

(2019年9月26日講演)

## 16. 戦前期上海の金融システム

東京大学大学院経済学研究科 教授 城山智子委員

私は中国経済史で、戦前期の研究をしている。今日は金融、銀行のシステムの話を見せてもらうが、戦前期と言っても1842年の開港から1937年の日中戦争の開戦までの時期のことを扱っている。20世紀の1930年代の大恐慌が一つの画期となっている。

上海を取り上げるわけであるが、まず上海の特徴としては一つ後背地である。揚子江を介して全国的な金融及び貿易の中心であった。もう一つは、今日話す金融システムの話との関係では、上海が開港場であったということである。周りの中国人が統治していた中国とは非常に違う政治的あるいは経済的な空間の構成があり、それが戦前の上海の経済には非常に効いていたということが、今日の私の話の一つのメッセージになっている。

先ほどこの研究会が始まる前に寺西委員長と、今香港はどうかというような雑談をさせてもらったが、ある意味で香港も同じように特殊な、ほかの中国とは違う空間で動いてきた、発展してきたところである。それとも関係して、今日話させてもらう中でも、一つは不動産金融、不動産を担保にした信用の供与が非常に重要であったのは、これはむしろ香港が戦後になって上海から学んだようなところもあるかと思う。

歴史のことをやっても、現代の中国にもインプリケーションがあるようなことを話せばということで、今話したような不動産金融とも関係して、中国の長期的な歴史的な信用関係あるいは金融システムが持っていた一つの問題としては、知人の間の、顔見知りの間の関係、その間で非常に短期の信用を供与するシステムをどのように克服するかという一つのケースとして、恐らく戦前の上海の話に少し興味を持ってもらえるかと考えている。

開港から日中戦争期に至る時期というのは、現在の政権あるいはその前からずっと「100年の恥辱」と言われるような時代であった。租界はそうした100年の恥辱のまさに中心であった。外交上開港させられて、さらに租界は治外法権の地区になって、それは中国の主権を侵害して非常によろしくないということが今でも公式見解になっている。

多くの中国人もそのように考えているかもしれないが、経済史の分野では、**Treaty Port Economy** 開港場の経済というものを、中国の19世紀から20世紀の初めに徐々に始まった近代化あるいは工業化の中心地として評価するような見方が出てきている。そこでは中国人もむしろ租界の中の例えば所有権の保護といったようなインフラを利用していたということに着目している（P2）。実際振り返ってみると、現在でも沿海部の特に華中・華南にかけての主要な経済の中心地が、実は租界、開港場としての起源を持っている。港としても、上海は今でも世界一の港であるが、その開発も起源は19世紀にあるということが言

える。

上海も初めは貿易都市だった。そこから徐々に製造業、工業化をしていこうとしたときに、資金調達システムを欠いていることが一つ問題になっていた（P 3）。

ここで中国の伝統的な資金調達のシステム、合股について簡単に説明したい。股という字を書いて「こ」と読む。今でも中国語では gǔpiào 股票というのが株券という意味であるが、股というのは株というような意味である（P 4）。株式会社が不特定多数の未知の人間の間で資金を投資するのに対して、この合股というのは顔の見える人間の間で資金を出し合う。多くの場合、割と短い2年とか、もっと短いものもあり、会社を設立するというよりも、何かの短い特定のプロジェクトに皆で金を出し合って利益を上げることを目指す。それを内部留保で残してさらに投資を広げていくというよりも、短期でかつ利益を全部中で分けてしまっただけで残さない。そうした意味で、商業やサービス業には合っているが製造業には不適であることを、一橋大学の前身で、戦前の東京商科大学で教鞭をとった根岸侘の『合股の研究』という、戦前に調査研究をして戦後すぐに発表した研究も指摘している。

