

小林 真之著

『株式恐慌とアメリカ証券市場』

—両大戦間期の「バブル」の発生と崩壊—
(北海道大学図書刊行会, 1998年2月)

相 沢 幸 悦

アメリカの証券市場は、未曾有の活況を呈している。ダウ平均株価は、1992年1月の2000ドルから98年7月の9300ドルまでわずか5年半で5倍弱の急騰をみせた。その後、ロシアの通貨危機やその中南米への波及によって下落傾向を示してきたものの9000ドル台にもどしている。このアメリカの株高が、はたしてバブル経済と呼べるものなのか、あるいは一時アメリカではやったニュー・エコノミーの時代に入り、従来の景気循環は消滅したといえるのであろうか。

アメリカでの株価暴落は、1987年10月のブラック・マンデー（22%の下落）であるが、やはりアメリカ国民には、1929年株式恐慌が株式市場崩壊の典型的事例として記憶にとどめられている。それは、1929年から32年にかけて株価は89%も下落し、長期間の株価低迷を余儀なくされたからである。

株式恐慌に先立つ1920年代にアメリカ経済は「永遠の繁栄」を謳歌し、景気循環が消滅したかのような主張も流布された。その結果、株価は暴落した。当時とは、株式市場の構造は大きく変貌しているが、現状のアメリカの株式市場も同じ道をたどるのかというのが本書の問題意識である。

ひるがえって、我が国では、1990年初頭にバ

ブル経済が崩壊してから98年10月にかけて株価は三分の一にまで下落している。さすがに、アメリカの1929年株式恐慌ほどではないにしろ、それに匹敵するほどの株価の暴落であることは違いない。しかしながら、我が国のバブル経済生成の要因と崩壊のメカニズム、そして金融不安解決方法が必ずしも明確にされてはおらず、平成金融恐慌の様相を呈してからもなかなかそこから離脱する糸口が見えてこない。本書は、我が国のバブル経済生成と崩壊の本質を明らかにするうえでも極めて有効であると考えられるので、そういう観点から読み進めてみたい。

I. 課題と分析視角

1. 構成

本書の構成は、次のようになっている。

序 章 課題と分析視角

第1章 アメリカ証券市場と銀行制度

第2章 第1次資本集中運動と証券市場
—世紀転換期の証券市場

第3章 産業構造の変化と証券市場

第4章 相対的安定期の証券市場

第5章 株式投機と1929年株式恐慌

第6章 大恐慌期の証券市場

第7章 大恐慌と会社証券の再編成

終章 株式恐慌と擬制資本

2. 課題

1929年10月24日に爆発したアメリカの株式恐慌によって1929年大恐慌が開始されたが、これは、アメリカ経済の構造転換を迫る歴史的画期としての意味を持っていた。本書は、両大戦間期における株式市場の動向、とりわけ1920年代後半の株式ブームと30年代の株式崩壊がアメリカ経済の実物経済的側面とどのように関わっていたかということに焦点をあてて分析している。

株式ブームについては、一方では、株式投資(期待収益説)の立場から、他方では株式投機の立場から説明するという対極的な見解がある。この見解の差異は、1920年代のアメリカ経済を成長と停滞のいずれに重点をおいて見るかというところにあつて、実物経済への視点と大きく関わるものである。

著者は1930年代の株式市場が、資金調達市場としての意義の低下、株式取引高やブローカーズ・ローンの大きな低落からして、株式投機の崩壊過程としてはかたづけられないような重要な変化が起こったと指摘している。すなわち、株式ブームで形成されていた株価、株式擬制資本の諸関係が30年代に大規模な再編成を迫られていたからである。

その際に、第一に、大幅に下落していた1930年代の株価動向を実物経済と金融経済の2側面からどのように理解すべきか、第二に、株式大企業が支配的となっている段階で擬制資本の過剰がどのような形態をとって調整されていくか、第三に、1929年株式恐慌はアメリカ証券恐慌の歴史のうえでどのような位置を占めるか、ということが取り上げられている。

