

### 研究ノート(書評論文) 1847年恐慌と2007-09年世界金融・実物恐慌：川上忠雄『1847年恐慌』御茶の水書房、2013年、に寄せて

岡田, 裕之 / OKADA, Hiroyuki

---

(出版者 / Publisher)

法政大学経営学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei journal of business / 経営志林

(巻 / Volume)

51

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

51

(終了ページ / End Page)

65

(発行年 / Year)

2014-04-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00014689>

〔研究ノート（書評論文）〕

## 1847年恐慌と2007－09年世界金融・実物恐慌 — 一川上忠雄『1847年恐慌』御茶の水書房、2013年、に寄せて

岡田裕之

### I 序

資本主義体制に生じた21世紀初頭のアメリカ発世界金融・実物恐慌 crisis の解明は今日の経済学の喫緊の課題である。本ノートはこの課題に立ち向かうために、川上忠雄『1847年恐慌』御茶の水書房、2013年、を取り上げ、ほぼ10年ごとに反復する恐慌を「定型的事実」とみなしえた、19世紀中葉のイギリスの恐慌を比較基準にとって、現在の世界金融・実物恐慌との共通点と相違点を求めることを目的とする。

現代の主流経済学である新古典派の経済学は、市場の一般均衡理論を軸に、資本主義体制を財市場・労働市場・資本（マネー）市場の自己完結的市場システムと見て、体制の安定性を証明するミクロ・マクロ経済の理論を組み立てる。この主流経済学にとって今回の世界恐慌は衝撃であった。頂上から谷への小さな景気変動と異なり、世界恐慌となると、1930年代からこのかた80年も生じなかった大事件であった。そもそも新古典派がアメリカを舞台に経済学の支配勢力となったのは、第二次大戦後のサムエルソン以来のことで、世界恐慌を説明する理論を持たなかった。新古典派はこの事象に直面して経済学への信用を世界に失った。フリードマンとの共著で著名なA. シュウォーツは、恐慌はもはやありあえないと断言していた（A. Schwarz, Real and Pseudo Financial Crises, in F. Capie, G. E. Wood (eds), *Financial Crises and World Banking System*, Macmillan, 1986.）。

2007－09年の世界金融・実物恐慌は主流経済学の難問となり、数理経済学的分析とは別に今日の欧米では、M. Bordo, C. Reinhart, K. Rogoff, A. Taylor, H. James などによる比較恐慌史的研究

が盛んになっている。ただその場合にも主としてアメリカ発の1929－33年の世界恐慌が比較基準となっており、それなりの成果を上げているが、より典型的に信用の膨張と収縮を繰り返した19世紀中葉のイギリスの恐慌を比較基準にした研究は、寡聞にして知らない。これにたいし、川上氏の近著はこの比較を意識して、40年来公表を控えていた研究を公刊したものである。

さらに説明を加えれば、この著書は、本来は、著者の旧著『世界市場と恐慌、上巻』法政大学出版社、1971年、の公刊当時、その第二部に予定されていた部分を、2007－09年恐慌を期に公表を決断し、新たなる序論を付して再編集した、その続編である。この間の中断は40年の長期にわたるものであって、一人の研究者の生涯に及ぶ異例とも言うべき長さである。著者は既に本学経済学部を定年退職し名誉教授の地位にある。

本書の内容は表題のごとく、1847年、19世紀中葉期のイギリスの恐慌の歴史研究であるが、1960年代の研究成果であるために、昨年の刊行といいながら老成とは逆さまに瑞々しい筆力で書かれた活力ある本である。著者の旧構想に従えば、本書は、第一部である上記の旧著、自由主義時代の世界市場編成、を次ぐ第二部、1847年恐慌、であり、結部の第三部、帝国主義時代の資本主義解明、へと続くものである。この構想では第二部は個別恐慌の研究でありながら第一部と第三部を媒介する重要な位置（中巻）に立つ予定であった。

現代の読者の便宜のため説明すると、自由主義時代（段階）と言い帝国主義時代（段階）と

言い、いずれも宇野弘蔵氏（東大・法大教授歴任）の研究手法に由来する概念である。すなわち、宇野氏は、資本主義体制の生成・発展・消滅の歴史的経過を想定するマルクス経済学の想定を、同じ資本主義体制といっても歴史段階的に、商業資本の支配する時代（17-18世紀）、産業資本の支配する自由主義時代（19世紀中葉期）、金融資本の支配する帝国主義時代（19世紀末～20世紀初期）の三段階に分かたれた特長を持つ、と構成し直す。かくて「純粋なる資本主義的階級社会を想定する経済学原理」（マルクスでは『資本論』、宇野氏では『経済原論』1950-52年）は、自由主義段階のイギリスに近似的には妥当しても、19世紀末から20世紀にかけての資本主義分析には妥当せず、その説明には別の方法、歴史的段階論（類型論）の方法を適用すべきである、とする。戦後の一時期、東大経済学部ではマルクス経済学が支配的であったが、60年代にはマルクス経済学内部でとくに宇野氏の影響が強まり、理論面の成果はともかく、歴史実証上に多くの業績を挙げた。川上氏はこの風潮の中で研究に着手し、上記の構想に従ったのであった（70年代以降は東大でもいわゆる近代経済学、数理的なミクロ・マクロのエコノミクス、が主流となる）。

旧著の構想は、したがって、資本主義体制の消滅ないしは崩壊を想定しており、著者が1980年代以降の資本主義体制の繁栄と社会主義体制の劣位に直面し、さらには1989-91年のソ連東欧体制の崩壊を受けて、「続編」たる「第二部」の公刊を躊躇したのは理解できる。公刊のためにはマルクス経済学、および宇野理論の破綻を承認し、それを自分の研究経過の中に位置付ける必要が生じるからである。

長期の中断の後に氏が「続編＝旧著第二部」の公刊を決断した理由は、氏が、2007-09年のアメリカ発の世界金融・実物恐慌を資本主義では解決不能な体制の「破局」として捉え、この破局の分析に19世紀中葉期の世界市場恐慌の研究が役立つ、と考えたためである。この観点は今回の著書序論に明記されている。現代のこの恐慌とそれに続くヨーロッパの国債危機（ユーロ危機）、先進諸国の財政出動負担とゼロ

金利下の金融量的緩和の中央銀行バランスシートの異常な肥大化、は資本主義体制のカタストロフィと言ってもよかろう。だからこの著書は、川上氏が19世紀イギリスを中心に生じた1847年恐慌研究の旧稿に、21世紀初頭の世界恐慌と対比させるという新しい意味を付与したのである。

評者もまた川上氏と同時期に研究者の生涯を開始し、『資本論』をベースに世界市場論の構築を志した。私が法政大学に提出した助手論文の表題は「世界市場の歴史的具体的性格について」1962年、であった。ただし評者は、当初から『資本論』あるいはマルクス経済学の批判的展開を目指しており、1970年代以降、主としてソ連を中心にした社会主義体制の内在矛盾の解明に関わり、資本主義体制の分析からは離れていた。ソ連体制崩壊後の90年代、評者は資本主義研究に回帰し、『貨幣の形成と進化——モノからシンボルへ』法政大学出版社、1998年を公刊した。今回、世界金融・実物恐慌の分析を目的に、川上氏の新著から恐慌の歴史・理論両面の分析に多くの示唆を得たので、この研究ノートを思い立つた次第である。ここには若き日に同じ研究主題を志しつつ、今回の世界恐慌を期に改めて同じ主題に立ち返った同世代の定年教授の共感がある。

## II 『1847年恐慌』の内容紹介：好況—恐慌—不況

主題の1847年恐慌は、40年代前半の好況から始まって47年の恐慌に至り、40年代末から50年代初の不況状況が次の景気循環を準備する、という順序で説明される。これらが個別歴史的でありながら、筋道立った川上氏のロジック（理論構想）で手際よく整理されているのが本書の魅力である。

