

1929～33年世界大恐慌について*

今 田 寛 之**

1. はじめに——目的・構成・要旨
 2. 世界大恐慌の特徴点
 3. 大恐慌を生み出した1920年代の世界経済構造
 4. 米国大恐慌の実態とその背景
 5. 米国大恐慌の世界大恐慌への発展と再建金本位制の崩壊
- (付) 第1次大戦から世界大恐慌に至る世界経済の推移

1. はじめに——目的・構成・要旨

現在の世界経済は、①先進国間の経常収支大幅インバランスと米国での保護主義的压力の高まり、②基軸通貨国たる米国の世界経済における相対的優位性低下のもとでのドル安の進行と純債務国化、③発展途上国の債務累積問題等、様々な不安定要因を抱えて、先行きに対する不透明感が払拭しきれない。なかには世界大恐慌の再来といった世界経済の破綻を懸念する声も聞かれるところである。

こうした危惧の一つの背景は、上記のような現在の世界経済の状況が1929～33年のいわ

ゆる「世界大恐慌」当時のそれと少なからぬ類似点を擁しているとみられているところにあると思われる。しかし、そうした議論の中には、大恐慌当時の実体をあまり踏まえていないものも少なくない。

そこで、本論文では、歴史的に1929～33年のいわゆる「世界大恐慌」を振り返ってその特徴、背景を検討し、最近における「世界大恐慌再来说」を評価する一つの参考資料を提供することしたい。

以下、まず2.では1929～33年の「世界大恐慌」^[1]の特徴点を要約したうえで、3.で大恐慌を生み出す基本的な背景となった1920年代

* 本論文の作成にあたり、本文中では必ずしも逐一文献名を引用していないが、とくに吉富 勝「アメリカの大恐慌」、佐美光彦「世界大恐慌の発生過程」、平田喜彦「アメリカの銀行恐慌1929～33年」、入江節次郎・高橋哲雄編「講座西洋経済史IV」に負うところが大きかった。

なお、世界大恐慌の原因については様々な解釈がなされており、未だに定説はない。こうした意味で本論文も一つの試論である。

** 日本銀行金融研究所調査役

1) 1929年に始まり、30年代全般にわたって持続した米国経済の不況と沈滞の景気過程は通常 "The Great Depression" と呼ばれる。わが国ではこの和訳として「大不況」ないし「大恐慌」という用語が一般的には格別の区別をされることなく使用されている。しかし、"The Great Depression" の訳語としては厳密には「大不況」あるいは「深刻な経済沈滞」が原語に忠実であり、しかもそれは必ずしも本論文の対象としている1929～33年の景気後退局面に限定せず、前述のように30年代全般を通じての不況状態を総称している場合が

の世界経済構造を概観して、米国経済ならびに国際経済に内在する不安定要因を指摘し、ついで4.では米国における大恐慌の経緯と背景について、上記不安定要因の顕現化による不況勃発とそれが大恐慌に発展していく要因を実体面と金融面に分けて検討し、最後に5.において、米国の大恐慌が国際経済システム面の不安定要因を背景にいわゆる「世界大恐慌」に拡大していくプロセスについて述べる。

本論文の内容を予め要約すると次のとおりである。

(1) 第1次大戦後急速にその生産力を拡大した米国は、寡占大企業の発展の中で、自動車、建築等の耐久消費財産業を中心に高い成長を続け、こうした寡占大企業による莫大な利益の獲得が一方で配当を急増させるとともに、他方では企業の自己金融力を高めた。増大していく配当（並びにキャピタル・ゲイン）の大部分は限界貯蓄性向の高い高額所得層の収入となり（所得分配の不平等の拡大）、こうしたことを通じて株式ブームが発生し、やがてそれが株式騰貴へつながっていく一方、所得分配の不平等化は需要の持続的拡大を阻み、米国経済の推進力である耐久消費財需要は一つの限界点に達着した。こうして生産は29年央をピークに自律反転し、株価も同年9月初をピークとして以後崩落し始めた。

(2) こうして下降に転じた米国景気は、その後寡占大企業の生産制限による製品価格維持政策（有効需要の減少要因）などの実体要因、株価崩落、銀行恐慌の激化などの金融要因が相互に絡みあいつつ、深刻な大恐慌へと発展していった。この間連銀は、株式崩落後31年央にかけて金融緩和政策をとったが、それは所期の効果をあげえず、むしろ31年10月には不況が進行していたにもかかわらず金本位制維持の観点から強力な引締め政策に転じ、これがその後の恐慌を激化させる大きな要因となった。この結果、米国は33年春には大規模な銀行恐慌が発生するなかで、銀行制度の崩壊に等しい全国的な銀行休日に追い込まれ、これを契機に金本位制も停止されて、ここにようやく大恐慌に終止符が打たれた。3年半の長期にわたった、記録的な景気後退は33年3月をボトムとし、4月から回復し始めたのである。

(3) 米国大恐慌を世界大恐慌に発展させた大きなきっかけは、米国内の株式ブームに伴って起った1928年央以降の同国資本輸出の急減であった。第1次大戦で疲弊した欧洲各国や農業不況にあえぐ一次產品諸国にとって、米国の資本輸出は、各国の経済再建に不可欠の役割を果たしていたのである。こうした資本輸出の減少は、米国大恐慌下での同国の輸入

少なくない。

一方、「恐慌」に相当する原語は“Panic”、“Crisis”などであろう。“Panic”、“Crisis”とは一般に市場メカニズムの中に生ずる急激な崩壊現象、経済のより構造的な危機現象を指す言葉であり、こうした「恐慌」現象は典型的には好況から不況への転換を媒介する景気循環の一局面をなしている。

30年代全般にわたる「深刻な経済沈滞」の出発点となった1929～33年の景気後退局面は、ニューヨーク株式市場の大崩落（株式恐慌）、生産の大幅減・企業倒産の多発・失業の大量発生（産業恐慌）、農家経済の破綻（農業恐慌）、空前の規模の銀行倒産（銀行恐慌）、金本位制の停止（本位恐慌）といった広範かつ深刻な恐慌現象を含むので、本論文ではこの時期の各種恐慌現象の複合を「大恐慌」という用語を用いて表わすこととする。

急減や農産物関税の引上げと相俟って、恐慌を世界各国に波及させることとなった。1931年には国際金融恐慌が発生したが、それは31年9月の英國金本位制停止につながっていったのである。この間、保護貿易主義の高まりが世界貿易の縮小を加速し、以後世界経済はブロック化の道を辿ることとなる。

2. 世界大恐慌の特徴点

米国では1929年10月24日、すなわち「暗黒の木曜日」における株価大暴落を契機に、すでに緩やかな下降に転じていた工業生産および物価が急落し、その後1933年に至る約3年半にわたって極めて激しい恐慌状態に陥ることとなった。この恐慌状態は直接、間接のルートを通じて世界各国に波及していったが、それがまた米国にはね返って米国の恐慌現象を増幅し、結局米国経済が最も激しくかつ長い恐慌現象を経験することになった（米国主要経済指標の大恐慌直前からボトムまでの下落率は第1表参照）。

そこで、まず最初に米国大恐慌の特徴点およびその世界への波及過程を概略整理しておこう。

(1) 米国大恐慌の特徴点

イ、景気後退と恐慌現象の長さ、深さ

NBER 景気循環指標により、大恐慌当時の景気下降期間を他の不況時のそれと比較してみると、ピーク（1929年8月）からボトム（1933年3月）までは43か月間であり、これは1873年不況時の65か月間（1873年10月～79年3月）に次いで史上第2位の長さとなる。ただし、1873年不況の下降期間が長期にわたるのは、もっぱら当時の物価の長期的下落傾向にウエイトをかけた結果と推測される（因に、工業生産は期央の1876年をボトムにその後は急上昇している）。これに対して、1929年に始まる大恐慌はその期間中工業生産、とりわけ耐久財生産が一時的小康状態をはさんでいるものの、趨勢としては累進的に下降し続け、物価も同様の動きを示した。そのうえ、銀行恐慌が、1930年末、31年後期、33年初という3つの銀行破産急増期の波を描きつつ、後になるほど激化し（1933年の閉鎖銀行数は4000行と史上最大）、最後は国内の全銀行に休業令が発布されるほどの全国的規模に達した。また、失業率も年ごとに上昇し、

第1表 米国大恐慌における主要経済指標の下落率

	恐慌直前	ボトム	下落率
米国実質 GNP	1929年=100	33年=71	△29%
〃 工業生産指数	1929/9=122	33/3=56	△54%
〃 卸売物価	1929/9=96.1	33/2=59.8	△38%
〃 株価（ダウ工業株）	1929/9/3=381.17ドル	32/7/8=41.22	△89%
〃 失業率	1929年=3.2%	33/5=25.6	
名目世界貿易額	1929年=68,619百万ドル	34年=23,283	△66%

金融研究

第2表 主要不況期（米国）における物価および工業生産の下落率

(%)

	1907—08年		1920—21年		1929—33年		1937—38年	
	全期間	月平均	全期間	月平均	全期間	月平均	全期間	月平均
卸 売 価 格								
全 商 品	14.6	1.33	44.1	3.4	38.0	0.88	14.8	0.53
農 産 物			52.6	3.1	62.0	1.44	29.0	1.53
非 農 産 物			44.8	2.4	32.3	0.75	11.1	0.48
工 業 生 産								
全 生 産			32.9	2.0	53.5	1.53	33.1	2.8
耐 久 財 生 産	47.2	6.7	54.5	5.0	77.3	1.76	51.1	5.1
非耐 久 財 生 産	16.6	1.51	36.2	3.3	33.7	0.91	23.7	3.0

(注) それぞれの指標ごとのピークからトローフについて計算されたもの。したがって指標ごとにその期間が異なる。

(出典) 侘美 (1982/1)

ピーク(1933年5月)には史上最高の25.6%を記録した。こうした推移からも明らかのように、この3年半は恐慌現象が深化・拡大していく過程とみられ、この意味では恐慌現象の期間は実質上史上最長とみても差支えあるまい。

一方、工業生産および物価の下落率を他の主要な不況期と比較すると(第2表)、いずれもその激しさがかなり際立ったもののようにみえる。すなわち、1929~33年大恐慌時は卸売物価は38% (農産物価格のみでは62%)、工業生産は54% (耐久財生産のみでは77%) も下落している。もっとも、卸売物価全体の下落率(38%)は、1920~21年不況の場合(44%)ほど大きくはなく、また月平均下落率も他の不況期と比較して緩やかであった。むしろ卸売物価については農産物価格と非農産物価格の間の下落率の格差がきわめて大きかったことが特徴点として指摘できよう。

これに対して、工業生産の下落率は1929

~33年大恐慌のそれが最大となっているが、その月平均下落率は上記卸売物価の場合と同様むしろ緩やかであり、最も大きく落ち込んだ耐久財生産においてさえかなり緩やかなものとなっている。

従って、1929~33年大恐慌における物価および工業生産の落込みの大きさは、その下落テンポではなく、景気下降期がきわめて長期に続いた結果である点に特徴がある。

□、複合的恐慌現象

1929~33年大恐慌のもう一つの特徴点は、ほとんどあらゆる種類の恐慌形態が含まれていたということである。

すなわち、1929年10月の「株式恐慌」は生産の縮小、物価の下落、企業倒産の増大、失業の急増等を含む「産業恐慌」に発展し、またこれと並行して30年以降世界的農業不況の影響をうけて、農家収入の激減、農業関係貸出の焦付き等の現象を含む「農業恐慌」が進展した。さらに、投機ブーム崩壊

1929～33年世界大恐慌について

後商業銀行における都市不動産担保貸付の焦付き、投資証券価格の暴落等が進行する中で、商業銀行への取付けを経て銀行倒産が間歇的に増大、ついに米国史上最大の「銀行恐慌」にまで発展した。また、この銀行恐慌を契機に米国の金本位制は停止（33年4月）され、その翌年（34年1月）には金に対するドルの切下げ（1トロイオンス＝20.67ドル→35ドル）が実施された（いわゆる「本位恐慌」）。

このように、1929～33年大恐慌は株式恐慌、産業恐慌、農業恐慌、銀行恐慌、本位恐慌という幾つもの恐慌形態が複合した大規模な恐慌であったといえよう。

（2）米国大恐慌の世界への波及

米国は大恐慌勃発に先立つ株式ブームの中で資本輸出を急減させ、それに多くを依存していた一次產品国や欧州諸国の経済を悪化さ

せた。ついで米国はその恐慌深刻化の中で輸入を激減させ、これを通じて世界経済に大きな不況圧力を加えた。

こうした米国の資本輸出と輸入の激減は、国際的な金融恐慌現象を引き起こしつつ、世界貿易を螺旋的に縮小させ（第1図）、これによって各国の工業生産も1929年以降多くの国で落込みに転じ、32年には29年の7割を割る水準に低下した国が少なくない（第3表）。

このように、1929年に始まるいわゆる「大恐慌」は、文字どおり、長さ、深さ、広さのいずれの点でも最大規模の世界的恐慌現象であり、また多種類の形態を含んだ恐慌現象であった。

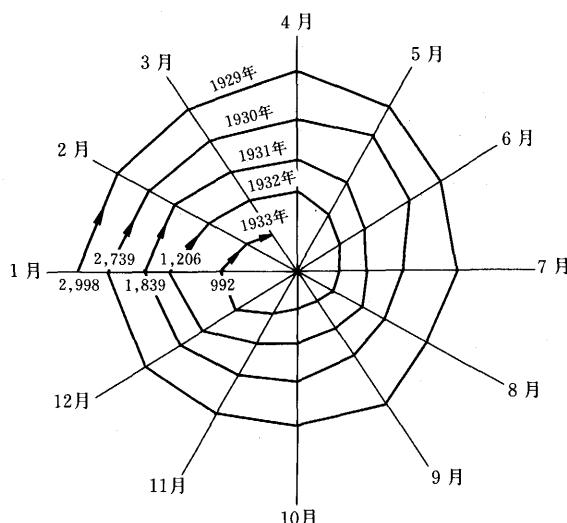
3. 大恐慌を生み出した1920年代の世界経済構造

（1）経済霸権国交替

1914年7月に勃発した第1次世界大戦は

第1図 1929年1月～33年3月における世界貿易の螺旋状の収縮

（75か国の総輸入、月額、単位：百万ドル）



（出典）Kindleberger (1973)

金融研究

第3表 各国工業生産の推移

(1929年=100)

	1927年	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Austria	90	99	100	81	69	60	62	68	77
Belgium	93	99	100	89	81	69	71	72	83
Canada	83	93	100	85	72	58	60	74	81
Chile	74	81	100	101	78	87	96	105	120
France	79	91	100	100	89	69	77	71	67
Germany	102	99	100	86	68	53	61	80	94
Hungary	96	98	100	94	87	77	84	98	111
Italy	—	92	100	92	78	67	74	81	92
Japan	83	90	100	95	92	98	113	129	142
Norway	81	90	100	101	78	93	94	98	108
Netherlands	86	98	100	91	79	62	69	70	66
Poland	87	100	100	82	70	54	56	63	66
Sweden	84	89	100	99	95	90	96	116	127
UK	96	94	100	92	84	84	88	99	106
USA	89	93	100	81	68	54	64	66	76
USSR	64	80	100	131	161	183	198	238	293

(出典) Fearon (1979)

1918年11月に終了し、戦後の新たな世界経済体制の中に入っていたが、戦後の1920年代を全体としてみると、そこには戦前と比較して次のような大きな構造変化が生じていた。

まず第1に重要な点は、第1次大戦を契機として米国の経済力が大きく発展し、欧州各国のそれとの間に格差が生じたことである。すなわち、第1次世界大戦の参戦国でありながら経済的破壊を受けなかった米国は、大戦中から世界の工場、農場として連合国向けの軍需物資、工業製品、農産物の輸出を急増させたことを主因に、戦中から戦後にかけて巨大な生産力を形成していった反面、戦争で疲弊した欧州各国は1920年代の前半になってようやく戦前水準を突破したのである（第2図）。

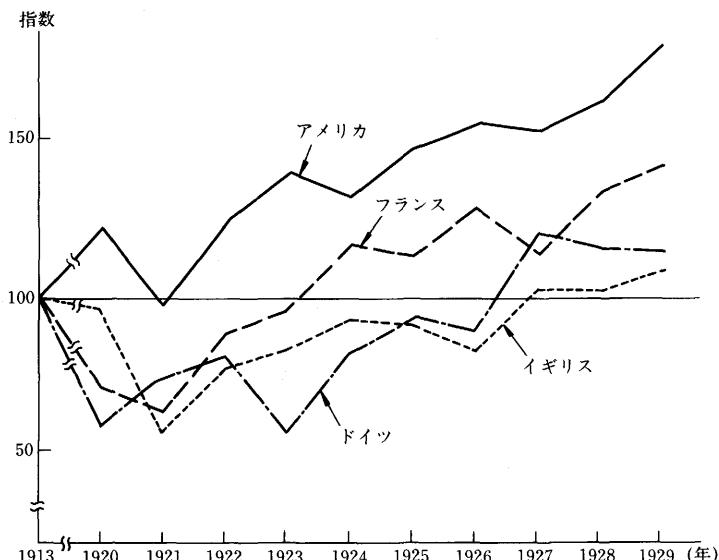
第2に、農業の面では、第1次大戦後世界的な規模で生産過剰傾向が発生したことの大

きな構造変化であった。すなわち、第1次大戦中、伝統的な欧州の農業が停滞したすき間をついて新興農業国（南米、豪州、カナダ、東欧等）が台頭し、その生産能力を拡大したが、戦後に至り、欧州諸国が農産物自給化政策に乗り出す一方、米国も国内農業保護政策を維持するなかで、世界的な農業の生産過剰傾向が発生し、慢性的な一次產品価格の低迷状態をみることとなったのである。

第3に、国際的な資本移動の面で、米国が第1次大戦によりそれまでの債務国から大債権国に転換したことである。大戦中より欧州各国の戦費は専ら米国からの借款（合衆国政府貸付）によって賄われるなど、同国は資本輸出国としての役割を急速に高めていたが、戦後には国際的な債権・債務残高の関係でも欧州と米国は完全に逆転した。戦前には純債務国であった米国は戦後に純債権国（ネット

1929～33年世界大恐慌について

第2図 第1次世界大戦後における主要国々の工業生産指数



(出典)『日本銀行百年史』第3巻

対外債権債務残高、1914年債務37億ドル→1919年債務126億ドル)としての地位を確立、年々の資本輸出額は戦前の最大資本輸出国であった英國を凌いで、歐州への経済復興資金供給、一次產品国への資金供給の面で極めて重要な役割を果たすようになった。こうして米国は戦前までの英國にとって代わって世界経済の覇権国(ヘゲモン)に成長することになった(後記3.(3)イ、で詳述)。

