

# 信用理論研究

第11号

1994年5月

---

## 大会報告および討論

共通テーマ『地域経済と国際通貨』

発展途上国と国際通貨制度

……………吉川 久治 (千葉商科大学)

ASEAN諸国の貿易決済通貨について

——現地通貨の使用を中心に——

……………井上伊知郎 (久留米大学)

日本の国際収支構造と本邦為替銀行の対外ポジション

——1991年の国際収支の通貨区分と「為替需給」——

……………奥田 宏司 (立命館大学)

共通テーマ『現代信用制度と信用恐慌』

金融危機における公的セイフティ・ネット

——預金保険制度改革に関連して——

……………戸田 壮一 (下関市立大学)

アメリカ信用制度と「金融危機」

——「貨幣資本と現実資本」の視角から——

……………川波 洋一 (九州大学)

信用恐慌と金融政策

——イギリスにおける歴史的事例を中心に——

……………金井 雄一 (名古屋大学)

銀行の不良債権の処理と信用恐慌

……………高瀬 恭介 (千葉経済大学)

部会活動報告

学会事務局記事

会員著書・論文目録

# 目 次

## 大会報告および討論

### 共通テーマ『地域経済と国際通貨』

#### 発展途上国と国際通貨制度

……………吉川 久治（千葉商科大学）……………（1）

#### ASEAN諸国の貿易決済通貨について

##### ——現地通貨の使用を中心に——

……………井上伊知郎（久留米大学）……………（15）

#### 日本の国際収支構造と本邦為替銀行の対外ポジション

##### ——1991年の国際収支の通貨区分と「為替需給」——

……………奥田 宏司（立命館大学）……………（32）

### 共通テーマ『現代信用制度と信用恐慌』

#### 金融危機における公的セイフティ・ネット

##### ——預金保険制度改革に関連して——

……………戸田 壮一（下関市立大学）……………（48）

#### アメリカ信用制度と「金融危機」

##### ——「貨幣資本と現実資本」の視角から——

……………川波 洋一（九州大学）……………（66）

#### 信用恐慌と金融政策

##### ——イギリスにおける歴史的事例を中心に——

……………金井 雄一（名古屋大学）……………（84）

#### 銀行の不良債権の処理と信用恐慌

……………高瀬 恭介（千葉経済大学）……………（102）

部会活動報告……………（117）

学会事務局記事……………（121）

会員著書・論文目録……………（123）

## 大会報告と討論

## 発展途上国と国際通貨制度

吉川久治

1972年7月に設置された「国際通貨制度改革に関する20カ国委員会」（通称「20カ国委員会」）の国際通貨制度改革問題の検討を引継いだ「国際通貨制度に関する総務会暫定委員会」（通称「IMF暫定委員会」）は、それまでにえられた合意に基づいてIMF協定改正作業に取り組んできたが、1976年1月、ジャマイカの首都キングストンの第5回会議で協定改正についての最終合意をえることになった。

一方、発展途上諸国は非同盟諸国首脳会議や国連貿易開発会議などを中心に、特に1970年代初頭以降の国際金融危機がいつそう先鋭化するなかで国際通貨制度に対し重大な関心を示し、その問題点を指摘するとともにその公正な制度改革を要求していた。近年、「南委員会」（The South Commission）は、その報告書「南への挑戦」（The Challenge to the South, 1990）で1990年代において発展途上諸国が自力更生と人民中心の開発戦略を実践することの重要性を示唆すると同時に、当面、優先的に取り組むべき諸課題の一つとして人民中心の自力更生を達成するにふさわしい国際金融・通貨制度ならびに国際貿易制度の根本的改革の必要性を強調した。

従来から発展途上諸国は、国際通貨・金融問題領域では「決定においては与らず、損害だけは一方的に分かちもつ」という状況におかれ、この状態は今日においても本質的に不変である。さらに、ごく少数の例外を除いて発展途上国の視点から国際通貨金融問題について論じたものはほとんど

なく、これら諸国は常に「舞台裏」に留まらざるをえなかった。

だが、1970年代初頭以降、発展途上国は全体として先進資本主義諸国に対等に対応しうるほど強大な勢力とはなっていなかったが、各国の自立的経済発展を促進し、国際通貨制度改革問題でも少数の先進資本主義国主導の制度改革作業に積極的に参加する関いを新国際経済秩序樹立の重要な構成部分として展開してきた。ここでは、国際通貨金融不安がいっそう顕在化する過程で根本的制度改革が不可欠となっているなかで、当該問題に対する発展途上諸国の戦略とその意義の一端について考察することにある。

### 1. 1970年代における国際金融危機の進展と発展途上国経済

1960年代、すでに顕在化していた資本主義世界の国際金融危機は、70年代初頭において決定的なものとなった。1971年8月15日のニクソン米大統領による新経済政策の公表に伴う金・ドル交換の一時停止によってIMF体制は事実上崩壊し、その後、再三にわたる国際通貨制度改革作業も結局徒勞に帰すことになった。一方、発展途上諸国は、国際金融危機がいっそう深刻化する過程で、この問題の発生に対し何らの責任を持たないにもかかわらず、その犠牲を一方的に転嫁されたため、これら諸国の経済状態はいっそう悪化し、人民大衆の生活はさらに圧迫されることになった。

一部の主要資本主義諸国によって支配・管理されている現行の不公正な国際通貨制度は、以上のような発展途上諸国の窮状を救済するにはきわめて無力であるばかりでなく、場合によっては事態をむしろ悪化させるものであった。すなわち、発展途上諸国にとって「公正な国際通貨制度の欠如は重大な関心事である。それは発展途上諸国の経済問題を悪化させている。……これらの国（主要資本主義諸国、筆者）は通貨制度に関連する諸問題における政策決定にあたって不当に大きな影響力を行使し、また、発展途上諸国の諸問題についての解決策は一時的で非効率的な取決め土台の

うえて模索されている」(第5回非同盟諸国首脳会議、「経済宣言」)のである。

1971年12月の「スミソニアン合意」の下でともかく「再建」された固定為替相場制も、73年2～3月にかけての主要諸国通貨の変動為替相場への移行に伴って同合意は1年有余で崩壊し、その後、激しいインフレーションの嵐が各国で吹き荒れることになった。さらに、1973年秋のOPEC諸国による原油価格の大幅引き上げ措置を契機に生じた「資源・エネルギー危機」は、先進資本主義諸国の再生産構造に重大な衝撃を与え、戦後最大の経済恐慌はこれら諸国を直撃し、その不安定性と混乱はその極に達した。それとは対照的に産油諸国には膨大な国際収支黒字とオイル・マネーが累積し、他方で先進資本主義諸国と非産油発展途上諸国の国際収支の赤字は急拡大し、特に後者のそれは未曾有の額に達し、さらに巨額な対外債務の累積という構造的不均衡は鮮明なものとなった。

1971年以降の国際通貨金融上の諸事件は、発展途上諸国、特に非産油発展途上諸国経済に対し苛酷な衝撃を与えることになった。

それは第1に、米ドルを初めとする主要資本主義諸国通貨の為替相場は、1971年12月～73年2～3月にかけて数回にわたって調整されたが、それに対応して大部分の発展途上国もまた主要国通貨に対し為替相場を調整せざるをえなかった。特に対米輸出依存度の高い発展途上諸国(例えばメキシコ、ベネズエラ、フィリピン等は40～70%)は、その結果、交易条件は著しく悪化し、輸出収益は大きな被害を被ることになった。

第2に、米ドルの2度の平価切り下げと主要資本主義諸国通貨の変動為替相場への移行に伴って発展途上諸国の外貨準備不足と購買力は低下し——主要資本主義諸国通貨の対ドル相場が1%切り上げられると、発展途上諸国の外貨準備の購買力は950万ドルの損失を被るといわれる——、その結果、これら諸国の経済成長は重大な危機に直面することになった。

第3に、国際金融危機は、単に発展途上諸国の外国貿易や外貨準備に重大な損失を及ぼしただけでなく、これら諸国の膨大な対外債務に対しても不利な影響を与えることになった。IMFの予備的推定（Cf. IMF, Annual Report, 1973）によると、発展途上諸国によって1973年期間中に支払われた債務返済額は米ドルで、1973年初頭の通貨再調整の結果、5%近くまで上昇したといわれる。

第4に、1973年初頭以降の主要資本主義諸国通貨の変動相場への移行とその変動幅の拡大とその著しい不安定性の増大に対し、発展途上諸国が適切に対応しえないということで、結果的にこれら諸国の経済成長率は鈍化し、経済的後進性の克服はさらに困難なものとなった。

資本主義世界経済における発展途上諸国の地位が現在のように極度に不安定かつ従属的であるため、いっそう先鋭化しつつある今日の国際金融危機は、これら諸国の自立的経済発展に対しさらにいっそう不利な影響を与えているといえる。

## 2. ジャマイカ合意と発展途上国

1973年2～3月以降の世界的規模の狂乱的インフレの原因の一部は、IMF体制の崩壊に伴う固定相場制から変動為替相場への移行に求められると同時に、それが戦後最大といわれる経済恐慌を伴う資本主義世界経済の危機と不安定性をいっそう加速化することになった。それは、主要資本主義諸国に重大な影響を与えるとともに、その犠牲を一方向的に押しつけられた発展途上諸国の被害は絶大なものであった。したがって、安定的国際通貨制度再建への要請は、米国を始めとする主要資本主義諸国のみならず、発展途上諸国全体にとってもそれぞれの立場から緊急に解決されねばならない課題であった。

1974年6月、20カ国委員会は「国際通貨制度改革の概要」という報告書

を公表した後に解散し、IMF暫定委員会がその後の改革作業を引継ぐことになった。1976年1月、ジャマイカの首都キングストンで開催された第5回IMF暫定委員会では、為替相場問題、金問題、IMF資金利用ならびに発展途上国問題など当面の緊急課題について、IMF協定の改正を含め広範な合意が成立した。合意内容を発展途上国からみた場合、下記の諸点が指摘される。

第1に、変動相場が協定上認知されることになったことで、発展途上諸国は重大な不安定要因——これら諸国通貨が主要先進国通貨に結びつくことから生じる不安定要因——を抱えざるをえなくなった。

第2に、IMF保有金の6分の1（2560万オンス）を公定価格で加盟国に返還すると同時に、6分の1を市場に放出しその差益を発展途上国援助のための特別信託基金を設置することについて合意が成立した。さらに、残り3分の2についても85%の多数決で発展途上国への収益配分についての途が開かれるという一定の前進がなされた。

第3に、第6次増資を32.5%増（290億SDRから390億SDRに）とし、産油国の分担は全体として出資額中5%から10%に増加したものの、発展途上国の比重は不変であった。一方、米国の出資額は22.95%から21.55%に低下したものの、制限付多数が必要なIMFの最重要決定の採択について拒否しうる可能性を米国は依然として保有しえた。

1974年の第6回国連特別総会での「新国際経済秩序の樹立に関する宣言」で、発展途上国は国際通貨制度改革に関しては、各国の平等の権利と義務ならびに互恵原則にしたがってあらゆる国々の規則的経済発展と社会進歩の追求に立脚し、一部の国の特権を助長するものであってはならないという共通認識に基づいて改革要求を提起してきた。それに対しジャマイカ合意は、発展途上国側からは中途半端であり、極めて限定された性格のものであり、資本主義国際通貨制度の根本的改編という問題を解決するも

のではなかった。しかしながら、ジャマイカ合意は、主要資本主義諸国が発展途上国への対応を欠如した形での制度改革問題が考えられないという歴史的段階に達したという点で一定程度評価されるべきである。

ところで、20カ国委員会設立時からジャマイカ合意にいたるまでの期間における制度改革に対する発展途上国の運動の特徴は以下の諸点に認められる。

第1に、主要先進諸国は、IMFの投票権数で優位を占めながら、発展途上国の参加を待たずに単独で制度改革問題についての討議を開始しえない状況となったことである。

第2に、発展途上国は、20カ国委員会での通貨制度改革作業で一定の有益な貢献をなしたことである。1974年6月の20カ国委員会蔵相会議の共同声明での当面の行動計画（12項目）は、一部実現されることになった。

第3に、主要先進諸国は、その力を背景に自国の利害を優先し、発展途上諸国との制度改革問題について交渉や討議に際してはその主題を制限し、通貨金融上の基本問題をめぐっては主要先進国間（G・10、G・7）のみで合意の成立を追求した。

第4に、ジャマイカ合意の最大の問題点は、数多くの重要課題を解決しようとした発展途上諸国の要求——SDRの役割強化、為替相場の安定化、IMF大幅増資等々——を後回しにし、あるいは無視したことである。

ジャマイカ合意について非同盟諸国国家・政府首脳（1976年）は、主要資本主義諸国の支配・管理下にある現行国際通貨関係の枠組のなかで試みられた通貨制度改革はいずれも失敗し、発展途上諸国にかかわる諸問題についての解決策は、一時的で非効率な取決めのため土台のうえで模索されたにすぎなかったと評価した。かくして、彼らは「発展途上諸国の経済問題の解決には新たな、普遍的で公正な通貨制度の創設が必要であることを再確認」（第5回非同盟諸国首脳会議）した。

### 3. 「失われた10年」と発展途上国経済

第二次世界大戦後から1970年代後半まで一般的に良好な経済的社会的成果を達成しえた発展途上諸国にとって、80年代は先進工業諸国とは対照的にまさに「失われた10年」といわれるように経済実績の悪化は著しいものであった。しかも、こうした悪化傾向にも地域間での格差が大きいことが特長的であった。このような経済的悪化をもたらした要因は、内的なものと外的なものならびにその相互作用関係のなかで考察しなければならない。

対外的要因としては、第1に国際的利子率の上昇が発展途上国、特に貧困途上諸国の債務返済負担を大幅に増大させ、さらに国際商業銀行のこれら諸国への貸付減少は、事態をいっそう深刻なものとした。その結果、大多数の貧しい発展途上国は、豊かな先進国に対するネット資本輸出国となった。

第2に、国際商品価格の低下と交易条件の悪化は、発展途上国のうちアジアNIEsを除いたサハラ以南アフリカ諸国とラテンアメリカ諸国の輸出収益に甚大な被害を及ぼすことになった。

第3に、1970年代後半から1980年代にかけて発展途上国は、先進諸国の差別的保護貿易措置の強化、特に農産物貿易政策によって著しい被害を被り、さらにそれはこれら諸国の開発に甚大な損害をもたらすことになった。

発展途上国の過去10年間の不運な経済的社会的実績は、以上の敵対的な対外的諸要因にあったことは明白であるが、これら諸国の大部分の活力の低下は、これら諸国の実践した開発政策形態にいくつかの問題があったことが指摘されよう。かくして、第1に指摘されることは、大部分の発展途上国は原則的に対外債務依存型工業化を指向したが、それは結局これら諸国の国際収支を大きく圧迫することになった。

第2に、国内需要を充足するための食料生産を犠牲にした輸出指向型農

業政策の実施、すなわち農業開発政策の軽視は、結果的に食料輸入需要が増大し対外債務を増加させることになった。

第3に、ごく少数の伝統的生産物の輸出に基盤をおき、さらに一部の国家官僚の思惑を背景に長期的展望に立脚した開発政策、すなわち輸出生産物の多様化にこれら諸国が失敗した。

第4に、工業化の推進過程は一般的に社会的不平等を生み出す傾向があり、これを補完するための社会的支出——教育、保健サービス等——の増加が、国家財政を著しく圧迫することになった。

第5に、発展途上諸国における独裁政権による巨額な資金浪費、汚職や異常な蓄財が結果的に対外債務の増加を促進した。

第6に、開発政策の推進過程でよくみられる異常な規模の先進諸国や世銀支援のインフラプロジェクトの実施が、さらに膨大な対外債務の累積を促進することになった。

第7に、毎年増加する軍事支出と武器輸入は、多くの場合、債務の重圧に呻吟する発展途上諸国の外貨準備の涸渇、財政危機そしてインフレを加速化することになった。

1980年代に多くの発展途上諸国が被った経済的諸困難は、以上のような不適切な開発政策とそれに関連して生じた諸問題が、前述の対外諸要因と結合することによって発展途上諸国は、史上類例をみない厳しい経済的危機に直面せざるをえなくなった。

#### 4. 発展途上国の国際通貨制度改革要求

1970年代初頭以降における為替相場の不安定性の拡大、国際的高利率に伴う対外債務負担の増大、民間金融フローの発展途上諸国への縮小と資本逃避の増大、ならびにGNPの0.7%で合意された目標水準以下での政府開発援助の実質的停滞といった諸要因が、発展途上国の自立的経済発展に

とって重大な障害となっていることが明らかとなった。以上の事態を反映して発展途上国側からは、現行国際通貨制度は世界貿易の拡大と開発を促すという点では極めて不十分であり、したがって国際社会、特に発展途上諸国の利益に合致するよう根本的に変革されるべきであるという要望が、1980年代から90年代初頭にかけて77カ国グループ、非同盟諸国首脳会議ならびにUNCTADなどから強力に主張された。その主なものは以下の通りである。

The Buenos Aires Platform, Final Document of the Fifth Ministerial Meeting of the Group 77, 1983.

Seventh Conference of Heads of State or Government of Non-Aligned Countries, 1983.

Eight Conference of Heads of State or Government of Non-Aligned Countries, 1986.

Proceedings of the UNCTAD, Seventh Session, 1987.

The Tenth Conference of Heads of State or Government of Non-Aligned Countries, 1992.

UNCTAD, UNCTAD VIII Analytical Report by the UNCTAD Secretariat to the Conference, 1992.

発展途上国は、以上の諸文書で国際通貨制度改革に関する「当面の緊急措置」として、IMFの発展途上国に対する公正な融資機能の拡充と意志決定への平等の参加等を要求する一方、「中長期的改革措置」として発展途上諸国の開発過程を促進加速化するという視点から現行制度の構造的欠陥を迅速に是正すべきであることを要求している。

国際通貨制度改革に際し現在、発展途上国にとって最も重要な問題は、これら諸国の自立的で持続可能な経済開発を促進するために適切な資金を移転しうる機能を有する国際金融開発機関の設立である。それに対し現行

諸機関は、これまでの経験が示しているように発展途上諸国の国際収支赤字と開発ニーズに必要な資金を十分に供与することができず、ここにきてその構造と機能の根本的改革の必要性が明白となってきた。1982年夏、メキシコがデフォルト宣言したのを契機に他の債務諸国による同様の宣言が連鎖的かつ急速に展開し、それが深刻な信用恐慌に発展しかねないという危険性が生じた。この問題は、債務諸国にとっての危機であるばかりでなく債権者と国際通貨制度にとっても組織的脅威であった。この問題に対し主要資本主義諸国は、IMF・世銀主導の経済調整諸政策（構造調整ファシリティ、特別援助プログラム、拡大構造調整ファシリティ）ならびに重債務国を対象としたベーカー構想やブレイディ構想といった債務救済策で対応した。

主要資本主義諸国は、当該問題に対し極めて不公正な現行国際通貨制度の根本的改革によってではなくその枠内で極めて散発的、断片的かつ不十分な形で、しかも発展途上国の経済的・政治的主権を無視した債務戦略を強行した。だが、以上の債務諸戦略は一般的に市場諸力とマネタリスト的諸政策の効果に関して非現実的であつあまりにも楽観主義的信条に基づいて立案されたものであった。したがって当該戦略の遂行によって債務途上諸国の経済的・社会的危機は根本的に克服されることなく、むしろその負担は最も弱体な社会層に押しつけられることになった。

今や発展途上諸国の真の経済自立と持続可能な経済成長を保証し、各国それぞれの固有の条件に基づいた圧倒的多数の人民大衆の基本的ニーズを充足しうる機能を有する公正・平等な国際通貨制度の創設が緊急に求められている。だが、これを実現するための国際政治経済情勢は発展途上諸国にとっては極めて不利なものとなっている。したがって、これを実現するためには発展途上諸国間での経済的・社会的多様性を超えた協力を強化し、先進国との建設的話し合いを通じてなされなければならない。というのは、

発展途上諸国間の協力関係の強化は、先進諸国が無視しえない集团的力と強力な対抗力をこれら諸国に与えるからである。

〔質問〕

片岡 尹（大阪市立大学）

1) 途上国からの通貨制度改革への要求を数多く指摘したが、相互に関連するとはいえ、どれが中心であり、あるいはどれを中心とすべきであると考えるか。

2) 通貨制度改革を回顧するなかで「途上国を無視しては通貨改革はできない」という認識がもたれたと説明したが、その理由、契機となったことがらは何か。しかし、この認識にもかかわらず途上国を含んだ通貨改革が進まなかったのはなぜか。

〔答〕

1) 発展途上諸国は現行国際通貨制度が、世界貿易と特に発展途上諸国の開発を促すという点では不十分であり、したがって国際社会とりわけ発展途上諸国の利益に合致するような形での根本的変革の必要性を強調してきた。以上の視点に基づいて彼らは当面緊急に取り組むべき措置と中長期的展望に立脚して取り組むべき措置を提示した。これらの措置に貫徹されている発展途上国にとっての中心的要求は、第1にこれら諸国の自立的な経済開発を促進するに十分な資金（SDRを含む）供与機能を有する通貨制度の確立、第2はコンディショナリティーの依拠する諸原則を根本的に見直す、第3に安定性のある為替相場制の再構築、最後に公正・平等な参加が保障された国際通貨制度の創設であると考えられる。

2) 第1に「途上国を無視した通貨制度改革は考えられない段階」に達した背景としては、1973年の中東産油諸国を中心とする石油闘争の進展とそれに大きな影響を与え高揚した他の発展途上諸国の民族解放運動と経済的自立闘争の高まりがあったということである。こうした「上げ潮」ムードを背景に、国際金融危機によっていわれなき被害を受けた発展途上諸国は、第6回国連特別総会（74年）、第4回UNCTAD（76年）などの国際会議を通じて国際金融危機に対する具体的戦略・戦術を米国をはじめとする先進国側に提起したが、主要資本主義諸国はこうした国際情勢を無視しえなかったということである。さらに重要なことは、IMF協定の改正には発展途上国を含む圧倒的多数の加盟国の合意が不可欠であったことを忘れることはできない。

第2に、先進諸国は国際金融「協力」を強化し、発展途上諸国の制度改革要求に対しては、現行制度の枠内で部分的かつ散発的に彼らの諸要求を受け入れ、制度それ自体の根本的制度改革要求に応えようとはしなかった。それは、先進諸国による

発展途上国側に対する分断政策——これら諸国の民族ブルジョアジーがこれに応ずる——の一定の成功が、米国をはじめとする資本主義諸国主導の現行制度の根底的な改革をさらに難しいものにしていてと考えられる。

〔質問〕

毛利 良一（日本福祉大学）

1) 1976年のジャマイカ合意は、70年代における南の要求の前進を背景としていたが、石油危機、債務危機の中で南は分断の度合を強めたと考えられる。80年代末以降、(旧)ソ連・東欧のIMF主導経済改革路線への無批判的な追従もある。90年代において南の側からの国際通貨制度改革の要求の実現可能性はあるか。その現実的インパクトは何か。

2) 銀行側の不良債権償却の進展により途上国の債務危機は終わったとの説が広まっているが、報告者の反論を述べよ。

3) 中南米諸国における構造調整政策とくに国営企業の民営化が進展し、また90年以降、メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、コロンビア、ウルグアイなどが米銀を主幹事としてユーロ債発行を増加させている。こうした動向をどう評価するか。

〔答〕

1) 1980年代の「失われた10年」後の発展途上諸国の経済的パフォーマンスは、一部の国を除いて90年代でも期待できず、南北関係のなかで途上国の政治的・経済的力量の低下は必至であろう。これに対し力関係で優位に立った主要資本主義諸国に対抗し発展途上国の従来の主張にそった形での制度改革の実現はかなり難しいと考えられる。その結果、金融的絞殺体制として現行国際通貨制度は温存されることによって南北間の矛盾はさらにいっそう激化することになるであろう。

2) 国際金利低下によって中南米諸国を中心とする重債務国の対外債務利払額は、84年の353億ドルから92年の218億ドルに減少したこと、さらにブレイディ提案によってメキシコ、ブラジル、アルゼンチン、ウルグアイなどで債務削減が進行したことでこれら諸国の債務問題は解消したといわれている。だが、発展途上諸国の対外債務残高それ自体は減少していないこと、また、IMF・世銀が債務戦略の一環としてこれら諸国に強要するマクロ経済安定化対策と構造調整政策の実施に伴ってその負担がこれら諸国の人民大衆の肩にのしかかり、深刻な社会的矛盾を引起しているという問題がある。

一方、アフリカ(24カ国)を中心とする低所得重債務国(26カ国)の対外債務の約80%は公的債務であり、残りの民間債務の多くは二国間の公的輸出保証であるといわれる。これら諸国の経済は例外なく深刻であり、すでに多くの国がIMFの構造調整プログラムや世銀の特別援助プログラムによる支援を受けているのであるが、むしろそのことによってこれら諸国の経済的困難は克服されず、社会的不安定性は

いっそう危機的なものとなっている。

3) 中南米諸国の近年の良好な経済実績を背景に、これら諸国の国際証券市場への復帰が著しいものがある。だがこの傾向を促進している要因としては、銀行の民営化を含む国内金融市場の自由化の展開とこれら諸国での高金利、ならびに債券形態での債務は、通常融資に比べ返済が優先されるということが欧米投資家をして債券購入を積極化させたと考えられる。だが、ブラジル、アルゼンチンなどは、累積債務未払問題や延滞金利未処理のままの起債であるという点は留意されるべきであろう。

〔質問〕

中西 市郎（中部大学）

1) 発展途上国は、為替相場の不安定性が拡大するなかで安定的な為替相場制の追求をどのように考えているのか。固定相場制への復帰を依然として追求しようとしているのか。

2) 近年、IMFの援助機関化への転化傾向を発展途上国は歓迎しているのかどうか。

3) 以前、発展途上国はSDRと開発援助とのリンクを主張していたが、現在この主張はどうなっているのか、以上の問題を発展途上国の主張にそって具体的に提示せよ。

4) 発展途上諸国では欧州通貨統合にみられるような通貨統合への傾向は認められないのか、特にアジアの通貨統合についての動向についてはどうか。

〔答〕

1) 国際通貨制度改革の中長期的措置の一環として為替相場制については、発展途上諸国の経済活動水準に不当な圧力を加えることなく調整ができるよう十分な弾力性を維持しながら安定性を供与するように再編成されるべきであるという主張がなされ、かつての固定相場制への復帰を指向しているとは考えられない。例えば、南委員会（The South Commission）は、主要諸国通貨を対象とする「目標相場圏」の導入と主要先進諸国間為替相場取決めと先進諸国のマクロ経済政策に対する国際的監視体制のいっそうの強化を提案している。

2) 発展途上国は、制度改革の緊急措置の一環としてIMFは発展途上国の割当額に占める割合を実質的に拡大し、全体の45%に引き上げ、割当額の2倍となっている基金資金利用をさらに引き上げる、そしてGABの効果的利用などを強調している。さらに、輸出変動保証融資制度、中期的ファシリティ、ならびに信託基金などの質的改善を発展途上国は強力に主張している。こうした論調のなかでこれら諸国は、IMFの一つの機能としての援助的側面を認め、さらにそれを強化しよ

うとしているといえよう。

3) SDRに関しては、1983年の77カ国グループの宣言でSDRと開発金融とのリンクが従来通り主張されているが、むしろその後、発展途上国に対するSDRの無条件的性格を付与したうえで効果的配分の実施（第8回非同盟諸国首脳会議）、さらに80年代後半ではSDRを国際通貨制度の主要準備資産とし、それが準備資産全体に占める比率を次第に増加させるべきだという主張となっているそうである。

4) 国際金融不安に何ら終息の気配がみられず、発展途上諸国にとってそのインパクトは無視しえないものとなっている。国際通貨金融領域での南・南協力を通じて問題を解決しなければならないという気運が生れているようであるが（例えば、南委員会報告）、アジア諸国間で通貨統合への動きが具体的に進展しつつあるかどうか不明である。

## ASEAN諸国の貿易決済通貨について —現地通貨の使用を中心に—

井上伊知郎

(久留米大学)

### はじめに

国際通貨は、貿易取引の次元では、自国の貿易取引においてだけでなく第三国間の貿易取引においてまでも、契約・決済通貨として使用されるという特徴を持っている。また、銀行間外国為替市場の次元では、為替媒介通貨として使用されるという特徴を持っている。これらの特徴こそ、国際通貨の質の重要なメルクマールである。このようなメルクマールからみると、国際通貨は、1967年末以降ドルにむしろ統一されてきたと考えられる。

