦準備制度の加盟行でなかった小規模な地方銀行や地域銀行の間で発生した。

²² 銀行による株式保有に対する禁止には2つの理由があった。ひとつは、株式は、典型的に大きな価格変動をもっていたので、銀行が投資するにはあまりにもリスクが大きすぎると考えられていた。もう一つは、そのような保有が、銀行産業コングロマリットの手の中に過度に大きな資源と権力の集中をもたらすかもしれないという、行き届いた懸念であった。

²³ 10%の委託証拠金で、10%の価格上昇が100%の資本収益率に転化した。次に、有価証券価格の上昇は、追加の信用買いへの担保として使うことができた。1929年では全投資家の40%以上が信用取引の購入者であった。

キャピタル・ゲインによる利益を獲得することができた。信託勘定、株式引受、そしてブローカーズ・ローンが結びつくことによって、銀行は、市場の両側に影響を与えることができた。銀行の積極的な信用取引への融資が、株への投機的需要を煽った。次に、このことに助けられ、銀行の信託部門はその取引量と手数料を増大していった。強気市況によって、銀行の投資銀行子会社も、引受業務を拡大し、より大きな利益で新規発行株を転売することが容易になった。十分に利益の上がる市場価格で売れない新規株式は、しばしば信託勘定におかれた。この行為は、価格リスクを顧客に転嫁するばかりでなく、新規株式の供給を制限することによって高価格水準を維持する動きでもあった。

しかし、株式市場ブームは息切れするにちがいがなかった。最初に強気市場スパイラルのスタートをきった1924-28年の時期にわたる利益上昇の主要な理由は、相対的に低い賃金コストであった。それは1920年代初期の不況期の労働組合の（しばしば暴力的な）破棄によって可能になった。それが労働者の交渉力を弱め、賃金水準を低下させたからである。これによって消費が制限されたので、1920年代の産業の拡張は結局、過剰生産能力という形に行き着くことになった。1928年、利潤が最終的に停滞したとき、株式市場の株価収益率は急速に支持を失った。加えて、ブローカーが過度に信用を拡張した顧客の心配を始め、委託証拠金率を（22%まで）上昇させた。連邦準備制度が過剰投機を押さえ込むために金融引き締め政策を決めたのが、このような脆弱性が増大している状況においてであった。連銀の公定歩合は、1928年2月の3.5%から1929年8月の6%まで上昇した。これらの景気下降要因が結びついて、最終的に1929年10月下旬の株式市場崩壊の引き金が引かれた。

我が国の歴史上最悪の不況の引き金だったこの株式市場の暴落について多くのことが語られてきた²⁴。ここでわれわれが関心を持つ事は、当時支

配的であった通貨体制の構造的欠陥である。その欠陥が株式市場の混乱を強め、その混乱を経済の他の部分へ波及させたのであった。第1に、いったんバブルが破裂すると、信用買いは砂上の楼閣であったことが証明された。信用取引の裏付けである担保価値の下落を埋め合わせるためにブローカーが顧客から（1日以内で）追加的現金を要求する「追証」が株価の急速な下落によって激しくなった。多くの顧客はこの追証に対応できなかったので、ブローカーは担保として押さえいていた株式を売った。下落している市場への巨額の売りは、ただ強引に価格を下落させるだけであり、もっと多くの追証の引き金を引くことにすらなったのである。ブローカーが貸付の不履行に陥り、信用買いを行っていた者が現金を奪い合い、引き受け業務が崩壊し、信託勘定が縮小したとき、銀行は大きな打撃を受けた。巨額の損失で相対的に小さな資本基盤の多くの銀行が一掃された。預金者の不安によって頻発した銀行取り付けは、銀行の脆弱性を増したただけであった。1930年だけで約800の銀行が破綻した。二日間で価値にして数十億ドルが消えてなくなることで、株式市場の崩壊は確かに信頼を掘り崩し、消費者の購買力を沈滞させた。続いて大量の首切り（レイオフ layoff）が発生し、ただ需要の減少を強めていくだけであった。

1930年後半までに我が国経済は多少回復したが、それはほとんど急速な利子率低下（公定歩合は記録的な2%になる）の結果であった。しかし、この回復も長続きし得なかった。第一に、合衆国がほとんどの輸入財に40%関税を課した（1930年のスムート＝ホーレイ関税法 the Smoot-Hawley Act）とき、その結果として貿易戦争が発生した。他の国々もすぐさま報復にでた。保護主義のこの波は、ヨーロッパの多くの国々の債務支払問題を激化させたただけであった。というのも国際貿易の崩壊によって、すでに不十分であったそれら諸国の外貨収入がいっそう制限されたからであった。1931年4月、オーストリアのクレジット・アンシュタルト銀行（the Kredit-Anstalt Bank）が破綻した。英国は、そのとき、金本位制復帰後