前述のように、第1次大戦後米国は戦後不況を速く克服し、目覚しい経済発展を遂げた反面、歐州諸国は財政赤字や対外債務の累積に悩まされ、とくに敗戦国ドイツは莫大な戦時賠償責任を課される一方で破局的インフレに見舞われるなど、経済の不振が続いた。

しかし、1920年代半ばになると、米国の経済繁栄と世界経済の中での圧倒的優位性確立のもとで、世界経済は一応の安定を取り戻し、以後1929年までの間、「相対的安定期」と呼ばれる時代を迎えることとなる。国際金融面

でも25年4月に英國が金本位制に復帰したあと、各国とも続々とそれに従い、金本位制が再建されたほか、ドイツの戦時賠償金支払問題も24年のドーズ案の採用により一段落をみた。

1929～33年大恐慌は米国を出発点として、その後世界的規模に拡大していったが、その原因は実はこうした「相対的安定期」の中に内在していた。一つは繁栄を続ける米国の経済構造自体に内在する不安定性であり、もう一つは米国の資本輸出、再建金本位制等を巡る国際的不安定性である。こうした潜在的な不安定要因の顕現化が大恐慌につながっていった。以下では、こうした不安定要因についてやや詳しくみていく。

(2) 米国の経済構造に内在する不安定性

イ、大企業と高所得層に偏った所得の増大

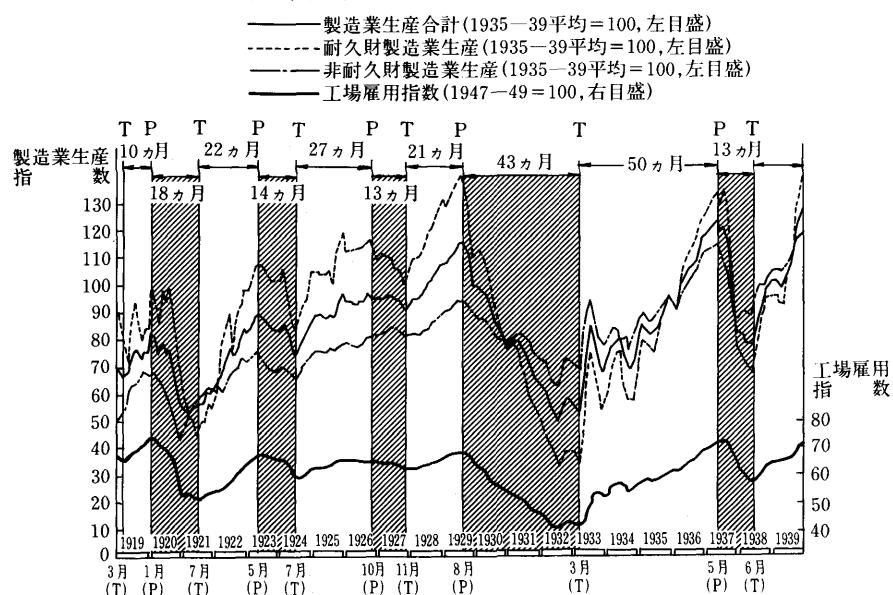
前述のように、米国は第1次大戦の戦時ブームの中で、重工業を中心として生産力

が急速に拡大し、企業収益も飛躍的に増大、つれて個人所得も急膨張した。こうした事情を背景に、大戦終了後の1920年代を通じてみると、米国経済は戦後ブームとその崩壊を経た後、いくつかの景気の波を描きながら、自動車や住宅建築等を中心とする耐久消費財産業を主導部門として高い成長を続けた（第3図）。この耐久消費財を中心とした産業部門では大企業による大量生産方式の採用、普及を通じて寡占化が進められ、その過程で技術革新の進展により労働生産性が急速な上昇をみた一方、製品価格は巨大企業の市場支配力の高まりの中で下方硬直的な傾向を示した。そのうえ、労働生産性の上昇テンポに比べ実質賃金のそれは相対的に鈍かったことから、大企業を中心として企業収益は大幅に増大した。1920年代中以降になると、こうした莫大な企業

収益の獲得は配当を増大させるとともに、企業の自己金融力を高めることとなった。すなわち、大企業を中心とする企業収益の急速な増大は配当支払を十分補うとともに設備投資資金需要をも内部留保で賄うこと可能にしたのである（第4図）。

この間、個人部門では毎年の配当（ならびにキャピタル・ゲイン）受取りの巨額化を映じて、総個人所得に占めるそれらのシェアも1921年の5.0%から29年には13.0%へ急上昇をみるに至った（第4表）。しかし、こうした配当（ならびにキャピタル・ゲイン）は主として少数の高額所得層に集中する一方、下層所得層の所得は総じて伸び悩んだため、高所得層と低所得層の間の所得分配の不平等化が1920年代にほぼ一貫して進むこととなった（所得最上位5%までに位置する高額所得層の所得が全

第3図 製造業生産と工場雇用の推移

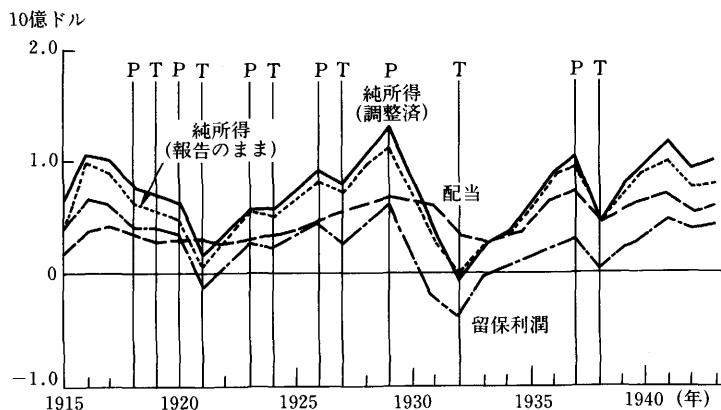


(注) 季節調整済。P.T.はNBERによる景気循環のピーク(P)と谷(T)を示す。

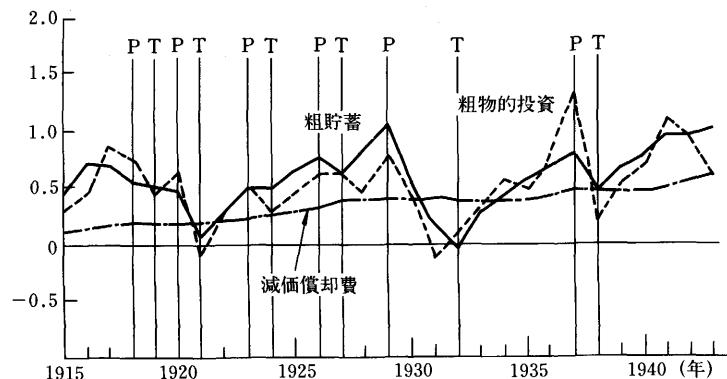
(出典) 吉富 (1965)

1929～33年世界大恐慌について

第4図 大企業の純投資、配当および留保利潤



大企業の粗貯蓄と粗投資



(出典) 玉野井芳郎編『大恐慌の研究』

個人所得に占める割合、1920年25.7%→29年31.9%)。後述(3.(2)ハ、4.(1)イ、)のように、こうした所得分配の不平等化が進む状況の中で、当時の米国経済を主導した耐久消費財需要は1920年代後半に至って一つの飽和点に達し、以後景気は下降に転じて

いくこととなる。

一方、こうした配当ならびにキャピタル・ゲインの急増は、資産効果等を通じて消費需要の拡大に寄与²⁾するとともに、反面ではそれらが限界貯蓄性向の高い高額所得層に集中したため、個人貯蓄率(キャピ

2) 配当、キャピタル・ゲインの急増が目立つ1927～29年には、自動車等の耐久消費財需要は伸び悩んだものの、消費は全体としてみるとサービス支出の急増を中心に堅調であり、消費性向に格別の変化はみられなかつた。これは資産効果によって消費が下支えされたことによる面が大きかったように窺われる(この間、投資の面では住宅建築が激減)。

金融研究

第4表 個人貯蓄率等の推移

(10億ドル)

	個人所得	配 当 (シェア)	キャピタル ゲイン(シェア)	個人貯蓄	個人貯蓄率
年			%	%	%
1921	61.1	2.6(4.3)	0.45(0.7)	7.9	12.9
22	64.9	2.6(4.0)	1.3 (2.0)	9.2	14.2
23	73.2	3.3(4.5)	1.4 (1.9)	10.1	13.8
24	76.5	3.4(4.4)	2.0 (2.6)	11.3	14.8
25	83.9	4.0(4.8)	4.6 (5.5)	14.3	17.0
26	85.0	4.4(5.2)	3.6 (4.2)	14.6	17.2
27	86.9	4.8(5.5)	4.4 (5.1)	15.6	18.0
28	91.9	5.2(5.7)	7.8 (8.5)	18.7	20.3
29	93.0	5.9(6.3)	6.2 (6.7)	17.8	19.1

(出典) Warburton, C., "The Trend of Savings 1900-1929", *Journal of Political Economy*, February, 1935 をもとに作成。ただし、配当は TNEC, Monograph, No.12, Profits, Productive Activities and New Investment, 1941 による。

第5表 米国における資金過不足の推移（推定）

(対名目 GNP 比%)

	民間貯蓄 (1)	民間投資 (2)	財政収支 黒字 (3)	国内資金余 剩・不足(△) (1)-(2)+(3)	経常収支 黒字	民間長期 資本収支 (△流出超)
年						
1921	7.0	10.6	0.7	△ 2.9	2.2	△ 0.6
22	14.7	13.6	1.0	2.1	0.9	△ 0.9
23	14.5	18.2	0.8	△ 2.9	0.6	△ 0.3
24	14.6	14.0	1.1	1.7	1.1	△ 0.8
25	18.8	17.7	0.8	1.9	0.7	△ 0.7
26	17.2	17.4	0.9	0.7	0.5	△ 0.5
27	17.2	15.7	1.2	2.7	0.7	△ 0.7
28	21.5	14.3	1.0	8.2	1.0	△ 0.8
29	19.1	15.5	0.7	4.3	0.7	△0.03

(注) 民間貯蓄=個人貯蓄（キャピタル・ゲインを含む）+企業貯蓄（留保利益のみ）。財政収支は統計の制約から連邦政府収支のみ計上。

(出典) 民間貯蓄は Warburton, C., "Trend of Savings 1900-29", *Journal of Political Economy*, 1935 (Table VI)。

民間投資および名目 GNP は Kendrick, J.W., "Productivity Trends in the U.S." (Table A-IIb)。

財政収支は FRB, *Banking and Monetary Statistics*。

民間長期資本収支および経常収支は U.S. Bureau of the Census, *The Statistical History of the United States*。

1929~33年世界大恐慌について

タル・ゲインを含むベース) をも大きく高める方向に作用した(第4表)。この結果、1920年代末にかけて米国内の資金余剰が急速な拡大をみることとなったのである。すなわち、統計の制約を承知の上で敢えて大胆な推計を行ってみると(第5表)、国内部門では1924年以降資金余剰となっているが、その余剰幅はキャピタル・ゲイン等の急増を映して1920年代末にかけて急拡大をみていることがわかる。こうした余剰資金の一部は経常収支黒字の裏側としての資本輸出に向けられたが、それを差引いてみても国内に多額の資金余剰の圧力が発生したことが窺われる(とくに1928、29年)。こうした余剰資金は種々のルートを通じて株式市場に流入し、株価の急上昇(とその崩壊)を生じさせることとなった。

口、株式ブームの発生

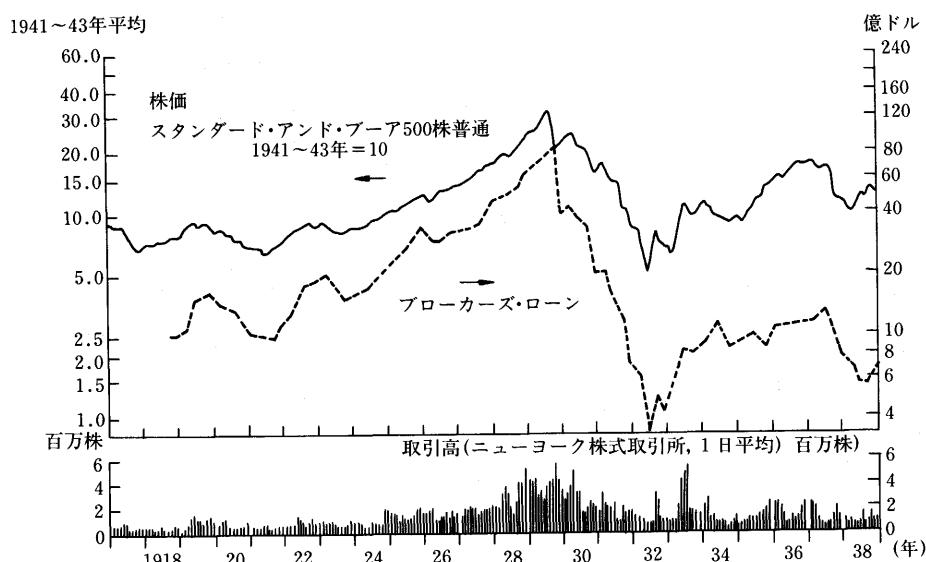
(市場の内部要因)

上述のように高額所得層に流入した配当

(ならびにキャピタル・ゲイン)等の余裕資金は、金融機関の貯蓄性預金(これを原資として後述のように金融機関が株式取引所のプローカー等に対するプローカーズ・ローンへの資金放出を増大)となったり、再び直接株式投資に向かったり、また間接的なルート(プローカーズ・ローンへの直接的な資金供給)を通じて株式購入に向けられることにより、1922年以降の株価上昇の基本的要因となった(第5図)。

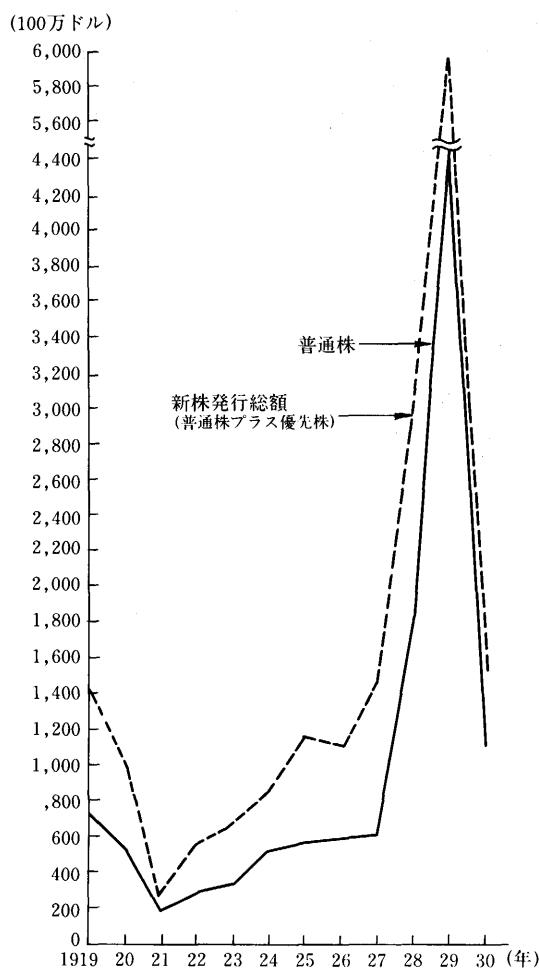
この間、1926年頃までの株価上昇の背景には上記需要面の要因のほかに、次のような供給面の要因もあった。すなわち、大企業を中心とする配当支出の増大と、企業の自己金融力の増大を背景とする株式新規発行の停滞(新株発行額は1926年頃までは1919~20年の水準にとどまった、第6図)とが1株当たりの配当額を増大させたこと(株式利回りの上昇)も、1920年代前半の金利低下傾向(第7図)と相俟って、株価

第5図 株式市場の推移



(出典) 玉野井芳郎編『大恐慌の研究』

第6図 株式発行の推移



(出典) 吉富 (1965)

を上昇させる方向に作用したのである。これは他方で増大する配当資金をもって相対的に稀少な株式購入に向けさせることになり、この面から株価は徐々に投機的様相を呈してきてはいたが、少なくとも1926年頃までは普通株の株価収益率(PER)はほぼ安定しており(第8図)、株価は経済実体面の動きを反映してそれと概ねパラレルな動きを示していたといえる(1920年代前半の景気変動の波、企業収益変動の波とほぼ

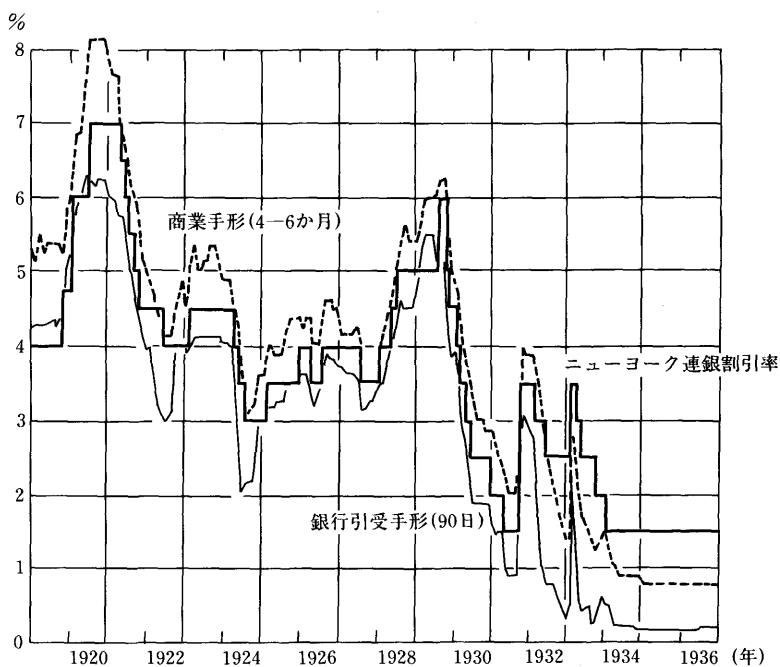
パラレルに株価が変動しつつ、趨勢的には上昇していた結果、PERはほぼ安定的に推移)。

しかし、1926年末から27年にかけての景気後退期には、生産がほぼ通期低下(企業収益も低下)したにもかかわらず、株価はそうした実体経済の動きを離れて逆に1926年末から着実なテンポで上昇(第4図)を始め(この間株式利回りはかなり低下)、以後株価はますます投機的に速度を早めて騰貴していくこととなった。