戦前には株式を取引するような場が、上海では発展しなかった。確かに証券物品交易所とかはあったわけであるが、そこで取引されていたのは民間企業、中国の企業の証券ではなく、中華民国政府の公債であるとか、あるいは上海租界ガス会社とかの西洋の会社の債券であった（P 5）。株式会社が株式を発行することはあるのだが、それでもやはりそれは知り合いの中にとどまっていた、登記をするということをしなかった。登記することによって、会社の中の貸借対照表であるとか、決済であるとか、会社の中の事情を株主や債権者に、秘密を対外的に暴露するのはあまり好まないとされる。それはまさに現在の株式会社が言われるようなアカウンタビリティであるとか、対外的に会社の内部のことを公表するのはよろしくない、それよりも内部の顔の見える人間の間でその秘密を共有して運営していったほうがよいという判断をしているからである。

株式とか債権者だけではなく、中華民国期には登記をしてその決済を公表すると、政府・お上に会社の中のことを分かっってしまう。そうするといろいろ税金を取られたり、さらにはさまざまな圧力を受けたりするので、そうした対お上との関係でも、当時の企業を行う企業家たちは、その会社の決済はじめ内部事情を株式上場することによって公開することは好まなかったということが言われている。

この合股あるいは株式会社とは言っても身内でやっている会社というのは、配当は高率であり、さらに、その会社の業績に関係なく必ず一定額の高配当を配る、さらに利益が上がると紅利というような形でボーナスを配るということで、株主に非常に手厚く分けるのが伝統的というか、一般的だった（P 6）。

19世紀の終わり、20世紀の初めから上海でも徐々に製造業が起こってくるわけであるが、そのように株主市場から資金が調達できないため、実は銀行融資が非常に重要な役割を占めていたことが指摘できる（P 7）。

金融機関についてだが、銀行と言ったときにどこの銀行なのかというと、当時の上海の

金融業界の中で一番資金を持っていたのは、外国系の **Shanghai Foreign Exchange Bankers Association** という協会があり、そこに所属している上海に進出した外国系の銀行であった。香港上海銀行、チャータード、スタンダード、アメリカンエクスプレス、日本の横浜商銀、そうした外国銀行が外国為替、中国国内の中国元と外国為替のトレードに関してほとんど独占していたので、彼らは非常に資金を持っていた（P 8）。

それに加えて、上海銀行公会に属する中国系の銀行が幾つかあった。政府系の3行の中でも中央銀行は、中国中央銀行なわけである。しかしいわゆる現在の日銀のような形で発券を独占しているようなセントラルバンクというのはなかった。政府系の銀行として、中央銀行、中国銀行、交通銀行があるわけであるが、これも半官半民の出資率であり、それプラス幾つかの民間の銀行があった。それに加えて、銭荘という非常に長い間伝統的な、ローカルな融資を行うような金融機関があった。これも小規模なものが多かったが、そうした3つの種類の国籍あるいはその営業形態、規模を異にする金融機関が営業していた。

中央銀行がないので、相互の間で決済を行うときは、銭荘の側の銭業公会というところがあり、そこが毎日貸し借りの貸借を決済するというような、非常にプリミティブな状況にあった。

そうした中で、長期の貸し付けを行おうとするときに、誰に資金をどのように貸し付けてリスクヘッジするのかということが重要となる。先ほど見たような幾つかの国籍の異なる金融機関の間で、ある種の慣行として、長い間の取引の間に作り上げられてきたのが、土地・不動産、特に租界の土地を抵当に入れることであった（P 9）。Feetham は、1920年代の終わりに上海租界の工部局という行政機関の委託を受けて調査をしている。彼が指摘しているのは、上海の租界の土地、そこでの私有財産権の安全性というものが、上海のみならず、上海を越えて一つの信用形成の核になっていることである。

今でも外灘と言われる **BUND** バンド、非常に壮麗な時計のある一番真ん中が中国海関である。その隣の丸い屋根のところが香港上海銀行である。ここからずっと租界が広がっていくわけであるが、こうした外国租界の開発と、それへの信用が非常に重要であるとフィータムは強調しているのである（P 10）。

租界の土地の所有権が確実に保護されているということは、中国と外国側の一種の共同作業というか、租界の中で、デファクトにそうしたシステムが作り上げられていったのであった。中国側から道契と呼ばれる地券が発行される（P 11）。これは租界の中で中国人の地主が外国人に対して、この土地を永久に租借することを約束すると、中国の側からこういう地券が出て、それを各領事館に登録するというような手はずになっている。見てもらおうと、右の方に租借するということが書いてあって、この辺は、土地の持ち主が変わるとそのたびに後ろにそれを書き加えていくことになっていて、何回土地が転売されているのかを見ることができる。

