

### 両大戦間期におけるアメリカの資本輸出(1) : アメリカの資本蓄積との関連を中心として

ABO, Tetsuo / アボ, テツオ / 安保, 哲夫

---

(出版者 / Publisher)

法政大学社会学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

社会労働研究 / Society and labour

(巻 / Volume)

14

(号 / Number)

2

(開始ページ / Start Page)

22

(終了ページ / End Page)

70

(発行年 / Year)

1967-12-01

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00017783>

# 両大戦間期におけるアメリカの資本輸出(一)

——アメリカの資本蓄積との関連を中心として——

安 保 哲 夫

## 目 次

序章 問題の提起

第一章 前 史

第一節 大戦前のアメリカの資本輸出

第二節 大戦期における世界経済とアメリカの構造変化

第二章 展開過程

第一節 概観——機構と時期区分

一、資本輸出展開の機構

二、時期区分

第二節 準備的展開期(大戦終結〜二三年前半)

一、一八年〜二一年半(以上、本号)

二、二一年夏〜二三年半

第三節 本格的展開と激減の時期(二三年後半〜二九年株式ガラ)

一、二三年後半〜二八年初(以上、次号)

二、二八年春〜二九年秋(以下、次々号)

第四節 衰退と停止の時期（三〇年代）

第三章 歴史的意義

第一節 二〇年代におけるアメリカの資本蓄積と資本輸出

第二節 相対的安定期の世界経済とアメリカの資本輸出

第三節 三〇年代におけるアメリカの資本輸出

むすび

序 章 問題の提起

第一次世界大戦は、「古典的」帝国主義段階において形成されていた資本主義の世界編成に急激な変化をもたらした。そしてその変化のうち最も重要なものは、アメリカが金融、産業いずれの面においてもイギリス、ドイツを大きく凌駕する力を備えて大戦後世界経済の「中心国」<sup>(1)</sup>的地位を占めることにいたったことである。<sup>(2)</sup>この結果アメリカの資本蓄積の動向は、大戦以後の世界経済の発展において直接間接に最も大きい影響力をもつことになったのであるが、このアメリカの新たな世界的地位は、具体的には、この時期の世界経済において圧倒的比重を占めるにいたったアメリカの貿易と資本輸出の展開のうちにもみることができる。大戦後のアメリカの資本輸出は、二〇年代ことにその後半期においてアメリカ資本主義史上最大の隆盛を記録した。そしてこの資本輸出の展開が、大戦後ヨーロッパ資本主義諸国の危機を回避させ、またヨーロッパ経済の安定化を通じて世界経済にいちおうの相対的安定をもたらした最も重要な要因であった。さらにこの相対的安定期の崩壊もまた、直接には二八年以後のアメリカの資本輸出の激減と

二九年の株式ガラとともに始まったのであり、その帰結が世界恐慌と再建全本位制の崩壊、そしてこれに続く世界的なブロック化の時代、いわゆる国家独占資本主義の時代の出現であった。このように、この時期のアメリカの資本輸出は、二〇年代を過渡期とし三〇年代に国家独占資本主義として明確なたちをとるにいたる世界資本主義の重大な転換期において、その過程を媒介する大きな役割を果していたのである。本稿は、この資本輸出の展開過程を考察しようとするものである。

(1) 第一次大戦後のアメリカは、後述するごとく、世界経済の有機的な分業編成を媒介した大戦前のイギリスのような意味でも、また第二次大戦後資本主義世界において経済的にも政治的にも圧倒的な力を保持しつつそこにおいて指導的役割を果たしているアメリカのような意味でも、「中心国」としては不十分な条件しかもちえなかった。しかし、ともかく世界最強の資本主義国としてアメリカの活動なしには世界経済の「相対的安定」さえも実現不可能であったという意味で、いちおう「中心国」としておこう。

(2) もちろん、後述するように、この帝国主義世界戦争を通じて資本主義の世界編成における最も弱い環ロシアに社会主義国家が成立したことは、質的な意味においては、資本主義が社会主義への世界史的な移行期を迎えたことを示すきわめて重要な変化であった。しかしこのときの社会主義国ソ連邦は、なおそれ自身の政治・経済力をもって直接資本主義を脅すまでにいたっていただけではなく、とくにヨーロッパ資本主義国の危機が遠退くにしたがい、むしろいかに内外の反革命勢力から新生社会主義を防衛しつつ壊滅的打撃を受けた国内経済の社会主義的建設を遂行するかという重大な課題に直面していた。したがって、大戦後における世界資本主義の発展に現実に最も大きい影響をあたえることになったのは、アメリカ資本主義の動向であったといつてよく、こうしてこの時期以降アメリカの資本蓄積の構造と運動の考察が以前にもまして重要な意義をもつにいたったのである。

ところで資本輸出は、それ自体としては私的な投資家なり企業が個々におこなう対外投資、貸付の集計にすぎないが、その全体としての動きは、資本輸出国の資本蓄積の構造と運動およびこれを受入れる世界経済の側の諸条件と

いった、いわばそれが展開される枠組によって規定されている。しかし他面において、こうして展開された資本輸出は逆に内外のそれ自身の枠組に一定の影響を与えるのであり、ことに世界経済の発展に対してはきわめて重要な役割を果しうるのである。こうして一般に資本輸出の分析の課題は大きく二つあるといつてよく、その一つは、資本輸出の展開過程を考察することを通して、外部との関連においてこの資本輸出を規定した輸出国の資本蓄積の構造と運動を明らかにすることである。そしてその第二の課題は、資本輸出が世界経済の発展をどう媒介したか、その意義を明らかにすることである。そしてわれわれが資本輸出の考察をおこなうばあいは、上述のことからもわかるように、これをいわゆる国際資本移動論といった内容の乏しい一般論やたんなる国際金融の問題としてとりあげるのではなく、資本主義の特定の発展段階においてその世界編成のなかで規定的役割を果している資本主義国が、その資本蓄積の重要な一環として展開する資本輸出を問題にするのであるから、第一の課題がより基本的なものと考える。第二の課題は、第一の点が明らかにされたうえで、主要な資本輸出先である各国の経済分析や世界経済論の各分野の協力をまっして完遂されうるものであろう。もちろん、第一の資本輸出国の資本蓄積との関係を重視するばあいにも、資本輸出の展開自身が世界経済の発展構造との関連においておこなわれるのであるから、当然に第二の点を無視して分析がなされうるわけではない。

そして本稿でも、以上のような考えにしたがい、また時間的制約もあって、上述した第一の点、つまり大戦後におけるアメリカの資本蓄積の構造と運動がその重要な一環として資本輸出を展開した関係を明らかにすることに、重点がおかれている。そしてまたこのばあいにも、アメリカの資本輸出とこの時期の世界経済編成との特殊な関係からして、第二の点を問題にせざるをえなかったのは当然である。したがって、第二の課題についても既存の研究成果に依

存しつつその基本的な点についてはいちおうの考察をおこなったが、このばあいには、すでに第一の点が考察されておれば、この時期のアメリカの世界的地位からみてその資本輸出が果たした役割についてはかなりのところまで推定しうるといえよう。

さて、本論にはいるにあたってここでその主要な問題点を整理しておこう。最も重要な問題は、大戦直前においてなお世界最大の資本輸入国であったアメリカが、大戦を通じて一転して最大の資本輸出国になりあがったのであったが、それはアメリカ金融資本の蓄積構造におけるいかなる変化にもとづくものであったのか、という点に関するものである。それはまた、後述するように大戦前においてもアメリカは、資本輸入額を大幅に下回っていたとはいえ資本輸出そのものは増大させつつあったのであるが、大戦による急激な一大変化はそうした従来のアメリカ資本主義の発展傾向とどのようにかかわっていたのかという問題でもある。それとともに、そのような大戦後アメリカの資本蓄積の動向がこの時期の世界経済の動向を規定した最大の要因であり、その貿易とともに資本輸出の動きがこの両者の関係を媒介する重要な環をなしていたとすれば、そこで資本輸出が果していた歴史的役割についても可能なかぎり考察することになる。そして世界経済の具体的問題でいえば、ドイツ賠償問題の「解決」と国際金本位制再建に続く相対的安定、その崩壊——世界恐慌といった諸過程において、アメリカの資本輸出がいかなる役割を果たしたかという点とその主なるものであるが、またそうした過程を考察することが、二九年の大恐慌のあとニューディールに始まるアメリカにおける国家独占資本主義の性格の一面を明らかにすることにもなるであろう。本稿では、以上のような問題について、主としてアメリカの資本蓄積過程の具体的な考察を通じて明らかにしてゆこう。

ところで、以上のような問題意識にしたがって大戦後のアメリカの資本輸出を考察するばあい、われわれは大戦前

の「古典的」帝国主義段階におけるそれについて簡単な素描をあたえておかねばならない。「古典的」帝国主義段階における資本輸出の意義は、基本的にはすでにヒルファディング、レーニン以来明確にされてきているといつてよい。<sup>(3)</sup>すなわち帝国主義段階における資本輸出は、まず国内資本蓄積との関連でいえば、それは金融資本の支配する国民経済の枠内では基本的には資本の過剰蓄積を基盤とし、この過剰資本が対外投下される形態としてある。したがって帝国主義国の資本輸出の展開を考察することの意義は、一方ではその国内的枠組である国内経済の金融資本的な資本蓄積の構造と運動を、その海外経済領域との関連において明らかにすることにある。他方、資本輸出がこの段階における世界経済の発展において果たした役割との関連でみれば、一面ではそれは世界経済における分業編成の順調な拡大に寄与しつつ、しかし他面において上述した側面とはまったく逆に、この段階における世界の分割なかんづく再分割の最も重要な手段として帝国主義諸列強間の国際対立を激化させ、結局その過程で世界大戦をも導くことになったという関係を明らかにすることである。

(3) ヒルファディング『金融資本論』岩波文庫版、岡崎次郎訳、一九六五年、とくに(中)、一一二頁および(下)、第二十二章、レーニン『帝国主義論』国民文庫版、堀江邑一訳、一九六〇年、とくに第四章、参照。以下の叙述は、そのつど示さないが注、本文とを問わず基本的にはこれらの優れた分析によりつつなされている。

ただ、資本輸出論に関してはレーニンの説き方はやゝ一般論的であって、資本主義の特定の発展段階における金融資本的蓄積との関連において資本輸出の展開の機構を十分明らかにしているとはいえないようにおもわれる。もちろん、レーニンが『帝国主義論』において明らかにしようとした中心問題は「資本主義の最高の発展段階としての帝国主義」の世界史的性格であったことはいうまでもない。したがってレーニンは、「独占が支配している最新の資本主義においては、資本の輸出が典型的となった」とし、商品の輸出が典型的であった「古い資本主義」との対比において「最新の資本主義」が展開しつつある資本輸出の歴史的意義を強調している。すなわち、一九世紀最後の四半世紀にそれまでのイギリスの世界市場独占が

後進資本主義の発展によってくつがえされたが、こうして相並ぶことになった少数の先進資本主義諸国では独占団体が形成されるとともに膨大な『資本の過剰』が生じ、これが資本輸出を必然化したと述べている。しかしながら、後述するように同じく『資本の過剰』が生じたといっても、イギリス、フランスのそれとドイツのそれとはかなり重要な相違があり、その相違はそれぞれの金融資本の蓄積構造の特質を反映したものであったから、そうした点を重視することによってはじめてこの段階の資本輸出の歴史的意義も明確にしうるのではなからうか。つまり、この段階の資本主義の世界編成におけるイギリス、ドイツ、アメリカといった諸国の地位と、それに強く規定されたそれぞれの金融資本的蓄積構造との関連において資本輸出の性格を説くことが必要とされたであろう。レーニンは、一方で金融資本の基盤として独占団体の形成を説きながら『資本の過剰』と資本輸出の必然性の内容的説明については、これを農業の未発達と大衆の貧困との関連において資本主義一般の問題としておこなっているといつてよいであろう。また資本輸出国のタイプがイギリス、フランス、ドイツの三種類に分類されているのであるが、そのそれぞれの背景と歴史的位位置づけについて必ずしも明確な指摘は示されていない。そして以上のような説き方のために、『帝国主義論』の基本的命題ともいうべき「資本主義の基礎のうえでは、一方で生産力の発展および資本の蓄積と、他方では植民地および金融資本の「勢力範囲」の分割とのあいだの不均衡を除去するに、戦争以外のどのような手段がありうるだろうか？」（同訳書、一四二頁）という重要な内容の説明において、その資本輸出論が果している役割が「資本輸出をしている国は、比喩的な意味で、世界を自分達のあいだで分割した。」といった指摘にとどまることになったのではないかとおもわれる。

ヒルファディングの資本輸出論についてもいくつかの不明瞭な点がみられるが、『金融資本論』を全体として読めば、以上述べたような問題は基本的にはほぼ受けとめられているといえよう。