このような大企業を中心とする企業収益の大幅増加と、それによる配当の増大、企業の自己金融力の高まりという基本的なフレームワークの中で、株価を一層押し上げる重要な契機となったのは後述のような1927年の金融緩和であった(第7図)。これが既に増加し始めていた株式取引所のブローカーに対する金融機関のブローカーズ・ローンを一段とあおることとなったのである。しかも、こうした株式騰貴は、それまで下落傾向にあった金利が1928年以降反転上昇したにもかかわらず、後述のようにますます勢いを強めていくこととなった。こうした株価上昇、株式取引高増加のもとでのキャピタル・ゲインの急増という状況は、余裕資金をますます株式市場に引きつけると同時に、他方で株式利回りの低下は株式発行のインセンティブを増大させた。こうしたことから、1927年以降新規投資計画には必ずしも直結しない株式の発行が急増し、潜在的には株式の需給が緩和し始めたにもかかわらず、これらの新株を巡って各種証券操作が行われて株価はさらに高騰し、株式投機はその最高段階を迎えることとなったのである。

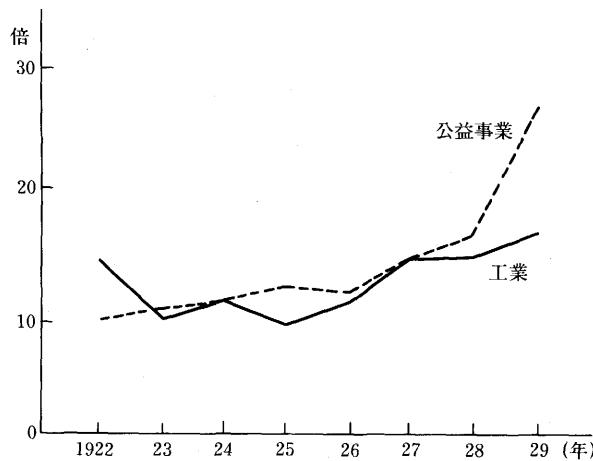
1929～33年世界大恐慌について

第7図 米国の短期金利の推移（月別）



(出典) 佐美 (1983/7)

第8図 ニューヨーク普通株の株価収益率(P E R)推移



(出典) 吉富 (1965) をもとに作成。

(市場をとりまく外部要因)

後述(3.(3)口)のように、第1次大戦後に再建された金本位制は、旧平価で復帰した英ポンドがその経済力からみて過大評

価であったこともあり極めて脆弱で、その体制を維持・存続させていくためには、米国の英國に対する金融政策面での協調が必要であった。こうした観点から1927年のボ

ンド危機（仏ポアンカレ政府のフラン安定策に伴う英國滯留の仏短期資本の本国引揚げを主因として発生）に際し、米国は金融緩和政策（1927年8月5日公定歩合引下げ $4.0 \rightarrow 3.5\%$ 、および買オペ）をとて、英國からの金流出防止に協力することとなつたのである。³⁾

こうした金融緩和政策は、その頃既にみられ始めていた株式投機をさらにあおることになるとして危惧する声も聞かれたが、⁴⁾結局そうした内外均衡のジレンマのもとで、対内面の問題よりも金本位制維持という対外面への配慮を重視する立場がまさって緩和に踏み切ることとなつた。この結果、連銀信用→ニューヨーク市中銀行→株式取引所のブローカーへのブローカーズ・ローン供与という資金供給ルートを中心として、株価騰貴がますます投機的に速度を早めていったことは既に述べたとおりである。

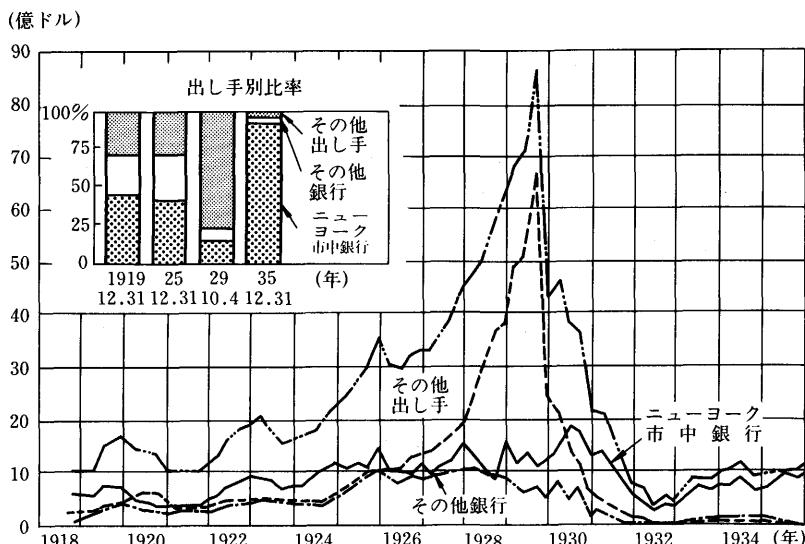
商業銀行は、大企業の自己金融化が進展するなかで短期銀行信用の停滞をみた一方、高額所得層や、大企業を中心に定期性預金が増大したことを背景に、1920年代前

半には建築ブームに便乗した不動産担保貸付、同後半にはブローカーズ・ローンを中心とする証券担保貸付（前述のように1927年の金融緩和が同貸付を加速）を拡大した。また、自行の証券部、証券子会社の設立による証券投機への積極的参加により株式ブームに重要な役割を演じた（後に4.(2)口、で詳述のように大恐慌時にはこれらの分野の業績悪化により都市部商業銀行が倒産）。⁵⁾1928年以降になると、さすがに株式投機抑制を目的として数次にわたる金融引締め（1928～29年、公定歩合引上げ<NY連銀 $3.5 \rightarrow 6.0\%$ >第7図参照、および売オペ）が行われ、商業銀行も株価の異常騰貴を警戒してブローカーズ・ローンへの資金放出を抑制したため、それがブローカーズ・ローン金利を急騰させる重要な要因となった。しかし、こうした金利上昇は株価騰貴を抑制する効果を發揮するどころか、かえって連邦準備制度加盟商業銀行以外からの外部資金をますます株式市場に引きつけることになった。というのは、自己金融力の増大した大企業や配当、キャピタル・ゲイン収入の増加した高額所得層からの余

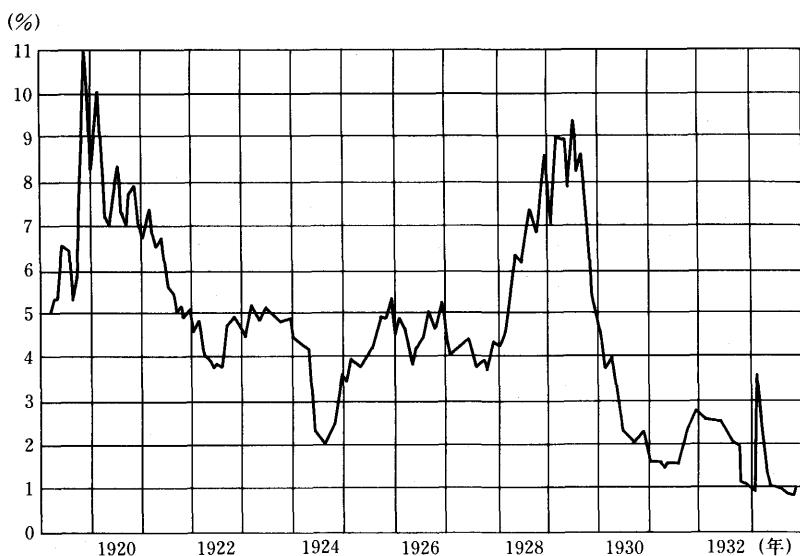
-
- 3) 当時米国金利は英國金利を下回っていたが、英國は経済が弱体であったことから常にポンド売りによる金流出の危機にさらされていた。こうした状況下、両国の金利差をさらに拡大することにより、ポンドの対ドル相場を上昇させると、ロンドンでポンド売ドル買を行い、ニューヨークでこのドルを売り金を購入する裁定取引が活発化し、英國からの金流出を米国に転換させることとなつたのである。
 - 4) 当時シカゴ連銀はこうした観点から公定歩合引下げに最後まで反対したが、「国際主義者」（R. S. Sayers）であるニューヨーク連銀ストロング総裁は株式投機は規制しうるとしてその反対を押し切ったといわれる。
 - 5) 商業銀行による不動産担保貸付や証券担保貸付は、投機ブームの中で次第に貸付期間が長期化し、かつ不健全なもの（低級債への投資、アパート、ビル建築など投機的な性格のものへの貸出等）が増大し、銀行資産の流動性を低下させた。これに対して銀行は流動性低下をカバーする目的から連邦政府債への投資を増大させていったが、これも1931年央以降の価格急落の中で大幅な減価を免れなかった。こうした資産内容の悪化の中で銀行倒産が増大するとともに、それが預金者の銀行預金に対する不安を呼びおこして大量の預金引出し、取付けを招くこととなり、後述のように銀行恐慌が激化することとなつた。

1929～33年世界大恐慌について

第9図 ブローカーズ・ローン（四半期平均、出し手別）



ブローカーズ・ローンの金利（月平均）



(出典) 吉富 (1965)

裕資金が高金利に誘われて直接ブローカーズ・ローンに放出されることになったからである。こうした事情を映じて、ブローカーズ・ローンは1928年以降急増をみることになった（第9図、企業・個人等からなる「そ

の他出し手」分が1928年以降急上昇）。このように、金利上昇のもとにおけるニューヨーク株式ブームの昂揚は、国内余裕資金を株式投資やブローカーズ・ローンに引きつけ、米国の資本輸出を激減させることと

なった（この点についての詳細は後述の3.(3)イ、参照）ほか、海外短資をも米国に引きつけることとなり、これらのが後述（3.(3)イ、）のように海外諸国の資金繰りを悪化させ、世界大恐慌の発端の一つを形成する有力な要因となったのである。

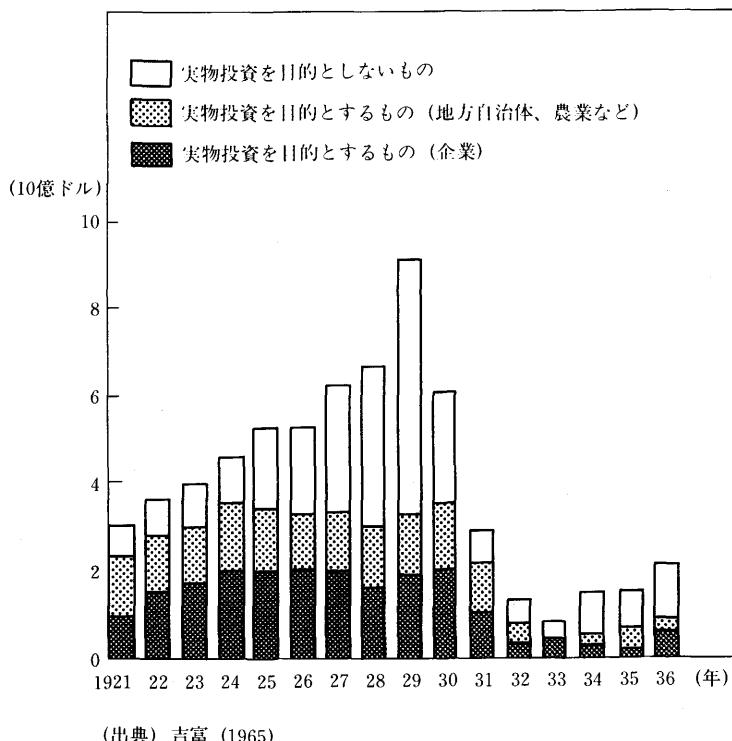
このようなブローカーズ・ローンに支えられた株式ブームによって、ニューヨーク株式市場では1928年から29年にかけて株式取引高が急増することになった（第5図）が、こうした中でいわゆる証拠金取引の盛行が重要な役割を演じていた。当時証拠金率は25%（株式購入額のうち25%を現金で支払い、残りは株式ブローカーから借入）という低率であったが、こうした証拠金取引が増大すると株式ブローカーはこの取引をファイナンスするため、残りの75%分については借入（銀行、大企業、個人等の証券担保によるブローカーズ・ローンの供給）を増大させることになる。このようにして、ブローカーズ・ローンに対する需要は株価の上昇や株式取引高の増大に加え、証拠金取引の活発化によってもますます増加していったのである。

前述のように、企業の自己金融力が高まるなかで、実物投資を目的とする証券の発行は停滞していたが、1927年以降の株価上昇のもとではキャピタル・ゲインの獲得を狙って、株式ブームの投機的展開を媒介する機関となった投資信託会社⁶⁾（商業銀行・投資銀行・証券会社等の子会社の形で設立）や金融会社（公益事業の持株会社で投資信託的業務に従事）等が数多く設立され、これらによる金融取引および関連サービス等のファイナンスを目的とする証券の発行が急増した（第10図、1929年の株式ブーム期には国内証券発行額の2/3をこのような証券が占めた）。いわば、これらの投資信託会社等によって、まさに金融のための金融操作が行われたのである。

投資信託会社は親会社である商業銀行や投資銀行等との連携を利用して大規模な証券操作を行ったほか、株式を大衆に売るための投機的プールやシンジケートが専門投機家、銀行、企業等の集団によって組織され、各種証券操作による意図的な株価上昇が試みられるなかで、株式投機がさらにあおられることになった。⁷⁾

-
- 6) こうした投資信託会社は1927年から29年にかけて雨後の筈のように簇生し、会社数はこの3年間に一挙に5倍近くに増加した。
 - 7) 株式投機ブームの崩壊後、こうした証券投機の行き過ぎを防止するため、「1933年銀行法」（通称「グラス・スティーガル法」）、「1933年有価証券法」、「1934年証券取引所法」が制定された。「1933年銀行法」は連邦準備制度加盟銀行に証券業務（株式・社債等の引受と自己売買、ミューチュアル・ファンド<オープンエンド型投信>設定と販売、国債・連邦機関債・地方債を除く証券のブローカー業務）の兼営やブローカーズ・ローンの代理業務を禁止したほか、インターバンク預金（要求払）への付利も禁止し、銀行預金の証券市場への流入抑制を図った。また、「1933年有価証券法」および「1934年証券取引所法」は証券会社の監督、不正慣行（プール操作、なれあい売買等）の取締りを強化したほか、同取引所法によって証拠金率の決定権限を連邦準備局（1935年連邦準備制度理事会に改組）に付与（従来はディーラーの顧客に対する要求）、さらにまた同取引所法によって株式取引所を規制する証券取引委員会（SEC）も設立された。

第10図 実物投資を目的としない証券発行の拡大



(出典) 吉富 (1965)

ハ、景気上昇の限界

大企業の生産性上昇、製品価格の下方硬直性、賃金上昇の落着き→企業収益の急拡大→配当の高額所得層への集中（所得分配の不平等化）に伴う貯蓄率の上昇、企業の自己金融力の上昇といったプロセスは上記のように株式ブームをもたらしたが、一方、配当やキャピタル・ゲインを軸とする高額所得層の急速な所得増大は、1920年代の米国経済発展の中心であった自動車や住宅等耐久消費財の需要増大につながりはしたもの、一般に高額所得層の商品需要の所得

弾力性が極めて低いこともある、こうした需要の一巡後は需要層の裾野の広がりを欠くことから、早晚頭打ちになるという限界を有していた。⁸⁾仮に企業収益が一層の賃上げを通じて低所得層に流入した場合には、そうでない場合よりも消費支出を増大させ、同時に資本市場での株式購入を抑制し、その限りで企業も生産、設備投資を増大させていったであろう。また、自己金融力の落ちた企業は設備投資増大を目的とする証券の発行を増やすざるを得なくなり、その結果株価が玉不足から投機的に高騰す

8) 20年代末以降、月賦信用の拡大（自動車）や不動産担保金融の貸付条件緩和などにより、いわば需要を先取りする措置もとられていたが、これも雇用増大や低所得層の賃金収入の増大に限度があったため早晚限界につきあたる性格のものであった。

る基盤はそれだけ縮小し、実物投資を目的としない証券の発行も大きくなりえなかつたものと思われる。しかし、現実はそうはいかず、1920年代後半には実質賃金微増のもとで、低所得層の所得水準上昇はわずかなものにとどまったほか、耐久消費財価格も下方硬直的であり、こうした所得・価格の両面から耐久消費財の一層の需要増大は見込めなくなっていたのである。

こうした状況下で、耐久消費財への需要は結局一つの飽和点に達することとなり、1928年に始まる20年代最後のブームの中で急上昇していた製造業の生産⁹⁾は株価暴落に先立つ1929年央に至り下降に転じることとなる。

(3) 國際的不安定要因

1920年代、就中同年代後半はいわゆる「相対的安定期」と称されていたが、そこには前述のような米国の経済構造に内在する不安定要因がみられたのみならず、国際経済システムの面でもキンドルバーガーの言いういわゆるインターレグナム（帝位空白期間）における不安定要因が潜在していた。すなわち、第1次大戦後英国が経済力の低下から国際経済システムの安定性を維持する能力を失う一方、これに代わるべき新興の米国はその安定性を維持しようとする意識と自覚を欠いていたという、いわばパックス・ブリタニカからパックス・アメリカへの覇権の交代期に生じた世界経済の不安定性の問題である。具体的には、米国の資本輸出の不安定性と再建金本

位制の不安定性の問題であり、また世界的農業不況の中で、保護貿易主義への動きも底流としてみられた。さらに、こうしたインテレグナムの問題のほか、第1次大戦による多額の戦時賠償や農業不況に伴う一次產品国の国際収支難から債務累積問題が発生したことでも国際的不安定要因として挙げられよう。

保護貿易主義の問題は後述(5.(3))することとして、ここでは米国資本輸出および再建金本位制の不安定性の問題と債務累積問題についてやや詳しくみるとこととする。

イ、米国資本輸出の不安定性

第1次大戦前の世界の資金循環は、英國を中心とする円滑なポンド資金の散布と回収によって安定的な流れを維持していた。

すなわち、英國は貿易収支入超（対一次產品諸国は出超であるが、対歐州大陸・米国で大幅入超、第11図参照）によってポンド資金を世界に散布するとともに、貿易赤字を大幅に上回る貿易外収支の黒字（海運収入や英國自治領等に対する長年にわたる資本輸出の結果としての投資収益等が主体）をベースに、こうした経常黒字の範囲内で英國自治領等に安定的な資本供給を行うという形で、ポンド資金の散布と回収がほぼ均衡し、安定的な資金循環を維持していた（第6表、英國国際収支の1907、1910、1913年平均の欄参照）。

