慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	金融構造の国際的連繋 : わが国金融市場の国際化と関連して
Sub Title	Prospects for the comparative analysis of financial structures
Author	飯田, 裕康
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1994
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.87, No.2 (1994. 7) ,p.361(207)- 369(215)
JaLC DOI	10.14991/001.19940701-0207
Abstract	
Notes	特集 : コンファレンス「20世紀末の資本主義」
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19940701-0207

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」87巻2号（1993年7月）

金融構造の国際的連繋

――わが国金融市場の国際化と関連して――

飯　田　裕　康

「西側世界の金融システムは急速に巨大なカジノ以外の何物でもなくなりつつある。毎日ゲームが繰り広げられ，想像できないほどの多額のお金がつぎ込まれている。」S.ストレンジ，小林襄治訳『カジノ資本主義』2ページ。

I

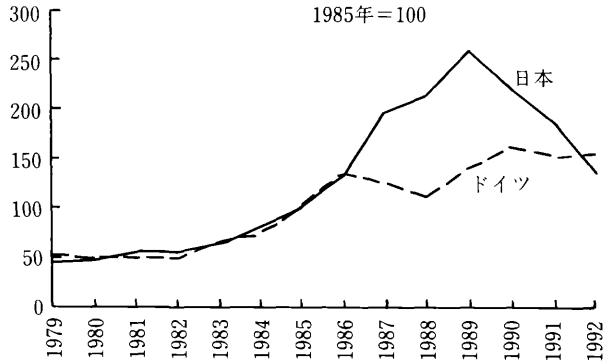
バブル崩壊を受けて，それの原因の究明を含めて現下の金融構造にかんしていくつかの仮説的な解明がなされつつある。それらの多くは，金融構造の変化を単純に金融機関の制度的配置や，ミクロ的な経営問題に解消する傾向を示しているか，宮崎義一氏の「複合不況」仮説にみられるように，問題を1980年代中葉のわが国の国際通貨面での対応にその主要な契機を求め，実体面での不況の原因をも結局のところ貨幣的なものに解消するような一面的な把握に終始するものである。この報告の目指すところは，バブルを結果した金融構造上の特徴を，国際的な，換言すれば現下の世界資本主義の構造問題の一環を構成するものとの観点から捉えようとすることにある。その際，問題への第1次接近として，通貨面と，金融面との国際的な連関を捉え直すにはいかなる理論的装置が必要なのかを検討する。

80年代の日本の資本主義にとって，国際通貨情勢への対応はサミットにはじまりG5やG7といった国際協調の場での妥協を通じてなされていった。国際通貨問題は，この点から見る限り高度に政治経済学的問題である。戦後の冷戦体制下にあって，米国に政治的にも経済的にも従属・依存してきたわが国は，今日なお，いわゆる「アメリカン・ネットワーク」のもとにあり[(1)]，この点でわが国の経済政策面での自主性は依然として弱く，行動の論理においてつねに対米依存ないし従属という過去の遺制を脱しきれずにいた。70年後半の世界同時不況以来，国際通貨問題の射程は為替相場

（1）　松村氏は，これを「体制支持金融」としてまことに適切に表現されている。同氏『現代アメリカ国収支の研究』東洋経済新報社1985年および『債務国アメリカの構造』同文館1988年を参照。

