

真正手形主義についての一考察(2)*

——連邦準備法からグラス・スティーガル法まで——

西 川 純 子

要 旨

真正手形主義 (real bills doctrine) は一般にはあまり耳慣れない言葉だが、グラス・スティーガル法を考察する際にはこの言葉を抜かすことができない。連邦準備法の生みの親でありグラス銀行法案の起草者でもあるカーター・グラス (Carter Glass) が真正手形主義の信奉者とみなされているからである。グラスは金融の専門家ではなかったが、彼の傍らには必ず H.P. ウィリス (H. Parker Willis) がいた。ウィリスはシカゴ大学でローレンス・ラフリン (Laurence Laughlin) の薫陶をうけた経済学者である。2人を結びつけたのは連邦準備法の起草という大仕事であった。20年後に連邦準備法は変革の時期を迎えるが、この時にも2人は手をたずさえてグラス・スティーガル法の成立に尽力した。彼らが一貫して主張したのは健全銀行主義であり、それを実現するためには通貨は経済活動の証である手形をもとに発行されなければならない、銀行の貸付も手形を担保とするものでなければならなかった。このような考え方が真正手形主義と称されるようになったのは、ロイド・ミンツ (Lloyd Mints) が批判の意味をこめてグラスとウィリスを真正手形主義者と呼んだためである。本稿で真正手形主義をとりあげるのは、しかしながら、グラスとウィリスの物語を書くためではない。19世紀の遺物のような真正手形主義が2度までも金融改革の表舞台に登場したことの理由を、アメリカに独自の金融制度の展開のうちに探してみたいからである。

前稿の執筆時には存廃をめぐる議論が進行中であったグラス・スティーガル法の商業銀行業務と投資銀行業務の分離規定は、1999年末に廃止となった。いまやグラス・スティーガル法 の思想的考察は、成立の背景だけではなく廃止にいたる経緯も織り込まざるを得なくなったことになる。20世紀アメリカの金融史を

* 本稿は『証券経済研究』第12号 (1998年2月) に掲載された「真正手形主義についての一考察(1)ーグラス・スティーガル法の思想的背景を求めて」の続編である。

俯瞰するに等しいこの作業は、金融市場と資本市場における自由と規制の抗争の歴史を浮き彫りにするであろう。改めてグラス・スティーガル法の歴史的研究が必要とされる所以である。

目 次

- I. 真正手形主義とは何か
- II. 国法銀行制度と真正手形主義
- III. 通貨改革と真正手形主義
 - 1. インディアナポリス貨幣会議（以上前稿）
 - 2. 連邦準備制度（以下本稿）
- IV. 第一次世界大戦と連邦準備銀行
- V. 公開市場操作
- VI. グラス・スティーガル法と真正手形主義
 - 1. 連邦準備法の修正
 - 2. 商業銀行業務と投資銀行業務の分離
- VII. 1935年銀行法－結びにかえて

III. 通貨改革と真正手形主義

2. 連邦準備制度

50年間にわたって国法銀行が担ってきた発券業務は、1913年、連邦準備銀行に移管された。インディアナポリス貨幣会議から15年後のことである。この間に起った重要な出来事としては、1900年の金本位制の成立と1907年の金融恐慌がある。金本位制の成立は、国法銀行制度に対する批判がインディアナポリス貨幣会議の路線で一本化されたことを意味した。金銀複本位制を掲げた農民の要求はこの時点で完全に斥けられたのである。1907年恐慌は国法銀行制度を大きく揺るがした。資本市場の拡大によって、商業銀行と投資銀行の棲み分けに異変が起こったのもその一因である。グラスの論法を借りれば、うわべだけの準備金制度のなせる業ということになろうか。国法銀行の準備金はニューヨークの銀行に預金することを公認されていたが、その多くはコール・ローンとして資本市場に結びつき、季節による増減を繰り返すことに

よって市場に動揺をもたらした。また州認可の金融機関として登場した信託会社は、自由な立場を利用して預金を証券投資に運用することによって、商業銀行業務と投資銀行業務を結びつけ、国法銀行制度に不安定要因を持ちこんだ。1907年金融恐慌の引き金となったのは、ニッカーボッカー信託会社である。恐慌の収拾に預かったのはJ.P. モルガンであったが、その手法はニューヨーク中の銀行から準備金を吐き出させるという強引なものであった。モルガンならではのこの手法がいつまでも続くはずはない。中央銀行不在の国法銀行制度のもとでこそ投資銀行家モルガンの活躍もあり得たのだが、誰よりもそのモルガンが制度改革の必要を痛感していた。問題はいかにして既得権益を失わずに金融制度を変えるかであり、そのために改革の主導権は是非ともウォール街に残しておかなければならなかった。モルガンが希望を託したのは、ネルソン・オルドリッチ（Nelson Aldrich）の改革案である。

共和党の上院議員であったオルドリッチは早速にオルドリッチ・ヴリーランド法を上程して、全国通貨委員会（National Monetary

Commissioin) の設置にこぎつけた。1908年、全国通貨委員会はオールドリッチを長とする金融制度視察団をヨーロッパに派遣するが、彼らが目の当たりにしたイングランド銀行は、この時すでに、真正手形主義のみでは中央銀行の責任が全うされ得ないことを経験済みであった。しかし、帰国してからオールドリッチが模索したのは、イングランド銀行のような中央銀行ではなく、アメリカにこそふさわしい中央銀行である。そのために彼は私的な諮問グループをつくって改革案の検討を委嘱した。こうして作成されたのが、1912年、全国通貨委員会によって上程されたオールドリッチ法案である¹⁾。

オールドリッチ法案が提案したのは全国準備協会(National Reserve Association)であった。まず通貨については、インディアナポリス貨幣会議以来の真正手形主義を根拠に、通貨は銀行資産を基礎に発行されるべきこと、銀行資産は正貨と商業手形から構成されるべきことが主張された。通貨を発行するのは全国準備協会であり、加盟銀行から集めた準備金をもとに準備協会券が発行される仕組みであった。全国の準備金が一カ所に集中するのはモルガンの意図するウォール街の既得権の温存につながる。国法銀行制度のもとで培われてきた銀行間コルレス制度はそのままに、危機に弱いコルレス関係を準備金の集中管理によって支えようというのであれば、それは手形交換所の全国版として歓迎されるべきものであった。オールドリッチの助言者として法案の骨格づくりに協力した P. ウォーバーク(Paul Warburg) はヨーロッパの中央銀行制度を熟知していたが、それだけにヨーロッパの制度をそのままアメリカに移植することに懐疑的であった。2度までも合衆国銀行を拒否したアメリカが、一般の商業銀行と

競合するようなヨーロッパ型の中央銀行を受け容れるはずはないというのである。ウォーバークはアメリカで実現可能な中央銀行が満たすべき三つの要件として、準備金の集中、手形の流動性、弾力的な銀行券を挙げている。彼によれば、三つの要件のうち最も重要なのは準備金の集中であった。これさえ実現すればあとの二つはおのずと可能になるというのである²⁾。準備金を集中し、それをもとに信用の供与と銀行券の発行を行う中央準備銀行の構想を全国準備協会という形で表現したのが、オールドリッチ案なのであった。

オールドリッチ法案は1912年の大統領選挙で民主党が勝利したために廃案となった。大統領選挙においてオールドリッチ案を批判し、全国準備協会の中央集権的な性格をことさらに強調してやまなかった民主党は、政権獲得と同時に独自の銀行制度改革案を検討しはじめる。新しい改革案はオールドリッチ案との違いを鮮明にしていなければならない。こうして登場するのが、全国を12の地域に分ける分権的な連邦準備銀行制度である。準備金を全国的に統括することによって旧来の金融制度の欠陥を一挙に解消しようとするウォーバークの一元的改革構想は、これによって崩壊することになった。

連邦準備制度構想の推進役となったのはグラスとウィリスである。それぞれの役どころはグラスが下院銀行・通貨委員会の委員長、ウィリスが専門委員であった。彼らがオールドリッチ案に代わる連邦準備制度構想をどのように練り上げていったかは、議会における公聴会の議論から明らかである。

1913年1月、下院の銀行・通貨小委員会は銀行・通貨改革のための公聴会を開催し、最初の証人としてチェース・ナショナル銀行の会長、

A. B. ヘップバーン (A. Barton Hepburn) を喚問した。証言の冒頭において、ヘップバーンは現行の金融制度の三つの欠点を指摘する。第1は通貨の弾力性の不足、第2は手形市場の不足、第3は協力的というよりはむしろ競争的な準備金の管理である³⁾。ウォーバークと比較して、ヘップバーンの整理は項目の並べ方と力点の置き方が異なるだけで、中味はほぼ一致していた。しかし、証言がすすむにつれて、力点の違いが決定的であることが明らかになる。ヘップバーンはグラスとのやりとりで妥協が必要とみるや、第3項目をいとも簡単に変更して、準備金の協力的な管理の欠落は監督機関を置くことによって解消されるとの見通しを述べる。これは明らかに、準備金を地域割りで分散させる民主党案を意識した上での変更であった⁴⁾。ヘップバーンにとっては第3項目に限られるはずのこの変更は、しかし、ウォーバークにとってはすべての否定につながる。すでにみたように、ウォーバークが最も重要視したのは第3項の準備金の管理形態だったからである。ウォーバークにとっては、準備金の集中なしには手形市場の形成も弾力的な通貨もあり得ないのであった。

