

宮田 美智也著

『ロンドン手形市場の国際金融構造

—アメリカとの関連における研究—』

(文眞堂, 1995年12月)

川 波 洋 一

I. はじめに

現代の資本主義におけるもっとも目立った経済現象のひとつは、実体経済ならびに金融経済の各レベルにおいて国際化が急速に進展していることである。とくに、金融のグローバリゼーションは実体経済の国際化を上回る速度で急速に進展しつつあることに注目すべきである。金融の国際化はいくつかの次元で進展しつつある。第一に注目されるべきは、国際金融市場において活動する投資銀行による引受活動や機関投資家の国際的投資行動、さらには銀行による国際間にわたる融資活動が行われていることである。第二に、このような金融機関の国際的活動の結果として国際金融市場の規模が拡大しつつある現状が注目される。国際金融市場の拡大は、国際債券市場、外国為替市場、国際デリバティブ市場、国際手形市場などさまざまな階層において進展しつつある。第三に、銀行、投資銀行、機関投資家が、他の国に進出し、同地において金融活動（預金貸付業務、証券業務、資金運用）を行う事態もますます顕著になりつつある。

第四に、このことの帰結として、さまざまな金融規制によって海外市場に対して遮断された国内金融市場が開放・自由化されつつあるという現実がある。国内金融市場の開放・自由化を志向する金融制度の大改革（いわゆるビッグバン）は、アメリカ、イギリスを起点に、日本、ドイツ、さらには韓国を始めとする途上諸国に波及しつつある。このように、国際金融論における対象領域は、多様な次元で急速な広がりを見せつつある。

他方、国際金融の研究分野にもいくつかの潮流が形成されてきた。たとえば、外国貿易とそれにとまなう金融業務（貿易金融）や外国為替制度の歴史的発展過程の追跡がある。この点に関しては、銀行やマーチャント・バンクの金融業務の解明があわせて行われてきた。また、国際金本位制、金為替本位制、IMF体制、さらには変動相場制へと転変してきた国際金融システムの構造と機能を分析するというアプローチもなされた。また、多国籍企業のグローバルな活動とともに進展する多様な金融ニーズにあわせて、多国籍銀行の活動の活発化の実態が明らかにされてきた。商業銀行の国際的活動の活発化

や機関投資家の国際的資金運用行動とともに、国際的マネーフローの変化が大きくなり、この実態の解明もまた盛んにおこなわれてきた。さらに、外国貿易、外国為替取引、国際債券の発行・流通といった実物並びに金融取引の両部面における国際通貨の機能、そのポンドからドル、さらにはマルクへの交替の実証分析も国際金融論の研究領域として切り開かれてきた。

国際金融現象の複雑化・顕著化と、それに対応する研究の多様な展開という状況の中で、本書は、ロンドン手形市場という一国民的金融市場が、国際的金融市場として生成・展開していくさまを、アメリカ経済並びに同国信用制度の展開とかかわらせながら歴史的に追跡した研究である。以下、まず本書の構成に即して、内容と特徴の理解につとめよう。

Ⅱ. 本書の内容と特徴

本書は、全11章からなる3部構成をとっている。

第1部「近世における国際金融市場の構造」には、第1章「17, 18世紀アムステルダムにおける金融制度」があげられ、17世紀から18世紀初め(1730年頃まで)にかけて、ロンドン市場に先だって国際金融市場として栄えたアムステルダム国際金融市場の構造並びにその機能を支えた金融取引・金融制度の特徴が解明される。工業製品の輸入と加工製品の輸出という貿易加工業を中心として繁栄したオランダは、特有の金融制度をもっていた。とくに中継貿易の中心地アムステルダムは、必然的に同地宛為替手形の集中する場所となり、アムステルダム銀行の預金・振替業務がその決済をになっていた。また同地においては、中継貿易の中心地として、

特有の貿易金融制度(委託荷見返り前貸し制度さらには引受信用制度)が発達していった。貨幣取扱業務の発達による貨幣節約効果は金融市場に遊休貨幣を投げ込み、低金利状況をつくりだす。そうした遊休貨幣はさらに、対イギリスの証券投資に向かった。アムステルダムで発達した引受信用制度や証券投資は、1763・73年恐慌の中で破綻し、その過程で国際金融市場としてのアムステルダムの命脈はたたれていったというわけである。アムステルダム国際金融市場は、中継貿易の中心地において栄えた国際金融市場であるという点で、本書の中心的分析対象たるロンドン手形市場に対して異なる性格をもっていた。本章は、中継貿易を支えた金融制度の構造を明らかにすることによって、それとは異なる展開をたどったロンドン手形市場の特徴を浮き彫りにするという意図から、冒頭に置かれたといえることができる。