恐慌という現代的な課題に応じるとはいえ、主題の舞台は何よりも150年以上前で、産業資本主義が確立していたのがイギリス一国で、工業も農産物加工の綿工業が主体、イギリス主導で再編成された世界市場は急速な拡大過程にあった。わが国はまだ鎖国徳川の孤立した閉鎖経済にあり、今日の資本主義の総本山アメリカ

は南北戦争以前、一部を除いて工業原料（綿花）と穀物（小麦・玉蜀黍）の供給基地という発展途上の未開発状況にあった。だが、「恐慌」の観点からすると、ナポレオン戦争後のヨーロッパ政治状況の安定化のもと産業革命は仏独各地に広がりつつあり、鉄道網の発達とともに資本主義体制と市場関係の浸透は目覚しく、1825年、36年、47年、57年、66年とイギリス軸の世界恐慌の10年毎の反復は規則的で、経済理論という「定型的事実」の様相を呈していた（ツガンーバラノフスキー、救仁郷繁、新訳『英国恐慌史論、1894年』ペリかん社、1973年）。因みに、2007年9月のノーザンロック銀行の破綻は1866年のオーバーレンド・ガーニー商会（マーチャントバンカー）の破綻（『資本論』）以来、150年ぶりの英国銀行の倒産だった（Hyun Song Shin, Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis, *Journal of Economic Perspective*, Vol.23, No.1, 2009.）。

## 好況

当時イギリス綿工業は生産の7割以上を輸出していたが、1840年代前半期、綿糸・綿布・綿織物の世界市場価格は30年代末の低落から回復し、他方、原料綿花価格は低下していた。綿工業の生産工程は改善され賃金は低下した。綿製品の輸出ブームは雇用増と設備投資増となり、好況は羊毛・亜麻・絹工業に波及する。アヘン戦争（40－42年）による中国の開港は中国インド市場拡大の期待をよび、「三億人に着せよう」と工場の新設拡張が相次ぎ、南北アメリカ、ヨーロッパへの輸出も盛んになる。綿糸・綿布の生産は45－46年に向けて増大する。原料綿花の輸入も増加し、賃金上昇もあったがアメリカ綿花は豊作（43－44年）で価格は低下、綿工業は巨額の利潤を得た。**綿工業が主導する好況（第1章）**

農業・農村は工業・都市の周辺に位置し、過剰人口に苦しんだが、工業雇用の増加にたいし労働力供給の基地となり、同時にまた工業製品の買い手でもあり、穀物・食料品の都市住民への供給者でもあった。だが、穀物（小麦）・食

肉の輸入依存は進み、茶・コーヒー・砂糖の嗜好品は植民地産品として全く輸入に依存した。都市の好況と共に穀物・製品の需要は増大し、価格は上昇傾向となる。こうして綿工業製品の輸出が先行し、農産物輸入はかなり遅れて進行する。

40年代半、綿製品の輸出は停滞し始め、アジア市場で現地在庫が積み上がる。運輸通信手段の未発達のため、輸出入商品は現地むけ信用による見込販売・委託売買が盛んだった。綿製品輸出は投機的で、綿花輸入は増大し価格は上昇、製品価格の方は頭打ちで利潤率は顕著に低下する。しかし40年代は同時に鉄道建設の大ブームの時代で、これは一方では、巨大な投資額を株式会社形態で集めるため、建設ブームは鉄道株の高配当から投機マニアと不可分となり、証券（資本）市場の熱狂的な活況を生み、遊休資金を動員して貨幣（貸付・割引）市場における逼迫現象を惹起したので、バンクレート（イングランド銀行の割引率）は3%から5%に上がる。他方では、鉄道建設は鉄工業、その他の内需向け生産財部門の発達を促す。外需向の綿工業を蓄積の主軸とすれば、鉄道建設とそれに関連する内需向の諸産業の展開は蓄積の副軸であった。この両者の発展はまた穀物・植民地産品の需要増を伴い、農産物輸入の増加や価格投機を招く。**株式資本と鉄道ブーム（第2章）**

イギリスの綿製品輸出も米綿花輸入も商業信用に媒介され、国際決済はロンドン貨幣市場に集中する。いずれも大部分は遠隔地貿易なので、販売＝輸出も購買＝輸入も見込・投機と不可分だし、交通通信もスエズ運河以前で、現地市況がロンドン（穀物産品市況）やリヴァプール（綿花市況）やマンチェスター（綿製品市況）に反映するまでにかかなりの期間を要する。商取引は現金取引から始まり次第に手形決済（商業手形の裏書転々流通）に移り、ゆっくりと手形の支払期間が長期化する。この豊富かつ放漫な商業信用の提供が見込投機含みの輸出入をさらに促進する。

これに本来の貸付資本たる銀行が手形割引に積極的に応じて利益を得る。銀行信用である。銀行は短期預金を貸出（割引・貸付）すが、銀

行券発券やドラフト（銀行手形）での信用創造を拡大する。割引が容易なら、苦しい商工業は融通手形（商品の販売・引渡・積荷・発送の実体の乏しい、現金割引を受けるためだけの金融手形）を振出す。45年には手形割引は急増し、46-47年は鉄道の大建設が行われ、主軸は不調で副軸は好調の不均衡となり、穀物・産品の輸入と投機関連手形が膨張する。綿工業の不振は信用により隠蔽される。

ロンドン貨幣市場による現実資本の過剰蓄積の隠蔽に金（銀）流出入の運動が重なる。イギリスは金鑄貨本位制にあり一般に金銀鑄貨が流通し、同時にバンクノート（イングランド銀行券）も主に銀行準備用に保有され、また商業界にも流通し、商工業界の手形流通がこれに並行する。輸出入信用および国際金融の中心ロンドンでの国際決済の手段は金銀およびポンド手形で、為替相場が金銀現送点を越えれば金銀現物が移動する。そしてイギリスの信用制度の全体が金兌換制に基礎を置いているから、金流出はイングランド銀行の金準備を減らし、直ちにイギリスの全信用制度を揺るがすこととなる。これは本書のポイントの一つである。

そして放漫な商業信用・銀行信用に依存した綿製品輸出市場が行き詰まり、銀行信用を得難くなるにつれ、イングランド銀行——なお形態は私的銀行にとどまり、銀行券発券を独占するに至らないが、ロンドン貨幣市場の中軸にある——に割引需要が集まる。輸出が盛んで輸入に遅れがあれば貿易・貿易外の黒字による金銀流入が続き、貨幣市場の信用供与に余裕が残る。しかし輸出が不調でしかも遅れた輸入の決済が逆に増加すれば金銀が海外に流出する。70年代以降の国際金本位制下では諸国の景気と同調傾向が強まって金流出入の激動は防げるが（西村閑也『国際金本位制とロンドン金融市場』法政大学出版局、1980年）、この時期は各国景況の不一致・不均衡は著しかった。

46-47年、食料・嗜好品の消費は増加し、輸入量も価格も騰貴した。ここに穀物の不作とアイルランドの深刻なジャガイモ立ち枯れ病が加わる。政府の無策がアイルランド飢饉の惨苦を深刻にし、アメリカへ大量移民を押し出す。

イングランドへの穀物供給も減少し穀物価格は騰貴する。こうした輸入増と輸出減はイギリスの貿易収支を悪化させ、イングランド銀行の金準備は急減してゆく。**信用膨張から金流出へ（第3章）**

### 恐慌

47年4月、イングランド銀行は割引率（バンクレート）を最低5%に引き上げる。これは同銀行金準備の異常な減少の結果、割引貸付を制限せざるを得なかったからである。この金流出は対外流出ではなく対国内流出によるもので、過度の信用創造による支払能力不安から地方諸銀行が貨幣退蔵（準備金、金およびバンクノート、の積上げ）に走ったのが原因である。