しかし、第1次大戦後、とくに1920年代央以降をみると、こうした安定的な世界の資金循環ルートには次のような大きな変化が生じていた。

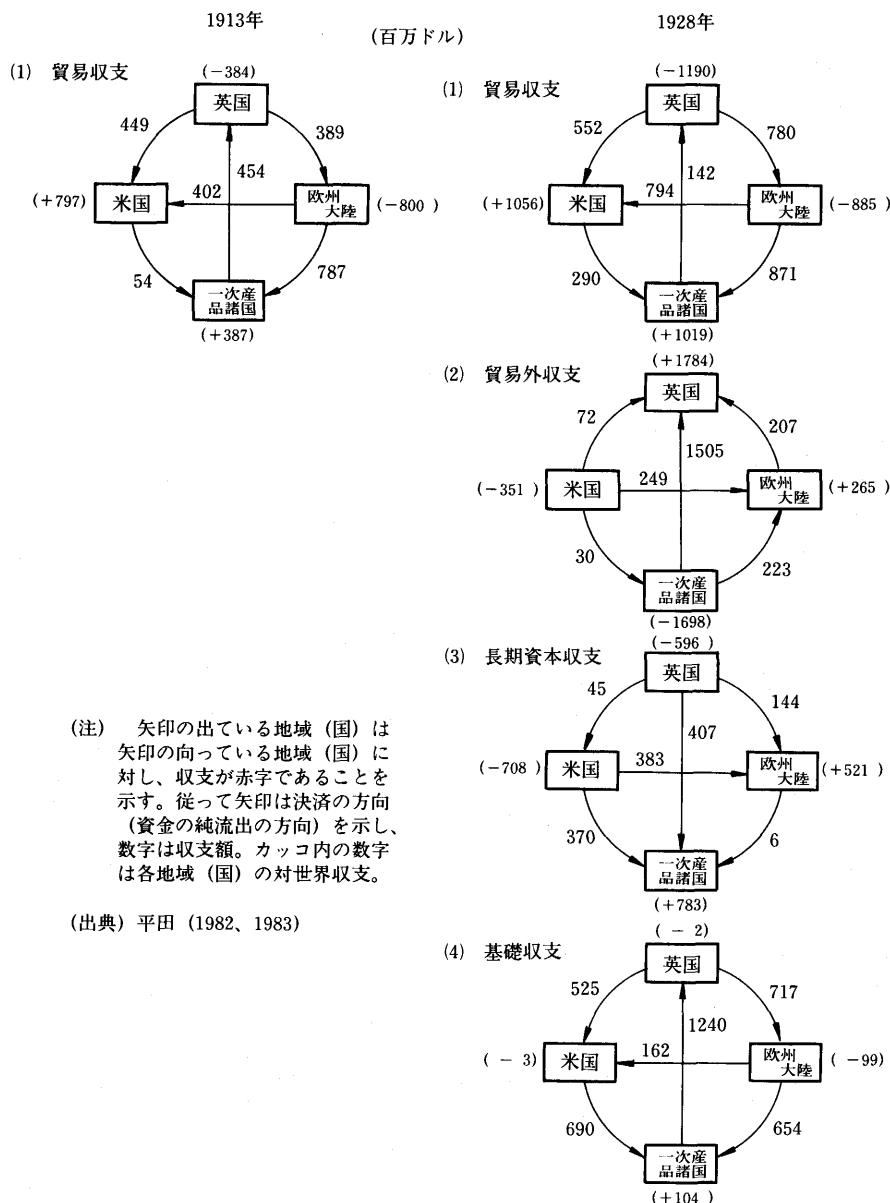
9) このブーム期には自動車（フォードA型車生産ラインの採用等）、鉄鋼（連続圧延装置の導入）のほか、公益事業、化学・ラジオ・航空機等の新興産業等が設備投資を拡大したが、それも生産拡大を加速する要因となった。

1929~33年世界大恐慌について

すなわち、英国は戦後の経済力減退の中で国際競争力が低下し、対欧州大陸貿易赤字の急増と対一次産品諸国貿易黒字の縮減を背景に全体としての貿易赤字が急拡大した結果、経常収支黒字は大幅に縮小した(第11図、第6表)。こうした状況下、英国は自治領地域を維持していくうえで引き続き安

定的な資本供給を行う必要があったが、従来のように経常収支黒字の範囲内ではそうした資本要請に応えることが出来ず、短期資本の取入れによってカバーせざるを得なくなり、いわゆる短期借・長期貸の形となって(第6表、1925~29年平均参照)、ポンド資金の散布と回収の均衡状態が破

第11図 世界の多角決済関係



(注) 矢印の出ている地域(国)は矢印の向っている地域(国)に対し、収支が赤字であることを示す。従って矢印は決済の方向(資金の純流出の方向)を示し、数字は収支額。カッコ内の数字は各地域(国)の対世界収支。

(出典) 平田 (1982、1983)

金融研究

第6表 英国と米国の国際収支比較

	英 国 (百万ポンド)			米国(百万ドル)
	1907, 1910, 1913年平 均	1920, 1922~ 24年平 均	1925~29年 平 均	1925~29年 平 均
貿易収支	△ 145	△ 278	△ 395	724
貿易外収支	310	420	463	15
経常収支	166	142	68	739
長期資本収支	△ 177	△ 148	△ 126	△ 692
基礎収支	△ 11	△ 6	△ 58	47
誤差脱漏	19	△ 14	54	△ 114
対外金移動	△ 8	20	4	67

(注) 誤差脱漏は残余項目。

(出典) 楊井編 (1961)

佐美 (1985/7)

れ、資金循環が不安定なものへと変化することとなった。

この間、米国は戦前から一大農産物輸出国であったが、それに加えて第1次大戦中には連合国向けの軍需品等の輸出急拡大から、また戦後は欧州の経済復興や米国の国際競争力の上昇を背景とする工業製品の輸出増大から、対欧州大陸向け輸出が急増したことを主因に貿易収支黒字幅が大幅に拡大した。こうした米国の貿易収支黒字基調が1920年代に同国の長期資本輸出を持続的に拡大させる基盤となり、これが戦前英国を中心として安定的に展開されていた世界の多角的資金循環の関係を戦後も維持していくうえで補完的な役割を果たすことにな

なった。一次產品諸国は貿易収支黒字によって賄えない部分をこうした英・米からの資本取入れに依存することによって多額の貿易外支払（とくに英國向け）を行うことが可能となり（第11図参照）、また、歐州大陸諸国は貿易大幅赤字のファイナンスのみならず、ドイツの第1次大戦賠償債務や歐州連合国の大戦戦争債務¹⁰⁾の返済についても、米国からの長期資本受入に依存するところが極めて大きくなつたのである。

米国の長期資本輸出は、1925~29年平均でみると英國のそれを上回る規模となっているが（第6表）、農工両面にわたる大輸出国で恒常的貿易黒字国であった米国は、

10) 第1次大戦中、歐州連合国は自国の経済力を大きく上回る膨大な戦費の支払を余儀なくされ、これを米国への戦争債務として負った一方、敗戦国ドイツはその支払能力をはるかに超えた賠償負担を要求された。歐州連合国の大戦戦争債務の元利返済はドイツからの賠償支払資金に依存していたが、このドイツによる賠償支払は米国の資本輸出に依存していた。従って、米国の資本輸出の減少はドイツの賠償支払を停滞させることによって、歐州連合国の大戦戦争債務返済を困難化し、相対的安定期の世界の資金循環を攪乱する要因となる可能性を内包していたのである。

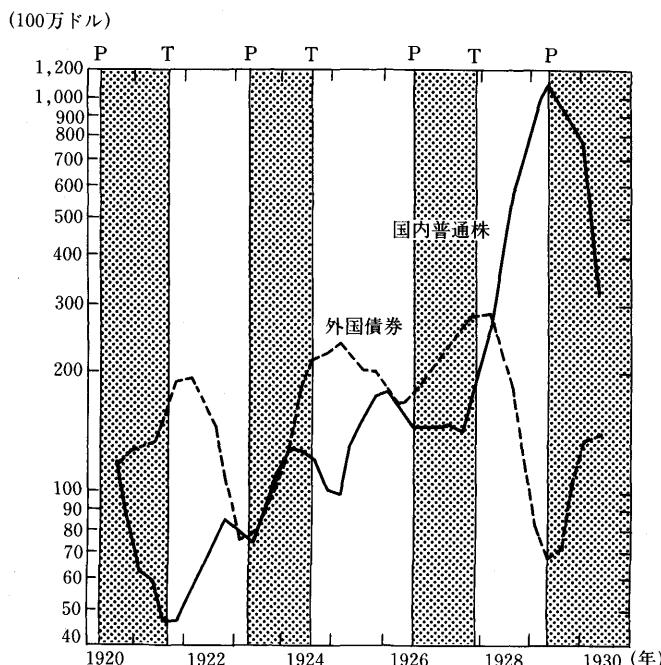
1929～33年世界恐慌について

英国のように貿易赤字を通じる資金散布をなしえないため、結局こうした資本輸出によって世界の資金の流れを円滑化させていくことが「相対的定期」の世界経済を維持していくうえで必要とされたわけである。ところが、米国の長期資本輸出は基本的に国内要因の反映という性格を有し、従って必ずしも受入れ国側の必要に応じた資本輸出が確保されるとは限らない不安定性を持っていた。

すなわち、米国の長期資本輸出のうちほぼ8割前後は対外証券投資となっており、さらにそのうち6～8割は対外政府証券投資の形態となっているが、このように圧倒的シェアを占める対外政府証券投資の変動が全体としての長期資本輸出の不安定性を

引起する重要な要因となったのである。そこで、こうした米国の対外政府証券投資の変動状況を、景気上昇、下降局面別に区分してみてみると（第12図）、①不況期には増大し、好況期には減少するという米国の景気循環とは逆の循環変動をしていること、②1920年代はこうした循環変動を繰り返しつつ、全体としては増大傾向を示しているが、1928～29年の好況期には著しく減少していること、の2点が読みとれよう。この事実は、米国の国内資金が好況期に国内投資され、不況期には海外投資に向けられたことを意味するものと思われるが、それは同じく第12図により国内株式発行と外国政府証券発行の動きを比較対照してみることによっても明らかであろう。これにより、

第12図 国内株式発行と米国における外国政府債券発行



(注) P.T.はNBERによる景気循環のピーク(P)と谷(T)を示す。

(出典) 吉富(1965)

好況期に投資家が株価上昇、配当増大期待から国内株式投資により多く向かう一方、不況期には逆に外国政府債への投資を増大させるという関係を読みとることが出来るのである。こうした利益に敏感な性格を持つ米国の資本輸出によって支えられていた当時の世界的資金循環、ひいて世界経済は一般的にいって極めて不安定なものであったということができる。とくに、1928～29年の対外証券投資の著減は、こうした米国の対外政府証券投資の一般的、基本的な性格に加え、前述のような米国経済の構造的特徴の反映である株式大ブーム、すなわち株価の暴騰、株式発行の急増といった事情もあって生じたものであり、こうした海外諸国に対するドル資金供給の急減がそれら諸国の景気下降や資金繰り悪化の直接的な原因となり、世界大恐慌の発端の一つとなつたのである（後に5.で詳述）。

口、再建金本位制の不安定性

第1次大戦中多くの国でそれまでの金本位制が停止されたため、戦後の世界経済にとっては金本位制再建が第1次大戦前の正常な状態への復帰を意味する不可欠の目標とみなされた。戦後貿易赤字拡大に悩む英國にとって為替相場の安定による世界貿易の拡大は自国の輸出増強につながる望ましいことであり、また米国も戦後債権国に転換し、かつ世界最大の貿易国になっていたことから、海外資産の価値保全を図り、貿易・資本取引を発展させるためにも、為替相場の安定とそのための金の交換性回復が必要であった。このため、まず米国が1919年1月、金本位制に復帰した。しかし、戦後脆弱化したポンドに代わって、ドルを単一の基軸通貨として金本位制を再建すること

とは、ニューヨーク金融市場が国際金融市场としての知識・経験の蓄積に欠け、組織整備の面でも未成熟であったという点だけからもなお無理があり、結局米国が依然として国際金融の中心である英國の金本位制復帰を側面から積極的に支援する形がとられた。

英國の金本位復帰にあたっては、ポンドおよびロンドン金融市场への信認維持、多額の対外債権の減価回避の主張がまさって、戦前の旧平価（1ポンド=4.8665ドル）での復帰となった（1925年4月）。しかし、戦後経済力の低下した英國にとって、一連の財政緊縮、デフレ的金融政策によるポンド維持の努力にもかかわらず、旧平価が過大評価であったことは否めない。そのうえ、英國は戦後の貿易赤字急拡大（戦前の2～3倍の規模）にもかかわらず、引き続き英國自治領を中心にかなりの水準（戦前の7割程度）の資本輸出を維持したため、経常黒字幅を超える長期資本投資を短期資本の導入（米国、フランス中心）によって賄ういわゆる短期借・長期貸という戦前にはみられなかった新たな不安定要因が生み出されたのは前述のとおりである。再建金本位制は米国の資本輸出と国際短資移動というそれぞれに不安定な性格をもつ要因にその存立をかける脆弱なものであった。実際に、1927年以降仏ポアンカレ政府のフラン安定政策によって、これまで英國等に流出していた仏短期資本が同国へ大量に還流するに至って、ポンドの不安定化は一段と強まった。

従って、こうした脆弱な体制を維持・存続させていくために、米国の金融政策面での協調（ポンド危機に際しての金融緩和政

策の採用)が下支えとして折にふれ実施されることとなつたのである。

ハ、債務累積問題

前述のように、第1次大戦におけるドイツの戦時賠償支払問題はドーズ案の採用(1924年8月)で決着をみたが、いずれにしてもその賠償支払額は財政面、国際収支面のいずれの面からみても、同国の負担能力を大きく超えるものであったため(毎年の支払額は輸出額の1～2割に相当)、ドーズ公債の発行という形で米国資本がドイツに投資されることによってようやく賠償支払が履行された。このほか、ドイツは戦後の経済復興資金についても外資とくに米国資本への依存を免れえなかつたため、結局「相対的安定期」の同国経済は米国資本の継続的流入を前提にして初めて破綻を回避したといつても過言ではない。これに伴い、ドイツは対外債務の累積を免れず、そこに国際金融上の重大な脆弱性を内包することとなつた。

一方、前述のような第1次大戦後における世界的な農業の過剰生産傾向の発生、とくに1920年代半以降に顕著となつた慢性的一次產品価格の低迷という状況下、中南米、豪州、東欧等新興農業諸国の貿易収支は悪化し、米・英の資本輸出に支えられて国際収支危機を先延ばしにする一方、貿易面では輸入規制の強化を図り、また価格下落を数量面でカバーすべくかえつて農業生産力を拡大し、しばしばダンピング輸出を図つたが、それは一層の価格下落を招くだけであった。これらの国の外資導入はもっぱら証券発行の形で行われたが、それは主たる投資受入先である米・英の投資態度に依存

するところが大きかった。しかし、またこうした弥縫策は長期にわたつて繰り返すことは不可能であり、新興農業国の経済悪化の中で、こうした証券の投資対象としての魅力が減退していった。このことは、これら諸国がそれまでの多額の対外債務累積の中で辛うじて破綻を免れていただけに、外資の流入減あるいは輸出の一段の減退といった事態が発生した場合には債務不履行(ひいてはこれら諸国の農業恐慌、資本輸出国の銀行恐慌)に陥りかねない不安定な要素を内在させるものであった。

4. 米国大恐慌の実態とその背景

(1) 米国の景気下降と株式投機ブームの崩壊 イ、景気の自律的下降

米国の製造業生産は前述のような理由から1929年6月にピークに達したあと下降に転じた(第7表)が、こうした経済全般の動きをやや詳しくみると次のとおりである。

まず1929年の生産・受注動向をみると、耐久財新規受注は3月にピークをつけ、その後9月までに21%の減少となつた。自動車、鉄鋼、繊維といった代表的業種の生産も5～7月をピークにその後減少に転じた(7～9月の3か月間で、自動車生産は15%の減少、第7表、第13図参照)。しかも、1925、26年頃にピークアウトした民間住宅建築(第13図)も、29年入り後は急速な落込みをみせるに至つていた。このように、1929年10月の株式ブーム崩壊の数か月前に既に景気主導産業の生産は下降に転じていたのであるが、高騰を続ける株価の抑制を目的とした公定歩合引上げ(29年8月、

金融研究

第7表 1929年の株価と他の経済活動の動き

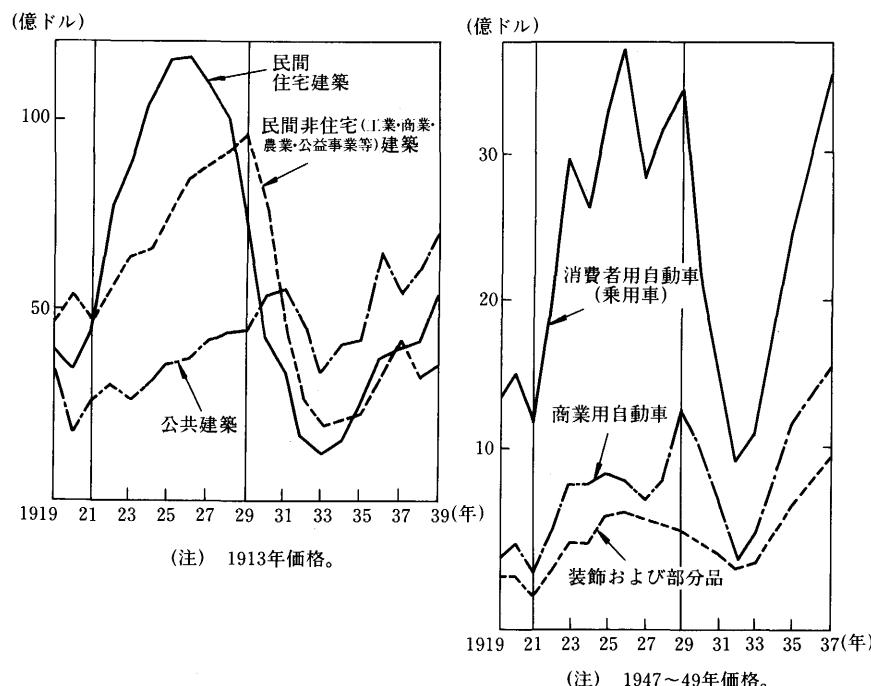
	株価 (1935-39=100) (1)	製造業生産(1935-39=100)				製造業耐久財新規受注 (1923-25=100) (6)	製造業設備投資 (百万ドル) (7)	住宅建築契約高 (百万ドル) (8)
		全体 (2)	鉄鋼 (3)	自動車 (4)	繊維 (5)			
1929年 1月	195.6	108	131	147	94	95.0	659	191.8
	2	196.9	108	127	146	94		159.9
	3	199.7	109	131	148	94		172.7
	4	197.0	111	135	144	96		205.4
	5	198.3	112	145	142	100P		167.0
	6	201.4	115P	147	155P	98		162.4
	7	218.0	115	152P	146	97		212.7
	8	230.3	114	146	143	97		150.6
	9	237.8P	113	138	132	95		119.8
	10	213.0	111	131	130	95		121.9
	11	159.6	105	112	114	88		117.0
	12	162.4	99	103	72	82		132.6