さて大戦前の「古典的」帝国主義段階における主要な資本輸出国をみれば、そこではイギリス型とドイツ型があり、それぞれがこの時代の主要帝国主義国の資本蓄積構造を反映するものとして世界史的意義をもっていた。われわれは、つぎに指摘するような理由からこの二つのタイプのうちドイツ型の資本輸出に、この段階において世界史を規定したより積極的意義をあたえることができる。<sup>(4)</sup> というのは、「古典的」帝国主義段階にドイツ金融資本によって展



開された資本輸出が量的にはなおイギリスの三分の一程度であったが、この時期の海外勢力圏の再分割闘争、国際競争の激化、帝国主義世界戦争の勃発という世界史における一連の基本的動向を規定するうえで最も重要な役割を果したからである。もちろん、この同じ時期におけるイギリスの資本輸出も、その規模を著しく急増させており、それが世界経済の発展を媒介、促進した意義は非常に大きいものがあつたといえる。しかしこの時期の世界資本主義の動向とのかかわり方からみれば、ドイツのそれが積極的な規定要因になつていたのに対してイギリスのそれは消極的な規定要因にとどまっていた。そこでつぎに、本論の展開の前提になる第一次世界大戦の基本的性格を考えておくという意味も含めて、「古典的」帝国主義段階におけるドイツ、イギリスの対抗関係のなかでそれぞれの資本輸出が果たした役割を簡単に位置づけておこう。

(4) 戸原四郎助教は、ヒルファディング、レーニンの資本輸出論の古典的規定をさらに発展させ、この時期における後進資本主義国ドイツの組織的独占体による資本輸出の積極的意義を明確にされた(戸原四郎「第一次大戦前のドイツの資本輸出」、嘉治貞三郎編『独占資本の研究』東大出版会、一九六三年、所収、参照。本文の叙述はこの成果にも大きく依存している。

「古典的」帝国主義段階における世界資本主義の基本的動向を直接に規定したものが、イギリス、ドイツという二大資本主義の世界市場における対抗関係であり、さらにこうした帝国主義的対立の経済的基礎が金融資本的蓄積機構にあつたことは、すでに周知のことである。ところでこの帝国主義的対立は、これをより具体的にみれば、自由主義段階におけるイギリスを唯一の中心国とした世界経済編成のなかに、「大不況」期以後重工業的生産力を主たる産業基盤とし、これを金融資本的に処理しようとする後進資本主義国ドイツ、アメリカが台頭してくることによって次第に

避けられないものになったのであった。<sup>(5)</sup> 巨大な固定資本にもとづく重工業的生産力の発展は、資本主義をして、その過剰資本の整理と生産力の高度化を、従来のように自律的な産業循環のみにゆだねていたのでは十分におこなえないとした。重工業資本は、このような事態に対して国内的には株式会社形態を媒介とし、結局は独占組織の形成を通じてのみ対応しうるのであるが、しかしこの独占体によるそうした対応は、その結果として独占内部に抱えることとなる過剰資本の対外的処理と絶えず不可分の関係をなして展開されざるをえない。というのは、重工業独占体は、関税に保護されつつおこなう組織的な価格維持によって、その巨大な固定資本設備の整理・更新についてはこれをできるだけなしくずし的におこなおうとする。そしてこのような蓄積の展開は、一方で独占利潤をもたらすが他方では独占体内部に生産制限を必要ならしめることになるから、そのことがまた必然的に独占体をして、この生産制限を避けて過剰生産能力の稼働率を引上げるべく、外国市場の獲得に駆立てることになるのである。ことに二〇世紀初頭のドイツ金融資本のばあい、その対外進出はイギリス、フランスといった先進諸国によってすでに分割が完了している海外経済領域に対する再分割闘争というかたちをとらざるをえなかったから、ダンピング輸出とともにその最も有力な手段として商品輸出と結合された「産業資本の輸出」(直接投資)の形態による資本輸出が強行されることになったのであった。しかもドイツなどの独占関税は国際的な関税競争を呼び起すが、そうなればその高関税をくぐって対外進出を図るためにもいっそう直接投資が促進されることになった。<sup>(6)</sup> ところでこうして展開されたドイツの直接投資のため

の資金は、独占体と一体化した大銀行に媒介されて、独占体内部の独占利潤があてられたことはいうまでもないが、さらにそれ以外にも大銀行によって社会的資金が動員された。しかし他面、一九世紀末以来の強蓄積の結果ドイツ資本主義全体としては絶えず資金不足状態にあったから、この資本輸出の強行はドイツの金融市場の逼迫を激化して、

仏、英などからかなり短資流入をまねき、かくして当時のドイツの資本収支は「短期借・長期貸」となっていたのである(ヒルファディング、前掲訳書(下)、九二二頁、戸原、前掲書、七二二三頁、参照)。このような無理をおかしてまで強行されたところに、この時期のドイツの資本輸出の特徴が端的にあらわれていたといえよう。

(5) 世界史的な帝国主義段階にその基盤を与える金融資本の規定を、先進資本主義イギリスと後進資本主義ドイツとの対抗関係の発展との関連においてあたえる視角を明確にされたのは、宇野弘藏教授のきわめて大きな功績である。そしてこの視角は、イギリスに対抗してあらわれたドイツ資本主義が、その後進性のゆえにかえて新たな重工業的生産力を独占組織をもつてよりよく処理する金融資本関係を成立させ、そのことを背景として世界の再分割闘争というこの段階の世界史の基本動向を決定する最も積極的な要因となった、という評価にもとづいているといえよう(さしあたり宇野弘藏『経済政策論』弘文堂、一九五四年、第三編を参照)。

(6) 以上のようにはいっても、直接投資の形態による海外投資が帝国主義段階以前の時期におこなわれなかったわけではない。直接投資はまた、現地での敷設、組立、加工やその他アフターサービスを必要とする重工業製品の輸出に伴う技術的性質に関連しておこなわれるばあいもある。しかし重要なことは、独占関税によって呼起される国際的関税競争が直接投資と結合した商品輸出を強く促進するという側面をも含めて、独占体による過剰資本の対処策が直接投資を不可避なものにする点にある。

これに対してイギリスの資本輸出は、量的には圧倒的に多く、後述するようにとくに大戦前の一九一〇年前後の期間をとれば資本市場における全証券発行額の七〇八割を占めるまでに急増していたのである(後掲、第41表)、これはドイツとは逆にむしろ金融資本的蓄積の体制を十分に確立しえなかったことの結果であった。イギリスの重工業資本は、その先進性のゆえにかえて個人企業的性格を長く残存させ、また広大な既存の経済領域が確保されていたこともあって、その巨大な生産力を独占組織によって包摂する体制を容易に編成しえなかったのである(宇野、前掲書、一

三一、一八六―七頁、参照）。そのためにイギリス重工業は、ドイツ、アメリカなどの後進資本主義国ことに対外進出を推進する強力な機構を確立していたドイツ重工業独占体の発展に圧迫されることになった。こうしてイギリスにおいては、国内の現実的蓄積面において相対的停滞があらわれざるをえなかったのであるが、他方自由主義段階以来の海外投資にもとづく利子、配当収入は年々巨額に達していたから、その当然の結果として現実的蓄積過程に吸引されない巨額の国内資金はその主たる投資先をますます海外に求めつつあったのである。しかもイギリスの資本輸出は、その伝統的な金融機構の性格（国内の資本蓄積にはあまり関与しないという）に規定されて「貸付資本の輸出」（証券投資）の形態をとるものが多く、それはそれなりにアメリカ、インドその他世界各国の鉄道建設などと結びついてイギリスの商品輸出拡大に大きく寄与したことはいうまでもないが、しかしドイツのそれに比して海外勢力圏の確保や商品輸出との結合の仕方が間接的であった。そしてイギリスのこの弱さが、資本輸出の量的急増にもかかわらず商品輸出の伸率においてドイツの著しい拡大を許すことになったのである。そしてその結果一九一三年に世界の商品輸出に占める三大強国のシェアは、イギリスが辛うじて首位を維持しつつ一線に並んだ（後掲、第43表）。

さて、こうして列強によって複雑に構成されることになった世界経済は、ついに統一的に編成されつつ発展することが不可能になるのであり、具体的には世界的に鉄道建設が停滞期に入ったこととも関連して、海外領域再分割闘争は不可避免的に国家的な、武力を背景とした対立に発展せざるをえなかったのである。以上のようにみれば、帝国主義段階における世界資本主義の基本動向において積極的役割を果たしたのがドイツの資本輸出、なかんづくその金融資本による直接投資であったことも納得できよう。

## 第一章 前 史

### 第一節 大戦前のアメリカ金融資本とその資本輸出

序章でわれわれは、「古典的」帝国主義段階において世界史を基本的に規定していたイギリス、ドイツという両帝国主義の金融資本的な蓄積構造を、その資本輸出との関連において概観してきた。しかしこの段階において世界史の動向を規定した最も重要なファクターの一つとして、アメリカ金融資本の存在を欠かすことはできない。この章では、本稿が本来の対象としている大戦後の考察に入るまえに、特殊な金融資本関係を成立させていた戦前のアメリカ金融資本とその資本輸出を、イギリス、ドイツの対抗関係と関連させながら考察しておこう。

二〇世紀初頭のアメリカ資本主義は、そのかなり特殊な性格に色どられてはいるが、国内的には重工業独占体が支配する資本蓄積機構を展開しており、さらにまたその対外関係の面でもイギリス、ドイツというこの段階の基本的な対抗関係に対してはなお側面に位置しながらも、やはりその関係を種々のかたちで媒介する重要な役割を果していた。そしてこのようなものとしてアメリカ資本主義は、「古典的」帝国主義段階をその基礎において規定する金融資本を成立させていたといえよう。アメリカは一九世紀最後の四半世紀以来、鉄道建設に触発された重工業の分野において株式会社制度にもとづく高度の資本の集積により、鉄鋼業に代表されるような独占体を確立させていた。そしてこの独占体は、国家の関税政策に保護されて国内では独占価格を維持しつつ世界市場にダンピングによる進出を図り、こ

うしてアメリカの商品輸出は、この時期の世界市場において、その内容はなお農業輸出国としての性格を強くもつていたとはいえ、量からいえばドイツとともにイギリスに接近していた(後掲、第43表)。さらに重要な点は、この商品輸出総額からみればなおそこに占める比重は低くとも、すでに国内市場を制覇した重工業製品がアメリカの周辺地域に進出していった事実であつて、このことは従来アメリカ市場に大きく依存しつつ発展してきたイギリス重工業に他の地域での市場確保対策の強化を迫るものであつた。また資本輸出についてみれば、それがその絶対額からいえばイギリス、フランス、ドイツに及ばなかつただけでなく、資本勘定全体としてもなお巨額の資本輸入国であつた事情はあらためて問題にしなければならぬが、しかし他面において直接投資を中心にかんがひのテンポで拡大しつつあつた点は注目しておかねばならない(第1表)。このように二〇世紀初頭以降のアメリカは、まだ必ずしも直接イギリスと衝突する関係にはなかつたとはいえ、その内外にわたる金融資本的蓄積領域の拡大により、主としてイギリスの既存の海外経済領域を狭める関係を通じて、イギリス、ドイツの対立をいっそう激化させる重要な役割を果していたのである。(3)

(1) アメリカは大戦直前において世界最大の資本輸入国であつた。アメリカは、一九一三年にイギリスの海外投資残高の二〇% (七・五四億ポンド) を占めて二位カナダの一三・七%を大きく上回つており、またこれはラテン・アメリカ全体のそれに匹敵するものであつた。さらにアメリカ

第1表 アメリカの国際貸借残高 1897—1914  
(単位: 100万ドル)

	1897 (12月末)	1908 (12月末)	1914 (9月1日)
資産			
証券発行	50	886	862
直接投資	635	1,639	2,652
合計	685	2,525	3,515
負債			
証券発行	3,145	6,000	5,440
直接投資			1,310
短期信用	250	400	450
合計	3,395	6,400	7,200
純負債合計	2,710	3,875	3,686

出所) Cleona Lewis, America's Stake in International Investments, 1938, p. 445

は、同年のドイツの海外投資残高のうちでも一〇数%（一〇億RM）を占めて一國では二位のオーストリアーハンガリーの三%をはるかにひき離していた（以上、R. I. A., *The Problem of International Investment*, 1937, p. 121, 127参照）。

(2) アメリカでは、海外投資は証券発行 (portfolio) と直接投資 (direct investment) に分類されているが、これらは既述のヒルファディングの分類「貸付資本の輸出」、「産業資本の輸出」にそれぞれ対応している。

(3) 以上に述べてきたアメリカ金融資本による資本蓄積構造およびそれがイギリス、ドイツの帝国主義的対立を激化した役割については、つぎのものを参照。石崎昭彦『アメリカ金融資本の成立』東大出版会、一九六二年、とくに第三章、および同「アメリカ鉄鋼業の市場構成について」、『神奈川大商経論叢』一九六六年、第二卷三号、とくに一三四—六頁（注二）。