ここで当時の中央銀行金準備の防衛システム、44年ピール法の通貨供給制限のシステム、を説明しておく。同法は、イングランド銀行（事実上の中央銀行）を通貨供給業務の発行部と銀行（割引貸付）業務の銀行部に二分し、発行部は通貨発行＝バンクノート発券額を公債担保額（一定額）＋金準備量（変動量）に制限し、この発券額を上回るバンクノートを銀行部に渡し、銀行部はこの範囲内で銀行業務を行う、とするシステムである。つまり、一定固定額以上の発券量の増減を発行部の金準備量増減と連動させるシステムである。同法は、通貨量増減を金準備量増減と一致させ、もって紙券流通量変動を金鑄貨流通量変動と一致させる通貨主義的な（古典派的な）意図を持っていた。47年春のバンクレート引上げは根底において過度の信用膨張の不安から生じたが、この法令は金融引き締めを金流出と一致させ、激化させたのである。

バンクレートは5%（45-46年は3%前後）と高くなり、これが最低率で、長期手形、二三流の手形割引は拒否された。ロンドン貨幣市場の市中割引率は11-12%に達し、手形の優劣の選別が進む。これで公債・鉄道債は低落し証券市場は停滞する。綿製品販売の受取手形の割引は難しくなり、輸出信用と輸出は減退する。高利子で穀物輸入も減少し、高騰していた小麦価格は急落する。こうして輸入・輸入信用が減

少し、新規輸出・輸出信用も減少、それに高利子が国際短期資本をロンドンに吸引して、金流入に転じる。4月末、金流入にバンクノートの還流が加わって銀行部の準備は回復する。穀物不作と内需による好況は穀物価格と輸入は6月にむけて激増、アメリカの奥地から、ロシアから小麦・玉蜀黍が出荷され投機が盛んになり、植民地産品の輸入も増加する。こうして貿易収支は悪化し金の対外流出が始まる。

海外への金流出は8月、バンクレートの上上げに直結、最低レートは5.5%となり、貨幣市場の様相は一変し、一流手形でも利子率は6%、4ヶ月手形も割引は難しくなる。高利子率は正常な商取引を不能にし、高利の割引貸付は支払義務の履行のためにのみ行われる。人々は予期しなかった貨幣欠乏に陥る。パニックである。crisisは「危機」であるがpanicは「突然の恐怖」であり、日本語の「恐慌」は「恐れ慌てふためく」で、すなわちpanic（半獣神急現の形容）である。ここに放漫な信用は表面化し、穀物投機は破綻し、投売りで穀物価格は崩落、穀物商人は貨幣を求めても得られない。破産である。穀物商の破綻支払停止は多岐にわたる取引、貿易・鉄道投機・貸付に関わる商会の倒産を導き、手形ディーラー、マーチャントバンカー（貿易業と銀行業を兼ねた商会）を襲う。9月中の債務不履行額は7-8百万ポンド（47年イギリスの年間輸出入合計約190百万ポンド）となり、インド中国など長期信用のアジア貿易にかかわる大商人の破綻が目立つ。40年代、アジア市場は最も活気があり、市場に向けて製造業者は綿製品を売り込み現地在庫を溢れさせ、帰り荷の砂糖茶インディゴを信用で輸入した。しかも大商人は大量の資金を鉄道株やプランテーションにつぎ込んでいたから、信用の収縮が始まると支払手段に欠乏し、債務不履行に直面する。

支払連鎖が各所で中断すると不払の連鎖となり、信用の前提である信頼感が動揺し、不信感に転化する。9月、商業信用は崩壊し、新規の手形割引需要は無くなり満期支払いのための必死の貨幣需要のみとなる。支払手段を求める貨幣需要はかくて最後の貸し手、イングランド銀行に殺到する。10月、バンクレートは6%に

引上げられ、公債・大蔵省手形担保の貸付も拒否される。公債は投売りされ市場利子率は10%となる。銀行・ブローカー・マーチャントバンカーは貨幣不足の恐れからバンクノートを手元に溜め込み、割引貸付をやめる。貨幣退蔵である。地方やスコットランド、アイルランドでは金貨が退蔵される。このバンクノート需要と金貨需要に応じるイングランド銀行の準備は内国への流出により急減する。16日、銀行部準備金は危機状況に陥り、貨幣恐慌はクライマックスとなる。

続く恐怖の一週間 the week of terror に銀行破綻が始まり、リヴァプール、マンチェスターなどの地方銀行が預金・銀行券の取付け bank run に襲われる。貨幣市場は完全に崩壊する。ロンドンバンカーも地方銀行破綻により大きな危険にさらされる。正常な貸付は停止し、市場は相互不信に支配される。イングランド銀行のみが最後の頼みの綱だが銀行部の準備は枯渇した。国際的国内的信用の中心にあるロンドン貨幣市場は完全に麻痺した。銀行部準備金が減少すればするほど必死の貨幣需要は増大する。商品市場での投売り、商人・貿易商の破産は続く。政府はついにピール法の一時停止を決定する。バンクノートは増発され優良担保があればイングランド銀行は8%の高利子率で貸付に応じた。貨幣恐慌は収束に向かう。最後の貸し手は機能した。11月から48年2月にかけてイギリスの恐慌は終息する。**貨幣恐慌（第1章）**

破綻した業種は貿易商と金融業務を兼ねたマーチャントバンカーやブローカーで、銀行の破綻は少なく、鉱工業では紡績業、綿織物業の破綻が主で、商業資本が中心だった。一般的商品価格は崩落し、綿工業で下落幅が大きかったのは綿花、綿糸、綿布の順だった。価格騰貴の順は完成品が先で原料は後だから、綿工業は好況期の高利潤から利潤減少そして消滅に至る。恐慌期の商品資本の価値破壊である。主軸産業は操業短縮、賃金賃下切下げ、関連する海運業・造船業も不振となる。イギリスの交易条件は悪化する。

恐慌は国際金融と貿易の麻痺から世界へ波及し、世界恐慌となる。ポンド手形信用は崩壊

し諸国外為市場は麻痺、英国の債務は倒産で未払い、貿易財は投売り、輸出入国双方に滞貨山積となる。国際収支は反転、金はイギリスに流入、その他は金流出、恐慌はアムステルダム、ハンブルグなど綿製品輸入・穀物木材輸出の中継貿易・国際金融の貿易港からヨーロッパ内陸に及ぶ。フランスは鉄道ブーム中だが金融業は大打撃、パニックから社会不安となり、パリに48年2月革命が起こり、全大陸に及ぶ。オーストリー（ハプスブルグ朝）軸のウィーン体制の政治的秩序は解体する。アメリカも穀物綿花の高価格輸出・高蓄積の好況がポンド手形不渡り返送で打撃を受ける。しかし打撃は軽微だった。深刻なのは綿製品輸入・綿花砂糖インディゴ輸出のインドで、英印間の通信は6週間、手形は6-12ヶ月の長期手形で転々流通、帰り荷の販売もロンドン金融依存だったから、商会と銀行の倒産が続く。**現実資本の蓄積の衝撃的規制（第2章）**

## 不況

綿工業は製品価格の崩落、在庫増、操業短縮によるコスト増の苦境に、生産方法の改善で対応する。自動ミュール機、力織機が採用され、投入馬力（エネルギー）が強化される。失業は増え家内工業的な手織工は破滅するが、利潤マージンは低水準ながら回復する。同時にヨーロッパ大陸やアメリカの綿工業との競争から、製品輸出先をより遠隔地に求める。帝国主義的なアジア進出（50年代の56年アロー号事件、57年セポイ反乱鎮圧に現れる）と自由貿易的関税引下（46年穀物法廃止、49年航海条例廃止）の二つがイギリスの対策となる。

輸入では穀物・産品価格は低落し、実質賃金は高まり、労働者の絶対的窮乏状況は終わる。同時に労働時間の短縮（47年工場法）はかえって労働効率を増加させた。原料価格が低下して羊毛・絹工業も回復する。穀物・産品価格は自由貿易で低下、安い商品の大量輸入で消費水準は上がる。原料や穀物の供給源はトルコ（オスマン帝国域）、ロシア、オーストラリア、中国に移動し、内外の小農民は困窮する。南北アメリカへの大量移民が始まり、過剰人口の状況が