1960年代末から70年代にかけての時期をこのように把握する際に注目したことは、主として以下の諸点であった。まず、貿易取引の次元における国際通貨のメルクマールとの関係において、先進資本主義諸国の貿易相手国・地域別の契約・決済通貨構成をみると、アジア、アフリカ、ラテン・アメリカからの輸入においては、第三国通貨が主要な役割を果たしていること、その第三国通貨とはほとんどがドルであったこと、貿易取引の次元における第三国通貨として、第二次世界大戦後ドル以外で視界に入るのはポンドとフランスフランであるが、ポンド圏・フラン圏と言われる地域においてさえ、ドルが第三国通貨として大きな役割を果たすようになったこと、ECAFÉ諸国間やアフリカ東部・南部の17か国間などの発展途上国間の貿易決済においては、第三国通貨の役割が圧倒的に大きいこと、そのよ

うな第三国通貨ではドルの役割が増大してきたこと、などであった。

次に、銀行間外国為替市場の次元における国際通貨のメルクマルとの関係において、1959年から1975年までニューヨーク連銀の外国為替担当副総裁の地位にあったクームズが「為替市場でマルクからフランへ資金を移転する時は、マルクを売ってドルを買い、そのドルをフランと交換するという方法がとられていた。」「奇妙に聞こえるが、現に欧州通貨には、連銀の操作という立場からみると、相互に交換性がなかった。」と述べていること、1968年を境として日本における円対貨の銀行間取引がドルに統一されていったこと、1967年1月1日から1982年12月31日までについてポンド圏の51カ国を分析してみると、そのうち42カ国が為替媒介通貨をポンドからドルに変更していること、その変更は主として1971年8月24日から1979年3月13日までの間に行なわれていること、変更が最も集中したのは1971年と1972年で、それぞれ11カ国、合計22カ国が変更していること、などであった。

アジアに関してこれらの事実を纏めてみると、次のようになる。IMFは、1967年から1969年にかけて、ECAFE地域内取引の契約・決済通貨構成について実態調査を行なった。IMFの実態調査によると、ECAFE諸国同士の貿易においては、第三国通貨ポンドあるいはドルが契約・決済通貨として圧倒的な役割を果たしていた。ポンド、ドル以外の地域外通貨は、ほとんど使用されていなかった。地域通貨が使用される場合、その地域通貨は貿易当事国の通貨であった。地域通貨が使用される割合は、地域内貿易の全体からみると、きわめて小さかった。ECAFE諸国同士の貿易におけるこのような契約・決済通貨構成について、ECAFE地域の約半数の諸国は、過去10年間ほとんど変化がなかったと報告している。他の半数の諸国は、変化が生じたこと、変化は、地域通貨の使用の点ではなく、ポンドの使用とドルの使用の間に生じたことを報告している。これらの諸国の報

告に共通した点は、ボンドの使用が減少し、それに相応してドルの使用が増加したということである。ある国々は、この変化を1960年代を通じた長期的傾向とみなし、他の国々は、1967年11月のボンド平価切り下げ後に生じた最近の変化とみなした。

日本におけるドル対円、ボンド対円の銀行間外国為替市場出来高を時系列的にみると、1968年を境として、対円で銀行間外国為替取引がドルに統一されていき、ドルが為替媒介通貨としての機能を大きくしていったことがわかる。また、為替媒介通貨をボンドからドルに変更したボンド圏42カ国のうち、アジア・オセアニアに属するものは、パキスタン、スリランカ、マレーシア、シンガポール、香港、オーストラリア、ニュージーランドである。国際通貨は、アジアにおいてもドルに統一されていったと考えられる。

さて、以上のような国際通貨の視角からみると、1980年代の後半になって現われてきた以下の事実は、見過ごすことのできないものであった。一つは、EC統合の深化・米加自由貿易協定の締結による世界経済の地域統合化、先進資本主義諸国の保護貿易主義的な動き、為替相場の国際的な不安定、一次産品価格の下落、対外債務の累積などの重大な問題に直面したASEAN諸国とラテン・アメリカ諸国が、発展途上国としての自己の自立性を高めるために地域内貿易を促進しようとし始めたこと、対外支払準備不足と貿易縮小という現実の中で域内貿易を促進する方法の一つとして、域内貿易の決済には域内諸国の通貨・域内独自の通貨を使用しようとする動きを始めたことである。また、一つは、銀行間外国為替市場の次元において、ドルを媒介としない他通貨同士の直接取引が目立つようになってきたことである。

本報告の課題は、1980年の後半になって現われてきたこれらの事実を追跡し、国際通貨の視角から欧州とアジアを対比しつつ、アジアの国際通貨

の現状を明らかにすることである。

## I. 欧州の国際通貨、アジアの国際通貨

銀行間外国為替市場の次元における、ドルを媒介としない他通貨同士の直接取引を分析すると、そのほとんどはドイツ・マルク対貨の取引であった。西欧諸国には、中心に位置するマルクに対して、西欧諸国通貨が直接取引される放射状の銀行間外国為替市場が存在している。さらに、ドイツ・マルクは、西欧域内においてはすでに為替媒介通貨として確固たる地位を占めており、為替媒介通貨ドルを駆逐している。西欧域内においては、西欧諸国通貨間だけでなく、ドルと西欧諸国通貨間の銀行間取引においてさえも、また、円と西欧諸国通貨間の銀行間取引においてさえも、ドイツ・マルクが為替媒介通貨として使用される事態にまで立ち至っている。例えば、ドルとオランダギルダーの銀行間取引は、ドル・マルクとマルク・ギルダーの二つのマルク対貨取引で成立させられ、フランスフランと円の銀行間取引は、フランスフラン・マルクとマルク・円の二つのマルク対貨取引で成立させられるところにまで立ち至っているわけである。

為替媒介通貨ドルは、アジアにおいてもマルク対貨取引によって侵食されている。しかし、西欧と比較すると、侵食の程度ははるかに小さく、マルクの対貨として取引される通貨もアジア諸国の通貨ではない（円対マルクを別とする）。アジア諸国の銀行間外国為替市場においては、アジア諸国通貨対マルクの直接取引は、ほとんど存在していない。アジア諸国通貨対円についても同様である。

明らかに、アジアには西欧とは異なる現実がある。銀行間外国為替市場における取引の圧倒的部分は、なおドル対貨の取引である。アジアにおける為替媒介通貨は、依然としてドルである。例えば、アジア諸国通貨対マルクの取引は、銀行間外国為替市場においては、アジア諸国通貨対ドル、

ドル対マルクの二つのドル対貨取引によって成立させられる。また、アジア諸国通貨対円の取引は、銀行間外国為替市場においては、アジア諸国通貨対ドル、ドル対円の二つのドル対貨取引によって成立させられる。アジア諸国通貨間の取引については言うまでもない。

アジアには、中心に位置する円に対して、アジア諸国通貨が直接取引される放射状の銀行間外国為替市場などというものは存在していない。マルクについても同様である。中心に位置しているのはドルであり、ドルがアジアの為替媒介通貨である。また、通貨当局の介入通貨もドルである。準備通貨としてドルのほかに円、マルクなどを保有していても、市場介入の際にはドルに転換して使用する。アジアの国際通貨はドルである。国際通貨という視角からみると、アジアに円圏などというものは存在しない。アジアに存在しているのはドル圏である。

## II. ASEAN域内貿易の決済における現地通貨の使用

### — 第三国貿易通貨ドルとの関係において —

しかし、留意しておくべきことがある。1980年代の半ばごろになると、ASEANは、一次産品価格の下落、対外債務の累積、先進資本主義諸国の保護貿易主義的な動き、世界経済の地域統合化などの重大な問題に当面し、発展途上国としての自己の自立性を高めるために域内貿易を促進しようとし始めた。その際、対外支払準備不足と貿易縮小というASEANの現実の中で域内貿易を促進する方法の一つとして、域内貿易の決済にASEAN諸国通貨を使用する動きを始めたことである。これは、ASEANの域内経済協力の一環であるASEAN金融協力のコンテクストの中に位置づけることができる。

ASEAN金融協力を加速する点で合意した第三回ASEAN首脳会議（マニラ・サミット）に即して、ASEAN諸国の通貨当局は、外国為替管理規

制を自由化し域内貿易の決済にASEAN諸国通貨を使用できるようにした。また、ASEAN諸国の通貨当局は、域内貿易におけるASEAN諸国通貨の使用を促すために、現存している行政的慣行を調査するよう要請された。一方、民間部門も、ASEAN諸国通貨を使用することを奨励されている。今では毎日加盟国通貨の値付け（Quotation）が行なわれている。

ASEAN域内貿易におけるASEAN諸国通貨の使用は増加している。ASEAN諸国の域内貿易におけるASEAN諸国通貨建て決済比率をみると、インドネシア、タイにおける比率が時系列的に増加していることがわかる。特に、域内輸入における比率の増加が注目される。手元の資料によると、シンガポールドルとマレーシアリングが多く使用されている。シンガポールと他のASEAN加盟国間の貿易取引額を反映して、シンガポールドルが最も多く使用されている。インドネシア、タイの域内輸入における比率の増加は、これと特に関係している。マレーシアにおける比率は、域内輸出で傾向的に減少し、域内輸入では一進一退のようにみえる。しかし、リングの比率に着目すると、域内輸出と輸入の両方で傾向的に増加していることがわかる。ASEAN域内貿易において現地通貨の使用が増加することは、アジア域内における第三国貿易通貨ドルの地位を侵食する意義を有する。

ASEAN域内貿易において現地通貨が使用される傾向は、今後いっそう深まっていくと考えられる。そこで、その背景をなすと考えられる要因について、いくつか指摘したい。

ASEAN諸国の域内貿易比率には目立った変化はみられないが、域内貿易の中身が原燃料の貿易から製造業製品の貿易へと大きく変化している。ASEAN諸国が、他の地域と比較してより高い経済成長率を達成し、ASEAN諸国民の所得が増加して域内市場が拡大していけば、この傾向は深まろう。また、製造業製品の域内貿易比率も高まっていこう。西欧諸国の域内貿易の大部分は、貿易当事国通貨建て決済となっている。その場合、

特に製造業製品の貿易において現地通貨建て決済比率が高い。したがって、ASEAN域内貿易の中身が製造業製品の貿易へと変化していき、域内貿易比率も高まっていけば、ASEAN諸国の貿易決済における現地通貨の使用は増加していくであろう。

ASEAN域内経済協力の進展も、域内貿易での現地通貨の使用を増加させると考えられる。AFTAは、ASEAN域内の国際分業関係を促進し、ASEAN諸国産業の相互補完性を高めよう。域内製品貿易が拡大し、その決済のための現地通貨の使用が増加すると考えられる。

日系企業は、ASEAN域内に生産拠点のネットワークを構築している。日系企業の現地化が進展していくと、現地通貨でのコストが大きくなっていく。サポーティングインダストリーが現地に移転・育成されていけば、ますますそうになっていく。日系企業は為替リスクを回避するために現地通貨建て決済を愛好するようになる。これらの日系企業の中には、シンガポールに金融子会社を設けて、生産拠点の為替リスクのヘッジ・金融を集中的に担当させるところが出てきている。それぞれの生産拠点は生産に専念する体制である。例えば、部品をマレーシアの生産拠点からタイの生産拠点に供給する場合、物の動きとは別に、マレーシア側はシンガポールの金融子会社向けにリング建てで輸出し、タイ側はこの金融子会社からパーツ建てで輸入する。タイの生産拠点が部品をインドネシアの生産拠点に供給する際には、タイ側は金融子会社向けにパーツ建てで輸出し、インドネシア側は金融子会社からルピア建てで輸入する。インドネシアの生産拠点が製品を輸出する際には、いったんこの金融子会社向けにルピア建てで輸出する。この動きは、西欧域内における日系企業の経験を活かしたもので、ASEAN域内貿易における現地通貨の使用を増加させる。

1986年、シンガポールは、周辺のASEAN諸国が発展していく中でシンガポールを差別化する新しい試みとして、OHQ優遇制度（The Opera-

tional Headquarters Incentive Scheme) を設けた。OHQ優遇制度で対象となるOHQとは、シンガポール国外に展開する子会社、関連会社に対して、統轄本部にふさわしいマネジメントその他の諸サービスを提供する目的で、シンガポールに設立・登記された会社である。OHQ優遇制度は、上述のような金融子会社の設立を促し、ひいてはASEAN域内貿易における現地通貨の使用を増加させるであろう。OHQとの関係もあり、シンガポール外国為替市場の取引高は増加している。

筆者は、1991年4月から1992年3月までASEAN諸国に留学した際に、日系7社を中心にして、インドネシア、マレーシア、シンガポール、タイに所在する約70の傘下製造工場を訪問し、聞き取り調査を行なった。ASEAN域内に生産拠点を展開している日系企業が、輸出入の決済に現地通貨を使用する例は、聞き取り調査の中で多数みられた。

近年、マレーシア、タイの外貨準備高は急増している。後に述べるように、直接投資だけでなく短期資本投資、証券投資によっても、資本がASEAN諸国に流れ込み始めている。シンガポールドル、リングギ、バーツなどの対ドル為替相場は今後強含みで推移すると考えられる。この為替相場の動きは、域内貿易における現地通貨の使用を促進しよう。

タイが、第7次国家経済社会開発計画（1992-1996）で謳われている東南アジア地域、特にインドシナの金融センターとなる計画を実施に移し始めた。実施に移されていることで特に注目されるのは、(1)ASEANとインドシナ諸国の貿易と投資におけるバーツの使用を促進すること、(2)タイの銀行がインドシナ諸国に支店を設立することを援助すること、(3)バンコクオフショア金融市場（BIBF）を創設すること、である。(1)について、1992年9月14日、タイ中央銀行は、タイとインドシナ諸国間の貿易と投資を促進するために、タイに隣接する諸国やベトナムに在る銀行に対して、非居住者バーツ勘定から事実上無制限にバーツを払い出すことを認めた。また、

タイの銀行は、バーツ建て信用状や取立手形を使用するよう奨励される。(2)について、タイとインドシナ諸国およびミャンマー間の貿易は、近年急増している。タイとインドシナ諸国およびミャンマー間の貿易決済は、主にバーツとドルによって行なわれている。インドシナ諸国およびミャンマーに展開するタイ諸銀行の支店、合弁銀行、駐在員事務所は、ドル建ての他にバーツ建ての貿易金融、決済、さらには投資を行なうためのネットワークとなる。(3)について、1993年3月16日、タイ内外の46行がBIBFの業務免許を交付された。タイは、三つの段階を経てバンコクを東南アジア地域の金融センターにしようと計画している。第一段階は、バンコクを東南アジア地域、特にインドシナ諸国の経済開発のための資金調達センターにすることである。BIBFの創設は、この段階にあたる。第二段階は、バンコクをシンガポールあるいは香港のような、しかし、バンコク独自の特徴を備えた金融センターにすることである。第三段階は、バンコクをロンドンのような完全な金融センターにすることである。BIBFでは、外貨だけでなくバーツも調達、運用できる。バーツ建ての場合には、在外外国銀行、タイの商業銀行の在外支店、他のIBFから、預金の取り入れあるいは資金の借り入れをすることができ、これを在外外国銀行、タイの商業銀行の在外支店、他のIBFに貸し付けることができる。インドシナ諸国およびミャンマーに展開しているタイ諸銀行の支店、合弁銀行、駐在員事務所は、タイの諸銀行がBIBFに足場を築く上で重要な拠点となろう。1992年7月、ベトナムとラオスは、ASEAN定期外相会議において東南アジア友好協力条約に調印し、ASEAN加盟への道を開いた。拡大ASEANの展望が出てきている。バンコクを東南アジア地域の金融センターにするタイの計画は、ASEAN域内貿易におけるバーツの使用を促進すると考えられる。

ASEAN域内貿易において現地通貨の使用が増加することは、アジア域内における第三国貿易通貨ドルの地位を侵食する。西欧域内貿易における

決済通貨構造の現実からみると、ASEAN域内において第三国貿易通貨円が成立する可能性よりも、ASEAN諸国通貨の使用が増加していく可能性の方が大きいと考えられる。

### Ⅲ. 為替媒介通貨としての円成立の可能性

次に、アジアにおいて為替媒介通貨円が成立する可能性についてである。上に述べたように、ドイツ・マルクは、西欧域内においてすでに為替媒介通貨として確固たる地位を占めている。ドイツ・マルクは、第三国貿易通貨としてはほとんど使用されていないにもかかわらず、為替媒介通貨となっている点が重要である。マルクの国際通貨への道は、円の国際通貨への道を考察する際に参考となろう。

日本と東南アジア諸国間の貿易、特に機械類の貿易において、貿易当事国通貨としての円と現地通貨での決済比率が増加していると考えられる。これは、貿易当事国通貨建てで域内貿易のほとんどを決済している西欧の現実へ、日本と東南アジア諸国間の貿易決済通貨構造が近づいていることを示している。日本の東南アジア向け自動車輸出における円と「その他」通貨建ての比率は、1991年の時点で80.9%にのぼる。また、日本の東南アジアからの機械の輸入における円と「その他」通貨建ての比率は、1991年の時点で50.5%となっている。「その他」通貨とは東南アジア諸国通貨と考えられる。ドイツと西欧諸国間の貿易においては、マルク建て決済の比率が高い。日本と東南アジア諸国間の貿易においては、現地通貨建て決済比率とともに、円建て決済比率が高くなっていく。日本とアジア諸国の間に製品の水平分業関係が広がり、かつ深まっていけば、日本とアジア諸国間の貿易決済通貨構造は、ドイツと西欧諸国間の貿易決済通貨構造に近づいていく。これは、銀行対顧客取引次元における、円対アジア諸国通貨の外国為替取引を増大させる。しかし、注意しておかなければならな

い点がある。西欧域内においては、第三国貿易通貨ドルの地位が低いのに  
対して、アジア域内においては、第三国貿易通貨ドルの地位が高い。この  
点は、マルクと円の環境を比較する時に重要である。

ASEAN諸国の輸出入の貿易相手国・地域別内訳をみると、日本は、  
ASEAN諸国の輸出および輸入の20%内外の比重を占めていることがわか  
る。これにASEAN域内貿易比率の20%と東アジア4カ国・地域の占める  
比率13%を加えると、50%を超えることがわかる。すなわち、アジアは、  
ASEAN諸国の貿易相手として50%を超える比重を持っている。円の対ド  
ル為替相場が1ドル=100円台に定着するとともに、今後ASEAN諸国に  
とって日本市場の重要性が高まっていこう。

貿易取引と並んで資本取引が重要である。日本の個人投資家、機関投資  
家の投資が、一部アジア諸国に向かうようになっている。アジア諸国の資  
本市場育成策には見るべきものがある。アジア諸国の将来性もまた魅力的  
である。日本資本の証券投資による流入は、銀行対顧客取引次元における、  
円対アジア諸国通貨の外国為替取引を増大させる。円建て融資、円建て債  
券発行によって入手された円が、現地通貨に転換され、アジア諸国に持ち  
込まれる場合にも同様の事が言える。

韓国ウォン、台湾ドル、シンガポールドルなどに円相場への連動性が出  
てきている。すでに述べたように、シンガポールドル、リング、パーツな  
どの対ドル為替相場は今後強含みで推移すると考えられる。輸出能力が拡  
大し経常収支が好転するとともに、資本流入が増加していけば、市場介入  
によって為替相場を安定させることは困難となろう。国内に貸付可能な貨  
幣資本が蓄積され、物価上昇の原因を作ることになるからである。マレー  
シア、タイなどが、輸出よりも国内の物価抑制に重点を置く政策をとって  
いけば、為替相場を徐々に切り上げていかざるをえまい。そうすれば、リ  
ング、パーツなどにも、強い円との連動性が出てこよう。ただし、西欧と

異なり、アジアにはEMSなどの制度的取り決めが存在していない。シンガポールドルは傾向的に切り上がっているのに対して、インドネシアルピア、中国元は傾向的に切り下がっている。経済発展段階の相違を反映して、近い将来、円を焦点としてアジア諸国通貨の為替相場が収束することは困難であろう。

アジア諸国で、銀行対顧客取引次元における円対アジア諸国通貨取引が増加し、円に対するアジア諸国通貨の為替相場が安定化していけば、為替媒介通貨円が成立する基礎が生み出されよう。この基礎の上で、銀行間外国為替市場の次元において、まず、円とアジア諸国通貨の直接取引が始まる。次に、中心に位置する円に対してアジア諸国通貨が直接取引される放射状の銀行間外国為替市場が成立する。そして、アジア諸国通貨が円を媒介として取引される事態に至り、為替媒介通貨円が成立する。こうした国際通貨への円の道のりは、はるかに遠いと言わざるをえない。上述の諸点は、現在円が在る段階を認識し、円の可能性を考察する上で有効な視角を提供するであろう。

## 《質疑応答》

山本 栄治（甲南大学）

1. 欧州での輸出通貨建て輸出が行なわれる傾向があるのは、両方の国での企業内及び自国内貿易金融体制が確立されていることが前提条件となると考えられるが、ASEAN諸国内及び対日貿易でその条件は確立されているのか。

2. 欧州でも、特にドイツの輸出など、60年代中頃からマルク建て輸出比率が80%以上であったが、そのことがストレートに為替媒介通貨マルクの成立にはつながらなかったはずである。80年代後半の為替媒介通貨マルクの確立にとって必要な条件は何だったのか。日本の円建て貿易取引の増加がストレートに為替媒介通貨円の成立に結びつくものでもないと思うが、どうか。

〔答〕

1. ASEAN各国の金融市場では自由化が進んでいる。金融市場の自由化とともに、各国の金融市場の整備が進んでいく。貿易金融体制は、こういうASEAN諸国の金融市場をベースに整えられる。同企業内貿易に限らず、異なる企業間の貿易でも、現地通貨の使用は当然考えられる。コストが自国通貨建てで起こってくれば、債権の方もそれに合わせたいということは、同企業間だけの論理ではなく異なる企業間でも起こることである。域内において製造業の発展があり、部品あるいは製品の水平分業が進展してくる。為替リスクを避けるという論理が現地通貨の使用につながる。

2. 西欧諸国の貿易決済が大部分貿易当事国通貨で行なわれる構造は、60年代中頃からはなく第二次世界大戦終結直後から存在していたと考えている。80年代後半をみると、域内貿易量がかなり増えている。それから、対マルクでのグロスの域内資本取引が急増している。また、ユーロマルク市場が非常に発展したということが、マルクに資金を集中して為替資金調整をすることを有利にしている。70年代初頭までが、対ドル、対マルクでいずれも固定相場制であるのに対して、変動相場制に入り、対ドルでは変動相場制、対マルクでは固定相場制という大きな違いがある。そういう諸要因から、80年代後半に為替媒介通貨マルクの成立につながったと考える。為替媒介通貨円が成立する諸背景として考えられるのは、円建て貿易が日本との間で増加していくこと。ASEAN域内貿易で円が第三国貿易通貨として使われることは考えにくい。日本の資本取引がASEAN諸国との間で太くなっていくこと。ASEAN諸国では為替相場政策が現時点ではバラバラであるが、その中の複数の国の通貨に円との連動性が出てくる可能性。複合的な要因が考えられる。

毛利 良一（日本福祉大学）

1. 日本と東南アジアの貿易で円建て決済比率が高まっているが、外為市場では対ドル取引が圧倒的で、円対価取引は少ない。(1)対日貿易赤字国は円貨をどのような方法で調達しているか。(2)80年代後半以降の円高のなかでアジアNIEsは実質的にドル・リンクの為替政策をとったがASEANではどうか。(3)ASEANの円建て債務の比率が上昇しているが、その対策は。

2. タイ当局のパーツのインドシナ諸国での利用拡大について。70年代、ドイツはマルクの国際利用についてデメリットを重視し慎重であった。パーツ国際利用促進のメリット、デメリット、タイ政府のねらいは。また現実的可能性は。(インドシナ民衆のタンス預金的手段は金と米ドルのようであるが。)

[答]

1. (1)国際取引の受取・支払がどういう通貨建てになっているかということと、一国の国際収支がどういう通貨建てで存在しているかということとは、一応別の事だと考えている。貿易取引通貨の受取・支払は為替媒介通貨にいったん集中される。したがって、日本の媒介通貨がドルであれば、日本の貿易収支は円建てではなくドル建てで存在する。「対日貿易赤字国」となっているが、ASEAN諸国は資本輸入が多いので、国際収支は黒字である。タイは外貨準備が増加している。マレーシアもリングが上昇した。ASEAN諸国の媒介通貨はドルなので、円での受取・支払はいったんドルに集中される。受取・支払は、銀行間市場レベルでは媒介通貨に集中してくるので、円貨の調達というのもそういうレベルで考えるべきである。「対日貿易赤字」について、日本企業は直接投資による出資を機械とかで行なう部分がある。その部分は日本からの商品輸入になるが、それは日本からの直接投資で支払われていると考えられる。したがって、額面通り対日貿易の赤字ととるわけにはいかないと思う。(2)NIEsは、80年代の後半米国からむしろドル・リンクを切るように要求されたのではないか。韓国も台湾も対ドルで切り上げるように。その時点では円との連動性が若干出た。ASEANの方は、シンガポールが傾向的にシンガポールドルを強めにしている以外は、為替相場を示している表でだいたいどういうことをやっているかわかるのではないか。(3)当面では二つばかりあるのではないか。一つは日本向けの円建て輸出を増やす。一つはASEAN諸国の通貨当局が外貨準備を円で持つ。つまり資産をできるだけ円にすることである。

2. ASEAN各国とも自国通貨が国際化することを嫌ってきた。それは、自国の為替相場をしっかりと管理したいからである。しかし、ASEAN諸国通貨での決済は認めていこうという方向に転換している。タイについて言えば、インドシナ諸国への輸出・投資を伸ばす点にねらいがあるように思われる。インドシナ諸国は外貨不足である。パーツであればタイは供給できる。BIBFのオフショア市場で貸借される通貨にパーツが含まれている。タンス預金にけっこうパーツも所有されている。

神沢 正典（阪南大学）

国際通貨という言葉について、国際通貨とは違って積極的にその上に基軸通貨というものを考えているか。

[答]

できるだけ基軸通貨という用語は使わないようにしている。70年代初頭に金・ドル交換が停止され問題になったことは、国際通貨と金を異なる範疇として、世界貨幣・金に対して国際通貨を独自の範疇として明確にしていこうということであった。報告者はこの問題意識を継承する意図で国際通貨という言葉を使っている。報告者は、独自の範疇としての国際通貨とそうでない通貨との違いがどこにあるかを明らかにすることを課題としてきたので、むしろ基軸通貨という用語を使わないようにしてきた。国際通貨というのは、為替媒介通貨だけではない。第三国間の貿易決済にポンドが使われ、ドルが使われたということを重視しているポイントは、個別外国為替銀行内での多角的決済が可能になる、あるいは銀行間市場次元での多角的決済が可能になるということとかわっている。第一次世界大戦以前のポンドはむしろそれを主な特徴としていたのではないか。国際通貨と金との区別を行ない、国際通貨を独自の範疇として確立しようとした時に意識されていたポンドは、むしろそれを主な特徴とする国際通貨であったのではないか。そういうポンド残高は、為替媒介通貨というようなものよりは第三国間の貿易決済に使われることが生みだしているもう一つ別の国際通貨の姿であると理解している。例えば日本について、70年代の初頭までは輸出も輸入もほとんどドル建てである。そうすると、日本のドル残高は、為替媒介通貨というよりはむしろ第一次世界大戦以前のポンド残高に近かったのではないか。あるいは、発展途上諸国のドル残高も、為替媒介通貨というよりは第一次世界大戦以前のポンド残高のような在り方をしたのではないか。そういうことで、二つの次元で国際通貨の特徴を捉えておいて、国際通貨を理解する時の根拠にしようと考えている。国際通貨＝バランス（銀行当座勘定）論という重要な成果があるが、それだけでは国際通貨を理解したことにはならないのではないか。こういう国際通貨の特徴とバランス論を関連付けることによって国際通貨を理解していこうと考えている。

都野 尚典（長崎大学）

シンガポールのOHQ化はシンガポール金融市場におけるASEAN諸国の資金調達・運用の拡大に結びついていると思われるが、そのこととASEAN域内取引における域内通貨建て取引の拡大の傾向は結びついているといえるか。

[答]

結びついている。聞き取り調査の結果浮かび上がってくるポイントは、工場サイ

ドにはできるだけ金融負担がないようにしていることである。例えば、原材料の供給を行なう時には長めのユーザンスを与え、製品を引き取る時には短いユーザンスにする。現地工場サイドは十分販売代金で決済できるので、その金融負担がOHQ側に生じてくる。例えば、図2の機械であるが、これをシンガポール工場がいったん日本側から円建てで買い、これをマレーシア工場側にリング建てで売る。マレーシア工場側は債務がリング建てで出る。シンガポール工場側はリング建ての債権のリスクを負う。つまり円建て債務に対してリング建て債権を持つ。このリスクに対して、シンガポール工場側は、シンガポールの銀行からリング建て借入をしてリング建て債務を作っている。シンガポールの銀行は、シンガポールオフショア金融市場でドルを借り入れ、ドルとリングの間にスワップをかけることによってリングを調達し、これを貸している。できるだけ現地工場サイドの金融の負担、為替リスクの負担を外して、それが得意なところに集中していくことをやっているので、関連が出てきている。