ところで、アメリカ金融資本は類型的にいえばドイツ型に属するといつてよいが、しかしアメリカ国内になお広大なフロンティアを残していた点で後者とは決定的に異り、また大規模な国内農業を抱えていた点においても大きな相違があった。このフロンティアの存在は、アメリカ資本主義の再生産構造に種々の特殊な性格を与えたが、このことが独占構造の性格に与えた影響についてもその例外ではなかった。すなわち、フロンティアにおいて西漸運動が可能ならぬ限りでは、そのことは独占形成にさいして「ぬけ穴」としての意義をもつものであった。そのために、アメリカの独占組織がドイツのようなカルテルではなくトラストという形態をとり、それが資本市場においてモルガンなど金融業者が推進した著しく投機的な過程に媒介されつつ成立することになったのであるが、さらに重要なのはその鉄鋼トラストが鉄鉱石や石炭といった原料供給部門のいわば自然独占によって補強されつつ維持された点にあった（以上、石崎、前掲書、一七四—五頁、第三章第二節一、二、参照）。そしてこのようなアメリカ金融資本の蓄積構造においては、その資本輸出の展開が特殊なかたちをとることになったのも当然である。つまり独占体制そのものは特殊な関係を通じて維持されたとしても、鉄道建設と結びついたフロンティアの商品経済的な開発が継続されているあいだは、独占体内部の過剰資本の対外処理圧力はそれだけ緩和されたのである。そしてそれだけではなく、このフロンティアの開発

にともなう大規模の資金需要は、自由主義段階以来大量の労働力とともに巨額の資本をヨーロッパを中心に流入させていたのであるが、そうした関係は金融資本が成立した二〇世紀にはいっても変らなかつた。イギリスの対米投資がアメリカの対外投資を上回る規模で許されたのも、そうした事情によるものであつた。

しかし、既述のドイツのばあいにもある程度類似の事情がみられたように、その国の金融市場全体として資金不足にあつても独占は自らの蓄積領域を海外に拡張するためには資本輸出をおこなう。そしてそのばあいには、その対外進出の手段として資金を効率的に投下するために当然直接投資の形態で展開されることになるのである。そしてこの直接投資形態による資本輸出の伸率が、前掲第1表のように一九〇八—一四年の時期にとくに顕著になっていることは、アメリカの独占体が、一九〇七年恐慌以後国内の鉄道建設が停滞化した事態に対応してその対外進出の態勢を強化したことに関係があるろう。ただそうはいつても、大戦前における直接投資の展開過程と重工業独占体の要請との関連をあまり強く考えることはできない。一四年の直接投資残高はドイツのその約二分の一であつて絶対額としても多くはないし、<sup>(4)</sup>さらにその内容からみても、一方ではヨーロッパ、カナダなどに機械、金属、電気、化学といった製造業や鉄道業(中米)の進出がみられたが、他方鉱業、農業などがそれら以上ないし同じ程度に増加していたのである。<sup>(5)</sup>もちろん、鉱業、農業部門での直接投資のばあいも巨大資本による特殊鉱産物や熱帯産農産物の独占的生産と供給という帝国主義的進出の一面をなすものではあるうが、しかしそのような側面が金融資本による直接投資の主要なものでないことは既述のことから明らかであろう。

(4) 第1表によれば、一四年のアメリカの直接投資残高は二六・五億ドルであつたが大戦直前のドイツのそれは二〇〇億マルク(約五〇億ドル)程度と推定されている(戸原、前掲「ドイツの資本輸出」、六八頁)。



(15) C. Lewis, op. cit., pp. 605-6, 595; D. of C., American Direct Investments in Foreign Countries, 1930, p. 40, 42.

さて、以上概観してきたようなアメリカの金融資本的蓄積構造の特殊性を規定していたフロンティアは、大戦直前には外延的にも内包的にもほぼ消滅していたといわれる。そしてそのことが上述したようなアメリカ資本主義の資本蓄積に大きな変化をもたらすものであることはいうまでもない。しかしアメリカ資本主義は、このような背景のなかで第一次大戦を迎え、その蓄積諸条件はこれによって新たに重大な変化をきたすことになったのであり、大戦後のアメリカの資本蓄積はそうした新しい諸条件のもとに展開されることになったのである。そこでつぎに、節をあらためて大戦期におけるそうした諸変化をみてみよう。

## 第二節 大戦期における世界経済とアメリカの構造変化

第一次大戦は世界経済の編成に重大な諸結果をもたらしたが、そのうちで最も基本的なものは、アメリカの地位の飛躍的上昇、これに対するドイツ、イギリスの大幅な後退、後進的諸国の全般的進出といった事態であった。そしてこのように変化した大戦後の世界経済は、大戦を必然化した「古典的」帝国主義段階の世界経済編成における内部矛盾を排除できないままにさらに重大な構造的不均衡要因をかかえることになったのである。そこでつぎにそうした大戦の諸影響を概観しておこう。

アメリカについてみれば、大戦がこの国にもたらしたもつとも直接的な結果は、さきの第1表にみられる国際貸借関係の転換である。すなわちルイスのこの表によれば、一四年のアメリカの対外長期債務総額は六七・五億ドルにのぼっていたが、短期負債も含めて対外債務総額は三六・九億ドルで、〇八年に比してわずかではあるが減少傾向にあっ

た。第一次大戦はこの傾向を一挙に飛躍させ、一九年には逆に民間保有の在外資産総額が二九・七億ドル、これに政府間貸付を加えると大戦後のアメリカは実に総額一二五億ドルの在外資産を保有する世界最大の債権国になっていた。

しかしより重要な結果は国内の再生産構造にもたらされた変化であり、またそうした変化によって上述した国際貸借バランスが維持拡大されることになったことであった。アメリカの資本は、大戦期において交戦諸国と第三国市場で与えられた未曾有の世界市場に対し急激な生産の拡張によって応じていたため、終戦によってこの外的な市場が突然消滅したとき極度の過剰蓄積が表面化することは避けられない状態にあった。さらにいえば、この生産の拡張は、戦時経済の常として生産性の上昇をとまなわないたんなる「横への拡大」という面を強くもっていたのであり、そのため大戦末期から終戦直後にかけて労賃と生産諸資材価格の異常な高騰としてあらわれたボトル・ネック状態を招き、外的需要の縮小を契機として激烈な戦後恐慌を必然化することになったのであった。こうして大戦は、一方ではアメリカの生産能力を異常に拡張させたのであるが、他方それはこの国の国内市場に対しても特殊戦後の要因をもたらした。すなわち、大戦後のアメリカの国内市場は、企業および個人において貯蓄された戦時利得を主要な基盤とする「練り延べられた需要」(pent-up demand) と世界的に集中された貨幣用金を基礎とする信用基盤の拡大という事情によって、かなり大規模な特殊戦後の需要を与えられていた。前述した大戦中とその直後の異常な生産の拡大過程は企業に巨額の戦時利潤、勤労大衆にはかなり高水準の労賃、そしてその他階層に依じて種々の形態をとった戦時利得をもたらしたのであるが、このうち農業所得を除く大部分はさしあたりは総額二一五億ドルにもものぼる大々的な自由公債の販売過程に吸収され、後述するようにそれが社会的需要として発動するのは基本的には戦後恐慌の後まで練り延べられたのである。また輸出の増大による貨幣用金の巨額の累積がこの国の信用基盤を大幅に拡大したことは、

上述した債権国化により対外利子、配当支払いが逆に受取りに転じたこととあいまって、やはりこの国の社会的資金に大きな余裕を与えたのであり、これらは戦後のアメリカの国内市場をさらに大きく広げるものであった。ただ、上述したような種々の戦時利得のうち労賃以外の形態のものについてはそのすべての部分が需要として発動するとは考えられず、一部分が直接社会的資金として貨幣市場や資本市場に流入したと考えられるし、とくに貨幣用金の増大を基礎として拡大された資金は、そのかなりの部分が直接金融部面に向けられる性質のものであったといつてよい。

以上要するに大戦直後のアメリカは、その国内経済においては、一方に外的に与えられた世界市場に対応して著しく拡張された生産能力と他方において同じく大戦がもたらした大規模な特殊戦後の需要をもち、さらに金融市場には豊富に供給されうる資金源をもつことになっていたのである。ところで大戦後のアメリカは、既述のごとくすでにフロンティアを消滅させていた。したがって、大戦前にフロンティアの開発による国内市場の拡大をその重工業的發展の主要な条件としてきたアメリカの資本主義は、大戦後の国内市場においては、さしあたり特殊戦後の需要に支えられまた大量の国内資金を利用しようという新たな諸条件のもとにその蓄積を開始することになったのである。

(1) 戦時利得のうち農業利得だけはその多くの部分が土地投資にむけられたが、これは戦後恐慌とその後の地価暴落によって農民の手から奪われた。そしてこの過程で生じた大規模の農地抵当債務負担が、二〇年の農業恐慌の主要な一因をなしたのである(馬場宏二「政策金融の系譜」『商経論叢』一九六五年、第一卷四号、とくに一三二―七頁、参照)。

では国内経済においてこうした諸条件をもつことになったアメリカは、大戦後の世界経済においてどのような地位にたつことになったであろうか。大戦期を通じて変化したアメリカの世界経済的地位を規定した諸要因のうち、最も重要なものは、隔絶した生産力にもとづく世界貿易上の地位の躍進である。大戦後アメリカの貿易はイギリス、ドイ

ツに比して量的に大きく進出しただけではない(後掲、第43表)。一方では大戦という特殊な時期を反映して、従来傾向としては減退しつつあった農産物輸出が再び非常に拡大したのであるが、同時に直接間接の軍需物資として自動車、機械などを中心とする工業製品輸出も大いに伸展した。そしてこのアメリカの工業製品輸出面における優位は大戦後も二〇年代を通じて維持されることになったのであるが、これを可能にしたアメリカとヨーロッパ諸国との生産力較差は、前者が大戦とその直後の時期に生産力を大きく上昇させ、また戦後恐慌後にもかく一定の合理化を推進したのに対し、後者においてはその生産諸条件が物理的に破壊されさらに内外の政治的危機に影響されて戦後復興の遅れが重なるという、両者の対照的な事情に起因していた。それとともに大戦後のアメリカの貿易上の優位は、この国の商品輸出が巨額の資本輸出によって直接間接に促進されるという有利な条件を備えるにいたって確定的になったのである。しかしこうしたアメリカの世界貿易における進出は、たんに各国の輸出市場を一般的に圧迫しただけではない。アメリカの進出は、その経済構造の特殊な性格によって大戦後世界経済の発展構造に重大な不均衡要因を挿入することになったのである。すなわちすでに重要な研究成果が発表されているように、アメリカ経済は、その内部に広大な農業地帯と豊富な自然資源を擁しておりそのため貿易依存度がきわめて低いのであるが、他方大戦後のアメリカの貿易量は世界経済からみれば最大の比重を占めることになったのであり、そのことはつぎのような諸点において世界経済の有機的に関連した発展を阻害する要因となった。第一に、その貿易依存度が低いことはアメリカの景気変動を他の諸外国のそれから相対的に独立させ、主としてその国内要因によって極端に進展させる傾向をうみだすのであるが、そのことはアメリカの輸入に多く依存している諸外国の景気変動を著しく不安定なものにする。第二に、アメリカの輸出品目構成において、減退傾向にあるとはいえないお農産物の占める比重が高いという「二重構造的貿易構造

は先進工業国のみならず後進農業諸国の輸出をも圧迫することになる。そしてこのことは、先進国と後進国との世界貿易ひいては世界経済における分業編成をきわめて困難にするのであるが、とくに大戦期の特殊需要によって農業生産力を急速に引上げた農業諸国にとっては問題は深刻化せざるをえなかったのである。そして第三に、アメリカの貿易収支としてみたばあい、熱帯地域を除いて全ての地域に出超でありしたがってこの収支全体も恒常的に大幅の出超を維持する傾向をもつから、絶えず世界貿易における「流動性不足」問題を表面化させる危険性ははらむものであったといえよう。

(2) 楊井克巳編『世界経済論』東大出版会、一九六一年、とくに馬場宏二「第二篇、第一章、貿易」参照、本文の以下の指摘は主としてこれに従っている。なおより詳しくは本稿第三章、第一節参照。

貿易についてアメリカの世界経済的地位を規定したのはいうまでもなくその資本輸出力である。大戦後のアメリカの資本輸出が本格的に展開される条件が熟してくるのは、のちにくわしく考察するように二三年後半以降のことであるが、しかし大戦が終わった時点においてすでにそのある程度の基盤は準備されていた。すなわち、前述したようにアメリカは大戦期において純債権国に転換しており、その過程において限られた範囲においてながら外国証券引受の経験をもち、また戦時利得や信用の基礎の拡大などによってある程度の資金的基盤をもっていた。もちろん大戦直後の内外の諸条件のもとでは、ただちに海外投資にむけられうる資金はそのごく一部にすぎなかったであろう。しかし以上のような事情とともに、資本輸出国としての重要な外枠ともいべき貿易の大幅な出超構造の恒常化という国際収支上の特質を考慮すれば、ともかく大戦を通じてアメリカは純資本輸出国としての諸条件を備えるにいたったといつてよい。そしてアメリカの資本輸出が相当規模で展開されれば、さきにみたその貿易構造のもたらす世界経済内部の