の調整にとどまらず，各国のマクロ経済の調整の強制にまで及び，「弱いドル」の支援体制が強められれば強められるほど国際通貨危機＝世界経済危機という図式はいやがうえにも明白となってきているといって過言ではない。80年代中葉のわが国の対外的な政策転換も，国内経済の合理的な連繋の上でなされたものではなく，「国際協調」という共通枠組の止むを得ざる受け入れの結果であった。国際協調の基本的な論理は，米国の強大な核軍事力を背景とした力の論理であって，それを保持するための米国経済政策のしわ寄せの場であった。膨大な米国国家財政の赤字は，各国の「金融的」援助によって補塡されざるを得なかったのである。とりわけ米国債の買い入れに走ったのが，わが国の金融機関であった。その結果は，先進諸国を上回る規模でのバブルの膨張だったのである。右のグラフにみるとおり，株価の変動を1985年を100とする指数で表示してみると，1985年以降のわが国も株価上昇がきわめて特異なものであることがわかる。かくしてバブルの日本的な帰結は，今や，ポスト冷戦の国際的な規模での貨幣資本moneyed capitalの蓄積を先行させる現段階の資本蓄積構造の弱点を遺憾なくものがたっているといえよう。しかも，その背景には，米国を軸とする国際的な政治経済的な構造があったといえよう。(2)

図1　日独株価指数



II

まず，ここでわれわれは，国際金融の現段階における変化をもたらした金融市場の環境変化について，見てみよう。

1990年代にはいって，国際通貨制度にかんしてもまた国際金融市場においても，大きな問題が次々と惹起した。とくにＥＣ統合の「最終的」局面を迎えて，壮大な実験の先行きにnegativeな判断をもたらしかねない事態が――政治面での表面的な統合へ向けての進行と裏腹に――生じつつある。1992年秋の英ポンドおよびイタリア・リラに生じた相場下落にともなうＥＲＭの危機は，通貨統合という経済統合の最大の問題に暗雲を投げ掛けた。英，独，仏，伊等のＥＣ主要国の利害が容易に調整しがたいほどの状況にいたっていることも，見逃しえない要因であろう。ヨーロッパ統合の推進の最大の契機であった「冷戦体制」の「終結」が，誰もが予想しえなかった広がりとテンポにおいて進行したことは，統合の大義名分を疑わせるほどのものであったといってよいように思

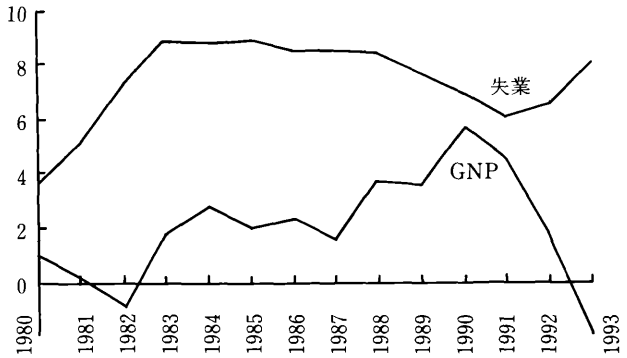
（2）　国際金融面における経済の論理と政治の論理，とくに「協調」の論理の絡み合いについては，船橋洋一『通貨烈々』朝日新聞社1989年を参照。

われる。通貨統合なき市場統合や政治統合が，真に統合といえるのかどうか大いに疑わしい。

通貨統合を困難にしている理由にはいくつかの要因が考えられるが，私見では，その最大のものは通貨統合が金融統合と如何なる関連にあるかが明確になっていないことではないかと考える。第1に，とくに英国の立場からすると，英ポンドは既に為替媒介等の役割を終わっていながらも，貨幣資本の投下対象としては依然として有力な地位を占めていること，したがってロンドンの独自な役割を放棄してまで統合に踏み切る必要を感じていないこと，等を挙げておかねばならない。第2にあげておかねばならないことは，欧州中央銀行構想が，政治的な統合のシンボルとしての意味が先行して，中央銀行本来の役割と機能への共通了解に達していないことであろう。すなわち，ＥＣを越えて機能しなければならないグローバルな決済システムの構築の必要性と，ヨーロッパ通貨の象徴としての中央銀行構想とに隔たりが存在するということである。