#### 藤田 誠一（神戸大学）

(1)欧州でなぜマルクが為替媒介通貨になったかについて、いくつかの要因の中で、ERMの中で80年代中頃以降マルクが域内の介入通貨として使われたということが一番大きいのではないと思うが。(2)マルクが為替媒介通貨として地位が上がってきたにもかかわらず、スワップは依然としてほとんどがドルだという問題について、マルクが欧州で為替媒介通貨になる理由の一つに為替資金調整がマルクでできる点を指摘されたが、もしそうであれば、当然それに付随してスワップでマルクの取引が増えてきても不思議ではないと思うが、それが増えない理由は何か。(3)シンガポールの為替が事実上現在円にリンクしているという点について、シンガポールでは為替媒介通貨はドルであり、ドルで介入が行なわれた結果だと理解してよいか。

[答]

(3)介入はドルで行なわれ、円とのリンク、バスケットとのリンクが作られている。介入通貨は為替媒介通貨との関連がある。(1)介入する場合のマルク量はたかが知れているのではないだろうか。民間市場で出ているマルクの量はそれよりも大きい。対マルクでの相場の安定性は一つの要因として重視しなければならない。対ドルで変動している時期には対マルクで安定しているということは重要であった。他の重要な要因もあって複合的な形で起こったと理解したい。(2)スワップによる為替資金調整と、金融市場における為替資金調整とは同じことである。金融市場での貸借によって為替資金調整を行なう場合、スワップを付随させる必要はない。欧州諸国の銀行は、外国為替取引以外の取引で欧州通貨の資金貸借を多く抱えているので、そ

の中に為替資金調整の資金が飲み込まれるという証言がディーラーの中にあった。この点、報告者の説明がまだ十分ではない。

小島 仁（北星学園大学）

シンガポールが自国通貨を「バスケット通貨」に連動させているという点について、(1)バスケットの中身は公表されているか、(2)バスケットの中身が「変更」されるようだが、こういう「変更」は、誰が、どういう基準で、どういう手続きで、かつどういうタイミングで行なうのか。

〔答〕

(1) 公表していない。現地における銀行が過去のシンガポールドルの動きを回帰分析し、非常に連関があるという結果が出た。そういうところから、事実上マルク、円のバスケットと考えられる。統一ドイツの頃からマルクがおかしくなって、円との連動性が強まっている感じがある。(2)バスケットの中身はその政策目標にしたがってその折々に調整しているのではないか。IMFの年報に、trade-weighted basket of currencies、インフレ抑制の目的について記述されている。インフレを抑制することを基準に折々に変更していると考えられる。それを行なっているのはMASである。

# 日本の国際収支構造と本邦 為替銀行の対外ポジション —1991年の国際収支の通貨区分と「為替需給」—

奥田宏司  
(立命館大学)

はじめに

1991年はまた日本の国際収支が大きく変化するとともに、「特異」な構造を示した年である。経常収支黒字が増大する一方、長期資本収支が黒字に転化して、しかも外貨準備は増えず、円高も急激なものではなかった。他方、金融勘定「為銀部門」のポジションが935億ドルの好転（流出超）となっている。このような国際収支構造はこれまでにはなかったものである。如何にして、このような国際収支構造が成り立っているのであろうか。

本邦外国為替銀行の対外ポジションについてはいくつかの論文が発表されており、それらの論文は興味ある論点を提示している。<sup>1)</sup>しかし、同時に難点も含んだものであり、筆者は以前の論稿において論評を加えたことがある。<sup>2)</sup>小論は、91年の国際収支構造を材料に、<sup>3)</sup>国際収支各項目の通貨区分を行ないながら、外貨・邦貨別為銀ポジションがアバブ・ザ・ライン取引等と如何に密接に関連しているかを分析したい。<sup>4)</sup>

## I 明らかにしなければならない課題

1991年からの日本の国際収支構造の諸変化に関連して、われわれはどのようなことを解明しなければならないのだろうか。次のようなことが言われる。「長短資本収支及び金融勘定を一体として見ないと、資金の正確な

動きが把握できなくなってきた」。<sup>5)</sup>このことは事実である。しかし、問題はそれだけにとどまらない。端的に言って国際収支各項目の通貨区分がもっと問題にされなければならないと思われる。日銀の『国際収支統計月報』も92年5月号から「金融勘定」の為銀部門を外貨建と邦貨建に区別しはじめたが、通貨区分の必要性は「金融勘定」の為銀部門だけではないだろう。筆者は、これまで、まず貿易収支において、さらに対外投資において通貨区分を行なう努力を行なってきた。<sup>6)</sup>これらの項目を通貨区分することにより、最終的に「金融勘定」の区分も意味を持ち、「91年型」の国際収支構造が如何にして成り立っているのかという問題提起にも答られるものと思われる。

ここで「最終的」に意味を持つというのは次のようなことである。すなわち、金融勘定「為銀部門」の通貨毎のポジションは様々な対外（対内）取引の帰結、結果の「総括」を表わしており、金融勘定「為銀部門」の通貨区分のパターンが次のような諸関連の帰結、結果によって形成されているということである。外貨建と邦貨建の2つに分けて考えよう。まず、為銀の対外・外貨建短期資産負債の方であるが、第1に、これは、各国の日本に対する円建經常収支赤字（第1表）の決済が如何になされるかによって規定を受ける。各国の円建赤字は日本からの円建対外投資の「代わり金」によって決済が可能であるが、日本からの円建対外投資額が少なければ諸外国は外国為替市場で外貨を円に転換して決済しなければならない。これは邦銀の対外短期外貨建資産（＝「ドル等の外貨残高」）を増加させるであろう。また、非居住者は次に円建投資（第2表）のための円資金を調達しなければならない。したがって、非居住者は円建經常収支赤字額と円建投資のための円資金の合計額を必要とするのであるが、日本からの非居住者に対する円建対外投資（金融勘定での円放出も含めて）はその合計額を下回るので（第3表）、その差額を非居住者は外為市場で外貨を円に

第1表 日本の經常収支通貨区分 (1991年、億ドル)

	円建	外貨建	計
貿易収支 <sup>1)</sup>	932	99	1,031
貿易外収支	406	-583	-177
運輸 <sup>2)</sup>	196	-299	-103
旅行 <sup>2)</sup>	34	-240	-206
投資収益	-73	341	268
受取 <sup>3)</sup>	306	1,100	1,406
支払 <sup>4)</sup>	-379	-759	-1,138
その他 <sup>2)</sup>	249	-385	-136
移転収支	-109	-16	-125
公的部門 <sup>5)</sup>	-120	1	-119
民間部門 <sup>2)</sup>	11	-17	-6
合計	1,229	-500	729

- 1) 通産統計を国際収支ベースに換算。
- 2) 受取はすべて円、支払いはすべて外貨とした。
- 3) 円の受取はODAが円建であるから少し低めにした。
- 4) 外貨を2/3、円を1/3とした。
- 5) 受取はすべて外貨、支払いはすべて円とした。

出所：通産省「輸出確認統計」「輸入報告統計」

日本銀行『国際収支統計月報』より。

替えて調達しなければならない。この結果、先程と同様、為銀の対外短期外貨建資産 (= 「ドル等外貨残高」) が増加する。金融勘定「為銀部門」はこのような各国の円建經常赤字の決済、非居住者による円建投資の結果を一部表わしているのである。

第2に、しかるに、91年は長期資本収支が赤字から黒字へ変化したのであるから、この「ドル等残高」はどのように運用されているのであろうか。91年に長期資本収支が黒字に転化してドル等残高の運用が順調に進んでいないとしたら、ドル等残高は累積され急激な円高がもたらされるはずである。しかし、91年の円高はそれ程ではなかった。そこで第3番めの問題が

第2表 非居住者の円建投資 (1991年、億ドル)

国内長期証券	
株式	468
債券	212
国内短期証券 <sup>1)</sup>	90
ユーロ円債 <sup>2)</sup>	
居住者債	56
非居住者債	61
直接投資	14
計	901

1) 金融勘定の公的部門の「その他」。TB、FB等である。

2) ユーロ円債発行の75%は国内から買い向うとした。

出所：日銀『国際収支統計月報』、大蔵省『国際金融局年報』より。

てくる。「ドル等残高」が形成されているはずであるが、91年に急激な円高は進行しなかったのは長期資本収支全体は黒字であるが外貨建では赤字になっているからであろう（したがって円建では多額の黒字）。すなわち、長期資本収支の資産側で本邦の為銀を除く金融機関、民間企業が円を外為市場で外貨に替えて行なう対外投資（「円投」）が91年にはまだ衰えを見せずに多額にのぼり、「ドル残高」が使われたからであろう。為銀の対外短期外貨建資産負債（為銀ポジション）の表は、かくして「ドル等残高」が「円投」によりかなり費消されてしまった帰結を表わしているのである。

第4に、日本の為銀は89年まで対外証券投資、外貨建対外貸付等の外貨建・対外債権を伸ばしてきた。その原資はユーロカレンシー市場等の国際金融市場からの外貨建短期資金の取り入れであった。つまり、外貨建での「短期借・長期貸」を行なってきた。運用の方は長期で債権が固定してい

第3表 日本の円建対外投資 (1991年、億ドル)

(1)中長期円建対外投資	399
対外貨付	67
非居住者向けユーロ円貨付 <sup>1)</sup>	-21
非居住者ユーロ円債の購入 <sup>2)</sup>	183
円建外債	37
政府開発援助	113
延払輸出	20
(2)非居住者による通貨スワップを利用した 円から外貨への転換 <sup>3)</sup>	-132
(3)為銀の非居住者との円建短期取引 <sup>4)</sup>	536
計	803

- 1) 国内の銀行の貸付ではなく海外支店の貸付であるが、その原資は国内からの資金であるので、ここでは円建対外投資の中に入れておく。
- 2) 非居住者ユーロ円債発行のうち75%を国内から買い向ったものとした。
- 3) 第1図参照。
- 4) 本支店勘定と邦銀他行あての「預け金」「預り金」を除く。  
出所:『大蔵省国際金融局年報』、大蔵省『調査月報』(1992年4月)、  
B I S, *International Banking and Financial Market Developments*より。

るのに対し、債務の方は短期で返済時期が順をおってくるので借替(=ロールオーバー)を繰り返さなければならなかった。この借替の必要性は運用資産が満期になるまで続く。ところが、金融勘定の「為銀部門」をみると外貨建負債が91年には723億ドルも減少している。これはどうなっているのであろうか。為銀はユーロ市場等の国際金融市場以外のところから外貨を調達してこなくてはならないであろう。それはどこからであろうか。この外貨資金の調達がどこからかということによって為銀対外ポジションが変化する。

第5. 外貨準備の変化も為銀ポジションの中に包含されている。例えば、

91年のような外貨準備の減少は為銀の「ドル残高」を増大させているであろう。しかし、その増大は「ドル残高」を増加させる、あるいは減少させる他の要因と混在しており外貨準備の変化は為銀の対外ポジションに影響を与える諸要因の一部になっているのである。

第6。以上の5つの過程を総合する形で「円転」の問題がでてくる。為銀・対外短期資産負債を変化させる種々の要因があり、そのうえでさらに「円転」があって、91年の外貨建ポジションの101億ドルの好転（日銀の国際収支表より）があるのである。

次に、対外・邦貨建短期純資産の方であるが、91年の金融勘定の為銀部門において邦貨建純資産が急激に増加している。資産の増加が見られるだけではなく、91年には負債の減少が目立つ。これらに関しては2つのことがらに注目する必要がある。1つは、ユーロ円・インパクトローンであるし、もう1つは非居住者の対日投資のための原資である。邦貨建の方も多くはアバブ・ザ・ラインの取引に規定されながら為銀ポジションが変化している。<sup>7)</sup>

かくして、金融勘定「為銀部門」の通貨区分があるパターンをとるのは大半がアバブ・ザ・ラインの種々の取引の結果であり、その意味において金融勘定「為銀部門」が「総括」的意味を持つのであるが、アバブ・ザ・ライン取引における通貨別区分の解明を抜きにして金融勘定「為銀部門」の検討を行なってもそれは不十分であろう。

## II 91年の国際収支各項目の通貨区分と為銀の「ドル等外貨残高」の推移

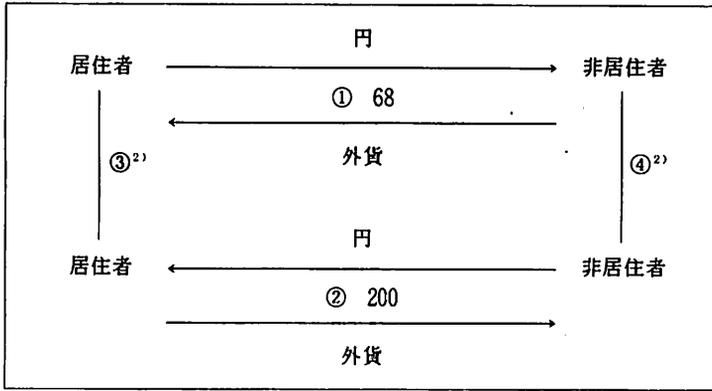
第1表を見られたい。輸出入の通貨区分は通産統計によって明らかになるが、貿易外収支、移転収支の通貨区分を明らかにする統計はまったくない。ここでは、止むを得ず「大雑把」な推計を行なう他ない。貿易収支は円建黒字が932億ドル、外貨建が99億ドルの黒字になっている。貿易外収

支では円建で406億ドルの黒字、外貨建で583億ドルの赤字と推定した。また、移転収支は円建で109億ドルの赤字、外貨建で16億ドルの赤字と推定した。その結果、日本の円建経常収支は1229億ドルの黒字、500億ドルの外貨建赤字になっている。非居住者は1229億ドルの円建赤字を決済するために円資金を必要とし、居住者は500億ドルの外貨建赤字を決済するために外貨資金を必要とする。いま、資本収支に関連する事がらを除外すると、居住者は500億ドルの外貨を為替市場において円から転換することにより獲得するであろう。そうすると、非居住者は500億ドル相当の円資金を得るから、非居住者が円建赤字の決済に獲得しなければならない資金は729億ドルとなる。

さらに、非居住者は、円建投資のための円資金を必要とする。非居住者の円建投資は第2表に示されている。これもユーロ円債投資等については「大胆」な推計を加えている（注4の抽稿参照）。合計で901億ドルにのぼる。したがって、先程の729億ドルを加えて、非居住者が1630億ドルの円資金をなんらかの方法により調達しなければならない。いくつかの方法が考えられる。第1は、日本の円建対外投資である。これは第3表に掲げられている。種々の中長期円建対外投資が399億ドルにのぼり、為銀の非居住者との円建短期取引が536億ドルにのぼっている。しかし、ここで注意しなければならないことは80年代後半期から急成長した新たな金融取引、通貨スワップである。BIS統計によると、1991年の円の新規通貨スワップは628億ドルである。しかし、BIS統計からはスワップされる方向が明らかにならない。そこで第1図のような円の通貨スワップのモデルを作った（モデル作成にあたり考慮した諸点については注4の抽稿を参照されたい）。

さて第1図によると、居住者間のスワップが220億ドル、非居住者間のそれが40億ドルである。これらの2つのスワップは居住者の間で、また、

第1図 円の通貨スワップのモデル図<sup>1)</sup> (億ドル)



1) 1991年の円の通貨スワップ(インターバンクを除く)は新規で628億ドル(B I S, *International Banking and Financial Market Developments*, No. 1992 Table 15B)。

2) 円と外貨の通貨スワップ。方向はどちらでもかわらない。

非居住者の間で円と外貨の持ち手が変わるだけで、居住者・非居住者間で円と外貨のスワップはない。それがあるのは第1図の①と②の取引である。非居住者はネットで132億ドルの円を外貨にスワップしている。したがって、この額を第3表の(1)欄から引かなくてはならない。そうすると、日本の円建対外投資は803億ドルになる。非居住者が必要としている円資金は1630億ドルであったから827億ドルが不足している。この827億ドルを非居住者は外国為替市場において外貨を円に替えて調達するしかない(「為替取引(1)」。円を最終的に供給できるのは本邦銀行でしかないから、この時点で本邦為銀の「ドル等の外貨残高」が増大する。827億ドルである。これが、次に見る「円投」(居住者による円を外貨に替えての対外投資)の原資になる。「円投」は第4表に示されている。これにも種々の推定が加えられている(前掲拙稿参照)が、431億ドルに達している。「円投」のために、居住者は為銀に対して円を支払い、外貨を受け取る(「為替取引

第4表 「円投」額の推定(1991年、億ドル)

(1)直接投資 <sup>1)</sup>	205
(2)証券投資 ((イ)-(ロ)-(ハ))	342
(イ) 円建外債を除く証券投資	718
(ロ) 日本から買い向うユーロ円債 <sup>2)</sup>	360
(ハ) 為銀の長期証券投資 <sup>3)</sup>	16
(3)外貨債による外貨資金の調達	248
(4)通貨スワップ <sup>4)</sup>	
(イ)居住者による外貨から円へのスワップ	200
(ロ)居住者による円から外貨へのスワップ	68
(5)(1)+(2)-((3)-(4)の(イ))-(4)の(ロ)= 431	

1) 直接投資のうち3分の1を円建とする。

2) 居住者ユーロ円債236億ドル、非居住者ユーロ円債244億ドル、これらのうち75%を日本から買い向っているものとする。

3) これは「外-外」取引である。

4) 第1図参照。

出所：日銀『国際収支統計月報』、大蔵省『国際金融局年報』、B I S, *International Banking and Financial Market Developments*より。

(2)」。一方、為銀は外貨を供給するから「ドル等残高」が431億ドル減少する。

しかし、なお、827億ドルとはかなりの差額がある。それは、「残高」に影響を与える項目がまだ他にあるからである。そのうちもっとも重要と思われるのは為銀の対内外貨建取引である。この取引に関連して以下のことが考えられなければならない。為銀には持高規制が課せられており、外貨建短期資産が外貨建負債によってカバーされているものはもちろん、為銀の外貨建長期資産も外貨建負債によってカバーされなければならない。89年までの為銀の対外証券投資等の長期投資は海外からの外貨建短期負債の急速な増加によってカバーされ、しかもその負債がロールオーバーされ

第5表 為銀の外貨建対内取引<sup>1)</sup> (1991年、億ドル)

(1)為銀に対するインパクトローンの返済	-252
(2)顧客の外貨預金	-194
(3)その他 <sup>2)</sup>	57
(4)計	-389

1) (-) は為銀の債務増。

2) 『大蔵省調査月報』の原表の合計欄は諸項目の合計と合致しないが、ここではそのまま採用し、原表の合計額から本表の(1)(2)欄を差し引いた額を本表の(3)欄とした。

出所：『大蔵省調査月報』1992年4月、80ページより。

てきたのである。しかるに、91年に為銀の長期資産はネットで（資産と負債の変化の差額）減少するどころかわずか30億ドルであるが増加しているのに（注3の論文参照）、為銀の海外からの外貨建短期負債は大きく減少している（為銀の短期外貨建対外ポジションは101億ドルの好転）。為銀は外貨建長期資産を維持するための外貨資金を他のどこからか別途調達してこなくてはならない。それが、対内外貨建取引であったのである。

これは第5表である。為銀はインパクトローンから多くの返済を受けている（国内顧客の「外貨-外貨」投資であったものが「円投」に転換——BIS規制によって余儀なくされた）。また、顧客から194億ドルにのぼる外貨預金を受け入れている。計では389億ドルの外貨資金が国内取引で為銀に入ってきている。しかし、この国内取引が「ドル等外貨残高」を減少させるであろうか。そうではない、何故なら、国内顧客はその外貨をどこからか調達しなければならぬからである。日本の外貨建經常収支は赤字であったし、また、居住者による外貨債等の外貨資金は対外投資に使われたとしたから（第4表の(3)欄）、国内顧客は為替取引によって円を外貨に替えて調達する他ない（「為替取引(3)」）。これによって一旦は為銀の「ドル

第6表 為銀の「外貨残高」(＝「ドル等残高」)に影響を与えるその他の諸要因 (1991年、億ドル)

(1)為銀の外貨建対外長期取引	-30 <sup>1)</sup>
(2)外貨準備の減少	81 <sup>2)</sup>
(3)「円転」	-258 <sup>3)</sup>
(4) 計	-207

- 1) 為銀のこの資産の増は「ドル残高」の減少要因。
  - 2) 日銀による外貨準備の売りは「ドル残高」の増加要因。
  - 3) 「円転」は「ドル残高」の減少要因。
- 出所：『大蔵省調査月報』1992年4月。

等残高」は減少するが、為銀がインパクトローンの返済、外貨預金を受け  
た時点で「ドル等残高」が再び増加する。したがって、変化なしである。

為銀の「ドル等残高」を変化させるのは以下の事がらである（第6表参  
照）。第1は、為銀の外貨建対外長期取引である（30億ドル）。これは長期  
であるから、この「残高」から移される。第2に、当局保有の外貨準備で  
ある。これは日銀による為銀への外貨売りであるから（「為替取引(4)」）、  
この81億ドルの減は「残高」の増をもたらす。第3は、いわゆる「円転」  
（258億ドル——「為替取引(5)」）である。もちろん、これは「残高」を減  
少させる。これら3つの要因による「残高」の減少は207億ドルである。

以上、これまで見てきた「ドル等外貨残高」の変化の推移をまとめたも  
のが第7表である。Ⅰ欄にあるように非居住者の円建経常赤字と円建投資  
のために必要な円資金（(1)欄と(2)欄の計1630億ドル）の一部は、日本の円  
建対外投資（(3)欄803億ドル）によって調達されるが、なお827億ドルが不  
足し、それは非居住者が外為市場で外貨を円に替えて調達している。そう  
すると、それに相当する本邦為銀の「ドル等残高」が増加する。しかし、  
Ⅱ欄に見られるように、この「残高」は「円投」によって431億ドルが減  
少し（(4)欄）、また、為銀の外貨建長期対外取引、外貨準備の減少、「円

第7表 「外貨残高」 (= 「ドル等残高」) の推移  
(1991年、億ドル)

(1)非居住者の円建經常収支赤字の決済に必要な円資金 (第1表)	729 <sup>1)</sup>
(2)非居住者の円建投資に必要な円資金 (第2表)	901
(3)日本の円建対外投資 (第3表)	803
(I)非居住者が為替取引によって円を調達しなければならない額 (「外貨残高」の形成)	827 ((1)+(2)-(3))
(4)円を外貨に換えて行なわれる対外投資の総額 (第4表)	431
(5)「外貨残高」に影響を与えるその他の要因 (第6表)	207
(II)「外貨残高」の推移 (I-(4)-(5))	189
参考欄	
(6)為銀の外貨建対内取引 (第5表)	-389
(7)国際収支表における金融勘定の「為銀部門」のポジションの好転 (国際収支表より)	101

1) 日本の円建經常収支赤字は1229億ドルの赤字であるが、外貨建で500億ドルの赤字であるから、居住者は500億ドル相当の円を外貨に換えなければならない。したがって非居住者がネットで必要な円資金は729億ドルである。

出所：小論のこれまでの諸表。

転」によって207億ドルが減少して、189億ドルが残るのみになった。本来は、この額が参考の(7)欄、つまり、為銀対外外貨建ポジションの変化と一致しなければならない(88億ドルの乖離)。この乖離は、大部分これまでに行なってきた国際収支各項目の通貨区分を行なう際の種々の「大雑把」な推計によるものである。

さらに、以上のことを為銀の為替取引の観点から総括しておこう。第8表である。為銀の外貨買い((1)欄)は、非居住者が円建經常赤字の決済と円建投資に必要な円資金を得るために必要になった為替取引(為替取引①)と外貨準備の減に伴う為替取引(為替取引④)からなり、その合計は

第8表 為銀の為替市場における取引 (1991年、億ドル)

(1)為銀の外貨買	908
為替取引① (第7表の(I))	827
為替取引④ (外貨準備の減)	81
(2)為銀の外貨売	1,078
為替取引② (「円投」)	431
為替取引③ (第5表)	389
為替取引⑤ (「円転」)	258
(3)売持 ((1)-(2))	170

出所：これまでの諸表。

908億ドルである。一方、為銀の外貨売り ((2)欄) は、居住者の「円投」のための為替取引 (為替取引②)、為銀の対内外貨建取引によって必然化された国内顧客の外為市場での円から外貨への転換 (為替取引③)、さらに、為銀の「円転」のための為替取引 (為替取引⑤) からなり、計は1078億ドルである。そして、「買」と「売」の差額、つまり「売持」は170億ドルとなっている。この「売持」は、本来は「円転」の258億ドルと合致していなければならないものである。ここでも、先に述べた「大雑把」な推計による乖離 (88億ドル——先程の乖離と額が一致している) が発生している。

最後に、「円転」による外貨によって国内顧客は、第4表には掲げなかった「円投」を行なっているであろうということに注意しておく必要がある。統計的制約もあって小論においてこれまで論じてこなかった長期資本収支の「その他」、短期資本収支、誤差脱漏 (文字通り誤差脱漏であるから通貨区分推定の根拠がない) のかなりの部分が「円投」であると思われるのである。短期資本収支のうち「現先」は円建であるし、「借款」はほとんどすべてユーロ円・インパクトローンと考えてよいが (注4の拙稿参照)、これら2つ以外の短期資本収支の項目、長期資本収支の「その他」、

誤差脱漏のほとんどは外貨建とみなしていいであろう。もちろん、これらを考慮すると先程の「乖離」は拡大するであろう<sup>9)</sup>。とはいえ、小論では、国際収支の各項目を通貨区分する必要性を強調し、それらを通貨区分することにより、円建経常黒字の決済、非居住者の円建投資、日本の円建対外投資、「円投」、外貨準備の変化、「円転」等がどのように関連しているかを明らかにする「手続き」を提示しえたと思われる。

### Ⅲ 討論で出された問題に対する私のコメント<sup>9)</sup>

質問(1)——日本の外為市場ではドルが「為替媒介通貨」として利用されているから、日本の経常黒字はドルで存在しているのではないか。

コメント；例えば、日本のA企業が円建で輸出した場合、A企業は当然輸出代金を円で受け取る。この場合貿易金融を考慮に入れないもっとも単純化した決済の方法は以下のようである。A企業の相手企業（輸入企業B）は、取引銀行（X）から荷為替手形（もちろん円建）の呈示を受け、輸入額相当の外貨をX銀行に払い込み、X銀行は日本にあるコレス銀行（Y）に開設している円建勘定（「非居住者円勘定」）の残高を引き落として、国際間の決済は最終的に終わる。円建取引の決済は外銀が邦銀にもっている円建勘定を通じてなされる以外にはない。同じことはマルク建取引でもいえる。マルク建取引は各国の銀行がドイツの銀行に開設しているマルク建勘定によって決済する他ない。この決済の方式とある通貨が為替媒介通貨に成長する論理とは一応別のものである（拙書『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館、1988年、第1章参照）。また、日本の黒字が円建で存在するということと、日本の外為市場でドルが為替媒介通貨として利用されるということは両立するものである。それは、80年代中ごろまでの西ヨーロッパと同じである。ドイツをはじめ西欧各国は高い自国通貨建貿易比率をもっている。にもかかわらず、その時期までドルは西欧の為替市場において媒介通貨として圧倒的に機能していた。

もし、「為替媒介通貨論」が円建取引の決済に関連があるとすれば、次のようなことである。X銀行が米銀ではなく他の国、例えば、ドイツの銀行であったとすれば、X銀行はB企業に対してマルクを対価に円を売ったのであるから円の「売持」になった。この持高を調整するために、X銀行はドルを媒介に買って円を買うであろう。つまり、マルクを対価にドルを買い、さらにこのドルを売って円を買う。マルクと円のクロス取引が一般的でないからである（ちなみに、ある通貨が媒介通貨として利用されるというとき、それはインターバンク市場でのことである）。しか

し、X銀行が持高調整にドルを為替媒介に使おうが、B企業の円建輸入の決済のためにX銀行が保有している円建勘定が引き落とされることは変わらない。持高調整によりX銀行の円建勘定残高が回復したということだけである。

質問(2)——海外は貿易金融を受けているから、海外諸国は円建赤字を円で支払っていないのではないか。

コメント；91年の日本の輸出は「送金小切手」方式が32.5%、「D/P、D/A」方式が20.7%であり、これらの比率は対先進国ではもっと高い比率になる。そして、残りの大部分は「L/C」方式である（91年の全輸出のうち42.2%、対先進地域では22.1%）。通貨別の決済方法については公表統計がないが、円建「送金小切手」方式は円資金の送金であることはもちろんであるし、L/Cつきの円建輸出手形のはほとんどD/A方式の円建輸出手形の一部は日本の銀行が買い取っているであろう。この円建貿易金融は手形の性格により、日本の輸出業者が与えた貿易金融（シッパーズ・ユーザンス）を日本の銀行が肩代わりするのと（期限付き手形——貿易金融①）、日本の銀行が海外の輸入業者に与えるのと（一覧払手形——貿易金融②）がある。いずれにしても、貿易金融の満期日がくれば海外の輸入業者は円建で返済しなければならない。なお、貿易金融の供与と返済が同じ年のなかであれば国際収支額には貿易金融は影響しない。