不均衡化作用は、少くとも表面的には一時緩和される関係にあった。それだけではなく、後述するように大戦後世界経済の展開にとって不可欠の前提である国際金本位制の再建のためにも、すでにイギリスが戦前のような巨大な資本輸出国として再現しえない以上、そこにおいてアメリカの資本輸出が果すべき役割は決定的に重要なものがあつたといつてよい。以上、貿易と資本輸出という主要な契機をとりあげて概観したことからわかるように、大戦後の世界経済においては、それがどのような方向をたどるにしても、そこにおいてアメリカの資本蓄積の動向がきわめて规定的な役割を果す構造になつていたことは明らかであつた。

ついで大戦がヨーロッパ先進諸国にもたらした諸結果を概観しておこう。前述したアメリカの大戦期における異常な輸出の増大、生産の拡大の過程は、ヨーロッパ交戦諸国にとっては、大量の直接のおよび間接的な軍需物資の輸入、その結果としての対米債権取りくずし、さらには巨額の対米債務の累積過程と対応していた。そしてこの未曾有の戦争破壊の結果、大部分の交戦諸国は、大戦期における巨額の対米政府間債務に加えてなおそのうえに、緊急かつかなりの規模の復興資金を導入しなければならない立場に置かれることになつた。このことは当然かつての大資本輸出国にも少くとも一時的にはあてはまる事態であつた。これら諸国についてみれば、イギリスは戦前の巨額の対外債権の四分の一を前述のごとき対米支払や債務不履行のために失い、フランスは対外債権の半分以上を喪失し（その大部分がロシア革命によるもの）（以上、R. I. I. A., op. cit., pp. 130-1）、ドイツでは大戦による生産諸条件の破壊に政治的危機が深刻にからみしかも巨額の賠償支払を要求されていた、といったそれぞれの事情をかかえて戦後における海外投資能力をいちじるしくあるいはまったく減退させていたのである。

こうしてこれらヨーロッパ先進諸国においては、大戦の究極の原因ともいふべき金融資本的蓄積過程における過剰

資本さらにはその背後にある過剰生産設備が大規模に物理的破壊を被り、その結果当面戦後復興が達成されるまでの期間は、以前のような金融資本的過剰蓄積にもとづく激烈な帝国主義的国際対立は後景に退くことになっていたのである。しかし大戦は、新たに別のかたちにおいて重大な国際対立をうみだす禍根を残した。すなわち、大戦後のヨーロッパにおいては、弱体化した帝国主義諸国間における死活の生存競争が不可避となり、賠償―戦債問題として紛糾した戦後処理の問題は、大戦後国際政治の重大な対立にまで発展した。そしてこの対立は、後述するように結局アメリカの政治力と経済力の介入なしには「解決」しえないところまで尖鋭化するにいたった。要するに大戦直後のヨーロッパ諸国は、自力では自国の戦後処理と復興を軌道にのせることが不可能なまでに大きな戦争の打撃を被っていたのであるが、他面戦後の世界経済的諸関連の回復は国際金本位制の再建を大前提とし、この国際金本位制再建はまたヨーロッパ経済の安定化なしには実現されえないものであった。<sup>(3)</sup>そしてこのヨーロッパ経済の安定化のなめがドイツ賠償問題の解決にあったことも明らかであったが、ともかくこれをなしうるのがアメリカ以外にありえなかつたとすれば、結局戦後の世界経済の再編成と新たな展開はアメリカの介入をまっしてはじめて動きだす関係にあったのである。

(3) 大戦後世界経済における国際金本位制の意義についてここで明確な評価をくだしうる準備はない。しかしこの時期の金本位制の意義は、それが「古典的」帝国主義段階にヨーロッパを中心とする国際多角貿易決済機構の成立と表裏一体の関係をなして整備された歴史を想起すれば、いちおうの見当をつけることはできよう。

そもそも金本位制は、個々の資本主義およびその世界編成において商品経済関係を通じた蓄積運動の自律的な調整の機構として本来的に不可欠のものであるが、帝国主義段階以降整備されてきた国際金本位制は、一面ではそうした本来の機能においては大きなゆがみをうけながら他面では当時の世界経済の統一的編成において重要な役割を果していた。大戦直前の国際的多角貿易関係は、ヨーロッパとくにドイツを重要な中継点としてイギリスとアメリカおよびその他後進諸国が国際分業をなすかたちになっていたが、この分業関係は、後進諸国の通貨制度と国際決済ルートの重要な一部がイギリスを中心とする

海外投資の発展に支えられつつ維持されていた（馬場、「貿易」、楊井編、前掲書、二二五―八頁、参照）。そしてこの時期の国際金本位制は、後進諸国の通貨制度が以上のような関係のなかで確立してゆく過程として整備されていたのである。しかしこの時期における金本位制は、先進諸国についてみても独占などの影響によって自由主義段階にイギリスにおいてみられたような機能はゆがめられる側面をもっていたが、ましてや後進諸国のそれのばあい通貨発行準備としての規制力の弱さ、国内、国外への金流出の事実上の規制などによってそれによる商品経済的な自律的調整機能は大きく阻害されていたとおもわれる。それにもかかわらずこの時期に国際金本位制が整備されていたのは、後進諸国にとっては金本位にもとづく通貨制度の確立が先進国からの資本輸入をおこなうさいの前提条件となっていた、という事情がより重要な背景としてあったからであろう。すなわち、資本輸出国としてはつぎのような意味で資本輸入国に金本位制の採用を要請し、輸入国もこれを受入れたのである。後進諸国の金本位制は、その国民経済的な自己調整という意味ではきわめて制限された機能しか果していなかったとしても、ともかくそれが国際収支の動きに集中的に表現される資本輸入国の経済状態の悪化を敏感にとらえる報知器であり、そのことを通じてこの輸入国の経済政策全般に対する最後の歯止めとしての役割を果たすという意味で重視されたといえよう。

このように、大戦前の国際金本位制の意義は、世界経済編成の自律的な調整機構としての役割を後退させた反面、先進国の資本輸出の展開の前提となり、またその結果となってそうした密接な関係をなしつつこの時期の資本輸出の発展を媒介し、ひいては多角的貿易関係の発展にも寄与した、という点にあった。もちろんそのさい、多角貿易による国際的決済関係の発展によって各国の金本位制の維持が容易にされていた面も同時に指摘しておく必要がある。ともかく、大戦直前の国際金本位制の意義がこのようなものであったとすれば、これの再建が大戦後の世界経済の再編成においても不可欠の前提となっていたといつてよいであろう。（大戦前における国際金本位制の問題については、最近岩田弘、川上忠雄、馬場宏二、高橋精之の諸氏の優れた指摘、研究が発表されているが、さしあたり馬場「国際金本位制小考」『神奈川大学経済貿易研究』一九六五年、第二号所収、を参照）。しかし、構造変化した大戦後の世界経済においては戦前と同じものとしては国際金本位制を再建することができず、アメリカ、イギリス（金地金本位）、遅れてフランスの三国を除き大部分の国は金為替本位制を採用してアメリカ、イギリスとくに前者の外国為替を金の一部または全部に代位させるほかはなかったのである。この金為替本位制の国際的普及は、通俗的にいわれているように金生産の減退や各種金需要の増大の結果、貨幣用金の世界的供給が



絶対的に不足したことに起因していたわけではない。それは、今日の「国際流動性不足」問題と同様、根本的には金の国際的偏在の問題であり、二〇年代においてはアメリカ以外の大部分の国の国際収支の構造的逆調がそれを助長していたという問題であった（以上、小野朝男『国際通貨制度』ダイヤモンド社、一九六三年、一一四―一六、二八〇―七頁、参照）。

最後に、アメリカ、ヨーロッパ以外の地域とくに後進諸国にたいして大戦があたえた影響にふれておこう。これら諸国は、すでにかなり高度の資本主義的發展を遂げて別格の存在であった日本をも含めて、大戦を通じてそれぞれの国民経済的性格に応じて多かれ少なかれアメリカの場合に類似した著しい輸出増と生産の拡大をおこない、その結果大戦終了後は、工業国、農業国いずれもかなり過大な生産能力を抱えることになっていった。それとともに、とくに農業国においては、一定の戦時利得の獲得と民族意識の昂揚といった戦後の事情を背景に、その生産力の発展にみあうかなり大規模な公共的諸建設に強い意欲を示していた。そしてそうした国家的事業の推進を可能にするために、これら諸国においてもアメリカに対する強い資金需要をもっていた。しかしこれら諸国が大戦後の世界経済編成の一環に組込まれて農産物を大量に輸出しまたその公共的建設の資金を確保しうるためには、前述したヨーロッパ経済の安定化とそれによる国際金本位制の再建を不可欠の前提としていた。かくしてアメリカの資本輸出は、この地域との関連においても、それがこの地域に展開されるためにはまずドイツ―ヨーロッパ経済の安定化というそのための前提を整備しなければならぬ関係におかれていたのである。

さて、概略以上みてきたようなアメリカおよび世界経済における諸条件のもとで、大戦後のアメリカの資本蓄積および資本輸出は展開されることになったのである。以下次章においてその過程を具体的に考察しよう。

## 第二章 展開過程

### 第一節 概観——機構と時期区分——

#### 一、資本輸出展開の機構

ここでは資本輸出が展開される機構を海外証券投資、直接投資のそれぞれの形態について概観しておこう。

1 まず海外証券投資についてみれば、大戦後においてもこれの重要な担い手は、すでに前述したように大戦中に活躍した投資銀行であった。投資銀行は、一八年に戦時統制が解除されると、大戦中の経験にもとづいてまずアメリカ政府および民間によって貸付られた外国政府の対米短期債務の長期借換え過程を媒介し、イギリス、フランスなどの長期政府証券の引受、発行業務を開始した。ところでこの投資銀行の活動の舞台であるアメリカの証券市場は、自由公債の販売過程を通じて大きく変化していた。実際、「愛国心」に訴えた大規模なキャンペーンを展開しつつおこなわれた自由公債の大々的な売り出しは、同じ時期のモルガン商会を幹事とするイギリスやフランス政府債の引受、販売とあいまって、アメリカの投資家層に一大変革をもたらしたのである。すなわちある推定によれば、一四年には債券の保有はもっぱら金融機関と少数の富裕な個人に限られており、その数も三〇万を越えていなかったのに対し、その後自由公債の借入を通じて新たに数十万の投資家層が加わり、一九年における債券の一人あたりの平均保有率が二五〇〇ドルという少額になっていたと云う (Charles C. Abbott, *The New York Bond Market 1920-30*, Harvard Eco. Stud.

第2表 24代表的証券販売業者による外国政府債の分売

	オーストリア政府 (25.1百万ドル, 1923年6月)	日本政府 (150.1百万ドル, 1924年2月)	ドイツ政府 (110百万ドル, 1924年10月)	ベルギー政府 (50.1百万ドル, 1925年5月)	アムステルダム政府 (45.1百万ドル, 1925年6月)
24業者による販売の総発行額に對する比率 (%)	35.5	21.4	22.2	21.3	33.0
全販売 (24業者)					
販売数	2,965	8,211	7,654	2,832	3,431
販売額	8,876,800	32,269,200	24,428,300	10,785,000	14,872,500
各販売の平均額	2,994	3,905	3,194	3,808	4,335
\$ 100~5,000の販売					
販売数	2,671	7,265	6,952	2,453	2,724
全販売数に對する比率 (%)	90.1	88.4	90.9	86.6	79.4
販売額	5,579,900	14,170,800	13,099,900	5,541,500	6,351,500
全販売額に對する比率 (%)	62.9	44.2	53.6	51.4	42.7
\$ 5,100~10,000の販売					
販売数	207	600	433	269	532
全販売数に對する比率 (%)	6.9	7.4	5.6	9.5	15.5
販売額	1,761,900	5,305,300	3,847,400	2,483,500	4,132,500
全販売額に對する比率 (%)	19.8	16.5	15.8	23.0	27.8
\$ 10,000以上の販売					
販売数	87	346	269	110	175
全販売数に對する比率 (%)	3.0	4.2	3.5	3.9	5.1
販売額	1,535,000	12,593,100	7,481,000	2,760,000	4,388,500
全販売額に對する比率 (%)	17.3	39.3	30.6	25.6	29.5

出所) Dwight W. Morrow, Who Buys Foreign Bonds?, Committee on Finance, Sale of Foreign Bonds and Securities in the U. S., Hearings, Senate, 72 Cong. I (reprinted from *Foreign Affairs*, Jan, 1927), p. 152

Vol. LIX, 1937, pp. 152-3)。こうして新たに登場した大衆投資家層は、投資銀行の媒介によって、戦後は公債のみならず各種証券の市場に進出することになったのであるが、後述するような二三年後半以降の内外の新たな諸条件のもとに、ほとんど経験のない外国証券の分野にも急速に動員されていったのである。いま、こうした外国証券を買いに向った投資家層の実態について二〇年代前半におこなわれた一調査の結果をみれば、いわゆる中クラスの投資家層 (persons of moderate means) の進出が目出<sup>(1)</sup>つている。