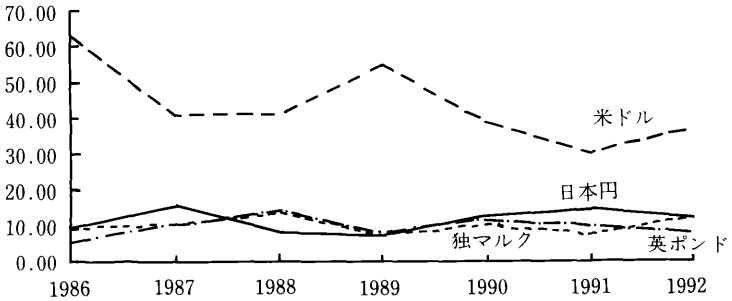
それにも増してソ連の崩壊とドイツと統一とは，旧西側諸国，とくに旧西ドイツに新たな困難な課題を提示した。すでにあの伝統的な戦後西ドイツの経済政策イデオロギー「社会的市場経済」そのものの見直しを迫られていた1980年代後半のドイツにとって，統合（Wiedervereinigung）は，この傾向をいっそう明瞭に示すにいたった。そうしたなかにあって，ドイツ連邦共和国の統合の推進のための財政負担は統一以後急速に増大しつつあるし，東部ドイツと西部ドイツとの格差も容易には埋まらない見込である。

図2　ドイツ GNP 成長率と失業率



ドイツの財政負担の増大は，当然のことながらドイツ政府の国債発行の増加をもたらした。国債発行はその消化と，それにともなう流動化機構の整備とをともなわざるを得ない。たび重なる金利の低下と，近年例を見ないほどの株式価格の上昇とは，ドイツの金融経済にバブル化への条件を与えているように思われる。

図3　ユーロ・ボンド市場の規模（通貨別）



いまや，ヨーロッパ統合の中心国となるべきドイツは，国内的にいっそうの緊縮を求められているといってよいであろう。いわゆる「強い通貨」の地位がさほど安定的ではないということである。

このような事態の展開なかで，一貫して貫いている関係はなにか。いうまでもなくそれは国際金

融市場が，依然としてドルを中心に展開していることであろう。いわゆる american network の存在が検出されて久しいが，今日なおそれが厳然と作動し続けていることは否定しがたい。

ドイツやヨーロッパ諸国は，1980年代後半から急速に国際金融市場に進出してきた。[3] 前頁の図3に見るように，80年代後半のユーロ・ボンド市場の主要国通貨の規模では，ドイツ・マルクは10パーセントほどの規模でしかないが，米ドルの規模が低減する傾向の中にあって，とくに90年代に入って以降ドイツ・マルクはむしろ相対的には増加している。これには一方でユーロ・ボンド市場の相対的な規模の縮小という事態がともなった。換言すれば，ユーロ・ボンド市場と国際的なボンド市場との境目が不明瞭になったということである。

1980年代後半の金融の証券化の進展は，ユーロ市場の役割を相対的に軽減させたといってよいであろう。[4]

III

ひるがえって，わが国の状況はどうであろうか。

バブルの崩壊が我が国の金融システムに与えた影響は，言うまでもなく甚大なものがある。戦後わが国の巨大銀行が謳歌した一貫した高収益と成長の持続とは，ここに来て restructuring の必要と絡み壁にぶつかっている。なによりまず指摘されるべきは，バブルの崩壊によって明るみにでた銀行のいわゆる「不良債権」の巨大さである。1993年10月30付の新聞報道では，我が国主要都市銀行の不良債権が依然として14兆円にも達しているとのことである。[5] 不良債権発生の主要な原因は，むろん巨大都銀や信託銀行の融資態度に求められねばならない。株式・土地等への投資資金を融資しそれらの価格の上昇による差益の発生を期待し，売買価格差と金利の差額をえようとするものであって，株式や土地価格の下降が生じた場合にはただちに焦げつき債券化することは明瞭であった。企業の側からすれば，いったんこのような方向で動かしはじめた資金はつねにその循環のレールに

