

金融恐慌時における 決済システムの変様と断絶

— 連邦準備制度以前のアメリカの経験 —

川 合 研

はじめに

1. 金融恐慌時における市内決済システムの変様
 - (1) 疑似貨幣の発行
 - (2) カレンシー・プレミアムの発生
 2. 金融恐慌時における遠隔地間決済システムの断絶
 - (1) 内国為替相場の決定
 - (2) 恐慌時におけるニューヨーク為替相場の動向
 - (3) カレンシー・プレミアムとニューヨーク為替相場の関連
 - (4) 中央銀行の不在と最後の貸し手
- むすびにかえて

はじめに

中央銀行を持たない連邦準備制度以前のアメリカにおいて、金融恐慌時に銀行が現金による預金の引き出しを停止すると、市内決済および遠隔地間決済システムが混乱に陥った。市内決済については、特に賃金支払いや小口決済が現金でなされていたため、現金支払停止はこのような決済部に大きな影響を与えたのである。そこで各地の銀行は現金支払停止に際して、個々の銀行ではなくその地域の手形交換所加盟銀行全体の債務である疑似通貨（小額面の手形交換所貸付証券）を発行し、現金の代わりにこれで預金の引き出しに応じた。このような疑似通貨は地域の銀行全体の信用によって支えられ

ていたため、上記のような決済部面で受け取られることができたのである。

市内決済に対して遠隔地間決済では業者間の大口決済が中心になるが、このような部面では為替手形、銀行為替、小切手などの内国為替機構が利用されており、金融恐慌時に現金の支払いが停止されると内国為替相場が現送点を超えて暴騰・暴落し、取引に大きな障害をもたらした。このように金融恐慌時には、市内決済システムは手形交換所加盟銀行の共同行為によって維持されることができたが、遠隔地間決済システムはそのような役割を果たす機関を持たず、深刻な打撃を被ることになったのである。

以上のように、金融恐慌時に決済システムの機能が損なわれたといっても、市内決済と遠隔地間決済とでは事情が異なっており、両者を区別して考える必要がある。小論では、連邦準備制度以前の中央銀行のない銀行制度のもとで生じた金融恐慌のうち、特に1893年と1907年恐慌に焦点を当て、金融恐慌時に決済システムがどのように変様・断絶したのかという問題を、市内決済システムと遠隔地間決済システムに分けて考察する¹⁾。

1. 金融恐慌時における市内決済システムの変様

(1) 疑似通貨の発行

金融恐慌時に、預金者が銀行の支払能力に疑問を持ち、一斉に預金を現金で引き出すと、銀行は準備を維持することが困難になるため現金で支払うことを一時停止する²⁾。預金が現金化されないと、現金決済が中心の小口取引や賃金支払いにおいて現金が不足するため、各地の銀行は現金の代わりに疑似通貨で預金の支払いを行った。

疑似通貨は、発行を希望する銀行が資産を担保として差し出すと、その銀行が属する手形交換所協会（手形交換所協会がない場合はその地域の銀行の共同）によって発行された。この疑似通貨は多様な名称で発行されたが、内容的には低額面の手形交換所貸付証券（clearinghouse loan certificate）であり、

発行を依頼した銀行の資産や当該手形交換所加盟銀行全体の資本で現金での返済を保証されていた。つまり特定の銀行の支払能力ではなく、その地域の銀行全体の支払能力に支えられていたため、金融恐慌時においても現金に代わるものとして当該地域で受け入れられたのである³⁾。こういった疑似通貨は1873年恐慌のときに初めて登場し、以後主要な恐慌時に繰り返し発行されることになる。例えば、1893年恐慌においては総額1億ドル、1907年恐慌では総額5億ドルの疑似通貨が発行され、それぞれマネーストックの2.5%と4.5%に及んだといわれている⁴⁾。

ところで、市内取引においては上記のような貸金支払いや小口取引部面での現金決済だけでなく、業者や富裕者層による小切手決済も大きなウエイトを占めていたはずである。それでは恐慌時に現金の支払いが停止された場合、市内取引において小切手による支払いは通常どおり行われていたのだろうか。この点については、当時の新聞・雑誌記事などをみるかぎり通常どおり小切手が受け取られていたと考えられる。ただ、小切手の利用者は小切手の券面に「手形交換所を通じて支払われる (payable through clearing house)」というスタンプを押すことを銀行に要求された。つまり銀行が、振り出された小切手に対して現金による支払いに応じないことを示すため、小切手の利用者に上記のようなスタンプを押すことを要求し、そういったスタンプを押した小切手が代金の支払いに際して受け取られたのである。1893年恐慌時に *Bradstreet's* に掲載された、「手形交換所を通じてのみ支払われる (PAYABLE ONLY THROUGH CLEARING HOUSE)」と題する記事がこの事情を次のように説明している。

「銀行の小切手の表面にこのような語句 (PAYABLE ONLY THROUGH CLEARING HOUSE) を押印することは今やニューヨークや他の中心地でごく当たり前の出来事となっている。銀行業者や商会は取引先の銀行からの要請によるか、または銀行準備の引き出しを阻止して銀行を助けることを望ん

でか、一般的に上記の計画（このような語句を押印すること）を採用している。また任意の金額の小切手による支払いがここ2週間ほとんど常に同じ条件に結びつけられている。……少なくともニューヨークでは彼ら（預金者）はほとんど例外なしに銀行と歩調を合わせて行動している。また預金者は取引のすべての決済を手形交換所を通じて行う努力をしており、またこのような方法で支払われる（手形交換所を通じて支払われる）旨、小切手に押印するやり方は預金者と銀行の協力を示す顕著な例である。⁵⁾