(1) モロウのおこなった調査によると、二二―二五年における五つの外国政府債の最終購入者について二四の代表的証券業者 (販売業者) の取扱分を購入金額別に分類すれば、第2表のようになる。この取扱分はそれぞれ発行総額の五分の一―三分の一を占めているが、その購入者のうち八五%以上が一〇〇―五〇〇〇ドルの中クラスの投資家層からなり、またかれらによって発行総数の約二分の一が購入されている [D. Morrow (Committee on Finance), *ibid.*, pp. 151-87]。そして仮にこの数字から全体の推計ができるとすれば、日本政府債一・五億ドルのばあい四万人弱、ドイツ政府債一・一億ドルでは三万数千人という龐大な数の投資家層が一回の証券発行に動員されたことになる。

またナショナルシティバンクの会長 C・E・ミッチェルの証言によれば、このモロウは外国証券の保有者は全部で二四〇万人、一人当たり平均保有額は三千万ドル余と推計しているという。しかしミッチェルは、この投資家数は過大評価だとして三一年現在でそれは約一五〇万人だといっている (Committee on Finance, *ibid.*, p. 71)。

こうした戦後の証券市場の変化の過程を媒介した投資銀行の側では、既存業者の巨大化とならんで新興業者が多数輩出し、内外証券ともその発行の大部分は大規模なシンジケートを組織することによっておこなわれたが、この点は大戦前にはみられない新たな形態であった。むしろ戦前にも引受シンジケートそのものは組織されていたが、それは原則として元引受の段階に限られており、最終的なリスクを共同で分担するため金融機関とともに富裕な個人の参加を求めたものであった。これにたいして戦後のそれは、一回の証券発行に数百から千を越える証券業者が動員され

て、販売過程の組織化に重点がおかれていた<sup>(2)</sup>(M・H・ウォーターマン『アメリカの資本市場』東洋経済、一九五八年、志村嘉一訳、二六一七、三三―五六頁、参照)。この戦後の引受シンジケートは、大きくわけて元引受シンジケート (original underwriting syndicate) および分売 (distributing) シンジケートの二つのグループから構成された。前者は一般にニューヨークの大商会が幹事 (manager) となり、やはり大商会を中心に組織されたが、ニューヨークの大商業銀行も法規制を事実上無視してしばしば参加したし、さらにこの分野への幹事引受をも含むより本格的な進出を図って証券子会社 (security affiliate) の設立を積極化していた<sup>(3)</sup>。しかも二〇年代の証券発行、とくに外国証券の発行には大規模のものが多く、そのばあいはこの二つのシンジケートの間に中間グループ (intermediate group) さらにバンキンググループ (banking group) が組織された<sup>(4)</sup>(以上、H. Perker Willis and Jules I. Bogen, Investment Banking, 1929, pp. 389-95, 参照)。

(2) とくに外国証券発行のばあいは千前後の業者が組織されるのが普通で、二四年ドイツの「ドーズ外債」二・一億ドルの発行にさいしては元引受一〇、中間グループ一四六、分売グループ一、〇九四の証券業者が動員された (Committee on Finance, op. cit., pp. 159-61, 参照)。

(3) 証券子会社の設立、発展の歴史的事情については、W. Nelson Peach, The Security Affiliates of National Banks, 1941, pp. 19-20, 28-31, 83 など参照。

(4) これら中間的グループを組織する大販売業者のなかには、シカゴその他ニューヨーク以外の地域の主要都市に店舗をもつものも多く、それらはその地域の地方的小売業者を分売シンジケートに組織し中間卸売をおこなったのである。こうした事態は、大戦後の新しい投資家層の一特徴——従来のそれが東北部に集中していたのに対して、中部、北西部、大平洋岸、南部へと地域分布が画期的に拡大された——に対応したものであったといえよう (Willis and Bogen, *ibid.*, pp. 393-4)。

幹事商会は、こうしたシンジケートをよく組織しうる社会的名声と証券業者の動員力を備えていなければならなかったが、この条件を満たしておれば大戦後ほぼ二〇年代を通じて、上述した広汎な投資家層の存在と貨幣市場における

チープマネーの状態とに支えられて、それ自身が必要とする資金は相対的に少なくて済んだといわれる。したがって元引受の主な役割は、参加商會が協同して分売シンジケートを組織し、この時期には大部分買取制となっていた引受証券の代金を商業銀行より担保金融を受けて発行企業に支払うことであつたが、もちろん万一売れ残り部分が出れば参加分に応じて責任をとることにあつた。そしてこの時期のシンジケートを特徴づける最終段階の分売シンジケートは、有能なセールスマンを擁して広汎な個人投資家を直接勧誘するという、販売能力のみを要求される小売業者からなつていた。事実この分売シンジケートは、次第にそれ自身が売れ残り部分についての責任を負う無限責任制からこれを元引受グループに引取ってもらうという販売グループ制 (selling group system) へと重点を移していったのである。<sup>(5)</sup> こうして、戦前には数千ドルを売りつくすのに通常数ヶ月を要したのが、戦後は一億ドル以上の巨額の発行でもシンジケートが一ヶ月も続くことはきわめてまれになつた(以上、M・H・ウォーターマン、前掲訳書、四三、五四―七頁、Willis and Bogen, op. cit., pp. 405~12, 参照)。そして外国証券についても、上述したようなシステムによつて広汎な投資家層への浸透がみられたため、個人投資家の保有分がその圧倒的部分を占めており、イギリスと比較して機関投資家の保有分が少なかったといわれる。<sup>(6)</sup> さて、二〇年代における以上のような外国証券の引受・販売過程において、主要な投資銀行がおこなつた活動の結果をあらかじめ示しておけば、第3表のごとくであつた。

(5) 以上みてきた投資銀行によるシンジケートの歴史、組織、機能に関しては、森杲「大戦間におけるアメリカの資本市場と投資銀行」『北大経済学研究』第二三卷二号、一九六三年、所収、をも参照。

(6) 三一年六月末の商務省の調査によれば、この時アメリカの民間の外国証券保有額は七八・四億ドルであつたが、うち地方銀行を中心とする加盟銀行と生命保険がそれぞれ六・四億、五・八億ドルを保有していたほかは全て個人保有であつたといふ。なおイギリスでは、信託会社、保険会社、投資商會 (investment houses) などが比較的多く保有してゐた (Committee

第3表 主要投資銀行の外国証券発行実績<sup>1)</sup>

(単位：100万ドル)

	幹事発行	他の幹事発行への参加分	備考
J. P. Morgan & Co.	1,807.6		1920～31, 大口はフランス300, 日本284, ベルギー260, ドイツ1,200, PP. 159～61.
Dillon, Read & Co.	1,491.2		1919～31, PP. 501～6.
National City Co. <sup>2)</sup>	1,072.0	1,454.8	1919～31, 幹事発行は Canada. Cuba, P. 162.
Chase Securities Corp. <sup>2)</sup>	1,022.8	146.6	幹事発行は1921～30, 他への参加は1917～31, PP. 419～42.
Kuhn, Loed & Co.	577.7	580.4	1918～29, 幹事発行の大口はアルゼンチン120, フランス110, ヨーロッパ347, 南米200, 他への参加は全部 Morgan, P. 184.
Guaranty Co. of N. Y. <sup>2)</sup>	540.7	967.5	1920～30, PP. 900～21.
Lee, Higginson & Co.	502.0	690.8	1914～31, P. 1553.
Equitable Trust Co. <sup>2)</sup>	479.2	90.1	Chase Secu. Corp. と同じ.
Brown Bros. Harriman & Co.	321.9	204.2	1919～31. 参加の場合広告をみてのものを含む. Brown Bros. と W. A. Harriman が1931年に合併されたもの, PP. 1568～74.
Speyer & Co.	276.4		アメリカの投資銀行とは共同発行せず, 1920～30, PP. 645～7
Harris, Forbes & Co.	174.6	202.3	Chase Secu. Corp. に同じ.
J. & W. Seligman & Co.	145.0	1,371.5	幹事発行は1926～28, 参加は1919～31 (この場合広告をみての参加も含む), PP. 1355～9.

1) すでに, 拙稿「1920年代におけるアメリカの資本輸出」, 『東大経済学研究』第7号, 1966年, 23頁にはほぼ同じ表を掲げたが, そのさい計算方法の手違いのため, 本表よりも過大に表示された部分があった。本表の方が正しい。

2) 商業銀行の証券子会社。

出所) Committee on Finance, op. cit., 頁数は備考の欄をみよ

on Finance, op. cit., p. 70, 134)。

ところで、のちに詳述するように、以上のようなシンジケートによる大規模な内外証券の発行・販買過程は、とくに二〇年代後半期において著しく投機化し結局二九年の株式取引所ガラを招来するのであるが、これに続く資本市場の一大整理の過程において、当然のことながら投資銀行は徹底的な再編成をまぬがれえなかった。まず資本市場の活動の極度の停滞のなかで多数の新興中小商會が破産に追いやられたが、他方大商會のばあいさらにニューデイル諸立法の規制をも強く受けて業務の整理をよぎなくされた。そうした過程について具体的に考察することは別の機会にゆずることにするが、三〇年代以降の投資銀行業の衰退は、基本的には資本市場の沈滞とその社会的機能の変化とに規定されつつこれら法規制によって促進されたといえよう。<sup>(7)</sup>そして三〇年代以降の海外証券発行の停滞についても、それは、まったく投資銀行に活動の余地がなくなったという資本市場をとりまく内外の経済的諸事情に原因があつたのであって、資本市場の沈滞の結果である投資銀行業の衰退によって説明されるべき問題ではない。<sup>(8)</sup>

(7) この点については、拙稿「長期金融機関」武田隆夫編『ニューデイル研究』(下) (仮題) 追って出版の予定)にいちおうふれておいた。

(8) 中西市郎氏は、後述するように、三〇年代以降の海外証券投資の停滞の重要な原因の一つとしてこうした金融機構の変化をあげておられるが、疑問である(第二章参照)。

2 直接投資が展開される機構というばあいは、証券投資のそれとはやや意味が異り、金融資本的蓄積の重要な一環としての機構であり、金融資本が、その蓄積過程のうちに形成した過剰資本の対外処理策との関連において、直接投資を展開するしくみの問題である。したがって、その基本的な機構についてはすでに序章において述べてあるので、ここではこの時期のアメリカにおいて直接投資がおこなわれた形態についてやゝ具体的にみておこう。



直接投資は、一般につきの三つのタイプに大きく分類される。(一) 主たる活動の分野がアメリカにある企業が設立する在外子会社や支社、(二) 特殊な操業目的のために外国で設立されるアメリカの会社、(三) アメリカ人所有の外国会社(H. B. Lary and Associates, *The United States in the World Economy*, 1943, p. 101 参照)。第一のタイプは、フォード、GMなどの自動車、スタンダードなどの石油、事務機械のIBMなどが代表的な事例であるが、これは国内の独占的大企業がおこなうもので最も重要な形態といえる。このタイプにおいてもさらに、GMが主に採用した既存の外国企業を買収するばあいと、フォードにしばしばみられた新規会社設立のばあいがある(C. Lewis, *op. cit.*, pp. 298-9)。第二のタイプで注目すべきことは、これはむしろイギリスで一般的であったといわれるが、その大部分がアメリカ国内の証券市場で必要な資金の全部または一部を調達していた点である。<sup>(9)</sup> アメリカでは例えば、アメリカ・外国動力会社(American & Foreign Power Co.)、国際電話電信会社、セロ・デ・パスコ銅会社(Cerro de Pasco Copper Corp.)、中央アメリカ国際鉄道会社などがある。このばあいは、直接にそれぞれの産業がもつ技術的性格から海外投資がおこなわれており、またその形態からみてもただちに国内の独占体とその過剰資本を対外処理しているとはいえない。しかし右の代表的な会社のうち、その関係を明らかにしえない鉄道会社を除けば(これもおそらく同様であろう)そのほかには全てモルガン財閥のなかの有力会社であって、実質的にはこの資本系列を通じてアメリカ国内の同種産業における独占的企業と密接な関係をもっていたのである。<sup>(10)</sup> したがってこの形態では、形式的にはアメリカ国内に産業基盤をもたないかたちをとりながら、実際にはその証券発行を媒介する投資銀行を通じて国内の財閥系巨大企業と結びついて展開されたといえよう。第三のタイプは、実質的には第一または第二のものと区別する理由はなく、アメリカ人が当外国企業を所有しかつ通常はその設立者なのであるが種々の配慮から会社を現地の国籍にしているだけのこと