(注) (1)以外は全て季節調整済。(7)は四半期平均。

Pはピークを示す(ただし、(8)のピークは28年2月295.1百万ドル)。

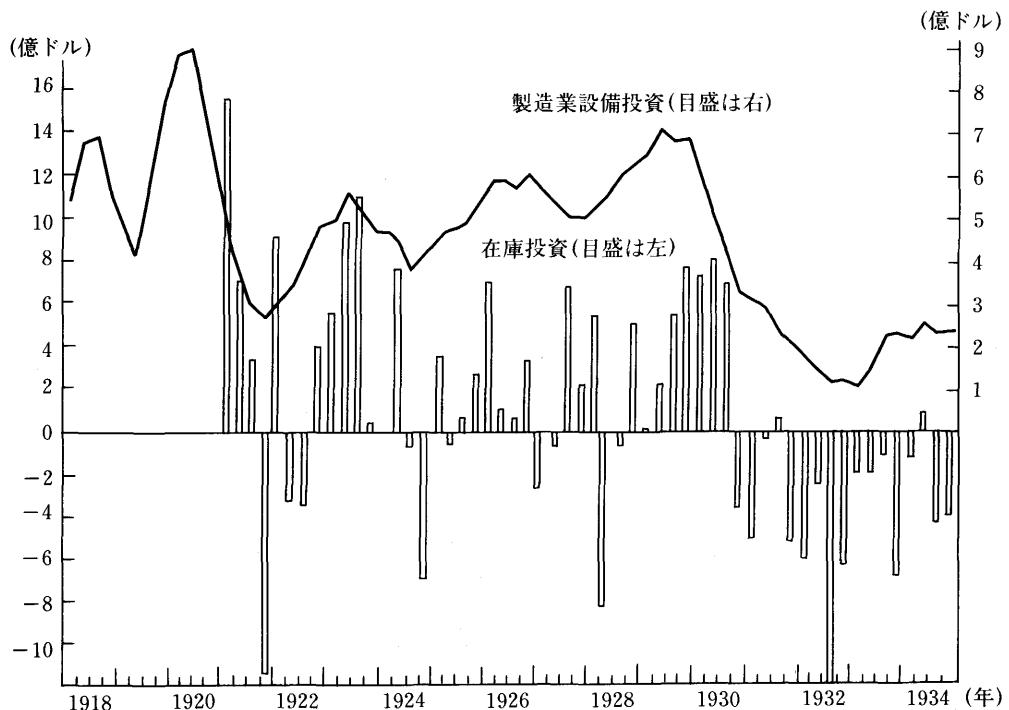
(出典) 吉富(1965)

第13図 米国の自動車生産額と建築額



(出典) 佐美(1984/10)

第14図 製造業設備投資と在庫投資（四半期別）



(出典) 吉富 (1965)

5.0→6.0%)¹¹⁾ とその後の株価大暴落による膨大なキャピタル・ロスの発生¹²⁾ (1929年のキャピタル・ロスは一挙に前年の5倍以上となった) はこうした傾向に拍車をかけるものとなった。

この間、1930年第1四半期になると、株価は若干回復し、生産・出荷動向にも幾分明るさが窺われたが、しかしこれは株式市場のガラのあとの一服状態であり、実際に

は経済の悪化が進展しつつあった。その主なものは設備投資需要の減退と在庫品の急増である (第14図)。すなわち、製造業の設備投資は他の経済指標が比較的好転しているこの第1四半期から急減していったほか、個人経常所得、ひいて消費支出も同期には大幅に減少し、これらが意図せざる在庫投資を急増させることになった。この結果、当期の企業収益は29年第3四半期比

11) この金利引上げによって、月賦信用（自動車）や不動産担保金融の盛行の中で、自動車や建築に対する需要減退が加速されることとなった。

12) 1929年第4四半期（10～12月）に、個人経常所得は前期比5.7億ドルの減少にとどまっているのに対し、消費支出は同9.2億ドルもの減少となった。これはキャピタル・ロスの発生なしには説明しえないものであろう。自動車の工場出荷指数でみると、29年6月をピークに9月はピーク比15%減、12月は同46%減と株価崩落並みの激減となっている。

金融研究

6割以下の水準に落込んだ。

こうして、1930年前半は表面的には景気下降の中斷がみられたが、底流では着実に経済の悪化が進行しつつあり、一服状態をみせた株価も6月以降再び下落の一途を辿ったため、再びキャピタル・ロスの大量発生をみて、実体経済ははっきりと「大恐慌」と呼びうる局面に突入することとなつた。すなわち、経済の実体的悪化の中で生み出された株価崩落の再発に、失業者の激増（30年、失業者440万人、失業率8%→31年同約800万人、16.5%）、賃金カットの全面的波及、銀行倒産の激化等が加わって、恐慌現象が一段と濃化していったのである。

口、株式投機ブームの崩壊

上記のように、1929年央に景気主導産業

の生産が減少に転じたことで、早晚その影響が株式ブームに及んでくることは当然の成行きであった。株価自身、27年以降実態経済から遊離して騰貴していただけに、必然的にその影響は大きなものとなった。株価は29年9月3日にピークをつけたあと弱含んでいたが、大暴落は10月24日にやってきた（ダウ工業株前日終値305ドル→当日午前中底値272ドル）。いわゆる暗黒の木曜日である。その後11月13日まで若干の反転上昇を織込みつつも、趨勢的には下落の一途を辿った¹³⁾。翌30年1~4月にはかなりの回復がみられたが、5月以降は再び下落に転じ、その後32年7月初までほぼ一貫して低落を続け、同年7月8日にボトムをつけたが、それはピーク（29年9月3日）のわずか10分の1の水準にすぎなくなつて

- 13) 主要時点におけるニューヨーク株価（ダウ工業株30種平均終値）は次のとおり。

		ドル
1929年 9月 3日	（既往ピーク）	381.17
10月 23日		305.85
24日	（暗黒の木曜日）	299.47
28日		260.64 (前日比△12.8%、大恐慌期最大の下げ率)
29日	（暗黒の火曜日）	230.07
11月 13日	（29年中ボトム）	198.69
30年 4月 17日	（30年中ピーク）	294.07
12月 16日	（ ノボトム）	157.51
31年 2月 24日	（31年中ピーク）	194.36
12月 17日	（ ノボトム）	73.79
32年 3月 8日	（32年中ピーク）	88.78
7月 8日	（ ノボトム）	41.22
33年 7月 18日	（33年中ピーク）	108.67
2月 27日	（ ノボトム）	50.16

株価下落の直接的原因としては以下の点が指摘されている。すなわち、株式投機抑制を目的とした米国の金融引締め（29年8月、公定歩合5.0%→6.0%）はポンドに対する圧迫を強め、英国からの金流出を招いたため、これに対処すべくイングランド銀行も29年9月公定歩合を引き上げた（5.5%→6.5%）。これは米英間の金利裁定取引を旨味のないものとし、株式ブームの中で米国に流入していたプローカーズ・ローン資金を流出させることとなり、これらが直接の引き金となって株価下落が始まったとされる（Kindleberger 1973）。

いた。¹⁴⁾従って、このような株価大暴落によるキャピタル・ロスの発生も前述のように著しかったのである。

(2) 景気下降を大恐慌に発展させた要因

それでは、このように1929年央に始まる景気下降を深刻な大恐慌に発展させていった要因は何であったか。以下ではそれを実体面、金融面の要因に分けてみていくこととしよう。

イ、実体面の要因

(イ) 米国寡占大企業の生産制限と製品価格の維持

まず第1に指摘しうることは、このような景気下降の中で、寡占大企業がこれに対応するために生産制限によって製品価格を維持する方向を採用したことである。すなわち、第15図から明らかのように、寡占大企業が支配的な耐久消費財産業においては、競争度の高い非耐久消費財産業とは異なり、製品価格が極めて安定的で、それを可能にしたのは生産の著しい落込みにあったことがわかる。

このような寡占大企業による生産制限と価格維持は次のような2つのプロセスを経て、全面的な有効需要の減退を誘発することになった。

(①) 価格維持のためには、寡占大企業によ

る生産と投資の制限が必要であるが、それは生産設備、原料、労働力に対する需要減退を引起すと同時に、労働力需要の減退は賃金所得減少を通して消費財需要をも減退させること。

② 鉄鋼、石油等の生産財部門で成立していた価格の下方硬直性は、生産減退や製品価格下落のもとでそれらを原料として使用する他の産業の収益を圧迫し、その産業の雇用と設備投資を一層弱める方向に作用したこと。

前述のように、第1次大戦後の米国は耐久消費財中心の産業構造であり、¹⁵⁾しかも戦前に鉄鋼、石油等の生産財部門で進展した企業の寡占化が戦後はこうした耐久消費財部門にまで広がっていき、生産財、耐久消費財いずれの部門でも指導的な基幹産業は殆どなく寡占大企業に支配される状況となっていた。従って、こうした寡占大企業の生産および投資の制限と、その製品の価格硬直性が、経済全体の有効需要を未曾有の激減に導く大きな要因となったのである。

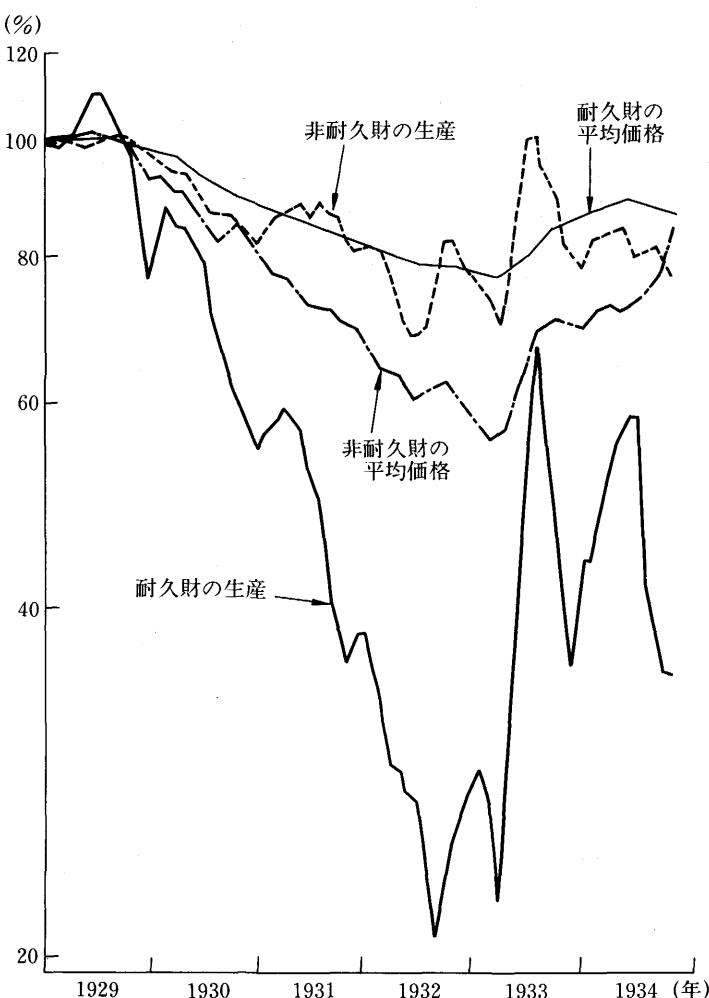
(ロ) 1920年代末における設備投資の増大

上記のような寡占大企業の生産制限・価格維持政策を強化させた背景には1920年代末の好況時に行われた設備投資の増大があり、これもまた恐慌を激化させる大きな要

14) この間、株式ブーム時に信用面から株価騰貴を支えたブローカーズ・ローンも、1929年10月初の85.3億ドルをピークに、株価崩落後は一斉に引揚げられ、29年末41.1億ドル、30年末21.1億ドル、31年末7.2億ドルと激減し、ボトムの32年6月末にはわずか3.4億ドルまで落ち込んだ (Board of Governors of the Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*)。

15) 1920年代が耐久消費財中心の産業構造であったこと自体も問題であった。すなわち、そもそも耐久消費財需要は余裕所得への依存度が高く、個人所得の増大が前提となるため、不況期には逆に急速な落込みにつながりやすく、加えて価格の硬直性がそうした需要減退に拍車をかけることとなったのである。

第15図 生産制限と価格硬直性



(出典) 玉野井芳郎編『大恐慌の研究』

因といえよう。こうした設備投資の増大は、20年代の長期好況の中で設備の磨損が比較的進んだことと、27年以降の好況下の株式ブームが生産性向上・収益増加のための投資増大を必要かつ容易にしたことによるものである。しかし、これは20年代の比較的高水準の設備投資と相俟って、大恐慌中に膨大な新しい固定設備を抱える結果となり、企業が新規設備投資需要を増大させることを長期にわたって困難にしたのであ

る。

(ハ) 英国金本位制停止後のドル相場の大幅上昇

さらに1931年秋以降についてみると、後に詳述する「恐慌下の金融引締め」と並んで、ドル相場が対ポンドで大幅に上昇したことが米国経済に与えた影響も無視しえないところである。すなわち、英国は金本位制離脱（31年9月）後、経済力に比して過大評価されていたポンド相場を低落するま

1929～33年世界大恐慌について

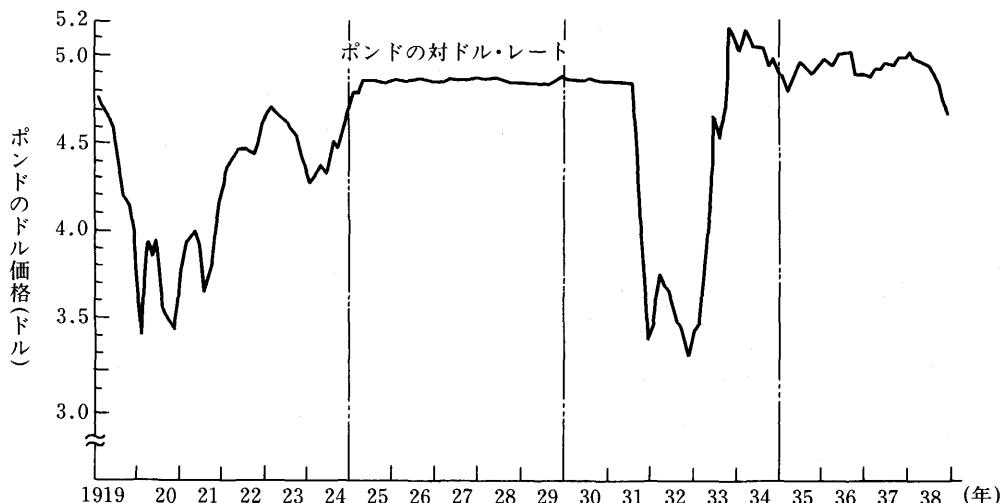
まに放置し（第16図）、31年末までに対ドルで事实上約3割の切下げを実施した（31年9月1ポンド=4.86ドル→12月同3.40ドル）。その後32年に入ると、同国は国際収支の改善を映してポンド相場が反転上昇し始めたところで、為替平衡勘定（Exchange Equalization Account）を設置し、ポンド相場の上昇を抑止し安定させる措置をとった。こうした為替切下げはスターリング地域や北欧諸国にも波及したため、ドル相場は相対的に上昇することとなり、米国の対欧向け農産物輸出が影響を受けた。また、後述（5.(1)）のように1920年代末の米国の株式大ブームの中で米国からの長期資本受

入れが激減し、経済的困難に陥っていた一次產品国に対する工業製品の輸出減退も一段と加速された。¹⁶⁾この結果、米国では輸出依存度が高いえ生産調整が短期的には困難な農産物の価格下落はとくに著しく、農家収入は激減し（農家所得、29年138億ドル→32年64億ドル）、これが消費需要の減退を一層促進するとともに、農業地帯での銀行破綻の拡大につながっていった。

（二）財政の景気調整機能の欠如

1920年代当時の経済常識は、「政府の干渉を受けずに自力で景気回復を成し遂げることによって、経済は最も健全な成長を遂げる」というもので、財政政策の積極的

第16図 ポンド相場の推移



（出典）『エコノミスト』1987年6月29日号

16) 米国の輸出額推移

	1929年	1930	1931	1932	1933	(億ドル)
米国輸出	52.4	38.4	24.2	16.1	16.8	
〔世界輸出に占めるシェア%〕	15.9	14.5	12.8	12.5	14.3	

な行使はこうした常識と相容れないものであった。従って、連邦予算についても均衡を維持することが当然の前提とみなされていた（第8表）。

第8表 1920年代の米国連邦政府財政収支
(億ドル)

年	歳入	歳出	収支
1921	56.3	51.2	5.1
22	41.1	33.7	7.4
23	40.1	33.0	7.1
24	40.1	30.5	9.6
25	37.8	30.6	7.2
26	39.6	31.0	8.6
27	41.3	29.7	11.6
28	40.4	31.0	9.4
29	40.3	33.0	7.3
30	41.8	34.4	7.4
31	31.9	36.5	△ 4.6
32	20.1	45.4	△ 25.3
33	20.8	38.6	△ 17.8

(出典) FRB, *Banking and Monetary Statistics*

大恐慌当時のフーバー大統領（1929～33年在任）の財政政策も、こうした経済常識に基づいて均衡財政を必須の前提条件とし、またそのこと自体が恐慌脱出の最良の手段とみなしていた。このため、不況による税収減が招いた財政赤字（31年度△4.6億ドル）に対しては、1932年歳入法を制定し所得税をはじめ広範囲にわたる大幅な増税の断行により歳入増大の努力¹⁷⁾を払った

が、それは不況の一段の深化の中で税収の大幅落込みを食い止めることができなかつた（財政赤字の急拡大）。こうした不況のさ中の増税が消費需要の減退を一層激化させるものであったことはいうまでもない。景気の自律的な回復を第一として、財政の景気調整機能を行使しえなかつたばかりではなく、そのビルトイン・スタビライザー機能まで取り除いたことは、不況の深化を食い止めうる手段の一つを放棄したに等しいものであった。