3. 分析視角

本書の課題は、1929年株式恐慌を株式ブームとその崩壊過程について分析し、それを1907年恐慌と比較することにより、その歴史的特殊性を明らかにすることにある。こうした課題に接近するための分析視角として、株式擬制資本の2側面(配当請求権と議決権)が重視されている。

この2側面は、平常時には分離され、株式利回りを介して利子生み資本としての側面が表面に出てくるが、利潤率が低下する恐慌局面では、その本来の姿に戻り、利潤請求権と議決権が有機的に関係するようになる。本書は、この株式擬制資本の運動を景気変動の全局面において明らかにしようとしている。

II. 本書の概要

本書の概要をそれぞれの章に応じてみてみることにしよう。

1. アメリカ証券市場と銀行制度

アメリカの銀行制度は、地域に散在する多数の小規模銀行の存在によって特徴づけられる。したがって、地方銀行は、商取引から生じた決済をコルレス預金を通して行なう必要があり、自行宛の債権債務を可能な限り集中・相殺するためにも、1830年代に商取引と金融取引の集中するニューヨークの銀行にコルレス預金が集中しはじめた。

コルレス制度は、資金余剰地域から預金を受け入れ、利子生み資本として機能させる役割を果たした。さらに、コルレス銀行への融資もニューヨークの銀行によって行なわれた。

長期性・大口の資金重要に應ずるのが証券市場であり、中央市場はニューヨーク証券市場であった。ニューヨーク大銀行は、引受けシンジケート団を構成し証券の分売をコルレス制度を使って行なった。

コルレス預金の運用先となったのが証券を担保とする証券市場への信用供与、いわゆるブローカーズ・ローンである。これによって、専門的な投機的資本が株式取引に加わり、企業の将来価値についての多様な価値観が反映され市場に厚みが出てきた。

ここで、重要なことは、当時、国法銀行が銀行券を統一したものの、支払い決済システムと最後の貸し手機能をいとなむ中央銀行制度が欠如していたという指摘である。すなわち、ニューヨーク大銀行は、実質的に「銀行の銀行」としての役割を果たすことが期待されたが、信用不安に基づく恐慌期の通貨需要に最後の貸し手機能を果たすことができなかったからである。

2. 第1次資本集中運動と証券市場 —世紀転換期の証券市場—

1840年代以降各州で準則主義に基づいて、規模拡大してきた一般産業企業が株式会社形態に移行してきた。企業集中は、企業の独立性を維持したまま競争を回避するプール、1887年以降にはトラストが登場した。そして、1898年から1902年に未曾有の企業合同が行なわれた。

1890年以降に合併した統合産業企業の多くは普通株と優先株の2種類の資本を持っていたが、優先株は有形資産、普通株は無形資産にはほぼ照応していた。普通株資本は、特許、商標、ブランド、のれんなどの無形資産に依存する将来の収益力を資本還元することにより導き出されたものである。

独占企業について調査した産業委員会は、1900年のセンサスで示された183の企業合併の事例に基づいて、資産の2倍の証券が過大に発行されており、普通株は資産的裏付けのない「水」に過ぎないとした。したがって、平均利潤しか上げ得ない市場の状況では、資産に対応するはずの証券資本は「過大」であった。

20世紀初頭はまた、金融機関とその保有資産が急速に増加した時期である。この時期に金融機関は、証券市場との関わりを深めていった。

産業企業の合併にともなう「過大」資本化の重荷が市場で爆発したのが1903年の恐慌である。しかし、この恐慌は株式市場という狭い領域で生じたものである。それに対して、1907年恐慌は、企業合同により成立した株式大企業が最初に迎え、世界に波及した世界恐慌であった。

3. 産業構造の変化と証券市場

産業大企業は、第一次大戦中に膨大な戦時利潤を獲得し、それを資本の「水抜き」に充当することによって普通株の投資的地位を高めた。ここで、過剰資本の処理が「水抜き」として行なわれたことが特徴として取り上げられている。