²⁴ この危機の興味深い分析としては、特に、John Kenneth Galbraith (1954) と Charles Kindleberger (1973) を見よ。

初めての経常収支赤字に直面しており国際的な最後の貸し手として効果的に活動する地位にはもはやなかった。この結果は、急速に広がった金融恐慌であった。金融恐慌によって最初にドイツが外貨勘定を凍結することになり、次に英国が（9月後半に）金とポンドとの交換性を停止せざるを得なくなった。そこからパニックは大西洋を渡り、最初に対外預金をもつそれらの在米銀行に打撃を与えた。対外預金は突然封鎖され、次にウォール街のもう一つの大暴落を引き起こした。

合衆国政府の官僚は事態をさらに悪化させた。1931年10月、金融恐慌が自国に打撃を与えたちょうどそのとき、連邦準備銀行は、金流出阻止に努力し、公定歩合を1.5%から3.5%に引き上げた。銀行倒産の割合が急速に加速されたとき、中央銀行はみじめにも最後の貸し手として仲裁に入ることができなかった。連銀のこの重大な過ちは「真正手形」原理に従ったことであった。真正手形原理によれば、中央銀行は、中央銀行貸し付けの担保として、加盟行の短期の商業貸し付けだけを引き受けるようになる。1920年代に企業が他の資金源へと移したと1929年後の急速な景気悪化がこれら銀行資産を劇的に減少させたので、多くの銀行は自行の破綻を阻止するための十分な中央銀行貸し付けをうける適格性がなかった。銀行倒産の拡大は、不安になった預金者のパニック的な取り付けのために、すぐに自己拡大することになった。1930年と1933年の間に9000行（全体の40%）以上が倒産し、預金者はこの過程で130億ドルを失った。この事態によって、次に、急速な流動性の減少が起り、産業は押しつぶされ、過剰生産恐慌が深刻化した²⁵。

²⁵ 連邦準備銀行によるこれらの重大な種々の過ちにもかかわらず、ミルトン・フリードマン Milton Friedman とアン・シュウォルツ Anne Schwartz (1963a) は不当にも、中央銀行の適切でない政策だけに大恐慌の責任を求めている。彼等マネタリストの解釈は、他の諸要因、すなわち、最もはっきりしていた産業の過剰生産、金融制度の構造変化、投機の不均衡化作用、そして国際金融制度の脆弱性を全く無視している。

4.8. ルーズベルトの通貨体制改革、1933-1944

1931年に大戦間期通貨体制が崩壊し、1932年にルーズベルトが大統領選挙で勝利したことによって、瀕死の状態にあった通貨制度を復活させることを意図した根本的な制度改革への道が開かれた。一つの重要な変化は、金本位制を公的に放棄することであった。緊急銀行法 Emergency Banking Act (1933年3月) によって、合衆国は金貨本位制から離脱し、政府は貴金属（金）の輸出と所有を管理できることになった。この法律はさらに、復興金融公社 Reconstruction Finance Corporation (RFC) を発展させた。この機関は、政府が出資した貸付機関で、銀行資本を強化し、封鎖勘定の所有者に資金を支払うためにフーバー大統領によって数年前に設立されていた。1935年の終わりまでに、RFC は商業銀行に370億ドル以上を供給した。この額は、その年に報告された銀行資本の1/2以上の額に達していた。この戦略的な資金の注入によって、閉鎖された多くの銀行が再開することができ、それによって信用制度は後押しされ、消費と雇用が刺激された。金準備法 (1934年1月) は、かなり修正された金地金本位制を確立した。これによって、金は国際的な取引の決済のためには財務省から入手できるようになった。金価格は1オンスあたり\$35で固定された。この1オンス=\$35は、金13.61グレイン (1834年に確立した比率) から23.22グレインへのドルの大幅な切り下げを意味していた。しかし、国内経済の内部では、すべての貨幣用金の使用は停止され、かなり不換紙幣への方向を向いた貨幣本位制への道を開いた。このように1933-34年に二段階で金本位制を捨て去ることは、原則的には、中央銀行にマネー・サプライ・コントロールにおいてもっと柔軟性を与えるために意図された。

加えて、合衆国の通貨当局の介入能力は、いくつかの手段によって著しく強化された。

- ・第一に、グラス-スティーガル銀行法 (1933年6月) によって、連銀 Fed は金融政策の一手段として所用準備を変更するより大きな柔軟性

が与えられた。

第二に、同法は、連邦預金保険公社 the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) も設立させた。連邦準備制度の外にある州法銀行を検査する他に、FDIC は、銀行預金を保護し、(健全金融機関との合併あるいは資産整理を通して) 破綻銀行の秩序ある退場を支援することによって銀行へのパニック的な取り付けを防ぐことになった。