2日目に証言台に立ったのはL. ラフリンである。彼は通貨の改革において年来の主張である真正手形主義が実現されようとしているのを喜びながらも、通貨の発行は銀行業務と切り離して行われるべきであると述べた。この場合に彼の念頭にあったのはイングランド銀行である。商業手形に裏づけられた貨幣が発行されるようになって、発券業務が銀行業務を行う銀行に委ねられている限り通貨の安定はあり得ないというのが彼の意見であった⁵⁾。では発券業務と銀行業務はどのように結びつけられるべき

か、そのためにはイギリスのような信用構造の整備が必要だということになる。ラフリンは自分自身の反省もこめて、インディアナポリス貨幣会議以来の問題提起が通貨改革に重点を置きすぎたことを戒め、より重要な問題として信用構造への注意を喚起したのであった⁶⁾。ラフリンの証言はウォーバークを意識していたのかも知れない。理論展開において異なるとはいえ、彼はウォーバークと同じく、手形市場の重要性を指摘したのである。しかし、グラスとウィリスにとって重要なのは、真正手形主義の旗頭であるラフリンが、複数の準備銀行を構想する民主党案に反対しなかったことであった。

準備銀行の分立案についてグラスとウィリスに立論の根拠を提供したのは、V. モラウェッツ (Victor Morawetz) である。彼は単一の中央銀行を設けることに反対して、つぎのように証言している。「アメリカ合衆国においてフランス銀行やドイツ帝国銀行のような、あるいはオールドリッチ議員が提案した全国準備協会のような単一の大きな中央銀行が設立されたとして、それが全国にわたって安定かつ安全な金融状態を維持するだけの力をもつとは考えられません⁷⁾。」代わりに彼が提案したのは、地域ごとに分散して存在する複数の準備銀行である。この場合にモラウェッツが頭に描いていたのは、手形交換所のイメージであった。「私の提案は、手形交換所の置かれている地域や、国内の様々な地区において、銀行が地域ごとに分権的な準備銀行を設立してそのメンバーとなり、資本の拠出者となることです⁸⁾。」すでにみたように、オールドリッチも手形交換所の実績と組織に着目していたが、オールドリッチが手形交換所の全国版を目指して全国準備協会を構想したのに対して、モラウェッツは手形交換所が地域の銀

行の必要から生まれた地域ごとの銀行の互助組織であることを重視したのである。地域ごとに設置される準備銀行は地域の銀行から準備金を吸い上げることによって、準備金を分散する。これはウォーバークならずとも、中央銀行構想そのものの放棄と思われかねない提案であった。中央銀行は単一であるべきであり、それに代わる複数の中央銀行の制度などあるはずもないからである。グラスとウィリスがこの提案を受け入れたのは、彼らが準備金の分散に熱中するあまり、中央銀行構想に背を向けてしまったことを示している。

1913年9月、下院銀行・通貨委員会は「合衆国銀行通貨体制の改革」と題する報告書を委員長グラスの名のもとに議会に提出した。これによれば、改革の眼目はつぎの6項目である。(1)従来よりも統一的な割引率の制定 (2)地域の需要に常に応え得る準備金の確保 (3)弾力的な通貨の供給 (4)政府資金の管理と運用 (5)銀行業務の監督 (6)コマーシャル・ペーパー市場の形成⁹⁾。6項目のうちグラスが特に重視したのが、(2)の準備金の分散と(3)の通貨の改革であることは、1922年の上院におけるグラスの演説からも明らかである¹⁰⁾。通貨改革問題がインディアナポリス貨幣会議以来の懸案であり、改革の基本路線が真正手形主義から発していることはすでにみたとおりである。では準備金の分散問題はどうか。これはグラスやウィリスにおいてどのようにして真正手形主義とつながるのであるだろうか。

グラスは上述の演説においてつぎのように述べている。「我々は地域的な準備銀行を設立し、金融中心地の私的な銀行に代わって合衆国の準備基金の守り手を作り出すことによって、またコルレス関係にある私的な銀行に代わって

これらの準備銀行を国家の再割引機関とすることによって、それまでの誤った銀行準備金の制度を是正したのです。」準備金は地域的に分散されてこそ、銀行にとっての安全な基金となり得るということであろうか。ここには銀行の経営は健全なものでなければならないという主張がある。準備金を金融中心地に吸い取られてしまうような制度ではこの安全は保障されないのである。グラスはさらに言う。「地域の準備銀行には投機的冒険的な試みよりは商業と工業に役立ってもらいたいものです¹¹⁾。」グラスにとって銀行の安全な運営とは、投機的な資金の運用を避けることと同義なのであった。そのために、準備金は分散され、ウォール街の必要から切り離されなければならない。こうして準備金の分散は健全銀行主義と結びつき、弾力性のある通貨とともに真正手形主義を実現する2本の柱を構成することになる。

銀行の資金が資本市場に流れて投機と結びつくことを嫌う立場を健全銀行主義というならば、ウォーバークもグラスと同様に健全銀行主義者であった。2人の違いは、健全な銀行運営を実現する方法としてグラスが準備金の分散を主張したのに対して、ウォーバークは準備金の集中を主張したことにある。ウォーバークによれば、証券市場に向かう銀行資金の流れを変えるためには全国的な規模の手形割引市場が発展している必要があり、そのためには準備金の集中が不可欠なのであった。オールドリッチ案のような準備金の一元化が叶わぬまでも、せめて連邦準備銀行の数をニューヨーク、シカゴ、セント・ルイス、サンフランシスコの四つに減らすことによって準備金の細分化を防いではどうかというのが、ウォーバークの妥協案であった¹²⁾。上述の「合衆国銀行通貨体制の改革」の

第6項目には、コマーシャル・ペーパー市場の形成が挙げられているが、これが単なるお題目にすぎなかったことは、ウィリスの解説からも明らかである。グラスやウィリスの関心はコマーシャル・ペーパーの適格性 (eligibility) をいかに定義するかに終始しており、ウォーバークが主張するようにコマーシャル・ペーパー市場をいかに発展させるかという発想が入りこむ余地はなかったのである。ウィリスによれば、連邦準備銀行が再割引を行うコマーシャル・ペーパーは一定の基準を満たしていなければならなかった。基準のうち最も重要なのは、満期以内であることと、投機的な目的をもたないことであった。ついで重要なのは、農業、工業、商業のいずれかを基盤としているか、加盟銀行の裏書があるか、連邦準備局の課す要件を備えているかの3点であった¹³⁾。

IV. 第1次世界大戦と 連邦準備銀行

連邦準備銀行が業務を開始したのは、第1次世界大戦の勃発から3ヶ月を経た1914年11月である。連邦準備局の理事の1人にはウォーバークが任命された。7名の理事のうち財務長官と通貨監督官を除く5名は大統領の指名によって定められ、このうち2名は銀行業務に精通していることが望ましいとされた。指名理事の任期は10年であったが、最初の5名に限っては2年から10年まで2年刻みで異なる任期が与えられた。ウォーバークの任期は4年であった。10年に満たない任期は議会の承認を得れば更新可能であったが、ウォーバークの任期は更新されなかった¹⁴⁾。ウィリスは1918年までは事務局長として、1922年までは分析・研究部局員として、

8年間にわたり草創期の連邦準備局の裏方をつとめた¹⁵⁾。グラスは1918年末にマカドゥ (William McAdoo) から財務長官の職を受け継ぐが、以来、1920年に上院議員に返り咲くまで、職責として連邦準備局の議長 (chairman) を兼ねることになった。ウォーバークとは丁度入れ替わりであった。

連邦準備銀行の開設がヨーロッパの開戦と重なるとは、誰も予想しないことであった。「連邦準備法の起草者」であるグラスとウィリスはすでにみたように、準備金の分散と通貨の改革を連邦準備制度の中心的な命題とみなしていたが、連邦準備銀行が開設と同時に直面したのは政府資金の管理と運用の問題であった。連邦準備法は15条において、財務長官が必要とみなせば連邦準備銀行は国家の財政をあずかる機関 (fiscal agency) たり得ることを定めていた。しかし、マカドゥ財務長官はこの必要を認めなかったばかりか、5千万ドルの2%財務省短期国債の発行を決めて、連邦準備銀行に全額を購入するよう要求してきた¹⁶⁾。国債の発行額も市場を下回る利率もすべて財務省の独断であり、明らかに、連邦準備法14条によって保証された連邦準備銀行の割引率決定権は侵害されていた。後にウィリスは顧みて、財務省の行為を南北戦争時のチェイス財務長官が行ったと同様の暴挙であったと憤慨しているが¹⁷⁾、当時の彼は準備局の事務局長として、財務省の要求に辻褄を合わせながら国債の消化こそ連邦準備銀行の本来の使命であると苦しい弁明をする立場であった。ウィリスが作成に関わった連邦準備局の年報はつぎのように述べている。「わが国の参戦は連邦準備銀行に新たに重要な財政機関としての役割を与えることになった。(中略) 連邦準備銀行は財務長官によって財務省短