さらに中国人の側との関係で重要なのは、租界の土地は、中国人の地主から外国人に貸し付けると、その土地は外国領事館に登録されて所有権が非常に明確になり、かつそこは

中国側の政府から税金を取られないとか、先ほども言ったような中国側の政府からピンハネをされたりしない法的な保護を受けることができるわけである。そうした土地所有権の保護と法的な保護を中国人も享受するシステムがまた作り上げられていく。その鍵となるのが権柄単という土地の信託証明書である（P12）。先ほどの土地を外国人が租借するという手続きと同時に、その土地は外国人に自分が信託したものであるという、中国人側からいったん信託した土地であるということで、もう一回その権利をやりとりする取引というか契約を行うわけである。そうすると、一種の名義貸しのような形になって、外国人の名前で土地は外国領事館に登録されるのだが、その権利自体は、治外法権であるとかの法的な保護自体は中国人が享受できる仕組みとなる。

こうした中国人の外国人に対する不動産の信託制度の一番初めの起源は、先ほどの外国の銀行や商社、ジャーディン・マセソンとかスワイヤーにある。彼らは中国人のブローカー、買弁を雇って金を預けて動かしていた。そのブローカーの買弁に金を預けるについては、持ち逃げや、あるいは何か欠損が出たときにそのリスクをヘッジしなければいけない。そこで、買弁から不動産の信託を受けて土地を預かっておくことをずっと行ってきた。それを応用するような形で先ほどの道契と不動産の信託制度を併せることによって、中国人も外国人の名義での土地の権利を享受できるようになった（P13）。

そうした特殊な慣行は、例えば申新紡績公司という戦前上海で一番大きな綿紡績の会社の中国銀行、上海商業儲備銀行、永豊錢莊、この3つの銀行のコンソーシアムから借款の中でも、工場の土地と上物を担保に入れて、信用の供与を得るようなことが重要になっていることが分かる（P14）。

このように長期に資金を調達するについても土地不動産を中心とする担保付の貸し付けが重要であったわけであるが、もう一つ、短期の資金調達でもその担保物件が、特に外国銀行との関係で非常に重要であった。香港上海銀行やスタンダードは、中国に進出してから手元の中国元・銀建ての資金をどのようにローカルに中国の中で運用していくのかということにしばらく苦慮していた。一つは、地元の中国人に貸し付けることがあり、錢莊をはじめとするローカルな金融業者に清末・19世紀の末ごろは短期の融資をするようなことはあった。それが1911年の辛亥革命で清朝が終焉する時期と重なって、東南アジアのゴム株への投機の破綻という大きな金融恐慌がおこった。それまでは無担保のチョップローンと言われる短期の融資をローカルな錢莊に行っていたが、ここで毎日のようにデフォルトが続いて、外国銀行は無担保でローカルな金融市場に出て行くのは非常にリスクがあるということで、別の方法を考えていくことになる（P17）。

この短期の資金は、中国側から言うと、後背地の農村から季節的に綿花や小麦といったものを買付けする資金になっている。そうしたものをファイナンスするために、それとタグ付けして農作物あるいは軽工業品を納めた倉庫の証書を担保として短期の金融を回していくという、中国の対人信用に基づく金融とは非常に違うシステムの短期金融が、外国銀行との取引の中で起こってくるようになる。

こうしたシステムが回っていたのは中国の 20 世紀の初めから大恐慌期までの物価・地価と関係する (P18、19)。これは徐々に右肩上がりのインフレの時代であった。綿花・綿糸もそうになっていたわけである (P20)。