過大資本を是正する第一の方法は、すでに発行されている株式を市場から買い戻して償却することである。第二の方法は、資本構造に手を付けることなく、資産側に「混水」されていた過大評価部分を除去することであった。

そのほかに、利益・減価償却費を実物資本に再投資することにより、当初は「水増し」されていた有形固定資産に実態的な基礎を与え、過大な資本構造を是正する方法がとられた。

第一次大戦での大量の国債発行によって、証券市場は1920年代になると大きく変化した。第一に、小口投資家層の台頭、第二に、証券発行

規模の巨額化によるシンジケート方式の多様化、第三に、証券引受けへの新興の投資銀行の進出、第四に、銀行系の証券子会社の台頭などである。

証券発行をみれば、債券は1927年がピークとなるものの、株式の発行は、28年から29年に急増している。しかも、1920年代に発行された社債のうち転換社債・ワラント債の比率が急上昇しているのが特徴である。

この時期には、投資会社や会社支配のための公益持株会社による株式発行が巨額に上り、設備投資以外の目的のために発行された「不生産的」証券が1929年にはじつに66%にも及んでいた。

4. 相対的安定期の証券市場

大企業の普通株は資本の「水抜き」により、実物資本からの利潤的裏付けを持つようになり、1920年代にリスク性の投資資金を吸収して新規資金調達手段の役割を果すようになった。20年代の産業の繁栄によって、現金配当、株式配当、株式分割という方法で利益の還元が行なわれた。

5. 株式投機と1929年株式恐慌

株式投機信用であるブローカーズ・ローンの資金源泉は、預金を基礎として信用創造する商業銀行と、銀行制度の外部から資金を供給する「その他（大企業、個人、投資会社、外国投資家）」に分けられる。

1920年代の株式ブームの特徴は、中央銀行の統制の外部にある「その他」からの株式信用が急増し、それが活発な投機的活動を資金的に支えたことある。とくに、投資会社が機関投資家として大きな注目を浴びた。

株価が暴落する直前の6月から8月の株価上昇は、将来の企業収益を期待した投資家による

実需に基づいたものではなかった。投機家による株式購入は、投資家という受け皿を欠如したままで行なわれ、それを支えるものはもっぱらブローカーズ・ローンであった。したがって、この時期の株価上昇は「仮装」需要に支えられ、さらに金融流通の内部で貨幣資本が循環していたという意味で、投機的性格の濃厚なものに転化していた（「投機の自立化」）。

かくして、1929年10月24日（「暗黒の木曜日」）の株価大暴落を迎えることになる。

6. 大恐慌期の証券市場

実物資本の過剰が表面化しはじめた1929年5月頃から、生産・利潤率の低下がほぼ底をついた32年半ばまで経済は下降過程をたどり、過剰資本の整理・淘汰が強制された。

1933年証券法、銀行法、1934年証券取引法、1935年銀行法など連邦レベルでの証券市場の規制も行なわれた。第一に、証券市場の監視機関として証券取引委員会が設立され、第二に、ブローカーズ・ローンなどの投機信用が規制され、第三に、銀行・証券分離政策が採用された。

株式市場価値のピークは1929年9月はじめであるが、その崩壊により12月はじめまでの短期間で29%減少している。1929年12月以降一時的に上昇するが、31年9月までに41.4%下落した。イギリスの金本位制離脱以降、アメリカから大量の金が流出して利子率が上昇し、31年9月から32年7月までに株式市場価値は65%という大幅な下落をみた。

結局、株式市場価値は、ピークの1929年9月の896億6828万ドルから、ボトム1932年7月の145億3348万ドルまでじつに82.6%下落することになった。

1929年時点で資産が5000万ドル以上あり1919

年と40年の株価を比較できる146社を分析の対象として、投資家が1919年から40年の期間にこれらの銘柄を保有していたと仮定した場合、投資家の資産価値に生じた変化について次のような結論が導き出されている。