第2部「国民的編成期のロンドン手形市場とポンド為替取引—ロンドン手形市場によるアメリカ信用制度の包摂(1)—」は、第2章「イギリス綿工業における信用制度—19世紀第1四半期—」、第3章「ロンドン手形市場の国民的編成とイングランド銀行」、第4章「第2合衆国銀行と外国為替取引」、第5章「アメリカにおけるベアリング商会の金融業務—1830年代初期—」、第6章「アメリカにおける1837年恐慌と信用制度」、第7章「ブラウン商会の金融業務—南北戦争以前—」の6つの章からなっている。第2部において中心をなしているのは、ロンドン手形市場が如何にしてイギリスの国民的金融市場として編成されていったかという論点の解明である。著者が、まず出発点において明らかにするのは、19世紀第1四半期のイギリスにおいて産業の中心となった綿工業における、

原料仕入れ・生産・販売の過程ならびに信用取引の実態である。とくに、そこで強調される事実は、販売仲買人が、輸入者（輸入代理商）に引受信用を与えるとともに原綿の買い手（紡績業者）にも商業信用を供与するという関係から始まって、紡績業者は織布業者に対して6ヶ月を越える信用を（帳簿信用のかたちで）与え、また織布業者は卸売商に短期の信用を（帳簿信用のかたちで）与え、さらに卸売商は小売商に対して商業信用を与えて綿製品を売ったという関係である。これが、短期運転資本の節約を可能にする商業信用連鎖の基本的形態とされている（第2章）。さらに、ロンドン手形市場は、まず国民的金融市場として編成されたが、そのさいイングランド銀行を中心に発券制度が確立したこと、また銀行業における株式会社形態（有限責任制）への移行によって大預金銀行が成立し、このネットワークにより国民的信用制度と金融市場の組織化が完成したことが重要な意味をもつことが強調される（第3章）。また19世紀中葉の時期においては、ロンドン手形市場は貿易金融の利便を提供したという意味で国際金融市場としての側面をもっていたとはいえ、とくに外国手形の比重が低かった（13.8%）ために、その機能はまだ未成熟であったという評価が下されている。だが、逆に14%弱の外国手形の流通はイギリス産業資本が原料調達、製品販売の両面において世界市場に進出していきさいに、ロンドン手形市場が金融の利便を与えたという事実を示してもいる。この点は、当時の主要な貿易相手国であったアメリカ側から見て、輸出は冬季中心、輸入は夏季中心という季節的偏りから生じる買為替と売為替の受給不一致を、第2合衆国銀行がベアリング商会を通じてロンドン手形市場を使って調整していた（地理的偏倚

から生じる為替の需給不一致については同銀行内で調整された）、という事実から明らかにされる（第4章）。ベアリング商会は同商会宛手形振出を認め、さらにその引受を行ったので、受信者はそれをロンドン手形市場で割り引き、そこで銀行信用につながったのである。この手形の中には、商品輸出入だけでなく、金融取引において振り出されたものも含まれていた（第5・6章）。さらに南北戦争以後は、荷為替手形制度を中心とする新しい輸入金融制度が定着し、信用リスク問題をクリアしていくことが明らかにされる（第7章）。

第3部ロンドン手形市場の国際化とポンド為替取引—ロンドン手形市場によるアメリカ信用制度の包摂（2・完）—は、第8章「ロンドン手形市場の国際化過程」、第9章「ロンドン国際金融市場におけるイングランド銀行の行動」、第10章「アメリカにおける外国為替市場の発展—19世紀第4四半期—」、第11章「アメリカにおける金融市場の発展—国法銀行の時代—」からなる。第3部では、ロンドン手形市場の国際金融市場としての完成過程が追跡される。それは、ロンドン手形市場が国民的金融市場としての性格を希薄化させる過程でもあった（第8章）。著者は、完成のメルクマールを、国内手形の供給減、外国振出手形の供給増、とくにその預金銀行による引受（1905年から）に求めている。国民的金融市場としてのロンドンでは、イングランド銀行が金利操作を通じて手形市場を積極的にリードしていこうとする。なぜなら、ロンドン手形市場には大量の外国手形が投げ込まれ、金準備が国際的共同利用に供されざるをえなくなり、他方では周辺国におけるポンド為替の供給増→イギリスへの金準備の集中をもたらすからである（第9章）。さら