第三に、1935年銀行法は、割引貸し付けの担保として分類される銀行資産の範囲を広げた。このことによって連銀 Fed は大恐慌期よりもずっと強力にその最後の貸し手機構を使うことができるようになった。

第四に、同法は連邦公開市場委員会 the Federal Open Market Committee (FOMC) も立ち上げた。その目的は、政府の「国庫代理人」としての連銀の役割の中で1920年代初頭に始まった一つの行動である、公開市場での連銀の政府証券の売買を調整し、指揮することにあつた²⁶。連銀が政府証券を購入するとき、それが銀行から直接購入するか、民間の非金融部門から購入されるかに関わりなく、連銀の支払いによって等価額が銀行準備に追加される。このことによって、銀行はより多くの通貨(要求払い預金)を発行し、新たな信用を拡張できるのである。公開市場での販売によってこれと反対のことが起こる。それによって、銀行準備と通貨発行と信用供給が減少する。これら公開市場操作によって、貨幣供給の管理がより良くなるようになり、連邦準備銀行は、金融危機の時期に銀行システムに追加的な流動性を注入する強力な機構を手に入れた。

²⁶ FOMC は、7人の連準備制度理事会理事と5人の地域連邦準備銀行の総裁という12人のメンバーから構成されている。後者は基本的に12銀行間の輪番で選ばれる。ただ、例外として、連銀 Fed の公開市場操作を指揮しているニューヨーク連邦準備銀行総裁はつねにメンバーになっている。現在、中央銀行の主要な政策決定体となっている FOMC は、金融政策の目標を設定するために定期的に(少なくとも毎年8回) 会合を開いている。

金本位制を放棄し、金融政策手段を増やした以外に、ルーズベルト政権は、わが国の信用制度を復活させ、強固にするための金融規制の大きな見直しに乗り出した。1933年のグラス・スティーガル法は銀行が要求払い預金にいかなる金利を支払うことも禁止し、貯蓄性預金と定期性預金に支払われる金利には連銀の設定した上限を課した(レギュレーション Q)。消費者信用への州の付利上限規制と結びついて、これらの預金金利上限規制は、1920年代に銀行をよりリスクの高い投資へと向けさせていた銀行間の価格競争を少なくするために制定された。これらの利子上限規制によって連銀は、利子率をコントロールし、銀行への安価な資金供給を保証するより強力な手段を手にした。さらに、グラス・スティーガル法は商業銀行業と投資銀行業をも分離させた。これにより、銀行は彼らの投資提携を解消せざるを得なくなった。二つの異なったタイプへの銀行業の分割は、潜在的な利益相反や市場操作や問題行動を取り除くために計画された。これらの問題は、銀行が信用供与者(債権者)でありアンダーライター(引受業者)という二つの性格で企業と関係していた1920年代にはびこっていた。株式市場の崩壊によって、規制者たちも、投資銀行業が商業銀行にとってあまりに危険の多い行動であると確信した。最終的に、証券市場で投機をコントロールしようとする形で、連銀は株式の信用買いに対して最低限の証拠金を要求することを課す権限が与えられた²⁷。

1933年-35年の改革は、通貨体制の三つの次元を転換した。州の通貨当局による通貨供給の弾力的な管理が、金本位制の事実上の放棄と連銀の金

²⁷ これらの所要証拠金(連銀レギュレーション T、U、G)は、最終的に投資家の信頼を回復する事に成功した証券市場に対するより広範な規則の枠組みの一部であった。1933年の証券法と1934年の証券取引法は、投資家への規則的な正確な情報公開を求め、証券の発行と売買のための登録手続きを課し、以前には横行していた市場操作技術(例えば、インサイダー取引、不法表示、資金ブール、価格固定)を禁止した。証券取引委員会(SEC)がこの規制を管理するために設立された。

融政策手段の広がり（準備預金、割引窓口、公開市場操作）によって強められた。歴史から学ぶとすれば、連邦政府は、金融危機を通して最後の貸し手として行動するための今まで以上に広範な権力を与えられた。それらは、高度に効果をもったFDIC（貯蓄金融機関に対する同様の政府機関である、連邦貯蓄貸付保険公社、すなわちFSLIC）であり、公定歩合の広範囲な適用であり、連銀の公開市場からの買い入れである。商業銀行、投資銀行、証券市場への金融規制は、これらの金融機関をより安全にし、不健全な行動を禁止するために導入された。