鉄道は衰退産業であり、公益事業産業は成長産業であるものの、株価はかなり不安定な動きを示した。産業株92銘柄のうち資産価値減少銘柄は55銘柄であるが、増加銘柄は37銘柄もあった。これは予想を超える事態である。これらの成長株に共通しているのは、高収益をたんに配当率の引上げではなく、株式配当、株式分割の形態で株主に配分していたことである。

7. 大恐慌と会社証券の再編成

著者は、1929年恐慌がたんに株式投機の崩壊過程だけではなく、株式ブームで形成されていた株価、株式擬制資本の諸関係が30年代に大規模な再編成を迫られたという。その点で前回の恐慌の時の「水抜き」とは質的に異なっている。この大規模な再編成の過程を詳細に分析しているこの章が筆者にとってもっとも重要なものであろう。

恐慌期の需要収縮により企業の売上は減少し、利潤率は低下するので、競争戦に劣勢な企業は、破産を回避するために企業合併に生き残りの道を求める。吸収される企業の支配株主・経営者は、経営権と関わりのない中小株主・レントナー株主に転化する。

利潤率が最上位の所得請求権である利払いを不能とする水準まで落ち込むと債務支払いの不履行が生ずる。その場合、債権者と債務者の間の債務処理をめぐる交渉は、債権価値の保全と企業支配権の維持という相対立する利害の狭間の中で行なわれ、最終的には、企業清算と企業

再編の2つの道に分岐する。

しかし、産業企業の10社に1社は、債務不履行による倒産から資本・負債や実物資本の構造の再編に成功し、新しい体制のもとで出発している。

1920年代にも優先株に対する未払い配当を累積させていた企業はあったが、資本構造の再編まで強制された企業は少なかった。しかし、大恐慌期には優先株配当を無配・減配する企業が增加するにつれて、延滞配当金を解消するために資本構造を再編する企業が続出した。それがもっとも集中したのは1935年から37年にかけてで、全体の半分を占めている。

普通株については、無額面株の額面化が額面変更の主要な流れであった。それには、形式的な額面変更と実質的な額面変更とがある。前者は、租税負担を軽減するためであり、後者は、租税負担の軽減と減資差益の創出という2つの目的を同時に達成するため、あるいは減資そのものを目的として行なわれた。

1930年代に実施された減資政策は、資本金から剰余金への振り替え、清算配当、実物資本構造の変革という目的で行なわれたが、対象を産業企業に限定すれば、固定資産の評価下げ、無形資産の償却、欠損の解消に集約される。

8. 株式恐慌と擬制資本

20世紀の大企業体制のもとで生じた1907年、20年、29年恐慌はいずれも株式恐慌を随伴し、株価は激烈に下落している。それは、経済過程への政府の介入度が低く、公的な規制が加えられる以前の「自由」な株式市場状況のもとで生じている。

第二次大戦後のアメリカでは、経済構造に政府がビルトイン・スタビライザーとして組み込

まれ、政府の活動を支える貨幣・金融制度的条件が整備されるようになっていく。その結果、1929年恐慌のような激しい株式恐慌を経験していない。もはやこのような恐慌は生じないのであらうか。

現代の株式市場は、証券発行・流通市場が公的規制のもとにおかれ、証券取引が「公正」なルールのもとでなされるようになっていく。こうした規制のあり方よりも、株式の需給構造の変化が株価形成に大きな影響を与えている。

株式の供給面では、上場・取引銘柄が産業構造のサービス化を反映して大きく変化している。この変化が景気と利潤率の動向にどのような影響を与えているか検討する必要がある。国内における経済のサービス化は物的生産の国際的依存度の高まりを反映している。現代経済は国際分業の熾烈な再編成の過程にあり、市場を統制することがますます困難になってきている。