このように *Bradstreet's* の記事は、恐慌時に小切手が、「手形交換所を通じて支払われる」と押印された上で支障なく受け取られていたことを示しているが、それでは現金支払停止にもかかわらず小切手が受け入れられた理由はどのように考えたらよいだろうか。

銀行が現金支払いを停止するときは、手形交換所協会が高額面の手形交換所貸付証券を発行し、小切手交換において交換負けにある銀行が銀行間決済を現金の代わりにこの貸付証券で行う方法が採用された。そのため小切手の支払銀行が現金不足のときはこの貸付証券で銀行間決済が可能であり、銀行間決済の失敗による支払銀行の倒産とそれによる小切手の不渡りという事態は、少なくとも貸付証券の発行期間中には起こりえず、したがってこのことが小切手の信頼性の維持につながり、小切手による支払いが受け入れられる理由になったと考えられる。また、小切手を受け取った者はそれを取引先の銀行に預金することになるが、この預金は現金支払停止中は現金で払い戻されないにしても、すでにみたように小額面の手形交換所貸付証券で払い戻されるため、結局小切手の信頼性は、預金されたあとは小額面の貸付証券のそれと同じであるといつてよく、つまるところ小切手も手形交換所加盟銀行全体の支払能力によって支えられていたわけである。以上のことが、現金支払停止中においても小切手が市内決済において受領された理由ではないかと考えられる。

銀行が現金の支払いを停止するという事は、銀行が預金債務の返済に応じられなくなったことを意味する。しかし市内決済においては、そういった銀行の債務が預金通貨（小切手）という形であれ、疑似通貨（小額面手形交換所貸付証券）という形であれ、決済手段として受け取られていたのである。このことを可能にしたものは、手形交換所加盟銀行全体の共同行為による預金債務に対する信頼性の維持であった。

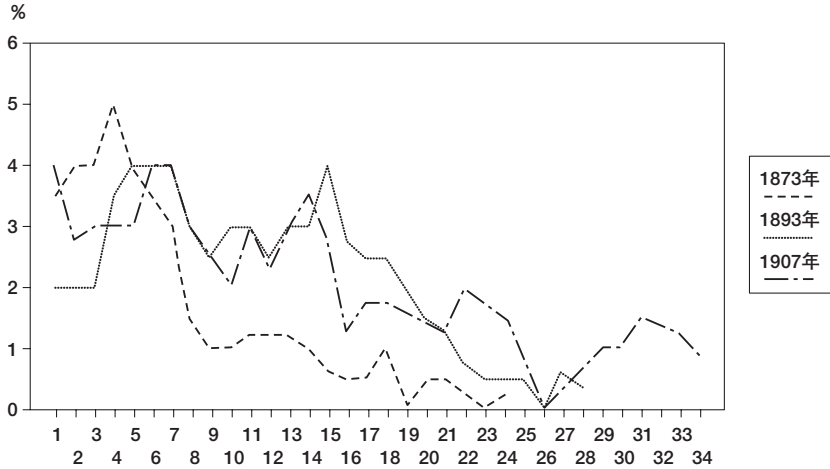
(2) カレンシー・プレミアムの発生

ところで、現金支払停止時には現金が退蔵されたり、銀行が現金を支払わないために小口取引部面において現金が不足するが、いったん退蔵された現金を再び流通に復帰させるマーケットメカニズムが存在した。この退蔵現金を流通に復帰させることを可能にしたメカニズムは、ニューヨークなどの主要都市における現金に対するプレミアムの発生であった。以下で、このカレンシー・プレミアム（currency premium）と呼ばれる現象についてみておこう⁶⁾。

いったん退蔵された現金を再び流通に復帰させることによって公衆の現金需要に応える役割を担ったのは、現金の売買差益を狙ったマネーブローカーの存在であった。マネーブローカーは退蔵された現金をプレミアムを払って購入し、それを現金を必要とする者（企業、地方の銀行など）に、より高いプレミアムで転売することによってこの需要に応えたのである。このとき、現金を購入する際に対価として支払われたのは疑似通貨である手形交換所貸付証券である⁷⁾。したがって、現金にプレミアムが付くということは、逆にいえば貸付証券が現金に対してディスカウント（減価）したことを意味していた。

ところで、貸付証券の現金に対するディスカウント（逆にみれば現金のプレミアム）は現金に対する需給状況や貸付証券の信頼性の程度によって決ま

図1 恐慌時におけるカレンシー・プレミアムの推移



出所：Sprague (1910, p.37, 187, 281, 282) .

と考えられる。ここで貸付証券の信頼性の程度というのは、貸付証券が現金で払い戻される可能性、すなわち銀行の支払能力のことである。しかも前述のように貸付証券は手形交換所加盟銀行全体が支払いを保証していることから、個々の銀行の支払能力ではなく、手形交換所に加盟する銀行全体の支払能力を意味している。貸付証券に対する信頼性がゼロであれば、誰も貸付証券と交換に現金を手放さないから現金のプレミアムは無限に高騰する。逆に貸付証券に対する信頼性が100パーセントであれば、現金を必要としないためプレミアムは発生しない。現実には恐慌時の手形交換所に加盟する銀行全体の信頼性はゼロではないし、また100パーセントの信頼性があるわけではない。信頼性が100パーセントではない理由は、加盟銀行全体がすべて破産する可能性がないとはいえないからである。図1は1873年、93年、および1907年恐慌時のニューヨークにおけるカレンシー・プレミアムの推移をみたものであるが、現金に対するプレミアムは、銀行全体の信頼性を反映して最