（3） ドイツにおける金融の国際化は，第1には1960年代の後半における金利自由化を受けて国内金融が安定したことと，それによって「強いマルク」への移行がはじまったことと併せてマルクの交換性の回復として，換言すれば，マルクの国際化としてはじまった。しかし，ドイツ連銀の通貨価値安定政策は，マルクの国際化に一定の枠をはめるものであったか，この時期の国際金融市場でドイツは主導的な地位を占めるにはいたっていない。そのご発展途上国への資金援助，とくに東欧への借款の展開による主要金融機関による膨大な信用供与によって，この事情に大きな変化が生じたのである。

（4） ロンドン・エコノミストによると，派生的金融商品（derivatives）の市場は，リスクヘッジとしての意味あいが進行し，諸種の金融的 facilities 形成と密着して市場を形成することになる。(Internatinal Banking. in : *The Economist* 1993/4/10.

（5） 1994年4月現在，なおこの不良債権の償却は続いている。その規模は依然として2～30兆円に達するものと観測される。

乗っていなければならず，正常な企業の資本循環とは異質な循環を形成することとなる。理論的にはこれは貨幣資本 moneyed capital の循環＝金融流通の展開である。問題は，この不良債権が，いかに解消＝「償却」されるかである。いうまでもなくこれは政治的にも大きな問題を提起するものであって，都市銀行の経営のスタンスが，再び問われることになるであろう。それ以上に，膨大な不良債権を累積した金融機構の持つ理論的な意味である。ここにわれわれは現段階における過剰貨幣資本形成の一特徴を見る。

今日の過剰貨幣資本の形成に，前項で述べた国際金融市場における貨幣資本 moneyed capital の蓄積過程がこれまで以上に大きな意味を持って関与していることは否定できない。のちに見るように国内において一方では国債の消化および流動化が，巨大金融機関のポジションの調整にネガティブな作用を強めながら，他方，それを補完し，収益性を確保するために国際金融市場へのアクセスが不可欠となる構造が，膨大な不良債権の形成への重要な布石となっていたといいうるのではなかろうか。国際金融市場において，資金のとり手というよりは出し手として行動し，国際的な規模での金融の証券化に一役買ったのが邦銀であったのではなかったか。

バブルの崩壊は，かくてあたかも恐慌後の不況局面を思わせる整理過程を展開する。ここから再び金融再編成という名の集中過程が展開することは，明白であろう。(6)

三和銀行＝東洋信金や，最近の大和銀行＝コスモ証券等のケースは表面的な形態はことなるものの，事実上の金融機関の倒産と，それに伴う集中過程の進行以外のなにものでもない。バブルがもたらしたあきらかな金融恐慌 financial crisis の一側面であろう。

今日，国内景気の低迷，というよりはあきらかな恐慌過程にあって，従来型の伝統的ともいうべき景気浮揚策が十分な効力を発揮しえなくなっている。金融政策への不信ともいうべき事態が蔓延しつつある。一見金融政策への不振と見える事態の本質は，金融政策の有効性それ自体の弱化といわねばならない。

元来金融政策はそれ独自の波及経路を持っていなければならない。金融市場はそのための情報の伝達経路を用意してきた。しかし，バブルの払大のなかで市場が細分化され，伝統的な金融市場が周辺的な市場として位置づけられざるをえないような金融の証券化の進展過程にあっては，実態経済の活動レヴェルに作用しうるような情報伝達は期待できない。市場の分裂は情報の流動経路＝回路をも分裂させ，その傾向はますます大きくなってゆく。なにより原理的には，金融政策の情報伝達機能を果たすべきペイメント・システムの態様が大きく変化したことである。(7)

（6） この点にかんする興味深い検討として，北沢栄「信託・住専・拓銀処理のシナリオ」「エコノミスト」94/5/10がある。ここではあり得る金融再編成のいくつかのケースが示されている。特徴的なことは，いずれもノン・バンクがかかわっていることである。