また、次のようなことが考えられないこともない。本邦為銀が輸出業者には円建手形を円で買い取り、海外の輸入業者には外貨建の貿易金融を与える場合である（貿易金融③）。しかし、この場合には、邦銀は海外に対して円資産を失い外貨資産をもつことになり持高が形成される。そのために持高調整がなされ、結局は海外に対する貿易金融相当額（輸出相当額）の円資産をもつことになって（例えば、先物での外貨売・円買）、為銀は円で決済を受ける。しかし、このような決済は想定できるだけで実際にはほとんどないであろう。さらに、次のような貿易金融がある。海外の銀行が日本の輸出業者には円で決済をすませ、輸入業者に対して金融を与える場合（一覧払手形）である（日本の本邦ローンに類似——貿易金融④）。この場合には、外銀が輸出業者に円で支払うのであるから、すでに解答が出ている（外銀の円建リファイナンス借入が問題となるが——この円建リファイナンスも邦銀等は円で決済を受ける）。そして、実際の貿易金融は①と④がほとんどを占めるであろう。

ちなみに、日本が供与している種々の貿易金融（外銀への円建のリファイナンス資金の供与も含めて）は本文の算定に含まれている。そのうえで、全算定の誤差（＝「乖離」）が100億ドル以内であったということは、本文の「決済モデル」が妥

当であったことを示すものである。

質問(3)——インターバンクでの為替取引は顧客取引の5-6倍であるから、ピロ・ザ・ライン取引を重要視する必要があるのではないか。

コメント；紙幅の関係で以下を参照されたい。拙稿「ドイツ・マルクの国際通貨の現状について」『立命館国際研究』6巻3号、1993年12月、および小論の本文。

[注]

1) 例えば、寿崎雅夫「国際収支・為替需給と為替相場」『東京銀行月報』1992年5、6月、佐藤明義「銀行はいかにして対外債務を返済できたか」『金融財政事情』1992年6月8日。

2) 拙稿「本邦為替銀行の対外ポジションと先物為替取引」『立命館国際研究』5巻2号(1992年9月)。

3) 為銀の対外取引、対内外貨建取引の詳細についてはこれまで知られなかった。大蔵省の佐藤幸典氏(大蔵省国際金融局為替資金課)は、その論文で91年に限ってであるがかなりの詳細を明らかにしている。「近年における国際収支『金融勘定』の動向について」大蔵省『調査月報』第81巻第4号(1992年4月)。

4) 小論は紙幅の関係で概略を述べた。詳しくは拙稿「国際収支構造の変化と本邦為替銀行の対外ポジション」『立命館国際研究』6巻1号、1992年5月参照。なお、小論ではそれほど重要な部分ではないが、この拙稿の1箇所を訂正している。

5) 藤田有造、井川紀道「最近の国際収支の動きについて」『ファイナンス』1992年2月。

6) 拙稿「日本の通貨別貿易収支と対米ファイナンスについての覚書」『立命館国際研究』2巻1号(1989年5月)、拙書『日本の国際金融とドル・円』青木書店、1992年、第6章参照。

7) 小論では紙幅の関係で対外邦貨建ポジションについての詳細は割愛している。注4の拙稿を参照されたい。

8) これらの数値は、「大雑把」な推計に基づいて算出したものであるから、暫定的なものであり、推計額を少し変えれば異なった数値が出てくるであろう。国際収支表の通貨区分が明らかにされてくれば、より厳密な数値を算出しなければならない。

9) ここでは私に対する質問とそれ以外に論議された論点から紙幅の関係で3つを選んでコメントした(しかし、第3番目については結局割愛せざるをえなかった)。

# 金融危機における公的セイフティ・ネット —預金保険制度改革に関連して—

戸田 壯一

## I. はじめに

周知のように、20世紀始めにアメリカのいくつかの州では、預金者を保護するために州預金保険制度を設立した。しかしながら、これら州預金保険制度は、一般的に保険準備金の規模が小さく、破綻銀行の増加あるいは規模の大きい銀行の破綻で保険基金の枯渇などによって、保険金支払ができなくなってしまった。その結果、これらの制度は、大恐慌の前後に相次いで破綻してしまった。このことはまさに、銀行恐慌による銀行破綻に対して預金者の保護を必要としているときに、これらの制度が破綻してしまったということを示しているのである。

州預金保険の破綻は、一方で預金保険に対する信頼を失わせたわけであるが、他方で連邦政府による預金保険の方が望ましいという考えも生み出した。そしてニューディール初期の1933年に実施された銀行法改革の中で、銀行恐慌の深刻化に対処する一つの方策、すなわち、小口預金者の保護と銀行取り付けの抑制を目的として連邦預金保険公社 (FDIC) が成立されたのである。

1980年代末には、貯蓄金融機関の破綻増加は、連邦貯蓄貸付保険公社 (FSLIC) の預金保険基金自身を債務超過に陥らせ、連邦住宅貸付銀行制度 (FHLBB) の解体整理がなされた。他方で、商業銀行の預金保険機関であるFDICの保険基金も、商業銀行の破綻増加に伴って枯渇してし

まったのである。この事態はまさに、上述した州預金保険制度が崩壊していった過程と類似しているととらえることができるであろう。

こうした事態に対処して、議会は1991年に連邦預金保険法の改革を実施したのである。銀行法改革に関する議論の中で、1930年代の銀行恐慌期に設立された復興金融公社（RFC）が、銀行救済で大きな成果をあげたことを参考に、その類似機関を設立して事態に対処すべしという提案がなされた。

そこで本稿では、銀行破綻を処理していく過程で、連邦預金保険がどのようにして危機的状況に陥ってしまったのかを、その背景をみながら連邦預金保険や中央銀行さらにはRFCといった公的セイフティ・ネットの意味を考えていきたい。

まず最初に、アメリカの金融構造の変化とその特徴を押さえ、その後商業銀行の破綻増加とFDICによる銀行の破綻処理動向をみていくことにする。次に、連邦預金保険制度のもとで実施された緊急救済（Bail-out＝オープン・バンク援助方式）との関連で、なぜ危機的な状況において銀行救済をするのにRFC類似の機関に関する提案ができたのかを取り上げ、それがどのような意味を持つのかを考察する。そして最後に、1991年金融制度改革で実施された預金保険制度改革の持つ性格を明らかにしたい。

## II. 金融システムの変化の背景

1930年代には、疲弊した金融機関の整理・救済を目的として1933年銀行法（銀行・証券の分離、規制金利体系の形成、連邦預金保険公社の創設等）、34年証券取引法等の連邦政府の政策的支援や保証あるいは規制によって、経済の安定化を指向した金融の枠組み、つまり戦後の経済成長を支えたセイフティ・ネットの強化と競争の制限といった金融機構が、この時期に形成されたのである。

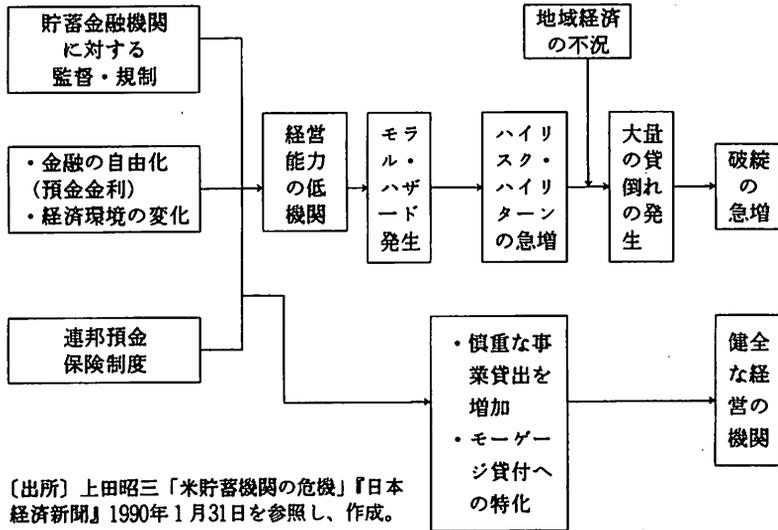
これに対して、1980年初めには、30年代以来の大規模な金融制度改革が実施された。ここでの一連の改革の内容は、預金保険の支払限度額を10万ドルに引き上げ、預金金融機関の連邦準備制度への強制加盟、そして金利や業務の自由化といったものであった。自由化の進展は、広義の金融機関間の同質化を進展させることになった。つまり、80年代は30年代とは異なり、セイフティ・ネットの強化と競争の促進という枠組みが形成されたということになる。

ところで、金利の乱高下は、金融・証券市場の参加者を金利リスクや信用リスクに対して敏感にさせることになった。金融機関は、金融技術を利用してヘッジ商品の開発を進めたのに対して、投資家はリスクを回避するために連邦機関による信用保証を要望したのである。このように、証券化が急速に進展したことで、金融機関は資産に占める市場性資産のウェイトを増加させることになった。その結果、金融機関はそれ自身のポートフォリオの価格変動リスクを増大させてしまったのである。

ここで、貯蓄貸付組合 (S&Ls) の動向をみるならば、図1に示されているような経路を経て、それら機関の破綻が、急速に増加したことがわかる。こうした破綻の増加は、S&Lsの保険機関である連邦貯蓄保険公社の保険基金を瞬く間に枯渇させてしまった。こうした事態を打開するために、議会は89年に金融機関改革再建強化法 (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989 = FIRREA) を成立させ、その中でFSLICの解体と貯蓄金融機関整理のためのRTC (整理信託公社) の設立がなされたのである。

また、特殊アメリカ的ともいえる金融制度上の問題として、銀行業の地理的制限がある。これは銀行の発展を阻害したのに対し、地理的制限を受けない証券業は大いに発展したのである。そして金融商品の取り扱いに対する法律の規制緩和は、銀行とその他の金融機関との間での競争を激化さ

図1 S&Lsの経営破綻の発生経路



せたわけである。この状況下で、アメリカの銀行業界の再編成ないしは集中が進展したのである。なかでも銀行の大型合併は、金融自由化の中での生き残り策であり、また国際金融市場での競争力を強化するためのものであったといえる。とはいえ、こうした金融機関間の合併は、全米規模で進展したというよりはむしろ、スーパー・リージョナル・バンクの形成であったといってもよいかもしれない。

さて、ここで銀行の財務構造の弱体化は、どのように進んだのか確認しておこう。まず、商業銀行の収益を圧迫した要因には、まず第1に金利自由化に伴う資金コストの上昇と貸出市場での銀行の地位が後退したこと、第2に国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制の強化や累積債務問題に対応して貸し倒れ引当金を積み増したこと、などがあげられる。加えて、農業不況や地域経済の不況も銀行の財務体質を悪化させたのである。

こうした状況のもとで商業銀行の破綻が増加したのである。この破綻増

加の要因には、農業不況や、テキサスのような地域経済の不況、法人企業の銀行離れの進展などがあり、さらに、商業銀行は不動産貸付などのリスクの高い新分野へ積極的に進出したことがあげられる。つまり、景気後退や不動産不況のなかで、商業銀行はハイリスク・ハイリターンへの収益追求を最優先にした経営行動をとったため、結果として80年代には銀行の破綻が増加したのだということになる。要するに、「銀行ポートフォリオの弱体化」は、脆弱な金融構造を醸成することになったわけで、従って金融システムの不安定性が形成されることになったのである。

ここで、商業銀行破綻との関連で、連邦預金保険公社（FDIC）による破綻銀行の処理方法に言及しておきたい。銀行の破綻処理の方法は、大きくは閉鎖処理によるものと非閉鎖処理によるものがある。前者の閉鎖処理方式には、預金保険金支払い方式（Pay-off）と買収承継方式（P&A）、さらに預金移管方式がある。また後者の非閉鎖処理方式には、直接資金援助方式、即ち営業継続援助（OBA）と助成合併方式がある。

このように、預金保険公社の破綻処理方式にバリエーションが存在する理由は、銀行の破綻処理に際して市場の規律を導入することで、できるだけモラル・ハザードの発生を阻止し、さらに預金保険当局の損失、特に預金保険基金の減少をできるだけ抑制するためであった。

1980年代半ば以降、急速に問題銀行数や銀行破綻件数が増加してきた。このような銀行破綻の増加はまた、FDICによる銀行破綻の処理費用を増加させたのである。そのために、預金保険基金残高が著しく減少すると同時に、預金保険の対象預金カバー率も急速に低下してしまったのである。かくして、1990年には預金保険基金は債務超過に陥ってしまったわけである。

こうした事態にFDICは、手をこまねいていたわけではない。FDICは、コストをかけずに銀行の破綻処理を効率的に進めるためにP&A方式を多

用したのである。しかし、銀行破綻の増加は、結局より多くの破綻処理費用を生み出すことになり、既に述べたように、預金保険基金残高が急減したわけである。

他方で、「地域社会にとって不可欠」の銀行は、緊急救済あるいは直接援助方式による救済をするということが、拡大解釈されて使われるようになった。つまり、OBA方式による銀行救済が一般化するのにもなって、大銀行と中小銀行との間で銀行救済について差別化が発生してしまったのである。

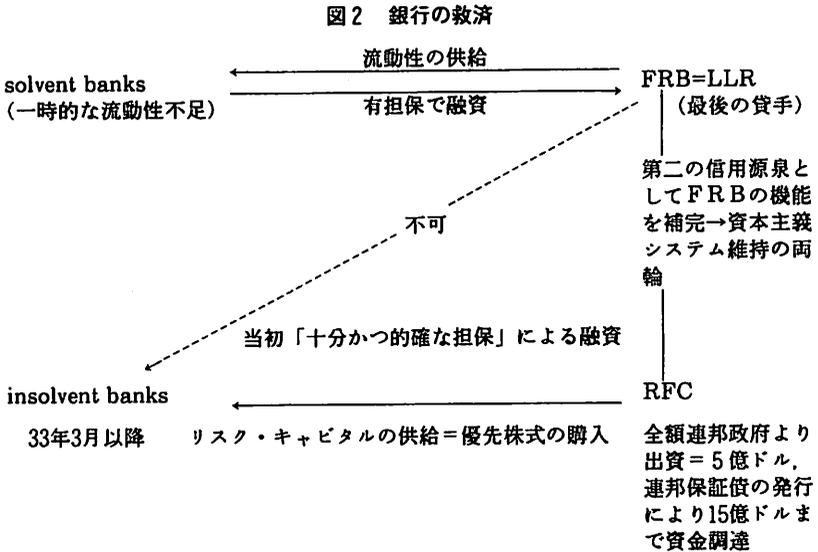
この方式の利用は、預金保険対象外の預金も100%保証されるとの認識を生み出し、銀行の経営者と預金者との双方にモラル・ハザードを引き起こさせることになってしまった。即ち、銀行の破綻が、銀行システムの安定性を脅かすような場合、つまり規模の大きな銀行の場合、付保対象外の預金者までも救済されるという、いわゆる「大きくてつぶせない (Too big to fail)」問題を生み出したのである。このような、モラル・ハザードを引き起こさないよういかに対処するかが、規制当局や市場関係者の重要な関心事になり、その対応策がいろいろと検討された。

### Ⅲ. 復興金融公社 (RFC) による銀行救済活動とリスク・キャピタル

1930年代初めに、フーバー大統領は、恐慌が進展する中で、金融機関、鉄道、農業などに対する救済融資活動を行う目的で復興金融公社 (RFC) を創設した。RFCは、当初「十分かつ適切な担保」の原則に基づきながら銀行への救済融資活動を実施していた。しかしこの救済方式は、銀行破綻を一時的に沈静化しただけで流動性の低下を解決できなかったのである。

こうした事態に対応して、1933年に制定された緊急銀行法のなかに、RFCによる「優先株式購入計画」が新たに組み入れられた。この計画は、銀行に優先株（普通株式への配当支払いの前に、配当を受け取ることで

きる株式)を発行させ、それをRFCが購入することで銀行の資本部分に資金を供給し、当該銀行の純資産をプラスにし(資本の注入=リスク・キャピタルの供給)、その上で銀行の再建を図るというものであった(図2を参照)。



このRFCによる銀行優先株式の購入は、1934-35年に集中的に実施された。RFCが優先株式を購入した銀行の数は、この間6,000行にも達したのであった。これは全商業銀行の資本金総額の三分の一に相当する資金が、RFCによる優先株式の購入という形で投入され、銀行の資本が強化された、ということになる。さらに、大手商業銀行の場合、RFCは当該銀行に資本を注入し救済したのであるが、同時に当該銀行の経営陣を更迭し、新しい銀行の経営陣の選出がなされることもあったのである。

要するに、以上のことが示しているのは、「十分かつ的確な担保」による銀行に対する流動性の供給のみでは、銀行救済を十分に行いえなかったということである。しかし、RFCは優先株式の購入をすることで銀行

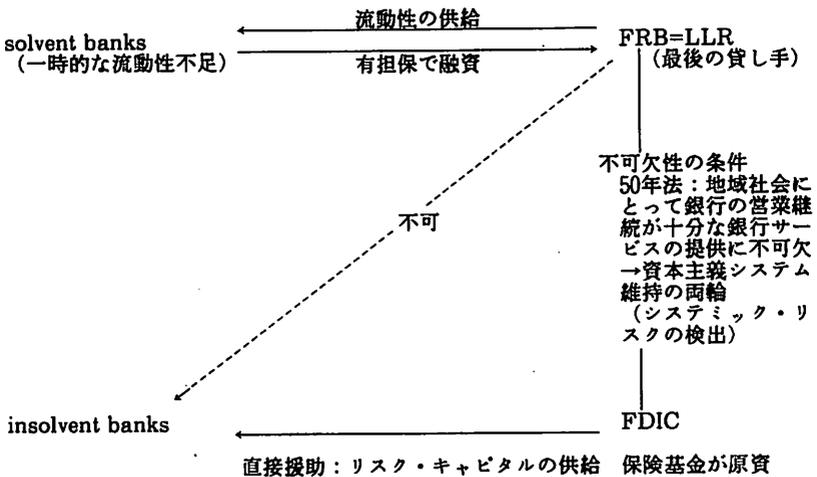
にリスク・キャピタルの供給をしたわけで、このことによって銀行の自己資本が充足され、その結果銀行救済の効果があがったのである。RFCによる資本の注入は、銀行の再建に有益であり、従って金融システムの安定性を回復させる可能性が高いということを示しているわけである。

ところで、戦後FDICのもとでも、RFCの優先株式購入による銀行救済に類似した方策が実施された。それは、FDICによるOBA（オープン・バンク助成＝緊急救済）による救済という方法である。ある銀行の閉鎖や付保預金者への保険金支払い（Pay-off）が、FDICの重い負担になるとか、あるいは当該銀行の引き続き営業がその地域社会にとって「不可欠性の条件」を検出することによって、FDICは困難に陥った銀行に資本（リスク・キャピタル）を供給することで当該銀行の救済を行ったのである（図3を参照のこと）。

OBAは、劣後債（付保されていない預金者が払い戻しを受けた後返済される債務）あるいは優先株式をFDICが購入するという形で、リスク・キャピタルを当該銀行に供給するのである。両者とも銀行の資本金勘定に組み入れることができるのであるが、その証券には議決権がなかった。

ところで、OBAによる銀行救済の方式が初めて適用されたのは、1971年のユニティ銀行（ボストン所在）であった。特にこの救済の典型的事例として取り上げられるのが、コンチネンタル・イリノイ銀行であった。この銀行の場合、「不可欠性の条件」を拡大解釈しながら、FDICによる資本注入を実施し、同行を救済した。このOBAによる銀行救済では、最後の貸し手としての連邦準備銀行（FRB）と預金保険機関としてのFDICとの間で、資本注入に伴うリスク分担の問題が生じたのだった。つまり、FRBはソルベントな銀行に対して有担保で貸出を行うので、リスク・フリーであるのに対して、FDICは破綻銀行の不良資産を引き受けるので、リスクを引き受けることになるということである（図3を参照）。

図3 OBAによる救済



その後OBAは、集中的に実施された。こうしたOBAの適用は、いかに費用がかかろうとも大銀行は、「大きくてつぶせない」という考え方を一般化させることになったのであった。また、大銀行と中小銀行との間で銀行破綻処理の差別化や預金保険対象外の預金も100%保証されるという認識を生み出し、モラル・ハザードを発生させたのである。

既に述べたように、商業銀行の破綻増加にともなって、銀行保険基金(BIF)の減少に対処するために、議会は預金保険制度の再建をはかったのである。これらの問題に対処すべく、預金保険制度の改革に関連して、いくつかの提案がなされたのだった。一つは、公的機関が脆弱ではあるが、活力のある銀行へ資本を供給して再建をはかるといものである。この考え方の基本は、破綻銀行の破綻処理を行うよりも、資本を必要とする銀行に、資本の一部あるいは全部を供給して再建させれば、全体としてFDICや社会にとって破綻処理費用を最小にできるということにある。二つには、監督当局が早期是正措置(Prompt corrective action)を実施し、予め

決められた基準に基づいて再建の見込みのない金融機関を速やかに倒産させることで、預金保険基金の減少に対処していくというものである。換言すれば、預金保険基金の損失を押さえて、銀行が完全な債務超過になる前に、銀行を閉鎖してしまうということが、その主旨である。

ではどのようなRFC類似の機関が提案されたのか、次に見ていきたい。例えば、投資家の自己責任を明確化しつつ、債務超過に陥っているけれども、まだ活力がある銀行の資本を回復させるために、その銀行に政府資金と民間からの資本を供給することで、再建させるというものがあった。その他に、RFC類似機関の資金は、銀行が連邦準備に保有している遊休準備から調達されることになっていた。そして連邦準備が、脆弱な銀行に資本を供給することで被った損失は、最終的に財務省の負担になるというものであった。つまり、ここでの資金の出資者は、政府になるということである。

しかしこうした提案に対して、その問題点が指摘されたり、あるいは批判がなされた。例えば、政府資金の過度な利用は、政府の銀行に対する管理強化へつながる可能性があり、従って経済的に非効率で、政治的に望ましくないとか、モラル・ハザードの発生を助長してしまうというような点が、指摘されたのであった。要するに、RFC類似の機関による資本注入やFDICによるOBAの頻繁な利用は、銀行破綻処理上の公平性・一貫性を欠くことになり、従ってそれはマーケット・ディシプリンの崩壊と経営者のリスク・テイキングを助長することになるのではという懸念を生み出したわけである。

#### Ⅳ. 連邦預金保険公社改善法成立過程での議論

ところで、1991年3月に金融制度改革に関する包括的な財務省案が提出された。この財務省案の主な内容は、まず預金保険関連でいえば、第1に

FDICの借り入れ限度額の上限の引き上げること、第2にリスク対応預金保険料率の導入すること、さらに「大きくて潰せない=too big to fail」に関しては、「システミック・リスク」が存在する場合には、例外的にこの原則を適用できるとしているが、できるだけこのtoo big to failの適用を抑制するために「費用基準」の厳格な適用をすること、さらに、銀行の経営悪化を防止するために、監督機関による早期介入策を強化して、5段階の自己資本比率規制を導入することなどである。

この法案が、包括的といわれるゆえんになっている項目には、銀行と証券の垣根撤廃に関連する、いわゆるグラス・スティーガル法(G=S法)の

表-1 第102議会第1セッションでの金融制度改革法案の審議過程(1991年)

	財務省提案	下院銀行委通過法案	上院銀行委通過法案	下院本会議①否決法案	下院本会議②否決法案	上院本会議可決法案	両院最終可決法案
	2/5	6/28	8/2	11/4	11/1	11/21	11/27
銀行預金保険基金拡充	○	○	○	○	○	○	○
預金保険制度改革	○	○	○	○	○	○	○
州際業務規制撤廃	○	○	○	○	○	○	×
業際業務規制緩和							
本格的証券業務参入	○	○	○	×	×	×	×
本格的保険業務参入	○	△	×	×	×	×	×
銀行・証券分離撤廃	○	○	×	×	×	×	×
監督機関の再編	○	×	×	×	×	×	×
外国銀行監督強化	×	○	○	○	○	○	○

(注) 1. 下院本会議では2回の否決決議後、11月21日に両院最終可決法案とはほぼ同一内容の法案が可決された。両院最終可決法案は11月21日に両院本会議にて下院可決内容に沿って合意されたものを11月27日に最終可決したもの。

2. ○原則承認事項を含む。△制限的承認事項を含む。×原則否認あるいは当該条項含まず。

(出所) 古川勇記「米銀経営の戦略的变化と今後の展開」『農林金融』1993年3月。p.10.

改正をすること、また州際銀行業務を全米的に認めるということ等があった。議会に提出された法案に含まれる各項目が、議会の審議の過程でどの段階ではずされていったかの経緯をみてもわかるように、最終的に預金保険に関連する項目、つまりFDIC借り入れ枠の引き上げと、自己資本比率規制と組み合わせた形で早期是正策等が採用されるにいたったわけである(表-1を参照)。さらには、「費用基準」を厳格に適用して、この例外規定である「不可欠性の条件」を「システミック・リスク」に変更することでOBAの適用を押さえて、預金保険基金の減少を防止することが、目指されたということになる。

議会における金融制度改革は、以上のような結果になったわけだが、

表-2 早期是正措置の概要

	リスク・アセット・レシオ		レバレッジ・レシオ		措置の内容	銀行数	
	Tier I + II	Tier I	Tier I			92/3	92/6
Well Capitalized	10%以上	かつ 6%	かつ	5%以上	○過大な配当・役員報酬を禁止	10,422	10,317
Adequately Capitalized	8%以上	かつ 4%	かつ	4%以上		673	520
Undercapitalized	8%未満	or 4%未満	or	4%未満	○自己資本・増強計画提出 ○総資産の伸び率を制限 ○緊密なモニタリング実施 ○合併、買収、支店設置、新規業務の当局の事前認可を要請	185	137
Significantly Undercapitalized	6%未満	or 3%未満	or	3%未満	○増資等による自己資本再建を義務づけ ○業務の変更、削減等を業務化 ○取締役会の刷新を義務づけ ○子会社の売却ないし清算を義務づけ	43	49
Critically Undercapitalized	-	-		2%以下	○90日以内に破産管財人ないし財産管財人を選任	65	47

(出所) 翁百合「米国の早期是正措置と日本への示唆」『金融ジャーナル』19頁、1993年4月、および Christopher J. Pike and James B. Thomson. "FDICIA's Prompt Corrective Action Provisions", *Economic Commentary*, FRB of Cleveland, Sep., 1, 1992.