株式の需要面でも機関投資家が株式所有と株式売買において大きな比重を占めるようになっていく。機関投資家の資金源泉は、退職後の生活費、住宅費、教育費など個人の生活に関わる非営利的性格のものでありながら、機関投資家のもとで高利回りを追求する貨幣資本に転化し、リスク性の株式投資に向かっている。

現代のアメリカは純債務国であり、金融市場(利子率)は公私の外国資本の流入に大きく依存しており、一国規模で管理することは困難になっていく。

1929年株式恐慌から得られた教訓は、株価は実物経済と金融経済の2要因によって規定され、「ファンダメンタルズ」から相対的に乖離して運動することが可能とはいえ、資本主義の運動の過程で形成される「ファンダメンタルズ」への収束がいつかは強制されるということである。

Ⅲ. アメリカのバブルと日本のバブル

本書は、1929年恐慌の本質とその後の過剰資本の整理の過程、実物経済と金融経済の関係について明らかにすることを主眼としている。その際、1907年恐慌の特徴とその後の過剰資本の整理との比較を行なっている。その点で、従来のアメリカ大恐慌研究のひとつの水準を示すものである。

ここでは、現在の我が国での平成金融恐慌(そのように何故規定するかは、拙著「日銀法二十五条発動」中央公論社、1995年、を参照されたい)にいたる過程との相連点、類似点はどこにあるかという側面に集中して本書を読みたいと思う。

1. 金準備と最後の貸し手機能

1906年に国内的な貨幣資本の不足を緩和するために、アメリカはヨーロッパから金輸入を行なった。そのため、イングランド銀行は準備金を回復すべく、公定歩合を上げるとともにロンドンの商業銀行に対してニューヨークへの信用供与を停止するように要請した。かくして1907年に株価の大幅下落が生じた。当然、管理通貨制のもとではこのようなことはないが、1929年恐慌の時にはどうだったのかについては、本書に明確な言及はないようである。

1907年当時には、最後の貸し手機能をいとなむ中央銀行が存在しなかったため、ひとたび信用不安が広がれば、現金枯渇の恐怖から銀行・企業・個人は支払い手段を退蔵する。その結果、銀行の銀行の役割を果たしていたニューヨーク大銀行は、恐慌期には地方銀行からの預金回収と自行預金の引き出しという二重の圧迫を受けた。

中央銀行制度の完備した現在ではそのようなことはないが、1929年恐慌の場合はどうだったのか、連邦準備銀行による株式投機抑制策については言及されているものの、恐慌に対する中央銀行の役割については本書ではあまり言及されていないようである。

1920年代後半の連邦準備銀行の金融政策を規定していたのは、イギリスを支援する国際金融協力の必要性であった。当時、イギリスは最大の債権国であったものの、戦争により疲弊し、国際収支は赤字で、国際的なホット・マネーの移動は国際通貨ポンドをたえず危険な状態においていた。さらに、1927年のフランスの金本位制復帰はイギリスの金準備への大きな圧迫要因となった。そこで、ポンド支援のためイギリスより公定歩合を低位におくため、1927年8月に公定歩合が4%から3.5%に引き下げられた。

この公定歩合の引き下げが株式ブームと株式投機の端緒をなしたと批判されている。株価は1927年7月から28年1月にかけて1.14倍、取引高も3857万株から5000万株台に増加しているからである。

しかし、著者は、この見方は短絡的であると述べている。それは、株価推進要因は企業収益が増加するという期待だからであるからという。連邦準備銀行が金融政策を転換し、株式信用の膨張を抑制すべく1928年2月、5月、7月と公定歩合を引上げているにもかかわらず、1928年2月から29年1月にブローカーズ・ローンは逆に1.5倍の増加を示しているからである。

我が国のバブル形成の要因を日銀の公定歩合の引き下げに求める意見もあるが、それはやはり短絡的であるという点で、著者の指摘は的確である。

2. エクイティ・ファイナンス

1907年恐慌は、企業合同により成立した株式大企業が最初に迎え、世界に波及した世界恐慌であったが、それに先立つ1905年から6年の証券市場は、株式発行だけでなく、高株価を利用した転換社債の発行の社債に占める比率が高くなるというエクイティ・ファイナンスの盛んとなった時期であった。