大でも5パーセント程度であり、一定の上限の中で変動しつつ、恐慌が収束して銀行の支払能力に対する信頼が回復するにつれて徐々に低下、消滅している。

以上のように、金融恐慌時に銀行が現金の支払いを停止しても、市内決済においては預金通貨（小切手）が通常どおり使われたし、また銀行が預金の引出において現金の代わりに低額面の手形交換所貸付証券で支払い、小口取引に用いられた。つまり金融恐慌時においても、市内決済は信用貨幣（個々の銀行ではなく地元銀行全体の信用にもとづく信用貨幣）による決済が可能であったわけである。

また現金を流通に復帰させるカレンシー・プレミアムの発生が現金不足を補う役割を果たしたが、このカレンシー・プレミアムの発生は手形交換所貸付証券の現金に対する減価という事態を反映したものであり、言い換えると、カレンシー・プレミアムは恐慌時における手形交換所加盟銀行全体の支払能力に対する信頼性の程度を表していたといえる。

2. 金融恐慌時における遠隔地間決済システムの断絶

(1) 内国為替相場の決定

次に、金融恐慌時に遠隔地間決済システムがどのような影響を被ったのかという問題についてみていく。遠隔地間取引では為替手形、銀行為替、小切手などの内国為替機構が利用されており、金融恐慌時に遠隔地間決済に大きな障害をもたらしたものは、現送点を超えて暴騰・暴落した内国為替相場の異常な動きであった。そこで、最初に内国為替相場がどのようにして決定されるのかという問題についてみておこう。

今日では外国為替相場は存在しても内国為替相場というものは存在しないが、アメリカでは20世紀初めまで各都市に内国為替市場があり、そこでは主にニューヨーク宛為替が売買されていた。当時全米の銀行はマネーセンター、

特にニューヨーク市の銀行に預金を保有し（ニューヨーク残高の形成）、遠隔地間取引は、地元の銀行がニューヨーク市中銀行に保有する預金宛に振り出した銀行為替（ニューヨーク為替）を債務者が購入し、それを債権者に送付することによって決済されていた⁹⁾。その際、債務者が地元の銀行から購入するニューヨーク為替の価格がニューヨーク為替相場であり、例えば額面1000ドルのニューヨーク為替が1000ドル50セントと建値されたり、999ドル70セントと建値されたのである。前者であればニューヨーク為替相場は50セントのプレミアム、後者であれば30セントのディスカウントと呼ばれた。また額面どおりの相場であればパー（par）と表記された。

内国為替相場が決まる理由については、例えばシカゴと他地域の取引を例にとると、シカゴの対他地域収支が赤字になるとシカゴの銀行のニューヨーク残高が不足するため、シカゴの銀行は他のシカゴの銀行から現金でニューヨーク為替を購入してニューヨーク残高を補充しようとするが、どの銀行もニューヨーク為替が不足しているので、ニューヨーク為替相場が上昇する（ニューヨーク為替にプレミアムが付く）。シカゴとニューヨーク間の現金輸送費は19世紀末には1000ドル当たり75セントであったが、これ以上にニューヨーク為替相場が上昇すれば、シカゴの銀行はニューヨーク為替を買ってニューヨーク残高を補充するより現金をニューヨークに送るほうが有利であるため、為替相場は額面より75セント以上には上昇しない。逆にシカゴの対他地域収支が黒字になればニューヨーク為替相場は下落するが（ニューヨーク為替はディスカウント）、上と同じ理由で為替相場は額面より75セント以下には下落しない。したがって為替相場は額面を中心に上下75セントの現送点の範囲内で変動するはずである。表1は1899年から1902年までのシカゴにおけるニューヨーク為替相場の最高値と最低値を示しているが、これを見ると1899年の最低値が85セントのディスカウントで現送点を超過しているものの、それ以外の年はこの範囲に収まっていることがわかる。

表1 シカゴにおけるニューヨーク為替相場の最高値と最低値

(1,000ドルにつき)