期国債を受け入れ、満期時にこれを償却する義務を課せられた。財務長官は1917年自由国債と称する国債の最初の発行について4月に詳細を公表し、併せて連邦準備銀行がそれぞれの地域において国債販売の中心的組織をつくり、注文、支払い、配達をはじめ細部についての対応を行うことを発表した¹⁸⁾。」

「自由国債」の販売は連銀への割り当てにのみ頼ることをやめて、販路を一般に拡大してから飛躍的な伸びを示した。連銀には国債購入のための資金を国債を担保に貸し付けるといふ新しい役割が与えられた。「借りて買う」政策の始まりである。国債の販売を促進するために、貸付利率は「自由国債」の利率を上まわってはいなかった。減税と抱き合わせたことも幸いして、1918年11月には国債の販売総額は214億ドルに達した。グラスがマカドウから財務長官の職を引き継ぐのは同年12月のことである。すでにヨーロッパでは休戦が成立していた。連銀の内部ではグラスに財務省からの連邦準備銀行の主導権回復を期待する声もあったが、グラスは迷うことなくマカドウの路線を継承した¹⁹⁾。グラスの職務はとりあえず、戦争後に財務省にとどいた莫大な請求書を処理することであった。このためにグラスは50億ドルの「勝利国債」を発行する。連邦準備銀行は国債の完売を使命とするグラスにとって非常に頼もしい制度であり、それが国家の緊急の要請によく応えてくれたことに彼は生みの親としての誇りを見出したのであった²⁰⁾。ウィリスはこのようなグラスに対して失望をかくせないものの、連邦準備銀行の独立が著しく損なわれたことの責任をグラスに求めることはなかった²¹⁾。しかし、戦争が連邦準備銀行にもたらしたより深刻な結果は、「借りて買う」政策を続けることによって

連邦準備銀行に堆積するにいたった大量の国債であった。1919年に32億ドルをこえた連邦準備銀行の国債保有額は、減少傾向を示しながらも1920年に20億ドル、1921年に13億ドルを記録していた²²⁾。

戦争が連邦準備銀行につきつけたもう一つの重要課題は、金問題であった。1914年段階では、戦争の影響について連邦準備局がもっとも憂慮していたのは金の流出であった。当時のアメリカはヨーロッパに対して債務国であったから、戦争によってヨーロッパの信用機構が崩壊し、ヨーロッパへの商品輸送が危険にさらされるようになれば、金の流出は必至のこととされたのである。まして、ヨーロッパが所有していたアメリカの証券の多くは満期を迎えようとしていた²³⁾。1915年の第1回準備局報告書には金の流出によって成立したばかりの新しい金融制度が脅かされかねないという危機感が横溢しているが、これは連邦準備制度が当初から金本位制度を所与のものとしていたことを示している。真正手形主義の主張する弾力性のある通貨が金を準備として持つことにいさかも矛盾しないのは、金本位制に対する信頼があればこそであった。その金本位制が戦争によって揺らぎはじめたとすれば、連邦準備銀行はただちに自衛の策を講じる必要があった。こうして生まれたのが1億ドルの金為替基金であり²⁴⁾、1917年の大統領による金輸出制限令である²⁵⁾。

しかし、1917年にアメリカが参戦してからは金の流れは逆にアメリカに向かうようになった。同年末までに連邦準備銀行に収納された金は12億3千ドルにのぼっている。1920年末にはその総額は20億ドルを越え、21年末には29億ドルになった²⁶⁾。金問題は不足から転じて過剰の問題になった。これは連邦準備の起草者の予想

だにしなければならなかった問題であり、彼らの手に解答は用意されていなかった。彼らによれば、通貨の量を定める重要な要因は工業や商業や農業などの実際の経済活動であるが、金と通貨の関係は金本位制の決めることだったからである²⁷⁾。

連邦準備法は連邦準備銀行の金または法貨による準備を預金の場合には35%、連邦準備銀行券の場合には40%と定めていた。1917年の法改正によってこの規定は一本化され、金または金証券による準備は連邦準備銀行券の40%でよいことになった。これは事実上、銀行券発行の裏付けとしてコマーシャル・ペーパーをはじめとする「適格手形」が金に匹敵する役割を与えられたことを意味した。1917年の準備局報告書は法改正についてつぎのように述べている。「この改正によって連邦準備銀行券は当初の意図どおりの位置づけを早くも得ることになるだろう²⁸⁾。」これは明らかに真正手形主義の表明であった。下院において法改正を主導したのは財務省着任前のグラスであったから、連邦準備局の内外呼応しての真正手形主義者の連携プレーとも受け取れるのである。報告書はさらに続ける。「連邦準備銀行券は金をもとに発行される時は金証券として金と同じ位置づけを与えられ、コマーシャル・ペーパー²⁹⁾をもとに発行される時は銀行券としての性格を強める。取引が好調で多くの通貨が必要とされる時はコマーシャル・ペーパーを抵当とする連邦準備銀行券が多く発行され、通貨の必要が減ればコマーシャル・ペーパーは引き揚げられて準備金とし

て確保されていた金が銀行券と交換されるだろう。」1917年の法改正は来るべき戦争に備えて必要な通貨を確保することを狙いとしていたから、金を節約して「適格手形」の比重を増やすことは時代の要請にかなっていたのである。法改正のもう一つの狙いは準備金負担を軽くして連邦準備制度への商業銀行の加盟率を高めることにあった。この結果、準備率は大幅に減少して、中央準備都市において18%から13%に、準備都市において15%から10%に、地方都市において12%から7%になった³⁰⁾。

真正手形主義にもとづく通貨論議に猛烈な反発を示したのは、ニューヨーク連邦準備銀行の総裁 B. ストロング (Benjamin Strong) である。連邦準備銀行券が再割引されたコマーシャル・ペーパーをもとに発行される場合でも連邦準備銀行券の発行量は取引の量に一致するといえるのだろうか、というのが彼の疑問であった。金本位制度の信奉者であったストロングは連邦準備銀行券の準備は金のみで十分ではないかと主張する³¹⁾。彼にとっての関心事はむしろ金の管理であり、連邦準備銀行が連邦政府の財政機関として金の管理者として果すべき役割を連邦準備法が十分に保障していないことであった³²⁾。すでに述べたように、連邦準備銀行に政府の資金を委譲するかどうかは財務長官の判断に任されていたのである。1917年法改正にストロングが期待したのは財務省を中心とする金の流れの一元化と連邦準備銀行への財政機関機能の委譲であった。結果として改正法は彼の期待に応え、1920年には独立国庫制度が廃止されることになった。

1916年にストロングは金の流入について、つぎのように述べている。「われわれは後になって深刻な問題を引き起こすにちがいない火種を

かかえこんでいるようなものです。イギリスとその同盟国は意識して、われわれに金を背負わせ、われわれから金を借りては物を買う政策を打ち出しているのです³³⁾。彼が危惧したとおり、1920年代に入ってもアメリカへの金の流れはとまるどころか増える一方であった。ストロングがこの問題に正面から立ち向かうことになるのは、一つには真正手形主義者に任せておけなかったからであり、他は金が最も多く集中したのがニューヨーク連銀だったからである³⁴⁾。

1918年まではウォーバークがストロングの相談相手であった。連邦準備局で「孤軍奮闘していた」³⁵⁾ウォーバークが引退してからは、連邦準備局のとるべき金融政策についての議論の相手は A. ミラー (Adolph Miller)³⁶⁾ になった。ストロングはミラー宛ての書簡でつぎのように述べている。「金政策の目的は大まかに云って、銀行の金準備がたまたま一時的に増えることによって生じる銀行貸付および通貨の膨張と価格の高騰を回避することです。このような原因がとり除かれ、われわれの金が減少するようになったら、かつては信用の膨張と価格の高騰を支えていた金を輸出することによって生じた信用の縮小と価格の下落を回避すればよいのです。」彼はさらに続ける。「簡単に言って、われわれの金の増加分を“冷凍”し、そうした方がよい間は、できれば世界の需要が金をわれわれから持ち去るまで、そのままにしておくべきだというのが私の考えです。しかしこれを成功させ、しかもなお連邦準備制度の構造の全体に根本的で革命的な変化を与えないで済ませたいのなら、当面の措置として将来の展望が少しは明らかになるまでロンドンにこの金を蓄えておいてはどうでしょうか？」³⁷⁾ 明らかにストロングの金政策の要諦は、金の不胎化によってで