ロ、金融面の要因

大恐慌の原因としては以上のような実体要因もさることながら、金融面の要因が与えた影響も大きいものがあった。それらは株価崩落と銀行恐慌の激化であり、さらにこれを加速したものとして連銀の政策スタンスにも問題があった。株式ブームとその後の株式恐慌および銀行恐慌は、これまで述べてきた米国の経済構造（株式ブームをもたらす一方で実体経済の需要を飽和点に到達させた）と上記の実体面の不況要因によって引き起こされたものではあるが、一方これらの金融要因が実体経済の悪化を一層促進したことも事実である。いわば実体要因と金融要因が相互に絡み合いながら恐慌が激化していったのであり、しかも恐慌の後半にはそうした金融要因のウエイトがかなり大きかったといわざるをえない。

まず株式大暴落の与えた影響についてみると、それはキャピタル・ゲインの喪失、

17) 歳出面でも公務員給与カットを内容とする1932年節約法が制定されたが、大量失業発生のもとで失業救済支出が不可避的に膨脹した。

1929～33年世界大恐慌について

キャピタル・ロスの発生¹⁸⁾を通じて購買力を直接減退させる効果をもったほか、株価の低落による資産価値の低下（マイナスの資産効果）も購買力の潜在的な圧迫要因となった。このような購買力の大きな減少が耐久消費財や奢侈品に対する需要を急速に減退させたのである。また株式大暴落は企業に対して期待収益や経済の先行き見通しを著しく悪化させる要因としても作用した。

銀行倒産も実体経済の悪化の中で徐々に大規模化していたが、その基本的要因はそもそも米国の銀行制度が持つ脆弱性¹⁹⁾の中で、農業恐慌の影響を受けたこと、および不動産担保貸出や証券投資に過度に依存したことになった。しかもこうした銀行の倒産が、預金不安の高まりの中で預金取付けを通じて他の比較的健全な銀行の倒産を誘発していったのである。

さらに金本位制に縛られた連銀の政策ス

タンスにも大きな問題があった。連銀は株式崩落後から31年央にかけて金融緩和政策をとったが、それはさしたる効果²⁰⁾を実体面にもたらさず、一般のコンフィデンスを回復させるに至らなかった。むしろ31年10月には国内で不況が進行しているにもかかわらず、国際金融恐慌の発生に起因する大量の金流出に対応して公定歩合の大幅引き上げに踏切った。それがその後の第2次、第3次銀行恐慌を招来し、不況を激化させる大きな要因となったのは否めないところであろう。

そこで以下では恐慌の深化に大きな影響を与えた連銀の政策スタンスと銀行恐慌の推移についてやや詳しくみていこうことしよう。

(イ) 金融緩和政策と第1次銀行恐慌の発生

(1929年10月～31年央)

(金融緩和政策の実施)

株式暴落と景気後退に対して連邦準備制

18)

キャピタル・ゲインとロス：年総計
(百万ドル)

	純ゲイン (1)	純ロス (2)	ゲイン超過分 (1)-(2)
1928年	4,861.8	357.4	4,504.4
29	4,769.3	1,876.7	2,892.6
30	1,261.2	2,620.8	-1,359.6
31	501.2	3,219.3	-2,718.1
32	183.5	2,865.6	-2,682.1
33	620.7	2,024.0	-1,403.3

(出典) 吉富 (1965)

19) 米国の銀行制度は、①単一銀行が支配的、②小資本の小規模銀行が群立、③銀行に対する規制が二元化（国法銀行と州法銀行）、という点が特徴としてあげられているが、これらは銀行の過当競争を生み、また貸出の分散化を図れないという構造的欠陥をもち、大規模な破産につながりやすいという指摘が少なくなく、こうした「悪質な銀行組織」を大恐慌の原因の一つにあげる見方もみられる（例えば、Galbraith 1954）。

20) 30年初と31年初に工業生産等の面で景気回復の兆しがみられたが、それは長続きしなかった。

金融研究

度（以下「連銀」という）は公定歩合の引下げと買オペによって金融緩和政策を推進した。すなわち、株式投機抑制のために29年夏までに6%まで引上げられていた公定歩合は、同年11月以降31年5月までの間8回に及ぶ引下げによって1.5%という低水準に引下げられた（第9表）。また、買オペの実施により連銀保有の連邦政府債も445百万ドルの増加をみた（29年9月165→31年6月610百万ドル、第8表参照）。しかし、こうした金融緩和政策は必ずしも銀行信用の増大、ひいては恐慌阻止の効果をあ

げ得なかった。

まず連銀信用についてみると（第10表）、29年10月～31年6月の間に、連銀の連邦政府債保有は445百万ドルの増加をみるほど上記買オペを実施したにもかかわらず、加盟銀行が20年代末に累積した連銀借入を大量に返済（779百万ドル減少）したため、結局連銀信用全体としては482百万ドルの減少となった（これは加盟銀行準備の減少要因、第9表参照）。確かに、この間金ストックはかなりの増大²¹⁾（497百万ドル増、これは加盟銀行準備の増加要因）をみている

第9表 主要国の公定歩合等推移 (%)

ニューヨーク連銀の割引歩合変更日付		コール・レート (新規、アメリカ)	ニューヨーク連邦準備銀行	イングランド銀行	ライヒスバングク
(ブーム期)	1927年8月5日	3.68	3.5	4.5	6
	28年2月3日	4.38	4	4.5	7
	5月18日	5.70	4.5	4.5	7
	7月13日	6.05	5	4.5	7
	29年8月9日	8.23	6	5.5	7.5
(恐慌期)	11月1日	5.44	5	6	7.5
	15日		4.5		
	30年2月7日	4.28	4	5	6.5
	14日	3.56	3.5	4.5	6
	5月2日		3	3	5
	6月20日		2.5	3	4.5
	12月24日		2	3	5
	31年5月8日		1.5	3	5
	10月9日		2.5	6	8
	16日		3.5		
	32年2月26日		3	6	7
	6月24日		2.5	2.5	5
	33年3月3日		3.5	2	8

（出典）吉富（1965）

21) 30年から31年上半年にかけて、中南米の原料生産国や極東諸国等から大量の金が流入したことによるもの。

1929～33年世界恐慌について

第10表 連邦準備銀行信用の推移

(百万ドル)

	割引手形	買入手形	連邦政府証券	他	計
1929年 9月	969	229	165	64	1,427
12月	803	320	446	74	1,643
30年 6月	251	141	571	37	1,000
12月	338	257	644	34	1,273
31年 6月	190	121	610	25	945
9月	282	259	736	36	1,313
12月	774	340	777	59	1,950
32年 1月	828	221	759	56	1,864
7月	523	60	1,818	21	2,422
12月	282	34	1,854	22	2,192
33年 2月	307	102	1,804	12	2,224
3月 8日	1,414	417	1,881	-68	3,644

(注) 月次は月中平均。

(出典) 平田 (1969)

ものの、これは連銀信用の減少とほぼ相殺されて、結局信用拡張のベースとなるべき加盟銀行準備はわずかな増加（69百万ドル増、第11表）にとどまったのである。買オペによって連銀資金が市場に散布されると、加盟銀行は通常「借入に反対する伝統」のもとで連銀借入の返済に向かうが、その場合でもそうした連銀借入の減少が加盟銀行の信用供与方針を緩和傾向に向かわせることになるのは事実²²⁾であろう。しかし、上記のような事情のもとでは買オペの量が少なすぎたことは否めない。この程度の買オペでよしとされたのは、結局のところ当時の連銀が、金ストックの急速な増大のもとではそれが銀行準備の増加要因となるの

で、大規模な買オペによってさらに準備を上積みすることは不必要という多数の役員の確信に基づいたものであったといえよう。²³⁾また、その背景には、「好況から生じた様々の過剰を経済システムから一掃するためには不況が必要である」との当時の多くの人々の確信があった。²⁴⁾同時に連銀も当時はまだ不況の深刻化に対する危機意識が薄く、見通しを逆転させて一般のコンフィデンスを回復させるような大々的な政策措置をとる必要性を感じていなかったということであろう。

こうした状況下、この間の加盟銀行信用（第12表）は、貸出の大幅減少（43.5億ドル）を主因に全体として19.9億ドルの減少

22) Burgess, W. Randolph, *The Reserve Banks and the Money Market*, Revised edition., 1936.

23) Beckhart, B. H. (1972).

24) 同上。

金融研究

第11表 加盟銀行準備金の供給・使用

(月中平均、百万ドル)

	第一期(29/9~31/6)		第二期(31/6~32/1)		第三期(32/1~32/12)		第四期(32/12~33/3/8)		
	準備金の 増加要因	準備金の 減少要因	準備金の 増加要因	準備金の 減少要因	準備金の 増加要因	準備金の 減少要因	準備金の 増加要因	準備金の 減少要因	
A 準備金供給項目									
連邦準備銀行信用		(-) 482	(+) 919		(+) 328		(+) 1,452		
金ストック	(+)	497		(-) 413		(-)	23	(-) 186	
財務省通貨	(+)	16	(+)	15	(+)	165	(+)	27	
B 準備金使用項目									
流通現金	(-)	61		(+)	895		(+)	54	
財務省の現金保有		(+)	12		(+)	7	(+)	30	
財務省の連邦準備銀行預金		(+)	11	(-)	6	(-)	7	(+)	23
非加盟銀行預金		(+)	7		(+)	78	(-)	70	
他の連邦準備勘定	(-)	7	(-)	28			(+)	7	
C 総計	581	512	968	1,393	570	114	1,490	2,150	
D 加盟銀行準備の変化	+69		-425		+456			-659	
E 加盟銀行準備									

(出典) 平田 (1969)

第12表 加盟銀行の貸付・投資内訳

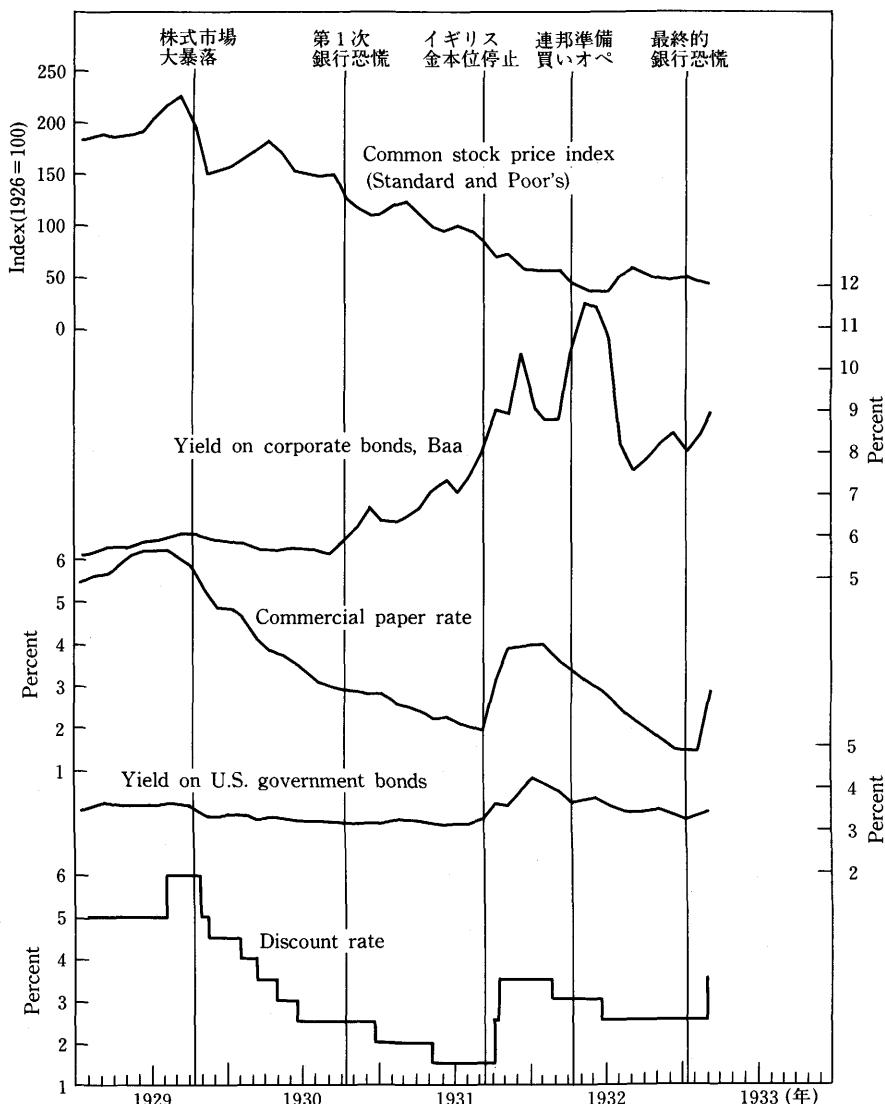
(百万ドル)

	貸付・ 投資 総計	貸付				投資		
		計	証券担保 貸付	不動産 担保貸 付	その他 貸付	計	連邦政 府債	その他 証券
1929年10月4日	35,914	26,165	9,994	3,152	13,018	9,749	4,022	5,727
30年6月30日	35,656	25,214	10,425	3,155	11,634	10,442	4,061	6,381
31年6月30日	33,923	21,816	8,334	3,218	10,264	12,106	5,343	6,763
12月31日	30,575	19,261	6,865	3,038	9,359	11,314	5,319	5,995
32年6月30日	28,001	16,587	5,570	2,894	8,123	11,414	5,628	5,786
12月31日	27,469	15,204	5,205	2,862	7,137	12,265	6,540	5,725

(出典) 平田 (1969)

1929～33年世界大恐慌について

第17図 株価、利回りおよびニューヨーク連銀の公定歩合



(出典) Friedman and Schwartz (1963)

となった（連邦政府証券等への証券投資は23.6億ドルの増加）。このように貸出が大幅に減少した背景としては、もちろん不況下での資金需要減少という側面は否定できないが、他方銀行自身が銀行恐慌顕現化の中で、取付けへの恐怖から銀行資産運用について安全性、流動性を重視するよう

なった結果、リスクが大きいとみられる先（中小企業、農業、個人等）への貸渋りを顕著にし、安全な国債投資に多くの資金を振り向いたことによる面も少なくない（景況見通しへのコンフィデンスの欠如）。それは、この時期における国債利回りと信用度の相対的に低い Baa 格社債利回りの乖

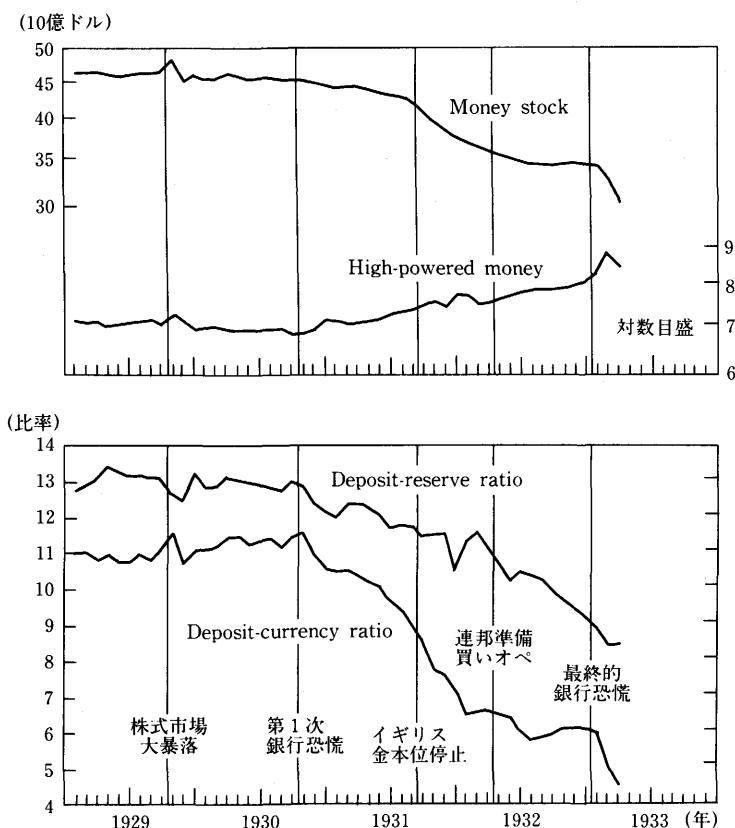
離（第17図）の中にあらわれているとの指摘がなされている。²⁵⁾

（第1次銀行恐慌の発生）

こうした連銀の政策スタンスがとられている状況下、29年以降の景気後退が進行すると、銀行制度の内部でその脆弱性が次第に顕現化していくこととなった。すでに20

年代には農業地帯において小銀行を中心に多数の銀行が破綻に見舞われていたが、そうした小銀行の危機は29年以降農業恐慌の厳しさの中で一層深まっていった。また20年代の好況期に積極的な融資活動を行っていた都市部の銀行も、29年以降実体経済が悪化する過程で資産内容を悪化させていっ

第18図 マネーサプライ関連指標



(出典) Friedman and Schwartz (1963)

25) Bernanke (1983).