	1899年	1900年	1901年	1902年
最高値	60セント	50	75	60
最低値	-85	-60	-60	-50

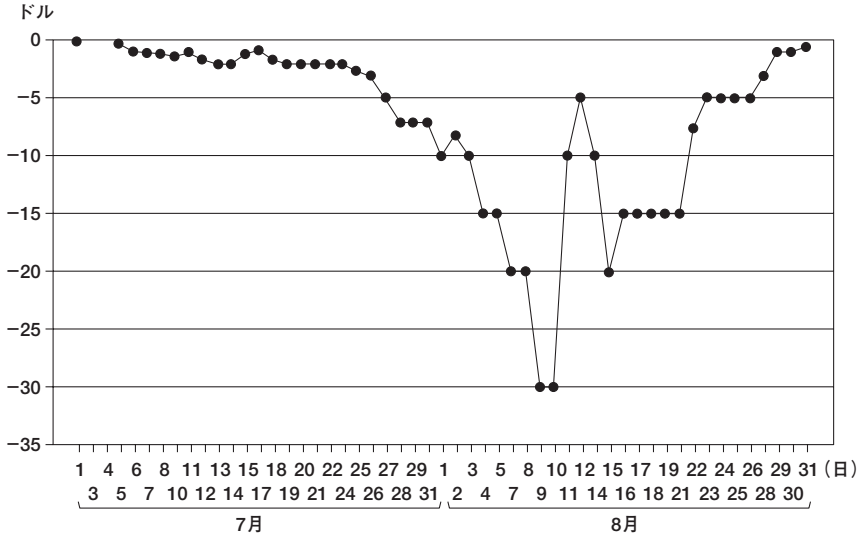
出所：川合（2002, p.86）。

(2) 恐慌時におけるニューヨーク為替相場の動向

すでに述べたように金融恐慌時に銀行は準備の喪失を恐れて現金の支払いを停止することになる。この点ニューヨーク市中銀行も例外ではない。ニューヨーク市の銀行が現金の支払いを停止すれば、現送を通じてニューヨーク為替相場に上下限を設ける上記の機能が作用しなくなり、為替相場の暴落ないしは暴騰が引き起こされ、遠隔地間決済に深刻な影響が生じる可能性が生まれる。

例えば1893年夏の恐慌では、ニューヨーク市中銀行は7月末に現金の支払いを停止し、銀行間決済は手形交換所貸付証券で行うことにした。他方シカゴの銀行は現金の支払いを停止しなかったため、現金の流出に見舞われることになった。また時期的に穀物の収穫時期で、シカゴでは穀物業者が穀物の販売代金をニューヨーク為替で大量に取得し、銀行への為替供給圧力を増加させていた。こういった状況下で、シカゴの銀行はニューヨーク為替の保有を増加させる一方、現金の保有を減少させることになった。そこでシカゴの銀行は相互に銀行間市場でニューヨーク為替を売って現金を手に入れようとしたため、ニューヨーク為替相場は下落したのである。もちろん通常の時期であれば、相場が現送点以下に下落すれば、ニューヨーク為替をニューヨークに送ることによってニューヨーク残高を補充し、その引き出しによって現金をシカゴに持ってくるのが可能であるが、このときはニューヨーク市中銀行は現金支払いを停止していたので現送を行うことができず、相場は現送

図2 シカゴにおけるニューヨーク為替相場 (1893年7月, 8月)

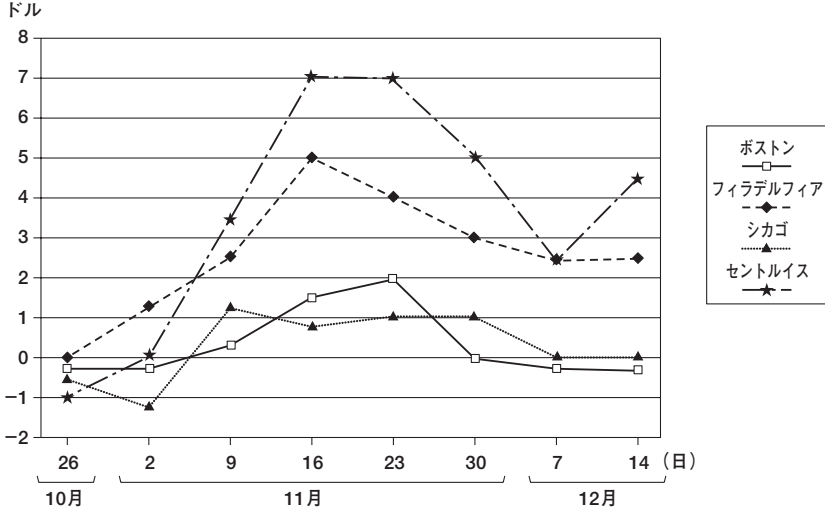


出所：川合 (2002, p.89) .

点 (1000ドルにつき75セント) 以下に暴落したのである。図2は1893年7月～8月のシカゴにおけるニューヨーク為替相場の推移を示している。これをみると、8月の9、10の両日には1000ドルにつき30ドルのディスカウントと、現送点を大幅に超える値を記録していることがわかる。またこれは銀行間市場の話であり、為替の顧客市場は成立しなかったともいわれている。したがって、ニューヨーク為替を保有するシカゴの業者はこれを取引先の銀行に買い取ってもらえず、現金化することができなかつたし、またかりに買い取ってもらえたとしても相当の割引を覚悟しなければならなかつたのである⁹⁾。こういった状況が遠隔地間取引に阻害的な影響を与えたことは容易に想像がつくだろう。

次に1907年秋の恐慌においてもニューヨーク為替の異常な動きがみられた。

図3 各都市におけるニューヨーク為替相場（1907年10月、11月、12月）



出所：Sprague (1910, pp.291~292) .

この時は1893年のディスカウントとは異なり、各地のニューヨーク為替相場は現送費を超えるプレミアムが付いた。このことは、ボストン、フィラデルフィア、セントルイス、シカゴの4都市におけるニューヨーク為替相場の推移を示した図3にみられるとおりである。1907年にはなぜ現送費を超えるプレミアムが付いたかについて、Spragueは次のような説明を与えている。

まず1907年恐慌では、ニューヨークだけでなく各地の銀行が現金支払を停止したため、銀行はその地の内国為替市場でニューヨーク為替を売却しても現金ではなく手形交換所貸付証券を入手できるにすぎなかった（上記の都市では、10月28日前後に手形交換所貸付証券を発行し始めた）。そのためニューヨーク為替を売る誘因がなかった。また1907年恐慌の起こった十月末は東部の都市は対ニューヨーク取引収支が不利で、ニューヨーク為替の供給が多