RFC類似の機関に関する議論も、単発的ではあるが提案されることがあった。例えば上院銀行委員会議長リーグルらは、一時的に脆弱ではあるが活力のある銀行への資本注入を含む新技術の導入にシンパシィを感じて、その旨意見を表明することもあった。とはいえ、最終的にかれらは、早期是正策の導入に賛同したわけである。

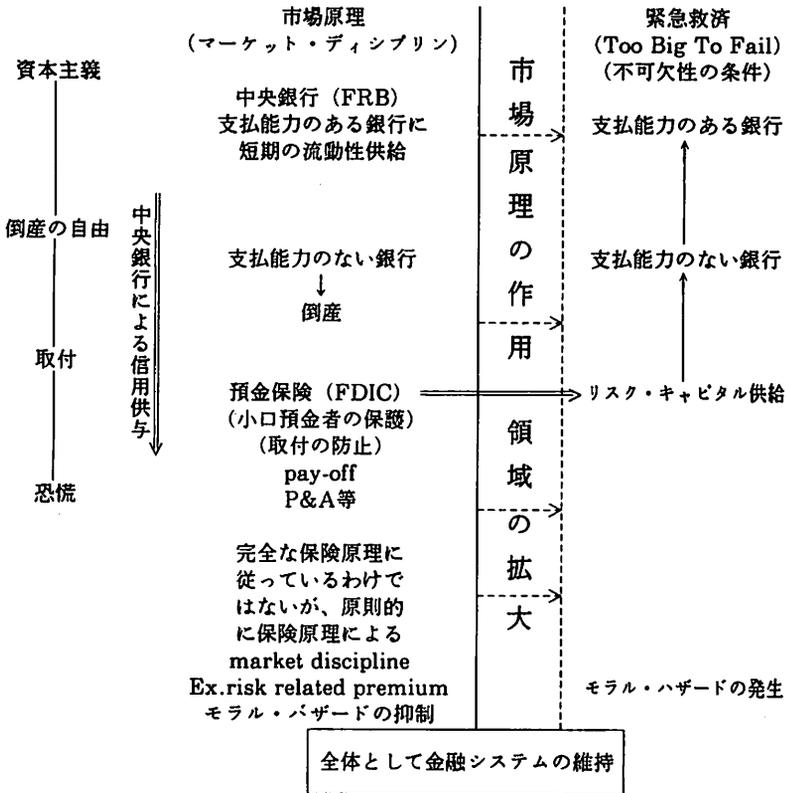
以上のようにして、1991年11月に連邦預金保険公社改善法（FDICIA）が、上下両院の本会議で可決され、そして12月にブッシュ大統領の署名を受けて成立したのだった。この法律に基づいて翌年に、早期是正策の具体的な適用方法および自己資本比率の段階区分についての審議が議会でなされ、1992年夏に終了した。そして同年12月から早期是正策が実施されたわけである（早期是正措置については表-2を参照）。

#### V. むすびにかえて

最後に、連邦預金保険制度改革に関連して、80年代にたびたびFDICによって実施された「大きくて潰せない」という銀行救済方式とRFCによる救済方式の関係、これら救済方式と中央銀行による最後の貸し手機能の関係をどのように見ているのかについて、さらに早期是正策の導入や自己資本比率の強化との関係をどう理解しているのかをまとめてむすびにかえることにする。

まず初めに、中央銀行による最後の貸し手機能とRFCやFDICによる資本注入機構は、図2と図3で示されているように、中央銀行は一時的に流動性不足に陥っているが、ソルベントな銀行にペナルティー・レートで貸出をすることで銀行の救済を行っていたと考えられる。これに対して、RFCやFDICのOBAによる資本の供給は、中央銀行が行い得ないインソルベントな金融機関を救済するために実施されたものであるととらえることができよう。

図4 資本主義システム



そして、セーフティ・ネットとしての連邦預金保険、FDICによって行われたtoo big to fail政策そして中央銀行の関係を金融システム全体の中でとらえた場合、これらの関係は図4で示されているように理解できるのではないか、つまり、FRCやFDICは、市場原理の中でそれぞれその機能や役割を想定しているが、金融システムの安定性を脅かす場合には、「不可欠性の条件」を検出することで、つまり市場原理の枠外で、両者は金融システムの安定性の維持を図る構造になっていたのではないか、ということである。

以上のようにみてもみるならば、91年の預金保険改善法の中に実現された、早期是正策と自己資本比率の強化、さらには段階的預金保険料率の採用という点は、一面で規制強化の側面を持ちつつも、できるだけ金融機関自身の自己責任を貫徹させるという意味で、市場原理の活用を図ったものであるということがいえるかもしれない、ということである。

小林 真之（北海学園大学）

① RFC（1930年代）とFDICの差異はどこに求められますか。

② EDICによって信用危機を解決できると考えられますか。その限界をどのように考えられますか。

③ 「不可欠性の条件」が適用される場合、条件の具体的内容はどのように考えられるか。

〔答〕

① 本報告で申し上げましたように、RFCとFDICの両者は、金融機関にリスク・キャピタルを供給するという点では同じ機能を果たしているわけですが、FDICには預金保険の機能があるのに対し、RFCにはそれがないという点に差違を求めています。

② セイフティ・ネットとしての預金保険制度は、事後的に金融システムの保護をはかることにその眼目があると思います。したがって、預金保険制度は、信用危機を事前的に回避することはできないと考えています。この意味で、この制度は、信用恐慌の発生に対して限界を持っています。

③ 本報告で指摘しておりますので、本論を御覧いただきたいと思います。ちなみに、この条件は、「地域社会」ということから、「システムミック・リスク」ということに変化しています。

深町 郁彌（熊本学園大学）

① 「Ⅲ. RFCの活動とリスク・キャピタル」中で、RFCの創設にさいして「十分かつ適切な担保」とありますが、その内容は何でしょうか。

② Insolventな銀行へのFDICによるRISK CAPITALの貸付（中長期）とありますが、借り入れた銀行はどのようにして自ら流動性（liquidity）を作り出していくのでしょうか。

〔答〕

① この内容は、「真正手形（real bill）」のことです。銀行恐慌の進化の過程

で、銀行は流動性確保のために連銀に適格手形を再割引に出してしまっていた。従って、銀行はRFCに持ち込む適格手形の枯渇状態にあったので、RFCから十分に流動性を確保できなかったということです。

② 債務超過に陥った銀行は、一時的な流動性の供給だけではそのポジションを回復できないので、FDICが当該銀行の発行する優先株式を購入することで同行の債務超過の状態を回復させるわけです。この状況のもとで、銀行は貸出を行うということです（流動性を作り出す）。

中宮 光隆（熊本女子大学）

70年代後半以降のアメリカにおける金融革新の一つのキャッチ・フレーズが、「効率性の追求」にあり、市場の活性化のために銀行の倒産がむしろ歓迎されると言うこともあったと思いますが、それと「資本の注入」による銀行の救済の関係をどのように考えたらよいのですか。後者はただ「信用秩序の維持」のためだけの措置なのですか。そうだとすると「効率性の追求」は放棄されたと考えてよいのですか。

〔答〕

ご指摘のように、一方で「効率性の追求」のために銀行の倒産が歓迎されたかもしれませんが、その表現は強すぎると思います。「資本注入」は、銀行の規模、即ちある銀行の破綻が銀行システム全体に大きな影響を与えるとき当局者が判断した場合に用いられる方式であります。

「信用秩序の維持」と「効率性の追求」は、トレード・オフの関係にあるのであって、前者の措置の採用が後者の放棄に直接繋がるというわけではないと思います。

斉藤 正（駒沢大学）

管理通貨制度のもとでは、金本位制に比べて公的セイフティ・ネット（最後の貸し手、預金保険等）が整備されていることによって、信用恐慌の防止が可能であると考えてよいのか。もしそうだとすると、

- ① 米国におけるReregulationの動きをどう評価すべきか。
- ② 米国におけるS&L、中小銀行の倒産や、日本の中小機関の再編の進展は、まさしく信用恐慌の一つの発現とみなすことはできないのか。

〔答〕

管理通貨制度下では、ケース・バイ・ケースで最後の貸し手機能と預金保険機能を組み合わせることによって、信用恐慌発生を抑制する可能性が高いかもしれません。

① グリーンスパンがシカゴ連銀のコンファレンスで報告したように、「厳格な規制は問題がある。むしろ規制に自由度を持たせることで、規制の行き過ぎを是正することが有益である」ということがあります。逆説的ですが、金融の効率性を高めるための規制緩和が、行き過ぎた場合、是正が必要なわけで、この是正策に当たるのが現在の米国のReregulationに当たるとみる事ができると思います。

② 一つ二つの金融機関の倒産をもって、信用恐慌の一つの発現というのは問題があると思います。信用恐慌の発現といった場合、私は一つの金融機関の倒産が連鎖的倒産を引き起こしていくことを念頭に於いています。ただし、S&Lの場合は、そのシステム全体の破綻をもたらしたという意味では、信用恐慌の発現であると言えるかもしれません。

佐々木 仁 (名城大学)

米銀行業界再編成で大型合併を金融自由化の下での生き残りとして性格づけられています。これは可として、米銀行構造の中で大勢を占める中小銀行層の生き残りの方向は何にみようとされますか。論旨にはない部分の質問かと思いますが、言及していただければ幸いです。

[答]

中小銀行の生き残り策については、それら銀行が置かれている状況(地域など)が様々あると思いますので、個々の金融機関の事例研究を積み重ねていく必要があると考えています。この点につきましては、現在のところ調べておりません。

飯田 裕康 (慶応大学)

ご報告には、重要な問題提起が含まれていると思います。それは、現代の中央銀行の機能に、特に「最後の貸し手」機能の相対化の問題とってよいと思います。このような状況と報告者の考えられている「脆弱な金融構造」の醸成とにはいかなる関連があるのでしょうか。また、こうした環境下で金融政策にはどのような意義があるのでしょうか、ご教示ください。

[答]

要は、債務超過に陥った銀行に対しては、単に流動性の供給(中央銀行の最後の貸し手機能)のみでは銀行の救済は不可能だということです。従って、図-4で示しておりますように、こうした状況では金融政策はほとんど役に立たないということになります。

数阪 孝志 (大阪市立大学)

預金保険システムの機能・役割に関連して：アメリカではFDICは信用秩序の安

定性を保証する機関として本当に働いていたといえるのかどうか。

〔答〕

小林先生のところでお答えしましたように、FDICは信用秩序の安定を事後的に  
図るという機能を持っているわけで、時として預金保険の機能を逸脱しつつも、事  
後的にその役割を果たしているといえると思います。

# アメリカ信用制度と「金融危機」 —「貨幣資本と現実資本」の視角から—

川 波 洋 一

(九州大学)

## I. はじめに——課題と視角——

共通テーマ『現代信用制度と信用恐慌』に接近するには、いくつかの方法を考えることができる。現代の信用制度の下では、信用恐慌の勃発に対して公的なセーフティー・ネットが発達して、金融機関の救済措置あるいは破綻した場合のその処理が組織的に行われるようになった事情、またそれが現代の信用制度にもたらした変化の分析という接近方法が、まず考えられる。戸田壮一氏の報告はそのような視角からの報告である。また、信用恐慌の勃発という現象に対する当局による即時的な対応は金融政策というかたちをとるので、中央銀行による金融政策と信用恐慌との関連を、とくに歴史的な視点から分析するという方法も考えられる。金井雄一氏の報告は、とくにイングランド銀行とその金融政策の実行を19世紀あるいは両大戦間期の実状にまで遡って考察した、そうした視角からの代表的な研究である。さらに、現代信用制度の下での信用恐慌という問題を欧米の資本制経済ではなく日本を対象にして分析したものが、高瀬恭介氏による不良債権問題と絡めた信用恐慌論である。このようにいくつかの接近方法がある中で、筆者は、現代信用制度における信用恐慌の問題を、1929-33年大恐慌とくに第二次大戦以後のアメリカ資本主義における「貨幣資本と現実資本」の態様という視角から接近する。現代の信用制度の下では、信用恐慌の発現とそれに対する政策的・制度的対応が行われる中で、貨幣資本蓄

積と現実資本蓄積にどのような特質が現れてきているかということ、これが考察したい問題である。

アメリカを震源地として全世界に広がった1929-33年大恐慌を契機に、資本主義各国は金本位制度から管理通貨制度への移行という貨幣・信用制度上の大転換を成し遂げた。管理通貨制度への移行以後、今日まで少なくとも大恐慌規模の恐慌は起こらず、代わって全般的恐慌にまで至らない景気後退や「金融危機」が頻発するようになった。この「金融危機」の頻発という事態の背後には、1930年代に経済の大収縮を経験した資本主義が管理通貨制度の下で新たな信用制度の機構を組み込み、現実資本蓄積を促進していくための支持システムを構築していったという事情があった。だが、このシステムの下で新たな段階に達し、高度資本蓄積を展開していく資本主義は、同時にその過程で安定的な成長そのものを突き崩していく構造的要因を醸成していく。たとえ管理通貨制度に移行しようが、信用恐慌を引き起こす構造的要因は消え去ったわけではない。信用恐慌の発現に際して管理通貨制度下にある資本主義は、そうした構造的要因の全般的信用恐慌への発展を全力を挙げて阻止しようとする。この資本主義の総力を挙げた対応はさらに精巧かつ巨大な信用制度を構築する。問題にしたいのは、この対応が管理通貨制度下における「貨幣資本と現実資本」の態様にどのような特質を付け加えるかということである。この特質を分析すること、換言すれば管理通貨制度下における「貨幣資本と現実資本」の動態を分析することは、高層化、かつ精巧化した現代信用制度の特徴を解明することにつながるのである。

## II. アメリカにおける「金融危機」の頻発

次に大恐慌を経験し、その後高度に組織化された管理通貨制度を構築したアメリカ資本主義を素材に、頻発した「金融危機」の構造・状況につい

て分析したい。

### (1)非金融企業の経済活動と「金融危機」

戦後のアメリカにおける「金融危機」の頻発に関して注目したいのは、とくに非金融企業の動向である。これをとくに企業の収益動向に照らして見てみると、1966-67年以降における企業の税引き前利潤の低下という傾向をみてとることができる。たしかにそれ以前にも利潤率の低下局面があったが、それには急速な回復局面が続いていた。だが、1966-67年以後は、利潤率が回復しても前回の最低水準を下回る水準にしか回復しなかった。また、この時期以後利子収益が堅実な厚みを持ち、利潤率の低下を緩和するという傾向をみてとれることもできる。循環的変動から傾向的低下へというこのような利潤率動向の変化は、高蓄積を続けてきた現実資本蓄積がある限界に突き当たったということを示している。利潤率の低下局面への転換という現実資本蓄積の限界に何らかの金融的条件がむすびつくことによって信用恐慌に導く構造的要因が醸成される。問題は、この構造的要因がどのようなものかということである。この問題の考察に際して有益な素材を提供してくれるのは非金融企業の財務状態である。戦後のアメリカにおいては、軍需・民需の拡大に起動されて巨大な固定資本投資による生産設備の拡張が行われた。設備稼働率は高く、高水準の雇用は達成された。インフレ率は低水準にあるが、漸次的上昇にとどまっていた。金利水準は低く、高蓄積の重要な条件であった。企業の負債は短期負債から成り、流動性比率は高かった。これが、1974-75年「金融危機」までの高度資本蓄積の一般的状況であった。

ところでアメリカの大企業は、すでに1920年代から高蓄積を進め、いわゆる自己金融体制を築いていた。自己金融は戦後の高蓄積過程においても企業の金融手段として定着していった。だが、自己金融が豊富な利潤の内

部蓄積によるかぎり、さきに述べた利潤率の低下は資金調達手段としての自己金融を大いに阻害せざるをえない。その一方で高蓄積は続いており、ひとたび起動させられた成長軌道はたとえ自己金融が阻害されたといえども維持されなければならない。企業は、高位の設備稼働率を維持し、資本支出の拡大を続けるために外部金融方式に依存せざるをえない。社債・CP発行、銀行借入れがその具体的手段であった。外部金融への依存度が高まれば高まるほど、資金需要のうち内部金融によって賄えない部分を表すファイナンス・ギャップは拡大する。このような傾向が長期間続くと長期負債比率の上昇というかたちで企業の財務構造の悪化が目立ってくる。

企業が「金融危機」にいたる過程でとくに依存したのは銀行借入れ及び資本市場での資金調達であった。その目的が旺盛な設備資金需要に応えるためであるかぎり、まだ健全性が保たれていた。だが、資金需要が利潤率の低下とインフレの高進という状況下においてさらなる価格上昇と数量不足を見込んだ在庫形成や単なる負債の返済のための借入れにシフトしていくにつれて健全性が失われていった。後は、このような過程を経て企業の財務状態の健全性が失われていく悪循環が続くだけである。アメリカで頻発した「金融危機」の根底にある不均衡構造とは、まずこのようなかたちで悪化した企業の財務構造である。

この悪循環は、なんらかの契機によって外部金融に歯止めがかかることによって、不均衡構造の表面化→「金融危機」の発現にいたらざるをえない。その場合、重要なのは、連銀の引締め、CP発行の困難といったこの契機そのものではなく、危機の発生過程の底流において進行していたこの財務構造の不均衡という事態である。こうした不均衡構造の根底には、利潤率の低下という現実資本蓄積の停滞を表す事態がある。他方、外部金融への依存度の上昇に応じ得たのは、管理通貨制度の下で弾力的に展開した貸付可能な貨幣資本の供給である。資本需要を支えるに十分な広さと深さ

をもった資本市場及び銀行信用の柔軟な拡張がその内実である。さらに銀行信用は、市場性資金の調達を可能にする奥の深い短期金融市場に支えられていた。こうして、企業における財務構造の不均衡は、一方での現実資本蓄積の停滞と他方での貸付可能な貨幣資本の豊富な供給メカニズムが合成されるところに発生・累積していったとすることができる。

## (2)金融機関の破綻と「金融危機」

企業レベルにおける不均衡構造は、そこになんらかの契機が作用することによって「金融危機」として表面化した。1966年と1969-70年の危機がそれである。だが、アメリカにおける「金融危機」の発生は企業レベルの不均衡からだけ発生したわけではなかった。1970年代に入ってから金融機関レベルにおける不均衡が「金融危機」に導くことがあった。1974-75年、1982-85年、1990-91年の危機がそれであった。そこで金融機関レベルに考察の視点を移し、構造的な不均衡の発生と内容について考えてみよう。

検討すべきは、たとえ全般的信用恐慌にまで至らずとも金融市場の動揺や金融機関の経営破綻を引き起こす構造的要因は何かということである。金融機関の経営状況というこの問題に接近するにあたってもっとも有効な手がかりを提供してくれるのは、そのバランスシート構造である。ここでは、個別金融機関の事例を見ながら、危機に向かう過程において金融機関のバランスシート構造にどのような一般的特徴が現れてきているかという視角から考えてみよう。

1966年以降、アメリカで何度か発生した「金融危機」の中で、明確に金融機関のレベルに危機的状況の震源地が移ってきたのは1974-75年からである。フランクリン・ナショナル銀行の破綻が、この危機の具体的状況を端的に表している。このときの危機的状況は商業銀行においてもっとも先鋭に現れた。1982-85年の場合は、商業銀行のほかS&Lを中心とする貯

蓄金融機関も危機に陥り、さらに1990-91年には生命保険会社がそれに加わった。これによって、当初企業レベルにおいて現れた危機的状況が次第に商業銀行から貯蓄金融機関さらには生命保険会社へと広く深く侵攻していつている状況が明らかである。こうした金融機関における危機的状況の深化には2つの特徴がある。1つは、金融機関のバランスシートにおいて資産の長期化が進行していつているのに対して、負債は短期化していつているということである。もう1つは、資産・負債の両面においてバランスのとれたリスク管理ができなくなっているということである。金融機関レベルにおける不均衡構造は抽象的には、この2つを含むと考えてよい。

そこで次の問題は、このような不均衡構造の具体的内容である。この不均衡は、どのような意味で信用制度の動揺を意味する「金融危機」の発生に導いていくのであろうか。まず、バランスシートの内容について分析してみよう。

金融機関がこのようなバランスシートの不均衡を抱えるようになった背景には、金融機関間の競争の激化という事態があった。この競争の仕掛人は常に商業銀行であった。とくに自己金融体制の確立と企業の直接金融への依存という傾向が現れ、したがって企業の銀行離れが起きるようになってからの、商業銀行による積極的な貸出領域の開拓は目立っていた。それは、資産管理、負債管理、ALMといった銀行の資金管理方式の変遷過程を通じる一貫した傾向であった。ここでは、バランスシートの不均衡構造の深化を端的に表すものとして商業銀行を取り上げ、その貸出行動の一般的特徴を探ることにしよう。

資産構造に変化をもたらす銀行行動の中でもとくに銀行の貸出領域の拡大こそは、銀行による資金運用の積極性をもっとも端的に表すものであった。証券保有は資産流動化の手段あるいは低リスクの資金運用先として選択されるという位置づけにあった。こうした貸出行動の積極性の具体的展

開は、企業への中長期貸付、消費者信用供与、不動産抵当貸付において見られた。これらの貸付形態に共通する特徴は、いずれも一年以上の長期貸付であるという点にある。これらの貸付においては、担保付きであろうと無担保であろうと、借り手のキャッシュフローが円滑な返済を保証する重要な条件になっている。返済の支配的形態は定期償還（amortization）方式であることがそれを物語っている。逆に言えば、キャッシュフローの安定性が確認されることが銀行信用がこれらの部面に浸透していく前提条件であった。これらの貸付におけるもう1つの大きな特徴は、借り手のリスク度である。これらの貸付の対象となった相手は、伝統的な商業貸付に対して一段高いリスクを負っている。その第1の理由は、まず貸付の長期性である。だが、それだけではない。重要なのは、借り手そのものの返済能力であった。たとえば、自己金融体制が確立したアメリカにおいては、中長期貸付は必然的に中小企業に向かわざるをえなかった。不動産抵当貸付の中でも、とくに商業用不動産の場合は、同じく中小企業が借り手となることがある。中小企業が、大企業に対して、その資産処分能力、返済能力において劣ることは否定できない。また、消費者信用、住宅モーゲージ貸付に至っては、最終的借り手はさらに高いリスクをもつ不特定多数の個人なのである。このようなリスクの高い借り手に対する貸付であるからこそ、銀行は借り手の信用分析に重きを置くことになる。だが、そうした方法によって算定されたキャッシュフローそのものが事前的・予測的なものであり、返済を100パーセント保証するとは限らない。大恐慌以後のアメリカでは、こうした長期性と高いリスク性をもった資産の割合が高くなるという一般的傾向があった。

他方、負債側にはどのような特徴が見られたであろうか。1930年代の銀行制度改革によって導入された金利規制の下では、銀行の資金調達コストは規制の変更がないかぎり一定である。だが、とくに非金融部門における

過剰貯蓄とその金利選考運動によるいわゆるディスインターメディアーションは、一方で金利規制の弊害たとえば、市場金利の上昇による貯蓄金融機関からの資金シフトと住宅金融の阻害を白日の下にさらし、他方で金融機関とくに商業銀行の資金調達方法に革新を呼び起こす契機となった。その行く着く先は、金利規制の撤廃である。だがここでの問題は、商業銀行による資金調達方法の革新である。これは、商業銀行が長期貸付への積極的な進出に対応するために固定金利の預金という伝統的な調達源泉にのみ頼ることができなくなったことを意味する。別の言い方をすれば、調達量、調達コストは金利規制下で一定なので資産構成の変化によって長期貸付の源泉をうるという資産管理方式に頼ることができなくなったということである。だが、固定金利の預金に資金源を求めるという方法はディスインターメディアーションという問題にぶつかる。また国債の売却によって流動性を調達しようとする行動は商業銀行が国債保有を減らそうという行動にでている中で損失をもたらすことがある。他方で、貸出需要は大きい。とすれば、それに応えるために負債構成を変えろという方法に頼らざるをえない。負債管理方式への転換である。その嚆矢は、1961年ファースト・ナショナル・シティ・バンクによって導入されたCDであった。これ以降、商業銀行は、RPs、ユーロダラー、銀行関連CP、フェデラルファンズといった市場性資金調達手段への依存度を高めていく。それによって、商業銀行の負債構成とその性格は大きく変わっていった。その結果を一言で表現すれば、負債の短期化と調達コストの変動性ということであった。とくに調達コストの変動性は、市場性資金依存度の上昇と併せて金利規制撤廃の過程でさらに表面化してくる。

こうして、銀行の資産側は長期性と高リスク性、負債側は短期性とコスト変動性という相反する性格をもつことになった。こうした事態が個別の商業銀行あるいは商業銀行全体、さらには金融機関全体に波及していくの

である。この相反する性格同士の矛盾が激しくなればなるほど、とうぜん商業銀行をはじめとする金融機関の経営は揺らいでござるをえない。

### Ⅲ. 金融機関間の競争

金融機関レベルにおけるバランスシートの不均衡構造は、商業銀行だけでなく金融機関全般に現れた。すなわち、資金管理手法の変遷の過程で、バランスシートの不均衡は貯蓄金融機関、生命保険会社にも見られた。バランスシートの不均衡は、資金管理方式の違いや金融機関の種類の違いにもかかわらず見られたという意味で全体的・構造的なものであった。そこで問題は、この不均衡はなぜ全般的・構造的なものであったのか、またそもそもなぜ金融機関はこのような構造的な不均衡をかかえていったのかということである。

この問題については、商業銀行を初めとする金融機関に対して貸付の積極的拡大を促迫した要因を明らかにすることによって答えなければならない。結論を先取りすれば、金融機関による貸付領域の積極的拡大をもっとも強力に促迫した要因として挙げなければならないのは金融機関間の競争の激化である。その仕掛人は常に商業銀行であった。企業による自己金融が進展した1920年代には、商業銀行の伝統的貸付領域である短期の商業的貸付が停滞し、それに代わって不動産抵当貸付、証券投資、コール・ローンが伸長した。1930年代の停滞期に入るとさらに信用供与の技術革新は新たな貸付領域の拡大を可能にした。まずその代表として、主として中小企業を対象として供与された中長期貸付が挙げられる。これは、投資銀行、金融媒介機関による証券金融あるいは企業自身の自己金融による設備投資金融に対する挑戦であった。さらに商業銀行は、1920年代における消費者金融専門機関による対消費者貸付領域の開拓を後追いするように消費者信用供与に乗り出した。1930年代のことである。これは、商業銀行

によるリテイル・バンキング<sup>3)</sup>への進出の契機であり、消費金融専門機関との競争を引き起こした。さらに、連邦住宅庁（FHA）や復員軍人局（VA）といった公的機関による保険・保証という支えが組み込まれることによって、不動産抵当貸付とくに住宅不動産貸付の拡充の道が開かれた。本来この領域は、S&L、相互貯蓄銀行といった住宅金融専門機関によって切り開かれてきた。だが、商業銀行がモーゲイジ・カンパニーへの融資あるいは直接的な不動産抵当貸付に乗り出し、またこれに生命保険会社が加わることによってこの領域においても競争が激化したのである。

この過程では、商業銀行が仕掛人となって新領域へ参入していき、それを既存の領域の金融機関が迎え討つというかたちで競争が激化した。競争激化という状況の中で各金融機関はより高い収益を求めて貸付市場を切り開いていかなければならない。そこには、とうぜん高リスクがともなう。すなわち、そうした競争激化の具体的展開領域が不動産抵当貸付、消費者貸付、途上国向け貸付、国内エネルギー関連貸付であったのである。バランスシートの不均衡はそうした競争激化のもたらした結果であった。

ところでこうした金融機関間の競争は信用拡張競争として展開される。貸付の積極的展開は長期性と高リスク性を負う資産を積極的に抱えていくことを意味する。そこで考えてみなければならないのは、なぜ各金融機関はそのような性質を負う資産を積極的に抱え込むことができたのかということである。その理由は基本的に次の2つであった。

まず高リスク性という点については、貸付に対する返済の確実性を保証する措置を事前にとることによって対処された。すなわち、貸付に際しての担保の要求がそれである。担保によって貸付の回収の安全性を確保する措置を講ずることによって、金融機関は収益的な部面へ積極的に信用供与しようとしたのである。しかも、担保の形態は、返済の確実性を保証するかぎり必ずしも物的資産や金融資産から成る物的担保でなくても良かった。

むしろ、借り手の返済能力を表すキャッシュフローが客観的に算定されれば、それにもとづいて信用を供与することができた。借り手の収益力の事実上の担保化である。金融機関による積極的な信用拡張は、まずこのような架空化した担保にもとづいて自律的に展開した。

担保の要求は、貸付の安全装置が事前的に確保されることを意味している。だが、競争的な信用拡張は、これだけで可能とはならない。すなわち、貸付による資産側の変化を事後的に支える条件が必要である。これが2つ目である。すなわち、貸付の先行的拡張に対してそれを事後的に支える条件としての資金調達の問題である。これについては、すでに商業銀行を初めとする金融機関は短期金融市場を通じた市場性資金の調達という手段を手に入れていたことを指摘した。事実、商業銀行が負債管理方式によって市場性資金の調達という手段を獲得したことに支えられて、その貸付行動はさらに積極化した。この負債管理方式の展開には、豊富な市場性資金の供給が対応していた。とくにインフレの高進とともに金利変動が激しくなると非金融部門の金利選考意識が高まり、余剰資金の高金利・市場金利商品への大々的なシフトが行われる。短期金融市場の拡大はその結果である。

#### Ⅳ. 「金融危機」における「貨幣資本と現実資本」

これまで企業、金融機関の各レベルにおいて信用恐慌に導く構造的要因の形成と内容について検討した。次に検討すべきは、この構造的要因を全般的信用恐慌に発展させないための方法とその結果である。結論を先取りすれば、不均衡構造の発現に対する対処の仕方は基本的に次の2つである。1つは公的機関による問題機関の救済であり、もう1つは証券化（セキュリタイゼーション）である。後者は、構造的不均衡を市場メカニズムを利用して処理しようとするものであり、前者は問題をその枠の外にもちだして処理しようとするものである。考えてみなければならないのは、このよ

うなかたちでの問題への対処が貨幣資本蓄積に対してどのようなインパクトを与えるかということである。

公的機関による介入は、1966年以降の各「金融危機」の局面において発動されてきた。具体的には連銀を中心とする介入は、規制緩和や金融緩和といったゆるやかなかたちから市中への信用供与を初めとする直接的支援へと次第に大規模化していった。戦後の「金融危機」の局面において公的機関の介入が本格的に行われたのは1974-75年のフランクリン・ナショナル銀行の破綻に対してであった。預金量37億ドルに達する全米20位の銀行であったフランクリンは、不動産抵当貸付に積極的に乗り出すとともに、ユーロビジネスを展開し、海外支店において多額のCDを発行していた。連銀は預金保険の付かない多額の預金負債をもつ同行の経営危機が国際信用恐慌に発展するのをもっとも恐れ、巨額の融資（約17億ドル）、同行の保有外為手形の買取り（約7億2500万ドル）、市中銀行による同行への融資の保証といった措置をとった。このほか、FDICは連銀による救済措置の最中、同行の資産・負債継承プランを組み立て、その破綻の影響をできるだけ軽微にとどめる努力を続けた。これらは、同行の倒産の国内および国際的信用制度への波及を阻止するための総力を挙げた行動であった。

重要なことは、これ以後「金融危機」はそのマグニチュードを増しながら1982-85年、1990-91年と頻発していったということである。それは問題が商業銀行から貯蓄金融機関さらには生命保険会社へと幅を広げ、また破綻する機関の規模と数が大きくなっていったことによく現れている。危機を全般的信用恐慌に転化させないためには、公的機関の救済活動はさらに強力かつ大がかりなものにならざるをえなかった。このことは連銀以外の公的機関（FHLBBやFHLICやさらには財政当局）の出動が必然化させられたことに現れているといえよう。そしてさらに重要なことは、こうした公的処理では「金融危機」の全般的信用恐慌への発展の一時的回避が

可能になったにすぎず、信用制度そのものに内在している構造的不均衡は解消されるどころかますます巨大化しつつあるということである。

信用制度内にある構造的不均衡の累積は、その問題に対する対処を公的レベルにおいてだけでなく私的レベルにおいて必然化させる。市場メカニズムを使った不均衡の解消すなわち貸出債権の証券化がそれである。もともと債権の証券化は、1929-33年大恐慌以降モーゲイ金融の分野で芽生え、発展してきた。しかも、モーゲイ金融そのものは現実資本蓄積の裾野の拡大という積極的な意義をもっていた。この分野における証券化も1968年から70年にかけての制度的措置によって事実上完成していた。だが、1980年代に入り、構造的不均衡が抜き差しならない規模と質に達するに及んで、証券化はオフエンシブなものからディフェンシブなものへと転化していった。アセット・バックト証券 (Asset-Backed Securities) の発行がそれである。各種・各部門におけるABSの発行は、なによりもバランスシートの資産項目に長期資産として存在している貸付債権を証券化によって本体から切り離し、その不均衡の解消に努めようという行動にほかならない。

こうした証券化の進展は、管理通貨制度の下で独特のメカニズムを通じて形成された構造的不均衡の解消であると同時に、金融市場の拡大とそこで取引される貨幣資本の自律的拡大を意味した。現実資本蓄積に対するこうした貨幣資本蓄積の一方的拡大は、まさに管理通貨制度下の「貨幣資本と現実資本」の独特の態様を表現している。

1) Cf., Dumenil, G., M. Glick and J. Rangel, "The Rate of Profit in the United States." *Cambridge Journal of Economics*, Nov. 1987, pp. 344-46.