（7） これについては，コリガン「金融市場構造の長期的展望」「金融財政事情」3～9，1982に示された分析が興味深い。

今後さらに雇用調整が進行し景気情勢が深刻化することは大方の予想するところである。そうした情勢下で収益力の温存を図る巨大都市銀行が，不良債権の解消を第一義的な目標として行動するかぎり，金融市場は本来の活動力を失い，金融政策は政策としての意味の大半を喪失するといって過言ではない。このような事態が特殊日本的なものなのか否か。[8] そこになんらかの国際的な連関性が存するのか否か。このような事態を，金融システムの本来の在り方との関連で明確に捉え直すことが，今日求められていると言ってよいであろう。

いまひとつ指摘しておくべきは，わが国のみならず国際的に見ても，中央銀行の役割が著しく変化してきたこと，相対的にその力能が低下しつつある現状をいかに捉えるべきかという問題があろう。中央銀行がいわゆる最後の貸し手（the Lender of Last Resort）としての役割を果たすことは，ほとんど自明の原理として広く受け入れられているが，中央銀行が銀行の二つの機能，すなわち，①ペイメント・システムの構築と保持ならびに②諸種のポートフォリオの管理，の上になり立っている現状からすると，[9] ②の機能は最後の貸し手機能をきわめて不安定な状態においている。

これについて考えておくべきことは，各国通貨間の交換性が対ドルという一方向的なものから相対的に多様化し，それにともなって，ある種の通貨に為替媒介機能が付与され，準備通貨としての役割が増大するという現象が顕著になっている。[10] こうした事態は，為替市場における投資対象を多様化するばかりか，各国の金融政策が国際通貨面から同質化する傾向に繋がってさえいるといえないであろうか。通貨サミットによって各国の金融政策の協調が承認されたにもかかわらず，ある国の中央銀行の利下げが自国のインフレ防止のために遅れるという事態が，率先利下げに踏み切った国々に犠牲を強いることはしばしば見られる現象であった。それによって利下げを実施した国々ではかえってバブルへの圧力が強められることにもなった。国内金政策が，国際的協調の重要な要となる昨今の状況を前提とするとき，いったん作動し始めた「バブル」への方向を押し止めることは容易なことでないことが理解されよう。

IV

（8） ケインズ政策への回帰をもとめる論も，このような事態と関連している。いうまでもなく，これ以上の財政負担は，ますます柔軟な金融政策の発動を困難にするであろう。また，国民的な利益からしてもいっそうの負担を国民に強いる結果となるであろう。

（9） cf. Ch. Goodheart, Ch., *Evolution of Central Banking*, 1988.

（10） ドル体制のなかにあって，ドル以外の通貨，たとえばマルクや円が為替媒介機能を持つにいたるという最近の現象については，当面深町郁弥編『ドル本位制の研究』1993年を参照されたい。深町氏は，為替媒介機能とともに，ドルの「浸食」なる概念を提起され，国際通貨体制の変化への接近に，問題を提起されている。この浸食については，
Global financial change in : *The world financial market*, Morgan Guaranty Trust, 1987 をも参照。
すでにこの段階において，**ドル危機の新たな段階**の幕開けが予想されていたのである。

［1］ 高度成長経済における金融構造において，成長通貨の供給は，ある時間的ずれが存したとしてと，先取り的な総需要の拡大によって，つねに貨幣資本と現実資本との間に均衡的な関連を保持することが可能であった。換言すれば，インフレはビルトインされてはいてもインフレ率はある限度内に押さえられ，顕著なものとはならなかった。とくに膨大な設備投資が生産力効果を発揮するようになれば，生産性の上昇によって諸価格の上昇圧力も低減される。

また，固定為替レートの存在や，多少とも rigid な為替管理政策が力を保持しているうちは，上記の成長経済の金融構造は，外部的な要因によって妨げられることも少なかった。逆に対外的投資機会も制限されるから，貨幣資本の蓄積の対象は，国内の短期金融市場にほぼ限定される。しかも，金融市場は中央銀行用という最後の拠り所をもっている。すなわち，信用の環流は一応確保されていたのである。