くなかった。さらに当時まとまった額の現金をプレミアムを払って購入できる所がニューヨークだけであったため、各地の銀行は現金の購入にニューヨーク為替を必要とし、その結果ニューヨーク為替に対する需要が増えた。以上のようなニューヨーク為替に対する需給アンバランスによってニューヨーク為替が高騰したのである。さらにニューヨーク為替の売買が成立したのはあくまで銀行間市場のことであり、顧客市場ではニューヨーク為替は買えなかったともいわれている¹⁰⁾。

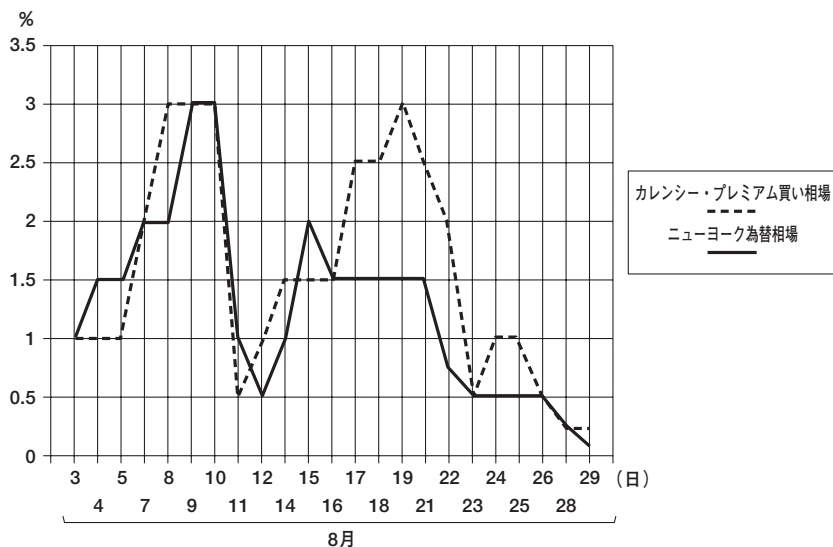
以上のように、1893年と1907年のいずれの恐慌においても、ニューヨークないしはその他の都市が現金支払停止に陥ると、遠隔地間取引の主要決済方法であったニューヨーク為替はその機能が損なわれ、遠隔地間決済システムが断絶したのであった。

(3) カレンシー・プレミアムとニューヨーク為替相場の関連

すでにみたように、金融恐慌時にはカレンシー・プレミアムの発生とニューヨーク為替相場の異常な動きという、通常の時期にはみられない現象が観察された。カレンシー・プレミアムの発生もニューヨーク為替相場の異常な動きも主要都市でみられたが、ここでは、1893年恐慌時のニューヨーク市におけるカレンシー・プレミアムとシカゴにおけるニューヨーク為替相場の関連について取り上げる。

カレンシー・プレミアムとは、すでにみたように現金を購入する際に対価として支払われた手形交換所貸付証券が現金に対してどれだけ減価したかを表している。したがってニューヨークでみられたカレンシー・プレミアムは、ニューヨーク手形交換所協会が発行する貸付証券が現金に対して減価した比率を表している。これに対して、シカゴにおけるニューヨーク為替相場は、すでに述べたようにシカゴの銀行間市場でニューヨーク為替と現金が交換される比率のことであった。そのため1893年恐慌時にシカゴでニューヨーク為

図4 1893年恐慌時のカレンシー・プレミアムとニューヨーク為替相場



出所：Sprague (1910, p.187), 川合 (2002, p.89) .

替が現送点を超えて暴落したことは、ニューヨーク為替が現金に対して現送点を超えて減価したことを意味していた。

ところで、このニューヨーク為替はニューヨークの銀行に送付されるとニューヨーク残高を形成し、そこで手形交換所貸付証券で引き出せるため、ニューヨーク為替はニューヨーク手形交換所協会が発行する手形交換所貸付証券と同じものと考えてよい。そのため、シカゴにおけるニューヨーク為替相場の暴落は、ニューヨークの手形交換所貸付証券が現金に対して減価したことと同じであり、カレンシー・プレミアムと内容的に同じものと考えることができる。この点は、両者の動きが一致していることを示した図4をみると首肯できる。

ただ、1907年恐慌時のシカゴのニューヨーク為替相場については、前述の

ようにシカゴの銀行間市場でニューヨーク為替と交換されたのは、現金ではなくシカゴ手形交換所協会が発行する貸付証券であったので、このときのニューヨーク為替相場はニューヨークの貸付証券とシカゴの貸付証券の交換比率を表しており、ニューヨークの貸付証券と現金の交換比率を表すカレンシー・プレミアムとは別物であったといえるだろう。

(4) 中央銀行の不在と最後の貸し手

これまでみてきたように、連邦準備制度以前のアメリカでは金融恐慌時に銀行が現金の支払いを停止すると、決済システム、とりわけ遠隔地間の決済システムが機能麻痺に陥った。当時の中央銀行のない銀行制度のもとでは、各地の銀行はマネーセンターである中央準備市や準備市、特にニューヨーク市の銀行に現金準備を保有し、現金が必要なときにはここから引き出していたから、ニューヨークの銀行が現金の支払いを停止すると他の銀行も現金支払停止に追い込まれたのである。このようにニューヨーク市中銀行は現金準備の集中という点で中央銀行の役割を果たしたとはいえ、現金自体を創造するものではなかったため、恐慌時における最後の貸し手としての役割を期待することはできなかった。むしろ不十分ながら最後の貸し手を演じたのは、金融恐慌時に財政資金を貨幣市場へ放出した財務省と海外からの金流入である。この点は1893年および1907年恐慌時におけるニューヨーク市中銀行からの国内現金流出と、国庫からの資金援助および海外からの金流入の関係を示した表2に示されている。