なお、この点についてはキンドルバーガーも次のような指摘をしている（Kindleberger 1973）。「この段階における金融政策の無効性は、これまで整然と動いていた諸債券の利回りが分裂的に動き始めたという事実によって証明される。政府および株式会社の Aaa 債券の利回りは低落した。財務評価の低い企業が発行する Baa 債券の利回りは、6 % 以下から 9 % 以上に上昇した。貨幣を豊富に安くするだけでは十分ではなかった。見通しを逆転させてコンフィデンスを回復することも必要であったのである」。

1929～33年世界大恐慌について

第13表 破産銀行数と破産銀行預金

(百万ドル)

	1929年		1930		1931		1932		1933	
	破産銀行数	破産銀行預金								
1月	58	18	90	27	198	76	342	219	236	133
2	70	24	87	32	76	34	119	52	150	62
3	52	9	80	23	86	34	45	11	3,460	3,276
4	40	10	90	32	64	42	74	32	30	19
5	66	16	59	19	91	43	82	34	12	33
6	79	25	67	58	167	190	151	133	11	22
7	67	60	64	30	93	41	132	49	12	11
8	18	7	67	23	158	180	85	30	22	19
9	37	10	67	22	305	234	67	14	13	7
10	41	12	71	20	522	471	102	20	17	6
11	70	22	256	180	175	68	93	43	8	2
12	61	15	352	372	358	277	161	71	29	7
計	659	231	1,350	837	2,293	1,690	1,453	706	4,000	3,597

(出典) 平田 (1969)

た。1930～33年の間に総計9,096行の銀行が閉鎖したが（破産率37.9%）、それは農業地帯のみならず、商工業地帯であるニューイングランドや中部大西洋岸地方でも20年代には1～2%であった銀行破産率が20～25%に達する勢いとなった。こうして、29年以降、とくに30年代に入って次第に人口規模の大きい大都市にも銀行閉鎖が波及していく中で、恐慌現象は一層激化していくこととなった（1行当たり破産銀行預金規模、20年代28万ドル→30～33年75万ドル）。

ただし、ここで確認しておきたいことは、29年に景気後退が始まると同時に銀行恐慌が厳しさを増し、ただちに大都市の銀行が倒産していったわけではないという点である。30年秋頃までの銀行倒産は20年代のそれととくに異なるものではなく、いわば20

年代の農村地帯小銀行倒産の延長線上にあった。預金取付け、引出しといった預金者の不安は殆どなく（第18図）、この頃までの不況はそれまでと同様のマイナリセッションと思われていた。しかし、このような時すでに経済の実体的関係が着々と悪化しつつあったのは前述のとおりである。株価も30年夏場以降再び下落し始めた。こうした中で、30年末に都市部大銀行を襲う本格的な銀行恐慌（いわゆる第1次銀行恐慌）が発生したのである（第13表）。

こうした大銀行の倒産は株価崩落と不動産担保貸付の焦付きを原因とするものであったが、それは地域的性格を持ち、直ちに全国的に波及する種類のものではなかった。ニューヨーク市の Bank of United States の破産（30年12月）は預金者の不安を引きし、ニューヨークで預金引出しが相

次いだことは確かであるが、しかしその影響は大きくななく、少數の銀行が破綻したにとどまった。こうした銀行破産の大波は31年初には一応おさまり、年央まではそうした状態が続いた。

(口) 金融引締政策と第2次銀行恐慌の発生
(1931年央～32年1月)

以上のように一応安定していた銀行制度も31年央以降再び激しい動搖に見舞われることとなる。すなわち、31年6月～32年1月には、①銀行不安を反映した預金引出しのため流通現金が激増したこと、②公的保有金が巨額の流出をみたこと、③そうした動きの中で加盟銀行準備が激減したこと、④その結果銀行信用もまた激しく収縮したこと、⑤これに追い打ちをかけるように法定歩合が引上げられたこと、を映じて、信用恐慌は一層激化し、同時に脆弱性を強めていった銀行制度は次第に危機に陥り、従来みられなかったような規模で多数の銀行が破産し始めた。こうした銀行倒産は一層大規模な預金取付けを誘発しつつ、銀行信用をさらに激減させた。いわば、こうした一連の悪循環は相互に因となり果となって金融危機を深化させていったのである。そこで、この過程をやや詳しくみるとことしよう。

(流通現金と金流出の急増)

1931年央まで安定的な動きを示していた流通現金は、31年6月半ばから32年1月にかけて銀行恐慌が深化していく過程で激増した(31年6月央44.7→32年1月53.3億ドル)が、これは銀行預金に対する不安を反映した預金の引出しによるもので、その大部分は退蔵通貨の性格を有していた。後述のように、この預金の現金化は脆弱な銀行

を破産させ、それがまた他の銀行に対する不安を引起し、一層激しい預金引出し(流通現金の増大)をもたらしたのである。

こうした流通現金の激増と並んでこの時期に銀行の準備を減少させ、銀行信用に収縮的効果を与えた要因は、欧州を中心とした国際金融恐慌の過程で生じた米国からの巨額の金流出であった。後述(5.(2))のように、31年5月のオーストリアのクレディット・アンシュタルト(同国の全銀行資産の7割のシェアを有する)の破綻は、同行と金融的に密接な関係をもっていたドイツの銀行から巨額の国際短期資金を流出させ、それを契機にドイツの金融恐慌(31年6～7月)へと発展していった。これはさらに英国に飛火し、巨額の金流出をみた同国は9月に金本位制を停止したが、それは直ちに欧州各国に広がっていった。金本位制停止が米国にも波及することを懸念した欧州諸国は米国滞留の短期資金引揚げ(ドル売・金購入)に向かい、この結果米国の金ストックは急速に減少した(31年9、10月の両月で金ストックは7億ドル減少)。

こうした金の海外流出と流通現金の増大は、銀行準備とそれをベースとする銀行信用に収縮的効果を与える最大の要因となった。

(恐慌下の金融引締め：致命的な誤り)

以上のように、金融逼迫の要因が強く作用する過程で、連銀は金本位制維持と国内景気対策という、いわば対内・対外両政策のジレンマに悩まされることになった。今から考えてみると、この時の適切な政策選択は金本位制停止と金融緩和政策の持続であった。しかし、結局は金本位制維持の観点から、株価崩落後一貫して採用してきた

低金利政策を転換し、金準備を守る「伝統的手段」として、公定歩合を10月9日に1.5%から2.5%へ、さらに同月16日には3.5%へとわずか1週間で2%の引上げを行った。²⁶⁾これほどの短期間にこのような大幅な引上げが行われたことはかつてなかった。また連銀は金融逼迫を緩和する手段としての買オペも事実上行わなかつた。²⁷⁾従って、この時期の連銀の金融政策は、金流出と流通現金の増大による金融逼迫要因をさらに政策的に強めるような性格をもつたことは明らかである。こうした連

銀の政策スタンスの致命的な誤りが銀行破綻を一層激化させ、その後の経済全般にわたる恐慌現象を一段と深化させていった大きな要因であった。²⁸⁾

(金融逼迫に対する銀行の対応)

加盟銀行は預金引出しの増大と金流出が続く中で、連銀借入れを増大させざるをえなかつた。加盟銀行は、前述のように、金融緩和期には連銀借入れを大幅に減少させたが、ここに再び債務を増大させざるを得なくなつたのである。

しかし、加盟銀行はこうした連銀からの

26) この公定歩合引上げについて、ニューヨーク連銀のハリスン総裁は、①債券市場に悪影響を及ぼす、②かえってドルの交換性に不信を招き、金流出を加速しかねない、という理由から反対を表明したといわれる。

27) 買オペの見送りについて連銀は、金ポジションに対する危機感がその背景にあったと説明している。

この金ポジションに対する危機感というのは、連銀の自由金*涸渇に対する懸念を示すものである。連銀の説明によれば、「1931年央以降の金流出と流通通貨増大（預金引出しによる通貨退蔵の増大）は連銀の金準備を減少させた一方、連邦準備券発行保証のための金準備所要額を増大させた。この過程で大規模な買オペを実施すれば、従来の例から明らかなように加盟銀行はまず連銀借入を返済するため、連銀の適格保有手形は減少する。この結果、連邦準備券に対する必要金準備部分は増大し、従って自由金涸渇の恐れがある」

（FRB Annual Report, 1932）ということになる。事実、自由金は31年7月末7.5億ドルから32年2月末4.2億ドルへと減少した。

*自由金＝連銀保有金ストッカー（最低必要金準備<連邦準備券発行額の40%> + 発券保証準備<同60%>のうち適格手形不足分）

こうした事態に対処するため、1932年2月グラス・スティーガル法の制定により、政府証券が発券担保に加えられ、適格手形の不足を補填することとなつたので、以後連銀は金流出に配慮することなく、大規模な買オペを行うことが可能となつたのである。

このような状況について、当時の米国は「金本位の犠牲において金融緩和政策を行うか、あるいは金融緩和政策を犠牲にして金本位を防衛するか、あるいは連邦準備法の必要準備規定を変更するか、この3つのうちいずれかを選択しなければならなかつたのである」（W. A. Brown, Jr. "The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934"）との指摘もなされている。

28) こうした連銀の金融政策について、M. フリードマンは「連銀の金ポジションの問題が連銀の政策に対して主要な影響を与えたとは考えられない」として、その根拠を挙げたうえで、「景気後退下で連銀が大規模な買オペによる通貨供給をしなかつたその馬鹿げた貨幣政策が史上最大の恐慌を招いた」（Friedman and Schwartz 1963）原因であるとして連銀の政策失敗説を主張している。

フリードマン説の骨子は次のとおり（加藤1984）。

1930年10月以降波状的に発生した銀行恐慌に対して、連銀が「最後の貸し手」として出動せず、銀行破産と信用不安による預金の激減を放置したため、ハイパワードマネーの増加にもかかわらず、預金・通貨比率と預金・準備比率が下落して（第18図）、結局1929～33年間に貨幣量は33%も減少し、米国の景気後退を遂

巨額の借入れによっても現金通貨の流出と金流出をカバーすることができず、貸出の回収や投資証券の処分に踏み切らざるを得なくなつた。こうして加盟銀行の信用はこの時期に極めて激しく収縮していったのである。

(第2次銀行恐慌の発生)

しかし、こうした貸出・投資の流動化は必ずしもスムースに進んだわけではなかつ

た。第1に、一般に貸出の中で最も流動的とされている商業貸付と証券担保貸付は、そのウエイトが著しく低下していた。また地方の銀行も、主力の農業向け貸出が農業恐慌の深化に伴って焦げ付き、回収は極めて困難化していた。一方、都市部の銀行でも、20年代に著しく増加した不動産担保貸付²⁹⁾が回収不能となり、その担保処分も事実上不可能であった。第2に、投資証券

に史上最悪の大不況にまで発展させてしまった。

従って、1930年1~10月、31年1~8月、31年8月~32年1月の各期間にそれぞれ10億ドルの買オペを実施していれば貨幣量は不变に維持されて経済情勢は改善され、銀行恐慌は回避しえた。

事実、当時の連銀内では、理事会議長（ユージン・マイヤー）やニューヨーク連銀は大規模な買オペ政策を主張していたが、公開市場政策会議のメンバーである12連銀の総裁の多くは以下のような理由から買オペに反対したため、遂に買オペが実行されなかった。これは、結局連邦準備制度の馬鹿げた政策の結果というほかはない。

- ① 不況は好況時の行き過ぎを訂正するために必要。
- ② 弱小銀行の整理は望ましい。
- ③ 利子率は低下しており、過剰準備もみられるようになったので、金融は十分に緩和されていると考えられた。
- ④ ニューヨーク連銀のこれまでの支配的権威に対する感情的反発。

なお、上記のような恐慌の政策失敗説を主張するフリードマンに対して、P. Teminは非貨幣的要因を重視する「支出仮説」を提起、1930年の特別に大きな消費の自律的減少によって不況が始まり、金融恐慌はその結果として起ったとした。また、R. GordonとJ. Wilcoxは統計的分析の結果、1929年10月~31年9月の不況は非貨幣的要因（株式ブームの崩壊による消費減退、建設ブームの終焉等）によるものであるが、31年10月以降は貨幣的要因（銀行倒産から生じた膨大な生涯貯蓄の損失を含む）に帰せられるとしている。

このように大恐慌の原因については諸説が唱えられており、未だに結論が出ていないのが実情である。

- 29) 不動産担保貸出について破産銀行の資産内容を健全銀行のそれと比較すると、前者の方が同貸出比率が明らかに高くなっていることがわかる。資産の3分の1以上を都市の不動産担保貸出の形態で保有していた大銀行では破産を免れたものがなかったとされている（平田1969）。

シカゴ市周辺の銀行のバランス・シート（1929年央）

	グループI (資産200万ドル以下)		グループII (資産200~499万ドル)		グループIII (資産500~999万ドル)		グループIV (資産1,000万ドル以上)	
	A (9行)	B (20行)	A (4行)	B (19行)	A (5行)	B (8行)	A (6行)	B (13行)
不動産担保貸付(1)	2,298	6,088	2,531	11,183	6,107	10,315	11,504	10,563
貸付総額(2)	6,899	14,142	9,020	34,590	26,249	34,731	46,662	28,497
(1)/(2)%	33.3	43.0	28.1	32.3	23.3	29.7	24.7	37.1

(注) Aは1934年に営業している銀行、Bは1931年に破産した銀行。

(出典) 平田（1969）

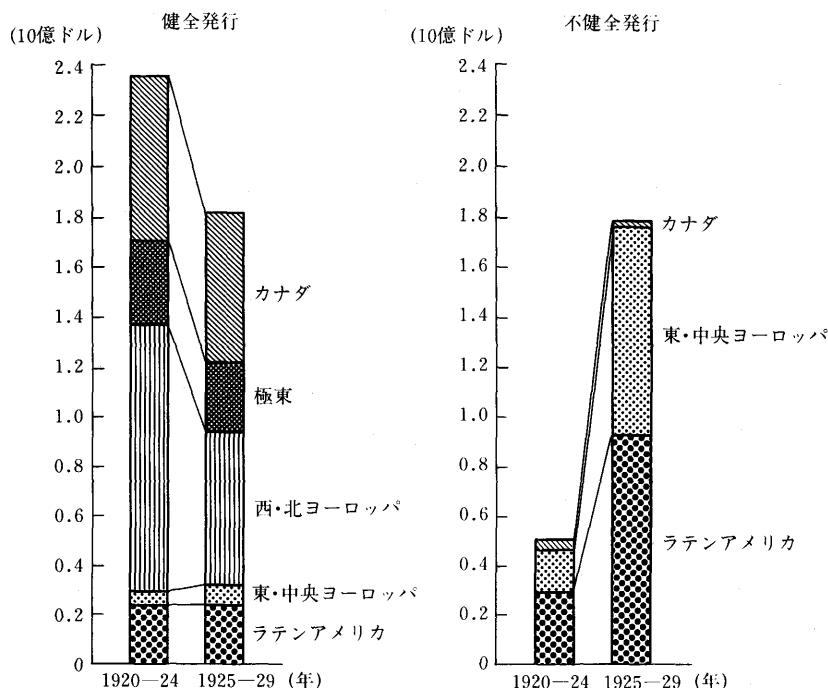
1929~33年世界大恐慌について

も債券価格の下落から大きな損失なしに流动化することは困難であった。すでに30年末から価格が続落していた二流債券に加え、31年央からは従来安定的であった一流債券も連邦政府債を含めてその価格低下が目立った。この時期に国内債、海外債（第19図）いずれも債務不履行債が続出し、それに加えて金融逼迫から債券が投売りされたことが大幅な価格下落をもたらしたのである。こうして、弱体な銀行は預金取付けの過程で破綻せざるを得ず、さらにそれは銀行に対する一般的不信を呼び起し、預金の引出し、現金の退蔵を一層促進し、銀行破産を激化させるという悪循環を作り出した。

ていった。銀行破産は31年6月から激増し、32年1月までの8か月間に2,120行（月平均265行）に達した（第13表）。これに伴って破産銀行預金も増大し、この8か月間に16.8億ドルと商業銀行預金の3.6%にのぼった。

こうした銀行破産の波の中で、フーバー大統領は銀行救済のために、31年10月全国信用会社（National Credit Corporation）を設立したが、これはその融資基準等からみて事実上その目的を何ら果たせず、結局この第2次銀行恐慌は32年2月に復興金融会社（Reconstruction Finance Corporation）が大規模な救済融資を開始するまで続いた。

第19図 米国における外国政府債券発行の健全・不健全別および地域別内訳
(1920~24、1925~29年)



(注) 「不健全発行」とは、各年に発行された外国政府債のうち、1937年12月31日までに全面的ないし部分的に債務不履行になったものを示す。

(出典) 佐美 (1984/10)

のである。

(金融緩和と銀行破産の若干の沈静)

フーバー政権は32年2月以降、グラス・スティーガル法の成立に伴う大規模な買オペを中心とする金融緩和政策と復興金融会社(RFC)の救済融資政策を展開した。銀行への救済融資を中心としたRFCの融資活動は脆弱な銀行を個別的に補強することを、また巨額の買オペ政策は金流出と通貨退蔵による金融逼迫を全面的に緩和することを直接の目的としたものであった。こうした政策の実施もあり、卸売物価は7月に、工業生産は8月に上昇し始めたほか、個人所得の減少テンポも鈍化するなど、景気回復の兆しがみられるようになった。一方、これらの政策は一時的に銀行破産の沈静剤としての役割も果たしたものの、すでに著しく低下していた銀行の流動性の問題を根本的に解決するものではなく、RFCもそれに歯止めをかけるまでには至らなかつた。そうした意味で、新たに大量の預金引出しが行われると、銀行破産の大規模化はなお免れ難い状況にあった。

(イ) 最終の銀行恐慌（1932年10月～33年3月）と金本位制の停止

銀行に対する大衆の不安をかきたてたのは、32年秋の大統領選挙で勝利を得たルーズベルトの金本位制に対する態度の不明確さにあった。一般大衆の間で、平価切下げが行われるのではないかとの噂が広がって銀行取付けが増加し始め、それが33年に入

ると大衆の不安の急速な高まり³⁰⁾を背景に全国的に波及していったのである。それとともに、銀行不安は通貨不安へと発展し、33年2月から3月にかけて金が大量に海外に流出したほか、国内では預金引出しと現金退蔵が激増した。しかも、金は海外に流出しただけではなく、国内にも流出するようになつた。預金者は預金の引出しに際して、銀行に対し連邦準備券ではなく金貨または金証券で払戻すよう要求するようになったからである。この意味で、銀行恐慌の最終局面は単に銀行預金への不安ばかりでなく、米国の金本位制への不安をも反映していたといえる。

こうした状況下、33年2月中旬以降、銀行制度に対する不信は最高潮に達し、銀行取付けが急速に拡大するとともに、それは全国各地での銀行休日の実施へと発展していった。そして3月4日、遂にニューヨーク州で、銀行休日が布告されるに及んで、全米の殆どの銀行は休業状態にあるか預金引出制限のもとに置かれることとなつた。ニューヨーク連銀以下12の連銀もまた休業を決定し、ここにまさに米国の銀行制度は崩壊したのである。この日大統領に就任したルーズベルトは翌3月5日「対敵通商法」に基づき、全国的な銀行休日³¹⁾（Bank Holiday、3月6～9日）の命令を発し、4月19日には金輸出禁止令を公布し、金本位制を停止するに至つた。これが「世界大恐慌」によく終止符を打つ結果となつ

30) 33年1月、これまで非公表であったRFCの貸付内容の詳細が公表され、RFCの融資先（経営悪化先）が判明したことでも銀行取付けをあおる一因となった。

31) 銀行休日最終日の3月9日には、同日成立した「緊急銀行法」により休日がさらに延長され、結局営業再開は連銀が同月13日、加盟銀行の約3/4は16日からであった。

た。公定歩合は再び1.5%に向かって段階的に引下げられ（第7図）、ドル対ポンド相場の異常高も解消されていった（第16図）。こうして、1929年8月に始まり、43か月の長期にわたった記録的景気後退は、33年3月をボトムとして、「金本位停止」に踏み切った33年4月から回復し始めたのである。

5. 米国大恐慌の世界大恐慌への発展と再建金本位制の崩壊

以上述べてきた米国の大恐慌は、その後様々なルートを通じて各国に波及、世界大恐慌へと発展するとともに、再建金本位制の崩壊につながっていくこととなった。以下この間の事情についてやや詳しく述べることしよう。