他方，成長経済は，一面財政主導の経済であるから，むしろ財政からの現実資本蓄積への back-up が，money-flow に影響を与えることになる。成長経済は，この面からもある種の貨幣資本蓄積を先行させ，金融流通を拡張させる内的契機を潜在させるので，金融市場を恒常的にタイトな状態に置き，財政資金需要は公信用への依存に傾斜しなければならなくなる。

［2］ 成長率の純化，低成長経済への移行は上記のような構造に大きな変更をもたらす。銀行借り入れに依存した資本蓄積は，他人資本依存型の企業経営を常識的な姿として作り上げてしまうが，企業資本の過小という歪んだ資本構造をも結果する。他方，過小資本体制は，企業集団の形成によって，一つには株式相互持合い，いま一つには「系列」の政治的結束を通じて保持され，存続が図られる。いわゆる「法人資本主義」の形成である。

現実資本形成の金融的な back-up に依存する必要のなくなる低成長期にあって，巨大企業は膨大な剰余金を，事実上過剰資本化させる。成長期のような時間差をもっての均衡化も達成できなくなり，貨幣資本の蓄積は，現実資本のそれとの対応＝関連を失う。資本は貨幣資本として過剰になる。

他方，財政財模の拡張をもたらした成長経済の影響は，低成長下にあっては財源不足による財政の圧迫として現象する。社会保障関連の支出増と恒常的な公共投資，それらを支える膨大な官僚機構の保持は，むしろ財政支出の増大を導き，公信用への依存はいっそう強まる。

大量の公債発行は，市場整備の遅れたわが国の場合とくにこれも中央銀行＝日銀信用への依存を強める。事実上の日銀引受の形での国債の発行は，日銀のポジションの悪化をもたらし，短期金融を圧迫するから，金融市場の流動性の観点からも公債の流動化が早急に解決されるべき課題となる。そのためには，利回りの改善が急務となるため，既存の金利構造，とりわけ低金利構造の打開が政策課題として浮上する。国債の流動化と金利自由化とは表裏一体のものとして進められねばならなくなる。なし崩し的資本市場の「整備」と「拡張」とは貨幣資本 moneyed capital の投下対象の拡大をもたらし，新たな貨幣資本の創出と蓄積を結果する。

要するに，貨幣資本の蓄積の先行は，現実資本のそれに見合う形成を見ないまま進展するが，財政と係わるところでようやく方向を見いだす。しかしそのために，金融の諸規則の見直しも必須となる。