この表を見ると、1893年恐慌においては、7月21日から8月18日までの間、毎週250~780万ドルの現金がニューヨーク市中銀行から国内流出しているが、それを補填する形で80~1320万ドルの金が海外から流入しており、その結果銀行の現金流出は緩和されたと考えられる。もっともこの年の恐慌では国庫の資金援助はほとんどなく、むしろ引き上げが多くなっており、財務省が最

表2 1893年と1907年恐慌におけるニューヨーク市中銀行からの現金流入と
 国庫による資金援助および海外からの金流出

(単位100万ドル)

	NY市銀行からの 国内現金流入	国庫援助	海外からの 金流出	左記3項目の 合計
1893年7月21日	-2.5	-0.5	+1.2	-1.8
28日	-7.8	+0.2	+1.8	-5.8
8月4日	-5.3	+0.2	+0.8	-4.3
11日	-5.1	-7.5	+13.2	+0.6
18日	-6.1	-4.5	+11.2	+0.6
1907年10月19日	-4.4	+4.0	・	-0.4
26日	-16.3	+21.0	-1.3	+3.4
11月2日	-17.0	+9.5	-0.5	-8.0
9日	-17.4	+15.0	+7.3	+4.9
16日	-22.6	-6.1	+21.1	-7.6
23日	-17.3	+0.6	+12.4	-4.3
30日	-10.6	-0.6	+16.5	+5.3

注：数字は、各記載日までの1週間におけるNY市中銀行からの現金の流入額（-は流出、+は流入）。

出所：1893年は *Commercial and Financial Chronicle*（1893年7、8月）より作成。

1907年については、*Mitchell*（1941, p.80の表3）より引用。

後の貸し手機能を果たしたとはいえない。また1907年恐慌についてみると、10月19日から11月30日までの間、毎週440～2260万ドルの現金が国内流出しているが、これに対して国庫からの援助は多いときで2100万ドルに達しており、最後の貸し手として一定の役割を果たしている。さらに海外からの金流入も多いときで2110万ドルになっており、両者相まって銀行からの現金流出の緩和に寄与したと考えられる。

なお財務省による貨幣市場への資金援助は次のような方法でなされた。当時連邦政府の収納と支払いは正貨や法貨に限られており、また政府は収納した正貨や法貨を国庫で保有・管理したが、恐慌時に民間の現金退蔵需要が高まると、政府は保有する正貨や法貨を国法銀行への預金という形で放出することによって現金に対する需要を満たそうとしたのである。また政府は市場

から国債を購入することによっても正貨や法貨を供給した。このような政府財務省による財政資金操作が恐慌時の現金不足の緩和に一定の役割を果たすことになった。ただ財政赤字のときは国庫が資金を放出する余裕はなく、前述のように、1893年恐慌時に財務省が最後の貸し手機能を果たせなかったのもこの理由による¹¹⁾。

次に金融恐慌時に海外（特にロンドン）から金が輸入された点についてみておこう。当時の金本位制のもとで、ドルとポンドの為替平価は、0.2354オンスの金=1ポンド=4.866ドルであり、金現送点については、ニューヨーク側からみた金輸入点は4.827ドル、金輸出点は4.900ドルであった¹²⁾。ところが1893年と1907年の両恐慌時において、金輸入点以下にポンドが下落してロンドンから金が輸入される条件が成立していたのは、1907年10月末の2日間（10月26日の4.8225ドルと28日の4.8240ドル）だけであり、他の期間はポンド相場は金輸入点以下に下落することはなかった。むしろほとんどの場合平価近傍かそれ以上の水準にあった¹³⁾。しかし表2にみられるように、両恐慌期間中ニューヨークは大量の金をロンドンから輸入したのである。ポンド相場が金輸入点以下に下落しなかったにもかかわらず、ニューヨークが金を輸入することができた理由の一つが、すでにみたカレンシー・プレミアムの発生であった。カレンシー・プレミアムと金輸入の関係について次にみておこう¹⁴⁾。

ニューヨーク所在の外国の銀行業者がニューヨークの銀行からドルを借り入れ、金輸入点よりポンド高の相場（たとえば、1ポンド=4.87ドル）でポンド為替を買おうとしよう。また、この銀行業者は、ポンドをロンドンに送って1ポンドにつき0.2354オンスの金をイングランド銀行から購入し、ニューヨークに輸入するとしよう。通常の時期であれば、アメリカ政府は金を0.2354オンスにつき4.866ドルで購入するため、金を輸入した銀行業者は金輸入に要した費用4.909ドル（内訳は、ポンド為替4.87ドルと金現送費

0.039ドル¹⁵⁾以下でしか金を売れない。したがってこのようなポンド相場では金輸入は行われないことになる。しかしニューヨークの銀行が現金支払停止に陥り、カレンシー・プレミアムが発生すると事情は違ってくる。たとえば市場で金に5%のプレミアムが付くと0.2354オンスの金は5.109ドル（4.866ドル×1.05）で売れるため、1ポンド=4.87ドルのような、金輸入点よりポンド高の相場でも金輸入によって0.2ドル（5.109ドル-4.909ドル）の利益が得られることになり、ロンドンから金が輸入されるのである¹⁶⁾。このときニューヨークにおいてポンド為替の購入や輸入した金の売買に代価として支払われたのは、ニューヨーク手形交換所協会の発行する手形交換所貸付証券であった¹⁷⁾。