1920年代には、発行社債に占める普通社債の比率が低下し、転換社債・ワラント債の比率が急上昇している。1920年代末になるとその発行額が急増するとともに、社債に占める比率も急上昇し1929年には57%となっている。

我が国のバブル経済は、一面では、企業によるすさまじいエクイティ・ファイナンスによって形成された。その結果、株式が市場に過剰供給されて反落した。1929年恐慌の時はどうだったのか、もう少し説明してほしかった。

3. 投機資金の供給源

株価高騰の背景として、大量の投機資金が株式市場に投入されたことが挙げられる。ひとつは商業銀行から、もうひとつは大企業、個人、投資会社、外国投資家からの投機資金の流入である。

商業銀行は、発行証券が最終投資家に移転されるまでのつなぎ信用（ディーラー・ローン）、および株式流通市場での投機信用、すなわちブローカーに対する信用供与（ブローカーズ・ローン）と顧客に対する直接的な証券担保貸付の2つの経路による信用を提供する役割を果たす。

1920年代末の株式ブームの特徴は、商業銀行からのブローカーズ・ローンよりも、大企業、個人、投資会社、外国投資家からの株式信用が

急増したことである。

連邦準備銀行は、株式投機抑制政策として1928年2月に公定歩合を上げた。そこで、市場の側からの強い株式信用需要が生じてコール・レート of 異常な上昇がもたらされた。金利の相対的有利性により、ブローカーズ・ローン供給の主体が大企業、個人、投資会社、外国投資家に大きく転換している。これらからの資金供給は、1926年初頭から29年9月にかけて6.5倍、ブローカーズ・ローンに占める比率も同期間に19%から57%に上昇している。

商業銀行は、資産（コール・ローン）の形成を先行させることにより負債（要求払い預金）を創造するという信用創造を行なうが、これは、創造された信用がふたたび銀行に還流してくるというメカニズムによって基本的に支えられている。このメカニズムがとことん機能することによって株式ブームが形成されたといえよう。我が国でも銀行が国債を流動資産として保有できるようになったことにより、信用創造がさらに可能となり、不動産融資を拡大したという点を考慮すれば、この商業銀行の行動の指摘は極めて重要であると思われる。

商業銀行以外の資金提供主体で最大の部分を占める大企業は、遊休貨幣資本をコール・ローンとして運用していたが、1928年から29年になると企業利益の増大と設備投資額を上回る証券発行により、企業の手元で遊休する貨幣資本が増加し、それが高金利の期待できる短期で流動性のあるコール市場に流入したのである。

とくに実物資本側からの資金需要のない場合でも証券発行して株式市場に投資したという行動が問題であろう。すなわち、株式投機の最終局面では、大企業や投資会社が株式市場から調達した資金をふたたびコール・ローンとして放

出し、これが株式市場に流入したのである。

さらに、1928年5月のコール・レートの上昇によって、形式的にはニューヨーク市中銀行を窓口にするとはいえ、大企業、個人、投資会社、外国投資家などによるブローカーへの直接貸付が増加していった。

4. バブル的株価水準

1929年株価暴落に先立つ株価上昇と企業収益の関係をもどどのように評価すればよいのか。本書は有力な2つの見解を取り上げている。ひとつは、株価水準が企業収益から大きく乖離して騰貴したとして、株価形成の投機的性格を強調する見解である（投機説）。もうひとつは、株価と企業収益との対応関係を強調し、株価の騰貴を基本的に期待収益を割り引いたものとして把握する見解である（収益力説）。

1929年大恐慌に至る株価上昇がバブル的なものであったことは明らかであった。利回りや配当支払いなど関係なしに、転売するために買うほうが有利であったし、株式ブームが最初から利潤の増加によるものではなく、「犬が自分のしっぽを追いかける」としかいえないような過程であったからである。