通貨体制の第四の次元、国際通貨制度は、第二次世界大戦によって新たな地球規模での権力関係の階層が確立して初めて改革され得た。その戦争によって合衆国は資本主義国家の中で絶対的な支配的地位に置かれ、その時期を通じて、合衆国政府は最終的に4半世紀前にアメリカの銀行によって初めて求められた国際主義の草案を受け入れたのであった。1944年のブレトンウッズ会議で、主導的な工業国は新たな金為替本位制に合意した。この制度は合衆国ドルを世界貨幣の主要形態として確立した。ドルは金によって裏付けられ、（そして金とほぼ同等のものになった）。合衆国は、外国のドル保有者と合衆国の金準備との間を1934年の価格、1オンス＝35ドルで完全に交換することを保証した。この価格関係は、すべての加盟国通貨の間の固定為替相場を規定する基礎をなした。国際通貨基金（IMF）は為替相場の変更を監督し、管理された政策調整と引き替えの短期貸付によって加盟国が国際収支の危機に対処できるよ

うにするのを助けるために立ち上げられた。第二の多国間貸付機関である、国際復興開発銀行（IBRD、「世界銀行」）は、発展途上国（LDCs）に社会資本投資のための安価な貸付を提供するために導入された²⁸。

【参考文献】

- Boyer, Robert, and Benjamin Coriat (1984), "Les Greenbacks 'Revisites': Innovations dans les Institutions et l'Analyse Monétaires Americaines (1862-193)," *CEPREMAP* mimeo no. 8420 Paris.
- Brunner, Karl, and Alan Meltzer (eds) (1982), *Monetary Regimes and Protectionism* (North-Holland: Amsterdam)
- (1985), *Understanding Monetary Regimes* (North-Holland: Amsterdam)
- Cooper, Richard (1982), "The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1-56.
- Dewey, David (1903), *Financial History of the United States* (New York).
- Fisher, Irving (1911), *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises* (Macmillan: New York) ; 金原賢之助、高城仙次郎共訳『貨幣の購買力』改造社、1936年。
- Frieden, Jeffery (1987), *Banking on the World: The Politics of American International Finance* (Harper and Row: New York) ; 安倍惇、小野塚佳光訳『国際金融の政治学』同文館出版、1991年。
- Friedman, Milton, and Anne Schwartz (1963a), *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Princeton Press: Princeton, NJ) ;
- Galbraith, John Kenneth (1954), *The Great Crash: 1929* (Houghton Mifflin: Boston) ; 牧野昇監訳『ガルブレイスの大恐慌』（徳間文庫、教養シリーズ）、徳間書店、1998年。
- Gurley, John, and Edward Shaw (1957), "The Growth of Debt and Money in the United States, 1800-1950: A Suggested Interpretation,"

²⁸ ブレトンウッズ会議で英国を代表していたケインズは、金ドル本位制に激しい反対の主張を行った。一国民通貨を基礎とするあらゆる制度に反対して、彼はIMFが清算同盟として機能されることを望んでいた。清算同盟は、国際収支の債務清算のための新しい形態の世界貨幣、バンコールを発行することができるというものであった。しかし、このアイデアは合衆国に反対され、したがって採用されなかった。ケインズの高度に革新的な提案については、第15第1節以下と共に、Robert Guttman (1985)を参照されたい。

Review of Economics and Statistics, 39pp. 250-263.

Guttman, Robert (1990), "Crisis and Reform of the International Monetary System," *Thames Papers in Political Economy*, London.

Kidwell, David, and Richard Peterson (1984), *Financial Institutions, Markets, and Money*, 2d ed. (Dryden Press: New York).

Kindleberger, Charles (1973), *The World in Depression, 1929-39* (University of California Press: Berkeley, CA); 石崎昭彦、木村一朗訳『大不況下の世界：一九二九—一九三九』東京大学出版会、1982年

----- (1978), *Manias, Panics, and Crashes* (Basic Books: New York); 吉野俊彦、八木甫訳『金融恐慌は再来するか：くり返す崩壊の歴史』日本経済新聞社、1980年

Keynes, John Maynard (1919), *The Economic Consequences of the Peace* (Macmillan: London); 早坂忠訳『平和の経済的帰結』(中山伊知郎ほか編、ケインズ全集、第2巻)、東洋経済新報社、1977年。

----- (1923), *Tract on Monetary Reform* (Macmillan: London); 中内恒夫訳『貨幣改革論』(中山伊知郎ほか編、ケインズ全集、第4巻)、東洋経済新報社、1978年。

Mitchell, Wesley (1903), *A History of Greenbacks* (University of Chicago Press: Chicago).

----- (1908), *Gold, Prices, and Wages under the Greenbacks Standard* (University of California Press: Berkeley).

Sprague, O.M.W. (1968), *The History of Crises Under the National Banking System* (A. M. Kelly: New York), first published in 1910.

Shapiro, Max (1980), *The Penniless Billionaires* (Times Books: New York).