むすびにかえて

これまでみてきたように、金融恐慌時に銀行が現金の支払いを停止すると決済システムが混乱に陥った。とりわけ、遠隔地間決済ではニューヨーク為替相場が現送点を超えて変動したし、さらに各地の内国為替市場ではニューヨーク為替の顧客市場が成立しなかったともいわれている。ニューヨーク為替が遠隔地間決済の主要手段であったことを考えると、このような状況は遠隔地間決済システムの機能停止を意味する。これに対して、市内決済ではそれぞれの地域の手形交換所に加盟する銀行全体の共同行為によって疑似通貨や小切手の信頼性が維持され、市内決済システムは現金支払停止下でも機能が停止することはなかったのである。

ところで、こういった地域的な銀行全体の支払能力をバックにした疑似通貨がニューヨーク為替の代わりに遠隔地間決済において用いられることができたなら、金融恐慌時にも遠隔地間決済システムが機能麻痺に陥ることはなかっただろう。実際、地域的な信用をバックにした疑似通貨を恐慌時に遠隔地間決済に用いる計画が1890年代にいくつか提案されている¹⁸⁾。しかし地域

的な銀行全体の支払能力は地域によって差があっただろうから、ある地域の疑似通貨が別の地域で必ず受け取られるという保証はないし、かりに受け取られたとしても額面で受け取られるとは考えにくい。そのため、こういった提案が実現することはなく、1913年に成立した連邦準備法のもとで、連邦準備銀行が中央銀行券たる連邦準備券の供与に基づく最後の貸し手機能を果たすことになった。

もっとも連邦準備制度成立後においても、1933年1月から3月にかけての金融恐慌においては、銀行は大規模な預金の引き出しに応じるため連銀からの借入に依存することになったが、しかし連銀は平価切り下げ予想によって引き起こされた金準備の国内外への流出に耐えきれず3月4日に業務を停止し、最後の貸し手としての自らの役割を放棄したのである¹⁹⁾。また一般の銀行もすでに全国的に休業あるいは預金引き出し制限下にあったが、大統領令によって3月6日に全国的な銀行休日が決定され、銀行を軸に編成された決済システム、とりわけ遠隔地間決済システムはそれまでの金融恐慌時と同様に機能停止状態に陥った。ただ全国的な銀行休業中においても、各地の手形交換所協会、地方政府、民間企業などがスクリップ (scrip) と称される小額面の疑似通貨を発行したため、賃金支払いや小口決済などの市内決済はこれで行うことができた²⁰⁾。

以上のように、連邦準備制度が成立したあとも連銀信用が金準備の制約を受ける限り、金融恐慌時における現金支払停止の可能性は存在し、1933年におけるように、決済システムの機能麻痺が19世紀から20世紀初頭までの中央銀行不在の通貨体制下とほとんど同じ形で繰り返されたのである。

注

- 1) 市内決済とは、同じ手形交換所に加盟する銀行に預金勘定を保有する取引当事者間での決済を、また遠隔地間決済は異なった手形交換所に加盟する銀行に勘定を保

有する取引当事者間の決済をいう。

- 2) 1890年当時、現金として流通していたものは、金貨、金証券、銀貨、銀証券、合衆国紙幣（グリーンバック）、1890年財務省紙幣、および国法銀行券である。このうち金貨が正貨、合衆国紙幣と1890年財務省紙幣が法貨であった。それぞれの額面は、合衆国紙幣が1ドルから100ドル、国法銀行券は1ドルから1000ドル、金貨は1ドルから20ドルであった。金証券と銀証券はより高額面のもも発行され、他方、銀貨は1ドル以下の小額面のもも発行された。金貨は関税および公債の利払いを含むすべての債務の支払いに用いられた。合衆国紙幣は関税および公債の利払い以外のすべての債務の支払いに用いられた。また国法銀行券は法貨規定は与えられなかったが、関税および公債の利払いを除くすべての債務の支払いに用いられた (Nussbaum, 1957, chapter 5, 6)。
- 3) 疑似通貨としての低額面手形交換所貸付証券の性格については、Gorton (1984), (1985) および Gorton and Mullineaux (1987) を参照されたい。またどのような名称で発行されたかについては、Warner (1895) が詳しい。
- 4) Gorton (1985, p.282).
- 5) *Bradstreet's* (September 2, 1893, p.550, 括弧内は引用者)。また1907年恐慌時に小切手が受け取られたことについては、次のようなシカゴの銀行業者の発言が示唆的である。
「手形交換所の行動（手形交換所貸付証券の発行を指している）は地元の取引をもっぱら小切手ベースで行うようにするだろう。（シカゴ）市内の取引のおおよそ95%はとにかく小切手で行われている。われわれが望むのは、人々が従来どおり小切手で取引を行うはずだということだ。また彼らはなんらかの正常でない事態が生じていることなど知りもしないだろう。小切手で取引を行うことが便利であると感じづく人もでてくるだろう。顧客は通常の請求書を小切手で支払うことができるし、雑貨商などは現金と同じように小切手を受け取ることに慣れてくるだろう。こうしてわれわれの取引を小切手ベースで行うことが広がっていくだろう。…規則は商業預金者に対して小切手の現金での払い戻しをやめさせることだ。しかし、人が手形交換所を通過する（手形交換所を通じて支払われる）小切手を振り出すなら、彼は全残高を引き出すことができる」 (*Chicago Tribune*, October 28, 1907, 括弧内は引用者)
また、小切手利用者が銀行から、「手形交換所を通じて支払われる」というスタンプを押すことを要求された点については、Noyes が次のように述べている。「これらの銀行のほとんどは顧客に『手形交換所を通じて支払われる』と彫ったスタンプを送った。これは、銀行が現金の支払いを断ることを小切手の受取人に対して丁寧かつ婉曲的に示すために、振出時に小切手上に押印するためのものであった」 (Sprague, 1910所収, p.422, 脚注)
- 6) 現金支払停止とカレンシー・プレミアムの関係については、Gorton (1984), (1985), Sprague (1910), Noyes (Sprague, 1910所収) が詳しい。この問題に関して、本稿は Gorton 論文に依拠している。
- 7) 現金購入の対価として支払われたのは、サティファイド・チェック (certified check) と呼ばれる低額面の手形交換所貸付証券であった (Sprague, 1910, pp.423-424)。
- 8) 本文では、遠隔地間取引がニューヨーク宛銀行為替で決済されるとしているが、