はなく外国への輸出入によって国内の金の量を調節しようというものであった。

ストロングによれば、連邦準備法は金の不足を前提として、いかにして銀行の準備金を確保するかを基本方針としていたから、急激な金の増加に対処できないのであった。「連邦準備法の起草者」の金融政策についてストロングはつぎのように述べている。「投機と経済の発展が信用の拡大を抑えることを必要としている時に、連銀の準備金の必要を満たすためにいつなりと発行しているような連邦準備銀行券の量を厳しく制限すれば、信用の量と流れを規制することが可能だと考えているなら、連邦準備法の起草者たちの表現は曖昧かつ下手で、目的とするところの説明ができていないと思わざるを得ません。(中略)私には彼らが通貨を規制する力に信用を規制する間接的な力が備わっていると考えたとは信じ難いことです。連邦準備法を執筆する動機がこのような考え方にあったとするなら別ですが。」では信用の拡大はどのようにして抑制されるのだろうか。ストロングの答えは明瞭であった。彼は通貨の調節によって信用を制御することに反対して、つぎのように述べている。「通貨の発行が発券銀行の準備率に直接の影響を与えるようになったら、直接かつ早急な割引率の変更が必要です。割引率の変更が信用の流れと量を調節してくれるのです³⁸⁾。」ストロングはイングランド銀行の例からこれを学んでいたが³⁹⁾、彼にとっては自明な割引政策は、真正手形主義者はもとよりミラーにとっても耳新しいことであった⁴⁰⁾。

V. 公開市場操作

1923年は連邦準備制度にとって記念すべき年

となった。1924年2月に発行された連邦準備局の10周年記念報告書は、はじめて「連邦準備の割引政策」という項目を設けてつぎのように述べている。「連邦準備制度が1923年をとおして活動した環境は銀行業務と経済の発展によってもたらされたが、このような環境に即して連邦準備信用政策が編み出された⁴¹⁾。」報告書はさらに続けて、「この政策を実行するにあたって連邦準備制度は割引率の変更だけを唯一の手段として信用の全般的状況に対処したのではなかった。」と述べる。では他の手段とは何か、ここで登場するのが公開市場操作である。

同報告書は「公開市場政策と操作」と題する項目でつぎのように述べている。「1923年の連邦準備制度の信用政策は、割引政策のみではなく連銀の公開市場操作においても認められる。この年に公開市場操作の範囲、目的および方法は著しい進展をみせた。その結果、公開市場操作は、熟慮のうえでタイミングよく行われる場合には、これまで考えられてきたよりはるかに大きな程度において、割引率の変更を伴わなくとも連邦準備銀行の割引政策と同様の効果を持つことが明らかになった⁴²⁾。」前年の1922年報告書が公開市場操作について一言も触れていないのに対して、これは大きな変化である。

連邦準備法は第14条(b)において、連邦準備銀行に内外の公開市場で国債と各種手形の売買を行う権限を与えている。しかしこの権限を連邦準備銀行の金融政策に結びつけようという発想は「連邦準備法の起草者」のものではなかった。創設時の準備制度が公開市場操作という言葉の非常に狭い意味で使っていたことは、ウィリス自身がつぎのように認めている。「連邦準備法は二つの取引を想定していました。一つは準備銀行に預金を持っている人たち、すなわ

ち、銀行や政府との取引です。もう一つは準備銀行に預金を持たず、したがって準備銀行との直接取引の枠外にある人たちとの取引です。言葉の良し悪しは別として、これらの取引が公開市場操作だと考えられていました⁴³⁾。」

公開市場操作が取引の量と質において注目されるようになるのは、1921年に連邦準備銀行による国債の取引が活発になってからである。ストロングはこの理由を連邦準備銀行が各種費用の弁済に必要な収入を国債の売買によって確保しようとしたためと説明している⁴⁴⁾。しかし、これについてはもう少し立ち入った考察が必要であろう。1921年の動きは連邦準備銀行による国債の購入から始まったが、その目的は単に収入のためだけではなく、国債によって手形の減少を補うことにあった。割引手形の減少は収入の不足と同時に準備率の低下を意味したから国債による補充が必要とされたのである。割引手形の減少は真正手形主義によれば経済活動の低下を反映する。しかし、生産は戦後の低迷期を脱して1921年中頃から急速に回復していた。E. ウィカーはこれを加盟銀行の連邦準備銀行ばなれ現象として説明する。加盟銀行は連邦準備銀行に手形を割り引いてもらうよりは、戦争中にポートフォリオに堆積した国債を市場に放出することを選んだのであった⁴⁵⁾。1922年の終わりがらこの現象は逆転して、連邦準備銀行の国債購入は減少し、手形割引額が増加し始める⁴⁶⁾。国債と手形が準備金の枠の中で相補いながら増減を繰り返す限り、公開市場操作は真正手形主義となら矛盾するところではなかったであろう。しかし、金の登場はこの関係に波紋を投げかけることになった。金の流入によって金の準備率が否応なしに高まると、通貨の量は増加し、インフレ懸念が高まる。真正手形主義

の手に余るこの問題に應えるためには公開市場操作を政策として見直すことが必要であった。1921年以來の経験は、国債の市場での売買が割引市場の動向と相関関係にあることを示していた。1923年の連邦準備局報告書が公開市場政策を信用政策に積極的に結びつけることを期待したのは、このような状況においてのことであった。

連邦準備銀行の総裁会議は1922年に小委員会を設けて、公開市場における国債の売買について財務省との意思疎通をはかりながら全体的な調整を行うための方策を検討し始めた。小委員会はボストン、ニューヨーク、フィラデルフィアおよびシカゴの連邦準備銀行の総裁によって構成されており、ストロングはこのうちの最も有力なメンバーであった。1923年に入り、小委員会はメンバーはそのままに公開市場投資委員会(Open Market Investment Committee)に発展解消する。新しい委員会は連邦準備制度の公開市場信用政策のもとで行われる取引のすべてに関わる機関として位置づけられた。連邦準備制度の公開市場信用政策とは、連邦準備局が示した基本方針によれば、「連邦準備銀行によって購入される公開市場投資物件の時期、方式、性格および量を商工業との調節と物件の売買が全体の信用状況に及ぼす影響を第一に考慮して定めること⁴⁷⁾」であった。公開市場投資委員会の初仕事は1923年の国債の売りであった。この結果、利子率は下がり、金の流入は勢いを失い、インフレーションには歯止めがなかった。これは戦争後に連邦準備銀行が抱えた国債の処理と金問題という二つの難問に、公開市場操作が一つの解答を与えたことを示している。

連邦準備局が公開市場操作に踏み切ったことは、1923年を境に連邦準備局の基本方針になん

らかの変化が生じたことを物語っていた。おそらく、1922年にウィリスが連邦準備局を去ったことはこの変化と無関係ではないであろう。フリードマンとシュオートの確認によれば、1923年の報告書の書き手はウィリスの後任として分析・研究部の責任者となった W. スチュアート(W. Stewart)であった⁴⁸⁾。フリードマンとシュオートが1923年報告書を連銀が通貨政策(monetary policy)に転ずる画期として高く評価するのは、ウィリスの退陣を歓迎する意向の裏返しとも受けとれるのである⁴⁹⁾。

IV. グラス・スティーガル法と真正手形主義

1. 連邦準備法の修正

連邦準備局を去ったウィリスは1923年に『連邦準備制度』と題する2千頁の大著を書き上げた。執筆の動機は、ウィリス自身の説明によれば、「連邦準備法の起草者」として連邦準備制度の理念を明確に示し、それが度重なる修正によってどのように捻じ曲げられたかを記録しておくことにあった⁵⁰⁾。このようなウィリスの計画にグラスは極めて協力的であった。彼はウィリスの求めに応じて序文を書いただけではなく、手元に揃えてあった資料をそっくり提供することによって実質的な支援も行っている⁵¹⁾。校正刷りに目を通したグラスが申し出た唯一の修正箇所は、財務長官マカドゥに対する評価が厳しすぎるということであった⁵²⁾。

ウィリスの大著を手にして激怒したのはウォーバーグである。そこには連邦準備制度の成立についてウォーバーグは何の貢献もしていないと書かれていたからである⁵³⁾。たしかに

ウォーバークは「連邦準備法の起草者」ではなかったが、ウォーバークが作成したオールドリッチ案なしに連邦準備法の制定はあり得なかったことも事実であろう⁵⁴⁾。ウォーバークはストロングに次のように書き送っている。「私の休暇はウィリスの『連邦準備制度』を読むことによって吹き飛びました。事情を知る者にとってはこの話は噴飯物で、ウィリスがいかに卑小で嫉妬深くて意地悪な奴であることを示しています。彼は自分だけがすべてを知り、すべてを行ない、他の人間がやったことは新しくもないし良くもないと言おうとしているのです。(中略) 察するに、ウィリスの主要な標的は貴方と私なのでしょう。(中略) グラスは気の毒な人です。彼は卑小な男が身の潔白を証明し功績を独り占めすることに手を貸しているのですから。彼ら2人が結託するのは、銀行に対して、特にニューヨークの銀行家に対して飽くなき偏見の持主だからです⁵⁵⁾。」

連邦準備局を辞したウィリスはコロンビア大学の教授として銀行業務を教えるかたわら、雑誌『ジャーナル・オブ・コマース』の主筆として金融時評を担当するようになった。いまや彼は連邦準備制度の外からの批判者であり、連邦準備制度と財務省の現状が準備制度の当初の理念からいかに逸脱しているかを厳しく問うことが新しい使命であった。彼は1923年1月6日付けの論説でつぎのように述べている。「財務省が我々の銀行制度に対して当初から党派に関わりなくとり続けてきた独裁的な態度を許してはならない。これをなくしてはじめて、国家は連邦準備制度のメンバーとして、もしくは準備局の指導下にある銀行家として、有能で独立心のある高級な人材を確保することができるのである⁵⁶⁾。」当時の財務省次官であった S.P. ギル