に、19世紀後半、通貨当局による金流出抑制・金流入促進のための金市場への介入が排除されないかぎり、ポンド為替相場がほんらいの金現送点を逸脱することがあり、それをカバーするためにニューヨーク外国為替市場で先物取引が行われ、またそれを契機に、アメリカのCP市場とロンドン手形市場が交流をもち、短期資金の移動が生じるルートができあがったことが明らかにされる(第10, 11章)。

以上のような内容をもつ本書は、先に述べた国際金融の現状あるいは研究状況に照らして、いくつかの特徴をもっている。

第一に指摘したいのは、17世紀から20世紀初頭(1913年頃まで)という長いタイムスパンの中で、国際金融市場の型の歴史の変遷を描き出したことである。ロンドン手形市場は、世界の工場として自国内に生産基盤をもちながら、国際金融市場として成長していった。この過程は、同じ貿易金融の利便の提供という性格をもちながら、単に中継貿易を基盤として栄え、脆弱性をあわせもっていたアムステルダム国際金融市場とは異なる構造をもたらした。しかも、ロンドン手形市場の国際化過程の分析は、国民的金融市場としての内国手形市場の衰退並びにアメリカ信用制度・金融市場の包摂という軸を据えてなされており、論証にいつそうの厚みが加えられている。

第二に、既にこれまでの論評において指摘したことだが、徹頭徹尾、英米間貿易と貿易金融の展開を基礎に据えて、国際金融市場の形成過程が論じられていることである。ここから必然的に、国際金融市場とは短期金融市場、具体的にはロンドン手形市場を意味するものとなっている。さらに、ロンドン手形市場は、外国為替市場を介して、アメリカの短期金融市場である

CP市場との交流をもつことが明らかにされている。そうすることによって、短期金融市場のレベルにおける金融のグローバル化の状況が見事に描き出されたということが出来る。とくに、1890年代から世紀転換期にかけての時期は、ドイツやアメリカといった後進資本主義国が重化学工業を基幹産業にして台頭してきた時期である。この時期にロンドン手形市場が国際金融市場として完成したという指摘は、何が国際金融市場の成立を決定付けるのかという論点を考察するうえで、興味深い。

第三に、先物市場の生成過程を視野に入れて、各国金融市場の統合化→国際金融市場の形成を説いたことである。G.W. エドワーズの言葉を借りて著者も強調するように、国際間取引においては、国内取引よりも大きなリスクが存在する。ひとつは、それが異なる通貨建てで行われることから生じてくるリスクである。もう一つは、国内取引よりも大きな信用リスクが存在することである。このようリスクは、金本位制の段階においても存在する。このような問題意識に立って、ブラウン商会の内部資料を使いながら先物取引の構造を明らかにしたことは、こんにちまで連綿として続く金融機関のデリバティブ取引の原型を探り出すことになっている。

このように本書は、短期金融市場(手形市場)と貿易金融、さらには英米間貿易、イギリスとアメリカの信用制度と金融市場の構造という区切られた対象領域の中であるとはいえ、一国の国民的金融市場が国際金融市場として生成発展していくさまを豊富な文献を駆使して描き出し、重要な問題提起をおこなっている。とくに、一国金融市場による他国の金融市場の包摂というかたちの国際金融市場の生成過程というテーマは、これまでの研究史において、比較的光があ

てられなかった。地中海貿易の発展とかかわらせながら中世から近世にかけての金融市場の発展過程を論じた、著者の前作『近代的信用制度の成立—イギリスに関する研究—』（有斐閣、1983年）とあわせて読まれるべきである。

Ⅲ. 若干の疑問点

本書の内容と特徴について以上のように理解したうえで、以下、提起された論点に関し、いくつかの疑問点を呈示しておきたい。

第一に、著者が、徹頭徹尾、手形市場と貿易金融のレベルに視点を設定して国際金融市場の形成過程を論じている点についてである。この視角は、貿易という国際取引に対して金融の利便を提供するという機能において国際金融市場を捉える場合、欠かすことのできない重要性をもつと言わなければならない。だが、この分野にのみ視野を限定することは、著者が序文において強調した、金融市場の統合化という事態に信用論的脚光をあてるという課題に十分に答えられないという制約を課すことになるのではなかろうか。一般に、国際金融市場は、短期的な貿易金融の利便の提供と短期資本の調達運用の場という機能の他に、諸外国政府・企業による長期資本調達、あるいは国際的機関投資家によるその運用の場としての機能をもつ。国際金融市場とは、この両者の機能をあわせて担うことによって初めて成立するものである。とくに、後者の側面における国際金融市場の規模と機能が大きな影響力をもつことが、こんにちにおける金融市場の世界的統合化の内容をなしている。もとより、この論点は本書が当初から考慮外においていたものである。だが、国民的金融市場の国際金融市場としての生成を実証的に解明す