これは一つには、世界的な金本位制の中でも唯一銀本位制を取っていた中国経済の特殊な条件があった。これが大きく崩れるのが大恐慌期であった (P21)。それまでは銀がずっと入ってくる、あるいは中国元がどんどん切り下がっていくというような時代だったが、それが大きく変わるのが 1931 年である。大恐慌が始まるのは 1929 年であるが、大恐慌期の初めのころ、中国経済は銀建て・銀本位だったので、逆に世界的な恐慌からまれに免れたということがよく言われている。逆に、1931 年から、イギリスをはじめ日本、次いでアメリカが、金の足かせから離れるために金本位制を離れて国際金本位制が終焉を迎えると、銀本位制の中国経済は大きく揺らぐことになる。

上海も非常に大きな物価下落をみた (P22)。上海は中国と世界を結ぶ国際的な銀取引の中心になっていたわけであるが、中国は全体に銀を介して結び付いているので、その衝撃は上海だけではなくて華北、内陸の現在の武漢 (漢口)、南京、青島等、全国的に波及した。

1931 年から銀建ての中国経済は不況に陥っていた。これがさらなる大きな危機に陥るのが 1934 年 6 月のアメリカ銀買い上げ法の施行によってである (P23)。ルーズベルト大統領のアメリカ銀買い上げ法というのは、中国を攻撃するためにやったわけではない。アメリカはネバダ州とかの非常に大きな銀生産地を 2 つ抱えているわけである。その銀生産州が、大恐慌から脱するために国際的な銀価格を上げてほしい、さらに銀の価格が上がれば銀本位制にある中国にも実は非常に有利なことであり、輸出も大きく伸びるであろうというようなロビーイングをした。アメリカ国内の銀生産者に対する恐慌期の救済策として国際的に銀価格を上げるということで、アメリカ政府はロンドンをはじめ各地で銀の価格をつり上げることになった。実際銀価格は高騰し、その銀の買い上げ法の直後から大量の銀が中国国外へ流出することになる。

銀が国外に出て行くというのは、実は中国経済にとっては長い間なかったことであった。恐らくそのもう一つ前の銀流出の危機というのはアヘン戦争の前の危機であり、それ以後各国が国際金本位制になって中国のみが銀本位に残る中で、中国には徐々に銀が流れ込むような状況が続いていたので、突然それが反転するというのは非常に大きなショックになる。

危機の様相として見てもらえるのは、上海の不動産市場の暴落である (P24)。1931 年のブームを経て 1932 年以降大きく下がっていくのが見てもらえると思う。これは不動産を軸にした不動産金融を核として成長・発展してきた上海の都市経済というものを大きく揺るがすことになる。

中国銀行の分析によれば、信用の基礎というのは資産であり、それがいったん下がると信用の収縮から非常に深刻なクレジットクライシスで大きな危機になっていき、これをどうしたらいいのかを模索することになる (P25)。

最終的には 1935 年に幣制改革をして、銀にタグ付けして銀を基礎にする経済を離れることによって、中国経済は回復していく。しかし、通貨改革・幣制改革後も、大恐慌期に機能しなくなった長期信用の市場がずっと停滞したままであり、それをどうしようかということの模索が、先ほども紹介した外国銀行、中国系の近代的銀行、あとはもう一つ伝統的なローカルなリテイルのバンク、3つの銀行金融機関によってなされていくこととなる（P 26）。

ここで考えられたのは上海銀行業同業公会連合準備委員会で、民間の金融業者が何らかの流動性を確保する仕組みを作ろうということになる。公共租界かフランス租界にある不動産、市場流動性のある商品、上海、ロンドン、ニューヨークのどれかの市場に上場している債券や株式、外国の銀行への預金、金、それ以外の担保物件のどれかをプールして、それを担保として証書を発行して流通させるインターナショナルな仕組みを作ろうというようなことになっていく。

担保物件の中身を見ると、Asia Realty というのは租界の不動産会社である。Cathay Land、これも不動産会社であり、あとは土地系の不動産投資会社、不動産の開発デベロッパー系の債券、もう一つは Shanghai Municipal Council であるので上海の租界の工部局であるが、租界の行政機関の債券、租界の水道局、港湾、発電、Land Investment といったような形で、幾つかの租界の土地開発と行政、そしてインフラ系の会社の債券がここでは依然として非常に高い信用度を持っていて、それをお互いに持ち合うことによってその長期の信用享受システムを回していこうというような形で、多国籍にまたがる参加者の中での信用供与のシステムが作られていく（P 27）。