バート (S.Parker Gilbert) はウィリスの財務省批判のあまりの激しさに、つぎのような感想をストロングに伝えている。「私にはウィリス博士がもはや連邦準備局と何の関わりも無くなったことに不平を鳴らしているとは思えません。彼は私が彼を準備局から引き離すのに一役買ったとでも思っているのではないのでしょうか⁵⁷⁾。」これに対するストロングの返事は非常に冷静であった。「私たちはウィリス博士に対して個人的な見方をしすぎているような気がしますが、連邦準備局に関わる何らかの経験が彼を敵対的にしていることはたしかでしょう。この時期に、とくに連邦準備制度の前途が危ぶまれる現状においてこそ、我々の強力な援軍になってくれるはずの彼がそのような様子なのはまことに残念です⁵⁸⁾。」彼はさらにつぎのように付け加えている。「私の解釈では、ウィリス博士の記事は財務省よりも連邦準備局の批判に力点を置いていると思われます。これは逆手で準備局に一撃を加えるといった類のことです。すべて無視してしまうのが一番考えますがいかがでしょう。」ウィリスとストロングの立場は入れ替わって、前者が攻め後者が防ぐ関係になっていた。

グラスについてはストロングはウォーバークとやや異なる見解を持っていた。彼はウォーバークに対して、グラスがウォーバークの健全銀行主義を高く評価していたことを伝えている⁵⁹⁾。また、グラスへの直接の手紙の中では、ウィリスの一連の連邦準備制度批判がいかに誤解と浅薄な思考にもとづいているかを訴えている⁶⁰⁾。これはストロングがグラスに独自の判断力を期待したからであろう。

しかし実際には、グラスとウィリスの距離は急速に縮まっていた。他ならぬグラスがウィリ

スが必要としたからである。1924年にグラスはウィリスに対して、マクファデン法案が連邦準備法の手形割引やその他の規定にどう関わるかについて意見書を書面で送るよう依頼している⁶¹⁾。折りしも議会では、マクファデン議員による金融改革案が検討に付されようとしていた。グラスの狙いは、マクファデン法案が連邦準備法の基本方針を逸脱しないように見守りながら、金融制度の改良につながら修正を提案していくことにあった。ウィリスが作成したマクファデン法の修正案は国法銀行の支店の設置認可を骨子としていた。ウィリスによれば、国法銀行以外の金融機関が連邦準備制度への参加に消極的なのは致し方ないとしても、国法銀行のなかに州法銀行へ転換しようとするものが出てきていることは危険な兆候であった。これを抑えるために国法銀行法を緩和して支店の設置を認めるようにすべきであるというのがウィリスの主張であった⁶²⁾。

グラスとウィリスの試みにも拘わらず、1927年に成立したマクファデン法は海外と国内のごく一部に限って支店を認可するにとどまった。グラスは何時の日か、自分が上院銀行・通貨委員会の委員長に就任することを心に期して機会の到来を待つことを宣言する⁶³⁾。しかし好機は意外に早く到来した。1928年にグラスはウィリスにつぎのように書いている。「貴君に時間がおありでしたら、連邦準備法の修正案を作成していただけないでしょうか。それは採決されれば、銀行が株式投機に間違っ利用されている恐るべき状況を是正するはずのものです。(中略)正直に申しまして、この仕事は技術を要し、また非常に複雑で私の手には負えません。貴君が案を作成して、私がそれをもとに議論すれば、私たちはこの問題で何らかの成果を挙げ

ることができるでしょう⁶⁴⁾。」15年前と同じく、ウィリスが原案を作りグラスが議会で提案する組み合わせの復活であった。

グラスが述べているように、1928年からアメリカの銀行資金は資本市場との結びつきを強めるようになった。この間の事情を1929年の連邦準備局報告書はつぎのように説明している。「1922年から1927年にかけては、安い金利と豊富な資金が特徴であった。この間に銀行は証券投資を求め、証券担保金融、特にコール・ローンを増やすようになった。証券金融が増えた理由の一つは、産業金融の方法が変わったことである。資本市場での資金調達が有利な条件で可能になると、企業は大量の証券を発行し、当座の用を上まわる資金が得られた場合にはそれを銀行の返済に回した。逆に証券の買い手は銀行から資金を借りて証券を抵当にするようになった。この結果、産業や商業に直接貸しつけられる銀行資金は減少し、証券金融が増えることになった。証券金融は1922年には連銀加盟銀行の貸付と投資総額の18%であったが、1929年初頭には28%になった⁶⁵⁾。」証券金融の急増に危惧を抱いた連邦準備局は、1928年中頃から5%に達する手形割引率の引き上げと公開市場での国債の売りを開始した。

ストロングは丁度この頃、病氣療養のためにヨーロッパに滞在中であったが、連邦準備局の措置についてニューヨーク連銀のJ.H. ケース(J. Herbert Case)から詳細な報告の手紙を受け取っている。ケースはつぎのように述べていた。「最近のコール・マネーの値上がりは7%にも達しており、この結果ニューヨーク市の銀行は預金を大幅に減らしています。これは高額預金者である企業や個人がコール・ローン市場に資金を移しているためで、このような資金

がコール・ローンを増加させているのです。

(中略)しかし、公開市場投資において実行中の売りが続き、また金の動きが続いている様子からみて、この地域(ニューヨーク、筆者)の信用状況は我々の手の内にあるとみてよいでしょう。現在のような信用の拡張がそのまま続く限り、我々の抑えが利かなくなることはあり得ないと思います⁶⁶⁾。」ケースの状況分析は驚くほどストロングの考え方に似通っていた。ストロングは割引率と公開市場による信用政策に絶対の自信を抱いていたばかりか、連邦準備制度の役割と資本市場における個人的な投資活動は区別すべきであるという信条の持主でもあったからである。この点についてL. チャンドラー(Lester Chandler)はつぎのように指摘している。「ストロングは直接の規制や道徳的な説得のすべてに反対していたわけではない。加盟銀行が借り越したり期限を守らなかったりする場合には強制や取締りが必要なことは、彼も認めていた。彼が強く反発したのは、公開市場と割引率の操作に代えて広範な直接行動に訴えようとする提案に対してである。(中略)連邦準備制度は、公開市場での購入を通してであれ、加盟銀行への貸し出しを通してであれ、与えた信用が株式市場へ流れるのを阻止することはできないのであった⁶⁷⁾。」

8月に帰国の途についた時、ストロングは概して楽観的であった。彼の心配はむしろ身内の二つの反乱にあったといえよう。ニューヨーク連銀の主導を嫌うシカゴ連銀が割引率の変更について自主権を主張していたし、連邦準備局では長年にわたってストロングの相談相手であったミラーが反旗をひるがえしていたのである⁶⁸⁾。特にシカゴ連銀問題⁶⁹⁾については連邦準備局の権限をめぐってグラスが大きな関心を抱

いており⁷⁰⁾、それだけにストロングは神経を尖らせざるを得ないのであった。帰国したストロングは一たん小康を得たが、10月に容態が急変してついに帰らぬ人となった。彼の死によってニューヨーク連銀は主導権を失い、連邦準備局はますます過熱する資本市場を目前に有効な策を打ち出すことができなかった⁷¹⁾。1929年に入り、ニューヨーク連銀は割引率を5%から6%に上げようと要請を繰り返すが、準備局は8月までこれを認めなかった。連邦準備局が積極的に行なったのは、連邦準備銀行に対して投機的貸付を慎むよう警告の手紙を発送することであった⁷²⁾。しかし、金融機関以外の個人や企業の資金がコール・ローンを通して資本市場に流れるのを抑える手段は見当たらなかった。コール・ローンの利率は12%にまで上昇し、市場は一気に破綻へ向かう。

グラスとウィリスにとってはこのような事態はまことに不本意なものであった。連邦準備法の精神はなによりもまず、銀行資金と投機的な資本市場との結びつきを絶つことにあったからである。何故このようなことになったのか。それが連邦準備制度の構造の問題に関わるのであれば、どこをどう修正すればよいのか。グラスが連邦準備法の修正を目指して用意した上院の公聴会は、緊急課題として連邦準備制度の改革をとりあげることになった。

2. 商業銀行業務と投資銀行業務の分離

グラスを委員長とする上院銀行・通貨委員会小委員会の公聴会は1931年1月に開始された。専門委員はウィリス、連邦準備法の制定時と同じ布陣である。公聴会に先立つ1930年に、グラスはウィリスが1年半がかりで作成した国法銀行法と連邦準備法の改正案(S. 4723)を議会