（1）世界大恐慌への発展

1920年代後半の「相対的安定期」における世界経済の均衡が、米国等の資本輸出によって支えられていたことは前述のとおりである。なかでもそれに大きく依存していたのはドイツのほか中南米諸国、豪州、東欧等の一次産品諸国であった。とくに20年代のドイツは次のような大きな問題を抱えていた。一つは、第1次大戦による生産力の破壊、植民地を含む一切の海外資産の喪失という苦境の中で、いかに輸入代金並びに多額の賠償負担を支払うに足る外貨を確保するかという問題であり、いま一つは国内経済復興に必要な資金をいかにして調達するかという問題であった。この2つの問題に当面の解決を与えたものが米国等からの資本流入であった。戦後の激しいインフレの中で異常な高金利になっていたという事情が、有利な投資機会を求めて

いた大量の外国資金をドイツに引きつけたのである。

一方、20年代は一次産品の過剰傾向が強まり、一次産品諸国の困難が増大していく傾向にあった。カナダ、豪州、中南米諸国等の新興一次産品生産国の農業生産拡大の中で、20年代央以降になると、穀物を中心とする一次産品の世界的過剰生産傾向が次第に顕著になってくるのである。その在庫急増、価格低迷から、一次産品国の中では輸出は停滞し、貿易収支は大きく悪化した。そもそも貿易黒字は一次産品国の中での外債支払いの源泉であったから、貿易収支の悪化はこれら諸国の立場を著しく困難なものとした。これに対処するため、一次産品諸国はますます大量の外債に依存することとなり、その結果20年代末期にはそれら諸国のが多くが破綻を免れ難い状況へと追い込まれつつあった。

そうした中で、1928年央を境に国際的な資本の流れに大きな変化が生じることになった。すなわち、米国の株式ブームを契機に同國の長期資本輸出が急減する一方、海外短資の米国への流入が増加するに至るのである。これによって引き起こされた国際収支バランスの変化によって、28年10月以降英國をはじめドイツ、カナダ、中南米からも大量の金が米国に流入した。このようにしてもたらされた信用逼迫を主因として、ドイツの景気は早くも28年央をピークに下降に転じた。一次産品国も輸出増大に努めたが、その結果としての一次産品価格の低落によって一層の困難へと追いやられることになった。こうして世界経済は米国の大恐慌勃発に先立って生じた国際収支の緊張から重大な圧迫を蒙り、さらに米国の恐慌の影響が加わって深刻な打撃を受けることになるのである。

すなわち、米国の恐慌はまず同国の輸入を著しく減少させる結果を招いた。従来、米国の輸入額は英國に次ぐ巨大なものであったから、これによって他国の経済が深刻な影響を蒙ることになるのは不可避であり、なかでも最大かつ最も直接的な打撃を受けたのは原料と食糧品の輸出で米国市場に大きく依存していた中南米等の一次產品国であった。前述のような國際資本の流れの変化によってすでに大きな不況圧力を受けつつあった一次產品国は、こうした対米輸出の急減により、さらに事態を悪化させた。この結果、金本位制を離脱する国も現われ、³²⁾再建金本位制は後述の國際金融恐慌の勃発（1931年）に先立って、周辺一次產品国から瓦解し始めることになるのである。

米国の一次產品輸入急減によって打撃を受けたのは一次產品国だけにとどまらなかつた。これら諸国の不況激化は英國のこれら諸国への工業製品輸出を圧迫し、さらにそれは英國を最大顧客としてきたドイツその他の大陸歐州工業国への輸出を圧迫した。こうして、米国の恐慌は直接歐州工業国への対米輸出を減少させただけではなく、一次產品国を介して間接的にもその輸出市場を狭める結果をもたらした。このような関係を通じて、米国の恐慌は急速に世界恐慌へと拡大していったのである。

米国の恐慌が世界へ波及していく過程で

は、資本輸出復活のための条件も喪失していった。上述のように、30年末までに主要な一次產品国が金本位制を離脱したほか、31年に入ると数多くの債務国が債務不履行に陥り、³³⁾対外投資についてのコンフィデンスが失われていったからである。このため、米国の資本輸出は株価崩落の後、一時増加をみたものの、國際金融恐慌の激化した31年後半以降になると殆ど消滅してしまうのである。これが、他の諸国にとって、不況を強め、景気の回復を困難にする大きな要因となったことは改めて言うまでもない。

(2) 再建金本位制の崩壊

このようにして発生した世界大恐慌は、第一次大戦後の再建金本位制を崩壊に追い込むこととなつた。上述のように、まず1929年から30年にかけて周辺一次產品国が金本位制を離脱したあと、金本位離脱の動きは31年の歐州金融恐慌の中で欧米主要国にも波及していった。

この歐州金融恐慌は、31年5月オーストリア最大の銀行クレディット・アンシュタルト（同国の全銀行資産の7割のシェアを有する）が経営危機³⁴⁾の報により国際的取付けにあって破綻したことに端を発している。同行の破綻はただちに大量の資本の国外流出を招き、結局同国は為替管理強化（10月）によって事實上金本位制を停止するに至る。

32) 1929年末までにウルグアイ、アルゼンチンおよびブラジルが金本位制を停止したのに続き、1930年には豪州、ニュージーランドおよびベネズエラの3国がこれに加わった。

33) 31年1月ボリビアが元利支払を停止したあと、ペルー、チリ、ブラジル、コスタリカも直ちにこれに追随した。

34) 同行は農業恐慌激化の中で經濟不振に陥っていた東欧農業諸国や、それら諸国を主力市場とするオーストリア工業に長期融資を行っていた。

この取付けはすぐさま同銀行の債権者であるドイツ諸銀行に波及した。前述のように、ドイツは米国資本の流入減退から国際短資への依存度を高めており、銀行の流動性が著しく不安定になっていたため、債権の回収不能に対応できなかったからである。

こうした国際的な信用恐慌の波及に際して、主要中央銀行等は若干の国際的救済融資³⁵⁾やフーパー・モラトリアム（31年7月、ドイツの賠償支払を1か年猶予するもの）を実施することはしたもの、各国の協調的行動がグローバルな視点に立って、「最後の貸し手」としての意識のもとに前向きにとられたわけではなく、とくに救済融資については英国が、またモラトリアムについてはフランスが消極的な態度を示した。もちろん、当時「最後の貸し手」たるべき国際機関も存在しなかった。こうしたことから、ドイツでは資本流出が激化し、ベルリン3大銀行の1つであるダナート銀行の破綻（31年7月）を契機として銀行恐慌は全国に波及していった。これに対して、ドイツ政府は海外への短資流出を防ぐため、為替管理による対外短期債務の凍結措置（31年7月）を実施し、実質的に金本位制を停止するに至ったのである。

一方、短期借・長期貸の構造をもつ英国は、米・仏からの短資流入に依存するところが大きく、しばしばポンド不安に見舞われていたのは前述のとおりである。そこへ、ドイツの対外債務凍結措置の実施があって、英國も同様の措置を採用するのではないかとの懸念が

生じたうえ、「在ロンドンの国際短資流入残高は31年3月時点で4億ポンドを超えるのに対し、イングランド銀行の金保有高は1.4億ポンドにとどまる」（マクミラン報告、31年7月）という事実が公表されて、ポンドに対する信認は一段と低下し、主要国のポンド資産売却・金購入の動きを加速した。米・仏からの若干の救済融資もポンド買支えのためにすぐに枯渇し、ついに英國は31年9月金本位制を停止し、それはポンドにリンクしている英連邦諸国や北欧諸国にも波及していった。こうして再建金本位制の一方の極が崩壊することとなった。

(3) 保護貿易主義の台頭

世界大恐慌の過程ではまた、保護貿易主義（関税壁並びに非関税壁＜輸入割当、為替管理等＞の強化）の動きが高まりをみせ、それが世界貿易を縮小させていく一因となつた。

すでに1920年代、一次産品国の多くは世界的農業不況の中で国際収支の破綻を逃れるため輸入制限の必要に迫られ、関税引上げや輸入割当・為替管理等非関税壁を強化していた。これに対して、米国も世界的農業不況下で自国の農業を保護するために、1930年7月最悪の立法といわれるスムート・ホーリー法を制定し、関税を引上げた（農産物・食糧に対する関税率平均19.9%→33.6%）。この関税引上げは欧州諸国から「経済戦争の開始」と受け取られ、各国で広範な関税引上げが実

35) BISと主要中央銀行（英・米・仏）の救済融資は次のとおり少額にとどまった。

対オーストリア	14百万ドル	（31年5月）	
ド　イ　ツ	100	〃	（〃年6月）
ハンガリー	21	〃	（〃年6、7月）

施された。これまで自由貿易主義を旗印にしていた英國も明確な保護貿易主義に転換するに至り、32年2月に輸入税法が制定されたほか、同8月にはオタワ協定が締結され、スターリング地域内特恵制度が格段に強化されたこととなった。このほか大恐慌期には多くの国で輸入制度や為替管理などの非関税障壁が新たに採用され、急速にその重要性を増していった。

こうした保護貿易の台頭を抑えるために、関税休戦会議（30～31年）や世界経済会議（1933年）等で貿易制限の緩和についての話し合いがもたれたが、米国の無責任、無関心な態度からいずれも決裂し、前述のように螺旋的な貿易縮小を生む大きな背景となった。以後世界経済はスターリング・ブロック、ナチス広域経済圏、汎米ブロックなど幾つかの経済圏に分断されていくこととなるのである。

以上

(付) 第1次大戦から世界大恐慌に至る世界経済の推移

1929～33年世界大恐慌について

	米 実 体 面	金 融 面	国 外	英 国	欧 州	一 次 产 品 国
	米 国			金 融 改 革		
第1次大戦 (1914～18年)	経済力拡大	对外債務国から債権国へ転換	(公定歩合はNY連銀のもの)			新興農業国の農業生産拡大 (中南米、大洋州、カナダ、東欧)
第1次大戦後 1920年代前半	耐久消費財主導の景気上昇			経済力低下 対米債務（戦債）の発生 対独債務（赔償）	独：政院、院體債務免生 戰勝国：対米債務（戰債）の発生 対独債務（赔償）	新興農業国の農業生産拡大 (中南米、大洋州、カナダ、東欧)
1925年	大企業の収益急増 (自己金配当、株価上昇)				独：当債問題、ドース案調印 (24/8月)	農業生産過剰傾向 欧洲農業の復興 新興農業国の人口増加率低下
1926年	高所得者層の所得増大 (所得・資産の不平等拡大)	株式ブーム		旧平価での金本位制復活（4月） ボンド不安（11月、④4.5→5.0%）	独：金本位制復活（24/10月）	農業不況 (一次產品価格下落)
1927年		金融引締（1月、④3.5→4.0%） (株式取扱抑制)		金融緩和（4月、④5.0→4.5%） ボンド危機（4～5月） (独・仏のボンド売・金購入)	仏：ボーアンカレ政府・ラン安定策 ボンド売・金購入の動き	一次產品國の國際收支變化
1928年	プロカード・ローン急増へ 資本輸出急減へ	金融引締（2月、④3.5→4.0%） (株式取扱抑制)		金融緩和（2月、④5.0→4.0%） (株式取扱抑制)	仏：金本位制復活	外資導入（-債務累積）
1929年（1929年央）	景気後退へ 機業不況激化	株式大暴落（10月） プロカード・ローン激減 商業銀行の証券・不動産担保貸付の 破綻増加傾向へ	金融引締（8月、④5.0→6.0%） (株式取扱抑制) 金融緩和（11月、④6.0→4.5%） (金流出防止策) 金融緩和（10～12月、④6.5→5.0%）	金融引締（2月、④4.5→5.5%） ボンド不安（8～9月、対米金流出） 金融引締（9月、④5.5→6.5%） (金流出防止策) 金融緩和（10～12月、④6.5→5.0%）	仏：金本位制復活	債務詰閉、國際收支變化日立つ (為替危機、債務累積問題) アルゼンチン、ブラジル等金本位制停止
1930年	スムート・ホーリー法制定 (関税引き上げ)	第1次銀行恐慌（30/1～31/1）	金融緩和（2月、④4.5→3.5%） 〔5.6月 3.5→2.5%〕 〔12月 2.5→2.0%〕	金融緩和（2.5月、④5.0→3.0%）	東欧：農業不況激化	オーストラリア等金本位制停止
1931年	産業恐慌	第2次銀行恐慌（31/6～32/1） 金融流出の動き（9～10月） (米国の金本位制停止を懸念したるもの)	金融緩和（5月、④2.0→1.5%） 〔不況対策〕 金融引締（7月、④2.5→4.5%） (ボンド防衛策) 金本位制停止（9月） 金融引締（9月、④4.5→6.0%） ボンド下落放棄	オーストリア：クレディット・アンテル （ポリビア、ペルー、チリ、パラグアイ、コスタリカ） 独：銀行恐慌（6～7月） 〔外貿管理実施（7月）〕 歐洲諸国：ボンド売・金購入の動き (7～9月)	債務不履行国発生（31/1月～）	
1932年		後興金融会社設立（1月） グラス・スティガ法制定（2月） 最終銀行恐慌（32/10～33/3） 全国的小銀行休業（3月）	金融緩和〔2月、④3.5→3.0%〕 〔6月 3.0→2.5%〕 大額買戻オペ開始（2月～）	金融緩和〔2.3月 ④6.0→3.5%〕 〔4～6月 3.5→2.0〕		
1933年		金本位制停止（4月）				

金融研究

【参考文献】

- 安保哲夫、「一九二〇年代アメリカ外国証券発行の投機的性格」、『社会科学研究』第28卷第4・5合併号、東京大学、1977年
- 、「一九二〇年代末のアメリカ株式ブームと外国資本」、大内力（編）『現代金融』、東京大学出版会、1976年8月
- 入江節次郎・高橋哲雄、（編）、『講座 西洋経済史IV 大恐慌前後』、同文館出版、1980年5月
- 岩野茂道、「国際金融不安とアメリカの通貨外交」、竹内一郎・香西泰（編）『国際金融不安』、有斐閣、1984年4月
- 遠藤湘吉、（編）、『帝国主義論（下）』、東京大学出版会、1965年1月
- 小野英祐、「一九二〇年代の連邦準備信用政策」、大内力（編）『現代金融』、東京大学出版会、1976年8月
- 、「両大戦間におけるアメリカの短期金融機関」、御茶の水書房、1970年6月
- 加藤寛孝、「大不況再論」、『創価経済論集』第14卷第1号、創価大学、1984年6月
- 坂本正弘、「パックス・アメリカーナの国際システム」、有斐閣、1986年7月
- 、「パックス・アメリカーナの多角的研究」、『世界経済評論』、1986年4月～1987年6月号
- 島崎久彌、「金と国際通貨」、外国為替貿易研究会、1983年5月
- 高木 仁、「アメリカの金融制度」、東洋経済新報社、1986年5月
- 佐美光彦、「国際通貨体制」、東京大学出版会、1976年1月
- 、「世界大恐慌（1929～33年）論」、『経済学論集』第47卷第4号（1982年1月）、第48卷第4号（1983年1月）、東京大学
- 、「世界大恐慌の発生過程(1)～(6)」、『経済学論集』第49卷第2号（1983年7月）～第52卷第4号（1987年1月）、東京大学
- 、「一九二九年大恐慌発生のメカニズムを探る」、『週刊東洋経済近代経済学シリーズ』、11月28日号、東洋経済新報社、1986年
- 、「世界恐慌と国際金融」、有斐閣、1982年1月
- 東海銀行、「国際収支の不均衡と国際協調」、『調査月報』、1986年7月
- 日本銀行、「1929年のニューヨーク株式暴落と今日への教訓」、『調査月報』、1962年7月
- 林 敏彦、「どこへ消えた恐慌論」、『朝日ジャーナル』、9月18日号、朝日新聞社、1987年
- 、「第二次大戦によって初めて解消された大恐慌」、『ECONOMICS TODAY』第4号、小学館、1987年2月
- 平田喜彦、「アメリカの銀行恐慌1929～33年」、御茶の水書房、1969年3月
- 、「金融政策と商業銀行」、玉野井芳郎（編）『大恐慌の研究』、東京大学出版会、1964年3月
- 、「世界の多角決済パターン推定、1928年」、『経済志林』第50卷第1号、法政大学、1982年8月
- 、「多角貿易の展開、1900～1928年(1)」、『経済志林』第50卷第3・4号、法政大学、1983年3月
- 毎日新聞社、「総特集 世界恐慌の再来」、『エコノミスト』、6月29日号、毎日新聞社、1987年
- 向山 巍、「アメリカ経済の発展構造」、未来社、1966年3月
- 楊井克巳、（編）、「世界経済論」、東京大学出版会、1961年2月
- 吉富 勝、「アメリカの大恐慌」、日本評論社、1965年4月
- 、「株式ブームの構造的背景と大恐慌の諸要因」、玉野井芳郎（編）『大恐慌の研究』、東京大学出版会、1964年3月
- Bagwell, P. S. and Mingay, G. E., *Britain and America 1850～1939 A Study of Economic Change*, Routledge & Kegan Paul Ltd., 1970. (東井正美ほか訳『比較経済史イギリスとアメリカ1850～1939』、ミネルヴァ書房、1975年10月)
- Beckhart, B. H., *Federal Reserve System*, American Institute of Banking, American Bankers Association, 1972. (矢尾次郎監訳、『米国連邦準備制度』、東洋経済新報社、1983年4月)

1929～33年世界大恐慌について

- Bernanke, B. S., "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, June 1983.
- Fearon, P., "The Origins and Nature of the Great Slump 1929～1932", *The Economic History Society* 1979, Macmillan Education Ltd., 1979.
- Federal Reserve Board, *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1929～1933.
- Friedman, M. and Schwartz, A. J., *A Monetary History of the United States, 1867～1960*, Princeton: Princeton University Press, 1963.
- Galbraith, J. K., *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin Co., Boston, 1954. (小原敬士・伊東政吉訳、『大恐慌1929』、TBSブリタニカ、1980年9月)
- Gordon, R. J., *Macroeconomics*, Little, Brown and Company, Inc., 1978. (永井進訳、『現代マクロエコノミックス』、多賀出版、1982年7月)
- Kindleberger, C. P., *The World in Depression 1929～1939*, Berkeley: University of California Press, 1973. (石崎昭彦・木村一朗訳、『大不況下の世界1929～1939』、東京大学出版会、1982年1月)
- Sayers, R. S., *The Bank of England 1891～1944*, Cambridge University Press, 1976. (西川元彦監訳、『イングランド銀行1891～1944年』、東洋経済新報社、1979年10月)