である。<sup>(11)</sup>

(9) このタイプによる直接投資については、のちの表においても「対外目的のためのアメリカおよび準アメリカ企業の証券発行」として一応区別してある。

(10) 例えば、海外の電力、電灯の分野に活躍していたアメリカ・外国動力会社は、GEの支配する巨大持株会社エレクトリック・ボンドアンドシェアラーの子会社であつて(A・ロチェスター『アメリカの支配者』立井海洋訳、三二書房(下)、五三頁)、同持株会社の支配下にある国内の有力動力関係会社の「海外開発部」として機能していたことは容易に推察できる。また国際電話電信も、同じくモルガン系列会社であるアメリカ電話電信、ポースタル電信といった国内巨大企業と結びついていた(A・ロチェスター、同書、五五一―六頁)。

(11) 第三のタイプの具体例としては、Dome Mines Ltd., International Nickel Co. of Canada, Ltd., Campania Swift International, S. A. C. などがある(H. B. Lary, *ibid.*, p. 101)。

## 二 時期区分

兩大戰間期におけるアメリカの資本輸出の展開過程は大きく三つの時期に分けてとらえうるであろう。以下において考察する二、四節がそれにあたるが、このうち資本輸出の諸条件が準備され、それが積極的に展開されるのは第一(終戦〜二三年半)、第二(二三年後半〜二九年秋)の時期であり、本稿が主としてとりあげるのもこの時期である。第三の三〇年代は、そうした資本輸出が沈滞してしまふ時期であつて、そこではその前の時期に大規模に展開された資本輸出がどのような結末をたどつたかを素描するにとどめる。

ところで、前章における大戦期の諸変化の考察を通じて、アメリカが戦後の世界においては資本輸出国として最も有力な諸条件を備えるにいった点についてふれたが、しかし現実には資本輸出が展開されるにはさらにそれを必然化する諸前提としての資本輸出の枠組が、国の内外面において準備・形成されていなければならない。アメリカ国内で

はまず大戦後の特殊条件に直接規定された異常な蓄積関係が一段落し、証券投資では資本蓄積のテンポとの関係で金融市場に社会的過剰資金がかなり広範に形成・集中されてくること、直接投資ではその主たる基盤である重化学工業における独占体制の再編成の進展といった枠組が問題となる。他方これを受入れる世界経済の側における不可欠の前提条件は、前章でみたごとくドイツ賠償問題と連合諸国の戦債問題を中心とする戦後処理の問題の解決、そしてそれを出発点とするヨーロッパ経済の安定化―国際金本位制の再建であった。しかしこうした国際金本位制再建につながる一連の諸前提が、一面においてアメリカの資本輸出なしには実現不可能といった相互関係にあったから、結局アメリカの資本輸出が本格化するにはアメリカの資本蓄積関係において前述したような諸条件が準備されることが決定的な意義をもっていたといつてよかつた。そしてアメリカ国内におけるそうした諸条件は、二三年後半期以後現実的蓄積過程に停滞傾向があらわれてくるとともに明確に形成されてきたのであり、この時期は大戦後はじめてアメリカが、官民一体となって、政治的経済的危機に大きく動揺するヨーロッパの再建を積極的に推進することにふみきつた時期と一致している。このときをもって二〇年代における資本輸出の展開を大きく区分した理由もそこにあった。

ところで、こうした資本輸出展開過程の大きな時期区分は、種々の理由から必ずしも一義的には決めえない面がある。その理由の主なものは、資本輸出には前述のごとく二つの形態があり、そのそれぞれが直接には相異なる要因によって規定されているためにときとしてまったく逆の動きを示し、両者を一括して一時期を画する特徴づけをすることには問題が残る点である。後述する二八年春―二九年秋の時期がそれにあたる。二〇年代末期の株式ブームは、異常な投機的過程であつたとはいえそれはそれでこの時期のアメリカの資本蓄積過程全体の実態を表現しているのであり、その株式ブームの動きに強く左右された海外証券投資の激減への動きを重視してこの時期をそれ以前と区別する

第4表 国民所得と長期海外投資, 1919—61

(単位; 100万ドル)

	純国民所得 (A)	海外投資 <sup>1)</sup> (B)	(B) / (A) (%)
1919—23	372,300	3,081	0.83
1924—29	528,300	10,079	1.91
1930—35	373,600	1,652	0.44
1936—40	411,400	54	0.01
1941—45	847,800	253	0.03
1946—50	1,171,600	3,984	0.34
1951—55	1,668,700	5,069	0.30
1956—61	2,571,100	13,824	0.54

1) 長期海外投資(新規証券投資+直接投資)出所) (A); 1919—56は Hist. Stat. of the U. S., to 1957 (p. 139), 1957~61は Hist. Stat. of the U. S., Continu. to 1962 and Revisions (p. 20) より。

(B); U. S. D. of C., *Balance of Payments* -Stat. Suppl. Revised Edition, 1963 (p. 1) より。

両大戦間期におけるアメリカの資本輸出 (一)

五六

### 第二節 準備的展開期 (大戦終結と二三年前半)

一 一八年と二一年半 国内戦後ブームとその崩壊。資本輸出の伸び悩みと一時的増大

大戦が終結した一八年秋から二〇年の初め戦後恐慌に陥るまでのアメリカの資本蓄積は、基本的には大戦期のその継続としていつそう極端に拡張された。他方、甚大な戦争破壊を被ったヨーロッパ交戦諸国においては、戦勝国、敗戦国とを問わず戦後復興が緊急の課題であったが、イギリス、ドイツ、フランスといったかつての列強といえども極度に弱体化しておりとうていそれぞれが自力がこの問題を処理しうるものではなかった。そこでヨーロッパ諸国

ことも可能であろう。しかし本稿では、いちおうこの時期の現実的蓄積過程の実態との関連を重視して、直接投資の動向に従いつつ二三年後半以降を一時期として一括した。そしてこのような点をも考慮して、以下二〇年代については上述した各時期をさらに細かく時期区分して考察することにした。ともかく、こうして二〇年代、とくにその後半のアメリカの資本輸出は、第4表のように、アメリカ資本主義としては史上最大の隆盛を記録したのであった。

は、結局復興、建設の諸資材、食糧をアメリカを中心に調達するとともに、その決済もアメリカの資金それも主として政府貸付に大きく依存しておこなったのである。そして以上のような内外の諸事情のもとでは、二〇年初までの時期に民間資本輸出が大量に展開される条件はほとんど存在しなかった。

一九年末から二〇年初にかけて、平時経済に備えた国内の大規模な設備投資を中心とする蓄積の拡大は、労働力をはじめとする生産諸資材に極度のボトル・ネックを生ぜしめたが、他方財政膨脹の継続と輸出の異例な増大という事情が重なってアメリカ経済は異常に過熱化した。そしてこの過程は二〇年に財政支出縮小、輸出の急減、利子率高騰という諸契機に媒介されて、戦後恐慌を不可避にした。この国内の新しい局面は、国内において資本輸出を促進する気運をもたらしたが、しかし他方この時の世界情勢は、ドイツ賠償問題を紛糾させて資本輸出を本格的に受け入れるにはほど遠いものであった。そしてこの時期には、戦後恐慌からの回復が激烈ではあったが短期間になされたため、恐慌後の老大な過剰資本は、二一年以後の国内経済の好況過程のうちに吸収・再編成されていったのである。

1 アメリカ政府は、大戦中連合諸国に対政府貸付をおこなったのと同様、自由公債法を継続的に適用して一九年には総額四五億ドル余にのぼる第五回目の公債発行 (Victory Loan) をおこなうとともに、一七、一八年に比べれば半分以下であったとはいえこの年一七・五億ドルの対外貸付をおこなった (第5表)。そしてこれに後述する四億ドル弱の民間資本輸出も加わった結果、アメリカの商品輸出および貿易出超分は第6表のごとく一九、二〇年には非常な巨額に達したのである。またこの時期のアメリカの連邦財政支出の規模は、たんに対外貸付のみならず各種の対内軍事関係費も著増したため、一三—一六年の年平均七億数千万ドルから一七—一九年には各年とも一〇〇数十億ドル—二〇〇億ドルに急膨脹し、その内容をみても対外貸付を除いてなお軍事関係費が過半を占めていた (Paul Studen-

第5表 自由公債法によるアメリカ政府の対外貸付, 1917—22<sup>1)</sup>

(単位; 100万ドル)

	1917	1918	1919	1920—22	合計
ベルギー	75	142	122	9	348
チェコスロバキア	—	5	49	8	62
フランス	1,130	966	801	36	2,933
イギリス	1,860	2,122	287	-134	4,135
ギリシャ	—	—	5	10	15
イタリア	400	776	445	27	1,648
ルーマニア	—	—	25	-2	23
ロシア	188	—	—	—	188
セルビア	3	8	16	-1	26
キューバ	—	10	—	-2	8
合計	3,656	4,029	1,750	-49	9,386

1) 貸付の純額を示す。したがってマイナスの符号は返済超過である。10万ドル以下は四捨五入。

出所) C. Lewis, op. cit., p. 362

両大戦間期におけるアメリカの資本輸出 (一)

第6表 アメリカの貿易収支, 1913—24

(単位; 100万ドル)

	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924
輸出	2,615	2,532	2,966	5,709	6,690	6,443	8,528	8,664	4,560	3,931	4,269	4,763
輸入	1,923	1,991	1,875	3,110	3,558	3,165	4,070	5,784	3,264	3,459	4,189	4,004
出超	692	541	1,091	2,599	3,132	3,278	4,457	2,880	1,297	423	79	758

出所) D. of C., Statistical Abstract of the U. S., 1934, p. 407

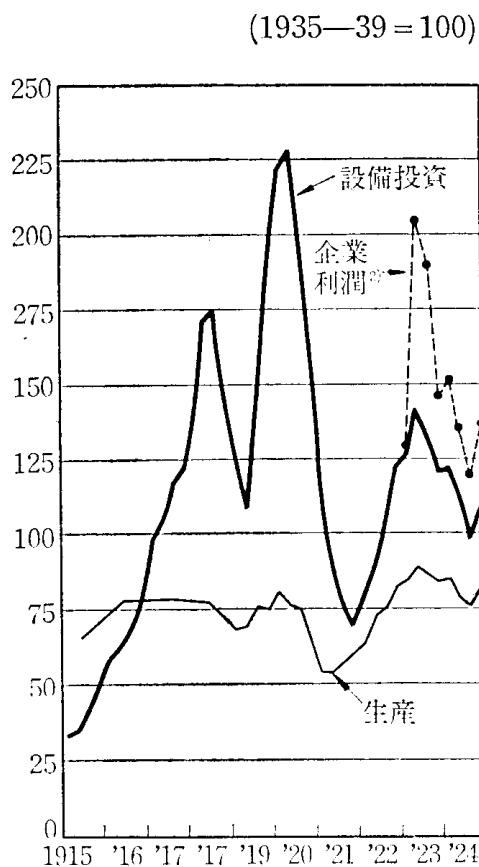
ski and Herman E. Krooss, *Financial History in the U. S.*, 1963, p. 264, 299)。こうしてこの時期のアメリカの資本蓄積過程は、この国としては異例のことに属するのであるが、大規模な輸出需要に主導され、また戦後に特有の高い消費需要を背景とし、さらに急膨脹した財政支出に決定的な拍車をかけられて、異常な戦後ブームへと発展していったのである。

(1) 戦後ブームを主導したものが商品輸出であったといっても、巨大な輸出増のうち農産物の占める比重が高く、そのかぎりでは農産物の輸出増が農村購買力を増

大させ、これが国内の消費財需要を著しく高める関係を通じてブームが促進された側面が重要である (George Soule, Prosperity Decade, 1962, p. 86 ff. 参照)。

そこでこの時期のアメリカ国内の資本蓄積過程をまず現実的蓄積面からや、具体的にみよう。アメリカ国内経済は、終戦直後に一時軽い反動がみられたあと、一九年春にはすでに回復しただけにブーム的局面に移っていった。そしてこの時期のブームの著しい特徴は、生産はそれほど増加していないのに設備投資が極端に拡大され、物価もまた異常な高騰を示した点にあった。第1図にみられるように、製造業の生産指数は、一九年春と二〇年初にいちおう上昇しているとはいえ、そのピークをとっても一六年以来の水準をほとんど越えていないが、その設備投資指数は、大戦期に一五年以降急テンポの増加によって到達した高水準をさらに大きく上回って激増した。このような事態はいちおうつぎのように説明できよう。つまりこの期の設備投資増は、一方では上述した大規模な特殊需要を背景に、他方

第1図 製造業の生産, 設備投資, 利潤(A),<sup>1)</sup> 1915-24

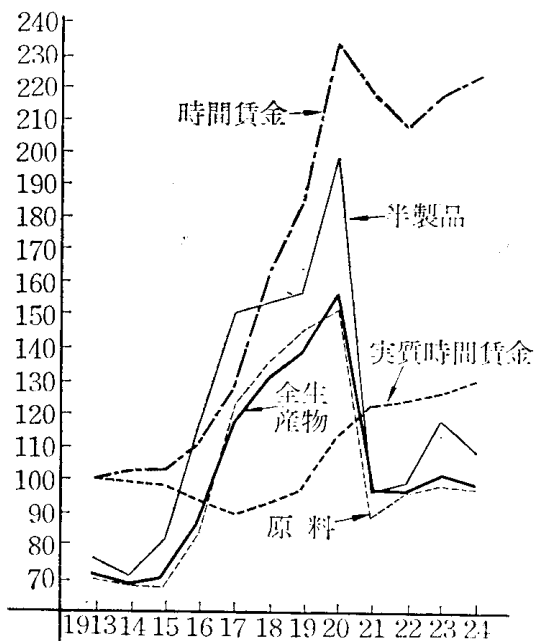


1) 全て1935—39 = 100とした四半期別指数 (ただし、生産については1918年以前は年間指数)、利潤、生産は季節調整済み。

2) 1922年以前のデータは得られない。

出所) Lowell J. Chawner, Capital Expenditures for Manufacturing Plant and Equipment, 1915—40, *Survey of Current Business*, March, 1941, p. 13.