に提出していたが、関税法 (Smoot-Hawley Act) の議論で手一杯であった議会がすぐにこれを取り上げる可能性は少なかったので⁷³⁾、とりあえずグラス試案として公聴会の叩き台に用いることにした。公聴会のテーマを「国法銀行と連邦準備銀行制度の運用」としたのは、このためである。グラス試案の特徴は連邦準備法の見直しと国法銀行法の改正がセットになっている点にある。連邦準備制度を維持し成功させるためには加盟銀行の支えが必要であり、国法銀行が準備制度を見限って州法銀行に改組することのないよう国法銀行には支店設置の自由が認められなければならない。また連邦準備銀行の資金が資本市場に流れることを抑制するためには、国法銀行から証券子会社に流れる資金を制限し、国法銀行が銀行以外の機関による投機的な貸付を媒介することを禁止する必要があると考えられたのである⁷⁴⁾。

ストロングが生存していれば真っ先に証人として公聴会に登場したことであろう。ストロングの代りに証言を行ったのは G. ハリソン (George Harrison) であった。彼はストロングの路線を忠実に継承して、景気調整のために連邦準備銀行がとり得る政策は割引率と公開市場の操作しかないことを強調した。その上で彼は政策の実行が遅すぎたばかりか不徹底であった誤りを認める。これに対して公開市場操作が資本市場に安い資金を提供することによって証券投機をあおる原因となったと主張したのはミラーである。すでに述べたとおり、ストロングの晩年においてストロングとニューヨーク連銀の批判者となっていたミラーは、豊富な資料を駆使して1927年の公開市場操作がもたらした弊害を説明する。連邦準備銀行が政府証券を購入することは、加盟銀行が手形の割引を頼み

もしないのに連邦準備銀行の資金が市場に放出されることを意味する。この結果、加盟銀行の準備金が急増するが、産業は後退期にさしかかっていたので、銀行は余った資金を商業貸付の代わりに証券投資やコール・ローンに向けるようになった、というのである⁷⁵⁾。割引率の操作についてはどうか。これについてもミラーは金の国際的な配分に配慮して1927年末まで低金利政策が続けられたことに批判的であった⁷⁶⁾。

ミラーの批判は、ストロングの主導するニューヨーク連銀の出過ぎた行動によって連邦準備局が政策実行の主導権を奪われたことに対する抗議であった。彼の主張に強大な権限を持つ準備局への願望がこめられていたことは明らかである。しかし、連邦準備制度内部からの強烈なストロング批判に我が意を得たグラスとウィリスは、ミラーの批判を割引率操作と公開市場操作の否定と受けとめた⁷⁷⁾。この結果、彼らは1923年以来、連邦準備制度政策の要となってきた二つの政策に正面から立ち向かうことなく、むしろこれを無視して制度の問題に立ち帰ることになる。制度はウィリスの最も得意とする領域であった。

国法銀行の支店問題について最初に議論されたのは、チェーン銀行制度 (chain banking) およびグループ銀行制度 (group banking) との違いである。通貨監督官の J. ポール (J. W. Pole) によれば、チェーン銀行制度は株式の取得を通して形成される中央と地方の銀行間関係であり、グループ銀行制度は持ち株会社を中心とする地方の銀行の統合である。これに対して支店制度 (branch banking) は国法銀行の資金を必要とあればどんな地域にでも送りどけることが可能な仕組みであった⁷⁸⁾。三つの方式のうちチェーン銀行制度を選択したのは、

チェース・ナショナル銀行の A. ウィギン (Albert Wiggin) である。その理由は、範囲の限られた支店網よりもチェーン銀行制度のほうが銀行間関係の全国的な展開を可能にするというのであった⁷⁹⁾。またミネアポリス・ファースト・ナショナル銀行の L. ウェイクフィールド (L.E. Wakefield) は、グループ銀行制度を選択して、ツィン・シテイズ (Twin Cities) に設立された持ち株会社ファースト・バンク社 (First Bank Corp.) が地方銀行の自衛のために大きな役割を果たしていることを強調した⁸⁰⁾。ナショナル・シティ銀行の Ch. ミッチェル (Charles Mitchell) とアメリカ銀行協会の副会長 R. スティーヴンソン (Rome Stephenson) は、納得のゆく範囲に限られるのであればとの条件付で支店の拡張に理解を示した⁸¹⁾。賛成論が圧倒的に多い中で問題は支店拡張の範囲に絞られることになる。最も望ましいのは連邦準備地域に範囲を広げることであったが、実現可能なものとしてグラスがあらかじめ予想していたのは州地域であったから⁸²⁾、この問題は難なく解決を見出せそうであった。支店制度を法律で認めるとなれば、現に行なわれているチェーン銀行制度とグループ銀行制度は規制されざるを得ない。これはグラスとウィリスがあらかじめ敷いた路線であったが、ウィギンやウェイクフィールドのような当事者を除いて強い反対がみられなかったのは、地方の特に弱小銀行が倒産する件数が急増していたためである⁸³⁾。ウィリスが支店の拡張を主張したのは国法銀行の競争力の低下を恐れていたことであったが、連銀に加盟していない州法銀行の相継ぐ倒産は思わぬところでウィリスの援軍となったのであった。

国法銀行の資金が証券金融に流れないように制

度をどう改変すべきかという問題については国法銀行の証券子会社規制という処方箋が用意されていた。具体的には国法銀行から証券子会社への融資を資本と利益金の合計額の10%に限るというのがグラス試案であった。証人の意見は大きく三つに分かれていた。現状維持を望んだのはウィギンとミッチェルとシカゴ・ファースト・ナショナル銀行の M. テイラー (Melvin Taylor) ある。何らかの規制を必要と認めたのは、通貨監督官の J. ポール、ニューヨーク州銀行監督局の J. ブロデリック (John Broderick)、セントラル・ハノーヴァー・銀行・信託会社の G. デイヴィソン (George Davison)、ジェネラル・エレクトリック社の O. ヤング (Owen Young)、バーミングハム・ファースト・ナショナル銀行の O. ウェルズ (Oscar Wells)、ファースト・ナショナル・オールド・コロニー社の A. ポープ (Allan Pope) であった。それぞれに立場と思惑を異にしながらも彼らは検閲や資料公開などによる証券子会社の規制を提案している。これに対して、証券子会社を規制するだけでは問題は一向に解決しないことを示唆したのはハーバード大学教授 W. リプリー (William Ripley) であった。

リプリーは公益事業の例を引きながら、投機活動と投資活動を見分けることがいかに難しいかを強調した上で、両者の違いをはっきりと見分けることが最も必要だと述べた。ウィリスがこれを受けて、「それは銀行の準備金が投機的な証券投資から切り離されるべきだという意味でしょうか」とたたみかけると、リプリーは「そのとおりです」と答え、「それを行う責任は投機的な投資がますます大衆化するにつれて大きくなると思います」とつけ加えた。ウィリ

スはさらに追求する。「銀行が自由に投機市場に向かうことを許されなければ新しい産業に必要な資本が不足するだろうという最近の所説を信じておられませんか？」リプリーは答えて「私は銀行業が産業企業のために何かをしているなどということを毛頭信じておりません。(中略)銀行の態度は投資家とは全く別のものです。」と述べている⁸⁴⁾。リプリーの銀行批判にグラスとウィリスが共感したとは思えないが、しかし共感にせよ反発にせよ、2人が大きな衝撃をうけたことはたしかであった。銀行がリプリーの云うように経済活動とは無縁の金銭的営利のみを追う存在になってしまったのであれば、それはまさしく真正手形主義への裏切りを意味したからである。

銀行以外の個人や企業によるブローカー貸付を制限するためにはどのような措置があり得るか、グラスとウィリスの熱心な問いかけにも拘わらず、公聴会では聞くべき名案は浮上してこなかった。おそらくは国法銀行と連邦準備銀行を制度的に修正することによって、連邦準備制度の資本市場に及ぼす影響力が強化されるとは誰も考えていなかったためであろう。これは制度的改革を中心に据えた公聴会の限界でもあった。

グラスは1932年1月21日にS. 3215法案を上程した。その直後にウィリスはシカゴ大学で開催された学術研究会に招かれて連邦準備制度について講演し、2時間半におよぶ質疑に応じている。研究会の参加者は62名、質疑に加わったのはフィッシャー (Irving Fisher)、ハンセン (Alvin Hansen)、マーギット (Arthur Marget)、ミンツ (Lloyd Mints)、フェイス (Herbert Feis)、ヴァイナー (Jacob Viner) など、当時を代表する経済学者たちで

あった。連邦準備局の無策をなじる質問が相継ぎ、ほとんど四面楚歌の状態でウィリスはつぎのように言明している。「資本主義制度のもとでは、その善し悪しは別として、株式市場に資金を与えてこれをともに活用することが必要です。私自身は株式市場には十分な資金を与えるべきだと思っています。しかし、株式市場が桶に首を突っ込んで他のものをすべて追い出し、信用を独り占めにすることはあってはならないと考えます。今ただちになすべきことは、信用を経済活動のためにだけ与えるようにすることです。中央銀行が証券金融のような信用を与えるべきだと思う人は違う種類の制度を作ればよいのです。私は投資銀行業の信用と商業銀行の信用は相容れないと固く信じています。