図4　市中銀行の対外債権・債務

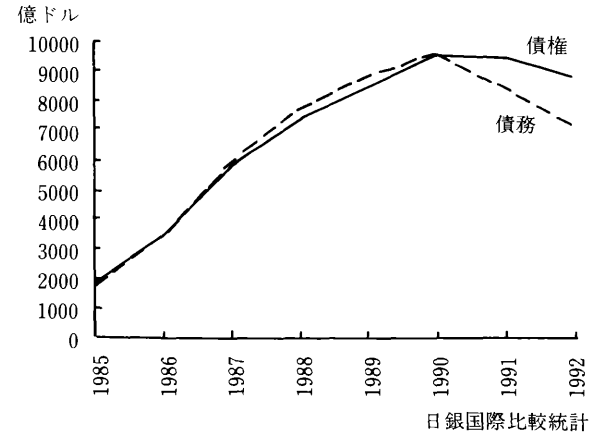


図5　独銀行対外債権・債務

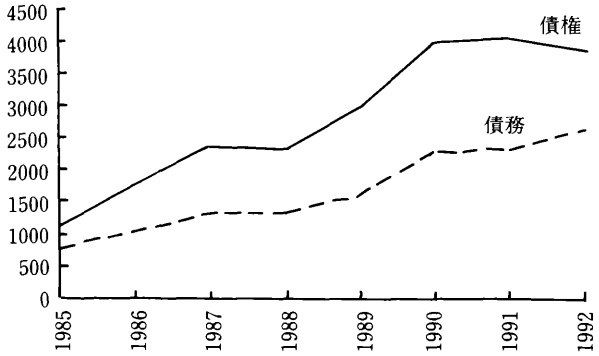
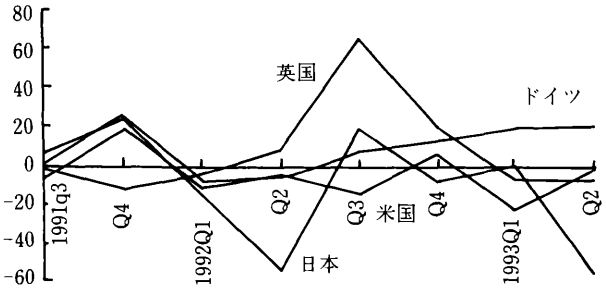


図6　対外ポジション（資）の変化



［3］　上に見たように，わが国の金融構造は低成長経済への移行とともに，必然的に貨幣資本蓄積を肥大化する傾向を内包していたのであるが，この傾向は1970年代後半，とくに第2次オイルショックを含む世界同時不況のなかで，国際的な連繋の契機を与えられる。まず指摘されねばならないことは，70年代後半におけるいわゆるオイルマネーの環流と対米証券投資の増大である。それらを受けて80年代に入っての徐々に進行する円高と円の国際化への外的圧力のなかで，わが国の金融市場は急速に国際化する。レーガン政権下米国の債務国化への道がしだいにあきらかになるが，邦銀による対外投資，とくに証券投資が活発となり，バブルへ向けての第1段階が開始される。（図4，図5，図6）

停滞する設備投資と，産業の空洞化が徐々に進展する中，企業収益に占める，いわゆる営業外収益の増加が注目されるにいたる。円転規制の撤廃等の対外投資（邦銀の国際銀行化）の条件が整備されてゆくにともなって，国内の金融市場，とくに短期金融市場の編成替えが進展し，表面的には金融制度改革として議論されながら，着実に巨大都市銀行の業務範囲の拡張が実現さ

れ，円高不況にもかかわらず，金融機関は収益性をむしろ保持し拡張する基盤を手にする。

しかし，そこに見られた金融取引の主流は，海外の資金を積極的に取り入れて運用するというものではなく，国内の過剰な貨幣資本を国際金融市場で運用するという姿勢であって，わが国の場合，とくに国内金融市場の対外的拡張という側面が，この活動の中に明確に現われた。

確かにこのような過程のなかで，わが国金融市場の国際化，いわゆる金融のグローバリゼーションは進展した。しかし，ここには重大な欠陥が潜んでいたと見なければならない。それは金融市場のグローバリゼーションが，独自の決済システムを形成することなく，結局のところアメリカの決済システムに依存する形でしか進展しなかったことである。

円の国際化は，決して円高によって与えられるものではないことは，上記のことからあらかであろう。わが国が債権国化したということの意味も自ずとあきらかであろう。わが国金融の国際化はこのような意味で極めてアンバランスな形で進行したことになり，結局のところ米国の傘の下にあったに過ぎなかったのである。これを，金融構造という観点から見ると，貨幣資本蓄積の機構を国際的な金融流通の部面に拡張したに過ぎなかったといえよう。

参 考 文 献

奥村　宏　『法人資本主義の構造』日本評論社，1968年
中尾茂夫　『ジャパンマネーの内幕』岩波書店，1991年
　同　　『ドル帝国の世紀末』日本経済新聞社，1993年
深町郁弥　『現代資本主義と国際通貨』岩波書店，1981年
同　　編　『ドル本位制の研究』日本経済評論社，1993年
"International Banking" in : The Economist. April, 1993
Developments in international banking and capital markets in 1992, in : *Bank of England Quarterly Bulletin*, May 1993.
日本銀行調査統計局『国際比較統計』評。

（経済学部教授）