むしろかしいのは、株価と企業収益との対応関係から株式ブームの必然性を明らかにする立場である。というのは、価値の真の尺度である収益や配当もまた劇的に上昇したということ、すなわち現実の株価と収益の関係を明らかにしなければならぬからである。

株式利回りと他の利子関係はどうであったか。1929年には、金融市場の内部で短期金利が長期金利を上回るという逆転した状態が生じていた。短期金利と長期金利の裁定は完全には機能せず、長期金利は短期金利を下回る状態が生じていた。

債券市場と株式市場との間にも金利関係の断層が生じおり、普通株利回りは株価の上昇を反映して大きく低下している。もっとも安全な資産である連邦債の金利も下回った。ここでも、リスク性の資本を吸収する普通株市場と安全性を求める資本から構成される債券市場の間には、裁定関係が十分に作用していなかった。

ここで利回り低下の持つ意味を判断する材料として株価収益率（PER）をみてみよう。1928年から29年にかけて特別配当や株式分割が盛んに行なわれ、長期投資家の持株は大きく増加し、企業の収益増加は将来的にも大いに期待できるようにみえた。PERは、株式ブーム以前には10倍程度で推移していたが、1928年には15倍、29年には18倍まで上昇している。

著者は、株価上昇は収益力を反映したものと投機的なものとの混在しており、ニューヨーク証券取引所に上場されている主要銘柄すべてについて一般的に議論することは妥当とはいえず、その意味で投機説も収益力説もいずれも正鵠を射ていないと評価している。

とはいえ、収益説でも将来の収益力を予想して株価形成がなされたのであるから、恐慌期に期待収益の修正の度合いによって株価下落の規模が規定されると著者はいう。そうであるとすれば、恐慌期にこそ期待収益は絶望的に下方修正されるのであるから、収益力説も本質的には投機説と変わりがないのではなかろうか。

5. 非複合不況

平成金融恐慌はまず株式の下落があって、その後、実態経済の落ち込みがみられるという点で従来の恐慌と異なっているというのが、いわゆる複合不況論である。はたして、従来の恐慌は、実態経済の落ち込みが先行したのであろう

か。

1907年恐慌をアメリカの銀行制度固有の欠陥から生じたと見るか、産業恐慌の帰結としての信用恐慌とするかという論点がある。

前者の立場は、アメリカでは、中央銀行制度の欠如に起因する貨幣恐慌がたびたび生じており、1907年恐慌はそのピークに達したということをも重視する。したがって、恐慌対策として、中央銀行の設立による通貨供給の弾力化が提案される。恐慌の金融的側面を重視するのは、産業部面での恐慌現象が軽微で短期で終り、景気回復局面への転換が急速に進んだからである。

後者の立場は、1907年10月以前に産業部面で行進していた景気後退現象に注目し、たとえパニックがなかったとしても産業不況に突入したであろうというものである。1907年恐慌の教訓は、産業の独占化と関連させて恐慌現象を理解すべきで、過剰資本の整理は突発的に行なわれるのではなく、操業短縮、工場閉鎖、設備の強制的廃棄など時間をかけて行なわれるということを本書は強調する。しかし、これでは1929年恐慌を説明できないのではなかろうか。

1929年6月頃には工業生産の低下という実物経済側における悪化の兆があらわれていた。すなわち、自動車生産は6月にピークに達した後、下落しはじめており、工業生産全体も1か月後に低落しはじめていた。1929年恐慌は、実体経済の落ち込みがあって株価が秋に崩壊して勃発したのである。

我が国の平成金融恐慌が、はたして金融崩壊が実体経済の崩落を誘発した複合不況なのか、あるいは、1929年恐慌のように実体経済の崩落が金融崩壊をもたらしたものなのかは、今後の研究の進展に期待される。

（長崎大学経済学部教授・当所兼任研究員）