## 変化する。現実資本：生産方法の改善と世界市場の条件整備（第1章）

40年代と異なり、50年代の鉄道建設は長い不況に沈んだ。公債と鉄道株の市場、証券市場では、48年のフランス革命を受けて各国公債が信用を失い暴落したが、公衆から大量の余剰資金が流入して回復に向かう。しかし鉄道株の方は低落傾向が続く。そもそも鉄道業の営業利潤率が低く配当率も低いので、低利率の恩恵はなく、思惑から株に応募した投資家は重い払込追徴金を負担しなければならなかった。株式恐慌は貨幣恐慌の前（47年2月）と貨幣恐慌後（49-50年）と二回起こった。小財産所有者・小売商人・熟練職人・年金者・官吏・自由業者・貿易商・地主など中流の全階層の人々が損失を蒙った。

他面、鉄道網の発達には市場を開拓し、重量品を遠隔地に送り、在庫を節約する積極面もあった。鉄工業の内需は減少したが、代わってアメリカの鉄道建設に向けての輸出が増え、外需の比率が高まり、鉄工業の不振を救った。綿工業に代替するには至らないにしても、鉄工業は世界の鉄道建設に資材を供給する外需産業の様相を呈した。そして海外の鉄道債・株式発行が直接間接にロンドン資本市場に依存したので、ここにロンドン貨幣市場—資本（証券）市場—世界鉄道業—イギリス鉄工業の関連が、ランカシア綿工業—ロンドン貨幣市場の主軸に対する世界の蓄積機構の副軸として登場する。**株式資本：適応不全（第2章）**

恐慌期に膨張した商業信用は清算されたが、不況期にも産業信用は収縮を続け、50年になってようやく増加傾向となる。輸入が減り海外から振り出されるポンド手形が激減し、綿製品輸出の回復を妨げる。手形の発行、引受は慎重になり現金取引が増え、商人や工場主の手元に遊休貨幣が滞留する。この間、鉄道・電信など交通通信手段の発達により、50年代に入っても手形流通額はあまり伸びず、アジア貿易での委託売買や長期手形は減り、小切手や当座貸越が普及し始め、商業信用と銀行信用が直結するようになって、商業組織と信用制度が変化してくる。ロンドン貨幣市場には恐慌期の退蔵金貨・

バンクノートが還流し、資金供給が増えて準備が強化される。ロンドン貨幣市場への信認は戻った。イングランド銀行は閑散になり、バンクレートは3%に低下、市場利子率はそれ以下(1-2%)となる。**貨幣資本:信認の回復へ(第3章)**

47年恐慌を中心に40年代の好況から50年代初頭の回復を、イギリス資本主義と世界市場の観点から概観すれば、以下の諸点が列挙できる。

- 1) 現実資本の蓄積の衝撃からの新しい生産力水準、国民的生活水準、相対的過剰人口(失業・労働力供給・移民)、の下、ロンドンあるいはリヴァプール市場での世界市場商品の新しい価格標準において利潤率が形成され、資本蓄積が新たに進行する。だが、資本移動が妨げられて、利潤率は大工業・小工業・農業で階層構造をなした。とくに貿易上の比較生産費優位を享受できるイギリス綿工業他に対して、不利な状況を強制される内外の諸生産者の惨苦は見逃せない。
- 2) 貿易一産業構造から見ると、イギリスの輸出中の綿製品輸出比は減少し、鉄製品輸出比は増加し、綿製品原料輸入は減少したが、蓄積の主軸と副軸の交替はまだ生じない。綿製品の販売先はますます遠隔化し、原料穀物の供給源もより遠くへ移動した。イギリス中心の諸商業圏＝通貨圏でみれば、イギリスは相変わらず大工業製品を輸出し、輸入は工業原料・穀物・嗜好品の農産物で、「世界の工場」と農産物交換の垂直貿易のままである。国際収支は僅かな赤字で、長期資本収支は大幅な赤字(資本輸出)だが、諸外国の為替銀行がロンドン残高を積み上げたので資本収支の赤字は小幅であった。
- 3) フランス：国内に資本主義的大工業をもち、農産物輸出国だが半ば手工業の絹工業は競争力あり、貿易収支は巨額の黒字である。綿工業の生産力はイギリスに拮抗できるが海運・金融面で競争力に劣った。恐慌とそれに続く革命の混乱で打撃は厳しく、

商業信用の収縮からパニックで銀行券の取付け、減価、兌換(銀)停止、の状況に至った、52年ボナパルト(ナポレオン三世)政権のクレディ・モビリエの設立から証券業務(工業金融)を兼ねる「大陸型銀行」が出現し、資本蓄積を牽引する。50年代は鉄道建設の大ブームとなりイギリス資本が流入する。

ドイツ：幼弱な資本主義は恐慌と革命で打撃を受けたが、40年代の鉄道建設でプロシア主導の関税(保護関税)同盟が強化され、同盟(34年発足)内の輸送が改善された。綿工業は回復も早く綿花輸入は急増したのに綿糸輸入は横ばいで、ドイツは小邦統一の進展とともにイギリス綿工業の最大の市場から卒業しつつあった。鉄道業は運賃収入増で利潤率・配当率とも改善した。ドイツ鉄道業は資本蓄積の地方軸となり、イギリス綿工業の沿岸的發展とは異なった資本主義の内陸的發展を推進した。

- 4) アメリカ合衆国：恐慌は東部沿岸都市を襲っただけで、綿工業の回復は早かった。農業も世界恐慌の不振を受けて農産物価格は下落したが、穀物輸出は増加し50年には綿花輸出の伸びを上回った。鉄道建設と鉄道業は49年には回復し、以後内陸交通を担う高収益の新産業に発展し、高収益と低利子で証券発行は容易になる。この活発な証券取引は貨幣市場の資金供給を圧迫し、とくにロンドン資本市場から遊休資金が流入し、アメリカ証券(連邦債・州債)はニューヨークからロンドンに流れる。アメリカ鉄道証券はイギリス鉄工業者への資材代金にも充てられた。鉄道建設は大西洋岸からシカゴ中心の中西部に及ぶ広域を一つの国民的商業圏として作り出す。アメリカの鉄道は、島国イギリス、ヨーロッパ大陸のドイツを凌ぐ地下資源開発、肥沃な大農業地帯の開発の役割を演じ、それまでの世界市場の大規模な再編成を促すこととなる。ニューヨーク貨幣・資本市場—アメリカ鉄道業の株式資本蓄積の連関が、やがて、ロンドン貨幣・資本市場—イギリス世界商業

ーランカシア綿工業の資本蓄積連関を凌ぐこととなる。

インド（東インド）：恐慌の打撃は大きく、在来農法のインド農業の生産方法の改善を基礎とする内国市場の拡大は見込めず、インドを足場にイギリス工業製品の市場を外延の中国、中央アジアに求めてゆく。インドでの植民地鉄道網の建設は、工業製品の市場拡大、綿花絹麻砂糖インディゴの産品供給源の開発となり、ランカシア綿工業—ロンドン貨幣市場の主軸連関と鉄道投資のロンドン資本（証券）市場の副軸連関を結びつける。インドは「世界の工場」との垂直貿易で不況期には農産物輸出が縮小、交易条件は悪化するが、インドの赤字は中国へのアヘン輸出黒字で埋め合わせた。新しい資本蓄積条件の形成——商業圏（＝通貨圏）としての総括（第4章）、その他の国々、諸植民地（第5章）

### Ⅲ 二つの恐慌の比較分析：理論 theory と歴史 history

#### 第一に——

150年前のイギリス資本主義と世界市場を襲った恐慌の、現代の金融・実物恐慌分析に与える教訓は、現実資本の蓄積機構に内在する矛盾が、貨幣市場あるいは信用制度の運動によって媒介されるとき、信用の膨張と収縮がこの内在矛盾を増幅し隠蔽して、ついに世界市場恐慌を導く、という命題である。