るというのであれば、手形市場だけではなく、資本市場をも視野に入れるべきではなかったかと思われる。たとえば、ロンドン手形市場が国際金融市場として完成したと著者が言う世紀転換期においては、ロンドン資本市場も外債発行市場として十分に発達していた。つまり、長期金融の面においても国際金融市場としての機能を果たしていたのである。また、ニューヨーク外債市場は、1915年の英仏第一次大戦債の発行を契機に国際金融市場として自立化の道を歩み始めた。たとえ短期金融のレベルにおいて国際金融市場の構造を歴史的に解明すると言っても、現代の問題意識をもって課題に取り組むかぎり、そこから現代における金融市場の世界的統合化の現実に接近する視座あるいは示唆が得られてしかるべきではなかったかと思われる。

第二に、引受信用、商業信用、銀行信用といった信用範疇の理論的規定と、各々の理論体系上の位置関係が明確でない点を指摘したい。たとえば、著者は、19世紀イギリスにおける綿工業の興隆とそこで結ばれた信用関係を商業信用の連鎖の形成と捉えている。そこで強調されているのは、綿花仲買人が輸入者に対して引受信用を与え、あわせて原綿の買い手である紡績業者に対しては商業信用を与えたことが、こうした信用連鎖形成の発端になっているということである。しかも、輸入者と綿花仲買人との取引は、国際的流通に属すると捉えられている。とすれば、引受信用は国際的流通部面、商業信用は国内流通部面における信用範疇ということになる。この二つの信用範疇の論理的前後関係はどのように理解されているのであろうか。問題は、国際金融と国内金融との接点に位置している。著者は、二つの金融取引部面の関係さらにはそこで成立する信用範疇の論理的関連をどの

ように理解するかについてさらに突っ込んだ考察をすべきではなかったかと思われる。さらに、この論点にかんしてもうひとつ問題を指摘したい。すなわち、紡績業者が織布業者に、さらに織布業者が卸売商に与えるとされている帳簿信用と、商業信用との関連はどのように理解されているかということである。帳簿信用が、綿工業における信用連鎖関係の特質を規定する重要な位置づけを与えられているのか、あるいは単に商業信用の連鎖を補強するにすぎないのか、不明である。総じて、ロンドン手形市場を支えたイギリス信用制度の構造を解明するためにも、各信用範疇の論理的序次を明確にすべきではないかと思われる。

第三に、国際金融市場化が完成した時点におけるロンドン手形市場と、イギリス国内の信用制度との関連の問題である。著者は、ロンドン手形市場の国際化は、同時にそれが国民的金融市場としての意味を失ったこととして捉えている。だが、国内手形が減少し、その国民的金融市場としての実態と機能が希薄化しても、そのことは、イギリスに国民的金融市場がなかったことを意味するわけではない。ロンドン手形市場の国際金融市場としての機能が全面に出てくると同時に、国内手形市場に代わる短期金融市場が存在し、国民的金融市場の編成を可能にしていたはずである。具体的には、大預金銀行間に形成されるインターバンク・マーケット並びにそれにもとづく振替・決済制度が機能していたはずである。とくにさらに深い考察が必要だと思われるのは、国内の大預金銀行システムの

機能と外国振出金融手形との関係である。確かに著者は、大預金銀行が外国振出金融手形の引受市場に参入したことが、ロンドン手形市場の国際化が完成したメルクマールだと述べて、両者の関係を指摘してはいる。だが、さらに深められるべきは、大預金銀行が、なぜ、何を契機に、どのようにして外国振出金融手形の引受市場に参入したかという論点である。イングランド銀行の行動とあわせて、ロンドン手形市場の国際金融市場としての機能を支えた、イギリス国内の信用制度の構造が明らかにされるべきではなかったかと思われる。

IV. むすびに代えて

本書は、一貫して貿易金融と手形市場に視点を定め、国際金融市場の構造を歴史的に解明した。この問題提起を承けて、最後に強調したいのは、われわれは、今後さらに資本市場の国際化過程を本格的に考究すべき時にきているということである。そのさい、ロンドン資本市場の国際金融機能、ニューヨーク外債市場の形成過程、さらにはユーロボンド市場への発展過程の分析が重要な研究領域として注目されなければならない。そうした過程を追究していく場合、とくに、マーチャント・バンクや投資銀行の国際業務の構造解明、商業銀行の海外業務展開の追跡、さらには機関投資家の国際的投資活動の分析が重要なテーマとして浮かび上がってくる。

(九州大学経済学部教授)