2) Cf., Wolfson, M.H., *Financial Crises ; Understanding the Postwar U. S. Experience*, M.E. Sharpe Inc., New York, Chap. 4, 5.

3) この点、拙稿「米国商業銀行によるリテイル・バンキングへの進出過程——

管理通貨制度下における銀行信用浸透の側面——(1)(2)(3)」（日本証券経済研究所『証券経済』173号（1990年9月）、175号（1991年3月）、177号（1991年9月））を参照。

4) Cf., Spero, J.E., *The Failure of the Franklin National Bank ; Challenge to the International Banking System*, Columbia Univ. Pr., 1980. chap. 5.

## 質問・コメントに対する回答

坂本 正 (熊本学園大学)

現代の信用制度を考える場合に、公信用の役割をどのようにお考えですか。

また、オープン・マーケットと商業銀行との関係を考える場合、オープン・マーケットの形成と展開をどのようにお考えですか。……私はオープン・マーケットを理論的に位置づける必要があると考えているのですが、この点についてご教示下さい。

答え：現代の信用制度の最大の特徴の1つは、公信用の役割が格段に重みを増している点にあると考えます。ただし報告者の場合、公信用を単に国債発行・流通のレベルにおいてだけではなく、公的金融機関の金融活動、中央銀行の裁量的貨幣供給まで含めた公的信用制度として位置づける必要があると考えています。管理通貨制度の特徴は、私的信用制度に対してこの公的信用制度が組み込まれて全体のシステムが機能している点にあります。「貨幣資本と現実資本」の態様という視点から現代信用制度と信用恐慌の発現について考察した本報告では、とくに次の2点が重要であります。1つは、公的信用制度の組み込みによって資本制経済は、中小企業による蓄積や家計による住宅資産形成という現実資本蓄積の裾野拡大に貢献したが、その一方で信用供与の担い手である民間金融機関にとっては新たな高収益・高リスク分野の開拓を意味したということでもあります。もう1つは、公的信用制度の重みが増したことによって、資本主義の矛盾の暴力的爆発としての恐慌の発現は一時的に回避されるが、貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の対抗性にあらわれる資本主義的蓄積の構造的不均衡は解消されるところか拡大再生産されていくということでもあります。

現代の信用制度の下においても信用創造機能の中核を担うのは商業銀行であります。ただし、管理通貨制度下では、商業銀行の信用創造に中央銀行の裁量的貨幣供給という外生的要因が強力に作用すると考えます。ただし、中央銀行の貨幣供給は商業銀行の信用創造にダイレクトに作用するものではありません。中央銀行によって外生的に供給された貨幣は産業流通をへていずれは信用制度内に還流してくると考えられます。それは、還流してきた時点では、銀行間において取引され、いずれはオープン・マーケットとしての短期金融市場を成長させていくと考えます。現代における商業銀行の信用創造は、この短期金融市場を通じた負債管理を抜きに説明することはできません。

斉藤 正 (駒沢大学)

管理通貨制度の下では、金本位制度に比べて種々の公的セーフティー・ネット(最後の貸し手、預金保険制度)が整備されていることによって、信用恐慌の阻止

が可能であると考えて良いのか。

もし、そうだとすると、

- 1) 米国におけるReregulationの動きをどう評価すべきか。
- 2) 米国におけるS&L、中小銀行の倒産や日本の中小機関の再編の進展は、まさしく信用恐慌の1つの発現とみなすことはできないか。

答え：可能であるとは考えていません。ただし、信用恐慌の一時的回避は可能であります。ここで問題にしたいのは、公的セーフティー・ネットの強化によって信用恐慌の一時的回避はできたが、根本的不均衡は温存されたままであり、この過程が繰り返されることによって現代資本主義の危機はますます深化しつつあるということであり、この点で、管理通貨制度の下でこれまで何度も生じた「金融危機」、クレジット・クラッシュは、基本的に1929-33年大恐慌とは異なります。規制緩和は基本的に、過剰貨幣資本の跳梁を金融規制によってコントロールすることができなくなった状況を表しています。この規制緩和が金融機関の危機を促進するという局面もあったといえます。80年代のS&Lの規制緩和はその危機の深化の1つの例であります。また現在の銀行倒産は、部分的信用恐慌であって全般的信用恐慌ではないと考えています。

高山 満（東京経済大学）

「貨幣資本と現実資本」の視角というのは極めて適切な問題視角だと存じますが、御報告をうかがって望蜀の感を申せば、費分析の理論的起点をなす「利潤率の低下」は、正に「現実資本」蓄積の困難（実体経済の困難）を示す契機でしょうから、この原因なり、根拠なりについて、必要最小限の御説明をお願いしたい。そうでないと、せつかくの問題視角がいきてこないのではないのでしょうか。御教示下さい。

答え：1966年の場合は資本財価格の高騰、賃金・利子率の上昇、1974・5年および82年の場合は、同様の要因のほか、一時産品価格の上昇の影響が大きかったとおもいます。ただし、これらは利潤率低下の契機あるいは引き金にすぎず、問題はこうした要因が作用すれば利潤率が低下し企業の財務構造の悪化を引き起こさざるをえない構造的要因であります。それは、戦後軍需・民需によって起動され、固定資本蓄積を軸に展開してきた現実資本蓄積の過剰であったと考えます。

一ノ瀬 篤（岡山大学）

1. 御論旨わかり易く勉強になり、ありがとうございました。利潤率の低下にもかかわらず企業は設備稼働率維持のため、外部資金を借りてでも資本支出を続行すると言われた点ですが、資本支出を継続すると稼働率は低くならないでしょうか。この場合の資本支出というのは設備投資ではなくて流動資本への支出でしょうか。

2. 上と関連しますが、お話の後段では不動産投資が増えることになっています。この不動産投資と上記の資本支出との関連がわかりにくく思われます。

答え：企業による外部資金への依存度の上昇については、1966年および1969-70年のクレジット・クランチの状況を念頭においてお話いたしました。この時期軽微のリセッション期を除いて70年代半ばまで高成長が続きしたがって旺盛な資本支出が続いたと考えられます。設備稼働率もこの時期は、概ね高い水準にあり、その低下が目立ってくるのはやはり70年代半ばの危機以降ではないかと考えられます。その中には労働節約型の設備投資、既存設備更新のための設備投資、単なる価格上昇を見込んだ在庫投資が含まれていたと考えられます。また、軍需関連の企業の場合は、利潤率低下局面に入っているにもかかわらず既契約のもとづいて設備投資を行わざるをえないケースもあったと考えられます。

資本支出の拡大は主として、1960年代の企業行動としてご説明いたしました。これは利潤率が下がり、したがって内部資金に依存できないという状況の中で外部金融への依存度を高めていった理由を説明したいがために指摘いたしました。1974-75年の危機においては、すでに60年代から進行していた現実資本蓄積の過剰が表面化し、旺盛な資本支出もそれ以前のような規模では継続しませんでした。こうした現実資本蓄積の過剰の対極には貨幣資本の過剰があったと考えています。その1つの局面が不動産投資にも現れたと考えられます。不動産投資の増加は主として、1970年代後半から80年代にかけての金融機関とくに商業銀行とS&Lの特徴的な行動として説明いたしました。それは、一方に市場性資金の調達という条件があり、他方に収益的な資金運用部面をめぐっての競争という事態があったために現れた現象であると考えます。

吉田 暁（武蔵大学）

「貸付可能な貨幣資本の供給」が預金→市場性資金→証券化とかが変わってきたと理解したが、これらの源泉は同じか違うか。同じとすれば違いの本質は何か。

答え：貸付可能な貨幣資本のもっとも原理的な規定は、銀行制度の現金準備であります。だが、現実には準備のもとづいて創造される信用が貸付可能な貨幣資本の実体を表わしているとおもいます。したがって、貸付可能な貨幣資本の源泉は銀行制度内に流入してくる貨幣であり、それは資本主義の発展過程において豊富化かつ多様化してくると思います。蓄積貨幣の第一・第二形態がそれにあたり、また管理通貨制度段階においては、中央銀行による外生的な貨幣供給という要因がつけ加わります。貸付可能な貨幣資本の供給の仕方については、基本的に信用創造によるものと考えています。ただ、銀行が市場性資金あるいは資産金融に頼るようになった段階では、市場性資金あるいは証券流通を支える資金そのものが、如何にして信用創

造によって形成されるかという問題を解明しなければならないと考えています。

松井 安信（札幌学院大学）

「金融危機」は全般的でなく部分的な収束にとどまった。その理由は連銀信用又は預金保険制度等「公的信用制度の支えによる」と主張されているように思います。では、「過剰」貨幣資本ないし現実資本はどのような形態で温存ないし破壊されているのでしょうか。

答え：過剰貨幣資本は、銀行システムの過大な信用創造能力によって表現されると考えます。この過大な信用創造能力は次のような要因に支えられたことによって拡大してきました。第一に資本主義の歴史的発展の過程で貸付可能な貨幣資本の形成源泉が豊富化してきたこと、第二に管理通貨制度段階においては中央銀行による裁量的な貨幣供給の仕組みが組み込まれたこと、第三に決済制度の発展により創造された債務を相殺する効率が飛躍的に高められたことであります。他方現実資本の過剰は、とくに不況期に企業の操業度の低下または過剰在庫というかたちで表面化すると考えます。

飯田 裕康（慶應義塾大学）

ご報告の援用された理論的枠組みにおいて、中央銀行はいかなる地位・役割を担うものと捉えられているのでしょうか。また「管理通貨制度下の貨幣資本と現実資本」という観点で、中央銀行の機能にはいかなる制約が課されるのでしょうか。金融システムの国際的関連をも考慮されてご教示下さい。

答え：報告者の議論では、管理通貨制度段階における「貨幣資本と現実資本」の特質は私的信用制度に対して公的信用制度の重みが格段に増している点にあると考えています。その場合公的信用制度は、中央銀行による裁量的な貨幣供給、公的金融機関による融資・保険・保証の2つの要件によって支えられています。中央銀行の位置は、公的信用制度の要にあると考えます。こうした中央銀行を中心とする公的信用制度は、管理通貨制度の下で現実資本蓄積の裾野拡大、たとえば住宅資産形成、に寄与するというポジティブな側面をもつと同時に、金融機関にとっての高リスク分野の開拓、またモラル・ハザードの醸成といったネガティブな作用も果たしたと考えます。

とくにアメリカのように国際信用制度の中心に位置する中央銀行にとって、国際的信用恐慌の勃発を阻止するために、中央銀行、市中銀行、預金保険機構一体となった政策的措置をとらなければならないことがあります。市場統合化によりリスクの波及速度が極度に高まった現代信用制度の下では、このことが中央銀行に課された大きな制約であると考えます。

# 信用恐慌と金融政策

## — イギリスにおける歴史的事例を中心に —

金 井 雄 一  
(名古屋大学)

### I はじめに

本報告は、イギリスにおける歴史的事例を素材として、金融政策の視点から信用恐慌を検討しようとするものである。19世紀から両大戦間期までの主要な信用恐慌をとりあげ、恐慌への対処の仕方やその対処がもたらした結果を整理しつつ、それらのことが信用制度と信用恐慌のどのような面を照らし出すことになっているか、という点に注目してゆくことによって、共通論題「現代信用制度と信用恐慌」への一つのアプローチとしたい。

### II 国内信用支持としての金融政策

まず初めに、19世紀のイギリス資本主義において発生したいくつかの信用恐慌を、イングランド銀行における準備枯渇という問題に焦点を合わせつつ、取り上げてみたい。

#### (1) 「忘れられていた」1ポンド券の発行——1825年恐慌

1825年恐慌は信用制度に安定をもたらすと期待された兌換再開が実施されて後の最初の恐慌であり、翌26年に銀行券法・銀行業法が制定される契機に、また、一般諸銀行における準備金保有・そのイングランド銀行への預金という慣習が形成されていく契機になった。しかし、この恐慌の意義

は、単に信用制度改革のさらなる必要性を痛感させたという点にあるだけでなく、すでにこの時点で、そもそも兌換とは何を意味するものなのか、そもそも金本位制とはどういう制度なのか、という問題を事実上提示していたという点にもあるのである。ここでは、その点のみに注目して25年恐慌を検討してみよう。

まず、1823-25年におけるイングランド銀行金準備（厳密に言えば1853年8月までは同行の準備には銀も含まれているが、本報告ではすべて「金準備」と表記する）と同行券流通額の変動、およびその期間における兌換準備率の推移、を確認してみると、以下のことが指摘できる。第1点は、金準備と銀行券流通額は何の対応もなく変動している、ということである。したがって、少なくともこの時期の金本位制においては、金準備は銀行券流通額を統制していないと言わねばならない。第2点は、たとえば25年12月におけるように、金準備が枯渇寸前にまで減少しているときに銀行券が一気に何百万ポンドも増加することがあり、また、そのときには兌換準備率が10%以下になる、ということである。このような事態は、「(兌換)銀行券の流通根拠は兌換保証にあった」と考えることも、「(兌換)銀行券の『価値』は兌換が行なわれることを通じて維持されていた」と考えることも、共に困難であることを示唆するものであろう。

実は、そのような示唆をここから汲み取ってよいと思わせる事態が、25年恐慌中に起きている。イングランド銀行は、25年中には一貫して金準備を減らしているが、同年の外国為替相場を考慮すると、特に秋以降については金は国内へ流出していた、したがって同行には主に金貨需要が殺到していた、と考えられるのである。そして、同行に金貨需要が押し寄せていた25年12月に、同行の中で、発行されたことのない「約60万ないし70万ポンドの1ポンド券を入れた箱」が発見され、その、新規発行が停止されていた低額面券が発行されると、それは喜んで迎えられ流通した、というこ

とがあったのである（この時点においては、「5ポンド未満」と「5ポンド以上」の額面別に流通額を確認できる）。これは、金貨が求められていたとき、そこで求められていたものは果たして金貨それ自体だったのか、という疑問を抱かせる事態であろう。そして、もし、1ポンド券が金貨の代わりに務めえたとするならば、「本来の貨幣としての金貨が流通し、その本来の貨幣にいつでも換えられるという保証に基づいて銀行券が流通している」という金（貨）本位制像は崩壊せざるをえない。本来の貨幣に換えうるという保証によって初めて流通しうる筈のものが、本来の貨幣が無いときにはそれに代わって流通した、と言うわけにはいかないだろう。

もっとも、25年恐慌においてイングランド銀行から発行された銀行券は1ポンド券だけではなく、5ポンド以上の銀行券発行も増加している。したがって、額面の高低にかかわらず、兌換性の確かさという点においては、この時には銀行券は極めて怪しいものになっていると言えよう。1ポンド券が発行された時点（12月16日）の前後におけるイングランド銀行の兌換準備率は、11月26日が17.25%、12月31日が4.90%である。同行には発券債務とは別に預金債務も存在することを考え合わせれば、特に12月末に関しては、準備など無きに等しい状態と言っても過言ではないだろう。25年恐慌は、「兌換」銀行券の兌換性なるものは実は極めて怪しいことを示し、かつ、兌換性が極めて怪しい「兌換」銀行券が問題なく流通しうることを示したのである。こういう事態に対して、「これは金本位制ではない」と言うことも可能であろうが、「金本位制とはそもそもこういうものではないのか」という方向で理解を試みようとするのが、報告者の立場である。

25年恐慌においては、金融政策と呼ぶほどのものは未だ登場していない。イングランド銀行は、パニックの最終段階では積極的に割引・貸付を行ないはしたが、パニックに至る前の、金準備が急速に減少しつつある段階で手形割引を増加したり、また資金需要が急増し信用供与拡大が求め

られた段階で一時的に割引制限を行なったりした。バンク・レートについても、22年6月20日以来の4%が金準備減少中も放置され続けており、ようやく25年12月13日になって5%に引き上げられただけ、というのが実情である。したがって、25年恐慌が示しているのは、信用連鎖の中断によって資金需要が急膨張し、一般銀行がそれに応じきれなくなった場合に金貨・銀行券を供給する、というのがイングランド銀行のこの段階での恐慌への対処だった、ということである。ただし、この恐慌は、信用恐慌に際しては十分な信用供与が必要であり、それゆえそのための機関が必要であること、またその機関はその任務を果たしうるように平時から備えておく必要があること、も提起した筈だが、それらのことが認識され実現されていく過程で、イギリス信用制度は一旦後退を経験する。

## (2) ビール銀行法の「停止」——1847年・57年・66年各恐慌

イギリスにおいては25年恐慌以降も様々な信用制度改革が行なわれていくが、その過程において、周知の如く1844年に新たなイングランド銀行法が制定されるに至る。この、いわゆるビール銀行法は、恐慌防止策として喧伝されたものであったが、同法下においても恐慌はしばしば発生した。それでは、ビール銀行法下では、イングランド銀行は恐慌にどのように対応し、また、それはどのように変化していったのだろうか。

ただし、ビール銀行法下の信用恐慌を検討する場合には、あらかじめ以下の点を確認しておかねばならない。ビール銀行法は「失敗に終わった」ものと言われているが、そこには「失敗」と言うだけでは済まない問題がある。つまり、ビール銀行法は、恐慌を防止しえずむしろ激化したものとして、確かに失敗に終わったのであるが、同法が失敗に終わったのは、実は、同法がその想定どおりに機能したためではない。すなわち、ビール銀行法下では「外国へ流れてゆく(金)5ポンドごとに、国内通貨から5ポ

ンド銀行券が引き上げられる」機構が成立し、それゆえ「流通手段の分量は、まさにそれが最も多く最も緊急に必要とされる瞬間に縮小される」ことになる、ということにはなかったのである。ピール銀行法施行後におけるイングランド銀行金準備と同行券流通額の変動を確認すれば分かるように、ピール銀行法は想定どおり機能しなかったのである（では同法はどのように機能したのか、「失敗」した立法がなぜ存続してゆくか、については、拙著『イングランド銀行金融政策の形成』名古屋大学出版会、1989年、を参照）。

さて、そこでピール銀行法下における信用恐慌への対応についてであるが、同法は、その施行後、恐慌のたびごとに「停止」されている。ただし、通常「停止」と言われているが、それは、正確に言えば、準備が枯渇してイングランド銀行が危機に陥った時、同行に対していわゆる「大蔵省書簡」が出された、ということである。その「書簡」の内容は、同行に割引・貸付の拡大を勧めると共に、その結果ピール銀行法に違反する事態になれば免責法案が用意されるであろう、というものである。つまり、「停止」というのは限外発行が容認されたということなのであるが、実は、ここに我々がまず注目すべきことが潜んでいる。というのは、この時、事態は、容認された限外発行が実際に行なわれ、それによって信用恐慌が鎮静化していく、というようには進んでいないからである。19世紀に「大蔵省書簡」が出された3回の恐慌のうち、1847年恐慌および1866年恐慌については、実際には法廷限度額以上の発券はなされていない。また、1857年恐慌の場合にも、保証準備発行額の200万ポンド引上げに対して実際に流通に入ったのは最高時でも約93万ポンドに過ぎず、それも12月24日には消滅している（「書簡」が出されたのは11月12日）。限外発行は事実上ほとんど不必要だったのである。しかし、信用恐慌は「書簡」公表後に鎮静に向かっていく。ピール銀行法「停止」は不必要だったのでなく、やはり「停止」

が信用恐慌を鎮静化したのである。銘記すべきは、「停止」によって鎮静化したといっても、「停止」による限外発行によって鎮静化したわけではない、という点である。

そのことを、47年恐慌の場合で確認してみよう。47年には、銀行部準備は、年初以来の金準備減少に伴って減り続けていたが、10月中旬になると信用供与を制限したにもかかわらず預金引出増加が生じて急減し、10月23日に200万ポンドを切るに至った。発券部にはなお787万ポンドの金準備が保有されていたが、銀行部は支払停止の危機に陥ったのである。そして、この時に上述の「大蔵省書簡」が出されたのであるが、10月25日にそれが公になると、預金増加＝銀行券還流が始まり、銀行部準備は急速に回復して、この信用恐慌は鎮まっていた。限外発行が容認されたら、銀行券は逆に還流してきたのである。

この事態の意味を明らかにする鍵は、恐慌後の議会における、以下のような蔵相の発言にある。「あらゆる書類の関係者たちが、『私達は銀行券がほしいのではなくて信用 (confidence) を与えてほしいのです』と言って、我々に援助を申し込みました。彼らは言いました、『もし、私達が、自分達は銀行券を入手できるのだと考えているとしたら、私達は（実際には）銀行券を必要としないのです』。つまり、「問題だったのは銀行券の流通額ではなく信用供与の額だった」のである。だから、人々は、イングランド銀行がさらに発券できることになったと知った瞬間から、銀行券を戻し始めたのである。47年恐慌は、信用さえ十分に得られるならば銀行券は不要であるということを示している。逆に言えば、信用が制限され始めると銀行券が必要になり、したがって預金が引き出され、一層銀行部準備は減少し、一層信用を制限せねばならなくなる、ということを示したのである。

57年・66年の両恐慌においても基本的には同様のことが示されると言え

るが、ただしその間にイングランド銀行の信用恐慌への対応は変化していくため、事態は若干変わる。同行は、ピール銀行法施行直後においては、同法の精神に則り、一銀行として他の諸銀行との自由競争に入っている。すなわち、事実上国内における唯一の準備金の保管者になりつつあったイングランド銀行は、そのような立場にある機関に求められる、25年恐慌によって示されていた方向から、むしろ後退したのである。しかし、47年恐慌を体験した後には競争から一定程度退き、さらに57年恐慌後には、平時には準備の維持に努め、恐慌に際しては高利を課しつつも可能な限り信用を供与する、という行動をとるようになる。これは、金融政策否定の立法の下で金融政策が形成されたこと、したがってピール銀行法が実質的には形骸化したこと、を意味する。この時点で、信用恐慌に際しては十分な信用供与が必要であることが認識されただけでなく、それは唯一の準備の保管者としてのイングランド銀行の任務であることが同行自身によっても理解された、ということである。

要するに、この段階の恐慌は、信用恐慌時には銀行券への需要が殺到するとしてもそれは必ずしも銀行券自体が求められているのではなく、信用供与さえ十分行なわれるならば銀行券増発は不要である、ということを示していたのである。そして、この段階では、金融政策は国内信用を支えるものとして登場したものである。もちろん、国内信用を支えるとは言っても、それを兌換維持と両立させつつ行なうためには、ただ一方的に信用を供与するわけにはいかない。準備を擁護しつつ国内信用を支えねばならない。この両立しない任務を調和させようとしたのが、平時の準備維持とパニック時の寛大な信用供与だったのである。

もっとも、バンク・レート操作が十分な効果を発揮しなければ、イングランド銀行の政策は成功しない。実際、同行が上述のような政策を実行し始めても、3度目のピール銀行法「停止」(1866年)は避けられなかった。

ところが、1870年代に進むと、バンク・レート操作の効果を上昇させる事態が生成してくるのである。そして、その事態は、国内信用支持としての金融政策を確立させると共に、新たなタイプの信用恐慌の発生可能性を生み、したがって金融政策にも新たな問題を提起することになる。

### Ⅲ 国際均衡・国内均衡の調和達成としての金融政策

ここでは、ロンドン金融市場の国際化の進展は何をもたらしたのかをごく簡略に確認するだけにする。

#### (1)危険要因=安定要因の増大——激烈な信用恐慌の消滅

マーチャント・バンカーによる引受信用の拡大、フランス・ドイツの諸銀行のロンドン進出等々を経て、1870年代になると、ロンドンを中心とする従来より一段と緊密な国際的金融機構が整い、巨額のロンドン・バランスが形成されるに至る。W・バジョットは、その事態を、いつ流出するか知れない「外国資金」の増大すなわち危険要因の増大として捉え、イングランド銀行に政策変更を求めたのであるが、しかし、その事態は同時に、金利差に敏感な国際的短資移動が展開する基盤の形成でもあったことによって、バンク・レート政策の効果を上昇させるものでもあったのである。それゆえ、イングランド銀行は、レート引上げによって比較的容易に金準備を回復させようようになる。66年恐慌以降、ピール銀行法の「停止」を招くような信用恐慌（イングランド銀行の準備危機）は生じない。「大蔵省書簡」も1914年まで現われないことになるのである。しかし、国際化進展は、新たな問題をもたらすものでもあった。そのことは、1907年恐慌が鋭く提起することになる。

#### (2)国際金融センターのメリットとデメリット——1907年恐慌

1907年に、イングランド銀行は、9月中旬から11月上旬にかけて金準備で約1000万ポンド、銀行部準備で約1100万ポンドを失うという準備急減に見舞われた。したがって、バンク・レートは、10月31日に5.5%へ、11月4日に6%へ、同7日に7%へ、と引き上げられている。この突然の、しかも1873年以来30年以上なかった7%という高水準への引上げが、各方面に不満を巻きおこしたのは当然である。もっとも、バンク・レートの急激な引上げが必要だったとはいえ、イングランド銀行はさらなる準備減少の阻止に成功した。

つまり、ロンドンの国際金融センター化は、相反する二つのことをもたらしたのであり、その両者が1907年恐慌によって明白に現われたのである。すなわち、07年恐慌は、一方では、バンク・レートを上げさえすれば世界各地から金を引き付けうる力をロンドンがもつことを示した。そして、他方では、ロンドンが国際金融センターであることによって、イギリスにおいては、その国内経済にはまったく必要性がない場合でも、急激な、高水準へのバンク・レート引上げが必要になることがある、ということも示したのである。したがって、前者を基盤として、無駄を排した従来の「低準備・レート活用」政策の維持が主張され、後者を基盤として、国内経済が国際的要因に攪乱されないような「高準備・レート安定」政策への転換が主張されることになったのである。

07年恐慌においても、準備減少に対しては従来どおりバンク・レート引上げによる対処がなされたのであるが、ここに生じた、「低準備・レート活用」と「高準備・レート安定」の両志向の対立は、金融政策が国内均衡と国際均衡の調和達成という課題を担っていることを浮き彫りにした。もちろん、金融政策が国内・国際両均衡の調和を図る任務をもつことはこの段階において初めて生じたわけではなく、それはⅡにおいて検討した時期においても示されていた。ただし、ロンドンの本格的国際金融センター化