第2図 賃金<sup>1)</sup>、卸売物価指数<sup>2)</sup>  
(A), 1913—24



1) 賃金は 1913=100

2) 卸売物価は 1926=100

出所) Statistical Abstract of the U. S., 1934, p. 289, 296.

で直接間接の戦時規制が緩和されたことと関連して、自動車を筆頭にゴム、木材、皮革、繊維といった消費財産業がいつせいに巨額の設備投資をおこなったことによるものであった(L. J. Chawner, *ibid.*, Dec. 1941, p. 20)。しかし第一に、こうした設備投資は平時経済への一大転換過程としておこなわれたものであったから、それにもとづいて正常な生産態勢がととのうまでに一定の時間的遅れが生じることは避けられなかった。第二に、このようなタイム・ラグ以上に生産の拡大をチェックしたのは、大戦の影響のもとに激化した労働力をはじめとする生産諸条件におけるボトル・ネック状態の顕在化であった。既述のように大戦期の生産の拡張が戦時経済の常として基本的には生産性の上昇をともしなわないたんなる「横への拡大」という側面を強くもっていたため、この一九年後半における設備投資の急激な拡大は、労働力および半製品を中心とする生産諸資材の供給面に極度のボトル・ネックを生み出したのであった。しかもこのネックは、基本的にはすでに大戦中に準備されていたものであったから、設備投資が生産力化する期間を

またず急速に表面化したのであり、その結果当然に労賃、半製品価格が著しく高騰することになって(第2図)、この面から生産の実体的な拡大が制約をうけることになったのである。そして一方に巨大な戦後需要が存在し他方生産の基礎的部面に重大なネックが生じたことによって、右の価格急騰は在庫投機を呼び起しつただちに全般的物価騰貴を決定的なものにする事になったのである(第2図)。そし



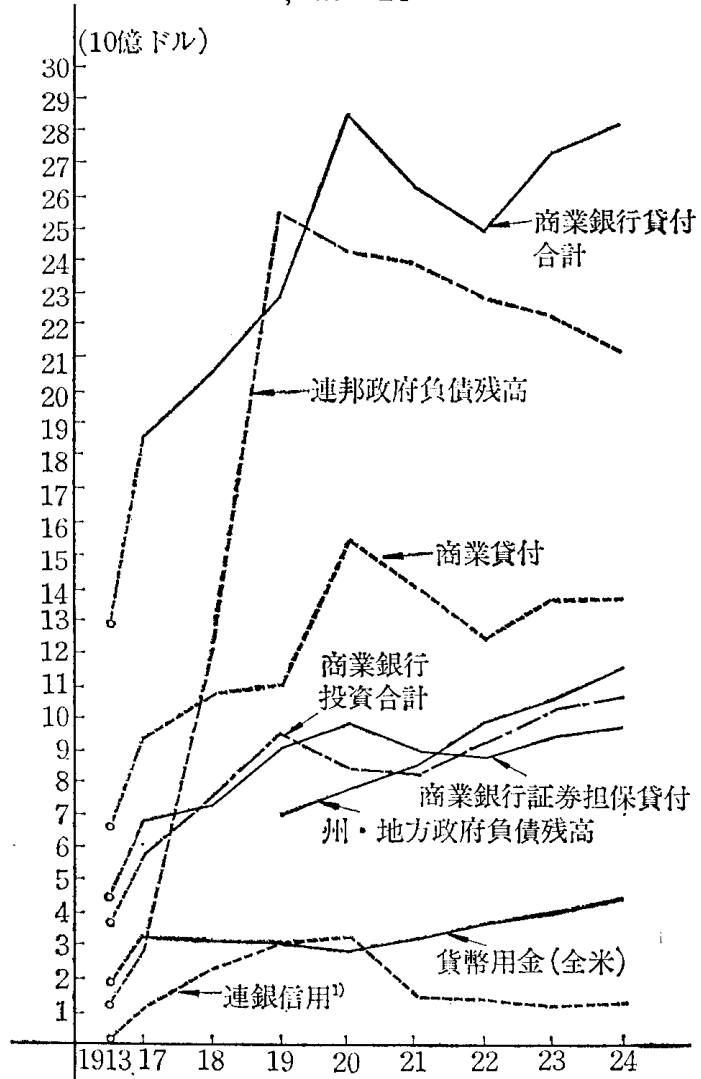
てこのような高物価のもとでは、すでに部分的には発動しつつあった「繰り延べられた需要」も一時後景に退かざるをえなかったのである。<sup>(3)</sup> なおここで注意しておくべきことは、以上のような経済の異常な過熱化のなかで上述した膨大な設備投資が実際にはほとんど稼動しえないまま戦後恐慌を迎え、そのあとの時期にようやく動き始めることになった点である。詳しくはのちにあらためてふれよう。

(2) この時期の労働力の極度の不足は、上述したその需要面のみならず供給面においてもこれを強く助長する要因があった。軍事関係への男子労働者の動員もさることながら、それよりも一三年には年間約一〇〇万人にのぼっていた移民の流入が大戰によってほとんどネグリジブルになったことがその重要な背景としてあったのである (G. Soule, op. cit., pp. 64—5, 参照)。そしてこのような事情があったため、終戦によって男子労働者が職場に復帰してきても労働力不足はほとんど緩和されなかったのである。

(3) この点に関しては、伊藤誠、佗美光彦両氏の有益な指摘がある (玉野井芳郎編『大恐慌の研究』東大出版会、一九六四年三三四、二三三—三四頁、参照)。

つぎに、以上のような現実資本の蓄積の推移に金融市場の動きがどのように対応していたかをみよう。この時期の資金の供給面を規定していた条件の主なもの、既述のように、大戰中における巨額の貨幣用金の累積と膨大な財政資金の散布をあげることができよう。このほかに企業および個人に戦時利得として貯蓄された資金がきわめて巨額にのぼったとおもわれるが前者はこの時期に急増した投資にふりむけられ、後者はなお連邦債に投下されており、この時点における資金の供給要因としてはあまり過大には評価できない。貨幣用金は、第3図にみられるとおり、二〇年には若干減少気味であるがほぼ三〇億ドル前後の高水準を維持しており、これが各種預金の著しい伸びとともに(第8表)、二〇年初まで商業銀行の全貸付・投資の急増を支えたことはいうまでもない。以上資金の供給条件を全体

第3図 金融市場における諸指標 (A),  
1913, 17—24



1) 連銀信用は、1913年の数値は1914年のもの

出所) 連銀信用は、1914—21年が Stat. Abst. of the U. S. 1921, pp. 672-4, 1922—24年が ibid., 1932, p. 231; 貨幣用金と連邦政府負債残高は, ibid., 1932, p. 229, 198; 地方政府負債残高は, J. A. Maxwell, Federal Grants and the Business Cycle, 1952, そのほかは全て, All-Bank Statistics, 1959, pp. 34-5.

としてみると、金融市場においては金準備、預金の著増と連銀信用の一定の増大があり、これにさらに連邦政府による財政資金の散超および二〇年の公債償還などの要因が加わって、相当潤沢な資金が準備されていたといつてよい(第3図参照)。

これにたいして資金の需要面において圧倒的重要性をもっていた要因は、いうまでもなく一九一七年春から一九一八年秋まで二二年足らずの間に自由公債が四五億ドルの民間資金を吸収した戦勝公債であった。これは一七年春から一八年秋まで二二年足らずの間に自由公債がすでに四回にわたって合計実に一七〇億ドル発行されたあとの追討ちのような発行であっただけに (Studenski and Krooss, op. cit., Table 39, pp. 289-91) 金融市場ことに資本市場は、かなり大量の資金が供給される条件があったにも

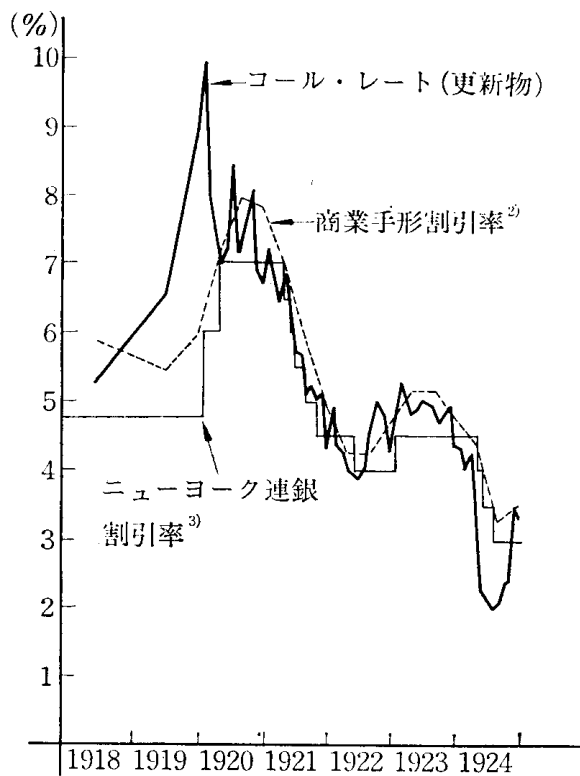
かかわらず、全体として大きく圧迫されることとなった。もちろんこうして連邦政府に吸いあげられた資金の一部はなんらかのかたちで再び民間部門に散布されたし、二〇年には右の公債のうち一〇億ドル以上が償還された。ただこの点についても他面では地方債がやはり一〇億ドル近く発行されて政府部門としてみれば両者がほぼ相殺し合う関係にあったことに留意しておく必要がある<sup>(4)</sup>（第3図）。政府部門をはなれて大口の資金需要をみれば、まず活発な設備投資資金を調達すべく社債発行の増加がみられたがすぐ株式発行がこれにとって代りそのあとかなり発行を増大させた（後掲、第8図）。しかしこの株式市場の活況も一九年後半には早くも頭打ちとなった。上述した戦勝公債の大規模な発行もその重要な背景であるが、あらゆる資金を動員した商品在庫投機の異常な昂進がその決定的な原因であった<sup>(5)</sup>。

(4) とはいえ、連邦債と州・地方債とでは発行方法や発行市場に違いがみられ、したがってそれぞれに吸収されている資金の性格も異った面をもっていたと考えられるから、単純に両者がまったく相殺されたとすることはできないであろう。

(5) この時の商品在庫は一九年だけで六〇億ドル（その約三分の一は値上り分）という、二〇年代を通じてみても二三年を除くと各年の四倍にあたる莫大なものになり、さらに二〇年春にかけて増大していった（G. Soule, op. cit., pp. 90-1）。

以上のような金融市場の事情を反映して各種利子率は、一九年後半から異常な、二九年のそれをも上回る急騰を示した。第4図にみられるごとく、コールレート（更新物）は一九年末には月平均で八%を越え（最高三〇%）、二〇年一月九%、二月一〇%弱（最高二五%）と高水準で推移した。つぎにニューヨーク連銀の平均割引率の動きをみれば二〇年初まで四%台であるが二月に五・五%弱になったあと急上昇し、五月に七%に達し二一年五月までこの高水準が維持された。なお付言すれば、後述する二八―一九年の株式ブーム期ではコールレートの月平均の最高が九・三%弱、連銀割引率も一時のみ六%に引上げられたにとどまっていることからみても、この戦後ブーム期の貨幣市場の逼

第4図 貨幣市場における主要利子率の推移(A)<sup>1)</sup>, 1918—24



1) 1918—19年は年平均利子率。20年以降は、コールレートが各月平均、商業手形割引率が1, 5, 9月の月平均。

2) 商業手形は4～6ヶ月の優良手形 (prime commercial paper, 4 to 6 months)。

3) 連銀割引率は各種割引率の平均値(出所) 1918—20年, *Survey of Current Business*, Vol. 1, No. 2, 1921; 1921年, *ibid.*, Vol. 2, No. 15, 1922年; 1922—24年, *ibid.*, Annu. Suppl., 1931より。