これは、2007-09年のアメリカ発の世界恐慌（危機）がアメリカの住宅投資のブーム—バーストを基礎として、信用リスクの大きいサブプライムローンを含む、証券化金融が、金融仲介機関（商業銀行・投資銀行・保険会社、他）に媒介されるとき、金融仲介機関の高レバレッジ（過剰信用）が住宅価格の上昇と低落を増幅・隠蔽し、そのデレバレッジ（信用収縮）がブームの破綻を螺旋状に悪化させて、住宅投資のバーストを世界的な金融・実物恐慌にまで導いた、周知の事実に対応する。先進諸国のゼロ金利下の量的緩和政策がようやく縮小に入った現時点においても、金融危機は世界的にまだ続い

ている、とも言えるのである。この世界金融・実物恐慌の原因については、SG、Saving Glut、（経常黒字国の）貯蓄過剰説、BG、Banking Glut、（アメリカでのヨーロッパ大銀行信用授受の）過剰銀行業務説など諸仮説があるが、金融仲介機関の信用膨張と収縮が恐慌の動因である点ではほとんどの見解が一致しているし、当局と市民の常識にまでなっている。

これは恐慌 crises の理論 theory に対する本書の貢献である。

もっともこれは川上氏の独創というよりは、同時代にイギリスの恐慌、繰り返す商業的窮境、ないしは通商上の苦境 commercial distress、に直面した経済学者の共通認識であった。JSミル『経済学原理、1848-71年』第3篇、第12章、マルクス『資本論、1867-93年』第3巻、第5篇、第27-34章、参照。ただしミルは、リカードを継いで「生産は対応する消費を生み、供給は需要を生む」とするセー法則（セー、『経済学、1803-41年』第15章）を支持し、一般的商品過剰の可能性を否定した上で、恐慌を信用の膨張と収縮の必然とする。他方、セー法則を否定するマルクスは、一般的商品過剰の可能性の主張に立つて、信用の膨張と収縮を産業循環・恐慌の媒介項とし、さらに恐慌の反復を資本主義体制の崩壊の兆候として共産主義革命を予言する。

しかしながら、両者いずれもシスモンディ風の過少消費説（『経済学新原理、1819-27年』）を否定し、先ずはノーマルな蓄積と拡大再生産を想定する。かくて古典派（ミル）、マルクスにおいて、信用の膨張と収縮は、蓄積均衡・限界→不均衡累積・制限突破→恐慌反撃・均衡回復、の過程を媒介し、促進するとしていた、と理解できる。川上氏はマルクスの観点を継承している。

これらに対し 新古典派は恐慌・危機 crises の理論を欠いており、代表的な景気循環論であるヒックス『景気循環論、1950年』は、独立投資と加速度原理に基づく誘発投資の2期間の効果を組合せた投資—消費の定差方程式モデルを構築し、発散線上に循環サイクルを描き、完全雇用上限を下方への転換点（シーリング）、

減価償却下限を上方への転換点（フロア）として、景気循環を説明する。そこには恐慌・危機論はないし、信用の膨張・収縮による媒介項もない。

近年、新古典派は、ラムジーに由来する家計アトムの極大行動の異時点間均衡を介した超世代的成長モデルを基軸にして、外生的な生産性ショックと政策ショックによる円滑な成長コースからの乖離でもって、不均衡を説明する。そこには恐慌・危機論はないし、信用の膨張・収縮の媒介項もない。今回の恐慌前にはこのRBC, Real Business Cycle 仮説の方が有力だった（批判的な紹介に、吉川洋『現代マクロ経済学』、創文社、2000年がある）。新古典派が現代の世界金融・実物恐慌に直面して権威を喪失したのは当然であった。

もちろん、1847年のイギリス中心の恐慌と2007－09年のアメリカ中心の恐慌の間には大きな歴史的な隔りがある。現代の世界恐慌にあっては、主役は事業信用の膨張・収縮ではなく、主として消費者信用（住宅金融）の膨張・収縮であり、実物ベースは綿工業ではなく住宅投資である。19世紀前半、ロンドンの貨幣市場における信用の膨張・収縮は、交通通信革命以前の遠隔地間見込み輸出入と委託売買に由来する商業手形の膨張、長期手形・金融手形の乱発、貿易商かつ金融業の割引貸付業務による媒介が主流で、60年代からはこの商業組織・信用制度は急速に衰退した。J. H. Clapham, *An Economic History of Modern Britain, The Early Railway Age*, Cambridge U, P, 1926, chap. VI, VII, 参照。

これらは理論 theory の問題であるよりは歴史 history の問題である。

## 第二に――

上記の命題に加えて、金融恐慌が貨幣恐慌の姿を取ったのは1847年恐慌（19世紀70年代以前のイギリスの恐慌）と現代の世界金融・実物恐慌の共通の特徴である。先のイギリスの恐慌では、綿製品の世界市場での販売不振から商業信用への不信となり、銀行信用の拒否となって信用が収縮し、支払連鎖が中断され、貿易商人＝商業資本、綿工場主＝産業資本の手許現金

liquidity が不足し、一部の銀行業者（マーチャントバンカーを含む）は自己の準備金を防衛して支払能力 solvency を確保するため金・バンクノート（兌換銀行券）を退蔵し、一部の銀行業者は支払能力を失って倒産する。銀行 run である。諸銀行さらにはイングランド銀行までが金・バンクノートの準備防衛に至って、商業界・産業界は倒産をまぬかれるために支払手段を求めて中央銀行に殺到した。貨幣恐慌である。

2007－09年恐慌においては、信用の膨張・収縮の運動は、金融仲介機関のレバレッジ＝デレバレッジ交替の様相を取る。収縮期＝デレバレッジにおいては、それまでは近似貨幣 near money, 準貨幣 quasi-money と扱われた、証券化金融商品の価格下落と販売不能、投売り現象が生じる。商業銀行・投資銀行（シャドーバンクを含む）他が期間転換業務、短期借・長期貸において、保有する高リスク証券の販売可能性 liquidity が失われ、支払手段たる現金が不足し、債務支払能力 solvency 不安となって取付け run の危機が迫る。ノーマルには余裕資金を相互に供給しあう銀行間市場での契約が相手方不信 counterparty-risk から成立せず、ついにはインターバンク市場の凍結に至る。「内部貨幣」＝私的信用貨幣は信頼されないし、公的貨幣＝「外部貨幣」は求めても得られない。貨幣恐慌である。

あらゆる金融危機（恐慌）が貨幣恐慌（パニック）であるとは限らない。それは放漫経営の大銀行倒産でありうるし、短期外資の大量引上げによる銀行危機プラス通貨危機の双子の危機でありえ（アジア金融危機、1997年）、日本の1990年代の金融危機のように銀行の長期の不良債権処理とゼロ金利下の企業の長期の投資不足が原因でありうる。

貨幣、ここでは貨幣市場のマネー商品、は正常期には、あるいは追加投資のために、あるいは流通資本の円滑な運動のために、「販売」され（供給）、「購買」される（需要）。利子はこの商品の「価格」である。だが、信用の収縮期、逼迫期に求められる貨幣マネーはもはや利潤目的の投資手段（購買手段機能）ではなく支払手段、債務支払いの義務的な支払手段である。債務不履行ならば企業（あるいは家計）は破産す

る。前者ではマネーは利潤目的で需要されるが後者ではマネーは倒産を免れるために需要される。この需要はいかなる高利子でも満たされない場合が多い。信用の膨張・収縮において企業（あるいは家計）のキャッシュ・フローは豊富な流動性と銀行（金融仲介機関）の十分な支払能力から出発しながら、放漫金融はキャッシュ・フローの流動性不足を、銀行の短期的営利行動は支払能力不安を、生じさせ、ついに企業（あるいは家計）の liquidity の枯渇と銀行の solvency 信認の危機をもたらす。金融危機は貨幣恐慌をともなう金融恐慌に発展する。