以前においては、国際均衡と国内均衡は、たとえば国内の好況と輸入増加＝貿易収支赤字が密接に関連して生じるというように、言わば切り離すことができないものとしての性格が強かった。ところが、この段階では、それとは別の種類の国際均衡と国内均衡の調和という問題が、すなわち国際的攪乱の国内への波及の遮断という問題が、顕在化したのである。

#### Ⅳ 外国為替相場維持（調整）としての金融政策

両大戦間期のイギリスにおいては、信用制度の認識にとってさらに示唆に富む事態が展開している。ここでは、1925年の金本位制「復帰」の前後および1931年の恐慌時、の二点に絞って検討してみたい。

##### (1) バンク・レート政策の威力低下と外為保有開始——1925年金本位制「復帰」前後

イギリスは、1925年4月28日のW・チャーチル蔵相の庶民院予算演説における宣言によって金本位制に復帰したと言われている。ただし、その宣言は、厳密に言えば、同年12月末に期限切れになることになっていた「金銀（輸出統制）法」は更新されない、かつ金輸出はただちに解禁される、という主旨の声明であった。これは、もちろん、金輸出を解禁するという点で金本位制への復帰とみなしうる事態であるが、そのことを十分に承認したうえで、ここには金流出防止策という面も潜んでいたということも見逃すべきではないと思われる。すなわち、「金銀（輸出統制）法」の失効が近づいていたこの頃には、このまま金輸出が解禁されれば金流出の恐れがあるということが心配されており、大蔵省はその防止を立法によらないで行なおうとしていたのであるが、銀行家たちの反対により結局法制化の方向にいくことになった、という事情があったのである。チャーチルが、上述の演説において、金輸出解禁の発表と同時に、兌換の一定額以上への

制限・金貨自由鑄造の制限などの内容を含む法案を提出すると述べているのは、そのような経緯からである。そして、その法案は「1925年金本位法」として5月13日に成立するが、その第一条は、「イングランド銀行は同行の銀行券を金貨 (legal coin) で支払う義務はない」というものであった。また、この法律は、カレンシー・ノートの金貨兌換も停止されること、イングランド銀行以外は造幣局での金貨鑄造は不可能になること、同行は金地金を売る義務を有するが、それは約400トロイ・オンスの純金を含む延棒の形態によるのみであること、なども規定している。実態はともかく、法律上は、「1925年金本位法」以前においては金貨兌換は停止されていないので、「1819年イングランド銀行兌換再開法」に基づいて1821年に再開されて以来継続されてきた金貨兌換が正式に廃止されるのは、金本位制への「復帰」を定めた法律によってだったのである。この事態を指して、金貨本位制から金地金本位制への移行である、と言ってしまえば確かにそれだけのことであろうが、これは、そもそも金本位制下における金貨流通とは何だったのか、ということを問いかけるものではないだろうか。

以上を踏まえたうえで、ここでとくに注目せねばならないのは、「為替操作」(exchange operations)の出現という事態である。イングランド銀行は1925年6月最終週から外国為替保有(当初はドル為替のみ)を開始しているが、その額は、着実に増加してだけでなく、総準備(金準備+外為保有額)中に占める割合の点でも増えていく。この外為蓄積は、言うまでもなく、ボンド相場維持に用いるためのものである。すなわち、この頃からイングランド銀行は外国為替市場への介入=為替操作を行ない始めているのである。本報告では為替操作の具体的実施状況を分析する用意はないが、為替操作開始という事態に注目しつつ、以下の二つの点を提起してみたい。

第1点は、これは、両大戦間期においてはバンク・レートが第一次大戦前にもっていたような威力を失い始めていることを示すのではないか、ということである。為替操作の開始は、バンク・レート操作では金準備維持＝ポンド相場維持が十分になしえなくなってきたことを示すのではないだろうか。(なお、バンク・レートの威力低下の原因については、ロンドンとニューヨークへの国際金融センターの二極化という事態を重視する見解に、報告者も基本的には立っている。第一次大戦前のバンク・レート政策が大きな力を発揮したのは、ロンドンが単一の国際金融センターであったからであり、そのような条件があってこそ初めて順調に機能した政策をその条件がなくなりつつある時に再び採ろうとして挫折する、というのが両大戦間期のイギリスだったのではないだろうか。)

第2点は、為替操作の開始は、バンク・レートの引上げをできるだけ避けつつ金準備維持＝ポンド相場維持を図ろうとしていることを示すのではないか、ということである。ここに、国内経済への配慮から金利上昇をできるだけ避けつつ国際均衡達成を図ろうとする意図を、すなわち国内均衡問題の国際均衡問題からの遮断の模索を、見出すのは的外れであろうか。

ところで、以上のように考えてくると、我々は奇妙なことに気づかざるをえない。外国為替市場への介入政策が行なわれている時に維持されている(維持せねばならないと考えられている)兌換とは、いったい何であろうか、ということである。あるいは、その下で為替操作が行なわれる(行なわれねばならない)金本位制とは、いったい何であろうか、ということである。金本位制とは、それを敷いている限り外国為替相場を金現送点の範囲内に安定させる制度ではなかったのだろうか。しかし、ここでは、金本位制が外為市場介入による相場維持によって守られようとしているのである。

ともかく、この時期には、金本位制を守るためには、実際問題として為

替操作が必要だったのだろう。それならば、その金本位制はなぜ守られねばならなかったのだろうか。国内の金貨流通が回収され、金貨兌換が廃止されているこの時点では、ポンド相場維持のためと言うしかないだろう。とすれば、この事態は、外為相場維持のためのもの（金本位制）を維持するために外為相場維持のための為替操作を行なう、つまり目的（ポンド相場維持）のための手段（金本位制）を維持するために目的を達成しようとしている、ということになる。それゆえ、この事態は、期せずして、外為相場安定が仮に他の手段で達成されるならば、金本位制あるいは兌換にはそもそも何の意味があるのか、ということ提起するものになっているのである。この事態は、経済の円滑な運行にとっては、兌換維持は本質的問題ではなく、むしろ外為相場調整の方が実は本質的問題なのだ、ということを示唆しているのではないだろうか。

## (2)バンク・レート操作から為替操作へ——1931年恐慌

両大戦間期の金融政策は、バンク・レート政策から為替操作へとその重心を移し始めることによって、上述のことを照らしだしているように思われるが、そのことを1931年恐慌において検討してみよう。

1931年恐慌時におけるイングランド銀行諸勘定・外為相場などを確認してみると、バンク・レート上げが第一次大戦前のように金準備の迅速な回復をもたらさないことが分かる。また、バンク・レートの水準が19世紀の恐慌における程に高くされず、為替操作による対処が試みられていて、国際均衡達成を国内信用調節とできるだけ遮断した形で行なおうとしていることもある程度窺える。もっとも、ここで注目せねばならないのは、以下のことである。31年恐慌は最終的には金本位制停止（31年9月20日に政府の声明、21日に「1931年金本位（修正）法」成立）に至っているのであるが、その過程は、金準備が果てしなく減少を続け、銀行部準備も枯渇し、

このままでは兌換も預金支払いも維持不可能になる、というようなものではない。フランス・合衆国からの借款の作用など、今後より詳細に検討せねばならない問題が残されているため軽率に断定はできないが、少なくとも次のことは確かである。金本位制停止直前のイングランド銀行週報（9月16日）によれば、この時点では同行は、流通銀行券3億5162万ポンドに対して1億3688万ポンドの金を保有している。また、預金債務1億2547万ポンドに対して銀行部準備は6026万ポンドである。過去の恐慌時に比べれば、およそ危機と言いうるような状況ではない。金本位制停止は、このような時に行なわれているのである。

もちろん、この時点では、金地金本位制下において、金本位制擁護が最優先課題として意識されており、したがって問題は金流出をどのようにして防ぐかという形をとって現われてしまうが、根本的な問題はポンドの対外的信認がもはや維持できないという点にあったということなのであろう。そして、そのポンドの信認とイングランド銀行にある金の量とはさしあたり関係はなかった、ということではないのだろうか。問題は外為相場調整にあったのであり、それさえ順調ならば、たとえ金準備がもっと少額であったとしても、金本位制停止は不要だったのではないだろうか。

ちなみに、イングランド銀行の準備率は金本位制停止後も急に低下するわけではない。兌換を停止したので制約がなくなって信用供与を大に行なう、という事態は起きていないのである。金本位制停止（管理通貨制）は、中央銀行にそういったフリー・ハンドを与えるものではない筈である。金本位制から離脱しても、外為相場維持（国際収支調整）の問題は消えてしまうわけではなく、むしろ離脱すれば、その問題は（金本位制下では、金本位制維持という問題に覆われていたのであるが）独自の課題として表面化するのである。金準備擁護の必要性という形態をまともに国内信用調整に対する制約になっていたものが、外皮を脱ぎ捨て、文字通り外為

相場調整＝国際収支調整の必要性として国内信用調整に対する制約として登場する、ということではないだろうか。

## V 展望——現代における信用制度と金融政策

我々は、歴史的諸事例が信用制度の認識にとって何を示唆しているのかを探求してきたが、最後に、本報告における検討が示すと思われることの内、2点についてのみ若干のことを言い添えて、報告を終わることにしたい。

第1は、現代における信用調整問題の中心は外為相場の安定・調整にある、ということある。つまり、ある通貨が金とリンクしているか否か、そのリンクが切れると信用崩壊が起こるのではないか、というような次元に問題を見出だそうとすべきではないということである。現代の世界経済において外為相場調整がいかに行なわれているか、その在り方それ自体のなかに問題を見出だすことが必要だろうと思われる。たとえば、金・ドル交換停止についても、ドルの兌換停止という事態に問題を求めるのではなく、ドル相場が（合衆国の保有金量の大小とは関係なく）なぜ維持しえなくなったのかに問題を求めるべきだったのではないだろうか。

第2は、対外的政策に限らず国内的政策についても、およそ金融政策の検討においては、国際金融市場における各国の位置＝国際金融市場の構造の解明が必要になる、ということである。国際金融市場における位置の変化があれば、同一の政策を行なっても同一の結果はもたらされなかった。諸政策は、各国の国際的位置および国際金融市場の構造との関連において検討されねばならないと思われる。

〔附記〕 大会においては26の図表を配付して説明を行なったが、紙幅の都合上、本稿においては図表は一切割愛した。

## 《討 論》

藤田 誠一（神戸大学）

内外均衡と公定歩合政策、為替介入の関係について。

①一般に政策目標の数と政策手段の数は一致していることが望ましいとされていますが、大戦前のイギリスは内外均衡の間に矛盾がなかったため公定歩合政策が有効に機能したのに対し、大戦後はそのような幸運な条件が満たされなくなったと理解できませんか。

②大戦前にも、公定歩合政策がイギリスのように有効でない国は金の売買価格の変更（現送点の拡大）という政策を採用することがありましたが、大戦後のイギリスの為替政策も同様のねらいを持っていると考えられませんか。

③（紙幅の都合上、省略）

〔答〕

①御質問にある「矛盾」と私が以下に述べる「矛盾」とは若干異なるものかも知れませんが、私は、第一次大戦前のイギリスにおいては内外均衡間に矛盾がなかったとは考えておりません。47年恐慌においても、金準備はバンク・レート引上げによって回復し、そういう形で国際均衡は達成されるのですが、その時に国内商工業者からは信用供与の不十分さに対して不満が出ております。金本位制が敷かれ、その維持が最優先にされる場合に出てくるそういう不満（国内不均衡）に対処せねばならないというところから、国内信用支持としての金融政策が形成されてくるのではないかと考えているわけです。

②報告では触れませんでしたでしたが、イギリスにおいても両大戦間期に金価格操作は行なわれております。為替操作が同様のねらいを持っていたのではないかという点については、御指摘のとおりだと思います。なお、国際金融センターでない国においては、第一次大戦前においても為替市場への介入が行なわれているところがあるわけですが、イギリスにおける為替操作の開始は、イギリスも国際金融市場においてそういう位置に移行しつつあったということの表れなのではないでしょうか。

一ノ瀬 篤（岡山大学）

①1870年代以降、バンク・レートの国際短期資金移動調整能力(BRの威力)が大になったと言われる点ですが、R.S. Sayersの指摘(Bank of England Operation : 1890-1914, 1936)にあるように、それは1907年以降のごく短期のことで、一般的にはむしろ公定歩合のineffectivenessや、公定歩合引上げを不可とする事情などのため、原初的な形の公開市場操作や金価格操作こそが有力な手段だったのではないのでしょうか。御報告では、この問題に限定すれば、むしろカンリフ報告的な印象を

与えることになりかねないように感じますが……。

②（紙幅の都合上、省略）

〔答〕

①まず、セイヤーズの指摘について。これは、結局、どの程度の能力を示した場合に威力があったと評価するのか、という問題に帰着するのだと思います。威力があったということきをきわめて厳格に考えるならば、セイヤーズの指摘どおりになるかも知れません。しかし、1870年代以降は、ともかくもビール銀行法「停止」に至るような危機は避けられたわけで、それもバンク・レートの威力だとすれば、レートの調整能力の存在をセイヤーズのように短期間に限定してしまう必要はないのではないかと、思います。

次に、公開市場操作や金価格操作が有力な手段だったのではないかという点について。これは、私は、本日の報告では省いてしまったベアリング恐慌時の問題であると考えております。たしかにあの時には、バンク・レートと市場レートの乖離が問題にされており、また株式銀行などの圧力によって、レート引上げは極力回避して準備回復を図る、という行動がとられております。そのことを御指摘なのであれば、私もそのように考えております。ただし、ベアリング恐慌の時に現われた諸々の政策手段がその後のイングランド銀行の政策において恒常的なものとして定着したかと言えば、そのように理解することは難しいと思います。そういう意味で、第一次大戦まではイングランド銀行の政策の中心はバンク・レート政策であったと考えているわけです。なお、カンリフ報告的になるのではとの御指摘についてですが、いま述べました点ではそうなるかも知れませんが、カンリフ報告は、バンク・レート政策で円滑に調整されていたと言うのみで、円滑に調整されえた条件の存在を重視しておりません（それゆえ早く大戦前の状態に戻せばよいという見解になるのだと思います）。その点で、カンリフ報告と同じことを述べたつもりはありません。

村岡 俊三（東北大学）

・後掲の〔附記〕を参照。

吉田 暁（武蔵大学）

大変示唆に富む（ドグマ打破）ご報告に感銘しました。金本位「制」から管理通貨制への移行における断絶と継承という点について貴見を承れば幸いである。

〔答〕

本日の報告では私は「継承」面を前面に押し出したことになるとと思いますが、それは、従来あまりにも安易に「断絶」面のみで把握しがちだったのではないかと、この思いからです。偏らない言い方をすれば、本質的には同じ問題が両制度を

貫いて存在するのだが、両制度においてその処理の仕方が違う、ということになると思います。ただし、処理の仕方が違うということは、単に方法が異なるということには留まらなくて、端的に言えば異なる結果をもたらされるということにもなるわけです。たとえば、第二次大戦後には資本主義が物価の恒常的上昇を伴うようになったというようなこともその点に関連することだと思っておりますが、そういう事態は、単に金本位制から管理通貨制に移行したためであるといったことで済むことではなくて、金本位制下における内外均衡の折り合いのつけ方とは異なる、別の折り合いの付け方が管理通貨制下において（一国的ではなく国際的に）なされているためである、ということではないでしょうか。

松井 安信（札幌学院大学）

・後掲の〔附記〕を参照。

平岡 賢司（熊本学園大学）

①再建金本位制期におけるイングランド銀行による為替操作は、一定の成果をあげたのでしょうか（1931年を除く）。

②（紙幅の都合上、省略）

〔答〕

①1931年まではともかくもポンド相場を維持したわけですから、その限りでは一定の成果をあげたと言えるのではないかと考えております。

〔附記〕 村岡・松井両先生の御質問については、大会会場においてはお尋ねに込められている深い意味に気づくことができず、技術的な次元でのお答えをするに留まった。両先生が提起されようとしたことについては、今後の仕事の中で応えさせていただきたいと思う。

# 銀行の不良債権の処理と信用恐慌

高瀬 恭介

(千葉経済大学)

はじめに

バブル経済の崩壊によって、わが国の金融システムは少なからず動揺をみせている。バブル膨脹期に貸し進められた不動産関連融資が不良債権化し、その額がとてつもなく巨額なだけに、その処理をめぐって信用秩序の維持が懸念されているからである。果して、このような銀行の不良債権の増大が銀行破綻を通じて信用恐慌をひき起す契機となるのか。本報告では、わが国の現状に焦点を絞って、この問題をフォローしてみたい。

そこで、本報告では次の3つの問題を順に追って取り上げていく。まず第1に、バブル膨脹に果した銀行の役割を明らかにする。銀行のバブルへの深い関わりから、バブル崩壊期に巨額の不良債権が銀行に発生するわけで、第2に、その発生メカニズムと不良債権の実態を明らかにしていこう。そして第3に、この巨額の不良債権の処理をめぐって経営危機に陥った銀行群が信用秩序を揺がすのかどうかを検討していきたい。

## 1. バブル膨脹と銀行行動

わが国において異常ともいえる「バブル」の膨脹と、その収縮が起きたのは、1980年代後半から1990年代にかけてである。

ここで、「バブル」とは、一般物価が安定しているにもかかわらず、株

や土地などの資産価格だけが異常に膨脹する現象とみると、わが国では86年初年から89年末の4年間に、卸売物価は5%下落、消費者物価は3.7%の僅かな上昇にとどまったにもかかわらず、株価（日経平均）は同期間に3倍も暴騰し、地価も6大都市商業地で3.2倍も上昇して、まさにバブルの異常な膨脹が現出した。そして、バブルの崩壊過程では一転株価はピークの89年末から92年8月までに63%も下落し、地価も92年をピークに最近時までに首都圏で3割、大阪圏で4割も暴落して、現在なお下落過程を辿っている。

なぜ、このようなこれまでにない「バブル」の膨脹、崩壊が起きたのだろうか。まずバブルの膨脹過程からみていくと、それをひき起した経済的金融的条件が存在し、その条件として、次の4点をあげることができる。

第1は、85年9月のプラザ合意を起点とする国内金融緩和策により、金融の超緩和傾向が長期にわたって続いたことである。公定歩合は86年早々から引下げられ、87年2月には2.5%の史上最低水準まで下がって、持続的金融緩和策がとられてきた。その上、円高不況で国内資金需要は低迷を続けたため、需給面から金融は超緩和傾向を長期にわたって持続したわけである。この金融超緩和はバブル発生のもとの土壌となり、バブル膨脹のベースとなったのはいうまでもあるまい。

第2は、供給余力のあるわが国の経済体質や、プラザ合意以降の円高の進展（85年9月の242円から88年1月には121円台へ倍増した）により、わが国の一般物価が極めて安定していたことである。このため値上がり期待の在庫投資は盛り上がり、金融緩和による余剰資金は株や土地など値上がり効果の大きい資産投資へと向かっていった。株や土地は買いの資金さえつければ値上がりする性格をもっている。バブル膨脹の初期には株式は低金利や企業業績の底入れから回復期にあり、また、首都圏の土地も国際化を背景としたオフィス・ビルの不足から、ともに実需がふえつつあった。

それをベースに余剰資金が怒濤のごとく押し寄せたため、これらの資産価格は急上昇に転じていったのである。

第3は、企業や個人の「財テク」の動きがこの動きの主演を演じたことである。大企業はすでに70年代後半から自己金融の動きを強めていたが、86年以降は株価上昇を背景に、国内外でエクィティ・ファイナンスによる過剰資金の調達を行い、そのかなりの部分を「財テク」に廻し、特金、ファントラ、さらには土地投機に向けていった。そして、これらの財テクの動きが盛り上がったのは、それによってかなりの利益がえられたためである。企業のエクィティ・ファイナンスでの資金調達コストは、国内外で0.5～2%と低く、これを国内のCDで運用すると4.5%と、この間2～4%の利ザヤが取れたし、特金、ファントラでの運用も、株価上昇で年率2～3割の利益が得られることとなった。このため、大企業は競ってエクィティ・ファイナンスを行い、その額は86～89年の3年間で実に56兆円にも達したのである。そのうち一部は設備投資や借入返済に廻されたものの、その7割程度が金融資産で運用され、85年に5兆円しかなかった特金、ファントラの残高は89年には43兆円にも達した。そして、個人も財テクに参加し、株や不動産投資に走っていった。

第4は、この過程で銀行行動の果した大きな役割をあげねばなるまい。銀行は金融超緩和の下で企業や個人に財テク資金を競って融資し、バブル膨脹に深く関わったからである。銀行は金融の超緩和に対し、大企業が銀行離れしたため、融資先を中小企業や個人に移し、積極的に貸出セールスを行った。このため、全国銀行の中小企業向け融資シェアは、85年の46%から90年には59%に、個人向けも同期間に9%から16%へ大きくシェア・アップすることになった。85～90年の間に全国銀行の貸出は163兆円ふえたが、そのほとんどが中小企業、個人向け貸出であり、そのかなりの部分が株や不動産投資に向けられた。就中、不動産関連融資はこの間不動産業

向けに25兆円、ノン・バンク迂回分で10兆円、建設業者向け（営業用不動産の取得分）に5兆円ふえ、合計42～3兆円にも達し、これが土地騰貴に大きな役割を演じたのはいうまでもない。

ところで、銀行はなぜかくも巨額の資金を不動産投資に融資したのか。この点については、従来不動産担保貸出が銀行にとって担保の安全性から最も優良な貸出とされてきた点に留意する必要がある。このため、金融超緩和の下で融資対象に事欠く状態では、金額の大きい、かつ安全性の高い不動産担保貸出は、まさに最優先の融資だったといってよい。それに、土地神話の存在や、銀行の横ならびビヘイビアがその傾向を助長し、銀行間の貸出競走は一段と過熱化の様相を呈していったのである。

## 2. バブル崩壊による銀行不良債権の増大

以上のようなバブルの膨脹が収縮に向かう契機となったのは、日銀による金融政策の引締めへの転換であった。日銀は89年5月以降5回にわたり続けざまに公定歩合を上げたが、バブル経済が余りにも根深く定着していたため、引締め効果が株価や地価にあらわれるにはかなりの日時を必要とした。株価は第3次公定歩合引下げでやっと反落に転じたが、地価の下落はさらに遅れ、92年にはいってようやく頭打ちから下落に転じていった。

しかし、一旦バブルが崩壊し収縮過程にはいると、そのピッチは極めて急激であった。それに伴って、経済金融面への影響もこれまでと全く逆のマイナスの「資産効果」が広がり、特に金融面では金融機関に巨額の不良債権が発生した。これが金融機関の融資ビヘイビアに少なからず影響を与え、景気の落込みをさらに深刻なものとした。と同時に、不良債権の額がこれまでにない巨額とみられただけに、経営危機に陥る金融機関も予想され、信用機構への不安感が醸成されていったのである。

ここで、バブルが崩壊すると、なぜ銀行に巨額の不良債権が生ずるか、

そのメカニズムについてみておきたい。

すでにふれたように、銀行はバブルの膨脹期に巨額の不動産関連融資を行ってきたが、その7～8割が実は転売により利益を得ようとする中小不動産業者向けの高リスクの貸出が中心であった。このため、一旦地価が頭を打ち、下落から暴落に転じると、転売が不能となり、これらの融資は急速に不良債権化することになる。地価の下落が急激で大幅だっただけに不動産関連融資のかなりの部分がコゲ付き、不動産売買市場のマヒもあって担保処分も難しく、銀行はあっという間に巨額の不良債権を抱えることになったのである。

個人向けの不動産融資も同様である。貸ビル、貸マンションが完成したにもかかわらず、テナントが入らないため返済が滞り、担保不動産の処分もママならず、ここでも不動産融資は急速に不良債権化していった。

ところで、このような不良債権額は一体どのくらいあるのか。大蔵省の公表によると、93年3月期時点の都銀、長信銀、信託銀21行で、6カ月以上の延滞貸出額が12.8兆円、回収不能分が1.9兆円といわれている。しかし、この額は極めて過少とみられる。個々の銀行が現在金利収入を伴わない不良貸出でも、融資先のテコ入れで回収可能とみれば不良債権に計上しないからで、この点、不良債権をどう捉えるかで、その額は大きく変わってくることになる。

そこで、現時点で実質的に金利収入を伴わない融資額をすべて不良債権として捉えれば、不良債権額は公表された分を3倍以上も上回ることになる。それは、不良債権額が公表されたものの他、(1)計上されていない6カ月未満の延滞貸出分や、(2)住宅金融専門会社など金利減免先への貸出分、(3)さらには、返済元利金などを貸出する「追い貸し」で既存貸出の不良債権化を阻止している分も併せ計上することが必要となるからである。このような視点から不良債権額を推計すると、現状全国銀行ベースで40兆円を

かなり上回る不良債権が発生している可能性が大きいものと思われる。そのうち回収不能分も、共同債権買取機構への銀行持込分の損失額が持込額の4～5割に達しているところから判断して、少なくとも16～20兆円以上に達しているものとみてよいただろう。その後の地価下落を考慮すると、その額はさらに拡大している公算は大きいとみられる。不良債権額40兆円以上は貸出額の約1割にも達しているわけで、これは由々しき事態といわねばならない。

というのは、従来の大蔵省、日銀の銀行検査では、融資額の5%以上の不良貸出があると、その銀行は経営上問題銀行とされ、きびしい監督下におかれていたからである。今回の不良債権額はその水準をはるかに上回るものであり、従来の基準からみるとほとんどの銀行が問題銀行の範疇にはいり、就中、不良債権比率の高い銀行や蓄積の乏しい銀行は、危機的状況にあるといっても過言ではあるまい。

### 3. 巨額の不良債権の処理と信用恐慌

ここで、重大な懸念が生じてくる。以上みた巨額の不良債権の発生が、銀行の経営危機を招きはしないかの疑念である。巨額の不良債権は利子収入を減らし、その償却に期間損益や多額の内部留保が当てられるため、二重の意味で銀行の収益を大きく圧迫する。不良債権による未収利息は年間2兆2000億円以上にのぼっており、これは全国銀行の業務純益（93年10月～94年9月）4兆7000億円の約半分に当たっている。業務純益の半分（税引後利益は半分となる）で不良債権を償却するとすれば、現状償却には8年から10年を要することになるだろう。これは銀行経営にとっては由々しき事態である。

もちろん、銀行によっては不良債権の多寡、償却原資の多寡などで、その経営への影響は千差万別である。一般的にいえば、内部留保が厚く、株

式などの含み益の大きい銀行は経営的には問題は少ないだろうし、一方、体力の脆弱な銀行は不良債権の規模次第では、それが命とりにもなりかねない。不良債権問題はつまるところ個別の銀行ベースでの経営危機問題に行きつくことになる。

そこで、不良債権問題の個別銀行への影響をみるため、銀行を業態別、地域別にみるとどうなるのか。

まず、業態別にみると、都銀は株や不動産の含みが比較的豊富なため、不良債権額はかなり大きいものの、償却には問題は少ないものと思われる。それでも現状のまま推移すれば、不良債権の償却には5～6年は要するとみられている。長信銀はノン・バンクを通じた不良債権が多く、その処理には多額の株式の含み益を吐き出す形で行われ、償却にはさらに長期間を必要とするだろう。最大の問題業態は信託銀行である。信託銀行は不動産業務を行っていた関係上バブル膨脹期には不動産業者と深く関わってきた。このため、不良債権比率は3業態でもっとも高く、しかも償却原資は少ないため、今後の対応が少なからず注目されている業態なのである。期間利益や含み益でも不十分なところは、今後情勢次第によっては、きびしい事態に陥る銀行も予想されよう。

次に、不良債権問題を地域別にみるとどうなるか。ここで特に問題となるのは、不動産ブームが起きた6大都市圏で積極的に不動産融資に注力した第二地銀や信金などの中小銀行である。これらの銀行の中には体力をはるかに上回る不良債権を抱え、すでに経営危機に陥っているところもみられている。自力回復も難しいところから、今後の動向がもっとも懸念されている銀行群なのである。

そこでクローズ・アップする問題が、本報告の主要テーマである「不良債権の処理をめぐる信用恐慌が起きないかどうか」の問題である。これまで業態別、地域別にみてきたところから、経営危機に陥っている銀行が

少なからずあることは確かである。これらの銀行が整理されることになると、信用秩序が揺るぎ、信用恐慌が起きるおそれはないのだろうか。この問題をみる場合、決定的に重要なのはいうまでもなく大蔵省、日銀の政策スタンスである。戦後わが国では銀行の倒産は一件もなく、経営危機に陥った銀行はいち早く当局の主導で余力ある銀行に吸収合併され、事態收拾が行われてきた。このような状況の下では「銀行不倒」の神話が定着するのは当然であり、このため、わが国においては信用秩序は戦後微動だにできなかった。信用秩序の維持に果した政策当局の役割は極めて大きいものであったといってよい。