迫の度合が知れよう。

2) そこでつぎに、以上のような戦後ブームの必然的帰結であった戦後恐慌の過程を簡単にみよう。一九年後半期以降の国内物価の極端な高騰と二〇年にはいつてから財政引締政策への転換の一環としてなされた対外貸付の停止は、まず商品輸出の拡大を完全にチェックした。月間輸出額では二〇年三月をピークに減少してゆき、二〇年末期にやや回復のきざしをみせるが、二一年にはいるとピーク時の半分以下の水準まで大幅に減退した (D. of C. *Survey of Current Business*, 1921, No. 4, p. 14, 参照)。そして二一年の年間輸出額も前年の半分近い四〇数億ドルに減少した (前掲、第6表)。さらに、ドラスティックな緊縮政策の実施によって財政支出の規模が一举に前年の三分の一に削減されたことが直接国内経済にあたえた影響も大きかった。もともとこの時期の資本蓄積過程がこれら外的要因を主た

る契機としてその蓄積の内部に労働力をはじめ重大なボトル・ネックを抱えつつ著しく過度に拡張されていたのであるから、その外的支えがとりはずされ利子率急騰によって投機が崩壊すれば、膨大な資本過剰が露呈することは必ず至であった。

さてブームの崩壊過程では卸売物価総合指数は二〇年五月をピークとしてそれ以後二一年六月のボトムまで五〇%近くに急落した(前掲第2図参照、ただしこれは年間平均)。工業生産指数は、二〇年三月をピークに以後低下し、とくに二〇年後半から急落して二一年初(二月)にボトムに達したが、これはピーク時に比較して四〇ポイント近い低下であった(前掲、第1図)。そして製造業の設備投資は、二〇年に実質で二六億ドル強に達したあと一三億ドルとこれまた五〇%の減少をみせたのであるが、さらに四半期別にみればボトムではピーク時の三分の一に激減した(同図)。このように戦後恐慌時のアメリカの景気の落込みは、両大戦間期を通じても二九年末以後の大恐慌期につぐ大幅なものであり、さらに二九―三三年のばあいそれが三年以上ものかなり長期間にわたってあらわれたのに対し、二〇―二一年のそれは一年前後の短期間により激烈な落ち込みが特徴的であった。ところでこの恐慌によってとくに重大な打撃を受けたのは農業であった。既述のようにアメリカの農業は、戦時需要の出現に対応して二〇世紀初頭以降生じつつあった構造変化を逆転させ、再び穀物の生産を増大させていた。したがって、政府の対欧貸付の停止とともに諸外国からの需要が急激に削減され、さらにこの海外市場がイギリス等の海運能力の回復により南米、オーストラリアといった諸国からの農産物輸出の競争を受けるにおよんで、アメリカ農業は非常な苦境にたつことになったのである。こうして二一年の対戦前比の農産物卸売価格指数はあらゆる諸製品のなかで最も低い水準にまで下落した(Stat. Abst., 1934, p. 284)。そして小生産者である農民は、周知のように、こうした事態にたいしては生産を増大させし

たがって事態をより悪化させるかたちでしか対応しえず、このような事情が、既述の農地抵当負債問題とともに、「繁栄」の二〇年代においても農業のみを著しくとり残された状態のまま推移させることになったのである。こうして農業は、アメリカでは一般に對外依存度の低い他部門とは異り、絶えず世界経済の動向との関係がとくに問題にならざるをえなかったのであるが、同時にまたその小麦の對外輸出圧力は二〇年後半に顕在化しつつあった世界農業恐慌を深刻化し、ひいては世界経済の相対的安定崩壊の一つの重要な背景を形成することになったのである(以上、馬場宏二「Monary-Haugen 法案の運命」『神奈川大商経論叢』一九六五年、第一巻一号、一五一―一五頁、参照)。

つぎに恐慌過程における金融の動きをみておけば、一九年末から二〇年初にかけて非常な窮迫状態を経験した金融市場は、上述した戦後ブーム崩壊の契機として重要な役割を果たしたのち、二〇年の春以降急速に緩慢化していった。コールレートは、前述のごとく二〇年初に最高を記録したあと、二〇年の第2四半期からは七%台に低下し二一年にはいると一気に急落して二二年半四%弱の低水準に達するまでにほとんど中断を記録していない(前掲、第4図)。その他各種利率もよりマイルドなたちではあったがこれとほぼ同様の推移をたどったとみてよく、ニューヨーク連銀の平均割引率でみれば二一年初まで七%を維持したのち二二年半の四%まで連続的に下落した。こうして国内金融市場は、これ以降二八年の株式ブームがあらわれるまでかなり長期にわたってチープ・マネー状態のまま推移することになったのである。

以上戦後恐慌期における国内の資本蓄積過程の主要な動向をみてきたが、そこではきわめて老大な生産物、資本設備、資金が過剰資本として表面化し、最大のネックとなっていた労働力が大量の失業者として「過剰」化した(第8表)。そしてこの資本設備と資金は、未曾有の規模で戦われた世界大戦に即応して拡張・形成されさらにその過程が

第8表 失業率<sup>1)</sup>, 1913—29

	失業者数 (1,000人)	失業率 (%)
1913	1,680	4.4
1915	3,840	9.7
1917	1,920	4.8
1918	560	1.4
1919	950	2.3
1920	1,670	4.0
1921	5,010	11.9
1922	3,220	7.6
1923	1,380	3.2
1924	2,440	5.5
1925	1,800	4.0
1926	880	1.9
1927	1,890	4.1
1928	2,080	4.4
1929	1,550	3.2

1) 14才以上の労働者人口を対象とした年平均の数  
出所) Hist. Stat., op. cit., p. 73

戦後ブームによって助長されていたから、そのよ  
うな外的条件が消滅したとき、それらはいわば世  
界的規模の龐大な過剰資本としてあらわれたので  
ある。いいかえれば、以上のような大戦とその直  
後におけるアメリカの蓄積規模の異常な拡大は、  
他の先進資本主義諸国が大戦とその直後の時期に  
その生産能力を著しく低下させているとき、アメ  
リカがそれらに代って「世界の兵器廠」、「世界の  
金融業者」としての地位を占めたことによってもたらされたものであって、それはこの外的市場の大幅な削減ととも  
に一大整理を迫られるものとしてあらわれることになったのである。そしてさらに大戦期の生産能力の巨大化が「横  
への拡大」という側面を強くもっていたことが、戦後恐慌をいっそう激烈にしたといつてよい。こうして戦後恐慌は、  
以上のような大戦後アメリカにおける資本蓄積の構造と運動の特殊的性格をよく表現していたのであったが、そこに  
示された諸性格が後述する二〇年代のアメリカの資本蓄積にも重要な影響をあたえずにはおかなかつたのである。

3 以上の考察から明らかのように、大戦直後における国内経済の異常なブーム状態のもとでは、アメリカの側か  
らみていかなる形態のものであれ民間資本輸出が大規模に展開される条件はなかつたといえよう。しかし他方緊急な  
戦後復興の問題をかかえた諸外国の側では、アメリカ政府による貸付ではなお満しえない非常に強い資金需要をもつ  
ていたのであり、こうした内外の条件の大きなズレから「二〇年の八%外債」といわれた高発行利回りが一般的にな

ったのである。そしてそうした高利回りにひかれて、一九年に第9表のように民間資金三・七億ドルが海外証券投資に向ったのである。とはいえこれも主として一九年前半に、イギリス、フランス、カナダといった国際的に完全な信用を得ている諸国にほとんど限られており、またイギリス、フランス政府債についてはその大部分が大戦期の短期債の長期借換えであつて、さきの新規発行価額および純資金流出額は総発行額面価額からすればはるかに少額になつていた（第9表と注（6）の数値を比較せよ）。その他の交戦諸国および後進諸国については、戦後の混乱と金本位制の未回復という事情のもとにあつたのであるからなおさら、それらの需要のみ強くともアメリカの投資家が現実に外債を引受ける条件は存在しなかつたのである。そして一九年後半におけるアメリカ国内のブームの異常な昂揚はこの一部の海外投資さえも減少させたのであつた（後掲、第17図、参照）。もつとも、この新規外国証券発行の伸び悩みは、部分的には既発行証券取引によるドル流出によつて補われていたが（後述、第25表参照）。他方直接投資のばあいも、景気循環との細かい対応関係はわかりかねるが、一九年には九四百万ドルと少額であつた（第10表）。要するに、二〇年春の戦後恐慌が勃発する以前の国内資本蓄積の状況では、世界経済における受入態勢の未整備もさることながら、まずアメリカの側において資本輸出を本格化するような条件をもちあわせていなかつたのである。

（6）一九年の外国証券発行の内訳をみれば、カナダを除きその他は全て政府・自治体債でそれも政府債が大部分であつた。そのうち大口は、イギリス政府（三・三八億ドル）、カナダ政府（一・三九億ドル）、スイス政府（〇・三億ドル）などであり、その他フランス、ブラジルがあつた。ただしカッコ内の数字は返済分も含んでいる。

しかし戦後恐慌の激発は、アメリカ国内に関するかぎり事態を大きく変えた。そしてこうした事態を背景として、この頃からアメリカ国内に海外投資を促進せよという一大世論がでてきていた。それは、「ビジネスマン」のリーダー



第9表 海外証券投資<sup>1)</sup>とその発行比率 (A), 1919—24

(単位 ; 100万ドル)

	純海外証券投資 (A)	新外国証券発行 額面価額 (B)	新内外発行額面 価額 (C)	内外発行比率 (B)/(C)
1919	371	354	3,558	9.9
1920	500	400	3,635	11.0
1921	567	554	3,576	15.5
1922	666	678	4,314	15.7
1923	317	289	4,304	6.7
1924	823	1,005	5,593	18.0

1) (A), (B) で数値が異っているのは、基本的には、(A) が実際に海外に流出した資金量で示されているのに対し (B) は証券市場での発行額の集計として示されていることによる。海証券投資の推移をみるばあい、最終的には当然(A)が問題になる。そして(A)は一般に、新規実質発行価額(new issuing value = 総実質発行価額 - 返済発行) から投資銀行業者の手数料(gross spreads or underwriters commissions) が差引かれたものである。ところが年によって (A) > (B) となっているのは、同じ商務省の資料でも推計時の相違からくる面も考えられるが、むしろ (B) が公開市場でのドル発行に限られるのに (A) はそうでない部分を含むばあいがありうること、さらに外国証券の発行時とその資金の実際の流出時はズレるばあいがあること、などがその主な理由と考えられる。

出所) (A), D. of C., *Balance of Payments*, op. cit., p. 1

(B), (C), D. of C., *Survey of Current Business*, Annu. Suppl., 1938より

第10表 直接投資の推移 (A), 1919—24

(単位 ; 100万ドル)

	1919	1920	1921	1922	1923	1924
直接投資	94	154	111	153	148	182
うち、証券発行によるもの <sup>1)</sup>	25	64	46	68	64	78

1) 「証券発行によるもの」は、正確には「対外目的のためのアメリカおよび準アメリカ企業の証券発行」によるものである。第二章第一節一の2を参照。

出所) H. B. Lary, op. cit., p. 216

シップのもとに政治家、学者、ジャーナリストなどが広範に参加して公的、私的な「ステートメントの洪水」をひき起したといわれ多くの公聴会記録もみられた<sup>(7)</sup>。ともかくこうして、この時期にはアメリカ国内の環境としては資本輸出の積極的な展開が要請されていたのであり、証券投資、直接投資のいずれの形態においても一定の増大を示した。海外証券投資は、二〇年の後半から増加し始め以後二二年の第一四半期までかなり急速に拡大してゆき(後掲、第17図参照)、年間合計では第9表のように前年をかなり上回る五億ドル、以後二二年の六億数千万ドルまで一応着実に増大する傾向にあった。直接投資の方はそれほど目立った動きではないが、第10表のように二〇年には数千万ドルに増加し、以後若干の増減をみせながらほぼ同じ水準で推移した。しかしこれ以後二〇年初期の資本輸出の拡大には、これを規定する内外の枠組に限界があった。それは、世界経済においては賠償問題のデット・ロック乗りあげによってもたらされたものであり、国内においては二一年後半からの景気高揚であった。そこで項をあらためてそうした諸事情から考察してゆこう。

(7) C. Lewis, *op. cit.*, p. 367; H. B. Lary, *op. cit.*, p. 94, 参照。例えば、二四年の時点のことであるが、ニューヨークの大銀行家は、アメリカは今や金に埋れて窒息するという重大危機に直面しており、外国に信用を提供することは無条件に必要であること、そのばあい潜在的経済力および東欧への前進基地としても対ドイツ貸付がとくに望ましい、と声明している(日銀調査局『ドイツインフレーションと財政金融政策』一九四五年、二八九―九〇頁)。(未完)

〔付記〕 本稿は、東大社研(および産経研)の世界経済研究会(国独資研究会)において、諸先生方と諸先輩によって展開された有益な議論およびそこで提示された諸研究資料に非常に多くのものを負っている。事柄の性格上そのことをいちいち示すわけにはゆかなかつたが、ここで方々への厚い感謝の気持ちをこめてその点をことわっておきたい。もちろん、本稿が多くの点で不十分ないし誤った結論に到達しているとしても、それがこの研究会の研究水準を示すものでないことはいうまでもない。(一九六七・一一・一五)。