ここでの準備委員会のメンバーを見ても、中国と外国が双方入った人数構成になっている、それぞれ不動産、証券、商品といったような人間構成になっている（P 28）。

これは 1935 年 11 月に幣制改革が行われた後になるが、上海で初めて手形の決済を行う取引所が創設される（P 29）。これは先ほどから言ってきたようなさまざまな措置を基礎にして、市場の側で流動性のある割引可能な取引手段を導入し、相互の共通認識を作り上げていくような形でシステムそのものをつくっていくようなことになる。この時期には中国の中央銀行を一応国民政府の中央銀行として、中国銀行、交通銀行を含む 3つの政府系の銀行が通貨発行権を独占するようにはなっていた。法幣と呼ばれる紙幣の発行は政府系の銀行が行うとしても、金融市場の流動性の維持はこうした民間の銀行の共同性によって担保されていたのである。

本日は伝統的な資金調達方法についてご説明した。（P 30）。初めにも申し上げたように、当初、非常に短期で既知の知り合いの間で行われる資金調達が主流であった。それをさらに乗り越えて何とか信用を広げていこうとすると、そこでは常に誰かブローカーがいて、そのブローカーとブローカーが小口で短期の資金調達のあり方をつなげていくようなことをしないとうまくいかない。全体的にある広域の領域の中で信用を担保するという、最終的には中央銀行が担う役割がない中で、短期で小規模のサークルをブローカーがつな

げていくことには限界があった。現代にどういうインプリケーションがあるのかという関係では、現代中国では例えばアリババのアリペイとかが、小口のを結びつけるブローカーの役割を提供することで乗り越えているというような指摘もある。一方、ここで今日話したような上海の戦前の在り方は全く違うというか、外国との取引の中で「対人信用から対物信用へ」というような在り方で乗り越えることがあったのかと思う。また、伝統的なその資金調達に限界の在り方をどのように乗り越えるかについてはそういうさまざまな技術や条件が変わるとまた違った方法もあるということがあるのかもしれない。

戦前の上海は非常にインターナショナルであり、国籍や組織の形態を異にする多数の金融機関が、それぞれ中国内外の企業や個人を対象として事業を展開していた。それは開港前の中国とは大きく異なっていた。中国は大きな国で、地域的な差が非常にあり、例えば華中と華南は言葉も違うし、華南と華北は気候から農作物から違う。そうした大国の中国の多様性と同時に、文化あるいは政治的な統一性というのは、開港前は全国的に保たれていた。

そうした中で、開港場というものが中国の中で幾つか、初めは沿海部上海、広州、寧波から始まって、徐々に広がっていったということは、非常に大きなインパクトを持っていたのではないかと思う。

現在の一路をはじめとして国家が主導してが外に出て行くというのは、実は長い中国の歴史の中では非常に新しいことだと思っており、それまでは、華僑のような人たちが外に出て行く、あるいは外国の資金なり商人なり金融機関が入ってくることが主で、投資を受け入れるといった形で、一種民間主導の海外との関わりの在り方がずっと続いてきたかと思う。

そうした中で、相互に信用を拡大するにはどうするのかということが問題となる。安全かつ流動性のある担保物件を介して或いは物件でなくても何か相互に信用できるものを作り上げていくというのは、何か初めにシステムや決まったルールがあったというよりも、徐々に相互の取引の中で作り上げられていくような側面を持っていた。そうしたことが一つ歴史的な事実として可能になっていったのは、20世紀の初めから大恐慌期に至るまでの中国の銀本位制の経済とその物価・地価の動向の在り方が非常に大きな条件になっていて、大恐慌を境にしてそれが大きな変化を遂げることとなる。そこでは中国経済が戦前からグローバルな経済、金融と非常に密接な関わりを持っていたことを、こうした危機が逆に示していたのだろうと思う次第である。

戦前の上海からということで一応私の話をさせてもらった。それぞれの委員の方から、現代との比較であるとか、他の地域との比較であるとか、ぜひいろいろ教えてもらえればと思う。ありがとうございました。