川上氏の著書は、19世紀70年代以前の金本位制の下における、内外の金流出入が全信用制度を脅かす貨幣恐慌に至る必然化の経過を説明する。そこでは金流出入は信用の膨張・収縮の交替運動と結合している。いま国際均衡・国際収支の関連を捨象すれば、氏の著書は信用の膨張・収縮が貨幣恐慌に帰着する経過を説明している、と評価できる。これは貨幣恐慌に関する本書の理論 theory 上の貢献である。

とくにマルクスは未完の草稿ではあるが前記『資本論』第3巻第5篇で、信用収縮（逼迫期）における貨幣マネー「需要」が利潤目的の購買手段機能を予定したものではなく、債務の義務的支払手段の「需要」であるとして、「資本の前貸」と「貨幣の前貸」を強く区別する。商業手形、銀行券、などの信用貨幣は貨幣機能を結局、その金基礎から得ているのであって、逼迫期には金貨幣のみが求められる。

しかしながらマルクスの肯定的評価はここまでである。現代の貨幣恐慌は金基礎に基づかない管理通貨制の下で生じた。貨幣を結局は金であるとし、貨幣恐慌を信用制度の金基礎にのみ求め、資本主義の消滅と貨幣の廃止を求めたマルクスの命題は成立しない。しかしながら、だからと言って管理通貨制の下では貨幣恐慌はありえない、とする新古典派の想定では現代の世界金融・実物恐慌は説明できない。かくて、信用の膨張・収縮の交替運動と連結する貨幣恐慌の理論では、管理通貨制下での金融過程を対象に「金融脆弱性」を主張したミンスキー仮説の方が有効であろう。

ミンスキーは他人資本を借り入れて行動する資本家的企業の金融行動を、ヘッジ金融→投機金融→ポンジ金融に移ってゆく過程である、とする。「ポンジ Ponzi」とは金融詐欺師の名前でいわゆるねずみ講をシカゴで主宰した人物である。ポンジ金融とは元利返済目的の借入を言う。この金融過程の移行経過を媒介するのは銀行（金融仲介機関）の近視眼的な短期営利行動だから、貨幣恐慌は蓋然的となる（岩佐代市訳『投資と金融、1982年』日本評論社、1988年）。返済目的の借入は、すなわち支払手段の「需要」であって、それが一般化すれば貨幣恐慌となる。

かくて川上氏の著書は貨幣恐慌を説明するが、現代の貨幣恐慌までには視野が届かない。現代の貨幣恐慌を説明するには現代の信用貨幣、金基礎に立脚しない信用貨幣、私の言う債務≡債権、合計ゼロの記号貨幣、を説明しなければならず、そのためにはマルクス『資本論』の否定的展開を図らねばならない。前掲、岡田『貨幣の形成と進化』参照。マルクスを評価するのはそれで良いが、古典を現代に展開するには古典を<否定的に展開>する以外にない。温故知新、Omnis determinatio est negatio である。『資本論』は否定的に展開できてこそ経済学の古典なのだ。

### 第三に――

これまで、現代の世界金融・実物恐慌を説明すべく、その1847年恐慌と共通する特性を求め、資本蓄積過程の内在矛盾が貨幣資本ないし信用制度の運動に媒介されるとき、信用の膨張と収縮がこの内在矛盾を増幅し隠蔽して、ついには貨幣恐慌を導く強い可能性、ないしは蓋然性、を認めることが出来た。ここに現代の世界恐慌を説明しうる、新古典派およびマルクス派と異なる、両者から独立した理論 theory の出発点がある。

しかしながら同時に、この二つの恐慌の間に歴史的に大きな隔たりがあることも明らかになった。

1847年恐慌、川上氏の言う19世紀中葉の「自由主義段階」の世界市場恐慌、は実物過程としては、その製品市場と原料市場を世界市場（遠隔地に向けて拡大しつつある）に依存する「世

界の工場」であるイギリス綿工業の蓄積過程の展開であって、金融過程としては、膨張する商業手形とロンドン貨幣市場に集中する資金需給による輸出入金融の授受と決済の媒介によって特徴付けられる、歴史的過程である。

これは第一次グローバリゼーション（1870 - 1914年）に先行する、鉄道建設が先導する南北アメリカの開発（および大量移民）とイギリス資本主義の自由貿易政策およびアジアへの帝国主義的進出の歴史的経緯の中の現象であった。

他方、現代の世界恐慌にあつては、実物過程としては、先進諸国特に世界最大の市場であるアメリカの住宅投資が2000年代の消費増と成長を推進したが、勤労所得の上昇と政府の社会政策が推進する持家政策に対応する、住宅需要の長期的増大傾向に伴う住宅（不動産）需給均衡価格の投機的展開が基礎にある。そして、金融過程としては、証券化による住宅抵当金融の短期回転、と、金融革新に基づいて合成される多様な金融資産アセットへの国際的な米ドル金融資産需要の集中・累増、と、金融仲介機関による投資資金の動員と収益の近視眼的極大化を求めた高レバレッジ、とによる、金融アセットの高騰であり、住宅価格低落を引金とするデレバレッジへの急転による金融アセットの暴落（投売り）の現象である。

これは「政府の失敗・市場の成功」の新理念に彩られた第二次グローバリゼーション（1980年～）の帰結であり、一回的な歴史的過程である。

かくてこの二つの恐慌は、19世紀前半から21世紀初頭にかけての世界市場の歴史的経過 history の中に、それぞれ位置づけねばならない。

#### IV 中央銀行と国民国家による社会の政治的統合：再論——歴史と理論

しかしながら、この二つの金融・貨幣恐慌の顕著な歴史的相異にもかかわらず、重要な共通性を指摘する必要がある。それは最後の貸し手 Lender of Last Resort である中央銀行の問題であり、中央銀行を頂点とする貨幣市場ないし信用制度の階層性の問題である。この点は歴史 history と重なる独自の理論 theory 問題、応用理論の問題をなす。

いずれの貨幣恐慌においても、価値の自立的形態である支払手段の「需要」はイングランド銀行、FRB（アメリカ連邦準備銀行・制度理事会）に殺到するが、中央銀行がこの「需要」を放置すれば企業倒産は連鎖的に拡大し、ついには信用貨幣である通貨（＝流通媒体）の媒介する経済循環の麻痺により大混乱に陥るであろう。さらに、19世紀から20世紀初期のロンドンと20世紀後半以降のニューヨークの金融市場は、それぞれに世界経済の基軸通貨国の金融中心である（であった）から、金融センターの麻痺・凍結は国際金融の全面的崩壊となり、世界経済の大混乱に帰着する。

全面的な貨幣恐慌に直面した中央銀行の介入、最後の貸し手としての支払手段の「供給」、が時期的に、規模的に、そして公平の観点から、適切である（あった）か否か、はたまた、それが他国との国際的連関をどこまで考慮したか、は別問題として、全信用制度の中軸に位置する中央銀行の介入は不可避的である。これは社会の正統性に基づく政治的統合を担う国民国家と一体化した中央銀行の責務である。

#### 1847年の最後の貸し手、中央銀行（＝イングランド銀行）

綿製品輸出と原料・穀物・産品輸入の世界市場の遠隔地との垂直貿易に依存するイギリス綿工業は、長大かつ錯雑する商業連鎖とそこに発生する大規模な商業信用の連鎖に媒介されて発展した。商業信用は、現金取引、帳簿信用（掛売・掛買）から手形取引・手形流通へと自生的に発展する。この商業信用はさらに、地主・工場主その他諸階層の顧客から預金や余裕資金を受け入れ、各種のロンドン残高を受け入れて、その有利な運用先を求める銀行＝金融仲介業者、すなわち、工業農業地方・ロンドン地域の銀行、マーチャントバンカー（引受商会）、ビルブローカー（割引商会）など、の与える信用（割引貸付）、すなわち銀行信用、によって、拡大強化される。そして銀行はまた自から受ける信用を基礎に、銀行券・銀行手形を発行（自己債務証券の振出）して信用を創造し、この信用貨幣で授信する。諸銀行においては、あるいは