(中略)成果を挙げるためには連邦準備法を修正して今後は投資銀行信用を認めないと書きこむだけでは不十分です。すでにある条項に多くの修正を盛りこみながら連邦準備法の定めるところを守ってこそ成果を得ることができるのです⁸⁵⁾。」経済学者たちとの議論は全く噛み合っていなかったが、ウィリスの当時の心境はこの言葉から十分にうかがえるであろう。ウィリスは連邦準備制度を守るためには商業銀行業務を投資銀行業務から切り離すほかないと思い定めてS. 3215を作成したのであった。

S. 3215には支店設置の自由化と証券子会社の規制に加えて、商業銀行による証券業務の禁止条項が盛りこまれていた。しかし、この法案に対する風当たりは予想以上に強く議会での通過が危ぶまれたので、修正の上で改めてS. 4115として上程された⁸⁶⁾。1932年3月からS. 4115にもとづく上院通貨・銀行委員会の公聴会が今度は小委員会から本委員会に舞台を変えて開かれることになる。1932年4月、公聴会

の終了とともにグラスはS. 4412案を上程した。グラス銀行法案とも称されるこの法案では、証券子会社は3年を期して商業銀行から分離させられることになっていた⁸⁷⁾。グラス法案はその後の長い戦いをよく生き延びて、1933年銀行法に結実する⁸⁸⁾。それは預金保険を掲げるスティーガル法案と合体したのでグラス・スティーガル法とも呼ばれた。グラス・スティーガル法はグラス法案よりも明確に商業銀行業務と投資銀行業務の分離を定めていた。証券子会社の分離期限は1年となっていた。また国法銀行の支店はすでに実績のある州に限り、州範囲内での設置が認められた。チェーン銀行制度とグループ銀行制度は規制されることになった⁸⁹⁾。真正手形主義はグラス試案以来、最も大きな果実をグラス・スティーガル法において獲得したのである。J. ダリスタ (Jane D'Arista) はこれを皮肉をこめて「真正手形主義の勝利」と呼ぶ⁹⁰⁾。それにしても、彼らの「勝利」が銀行恐慌と「ニューディール」という特殊な時代の産物であったことをグラスとウィリスはどこまで承知していただろうか⁹¹⁾。

VII. 1935年銀行法—結びにかえて

ニューディールを掲げたローズヴェルト大統領が最初に手がけたのは銀行の救済であった。彼は1933年3月6日に銀行の休業を宣告した後、9日に数時間で緊急銀行法 (Emergency Act of 1933) を成立させて、銀行開業のための条件を整えた。条件の一つとして提唱されたのが、連邦準備銀行による加盟銀行の手形割引の条件緩和である。これまで割引の対象から厳格に除外されてきたコマーシャル・ペーパー以

外の資産を貸付担保として認めようというのである⁹²⁾。これは真正手形主義にとっては突然に突きつけられた果たし状のようなものであった。グラスには反対する時間すら与えられていなかった。彼の苦渋の選択は非常事態における一時的な措置とみなしてこれを承認することであった⁹³⁾。しかし、いかに非常事態とはいえ、グラスがこれを許容したのは、真正手形主義では現実の銀行危機に対処できないことを認めたようなものであった。結果として、6月に成立するグラス・スティーガル法は緊急銀行法による連邦準備法の修正を盛り込まざるを得なかったのである。これは真正手形主義者の「勝利」が手放して喜べる性格のものではなかったことを示している。

グラスとウィリスをさらに追いこんだのは、連邦準備局の総裁に M. エクルズ (Marriner Eccles) が任命されたことであった。エクルズはかつてのウィルソン大統領とグラスのように、ローズヴェルト大統領の全面的な支援を得て連邦準備制度の見直しを検討し始めた。エクルズのもとには L. カリー (Lauchlin Currie) がいて、かつてのウィリスと同じ役割を果たしていた⁹⁴⁾。カリーが作成した連邦準備制度改革案は、連邦準備局を連邦準備理事会に改組し、これに金融政策の主導権を担わせようとしていた。金融政策の内容は公開市場操作と割引率および準備率の操作である。改革案は連邦準備局を変革することによって連邦準備制度に中央銀行に近い性格を持たせようとしたのである⁹⁵⁾。

グラスとウィリスはこれに猛反発を示したが、その様子は1935年4月に始まる上院銀行・通貨小委員会の公聴会から明らかである。グラスは「連邦準備法の起草者」としてエクルズを

睥睨しながら、公開市場操作や割引率などの金融政策が大恐慌を目前にいかにも無能であったかを力説し、「健全な資産」(sound assets)などという表現を用いて適正手形と不適正手形の違いをあいまいにしようとする態度が連邦準備銀行の投機的な投資を招くのだと主張した。エクルズはこれに対して、1933年銀行法が投機の抑制を重視していることに敬意をはらいつつも、『「健全な資産」は必ずしも投機的な投資を意味しません。』と反論している⁹⁶⁾。ウィリスの批判はエクルズたちの改革案づくりが拙速にすぎることに向けられていた。何度も練り直してようやく作り上げたグラス・スティーガル法の経験を思うにつけても、衆知を集めた委員会での時間をかけた議論なしに望ましい改革案が生まれるはずはないのであった。彼の言葉には連邦準備制度改革の志半ばにしてエクルズたちに主導権を奪われることの無念が滲み出ている⁹⁷⁾。同じく連邦準備制度改革を目指しながら、制度を重視したために国法銀行の改革から始めなければならなかったウィリスたちとは対照的に、政策と実践を重んじるエクルズたちは連邦準備局を変えることによって全体を変えるプランをたちまちのうちに作り上げたのであった。8月、エクルズの連邦準備制度改革案は議会を通過して、1935年銀行法となった。

1933年銀行法と1935年銀行法はニューディールの金融立法として並び称されるが、真の意味でニューディール立法の名に値するのは1935年銀行法のみであろう。1933年銀行法はニューディールなしには成立し得なかったとはいえ、その精神はニューディールとは別物であった。それはニューディールと厳しく対立し、ニューディールに敗れ去った真正手形主義の産物であったからである。1935年銀行法の成立とともに

に真正手形主義は連邦準備制度から姿を消し、1933年銀行法にのみその足跡を残すことになった。1936年にウィリスが世を去った後、グラスは1946年まで長寿を保ったが、彼らのあとに真正手形主義者を継承する者はいなかった。以来、半世紀を経て1999年にグラス・スティーガル法は撤廃され、商業銀行業務と投資銀行業務の分離規定は完全に葬り去られた。グラスとウィリスは国法銀行の支店規制を自由化しようとしたが、これは1997年にリーグル・ニール法(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act)によって実現している。自由化を支持し実現に向けて動いたのは、ほかならぬグラス・スティーガル法の反対者であった。

注

- 1) 西川純子・松井和夫『アメリカ金融史』(有斐閣、1989)、130頁。
- 2) U.S. House, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, *Banking and Currency Reform. Hearings, Part 1: 62nd Cong. 3rd sess.* (Washington, D.C., 1913), p. 62.
- 3) *Ibid.*, p. 6.
- 4) *Ibid.*, pp. 14, 15.
- 5) *Ibid.*, pp. 112-114.
- 6) *Ibid.*, pp. 108, 128.
- 7) *Ibid.*, p. 47.
- 8) *Ibid.*, p. 48.
- 9) U.S. House, Committee on Banking and Currency, *Changes in the Banking and Currency System of the United States. Report*, 43rd Cong. 1st sess. (Washington, D.C., 1913), p. 11.
- 10) Carter Glass, "Truth about the Federal Reserve", Speech in the Senate of the United States (Washington, D.C., 1922), p. 7.
- 11) *Ibid.*
- 12) Paul Warburg, *The Federal Reserve System*, 2 vols. (New York, 1930) Vol. II: pp. 254-255.
- 13) Henry Parker Willis, *The Federal Reserve System* (New York, 1923), p. 906.
- 14) *Ibid.*, pp. 613, 615, 620-621.
- 15) *Ibid.*, p. 677.
- 16) Carl Moore, *The Federal Reserve System. A History of the First 75 Years* (North Carolina, 1990), p. 46.