実際は19世紀末には銀行為替に代わって小切手の普及が顕著であった。内国為替相場に関する本文での議論は遠隔地間取引が銀行為替で決済されるとしても、小切手で決済されるとしても同様に妥当する。恐慌時における内国為替相場の変動については、川合（2002、第3章）を参照されたい。

- 9) 当時の新聞は、「昨日の最も注目すべき特徴の一つはニューヨーク為替市場の異常な状況であった。実質的に市場はなかった。為替は実際上売れなかった」と述べている (*Chicago Tribune*, July 29, 1893)。
- 10) Sprague (1910, pp.291-297).
- 11) 財務省による貨幣市場への資金援助については、Taus (1943, pp.85-133), Kinley (1910, pp.225-290) が詳しい。
- 12) 西村 (1980, pp.5-6).
- 13) 1893年と1907年恐慌時におけるドルの対ポンド相場については、Andrew (1910, p.192, p.206) に日々の相場が記載されている。
- 14) 金輸入のプロセスについては、*Commercial and Financial Chronicle* (August 5, 1893, p.196) に記載の、外国銀行業者による為替操作をカレンシー・プレミアムが発生した場合に当てはめてみたものである。なおこの記事は、Sprague (1910, pp.191-192) に引用されている。1907年恐慌時に金が輸入された主因としてカレンシー・プレミアムの発生を強調するのが佐美 (1976, pp.195-197) である。
- 15) 金の現送費0.039ドルは、平価の4.866ドルから金輸入点の4.827ドルを引いた値である。
- 16) 理論的には、カレンシー・プレミアムの発生によって金輸入から利益が生じると、ニューヨークではポンド為替に対する需要が増加し、ポンド相場は金輸入の利益が消滅する点まで上昇することになる。
- 17) 恐慌時の金輸入に関して付言すれば、本文で述べたように1893年恐慌時におけるカレンシー・プレミアムとシカゴにおけるニューヨーク為替相場は同じものであるため、シカゴでは減価したニューヨーク為替を利用して、ニューヨークを経由せず直接ロンドンから金を輸入した。この点については、川合（2002、第3章）を参照のこと。
- 18) Timberlake (1984, pp.9-11).
- 19) 1933年恐慌については、平田 (1969, pp.45-58) による。連銀の業務停止日は Federal Reserve Board (1933, p.10) を参照。
- 20) 1933年恐慌時におけるスクリップの発行については、Roberds (1990) が詳しい。

参考文献

- Bradstreet's*
Chicago Tribune
Commercial and Financial Chronicle
Federal Reserve Board, *Twentieth Annual Report*, 1933.
Gorton, Gary, "Private Clearinghouses and the Origins of Central Banking", *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, January/February 1984.
—, "Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States", *Journal of Economic History*, vol.xlv, no.2, June 1985.

- and Donald J. Mullineaux, “The Joint Production of Confidence: Endogenous Regulation and Nineteenth Century Commercial-Bank Clearinghouses”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.19, no.4, November 1987.
- Kinley, D., *The Independent Treasury of the United States and Its Relations to the Banks of the Country*, 1910(reprinted 1970).
- Mitchell, W.C., *Business Cycles and Their Causes*, 1941.
- Noyes, A.D., “The Banks and the Panic of 1893”, in Sprague, *History of Crises under the National Banking System*, 1910.
- Nussbaum, A., *A History of the Dollar*, 1957, 浜崎敬治訳『ドルの歴史』1967年。
- Roberds, William, “Lenders of the Next-to-Last Resort: Scrip Issue in Georgia during the Great Depression”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, September/October 1990.
- Sprague, O.M.W., *History of Crises under the National Banking System*, 1910.
- Taus, E. R., *Central Banking Functions of the United States Treasury, 1789-1941*, 1943.
- Timberlake, Jr., Richard H., “The Central Banking Role of Clearinghouse Associations”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.16, no.1, February 1984.
- Warner, John DeWitt, “The Currency Famine of 1893”, *Sound Currency*, vol.11., no.6, February 15, 1895.
- 川合 研『アメリカ決済システムの展開』2002年。
- 佐美光彦『国際通貨体制——ポンド体制の展開と崩壊——』1976年。
- 西村閑也『国際金本位制とロンドン金融市場』1980年。
- 平田喜彦『アメリカの銀行恐慌 1929～33年——その過程と原因分析』1969年。

[本稿は信用理論研究会西日本部会（2003年3月30日，九州大学）における筆者の報告に基づいて作成された。当日討論者になって頂いた熊本学園大学の平岡賢司教授，および有益なコメントを頂いた先生方に感謝する。なお，本稿の責任はすべて筆者にあることは言うまでもない]