時期によりあるいは地域により、資金の運用先を求める銀行と強い割引貸付要求を受けて遊休資金を求める銀行に分かれる。ここに短期資金 money at call and short notice の相互融通を主とする銀行間信用が成立する。ここでは副軸の資本（証券）市場は捨象。

信用が正常な機能を果たす限りは、商業信用・銀行信用は資本蓄積の市場限界を拡大し利潤条件を改善する。これらの蓄積の諸限界の拡大はまた活発な信用を促進し、経済の活況を導く。だが活況は強気の期待と思惑を強め、真正手形と融通手形の区別がつかなくなり手形期限は長期化する。「正常な」市場限界＝限度および利潤率条件は無視され、諸限界は制限として無視される。信用は放漫となり信用の膨張に至る。好況は過度の繁栄に転化する。人々は繁栄の永続を期待するがその時、隔地では綿製品の滞貨が積み上がり、信用の収縮が始まる。

Ⅱ、内容紹介に見たように、ここに商業手形の質的優劣、期間などの選別が強化され、豊富に与えられていた銀行信用が制限される。銀行＝金融仲介業者は、授信を選別し制限するのみでなく手形の信認の喪失が自らの信認への疑惑に至らぬように貨幣、つまりバンクノートと金（鑄貨・地金）を退蔵する。バンクノート・金の国内流出は恐慌期の海外への金流出と重なる傾向があり、中央銀行もまた自分の金準備を防衛するためバンクレートを引き上げ、授信を制限する。ロンドン市中の利子率は高騰し、割引はますます得がたくなる。これにピール法による中央銀行信用の金準備額の減少に連動する発券制限が加わる。47年10月支払手段の「需要」が高まるのに対応して中央銀行の割引貸付がますます制限される。政府は、商業産業金融界の要請を受けて、同月25日、ついにピール法の一時的停止を決定する。これにより中央銀行は、バンクノートを増発し、優良担保があり、8%の高利子を負担するならば割引貸付に自由に応じることとなって、貨幣恐慌がさらに深刻化する危機がくい止められた。中央銀行は最後の貸し手の機能を果たしたのである。バジヨット、宇野弘蔵訳『ロンバード街、1873年』第7章、参照。

破産、債務不払いは続くが貨幣恐慌は収束に向かい、年末から46年初にかけて恐慌は終息する。川上忠雄、前掲『世界市場と恐慌、上巻』第二編、参照。

## 2007-09年（それ以降）の最後の貸し手、中央銀行（＝FRB、他）

住宅・土地（不動産）価格は購入不動産の使用権を行使しつつ同時にその資産価格の上昇（増価）を期待できるから、何らかの原因で価格上昇の傾向が生じると、需給均衡価格はファンダメンタルズから乖離して投機的に高騰する傾向がある。そして乖離が極限に達すれば一転暴落するという、ブームバーストとなる。西部開拓の歴史があり、広大な大陸国で新移民流入の激しいアメリカはしばしば不動産ブームに襲われた。成長が続けば勤労者所得が増加し、所得フローの一部を住宅資産ストックに代える動機が高まる。マクロ経済への作用も大で、住宅投資は投資勘定の大きな項目を構成し、建設業その他へ誘発効果（乗数効果）や消費への資産効果も大きい。家計主体の住宅資産形成は企業主体の資本蓄積とは本質上異なるが、マクロ経済成長に共通した効果を生む。

住宅（不動産）購入には通常住宅金融が組まれる。住宅金融会社（あるいは公社）および商業銀行は購入資産を抵当に取り、債務者の定期所得からの元利返済能力を審査し、長期（通例30年間）の月賦返済契約を結ぶ。ここでは債務者の返済能力の審査 screening と返済経過の長期にわたる監督 monitoring が不可欠である。

19世紀中葉期の金融・貨幣恐慌の起点が商業手形の膨張にあったとすれば、21世紀初頭の金融・貨幣恐慌の起点は、反復する固定収入の証券化の普及にあった。住宅金融に絞れば、長期にわたる住宅担保金融の債務者からの元利返済は、固定利子（利子クーポン）の公社債と同様に証券化が可能である。この抵当債権を授信銀行（および住宅金融会社、公社）がすぐに証券化し、証券市場で販売すれば、債権元本を30年待たずに短期に回収でき、授信を拡大できる。厳重な審査も監督も省ける。1980年代以降、住宅抵当金融の証券化、MBS, Mortgage

Backed Securities は普及し、その他の消費者信用関連の固定収入の証券化も大規模に進行する。住宅価格の上昇傾向が続き、デフレーション（インフレーションの沈静化）による利子率の低下は、かつは利子弾力性の高い住宅購入を刺激し、かつは公社債とともに MBS の価格上昇をもたらす。換金性の高いドル金融資産に対する需要は強く、経常黒字国の巨額のマネーは赤字国アメリカに流入する (SG 仮説) から、キャピタルゲインも加わる。住宅価格の上昇が続けば信用不安の経歴ある債務者にローンを組んでも債権はすぐ回収できる。サブプライムローンの証券化である。

金融革新はまた、住宅金融関連債権に自動車ローン、カードローン関連などの固定収益をプールして複雑な証券を仕組む。ABS, Asset Backed Securities, CDO, Collateral Debt Obligations などの仕組債である。さらに人為的に高い格付を得て債務不履行の確率を低く装飾するため、これら仕組債を分解して組み立てるトランシェ tranche が現われる。

流動性が高く高収益の MBS、ABS その他の金融資産アセットは金融仲介機関、商業銀行 (預金銀行) と投資銀行 (証券会社、証券のブローカー・ディーラー) その他、の格好の投資対象となる。詳細は省くが、金融仲介の利益は短期借 (短期債務) と長期貸 (収益資産) の利鞘であるが、銀行 (金融仲介機関を代表) は資本利益率を高めるため、預金以外の低利の資金を借り集め高収益の証券を買い集める。貸付 (収益) 資産対自己資本比率がレバレッジ比である。住宅価格が上昇し、利子率が低く、関連証券が高収益を生む限り、銀行はレバレッジを高める。商業銀行は小口の預金依存から自ら債務証券 ABCP, Asset Backed Commercial Paper, を発行して大口 (ホールセール) の借入れに走り、投資銀行は購入証券を担保に現金を借入れてそれで証券を買い増す。レポ取引 (いわゆる現先) である。この米ドル証券取引の高収益事業にヨーロッパのグローバル化した大銀行が国籍を超え国境を越えて大規模になだれ込み、ブームを促進する (BG 仮説)。

ここでは取引されるのは綿製品・穀物・産品

といった価値内実のある財貨ではない。取引対象は金融資産アセットであり、その販売可能性は財貨より格段と高い。しかし価格が下落する時の底値はなく、しばしば無価値となる。銀行の保有する金融アセットのポートフォリオは、左から右へ、流動性の高低順に完全流動性 (= 1) の現金保有から高収益高リスクの低流動性 (= 0) のアセット保有までスペクトル状に並んでいる、と想定できる。住宅価格が上昇し関連証券価格が上昇する限りは、金融資産保有の流動性スペクトルは右方向に拡大し、銀行の高レバレッジ戦略となり、住宅価格が下落し関連証券価格が下落すれば保有スペクトルは左方向を志向して、高レバレッジを解消しなければならない (岡田裕之「グローバル化と金融危機」国際経済学会第 70 回大会報告、2011 年)。流動性の圧縮、liquidity squeeze である。これまで優良アセットないしは流動性が確かなアセットと見なされていた金融資産が一転「毒入り資産 toxic assets」に変貌する。

銀行の一斉のレバレッジ引き下げは金融アセットの処分 fire-sale となり、販売の困難、不可能となる。銀行の債務証券は拒否され、レポ取引のヘアカット率 (担保評価率) は引き下げられ、銀行の支払能力 solvency は危うくなる。銀行は債務支払手段のための、信認の防衛のための準備貨幣の確保のために、銀行間信用の場、インターバンク市場に駆け込む。だが正常期と異なり銀行の信認があやうい危機には取引相手の資産内容の危険度は不明である。資金に余裕があっても銀行は債務履行に不安のある銀行には貸さない。ある銀行の業績が安全に見えても債務連鎖から「安全な」銀行が何時不渡り倒産になるやも知れぬ。インターバンク市場は相互不信のつぼと化す。証券化金融の時代の貨幣恐慌である。現金 (= 中央銀行券・中央銀行預金貨幣、「外部貨幣」) への貸付需要が銀行に殺到するが貸し手はどこにもいない。