- 17) H.P. Willis, *op. cit.*, pp. 1116-1117.
- 18) *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1918), pp. 2-3. ウィリスが報告書作成にたずさわったことは彼自身が明確に述べている。H.P. Willis, *op. cit.*, p. 1734注.
- 19) C. Moore, *op. cit.*, p. 47.
- 20) James E. Palmer, *Carter Glass: Unreconstructed Rebel* (Virginia, 1938), pp. 150, 155-157.
- 21) H.P. Willis, *op. cit.*, pp. 1275-1277.
- 22) *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1922), p. 5.
- 23) *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1915), p. 12.
- 24) *Ibid.*, p. 13.
- 25) *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1918), p. 21.
- 26) *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1922), p. 6.
- 27) この問題について R. ティンバーレイクが真正手形主義と金本位制の共通性を指摘していることは示唆に富む。Richard Timberlake, *Monetary Policy in the United States* (Chicago University Press, 1993), p. 259. また M. フリードマンと A. シュワーツは、金と真正手形主義が連邦準備銀行券の量を定める二つの基準であったと述べている。Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Princeton University Press, 1963), p. 191.
- 28) *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1918), pp. 11-12.
- 29) 本稿ではコマーシャル・ペーパーは手形と同義のものとして扱われている。
- 30) *Ibid.* ウィリスは連邦を辞めた後で準備率の引き下げは連邦準備制度にとって最悪の選択であったと述べている。H.P. Willis, "Revising the Federal Reserve Act", unpublished paper, 1924. H.P. Willis Papers, File 27 (Columbia University).
- 31) Lester Chandler, *Benjamin Strong. Central Banker* (Washington, D.C., 1958), p. 85.
- 32) *Ibid.* pp. 104-105.
- 33) Benjamin Strong Letter to Paul Warburg, November 17, 1916. B. Strong Papers (Federal Reserve Bank of New York) 以下 S.P. と略記.
- 34) 1917年にストロングはニューヨーク連銀に金が集中して金の準備率が85%に達したことをむしろ誇らしげに語っている。B. Strong Letter to Paul Warburg, March 19, 1917. S.P. しかし、1920年に入ると彼は過剰な金の対策に頭を悩ますようになった。
- 35) P. Warburg Letter to B. Strong, November 16, 1916. S.P.
- 36) ミラーはカリフォルニア大学の教授であった経歴により経済学の専門家かつ西海岸地域の代表として選任され、1914年から34年まで連邦準備局の理事をつとめた。
- 37) B. Strong letter to A. Miller, March 16, 1921. S.P.
- 38) B. Strong Letter to A. Miller, April 7, 1921. S.P.
- 39) L. Chandler, *op. cit.*, pp. 89-90.
- 40) A. Miller Letter to B. Strong, March 31, 1921. S.P.
- 41) *The Tenth Annual Report of the Federal Reserve Board* (1924), p. 5.
- 42) *Ibid.*, p. 11.
- 43) Norman Wait Harris Memorial Foundation, *Gold and Monetary Stabilization. Round Table Discussion held from January 27 to 31, 1932* (Chicago, 1932), p. 118.
- 44) Randolph Burgess ed., *Interpretations of Federal Reserve Policy in the Speeches and Writings of Benjamin Strong* (New York, 1930), p. 236.
- 45) Elmus Wicker, *Federal Reserve Monetary Policy 1917-1933* (New York, 1966), p. 60.
- 46) *The Tenth Annual Report of the Federal Reserve Board*, p. 15.
- 47) *Ibid.*, pp. 17-18.
- 48) M. Friedman and A. Schwartz, *op. cit.*, p. 251.
- 49) フリードマンとシュワーツは「真正手形主義との結婚」という表現で1923年報告書が「まだ真正手形主義の名残を強くとどめていることにもどかしさを示しながらも、同報告が「信用政策の指針」と題する項目において信用と通貨政策の基準を準備率以外のものに求めようとしてとしていることを強調する。*Ibid.*, pp. 251-253. またウィカーは、同報告書が信用政策には質的分析だけではなく量的分析も必要であると述べていることを指摘して、連邦準備局が準備率に代わる信用政策の基準として量的分析を想定しながらなお真正手形主義の影響を脱し切れなかったと述べている。E. Wicker, *op. cit.*, pp. 64-65. いずれも特徴的なのは、通貨を量的にとらえる立場から真正手形主義を旧弊なだけではなく誤った考え方として退けている点であろう。
- 50) H. P. Willis Letter to Carter Glass, July 13, 1921. H.P. Willis Papers. 以下 W.P. と略記.
- 51) Glass Letter to Willis, October, 21, 1921. W.P.
- 52) Glass Letter to Willis, March 6, 1923. W.P.
- 53) H. P. Willis, *Federal Reserve System*, p. 530.
- 54) ウォーバークはオールドリッチ案と連邦準備法の克明な比較を行いながら、オールドリッチ案に依拠したが故の連邦準備法の長所とオールドリッチ案から乖離したが故の短所を指摘している。P. Warburg, *Federal Reserve System*, Vol I: pp. 369-406.
- 55) P. Warburg Letter to B. Strong, September 3, 1923. S.P.
- 56) *The Journal of Commerce*, January 6, 1923.
- 57) S. P. Gilbert Letter to B. Strong, January 6, 1923. S.P.
- 58) B. Strong Letter to S. Parker Gilbert, January 8, 1923. S.P.
- 59) B. Strong Letter to P. Warburg, March 5,

1927. S.P.
- 60) B. Strong Letter to C. Glass, October 8, 1927. S.P.
- 61) C. Glass Letter to H. P. Willis, October 17, 1924. W.P.
- 62) H. P. Willis, "Revising the Federal Reserve Act", unpublished paper. W.P. 坂本氏はウィリスがマクファデン法による国法銀行規制の緩和に賛意を表して、国法銀行の証券業務参入に異議をとえなかったことを真正手形理論の放棄とみなしている。しかし、証券業務の緩和も支店の容認と同様にウィリスにとっては国法銀行を連邦準備制度に留める方策であったから、結果はどうあれ、彼自身は理論的に一貫していたと思われる。坂本正『金融改革の源流』(文真堂, 1997), 13頁。
- 63) C. Glass Letter to H. P. Willis, November 24, 1926. W.P.
- 64) C. Glass Letter to H. P. Willis, April 13, 1928. W.P.
- 65) *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1929), p. 5.
- 66) J. H. Case Letter to B. Strong, June 7, 1928. S.P.
- 67) Lester Chandler, *op. cit.*, p. 430.
- 68) B. Strong Letter to J. H. Case, July 19, 1928. S.P.
- 69) シカゴ問題については M.Friedman and A.Schwartz, *op. cit.*, 413n に詳しい。
- 70) L.Chandler, *op. cit.*, pp.164-165.
- 71) M.Friedman and A.Schwartz, *op. cit.*, p. 465.
- 72) U.S.Senate, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, *Hearings, Operation of the National and Federal Reserve Banking systems*, 71st Cong., 3rd Sess. (Washington, D. C., 1931) Part 1: pp.171-173.
- 73) C. Glass Letter to H. P. Willis, January 22, 1930. W.P.
- 74) H. P. Willis Letter to C.Glass, October 14, 1929 ; March 10, 1930. W.P.
- 75) U. S. Senate, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, *op. cit.*, pp.134-135.
- 76) *Ibid.*, pp.132, 154, 162.
- 77) ミラーは公開市場操作を外科手術にたとえて、本当に必要な時に限って実行すれば大きな成果を挙げ得ると述べている。*Ibid.*, p. 150.
- 78) *Ibid.*, pp.14-16.
- 79) *Ibid.*, p.196. ウィギンはチェーン制度をコルレス制度と同義に用いていた。
- 80) *Ibid.*, Part 4: pp.607-609, 617.
- 81) *Ibid.*, Part 2: p.316, 374.
- 82) C.Glass Letter to H.P.Willis, December 5, 1929. W.P.
- 83) *Ibid.*, Part 1: p.12.
- 84) *Ibid.*, Part 3: pp.494-496.
- 85) Norman Wait Harris Memorial Foundation, *op. cit.*, pp.143-144.
- 86) 坂本正『金融改革の源流』77頁。
- 87) 連邦準備局総裁の E. メイヤー (Eugene Mayer) が公聴会において3年以内に証券子会社を分離することを提案したために、規制に代わって分離案が浮上することになった。メイヤーの提案をめぐる前後関係については坂本, 前掲書, 80-82頁に詳しい。
- 88) グラス銀行法案からグラス・スティーガル法にいたる経緯については, Edwin Perkins, "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History" *The Banking Law Journal* (June 1971) が簡潔にまとめている。
- 89) James Olson ed., *Historical Dictionary of the New Deal* (Connecticut, 1985), p. 39.
- 90) Jane D'Arista, *The Evolution of U.S.Finance*, 2 vols. (New York, 1994) Vol. I : p. 158.
- 91) 1933年5月, 証券取引に関する上院銀行・通貨小委員会の公聴会は関係者の証言から投資銀行業務の実態を暴露出した。F. ペコラ (Ferdinand Pecora) の鋭い質問が特に集中したのは, ナショナル証券子会社の Ch. ミッチェルとチェース証券会社の A. ウィギンであった。証券子会社に対する不信が広がる中でウィギンの後継者となった W. オルドリッチ (Winthrop Aldrich) は, 商業銀行業務と投資銀行業務は分けるべきであると主張して, チェース・ナショナル銀行からチェース証券会社を分離した。U. S. Senate, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practices, Hearings*, 72nd Cong., 1st Sess. (Washington, D.C., 1933), part 6; Vincent Carosso, *Investment Banking in America* (Harvard University Press, 1970), pp.332-333, 346-348.
- 92) M. Friedman and A. Schwartz, *op. cit.*, p. 421-422.
- 93) C. Moore, *op. cit.*, pp.82-83.
- 94) Roger Sandilands, *The Life and Political Economy of Lauchlin Currie* (Duke University Press, 1990), p. 63-64.
- 95) U.S.Senate, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, *Banking Act of 1935, Hearings*, 74th Cong., 1st Sess. (Washington, D. C., 1935), Part 1: p. 287.
- 96) *Ibid.*, pp.285, 296.
- 97) *Ibid.*, Part 2: pp.854-857.

(獨協大学経済学部教授)