しかし、都銀や有力地銀が巨額の不良債権を抱え、余力をなくしている現状では、これまでのような当局主導による従来型の救済合併が難しくなっているのも確かである。これを象徴的に示したのが、東洋信金の処理であり、釜石信金の清算であった。ここでは従来のやり方と違い、事態の変化に対応した当局の新しい政策スタンスがみられている。

まず、東洋信金の場合、一応吸収合併の形態をとったが、中身は分解合併であり、損失2500億円を債権者のノン・バンク、銀行の債権切捨てで1220億円、東洋信金自体の店舗売却で500億円、残金の損失分を三和銀が引受け合併することとなった。しかし、三和の引受損失分は預金保険機構からの贈与200億円に東洋信金への融資関連銀行の三和への低利融資でカバーされ、それに必要な資金は日銀が供給することで收拾した。また、釜石信金の清算については、不良債権分を切離し、健全な資産負債は地元の6銀行が承継し、不良債権400億円は預金保険機構から260億円の贈与、全信金連から65億円の贈与で補填、残りを債権買取機関を創り、ここに移管することで決着をみた。

このように最近の政策当局による危機処理に共通している点は、引受銀行の負担軽減のため預金保険機構からの多額の資金贈与や日銀特融（釜石

の場合は関係深い全信金連からの融資)が行われ、救済銀行にそれなりのメリットを与える形で問題を処理しようとしている点である。このことは今後の政策当局の危機対応のビヘイビアを如実に示すものであり、その背後に信用秩序維持への当局の強い意欲を読みとることができる。

おそらく今後経営危機に陥った銀行の処理については、当局は次の3類型で収拾していくものと思われる。まず第1類型は従来型の救済合併であり、これは国内外への影響が比較的大きい銀行の経営危機に対してとられるもので、政策当局は全力で救済策を講ずることが予想される。第2の類型は分解合併の東洋信金型であり、また、第3の類型は釜石信金型の清算方式である。そして、これらの方式が対象とするのは自力再建の難しい中小銀行についてであり、これも極力救済する方向で対応するとともに、社会的影響を極力少なくする形で合併か清算かの道が選ばれることになるだろう。

また、この過程で、従来から懸案とされた銀行間のオンライン提携で生ずる決済リスク(資金決済ができない状態に陥った銀行の預金引出して提携銀行が蒙る流動性リスク)についても、対策が実施に移されよう。現に提携先のCDやATMを使った銀行引出額を1日200万円に制限することが94年春から実施される予定であり、また、問題銀行を即座にオンライン網から切り離し、その間の未決済の被害額を倒産銀行と同業態の銀行が協同して補填するなどの対策が講じられ、この面から生ずる信用不安も解消される方向にある。

それに、不良債権の処理を促進するための業界共通の対応策も進んでいる。現在では、その主な対応策として、次の3つが実施に移されている。1つは、償却原資が目減りしないようにする「株式含み益対策」である。これには92年秋の総合経済対策の一環としてとられた公的資金導入による株価維持対策があげられる。2つは、担保不動産の流動化対策として「共

同債権買取機構」が設立されたことである。この不動産売買機関は担保付不動産の買取りを持込銀行の融資で行い、持込銀行はその時点で確定する売買損を即無税償却できる利点があるが、償却原資の乏しい中小銀行には損がでるため利用しにくい一面があり、その効果には限界があるように思われる。3つは大口不良債権先のテコ入れである。この点で最大の不良債権先である住宅金融専門会社への支援策が最重要となる。14～15兆円にものぼる住専への貸付は融資金融機関が錯綜し、特に農林系金融機関が深く関わっているだけに支援体制を組むのに困難を伴ったが、一応金利減免に差をつけることで10年間支援する体制ができた。しかし、不測の事態で住専に貸倒れが生じた場合の対応策は講じられておらず、今後の問題を残している。

ともあれ、これらの施策で当面の不良債権処理への環境は一応整ってきたといってよいだろう。これから銀行経営にとってはきびしい長い茨の道が続くことになろうが、信用秩序維持のためには当局をはじめとして万全の体制で対応が進められる方向にあり、余程の事が起きない限り、信用秩序が大きく揺らぐことはないものと思われる。ただ、その際政策当局による銀行救済の結果、預金保険機構の資金涸渇や日銀貸出の膨大な増加などの問題が起きることは避けられまい。それにしても、政策当局にとって当面緊急に必要なことは、景気の底割れを防ぎ、地価を安定させ不動産市場を流動化させる対策である。経済の回復が軌道に乗れば、不良債権問題にも自ずと解決への展望がそれなりに描けてくるのではないかと思われる。

表1 バブル前後の経済指標 (単位%、但し円レートを除く)

	85	86	87	88	89	90	91	92
卸売物価上昇率	▲1.1	▲9.1	▲1.1	▲1.0	2.5	2.0	▲0.6	▲1.6
消費者物価上昇率	2.0	0.6	0.1	0.7	2.3	3.1	3.3	1.6
日経平均株価上昇率 (年月中平均)	18.8	30.5	41.4	16.5	26.0	▲13.4	▲17.6	▲27.8
6大都市地価上昇率	7.3	14.3	25.8	30.0	24.4	30.0	3.0	▲15.3
円レート(インターバンク・直物 年月末 円)	200.60	160.10	122.00	125.90	143.40	135.40	125.25	124.65
公定歩合(年月末)	5.00	3.00	2.50	2.50	4.25	6.00	4.50	3.25

表2 全国銀行業種別貸出動向

(単位兆円、%)

	85	86	87	88	89	90	91
全国銀行貸出(銀行勘定)	222.8 (100)	244.4 (100)	268.6 (100)	288.2 (100)	355.1 (100)	376.0 (100)	385.7 (100)
中小企業向け	103.1 (46.3)	120.0 (49.1)	139.3 (51.9)	153.0 (53.0)	203.2 (57.2)	214.7 (57.1)	220.4 (57.1)
個人向け	20.6 (9.2)	23.9 (9.8)	30.3 (11.3)	36.3 (12.6)	54.1 (15.2)	61.2 (16.3)	65.0 (16.9)
不動産業	17.2 (7.7)	23.5 (9.6)	27.5 (10.2)	31.4 (10.9)	41.0 (11.5)	42.4 (11.3)	44.7 (11.6)
金融保険業	16.8 (7.5)	21.4 (8.8)	27.3 (10.2)	30.3 (10.5)	36.7 (10.3)	37.7 (10.0)	36.1 (9.4)
建設業	12.7 (5.7)	13.5 (5.5)	14.0 (5.2)	14.8 (5.1)	19.2 (5.4)	20.0 (5.3)	21.6 (5.6)

表3 不良債権（都銀・長信銀・信託銀・公表分）

	不良債権額	経営破綻先債権
92/3	8 兆円	2.6 兆円
92/9	12.3 "	4.0 "
93/3	12.8 "	1.9 " (全国銀行2.9兆円)
93/9	14.2 "	

表4 不良債権償却原資（93/3）

(単位兆円)

	都市銀行	長期信用銀行	信託銀行
業務純益	2.52	0.40	0.31
有価証券含み益	10.96	3.65	2.95
貸倒引当金	0.84	0.17	0.11
債権償却特別勘定	1.46	0.23	0.18
計	15.78	4.45	3.55
不良債権公表額	8.45	1.85	2.47

## 〈質疑応答〉

### 1. [質問] 数阪 孝志 (大阪市立大学)

わが国では預金保険機構は本当のところ一体何の機能を果たしているのか。

[答]

わが国の預金保険機構は昭和46年設立されて以来、ほとんど仕事らしい仕事がない状態が続いたが、最近になって東邦相銀の伊予銀行への合併に伴う低利資金80億円の貸付を皮切りに、東洋信金の解体合併で200億円、大阪府民信組の大阪弘容への合併で200億円、釜石信金の清算で260億円の資金贈与を行い、ようやく本来の動きをみせてきた。現在、支払基金は約6000億円、それに日銀貸出枠5000億円を加え1兆1000億円の資金を動員できるが、これでは中位の第二地銀1行分の資金量でしかなく、金融機関の破綻による預金保険の支払いには到底対応することはできない。現状では預金者に対する保険金の支払いはなく、破綻金融機関の救済合併に対する資金贈与、貸付が中心となっている。

### 2. [質問] 服部 泰彦 (立命館大学)

報告要旨の最後に「まず信用秩序が大きく揺らぐことはないものと思われる」と述べておられるが(私自身もそのように考えるが)、年間200行もの銀行が倒産するアメリカの金融制度の方が脆弱なのか、それとも1行の銀行が倒産だけで信用秩序が揺らぐのではないかと必至で回避しようとしている日本の金融制度の方が脆弱なのか、どのように思われるか。

[答]

信用秩序の維持という観点から日米の金融制度を比較すると、その優劣の問題はそれぞれの金融体制の下での銀行の不況抵抗力(経営破綻に至らない制度的枠組み)を比較すればよいと思う。その点で、まず銀行の不良債権に対する引当金の制度がどう違うかをみると、米国では貸出が3カ月以上延滞すれば不良貸出とみて、現実にはその8割ぐらいが引当金で積まれている。一方、わが国では不良債権額とは関係なく貸出金の0.3%の貸倒引当が無税で計上でき、その他、明らかに融資先が倒産した場合や、負債超過で回収不能とみられた時は2年間経過をみて実損分の半分を引当できる仕組みとなっている。最近この2年の経過期間が1年に短縮されたが、まだまだ米国に比べ不良債権を償却しにくい制度となっている。したがって、貸倒引当金は米国に比べ低水準にあるが、ただわが国の場合、会計上株や土地の含み益が計上されておらず、これが実質的には貸倒引当金としての性格をもっており、不良債権の償却原資となっている。したがって、この面からの優劣はにわかにつけ難いと思う。

次に、銀行経営をとりまく風土から銀行の利益率の水準を比較すると、利ザヤは米国の方が著しく高いが、米国の銀行はわが国の銀行に比べ行員数は倍増に近く、人件費率はべらぼうに高い。利益率の水準では、両者にそれほどの差異はないように思われる。

ただ、決定的に違う点は、業界構造と当局の関わり方である。まず、日米の銀行業界の構造は、わが国ではこれまできびしい参入規制で銀行の数は極めて限られており、都銀11行、地銀64行、第二地銀66行で全国銀行合計で140行あまり、信金が440行程度でしかない。これに対し、米国では商業銀行だけで1万3000行もあり、倒産数が年間300行といっても、ごく一部でしかない。参入も比較的容易で、1行1店舗の銀行も多い。限界部分でみれば、わが国の銀行が経営的には、米国の銀行より安定しているのではないか。

また、行政当局の関与の仕方も日米で大きく違い、米国では銀行の経営破綻には主として制度面でのセイフティ・ネットに対応しているが、わが国では依然として当局の行政指導が中心となっている。信用秩序維持という観点からみれば、総じてわが国の方が安定性があるように思う。

## 部会活動報告

〔北海道部会〕

- (1) 1993年5月22日 北海道大学（金融学会道部会と合同）  
海保幸世著『世界市場と国際収支』（ミネルヴァ書房、1993年）合評会
- (2) 1993年10月30日 北海道大学  
報告者 吉田賢一氏（北海道大学）  
論題 「ケインズの有効需要概念と貨幣数量説」  
報告者 松井安信氏（札幌学院大学）  
論題 「岡橋保先生の思い出—残された理論的課題—」

〔関東部会〕

- (1) 1993年3月27日 慶應義塾大学  
報告者 田中秀親氏（淑徳大学）  
論題 「企業間信用の動向」  
既発表論文「日本の金融Ⅰ《現代の商業信用》」（飯田裕康編『現代の金融—理論と現状—』有斐閣ブックス、'93年所収）をベースに、詳細な最新のデータを付加して、現代わが国経済の企業間信用の動向が報告された。
- (2) 1993年12月18日 慶應義塾大学  
報告者 野田弘英氏（埼玉大学）  
論題 「信用創造と新投資—ハーン説を中心に—」  
論文「資本信用と信用創造」（『社会科学論集』第80号、'93年7月）で触れられたシュムペーターの信用創造学説の諸問題をさらに検討すべく、シュムペーターの理論を継承したハーンの信用創造説を案材に、産業資本と貨幣資本の対抗的關係がつくり出す景気変動と信用創造の関連について種々問題が提起された。

## 〔関西部会〕

- (1) 1993年3月27日 大阪市立大学文化交流センター

報告者 野崎哲哉氏 (大阪市立大学院生)

論題 「今日の都市銀行と銀行行動について」

報告者 福光 寛氏 (立命館大学)

論題 「金融の証券化と銀行の将来像  
—コアバンク論について—」

- (2) 1993年10月2日 大阪市立大学文化交流センター

報告者 数阪孝志氏 (大阪市立大学)

論題 「不良債権と銀行倒産」

報告者 脊山和司氏 (大阪市立大学)

論題 「法人信託業務と利益相反  
—1920年代のアメリカを中心に—」

## 〔西日本部会〕

- (1) 1993年3月30日 熊本商科大学

報告者 井上伊知郎氏 (久留米大学)

論題 「国際通貨と国際金融市場—ドイツ・マルクの事例—」

コメンテーター 川本明人氏 (広島修道大学)

本報告は、『国際通貨についての—考察—国際通貨ドイツ・マルク成立との際会—』(秀巧社、久留米大学商学部付属産業経済研究所紀要第20集、1993年3月)において発表されている。

## 学会事務局記事

1. 1993年6月6日(日)午後6時より学士会館にて理事会を開催し、以下の議題を審議した。①次期大会は11月15日(月)長崎大学にて開催する。詳細については西日本部会に一任する。なお、1994年春季大会については東京で開催することとし、関東部会において準備を進めることとする。②「信研小史」の進捗状況について三宅義夫理事より報告があった。

2. 1993年春季大会は、千葉商科大学において6月7日(月)午前10時より開催。「地域経済と国際通貨」のテーマの下に深町郁弥、高山洋一両会員の司会によって、以下のような報告がなされた。

「発展途上国と国際通貨制度」

報告者 吉川久治氏(千葉商科大学)

「ASEAN諸国の貿易決済通貨について」

報告者 井上伊知郎氏(久留米大学)

「日本の国際収支構造と本邦為替銀行の対外ポジション」

報告者 奥田宏司氏(立命館大学)

なお、当日開催された理事会において、1992年決算および1993年予算案が審議され、承認された。また、以下の諸氏の入会が承認された。(敬称略 受付順)

川合 研(福岡大学商学部)

上川孝夫(横浜国立大学経済学部)

高瀬恭介(千葉経済大学)

山根寛隆(流通経済大学大学院)

3. 11月14日(日)午後6時より長崎市のセントヒル長崎にて理事会を開催。以下の諸点が審議された。①次期大会の件については、武蔵大学(東京)において開催することとし、日程・テーマ・報告者についてはさらに関東部会で検討することとした。1994年秋季大会は、名古屋において開催を予定し、名城大学に当番校をお

願いする。②日本学会議の次期会員選出に当たっては、本学会から独自の候補者を推薦することとし、生川栄治代表理事を推薦することとした。推薦人として飯田裕康常任理事を当てることとした。

4. 1993年秋季大会は、11月15日（月）に長崎大学の主催で長崎商工会館において午前10時より開催された。「現代信用制度と信用恐慌」を共通テーマとして西村閑也、鈴木芳徳両会員を司会として以下のような報告がなされた。

「金融危機における公的セイフティ・ネット——預金保険制度改革に関連して——」

報告者 戸田壮一氏（下関市立大学）

「アメリカ信用制度と「金融危機」——「貨幣資本と現実資本」の視覚から——」

報告者 川波洋一氏（九州大学）

「信用恐慌と金融政策——イギリスにおける歴史的事例を中心に——」

報告者 金井雄一氏（名古屋大学）

「銀行の不良債権の処理と信用恐慌」

報告者 高瀬恭介氏（千葉経済大学）

当日開かれ理事会において、以下の諸氏の入会が承認された。（敬称略 受付順）

米村 司（愛知学泉大学経営学部）

清水 敦（武蔵大学経済学部）

掛下達郎（九州大学大学院）

廣田精孝（高知大学教育学部）

桜田照雄（阪南大学商学部）

なお、松井暁氏（富山大学）より退会届が出され、承認された。

（文責 飯田）

会員著書・論文目録（自1993年1月至12月）

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
浅田 政広	沼の上金山－北海道産金史研究(12)－	『旭川大学紀要』第39号	1993年12月
生川 栄治	ドイツ・コンツェルン金融問題	『商経学叢』第40巻第2号(近畿大学)	1993年12月
石垣今朝吉	『アメリカ帝国の展開と危機』	社会評論社	1993年4月
石田 高生	オーストラリア国際収支の構造と為替市場	日本経済評論社『ドル本位制の研究』	1993年2月
井上伊知郎	『国際通貨についての一考察－国際通貨ドイツ・マルク成立との際会－』	秀巧社『久留米大学商学部付属産業経済研究所紀要』第20集	1993年3月
	書評 奥田宏司著『日本の国際金融とドル・円－本邦外国為替銀行の役割－』	金融学会編『金融経済研究』第5号	1993年7月
大谷慎之介	労働を基礎とする社会把握と経済学の課題	『経済志林』第61巻第1号	1993年7月
	商品および商品生産	『経済志林』第61巻第2号	1993年9月
	価値形態	『経済志林』第61巻第2号	1993年9月
	『流通手段と資本』（『資本論』第3部第28章）の草稿について	『経済志林』第61巻第3号	1993年11月
海保 幸世	『世界市場と国際収支』	ミネルヴァ書房	1993年3月
金井 雄一	高齢化社会と資本主義経済	名古屋大学公開講座委員会編『長寿を考える』第一法規、第14章	1993年7月
	〈書評〉酒井一夫・西村閑也編著『比較金融史研究』	『土地制度史学』第141号	1993年10月
鎌倉 孝夫	「資金」概念について	埼玉大学経済学部『社会科学論集』第78・79合併号	1993年3月
	「貨幣資本(monied capital)」概念の考察	埼玉大学経済学部『社会科学論集』第81号	1993年12月
川波 洋一	管理通貨制度と金融恐慌－两大戦間期と現代－	日本経済評論社『ドル本位制の研究』	1993年2月

	EC通貨統合と統合ドイツ-国民経済と貨幣制度-	九州大学出版会九州大学ドイツ経済研究会編『統合ドイツの経済的諸問題』	1993年3月
	キルギスタンの独自通貨導入という大実験	時事通信社『世界週報』	1993年4月20日
川本 明人	国際銀行業とユーロカレンシー市場	日本経済評論社深町郁彌編『ドル本位制の研究』所収	1993年2月
	『第三次産業の新展開(共著)』	広島修道大学総合研究所	1993年2月
	銀行の国際化と国際金融	ミネルヴァ書房尾上修悟編『国際金融論』	1993年9月
神沢 正典	「ドル本位制」と債務累積	日本経済評論社深町郁彌編『ドル本位制の研究』	1993年2月
	直接投資と発展途上国	『阪南論集』第29巻第2号	1993年9月
古結 昭和	金融システムと財政収支-金融調節の原理-	『高知論叢』第48号	1993年11月
後藤 新一	昭和2年の金融恐慌-今昔の比較-	『季利CMR』	1993年1月
	日本の銀行家	『金融ジャーナル』	1993年1月
	世界変化合同の特徴-普通銀行を比較して-	『金融ジャーナル』	1993年8月
	過保護行政の終焉(上)(下)	『金融ビジネス』	1993年9月、10月
	ミニ・バンに終わった金融制度改革	『エコノミスト』	1993年11月8日
小林 真之	大恐慌期におけるアメリカ独占資本主義と擬制資本	『信用理論研究』第10号	1993年5月
	1920年代末の株式ブームとアメリカ金融市場(1)(2)	『北海学園大学経済論集』41ノ1及び2号	1993年5月及び9月
齊藤 壽彦	海外直接投資の助成経済協力の推進	通商産業省通商産業政策史編纂委員会編『通商産業政策史』第12巻通商産業調査会	1993年
坂口 明義	貨幣生成の交換過程モデル-マルクス・宇野・アグリエッタ=オルレアン-	『東北学院大学論集経済学』第122号	1993年3月
佐藤 進	未来に生きる君たちと-留学生教育論に寄せて-	京都大学経済学部	1992年8月

	香港金融の外貨化傾向 -過渡期における香港金融の 「国際化」現象-	京都大学経済会『経済 論叢』第150巻第4号	1992年10月
	香港をめぐる内外銀行の過渡期 戦略	『経済論叢第151巻第 4・5・6号』	1993年6月
高瀬 恭介	金融変革の世界的展開とその方 向(一)	『経済評論』	1993年2月
	金融変革の世界的展開とその方 向(二)	『経済評論』	1993年3月
	世界的金融変革下の金融制度政 策(一)(二)	『経済評論』	1993年4月
	資産デフレ下の金融機関と不良 債権問題	『経済評論』	1993年5月
高山 洋一	国際金融センター・シンガポ ール管見	『東南アジア経済調査 報告』(大東文化大学 経済研究所)	1993年9月
建部 正義	「マネー」	大月書店	1993年3月
谷田 庄三	消費者信用の問題と課題	日本消費経済学会編 『消費経済学総論』	1993年6月
中浜 隆	「アメリカの生命保険業」	同文館	1993年4月
中宮 光隆	マルクス経済学の理論と現実	小谷正守・森泰一郎・ 安部直樹編著「エコノ ミックスのすすめ」ミ ネルヴァ書房	1993年5月
	シスモンディにおける市場問題 と欲求について -18世紀フランス経済学との関 連で-	『熊本女子大学学術紀 要』第45巻	1993年3月
	シスモンディと古典派経済学	稲村勲編著「経済学の 射程-歴史的接近-」 ミネルヴァ書房	1993年4月
中村 太和	イギリスの民営化	八千代出版玉村博巳編 『民営化の国際比較』	1993年3月
	リゾート・都市再開発と第三セ クター	和歌山大学経済学部 『土地基本法下におけ る都市再開発に関する 総合研究』	1993年3月
中村 良広	ドイツ統一と州間財政調整	九州大学出版会九州大 学ドイツ経済研究会編 『統合ドイツの経済的 諸問題』	1993年3月

	ドイツ統一と州間財政調整の再編	『北九州大学商経論集』第28巻第4号	1993年3月
	大連市財政に関するノート	『北九州産業社会研究所紀要』第34号	1993年3月
野田 弘英	資本信用と信用創造	『社会科学論集』第80号(埼玉大学)	1993年7月
服部 泰彦	『現代の金融資本と株式市場』	法律文化社	1993年4月
濱田 康行	銀行の「貸し渋り」は本当にな いのか	『日経ベンチャー』93. 2号	1993年1月
	中小企業金融の現状と課題 共 同執筆 斎藤一郎	『信用保証』No.186	1993年3月
	金融構造の変化と小規模企業経 営	『中小企業信用保険公 庫月報』93. 3号	1993年3月
	“複合不況”と中小企業	『商工金融』93. 3号	1993年3月
	日本経済の現状と中小企業金融	『商工金融』93. 11号	1993年11月
	貨幣資本の自立的蓄積、その実 物資産からの乖離	村岡・佐々木編『構造 変化と世界経済』	1993年5月
	企業の興亡：理念欠く日本の店 頭市場	日経産業新聞	1993年8月 23日
春田 素夫	バブル後遺症とアメリカ連邦準 備制度	西村閑也他編『現代世 界の金融政策』日本経 済評論社・所収	1993年5月
平岡 賢司	経常収支の黒字累積と長期資本 収支－1920年代のアメリカの基 礎収支動向を中心として－	熊本商科大学『海外事 情研究』第20巻第2号	1993年2月
	金本位制度と基軸通貨ポンド	日本経済評論社深町郁 彌編『ドル本位制の研 究』第4章所収	1993年2月
平田 喜彦	『現代国際金融の構図』（編著）	法政大学出版局	1993年3月
	『世界経済の成長センター －アジア太平洋地域－』（編著）	多賀出版	1993年2月
深町 郁彌	変動相場制下の『ドル本位制』	日本経済評論社深町郁 彌編『ドルの本位制の 研究』	1993年2月
	基軸通貨ドルの侵食－為替媒介 通貨を中心に－	日本経済評論社深町郁 彌編『ドルの本位制の 研究』	1993年2月
福光 寛	金融の証券化と銀行の将来像 －コアバンク論について－	『立命館経済学』第41 巻第4号	1992年10月

- 書評 北條裕雄著『現代アメリカ資本市場論』 『証券研究』第106号 1993年4月
- CRA(地域社会再投資法)について 『立命館経済学』第42巻第1号 1993年4月
- クリントンの銀行政策-地域社会開発銀行構想の展開- 『立命館経済学』第42巻第3号 1993年8月
- 米国における銀行の投資信託販売について 『証券経済』第186号 1993年12月
- 古川 正紀 大きな政府の論理-管理資本主義と「大きな政府」(2)- 九州国際大学論集『法経研究』第5巻2号 1993年12月
- 藤谷 硯児 海外における最近の金融不祥事について 『証券経済学会年報』第28号 1993年3月
- 1931年国際金融恐慌と再建金本位制 文眞堂『大恐慌と戦間期経済』(戦後日本経済研究会編) 1993年11月
- 松本 久雄 国際交換における価値移転について-リカードの貿易利潤論とマルクス- 『金沢大学経済学部論集』 1993年3月
- 金匱貨論についての一試論 『甲南経済学論集』 1993年3月
- 三宅 義夫 Marx'okonomisches Manuskript von 1861-1863 und die Probleme seiner Edition im MEGA-Band II/3 Beitrage zur Marx-Engels-Forschung: Neue Folge 1993 1993年
- 毛利 良一 南北問題と途上国経済 青木書店経済学教育学会編『経済学ガイドブック』所収 1993年6月
- 世界的民営化・市場経済化とIMF・世界銀行 同文館杉本昭七編『現代世界経済の転換と融合』 1993年7月
- ベトナムの経済改革の現状と課題 『日本福祉大学社会科学研究所年報』第7号 1993年12月
- 八尾 信光 現地調査報告  
非公式労働組合  
独立労働組合レニングラード州本部  
『労働組合と経済』誌編集部  
1993年7月
- 市場経済への転換過程における諸物価  
市場経済への転換過程における賃金  
聴取記録  
ソ連邦史をどうみるか未公開文書からみたレーニン像 田中雄三他編『再生に転じるロシア』(機関紙共同出版) 1993年11月

- |       |                     |  |          |
|-------|---------------------|--|----------|
| 山田喜志夫 | 信用創造と通貨構造           | 『国学院経済学』第41巻第2号                          | 1993年3月  |
| 山田 博文 | 『金融自由化の経済学』         | 大月書店                                     | 1993年1月  |
|       | 『金融新時代』の到来をどうみるか    | 『調査月報』No523(銀行労働研究会)                     | 1993年2月  |
|       | 金融グローバル化とデレギュレーション  | 『八戸大学紀要』第12号(八戸大学)                       | 1993年3月  |
|       | 『バブル経済』と金融・証券問題     | 経済理論学会編『日本資本主義の現代的特質』(経済理論学会年報第30集) 育木書店 | 1993年10月 |
|       | (書評) 建部正義『マネー』      | 『商学論纂』第35巻第1・2号(中央大学商学研究会)               | 1993年12月 |
| 吉田 暁  | 金利自由化と金融政策          | 大月書店熊野剛雄・龍昇吉編『現代日本の金融』                   | 1992年11月 |
|       | 銀行行動の変化             | お茶の水書房平和経済計画会編『バブル経済と銀行・証券』              | 1993年1月  |
|       | 金融システムの安定性とナローバンク論  | 全国銀行協会連合会『金融』                            | 1993年10月 |
| 吉田 真広 | 英国地方株式銀行の発券の意義と組織形態 | 『北海学園大学経済論集』第34巻2号                       | 1986年10月 |
|       | 1866年恐慌とガーニー商会の破産   | 『国学院大学大学院経済論集』第17号                       | 1989年3月  |
|       | 貨幣の価値尺度の理解に関する覚書    | 『国学院大学大学院経済論集』第19号                       | 1990年10月 |
|       | ウィリアム・ブレイクの名目為替理論   | 『国学院大学経済学研究』第22輯                         | 1991年3月  |
|       | 銀行制限期における為替相場変動の理論  | 『国学院大学紀要』                                | 1992年3月  |
|       | 銀行制限期における為替相場変動     | 『信用理論研究(部会活動報告)』第9号                      | 1992年5月  |
|       | 為替相場の変動と金平価に関する一考察  | 『国学院大学経済学研究』第23輯                         | 1993年3月  |

## 信用理論研究 第11号

---

1994年5月発行

発行者 信用理論研究学会  
発行所 信用理論研究学会  
〒108 東京都港区三田2-15-45  
慶應義塾大学新研究室  
飯田裕康研究室  
TEL03(3453)4511(内線3225)  
印刷所 本郷印刷株式会社  
〒101 東京都文京区白山5-13-7  
TEL 03(3946)4800(代表)

---