2007 年 8 月、サブプライムローン関連証券の危険が表面化し、この時期から最後の貸し手たる中央銀行の仕事は始まっていたが、2009 年 3 月、投資銀行ベア・スターンズ救済後、中央銀行と政府の協同により一時危機は収まった

かに見えた。だが、2008年9月投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻を契機に決定的な世界金融・実物恐慌が始まった。

FRBとアメリカ政府（財務省）は財政支出、銀行の一時国有化を含む空前の規模の危機対策を打ち出し、ECB（ヨーロッパ中央銀行）、イングランド銀行、日本銀行、その他の中央銀行と密接な共同行動をとる。以後5年、アメリカ経済と世界経済はようやく回復基調を示し、FRBは第三次の金融の量的緩和政策の縮小をゆっくりと始めた。

2009年とそれ以降の世界金融実物恐慌に対するアメリカ国家の対策は、1847年、ピール法一時停止に際してのイングランド銀行の行動——バジョット原則（前掲書、第7章）——と著しく異なる。この比較研究は本ノートの範囲を超えている。

ここで最後の貸し手、中央銀行を頂点とする信用制度の階層性を中心に置いて、二つの恐慌の歴史性と共通性の重なりを簡潔に示してみたい。

#### 第一．貨幣市場の階層性について

19世紀中葉の最後の貸し手においては、綿工業の事業信用を基本にして、企業間信用—商業信用—銀行信用—銀行間信用—中央銀行信用+国民国家統合の階層性が確認される。信用制度ないしは貨幣（マネー）市場の階層性である。貨幣商品（マネー）の需給が「価格」である利子率によって調整される貨幣（マネー）市場が、「階層的」であるとは、これを財市場の需給関係と同様に取り扱うエコノミクスにとっては、理解しがたいかもしれない。けだし、信用がノーマルな状況の下では階層性は表面には現れず、信用膨張が収縮に転化し、価値の自立的形態である支払手段たる貨幣（マネー）商品が必要されるときに階層性が表面化するからである。貨幣は手形でも銀行からも得られず、最後の貸し手に向けて貨幣需要が殺到する。

現代の最後の貸し手においては、住宅金融を基礎にする金融資産アセット市場においても、家計—住宅金融業者（公社）—銀行（商業銀行・投資銀行）信用〔—投資家（各種ファンド・家計）—銀行間信用—中央銀行信用+国民国家統合の階層性が確認できる。ただしここでは取

引商品は金融商品アセットであって、単なる貨幣（マネー）商品ではなく高低の収益性を有し、しかも一般財貨よりもはるかに流動性が高く、「近似貨幣」の幻想を抱かせる商品である。金融資産には公債のように高い流動性を持ち現金同様に扱われる資産もある。そして先にみたように、信用の膨張期には金融資産の流動性スペクトルは右方向に拡張し、収縮期には左方向に収縮してアセット価格は低落する。それらはもはや「近似貨幣」ではない。ここに金融資産を現金＝価値の自立的形態である支払手段に代えようとする強い需要が生じ、最終的に最後の貸し手が登場せざるを得なくなる。中央銀行は国民国家とともに社会経済の大混乱を防止しなければならぬ。

#### 第二．債権債務関係の連鎖性について

貨幣（マネー）市場の独自性は商品（マネー）の「売買」に伴う債権債務関係の発生にある。財市場では通例、売買の後には当事者の契約関係は残らない。契約はいわばスポット（点）で終了する。貨幣市場では売買によって債権債務関係が発生し、債務決済期限にむけて契約当事者双方を拘束する。ノーマルな信用関係においては債務が期限に支払われて終了する。だが、債権債務関係においては債務不履行の可能性が必ず含まれる。そしてそこに債権債務関係の不安定性が生まれる。商業手形が裏書で転々流通すればAの債務はBからの債務支払いに依存しBの支払いはCからの債務支払いの依存する、等々である。この支払連鎖の途中で債務不履行が生じれば連鎖は中断されて倒産の連鎖となるやもしれぬ。また銀行（＝金融仲介機関）がその準備金により、あるいはその信用創造力により、債務不履行の連鎖を中断できるかもしれない（リスクの分散負担）。だが、逆に銀行の支払能力 solvency に不安が生じれば信用が逼迫し債務不履行の連鎖の危険が高まる（リスクの集中）。この市場とともに、かつ市場の背後で、進行する支払連鎖（債権債務関係の契約ネットワーク）の安定度・不安定度は、商品（マネー）の「価格」変動、つまり利子率（または金融アセットの利子スプレッド）の変動の背後に隠れている。それは数値の計量統計に現われ

難い。支払連鎖が中断し倒産が倒産をよんで貨幣需要が中央銀行に殺到すれば、最後の貸し手は緊急に支払手段を供給しなければならぬ。

第三、国民国家による社会の政治統合について：貨幣・金融の政治経済学

貨幣市場の階層性と連鎖性は中央銀行信用を介して信用制度が国民国家による社会の政治統合と不可分に結びついていることを示す。たしかに国民国家による社会の正統性統合は「純粋な経済」の問題ではないし、エコノミクスの主題ではない。だが貨幣はその形成においてすでに社会の政治統合を要請しており、形成の水平的基礎と垂直的基礎を持っている（前掲『貨幣の形成と進化』第4章）。国家は歴史的に造幣高権 *seigniorage* を保有する。経済社会を「下部構造」とし、政治的国家を「上部構造」すれば、信用制度は両者を連結する「中間構造」と言えよう。

以上の三つが二つの恐慌が中央銀行に関し提起する共通の理論 *theory* の問題である。

これまで二つの中央銀行の国際的諸機能を捨象してきたが、19世紀のロンドン貨幣市場も、現在のニューヨークとロンドンの二つの国際金融センターも世界市場の内部にあり、イングランド銀行もFRBも国際金融の基軸にある。そして19世紀中葉から21世紀初頭にいたる国際通貨制度は大きな歴史的変貌を遂げてきた。この変貌はもちろん世界市場の歴史的変貌を構成する部分であり、「純粋な」資本主義体制を想定して組み立てる経済理論 *theory* では扱えない歴史 *history* の問題である。これはすでに本ノートの範囲を超える主題であるが、評者は世界市場の歴史的変貌を、世界政治経済統合体の形成—分裂—再統合の過程として規定している（岡田裕之『冷戦から世界経済再統合へ』時潮社,1997年）。第一次グローバリゼーションと第二次フローバリゼーションの区別と連関もこの規定から説明できる。

ただし、現在の為替相場のフロート制下のドル本位制は、国際金本位制の成立から戦間期における金本位制の崩壊、戦後の管理通貨制の成立とBW（ブレトン・ウッズ）期の米ドル＝金本位制度体制を経て、歴史的に成立している。

この歴史的経過において、金貨幣を信用制度の全基礎におく金本位制の時期における貨幣・金融恐慌と、現行の管理通貨制、すなわち金基礎から離れた債権＝債務、合計ゼロの記号貨幣である米ドルを基礎とする国際通貨体制の時期における貨幣・金融恐慌は、理論的にも相互に本質上区別されねばならない。

評者は前掲『貨幣の形成と進化』第7章、においてこの問題を扱った。その際、管理通貨、記号貨幣が完全機能貨幣として働く条件を、国民国家統合における下部構造・中間構造・上部構造から説明する仮説を立てた。だが、川上氏は『1847年恐慌』の序論において信用制度の金貨幣基礎と、管理通貨、米ドル基礎とを、区別なしに扱っているように思われるが、これは歴史 *history* も、理論 *theory* も無視した議論ではあるまいか。